

传媒

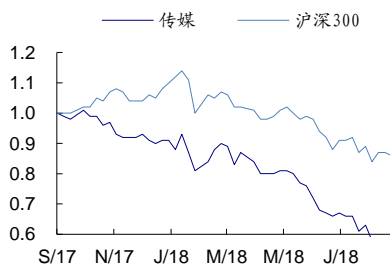
传媒行业中报总结暨 9 月投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 09 月 12 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《哔哩哔哩深度报告:二次元霸主转型“Z世代”泛娱乐聚集区,游戏+广告释放货币化潜力》——2018-08-28
 《阅文集团 2018H1 财报梳理:付费阅读增速波动、版权运营成长亮眼,拟收购新丽加强 IP 资源变现力》——2018-08-22
 《Netflix 崛起启示录系列二:推荐算法暂难落地,优质自制内容最具借鉴意义》——2018-08-15
 《传媒行业 2018 年中报前瞻暨 8 月投资策略:传媒行业整体业绩稳定,影游板块增速维持上行》——2018-07-31

证券分析师:张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

联系人:侯帅楠

电话: 021-60875168
 E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn

行业投资策略

业绩持续分化,聚焦细分领域龙头

● 市场层面:估值探底,板块具备向上基础

1) 板块持续调整,估值处于历史底部。2018 年初至 8 月底,传媒板块整体下跌 31.15%,跑输沪深 300 (-17.28%),跑输创业板指 (-18.11%);在中信一级 29 个板块中,传媒板块排名第 27 位。整体 TTM 估值处 25X PE 水平,2018 年动态 PE 仅 17 倍左右,处于历史底部位置;横向相对 TMT 乃至食品饮料等消费行业仍有明显差距。

2) Q2 板块配置意愿下降、持仓集中。2018Q2 公募基金重仓市值为 311.3 亿元,环比下降 6.79%;2018Q2 传媒板块重仓比例为 3.44%,相比于 2018Q1 下降 0.08pct,低于传媒板块占 A 股整体市值比重 0.72pct,板块配置意愿略有下降,剔除分众传媒后重仓市值亦环比下降。

● 中报梳理:行业内生增长平淡,细分龙头表现突出

1) 整体业绩增速略有回暖,存量商誉仍处高位。2018H1 传媒板块实现营业收入 2478 亿元,同比增长 15%;归属母公司股东的净利润为 260 亿元,同比增长 1%,净利润增速相较于 2017 年全年有所回升。2018H1 传媒板块商誉/净利润倍数为 472%,相比于去年同期提升 28pct。

2) 影视/游戏业绩受政策影响较大,细分龙头表现依然突出。影视、游戏两大板块上半年受政策影响较大,18H1 收入增速分别为 6%和 8%;板块龙头横店影视、华策影视、慈文传媒及完美世界、游族网络等依然保持稳健增长,我们认为后续政策端影响下预计龙头优势将愈加凸显。此外,细分龙头视觉中国、分众传媒、芒果超媒 H1 业绩增速依然靓丽。

3) 三季报前瞻:目前已披露三季度业绩预告的 40 家公司中业绩预计增长的有 25 家,占比为 62.5%。其中业绩增速均值超过 100%的有 4 家;7 家公司业绩增速均值在 30%-100%之间;14 家公司业绩增幅在 0%-30%之间。

● 行业层面:国产片持续表现优异,预测全年票房增速回暖

1) 暑期档国产片票房同增 15%,口碑回暖持续。2018 年暑期档国内票房达到 171.7 亿元,同比增长 5%;其中国产片票房 123.9 亿元,同比增长 15%。档期 TOP10 影片豆瓣评分均达到 6.6 分,接近历史最高水平,较 16-17 年暑期档整体国产片质量回暖显著。其中,票房榜冠军《我不是药神》豆瓣评分高达 9.0 分,《一出好戏》《邪不压正》也录得 7.3/7.2 分的良好口碑。

2) 年内多部影片值得期待,预计全年票房增速中枢为 18%。截至 2018 年 8 月 31 日,国内电影市场票房已达到 457.74 亿元,同比增长 16.33%;年内仍将有《反贪风暴》《影》《李茶的姑妈》《未来机械城》《昨日青空》《爵迹 2》等优质国产影片上映,我们测算 2018 年国内票房有望达到 660 亿元(含服务费口径),对应全年票房增速中枢为 18%。

● 投资建议:聚焦稀缺平台型标的及头部内容公司

持续推荐卡位优势明显、商业模式清晰的行业龙头:a) 受益版权保护力度加强及付费意识提升,视觉中国(图片版权)、当代明诚(体育版权运营);b) 阅读板块受益付费提升及内容升级,推荐新经典、阅文集团,关注掌阅科技;c) 媒体与营销板块推荐分众传媒;d) 大视频行业,推荐芒果超媒,关注 A 股影视内容龙头公司中长期布局机会(推荐华策影视、光线传媒、慈文传媒);同时建议关注部分超跌游戏行业个股。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

● 风险提示

流动性风险，业绩及商誉风险，监管政策风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
002027	分众传媒	买入	7.79	1,143	0.57	0.67	14	12
300251	光线传媒	买入	8.03	236	1.00	0.45	8	18
300133	华策影视	买入	9.63	171	0.47	0.62	20	16
603096	新经典	买入	75.37	101	2.24	2.90	34	26
000681	视觉中国	买入	28.21	198	0.53	0.68	53	41
002174	游族网络	买入	15.66	139	1.33	1.83	12	9
002555	三七互娱	买入	10.72	228	0.99	1.09	11	10
002343	慈文传媒	买入	12.27	58	1.67	2.12	7	6
300413	芒果超媒	买入	35.51	352	0.95	1.17	37	30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

市场层面：估值探底，板块具备向上基础	5
1、板块行情出现较大调整，估值处于历史底部.....	5
2、Q2 板块配置意愿下降、持仓集中	6
中报梳理：内生增长平淡，细分领域龙头表现突出	10
1、行业总览：整体业绩增速平淡，细分领域成长性分化	10
2、 细分板块：影视/游戏业绩受政策影响较大，细分龙头表现依然突出	13
3、 三季报前瞻：优质龙头公司业绩确定性较强.....	17
行业层面：国产片持续表现优异，预测全年票房增速中枢为 18%	19
1、暑期档国产片票房同增 15%，口碑回暖持续.....	19
2、年内多部影片值得期待，预计全年票房增速中枢为 18%.....	20
投资建议：聚焦稀缺平台型标的及头部内容公司	22
风险提示	23
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

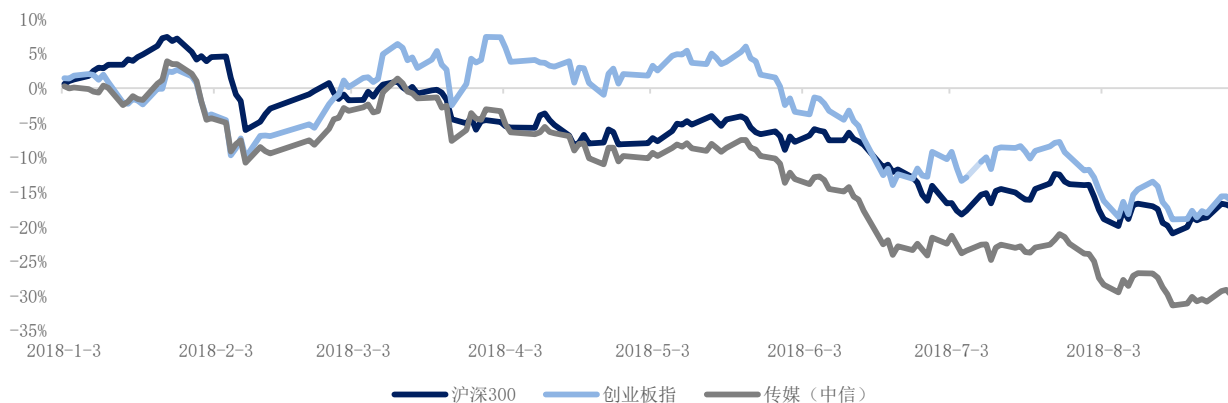
图 1: 2018 年初至 8 月末传媒板块与重要指数涨跌幅情况.....	5
图 2: 中信一级行业年初至 8 月末涨跌幅排序 (按市值加权平均)	5
图 3: 年初至 8 月底传媒各细分板块涨跌幅.....	6
图 4: 传媒板块与中信一级板块 TTM 市盈率比较.....	6
图 5: 2013Q1-2018Q2 传媒板块各季度重仓市值及占重仓总量比重.....	7
图 6: 2013Q1-2018Q1 传媒板块重仓比重及传媒/A 股市值占比.....	7
图 7: 2013Q1-2018Q2 传媒板块 (申万) 剔除分众传媒后重仓比重及占 A 股市值比重.....	8
图 8: 2018Q2 国信传媒股票池各版块公募基金重仓数量	9
图 9: 2018Q2 国信传媒股票池各版块季持仓变动 (万股)	9
图 10: 传媒行业营业收入及增速变化.....	10
图 11: 传媒行业归母净利润及增速变化	10
图 12: 传媒行业营业收入及增速变化 (单季度)	11
图 13: 传媒行业归母净利润及增速变化 (单季度)	11
图 14: 传媒版块并购重组趋势变化	11
图 15: 传媒行业毛利率及净利率变化.....	12
图 16: 传媒行业期间费用率变化.....	12
图 17: 传媒行业经营性净现金流变化.....	12
图 18: 传媒行业商誉变化.....	12
图 19: 2014-2018H1 影视板块营收及增速.....	14
图 20: 2014-2018H1 影视板块归母净利润及增速.....	14
图 21: 2014-2018H1 游戏板块营收及增速.....	14
图 22: 2014-2018H1 游戏板块归母净利润及增速.....	14
图 23: 2014-2018H1 营销板块营业收入 (亿元) 及同比	15
图 24: 2014-2018H1 营销板块归母净利润 (亿元) 及同比.....	15
图 25: 2014-2018H1 互联网板块营收及增速.....	15
图 26: 2014-2018H1 互联网板块归母净利润及增速	15
图 27: 2014-2018H1 阅读板块营收及增速.....	16
图 28: 2014-2018H1 阅读板块归母净利润及增速.....	16
图 29: 2014-2018H1 平面媒体板块营收及增速	16
图 30: 2014-2018H1 平面媒体板块归母净利润及增速.....	16
图 31: 2014-2018H1 广播电视板块营收及增速	17
图 32: 2014-2018H1 广播电视板块归母净利润及增速.....	17
图 33: 2018 年前三季度传媒板块业绩预告情况.....	17
图 34: 2018 年前三季度传媒板块业绩预告分版块情况	17
图 35: 2014-2018 年暑期档市场情况.....	19
图 36: 2014-2018 年暑期档 TOP10 影片豆瓣均分.....	19
图 37: 近 5 年暑期档票房占比	20
图 38: 2018 vs 2017 月度票房同比增速.....	20
图 39: 2012Q1-2018Q1 票房占全年票房变化.....	21
表 1: 年初至 8 月底传媒涨幅 TOP9 标的	6
表 2: 2018Q2 传媒板块基金持仓 Top10.....	8
表 3: 2018Q2 传媒板块基金重仓季报持股变动 Top10	8
表 4: 2018Q2 国信传媒股票池基金持股情况	10
表 5: 2018H1 传媒板块细分领域业绩增速分化明显.....	11
表 6: 传媒细分板块盈利能力变动情况	13
表 7: 传媒细分板块经营性现金流及应收账款情况	13
表 8: 2018Q3 传媒行业主要板块业绩预告情况 (亿元)	18
表 9: 2018 年暑期档 TOP10 影片信息.....	19
表 10: 近期即将上映影片信息.....	20
表 11: 国内票房预测.....	22

市场层面：估值探底，板块具备向上基础

1、板块行情出现较大调整，估值处于历史底部

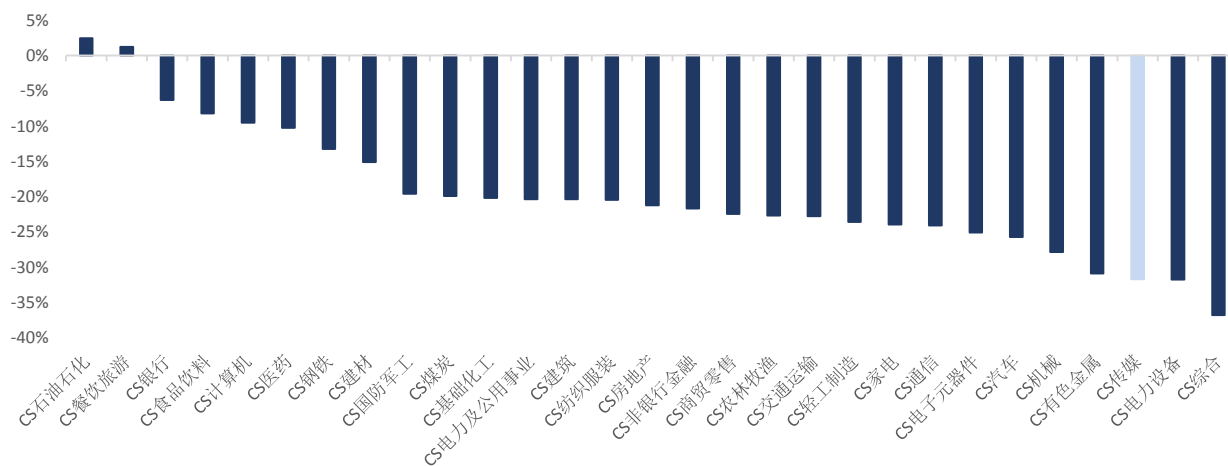
1) 2018 年初至 8 月底，传媒板块（中信）整体下跌 31.15%，跑输沪深 300 (-17.28%)，跑输创业板指 (-18.11%)；在中信一级 29 个板块中，传媒板块排名第 27 位。

图 1：2018 年初至 8 月末传媒板块与重要指数涨跌幅情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 2：中信一级行业年初至 8 月末涨跌幅排序（按市值加权平均）

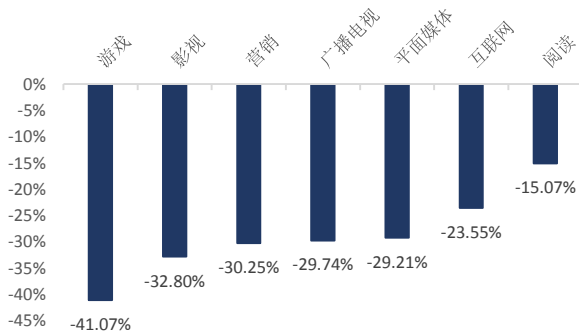


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

游戏及影视板块政策收紧下传媒板块出现普遍调整，龙头个股表现优异。2018 年，中国监管机构冻结网络游戏版号审批，8 月末教育部、国家新闻出版署等八部门联合印发了《综合防控儿童青少年近视实施方案》，指出应“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量”，游戏板块显著下行，年初至今下跌 41.07%。影视板由于题材限制、明星限酬令等政策因素受到影响，年初至今涨跌幅为-32.80%。营销板块中，分众传媒由于行业层面竞争者影响及财务层面影响，年初至今下跌 30.25%。此外阅读板块、互联网板块、平面媒体、广播电视板块跌幅分别为-15.07%、-23.55%、-29.21%和-29.74%。平治信息、视觉中国、芒果超媒等稀缺平台型龙头标的的受益于版权正版化趋势及内容付费

成长性，年初至今股价表现突出。

图 3：年初至 8 月底传媒各细分板块涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 1：年初至 8 月底传媒涨幅 TOP9 标的

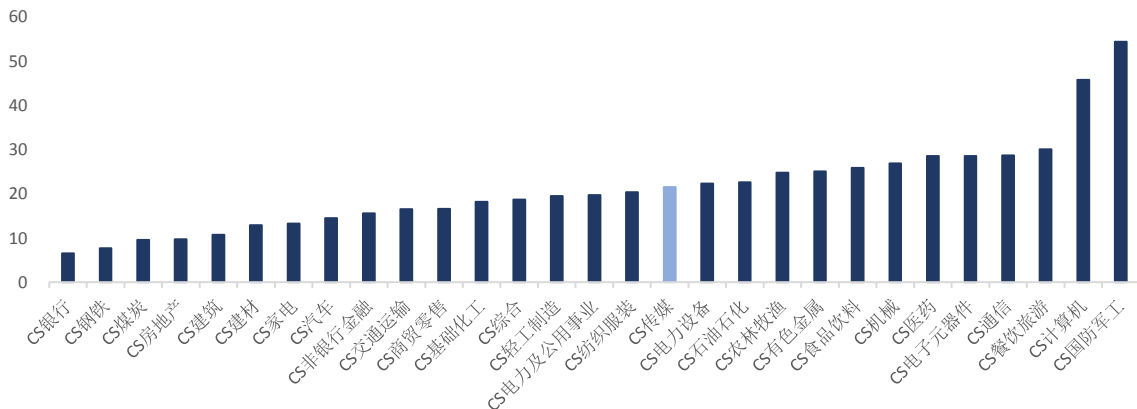
排序	证券简称	区间涨跌幅 (%)
1	平治信息	94.31
2	视觉中国	43.29
3	上海钢联	31.68
4	芒果超媒	24.43
5	东方财富	17.75
6	新经典	13.24
7	麦达数字	5.87
8	智度股份	5.57
9	元隆雅图	3.41

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2) 估值处于历史底部：目前传媒板块估值水平 (PE-TTM) 为 25 倍，2018 年板块整体动态市盈率仅 17 倍，处于 2013 年以来的低位。

横向比较，传媒估值相对 TMT 乃至食品饮料等消费行业仍有明显差距。与中信一级子板块的各个行业相比较，传媒板块 TTM-PE 显著低于 TMT 成长板块通信、计算机板块、电子板块，同时亦低于食品饮料板块 (消费类)。

图 4：传媒板块与中信一级板块 TTM 市盈率比较



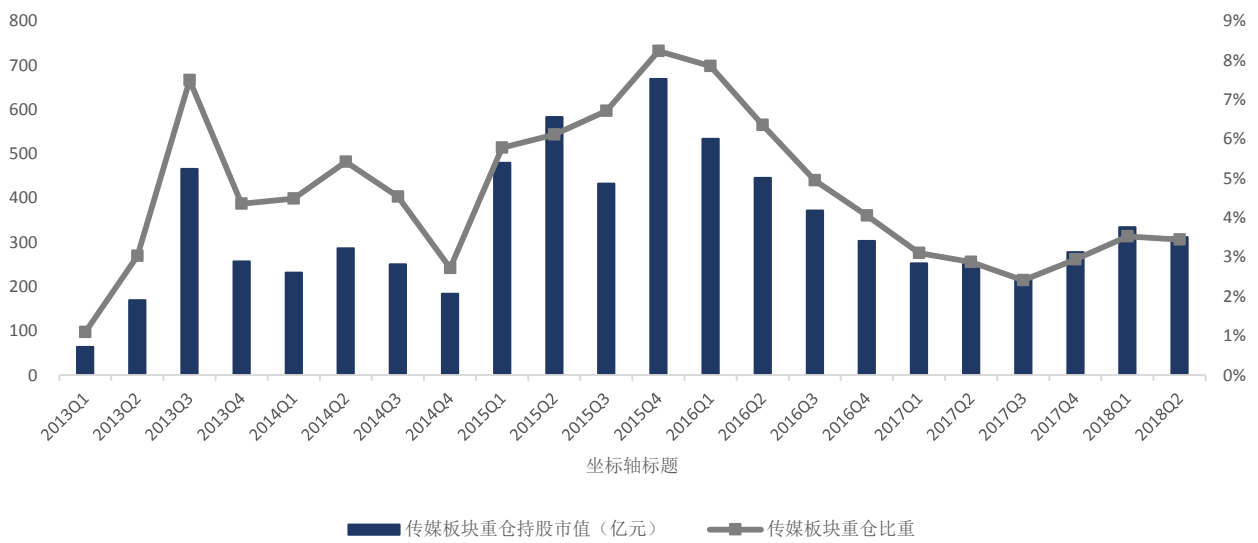
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：采用 2018 年 9 月 5 日市盈率 (TTM，整体法，剔除负值)

2、Q2 板块配置意愿下降、持仓集中

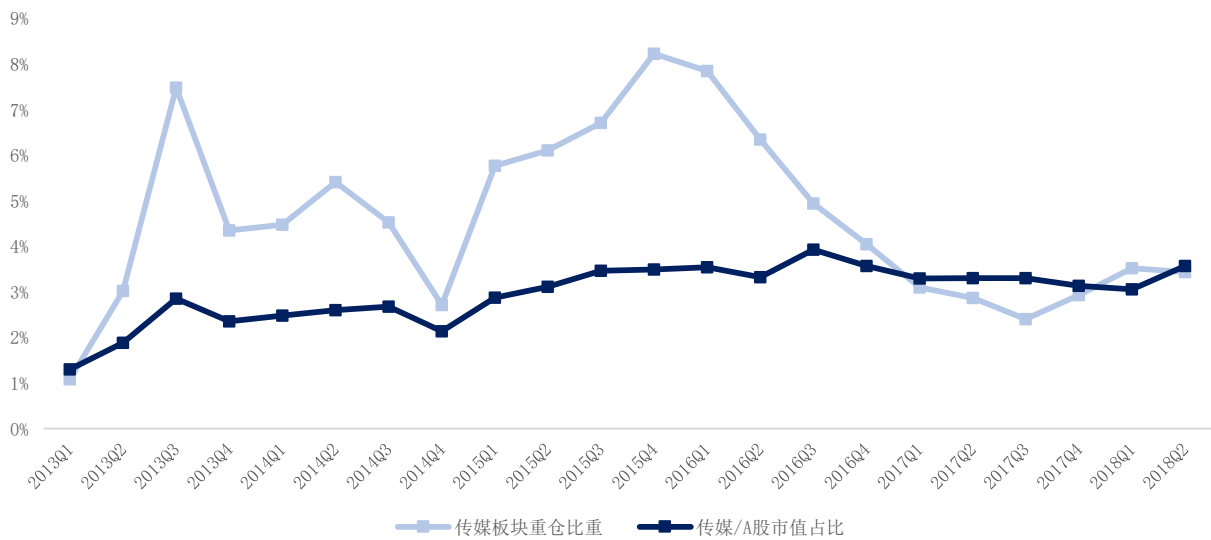
传媒板块基金重仓持仓市值及占重仓比重环比下降。2018Q2，传媒板块公募基金重仓市值为 311.3 亿元，相比于 2018Q1 的 333.8 亿元环比下降 6.79%。在重仓比例方面，2018Q2 传媒板块重仓比例为 3.44%，相比于 2018Q1 下降 0.08pct，低于传媒板块占 A 股整体市值比重 0.72pct，板块配置意愿略有下降。

图 5: 2013Q1-2018Q2传媒板块各季度重仓市值及占重仓总量比重



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

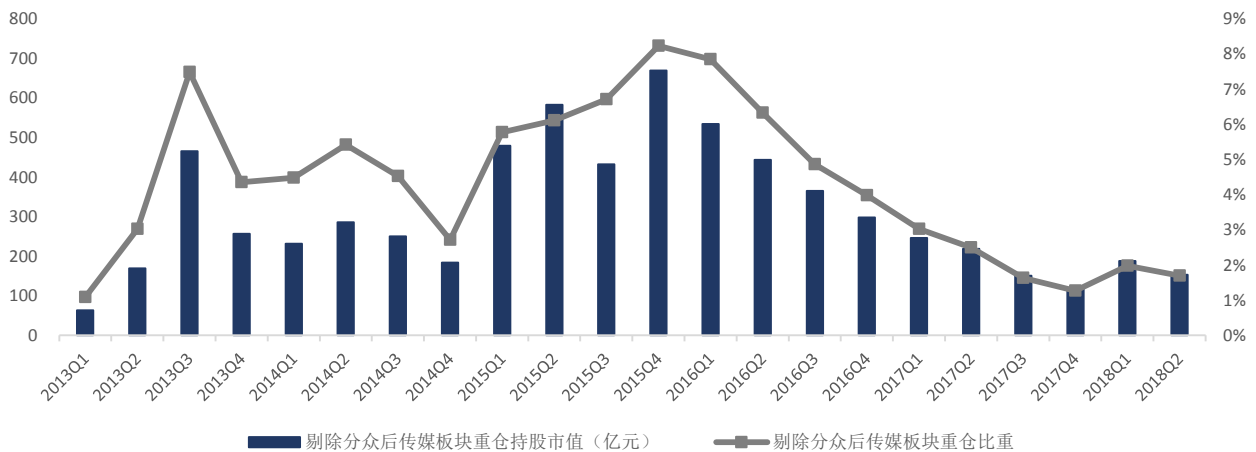
图 6: 2013Q1-2018Q1传媒板块重仓比重及传媒/A股市值占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

集中持仓现象明显，剔除分众传媒后重仓市值亦环比下降。2018Q2,分众传媒持基金重仓股市值为 158.6 亿元, 占传媒板块全部基金持仓市值比例为 50.96%, 为 2015 年以来最高水平。剔除分众后,2018Q2 传媒板块基金重仓市值为 152.7 亿元, 环比下降 18.6%; 剔除分众后传媒板块的重仓比重为 1.69%, 环比下降 0.29pct。2018Q2 传媒板块基金持仓市值排名前 5 位的公司分别为分众传媒、东方财富、完美世界、慈文传媒和上海钢联, 以上 5 家公司合计持仓市值为 253.3 亿元, 占全部持仓市值的 81.37%。

图 7：2013Q1-2018Q2传媒板块（申万）剔除分众传媒后重仓比重及占A股市值比重



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 2：2018Q2传媒板块基金持仓Top10

排名	公司名称	持股总市值 (亿元)	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)
1	分众传媒	159.8	166943.5	53135.5
2	东方财富	54.3	41185.1	13574.9
3	慈文传媒	17.1	5502.6	1134.3
4	完美世界	12.6	6723.0	619.5
5	光线传媒	11.0	1835.7	790.9
6	昆仑万维	9.2	1097.7	321.1
7	生意宝	8.3	2898.5	2064.1
8	上海钢联	5.3	1027.2	(1.4)
9	新经典	3.7	1029.9	(636.5)
10	蓝色光标	3.4	3382.3	(4865.1)

资料来源：wind，国信证券经济研究所测算

2018Q2，传媒板块重仓持股总量相对于 2018Q1 增长 4.72 亿股。2018Q2，传媒板块公募基金重仓持股总市值为 311.3 亿元，重仓持股总量为 25.59 亿股，相比于 2018Q1 增加 4.72 亿股，占 2018Q2 重仓持股总量的比重为 15.16%。季报持股变动数量排名第一的为分众传媒，2018Q2 其季报持仓变动为 5.31 亿股，基金重仓持股总量为 16.69 亿股。其次，东方财富、视觉中国、完美世界、慈文传媒等龙头个股 18Q2 基金重仓数量均显著增加。

表 3：2018Q2传媒板块基金重仓季报持股变动Top10

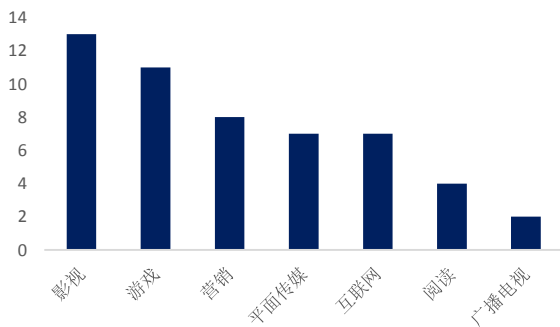
排名	公司名称	季报持仓变动 (万股)	持股总量 (万股)	持股总市值 (亿元)
1	分众传媒	53135.5	166943.5	159.8
2	东方财富	13574.9	41185.1	54.3
3	视觉中国	2064.1	2898.5	8.3
4	完美世界	1134.3	5502.6	17.1
5	华扬联众	861.1	915.5	2.3
6	上海钢联	790.9	1835.7	11.0
7	慈文传媒	619.5	6723.0	12.6
8	乐视网	333.3	333.3	0.1
9	新经典	321.1	1097.7	9.2

10	中文传媒	276.6	492.3	0.6
----	------	-------	-------	-----

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

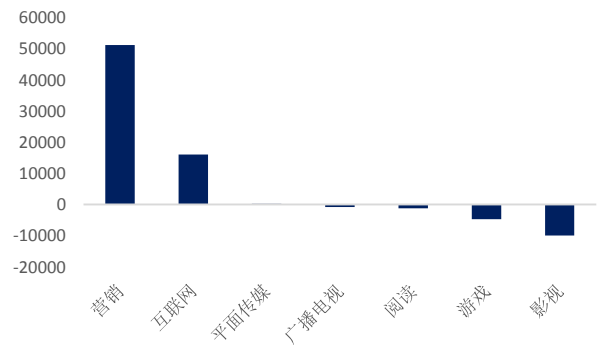
板块分析：行业内部出现分化，影视及游戏板块整体配置意愿下降，营销及互联网板块配置意愿提升。2018Q2，国信传媒股票池 123 只股票中，公募基金重仓持股个数为 54 只，基金重仓持股中传媒比重为 3.34%，较 2018Q1 下降 0.62pct（2018Q1 传媒板块重仓股票数为 67 只）。行业内部分化显著，营销板块配置季持仓增量最高，主要原因为板块龙头分众传媒季持仓增量达 5.31 亿股，占整个细分板块季持仓增量的 104%；其次互联网板块配置意愿增高，其中最显著的仍为板块龙头东方财富，季持仓增量达 1.36 亿股；平面媒体、广播电视及阅读板块相对稳定；影视板块热度降幅较大，游戏板块关注度也有所下降。

图 8：2018Q2 国信传媒股票池各版块公募基金重仓数量



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 9：2018Q2 国信传媒股票池各版块季持仓变动（万股）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

持有基金数最多的 10 家公司为：分众传媒、东方财富、完美世界、万达电影、视觉中国、慈文传媒、光线传媒、新经典、华闻传媒、和顺网科技。

持股总量最多的 10 家公司为：分众传媒、东方财富、慈文传媒、完美世界、蓝色光标、光线传媒、视觉中国、广博股份、凯文教育和上海钢联。

持股总市值最多的 10 家公司为：分众传媒、东方财富、完美世界、慈文传媒、上海钢联、新经典、视觉中国、生意宝、万达电影和光线传媒。

持股占流通股比重最高的 10 家公司为：分众传媒、新经典、慈文传媒、华扬联众、上海钢联、完美世界、视觉中国、东方财富、凯文教育和广博股份。

表 4：2018Q2 国信传媒股票池基金持股情况

排名	公司	持有基金数	公司	持股总量 (万股)	公司	持股总市值 (万元)	公司	持股占流通股比 (%)
1	分众传媒	271.00	分众传媒	166943.53	分众传媒	1597649.62	分众传媒	23.97
2	东方财富	191.00	东方财富	41185.11	东方财富	542819.69	新经典	20.86
3	完美世界	59.00	慈文传媒	6722.99	完美世界	170634.56	慈文传媒	20.63
4	万达电影	53.00	完美世界	5502.57	慈文传媒	126190.48	华扬联众	16.35
5	视觉中国	47.00	蓝色光标	4798.24	上海钢联	109868.88	上海钢联	12.18
6	慈文传媒	39.00	光线传媒	3382.26	新经典	91966.50	完美世界	11.80
7	光线传媒	29.00	视觉中国	2898.47	视觉中国	83186.05	视觉中国	10.36
8	新经典	24.00	上海钢联	1835.74	万达电影	53453.31	东方财富	9.92
9	华闻传媒	21.00	歌华有线	1600.03	生意宝	36964.04	迅游科技	4.50
10	顺网科技	18.00	游族网络	1230.01	光线传媒	34431.38	生意宝	4.09
11	上海钢联	15.00	新经典	1097.71	蓝色光标	27349.98	新南洋	3.82
12	横店影视	13.00	生意宝	1029.93	游族网络	24477.28	横店影视	2.94
13	华策影视	8.00	万达电影	1027.16	新南洋	24026.78	蓝色光标	2.89
14	昆仑万维	8.00	新南洋	989.98	华扬联众	22959.79	游族网络	2.13
15	博瑞传播	8.00	华谊兄弟	987.84	昆仑万维	17742.35	中国电影	1.74
16	长江传媒	8.00	中国电影	984.10	迅游科技	16787.18	顺网科技	1.61
17	中国电影	7.00	昆仑万维	939.74	歌华有线	16512.29	昆仑万维	1.52
18	巨人网络	7.00	华扬联众	915.46	中国电影	15784.98	歌华有线	1.37
19	中文传媒	7.00	顺网科技	768.78	顺网科技	13384.52	光线传媒	1.23
20	东方明珠	7.00	长江传媒	679.33	中文传媒	6326.04	万达电影	0.90

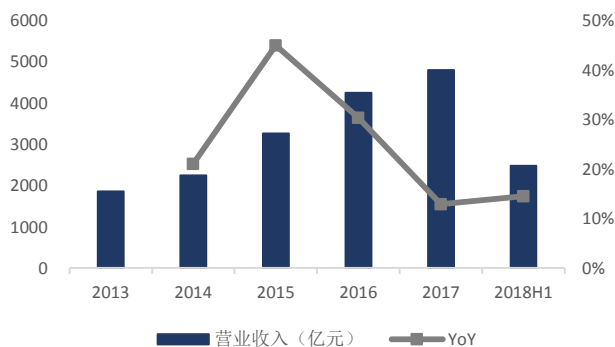
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

中报梳理：内生增长平淡，细分领域龙头表现突出

1、行业总览：整体业绩增速平淡，细分领域成长性分化

2018H1 板块整体收入及归母净利润增速平淡。2018 年上半年，传媒板块（注：除特殊标注，本报告中传媒板块采用国信证券传媒股票池中 124 只股票，下同）实现营业收入 2478 亿元，同比增长 15%；归属母公司股东的净利润为 260 亿元，同比增长 1%，增速相较于 2017 年全年有所回升；剔除乐视网（2017H1 营收 55.79 亿元，2018H1 营收 10.04 亿元）后营收同比增长 17%，归母净利润（2017H1 乐视归母净利润-6.37 亿元，2018H1 乐视归母净利润为-11.04 亿元）同比增长 2.94%。

图 10：传媒行业营业收入及增速变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：传媒行业归母净利润及增速变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

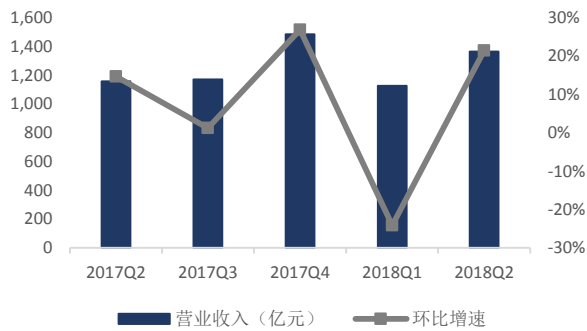
季度表现：2018Q2 业绩环比降低 0.8%，主要受光线传媒出售新丽传媒确认投资收益扰动。2018 年二季度传媒板块共实现营业收入 1364 亿元，同比增长 18.05%，环比增长 21.36%；归母净利润 130 亿元，同比下降 4.53%，环比下降 0.8%。剔除光线传媒后（18Q1 光线传媒实现归母净利润 19.93 亿元，主要由于出售新丽传媒确认 22.41 亿元投资收益），板块净利润同比下降 5.37%，环

比增长 16.03%。

除乐视网外，2018Q2 传媒板块业绩相较于去年同期显著下滑的标的主要有：华谊兄弟（2018Q2 归母净利润 0.19 亿元，2017Q2 归母净利润 4.99 亿元，主要系 17Q2 公司出售银汉部分股权确认投资收益基数较大）、华闻传媒（2018Q2 归母净利润 0.61 亿元，2017Q2 归母净利润 3.34 亿元）、印纪传媒（2018Q2 归母净利润-0.96 亿元，2017Q2 归母净利润 1.56 亿元）。

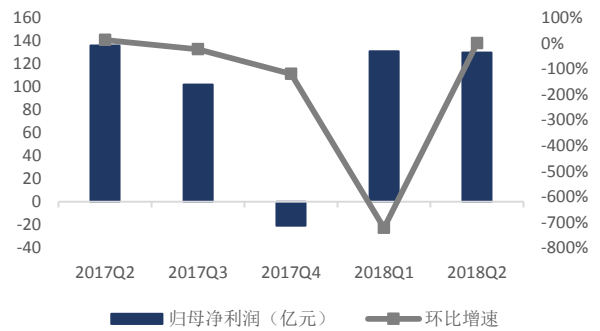
2018Q2，部分标的业绩表现优异，相较于去年同期，归母净利润显著增长的标的主要有：分众传媒（2018Q2 归母净利润 21.4 亿元，2017Q2 归母净利润 14.26 亿元）、浙数文化（2018Q2 归母净利润 2.17 亿元，2017Q2 归母净利润 0.60 亿元）。

图 12：传媒行业营业收入及增速变化（单季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

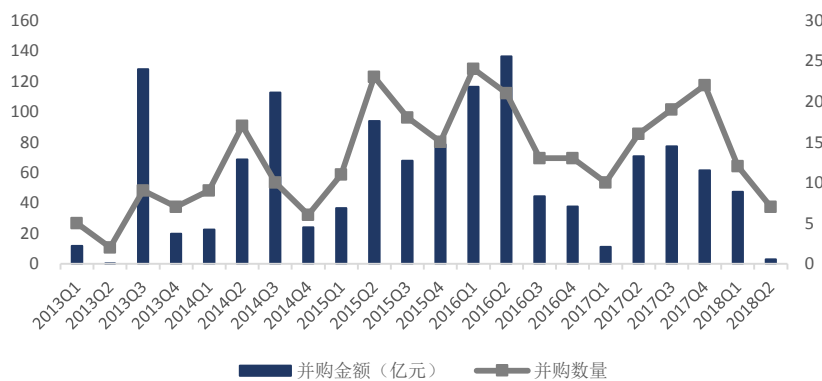
图 13：传媒行业归母净利润及增速变化（单季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2018Q2，传媒板块发生并购重组事件共 7 起；并购重组金额 2.95 亿元，环比降低 94%。我们认为，经历了 2014-16H1 的传媒行业并购热潮后，随着并购、再融资等领域的政策趋严，传媒板块外延成长模式面临挑战；传媒板块整体内生成长动力欠佳，应关注细分高成长领域以及行业格局较好的龙头标的。

图 14：传媒板块并购重组趋势变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 5：2018H1 传媒板块细分领域业绩增速分化明显

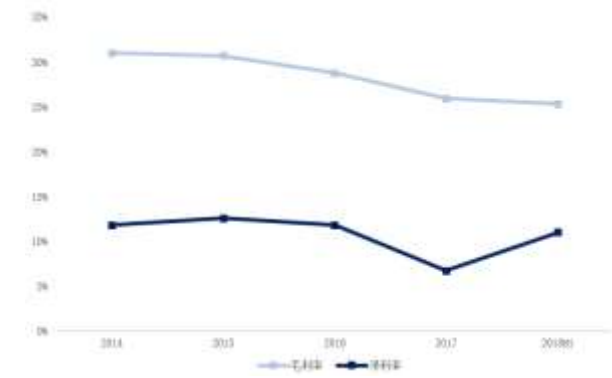
板块	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)	
	-2018H1	营收增速	-2018H1	归母净利润增速
阅读	22.72	15%	3.50	41%

影视	317.33	6%	54.50	20%
营销	569.08	34%	47.14	10%
平面媒体	419.45	4%	46.65	-2%
互联网	615.09	31%	13.00	46%
游戏	277.13	8%	66.14	-8%
广播电视	255.94	-5%	32.24	-11%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

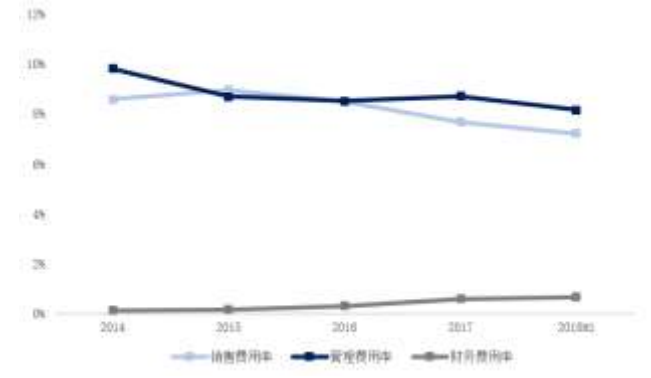
盈利能力来看，2017 前三季度传媒板块毛利率 25.32%，较 2016 年略有下降。阅读板块、游戏及互联网板块毛利率相比去年同期分别提高 4.1pct、1.6pct 和 0.11pct；营销、影视、平面媒体和广播电视板块，相比去年同期分别降低 3.85pct、1.86pct、0.9pct 和 0.78pct；期间费用率与去年同期基本持平。

图 15：传媒行业毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

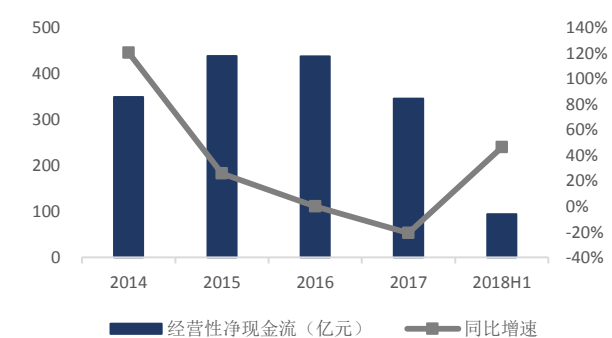
图 16：传媒行业期间费用率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

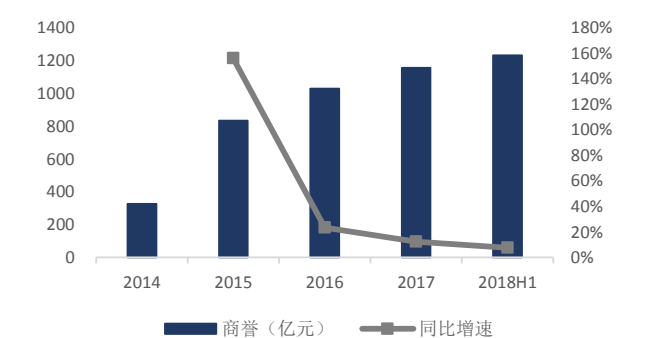
收益质量来看，经营性净现金流达 94 亿元，同比提升 46%，主要受互联网板块经营性净现金流显著增长所带动。2018H1，互联网板块经营活动净现金流为 21.48 亿元，相比于去年同期增长 57 亿元，主要原因系东方财富经营活动净现金流成功扭亏，从 2017H1 的-5.32 亿元增长至 2018H1 的 29.33 亿元以及光线传媒出售新丽投资收益确认影响；同时，乐视网经营活动净现金流亏损收窄，由 2017H1 的-21.85 亿元收窄至 2018H1 的-8.53 亿元。三六五网、世纪华通、暴风集团、全通教育和生意宝经营性净现金流均有不同程度的提高。此外，虽然 2016 年以来传媒板块并购趋冷，但传媒板块存量商誉仍处高位。2018H1，传媒板块商誉/净利润倍数为 472%，相比于去年同期提升 28pct。

图 17：传媒行业经营性净现金流变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 18：传媒行业商誉变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

细分板块盈利能力来看，阅读板块表现优异，毛利率、净利率分别同比增长4.14pct和3.57pct；广播电视、平面媒体、互联网表现平稳；游戏、营销板块表现较差，游戏板块净利率降低3.4pct；营销板块毛利率降低3.85pct，净利率降低1.91pct。

表 6：传媒细分板块盈利能力变动情况

板块	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct)	净利率 (%)	净利率变动 (pct)	销售费率 (%)	销售费率变动 (pct)
影视	31.22	-1.86	17.99	2.08	6.75	0.02
游戏	58.62	1.61	26.58	-3.40	14.50	0.59
阅读	40.25	4.14	16.29	3.57	13.39	3.60
广播电视	29.59	-0.78	13.99	-1.02	7.41	-0.10
平面媒体	28.63	-0.90	11.36	-0.78	9.69	-0.04
营销	19.78	-3.85	8.29	-1.91	5.79	-1.19
互联网	7.72	0.12	0.77	-0.62	3.82	-0.18

资料来源：国信证券经济研究所整理

细分板块收益质量来看，互联网板块表现优异，影视、广播电视板块明显增长，平面媒体及阅读板块基本维持稳定，营销板块下降显著，游戏板块显著恶化；互联网、影视、广播电视机平面媒体板块应收账款/营收变动均有所减少，阅读、营销、游戏板块应收账款/营收情况有所提升。

表 7：传媒细分板块经营性现金流及应收账款情况

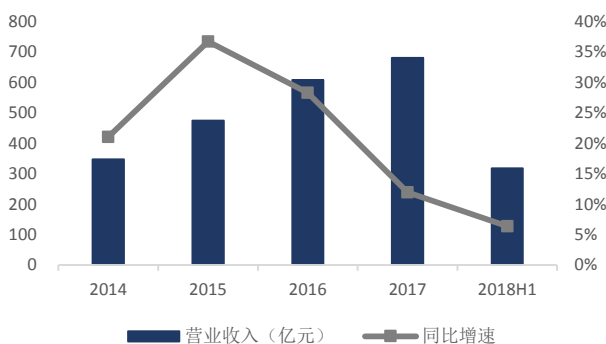
板块	经营性净现金流 (亿元)	经营性净现金流变动 (亿元)	应收账款/营收 (%)	应收账款/营收变动 (pct)
互联网	21.48	57.05	0.67	-0.11
影视	20.35	16.14	0.35	-0.13
广播电视	39.01	15.67	0.27	-0.12
平面媒体	0.89	-0.63	0.30	-0.07
阅读	0.31	-2.66	0.32	0.03
营销	2.25	-18.74	0.64	0.01
游戏	11.96	-36.67	0.32	0.13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2、细分板块：影视/游戏业绩受政策影响较大，细分龙头表现依然突出

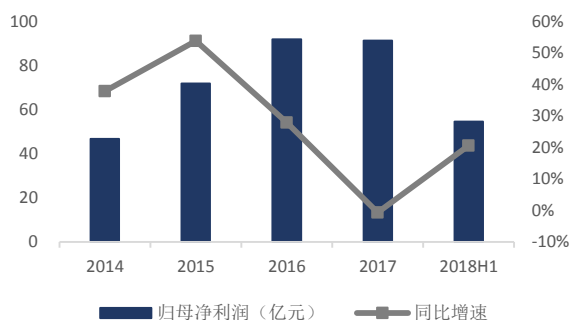
影视板块：整体收入增速放缓，光线传媒投资收益影响下板块净利润增速较高。2018H1，影视板块实现营业收入317亿元，同比增长6%，实现归母净利润54.5亿元，同比增长20%。净利润增速较高原因为光线传媒出售新丽传媒确认了高达22.41亿元（不含税）的投资收益，该项投资收益占2018H1板块整体净利润的41.1%。剔除该项投资收益后，2018H1影视板块净利润为32.09亿元，同比降低29.05%。主要原因系文投控股、华录百纳业绩较去年同期分别降低3.43亿元、3.31亿元，同时东方网络、共达电声等公司业绩也出现较明显下滑。

图 19: 2014-2018H1 影视板块营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

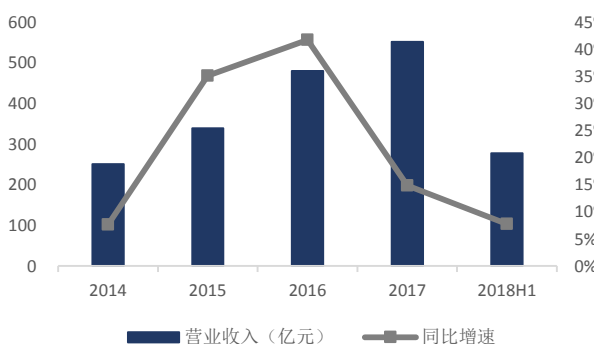
图 20: 2014-2018H1 影视板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

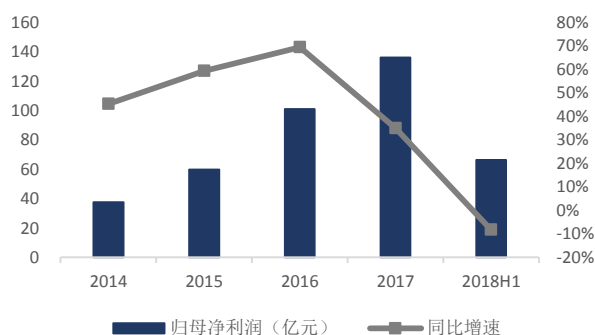
游戏板块: 政策收紧影响游戏上线进度、板块业绩出现下滑, 预计审批流程恢复后有望迎来增长。2018H1, 游戏板块实现营业收入 277 亿元, 同比增长 8%, 增速为近 3 年来最低水平; 实现归母净利润 66.14 亿元, 同比降低 8%, 为近 5 年来的首次负增长。2018 年 3 月以来, 监管机构停止发放国产游戏版本号, 对整体游戏行业都造成了较大影响。其中, 浙数文化归母净利润同比降低 76.8%, 游久游戏归母净利润同比降低 59.9%, 天神娱乐归母净利润同比降低 58.7%, 恺英网络归母净利润同比降低 10.36%, 三七互娱归母净利润同比降低 5.78%。后续游戏审批流程恢复正常后, 预计游戏板块将恢复增长。

图 21: 2014-2018H1 游戏板块营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

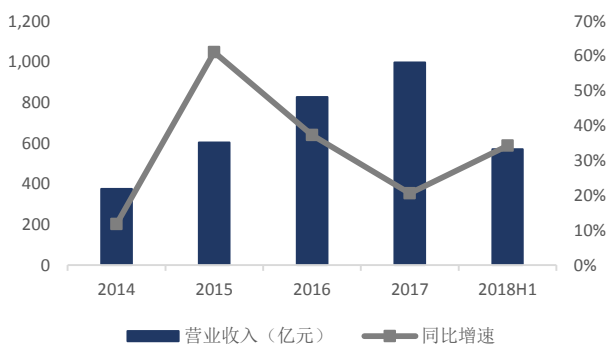
图 22: 2014-2018H1 游戏板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

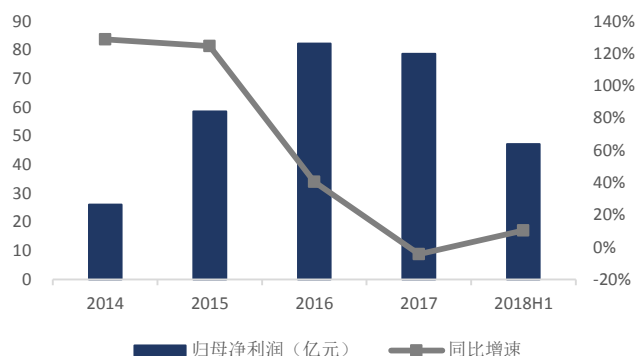
营销板块: 2018H1 营销板块营收及归母净利润增速双提升, 主要得益于行业龙头保持高增长, 板块内公司表现分化较大。2018H1, 营销板块实现营收 569 亿元, 同比增长 34%, 实现归母净利润 47 亿元, 同比增长 10%, 行业龙头表现突出。分众传媒营收同比增长 26.05%, 归母净利润同比增长 32.14%归母净利润相比于去年同期增长 8.14 亿元, 接近营销板块归母净利润增量的 2 倍。当代明诚实现归母净利润 0.21 亿元, 同比提升 426.02%, 主要原因系世界杯亚洲区赞助权益销售及《猎毒人》完成台网端销售。利欧股份、印纪传媒业绩表现较差, 归母净利润分别同比降低 91.9%及 46.57%。

图 23: 2014-2018H1 营销板块营业收入 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

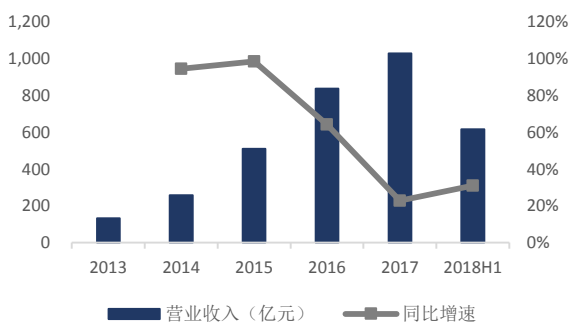
图 24: 2014-2018H1 营销板块归母净利润 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

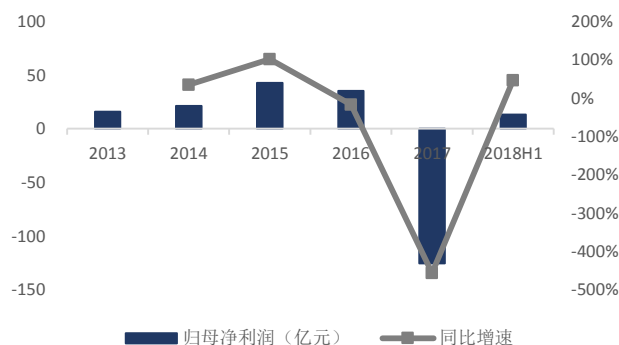
互联网板块: 板块龙头东方财富表现优异贡献较多业绩增长, 乐视亏损对该板块影响较大, 业绩表现分化严重。2018H1, 互联网板块实现营业收入 565 亿元, 同比增长 24%, 增速与 2017 年全年基本持平; 实现归母净利润 7.3 亿元, 同比降低 16%, 主要受乐视、*ST 巴士及暴风集团亏损影响, 剔除乐视后归母净利润同比增长 21.58%。板块龙头东方财富表现优异, 2018H1 实现营业收入 16.35 亿元, 同比增长 49%, 实现归母净利润 5.59 亿元, 同比增长 115%。芒果超媒完成优质资产注入表现优异, 2018H1, 公司实现营业收入 49.85 亿, 同增 39.19%, 归母净利润 5.73 亿元, 同增 92.47%。

图 25: 2014-2018H1 互联网板块营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

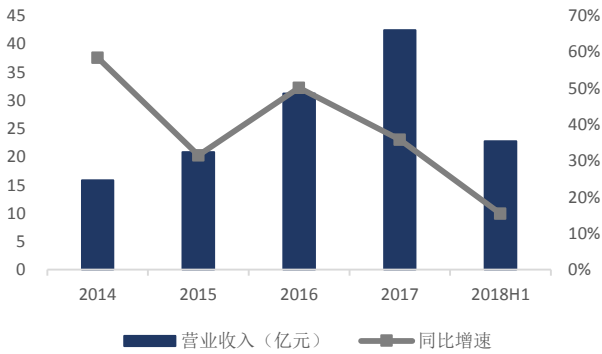
图 26: 2014-2018H1 互联网板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

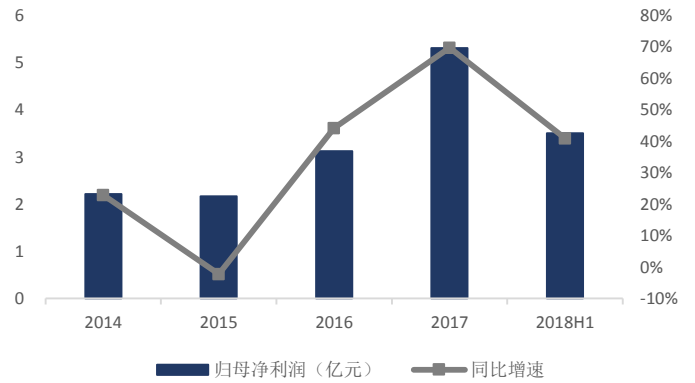
阅读板块: 2018H1 营收及净利润增速放缓, 主要受板块龙头掌阅科技业、新经典业绩增速放缓所致。2018H1, 阅读板块实现营业收入 23 亿元, 同比增长 15%, 增速相比于 2017 年降低 21pct; 实现归母净利润 3.5 亿元, 同比增长 41%, 增速相比于 2017 年降低 29pct。增速放缓的主要原因为板块龙头掌阅科技及新经典增速降低, 2018H1 掌阅科技实现营业收入 9.37 亿元, 同比增长 18.2%, 去年同期营收增速为 63.08%; 实现归母净利润 0.78 亿元, 同比增长 15.33%, 去年同期归母净利润增速为 231.56%。新经典实现营业收入 4.45 亿元, 同比降低 3.19%, 实现归母净利润 1.09 亿元, 同比增长 0.97%; 主要系税收政策上半年续期延迟、公司销售规模有所控制, 以及 17H1 《人民的名义》等受影视剧热播销量带动超预期、基数较大影响。

图 27：2014-2018H1 阅读板块营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

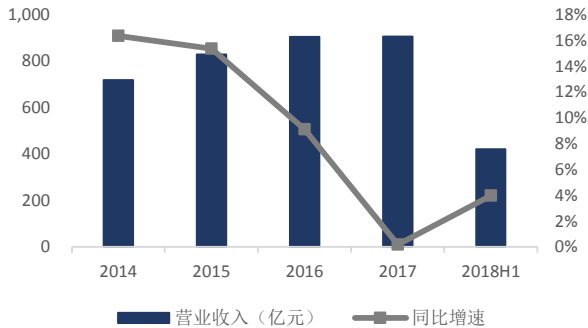
图 28：2014-2018H1 阅读板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

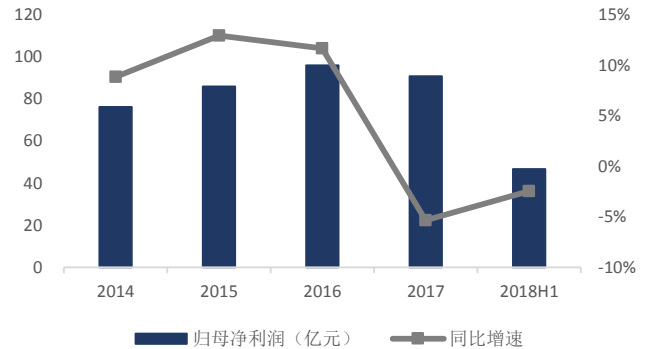
平面媒体板块：2018H1 营收增速有所回升，归母净利润同比降低 2%。2018H1，平面媒体板块实现营业收入 419 亿元，同比增长 4%，增速较 2017 年有所回升；实现归母净利润 46.65 亿元，同比降低 2%。长江传媒实现营业收入 52.35 亿元，同比增长 15.3%，实现归母净利润 4.84 亿元，同比增长 27.19%，业绩增长的主要原因系幼教业务发展迅速，数字出版及数字化转型效果显著。中南传媒及华闻传媒表现不佳，2018H1，中南传媒归母净利润同比降低 28%，主要原因系教育政策整改，应试类教辅图书业务收入及净利润均受到影响；华闻传媒营业收入同比降低 2.47%，归母净利润同比降低 77.23%。

图 29：2014-2018H1 平面媒体板块营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

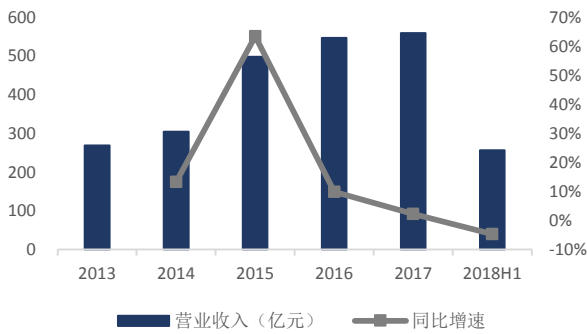
图 30：2014-2018H1 平面媒体板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

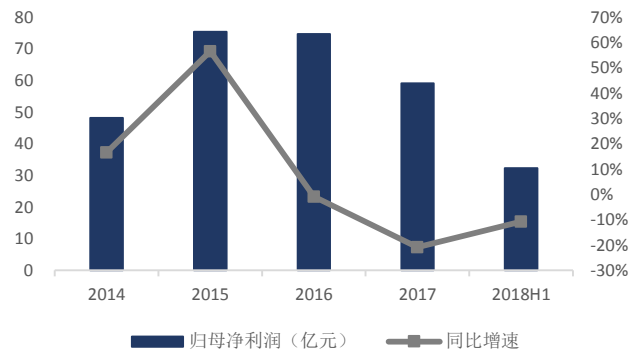
广播电视板块：受互联网视频影响整体业绩表现平淡，归母净利润基本维稳。2018H1，广播电视板块实现营业收入 256 亿元，同比降低 5%，为近 5 年来营收首次出现负增长；实现归母净利润 32.24 亿元，同比降低 11%。其中，东方明珠实现营业收入 60.28 亿元，同比降低 31.49%，实现归母净利润 12.4 亿元，同比增长 1%。板块业绩下行的主要原因系传统广播电视受互联网视频影响较大，主流消费群体逐渐迁移至互联网视频行业。

图 31: 2014-2018H1 广播电视板块营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2014-2018H1 广播电视板块归母净利润及增速

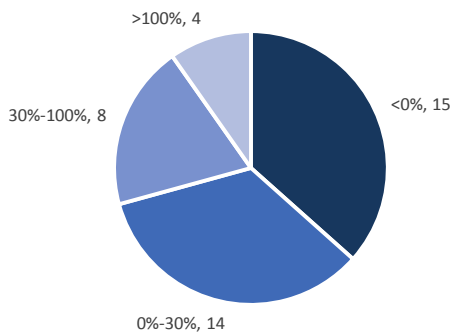


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3、三季度前瞻: 优质龙头公司业绩确定性较强

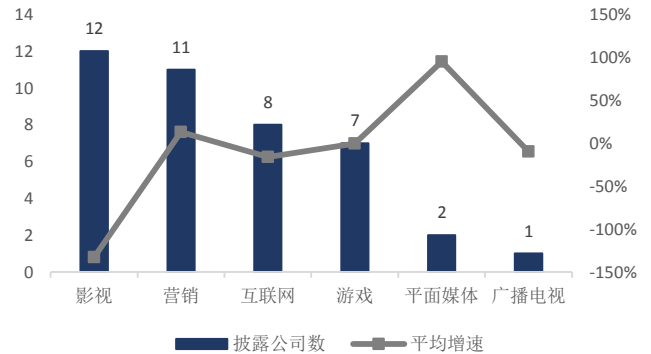
截至2018年9月6日, 国信传媒股票池124家公司中, 已披露三季度业绩预告的公司有40家, 业绩预计增长的有25家, 占比为62.5%。其中, 业绩增速均值超过100%的有4家, 分别为全通教育、力盛赛车、上海钢联和粤传媒; 7家公司业绩增速均值在30%-100%之间; 14家公司业绩增幅在0%-30%之间。分板块来看, 营销及平面媒体平均增速为正, 营销板块蓝色光标、分众传媒增速较高。

图 33: 2018 年前三季度传媒板块业绩预告情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 2018 年前三季度传媒板块业绩预告分板块情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

细分优质龙头公司业绩确定性较强, 各板块业绩预告分化明显。从已披露业绩预告的公司情况来看, 游戏板块优质公司游族网络、完美世界、三七互娱业绩指引均同比增长; 影视板块慈文传媒业绩增长中值为73.91%; 营销板块蓝色光标、麦达数字、分众传媒业绩增长中值均达到20%以上。

表 8：2018Q3 传媒行业主要板块业绩预告情况（亿元）

证券简称	预告净利润同比增长中值(%)	业绩预告类型	预告净利润上限-2018年前三季度	预告净利润下限-2018年前三季度	所属板块
游族网络	52.40	预增	7.50	6.50	游戏
帝龙文化	18.20	略增	4.50	3.50	
完美世界	15.01	略增	12.90	11.90	
三七互娱	3.20	续盈	13.50	11.50	
巨人网络	0.00	续盈	10.95	9.91	
天神娱乐	-42.03	预减	6.20	2.50	
恺英网络	-49.78	预减	5.71	4.91	影视
慈文传媒	73.91	预增	2.80	2.40	
长城影视	25.00	略增	1.68	1.12	
凯撒文化	15.00	略增	1.97	1.52	
万达电影	10.00	略增	15.17	12.64	
金逸影视	0.11	续盈	1.70	1.18	
共达电声	-15.00	续盈	0.07	0.04	
文投控股	-50.00	预减	-	-	
骅威文化	-55.00	预减	1.60	0.46	
奥飞娱乐	-65.00	预减	1.58	0.63	
中南文化	-65.80	预减	1.03	0.16	
华录百纳	-397.07	首亏	-3.46	-3.51	
东方网络	-1,071.92	首亏	-0.94	-1.04	
力盛赛车	183.62	预增	0.12	0.10	
蓝色光标	61.27	预增	4.80	4.20	
麦达数字	30.00	略增	0.92	0.67	
元隆雅图	30.00	略增	0.72	0.62	
思美传媒	25.00	略增	2.85	1.90	
分众传媒	22.56	略增	48.50	47.50	
东方嘉盛	15.00	略增	1.20	0.92	
省广集团	-18.38	略减	1.50	1.30	
利欧股份	-40.00	略减	3.12	2.23	
印纪传媒	-82.50	预减	1.26	0.21	
腾信股份	-86.32	预减	0.05	0.00	

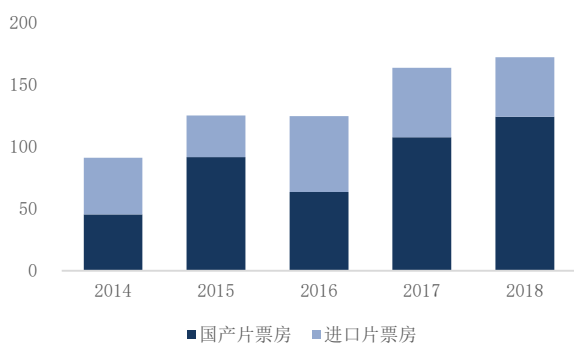
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业层面：国产片持续表现优异，预测全年票房增速中枢为 18%

1、暑期档国产片票房同增 15%，口碑回暖持续

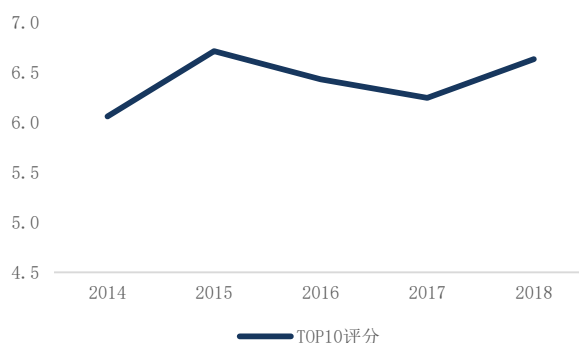
2018 年暑期档国内票房达到 171.7 亿元，同比增长 5%；其中国产片票房 123.9 亿元，同比增长 15%。2018 年暑期档 TOP10 影片中国产电影占 6 席，而 2016 年、2017 年暑期档 TOP10 影片中国产电影均仅占 4 席。

图 35：2014-2018 年暑期档市场情况



资料来源：艺恩，国信证券经济研究所

图 36：2014-2018 年暑期档 TOP10 影片豆瓣评分



资料来源：猫眼、豆瓣，国信证券经济研究所整理

国产片质量持续回暖。2018 年暑期档 TOP10 影片豆瓣评分达到 6.6 分，接近历史最高水平，较 16-17 年暑期档整体国产片质量回暖显著。其中，票房榜冠军《我不是药神》豆瓣评分高达 9.0 分，《一出好戏》《邪不压正》也录得 7.3/7.2 分的良好口碑。

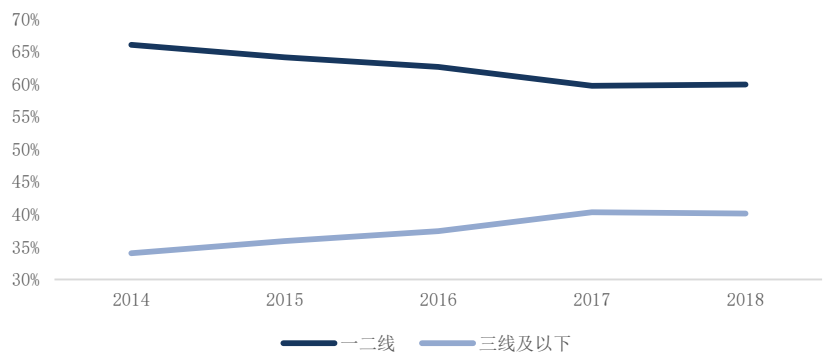
表 9：2018 年暑期档 TOP10 影片信息

影片	类型	票房 (亿)	豆瓣评分
我不是药神	剧情	30.96	9.0
西虹市首富	喜剧	25.19	6.7
侏罗纪世界 2	动作	16.96	6.8
一出好戏	喜剧	13.17	7.3
巨齿鲨	动作	10.24	6.0
摩天营救	动作	6.70	6.5
蚁人 2	动作	6.64	7.5
狄仁杰之四大天王	动作	6.06	6.5
邪不压正	动作	5.83	7.2
爱情公寓	喜剧	5.55	2.8

资料来源：艺恩，国信证券经济研究所整理

票房下沉放缓，18 年暑期档三线及以下城市票房份额停止上涨。近年来伴随影院渠道下沉及低线城市受众消费升级，三线及以下城市的暑期档票仓占比呈上涨趋势，从 2014 年的 34.0%，在 2017 年达到高点 40.3%；而 2018 年暑期档三线及以下城市票房占比 40.1%，较 2017 年高点出现小幅下滑。

图 37: 近 5 年暑期档票房占比

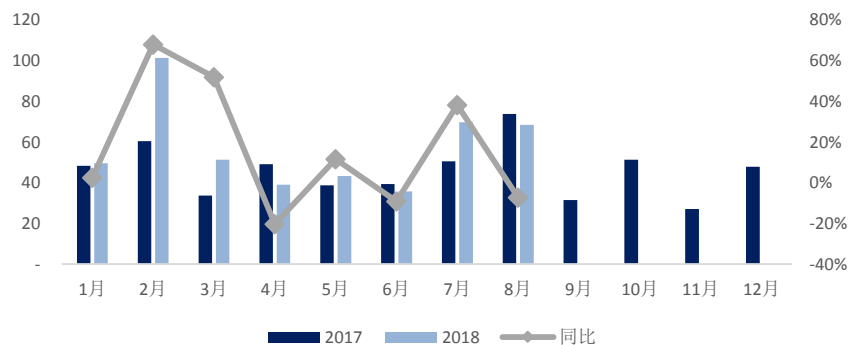


资料来源: 艺恩, 国信证券经济研究所整理

2、年内多部影片值得期待, 预计全年票房增速中枢为 18%

截至 2018 年 8 月 31 日, 国内电影市场票房已达到 457.74 亿元, 同比增长 16.33%。年内仍将有《反贪风暴》《影》《李茶的姑妈》《未来机械城》《昨日青空》《爵迹 2》等优质国产影片上映, 我们对全年国内票房市场依然乐观。

图 38: 2018 vs 2017 月度票房同比增速



资料来源: 猫眼, 国信证券经济研究所整理

表 10: 近期即将上映影片信息

上映日期	电影名称	题材	导演	主演	出品公司	猫眼热度
2018-9-14	反贪风暴 3	剧情/动作/犯罪	林德禄	古天乐/张智霖	鸣艺文化、华策影业、万达影视	13878
2018-9-14	未择之路	剧情/犯罪	唐高鹏	王学兵/马伊琍/朱耕佑	伟世兄弟、恒业影视、微影时代	18683
2018-9-14	说走就走之 不说再见	喜剧	张承	牛骏峰/白举纲/吴谨言	森广文化、德丰影业、耀莱影视	8668
2018-9-21	黄金兄弟	动作/犯罪/剧情	钱嘉乐	郑伊健/陈小春/谢天华	耀莱影视(文投控股)、影艺人 娱乐	21592
2018-9-21	江湖儿女	爱情/犯罪	贾樟柯	赵涛/廖凡/徐峥	上海电影、西河星汇影业、欢喜 传媒、华谊兄弟	13177
2018-9-21	一生有你	喜剧/爱情	卢庚戌	徐娇/谢彬彬/晏紫东	梦时光、朗行影视	5796
2018/9/22	大闹西游	喜剧/动画/冒险	马系海	孙晔/沈达威/陶典	春秋时代	10859
2018-9-30	影	剧情/动作	张艺谋	邓超/孙俪/郑凯	乐视影业、腾讯影业、完美威秀	73160

娱乐

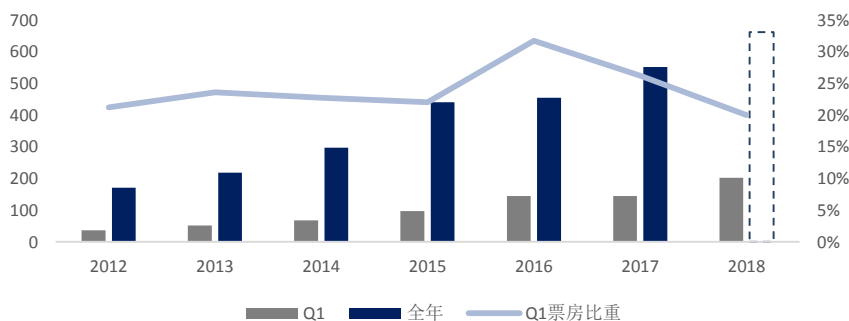
2018-9-30	云南虫谷	动作/冒险/奇幻	非行	蔡珩/顾璇/于桓	梦想者电影	27771
2018-9-30	无双	动作/犯罪	庄文强	周润发/郭富城/张静初	博纳影业	23573
2018-9-30	胖子行动队	喜剧/动作	包贝尔	文章/包贝尔/郭京飞	剧角映画、河马影业	21190
2018-9-30	李茶的姑妈	喜剧	吴昱翰	黄才伦/艾伦/宋阳	开心麻花(新三板)、猫眼微影	20851
2018-9-30	营救汪星人	喜剧/悬疑/冒险	梁婷	拉布拉多/法斗/博美	星汇天姬	20389
2018-9-30	悲伤逆流成河	剧情/爱情	落落	赵英博/任敏/辛云来	光线影业	8505
2018/9 待定	未来机械城	喜剧/冒险/科幻	安格温/龙子桥	杰森·苏戴奇斯/冯远征/查琳·易	阿里巴巴影业、万达影视	71689
2018/10 待定	冰海陷落	动作/惊悚	多诺万·玛什	杰拉德·巴特勒/加里·奥德曼	海秀传媒	29778
2018/10 待定	阳台上	剧情	张猛	周冬雨/王锵/李珂如	光线影业、唐城文化传媒、乐不思蜀影视	21814
2018/10 待定	护垫侠	剧情/喜剧/爱情	R·巴尔基	阿克谢·库马尔	环鹰时代、凯羿影视	9665
2018/10 待定	衣柜里的冒险王	喜剧	肯·斯科特	丹努什	-	8066
2018/10 待定	拳爱枭雄	剧情/犯罪/传记	费尔南多·莱昂·德·阿拉诺亚	佩内洛普·克鲁兹	欧罗巴电影、千禧年影业、海秀传媒	6749
2018-10-1	古剑奇谭之流月昭明	动作/奇幻/古装	雷尼·哈林	王力宏/宋茜/高以翔	淘票票影视、博纳影视、珠江影业传媒	25643
2018-10-26	暮光巴黎	剧情/爱情/奇幻	万沥方/董方辰	塞缪尔·默瑟/西里尔·迪雷尔	玖子影业、卡普辛一号、KOI电影	73040

资料来源：猫眼，国信证券经济研究所整理

全年票房角度，我们以两种方式测算 2018 年国内票房有望达到 660 亿（含服务费口径），对应同比增速中枢为 18%。

方法 1：往年经验来看 Q1 票房占全年票房比例在 21%-32%之间。考虑 18 年春节档期影片质量较往年有较大程度改善、市场热度空前，我们保守预计 18Q1 票房占全年票房比例在 30%左右，测算 2018 年国内票房有望达到 670 亿元（含服务费口径），对应全年票房增速中枢为 22%。

图 39：2012Q1-2018Q1 票房占全年票房变化



资料来源：猫眼、艺恩，国信证券经济研究所整理

方法 2: 我国电影市场在 2003-2010 年间及 2013-15 年间经历了两轮渠道驱动的景气周期 (2004-2010 年主要是影院向一二线人口渗透、2013-15 年影院向三四线人口渗透); 目前渠道下沉红利渐消, 三四线单银幕产出低于一二线城市, 优质内容为观影需求 (观影人次上升) 释放重要驱动力。因此我们采用观影人次、平均票价对票房市场进行预测, 预计未来三年我国电影市场复合增长率在 14% 左右。

表 11: 国内票房预测

		2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
X1	城镇人口人均观影次数	0.65	0.84	1.11	1.63	1.73	1.99	2.18	2.40	2.64
X1 预测	增速	27%	29%	32%	47%	6%	15%	10%	10%	10%
X2	城镇人口 (亿人)	7.12	7.31	7.49	7.71	7.93	8.11	8.64	8.79	8.93
X2 预测	人口总数 (亿人)	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90	13.98	14.05	14.13
X2 预测	城镇化率	53%	53%	55%	56%	57%	58%	59%	60%	61%
X3	平均票价 (元)	35.7	34.91	35	34.8	33.1	34.4	34.5	34.6	34.7
X3 预测	城镇人口票房 (亿元)	166	215	292	438	453	554	651	731	819
μ	差额	4	2	5	2	4	5	5	5	5
结果	总票房 (亿元)	171	218	298	440	457	559	656	736	824
	增速	30%	28%	36%	48%	4%	22%	17%	12%	12%

资料来源: 国家统计局、广电总局、猫眼, 国信证券经济研究所预测

注: $Y=X1 \times X2 \times X3 + X4 + \mu$; 2017-20 票房预测均包含服务费

投资建议: 聚焦稀缺平台型标的及头部内容公司

估值处于历史底部位置。纵向来看, TTM 估值从 15 年 6 月份最高点 111X PE 回落到 25X PE 水平, 2018 年动态 PE 仅 17X; 横向比较, 估值、市值相对 TMT 乃至食品饮料等消费行业已经拉开明显差距; 跨市场来看, 也与美股港股传媒互联网板块乃至一级市场估值拉开显著差距, 具备良好安全边际和估值向上空间。

中观来看, 平台不断深化流量变现释放红利, A 股内容公司产业链价值持续提升, 整体业绩有望持续回升。1) 互联网平台经历多年发展之后, 用户红利渐消, 渠道端已形成寡头割据的市场格局, 内容成为亿级存量用户竞争和深度变现的核心; A 股“头部”内容公司聚集的特性也将显著受益; 2) 细分行业小周期来看, 电影、广告等领域回暖趋势明显, 下半年 (古装大剧陆续上线) 预计影视剧播放量有望出现触底回升; 3) 并购所带来的业绩拖累及商誉风险亦在逐步降低, 中报板块业绩有望持续回升。

推荐具备平台或资源优势龙头个股。持续推荐卡位优势明显、商业模式清晰的行业龙头: 1) 受益版权保护力度加强及付费意识提升, 视觉中国 (图片版权)、当代明诚 (体育版权运营); 2) 阅读板块受益付费提升及内容升级, 推荐新经典、阅文集团, 关注掌阅科技; 3) 媒体与营销板块推荐分众传媒; 4) 大视频行业, 推荐芒果超媒, 关注 A 股影视内容龙头公司中长期布局机会 (推荐华策影视、光线传媒、慈文传媒); 同时建议关注部分超跌游戏行业个股。

■ 核心推荐个股概览:

视觉中国: 1) 图片市场龙头, 具备资源垄断优势; 2) 读图时代、正版化推进, 图片行业方兴未艾; 3) 商业模式升级, 与 BAT、微博等互联网平台合作向长尾客户渗透, 业绩有望持续高增长; 4) 预计 18/19 年 EPS 为 0.53/0.68 元, 当前股价对应 18/19 年 53/41 倍 PE。当前绝对估值及市值相比其他内容领域龙头 (如文字、音乐、视频等) 均相对低估, 近期快速调整后具备较好买入机会。

新经典: 1) 文学、少儿类畅销/长销书龙头, 精品图书策划能力领先, 17 年 TOP10 虚构类图书占 4 席; 2) 文化消费升级带动图书市场消费需求出现拐点, 公司在文学、少儿图书为公司优势领域, 并计划在 2018 年组建童书发行团队; 3) 变现模式持续深化, PAGEONE+影视剧改编+互联网社区等; 4) 预计 18/19 年 EPS 为 2.24/2.90 元, 当前股价对应 18/19 年 34/21 倍 PE。

分众传媒: 1) 生活圈媒体资源优势明显, 上下游议价能力及广告客户开发能力较高; 2) 三四线下沉及广告价值提升持续推动业绩成长; 3) 预计 18/19 年 EPS 分别为 0.57/0.67 元, 受竞争对手影响前期股价调整幅度较大带来良好买入机会, 当前股价对应同期 14/12 倍 PE, 短期内进入 MSCI 指数名单有望带动增量资金进入。

华策影视: 1) 电视剧行业进入门槛提升, 带动行业集中度逐步提高, 具备资本实力及制作能力的电视剧龙头公司持续受益; 2) 作为电视剧龙头, 构建系统性工业化内容生产制作平台, SIP 战略下公司爆款频出; 3) 3/4 季度及 18 年进入收入确认高峰期, 股权激励锁定核心内容团队并提升业绩成长确定性; 4) 预计公司 18/19 年 EPS 分别为 0.47/0.62 元, 当前股价分别对应同期 20/16 倍 PE。

光线传媒: 1) 国产优质内容带动 18 年电影市场回暖, 预计全年票房增速中枢为 22%; 公司为国内电影投资发行龙头, 参股猫眼提升“线上+线下”发行实力及影片内容选材能力, 进一步构筑护城河; 2) 18H2 公司多部主控国产影片上映密集、口碑良好, 后续《一出好戏》《昨日青空》《爵迹 2》票房表现值得期待, 业绩有望边际向好。3) 预计公司 18/19 年 EPS 分别为 0.87/0.44 亿元, 当前股价分别对应同期 PE 分别为 9/18 倍。

慈文传媒: 1) 精品剧行业进入门槛提升, 带动行业集中度逐步提高, 具备资本实力及制作能力的电视剧龙头公司持续受益; 2) 公司作为精品剧制作龙头持续打造爆款实力强, 未来 2 年优质 IP 剧目储备丰富 (《紫川》《弹痕》《大秦帝国》等); 3) 17 年底公司 9 亿定增落地, 有力支持公司近期乃至中期精品剧业务推进及产能扩张; 4) 预计公司 2018/19 年 EPS 分别为 1.17/1.43 元, 当前股价分别对应同期 7/6 倍 PE, 估值具备较强安全边际。

风险提示

流动性风险, 业绩及商誉风险, 监管政策风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032