

行业研究/深度研究

2018年09月04日

行业评级：

传媒 增持（维持）
传媒 II 增持（维持）

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

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

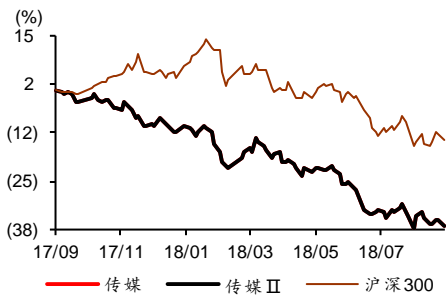
吕默馨 0755-23952835
联系人 lvmoxin@htsc.com

张亚楠 021-28972036
联系人 zhangyanan@htsc.com

相关研究

- 1《光线传媒(300251,买入): 电视剧发展迅速, 期待电影发力》2018.08
- 2《掌阅科技(603533,增持): 用户规模持续扩大, 原创内容建设加速》2018.08
- 3《游族网络(002174,增持): 重点游戏迭代出海有望提振业绩》2018.08

一年内行业走势图



资料来源：Wind

盈利能力和现金流未有改善，关注政策面变化

传媒行业 2018 中报分析

板块基本面改善不显著，盈利能力普遍下降

我们统计了 A 股 122 家传媒标的（剔除乐视网），2018 年上半年实现营收 1978 亿元，同增 14%，增速较 17 年上半年下滑 2pct；实现净利润 261 亿元，同增 2%，较上年同期的增速 28% 大幅下降；板块毛利率 31.73%，较 17H1 下滑 2.12pct；净利率 13.84%，较 17H1 下滑 1.49pct；费用率 19.27%，与 17H1 的 19.44% 基本持平。我们认为板块整体估值提升还需要等待催化剂，在此之前需精选个股防守为先，同时密切关注内容产业政策边际变化。

电影&院线：影市持续回暖，银幕建设维持高位，电影板块表现优于院线

2018 年上半年电影市场持续回暖，总票房（含服务费）320.31 亿元，同比增长 17.83%。其中国产片票房占比达到 59%，相较 2017H1 提升 20pct，构成主要贡献。我们认为这主要得益于国产片质量的持续提升。同时，上半年银幕建设依然保持高速，银幕数量较 2017 年底增长约 9.5%，对全国单银幕产出造成压力，单银幕产出同比下滑约 5%。受益于票房整体回暖，电影公司的业绩表现总体稳定，电影子板块营收、扣非后归母净利润、毛利率较去年同期均有所提升。受单银幕产出下滑影响，院线子板块虽然营收实现增长，但毛利率同比下滑 0.7pct，扣非后归母净利润也稍有下滑。

阅读：高景气度延续，关注行业龙头

阅读板块 2018 上半年收入、净利润增速均有所回落，但净利润增速仍高于收入增速，分别为 14.5%、31.9%，板块景气度仍然较高。2018 上半年平均毛利率为 39.66%，毛利率提升 3.18pct；净利率为 15.97%，比 2017H1 年提升 2.51pct。行业层面，数字阅读市场 ARPU 已至高位，未来行业驱动力或依赖正版化趋势下的付费率提升。图书零售市场增速回落，头部效应进一步加强，少儿图书是核心驱动力。优选数字阅读龙头和畅销书龙头。

营销：经济下行压力&高基数效应，下半年行业增速或回落

营销板块 2018 上半年收入增速提升，净利润增长放缓，增速分别为 40.2%、8.3%。我们认为收入增速上升主要由于 2017 年下半年以来广告市场景气度提升，广告主投放意愿增强。剔除分众传媒后，2018 年上半年板块毛利率为 12.54%，下降 5.02pct；净利率为 3.59%，下降 2.58pct。盈利能力下降主要由于媒体集中度提高，广告代理业务持续承压，毛利率仍处于下行通道。行业层面，上半年广告市场回暖趋势不断得到验证。但我们认为经济下行压力叠加 17 年下半年的高基数效应，下半年广告市场增速或回落，关注具有核心资源壁垒的生活圈媒体龙头。

内容公司受政策影响表现平淡，关注边际变化

1) 游戏：进入存量市场，2018 上半年收入增速大幅放缓，收入、净利润增速分别为 5%、3%，关注能持续以精品游戏获取用户的 CP 龙头和具备流量优势的平台型公司；2) 电视剧：政策高压之下，板块表现平淡，收入、净利润增速分别为 10%、-8%，收入增速维持低位，净利润出现负增长。2018 年以来，电视剧领域持续受到政策压制，各种政策及传言的影响仍有待消化。现阶段应重视考察制片方对内容题材的风险管理能力，及公司运营层面的现金流能力。优选现金流充沛，预售项目储备丰富的行业龙头。

风险提示：政策监管的不确定性，影视及游戏作品市场表现不及预期，股权质押个股平仓的风险。

正文目录

传媒板块景气分化明显，整体估值水平较合理.....	4
传媒板块景气分化明显，电影/院线/营销子板块持续景气.....	4
板块估值较为合理.....	5
电影&院线：影市持续回暖，电影板块表现优于院线.....	7
影市：反映总规模的各项指标表现突出，但单银幕产出仍同比下滑.....	8
银幕：截至2018H1已达到55,623张，银幕增速依然处于高位.....	9
票房：持续向三线及以下城市下沉.....	10
内容：国产片表现亮眼，我们认为主要源自质量的持续提升.....	10
院线：院线前十集中度略有提升，影投前十集中度降低.....	12
经营情况分析：电影公司毛利率有所改善，院线公司毛利率继续承压.....	13
非票收入：上半年万达电影表现优异，其他院线各有瑕疵.....	14
投资标的.....	15
光线传媒：电视剧业务发展迅速，猫眼市场地位稳固，期待电影业务下半年发力.....	15
中国电影：制片业务亮眼，期待后续表现.....	16
在线视频：付费用户数显著增长，行业景气向上.....	18
视频网站龙头用户数保持增长势头，“爱腾优+芒果TV”格局形成.....	18
视频网站龙头付费会员数增长迅猛，并积极拓展粉丝经纪等创收模式.....	18
视频网站联合发布声明限制艺人片酬，有望一定程度上缓解成本压力.....	19
电视剧：表现平淡，优选题材把控力强、现金流充沛的行业龙头.....	20
电视剧板块中报表现：政策高压下，板块表现平淡.....	20
行业观点：题材限制仍紧，采购限价、片酬限价或长远利好行业发展.....	21
投资策略：重视现金流能力，优选现金流充沛的行业龙头.....	21
阅读：高景气度延续，关注行业龙头.....	22
阅读板块中报表现：板块景气度仍然较高，盈利能力有所上升.....	22
行业观点：数字阅读市场关注付费率提升；图书市场少儿品类增速最快.....	23
数字阅读市场ARPU已至高位，未来驱动力或依赖正版化趋势下付费率提升.....	23
图书零售市场增速回落，头部效应进一步加强，少儿图书是核心驱动力.....	23
投资策略：优选数字阅读龙头和畅销书龙头.....	23
城市传媒：主业挺拔，业绩略超预期.....	24
掌阅科技：用户规模持续扩大，原创内容建设加速.....	24
营销：经济下行压力&高基数效应，下半年行业增速或回落.....	26
营销板块中报表现：利润增速不及收入增速，盈利能力仍不乐观.....	26
行业观点：上半年回暖，经济下行压力&高基数效应，下半年增速或回落.....	28
投资策略：下半年行业增速或回落，关注具有核心壁垒的生活圈媒体龙头.....	28
游戏：18H1增速放缓，长期关注优质CP方和流量平台方.....	29
游戏产业进入存量市场，H2手游景气度有望提升.....	29
游戏行业存量市场特征明显，全年预计增速在5%~15%之间.....	29

18H1 端游收入增速下滑，用户数连续2年下滑，ARPU值仍保持增长态势	29
18H1 页游收入增速下滑，用户数和ARPU值持续下滑	30
18H1 手游收入增速有所放缓，未来有望随着版号审查制度落实而景气回暖	31
18H2 游戏板块受政策压制明显，市场情绪或随政策常态化有所缓解	34
游戏公司中报业绩与产业数据一致	34
关注能持续以精品游戏获取用户的CP龙头和具备流量优势的平台型公司	35
风险提示	37

传媒板块景气分化明显，整体估值水平较合理

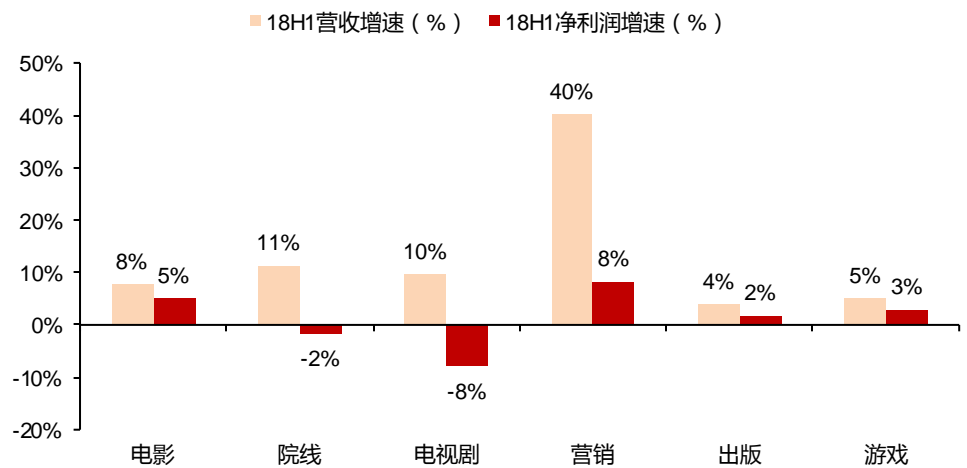
传媒板块景气分化明显，电影/院线/营销子板块持续景气

2018年上半年传媒板块景气分化明显，部分子板块持续景气。我们统计了A股122家传媒标的（剔除乐视网），截至8月31日总市值10,570亿元。总体而言，2018年上半年实现营业收入1978亿元，同增14%，增速较17年上半年下滑2pct；实现净利润261亿元，同增2%，较上年同期的增速28%大幅下降；板块毛利率31.73%，较17H1下滑2.12pct；净利率13.84%，较17H1下滑1.49pct；费用率19.27%，与17H1的19.44%基本持平。

分板块来看，营销板块受益整体行业回暖影响，2018年上半年收入增长40%；电影及院线板块受益于电影市场持续回暖，2018年上半年收入分别增长8%、11%。游戏进入存量市场，2018年上半年收入增速大幅放缓，收入端增长5%；出版板块以教材教辅业务为主，多年来维持低位增长，2018年上半年录得增速4%。

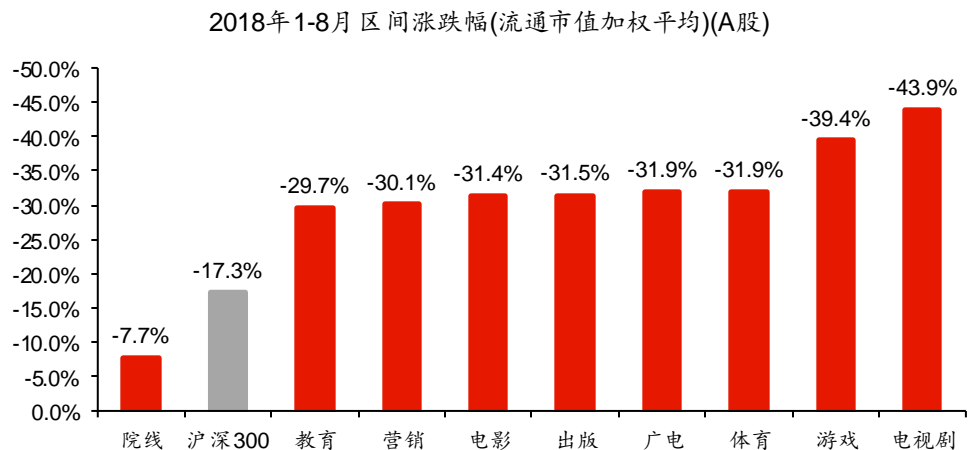
值得注意的是，2018年上半年各子板块利润增速均低于收入增速，综合毛利率仅电影、游戏板块略微上升，其他各板块均出现毛利率水平下降，反映行业整体盈利能力出现下滑。

图表1：各子板块2018H1营收与利润增速



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表2：2018年1-8月A股传媒各板块区间涨跌幅(流通市值加权平均)

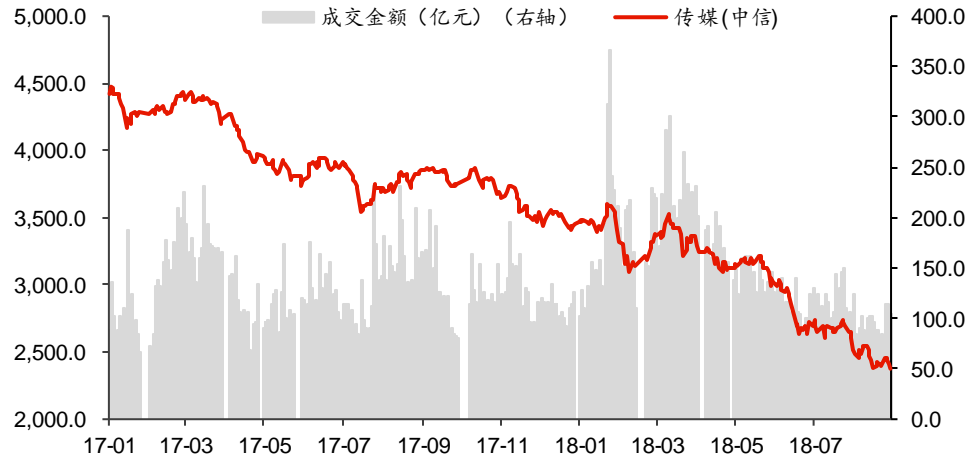


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

板块估值较为合理

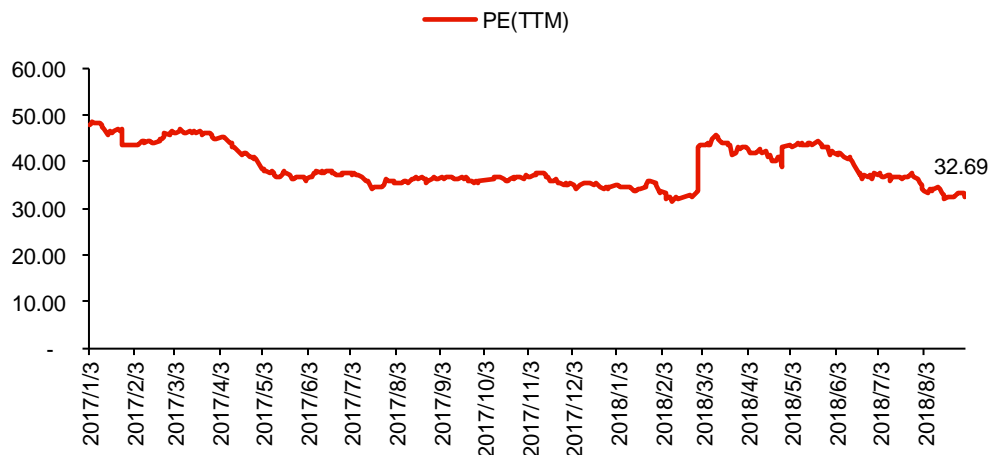
自2017年年初至2018年8月末,传媒板块震荡下行。2018年全年,传媒板块PE(TTM)水平在经历17年2月至3月的小幅上涨之后进入持续下调通道。

图表3: 传媒(中信)指数在2017年1月1日至2018年8月31日的表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 传媒(中信)指数PE(TTM)表现(2017年1月1日至2018年8月31日)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 2018年3月出现估值提升,是由于3月传媒(中信)指数涉及的上市公司发布2017年年报,因此PE水平的分母(即净利润)有所下滑。

我们认为,部分龙头公司已经进入合理估值区间。从18年PE水平来看,游戏领域龙头公司PE估值水平在11-18X之间;影视领域龙头公司PE估值水平在8-22X之间;出版领域龙头公司(城市传媒、南方传媒、中南传媒)PE估值水平在11-16X之间,此三板块估值水平已经回调到历史相对估值低位的区间内。

图5: 传媒板块重点标的PE估值水平(2018年9月3日)

wind代码	公司名称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	PE			净利润		
				17A	18E	19E	17N	18E	19E
游戏									
002555.SZ	三七互娱	208	50	12.85	11.26	9.44	16.21	18.50	22.05
002624.SZ	完美世界	317	83	21.08	17.14	14.03	15.05	18.51	22.61
300418.SZ	昆仑万维	166	71	16.61	12.41	10.38	9.99	13.37	15.98
002174.SZ	游族网络	135	61	20.63	13.00	10.10	6.56	10.40	13.39
影视									
300251.SZ	光线传媒	240	71	29.47	9.12	20.57	8.15	26.36	11.68
300027.SZ	华谊兄弟	154	87	18.59	16.50	13.70	8.28	9.33	11.24
300133.SZ	华策影视	169	59	26.63	21.59	17.14	6.34	7.82	9.86
002343.SZ	慈文传媒	54	36	13.20	9.94	8.17	4.08	5.42	6.60
300426.SZ	唐德影视	32	16	16.68	8.13	6.43	1.93	3.95	5.00
院线									
002739.SZ	万达电影	609	236	40.16	33.94	26.22	15.16	17.94	23.22
600977.SH	中国电影	247	75	25.55	21.59	18.80	9.65	11.43	13.12
601595.SH	上海电影	52	15	20.28	22.45	19.26	2.57	2.32	2.71
300528.SZ	幸福蓝海	36	13	32.14	18.93	16.37	1.12	1.91	2.21
营销									
002027.SZ	分众传媒	1,240	589	20.66	18.53	15.70	60.05	66.92	78.97
300058.SZ	蓝色光标	113	74	50.85	19.20	15.08	2.22	5.89	7.50
002400.SZ	省广集团	53	42	-28.60	15.87	13.39	-1.84	3.32	3.93
002712.SZ	思美传媒	56	21	24.38	19.39	16.38	2.31	2.91	3.44
出版&阅读									
601098.SH	中南传媒	216	76	14.25	15.49	14.68	15.13	13.92	14.69
601900.SH	南方传媒	78	15	12.72	11.09	9.72	6.11	7.01	8.00
600229.SH	城市传媒	49	21	15.03	13.19	11.23	3.29	3.75	4.41
603096.SH	新经典	100	30	43.03	35.16	27.82	2.32	2.84	3.59
603533.SH	掌阅科技	98	10	79.29	58.32	45.56	1.24	1.68	2.15
广电									
600037.SH	歌华有线	132	65	17.39	16.69	16.00	7.61	7.93	8.27
600637.SH	东方明珠	340	259	15.18	14.34	13.07	22.37	23.68	25.99

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 净利润均来自 wind 一致预期

电影&院线：影市持续回暖，电影板块表现优于院线

图表6：电影及院线板块公司2018年H1业绩及同比比较一览（单位：亿元）

公司	2018H1 营收	2017H1 营收	YoY	2018H1 扣非归母 净利润	2017H1 扣非归母 净利润	YoY	2018H1 毛利率	2017H1 毛利率	毛利率变化 (pct)
电影公司									
华谊兄弟	21.2	14.7	44.8%	2.5	1.0	151.3%	55.0%	53.7%	1.3
光线传媒	7.2	10.3	-30.0%	2.3	3.6	-38.0%	46.2%	43.3%	2.9
北京文化	3.0	1.7	82.0%	0.4	0.3	28.3%	46.7%	74.8%	-28.1
中国电影	46.2	45.5	1.5%	6.1	5.7	5.4%	24.3%	24.8%	-0.4
合计	77.7	72.1	7.7%	11.3	10.7	5.0%	35.6%	34.4%	1.2
院线公司									
万达电影	73.7	66.1	11.4%	8.5	8.3	2.0%	32.8%	32.9%	-0.2
上海电影	5.3	5.3	1.2%	0.5	0.9	-44.6%	21.7%	27.5%	-5.8
幸福蓝海	9.6	7.3	31.7%	0.8	0.7	18.5%	40.6%	48.2%	-7.6
横店影视	14.7	12.4	18.0%	2.0	1.8	12.0%	26.0%	26.6%	-0.7
金逸影视	10.1	10.7	-5.1%	0.6	0.9	-31.7%	26.7%	25.3%	1.4
合计	113.4	101.8	11.4%	12.4	12.6	-1.6%	31.5%	32.2%	-0.7

资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业层面：

2018年上半年电影市场的表现持续回暖，根据国家电影局数据，总票房(含服务费)320.31亿元，同比增长17.83%。

国产片内容质量持续提升。我们认为票房持续回暖主要得益于国产片质量的持续提升。我们分别统计了2015年-2017年票房以及2018年1-6月票房Top15的国产片，统计其豆瓣及猫眼的平均评分，发现自2016年以后评分总体上呈现出上行态势，显示出国产片质量近年来的稳步提升。2018年上半年国产片票房达到约189.65亿元，增速达到约80%，总票房占比达到59%，相较2017H1提升20pct。

与此同时，2018年上半年银幕建设依然保持高速：根据国家电影局公布的数据，截至2018年6月底，中国内地银幕总数达到55,623张，位居世界第一。2017年底的银幕数量为50,776张，半年内增加4,847张，增长9.5%，银幕数量依然保持高速增长；2017年6月底，我国银幕为45,969万块，至2018年6月底同比增长约23%。

因此虽然上半年全国票房增速优秀，但全国平均单银幕产出仍有所下滑：2018年上半年全国单银幕产出为53.88万元，较2017年上半年同比下降5%。

上半年的平均票价略有上升，从2017年H1的32.45元增加至2018H1的33.26元，这是近年来的首次上涨，我们认为这可能与上半年的电影质量整体较高有关，观众的需求相对更为刚性。是否将形成持续性的向上趋势，我们认为需要进一步的观察。

整体票房进一步向三四线城市下沉。2017年，三、四、五线城市票房增速和观影人次增速均高于全国平均增速。2018年上半年同样延续这一趋势，我们认为票房的下沉对于行业有较为重要的影响。由于三线及以下观众的观影习惯和成熟度与一二线城市观众有所不同，对于电影的偏爱也有不同，这也将影响到制片公司的项目选择，从而影响未来一段时间内电影的产品形态和市场竞争格局。

院线集中度略有提升。2018年上半年前十大院线占总体票房比为68.54%，较2017年集中度略有提升。上半年万达院线票房收入依然稳居国内院线第一，前十大院线与过去几年相比未发生较大变化。

影投公司集中度下降。2018年上半年前十大影投票房集中度为38.97%，近年来持续下降。我们认为这主要是因为全国近年来的银幕扩张速度持续维持在高位，各路资金持续涌入市场投资建设银幕，市场较为分散，单家影投公司受制于资金因素，银幕扩张速度难以与全国平均速度相匹配，这也反映到各家上市公司的放映业务中，其上半年增速均低于全国票房增速。

公司层面：

受益于票房整体回暖，电影公司的业绩表现总体稳定，电影子板块营收、扣非后归母净利润、毛利率较去年同期均有所提升。其中华谊兄弟上半年营收增长明显，主要得益于两部票房表现优异的电影《前任3》、《芳华》。票房的优异不仅会提升营收，还会提升毛利率水平。

受单银幕产出下滑影响，院线子板块虽然营收实现增长，但毛利率同比下滑 0.7pct，扣非后归母净利润也稍有下滑。主要是受金逸影视、上海电影业绩下降的影响。金逸影视业绩下降是因为受制于增加的销售费用和管理费用，上海电影旗舰店永华影城 2018 上半年处于停业装修状态，对营收及利润影响较大。

总体上我们认为：

- 1) 制作方面，质量提升带来的人均观影人次的提升未来将成为中国影市的趋势，电影制作公司应重点着眼于在 IP、剧本、演员等方面提升作品的质量。
- 2) 院线方面，单银幕产出持续下滑，意味着银幕建设的投资回报率持续降低，我们认为未来银幕建设速度大概率将放缓，整合并购、提升运营效率将是各家发展主旋律。

影市：反映总规模的各项指标表现突出，但单银幕产出仍同比下滑

2018 年上半年，影市整体持续回暖，这主要得益于内容端质量的提升带来了观影人次的增加。

我们汇总了 1-6 月各项指标的表现，可见：

图表7：2018年上半年电影市场各项指标一览及同比的比较

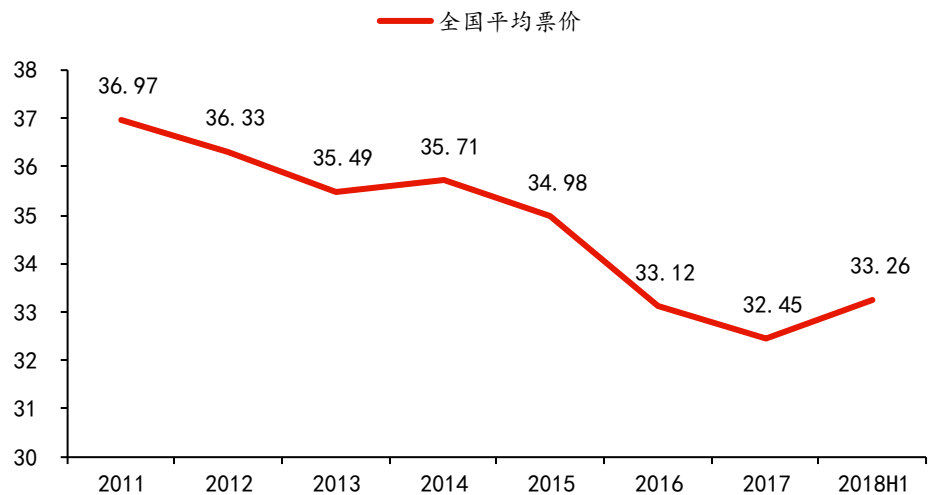
指标	单位	2018年上半年	2017年上半年	同比
票房	亿元	320.31	271.85	17.83%
观影人次	亿	9.01	7.81	15.36%
平均票价(含服务费)	元	35.55	34.81	2.13%
银幕	张	55,623	45,969	21.00%
放映场次	万	5,300.00	4,292	23.49%
单场上座人数	个	17	18	-6.58%

资料来源：国家电影局、华泰证券研究所

注：以上数据含服务费。

根据国家电影局，2018年上半年录得票房(含服务费)320.31亿，同比增长17.83%；银幕同比增长约21%，放映场次同比增长约23%。在反映总体规模的各项指标上，上半年国内电影市场都表现较为优秀。但与此同时，单场上座人数同减6.58%，说明上半年银幕增速仍保持高位，总体上对单银幕产出仍带来摊薄效应。

从平均票价来看，2018H1出现自2014年后首次票价的上涨，从2017年H1的32.45元增加至2018H1的33.26元(两者均为不含服务费价格)。

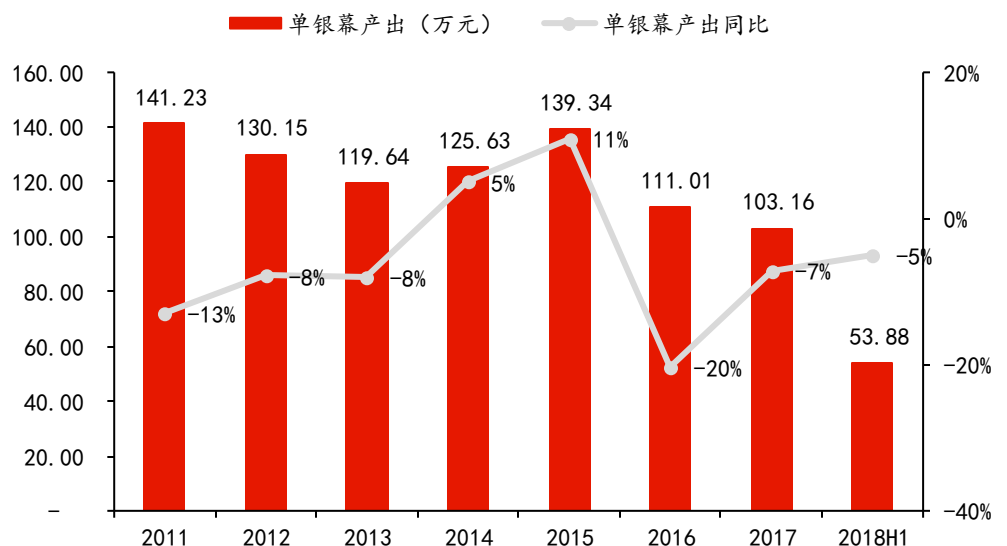
图表8: 2011年-2018年H1全国平均票价走势图(单位:元)

资料来源: 国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室、国家电影局、华泰证券研究所

注: 以上数据不含服务费。

由上图可以看出, 这是近年来的首次上涨, 我们认为这可能与上半年的电影质量整体较高有关, 观众的需求相对更为刚性。是否将形成持续性的向上趋势, 我们认为需要进一步的观察。

从单银幕产出来看, 单银幕产出持续下降, 但下降的速度有所收窄, 2018年上半年全国单银幕产出为53.88万元, 较2017年上半年同比下降5%, 较2016年和2017年的下降速度有所减缓(2016年和2017年分别是-20%、-7%)。我们认为这主要是由于内容质量较高, 上半年的电影市场持续回暖。

图表9: 2011年-2018年H1单银幕产出趋势

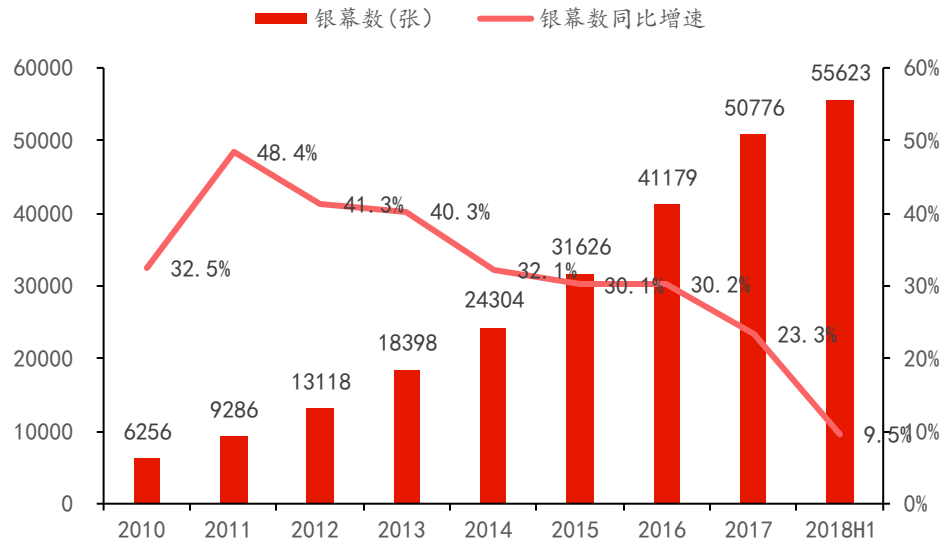
资料来源: 国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室、国家电影局、华泰证券研究所

注: 2011年-2017年均为全年增速, 2018年H1为较2017年H1的同比增速

银幕: 截至2018H1已达到55,623张, 银幕增速依然处于高位

2018年上半年银幕建设依然保持高速: 根据国家电影局公布的数据, 截至2018年6月底, 中国内地银幕总数达到55,623张, 位居世界第一。2017年底的银幕数量为50,776张, 半年内增加4,847张, 增长9.5%, 银幕数量依然保持高速增长; 2017年6月底, 我国银幕为45,969万块, 至2018年6月底同比增长约23%。

图表10: 2010年-2018年H1 银幕数量及增速一览



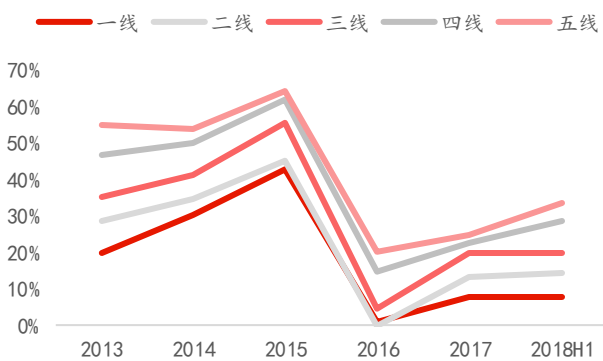
资料来源: 国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室、国家电影局、华泰证券研究所

我们认为新增银幕基本上伴随着综合商业体的建设,且周期大多为1-2年,因此本年新增的银幕的签约建设日期大多在2016年。随着我国整体城市化进程的放缓发展,未来综合商业体的建设将会减缓,银幕增速也会逐渐下降,对单银幕产出的冲击或将有所减缓。

票房: 持续向三线及以下城市下沉

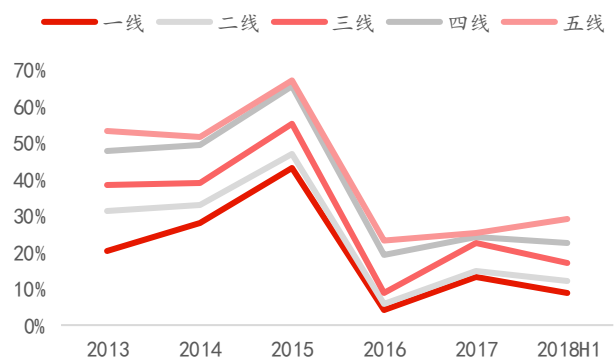
近年来,伴随着三线及以下城市消费升级、观众观影习惯的逐渐养成、银幕扩张和内容质量的提升,三线及以下城市票房快速增长。2018年上半年此趋势依然持续。2018年上半年,三、四、五线城市票房增速分别达到19.68%、28.68%和33.47%,明显高于全国平均增速17.83%。在观影人次方面,2018年上半年三、四、五线城市增速分别达到16.77%、22.75%和28.85%,高于全国平均增速15.36%。如下图所示:

图表11: 2013-2018H1年三线及以下城市票房增速高于一二线城市



资料来源: 艺恩、华泰证券研究所

图表12: 2013-2018H1 三线及以下城市观影人次增速高于一二线城市



资料来源: 艺恩、华泰证券研究所

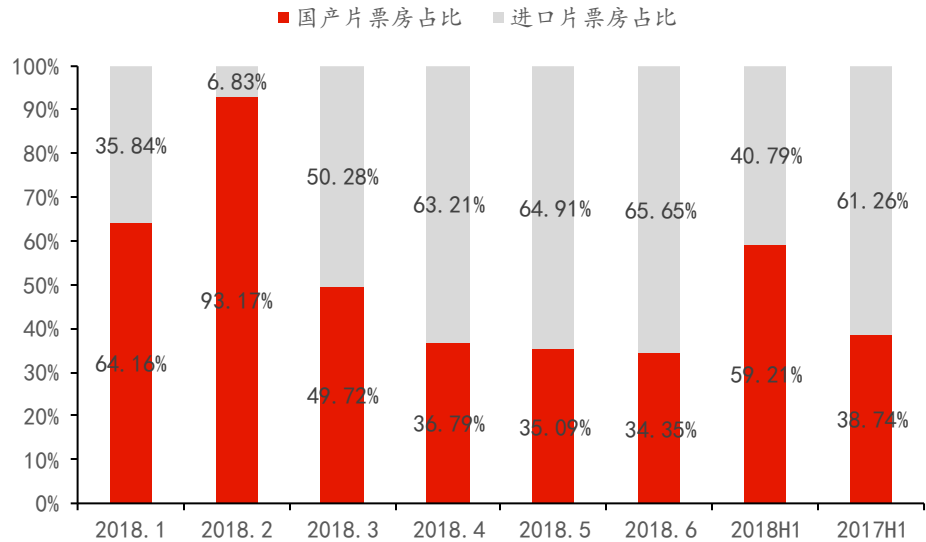
票房的下沉对于行业有较为重要的影响。由于三线及以下观众的观影习惯和成熟度与一二线城市观众有所不同,对于电影的偏爱也有不同,这也将影响到制片公司的项目选择,从而影响未来一段时间内电影的产品形态和市场竞争格局。

内容: 国产片表现亮眼,我们认为主要源自质量的持续提升

2018年上半年国产片表现亮眼,1月份和2月份票房占比分别达到64.16%、93.17%,之后的4个月国产片票房占比也都达到了34%以上。

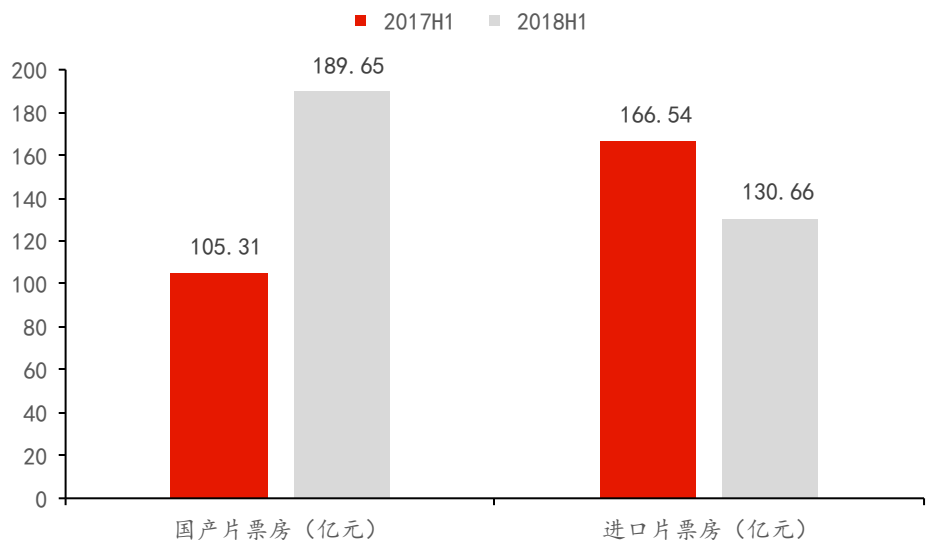
整体来看,2018年上半年的国产片票房占比为59.21%,较2017年上半年提升20.47pct,所获票房较2017年上半年同增80%,达到189.65亿元(含服务费)。上半年有众多国产优秀作品表现优秀,包括《红海行动》、《唐人街探案2》、《捉妖记2》等,分别斩获36.49亿元、33.97亿元和22.37亿元。相比之下,2017年上半年表现较好的国产片《功夫瑜伽》、《西游伏妖篇》、《乘风破浪》等则分别仅有17.53亿元、16.56亿元、10.49亿元。国产片的票房天花板到达又一个高度。

图表13: 2017年H1、2018年H1、2018年1-6月国产片和进口片票房占比



资料来源:中国电影发行放映协会、艺恩,华泰证券研究所

图表14: 2018年上半年国产片及进口片同比变化(单位:亿元)



资料来源:中国电影发行放映协会、艺恩,华泰证券研究所

我们认为上半年国产片的优异表现,主要源自国产片内容质量的持续提升。自2016年国内电影票房滞涨之后,业界对于国产片电影质量进行的反思,成果在2017年开始持续释放,并延续到今年。我们分别统计了2015年-2017年以及2018年1-6月票房Top15的国产片,统计其豆瓣及猫眼的平均评分,发现自2016年以后评分总体上呈现出上行态势,显示出国产片质量近年来的稳步提升。

图表 15: 2015 年-2018 年票房 Top15 的国产片评分

2015 年	猫眼	豆瓣	2016 年	猫眼	豆瓣	2017 年	猫眼	豆瓣	2018 年	猫眼	豆瓣
捉妖记	9.1	6.8	美人鱼	9	6.8	战狼 2	9.7	7.3	红海行动	9.5	8.4
寻龙诀	9.1	7.5	三打白骨精	7.7	5.6	羞羞的铁拳	9.1	7.2	唐人街探案 2	9.1	6.7
港囧	8.4	5.6	湄公河行动	9.3	8	功夫瑜伽	8.4	5	捉妖记 2	8.1	5
夏洛特烦恼	9.3	7.4	长城	8.4	4.9	西游伏妖篇	7.7	5.6	我不是药神	9.7	9
煎饼侠	8.5	6	澳门风云 3	6.9	3.9	芳华	9.1	7.8	后来的我们	8.3	5.9
澳门风云 2	8.7	5.5	盗墓笔记	8	4.7	乘风破浪	8.7	6.8	超时空同居	8.7	7.1
大圣归来	9.3	8.2	功夫熊猫 3	9	7.7	大闹天竺	7.4	3.8	无问西东	8.6	7.6
老炮儿	9.1	7.9	绝地逃亡	8.5	5.5	悟空传	7.6	5.1	西游记女儿国	7.7	4.4
唐人街探案	9	7.4	从你的全世界路过	8.6	5.3	追龙	9	7.5	熊出没变形记	9.1	6.8
天将雄狮	8.3	5.9	北京遇上西雅图 2	8.5	6.5	英伦对决	8.4	7.2	厉害了我的国	9.6	-
狼图腾	8.3	6.9	叶问 3	8.4	6.3	三生三世十里桃花	7.1	4	动物世界	8.5	7.3
九层妖塔	5.7	4.2	铁道飞虎	8.5	5.2	杀破狼贪狼	8.5	7.2	幕后玩家	8.3	5.7
恶棍天使	8	4	寒战 2	8.6	6.9	熊出没奇幻空间	9.1	6.4	南极之恋	9	6.7
杀破狼 2	9	7.3	情圣	8.6	6.1	妖猫传	7.4	6.9	猛虫过江	7.9	3.7
战狼	9.3	6.8	使徒行者	8.8	6.7	缝纫机乐队	9.3	7	祖宗十九代	7.6	4.3
平均	8.61	6.49	平均	8.45	6.01	平均	8.43	6.32	平均	8.65	6.33

资料来源: 猫眼专业版、豆瓣、华泰证券研究所

院线: 院线前十集中度略有提升, 影投前十集中度降低

2018 年上半年前十大院线占总体票房比为 68.54%, 较 2017 年集中度略有提升。上半年万达院线票房收入依然稳居国内院线第一, 前十大院线与过去几年相比未发生较大变化。大地院线市占率提升明显, 为 1.3pct。万达院线、横店院线、华夏联合、幸福蓝海的市占率也略有提升。而金逸院线从 2014 年-2018H1 市占率持续降低, 从 2014 年的 7.0% 降至 2018H1 的 4.9%。

图表 16: 2014 年至 2018 年 H1 Top10 院线

2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018H1	
院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比
万达电影	14.2%	万达电影	13.3%	万达电影	13.4%	万达院线	13.1%	万达院线	13.3%
中影星美	8.3%	中影星美	8.5%	大地院线	8.1%	大地院线	8.6%	大地院线	9.9%
大地院线	7.9%	大地院线	7.9%	上海联合	7.8%	上海联合	8.0%	上海联合	7.7%
上海联合	7.5%	上海联合	6.9%	中影星美	7.6%	中影南方	7.3%	中影数字	7.4%
广州金逸	7.0%	中影南方	6.7%	中影南方	7.1%	中影数字	7.2%	中影南方	7.3%
中影南方	6.7%	广州金逸	6.5%	中影数字	6.5%	中影星美	7.1%	中影星美	6.8%
浙江时代	4.0%	中影数字	4.8%	广州金逸	6.1%	广州金逸	5.4%	广州金逸	4.9%
中影数字	3.7%	浙江横店	4.5%	浙江横店	4.5%	浙江横店	4.3%	浙江横店	4.4%
浙江横店	3.6%	浙江时代	3.5%	浙江时代	3.2%	华夏联合	3.4%	华夏联合	3.5%
北京新影联	3.4%	幸福蓝海	3.1%	华夏联合	3.2%	幸福蓝海	3.2%	幸福蓝海	3.3%
Top10 占比	66.30%	65.70%	65.70%	67.50%	67.50%	67.63%	67.63%	68.54%	68.54%

资料来源: 国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室、华泰证券研究所

由于前十大院线大多已上市, 包括万达电影、中国电影(中影星美、中影南方、中影数字)、上海电影(上海联合)、金逸影视、横店影视、大地院线等。相较于排名后列的院线拥有融资优势。我们认为院线在电影产业链中的议价权强弱将因为掌握的终端放映渠道强弱而改变, 大资本进场将为大地院线兼并收购影院提供充足的资金支持, 实现行业集中度和整体运营效率的提升。对比北美市场, 3 条主流院线占据约 50% 左右的市场份额, 我国院线整合空间充足; 同时末位院线面临运营成本较高、盈利模式单一的问题, 被整合是更好的选择。通过整合做大做强, 凭强大的上下游议价能力降低分账成本、扩大卖品和广告收入, 从而提高影院投资的收益率。我们预计国内院线的并购整合将成为未来的主要趋势, 行业集中度将持续提升。

影投方面, 2018 年上半年前十大影投票房集中度为 38.97%。与院线行业有所不同, 影投公司市场集中度在持续下降。我们认为这主要是因为全国近年来的银幕扩张速度持续维持

在高位，各路资金持续涌入市场投资建设银幕，市场较为分散，单家影投公司受制于资金因素，银幕扩张速度难以与全国平均速度相匹配。短期内，市场仍将呈现激烈的竞争格局，长远来看，随着单银幕产出下降对于盈利能力的进一步挤压，资金实力弱、扩张速度慢、非票房业务盈利能力弱的影投公司市场份额将被稀释，将有被迫退出市场的压力。

图表 17: 2014 年-2018 年 H1 十大影投公司

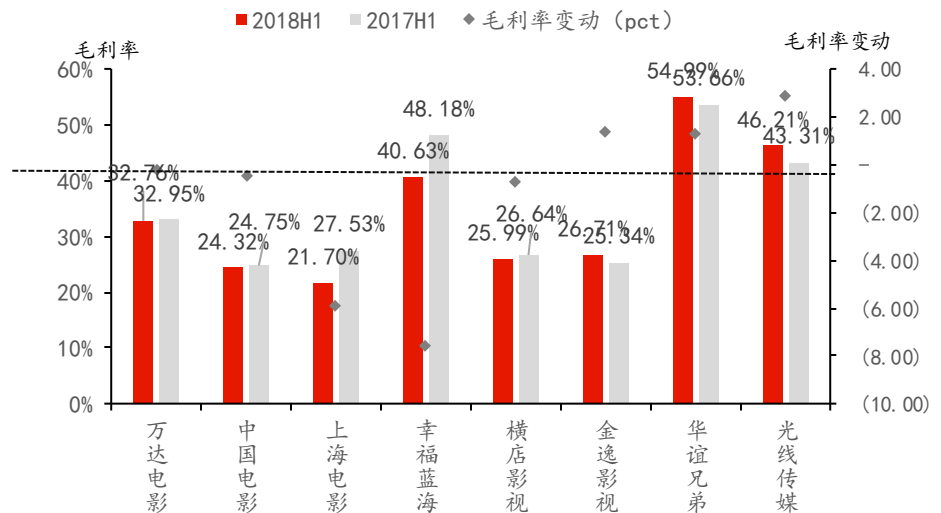
2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018H1	
院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比
万达	16.15%	万达	15.47%	万达	14.49%	万达	13.67%	万达	13.58%
大地	7.87%	大地	7.48%	大地	7.10%	大地	6.59%	大地	6.03%
金逸	5.58%	金逸	4.63%	横店	4.06%	横店	3.82%	横店	3.81%
中影	3.96%	星美	4.46%	金逸	3.78%	星美	3.28%	星美	2.83%
星美	3.87%	横店	4.12%	中影	3.60%	金逸	3.14%	中影	2.78%
横店	3.30%	中影	3.94%	星美	3.60%	中影	3.05%	CGV	2.71%
太平洋影管	2.49%	CGV	2.37%	CGV	2.97%	CGV	2.89%	金逸	2.62%
UME	2.47%	太平洋影管	2.29%	太平洋影管	2.01%	太平洋影管	1.84%	太平洋影管	1.67%
CGV	1.97%	保利	1.91%	保利	1.77%	耀莱	1.75%	耀莱	1.48%
河南文化	1.88%	UME	1.87%	耀莱	1.66%	保利	1.59%	香港百老汇	1.47%
Top10 占比	49.54%		48.54%		45.04%		41.62%		38.97%

资料来源：艺恩、华泰证券研究所

经营情况分析：电影公司毛利率有所改善，院线公司毛利率继续承压

今年上半年电影&院线上市公司的毛利率走势情况出现了分化，受益于上半年影市的持续回暖，影视制作公司华谊兄弟、光线传媒 2018H1 毛利率较 2017H1 有所上升。而院线行业则依然受到上半年全国银幕增速依然处于高位的影响，除金逸影视外毛利率均有所下降。

图表 18: 2018 年 H1 与 2017 年 H1 电影&院线上市公司毛利率变动情况



资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

具体分业务环节来看：

电影制作业务方面，中国电影《厉害了，我的国》《无问西东》、《捉妖记 2》、《西游女儿国》等多部电影表现较好，营收增长较为稳定；华谊兄弟营收涨幅较大，主要受益于上半年处在放映期内的《芳华》、《前任 3：再见前任》票房表现较好；光线传媒虽然报告期内公司参与投资、发行的影片总票房为 48.40 亿，较 2017 年的 13.83 亿元大幅提升，但由于参与投资比例较少，电影业务的营收降幅较大。

图表 19: 上市公司电影制作业务业绩情况 (单位: 亿元)

公司	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	毛利率变动 (pct)
	营收	营收		营业成本	营业成本		毛利率	毛利率	
中国电影	4.1	3.5	16.7%	3.1	2.6	20.3%	22.8%	27.5%	-4.7%
光线传媒	4.7	7.2	-34.8%	2.4	3.8	-37.0%	48.8%	47.0%	1.8%
华谊兄弟	19.6	10.1	94.4%	9.3	5.7	64.4%	52.4%	43.7%	8.7%
子行业总计	28.4	20.8	36.5%	14.9	12.1	22.8%	47.5%	41.7%	5.8%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 上表中中国电影、华谊兄弟的数据均包括电视剧业务, 中报未分开披露, 但我们认为影响较小。

毛利率方面, 中国电影有所下降, 华谊兄弟、光线传媒有所上升。由于项目制带来的风险不确定性, 此项业务的毛利率难以保持稳定。(光线传媒的电影制作和发行收入未在财报中予以拆开, 在此合并列示)。其提升空间将来自于工业化水准的提高和非制片业务的发展。

放映业务方面, 除金逸影视之外, 其他公司都保持了放映业务的营收增长, 但与此同时对应的是毛利率的下滑, 反映的是全国较高的银幕扩张速度带来的摊薄效应, 从而给毛利率带来压力。

图表 20: 上市公司放映业务业绩情况 (单位: 亿元)

公司	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	毛利率变动 (pct)
	营收	营收		营业成本	营业成本		毛利率	毛利率	
万达电影	48.4	42.3	14.3%	41.4	35.5	16.4%	14.5%	16.0%	-1.6%
中国电影	9.7	8.8	10.3%	7.7	6.6	16.9%	21.3%	23.4%	-2.1%
幸福蓝海	6.1	5.4	13.5%	4.0	3.3	19.9%	35.3%	38.7%	-3.4%
金逸影视	7.9	8.2	-4.3%	6.9	7.6	-9.9%	12.5%	7.0%	5.5%
子行业总计	72.1	64.8	11.3%	59.9	53.0	12.9%	16.9%	18.1%	-1.2%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 横店影视、上海电影未披露细分业务数据。

图表 21: 上市公司电影发行业务业绩情况 (亿人民币元)

公司	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	毛利率变动 (pct)
	营收	营收		营业成本	营业成本		毛利率	毛利率	
中国电影	26.7	28.7	-6.9%	20.4	21.9	-6.8%	23.7%	23.7%	-0.1%
子行业总计	26.7	28.7	-6.9%	20.4	21.9	-6.8%	23.7%	23.7%	-0.1%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

电影发行业务上, 中国电影有绝对的领先地位。2018H1 毛利率较 2017H1 略下降 0.1pct。2017 年上半年, 其主导或参与发行的国产片票房 36.38 亿元, 以 7% 服务费计, 可分账票房为 33.83 亿元。发行进口片票房为 80.37 亿元, 可分账票房为 74.74 亿元。合计为 108.57 亿元。2018 年上半年, 其主导或参与发行的国产片可分账票房为 54.06 亿元, 发行进口片分账票房为 67.39 亿元, 合计为 121.45 亿元。

2018 年上半年发行的电影总票房收入要高于 2017 年上半年, 但 2018 年上半年发行业务的营收略低于 2017 年上半年, 主要因为进口片上半年的票房较低迷, 而进口片发行对于中国电影发行业务的贡献较大。

非票收入: 上半年万达电影表现优异, 其他院线各有瑕疵

由于卖品、广告等非票房业务的毛利率通常要高于放映业务, 因此院线公司都将提高非票收入的占比作为重点的发展战略。非票收入是较为重要的一个方面, 我们在此单独将其列出进行分析。

具体到卖品业务方面, 从营收来看, 万达电影、横店影视保持稳健的增长, 幸福蓝海略有下滑, 金逸影视下降较多; 从营收占比来看, 除万达电影外, 其他公司都略有下滑; 毛利率方面, 万达电影、幸福蓝海略有提升。

图表 22: 上市公司卖品业务业绩情况 (单位: 亿元)

公司	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	占比变动 (pct)	2018H1	2017H1	毛利率变动 (pct)
	营收	营收		营业成本	营业成本		卖品营收占比	卖品营收占比		毛利率	毛利率	
万达电影	9.98	8.57	16%	3.91	3.52	11%	13.54%	12.95%	0.59%	60.80%	58.89%	1.91%
幸福蓝海	0.46	0.46	-1%	0.13	0.14	-9%	4.77%	6.33%	-1.56%	72.06%	69.68%	2.38%
金逸影视	0.85	1.00	-15%	0.39	0.28	37%	8.33%	9.31%	-0.98%	53.96%	71.44%	-17.47%
横店影视	1.42	1.34	6%	-	0.35	-	9.66%	10.77%	-1.11%	-	73.97%	-
子行业总计	12.70	11.36	12%	4.43	4.29	3%				65.12%	62.20%	2.91%

注: 上海电影未披露卖品业务数据, 横店影视未披露成本数据。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

金逸影视上半年业绩表现有所下滑, 放映业务同比下降约 4.3%, 在平均票价略有提升的情况下, 意味着观影人次下滑, 从而直接影响金逸的卖品业务表现。

卖品业务的主要影响因素有两个, 一方面是院线的观影人次规模, 卖品业务表现与观影人次成正相关; 一方面是院线的规模, 规模大小影响卖品业务的成本, 规模越大在卖品供应商端越有议价权, 从而成本方面越发有优势。从上表可以看出, 万达电影卖品业务的营收规模远高于其他同行, 这正是基于其在业内遥遥领先的影城规模优势。2018 年上半年, 其卖品营收占比为 13.54%, 较同期增长约 0.59pct, 略有提升。

广告业务方面, 万达电影和横店影视的广告业务营收都保持了稳健的增长, 金逸影视的广告业务营收同比下滑, 与其放映业务和卖品业务的下滑相一致; 在营收占比和毛利率方面, 万达电影和金逸影视均有所提升。

图表 23: 上市公司广告业务业绩情况 (单位: 亿元)

公司	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	YoY	2018H1	2017H1	占比变动 (pct)	2018H1	2017H1	毛利率变动 (pct)
	营收	营收		营业成本	营业成本		广告营收占比	广告营收占比		毛利率	毛利率	
万达电影	12.56	10.86	16%	3.98	3.96	0%	17.04%	16.42%	0.62%	68.30%	63.53%	4.77%
金逸影视	0.99	1.34	-26%	0.00	0.03	-87%	9.73%	8.35%	1.38%	99.67%	98.13%	1.55%
横店影视	0.95	0.73	31%	-	-	-	6.50%	5.84%	0.66%	-	99.97%	-
子行业总计	14.50	12.93	12%	3.98	3.99	0%				72.53%	69.16%	3.37%

注: 中国电影、上海电影、幸福蓝海未披露广告业务数据。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

总体上来看, 观察非票房业务的发展主要从两个维度, 一是非票房业务的占比; 一是非票房业务的毛利率。提升这两点的关键在于发挥院线的规模效应, 同时提升运营的效率。规模较大的院线由于在观影人次和进货成本方面有优势, 在非票房收入方面表现要优于同行; 对于规模较小的院线来说, 提升影城的运营效率, 做好服务的细节则显得较为重要。这也考验到管理层的经营能力。2018 年上半年来看, 除万达电影之外, 其他各家院线在非票房业务表现都各有瑕疵, 只有万达电影在非票房收入的各方面都较去年同期有所提升, 显示其在规模效应和经营水平上都在行业内拥有领先优势。

投资标的

光线传媒: 电视剧业务发展迅速, 猫眼市场地位稳固, 期待电影业务下半年发力

电视剧业务占比提升明显, 电影业务带动总体毛利率提升。2018 年 H1 营收构成中, 电视剧业务占比提升明显, 达到 32.7%, 2017 年为 2.7%。电视剧业务占比的提升一方面因为公司重新发力电视剧的战略开始取得成效, 报告期内电视剧收入、利润均同比大幅增长; 一方面因为上半年视频直播业务开始不再并表, 电视剧业务占比相应提升。公司 2018 H1 综合毛利率为 46.21%, 较 2017 年提升约 4.94pct, 毛利率的提升主要由于电影业务毛利率的提升, 由 2017 年的 44.01% 提升至 48.80%。

电影业务 2018 年上半年营收下滑，预计由于重要项目投资比例较小。电视剧营收增幅明显。电影业务营收实现 4.73 亿元，同比下降约 35%。上半年公司电影总票房为 48.40 亿元，去年同期为 13.83 亿元。我们测算后估计公司在《唐人街探案 2》中的投资比例约为 5%，我们认为由于重要项目的投资比例较小，使得在电影票房同比增长的情况下，电影营收同比下滑；电视剧（含网剧）业务实现营收约 2.36 亿元，同比增长约 477.32%。公司确认了《新笑傲江湖》、《爱国者》的电视剧发行收入。由知名 IP 改编的《我在未来等你》、《八分钟的温暖》、《无法直视》，均已拍摄完毕，进入后期制作阶段；同时还有多个项目在筹备、推进中。电视剧有望成为业绩增长又一动力。

猫眼上半年亏损，但市场总体地位稳固。中报披露，2018 年上半年公司对猫眼以权益法确认的投资损益为亏损 3,989 万元，公司在猫眼的直接持股比例为 19.35%，则我们估计上半年猫眼亏损 $3,989/0.195=20,456$ 万元；同时我们统计了自 2017 年 10 月至 2018 年 7 月猫眼市场占有率的变化趋势，虽本年初由于竞争对手加大投入有所下滑，但自 3 月后开始保持稳定，至 7 月稳定在 60% 左右，市场地位稳固。

采用分部估值法，下调目标价，维持买入评级。公司电视剧业务发展良好；电影业务有所下滑，我们认为主要受项目投资比例影响，并无大碍；猫眼市场地位稳固，看好其给公司发展带来的延展性。但考虑到《云南虫谷》延期、猫眼上半年继续亏损，我们下调 2018 年和 2019 年盈利预测至 24.57 亿元、11.09 亿元（前值分别为 27.95 亿元和 13.30 亿元），对应 2018 年-2019 年 EPS 为 0.84 元、0.38 元。我们采用分部估值法对公司进行估值，认为 2018 年的合理市值应为 253 亿元-259 亿元，对应下调目标价至 8.6 元-8.83 元，维持买入评级。

中国电影：制片业务亮眼，期待后续表现

发行和放映营收占比约 79.62%，发行稳健发展，放映运营效率较高。2018 年 H1 公司发行和放映业务营收占比约 79.62%，与 2014 年-2017 年基本持平，其中发行占比 58.36%，放映占比 21.27%。发行业务营收主要取决于发行电影的数量、票房以及参与发行的程度。我们认为公司在业内的龙头地位将有利于其获取优质项目来发行，同时电影内容质量提升已经形成行业趋势，我们认为公司发行业务未来有望稳健发展；放映方面，上半年公司直营银幕增速与全国银幕增速保持同步，均为 10% 左右，受制于银幕扩张，我们认为短期内毛利率提升空间有限，但由于公司影院定位较为高端，运营效率较高，各项指标在同业中位于领先水平。

2018 年 H1 综合毛利率较 2017 年提升 3.18pct，主要由制片业务毛利率提升贡献。公司 2018 年 H1 综合毛利率从 2017 年的 20.72% 提升至 23.89%，主要受制片业务毛利率的提升贡献。制片业务 2018 年 H1 毛利率为 22.75%，而其 2014 年至 2017 年度毛利率分别为 1.43%、5.48%、-16.87%、-9.30%，较之前年度大幅提升；发行方面，毛利率为 23.66%，较 2017 年的 21.64% 略有提升；放映方面，2018 年 H1 毛利率 21.27%，较 2017 年的 23.86% 略有下滑；影视服务方面，2018 年 H1 毛利率为 30.80%，较 2017 年的 27.95% 有所提升，此业务板块主要包括影视器材业务和演艺经纪、票房监察、影视教育培训等业务，构成较复杂，毛利率波动在正常范围内。

2018 年 H1 制片业务表现亮眼，期待后续表现。公司 2018 年上半年制片业务毛利率大幅提升，为 2014 年来最高水平。上半年公司主导或参与出品的各类影片共 8 部，累计实现票房 76.83 亿元，主要包括《无问西东》、《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》、《西游女儿国》、《厉害了，我的国》等，均为季度票房前列国产片，显示公司获取优质项目资源的能力。公司半年报披露多个项目进展，制片业务有望实现持续丰收。

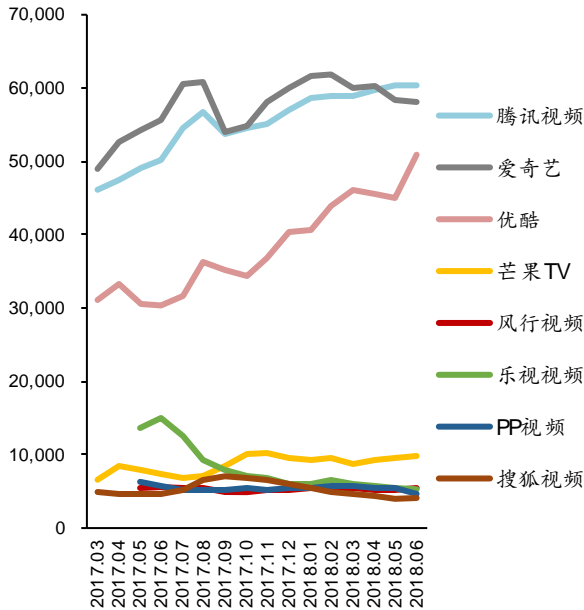
获取优质项目能力领先，发行和制片业务有望超预期，维持买入评级。我们认为公司放映业务将保持稳健增长，发行业务和制片业务方面，公司获取优质项目资源的能力在行业内领先，随着国产片质量的普遍提升，未来有望为公司业绩带来较大向上弹性。但考虑到电影《流浪地球》推迟上映，以及全国银幕增速仍处于高位带来的摊薄效应，公司放映业务毛利率有所下滑，我们下调2018-2019年盈利预测至11.33亿元、12.58亿元（前值为13.36亿元、14.96亿元），2018-2019年EPS为0.61元、0.67元，参考同行业2018年PE估值为19X，并考虑其龙头地位，给予2018年PE 23X-25X估值，调整目标价为14.03元-15.25元，维持买入评级。

在线视频：付费用户数显著增长，行业景气向上

视频网站龙头用户数保持增长势头，“爱腾优+芒果TV”格局形成

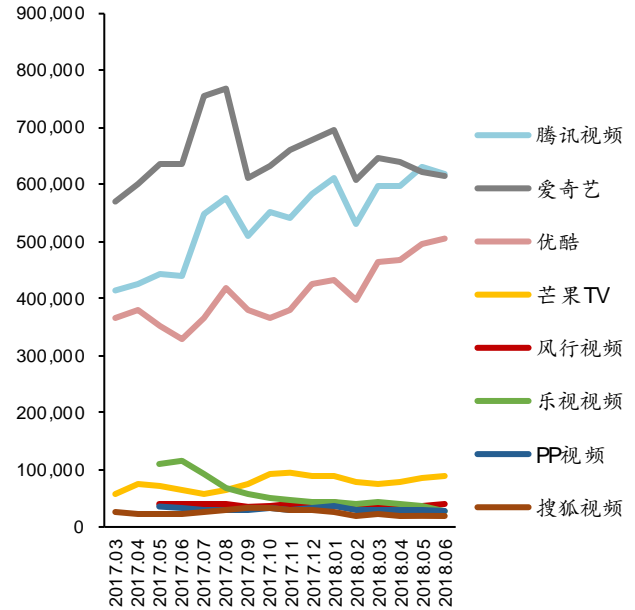
“爱腾优”在用户覆盖率上领跑，第二梯队中芒果TV表现亮眼。根据艾瑞咨询数据，爱奇艺、腾讯、优酷用户数近一年来呈现持续上升趋势（参考指标为月独立设备数），“爱腾优”在2018年6月月独立设备数均在5亿人以上。第二梯队中，芒果TV的月独立设备数最接近1亿水平（根据艾瑞咨询18年6月数据），行业第四座次较为稳固。

图表24：在线视频APP月独立设备数（万）



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

图表25：主要视频网站月度总有效时长（万小时）

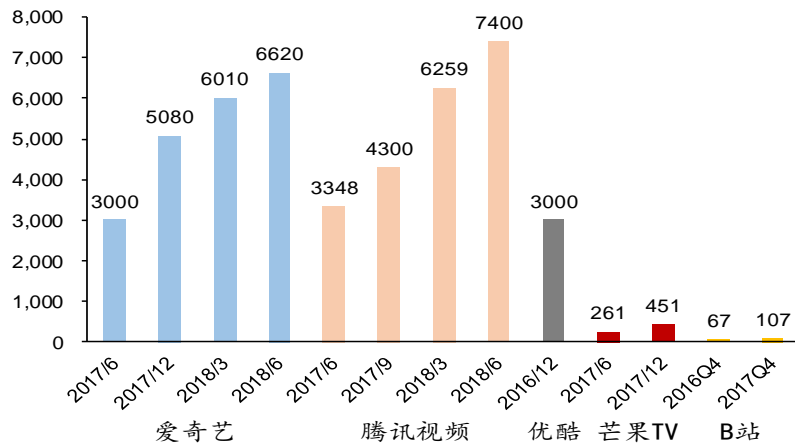


资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

视频网站龙头付费会员数增长迅猛，并积极拓展粉丝经纪等创收模式

在付费会员维度，“爱腾优”会员数均超3千万，芒果TV17年底会员数451万处快速增长通道中。爱奇艺二季报显示，截至2018年6月，爱奇艺付费会员规模已经达到6620万，同比增长121%；腾讯视频公布了其截至2018年6月的付费会员数为7400万，同比增长121%；优酷会员在2016年底已超过3000万，且宣布2018年一季度付费会员同比增长155%。相比之下，芒果TV、B站、搜狐视频的付费会员规模均为几百万量级。其中，芒果TV会员数在第二梯队中增长迅猛，2017年下半年会员数相较2017年上半年增长73%。

图表 26: 主要视频网站付费用户数 (万人)



资料来源: 爱奇艺公告, B站公告, 腾讯公告, 华泰证券研究所

视频网站在多维度创收展现尝试:《创造 101》等选秀节目的火爆为视频网站通过内容切入粉丝经济提供了范式。腾讯视频选秀节目《创造 101》中, 为了给心仪选手点赞, 粉丝仅在 Owhat 上的粉丝集资金额就达到了 4453 万元 (截至 6 月 23 日, 根据 OwhatAPP 数据), 节目最终选出的火箭少女 101 将和企鹅影视签订两年合约, 接受企鹅影视的管理, 企鹅影视将获取女团的演艺分成。

图表 27: 各大视频网站推出粉丝社区

平台	粉丝平台	推出时间	宣发案例
爱奇艺	泡泡社区	2015 年 11 月	《中国有嘻哈》(1) 13 期话题活动 (2) 明星选手“翻牌”粉丝; 《河图》(1) 线下: 发布会、剧透会、庆功会等粉丝见面福利 (2) 线上: 泡泡专访主创; “明星来了”互动
腾讯	doki 社区	2017 年 8 月	《创造 101》点赞通道、《演员的诞生》评论区
优酷	星球	2017 年底	明星热度排名
芒果 TV	有料		明星小视频

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

视频网站联合发布声明限制艺人片酬, 有望一定程度上缓解成本压力

在视频平台激烈竞争的局势下, 头部内容涨价趋势明显。为应对内容成本重负, 三家视频网站联合发布声明, 对艺人片酬进行限制, 单部影视剧成本有望压低, 视频网站成本压力有望缓解。

2018 年 8 月 11 日, 爱奇艺、优酷、腾讯视频三家视频网站发布声明, 即日起联合正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大影视制作公司, 共同抵制艺人“天价”片酬现象。三家视频网站联合六大影视制作公司将严格执行每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的 40%, 主要演员片酬不得超过总片酬的 70% 的最高片酬限额制度。此外, 还将对不合理的片酬进行控制, 三家视频网站和六大影视制作公司采购或制作的所有影视剧, 单个演员的单集片酬 (含税) 不得超过 100 万人民币, 其总片酬 (含税) 不得超过 5000 万元人民币。

电视剧：表现平淡，优选题材把控力强、现金流充沛的行业龙头

电视剧板块中报表现：政策高压下，板块表现平淡

2018上半年电视剧板块收入增速维持低位，净利润出现负增长。2018上半年营收和净利润增速分别为10%、-8%。虽然板块业绩表现一般，但观察华策、慈文、唐德、欢瑞4家头部剧公司，其收入、净利润均实现较快增长，板块内分化或成为常态。

板块毛利率与去年同期持平，净利率降幅较大，电视剧公司收入利润多确认在Q4，期待下半年表现。2018上半年毛利率为32.05%，较去年同期基本持平；2018上半年净利率为14.47%，下降2.81pct。由于电视剧公司具有项目制属性，且收入利润多确认在下半年，尤以Q4为主，上半年数据意义不大，期待下半年的表现。目前电视剧播出题材限制严格，多部头部大剧至今无法上星播出。现金储备和剧集播出后的回款情况将成为后续项目开机的重要前提条件，若18H2开机项目较少，或造成19年上半年的阶段性剧荒。

图表28：电视剧板块2016-2018上半年营业收入表现

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营业收入 2016H1 (亿元)	营业收入 2017H1 (亿元)	营业收入 2018H1 (亿元)	营业收入同比增长率 2016H1	营业收入同比增长率 2017H1	营业收入同比增长率 2018H1
300133.SZ	华策影视	163.43	15.48	17.51	21.87	67%	13%	25%
002445.SZ	中南文化	69.68	4.13	6.36	5.89	-3%	54%	-7%
002343.SZ	慈文传媒	53.19	4.29	3.33	7.58	-49%	-22%	127%
002143.SZ	印纪传媒	52.74	9.71	7.71	3.90	17%	-21%	-49%
002502.SZ	骅威文化	49.61	3.55	3.87	0.75	116%	9%	-81%
000673.SZ	当代东方	48.28	2.41	4.04	5.07	116%	67%	25%
000892.SZ	欢瑞世纪	41.99	0.06	2.54	2.56	-	-	1%
300336.SZ	新文化	37.82	5.47	6.51	4.22	26%	19%	-35%
600576.SH	祥源文化	32.61	2.78	3.16	3.46	-	14%	10%
300426.SZ	唐德影视	32.40	2.66	3.11	4.95	-1%	17%	59%
601599.SH	鹿港文化	30.85	13.34	16.03	18.27	7%	20%	14%
002071.SZ	长城影视	27.01	5.97	2.63	5.75	193%	-56%	119%
电视剧板块		639.61	69.85	76.81	84.26	28%	10%	10%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：市值以2018.8.31收盘价计

图表29：电视剧板块2016-2018上半年归母净利润表现

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 2016H1 (亿元)	归母净利润 2017H1 (亿元)	归母净利润 2018H1 (亿元)	归母净利润同比增长率 2016H1	归母净利润同比增长率 2017H1	归母净利润同比增长率 2018H1
300133.SZ	华策影视	163.43	2.71	2.75	2.89	24%	1%	5%
002445.SZ	中南文化	69.68	0.46	1.33	0.46	-12%	191%	-66%
002343.SZ	慈文传媒	53.19	0.92	0.76	1.93	87%	-18%	153%
002143.SZ	印纪传媒	52.74	2.60	2.68	0.22	21%	3%	-92%
002502.SZ	骅威文化	49.61	0.89	1.53	0.33	264%	72%	-78%
000673.SZ	当代东方	48.28	0.31	0.25	1.14	21%	-21%	360%
000892.SZ	欢瑞世纪	41.99	-0.00	-0.40	0.50	-	-	-
300336.SZ	新文化	37.82	1.16	1.47	1.58	6%	26%	8%
600576.SH	祥源文化	32.61	0.37	0.39	0.41	-	6%	5%
300426.SZ	唐德影视	32.40	0.57	0.60	0.90	4%	6%	50%
601599.SH	鹿港文化	30.85	0.81	0.73	0.71	25%	-9%	-3%
002071.SZ	长城影视	27.01	0.64	0.65	0.66	29%	1%	2%
电视剧板块		639.61	11.44	12.73	11.73	35%	11%	-8%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：市值以2018.8.31收盘价计

图表30: 电视剧板块2016-2018上半年毛利率、净利率、费用率表现

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	毛利率			净利率			费用率		
			2016H1(%)	2017H1(%)	2018H1(%)	2016H1(%)	2017H1(%)	2018H1(%)	2016H1(%)	2017H1(%)	2018H1(%)
300133.SZ	华策影视	163.43	33.52	25.04	31.76	18.37	15.66	13.21	11.83	15.14	16.20
002445.SZ	中南文化	69.68	38.32	44.80	33.89	10.60	20.55	7.76	22.12	25.87	33.58
002343.SZ	慈文传媒	53.19	37.85	39.95	20.16	21.48	23.48	25.94	12.91	21.90	8.83
002143.SZ	印纪传媒	52.74	40.14	52.82	51.05	26.56	34.10	4.33	10.28	13.70	25.31
002502.SZ	骅威文化	49.61	49.84	47.98	83.50	24.88	40.63	40.58	20.50	10.83	62.35
000673.SZ	当代东方	48.28	29.36	38.43	37.23	12.81	14.44	28.16	11.24	16.34	17.61
000892.SZ	欢瑞世纪	41.99	46.11	12.40	60.07	-2.53	-15.60	19.24	41.79	33.02	40.67
300336.SZ	新文化	37.82	34.80	30.44	42.37	21.14	22.62	37.36	13.74	14.50	26.35
600576.SH	祥源文化	32.61	40.25	31.23	35.82	12.18	11.89	12.24	20.28	16.72	17.66
300426.SZ	唐德影视	32.40	44.33	52.56	43.04	21.00	19.53	16.94	22.81	23.09	21.89
601599.SH	鹿港文化	30.85	20.64	17.70	17.82	6.30	4.95	4.07	12.51	11.95	12.28
002071.SZ	长城影视	27.01	32.40	35.04	36.18	15.97	30.64	15.70	9.08	21.36	16.06
电视剧板块		639.61	33.91	32.19	32.05	16.92	17.28	14.47	13.53	16.49	18.45

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 市值以2018.8.31收盘价计

行业观点: 题材限制仍紧, 采购限价、片酬限价或长远利好行业发展

8月10日爱奇艺、优酷、腾讯视频三家视频网站联合正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大制片公司发出声明, 共同抵制艺人“天价”片酬现象, 共同抵制偷逃税、“阴阳合同”等违法行为。声明中强调, 三家视频网站和六家影视制作公司采购和制作的所有影视剧, 艺人单集片酬(含税)最高不得超过100万元人民币, 总片酬(含税)不得超过5000万元人民币。

8月12日, 以华谊兄弟为会长单位, 拥有博纳影视、横店影视、乐视花儿影视、唐德影视等400余家会员单位的横店影视产业协会也发表了《关于“加强行业自律、规范行业秩序、促进影视精品创作”的倡议》。强调严格执行有关部门的限额制度, 每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不超过制作总成本的40%, 主要演员片酬不超过总片酬的70%。

我们认为对演员的薪酬控制将有利于行业内资源在艺人和内容制作上的优化分配, 引导行业将价值重新聚焦到打磨剧本、提高制作水平、优化后期呈现效果等环节, 具备优质作品的持续打造能力和挖掘能力的头部影视将相对从中受益。我们认为行业此次的行业规范从长远看将有利于行业的健康发展, 但短期的影响需要进一步观察。

投资策略: 重视现金流能力, 优选现金流充沛的行业龙头

2018年以来, 电视剧领域持续受到政策压制, 多部古装大剧上星定档困难, 部分影视剧公司现金流出现较为紧张的情况。年中崔永元“阴阳合同”事件不断发酵, 造成行业动荡。下半年来, 三大视频平台联合六大制片方出台片酬限价联合声明, 视频平台采购限价传言真假未定。

我们认为电视剧行业处于较为动荡的阶段, 各种政策及传言的影响仍有待消化。现阶段应重视考察制片方对内容题材的风险管理能力, 及公司运营层面的现金流能力。优选现金流充沛, 预售项目储备丰富的行业龙头。

阅读：高景气度延续，关注行业龙头

阅读板块中报表现：板块景气度仍然较高，盈利能力有所上升

阅读板块 2018 上半年收入、净利润增速均有所回落，但净利润增速仍高于收入增速，分别为 14.5%、31.9%，板块景气度仍然较高。数字阅读公司掌阅科技、平治信息、中文在线 2018 上半年收入分别增长 18%、11%、43%，利润增速分别为 15%、119%、141%；一般图书龙头新经典、城市传媒 2018 上半年收入增速分别为 -3%、12%，利润增速分别为 1%、16%。五家上市公司利润增速均高于收入增速，反映板块盈利能力持续上升。反映在毛利率、净利率上，2018 上半年平均毛利率为 39.66%，毛利率提升 3.18pct；净利率为 15.97%，比 2017H1 年提升 2.51pct，但同时费用率也提升 3.69pct。

图表 31：阅读板块 2016-2018 上半年营业收入表现

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营业收入 2016H1 (亿元)	营业收入 2017H1 (亿元)	营业收入 2018H1 (亿元)	营业收入同比增 长率 2016H1 (%)	营业收入同比增 长率 2017H1 (%)	营业收入同比增 长率 2018H1 (%)
603533.SH	掌阅科技	97.68	4.86	7.93	9.37	-	63%	18%
300571.SZ	平治信息	72.79	1.59	4.19	4.66	-	164%	11%
300364.SZ	中文在线	49.80	2.27	2.97	4.24	75%	31%	43%
603096.SH	新经典	101.87	3.99	4.59	4.45	-	15%	-3%
600229.SH	城市传媒	49.99	8.47	9.29	10.45	-6%	10%	12%
出版阅读板块		372.13	21.18	28.98	33.17	105.3%	36.8%	14.5%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：市值以 2018.8.31 收盘价计

图表 32：阅读板块 2016-2018 上半年利润表现

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 2016H1 (亿元)	归母净利润 2017H1 (亿元)	归母净利润 2018H1 (亿元)	归母净利润同比 增长率 2016H1	归母净利润同比 增长率 2017H1	归母净利润同比 增长率 2018H1
603533.SH	掌阅科技	97.68	0.21	0.68	0.78	-	232%	15%
300571.SZ	平治信息	72.79	0.25	0.50	1.10	-	102%	119%
300364.SZ	中文在线	49.80	0.08	0.22	0.52	12%	177%	141%
603096.SH	新经典	101.87	0.67	1.08	1.09	-	62%	1%
600229.SH	城市传媒	49.99	1.18	1.39	1.60	102%	18%	16%
出版阅读板块		372.13	2.38	3.87	5.10	264.1%	62.5%	31.9%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：市值以 2018.8.31 收盘价计

图表 33：阅读板块 2016-2018 上半年毛利率、净利率、费用率表现

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	毛利率 2016H1	毛利率 2017H1	毛利率 2018H1	净利率 2016H1	净利率 2017H1	净利率 2018H1	费用率 2016H1	费用率 2017H1	费用率 2018H1
603533.SH	掌阅科技	97.68	34.99	30.75	29.26	4.22	8.62	8.32	29.69	20.73	21.75
300571.SZ	平治信息	72.79	30.22	23.64	46.89	15.67	12.01	27.33	10.33	8.24	12.44
300364.SZ	中文在线	49.80	52.66	57.68	48.90	3.28	6.65	12.24	46.84	44.82	52.11
603096.SH	新经典	101.87	36.58	42.77	48.21	17.40	24.34	25.34	13.22	12.07	18.24
600229.SH	城市传媒	49.99	36.37	37.27	38.38	14.19	15.03	15.27	21.31	21.36	21.94
出版阅读板块		372.13	37.38	36.48	39.66	11.45	13.46	15.97	23.62	20.22	23.91

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：市值以 2018.8.31 收盘价计

行业观点：数字阅读市场关注付费率提升；图书市场少儿品类增速最快

数字阅读市场 ARPU 已至高位，未来驱动力或依赖正版化趋势下付费率提升

2017 年以来，在正版化和付费观念不断普及的趋势下，数字阅读公司不断从中受益。数字阅读龙头阅文集团和掌阅科技的月活、付费用户数、人均付费 ARPU 值均不断提升，阅文集团付费率由 2015 年的 3.3% 提升至 2018 上半年的 5%，人均付费 ARPU 值快速提升至 2018 上半年的年化 300 元附近。数字阅读行业 ARPU 值已与游戏行业相差无几，未来行业发展或更多依赖于正版化趋势下付费率的提升。

图表 34：掌阅与阅文运营数据对比

	2014	2015	2016	2017	2018H1
掌阅 iReader-月活 (万人)	4,205	7,088	9,363	10,400	11,000
掌阅 iReader-付费用户数 (万人)	1,313	1,389	2,429	1,568	
掌阅 iReader-ARPU	32.22	45.13	50.27		
掌阅 iReader-数字阅读收入 (万元)	41,253	59,196	112,647	156,810	
掌阅 iReader-作品数量 (万部)		50.20	52.40		
阅文集团-月活 (万人)		11,710	16,990	19,180	213,500
阅文集团-付费用户数 (万人)		386	833	1,100	1,070
阅文集团-付费率		3.30%	4.90%	5.80%	5.00%
阅文集团-年化 ARPU		204.00	207.00	269.00	292.80
阅文集团-自有产品及自营渠道-在线阅读收入 (万元) *	44,204	78,879	172,408	295,550	106,819
阅文集团-作品数量 (万部)		710	840		1,070

资料来源：公司中报，华泰证券研究所

注：掌阅 iReader 2017 付费用户数为 2017 上半年数据

图书零售市场增速回落，头部效应进一步加强，少儿图书是核心驱动力

根据开卷信息公布的《2018 年上半年中国图书零售市场报告》显示，2018 年上半年，中国图书零售市场同比增长 11.40%，较 2017 年全年增速 14.55% 相比有所回落。主要是因为文化增值税优惠落地推迟、电商促销相对降温、互联网娱乐方式丰富分流图书消费需求等。网店渠道码洋增长 22.1%，增速放缓；实体店渠道码洋同比下降 2.93%，出现负增长。

图书销售向头部集中趋势仍在持续，图书市场销量排名前 1% 的图书贡献了 52.93% 的市场码洋，较 2017 年的 51.70% 继续提升；1H18 后 50% 长尾包含约 160 万种品种，占动销品种的 99.18%，不断拉长的尾部图书占据大量货架资源，却难以形成收益。

2018 年上半年，少儿图书占到图书零售市场的码洋比重持续提升至 26.25%，贡献了 18H1 图书零售 32.5% 的增长，为整个市场最主要的驱动力。无论是从 80/90 后父母的购买力、整个少儿教育和少儿培训市场的发展态势、以及欧美国家少儿图书市场的地位等，都预示着少儿类图书在未来中国图书市场中还将有更大的发展。

投资策略：优选数字阅读龙头和畅销书龙头

我们认为，目前图书市场与电视剧市场类似呈现出头部化特征，网上书店的快速增长和总动销品种的增加，使得整个图书零售市场中的畅销书贡献越来越大。2014 年，图书市场中销量排名前 1% 的图书，为整个市场贡献了 43.73% 的码洋，随后的 2015 年和 2016 年，畅销书的贡献都持续增加，2017 年更是增加到了 51.70%，超过了一半的市场码洋是由 1% 的畅销书所取得的。推荐具有自有版权策划发行能力，在畅销书和童书领域具备经验和项目储备的新经典、城市传媒。

城市传媒：主业挺拔,业绩略超预期

2018年中报再次超预期。公司披露2018年中期财报,上半年实现营收10.45亿元,归属于上市公司股东的净利润1.60亿元,分别同增12.49%和15.57%,再次超出市场预期。分季度看,Q2单季度公司营收5.56亿元,同增17.68%,归属于上市公司股东净利润0.75亿元,同增7.53%。Q2净利润同比增速低于营收增速,主要系城市传媒商业体投入商用,前期投入较大所致。2017年底开业的城市传媒广场仍在培育期,上半年亏损3387.51万元,若扣除其影响,上半年公司主业净利润增速接近40%。

出版主业增速维持高速增长,教育、少儿、时尚生活模块齐头并进。报告期内,公司出版业务实现营收约为4.3亿元,同增20.66%,营业利润1.85亿元,同增20.19%;其中Q2单季度实现营收2.06亿元,同增17.59%,实现营业利润0.83亿元,同增16.21%;维持较高增速,发展势头良好。从细分板块来看,人文艺术板块重点出版物发行工作顺利,同时受益于青岛上合峰会活动,《五岳独尊·泰山》以及《海上名山·崂山》影响力加大;教育出版领域新增《我爱海洋》、《海洋探秘》、《法制教育读本》以及《素质教育》等多套地方教材以及《加分宝》《新课标必读文学名著》等多个项目图书,带动营收增长;少儿图书实战率以及读者认可度进一步攀升,呈现多点开花状态;市场生活图书板块维持榜单前列。

发行业务营收和利润增速有所加快,城市传媒广场拖累利润释放。报告期内,公司实现发行业务收入8.85亿元,同增8.81%,毛利率为21.99%,保持平稳;其中Q2单季度实现营收4.78亿元,同增11.91%,增速相对Q1有所加快(Q1增速为5.4%)。城市传媒广场于去年底开始试营业,目前仍在投入前期,其运营公司青岛传媒发展公司上半年实现营收1235.11万元,亏损3387.51万元。若去除城市传媒广场的影响,公司发行业务营业利润增速超过33%。

新业务积极推进,期待开花结果。公司旗下“BC MIX”以轻资产的方式积极扩张,其中公司拟与京东合作建设“复合型文化生活空间”,2017年建设完成十余家,2018年底前建设不少于50家,目前已经开设店面近20家,覆盖青岛、济南、潍坊、长沙、昆明、北京、宿迁等多个城市。公司影视业务积极推进,其中公司参投电视剧《你迟到的许多年》(根据严歌苓小说《补玉山居》改编、黄晓明、殷桃、秦海璐等主演的都市情感剧)已经杀青。

上调盈利预测,维持增持评级。公司主业挺拔,若扣除城市传媒广场培育期亏损的影响,公司主业净利润增速将超过40%。由于公司主业略超预期,我们上调盈利预测,预计2018-2020年,公司将实现净利润3.69、4.57和5.50亿元,分别上调3.50pct\3.85pct\3.84pct。目前出版行业平均估值为15X,我们认为公司2018年合理估值为14-15X,对应目标价为7.35-7.88元,维持增持评级。

掌阅科技：用户规模持续扩大,原创内容建设加速

2018上半年实现归母净利润7846万元,同增15.33%,低于预期。公司披露2018年中报:实现营业收入9.37亿元,同增18.20%;实现归母净利润7846万元,同增15.33%;扣非归母净利润7131万元,同增11.48%,略低于我们的预期。由于新用户获取进度低于预期,下调2018/19年盈利预测29%/36%,预计2018-2020年净利润为1.76/2.35/2.77亿元,EPS为0.44/0.59/0.69元。公司目前市值对应2018年PE 58X,短期估值较高,但我们认为仍有交易性机会。由于互联网渗透率已经较高,公司新用户增速放缓,下调至增持评级。

用户规模持续扩大,基于海量用户及内容数据的深度运营逐步发力。公司上半年实现营业收入9.37亿元,同增18.20%,我们预计主要由数字阅读业务贡献。公司产品“掌阅iReader”凭借产品良好的用户体验和先发优势,逐步占领数字阅读市场,用户规模迅速扩大,2018年6月末活跃用户数较17年增长6%至1.1亿。公司平台聚集了广泛的数字阅读用户及丰富的数字内容资源,通过完善算法和用户大数据分析,构建了基于用户兴趣和行为模式的书籍推荐机制,有效提高内容分发效率,有针对性地为用户推荐内容。

加强优质内容建设，精品内容首发和自有原创内容共同发力。公司加强优质阅读内容建设，持续加大版权运营投入和年轻化内容布局。引入包括《百年孤独》、《三毛典藏全集》、《刘心武爷爷讲红楼梦》等精品内容在内的首发版权，独家引入人民文学权威版本新课标系列图书，包括《小王子》、《林海雪原》等精品内容；上半年，公司成立了掌阅漫画，进一步丰富了“掌阅文学”的自有原创内容品牌。“掌阅文学”与“月关”“天使奥斯卡”等多位大神级作家签约，逐步丰富的自有内容储备在加强用户粘性的同时，也为未来版权衍生业务储备 IP 素材。

调整推广模式，拓宽用户获取途径，毛利率 29.26%与去年全年持平。2018 年公司推广模式由基本依赖手机厂商硬件预装模式调整为硬件预装与品牌广告并重。手机厂商硬件预装的推广力度和分成比例与 2017 年全年相似，因此毛利率基本与 2017 年全年持平，并未继续大幅下滑，毛利率 29.26%。同时加强品牌营销，签约王俊凯作为代言人，拓宽用户获取途径，塑造公司的品牌影响力。

公司是数字阅读龙头公司，员工持股彰显发展信心，下调至增持评级。公司是数字阅读领域龙头公司，具有庞大的用户规模和差异化内容矩阵。公司签约王俊凯作为代言人，加强品牌营销拓宽用户获取途径。引进精品内容版权，打造掌阅文学原创内容品牌，丰富内容布局。由于新用户获取进度低于预期，下调 2018/19 年盈利预测 29%/36%，预计 2018-2020 年净利润为 1.76/2.35/2.77 亿元，EPS 为 0.44/0.59/0.69 元。A 股可比公司 2018 年 PE 23X，港股可比公司 2018 年 PE 53X，公司目前市值对应 2018 年 PE 58X，短期估值较高，但我们认为仍有交易性机会。由于互联网渗透率已经较高，公司新用户增速放缓，下调至增持评级。

营销：经济下行压力&高基数效应，下半年行业增速或回落

营销板块中报表现：利润增速不及收入增速，盈利能力仍不乐观

营销板块 2018 上半年收入增速提升，净利润增长放缓，增速分别为 40.2%、8.3%。分众传媒贡献板块超过 60% 利润，剔除分众传媒后，板块 2018 上半年收入、净利润增速分别为 42.3%、-18.4%。我们认为收入增速上升主要由于 2017 年下半年以来广告市场景气度提升，广告主投放意愿增强，同时 17 年上半年基数较低，使得 18 年上半年收入增速显著提升。净利润出现负增长由于媒体端集中度提高，广告代理业务持续承压，毛利率仍处于下行通道，盈利能力下降。剔除分众传媒后，2018 年上半年板块毛利率为 12.54%，下降 5.02pct；净利率为 3.59%，下降 2.58pct。

图表 35：营销板块 2016-2018 上半年营业收入表现

证券代码 证券简称	总市值 (亿元)	营业收入 2016H1 (亿元)	营业收入 2017H1 (亿元)	营业收入 2018H1 (亿元)	营业收入同比增 长率 2016H1	营业收入同比增 长率 2017H1	营业收入同比增 长率 2018H1
002027.SZ 分众传媒	1,260.83	49.27	56.41	71.10	2383%	14%	26%
300058.SZ 蓝色光标	112.38	51.41	66.17	107.79	49%	29%	63%
002131.SZ 利欧股份	110.61	30.65	45.78	65.63	56%	49%	43%
600986.SH 科达股份	66.94	29.40	37.70	69.12	516%	28%	83%
000038.SZ 深大通	66.29	3.84	8.51	12.33	295%	122%	45%
002712.SZ 思美传媒	59.56	18.30	18.04	25.88	81%	-1%	43%
300343.SZ 联创互联	58.27	8.71	10.33	15.83	178%	19%	53%
002143.SZ 印纪传媒	52.74	9.71	7.71	3.90	17%	-21%	-49%
002400.SZ 省广集团	52.47	44.33	44.73	53.80	15%	1%	20%
002137.SZ 麦达数字	42.86	3.67	4.06	5.76	90%	11%	42%
300269.SZ 联建光电	38.21	9.96	17.01	19.13	52%	71%	12%
603825.SH 华扬联众	36.91	29.08	35.10	49.22	56%	21%	40%
300242.SZ 佳云科技	31.60	13.00	12.99	22.41	247%	0%	72%
300612.SZ 宣亚国际	28.63	2.25	2.10	1.76	#DIV/0!	-7%	-16%
603598.SH 引力传媒	27.36	8.84	9.80	17.56	-6%	11%	79%
300392.SZ 腾信股份	26.42	6.98	7.64	6.52	15%	9%	-15%
300063.SZ 天龙集团	22.81	23.48	29.47	38.14	408%	26%	29%
300071.SZ 华谊嘉信	21.78	15.50	15.17	14.81	70%	-2%	-2%
603729.SH 龙韵股份	17.11	5.49	3.89	5.73	-21%	-29%	47%
营销板块	2,133.78	363.86	432.61	606.41	92.5%	18.9%	40.2%
营销板块 (剔除分众)	872.95	314.59	376.21	535.31	68.2%	19.6%	42.3%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：市值以 2018.8.31 收盘价计

图表 36: 营销板块 2016-2018 上半年归母净利润表现

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润			归母净利润同比		
			2016H1 (亿元)	2017H1 (亿元)	2018H1 (亿元)	增长率 2016H1	增长率 2017H1	增长率 2018H1
002027.SZ	分众传媒	1,260.83	19.01	25.33	33.47	-	33%	32%
300058.SZ	蓝色光标	112.38	3.51	3.00	3.15	307%	-14%	5%
002131.SZ	利欧股份	110.61	2.73	3.19	1.70	76%	17%	-47%
600986.SH	科达股份	66.94	1.52	2.04	3.84	951%	34%	88%
000038.SZ	深大通	66.29	0.88	1.84	1.19	-	109%	-35%
002712.SZ	思美传媒	59.56	0.59	1.35	1.74	70%	129%	29%
300343.SZ	联创互联	58.27	0.84	1.30	0.99	-	54%	-24%
002143.SZ	印纪传媒	52.74	2.60	2.68	0.22	21%	3%	-92%
002400.SZ	省广集团	52.47	2.59	1.90	1.23	31%	-27%	-35%
002137.SZ	麦达数字	42.86	1.30	0.36	0.67	-	-73%	87%
300269.SZ	联建光电	38.21	1.44	1.85	1.58	57%	29%	-15%
603825.SH	华扬联众	36.91	0.01	0.27	0.39	-91%	2857%	41%
300242.SZ	佳云科技	31.60	1.13	1.05	0.49	971%	-7%	-53%
300612.SZ	宣亚国际	28.63	0.26	0.27	0.03	-!	4%	-90%
603598.SH	引力传媒	27.36	0.20	0.21	0.35	-18%	5%	71%
300392.SZ	腾信股份	26.42	0.26	0.06	-0.49	-55%	-77%	-923%
300063.SZ	天龙集团	22.81	0.68	0.75	0.77	-	10%	3%
300071.SZ	华谊嘉信	21.78	0.65	0.37	0.39	23%	-43%	6%
603729.SH	龙韵股份	17.11	0.23	0.03	0.14	-35%	-85%	305%
营销板块		2,133.78	40.42	47.86	51.84	308.2%	18.4%	8.3%
营销板块 (剔除分众)		872.95	21.41	22.53	18.37	116.2%	5.3%	-18.4%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 市值以 2018.8.31 收盘价计

图表 37: 营销板块 2016-2018 上半年毛利率、净利率、费用率表现

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	毛利率			净利率			费用率		
			2016H1 (%)	2017H1 (%)	2018H1 (%)	2016H1 (%)	2017H1 (%)	2018H1 (%)	2016H1 (%)	2017H1 (%)	2018H1 (%)
002027.SZ	分众传媒	1,260.83	69.51	70.81	71.82	38.42	44.74	46.89	23.21	20.32	20.16
300058.SZ	蓝色光标	112.38	23.87	21.31	12.26	6.96	4.83	3.05	20.26	17.15	9.38
002131.SZ	利欧股份	110.61	23.40	17.48	10.91	9.28	7.23	2.66	11.32	9.51	8.02
600986.SH	科达股份	66.94	15.88	12.83	10.19	4.93	5.73	5.70	6.18	5.35	5.52
000038.SZ	深大通	66.29	42.01	34.08	13.43	25.03	21.67	9.64	11.05	2.40	0.85
002712.SZ	思美传媒	59.56	11.80	17.37	13.66	3.41	7.72	6.82	7.17	8.16	6.07
300343.SZ	联创互联	58.27	22.01	20.41	17.69	9.70	12.63	8.07	8.07	7.85	7.55
002143.SZ	印纪传媒	52.74	40.14	52.82	51.05	26.56	34.10	4.33	10.28	13.70	25.31
002400.SZ	省广集团	52.47	17.51	14.95	13.63	6.45	4.82	2.64	10.29	9.72	9.82
002137.SZ	麦达数字	42.86	24.02	24.38	19.02	35.89	9.39	11.75	12.26	9.99	10.37
300269.SZ	联建光电	38.21	35.71	30.93	29.58	14.39	10.65	8.25	20.27	17.99	20.56
603825.SH	华扬联众	36.91	10.79	11.22	10.63	0.09	0.76	0.71	9.64	9.59	8.24
300242.SZ	佳云科技	31.60	15.43	11.93	7.09	8.71	8.12	2.43	5.14	4.76	4.37
300612.SZ	宣亚国际	28.63	43.98	47.04	37.00	11.32	14.61	1.74	26.73	29.45	34.58
603598.SH	引力传媒	27.36	9.02	7.99	8.04	3.10	2.17	2.29	4.69	4.81	5.49
300392.SZ	腾信股份	26.42	11.87	9.89	1.58	3.66	0.79	-7.45	6.92	8.88	10.14
300063.SZ	天龙集团	22.81	11.21	9.18	8.17	2.83	2.41	2.08	7.03	6.00	5.37
300071.SZ	华谊嘉信	21.78	16.90	18.77	19.89	4.16	2.40	2.58	12.20	16.20	17.58
603729.SH	龙韵股份	17.11	7.50	10.48	10.28	4.18	0.90	2.24	6.54	8.38	7.05
营销板块		2,133.78	25.72	24.50	19.49	11.24	11.19	8.66	12.77	11.75	9.82
营销板块 (剔除分众)		872.95	18.86	17.56	12.54	6.98	6.17	3.59	11.14	10.47	8.44
毛利率净利率变化 (剔除分众)				-5.02				-2.58			-2.03

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

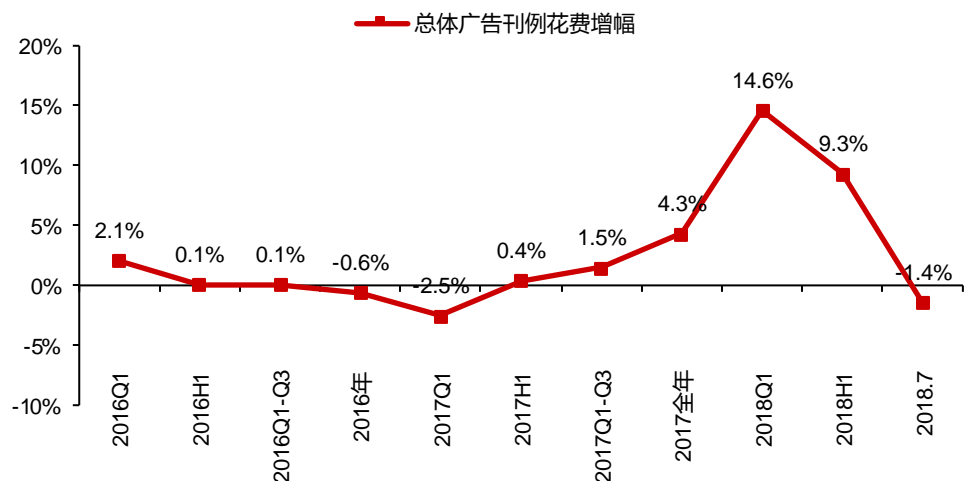
注: 市值以 2018.8.31 收盘价计

行业观点：上半年回暖，经济下行压力&高基数效应，下半年增速或回落

行业层面，上半年广告市场回暖趋势不断得到验证。8月1日，CTR发布2018年上半年中国广告市场数据，全媒体广告刊例花费同比增长9.3%，其中传统媒体广告同比增长7.2%。电视广告同增9.4%；生活圈媒体电梯电视、电梯海报、影院视频分别增长24.5%、25.2%、26.6%，增速领跑全媒体，且增速均高于去年同期水平。

我们认为目前中美贸易摩擦外部因素影响下，下半年对经济下行的担忧情绪逐渐发酵。叠加17年下半年广告市场回暖造成的高基数效应，我们认为下半年广告市场整体增速或有所回落。

图表38：全媒体广告刊例花费同比增速（不含互联网）



资料来源:CTR, 华泰证券研究所

注: 2018.7为2018年7月单月增速

投资策略：下半年行业增速或回落，关注具有核心壁垒的生活圈媒体龙头

A股营销公司多以广告代理业务为主，在产业链居于广告主和媒体之间，具有中介性质，毛利以媒体返点为主。受制于媒体数字化的不断进行，媒体端集中度提升，A股营销公司毛利率持续承压，盈利能力拐点仍有待观察。

建议关注布局电梯电视、电梯海报等快速增长的细分领域、具有核心资源壁垒的生活圈媒体体型公司，积极关注具有大客户资源、并购整合风险已充分消化的营销中介龙头蓝色光标等，关注毛利率触底反弹机会。

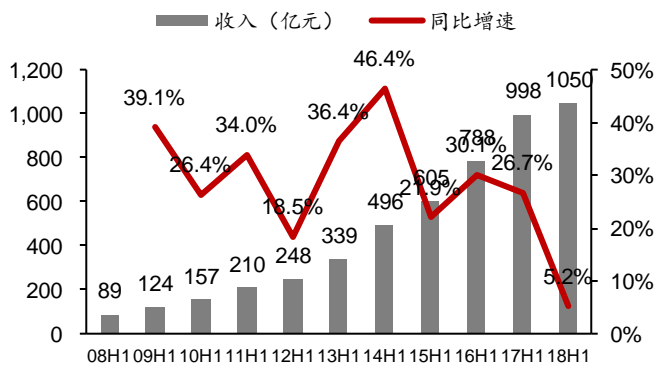
游戏：18H1 增速放缓，长期关注优质 CP 方和流量平台方

游戏产业进入存量市场，H2 手游景气度有望提升

游戏行业存量市场特征明显，全年预计增速在 5%~15%之间

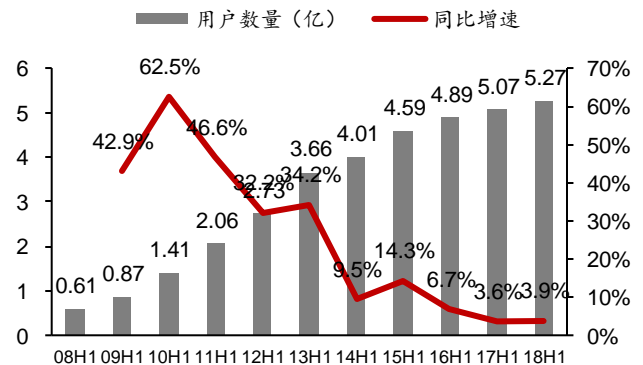
根据伽马数据，游戏市场销售收入（即游戏总流水）2018 年上半年同比增长 5.2%至 1050 亿元。游戏用户数增速有所维持，18H1 用户数增速为 3.9%；ARPU 值增速大幅放缓至 1%，游戏需求动力出现疲态，我们预计游戏市场全年增速在 5%~15%之间。从细分子行业来看，手游仍为景气度最高的子板块，2018 年上半年占整体游戏市场收入的比例达 60%。

图表 39：中国游戏市场实际销售收入增速有所放缓



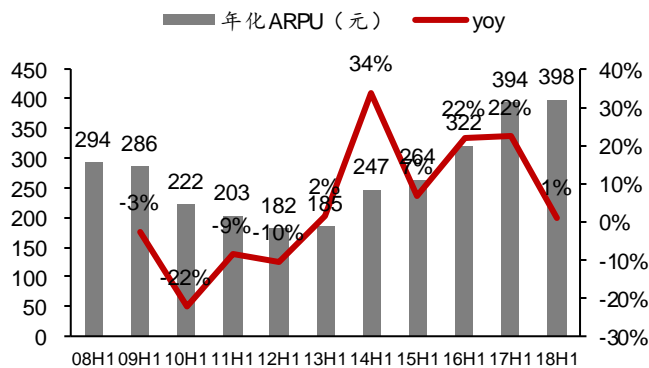
资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

图表 40：2018 年上半年中国游戏用户数增速持续下滑



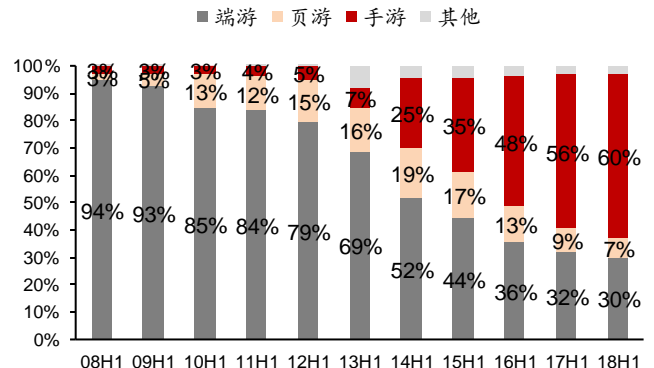
资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

图表 41：2018H1 中国游戏用户 ARPU 值同比持平



资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

图表 42：游戏细分市场实际销售收入占比：手游占比持续扩大

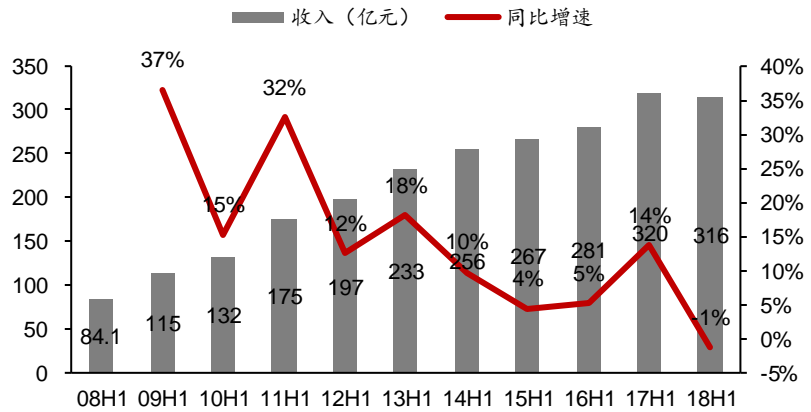


资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

18H1 端游收入增速下滑，用户数连续 2 年下滑，ARPU 值仍保持增长态势

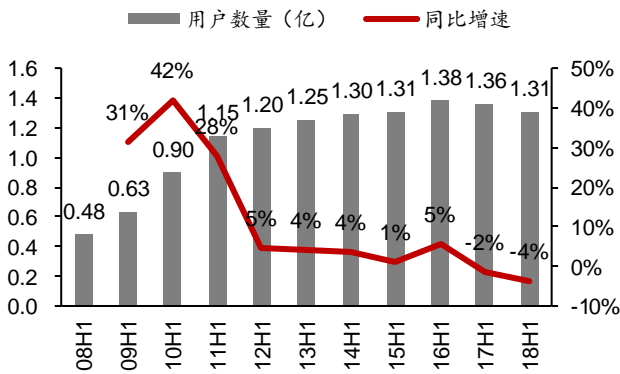
18H1 端游市场销售收入同比基本持平——下滑 1%。其中端游用户数连续 2 年出现下滑，ARPU 值仍在增长，但增速显著放缓。我们分析认为，头部端游产品如《Dota2》《CSGO》《魔兽世界》等均存在上线时间久，用户休闲时间变少的趋势。而 17 年端游收入规模的增长主要来自《绝地求生》这款爆品的带动。我们预计未来端游市场的扩容仍有赖新品爆款的出现。

图表 43: 2018H1 中国端游市场实际销售收入同比持平



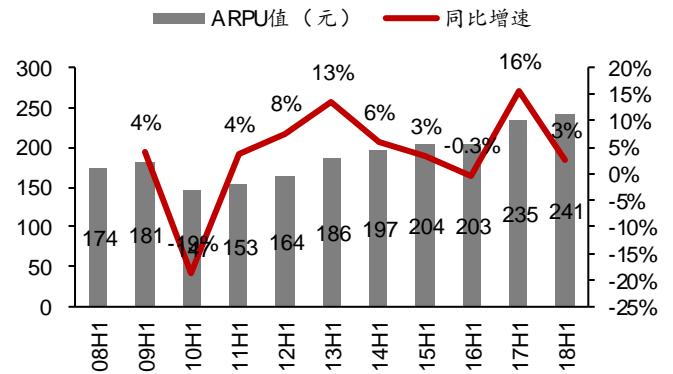
资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

图表 44: 2018H1 中国端游用户数连续 2 年同比下滑



资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

图表 45: 2018H1 中国端游用户 ARPU 值同增 3%

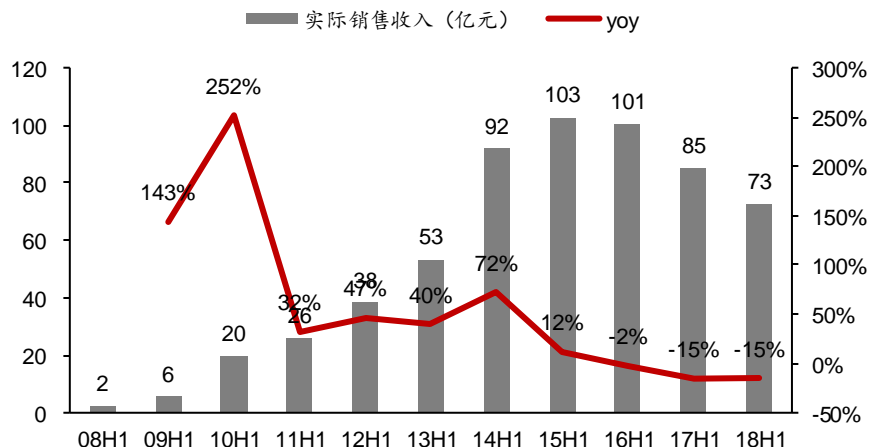


资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

18H1 页游收入增速下滑，用户数和 ARPU 值持续下滑

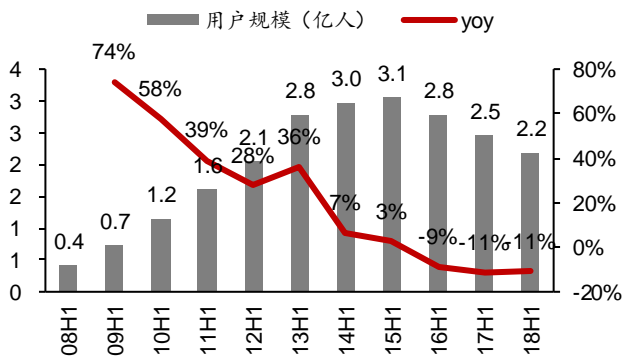
18H1 页游市场销售收入同比持续下滑，其中页游用户数连续 3 年下滑，ARPU 值连续 2 年下滑，需求进一步流失。而页游厂商也会以缩减研发支出等方式对此市场形势。我们预计未来页游市场景气度仍不容乐观。

图表 46: 2018H1 中国页游市场实际销售收入同比下滑



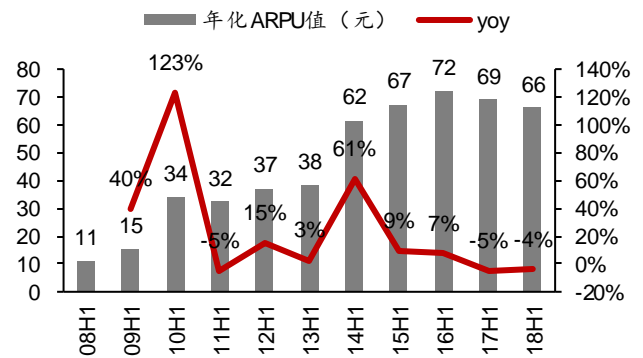
资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

图表 47: 2018H1 中国页游用户数连续 4 年同比下滑



资料来源: 伽马数据, 华泰证券研究所

图表 48: 2018H1 中国页游用户 ARPU 值持续下滑

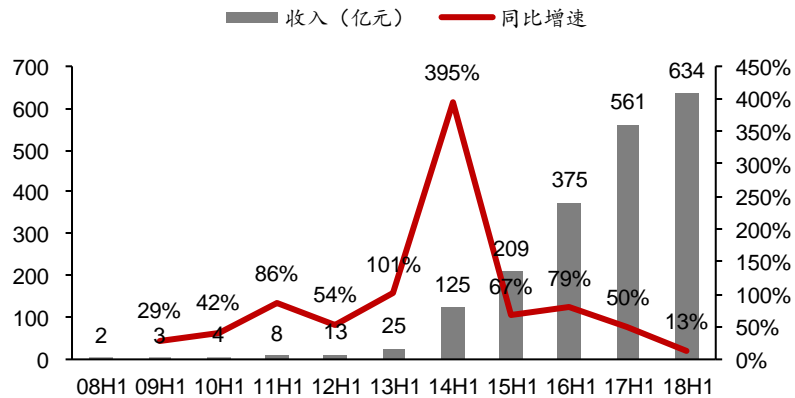


资料来源: 伽马数据, 华泰证券研究所

18H1 手游收入增速有所放缓, 未来有望随着版号审查制度落实而景气回暖

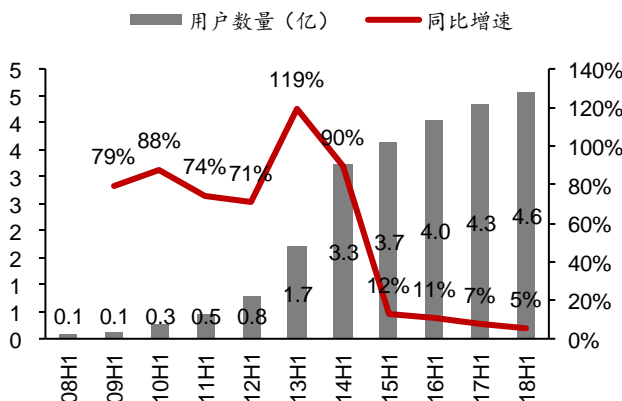
18H1 手游增速下滑, 用户数和 ARPU 值仍保持增长态势。根据伽马数据, 18H1 手游收入同比增 13%至 634 亿元, 增速同比下滑。其中 2018 年上半年手游用户数增速为 5%, 连续 4 年有所放缓。ARPU 值增速则由 2017H1 的 39% 大幅放缓至 7%。

图表 49: 2018H1 中国手游市场实际销售收入保持高速增长



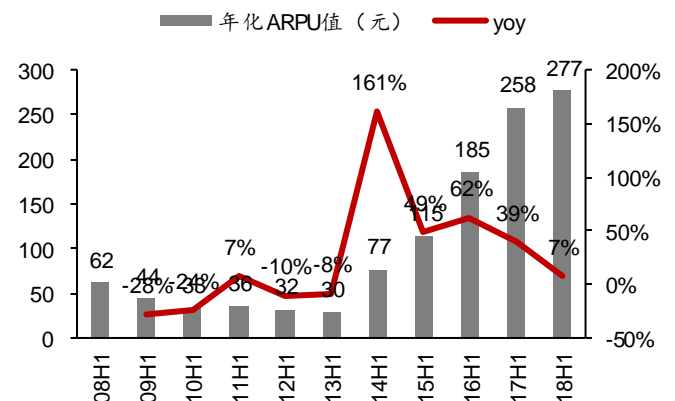
资料来源: 伽马数据, 华泰证券研究所

图表 50: 2018H1 中国手游用户数增速有所放缓



资料来源: 伽马数据, 华泰证券研究所

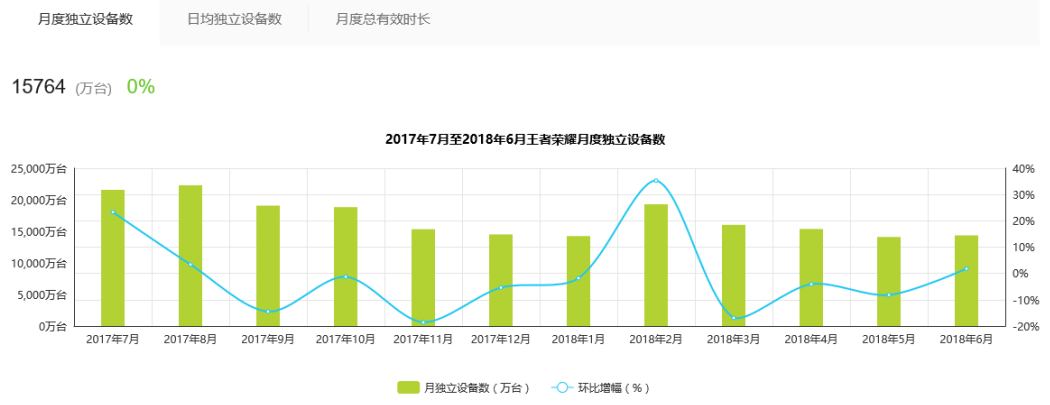
图表 51: 2018H1 中国手游用户 ARPU 值同增 7%



资料来源: 伽马数据, 华泰证券研究所

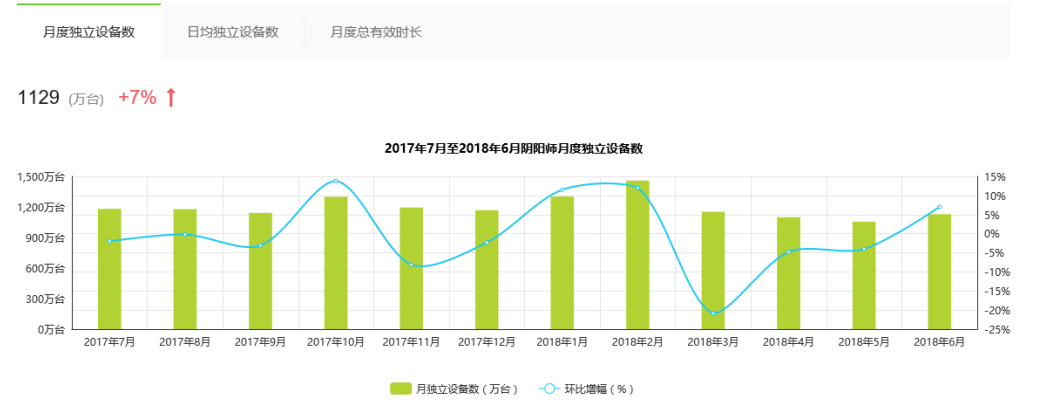
我们认为，18H1 手游收入下滑原因系爆款缺席和大逃杀类手游占用流量所致。1) 爆款缺席：受版号审批暂停影响，老游戏为 18H1 收入主力，而《王者荣耀》《阴阳师》等爆款老游均出现用户数下滑趋势。2) 大逃杀类手游占用流量：由于版号原因，《绝地求生：刺激战场》《绝地求生：全军出击》等爆款大逃杀类游戏为未设付费点，因此虽然占用了大量流量，但是在收入上无法体现。我们认为，未来随着版号审查制度的落实，新游戏上线回归常态化，手游市场景气度有望回暖。

图表 52: 《王者荣耀》2015 年 12 月上线，用户数在 17 年下半年出现下滑



资料来源：艾瑞，华泰证券研究所

图表 53: 《阴阳师》2016 年 9 月上线，18H1 用户数呈缓慢下滑态势



资料来源：艾瑞，华泰证券研究所

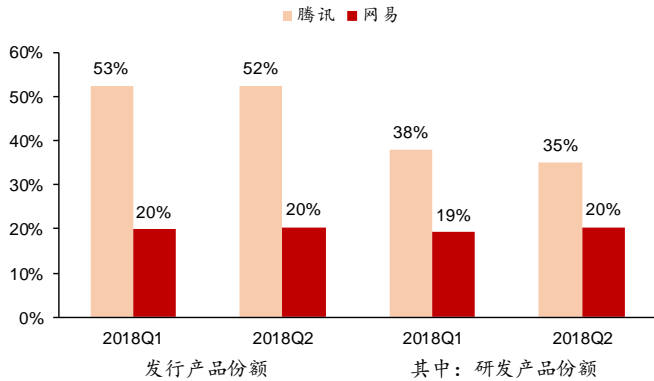
图表 54: 伽马数据 18Q2 移动游戏媒体热度榜

第二季度移动游戏媒体热度榜	
排名	游戏名称
1	王者荣耀
2	第五人格
3	阴阳师
4	绝地求生：刺激战场
5	荒野行动
6	恋与制作人
7	欢乐斗地主
8	开心消消乐
9	云裳羽衣
10	崩坏3

资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

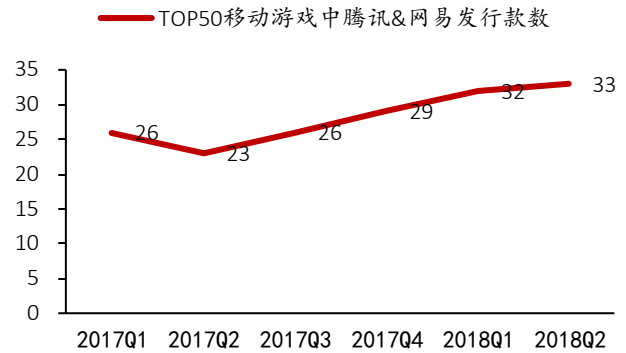
腾讯和网易发行市占率进一步提升，原因系老游地位稳固。18年上半年，腾讯网易系产品在移动游戏市场流水占比达到七成。腾讯和网易之所以可以保持发行市占率地位，原因系18Q2老游地位稳固，发行多数TOP新游。从移动收入榜来看，18Q2老游地位稳固，对市场格局不构成重要变数。

图表55: 移动游戏市场中腾讯&网易发行产品流水占比



资料来源: 伽马数据, 华泰证券研究所

图表56: Top50移动游戏中腾讯&网易发行游戏款数



资料来源: 伽马数据, 华泰证券研究所

图表57: 18Q2移动游戏收入榜TOP30

排名	游戏名称	游戏类型	排名变动	排名	游戏名称	游戏类型	排名变动	排名	游戏名称	游戏类型	排名变动
1	王者荣耀	MOBA类	—	11	奇迹:觉醒	MMORPG	-7	21	火影忍者	ARPG	-2
2	梦幻西游	回合制RPG类	+1	12	魔力宝贝手机版	回合制RPG类	New	22	恋与制作人	休闲类/恋爱类	-11
3	QQ飞车	竞速类	-1	13	魂斗罗:归来	横版射击类	—	23	穿越火线:枪战王者	FPS/TPS	-13
4	楚留香	MMORPG	+1	14	Fate/Grand Order	卡牌类	-5	24	天使纪元	MMORPG	-4
5	乱世王者	SLG	+3	15	FIFA足球世界	体育竞技类	New	25	欢乐斗地主	休闲类/棋牌类	-7
6	QQ炫舞	休闲类/音乐类	+21	16	武林外传	MMORPG	New	26	率土之滨	SLG	+2
7	倩女幽魂	ARPG	-1	17	新剑侠情缘	ARPG	—	27	QQ华夏	MMORPG	+87
8	大话西游	回合制RPG类	-1	18	崩坏3	ARPG	+4	28	第五人格	ABA	New
9	阴阳师	回合制RPG类/卡牌类	+3	19	开心消消乐	休闲类/消除类	-3	29	荒野行动	TPS	-14
10	天龙八部手游	MMORPG	+4	20	王国纪元	SLG	+1	30	大天使之剑H5	ARPG	-6

资料来源: 伽马数据, 华泰证券研究所

从新游收入来看，18Q2发行的新游中，收入前十新游中腾讯发行占五款，网易占三款，完美世界则占据了剩下两款新游。但是从研发的角度来看，TOP10新游中没有腾讯自研游戏，网易自研游戏有2款，其余产品均为其他研发商提供，值得关注的是，完美世界凭借《武林外传》《烈火如歌》与网易占据同样数量席位。因此我们认为，腾讯和网易在发行上市占率提高是因为代理发行了较多优秀的新游，与众多研发大厂进行发行业务的合作。

图表58: 18Q2手游新游收入榜TOP10

排名	游戏名称	游戏类型	首月全平台流水测算(亿元)	研发商	发行商
1	魔力宝贝手机版	日系回合角色扮演类	4+	SE	腾讯独代
2	FIFA足球世界	足球题材电子竞技	4+	EA	腾讯代理
3	武林外传	MMORPG	4+	完美世界	完美世界
4	拳皇命运	拳皇IP格斗类	3+	银汉游戏	腾讯独代
5	传奇世界3D	传世IPMMORPG	1+	盛大游戏	腾讯代理
6	第五人格	非对称对抗竞技	1+	网易	网易
7	云裳羽衣	古代恋爱换装类	1+	西山居	腾讯代理
8	实况足球	体育竞技类	1+	KONAMI	网易代理
9	烈火如歌	国风亲密社交MMO	0.6+	完美世界	阿里游戏
10	三国志	战争题材RPG	0.5+	网易	网易

资料来源: 伽马数据, 华泰证券研究所

18H2 游戏板块受政策压制明显，市场情绪或随政策常态化有所缓解

18年3月起，广播总局对游戏版号审批暂停。据广播总局2018年1月-3月游戏版号审批数量显示，1-3月发放游戏版号716/484/727件。截至目前（9月1日），版号暂停审批5个月，若以平均每个月600款游戏获得版号估计，则5个月期间因版号审批暂停受到影响的游戏达3000款。

18年8月30日，教育部、国家新闻出版署、国家广播电视总局等八部委联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》。其中第七条指出：实施网络游戏总量调控，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。此《方案》明确了八个部门防控近视的职责和任务，其中国家新闻出版署将“实施网络游戏总量调控”等。目前尚无明确版号审批数量方面的具体细则，未来可能进一步限制未成年人的游戏时间和充值上限。

我们认为政策监管的落脚点在于：重点监管涉赌，涉黄，涉暴的游戏，并防范未成年人沉迷游戏。而上市公司作为中大型游戏公司，多以数量有限的精品游戏抢占相对较大的市场份额。以腾讯为例，2017年上线25款游戏，相较2017年过审游戏数量（9254款）占比很低，因此，版号数量控制对上市公司影响有限。游戏总量调控主要影响中小型厂商，尤其是换皮，抄袭及题材不健康的小游戏。因此，政策监管有利于肃清游戏市场不良竞争现象，对规范运营的CP方利好大于利空。未来随着游戏审核政策的落地，市场投资情绪或得到缓解。

游戏公司中报业绩与产业数据一致

18H1 游戏公司财报业绩与产业数据一致：2018年我们统计的18家游戏公司中报整体营收增长5%，相比2017H1的增速（23%）有所下滑，但仍保持景气；净利率的增速为59%，高于营收增速；毛利率上升1.6pct，净利率略微下滑0.6pct。总体来看A股游戏公司受产业增速下滑影响，营收增速和净利率都出现下滑。

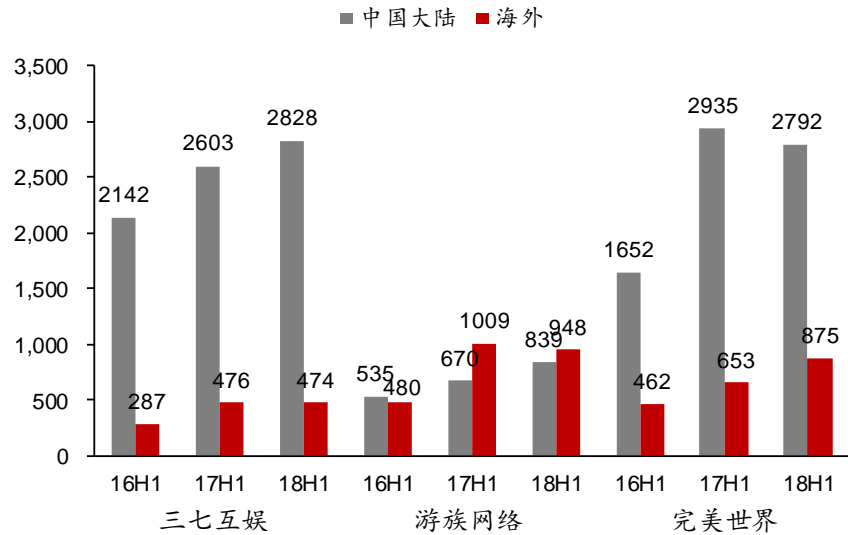
图表 59： 部分游戏板块公司 2018H1 营收与毛利情况

代码	名称	18H1营业收入 (亿元)	同比增速	18H1净利润 (亿元)	同比增速	18H1毛利率	毛利率变化 (pct)	18H1净利率	净利率变化 (pct)
600373.SH	中文传媒	60	0%	8.5	7%	37%	-2.7	14%	0.9
002555.SZ	三七互娱	33	7%	8.0	-6%	73%	4.8	24%	-3.4
002624.SZ	完美世界	37	2%	7.8	16%	59%	3.6	21%	2.6
002558.SZ	巨人网络	20	43%	7.1	2%	71%	-10.2	36%	-14.2
300418.SZ	昆仑万维	18	2%	5.6	47%	84%	6.3	32%	9.7
002174.SZ	游族网络	18	6%	4.9	45%	57%	10.5	28%	7.4
300315.SZ	掌趣科技	11	38%	3.8	42%	62%	0.8	33%	0.9
002517.SZ	恺英网络	11	-15%	3.7	-10%	75%	10.5	34%	1.7
603444.SH	吉比特	8	8%	3.3	12%	91%	-0.1	43%	1.5
002354.SZ	天神娱乐	12	-22%	2.1	-59%	68%	7.5	17%	-14.9
300031.SZ	宝通科技	10	33%	1.4	33%	56%	5.4	14%	0.1
002425.SZ	凯撒文化	3	5%	1.2	19%	59%	-9.2	39%	4.5
603258.SH	电魂网络	2	-14%	0.5	-40%	82%	-9.7	27%	-11.7
300533.SZ	冰川网络	1	-22%	0.5	-8%	89%	0.9	38%	5.5
002113.SZ	天润数娱	3	215%	0.3	75%	52%	-42.0	10%	-8.3
600652.SH	游久游戏	1	-40%	0.2	-60%	54%	-13.5	28%	-13.7
300299.SZ	富春股份	3	-2%	0.2	-74%	58%	-7.0	8%	-22.6
300518.SZ	盛讯达	2	87%	0.02	-96%	24%	-48.4	1%	-44.6
	子行业总计	252	5%	59.2	3%	60%	1.6	24%	-0.6

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从游戏出海来看,不同公司出海体量不尽相同,我们判断这主要与爆款产品上线进度有关。三七互娱(《永恒纪元》17年4月出海)、游族网络(《狂暴之翼》16年9月出海)游戏出海体量下降,原因系爆款游戏流水自然下滑所致;完美世界游戏出海体量上升,系《深海迷航》18年1月上线以来,在海外市场表现亮眼(Steam数据:入围Steam平台18H1销量榜TOP20)。

图表60: 重点公司海外收入(百万元)与国内收入(百万元)情况



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

关注能持续以精品游戏获取用户的CP龙头和具备流量优势的平台型公司

我们认为,目前压制游戏板块投资情绪的因素主要有:1)监管层面对备案和版号审批的冻结;2)游戏18年上半年用户数增速和销售收入显著放缓至个位数增速。我们认为游戏市场景气程度主要指标为用户数,而大逃杀类手游吸引的流量会留存在手游娱乐中,手游行业仍在景气周期内。

18年以来,游戏公司估值持续下杀,是良好的配置时机。长期逻辑来看,建议关注1)能在存量市场中持续以精品游戏获取庞大用户基数的龙头公司;2)持续拥有流量优势,并借助该优势获得产品优势的平台型公司。短期建议关注下半年重点游戏作品版号审批进度及上线市场表现:1)三七互娱:《屠龙破晓》《斗罗大陆》;2)游族网络:《权力的游戏》。

图表 61: 重点跟踪游戏公司后续上线重点游戏作品一览

	游戏名称	公司角色	类型	(预计) 上线时间
完美世界	武林外传	自研	手游	18. 6. 1
	云梦	自研	手游	18Q4
	神雕侠侣2	自研	手游	18Q4
	完美世界	自研	手游	18. 12
	梦间集-天鹅座	自研	手游	18Q4
	笑傲江湖	自研	手游	18Q4/19Q1
	我的起源	自研	手游	2019
三七互娱	屠龙破晓	自研	手游	18. 7
	传奇类, 代号 X	自研	手游	18H2
	大天使之剑	自研	手游	18H2
	斗罗大陆	自研	H5	18H2
	血盟荣耀	自研	页游	18H2
	奇迹 X (暂定名)	自研	页游	18H2
	镇魔曲	自研	页游	18H2
	拳皇命运	代理	手游	18H2 出海
	半世界之旅	代理	手游	18H2 出海
	代号 M-RPG	代理	手游	18H2 出海
	墨三国	代理	手游	18H2 出海
	兵人大战	代理	手游	18H2
	SNK 全明星 (暂定名)	代理	手游	18H2
楚留香	代理	手游	18H2	
游族网络	狂暴之翼	自研	手游	18. 6 推出中东定制版
	天使纪元	自研	手游	18. 8. 16 在欧美及东南亚上线
	三十六计	自研	手游	18. 8
	女神联盟2	自研	手游	18. 8 上线 IOS
	女神联盟起源	自研	手游	18H2
	崩战记	自研	手游	18H2
	权力的游戏	自研	手游	18H2
	山海镜花	自研	手游	

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

风险提示

1、政策监管风险。

内容制作行业受政策监管影响较大，未来行业政策监管口径可能存在变化，从而提升制作公司项目制风险；

2、影视剧作品存在效果不达预期的可能。

观众的品味多样且快速变化，影视内容是否能够受到市场欢迎具有一定不确定性。虽然国产内容整体制作水平正在有序提升，但内容制作公司仍具有项目制风险。

3、股权质押个股平仓的风险。

目前传媒板块部分个股质押率较高，若股价下跌可能造成质押平仓，甚至实际控制人变更。

免责声明

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、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 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 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；

— 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

— 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；

— 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

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

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 1063211166/传真：86 1063211275

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