

# 贺岁档助力 2020 影业收官，媒体深度融合 发展提速 ——11 月行业动态报告

## 核心观点

### ● 最新观点

电影行业不断释放转好信号，贺岁档加速排片，长期格局乐观向好。万达电影近 30 亿元定增落地，是 A 股影视板块规模最大的一次定增，为万达电影扭亏为盈、触底反弹提供助力；11 月 5 日博纳影业通过证监会审核，A 股即将迎来三年来来首支 IPO 上市的影视股，或将为长期低迷的影视股注入活力，进一步改善行业基本面、加快行业复苏。《紧急救援》提档至 2020 年 12 月 18 日，贺岁档排片密集，有望迎来年底消费高峰。疫情加速行业出清，电影市场进一步优胜劣汰，行业集中度将继续提升，推进电影行业对自身内容的把控和电影质量的提高，促进电影行业良性发展。

**媒体深度融合发展提速，加强行业内容建设与供给，版权保护更加严格。** 习近平总书记亲自部署媒体融合发展。十四五规划中指出，推进媒体深度融合，实施全媒体传播工程。11 月 26 日，国家广播电视总局印发《关于加快推进广播电视媒体深度融合发展的意见》。鼓励通过合资合作、兼并重组、利用多层次资本市场融资上市等打造形成一批拥有知名品牌、主业突出、核心能力强的新型广电企业。媒体深度融合发展提速，成为十四五期间行业发展方向之一，密集出台的相关政策及意见有望推动广电、出版、互联网等内容行业加强内容建设与供给，提高精品内容的持续供给能力，加速内容与技术的深度融合发展。在媒体深度融合发展背景下，品牌、版权和数据等无形资产的保护有望得到加强。

### ● 投资建议

看好四季度业绩有望环比提升明显的线下消费场景。长期来看，由于上半年线下经济受挫严重，相关细分行业内部竞争格局发生较大的变化，头部公司实现了市场份额的有效提升，长期将迎来盈利性的拐点。**建议关注：1、基本面逐步改善，长期格局向好的电影行业：**光线传媒（300251.SZ）、万达电影（002739.SZ）、横店影视（603103.SH）等；**2、政策面有望迎来利好的超高清视频行业：**华数传媒（000156.SZ）、东方明珠（600637.SH）及捷成股份（300182.SZ）；**3、产业链趋势向好生活圈广告：**分众传媒（002027.SZ）及三人行（605168.SZ）；**4、产业链具有长期成长价值的营销行业：**元隆雅图（002878.SZ）、华策影视（300133.SZ）、值得买（300785.SZ）、天下秀（600556.SH）及哔哩哔哩（BILI.O）。

### ● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)
002027.SZ	分众传媒	5.57
002607.SZ	中公教育	-1.19
300413.SZ	芒果超媒	0.06

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

分析师登记编码：S0130518020001

白雪妍

☎：010-66568948

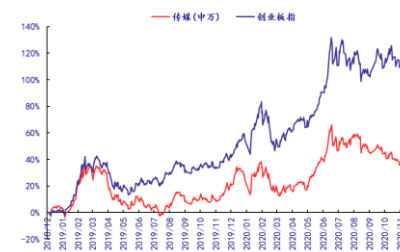
✉：baixueyan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090002

特此鸣谢：岳铮，实习生郑伊纹

### 行业数据

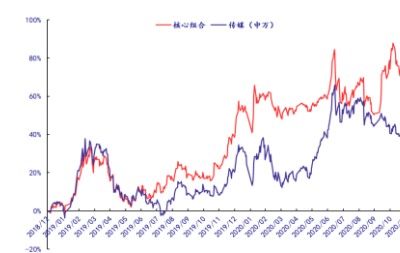
2020.12.01



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 核心组合表现

2020.12.01



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 相关研究

【银河传媒互联网】传媒周报：国庆档票房表现良好，游戏市场持续繁荣

【银河传媒互联网】传媒周报：双十一预售额再创新高，直播电商热度不减

## 目 录

<b>一、居民文娱消费逐年增加，传媒行业长期景气度较高</b> .....	<b>2</b>
(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.....	2
(二) 人均可支配收入走高，文化娱乐消费支出占比增加.....	2
(三) 传媒行业长期景气度较高，各子行业仍具上升空间.....	3
<b>二、文化娱乐产业发展处于成长期，经济地位将持续提升</b> .....	<b>24</b>
(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.....	24
(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.....	25
(三) 技术推动行业竞争加剧，互联网集团渗透文化娱乐产业.....	25
(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.....	26
<b>三、行业面临的问题及建议</b> .....	<b>28</b>
(一) 现存问题.....	28
(二) 建议及对策.....	29
<b>四、传媒行业在资本市场中的发展情况</b> .....	<b>31</b>
(一) 传媒行业并购大潮回落，A 股上市企业数量回升.....	31
(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.....	32
(三) 传媒行业估值徘徊在低位，溢价率持续走低.....	32
(四) A 股 IPO 审核依然趋严，中概股回流趋势明显.....	33
<b>五、投资建议</b> .....	<b>34</b>
<b>六、风险提示</b> .....	<b>35</b>
<b>七、附录</b> .....	<b>35</b>
(一) 传媒各子行业历年政策变化.....	35
(二) 国际比较.....	38
(三) 核心组合.....	41

## 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。

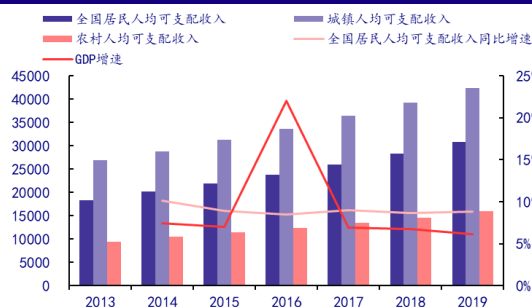
**文化娱乐产业增加值逐年提高，极大拉动经济增长。**从宏观来看，2004年以来，文娱产业年增量产值逐年递增，文娱产业增加值对GDP贡献率逐年攀升，特别是2012年以来，文娱产业增加值占GDP比重不断增加，2016年达到4.14%，在宏观经济增速放缓，经济运行进入新常态的背景下，文娱产业的高速增长成为宏观经济的重要推动力。从中观层面看，文娱产业细分领域多，涉及文学、影视、数字文化等多个领域，并与相关产业交叉融合，不断延伸产业链和价值链；同时新兴文娱产业发展极大依托互联网等新技术，科技含量高，逐渐成为数字经济的重要支柱之一，符合国家发展战略性新兴产业的政策导向，成为国家发展的关键软实力。从微观层面看，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。

**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，2019年产业规模达到3.1万亿元。随着产业的不断发展成熟，居民文娱消费升级需求提升，文娱产业市场规模继续保持稳健扩张。

### (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 1：2013-2019 年全国及城镇及农村人均可支配收入及增速



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，虽影院已正式复工，经营压力短期内仍难以缓解，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，游戏版号审批进入常态化。2020 年 9 月共有两批游戏版号出炉，总计 122 款游戏获得版号，且版署连续两次公布版号撤销公告，监管制度愈发严格。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。	2020 年上半年，由于线下消费受阻，用户消费逐渐向线上转移，线上行业迎来流量爆发期，国内直播电商迅速崛起，短视频大热，广告主投放渠道偏好转移明显，营销需求主要向该领域靠拢。线下广告媒体行业受到较大冲击，行业集中度进一步得到了提升，业绩持续恢复中。

资料来源：中国银河证券研究院整理

#### 2. 影视行业：电影行业不断释放转好信号，贺岁档有望再迎消费高峰

##### 2.1 电影行业有望触底反弹，整体态势向好发展

11 月或成七年最冷单月，票房人次双双降至低点。没有好莱坞大片暖市、没有国产大片坐镇、小成本影片更未有出彩表现，入冬后疫情反复和疫情复发的风险也让电影行业持续蒙上阴影。11 月本就是传统意义上的“冷档期”，今年显得特别“寒冷”。从票房来看，11 月总



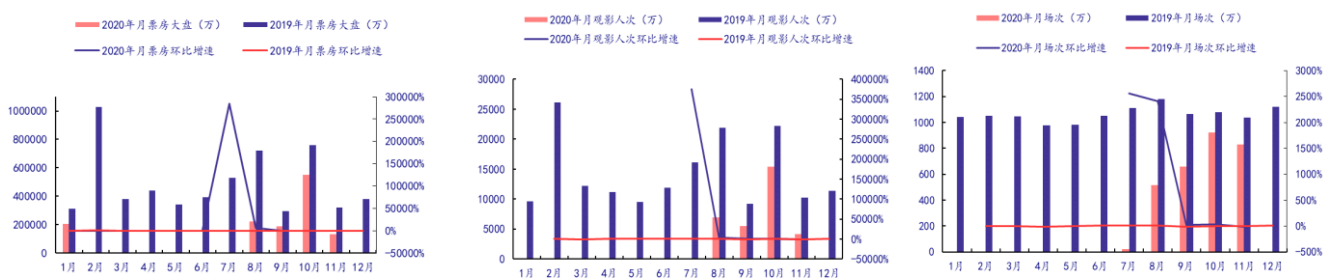
票房仅有，同比减少，观影人次，同比减少，是2013年以来的同期最冷数据。“双11”当日票房仅3000万元，11月2日至8日首周票房跌破4亿元，创下复工以来12周的新低。从票房组成来看，11月由10月份上映的《金刚川》和《我和我的家乡》的余热支撑起将近一半的票房，而新片表现平平，仅有一部《除暴》票房突破亿元。

**电影行业不断释放转好信号，长期格局乐观向好。**万达电影近30亿元定增落地，是A股影视板块规模最大的一次定增，为万达电影扭亏为盈、触底反弹提供助力；11月5日博纳影业通过证监会审核，A股即将迎来三年多来首支IPO上市的影视股，或将为长期低迷的影视股注入活力，进一步改善行业基本面、加快行业复苏。疫情加速行业出清，电影市场进一步优胜劣汰，行业集中度将继续提升，推进电影行业对自身内容的把控和电影质量的提高，促进电影行业良性发展。

## 2.2 贺岁档有望再迎消费高峰，在线视频等线上娱乐继续受益

**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。2020年受新冠疫情影响，全国电影票房损失严重。据艺恩数据统计，今年前三季度总票房为73.82亿，同比下降83.35%。截至11月28日，2020年度票房已达150亿元人民币，月度票房正在逐步恢复到疫情前正常水平，热门影片供给增加有望进一步助推电影市场复苏。

图 2：2019-2020 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，灯塔数据，中国银河证券研究院

**好莱坞大片缺失致11月票房惨淡，优质影片齐聚贺岁档。**11月票房冷淡，既是因为国产大片往往选择避开“冷档期”，又是因为疫情影响，没有好莱坞大片暖市救场。2018年11月9日上映的《毒液》拿下18.7亿元票房，2019年11月22日上映的《冰雪奇缘2》拿下8.6亿元的票房，可见好莱坞大片对国产片并不眷顾的“冷档期”贡献良多。但是今年由于北美疫情严重，《神奇女侠1984》、《黑寡妇》等大片纷纷避档，11月新上映的《地狱男爵：血皇后崛起》是去年旧片，票房停留在亿元以下；《野性的呼唤》和《热气球飞行家》限于题材和宣发力度票房表现平庸；日本动画《海兽之子》票房在千万级左右。《地狱男爵：血皇后崛起》、《数码宝贝大冒险：最后的进化》和《野性的呼唤》成为11月进口片前三，三部影片累计票房仅有1.88亿元。

贺岁档作为与春节档、国庆档、暑假档并行的四大档期之一，是全年 KPI 最关键的冲刺时期。结合今年疫情的特殊背景来看，2020 年贺岁档承载了冲击 200 亿年度总票房的重担，与电影市场的未来态势紧密相关。国产口碑佳作《一秒钟》、好莱坞进口大片《神奇女侠 1984》、《黑寡妇》、进口动画片《疯狂原始人》、国产喜剧《沐浴之王》等将陆续上映，类型齐全、题材丰富，既避免了同质化影片的同期竞争又最大化地激发了消费者的消费潜力。11 月 27 日，《紧急救援》官方宣布提档至 2020 年 12 月 18 日，该影片原计划于 2021 年春节档上映，此次提档将丰富贺岁档影片供给。展望 2021 年，春节档票房有望领跑。从目前排片情况来看，《唐人街探案 3》《侍神令》《你好，李焕英》《人潮汹涌》等多部国产片已定档大年初一，类型涵盖悬疑、奇幻、喜剧、动作、冒险、动画等，另外还有 2-3 部影片也在考虑加入春节档，前期宣发热度不断提升，预计可以贡献 60-80 亿票房。

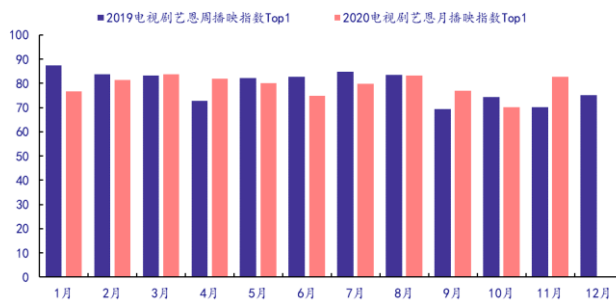
表 2: 11 月电影票房排名

电影	单月票房	票房占比	平均票价	场均人次	豆瓣评分
1.金刚川	38,624.4	29.8%	36	34	6.5
2.除暴	23,467.0	18.1%	37	34	6.5
3.我和我的家乡	12,174.1	9.4%	36	33	7.4
4.地狱男爵：血皇后崛起	7,583.6	5.8%	35	29	5.8
5.风平浪静	7,489.1	5.8%	35	31	6.4
6.数码宝贝大冒险：最后的进化	7,180.0	5.5%	35	29	7.5
7.汪汪队立大功之超能救援	5,844.7	4.5%	35	27	6.2
8.热血合唱团	4,734.8	3.6%	35	38	4.8
9.野性的呼唤	2,356.6	1.8%	36	29	7.2
10.末日逃生	2,318.8	1.8%	30	29	5.7

数据来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

**网络剧：**11 月份网络剧热度略有下降，Top1 月度播映指数环比下降 4.22%至 70.4。2020 年 11 月，根据艺恩网络剧播映指数，11 月新剧播映态势良好，多平台播放的月剧集《狼殿下》以 70.4 的月度播映指数拔得头筹。此外，11 月份网络剧播放榜单基本被 10 月剧集占据，其中爱奇艺独播的《棋魂》、《如意芳霏》和《青春创世纪》，腾讯视频独播的《使徒行者 3》，优酷视频独播的《亲爱的麻洋街》、《我凭本事单身》，芒果 tv 独播的《从结婚开始恋爱》、《黑色灯塔》均上榜。其中爱奇艺独播的《棋魂》和《如意芳霏》分别以 69.6、67.8 的播映指数位列第二和第三。

图 3: 网络剧月度播映指数 Top1 变化情况

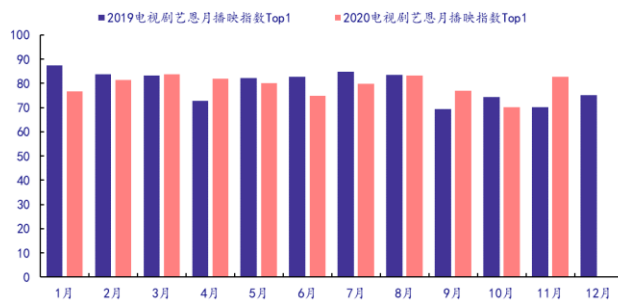


资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

剧组有序复工，更多优质剧集有待释放，未来网络剧播映指数或将上升。2月26日，北京市电影局联合北京疾病预防控制中心发布了《新冠肺炎流行期间北京市电影行业复工防疫指引（1.0版）》，对于复工的剧组人数和拍摄场地做出了要求。4月开始大量剧组根据要求有序复工，截至7月26日，影视行业风向标之一的横店影视城共有100多个剧组，较去年7月同比增加16%。其中开机拍摄的剧组数量48个，筹备剧组数量63个，常驻群演也增加至近8000人。据横店影视城官方微信发布的剧组动态显示，目前包括电视剧《斛珠夫人》《皓衣行》《千古玦尘》《长歌行》《人生若如初见》等剧组均在横店影视城进行拍摄，下半年或有大量优质作品推出。

**电视剧：**2020年11月，电视剧热度有所上升，Top1月度播映指数环比上升18.15%。根据艺恩数据电视剧播映指数数据，多平台播放的月新剧《隐秘而伟大》荣登第一，月度播映指数为82.8。腾讯视频独播的新剧《燕云台》位居第二名，月度播映指数为72.1。其他十一月播映的新剧中，还有多平台播放的《鹿鼎记》、《爱的厘米》热度较高，分别以70.1和62.6的播映指数位列第三和第五。

图 4：电视剧月度播映指数 Top1 变化情况

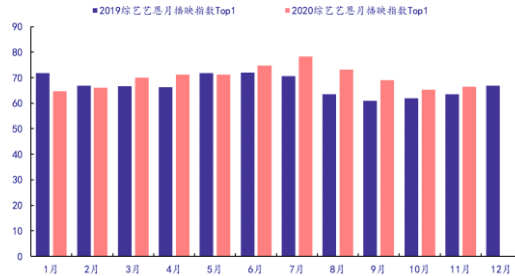


资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

**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。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。

2020年11月，根据艺恩数据所统计的综艺节目播映指数排行数据，Top1月度播映指数有所上升，环比增加4.57%至66.4。10月上线的腾讯视频独播综艺《演员请就位第二季》仍然占领播映指数冠军的位置，多平台播放的《哈哈哈哈哈》、芒果TV独播的《我们的歌第二季》以及优酷独播的《火星情报局第五季》分别位列第2、3、4名。从前十榜单来看，芒果TV、腾讯、优酷等各大视频平台竞争仍旧激烈，皆占有一席之地。十一月榜单以10月上映的综艺节目为主，11月上新综艺中仅有两位上榜。

图 5: 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

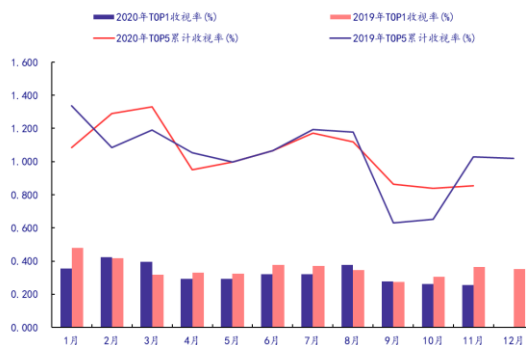
**卫视收视率:** 根据酷云 EYE 所统计的收视率排行数据, 2020 年 11 月卫视收视率排行榜中, 湖南卫视、浙江卫视、北京卫视、江苏卫视、东方卫视仍然保持前 5 的位置, 其中湖南卫视以 0.255%收视率位列第一, 收视率同比下降 29.85%, Top5 收视率环比上升 2.10%, 增幅较小。

表 3: 卫视月度收视率排行榜

2020 年 11 月卫视全天 (00:00-24:00) 收视率		
排序	频道	收视率 (%)
1	湖南卫视	0.255
2	浙江卫视	0.163
3	北京卫视	0.152
4	江苏卫视	0.147
5	东方卫视	0.140
6	广东卫视	0.128
7	湖南金鹰卡通频道	0.101
8	安徽卫视	0.088
9	山东卫视	0.078
10	深圳卫视	0.072

资料来源: 酷云 EYE, 中国银河证券研究院

图 6: 卫视收视率变化情况

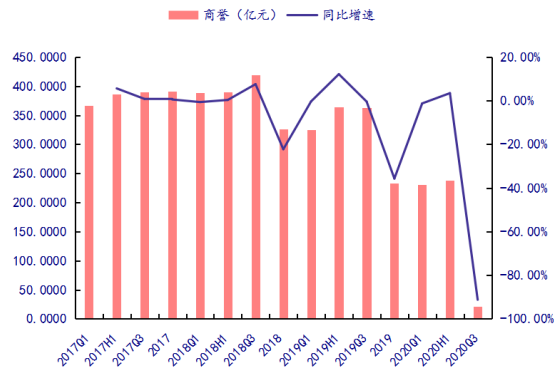


资料来源: 酷云 EYE, 中国银河证券研究院



### 2.3 商誉减值风险加速释放，疫情结束后有望进入新周期

图 7：2017-2020Q3 影视行业商誉及同比增速

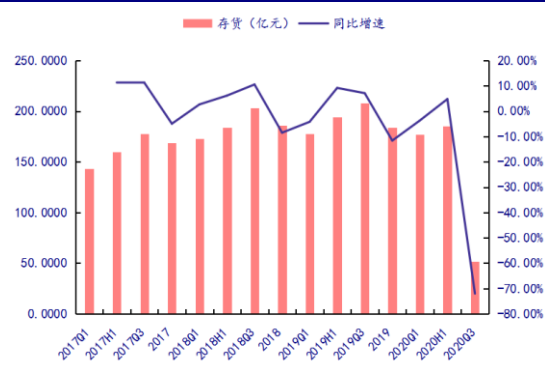


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**商誉减值风险加速释放，资产质量得到持续改善。**影视行业整体商誉在 2017 年至 2018 年 Q3 期间保持在约 380 亿左右的较高水平，在 2018 年底，行业整体商誉得到集中释放，同比大幅下降 22.27%至 326 亿元。2019 年末，影视行业商誉再次同比下降 35.69%至 233 亿元。2020 年 Q3 商誉呈断崖式下跌，较 Q2 下降 91.23%至 20.90 亿元，达到历史低点。

我们认为，自 2018 年开始，受到行业政策趋严、竞争环境改变及宏观经济下行的影响，影视上市公司收并购标的业绩承诺完成难度加大，影视公司大规模计提商誉减值，上市公司业绩出现整体性大幅下滑或亏损，虽然为前期高溢价收购承受利润压力，但随着行业商誉的集中释放，后续商誉减值风险降低，影视行业上市公司“轻装上阵”，资产质量有望得到持续改善。

图 8：2017-2020Q3 影视行业存货及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**行业整体存货储备丰富，存货跌价风险阶段性加大。**2017 年之前，影视公司增加作品储备，行业存货不断增加。自 2018 年末，由于行业下游渠道方收缩导致存货跌价风险加剧，影视行业上市公司整体出现业务大幅下滑或亏损，存货同比增速大幅下降，在 2018 年报出现同比 8.51%的负增长，行业项目储备趋于谨慎，存货同比增速于 2019 年末下滑至-11.63%。在 2020 年 Q3，存货跌价风险大幅上扬，存货同比降幅达 72%至 51.8706 亿元。

我们认为，整体而言，行业项目储备较为丰富，但由于行业整体内容政策趋严，再加上新

冠疫情下影院停业等因素影响，导致部分产品延播或无法播出上映，上半年行业作品销售收入承压，存货跌价风险阶段性加大。等待行业全面复工恢复正常后，作品销售情况将会有明显好转。

**影视行业开启新的生产周期，全面复工后有望迎来较快增长。**整体来看，我国对影视行业的监管一直在持续完善。自 2018 年开始，通过整治税收问题、限制明星天价薪酬以及对创作题材进行引导，行业的发展环境和方向发生了较大变化。

一方面，落后产能出清加速，行业生产力得到净化，根据企查查数据显示，2020 年上半年，有 13170 家影视公司注销或吊销，是 2019 年全年注销或吊销数量的 4.4 倍；另一方面，明星的不合理薪酬得到有效管理，引导资金向创作和制作成本倾斜，自 2019 年 Q4 开始，新播映的影视作品大部分于 2017-18 年期间制作，彼时整体生产成本已得到有效控制，再加上目前渠道销售价格企稳，影视公司盈利空间将得到改善。随着疫情结束行业复苏，影视行业有望进入新的生产周期。

## 2.4 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、政策调整和新冠疫情影响，2019 年至今影视行业经历了一轮大洗牌。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。**2014-2019 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 11.66%。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，2019 年票房收入达到 640.50 亿元，同比增速 5.53%，对比美国同期的负增长，仍然具有较高的发展潜质。

**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 2020Q1 达到 1.19 亿，同比增长 23%；根据腾讯视频发布 2019 年度指数报告，其付费会员规模也突破 1 亿，成为国内第二家会员规模破亿的在线视频平台，并在 2020Q1 继续增长至 1.12 亿；B 站等后浪也汹涌而来，B 站于 5 月 27 日市值首超爱奇艺，2020Q1 平均月活用户数达 1.724 亿，创下历史新高。此外，在线视频平台会员费或将整体提升：5 月，爱奇艺推出全新会员服务——星钻会员，非连续包月会员费为 60 元/月，是原黄金会员的 2.4 倍；11 月，爱奇艺正式启动上调会员订阅价格，打开了其通过用户付费获得进一步收入增长的价格空间；腾讯表示其视频订阅价格偏低，未来有机会将调整。视频行业已经进入存量博弈阶段，涨价窗口期已经打开。

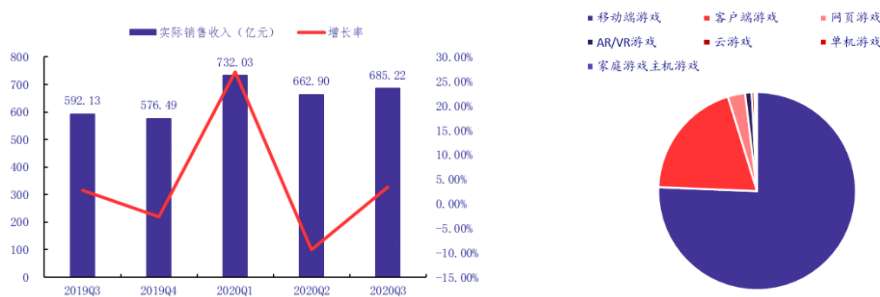
总而言之，消费者的消费行为正从传统的生存型物质性消费逐步转向发展型、服务型等新型消费，泛娱乐领域消费规模快速增长。在文娱消费需求提升大背景下，影视行业既拥有着借东风扩大市场规模的机遇，又面临着来自其他新兴泛娱乐形式的竞争和挑战。我们认为，影视行业规模未来仍存在较大空间，对行业成长进行有效挖掘将是行业未来的主流。

### 3. 游戏行业：游戏出海增长迅猛，云游戏时代已至

#### 3.1 2020Q3 游戏市场规模继续增长，游戏产业进入新的发展阶段

2020 年受疫情期间“宅经济”影响，游戏行业景气度持续回升。2020 年 Q3 中国游戏市场实际销售收入 685.22 亿元，环比增长 3.37%，受移动游戏实际销售收入增长利好，较 2019 年同期相比增长 93.09 亿元，同比增长 15.72%。国内游戏产业进入新的发展阶段。移动游戏持续火爆的同时，客户端游戏市场和网页游戏市场销售收入和市场份额继续缩水。20H1 中国客户端游戏市场实际销售收入为 281.54 亿元，同比下降 10.13%；网页游戏市场实际销售收入为 40.02 亿元，同比下降 21.43%，连续 5 年呈下降态势，市场萎缩明显。随着 5G 网络的普及，云游戏和 VR 游戏等创新市场也将逐渐占据一定市场份额。

图 9：2019 年 Q3-2020Q3 中国游戏市场实际销售收入及增长率与 2020H1 中国游戏产业细分市场收入占比



资料来源：中国游戏产业研究院《2020 年 1-6 月中国游戏产业报告》，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长

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：**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。根据中国音数协游戏工委的数据显示，2019 年中国游戏用户规模达到 6.40 亿人，同比增长仅 2.24%。据《2020 年第三季度中国游戏产业报告》报告统计显示，2020 年 Q3 中国游戏用户规模为 6.61 亿人，较 2020 年 Q2 增长约 366 万人，2020 年 Q3 游戏市场实际销售收入 685.22 亿元，环比增长 3.37%，增速同比相比 2019Q3 仅增长 93.09 亿元，游戏市场进入存量竞争阶段。

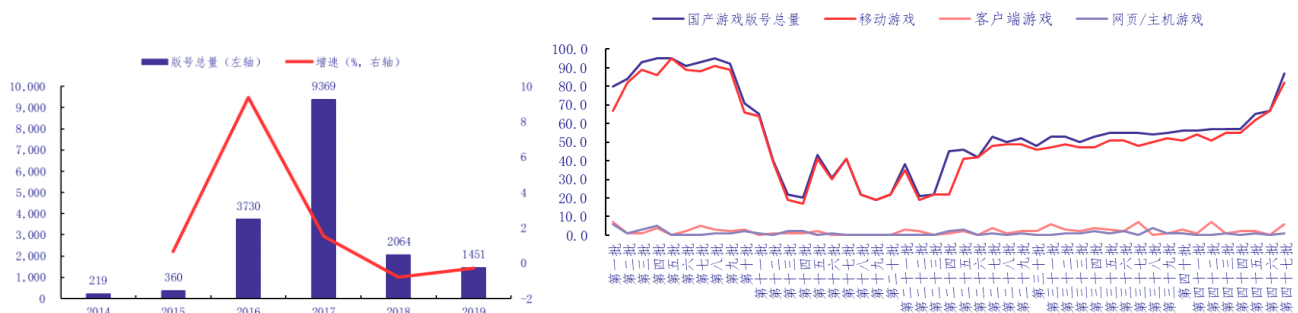
**在产品种类方面：**游戏种类较为多样，囊括客户端游戏、移动游戏、网页游戏及主机游戏等类型。在 20 世纪初，端游作为先头军快速打开了中国游戏市场，而后随着移动互联网等技术的高速发展，移动游戏和网页游戏进入玩家视野，游戏类型开始多样化。2011 年移动终端的普及，使得移动游戏搭载人口红利迅速崛起，中国手游市场在 2013 年开始高速增长并迅速分流网页游戏，2020Q3 年中国移动游戏市场收入为 508.49 亿元，占中国游戏市场总规模 Q3 的 74.20%，占比持续上升，腾讯、网易等公司成为游戏市场龙头企业。但受人口红利消失及政策面收紧影响，移动游戏收入增速也呈现下降趋势，后来流量时代，提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，11月公布第一批游戏版号**

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。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年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年以来，国家新闻出版署官网共更新了十九批国产游戏版号，已经有1085款国产游戏获得版号，其中移动手游1014款、端游54款、页游和主机游戏共17款，批号发放数量分别为52、48、53、53、50、53、55、55、55、54、55、56、56、57、57、57、65、67、87款。9月份版署连续两次公布版号撤销公告，今年已有17款游戏版号被撤销，监管制度愈发严格

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，第十、十一批进口游戏版号于2020年3月12日、2020年8月6日发放，从游戏数量看，这十一次分别有22、23、24、26、12、19、12、18、27、28款进口网络游戏过审，共包括179款手游、40款端游、20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，虽然目前过审数量依然低于此前水平，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 10：2014-2019 年游戏版号总发布数量、2018 年 12 月版号恢复后第一至四十五批版号情况**



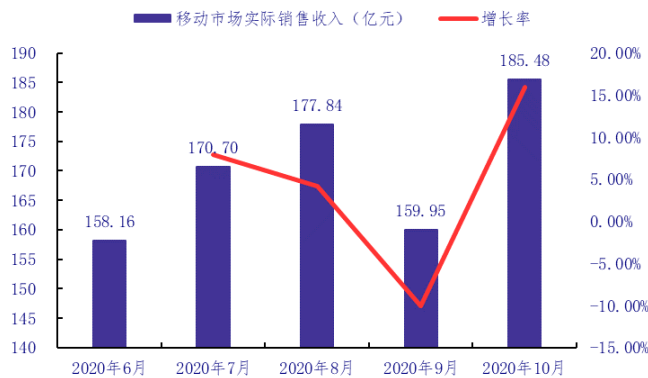
资料来源：国家新闻出版广电总局，中国银河证券研究院



(2) 移动游戏流水数据

10月移动游戏环比收入继续上升。据伽马数据统计，2020年10月中国移动游戏销售收入环比增长15.96%，实际销售收入达185.48亿元。10月份假期时间变长，用户在线时间也因此增加，收入规模也随之增长。从游戏角度来看，主要系9月下旬上线的新游《原神》《万国觉醒》依旧表现强势，且腾讯新游《天涯明月刀》上线后带来不少增量。

图 11: 2020年6-10月中国移动游戏市场规模(亿元)



资料来源：伽马数据，中

国银河证券研究院

根据伽马数据，2020年10月，伽马数据测算榜TOP10中，《王者荣耀》《和平精英》继续保持第一、第二。《原神》《天涯明月刀》表现强势，冲击榜三榜四，《万国觉醒》本月继续发力，达第五名，流水测算榜TOP10产品中包含了6种游戏类型，头部游戏类型呈现多元化。

表 4: 2020年10月伽马数据移动游戏流水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	和平精英	射击类	腾讯游戏	腾讯游戏
3	原神	ARPG	上海米哈游天命科技有限公司	上海米哈游影铁科技有限公司
4	天涯明月刀	MMORPG	腾讯北极光工作室	腾讯游戏
5	三国志·战略版	策略类(SLG)	广州简悦信息科技有限公司	广州简悦信息科技有限公司
6	万国觉醒	策略类(SLG)	成都乐狗科技有限公司	上海莉莉丝网络科技有限公司
7	梦幻西游	回合制RPG类	网易游戏	网易游戏
8	率土之滨	策略类(SLG)	网易游戏	网易游戏
9	穿越火线:枪战王者	卡牌类	广州灵犀互动娱乐有限公司	广州灵犀互动娱乐有限公司
10	阴阳师	回合制RPG类	网易游戏	网易游戏

资料来源：伽马数据《2020年10月移动游戏报告》，中国银河证券研究院



**10月下载榜原神登顶。**2020年10月，iOS下载榜TOP10中《原神》登顶，《王者荣耀》位居第二，目前该游戏在全球范围的用户渗透率已处于较高水平，其中《网吧模拟器》国庆期间连续5天登顶iOS免费榜。

表 5: 2020年10月iOS渠道下载榜TOP10

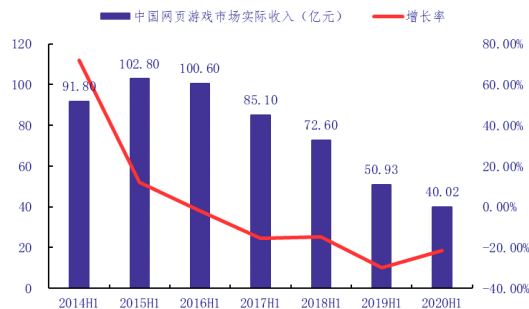
排名	游戏名称	游戏类型
1	原神	ARPG
2	王者荣耀	MOBA类
3	网吧模拟器	模拟经营类
4	天涯明月刀	MMORPG
5	和平精英	射击类
6	光·遇	RPG
7	输出全靠画	休闲类
8	开心消消乐	消除类
9	万国觉醒	策略类(SLG)
10	抽个棍棍	休闲类

资料来源:伽马数据《2020年10月移动游戏报告》，中国银河证券研究院

### (3) 网页游戏数据

网页游戏市场近几年的相关研发和运营厂商越来越少，用户规模逐步下降。2020H1国内网页游戏市场实际销售收入为40.02亿元，同比下降21.43%，连续5年呈下降态势，市场萎缩明显。

图 12: 中国网页游戏市场实际销售收入



资料来源:伽马数据,中国银河证券研究院

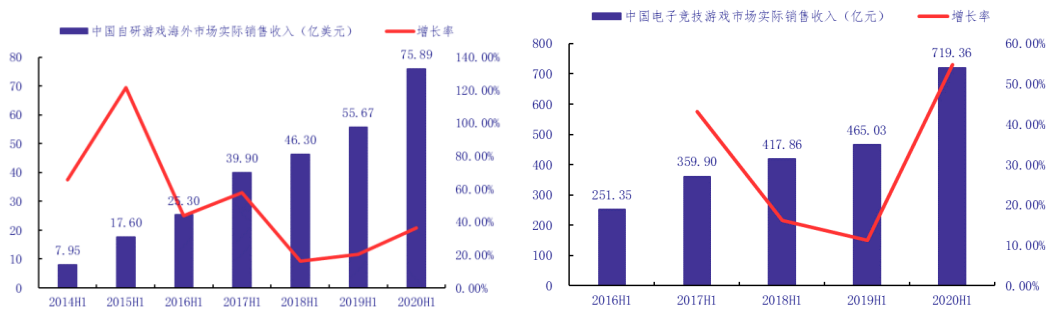
### 3.3 自研能力成为核心竞争力，游戏出海和电竞产业快速增长

**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。20H1中国自主研发游戏国内市场实际销售收入达到1201.4亿元，同比增长30.38%，较去年同期增加279.97亿元。

**游戏出海保持快速增长势头。**20H1 中国游戏企业积极拓展海外市场，在海外市场持续布局，中国自主研发游戏在海外市场的实际销售收入达 75.89 亿美元（约合 533.62 亿元），同比增长 36.32%。自主研发游戏海外市场实际销售收入增幅超过国内市场，从 2019 年 1-6 月的 55.67 亿美元增长至 2020 年 1-6 月的 75.89 亿美元，同比增长 36.32%。国产自研游戏在海外市场的竞争力不断提高，在美、日、韩市场中占据了一定的市场空间，策略类、射击类、角色扮演类游戏大受欢迎，未来游戏出海尚有广阔空间。

**中国电子竞技用户持续增长，电子竞技产业发展迅速。**2020 年 1-6 月中国电子竞技游戏市场实际销售收入为 719.36 亿元，同比增长 54.69%，持续保持较快增速，用户规模为 4.8396 亿人，同比增长 9.94%。

图 13: 中国自研游戏海外市场和电竞游戏市场实际销售收入



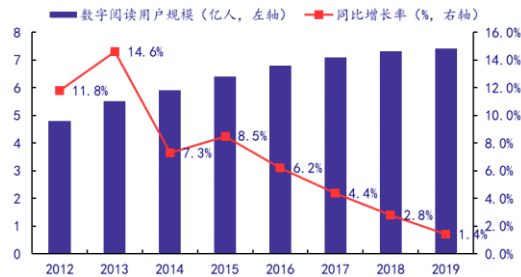
资料来源：中国游戏产业研究院《2020 年 1-6 月中国游戏产业报告》，中国银河证券研究院

#### 4. 阅读行业：数字阅读市场规模保持高速增长，细分图书品类仍具有刚需属性

##### 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。根据比达咨询《2019 年中国数字阅读市场研究报告》显示，2019 年中国数字阅读市场规模将达到 204.8 亿元，同比增长 21.0%，增速略增。2019 年中国国民人均阅读量为 7.49 本，其中纸质书 4.65 本，电子书 2.84 本。随着全民阅读意识的普及和国民阅读量的上升，2019 年我国成年国民数字阅读接触率达到 79.3%，综合阅读率为 81.1%，数字阅读已经成为主要的阅读方式，对传统图书出版行业造成一定冲击。在用户规模方面，根据比达咨询数据显示，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。

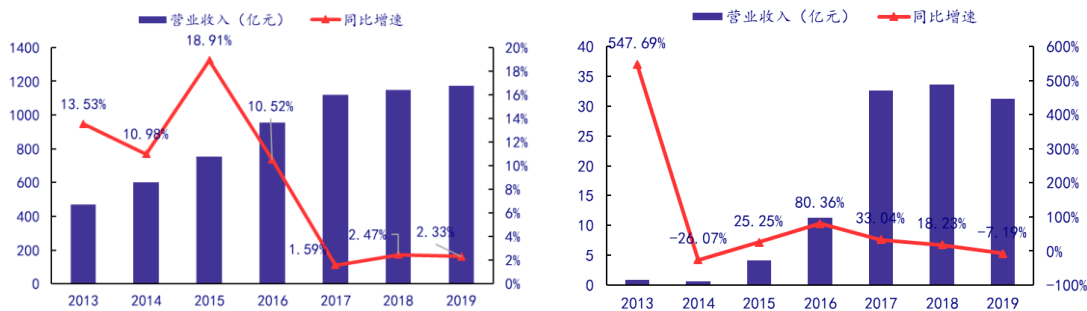
图 14: 2012-2019 年数字阅读市场用户规模及增速



资料来源: 2019 年中国数字阅读市场研究报告、比达咨询, 中国银河证券研究院

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。

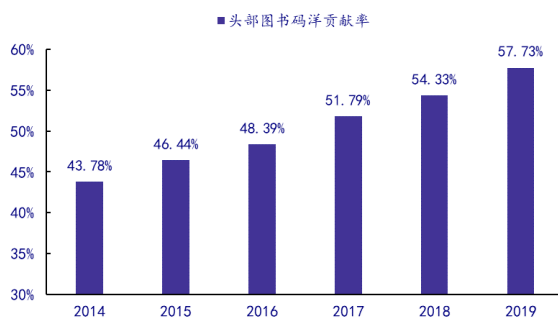
图 15: 2013-2019 年图书出版行业营业收入及数字阅读行业营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2019 年, 在数字阅读、新媒体等冲击下, 图书出版行业营业收入 1172.69 亿元, 同比增长 2.33%, 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 年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 16: 2014-2019 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。

2020年Q1受疫情影响，实体书店停业对线下渠道销售额产生较大影响，线上平台店铺的销售也受印厂停工或产能下降以及物流限制同期下降，线上自营店铺受影响较小。随着疫情形势的好转，图书市场也逐渐回暖，实体店渠道降幅收窄，网店渠道增速有所提升。根据北京开卷数据，2020年前三季度，整体图书零售市场同比依然呈现负增长，下降6.98%，降幅较上半年进一步收窄。

2020年前三季度实体书店渠道同比增长率为-37.43%，与半年度相比，降幅收窄明显。新冠疫情对实体书店造成巨大冲击，尤其在2月份实体书店停业造成一季度实体店渠道出现明显下降。随着疫情逐渐好转，各地实体书店逐步恢复营业，相应的开卷指数也呈现回暖趋势。进入第三季度之后，实体店渠道回暖明显，7月指数呈现明显上升，8月有正常回落，但幅度小于往年同期，进入9月后，指数进一步上升，达到今年指数最高点。网店渠道整体继续呈现正增长，前三季度同比上升了6.81%。疫情下，部分读者的购书需求转移到网店渠道，因此网店销售虽然在春节期间受制于物流而有所下降，但物流恢复后很快出现回升。

自2016年以来，网店码洋规模超越实体店，2019年网店渠道的码洋占比达到了70%。此次疫情之后会加速图书出版行业向线上渠道发力，提高自身运营能力，从精品图书、客户服务、直播带货、主题创新等方面发力维护全年业绩。2020年前三季度的整体新书动销品种数有所下降，主要是年初的疫情对新书投入产生了较大影响，1-3月零售市场的新书动销品种数出现大幅下降。4月之后，整体市场中动销的新书品种逐渐恢复，整个季度的新书动销品种数整体与去年同期基本持平。受疫情影响，一季度新书产能受限，使得今年7月上市的新书更显集中，数量超过去年同期，8月新书品种小幅回落，9月新书品种数超过去年同期水平。

今年双十一期间，根据京东数据统计，进口原版图书成交额同比增长109%，青春文学成交额同比增长102%，外语学习类图书成交额同比增长100%，法律类图书成交额同比增长111%，青少年素质培训课程成交额同比增长155%。学生和职场人士成为11.11期间购书购课的主力人群。从京东图书11.11纸书成交额TOP3品类榜来看，童书、中小学教辅、小说占据前三；纸书成交额增幅TOP3榜单中，进口原版、外语学习、政治/军事类书籍领先其他品类，学生及学生家长依旧是图书消费的主力人群，同时也能看出国人文化产品消费升级的趋势。

根据北京开卷每周实体书店畅销书排行榜统计，第四十七周虚构类、非虚构类、少儿类畅销书排行榜TOP10分别如下：

**表 6: 虚构类畅销书排行榜 TOP10**

名次	图书	作者	出版单位	上市公司	定价
1	云边有个小卖部	张嘉佳	湖南文艺出版社	中南传媒	42
2	撒野	巫哲	北京联合出版有限责任公司	-	45
3	撒野 (完结篇)	巫哲	江苏凤凰文艺出版社	凤凰传媒	49.8
4	活着	余华	北京十月文艺出版社	新经典	35
5	某某	木苏里	江苏凤凰文艺出版社	凤凰传媒	49.8
6	撒野 (2) (2020 版本)	巫哲	江苏凤凰文艺出版社	凤凰传媒	49.8
7	斗罗大陆 (第四部)-终极斗罗 (24)	唐家三少	湖南少年儿童出版社有限责任公司	中南传媒	32
8	西游记 (上下)	吴承恩	人民文学出版社有限公司	中国出版	47.2
9	百年孤独 (50 周年纪念版)	加西亚·马尔克斯	南海出版公司	新经典	55
10	龙族 (I)-火之晨曦 (修订版)	江南	人民文学出版社有限公司	中国出版	49

资料来源: 北京开卷, 中国银河证券研究院

**表 7: 非虚构类畅销书排行榜 TOP10**

名次	图书	作者	出版单位	上市公司	定价
1	习近平在福州	中央党校采访实录编辑室	中共中央党校出版社	-	76
2	习近平在宁德	中央党校采访实录编辑室	中共中央党校出版社	-	69
3	习近平的七年知青岁月 (平装)	中央党校采访实录编辑室	中共中央党校出版社	-	76
4	习近平在厦门	中央党校采访实录编辑室	中共中央党校出版社	-	42
5	为什么是中国	金一南	北京联合出版有限责任公司	-	58
6	断舍离	山下英子	湖南文艺出版社	中南传媒	45
7	你当像鸟飞往你的山	塔拉·韦斯特弗	南海出版社	新经典	59
8	习近平在正定	中央党校采访实录编辑室	中共中央党校出版社	-	66
9	红星照耀中国	埃德加·斯诺	人民文学出版社	中国出版	43
10	半小时漫画中国史 (5)	陈磊	上海文汇出版社有限公司	-	49.9

资料来源: 北京开卷, 中国银河证券研究院

**表 8: 少儿类畅销书排行榜 TOP10**



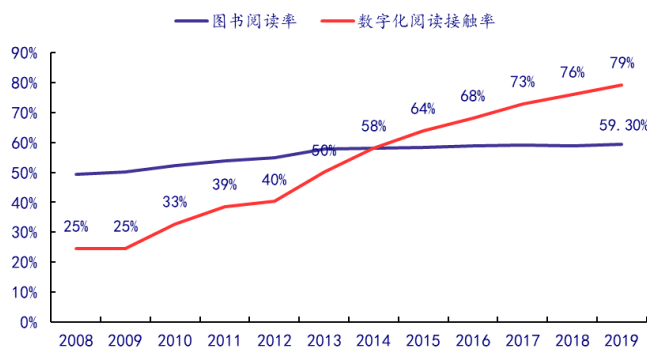
名次	图书	作者	出版单位	上市公司	定价
1	笑猫日记(27)-戴口罩的猫	杨红樱	明天出版社	山东出版	20
2	夏洛的网	E.B.怀特	上海译文出版社	-	26
3	米小圈脑筋急转弯(第2辑)-智慧者 游戏	北猫	四川少年儿童出版社	新华文轩	16
4	米小圈脑筋急转弯(第2辑)-密码大 发现	北猫	四川少年儿童出版社	新华文轩	16
5	米小圈脑筋急转弯(第2辑)-“吃一 顿”饭庄	北猫	四川少年儿童出版社	新华文轩	16
6	米小圈脑筋急转弯(第2辑)-神灯变变 变	北猫	四川少年儿童出版社	新华文轩	16
7	墨多多谜境冒险(阳光板)(29)- 穿梭未来	雷欧幻像	中国和平出版社	江西出版	25
8	米小圈脑筋急转弯-脑力挑战赛	北猫	四川少年儿童出版社	新华文轩	16
9	米小圈脑筋急转弯-机灵小神童	北猫	四川少年儿童出版社	新华文轩	16
10	窗边的小豆豆(2018版)	黑柳彻子, 岩崎千弘	南海出版公司	-	39.5

资料来源: 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

数字阅读逐渐成为最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 2019 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 17: 2008-2019 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 2019 年同比增长 14.4%, 增速扩大, 码洋规模达 1022.7 亿元, 首次破千亿, 依然保持两位数的较高增速。网店仍然保持较高速增长, 成为零售市场规模增长的主要驱动力, 同比增长 24.9%, 码洋规模达 715.1 亿元,

和 2018 年增速相比，小幅微增；实体店继续呈现负增长，同比下降 4.24%，降幅较 2018 年有所收窄，规模达 307.6 亿元。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。

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，2020 年上半年，少儿、社科、教辅教材和文学类仍然是码洋占比最大的前 4 个细分市场，与去年同期相比社科和文学类表现欠佳。社科、文学类是比较依靠新书带动增长的市场，受疫情影响，新书上市、大众图书的实体营销活动都受到了很大的冲击，大众对于这部分非刚需类图书消费的投入也因疫情受到缩减，使得社科、文学类占比明显下滑。而家长们因疫情居家，陪伴孩子的时间变长，更加关注孩子的成长和学习，少儿市场以 30.54% 的码洋比重占据图书市场的最大份额，与去年同期相比增长 3.38 个百分点。“停课不停学”的线上教育状态使得教辅教材市场规模几乎未受影响，码洋比重为 19.37%，同比增长了 3.56 个百分点。

#### 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。2017-2019 年，头部图书的码洋贡献率还在持续提高，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，同比增长 19.6%，2019 年市场规模继续保持增长。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。整体来看，数字阅读市场保持快速发展，以 IP 衍生为核心的泛娱乐产业链收入有望推动数字阅读市场规模持续增长。

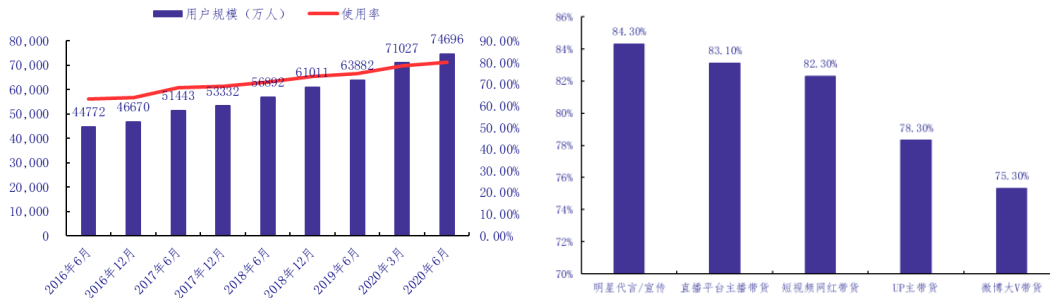
### 5. 营销行业：新老电商平台角力直播大战，内容营销能力决定流量价值

#### 5.1 网络购物用户规模持续增加，网红经济催生营销行业新业态

我国网购用户一直以来都在源源不断地增长，据《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2020 年 6 月，我国网络购物用户规模约 7.47 亿，较 2020 年 3 月增长 3912 万，使用率稳步提升，2020 年 6 月达 79.7%；2019 年起网红经济发展迅猛，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,直播带货业务盛行,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。在网红经济带动下,营销行业业绩整体有所回暖,亏损额由2018年的-97.42亿元减少至-42.47亿元。

图 18: 2016年6月-2020年6月网络购物用户规模及使用率及2019年中国KOL带货转化情况

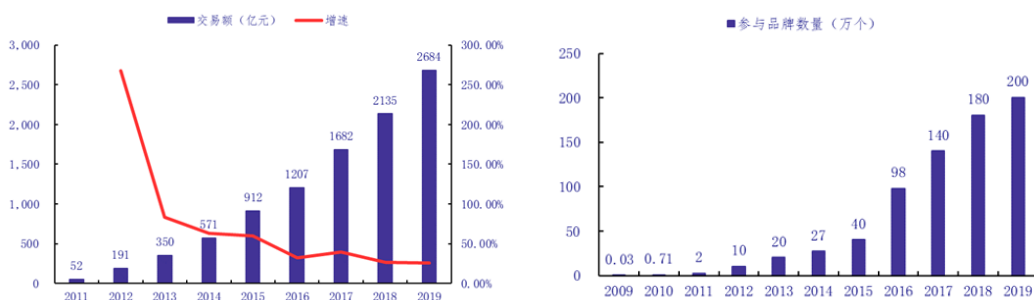


资料来源: CNNIC 中国互联网络发展状况统计调查, 艾媒数据中心, 中国银河证券研究院

## 5.2 四季度购物节已至, 新兴内容电商抢占市场份额

四季度为“双十一”“双十二”等购物狂节,品牌促销投放有望扩大。往年电商商家将这两个重要购物节作为年度主要营销节点,且不断有电商平台和品牌入局,每年的成交额屡创新高。10月21日,2020年天猫双十一狂欢节预售正式开启,据天猫数据显示,今年天猫双十一规模再创纪录,约25万品牌、500万商家参与,折扣商品达到1400万余款,是去年的一倍之多。预售开启一小时内,双十一参与人数比2019年同期翻倍,约300多个品牌预售成绩超过去年全天成交额。其中,直播电商热度依旧不减,预售首日,知名主播薇娅和李佳琦销售额依次为53.2亿元、38.7亿元,直播间观众最高时期均有一亿之多人次。京东今年的双11以“京东11.11全球热爱季”为主题,推出了预售、头号京贴、双百亿计划、新品、直播、互动玩法等10大招式,双十一首日销售全天成交额同比增长近90%。拼多多双十一购物节从11月7日零时开启,至11月11日24时结束,时间持续5天区别于阿里京东的持久战,延续低价补贴的促销风格,通过集中优惠的方式进行补贴。

图 19: 2011-2019年天猫双十一交易额统计及2009-2019年天猫双十一参与品牌数量



资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院

传统电商平台竞争的同时,新兴电商平台正在崛起,内容电商通过好内容获得一定量的粉丝积累,再根据粉丝人群开通对应直播,正在挑战传统电商的地位。快手在2018年第一次启动双十一活动,采取社交延伸向卖货的逻辑,已经成为仅次于淘宝天猫、京东、拼多多的电

商平台。2019年快手产生了350亿的交易额，2020年8月订单量超过5亿单。10月27日，快手宣布正式启动“快手116购物狂欢节”，周期上超越去年，活动时长长达12天，从10月31日到11月11日，每天都有快手红人+明星组合专场直播。规模上，本次“快手116购物狂欢节”不仅邀请豪华明星天团助阵，还提供红包雨、集卡分一亿、大牌一元购、百亿补贴等狂撒福利的活动玩法。辛巴(辛有志)在快手进行双十一专场直播带货，12小时的总销售额达18.8亿，刷新其个人单场纪录。

不同于快手的社交卖货逻辑，抖音更加注重流量效益，深耕内容领域，进行精细化营销。今年6月，字节跳动成立“电商”一级业务部，整合旗下的抖音、头条、西瓜视屏等各个内容平台共同承担运营。7月与苏宁展开合作，开始为抖音电商提供供应链服务。从10月开始抖音直播间不再支持第三方平台来源的商品，开始封锁淘宝等外链。抖音从2019年开始参加双十一，去年的“11.11抖音好物发现节”更强调“种草”，网红以短视频形式给用户进行产品推荐，以此带货。今年10月25日，抖音电商“好物秒杀”频道正式上线。作为抖音电商第一个固定电商频道入口，“好物秒杀”频道帮助品牌在抖音平台打造固定的曝光阵地，精准覆盖抖音电商核心人群，提高用户在平台购物的转化率。通过频道的超值好物推荐，引导用户关注品牌官方账户成为粉丝，推动品牌私域流量池的搭建。2020年1-8月，抖音电商总体GMV同比增长6.5倍，闭环直播GMV同比增长36.1倍，开店商家的数量增加16.3倍。今年8月“抖音奇妙好物节”期间，抖音电商整体成交额达到80亿元，头部品牌自播账号粉丝增长超过120%。“抖音双11宠粉节”的销售额值得期待。

图 20: 字节系双11针对多品投放场景展开营销活动



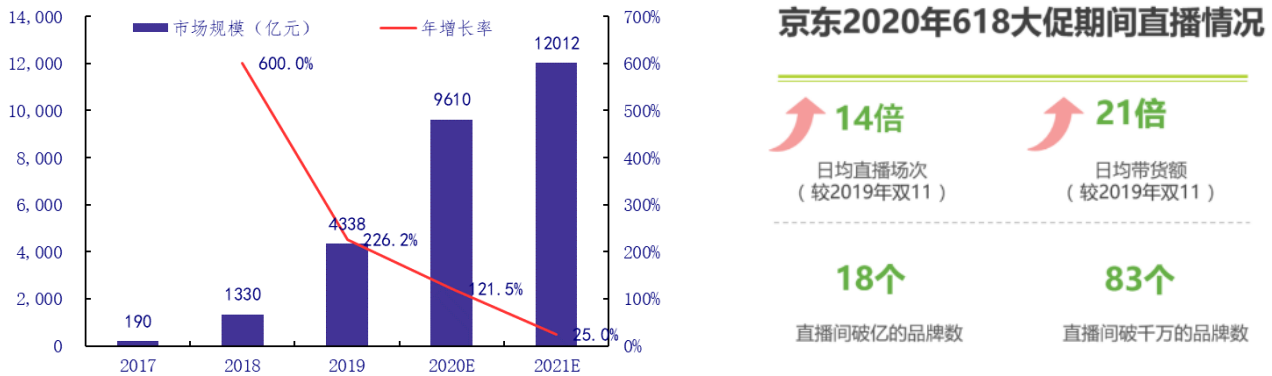
资料来源: 巨量引擎, 抖音, 中国银河证券研究院

### 5.3 直播实现稳定盈利, 主播形成不同梯队阵营

直播在购物节中的重要性越来越重要,商家端为其带来销量、获客、产品推广等多重效益,消费者端通过口碑和话题性吸引消费者同时享受低价和活动。超70%商家通过直播提升了产品销量,超66%的商家通过直播获得了新客户,近60%的商家通过直播推广了产品和服务。今年618大促期间,京东日均直播场次较2019年双11提升了14倍,日均带货额增长了21倍,共有18个品牌在直播间销售破亿,83个品牌销售破千万。艾媒咨询数据显示,2019年中国直播电商市场规模达到4338亿元,相比于2018年增长了226.2%,预计2020年市场规模可以达到9610亿元,2021年市场规模达到12012亿元。



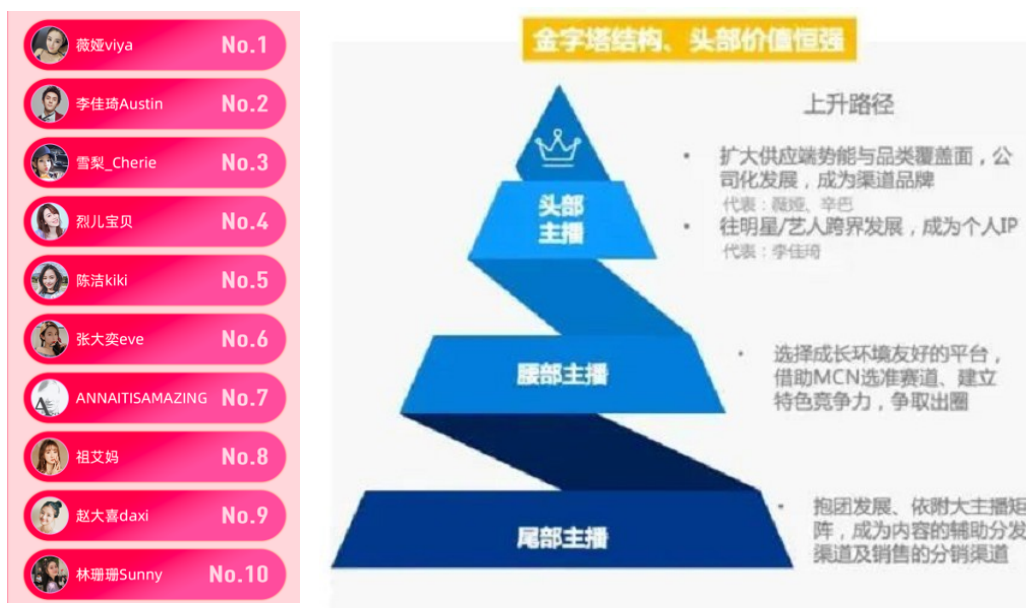
图 21: 中国直播电商市场规模及京东 2020 年 618 大促期间直播情况



资料来源: 艾媒咨询, 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

直播行业飞速发展, 直播电商主播生态马太效应明显, 根据艾媒咨询统计, 头部主播仅占比 2.16%, 肩部主播占比 5.93%, 腰部和尾部主播分别占比 53.53%和 38.8%, 中部和长尾主播生存环境依然艰难。10月21日0点, 2020天猫“双十一”购物狂欢节开启, 淘宝直播头部主播“口红一哥”李佳琦共介绍并预售了126款产品, “带货女王”薇娅共介绍并预售了149款产品。据第三方淘宝直播数据分析平台知瓜数据, 双十一首日直播销量排名第一的是李佳琦, 预估商品销量达1000万, 预估GMV(成交额)39.11亿; 薇娅紧随其后, 预估销量为720.58万, 预估GMV达38.66亿。以此计算, 李佳琦和薇娅在第一天共售出了近80亿元的产品。从双十一第一波爆发期的主播榜来看, 薇娅、李佳琦、雪梨依然稳居前三, 与10月21日开门红榜单相比变动不大。

图 22: 天猫双 11 第一波爆发期淘宝直播主播榜 TOP10 (20201021-20201101) 及当前主播生态



资料来源: 淘宝直播, 淘榜单, 亿邦动力研究院, 中国银河证券研究院



### 5.4 内容驱动品牌建设，主播提升品牌认可度

2020 年受疫情影响，基于企业私域流量运营需求和用户教育的完成，品牌商已经将直播作为标配销售渠道。直播打破了电商的地域与时间限制，使得品牌商原来在线下参加的展销会、发布会，能通过直播的方式，介绍自身的资质实力，展示产品的性能，并提供在线的实时服务。通过  $GMV=流量 \times 转化率 \times 客单价$ ，这一电商经典公式可以看出，直播主播自带私域流量，用户粘性高，付费意愿强，可直接带动直播增量的上升；而通过主播的讲解，以及秒杀（饥饿营销）、独家（个性化）、赠品等主播常用的方式，购买转化率大大提升；以价格换销量，极致的性价比正在成为电商直播的大方向。内容营销能力能否带来流量价值，成为未来直播电商的核心竞争力之一。

表 9: 直播电商的核心价值

核心价值	01 供应链价值	02 流量价值	03 服务/数据价值
关键能力	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 非标选品能力</li> <li>· 爆款选品能力</li> <li>· 供应链整合能力</li> <li>· 柔性供应链能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 私域流量运营能力</li> <li>· 增量与下沉流量开发能力</li> <li>· 内容营销能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 全套工具技术服务能力</li> <li>· 用户/交易数据整合能力</li> <li>· 全流程商家服务能力</li> </ul>
突围角色	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 主播</li> <li>· 电商平台</li> <li>· MCN 机构</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 品牌商</li> <li>· 电商平台/直播平台</li> <li>· MCN 机构</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 服务商</li> <li>· MCN 机构</li> </ul>

资料来源：亿邦动力研究院，中国银河证券研究院

以国产美妆品牌花西子为例，通过李佳琦的直播带货，花西子不仅收获了原始粉丝，更打开了品牌知名度。2019 年的双十一期间，花西子在开场 1 小时后成交额便顺利破亿，热销单品散粉在当天售出 70 多万盒，成为率先迈入“亿元俱乐部”的国货品牌之一。通过流量与内容玩法，加上产品本身东方彩妆、古风国货的品牌差异化定位，今年前四个月，花西子天猫销量总体同比增 637.9%，销售额同比增 420.1%；淘宝销量同比增 219 倍，销售额同比增 227 倍。

图 23: 李佳琦推广国产美妆花西子“苗族印象”高定系列



资料来源：花西子，中国银河证券研究院

## 5.5 《互联网直播营销信息内容服务管理规定》公开征求意见，将推动直播带货持续健康发展

11月13日，国家互联网信息办公室会同有关部门起草了《互联网直播营销信息内容服务管理规定》并向社会公开征求意见。其中，征求意见稿规定了直播人员不得虚构或者篡改关注度、浏览量、点赞量、交易量等数据流量造假的相关行为，这将有助于避免行业内的恶性竞争，引导消费者理性消费。意见稿还明确直播营销平台应当记录、保存直播内容，保存时间不少于六十日，并提供直播内容回看功能，这将有助于保护消费者的权益，使得消费者在遇到问题时可以有效举证。作为低门槛风口行业，直播电商吸引大量资本和流量的进入的同时，也存在诸多问题，我们认为此次规范限制政策的逐步实施将有效帮助行业向健康的方向快速前进。

我们认为，在互联网流量成本逐渐走高的趋势中，内容提升营销效果会成为营销行业未来的新趋势，以主播和社区为中心的私域流量在品牌力建设中的价值会越来越重要，整个产业链具有长期成长价值，建议关注具有相关布局的元隆雅图(002878.SZ)、华策影视(300133.SZ)、值得买(300785.SZ)、天下秀(600556.SH)等，同时推荐具有社区属性的流量平台哔哩哔哩(BILI.O)。

## 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2012-2018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，昭示着未来市场需求的递增。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，中国文化产业的发展仍存在很大发展空间。

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大，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

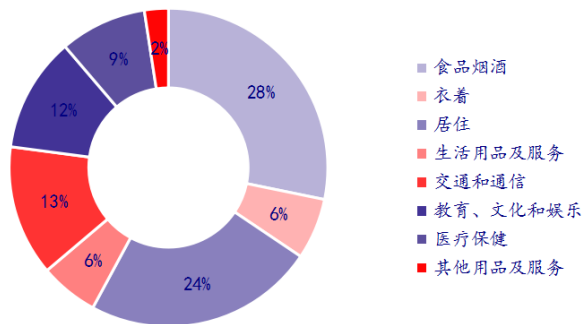
化娱乐产业比起发达国家仍然有较大距离，在美国等发达国家，文化娱乐产业已经成为国民经济的重点和支柱产业，而我国文化娱乐产业发展处于弱势地位，文化产业市场化程度不高，规模较小，文化娱乐产业的总量还不够大、水平还不够高，在整个国民经济中所占的份额相对较小，对国民经济的贡献及影响还不充分，因此文化娱乐行业仍具有较大的成长空间。

## （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 24：2019 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。

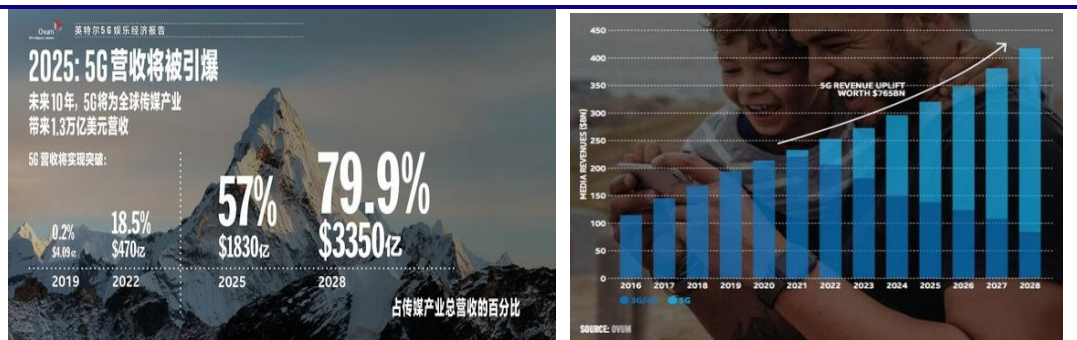
## （四）5G 推动产业转型升级，泛娱乐促进行业进一步高质量发展

### 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 25：2019-2028 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 的大宽带、高可靠和低时延特性为交互新方式奠定了网络基础，将大大促进 AR / VR 产业发展。随着新基建背景下 5G 商用进程的加速，具备了宏观、技术、需求和政策基础的 5G+VR 游戏和 VR 视频，有望成为最先普及并获益的 5G 应用。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。

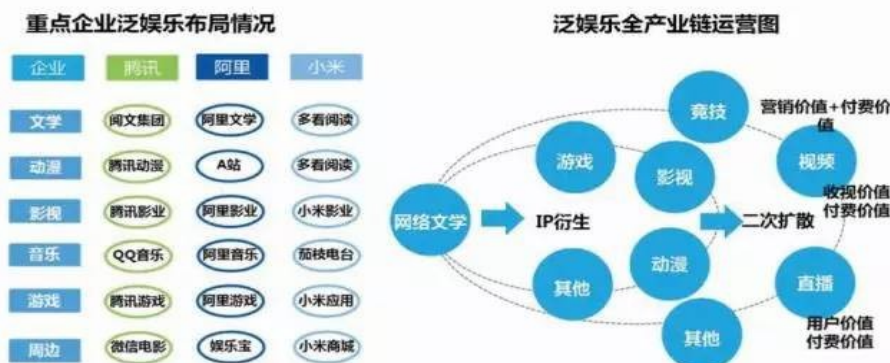
2019 年 6 月 6 日，工信部向三大电信运营商中国移动、中国联通、中国电信以及中国广播电视网络有限公司正式发放 5G 牌照，牌照的发放，标志着 5G 网络商用正式开始。广电未来有望依托国网公司在 5G、基础通信、IPTV（交互式网络电视）等方面的资源优势，中科院的前沿技术开发优势以及光华集团的产业运营优势，迅速实现全国范围内的落地入网，随着 5G 商用牌照的发放、技术升级以及网络整合的推进，中国广电网络股份有限公司的成立将促使广电系公司市场化运营稳步推进。同时，还将借助人工智能、大数据分析和其他核心专有技术，打造集智能化硬件、购物、云服务、物联网、内容消费等为一体的大数据跨屏电商和营销平台。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。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 26: 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的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和平台机制。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

移动互联网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，制定相关规范，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21起，并购金额327.84亿元；2014年，上市公司并购34起，并购金额988.00亿元；到2015年并购数量增至52起，并购金额高达1544.59亿元。但随着2016年监管收紧，传媒行业并购大潮逐渐回落，2016年完成并购31起，并购金额898.01亿元，2017年完成并购22起，并购金额减少至599.47亿元，2018年传媒行业中上市公司完成并购仅5起，并购金额519.13亿元；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。2019年传媒行业中上市公司完成并购共5起，并购金额610.16亿元。2020年至今，共披露重大重组事件13项，完成5起，并购金额166.92亿元，分别为哈高科定增收购电广传媒所持湘财证券99.73%股权（多元化战略）；科斯伍德定增收购龙门教育50.17%股权（多元化战略）；三爱富出售常熟新材料100%股权及新材料销售100%股权（战略合作）；中体产业定增收购中体彩科技51%股权、国体认证62%股权、中体彩印务30%股权和华安认证100%股权（资产调整）；以及ST慧球吸收合并天下秀100%股权。

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度融合，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家传媒互联网企业登陆A股，融资规模达到48.51亿元。2020年至今有5家传媒互联网企业登录A股。2020年5月28日，三人行传媒集团股份有限公司在上海证券交易所主板上市，作为专业从事整合营销服务的综合型广告传媒公司正式登陆资本市场，发行价格60.62元/股，公开发行股票1,726.67万股，募集资金10.47亿元。7月27日，流金岁月三板上市，发行价为7.18元/股，共发行3000万股，募集资金2.15亿元。8月5日，天地在线在深交所中小企业板上市，发行价为33.84元/股，共发行1617万股，募集资金5.47亿元。9月25日，若羽辰在深交所中小企业板上市，发行价格为15.2元/股，公开发行股票3043万股，募集资金4.625亿元。9月29日，丽人丽妆在上交所主板A股上市，发行价为12.23元/股，公开发行股票4001万股，募集资金48932.23万元。

## (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 年有 10 家传媒及互联网企业登陆美股, 融资额 15.01 亿美元; 2020 年至今 6 家传媒及互联网企业登陆美股, 融资额 19.25 亿美元。

传媒企业在港股上市的数量也整体趋多, 中概股回归潮下更多传媒公司有望陆续登陆港股。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。2020 年累计已有 8 家内地传媒公司登陆港股, 首发募集资金达 46.1 亿港元。

表 10: 2020 年 11 月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	172	4086	4.21%
美国	106	5354	1.98%

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	19180.79	811984.10	2.24%
美国	93016.97	3567719.23	2.61%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

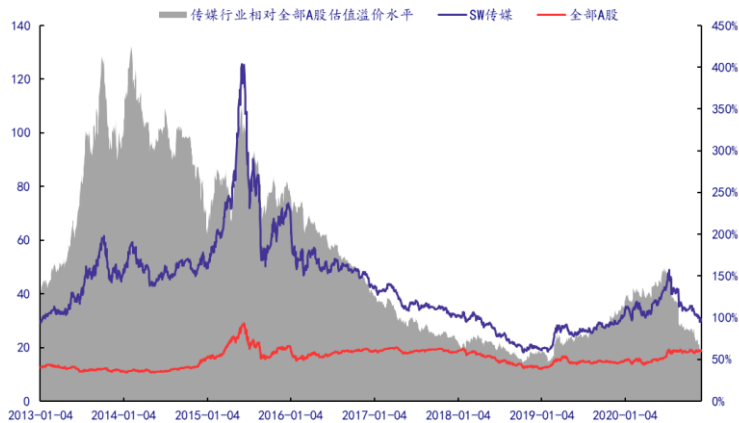
在上市公司数量方面, 截至 2020 年 11 月 27 日, 中国 A 股共有上市公司 4086 家, 其中传媒行业上市公司 172 家, 占比 4.21%; 美股上市公司总数为 5354, 高于 A 股, 但传媒行业上市公司数仅 106 家, 同 A 股相比占比略小, 仅 1.98%。在市值规模方面, 截至 2020 年 11 月 27 日, 中国 A 股总市值为 811984.10 亿元, 其中传媒行业 19180.79 亿元, 占比为 2.24%; 美股上市公司总市值为 3567719.23 亿元, 其中传媒行业 93016.97 亿元, 占比 2.61%。由此可见, 2020 年 11 月 A 股传媒行业市值占比继续超越美国, 但中国传媒行业上市公司市值规模占总市值的比例比美国要低。

## (三) 传媒行业估值徘徊在低位, 溢价率持续走低

截至 2020 年 11 月 26 日, 传媒行业一年滚动市盈率为 29.67 倍(TTM 整体法, 剔除负值), 全部 A 股为 18.63 倍, 分别较 13 年以来的历史均值低 30.61% 以及高 16.88%。

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 113.72 个百分点。11 月 26 日数值为 59.25%, 历史均值为 172.97%。

图 27: 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 24 家国际传媒龙头公司，计算了其 2019 年度的收入、净利润增速及估值等。从收入角度看，19 年度收入增速平均 10.52%，中位数为 10.71%，多数处于 0%~20% 区间。从净利润角度看，19 年度净利润增速平均为 128.25%，中位数为 9.68%，其中 10 家公司增速为负。

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 2019 年度的收入、净利润增速及估值等，从收入角度看，19 年度收入增速平均分别为 30.59% 和 11.85%，中位数为 16.03% 和 7.01%。从净利润角度看，19 年度净利润增速平均为 28.41% 和 24.98%，中位数为 5.18% 和 -15.62%。而其所对应的估值（以 2020.11.30 日计），市盈率平均数为 -3.29 和 -12.54 倍，估值中位数为 -4.91 和 -9.91 倍。

A 股市场，我们列示国内市值居前的 35 只传媒行业白马股及重点覆盖公司如表 14。从收入角度看，其 19 年收入增速平均为 -0.77%，中位数为 -1.09%。从净利润角度看，35 只白马股 19 年净利润增速均值为 -50.14%，中位数为 -3.48%。而观察其目前的估值水平（以 2020.11.30 日计），市盈率平均为 -21.51 倍，中位数为 14.13 倍。

#### （四）A 股 IPO 审核依然趋严，中概股回流趋势明显

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。

但伴随着美国资本市场的不确定因素加剧，以及港交所对新经济公司上市制度改革的完成，

中概股公司回流上市趋势加速。2019年11月阿里巴巴在香港二次上市，共募资1012亿港元，占当年香港IPO市场募资总额的32.4%，是港交所有史以来第三大IPO，也是新上市制度下第一家同股不同权上市公司。2020年6月，网易和京东也先后通过港交所上市聆讯在香港二次上市。

## 五、投资建议

在当下时点，我们更看好四季度业绩有望环比提升明显的线下消费场景。短期来看，四季度是传统消费旺季，叠加国内社会活动的强势复苏，线下消费场景有望迎来强劲的业绩环比改善。长期来看，由于上半年线下经济受挫严重，相关细分行业内部竞争格局发生较大的变化，头部公司实现了市场份额的有效提升，长期将迎来盈利性的拐点。

我们梳理了四季度的投资主线，从四个角度进行推荐：

**1、基本面逐步改善，长期格局向好的电影行业：**我们认为电影行业经过一段较长时间的调整，行业整体将朝精品化方向发展，上半年的疫情加速行业的出清，未来头部公司将更具有规模优势和竞争优势，有望迎来盈利拐点，迎来持续的基本面改善。建议关注内容储备丰富的光线传媒（300251.SZ）以及市场份额较高院线公司如万达电影（002739.SZ）、横店影视（603103.SH）等。

**2、政策面有望迎来利好的超高清视频行业：**预计四季度有望推出2020年制定急需标准20项以上的计划，到2022年将完善制定标准50项以上，这将对加速超高清视频技术演进、推动产业链生态建设起着至关重要的作用。看好深耕大屏产业的华数传媒（000156.SZ）、东方明珠（600637.SH）及参与行业技术标准制定的捷成股份（300182.SZ）。

**3、产业链趋势向好生活圈广告：**上半年，由于线下消费受阻，用户消费逐渐向线上转移，线上行业迎来流量爆发期，国内直播电商迅速崛起，短视频大热，广告主投放渠道偏好转移明显，营销需求主要向该领域靠拢。线下广告媒体行业受到较大冲击，行业集中度进一步得到了提升。后疫情时代来临，总体看来线下广告投放比例开始逐步提升，生活圈广告有望快速恢复，迎来复苏。同时，叠加四季度是传统消费旺季，购物节将至，各大电商平台及品牌将投放大量广告，我们预计今年购物节的营销投放量也会因此再度增加，建议高度关注消费品牌及电商平台广告带来的增量。建议关注生活圈广告龙头分众传媒（002027.SZ）及深耕校园媒体多年的三人行（605168.SZ）。

**4、营销行业：**在互联网流量成本逐渐走高的趋势中，内容提升营销效果会成为营销行业未来的新趋势，以主播和社区为中心的私域流量在品牌力建设中的价值会越来越重要，整个产业链具有长期成长价值。建议关注具有相关布局的元隆雅图（002878.SZ）、华策影视（300133.SZ）、值得买（300785.SZ）、天下秀（600556.SH）等，同时推荐具有社区属性的流量平台哔哩哔哩（BILI.O）。



## 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，海外市场的风险等。

## 七、附录

### (一) 传媒各子行业历年政策变化

表 11: 影视行业产业支持政策

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的通知》(国税发[2018]153号)	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。
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 12: 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 13: 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。
2019年4月10日	国家新闻出版署召开全国游戏管理工作专题会议	重新开展游戏审批工作，控制版号产品数量，提出新游戏版号审批要倾向精品游戏。

资料来源：中国银河证券研究院整理

**表 14: 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深化改革基本完成，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 15: 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 16: 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 2020/11/30	当前市值 (亿元) 2020/11/30
		2019	Y18	2019	Y18		
CMCSA.O	康卡斯特	91,088.24	13.14%	760,001.18	17.17%	22.28	15,120.93
DIS.N	迪士尼	78,186.05	-9.78%	492,075.57	20.35%	-93.56	17,627.60
CHTR.O	特许通讯	11,636.30	37.84%	319,258.82	6.61%	48.44	8,572.49
FOX.O	21世纪福克斯	10,965.15	-24.22%	78,295.96	0.00%	10.52	1,111.50
VIAC.O	维亚康姆哥伦比亚广播	23,077.27	71.55%	194,022.07	94.78%	16.08	1,432.50
TRI.N	汤森路透	10,910.78	-59.74%	41,201.44	9.13%	25.01	2,595.99
SIRI.O	SIRIUS XM HOLDINGS	6,376.25	-20.99%	54,372.50	37.29%	26.24	1,814.22
LBTYA.O	自由全球	80,375.59	1514.66%	80,515.81	-1.89%	1.10	863.82
WPP.N	WPP	5,710.58	-38.08%	121,093.34	-10.55%	14.47	779.12
BATRA.O	LIBERTY MEDIA BRAVES	739.48	-79.71%	71,799.05	30.12%	-27.97	1,032.13
FWONA.O	LIBERTY MEDIA FORMULA	739.48	-79.71%	71,799.05	30.12%	-42.04	1,551.28
LSXMA.O	LIBERTY MEDIA SIRIUSXM	739.48	-79.71%	71,799.05	30.12%	-45.49	1,678.81
RELX.N	RELX	13,770.90	11.62%	72,047.89	10.84%	22.87	2,970.28
DISH.O	DISH NETWORK	9,763.28	-9.68%	89,348.97	-4.43%	13.29	1,241.07
OMC.N	宏盟集团	9,341.83	2.62%	104,320.00	-0.59%	14.07	890.91
LBRDA.O	LIBERTY BROADBAND CL A	817.72	70.32%	103.66	-32.14%	124.20	1,840.76
LYV.N	LIVE NATION ENTERTAINMENT	487.56	17.91%	80,560.94	8.81%	-9.89	937.64
SJR.N	肖氏通信	3,919.26	1141.91%	28,630.41	3.90%	16.81	586.85
DISCA.O	探索传播	14,433.76	254.05%	77,742.77	7.34%	9.28	869.17
NWS.O	新闻集团	1,065.58	110.64%	69,255.73	15.99%	-10.43	691.92
IPG.N	埃培智	4,576.39	7.74%	71,305.83	6.95%	15.31	571.64
ATVI.O	动视暴雪	10,485.23	-15.73%	45,268.56	-12.06%	27.76	4,040.77
EA.O	艺电	21,531.62	213.81%	39,230.20	17.70%	28.20	2,437.71
TTWO.O	TAKB-TWO 互动软件	2,865.63	27.48%	21,885.66	21.81%	43.79	1,365.80
	均值	17233.47	128.25%	127,331	12.81%	10.43	3,026.04
	中位数	9552.55	9.68%	71,923	8.97%	14.89	1,399.15
	最大值	91088.24	1514.66%	760,001	94.78%	124.20	17,627.60
	最小值	487.56	-0.80	103.66	-32.14%	-93.56	571.64

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

表 17: 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 2020/11/30	当前市值 2020/11/30
		2019	Y18	2019	Y18		
NTES.O	网易	21,237.52	245.19%	59,241.15	-11.79%	30.07	4,107.94
SINA.O	新浪	-492.12	-157.11%	15,089.21	4.28%	-26.43	170.32
YY.O	欢聚时代	3,379.33	105.81%	25,576.20	62.25%	5.00	473.44
SOHU.O	搜狐	-1,041.80	5.18%	12,874.21	-0.38%	-4.91	47.43
IQ.O	爱奇艺	-10,324.87	-9.74%	28,993.66	16.03%	-13.98	1,079.11
BILI.O	哔哩哔哩	-1,288.97	-109.14%	6,777.92	64.16%	-54.72	1,356.78
HUYA.N	虎牙	468.17	118.68%	8,374.50	79.58%	41.93	320.25
	均值	1,705.32	28.41%	22,418.12	30.59%	-3.29	1,079.32
	中位数	-492.12	5.18%	15,089.21	16.03%	-4.91	473.44
	最大值	21,237.52	245.19%	59,241.15	79.58%	41.93	4,107.94
	最小值	-10,324.87	-157.11%	6,777.92	-11.79%	-54.72	47.43

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 2020/11/30	当前市值 2020/11/30
		2019	Y18	2019	Y18		
0708.HK	恒大健康	-4,426.31	-209.67%	5,658.68	80.61%	-37.29	1,792.03
1060.HK	阿里影业	-1,150.57	-353.75%	2,876.97	-5.24%	-26.59	236.83
0811.HK	新华文轩	1,139.05	22.19%	8,799.19	7.97%	4.45	49.42
2383.HK	TOM集团	-176.72	-27.15%	836.23	0.48%	-15.17	29.23
1970.HK	IMAX CHINA	299.23	1.95%	867.10	7.51%	-37.15	39.88
8032.HK	非凡中国	747.41	1008.07%	568.48	-42.82%	4.53	43.63
2008.HK	凤凰卫视	109.88	-48.56%	3,315.39	-6.99%	-2.78	14.41
0863.HK	欢喜传媒	-243.58	-51.07%	166.74	14.95%	-21.95	41.44
0547.HK	数字王国	-359.04	20.90%	563.66	6.51%	-4.65	14.46
0752.HK	PICO FAR EAST	231.15	-4.10%	4,580.37	9.81%	11.13	14.92
3636.HK	保利文化	49.72	-79.45%	3,853.76	3.54%	-3.91	9.66
0772.HK	阅文集团	1,095.95	20.35%	8,355.84	65.85%	-21.08	507.76
	均值	-223.65	24.98%	3,370.20	11.85%	-12.54	232.81
	中位数	79.80	-15.62%	3,096.18	7.01%	-9.91	40.66
	最大值	1,139.05	1008.07%	8,799.19	80.61%	11.13	1,792.03
	最小值	-4,426.31	-353.75%	166.74	-42.82%	-37.29	9.66

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

表 18: 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)		收入(百万元)		市盈率 TTM	当前市值
		2019	Y18	2019	Y18	2020/11/30	2020/11/30
002739.SZ	万达电影	-4,721.7408	-465.32%	15,435.3630	9.56%	-5.75	435.11
300251.SZ	光线传媒	946.6112	-30.71%	2,829.4488	89.70%	-388.07	380.49
600977.SH	中国电影	1,240.5672	-23.51%	9,068.4133	0.34%	-66.54	247.56
600715.SH	文投控股	-4.0716	99.42%	2,224.1472	6.63%	-6.11	50.08
300027.SZ	华谊兄弟	-4,023.4783	-342.67%	2,186.3987	-43.81%	-3.19	115.98
300133.SZ	华策影视	-1,475.2799	-689.96%	2,630.5505	-54.62%	-9.80	126.23
002292.SZ	奥飞娱乐	104.0600	106.15%	2,726.9204	-3.97%	-239.54	107.22
603103.SH	横店影视	309.5113	-3.48%	2,813.5891	3.27%	-34.77	110.92
002343.SZ	慈文传媒	156.7939	114.25%	1,171.4274	-18.37%	61.39	34.72
601098.SH	中南传媒	1,407.3280	2.65%	10,260.8589	7.16%	14.13	193.25
600373.SH	中文传媒	1,731.3583	6.46%	11,258.1801	-2.21%	9.28	159.36
601019.SH	山东出版	1,541.4366	4.45%	9,766.9610	4.45%	11.03	132.10
601801.SH	皖新传媒	579.0694	-47.63%	8,832.6837	-10.16%	17.15	104.23
600633.SH	浙数文化	690.2074	20.52%	2,827.3112	48.03%	22.61	118.61
603533.SH	掌阅科技	146.8500	7.88%	1,882.3470	-1.09%	71.70	157.07
603888.SH	新华网	287.6463	1.69%	1,569.8850	0.04%	74.31	100.69
601949.SH	中国出版	741.9258	19.92%	6,314.6498	18.44%	14.64	106.98
600637.SH	东方明珠	2,229.2733	1.09%	12,344.6000	-9.46%	15.92	324.72
600959.SH	江苏有线	375.1012	-53.20%	7,650.2536	-2.98%	77.95	183.03
601928.SH	凤凰传媒	1,413.8078	1.75%	12,585.4436	6.76%	13.62	176.11
600037.SH	歌华有线	581.9105	-16.18%	2,758.6053	1.22%	56.07	146.14
002027.SZ	分众传媒	1,855.0791	-67.97%	12,135.9481	-16.60%	52.40	1,423.75
300058.SZ	蓝色光标	723.3071	75.42%	28,105.7177	21.65%	23.33	163.41
002131.SZ	利欧股份	308.8942	116.68%	14,032.6242	14.55%	7.51	231.69
002400.SZ	省广股份	182.4425	-27.78%	11,535.6930	-4.78%	-803.09	105.99
002558.SZ	巨人网络	854.2295	-26.42%	2,571.4333	-31.96%	38.42	361.15
002555.SZ	三七互娱	2,416.8408	109.90%	13,227.1360	73.30%	19.58	551.93
002624.SZ	完美世界	1,447.1551	-17.75%	8,039.0213	0.07%	28.50	522.73
002517.SZ	恺英网络	-1,838.7336	-705.26%	2,036.8764	-10.81%	-5.82	104.83
300418.SZ	昆仑万维	1,386.9356	-7.38%	3,687.8837	3.09%	5.71	258.53
002174.SZ	游族网络	256.4159	-74.65%	3,220.5019	-10.07%	135.25	150.84
300315.SZ	掌趣科技	360.0367	111.63%	1,616.9486	-17.93%	35.28	177.58
300113.SZ	顺网科技	135.8586	-68.46%	1,572.3328	-20.78%	-86.60	127.12
002354.SZ	天神娱乐	-1,131.3702	83.79%	1,334.9062	-48.63%	-2.97	29.36
000681.SZ	视觉中国	217.4597	-35.14%	722.1070	-26.90%	93.69	118.40
	均值	326.67	-51.99%	6,656.49	-0.77%	-21.51	223.94
	中位数	375.10	-3.48%	3,220.50	-1.09%	14.13	150.84
	最大值	2,416.84	116.68%	28,105.72	89.70%	135.25	1,423.75
	最小值	-4721.74	-705.26%	722.11	-54.62%	-803.09	29.36

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

### (三) 核心组合

表 19: 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	002027.SZ	分众传媒	业务回暖, 合作客户持续优化	5.57	55.31	1503.01
	002607.SZ	中公教育	职教培训需求旺盛, 长期景气度高	-1.19	101.48	2198.68
	300413.SZ	芒果超媒	具备优质内容储备, 会员+广告驱动业绩长期发展	0.06	-3.99	1221.34

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 插图目录

图 1: 2013-2019 年全国及城镇及农村人均可支配收入及增速 .....	2
图 2: 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 .....	4
图 3: 网络剧月度播映指数 Top1 变化情况 .....	5
图 4: 电视剧月度播映指数 Top1 变化情况 .....	6
图 5: 综艺节目月度播映指数 Top1 变化情况 .....	7
图 6: 卫视收视率变化情况 .....	7
图 7: 2017-2020Q3 影视行业商誉及同比增速 .....	8
图 8: 2017-2020Q3 影视行业存货及同比增速 .....	8
图 9: 2019 年 Q3-2020Q3 中国游戏市场实际销售收入及增长率与 2020H1 中国游戏产业细分市场收入占比 .....	10
图 10: 2014-2019 年游戏版号总发布数量、2018 年 12 月版号恢复后第一至四十五批版号情况 .....	11
图 11: 2020 年 6-10 月中国移动游戏市场规模 (亿元) .....	12
图 12: 中国网页游戏市场实际销售收入 .....	13
图 13: 中国自研游戏海外市场和电竞游戏市场实际销售收入 .....	14
图 14: 2012-2019 年数字阅读市场用户规模及增速 .....	15
图 15: 2013-2019 年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 .....	15
图 16: 2014-2019 年头部图书码洋贡献 (Top1%的品种) .....	15
图 17: 2008-2019 年成年国民图书阅读率及数字化阅读接触率 .....	18
图 18: 2016 年 6 月-2020 年 6 月网络购物用户规模及使用率及 2019 年中国 KOL 带货转化情况 .....	20
图 19: 2011-2019 年天猫双十一交易额统计及 2009-2019 年天猫双十一参与品牌数量 .....	20
图 20: 字节系双 11 针对多品投放场景展开营销活动 .....	21
图 21: 中国直播电商市场规模及京东 2020 年 618 大促期间直播情况 .....	22
图 22: 天猫双 11 第一波爆发期淘宝直播主播榜 TOP10 (20201021-20201101) 及当前主播生态 .....	22
图 23: 李佳琦推广国产美妆花西子“苗族印象”高定系列 .....	23
图 24: 2019 年居民消费结构 .....	25
图 25: 2019-2028 年 5G 营收规模预测 .....	26
图 26: 重点企业泛娱乐布局情况 .....	28
图 27: 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	3
表 2: 11 月电影票房排名	5
表 3: 卫视月度收视率排行榜	7
表 4: 2020 年 10 月伽马数据移动游戏流水 TOP10	12
表 5: 2020 年 10 月 iOS 渠道下载榜 TOP10	13
表 6: 虚构类畅销书排行榜 TOP10	17
表 7: 非虚构类畅销书排行榜 TOP10	17
表 8: 少儿类畅销书排行榜 TOP10	17
表 9: 直播电商的核心价值	23
表 10: 2020 年 11 月中国与美国传媒行业上市公司情况对比	32
表 11: 影视行业产业政策	35
表 12: 影视行业从业人员薪酬及税务政策	36
表 13: 游戏行业政策	37
表 14: 出版行业政策	37
表 15: 营销行业政策	37
表 16: 国际传媒龙头业绩增速与估值	38
表 17: 港股及中概股龙头业绩增速与估值	38
表 18: 国内传媒白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值	39
表 19: 核心推荐组合及推荐理由	41

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**杨晓彤，传媒互联网及教育团队负责人。**

哈尔滨工业大学管理学硕士，具有7年证券从业经历，2017年加入银河证券研究院投资研究部。

**白雪妍，传媒互联网及教育行业分析师。**

北京大学法学学士、早稻田大学文学学士，新加坡南洋理工大学理学硕士。曾就职于中央媒体及会计师事务所，证券从业时间2年，2018年加入银河证券研究院。

### 评级标准

#### 行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

### 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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。

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。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。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

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：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn