

中航证券金融研究所  
 分析师 裴伊凡  
 证券执业证书号 S0640516120002  
 电话: 0755-83692582  
 邮箱: peiyf@avicsec.com

## 文化传媒行业 2018 年四季度策略： 流量大迁徙：群雄逐鹿，问鼎互联！

行业分类：文化传媒

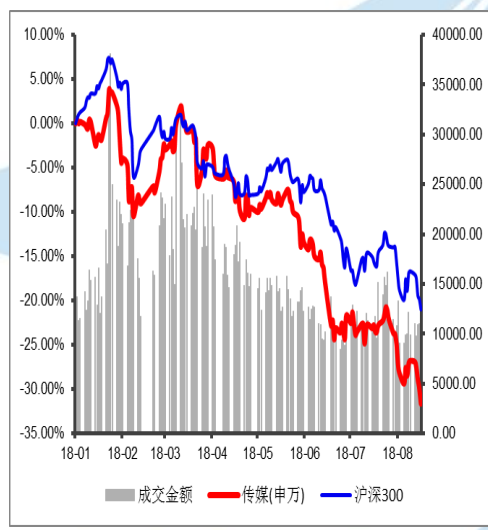
2018 年 8 月 17 日

推荐评级	增持
------	----

### 基础数据

上证指数	2,668.97
传媒(申万)指数	638.89
总市值(亿元)	13,818.10
流通 A 股市值(亿元)	8,945.11
PE(TTM, 整体法)	21.60

### 今年以来行业表现



### 核心观点：

- **传媒行业年初至今跌幅 31.22%，申万一级行业中排名 25**  
截至 8 月 17 日，申万传媒指数收于 638.89，年初至今传媒板块整体下跌 31.22%，在 28 个申万一级行业中排名 25，大幅跑输上证指数（-19.30%）、深证成指（-24.31%）、沪深 300（-19.88%）和创业板指（-18.16%）。
- **介质：移动设备趋于饱和，5G 周期即将到来**  
**5G 时代到来，助力内容消费的丰富。**据工信部数据显示，2018 年上半年移动数据流量平均资费下滑至 11.6 元/GB，较去年同期下降 46%。在今年 6 月上海世界移动大会上，国内三大运营商以及多家企业纷纷发布了最新的 5G 部署计划，明确在 2020 年实现 5G 正式商用。5G 时代提速降费，将助力电子设备承载的各项内容不断丰富，不论是家中还是户外，有信号覆盖的地方都将成为内容分享的场所，内容的消费将极大地突破时间和空间的限制。
- **受众：互联网使用时长增加，个性化推荐提升满意度**  
截至 2018 年，世界一半人口可登陆互联网，很大程度上是由于廉价 Android 手机和 WiFi 网络的普及。2017 年，全球互联网用户同比增长仅 7%，而 2016 年，同比增长还处在 12% 的水平，互联网人口红利逐渐褪去已经成为不争的事实，增量转存量的博弈早已成定局。当互联网普及率达到 50% 以后，很难继续增长。对个体服务而言，随着网络接近饱和，全球范围内获取新用户将变得更难，成本更高昂。
- **渠道：数据是核心推动力，“社交媒体+”转化率高**  
社交媒体占据网民大部分时间。选择推广渠道本质就是在对目标客户进行甄选的过程，而渠道因用户行为的变化而转移。伴随着媒体的更迭，传播方式已经由传统广告的单向线性传播升级成现在的社交属性的发散型网络传播，每一个个体都可以成为传播节点，传播速度较过去呈现几何式增长。
- **内容：版权是内容产业繁荣的基石，移动视频行业增速迅猛**  
中国移动互联网行业大局已定，主赛道龙头优势明显，但是细分领域多点开花。2018 年上半年，中国已上市或正 IPO 互联网企业超过数十家，金融大环境的“小年”和移动互联网 IPO 的“大年”形成强烈的反差，资本市场的激烈角逐背后，大平台与独角兽共舞，却各有各的焦虑。进入移动互联网的下半程，用户红利逐步消退，增量博弈转存量博弈，用户时间的争夺实则是优质内容的角逐，更需要应对同领域和不同领域跨界的激烈竞争。
- **风险提示：系统性风险；政策监管风险**

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：深圳市深南大道 3024 号航空大厦 29 楼  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：0755-83692635  
 传 真：0755-83688539

## 目录

一、行情回顾（截至 8 月 17 日） .....	5
1.1 传媒行业年初至今跌幅 31.22%，申万一级行业中排名 25 .....	5
1.2 子板块跌幅明显 .....	6
1.3 传媒板块估值表现 .....	6
二、时间之争，流量之战：内容是弹药，渠道是变现 .....	7
2.1 介质：移动设备趋于饱和，5G 周期即将到来 .....	8
2.2 受众：互联网使用时长增加，个性化推荐提升满意度 .....	9
2.3 渠道：数据是核心推动力，“社交媒体+”转化率高 .....	12
2.4 内容：版权是内容产业繁荣的基石，移动视频行业增速迅猛 .....	13
三、流量入口争夺战的下半场，跨子行业类别竞争是常态 .....	17
3.1 电影及院线：行业回暖，重回快车道 .....	17
3.1.1 国产影片爆款频出，“口碑+票房”并驾齐驱 .....	17
3.1.2 全国银幕突破 5.6 万块，票仓下沉趋势明显 .....	19
3.2 电视剧&网络剧：转型阵痛，寒冬已至 .....	21
3.2.1 电视剧转投视频网站“去库存”，行业遇冷难觅爆款 .....	21
3.2.2 视频网站竞争白热化，独播剧抢占付费市场 .....	21
3.2.3 政策端：“阴阳合同”事件余波未了，引爆行业监管“大地震” .....	23
3.3 营销：增量转存量的博弈，“精准化+场景化”引领融合场景下的营销变革 .....	24
3.3.1 网络营销规模持续扩大，社会化营销效果突出 .....	24
3.3.2 构筑新的流量洼地，微信小程序红利正当其时 .....	25
3.4 游戏：人口红利逐渐减弱，增量市场的开拓是当务之急 .....	26
3.4.1 网络游戏行业增速放缓，移动游戏依然是中流砥柱 .....	26
3.4.2 游戏类型百花齐放，基于团队的多人手游稳坐龙头 .....	28
3.4.3 国内行业政策监管加剧，行业面临结构化产业优化升级 .....	30
3.5 出版：知识付费时代已至，“传统+数字”出版并驾齐驱 .....	32
3.5.1 传统出版转型创新，细分子行业表现亮眼 .....	32
3.5.2 数字出版保持强劲发展势头，收入规模突破 7000 亿元 .....	33
3.5.3 网络文学市场规模增速放缓，推进全 IP 产业链的立体化运营 .....	34
四、投资策略 .....	36

## 图表目录

图表 1: 各指数与传媒指数今年年初至今涨跌幅 .....	5
图表 2: 传媒板块在申万一级板块中排名 25 .....	5
图表 3: 传媒各子板块年初至今涨跌幅 .....	6
图表 4: 传媒板块年初至今行业个股涨、跌幅前五名 .....	6
图表 5: 2012-2017 年申万传媒板块、创业板指、深证成指估值水平 (PE-TTM) .....	6
图表 6: 2018 年初至今申万传媒板块、创业板指、深证成指估值情况 (PE-TTM) .....	7
图表 7: 流量的本质和媒体价值 .....	7
图表 8: 产品分析模型 (AARRR 模型) .....	7
图表 9: 2017 年全球新智能手机出货量 0 增长 .....	8
图表 10: 全球智能手机性能越好/越快/越便宜 .....	8
图表 11: 2016Q1-2018Q2 中国移动智能终端规模 .....	9
图表 12: 2018 年全球互联网用户 VS 同比涨幅 .....	10
图表 13: 中国移动互联网用户 VS 同比涨幅 .....	10
图表 14: 每个成年用户每天花在数字媒体的时间 .....	10
图表 15: 中国移动互联网数据使用及同比涨幅 .....	10
图表 16: 2016 年 1 月-2018 年 6 月中国移动互联网月活跃用户规模及增速 .....	11
图表 17: 头条个性化: 兴趣驱动参与率+客户满意度 .....	11
图表 18: 互联网+社交媒体—全球普及率 .....	12
图表 19: 网民使用社交媒体和在信息应用上的时间 .....	12
图表 20: 2018 年 6 月中国移动互联网 TOP 应用领域 MAU (单位: 万) .....	12
图表 21: 2018 年 1-6 月中国移动互联网重点应用领域日均启动次数 (单位: 次) .....	13
图表 22: 社交媒体: 推动产品发现+购买 .....	13
图表 23: 版权市场环境改善 .....	14
图表 24: 近年来版权保护相关政策和事件梳理 .....	14
图表 25: 中国移动媒体/娱乐消费时长 .....	16
图表 26: 中国移动媒体日消费时长 .....	16
图表 27: 中国短视频行业典型独立 APP 月活跃用户规模 (万) .....	16
图表 28: 三大典型用户群组—移动互联网二级行业使用时长 TOP5 .....	17
图表 29: 2011-2018 上半年电影票房统计 .....	18
图表 30: 2017、2018 年上半年全国排名前 10 名影片票房及猫眼、豆瓣评分 .....	18
图表 31: 2017Q1-2018Q2 各城市票房占比 .....	19
图表 32: 2017Q1-2018Q2 各城市级别观影人次占比 .....	19
图表 33: 2018 年 H1 全国荧幕数量 .....	19
图表 34: 2018 年 H1 全国影院数量 .....	20
图表 35: 2018 年 H1 全国上座率 .....	20
图表 36: 2018 年 H1 全国院线票房 TOP10 .....	20
图表 37: 季度上新连续剧数量 .....	21
图表 38: 季度上新网络剧数量及有效播放占比 .....	21
图表 39: 2018 年 H1 各平台上新连续剧数量分布 .....	22
图表 40: 2018 年 H1 各平台上新连续剧有效播放分布 .....	22
图表 41: 2018 年 H1 各平台上新网络剧数量分布 .....	22

图表 42: 2018 年 H1 各平台上新网络剧有效播放分布.....	22
图表 43: “阴阳合同”事件梳理.....	23
图表 44: 《关于电视剧网络制作成本配置比例的意见》主要包括三方面.....	23
图表 45: 2013-2020 年中国网络广告市场规模及预测.....	24
图表 46: 2013-2020 年中国社交广告市场规模及预测.....	25
图表 47: 2015 年 6 月-2018 年 6 月微信 APP 月活跃用户规模及渗透率.....	25
图表 48: 2017 年 1 月-2018 年 3 月微信小程序月活跃用户规模及在微信中的渗透率.....	26
图表 49: 中国游戏市场实际销售收入.....	27
图表 50: 中国游戏细分市场占比.....	27
图表 51: 中国游戏用户规模.....	27
图表 52: 中国移动游戏用户规模.....	27
图表 53: 中国移动游戏市场实际销售收入.....	28
图表 54: 中国自主研发网络游戏市场实际销售收入.....	28
图表 55: 中国基于团队的多人手游引领移动游戏市场.....	28
图表 56: 收入前 100 移动游戏收入分布（按玩法类型）.....	29
图表 57: 移动应用数量分布.....	29
图表 58: 移动应用下载量分布.....	29
图表 59: 收入前 20 移动游戏名单.....	29
图表 60: 女性消费群体偏好游戏产品（部分）名单.....	30
图表 61: 中国游戏市场女性用户消费规模.....	31
图表 62: 中国移动游戏市场二次元用户消费分布情况.....	31
图表 63: 二次元消费群体偏好的收入前 10 移动游戏产品.....	31
图表 64: 中国客户端电子竞技游戏市场实际销售收入.....	32
图表 65: 新闻出版产业营业收入、资产总额与利润总额增长情况（亿元）.....	32
图表 66: 新版与重印图书品种（万种）.....	33
图表 67: 新版、重印与租型图书印数.....	33
图表 68: 数字出版产业收入情况（单位：亿元）.....	33
图表 69: 2011-2019 年中国网络文学市场规模.....	34
图表 70: 2015-2017 中国网络文学作者数量及增长率.....	35
图表 71: 数字阅读多元化变现.....	35



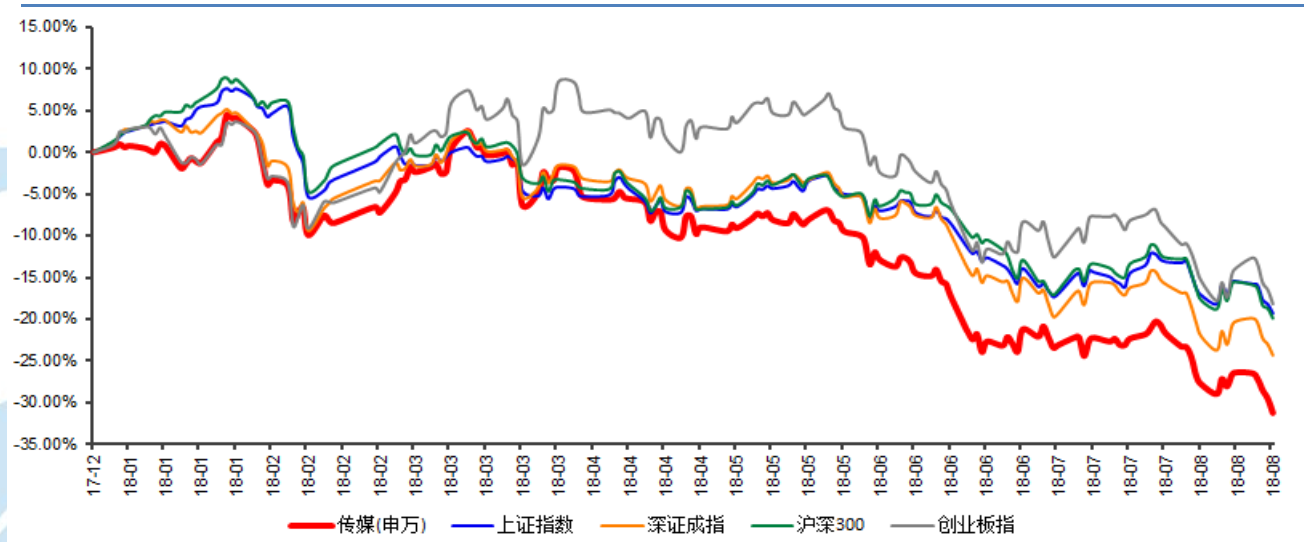
## 一、行情回顾（截至 8 月 17 日）

### 1.1 传媒行业年初至今跌幅 31.22%，申万一级行业中排名 25

截至 8 月 17 日，申万传媒指数收于 638.89，年初至今传媒板块整体下跌 31.22%，在 28 个申万一级行业中排名 25，大幅跑输上证指数（-19.30%）、深证成指（-24.31%）、沪深 300（-19.88%）和创业板指（-18.16%）。

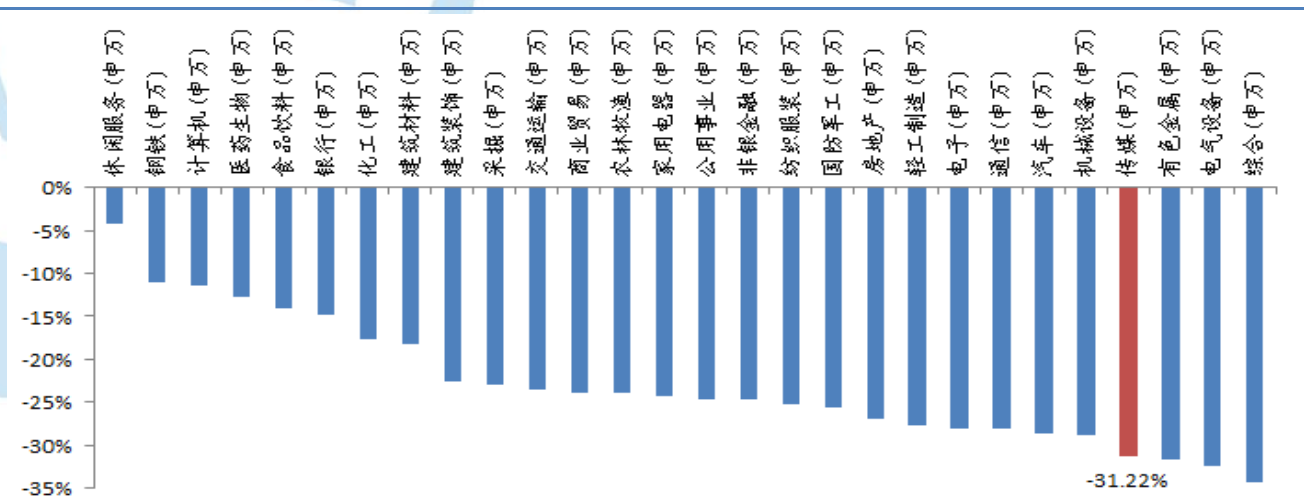
随着马太效应的增强以及行业格局的演变，游戏、营销等子板块的市场集中度明显提升。缺乏核心竞争力的中小公司的市场空间受到强烈挤压，后继业绩的增长动能取决于对新的市场机会的挖掘，存在一定的不确定性。

图表 1：各指数与传媒指数今年年初至今涨跌幅



数据来源：WIND、中航证券金融研究所

图表 2：传媒板块在申万一级板块中排名 25



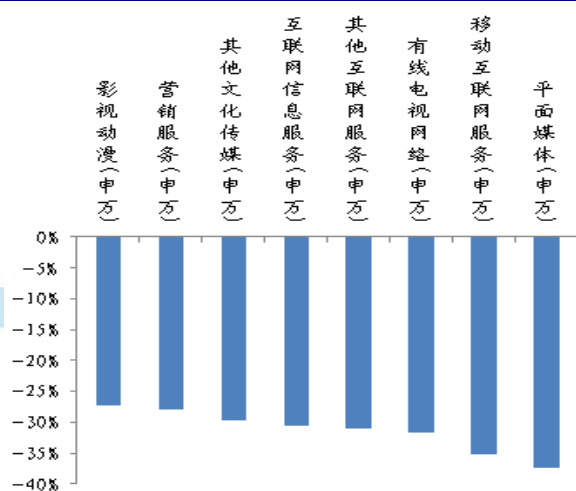
数据来源：WIND、中航证券金融研究所

## 1.2 子板块跌幅明显

从（申万）子板块来看，子板块均呈下跌状态。其中，跌幅最多的是平面媒体，跌幅为-37.48%；其他子板块情况分别为：影视动漫（-27.29%）、营销服务（-27.87%）、其他文化传媒（-29.77%）、互联网信息服务（-30.63%）、其他互联网服务（-30.97%）、有线电视网络（-31.69%）和移动互联网服务（-35.18%）。

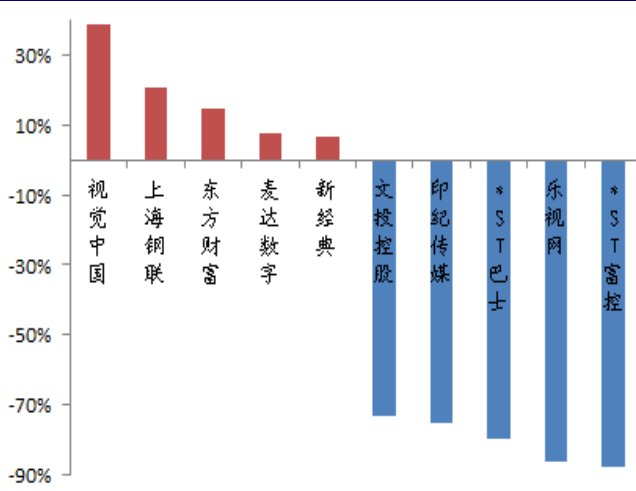
个股方面，涨幅排名前五分别是视觉中国（38.82%）、上海钢联（20.69%）、东方财富（14.97%）、麦达数字（7.73%）和新经典（6.47%）。跌幅排名前五的个股中分别是\*ST富控（-88.00%）、乐视网（-86.37%）、\*ST巴士（-79.94%）、印纪传媒（-75.38%）和文投控股（-73.34%）。

图表 3：传媒各子板块年初至今涨跌幅



数据来源：WIND、中航证券金融研究所

图表 4：传媒板块年初至今行业个股涨、跌幅前五名

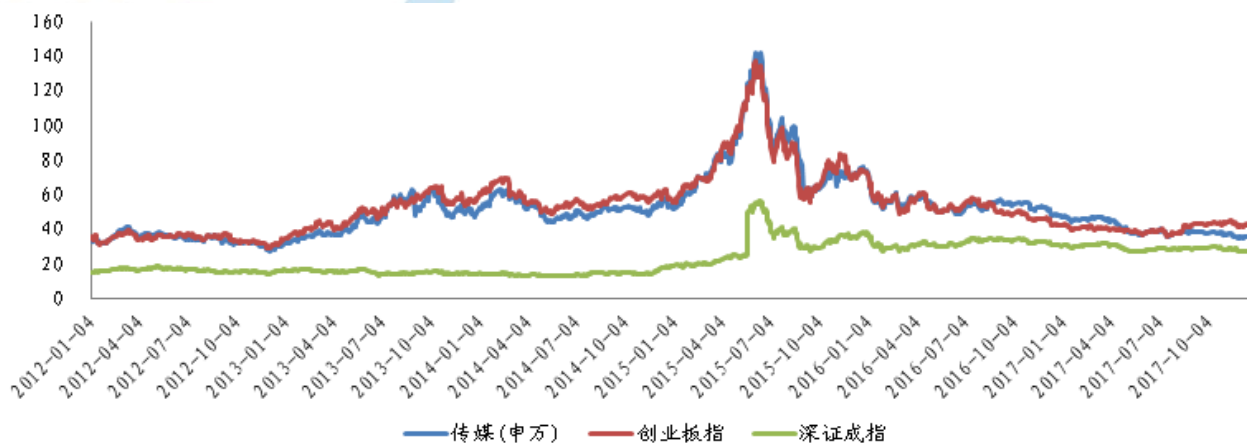


数据来源：WIND、中航证券金融研究所

## 1.3 传媒板块估值表现

2017 年年底申万传媒板块、创业板指和深证成指的市盈率（TTM）分别为 34.75 倍、41.34 倍和 27.58 倍。整体来看，传媒板块动态市盈率与创业板指的变化趋势有很大的相似程度。

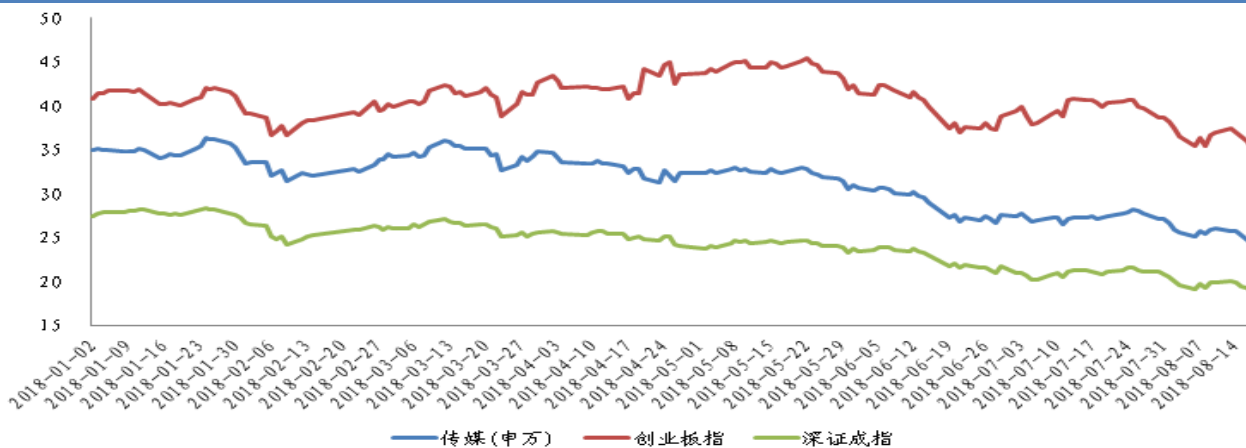
图表 5：2012-2017 年申万传媒板块、创业板指、深证成指估值水平（PE-TTM）



数据来源：WIND、中航证券金融研究所

截至 2018 年 8 月 17 日，申万传媒板块、创业板指和深证成指的市盈率（TTM）分别为 24.30 倍、35.28 倍和 18.92 倍，自年初以来，均有不同程度的下跌，申万传媒板块在截止日当天的市盈率更是创 2012 年以来新低。

图表 6：2018 年初至今申万传媒板块、创业板指、深证成指估值情况（PE-TTM）



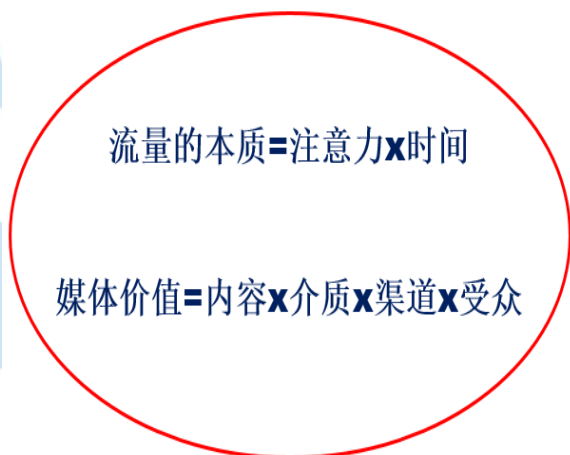
数据来源：WIND、中航证券金融研究所

## 二、时间之争，流量之战：内容是弹药，渠道是变现

伴随着中国智能手机市场增速放缓，中国移动互联网的总流量也陷入了瓶颈，移动互联网对用户注意力的争夺进入白热化的阶段，竞争的护城墙越来越高。流量是所有商业模式的基础，平台积累的流量越多，可变现的商业价值就越大。

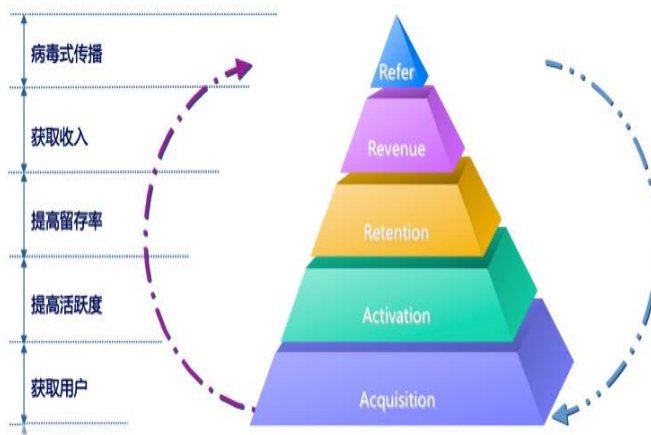
那么，流量靠什么增长？讨论这个问题之前，我们必须回归到问题自身：流量的本质是什么？因什么而转移？在互联网真正到来之前，所有流量都是线下的，分配方式也仅限于传统的广告、品牌等等，但是互联网的出现重构了流量的分配方式。流量的本质，其实就是注意力和时间的聚合，而流量分配的变迁将重构商业格局。

图表 7：流量的本质和媒体价值



数据来源：中航证券金融研究所

图表 8：产品分析模型（AARRR 模型）



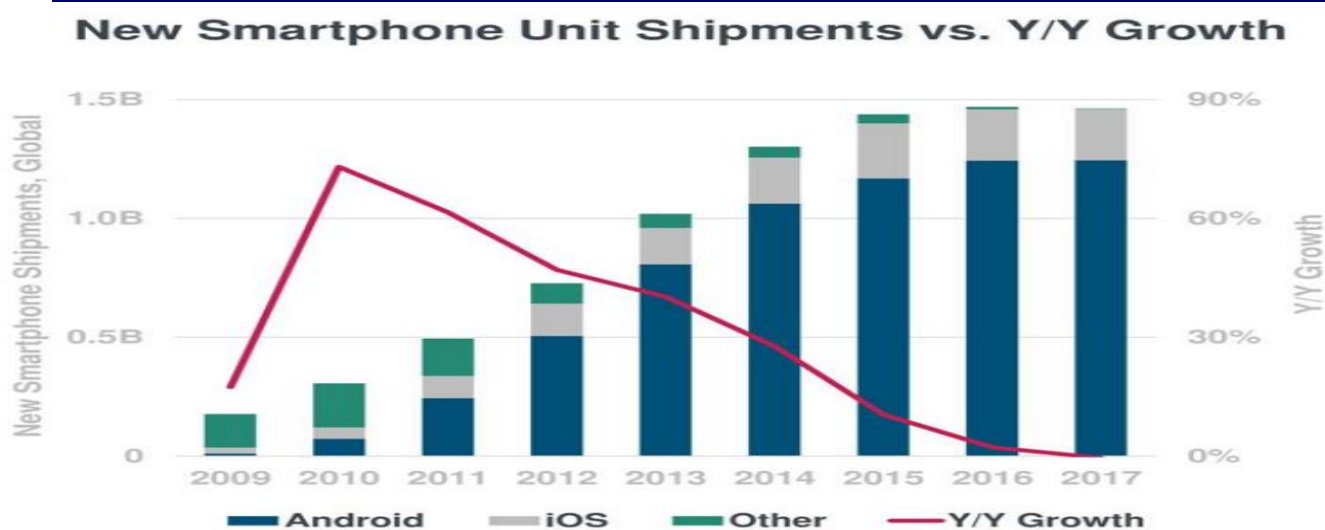
数据来源：互联网、中航证券金融研究所

根据 AARRR 模型，找到一个好的获客模型（Acquisition），用各种办法提高活跃度（Activation），通过产品矩阵来提高留存率（Retention）、获取收入（Revenue）和好友推荐（Refer），是互联网产品运营的基本思路，过程中离不开构成媒体核心价值的四个关键的变量：介质（传播载体的选取）、渠道（做好推广提高用户活跃度）、内容（留存用户的弹药）、受众（付费并通过社交行为完成自传播的主体）。

## 2.1 介质：移动设备趋于饱和，5G 周期即将到来

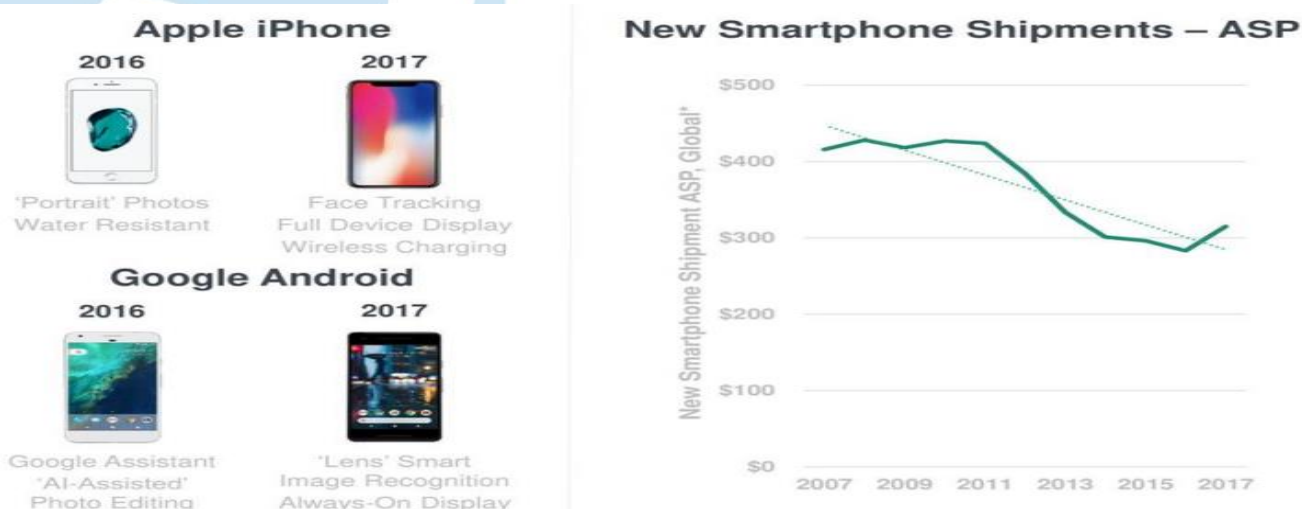
**移动设备趋于饱和，但依旧是最重要的媒介：**根据《2018 互联网趋势报告》，2017 年全球智能手机出货量 0 增长，而 2016 年较去年同期增速 2%。2017 年是智能手机出货量首次未能实现增长的一年，全球范围内智能手机的性能越来越好，但是平均价格在不断下降。

图表 9：2017 年全球新智能手机出货量 0 增长



数据来源：《2018 互联网趋势报告》、中航证券金融研究所

图表 10：全球智能手机性能越好/越快/越便宜

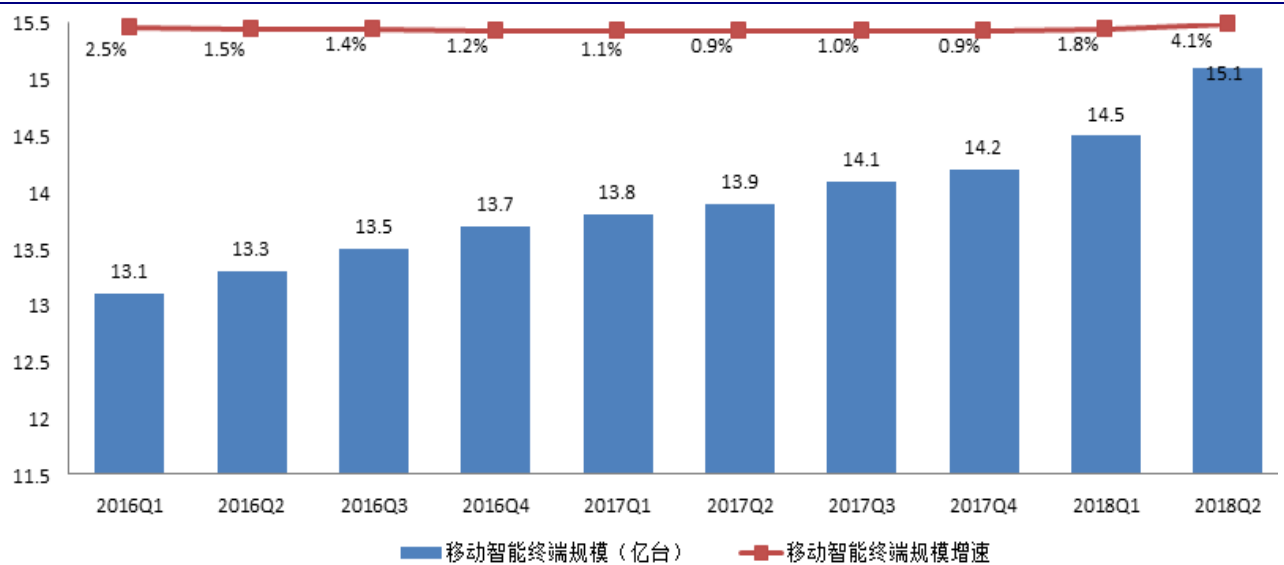


数据来源：《2018 互联网趋势报告》、中航证券金融研究所

2018 年二季度，中国移动智能终端规模已达 15.1 亿台，为移动互联网消费提供了庞大的硬件基础。



图表 11: 2016Q1-2018Q2 中国移动智能终端规模



数据来源: TalkingData、中航证券金融研究所

**5G 时代到来, 助力内容消费的丰富。**数据显示, 中国移动互联网活跃用户规模增至 11 亿, 增速明显放缓, 人口红利逐步消退的当下, 新技术的到来无疑是流量时代最好的助推器。据工信部数据显示, 2018 年上半年移动数据流量平均资费下滑至 11.6 元/GB, 较去年同期下降 46%。在今年 6 月上海世界移动大会上, 国内三大运营商以及多家企业纷纷发布了最新的 5G 部署计划, 明确在 2020 年实现 5G 正式商用。5G 时代提速降费, 将助力电子设备承载的各项内容不断丰富, 不论是家中还是户外, 有信号覆盖的地方都将成为内容分享的场所, 内容的消费将极大地突破时间和空间的限制。

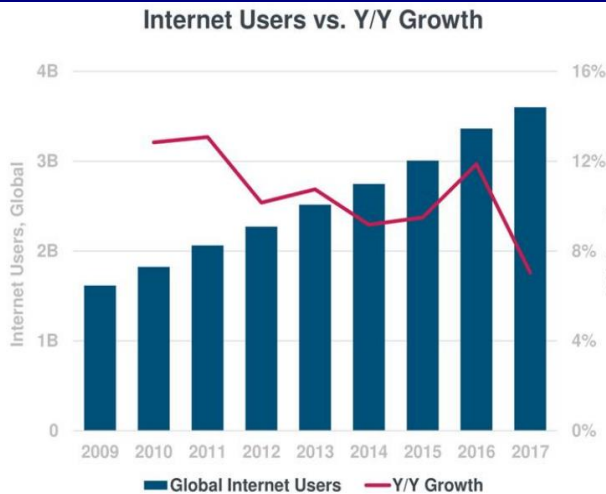
**人工智能 (AI) 为他人提供服务平台, 成为新兴互联网领导者。**当前移动互联网面临人口红利趋薄、市场规模趋于饱和等问题, 移动互联网大潮过后, 人工智能才是未来。随着人工智能占到企业支出的很大一部分, 包括谷歌、亚马逊等科技巨头将提供更多的人工智能服务平台。在排名前 20 的互联网公司中, 有 9 家中国公司, 同时这些公司还在 AI 领域进行了大量投资。亚马逊基于 AWS 崛起的 AI 平台和谷歌基于 Google Cloud 崛起的 AI 平台可为用户提供更轻松的数据搜集和处理服务; 摩根斯坦利 CIO 调查显示企业在 AI 方面的投入规模虽然普遍仍较小但支出优先级迅速提升。美国在 AI 方面领跑全球, 但中国正在迅速赶上, 中国高度重视并出台多项政策促进 AI 发展, 中国在自然科学和工程方面的高等教育人才数量增长迅速, 在国际 AI 赛事上也扮演越来越重要的角色。

## 2.2 受众: 互联网使用时长增加, 个性化推荐提升满意度

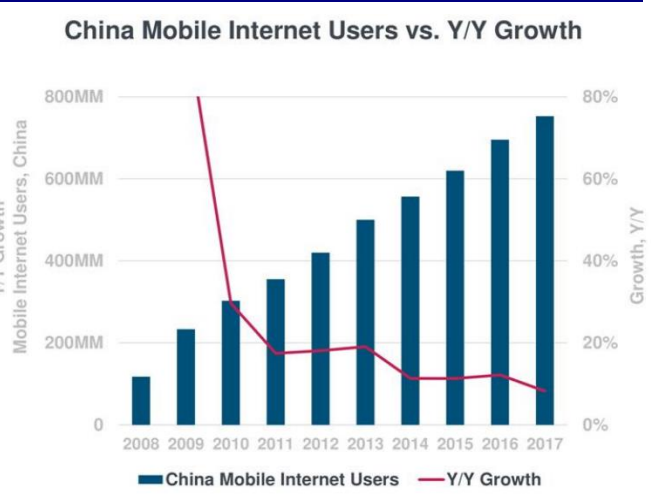
**互联网普及率从 2009 年的 24% 增长到 2017 年已经达到 49%。**截至 2018 年, 世界一半人口 (约 36 亿人) 可登陆互联网, 很大程度上是由于廉价 Android 手机和 WiFi 网络的普及。2017 年, 全球互联网用户同比增长仅 7%, 而 2016 年, 同比增长还处在 12% 的水平, 互联网人口红利逐渐褪去已经成为不争的事实, 增量转存量的博弈早已成定局。当互联网普及率达到 50% 以后, 很难继续增长。对个体服务而言, 随着网络接近饱和, 全球范围内获取新用户将变得更难, 成本更高昂。

报告指出, 2017 年中国移动互联网用户数达到 7.53 亿, 同比增长 8%。

图表 12: 2018 年全球互联网用户 VS 同比涨幅



图表 13: 中国移动互联网用户 VS 同比涨幅



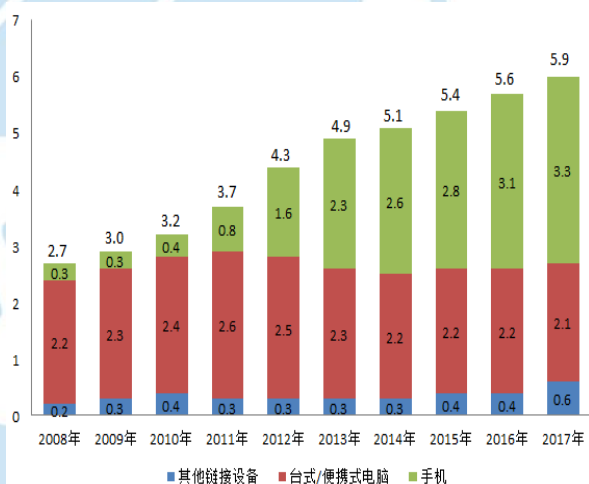
数据来源: 《2018 互联网趋势报告》、中航证券金融研究所

**全球互联网用户规模增速收窄,但是使用数据流量增加:** 根据《2018 互联网趋势报告》,虽然全球智能手机出货量呈现出增长持平的势头,而且互联网用户的增长速度正在放缓,但报告统计了每个成人用户花在数字媒体的时间。

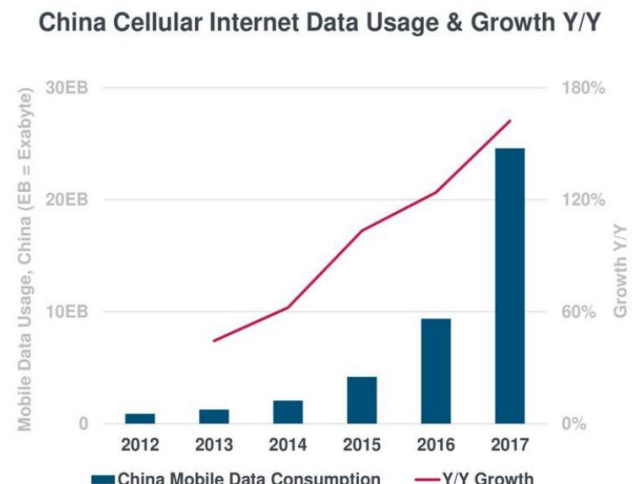
报告指出,以数字媒体的使用情况为例,2017 年每个成年用户在数字媒体上花费时长为 5.9 小时,而 2016 年为 5.6 小时,2017 年同比增长 4%。人们在台式电脑上花费的时间略有下降,而花在移动设备上的时间从 2008 年每天 0.3 个小时,增长到 2017 年的每天 3.3 小时。

**在中国,互联网用户增速也在放缓,但是移动数据流量仍在加速,**由去年的 124% 上升到 162%。2018 年 3 月,中国网民在移动端花费了 32 亿小时,2016 年同期为 20 亿,主要受益于国内在线娱乐行业的迅猛发展。

图表 14: 每个成年用户每天花在数字媒体的时间



图表 15: 中国移动互联网数据使用及同比涨幅



数据来源: 《2018 互联网趋势报告》、中航证券金融研究所

QuestMobile 数据显示,2018 年上半年,中国人均单日 APP 使用时长已经接近 5 小时,核心流量依旧被牢牢占据在几个“超级入口”手中:社交的微信、购物的淘宝等。

图表 16: 2016 年 1 月-2018 年 6 月中国移动互联网月活跃用户规模及增速



数据来源: QuestMobile、中航证券金融研究所

**数据驱动个性化推荐,有效拉长用户使用时间:**根据《2018 互联网女皇报告》,数据或与客户满意度存在直接关联。报告援引美国几家市值超过 1000 亿美元的互联网公司的数据,包括亚马逊、谷歌、Facebook 等,指出拥有数据量越大的公司,其客户满意度相对较高。最为明显的例子是中国今日头条,通过数据驱动的个性化推荐,今日头条的月活跃用户数量及用户每天花费时间均远远超过了 Snapchat 和 Instagram。

大部分在线消费者会为了利益分享数据,但相比其他国家,中国用户更愿意为了利益分享数据。有 38% 的中国用户会为了更低费用、个性化定制等利益而分享个人数据,美国为 25%,日本为 8%,全球平均水平为 27%。

图表 17: 头条个性化: 兴趣驱动参与率+客户满意度



数据来源: 《2018 互联网趋势报告》、中航证券金融研究所

报告强调了数据的重要性,尤其是数据对提升服务质量的重要性。其中特别提到,个性化服务正在成为产品和服务的核心竞争力,而数据为个性化服务提供强有力的支持。事实上,类似头条这样的“千人千面”产品推送和展现机制,已经被应用到许多服务和内容呈现产品中,成为当下互联网产品运营的重要手段。



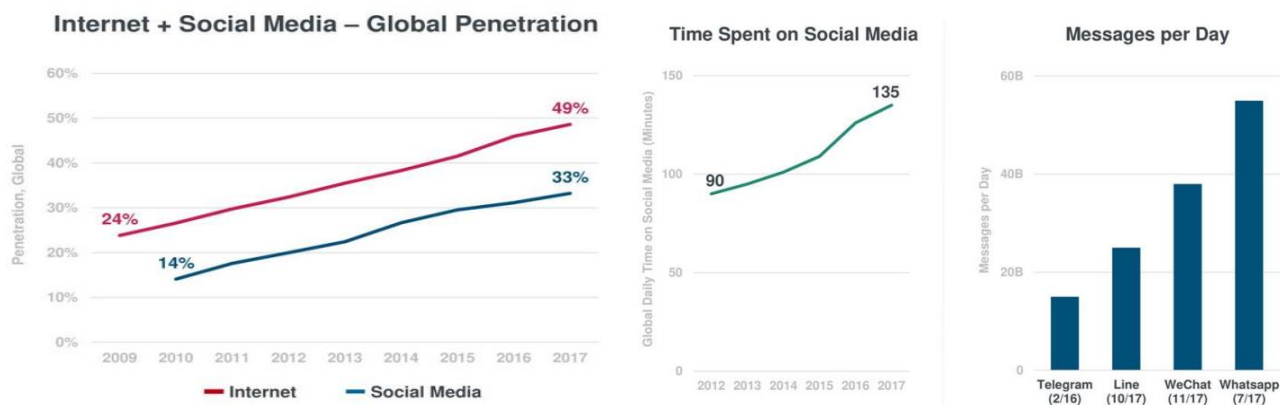
## 2.3 渠道：数据是核心推动力，“社交媒体+”转化率高

**社交媒体占据网民大部分时间。**选择推广渠道本质就是在对目标客户进行甄选的过程，而渠道因用户行为的变化而转移。伴随着媒体的更迭，传播方式已经由传统广告的单向线性传播升级成现在的社交属性的发散型网格传播，每一个个体都可以成为传播节点，传播速度较过去呈现几何式增长。

根据《2018 互联网趋势报告》显示，**全球互联网普及率由 2009 年的 24% 增长到 2017 年的 49%，而社交媒体普及率已经高达 33%，全球网民每天花在社交媒体的时间高达 135 分钟；2018 年 3 月，中国网民在移动端花费的时间是 32 亿小时，其中社交媒体占据了 47% 的时间。**

图表 18：互联网+社交媒体—全球普及率

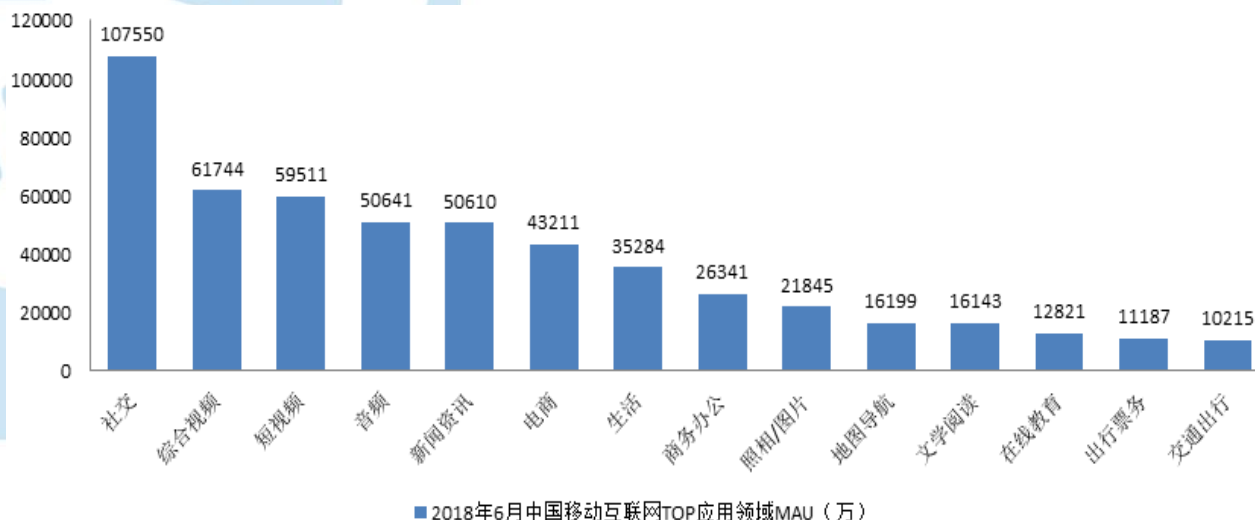
图表 19：网民使用社交媒体和在信息应用上的时间



数据来源：《2018 互联网趋势报告》、中航证券金融研究所

根据 Trustdata 的数据，在中国，社交产品不仅用户数量大，而且使用高频。2018 年 6 月中国移动社交、综合视频和短视频领域用户规模位居前三，其中移动社交的 MAU 突破 10 亿人之多，上半年，社交应用日均启动 19 次，领跑市场，短视频、新闻资讯和移动阅读排名紧随其后。可以说，社交应用已经和国人的日常生活密不可分。

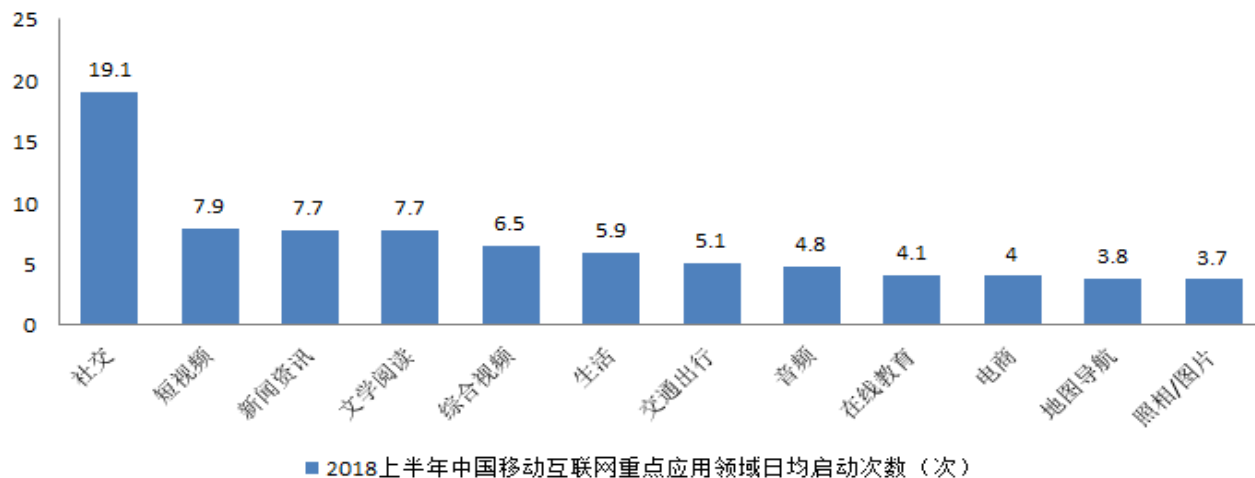
图表 20：2018 年 6 月中国移动互联网 TOP 应用领域 MAU (单位：万)



数据来源：Trustdata、中航证券金融研究所



图表 21: 2018 年 1-6 月中国移动互联网重点应用领域日均启动次数 (单位: 次)

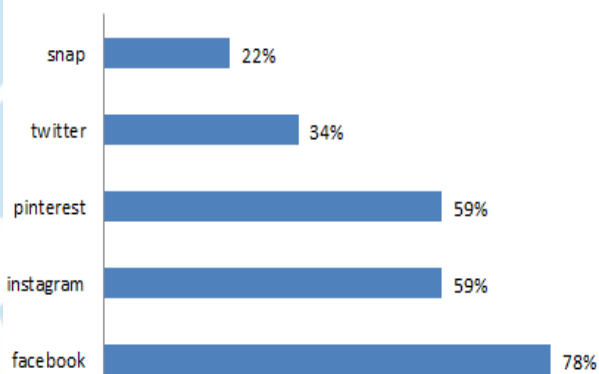


数据来源: Trustdata、中航证券金融研究所

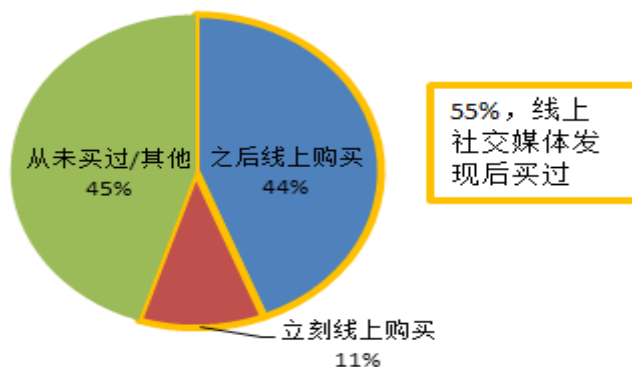
社交媒体成为产品推广的最佳途径,是更有效的产品发现/商务。报告指出,一款产品被用户的发现途径,从大的方面可以分为两部分:一是搜索;二是始于 feed 流的个性化展示。在后者之中,在社交媒体中的产品展示发挥着更显著的作用,并且基于“千人千面”的推送,转化率较高。数据显示,55%的用户曾在社交网络上发现商品后选择购买。未来,无论是国内还是国外,社交媒体将成为产品推广的重要渠道,是获得精准曝光率的有效途径。

图表 22: 社交媒体: 推动产品发现+购买

### 社交媒体推动产品发现.....



### .....社交媒体发现推动购买



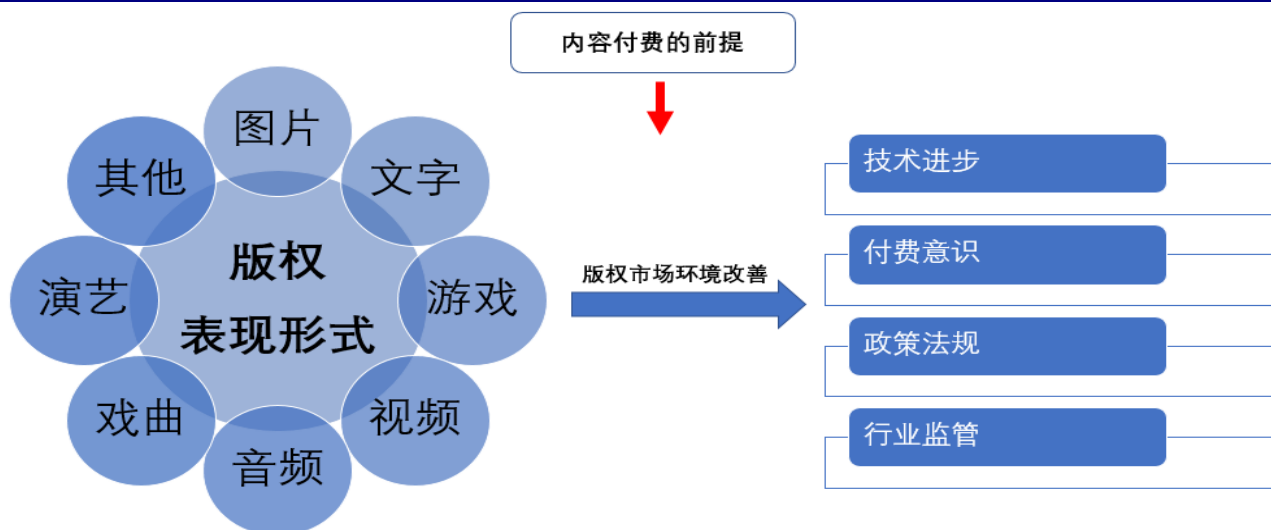
数据来源: 《2018 互联网趋势报告》、中航证券金融研究所

## 2.4 内容: 版权是内容产业繁荣的基石, 移动视频行业增速迅猛

中国移动互联网行业大局已定,主赛道龙头优势明显,但是细分领域多点开花。2018 年上半年,中国已上市或正 IPO 互联网企业超过数十家,金融大环境的“小年”和移动互联网 IPO 的“大年”形成强烈的反差,资本市场的激烈角逐背后,大平台与独角兽共舞,却各有各的焦虑。进入移动互联网的下半程,用户红利逐步消退,增量博弈转存量博弈,用户时间的争夺实则是优质内容的角逐,更需要应对同领域和不同领域跨界的猛烈竞争。

无论内容以何种形式呈现,版权市场的不断完善是内容付费的前提,内容付费是继广告、电商之后重要的盈利模式。

图表 23: 版权市场环境改善



数据来源: 中航证券金融研究所

中国版权市场环境持续改善, 网络版权产值突破 6000 亿元。长久以来, 中国版权市场盗版较为严重, 我们认为主要原因为盗版成本低、政策法规不健全、民众版权意识薄弱等。《中国网络版权产业发展报告 (2018)》显示, 2017 年中国网络版权产业的市场规模为 6365 亿元, 相较 2016 年增长 27.2%。其中, 中国网络版权产业用户付费规模为 3184 亿元, 占比规模突破 50%。

随着技术进步、付费意识、相关政策及法律及版权市场环境不断改善, 我国网络版权保护取得重大进展, 带动文娱行业内容产业的繁荣。

图表 24: 近年来版权保护相关政策和事件梳理

时间	事件	内容
2015 年 11 月	《关于进一步加强知识产权运用和保护助力创新创业的意见》	提出了进一步加强知识产权运用和保护助力创新创业的 14 条具体措施, 分别为: 综合运用知识产权政策手段, 拓宽知识产权价值实现渠道, 鼓励利用发明创造在职和离岗创业, 提供优质知识产权公共服务, 推广运用专利分析工作成果, 完善知识产权运营服务体系, 提升知识产权信息获取效率, 发展综合性知识产权服务, 加强创业知识产权培训, 引导各类知识产权优势主体提供专业实训, 加大专利行政执法力度, 完善知识产权维权援助体系, 加强知识产权舆论引导, 积极举办各类专题活动。
2016 年 2 月	《关于新形势下加快知识产权强国建设的若干意见》	意见明确, 深入实施国家知识产权战略, 深化知识产权重点领域改革, 实行更加严格的知识产权保护, 促进新技术、新产业、新业态蓬勃发展, 提升产业国际化发展水平, 保障和激励大众创业、万众创新。到 2020 年, 知识产权重要领域和关键环节改革上取得决定性成果, 创新创业环境进一步优化, 形成国际竞争的知识产权新优势, 为建成中国特色、世界水平的知识产权强国奠定坚实基础。
2016 年 12 月	《关于严格专利保护的若干意见》	从“充分履行执法监管职责, 加大打击专利侵权假冒力度”, “加强授权确权维权协调, 提升专利保护的效率和质量”等方面, 提出了全面加强专利保护监管、推进行政执法与民事保护优势互补、深化维权援助举报投诉机制、强化制度保障等 33 条严格专利保护的具体措施。
2017 年 1 月	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》	这是知识产权规划首次列入国家重点专项规划。《规划》提出了七个方面的重点工作。一是完善知识产权法律制度; 二是提升知识产权保护水

	用规划》	平；三是提高知识产权质量效益；四是加强知识产权强省、强市建设；五是加快知识产权强企建设；六是推动产业升级发展；七是促进知识产权开放合作。
2017 年 1 月	《版权工作“十三五”规划》	一是版权保护环境有待进一步优化。“十三五”时期仍然要将版权保护放在版权工作的突出位置，实行版权严格保护，维护良好的版权保护环境和秩序。二是全社会的版权意识有待进一步提高。三是还需要不断完善法律制度体系，健全体制机制，加强人才队伍建设。
2017 年 3 月	博鳌亚洲论坛 2017 年年会知识产权研讨会	这是博鳌亚洲论坛首次设置知识产权相关议题并开展研讨交流。当前知识产权保护的重点归结起来就是“严保护、大保护、快保护”。围绕知识产权运用的三个努力方向，就是“建机制、建平台、促产业”。
2017 年 12 月	中国知识产权发展联盟成立	在第十一届中国专利周期间，由国家知识产权运营公共服务平台发起的中国知识产权发展联盟正式成立。联盟旨在创造知识产权保护和运用的良好环境，打造知识产权运营生态体系，为实现知识产权强国建设提供支撑。
2018 年 3 月	全国两会李克强总理作政府工作报告	国务院总理李克强代表国务院向大会作政府工作报告中指出强化知识产权保护，实行侵权惩罚性赔偿制度。
2018 年 4 月	亚洲博鳌论坛习近平主席发表演讲	强调加强知识产权保护是完善产权保护制度最重要的内容，也是提高中国经济竞争力最大的激励。今年，我们将重新组建国家知识产权局，完善执法力量，加大执法力度，把违法成本显著提上去，把法律威慑作用充分发挥出来。我们鼓励中外企业开展正常技术交流合作，保护在华外资企业合法知识产权。同时，我们希望外国政府加强对中国知识产权的保护。
2018 年 5 月	第七次中日韩领导人会议	三国领导人提出，我们认为三国知识产权合作，包括知识产权局长政策对话，对推进区域知识产权体系建设具有重要作用，期待三国就此进一步加强合作。
2018 年 8 月	《“互联网+”知识产权保护工作方案》	将“互联网+”作为深化知识产权保护方式改革的重要手段，创新执法指导和管理机制，发挥大数据、人工智能等信息技术在知识产权侵权假冒的在线识别、实时监测、源头追溯中的作用，最大程度减少对企业正常生产经营行为的影响，提升打击知识产权侵权假冒行为的效率、力度及精准度，科学推进知识产权严保护、大保护、快保护、同保护，增强知识产权领域治理能力。

数据来源：国家知识产权战略网、中航证券金融研究所整理

**网络付费市场迅猛发展，视频付费市场增速最快。**《2018 互联网趋势报告》显示，2017 年，我国网络视频用户付费市场规模为 218 亿元，同比增长接近翻倍；数字阅读市场规模突破百亿元，同比增长 31.1%，预计未来几年复合增长率仍将接近 30%；网络游戏市场规模增长依然可观，2017 年网络游戏市场规模达到 2355 亿元，同比增长 32%；2017 年网络音乐市场规模达到 175 亿元，同比增长 22%；2017 年网络新闻资讯市场规模达到 305 亿元，同比加速增长超过 40%，其中移动端新闻收入占比超过 75%。

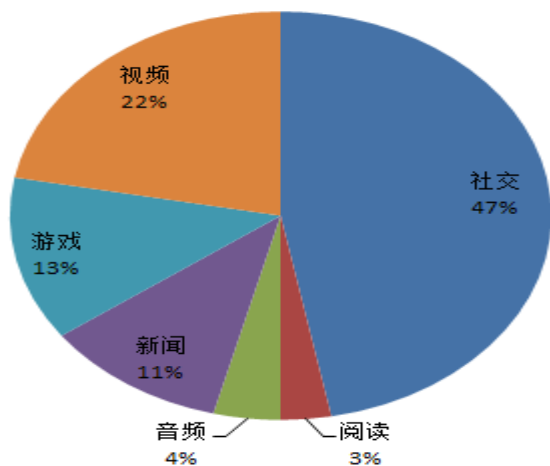
网络直播打赏模式 2017 年异军突起，拉动整体市场规模增长。2017 年，网络直播用户规模达 4.22 亿人，较 2016 年增加 7778 万人，网民渗透率达 54.3%，产业市场规模已近 400 亿元。短视频产业在 2017 年也实现了迅猛增长，用户规模已突破 4.1 亿人，同比增长 115%。短视频市场用户流量与广告价值爆发，预计 2020 年短视频市场规模将超 350 亿元。

受益于在线娱乐内容的日益丰富，2018 年 3 月中国移动互联网媒体娱乐平均每日使用时长为 32 亿小时，同比增长 22%，其中移动视频增长最快；另一方面，手游市场进一步爆发，2017 年全球游戏软件收入规模上，中国超过美国位居第一。



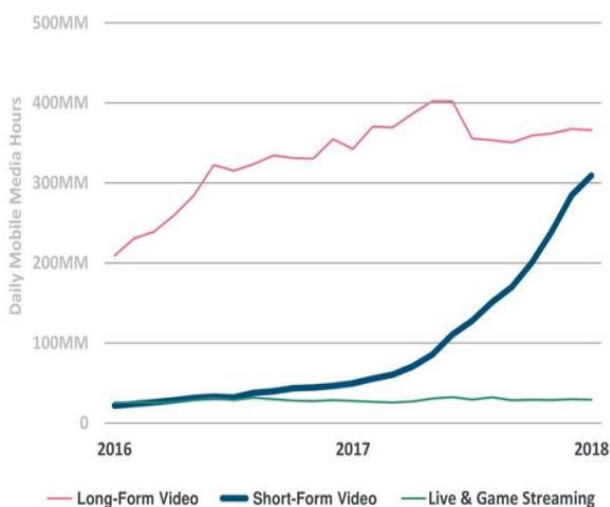
图表 25: 中国移动媒体/娱乐消费时长

2018年3月  
32亿小时，同比增长22%



图表 26: 中国移动媒体日消费时长

China Daily Mobile Media Time Spent

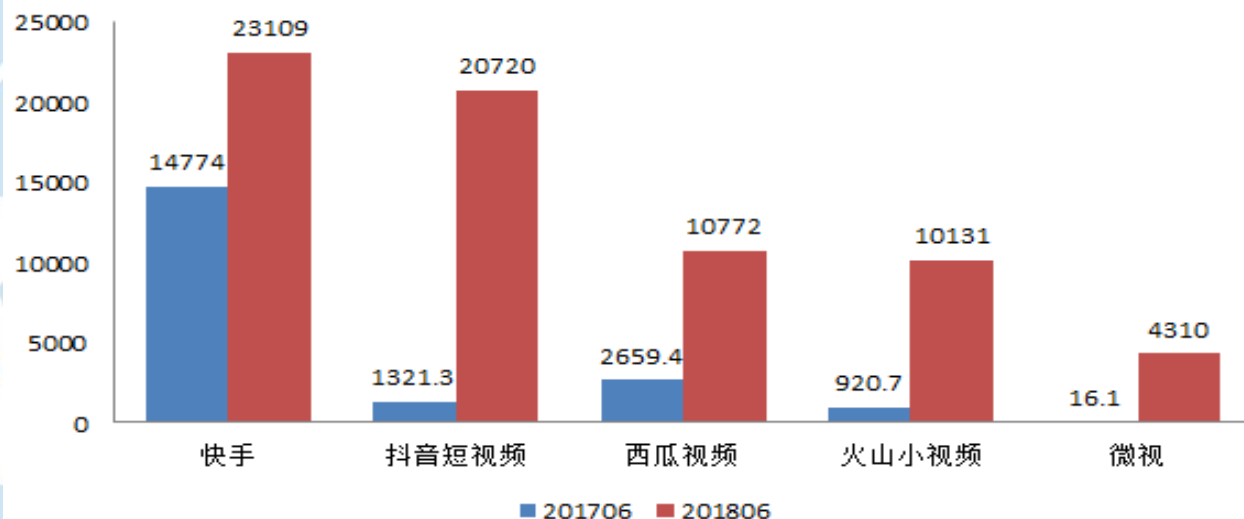


数据来源:《2018 互联网趋势报告》、中航证券金融研究所

以“抖音”和“快手”为代表短视频成为最大亮点，日消费总时长已经接近全短视频，短视频行业用户突破 5 亿，平均每 2 个互联网用户就有 1 人使用短视频，APP 短视频行业用户规模同比翻番；4 月份以来，短视频行业迎来政府监管风暴，多家平台内容整改，行业正式告别野蛮生长时代进入合规健康发展阶段。

其中，抖音和快手成为中国短视频行业的领跑者——抖音、快手用户规模均突破 2 亿，用户日均使用时长达 50 分钟，后来居上的微视受到腾讯平台的大力扶持流量暴涨，发展速度势不可挡。

图表 27: 中国短视频行业典型独立 APP 月活跃用户规模 (万)

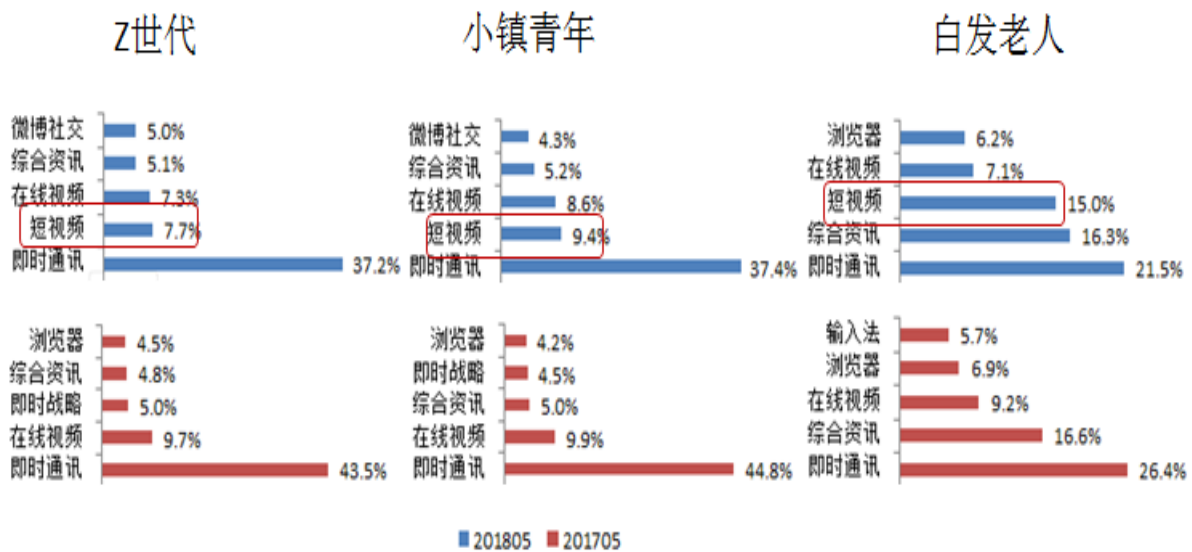


数据来源: QuestMobile、中航证券金融研究所

QuestMobile 数据显示，从用户人群来看，三大典型群组在即时通讯的时长占比均有所下降，短视频老少皆宜且增长迅猛，受众范围非常广泛。



图表 28：三大典型用户群组—移动互联网二级行业使用时长 TOP5



(注：Z世代是指95后；小镇青年是指地处三线及以下城市的90后；白发老人是指50岁以上人群)  
数据来源：QuestMobile、中航证券金融研究所

从细分领域来看，即时通讯依然保持霸主地位，是日常生活使用时间最长的移动应用，从数据可以看出，即时通讯和在线视频的使用时长占比都出现了不同程度的下降，但是短视频的使用时长占比明显出现了大幅提升，可以看出移动互联网对用户注意力的争夺愈发强势，流量格局有所变化。

### 三、流量入口争夺战的下半场，跨子行业类别竞争是常态

中国互联网行业历经了爆发式增长的十年，科技进步的推动，娱乐基础设施搭建的愈发成熟，产业不断升级，娱乐消费日益丰富。然而，对于用户而言，注意力是有限的，并且娱乐是线性的，难以同时进行或相互叠加。在互联网增量转存量博弈的时代背景中，竞争不仅仅局限于移动互联生态，更体现在移动端、PC端甚至是线下的综合博弈，换句话说，用户时间是有天花板的，多维娱乐方式的流量争夺将贯穿始终，各内容平台始终以满足用户需求为核心发展目标。

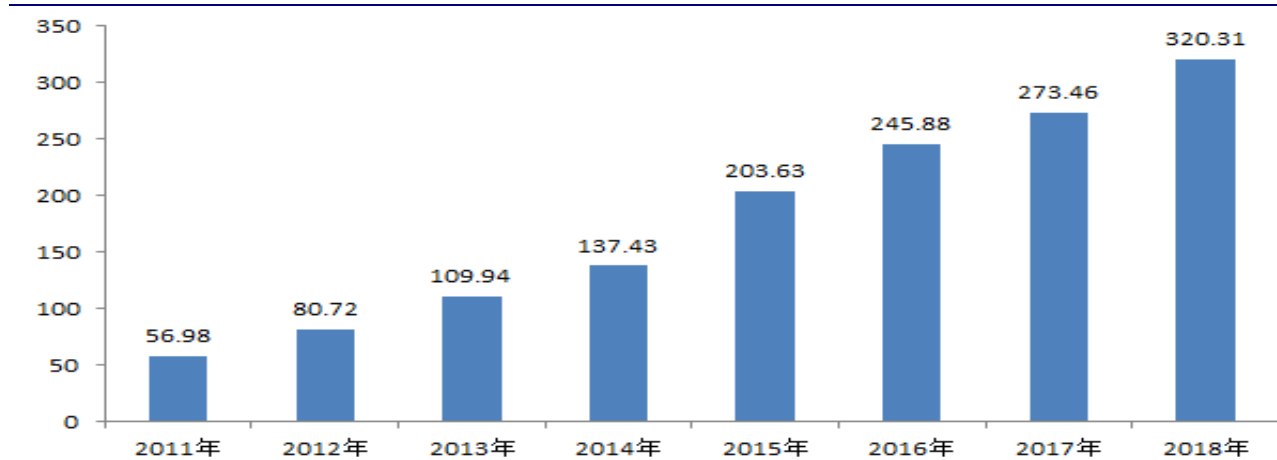
#### 3.1 电影及院线：行业回暖，重回快车道

##### 3.1.1 国产影片爆款频出，“口碑+票房”并驾齐驱

**票房回顾：**国家电影局数据显示，2018年H1票房为320.31亿元(截止6月30日)，同比增长17.82%，优质影片带动观影热情。

**观影人次：**2018年H1观影总人次为9.01亿(截止6月30日)，去年同期为7.81亿，同比增长15.34%。

图表 29: 2011-2018 上半年电影票房统计



数据来源: 国家电影局、中航证券金融研究所整理

**影片:** 2018 年 H1 国产影片表现突出, 18H1 票房过亿影片 37 部, 其中国产片 15 部, 进口片 22 部, 春节档《红海行动》、《唐探 2》及《复联 3》位列三甲。影片质量方面, 口碑电影票房展现了很好的持续性。在渠道建设日益完善的今天, 内容质量的提升已经成为拉动观影需求、提升票房表现的最重要因素。

2018 年电影市场表现亮眼, 取得了高口碑与高票房的双赢局面。在 2017-2018 年上半年票房前十的影片中, 2018 年 TOP10 影片的猫眼和豆瓣评分平均分分别为 8.84 和 6.85; 2017 年 TOP10 影片的猫眼和豆瓣评分分别为 8.53 和 6.23, 口碑不及 2018 年的影片。其次, 在票房表现上, 2018 年上半年票房前十的影片共实现票房 194.16 亿元, 占上半年总票房 60.62%, 较 2016 年的 51.63% 高 8.99 个百分点。

以猫眼评分为例, 2017 年 TOP10 影片有 7 部是进口大片, 《速度与激情 8》和《摔跤吧! 爸爸》评分超过 9 分; 2018 年 TOP10 影片有 6 部是国产大片, 其中《红海行动》、《唐探 2》、《前任 3》评分超过 9 分, 而《红海行动》更是以 36.49 亿的票房获得了票房丰收和观众认可的双重肯定。由此可见, 2018 年的国产电影在保证作品质量的同时, 不断冲击票房, 口碑与票房齐头并进, 收获颇丰。

图表 30: 2017、2018 年上半年全国排名前 10 名影片票房及猫眼、豆瓣评分

排名	2018 年上半年票房 TOP10				2017 年上半年票房 TOP10			
	影片名称	票房	猫眼评分	豆瓣评分	影片名称	票房	猫眼评分	豆瓣评分
1	红海行动	36.49 亿	9.4	8.3	速度与激情 8	26.70 亿	9.3	7.0
2	唐人街探案 2	33.98 亿	9.0	6.7	功夫瑜伽	17.53 亿	8.4	5.0
3	复仇者联盟 3: 无限战争	23.86 亿	8.9	8.2	摔跤吧! 爸爸	16.56 亿	9.7	9.1
4	捉妖记 2	22.37 亿	8.2	5.0	加勒比海盗 5	12.87 亿	8.9	7.2
5	前任 3: 再见前任	16.48 亿	9.2	5.5	金刚: 骷髅岛	11.78 亿	8.3	6.6
6	侏罗纪世界 2	14.41 亿	8.6	6.8	变形金刚 5	11.59 亿	7.4	4.8
7	头号玩家	13.96 亿	8.9	8.7	极限特工: 终极回归	11.29 亿	8.7	5.6
8	后来的我们	13.61 亿	8.3	5.9	生化危机: 终章	11.27 亿	8.5	6.5
9	狂暴巨兽	10.03 亿	9.0	6.5	乘风破浪	11.10 亿	8.7	6.8
10	超时空同居	8.97 亿	8.9	6.9	大闹天竺	10.49 亿	7.4	3.7
TOP10 合计票房、平均分		194.16	8.84	6.85	-	141.18	8.53	6.23

数据来源: 中国电影报、豆瓣、猫眼、中航证券金融研究所整理

2018 年上半年, “破纪录”重新成为中国电影市场的关键词, 用时 50 天 (2 月 19 日) 票房破百亿, 同比 2017 年提前 10 天; 用时 90 天 (3 月 31 日) 票房破两百亿, 同比 2017 年提前 36 天; 用时 167 天 (6 月 16 日) 票房突破三百亿, 同比 2017 年提前 35 天, 以上三个年度票房破百亿级时间均为中国电影市场新记录。

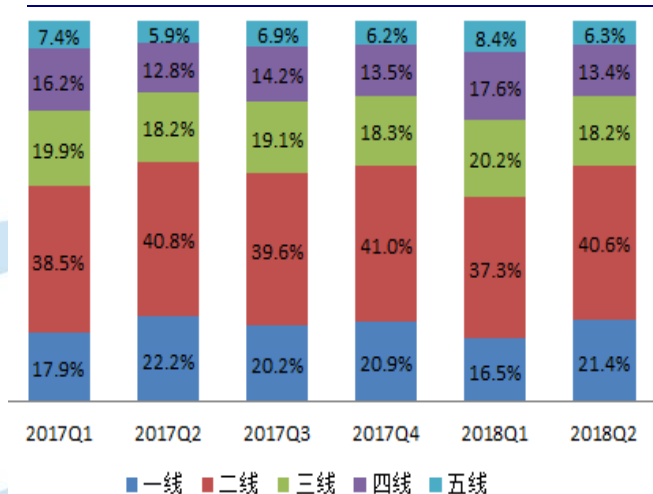
### 3.1.2 全国银幕突破 5.6 万块，票仓下沉趋势明显

**票房分布：**三到五线城市票房、观影人次份额继续提升

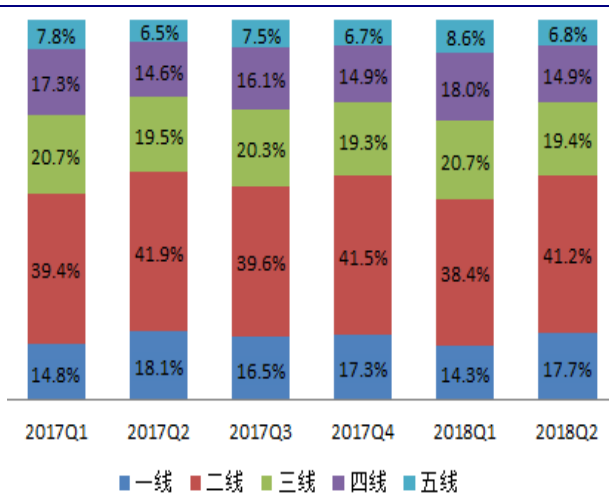
根据中国产业发展研究网的数据，三到五线城市票房、观影人次份额继续提升根据数据，18H1 一线、二线城市票房占比分别为 18.32%/38.52%，较 17H1 的 19.93%/39.61%同比略有下滑；观影人次占比为 15.57%/39.45%，较 17H1 的 16.39%/40.6%略有下滑。

18H1 三到五线城市票房增速分别为 19.56%/28.6%/33.35%，快于全国票房增速；其票房份额分别为 19.5%/16.07%/7.6%，较去年同期有所提升。平均票价上，除一线城市平均票价同比有所下滑外，二到五线城市票价均同比上升。

图表 31：2017Q1-2018Q2 各城市票房占比



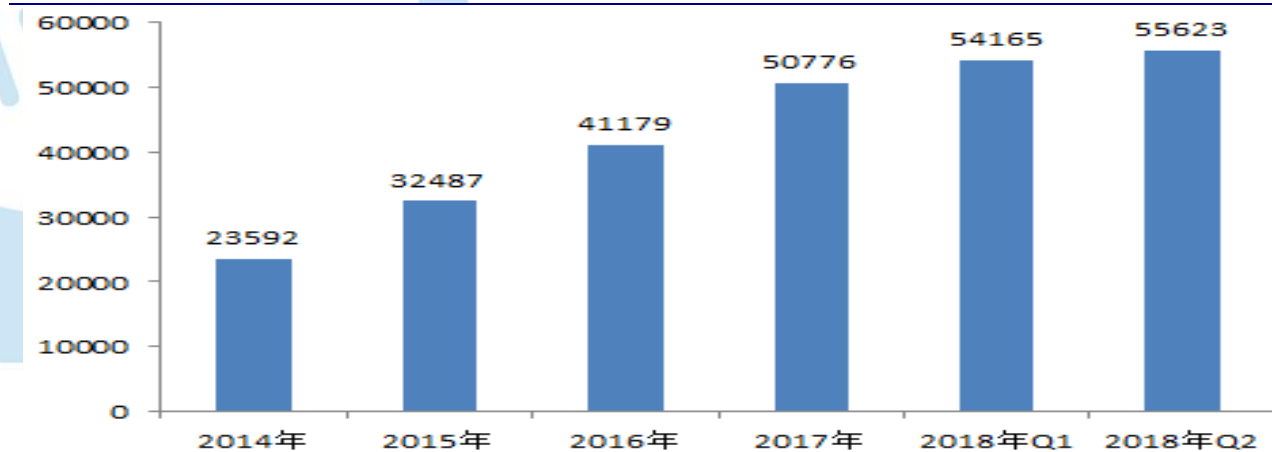
图表 32：2017Q1-2018Q2 各城市级别观影人次占比



数据来源：中国产业发展研究网、中航证券金融研究所

**基础设施：**国家电影局数据显示，截至 6 月底，全国银幕 55623 块（较 17 年底新增 4847 块，18Q2 较 18Q1 新增 1458 块），其中 3D 银幕 49190 块，占比 88%。巨幕共计 820 块，包括中国巨幕 304 块，IMAX516 块。

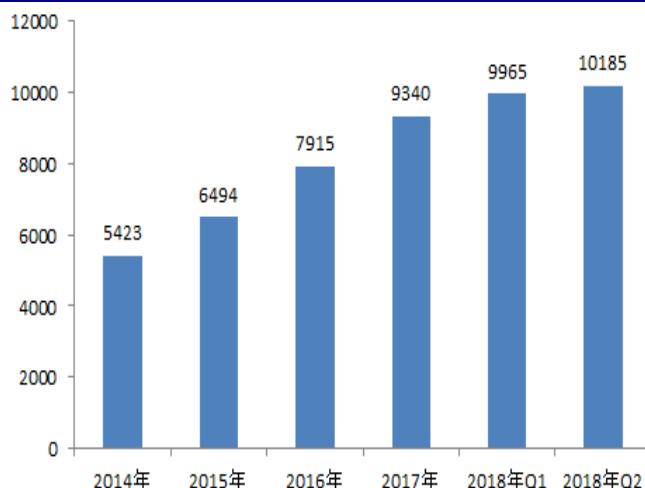
图表 33：2018 年 H1 全国荧幕数量



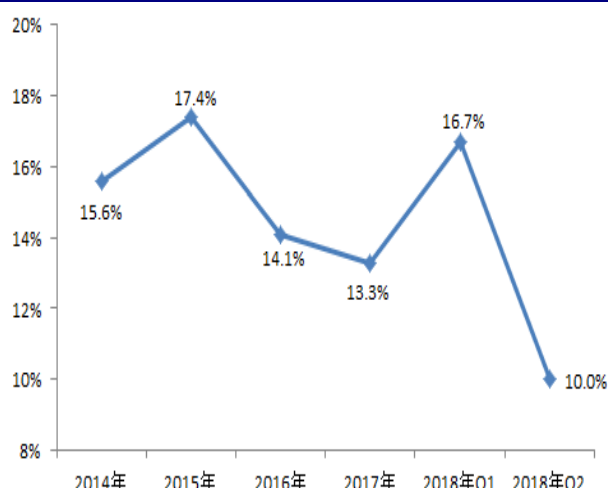
数据来源：中国产业发展研究网、中航证券金融研究所

目前,全国共有电影院 10185 家(较 17 年底新增 845 家,18Q2 较 18Q1 新增约 220 家)。截止 18H1,全国县级城市影院共有 4976 家,县级影院银幕 20742 块,分别占比 49%、37%。根据数据,2018Q1、Q2 全国整体影院上座率 16.7%、10%,二季度上座率较低。

图表 34: 2018 年 H1 全国影院数量



图表 35: 2018 年 H1 全国上座率



数据来源: 中国产业发展研究网、中航证券金融研究所

2018 年上半年,万达院线荣登院线票房榜首。万达院线上半年实现票房 42.6 亿元,大地院线以 31.8 亿元排名第二,前十名均超过 10 亿元量级。

图表 36: 2018 年 H1 全国院线票房 TOP10

排名	院线	总票房(万元)	场次(万场)	人次(万人)
1	万达	426348.51	441	10346.96
2	大地	318538.95	555.91	9352.27
3	联合	245799.38	315.86	6595.99
4	中数	236779.16	454.58	6859.64
5	中影南方	233098.21	401.49	6607.41
6	星美	219409.50	310.68	6103.19
7	金逸	158199.97	220.84	4300.22
8	横店	142285.41	239.78	4171.48
9	华夏联合	110521.40	203.86	3249.36
10	幸福蓝海	104638.88	161.81	3051.34

数据来源: 国家电影局、中航证券金融研究所

对比前两年,今年的电影市场有明显回暖的现象,在热钱剥离、恢复冷静之后,中国电影产业在城镇化发展和消费升级双擎驱动下,电影生产回归内容本体,基本面依然向好。我们认为,中国电影产业在内容制作、发行、商业开发等产业链环节仍存在很多短板,行业集中度还比较低,未来市场还面临全方位的机遇与挑战。

从增长驱动因素来看,在影院快速扩张和运营精细化的带动下,三、四、五线城市的影院密度将持续上升,拉动整体大盘走势,利好电影渠道公司。但是,从内容制作来看,影片的头部效应愈发显现,未来电影市场必然朝着中国特色的工业化道路上稳步前行,影片的质量将成为票房的重要前提。



### 3.2 电视剧&网络剧：转型阵痛，寒冬已至

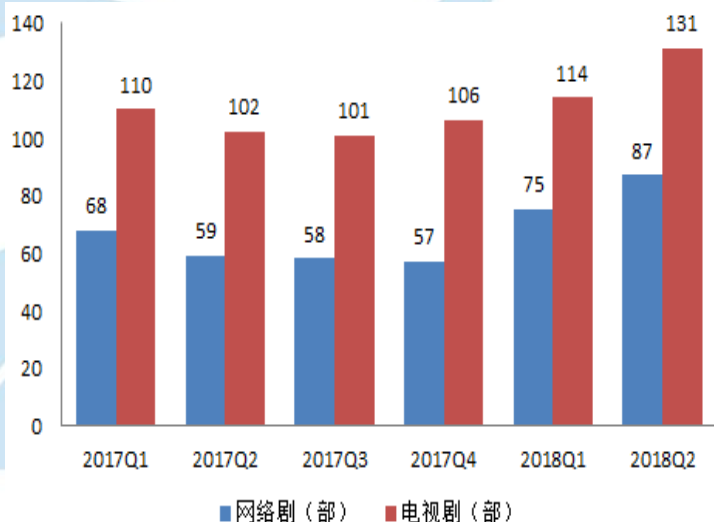
#### 3.2.1 电视剧转投视频网站“去库存”，行业遇冷难觅爆款

根据云合数据的统计，2018 上半年，连续剧市场上新剧数量持续增长，高达 245 部，其中不乏好剧，但无爆款涌现。2018 上半年，网络剧上新数量逐步提升，Q2 高达 87 部，同比增长 47.5%。根据艺恩报道，电视剧积压并不是新鲜事，但今年尤其严重，归根结底在于今年以来台播的市场压力加剧。面临积压问题的电视剧中，一部分是因为题材不再符合台播要求，一部分则是拍摄制作落后，跟风之作居多。

影视专业媒体“金牌舆情官”指出，目前我国国产剧年产量已经超过 15000 集，但其中能够播出的则只有 9000 集左右，积压剧在整体国产剧的产量中占比几乎超过三分之一，“面对庞大的积压剧数量，从卫视转为网络播出，势必成为积压剧的一条出路。”

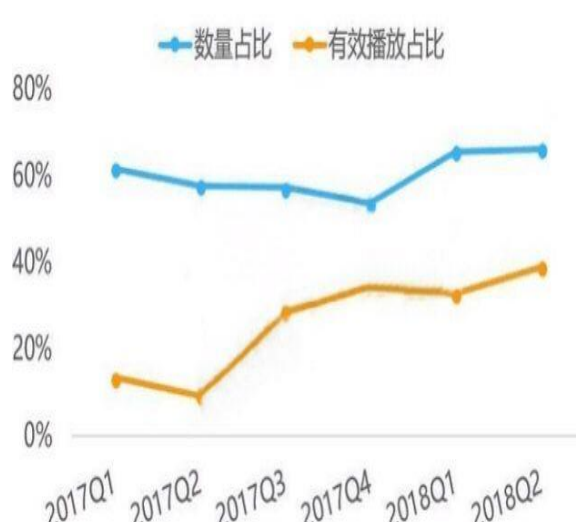
具体分析上新网络剧在连续剧市场中的表现可看出，2018 上半年，网络剧的数量占比已超 65%，正片有效播放（正片有效播放：综合有效点击与手中观看时长，最大程度去除异常播放量，并排除花絮、预告片、特辑等干扰，真实反映影视剧的市场表现及受欢迎程度）占比在 2018Q2 也达到 39%，《飞虎之潜行极战》、《萌妻食神》、《宫心计 2 深宫计》等头部网剧功不可没。

图表 37：季度上新连续剧数量



数据来源：云合数据、中航证券金融研究所

图表 38：季度上新网络剧数量及有效播放占比



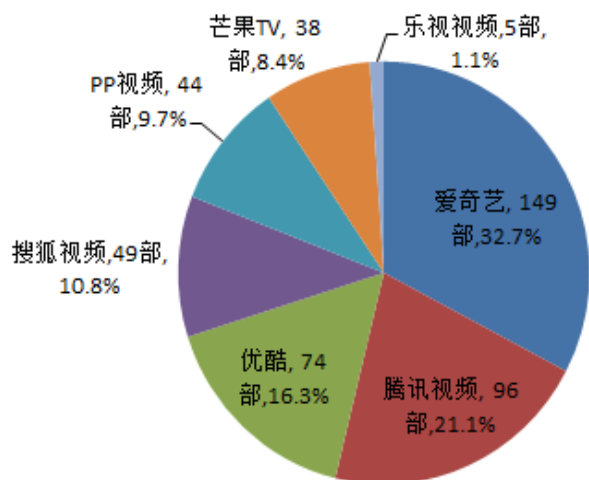
数据来源：云合数据、中航证券金融研究所

#### 3.2.2 视频网站竞争白热化，独播剧抢占付费市场

云合数据显示，2018 上半年上新连续剧累计有效播放 TOP20 中，电视剧共计 16 部，除《泡沫之夏》、《蜀山战纪 2 踏火行歌》为爱奇艺独播，其他均为多平台联播剧。网络剧共 4 部，均为独播剧。腾讯平台覆盖剧集共 14 部，优酷 13 部，爱奇艺为 12 部。2018 上半年上新网络剧累计有效播放 TOP20 均为独播剧，并被优爱腾三家包揽，其中腾讯共上榜 11 部网剧，优酷上榜 6 部网剧，爱奇艺仅上榜 3 部作品。

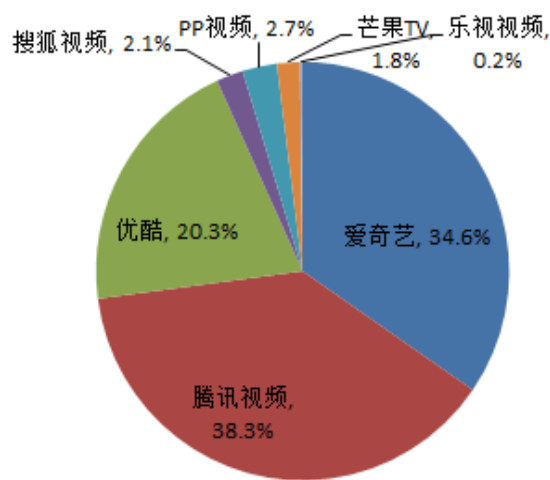
视频网站竞争依旧强烈，优爱腾有效播放占比超 90%。从视频网站上新数量来看，爱奇艺上新剧数量最多，达 149 部，腾讯视频紧随其后，为 96 部，优酷上新 74 部。但从正片有效播放来看，腾讯视频拔得头筹，有效播放占比为 38.3%，爱奇艺次之，为 34.6%，优酷则位居第三位，占比 20.3%。

图表 39: 2018 年 H1 各平台上新连续剧数量分布



数据来源: 云合数据、中航证券金融研究所

图表 40: 2018 年 H1 各平台上新连续剧有效播放分布

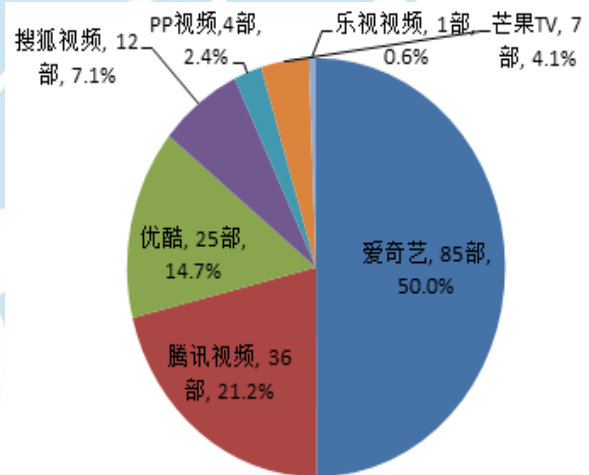


数据来源: 云合数据、中航证券金融研究所

爱奇艺上新网络剧数量领先, 腾讯有效播放占比最高。除已下架的 5 部网剧外, 2018 上半年共上新网络剧 157 部, 占上新连续剧的 65.4%, 其中仅 11 部为多平台联播, 其余 146 部均为独播剧。2018 上半年爱奇艺共上新 85 部网剧, 远高于其他平台, 其中 65 部均为分账网剧。

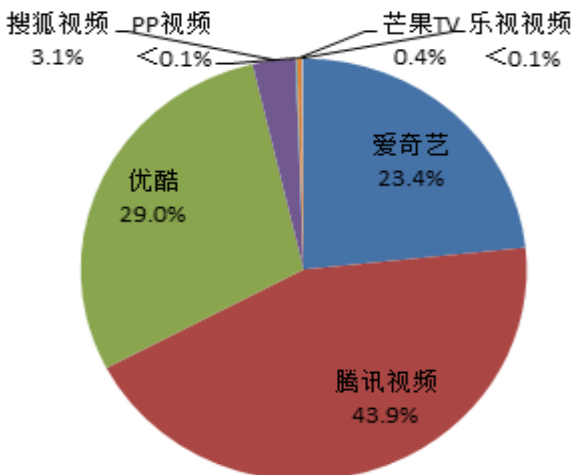
腾讯、优酷、爱奇艺稳居第一梯队, 三家收割全平台上新网络剧 96.5% 的有效播放流量。腾讯以 44.0% 的有效播放占比位居平台之首, 由于分账网剧多为小体量剧集, 数量优势并未给爱奇艺带来相应的流量优势, 另外, 爱奇艺的《为了你我愿热爱整个世界》、《芸汐传》等头部网剧在 6 月中下旬播出, 上半年累计时间过短, 尚未体现出流量优势。

图表 41: 2018 年 H1 各平台上新网络剧数量分布



数据来源: 云合数据、中航证券金融研究所

图表 42: 2018 年 H1 各平台上新网络剧有效播放分布



数据来源: 云合数据、中航证券金融研究所

我们认为, 在大量资本的投入下, 中国网络影视发展迅猛, 网络剧已经告别“粗制滥造”的落后局面。目前, 国内视频付费市场还处于用户习惯培养阶段, 用户付费连续性和对于平台的粘性不高, 各大视频平台需要持续推出优质内容才能吸引用户付费保证平台的用户粘性, 因此对于头部内容的投入将持续增长, 是吸引更多付费会员的制胜法宝。

### 3.2.3 政策端：“阴阳合同”事件余波未了，引爆行业监管“大地震”

**“阴阳合同”事件爆发，加强影视行业税收征管：**崔永元针对《手机 2》而曝光影视圈“阴阳合同”的微博一经发布瞬间惊起千层浪，在整个娱乐圈引起了轩然大波，事件的影响持续蔓延。事件爆发之后，国税总局在官网发表声明，称已经责成江苏等地税务机关对其依法进行核实并展开调查，江苏省地税局和无锡地税局也先后发表声明称已经依法展开调查。

市场对相关事件的担忧情绪进一步发酵，担心主要集中在：内容制作公司的合同处理不规范、明星未来可能将税务成本转移至制作方，我们认为，短期来看，在事件尘埃落定之前，对资金的风险偏好会有一定的影响；从长远看，加强监管将有利于行业的健康发展，对上市公司形成利好。

图表 43：“阴阳合同”事件梳理

日期	事件
5.28	崔永元通过微博晒出几张演艺合同照片，合同中有范冰冰的名字，曝光合同约定片酬为税后 1000 万元。
5.29	崔永元通过微博曝范冰冰在一部电影拍摄期间只待了四天，但获得的片酬高达 6000 万元，只是向政府纳税的“小合同”金额才 1000 万元，而另有“大合同”金额 5000 万元，即俗称的阴阳合同。一石激起千层浪，明星天价收入和巨额逃税，成为这几天网友讨论的热门话题。
6.3	国税总局在官网发表声明，称已经责成江苏等地税务机关对其依法进行核实并展开调查，随后，江苏省地税局和无锡地税局也先后发表声明称已经依法展开调查。
6.3	《人民日报》微信公众号发表文章：针对近日网上反映有关影视从业人员签订“阴阳合同”中的涉税问题，国家税务总局高度重视，已责成江苏等地税务机关依法开展调查核实。如发现违反税收法律法规的行为，将严格依法处理。
6.4	传媒类 A 股上市公司股价齐跌，华谊兄弟、唐德影视均以跌停收盘，市值大量蒸发；欢瑞世纪、慈文传媒、光线传媒等影视类上市公司跌幅也均超过 5%，传媒板块哀鸿一片。

数据来源：微博、互联网、中航证券金融研究所整理

“崔永元炮轰阴阳合同”事件的影响已经正式从明星个人恩怨扩散到资本市场，传媒板块哀鸿一片。受到波及的影视上市公司即使在事件爆发之后纷纷在互动平台回复“阴阳合同”话题，意图撇开关系降低对股价的影响，但是效果不尽如人意，短期市场恐慌情绪难以消散。

中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会、中国广播电影电视社会组织联合会演员委员会、中国电视剧制作产业协会、中国网络视听节目服务协会联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》，自 2017 年 9 月 22 日起实施。限薪令出台后，天价片酬成为主管部门严打的重点，虽然此次针对的是纳税一事，但也再一次将明星天价片酬乱象摆上台面。

从 2017 年以来，加强监管一直是影视行业的主基调，产业链各个环节无一幸免都受到不同程度的影响。监管部门特别强调对社会主义核心价值观的积极引导，鼓励小制作、以小见大的现实主义题材内容。引导制片方合理预算，专注优质内容，限制明星片酬。制片公司也主动适应题材限制和监管要求，加大现实主义题材作品的创作和筹备，压缩古装剧比例。

图表 44：《关于电视剧网络制作成本配置比例的意见》主要包括三方面

- 1 要求各会员单位及影视制作机构把演员片酬限定在合理制作成本内，全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%。
- 2 如果演员总片酬超出制作成本 40%，则需要向所属协会（中广联制片委员会、电视剧制作产业协会或中国网络视听节目服务协会）及中广联演员委员会进行备案说明。
- 3 要求各会员单位、影视制作机构及广大电视剧网络剧从业人员要把德艺双馨作为职业理想和目标追求，自觉抵制不合理高片酬等不良行业风气。

数据来源：广电总局、中航证券金融研究所



短期来看，“限薪令”旨在通过限制演员薪酬来使影视剧制作成本向制片方面倾斜，回归内容本体，避免一味以明星为导向、内容制作粗糙的行业乱象。然而，具备号召力的流量明星短缺导致演员薪酬水涨船高的现象短期并未能得到有效解决。事实上，很多制作公司通过合股开公司或将片酬转化为投资、股权、红利等方式来紧密锁定跟明星的关系，他们实际收入的空间也更大了。

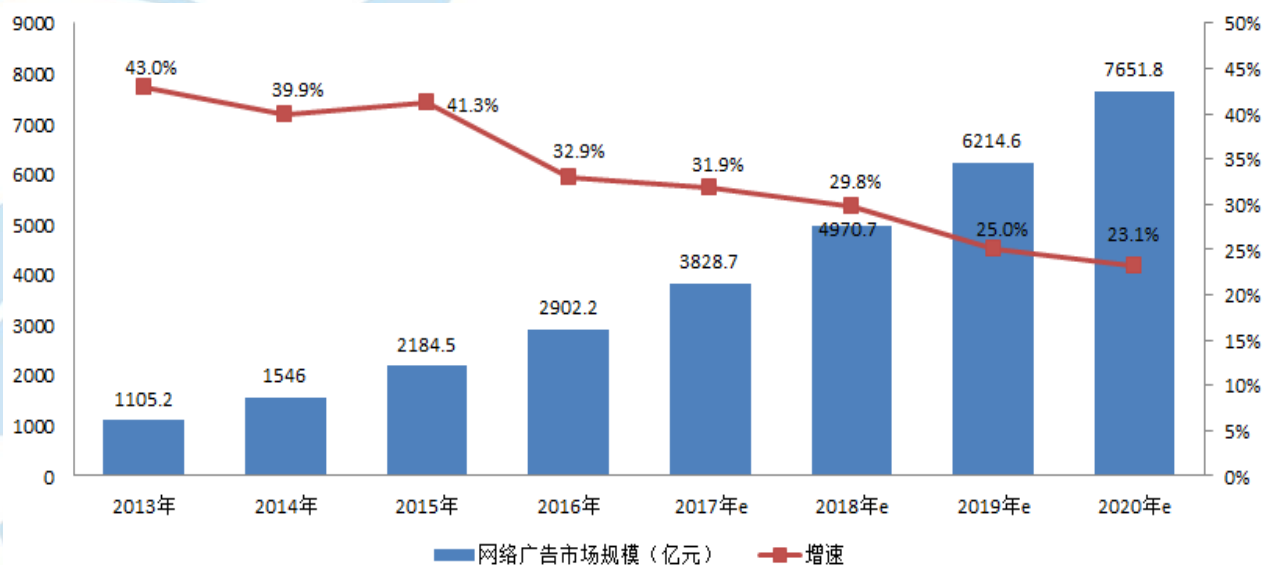
长期来看，该《意见》的出台是为了引导制作企业合理安排电视剧投入成本结构，优化片酬分配机制，推动行业投入产出良性循环。而此次“阴阳合同”事件爆发将进一步加强监管力度，敦促行业注重优质艺人的梯队培养和内容品质的提升，控制流量明星的过度依赖，一定程度上利好头部精品内容制作公司和内容采购平台，推动行业长期的健康发展。

### 3.3 营销：增量转存量的博弈，“精准化+场景化”引领融合场景下的营销变革

#### 3.3.1 网络营销规模持续扩大，社会化营销效果突出

根据艾瑞数据，预计到2018年，中国网络广告市场规模将达4970.7亿元。随着各种联网设备的增多，用户花在互联网的时间也将进一步增长，因而在互联网融合场景发展的趋势下，中国互联网广告仍将保持中高速增长，预计至2020年整体规模有望突破7600亿元，较2017年实现翻番。

图表 45：2013-2020 年中国网络广告市场规模及预测



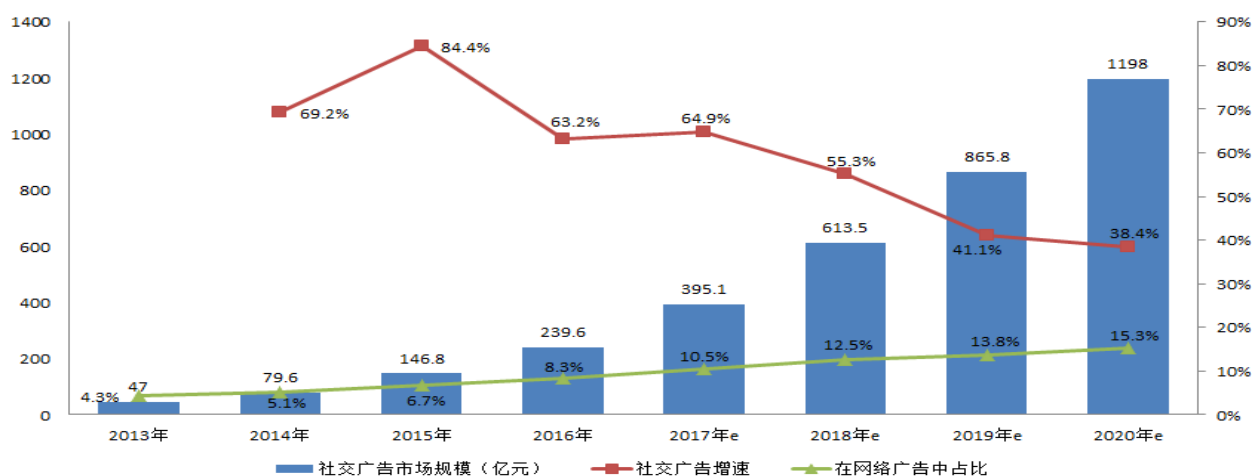
(注：网络广告市场规模按照媒体收入作为统计依据，不包括渠道代理商收入；此次统计数据包含搜索联盟的联盟广告收入，也包含搜索联盟向其他媒体网站的广告分成)

数据来源：艾瑞、中航证券金融研究所

2017年，中国社交广告市场规模已达395.1亿元，较去年相比增长64.9%，在网络广告中的占比进一步扩大至10.5%。预计到2020年，这一占比将扩大至15.3%。基于庞大的互联网用户群体，网络视听业务日益丰富的背景下，数字媒体的使用时长将继续增长，未来几年，报纸、杂志、电视广告收入的市场份额将进一步受挤压，而网络营销的收入增长空间巨大，行业整合加速，网络广告形式演化不断丰富创新，内容更贴合用户需求。



图表 46: 2013-2020 年中国社交广告市场规模及预测



(注: 社交网络广告包括 SNS 社交网站、传统社区、博客等类型, 以及门户旗下的网络社区及微博、微信等)  
 数据来源: 艾瑞、中航证券金融研究所

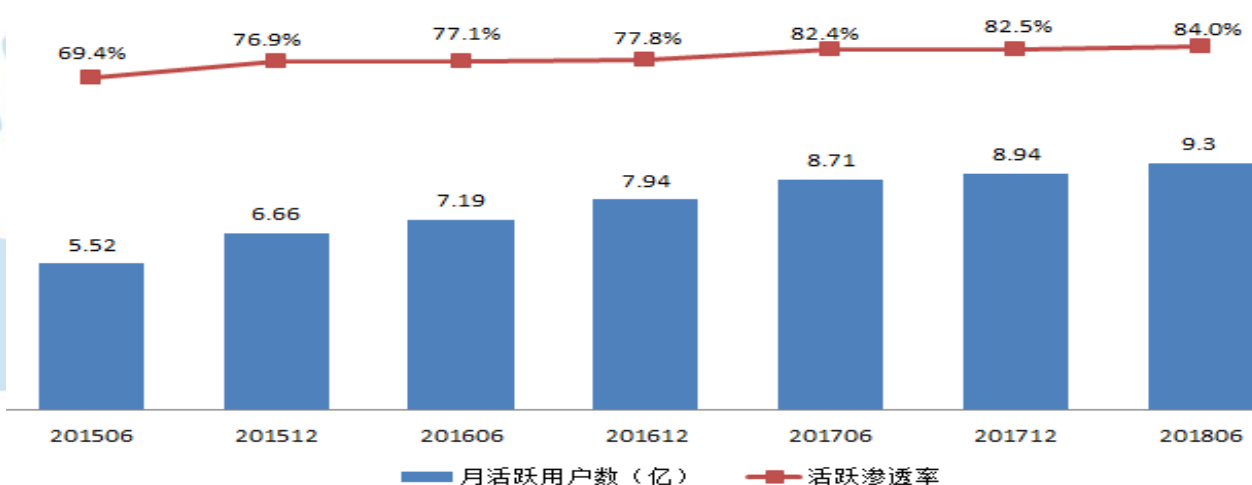
市场的增长代表了广告主和投资者对于社交广告的投放日趋看重, 对于社会化营销的效果和发展潜力抱有信心和期待。社交平台的社交属性能够帮助信息进行传播和扩散, 其所带来的兴趣圈子和用户标签数据更能够帮助企业实现精准营销。

### 3.3.2 构筑新的流量洼地, 微信小程序红利正当其时

小程序构筑新的流量洼地, 打造社交变现生态闭环。小程序推出的重大意义, 在于为腾讯巨大的流量池提供了变现路径, 解决了困扰腾讯多年的电商难题。小程序的设计使得用户无需下载和注册就可以快速享受服务和多场景互动, 大大降低了转化过程中的用户流失, 显著提高了新用户累积的效率。

QuestMobile 数据显示, 微信月活跃用户规模已达 9.3 亿; 微信公众号数量超 2,000 万, 月活跃帐号达 350 万, 月活跃粉丝约 8 亿; 微信小程序迅速发展, 截止 6 月已有近 100 万个小程序, 微信生态正在成为新的流量洼地吸引各路玩家进入。

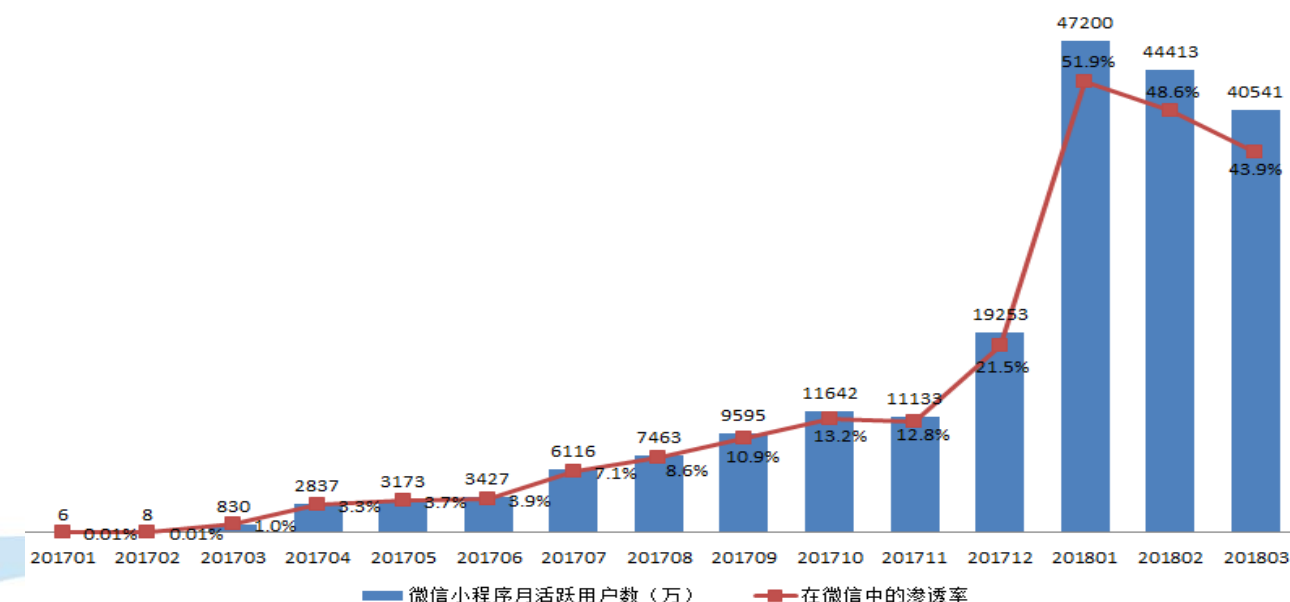
图表 47: 2015 年 6 月-2018 年 6 月微信 APP 月活跃用户规模及渗透率



数据来源: QuestMobile, 中航证券金融研究所

随着微信小程序的应用与场景的逐步形成，微信小程序月活跃用户规模突破 4 亿，2018 年 3 月在微信中的渗透率为 43.9%，未来增长空间巨大。

图表 48：2017 年 1 月-2018 年 3 月微信小程序月活跃用户规模及在微信中的渗透率



数据来源：QuestMobile，中航证券金融研究所

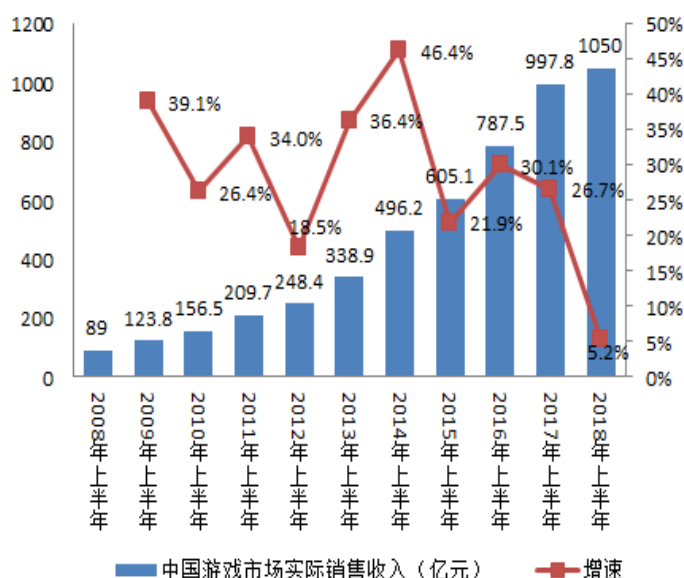
我们认为，相比于 APP，小程序拥有低门槛、受众广、频互动、多场景四个优势，具备更强的引流能力，基于社交关系的“裂变式”病毒传播，比 APP 更快、更广、更精准触达目标用户，有利于在腾讯的大社交生态里实现流量链接一切商业的可能性，近期刚上市的拼多多就是成功卡位小程序红利快速崛起的电商平台，一定程度上颠覆了现有电商行业的竞争格局，赋予了电商新玩法。

### 3.4 游戏：人口红利逐渐减弱，增量市场的开拓是当务之急

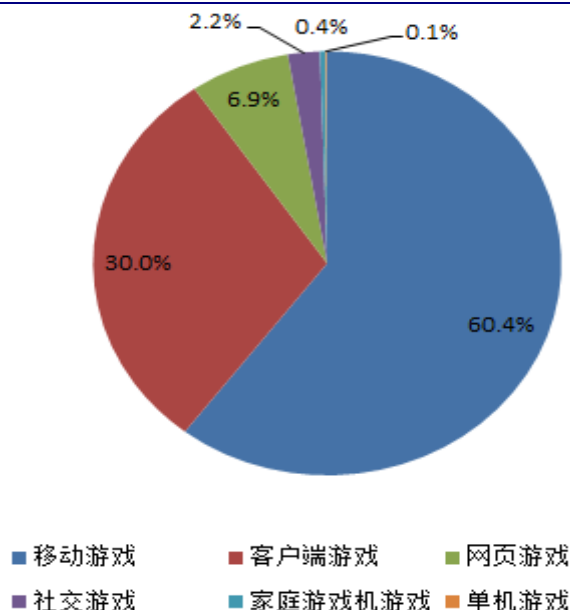
#### 3.4.1 网络游戏行业增速放缓，移动游戏依然是中流砥柱

根据《2018 互联网趋势报告》，在游戏领域，中国毫无悬念地依旧在全球互动游戏市场上位居第一。根据中国音数协游戏工委和伽马数据发布的《2018 年 1-6 月中国游戏产业报告》数据显示，2018 年 1-6 月，中国游戏市场实际销售收入达到 1050.0 亿元，同比增长 5.2%。2018 年 1-6 月，中国游戏市场中，移动游戏市场实际销售收入 634.1 亿元，占中国游戏市场实际销售收入比重为 60.4%；客户端游戏市场实际销售收入 315.5 亿元，占 30.0%；网页游戏市场实际销售收入 72.6 亿元，占 6.9%；社交游戏市场实际销售收入 22.6 亿元，占 2.2%；家庭游戏机游戏市场实际销售收入 4.2 亿元，占 0.4%。

图表 49: 中国游戏市场实际销售收入



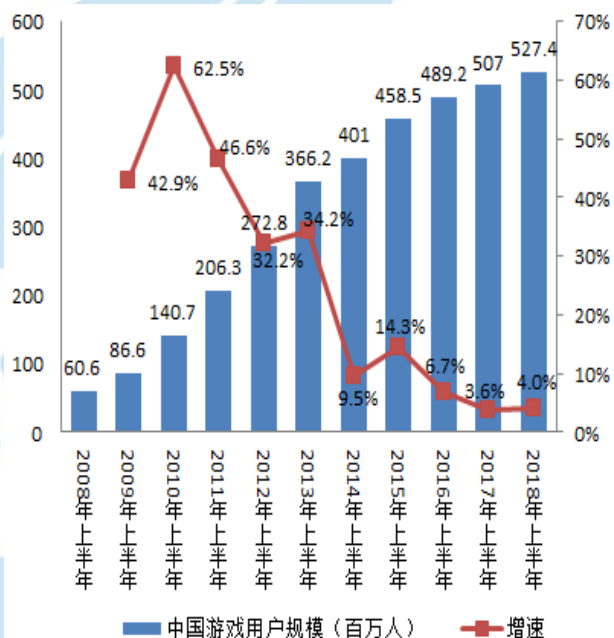
图表 50: 中国游戏细分市场占比



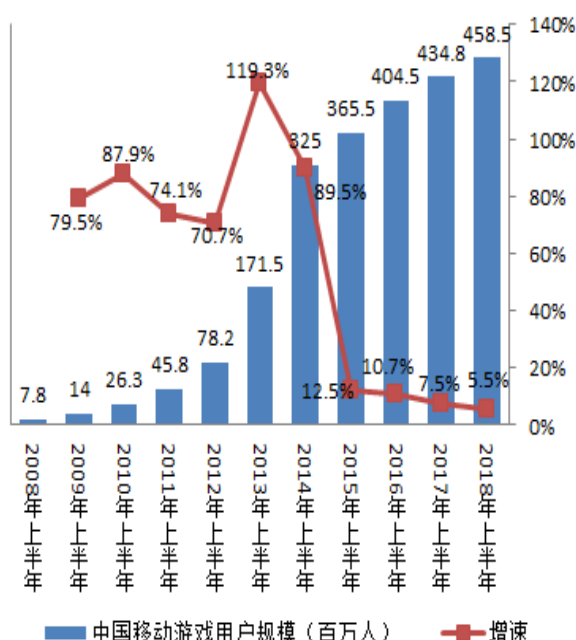
数据来源: 中国音数协游戏工委 (GPC)、伽马数据 (CNG)、中航证券金融研究所

2018 年 1-6 月, 中国游戏用户规模 5.3 亿人, 同比增长 4.0%。2018 年 1-6 月, 中国自主研发网络游戏市场实际销售收入 798.2 亿元, 同比增长 15.1%。

图表 51: 中国游戏用户规模



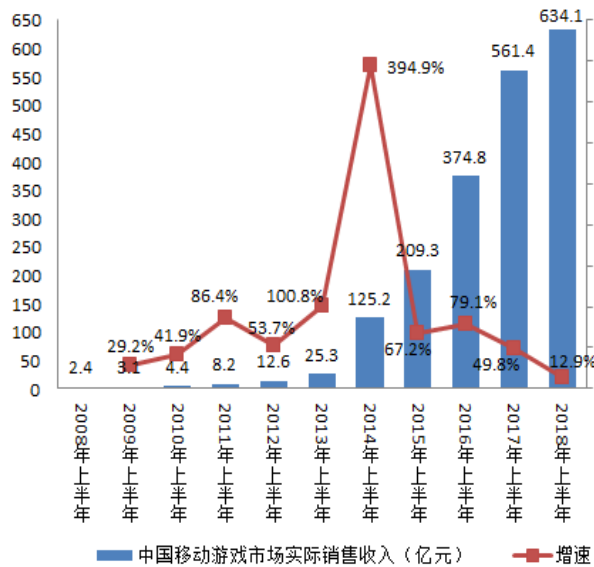
图表 52: 中国移动游戏用户规模



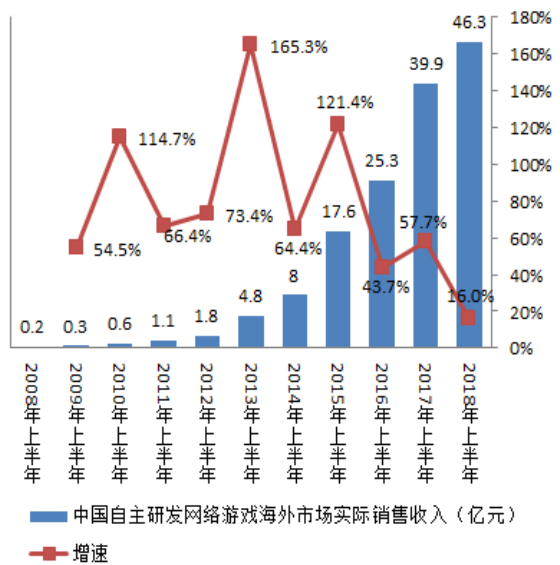
数据来源: 中国音数协游戏工委 (GPC)、伽马数据 (CNG)、中航证券金融研究所

2018 年 1-6 月, 中国移动游戏市场实际销售收入 634.1 亿元, 同比增长 12.9%。移动游戏市场仍为整体游戏市场增长的主要动力, 但增速明显放缓。

图表 53: 中国移动游戏市场实际销售收入



图表 54: 中国自主研发网络游戏市场实际销售收入



数据来源: 中国音数协游戏工委 (GPC)、伽马数据 (CNG)、中航证券金融研究所

### 3.4.2 游戏类型百花齐放, 基于团队的多人手游稳坐龙头

根据《2018 互联网趋势报告》,《王者荣耀》《绝地求生》等基于团队的多人手游依旧是中国游戏的龙头,MOBA、FPS、逃生类用户,日使用时长最高达 3 亿小时,但从报告中可以看出,日使用时长最近呈直线下降的趋势,其他类游戏均有所下降,其中有一定程度受移动视频分流大量时间的影响。

图表 55: 中国基于团队的多人手游引领移动游戏市场

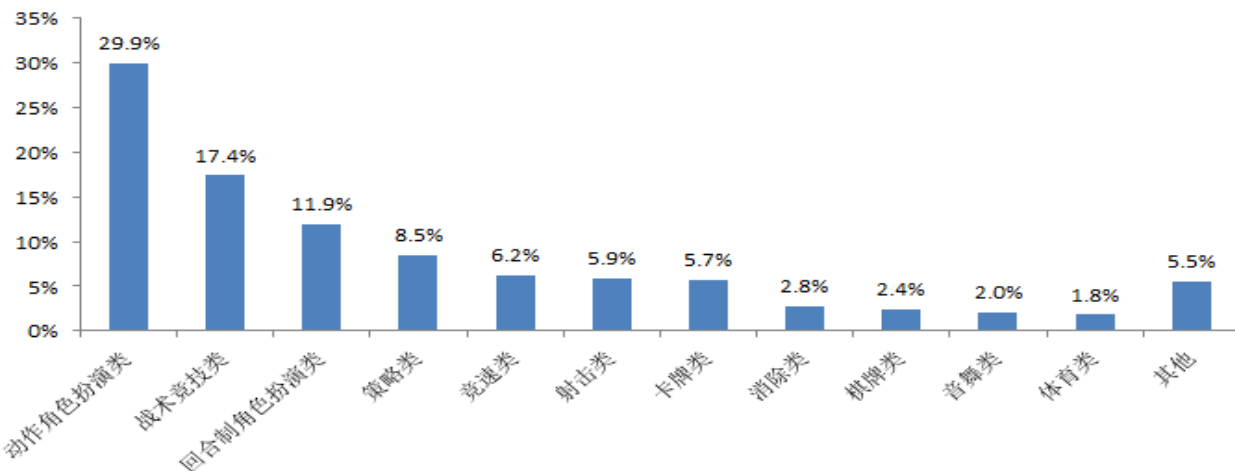


数据来源:《2018 互联网趋势报告》、中航证券金融研究所

按中国移动游戏收入构成来看,2018 年 1-6 月,动作角色扮演类、战术竞技类、回合制角色扮演类为移动游戏市场实际销售收入前三产品类型。竞速类、射击类占比明显提高,竞速类产品得力于产品《QQ 飞车》手游版上架,射击类则主要受《荒野行动》等产品的影响。



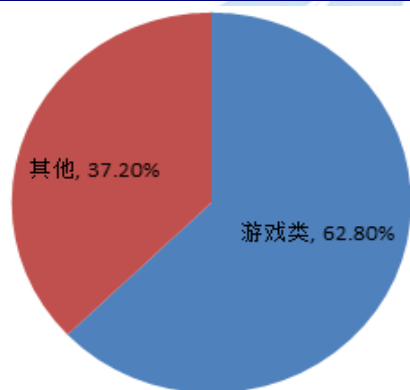
图表 56: 收入前 100 移动游戏收入分布 (按玩法类型)



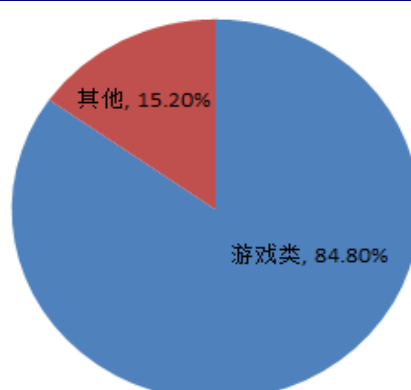
数据来源: 中国音数协游戏工委 (GPC)、伽马数据 (CNG)、中航证券金融研究所

截至 2018 年 6 月, 中国第三方应用商店中游戏类移动应用数量超过 150 万款, 约占移动应用总量的 37.2%, 在各类型应用数量中位居首位。截至 2018 年 6 月, 中国第三方应用商店中游戏类移动应用累计下载量超过 2200 亿次, 约占移动应用下载总量的 15.2%, 在各类型应用下载量中位居首位。

图表 57: 移动应用数量分布



图表 58: 移动应用下载量分布



数据来源: 中国音数协游戏工委 (GPC)、伽马数据 (CNG)、中航证券金融研究所

2018 年 1-6 月, 测算收入排在市场前二十的移动游戏中, 由腾讯、网易运营的游戏产品共计 16 款, 其中腾讯 10 款, 网易 6 款。

图表 59: 收入前 20 移动游戏名单

排名	游戏名称	游戏类型
1	王者荣耀	战术竞技类
2	QQ 飞车	竞速类
3	梦幻西游	回合制角色扮演类
4	楚留香	动作角色扮演类
5	乱世王者	策略类
6	奇迹: 觉醒	动作角色扮演类

7	倩女幽魂	动作角色扮演类
8	QQ 炫舞	音舞类
9	大话西游	回合制角色扮演类
10	阴阳师	回合制角色扮演类/卡牌类
11	命运-冠位指定	卡牌类
12	天龙八部手游	动作角色扮演类
13	魂斗罗:归来	横版射击类
14	穿越火线:枪战王者	第一人称射击类
15	恋与制作人	恋爱类
16	新剑侠情缘	动作角色扮演类
17	开心消消乐	消除类
18	荒野行动	第三人称射击类
19	崩坏 3	动作角色扮演类
20	欢乐斗地主	棋牌类

数据来源：中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG）、中航证券金融研究所

### 3.4.3 国内行业政策监管加剧，行业面临结构化产业优化升级

习近平新时代中国特色社会主义思想是全党全国人民为实现中华民族伟大复兴而奋斗的行动指南，对坚定文化自信、推动社会主义文化繁荣兴盛，贯彻新发展理念、建设现代化经济体系等都作出了重要部署。这既为游戏产业描绘了开创新局面的美好前景，也对新时代网络游戏产业的发展提出了新要求。我们认为，在国内监管日益趋严的产业环境下，开拓新的增量市场是全行业共同面临的挑战和机遇。

**用户层面来讲**，根据伽马数据，2018 年 1-6 月，中国游戏市场女性用户消费规模 241.5 亿元，同比增长 13.5%。受移动游戏发展带来的游戏便利性提升、门槛降低、普及面更广等因素影响，女性用户消费金额持续增长，女性用户消费潜力逐渐显现，成为推动游戏市场保持快速增长的重要力量。

图表 60：女性消费群体偏好游戏产品（部分）名单

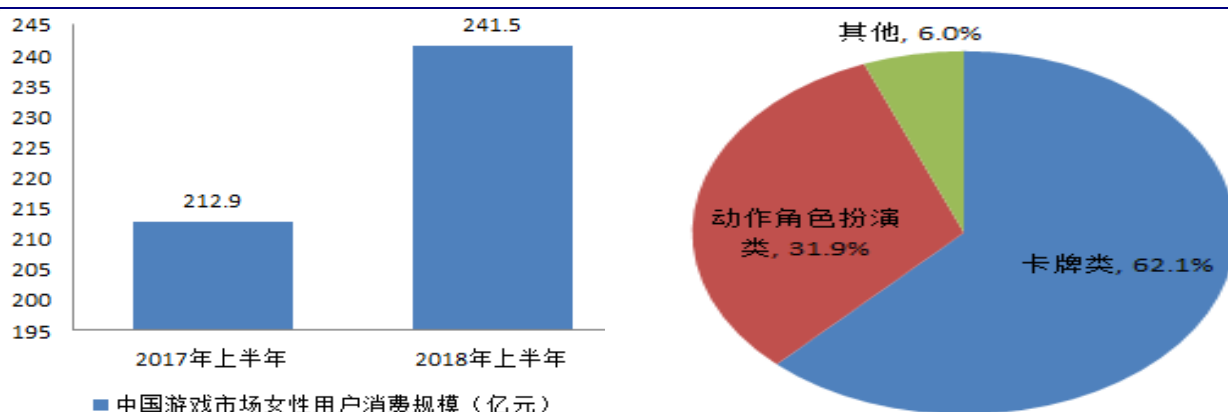
游戏名称	游戏类型
王者荣耀	战术竞技类
QQ 飞车	竞速类
倩女幽魂	动作角色扮演类
QQ 炫舞	音舞类
阴阳师	回合制角色扮演类/卡牌类
恋与制作人	恋爱类
开心消消乐	消除类
熹妃 Q 传	养成类
天天爱消除	消除类
球球大作战	休闲竞技类
梦幻花园	消除类
宾果消消消	消除类
奇迹暖暖	换装类

熹妃传	养成类
烈火如歌	动作角色扮演类
心动劲舞团	音舞类
宫廷计手游	养成类
云裳羽衣	换装类

数据来源：中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG）、中航证券金融研究所

图表 61：中国游戏市场女性用户消费规模

图表 62：中国移动游戏市场二次元用户消费分布情况



数据来源：中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG）、中航证券金融研究所

从游戏内容来看，2018 年 1-6 月，移动游戏二次元用户消费规模 50 亿元，其中卡牌类游戏占 62.1%，动作角色扮演类占 31.9%，其他占 6.0%。近两年，中国游戏市场二次元消费群体逐渐壮大，用户规模、消费总金额持续提升，成为市场规模保持增长的重要因素。受此推动，大中小不同规模游戏企业均开始在二次元领域布局。

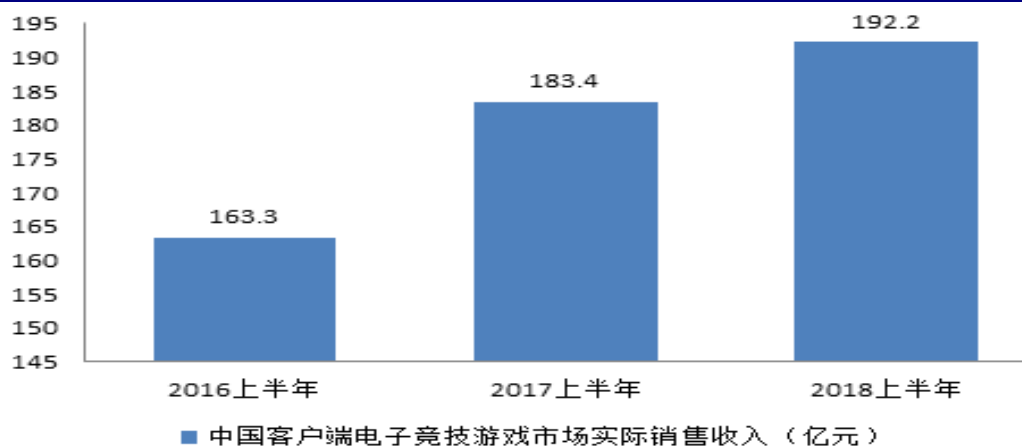
图表 63：二次元消费群体偏好的收入前 10 移动游戏产品

排名	游戏名称	游戏类型
1	阴阳师	回合制角色扮演类/卡牌类
2	命运-冠位指定	卡牌类
3	崩坏 3	动作角色扮演类
4	火影忍者	动作角色扮演类
5	龙珠激斗	卡牌类
6	苍之纪元	动作角色扮演类
7	航海王强者之路	卡牌类
8	碧蓝航线	横版射击类
9	航海王 启航	卡牌类
10	决战！平安京	战术竞技类

数据来源：中国音数协游戏工委（GPC）、伽马数据（CNG）、中航证券金融研究所

从产业链来看，以游戏为核心的电子竞技市场发展迅猛，2018 年 1-6 月，中国电子竞技游戏市场实际销售收入 417.9 亿元，同比增长 16.1%。移动电子竞技游戏市场实际销售收入增长明显，超过客户端电子竞技游戏。赛事也有利于电子竞技游戏产品运营，帮助游戏获取新增用户并提升用户活跃度与忠诚度。

图表 64: 中国客户端电子竞技游戏市场实际销售收入



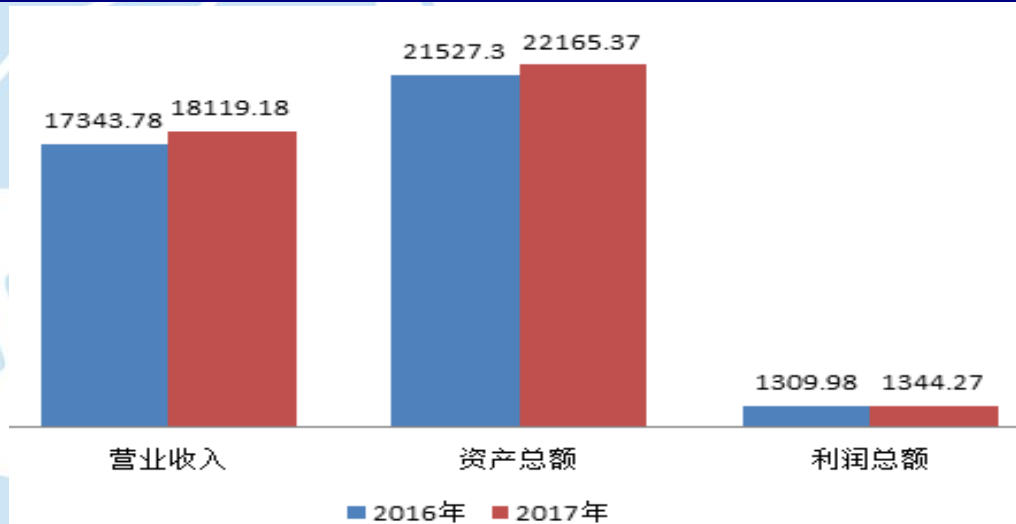
数据来源: 中国音数协游戏工委 (GPC)、伽马数据 (CNG)、中航证券金融研究所

### 3.5 出版: 知识付费时代已至, “传统+数字”出版并驾齐驱

#### 3.5.1 传统出版转型创新, 细分子行业表现亮眼

根据国家新闻出版署发布《2017 年新闻出版产业分析报告》的数据显示, 2017 年全国出版、印刷和发行服务(不含数字出版)实现营业收入 18119.2 亿元, 较 2016 年同口径增长 4.5%; 拥有资产总额 22165.4 亿元, 增长 3.0%; 利润总额 1344.3 亿元, 增长 2.7%。

图表 65: 新闻出版产业营业收入、资产总额与利润总额增长情况 (亿元)

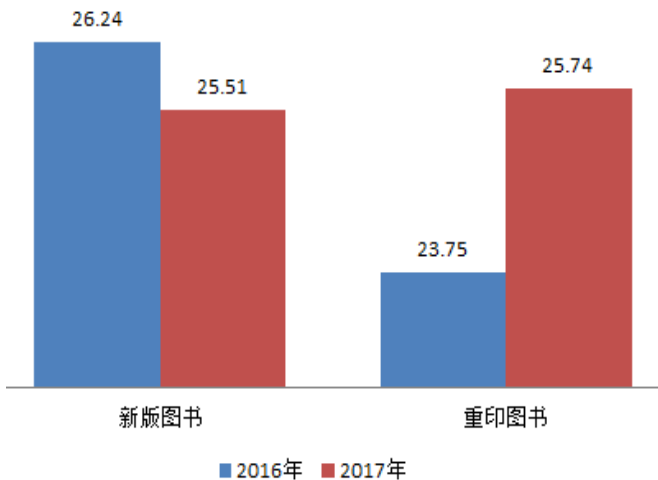


数据来源: 新闻出版署、中航证券金融研究所

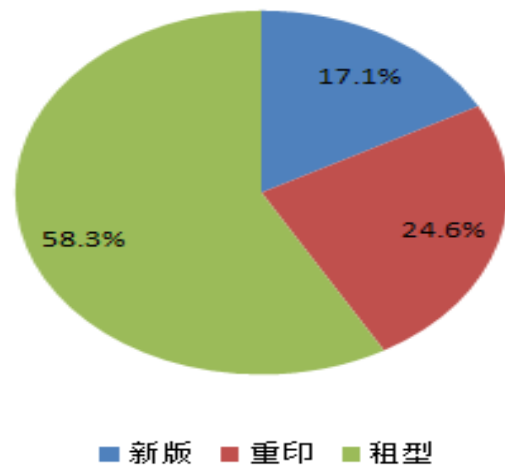
图书出版方面, 虽然新版图书品种与印数首次双双下降, 但重印图书品种与印数保持了较快增长, 并在品种上首次超过新版图书。其中, 年度累计印数达到或超过 100 万册的 58 种一般图书中, 新版图书占 37.9%, 重印图书占 62.1%。新版图书不及重印图书, 不仅说明出版高质量作品的重要性, 也反映了目前原创出版能力有待提高。



图表 66: 新版与重印图书品种 (万种)



图表 67: 新版、重印与租型图书印数



数据来源: 新闻出版署、中航证券金融研究所 数据来源: 新闻出版署、中航证券金融研究所

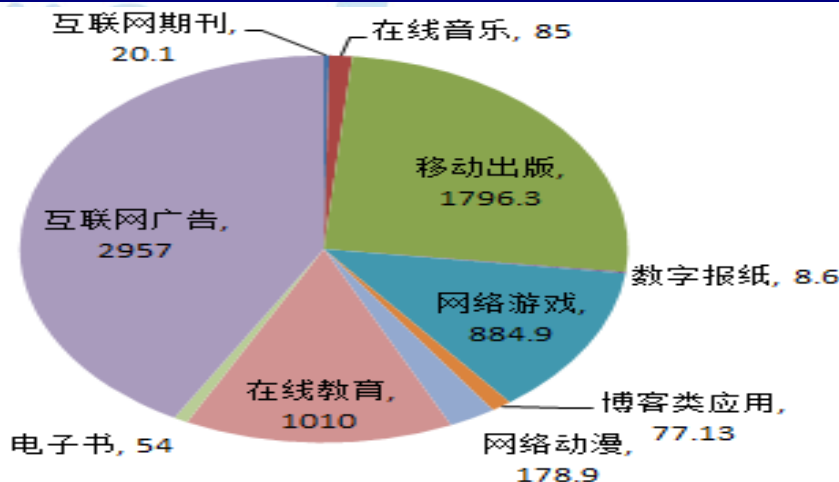
**传统报纸、期刊业务虽然继续下滑, 但利润止跌回升。**近年来, 报纸、期刊在传统出版业务中受数字出版影响较大。2017 年报纸、期刊的总印数、总印张数继续呈现下降趋势, 报纸出版总印数降低 7.1%, 总印张降低 15.1%, 降幅分别收窄 2.2 和 3.4 个百分点; 期刊出版总印数降低 7.6%, 总印张降低 10.1%, 降幅分别加大 1.3 和 0.6 个百分点。但报纸方面受益于账目调整及补贴等影响, 利润总额增长较快; 期刊方面, 各期刊社积极开源节流, 增加利润总额。

### 3.5.2 数字出版保持强劲发展势头, 收入规模突破 7000 亿元

根据《2017 至 2018 中国数字出版产业年度报告》显示, 截至 2017 年底, 我国数字出版产业全年整体收入规模 7071.93 亿元, 比 2016 年增长 23.62%; 累计用户规模 18.25 亿人(家/个), 比 2016 年增长 9.09%。

其中, 互联网广告、移动出版、在线教育、网络游戏处于收入榜前四位, 合计在数字出版总收入中占比达 94%, 成为拉动数字出版增长的主力军。而传统书报刊数字化收入(互联网期刊、电子书、数字报纸)的总收入为 82.7 亿元, 占数字出版总收入的 1.17%, 较 2016 年的 1.54% 下滑了 0.37 个百分点。这表明传统新闻出版单位仍需加大转型升级的力度, 加快融合发展进程。

图表 68: 数字出版产业收入情况 (单位: 亿元)



数据来源: 《2017 至 2018 中国数字出版产业年度报告》、中航证券金融研究所

2017 年，数字出版保持强劲的发展势头，我们认为未来数字出版的未来发展趋势有以下几点：

**1. 内容深耕+严监管双管齐下。**在当前信息量爆炸的移动互联网时代，用户对优质内容的选择要求更加严格。数字内容产业应将重心放在内容本身，深耕内容，回归内容价值。同时，随着互联网用户和数字内容的增加，国家对互联网的监管日益趋严，有利于形成互联网内容良性生态。

**2. 数据和技术在产业升级中不可或缺。**当前的数字产品品种多样，而数据和技术在产品的生产与运营等方面的支撑作用将进一步加大，同时也为提供优质、个性化的内容而服务，以满足精准营销的目的。

**3. 内容生产创作专业化程度进一步加深。**随着各种创作平台的兴起，互联网内容创作者的生存压力加大，互联网行业竞争日益加剧。面临流量红利告急和变现困难等发展问题，需要内容生产创作进一步加深专业化，推动互联网内容产业的发展。

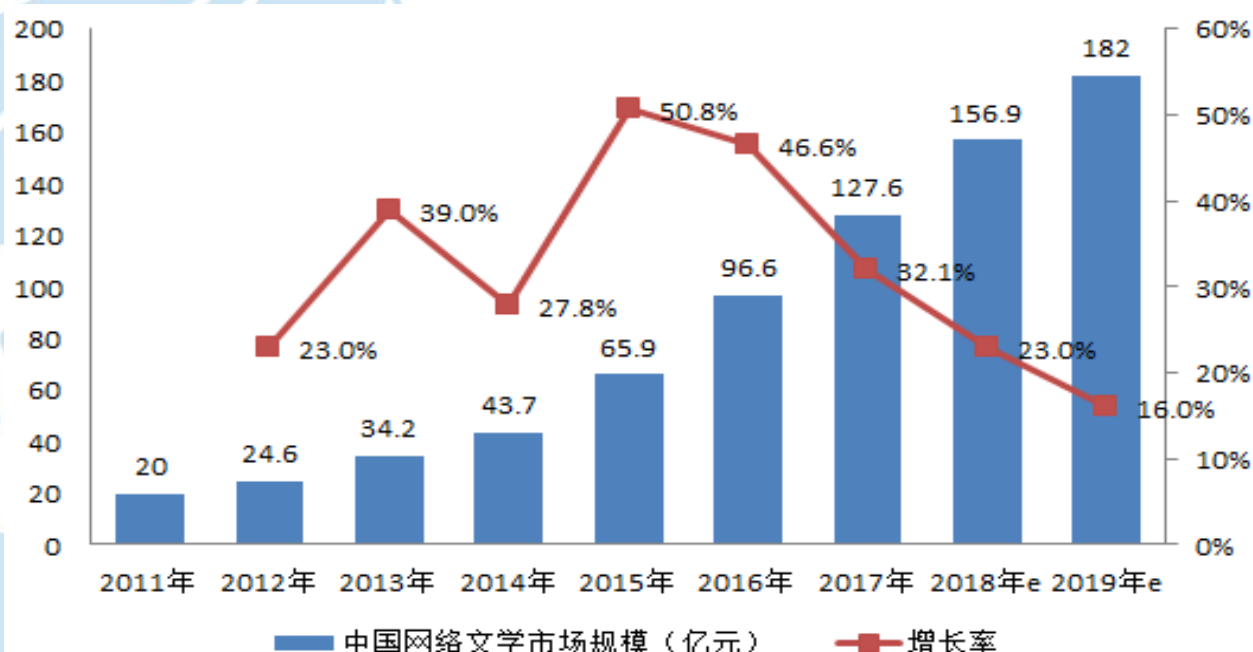
**4. 资本驱动文化产业发展。**近年来，多家国有出版集团及民营出版企业陆续在 A 股或港股上市，各地文化产业投资基金也相继建立，以资本力量影响文化市场。可以说资本对文化产业的影响日益加深，文化资本运作也更加活跃。

### 3.5.3 网络文学市场规模增速放缓，推进全 IP 产业链的立体化运营

2017 年，中国网络文学市场规模稳步上升达 127.6 亿，同比增长 32.1%，这也得益于网络文学版权保护受到重视，用户付费意愿提升，有更多的人愿意为优质 IP 买单。2015 年作为 IP 元年，网络文学衍生市场爆发出了强大的实力，优质的 IP 提高了用户的付费意愿；而 2016 年，国家出台了一系列打击网络侵权盗版的政策，网络文学版权得到极大保护，更进一步促进了网民文学付费规模的快速增长；从 2017 年开始未来几年，优质内容又开始处于一个新的积累时期，市场增长量也开始放缓。

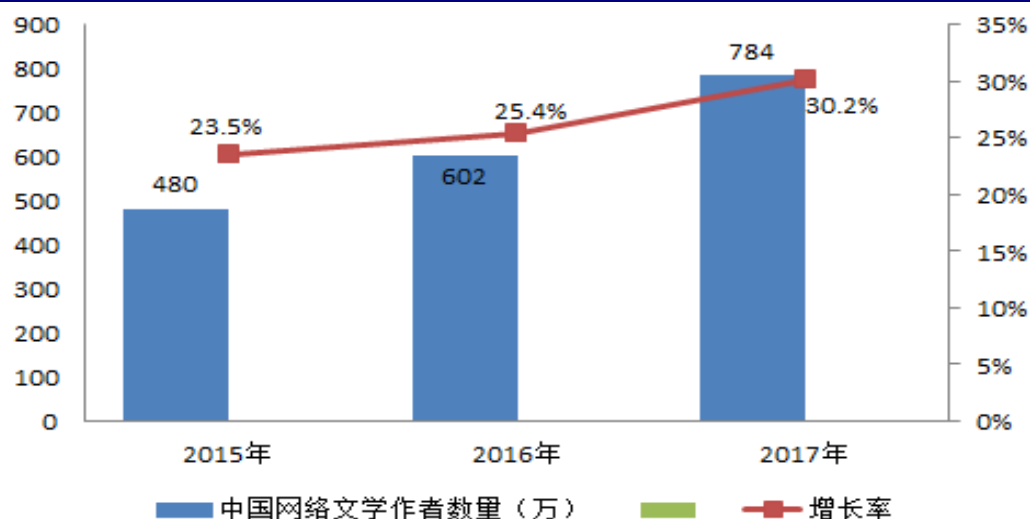
网络文学作者数量一直保持高速增长，2017 年作者数量更是达到 784 万，增长率为 30.2%。作者数量的不断增长为网络文学行业内容供给奠定了坚实基础。

图表 69：2011-2019 年中国网络文学市场规模



数据来源：艾瑞、中航证券金融研究所

图表 70: 2015-2017 中国网络文学作者数量及增长率



数据来源: 艾瑞、中航证券金融研究所

纵观中国数字阅读发展进程,从文学网站到手机客户端,从按章节付费到包月读全站,从作品阅读到IP开发,一步步改变昭示着数字阅读行业的一点点进步。优质内容的价值持续放大,实现了作家和平台利益的双赢。

作为IP产业链的上游,网络文学备受资本的青睐,数字阅读企业争先通过各种方式培养网络文学创作人才,挖掘优质网络文学,培养网络大IP,将网文改编为影视、动漫、游戏等内容,上下游产业链协同联动,使得IP的二次开发形式和效率大大增加,不断拓展行业边界。伴随着以IP为核心的泛娱乐生态的持续扩张,优质网络文学IP的商业价值将持续放大,未来的变现潜力可期。

图表 71: 数字阅读多元化变现



数据来源: 比达咨询、中航证券金融研究所

## 四、投资策略

### 【电影】

**横店影视 (603103.SH)**: 公司作为国内处于行业领先且极具成长性的民营院线及影院投资公司, 行业规模可观。公司依托横店影视文化产业的品牌宣传效应, 建立资产联结为主, 签约加盟为辅的经营模式。公司在全国各层级城市快速扩张, 在二线城市进行重点布局的同时, 前瞻性布局三四五线城市的市场空白点。

**光线传媒 (300251.SZ)**: 公司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。公司坚持“内容为王”的发展战略, 注重内容品质, 投资了《唐人街探案 2》、《一出好戏》等高票房作品。同时, 公司通过控股猫眼文化, 有望在影视主业和在线票务之间形成正向协同发展。

**幸福蓝海 (300528.SZ)**: 公司不仅是区域院线龙头, 也是老牌电视剧制作商, 电影+电视剧模式共同发展。电影方面, 2017 年公司旗下影城累计达到 249 家 1516 张银幕, 规模扩张及电影市场回暖带动公司院线发行和放映收入, 2018 年有望保持增长。电视剧方面, 公司收购重庆笛女加码电视剧业务, 丰富的项目储备进一步提升公司竞争实力。

### 【电视剧】

**华策影视 (300133.SZ)**: 公司为全网剧龙头企业, 盈利能力值得期待。目前公司拥有庞大的、持续增长的精品力作流量, 2017 年公司出品的全网剧累计产生网络流量超 1500 亿, 占国产大剧流量的约 25%; 有 8 部全网剧作品的网络流量超过 30 亿, 占公司全年首播全网剧的 53%。同时, 公司“SIP+X”战略的持续推进, 夯实其精品内容生产能力。

**慈文传媒 (002343.SZ)**: 公司是国内精品剧制作商, 出品了《花千骨》、《楚乔传》等现象级爆款。目前公司在深耕各大内容业务板块的同时, 积极整合各类渠道资源, 以推动各产业模块的协同发展, 打造慈文“品牌+”的泛娱乐平台, 致力于从传统影视娱乐海量内容提供商升级为新时代以精品 IP 为核心的泛娱乐产业优质运营商。

### 【营销】

**分众传媒 (002027.SZ)**: 公司拥有最优质的媒介点位资源和广告客户资源, 在全国电梯电视媒体、电梯海报媒体和影院银幕广告媒体领域都拥有绝对领先的市场份额。随着楼宇、影院广告增长和渠道进一步下沉等趋势, 公司作为生活圈媒体龙头企业, 业绩保持增长可期。

### 【游戏】

**三七互娱 (002555.SZ)**: 公司主要从事以手机游戏和网页游戏的研发、发行和运营为主的互动娱乐业务。公司互动娱乐业务围绕 IP 稳步推进“平台化、全球化、泛娱乐化”的发展战略, 综合实力蝉联中国互联网百强第 18 位, 成功发行了《永恒纪元》等长周期、精品游戏。新游《太极崛起》开服后表现较好, 业绩增量可期。

**昆仑万维 (300418.SZ)**: 公司是一家全球领先、业内前沿的综合性互联网集团, 目前在全球范围内形成了由移动游戏平台、休闲娱乐社交平台、社交平台等三大业务板块组成的社交媒体和内容平台。随着参股公司 Opera 在美上市、自研游戏上线等事件催化, 公司业绩有望进一步提升。

### 【出版】

**中文传媒 (600373.SH)**: 公司是出版龙头企业之一, 在传统出版、游戏和新业态方面表现较好。公司在纸张成本压力大幅增加的情况下总体稳健增长, 表明公司作为老牌国有企业的优秀经营能力。同时, 公司在游戏业务方面实力强劲, 在数字出版等新业态方面积极布局, 增长可期。

**新经典 (603096.SH)**: 公司具有推出优质精品内容的优势。在自有版权图书的策划与发行方面, 公司深耕优质内容, 发行了《活着》(余华)等头部效应显著的作品。同时, 公司自身具备质量较高的 IP 资源, 结合影视剧改编业务, 有望推动 IP 变现进程, 形成新增长点。



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

裴伊凡，SAC 执业证书号：S0640516120002，英国格拉斯哥大学经济学硕士，曾供职于中央电视台财经频道，2015 年 5 月加入中航证券金融研究所，从事传媒与互联网行业研究，聚焦影视、动漫、游戏、教育、互联网、新消费等领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保持于本报告中所述的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。