

# 行业新阶段下的择股新思路：攻守兼备、精选龙头



## 核心观点

- **2018 年板块回顾：业绩下行、估值筑底。**2018 年年初至 10 月底，传媒板块持续调整，传媒（中信）指数涨跌幅-38.6%，跑输沪深 300 指数 17.3pct。传媒板块整体市盈率（TTM）为 31x，整体估值水平接近历史底部；基金三季度重仓股票配置比例仅为 2.52%，超配比例-0.17%，具备反弹基础。自 2017 年 Q3 以来各子行业业绩增速持续下行，目前整体仍然较为平淡。
- **传媒细分领域进入行业发展新阶段：监管环境收紧；除个别细分领域外，增速中枢下行；产品周期对业绩影响增强；竞争格局改善慢于预期。**从各个细分领域看，主要表现为：**（1）影视/流媒体：监管风暴加速行业规范，平台及龙头 CP 受益。**2018 年以来，针对税收、明星片酬、再融资等的监管政策大幅趋严，产能进入收缩期。在此外部环境下，龙头内容公司 2019 年储备丰富，与平台积极探索多元化合作模式。四大平台不去重付费用户数已达到约 2.3 亿，同比增长超过 90%；平台自身正逐渐成为优质内容的重要供给方，产业影响力预计仍将不断增强。**（2）电影市场：增速中枢下移，产能出清任重道远。**1-10 月，国内分账票房同比增长 9.2%，稀释效应仍在继续，影投公司市占率普遍下滑。截至 10 月底，银幕数量 5.8 万块，预计全年新增银幕 8000-9000 块。受行业监管风暴影响，国产电影同样进入产能收缩期，但结合进口影片定档情况，2019 年整体影片供给有保障，重点关注供给出清受益标的及进口片标的。**（3）图书出版：产品周期带来增速分化，教材教辅迎边际改善。**2018 年上半年零售码洋增速约 11.4%，少儿和文学图书码洋增速放缓，社科和教辅教材类图书增速呈现回暖加速趋势。中南传媒、长江传媒、凤凰传媒等公司陆续对教材提价，1-9 月份部分公司销售码洋增速及毛利率出现不同幅度回升。**（4）数字内容：龙头公司增速放缓，依靠深度运营出成绩。**2018 年上半年，阅文集团在线阅读付费收入 18.51 亿（+13.3%）。前三季度，掌阅科技营业收入 14.2 亿元（+15.4%），业绩增长放缓，各公司加快业务拓展节奏。
- **海外传媒集团股价复盘：高 FCF Yield、高 ROE 下的积极回购是股价反弹的重要催化剂。**本报告选取 8 家公司进行复盘，2005-2017 年，除康卡斯特外，其余公司基本进入成熟期。大部分公司在 2008 年股价低点反弹后 6 年 CAGR 平均达到 20%，大幅跑赢指数。从收益率构成看，股票回购和现金分红是反弹收益的重要组成部分，如维亚康姆平均回购收益率为 8.7%。样本公司具有高现金流、高 ROE 的特征，具备以不同方式回馈股东的能力，维亚康姆、时代华纳提供高回购率，康卡斯特等则以并购扩张方式不断做大做强。

## 投资建议与投资标的

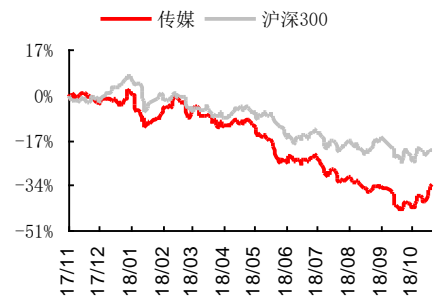
- 当国内传媒行业迈入发展新阶段，过去从单一成长性指标择股思路需要进行调整，本报告从稳健防御、龙头反转、成长领先三个角度，建议在选股上攻守兼备、精选龙头。**（1）“稳健防御”组合：**中国电影、中文传媒、中南传媒、凤凰传媒；**（2）“龙头反转”组合：**新经典、万达电影、光线传媒、横店影视、阅文集团。**（3）“成长领先”组合：**芒果超媒、华策影视。

## 风险提示

- 政策监管风险，优质内容供应不足风险，经济增长放缓风险

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	传媒
报告发布日期	2018 年 11 月 25 日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 邓文慧  
021-63325888-7041  
dengwenhui@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517100002

联系人 马继愈  
021-63325888-6107  
majiyu@orientsec.com.cn

## 相关报告

- 建议关注“龙头成长”与“稳健防御”两条投资主线 2018-11-05
- 迪士尼加码流媒体视频，对 Netflix 冲击几何？ 2018-10-29
- 多因素导致 9 月及国庆档票房下滑，建议关注高分红、稳增长 2018-10-10

## 目 录

<b>1. 2018 年传媒互联网板块回顾 .....</b>	<b>5</b>
1.1 市场回顾 .....	5
1.2 传媒行业财务数据回顾 .....	7
1.3 监管政策收紧，各个环节均受到影响 .....	8
<b>2. 传媒各子行业进入发展新阶段 .....</b>	<b>9</b>
2.1 影视/流媒体：监管风暴加速行业规范，平台及龙头 CP 受益 .....	9
2.1.1 渠道端：付费率仍有提升空间，平台影响力持续提升 .....	9
2.1.2 内容端：产能收缩开启，龙头公司受益 .....	14
2.2 电影市场：增速中枢下移，产能出清任重道远 .....	16
2.2.1 国内电影市场回顾：1-10 月票房同比增长 9.2% .....	17
2.2.2 银幕扩张速度放缓，2019 年下半年有望迎来行业拐点 .....	19
2.2.3 预计 2019 年增速中枢 5%-10%，可重点关注进口片票房 .....	21
2.3 图书出版：产品周期带来增速分化，教材教辅迎边际改善 .....	22
2.3.1 图书零售：产品周期带来增速分化 .....	22
2.3.2 教辅教材：教材提价带动收入端和毛利率回升 .....	25
2.4 数字内容：全面进入 ARPU 和付费率驱动的时期，依靠深度运营出成绩 .....	27
<b>3. 成熟期海外传媒集团股价复盘 .....</b>	<b>28</b>
3.1 行业成熟期不影响个股大幅跑赢大盘 .....	28
3.2 成熟期传媒集团估值/财务特征：高 FCF Yield、高 ROE 下的积极回购是股价反弹的重要催化剂 .....	30
<b>4. 行业新阶段下的择股新思路：攻守兼备、精选龙头 .....</b>	<b>32</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>35</b>
<b>附录一：2019 年电影片单 .....</b>	<b>35</b>

## 图表目录

图 1：2018 年年初至今传媒（中信）指数涨跌幅 .....	5
图 2：2018 年年初至今传媒各子行业涨跌幅 .....	5
图 3：传媒（中信）指数市盈率变化 .....	5
图 4：传媒各子行业估值水平（TTM，整体法） .....	5
表 1：年初至今传媒板块涨跌幅前十 .....	6
图 5：传媒板块基金配置比例及超配比例（%） .....	6
图 6：传媒行业五大重仓股 .....	6
图 7：传媒行业收入及归母净利润增速（%） .....	7
图 8：传媒行业单季度收入及归母净利润增速（%） .....	7
表 2：传媒各子行业收入及净利润增速（%） .....	7
表 3：影视行业重要监管政策统计 .....	8
图 9：各视频平台付费订阅用户数（百万）（注：优酷会员数根据公司披露增速及历史数据测算） .....	9
图 10：美国家庭订阅流媒体服务支出（单位：百万美元） .....	10
表 4：2018 年各平台部分自制内容统计 .....	10
图 11：三大视频平台历史月活数比较（亿人） .....	12
图 12：2018 年 6 月各视频平台 MAU 对比（亿人） .....	12
图 13：2017 年爱奇艺工作室改革 .....	13
表 5：芒果 TV 制作中心（节目自制部）架构、团队及履历 .....	13
图 14：爱奇艺内容成本占营收比重 .....	14
图 15：爱奇艺获版权内容及自制内容资产净值（百万元） .....	14
图 16：2016Q1-2018Q4 开拍剧组数量 .....	14
表 6：各视频平台 2019 年片单中上市影视公司项目统计 .....	15
图 17：华策影视&慈文传媒单集价格（万元） .....	16
图 18：主要影视公司毛利率 .....	16
图 19：欢瑞世纪影视业务主营业务成本构成（百万元） .....	16
表 7：电影市场核心数据跟踪 .....	17
图 20：分账片 VS. 买断片上映数量 .....	17
图 21：2013-2018 年国产片与进口片票房增速对比 .....	18
图 22：2013-2018 年国产片与进口片票房份额对比 .....	18
图 23：一至五线城市票房及增速 .....	18
图 24：一至五线城市票房份额对比 .....	18
表 8：部分重要档期三至五线城市票房增长波动加大 .....	18
表 9：影院及银幕数量及增速 .....	19

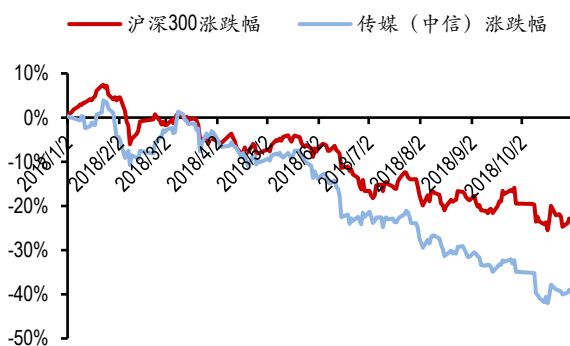
表 10: TOP10 影投公司票房 (亿元) 及市场份额 .....	19
表 11: 全国前十影城票房变化 (1-10 月, 万元) .....	20
图 25: 2017 年票房低于 400 万的影城数量占比 .....	21
图 26: 退出市场的影院数量 .....	21
图 27: 2017、2018 年逐月开拍电影数 .....	21
图 28: 全国图书零售销售码洋增速 .....	22
图 29: 动销品种及新书品种数 (万) .....	22
图 30: 2018.1-6 细分品类码洋增速 .....	23
图 31: 2018.1-6 细分品类码洋比重 .....	23
图 32: 零售市场新书定价 (元) .....	24
图 33: 零售市场新书码洋贡献 .....	24
图 34: 一般图书出版业务营收增速情况 .....	25
图 35: 一般图书出版业务毛利率情况 .....	25
图 36: 教材教辅销量与中小学在校人数对比 .....	25
图 37: 教材教辅单价走势 (元) .....	25
图 38: 教材教辅出版发行业务毛利率 .....	26
图 39: 教材教辅销售码洋增速 (季度) .....	26
表 12: 出版公司分红率及现金情况 .....	26
图 40: 阅文集团营业收入及增速 .....	27
图 41: 掌阅科技营业收入及增速 .....	27
表 13: 阅文集团及掌阅科技 MAU (百万人) .....	28
表 14: 阅文集团核心经营指标 .....	28
图 42: 美国典型传媒集团收入增速 .....	29
图 43: 美国典型传媒集团净利润增速 .....	29
表 15: 美国典型传媒集团股价表现 (注: 以股价最低点为基准) .....	29
表 16: 美国传媒集团股价投资回报分析 .....	30
图 44: 美国典型传媒集团 PE .....	31
图 45: 美国典型传媒集团 PB .....	31
图 13: 美国传媒集团 FCF Yield .....	31
图 14: 美国传媒集团 ROE .....	31
表 17: “稳健防御”组合筛选结果 (2018 年 11 月 12 日收盘价) .....	32
表 18: 相关标的盈利预测表 .....	34
表 19: 2019 年预计上映国产影片片单 .....	35
表 20: 2019 年预计上映进口影片片单 .....	36

# 1. 2018 年传媒互联网板块回顾

## 1.1 市场回顾

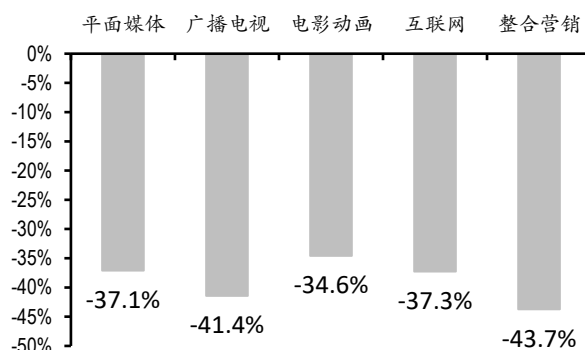
2018 年年初至今（10 月 31 日），传媒板块持续调整，传媒（中信）指数涨跌幅-38.6%，跑输沪深 300 指数 17.3pct。传媒各子行业中，电影动画板块跌幅相对较小（-34.6%），平面媒体及广播电视指数分别下跌 37.1%和 41.4%，互联网及整合营销指数分别下跌 37.3%和 43.7%。

图 1：2018 年年初至今传媒（中信）指数涨跌幅



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2018 年年初至今传媒各子行业涨跌幅



资料来源：Wind，东方证券研究所

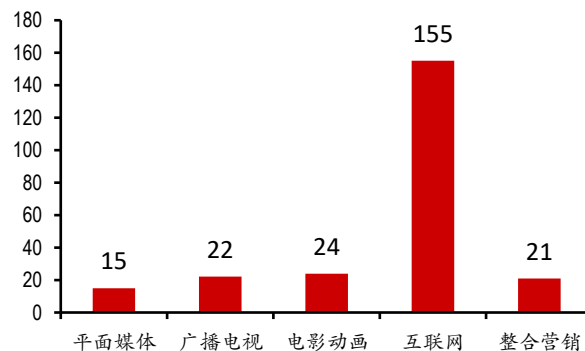
从估值看，传媒板块整体市盈率（TTM）为 31x，较 2017 年末（35x）继续下调，整体估值水平接近历史底部。传媒行业整体估值水平在全部 29 个中信一级子行业中排名第 6，仍处于中上水平；但各子行业估值相对分化，互联网板块 PE 处于较高水平（155x），平面媒体子版块估值降低至 15x，广播电视、电影动画及整合营销市盈率（TTM）分别为 22、24 和 21 倍。

图 3：传媒（中信）指数市盈率变化



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 4：传媒各子行业估值水平（TTM，整体法）



资料来源：Wind，东方证券研究所

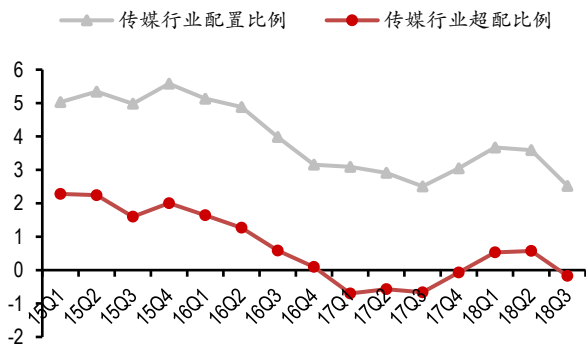
以传媒（中信）成分股为样本，年初至今传媒板块上涨个股共 7 只，其中涨幅前五的个股分别为上海钢联（31.31%）、平治信息（22.04%）、视觉中国（19.00%）、东方财富（14.78%）及元隆雅图（6.76%）；跌幅前五的个股为文头控股（-80.76%）、巴士在线（-80.57%）、乐视网（-80.30%）、印记传媒（-78.41%）和恺英网络（-72.75%）。

**表 1：年初至今传媒板块涨跌幅前十**

月涨幅前十		月跌幅前十	
公司名称	涨跌幅	公司名称	涨跌幅
上海钢联	31.31%	文投控股	-80.76%
平治信息	22.04%	巴士在线	-80.57%
视觉中国	19.00%	乐视网	-80.30%
东方财富	14.78%	印记传媒	-78.41%
元隆雅图	6.76%	恺英网络	-72.75%
芒果超媒	4.31%	华闻传媒	-72.39%
大晟文化	2.45%	天神娱乐	-68.76%
万达电影	0.00%	中南文化	-68.55%
世纪华通	-4.36%	帝龙文化	-65.90%
华策影视	-4.37%	龙韵股份	-65.00%

资料来源：Wind，东方证券研究所

**权益型基金对传媒板块的配置比例继续降低，重仓集中度高。**根据权益型基金三季报，传媒板块重仓股票市值合计 201.4 亿元，配置比例 2.52%，较 2017 年四季度下降 0.53pct，行业超配比例-0.17%，较 2017 年四季度下降 0.1pct，基金对传媒股持仓持续下降。前五大基金重仓股及持股数量分别为分众传媒（10.84 亿）、芒果超媒（0.75 亿）、视觉中国（0.62 亿）、新经典（0.16 亿）和完美世界（0.41 亿）。

**图 5：传媒板块基金配置比例及超配比例（%）**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 6：传媒行业五大重仓股**

2018年三季度				
名称	持有基金数	持股总量 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (万元)
分众传媒	178	108,356.35	15.56	918,047.37
芒果超媒	40	7,450.72	36.23	251,312.70
视觉中国	53	6,187.66	19.93	166,943.04
新经典	16	1,586.65	29.43	104,639.51
完美世界	32	4,146.61	8.89	100,182.07

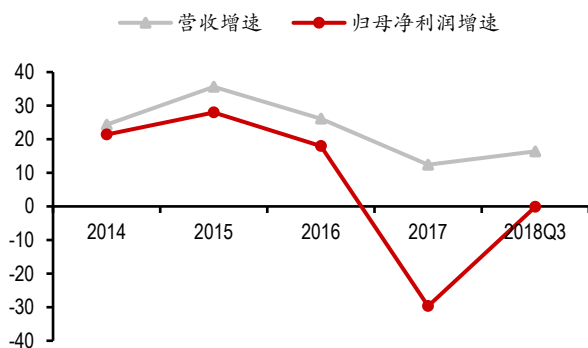
资料来源：Wind，东方证券研究所

## 1.2 传媒行业财务数据回顾

以传媒（中信）成分股为样本，从收入数据看，2018 年前三季度传媒行业共实现收入 4195.6 亿元，同比增长 16.4%，增速较 2017 年提升 4pct；同时，2018 年前三季度传媒行业共实现归母净利润 393.8 亿元，同比下滑 0.13%，利润下滑幅度较 2017 年（-29.7%）有所收窄。个股中，乐视网、暴风集团等净利润下滑幅度较大，光线传媒因出售新丽股权带来的投资收益，归母净利润大幅增长。

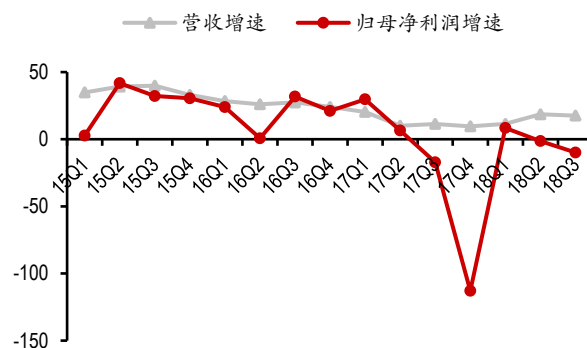
从单季度收入和利润增速看，2018 年一季度起受电影市场回暖等推动，传媒行业单季度收入增速扭转了自 2017Q2 以来的下滑趋势，营收增速较 2017Q4 有所回升。同时，归母净利润增速在 2018Q1 实现同比增长，Q2 及 Q3 单季度仍有所下滑，但净利润下滑幅度较 2018 年下半年有所收窄。

图 7：传媒行业收入及归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 8：传媒行业单季度收入及归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

从各子行业情况看，整体较为平淡，电影板块受内容供应情况影响业绩较为波动。2018 年前三季度，互联网及整合营销营收增速分别为 17.9%和 33.4%，在各子行业中增速较快；归母净利润增速分别为 8.6%和-1.1%，整合营销行业收入和净利润增速背离主要受到印记传媒等个股净利润大幅下降的影响。电影动画行业单季度收入和净利润增速波动较大，主要受到档期、优质内容供应周期等带来的整体票房波动影响。

表 2：传媒各子行业收入及净利润增速（%）

单季度营收增速	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
CS 平面媒体	17.38	17.64	10.02	-0.77	4.84	-7.99	-2.07	2.08	-4.29	11.74	7.9
CS 广播电视	16.41	7.55	17.01	19.21	16.95	18.92	16.99	10.08	7.53	3.61	0.62
CS 电影动画	72.94	52.51	42	21.51	4.99	12.24	16.67	14.9	22.16	-3.86	9.03
CS 互联网	37.59	37.53	46.77	54.24	44.84	20.32	13.94	9.29	7.26	23.18	22.62
CS 整合营销	25.73	25.38	20.09	31.95	13.36	10.41	17.92	17.73	36.37	34.99	28.63
单季度归母净利增速	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
CS 平面媒体	13.43	-7.68	17.4	42.29	72.78	13.48	-5.32	-21.92	-28.36	4.55	2.72

CS 广播电视	29.45	3.64	121.2	13.62	-5.84	26.65	-8.87	-41.88	87.92	-29	-45.44
CS 电影动画	47.48	-12.18	57.09	-11.29	-11.6	29.8	-8.23	-1.81	16.05	-34.75	6.91
CS 互联网	4.66	9.12	7.06	9.87	40.05	-12.4	-37.65	-386.65	0.24	5.69	11.61
CS 整合营销	655.99	7.66	38.27	104.9	40.35	-0.4	-9.9	-30.76	18.45	21.63	-37.41

资料来源：Wind，东方证券研究所

### 1.3 监管政策收紧，各个环节均受到影响

2018 年行业监管趋严，对明星片酬、亲子类节目、影视公司再融资等各个方面进行规定。11 月 9 日，国家广电总局发布《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》，明确提出严控偶像养成类节目和亲子类节目，影视剧及综艺均要求全部演员片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%。8 月 11 日，爱奇艺、优酷、腾讯视频、正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒联手发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》，以响应 6 月份中宣部、文化和旅游部、税务总局等联合提出的加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题进行治理的要求。此外，10 月份证监会细化再融资审核要点，其中提出募集资金原则上不得跨界投资影视或游戏。

表 3：影视行业重要监管政策统计

时间	单位	条例	主要内容
2017 年 9 月	中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会、中国电视剧制作产业协会等	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	明确提出“严禁播出机构以明星为唯一议价标准”的要求，规定影视作品全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%。
2018 年 6 月	中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等	《通知》	要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理，控制不合理片酬，推进依法纳税，促进影视业健康发展。
2018 年 8 月	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、等六大影视制作公司	《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》	首次明确了演员的最高片酬限额，即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 万元人民币，其总片酬（含税）最高不得超过 5000 万元人民币
2018 年 11 月	国家广播电视总局	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	减少影视明星参与的娱乐游戏、真人秀、歌唱类选拔等节目播出量。各电视上星综合频道 19:30-22:30 播出的综艺节目要提前向总局报备嘉宾姓名、片酬、成本占比等信息，每个节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的 40%，主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的 70%。对电视剧而言，每部电视剧网络剧（含网络电影）全部演员片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%。
2018 年 10 月	证监会	《再融资审核财务知识问答》、《再融资审核非财务知识问答》	上市公司募集资金应服务与实体经济、符合国家产业政策，主要投向主营业务。募集资金原则上不得跨界投资影视或游戏。

资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

## 2. 传媒各子行业进入发展新阶段

本报告认为，传媒细分领域进入行业发展新阶段，主要表现为：

- **监管环境不断收紧。**监管政策涉及到播出内容、成本结构、IPO/再融资等各个方面，加速行业规范化进程。
- **除个别细分领域外，增速中枢下行至稳健运行区间。**电影、电视剧、数字阅读等细分领域增速中枢下移，进入稳定增长阶段。流媒体视频在用户付费渗透率驱动下仍然保持较高景气度。
- **产品周期对业绩的影响不断增强。**由于纯用户红利驱动的增速放缓，各板块增长驱动力逐步转变为依靠深度运营提升用户消费意愿及消费金额，因而产品周期对公司业绩影响不断增强，是否能够持续平稳提供优质内容成为重要的选股标准。
- **竞争格局改善慢于预期，需要借助资本手段打破瓶颈、做大做强。**我们在 2018 年年度策略报告中即提出，传媒娱乐细分领域基本已形成“1+n”、“2+n”或“3+n”的寡头格局，但从 2018 年全年来看，竞争格局改善慢于预期。伴随增长中枢下移，并购重组等手段对板块内公司打破成长瓶颈、做大做强至关重要。

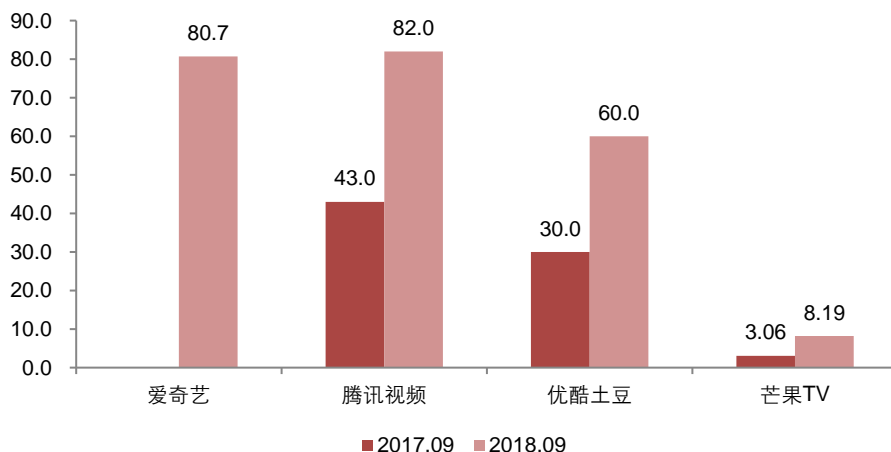
### 2.1 影视/流媒体：监管风暴加速行业规范，平台及龙头 CP 受益

#### 2.1.1 渠道端：付费率仍有提升空间，平台影响力持续提升

- **付费探索超预期，大屏端有望开辟新增长点**

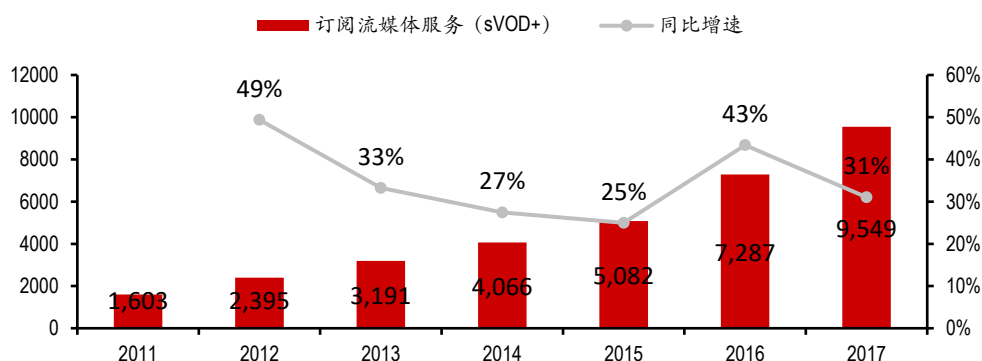
在《偶像练习生》、《创造 101》、《明星大侦探》、《这！就是街舞》等优质综艺节目以及《延禧攻略》、《如懿传》、《烈火如歌》等热播剧带动下，同时配合各视频平台会员促销活动，2018 年付费会员数持续大幅增长。截止 9 月底，爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV 付费订阅用户数分别达到 8070 万、8170 万、6000 万及 819 万，四大平台不去重付费用户数已经达到约 2.3 亿，相比 2017 年同期增长超过 90%。

图 9：各视频平台付费订阅用户数（百万）（注：优酷会员数根据公司披露增速及历史数据测算）



资料来源：公司公告，网络资料整理，东方证券研究所

以家庭为单位考虑，三大视频平台付费渗透率超过 20%，参考海外仍有较大提升空间。考虑到流媒体视频平台一云多屏、一个账户可供多台设备使用的模式，以家庭为单位来计算付费渗透率更加准确。按照 3 亿城镇家庭计算，爱奇艺、腾讯视频、优酷三大平台在居民中的付费渗透率分别为 27%、27%和 20%。根据我们此前报告观点，按 1.26 亿美国家庭计算，Netflix 在美国的付费率为 43.7%，美国流媒体行业整体订阅付费率约 65%。

**图 10：美国家庭订阅流媒体服务支出（单位：百万美元）**


资料来源：Digital Entertainment Group，《美国家庭娱乐报告》，东方证券研究所

### ● 监管风暴加速渠道向上游渗透，各平台自制内容硕果累累

2018 年各主流视频平台均形成了自己的特色内容矩阵，优质独播内容对保证平台发展持续性和用户粘性的意义重大。其中：（1）爱奇艺：一季度《琅琊榜之风起长林》树立续集高品质标准，三季度《延禧宫略》播放量 181.8 亿，成为暑期档爆款，并输出至东南亚等地。综艺领域，2018 年一季度《偶像练习生》播放量 24.3 亿，为 2018Q1 综艺播放量排行榜第一名。此外，《热血街舞团》、《机器人争霸》等均取得良好播出效果，成为公司品牌综艺。（2）腾讯视频：《如懿传》、《沙海》等成为 2018 年除《延禧攻略》外的头部剧集，《明日之子》、《创造 101》等均成为现象级综艺栏目。（3）芒果 TV：综艺领域优势较为明显，2018 年原创自制综艺《勇敢的世界》、《妻子的浪漫旅行》等均取得优异播放表现，老牌节目《明星大侦探》、《妈妈是超人》等保持高品质、高口碑与高播放量。

**表 4：2018 年各平台部分自制内容统计**

爱奇艺		腾讯视频		芒果 TV	
剧集/综艺	播放量	剧集/综艺	播放量	剧集/综艺	播放量
延禧攻略	181.8	如懿传	158.9	明星大侦探 3	36.5
芸汐传	33.6	沙海	54.7	妈妈是超人 3	20.1
偶像练习生	35.9	创造 101	51.1	勇敢的世界	18.2

热血街舞团	18.8	明日之子 2	51.8	妻子的浪漫旅行	19.3
机器人争霸	10.1	吐槽大会 2	20.3	萌仔萌萌宅	11.3

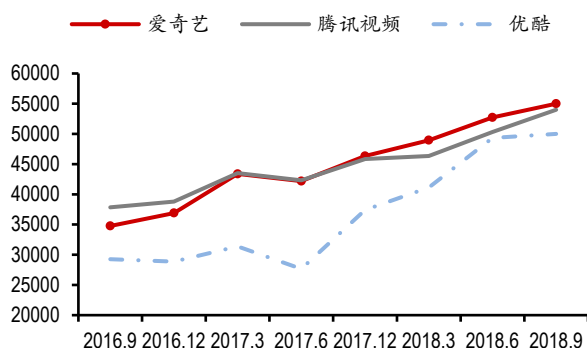
资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

**平台引领制作模式、排播模式创新，推动自制内容质量提升。**除作为优质内容的供给方外，平台的产业影响力也体现在对制播模式的创新推动上。以爱奇艺为例，针对用户观看长剧集弃剧率高的问题，公司重点推动短剧集（单季 12 集以内，每集 45-60 分钟）的发展，并推出了“爱青春”、“奇悬疑”和“忆英雄”三大主题剧场；同时，爱奇艺打造“会员一次性看全集”排播模式创新，有效吸引了会员订阅及留存。我们认为，一系列模式创新的背后，是通过平台的力量推动国内剧集向美剧的质量和模式靠拢，核心是通过高品质的自制剧吸引用户付费，有望进一步拉动会员数量和付费收入的增长。

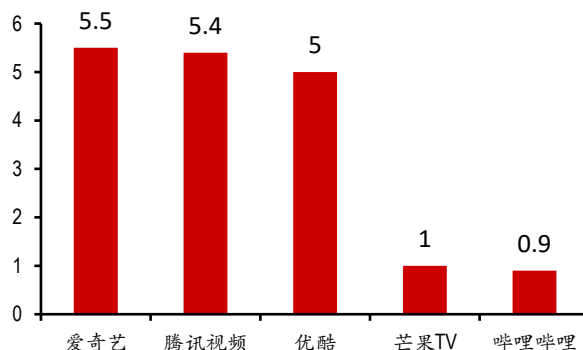
**视频平台正逐渐成为优质内容的重要供给方，监管风暴后产业影响力预计仍将不断增强。**从 2018 年的发展看，我们认为各平台自制内容呈现出以下趋势：（1）平台自制内容影响力不断加大，网剧播放量已逐渐赶超电视剧；同时，老牌电视综艺（如跑男、极限挑战等）热度下降，平台创新性的自制综艺成为爆款；（2）自制剧题材分布广泛，精品自制剧已经涵盖各个品类，包括古装历史、探案悬疑、青春爱情、二次元以及武侠剧等；自制综艺则主要从年轻细分领域挖掘，通过选择新的赛道进行突围。依托垂直类节目（如嘻哈、电音、街舞等），用优质而潮流的内容争夺年轻用户的时间与话题；（3）动漫、纪录片等成为新的重点内容品类，贡献重要流量及热度。随着监管风暴导致内容创作方不断规范、产能出清，预计平台影响力仍将不断增强。

● **竞争格局延续，对平台运营能力提出更高要求**

**视频平台竞争依然激烈，流量红利接近尾声的行业趋势下，运营能力对提高付费率、树立竞争优势至关重要。**根据 Questmobile 数据，截至 2018 年 9 月，爱奇艺月活跃用户数 5.5 亿，腾讯视频及优酷 MAU 分别为 5.4 亿和 5 亿，三大视频平台组成第一梯队，但 MAU 的增长逐渐放缓。在竞争格局未定的状态下，各平台必须持续进行内容投入，因此，内容团队、运营能力、资金支持等对平台的内容采买判断能力、内容自制能力、内容投入效率等有重要影响。

**图 11：三大视频平台历史月活数比较（亿人）**


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

**图 12：2018 年 6 月各视频平台 MAU 对比（亿人）**


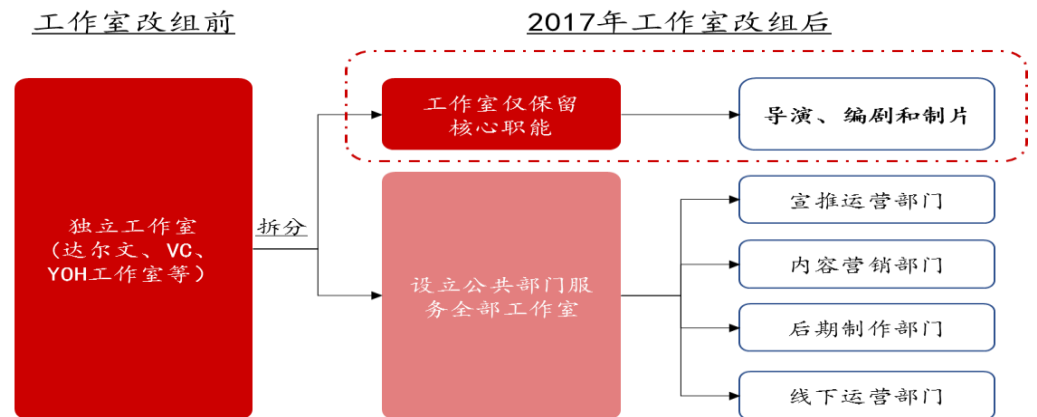
资料来源：Questmobile，东方证券研究所

视频平台亟需强化“内容基因”，**爱奇艺&芒果 TV 各有优势**。在用户总量增长停滞、付费渗透率仍在攀升阶段，内容是最具有差异性和标签化的竞争优势，各视频平台亟需强化“内容基因”，从组织架构、内容团队、内容 IP 等方面综合考虑，爱奇艺&芒果 TV 各有特点和优势，而腾讯视频通过“引进一本土化”模式同样占住内容实力第一阵营。

**(1) 爱奇艺：自制综艺&自制剧团队实力平衡，规模仍在持续扩大。**爱奇艺多数自制综艺均能够采用 in-house 的纯粹自制模式，自有团队打造了《中国有嘻哈》、《热血街舞团》、《偶像练习生》等热门综艺；自制剧方面，爱奇艺自制剧开发中心和爱奇艺奇星戏剧工作室定位不同类型剧目，推出了包括《心理罪》、《最好的我们》、《河神》、《蜀山战纪 2》等自制内容。

**(2) 芒果 TV&湖南卫视全面试行工作室制度，拥有业内最强综艺团队。**2018 年，原湖南台导演吴梦知新任芒果 TV 节目中心总监，芒果 TV 制作中心（节目自制部）共拥有何忱工作室、田海工作室、袁白丽工作室、李甜工作室等团队，分别负责《明星大侦探》、《萌仔萌萌宅》、《妈妈是超人》和《妻子的浪漫旅行》等王牌综艺的制作。此外，2018 年湖南卫视试行一线团队工作室制度，并支持卫视工作室承接芒果 TV 的制作项目，积累网络视频节目研发和制作经验。

**(3) 腾讯视频：海外版权“引进一本土化”模式走通，打造众多优质节目。**腾讯视频在内容制作能力上的积累更加短平快，2018 年多部热播综艺均采用引进海外版权再本土化的模式，取得较好的用户反馈，如《创造 101》、《心动的信号》、《超新星运动会》等。

**图 13：2017 年爱奇艺工作室改革**


资料来源：公开信息，东方证券研究所

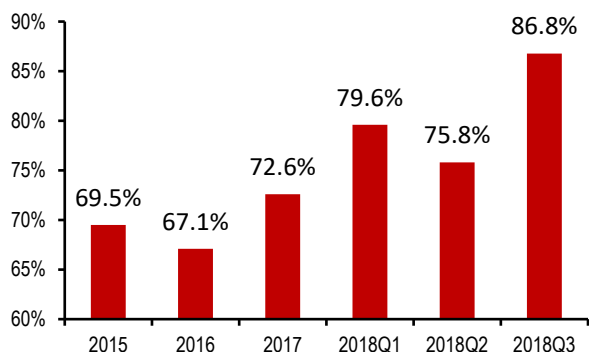
**表 5：芒果 TV 制作中心（节目自制部）架构、团队及履历**

团队/领导	履历
吴梦知	快乐阳光节目中心总监，原天娱传媒宣传总监，《我是歌手》和《花儿与少年》总撰稿人
何忱工作室	目前制作中心最大团队，打造了爆款综艺《明星大侦探》，以及芒果 TV 一个自制综艺带，包括《偶像万万碎》、《芒果捞新闻》等
袁白丽团队	制作中心第二大团队，袁白丽曾任职湖南经视，2016 年作为项目经理全程把控《爸爸去哪儿 4》策划制作，目前与团队独立出品综艺《妈妈是超人》
田海工作室	芒果 TV 第一个工作室，田海拥有芒果电视圈十七年工作经验，过去多制作直播类综艺，目前打造的慢综艺《萌仔萌萌宅》已于 2017 年底上线
李甜工作室	《真心大冒险》和《妻子的浪漫旅行》制片人

资料来源：公开信息，东方证券研究所

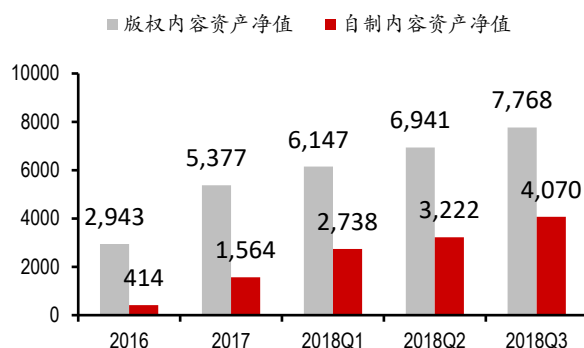
**警惕平台持续大幅亏损下资金压力可能带来的竞争变数。**以爱奇艺为例，平台持续加大内容投入的趋势也体现在了内容成本及内容支出现金流上，2015-2017 年，爱奇艺内容成本分别为 36.94 亿元、75.41 亿元 (+104.1%) 和 126.17 亿元 (+52%)，占总成本的 61.1%、65.9% 和 72.6%；内容支出现金流分别为 29.2 亿元、61.6 亿元 (+110.8%) 和 110.5 亿元 (+79.3%)。预计 2018 年内容成本及内容支出现金流均在 200 亿元以上，全年亏损将接近 80 亿元。截至 2018 年 9 月 30 日，爱奇艺持有的现金、现金等价物和短期投资总额为人民币 97 亿元，较 2018 年 6 月 30 日减少 33.6 亿元。我们认为，需要紧密关注各平台后续融资情况，警惕资金压力可能带来的竞争变数。

图 14：爱奇艺内容成本占营收比重



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：爱奇艺获版权内容及自制内容资产净值（百万元）



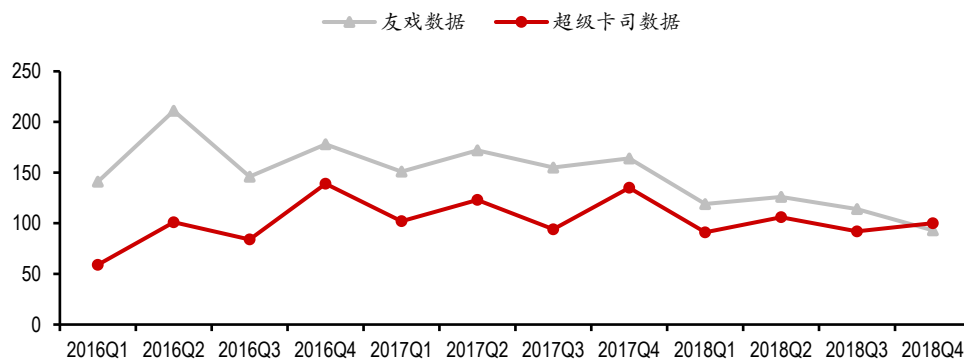
资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 2.1.2 内容端：产能收缩开启，龙头公司受益

#### ● 监管风暴过后产能开始收缩，行业生态逐步规范

**2018 年开拍项目回落，部分上市公司业务停滞，产能进入收缩期。**本报告统计了超级卡司及友戏上的组讯数量，作为目前在开拍剧组的参考数据。2018 年起开机数据数量较 2016 及 2017 年同期明显下降。截至 2018Q3，进驻友戏及超级卡司的剧组数量分别为 114 和 92，低于 2017Q3 的 155 和 94。从上市公司来看，包括华策影视、慈文传媒、鹿港文化、欢瑞世纪、唐德影视、新文化、骅威文化共 7 家公司在内的制作公司前三季度营业收入和净利润为 98.1 和 12 亿元，同比增速分别为 29.5%和 10%，自 2017Q1 开始业绩增速下降趋势未有改变。此外，骅威文化、华录百纳等公司的视剧业务几近停滞，税收审计趋严、融资收紧等外部因素加快行业洗牌。

图 16：2016Q1-2018Q4 开拍剧组数量



资料来源：友戏，超级卡司，东方证券研究所

● 龙头公司项目进度正常，多元合作模式下价格和毛利率受到挤压

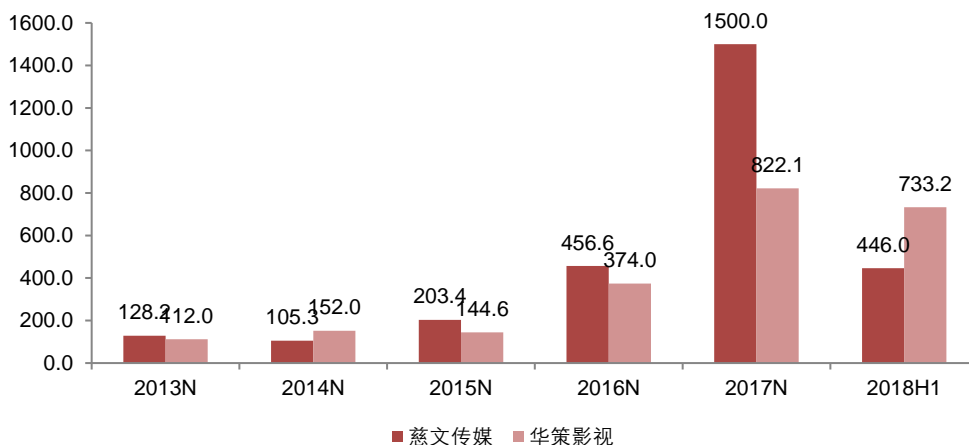
根据爱奇艺、腾讯视频、优酷及芒果 TV 招商片单，我们统计四大平台 2019 年预计上线的剧集情况。整体而言华策影视、慈文传媒、新丽传媒、完美影视贡献的项目较多，其中华策影视《宸汐缘》、《蜜汁炖鱿鱼》、《独孤皇后》、《悲伤逆流成河》等，以及慈文传媒《风暴舞》等均已进入各平台片单。在严监管等多因素带来的产能收缩背景下，龙头公司所受影响较小，有望依赖项目储备、产能优势、资源整合能力、IP 开发能力等在竞争格局中逐渐受益。

表 6：各视频平台 2019 年片单中上市影视公司项目统计

爱奇艺		腾讯视频		优酷	
剧集	上市公司	剧集	上市公司	剧集	上市公司
你和我的倾城时光	阅文集团	悲伤逆流成河	华策影视	艳势番之新青年	完美世界
宸汐缘	华策影视	半生缘	完美世界	大泼猴	唐德影视
欲望之城	阅文集团	孤独皇后	华策影视	半生缘	完美世界
绝代双骄	完美世界、华策影视	弹痕	慈文传媒	壮志高飞	完美世界
新白娘子传奇	中文在线	渴望生活	阅文集团	艳势番之新青年	完美世界
鹿鼎记	阅文集团	锦绣长歌	华策影视	孤独皇后	华策影视
风暴舞	慈文传媒	壮志高飞	完美世界	西夏死书	完美世界
巨匠	当代明诚	天下长安	欢瑞世纪	趁我们还年轻	完美世界
蜜汁炖鱿鱼	华策影视	镜双城	华策影视		
朝歌	芒果超媒	雪中悍刀行	阅文集团		
爵迹临界天下	慈文传媒	天龙八部	阅文集团		
狼殿下	阅文集团	加油你是最棒	华策影视		
火王	芒果超媒	我在北京等你	芒果超媒		
独孤皇后	华策影视	不婚女王	完美世界		
壮志高飞	完美世界	大江大河	东方明珠		
半生缘	完美世界				
火柴小姐的美味先生	唐德影视				
蛮荒搜神记	华策影视				
勇敢的心 2	完美世界				
芝麻胡同	阅文集团				
大宋少年志	芒果超媒				

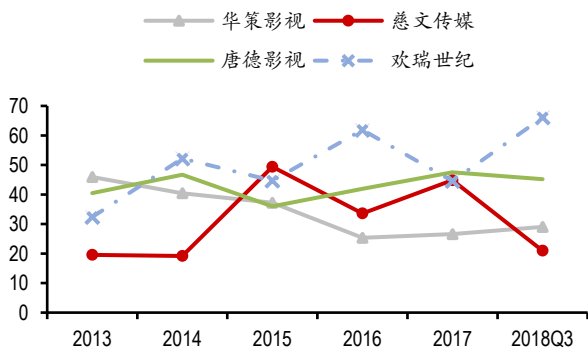
资料来源：公开信息，东方证券研究所

**单集价格增速放缓，头部公司积极与平台探索多元合作模式。**《联合声明》发布之前，网上传闻广电总局将要求网络平台对剧集单价进行限制，按照单集 800 万、600 万、400 万、300 万进行限制。根据调研情况，平台近期逐步开始对部分剧集进行限价。从半年报看，华策影视、慈文传媒 2018 年上半年影视剧单集平均销售价格约为 733 万元和 446 万元，与 2016、2017 年相比增速放缓明显。此外，以华策、慈文为代表的头部影视剧公司加快与视频平台进行定制剧合作，例如华策影视《蜜汁炖鱿鱼》、《完美机芯人》等，慈文传媒《沙海》、《爵迹》均为平台定制剧。

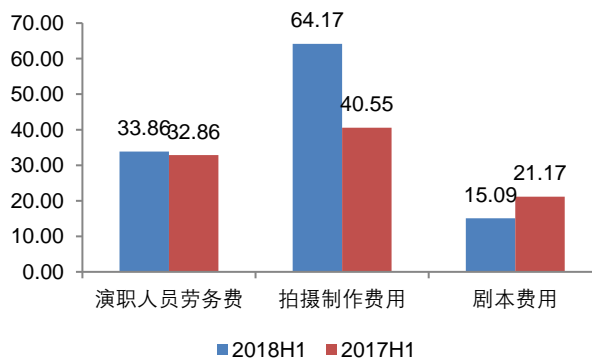
**图 17：华策影视&慈文传媒单集价格（万元）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**与平台合作模式影响毛利率水平。**由于投资份额稀释、演员成本上升等原因，从 2016 年开始，影视公司毛利率呈下降趋势，2018 年前三季度，华策影视、欢瑞世纪毛利率有所回升。随着影视剧公司与平台合作模式多样化，定制剧收入占比成为扰动毛利率的因素，以慈文传媒为例，毛利率同比下降约 25pct，主要受承制项目毛利率较低所影响。此外，根据欢瑞世纪中报披露，2018 年上半年，演职人员劳务费增速放缓，而拍摄制作费用同比大幅增长；随着行业规范化进程加快，预计这一成本结构调整还将继续。

**图 18：主要影视公司毛利率**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 19：欢瑞世纪影视业务主营业务成本构成（百万元）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 2.2 电影市场：增速中枢下移，产能出清任重道远

### 2.2.1 国内电影市场回顾：1-10 月票房同比增长 9.2%

2018 年 1-10 月，国内电影市场共实现票房（剔除票务服务费后，下同）490.49 亿元，同比增长 9.2%，增速较 2017 年同期下滑 6.3pct。观影人次 14.85 亿，同比增长 7.1%；放映场次 9085.4 万场，同比增长 17.1%。平均票价 33 元，较 2017 年提升 0.7 元；平均票价在经历了长期下滑后，在 2018 年首次出现提升。

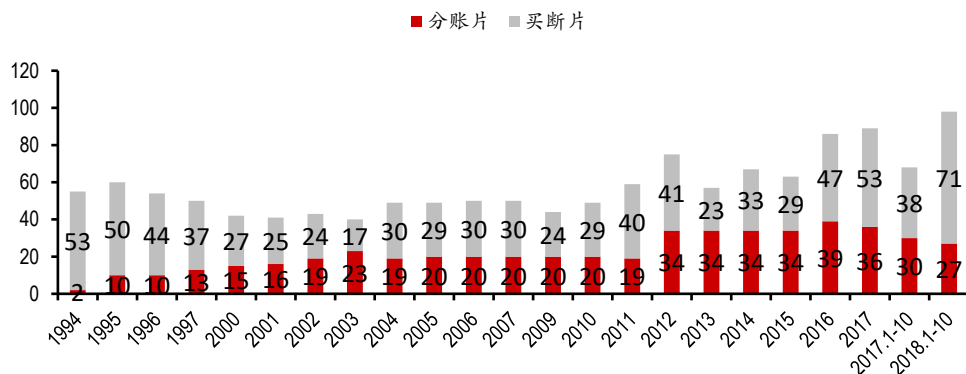
表 7：电影市场核心数据跟踪

指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018YTD
票房（亿元）	217.69	296.39	440.69	457.12	523.24	490.49
同比增速	27.5%	36.2%	48.7%	3.7%	14.5%	9.2%
观影人次（亿）	6.12	8.30	12.60	13.72	16.20	14.85
同比增速	32.5%	35.6%	51.8%	8.9%	18.1%	7.1%
放映场次（万场）	2594.51	3860.37	5285.0	7353.46	9439.6	9085.4
同比增速	33.6%	48.8%	36.9%	39.1%	28.4%	17.1%
平均票价	35.6	35.7	35.0	33.3	32.3	33.0

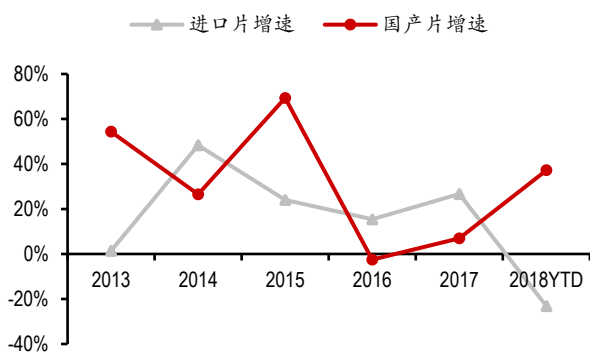
资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

国产片是拉动票房增长的核心动力，进口片票房大幅下滑。2018 年 1-10 月，国产片共实现票房 331 亿元，同比增长 37.2%；进口片票房约为 159.5 亿元，同比下降 23.2%。国产影片市场份额达 67.5%。1-10 月票房前十影片中共有国产影片 7 部，数量较以往大幅提升，《红海行动》、《唐人街探案 2》、《我不是药神》等国产影片实现口碑与票房的双丰收。实际上，根据我们的统计，在中美贸易战及进口片政策仍在谈判的背景下，2018 年 1-10 月上映的进口片数量较去年同期仍有增长，但主要来自日本、欧洲、澳大利亚等国的批片数量增加，新上映的分账片数量（27 部）较去年同期（30 部）有所下降。截至 10 月 31 日，国内共新增上映进口分账片 27 部，买断片 71 部，共 98 部影片，高于 2017 年同期的 68 部。

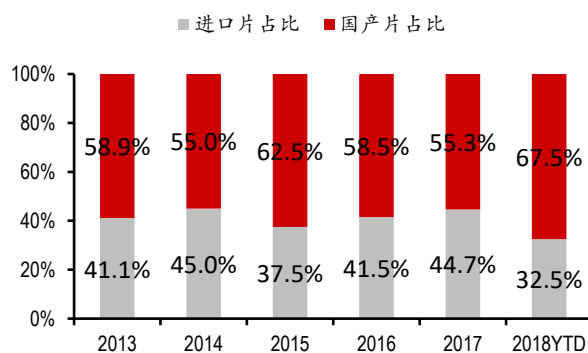
图 20：分账片 VS. 买断片上映数量



资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

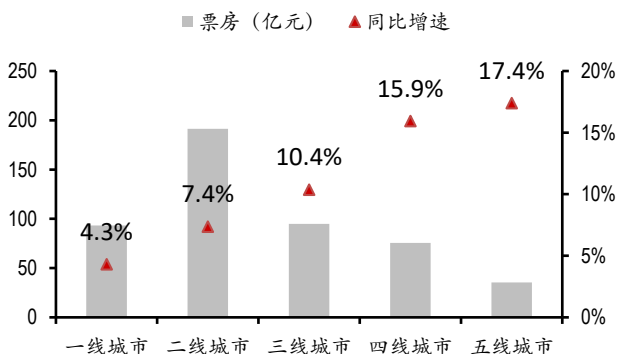
**图 21：2013-2018 年国产片与进口片票房增速对比**


资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

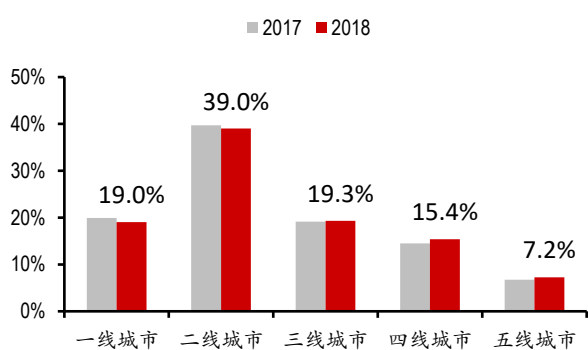
**图 22：2013-2018 年国产片与进口片票房份额对比**


资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

三至五线城市票房增速高于一二线城市，但观影习惯的成熟仍需时间。2018 年 1-10 月，三四五线城市票房收入分别为 94.8、75.5 和 35.5 亿元，同比增长 10.4%、15.9%和 17.4%，增速高于一线（4.3%）、二线城市（7.3%）及全国平均水平，三四五线城市票房收入占比分别提升至 19.3%、15.4%和 7.2%。但值得注意的是，从今年部分重要档期的分城市票房增速看，低线城市的增长波动加大。例如，国庆档及 10 月，三至五线城市的票房下滑更为显著，暑期档（6-8 月）三至五线城市的票房增速也并未超越一二线城市。我们认为这背后的原因在于，低线城市观众的观影习惯仍未成熟、从众效应更为明显，更依赖于头部喜剧片等爆款内容的拉动，整体观影习惯仍待培养。

**图 23：一至五线城市票房及增速**


资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

**图 24：一至五线城市票房份额对比**


资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

**表 8：部分重要档期三至五线城市票房增长波动加大**

城市	春节档	暑期档	国庆档	10 月单月
三线城市	10.4%	15.9%	15.4%	17.4%
四线城市	15.9%	17.4%	15.4%	17.4%
五线城市	17.4%	17.4%	15.4%	17.4%

一线城市	50.3%	5.4%	-19%	-29.4%
二线城市	64.3%	5.8%	-24%	-30.5%
三线城市	67.7%	5.8%	-26%	-31.1%
四线城市	75.2%	6.9%	-28%	-31.0%
五线城市	81.0%	3.6%	-27%	-31.0%

资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

## 2.2.2 银幕扩张速度放缓，2019 年下半年有望迎来行业拐点

三季度起终端扩张速度有所放缓，预计 2019 年银幕增长中枢将进一步下移。根据广电总局数据，截至 2018 年 6 月 30 日，国内银幕数量共 55623 块，较 2017 年底新增 4847 块。同时，根据艺恩数据，截至 2018 年 10 月 30 日，国内累计银幕数量达 58000 块，7-10 月仅新增 2377 块，增速有所放缓，预计全年新增银幕数量 8000-9000 张。我们认为，随着行业竞争的加剧和部分资本的退出，2019 年银幕增速将进一步放缓，预计 2019 年新增银幕数量约 6000 块，增速约 10%。

表 9：影院及银幕数量及增速

年度	2013	2014	2015	2016	2017	2018.6	2018.10
影院数量	4,583	5,598	7,018	8,410	9,781		
新增影院数量	903	1,015	1,420	1,392	1,371		
影院增速	24.5%	22.1%	25.4%	19.8%	16.3%		
银幕数量	18,398	24,304	31,626	41,179	50,776	55,623	58,000
新增银幕数量	5,280	5,906	7,322	9,553	9,597	4,847	2377
银幕增速	40.3%	32.1%	30.1%	30.2%	23.3%		

资料来源：广电总局，艺恩数据，东方证券研究所

终端持续增长背景下，各影投公司市占率仍然下滑，但保持快速扩张的公司所受影响相对较小。从影投公司数据看，2018 年 1-10 月十大影投合计实现票房 182.32 亿元，同比下降 1.62%；市占率 37.18%，同比下滑约 4.10pct。龙头影投公司中，除香港百老汇代替保利影业跻身前 10 名，其余 9 家影投公司票房市占率均出现下滑，其中星美影院、太平洋影管分别同比下降 1.09、1.01pct，下滑幅度较大。同时，除扩张速度较快的万达、横店等票房增速基本持平于行业外，其余公司自有影投票房均较去年同期出现下滑。

表 10：TOP10 影投公司票房（亿元）及市场份额

影投名称	2018 年 1-10 月			2017 年 1-10 月		
	票房	市占率	增速	票房	市占率	
万达电影	65.70	13.40%	6.52%	61.68	13.74%	
大地影院	23.28	4.75%	-1.48%	23.63	5.26%	
横店院线	18.53	3.78%	7.23%	17.28	3.85%	
中影影院投资	13.84	2.82%	-8.77%	15.17	3.38%	

CGV 影城投资公司	13.62	2.78%	-3.68%	金逸影视	14.14	3.15%
金逸影视	13.10	2.67%	-4.38%	中影影院投资	13.70	3.05%
星美影院	11.22	2.29%	-11.79%	CGV 影城投资公司	12.72	2.83%
太平洋影管	8.09	1.65%	-32.13%	太平洋影管	11.92	2.65%
香港百老汇	7.52	1.53%	-5.88%	耀莱管理公司	7.99	1.78%
耀莱管理公司	7.42	1.51%	4.51%	保利影业	7.10	1.58%
CR10	182.32	37.18%	-1.62%	CR10	185.33	41.28%

资料来源：艺恩电影智库，东方证券研究所 注：标红的为票房同比增长的影投公司

稀释效应持续加剧，新增影城对存量影城的票房分流仍在继续。2017 年 1-10 月票房排名全国前十的影城中，除金逸北京大悦城店票房略有提升外，其余九家影城票房在 2018 年 1-10 月均出现了大幅下滑。其中，拥有十三年历史、在深圳长期位列票房第一的橙天嘉禾影城由于租约到期已停业。从前十影城 2016-2018 年的票房统计可以看到，多数影城 2018 年票房下滑幅度均在 20% 左右。

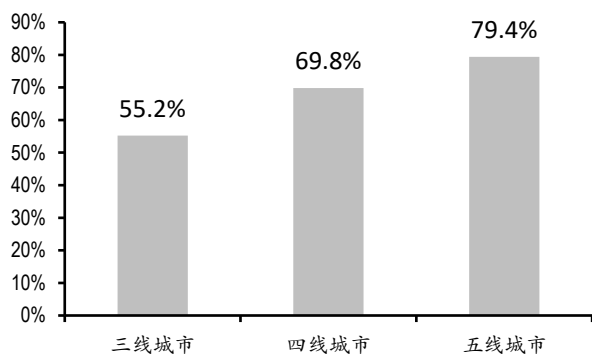
表 11：全国前十影城票房变化（1-10 月，万元）

影院	2016 票房	2017 票房	2018 票房	2017 同比	2018 同比
北京耀莱	6,834	7,863	6,440	15.1%	-18.1%
广州飞扬正佳分店	6,797	6,652	5,432	-2.1%	-18.3%
首都华融电影院	6,218	5,947	5,103	-4.4%	-14.2%
北京 UME 双井店	5,837	5,703	4,437	-2.3%	-22.2%
橙天嘉禾深圳万象城	6,542	5,635	3,672	-13.9%	-34.8%
广州飞扬影城	5,669	5,329	4,304	-6.0%	-19.2%
金逸北京大悦城店	4,977	5,138	5,348	3.2%	4.1%
上海百丽宫环贸 iapm	4,758	4,853	4,371	2.0%	-9.9%
萧山德纳国际影城	4,509	4,841	3,842	7.4%	-20.6%
广州白云万达广场店	5,767	4,784	3,661	-17.0%	-23.5%

资料来源：艺恩电影智库，东方证券研究所

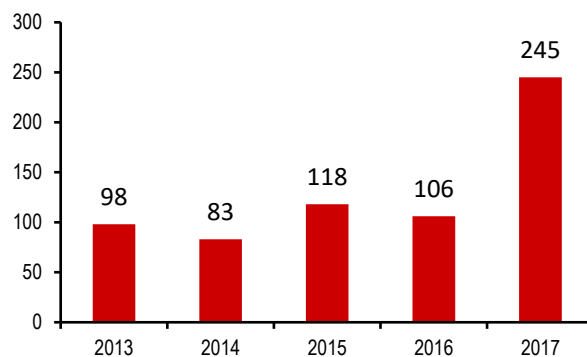
随着行业竞争的加剧和票房增长中枢的下移，部分影城经营压力加大并开始退出市场。2018 年，以星美影城为代表的公司出现危机，并开始关停旗下影城。根据我们的统计，2017 年三至五线城市票房低于 400 万的影城占比分别达 55.2%、69.8% 和 79.4%，预计部分低票房影城、中小影城和老影城的票房已经低于盈亏平衡点甚至现金流盈亏平衡点，生存压力加剧。2017 年超过 245 家影院退出市场，预计 2018 年将有超过 300 家影城继续退出。

图 25：2017 年票房低于 400 万的影城数量占比



资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

图 26：退出市场的影院数量

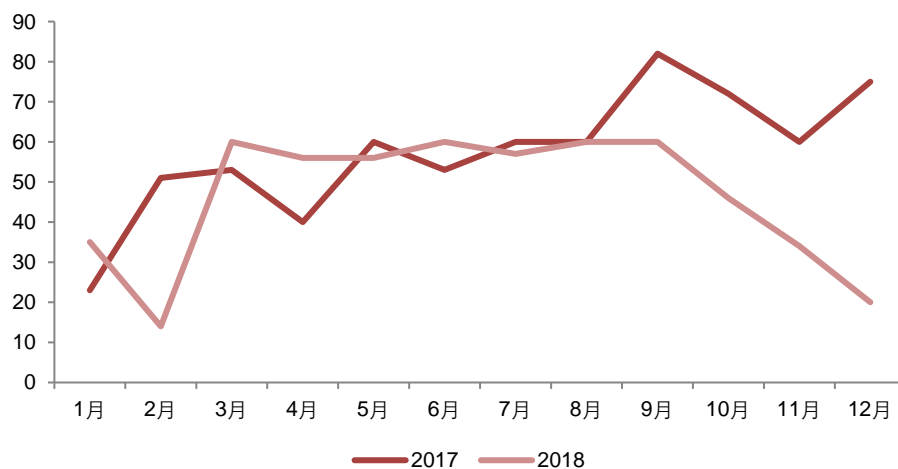


资料来源：艺恩数据，东方证券研究所

### 2.2.3 预计 2019 年增速中枢 5%-10%，可重点关注进口片票房

受影视行业监管风暴影响，电影行业进入产能收缩期。根据友戏数据，2018 年 9 月份开始电影开拍数量大幅下降，1-10 月份共 504 部电影开拍，相比 2017 年同比下降约 50 部；从目前披露的 11、12 月份数据看，全年预计开拍数量约 560 部，同比 2017 年下降约 130 部。电影行业同样进入产能收缩期，预计将对 2019、2020 年国产影片供给产生一定影响。

图 27：2017、2018 年逐月开拍电影数



资料来源：友戏，东方证券研究所

本报告详细统计了 2017 年以来开拍并计划在 2019 年上映的电影项目，结合进口影片定档情况，2019 年整体影片供给有保障。国产片方面，春节档已有《流浪地球》、《疯狂的外星人》、《飞驰人生》等影片定档，此外，张家辉主演《沉默的证人》、梁朝伟主演《风再起时》、马丽主演《阳光不是劫匪》等也有望在 2019 年上映。进口影片方面，在经历 2018 年小年之后，2019 年已有多部漫威和 DC 大片定档，包括《惊奇队长》、《复仇者联盟 4》、《蜘蛛侠：背井离乡》、《X 战警：黑凤凰》等。详见报告附录片单。

考虑银幕增速及内容供给等因素，预计 2019 年票房增长中枢为 5%-10%，虽然中枢下移，我们认为仍然可关注两条主线逻辑：（1）银幕增速下行，叠加部分存量影城退出市场，供给端竞争格局好转，利好龙头院线公司市占率提升及盈利能力触底回升；（2）2019 年预计为进口片“大年”，有望成为全年重要票房拉动力，利好进口片发行公司。

## 2.3 图书出版：产品周期带来增速分化，教材教辅迎边际改善

### 2.3.1 图书零售：产品周期带来增速分化

#### ● 行业概况：不同品类增速分化、新书畅销热点仍显不足

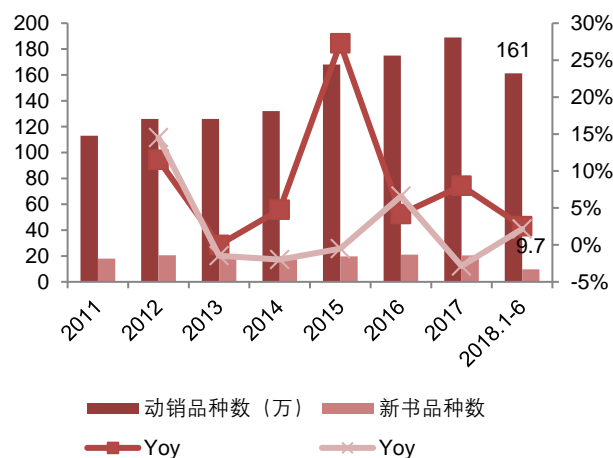
2018 年上半年增速放缓，新书品种数增长乏力。2017 年，图书零售市场同比增长 14.55%，码洋达 803.2 亿。2018 年上半年整体零售码洋增速约 11.4%，增幅有所回落。2018 年 1-6 月动销品种 161.23 万种，整体同比增长率 2.53%；新书品种 9.69 万种，同比下滑 2.16%。

图 28：全国图书零售销售码洋增速



资料来源：开卷数据，东方证券研究所

图 29：动销品种及新书品种数（万）

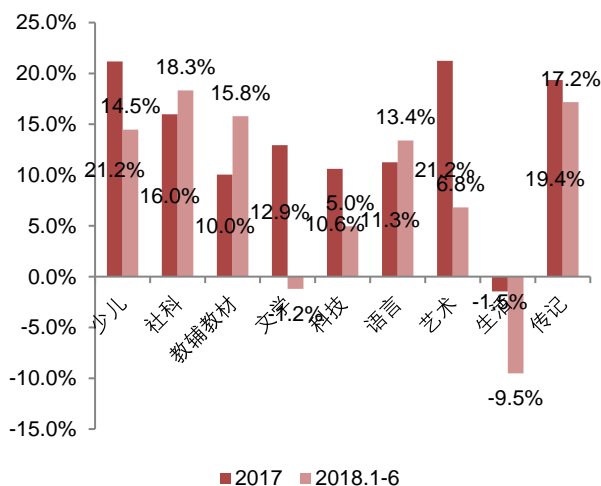


资料来源：开卷数据，东方证券研究所

不同细分品类图书增速出现较大分化，少儿类码洋规模及创新性仍居榜首。2018 年上半年少儿和文学两大品类图书码洋增速放缓，少儿类图书增速由 2017 年 21.2% 下降为 14.5%，文学类图书上半年则出现小幅下滑；而社科和教辅教材类图书增速在上半年呈现回暖加速趋势。少儿图书仍然是图书零售市场最大的细分品类，该领域内新书创新力旺盛，上半年《笑猫日记》系列成为为数不多的新上榜新书之一。文学类图书上半年码洋下滑主要由于：（1）2017 年同期受到渠道拉动和爆

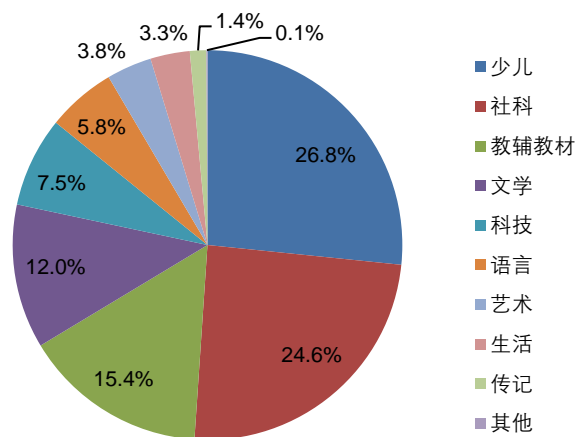
品（例如东野圭吾系列、《人类简史》系列等）共同作用，基数较高；（2）增值税优惠政策至 6 月中旬落地，影响上半年行业整体铺货及推书节奏。

图 30：2018.1-6 细分品类码洋增速



资料来源：开卷数据，东方证券研究所

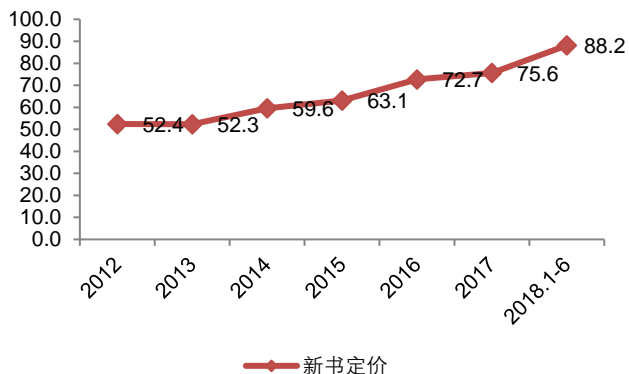
图 31：2018.1-6 细分品类码洋比重



资料来源：开卷数据，东方证券研究所

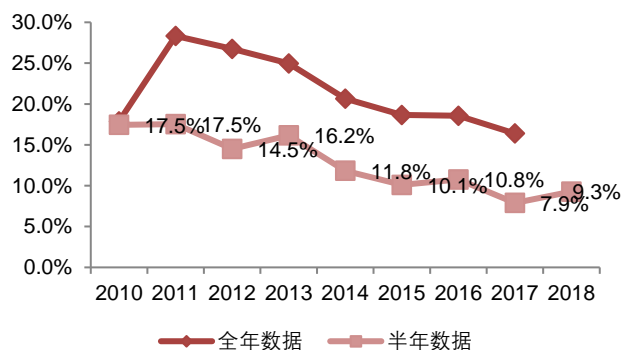
**新书畅销热点仍显不足，“霸榜”图书优势延续。**受纸价、人力等因素影响，2018 年上半年整个零售市场新书平均定价为 88.15 元，较 2017 年全年新书定价水平增加了 12 元以上。上半年新书码洋贡献率为 9.3%，从 2018 年上半年三大榜 Top10 中图书的上市情况来看，虚构类中没有新书进入前十名，非虚构类中仅有 1 本《梁家河》进入到前十名，少儿类上榜新书也仅有 1 本《笑猫日记-又见小可怜》。

图 32：零售市场新书定价（元）



资料来源：开卷数据，东方证券研究所

图 33：零售市场新书码洋贡献



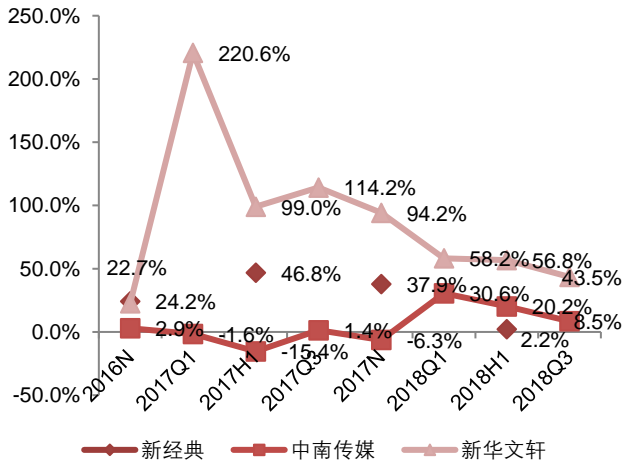
资料来源：开卷数据，东方证券研究所

### ● 公司产品周期带来增速分化，毛利率提升反映市场更加理性

受税收优惠政策延迟落地、线上平台促销同比降温、新书热点不足等因素影响，上半年文学、少儿类图书增速下滑，但出版公司业绩增速除了与大盘相关外，也与其自身产品周期相关。2018 年经典文学图书出版收入占比较高的新经典受高基数、税收政策等因素影响程度较大，上半年自有版权图书收入增速降至 2.2%。而新华文轩 2017 年以来在少儿图书上大力投入，推出《米小圈上学记》系列爆款童书，一般图书出版规模迅速扩大，2018 年 1-9 月份营收增速仍然保持在 40% 以上。从行业整体格局看，文学类畅销图书“霸榜”情况更加明显，而少儿图书迭代速度更快，头部出版公司在保持自身领先优势同时，通过加大少儿类投入可以持续获得成长性。

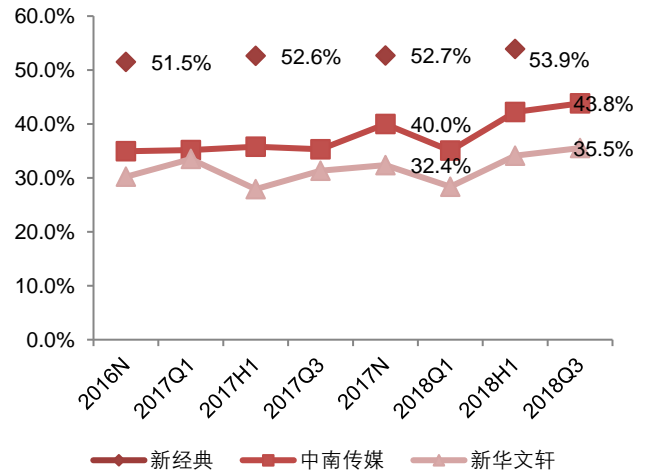
从样本公司来看，一般图书出版业务毛利率自 2017Q1 以来一直保持持续提升趋势，除了规模效应及提价效应外，本报告认为，毛利率提升反映图书零售市场更加理性，从低价策略向内容策略转变，长期有利于优质出版企业做大市场份额。

图 34：一般图书出版业务营收增速情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：一般图书出版业务毛利率情况

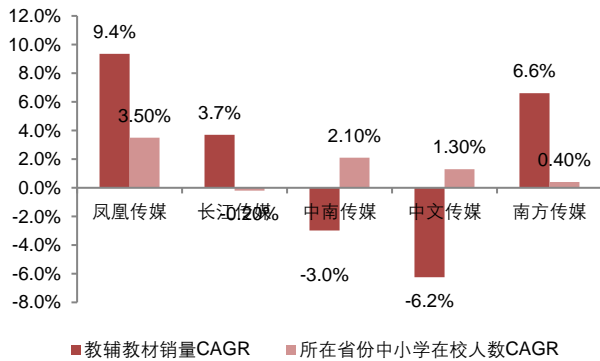


资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 2.3.2 教辅教材：教材提价带动收入端和毛利率回升

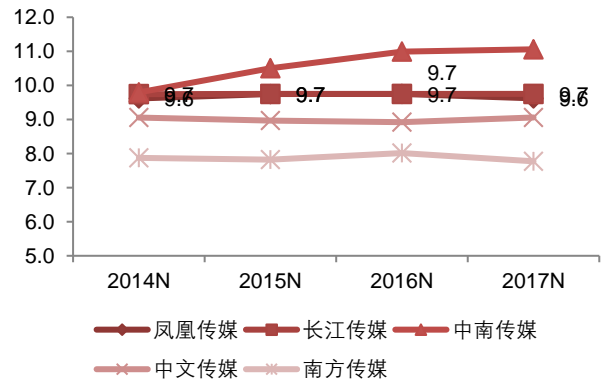
本报告统计了主要出版公司教辅教材销售额的两大驱动因素，（1）销售单价：除中南传媒通过大力拓展教辅市场提高销售单价外，其他出版公司销售单价在 2017 年之前均维持平稳；（2）销售量：在 2015-2017 年间，凤凰传媒、南方传媒教材教辅销量保持年化 6% 以上增长，中文传媒、中南传媒由于前期基数较高，教材教辅销量出现连续回落；同期各公司所在省内中小学在校学生人数基本保持平稳。中长期来看，教材教辅出版发行收入规模除受学生人数影响外，也公司产品开拓力度等因素相关，总体较为平稳。

图 36：教材教辅销量与中小学在校人数对比



资料来源：公司公告，wind，东方证券研究所

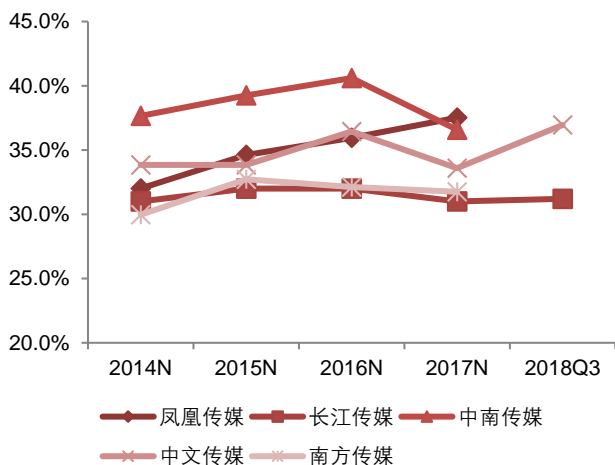
图 37：教材教辅单价走势（元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

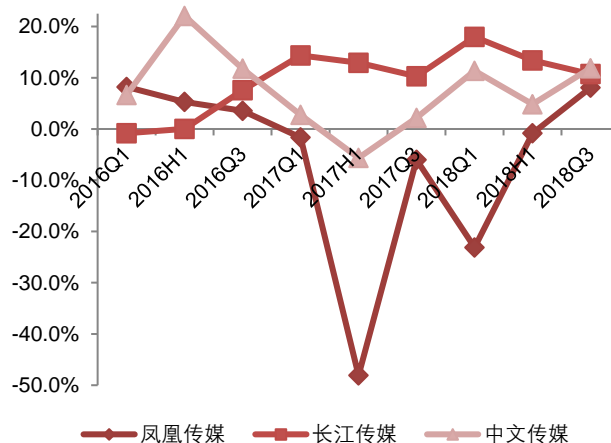
纸张涨价扰动教材教辅毛利率，定价提升利好收入端及盈利能力。教材教辅出版业务成本结构中，印刷成本占比一般达到 90%以上，2017 年纸价大幅上涨导致各大出版公司教材教辅业务毛利率出现不同幅度下滑，其中中文传媒下滑 2.9pct、长江传媒下滑 1pct。从 2017 年下半年开始，不少省市物价局陆续对当地教育出版机构教材定价进行重新审定，并下发提价通知，中南传媒、长江传媒、凤凰传媒等公司从 2017 年秋季开始陆续对教材提价 5%-10%。2018 年 1-9 月份，部分公司教材教辅销售码洋增速及毛利率出现不同幅度回升。

图 38：教材教辅出版发行业务毛利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 39：教材教辅销售码洋增速（季度）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们统计了 15 家上市出版公司的分红率、股息率及 ROE 等，可以看到，部分出版公司具备高 ROE、高股息率和在手现金充裕的特征。其中，新华文轩最近三年平均现金分红率 77.2%，平均股息率达 5.7%。中南传媒近三年平均分红率及股息率分别为 50.6%和 2.8%，现金占总资产的比重达 59.3%。此外，山东出版、凤凰传媒、南方传媒、皖新传媒、中文传媒、长江传媒和新经典等公司 ROE 均在 10%以上，经营质量较为优异。

表 12：出版公司分红率及现金情况（上市时间不足三年的按上市时间算）

公司代码	证券简称	最近三年平均现金分红率	平均股息率	现金占总资产比重	ROE
601811.SH	新华文轩	77.2%	5.7%	15.7%	9.8%
601019.SH	山东出版	33.6%	3.1%	27.1%	16.6%
601098.SH	中南传媒	50.6%	2.8%	59.3%	8.8%
601928.SH	凤凰传媒	36.9%	2.7%	36.3%	11.5%
601900.SH	南方传媒	29.4%	2.6%	10.7%	12.8%
601801.SH	皖新传媒	30.3%	2.5%	35.1%	15.1%
600551.SH	时代出版	33.5%	2.4%	19.9%	6.7%
601949.SH	中国出版	30.2%	2.3%	10.0%	5.4%

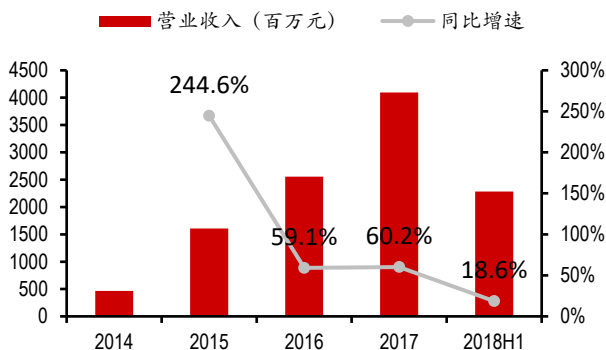
000719.SZ	中原传媒	24.7%	2.3%	28.0%	9.0%
600229.SH	城市传媒	31.0%	2.1%	18.2%	10.8%
600373.SH	中文传媒	20.4%	1.9%	24.1%	12.9%
601999.SH	出版传媒	27.1%	1.6%	7.6%	7.7%
601858.SH	中国科传	23.6%	1.4%	63.9%	7.7%
600757.SH	长江传媒	13.9%	1.3%	5.7%	13.3%
603096.SH	新经典	33.2%	1.0%	18.0%	15.5%

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 2.4 数字内容：全面进入 ARPU 和付费率驱动的时期，依靠深度运营出成绩

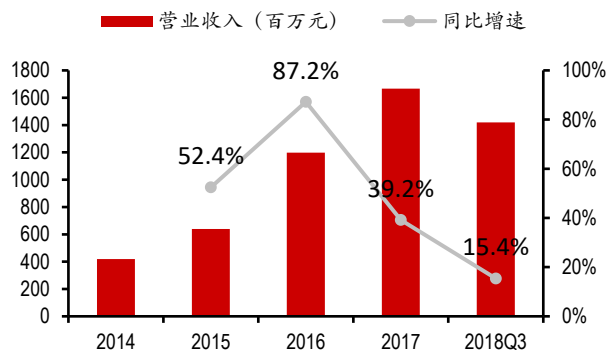
**付费红利减弱，数字阅读龙头公司业绩增长放缓。**2018 年上半年，阅文集团实现营业收入 22.83 亿元，同比增长 18.6%；其中在线付费阅读收入 18.51 亿元，同比增长 13.3%。2018 年前三季度，掌阅科技实现营业收入 14.2 亿元（+15.4%），归母净利润 1.15 亿元（+17.9%）。整体而言，数字阅读龙头公司业绩增长在 2018 年有所放缓。由于打击盗版呈现螺旋式的过程，付费红利在 2018 年对数字阅读公司的推动有所减弱。

图 40：阅文集团营业收入及增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 41：掌阅科技营业收入及增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

**MAU 增长放缓，多渠道进行用户拓展。**2018H1 阅文集团平均 MAU 2.13 亿，同比增长 11.3%；掌阅 APP 平均 MAU 约 1.1 亿，同比增长 6.8%，MAU 增速均较 2017 年有所下滑。其中，阅文集团自有平台 MAU 1.06 亿，同比增长 20.4%；腾讯自营渠道 MAU 1.07 亿，同比增长 3.6%。自有平台 MAU 的增长主要来自新渠道的拓展，主要包括：（1）拓展手机预装渠道，进行 oppo Find X、华为荣耀 10 及 vivo Y67 等机型的预装；（2）更准确的内容推荐机制；（3）和腾讯视频合作等。

**表 13：阅文集团及掌阅科技 MAU（百万人）**

MAU (百万)	2015	2016	2017H1	2017	2018H1
阅文集团	117.1	169.9	191.8	191.5	213.5
掌阅科技	70.88	93.63	103.27	104	110
增速	2015	2016	2017H1	2017	2018H1
阅文集团		45.1%	22.2%	12.7%	11.3%
掌阅科技		32.1%	23.1%	11.1%	6.8%

资料来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

在 MAU 增长放缓背景下，通过强化运营能力，提高付费率和 ARPU 值将是未来付费阅读收入保持增长的关键。2018H1 阅文集团付费用户数 1070 万，同比减少 7%；付费率 5.0%，同比下降 1pct。公司付费用户数及付费率的下滑主要由于 2017 年下半年起腾讯自营渠道付费用户数持续减少。用户增长放缓后，MAU 的增长贡献率下降，付费率和 ARPU 值的贡献将更加重要。在数字阅读整体用户数平稳的情形下，如何提高付费率和 ARPU 值，是未来各平台运营的关键。

**表 14：阅文集团核心经营指标**

指标	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
MAU	117.1	169.9	191.5	191.8	213.5
付费率	3.20%	4.90%	5.80%	6.00%	5.00%
付费用户数	3.8	8.3	11.1	11.5	10.7
月 ARPU 值	17.1	17.4	22.3	20.5	24.4

资料来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

阅文集团收购新丽传媒，掌阅科技推出“掌阅课外书”，龙头企业开始新布局与新尝试。2018 年 10 月 30 日，阅文集团完成对新丽传媒的收购，阅文的内容与新丽的制作能力形成互补，强化对作品的质量控制和产业链上下游协同效应，增强对头部作家的吸引力。8 月 2 日，掌阅在北京召开发布会，推出了全新产品：掌阅课外书，其作为一款专为青少年课外阅读研发的内容产品，在内容和产品设计上特点鲜明，紧抓传统图书数字化机遇，全面覆盖成人及青少年人群。在付费阅读之外，龙头公司加快业务拓展节奏。

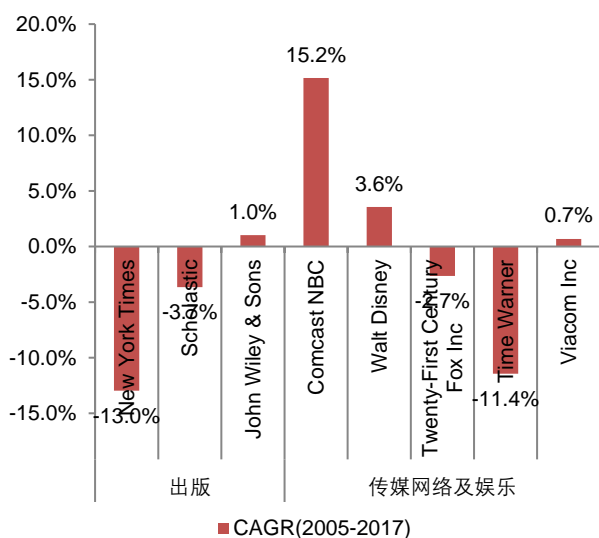
### 3. 成熟期海外传媒集团股价复盘

#### 3.1 行业成熟期不影响个股大幅跑赢大盘

本报告所选的美股样本公司共 8 家，分别为迪士尼、康卡斯特、维亚康姆、时代华纳、21 世纪福克斯、时代出版、学乐集团等，覆盖出版、有线网络、广播电视、电影娱乐、主题公园等传媒领域。从规模指标看，2005-2017 共 13 年间，除康卡斯特通过频繁大手笔并购扩大规模外，其余公司整体规模较为平稳，迪士尼营业收入 CAGR 为 4.5%、净利润 CAGR 为 6.7%；时代华纳营业收入

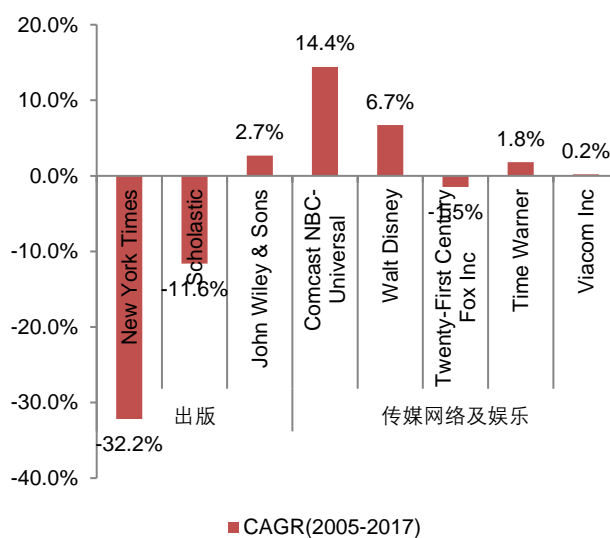
CAGR 为-3.9%、净利润 CAGR 为 1.8%；维亚康姆营业收入 CAGR 为-0.1%、净利润 CAGR 为 0.2%。

图 42：美国典型传媒集团收入增速



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 43：美国典型传媒集团净利润增速



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

部分个股低点反弹后持续大幅跑赢大盘指数，6年 CAGR 平均为 20%。2008 年金融危机中，各公司股价均出现大幅调整，传媒集团在金融危机后表现亦出现较大分化。本报告以 2008 年为基准，统计了各传媒集团股价在不同期限内的表现，可以得到以下结论：（1）虽然收入和净利润规模在期间内并没有增长，但大部分传媒集团在 2008 年低点后均开启一轮股价反弹，股价低点反弹后 6 年 CAGR 平均达到 20%，大幅跑赢大盘指数。（2）相比出版类公司，传媒娱乐公司反弹幅度更大且持续性更强，维亚康姆、21 世纪福克斯在金融危机后的 6 年内的任何持有时间期限均大幅跑赢美股指数。

表 15：美国典型传媒集团股价表现（注：以股价最低点为基准）

		1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年
		CAGR	CAGR	CAGR	CAGR	CAGR	CAGR
出版	New York Times	73.7%	19.3%	3.6%	4.2%	17.1%	11.7%
	Scholastic	33.4%	17.9%	11.2%	11.5%	10.2%	14.6%
	John Wiley & Sons	24.7%	22.6%	10.1%	3.0%	11.1%	9.0%
传媒网络及娱乐	Comcast						
	NBC-Universal	30.3%	18.6%	30.4%	32.5%	28.0%	22.3%
	Walt Disney	22.5%	5.3%	24.3%	24.4%	26.7%	24.8%
	Twenty-First Century Fox Inc	31.3%	39.4%	34.8%	37.5%	34.3%	26.2%

	Time Warner	40.3%	24.5%	20.3%	23.2%	27.4%	27.5%
	Viacom Inc	56.6%		34.0%	28.2%	33.0%	25.1%
指数	SPX500	23.5%	18.0%	11.7%	12.1%	15.4%	14.7%
	DJI	18.8%	14.9%	11.7%	10.5%	13.6%	12.5%
	IXIC	43.9%	29.7%	18.2%	17.6%	21.5%	20.1%

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

### 3.2 成熟期传媒集团估值/财务特征：高 FCF Yield、高 ROE 下的积极回购是股价反弹的重要催化剂

媒体娱乐板块个股的上涨虽然与 2008 年之后美股开启一轮大牛市有直接关系，但是不同公司在市场大跌后的财务/估值特征存在分化，因而导致其反弹幅度和持续性有所差异，我们认为，分析领涨公司的收益构成以及其在股价低点时的估值特征是具有借鉴意义的。

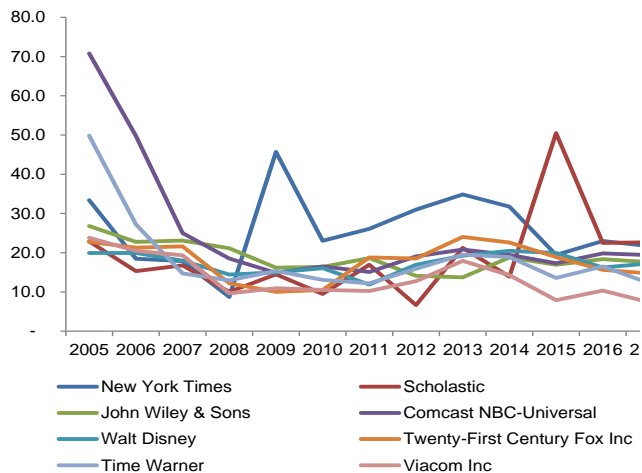
**股票回购和现金分红是美股反弹收益的重要组成部分。**2008 年前后，本报告所选取的样本公司均开始实施股票回购，迪士尼、时代华纳、维亚康姆、学乐集团 2007 年回购收益率分别为 10.2%、15.8%、7.4%、16.1%，2007-2014 年平均回购收益率为 5.3%、7.7%、8.7%和 5.6%。除此之外，样本公司股息率较为平稳，除时代华纳和纽约时报外，股息率基本在 1%~1.5%区间。

**表 16：美国传媒集团股价投资回报分析**

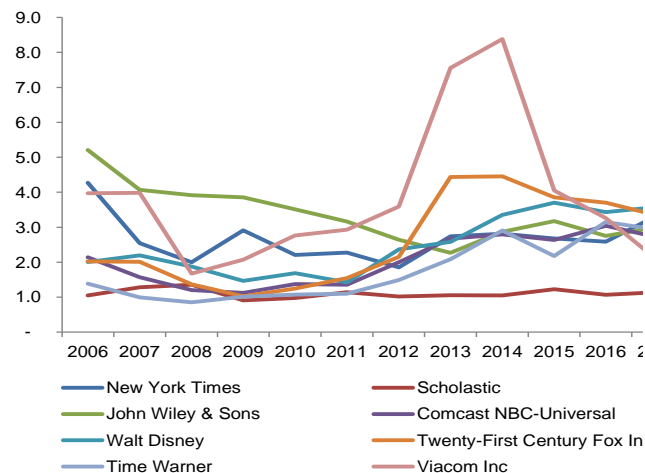
	6 年 CAGR	Repurchase Yield	Dividend Yield	Net income CAGR
New York Times	11.7%	0.0%	0.2%	-23.1%
Scholastic	14.6%	5.6%	1.4%	-4.4%
John Wiley & Sons	9.0%	1.4%	1.5%	7.1%
Comcast NBC-Universal	22.3%	3.1%	1.4%	18.3%
Walt Disney	24.8%	5.3%	1.1%	6.9%
Twenty-First Century Fox Inc	26.2%	2.8%	1.2%	4.0%
Time Warner	27.5%	7.7%	2.6%	-1.9%
Viacom Inc	25.1%	8.7%	1.0%	3.8%

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

2008 年前后，样本公司 PE 均跌到历史地位，其中，纽约时报、学乐集团和维亚康姆均在 2008 财年跌破 10 倍 PE。从 PB 来看，2008 年前后为各家公司 PB 落地历史最低点，学乐集团、康卡斯特、21 世纪福克斯以及时代华纳在 2008、2009 年纷纷跌破净资产。**股价大幅调整后带来的价值偏离是各家公司积极回购的主要原因。**

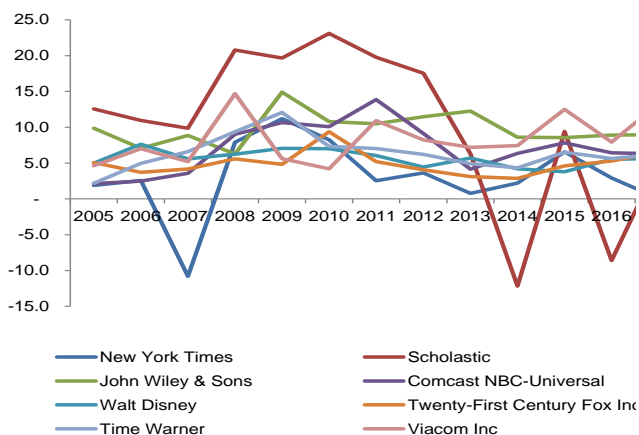
**图 44：美国典型传媒集团 PE**


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

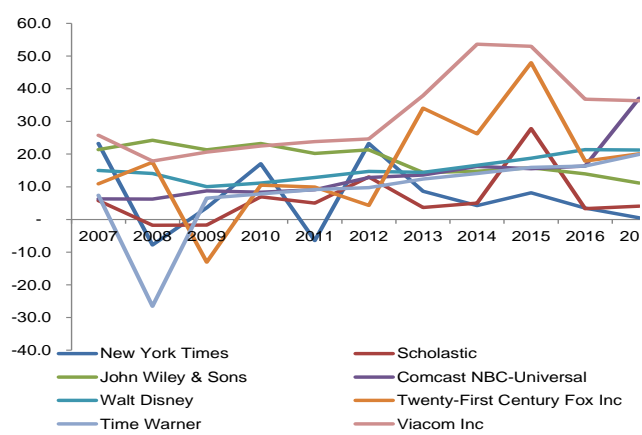
**图 45：美国典型传媒集团 PB**


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

**高 FCF Yield、高 ROE 是积极实施回购以带动股价反弹的必要条件。**本报告所选取的传媒公司均为美国传媒行业龙头，通过占据核心内容或渠道资源、并积极兼并收购不断巩固行业地位，在成熟期内，除个别年份亏损外，各个公司均保持较高的 ROE 水平；2007-2017 年，维亚康姆、迪士尼、康卡斯特 ROE 平均分别为 32.1%、15.5% 和 13.7%。而决定回购和分红的更重要的指标是现金流，本报告测算样本公司 2005-2017 年平均 FCF Yield 为 7% (对应 P/FCF 约 14X)，而在 2008、2009 年，平均 FCF Yield 提升至 10% 以上 (对应 P/FCF 仅为 10X)；其中，学乐集团、维亚康姆、时代华纳、康卡斯特在 2008 年 FCF Yield 分别为 20.8%、14.7%、9.4% 和 9.0%，其均为回购力度较大的公司。

**图 46：美国传媒集团 FCF Yield**


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

**图 47：美国传媒集团 ROE**


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

## 4. 行业新阶段下的择股新思路：攻守兼备、精选龙头

从海外传媒公司复盘看,处于成熟期的公司同样能够大幅跑赢大盘,这些公司普遍具有高现金流(能够支撑公司进行大额回购、收购扩张)、高 ROE (具有较强的盈利能力) 的特征, 其内在逻辑在于上述成熟期公司具备以不同方式回馈股东的能力, 维亚康姆、时代华纳、学乐集团等以高回购回馈股东, 康卡斯特等则以并购扩张方式不断做大规模。当国内传媒行业迈入发展新阶段, 过去从单一成长性指标择股思路需要调整, 本报告从稳健防御、龙头反转、成长领先三个角度, 建议在选股上攻守兼备、精选龙头。

### (1) “稳健防御”组合：中国电影、中文传媒、中南传媒、凤凰传媒

本报告从多个指标出发筛选稳健防御品种, 兼顾考虑公司潜在业绩风险、现金充裕度、盈利能力及趋势、估值因素: (1) 商誉/总资产<10%; (2) 现金/总资产>20%; (3) PE(TTM)<30X; (4) EV/EBITDA<15X; (5) 近三年平均 ROE>10%且无明显下降趋势。持续看好电影板块全产业链龙头公司中国电影(600977, 买入), 建议关注出版板块优质个股中文传媒(600373, 买入)、中南传媒(601098, 未评级)、凤凰传媒(601928, 未评级)。

- **中国电影:** 1) 公司是全产业链经营影视龙头, 发行业务、放映业务、影视制片制作业务和影视服务业务稳健发展, 降低电影大盘波动对公司业绩影响。2) 公司是进口片“一家进口, 两家发行”的政策红利受益者, 2019 年预计为进口片“大年”, 收益进口片票房增长。3) 制片业务此前受合拍片亏损因素影响连续两年带来负贡献, 2018 年以来通过加强项目的规划和投资, 板块稳定性大大增强, 约 25 个项目进入开拍阶段, 《流浪地球》定档 2019 年春节档。
- **中文传媒:** 1) 公司拥有出版发行及游戏两大现金牛业务。其中传统业务 8 家控股出版社及江西新华发行集团资产质量优异, 出版发行业务保持稳健增长和稳定毛利率; 2) 目前在运营的多款核心游戏具备较长生命周期, 随着销售费用率的下滑进入利润释放期。储备的重点产品《Call of duty 使命召唤》、《恋与制作人》等有望在 2019 年陆续上线; 3) 公司作为 MSCI 新兴市场指数成分股, 有望获得国内外机构更多资金配置。上市至今 ROE 长期稳定在约 12%-13%, 实施股份回购显示出对未来持续稳定发展的信心。

表 17: “稳健防御”组合筛选结果 (2018 年 11 月 12 日收盘价)

证券简称	市值	现金/总资产	商誉/总资产	PE-TM	PB	EV/EBITDA	ROE(2016)	ROE(2017)	ROE(2018)	上市以来分红率 (%)	股息率 (%)
中南传媒	211.0	61.9%	0.3%	17.5	1.6	6.2	14.9%	11.6%	9.7%	35.5%	2.0%
中国电影	258.4	48.1%	2.8%	16.6	2.4	10.6	12.6%	9.6%	12.9%	27.8%	1.7%
凤凰传媒	190.1	28.4%	0.9%	13.6	1.4	9.2	10.5%	9.7%	12.3%	35.7%	2.6%
中文传媒	167.3	24.1%	10.4%	10.7	1.3	7.7	12.5%	12.5%	13.8%	20.9%	1.2%

资料来源: Wind, 东方证券研究所

### (2) “龙头反转”组合：新经典、万达电影、光线传媒、横店影视、阅文集团

根据本报告行业回顾部分观点, 受行业政策、产品周期、行业格局调整等因素影响, 2018 年部分板块整体进入调整期, 龙头公司或面临短期业绩压力, 或进入上下游格局变化带来的业务调整周期,

但我们认为，随着竞争格局改善、利空因素消化，2019年需要重点关注龙头反转机会，建议关注标的新经典(603096, 增持)、万达电影(002739, 买入)、光线传媒(300251, 增持)、横店影视(603103, 增持)、阅文集团(0772.HK, 未评级)。

- **新经典**：由于税收优惠政策延迟落地、头部产品景气回落等因素影响，2018年公司业绩持续回调，前三季度实现营收6.76亿(-2.6%)，归母净利润1.87亿(+5.5%)；归母扣非净利润1.49亿(-3.8%)。公司在业绩调整期内，再次确立经典文学国内版权优势，并持续做大文学类腰部作品总盘子，降低未来对单系列作品依赖；此外，少儿团队独立运作后渠道推广和运作实力更加突出，Q3以来销量回升明显，持续看好公司“畅销+长销”产品力。
- **万达电影**：1) 票房增速进入平稳期，预计2019年增速中枢5%-10%，随着开业减速及关停并转加速，2019年下半年有望逐步迎来行业拐点。2) 票房市占率触底反弹：2018年1-10月，国内电影市场共实现分账票房490.49亿元，同比增长9.2%；同期万达国内票房同比增长约12.6%，自2018年5月以来市占率持续缓慢提升。3) 持续保持积极扩张：截至10月底，公司共有开业影院573家、银幕5062块；相比2017年底共新增影城57家、银幕491块；预计未来公司仍将维持每年80-100家扩张速度。4) 公司公告收购包括万达影视在内的上游内容资产，布局中长期上下游协同发展机会。
- **光线传媒**：1) 公司持续聚焦电影主业与优质内容，通过光线影业、青春光线、彩条屋、小森林等多厂牌运作，项目储备丰富。公司拥有优秀的项目判断能力、团队执行力和电影宣发能力，电影业务竞争优势突出；2) 通过彩条屋影业持续布局高进入门槛的动漫业务，打造未来重要业务支柱。同时电视剧业务由参与投资向主投主控转变，有望带动业绩增长；3) 公司通过投资猫眼强化线上发行力量，进一步增强在电影投资发行业务竞争优势，提升行业地位。
- **阅文集团**：1) 公司作为数字阅读行业龙头，庞大的文学内容库、存量作家资源及完善的作家培养机制等构筑公司竞争壁垒；2) 2018年公司通过预装、与腾讯视频合作等新渠道的拓展，推动2018H1自有平台MAU同比增长20.4%，后续用户有望保持稳健增长；付费率的提升需要持续运营，公司拥有内容、作者及平台优势，整体付费率的提升仍有空间；3) 公司完成对新丽传媒的收购，阅文的内容与新丽的制作能力形成互补，强化对作品的质量控制和产业链上下游协同效应，推动IP衍生业务发展。

### (3) “成长领先”组合：芒果超媒、华策影视

流媒体视频在用户付费渗透率驱动下仍然保持较高景气度，且视频平台参与内容制作环节的动力和能力仍将强化，我们持续看好流媒体视频领域内具有强内容运营能力的平台公司。此外，监管风暴带来产能出清，2019年龙头内容公司在生产产能、融资能力、渠道关系等方面的优势将更加突出。建议关注芒果超媒(300413, 未评级)、华策影视(300133, 未评级)。

- **芒果超媒**：1) 公司坚持湖南卫视独播+芒果TV自制+对外合作定制多条线齐头并进，推动广告、会员、内容运营等收入增长，1-9月份各项业务增速亮眼。2) 截至2018年9月，芒果TVMAU达到1.04亿，平台付费会员数增至819万，“优质内容+会员活动”双管齐下，平台活跃度将持续提升。3) 芒果TV&湖南卫视全面试行工作室制度，拥有业内最强综艺团队，在媒体运营经验、制作团队力量等方面具有极大先发优势。
- **华策影视**：1) 公司通过依托上市公司平台，建立事业合伙人制度，现已培养出近三十多个优质创意团队、工作室，规模居行业第一；2) 公司根据行业变化积极调整战略，除精品版权

剧之外，积极与视频平台尝试定制剧、合拍剧等合作模式，在行业产能出清背景下，收入规模能够持续扩大；3) 2018 年公司广告、艺人经纪等非内容业务快速发展，分别实现收入 4104.63 万元和 1.27 亿元，同比增长 114.7%和 179.3%；内容衍生业务的发展有助于增强盈利能力和业绩稳定性。

**表 18：相关标的盈利预测表**

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	净利润 (百万元)					PE		
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017E	2018E	2019E	2020E
002739.SZ	万达电影	408.7	1,516	1,537	1,753	1,927	27	27	23	21
603103.SH	横店影视	106.3	331	343	379	422	32	31	28	25
600977.SH	中国电影	258.8	965	1,501	1,381	1,535	27	17	19	17
300251.SZ	光线传媒	224.4	815	2,468	1,106	1,377	28	9	20	16
603096.SH	新经典	76.5	232	252	311	383	33	30	25	20
600373.SH	中文传媒	167.1	1,452	1,609	1,819	1,970	12	10	9	8
300133.SZ	华策影视	167.3	634	772	972	1,187	26	22	17	14
300413.SZ	芒果超媒	362.4	73	1,049	1,349	1,755		35	27	21

资料来源：Wind，东方证券研究所（注：华策影视、芒果超媒盈利预测来自万得一致预期）

## 风险提示

- 政策监管风险

影视内容板块收到政策监管的影响较大,诸多新的内容形式在政策监管逐步介入后将受到相应掣肘,未来若监管政策进一步收紧,相关产业将受到较大影响。

- 优质内容供应不足风险

影视内容板块的增长与波动与优质内容的供应相关,若行业优质内容供应不足,则会影响板块整体业绩兑现并加大整体波动

- 经济增长放缓风险

经济增长的放缓对传媒互联网行业增长预期存在影响,经济增长及转型有助于提升居民消费水平及文化需求,若经济出现波动将对电影、电视剧及其他新兴内容板块产生影响。

## 附录一：2019 年电影片单

表 19：2019 年预计上映国产影片片单

开拍时间	电影名	导演	主演
2017 年 2 月	明日战记	吴炫辉	古天乐 / 刘青云 / 刘嘉玲
2017 年 2 月	深夜食堂	梁家辉	梁家辉 / 魏晨 / 邓超 / 彭于晏
2017 年 3 月	甜美生活	牛涵	徐帆 / 卢靖姗
2017 年 3 月	拓星者	张小北	宋洋 / 齐溪
2017 年 4 月	十吨刺客	刘镇伟	张晋 / 蔡少芬
2017 年 5 月	流浪地球	郭帆	屈楚萧 / 李光洁 / 吴孟达
2017 年 6 月	欢迎来到熊仁镇	查慕春	朱亚文 / 张榕容
2017 年 7 月	疯狂的外星人	宁浩	黄渤 / 沈腾 / 王砚辉
2017 年 9 月	八佰	管虎	张译
2017 年 9 月	午夜慢车	戴思杰	佟大为 / 郑秀文
2017 年 10 月	沉默的证人	雷尼·哈林	张家辉 / 杨紫 / 任贤齐
2017 年 10 月	玩命旅行指南	刘仪伟	闫妮 / 张嘉译
2017 年 10 月	阳台上	张猛	周冬雨 / 王锵
2017 年 11 月	风再起时	翁子光	梁朝伟 / 郭富城 / 谭耀文
2017 年 10 月	英格力士	陈冲	王志文 / 袁泉 / 霍思燕 / 王传君
2017 年 12 月	送我上青云	滕丛丛	姚晨 / 李九霄
2017 年 12 月	兰心大剧院	娄烨	巩俐 / 赵又廷 / 小田切让
2017 年 12 月	希望岛	提莫·沃伦索拉	安迪·加西亚 / 段奕宏
2018 年 1 月	八月未央	李凯	钟楚曦 / 罗晋 / 谭松韵
2018 年 1 月	刀尖	高群书	张译 / 朗月婷 / 黄志忠
2018 年 2 月	阳光不是劫匪	李玉	马丽 / 宋佳 / 谢锐涛

2018年11月	限期破案	刘浩良	吴彦祖 / 王千源 / 春夏
2018年11月	刺杀小说家	路阳	雷佳音 / 杨幂 / 董子健 / 于和伟
2018年11月	749局	陆川	廖凡 / 王俊凯 / 苗苗 / 金世佳
2018年10月	伟大的愿望	田羽生	彭昱畅 / 魏大勋 / 王大陆
2018年9月	铤而走险	甘剑宇	大鹏 / 欧豪 / 李梦
2018年9月	特警队	丁晟	贾乃亮 / 张云龙 / 凌潇肃
2018年9月	恋曲1980	梅峰	李现 / 春夏
2018年9月	银河补习班	邓超 / 俞白眉	邓超
2018年8月	同学烩	梁天 / 杨涛	何冰 / 连奕名 / 马苏
2018年8月	神探大战	韦家辉	刘青云 / 蔡卓妍 / 林峰
2018年8月	侍神令	李蔚然	陈坤
2018年8月	热带往事	温仕培	彭于晏 / 张艾嘉 / 王砚辉
2018年7月	少年的你	曾国祥	周冬雨 / 易烱千玺
2018年7月	一秒钟	张艺谋	张译
2018年7月	跳舞吧！大象	林育贤	艾伦 / 金春花
2018年7月	吹哨人	薛晓璐	雷佳音 / 汤唯
2018年7月	扫毒2	邱礼涛	刘德华 / 古天乐 / 苗侨伟
2018年6月	诗眼倦天涯	徐浩峰	陈坤 / 周迅 / 宋佳
2018年6月	犯罪现场	冯志强	古天乐 / 宣萱 / 张继聪 / 谭耀文
2018年5月	死亡通知单：暗黑者	邱礼涛	古天乐 / 张智霖 / 吴镇宇
2018年5月	荞麦疯长	徐展熊	马思纯 / 钟楚曦 / 黄景瑜
2018年4月	南方车站的聚会	刁亦男	胡歌 / 桂纶镁 / 廖凡 / 万茜
2018年4月	叶问4	叶伟信	甄子丹 / 陈国坤 / 吴樾
2018年3月	催眠裁决	黎兆钧 / 施柏林 / 刘永泰	张家辉 / 张瀚
2018年3月	花椒之味	麦曦茵	郑秀文 / 任贤齐 / 刘德华
2018年3月	合法伴侣	黄雷	李治廷 / 张榕容 / 白客 / 周韦彤
2018年3月	蓝色列车	张大磊	梁景东 / 海清
2018年2月	日月传奇	金依萌	窦骁 / 迪丽热巴

资料来源：豆瓣电影，公开信息，东方证券研究所

**表 20：2019 年预计上映进口影片片单**

上映时间	电影名	出品公司
2019年1月18日	玻璃先生	环球影业、试金石公司
2019年2月22日	驯龙高手3	梦工厂
2019年3月1日	混沌漫步	狮门影业、Eagle Films
2019年3月8日	惊奇队长	漫威影业
2019年3月29日	小飞象	华特·迪士尼影片公司

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2019年4月5日	新宠物坟场	派拉蒙影业公司
2019年4月5日	沙赞	新线电影公司、DC娱乐公司
2019年4月12日	地狱男爵：血皇后崛起	美国狮门影片公司
2019年5月3日	复仇者联盟4	漫威影业
2019年5月10日	精灵宝可梦：大侦探皮卡丘	美国传奇影业、华纳兄弟影片公司
2019年5月17日	疾速备战	美国狮门影片公司
2019年5月24日	星际探索	二十世纪福克斯
2019年5月24日	阿拉丁	华特·迪士尼影片公司
2019年5月31日	哥斯拉：怪兽之王	美国华纳影片公司、传奇影业
2019年6月7日	爱宠大机密2	照明娱乐公司
2019年6月7日	X战警：黑凤凰	二十世纪福克斯
2019年6月14日	未命名黑人衍生电影	哥伦比亚影片公司
2019年6月21日	玩具总动员4	迪士尼·皮克斯
2019年7月5日	蜘蛛侠：背井离乡	漫威影业
2019年7月19日	狮子王	华特·迪士尼影片公司
2019年7月26日	霍伯斯与肖	环球影业
2019年7月26日	好莱坞往事	索尼电影娱乐公司
2019年8月2日	X战警：新变种人	二十世纪福克斯
2019年8月9日	阿特米斯的奇幻历险	华特·迪士尼影片公司
2019年9月6日	小丑回魂2	美国新线电影公司
2019年9月27日	新霹雳娇娃	索尼电影娱乐公司
2019年10月4日	双子煞星	派拉蒙影业公司、天舞影业
2019年10月11日	金翅雀	华纳兄弟影业
2019年11月1日	神奇女侠1984	华纳兄弟影片公司、DC娱乐公司
2019年11月8日	王牌特工3	二十世纪福克斯
2019年11月15日	终结者6	派拉蒙影业公司
2019年11月27日	冰雪奇缘2	华特迪士尼动画工作室
2019年12月18日	宇宙巨人希曼	索尼电影娱乐公司
2019年12月20日	星球大战9	华特·迪士尼影片公司

资料来源：公开信息、东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

