

产业研究专题系列

中国文化消费产业投资机会及风险分析

龚先念 研究员

主要观点

- ◆ 5G落地加速，文化消费领域可能从内容端和平台端受益。在电视领域，高清、超高清视频将成为未来的主流。2019年3月国家出台《超高清视频产业发展行动计划》后，超高清概念成为全行业发力的重点。在游戏领域，云游戏将打开天花板，至少带来百亿量级的行业新增量。AR/VR等娱乐应用领域，技术上更便于实现，有望更早迎来投资机会。渠道端在5G环境下也有望出现新的流量平台。
- ◆ 随着消费升级，越来越多的消费者已经不满足于传统的物质消费、实体消费，文化消费融合是必然趋势。主题公园等文化衍生消费项目存在投资机会。
- ◆ 随着国家版权政策制度的逐渐规范，用户对于拥有更好观影、听歌体验的需求，智能手机、平板电脑以及移动支付的快速普及，线上付费用户快速增长，知识付费、视频付费行业存在较大发展潜力。
- ◆ 传统文化正在年轻人之中成为一种时尚新潮。国产动漫、主旋律影片成为投资热点。
- ◆ 我国的游戏产品无论从内容还是质量在国际上都属于领先水平，已经具备向海外市场发行的条件。我国电视剧出口总体情况保持良好增长态势。因此，把握文化出海潮流，游戏出海、影视出海等方向蕴藏投资机会。
- ◆ 文化消费产业需要重点关注的投资风险有：回报周期长，产品收益不确定性大，人员流动大，以及监管政策的重大影响等。

目录

一、5G落地加速，超高清视频、AR/VR、云游戏等行业拥有爆发条件.....	3
(一)内容端，5G推动内容演变形态越来越富媒体化.....	4
(二)渠道端，5G环境下有望出现新的流量平台.....	5
二、文旅融合，主题公园等文化衍生消费项目存在投资机会.....	6
(一)文化衍生品打造消费品的品牌认知.....	6
(二)文化消费品补充旅游场景新线下体验.....	6
三、付费用户增加，知识付费、视频付费等行业存在发展潜力.....	7
(一)图片版权保护力度加强.....	8
(二)音乐、视频付费行业进入快速发展期.....	9
四、宣扬优秀传统文化，国产动漫、主旋律影片成为投资热点.....	10
(一)国产动画打开中国动画电影天花板.....	11
(二)主旋律电影获得巨大商业成功.....	11
五、把握文化出海潮流，游戏出海、影视出海等方向蕴藏投资机会.....	12
(一)海外游戏市场是新蓝海.....	12
(二)影视出海蓄势待发.....	13
六、文化消费产业的投资风险.....	15
(一)文化消费产品前期投入高，回报周期长的风险.....	15
(二)文化消费产品收益不确定性大的风险.....	15
(三)文化消费产业人员流动大的风险.....	16
(四)文化消费产业政策监管严格的风险.....	16

本文在前期对中国文化消费产业的发展阶段、政策环境和市场趋势、细分市场发展状况和竞争格局进行分析的基础上，研判未来五年在产业内的投资机会，并对投资风险作出判断。

一、5G落地加速，超高清视频、AR/VR、云游戏等行业拥有爆发条件

2018年11月底，国家广播电视总局在贵阳召开推进全国“智慧广电”建设现场会上表示。在高度重视和亲自推动下，工信部已经同意广电网参与5G建设，国网公司正在申请移动通信资质和5G牌照。这也标志着文化产业在政策推动下开始进入5G内容的规划建设阶段。预计中国2019年将实现5G的预商用，2020年完成正式商用。

十年一代通信技术，驱动行业革新和经济发展。回顾前几代蜂窝技术，分别专注于语音（2G）、数据（3G）和移动宽带（4G）。即将到来的5G技术不仅仅是通信技术的升级，更是面向全新业务、智能生活、物联网的重要基础技术变革。正如4G时代催生了移动游戏和视频等内容端的大繁荣，随着5G、人工智能、云计算等技术全面落地，传媒内容端在交互、效果、模式创新等层面将迎来全新变革。

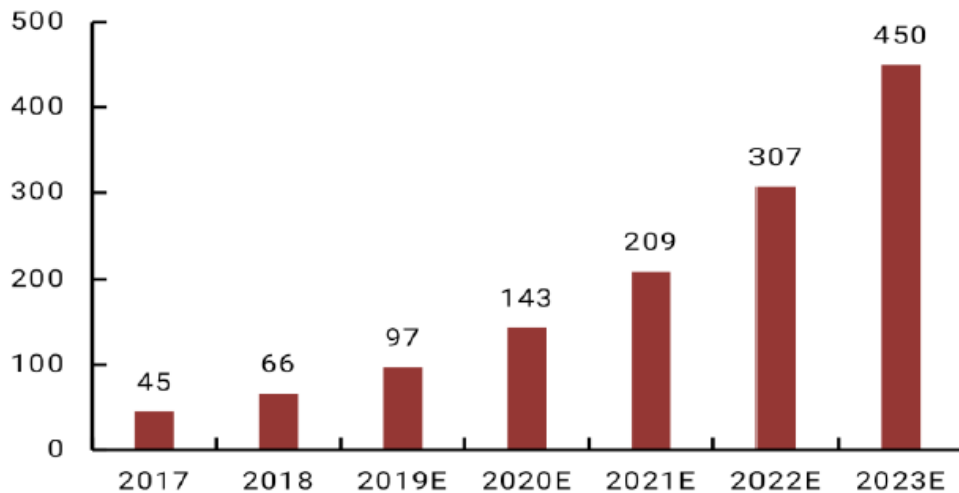
相比起自动驾驶等工业领域，AR/VR等娱乐应用领域要求比较低，技术上更便于实现，有望更早迎来投资机会。例如2019年3月NBA推出了一款适用于Magic Leap头戴设备的混合现实(mixed-reality) App，可提供沉浸式的NBA赛场观看效果。使用该头戴设备可在多个

虚拟“屏幕”上观看实时 NBA 赛事、赛事回放及比赛亮点。未来，文化传媒领域可能从内容端和平台端受益。

（一）内容端，5G 推动内容演变形态越来越富媒体化

用户内容需求和消费将持续高增长，尤其在游戏、视频等领域。在电视领域，高清、超高清视频将成为未来的主流。2019年3月国家出台《超高清视频产业发展行动计划》后，超高清概念成为全行业发力的重点。在游戏领域，云游戏将打开天花板。云游戏是以云计算为基础的游戏方式，在云游戏的运行模式下，所有游戏都在服务器端运行，并将渲染完毕后的游戏画面压缩后通过网络传送给用户。在客户端，用户的游戏设备不需要任何高端处理器和显卡，只需要基本的视频解压能力就可以了。从单机主机到端游到页游到手游，每次新媒介都带来百亿量级的行业新增量。主机游戏诞生于1958年，至2018年底已有479亿美元规模；端游发源于上世纪80年代，目前市场规模达322亿美元；页游规模从90年代至今有35亿美元；手游（智能手机+平板）爆发于2012年，至今规模超过685亿美元。据知名互联网数据中心 Statista 的汇总数据预测，云游戏市场规模已从2017年约4500万美元上升至2018年的6600万美元。而到了2023年，这一数字预计将猛增至4.5亿美元。

图1: 全球云游戏市场规模 (百万美元)



资料来源: Statista, 招商证券

接下来的五年内, 云游戏发展进度在中国可能超预期: 一方面, 2018-2019 年海内外头部厂商均在紧锣密鼓布局云游戏; 另一方面, 监管层非常重视云游戏。2019 年 8 月 1 日, 中宣部出版局局长郭义强致辞中提到云游戏将对游戏产业业态产生重大影响, 希望行业密切关注。

(二) 渠道端, 5G 环境下有望出现新的流量平台

2018 年 3 月 21 日中国广播电视网络有限公司与中信集团及阿里巴巴签署战略合作框架协议, 共同打造全国有线电视网络“全国一网”融合发展。国网未来也有望获得 5G 牌照, 同时广电手握 700MHz 黄金频谱资源, 未来发展超高清视频、AR/VR 内容、2B、2G 应用等具备广阔空间。

二、文旅融合，主题公园等文化衍生消费项目存在投资机会

随着消费升级时代的到来，越来越多的消费者已经不满足于传统的物质消费、实体消费，更多开始追求精神层面的体验和感受，追求个性化、有特色、有品位的消费。面对这种形势，推动文化与消费、旅游、体育和教育等行业有机融合，可以更好地满足人们对美好生活的追求，体验消费升级带来的享受。

（一）文化衍生品打造消费品的品牌认知

2017年，知名白酒品牌“江小白”出品原创青春文艺爱情动画《我是江小白》。这部动画在豆瓣得到了7.4的中等分数，但是作为品牌的文化形象作推广，十分成功。2019年，知名零食品牌“三只松鼠”推出动画片《三只松鼠》，推出后多日蝉联全国动画片白天时段收视第一，成功将零食品牌打造成动漫IP。

产品可以被模仿，品牌不能被复制。一个品牌能不能走得更远，做得更优秀，就看品牌之中文化内涵的价值含量。把更多文化价值植入消费产品或者消费服务中，是非常有创意的做法。未来，文化消费融合的想象空间巨大，文化消费产品既卖广告还能带货，完成生态闭环。

（二）文化消费品补充旅游场景新线下体验

在文旅部成立后，文旅融合立刻成为了投资新风口。根据新旅界研究院监测，2019年上半年，文旅行业共发生投融资事件148起，已

披露的拟投资总额为 5531.76 亿元。与 2018 年上半年相比，投融资事件和金额均有所增长，其中事件数增长 55.8%，总金额增长 15.1%。文旅产业投资呈现稳定增长态势，文旅综合体是拉动主力。

从投融资事件的数量和金额来看，这一领域的主体投向依然是文旅特色小镇和文旅综合体。从投资事件数来看，文旅特色小镇、文旅综合体等综合性文旅项目占比达到 82%；从投资金额来看，这类项目投资额达到 5329.09 亿元，占目的地资源端总投资的 97.2%。文旅融合项目由于前期投入较大，需要操盘方有丰富经验。

三、付费用户增加，知识付费、视频付费等行业存在发展潜力

“付费经济”时代到来的主要有四点原因，首先，版权制度为付费行为提供了政策保障。随着我国对版权的保护力度逐渐加大，盗版的成本也逐渐提高，从法律上为付费模式提供了保障。我国政府各部门在最近几年先后出台了《关于推动网络文学健康发展的指导意见》、《关于规范网络转载版权秩序的通知》、《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》、《关于规范网盘五福版权秩序的通知》等文件，这些文件的发布对我国文化传媒领域的版权保护起到了纲领性的指导作用。其次，娱乐消费需求的不断增加是促进付费行为产生的直接原因。根据“十三五”规划纲要，到 2020 年我国文化产业要成为国民经济支柱性产业，而近些年我国总需求的一个特点是从

物质型需求向服务型需求转变，相应的文化传媒业的支出也会逐年增加。第三，日益增长的“网生一代”是付费经济发展的群众基础。我国80后、90后以及更年轻的群体非常习惯于互联网式的生活方式，所以对于近些年来发展起来的文化传媒业互联网内容付费行为有更深的认同感。最后，移动支付为付费行为提供了技术支持。移动支付技术使得消费者随时随地进行线上支付，更加方便快捷，推动了互联网付费市场的发展。

（一）图片版权保护力度加强

近些年来，我国对于图片版权的保护力度不断加强。由于图片在互联网中分散较广并且可控制性较弱，因此图片市场一直以来的侵权情况屡见不鲜，我国图片的盗用经常出现在社交平台、自媒体和公众号等。随着近些年来我国出台了图片版权相关的法律法规，我国的行业规范也在逐步完善，同时对于图片侵权行为的惩罚力度也在逐渐加大。2017年7月，中国版权协会举办图片版权保护专题讨论会，会议指出要在“剑网行动”中多加强对图片版权领域的保护。

图像识别技术使图片付费成为可能。一方面，图像识别技术可以检测互联网上窃用正版图片的行为，并且可以从前期的识别跟踪到后期的取证进行全流程的证据获取。另一方面，图像识别技术可以对图片进行检索，具体方式是自动识别每张图片中的物体并给这个物体加上标签，这样就提高了用户搜索图片的精度并使得付费成为可能。

近年来我国图片付费行业的公司逐渐开始资本化。我国图片付费巨头视觉中国于2014年在A股主板上市，图片搜索公司全景网络于2015年在新三板上市。依靠资本市场，视觉中国上市后已成为我国视觉内容服务行业领头羊，视觉中国同时也是全球领先的视觉内容版权交易公司。视觉中国的图片按应用属性可以划分为编辑类图片和创意类图片两种，前者的授权图片只能被用于签约出版物上以新闻出版的形式刊载使用，如新华社、人民日报等发布的新闻报道；后者主要用于广告或宣传印刷品、网页、App等商业用途。

（二）音乐、视频付费行业进入快速发展期

现在我国主要视频网站提供的付费服务拥有诸多优势，比如可以观看视频免广告、拥有丰富的正版片库和更高清的播放效果等。网络综艺、电视剧、电影和动漫是付费网站的主要内容，未来随着视频网站内容的进一步丰富，付费内容的种类和数量预计都将进一步增加。内容多元化也将渗透到各垂直领域，如财经、体育、时尚、音乐等，满足更多用户的需求，通过优质多样的内容激发用户的付费意愿。

2019年暑期最火的视频为腾讯视频独播的《陈情令》，腾讯也通过《陈情令》这一视频净赚上亿。在视频临近收官之时，腾讯视频官方微博宣布《陈情令》将采取超前点播模式，只要额外付费30元，腾讯VIP会员就可以提前解锁大结局。有媒体估计，参与此次超前点播的腾讯视频VIP用户超过260万，收益超过8000万元。11月1日、

2日,陈情令国风音乐演唱会在南京连唱两场,此前开票时,最高1980元、最低627元的门票5秒之内全部售罄,网络截图显示,后来黄牛一度将最高票价叫价至15万元。《陈情令》演唱会在腾讯视频直播,VIP会员至少需要交费30元(非VIP50元)才可观看。11月2日晚结束最终直播时,直播间总人数已达到326.7万人。作为播出平台的腾讯视频,轻易又将近亿元收入囊中。再加上《陈情令国风音乐专辑》目前仍以20元一张的价格在QQ音乐售卖,根据专辑页面显示,已售出超100万张。2019年9月16日,周杰伦推出新歌《说好不哭》。此次周杰伦《说好不哭》在QQ音乐平台付费收听,单价3元,两天之内已经售出近600万张,销售额接近1800万。

预计未来5年中国娱乐产业快速增长的主要引擎是付费用户的快速增长,。促进我国视频、音乐行业付费模式发展的驱动因素主要有三个:第一个是我国国家版权政策制度的逐渐规范,第二个是用户对于拥有更好观影、听歌体验的需求,第三个是智能手机及平板电脑的快速普及,这三点分别从政策、需求和硬件三个方面确保我国未来视频付费用户会逐年增长。

四、宣扬优秀传统文化,国产动漫、主旋律影片成为投资热点

2019年5月,由人民日报新媒体发起,以庆祝中国品牌日、彰显中国文化之美为目的的创意体验馆——“有间国潮馆”在北京三里屯

正式开馆。围绕国货、国艺、国乐、国学、国漫等5大内容，“有间国潮馆”设计了流光溢彩、人间乐事、国色天香、诗情画意、古今奇观、天工开物6大创意展区，以创意方式讲述中国品牌故事。

传统文化正在年轻人之中成为一种时尚新潮。曾经饱受争议的汉服社群逐渐从小众迈向大众，成了许多年轻人的精神图腾；古筝、二胡等传统乐器走出了曲高和寡的音乐厅，登上了弹幕视频网站的播放热榜；潮牌、球鞋这些年轻人热衷的时尚消费品，开始越来越频繁地呈现和使用传统文化的符号与要素；在小说、影视、游戏、文创等领域中，传统文化为原创者们提供着源源不绝的灵感源泉，而那些从传统文化之中脱胎而生，嬗变而成的文化作品，更是备受青少年群体的追捧和喜爱。“国潮”崛起之下，借助中国美学创造、国风文学、国漫崛起的内容助力中国文化价值的重估。

（一）国产动画打开中国动画电影天花板

2012年-2019年，动画电影市场中海外进口动画电影占比从高到低，从2012年美国的《冰川时代4》的2.6%占比到2019年中国的《哪吒》的8.59%占比，历经“七年之痒”。中国人可以用最先进的动画制作技术、最低的动画制作成本，讲好属于中国的故事，并且被全民接受。未来，国产动画电影的市占率有望进一步提升，国产动画的下一步目标则是向世界人民输出好的中国形象。

（二）主旋律电影获得巨大商业成功

目前，在中国电影总票房排行榜上，前十部电影有九部是国产电影，其中4部是主旋律电影（《战狼2》《红海行动》《我和我的祖国》《中国机长》）。主旋律电影获得巨大商业成功，证明我国的文化消费从追求眼球逐步发展向追求文化价值。未来，文化消费投资将会回归理性，回归价值。

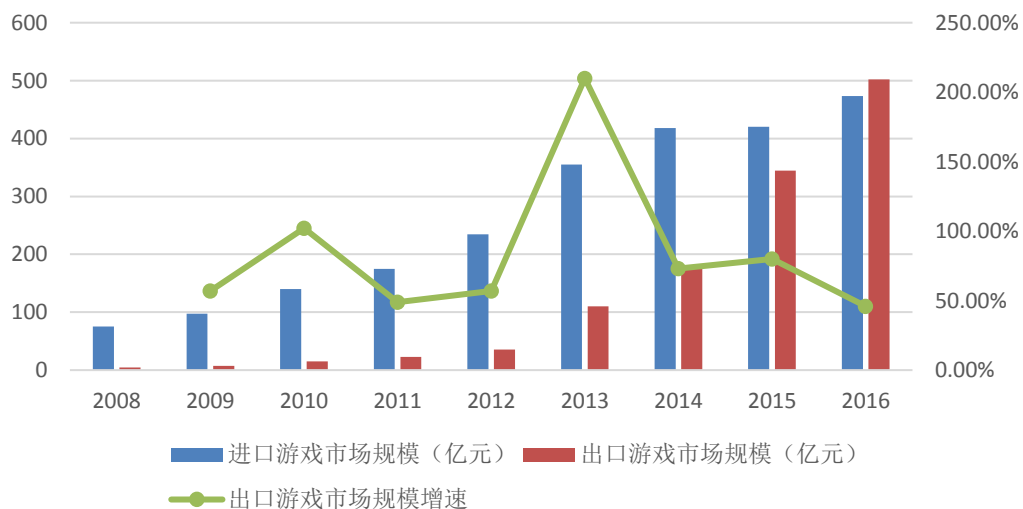
五、把握文化出海潮流，游戏出海、影视出海等方向蕴藏投资机会

（一）海外游戏市场是新蓝海

近几年我国游戏行业发展迅猛，我国的游戏产品无论从内容还是质量在国际上都属于领先水平，已经具备向海外市场发行的条件。在国内游戏行业的集中度不断加强的产业背景下，一方面未来我国的游戏市场竞争将更为激烈、产业空间也相对有限，另一方面我国的手游在国内的发展当前也面临诸多挑战。首先是手机游戏人口红利的逐渐消失。其次，我国手游推广成本相对较高，对比全球，我们可以发现中国内地单个用户的获取成本虽然不高但是相应的用户平均价值也较低，这也使得我国中小厂商生存比较艰难。最后，我国游戏行业监管逐渐趋严，2016年国家新闻出版广电总局下发规定，未经总局批准的移动游戏不能在网上出版运营。2017年文化部规定网络游戏服务提供者应该采取技术措施限制未成年人玩手机游戏的时间，诸多的政策限制也加大了我国中小型游戏厂商在国内生存发展的难度。

海外游戏市场的业务拓展将成为我国游戏公司拓展的新方向。根据游戏工委数据显示，2016年我国游戏厂商出口规模502亿元人民币，同比增长45.6%，首次超过进口规模。2018年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达95.9亿美元，同比增长15.8%。出海增速已经超过国内游戏市场实际收入增速5.3个百分点。现在，国内龙头游戏公司如腾讯、三七互娱等已经全面展开了海外平台的布局，深度聚拢用户，注重对用户的深度运营，为今后更好的游戏出海打通拓展渠道。

图2： 2008-2016年中国进出口游戏市场规模



资料来源：游戏工委

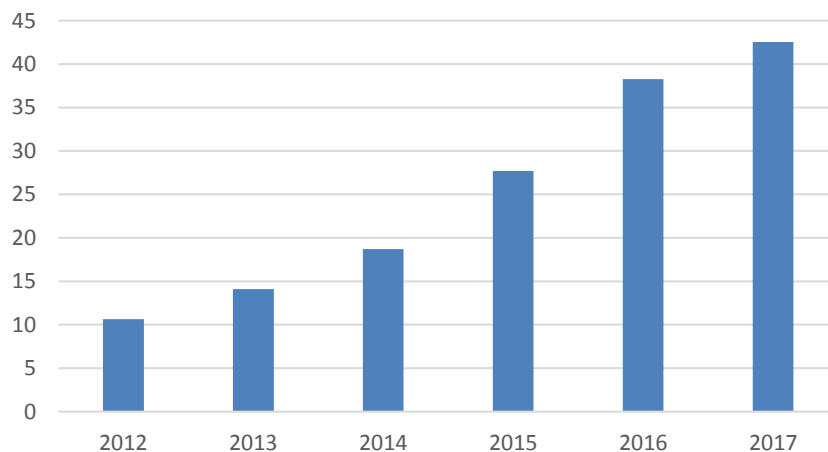
(二) 影视出海蓄势待发

2017年9月，总局下发《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》，表示支持电视剧“走出去”。同年11月，中国国际电视总公司发起成立“影视文化进出口企业协作体”，旨在打造对外传播中国

影视作品的集成平台。同年12月，华策影视、华谊兄弟、爱奇艺等10家中国影视企业宣布成立中国电视剧（网络剧）出口联盟，以“抱团出海”形式改变单打独斗的行业旧习。

我国电视剧进出口市场在2015年迎来拐点：据统计数据，当年进口额2.95亿元，进口数量126部，出口额3.77亿元，出口数量381部，出口额自2008年以来首次超过进口额。我国电视剧出口总体情况保持良好增长态势，未来依旧存在巨大空间。电影方面，2017年我国电影海外收入达42.53亿元，同比增长11.19%，创历年新高。但伴随未来我国经济的持续对外开放和“一带一路”的推进，有望继续开拓欧美、非洲、拉美等各地海外市场。

图3：2012-2017年我国电影海外收入（亿元）



资料来源：Wind

近几年，影视出海渠道也从国家推荐到中介机构市场化代理。2019年，《延禧攻略》改名为《璎珞·紫禁城燃烧的逆袭王妃》，于2月18日登陆日本电视台日本频道卫星剧场，并在播出时间上拿下了

晚9点的黄金时段。YouTube上，截至2019年1月10日，《延禧攻略》单集最高播放量为421万，远超《甄嬛传》的250万，片尾曲《雪落下的声音》播放量达1356万，剧集总播放量超1.2亿。而据爱奇艺方面消息，《延禧攻略》目前已发行至全球90余个国家和地区，进入传统的电视台、光碟或蓝光影音领域。

六、文化消费产业的投资风险

（一）文化消费产品前期投入高，回报周期长的风险

文化消费产品投入较高，投资回收期较长，投资风险较大。以影视业为例，前期需要启动资金较大，产业链也较长，影响投资回报的不确定因素较多，从产品前期制作到市场发行、票房及广告收入等，在各个环节都存在一定的风险。此外，文化消费产品从创作、培育到成型的周期一般比较长，投资过程中先期投入的资金并不能产生好的效益，尤其是用于形成固定资产的文化基本建设投资，投资回收期更长，且投资回报依赖于市场化运作。

（二）文化消费产品收益不确定性大的风险

文化消费产品无论就生产还是消费都具有很大的不确定性，因此投资文化消费产业要承担巨大的市场风险。一般来说，文化消费产品经济功能是通过其社会功能实现的，这些和消费者紧密相关。而消费者花销在文化产品上往往不可预测，这就注定文化产业是一个高风险的产业。文化消费产品在起初是依赖艺术创造者的个人因素，这一切

也是不可预测和控制的，这无形中也增加了文化产品的不确定性和风险性。

（三）文化消费产业人员流动大的风险

文化消费产业投资主要由无形资本的投资等元素组成。文化消费产业投资结构的发展表现为：货币资本与其他智力、技术、信息等资本相融合，许多国家将文化消费产业称为创意产业，由此可见创意、知识、品牌、管理等文化产品价值实现中发挥着重要的作用。文化产业的竞争不再是单纯的物质资本竞争，在当今社会更是无形资本等综合实力的竞争，尤其是人才的竞争。

（四）文化消费产业政策监管严格的风险

文化消费产业既有经济属性又有政治属性，尤其是其中的大众传播产业，作为党和国家的重要媒体，其一直在最突出的地位，使得其相对其他行业而言计划经济色彩更浓，行业受政策的影响更多。政策风险对于准备投资文化消费的资本至关重要。随着体制的改革和市场经济的逐步深化，我国文化消费产业开始注重市场经济效益，进行产业化、市场化经营的探索，国家的相关政策对此行业至关重要。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。