

2020 年 05 月 18 日

行业研究

评级:推荐 (维持)

研究所

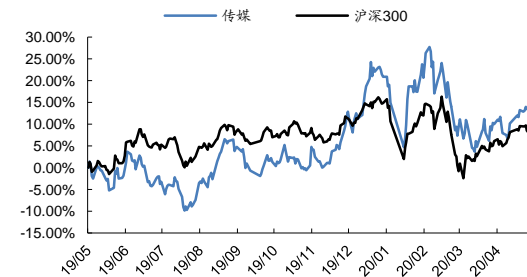
证券分析师:  
021-60338167

朱珠 S0350519060001  
zhuz@ghzq.com.cn

## 回看五年年报 再看 2020 年中期文化传媒策略

### ——传媒行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	3.2	-6.5	13.2
沪深 300	1.9	-4.0	7.2

相关报告

- 《传媒行业周报: 政策加码 头部院线及优质院线电影公司布局进行时》——2020-05-10
- 《传媒行业周报: 2019 商誉减值风险进一步释放 布局进行时》——2020-05-05
- 《传媒行业事件点评报告: 压力测试下头部院线及电影公司如何看》——2020-04-29
- 《传媒行业周报: 关注电影及院线复工进展以及字节跳动的红利》——2020-04-18
- 《传媒行业周报: 年报一季度落地中 关注二三季度回暖进度》——2020-04-12

### 投资要点:

- **业绩端, 回看五年传媒板块总归母利润与经营性现金流** 总结 2015-2019 年报, 首先, 文化传媒板块归母利润从高增速到亏损收窄(总归母净利润从 2015 年的 199.1 亿元到 2019 年的 -340.5 亿元); 其次, 经营性现金流是企业“生命线”, 从 2015-2019 年维度看各板块经营性现金流净额波动并结合商业生命周期预判其经营的业绩改善拐点(文化传媒板块经营性现金流净额从 2014 年的 343.56 亿元增加至 2019 年的 699.25 亿元), 2019 年其增速回到两位数。
- **商誉减值风险进一步释放** 文化传媒板块的商誉从 2014 年的 345.33 亿元增加至 2015 年的 883.65 亿元, 2016-2019 年连续四年其商誉增速逐渐下滑(从 2016 年的 42.69%到 2019 年的 -16.57%); 分行业看, 2019 年影视板块商誉增速大幅下滑, 商誉减值损失风险进一步释放。
- **从商业模式端, 4G 移动互联网下的商业模式的验证与生命周期的演变再看 5G 下的发展** 4G 下移动互联网带来游戏、视频等内容与平台的红利(2020 年 3 月, 中国短视频用户 7.7 亿人, 视频总用户规模 8.5 亿, 占网民的 94.1%), 以“屏”为生的商业模式不断成熟。5G 之下, 文化传媒板块的企业将如何在内容、媒介、营销、用户体验等领域实现“第二次增长”(直播电商、MCN 化、去 MCN 化等不会是终点)。
- **2020 年看专注看融合看中国文化真内核 2020 年下半年可关注三维度** 第一维度, 关注二三季度回暖板块(如头部院线以及院线电影、阅读出版类公司); 第二维度, 关注业绩相对确定板块(如线上阅读、游戏、智能营销); 第三维度, 关注 5G 后端应用板块(超高清视频产业链、云 VRAR 等), 同时重点关注字节跳动系产业链带来的红利。
- **行业评级及投资策略** 给予行业推荐评级。我们在 2020 年年度的策略中指出, 文化传媒行业的发展是伴随内容与新媒介融合以及新用户圈层需求的共振, 2019 年外部中美关系影响以及供给与需求两端铺垫出了“国潮”。国潮之下的投资看中国文化真内核(核心是生存看专注, 发展看融合)。

中国文化真内核之一是读好书破知识媒介（新经典、中信出版等以及内容媒介守门人视觉中国）；中国文化真内核之二是先看国潮动画电影市占率的提升，再看院线拐点（万达电影、横店影视、光线传媒、奥飞娱乐等）；中国文化真内核之三，超高清视频产业链中的大屏融合（IPTV/OTT）、云游戏云 VR 下的芒果超媒、新媒股份、风语筑、号百控股等）。

以上年度策略中的标的，我们持续看好。在 2020 年下半年策略中，我们仍需考虑新冠疫情因素，企业停工停产影响在 2020 年一季度业绩中体现，疫情有始有终，复工复产下大部分企业也逐步在二季度恢复经营，叠加二季度与四季度的“618”与“双 11”两大购物节加持，我们从供给端（内容与媒介）以及需求端（不同圈层用户偏好）建议关注三个维度。

- **风险提示：** 产业政策变化风险、开机率下滑的风险、推荐公司业绩不及预期的风险、图书出版发行选题、新媒体竞争、行业竞争风险编播政策变化风险、疫情下部分影视作品进展不及预期以及未获备案风险、营销传播行业竞争加剧风险、行业发展低于预期以及行业估值继续下行的风险、宏观经济波动的风险。

#### 重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2020-05-15	EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	评级
300413.SZ	芒果超媒	49.15	0.65	0.84	1.00	71.48	55.31	46.46	买入
300788.SZ	中信出版	44.36	1.32	1.46	1.73	34.70	31.37	26.47	买入
300770.SZ	新媒股份	168.72	3.08	4.14	5.41	50.29	37.42	28.63	买入
603096.SH	新经典	63.22	1.78	2.04	2.52	32.31	28.20	22.83	买入
603103.SH	横店影视	15.02	0.49	0.47	0.55	29.86	31.13	26.60	买入
300251.SZ	光线传媒	11.20	0.32	0.34	0.40	33.22	31.26	26.58	买入
300058.SZ	蓝色光标	6.91	0.29	0.29	0.36	24.00	23.75	19.33	买入
603466.SH	风语筑	13.65	0.90	1.09	1.32	15.50	12.80	10.57	买入
603533.SH	掌阅科技	32.29	0.40	0.58	0.75	85.00	58.62	45.33	买入
000681.SZ	视觉中国	20.14	0.31	0.38	0.48	64.97	53.00	41.96	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	6.44	0.09	0.11	0.18	70.78	57.91	35.39	增持
002624.SZ	完美世界	44.99	1.14	1.38	1.68	41.48	34.27	28.15	未评级
002739.SZ	万达电影	16.57	-2.28	0.32	0.92	-7.32	52.19	18.15	未评级
002602.SZ	世纪华通	14.20	0.38	0.65	0.76	36.58	21.38	18.29	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

## 内容目录

1、 2015-2019 年五年年报总结：从利润到现金流 .....	5
1.1、 传媒板块五年维度归母利润从高增到亏损收窄 .....	5
1.2、 经营性现金流：2019 年改善显著 .....	5
2、 商誉减值风险进一步释放 商誉总额从 2017 年的 1485 亿元下降至 2019 年的 1015 亿元 .....	9
2.1、 分行业看各板块商誉规模增减 游戏板块商誉较高 .....	10
2.2、 如何定义商誉以及如何确认商誉减值 .....	13
2.3、 商誉减值损失了多少？2018-2019 年 393.4 亿元 VS 238.3 亿元 .....	13
2.4、 2019 年 影视 VS 游戏 商誉减值损失 63.1 亿元 VS 68.7 亿元 .....	14
3、 4G 培育用户助推各细分行业商业模式的货币化 5G 之后何去何从 .....	16
3.1、 分类看：视频用户已达 8.5 亿人 占网民整体 94.1% 以屏为生 .....	16
3.2、 从上网设备与应用的使用时长角度看 .....	17
3.3、 下沉市场的流量红利还剩多少？农村网民 2.55 亿 .....	18
3.4、 从网民年龄、学历结构看消费趋势：20-49 岁网民占比 59.9% 初中占比 41% .....	19
3.5、 长短视频、直播是媒介终点吗？从网红到 MCN 运营是变现的终点吗？ .....	20
4、 2020 年看专注看融合看中国文化真内核 2020 下半年如何看 .....	23
4.1、 维度一：看二三四季度的环比回暖板块 头部院线与院线电影、图书 .....	24
4.2、 维度二：看业绩相对确定性板块 .....	29
4.3、 维度三：看 5g 后端应用超高清与云 VR 等板块 .....	30
4.4、 国潮美好生活的有形与无形文化资产重估 .....	34
5、 行业评级及投资策略 .....	35
6、 重点推荐个股 .....	36
7、 风险提示 .....	38

## 图表目录

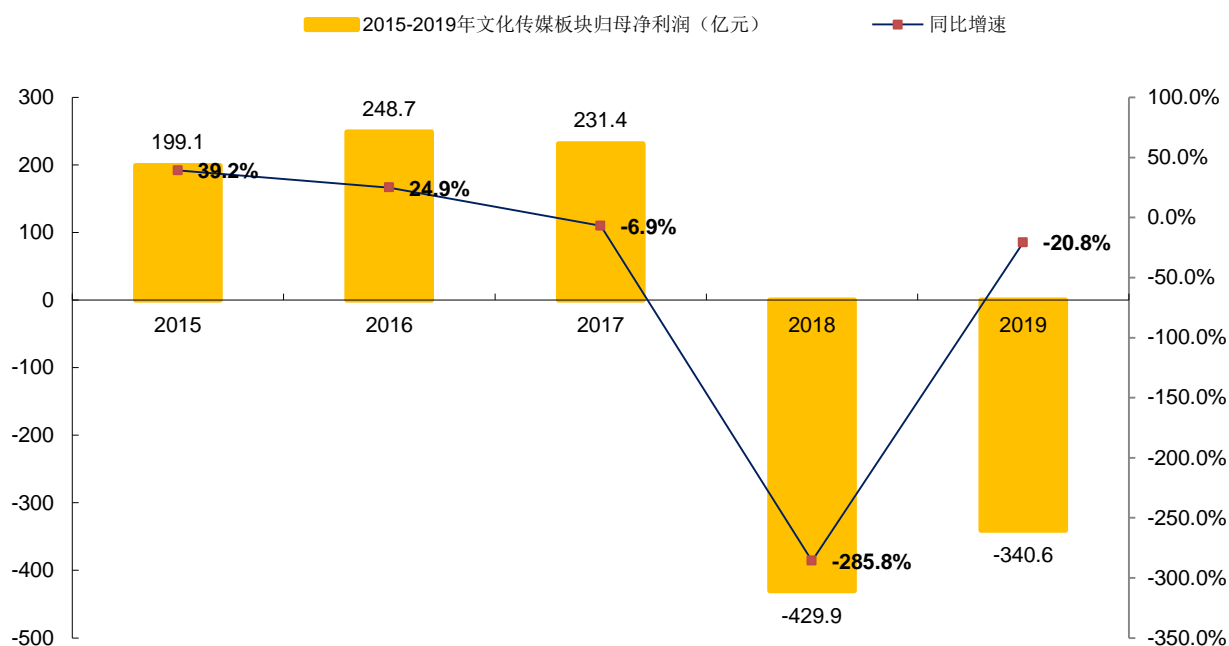
图 1: 2015-2019 年文化传媒板块归母利润及同比增速	5
图 2: 2014-2019 年传媒板块整体经营性现金流净额及同比增速	6
图 3: 2014-2019 年广电板块经营性现金流净额、同比增速以及占总传媒板块的比例	6
图 4: 2014-2019 年影视板块经营性现金流净额、同比增速以及占总传媒板块的比例	7
图 5: 2014-2019 年动漫游戏板块经营性现金流净额、同比增速以及占总传媒板块的比例	8
图 6: 2014-2019 年广告营销板块经营性现金流净额、同比增速以及占总传媒板块的比例	9
图 7: 2013-2019 年文化传媒板块商誉以及同比增速	10
图 8: 2013-2019 年文化传媒各主要板块商誉、同比增速及占传媒行业总商誉比例	11
图 9: 2019 年文化传媒各主要细分板块商誉以及占文化传媒板块总商誉比例	13
图 10: 2012-2019 年文化传媒板块商誉减值损失及同比增速	14
图 11: 2015-2019 年影视（上）、游戏（下）商誉减值损失及同比增速	15
图 12: 2020 年 3 月中国网民规模及互联网普及率	16
图 13: 2020 年 3 月中国各领域网民规模	17
图 14: 2020 年 3 月中国互联网接入设备使用（左）、各类应用使用时长占比（右）	18
图 15: 2013 年 12 月-2020 年 3 月中国城乡地区互联网普及率	18
图 16: 2020 年 3 月中国网民年龄结构（上）、学历结构（下）	19
图 17: 2020 年上半年线上关注度较高网红	20
图 18: 对比艺人与内容（上）、网红与零售（下）	21
图 19: 2015-2019 年中国 MCN 数量走势	23
图 20: 2009-2019 年全国电影影院、银幕数以及同比增速	25
图 21: 2009-2019 年全国电影分账票房、银幕数以及同比增速	26
图 22: 2020 年一季度疫情后内容供给公司	27
图 23: 2019 年全国票房走势以及 2020 年二三季度发展趋势	27
图 24: 2019 年 1 月-2020 年 3 月单月开卷监测网店渠道销售码洋趋势	29
图 25: 新闻联播播出行动超高清视频产业行动计划内容	30
图 26: 《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》发展目标	31
图 27: 预计 2022 年行业应用领域中两大部分应用市场组成	31
图 28: 1980-2020 年 1G 到 5G 下的应用趋势变化	32
图 29: 超高清视频应用成熟度曲线（上）、VR 产业价值（中）、2017-2025 年全球 VR 游戏市场规模（下）	33
图 30: 国潮简述	34

## 1、2015-2019 年五年年报总结：从利润到现金流

### 1.1、传媒板块五年维度归母利润从高增到亏损收窄

2015-2019 年文化传媒板块 144 家标的总归母净利润（剔除乐视网、暴风集团）分别为 199.1 亿元、248.7 亿元、231.4 亿元、-429.9 亿元、-340.6 亿元，我们看到文化传媒板块总归母净利润从 2015 年的 199.1 亿元下滑至 2019 年的 -340.6 亿元，同比增速从 2015 年的 39% 到 2019 年的 -20.8%，带来 2018-2019 年文化传媒板块整体利润亏损的主因在于商誉减值损失。

图 1：2015-2019 年文化传媒板块归母利润及同比增速

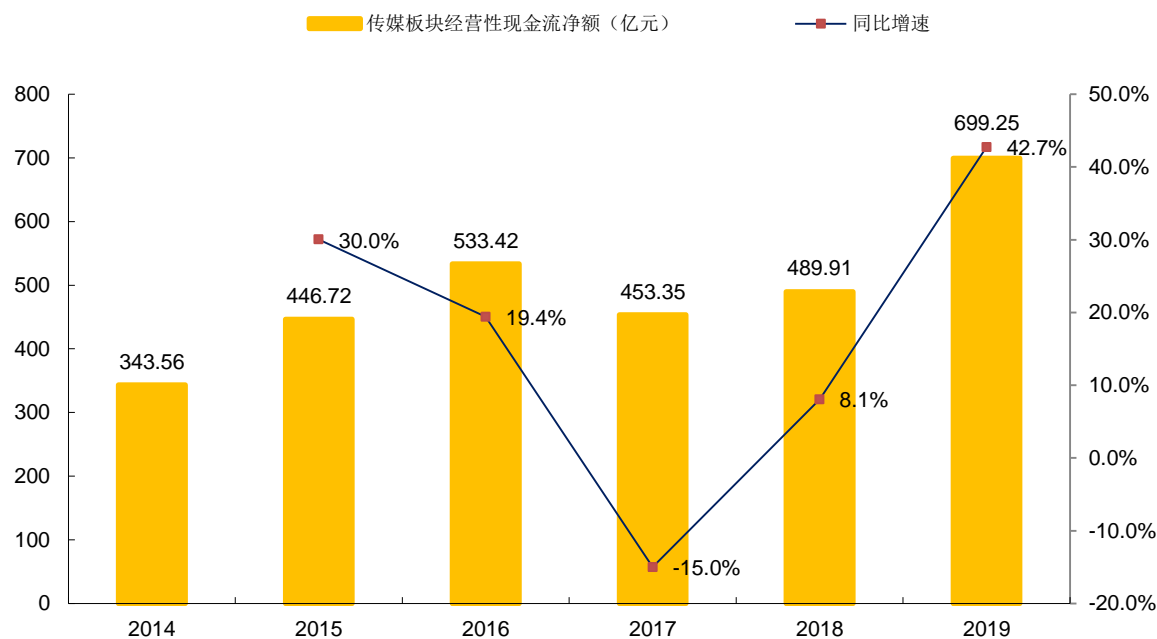


资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

### 1.2、经营性现金流：2019 年改善显著

总体看，传媒板块总体经营性现金流净额从 2014 年的 343.56 亿元增加至 2019 年的 699.25 亿元，增速从 2015 年的 30% 增加至 2019 年的 42.7%，2017 年经营性现金流净额增速下滑 15% 的原因在于，基数占比较大的广电系在 2017 年的总经营性现金流净额增速回到 0%（2017 年广电板块总经营性现金流净额占比 27%），同时，影视板块在 2017 年总经营性现金流净额增速下滑 94.8%。

图 2：2014-2019 年传媒板块整体经营性现金流净额及同比增速



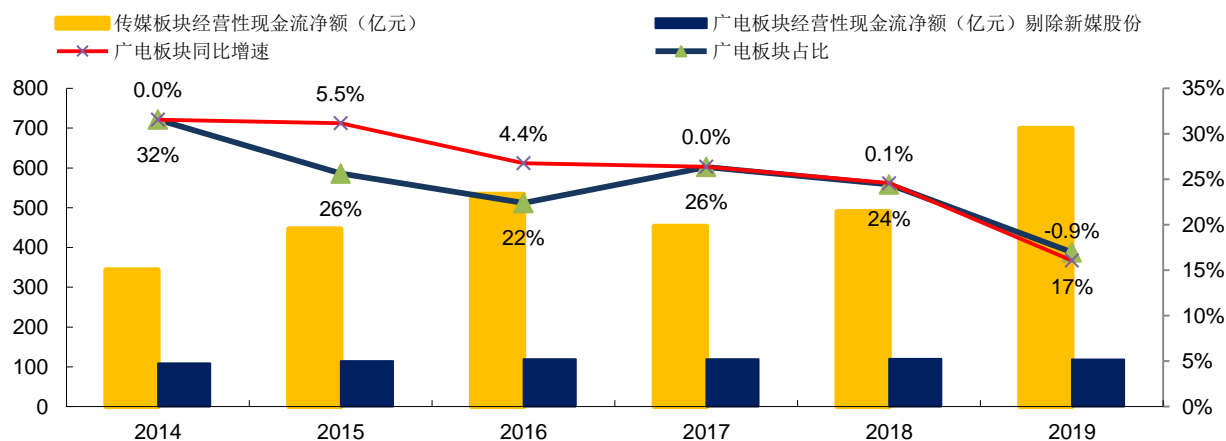
资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

注：传媒板块 144 家公司

### 1.2.1、广电板块：2014 VS 2019 年 经营性现金流净额占比 32% VS 17%

2014-2019 年 11 家广电板块的经营性现金流净额占传媒总板块的比例从 2014 年的 32% 下降至 2019 年的 17%，整体占比比例不低；广电板块的经营性现金流净额在 2017 年同比增速为 0%，进而也间接说明，2017 年传媒板块的整体经营性现金流净额增速下滑，部分原因来自占比较高的板块如广电板块的用户流失。

图 3：2014-2019 年广电板块经营性现金流净额、同比增速以及占总传媒板块的比例



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

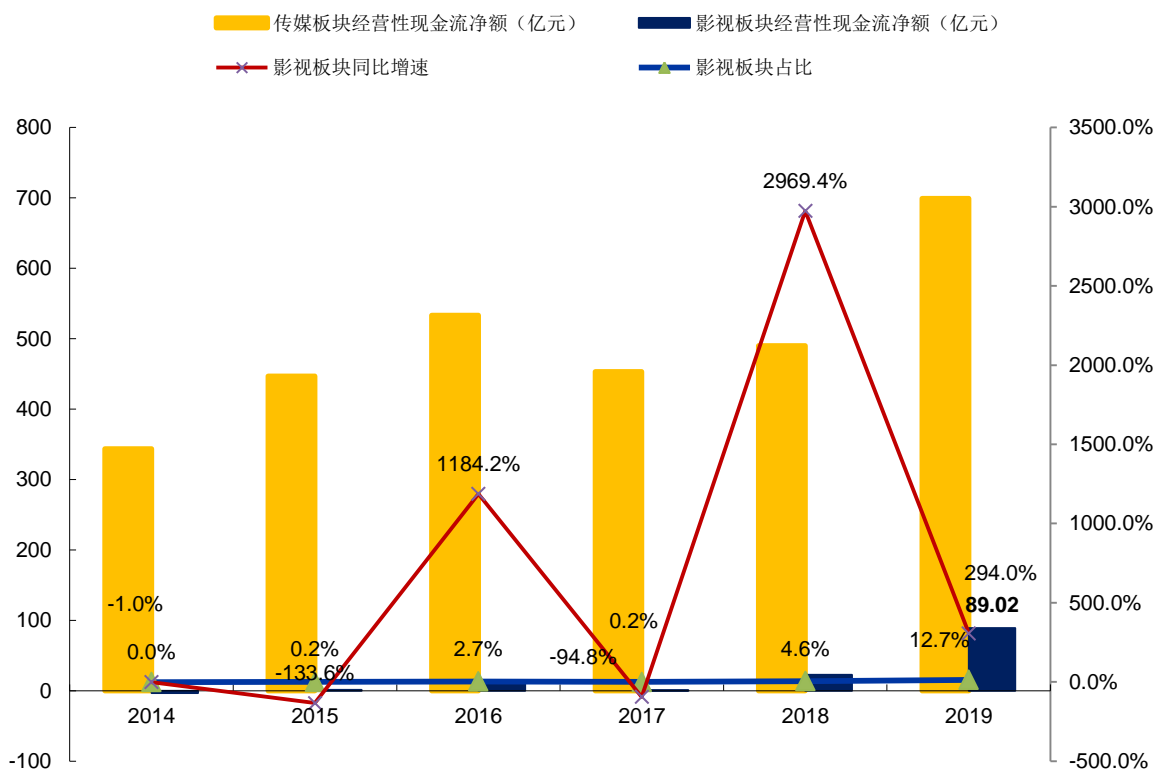
注：11 家广电公司（不含新媒股份）



### 1.2.2、影视板块：2014 VS 2019 年 经营性现金流净额占比 -1% VS 12.7%

我们再看影视板块经营性现金流净额，影视部分由于项目制以及上映播出时间差致使业绩在季度、年度波动较大，我们拉长时间周期看，从 2014-2019 年，影视板块 14 家标的的总经营性现金流净额占传媒板块的比例从 2014 年的 0.2% 提升至 2019 年的 12%，其中，2017 年影视板块的经营性现金流净额增速下滑 94.8%，主要由于北京文化、欢瑞世纪等公司的经营性现金流净额为负数，2019 年文化传媒板块中影视部分的经营性现金流净额达到 89 亿元，主要得益于光线传媒（《哪吒》等电影）贡献的 16 亿元。

图 4：2014-2019 年影视板块经营性现金流净额、同比增速以及占总传媒板块的比例



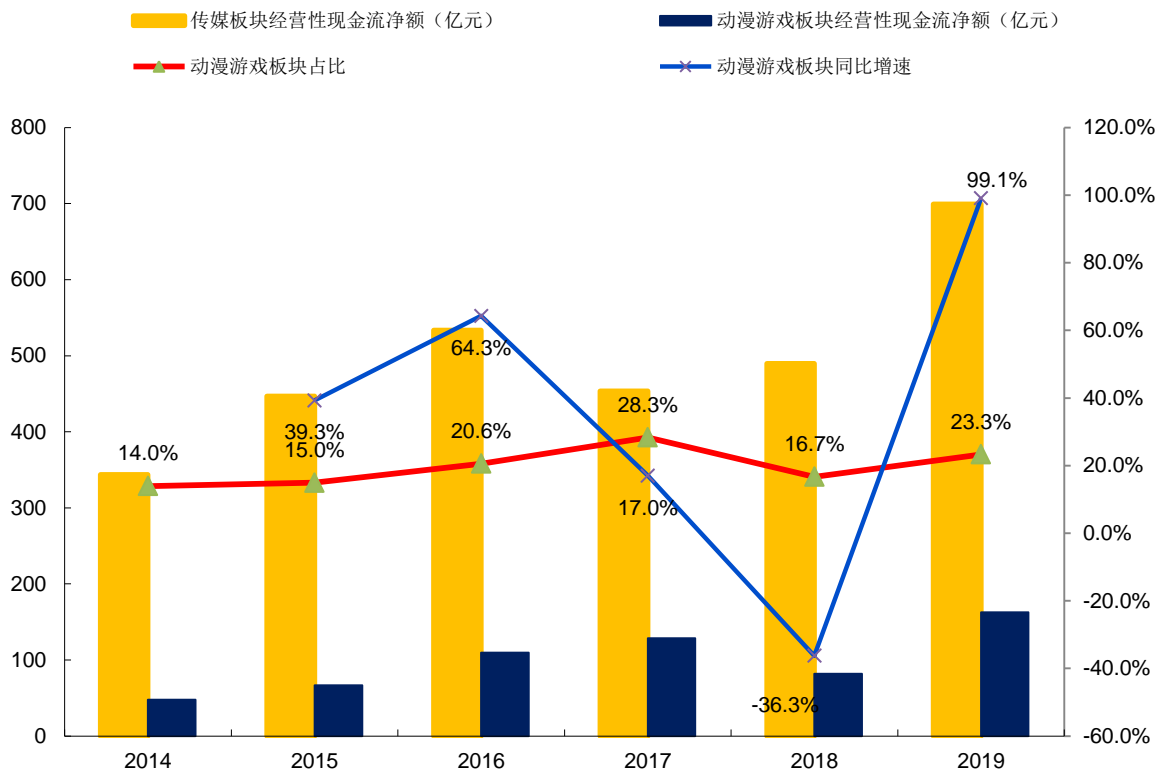
资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

注：14 家影视公司（不含乐视、暴风）

### 1.2.3、动漫游戏板块：2014 VS 2019 年 经营性现金流净额占比 14% VS 23%

动漫游戏板块由于较好的现金流而备受关注，从经营性现金流净额角度看，动漫游戏板块从 2014 年的 47.96 亿元增加至 2019 年的 162.88 亿元，增速从 2015 年的 39% 增加至 2019 年的 99%，2019 年取得较高增速的核心原因在于 2018 年低基数效应，2018 年 3 月由于游戏版号暂停发放后，致使 2018 年经营性现金流净额回到 81.8 亿元（同比下滑 36.3%），伴随 2018 年 12 月月底版号重启，2019 年动漫游戏板块的经营性现金流净额增加至 162.88 亿元（同比增加 99%）。

图 5：2014-2019 年动漫游戏板块经营性现金流净额、同比增速以及占总传媒板块的比例



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

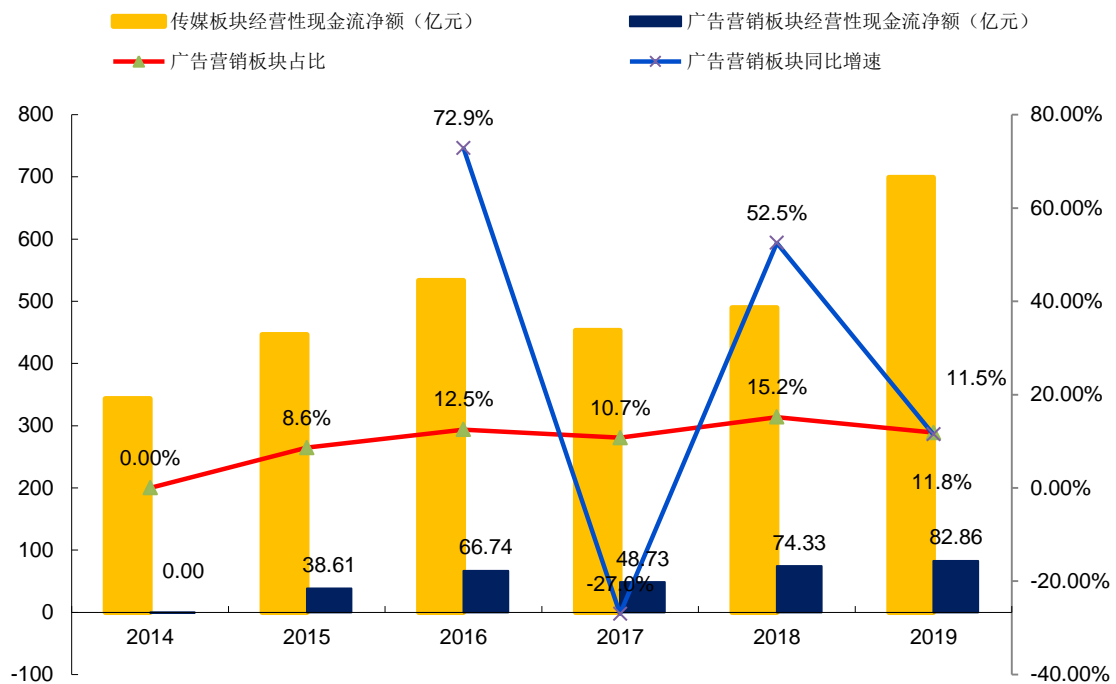
注：25 家动漫游戏公司

#### 1.2.4、广告营销板块：2014 VS 2019 年 经营性现金流净额占比 0% VS 11.8%

广告营销板块，经营性现金流净额从 2014 年 0 亿元增加至 2019 年的 82.86 亿元，伴随移动互联网发展，移动广告营销市场规模不断扩大，2017 年广告营销板块的经营性现金流净额达 48.7 亿元（同比减少 27%），主要由于经营性现金流净额权重占比较高的分众传媒在 2017 年的经营性现金流净额出现下滑以及部分企业经营性现金流净额出现负数进而带来营销板块经营性现金流净额下滑，2017 年低基数下，2018 年广告营销板块的经营性现金流净额增速实现较大增幅，达到 52.5%。



图 6：2014-2019 年广告营销板块经营性现金流净额、同比增速以及占总传媒板块的比例



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

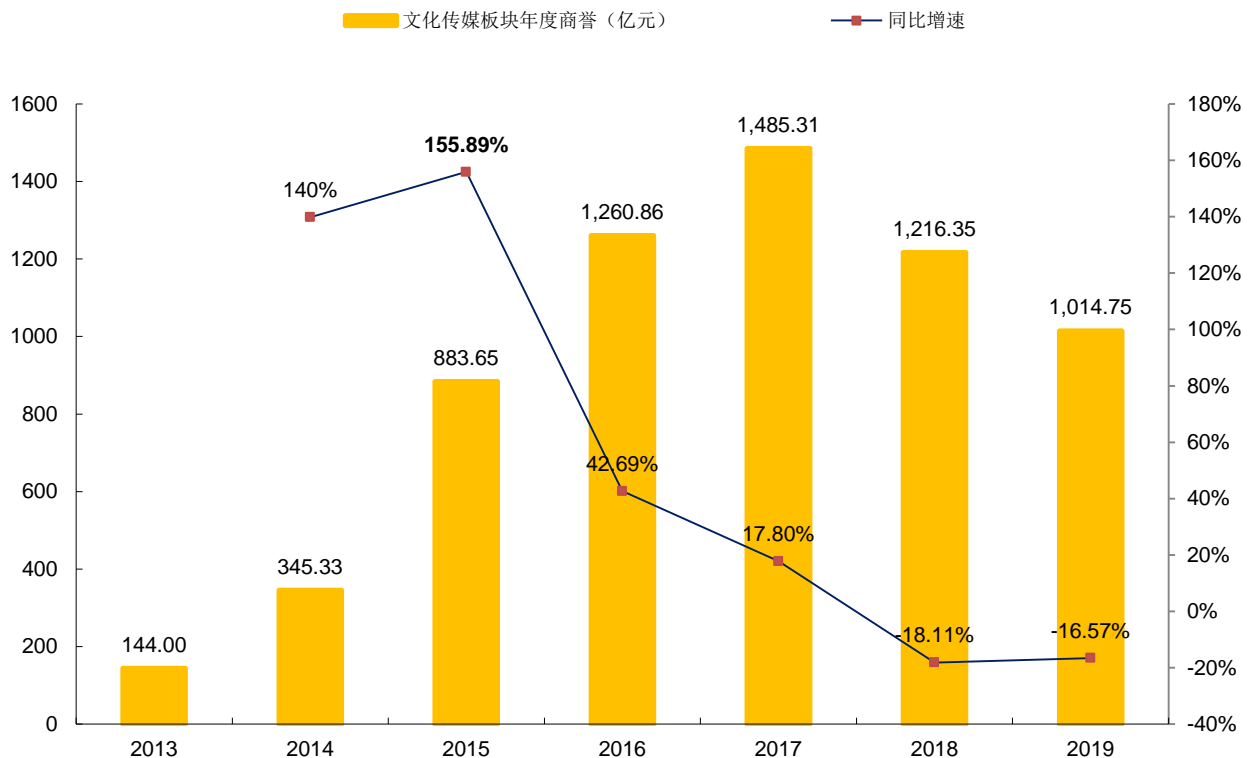
注：20 家广告营销公司

## 2、商誉减值风险进一步释放 商誉总额从 2017 年的 1485 亿元下降至 2019 年的 1015 亿元

自 2013 年文化传媒板块开启“并购元年”，轻资产的文化传媒企业将“并购重组”方式当作资本化的重要通道之一。“十二五”时期是我国文化产业大发展、大繁荣时期，五年中国家出台多项推动文化产业发展的政策，涉及土地、税收、投融资等多个领域，文化产业占 GDP 的比重也从 2010 年的 2.75% 升至 2014 年的 3.76%。

随后，“十三五”规划也再次提出，“文化产业成为国民经济支柱性产业”。政策端的指引为我国文化企业的长足发展奠定信心，企业间兼并重组数量显著增加，行业整合优化并购重组之下，一方面带来传媒行业的繁荣，另一方面，也带来的商誉，文化传媒板块的商誉从 2014 年的 345.33 亿元增加至 2015 年的 883.65 亿元，增速峰值在 2015 年达到 155.89%，2016-2019 年连续四年文化传媒板块的商誉增速逐渐下滑，从 2016 年的 42.69% 回到 2019 年的 -16.57%。

图 7：2013-2019 年文化传媒板块商誉以及同比增速



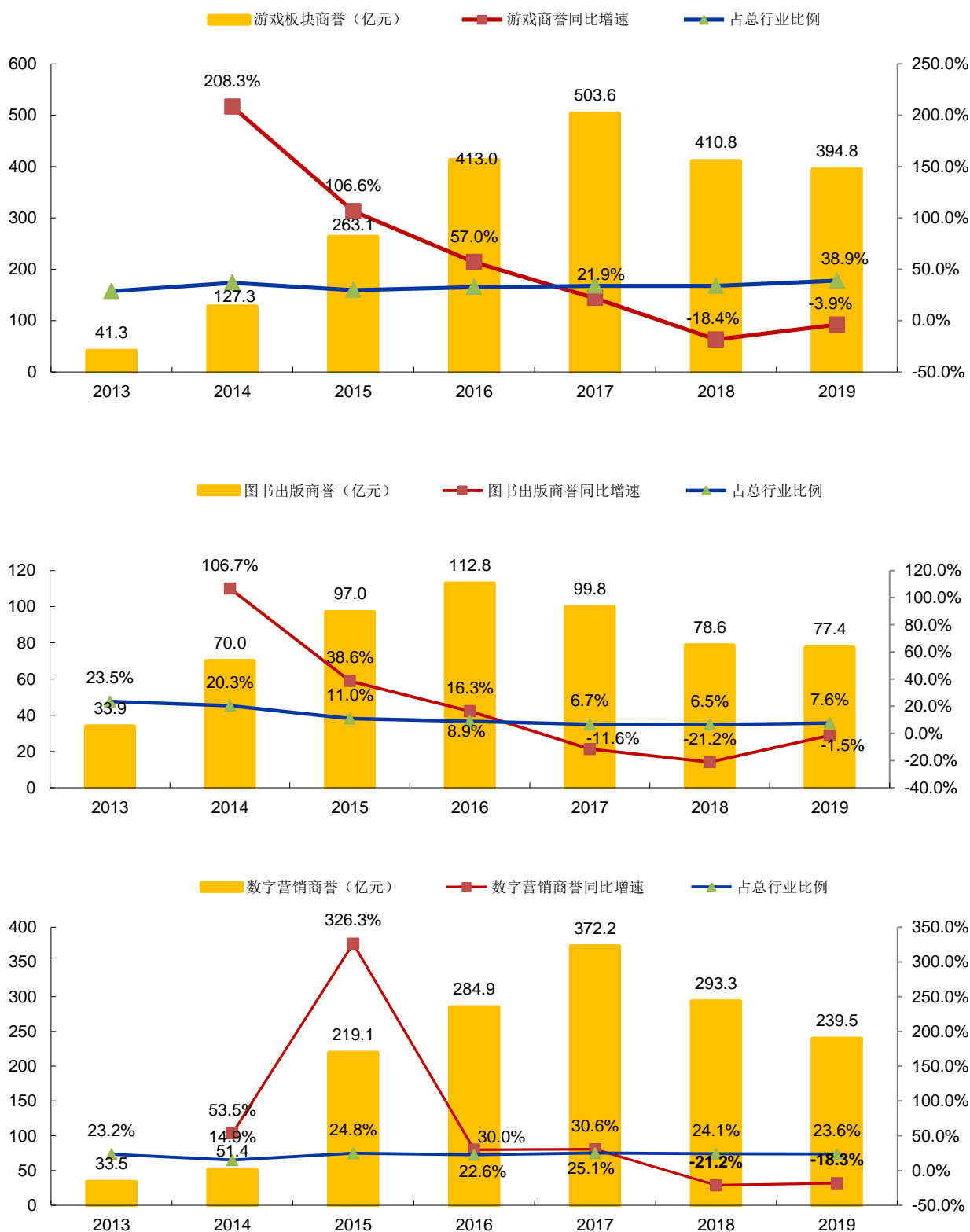
资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

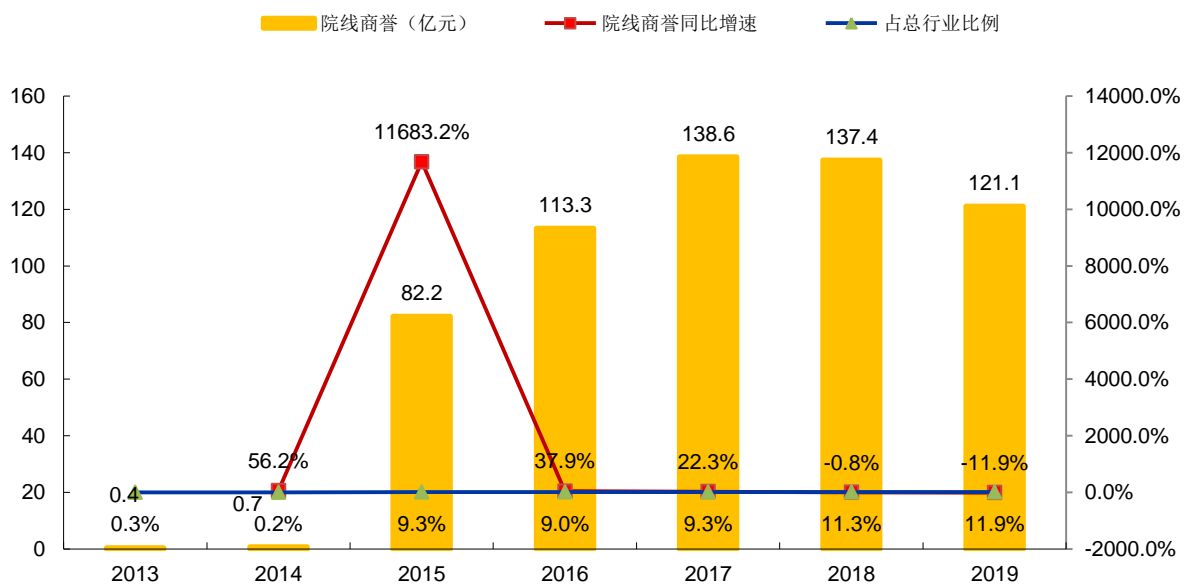
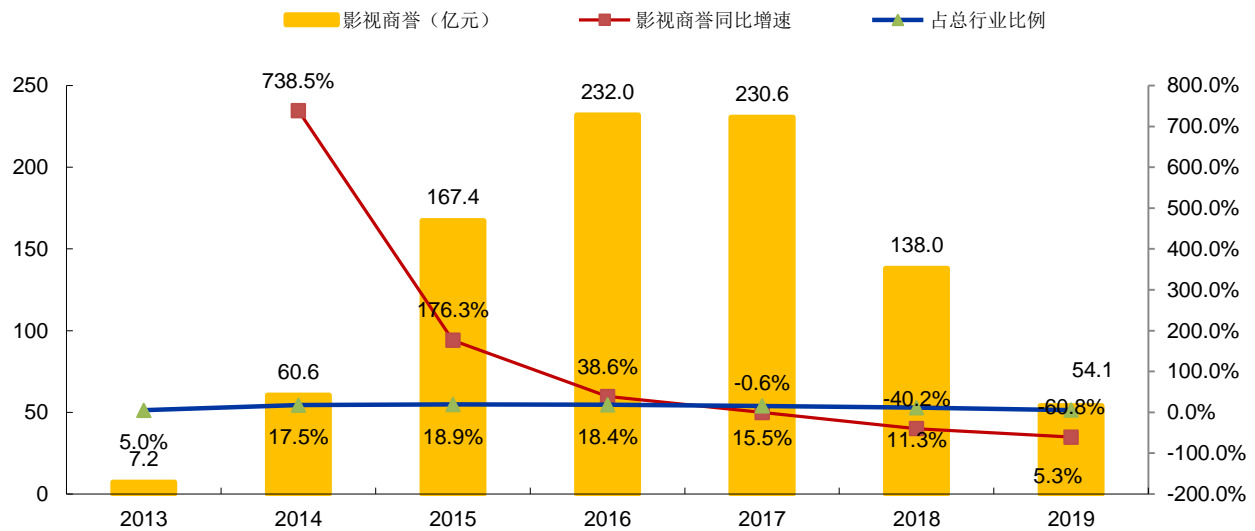
## 2.1、分行业看各板块商誉规模增减 游戏板块商誉较高

- 2019 年影视板块商誉增速大幅下滑，广电板块商誉规模逆势增长；2019 年商誉基数较高板块为游戏板块（2019 年为 394.8 亿元，占文化传媒商誉总额 38.9%）

商誉总量规模角度看，2019 年游戏板块与数字营销板块的商誉占比较高，图书出版、广电、影视、院线的商誉总量占比已较小。商誉规模增减幅看，2019 年游戏板块、影视板块、数字营销板块、广电板块、院线板块商誉的同比增速分别为-3.9%、-60.8%、-18.3%、35.7%、-11.9%，其中，在各细分领域商誉规模均呈现下滑趋势下，广电板块商誉在 2019 年呈现上涨主要由于东方明珠在 2019 年增加的商誉带来广电板块的商誉规模扩大；

图 8：2013-2019 年文化传媒各主要板块商誉、同比增速及占传媒行业总商誉比例



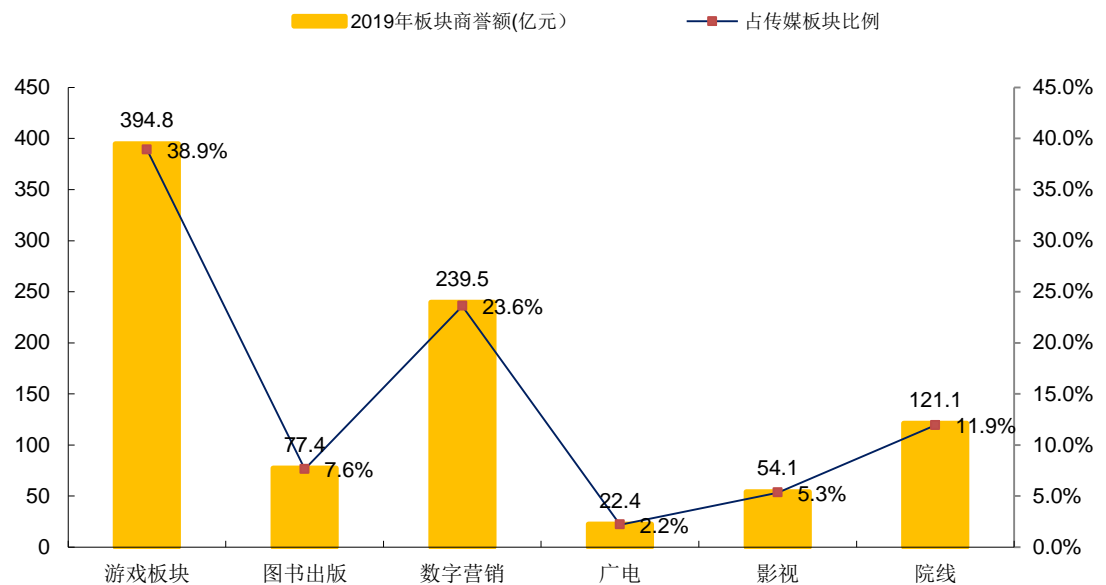


资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

\*我们分列影视、游戏、营销、院线、图书出版各主要文化传媒细分板块的商誉以及同比增速, 更利于对比

2019 年文化传媒各细分板块中, 游戏板块商誉总额 394.8 亿元 (占比 38.9%), 占比最低为广电板块 22 亿元商誉额 (占比 2.2%)。由于游戏板块的商誉总额仍较高, 其商誉减值的风险仍较大。但, 基于 2018 年 12 月游戏版号重启, 2019 年的行业数据也逐渐回暖, 2020 年 5G 应用后端的云游戏也有望为头部游戏企业的再发展助力。

图 9：2019 年文化传媒各主要细分板块商誉以及占文化传媒板块总商誉比例



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

## 2.2、如何定义商誉以及如何确认商誉减值

文化传媒板块从发展到壮大再到洗牌，均离不开商誉。商誉（Goodwill）指代企业合并时，购买企业投资成本超过被合并企业净资产公允价值的差额部分。商誉的取得方式可分为外购商誉与自创商誉，外购商誉是指由于企业合并采用购买法进行核算而形成的商誉，我们讨论的商誉均为外购商誉。拥有商誉之后，即需要考虑商誉减值问题。

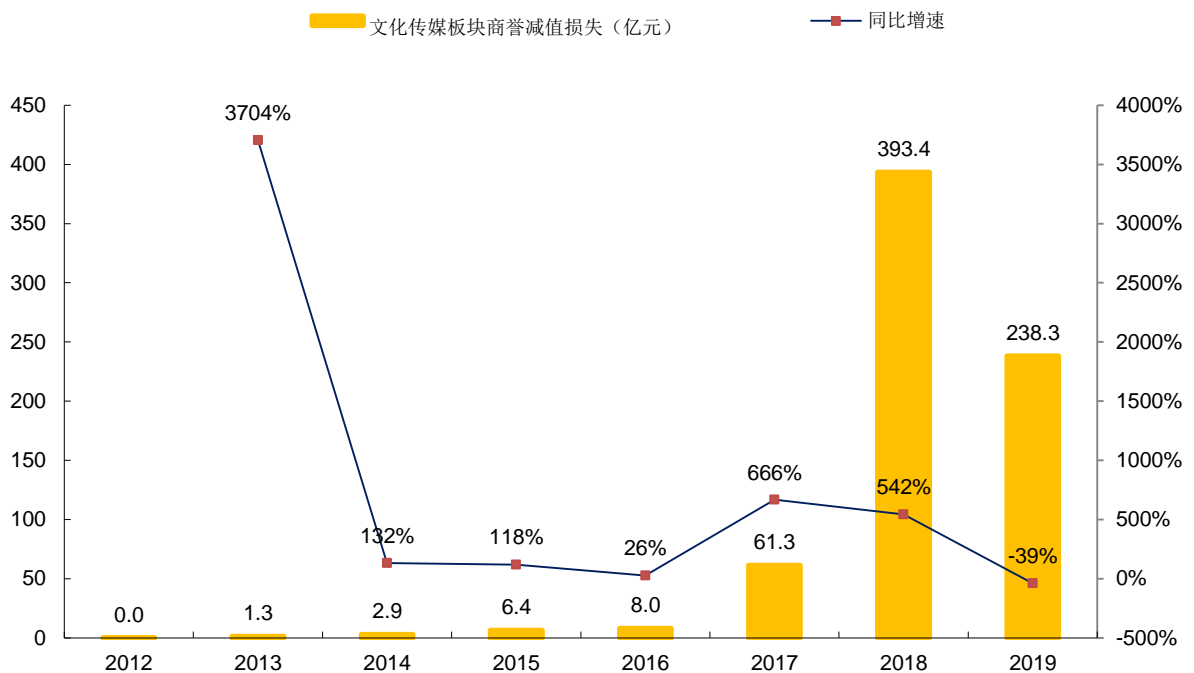
**商誉减值**在中国的会计规定基本与国际会计准则趋同，但同时也具有中国特色。据《企业会计准则第 8 号-资产减值》的规定中指出，商誉减值测试及确认应结合与其相关的资产组或资产组组合进行。首先，企业对于因企业合并形成的商誉，应当自购买日起将商誉的账面价值按合理的方法分摊至相关资产组或资产组组合中；

其次，在会计末期，对包含商誉的相关资产组或资产组合进行减值测试时，如与商誉相关的资产组或资产组组合存在减值迹象时，应先对不包含商誉的资产组或资产组组合进行减值测试，计算可收回金额，并与相关账面价值进行比较，确认减值损失，再对包含商誉的资产组或资产组组合进行减值测试，对各相关资产组或资产组组合的账面价值（包括所分摊的商誉的账面价值部分）与可收回金额进行比较，如果相关资产组或资产组组合的可收回金额低于其账面金额，则确认商誉的减值损失；最后，商誉的减值损失一经确认不得在以后的会计期间转回。

## 2.3、商誉减值损失了多少？2018-2019 年 393.4 亿元 VS 238.3 亿元

文化传媒板块借助外延并购的“快餐方式”助推其 2015 年达到繁荣景象后并未持续，2017 年我们看到文化传媒板块的商誉减值损失达到 61.3 亿元，2018 年达到 393.4 亿元，商誉减值损失的同比增速从 2016 年的 26% 增加至 2018 年的 542%，如惯性原理，我们看到 2019 年，商誉减值损失仍超过 200 亿元，达到 238.3 亿元，但同比增速为 -39%，商誉减值损失增速在收窄，由于 2020 年一季度遇见新冠疫情，不排除在 2020 年年度，仍有部分企业由于现金流等经营性问题带来自身业绩亏损，但商誉减值损失影响预计较小（主要是由于外延收购标的若 2015 年完成，部分企业的业绩备考是三年期，即 2015-2017 年，或者 2016 年完成，业绩备考是 2016-2018 年，又或者是 2017 年完成，业绩备考是 2017-2019 年，进而在业绩备考后的最后一年中，重新做商誉减值测试下，潜在风险的释放年是在 2018-2019 年）。

图 10：2012-2019 年文化传媒板块商誉减值损失及同比增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

伴随 2018 年一季度文化传媒中的游戏版号暂停发放以及外部政策对影视剧的注水内容等进行修正，2018 年企业的外延并购的热度下降，进而新增的外购式商誉规模减少的同时，商誉减值损失开始逐渐增加；2017-2019 年文化传媒板块总商誉减值损失分别为 61.3 亿元、393.4 亿元、238.3 亿元（同比增加 666%、542%、-39%），2019 年商誉减值损失收窄，进而我们也能看到，2019-2020 年，是自 2015 年之后商业模式的验收年，企业逐步分化，各细分行业的龙头之姿已渐显。

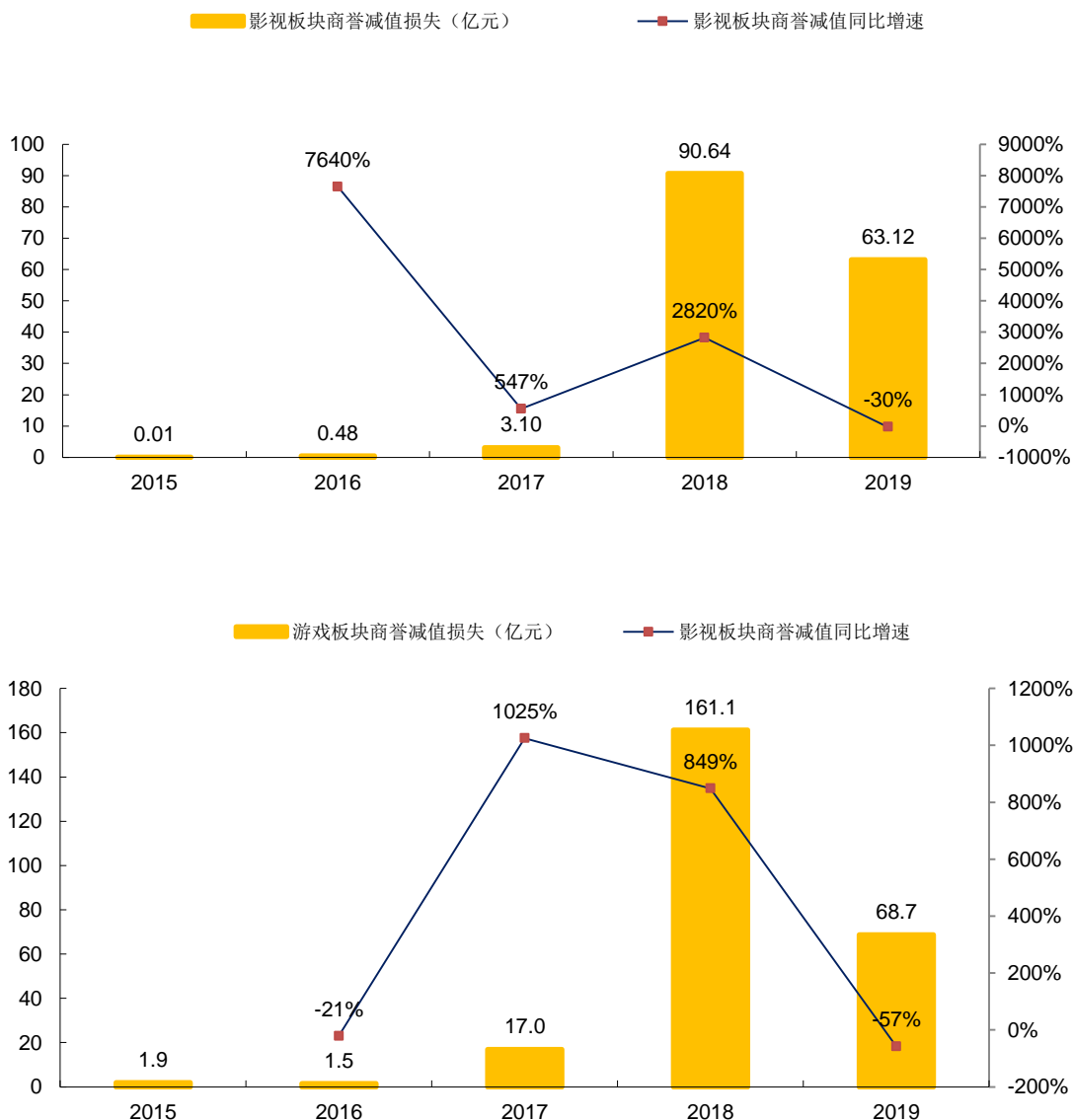
## 2.4、2019 年 影视 VS 游戏 商誉减值损失 63.1 亿元 VS 68.7 亿元

文化传媒板块的高商誉板块影视与游戏在 2018 年分别进行商誉减值损失达 90.6

亿元、161.1 亿元，其中游戏板块的商誉减值损失较重，核心主要由于 2018 年一季度游戏版号暂停，2018 年年底重启，无新增游戏版号下带来业绩的经营困难，2018 年游戏板块的商誉减值损失增加 849%。2019 年游戏板块的新增商誉减值损失主要来自艾格拉斯（2019 年度公司计提了全资子公司杭州搜影、北京拇指玩以及艾格拉斯科技的商誉）与恺英网络（2019 年对浙江盛和计提商誉减值准备 11.5 亿元）。

整体看，文化传媒中商誉占比较高的影视与游戏的减值损失在 2018 -2019 年已落地，2020 年本应成为重新发展年，但 2020 年一季度遇见新冠疫情，导致部分项目开机延期，对于细分头部企业可借助再融资等方式平滑短期经营压力，但对于项目较小且竞争力相对较弱的企业在疫情下，经营困难进一步凸显，不排除 2020 年年底仍将有部分企业由于经营压力而被动退出。

图 11：2015-2019 年影视（上）、游戏（下）商誉减值损失及同比增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

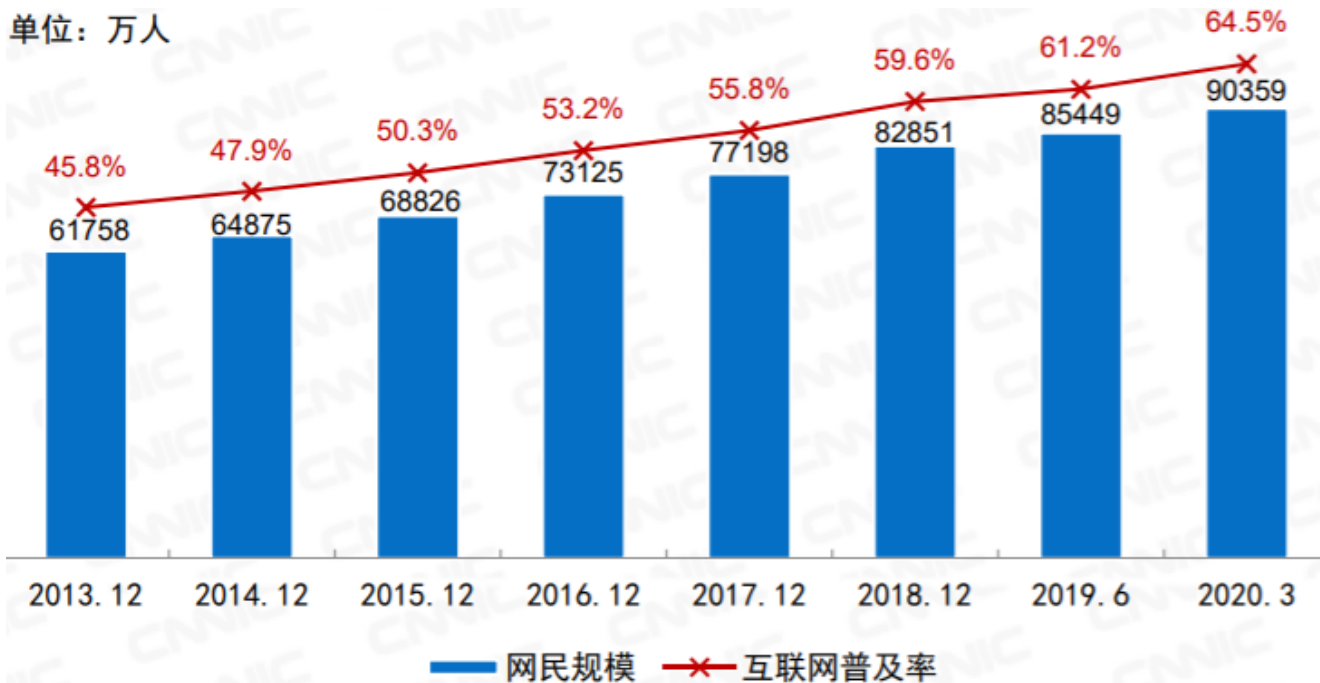


### 3、4G 培育用户助推各细分行业商业模式的货币化 5G 之后何去何从

- 中国短视频用户已达 7.7 亿人,视频总用户规模 8.5 亿(占网民的 94.1%),以“屏”为生的商业模式在 4G 之下不断丰富

2019 年是新中国成立 70 周年,也是中国接入国际互联网 25 周年。截止 2020 年 3 月,我国网民规模达到 9.04 亿元,较 2018 年年底新增 7508 万,互联网普及率达到 64.5% (较 2018 年年底提升 4.9 个百分点)。其中,手机网民 8.97 亿(使用手机上网比例达到 99.3%)。中国互联网普及率提升,数字鸿沟不断缩小的同时也间接说明中国用户的互联网化已趋于成熟。

图 12: 2020 年 3 月中国网民规模及互联网普及率



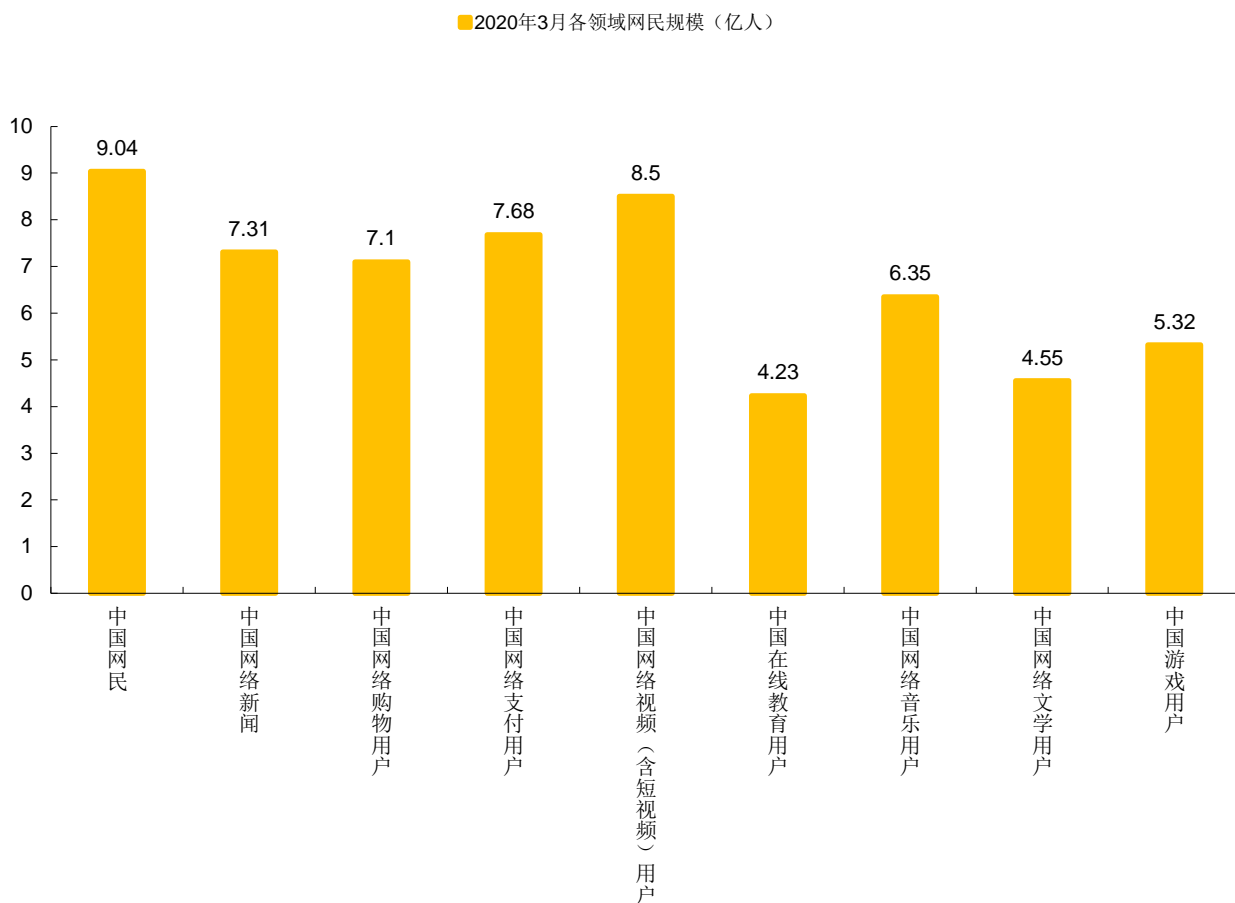
资料来源: Cnnic、国海证券研究所

#### 3.1、分类看: 视频用户已达 8.5 亿人 占网民整体 94.1% 以屏为生

**网络新闻端**, 截止 2020 年 3 月, 我国的网络新闻用户规模 7.31 亿人 (占网民整体的 80.9%), 较 2018 年年底新增了 5598 万人, 其中, 手机网络新闻用户规模 7.26 亿 (占手机网民的 81%); **网络购物端**, 我国的网络购物用户规模 7.1 亿人 (占网民整体 78.6%), 较 2018 年年底新增 1 亿人; **视频端**, 我国的网络视频用户规模 8.5 亿人 (占网民整体 94.1%), 较 2018 年年底增加 1.26 亿人, 其中, 短视频用户 7.7 亿人, 占网民整体 85.6%。同时, 我国的网络音乐用户规模 6.35 亿 (占网民整体规模 70.3%); 网络文学用户 4.55 亿 (占网民整体 50.4%);

游戏用户 5.32 亿（占网民整体的 58.9%）。

图 13：2020 年 3 月中国各领域网民规模



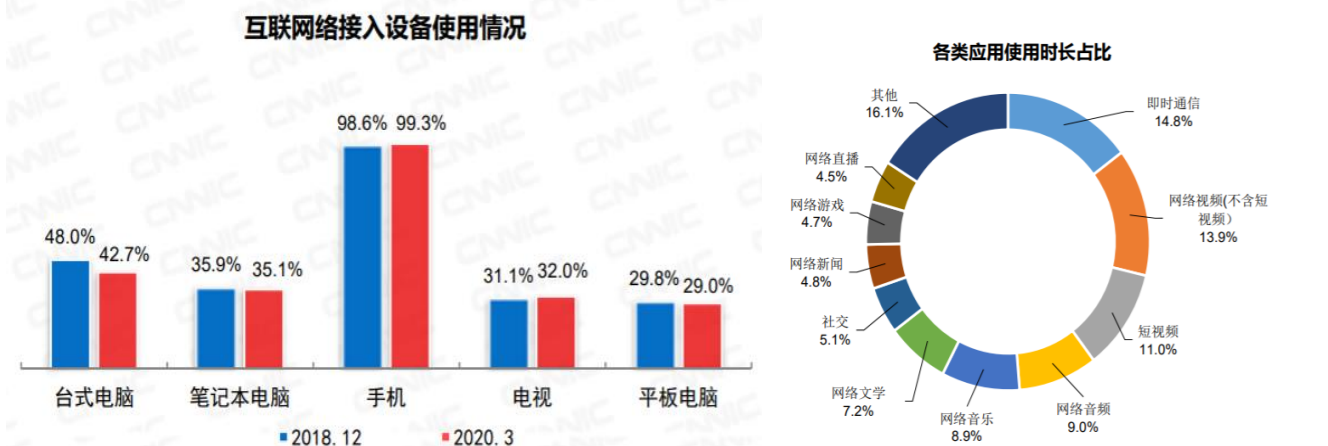
资料来源：Cnnic、国海证券研究所

### 3.2、从上网设备与应用的使用时长角度看

从上网设备看，截止 2020 年 3 月，中国网民使用手机上网比例达到 99.3%，较 2018 年年底提升 0.7 个百分点，网民使用电视上网比例为 32%，较 2018 年提升 0.9 个百分点；使用台式电脑上网比例达到 42.7%，台式电脑使用比例下降较为显著。

从各类应用使用时长占比看，2019 年年底，中国的手机网民使用的 app 中即时通信 APP 的使用时长为冠军（占比达到 14.8%），网络视频（不含短视频）位居第二（占比达到 13.9%），短视频 app 的用户时长占比为 11%，增速较快。

图 14：2020 年 3 月中国互联网接入设备使用（左）、各类应用使用时长占比（右）



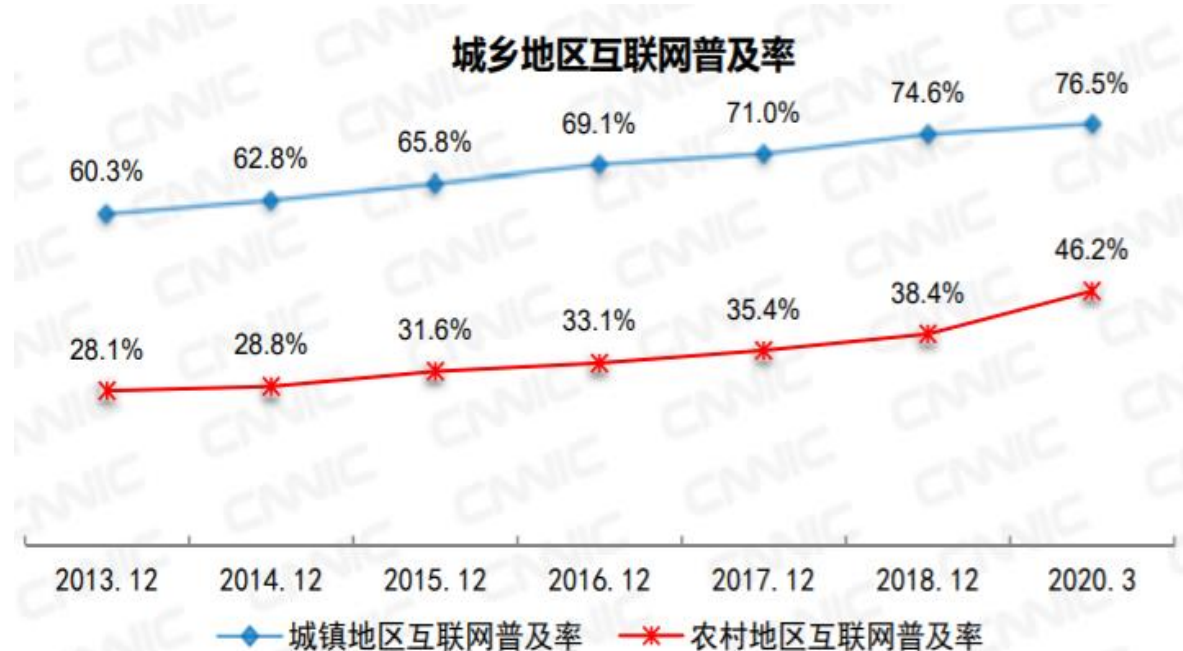
资料来源：Cnnic、国海证券研究所

### 3.3、下沉市场的流量红利还剩多少？农村网民 2.55 亿

截止 2020 年 3 月，中国城镇地区的互联网普及率 76.5%，较 2018 年提升 1.9 个百分点，农村地区的互联网普及率为 46.2%，较 2018 年提升 7.8 个百分点。

截止 2020 年 3 月，中国非网民用户规模约 4.96 亿人，其中农村非网民占比 59.8%，使用技能的缺乏以及文化程度与年龄因素是居民不上网的主要原因，而该部分用户有无成为下沉市场的新增流量红利？基于目前客观存在的原因制约其上网，该因素在短期内是否通过网络扶贫工作能解决等仍需时间验证，但我们相对看好在下沉市场中，已触网的互联网用户的消费价值仍可挖掘。

图 15：2013 年 12 月-2020 年 3 月中国城乡地区互联网普及率

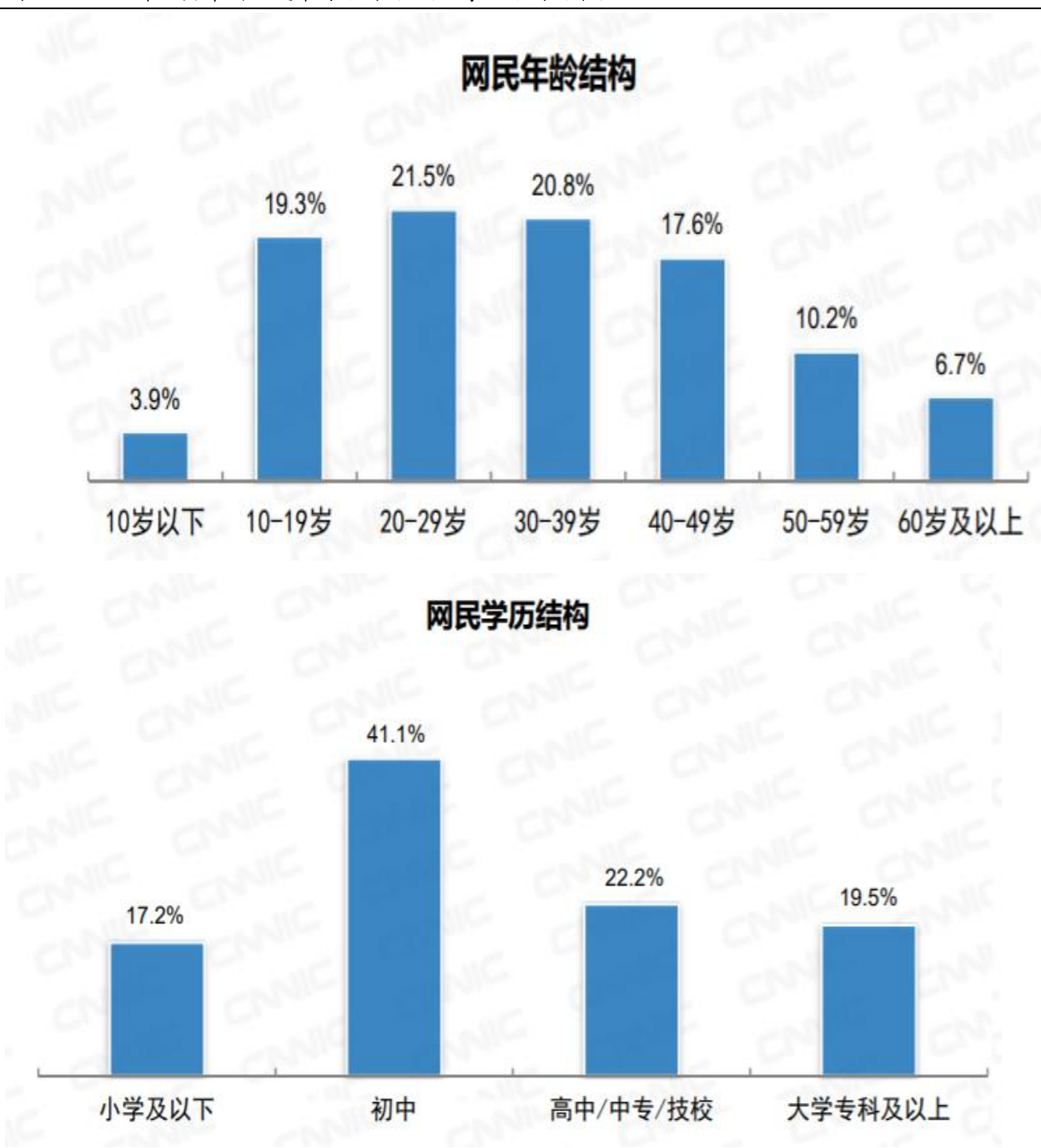


资料来源：Cnnic、国海证券研究所

### 3.4、从网民年龄、学历结构看消费趋势：20-49 岁网民占比 59.9% 初中占比 41%

截止 2020 年 3 月，中国的网民中 20-29 岁、30-39 岁网民占比 21.5%、20.8%，高于其他人群，40-49 岁网民群体占比 17.6%，50 岁以上网民群体占比 16.9%，互联网持续向中高龄人群渗透。同时，从学历端看，初高中网民学历占比 41%、22%，大学专科以上学历网民占比 19.5%。

图 16：2020 年 3 月中国网民年龄结构（上）、学历结构（下）



资料来源：Cnnic、国海证券研究所

### 3.5、 长短视频、直播是媒介终点吗？从网红到 MCN 运营是变现的终点吗？

- 内容是不断变化的市场，内容形式的丰富与链接流量与人的能力不断扩建，媒介与内容的变现模式也将有望不断优化

4G 之下，中国用户基本完成互联网洗礼，其货币化方式在各细分领域中凸显。**内容端**，在如网络文学部分，掌阅科技开启线上阅读免费以及阅文管理层重新调整，网文学内容质量也进一步提升，在商业化部分，通过影视制作、游戏改编、广告收入为代表的多元化业务组合逐渐成为大型网络文学网站的常规变现手段；**游戏部分**，从深耕国内市场到出海发行扩收入，同时伴随 5G 的发展，云游戏从概念到落地的步伐加速；**视频部分**，网络视频平台从野蛮生长到合作共赢下也在加强跨领域合作，促进用户付费与广告变现，在视频赛道中延伸出的短视频在 2019 年增速较快，短视频平台（字节跳动系为代表）在扩展还是市场的同时也在输出中国文化。

同时，货币化数据在网络零售中也较为凸显，据 Cnnic 数据显示 2019 年中国网上零售达到 10.63 万亿元（其中实体商品线上零售达到 8.5 万亿元，占社会消费品零售总额的 20.7%），**社交电商与直播也成为网络消费增长的新动能**。2019 年中国社交电商交易额同比增速超 60%，中国网络直播用户达 5.6 亿人，其中，直播电商用户在 2020 年 3 月达到 2.65 亿人，占网购用户的 37.2%，直播电商通过“内容种草”、实时互动的方式激活用户感性消费，提升购买转化率与用户体验。

图 17：2020 年上半年线上关注度较高网红



资料来源：营销 365、国海证券研究所

4G 下的移动互联网的变现，从 C 端会员付费到 B 端的广告投放，从长视频到短视频媒介扩容，从直播到直播+的商业化延伸，再从网红到网红运营方的 MCN 的发展，均在 4G 的演绎下推动新一轮的受益者，但我们核心看的是从内容与媒介端的演变下其商业模式还将如何发展，直播电商、网红、MCN（网红运营方类经纪公司）是否是媒介与变现的终点？2020 年上半年，由于新冠疫情，线上化的直播获“重估”，但上述的网红热度并不会是终点，因为**内容是不断变化的**



市场，内容形式的丰富与链接流量与人的能力不断扩建，媒介与内容的变现模式也将有望不断优化。

### 3.5.1、传统艺人 VS 内容作品相互成就 现代网红 VS 商品零售非相互成就（精神需求 VS 物质需求）

- 传统艺人经纪的收入来自旗下艺人活动费用(广告代言、片酬分成等), MCN 机构的营收主要来自广告与电商 网红与艺人之间的距离来自是否具备产出专业内容作品的能力以及持续的产出内容作品的能力

我们对比传统艺人经纪公司与 MCN 机构，可看出，传统艺人经纪公司的核心收入来自**旗下艺人活动**，艺人经纪公司通过自身运作体系持续提高艺人价值，稳定核心艺人，提高公司知名度，并持续推出新艺人，塑造公司品牌，形成良性循环。艺人经纪公司为艺人提供全方位服务，推动艺人自身品质的不断提高，艺人经纪公司需要对外“销售”艺人，其需要依靠强大的资源，既包括与影视公司、电视台的良好合作关系，也包括对演出活动和赞助商的资源把控。艺人通过专业的经纪公司，将自身从腰部艺人打造至头部艺人带来可能，专业艺人经纪从上游培训、下游平台、渠道对接打通，形成闭环商业模式。对于艺人与内容作品之间也有望形成“相互成就”的良性模式。

图 18：对比艺人与内容（上）、网红与零售（下）





资料来源：国海证券研究所绘制

对比之下，伴随直播+电商的商业规模发展，新入网红增多，市场 MCN 机构的价值也渐显，据 Topklout 数据显示，2020 年 5 月，中国的 MCN 机构突破 2 万家，主要得益于新近晋平台的流量增长。例如小红书等为代表平台、新晋短视频平台以及电商平台加码内容直播。不同于传统艺人经纪公司对接更多影视剧公司以及广告公司以及综艺平台，MCN 的核心运营团队主要针对抖音、快手、小红书等短视频平台以及直播平台，对接的商务主要在于零售中的美妆、时尚、美食、母婴等。

不同于传统艺人经纪的收入来自旗下艺人活动费用（广告代言、片酬分成等），MCN 机构的营收主要来自广告与电商，由于 MCN 运营的方式是通过“内容人设”获取流量并变现的基础模式决定其发展将受制于产能，MCN 的机构也逐渐在“去 MCN 化”进而突破原收入天花板，拓展商业化变现的边界。我们通过对比艺人与网红、传统艺人经纪公司与 MCN 机构，可看出艺人与内容作品之间的“相互成就”产出优质内容作品的可能性提升，满足 C 端用户的精神文化层面需求；相对之下，新晋的 MCN 机构运营的网红，通过直播带货方式满足 C 端用户获取高性价比商品的物质层面需求，两种需求的满足也将有望共存。



图 19: 2015-2019 年中国 MCN 数量走势



资料来源: Topklout、国海证券研究所

## 4、2020 年看专注看融合看中国文化真内核 2020 下半年如何看

2020 年罗永浩的直播带货首秀得到互联网行业较大关注，据抖音官方披露的数据显示，罗永浩直播 3 小时带货超 1.1 亿元，累计观看人数超过 4800 万。视频中的长视频使得 C 端获取内容更加便捷与丰富，短视频填充碎片化时间，短视频为代表的抖音在 2019 年上半年-2020 年上半年正式加码“直播+电商”，通过携手罗永浩获得较优市场营销方式。2020 年一季度的疫情，促使线上化从娱乐到电商的新一轮加速。

加速之下，平台与头部参与者获得第一轮红利，我们在《字节跳动的红利》中指出，字节跳动用 8 年时间高效的完成原始积累，重塑内容与媒介，左手今日头条右手抖音短视频，成为行业的新物质也带来新生态，打造属于自己的王国，诞生出“字节跳动产业链”。字节跳动的生态从短视频到直播，从打磨自己产品今日头条到切入搜索领域，在媒介端重构购，切入内容产业链布局，MCN 代表企业（泰洋川禾），从 UGC 内容到 PGC 内容，借助短视频、长视频、直播在内容与零售的精神消费与物质消费两端加码。我们看到字节跳动在中国的媒介与内容端重构后，出海也看到其肩负传递中国文化的使命，TIKTOK（抖音海外版本）在 sensor tower 中数据显示已在全球获得超 20 亿的下载量，中国文化真内核也在中国的互联网创业公司中得到体现。

我们看到 2020 年年上半年的引爆众多热点（如李子柒在海外的热度、李佳琦的线上带货、罗永浩的抖音直播、董明珠的快手直播、李彦宏直播首秀等获得市场关注度），该部分的关注度均来自 4g 之下的红利体现，在新冠疫情下加速了 B2C、

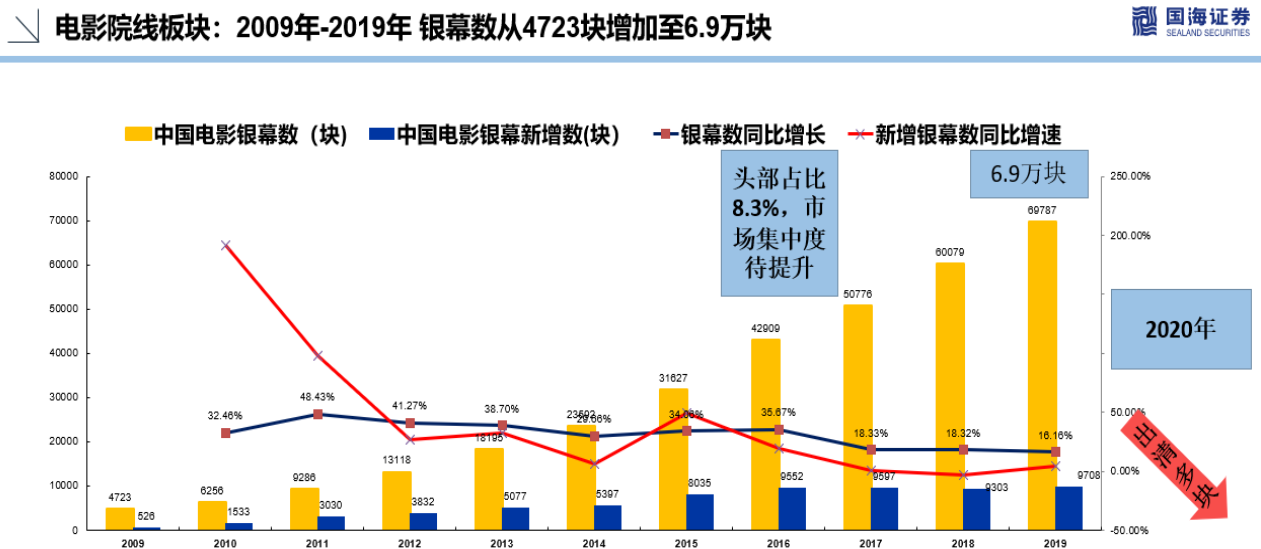
B2B2C 的交付与传播方式，2020 年上半年的热度助推二级市场部分公司受益，2020 年下半年又将如何演绎，从二级市场，如何看待 2020 年下半年的选择？

## 4.1、维度一：看二三四季度的环比回暖板块 头部院线与院线电影、图书

### 4.1.1、院线与院线电影三步走：第一步政策护航、第二步复工+大片定档，第三步单银幕产出拐点（长短逻辑的时间周期不同）

我们纵观 2009-2019 年全国票房与银幕数以及单银幕产出，2019 年全国银幕数达到 6.9 万块，同比增速 16%，银幕数增速超过全国电影票房增速，单银幕产出下滑（自 2016 年的 110 万下滑至 2019 年的 85 万元，单银幕产出增速从 2016 年内的-20.9%至 2019 年的-9.5%），2020 年一季度新冠疫情下加速银幕数的被动出清，出清下，中小影投企业压力相对较大，头部企业借助资本平台可获得再融资助推后续发展。回看 2003 年，全国电影行业也采取一系列应对措施，放开市场，放宽政策推动电影产业化改革，2020 年一季度，我们遇见新冠，国家电影局协调财政部、发改委以及税务总局等部门，研究推出免征电影事业发展专项资金以及其他税收优惠政策护航院线电影行业发展。

图 20: 2009-2019 年全国电影影院、银幕数以及同比增速



电影院线板块：2016-2019年单银幕产出增速负增长



资料来源：猫眼 app、国海证券研究所

### 票补推动 2014-2015 年单银幕产出“伪拐点”

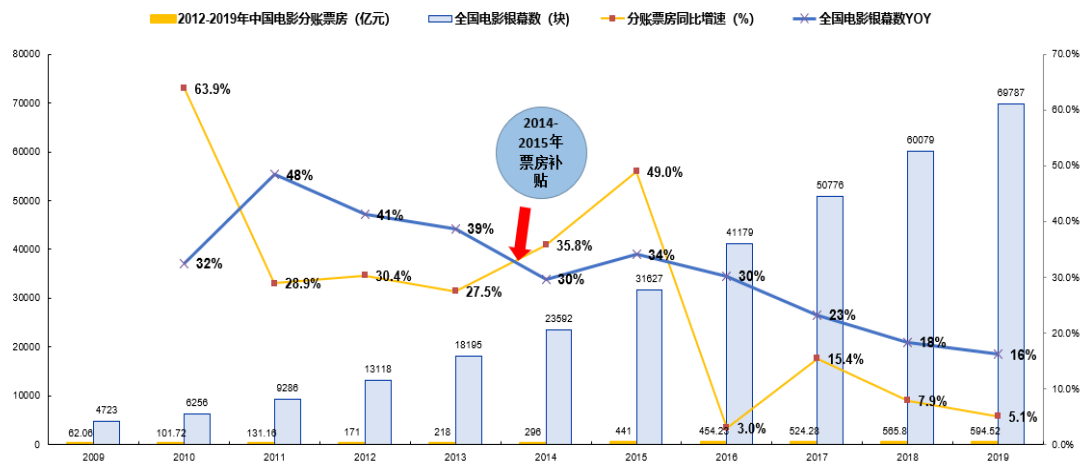
我们在 2014-2015 年看出全国分账票房增速超过银幕增速，“剪刀差”可看到是

第一次单银幕产出的拐点，但该拐点在 2016 年打破，2016 年全国分账票房 454 亿元（同比增速 3%），与银幕数的 30%增速形成较大差，进而导致 2016 年的单银幕产出增速是-20.9%，2016 年是分水岭下，2017-2019 年全国单银幕产出均呈现负增长。

图 21：2009-2019 年全国电影分账票房、银幕数以及同比增速

电影院线板块：2016年票房增速3% 票补大幅减少+大片爆款减少

国海证券  
SEALAND SECURITIES



- ✓ 2016年中国共有466部电影登录院线，但10亿元以上票房收入的大片屈指可数，仅有9部，5亿元至10亿元影片共18部，69%的影片票房收入都不足1000万
- ✓ 2015年票补高达40亿元，约占总票房的10%

资料来源：猫眼 app、国海证券研究所

### ➤ 政策端加码下也看供给端的内容储备

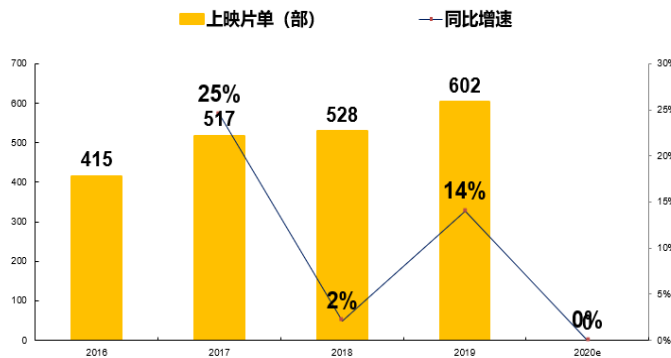
我们纵观 2016-2019 年全国上映电影片单分别为 415 部、517 部、528 部、602 部，同比增速分别为 25%、2%、14%，截止 2020 年 5 月 17 日，全国电影未全面复工开业，但第一步政策端助力已体现，2020 年 4 月 3 日，国家电影局发布《积极协调出台政策措施》，研究推出免征电影事业发展专项资金等优惠政策。4 月 29 日国家电影局召开电影系统应对疫情工作视频会议，会议指出我国电影发展长期向好条件和环境没有改变，推动影院提高经营能力，维护好院线电影“窗口期”，探索院线重组做大做强的有效方式，鼓励跨地区兼并重组；迎接好复业后的补偿性观影消费，支持各地购买发放电影票券。2020 年 5 月 14 日财政部与国家电影局指出“为支持电影行业发展，现将暂免征收国家电影事业发展专项资金”（湖北省自 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日免征国家电影事业发展专项资金；其他省、自治区、直辖市自 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 8 月 31 日免征国家电影事业发展专项资金），同时，自 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对纳税人提供电影放映服务取得的收入免征增值税。政策端不断加码。

2020 年中期，院线电影的全面复工也在陆续准备中，第一步的政策加码后，第二步的大片定档成为关注重点，目前公司有电影存货的公司相对受益，同时，头部上市企业推出再融资计划，补流同时也在加码主业，为后续的内容供给提供支撑，且头部院线与院线电影公司在新冠压力测试下，抗风险能力也进一步提升。

图 22: 2020 年一季度疫情后内容供给公司

电影院线板块: 内容供给缺口 存货多相对占优

国海证券  
SEALAND SECURITIES



	存货 (2019)	2020年供片缺口	2021年供片
万达电影	22	募资	
横店影视	0.5		
金逸影视	0.2		
上海电影	0.05		
光线传媒	12		
华谊兄弟	9	募资	
北京文化	8.7		

✓ 4月29日, 华谊兄弟发布非公开发行股票预案, 拟募资22.9亿元 (拟发行不超8.24亿股), 拟引入战投与补流推动主业发展;

✓ 4月30日, 万达电影发布非公开发行股票预案 (修订稿), 拟募资不超过43.5亿元, 用于新建影院及补流。

资料来源: 猫眼 app、wind 资讯、国海证券研究所

头部院线疫情压力测试下业绩短期承压 葡萄中借力资本加码主业

2020 年一季度, 万达电影、横店影视归母净利润分别亏损 6 亿元、1.38 亿元, 由于疫情全国影院在 2020 年 1 月 24 日暂停营业, 院线亏损也在我们前期预期中。4 月 30 日万达电影推出 43.5 亿元再融资计划, 头部院线借助资本在行业悲观预期下逆势加码凸显对院线长期发展的信心。我们认为, 短期看, 悲观预期在业绩中逐渐兑现, 疫情有始有终, 本次疫情的压力测试加速中小影投的被动出清步伐, 中长期看头部企业有望通过资本优势扩大规模, 利于市场份额的加速提升。

图 23: 2019 年全国票房走势以及 2020 年二三季度发展趋势

电影院线板块: 2019年1-4季度票房占比分别为29%、20%、26%暑假、25%

国海证券  
SEALAND SECURITIES

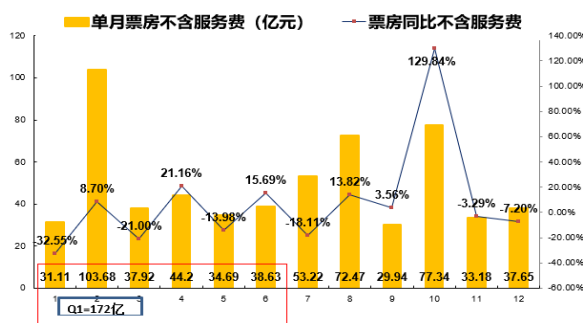


表 1: 2017-2019 年 6-8 月暑假档票房及同比增长

	总票房 (亿元)	分账票房 (亿元)	分账票房同比增长
201706	39.20	36.88	
201707	50.42	47.29	
201708	73.22	68.97	
2017 暑假档	163.44	153.14	
201806	35.78	33.39	-9.5%
201807	69.66	64.99	37.4%
201808	68.35	63.67	-7.7%
2018 暑假档	173.79	162.05	5.8%
201906	41.61	38.39	15.0%
201907	57.07	52.77	-18.8%
201908	77.77	71.95	13.0%
2019 暑假档	176.45	163.11	9.7%

资料来源: 猫眼、国海证券研究所

✓ 2020年1月24日票房行业数据停止更新, 2月票房为0, 同比看, 2019年1-3月分账票房是31亿元/103亿元/38亿元 (Q1票房172亿元), 所以2020 Q1的营收利润大幅下跌, 上市公司利润亏损

✓ 【2019Q2票房117.5亿元, Q1+Q2=289.5亿元, 近300亿损失】。若假设5月下旬影院复工, 原定于春季档上映影片改档至6-8月, 2020Q3第三季度的票房回暖 (2019Q3=155.6亿元)

✓ 短期, 看政策支持 (4月3日-5月8日)

✓ 中期, 看春季档片单重新定档日期 (八佰、唐3)

✓ 长期, 看单银幕产出拐点

资料来源: 猫眼 app、国海证券研究所

#### 4.1.2、图书：实体渠道下滑显著 网店小幅上升

由于 2020 年一季度新冠疫情，图书在物流部分也略受影响，据开卷数据显示，2020 年 1-3 月，整体图书零售市场同比下降 15.93%，网店渠道同比上升了 3.02%，实体店渠道同比下降了 54.79%；进入 3 月，伴随疫情逐渐好转，各地实体书店也逐步恢复营业，但销售情况依然明显低于往年同期水平。2-3 月实体书店停业造成的大幅度下滑，是一季度实体店渠道明显下降的主要原因。

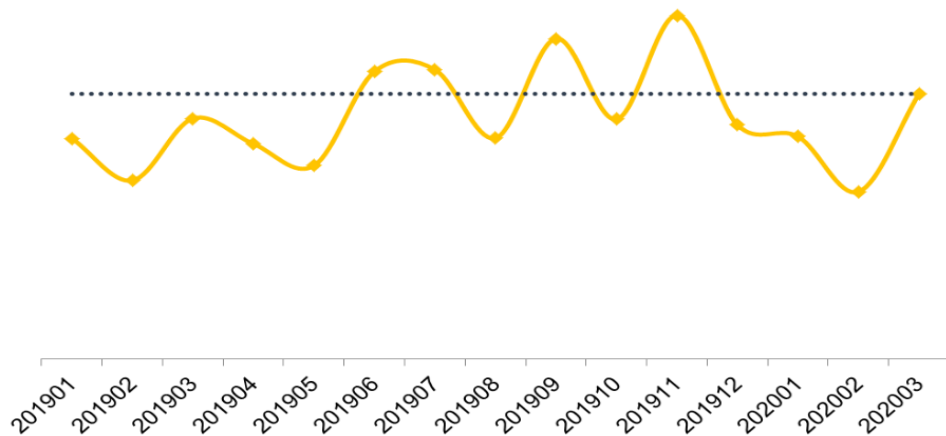
一季度网店渠道整体呈现小幅正增长，增速较去年同期有所回落。网店渠道在 2 月份相较去年同期略有下降，主要源于疫情对物流行业的影响。春节前后，因物流停运，使用第三方物流的网店通常会延后发货。自有物流的大规模电商受到的影响相对较小，依然能保持正常销售。实体书店停业后，一部分读者的购书需求转移到网店渠道，同时很多出版机构在疫情期间，也加大了在网店渠道的营销活动，因此随着物流的恢复，网店很快恢复正向增长。从各月开卷监控的网店渠道销售码洋来看，2 月网店销售出现下降，但在 3 月已呈现显著回升，且高于去年同期水平。在大众类图书出版中，主要代表企业是中信出版、新经典。

**新经典**在 2019 年财报中指出，2019 年新经典在长销书（2019 年《窗边的小豆豆》全年销量超 130 万册）基础上继续推出新品如《人生海海》《你当像鸟飞往你的山》等，截止 2019 年年底新经典总部版权库拥有各类版权 4300 余种，其中纸质图书版权 3000 余种（占比 69.8%），电子书、有声书及影视改编等权利 1000 余种，整体版权储备丰富的同时，头部也加大对原创内容发展，2019 年 7 月上线原创漫画产品“Bibi 动物园”（累计用户达 55 万），2020 年一季度面对疫情，新经典也及时建立云办公制度，确保新项目的顺利推进。海外部分，新经典完成对童书出版社 Boyds Mills Press 收购并拥有超 600 位作家插画家的 1400 多种作品在全球的出版权与衍生权，新经典海外部分 2019 年营收 3492 万元，同比增加 94.23%，占总营收 3.8%，低基数下增速后续可期。

**中信出版**在 2019 年财报中指出，2020 年一季度中信出版归母净利润 0.15 亿元至 0.3 亿元，同比减少 47.4%至 73.7%，主要由于新冠肺炎疫情致使书店业务整体销售额预计下滑 40%以及主业图书短期物流影响，中信出版将继续评级并采取积极应对措施，新冠疫情短期一季度业绩，不改中信出版司作为中国文化品牌的长期发展目标。



图 24：2019 年 1 月-2020 年 3 月单月开卷监测网店渠道销售码洋趋势



资料来源：开卷、国海证券研究所

## 4.2、维度二：看业绩相对确定性板块

2020 年下半年的业绩相对确定性主要来自于线上模式下收入占比较高企业，利润视频、智慧屏、线上阅读、游戏、数字营销等部分。融媒体代表企业芒果超媒，在 2019 年以及 2020 年一季度均取得较好业绩增长（从广告与会员部分体现），芒果超媒在 2020 年一季度实现营业收入 27.27 亿元，较上年同期增长 9.74%，实现归母净利润 4.80 亿元，同比增长 14.82%。芒果超媒的新媒体平台芒果 TV 持续深化以优质内容为驱动，多部剧集和综艺节目热播，同时创新内容编排，优化平台运营，推动付费会员数及会员收入大幅提升，平台营业收入较上年同期增长 10.76%；多部影视剧排播上线，内容制作板块营业收入同比有所增长。

新媒股份 2020 年一季度营收 2.94 亿元，同比增加 57.79%，归母利润 1.44 亿元，同比增加 95.91%，扣非后归母利润 1.35 亿元，同比增加 85.87%，经营性现金流 2.76 亿元，同比增加 124.35%。2020 年 3 月 10 日新媒股份牵手联通沃音乐、4K 花园布局 5G+4K 为代表的超高清音视频直播、智慧家庭生活场景。新媒股份作为广东广播电视台旗下新媒体与现代传播技术相融合的新型企业，通过智慧家庭市场探索开展“大小屏互通”合作并构建超高清音视频内容供给体系。作为融媒体与智慧屏代表企业的芒果超媒与新媒股份借助其商业模式优势，在 2020 年的业绩也相对占优。

线上阅读部分从野蛮生长的免费盗版到付费模式，再从付费模式到后端版权运营，再到付费与免费相结合，阅文集团与掌阅科技为代表的线上阅读模式也备受关注。行业端，中国在线阅读市场规模预计在 2020 年达 206 亿元（同比增加 14.3%），在线阅读行业用户获客成本趋高，人口流量红利渐消退，行业需要新增量；内部看，结合中国用户付费习惯及其他各内容平台运营规律，免费阅读模式给行业带来更广阔用户渗透及商业化空间，使得行业空间规模有望跨越式提升（从百亿的付费阅读市场切入千亿元的广告营销以及版权衍生市场），2019 年艾瑞数据显示 56% 用户因为推送广告与自己阅读兴趣相匹配产生好感，利于线上阅读企业的后续适度进行商业化增值有效尝试。2020 年 3 月 18 日掌阅科技再



融资计划中百度拟参与也凸显数字内容资产对于互联网企业在内容布局中已占较重要一环。

**线上营销部分的增量红利离不开字节跳动产业链。**作为智能营销头部企业蓝色光标在 2020 年一季度指出,其在 2015 年切入出海营销,成为 Facebook、Google、TikTok (字节跳动旗下产品,抖音海外版)等平台国内直接授权代理商,为移动游戏、应用工具、跨境电商等行业客户开展出海广告代理,疫情下新经济营销需求增量来带“补位”,其线上娱乐带来增量,助推一季度营收及扣非净利润双增长。伴随 2020 年字节跳动的资本化预期渐浓,产业链相关标的也将受益。

### 4.3、维度三：看 5g 后端应用超高清与云 VR 等板块

2019 年 2 月 28 日工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台三部门联合印发《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022 年)》的通知,该行动计划指出根据我国超高清视频产业发展基础和实际,加快推进 4K 产业创新和应用,同时结合超高清视频技术发展趋势和产业发展规律,做好 8K 技术储备。该行动计划的重点任务从突破核心关键器件、推动重点产品产业化、提升网络传输能力、丰富超高清电视节目供给、加快行业创新应用和加强支撑服务保障等 6 大方面部署。

图 25: 新闻联播播出行动超高清视频产业行动计划内容



资料来源: 广播电视总局、国海证券研究所

《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022 年)》指出,按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线,推进超高清视频产业发展和相关领域的应用,文件指出,2022 年,我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元,4K 产业生态体系基本完善。硬件端,2020 年 4K 电视终端(符合 HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深)销量占电视总销量的比例超过 40%;渠道端,中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办 4K 频道,不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务;内容端,实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年;用户端,4K 超高清视频用户数达 1 亿。

图 26:《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》发展目标

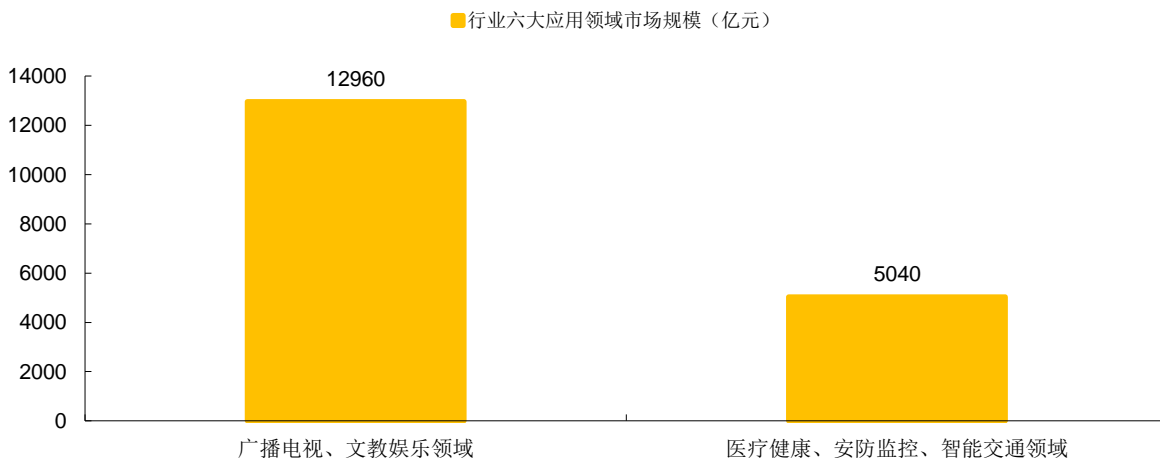
## 按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线

第一阶段：到2020年	第二阶段：到2022年
<p>① 标准：4K摄像机、监视器、切换台等采编播专用设备形成产业化能力，建立较为完善的超高清视频产业标准体系；</p> <p>② 硬件端：4K电视（高动态范围HDR+宽色域+三维声+高帧率+高色深）终端销量占电视总销量比例超过40%；</p> <p>③ 渠道端：中央广播电视总台+有条件的地方电视台开办4K频道，不少于5个省市的有线电视网络和IPTV平台开展4K直播频道传输业务和点播业务；</p> <p>④ 内容端：实现超高清节目制作能力超过1万小时/年</p> <p>⑤ 用户端：4K超高清视频用户数达1亿；</p> <p>⑥ 目标：在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的示范应用；</p>	<p>① 标准：CMOS图像传感器、光学镜头、专业视频处理芯片、编解码芯片等核心元器件取得突破，8K前端核心设备形成产业化能力；</p> <p>② 硬件端：4K电视终端全面普及，8K电视终端销量占电视总销量比例超过5%；</p> <p>③ 渠道端：4K频道供给能力大幅提升</p> <p>④ 内容端：实现超高清节目制作能力超过3万小时/年，开展北京冬奥会赛事节目8K制播试验；</p> <p>⑤ 用户端：超高清视频用户数达到2亿；</p> <p>⑥ 目标：在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用。</p>

资料来源：工信部、国海证券研究所

在应用领域，主要有 6 大板块。超高清视频产业将主要有 6 大产业环节，行业应用环节在 2022 年预计达到 1.8 万亿元，其中文教娱乐领域中，超高清视频和 3D 声效结合将显著提高临场感，和 VR/AR 结合能带来更真实体验，可应用于游戏、影视娱乐、体育赛事直播、艺术等场景，进而，预计 2022 年，我国超高清视频在广播电视和文教娱乐行业应用市场规模有望达到 1.3 万亿元（占比 72%）。

图 27：预计 2022 年行业应用领域中两大部分应用市场组成



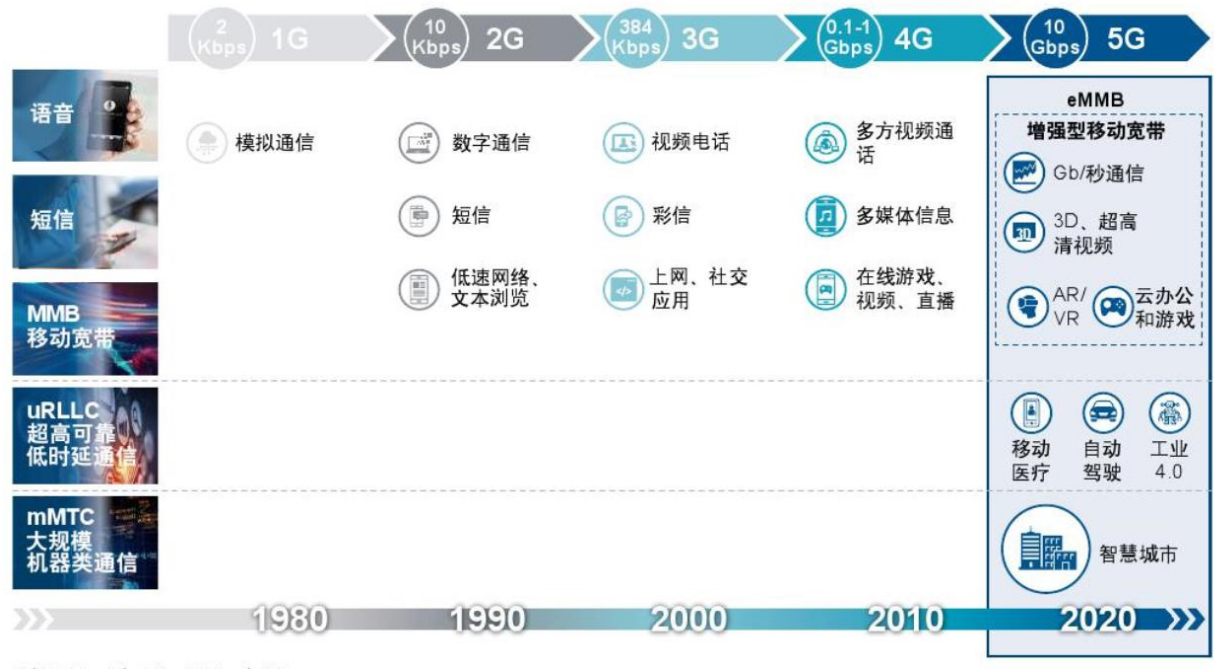
资料来源：CCID、国海证券研究所

➤ 超高清视频产业链的商业价值体现离不开 5G 技术的应用，2020 年也将开

启 5G 应用年，2020 年下半年，伴随运营商在硬件端的发力也有望带来新增量

无线通信从以语音为主的 2G 时代，发展到以数据为主的 3G/4G 时代，目前正在步入万物互联的 5G 时代。2019 年 6 月 6 日，5G 牌照的发放，我国正式进入 5G 商用元年。5G 以全新网络架构，提供 10Gbps 以上的带宽、毫秒级时延、超高密度连接，实现网络性能新的跃升。

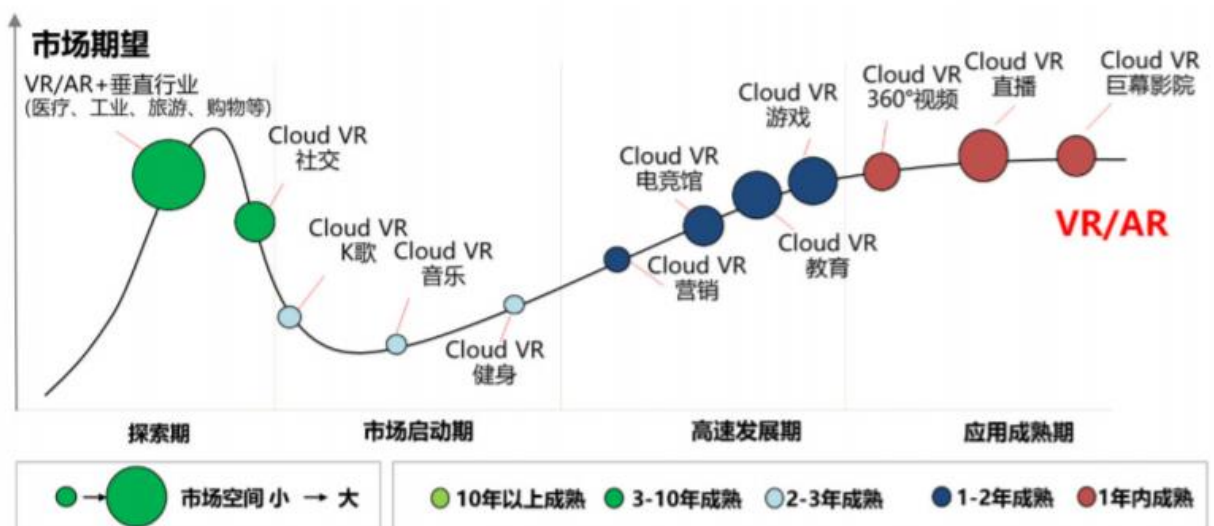
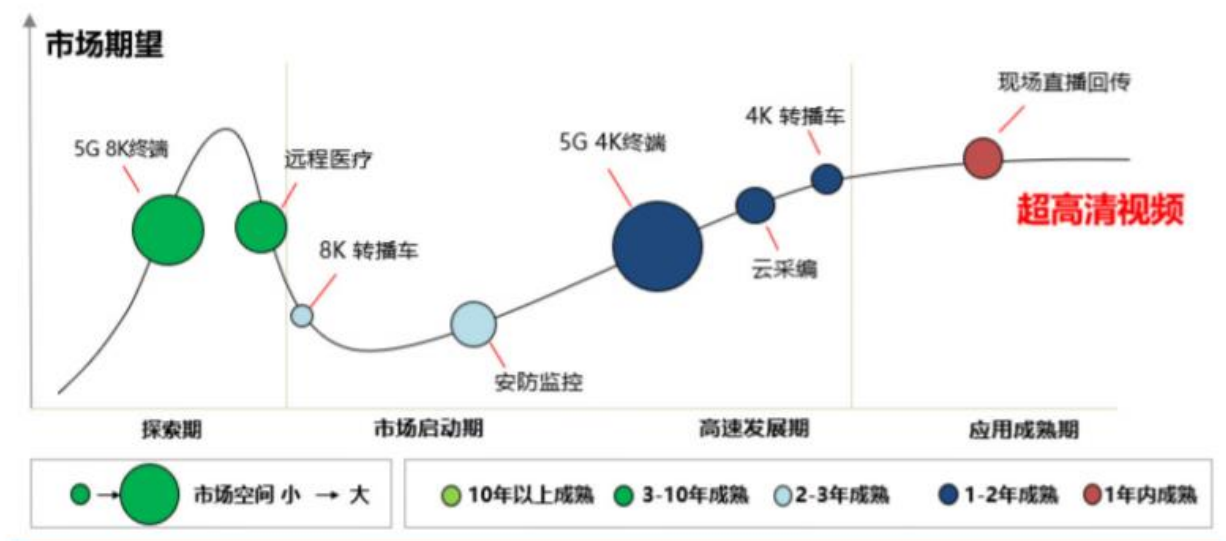
图 28：1980-2020 年 1G 到 5G 下的应用趋势变化



资料来源：Roland Berger、国海证券研究所

4G 技术无法支撑超高清视频传输。超高清视频分辨率要达到 4K/8K，且帧率要达到 50 帧以上，图像采样比特数提升到 10 比特，同时图像增加 HDR 标准，对带宽的需求在几十兆到上百兆，多屏同传等创新应用的带宽需求再增加数倍，当前 4G 网络的平均用户体验速率仅为 20-30Mbps，已无法满足要求。在 4G 通信时期，超高清视频、VR 全景视频等大数据量视频主要以硬件存储本地播放的形式存在，传播不便捷，用户数量较少，难以形成大规模产业。5G 的大带宽、低时延特性解决了超高清视频等大带宽业务传播的技术问题，推动了行业的发展。超高清视频应用正成为现阶段运营商及 5G 商用相关方探索的亮点，有望成为 5G 前期部署的主要应用场景和业务拉动的重要驱动力；其中，游戏行业的下一个竞争动力集中在云计算，进而拥有云基础设施和运营成本效益的公司，凭借其规模大、效率高的服务交付能力才有可能在游戏行业的下一波浪潮中赢在起跑线，据华为 ilab 数据现实 2020 年 ARVR 游戏的用户规模将达到 7000 万，取得 69 亿美元软件营收。我们看好 5G 领域第一应用超高清视频产业链中的大屏、云游戏、云 vr/ar。

图 29: 超高清视频应用成熟度曲线（上）、VR 产业价值（中）、2017-2025 年全球 VR 游戏市场规模（下）



资料来源：CAICT、华为 ilab、国海证券研究所



#### 4.4、国潮美好生活的有形与无形文化资产重估

重申 2020 年年度策略下，2020 年下半年仍可看国潮。2020 年是小康年，也是倡导美好生活的元年。美好生活除了物质满足之后，精神富足也是重要分支之一。文化生活的多样性体现在有形与无形中。国潮下，借助中国美学创造、国风文学、国漫崛起的内容助力中国文化品牌价值的重估。

图 30：国潮简述



资料来源：徐州官方微博、国海证券研究所绘制

## 5、行业评级及投资策略

给予行业推荐评级。我们在 2020 年年度的策略中指出，文化传媒行业的发展是伴随内容与新媒介融合以及新用户圈层需求的共振，精神内容需求伴随物质满足后不断提升，2019 年外部中美关系影响以及供给与需求两端铺垫出了“国潮”。国潮之下的投资看中国文化真内核（核心是生存看专注，发展看融合），**中国文化真内核之一**是读好书破知识媒介（**新经典、中信出版、中国出版**等以及内容媒介守门人**视觉中国**）；**中国文化真内核之二**是先看国潮动画电影市占率的提升，再看院线拐点（**万达电影、横店影视、光线传媒、奥飞娱乐、华谊兄弟**等）；**中国文化真内核之三**，超高清视频产业链中的**大屏融合（IPTV/OTT）、云游戏云 VR 下的芒果超媒、新媒股份、风语筑、号百控股**等）。

距离我们上一次发布年度策略（2019 年 11 月中旬）到 2020 年 5 月中旬，已过半，以上年度策略中的标的，我们持续看好。在 2020 年下半年策略中，我们不得不考虑新冠疫情因素。2020 年一季度我们遇见新冠疫情，在停工停产下对大部分企业带来影响，该影响在 2020 年一季度业绩中体现，疫情有始有终，在复工复产下，企业也逐步在二季度恢复经营，2020 年下半年策略端，**我们建议从三个维度看，第一维度看二三四季度业绩环比回暖板块（有分歧进而预期差较大）；第二维度看业绩相对确定性板块（数字阅读、游戏等，市场分歧较小，预期差也较小）；第三维度看 5G 后端应用板块（超高清视频产业链、云 VR 等）。**同时，**2020 年下半年可重点关注字节跳动系产业链带来的红利，如营销（蓝色光标等）、内容端、智慧屏端的相关标的。**

## 6、重点推荐个股

**芒果超媒 (300413)**: 公司在践行传统媒体与新兴媒体融合发展的同时, 基于核心用户推进优质内容的精细化运营, 继续致力于打造具有强大引领力、传播力、影响力的国有控股新型主流媒体集团。作为中国融媒体资本化典型标杆具有平台价值及精准垂直粉丝经济属性 (如 B 站)。

**新媒股份 (300770)**: 基于公司的“智慧家庭”场景多年布局而累积的基础用户有望带来潜在增值收入弹性 (较好经营性现金流), 以及在 5G 应用下超高清视频的大屏卡位, 有望分享用户大屏付费模式渐成熟下的红利。

**新经典 (603096)**: 在图书细分的文学与少儿领域已成功推出多部长销作品, 公司出发点是打造产品的长生命周期 (长生命周期产品利于稳定现金流), 竞争优势在于“精品化”战略。《人生海海》的成绩是持续挖掘优质内容的能力再度验证。

**中信出版 (300788)**: 从传统图书出版向新媒体业态及读者经营的方向进行战略转型, 且善于社科经营, 发力少儿内容; 作为中国文化品牌代表企业之一, 公司以图书为媒介传递文化, 细分赛道头部矩阵作品夯实主业, 5G 应用也有望带来阅读新体验, 搭建“共享出版平台”合作共赢。

**奥飞娱乐 (002292)**: 有望在未来三年打造细分领域的国潮品牌, 公司拥有超级飞侠、巴啦啦小魔仙、爆裂飞车、贝肯熊、机灵宠物车等 IP 矩阵, 打造上游国漫, 中游新媒体与传统电视台媒体播片到后端动漫玩具、室内乐园的产业链。

**蓝色光标 (300058)**: 作为营销科技行业头部企业, 依靠内生增长, 通过技术与工具赋能提升运营效率同时提供产业化服务, 借助自身广告资源以及技术优势搭建了蓝标在线平台, 也有望助推行业向科技化营销模式转型升级; 且公司有望分享如字节跳动系在海外营销的增量以及短视频市场的进一步商业化增量。

**光线传媒 (300251)**: 公司始终坚持“内容为王”的发展战略, 坚持步步为营。电影端在行业相对低迷的阶段, 公司仍有相当数量的项目储备、成熟的风险控制体系以及成本把控能力, 从单品升级系列化 好内容需求不变动画电影龙头之势不改。

**院线端**, 自 2020 年 1 月 24 日-猫眼 app 暂停更新票房至 2020 年 5 月 8 日国务院指出影剧院限流复工, 院线停摆百天后重启, 5 月 14 日财政部发文针对院线以及院线电影企业的专项金减免以及增值税减免; 一季度院线业绩院线电影利润亏损落地, 5 月中上旬政策护航, 2020 年下半年可关注较多内容片单存货企业, 以及压力测试下, 院线及影视内容行业出清进程加速后市场集中度有望提升的横店影视 (603103) 以及万达电影 (002739)。



**重点关注公司及盈利预测**

重点公司 代码	股票 名称	2020-05-15 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
300413.SZ	芒果超媒	49.15	0.65	0.84	1.00	71.48	55.31	46.46	买入
300788.SZ	中信出版	44.36	1.32	1.46	1.73	34.70	31.37	26.47	买入
300770.SZ	新媒股份	168.72	3.08	4.14	5.41	50.29	37.42	28.63	买入
603096.SH	新经典	63.22	1.78	2.04	2.52	32.31	28.20	22.83	买入
603103.SH	横店影视	15.02	0.49	0.47	0.55	29.86	31.13	26.60	买入
300251.SZ	光线传媒	11.20	0.32	0.34	0.40	33.22	31.26	26.58	买入
300058.SZ	蓝色光标	6.91	0.29	0.29	0.36	24.00	23.75	19.33	买入
603466.SH	风语筑	13.65	0.90	1.09	1.32	15.50	12.80	10.57	买入
603533.SH	掌阅科技	32.29	0.40	0.58	0.75	85.00	58.62	45.33	买入
000681.SZ	视觉中国	20.14	0.31	0.38	0.48	64.97	53.00	41.96	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	6.44	0.09	0.11	0.18	70.78	57.91	35.39	增持
002624.SZ	完美世界	44.99	1.14	1.38	1.68	41.48	34.27	28.15	未评级
002739.SZ	万达电影	16.57	-2.28	0.32	0.92	-7.32	52.19	18.15	未评级
002602.SZ	世纪华通	14.20	0.38	0.65	0.76	36.58	21.38	18.29	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

## 7、风险提示

- 1) 产业政策变化风险、
- 2) 用户单价下降的风险、
- 3) 三网融合竞争风险、开机率下滑的风险、
- 4) 推荐公司业绩不及预期的风险、
- 5) 图书出版发行选题、
- 6) 新媒体竞争、
- 7) 行业竞争风险编播政策变化风险、
- 8) 疫情下不部分影视作品进展不及预期以及未获备案风险、
- 9) 营销传播行业竞争加剧风险
- 10) 行业发展低于预期以及行业估值继续下行的风险、
- 11) 宏观经济波动的风险;

## 【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

## 【分析师承诺】

朱珠，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。