

文化传媒行业

行业策略报告

2011 年 4 季度投资策略暨政策前瞻

评级：推荐

首次评级

把握移动互联与“美丽新世界”

市场数据

沪深 300	2653.78
上证综指	2431.38
深证成指	10438.26

相对股价表现

—中信传媒 —沪深 300



相关研究

文化传媒行业研究小组
S0120511030005

联系人
蒋巍
8621-68761616-8075
jiangwei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

投资要点:

- **商业逻辑上，移动互联网对于文化传媒产业意义重大。**互联网凭借在信息处理能力方面革命性的突破，对传统媒体几乎所有行业都产生了强力冲击。通过分析其背后的商业逻辑的转变，我们认为，移动互联网代表着传统媒体商业逻辑的回潮，传统媒体整体将在回潮过程中利用自身在信息优良制造、信息传播控制上的优势，扭转竞争不力的局面。
- **消费习惯改善、管制政策趋向宽松、互联网泡沫等因素成为中国传媒发展重大推动力。**分析信息产业演变过程之后，我们结合中国自身特点，对未来十年中国传媒发展驱动因素进行分析。个人、国家层面遵循马斯洛需求层次上升路径是传媒产业健康稳定发展的最核心保障。
- **政策逻辑上，娱乐信息产业朝向“美丽新世界”发展过程中将享受更加宽松的政府管制乃至放任。**“美丽新世界”里，无限的享乐欲望催生出来的各种娱乐活动操纵支配着大众，娱乐信息产业的进一步发展，符合国家提升软实力政策方向的同时，暗合“稳定压倒一切”的执政思路。我们强烈乐观的认为，国家政策在近期内就将以更加放任的态度对待娱乐信息产业。
- **乘着移动互联商业逻辑与“美丽新世界”政策逻辑，我们依次强烈看好电影、动漫、网络营销子行业。**电影作为综合感官艺术，可长期享受在版权经济垄断利润，“娱乐至死”倾向决定其将享受难得的管制宽松优势，而在注意力经济模式上的创新探索将形成额外增长点；动漫产业困境源于长期低质内容对受众信任度的透支，从今年暑期档动漫电影巨额投资及影片高质量来看，动漫产业已进入良性上升通道，其特有的虚拟与实体衍生品结合的拓展力值得关注；营销服务是注意力经济的典型代表，随着中国经济转型与消费升级，对受众稀缺的注意力资源的争夺将更加激烈，营销服务重视度将长期保持高位上升态势。
- **重点关注个股：**华谊兄弟、奥飞动漫、光线传媒

目录

一、新旧媒体的战争	3
1 战争的现状.....	3
2 战争的关键力量之一：信息处理能力	3
3 商业逻辑转变：反精英的大众视角	4
4 战争的关键力量之二：有效信息即时性	5
5 移动互联时代，传统媒体商业逻辑的回潮.....	6
二、中国传媒产业驱动因素	7
1 长期因素（10 年以上）	7
2 中期因素（2-10 年内）	8
3 短期因素（2 年内）	8
三、“稳定压倒一切”与趋松的政策管制	10
1 政策趋于宽松的大方向不可逆转	10
2 娱乐信息产业：美丽新世界	10
3 严肃信息产业：业内整合为主	10
四、把握“美丽新世界”子行业	11
1 版权经济坚挺的电影产业	11
2 动漫产业，虚拟、实体经济结合的典范.....	12
3 营销服务，注意力经济典型代表.....	12
4 电视剧、出版发行、有线网络变数较大.....	12

图表目录

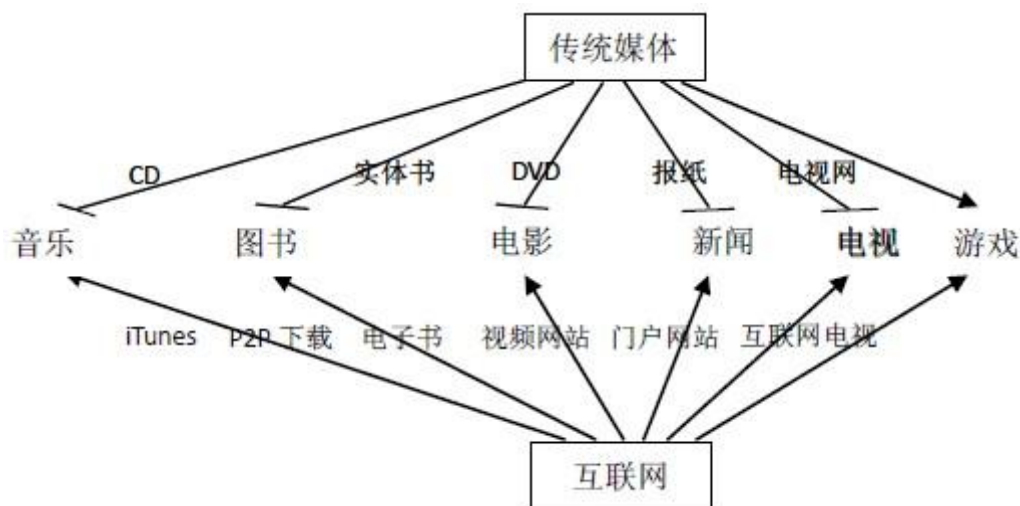
图表 1 互联网 vs 传统媒体	3
图表 2 信息处理能力的进化	4
图表 3 决定版权经济利润高低二因素	4
图表 4 改善信息资源稀缺性的路径	4
图表 5 有效信息即时性的进化	5
图表 6 改善信息有效性的路径	6
图表 7 移动互联最大程度满足对信息的需求	6
图表 8 中国传媒产业驱动因素	7
图表 9 马斯洛需求层次理论	7

一、新旧媒体的战争

1 战争的现状

互联网带来的信息技术革命，推动了全社会生产力大解放，同时也对诸多产业带来巨大冲击，其中受冲击最大的，当属传媒行业。互联网正在诸多领域侵占传统媒体的领地，而后者也在努力适应互联网模式，并开始在个别互联网优势领域展开反击。

图表 1 互联网 vs 传统媒体



资料来源：德邦证券研究所

传统媒体时代，信息依托各实体媒介，以不同物理形式展现。在互联网新媒体中，信息以数字化形式，借助互联网平台展现，摆脱实体媒介的束缚，具备无法比拟的快速海量复制、传播优势。

世纪之交，随着文件共享、P2P 下载技术的发展，互联网几乎完全摧毁了传统的唱片产业，iTunes 则凭其方便快捷的收费下载服务，反哺甚至可以说是挽救了音乐产业；现如今，随着电子墨水技术的发展，电子书、平板电脑的日益普及，新闻、图书出版业则面临着类似的困境，长期来看，实体书销量日益萎缩的趋势不可逆转，与十年前在危机面前手足无措的唱片业相比，浸淫互联网大环境下多年的传统出版商已经吸取经验，正在利用自身内容优势积极应对互联网的挑战；电影则凭其独特的视听体验效果和较高的内容制作门槛，对网络形成了一定的防御力，但视频网站已凭内容传播优势，不断加大对电影播放领域的威胁；此外，电视则在操作系统层面，面临着与手机在向智能化发展过程中类似的命运，但具体走势还有诸多不确定性；游戏领域，则因移动互联网时代的到来，网页游戏、手机游戏的异军突起，降低了行业进入门槛，这是为数不多的互联网受传统媒体冲击的领域。

2 战争的关键力量之一：信息处理能力

传统媒体时代的影、音、书，是信息的不同表达形式，作为实体媒介对信息的束缚，这种形式上的差异在进入数字化时代后已经消失殆尽。互联网与传统媒体从功能上来说并无不同，都是对信息进行制造、加工以及传播，互联网在这场战争中目前所处的强势地位，正是基于传统媒体无法比拟的快速海量复制、传播优势。**信息制造、信息整合与信息传播**，综合表现为信息处理能力。

图表 2 信息处理能力的进化

	信息制造 + 信息整合 + 信息传播 = 信息处理能力			信息资源稀缺性
传统媒体	依靠个人天赋, 本能的创造		口耳相传	无
互联网	专职作家记者	专职编辑人员	书报广播电视中心化, 易受控	弱
移动互联网	业余人士 用户生成内容 UGC	搜索引擎算法 社交网络推荐	论坛博客微博 去中心自由传播	强

资料来源：德邦证券研究所

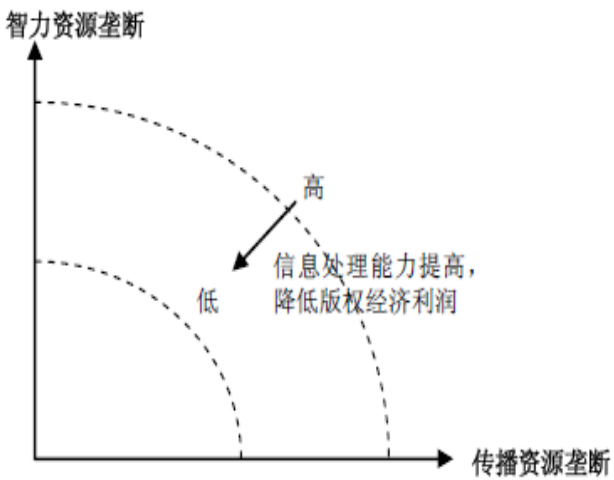
前媒体时代，信息的创造整理完全依赖于个人的天赋，通过口耳相传的方式进行传播，整个社会不具备信息处理能力，因此也不存在“信息资源”的概念，从而无法构成信息资源的稀缺性；古腾堡印刷术的发明，象征着传统媒体时代的开始，人类借助印刷制品、唱片、胶片等媒介，将由少量的专职信息生产者创作出来的作品，以商品交易的方式传播开来，从而达到稀缺信息资源优化配置目的，较弱的信息处理能力、信息资源的匮乏，正是传统媒体存在的根本逻辑；进入互联网时代，信息制造不再单纯依赖专职人员，大量业余爱好者凭个人兴趣爱好，免费贡献海量的具备基本价值的信息资源，通过搜索引擎算法（Google）和社交网络推荐（Facebook）进行整合，以论坛、博客、微博为发布平台，将信息最大限度的传播开来。这种全方位的改变，给全社会信息处理能力带来革命性的提升，“信息大爆炸”象征着人类社会进入了前所未有的信息充裕时代。

3 商业逻辑转变：反精英的大众视角

版权经济的商业逻辑

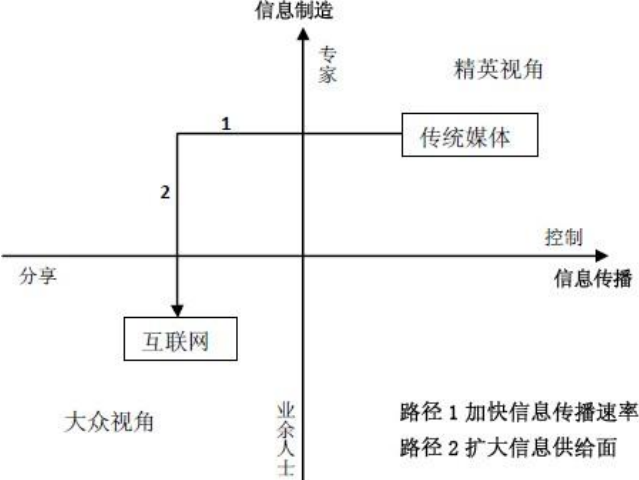
版权经济是传媒行业最主要的收入来源。如图表 3，传统媒体时代，能够进行知识创造的人力即智力资源稀缺，媒体通过对为数不多的专职知识创造者的掌控，从而垄断信息制造即文化传媒产业的上游；通过对报社、出版社、电台等的控制，垄断稀缺的信息传播资源；再通过不断强化的版权保护法保证其垄断地位，维护行业整体的垄断利润，这就是版权经济存在的根本逻辑。

图表 3 决定版权经济利润高低二因素



资料来源：德邦证券研究所

图表 4 改善信息资源稀缺性的路径



资料来源：德邦证券研究所

如图表 4，应对信息资源的稀缺，同时有两种改善愿望和实现路径决定着信息技术发展方向：1，加快有限信息资源的传播速率，具体表现为更加普及广阔的传播渠道；2，扩大信息

资源的供给面，具体表现为越来越多贡献知识创造的业余爱好者。沿着此方向，互联网信息技术不断取得突破，最终引领人类进入革命性的互联网时代。

当今社会进步最重要的标志之一就是“民主化（Democratization）”，具体到信息领域，即信息传播资源和智力资源的民主化。复印机、录像机、cd 刻录技术的发展普及，拓展了普通大众获取信息的方式，互联网时代的到来更是极大拓展了信息获取渠道；更易获取的信息同时意味着更多的形式各异的学习机会，全社会的智力资源供应因此也获得革命性拓展。盗版、文件共享等行为未必合法，但却有效降低大众获取信息成本。根据以上模型，我们将盗版视作这种民主化进程的产物，它是一种长期存在的经济现象，而不是严格版权保护就可以杜绝的短期问题。

注意力经济的崛起

传媒产业与其他实体产业的一个重大区别是，传媒机构不仅仅依赖出售产品获得直接回报，另一个重要经济回报来自于“二次售卖”，即将凝聚在该产品上的受众“出售”给广告商。前者以版权为核心，后者则表明媒体所吸引的受众的注意力也是传媒经济价值所在，即“注意力经济”。

注意力经济依赖于信息的广泛传播和受众的广泛参与，这与依赖信息专业化生产、控制的版权经济存在冲突；另外受制于信息处理能力的限制，注意力经济在传统媒体时代不可避免的处于受抑制地位。

互联网时代强调大众参与的信息创造和自由分享，这种反精英的大众视角，是对传统媒体经营思路的巨大颠覆，依靠信息资源稀缺性建立起来的传统媒体版权经济，逐渐难以适应新时代。新时代呼吁新商业逻辑，取而代之的正是注意力经济。

4 战争的关键力量之二：有效信息即时性

信息资源稀缺时代，针对改善稀缺性的努力集中在信息处理能力的不断加强。而随着信息资源在互联网时代的日益充裕，信息处理能力增强所带来的边际效用也在不断下降，此起彼伏，有效信息的即时性愈发显现。前者着力于形成强大的信息流到达受众群体，后者指在强大信息流中筛选出与有效信息最终到达个人的能力。

图表 5 有效信息即时性的进化

	信息有效性		信息即时性	
	有效信息筛选效率	单位信息质量	信息→设备	设备→个人
传统媒体	高	高	非即时	---
互联网	低	低	即时	非即时
移动互联网	中	中	即时	即时

资料来源：德邦证券研究所

由上图可知，有效信息即时性包含两个方面，**信息有效性**和**信息即时性**。前者包含有效信息的筛选效率和单位信息质量，对于传统媒体来说，对信息传播的掌控意味着有效信息的筛选，而在信息制造维度，对智力资源的垄断则是单位信息质量的保证；在互联网环境下，普通群众创造的良莠不齐的海量信息不受约束的流动，无论有效信息筛选还是单位信息质量都处于较低水平。信息即时性包含从信息到设备、从设备到个人两维度，传统媒体受信息加工过程、媒介制约等因素，不存在即时性可言；对互联网来说，信息从网络到达 PC 或笔记本设备过程中存在较高即时性，但因联网设备不易携带性，所以在信息从设备传达到个人的过程中，即时性较差。

由此我们可以看出，互联网在沿着图 4 的两条路径，解决了传统媒体时代信息资源匮乏的问题后，下一步将要着手改善接触有效信息便捷度问题。

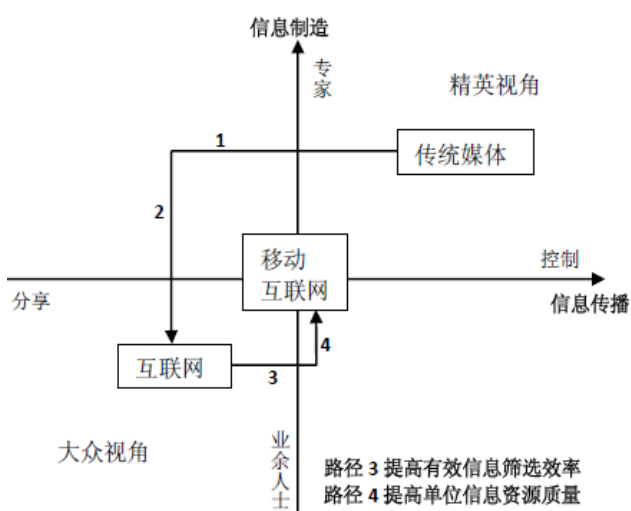
5 移动互联时代，传统媒体商业逻辑的回潮

在改善信息有效性方面，与图 4 改善信息资源稀缺性的两条路径类似，技术也将在信息制造与信息传播两个维度发展：路径 3，提高筛选有效信息的效率，表现为信息不再无限制地分享，而是通过让渡部分信息控制权给予信息处理机构进行过滤，从而方便受众挑选各自所需的信息；路径 4，提高单位信息资源质量，表现为大量普通用户主动放弃低质重复信息的生产，信息创造的重心重新转向擅长内容制作的专家。

在增强信息即时性方面，则表现为智能手机、平板电脑等设备的普及。作为移动互联时代的标志，智能手机、平板电脑牺牲了部分信息处理能力，换得便携设备特有的随时随地联网的功能，打破了设备与个人之间的隔阂，使信息与个人间具备了完全的即时性。

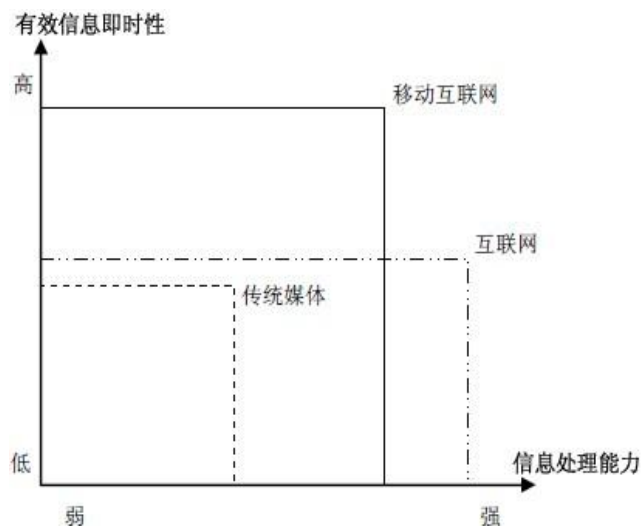
正是以上两方面的突破，大大提高了有效信息的即时性。在图 7 中表现为纵坐标数值的大幅提高。相比传统媒体和互联网，移动互联网在图 7 坐标轴中获得了最大面积，标志着它进一步满足了受众对有效信息资源的需求。

图表 6 改善信息有效性的路径



资料来源：德邦证券研究所

图表 7 移动互联最大程度满足对信息的需求



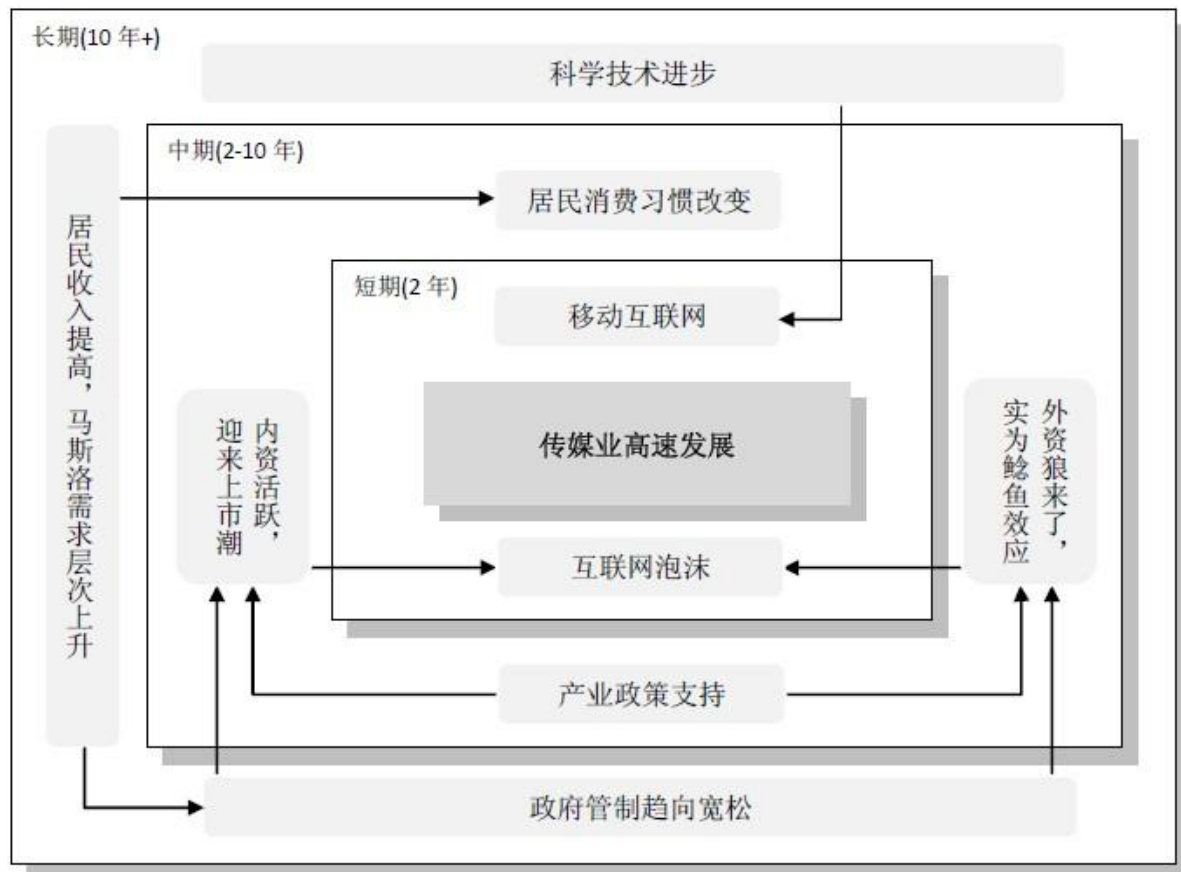
资料来源：德邦证券研究所

从图 7 的三个矩形中，我们也能够发现移动互联网与传统媒体有着更加类似的形态，即更加强调对信息制造、传播的控制而不是放任。我们认为，传统媒体最艰难的时代已经结束。进入移动互联网时代，媒体在信息控制方面的传统优势效应得到恢复。从图 6 的四条路径中能够清晰的看出，移动互联网是传统媒体商业逻辑的回潮，这种方向性的变化，将成为未来传媒产业发展的最根本推动力。毫无疑问，移动互联网时代是传统媒体与互联网相互融合的过程，过程中仍将充满抢夺主导权的激烈斗争。我们对传媒产业持充分乐观态度。

二、中国传媒产业驱动因素

上文我们分析了传媒产业的普遍演变逻辑，以下我们结合中国传媒产业自身特点，对产业发展分长、中、短期进行分析。

图表 8 中国传媒产业驱动因素



资料来源：德邦证券研究所

1 长期因素（10 年以上）

国民收入提高与马斯洛需求层次上升

根据马斯洛需求层次理论，在经济初级发展阶段，劳动者更多关注于物质层面，即生理需求和安全需求；随着经济发展国民财富的增加，生存需求被满足后对于精神层面的社交需求和尊重需求开始增多，而且这种需求会因为劳动者自身重要性的提升而被自我强化，精神文化需求会不断上升。

图表 9 马斯洛需求层次理论



资料来源：德邦证券研究所

此外，从国家层面来看，日益富足的中国在硬实力大大加强之后，开始致力于提升软实力，成为世界强国的诉求亦符合马斯洛需求层次上升的路径。从国家到个人，对精神文化需求的不断增长是文化传媒产业发展的最根本动力。

政府管制趋向宽松

长远来看，以此不可抗拒的根本动力做保障，我们对中国文化传播监管力度趋缓抱乐观态度。而政治监管正是制约中国文化传媒市场发展的最重大的因素。政府抱以更开放的心态对待文化传媒产业，有利于文化创新，为提高文化市场实力提供保障。

科学技术进步

科技进步具体到传媒行业就是信息处理能力和有效信息即时性的提升，引领社会进入移动互联网时代，传媒行业原本落后的商业模式又将迎来第二春。

2 中期因素（2-10 年内）**居民消费习惯改变**

居民收入提高将有力的拉动文化消费需求，根据国际经验，人均 GDP 从 3000 美元向 6000 美元迈进，带来居民的消费升级，娱乐教育文化服务类支出比重上升，中国社科院文化产业发展报告课题组研究发现，在人均 GDP 超过 3,000 美元时，按照国际标准计算，文化消费支出总量应该达到 40,000 亿元以上，而我国目前统计只有 8,000 亿元左右，消费潜力巨大。马斯洛需求层次上升在中期的表现，即为消费习惯的改变，对文化精神商品的直接购买比重将大幅上升。

这里需要提醒注意的是，消费习惯的改变具有相当的时间滞后性。中国经济已经享受了 30 年的飞速增长，成长于这个腾飞时代的 80 后、90 后，其消费习惯已与成长在艰苦年代下的老一辈产生了巨大差异，这种差异在精神文化层面的消费习惯上最为显著。随着 80、90 后逐渐长大成为消费主力，消费习惯上的差异将逐渐显现，一旦显现出来又具有一定稳定性，中短期内并不会随经济转弱而有显著波动。而文化传媒产业特有的“口红效应”，也会对经济萧条有一定的防御力。

产业政策扶持，活跃民间资本投入

“十二五”第一次提出推动文化产业成为国民经济支柱性产业，表明我国已将文化产业发展放到了国家战略高度；加强文化传媒产业市场机制，对传统报业、出版、广电企业进行改革，在税收、补贴及融资方面予以支持，鼓励民间资本参与文化产业建设，提高市场化资本化程度，优化产业发展。

外资“狼来了”实为鲶鱼效应

政治监管趋于放松的长期趋势，不仅仅意味着对内资管制的减弱，同时包括对外资开放的加强。短期内，这种“狼来了”现象会对国内产业造成冲击，甚至威胁到许多公司的生存。但互联网外资企业进入中国后出现水土不服的大量事实证明，东西方文化、制度、消费习惯等差异确为国内产业的天然保障屏，在这层缓冲保护之下，外资进入更应理解为“鲶鱼效应”，为僵化多年的文化传播体制带来活力，推动企业转制与重组，快速盘活存量资源，促进与资本市场的对接，提高产业整体实力。

3 短期因素（2 年内）**移动互联网**

移动互联时代对传统媒体的重大意义，前文已有详细论述。渠道通路的顺畅、碎片化时间利用效率的提高，将进一步刺激大众文化消费的需求，文化产业链上游内容制造的核心地位进一步加强；相对封闭的移动手持设备增加有利于传统版权盈利模式在数字领域的拓展，传统媒体转型迫切性得以缓解，其原有的内容制造优势及渠道掌控能力得以彰显。

互联网泡沫

移动互联网时代，传统媒体与互联网将加速融合。互联网产业可能存在的泡沫值得关注。十年前互联网第一轮泡沫出现，当时的投资重点在于基础网络设施的铺设与基本信息汇聚网站的建设，套用马斯洛需求层次理论，可以视之为维持互联网最基本生存能力的投资。破灭

的泡沫遗留下大量廉价的网络设备及人力资源，为下一波 web2.0 的兴起打下基础。而此轮泡沫与之最大的不同在于，对互联网狂热的投资已上升到信息内容制作、社交等更高层面。如果说第一波浪潮是无中生有开拓新疆界，那此轮则涉及到内容制造这个传统媒体的优势领域。从目前局面来看，互联网公司无疑具有更快的发展速度和更高的关注度，但缺乏核心稳定有效的盈利模式是其致命伤，目前的一切喧嚣都是对遥远未来虚幻的预期，这正是又一个互联网泡沫论的根本由来。相比之下，传统文化传媒产业尽管成长性不足，却有着稳定的现金流。泡沫破灭之前，互联网产业短期内将大量资金用于向上游购买内容，最典型直观表现为网络视频版权费快速上涨，或直接投资于上游传媒业。而因资本方盈利压力，往往缺乏耐心用于长期培育自身的内容制造能力。此外，泡沫所产生的喧嚣还能对传统的传媒业界起到切实的互联网普及教育作用，有利于传媒业的学习创新转型，改造原有的商业基因。而泡沫一旦破裂，有稳定现金流的传媒业并不会受到直接打击，反而将得益于大量跌价的互联网资产及人力资源，进行反向收购，拓展新媒体业务，受到正面打击的互联网相关产业则将以内容传播新渠道的形式被传媒消化。

三、“稳定压倒一切”与趋松的政策管制

作为有特色的社会主义国家，政府出于“稳定压倒一切”意识形态考虑严格控制文化信息的制造与传播，这是中国传媒产业独有的重大甚至唯一的影响因素。我们努力将看似外在的政策影响内化，尝试梳理出一定的逻辑纳入传媒产业发展路径中。

1 政策趋于宽松的大方向不可逆转

我们认为，马斯洛需求层次理论不仅仅适用于个人，也可用于分析国家发展的心理诉求。建国之初，积贫积弱百废待兴，出于安全需要和生理需要，国家发展重心依次集中于军工建设和工农业建设；随着经济发展、政府收入的日益增加，国家硬实力显著提高，对物质层面的需求获得了极大满足，因此，国家开始提高对处于较高马斯洛层次的精神文化即软实力的诉求。而文化软实力的增长依赖更加自由宽松的文化环境，因此构成了政府管制长期趋向宽松的根本保障。趋向宽松的管制在中短期内也许会与“稳定压倒一切”发生冲突，但这不足以影响我们的长期乐观态度。

必须重视的是，尽管政策对文化信息产业整体趋松，但因子行业间特点各异，政策方向也将有很大差别甚至是完全不同的路径。我们将包含传统媒体、互联网在内的文化信息产业，依据制造、传播的信息内容性质以及受众心理差异，分为**娱乐信息产业**和**严肃信息产业**两个方向进行分析。

2 娱乐信息产业：美丽新世界

《美丽新世界》是英国作家阿道司·赫胥黎于1930年代大萧条时期创作的预言小说。小说中的美丽新世界有着高度文明，经济繁荣和享受生活成为社会唯一的哲学和宗教。享乐欲望使人们不再进行阅读和深入思考，陷入无尽的有用或无用信息中无法自拔，人类社会文化因琐碎娱乐信息而荒草丛生，由无限的消遣欲望催生出来的各种娱乐活动操纵支配着大众，人性最终毁于自己所贪图迷恋的东西。

我们认为，在包括影音、游戏、营销等在内的**娱乐信息产业**中，广大受众在进行相关娱乐消费时，倾向于主动放弃思辨性的思考，最终人性深处的享乐主义惰性决定着产业发展方向，即娱乐至死的美丽新世界。

这种产业发展倾向，一方面与我国增强文化软实力的努力方向趋同，另一方面又暗合“稳定压倒一切”的执政思路。因此，我们强烈乐观的认为，国家政策在近期内就将以更加放任的态度对待娱乐信息产业，鼓励不同性质资本的进入，加速市场化进程，从而极大的刺激娱乐文化的生产加速发展。

3 严肃信息产业：业内整合为主

我们把包括广电网络、新闻、图书出版等在内的子行业归类为**严肃信息产业**，主要是从与党政喉舌关联度、信息内容的思辨性角度来考虑。

尽管趋向宽松的管制政策大方向不会变化，但对于与“稳定压倒一切”高度相关的严肃信息产业，必然面临相对娱乐信息产业更加严格的控制和政策反复。尽管我们在前文反复强调传统媒体在移动互联时代的机遇重大，但还是必须面对创新能力更强的互联网产业的竞争。传统媒体本身因体制局限，创新型不足一直是老大难问题。未来趋缓的管制政策会一定程度上释放其久受压抑的创新能力，但“稳定压倒一切”所代表的政策瓶颈同时也就意味着创新瓶颈，而可能出现的政策反复更是对创新的严重威慑。

由此我们认为，管制政策在严肃信息产业将以区域兼并、产业重组为重心的，以政府加大补贴力度等方式应对市场竞争，市场化进程不会因政策放宽而加快。

四、把握“美丽新世界”子行业

按照移动互联网商业逻辑和两种政策逻辑，我们按发展潜力大小依次分析传媒各子行业。

1 版权经济坚挺的电影产业

消费习惯改善的新消费主力军是增长保障

中国电影近年一直保持 30%左右的年增长率，数倍于 GDP 增速和全球电影票房增速，去年票房更是突破 100 亿大关，已成为中国传媒业中最具成长力的行业。电影产业的高速发展主要得益于具备全新消费习惯的新一代人逐渐成为消费主力军；以国民收入提高、消费升级做保障，比前代人更热衷于电影等文化产品消费的新人进一步引领了社会整体消费对电影的青睐。前文我们已经分析，消费习惯具有相当的滞后性与惰性，文化产品消费习惯得益于多年来的经济增长、收入提高，此习惯一旦养成，与之后可能出现的经济疲软则不会有太大正相关，反而会得益于文化产品“口红效应”，具备一定的防御性。

独特的综合感官体验保障版权经济

电影作为一门综合艺术，其制作门槛大大高于其他艺术品种如音乐、文学，相关的稀缺智力资源在进入互联网时代后没有发生显著改善，依赖于高昂影院播放设备方可实现的独特视听体验，亦在内容传播维度有效的抵抗住了网络视频、盗版的侵蚀；随电影“阿凡达”热映而逐渐普及的 3D 电影技术，更是大大拓展了电影制作、影院播放的新疆界，为电影版权垄断利润提供保障。

可以预见，维护版权垄断的专业电影制作、影院播放技术，将在长期内与试图瓦解这种垄断的个人电影制作、家庭播放技术保持“军事竞赛”般的动态平衡关系；而观影作为独有的综合感官体验，新感官技术、甚至无法想象的新技术都将陆续步 3D 播放的后尘不断突破发展，为这种动态平衡提供长期的上升通道；感官体验的复杂化趋势还具有规模效应，即批量制作、播放的单位成本将显著低于个人制作和家庭播放成本，所以长期看电影版权的经济效应还具有加大趋势。这是包括电视在内的其他传媒细分行业都不具备的独特优势。

美丽新世界政策可期待，最先完全市场化

电影产业亦称“造梦产业”，这意味着观众观影是一个摆脱现实压力的寻梦过程，伴随观众买票进入影院的是一种抛开日常琐碎生活放松自我的心理期盼；而从目前国内电影票价和人均每年观影次数来看，看电影还是一种颇具计划性仪式性的消费娱乐行为，并不像看电视、买报纸那样随意。以上因素说明，电影消费是非常具有享乐倾向的娱乐信息产业，观众有计划有选择的进入影院，寻找的不是日常生活的投射，而更多寻求的是脱离生活的奇幻影像；观众在电影院中不需要耗费脑力的深度思考，他们需要的只是感官上的新鲜刺激。

观众的需求决定了电影这种符合“美丽新世界”标准的产业特性，进而决定了以“稳定压倒一切”为指导方针的管制政策将给予电影产业更多的自由和发挥空间。观众不断膨胀的享乐需求，娱乐至死的市场化进程，胜过一切内容审查。

电影注意力经济成为新增长点

上世纪 90 年代，家庭录像光碟、多媒体 PC 的普及，带来音乐、电影盗版的泛滥，再加上中国电影受旧体制约束，市场化进程缓慢，与观众需求严重脱节，以上诸多因素造成电影市场的困境。短期内难以扭转电影版权经济效益下滑的局面，催生出颇具特色的在电影注意力经济方面的探索，其中以电影内贴片广告最为典型，甚至出现了依靠贴片广告即收回制作成本的案例（电影《天下无贼》）。尽管此模式的泛滥颇遭诟病，但我们认为，这种符合产业发展逻辑的经济模式，将在未来得到越来越多的认可与重视。电影作为综合艺术门类，自身耀眼的光环将是其注意力经济潜力的有力保障。而进一步的市场化，也在创新性层面给新盈利模式探索提供支撑。

此外，近年来电影热、商业地产热带动影院建设的飞速发展，可以迅速解决电影产业瓶颈的限制，有利于电影内容生产、放映的差别化和长尾化，提升产业整体实力，形成与受众更加良性的互动关系。

综上所述，我们将电影产业列为首推子行业。相关个股：**华谊兄弟、光线传媒**。

2 动漫产业，虚拟、实体经济结合的典范

动漫产业整体上遵循电影产业发展规律。新一代消费主力军的形成是产业蓬勃发展的根本动力，而动漫消费主力的低龄化，也意味着比电影产业更强的潜力和爆发力尚未完全挖掘。

得益于政府的强力补贴政策，近几年我国动漫产业在内容产量上增速惊人，现已超过日本成为第一漫画制造大国。但内容质量之低劣，抄袭现象之露骨等问题也反衬出补贴政策之畸形。文化内容制造产业强烈依赖于创作人员的创意，并非如实体制造业获得金钱补贴后即可取得立竿见影的效果。

政府巨额补贴也反映出市场对国内动漫的不认可态度。我们认为，动漫产业目前的困境源于长期以来低质内容对受众信任度的透支。影视作品消费因其特殊性缺乏退货及售后保障机制，受众长期消费支出得不到相应回报后只有采取回避、拒绝再消费的方式进行投票，今年暑假几部国产动漫影片的票房惨败即是明证。但另一方面，我们看到包括《魁拔》、《臧獒多吉》、《兔侠传奇》等在内的动漫作品质量相比过去已经有了不小的提升。不到巨额投资零头的票房，既可以视为过去透支的信任度买单，同时也是为后人栽树的行为。我们认为，国内动漫产业的最低点已经过去，开始进入良性的上升通道。

今年暑期上映的另外两部动漫影片《赛尔号》、《摩尔庄园》依靠同名儿童网络游戏前期积累的人气，票房获得了巨大成功。网络动漫电影的成功，再次证明单纯依赖电影票房这种传统的版权盈利模式，已经无法适应新时代下的新商业逻辑。动漫作品以内容为依托，具有独特的虚拟与现实相结合的衍生效应，注意力经济还有相当大待发掘潜力。

我们同时看到，在虚拟与实体结合方面，做玩具出身的动漫企业与做网游（我们将具有互动性的虚拟网络游戏划做实体动漫）出身的互联网企业，已经具备了相当优良的盈利能力，他们无疑是产业发展方向的代表，也必将享受动漫产业腾飞所带来的巨大机会。

相关个股：**奥飞动漫**。

3 营销服务，注意力经济典型代表

合包括广告、公关在内的营销行业，是注意力经济的典型代表。随着中国经济转型与消费升级，消费和服务行业收入增长加快。与此同时企业间竞争加剧，从价格战、渠道战向产品战、营销战延伸，对受众有限注意力的争夺更加激烈，营销支出占收入比例逐年提升，营销服务重视度将长期保持高位上升态势。

营销服务分为线上广告模式与线下互动模式。传统广告因缺乏互动性，在争夺注意力方面的边际效用逐步下降，在这个注意力日益稀缺的时代，受众的忍受度、信任度都在不断降低，基于计算机算法的网络精准投放将逐渐取而代之。通过面对面沟通提升注意力的线下营销服务，将发挥越来越重要的作用。

4 电视剧、出版发行、有线网络变数较大

作为与电影形态非常相近的艺术门类，电视剧的艺术性与制作门槛与电影相比都有所差距，长期来看在内容制作维度上的垄断性有降低趋势，这从最近视频网站加强自制剧比重可以看出端倪；而在内容传播层面，视频网站的成长大大改善了过去由电视台把控的垄断局面。网络视频作为一个新兴行业潜力巨大，为争夺受众关注度，短期内对该行业投资过热难以避免，而缺乏稳定的盈利模式又注定这种烧钱现象难以持久，这意味着受视频热带动的电视剧版权飞涨的现象也是短暂性的。综合来看，电视剧版权经济效应长期趋于下降。

电视剧贴近生活的特性也值得关注。看电视剧作为日常生活习惯，决定了其内容重心在于贴近生活、投射生活。这种与电影内容截然相反的方向，不具备“美丽新世界”特性，将面临更严格的政策监管，整体产业发展存在不稳定性。

与电视剧行业拥有类似政策逻辑的是出版发行。图书、新闻等文字内容，在生产、传播层面的垄断优势岌岌可危，其政府喉舌功能又决定该产业作为监管最严格的传媒子行业，创新能力和动力皆存在不足。尽管在商业逻辑上依托移动互联网时代的到来而能够获取竞争优势，但传统媒体与新媒体在商业基因上的差异，创新人才培育滞后性等方面都存在不小的劣势。我们看到，没有政策束缚、创新能力更强的西方传统媒体，在向移动互联网过渡的过程中仍旧困难重重，国内沿袭旧体制的传统出版机构在与互联网争夺主动权的战斗中能有多少胜算，实在是值得慎重考虑到问题。我们认为，集商业上的劣势与政治上的重要性与一体的出版发行机构，将更多依赖于政府扶持，未来仍将以产业内部整合与区域兼并为主。

有线网络方面，三网融合进程之慢足见部门间利益协调之艰难。手机走向智能化的过程则为电视的发展提供了非常生动的例子。我们密切关注由苹果、谷歌等互联网巨头引领的互联网电视技术的发展，将为有线网络整合进程增加相当大的变数。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% \sim +10\%$

减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。