



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

关注产业生态演变 把握内容投资主线 ——2018年传媒行业中期投资策略

2018年8月3日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理:

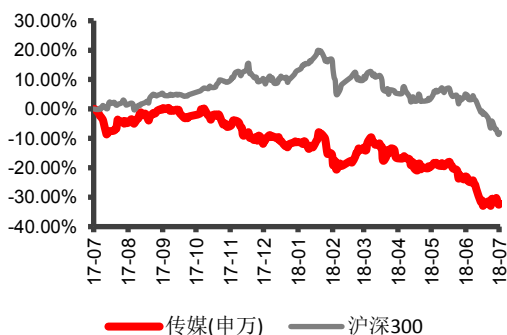
王丽丽

执业证书编号: S1380116110015

联系电话: 010-88300857

邮箱: wanglili@gkzq.com.cn

申万传媒与沪深300指数走势对比情况



数据来源: Wind

行业评级

中性

相关报告

- 1、板块内多公司一季报业绩预喜——文化传媒行业周报
- 2、板块表现较为活跃 把握业绩及主题性机会——文化传媒行业周报
- 3、行业释放积极信号 重点关注一季度业绩——文化传媒行业周报
- 4、行业2017成绩单出炉 市场规模保持高速增长——文化传媒行业周报
- 5、消费升级叠加内容驱动, 细分龙头引领行业发展——2018年传媒行业投资策略

内容摘要:

- 行业增速有所回升, 业绩分化仍在加剧。板块整体营收及利润保持增长态势, 2018年一季度净利润环比改善明显。单季度净利润同比增长12.75%, 环比增长9.03%。
- 内容产业: 视频、直播等流媒体崛起 平台化格局引发行业变革。马太效应加速业绩分化, 产业生态演变进入新的阶段, 呈现出三大特点: 渠道趋于多样化, 内容获取更便捷; “平台+用户”, 流量入口助推行业增长; 科技进步促进行业生态演变, 内容驱动为行业发展提供长期动力。下半年仍建议把握内容主线甄选行业投资机会。

电影: 国产电影佳作频出, 电影市场全年乐观。电影行业自年初以来保持稳健复苏态势, 行业景气度持续提升。电影生产逐渐回归内容本质, 更多高质量国产影片开始涌现, 全年行业增速预计在10-20%之间。我们认为电影市场投资逻辑仍遵循内容+渠道下沉+规范化发展三大核心逻辑。关注行业龙头光线传媒、中国电影、万达电影以及多次票房亮眼的影视公司北京文化。

游戏: 移动游戏垂直领域潜力大, 游戏出海势头强劲。2018年上半年游戏行业仍保持较快增长, 我们认为A股二线游戏龙头在移动游戏细分市场以及海外市场的增长仍具有较大潜力。建议关注具有开发优质游戏产品综合实力、拥有平台及用户资源(与腾讯等平台级公司持续合作)较早涉足游戏出海领域的行业龙头公司, 如完美世界、中文传媒等。

付费内容领域: 流量与内容的双引擎付费模式已建立。付费内容领域是同时具备前述三大产业新生态特征的新兴文化领域。通过早期的磨合, 现已形成较为完备的商业转化模式。建议关注A股付费内容相关标的芒果超媒、新经典以及视觉中国。

- 教育板块受益于刚性需求及政策红利, 低估值下更显投资价值。A股教育公司经过过去几年的重组整合, 协同效力有望在2018年下半年到2019年开始逐渐释放, 加之当前A股教育板块与美国和港股的教育板块估值已形成较为明显的倒挂。低估值、高成长的特性有利于提升教育板块的安全边界。关注早教及K12领域相关标的, 如三垒股份和凯文教育。
- 风险提示: 游戏、影视、文学产品市场反应低于预期; 传媒板块公司业绩低于预期或业绩增速下滑; 黑天鹅事件对公司股价的剧烈冲击; 付费内容、教育等新兴产业的政策性风险; 宏观经济大幅波动对文化领域的负面影响; 国内外二级市场系统性风险。

目录

1. 2018 年上半年传媒板块回顾	4
1.1 传媒板块业绩回顾.....	4
1.2 传媒板块市场表现.....	7
2. 2018 年下半年传媒板块投资策略	11
2.1 内容产业：视频、直播等流媒体崛起 平台化格局引发行业变革	11
2.1.1 行业演变三大特点.....	12
2.1.2 细分行业投资亮点.....	15
2.2 教育：刚性需求携政策红利，低估值下更具投资价值.....	21
2.2.1 教育行业受益于政策红利 市场空间庞大.....	22
2.2.2 教育刚性需求旺盛 重点公司业绩释放有望加速.....	22
3. 投资建议及关注个股	24
4. 风险提示	25

图表目录

图 1：2018 年初至今各行业板块表现	4
图 2：申万传媒板块营业收入与增速（%）变化	6
图 3：申万传媒板块净利润与增速（%）变化	6
图 4：传媒各子板块营业收入同比增速	6
图 5：传媒各板块归母净利润增速变化情况	6
图 6：上半年申万传媒与沪深 300 月度表现对比	8
图 7：申万传媒二级子板块过去一年累计回报（%）	8
图 8：申万传媒三级子板块半年度跌幅	8
图 9：各行业基金持仓季度变化情况	9
图 10：申万传媒板块最近一年估值溢价率（PE TTM）	10
图 11：申万传媒二级子板块最近一年估值变化（PE TTM）.....	10
图 12：传统媒体与新媒体构成多样化的渠道	12
图 13：国产电影网络与院线平均窗口期持续缩窄	13
图 14：2011-2018 年网络视频行业市场规模	13
图 15：2016-2020 年中国短视频行业市场规模及预测	14

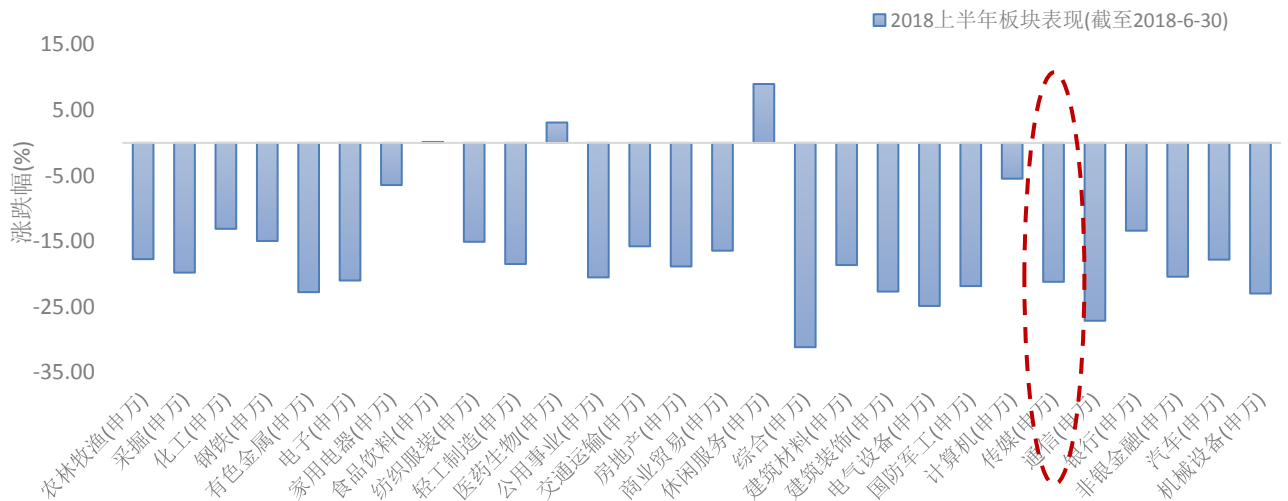
图 16: 主要短视频 APP 月活用户数 (2017/12, 万人)	14
图 17: 2017 年国内内容行业用户满意度与期望度对比	15
图 18: 电影票房收入与观众口碑息息相关	15
图 19: 2018 年 1-6 月各月电影票房收入及增速	16
图 20: 2018 年各档期票房情况及同比增速	16
图 21: 渠道下沉对于票房收入的贡献持续提升	16
图 22: 2018 年上半年影投公司票房及市占率 (截至 20180731)	16
图 23: 游戏行业整体市场规模及利润增速情况 (%)	17
图 24: 游戏行业用户规模及其增速 (%)	17
图 25: 截至 2017 年 12 月游戏细分板块市场占有率 (%)	18
图 26: 移动游戏行业市场规模及利润增速情况 (%)	18
图 27: 主要公司市场份额情况 (截至 2017 年年报)	18
图 28: 重点网络游戏企业 2017 年营收规模	18
图 29: 手游规模占比最大, 垂直细分领域具备潜力	19
图 30: 游戏出海势头强劲	19
图 31: 总部位于中国的游戏公司游戏的海外下载量	19
图 32: 总部位于中国的游戏公司的海外用户总支出	19
图 33: 内容付费领域的商业转化过程	20
图 34: 用户对内容付费意愿及付费金额分布情况 (2017)	21
图 35: 在线教育市场规模及增速情况	23
图 36: 高档教育消费也在逐年提升	23
图 37: 在线教育潮受益于政策、资本及技术利好, 增长显著	23
表 1: SW 传媒板块单季度财务情况 (单位: 万元)	5
表 2: SW 传媒三级子板块 2018 年年初至今走势与业绩变化对比	7
表 3: 申万传媒个股 2018 年上半年表现	10
表 4: 2018 年二季度机构重仓传媒公司	11
表 5: 2018 年海外上市的视频直播平台	11
表 6: 内容付费重点标的 2017 年业绩及 2018 年上半年市场表现	21
表 7: 传媒板块重点公司估值情况	25

1. 2018 年上半年传媒板块回顾

2018年上半年，传媒板块未改此前态势，依旧以调整为主基调。2月春节过后，受电影板块春节强利好带动，整体保持了将近一个月的较强走势，最高涨幅达12.83%。之后受到外围市场利空及宏观因素、政策趋紧及板块业绩增速下滑等多重压力共同作用，重返弱势。

截止2018年6月30日，申万传媒板块自年初跌幅达21.2%，位居申万28个一级行业中排名第21，板块整体TTM市盈率37.83倍。

图 1：2018 年初至今各行业板块表现



资料来源：Wind、国开证券研究部

1.1 传媒板块业绩回顾

行业增速有所回升，业绩分化仍在加剧。2017年，申万传媒板块营业收入（剔除乐视网及*ST公司）总计5159.89亿元，同比增长19.9%；归母净利润为560.6亿元，同比增长6.78%。2018年一季度传媒行业营收为1223.4亿元，同比增长17.28%；行业净利润在剔除乐视网、*ST以及光线传媒非经常性损益后，增速仅为11.57%，增长明显放缓。板块整体毛利率为39.76%。

随着马太效应的增强以及行业格局的演变，游戏、营销等子板块的市场集中度明显提升。缺乏核心竞争力的中小公司的市场空间受到强烈挤压，后继业绩的增长动能取决于对新的市场机会的挖掘，存在一定的不确定性。

表 1: SW 传媒板块单季度财务情况 (单位: 万元)

	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入	12,485,766.34	12,688,259.48	15,992,929.17	12,234,488.76
同比增长	24.52%	24.87%	15.25%	17.28%
环比增长	19.69%	1.62%	26.05%	-23.50%
营业成本	8,909,861.79	9,274,205.82	11,615,537.61	8,753,671.20
毛利率	40.13%	36.81%	37.69%	39.76%
销售费用	931,112.64	938,472.67	1,211,952.56	936,498.68
管理费用	1,060,178.57	1,096,869.97	1,447,687.61	1,108,000.11
财务费用	56,332.16	67,992.08	82,962.88	100,970.51
期间费用率	16.40%	16.58%	17.15%	17.54%
投资净收益	362,732.53	235,193.27	1,564,907.59	100,970.51
营业利润	1,895,848.04	1,412,791.65	1,576,802.13	1,765,787.18
同比增长	36.33%	5.66%	1.71%	26.50%
环比增长	35.82%	-25.48%	11.61%	11.99%
营业外收入	21,410.68	97,145.73	136,702.45	30,557.23
营业外支出	22,359.13	12,976.37	54,277.79	9,617.98
利润总额	1,894,511.28	1,496,961.00	1,659,226.78	1,786,726.43
同比增长	21.31%	-0.19%	-12.36%	15.42%
环比增长	22.38%	-20.98%	10.84%	7.68%
所得税	188,107.27	148,531.95	176,744.05	212,137.85
所得税率	9.93%	9.92%	10.65%	11.87%
归母净利润	1,628,144.74	1,287,230.52	1,367,985.93	1,491,485.64
同比增长	21.95%	1.08%	-13.41%	12.75%
环比增长	23.08%	-20.94%	6.27%	9.03%

资料来源: Wind、国开证券研究部

从营收及利润增速来看,板块整体仍处于增长态势;2018年一季度净利润相比2017年4季度有明显改善。在考虑季节性因素扰动的前提下,行业利润增速在10%左右,我们认为一季度行业利润提升主要得益于以下几点:电影市场开门红;广告行业持续复苏,互联网营销行业维持高景气增长;消费升级背景下内容付费领域高毛利率和高盈利性对业绩产生了积极贡献。

图 2: 申万传媒板块营业收入与增速 (%) 变化

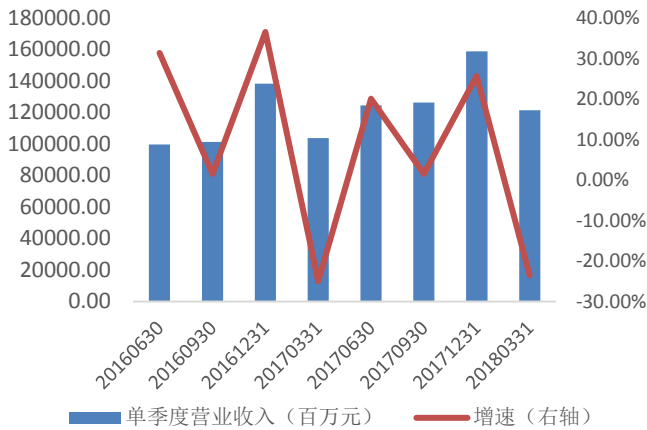
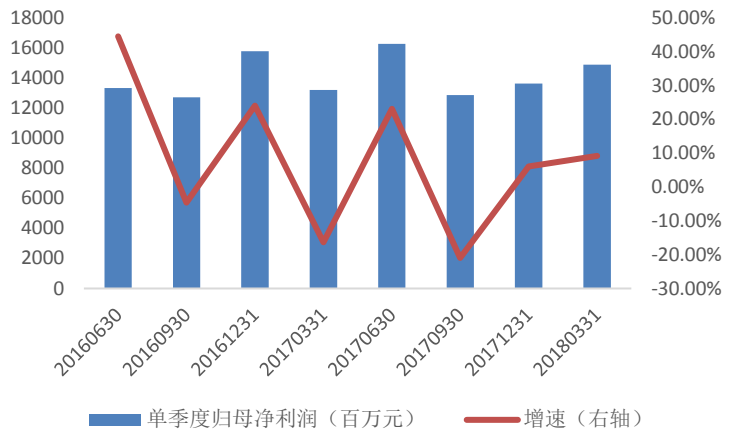


图 3: 申万传媒板块净利润与增速 (%) 变化

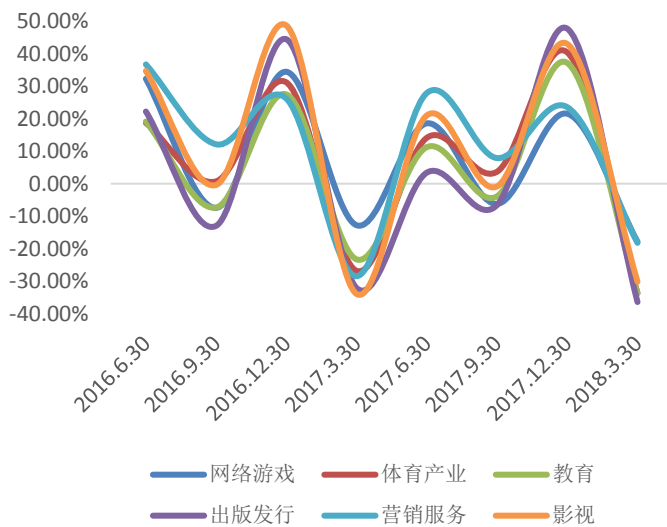


资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

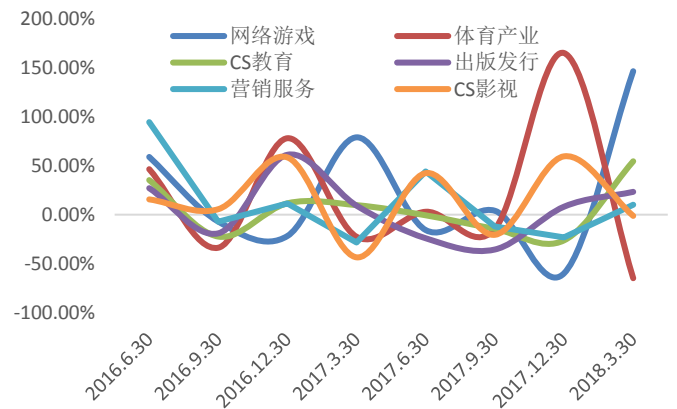
从主要的子板块情况看,一季度受季节性因素影响较大,但营收整体保持稳定。从利润方面看,多数子板块利润在2017-2018年之间保持增长。2018年一季度,网络游戏、教育、营销服务及出版行业的净利润增速均为正增长。影视行业受到季节性因素作用明显,一季度整体利润增速出现下滑。

图 4: 传媒各子板块营业收入同比增速



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 5: 传媒各板块归母净利润增速变化情况

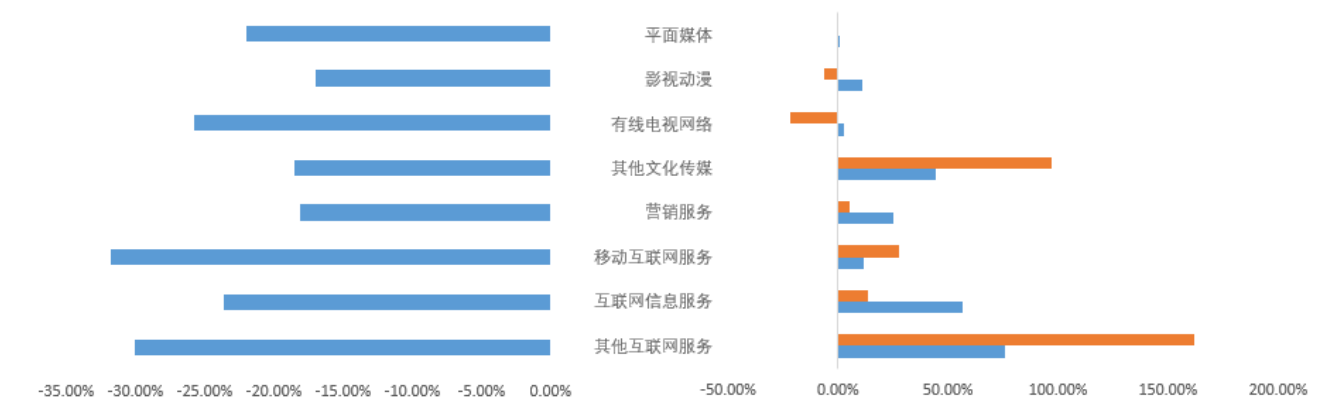


资料来源: Wind、国开证券研究部

整体来看，2018 年以来行业业绩表现一般，收入增长的同时，增速却有所下滑。对比 2018 年年初至今各板块的市场表现，二级市场走势与基本面之间仍存在一定背离，特别是对于新媒体公司居多的互联网服务领域，行业在保持稳定增速的同时，二级市场表现并不尽如人意。

我们认为，上半年内外部环境的诸多不确定性对整个二级市场形成一定冲击。行业利润增速趋降引发投资者对业绩增长的持续性担忧是上半年板块继续大幅下挫的主要原因。

表 2: SW 传媒三级子板块 2018 年年初至今走势与业绩变化对比



资料来源: Wind、国开证券研究部

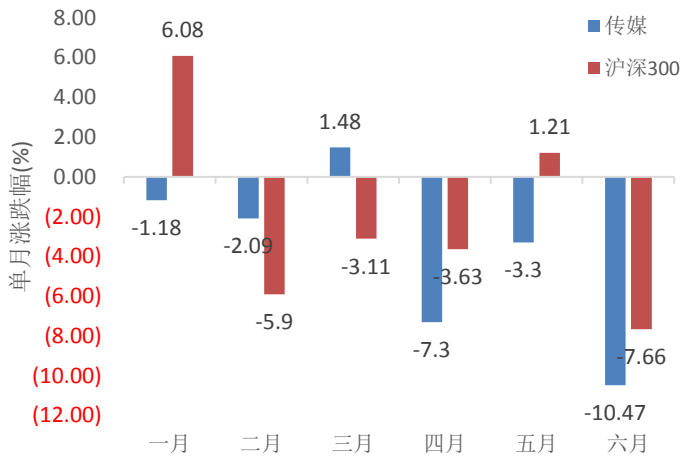
1.2 传媒板块市场表现

总体来看，2018年上半年传媒板块走势未改，仍以调整为主。通过对比沪深300的月度数据，我们可以清晰看出传媒板块在二月和三月期间的表现优于沪深300指数，累计超额回报8.4%。除此之外的其它月份，板块表现均弱于市场。我们认为造成这种差异的原因主要有以下几个：

第一，年初反弹是板块经历长达两年调整后，市场对估值改善的预期叠加春节档票房刺激共同作用形成的。当时大盘已经历了将近一年上涨，调整压力加大。二者相互影响，形成了二三月间传媒板块与大盘反向走势。

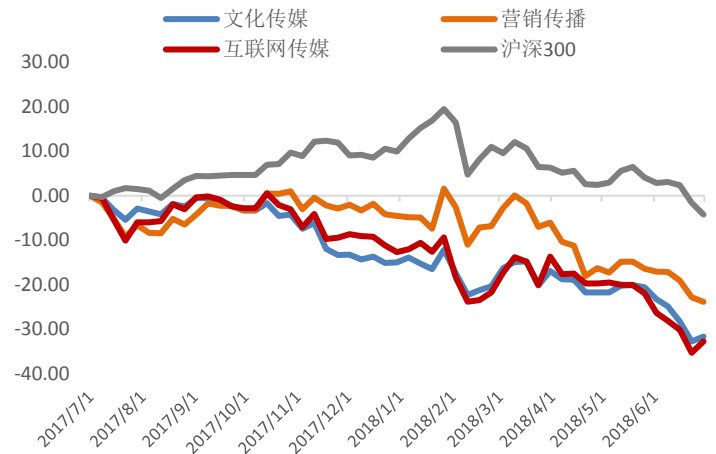
第二，三月份以后，外围市场特别是美国股市开始走弱，拖累A股市场。而传媒板块一季度业绩增速放缓引发投资者对板块业绩增长持续性担忧。因此，传媒板块在四到六月形成了较明显下跌。

图 6: 上半年申万传媒与沪深 300 月度表现对比



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 7: 申万传媒二级子板块过去一年累计回报 (%)

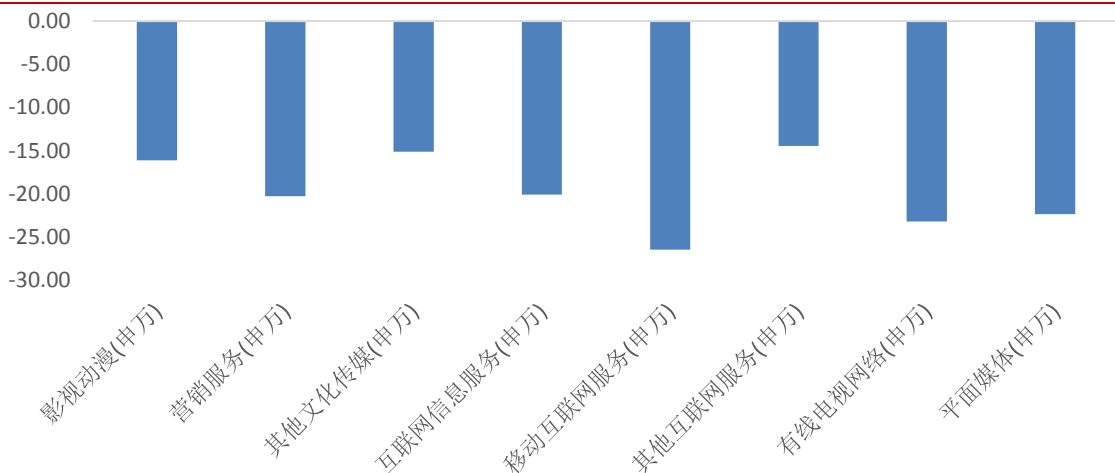


资料来源: Wind、国开证券研究部

从子板块情况来看,申万传媒二级行业上半年总体趋势仍以调整为主,震荡过程中并未形成较强的反弹势力。截止到6月30日,文化传媒,营销传播和互联网传媒自年初累计跌幅分别为19.7%、20.28%和22.97%。从一年期滚动收益看,仅营销传媒板块受益于行业回暖,跌幅相对较少,但仍下跌了23.89%,严重落后于沪深300TTM回报率-4.25%。

申万传媒三级子板块略有分化,但方向上并无明显差异。移动互联网服务板块2017年调整相对较少,补跌叠加市场因素,上半年在三级子板块中表现最不尽如人意,半年跌幅26.46%。

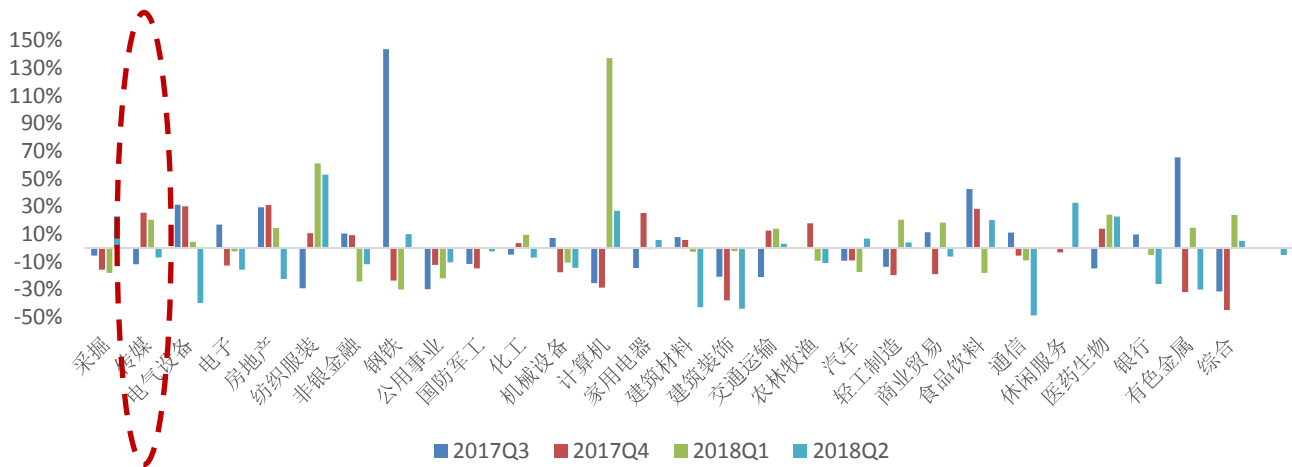
图 8: 申万传媒三级子板块半年度跌幅



资料来源: Wind、国开证券研究部

从机构持仓情况看，过去一年间传媒板块基金持仓一直处于低配状态，单季度持仓占比在2-3%之间。但同时，我们发现自2017年四季度以来传媒板块的基金持仓占比正小幅回升。截至2018年二季度末，传媒板块基金持仓占比为3.57%。从环比增幅上看，机构在过去四个季度正在加大对传媒板块的配置，从市值总量维度计量的环比增幅分别为-11.73%、25.39%、20.30%及-6.78%。

图 9：各行业基金持仓季度变化情况

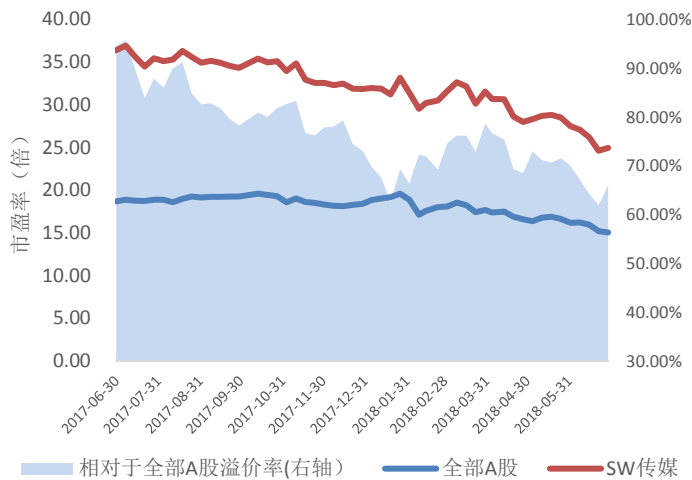


资料来源：Wind、国开证券研究部

考虑到上半年市场整体的调整因素，A股市值总量仍在下降。因此，机构对板块的配置需求实际上可能更高。我们认为传媒板块作为文化产品，其消费属性对应的市场需求远未得到充分满足。板块在经历长达三年之久的下跌之后，业绩突出的行业龙头个股的成长性和市场表现严重错位，被错杀的可能性较大。因此，相关个股的反弹能力将进一步加大板块的配置空间。

板块估值处于历史低位。截止到2018年6月30日，申万传媒板块按整体法计算的市盈率（剔除负值）仅为25.84倍，相对全部A股的估值溢价率为64.66%，明显低于2017年底的78.06%。加之已经历了三年的调整周期，板块整体估值水平已处于历史低位，与市场整体相比的风险敞口呈现收窄态势，投资价值逐渐提高。

图 10: 申万传媒板块最近一年估值溢价率 (PE TTM)



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 11: 申万传媒二级子板块最近一年估值变化 (PE TTM)



资料来源: Wind、国开证券研究部

从二级子板块估值水平来看,在剔除负值及PE在100倍以上的极值基础上,三大子板块PE在2017年下半年至2018年上半年,仍呈现调整状态。其中,2017年估值最高的互联网传媒的下调程度最高,而营销传媒子板块在行业复苏背景下估值呈现弱U型走势,具有一定反弹动力。

从个股情况上看,随着视频网站爱奇艺、哔哩哔哩以及多个直播平台的海外上市,平台化、数字化等带有互联网特性的A股传媒公司上半年走势优于其他公司。我们认为原因主要有二:消费升级带来的文化消费需求的迭代升级,拥有平台属性的公司更适应市场发展需求;平台对应流量,而流量是衡量价值的重要因素,进而促进公司业绩转化。

表 3: 申万传媒个股 2018 年上半年表现

涨幅前 10 名 (%)		跌幅前 10 名 (%)	
上海钢联	59.60	*ST 巴士	-77.78
视觉中国	47.40	乐视网	-76.78
当代东方	39.36	文投控股	-66.22
新经典	25.41	东方网络	-52.96
麦达数字	23.46	恺英网络	-51.02
东方财富	22.30	华谊嘉信	-49.36
大晟文化	17.93	联建光电	-48.74
华扬联众	16.85	长城影视	-46.17
中体产业	13.23	天神娱乐	-45.85
智度股份	11.33	天舟文化	-45.26

资料来源: Wind, 国开证券研究部

表 4：2018 年二季度机构重仓传媒公司

持股市值前十位			持股占流通股前十位	
名称	持股总市值 (万元)		名称	持股占流通股比(%)
1	分众传媒	1,460,756.34	慈文传媒	26.14
2	东方财富	469,566.51	新经典	23.28
3	慈文传媒	251,614.34	分众传媒	19.65
4	完美世界	146,099.89	广博股份	16.92
5	光线传媒	106,060.59	完美世界	9.39
6	昆仑万维	103,225.81	金逸影视	8.70
7	生意宝	84,069.25	东方财富	8.00
8	上海钢联	187,295.06	昆仑万维	6.69
9	新经典	60,334.75	上海钢联	6.67
10	蓝色光标	56,052.89	生意宝	6.63

资料来源：Wind、国开证券研究部

2. 2018 年下半年传媒板块投资策略

2017 年下半年开始，文化传媒一二级市场发生了一系列变化，行业进入新的变革期。我们认为，2018 年下半年内容产业板块和教育板块最可能产生投资机会，下面将逐一对其进行基本面及投资逻辑的梳理。

2.1 内容产业：视频、直播等流媒体崛起 平台化格局引发行业变革

2018 年上半年，爱奇艺、虎牙等四家视频以及直播平台在海外上市，以平台为媒介、围绕网生及海量 PGC、UGC 内容布局的互联网企业相对于传统内容渠道后来居上，凭借其丰富的网络资源聚拢了大量的用户资源。而入局相对较晚的短视频行业更是成为资本争相竞逐的主战场。在流媒体已成大势所趋的今天，一方面传统媒体行业已经进入全面转型期，另一方面新媒体的变现模式逐渐清晰，形成了多元化的媒体网络，传媒行业进入以社区、平台等新业态为主的发展阶段。

我们认为，当前的传媒行业在经历生态演变的同时，呈现出如下三大特点：①渠道趋于多样化，内容获取更便捷；②“平台+用户”，流量入口助推行业增长；③科技进步促进行业生态演变，内容驱动为行业发展提供长期动力。

表 5：2018 年海外上市的视频直播平台

证券代码	证券简称	上市首日总市值 (当地货币, 单位亿元)	上市日期	上市地点	所属 GICS 四级行业
IQ.O	爱奇艺	110.05	2018/3/29	纳斯达克	互联网软件与服务
3700.HK	映客	85.86	2018/7/12	香港联交所	家庭娱乐软件
HUYA.N	虎牙直播	32.37	2018/5/11	纽约证券交易所	互联网软件与服务
BILI.O	哔哩哔哩	31.30	2018/3/28	纳斯达克	互联网软件与服务

资料来源：Wind、国开证券研究部

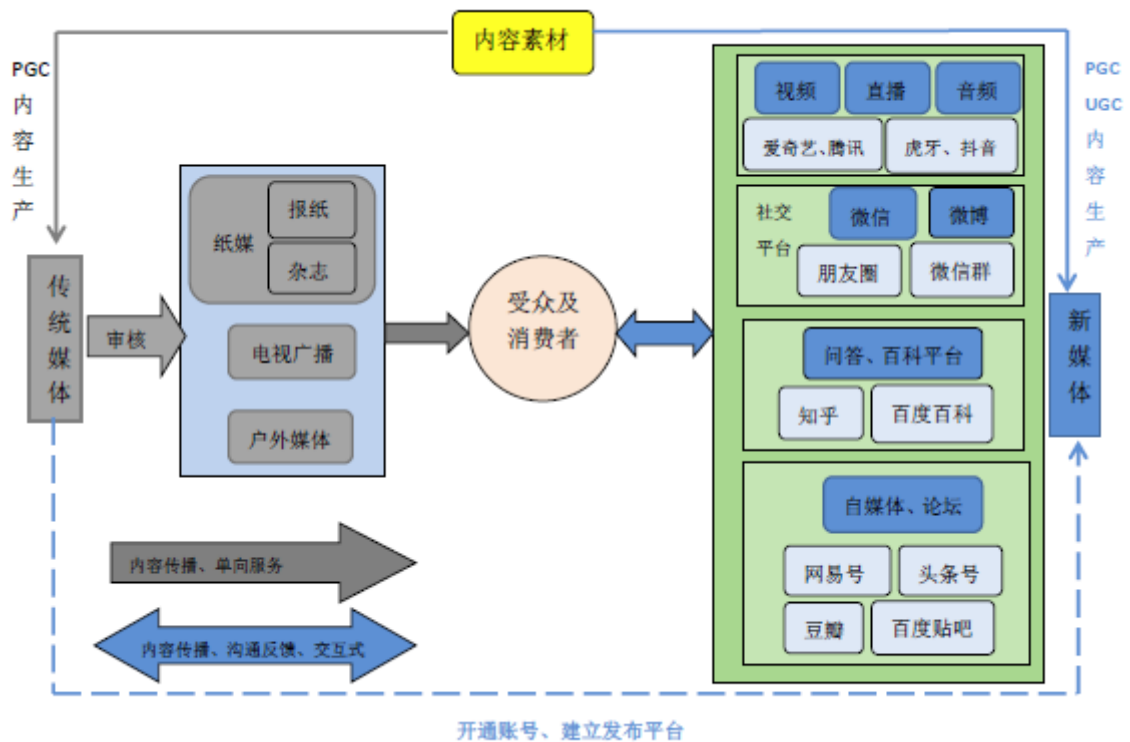
2.1.1 行业演变三大特点

1、渠道趋于多样化，内容获取更便捷

随着互联网带宽提高、网费下调，移动互联网渗透率过去几年急剧提升(>90%)，平台化的互联网社交媒体深入人心。文化领域的消费模式正从传统单纯的线下消费向线上+线下消费融合转变，传统渠道已不能满足科技进步带来的消费需求的变迁。新媒体的多元化发展，形成了以专业视频、音频(包括音乐类和有声图书等)渠道为主的PGC与直播、社交平台网络、自媒体以及问答平台等UGC相互渗透，交叉共荣的新型传媒生态。

在渠道极大丰富的同时，相比电视、广播、纸媒等传统渠道，用户花费了更多地时间在移动应用上。根据极光大数据的《2017年Q4暨全年移动互联网行业数据研究报告》，2017年第四季度每个移动网民手机中平均装有40个应用程序(APP)，人均日APP使用时常已达到4.2小时。

图 12: 传统媒体与新媒体构成多样化的渠道



资料来源：国开证券研究部

基于以上渠道端的不断扩充和丰富，用户及消费者获取信息呈现多元化。与此同时，信息获取的数量更多且获取时间正在大幅缩短。以网络和院线电影的窗口期为例，2012年以前平均窗口期超过3个月。近几年来该周期持续下降。2016-2017年网络与院线国产片平均窗口期已缩短至45天，进口片缩短至85天。

图 13: 国产电影网络与院线平均窗口期持续缩窄

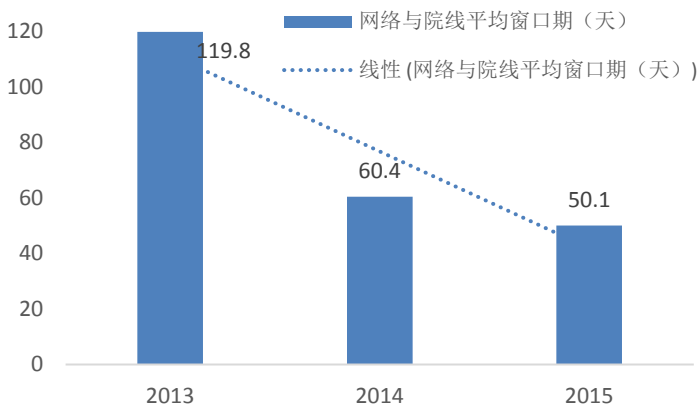
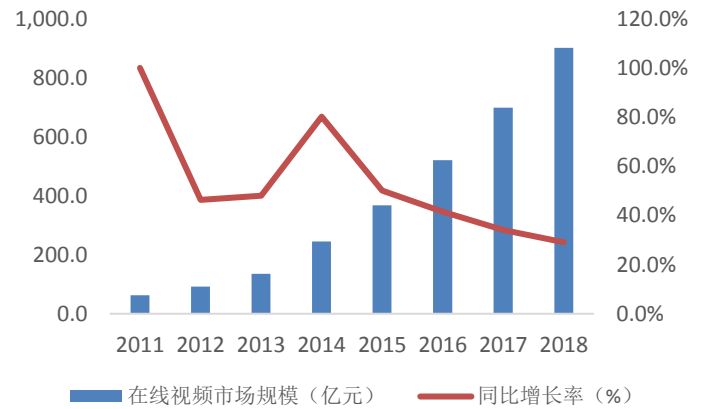


图 14: 2011-2018 年网络视频行业市场规模



资料来源：亿欧网，国开证券研究部

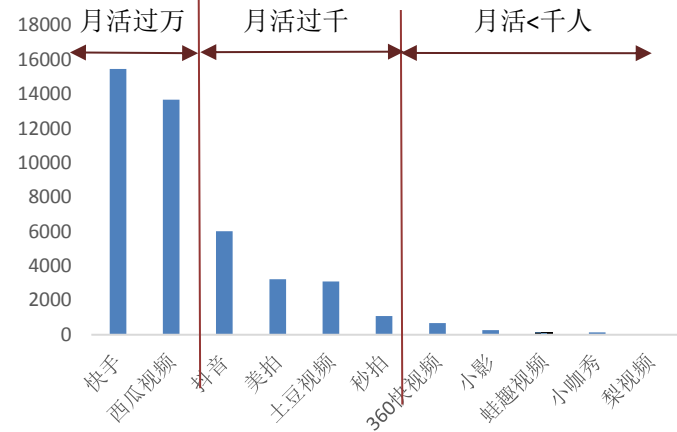
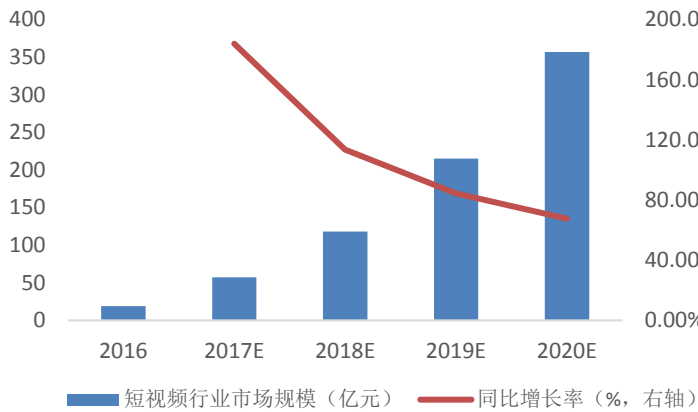
资料来源：艺恩咨询，国开证券研究部

网络视频行业规模在过去几年间突飞猛进。2011年视频行业规模为62.7亿元，到2018年这一数字有望突破900亿元，七年的CAGR高达46.4%。QuestMobile数据显示，爱奇艺2018年6月月活跃用户数为5.27亿人，月日均活跃用户数为1.30亿，位居移动视频市场行业前列。规模提升的同时，视频平台伴随变现能力的改善。官方数据显示，2017年腾讯视频付费用户数量已经达到6259万，全年月均ARPU（Average Revenue Per User）为13.9元，总收入已超过8.7亿，体量可观。

除了传统意义上的视频网站外，短视频及直播领域的竞争更是趋近于白热化。各大互联网厂商分别从平台和内容入手，布局短视频领域。到2017年年底，短视频行业已经进入竞争格局趋于稳定的成熟发展阶段。

图 15: 2016-2020 年中国短视频行业市场规模及预测

图 16: 主要短视频 APP 月活用户数 (2017/12, 万人)



资料来源: iResearch, 国开证券研究部

资料来源: 比达咨询、国开证券研究部

2、“平台+用户”，流量入口打开行业增长空间

过去两年，腾讯收入屡创新高，反复印证了平台级流量入口的增长逻辑。平台企业通过同时和几类客户发生交互，形成“跨边网络外部性”。用户作为流量入口，在消费升级背景下付费意愿增强。“平台+用户”形成引流作用，社区化业务模式进一步增强用户粘性，二者结合，从而打破增长瓶颈。这种业务模式现已成为行业发展的典范模式。从传统媒体公司转型到新兴互联网公司运作，其基础常取决于平台的建立以及平台之上的流量变现能力。

我们认为，平台型业务模式具有其特有的优势，首先平台化有利于用户成本的下降；社区化运营有利于维护用户粘性，增强用户忠诚度；最后围绕用户基础实现商业转化。根据中国传媒大学的《中国广告主生态调查报告》显示，中国广告主媒体广告投放费用预算分配比例自 2016 年开始向互联网渠道倾斜以来，2017 年互联网渠道的广告投放量已经超过 32%，高于传统电视媒体投放量 10 个百分点。央视市场研究股份有限公司 (CTR) 发布的《2017 年中国广告市场回顾》中也显示，传统媒体广告市场 2017 年增长仅为 0.2%，而互联网广告刊例收入增长高达 12.4%。由此可以看出，互联网平台的流量价值正在凸现且增速迅猛。

3、科技进步促进行业生态演变，内容驱动为行业发展提供长期动力

基于大数据、人工智能乃至区块链的科技工具对行业产生了深远影响。作为一个以数字、文字、图片以及视频等为主要载体的行业，与大数据技术和人工智能有着得天独厚的切入点。根据 Future Today Institute 发布的年度技术趋势报告，目前已有包括实时机器学习、机器阅读理解、音频视频算法等 85 项影响传媒行业的技

术趋势的应用出现。例如依靠用户画像形成精准内容营销以及 2016 年影片《比利·林恩的中场战事》首次采用 120 帧的拍摄技术等正在潜移默化地影响着消费者的选择和体验。

我们在剖析技术影响对行业发展的变革中，也发现在信息量极大丰富以及消费体验不断改善的同时，回归内容本真仍是行业制胜的关键。

图 17: 2017 年国内内容行业用户满意度与期望度对比

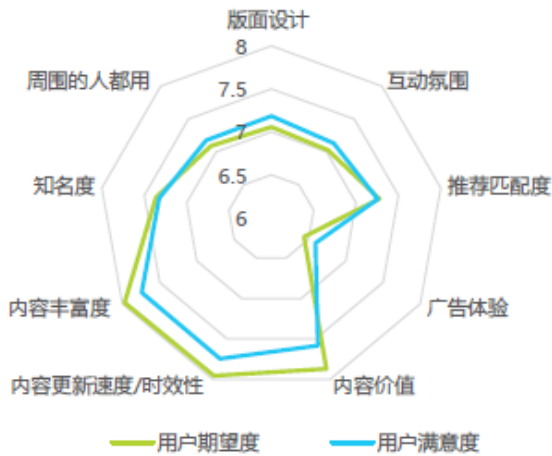
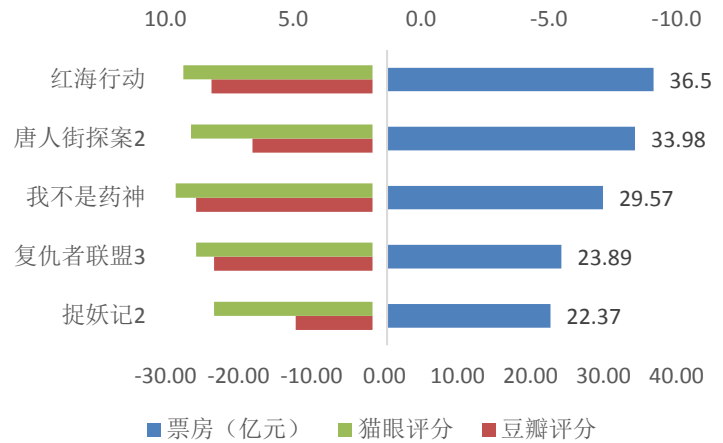


图 18: 电影票房收入与观众口碑息息相关



资料来源: iResearch、国开证券研究部

资料来源: 猫眼、国开证券研究部

综合来看，我们认为渠道升级的着眼点聚焦在获取客户，而客户粘性的维持仍取决于内容的质量。基于以内容为核心的判断，我们梳理了内容领域重点细分行业下半年的投资机会。

2.1.2 细分行业投资亮点

电影：国产电影佳作频出，电影市场全年乐观

电影行业作为内容产业的重要一环，自年初以来保持稳健复苏态势，行业景气度持续提升。根据国家电影局的数据显示，截至 2018 年 6 月 30 日，全年总票房为 320.31 亿元，同比增长 17.82%；观影总人次 9.01 亿，同比增长 15.34%，其中国产影片票房 189.65 亿元，同比增长 80.1%，国产影片份额为 59.21%，同比提升超过 20%。上半年共有 15 部国产品、22 部进口片在内的 37 部影片票房过亿。

图 19: 2018 年 1-6 月各月电影票房收入及增速

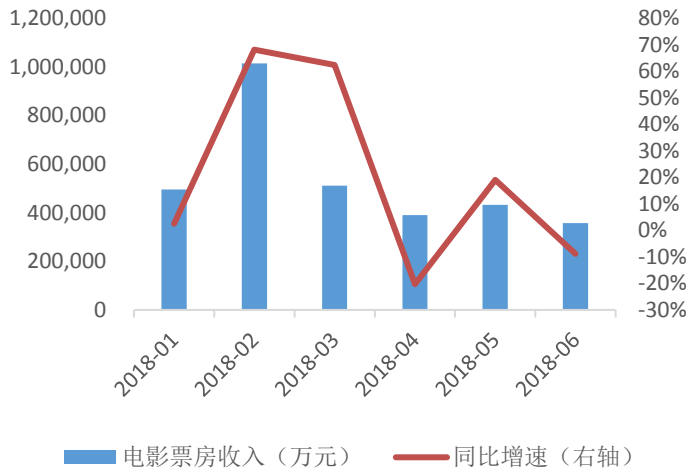
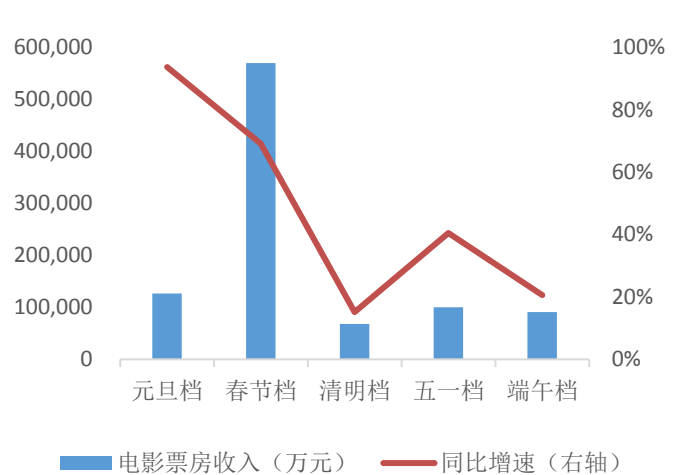


图 20: 2018 年各档期票房情况及同比增速



资料来源: Wind、国开证券研究部

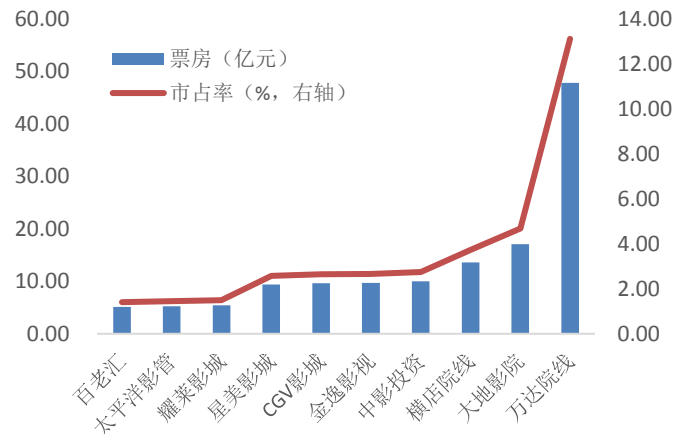
资料来源: Wind、国开证券研究部

受益于城镇化发展和消费升级双引擎驱动保持了基本面向好的态势。单纯依赖商业运作的影片，其票房往往差强人意。电影生产逐渐回归内容本质，更多高质量的国产影片开始涌现。年初春节档票房爆发为全年电影市场输入强心针，暑期档有望继续提振市场信心。

图 21: 渠道下沉对于票房收入的贡献持续提升



图 22: 2018 年上半年影投公司票房及市占率 (截至 20180731)



资料来源: 艺恩网、豆瓣、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

电影行业的基本投资逻辑基于以下三点: 一、优质内容提升口碑和票房; 二、渠道向三线以下城市下沉带来票房边际增量; 三、规范化发展——票补限制 (根据相关规定, 自 2018 年除夕开始, 普通观众在全国院线观影实付票价不得低于 19.9 元,

且单片补贴票数不得超过 50 万张)。

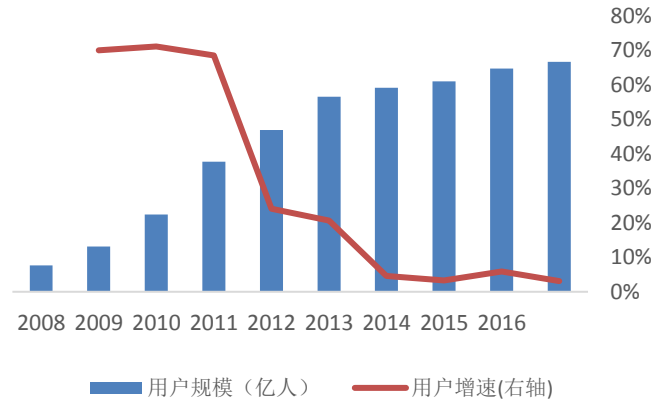
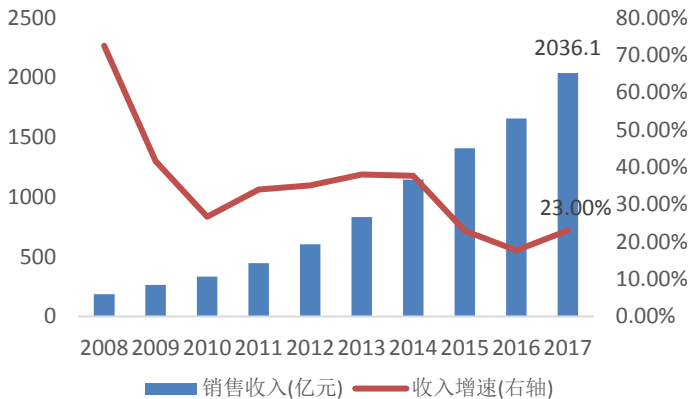
目前电影板块重点标的经过一年以上的调整，估值水平已获得较大修复。从基本面情况看，精品国产影片的优质内容与高口碑和高评分具有明显相关性，且与票房收入成正比。从全年情况来看，我们认为2018年电影票房市场全年票房将保持稳定增长。

游戏：移动游戏垂直领域潜力大 游戏出海势头强劲

2017 到 2018 年上半年，国内游戏产业规模继续保持高速增长。2017 年中国游戏市场实际销售收入 2036.1 亿元，同比增长 23%。市场规模在人口红利消失殆尽的情况下出现增长拐点，主要得益于移动游戏市场规模的增长。

图 23: 游戏行业整体市场规模及利润增速情况 (%)

图 24: 游戏行业用户规模及其增速 (%)

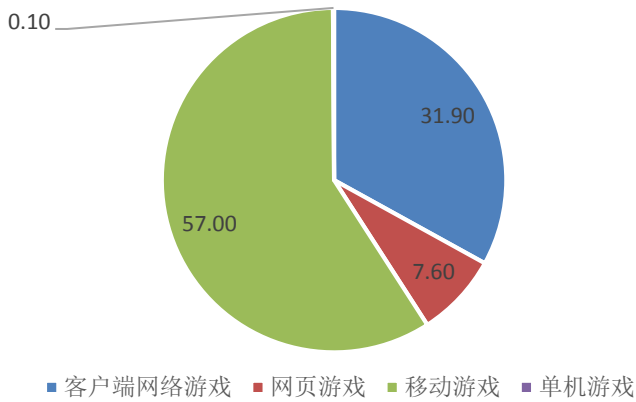


资料来源：GPC、CNG、IDC、国开证券研究部

资料来源：GPC、CNG、IDC、国开证券研究部

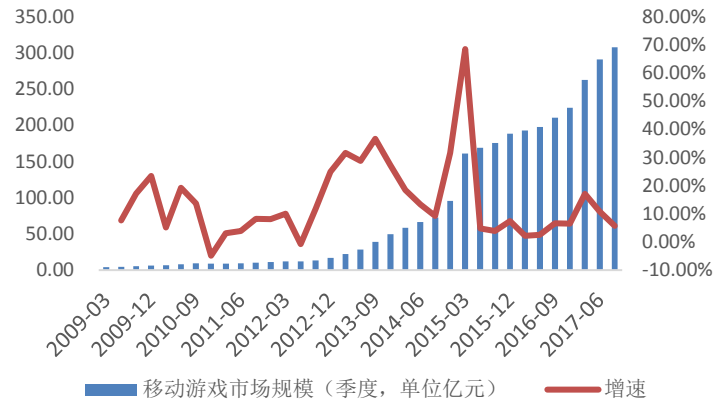
根据市场研究公司 Zenith 的报告显示，国内智能手机渗透率已经达到 92.8%。移动游戏因其便捷性和灵活性，销量继续稳居四大游戏类型之首。根据中国版协游戏工委截至 2017 年底的数据，其市占率已经突破 57%。而从移动游戏本身来看，市场规模的提升伴随着增速的下降，游戏厂商面对激烈的竞争急需探索到新的增长途径，从而持续地贡献收入。

图 25: 截至 2017 年 12 月游戏细分板块市场占有率 (%)



资料来源: 中国版协游戏工委、国开证券研究部

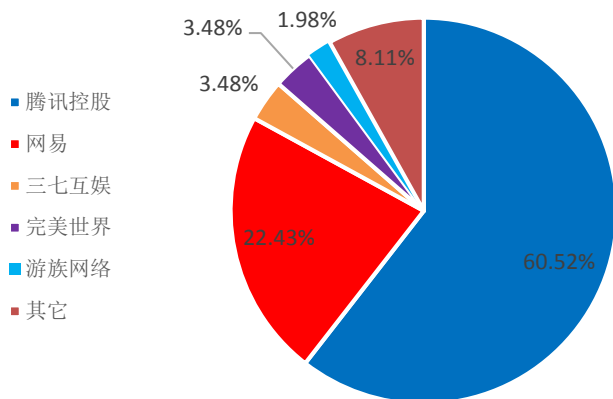
图 26: 移动游戏行业市场规模及利润增速情况 (%)



资料来源: 中国版协游戏工委、国开证券研究部

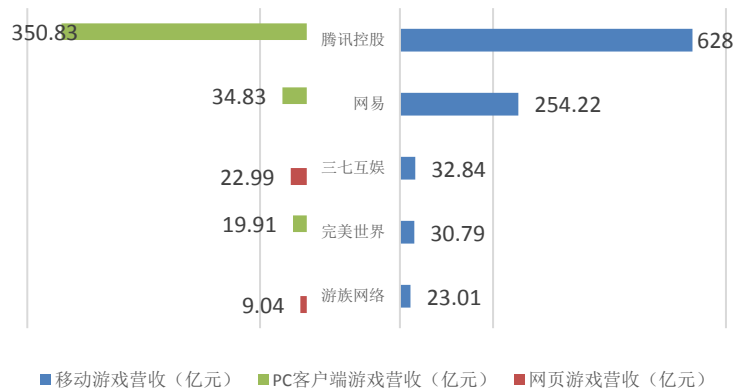
根据最新年报中的销售收入数据, 我们统计了国内主要游戏厂商的市场份额情况。截至 2017 年底, 在不考虑玩家所在地的情况下, 腾讯、网易二者加总的游戏市场收入已经超过游戏市场总收入的 80%。市场集中度进一步提升, 马太效应显著, 二线游戏厂商的市场空间进一步缩小。

图 27: 主要公司市场份额情况 (截至 2017 年年报)



资料来源: 公司公告、国开证券研究部

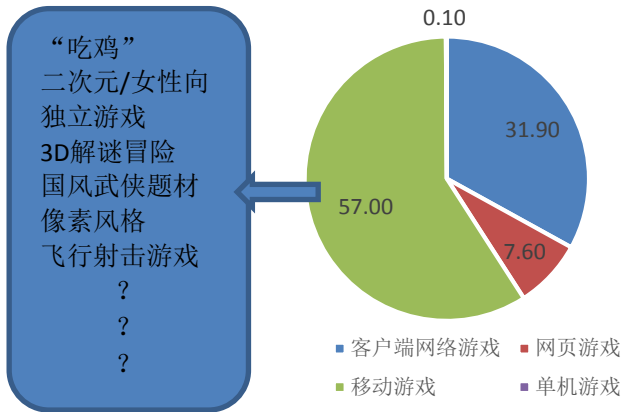
图 28: 重点网络游戏企业 2017 年营收规模



资料来源: 公司公告、国开证券研究部

在这种市场格局下, 2018 年上半年超过 20 款“吃鸡”类型的游戏问世, 迅速取代“王者荣耀”成为 MAU 最高的移动游戏, 体现出细分游戏品类的市场价值。我们认为, 当前时点移动游戏市场仍具有较大成长空间, 且重点在于垂直领域中具有差异化优势的细分游戏品类。

图 29: 手游规模占比最大, 垂直细分领域具备潜力



资料来源: iResearch、国开证券研究部

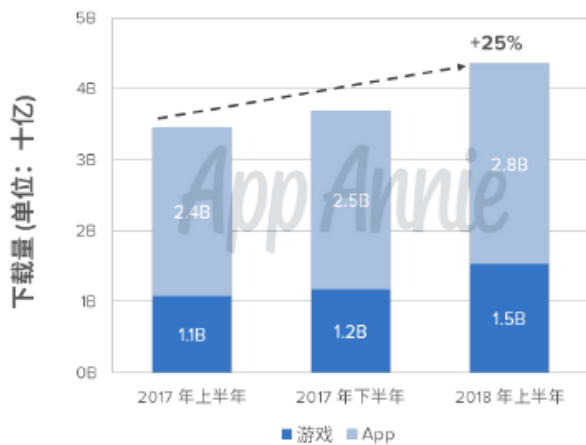
图 30: 游戏出海势头强劲



资料来源: 国开证券研究部

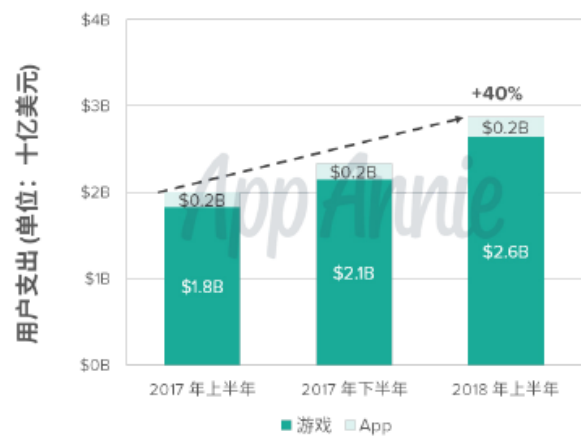
此外, 根据App Annie有关游戏出海最新报告, 2018年上半年国内游戏厂商的出海势头保持强势。按照其统计口径计算的国内游戏公司海外下载量已达到15亿次, 半年期增速高达25%。而从用户支出上, 更能明显看出游戏出海的实质成效。2018年上半年海外用户在中国厂商开发或代理的游戏上共支出了26亿美元, 同比增长超过40%。

图 31: 总部位于中国的游戏公司游戏的海外下载量



资料来源: App Annie、国开证券研究部

图 32: 总部位于中国的游戏公司的海外用户总支出



资料来源: App Annie、国开证券研究部

基于以上对游戏板块的基本面以及业绩情况的梳理, 我们认为目前游戏板块A股二线龙头的投资逻辑将取决于以下两点: 一、移动游戏垂直领域仍具有较大潜力, 通

过差异化竞争形成比较优势将成为A股游戏龙头标的主要发展方向。二、游戏出海势头强劲，将更好的打开行业增量空间。

付费内容领域：流量与内容的双引擎模式已建立

付费内容领域是同时具备前述三大产业新生态特征的新兴文化领域，因其同时兼具平台化、社区化、个性化等多个特点，近两年来迅速占领文化市场。通过早期的磨合，现已形成了完备的商业转化模式。其较为常见的变现模式包括：广告营销、流量转化、订阅会员费、主播分成等。

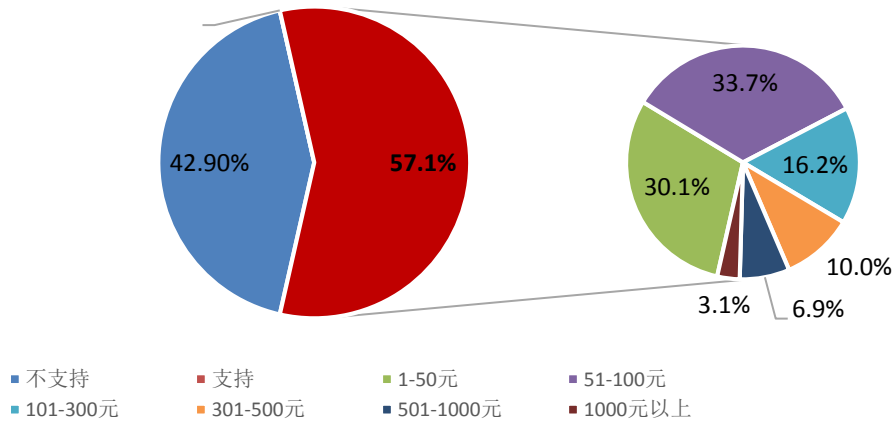
图 33：内容付费领域的商业转化过程



资料来源：易观咨询，国开证券研究部

我们认为内容付费行业的主要投资逻辑在于，消费升级背景下中产阶级对于知识消费需求的提升（2017年付费阅读用户规模超过1亿）以及移动互联网趋势下社交需求和休闲娱乐时间碎片化的综合体现。根据第三方研究机构 iiMeida 的调查统计，经过过去几年付费习惯的培养以及内容引擎的持续发力，现阶段用户在内容领域的付费意愿持续增强，且付费金额也有所增长。

图 34: 用户对内容付费意愿及付费金额分布情况 (2017)



资料来源: iiMedia, 国开证券研究部

在此基础上, 内容付费行业呈现高增长、高景气态势, 成长性赋予板块相对较高估值。从内容付费行业主要公司 2017 年业绩及 2018 年上半年市场表现上, 也可看出以上结论。

表 6: 内容付费重点标的 2017 年业绩及 2018 年上半年市场表现

证券代码	证券简称	主营业务	市盈率 PE (TTM)	营收(同比增长%)	归母净利润(同比增长%)	年初至今涨幅 (%)
300571.SZ	平治信息	渠道分销	61.3	94	100.4	101
300413.SZ	芒果超媒 (快乐购)	芒果 TV	549	-7.3	9.0	41.8
603096.SH	新经典	在线阅读	52.3	10.7	52.9	40.4
000681.SZ	视觉中国	版权图片	63	10.8	35.5	39.2
300182.SZ	捷成股份	视频分发	15.8	33.2	11.7	-17.3

资料来源: Wind、国开证券研究部

2.2 教育: 刚性需求携政策红利, 低估值下更具投资价值

2018 年上半年, 上海、浙江等 15 个省市的民办教育促进法 (下简称“民促法”) 配套《实施意见》(上海: 《上海市人民政府关于促进民办教育健康发展的实施意见》和《上海市民办学校分类许可登记管理办法》; 辽宁: 《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见 (公开征求意见稿)》; 浙江: 《浙江省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》等等) 相继落地, 教育资产证券化步伐明显加快。仅 2018 年上半年教育行业一级市场融资额已超过 150 亿元, 接近 2017 年全年的 180 亿元水平; 二级市场并购案例超过 10 家。在资本涌动的同时, A 股教育板块的估值却与美股、港股形成倒挂。我们认为, 随着板块内公司资源整合的推进, 行业龙头公司有望率先突围, 建议关注政策+刚

性双重利好下的行业投资机会。

2.2.1 教育行业受益于政策红利 市场空间庞大

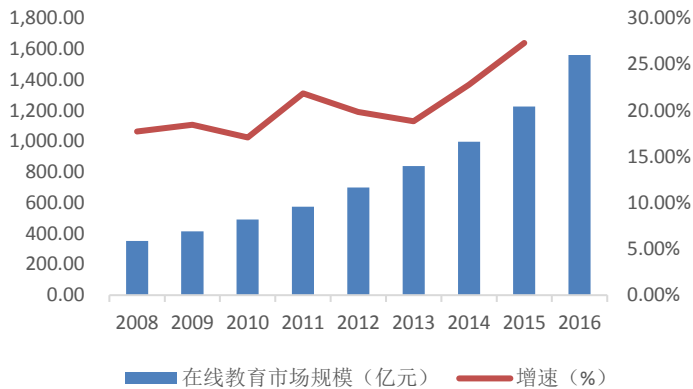
2017年教育行业已经迎来政策窗口期。上半年，国务院印发《国家教育事业发展的“十三五”规划》。《规划》提出，到2020年我国教育现代化取得重要进展，教育总体实力和国际影响力显著增强。全民终身学习机会进一步扩大，学前三年毛入园率达到85%，九年义务教育巩固率达到95%，高中阶段教育毛入学率达到90%，从定量角度对普惠教育提出了指导。下半年，新版民促法在2017年9月1日正式施行，从法律层面肯定了民办教育地位，打破了原有公立教育的垄断地位，为民间资本切入教育领域提供了法律保障。在此基础上，2018年各地配套《实施意见》相继出台，教育资本化开始提速。

此外，国家在教育领域的投入也在不断增加。截至2017年底，国家财政在教育行业上支出占GDP超过4%。按照《教育信息化十年发展规划（2011-2020年）》中提出的各级政府在教育经费中按不低于8%的比例列支教育信息化经费，保障教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入。以科技进步为驱动力的智慧教育也具有广阔的发展空间。

2.2.2 教育刚性需求旺盛 重点公司业绩释放有望加速

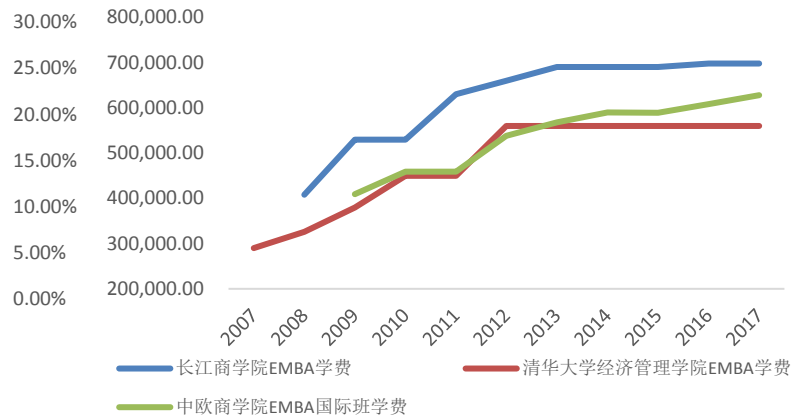
国内教育板块的核心驱动力在于旺盛的刚性需求。我国第六次人口普查的统计结果显示，目前全国 0-6 岁婴幼儿数量 1.05 亿人，其中城市 0-6 岁婴幼儿数量为 2291 万人，占比超过 20%。而年均人口增量接近 2000 万。教育市场人口基数仍然较大，幼教、K12 等赛道供给仍不足以满足城镇化推进下教育消费的旺盛需求。同时根据教育部公布的《2017 年全国教育事业发展的统计公报》，2017 年，全国学前教育毛入园率、义务教育巩固率以及高中教育毛入学率分别为 79.6%、93.8%和 88.3%，距离“十三五”教育规划中涉及的入园、入学率目标仍存在一定差距。

图 35: 在线教育市场规模及增速情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

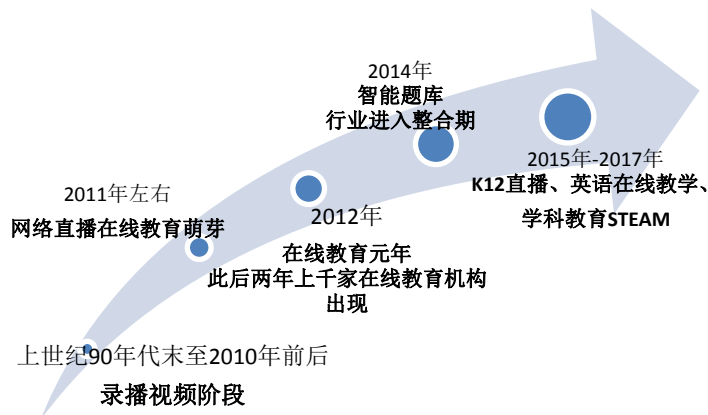
图 36: 高档教育消费也在逐年提升



资料来源: 胡润百富杂志、Wind、国开证券研究部

根据艾瑞咨询的统计,国内新中产家庭教育支出占年收入比已有半数超 20%。教育消费意愿的提升,一方面来自于传统应试教育的需求,另一方面更多的来自于政策、资本及技术利好带动下在线教育领域的发展。从 2000 年至今的十几年间,在线教育领域发生了从量变到质变的飞速变革,除模式上不断推陈出新外,收入业绩上的增长更为显著。

图 37: 在线教育潮受益于政策、资本及技术利好,增长显著



资料来源: 国开证券研究部

我们认为教育板块投资逻辑在于以下三点: 1、人口红利仍在(根据全国第六次人口普查结果,全国0-6岁婴幼儿数量1.05亿,年均人口增量接近2000万); 2、现有教育资源缺口较大,刚性需求不能充分满足; 3、新经济环境下教育科技化、超前化趋势明显。

现阶段，A股教育公司经过过去几年的重组整合，协同效力有望在2018年下半年到2019年开始逐渐释放，加之当前A股教育板块与美国和港股的教育板块估值已形成较为明显的倒挂。低估值、高成长的特性有利于提升教育板块的安全边界。基于以上行业基本面以及政策层面的判断，我们认为教育行业的投资机会正在逐渐显现。

3. 投资建议及关注个股

综上所述，从内容行业基本面方面看短视频、音频、在线阅读为代表的新媒体势力迅速崛起，行业格局处于重构期。投资者应重点关注行业重构的大趋势下，投资标的的业绩兑现能力。同时，考虑到目前市场流动性压力以及内外部环境的不确定性同时存在，对于传媒板块应秉承自下至上的选股思路，把握行业趋势性变化。在聚焦内容主线的同时，适当关注超跌行业龙头公司。

电影板块下建议关注行业内具有较强内容输出能力的板块龙头**光线传媒**(积极推动电影产业工业化进程，入股在线票务平台“猫眼”构建自有内容生态圈)、**中国电影**(“一家引进、两家发行”政策的直接受益者，产业龙头)及**北京文化**(“我不是药神”及“战狼2”的主要出品方之一，公司具有持续输出优质国产影片潜力)。

游戏板块下建议关注具有开发优质游戏产品综合实力，拥有平台及用户资源(与腾讯等平台级公司持续合作)，同时较早涉足游戏出海领域的行业龙头公司，如**完美世界**(下半年由腾讯独家代理的公司自研手游《云梦四时歌》和《完美世界手游》将推出，Steam中国落地将为公司提升平台优势)、**中文传媒**(智明星通最早涉及出海领域，在海外知名度高)等。

付费内容板块下建议关注经营模式清晰，业绩增长具有确定性的相关标的，如**芒果超媒**(曾用名快乐购)、**新经典**、**视觉中国**等。

教育行业中建议关注早教及K12领域中业务模式清晰，变现能力强的相关标的，如**三垒股份**(收购美吉姆，切入早教市场)和**凯文教育**(K12实体私立学校，目前在北京两所私校已招生近千人)。

表 7: 传媒板块重点公司估值情况

代码	公司名称	EPS (元/股)			PE (倍)			2018年7月31日 收盘价(元)
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
300251.SZ	光线传媒	0.28	0.84	0.41	37.61	11.41	23.59	9.80
600977.SH	中国电影	0.52	0.64	0.74	29.79	23.4	20.25	14.90
002739.SZ	万达电影	1.29	1.64	2.07	40.32	31.8	24.94	52.04
000802.SZ	北京文化	0.43	0.58	0.71	34.34	18.6	15.2	13.82
002624.SZ	完美世界	1.14	1.43	1.75	29.36	23.32	19.03	27.58
600373.SH	中文传媒	1.05	1.22	1.43	16.07	9.88	8.45	12.09
300413.SZ	芒果超媒	0.18	0.9	1.25	165.02	43.62	31.17	39.40
603096.SH	新经典	1.73	2.23	2.86	38.99	37.45	29.18	83.58
000681.SZ	视觉中国	0.42	0.55	0.72	46.97	47.18	36.48	26.10
002621.SZ	三垒股份	0.05	0.25	0.34	286.48	72.28	53.88	18.26
002659.SZ	凯文教育	0.05	0.04	0.29	269.87	318.77	47.71	13.95
002027.SZ	分众传媒	0.49	0.48	0.57	28.68	22.2	18.62	10.56

注: 2017年PE按2017年最后交易日收盘价计算, 2018、2019年数据为Wind一致性预期。

资料来源: Wind

4. 风险提示

游戏、影视、文学产品市场反应低于预期; 传媒板块公司业绩低于预期或业绩增速下滑; 黑天鹅事件对公司股价的剧烈冲击; 付费内容、教育等新兴产业的政策性风险; 宏观经济大幅波动对文化领域的负面影响; 国内外二级市场系统性风险。

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师；

王丽丽，CFA，毕业于中央财经大学，管理学学士，曾任标普道琼斯指数高级分析师，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层