

基本面竞争力不强，关注付费、国改等优质龙头

——传媒行业四季度投资策略报告

分析师：姚磊

SAC NO: S1150518070002

2018年9月17日

证券分析师

姚磊

bhzqyao@sina.cn

子行业评级

影视动漫	中性
平面媒体	中性
网络服务	中性
有线运营	中性
营销服务	中性
体育健身	中性

重点品种推荐

光线传媒	增持
横店影视	增持
华策影视	增持
芒果超媒	增持

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 2018H1 文化传媒行业运营基本面表现缺乏亮点

2018年1-8月国内电影总票房收入458.2亿元，同比增长20.05%，整体表现基本复合预期；1-8月卫视黄金档收视率相较于同期表现下滑明显，同时排名2-7位的热剧收视率相较于去年同期也有所下滑，6-8月的主要网剧播放量相较于去年同期均有所下滑，同时头部剧的播放量也呈现出竞争力不足的特点；2018年1-6月国内游戏市场规模为1050.0亿元，同比增长5.2%；用户规模5.3亿人，同比增长4.0%。

● 2018H1 文化传媒行业上市公司基本面相对竞争力不强

2018H1 中信传媒行业整体营业收入同比增长15.72%，整体增速超过全部A股增长水平，但较中小板（含ST）和创业板同期整体的增速有所差距；利润方面，文化传媒行业营业利润同比增长7.93%，净利润同比增长6.35%，增幅均低于全部A股、中小板（含ST）和创业板同期水平，业绩方面没有优势

● 2018年传媒行业继续表现低迷

2018年年初至9月10日，沪深300指数下跌19.82%，文化传媒行业下跌33.01%，位列中信29个子行业倒数第四名，其中平面媒体版块下跌31.20%，广播电视下跌33.47%，电影动画下跌32.34%，互联网下跌34.81%，整合营销下跌33.95%。截止2018年中报，文化传媒行业机构持仓比例为40.15%，位列中信29个一级子行业倒数第六位。子行业中平面媒体（58.02%）>广播电视（51.68%）>整合营销（39.67%）>互联网（28.05%）>电影动画（25.83%）。

● 投资策略

逻辑上继续建议关注付费领域，推荐业绩确定性强的优质龙头个股。具体投资策略来看，我们认为一方面需要对板块及个股进行更为深入精准的研究和挖掘，精准把握行业发展趋势与个股的成长优劣，就较为活跃的相关个股进行集中配置；另一方面在具体的配置策略上，整体上可以把握两种较为稳健的投资逻辑：（1）付费领域，用户付费是未来三年内文化传媒行业发展的最重要驱动力，建议甄选赛道竞争力强、具备优质内容制作能力或渠道类优势明显的龙头公司；（2）在国企改革的利好刺激下存在一定的运作空间，或业绩存在中长期成长性的行业龙头；（3）在三季报尚未披露的背景下，业绩确定性强或转型较为积极、自身动力强、布局呈现一定亮点的优质龙头公司。综上所述，我们继续维持文化传媒行业“中性”的投资评级，推荐光线传媒（300251）、横店影视（603103）、华策影视（300133）、芒果超媒（300413）。

● 风险提示

宏观经济低迷；行业重大政策变化；国企改革进展不达预期。

目 录

1. 文化传媒行业运营情况与分析.....	5
1.1 电影市场：整体维持稳健增长.....	5
1.2 电视剧及网剧市场：表现有所下滑.....	7
1.3 移动互联网：竞争日趋激烈，短视频增速领先.....	9
1.4 手游市场：增速放缓，集中度进一步提升.....	12
2. 2018H1 文化传媒行业整体基本面回顾.....	14
2.1 行业经营状况稳健，期间费用有所分化.....	14
2.2 子行业：营销、广电表现相对较好.....	17
2.2.1 电影动画子行业：处于整合调整阶段.....	19
2.2.2 整合营销子行业：基本面表现相对良好.....	20
2.2.3 平面媒体子行业：整体业绩不佳.....	21
2.2.4 广播电视子行业：归母净利润增速表现不错.....	22
2.2.5 互联网子行业：整体业绩表现平淡.....	23
3. 行情概况：整体表现低迷，估值接近底部.....	24
3.1 2018 年至今行业表现低迷.....	24
3.2 估值持续走低，机构持仓相对比例提升.....	25
4. 行业投资逻辑：继续关注付费领域.....	28
4.1 付费成为内容产业的大势所趋.....	28
4.2 新增消费总量空间广阔，文化娱乐占比提升.....	31
4.3 付费内容：游戏仍是首位，非游戏类占比逐步增加.....	32
4.4 看好游戏/电视剧/音乐/数字阅读领域的付费前景.....	33
5. 投资策略.....	34
6. 风险提示.....	35

图 目 录

图 1: 电影票房市场进入稳步增长阶段	5
图 2: 2018 年月度电影票房增长维持平稳	5
图 3: 2018 年人均收视分钟、平均到达率持续呈现下滑趋势	7
图 4: 2018 年 H1 国内移动互联网月活用户数量增速持续下滑	9
图 5: 2018 年 H1 国内移动互联网用户日均使用时长接近饱和	9
图 6: 2018 年 H1 国内移动互联网应用总使用时长排名	10
图 7: 2018 年 H1 国内移动互联网用户使用 26-35 个移动应用能满足 80% 的基本需求	10
图 8: 2018 年 H1 国内移动互联网月活用户数量增速持续下滑	11
图 9: 2018 年 H1 国内游戏规模增速放缓迹象明显	12
图 10: 2018 年 H1 国内游戏用户总量增速继续放缓	12
图 11: 2018 年 H1 国内手游规模增速放缓迹象明显	12
图 12: 2018 年 H1 国内手游用户总量增速继续放缓	12
图 13: 传媒行业营收增长率（整体法）变动	14
图 14: 传媒行业归母净利润增长率（整体法）变动	14
图 15: 传媒行业销售毛利率（整体法）变动	15
图 16: 传媒行业销售净利率（整体法）变动	15
图 17: 传媒行业三费（整体法）变动情况	15
图 18: 文化传媒行业应收账款周转率（整体法）变动	16
图 19: 文化传媒行业经营活动现金流/营收（整体法）变动	16
图 20: 文化传媒子行业营收增长率（整体法）变动	17
图 21: 文化传媒子行业归母净利润增长率（整体法）变动	17
图 22: 文化传媒子行业销售毛利率（整体法）变动	17
图 23: 文化传媒子行业销售净利率（整体法）变动	17
图 24: 传媒行业扣除非经常损益后的净资产收益率（%）（整体法）变动情况	18
图 25: 电影动画子行业营收和增长率变动情况	19
图 26: 电影动画子行业归母净利润和增长率变动情况	19
图 27: 电影动画子行业毛利率和净利率变动情况	19
图 28: 电影动画子行业三费变动情况	19
图 29: 整合营销子行业营收和增长率变动情况	20
图 30: 整合营销子行业归母净利润和增长率变动情况	20
图 31: 整合营销子行业毛利率和净利率变动情况	20
图 32: 整合营销子行业三费变动情况	20
图 33: 平面媒体子行业营收和增长率变动情况	21
图 34: 平面媒体子行业归母净利润和增长率变动情况	21
图 35: 平面媒体子行业毛利率和净利率变动情况	21
图 36: 平面媒体子行业三费变动情况	21
图 37: 广播电视子行业营收和增长率变动情况	22
图 38: 广播电视子行业归母净利润和增长率变动情况	22
图 39: 广播电视子行业毛利率和净利率变动情况	22
图 40: 广播电视子行业三费变动情况	22
图 41: 互联网子行业营收和增长率变动情况	23

图 42: 互联网子行业归母净利润和增长率变动情况	23
图 43: 互联网子行业毛利率和净利率变动情况	23
图 44: 互联网子行业三费变动情况	23
图 45: 2018 年年初至 9 月 10 日中信行业涨跌幅情况	24
图 46: 文化传媒行业 TTM 市盈率 (整体法) 变动情况	25
图 47: 文化传媒行业机构持仓变动情况	25
图 48: 文化传媒行业各机构持仓比例变动情况 (%)	26
图 49: 文化传媒子行业各机构持仓比例变动情况 (%)	26
图 50: 中信一级子行业的机构持仓比例变动情况 (%)	27
图 51: 用户数基本饱和后, 用户付费成为娱乐产业下一个挖掘目标.....	28
图 52: 从美国经验来看, 我国即将进入用户付费提升的时代.....	28
图 53: 国内内容付费发展的客观条件已经基本成熟	29
图 54: 2016 年我国城乡居民消费支出结构	29
图 55: 城镇居民文化消费娱乐支出占比逐步提升 (元)	29
图 56: 移动第三方支付交易迅速增长	30
图 57: 1962-2015 年我国人口出生率	31
图 58: 我国付费用户群体将持续提升	31
图 59: 到 2020 年国内存在 2.3 万亿美元的消费总额增长空间	31
图 60: 文化娱乐消费支出占比在未来 10 年将持续加大	31

表 目 录

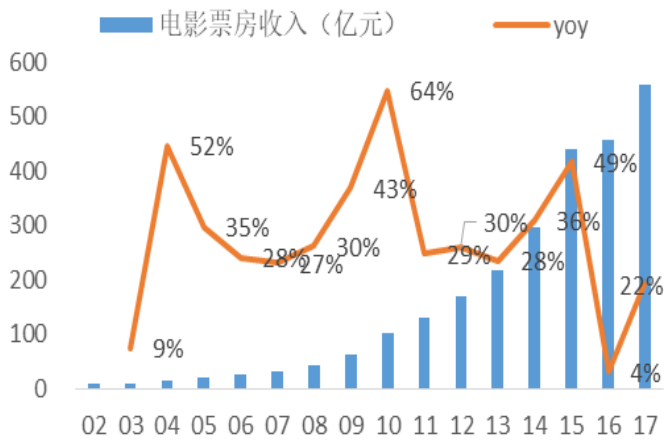
表 1: 2018 年 1-8TOP15 国产片相较于 2017 年全年票房表现优异	6
表 2: 2018 年四季度将要上映的主要影片	6
表 3: 2018 年卫视黄金档电视剧收视率下滑比较明显	7
表 4: 2018 年 6-8 月网络播放量下滑同样较为明显	8
表 5: 2018 年 H1 手游流水排名	13
表 6: 2018H1 传媒行业营收及利润情况比较	14
表 7: 2018H1 文化传媒行业个股机构增减持变动 TOP5 (%)	27
表 8: 付费内容整体的趋势发展	33
表 9: 四季度推荐标的	34

1. 文化传媒行业运营情况与分析

1.1 电影市场：整体维持稳健增长

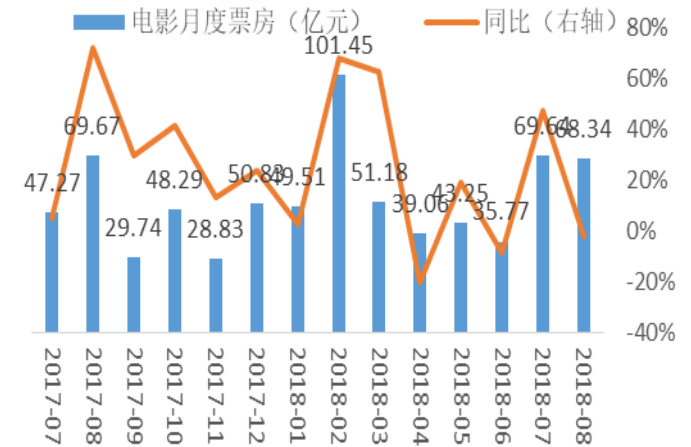
2018年1-8月国内电影票房市场维持稳步增速，预计四季度依然稳健。1-8月国内电影总票房收入458.2亿元，同比增长20.05%，整体表现基本复合预期。分月表现来看，在《红海行动》、《唐人街探案2》和《捉妖记2》三大国产片的带动下，2月份电影票房市场表现火热；此外7月份两大国产影片《西虹市首富》和《我不是药神》也使当月大盘表现不俗。预计2018年全年国内电影票房市场增速将维持在20%左右的区间，行业稳步发展的特征十分明显。

图 1：电影票房市场进入稳步增长阶段



数据来源：Wind，渤海证券

图 2：2018 年月度电影票房增长维持平稳



数据来源：Wind，渤海证券

国产片同比表现优秀，整体竞争力有提升。2018年1-8月已经上映的影片票房收入中国产电影占据TOP15的10席，相较于2017年全年的6席进步明显；同时单片表现也更加均衡：本年度票房超过25亿的国产片有4部，与去年一家独大的《战狼2》相比具有更强的整体竞争力。因此整体看国内电影票房市场被优质内容驱动增长的趋势已经日渐明显，国产片在喜剧、剧情片两大题材方面也具备了很强的竞争力，但在科幻、动画、动作等题材方面的竞争力还相对薄弱。

表 1: 2018 年 1-8TOP15 国产片相较于 2017 年全年票房表现优异

2018 年 1-8 月 TOP15 票房排名				2017 年 TOP15 票房排名			
排名; 影片名	类型	总票房 (亿元)	国家及地区	排名; 影片名	类型	总票房 (亿元)	国家及地区
1.红海行动	动作	36.50	中国香港/中国	1.战狼 2	动作	56.78	中国
2.唐人街探案 2	喜剧	33.97	中国	2.速度与激情 8	动作	26.70	美国
3.我不是药神	剧情	30.96	中国	3.羞羞的铁拳	喜剧	22.01	中国
4.西虹市首富	喜剧	25.27	中国	4.功夫瑜伽	喜剧	17.52	印度/中国
5.复仇者联盟 3	动作	23.90	美国	5.西游伏妖篇	奇幻	16.55	中国香港/中国
6.捉妖记 2	喜剧	22.37	中国香港/中国	6.变形金刚 5	动作	15.51	美国
7.侏罗纪世界 2	动作	16.95	美国	7.摔跤吧! 爸爸	喜剧	12.99	印度
8.前任 3	喜剧	16.45	中国	8.芳华	战争	11.87	中国
9.头号玩家	科幻	13.96	美国	9.加勒比海盜 5	动作	11.79	美国
10.后来的我们	爱情	13.61	中国	10.金刚: 骷髅岛	动作	11.60	美国
11.一出好戏	喜剧	13.32	中国	11.寻梦环游记	动画	11.52	美国
12.巨齿鲨	动作	10.35	美国	12.极限特工	动作	11.27	美国
13.狂暴巨兽	动作	10.03	美国	13.生化危机: 终章	科幻	11.11	美国
14.超时空同居	奇幻	8.99	中国	14.乘风破浪	剧情	10.48	中国
15.无问西东	剧情	7.54	中国	15.神偷奶爸 3	动画	10.37	美国

数据来源: 艺恩网, 渤海证券

预计 2018 年四季度国产影片的竞争力仍然较强, 使全年票房保持平稳增长。从已经确定的排片电影来看, 国产电影在国庆档和元旦档中均有竞争力很强的影片推出, 题材和主创阵容方面均具备不错的市场号召力。因此整体看 2018 年我国电影票房市场将继续保持平稳增速水平。

表 2: 2018 年四季度将要上映的主要影片

影片名	影片类型	拟上映时间	国家及地区
影	剧情/动作	2019-09-30	中国
李茶的姑妈	喜剧	2019-09-30	中国
胖子行动队	喜剧/动作	2019-09-30	中国
悲伤逆流成河	剧情/家庭	2019-09-30	中国
未来机器城	喜剧/冒险	待定	中国
大轰炸	动作/战争	2018-10-26	中国
阴阳师	剧情/奇幻	待定	中国
人间·喜剧	喜剧	2018-12-28	中国
爵迹 2	动画/奇幻	待定	中国

数据来源: 猫眼, 渤海证券

1.2 电视剧及网剧市场：表现有所下滑

卫视端黄金档收视率下滑程度较为明显。2018年1-8月卫视黄金档收视率相较于同期表现下滑明显，没有出现《人民的名义》的类似现象级剧目，同时排名2-7位的热剧收视率相较于去年同期也均有所下滑。

表3：2018年卫视黄金档电视剧收视率下滑比较明显

2017年1-8月卫视黄金档TOP8收视率排名				2018年1-8月卫视黄金档TOP8收视率排名			
网剧名	收视率(%)	播放频道	类型	网剧名	收视率(%)	播放频道	类型
1.人民的名义	3.661	湖南卫视	当代反腐	1.风筝	1.615	东方卫视	谍战
2.因为遇见你	1.930	湖南卫视	当代情感	2.恋爱先生	1.561	江苏卫视	当代情感
3.欢乐颂2	1.614	浙江卫视	当代都市	3.美好生活	1.267	东方卫视	都市情感
4.欢乐颂2	1.585	东方卫视	当代都市	4.谈判官	1.192	湖南卫视	都市情感
5.楚乔传	1.416	湖南卫视	古代传奇	5.亲爱的她们	1.117	湖南卫视	都市情感
6.孤芳不自赏	1.314	湖南卫视	古代爱情	6.老男孩	1.081	湖南卫视	都市情感
7.三生三世十里桃花	1.288	东方卫视	古代玄幻	7.好久不见	1.062	东方卫视	都市情感
8.守护丽人	1.229	东方卫视	当代情感	8.我的青春遇见你	1.012	湖南卫视	当代情感

数据来源：csm，渤海证券

开机率持续下降是重要因素之一，使收视趋势持续下滑。2018年平均到达率、人均收视分钟等指标均呈现下滑的趋势。随着视频网站、短视频等其他内容持续强势，我们预计电视端收视率将维持弱势格局。

图3：2018年人均收视分钟、平均到达率持续呈现下滑趋势



数据来源: csm, 渤海证券

网络端播放量也出现同比下滑, 后续走势需要观察。受顶级剧供给不足、题材转型、视频网站去除播放泡沫、政策调控等影响, 18年6-8月的主要网剧播放量相较于去年同期均有所下滑, 同时头部剧的播放量也呈现出竞争力不足的特点。整体来看18年国内网剧市场表现相对平淡, 行业未来走势需要观察政策影响下的市场整体经营策略如何转变。

表4: 2018年6-8月网络播放量下滑同样较为明显

2017年6-8月TOP10播放量排名				2018年6-8月TOP10播放量排名			
网剧名	播放量 (亿)	播放平台	上线 时间	网剧名	播放量 (亿)	播放平台	上线 时间
1. 楚乔传	393.8	腾讯/优酷/爱奇艺等	06/05	1. 扶摇	141.0	腾讯	06/18
2. 我的前半生	149.0	腾讯/优酷/爱奇艺	07/04	2. 香蜜沉沉烬如霜	94.3	腾讯/优酷/爱奇艺	08/02
3. 欢乐颂2	118.6	腾讯/爱奇艺/乐视	05/11	3. 猎毒人	86.9	腾讯/优酷/爱奇艺	07/06
4. 大军师司马懿	65.8	优酷	06/22	4. 一千零一夜	73.8	腾讯/优酷	06/25
5. 夏至未至	64.0	腾讯/爱奇艺/搜狐	06/11	5. 甜蜜暴击	72.8	腾讯/优酷/爱奇艺/芒果	07/23
6. 择天记	53.1	腾讯/优酷/爱奇艺等	04/14	6. 归去来	63.6	腾讯/优酷/爱奇艺/芒果	05/14
7. 思美人	52.4	腾讯/爱奇艺/乐视	04/28	7. 流星花园	53.3	芒果	07/09
8. 醉玲珑	50.2	腾讯/优酷/爱奇艺	07/13	8. 如果, 爱	51.4	腾讯/优酷/爱奇艺/芒果	05/27
9. 白鹿原	43.8	乐视	04/16	9. 武动乾坤	23.0	优酷	08/07
10. 龙珠传奇	41.1	腾讯/优酷	05/08	10. 脱身	22.8	腾讯/爱奇艺/搜狐	06/11

数据来源: 猫眼, 渤海证券

1.3 移动互联网：竞争日趋激烈，短视频增速领先

2018H1 国内移动互联网月活用户规模增速持续放缓。截止 2018 年 6 月底国内移动互联网月活用户数为 11.07 亿人,相较于去年同期增长 4.3%,增速持续放缓。以半年度为周期来看,国内移动互联网用户数量已经接近饱和。

图 4：2018 年 H1 国内移动互联网月活用户数量增速持续下滑



数据来源：QuestMobile，渤海证券

国内移动互联网用户人均单日使用时长接近饱和。2018 年 H1 国内移动互联网用户单日使用时长为 289.7 分钟,同比增长 23.2%,每天接近 5 小时的使用时长接近饱和。

图 5：2018 年 H1 国内移动互联网用户日均使用时长接近饱和



数据来源：QuestMobile，渤海证券

短视频类应用继续呈现高增长，即时通讯、在线视频增速下滑。2018年H1国内移动应用二级分类中，短视频继续呈现高增长的态势，而总使用时长占比最高的即时通讯和在线视频类应用增速有所下滑。

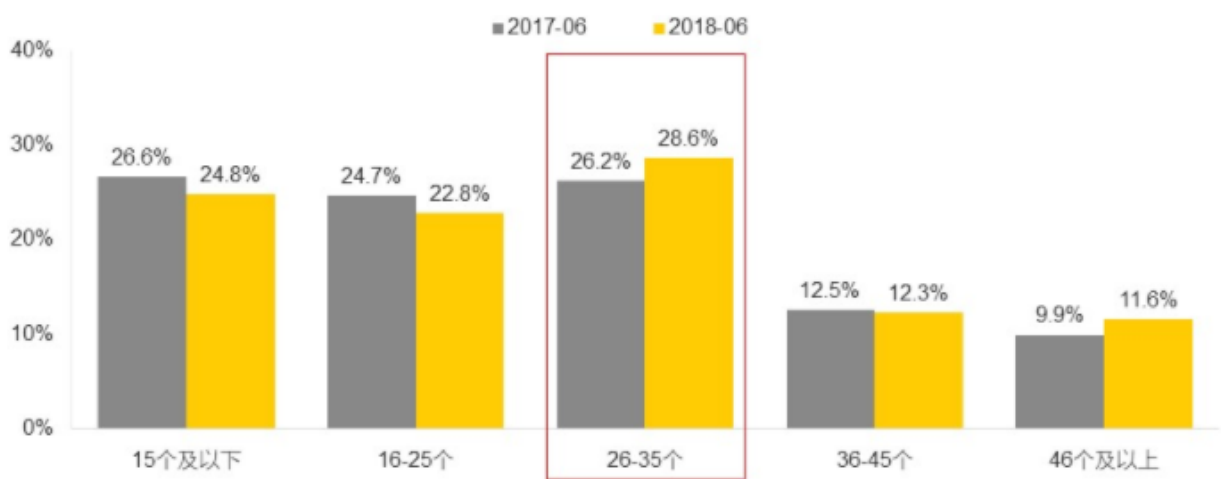
图 6：2018 年 H1 国内移动互联网应用总使用时长排名



数据来源：QuestMobile，渤海证券

移动应用的竞争日趋激烈。2018年H1国内市场APP应用数量超过206万个，从用户使用需求来看，26-35个APP应用能够基本满足其社交、娱乐、通讯、电商等多方面综合需求组，因此从这个方面看，国内移动应用的竞争将日趋激烈。

图 7：2018 年 H1 国内移动互联网用户使用 26-35 个移动应用能满足 80% 的基本需求



数据来源：QuestMobile，渤海证券

具体品类来看，吃鸡类游戏应用月活增速最高，短视频、长视频应用的月活增速水平同样表现不俗。从2018年H1的月活用户规模及增速来看，吃鸡类游戏应用月活用户增速最高，排名其次是分类信息及手机动漫类，而用户基数较大的短视频和长视频类应用的月活用户增速同样维持在不错的水准。

图 8: 2018 年 H1 国内移动互联网月活用户数量增速持续下滑

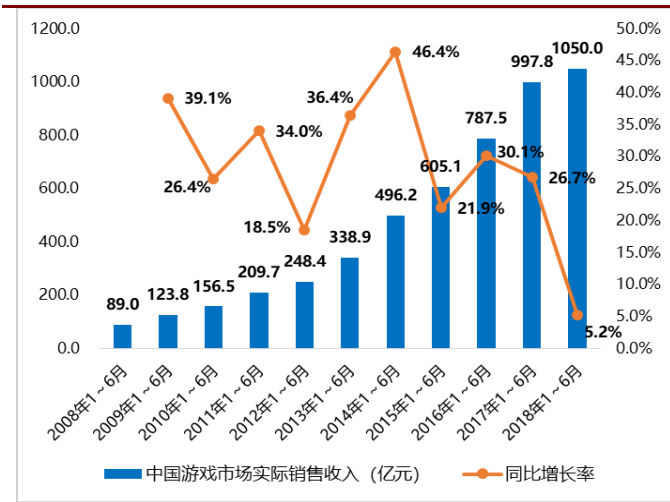


数据来源: QuestMobile, 渤海证券

1.4 手游市场：增速放缓，集中度进一步提升

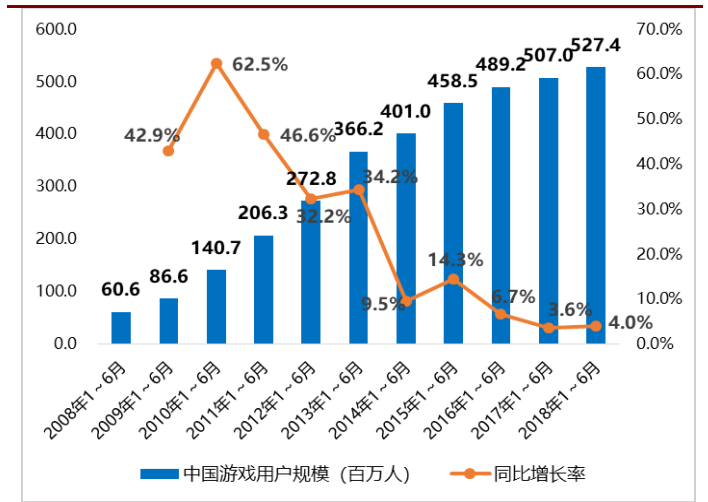
游戏市场规模和用户增速继续放缓。2018年1-6月国内游戏市场规模为1050.0亿元，同比增长5.2%；用户规模5.3亿人，同比增长4.0%。总体看目前我国游戏市场已经进入平稳发展期，用户规模基本饱和，行业未来发展逻辑将转变为挖掘用户付费潜力以及海外市场两大方面。

图 9：2018 年 H1 国内游戏规模增速放缓迹象明显



数据来源：GPC，渤海证券研究所

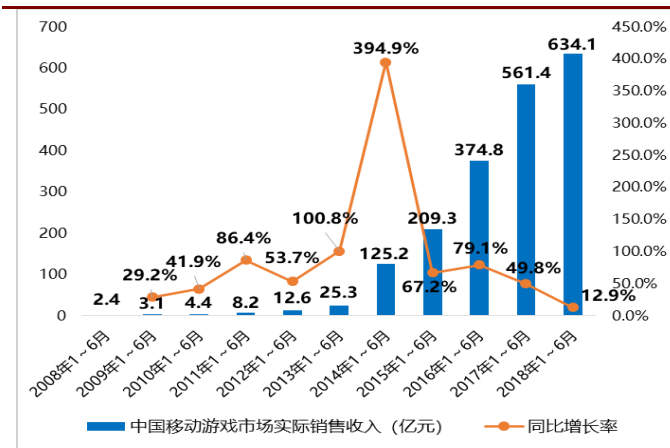
图 10：2018 年 H1 国内游戏用户总量增速继续放缓



数据来源：GPC，渤海证券研究所

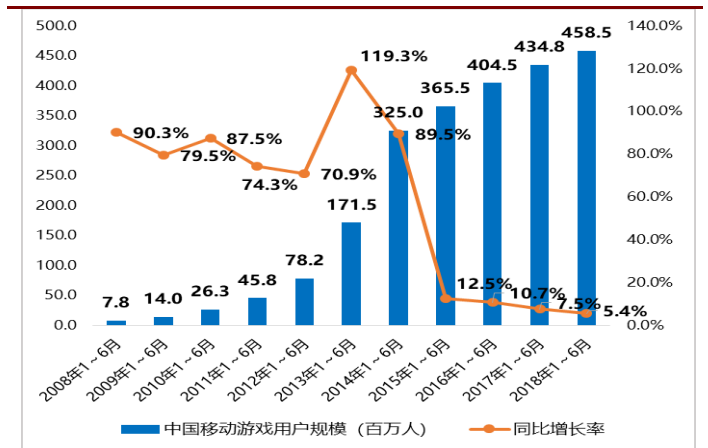
手游市场规模和用户增速同样放缓。2018年1-6月国内手游市场规模为634.1亿元，同比增长12.9%，增速放缓迹象同样明显，主要系用户增速饱和以及游戏版号审批暂停的影响，使上半年手游行业没有出现新的现象级产品，行业依靠老款明星产品的驱动发展。因此整体看手游市场发展趋势将持续放缓，行业增速需要观察监管政策端态度和管理方向。

图 11：2018 年 H1 国内手游规模增速放缓迹象明显



数据来源：GPC，渤海证券研究所

图 12：2018 年 H1 国内手游用户总量增速继续放缓



数据来源：GPC，渤海证券研究所

竞争格局方面，腾讯和网易仍然优势巨大。2018年1-6月，国内流水排名前二十的手游中，由腾讯、网易运营的游戏产品共计16款，其中腾讯10款，网易6款，因此整体看国内游戏市场的集中度已经很高，行业的二八分化效应十分明显。

表 5：2018 年 H1 手游流水排名

排名	游戏名称	游戏类型	运营厂商
1	王者荣耀	战术竞技类	腾讯
2	QQ飞车	竞速类	腾讯
3	梦幻西游	回合制角色扮演类	网易
4	楚留香	动作角色扮演类	网易
5	乱世王者	策略类	腾讯
6	奇迹：觉醒	动作角色扮演类	腾讯
7	倩女幽魂	动作角色扮演类	网易
8	QQ炫舞	音舞类	腾讯
9	大话西游	回合制角色扮演类	网易
10	阴阳师	回合制角色扮演类/卡牌类	网易
11	命运-冠位指定	卡牌类	哔哩哔哩
12	天龙八部手游	动作角色扮演类	腾讯
13	魂斗罗：归来	横版射击类	腾讯
14	穿越火线：枪战王者	第一人称射击类	腾讯
15	恋与制作人	恋爱类	叠纸网络
16	新剑侠情缘	动作角色扮演类	西山居
17	开心消消乐	消除类	乐元素
18	荒野行动	第三人称射击类	网易
19	崩坏3	动作角色扮演类	米哈游
20	欢乐斗地主	棋牌类	腾讯

数据来源：GPC，渤海证券研究所

2.2018H1 文化传媒行业整体基本面回顾

2.1 行业经营状况稳健，期间费用有所分化

2018H1 文化传媒行业基本面相对竞争力不强。2018H1 中信传媒行业整体营业收入同比增长 15.72%，整体增速超过全部 A 股增长水平，但较中小板（含 ST）和创业板同期整体的增速有所差距，显示出文化传媒行业在收入增长方面落后于成长股整体水平；利润方面，文化传媒行业营业利润同比增长 7.93%，净利润同比增长 6.35%，增幅均低于全部 A 股、中小板（含 ST）和创业板同期水平，业绩方面没有优势。因此从目前 A 股行业纵向比较来看，我们认为文化传媒行业的整体基本面处于调整阶段，业绩增长的相对竞争力不强。

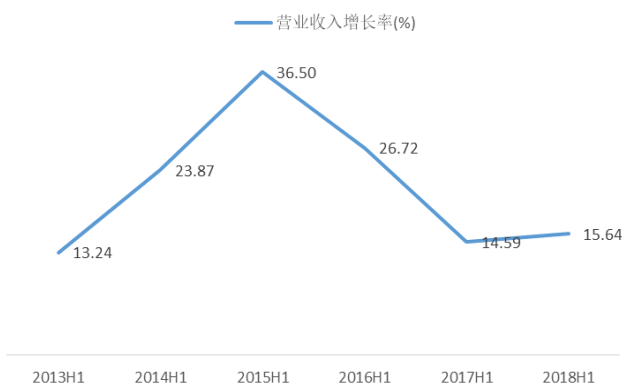
表 6: 2018H1 传媒行业营收及利润情况比较

板块	营业总收入同比	营业收入同比	营业利润同比	净利润同比
全部 A 股	12.38	12.35	15.78	14.84
中小企业板(含 ST)	21.29	21.30	16.73	15.04
创业板	19.92	19.88	12.33	10.68
中信传媒	15.72	15.64	7.93	6.35

资料来源: wind,渤海证券

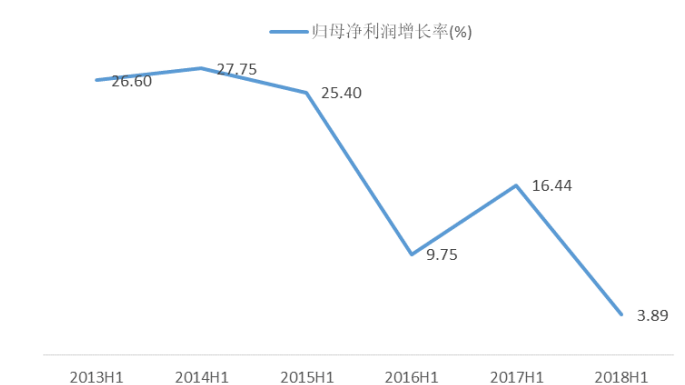
营收增长率和归母净利润增长率表现不佳。从行业横向发展比较来看，2018H1 文化传媒行业营收增长保持低位运行，上半年同比 15.64%的增速较之 2017 年同期有所提升，但整体表现仍处于低位；同时归母净利润增长率仍然保持下滑趋势，因此我们认为 2018H1 文化传媒行业的经营情况处于相对不景气时期。

图 13: 传媒行业营收增长率（整体法）变动



数据来源: wind,渤海证券

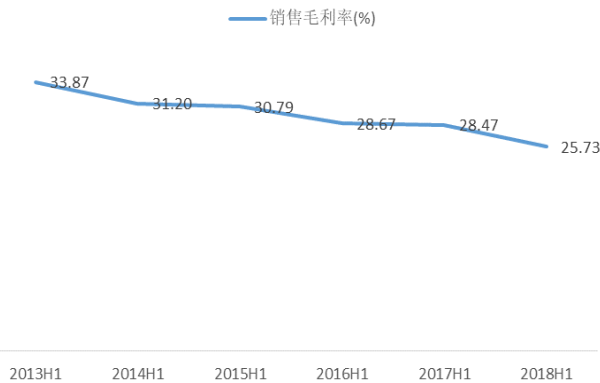
图 14: 传媒行业归母净利润增长率（整体法）变动



数据来源: wind,渤海证券

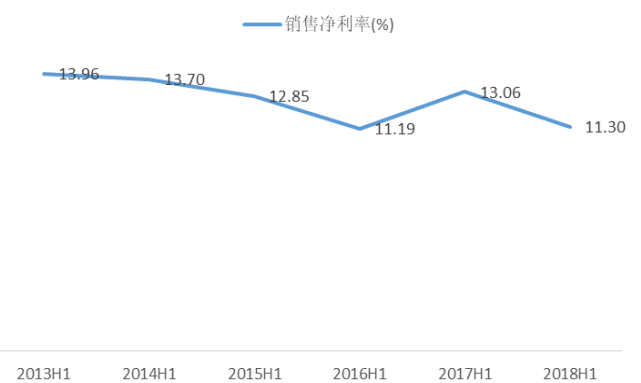
行业的销售毛利率和销售净利率的表现也不理想。2018H1 文化传媒行业整体的利润情况维持持续下滑的态势，其中行业销售毛利率水平自 2013 年后持续小幅下滑；行业销售净利率也基本维持在 2016 年左右的低位水平，整体看行业的发展仍然趋于弱势格局。

图 15: 传媒行业销售毛利率（整体法）变动



数据来源: wind, 渤海证券

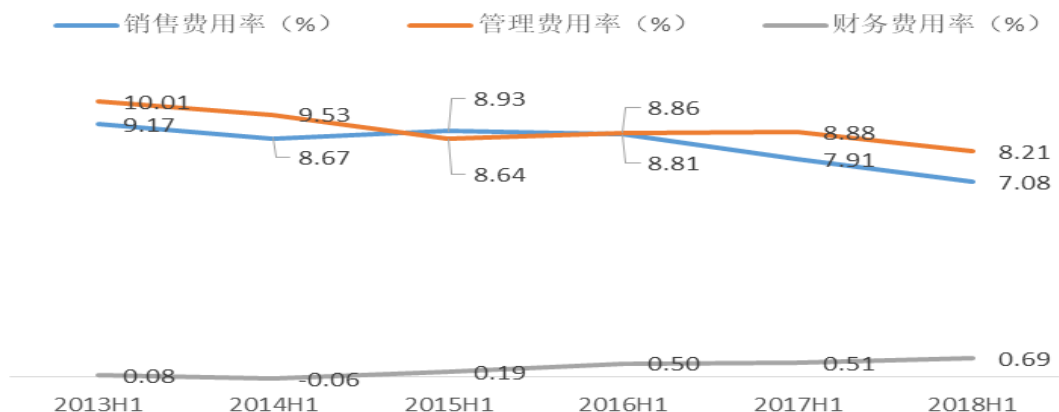
图 16: 传媒行业销售净利率（整体法）变动



数据来源: wind, 渤海证券

销售费用率、管理费用率持续下滑，财务费用率上升。2018 年 H1 文化传媒行业的销售费用率为 7.08%，管理费用率为 8.21%，均较去年同期有小幅回落，从中期上看两个指标都处于持续下滑的趋势，我们认为这是由于行业内部分公司外延并购发展减缓、公司内部持续整合资源所致；而财务费用率相对持续提升，我们认为主要是由于外部融资成本持续上升、传媒类轻资产特质使行业融资相对较难所致。整体看我们认为目前文化传媒行业内部处于整合发展时期，行业内绝大部分公司以内生发展为主，此外部分公司的商誉过高问题也需要一定时间来持续发展消化。

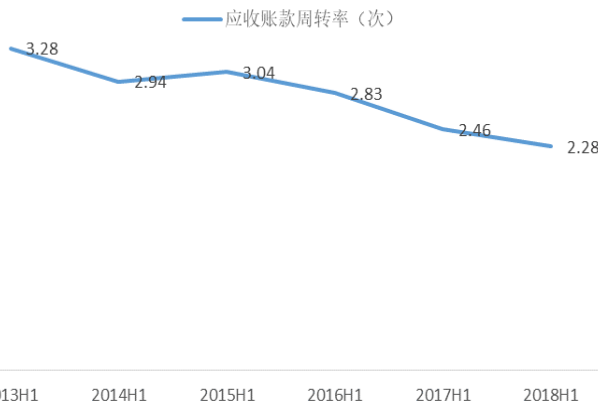
图 17: 传媒行业三费（整体法）变动情况



资料来源: wind, 渤海证券

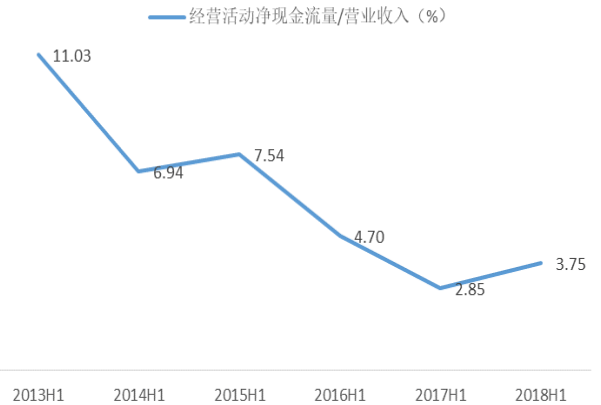
应收账款周转率、经营活动现金流也均呈现弱势格局。2018 年 H1 文化传媒行业应收账款周转率较去年继续有所下滑，整体趋势保持下行，我们认为这主要由于行业竞争持续激烈、下游渠道端议价能力持续增强，使相当一部分公司的应收账款保持在较高水平。在现金流方面，2018 年 H1 文化传媒行业经营活动现金流情况较去年同期有所回升，但整体下滑的趋势仍然较为明显，我们认为主要由于大部分内容公司营收账款绝对值居高不下、相对议价能力处于弱势等因素有关。

图 18: 文化传媒行业应收账款周转率（整体法）变动



数据来源: wind, 渤海证券

图 19: 文化传媒行业经营活动现金流/营收（整体法）变动

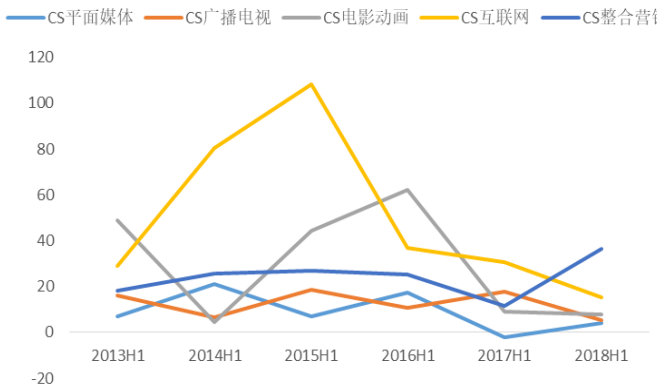


数据来源: wind, 渤海证券

2.2 子行业：营销、广电表现相对较好

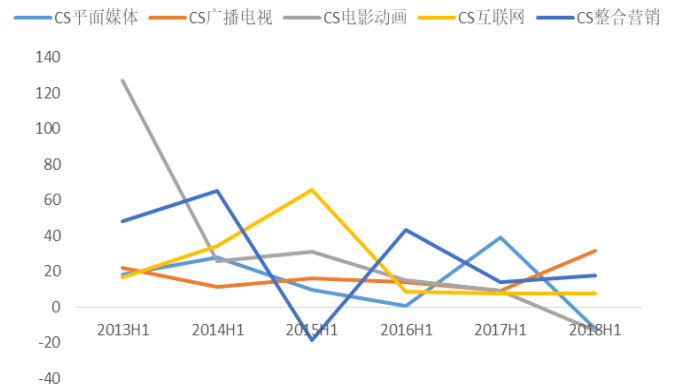
营收增长率整体低迷，归母净利润增长率有分化，整体表现不佳。2018年H1 文化传媒5个子行业的运营情况有所分化，营收增长率方面，整合营销>互联网>电影动画>广播电视>平面媒体。其中整合营销子行业受益于国内媒体价格回升的带动营收增速有所上涨，同样逻辑也使平面媒体子行业营收增速有所好转，而广播电视和互联网子行业受到行业基本饱和的影响营收小幅下滑。归母净利润增长率方面，子行业中广播电视>整合营销>互联网>平面媒体>电影动画，其中平面媒体和电影动画两个子行业由于部分公司处于内部整合期，使行业整体归母净利润增速情况不乐观。

图 20: 文化传媒子行业营收增长率（整体法）变动



数据来源: wind, 渤海证券

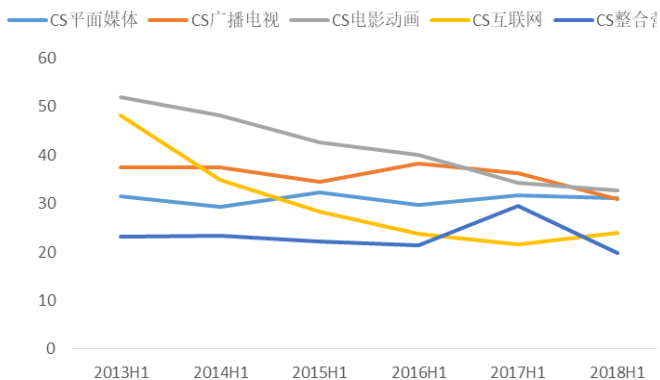
图 21: 文化传媒子行业归母净利润增长率（整体法）变动



数据来源: wind, 渤海证券

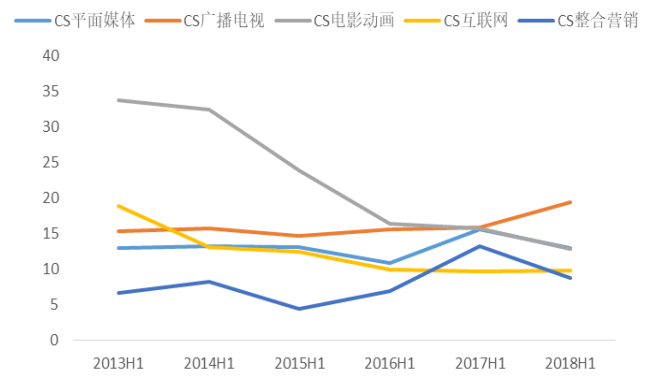
销售毛利率和整体下滑，广播电视销售净利率有所上扬。2018年H1 文化传媒子行业中电影动画、互联网和整合营销的销售毛利率水平均呈现下滑趋势；同样这三个子行业的销售净利率也处于弱势格局，但广播电视的销售净利率有所上涨。

图 22: 文化传媒子行业销售毛利率（整体法）变动



数据来源: wind, 渤海证券

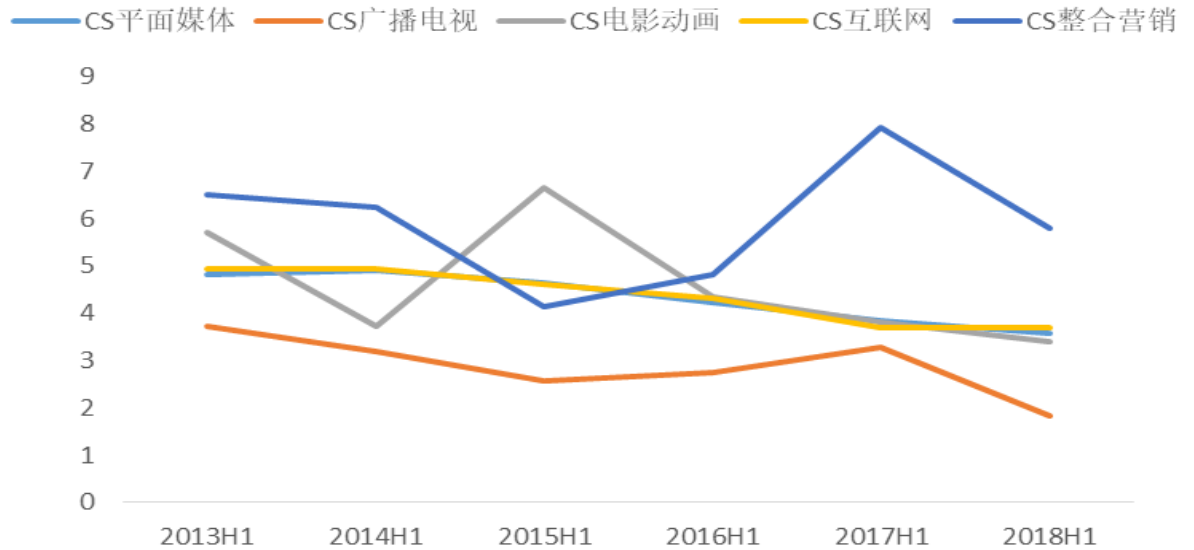
图 23: 文化传媒子行业销售净利率（整体法）变动



数据来源: wind, 渤海证券

净资产收益率普遍表现不佳。2018 年 H1 文化传媒 5 个子行业净资产收益率均表现不佳，其中整合营销子行业的净资产收益率相对表现最好，而广播电视子行业的净资产收益率持续下滑，相对值处于较低水平。

图 24: 传媒行业扣除非经常损益后的净资产收益率 (%) (整体法) 变动情况

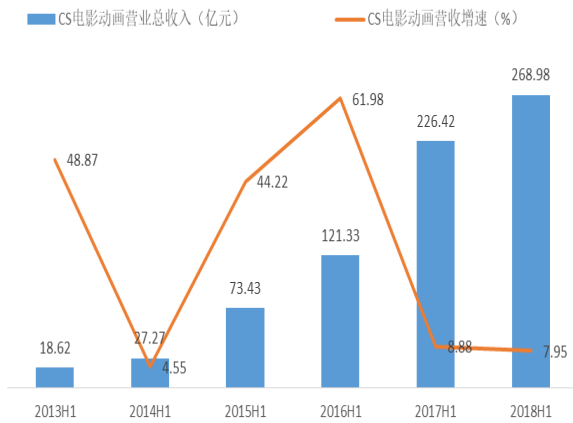


资料来源: wind, 渤海证券

2.2.1 电动画子行业：处于整合调整阶段

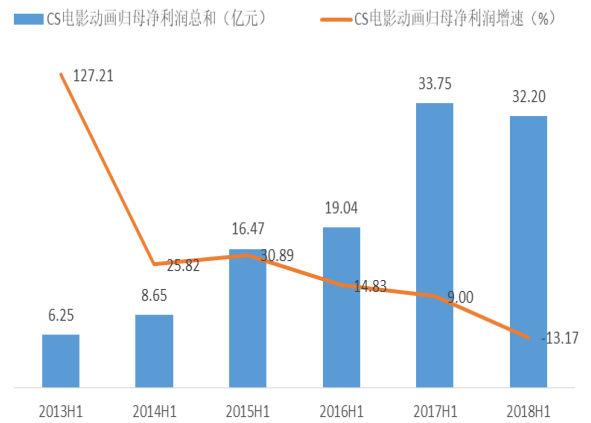
电动画行业半年度业绩表现不佳。2018H1 中信电动画子行业总营收收入为 268.98 亿元，同比增长 7.95%，近两年增速维持低位区间；归母净利润总额为 32.20 亿元，同比下滑 13.17%，表现并不理想。

图 25：电动画子行业营收和增长率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

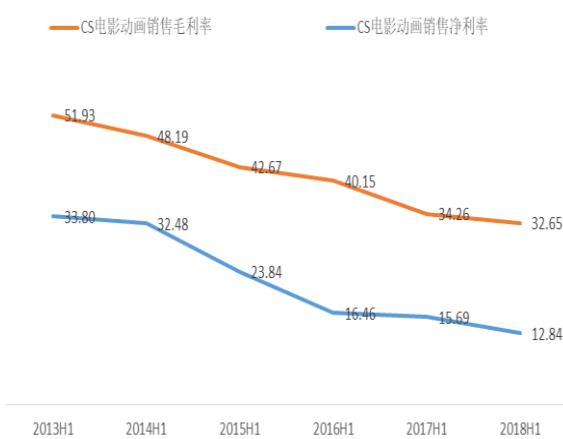
图 26：电动画子行业归母净利润和增长率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

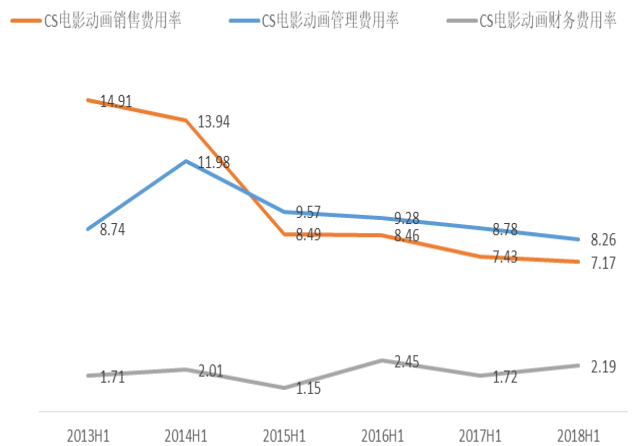
利润率下滑，费用压缩。2018H1 电动画子行业毛利率和净利率水平均呈现持续下滑趋势，此外行业的管理费用率和销售费用率也逐步降低，财务费用率水平有所上升，从指标上来看，行业目前处于调整整合的特征较为明显。

图 27：电动画子行业毛利率和净利率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

图 28：电动画子行业三费变动情况

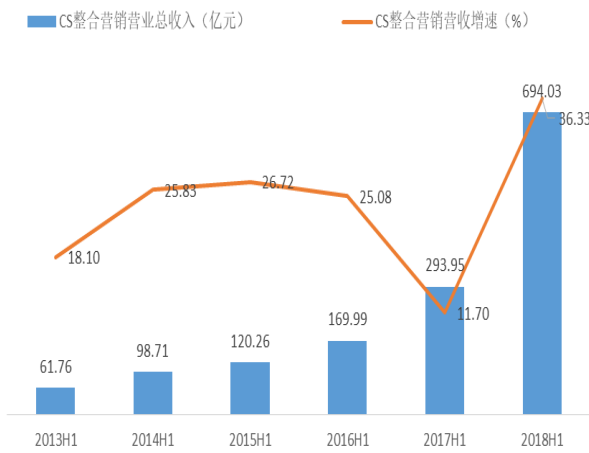


数据来源：wind, 渤海证券

2.2.2 整合营销子行业：基本面表现相对良好

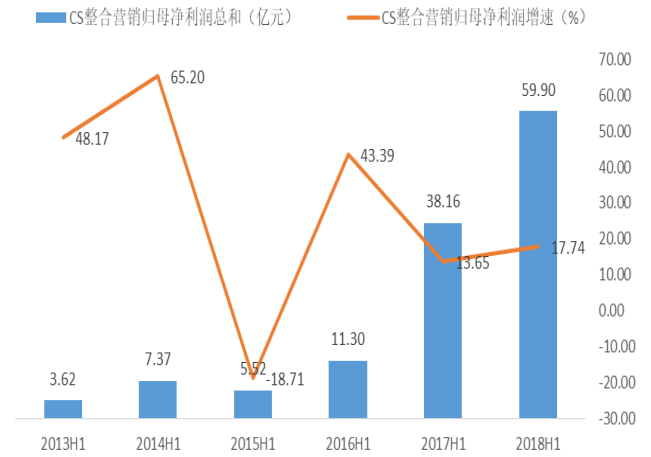
整合营销行业基本面相对良好。2018H1 整合营销子行业营业总收入为 694.03 亿元，同比增速为 36.33%，营收与增速不服的原因在于有行业新股上市的影响；归母净利润总额为 59.90 亿元，同比增长 17.74%，整体增速情况显示出整合营销行业基本面良好。

图 29：整合营销子行业营收和增长率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

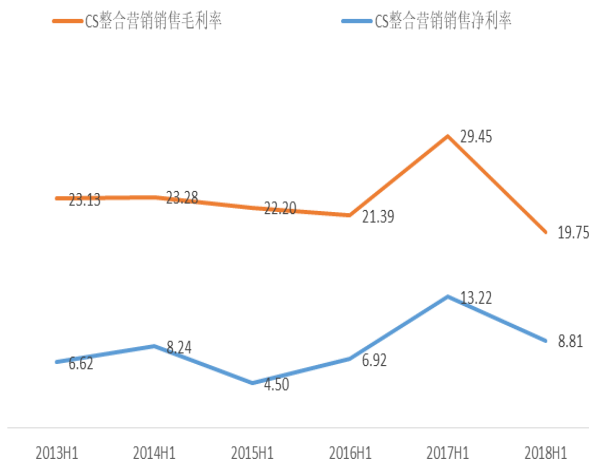
图 30：整合营销子行业归母净利润和增长率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

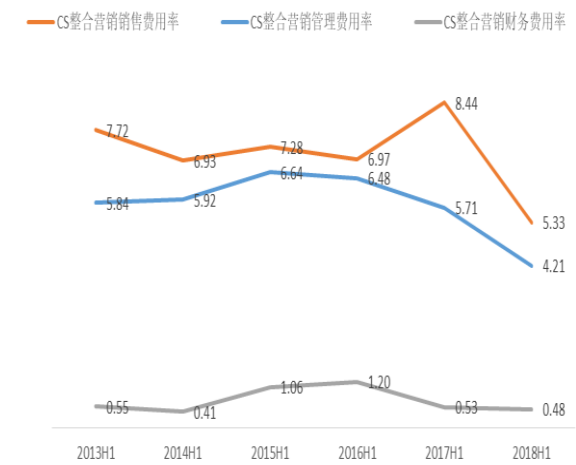
净利率虽然小幅下滑但仍处于相对高位水平。2018H1 整合营销子行业的销售毛利率和净利率水平有所下滑，但净利率水平相较于历史前期仍处于相对高位；此外行业的销售费用率和管理费用率下滑较为明显，财务费用率基本维持平稳。

图 31：整合营销子行业毛利率和净利率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

图 32：整合营销子行业三费变动情况

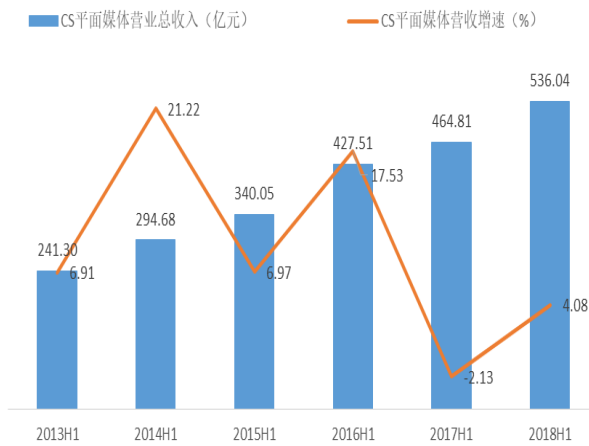


数据来源：wind, 渤海证券

2.2.3 平面媒体子行业：整体业绩不佳

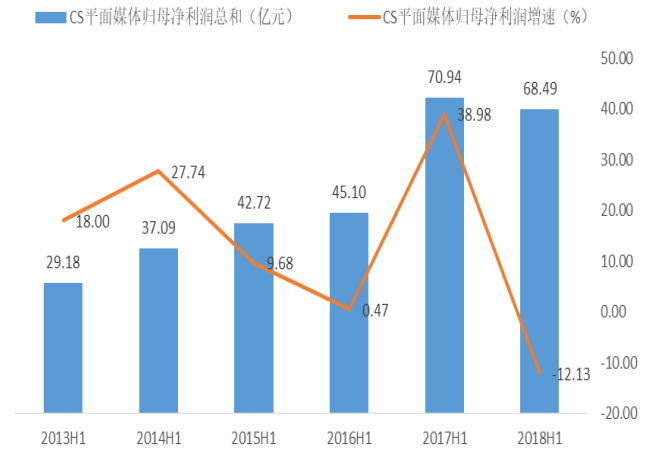
平面媒体行业半年度整体业绩表现不佳。2018H1 中信平面媒体子行业总营业收入为 536.04 亿元，同比增长 4.08%，近两年增速维持低位区间；归母净利润总额为 68.49 亿元，同比下滑 12.13%，表现并不理想，主要系平面媒体行业整体景气度仍不高、行业内公司经营情况整体不佳所致。

图 33: 平面媒体子行业营收和增长率变动情况



数据来源: wind, 渤海证券

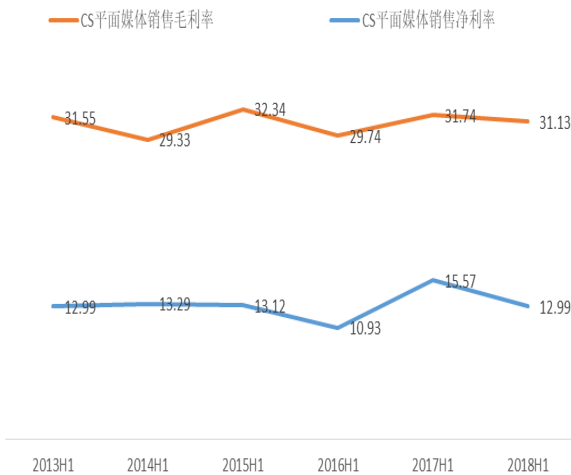
图 34: 平面媒体子行业归母净利润和增长率变动情况



数据来源: wind, 渤海证券

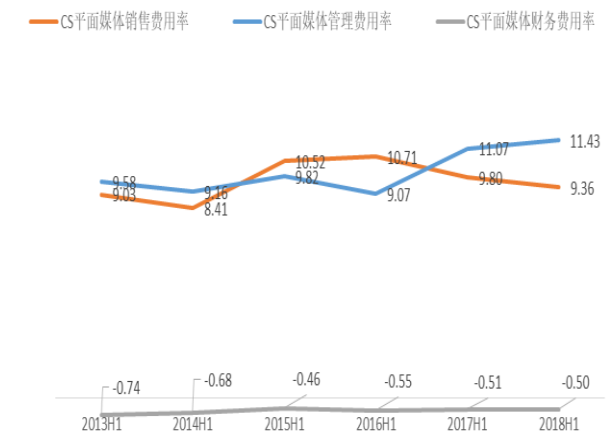
利润率和三费基本维持稳定。2018H1 平面媒体子行业的毛利率和净利率水平基本维持稳定；销售费用率和管理费用率变化幅度也不大，财务费用率维持稳定。

图 35: 平面媒体子行业毛利率和净利率变动情况



数据来源: wind, 渤海证券

图 36: 平面媒体子行业三费变动情况

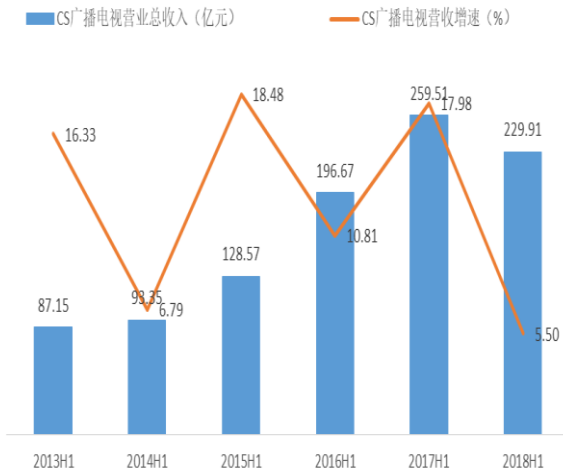


数据来源: wind, 渤海证券

2.2.4 广播电视子行业：归母净利润增速表现不错

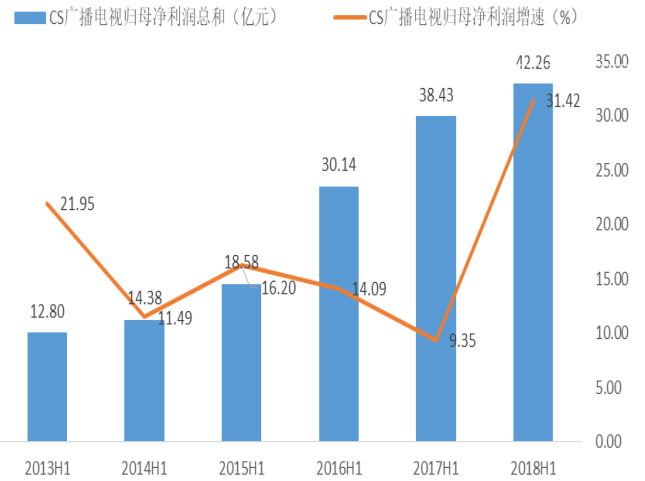
广播电视行业半年度归母净利润增速良好。2018H1 中信广播电视子行业总收入增速维持稳定；归母净利润总额为 42.26 亿元，同比增长 31.42%。

图 37：广播电视子行业营收和增长率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

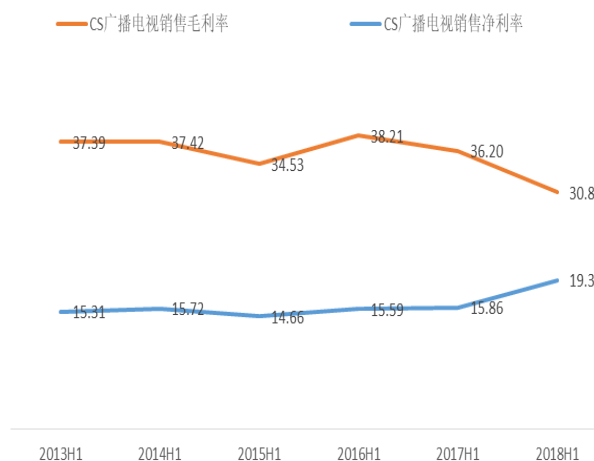
图 38：广播电视子行业归母净利润和增长率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

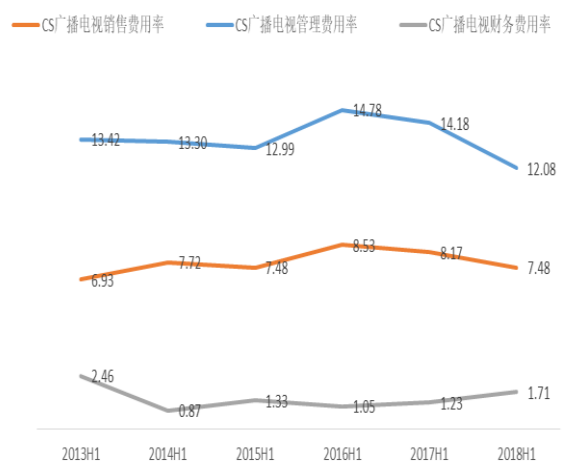
利润率互有升降和三费基本维持稳定。2018H1 广播电视子行业的毛利率水平有所下滑，净利率水平有所上升；销售费用率和管理费用率变化幅度不大，财务费用率小幅上升。

图 39：广播电视子行业毛利率和净利率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

图 40：广播电视子行业三费变动情况

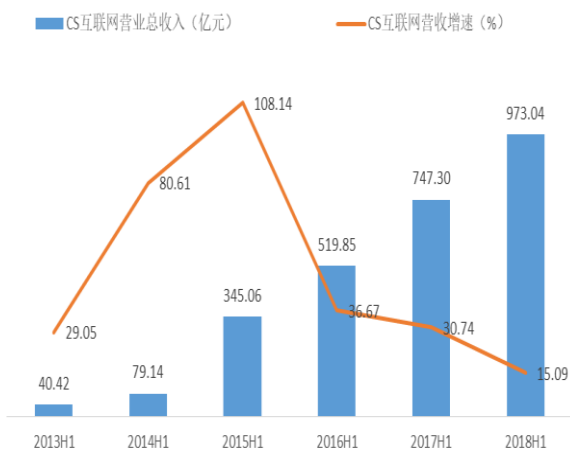


数据来源：wind, 渤海证券

2.2.5 互联网子行业：整体业绩表现平淡

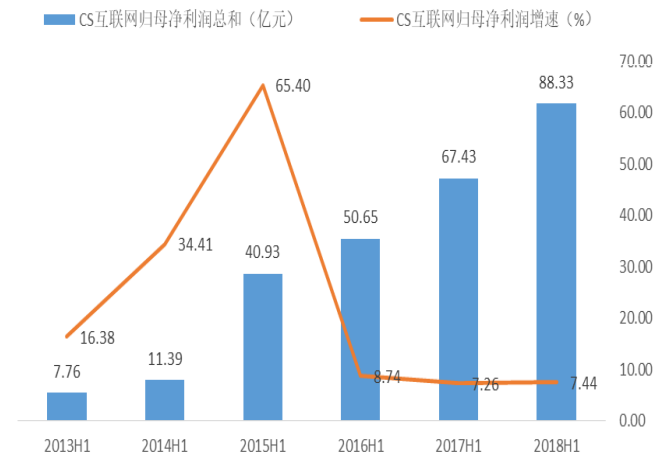
互联网行业半年度整体业绩表现不佳。2018H1 中信互联网子行业总营收收入为 973.04 亿元，同比增长 15.09%，增速是近 6 年来的最低水平；归母净利润总额为 88.33 亿元，同比增长 7.44%，表现并不理想，主要系游戏行业增速下降、行业内公司整体市场份额被持续压制所致。

图 41：互联网子行业营收和增长率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

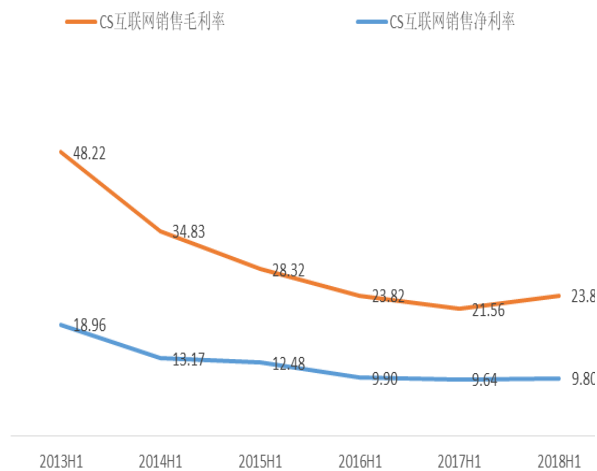
图 42：互联网子行业归母净利润和增长率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

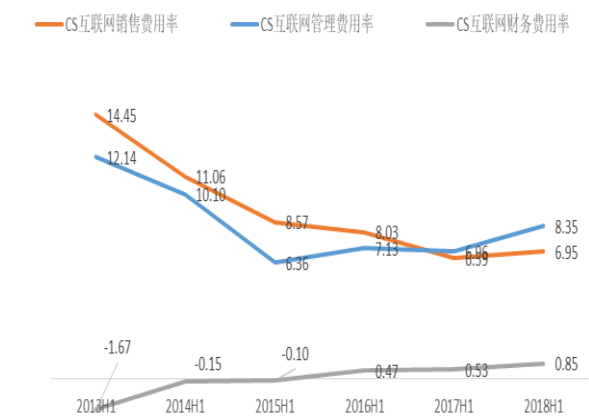
利润率和三费基本维持稳定。2018H1 互联网子行业的毛利率和净利率水平基本维持稳定；销售费用率、管理费用率有小幅上扬，但绝对变化幅度不大，财务费用率有所上升。

图 43：互联网子行业毛利率和净利率变动情况



数据来源：wind, 渤海证券

图 44：互联网子行业三费变动情况



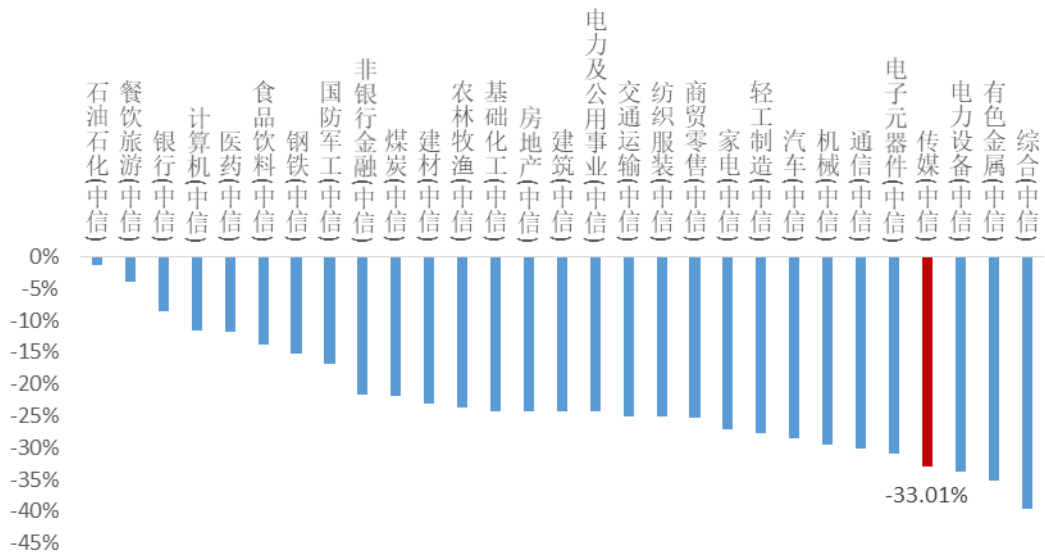
数据来源：wind, 渤海证券

3.行情概况：整体表现低迷，估值接近底部

3.1 2018 年至今行业表现低迷

2018 年传媒行业继续表现低迷。2018 年年初至 9 月 10 日，沪深 300 指数下跌 19.82%，文化传媒行业下跌 33.01%，位列中信 29 个子行业倒数第四名，其中平面媒体版块下跌 31.20%，广播电视下跌 33.47%，电影动画下跌 32.34%，互联网下跌 34.81%，整合营销下跌 33.95%。

图 45: 2018 年年初至 9 月 10 日中信行业涨跌幅情况



资料来源: wind, 渤海证券

3.2 估值持续走低，机构持仓相对比例提升

截至 2018 年 9 月 10 日收盘，文化传媒行业 TTM 整体约为 25.47 倍，较沪深 300 的估值溢价率约为 145.12%，绝对估值和额估值溢价率持续下滑。从行业基本面进行分析，我们认为短期内行业相对估值提升空间较为有限，估值中枢在中低位区间运行是大概率事件，因此建议投资者更加偏重优质超跌个股的投资性机会。

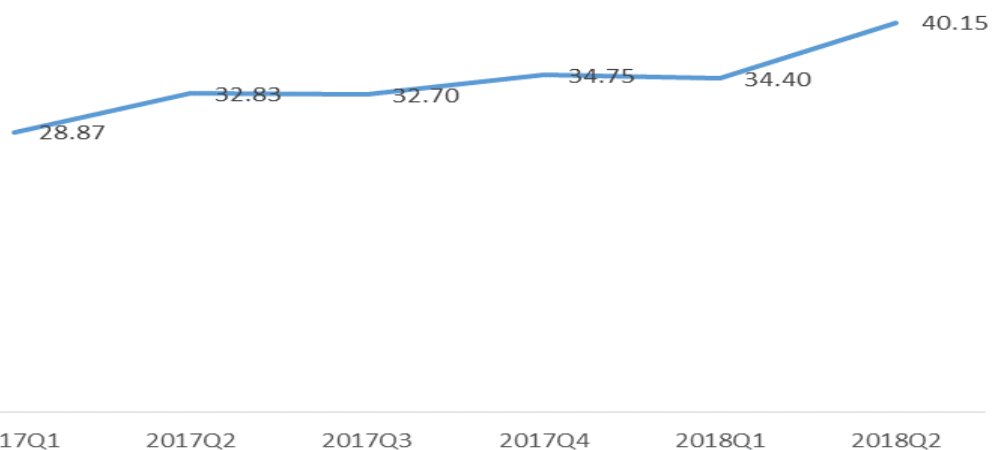
图 46: 文化传媒行业 TTM 市盈率（整体法）变动情况



资料来源: wind, 渤海证券

机构持仓比例持续提升。截止 2018 年中报，文化传媒行业机构持仓比例为 40.15%，位列中信 29 个一级子行业倒数第六位，但横向比较来看，行业机构持仓比例在逐步提升。子行业持仓情况方面，平面媒体（58.02%）>广播电视（51.68%）>整合营销（39.67%）>互联网（28.05%）>电影动画（25.83%）。

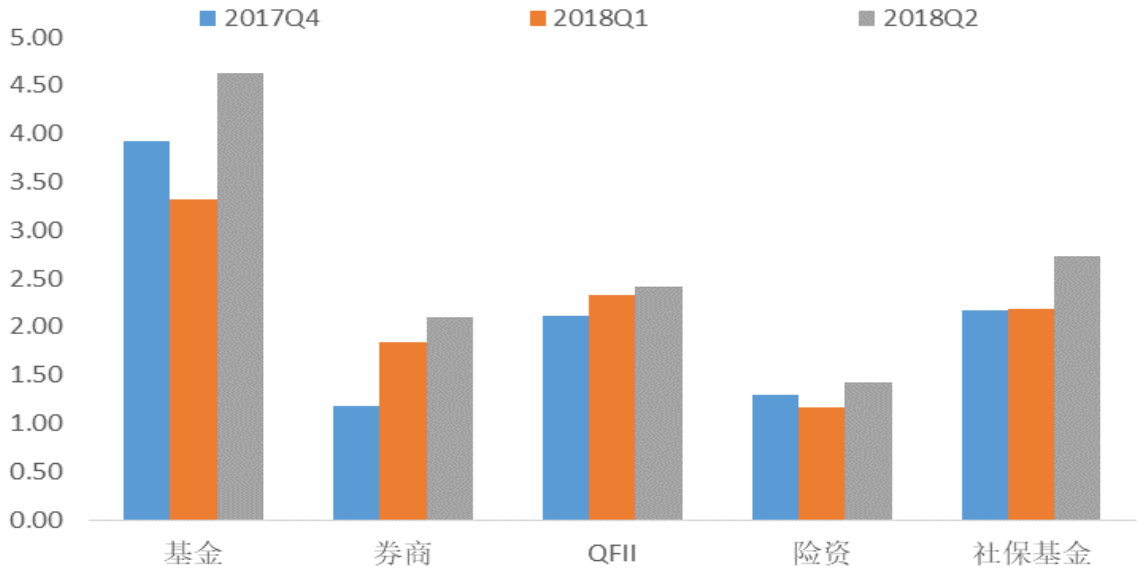
图 47: 文化传媒行业机构持仓变动情况



资料来源: wind, 渤海证券

机构有所增持, 但绝对值仍然偏低。截止 2018 年 H1, 基金、券商、QFII、险资和社保基金均对文化传媒行业进行一定程度的增持, 其中基金增值比例相对最大, 但绝对值仍处于相对偏低的水平。

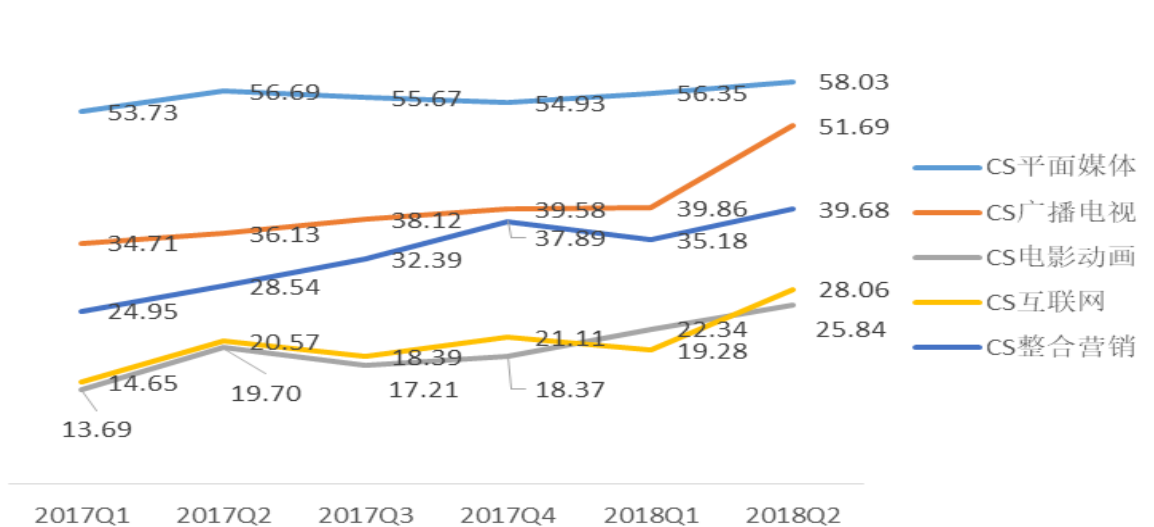
图 48: 文化传媒行业各机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

子行业中机构对广播电视的增持幅度相对最大。截止 2018 年 H1, 机构对于文化传媒五个子行业的仓位配置均有所增加, 其中对广播电视子行业的增持幅度最大, 而平面媒体和电影动画两个子行业的增持幅度相对最小。

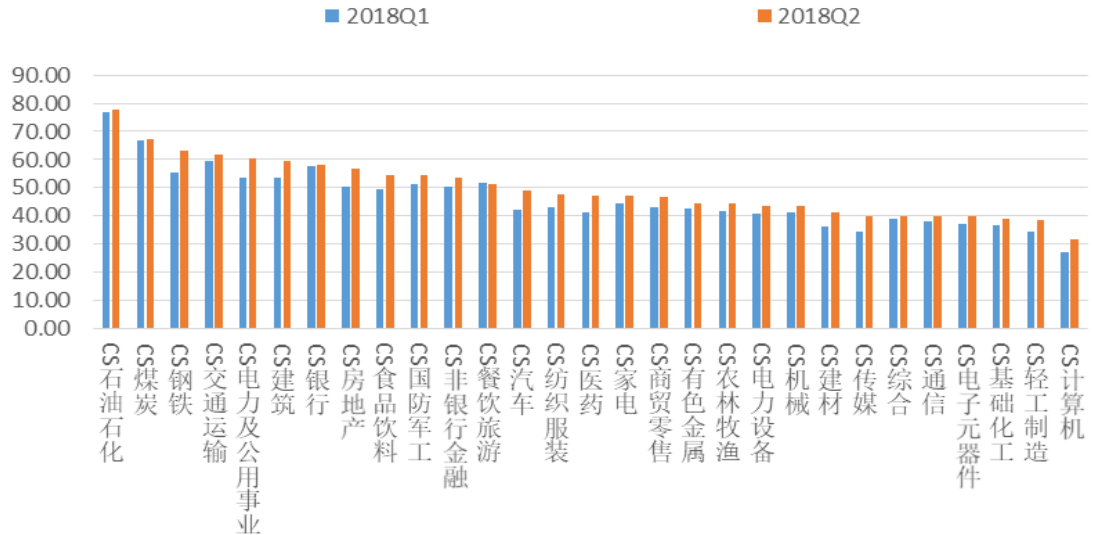
图 49: 文化传媒子行业各机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

横向比较, 文化传媒的机构配置比例仍然偏低。截止 2018H1, 文化传媒的机构持仓比例位列中信 29 个一级子行业的后半部分, 整体的持仓比例属于偏低水平。

图 50: 中信一级子行业的机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

截止 2018H1, 文化传媒行业 138 家上市公司中, 共有 39 家公司遭受机构减持, 97 家公司被机构增持。其中增值比例超过 30%的为当代东方、新经典、腾信股份, 而遭遇减持比例超过 10%的包括贵广网络、宣亚国际、广博股份和金逸影视。

表 7: 2018H1 文化传媒行业个股机构增减持变动 TOP5 (%)

增持比例前五	增持比例	减持比例前五	减持比例
当代东方	73.91	贵广网络	-22.49
新经典	37.93	宣亚国际	-14.04
腾信股份	32.48	广博股份	-12.78
江苏有线	26.76	金逸影视	-10.68
视觉中国	21.96	恺英网络	-8.76

资料来源: wind, 渤海证券

4.行业投资逻辑：继续关注付费领域

4.1 付费成为内容产业的大势所趋

提升用户付费是用户数量饱和后的发展趋势。内容产业规模由用户数量和用户付费两大指标决定，因此当国内娱乐媒体产业经历了用户数量快速增长的第一波红利期后，未来发展方向会集中于对存量用户付费方面的深度挖掘。

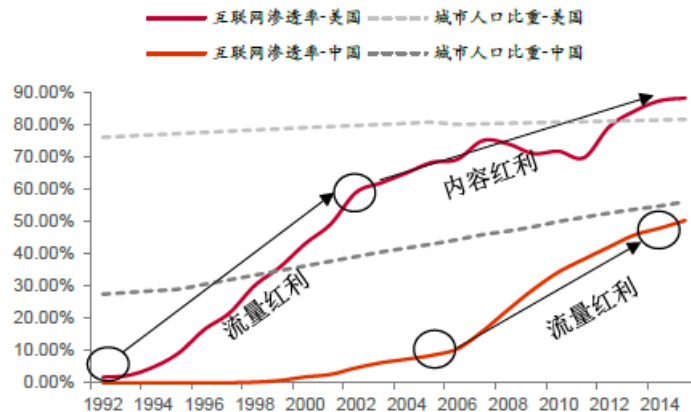
图 51：用户数基本饱和后，用户付费成为娱乐产业下一个挖掘目标



资料来源：渤海证券

根据美国发展轨迹，未来5年内付费市场将迎来快速发展。美国互联网用户的渗透率于2000年左右趋于饱和，产业开始转向对用户付费的提升，其中具有代表性的NetFilx在线流媒体付费业务在2003年以后开始起步，并于2010年左右迅速发展。比较来看我国互联网产业渗透率在2013年左右接近饱和，2014年后国内互联网视频行业开始快速发展，因此我们预计未来3-5年将是国内娱乐内容付费市场的快速发展期。

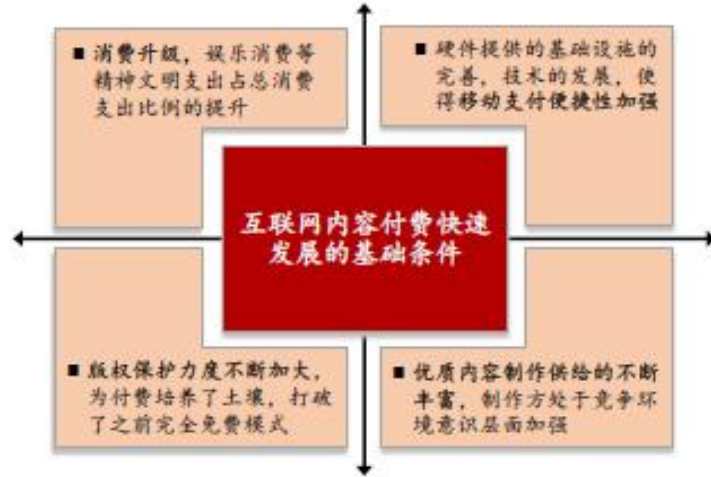
图 52：从美国经验来看，我国即将进入用户付费提升的时代



资料来源：渤海证券

国内内容付费兴起的客观条件已经成熟，主要包括：（1）消费升级、（2）移动支付普及、（3）版权保护增强、（4）新兴用户群体付费意愿强。

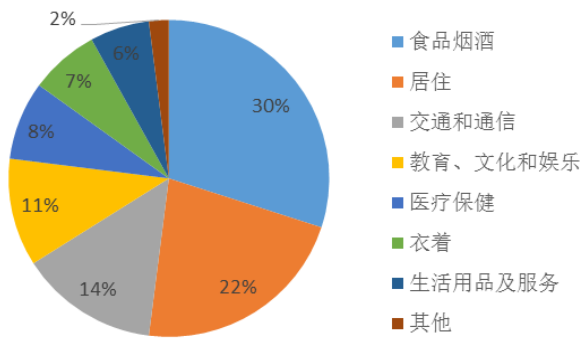
图 53：国内内容付费发展的客观条件已经基本成熟



资料来源：渤海证券

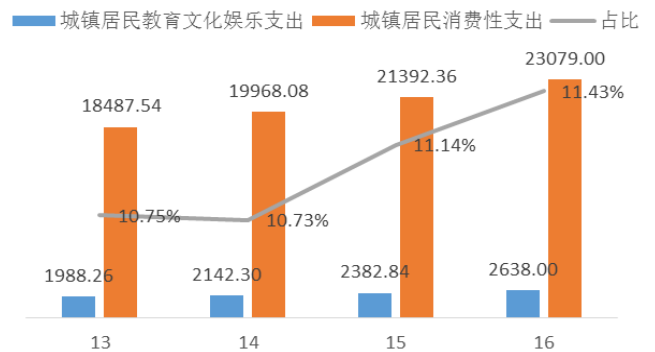
（1）消费升级，表现为居民娱乐消费支出占比提升。我国城镇居民教育文化娱乐消费支出占总消费支出的比重从2013年的10.75%提升至2016年的11.43%，显示出我国居民娱乐消费支出呈现快速增长的势头。从发展前景来看，“十三五”规划中明确到2020年文化产业要成为国民经济支柱性产业，因此我们预计2020年按名义GDP增长计算我国文化产业增加值可以达到5万亿元左右。

图 54：2016 年我国城乡居民消费支出结构



数据来源：wind, 渤海证券

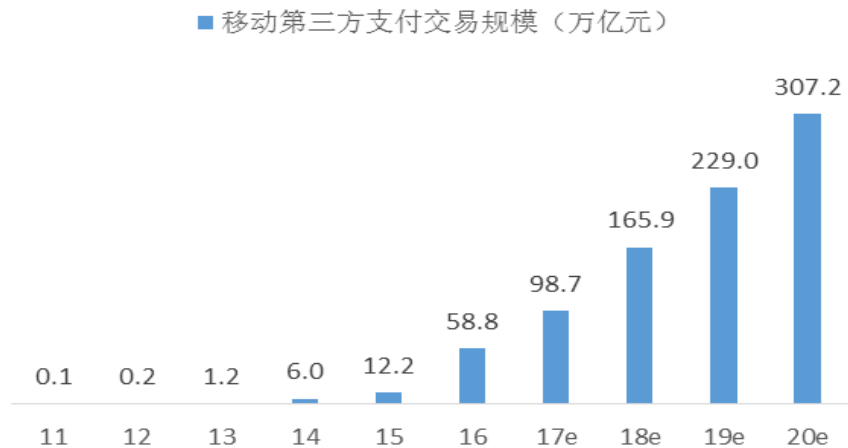
图 55：城镇居民文化消费娱乐支出占比逐步提升（元）



数据来源：wind, 渤海证券

（2）移动支付应用成熟。2016 年我国第三方移动支付交易规模达 38.5 万亿规模，同比增速超过 200%，这种移动支付的迅速发展普及了用户的线上支付习惯，同时还连接了线上与线下的消费场景，增添了消费的社会属性，因此支付方式的多样化和简易化给媒体娱乐产业开启付费模式提供了功能上的强力支持。

图 56: 移动第三方支付交易迅速增长



资料来源：易观，渤海证券

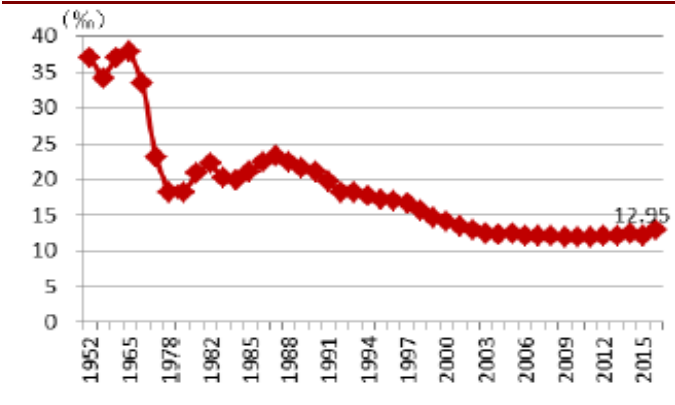
（3）版权保护的力度持续加大。2015 年国内网络版权保护取得重大进展，与网络版权纠纷相关的互联网行业竞争规则在实践和司法审判中日渐明晰。具体来看，2015 年 1 月广电总局印发了《关于推动网络文学健康发展的指导意见》；4 月国家版权局发布了《关于规范网络转载版权秩序的通知》；7 月发布《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》；10 月发布《关于规范网盘服务版权秩序的通知》，这些文件对规范重点领域网络版权秩序起了重要作用。同时 2015 年 11 月 1 日实施的《中华人民共和国刑法修正案（九）》增加对著作权保护的重要条款，明确了网络帮助侵权行为的刑事责任，对娱乐付费的外部环境形成了非常强有力的净化作用。

此外在 2017 年 2 月，国家版权局印发了《版权工作“十三五”规划》，新的规划成为未来 5 年版权领域重要的纲领性文件。与《版权工作“十二五”规划》相比，新的规划强调了要实施版权严格保护和不断完善版权法律制度体系，从而奠定了未来 5 年国内版权保护工作将持续严厉的大趋势。同时新的规划突出了网络新媒体领域版权监管，也顺应了互联网内容快速发展的大趋势，打击盗版的“剑网行动”将持续展开，使网络文学、音乐、动漫、游戏等侵权较多的娱乐内容领域将会受到持续版权严格保护。

（4）付费用户群体已经成熟，群体数量在持续增加。根据调查显示，有 70% 的 90 后选择将业余时间花费在“上网”方面，且对于付费行为的敏感性低。因此 90 后群体在消费认知和习惯上相较于 90 前群体发生了重大变化，使该群体成为了“天然付费用户”，这种用户群体性质的根本转变将推动互联网内容付费得到持续发展。

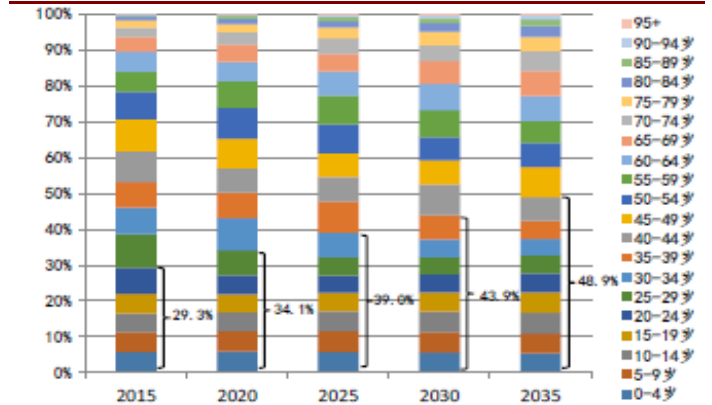
付费用户基数测算方面，我们预计“天然付费用户”规模在 2015 年约为 4 亿人，占总人口的 29.3%；到 2020 年占总人口的比例约 34.1%，2025-2035 年每隔 5 年的占比分别为 39.0%、43.9%和 48.9%；绝对数量上，从 2015-2035 年每 5 年的“天然付费群体”人口可以达到 4 亿、4.88 亿、5.74 亿、6.58 亿和 7.4 亿，相应的同比增速分别为 21.3%、17.6%、14.7%和 12.5%，上升趋势明显。

图 57: 1962-2015 年我国人口出生率



数据来源: 国家统计局, 渤海证券

图 58: 我国付费用户群体将持续提升



数据来源: BCG, 渤海证券

4.2 新增消费总量空间广阔，文化娱乐占比提升

国内居民消费市场总量仍有 50% 的增长空间。人均 GDP 增长、可支配收入提升和城镇化三大因素推动了我国居民在娱乐、文化和教育等领域的消费升级，居民的消费观念已经逐步从“物质消费”升级为“精神消费”、从“购买产品”转向“享受服务”，从“满足日常需求”到“改善生活品质”，包括教育、娱乐、文化和汽车等相关产业将迎来增长。BCG 预计到 2020 年国内居民消费市场总量将扩大约 50%，达到 6.5 万亿美元规模，其中 2.3 万亿美元增量消费相当于当下德国或者英国居民消费总规模的 1.3 倍。

图 59: 到 2020 年国内存在 2.3 万亿美元的消费总额增长空间

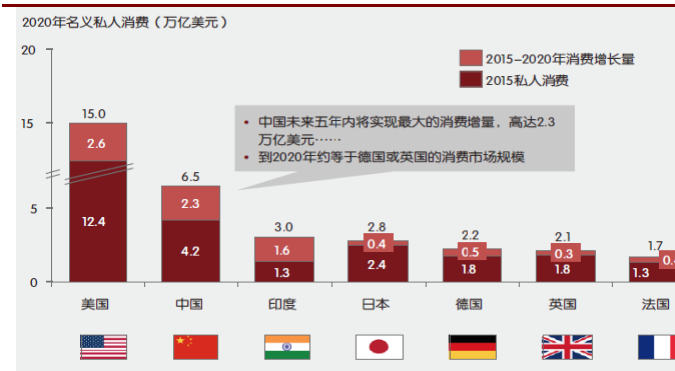
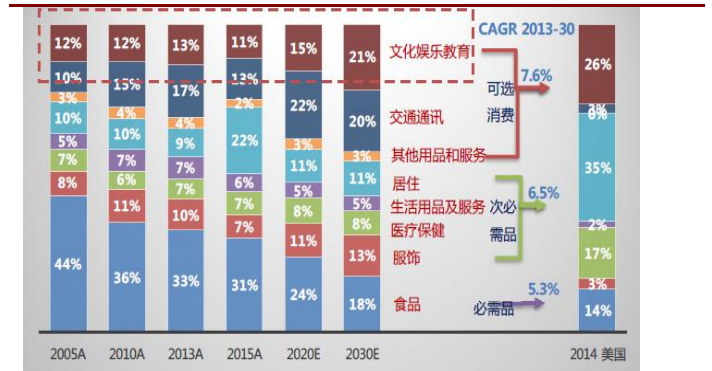


图 60: 文化娱乐消费支出占比在未来 10 年将持续加大



数据来源：BCG，渤海证券

数据来源：BCG，渤海证券

居民文化娱乐消费支出占比将持续提升。参照麦肯锡的研究，未来中国居民人均消费支出中以“文化娱乐教育”为主的可选消费比重将从15年的11%提高至2020年的15%、2030年的21%，成为居民相对支出中最大的领域。因此从趋势看，国内消费者正在逐步缩小与发达国家之间的差距，消费结构正在迅速发生转变，文化娱乐教育消费的相对成长空间很大。

4.3 付费内容：游戏仍是首位，非游戏类占比逐步增加

细分来看：（1）**游戏是第一付费内容**。得益于深度沉浸性、大众普及度最高，游戏的娱乐属性最强，在吸引用户付费的成本低，因此在规模上是国内用户第一大付费内容。预计2021年游戏行业规模接近3000亿元，超过用户付费总支出的60%。

（2）**非游戏付费内容崛起，规模上预计影视>文学>音乐>知识**。目前社交、视频、直播、阅读、音乐等非游戏付费内容日渐被用户接受，付费规模和占比逐年提升。2016年非游戏付费内容规模为515亿元，占用户数字内容付费支出的24%，预计2021年这个比例将上升至38%，其中直播、视频、阅读均为用户付费规模较大的领域。

表 8: 付费内容整体的趋势发展

内容类型	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营收(亿元)								
游戏	1087	1345	1655	2011	2250	2475	2722	2994
非游戏内容	199	311	516	718	924	1152	1393	1632
音乐	5	11	19	30	44	62	86	117
社交	58	71	78	82	85	87	88	89
直播	52	100	220	320	413	496	565	610
视频	14	51	98	161	231	323	437	567
文学	70	78	100	125	153	184	217	249
总数字内容	1286	1656	2170	2729	3164	3627	4114	4626
营收占比								
游戏	84%	81%	76%	73%	71%	68%	66%	64%
非游戏内容	16%	19%	24%	27%	29%	32%	34%	36%
音乐	0%	0%	1%	1%	1%	2%	2%	3%
社交	5%	4%	4%	3%	3%	2.5%	2%	2%
直播	4%	6%	10%	12%	14%	14%	14%	14%
视频	1%	3%	5%	6%	8%	9%	11%	13%
文学	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
营收增长率								
游戏	40%	24%	20%	16%	10%	10%	10%	10%
非游戏内容	35%	56%	66%	39%	29%	25%	21%	17%
音乐	68%	123%	79%	59%	46%	42%	38%	36%
社交	23%	22%	10%	5%	3%	2%	1%	1%
直播	44%	92%	120%	45%	29%	20%	14%	8%
视频	101%	269%	91%	64%	44%	40%	35%	30%
文学	30%	11%	28%	25%	22%	20%	18%	15%

资料来源: 渤海证券

4.4 看好游戏/电视剧/音乐/数字阅读领域的付费前景

游戏行业的发展空间最大、音乐行业的增速最高。我们看好游戏、电视剧、音乐、数字阅读四个领域的付费发展前景，其中游戏行业作为用户付费的首先收益领域将获得最大的付费市场规模，而音乐行业由于规模基数相对较小，其未来五年将保持最快的发展增速。

5. 投资策略

行业整体业绩表现一般，配置价值仍需观察。首先从经营情况来看，通过分析2018H1 文化传媒行业的中报业绩情况，我们认为文化传媒行业整体的基本面情况表现一般，此外各个子行业及个股的业绩分化也较为明显，因此需对板块及个股后续经营情况有较为清晰的界定和判断。结合汇总结果，我们认为目前以整合营销、广播电视为代表的子行业具有相对较强的成长能力；而电影动画和互联网两个子行业需要继续观察。

估值接近底部区间，但短期向上空间有限。从估值的角度来分析，我们认为虽然目前文化传媒行业整体的估值水平已经处于历史相对较低水平，但是目前行业内基本面情况不佳、政策收紧迹象明显，因此短期内行业整体的估值提升空间较为有限。

逻辑上继续建议关注付费领域，推荐业绩确定性强的优质龙头个股。具体投资策略来看，我们认为一方面需要对板块及个股进行更为深入精准的研究和挖掘，精准把握行业发展趋势与个股的成长优劣，就较为活跃的相关个股进行集中配置；另一方面在具体的配置策略上，整体上可以把握两种较为稳健的投资逻辑：（1）付费领域，用户付费是未来三年内文化传媒行业发展的最重要驱动力，建议甄选赛道竞争力强、具备优质内容制作能力或渠道类优势明显的龙头公司；（2）在国企改革的利好刺激下存在一定的运作空间，或业绩存在中长期成长性的行业龙头；（3）在三季报尚未披露的背景下，业绩确定性强或转型较为积极、自身动力强、布局呈现一定亮点的优质龙头公司。综上所述，我们继续维持文化传媒行业“中性”的投资评级，推荐光线传媒（300251）、横店影视（603103）、华策影视（300133）、芒果超媒（300413）。

表 9：四季度推荐标的

证券代码	证券简称	ROE(%，平均，2017)	ROIC (%，2017)	EPS			PE	
				2018E	2019E	TTM	2018E	2019E
300251.SZ	光线传媒	5.48	8.83	0.91	0.39	8.6	8.17	19.06
603103.SH	横店影视	14.23	20.03	0.94	1.16	28.9	24.72	20.07
300133.SZ	华策影视	8.06	7.11	0.44	0.55	26.7	22.55	17.91
300413.SZ	芒果超媒	2.77	4.10	0.21	0.30	54.1	34.50	24.24

资料来源：Wind 一致性预期（截止2018年9月13日收盘），渤海证券

6.风险提示

宏观经济低迷；行业重大政策变化；国企改革进展不达预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1319
王磊

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

环保行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651
刘蕾
+86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
刘秀峰
+86 10 6810 4658

医药行业研究小组

张冬明
+86 22 2845 1857
赵波
+86 22 2845 1632
甘英健

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

证券行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
洪程程
+86 10 6810 4609

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

李莘泰
+86 22 2387 3122
宋旻
+86 22 2845 1131

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝惊
+86 22 2386 1600

债券研究

王琛睿
+86 22 2845 1802
冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

朱林宁 资产配置
+86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售 • 投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

风控专员

白骐玮
+86 22 2845 1659

合规专员

任宪功
+86 10 6810 4615

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn