

疫情影响下线上教育快速发展，网红经济催生营销新业态

——1月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1. 受疫情影响，教育部对学校提出了延期开学的要求，本着停课不停学的原则，线上教育受到前所未有的关注：各培训机构的线下业务基本停滞，因此短期业绩承压。但长期看，各家机构可借此加速线上获客，推动线上业务快速发展。待疫情结束，线上业务将成为可观的新增业务收入，实现线上线下均衡发展，为未来业绩增长提供支撑。线上业务前期推广成本较高，后期盈利主要依赖于高用户粘性，其主要来自于客户的刚性需求及课程的优质性和独特性。因此，我们认为长期受益的依然是教育领域的龙头公司，如新东方(EDU.US)、好未来(TAL.US)、新东方在线(1797.HK)、昂立教育(600661.SH)等。

2. 广电系上市公司线上开课，用户粘性有望提升：随着在线教育需求的快速爆发，广电系上市公司迅速响应，为线上教学提供了平台支持，广电公司凭借地方优势，实现了具有地方特点的内容整合并迅速触达更广泛的客户，我们认为，随着5G+内容的双重驱动，广电行业有望迅速提升用户粘性，成为本轮政策的受益者。广电系公司有望迎来业绩与估值的持续改善，建议关注已经开展在线教育相关工作的歌华有线(600037.SH)、华数传媒(000156.SZ)、东方明珠(600637.SH)、贵广网络(600996.SH)、湖北广电(000665.SZ)等。

3. 看好网红经济的快速发展带来的长期投资机会：快手春晚直播间累计观看人次7.8亿。截至2020年1月5日，抖音日活超4亿。我们认为在5G叠加假期延长等因素，网红经济有望实现更为迅速的发展，并成为更多消费者的消费必选项，打开营销市场空间。

● 投资建议

我们预计2020年行业主要投资机会，一是5G产业升级带来的整体性行业机会，二是体育大年带来的主题性投资机会。

● 核心组合

| 证券代码 | 证券简称 | 月涨幅(%) | 证券代码 | 证券简称 | 月涨幅(%) |
|-----------|------|--------|-----------|------|--------|
| 002555.SZ | 三七互娱 | 20.35 | 002624.SZ | 完美世界 | 7.59 |
| 300113.SZ | 顺网科技 | 17.17 | 600037.SH | 歌华有线 | 1.33 |
| 600373.SH | 中文传媒 | 5.58 | 600637.SH | 东方明珠 | 13.46 |
| 300688.SZ | 创业黑马 | -9.06 | | | |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

● 风险提示

行业政策趋严的风险，作品收入不及预期的风险，行业竞争加剧的风险等。

传媒行业

推荐 维持评级

分析师

杨晓彤

☎: 010-83571329

✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518020001

特别鸣谢

穆歌

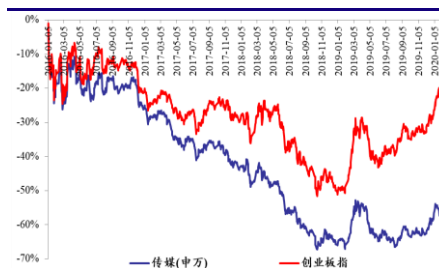
☎: 010-86359183

✉: muge_yj@chinastock.com.cn

感谢实习生吕美芳为报告提供帮助。

行业数据

2020.1.31



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2020.1.31



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河传媒】行业点评 0207：广电系上市公司线上开课，用户规模有望实现提升

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、居民文娱消费逐年增加，传媒行业长期景气度较高 | 3 |
| （一）文化娱乐产业增加值逐年走高，成为国家发展关键软实力 | 3 |
| （二）人均可支配收入走高，文化娱乐消费支出占比增加 | 4 |
| （三）传媒行业长期景气度较高，各子行业仍具上升空间 | 5 |
| 1. 传媒子行业政策趋严，行业整体向规范化精品化发展 | 5 |
| 2. 影视行业：春节档缺失，全年票房承压，在线视频迎发展良机 | 6 |
| 3. 游戏行业：2019 年游戏产业整体稳中有升，自研游戏出海收入增速稳健 | 11 |
| 4. 阅读行业：图书出版行业增速放缓，数字阅读市场规模保持高速增长 | 16 |
| 5. 营销行业：中国广告市场处于调整期，网红经济催生新业态 | 20 |
| 二、文化娱乐产业发展处于成长期，经济地位将持续提升 | 22 |
| （一）文娱产业为经济转型提供新动力，同发达国家相比仍有空间 | 22 |
| （二）居民教育文化娱乐消费增加，人民文化娱乐消费能力增加 | 23 |
| （三）技术推动行业竞争加剧，互联网集团渗透文化娱乐产业 | 24 |
| （四）5G 推动产业转型升级，泛娱乐促进行业进一步高质量发展 | 25 |
| 1. 数字技术的革新将推动文化娱乐产业的转型升级 | 25 |
| 2. 泛娱乐产业将进一步高质量发展 | 26 |
| 三、行业面临的问题及建议 | 27 |
| （一）现存问题 | 27 |
| 1. 文化作品侵权风险增加，知识产权保护制度滞后 | 27 |
| 2. 互联网巨头布局文娱产业，传统媒体面临转型压力 | 28 |
| 3. 泛娱乐化增加媒体娱乐属性，企业社会责任值得重视 | 28 |
| 4. 网络安全隐患影响用户体验，文娱产业政策趋严下承压 | 28 |
| （二）建议及对策 | 29 |
| 1. 完善知识产权保护制度，增强运营方和用户的版权意识 | 29 |
| 2. 拥抱互联网发展趋势，传统媒体向“以用户为中心”转型 | 29 |
| 3. 提高互联网媒体进入门槛，培养受众监督意识 | 29 |
| 4. 相关平台加强技术研发，提升内容生产水平和管理水平 | 30 |
| 四、传媒行业在资本市场中的发展情况 | 30 |
| （一）传媒行业并购大潮回落，A 股上市企业数量回升 | 30 |
| （二）A 股传媒行业市值占比超越美股，传媒公司赴海外上市仍多 | 31 |
| （三）传媒行业估值有所提升，但仍处于历史相对低位 | 31 |

| | |
|--|----|
| (四) A 股 IPO 审核趋严，海外市场对成长类公司接纳度更高 | 32 |
| 五、投资建议 | 33 |
| 六、风险提示 | 33 |
| 七、附录 | 33 |
| (一) 传媒各子行业历年政策变化 | 33 |
| (二) 国际比较 | 36 |
| (三) 核心组合 | 39 |

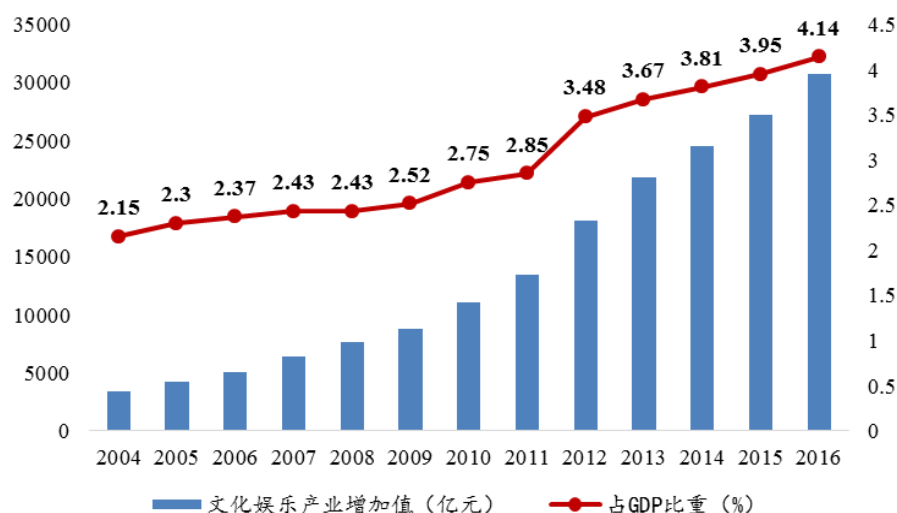
一、居民文娱消费逐年增加，传媒行业长期景气度较高

(一) 文化娱乐产业增加值逐年走高，成为国家发展关键软实力

文化娱乐产业是中国新兴经济的重要组成部分，成为数字经济的重要支柱之一，2016年国务院《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，将数字创意产业首次纳入国家战略性新兴产业发展规划，文娱产业已逐渐成为国家发展的关键软实力。近年来，文化娱乐产业在政策和技术的双重利好环境下高速增长，对宏观经济、相关产业和居民福利等均具有重要影响。

文化娱乐产业增加值逐年提高，极大拉动经济增长。从宏观来看，2004年以来，文娱产业年增量产值逐年递增，文娱产业增加值对GDP贡献率逐年攀升，特别是2012年以来，文娱产业增加值占GDP比重不断增加，2016年达到4.14%，在宏观经济增速放缓，经济运行进入新常态的背景下，文娱产业的高速增长成为宏观经济的重要推动力。从中观层面看，文娱产业细分领域多，涉及文学、影视、数字文化等多个领域，并与相关产业交叉融合，不断延伸产业链和价值链；同时新兴文娱产业发展极大依托互联网等新技术，科技含量高，逐渐成为数字经济的重要支柱之一，符合了国家发展战略新兴产业的政策导向，成为国家发展的关键软实力。从微观层面看，随着居民人均收入和人均受教育程度的提高，精神文化需求迅速增长，并呈现多样化、多层次的格局，文娱产业的快速发展满足了民众精神消费的需求，丰富民众精神生活。

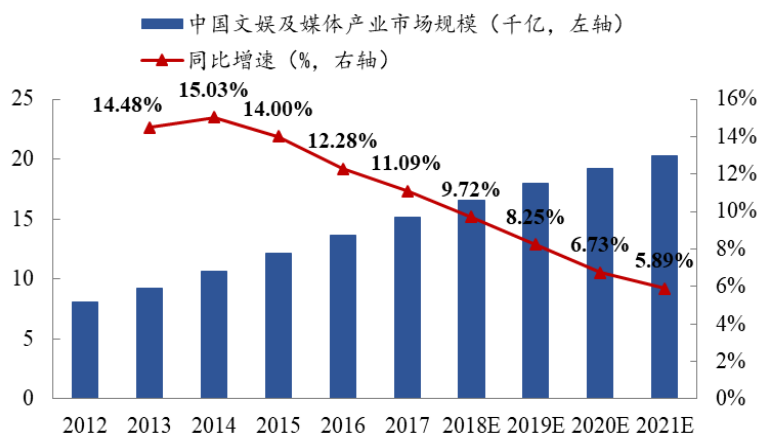
图1：2004-2016年中国文娱产业增加值及增加值占GDP的比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

文化娱乐产业增速放缓，市场规模稳健扩张。改革开放以来，特别是本世纪近十年来，文娱产业经历快速发展和变革，人均可支配收入提升、消费代际转换与更替、移动互联网快速发展和产业政策大力度扶持，四大利好因素支撑文娱产业的高速增长和扩张，平均增速超过10%，2014年中国文娱产业规模首次突破万亿元人民币，2018年产业规模预期将达到1.7亿元。随着产业的不断发展成熟，自2014年以来文娱产业虽增速放缓，但市场规模仍稳健扩张。

图 2：中国文娱及媒体产业市场规模及增速

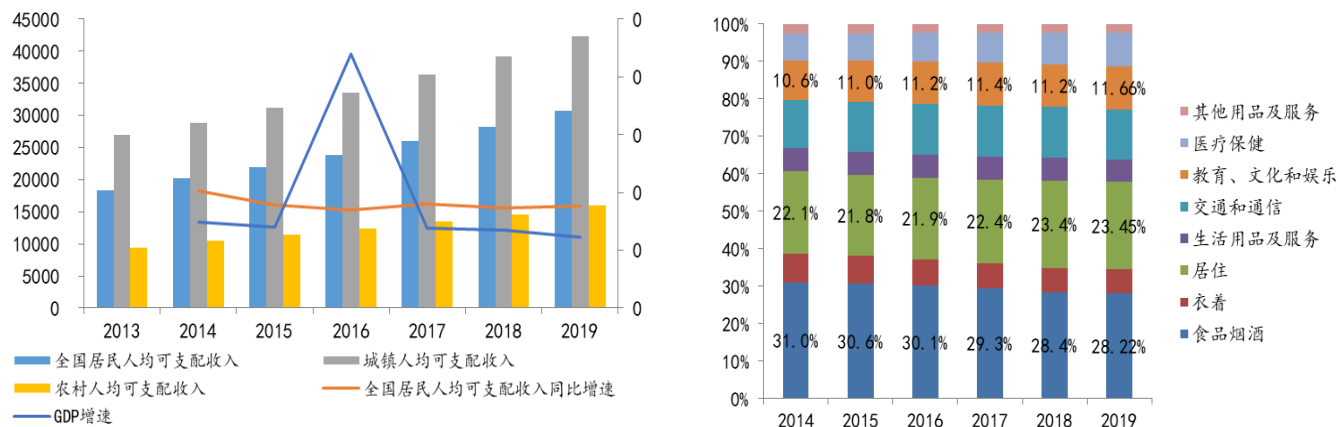


资料来源：品途智库，中国银河证券研究院

（二）人均可支配收入走高，文化娱乐消费支出占比增加

文化娱乐产业作为服务业的重要组成部分，在居民日常消费中占有重要地位。在我国全国人均可支配收入持续增长的背景下，我国居民人均消费支出构成中，文化和娱乐消费支出占比重呈逐年增长态势。美国文娱产业发展经验显示，当人均 GDP 达到 7000 美元时，文娱消费开始兴起。2013 年中国人均 GDP 已达到 43900 元，中国文娱产业快速发展的基础条件已经具备。

图 3：2013-2019 年全国及城镇及农村人均可支配收入及增速、全国居民人均消费支出构成比例



资料来源：国家统计局统计年鉴，中国银河证券研究院

(三) 传媒行业长期景气度较高，各子行业仍具上升空间

1. 传媒子行业政策趋严，行业整体向规范化精品化发展

表 1：传媒各子行业政策环境

| 传媒子行业 | 行业政策现状 | 我们的分析与理解 |
|-------|---|--|
| 影视行业 | 税收等政策收紧下行业承压，集中度提升和精品化将成为未来主趋势。 | 影视产业税收政策持续优惠，并有支持文化产业发展的系列政策，推动影视行业高质量、均衡化发展；但是影视从业人员的税收政策趋紧，从业人员片酬及电视剧采购价格两方面均出现限额规范。在政策持续收紧的背景下，行业承受较大压力，整体项目储备呈持续下滑趋势，但头部公司目前项目储备仍较丰富。在人民群众文化娱乐需求不断提升的推动下，行业市场空间仍具备较大潜力。在规范化的进程中，集中度提升和精品化将成为未来的趋势。 |
| 游戏行业 | 游戏版号审批常态化，行业更关注产品质量。同时 5G 技术给行业带来科技新动力，云游戏有望在未来打开行业收入天花板。 | 自 2018 年 12 月底恢复版号核发后，原国家新闻出版广电总局官网共更新了二十八批国产游戏版号，共 1531 款游戏获得版号；进口游戏共九批 186 款游戏获得版号，游戏版号审批进入常态化。游戏版号审批恢复使游戏行业估值有所修复，同时 5G 技术给游戏行业带来科技新动力，网速提升将促进云游戏和 VR/AR 游戏推广与发展。 |
| 出版行业 | 书号总量收缩下行业规模承压，减量提质成为行业未来管理主题。 | 书号，即为我国合法出版书籍的统一编号。2009 年 1 月，书号网上实名申领全面开展，结束此前摊派式的书号分配制度。然而，自 2018 年年初开始，书号总量再次收缩。在此情况下，行业规模整体承压，控制图书种数增长率，减少重复品种的出版成为 2019 年的管理主题。在税收方面行业一直享有稳定的政策优惠，预计文化增值税及营业税优惠政策将长期延续，可成为出版行业的可持续性利好，可为出版单位及个人减轻税负压力、增强盈利能力。 |
| 营销行业 | 广告市场进入调整期，网红经济催生新业态。 | 生活圈媒体广告在 2019 年进入冷静发展阶段，前三季度两大梯媒和影院视频媒体的广告刊例花费同比增速收缩至 5% 以下，进入相对平稳发展阶段，中国广告市场进入调整期。此外，网红经济催生新业态，直播电商发展迅猛，营销行业业绩整体回暖。 |

资料来源：中国银河证券研究院整理

2. 影视行业：春节档缺失，全年票房承压，在线视频迎发展良机

2.1 2019 年中国电影票房增速放缓，行业集中度有望持续提升

图 4：2014-2019 年电影市场分账票房及增速、观影人次及增速



资料来源：灯塔专业版，中国银河证券研究院

受到票价上涨、盗版问题和税收风波后优质影片供给不足等因素的影响，2019 年中国电影市场增速下滑，产业进入相对平稳的发展时期。根据国家电影局数据，2019 年综合票房同比增长 5.4%，相比去年 9.06% 的增速进一步下降，观影人次增速放缓，场次增速及银幕数增速远高于票房增速，单银幕产出进一步下降。

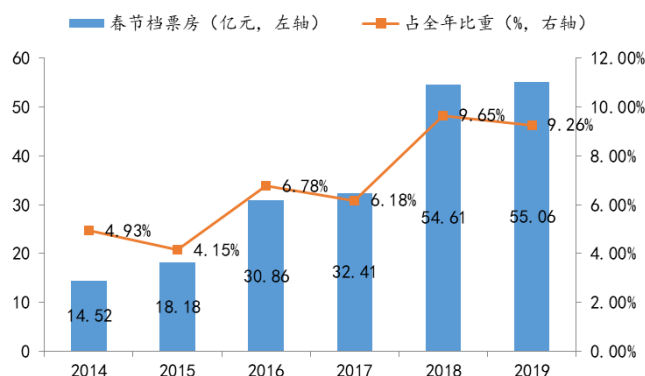
受盈利情况及政策调整影响，2019 年影视行业经历了一轮大洗牌。据天眼查数据，截至 2019 年 11 月，已有 1884 家影视公司关停。影视制作公司的出清，升级净化行业生产力，行业集中度有望进一步提升。

2.2 春节档影片集体撤档一季度票房承压，在线视频等线上娱乐受益

电影：2019 年全国电影票房增速进一步下滑，总票房 642.66 亿元，较去年同期同比增长 5.4%；分账票房 594.34 亿元，较去年 565.88 亿元同比增长 4.85%。观影人次同比增长 0.58% 至 17.28 亿，放映场次同比增长 14.41% 至 1.27 亿场；同时，平均票价同比提高 5.1% 至 37.1 元。2019 年国产片票房占比从 62.15% 提升至 64.07%，票房贡献率再次超过六成，中国电影市场对进口片的依赖在逐渐减弱。

自 2014 年以来，春节档电影票房呈现高速增长的态势。2018 年春节档分账票房 54.61 亿，观影人次超 1.45 亿，贡献全年 9.65% 的票房。虽然 2019 年春节档票房增速有所回落，录得分账票房 55.06 亿元，同比增长 0.82%，但春节档期票房占全年总票房的比重仍保持在 9% 以上的较高水平。受本次新冠疫情影响，2020 年春节影院停运及影片撤档，短期来看对院线公司 2020 年一季度利润影响较大，预计一季度院线公司利润将集体有所下滑。长期来看，票房有望在新冠疫情缓和后以及优质影片重新上映下迎来反弹。

图 5：2014-2019 年春节档票房及全年占比



资料来源：灯塔专业版，中国银河证券研究院

在线视频：受新冠疫情影响，人民视听娱乐需求由线下转移到线上，短视频、长视频、OTT 等受益得到快速发展。快手在除夕夜发放 10 亿元现金红包，春晚直播间累计观看人次 7.8 亿，依托春晚流量池获得新流量。字节跳动与欢喜传媒战略合作，以 6.3 亿元购得包括《囡妈》在内的欢喜传媒若干新电影及网剧播放权供用户免费观看，拉动西瓜视频、欢喜传媒下载量增加。截至 1 月 27 日零时，电影《囡妈》在头条系四大平台（抖音、西瓜视频、今日头条、抖音火山版）及智能电视鲜时光（西瓜视频 TV 版，与华数传媒合作）上线三日总播放量超过 6 亿，总观看人次 1.8 亿。长视频方面，得益于春节 10 天假期向用户开放的免费领会员活动以及《明星大侦探 5》等优质剧综，芒果 TV 综艺在春节期间取得较高播放量。

表 2：芒果 TV2019&2020 综艺在春节期间播放量（万）

| 排名 | 综艺 | 2019 年春节 7 天播放量 | 综艺 | 2020 年春节 7 天播放量 |
|----|------------|-----------------|-----------|-----------------|
| 1 | 歌手 2019 | 16,765.00 | 明星大侦探 5 | 35,738.00 |
| 2 | 女儿们的恋爱 | 10,298.00 | 妻子的浪漫旅行 3 | 18,092.00 |
| 3 | 我家那闺女 | 10,011.00 | 小小的追求 | 13,009.00 |
| 4 | 快乐大本营 2019 | 9,074.00 | 野生厨房 2 | 9,265.00 |
| 5 | 声临其境 2 | 7,046.00 | 我家那闺女 | 7,676.00 |

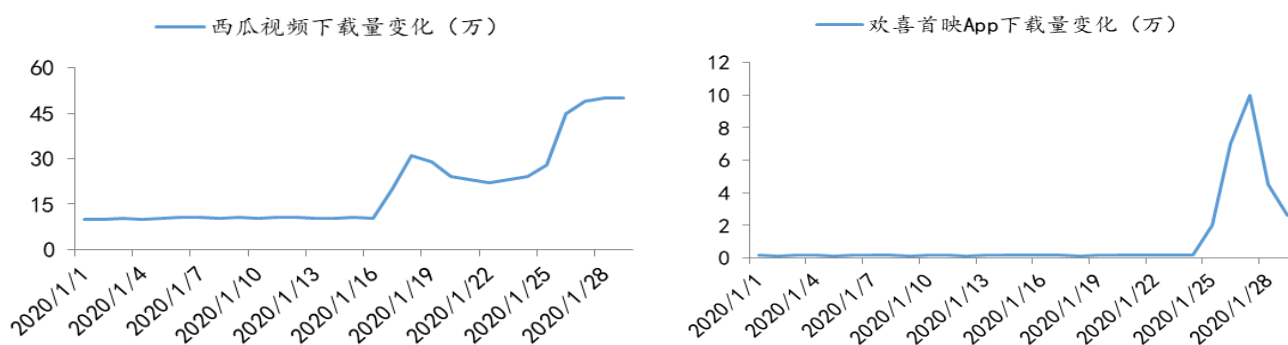
资料来源：骨朵，中国银河证券研究院

表 3：腾讯视频 2019&2020 连续剧在春节期间播放量（万）

| 排名 | 连续剧 | 2019 年春节 7 天播放量 | 连续剧 | 2020 年春节 7 天播放量 |
|----|------------|-----------------|---------|-----------------|
| 1 | 知否知否应是绿肥红瘦 | 148,000.00 | 三生三世枕上书 | 81,220.00 |
| 2 | 怒晴湘西 | 44,807.00 | 新世界 | 35,495.00 |
| 3 | 小女花不弃 | 41,409.00 | 将夜 2 | 31,495.00 |
| 4 | 天衣无缝 | 12,456.00 | 庆余年 | 15,844.00 |
| 5 | 天下无诈 | 7,477.00 | 蓬莱阁 | 15,250.00 |

资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

图 6：2020 年春节前后西瓜视频、欢喜首映 App 下载量变化情况



资料来源：七麦数据，中国银河证券研究院

网络剧：1 月份网络剧总体热度较高，网络剧 Top1 月度播映指数同比增长 4.74% 至 79.6，有三部网络剧月度播映指数超过 70。月度播映指数排在第一位的《锦衣之下》由多平台播放，播映指数为 79.6；一月份新上线的《爱情公寓 5》月度播映指数为 76.7，并列第一位，由爱奇艺视频独播。《庆余年》热度持续，本月排名第三，月度播映指数为 73.4。《想见你》和《将夜 2》位居本月播映指数第四、五位。

另外，在影视剧方面。受新冠疫情影响，1 月底，中国广播电视社会组织联合会电视制片委员会、中国广播电视社会组织联合会演员委员会联合发布新冠疫情期间停止影视拍摄的通知，如有影视公司、影视剧组在此期间因未暂停拍摄工作而引发疫情传播，有关单位将承担相关责任。在疫情期间，影视制片从业人员、影视演员有权拒绝拍摄工作。受该通知影响，影视基地关停，剧组全面停工，第一第二季度的影视剧拍摄进度和剧集供给或将受到影响。

综艺节目：自 2018 年 7 月广电总局加强对综艺节目的内容监管和综艺节目中追星炒星、泛娱乐化、高价片酬问题的调控治理以来，综艺节目在监管趋严的影响下，关注度有所回落，2020 年 1 月综艺节目 Top1 播映指数同比下降 9.89%。但伴随着片酬问题的逐步规范，综艺节目的成本结构将得以改善，更多成本将回归到内容创作中来，也在一定程度上鼓励了行业的创造性和内容的精品化。

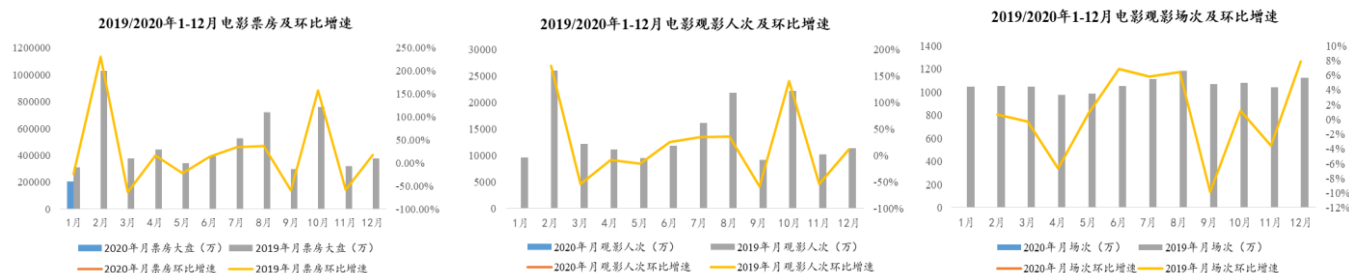
此外，受到新冠疫情影响，在国家广电总局统筹下，全国卫视加强疫情防控报道，减少娱乐性节目。湖南、浙江取消了《快乐大本营》《王牌对王牌》《新声请指教》《漫游记》等原定春节期间播出的综艺节目。

卫视收视率：头部卫视收视率排序情况基本不变，湖南卫视以 0.355% 的收视率位列第一，东方卫视、江苏卫视、北京卫视、浙江卫视位居卫视排名前五名剩下四席。2020 年 1 月卫视月度收视率整体有所上升，Top1 收视率同比上升 26.03%。

(1) 电影票房

受新冠疫情影响，2020 年 1 月电影市场表现冷淡，中国电影市场总分账票房约 20.30 亿，环比下降 45.94%。《宠爱》以 4.64 亿元票房位居第一；《叶问 4：完结篇》以 3.78 亿元票房位居第二；《误杀》以 3.40 亿元的单月票房位居第三；《我为你牺牲》以 1.06 亿元票房位居第四；《变身特工》以 0.94 亿元票房位居第五。

图 7：2019-2020 年 1-12 月中国电影市场票房、观影人次、场次及环比增速

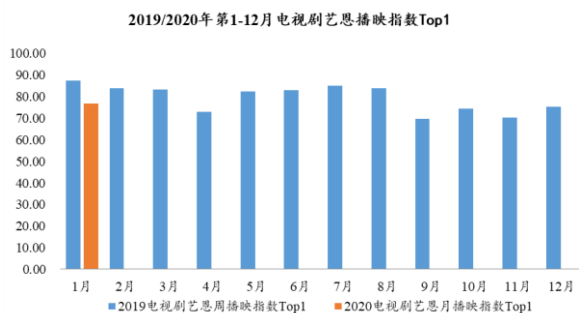


资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

(2) 电视剧播映指数

电视剧方面，2020 年 1 月，根据艺恩数据电视剧播映指数数据，多平台播放的《新世界》以 76.7 的播映指数排名第一；《下一站是幸福》以 75.4 的播映指数排名第二，《三生三世枕上书》《大明风华》《精英律师》播映指数分别为 72.00、70.3、70.00，占据前五名剩下三席。

图 8：电视剧月度播映指数 Top1 变化情况

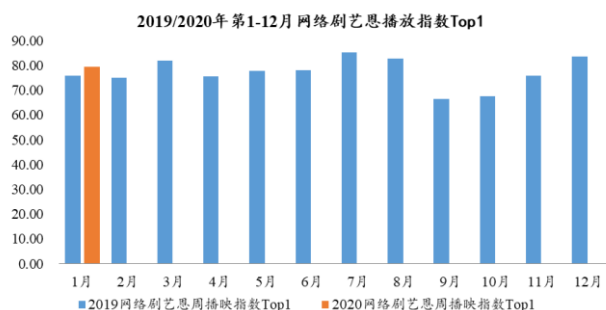


资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

(3) 网络剧播映指数

网络剧方面，2020 年 1 月，根据艺恩网络剧播映指数，《锦衣之下》《爱情公寓 5》以 79.6 播映指数并列第一；《庆余年》播映指数 73.4 排名第三。

图 9：网络剧月度播映指数 Top1 变化情况

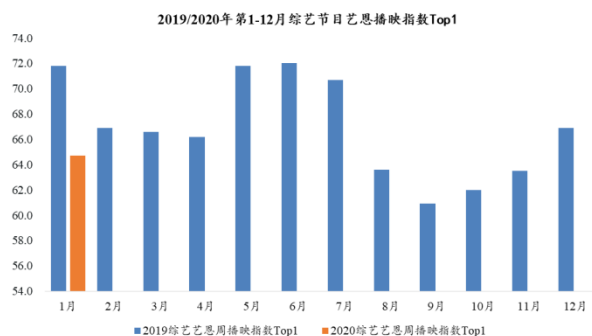


资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

(4) 综艺节目播映指数

综艺节目方面，2020 年 1 月，根据艺恩数据所统计的综艺节目播映指数排行数据，《我们的歌》、《吐槽大会第四季》分别拿下第一、第二的位置。

图 10：综艺节目月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

(5) 卫视收视率

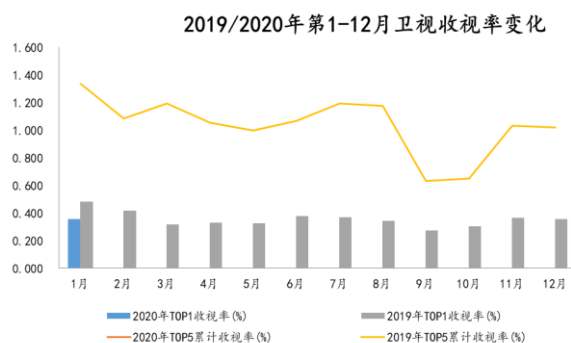
卫视收视率方面，根据酷云 EYE 所统计的收视率排行数据，2020 年 1 月卫视收视率排行榜中，湖南卫视、东方卫视、江苏卫视、北京卫视、浙江卫视仍然保持前 5 位的位置，其中湖南卫视以 0.355% 的收视率位列第一，东方卫视以 0.224% 的收视率紧随其后。

表 4：卫视月度收视率排行榜

| 2020 年 1 月卫视全天 (00:00-24:00) 收视率 | | |
|----------------------------------|----------|---------|
| 排序 | 频道 | 收视率 (%) |
| 1 | 湖南卫视 | 0.355 |
| 2 | 东方卫视 | 0.224 |
| 3 | 江苏卫视 | 0.171 |
| 4 | 北京卫视 | 0.171 |
| 5 | 浙江卫视 | 0.163 |
| 6 | 湖南金鹰卡通频道 | 0.103 |
| 7 | 山东卫视 | 0.090 |
| 8 | 辽宁卫视 | 0.088 |
| 9 | 广东卫视 | 0.084 |
| 10 | 安徽卫视 | 0.083 |

资料来源：酷云 EYE，中国银河证券研究院

图 11：卫视收视率变化情况



资料来源：酷云EYE，中国银河证券研究院

2.3 文化娱乐需求不断提升，影视行业市场空间仍可挖掘

在大市场环境紧迫、整体消费需求后劲不足的大背景下，受到票价上涨、盗版问题和税收风波后优质影片供给不足等因素的影响，2019年中国电影市场增速下滑，产业进入相对平稳的发展时期。同时，受盈利情况及政策调整影响，2019年影视行业经历了一轮大洗牌。据天眼查数据，截至2019年11月，已有1884家影视公司关停。影视制作公司的出清，升级净化行业生产力，行业集中度有望进一步提升。文化娱乐需求整体仍有提升空间，影视行业市场空间仍可挖掘。

文娱人均消费支出比例不断上升支撑行业增速。2013-2017年我国居民用于教育、文化、娱乐的人均消费支出不断上升，其占全部消费的比例也从10.60%扩大到11.40%。全国电影票房收入规模逐年扩大，电视剧在线播放量也呈现不断增长趋势，2018年票房超过600亿元大关，我们预计2019年全年票房将稳中有升，随着荧幕数的持续提升，同比增速有望达到10%。

在线视频平台成为新增量。自2015年视频付费市场驶入快车道以来，平台会员数量高速增长：根据爱奇艺2019年Q2财报显示，其订阅会员数量达到1.01亿，成为国内第一家会员规模破亿的在线视频平台，并在2019年Q3继续增长至1.06亿。根据腾讯视频发布2019年度指数报告显示，其付费会员规模突破1亿，成为国内第二家会员规模破亿的在线视频平台。

总而言之，消费者的消费行为正从传统的生存型物质性消费逐步转向发展型、服务型等新型消费，泛娱乐领域消费规模快速增长。在文娱消费需求提升大背景下，影视行业既拥有借东风扩大市场规模的机遇，又面临着来自其他新兴泛娱乐形式的竞争和挑战。我们认为，影视行业规模未来仍存在较大空间，对行业成长进行有效挖掘将是行业未来的主流。

3. 游戏行业：2019年游戏产业整体稳中有升，自研游戏出海收入增速稳健

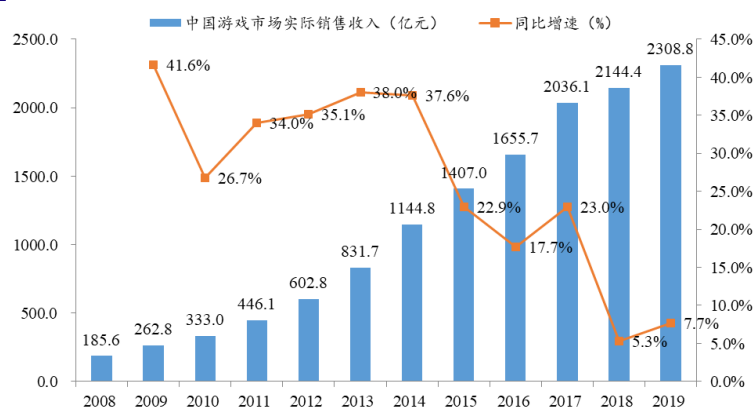
3.1 版号审批进入常态化，行业景气度逐步回升

因受国家机构改革影响，国产游戏版号审批自2018年3月末开始处于暂停状态，国产游戏备案也已于6月份关闭。在版号审批暂停的九个月内，按此前总局700款左右单月版号审批量，期间游戏行业预计缺失约6000款获准进入市场的新国产游戏。12月21日，中宣部出版

局副局长冯士新在中国游戏产业年会上表示恢复版号核发。截至 2019 年 12 月 31 日，审批恢复后原国家新闻出版广电总局官网共更新了二十八批国产游戏版号，共 1531 款游戏获得版号，其中第一批到第二十八批版号发出数量分别为 80、84、93、95、95、91、93、95、92、71、65、40、22、20、43、31、41、22、19、22、38、21、22、45、46、42、53、50 款，平均每批次发出版号约 55 个。同时，截至 2019 年 12 月 31 日，进口游戏获批暂停后的共九批游戏版号，总共 186 款。2020 年开始共更新了两批国产游戏版号，批号发出数量分别为 53、48 款，其中移动游戏共 95 款，客户端游戏 4 款，主机和网页游戏 1 款。

我们认为，游戏版号审批逐渐常态化，行业政策面得到边际改善，2019 年业绩有望迎来修复行情。在行业规模方面，根据中国音数协游戏工委游戏产业报告显示，2019 年中国游戏产业实际销售收入 2308.2 亿元，同比增长 7.7%，整体收入增速小幅回升，保持平稳增长势头。

图 12：中国游戏市场实际销售收入及增速



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）和伽马数据（CNG）历年中国游戏产业报告，中国银河证券研究院

3.2 行业处于成熟期格局稳定，移动游戏市场规模占比不断增大

电子游戏起源于 20 世纪 50 年代的美国，距今已有 60 余年的发展历史。中国内地游戏产业正式发端于 1994 年，起步相对较晚。经过二十多年的发展，中国电子游戏行业经历了产业培育期、产业起步期和快速发展期，现今已经进入稳定成熟期，市场格局日趋稳定。

在市场规模方面：根据中国音数协游戏工委的数据显示，2018 年中国游戏用户规模达到 6.26 亿人，同比增长 7.3%。经过 2008-2011 年的爆发式增长，自 2014 年开始，中国游戏用户规模增速降至 10% 以下，游戏行业的人口红利已经接近尾声。在此背景下，中国游戏市场整体收入规模增幅逐渐放缓，2018 年实际销售收入 2144.4 亿元，受版号审批暂停影响同比增速仅 5.3%。

在产品种类方面：游戏种类较为多样，囊括客户端游戏、移动游戏、网页游戏及主机游戏等类型。在 20 世纪初，端游作为先头军快速打开了中国游戏市场，而后随着移动互联网等技术的高速发展，移动游戏和网页游戏进入玩家视野，游戏类型开始多样化。2011 年移动终端的普及，使得移动游戏搭载人口红利迅速崛起，中国手游市场在 2013 年开始高速增长并迅速分流网页游戏，到 2018 年中国移动游戏市场规模达 1339.6 亿元，占中国游戏市场总规模的 62.5%，腾讯、网易等公司成为游戏市场龙头企业。但受人口红利消失及政策面收紧影响，移

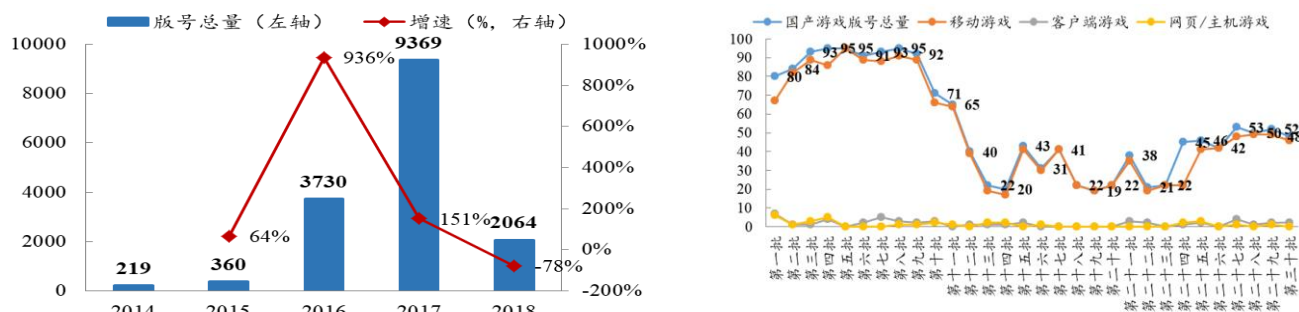
动游戏收入增速也呈现下降趋势，后来流量时代，提高用户留存率成为游戏公司首要目标，内容和产品成为成长的核心驱动力。

(1) 国产游戏版号审批速度平稳，进口游戏公布暂停后的第九批版号

回顾近 10 年网络游戏版号发放情况，2009 至 2018 年十年间，全国范围内获得版号的游戏共 19880 款，包括国产及进口的客户端游戏、移动游戏、网页游戏、H5 游戏及主机游戏，其中国产游戏 18816 款，进口游戏仅 1064 款。从 2016 年 7 月到 2018 年 3 月，游戏版号办理的政策保持着稳定和宽松，其中，仅 2017 年就有 9368 款游戏获得版号。因受国家机构改革影响，2018 年网络游戏版号发放受到限制，版号审批自 2018 年 3 月末开始暂停，使得 2018 全年发放数量下降至 2064 款。2018 年末审批恢复，截至 2019 年底，原国家新闻出版广电总局官网共更新了二十八批游戏版号，总计 1531 款游戏获得版号，其中移动游戏 1434 款、客户端游戏 46 款、网页游戏 31 款，目前发放的版号以移动游戏为主，端游、页游供给相对缺乏。2020 年起，原国家新闻出版广电总局官网共更新了两批国产游戏版号，批号发放数量分别为 52、48 款。

在进口游戏方面，当前审批主要针对两种产品：一种是国内游戏企业代理的海外游戏产品，另一种是获得海外版权方 IP 授权、由国内游戏企业研发的游戏。2019 年 4 月 2 日，进口网络游戏版号恢复发放，这是 2018 年 2 月以来首次发放进口游戏版号。从游戏数量看，首批 30 个版号于 3 月 29 日获批，包括 22 款手游、5 款端游、3 款主机游；从游戏类型看，本次过审进口游戏较以往更加多元，除休闲游戏外，不乏 MMO、MOBA、SLG、二次元等游戏品类，覆盖到了目前市场上大部分主流品类；第二、三、四、五、六、七、八、九批进口网络游戏版号也分别于 5 月 13 号、6 月 6 号、7 月 19 号、8 月 8 号、8 月 29 号、9 月 20 号、10 月 25 日、11 月 25 日发放，从游戏数量看，这九次分别有 22、23、24、26、12、19、12、18 款进口网络游戏过审，共包括 140 款手游、30 款端游、14 款主机游、2 款页游，其中不乏《旅行青蛙：中国之旅》、《逆水寒》等知名 IP 产品，游戏类型丰富，符合大众审美的游戏较多。2017 年全年进口游戏版号过审 467 款，月均约 39 款，而对比此次过审数量，虽然数量稍低于此前水平，但相信与国产游戏版号的趋势相似，随着审批工作逐步恢复，未来数量将会逐渐处在一个合理的区间，游戏行业政策面逐渐明朗，但管理力度趋严仍是大趋势。

图 13：2014-2018 年游戏版号总发布数量，2018 年 12 月版号恢复后第一至三十批版号情况



资料来源：国家新闻出版广电总局，中国银河证券研究院

(2) 移动游戏流水数据

2019 年移动游戏流水排行如下：

总体来看，与 2018 年相比，2019 年流水 TOP10 中产品重合度较低，除 5 款游戏相同外，其余 5 席被 3 款新游和 2 款老游占据，其中《率土之滨》《神武 3》上线时间均较长，但 2019 年流水范曾首次进入流水 TOP10 榜单。从游戏类型看，2019 年 ARPG 类游戏仅有一款新游《完美世界》入榜。

表 5：2019 年伽马数据移动游戏收入测算榜 TOP10

| 排名 | 游戏名称 | 游戏类型 | 开发商 | 运营商 |
|----|------------|-----------|------|------|
| 1 | 王者荣耀 | MOBA 类 | 腾讯游戏 | 腾讯游戏 |
| 2 | 梦幻西游 | 回合制 RPG 类 | 网易游戏 | 网易游戏 |
| 3 | 和平精英 | 射击类 | 腾讯游戏 | 腾讯游戏 |
| 4 | 完美世界 | ARPG(MMO) | 完美世界 | 完美世界 |
| 5 | QQ 飞车 | 竞速类 | 腾讯游戏 | 腾讯游戏 |
| 6 | 阴阳师 | 回合制 RPG 类 | 网易游戏 | 网易游戏 |
| 7 | 大话西游 | 回合制 RPG 类 | 网易游戏 | 网易游戏 |
| 8 | 率土之滨 | SLG | 网易游戏 | 网易游戏 |
| 9 | 神武 3 | 回合制 RPG 类 | 多益网络 | 多益网络 |
| 10 | 跑跑卡丁车官方竞速版 | 竞速类 | 世纪天成 | 腾讯游戏 |

资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

(3) 网页游戏数据

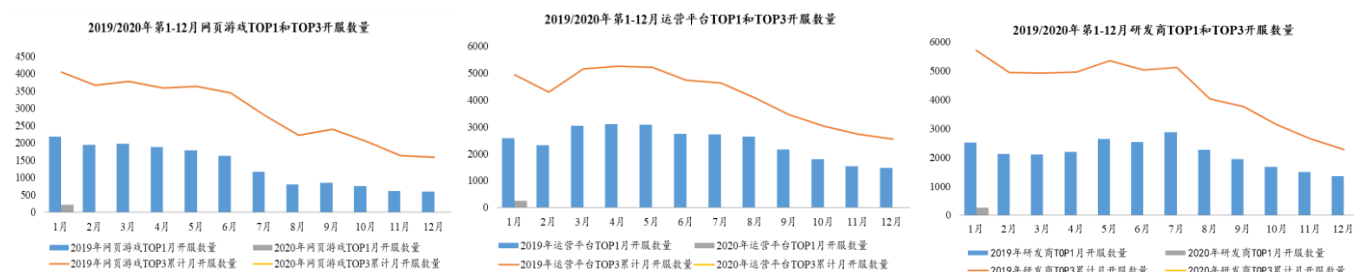
2020 年 1 月网页游戏开服数据如下：

网页游戏方面，开服数量 TOP 1 累计服务器共 209 组，开服数量 TOP 3 累计共 267 组。

运营平台方面，开服数量 TOP 1 累计服务器共 233 组，开服数量 TOP 3 累计共 365 组。

研发商方面，开服数量 TOP 1 累计服务器共 258 组，开服数量 TOP 3 累计共 303 组。

图 14：月度网页游戏、运营平台及研发商 TOP1 和 TOP3 累计开服数量



资料来源：9k9k，中国银河证券研究院

3.3 自研能力成为核心竞争力，细分人群及海外市场带来新增长

自研能力成为核心驱动力。过去几年游戏行业处于高速增长期，但随着游戏行业人口红

利逐渐褪去，买量成本上涨，行业供给端开始收紧，对于依靠换皮和堆量进行获客的游戏公司是一个较大冲击。因此，自研能力将成为事关厂商生存发展的核心能力；对于产业链下游，游戏发行方在流量成本增加影响下，也将更加关注游戏本身的产品质量，精品游戏将获得更高的议价能力。

国内细分市场及海外游戏市场成为新的增长点。快速增长期过去后，游戏行业向精品化转型，告别以量博收的开发风格，市场进一步细分，寻觅以精品游戏冲出国内甚至海外市场的方法也成为了未来的主要方向，满足特定用户群体的需求将成为新的增长点。其中，二次元移动游戏市场的关注度提升，各厂商布局力度加深。2018年，其市场规模同比增长19.5%至190.9亿，增长率高于同期移动游戏市场整体增长水平。虽然目前二次元游戏在中国移动游戏市场中占比仅为14.3%，市场贡献度较低。但随着二次元移动游戏数量和质量的不断提升，二次元用户的付费意愿的增强，二次元游戏市场或将迎来新的发展机会。

3.4 春节期间优质老游戏集体回暖，头部游戏及棋牌类等休闲游戏表现亮眼

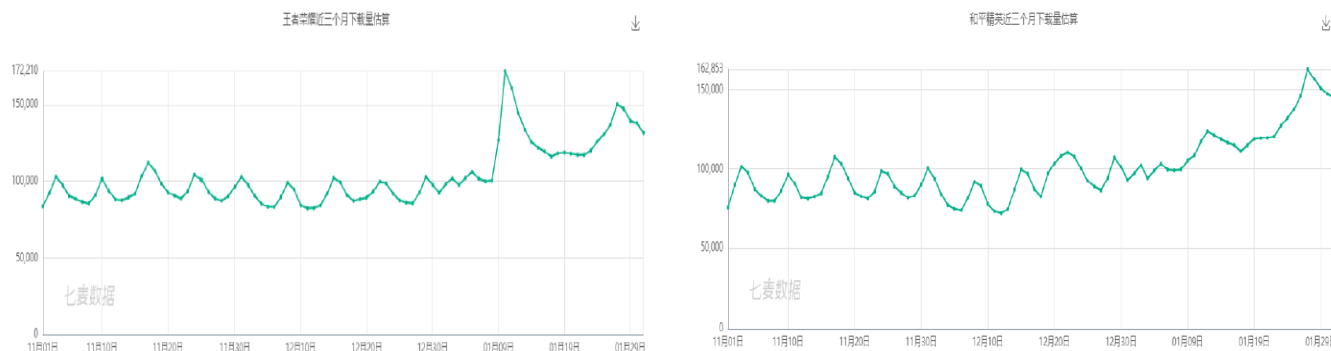
在新冠疫情影响下，居民户外娱乐方式受限，用户在游戏上的使用时长大幅增加，游戏类应用成为春节期间iOS免费榜排名上升最快的应用，占比达到35%。整体来看，2020年春节期间iOS畅销榜TOP20游戏总体下载量同比增长130.1%，其中TOP5游戏下载量同比增长74.8%，头部优质游戏表现亮眼。

图 15：2020 年春节期间（1.24-1.30）iOS 免费榜排名上升最快应用数量



资料来源：七麦数据，中国银河证券研究院

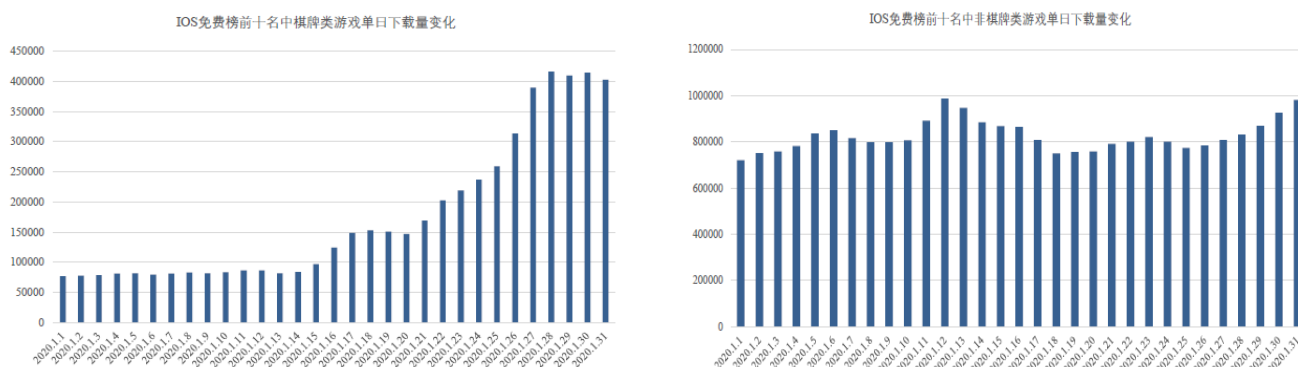
图 16：《王者荣耀》《和平精英》近三个月单下载量



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

受新冠疫情影响，线上棋牌类等休闲游戏表现突出，3 款产品打入 OS 畅销榜 TOP50、8 款打入免费榜 TOP50。从整个春节期间的棋牌类游戏下载趋势变化来看，根据七麦数据的统计，iOS 免费榜前十名棋牌类游戏单日下载量较平日有 3 倍以上增长。在营收方面棋牌游戏也实现了新的增长高峰，据“辉煌智囊团”的数据统计，部分大量级产品日巅峰增长突破百万级以上，日巅峰收入突破三千万以上，打破了历史记录。根据其预估，今年春节棋牌圈整体涨幅将超 200%。

图 17: iOS 免费榜前十名棋牌类、非棋牌类游戏下载量变化



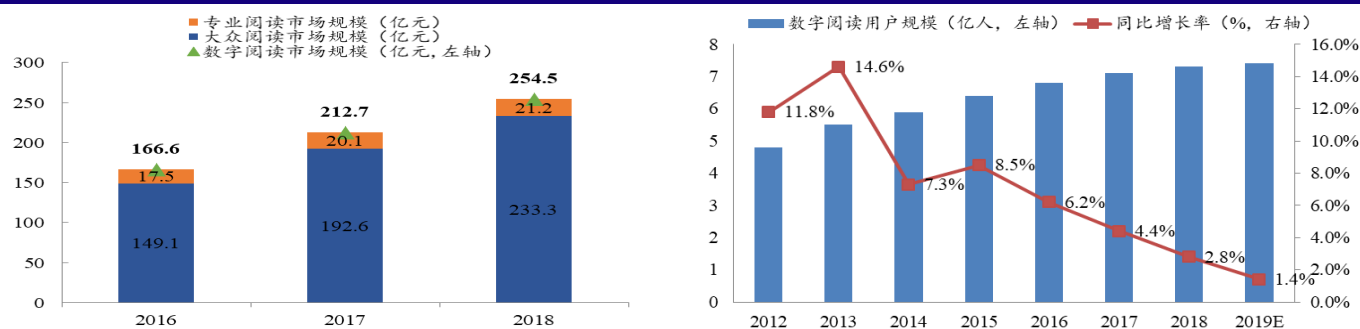
资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

4. 阅读行业：图书出版行业增速放缓，数字阅读市场规模保持高速增长

4.1 出版行业增速放缓头部凸显，数字阅读市场规模保持高速增长，用户增速放缓

伴随着互联网发展以及智能手机、平板电脑和电子书阅读器等智能终端的普及，自 2010 年以来，中国人均数字化阅读方式接触率、手机阅读接触率等指标增长较快。根据中国数字阅读白皮书显示，截至 2018 年，中国数字阅读市场规模增至 254.5 亿元，用户规模已达 4.32 亿。预计 2019 年其市场规模将超过 300 亿。数字阅读逐渐成为重要的阅读形式之一，对图书出版行业造成一定冲击。在用户规模方面，2019 年我国数字阅读用户数达 7.4 亿人，同比增长 1.4%，游戏、影视等其他娱乐方式分流阅读用户规模，加上我国互联网人口红利逐渐消失，数字阅读用户规模增速逐年放缓。

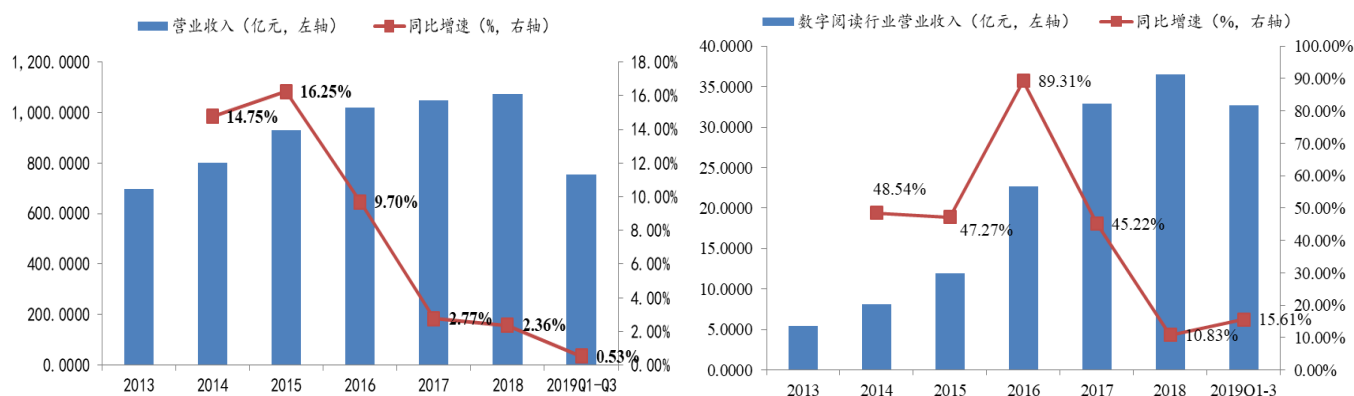
图 18: 2012-2020E 年数字阅读市场规模、用户规模及增速



资料来源：2018 年中国数字阅读白皮书、比达咨询，中国银河证券研究院

2017 年图书出版发行行业营业收入 1036.59 亿元，同比增长 2.51%。在 2013 至 2015 年期间，图书出版发行行业保持约 15% 的平均增速，自 2015 年以来，在数字阅读、新媒体等冲击下，图书出版行业营业收入增速逐步减缓。而数字阅读行业收入在 2016 年迎来增长高点，并在 2017 年依旧保持较高的增速。

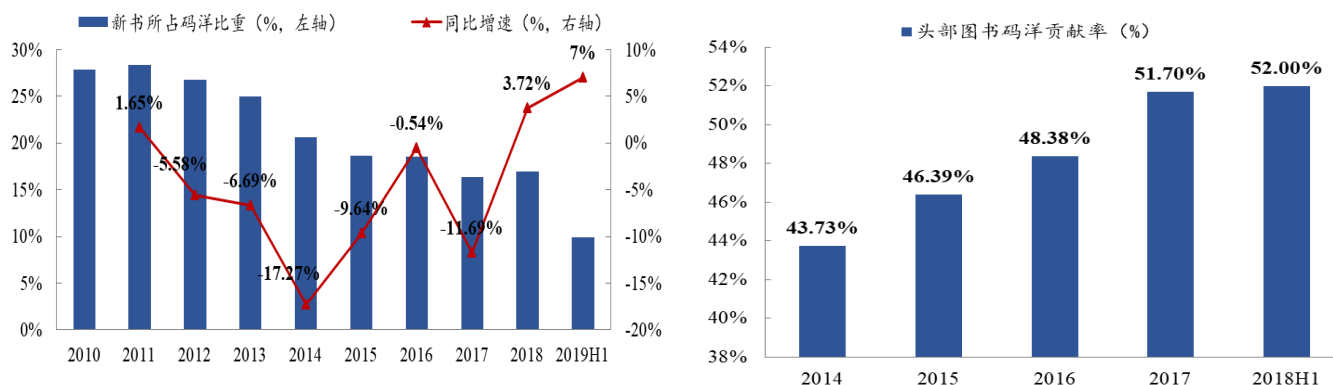
图 19：2013-2019 前三季度图书出版行业营业收入及数字阅读行业营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2019 年 Q1-3，在数字阅读、新媒体等冲击下，图书出版行业营业收入 754.38 亿元，同比增长 0.53%，较在 2013 至 2015 年 15% 的平均增速降幅较大。同时，行业经典作品持续霸榜，新的优质内容有效供给略显不足。根据北京开卷数据，新书所占码洋比重由 2011 年的 28.33% 降至 2018 年的 17%。从 2019 上半年新书码洋贡献率来看，新书码洋贡献率为 9.92%，较去年同期有小幅上升，新书码洋贡献的上升更多是受头部新书单册码洋提升的带动。

图 20：2010-2019H1 新书所占码洋比重，2014-2018H1 头部图书码洋贡献 (Top1%的品种)

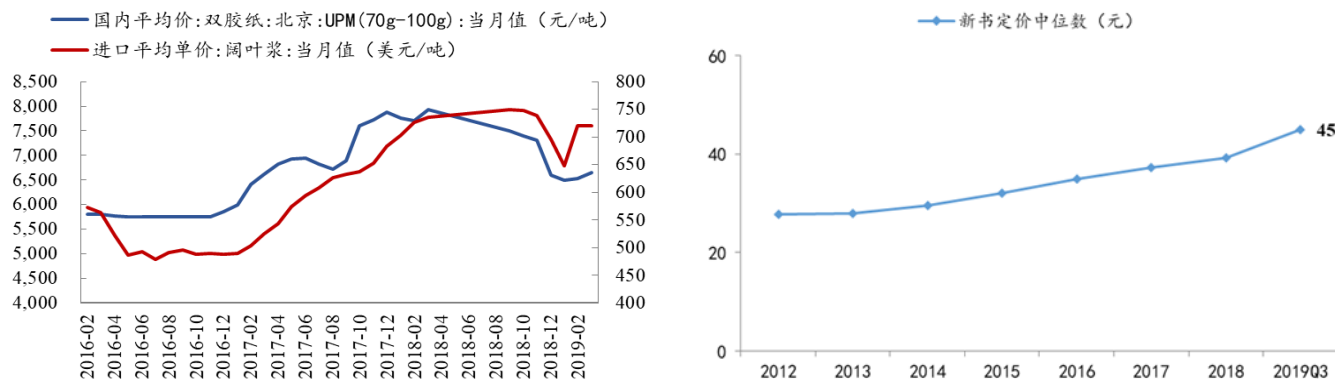


资料来源：北京开卷，中国银河证券研究院

图书出版物主要的两个品类为书籍（大众图书）和课本（教材征订目录内的教材和教辅材料）。其中，大众图书的销量主要由市场的供求关系决定，码洋是其需求量的重要影响因素之一。近年来，由于大气污染问题，国家环保部门加强了对造纸业等污染行业的直接干预，导致纸张价格大幅上涨，图书印刷成本增加。2016 年 2 月至 2018 年 3 月，双胶纸价格增长近 40%，直接推升新书定价（2018 年上半年新书平均价格为 88.15 元，同比增长 16.57%），影响消费者的消费欲望，增加大众图书的销售压力。相比之下，由于课本主要采用征订的方式，价格不

完全由市场决定，因此纸价上涨对课本码洋的影响较为滞后，课本具有刚性需求属性。

图 21：2016 年 2 月-2019 年 4 月纸张价格、2012-2019Q3 中国图书零售市场新书定价中位数

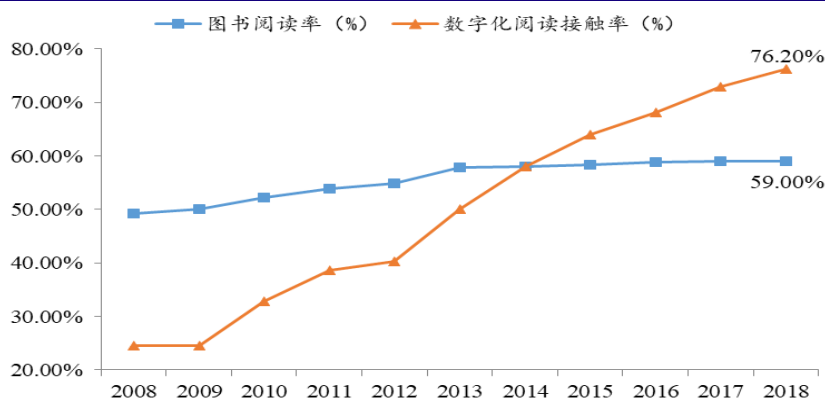


资料来源: Wind、北京开卷, 中国银河证券研究院

4.2 数字化阅读率持续提升，细分图书品类仍具有刚需属性

数字阅读逐渐成为居重要的阅读形式之一，成年国民数字化阅读接触率在 2014 年超过图书后不断升高，到 2018 年已接近 80%。自 2010 年以来，中国人均数字化阅读方式接触率、手机阅读接触率等指标增长较快，对图书出版行业造成一定冲击。但纸质图书仍然是国民阅读的主要形式。纸质阅读多为知识和文学等内容的“深阅读”，而数字阅读主要为网络文学和新闻资讯等内容的“浅阅读”，两种阅读介质互相补充，满足不同人群的阅读需求，纸质书持续吸引深阅读用户群体。

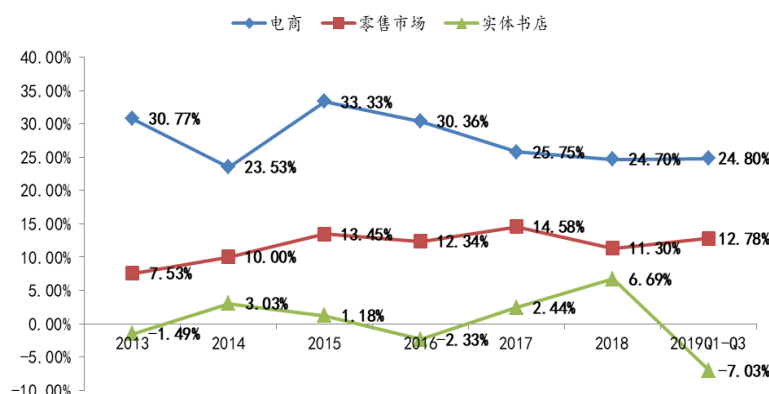
图 22：2008-2018 年成年国民图书阅读率及数字化阅读接触率



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

根据北京开卷发布的图书零售市场数据，图书零售市场 2018 年同比增长 11.3%，继续保持两位数的增速。其中电商渠道增速有所下滑，但仍保持 24.7% 的高速增长。相比之下，实体书店则再次出现负增长，同比下降 6.69%。由此可见，两种渠道分化明显，图书的线上零售比线下更具优势。电商平台对线下书店的分流作用明显，主要由于其价格低廉、品种丰富、配送便捷、活动促销刺激消费作用强等特点，同时线上渠道还具有无租金成本、信息化程度高、采购仓储物流的规模效应等优势。

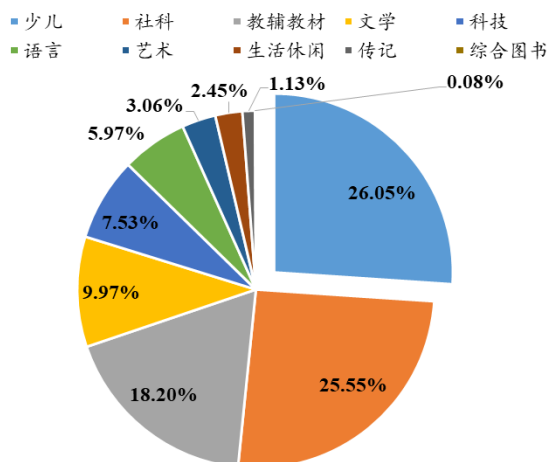
图 23：2013-2019 年前三季度图书零售市场增速



资料来源：北京开卷，中国银河证券研究院整理

大众图书出版物可细分为少儿、社科、教辅材料及文学等多个品类。根据北京开卷的数据，2019 年前三季度码洋占比最高的大众图书品类为少儿(26.05%)，教辅材料位列第三(18.20%)。虽然受到数字阅读及短视频等新娱乐的影响行业增速减缓，但码洋占比较高的少儿和教辅图书具有刚需属性，其需求受新媒体冲击较小。图书市场仍有望保持稳健增速。

图 24：2019 年前三季度大众图书出版物品类码洋比重



资料来源：北京开卷《2018 上半年图书零售市场报告》，中国银河证券研究院

4.3 图书出版税收优惠政策稳定，在线阅读用户基础逐年扩大

行业享有财税优势，税收优惠政策稳定。自 2006 年起，出版行业一直享受文化增值税及营业税优惠政策，单次政策生效时间在 1 年到 5 年之间。国家从 2006 年开始，已经对文化增值税优惠政策进行了 4 次延续，历时长达 15 年，足以见国家对文化产业的重视。根据 2018 年最新政策，到 2020 年底，出版行业将继续享受相关税惠。预计文化增值税及营业税优惠政策将长期延续，可成为出版行业的可持续性利好，可为出版单位及个人减轻税负压力、增强盈利能力。

图书产品头部效应明显，行业向精品化发展。在图书发行市场，呈现出与影视和游戏两个行业相似的发展趋势，头部效应愈加明显。根据北京开卷的数据，头部图书的码洋贡献率在

2017 年首次超过 50%，意味着 2017 年图书市场中半数以上的码洋来自于前 1% 的产品，图书产品的头部效应凸显，渠道向头部集中。

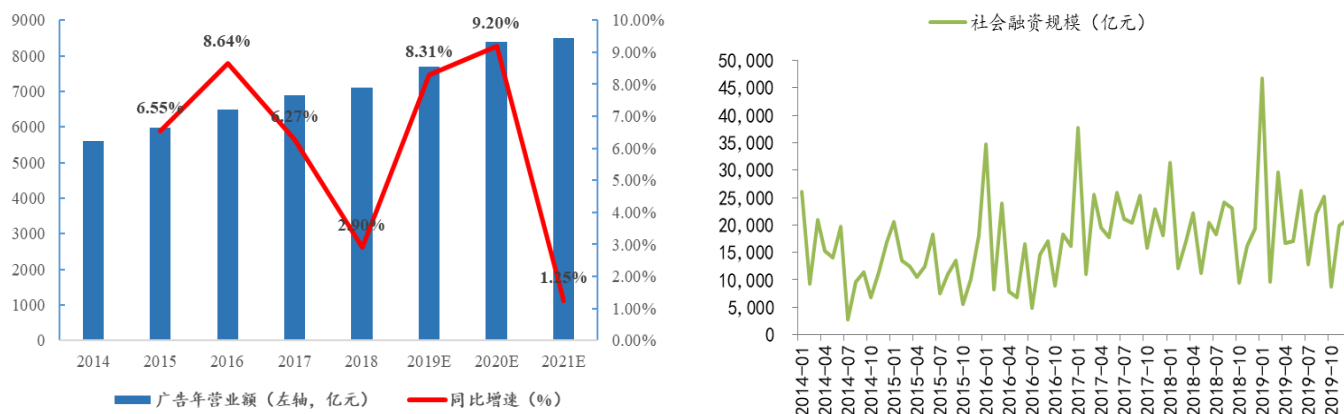
数字阅读市场规模将进一步扩大。2018 年，中国数字阅读产业规模达 254.5 亿元，增长 19.6%，用户规模已达 4.32 亿，预计 2019 年其市场规模将超过 300 亿。大众阅读市场规模占比达 91.67%，是产业发展的主导力量。专业阅读市场规模稳中有增，持续为产业贡献力量。2011-2019 年中国网络文学用户逐年扩大，从 2011 年的约 2 亿增长到 2019 年的 4.6 亿，为在线阅读提供丰富的用户基础。同时，2019 年我国人均阅读量达 7.99 本，其中纸质书 4.67 本、电子书 3.32 本，整体来看，数字阅读市场保持快速发展。

5. 营销行业：中国广告市场处于调整期，网红经济催生新业态

5.1 生活圈媒体同比增速放缓，中国广告市场进入调整期

2019 年前三季度中国广告市场全媒体广告花费同比减少 8.0%，传统媒体同比降幅达到 11.4%。国内广告市场从 2013 年开始增速放缓到个位数，一方面是因为 2013 年市场规模达到 5000 亿之后，高基数后增速放缓，另一方面，广告行业与 GDP 历来高度相关，经济景气低迷时，广告主对未来收入预期不乐观，相应广告投入也会缩减。由于我国从 2013 年开始，GDP 增速逐年放缓，也影响了企业的营销支出。

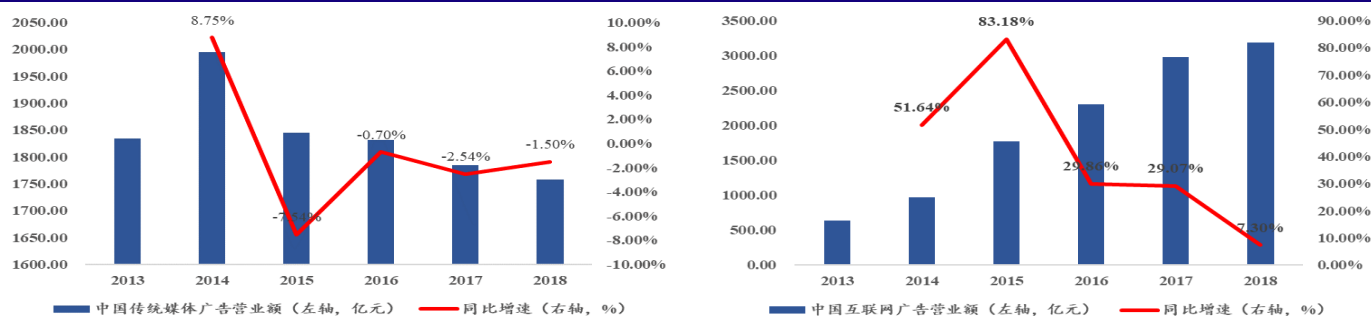
图 25：2014-2021E 中国广告业年营销额、预测额及增速，2014 年 1 月至今社会融资规模数据



资料来源：CTR 媒介智讯、Wind，中国银河证券研究院

生活圈媒体保持正增长，但增速放缓，进入冷静发展阶段。就细分市场来看，2019 年前三季度两大梯媒和影院视频媒体的广告刊例花费同比增速收缩至 5% 以下，进入相对平稳发展阶段。

图 26：2013-2018 年中国传统及互联网广告营业额走势



资料来源：CTR 媒介智讯，中国银河证券研究院

5.2 媒介广告刊例花费同比下降，出海推广将成未来趋势

从 CTR 统计的媒介广告刊例花费指标来看，电视、报纸、杂志等传统广告市场及互联网媒体广告呈现持续下滑趋势，中国广告市场处于调整期。截至 2019 年前三季度，中国广告市场整体下滑 8.0%，传统媒体下滑更为严重，同比降幅达到 11.4%。

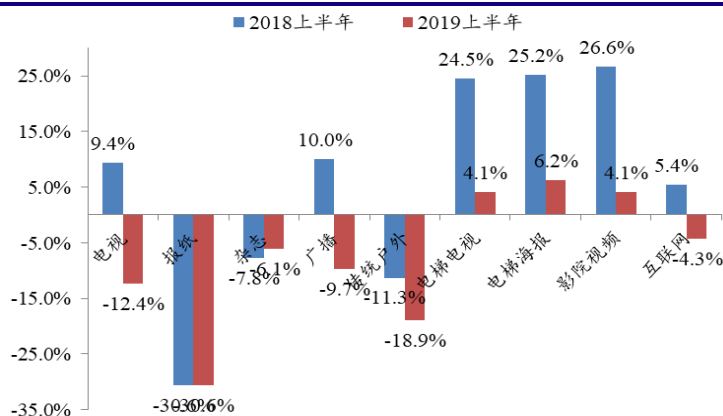
在媒体方面，传统媒体及互联网媒体在 2019 年前三季度均表现低迷。据 CTR 最新报告显示，电视和广播媒体的刊例花费同比下滑 10.8% 和 10.7%。平面媒体中，杂志媒体的刊例花费降幅有所收窄，同比减少 7.0%，报纸媒体的广告花费同比下滑 27.4%，传统户外媒体刊例花费降幅扩大到 19.8%。互联网媒体广告刊例增速同比收缩 4.2%。

生活圈媒体保持正增长，但因广告行业整体低迷态势景气度有所下滑，增速下滑明显，两大梯媒和影院视频广告刊例花费增速同比由 25% 左右收缩至 5% 以下，步入冷静发展阶段。

在行业方面，据 CTR 最新报告显示，2019 年前三季度全媒体广告市场 TOP10 行业榜单中，仅有食品行业广告花费实现正增长，增幅为 16.9%，其细分品类中，零食糖果、奶类产品和方便食品都增加了广告投放。

目前广告市场仍处调整期，预计全年广告市场承压。在国内经济状况和互联网人口红利趋尽的大环境下，国内广告主寻求海外市场推广成为大趋势，利好海外广告业务等细分领域。

图 27：2018-2019 年上半年各媒介广告刊例花费变化



资料来源：CTR 媒介智讯，中国银河证券研究院

5.3 打破圈层全量覆盖，数字化营销优化成本效率

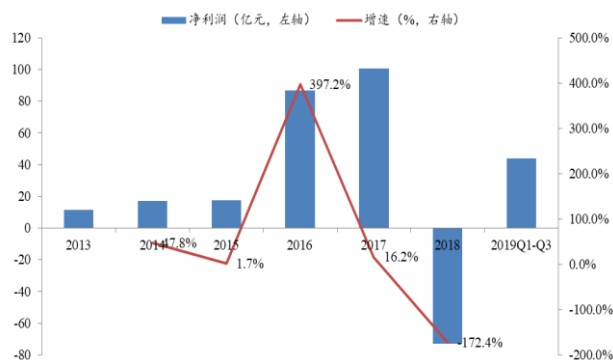
消费人群及传播场景复杂多样，规模化营销行业面临挑战。在目前的消费市场中，人群的分类较以往更为复杂，大量人群有着其独特多样的消费需求。同时，传播场景也逐渐多样化，营销公司想要突破边界覆盖多种渠道的难度加大。人群和场景的复杂多样使得规模化营销难度加大。

打破圈层全量营销，数字化营销优化成本效率。营销商通过建立营销生态覆盖全量的目标人群，数字化是其重要基础。数字化打破圈层实现了去边界化，层层优化营销效率，帮助营销商更精准的识别消费者，并通过匹配的内容建立更为紧密的联系。由此，互联网广告通过互联网的赋能效应，将广告主与消费者准确匹配，提高了营销的成本效率，以点搏面，优势凸显。

5.4 网红经济催生新业态，营销行业业绩整体有所回暖

2019 年网红经济发展迅猛，直播电商 2019 年交易量增至 4400 亿元，同比增速 214.29%，其中淘宝直播体量最大，预计 2019 年淘宝直播交易规模达 2500 亿元。网红经济发展催生新业态，主播带货业务盛行，2019 年直播平台主播带货转化率达 83.1%，已接近明星 KOL 带货转化率。营销行业业绩整体有所回暖，2019 年前三季度营销行业净利润扭亏为盈，由 2018 年的 -72.93 亿元增长到 44.02 亿元。

图 28：2013-2019 前三季度营销行业净利润及同比增速、2019 年中国 KOL 带货转化情况



2019 年中国各类 KOL 带货转化情况调查
(单位：%)

| | |
|----------|------|
| 明星代言/宣传 | 84.3 |
| 直播平台主播带货 | 83.1 |
| 短视频网红带货 | 82.3 |
| UP 主带货 | 78.3 |
| 微博大 V 带货 | 75.3 |

资料来源：Wind，艾媒数据中心，中国银河证券研究院

二、文化娱乐产业发展处于成长期，经济地位将持续提升

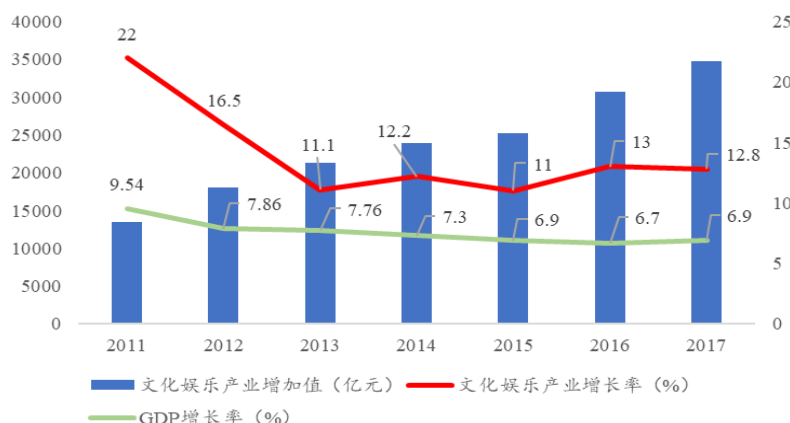
（一）文娱产业为经济转型提供新动力，同发达国家相比仍有空间

自 2004 年至 2016 年，中国文化产业增加值从 3440 亿元增长至 30785 亿元，增长接近 9 倍；法人单位数从 2004 年的 31.79 万个增加至 2016 年的 130.02 万个；法人单位营业收入从 2004 年的 16561.5 亿元增至 2014 年的 83743.4 亿元，增长超过 5 倍。上述数据表明中国文化产业的发展较快，各指标均呈现倍数级增长。

由图可以看出 2004-2016 年期间中国文化产业增加值迅速增长，总体上可以看出文

化娱乐产业增加值的增长率一直高于 GDP 的增长率，且年增长率近十年来均超过 12%，这表明文化娱乐产业作为一股新的力量，正在为经济转型发展提供新的动力。且随着教育的大量普及，越来越多的居民不再只满足于追求物质财富，更加注重精神财富，这也对文化娱乐产业的发展提供了一个有利条件，也代表着将来未来市场需求逐渐递增。同时，文化娱乐产业的增加值逐年增加，占 GDP 的比重也在逐年上升，在 2016 年已占据 GDP 比重的 4.14%，而美国这一比重在 2017 年已经达到 31%，韩国 2012 年已达 9.89%。相比较之下，中国文化娱乐产业发展仍存在很大发展空间。

图 29：2011-2017 年中国文化产业增加值及增长率与 GDP 增长率对比



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院整理

从子行业角度，中国出版业市场规模占比逐渐缩小、广播电视电影业与广告业占比逐渐增多，从增长能力上来看，出版业增长率一直处于劣势状态，其作为一个传统产业，其发展较为成熟、基数较大，在市场上基本已快达到饱和，很难出现大幅增长的情形；而电影业的增长率一直呈现领先地位，这与中国电影行业市场需求、海外作品引进、国产电影质量不断提升以及影院数量提升密切相关。出版业与广播电视业的增长率波动不大，表明中国出版业及广播电视业发展较为稳定、业态较为成熟；电影与广告业的发展相对起伏较大，市场发展具有很大潜力。

总体而言，虽然文化娱乐产业发展势头强劲，逐渐成为国民经济新的增长点，但我国的文化娱乐产业比起发达国家仍然有较大距离，在美国等发达国家，文化娱乐产业已经成为国民经济的重点和支柱产业，而我国文化娱乐产业发展处于弱势地位，文化产业市场化程度不高，规模较小，文化娱乐产业的总量还不够大、水平还不够高，在整个国民经济中所占的份额相对较小，对国民经济的贡献及影响还不充分，因此文化娱乐行业仍具有较大的成长空间。

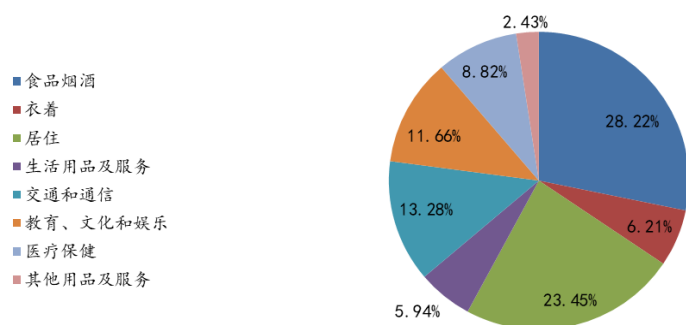
（二）居民教育文化娱乐消费增加，人民文化娱乐消费能力增加

居民可支配收入水平对文化娱乐消费能力具有重要影响，一般情况下，可支配收入水平越高，文化娱乐消费能力越强，文化娱乐消费量越大。且根据马斯洛需求层理论，人们在满足物质需要后，才会更多进行精神需要领域的消费。而文化娱乐消费属于精神消费领域，当居民总体生活水平不断提升，满足基本物质需要时，文化娱乐领域的消费会随着居民的精神需要而不断增加。例如，2019 年，全国居民人均可支配收入 30733 元，比上年名义增长 8.87%；全国居民人均消费支出 21559 元，比上年名义增长 8.59%。在居民消费支出中，人均教育文化娱乐的人均消费为 2513 元，增长 12.91%，占总消费金额的 11.66%。而根据 2017 年全国固定资

产投资情况，2017 年，全国固定资产投资（不含农户）631684 亿元，比上年增长 7.2%。分行业来看，文化、体育和娱乐业投资额达到 8732 亿元，同比增长 12.9%。

文化娱乐行业发展势头较好，文化娱乐企业在低迷的经济环境中成本传导能力较强，受经济周期波动影响较小，总体盈利水平相对稳定，随着居民娱乐性消费支出的不断增长，成本相对低廉的娱乐消费将获得大幅增长。

图 30：2019 年居民消费结构



资料来源：国家统计局统计年鉴，中国银河证券研究院整理

（三）技术推动行业竞争加剧，互联网集团渗透文化娱乐产业

在政策，互联网，资本的三大推动力之下，以 BAT 为首的互联网公司凭借其资源优势正在逐步实现对文化娱乐产业的渗透，并积极建立互联网化的娱乐生态圈。

技术进步将推动现有文化娱乐产业竞争格局的演变。随着云计算、人工智能、虚拟现实、区块链、5G、物联网等新一代信息通信技术的飞速发展，泛娱乐各垂直领域与这些技术将不断深度结合。新技术在网络游戏领域的应用逐步落地，H5 小游戏迅速占领市场，VR 游戏技术不断更新迭代，用户规模持续增长，为泛娱乐行业带来新的商业场景。泛娱乐各产业和实体场景的交互越来越成熟，同时打通泛娱乐产业供给侧和需求侧，帮助内容生产方更好地了解用户需求及消费趋势，助力行业发展。为了适应新的业态发展，阿里巴巴、百度、腾讯等站在时代前沿的企业开始调整产业布局，包括加大对各种智能技术、AI 实验室、量子实验室等的投入研发等。

图 31：综合型文娱集团产业链



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院整理

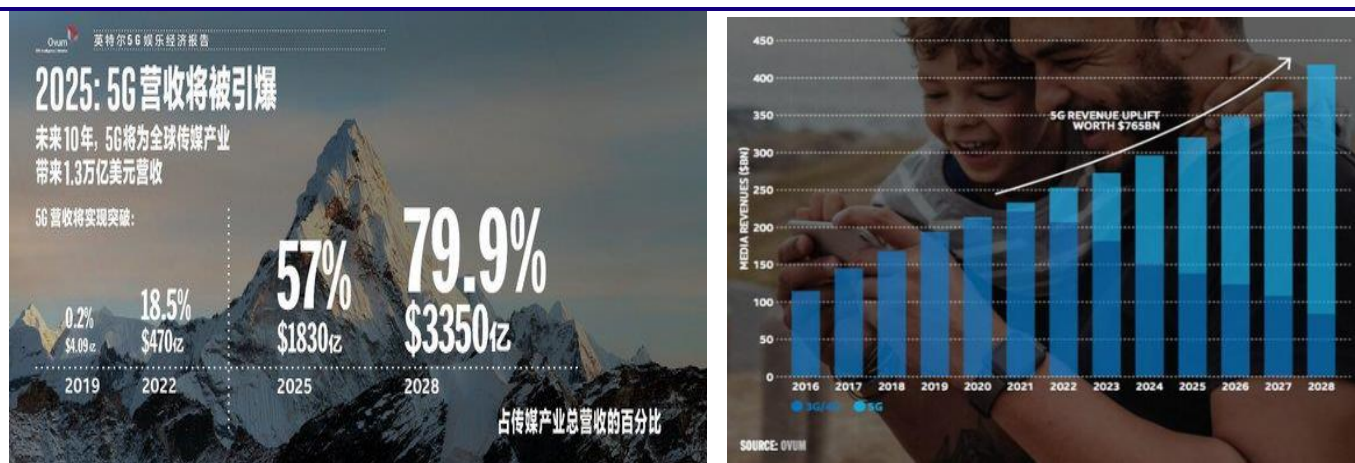
（四）5G 推动产业转型升级，泛娱乐促进行业进一步高质量发展

1. 数字技术的革新将推动文化娱乐产业的转型升级

数字技术的发展影响着文化生产方式的革新,也加速了文化传播方式的升级。特别是在互联网技术出现之后,文化传播呈现辐射广、速度快、影响大等特点,因此数字化技术的进步必定为文化的生产方式带来无限可能。5G 时代,高速率、高可靠低延时、超大数量终端网络的特征,将使数字文化产业迎来前所未有的红利期。

根据英特尔发布的《5G 娱乐经济报告》预测,在未来 10 年(2019-2028 年),传媒与娱乐产业将争夺累计近 3 万亿美元的无线营收机会。其中 5G 网络带来的业务将占到营收机会的近一半(近 1.3 万亿美元)。

图 32: 2019-2028 年 5G 营收规模预测



资料来源: 英特尔 5G 娱乐经济报告, 中国银河证券研究院

报告称,最早到 2025 年,全球 57% 的无线媒体营收将来源于对 5G 网络超高带宽能力的运用,以及在 5G 上运行的设备。网络的低时延意味着没有视频卡顿或中断,现场直播和大文件下载将在眨眼间完成。报告还表示,明年 5G 会为传媒产业带来 4.09 亿美元的营收,预计会占到传媒产业来自无线网络方面营收的 0.2%;而在 2022 年,5G 为传媒带来的营收则会增加到 470 亿美元,在无线所带来营收中的比重也会提升到 18.5%,最早在 2025 年,传媒产业来自 5G 网络和 5G 设备上的收入,在其无线收入中的比重就将超过 50%,预计会达到 57%,而报告预计 2025 年全球传媒业来自无线网络方面的营收为 3210 亿美元,57%也就是其中的 1830 亿美元。随着时间的推移,5G 为传媒所带来的营收还会进一步增加,到 2028 年,5G 将会为传媒产业带来 3350 亿美元的营收,在无线所带来营收中的比重会提升到 79.9%。

此外,5G 可以为提供媒体交互新方式,5G 技术将大大促进 AR / VR 应用程序开发,在 2021 年至 2028 年间,这些应用程序将创造逾 1400 亿美元的累计收入,并迅速成长为一个触达消费者的全新渠道。AR 技术将通过虚拟物品、虚拟人物、增强性情境信息等方式给人们带来连接媒体的全新方式。而 3D 内容和管理此类内容的生态系统的创建对于充分挖掘这一市场潜力来讲,也至关重要。与 VR 功能相结合的高响应触觉装备——比如《头号玩家》中让人眼花缭乱的触觉反馈套装,将为媒体消费提供新的感官维度。这种新型 VR 体验将在 2025 年出

现并在 2028 年前带来逾 50 亿美元的年收入。到 2028 年，中国或将成为全球最大的 VR 和 AR 市场，直接营收将超过 150 亿美元。

5G 还将推动“视频化”和“超视频化”。4G 时代移动互联网短视频和直播应用的发展已经导致 UGC 内容获得了前所未有的大规模增长。5G 将会影响所有的移动互联网应用业务都朝着“视频流”化的趋势发展，以及包括虚拟现实等类型的“超视频化”方向发展。作为大宽带、低时延、大连接的新一代移动通信技术，5G 将把人们的移动宽带体验推向新高度，极大地丰富人们的工作生活、娱乐体验。而随着 4k 的广泛运用与 8k 的逐渐普及，高清视频行业将迎来新的发展机遇。同时，5G+8K 在超清娱乐、医疗影像、广播传媒、远程教育、展览展示、安防监控等领域中的应用，很大程度上也可以提高消费者体验和便捷性

中国政府也于 2017 年 3 月首次将人工智能写入了政府工作报告中，这标志着我们向人工智能迈出了步伐，文化产业也应该借 AI 东风实现快速发展与提升。在这方面，公共文化服务的智能驱动是大势所趋，《公共文化服务保障法》中也明确提出要“鼓励和支持发挥科技在公共文化服务中的作用”，例如图书馆等公共文化设施中通过人脸识别技术借书已经开始使用。此外，前沿核心技术的多维应用正重塑文化产业新业态，人工智能在文化产业领域应用的成功案例比比皆是，未来文化产业的发展势必离不开人工智能的助力。因此，各个行业应根据自身行业发展特点，多维度合理应用人工智能前沿技术，使经济效益倍速增长。人工智能一方面被广泛提及于技术层面，另一方面已然成为一个大型 IP，抽离于技术层面成为内容可供创作。因此，文化产业大可于此做足文章，在游戏开发、影视作品、文学创作、主题乐园等领域以人工智能为内容，发挥丰富的想象力进行创作。

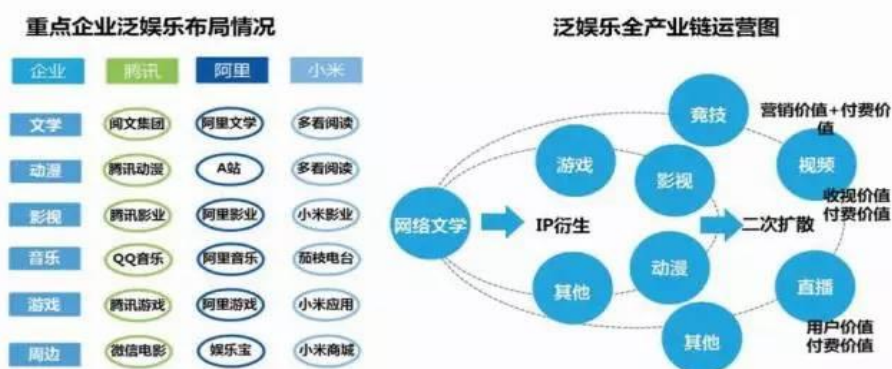
6 月 6 日，工信部向三大电信运营商中国移动、中国联通、中国电信以及中国广播电视网络有限公司正式发放 5G 牌照，牌照的发放，标志着 5G 网络商用正式开始。广电未来有望依托国网公司在 5G、基础通信、IPTV（交互式网络电视）等方面的资源优势，中科院的前沿技术开发优势以及光华集团的产业运营优势，迅速实现全国范围内的落地入网；建立 5G 多频互动内容集成生态、智能分发和大数据云服务，打造 5G 跨屏内容及电商产业的“中央厨房”。同时，还将借助人工智能、大数据分析和核心专有技术，打造集智能化硬件、购物、云服务、物联网、内容消费等为一体的大数据跨屏电商和营销平台。在全球业务拓展上，运营公司将利用国网公司及光华集团在东南亚地区的渠道优势，通过 IPTV 和 5G 网络辐射东南亚地区市场，并逐步切入中西亚、中东欧市场；打造“一带一路”融媒体平台，形成内容海外分发网络。此外，运营公司还将培育孵化 5G 上下游产业生态，独立或合作研发生产智能硬件设备，包括高速数据传输网络、AR/MR（虚拟现实）终端、互联网电视、运动穿戴等，形成 5G 应用产业集群。而国网整合与“全国一网”的落地，将提升广电系的整体实力，提高资源利用效率，为广电系的 5G 建设与发展带来较大的提升作用，整体行业将在 5G 时代迎来全新发展机遇。

2. 泛娱乐产业将进一步高质量发展

2011 年以来，以 IP 为核心，以影视剧、网络游戏、文学作品、动漫为外延的“泛娱乐”文化概念日渐形成，并逐渐成为行业热点，文化多业态融合与联动成为数字娱乐产业尤其是内容产业的发展趋势。内容是泛娱乐产业的核心，精品 IP 则是内容的核心。现在，文学、动漫、影视、游戏、音乐、综艺节目等业态早已不是孤立发展，而是在 IP 孵化期就开始协同培育、共同打造精品 IP，在早期就实现了资金、内容制作、演艺明星、宣传推广、发行销售、衍生

产品等各个环节的贯通。未来，生态化运营的龙头企业将以制作方、投资方、运营方三种或以上的多重形态、角色深度介入 IP 经营的“全产业链运作”，努力打造作家品牌和超级 IP，形成一条“文-艺-娱”一体化的全媒体经营产业链。这种泛文化产业平台的搭建，使得各产业门类不再孤立存在，而是全面跨界连接、融通共生。因此，未来的泛娱乐产业会形成综合型的文娱集团，以集团式作战的方式将产业上下游全链路打通，升级成新兴的大文娱产业生态，生态中的各方都将收获更多回报，不断创新产业业态、更新商业模式，推动我国泛娱乐产业实现进一步的高质量发展。

图 33：重点企业泛娱乐布局情况



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院整理

三、行业面临的问题及建议

（一）现存问题

1. 文化作品侵权风险增加，知识产权保护制度滞后

在互联网技术为文化产业发展带来了新的发展机遇的同时，也带来了难以忽视的负面影响。互联网时代，文化作品的广泛性和复制便利性使得传播过程中面临的侵权风险急剧增加，知识产权的创造者无法得到有效保护，文化产业面临知识产权保护不力的严重考验。而新媒体时代，生产成本与版权收益极不匹配。特别是新闻出版广电行业，内容采制、节目制作经费高昂，但与新媒体签订的版权费用却称得上是微薄。一些传统媒体不重视版权维护，一些传统媒体无力承受高昂的维权成本，一些传统媒体希望借助新媒体转载提升自身影响力，导致恶性循环。此外，虽然国家有关部门和影视剧制作机构在打击影视剧作品盗版方面做出很多努力，但盗版对电影电视剧行业的侵害一直存在，尤其随着网盘、云盘等网络存储技术的发展，影视剧盗版呈现出更加容易、传播更快的趋势。盗版侵权现象对文化产业的付费内容进行分流，根据艾瑞咨询《2018 年中国泛娱乐版权保护研究报告》测算，2017 年盗版侵权现象已经对网络文学行业、网络视频行业和数字音乐行业分别带来 77.4 亿元、136.4 亿元和 34.2 亿元的损失，严重影响整个文娱产业的健康发展。

2. 互联网巨头布局文娱产业，传统媒体面临转型压力

受数字化浪潮的影响，传统文娱行业的生态体系发生了巨大变化。内容更加丰富及时，数字平台数量激增，带来更加直观和个性化的传播渠道，用户参与度与用户消费领域的竞争进入白热化。且随着互联网巨头的强势进入和布局文娱行业，优质内容 IP 和用户时间的争夺不断激化。这些变化表明以往的盈利模式已被颠覆，传统媒体不再能依赖现存的收入来源就实现大幅盈利增长。目前各大主流媒体都已建立官方微博、公众号，但依然只有部分媒体拥有自己的移动 APP 客户端。有部分学者对三大主流媒体的“官方微博”进行内容分析发现，各大媒体虽然时时更新以保持活跃度，但发布的内容依然依托于纸媒，缺乏针对于互联网渠道的特色内容。随着移动互联技术的发展，作为移动端载体的智能手机、平板电脑及智能穿戴设备的功能将不断完善，微博、微信等社交媒体平台成为媒介融合时代的新型传播媒介。传统媒体需抓住这一新媒介形态，进一步提升内容生产能力、创新能力，增强自身的竞争力，搭建起全功能的媒体生态链，实现转型。

3. 泛娱乐化增加媒体娱乐属性，企业社会责任值得重视

由于网络环境中网民素质参差不齐与个别媒体行为，移动互联时代媒体泛娱乐化现象越发凸显，即相关的媒体平台以利益为出发点，媒体的社会责任意识日益弱化。娱乐功能成为媒体最为看重的功能，而经济效益也成为媒体竞相追逐的对象。在经济利益至上观念引导下，一部分影视媒体忽略了文化产品所具有的教化功能和企业本负有的道德责任，争相播出同质化严重的节目，如选秀类、相亲类节目等，低俗、暴力题材充斥与文化产品，为了获取流量不惜以恶搞、炒作、低俗为手段来吸引受众愚乐受众，甚至在新闻的严肃领域也渗入娱乐元素，造成信息传播失真，歪曲历史等结果，在侵害消费者权益，损害文化产业信誉的同时，造成严重社会不良影响，对广大受众尤其是青少年的身心健康造成不良影响。

4. 网络安全隐患影响用户体验，文娱产业政策趋严下承压

技术漏洞和网络监管漏洞，对文化产业的发展造成一定网络安全隐患。尤其在网络直播领域，此前不少主播利用网络内容管控漏洞，为吸引粉丝发布不健康内容，造成不良社会影响。还有文化产品传播途中伴随监视他人网络生活状况，收集他人隐私信息等问题也日益严峻。这些现象对用户的身心及财产安全造成一定威胁，影响用户体验，引发监管部门的重视。

自 2018 年以来，文娱产业政策层面的监管呈现日趋严格和完善的趋势，网络视听节目直播资质审核趋于严格，短视频平台遭遇整顿，相关牌照发放有所收紧，网络节目与卫视统一标准，对于影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题进行治理，加强对知识产权管理与保护，重点关注与未成年人身心健康有关的动漫视频流入等。严格的监管政策加剧部分文化企业的生存危机，线上、线下泛娱乐资源不断统一标准，对行业格局产生冲击，合规成为行业一大考验，同时也加速了文娱产业的规范化发展。

（二）建议及对策

1. 完善知识产权保护制度，增强运营方和用户的版权意识

首先，国家层面，尽管和过去相比，中国文化产业的知识产权保护已经取得一定成就，但与美国、日本等国家纵向对比，中国依然存在差距，具体体现在法规的完善程度和对盗版侵权行为的发现及惩处力度方面的滞后，造成侵权成本低、知识产权保护力度不够。在版权保护方面，国内可向借鉴欧美发达国家经验，司法界、行政管理机关要主动作为，推进完善版权登记制度等。

其次，版权保护同样也需要传统媒体自身的重视，加强运营方知识产权的保护意识。通过提升平台自身的技术水平，防止直接的侵权盗版行为，加强平台数字文件加密技术，降低被破解或盗版的可能性。同时，通过增强平台互动性，逐步培养用户的知识产权保护意识，尊重文化工作者劳动成果，养成内容付费习惯。

最后，在行业层面，还可以通过建立沟通协调机制和行业联盟，积极开展法务工作交流活动，建立行业共识，提升谈判筹码，集体维权，保护企业核心利益，促进行业健康发展。目前，互联网上已经出现了“维权骑士”等代为维权的平台。这类平台有着先进的全网检测技术、专业的法务人员，能够对互联网上的侵权行为进行监测的同时保证高效、专业的维权。授权此类维权平台能够降低权利人维权的成本的同时增加侵权人的侵权成本。

2. 拥抱互联网发展趋势，传统媒体向“以用户为中心”转型

传统媒体内容生产能力仍然需要借助新的方式实现效益最大化，拥抱互联网成为不可逆的趋势。但“互联网+”的新模式在于用户思维 and 平台机制。目前国内传统的媒体机构大多仍只利用新媒体对原有内容进行简单二次分发，其目的还停留在自我宣传，而没有拓展到满足用户需求。而随着基于大数据和人工智能技术的智能媒体的不断发展，用户的表达权和展示权被不断赋能。在这种情况下，传统媒体需要遵循互联网传播规律，不断迭代创新，再造观念和体制、塑造品牌、沉淀用户等一系列系统化的转型措施。在内容上，向“以用户和体验为中心”转变，精准满足受众需求。运营上，应该借力互联网和大数据，搭建新的技术平台，强化自身数据分析的功能，将受众转换为用户，真正实现将用户群作为后续业务发展的基础。

3. 提高互联网媒体进入门槛，培养受众监督意识

移动互联时代的媒体泛娱乐化现象之所以形成，与媒体自身所处的社会环境息息相关。要想改变这种格局，首先需要政府完善监管机制，制动相关规范，督促文化企业和媒体从业者规范自身行为，对节目的娱乐化倾向及时进行调整，提高互联网媒体的进入门槛。其次，需要媒体提高自律意识，从业者恪守职业道德，从自身出发，树立正确的价值观，重视节目的社会效应，打造优质内容，提升内容生产能力，从而正确的引导社会舆论。此外，还需要受众提高媒介素养，增强对媒体的监督意识。只有经过三者的共同努力，才能营造健康、积极的网络环境。

4. 相关平台加强技术研发，提升内容生产水平和管理水平

网络安全隐患，要求相关平台加强技术研发，提高信息保护观念，相关管理运维人员需承担起相应的义务，相关网络产品、服务应当符合相关国家标准的强制性要求。

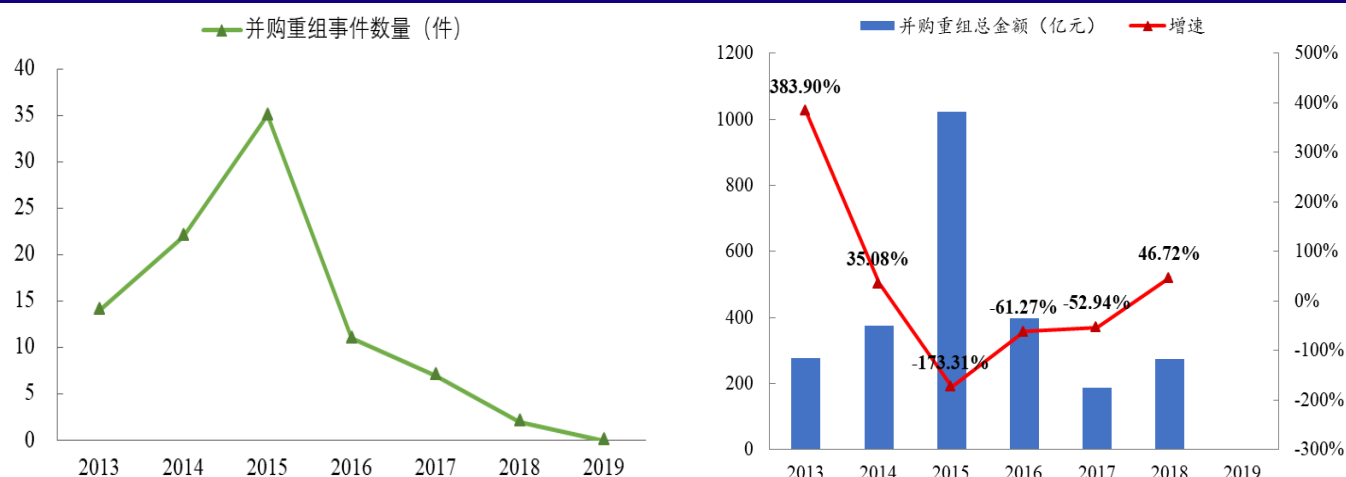
而在严苛的监管下，政策倒逼投机资本逐渐退出市场的趋势愈加明显，但民众对于内容和业务创新的需求仍旧相对旺盛，在这种情况下，企业应关注内容品质，加强创新，提升内容生产能力以及自身管理水平，用高品质的、具有价值延续性的产品、IP、服务来服务群众，凝聚粉丝，发展用户，打通线上线下，并以此为基础迭代进阶。同时，相关从业人员应承担相应义务，遵守国家相关法规与政策规定，提高企业和人员自律性，不断提升合规经营能力，同时形成促进行业健康发展、营造清朗网络空间的良性循环。

四、传媒行业在资本市场中的发展情况

（一）传媒行业并购大潮回落，A股上市企业数量回升

近年来，受国家政策扶持与产业较快发展、居民文化消费结构升级以及发展战略需求等因素驱动，传媒行业并购重组迎来快速发展期。2013-2015 年传媒行业迎来并购热潮，数据显示，2013 年传媒行业上市公司并购 14 起，并购金额 144.62 亿元；2014 年，上市公司并购 22 起，并购金额 249.88 亿元；到 2015 年并购数量增至 35 起，并购金额高达 449.20 亿元。但随着 2016 年监管收紧，传媒行业并购大潮回落，2016-2017 年末，传媒行业中上市公司并购数量及并购金额对比 2015 年均有明显下降，2016 年完成并购 11 起，并购金额 265.22 亿元，2017 年完成并购 7 起，并购金额减少至 187.95 亿元，2018 年传媒行业中上市公司完成并购 2 起，并购金额 273.86 亿元，多家上市公司如出版传媒、印纪传媒等主动终止多起重大资产重组事项，并购重组渐趋理性。另外，没有传媒行业的并购重组事项在 2019 年完成。

图 34：2012-2018 年 A 股传媒行业并购重组完成情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

传媒行业 A 股上市情况则呈现不同的特点。2014-2016 年，传媒行业 A 股上市数较少：根据数据显示，2014 年传媒行业 A 股上市企业为 0，2015 年有 5 家传媒企业登陆 A 股，融资

规模 29.72 亿元，2016 年有 7 家传媒企业登陆 A 股，融资规模 102.49 亿元。但随着 2017 年《国家“十三五”时期文化发展改革纲要》、《电影产业促进法》、动漫游戏产业专项资金扶持项目等多个政策文化出台，推动传媒产业与资本深入融合发展，传媒行业迎来上市热潮，2017 年有 14 家传媒企业登陆 A 股，融资规模达 95.16 亿元。但是 2018 年整体市场环境恶化，加之 IPO 审批趋严，传媒行业上市企业数再次为 0。2019 年，有 8 家传媒企业登陆 A 股，融资规模达到 48.51 亿元。2020 年可以继续期待传媒企业的 IPO 表现。

(二) A 股传媒行业市值占比超越美股，传媒公司赴海外上市仍多

传媒行业中近几年新兴的企业多属于科技型、成长型等新经济企业，而美股、港股对新经济企业接纳度较高，传媒企业在美股、港股上市的数量趋多。2014 年仅有 1 家传媒企业登陆美股，融资额 1.38 亿美元；2015 年有 2 家传媒企业在美股上市，融资额 0.2 亿美元；2016 年有 2 家企业美股上市，融资额 0.45 亿美元。随着 2017 年底 A 股 IPO 的审批趋严，2017-2018 年传媒行业登陆美股的现象更为普遍，2017 年有 4 家传媒企业登陆美股，融资额 5.62 亿美元，2018 年有 8 家传媒企业登陆美股，融资额 21.1 亿美元，2019 年截至目前，已有 8 家传媒及互联网企业登陆美股。

传媒企业在港股上市的数量也整体趋多。2016 年有 2 家传媒企业在港股上市，融资规模 3.6 亿港元，2017 年有 5 家传媒企业在港股上市，融资规模 3.83 亿港元；2018 年有 6 家传媒企业登陆港股，融资规模高达 31.53 亿港元；2019 年有 11 家传媒公司登陆港股，融资规模 62.90 亿港元。

表 6：2019 年中国与美国传媒行业上市公司情况对比

| 国家 | 传媒行业上市公司数 | 总上市公司数 | 传媒行业公司数占比 |
|----|----------------|------------|-----------|
| 中国 | 169 | 3777 | 4.47% |
| 美国 | 106 | 4885 | 2.17% |
| 国家 | 传媒行业上市公司市值（亿元） | 总市值（亿元） | 传媒行业市值占比 |
| 中国 | 17974.07 | 592934.57 | 3.03% |
| 美国 | 90710.69 | 3303000.55 | 2.75% |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

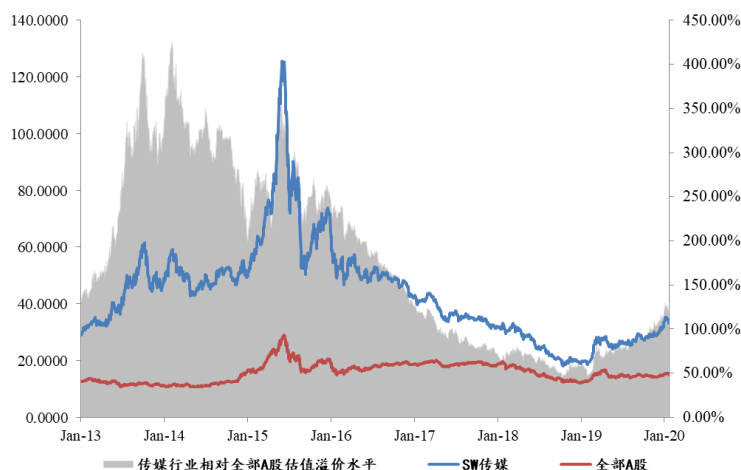
在上市公司数量方面，截至 2019 年底，中国 A 股共有上市公司 3777 家，其中传媒行业上市公司 169 家，占比 4.47%；美股上市公司总数为 4885，高于 A 股，但传媒行业上市公司数仅 106 家，同 A 股相比占比略小，仅 2.17%。在市值规模方面，截至 2019 年底，中国 A 股总市值为 592934.57 亿元，其中传媒行业 17974.07 亿元，占比为 3.03%；美股上市公司总市值为 3303000.55 亿元，其中传媒行业 90710.69 亿元，占比 2.75%。由此可见，2019 年 A 股传媒行业市值占比已超越美国，中国传媒行业上市公司市值规模回升。

(三) 传媒行业估值有所提升，但仍处于历史相对低位

截至 2020 年 1 月 31 日，传媒行业一年滚动市盈率为 33.10 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股为 15.01 倍，分别较 13 年以来的历史均值低 24% 以及 5.21%。

行业估值溢价率方面，目前传媒股的估值溢价率较历史平均水平低 58.93 个百分点。1 月 31 日数值为 120.47%，历史均值为 179.39%。

图 35：传媒股估值及溢价分析



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们筛选美股市值在 500 亿美元以上（及接近 500 亿美元）的 27 家国际传媒龙头公司，计算了其 2018 年度的收入、净利润增速及估值等。从收入角度看，18 年度收入增速平均 1.99%，中位数为 9.61%，多数处于 0%~20% 区间。从净利润角度看，18 年度净利润增速平均为 -25.60%，中位数为 -21.17%，多数处于 -40%~-100% 区间。

港股及中概股市场，我们筛选了市值在 13 亿元以上的 19 家公司，计算了其 2018 年度的收入、净利润增速及估值等，从收入角度看，18 年度收入增速平均分别为 25.45% 和 47.24%，中位数为 9.63% 和 39.81%。从净利润角度看，18 年度净利润增速平均为 -51.27% 和 -2.04%，中位数为 -2.47% 和 -0.34%。而其所对应的估值（以 2020.1.31 日计）平均数为 1.04 和 7.78 倍，估值中位数为 4.86 和 8.84 倍。

A 股市场，我们列示国内市值居前的 36 只传媒行业白马股及重点覆盖公司如下表。从收入角度看，其 18 年收入增速平均为 2.14%，中位数为 5.77%。从净利润角度看，36 只白马股 18 年净利润增速均值为 -179.70%，中位数为 -11.76%。而观察其目前的估值水平（以 2020.1.31 日计），市盈率平均为 24.63 倍，中位数为 22.18 倍。

（四）A 股 IPO 审核趋严，海外市场对成长类公司接纳度更高

近年来传媒行业相对于其他行业，更主动地参与海外资本市场原因如下：

首先，中国的上市资质标准更偏好于企业存续时间长、现金流稳定的成熟型公司，然而传媒行业中包括大量新兴的互联网企业，这些企业成长性较强，但是成立时间较短，前期投入较大，短期内可能处于亏损，在 A 股上市相对困难，但是美股、港股对于此类新经济企业的接纳度较高。

其次，2017 年以来，证监会进一步加强了影视、娱乐类企业 IPO 审核，如 2016 年 7 月

15 日，深交所发布《深圳证券交易所创业板行业信息披露指引第 1 号——上市公司从事广播电影电视业务(2016 年修订)》，进一步规范广播电影电视相关业务所涉及的信息披露行为，在国内政策趋紧的背景下，传媒企业更多寻求海外资本市场融资。

五、投资建议

我们预计 2020 年行业主要投资机会，一是 5G 产业升级带来的整体性行业机会，二是体育大年带来的主题性投资机会，具体配置建议如下：

5G：

1. 基础建设：随着 5G 商用牌照的发放、技术升级和网络整合的推进，广电系公司将迎来业绩与估值的持续改善。推荐标的：歌华有线（600037.SH）、华数传媒（000156.SZ）、东方明珠（600637.SH）、贵广网络（600996.SH）等相关标的。

2. 游戏板块：5G 全面推广后，云游戏、VR、AR 等游戏有望带来新的产业革命，游戏品质将成为竞争的关键要素。建议关注自主研发能力较强，游戏内容经验丰富的游戏大厂。推荐标的：渠道龙头顺网科技（300113.SZ）、全产业链厂商腾讯控股（0700.HK）以及自主研发能力较强、完美世界（002624.SZ）、三七互娱（002555.SZ）、网易（NTES.O）、中文传媒（600373.SH）等。

3. 影视板块：行业集中度持续提升的背景下，建议关注内容储备丰富和内容质量较高的影视龙头公司。推荐标的：光线传媒（300251.SZ）、北京文化（000802.SZ）、慈文传媒（002343.SZ）、华策影视（300133.SZ）及全产业链布局的中国电影（600977.SH）、万达电影（002739.SZ）。

体育：

奥运会、欧洲杯两大赛事将为体育板块带来直接利好，建议关注在行业内深耕多年，业绩改善确定性较大的相关标的。推荐标的：当代明诚（600136.SH）、星辉娱乐（300043.SZ）等。

六、风险提示

行业政策趋严的风险，作品收入不及预期的风险，行业竞争加剧的风险等。

七、附录

（一）传媒各子行业历年政策变化

表 7：影视行业产业政策

| 时间 | 政策文件 | 政策 |
|-----------------|---|---|
| 2013 年 8 月 1 日 | 财政部、国家税务总局发布《财政部 国家税务总局关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点税收政策的通知》（财税[2013]37 号） | 营改增后，广播影视业将采用 6% 的低档税率。演员范围、以明星演员为议价标准。 |
| 2018 年 10 月 2 日 | 国务院税务总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作 | 从 2018 年 10 月 10 日起到 2019 年 7 月底前结束，各地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对 2016 年以来的 |

| | | |
|-------------|---|--|
| | 的通知》（税总发[2018]153号） | 申报纳税情况进行自查自纠，自觉补缴或有的通过“拆分合同”等手段逃避的税款；对影视明星工作室个人所得税的适用税制从定额定期征收改为查账征收。 |
| 2018年12月25日 | 国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》（国办发〔2018〕124号） | 经营性文化事业单位转制为企业后，五年内免征企业所得税；由财政部门拨付事业经费的经营性文化事业单位转制为企业，对其自用房产五年内免征房产税；对电影制片企业销售电影拷贝（含数字拷贝）、转让版权取得的收入，电影发行企业取得的电影发行收入，免征增值税。 |
| 2018年12月11日 | 国家电影局日前下发《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》 | 鼓励跨地区、跨所有制院线整合；通过国家电影事业发展专项资金资助中西部地区县城（县级市）新建或改扩建影院及乡镇影院；到2020年，全国城市电影院线的银幕总数达到8万块以上。 |
| 2019年2月15日 | 北京市委、市政府印发《关于推动北京影视业繁荣发展的实施意见》 | 从金融支持、“文化+科技”、IP软环境优化、影视园区建设、国际传播等10个方面提出重点工作方向，推动影视业和文化产业高质量发展。 |
| 2019年3月1日 | 工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》 | 持续推进4K超高清电视内容建设，创新内容生产，丰富超高清电视节目有效供给。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。 |
| 2019年3月1日 | 财政部发布《关于继续实施支持文化企业发展增值税政策的通知》 | 2019年1月1日至2023年12月31日，对电影主管部门（包括中央、省、地市及县级）按照各自职能权限批准从事电影制片、发行、放映的电影集团公司（含成员企业）、电影制片厂及其他电影企业取得的销售电影拷贝（含数字拷贝）收入、转让电影版权（包括转让和许可使用）收入、电影发行收入以及在农村取得的电影放映收入，免征增值税。 |

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 8：影视行业从业人员薪酬及税务政策

| 时间 | 政策文件 | 政策 |
|------------|---|---|
| 2016年9月 | 国家新闻出版广电总局办公厅发布《国家新闻出版广电总局办公厅关于进一步加强电视剧购播工作管理的通知》 | 各级电视播出机构在电视剧购播过程中不得指定演员、划定明星演员范围、以明星演员为议价标准。 |
| 2017年9月8日 | 国家新闻出版广电总局、发展改革委、财政部、商务部、人力资源和社会保障部等五部委下发《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》 | 要建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制，严禁播出机构以明星为唯一议价标准，综艺节目、网络剧参照电视剧的规定执行。 |
| 2017年9月22日 | 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》 | 各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内，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% |
| 2018年6月 | 中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》 | 除“40%、70%”之外，规定影视制作机构、电影院线、互联网视听网站、民营影视发行放映公司，不得恶性竞争、哄抬价格购买播出影视节目，坚决纠正高价邀请明星、竞逐明星的不良现象；明确政府资金、免税的公益基金等不得参与投资娱乐性、商业性强的影视剧和网络视听节目、助长过高片酬。 |
| 2018年10月2日 | 国家税务总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》（税总发[2018]153号） | 要求从2018年10月10日起到2019年7月底前结束，各地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠，自觉补缴或有的通过“拆分合同”等手段逃避的税 |

| | | |
|--|--|-----------------------------------|
| | | 款；对影视明星工作室个人所得税的适用税制从定额定期征收改为查账征收 |
|--|--|-----------------------------------|

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 9：游戏行业政策

| 时间 | 政策文件 | 政策 |
|------------------|--|---|
| 2016 年 2 月 | 新闻出版广电总局、工信部发布《网络出版服务管理规定》 | 规定从事网络出版服务，必须依法经过出版行政主管部门批准，取得《网络出版服务许可证》。网络游戏上网出版前，必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请，经审核同意后，报国家新闻出版广电总局审批。 |
| 2016 年 5 月 | 新闻出版广电总局《关于移动游戏出版服务管理的通知》（新广出办发【2016】44 号） | 进一步明确移动游戏出版需经国家新闻出版广电总局前置审批，才能上线运营；对已经批准出版的移动游戏的升级作品及新资料片，视为新作品，需重新审批。 |
| 2016 年 6 月 | 新闻出版广电总局发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》 | “未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营”，此前已经上网出版运营的手游“要求于 2016 年 10 月 1 日前到属地省级出版行政主管部门补办相关审批手续”，对未按要求经过审批及上网出版运营的手游，“一经发现，相关出版行政执法部门将按非法出版物查处”。 |
| 2018 年 3 月 | 新闻出版广电总局被撤销，版号申报彻底暂停 | 因为新闻出版总署的调整，自 2018 年 3 月起，游戏版号申办业务直接停办。相关部门更是提出新的监控内容，理由是为加强新时代儿童青少年近视防控工作 |
| 2018 年 8 月 | 教育部会同国家卫生健康委员会等八部门制定《综合防控儿童青少年近视实施方案》 | 方案中提到“国家新闻出版总署将对网络游戏行业实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。” |
| 2018 年 12 月 21 日 | “2018 年中国游戏产业年会”大会 | 中宣部出版局副局长冯士新在表示首批部分游戏已经完成审核，正在抓紧核发版号；同时，机构改革落地，新的审核部门为下属中宣部出版局的网络出版处。 |
| 2019 年 2 月 14 日 | 北京市宣布将出台《游戏内容审核流程规范》 | 简化游戏审批流程，明确游戏内容审核标准和方向，提高审核流程的透明化和规范化。 |

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 10：出版行业政策

| 时间 | 政策文件 | 政策 |
|------------|---------------------------------|--|
| 2009 年 1 月 | 国家新闻出版广电总局实施《书号实名申领管理办法（试行）》 | 书号实名网上申领制确立，出版单位书号在实际上突破了历年的分配定额限制 |
| 2017 年 9 月 | 国家新闻出版广电总局发布《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》 | 文件指出，要推进新闻出版产业供给侧结构性改革，据此，2018 年初开始，书号审批总量实际收缩。 |
| 2018 年 3 月 | 中共中央印发《深化党和国家机构改革方案》 | 新闻出版工作划归中共中央宣传部，中央及地方出版管理体制基本完成，出版管理实际趋严。 |
| 2018 年 6 月 | 财政部税务总局下发《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》 | 出版行业纳税优惠政策延续至 2020 年 12 月 31 日，维持 2013 年政策意志，图书批发、零售环节免征增值税。 |

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 11：营销行业政策

| 时间 | 政策文件 | 政策 |
|-------------|-----------------------|---|
| 2009 年 7 月 | 国务院常务会议审议通过《文化产业振兴规划》 | 国家首次将文化创意、广告等文化产业列为国家战略性新兴产业。 |
| 2016 年 7 月 | 工商总局制定《广告产业发展“十三五”规划》 | 政府规划提出要打造具有国际化服务能力的大型广告企业集团。 |
| 2018 年 12 月 | 工商总局颁布全新《广告发布登记管理规定》 | 新规定取消了广告经营行政许可，简化了行政审批程序，有利于传统广告媒体与互联网广告共享广告业发展新成果。 |

资料来源：中国银河证券研究院整理

(二) 国际比较

表 12: 国际传媒龙头业绩增速与估值

| 交易代码 | 公司名称 | 净利润(百万元) | | 收入(百万元) | | 市盈率 TTM | 当前市值 |
|---------|---------------------------|------------|-----------|------------|----------|-----------|-------------|
| | | 2018 | Y17 | 2018 | Y17 | 2020/1/31 | 2020/1/31 |
| CMCSA.O | 康卡斯特 | 80,512.20 | -45.75% | 648,620.44 | 17.44% | 15.0605 | 13544.16003 |
| DIS.N | 迪士尼 | 86,664.16 | 45.41% | 408,858.37 | 11.73% | 22.2843 | 17199.04102 |
| CHTR.O | 特许通讯 | 8,441.74 | -86.94% | 299,468.87 | 10.22% | 65.1404 | 7483.664085 |
| TWX.N | 时代华纳 | 0.00 | -100.00% | 0.00 | -100.00% | 0.0000 | 4942.323925 |
| FOX.O | 21 世纪福克斯 | 14,470.50 | 0.00% | 67,178.34 | 0.00% | 15.1339 | 1553.117648 |
| CBS.N | 哥伦比亚广播 | 13,451.87 | 476.66% | 99,612.48 | 11.34% | 0.0000 | 0 |
| TRLN | 汤森路透 | 27,102.78 | 197.34% | 37,754.46 | -49.02% | 11.0961 | 2775.011467 |
| SIRIO | SIRIUS XM HOLDINGS | 8,070.39 | 90.63% | 39,605.41 | 11.73% | 33.9255 | 2149.384916 |
| LBTYA.O | 自由全球 | 4,977.88 | -127.42% | 82,069.46 | -16.54% | 1.0035 | 893.870616 |
| WPP.N | WPP | 9,221.93 | -42.18% | 135,369.54 | 1.01% | 11.5725 | 1071.004604 |
| BATRA.O | LIBERTY MEDIA BRAVES | 3,644.36 | -58.81% | 55,180.13 | 11.20% | 157.7071 | 1205.708334 |
| FWONA.O | LIBERTY MEDIA FORMULA | 3,644.36 | -58.81% | 55,180.13 | 11.20% | 240.2001 | 1836.386539 |
| LSXMA.O | LIBERTY MEDIA SIRIUSXM | 3,644.36 | -58.81% | 55,180.13 | 11.20% | 261.8747 | 2002.094146 |
| RELX.N | RELX | 12,337.56 | -15.29% | 65,002.09 | 0.67% | 28.5816 | 3538.812236 |
| DISH.O | DISH NETWORK | 10,810.16 | -21.17% | 93,485.72 | -0.59% | 13.4538 | 1248.365716 |
| OMC.N | 宏盟集团 | 9,103.35 | 28.00% | 104,939.70 | 5.15% | 12.3922 | 1129.387292 |
| LBRDA.O | LIBERTY BROADBAND CL A | 480.10 | -96.39% | 152.75 | 78.56% | 596.4969 | 1648.65717 |
| VIA.O | 维亚康姆 | 11,825.34 | -4.92% | 89,037.49 | 1.15% | 0.0000 | 741.331451 |
| SNLO | 斯克里普斯网络互动 | 0.00 | -100.00% | 0.00 | -100.00% | 0.0000 | 742.5201075 |
| LYV.N | LIVE NATION ENTERTAINMENT | 413.50 | -1152.08% | 74,038.83 | 9.61% | 177.7551 | 1003.306416 |
| SJR.N | 肖氏通信 | 315.58 | -96.45% | 27,555.57 | -46.04% | 18.2518 | 695.1212935 |
| DISCA.O | 探索传播 | 4,076.74 | -285.14% | 72,427.35 | 61.27% | 8.2550 | 1058.676282 |
| NWS.O | 新闻集团 | -10,017.53 | 100.37% | 59,708.20 | 8.29% | -47.4970 | 565.9526782 |
| IPG.N | 埃培智 | 4,247.63 | 12.27% | 66,671.87 | 29.45% | 13.4724 | 606.2133999 |
| ATVI.O | 动视暴雪 | 12,442.98 | 597.54% | 51,474.00 | 12.26% | 27.5800 | 3094.45052 |
| EA.O | 艺电 | 6,861.44 | 4.62% | 33,330.83 | 2.92% | 11.1344 | 2153.177444 |
| TTWO.O | TAKE-TWO 互动软件 | 2,247.89 | 106.00% | 17,967.63 | 59.37% | 39.8103 | 973.0500189 |
| | 均值 | 12184.86 | -25.60% | 101,477 | 1.99% | 64.25 | 2809.436643 |
| | 中位数 | 6861.44 | -21.17% | 65,002 | 9.61% | 15.06 | 1248.365716 |
| | 最大值 | 86664.16 | 597.54% | 648,620 | 78.56% | 596.50 | 17199.04102 |

| | | | | | | |
|-----|------------|--------|------|----------|--------|---|
| 最小值 | -10,017.53 | -11.52 | 0.00 | -100.00% | -47.50 | 0 |
|-----|------------|--------|------|----------|--------|---|

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

表 13: 港股及中概股龙头业绩增速与估值

| 代码 | 公司名称 | 净利润(百万元) | | 收入(百万元) | | 市盈率 TTM | 当前市值 |
|--------|------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|----------|
| | | 2018 | Y17 | 2018 | Y17 | | |
| NTES.O | 网易 | 6,152.41 | -42.54% | 67,156.45 | 24.13% | 14.60 | 2,826.99 |
| SINA.O | 新浪 | 861.76 | -15.77% | 14,469.87 | 39.81% | 22.22 | 185.58 |
| YY.O | 欢聚时代 | 1,641.96 | -34.14% | 15,763.56 | 35.95% | 8.84 | 336.52 |
| SOHU.O | 搜狐 | -1,098.67 | -69.68% | 12,923.60 | 6.28% | -3.55 | 28.72 |
| IQ.O | 爱奇艺 | -9,408.77 | -1067.06% | 24,989.12 | 43.79% | -10.12 | 1,113.68 |
| BILLO | 哔哩哔哩 | -616.33 | 7.83% | 4,128.93 | 67.27% | -45.39 | 480.05 |
| HUYA.N | 虎牙 | -2,506.31 | 2386.17% | 4,663.44 | 113.45% | 67.84 | 269.61 |
| | 均值 | -710.57 | -203.56% | 20,585.00 | 47.24% | 7.78 | 748.74 |
| | 中位数 | -616.33 | -34.14% | 14,469.87 | 39.81% | 8.84 | 336.52 |
| | 最大值 | 6,152.41 | 2386.17% | 67,156.45 | 113.45% | 67.84 | 2,826.99 |
| | 最小值 | -9,408.77 | -1067.06% | 4,128.93 | 6.28% | -45.39 | 28.72 |

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

| 代码 | 公司名称 | 净利润(百万元) | | 收入(百万元) | | 市盈率 TTM | 当前市值 |
|---------|----------|-----------|----------|----------|---------|---------|--------|
| | | 2018 | Y17 | 2018 | Y17 | | |
| 0708.HK | 恒大健康 | -1,429.38 | -564.46% | 3,133.03 | 135.59% | -17.27 | 548.80 |
| 1060.HK | 阿里影业 | -253.57 | -73.32% | 3,036.07 | 27.92% | -51.44 | 261.89 |
| 0811.HK | 新华文轩 | 932.18 | 0.90% | 8,149.60 | 11.51% | 5.54 | 58.70 |
| 2383.HK | TOM 集团 | -138.99 | -31.37% | 832.27 | 1.07% | -32.12 | 50.15 |
| | IMAX | | | | | | |
| 1970.HK | CHINA | 293.50 | 2.76% | 806.56 | -2.40% | 13.95 | 44.68 |
| 8032.HK | 非凡中国 | 67.45 | -173.58% | 994.12 | 94.18% | 4.80 | 38.48 |
| 2008.HK | 凤凰卫视 | 213.61 | -10.73% | 3,564.39 | 7.75% | 49.53 | 22.12 |
| 0863.HK | 欢喜传媒 | -161.23 | 172.28% | 145.06 | -10.49% | -6.83 | 19.28 |
| 0547.HK | 数字王国 | -453.90 | 3.45% | 529.22 | -10.65% | -5.03 | 20.22 |
| | PICO FAR | | | | | | |
| 0752.HK | EAST | 241.02 | 0.60% | 4,171.00 | 21.44% | 10.12 | 23.03 |
| 3636.HK | 保利文化 | 241.99 | -5.53% | 3,722.16 | 6.46% | 4.93 | 11.13 |
| 0772.HK | 阅文集团 | 910.64 | 63.75% | 5,038.25 | 23.03% | 36.34 | 291.92 |
| | 均值 | 38.61 | -51.27% | 2,843.48 | 25.45% | 1.04 | 115.87 |
| | 中位数 | 140.53 | -2.47% | 3,084.55 | 9.63% | 4.86 | 41.58 |
| | 最大值 | 932.18 | 172.28% | 8,149.60 | 135.59% | 49.53 | 548.80 |
| | 最小值 | -1,429.38 | -564.46% | 145.06 | -10.65% | -51.44 | 11.13 |

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

表 14：国内传媒白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值

| 代码 | 公司名称 | 净利润(百万元) | | 收入(百万元) | | 市盈率 TTM | 当前市值 |
|-----------|------|-------------|-----------|-------------|---------|---------|--------|
| | | 2018 | Y17 | 2018 | Y17 | | |
| 002739.SZ | 万达电影 | 1,292.4939 | -14.72% | 14,088.1337 | 6.49% | 41.98 | 359.36 |
| 300251.SZ | 光线传媒 | 1,366.1189 | 66.35% | 1,491.5325 | -19.09% | 157.19 | 310.08 |
| 600977.SH | 中国电影 | 1,621.7736 | 42.75% | 9,037.6961 | 0.55% | 24.08 | 257.83 |
| 600715.SH | 文投控股 | -696.5790 | -258.00% | 2,085.8667 | -8.41% | -9.18 | 61.21 |
| 300027.SZ | 华谊兄弟 | -908.9173 | -192.08% | 3,890.8377 | -1.40% | -5.69 | 117.93 |
| 300133.SZ | 华策影视 | 250.0641 | -60.68% | 5,797.2086 | 10.52% | -112.88 | 135.71 |
| 002143.SZ | 印纪传媒 | -1,808.8879 | -337.70% | 362.2567 | -83.44% | 0.00 | 0.00 |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐 | -1,691.7003 | -2567.67% | 2,839.7901 | -22.04% | 103.18 | 119.97 |
| 603103.SH | 横店影视 | 320.6870 | -2.98% | 2,724.4878 | 8.22% | 39.26 | 101.28 |
| 002343.SZ | 慈文传媒 | -1,100.2664 | -367.26% | 1,435.0305 | -13.84% | -4.16 | 51.96 |
| 601098.SH | 中南传媒 | 1,370.9661 | -15.01% | 9,575.5762 | -7.57% | 17.09 | 219.83 |
| 600373.SH | 中文传媒 | 1,626.2525 | 12.00% | 11,512.6740 | -13.48% | 11.55 | 194.72 |
| 601019.SH | 山东出版 | 1,475.7416 | 8.59% | 9,350.8168 | 5.05% | 9.73 | 141.49 |
| 601801.SH | 皖新传媒 | 1,105.8151 | -2.50% | 9,831.9555 | 12.89% | 17.22 | 104.23 |
| 600633.SH | 浙数文化 | 572.6713 | -66.91% | 1,909.9167 | 17.42% | 24.30 | 119.78 |
| 603533.SH | 掌阅科技 | 136.1259 | 9.97% | 1,903.1507 | 14.17% | 51.23 | 67.89 |
| 603888.SH | 新华网 | 282.8656 | 0.05% | 1,569.3157 | 4.45% | 54.04 | 144.55 |
| 601949.SH | 中国出版 | 618.6954 | 17.72% | 5,331.4100 | 13.52% | 15.64 | 113.36 |
| 600637.SH | 东方明珠 | 2,205.1662 | -8.02% | 13,633.6776 | -16.16% | 19.98 | 362.62 |
| 600959.SH | 江苏有线 | 801.4611 | -27.36% | 7,884.9772 | -2.60% | 38.53 | 190.53 |
| 601928.SH | 凤凰传媒 | 1,389.4824 | 14.78% | 11,788.7032 | 6.68% | 13.35 | 181.45 |
| 600037.SH | 歌华有线 | 694.2166 | -8.81% | 2,725.2473 | 1.00% | 20.50 | 127.07 |
| 002027.SZ | 分众传媒 | 5,792.2272 | -3.03% | 14,551.2851 | 21.12% | 36.36 | 863.06 |
| 300058.SZ | 蓝色光标 | 412.3202 | 66.28% | 23,103.9685 | 51.69% | 25.61 | 154.69 |
| 002131.SZ | 利欧股份 | -1,851.9482 | -524.76% | 12,250.0386 | 15.87% | -11.31 | 203.78 |
| 002400.SZ | 省广股份 | 252.6126 | -349.13% | 12,114.7511 | 7.26% | 36.62 | 54.22 |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 1,161.0282 | -15.29% | 3,779.5468 | 30.03% | 45.64 | 366.41 |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 1,151.4298 | -37.30% | 7,632.6797 | 23.33% | 50.86 | 684.58 |
| 002624.SZ | 完美世界 | 1,759.3852 | 20.51% | 8,033.7650 | 1.31% | 32.93 | 613.90 |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 296.5627 | -82.41% | 2,283.7572 | -27.13% | -22.86 | 56.40 |
| 300418.SZ | 昆仑万维 | 1,497.4611 | 5.55% | 3,577.1785 | 4.10% | 17.80 | 215.66 |
| 002174.SZ | 游族网络 | 1,011.3593 | 52.28% | 3,581.2539 | 10.68% | 23.86 | 246.11 |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | -3,095.4483 | -1159.25% | 1,970.3236 | 11.43% | -5.07 | 168.48 |
| 300113.SZ | 顺网科技 | 430.7447 | -29.89% | 1,984.8626 | 9.31% | 90.03 | 208.98 |
| 002354.SZ | 天神娱乐 | -6,977.9585 | -662.59% | 2,598.8112 | -16.20% | -0.32 | 24.89 |
| 000681.SZ | 视觉中国 | 335.2503 | 7.26% | 987.8375 | 21.27% | 39.47 | 124.70 |
| 均值 | | 363.87 | -179.70% | 6,367.23 | 2.14% | 24.63 | 207.46 |
| 中位数 | | 595.68 | -11.76% | 3,835.19 | 5.77% | 22.18 | 149.62 |

| | | | | | | |
|-----|----------|-----------|-----------|---------|---------|--------|
| 最大值 | 5,792.23 | 66.35% | 23,103.97 | 51.69% | 157.19 | 863.06 |
| 最小值 | -6977.96 | -2567.67% | 362.26 | -83.44% | -112.88 | 0.00 |

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

(三) 核心组合

表 15: 核心推荐组合及推荐理由

| | 证券代码 | 证券简称 | 推荐理由 | 月涨幅 (%) | 市盈率 PE (TTM) | 市值 (亿元) |
|------|-----------|------|-------------------------------|------------|-----------------|------------|
| 核心组合 | 002555.SZ | 三七互娱 | 手游市场地位稳固, 多品类、全球化、泛娱乐战略拓宽市场范围 | 20.35 | 50.86 | 684.58 |
| | 300113.SZ | 顺网科技 | 网吧市场复苏, 游戏收益稳定 | 17.17 | 90.03 | 208.98 |
| | 600373.SH | 中文传媒 | 现金流充裕, 传统出版业务稳健 | 5.58 | 11.55 | 194.72 |
| | 300688.SZ | 创业黑马 | 平台化架构轮廓初具, “百城计划”开启业务规模化新篇章 | -9.06 | 200.20 | 19.77 |
| | 002624.SZ | 完美世界 | 新游戏口碑超预期, 2019 年业绩有望持续改善 | 7.59 | 32.93 | 613.90 |
| | 600637.SH | 东方明珠 | 5G 网络受益标的, 预期上海会成为首批试点城市 | 13.46 | 19.98 | 362.62 |
| | 600037.SH | 歌华有线 | 5G 网络受益标的, 预期北京会成为首批试点城市 | 1.33 | 20.50 | 127.07 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 2004-2016 年中国文化产业增加值及增加值占 GDP 的比重 | 3 |
| 图 2: 中国文娱及媒体产业市场规模及增速 | 4 |
| 图 3: 2013-2019 年全国及城镇及农村人均可支配收入及增速、全国居民人均消费支出构成比例 | 4 |
| 图 4: 2014-2019 年电影市场分账票房及增速、观影人次及增速 | 6 |
| 图 5: 2014-2019 年春节档票房及全年占比 | 7 |
| 图 6: 2020 年春节前后西瓜视频、欢喜首映 App 下载量变化情况 | 8 |
| 图 7: 2019-2020 年 1-12 月中国电影市场票房、观影人次、场次及环比增速 | 9 |
| 图 8: 电视剧月度播映指数 Top1 变化情况 | 9 |
| 图 9: 网络剧月度播映指数 Top1 变化情况 | 9 |
| 图 10: 综艺节目月度播映指数 Top1 变化情况 | 10 |
| 图 11: 卫视收视率变化情况 | 11 |
| 图 12: 中国游戏市场实际销售收入及增速 | 12 |
| 图 13: 2014-2018 年游戏版号总发布数量, 2018 年 12 月版号恢复后第一至三十批版号情况 | 13 |
| 图 14: 月度网页游戏、运营平台及研发商 TOP1 和 TOP3 累计开服数量 | 14 |
| 图 15: 2020 年春节期间 (1.24-1.30) iOS 免费榜排名上升最快应用数量 | 15 |
| 图 16: 《王者荣耀》《和平精英》近三个月单日下载量 | 15 |
| 图 17: iOS 免费榜前十名棋牌类、非棋牌类游戏下载量变化 | 16 |
| 图 18: 2012-2020E 年数字阅读市场规模、用户规模及增速 | 16 |
| 图 19: 2013-2019 前三季度图书出版行业营业收入及数字阅读行业营业收入及同比增速 | 17 |
| 图 20: 2010-2019H1 新书所占码洋比重, 2014-2018H1 头部图书码洋贡献 (Top1% 的品种) | 17 |
| 图 21: 2016 年 2 月-2019 年 4 月纸张价格、2012-2019Q3 中国图书零售市场新书定价中位数 | 18 |
| 图 22: 2008-2018 年成年国民图书阅读率及数字化阅读接触率 | 18 |
| 图 23: 2013-2019 年前三季度图书零售市场增速 | 19 |
| 图 24: 2019 年前三季度大众图书出版物品类码洋比重 | 19 |
| 图 25: 2014-2021E 中国广告业年营销额、预测额及增速, 2014 年 1 月至今社会融资规模数据 | 20 |
| 图 26: 2013-2018 年中国传统及互联网广告营业额走势 | 21 |
| 图 27: 2018-2019 年上半年各媒介广告刊例花费变化 | 21 |
| 图 28: 2013-2019 前三季度营销行业净利润及同比增速、2019 年中国 KOL 带货转化情况 | 22 |
| 图 29: 2011-2017 年中国文化产业增加值及增长率与 GDP 增长率对比 | 23 |
| 图 30: 2019 年居民消费结构 | 24 |
| 图 31: 综合型文娱集团产业链 | 24 |
| 图 32: 2019-2028 年 5G 营收规模预测 | 25 |
| 图 33: 重点企业泛娱乐布局情况 | 27 |
| 图 34: 2012-2018 年 A 股传媒行业并购重组完成情况 | 30 |
| 图 35: 传媒股估值及溢价分析 | 32 |

表格目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 传媒各子行业政策环境 | 5 |
| 表 2: 芒果 TV2019&2020 综艺在春节期间播放量 (万) | 7 |
| 表 3: 腾讯视频 2019&2020 连续剧在春节期间播放量 (万) | 7 |
| 表 4: 卫视月度收视率排行榜 | 10 |
| 表 5: 2019 年伽马数据移动游戏收入测算榜 TOP10 | 14 |
| 表 6: 2019 年中国与美国传媒行业上市公司情况对比 | 31 |
| 表 7: 影视行业产业支持政策 | 33 |
| 表 8: 影视行业从业人员薪酬及税务政策 | 34 |
| 表 9: 游戏行业政策 | 35 |
| 表 10: 出版行业政策 | 35 |
| 表 11: 营销行业政策 | 35 |
| 表 12: 国际传媒龙头业绩增速与估值 | 36 |
| 表 13: 港股及中概股龙头业绩增速与估值 | 37 |
| 表 14: 国内传媒白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值 | 38 |
| 表 15: 核心推荐组合及推荐理由 | 39 |

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

杨晓彤，传媒行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn