华泰证券 HUATAI SECURITIES

行业研究/年度策略

2019 年 11 月 26 日

行业评级：

传媒 增持（维持）

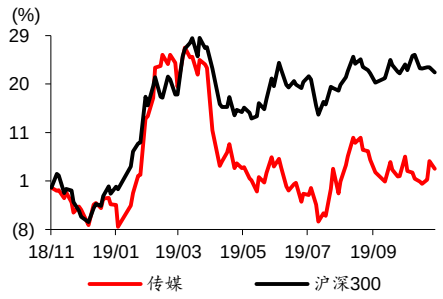
许娟 研究员 执业证书编号：S0570513070010
0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

周钊 研究员 执业证书编号：S0570517070006
010-56793958
zhouzhao@htsc.com

相关研究

1《传媒：谷歌云游戏平台 Stadia 研究》2019.11
2《传媒：《我的起源》上线，看好长期表现》2019.11
3《传媒：区块链在知识产权保护中的应用》2019.11

一年内行业走势图



资料来源：Wind

春风已至，静候花开

传媒行业 2020 年度策略

春风已至，静候花开：旗帜鲜明看好 2020 年板块投资机会

我们认为传媒板块在 2020 年将拥有较高的配置价值，主要逻辑基于：1、技术是推动行业发展的根本动力，回顾 13-15 年传媒行业的行情，正是基于 3G-4G 和相应的移动互联网的发展。现今 5G 时代已来，基于 5G、人工智能、云计算、区块链等底层技术和 5G 手机、VR 设备等终端的新应用场景也将诞生，从而开拓新的蓝海空间，重新具备高成长性；2、行业政策监管体系已基本建立和规范，政策环境趋于稳定；3、板块估值处于历史相对底部；4、从 3 季报来看，业绩有明显好转。综上，行业发展的外部环境正在趋好，基本面有望企稳回升，建议积极配置。

业绩 Q3 改善明显，估值处于历史相对低位

业绩上，18 年板块由于商誉减值，导致整体净利润为负，但商誉大规模计提减值也较大程度释放了商誉风险。从 19 年 Q3 业绩看，板块业绩较中报有明显改善。2019 年 1-3 季，剔除乐视网，中信传媒成分股总营收 4,511 亿元，同比增长 2.89%；总利润 394 亿元，同比下降 12.19%；同口径下，2019 年 H1 中信传媒成分股总营收 2,475 亿元，同增 0.98%，总利润 237 亿元，同降 25.97%。营收总体增速企稳回升，利润降幅有所收窄；估值上，至 2019 年 11 月 25 日，板块 PE（TTM）约为 19X，处于历史相对低位。

投资策略：紧抓龙头型核心优质资产

2020 年建议紧抓各细分行业核心优质资产。主要基于：1、经过过去几年的政策监管收紧，淘汰落后产能，市场份额逐渐向龙头集中；2、从财报上看，龙头业绩显著更优。龙头公司在技术实力和对市场的理解上均有优势，同时现金流大多充裕，在监管收紧、竞争加剧的市场中，抗风险能力更强，业绩更为稳定，并能从低谷中迅速恢复；3、金融市场更加开放，外资加速进入将推动核心优质资产股价表现。

投资策略：紧密关注 5G 及相关技术环境中的新应用场景

我们认为 5G 时代传媒领域应用的变化主要有两个方向，同时对应不同的投资逻辑：1、新场景的出现，主要会体现在量的变化，即用户数量和使用时长的高增长，由于成长空间大，投资的弹性也将更大，更容易跑出超额收益。典型的应用方向包括 VR/AR、物联网、车联网、知识产权保护等；2、原有场景的优化，即技术进步带来的体验提升，主要会体现在价的变化，更好的体验带动付费率、ARPU 提升，并有可能带动内部收入结构变化，分成比例有望向内容方倾斜。投资弹性相对较小，需要重点关注营收在不同环节的结构变化。典型的应用方向包括云游戏、互动视频等。

投资标的

1、围绕核心优质资产，游戏关注完美世界、三七互娱；在线视频关注芒果超媒；电影关注光线传媒、北京文化；院线关注万达电影、中国电影；电视剧关注慈文传媒；广电关注新媒股份、贵广网络；营销关注分众传媒；2、围绕应用场景，云游戏关注顺网科技；超高清视频关注数码科技；VR/AR 关注恒信东方、易尚展示；知识产权保护关注安妮股份、汉邦高科；3、主题上建议继续关注国有主流媒体建设，关注人民网、新华网、中视传媒；关注广电一网整合进展，关注广电网络。

风险提示：内容产品的效果不达预期；技术进步不及预期。

正文目录

基本面：业绩 Q3 改善明显，估值处于历史相对低位 5
行业驱动力：技术进步是推动行业发展的根本动力 7
需求：人均消费提升是需求端主要驱动力，新应用场景出现有望带动消费水平迈上新台阶 7
供给-政策：政策监管体系已成型，有利估值稳定；重视主流媒体建设和融合发展 8
供给-技术：技术是传媒行业发展根本动力，5G、区块链等技术将为行业打开新的空间 10
投资策略：关注龙头公司，关注新技术环境中的应用场景 11
紧抓龙头型核心优质资产 11
过去几年的政策监管收紧，淘汰落后产能，市场份额逐渐向龙头集中 11
从财报上看，龙头业绩显著更优 11
金融市场更加开放，外资加速进入将推动核心优质资产股价表现 11
紧密关注 5G 及相关技术环境中的新应用场景 11
5G 时代的主要应用场景包括云游戏、云 VR/AR、超高清视频等 11
应用的两种成长路径：从无到有和从有到优 12
不同成长路径应用的投资逻辑：从无到有更侧重量的变化；从有到优更侧重价的变化 13
2020 年投资建议 14
游戏：期待云游戏到来，精品内容厂商估值中枢有望提升 15
5G 到来将推动云游戏发展进入快车道，从而提升重度游戏用户的规模 15
VR、AR 游戏有望加速发展 15
云游戏时代商业模式的革新：订阅制 16
分成比例有望向上游内容方倾斜，从而提升头部研发商估值中枢 17
展望及投资建议：优质内容生产商的黄金年代即将到来 17
在线视频：内容资源是核心竞争力，精耕细作时代来临 18
用户规模或将进入存量竞争，用户使用时长仍保持大幅增长 18
付费用户较非付费用户对平台的粘性均更高 18
拓展付费用户规模、提升付费率是重点，内容资源是核心竞争力 19
展望及投资建议：精耕细作时代来临，关注芒果超媒 19
电影：预计国产片质量将继续提升，带动票房增长 21
2019 年整体备案项目减少，但对 2020 年影市影响不大 21
国产片票房占比近年来持续提升 22
头部国产电影质量稳步走高，票房向优质电影集中 22
2020 年已定档国产片主要集中在春节档，阵容强大 23
2020 年待引进进口片优质，进口片票房或保持稳定 23
展望及投资建议：预计 20 年票房增幅在 10%左右，关注光线传媒等 24

院线：银幕增速有望放缓，单银幕产出有望企稳回升.....25
2019 年银幕保持较快增长，预计未来银幕增速将有所放缓.....25
单银幕产出继续承压，预计明年将有所好转.....25
院线前十集中度进一步提升，影投前十集中度基本稳定.....26
展望及投资建议：单银幕产出有望企稳回升，关注万达电影、中国电影.....27
电视剧：备案总数下降，内容制作门槛提升，利好龙头公司.....28
2019 年备案和获得发行证的电视剧数量均下降，现实主义题材崛起.....28
内容制作门槛提升，头部内容厂商竞争优势扩大.....29
2020 年作品前瞻：精品大剧整装待发，迎合“提质减量”大潮.....29
展望及投资建议：行业低谷已过，龙头公司业绩有望回暖.....30
广电：广电 5G 商用元年将至，超高清视频将是重点应用场景.....31
超高清视频：5G 为超高清视频落地提供支持，广电在其中扮演重要角色.....31
超高清视频正迎来关键机遇期，政策指导先行.....31
5G 网络对于 4K 乃至 8K 超高清视频有着良好的承载能力.....31
B 端看，超高清视频拥有众多的应用场景.....32
C 端看，超高清视频渗透率较低，提升空间大.....32
广电行业将在超高清视频产业链中扮演重要角色.....33
展望及投资建议：众多新机遇来临，基本面有望回暖.....33
风险提示.....33

图表目录

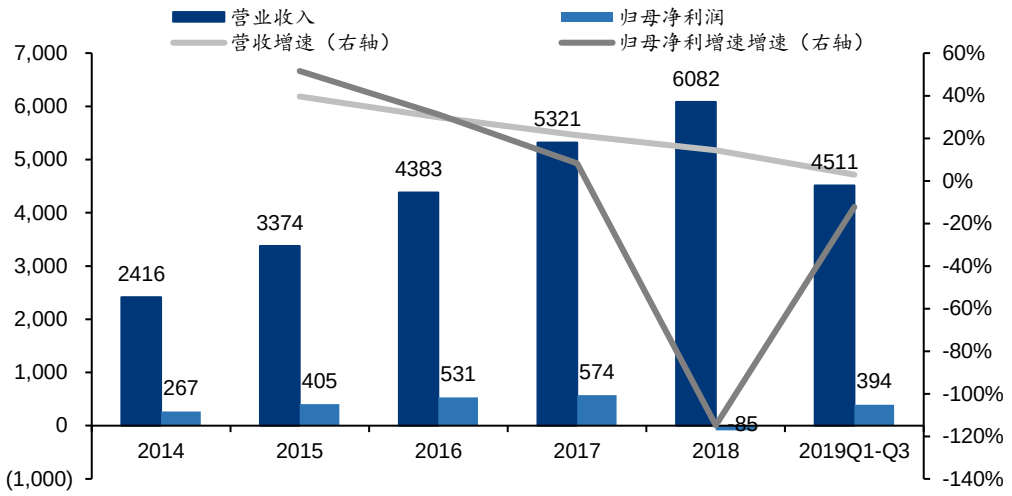
图表 1： 2014-2019 年前三季度传媒行业业绩情况（单位：亿元）.....5
图表 2： 2018Q3-2019Q3 年传媒行业单季度业绩情况（单位：亿元）.....5
图表 3： 2013-2019 年传媒行业估值水平(至 19 年 11 月 25 日).....6
图表 4： 2016 年 6 月-2019 年 6 月网民规模及渗透率.....7
图表 5： 2016 年 6 月-2019 年 6 月移动网民规模及渗透率.....7
图表 6： 理解政策的两个角度.....8
图表 7： 央视频于 11 月正式上线.....9
图表 8： 技术革新为基础+硬件和终端创新推动众多新场景新应用出现.....10
图表 9： 5G 时代的主要应用场景.....12
图表 10： 不同应用场景的技术需求度.....12
图表 11： 两轮技术变革在应用领域的异同.....13
图表 12： 新技术环境中应用的成长路径和投资逻辑.....13
图表 14： 订阅玩家与非订阅玩家平均付费意愿对比（美元）.....16
图表 15： 18 年 6 月-19 年 9 月主要长视频平台月活用户规模（单位：亿）.....18
图表 16： 19 年 1-9 月主要长视频平台日均用户使用时长（单位：亿小时）.....18
图表 17： 视频平台付费用户与非付费用户月人均使用次数（单位：次）.....18
图表 18： 19 年 1-9 月主要视频平台日均用户使用时长（单位：亿小时）.....18
图表 19： 主要长视频平台付费用户数（单位：万）.....19

图表 20： 2018 年 9 月至 2019 年 6 月芒果 TV 月活跃用户数、日均使用时长（单位：亿、亿小时） 20
图表 21： 2016-2019H1 芒果 TV 会员收入（单位：亿元） 20
图表 22： 2016-2018Q1 芒果 TV 付费率.....20
图表 23： 2017-2019 年 1-7 月在国家电影局备案和立项的故事片数量（单位：部） ..21
图表 24： 2014-2019 年（至 11 月 21 日）票房分别高/低于 500 万元的国产片数量 ...21
图表 25： 2011-2019 年（1-10 月）国产片与进口片票房占比（单位：部） 22
图表 26： 2016-2019 年（至 11 月 15 日）国产片票房前十名电影的猫眼及豆瓣评分（单位：亿元） 22
图表 27： 2016-2019 年（至 11 月 15 日）票房前十的国产片猫眼及豆瓣平均评分 23
图表 28： 2020 年已定档国产片一览.....23
图表 29： 2020 年待引进进口片一览.....24
图表 30： 2011-2019 年 10 月全国银幕数及增速 25
图表 31： 2011-2019 年（1-10 月）单银幕产出及增速 26
图表 32： 2016-2019 年 H1 院线前十名票房占比情况（票房单位：亿元） 26
图表 33： 2015-2019 年 H1 影投前十名票房占比情况 27
图表 34： 2018-2019 年（1-10 月）电视剧备案部数 28
图表 35： 2018 年前三季度获得发行许可剧目题材占比（单位：百分比） 28
图表 36： 2019 年前三季度获得发行许可剧目题材占比（单位：百分比） 28
图表 37： 2012-2019 年（截至 11 月 15 日）获得甲级许可证的电视剧厂商数量.....29
图表 38： 五大卫视 2020 年招商会电视剧片单一览 29
图表 39： 4G 对 4K 传输的承载能力 32
图表 40： 5G 对 4K 传输的承载能力 32
图表 41： 2018Q2-2019Q3 年视频点播用户情况（万户） 32

基本面：业绩 Q3 改善明显，估值处于历史相对低位

业绩方面，从 Q3 看，板块业绩有明显改善。18 年传媒板块由于商誉减值，导致整体净利润为负，但商誉大规模计提减值也较大程度释放了板块的商誉风险。从 19 年 Q3 业绩看，板块业绩较中报有明显改善。2019 年 1-3 季，剔除乐视网，中信传媒 150 只成分股总营收 4,511 亿元，同比增长 2.89%；总利润 394 亿元，同比下降 12.19%；同口径下，2019 年 H1 中信传媒成分股总营收 2,475 亿元，同增 0.98%，总利润 237 亿元，同降 25.97%。营收总体增速企稳回升，利润降幅有所收窄。

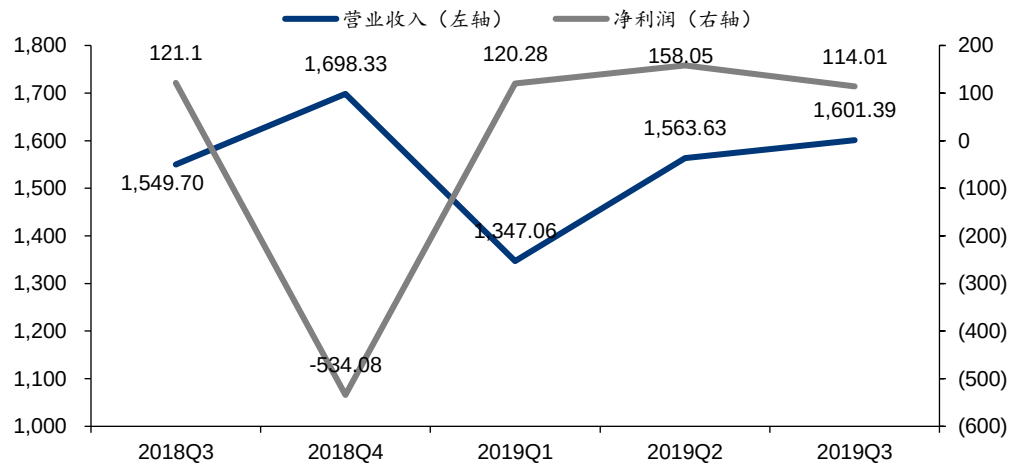
图表1： 2014-2019 年前三季度传媒行业业绩情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

从单季来看，营收上板块逐渐显现出向上的势头；从单季净利来看，波动处于较小区间，已呈现企稳的态势。行业基本面有望逐渐回升。

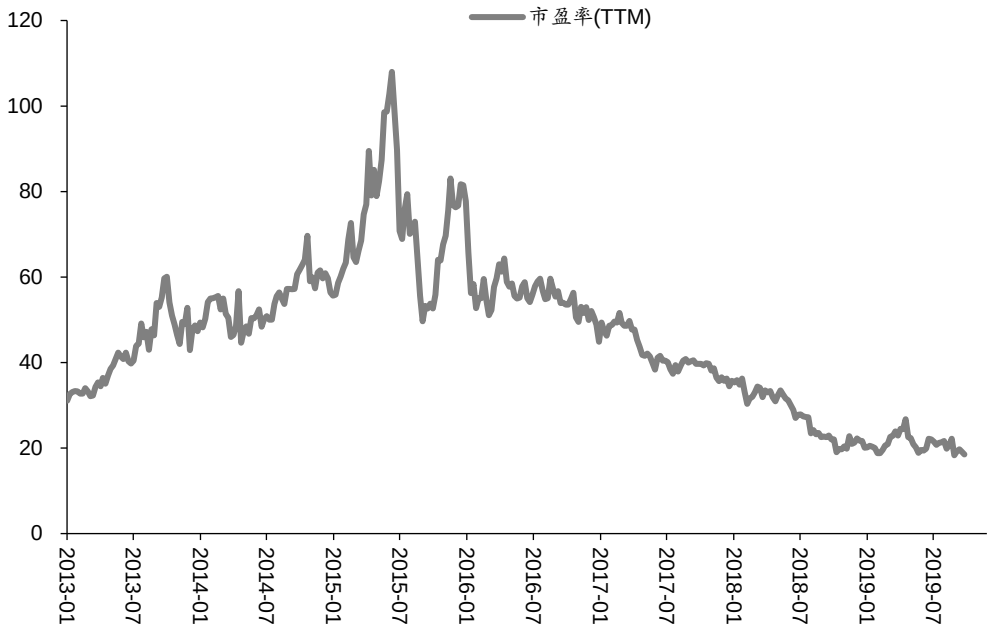
图表2： 2018Q3-2019Q3 年传媒行业单季度业绩情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

估值方面，板块整体估值处于历史相对底部区域。至 2019 年 11 月 25 日，板块 PE（TTM）约为 19X，处于历史相对低位。

图表3： 2013-2019 年传媒行业估值水平(至 19 年 11 月 25 日)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

行业驱动力：技术进步是推动行业发展的根本动力

回溯我国传媒行业的发展历史，行业发展推动因素主要来自：经济发展带来的居民消费水平提升和消费习惯的改变、技术革新和政策支持。以上要素共同发展，推动电影、电视剧、游戏、网文等各项娱乐门类完成了 0 到 1 的突破，共同形成波澜壮阔的发展浪潮，带动传媒行业在 2013 年-2015 年走出了连续牛市。

因此研究传媒行业的基本框架思路是从需求端和供给端入手。需求端主要指用户群体、时间、消费水平、消费结构的变化等，背后的深层次因素主要包括经济发展水平和人口结构的变化；供给端主要指娱乐内容的形式、结构和饱和程度等，背后的深层次因素主要包括政策和技术。

站在这个时点，该如何看待 2020 年行业的发展趋势和投资策略，我们依然从需求端和供给端来入手。

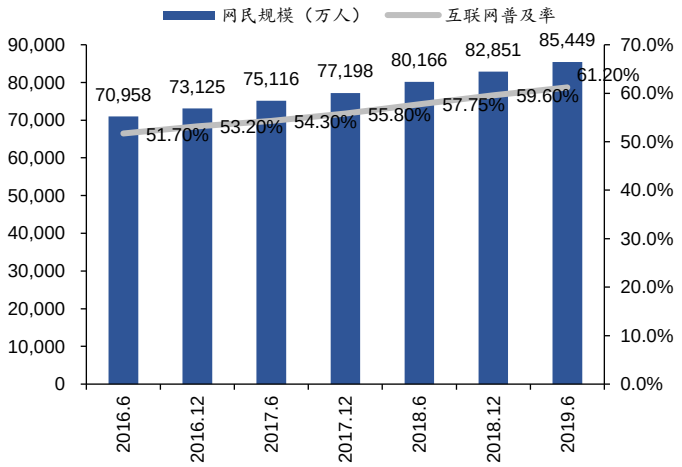
需求：人均消费提升是需求端主要驱动力，新应用场景出现有望带动消费水平迈上新台阶

从需求角度看：

1、 用户规模上，根据中国互联网络信息中心（CNNIC）的统计，至 2019 年 6 月，我国移动互联网用户渗透率已达 99.1%，基本无增长空间；如果考虑 PC 端网络用户，根据腾讯研究院的统计，在我国低幼、银发及农村人群中依然存在网络覆盖的未饱和市场。2019 年初我国低幼、银发、农村人群的网络覆盖率分别为 24.1%、22.7%、39.2%，相较于全国网络覆盖率 59.4%仍具备一定增长空间；

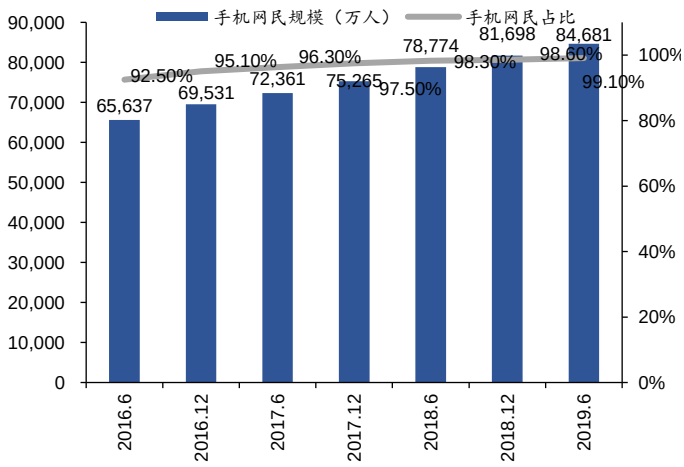
2、 用户时间上，据艾瑞咨询，PC 端、电视端用户使用时长继续收窄，人均总访问时长由第一季度的 18.5 小时/季跌落到第三季度的 15.5 小时/季；而移动端（手机）时长仍有增长，人均总访问时长从第一季度的 83.9 小时/季增长至第三季度的 84.0 小时/季，从娱乐类型上看主要是短视频的贡献。根据 QuestMobile 的统计，2019 年 Q3，我国移动互联网人均使用时长同比增加 7.3%，居于 Q1 11.8% 的增长率和 Q2 6.0% 增长率之间。其中主要带动增长的细分行业为短视频，贡献了总用户时长同比增量的 64.1%。从用户结构上看，主要是下沉市场的用户贡献，其中四线城市用户使用时长增长最快。

图表4： 2016 年 6 月-2019 年 6 月网民规模及渗透率



资料来源：CNNIC、华泰证券研究所

图表5： 2016 年 6 月-2019 年 6 月移动网民规模及渗透率



资料来源：CNNIC、华泰证券研究所

基于以上分析，我们认为若不考虑技术和设备更新可能带来的变化，用户规模、用户时长短期增量有限，用户消费支出提升将继续成为行业需求端未来的主要增长点：

1、 从国家统计局公布的 2019 年前三季度数据来看，Q1、Q2、Q3 季度我国全体居民人均可支配收入增长率分别为 8.68%、8.75%、8.78%，人均可支配收入增长率稳中有升；同时前三季度人均消费支出增长率稳步提升，分别为 7.28%、7.50%、8.28%。从教育文娱消费需求来看，存在较大提升，三季度人均教育文娱支出 1,766 元，占总消费支出比例为 11.42%，同比增长 13.50%，增速高于整体；

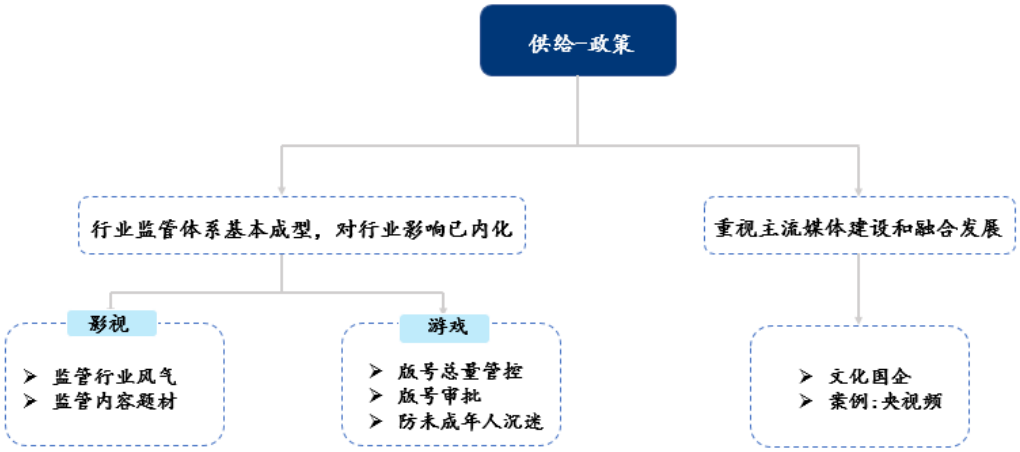
2、 从消费规模上看，根据国家统计局，2019 年前三季度我国城镇人均教育文娱支出共 4,446 元，同比增长 10.93%；农村人均教育文娱支出共 1,980 元，同比增长 15.86%，均呈现出较大幅度的提升。农村文娱消费增长率高于城镇，但以消费水平绝对值进行比较，二者仍存在较大差距，但这也是未来的增长空间。

从过去几年的发展趋势来看，现有文娱场景中，用户消费预算的提升是较为缓慢的过程，在短期内无法跨越式的增长，但随着 5G 时代到来，诸多新应用场景有望出现，如云游戏、VR/AR 游戏等，催生新的应用场景，从而有望带动文娱消费支出迈上新台阶。

供给-政策：政策监管体系已成型，有利估值稳定；重视主流媒体建设和融合发展

作为涉及意识形态的行业，传媒领域受政策监管是应有之义，因此政策监管口径也是影响行业发展的重要因素。从总体上看，我们认为理解当前的传媒监管政策，主要要把握两点：

图表6： 理解政策的两个角度



资料来源：华泰证券研究所

1、行业政策监管体系已基本成型，对行业影响已内化，有利于板块估值的稳定

影视行业以行业风气和内容题材为两条主线进行监管。一方面，18 年中宣部、广电总局发布限薪令，对天价片酬进行治理，建立劣迹演员名单库；19 年 4 月，中国广播电影电视制片委员会发布《关于严格执行电视剧网络剧制作成本配置比例规定的通知》，严格执行限薪政策，全部演员总片酬不超过制作总成本 40%，否则暂停剧目播出。另一方面，对内容题材的监管更加规范，18 年广电总局在《网络视听节目传播秩序的通知》及全国电视剧创作规划会上都曾强调，对内容题材的监管要立足新时代，讲述人民生活，杜绝丑化经典，力戒浮夸；同时，未成年人节目得到规范，避免成人化和过度娱乐化。在此基础上，19 年对内容题材的要求更加贴近时代主题，并有机结合传媒创新技术进行创作。19 年影视内容题材以主旋律为主，也涌现了《我和我的祖国》、《奔腾年代》、《光荣时代》等一批优质电影及电视剧。

游戏行业政策主要集中于游戏版号总量管控、版号审批和防范未成年人沉迷。2018 年 3 月广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》暂停游戏版号发放后，对游戏产品内容审核加强。18 年 12 月，游戏版号恢复发放，但在版号总量上进行严格控制，以提高游戏质量。同时，政策要求游戏内容健康、符合社会价值导向，并关注青少年发展。2018 年 8 月教务部等部门联合发布的《综合防控儿童青少年近视实施方案》中提出管控网络游戏总数，限制未成年人使用时间，游戏时间管控在 19 年得到政策落实。2019 年 11 月，新闻出版署发出《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，一方面限制游戏时间，实名认证后工作日游戏时间不得超过 1.5 小时，法定节假日每日不得超过 3 小时；另一方面限制游戏充值，网游企业或平台不得向 8 周岁以下用户提供付费服务。

传媒行业政策监管体系已经基本成型，对行业的影响已经内化并趋于稳定，有利于板块估值的稳定。经过近两年的监管，无论是游戏行业的版号审批管控、未成年人游戏时间限制，还是影视领域的限薪令、创作题材引导等，整体监管体系已经基本建立，行业对政策预期进一步明确，产业链上下游要素的价格逐步回归理性，我们认为随着政策框架体系的建立，行业将会进入新的发展时期，对应板块估值受到政策监管影响的可能性也将大幅降低，有利于整体板块的配置。

2、重视主流媒体建设和融合发展，关注其投资机会

纵观近年行业政策变化，我们认为脉络均承袭于《十九大报告》，其中强调的重点是“要牢牢掌握意识形态工作领导权，高度重视传播手段建设和创新，提高新闻舆论传播力、引导力、影响力、公信力。”

2018 年以来我国的主流媒体建设、媒体融合推进进程明显加快，传统媒体和新兴媒体要在内容、渠道、平台、经营、管理等多方面的深度融合。2019 年 11 月 20 日，中央广播电视总台旗下的短视频平台——“央视频”正式上线。“央视频”是我国第一个运用中台技术的中央媒体，采用大中台（5G 新媒体平台）+小前台（央视频平台）设计，可全方位统筹协调总台所有节目资源，让每个人、每个栏目、每个频道每时每刻都在参与新媒体内容的创作传播。“央视频”是我国首个国家级 5G 新媒体平台，标志着中央广播电视总台媒体融合迈出了关键性步伐。

图表7： 央视频于 11 月正式上线



资料来源：央视频官网、华泰证券研究所

我们认为在此过程中，文化国企对政策理解更深入，对内容尺度的把握更权威，有望在内容审核、平台整合、渠道建设方面迎来新机遇，并以此为契机贡献业绩增量。紧密关注主流媒体在此方面的进展以及相关的投资机会。

供给-技术：技术是传媒行业发展根本动力，5G、区块链等技术将为行业打开新的空间

技术的进步以及伴随的终端设备的更新是推动传媒行业发展的根本动力。从纸张到广播，到电视和互联网、移动互联网，都带动了传媒行业的迅速发展，大幅提升信息传播效率，深刻改变了社会和经济结构。

技术的进步主要通过提升传输容量、数据处理能力、数据分发效率及交互模式来推动整个传媒行业的变革，同时还需要终端硬件设备的升级。随着 5G 时代的到来，云计算和人工智能发展加速，以及区块链技术应用范围拓展，以上四者作为底层技术将推动媒介形式发生深刻变化，促使新的应用场景出现，诞生崭新的商业机会。以此为逻辑，我们勾勒了传媒行业将发生的变化：

图表8： 技术革新为基础+硬件和终端创新推动众多新场景新应用出现



资料来源：华泰证券研究所

目前我国 5G、云计算、人工智能、区块链等技术发展均处于世界前列，也正或即将广泛应用，我们认为这将是未来一段时间内推动传媒行业发展的重要动力，伴随着物联网、VR/AR 设备、5G 折叠屏手机的应用，众多新的商业场景将出现，也将诞生崭新的蓝海市场，从而解决目前传媒行业用户规模、使用时长日趋饱和的问题，促使需求端也迎来蓬勃生机，从而形成正向循环，推动行业进入新的阶段。

投资策略：关注龙头公司，关注新技术环境中的应用场景

整体投资策略上，我们认为主要有以下两条思路：

紧抓龙头型核心优质资产

过去几年的政策监管收紧，淘汰落后产能，市场份额逐渐向龙头集中

自 18 年起行业监管政策明显收紧，经过近两年的引导，部分中小厂商已经被淘汰。如电视剧行业，据广电总局数据，2019 至 2021 年年度持有《电视剧制作许可证（甲种）》的机构只有 73 家，同减 35%；游戏业，版号重新发放，但实行总量控制的原则，发放版号数量较之前大幅下降，根据我们的统计，之前历年每年版号约在 7,000 左右，根据 19 年至今发放的版号，我们预计全年在 3,000 左右；电影方面，电影备案数同比也有较大幅度下滑。各行业集中度提升，市场份额有望向龙头集中。

从财报上看，龙头业绩显著更优

龙头公司在技术实力和对市场的理解上均有优势，同时现金流大多充裕，在监管收紧、竞争加剧的市场中，抗风险能力更强，业绩更为稳定，并能从低谷中迅速恢复。市场份额的集中也有利于龙头公司业绩。19 年 3 季报印证了我们的观点，从 3 季报来看，各领域龙头公司业绩大多跑赢板块或有显著回暖，例如在线视频板块芒果超媒；电影板块光线传媒、中国电影；院线板块万达电影；游戏板块三七互娱、完美世界等。

金融市场更加开放，外资加速进入将推动核心优质资产股价表现

19 年以来我国金融市场持续推动开放：11 月国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》，指出 2020 年取消证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、寿险公司外资持股比例不超过 51%的限制；MSCI 也分批次纳入 A 股标的，外资持续流入。我们认为在金融开放的大背景下，未来股票定价将更为合理，核心优质资产将更受到各方资金青睐。

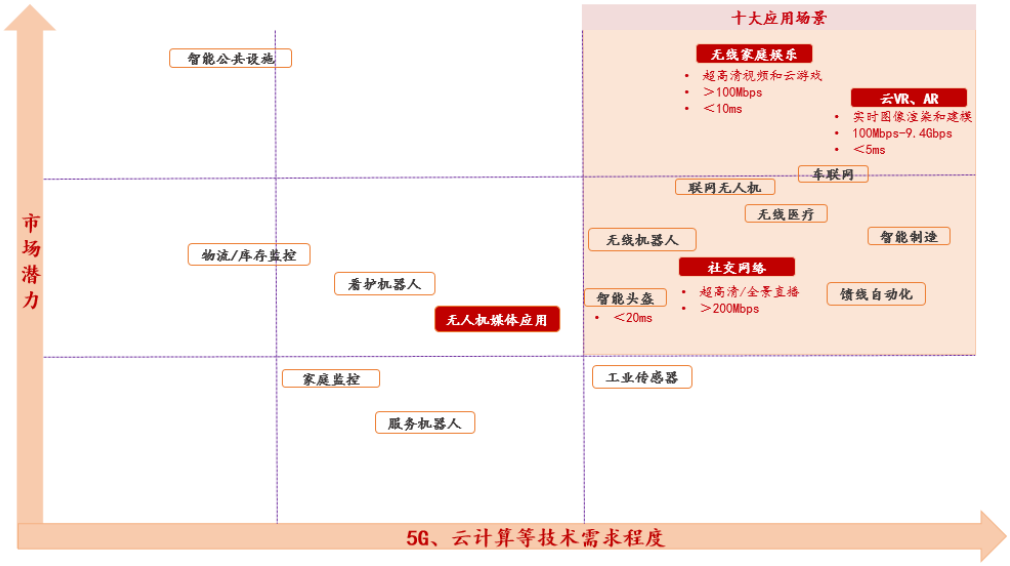
紧密关注 5G 及相关技术环境中的新应用场景

5G 时代的主要应用场景包括云游戏、云 VR/AR、超高清视频等

19 年 5G 已经正式商用，但生态还未完全建立，我们认为，依托于 5G、云计算和人工智能、区块链等基层技术以及硬件技术的共同发展，更多应用场景将出现。例如物联网海量数据的传输和计算依赖于 5G 和云计算的发展、云 AR/VR 的实现则需要更高传输量的移动宽带、更成熟的边缘云技术以及算法的进步，这些技术的实现都将推动传媒行业的变革。

根据华为 2018 年底出版的《5G 时代：时代应用场景白皮书》，传媒领域相关的云 VR/AR、无线家庭娱乐（云游戏和超高清视频）、全景直播都均被列入了十大应用场景。尽管未给出具体的未来市场测算数据，但无线家庭娱乐和云 VR/AR 仍然被认为是最具有市场潜力的 5G 时代应用场景，两者的市场潜力分别被列为十大应用场景的第一和第二。

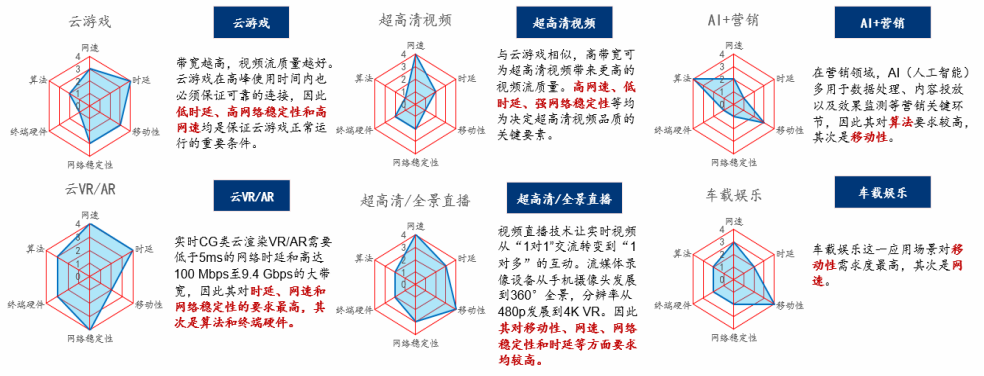
图表9： 5G 时代的主要应用场景



资料来源：《5G 时代：时代应用场景白皮书》、华泰证券研究所

具体的应用场景主要包括云游戏、超高清视频、云 AR/VR、全景直播、智能营销、车载娱乐等，不同场景对于技术及设备的要求并不相同，包括网速、算法、终端硬件、网络稳定性、移动性、时延等，汇总如下图所示：

图表10： 不同应用场景的技术需求度



资料来源：《5G 时代：时代应用场景白皮书》、中文互联网研究资讯中心、华泰证券研究所

结合上图我们认为，应用落地的先后顺序大概是超高清直播、全景直播、云游戏、云 VR/AR、车载娱乐等。

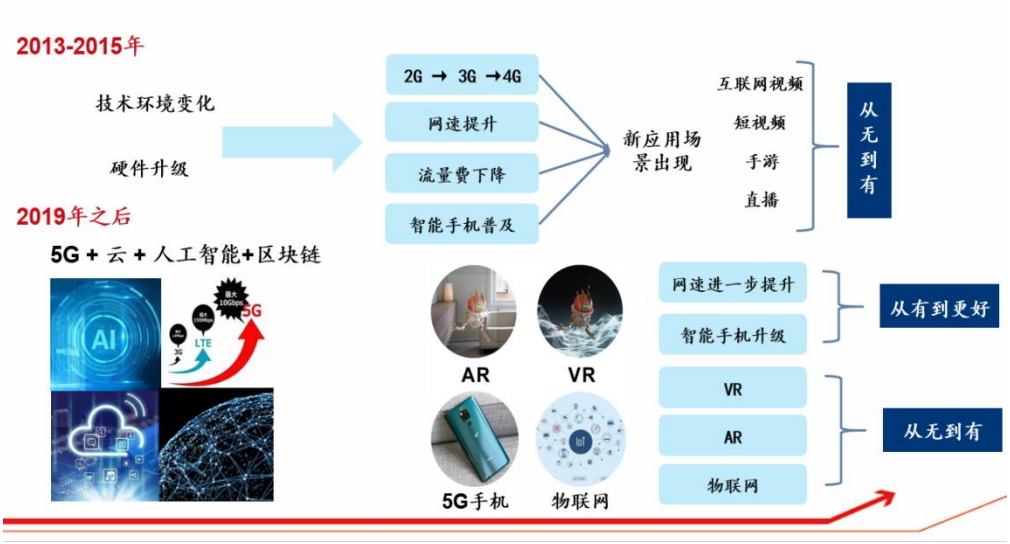
应用的两种成长路径：从无到有和从有到优

回顾 13-15 年 3G 到 4G 时代传媒行业的变化，我们认为 5G 时代传媒领域应用的变化主要有两个方向：

1) 新场景的出现，即从无到有。在 4G 时代，随着网速的提升、流量费下降、智能终端普及，移动互联网飞速发展，互联网视频、手游、直播等行业应运而生，出现新的蓝海市场，细分行业成长性高；

2) 原有场景的优化，即从有到优。5G 时代，伴随着终端和传输两方面性能的提升，已有应用的用户体验更优，典型例子如从高清视频到超高清视频。

图表11： 两轮技术变革在应用领域的异同



资料来源：华泰证券研究所

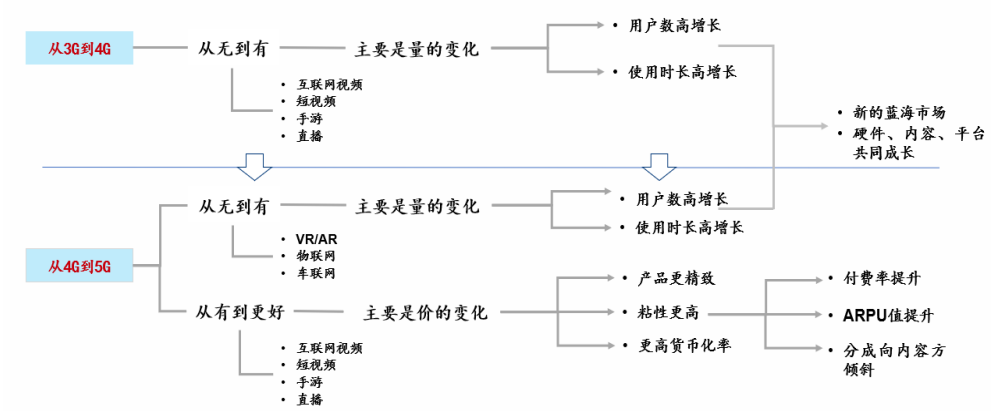
不同成长路径应用的投资逻辑：从无到有更侧重量的变化；从有到优更侧重价的变化

对应以上两种不同方向，投资的逻辑也有所不同：

1) 从无到有的应用，即新的应用场景，其发展初期主要会体现在量的变化，即用户数量和用户使用时长两方面的高增长，这种增长会同时驱动硬件、内容、平台等多维度的成长。由于成长空间大，投资的弹性也将更大，更容易跑出超额收益。我们认为典型的应用方向包括 VR/AR、物联网、车联网、知识产权保护等；

2) 从有到优的应用，即技术进步带来的体验提升，其发展主要会体现在价的变化，更好的体验带来了更高的用户粘性和支付意愿，从而带动付费率提升、ARPU 的提升，并有可能带动行业内收入结构变化，分成比例有望向内容方倾斜。对于投资来说，弹性相对较小，同时需要重点关注营收在不同环节的结构变化，以寻求重点投资机会。我们认为典型的应用方向包括云游戏、互动视频等。

图表12： 新技术环境中应用的成长路径和投资逻辑



资料来源：华泰证券研究所

2020 年投资建议

围绕优质核心资产，分行业来看：

1、 游戏：我们认为云游戏时代，精品内容生产商溢价权将提升，游戏流水分成比例将有望向内容方倾斜，从而提升其毛利率，带动估值中枢提升。标的上建议关注精品内容生产商完美世界、三七互娱等；

2、 在线视频：我们认为行业将进入精耕细作时代，内容将是核心竞争力，基于此优化用户体验，细化用户需求，通过精细化运营提升用户粘性，扩大付费率和 ARPU 值将是各家平台重点。标的上建议关注芒果超媒，A 股唯一一家在线视频平台标的，具有稀缺性，自制内容能力突出，用户规模和付费率仍有较大提升空间；

3、 电影：我们认为 2020 年内容供给端政策环境将较 19 年宽松，国产片质量预计将继续提升，带动票房提升；进口片供应将保持稳定。预计总体票房增幅将在 10%左右。投资建议上，建议关注光线传媒（《哪吒》的成功印证其动画电影布局战略的初见成效，有利于其估值中枢的提升，《姜子牙》将于春节档上映）、北京文化（近年来连续推出《战狼 2》、《我不是药神》、《流浪地球》等成功电影，明年将有大作《封神》上映）；

4、 院线：我们认为近年来银幕的持续扩张稀释了单银幕的票房产出，造成全国单银幕产出持续下滑，给众多影院带来经营压力，但这也是淘汰落后产能、实现供给侧出清的过程。我们预计行业内将开始一轮供需的自发调节，部分影院退出市场，新增银幕增速将持续下滑，与此同时影市票房将保持稳定增长，单银幕产出有望企稳回升。投资建议上，关注万达电影（全产业链龙头，运营能力突出，市场份额有望提升）、中国电影（全产业链龙头，进口片发行业务稳定，放映业务运营能力优秀，现金流充裕）等；

5、 电视剧：我们认为电视剧行业的低谷已经过去，市场份额将向龙头公司集中，明年需求端保持稳定，各平台对优质内容保持较高需求，有利于产能消化和业绩回暖。投资建设上关注上市电视剧龙头公司如慈文传媒等；

6、 广电：我们认为随着广电 5G 在 2020 年的商用，以及全国广电一网整合的推进，广电行业将迎来众多新的发展机遇，如个人用户业务和垂直行业应用等，为行业培育新的增长动能，行业基本面有望好转。标的上建议关注新媒股份（IPTV 和 OTT 业务高速发展，基本面优质）、贵广网络（智慧广电建设领先全国）；

7、 营销：我们认为行业整体将主要取决于宏观经济表现，业绩有一定不确定性，但龙头公司有望有突出表现，主要关注分众传媒，公司作为媒体资源平台，成本端经过 18 年的终端屏扩张，现已基本稳定，继续大幅增长可能性较小；营收端在客户结构转型上卓有成效，在 3 季报已有显现，业绩有望在 20 年继续回暖。

围绕应用场景：

1、 云游戏：关注云游戏场景落地相关标的顺网科技；

2、 超高清视频：关注数码科技，为广电行业软件及系统提供商、将受益于超高清视频发展；

3、 VR/AR：关注恒信东方，CG/VR 内容生产商，具有一定稀缺性；易尚展示，公司将虚拟现实技术在电子商务领域应用，为电商 3D 数字化和虚拟现实等应用提供技术支持和专有 3D 扫描设备，实现在线商品和服务的虚拟现实全景体验；

4、 知识产权保护：国家高度重视区块链技术的发展，区块链的主要应用场景之一即是知识产权保护。同时知识产权保护也符合经济创新转型的总体趋势。关注安妮股份，公司以版权大数据和版权区块链为基础，提供版权保护服务、版权交易服务、版权资产管理服务；汉邦高科，公司主要通过达到国际领先水准的数字水印技术提供版权保护服务。

另外，主题上建议继续关注：

1、 国有主流媒体建设，标的包括人民网、新华网、中视传媒等；

2、 广电行业一网整合将继续推进，关注广电网络。

游戏：期待云游戏到来，精品内容厂商估值中枢有望提升

5G 到来将推动云游戏发展进入快车道，从而提升重度游戏用户的规模

5G 将推动游戏方式发生革命性的变化，其中代表性的变革就是云游戏的发展。其实早在 2009 年下半年，OnLive 就已推出体验性的云游戏服务，将大型 FPS 游戏《孤岛危机》上云，但是游戏上云对网络要求较高，在当时的网络条件中，云端《孤岛危机》画质无法与 PC 端相比，且高额云端运算费用让 OnLive 入不敷出，OnLive 在运营 5 年后停止服务并被索尼收购，转为 PlayStation Now 提供支持。

2019 年 5G 时代到来，将推动云游戏迎来高速发展时期。5G 数据的低延时和高速的特性能够实现云游戏将服务器和画面分离，降低用户门槛，提升用户体验。目前全球已经有十多家主要厂商参与竞争。

图表13： 全球已投入运营的云游戏/订阅服务厂商基础信息

厂商	云游戏平台	订阅费	操作平台	进度
SONY	PlayStation NOW	$9.99/月，$24.99/季，$59.99/年	PlayStation4, Windows	800+游戏
NVDIA	GeForce NOW	$7.99/月	Shield, Windows, MacOS	1000+游戏
Google	Stadia	$9.99/月	通过手机、PC、电视等终端打开 Chrome 浏览器跨平台游戏	2019 年 11 月向 14 个国家正式推出，游戏列表共有游戏约 30 个
微软	Project xCloud	-	PCs, consoles，手机	2019 年 8 月首次公开测试
腾讯	腾讯即玩	-	Android 等多种设备	广东、上海等地区开启内测
PlayCloud	PLAYCLOUD	$2.25/天	Windows, MacOS, Android, Linux	已覆盖 10+国家
Loudplay	LOUDPLAY	€0.2/小时	Windows, MacOS, Android, Linux	已覆盖 10+国家
RemoteMyApp	Vortex Cloud	$9.99/月	Windows, MacOS, Android, Xbox 等	已覆盖 11 个国家
EA	Project Atlas	-	-	-

资料来源：各官网、华泰证券研究所

云游戏模式有助于提升重度用户规模，重度用户转化率不再受限。在游戏整体用户规模增长空间有限的情况下，云游戏模式实现了数据处理和画面显示的分离，对物理硬件没有任何要求，不需要玩家在本地储存文件。这样的特性将使得受限于硬件配置的玩家不被排除在外。云游戏模式下的产品可以使得轻度休闲玩家没有下载安装的繁琐，也无需面对配置门槛，可以吸引这部门玩家为目标用户，并有机会进一步转化成重度用户。

VR、AR 游戏有望加速发展

云游戏将催生新的游戏玩法模式，其中我们更看好 VR、AR 技术的应用。VR、AR 技术重沉浸感和真实感，与游戏的情感体验目标相一致，速度画质均有大幅提升的云游戏将使其得到更为贴合的应用。

VR 游戏利用计算机生成模拟环境，通过设备实时渲染的画面，包含更多体感操作方式，提供多种人称视角，有更多方向的开发空间。目前，国外主流厂商都在 VR、AR 游戏制作领域发力，大 IP 游戏多有推出 VR 版本，而我国在 VR、AR 游戏领域实力尚薄弱，但也在努力追赶中。如由网易打造的 PC 及 VR 双平台开放世界游戏《Nostos》(中文名《故土》)即是一次有益的尝试。《Nostos》在 2018 年 11 月 24 日的 2018 VRCORE Awards 荣获最佳游戏奖，一些业内人士将其视为网易 VR 游戏战略布局的里程碑，已于 2019 年 9 月 5 日开启 Beta 测试，在游戏测评网站 Taptap 上评分 9.2 分(至 11 月 22 日)。

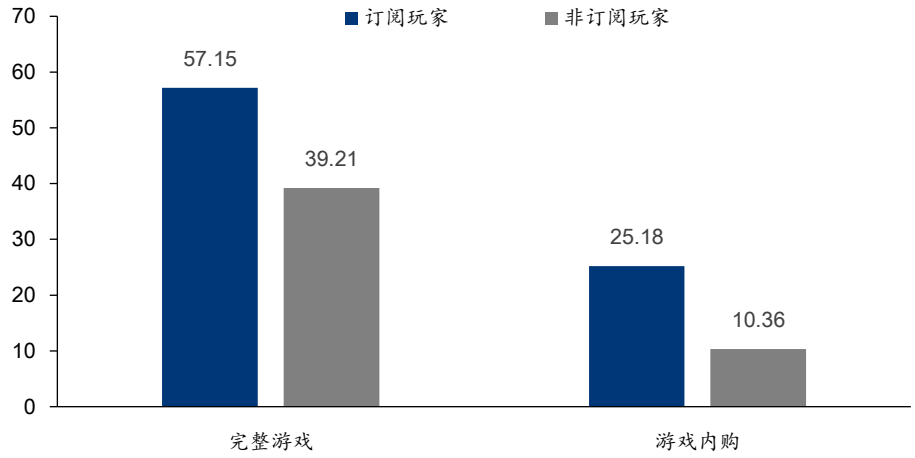
云游戏时代商业模式的革新：订阅制

就国外云游戏的商业机制来看，现行主流的付费模式为订阅制，如游戏大厂 EA 的 EA Acess、育碧的 UPlay Plus 以及谷歌 11 月 20 日上线的云游戏平台 Stadia。据 Broadband Genie 于 2019 年 7 月公布的调查结果，国外约有 74%的玩家更倾向于在云游戏付费上采用订阅制；尽管中国玩家更为习惯游戏免费、道具收费的付费模式，但我们认为国内视频、音乐等内容订阅服务的普及已证明游戏订阅的可行性。

产业数字化进程加快、成本降低，促使了游戏订阅服务方式的可行。订阅服务本质是在不损害销量的基础上推广游戏平台、增加用户粘性、提高单个游戏的游玩次数，未来云游戏订阅服务还将进一步增加平台的用户时长。

除以上优势外，订阅服务的市场表现也十分可观，根据 SuperData 在 18 年 3 季度的调研报告，整体上订阅玩家比非订阅玩家的付费意愿更强，就一次付费游戏来说，购买游戏本体的订阅玩家数量比非订阅玩家高 45%；若存在游戏内付费（包括 DLC 及其他内购内容等），订阅玩家的付费金额也在非订阅玩家的 2 倍以上。

图表14： 订阅玩家与非订阅玩家平均付费意愿对比（美元）



资料来源：SuperData、华泰证券研究所

云游戏时代，订阅制的出现有其自身的合理性，但平台与研发商的分成比例、按何种标准进行分成，这些都需要产业内各环节的博弈和摸索，当前这种商业模式还并不成熟，需要一定的探索。

分成比例有望向上游内容方倾斜，从而提升头部研发商估值中枢

当前的移动游戏市场中，利益分成向渠道端倾斜明显。一般来说，渠道商基本可获得40%-60%甚至更高的游戏流水分成，发行商分得20%-30%，而研发商仅能分得20%-30%，若发行商较强势，这个比例可能更少。因此在这种分配机制下，“高质量、长寿命”的策略成为伪命题，更多短期市场投机者出现，对产品质量并不重视，而是通过其他方式来获取利益。

在5G技术即将全面落地的大背景下，云游戏时代的到来将改变传统的游戏分发方式，我们认为云游戏的易接入性以及跨平台、跨终端的特性也将倒逼游戏质量提升，渠道的强势地位也将被削弱，平台用户多栖的策略将使得研发商具有更强的话语权，从这个角度看，技术突破不仅是游戏产业的整体风口，亦可能成为行业格局重新洗牌的契机。

我们认为云游戏时代，分发渠道将更为多元，渠道的地位将相对弱化，同时平台天然需要大量游戏产品尤其是具有排他性的游戏以维持其可续活力，故而收入分成比例将向上游内容生产商倾斜，带动研发商毛利率提升，这意味着精品游戏内容厂商的估值中枢也会随之提升。

竞争格局上，传统研发大厂因其精品游戏和品牌溢价而更具有平台间的议价能力，市场地位将保持稳固甚至有所提升；对于中小厂商来说，竞争机遇在于走差异化的道路。我们认为大游戏厂商由于研发成本与周期等因素，在游戏内容上进行创新的灵活性相对较弱，而游戏向云平台的转移同时伴有玩法变革的需求，尽管存在风险和不确定性，这也将给新兴创业公司、独立游戏开发者以较大发挥余地。

展望及投资建议：优质内容生产商的黄金年代即将到来

总体上我们认为云游戏时代，精品内容生产商溢价权将提升，游戏流水分成比例将有望向内容方倾斜，从而提升其毛利率，带动估值中枢提升。标的上建议关注精品内容生产商完美世界、三七互娱等，关注云游戏场景落地相关标的顺网科技。

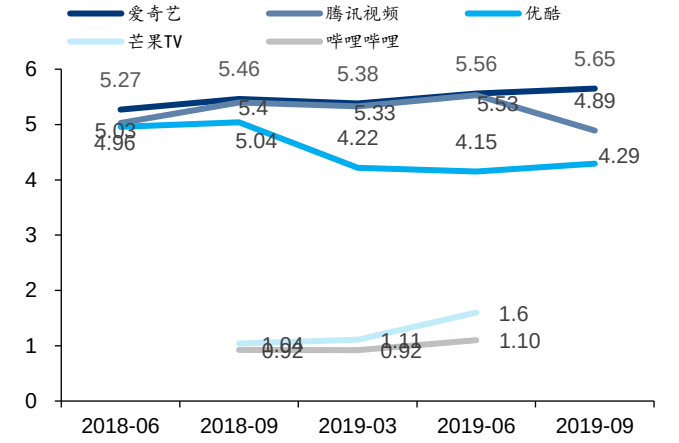
在线视频：内容资源是核心竞争力，精耕细作时代来临

用户规模或将进入存量竞争，用户使用时长仍保持大幅增长

长视频行业在 2019 年的平台用户数保持较为稳定的态势。根据 Questmobile ，2019 年 9 月，爱奇艺以超过 5 亿的月活跃用户数位列榜首。在互联网整体用户规模增速不断放缓的情况下，我们预计长视频未来用户规模也将保持稳定低速增长，逐步进入存量竞争。

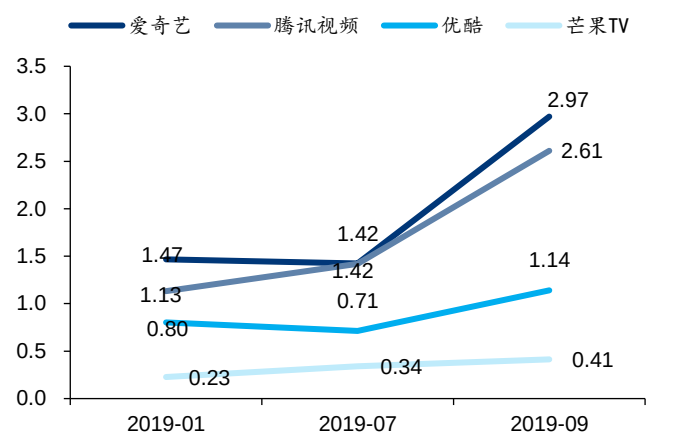
在使用时长方面，主要视频平台的用户使用时长均呈现大幅增长态势。根据 Questmobile，爱奇艺使用时长的增长最为明显，2019 年 9 月以 2.97 亿小时的日均使用时长领跑全网，腾讯视频、优酷、芒果 TV 分别以 2.61、1.14、0.41 亿小时的日均使用时长位列其后。

图表15： 18 年 6 月-19 年 9 月主要长视频平台月活用户规模（单位：亿）



资料来源：Questmobile、华泰证券研究所

图表16： 19 年 1-9 月主要长视频平台日均用户使用时长（单位：亿小时）

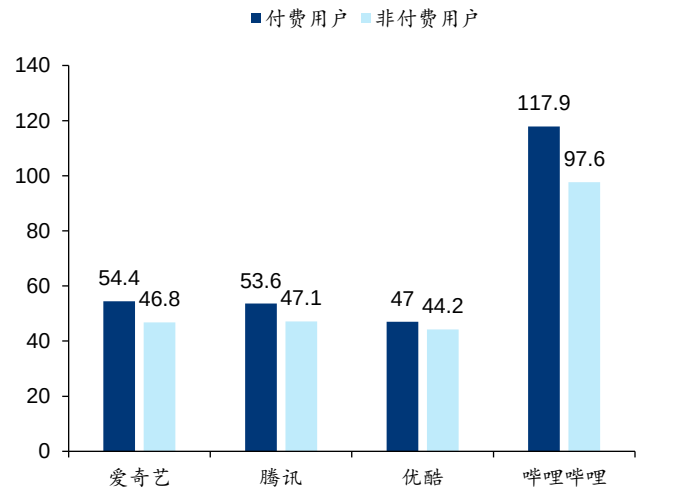


资料来源：Questmobile、华泰证券研究所

付费用户较非付费用户对平台的粘性均更高

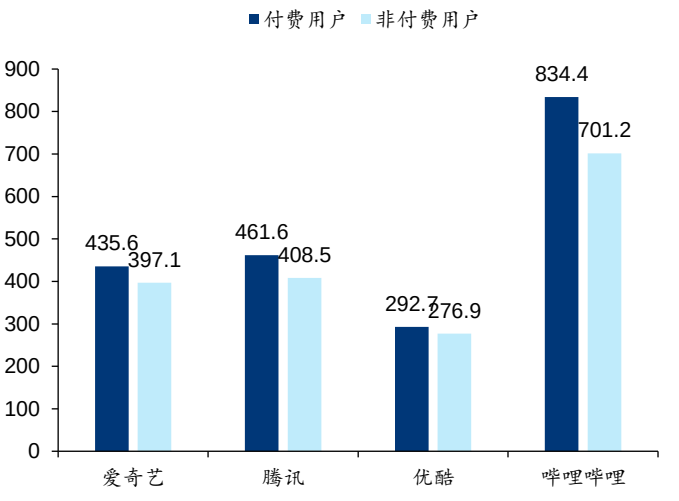
视频平台的付费用户数进一步增长，用户的付费习惯进一步养成。截至 2019 年 9 月，根据财报，爱奇艺、腾讯视频的付费用户数已突破 1 亿人次，通过会员的转化和运营策略提升老会员的留存率和新会员的增加率也成为各平台的重点方向。付费用户为视频平台贡献了重点收入来源的同时，也贡献大量的使用时长，对平台的粘性显著高于非付费用户。从人均使用次数和人均使用时长两个维度来看，付费用户比非付费用户对平台的粘性都更高。

图表17： 视频平台付费用户与非付费用户月人均使用次数（单位：次）



资料来源：Questmobile、华泰证券研究所

图表18： 19 年 1-9 月主要视频平台日均用户使用时长（单位：亿小时）

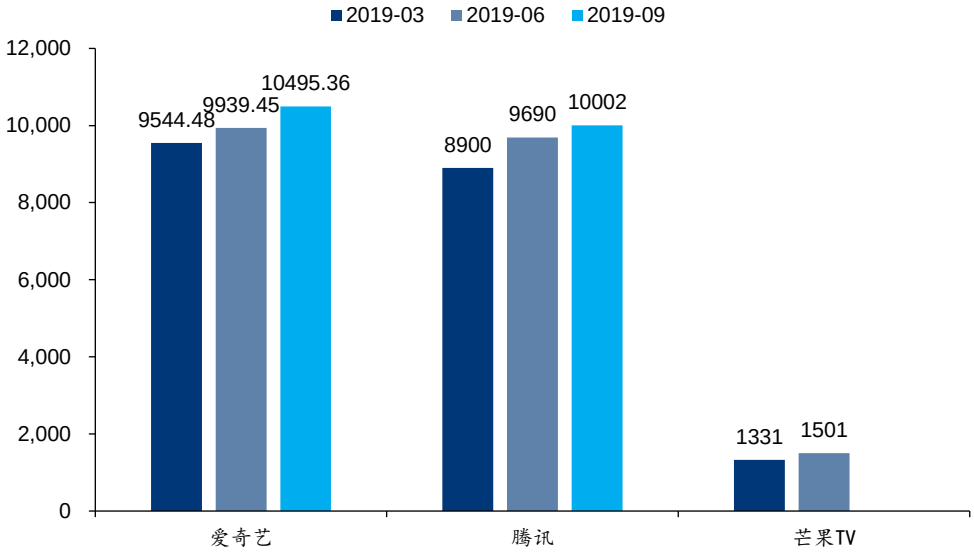


资料来源：Questmobile、华泰证券研究所

拓展付费用户规模、提升付费率是重点，内容资源是核心竞争力

随着用户对视频质量要求的提高以及对无广告、优先观看等特权的需求，会员服务付费收入逐渐超过广告收入成为视频平台最主要的营收构成。以爱奇艺为例，根据其财报，2019Q3 平台总营收 74.0 亿元，其中在线广告服务收入占 27.95%，而会员付费收入占比 50.25%。

图表19： 主要长视频平台付费用户数（单位：万）



资料来源：Questmobile、华泰证券研究所

在付费收入成为营收主要来源的情况下，有助于提升用户付费率的措施将对平台的发展起到重要的作用。另外，由上文也可以看出，付费用户的粘性更强，通过拓展付费用户规模来实现发展也成为优选，而付费用户数量的增加有赖于平台提供的优质内容。

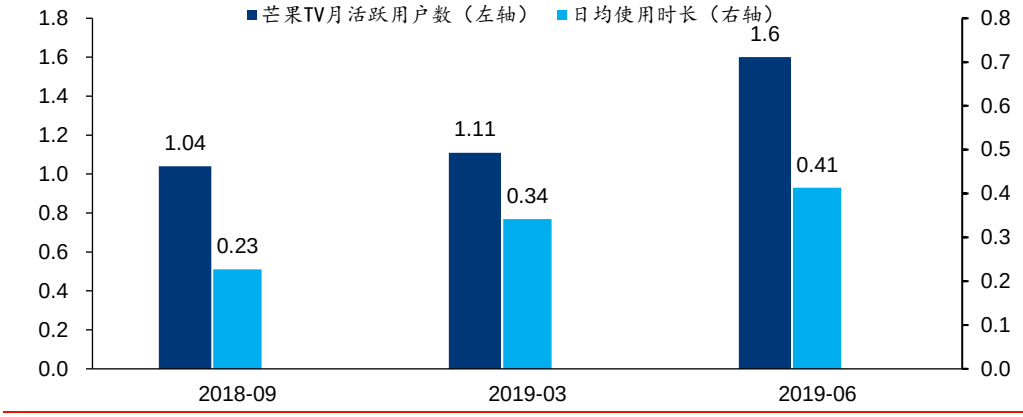
内容资源是各家平台的核心竞争力，其中芒果 TV 在综艺自制方面能力突出。如其出品的《中餐厅第三季》、《声入人心第二季》、《一路成年》等均有不俗表现。19Q4，芒果 TV 还布局了《明星大侦探 5》、《妻子的浪漫旅行 3》等重点优质项目，在综艺方面继续保持领跑状态，一定程度上形成了自己的竞争壁垒。

展望及投资建议：精耕细作时代来临，关注芒果超媒

我们认为行业将进入精耕细作时代，内容将是核心竞争力，基于此优化用户体验，细化用户需求，通过精细化运营提升用户粘性，扩大付费率和 ARPU 值将是各家平台重点。标的上建议关注芒果超媒，A 股唯一一家在线视频平台标的，具有稀缺性，自制内容能力突出，用户规模和付费率仍有较大提升空间。

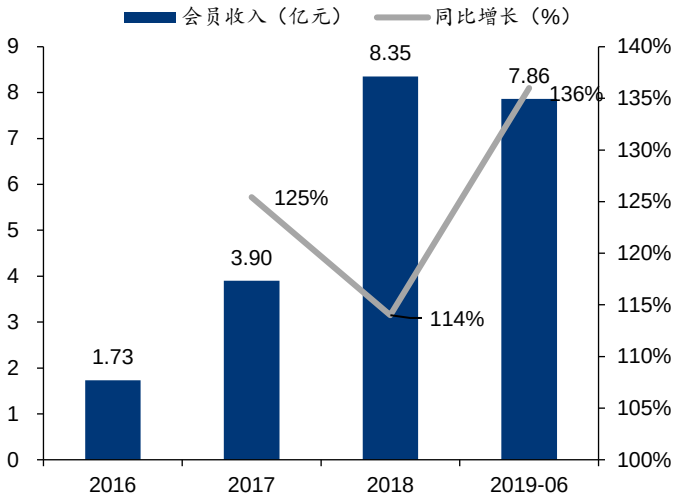
芒果 TV 用户规模不断提升，会员收入快速增长。2019 年 6 月，芒果 TV 月活跃用户数达 1.6 亿人，用户日均使用时长为 0.41 亿小时，未来仍有较大提升空间。根据公司年报，2019 年上半年公司会员收入为 7.86 亿元，同比增长 136%，过去三年的会员收入在不断增长，2018 年会员收入高达 8.35 亿元。同时，芒果 TV 的付费率也在不断提升，未来仍有较大提升空间。我们认为芒果 TV 的用户付费习惯正在不断养成、会员培育效果明显，平台借助精准的用户定位、差异化的自制头部内容、精细化的会员运营助推会员业务的发展。

图表20： 2018 年 9 月至 2019 年 6 月芒果 TV 月活跃用户数、日均使用时长（单位：亿、亿小时）



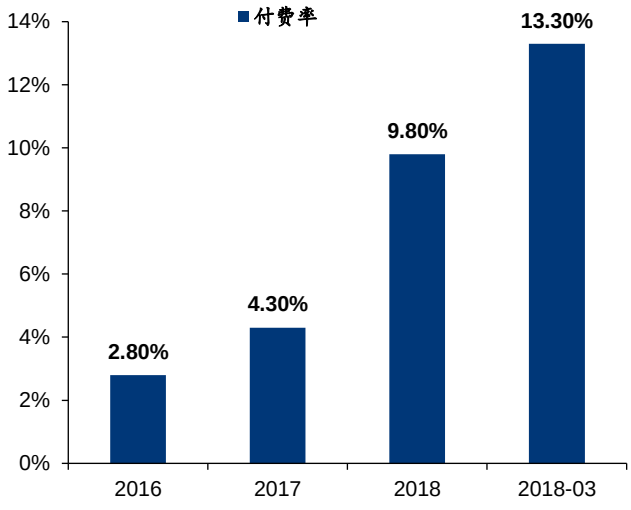
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表21： 2016-2019 年 H1 芒果 TV 会员收入（单位：亿元）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表22： 2016-2018 年 Q1 芒果 TV 付费率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

芒果超媒的自制能力突出，自制内容优质。以“精品自制”为内驱动力、“芒果独播”为先发优势、“优质精选”为拓展路径，三驾马车齐头并进，公司形成了在精品内容获取端的持续竞争优势，充分发挥自身对内容趋势的敏锐捕获力及对 IP 价值的深刻掌控力，从节目研发、创意制作、内容采购等各个环节保障与平台调性相符的内容质量，强化平台品牌辨识度，构筑了具有“芒果”特色的独特内容护城河，形成了稳固的内容壁垒。

公司自有内容制作人员逾 1500 人，子公司快乐阳光拥有 16 个综艺制作团队，其创新制作的《妻子的浪漫旅行 2》《女儿们的恋爱》《密室大逃脱》等节目，进一步强化了对年轻人的引领。根据骨朵数据，2019 年 1-6 月全平台综艺播放量 Top10 中，芒果 TV 占据 7 席，分别是《向往的生活第三季》《歌手 2019》《密室大逃脱》《妻子的浪漫旅行第二季》《快乐大本营 2019》《少年可期》和《哈哈农夫》。

芒果 TV 自有+外部影视工作室达 15 个，优质剧数量与质量实现双提升。骨朵热度指数排行榜数据显示，2019 年上半年度全网评论数热度前 50 中，芒果 TV 占 14 部，其中有 8 部为独播剧，远超过去两年。

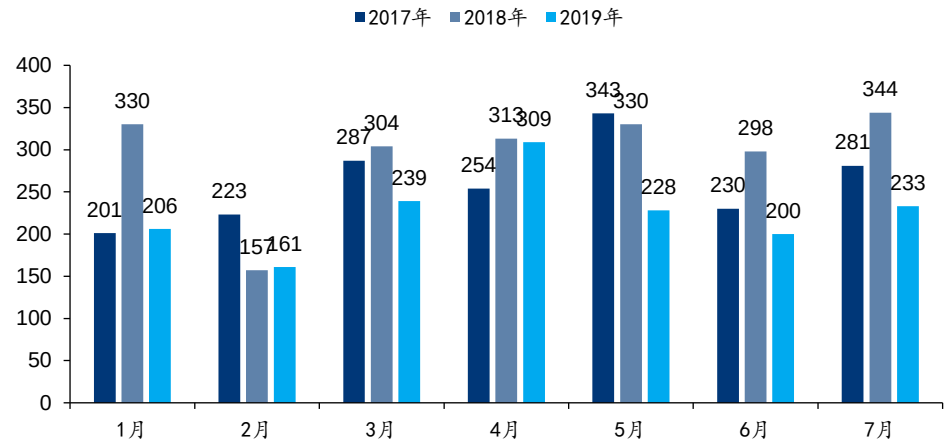
芒果超媒拥有 IPTV+OTT 牌照优势。湖南广播电视台拥有全国互联网电视集成播控牌照与内容服务牌照（OTT）以及 IPTV 全国内容服务牌照和省级播控平台牌照；芒果 TV 是这两张牌照的实际运营机构，是互联网视频行业唯一同时具备两张运营商业务牌照的市场经营主体。在新媒体行业发展日趋规范的背景下，完备的牌照与资产资质优势日益凸显，为公司在全媒体时代继续深入推进媒体融合提供了强有力的支撑和保障。

电影：预计国产片质量将继续提升，带动票房增长

2019 年整体备案项目减少，但对 2020 年影市影响不大

受针对阴阳合同、高价片酬等行业乱象的监管的影响，影视行业资本退潮，申报电影备案和电影开机数量近年来下滑。2019 年 1-7 月份，在国家电影局备案和立项的故事片数量相较于 2018 年同期出现明显减少。按照电影作品一般 2-3 年左右的制作周期，国产片供给减少的影响或于 2020 年下半年有所显现。

图表23： 2017-2019 年 1-7 月在国家电影局备案和立项的故事片数量（单位：部）

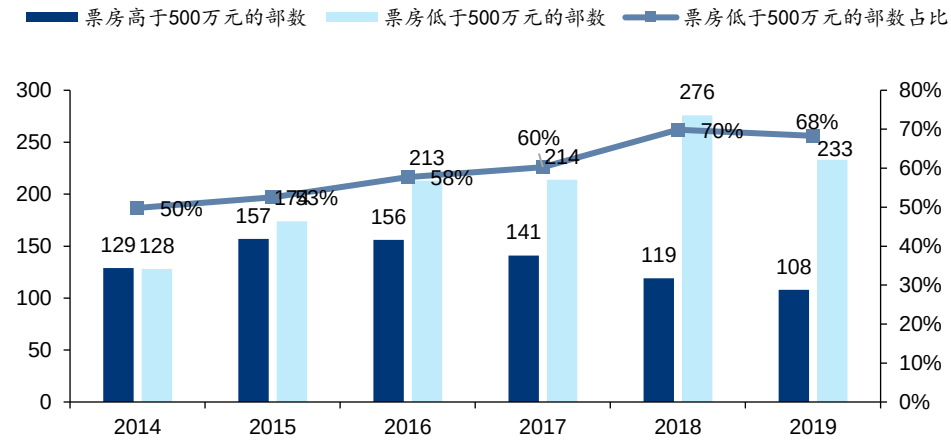


注：至报告发出日，国家电影局只公布了 2019 年 1 月至 7 月的电影备案和立项数目；其中 1 月下旬与 2 月上旬合并公布，共 121 部，分别取 60 部为 1 月下旬数目，61 部为 2 月上旬数目

资料来源：国家电影局、华泰证券研究所

虽然国产片供应在接来下几年会相对减少，但我们认为对全国整体票房几无影响。主要逻辑在于从国产片票房集中度看，二八现象持续，票房向头部电影集中趋势明显，2014 年至 2019 年（截至 11 月 21 日）各年度国产片票房在 500 万元以上的电影部数以及 500 万元以下的电影部数占比如下：

图表24： 2014-2019 年（至 11 月 21 日）票房分别高/低于 500 万元的国产片数量



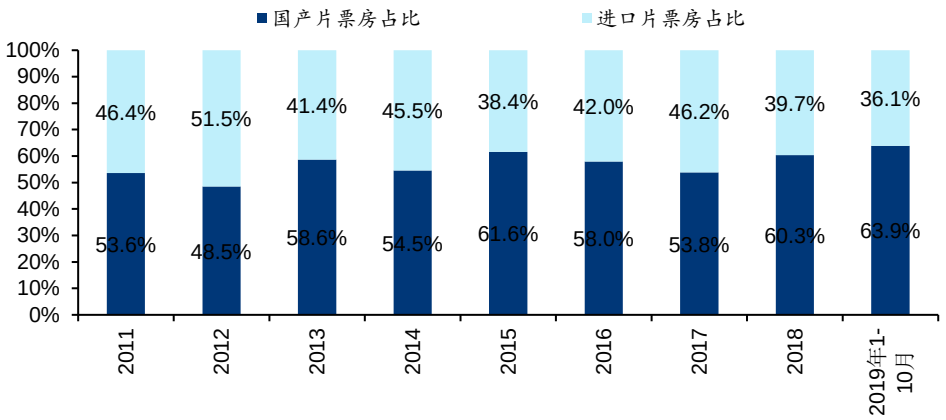
资料来源：猫眼专业版、华泰证券研究所

我们认为电影备案的减少主要是由于近年政策监管、税务整顿等，导致众多中小型厂商生产停滞或出局，其报备的电影项目大大减少，而头部厂商由于现金流较充裕、生产较规范、对政策的理解更强，受影响不大。因此电影备案减少的大多是中小型的作品，对于影市的影响可以忽略，头部电影依然是未来支持票房走高的重要基础。

国产片票房占比近年来持续提升

汇总 2011 年至 2019 年（1-10 月）各年份国产片及进口片票房占比，可以看出进口片票房占比在近两年持续下降，我们认为这一方面由于国产片质量的提升，一方面由于国产片在文化上更贴切国人，在观影感受上更加亲近。

图表25： 2011-2019 年（1-10 月）国产片与进口片票房占比（单位：部）



资料来源：猫眼、华泰证券研究所

头部国产电影质量稳步走高，票房向优质电影集中

我们统计了 2016 年至 2019 年（截至 11 月 15 日）票房前十国产片的猫眼和豆瓣评分，其票房总计及平均评分均呈现增长态势，这显示国产电影的质量在持续提升，同时票房也在向优质电影集中。

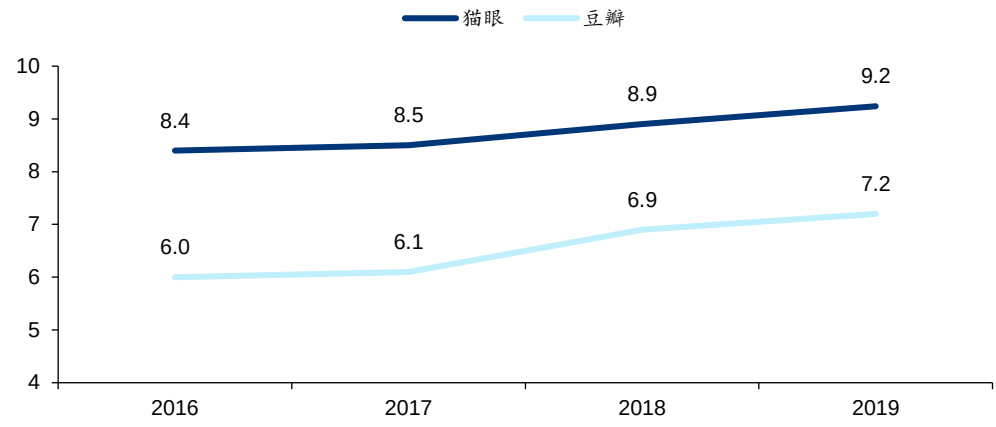
图表26： 2016-2019 年（至 11 月 15 日）国产片票房前十名电影的猫眼及豆瓣评分（单位：亿元）

2016 年	票房	猫眼	豆瓣	2017 年	票房	猫眼	豆瓣
美人鱼	33.86	9.0	6.7	战狼 2	56.83	9.7	7.1
魔兽	14.68	9.0	7.7	羞羞的铁拳	22.13	9.1	7.1
西游记之孙悟空三打白骨精	11.98	7.7	5.6	前任 3:再见前任	19.41	9.1	5.8
湄公河行动	11.86	9.3	8.0	功夫瑜伽	17.48	8.4	5.1
长城	11.73	8.4	5.1	西游伏妖篇	16.52	7.7	5.5
澳门风云 3	11.16	6.9	3.9	芳华	14.22	9.0	7.8
盗墓笔记	10.02	8.0	4.7	金刚：骷髅岛	11.58	8.3	6.5
功夫熊猫 3	10.00	9.0	7.6	乘风破浪	10.46	8.7	6.8
绝地逃亡	8.87	8.5	5.5	大闹天竺	7.56	7.4	3.8
从你的全世界路过	8.13	8.6	5.3	悟空传	6.96	7.6	5.1
	132.29	**8.4**	**6.0**		**183.15**	**8.5**	**6.1**

2018 年	票房	猫眼	豆瓣	2019 年（截至 11 月 15 日）	票房	猫眼	豆瓣
红海行动	36.50	9.4	8.3	哪吒之魔童降世	49.72	9.6	8.5
唐人街探案 2	33.97	9.0	6.7	流浪地球	46.54	9.2	7.9
我不是药神	31.00	9.6	9.0	我和我的祖国	29.27	9.7	8.0
西红柿首富	25.47	9.2	6.6	中国机长	28.57	9.4	7.0
捉妖记 2	22.37	8.2	5.0	疯狂的外星人	22.01	8.5	6.4
后来的我们	13.61	8.3	5.9	飞驰人生	17.16	8.8	6.9
一出好戏	13.55	8.2	7.1	烈火英雄	16.89	9.4	6.6
无双	12.73	8.9	8.1	少年的你	14.49	9.4	8.4
巨齿鲨	10.51	8.7	5.7	扫毒 2 天地对决	12.95	9.0	6.0
超时空同居	8.99	9.0	6.9	攀登者	10.77	9.4	6.3
	208.70	**8.9**	**6.9**		**248.37**	**9.2**	**7.2**

资料来源：猫眼专业版、豆瓣评分、华泰证券研究所

图表27： 2016-2019 年（至 11 月 15 日）票房前十的国产片猫眼及豆瓣平均评分



资料来源：猫眼专业版、豆瓣、华泰证券研究所

2020 年已定档国产片主要集中在春节档，阵容强大

国产电影行业现在还并未到成熟阶段，体现在电影的定档上，并不像美国能够提前 2-3 年就能够确定电影的上映日期。根据猫眼，现在已确定 2020 年将上映的国产电影主要集中在春节档，阵容较为强大，包括《唐人街探案 3》、《中国女排》、动画电影《姜子牙》等。

图表28： 2020 年已定档国产片一览

影片名称	上映时间	出品公司	类型
囧妈	2020 年 1 月 25 日	欢喜传媒、北京真乐道	剧情、喜剧
唐人街探案 3	2020 年 1 月 25 日	万达影视、壹同传奇影视	喜剧、推理
中国女排	2020 年 1 月 25 日	北京嘉映春天影业	剧情
紧急救援	2020 年 1 月 25 日	中视时尚影视、人民交通出版社	剧情、动作
熊出没：狂野大陆	2020 年 1 月 25 日	方特动漫	动画、喜剧、科幻
姜子牙	2020 年 1 月 25 日	中传合道、彩条屋影业、可可豆	动画
急先锋	2020 年 1 月 25 日	中国电影、礼想境界、腾讯影业等	动作、冒险
金蝉降魔	2020 年 1 月 25 日	豪颖影视	古装玄幻
我在时间尽头等你	2020 年 2 月 14 日	万诱引力、剧角映画联合出品、安乐影片、宸铭影业、阿里影业	爱情、奇幻

资料来源：猫眼、华泰证券研究所

2020 年待引进进口片优质，进口片票房或保持稳定

我们汇总了目前披露的 2020 年可能引进的进口片，片单依然强大，其中不乏口碑较好的系列作续集，包括《速度与激情 9》、《王牌特工：缘起》、《X 战警：新变种人》和《007: 无暇赴死》等。片单中还有备受关注的话题之作，例如《花木兰》、《永恒族》等。我们认为进口片票房稳定性有一定基础。

图表29： 2020 年待引进进口片一览

名称	北美上映日期	出品公司	备注
多利特的奇幻冒险	2020 年 1 月 17 日	环球影业	冒险、家庭喜剧
绝地战警：极速追击	2020 年 1 月 17 日	索尼电影	动作、喜剧、犯罪、惊险
猛禽小队和哈利·奎茵	2020 年 2 月 7 日	华纳兄弟	动作、冒险、犯罪
王牌特工：缘起	2020 年 2 月 14 日	二十世纪福克斯	动作、冒险、喜剧
梦幻岛	2020 年 2 月 14 日	索尼电影	冒险、惊悚
刺猬索尼克	2020 年 2 月 14 日	派拉蒙影业	动作、冒险、家庭
喋血战士	2020 年 2 月 21 日	索尼电影	动作、科幻
隐身人	2020 年 2 月 28 日	环球影业	动作、惊悚、科幻、惊险
1/2 的魔法	2020 年 3 月 6 日	迪士尼	动画
哥斯拉大战金刚	2020 年 3 月 13 日	华纳兄弟	动作、科幻、惊险
寂静之地 2	2020 年 3 月 20 日	派拉蒙影业	惊悚、惊险
花木兰	2020 年 3 月 27 日	迪士尼	动作、冒险、戏剧、家庭
彼得兔 2:逃跑计划	2020 年 4 月 3 日	索尼电影	冒险、卡通、喜剧、家庭
X 战警：新变种人	2020 年 4 月 3 日	二十世纪福克斯	动作、惊悚、科幻
007:无暇赴死	2020 年 4 月 8 日	米高梅电影	动作、冒险、惊险
黑寡妇	2020 年 5 月 1 日	迪士尼	动作、冒险、科幻
律政俏佳人 3	2020 年 5 月 8 日	米高梅电影	喜剧
史酷比狗	2020 年 5 月 15 日	华纳兄弟	冒险、动画、喜剧、家庭、探险
窗里的女人	2020 年 5 月 15 日	二十世纪福克斯	犯罪、悬疑、惊险
速度与激情 9	2020 年 5 月 22 日	环球影业	动作、冒险、犯罪、惊险
海绵宝宝 3	2020 年 5 月 22 日	派拉蒙影业	冒险、动画、喜剧、家庭
阿特米斯的奇幻冒险	2020 年 5 月 29 日	迪士尼	冒险、家庭、科幻
神奇女侠 2	2020 年 6 月 5 日	华纳兄弟	动作、冒险
灵魂	2020 年 6 月 19 日	迪士尼	冒险、动画、家庭、音乐、科幻
壮志凌云：独行侠	2020 年 6 月 26 日	派拉蒙影业	动作、戏剧
分身人	2020 年 7 月 3 日	二十世纪福克斯	动作、冒险、喜剧、科幻
小黄人大眼萌 2	2020 年 7 月 3 日	环球影业	冒险、动画、喜剧、家庭
捉鬼敢死队	2020 年 7 月 10 日	索尼电影	动画、喜剧、犯罪、惊悚、科幻
信条	2020 年 7 月 17 日	华纳兄弟	动作、惊险
丛林奇航	2020 年 7 月 31 日	迪士尼	冒险、家庭
吸血鬼莫比亚斯	2020 年 7 月 31 日	哥伦比亚影业	动作、冒险、惊险、科幻
密室逃生 2	2020 年 8 月 14 日	索尼电影	恐怖、悬疑、惊险
特种部队 3	2020 年 10 月 16 日	派拉蒙影业	动作、冒险、科幻、惊险
永恒族	2020 年 11 月 6 日	迪士尼	动作、冒险、科幻
寻龙奇缘	2020 年 11 月 25 日	迪士尼	冒险、动画、喜剧、家庭
疯狂原始人 2	2020 年 12 月 23 日	环球影业	冒险、动画、喜剧、家庭

资料来源：Box Office Mojo、华泰证券研究所

展望及投资建议：预计 20 年票房增幅在 10%左右，关注光线传媒等

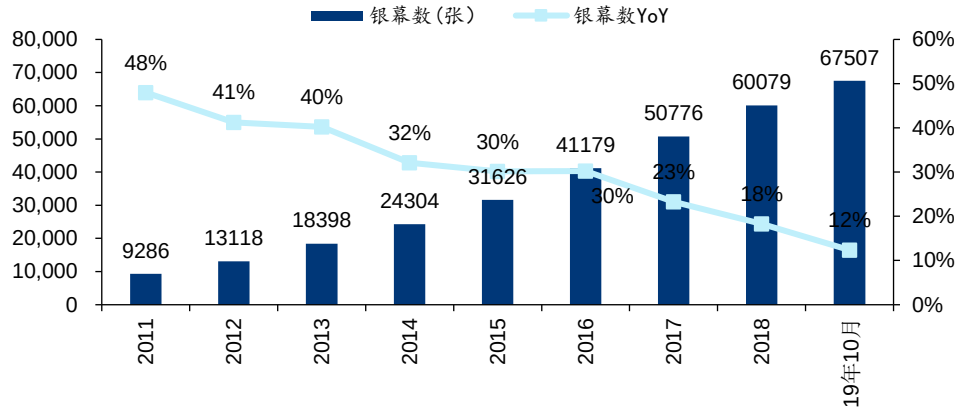
总结以上讨论，我们认为：2020 年内容供给端政策环境将较 19 年宽松，国产片质量预计将继续提升，带动票房提升；进口片供应将保持稳定。预计总体票房增幅将在 10%左右。投资建议上，建议关注光线传媒（《哪吒》的成功印证其动画电影布局战略的初见成效，有利于其估值中枢的提升，《姜子牙》将于春节档上映）、北京文化（近年来连续推出《战狼 2》、《我不是药神》、《流浪地球》等成功电影，明年将有大作《封神》上映）。

院线：银幕增速有望放缓，单银幕产出有望企稳回升

2019 年银幕保持较快增长，预计未来银幕增速将有所放缓

2019 年银幕建设依然保持较快增长：根据国家电影局公布的数据，截至 2019 年 10 月底，中国内地银幕总数为 67,507 张。2018 年底的银幕数量总数为 60,079 张，2019 年 1-10 月增加 7,428 张，增长 12.4%，银幕数量依然保持较快增长，但增速有所下滑。2018 年全年新增银幕 9,303 张，增长约 18%。考虑 2019 年 1-10 月增加的银幕数，我们预计 11-12 月银幕数将以每月约 750 张增长，至 2019 年底我国银幕数量将达约 69,000 张，已基本处于饱和状态，2020 年全国银幕增速将放缓。

图表30： 2011-2019 年 10 月全国银幕数及增速



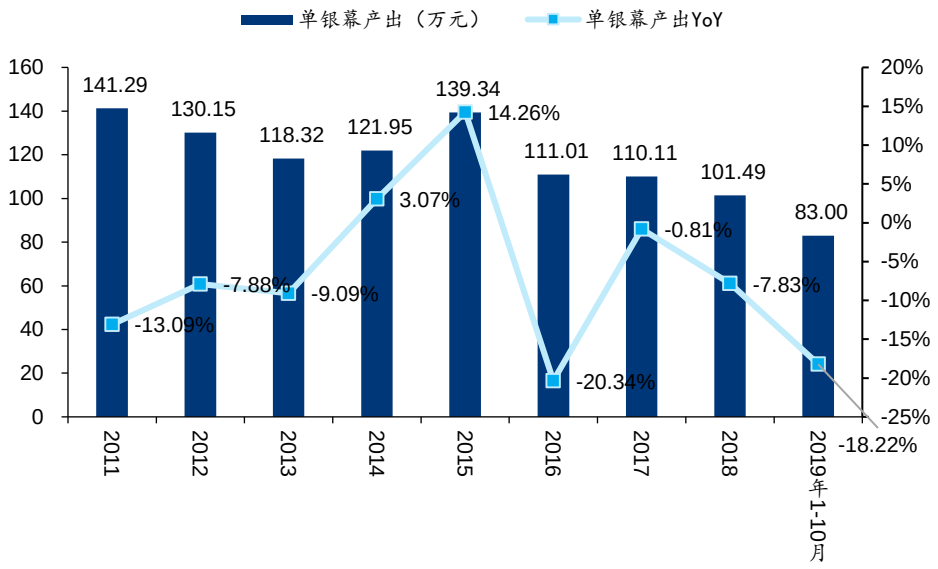
资料来源：国家电影局、华泰证券研究所

单银幕产出继续承压，预计明年将有所好转

自 2015 年起，全国整体单银幕产出进入下行通道，主要是由于银幕扩张较快，年票房增速不及银幕增速所致。

根据国家电影局，截至 10 月 31 日，2019 年全年总票房为 560.31 亿元，去年同期为 525.94 亿元，同比增长 6.53%，而银幕增速约为 12%，导致今年单银幕产出继续下滑，带动院线公司毛利率下滑。过去几年每年新增银幕数量始终保持在一个较高的区间，新增银幕对票房的分流，给众多影院带来了经营压力，市场正在进行自发的供需调节。从增速上来看，自 2016 年起，每年新增银幕增速就已经呈逐年下滑，我们预计随着市场的调节和部分产能的出清，接下来银幕增速将进一步下滑，或将带动单银幕产出企稳回升。

图表31： 2011-2019 年（1-10 月）单银幕产出及增速



资料来源：国家电影局、华泰证券研究所

院线前十集中度进一步提升，影投前十集中度基本稳定

院线行业整体盈利能力面临瓶颈，行业洗牌出现加速态势。2019 年上半年前十大院线票房占总票房的 69.3%，较 2018 年院线集中度进一步提升，头部效应增强。院线前十成员基本稳定，2019 年上半年万达院线市占率持续领先，由 2018 年的 13.7%提升到 2019H1 的 14.6%，院线龙头地位稳固。中国电影旗下的三条院线中影南方、中影数字和中影星美 2019H1 的市占率合计为 19.7%，较 2018 年的 20.7%略有下滑。大地院线、上海联合、广州金逸、幸福蓝海、华夏联合的市占率略有提升，浙江横店市占率基本没有变化。

图表32： 2016-2019 年 H1 院线前十名票房占比情况（票房单位：亿元）

2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 H1		
院线	票房	占比	院线	票房	占比	院线	票房	占比	院线	票房	占比
万达电影	61.3	13.5%	万达电影	68.79	13.1%	万达电影	77.48	13.7%	万达电影	42.56	14.6%
大地院线	37.92	8.3%	大地院线	47.14	9.0%	大地院线	56.08	9.9%	大地院线	29.06	10.0%
上海联合	35.01	7.7%	上海联合	42.09	8.0%	上海联合	44.84	7.9%	上海联合	23.57	8.1%
中影星美	33.88	7.5%	中影南方	38.12	7.3%	中影南方	41.01	7.2%	中影南方	22.01	7.5%
中影南方	31.26	6.9%	中影数字	37.34	7.1%	中影数字	39.92	7.1%	中影数字	19.57	6.7%
中影数字	27.94	6.2%	中影星美	37.33	7.1%	中影星美	36.27	6.4%	中影星美	15.94	5.5%
广州金逸	27.05	6.0%	广州金逸	28.1	5.4%	广州金逸	27.51	4.9%	广州金逸	14.67	5.0%
浙江横店	20.41	4.5%	浙江横店	22.93	4.4%	浙江横店	24.61	4.3%	浙江横店	12.61	4.3%
华夏联合	14.36	3.2%	华夏联合	17.84	3.4%	华夏联合	20.44	3.6%	幸福蓝海	11.47	3.9%
浙江时代	14.29	3.1%	幸福蓝海	17.07	3.3%	幸福蓝海	19.58	3.5%	华夏联合	10.77	3.7%
合计	**303.42**	**66.8%**		**356.75**	**68.1%**		**387.74**	**68.5%**		**202.23**	**69.3%**

资料来源：猫眼专业版、华泰证券研究所

院线前十成员中，除了大地院线与华夏联合外，均属于上市公司。整体而言，小院线公司面临着融资困难、运营成本高以及模式单一的问题。上市公司具有明显的融资优势，能为兼并收购影院提供资金支持，通过整合扩张，进而在产业链中拥有较强的议价权。此外，2018 年 12 月 11 日,国家电影局印发《关于加快电影院建设,促进电影市场繁荣发展的意见》，《意见》提升了院线设立门槛，提出按照“统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理”的要求，鼓励电影院线公司依法依规并购重组。我们认为我国院线行业洗牌有望提速，当前我国院线行业整合空间大，整合趋势明显，2020 年院线行业集中度或进一步提升，从而实现运营效率的提升。

与院线不同，影投前十 2019 年上半年的市占率合计为 36.4%，基本与 2018 年的 36.3%持平。影投前十集中度自 2015 年起有所下滑，我们认为主要是因为市场竞争激烈，而单价影投公司资金实力弱、扩张速度慢，难以与全国平均银幕速度匹配，但行业单银幕产出的下滑带动整体毛利率持续承压，运营能力较弱的影投公司或将面临退出，将有利于影投集中度的提升。

图表33： 2015-2019 年 H1 影投前十名票房占比情况

2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 H1	
影投名称	票房占比	影投名称	票房占比	影投名称	票房占比	影投名称	票房占比	影投名称	票房占比
万达	13.5%	万达	13.4%	万达	13.1%	万达	13.3%	万达	13.8%
大地	4.7%	大地	4.8%	大地	4.7%	大地	4.7%	大地	4.5%
金逸	4.1%	横店	4.0%	横店	3.8%	横店	3.7%	横店	3.6%
星美	3.8%	金逸	3.8%	金逸	3.1%	CGV	2.8%	CGV	3.1%
横店	3.7%	中影	3.2%	星美	3.0%	金逸	2.7%	金逸	2.8%
中影	3.0%	星美	3.1%	中影	2.8%	中影	2.5%	中影	2.5%
CGV	2.0%	CGV	2.8%	CGV	2.8%	星美	2.0%	百老汇	1.6%
橙天嘉禾	1.5%	橙天嘉禾	1.7%	耀莱	1.6%	百老汇	1.6%	幸福蓝海	1.6%
博纳	1.4%	耀莱	1.6%	博纳	1.5%	耀莱	1.5%	博纳	1.5%
幸福蓝海	1.4%	博纳	1.5%	百老汇	1.4%	博纳	1.4%	耀莱	1.4%
合计	**39.2%**		**39.9%**		**38.0%**		**36.3%**		**36.4%**

资料来源：猫眼专业版、华泰证券研究所

展望及投资建议：单银幕产出有望企稳回升，关注万达电影、中国电影

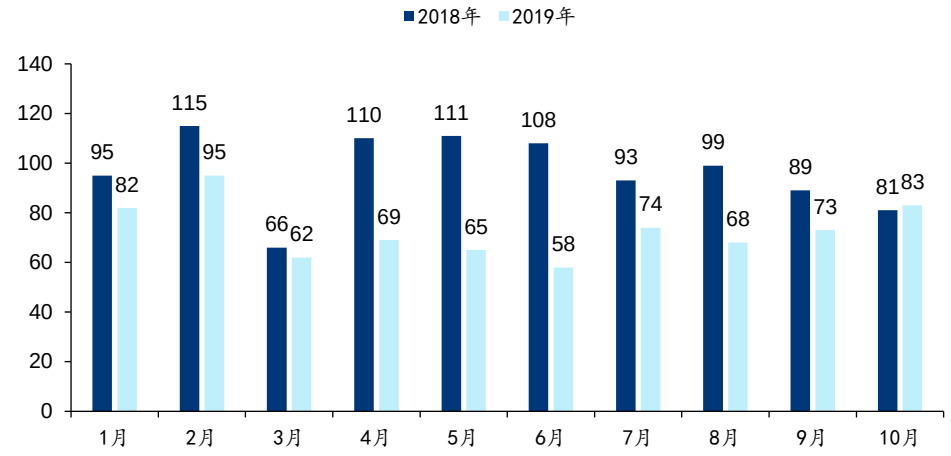
我们认为近年来银幕的持续扩张稀释了单银幕的票房产出，造成全国单银幕产出持续下滑，给众多影院带来经营压力，但这也是淘汰落后产能、实现供给侧出清的过程。我们预计行业内将开始一轮供需的自发调节，部分影院退出市场，新增银幕增速将持续下滑，与此同时影市票房将保持稳定增长，单银幕产出有望企稳回升。投资建议上，关注万达电影（全产业链龙头，运营能力突出，市场份额有望提升）、中国电影（全产业链龙头，进口片发行业务稳定，放映业务运营能力优秀，现金流充裕）等。

电视剧：备案总数下降，内容制作门槛提升，利好龙头公司

2019 年备案和获得发行证的电视剧数量均下降，现实主义题材崛起

2017 年以来，针对“注水剧”、“天价片酬”、偷漏税等行业乱象，政府出台多项行业政策和规范，展开专项整治。限薪令和限古令等措施影响逐渐显现，电视剧市场情绪低迷，行业产能持续出清，立项备案数量和取得发行许可证项目数量下降趋势明显。根据国家广电总局，2019 年 1-10 月，电视剧备案部数 729 部，较 2018 年同期下降 24.61%。

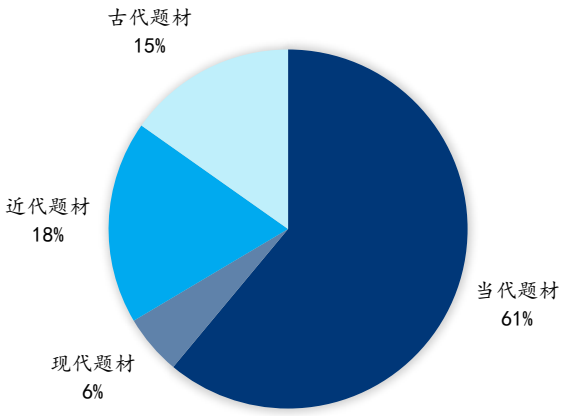
图表34： 2018-2019 年（1-10 月）电视剧备案部数



资料来源：国家广电总局、华泰证券研究所

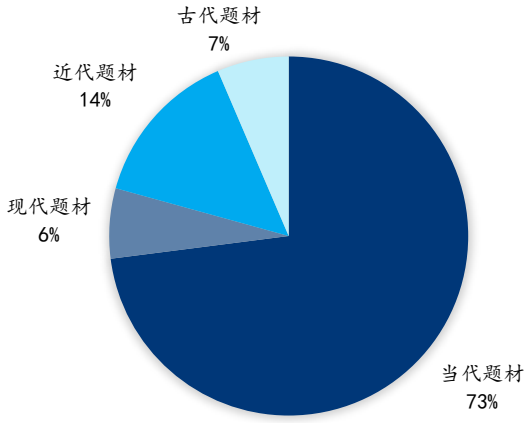
从题材上看，内容审查收紧，对宫斗剧等剧目类型审查趋严，从整体上优化播出内容。2019 年 1 月至 10 月当代题材备案剧目占比 73%，较 2018 年的 61%有所上升，古代题材和近代题材占比均出现下滑。此外，2019 年前三季度获得发行许可剧目总数为 163 部，较 2018 年同期的 206 部出现明显下降，其中现实主义题材的占比从 2018 年前三季度的 64%增长到 2019 年前三季度的 72%。

图表35： 2018 年前三季度获得发行许可剧目题材占比（单位：百分比）



资料来源：国家广电总局、华泰证券研究所

图表36： 2019 年前三季度获得发行许可剧目题材占比（单位：百分比）

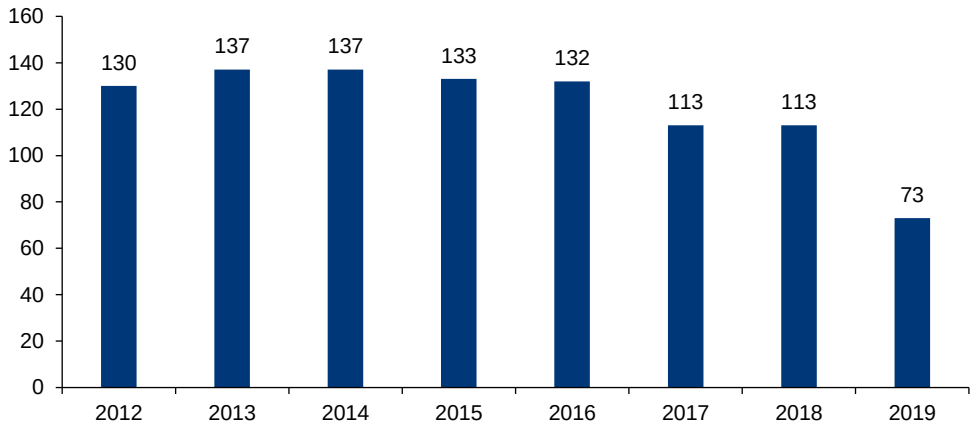


资料来源：国家广电总局、华泰证券研究所

内容制作门槛提升，头部内容厂商竞争优势扩大

内容制作门槛提升，头部化趋势明显，电视剧制作机构进一步集中，根据广电总局，2019 年（截至 11 月 15 日）获得甲级许可证的厂商数量为 73 家，较 2018 年减少 40 家，降幅达 35%。

图表37： 2012-2019 年（截至 11 月 15 日）获得甲级许可证的电视剧厂商数量



资料来源：国家广电总局、华泰证券研究所

我们认为头部内容厂商竞争优势将持续扩大。如华策影视，旗下四家子公司拿到甲级许可证，龙头地位有望强化。据 2019 第三季度报告，华策影视在 2019 年加快存量项目消化，多部电视剧确认收入，盈利能力回升，此外，其新开机项目众多，包括《绝境铸剑》、《热血神探》、《南歌》、《鹿鼎记》、《爱情公寓 5》等，保持行业领先；慈文传媒与爱奇艺、漫美影视联合出品的《风暴舞》关注度较高，或成为重磅大戏，其储备项目还有《我的检察官女友》、《弹痕》、《黑天鹅》等。

2020 年作品前瞻：精品大剧整装待发，迎合“提质减量”大潮

五大卫视已经在其年度广告招商会上披露了 2020 年将要播出的电视剧片单，从数量上看，总体略有下滑，但其中不乏精品大剧，整体布局稳重，现实题材内容占比大。

图表38： 五大卫视 2020 年招商会电视剧片单一览

电视台		
湖南卫视		
剧名	**主演**	**出品公司**
大明风华	汤唯、朱亚文	优酷、好酷影视、儒意影视、悦凯影视、吉翔影坊、北京文化
孤城闭	王凯、江疏影	正午阳光、中汇影视、腾讯视频
余生请多指教	杨紫、肖战	企鹅影视、耀客传媒
爱情高级定制	黄景瑜、迪丽热巴	新媒诚品
下一站是幸福	宋茜、宋威龙	华策影业
山海经之上古密约	吴磊、王俊凯	芒果娱乐、华悦影视等
完美关系	佟丽娅、黄轩	金溪影视
猎狐	王凯、王鸥	公安部宣传局、柠萌影业等
有翡	王一博、赵丽颖	上海好故事影视
二十不惑	关晓彤、卜冠今	柠萌影视、上海笑忘书影视等
蜗牛与黄鹂鸟	张新成、林允	天娱传媒、真合时代等
流金岁月	孙俪、倪妮	新丽传媒
向阳而生	蒋欣、高伟光	芒果娱乐、万达影视、鼎力嘉诚影业、力比多文化传媒
爱情的开关	熊梓淇、赖雨濛	企鹅影视、悦凯影视、芒果娱乐
这就是生活	刘恺威、陈都灵	芒果影视、中汇影视
青青子衿	/	芒果娱乐
漂亮的她们	/	/
当天真遇见爱情	/	/
向往幸福	/	/

电视台

东方卫视

剧名	主演	出品公司
暴风眼	杨幂、张彬彬	嘉行传媒、青春你好传媒、完美世界
风暴舞	陈伟霆、古力娜扎	慈文传媒、爱奇艺、漫美影视
隐秘而伟大	李易峰、金晨	芒果影视、骋亚影视、五元文化、北京广电、新媒诚品、华联映画
特战荣耀	杨洋、李一桐	耀客传媒、磨铁娱乐、悦凯影视、星煜传媒
大江大河 2	王凯、杨烁	正午阳光
猎狐	王凯、王鸥	公安部宣传局、柠萌影业等
卖房子的人	孙俪、罗晋	耀客传媒、企鹅影视
平凡的荣耀	赵又廷、白敬亭	上海剧酷文化传播
新世界	孙红雷，张鲁一	和力辰光、光线传媒
精英律师	靳东，蓝盈莹	新丽传媒、贤君影视
正青春	吴谨言、殷桃	世纪东耀、乐道互娱、腾讯影业、优视联盟
三生有幸遇上你	黄景瑜、王丽坤	东阳市乐视花儿影视
你若安好便是晴天	张翰、徐璐	上海文广影视、中影股份、佳和晖映
了不起的儿科医生	陈晓、王子文	咚咚锵影视、长江文化、腾讯影业、建元影视、睿博星辰
爱情公寓 5	娄艺潇、李佳航	上海辛迪加影视

浙江卫视

剧名	主演	出品公司
精英律师	靳东，蓝盈莹	新丽传媒、贤君影视
暴风眼	杨幂，张彬彬	嘉行传媒、青春你好传媒、完美世界
拼图	王雷，刘涛	公安部宣传局金盾影视文化中心、最高人民检察院影视中心
人民的财产	靳东、闫妮	耀客传媒
正青春	吴谨言、殷桃	世纪东耀、乐道互娱、腾讯影业、优视联盟
局中人	张一山、潘粤明	稻草熊影业、橙芯传媒、猫眼影业

江苏卫视

剧名	主演	出品公司
隐秘而伟大	李易峰、金晨	芒果影视、骋亚影视、五元文化、北京广电、新媒诚品、华联映画
邓丽君之我只在乎你	陈妍希、何润东	华视娱乐、九品芝麻影视
局中人	张一山、潘粤明	稻草熊影业、橙芯传媒、猫眼影业
了不起的儿科医生	陈晓、王子文	咚咚锵影视、长江文化、腾讯影业、建元影视、睿博星辰
幸福还会来敲门	吴谨言、聂远	文鹏森奥、幸福蓝海、世纪华纳、悦虎传媒、冉冉昇起、瀚腾文化

北京卫视

剧名	主演	出品公司
精英律师	靳东，蓝盈莹	新丽传媒、贤君影视
新世界	孙红雷，张鲁一	和力辰光、光线传媒
如果岁月可回头	靳东、蒋欣	和力辰光、光线传媒
大宋宫词	刘涛、周渝民	荣信达
我待生活如初恋	张嘉译、闫妮	兆麦影视、贰零壹陆影视、西安电影制片厂、曲江影视
舌尖上的心跳	阮经天、宋祖儿	浩瀚娱乐
爱我就别想太多	陈建斌、李一桐	广目天影视、华娱时代影投、海星传媒

资料来源：湖南卫视、江苏卫视、东方卫视、浙江卫视、北京卫视、华泰证券研究所

从视频平台的备播剧目看，腾讯视频和爱奇艺加大投入头部内容，高调试水，现实题材和古装题材并行；优酷已经公布的片单中古装剧占大比例；芒果 TV 则稳中求进，以受欢迎的古装剧和爱情剧为主。古装剧有在视频平台上回暖的趋势，受“限古令”影响，古装剧受到规范，优胜劣汰，在内容上或实现升级，但后续态势仍需继续观察。

展望及投资建议：行业低谷已过，龙头公司业绩有望回暖

总体上我们认为电视剧行业的低谷已经过去，市场份额将向龙头公司集中，明年需求端保持稳定，各平台对优质内容保持较高需求，有利于产能消化和业绩回暖。投资建设上关注上市电视剧龙头公司如慈文传媒等。

广电：广电 5G 商用元年将至，超高清视频将是重点应用场景

2019 年对广电行业是重要的年份，迎来众多发展机遇：

1) 1 月 9 日召开的中国广电 2019 年度工作会议上，中国广电（中国广播电视网络有限公司，也称国网公司）董事长赵景春强调,要以“智慧广电”战略为主线，推动“全国一网”整合发展，今年基本完成“全国一网”股份公司组建；
2) 6 月，中国广电正式获得 5G 牌照；
3) 11 月 20 日开幕的世界 5G 大会上，中国广电董事长赵景春正式公布了中国广电 5G 时间表：“中国广电拟于 2020 年开始广电 5G 正式商用，同时开展个人用户业务和垂直行业业务；争取在 2021 年基本把广电 5G 网络打造成为正能量、广联接、人人通、应用新、服务好、可管控的新型网络。”

2020 年将是广电 5G 商用的元年，开展个人用户业务和垂直行业应用。广电行业凭借在内容领域的深厚实力、与政府紧密的关系等也将开拓众多 5G 应用的场景，如超高清视频、智慧家庭、智慧城市、物联网、工业互联网、国家应急服务等，有望培育新增长动能，释放业绩弹性，迎来新的发展机遇。

在具体应用方面，中国广电董事长赵景春在世界 5G 大会上表示：“高清/超高清视频将是 5G 最先成熟的大带宽应用，中国广电要重点在这里发力，从电视大屏、移动小屏、多类型智能屏的交互做起，发挥广播电视媒体内容和视频万物互联优势，创新产品业态，创新个人服务体验，保障绿色安全、干净可靠。”因此，超高清视频是在 2020 年需要重点关注的应用场景。

超高清视频：5G 为超高清视频落地提供支持，广电在其中扮演重要角色

5G 的高网速低延时将会给内容端带来更多的场景应用和商业服务模式，其中之一就是超高清视频。

超高清视频正迎来关键机遇期，政策指导先行

2019 年 3 月 1 日，工信部、广电总局和中央广播电台联合下发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》的通知，提出了发展目标：按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。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，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。

5G 网络对于 4K 乃至 8K 超高清视频有着良好的承载能力

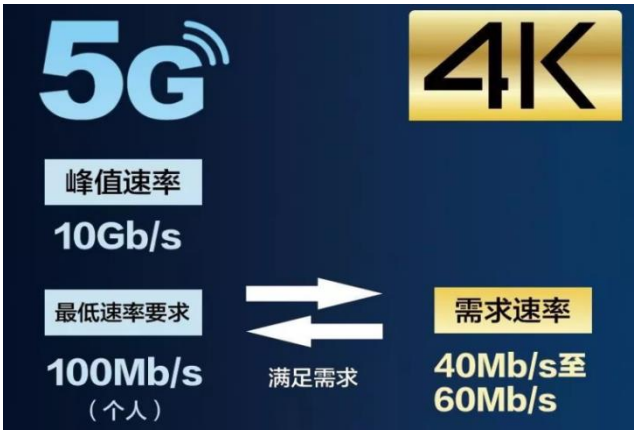
目前我国 4K 超高清视频发展面临内容、标准、制作成本等方面的问题。此外，在网络架构方面，也难以支持高码流的大规模并发。5G 的到来，恰恰可以进一步解决传输问题，带动整个采集、制作、播放内容的升级。

图表39： 4G 对 4K 传输的承载能力



资料来源：中国产业经济信息网、华泰证券研究所

图表40： 5G 对 4K 传输的承载能力



资料来源：中国产业经济信息网、华泰证券研究所

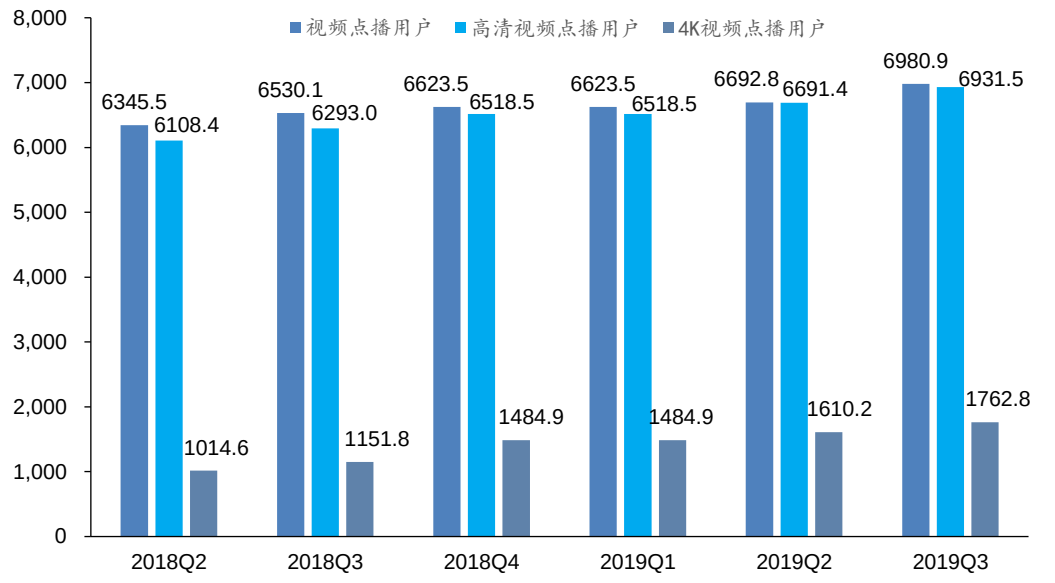
B 端看，超高清视频拥有众多的应用场景

5G 网络对视频传输带宽能力所带来的突破，将革新旧有场景，增强可实践性，赋予超高清视频更多的现实意义。如大型赛事和演出直播、远程安防监控、远程超清医疗救治等。同时，科技产品不断的发展进步，也为超高清视频的制作提供了新的助力,如通过机器人、无人机等设备协助制作的视频，将可以提供更为丰富的景象角度，增加信息的充裕度。

C 端看，超高清视频渗透率较低，提升空间大

目前，在 C 端，超高清视频内容的渗透率较低，且有硬件先行的特点。据中国电子视像行业协会发布的数据，2019 年 1 季度 4K 电视的渗透率已接近 70%。其中，50 英寸以上电视产品的 4K 渗透率已达 100%，而 4K 视频点播用户仅占视频点播用户的 24%，显著落后于硬件渗透率。

图表41： 2018Q2-2019Q3 年视频点播用户情况（万户）



资料来源：中国电子视像行业协会、国网发布、华泰证券研究所

广电行业将在超高清视频产业链中扮演重要角色

在 3 月 1 日发布的《超高清行业发展行动计划(2019-2022)》，在各方面都为行业发展做出了规划。为达到目标的超高清行业产值，提出了几个重点任务，其中包括：

1) 推进超高清电视切换台及其系统、总控和播出系统、视音频矩阵、专业调音台、专业监视器等重点制播设备产业化；
2) 推进有线网络 IP 化、光纤化进程。加快全国有线电视网络互联互通平台建设，同步建设 4K 超高清电视监测监管系统；
3) 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。加强 4K 超高清电视节目制作能力建设，支持超高清电视节目制作。
4) 加大超高清电视采集制作、总控播出、互动分发、数据中心、管理平台等系统建设投入，推动超高清电视直播频道建设。加强平台建设，构建相关业务平台。推动超高清电视在有线电视、卫星电视、IPTV 和互联网电视的应用。

由上可见，广电企业将在未来几年的超高清视频产业发展中扮演重要的角色，从有线电视网络的升级改造、到高清视频制播设备的研发、到超高清内容的制作和生产，广电企业均将是推动行业发展的重要力量。

展望及投资建议：众多新机遇来临，基本面有望回暖

总体上我们认为随着广电 5G 在 2020 年的商用，以及全国广电一网整合的推进，广电行业将迎来众多新的发展机遇，如个人用户业务和垂直行业应用等，为行业培育新的增长动能，行业基本面有望好转。

标的上建议关注新媒股份（IPTV 和 OTT 业务高速发展，基本面优质）、贵广网络（智慧广电建设领先全国）、广电网络（积极向融合网络媒体服务商转型）、数码科技（广电行业软件及系统提供商、将受益于超高清视频发展）等。

风险提示

1、内容产品存在效果不达预期的可能

观众和用户的品味多样且快速变化，影视内容和游戏产品是否能够受到市场欢迎具有一定不确定性。虽然国产内容的整体制作水平正在有序提升，但制作公司仍具有项目制风险；

2、技术进步不及预期的风险

技术的进步以及伴随的终端设备的更新是推动传媒行业发展的根本动力，我国以 5G、云计算、人工智能、区块链为代表的基层技术发展已进入快车道，以及手机等终端设备的革新，将推动媒介形式发生深刻变化。随着 5G 的推进，2020 年有望衍生出众多崭新的应用场景，开拓新的蓝海，从而解决目前传媒行业用户规模、使用时长日趋饱和的问题，促使需求端迎来蓬勃生机，形成正向循环，提升板块的成长性和估值中枢。但技术的进步涉及到研发、资金、建设等众多方面的问题，存在不及预期的风险。

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com