



行业研究

影视综产业专题报告

影视综作品质量不断提升，头部效应持续增强

投资评级 看好  
评级变动 首次评级

主要观点：

◆我国影视综产业长期发展潜力巨大。我们认为，尽管受到一些短期行业负面因素的影响，近几年我国影视综产业发展速度有所放缓，但长期的发展潜力依然不容小觑，主要有以下几个方面的支撑：首先，我国文化产业增加值占GDP比重仍有较大提升空间；其次，5G时代，超高清视频、VR等新技术为影视综产业发展注入全新的动能；最后，我国版权保护和版权付费意识逐渐提升。

◆目前传媒板块估值仍处于历史底部，产业政策迎来回暖。传媒板块整体估值同样自2015年6月达到峰值之后处于持续下跌调整态势，至2018年底持续时间长达54个月，2018年12月之后估值开始修复，但目前传媒板块的PE和PB指标仍处在均值减1倍标准差附近。与此同时，2019年下半年以来影视综产业的政策正在持续回暖当中，国家出台相关政策进行扶持，内容监管宽松程度也在边际改善。

◆电影市场：产业集中度持续提升，国产电影逆市快速增长。从电影票房收入来看，2019年度中国电影总票房达642.66亿元，同比增长5.40%，虽然增速已经连续三年有所放缓，但与全球票房收入增速相比，仍属于较好的水平。我国电影产业自2015年以来产业集中度均呈现逐步提升态势，影片票房加速两极分化，2019年我国20亿元以上的6部影片在总票房占比达36.90%，延续了自2017年以来快速上升的趋势。在行业集中度不断提升的背景下，资源向优质头部制片发行方集中效果良好，打造出一批优质的国产电影获得观众高度认可，推动国产电影票房近几年来保持高速增长，2019年我国国产电影票房收入达411.75亿元，占国内票房比重上升至64.07%，在中国影史票房前10名中，国产影片已占9席，其中有4部是2019年新进入榜单。

◆剧集市场：处于减量提质过程中，古装剧爆款频出。我国剧集内容供给端近五年来处于持续产能出清、提质减量的阶段，导致这一现象的最主要原因是供给侧和需求侧不配套。目前用户需求更多的是精品内容，而供给端则剧集质量参差不齐、呈两极分化，存在中低端产品过剩、高端产品供给不足的现象。用户对

长城国瑞证券研究所

分析师：  
李志伟  
lizhiwei@gwgsc.com  
执业证书编号：S0200517100001

联系电话：0592-5161646  
地址：厦门市思明区莲前西路2号莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司



于精品内容的追求也推动制作方将更多资源投入头部精品大剧中，获得了较好的成效。跟 2018 年相比，2019 年口碑与热度兼得的网络剧增势非常明显，2019 年豆瓣评分 7.0 分以上、评分人数超过 5 万的网络剧多达 10 部，远高于 2018 年的 4 部。虽然古装剧近两年来数量不断减小，但在波折之中反而迎来了自己爆发的一年，打造出了不少爆款剧集，在今年的榜单，古装剧更是与现代剧平分秋色。从年初的《知否》到暑期档的《陈情令》《长安十二时辰》，再到年末的《庆余年》《从前有座灵剑山》，古装剧靠品质、口碑、创新找到了新的增长路径。

◆**综艺市场：往更加精细化、多元化发展，芒果 TV 崛起成为龙头。**2019 年，为迎合观众需求，综艺行业正在从过去粗放的发展模式，向更加精细的制作方式转变，题材类型也更加多元化。截至 2019 年 11 月的所有网络头部综艺中，文化类与生活观察类节目的数量同比增长明显，增长率分别为 115% 和 100%。目前综艺节目市场仍是爱奇艺、优酷、腾讯以及芒果 TV 四足鼎立的格局，芒果 TV 在近几年发展十分迅猛，已成功崛起成为这一细分市场的行业龙头。在电视综艺方面，2019 年电视综艺播放量前 10 中，芒果 TV 占据了 5 个席位（2 部为独播，3 部为联播）；在网络综艺方面，2019 年累计播放量排名前 10 的网综节目当中芒果 TV 占据了 7 部（6 部为独播，1 部为联播）。

### 投资建议：

当前影视综产业估值处于历史底部区域，具备较高的中长期投资价值，在影视行业政策开始回暖的时间点值得特别关注。建议重点关注标的：（1）已上映多部高票房影片，并且储备较多优质影视资源的国漫电影龙头**光线传媒（300251.SZ）**；（2）制作团队实力雄厚，持续创造多款优秀 IP 的综艺行业龙头**芒果超媒（300413.SZ）**；（3）有多部市场关注度较高的重点影片即将上映的数字影片发行龙头**中国电影（600977.SH）**；（4）在行业出清阶段具备更强的抗风险能力，在市场整合的过程中有望通过不断优化运营效率持续提升竞争力的影院行业龙头**万达电影（002739.SZ）**；（5）在全国各层级城市快速扩张，并提前布局三四五线城市的市场空白点，在国内处于行业领先的民营院线及影院投资公司**横店影视（603103.SH）**。

### 风险提示：

商誉减值超预期；5G 应用发展程度低于预期；内容制作、发展低于预期；政策监管发生变化。



## 目 录

<b>1 影视综产业总体市场状况分析 .....</b>	<b>6</b>
1.1 影视综产业链简析.....	6
1.2 长期发展潜力巨大，关注未来提升空间.....	8
1.3 目前板块估值仍处于历史底部区域，具备较高中长期投资价值.....	12
1.4 经历较长时间整顿后，产业迎来政策回暖.....	14
<b>2 电影市场 .....</b>	<b>16</b>
2.1 同比增速有所回落，但总体保持较快增长.....	16
2.2 行业集中度持续提升，国产电影逆市快速增长.....	18
2.3 数字化家庭音像消费支出超过影院消费，VR 巨幕影院获得消费者青睐.....	22
<b>3 剧集市场 .....</b>	<b>26</b>
3.1 总体处于减量提质的过程，精品内容更符合市场需求.....	26
3.2 现实题材仍占多数，古装剧数量下降但爆款剧集频出.....	28
3.3 热门网络小说 IP 被不断开发，内容为王是大趋势.....	29
<b>4 综艺市场 .....</b>	<b>31</b>
4.1 电视综艺处于成熟期，网络综艺处于快速发展期.....	31
4.2 制作更加精细，题材类型更加多元化.....	33
4.3 目前形成四足鼎立的竞争格局，芒果 TV 崛起成为龙头.....	35
<b>5 重点关注标的 .....</b>	<b>37</b>
4.1 光线传媒（300251.SZ）.....	37
4.2 芒果超媒（300413.SZ）.....	37
4.3 中国电影（600977.SH）.....	37
4.4 万达电影（002739.SZ）.....	38
4.5 横店影视（603103.SH）.....	38



## 图目录

图 1: 娱乐内容产业主要细分领域.....	6
图 2: 影视综产业具备的三个特征.....	6
图 3: 影视综产业链主要构成 .....	7
图 4: 我国影视综产业市场规模变动情况及预测.....	8
图 5: 2014-2018 年我国视频内容行业市场规模 .....	8
图 6: 1978-2017 年我国居民消费水平指数变动 .....	9
图 7: 2013-2018 年我国居民文娱消费支出变动 .....	9
图 8: 2013-2018 我国文化产业增加值变动情况 .....	9
图 9: 部分发达国家文化产业增加值占 GDP 比重.....	9
图 10: 5G 与 4G 技术指标对比.....	10
图 11: 5G 的三大典型应用场景.....	10
图 12: 索尼 8K 电视.....	10
图 13: VR 头显.....	10
图 14: 2013-2018 年我国网络版权产业市场规模 .....	11
图 15: 2012-2018 年我国综合视频市场各业务收入占比 .....	12
图 16: 2011-2019 年中证传媒指数与沪深 300 指数涨跌幅对比.....	12
图 17: 传媒行业历史 PE 水平走势.....	13
图 18: 传媒行业历史 PB 水平走势.....	13
图 19: 影视动漫行业历史 PE 水平走势.....	13
图 20: 影视动漫行业历史 PB 水平走势.....	13
图 21: 有线电视行业历史 PE 水平走势.....	14
图 22: 有线电视行业历史 PB 水平走势.....	14
图 23: 横店影视城是目前全球规模最大的影视拍摄基地.....	15
图 24: 2012-2019 年我国电影产业规模及预测 .....	16
图 25: 2012-2019 年我国电影票房收入 .....	16
图 26: 2012-2018 年全球电影票房收入变动 .....	16
图 27: 2012-2019 年我国电影产业非票业务收入及预测 .....	17
图 28: 2007-2019 年我国观影人次及增速 .....	18
图 29: 2012-2019 年我国银幕总数情况 (块) .....	18
图 30: 2015-2018H1 制片发行方及院线播映方票房分账收入 CR10 .....	18
图 31: 2017-2019 年我国影片票房区间分布情况 .....	19
图 32: 2013-2018 年国内电影上映数量统计 .....	19
图 33: 2013-2019 年国产电影票房及占比变动 .....	20
图 34: 2019 年度我国电影票房前十名 (亿元) .....	20
图 35: 中国电影市场影史票房榜单.....	21
图 36: 2019 年我国电影票房题材类型分布.....	21
图 37: 《哪吒之魔童降世》成功背后的数据.....	22



图 38: 2014-2018 年全球影院和家庭音像消费支出情况 .....	23
图 39: 中国 VR 重度用户偏好的应用类型 .....	23
图 40: 爱奇艺 VR 一体机操作界面示意 .....	25
图 41: 2013-2019 年三季度国内电视剧生产发行数量统计 .....	26
图 42: 2016-2019 年国内网络电视剧数量变动 .....	26
图 43: 2018 年我国电视剧各题材占比 .....	28
图 44: 2017 年我国电视剧各题材占比 .....	28
图 45: 2011-2020 年我国网络文学市场规模及预测 .....	30
图 46: 2011-2020 年我国网络文学用户规模及预测 .....	30
图 47: 电视综艺和网络综艺主要差异对比 .....	31
图 48: 我国电视综艺主要发展历程 .....	31
图 49: 我国网络综艺主要发展历程 .....	31
图 50: 2016-2019 年新播电视、网络综艺数量 .....	32
图 51: 2016-2018 年网络综艺投资规模 .....	32
图 52: 2019 年综艺节目综一代和综 N 代对比 .....	33
图 53: 2018-2019 年中国网络热门综艺数量趋势 .....	34
图 54: 2017-2018 年新播网络综艺题材分布对比 .....	34
图 55: 2016-2018 年网综播放量统计 .....	35
图 56: 2018 年新播网络综艺观看度 TOP30 .....	35

## 表目录

表 1: 爱奇艺 VR 一体机自 2017 年以来所获主要奖项 .....	24
表 2: 2019 年全球电视剧热度排名前 50 榜单 .....	27
表 3: 2019 年豆瓣评分最高十大华语剧集 .....	29
表 4: 2019 年我国累计播放量排名前 10 的电视综艺节目情况 .....	36
表 5: 2019 年我国累计播放量排名前 10 的网络综艺节目情况 .....	36

## 1 影视综产业总体市场状况分析

### 1.1 影视综产业链简析

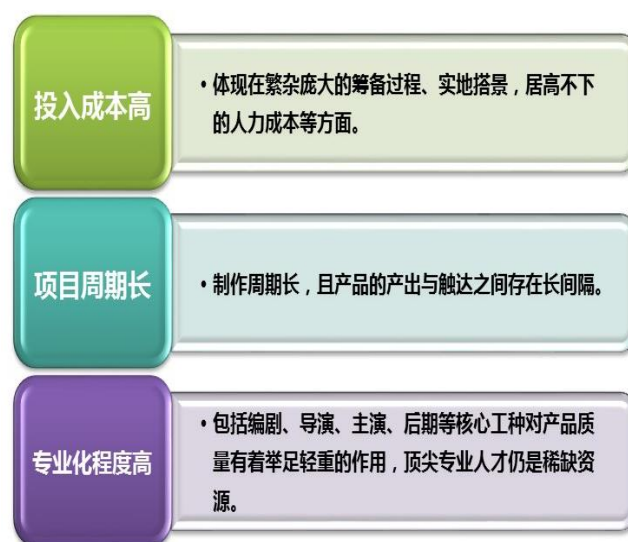
娱乐内容产业是指以休闲娱乐为目的的文化内容创造、生产和商业化，根据不同的内在属性细分为文学、电影、剧集、综艺、动漫、游戏、音乐、短视频、直播以及体育等领域。其中，电影、电视剧、剧集三个子行业相对其他领域，属于相对重资产领域，具备投入成本高、项目周期长、专业化程度高等共性特征，因此可以将它们放在一起简称影视综产业。

图 1：娱乐内容产业主要细分领域



数据来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

图 2：影视综产业具备的三个特征



数据来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

从产业链条角度来看，影视综产业的上游为内容制作方，主要包括电影、电视剧、网剧以及综艺等作品的出品方/发行方以及版权方，内容提供商主要依靠优质版权内容获得超额收益，总体呈现明显的高度分散特征，长尾效应明显，仅有头部的内容提供商才可直接进入院线、网台等主流渠道播映；中游为内容传播方，主要通过内容的发行、宣传营销、以及包括院线、电视台、视频终端等各类型的播放渠道等；下游内容变现方，主要通过会员收入、票房、广告、IP 衍生品等多种方式进行变现。

图 3：影视综产业链主要构成

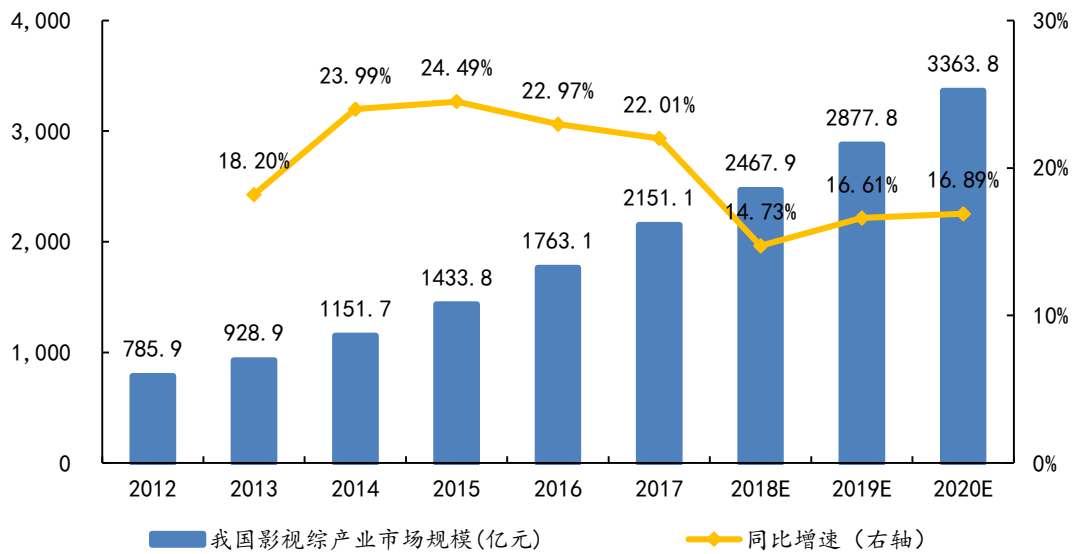


资料来源：艾瑞咨询，长城国瑞证券研究所

从产业市场规模来看，2015 年以来我国影视综产业市场规模同比增速持续下降，主要受三方面因素的影响：一是，演员片酬、阴阳合同、偷税漏税等娱乐圈负面新闻带来的冲击以及监管新政策调整导致整体影视综生产处于观望状态；二是，短视频、直播等新兴娱乐形式出现，快速增长的同时转移部分用户注意力。据中国网络视听节目服务协会统计数据，2018 年我国视频内容行业市场规模达到 1871.3 亿元，同比增长 52.80%，其中：2018 年短视频市场规模为 467.10 亿元，同比增速达到 744.67%，网络直播市场规模为 516.2 亿元，同比增长 17.16%，二者合计已经超过综合视频市场规模；三是，一些风险抵抗能力较弱的影视公司被市场淘汰。根据天眼查数据显示，2019 年以来，有 1884 家影视公司关停，具体表现为公司状态注销、吊销、清算、停业。

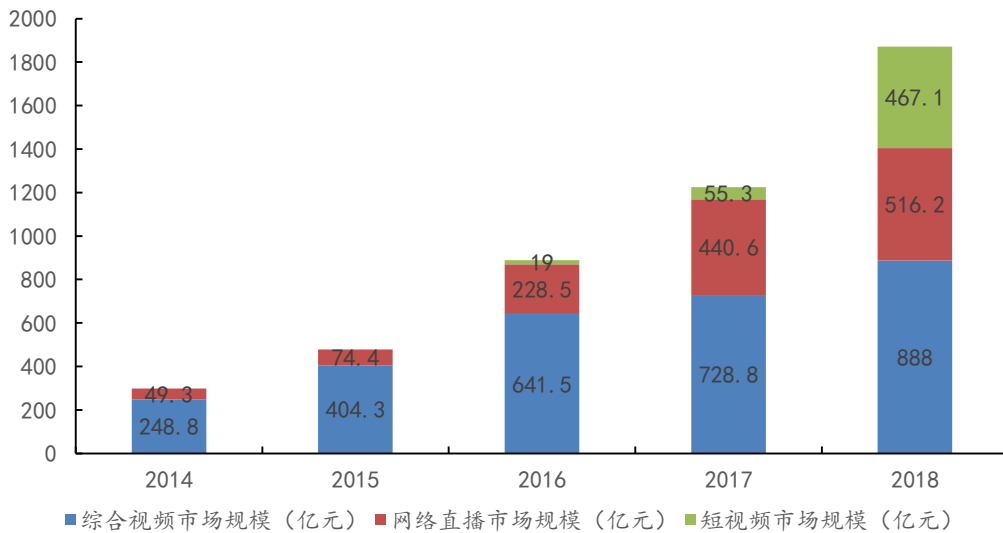


图 4：我国影视综产业市场规模变动情况及预测



资料来源：艾瑞咨询，长城国瑞证券研究所

图 5：2014-2018 年我国视频内容行业市场规模



数据来源：中国网络视听节目服务协会，长城国瑞证券研究所

## 1.2 长期发展潜力巨大，关注未来提升空间

我们认为，尽管受到一些短期行业负面因素的影响，近几年我国影视综产业发展速度有所放缓，但长期的发展潜力依然不容小觑，主要有以下几个方面的支撑：

◆首先，我国文化产业增加值占 GDP 比重仍有较大提升空间。

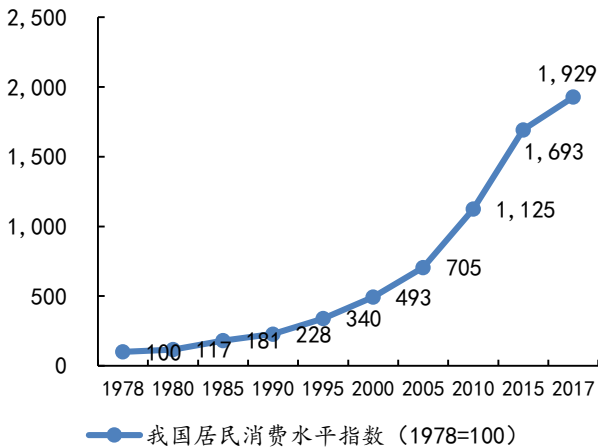
随着我国经济总量持续增加，我国居民的消费能力稳健增长，2013 年以来中国居民的文娱消费支出在居民消费总支出中的占比一直维持在 10% 以上，除 2018 年略有下降之外，总体呈现稳步上升趋势。从宏观角度来看，2018 年我国文化产业实现增加值 38737 亿元，占 GDP 比重由 2013 年的 3.63% 提高到 2018 年的 4.30%，在国民经济中的占比逐年提高，已逐步成长为我





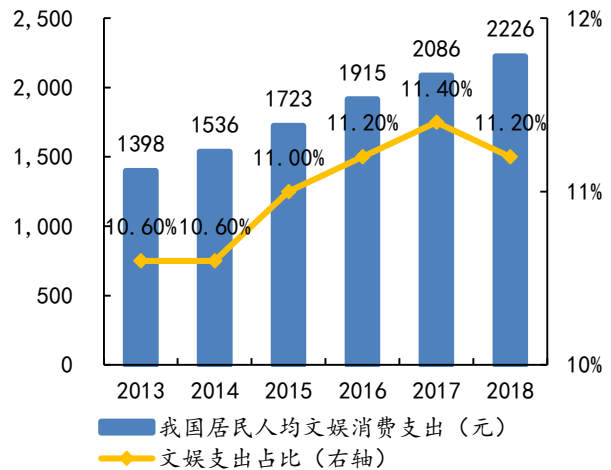
国宏观经济发展中新的增长点，但与主要发达国家相比，仍存在较大差距，目前美国、日本文化产业增加值占 GDP 比重大都已超过 15%，我国文化产业在国际上仍处于相对落后的水平，随着国家的重视水平以及人民文化需求的提高，未来仍有很大的提升空间，作为其中体量占比较大的影视综产业将有望更进一步获益。

图 6：1978-2017 年我国居民消费水平指数变动



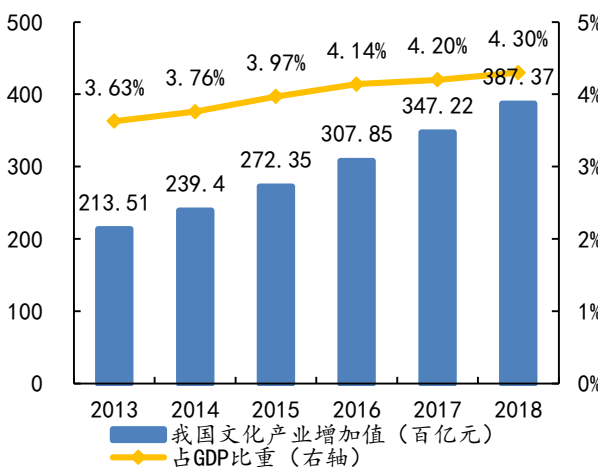
数据来源：国家统计局、长城国瑞证券研究所

图 7：2013-2018 年我国居民文娱消费支出变动



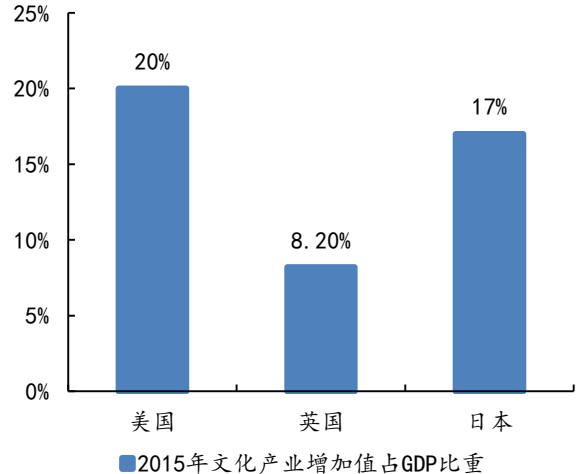
数据来源：国家统计局、长城国瑞证券研究所

图 8：2013-2018 我国文化产业增加值变动情况



数据来源：国家统计局、长城国瑞证券研究所

图 9：部分发达国家文化产业增加值占 GDP 比重



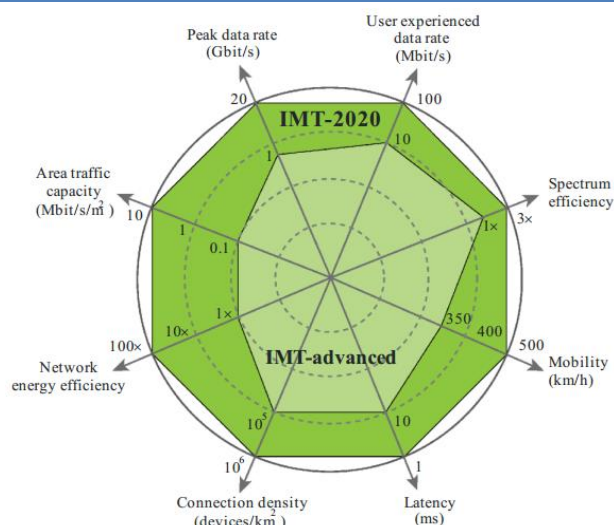
数据来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

◆其次，5G 时代，超高清视频、VR 等新技术为影视综产业发展注入全新的动能。

2019 年 6 月 6 日，工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通和中国广电发放 5G 商用牌照，标志着中国正式进入 5G 商用元年，5G 在峰值速率、用户体验速率、频谱效率、移动性、时延、连接密度、网络能效、流量密度等指标表现均优于 4G。ITU（国际电信联盟）定义了 5G 的三种应用场景：eMBB（增强移动宽带，典型应用：VR/AR、超高清视频等）、mMTC（海量物联网通信，典型应用：智能抄表、智能农业、物流、追踪、车队管理等）、uRLLC（超

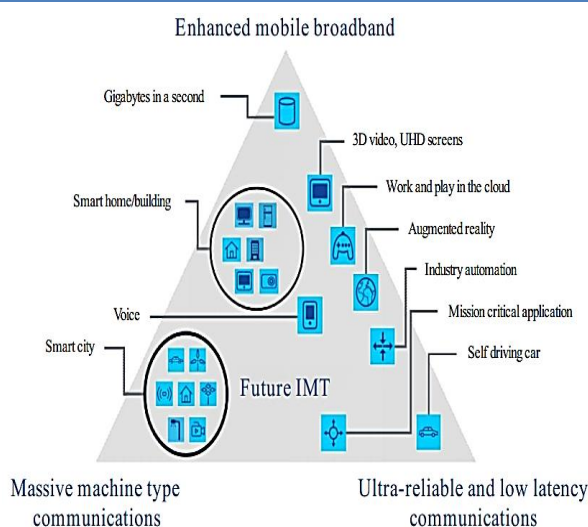
可靠性与超低时延通信，典型应用：无人驾驶、工业控制、远程手术等）。

图 10：5G 与 4G 技术指标对比



数据来源：ITU、长城国瑞证券研究所

图 11：5G 的三大典型应用场景



数据来源：国家统计局、长城国瑞证券研究所

我们认为 5G 的商用将解决超高清视频、VR/AR 等对于带宽、能效、流量密度等要求较高的新技术目前存在的诸多痛点，因此三种典型应用场景中最先收益的将是 eMBB（增强移动宽带），而这一类应用场景的率先发展将推动影视综产业进一步发展。

2019 年 2 月，工信部发布《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，提出要推动超高清视频在游戏、动漫、电影等领域的应用，支持超高清游戏制作工具、电影拍摄和放映设备、超高清画屏等产品的研发量产。探索和推广面向家庭用户的院线准同步、个性化点播院线等创新业务模式，支持建设 4K 影院。预计 2022 年我国超高清视频产业规模达 4 万亿，覆盖全国 2 亿用户。我们认为，在 5G 时代，4K/8K 电视和 VR 头显将是家庭新增的主要显示设备，带动上游影视综内容端的增长，市场潜力巨大。

图 12：索尼 8K 电视



资料来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

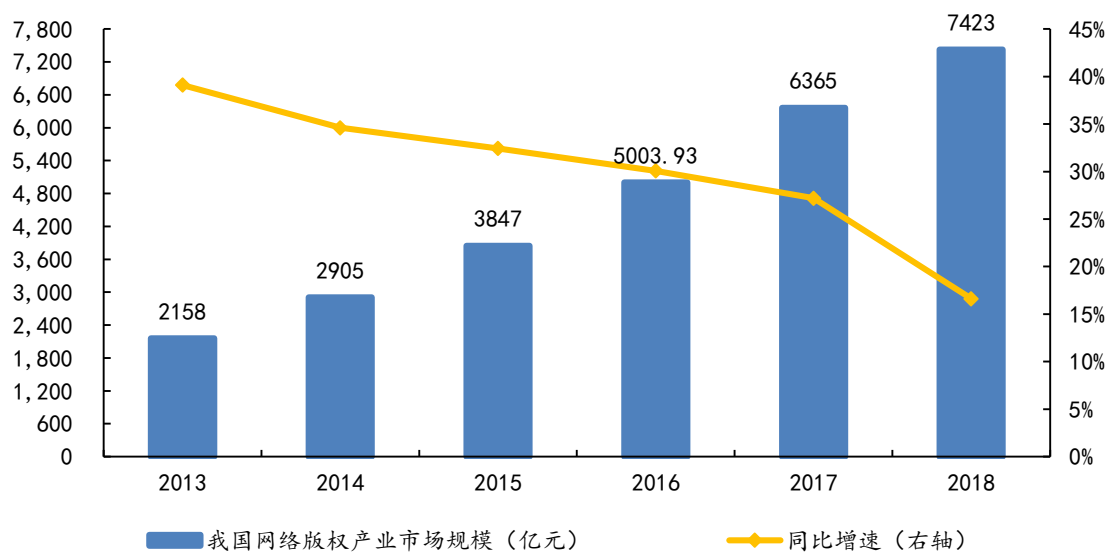
图 13：VR 头显



资料来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

◆最后，我国版权保护和版权付费意识逐渐提升。近年来，各项法律法规的出台及一系列行政执法活动的推动，从渠道有效阻击了用户与盗版网络视频内容的链接，减少了盗版视频的数量。从2014年开始，国家版权局定期在其网站上公布热播、热映的重点影视作品预警名单以及这些作品的基本授权信息，并将这些信息发送到各视频网站，防范可能的侵权行为。随着版权保护意识的逐步争强，我国网络版权产业结构日趋多元，产业规模持续增长。根据国家版权局的数据，2018年中国网络版权产业规模达7423亿元，同比增长16.6%，产业规模位居全球前三。

图 14：2013-2018 年我国网络版权产业市场规模

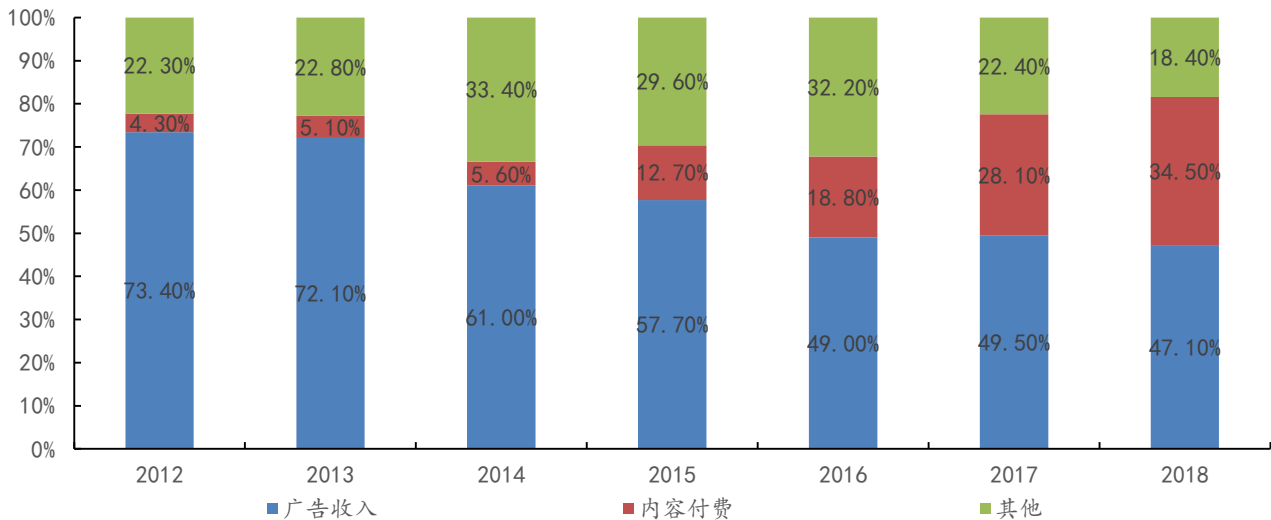


数据来源：国家版权局、长城国瑞证券研究所

从用户端角度来看，版权付费意识也得到持续提升。这一趋势在综合视频市场的收入来源占比的变化上得到直观体现，近五年来内容付费占综合视频市场的收入的比重迅速提升，而广告收入占比则下降明显，2018年广告收入和内容付费分别占比47.1%和34.5%。我们认为，整个社会版权保护和版权付费意识的提升使得影视综产业内容变现渠道更加通畅，有利于优质版权价值的增加。



图 15：2012-2018 年我国综合视频市场各业务收入占比

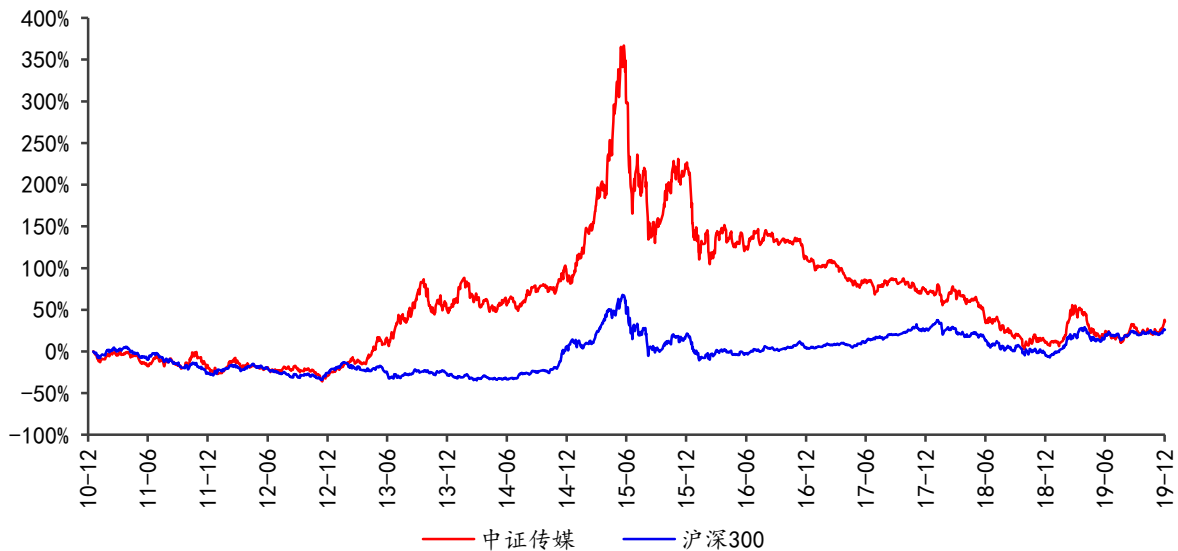


数据来源：中国网络视听节目服务协会、长城国瑞证券研究所

### 1.3 目前板块估值仍处于历史底部区域，具备较高中长期投资价值

从区间涨跌幅的角度来看，自 2013 年下半年以来，中证传媒指数相对于沪深 300 指数一直存在着明显的溢价，在 2015 年 6 月达到峰值之后开始持续向下大幅度修整，2018 年底以来中证传媒指数与沪深 300 指数自 2011 年以来的区间涨跌幅趋同后，传媒板块开始企稳回升。

图 16：2011-2019 年中证传媒指数与沪深 300 指数涨跌幅对比

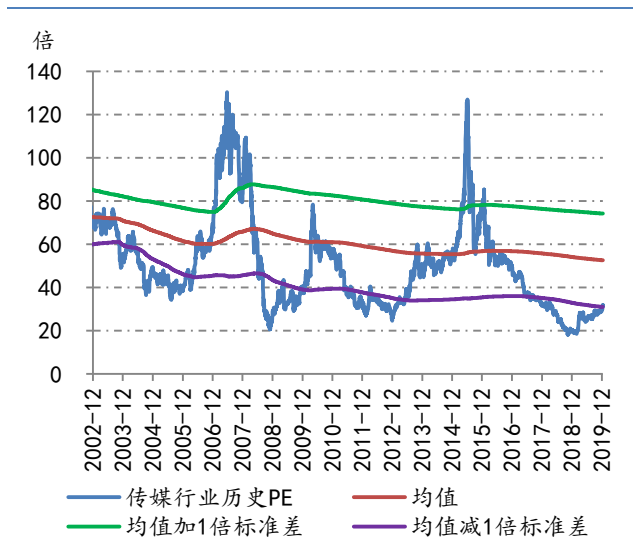


数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

从估值的角度来看，传媒板块整体估值同样自 2015 年 6 月达到峰值之后处于持续下跌调整态势，至 2018 年底持续时间长达 54 个月，2018 年 12 月之后估值开始修复，但目前传媒板块的 PE 和 PB 指标仍处在均值减 1 倍标准差附近。截至 2019 年 12 月 20 日收盘，传媒行业 PE

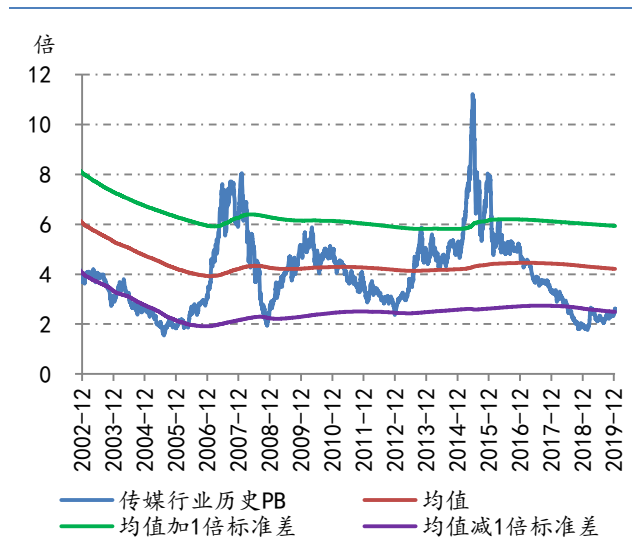
为 31.55 倍，略高于同期历史均值减 1 倍标准差 31.02 倍，PB 为 2.58 倍，略高于均值减 1 倍标准差 2.49 倍。从更加细致的申万三级子行业来看，截至 2019 年 12 月 31 日收盘，影视动漫 PE 为 35.55 倍，略高于均值减 1 倍标准差，PB 为 2.10 倍，仍显著低于均值减 1 倍标准差 3.30 倍；而有线电视网络 PE 为 25.32 倍，仍略低于均值减 1 倍标准差 27.47 倍，PB 为 1.13 倍，显著低于均值减 1 倍标准差 1.85 倍。

图 17：传媒行业历史 PE 水平走势



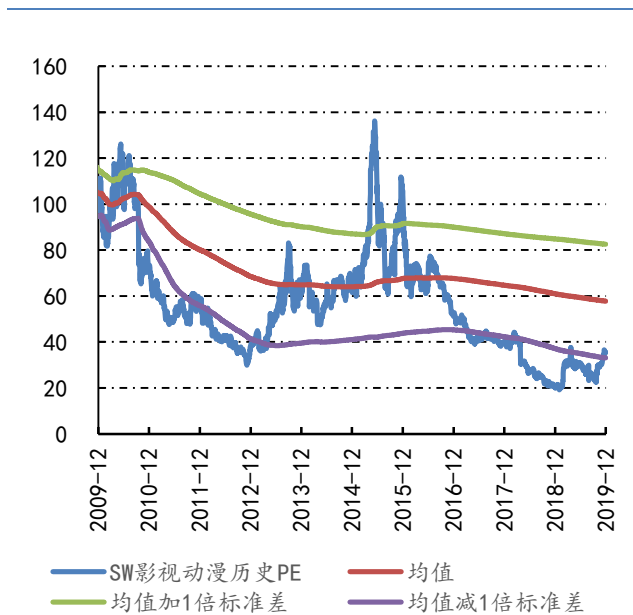
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 18：传媒行业历史 PB 水平走势



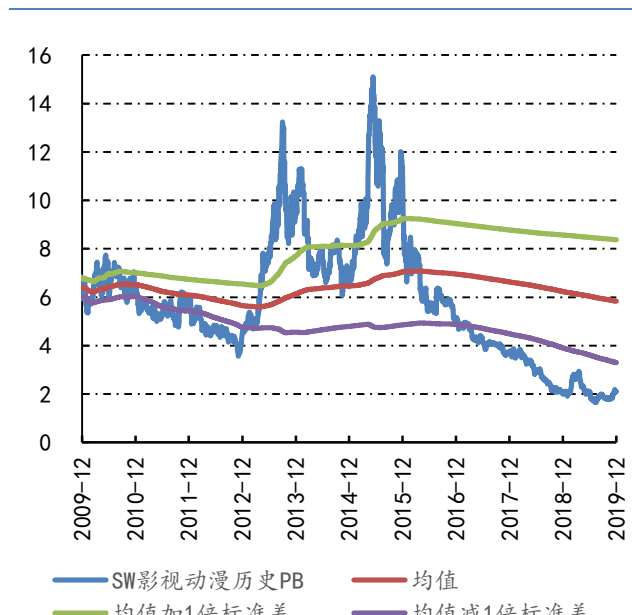
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 19：影视动漫行业历史 PE 水平走势



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

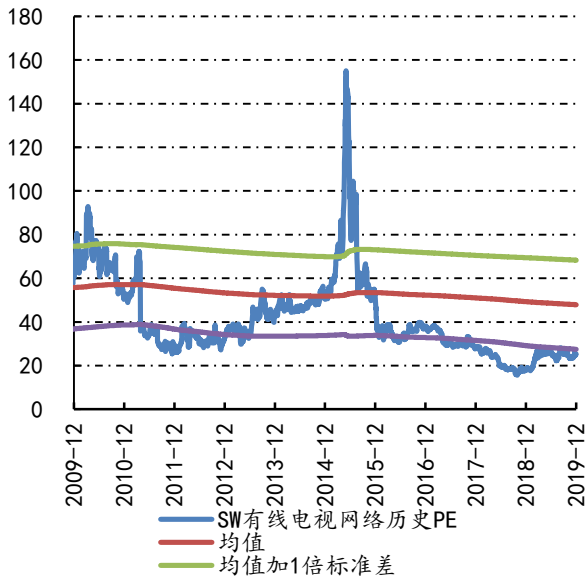
图 20：影视动漫行业历史 PB 水平走势



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

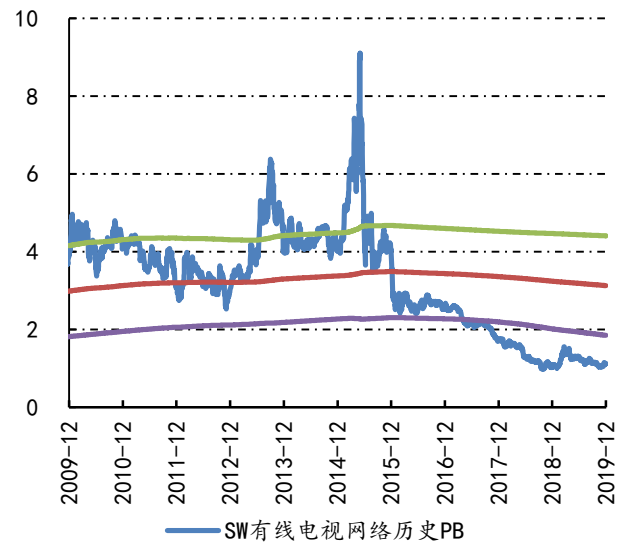


图 21：有线电视行业历史 PE 水平走势



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 22：有线电视行业历史 PB 水平走势



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

我们认为，在商誉、坏账以及流动性问题得到显著改善且 5G 时代即将开启新的增长周期的背景下，当前影视综产业的整体估值依然处于历史底部区域，具备较高的中长期投资价值，在目前这个时间点值得重点关注。

#### 1.4 经历较长时间整顿后，产业迎来政策回暖

近几年来，我国影视行业因为演员片酬、合同、税收、内容等方面存在的一系列问题受到政策的持续强监管和整顿，已经淘汰了较多缺乏竞争力的企业和中低端产品内容。我们认为在市场逐渐出清之后，2019 年下半年以来影视综产业的政策正在持续回暖当中。

从宏观上来看，2019 年 5 月，财政部、发改委、住建部、中国人民银行、国家税务总局、新闻出版广电总局发布支持电影发展若干经济政策的通知，大力推进电影企业直接融资，支持符合条件的电影企业上市，鼓励电影企业发行公司债、企业债、集合信托和集合债、中小企业私募债等非金融企业债务融资工具。2019 年 10 月以来，内容监管边际宽松明显。

从微观上来看，自 2019 年 10 月以来，内容监管宽松程度也在边际改善，《从前有座灵剑山》、《剑王朝》、《庆余年》几部古装大剧陆续开播，“优爱腾芒” 2020 年待播的独播头部剧中，多部由上市影视制作公司参与出品；另外，12 月 17 日“全国第一影视城”横店对外宣布，影视城内所有摄影棚，向电影及现代、当代、科幻题材类型的影视剧组免收摄影棚租赁费，同时为剧组提供横店影视城旗下酒店最大的住宿优惠和便利服务。横店是全国乃至全球最大的实景拍摄基地，目前约全国 1/4 的电影、1/3 的电视剧、2/3 的古装剧、累计 6.4 万多部(集)



的影视剧在横店拍摄，按照横店影视城实际控制人横店影视文化产业集聚区的测算，这项优惠政策的一年让利规模将达到数亿元。

图 23：横店影视城是目前全球规模最大的影视拍摄基地



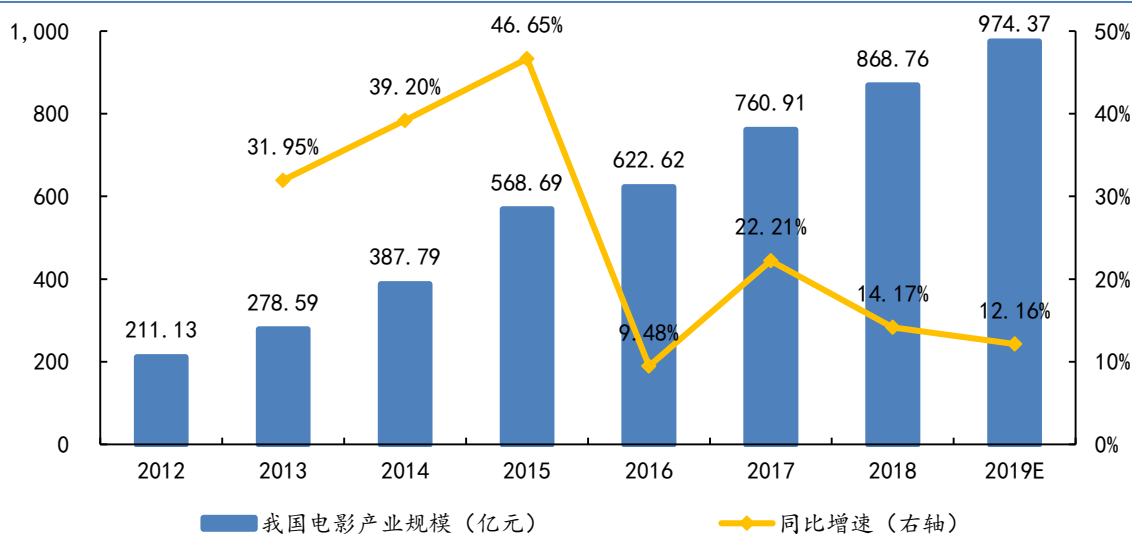
资料来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

## 2 电影市场

### 2.1 同比增速有所回落，但总体保持较快增长

2012年至2015年我国电影产业规模保持高速增长,2016年受政策监管和行业调整的影响,同比增速明显下降,但总体仍保持较快增长,预计2019年将达到984.1亿元,同比增长13.28%。从电影产业的收入构成来看,主要可以分为票房收入和非票业务收入两块,目前我国电影票房收入占比接近七成,是主要收入来源。

图 24：2012-2019 年我国电影产业规模及预测



数据来源：艾瑞咨询、广电总局电影局、长城国瑞证券研究所

从电影票房收入来看,2019年度中国电影总票房达642.66亿元,同比增长5.40%,虽然增速已经连续三年有所放缓,但与全球票房收入增速相比,仍属于较好的水平。

图 25：2012-2019 年我国电影票房收入

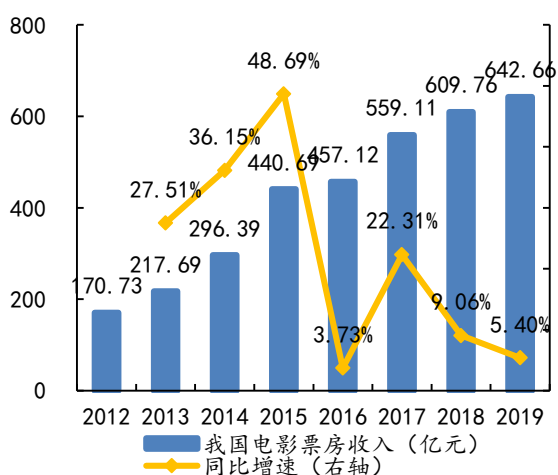
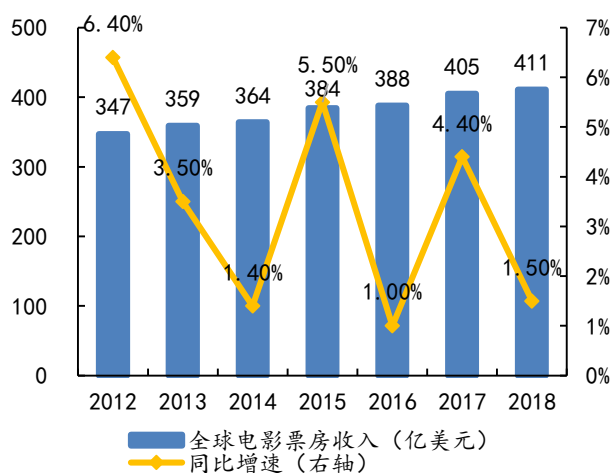


图 26：2012-2018 年全球电影票房收入变动





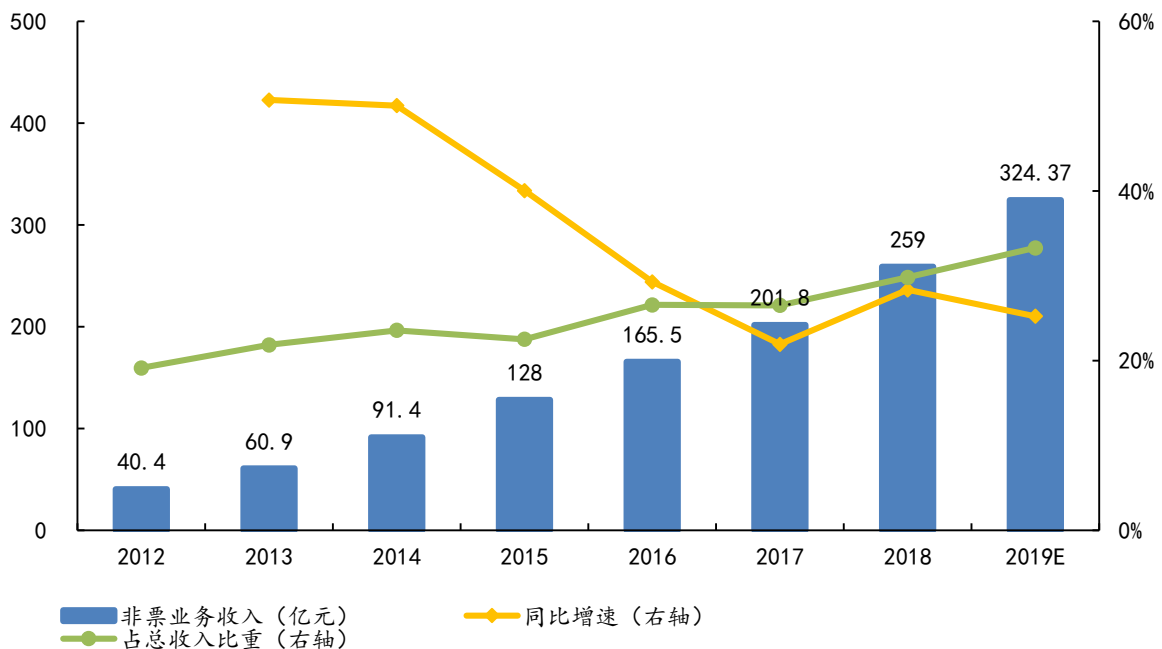


数据来源：广电总局电影局、长城国瑞证券研究所

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

从非票房业务收入来看，该业务收入一直保持着比票房收入更高的增速，虽然 2015 年到 2017 年之间增速有所回落，但近三年又开始回升至 25% 以上的增长，且占总收入的比重持续提升，预计 2019 年将到达 33.29%，反映出我国电影产业收入更加多元化的趋势。非票房业务收入主要包括三类：1) 爆米花、饮品、零食等卖品是影院最为传统的非票收入，这些传统卖品只有通过“走量”才能增加销售额。2) 电影衍生品带来的收入。中国电影衍生品收入尚处于一个发展阶段，衍生品开发还未形成稳固的产业链，观众购买习惯也尚未完全形成。3) 影院广告收入，目前占影院非票收入不到 5%，但毛利率可以达到 30%-50%，盈利能力较强，未来有较大的发展空间。

图 27：2012-2019 年我国电影产业非票业务收入及预测

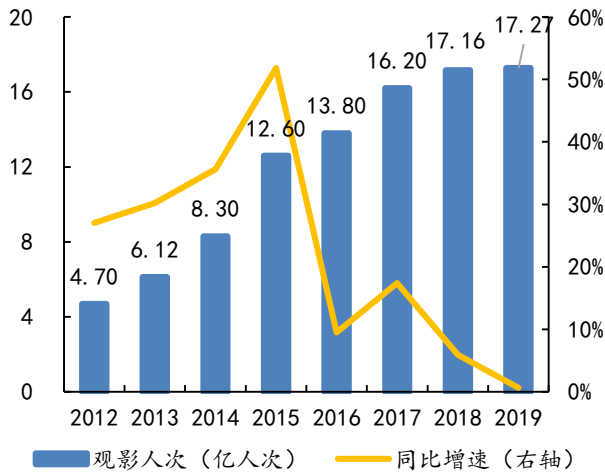


数据来源：艾瑞咨询、长城国瑞证券研究所

另外，从观影人次来看，2019 年我国观影人次为 17.27 亿，比上年的 16.2 亿增长 0.64%，增速进一步放缓，但与发达国家相比，目前我国年平均观影人次仍然较低。从银幕数量来看，新增银幕 9708 块，全国银幕总数达到 69787 块，接近 7 万大关，银幕数量第一大国的地位更加稳固。

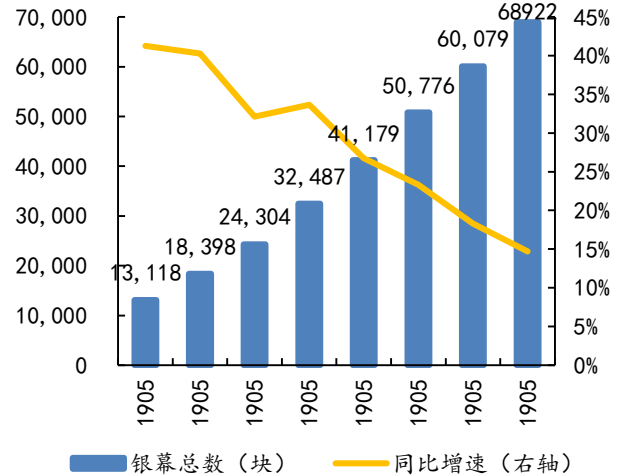


图 28：2007-2019 年我国观影人次及增速



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 29：2012-2019 年我国银幕总数情况 (块)



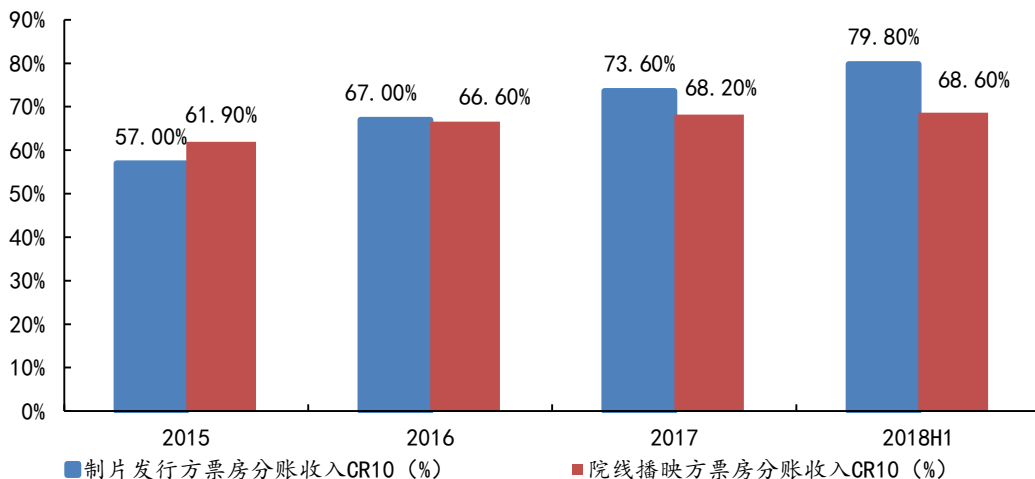
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

## 2.2 行业集中度持续提升，国产电影逆市快速增长

电影行业上游的制片发行方属于轻资产型，准入门槛较低，且内容题材广泛，天然存在分散度高的特点，随着 2016 年资本热潮退去，体量小、抗风险能力差的中小型制片公司被迫退出市场、劣质出清，产业资源进一步向头部企业集中；而电影产业下游的渠道方与上游的发行方相比，现金流更稳定，抗风险能力更强，在政策鼓励渠道进一步建设及非票务业务有望增长的双重驱动下，头部渠道方凭借雄厚的资本实力、丰富的管理经验，进一步提升产业集中度。

在行业监管政策调整以及观众对于影片质量要求持续提升的背景下，我国电影产业自 2015 年以来产业集中度均呈现逐步提升态势，影片票房加速两极分化，2018 年上半年制片发行方票房分账收入 CR10（前 10 家）占比达到 79.80%，院线播放方票房分账收入 CR10 占比达到 68.60%，头部效应非常明显。

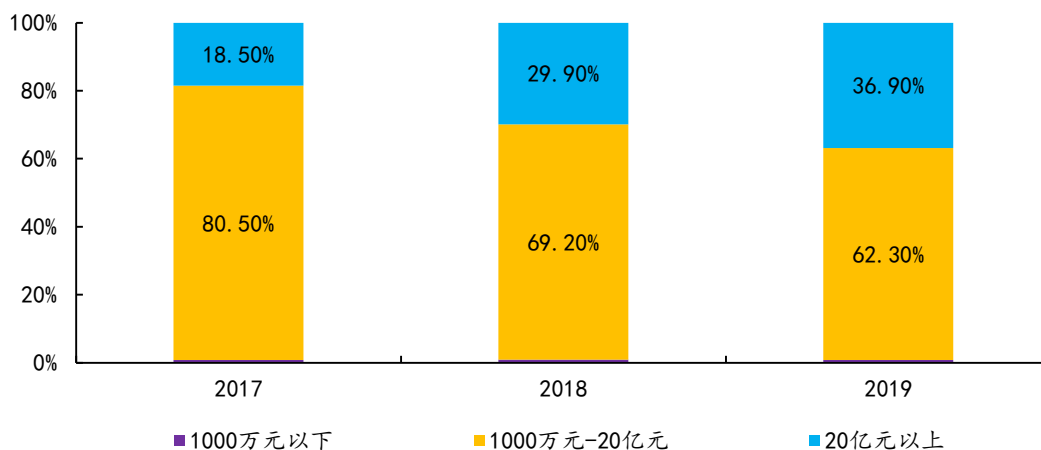
图 30：2015-2018H1 制片发行方及院线播映方票房分账收入 CR10



数据来源：艾瑞咨询、长城国瑞证券研究所

此外，根据猫眼娱乐统计的数据显示，2019 年我国 20 亿元以上的 6 部影片在总票房占比达 36.90%，延续了自 2017 年以来快速上升的趋势。1000 万到 20 亿之间的影片占总票房比重下降至 62.30%，而 1000 万以下电影仅贡献 0.8% 的票房。上述数据也反映出，在观众审美持续提升、口碑与票房的共生关系日益成熟的过程中，我国电影宣发也进入了求“质”、求“新”的阶段。

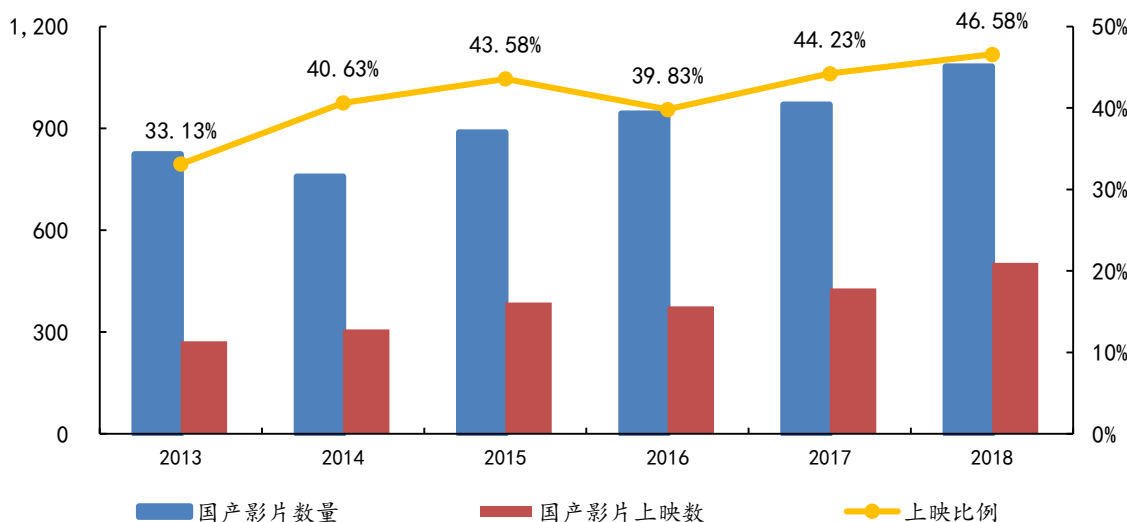
图 31：2017-2019 年我国影片票房区间分布情况



数据来源：猫眼娱乐、长城国瑞证券研究所

2012-2018 年我国电影产量从 893 部增加到 1082 部。2018 年我国电影产量总计 1082 部，其中新上映电影 504 部，上映占比为 46.58%，近三年持续回升，但仍有过半的电影无法在影院上映，这些电影需要通过中游的版权运营商在其他渠道进行播放，也从侧面印证了目前行业集中度不断提升的趋势。

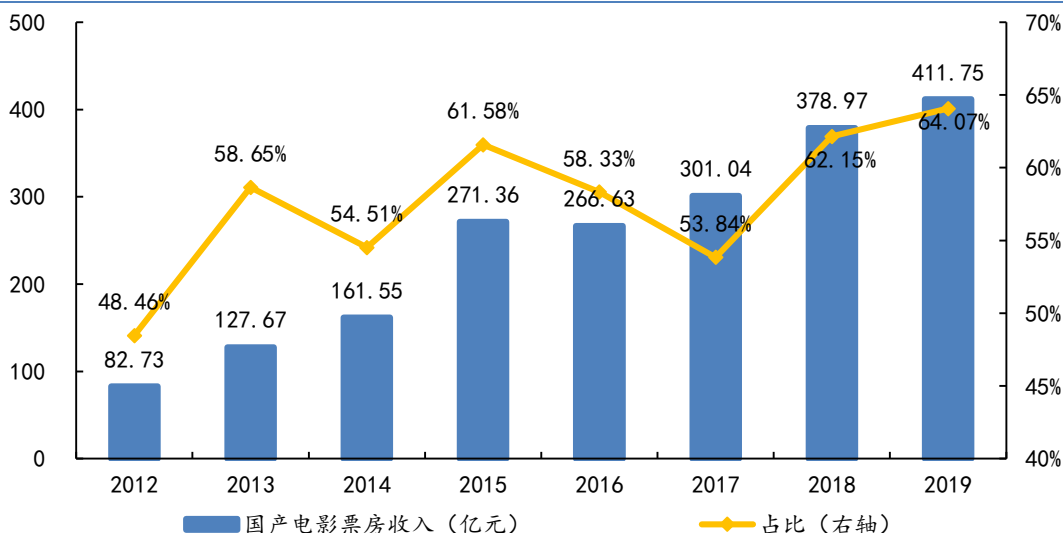
图 32：2013-2018 年国内电影上映数量统计



数据来源：广电总局电影局、长城国瑞证券研究所

在行业集中度不断提升的背景下，资源向优质头部制片发行方集中效果良好，打造出一批优质的国产电影获得观众高度认可，推动国产电影票房近几年来保持高速增长，占国内总票房的比重呈现波动上升的趋势，2019年我国国产电影票房收入达411.75亿元，占国内票房比重上升至64.07%。

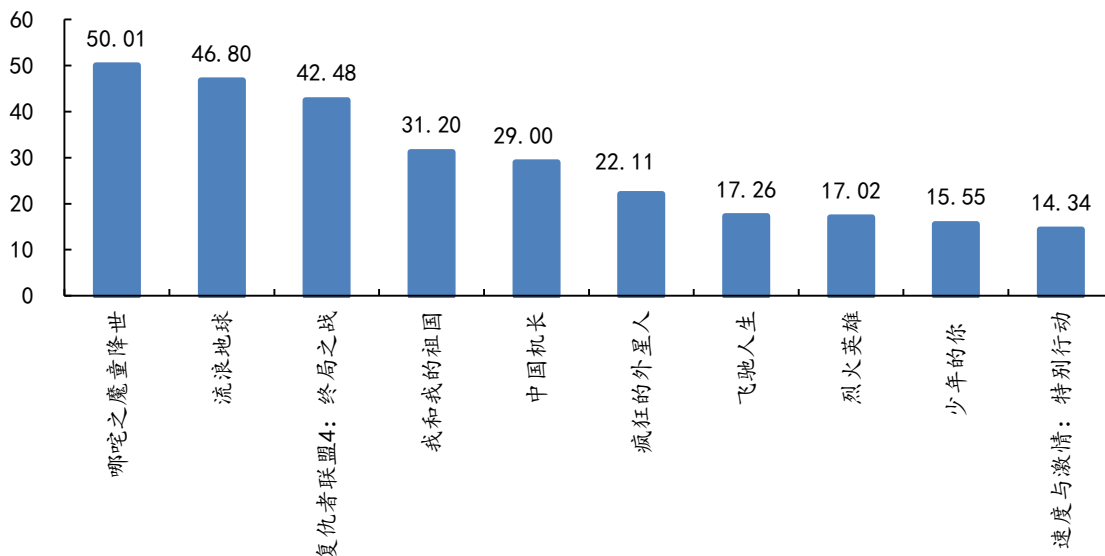
图 33：2013-2019 年国产电影票房及占比变动



数据来源：广电总局电影局、长城国瑞证券研究所

2019年国产电影大放异彩，对年度总票房的拉动作用显著。2019年度破亿影片数量已达88部，其中国产影片47部；全年票房过10亿元的影片共15部，其中国产电影有10部；全年票房超过20亿的6部影片中，有5部是国产片；全年票房前十的电影中有八部是国产电影。目前在中国影史票房前10名中，国产影片已占9席，其中有4部是2019年新进入榜单。

图 34：2019 年度我国电影票房前十名（亿元）



数据来源：猫眼专业版，长城国瑞证券研究所

图 35：中国电影市场影史票房榜单

① 战狼2 (2017)	56.85亿
② 哪吒之魔童降世 2019	50.01亿
③ 流浪地球 2019	46.79亿
④ 复仇者联盟4:终局之战 2019	42.48亿
⑤ 红海行动(2018)	36.51亿
⑥ 唐人街探案2(2018)	33.98亿
⑦ 美人鱼(2016)	33.94亿
⑧ 我和我的祖国 2019	31.19亿
⑨ 我不是药神 (2018)	31.00亿
⑩ 中国机长 2019	29.00亿

数据来源：1905 电影，长城国瑞证券研究所

特别值得注意的是，2019 年我国电影票房的前两名是《哪吒之魔童降世》和《流浪地球》，二者票房分别达到 50.01 亿元和 46.80 亿元，攀升至目前中国影史榜单的第二、第三位。这两部电影一个是科幻题材，一个是动画，两个题材此前均不是国产电影的主流，在今年迎来重大突破，也使得两个题材电影票房的占比非常亮眼。

图 36：2019 年我国电影票房题材类型分布



数据来源：1905 电影，长城国瑞证券研究所

科幻和 3D 动画的制作难度相对较高，需要投入大量的时间、人力和物力。以《哪吒之魔童降世》为例，之所以能在视觉层面的硬实力上不逊色于好莱坞一流动画，离不开庞大制作团队的精雕细琢：这部动漫电影参与项目制作的人员达 1600 多人，是目前为止国产动画中参与人数最多的，涉及的分包公司超过 100 家，成片中有 1400 个特效镜头，占到全片的 80%，不少特效段落的测试时间长达 3 个月，使用了 20 多个特效团队，片中仅江山社稷图四人抢笔这个景的草图就做了 2 个月，总耗时 4 个月。优秀的剧本和精良的特效制作水平，也使得《哪吒之魔童降世》成为豆瓣 2019 年评分最高的华语电影（8.5 分，参评人数达 117 万多人）。

图 37：《哪吒之魔童降世》成功背后的数据



资料来源：光线电影，长城国瑞证券研究所

我们认为，《哪吒之魔童降世》和《流浪地球》的大获成功，印证了我国电影工业化制作水平正逐步提升的发展势头，但我们也要看到，目前国产电影还处于从规模很小的作坊式制作向工业化制作的转型阶段，未来仍有很大的上升空间。

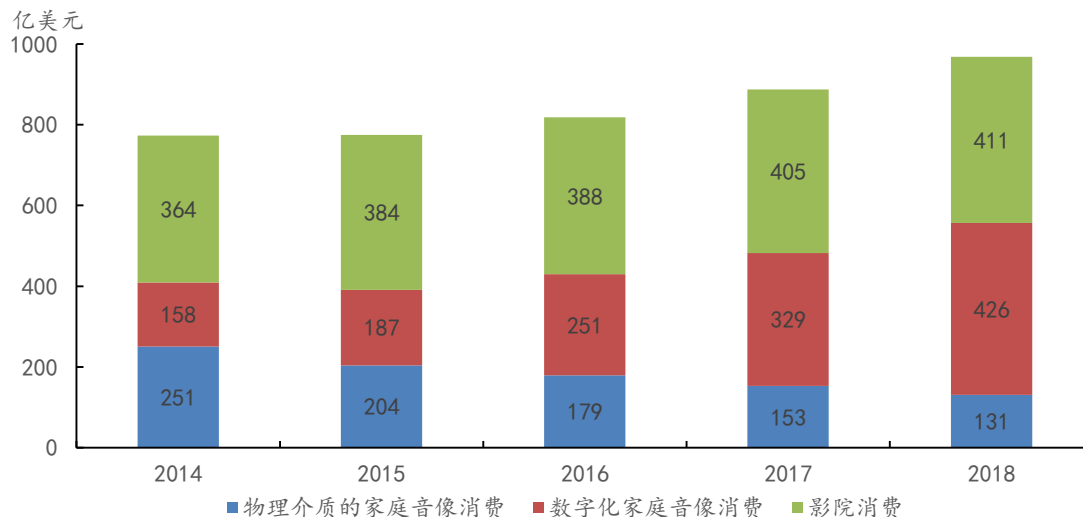
### 2.3 数字化家庭音像消费支出超过影院消费，VR 巨幕影院获得消费者青睐

2018 年全球电影的影院与家庭音像市场消费支出总额为 968 亿美元，同比增长 9.13%。自 2016 年以来，数字化家庭音像消费支出快速增长，2018 年达 426 亿美元，同比增长 29.48%，2018 年数字化家庭音像消费支出占比升至 44%，首次超过同期影院消费占比。从 2014 年以来，全球数字化的家庭音像消费增长了 170%，而以 DVD、蓝光碟等为介质的家庭音像消费则下降了 48%。

我们认为上述变化趋势，反映出随着网络技术的进步，越来越多的消费者选择在家庭观看

网络电影资源，这为 VR 巨幕影院的推广奠定了很好的用户基础，而且对应的替代市场空间非常广阔，特别是为不能在电影院上映的影视资源播放带来了较大的商业机会。

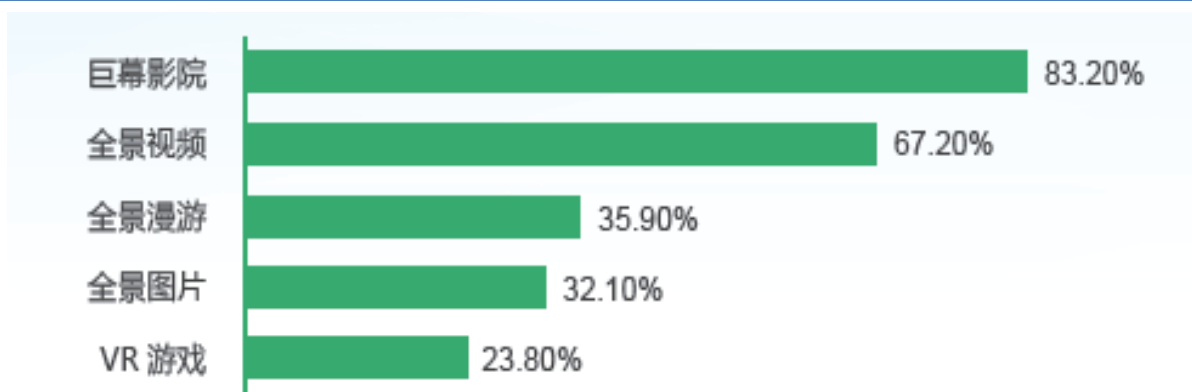
图 38：2014-2018 年全球影院和家庭音像消费支出情况



数据来源：美国电影协会，长城国瑞证券研究所

VR 巨幕影院是指利用 VR 头盔观看传统在线视频，体验具有视觉冲击力的大空间个人 3D/IMAX 影院。VR 巨幕影院是目前我国 VR 重度用户最偏好的类型，之所以能成为推广最快的 VR 应用，主要原因有两个方面：从硬件端看，当前 VR 的 4K 巨幕影院已经可以达到数字 IMAX 帝王位的观影效果，观看时不会出现纱窗效应或者任何的颗粒感，在清晰度上表现十分优异。从内容端看，现有的互联网视频网站（主要为腾讯、优酷和爱奇艺）、TV 端（数字电视+IPTV+OTT）、无线运营商手机视频三大渠道已经拥有海量优质视频内容和大量的用户资源，为 VR 巨幕影院的推广奠定了良好的基础。

图 39：中国 VR 重度用户偏好的应用类型



资料来源：《中国 VR 用户行为研究报告》，长城国瑞证券研究所

我们认为，在硬件指标得到保障的前提下，掌握优质 VR 内容资源才能成为这一细分领域的龙头。作为国内较早布局 VR 的视频平台，爱奇艺不仅推出全球领先的配套产品，同时作为



国内最大视频网站之一，也拥有国内当前行业最大库存量的高清电影、电视剧和综艺等精品内容。

2017年3月爱奇艺推出主打观影、全球首款4KVR眼镜、6Dof定位、AI智能助手的VR一体机奇遇I代，此后在硬件、技术、内容三方面齐头并进、协同优化，软硬一体进行端到端优化，成功推出三代4K VR一体机产品。自2017年6月以来，爱奇艺奇遇VR多次获得国内外重大奖项，在京东、天猫平台更是收获接近99%的好评，并且用户日均使用时长已超过50分钟，成功将优秀的VR产品从深度爱好者人群扩展至广泛的普通大众，让更多的用户享受到优秀的VR体验。

表 1: 爱奇艺 VR 一体机自 2017 年以来所获主要奖项

时间	活动	所获奖项
2017年6月	CES ASIA 2017	爱奇艺奇遇VR首次参展就一举包揽两项展会大奖，包括“最佳VR/AR设备”和“用户选择奖”。
2017年11月	2017年双十一	爱奇艺奇遇在京东VR品类品牌总销量位列第一、品牌总销售额位列第二
2018年1月	CES 2018	首度亮相了最新款的奇遇VR II代，获得了行业、专业机构、专家的认可，成功斩获“年度最佳VR技术创新奖”。
2018年6月	2018年618	爱奇艺奇遇VR在京东、天猫平台均拿到VR品类销售量和销售额第一。
2018年11月	2018年双十一	爱奇艺VR一体机获双十一京东天猫平台VR品类销量销售额双冠军，天猫爱奇艺智能旗舰店获双十一VR行业销售额排行第一名、VR一体机销量排行第一名、VR行业访客数排行第一名、VR一体机转化率排行第一名。另外，爱奇艺VR京东自营旗舰店包揽京东VR类目销量/销售额、VR一体机销量/销售额、VR盒子销量/销售额冠军。爱奇艺智能还与Apple、三星、华为等传统硬件大牌同台竞技，凭借其新品奇遇二代4K VR一体机的惊人销售额一举杀入京东【智能穿戴】榜前十名。
2019年6月	2019年618	爱奇艺奇遇VR斩获618全网VR一体机品牌销冠，即品牌销售量、销售额均为No.1，京东销量同比增长391%、天猫销量同比增长330%。
2019年6月	2019 MWC	爱奇艺AI+VR创新摘得“内容与媒体创新先锋奖”
2019年11月	2019年双十一	爱奇艺奇遇VR蝉联VR一体机冠军，销售量、销售额天猫&淘宝全渠道第一，实现销售量同比增长131%。主打款产品奇遇2S获京东平台VR单品销售量、销售额双冠军，销售量甚至超过第2-5名总和。并且连续11天占据天猫主会场“专业XR设备榜”榜首。

资料来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

从实际用户体验来看，在进入爱奇艺iQUT未来影院观影后，VR一体机会将用户安排在影院中心的最佳观影位，正前方就是一块42mm\*23.5mm的近2000英寸巨幕，3D视觉效果相当震撼，达到真实的IMax巨幕影院效果。此外，由于奇遇VR一体机支持裸眼3D，所以也避免





了由佩戴 3D 眼镜所导致的色偏，奇遇 2S 还特增加了多人影院的功能，可以让你感受到更加真实的观影场景，支持邀请好友或是匹配陌生人，提供全程语音交流聊天互动，以及丰富的动作和表情，还可以按照自己的个性化需求创建不同的人物。

图 40：爱奇艺 VR 一体机操作界面示意



资料来源：公开资料，长城国瑞证券研究所

在片源质量方面，爱奇艺的 iQUT 端的片源质量至少可以达到 13M 码流、60 帧帧率、4K 分辨率的画质，且远远超过其它任何视频平台上最高画质的片源质量。在片源数量方面，iQUT 更是拥有着超过 10000+部的电影储备，并以每年 400+部院线电影的速度增加，其中不乏各种 8K 全景影片、好莱坞大片、豆瓣高分电影、独立电影等等。

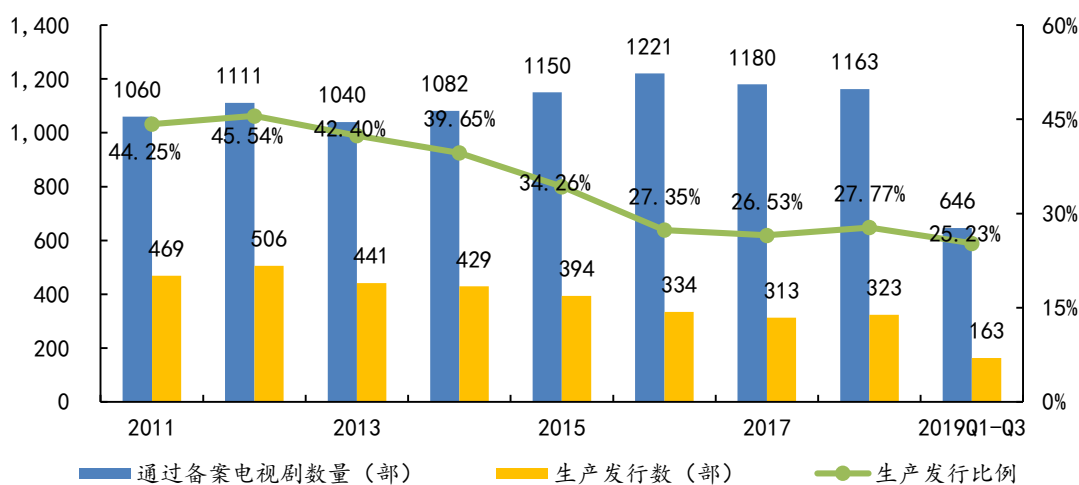
由于解码 8K 视频对于硬件要求较高，以目前所有移动端处理器的能力，都是无法直接对 8K 片源进行直接的解码播放，这就需要服务端首先进行处理支持，再与移动端进行二次优化配合。作为全球首款也是目前唯一支持 8K 全景视频播放的 VR 一体机，爱奇艺奇遇 VR 二代独立开发的 KiWi Player 8K 播放器能够智能识别不同编码的 VR 内容格式，解析最高达 8K 的超高清内容，同时支持播放所有主流的视频格式，快速响应无拖影，内置 Dolby ATMOS 全景声技术，还原影院效果。

### 3 剧集市场

#### 3.1 总体处于减量提质的过程，精品内容更符合市场需求

目前，我国传统电视剧产量以及剧集总体处于饱和阶段，提质减量成为近几年电视剧市场发展的主旋律。2019年前三季度我国电视剧通过备案数量为646部，同比下降27%，自2017年以来连续下降，生产发行数为163部，生产发行比例仅为25.23%，该指标自2011年以来持续下降。

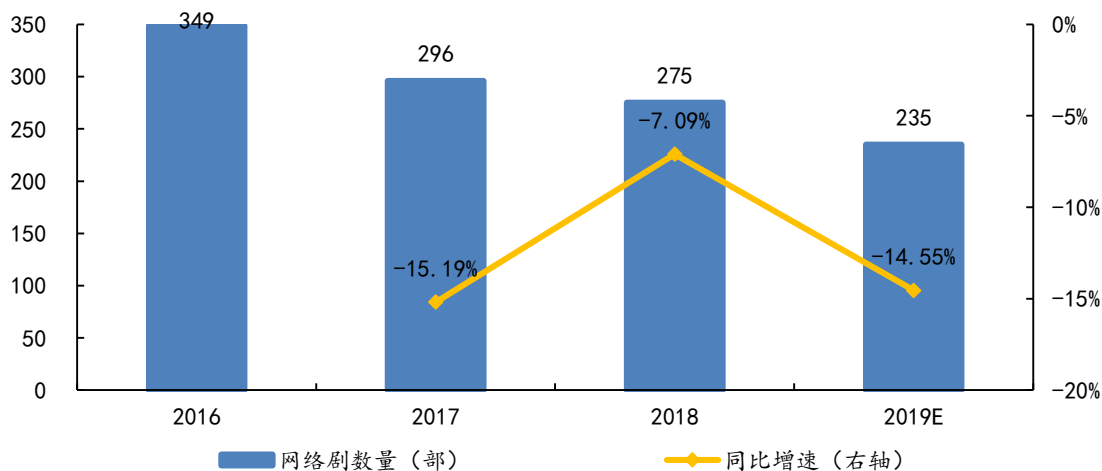
图 41：2013-2019 年三季度国内电视剧生产发行数量统计



数据来源：广电总局，长城国瑞证券研究所

从网络剧的情况看，近几年来我国网络剧数量同样呈稳定下降趋势，2017、2018年的同比下降率分别为15.2%、7.1%，而2019年截至12月24日有230部（预计2019年上线235部），预计同比下降14.55%。

图 42：2016-2019 年国内网络电视剧数量变动



数据来源：骨朵数据，长城国瑞证券研究所

上述数据反映出总体剧集内容供给端近五年来处于持续产能出清、提质减量的状态。导致这一现象的最主要原因是供给侧和需求侧不配套。目前用户需求更多的是精品内容，而供给端则剧集质量参差不齐、呈两极分化，存在中低端产品过剩、高端产品供给不足的现象，大量同质化的剧集，在题材、内容、桥段上存在雷同或近似的情况，无法满足观众的需求。

用户对于精品内容的追求也推动制作方将更多资源投入头部精品大剧中，获得了较好的成效。跟 2018 年相比，2019 年口碑与热度兼得的网络剧增势非常明显，2019 年豆瓣评分 7.0 分以上、评分人数超过 5 万的网络剧多达 10 部，远高于 2018 年的 4 部，尤其是《陈情令》，热度达到近几年网剧之冠，更是入围 Tumblr 公布的 2019 年全球电视剧热度排名前 50 榜单，排在第 36 位，这是中国剧集首次进入该榜单。

表 2：2019 年全球电视剧热度排名前 50 榜单

排名	英文名称	中文名称	排名	英文名称	中文名称
1	Good Omens	好兆头	26	Gotham	哥谭
2	Druck	压力 (羞耻德版)	27	Titans	泰坦
3	Game of Thrones	权力的游戏	28	Roswell, New Mexico	罗斯威尔
4	SkAM France	羞耻法	29	Anne with an E	小小安妮
5	The Umbrella Academy	伞学院	30	SKAM Austin	羞耻美
6	Stranger Things	怪奇物语	31	Legends of Tomorrow	明日传奇
7	SKAM Italia	羞耻意	32	Outlander	古战场传奇
8	Supernatural	邪恶力量	33	Legacies	吸血鬼后裔
9	Andi Mack	安迪·麦克	34	Sherlock	神探夏洛克
10	The 100	地球百子	35	Peaky Blinders	浴血黑帮
11	Killing Eve	杀死伊芙	36	<b>The Untamed</b>	<b>陈情令</b>
12	SKAM Espana	羞耻西	37	One Day at Time	活在当下
13	Supergirl	超级少女	38	Sex Education	性教育
14	Brooklyn Nine-Nine	神烦警探	39	Derry Girls	德里女孩
15	Riverdale	河谷镇	40	The Flash	闪电侠
16	Shadowhunters	暗影猎人	41	The Society	奇异镇
17	Euphoria	亢奋	42	EastEnders	东区人
18	SKAM	羞耻挪	43	Hannibal	汉尼拔
19	Doctor Who	神秘博士	44	ELIT3	名校风暴
20	The Good Place	善地	45	Black Mirror	黑镜
21	SKAM Netherlands	羞耻荷	46	Merlin	梅林传奇
22	The Magicians	魔法师	47	The Office	办公室
23	Gentleman Jack	绅士杰克	48	Chilling Adventures of Sabrina	萨布丽娜的惊心冒险
24	Lucifer	路西法	49	It's Always Sunny in Philadelphia	费城永远阳光灿烂

25	wtFOCK	羞耻比	50	The Walking Dead	行尸走肉
----	--------	-----	----	------------------	------

资料来源: Tumblr、长城国瑞证券研究所

### 3.2 现实题材仍占多数，古装剧数量下降但爆款剧集频出

从剧集的类别来看，2018 年古代剧受“限古令”政策等影响，数量缩水严重，占比由 2017 年的 18% 下降至 14%，近代剧则由 2017 年的 17% 提升至 2018 年的 21%。2019 年电视剧大致延续了现实题材、古装题材、犯罪悬疑题材和爱情题材的格局，其中七成是当代题材的电视剧，占比近几年来持续提升，而古装剧只有一成左右。2019 年电视剧进行了包含 86 部剧的重点电视剧百日展播安排，进入展播名单的剧集大多聚焦社会现实，今年的献礼剧在题材、内容和形式上更为宽泛，并不局限于重大历史革命题材，而是包含了都市生活、经济改革、城市变迁等方面，如《光荣时代》《奔腾年代》《在远方》等。

图 43：2018 年我国电视剧各题材占比

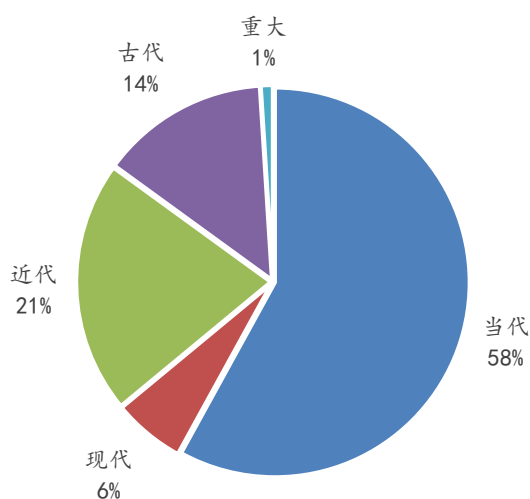
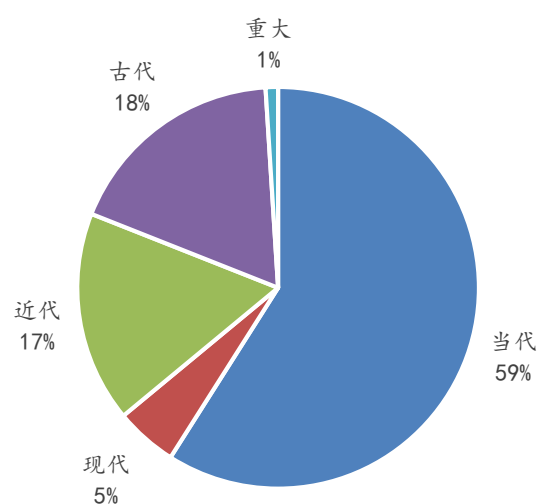


图 44：2017 年我国电视剧各题材占比



数据来源：《中国电视剧产业发展报告 2019》、长城国瑞证券研究所

数据来源：《中国电视剧产业发展报告 2019》、长城国瑞证券研究所

虽然古装剧近两年来数量不断减小，但在波折之中反而迎来了自己爆发的一年，打造出了不少爆款剧集，在今年的榜单，古装剧更是与现代剧平分秋色。从年初的《知否》到暑期档的《陈情令》、《长安十二时辰》，再到年末的《庆余年》、《从前有座灵剑山》，古装剧靠品质和 innovation 找到了新的增长路径。



表 3：2019 年豆瓣评分最高十大华语剧集

剧集名称	豆瓣评分	评分人数	题材类型	集数
我们与恶的距离	9.5	180547	现代	10
俗女养成记	9.1	19608	现代	10
陈情令	8.3	674125	古装	50
长安十二时辰	8.3	312020	古装	48
小欢喜	8.4	151463	现代	49
宸汐缘	8.3	133356	古装	60
我在未来等你	8.6	23582	现代	36
大宋少年志	8.2	75524	古装	42
都挺好	7.8	190971	现代	46
庆余年	7.9	167637	古装	46

资料来源：豆瓣、长城国瑞证券研究所

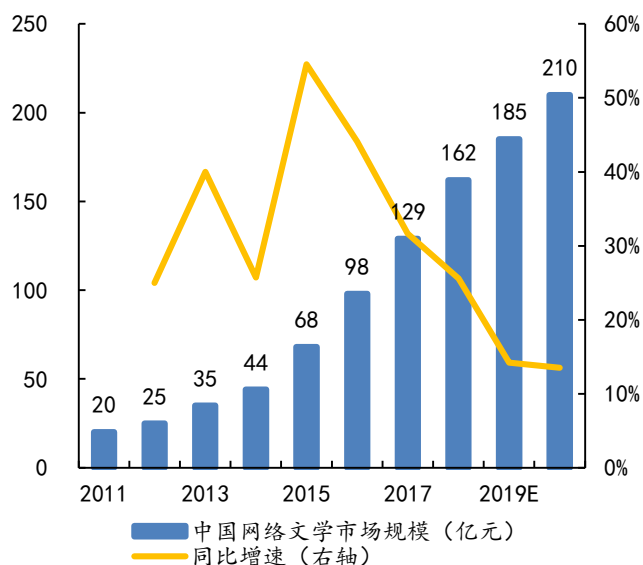
### 3.3 热门网络小说 IP 被不断开发，内容为王是大趋势

今年上映的几部热门古装剧，大多是根据网络小说改编的，IP 化进一步加强。《知否知否应是绿肥红瘦》改编自关心则乱发布的同名小说，《陈情令》改编自墨香铜臭发布的小说《魔道祖师》，《长安十二时辰》改编自马伯庸的同名小说，《宸汐缘》改编自胡说发布的同名小说、《庆余年》改编自猫腻发布的同名小说。我们认为，“网络小说 IP 影视化”已经成为影视剧资源开发的重要方向。一方面，不少传统影视内容制作方自身存在创新性不足的问题，短时间内无法满足观众对于内容质量日益提升的需求，相较于孵化周期更为漫长的原创剧本，IP 改编显然更为高效；另一方面，网络小说已被主流文学所接受，在网络媒介的高速发展与影视资本运作模式日趋成熟的背景下，热门网络小说 IP 也需要被开发来提升自身变现价值。

2000 年前后，随着互联网的兴起，网络文学平台随之应运而生，起点中文网、晋江原创网、潇湘书院等一批代表性的文学网站陆续崛起，2018 年中国网络文学市场规模达 162 亿元，用户规模达 4 亿人，2020 年有望突破 200 亿元。经过近二十年时间的发展和沉淀，我国网络文学已经积累了较多优质的作品，这些热门作品也拥有大量的粉丝，是已经被时间和用户检验过的 IP 资源，在此基础上进行影视剧改编打造出的作品容易在“原著粉丝”与“明星粉丝”的双重效应叠加下掀起收视热潮。

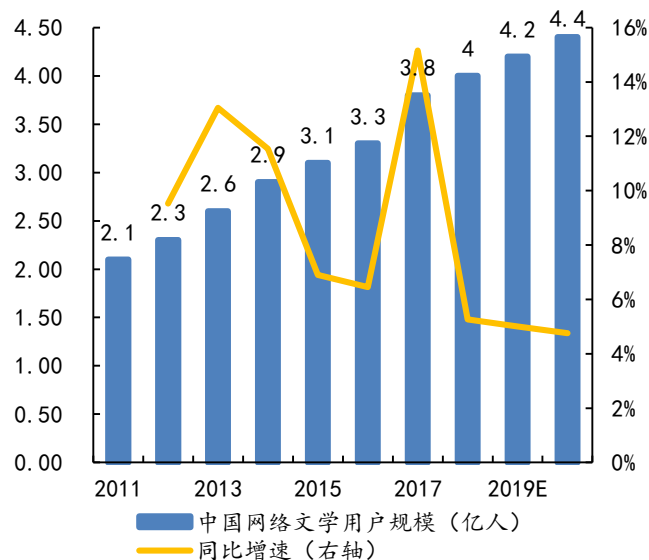


图 45：2011-2020 年我国网络文学市场规模及预测



数据来源：艾媒数据、长城国瑞证券研究所

图 46：2011-2020 年我国网络文学用户规模及预测



数据来源：艾媒数据、长城国瑞证券研究所

相对于前两年来说，2019 年网文 IP 的改编之所以得到较好的口碑，与其在内容开发上更加严谨细致是分不开的。制作方在组建内容团队时更加谨慎，吸取前几年的经验教训来找到最合适的内容开发团队或者个人，而在这个适配环节中，改编的重点放在了如何保留原著精髓上，在尊重原著基础上，还需要根据文本本身的特征去选择合适的改编形式和创作手法。我们认为，头部优秀 IP 得到恰当改编将持续推动行业生态的良性循环发展。2019 年 12 月 18 日，根据国家广播电视总局的数据，2019 年 11 月全国电视剧拍摄制作备案公示的剧目共 81 部、3071 集。其中，古装题材 9 部，占据 11.11%，较前几个月有所回升，小说漫画 IP 改编依旧热门，《南风入我怀》、《极速悖论》、《我要逆风去》等小说都将拍成剧集。

## 4 综艺市场

### 4.1 电视综艺处于成熟期，网络综艺处于快速发展期

综艺节目主要包括电视综艺和网络综艺两种形式，二者在表现形式、观众特征、分播渠道、审查制度等方面存在一定的差异。

图 47：电视综艺和网络综艺主要差异对比

表现形式	网络综艺题材丰富，表现形式多样，语言风格生活活泼，大多采用网络用语；电视综艺在题材和形式上相较而言受限，语言风格较严肃。
观众特征	网络综艺的观众多是年轻网民，节目内容会精准对接网民的喜好和习惯；电视综艺的观众群体多处于一个被动观看的状态。
分播渠道	电视综艺多在卫星频道及自家网络平台播放，主要采用直播、重播机制；网络综艺则依托互联网视频网站，采用点播制。
审查制度	电视综艺节目从制作到播出经历层层把关，符合标准才能播出；而网络综艺规范条例相对宽松。
制片流程	电视综艺节目的制作全程处于一个闭合的状态，只有制作完成后才会面向观众；而网络综艺节目制作流程处于一个开放的状态，观众的喜好、习惯、反馈意见决定节目的内容。
营收渠道	电视节目营销方式主要是冠名赞助、在节目舞台中设立 logo 标签或放置物品等；而网络综艺的营收渠道更广，除了电视节目营销方式外，发展粉丝经济、利用社群价值的变现拓展经营收益的多元化。

资料来源：公开资料，长城国瑞证券研究所

从发展阶段来看，电视综艺的发展时间较长，2012 年前后处于巅峰时期，目前处于成熟期，而网络综场起步较晚，但伴随着网络视频的快速崛起，2016 年之后迎来快速发展。

图 48：我国电视综艺主要发展历程



数据来源：艾瑞咨询、长城国瑞证券研究所

图 49：我国网络综艺主要发展历程

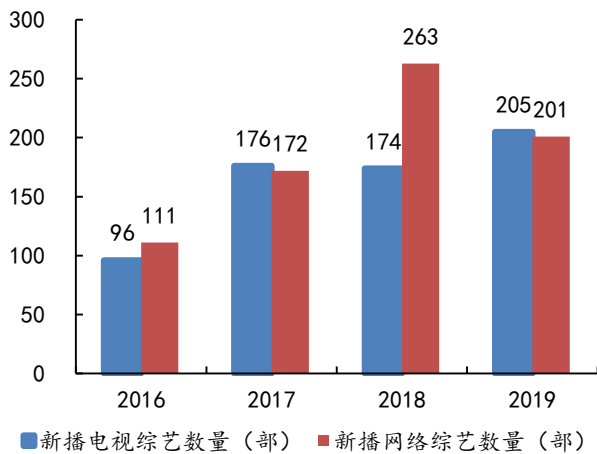


数据来源：艾瑞咨询、长城国瑞证券研究所



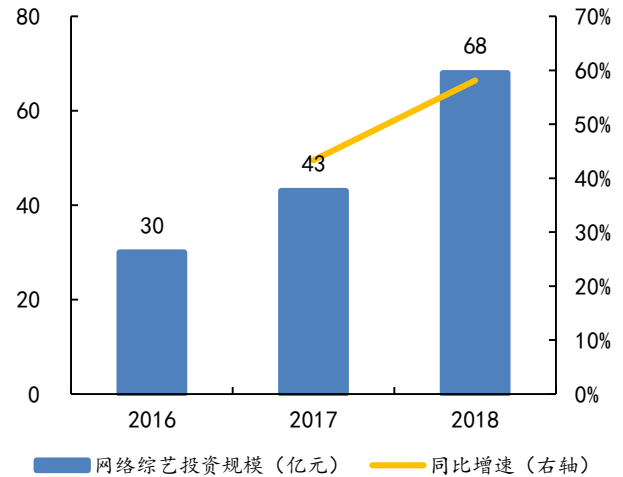
从综艺节目的数量来看，据艺恩数据统计，2019年共上线406档综艺，其中电视综艺205档、网络综艺201档，相比2018年的437档（电视综艺174档、网络综艺263档）略有下降。此外，2018年我国网综投资规模达68亿，同比增长超58%，主要由于S+级、头部及腰部网络数量及投入的提升，在政策趋严调控、大量资金注入及制作团队专业化的加持下，网综内容得到了质的飞跃。

图 50：2016-2019 年新播电视、网络综艺数量



数据来源：艺恩网、长城国瑞证券研究所

图 51：2016-2018 年网络综艺投资规模



数据来源：艺恩网、长城国瑞证券研究所

电视综艺方面，老牌综 N 代（即有多季的综艺节目）多集中于前三个季度，《奔跑吧》、《中国好声音》、《歌手》、《极限挑战》、《最强大脑》、《欢乐喜剧人》等制作五季以上的节目回归，虽经历了人员更换、赛制调整、口碑下滑、停播风波等种种挫折，但仍对电视综艺市场具有绝对统治力。

网络综艺方面，六代综艺《奇葩说》、四代综艺《吐槽大会》、三代综艺《中国新说唱》和《明日之子》水晶时代进行了不同程度的微创新，稳居头部位置。《乐队的夏天》、《演员请就位》、《我是唱作人》等创新节目突出重围，对各平台头部内容进行补位。较电视综艺而言，网络综艺已经形成高效的创新机制，不断对头部内容进行更新。





图 52：2019 年综艺节目综一代和综 N 代对比



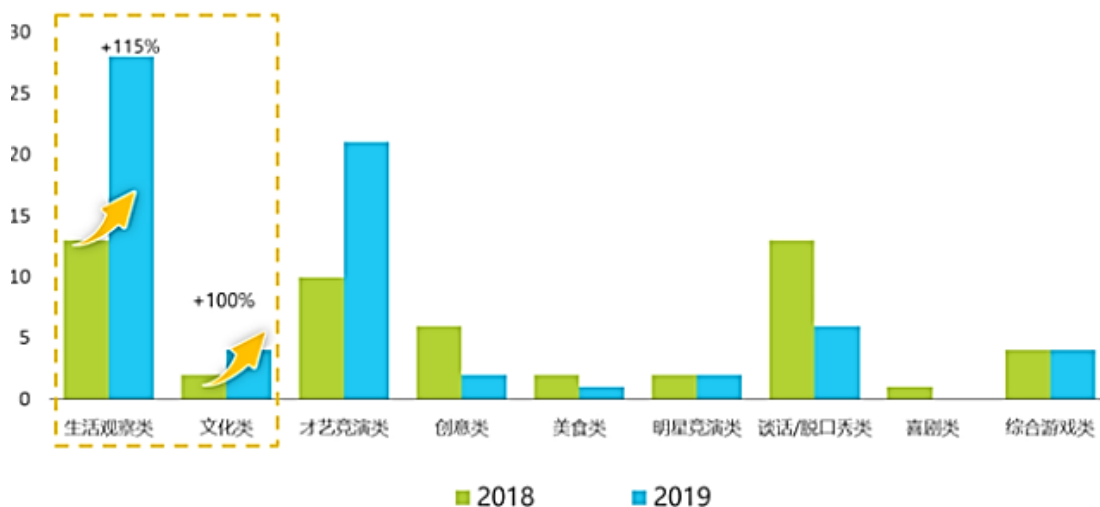
资料来源：公开资料，长城国瑞证券研究所

#### 4.2 制作更加精细，题材类型更加多元化

2019 年，为迎合观众需求，综艺行业正在从过去粗放的发展模式，向更加精细的制作方式转变，题材类型也更加多元化。舞蹈项目在几年后已经开始恢复，对养育项目的竞争仍然激烈。与此同时，观察、表演和文化节目在过去两年里迅速增加，今年也在增加。根据艾瑞 SVC 监测结果显示，截至 2019 年 11 月的所有网络头部综艺中，文化类与生活观察类节目的数量同比增长明显，增长率分别为 115%和 100%。

值得注意的是综艺节目不再局限于自我娱乐，而是通过吸收各行各业的人才和专业元素、更加关注社会价值、提升普通人在节目中的作用等方式不断拓展新的发展边界，例如：《演员请就位》安排专业律师向观众普及法律知识，《令人心动的 offer》重点展示老年痴呆症患者的生活状况，呼吁外界关注和社会价值的回归，旅行计划《我们长大了》采用四颗星和四组普通人的形式，以团体旅行的方式探索当代青年和团体之间的关系等等。

图 53：2018-2019 年中国网络热门综艺数量趋势



数据来源：艾瑞咨询、长城国瑞证券研究所  
注：2019 年数据截至 11 月份

从网络综艺题材来看，2018 年新播网络综艺节目中音乐、偶像养成、情感作品是最主要题材，且同比出现增长。

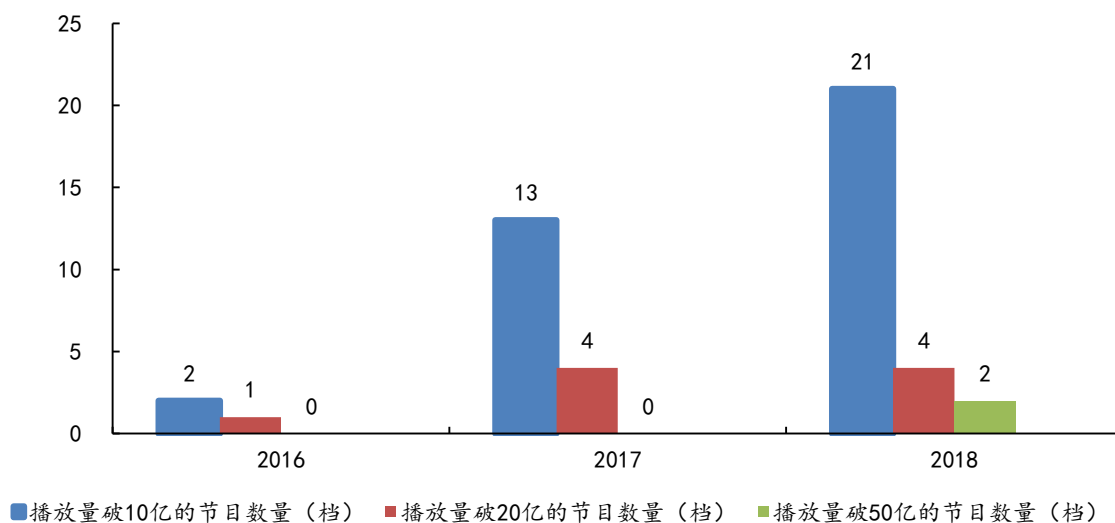
图 54：2017-2018 年新播网络综艺题材分布对比



数据来源：艺恩网、长城国瑞证券研究所

2018 年头部网络综艺节目整体质量显著提升，且 S+级节目数量增加，2 档综艺播放量突破 50 亿大关，均为偶像养成类节目。2018 年观看度前五名网络综艺节目为《创造 101》、《明日之子 2》、《吐槽大会 3》、《偶像练习生》、《妻子的浪漫旅行》。

图 55：2016-2018 年网综播放量统计



数据来源：腾讯娱乐、长城国瑞证券研究所

图 56：2018 年新播网络综艺观看度 TOP30

排名	网综名称	题材	播出平台	观看度	排名	网综名称	题材	播出平台	观看度
1	创造101	偶像养成	腾讯视频	77.7	16	勇敢的世界	竞技	腾讯视频	67.4
2	明日之子2	音乐	腾讯视频	75.8	17	这就是歌唱·对唱季	音乐	腾讯视频	67.2
3	吐槽大会3	语言	腾讯视频	72.7	18	火星情报局4	娱乐	腾讯视频	67.1
4	偶像练习生	偶像养成	爱奇艺	71.8	19	即刻电音	音乐	腾讯视频	67.0
5	妻子的浪漫旅行	旅游	腾讯视频	70.8	20	野生厨房	美食	腾讯视频	66.7
6	明星大侦探4	侦探推理	腾讯视频	70.0	21	拜托了冰箱4	美食	腾讯视频	66.6
7	这！就是铁甲	竞技	腾讯视频	69.9	22	心动的信号	情感	腾讯视频	66.4
8	妈妈是超人3	亲子	爱奇艺 腾讯视频	69.9	23	变形计16	青少	腾讯视频	66.3
9	这！就是街舞	舞蹈	腾讯视频	69.0	24	变形计之平行世界	生活	腾讯视频	66.0
10	这！就是灌篮	体育健身	腾讯视频	68.9	25	不可思议的妈妈2	亲子	腾讯视频	65.9
11	中国新说唱	音乐	爱奇艺	68.9	26	爸妈学前班	母婴育儿	腾讯视频	65.5
12	热血街舞团	舞蹈	爱奇艺	68.5	27	超越吧英雄	竞技	腾讯视频	64.8
13	幸福三重奏	情感	腾讯视频	68.2	28	周六夜现场	搞笑	腾讯视频	64.4
14	放开我北鼻3	亲子	腾讯视频	68.0	29	谢谢啦！崔大夫	母婴育儿	腾讯视频	64.1
15	奇葩说5	语言	爱奇艺	68.0	30	童言有计	青少	腾讯视频	64.0

数据来源：艺恩网、长城国瑞证券研究所

### 4.3 目前形成四足鼎立的竞争格局，芒果 TV 崛起成为龙头

目前综艺节目市场仍是爱奇艺、优酷、腾讯以及芒果 TV 四足鼎立的格局，芒果 TV 在近几年发展十分迅猛，已成功崛起成为这一细分市场的行业龙头。在电视综艺方面，2019 年电视综艺播放量前 10 中，芒果 TV 占据了 5 个席位（2 部为独播，3 部为联播）；在网络综艺方面，2019 年累计播放量排名前 10 的网综节目当中芒果 TV 占据了 7 部（6 部为独播，1 部为联播）。



表 4：2019 年我国累计播放量排名前 10 的电视综艺节目情况

排名	节目名称	播放量（亿次）	播出平台
1	奔跑吧第三季	60.7	爱奇艺、优酷视频、腾讯视频
2	王牌对王牌第四季	48.2	爱奇艺、优酷视频、腾讯视频
3	快乐大本营 2019	45.6	芒果 TV
4	向往的生活第三季	34.5	芒果 TV、爱奇艺
5	中餐厅第三季	31.6	芒果 TV、腾讯视频
6	歌手 2019	24.6	芒果 TV
7	极限挑战第五季	19.9	爱奇艺、优酷视频、腾讯视频
8	爱情保卫战	16.6	腾讯视频
9	我家小两口	15.5	芒果 TV、腾讯视频
10	非常完美	14.4	爱奇艺、优酷视频、腾讯视频、搜狐视频

数据来源：骨朵数据、长城国瑞证券研究所

表 5：2019 年我国累计播放量排名前 10 的网络综艺节目情况

排名	节目名称	播放量（亿次）	播出平台
1	创造营 2019	43.0	腾讯视频
2	明日之子 第三季	26.9	腾讯视频
3	密室大逃脱	24.5	芒果 TV
4	明星大侦探 第五季	24.1	芒果 TV
5	妻子的浪漫旅行第二季	23.4	爱奇艺、芒果 TV
6	少年可期	20.9	芒果 TV
7	哈哈农夫	19.2	芒果 TV
8	现在就告白第三季	18.8	腾讯视频
9	童言有计第二季	15.6	芒果 TV
10	女儿们的恋爱	15.2	芒果 TV

数据来源：骨朵数据、长城国瑞证券研究所



## 5 重点关注标的

### 4.1 光线传媒 (300251.SZ)

公司注册成立于 2000 年 4 月，2011 年 8 月公司在深交所创业板上市。公司业务以内容为核心、以影视为驱动，在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度同时布局，目前业务已覆盖电影、电视剧（网剧）、动漫、音乐、文学、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域，是国内覆盖内容领域最全面、产业链纵向延伸最完整的综合内容集团之一。

公司在业界长期耕耘，与业内影视人才合作良好，已形成较强的影响力。公司从代理发行起家，逐步向投资+发行转变，公司已上映多部高票房影片，并拥有丰富和优质的影视资源储备；在管理上，公司新设多个厂牌，分别专注于不同影视主题，对提升创作效率具有较大的帮助。在《哪吒之魔童降世》之后，公司仍有《姜子牙》、《妙先生》等动画电影等待上映，且有诸如《深海》、《大鱼海棠 2》、《西游记之大闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中。

### 4.2 芒果超媒 (300413.SZ)

公司精准定位用户，已成为综艺市场的行业龙头。公司通过“精品自制”内容夯实青春、都市、女性的平台用户定位，借助“优质精选”内容进一步实现精准用户群体体验升级，公司的差异化策略使得互联网视频业务取得快速的发展，2019 年上半年营业收入达 24.85 亿元，同比增长 79.46%，受益于业务规模的扩大和成本的有效控制，互联网视频业务的毛利率也从 2015 年的-111.21%上升至 2019 年上半年的 38.44%。芒果 TV 已成功崛起成为这一细分市场的行业龙头

公司制作团队实力雄厚，持续创造多款优秀 IP。公司具有规模庞大、经验丰富的制作团队，目前自有内容制作人员超过 1500 人，独特的造血机制和开放、创新的人才激励机制，推动制作团队不断生产优质精品内容，持续提升公司在内容制作方面的核心竞争力。

### 4.3 中国电影 (600977.SH)

公司业务涵盖影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务四大业务板块，涉及影视制片、制作、发行、营销、院线、影院、器材生产与销售、放映系统租赁、演艺经纪等众多业务领域，与世界二百多个国家或地区的数百家著名电影企业有着紧密的合作关系。近年来创作生产了各类影片百余部。公司拥有全国最大的数字电影发行管理平台，在数字影片发行领域占据市场主导地位，近年来发行了近千部国内外影片。

公司未来将上映的重点影片包括《急先锋》、《夺冠（原名：中国女排）》和《唐人街探案 3》等，市场关注度较高，值得跟踪票房情况。



#### 4.4 万达电影 (002739.SZ)

公司成立于 2005 年，隶属于万达集团。截至 2018 年 12 月 31 日，万达电影在中国以及澳大利亚和新西兰拥有直营影院 595 家，银幕 5279 块；包含国内直营影城 541 家、4807 块银幕。其中，万达电影在中国拥有 300 块 IMAX 银幕，全球领先；拥有 39 个杜比影院。2018 年度万达电影观影人次突破 2 亿，打破国内电影市场纪录。

公司作为影院行业龙头，在行业出清阶段具备更强的抗风险能力，在市场整合的过程中有望通过不断优化运营效率持续提升竞争力，进一步巩固自身龙头地位。公司当前估值较低，且影视内容业务在明年具备较大业绩弹性，公司如何化解商誉占比过高风险也要注意。

#### 4.5 横店影视 (603103.SH)

公司是国内处于行业领先的民营院线及影院投资公司。公司主营业务为院线发行、电影放映及相关衍生业务，采用资产联结为主，签约加盟为辅的经营模式，所属影院分为资产联结型影院(直营影院)和加盟影院两大类。公司依托横店影视文化产业的品牌宣传效应，以资产联结型影院投资为主导，在全国各层级城市快速扩张，并提前布局三四五线城市的市场空白点，通过自身连锁经营的优势，不断提升公司盈利能力和品牌影响力。

公司持续布局低线城市观影市场，截至到目前公司自有影院 374 家，其中三线及以下占比超 70%，随着低线城市观影习惯日益养成，公司前瞻布局有望持续受益。此外，公司持续发力非票业务，提升整体盈利能力。公司通过改善卖品种类、增加按摩椅、娃娃机等新业态，不断提升高毛利的非票业务收入占比。

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。