

## 传媒行业 2019 年度投资策略

## 政策三尺冰寒，静待龙头早春

推荐（维持）

- **游戏板块:** 版号审批未来进入总量调控,小厂商加速出清,市场竞争聚焦头部;优质内容方议价能力上升,预计版号发放恢复后利好 CP 大厂。海外建议关注腾讯、网易、金山软件, A 股 IQ19 建议关注完美世界、游族网络。
- **影视板块:** 明星缴税风波仍未平息,政策监管依然严厉,电视剧方面推荐龙头华策影视,建议关注超跌的慈文传媒、欢瑞世纪及平台爱奇艺;数部好莱坞影片定档及年底多部国产电影上映,可关注票房数据,推荐渠道龙头万达电影,内容方推荐光线传媒。
- **营销板块:** 新潮传媒依托百度,延续降维竞争战略,预计楼宇资源端竞争仍将持续,但重合度或降。梯媒市场实现盈利的关键来自于“小区框架+写字楼梯外屏”,而非“小区梯内屏”,建议持续关注分众传媒。
- **教育板块:** 行业监管政策风险叠加宏观经济承压,长期推荐培训龙头机构——核心培训业务确保稳健增长、产业线延伸给予业绩向上弹性,职业培训行业推荐百洋股份、建议关注亚夏汽车, K12 培训行业推荐科斯伍德、建议关注立思辰,素质培训推荐盛通股份、建议关注三垒股份。
- **风险提示:** 宏观经济风险;政策监管风险;行业竞争加剧;业绩承诺未完成。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
华策影视	9.01	0.44	0.55	0.71	20	16	13	2	推荐
万达电影	21.64	0.89	1.03	1.17	24	21	18	3	强推
光线传媒	7.34	0.85	0.37	0.46	9	20	16	2	推荐
百洋股份	10.30	0.49	0.64	0.79	19	15	12	2	推荐
科斯伍德	9.84	0.48	0.40	0.49	20	24	20	3	推荐
盛通股份	9.99	0.42	0.53	0.66	23	18	15	2	推荐

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2018 年 11 月 23 日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师: 潘文韬

电话: 021-20572578  
 邮箱: panwentao@hcyjs.com  
 执业编号: S0360518070003

## 证券分析师: 肖丽荣

电话: 010-63214676  
 邮箱: xiaolirong@hcyjs.com  
 执业编号: S0360517080006

## 联系人: 李雨琪

电话: 021-20572555  
 邮箱: liyuqi@hcyjs.com

## 联系人: 徐呈隽

电话: 021-20572562  
 邮箱: xuchengjun@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	150	4.21
总市值(亿元)	13,589.22	2.56
流通市值(亿元)	8,963.63	2.36

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	3.37	-28.89	-38.03
相对表现	-1.72	-13.3	-17.98



## 相关研究报告

- 《传媒互联网行业周报 2018 年第 40 期》  
2018-11-11
- 《学前教育规范意见出台: 监管力度超市场预期, 落地尚有距离, 长期看好优质培训机构》  
2018-11-16
- 《传媒互联网行业周报 2018 年第 41 期》  
2018-11-18

# 目 录

<b>一、游戏板块：发展进入成熟期，政策驱动下内容大厂占优.....</b>	<b>7</b>
(一) 趋势：小厂商加速出清，内容方议价能力上升，利好内容大厂 .....	7
(二) 建议关注：腾讯控股、网易、完美世界、游族网络.....	7
<b>二、影视行业：经历行业寒冬，明年关注政策面变化.....</b>	<b>10</b>
(一) 2018 年影视股普遍大幅下跌.....	10
(二) 电视剧内容板块：年底政策频出，利好行业龙头公司 .....	11
(1) 推荐标的：华策影视.....	13
(2) 建议关注：慈文传媒/欢瑞世纪.....	14
(三) 平台板块——机遇与挑战并存 .....	15
(1) 机遇：外购内容成本可得到一定控制 .....	15
(2) 挑战：自制等投入仍在加大，囚徒困境下内容成本居高不下.....	16
(3) 建议关注：爱奇艺 .....	16
(四) 院线行业的驱动因素——票房增长 .....	17
(1) 票房增长的核心逻辑.....	18
(2) 内容方面，关注制作大片及量大的龙头公司.....	21
(3) 渠道方面，看好龙头扩张市占率 .....	22
<b>三、广告行业：梯媒青山依旧在，近看争雄远长红.....</b>	<b>27</b>
(一) 总盘分析：梯媒广告触达率全渠道第二 .....	27
(二) 历史竞争：外围价格战，分众一骑绝尘 .....	27
(三) 海外比较：毛利率 20-40%，净利率 10-25%.....	28
(四) 新潮传媒：2017 年降维打入社区梯媒市场.....	28
<b>四、教育行业：监管逐渐完善、行业集中度提升，培训龙头具备长线投资价值.....</b>	<b>37</b>
(一) 海内外教育板块股价大幅波动，业绩稳健.....	37
(二) 职业培训行业竞争加剧，龙头集中度提升.....	38
(1) 推荐标的：百洋股份.....	40
(2) 建议关注：亚夏汽车.....	40
(三) K12 培训行业整治影响机构短期扩张，龙头长期规模优势逻辑未变 .....	41
(1) 推荐标的：科斯伍德.....	42
(2) 建议关注：立思辰.....	43
(四) 监管政策趋严，素质类培训风险较低.....	43
(1) 推荐标的：盛通股份.....	43
(2) 建议关注：三垒股份.....	44

(五) 在线教育赛道正热，机构盈利困难 .....	44
五、风险提示 .....	45

# 图表目录

图表 1	移动游戏市场实际销售收入	7
图表 2	腾讯控股旗下游戏概况	8
图表 3	《逆水寒》开服火爆	8
图表 4	图表:《暗黑破坏神·不朽》手游	8
图表 5	WIND 申万三级行业影视动漫行业 2018 年指数	10
图表 6	2018 年底出台的有关影视动漫行业的政策	11
图表 7	2015-2017 电视剧网络播放量金字塔	12
图表 8	2015-2017 电视剧网络播放量金字塔	12
图表 9	2017 年华策大剧流量市场份额占比	12
图表 10	2017 年年度播放量 TOP50 剧集类型数量占比和流量占比	12
图表 11	华策 17 年三部大剧抢占头部网播大剧近半数市场份额	13
图表 12	17 年 A 股上市公司首播电视剧集数	13
图表 13	17 年 A 股上市公司首播电视剧部数	13
图表 14	华策影视主要财务指标	14
图表 15	申万三级行业影视动漫 1 年来动态 PE-bands	15
图表 16	爱奇艺 2015 年至今会员收入占比持续提升	15
图表 17	平台外购成本有降价空间	16
图表 18	2015-2018Q3 爱奇艺内容成本	16
图表 19	17 年 A 股上市公司首播电视剧部数	16
图表 20	2018 年 9 月典型平台付费会员	17
图表 21	2018 年 9 月典型平台付费会员	17
图表 22	2014 年至今美国最大院线 AMC 收入构成	18
图表 23	2017 年我国上市院线公司收入构成	18
图表 24	2011 年—2018H1 我国银幕总数及增速	18
图表 25	2017 年新建影院城市分布及影投公司新投影院分布	19
图表 26	2012-2015 年县城与其他地区影院数量图	19
图表 27	2013-2017 年各线城市票房增长率	19
图表 28	2015-2017 年全国各线城市票房及复合增长率	19
图表 29	2013-2017 年国产电影豆瓣及猫眼评分	20
图表 30	2013-2017 年国产电影按票房分类的部数	20
图表 31	2013-2017 年按票房分类的国产电影票房占比	20
图表 32	2011-2018H1 年全国票房产出及增速 (亿元, 不含服务费)	21

图表 33	2011-2018H1 年全国单银幕票房产出 (万元)	21
图表 34	2013-2017 年上映电影数量持续增长	21
图表 35	2013-2017 年按票房分类的国产电影票房占比	21
图表 36	光线传媒主要财务指标	22
图表 37	上市院线公司新建影院计划与 2017 年实际完成情况 (实际完成情况包含并购)	23
图表 38	2015 年至今影院并购案例	24
图表 39	北美与我国院线公司非票收入占比对比	25
图表 40	万达院线各业务毛利率对比	25
图表 41	上市院线公司影视制作资源	25
图表 42	万达电影主要财务指标	26
图表 43	中国广告市场终端触达率统计	27
图表 44	中国梯媒广告市场接受程度	27
图表 45	楼宇媒体主要经营商盈利能力对比	28
图表 46	海外大型户外媒体公司盈利能力对比	28
图表 47	新潮传媒发展历程回顾 (2007.04-2018.05)	29
图表 48	新潮传媒社区楼宇电视铺设位置和 content 布局	30
图表 49	新潮传媒社区楼宇电视“梯内屏”示意图	30
图表 50	分众传媒、新潮传媒 2018 年上半年刊例价、执行价对比 (社区媒体部分)	30
图表 51	新潮传媒 2017-2018 年月度点位上刊率 (%)	31
图表 52	新潮传媒美框 300、分众传媒框架刊例价报价对比	32
图表 53	新潮传媒全国实际可售点位统计 (2017.07-2018.10)	32
图表 54	新潮传媒全国覆盖城市规模统计 (2017.07-2018.10)	33
图表 55	新潮传媒核心 8 城可售点位占比 (2017.07-2018.10)	33
图表 56	新潮传媒核心 8 城可售点位规模 (2017.07-2018.10)	33
图表 57	新潮传媒 2014-2018 年月度营收 (万元)	34
图表 58	新潮传媒盈利预测与点位覆盖计划 (2015-2020 年)	34
图表 59	新潮传媒 2018 年核心 KA 客户	35
图表 60	消费者梯媒广告品牌认知度 (分城市类别)	36
图表 61	新潮传媒蜜蜂投放系统效果演示	36
图表 62	A 股教育板块行情表现	37
图表 63	港股教育板块行情表现	37
图表 64	美股教育板块行情表现	37
图表 65	A 股教育板块 2018 年三季度报业绩一览	38
图表 66	中国历年 GDP 与失业状况	39

图表 67	日本历年 GDP 与国家公务员考录比 .....	39
图表 68	主要公司营收状况 .....	39
图表 69	职业培训公司净利润（亿元） .....	40
图表 70	K12 培训机构整治情况 .....	41
图表 71	主要公司扩张情况 .....	41
图表 72	K12 培训机构最新报告期的营收增速（%） .....	42
图表 73	培训机构专项治理行动进程 .....	42
图表 74	民办教育监管政策一览 .....	43
图表 75	在线教育行业市场规模 .....	44
图表 76	在线培训机构的净利率分布 .....	44
图表 77	在线培训机构的销售费率分布 .....	45

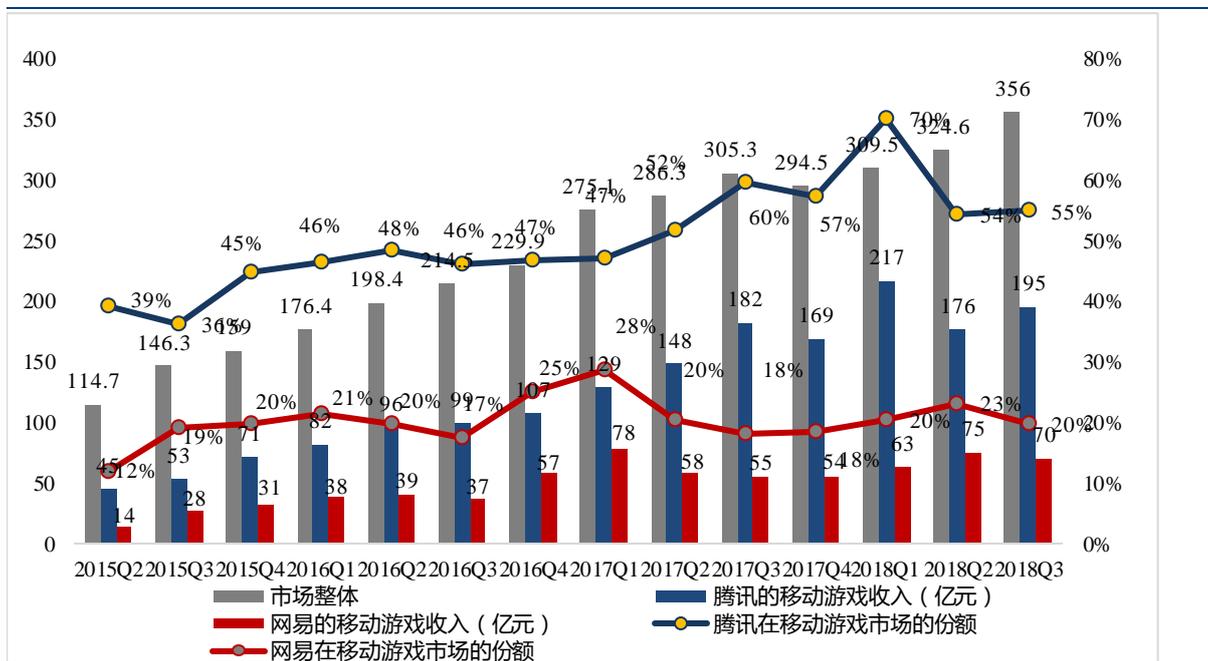
## 一、游戏板块：发展进入成熟期，政策驱动下内容大厂占优

### （一）趋势：小厂商加速出清，内容方议价能力上升，利好内容大厂

版号审批未来进入总量调控，小厂商加速出清，市场竞争聚焦头部：18Q3 手游市场同比增长 16.6%，环比增长 9.7%。版号储备匮乏，资金周转困难的小厂在今年行业困境中加速出清。预期在未来总量调控的局面下，版号获取将比政策变化前更加困难；对于行业一二线 CP 来讲，总量调控对于公司获取版号影响有限。

优质内容方议价能力上升，预计版号发放恢复后利好 CP 大厂：市面上厂商数量及新游数量减少，游戏市场需求不减。供给减少将提振优质内容议价能力，降低单用户获取成本。对买量公司而言，买量成本得以控制，若能自研优质游戏规避内容方议价能力提升带来的成本，则能够凭借原有渠道优势迎来增长。

图表 1 移动游戏市场实际销售收入



资料来源：wind，华创证券

### （二）建议关注：腾讯控股、网易、完美世界、游族网络

**腾讯控股 (0700.HK)**：现有游戏业务表现稳健，《王者荣耀》Q3 付费用户、MAU 指标得以恢复。2019 年《天涯明月刀》、《剑网三：指尖江湖》、《跑跑卡丁车》等端转手项目预期不端贡献增量，产品储备充足，品类多样。此外，公司手握流量入口，与头部厂商如完美、盛大、三七、游族等进行合作，获得其头部产品独代权。

风险提示：版号审批进程恢复较慢；流量获取成本、内容成本上升；内部构架重组；短视频吸量风险。

图表 2 腾讯控股旗下游戏概况

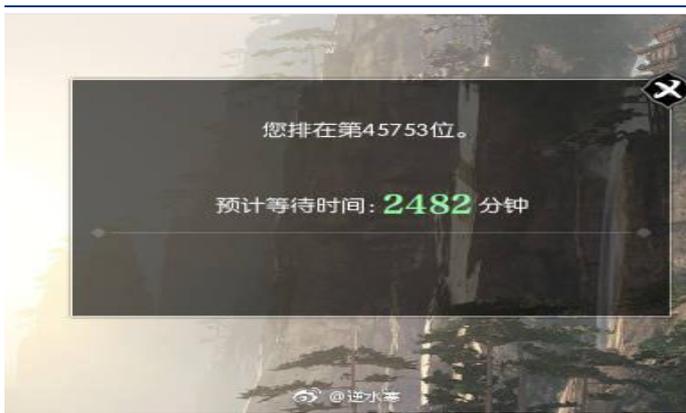
名称	自研/代理	进度	名称	自研/代理	进度
权力的游戏：凛冬将至	代理	2018年底测试	狐妖小红娘	自研	终测中
堡垒之夜手机版	代理	2018年8月安卓测试	剑侠情缘2：剑歌行	代理	2018年12月25日发布
天涯明月刀	自研	2019年上线	选择：恋世界	代理	2018年7月删档测试
剑网三：指尖江湖	代理	2019年上线	王牌战士	自研	2018年10月结束封测
跑跑卡丁车官方竞速版	代理	2018年10月删档测试	拉结尔	代理	删档计费测试中
代号：夏娃	代理	测试中	光明勇士	代理	2018年11月公测
一人之下	自研	三测中	乐高无限	自研	2018年底上线
猎人X猎人	自研	首测	完美世界手游	代理	2018年11月结束技术测试
仙境RO传说	代理	首测	侍魂：胧月传说	代理	2018年11月底上线
仙剑奇侠传4	代理	2018年9月删档测试	云梦四时歌	代理	2018年底上线

资料来源：wind，华创证券

**网易 (NTES.O)**：端游方面，新游《逆水寒》表现优异，暑期叠加爆款新游推动公司 Q3 端游收入增长 30%。手游方面，率先入场吃鸡等品类，18 年《楚留香》、《第五人格》、《神都夜行录》、《明日之后》等产品表现抢眼。2019 年预期联手暴雪打造的《暗黑破坏神：不朽》手游上市并在全球发行；Pipeline 品类众多，存量储备充足，传统优质 MMORPG 手游和自研多款非 MMORPG 新游将为公司游戏业务增长保驾护航。

风险提示：广告收入增速下降；版号运营号审批恢复时间不确定；游戏不达预期风险。

图表 3 《逆水寒》开服火爆



资料来源：逆水寒微博

图表 4 图表：《暗黑破坏神：不朽》手游



资料来源：暗黑破坏神手游官网

**完美世界 (002624.SZ)**：2018 年前三季度合计营收 55.13 亿元，同比下降 0.2%，净利润 13.17 亿元，同比增长 22.18%；重磅游戏《完美世界手游》有望 2018Q4 左右上线，重现《完美世界》端游荣光；《云梦四时歌》、《我的起源》等多品类游戏也将由腾讯独代陆续上线。

风险提示：游戏上线表现不及预期、游戏版号审批风险。

**游族网络（002174.SZ）**：2018 年前三季度合计营收 21.66 亿元，同比增长 7.79%，净利润 6.83 亿，同比增长 49%；

《权力的游戏：凛冬将至》交由腾讯独代，预计将于明年上市；海外业务稳步发展，《天使纪元海外版》跻身多个欧洲国家畅销榜 Top 100。

风险提示：新游上线表现不及预期；版号运营号审批恢复时间未定。

**金山软件（3888.HK）**：2018 年前三季度合计营收 41.47 亿元，同比增长 9.11%；剑网三长期稳定贡献收入，预计 2019 年剑三手游将推出。金山办公稳定增长，2019 年预期 IPO，金山云业务中国市占率第三，保持高速增长。

风险提示：游戏上线推迟、产品不达预期风险；云业务价格战成本加剧风险。

## 二、影视行业：经历行业寒冬，明年关注政策面变化

### （一）2018 年影视股普遍大幅下跌

2018 年至今，A 股影视股普遍出现大幅下跌：WIND 申万三级行业中，影视动漫行业指数从年初的 5345.56 点下跌到 11 月 23 日的 3320.59 点，至今为止跌幅为 37.38%，比申万传媒一级行业的整体跌幅 36.83% 多跌 0.5 个点。

图表 5 WIND 申万三级行业影视动漫行业 2018 年指数



资料来源：wind

2018 年影视股表现不佳的原因是多方面因素共同造成的：

1) 政策尤其是税收监管趋严，原有生态动荡重建。

- 针对明星：崔永元揭露娱乐圈“阴阳合同”现象，范冰冰被追缴税款和罚款共 8.8 亿元，以此揭开明星补税风波。
- 针对影视公司：由于加强税务监管，注册于霍尔果斯享受税收优惠的影视企业大撤退，发票开办受阻，影响现金流回款，开机作品数量下降。从 10 月开始，税务总局要求影视公司进行税收“自查自纠”；

2) 黑天鹅事件，如高云翔等艺人牵涉刑狱，影响剧作播出；

3) 经营层面，多家影视公司大股东股权质押率高，商誉高，现金流吃紧；

4) 人望方面，龙头公司万达 11 月才复牌，创业板龙头乐视网也遭遇困境。

2019 年影视股前瞻：

- (1) 内容公司：业务基本面暂无较大变化，需关注开机进程及具体影视项目的表现，如票房、收视率及点播量。
- (2) 平台及渠道公司：关注业务进展及相应的市场份额变化，关注平台及渠道公司的业务多元化进展。
- (3) 政策基本面：影视动漫受政策影响显著，需要随时跟踪最新的政策变化。
- (4) 个别公司：关注资产注入、并购重组、以及关联公司申请上市等事件驱动。

## （二）电视剧内容板块：年底政策频出，利好行业龙头公司

- 1) 政府收紧税收监管，加速影视市场出清，给龙头公司腾出空间；
- 2) 限制明星片酬可降低成本，这一限薪要求对网剧一视同仁。与此同时，3 大视频平台（爱奇艺、腾讯视频、优酷）和 6 家影视公司（正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒）响应政策，共同抵制天价片酬，限定“单个演员单集片酬（含税）不能超过 100 万元，总片酬（含税）不能超过 5000 万元”；
- 3) 支持民营企业发展（大部分影视公司为民营企业）；
- 4) 积极解决政府部门和国有企业拖欠民营企业账款问题（现金流对影视公司非常重要）；

图表 6 2018 年底出台的有关影视动漫行业的政策

政策/会议名称	颁布时间	发布单位	主要内容
《通知》	2018/6/27	中宣部等5部门	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
《通知》	2018/7/13	税务总局	影视企业和影视行业从业人员应当依法如实申报并缴纳税款；各级税务机关要加强影视行业的税源管理
《国家税务总局关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	2018/10/09	税务总局	2018年10月开始，到2019年7月底前结束，按照自查自纠、督促纠正、重点检查、总结完善等步骤，逐步推进规范影视行业税收秩序工作
《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》（明星限薪令）	2018/11/09	广电总局	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 广电总局将严格控制偶像养成类节目以及综艺嘉宾片酬，对于影视剧演员片酬，不超过制作总成本的40%，其中主要演员不超过总片酬的70%</li> <li>• 广电总局将坚决打击收视率（点击率）造假行为</li> </ul>
民营企业座谈会	2018/11/01	习近平总书记	全力支持民营企业发展，提出了大力支持民营企业发展壮大的6方面政策举措
国务院常务会议	2018/11/09	国务院	抓紧开展专项清欠行动，国办牵头督办，为清理政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款，对欠款“限时清零”

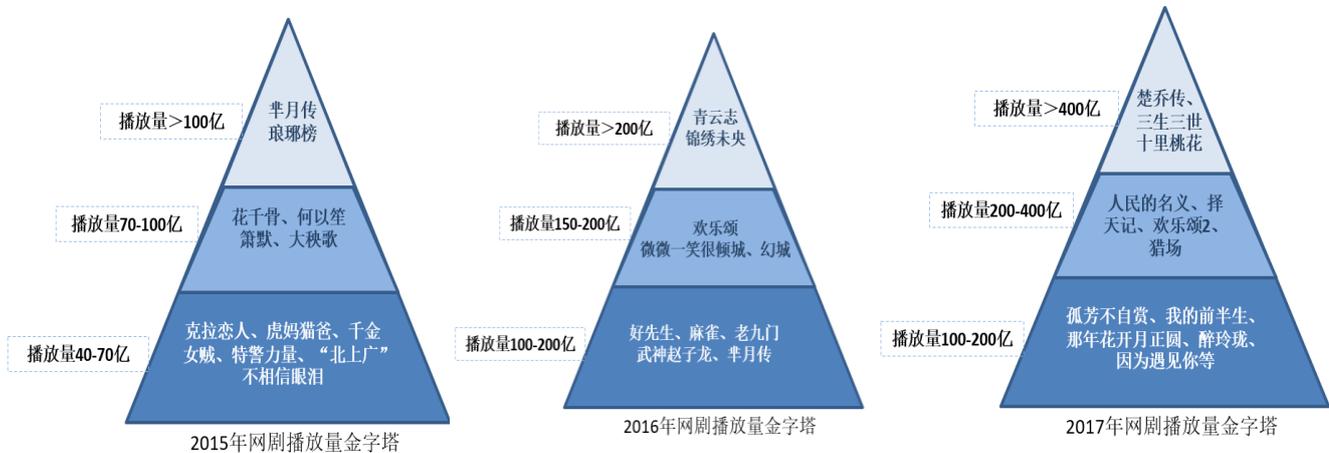
资料来源：华创证券整理

### 电视剧内容股择股逻辑：爆款&规模

从行业角度，每年的爆款是有限的：观众注意力有限，视频网站往往将主要资金采购有限的头部剧，故我们认为行业头部剧产量保持稳定。换句话说，如果“头部剧”的行业产量会扩大，那将不被称为“头部剧”。

从公司角度，制作爆款需要绑定资源：包括 IP、演员、导演、编剧等，往往需要进行资本绑定。

图表 7 2015-2017 电视剧网络播放量金字塔



资料来源：艺恩、华创证券

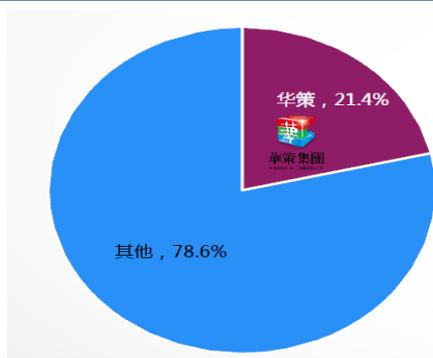
图表 8 2015-2017 电视剧网络播放量金字塔



资料来源：公司公告、华创证券整理

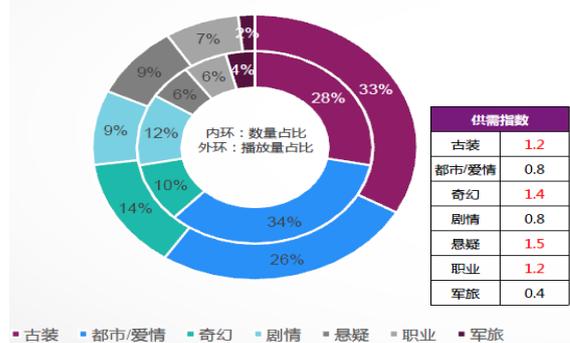
形成规模效应，可获得多重优势。华策影视每年产量高居龙头，拥有多重优势：1) 剧目类型丰富，东方不亮西方亮；2) 形成规模优势，工业化生产线培养团队，打造新人更有效率；3) 爆款是个概率问题，规模大，概率高。

图表 9 2017 年华策大剧流量市场份额占比



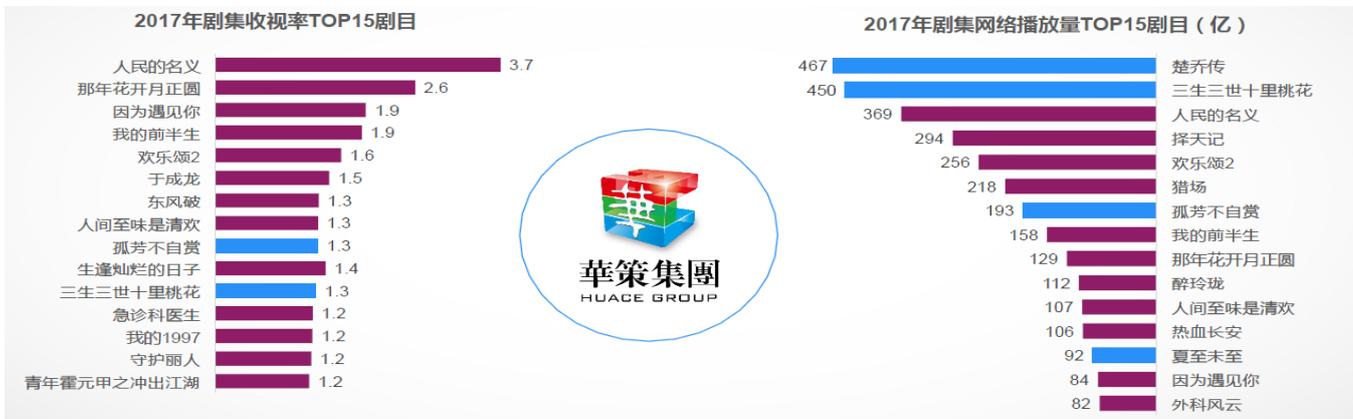
资料来源：艺恩、华创证券

图表 10 2017 年年度播放量 TOP50 剧集类型数量占比和流量占比



资料来源：艺恩、华创证券

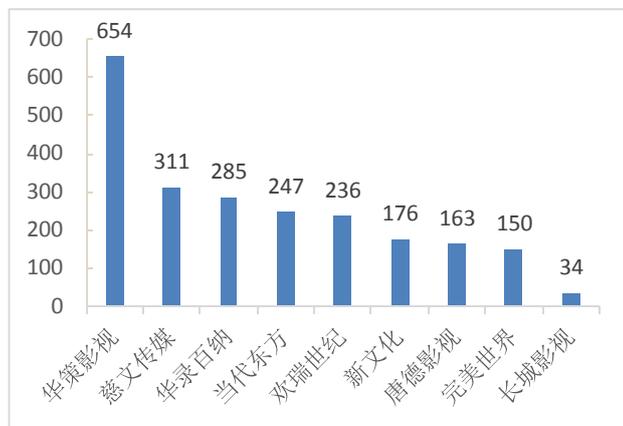
图表 11 华策 17 年三部大剧抢占头部网播大剧近半数市场份额



资料来源：艺恩、华创证券

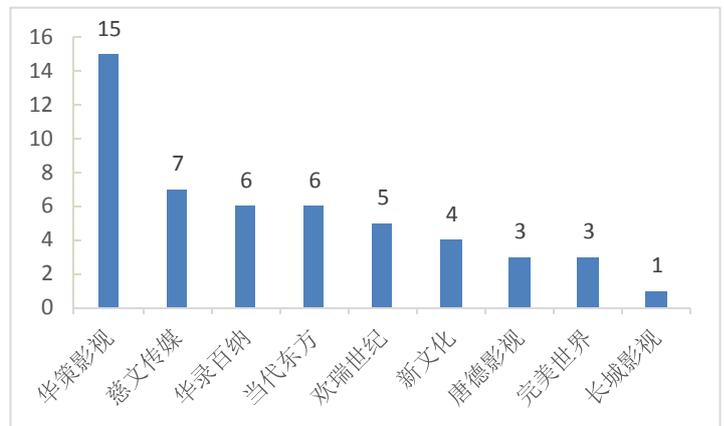
电视剧产量方面，17年华策影视以首播 15 部共 654 集保持绝对龙头地位，慈文传媒以 7 部 311 集的数字紧随其后。

图表 12 17 年 A 股上市公司首播电视剧集数



资料来源：公司公告、华创证券

图表 13 17 年 A 股上市公司首播电视剧部数



资料来源：公司公告、华创证券

**(1) 推荐标的：华策影视**

公司 18 年 Q3 实现收入 13.94 亿元，同比增长 86.8%，扣非归母净利润 0.41 亿元，同比增长 118.8%。Q3 确认了全网剧《橙红年代》、《蜜汁炖鱿鱼》的销售收入和电影《反贪风暴 3》的分账收入。

项目储备方面，影视项目正常推进，Q4 有望迎来项目确认高峰，预计《宸汐缘》、《完美关系》、《完美芯机人》、《平凡的荣耀》、《绝代双骄》、《我的莫格力男孩》等 10 部全网剧有望于 Q4 确认销售收入。

经纪业务方面，公司“以剧带星”模式发展良好，17 年《致我们单纯的小美好》成功捧红胡一天等年轻演员，18H1 公司新签约艺人 4 名，实现营收 1.27 亿，同比增长 179.25%。公司全网剧作品的流量热度与优良的制作水平能给演

员编剧导演提供附加值，提升他们身价与口碑

公司 SIP+X 战略进展顺利，在今年行业经受了税收、限薪等震动后，作为行业龙头，公司成功打造多款爆款，产量及质量均领跑市场，工业化管理机制成熟，有望持续受益于行业竞争格局的改善。根据员工持股计划的考核目标，我们预测公司 2018-2020 年归母净利润为 7.89/9.80/12.53 亿，EPS 分别为 0.44/0.55/0.71 元，对应 PE 为 20/16/13 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：电视剧行业监管政策风险，影视业务竞争加剧风险。

**图表 14 华策影视主要财务指标**

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	5246	6426	7786	9435
同比增速(%)	18.0	22.5	21.2	21.2
净利润(百万)	634	789	980	1253
同比增速(%)	32.5	24.4	24.2	27.9
每股盈利(元)	0.36	0.44	0.55	0.71
市盈率(倍)	25	20	16	13

资料来源：wind，华创证券预测 注：收盘价为 2018 月 11 月 23 日

## (2) 建议关注：慈文传媒/欢瑞世纪

**慈文传媒：爆款制作能力强，产量仅次于华策影视，关注项目开机进度。**2018 年公司出品的《沙海》《凉生，我们可不可以不忧伤》累计播放量均已破 50 亿，主旋律大剧《风暴舞》已确定 2019 年在爱奇艺播出，有望于 Q4 确认收入。项目储备方面，《盗墓笔记重启》已于 10 月开机，公司储备的《脱骨香》、《弹痕》、《紫川》等重点剧目亦有望陆续开机，从而为 2019 年的业绩增长奠定良好基础。

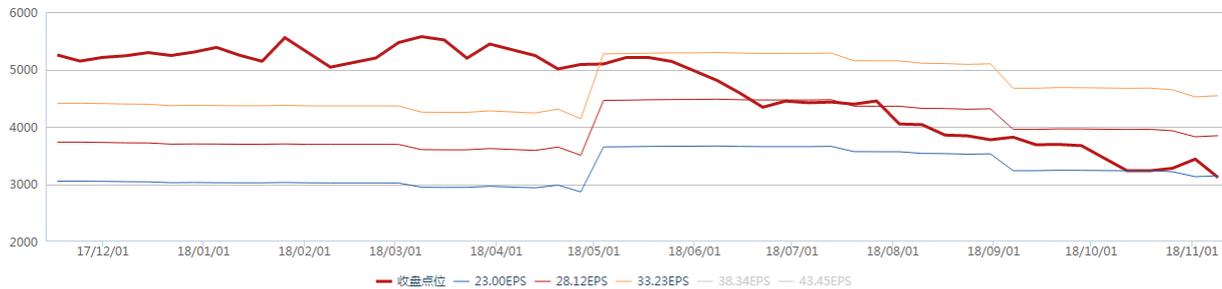
风险提示：重点项目收入确认不达预期风险，电视剧行业监管政策风险。

**欢瑞世纪：多个合同锁定收益，项目储备丰富，旗下艺人热度高，关注立案调查进展及大股东股权质押。**17 年 9 月公司分别与腾讯视频签订 8.4 亿元（未计收费分成部分）售剧合同，授权《封神之天启》《青云志 3》《盗墓笔记 2》在腾讯视频播出。17 年 10 月，公司与爱奇艺签订 6.18 亿元售剧合同，授权《天乩之白蛇传说》和《盗墓笔记 3》在爱奇艺播出，授权费分别为 3.3 亿元及 2.88 亿，这些项目对 2018 年及以后的收入带来确定性保障。2018 年开机《江山永乐》《听雪楼》《盗墓笔记 2》《天目危机》《隐秘而伟大》等剧目，项目储备丰富。旗下艺人李易峰、杨紫等粉丝众多，艺人经纪业务发展方兴未艾。

风险提示：证监会立案调查风险，大股东质押率高风险，重点项目收入确认不达预期，电视剧行业监管政策风险。

**两家公司目前估值远低于行业平均，建议关注。**影视动漫行业 PE 从 5 月开始下降，动态 PE 目前为 25X 左右，慈文和欢瑞均在 10X 左右及之下。

图表 15 申万三级行业影视动漫 1 年来动态 PE-bands



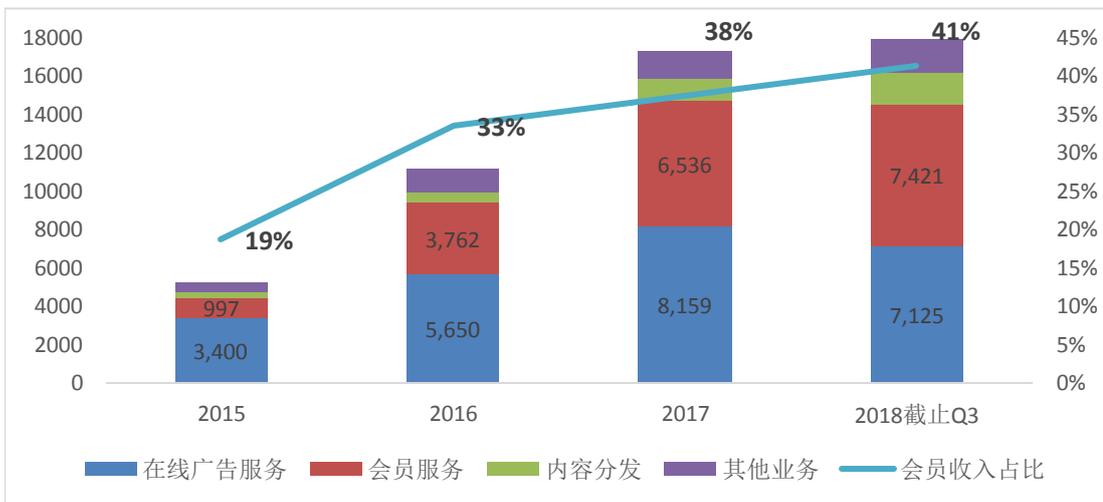
资料来源: wind, 华创证券

### (三) 平台板块——机遇与挑战并存

#### (1) 机遇: 外购内容成本可得到一定控制

平台收入中, 会员付费占比越来越高, 提高了对爆款影视剧的需求, 平台逐渐参与到上游制作, 在明星成本普降的情况下, 制作公司成本下降, 平台采购也具备一定降价空间。

图表 16 爱奇艺 2015 年至今会员收入占比持续提升



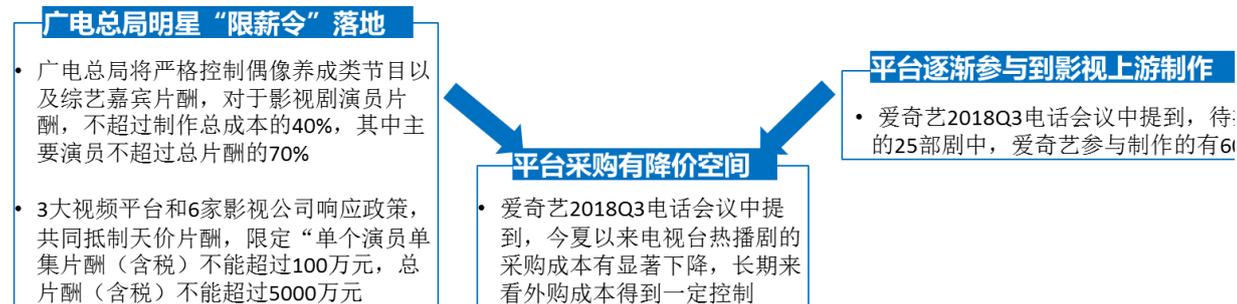
资料来源: 公司公告, 华创证券

1) 广电总局明星“限薪令”落地: 广电总局将严格控制偶像养成类节目以及综艺嘉宾片酬, 对于影视剧演员片酬, 不超过制作总成本的 40%, 其中主要演员不超过总片酬的 70%。3 大视频平台和 6 家影视公司响应政策, 共同抵制天价片酬, 限定“单个演员单集片酬(含税)不能超过 100 万元, 总片酬(含税)不能超过 5000 万元”。

2) 平台逐渐参与到影视上游制作: 爱奇艺 2018Q3 电话会议中提到, 待播的 25 部剧中, 爱奇艺参与制作的有 60%;

3) 因此平台采购有降价空间: 爱奇艺 2018Q3 电话会议中提到, 今夏以来电视台热播剧的采购成本有显著下降, 长期来看外购成本得到一定控制。

图表 17 平台外购成本有降价空间



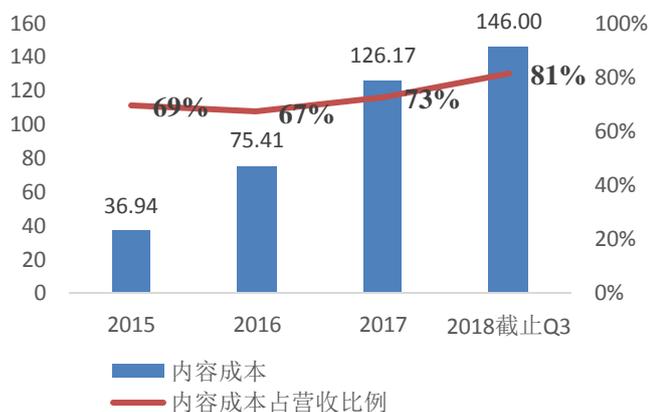
资料来源：爱奇艺 18Q3 电话会议、华创证券整理

**(2) 挑战：自制等投入仍在加大，囚徒困境下内容成本居高不下**

爱奇艺内容成本占营收比例居高不下，且有持续上升趋势，2018 年前 3 季度占比达 81%。18 年 Q3 的电话会议中提到，目前爱奇艺的战略是至少在未来的几年里都会加大对优质内容的投资，尤其是自制原创内容，所以，在短时间内公司的内容成本较收入会有更高的增长。

内容决定流量，视频网站增加市场需求。在视频产业中，用户对渠道端不忠诚，渠道端陷入“囚徒困境”。从 2015 年至今，爱奇艺内容成本持续高速增长，18 截止 Q3 内容成本为 146 亿元，已超过 17 年全年。随着视频产业竞争白热化，“爱优腾”3 家视频网站的投入将持续增加。

图表 18 2015-2018Q3 爱奇艺内容成本



资料来源：公司公告、华创证券

图表 19 17 年 A 股上市公司首播电视剧部数

BAT 的视频网站博弈矩阵		视频网站2	
		投入	不投入
视频网站1	投入	均持续亏损，但均享有收获流量的能力，及未来变现的可能	<ul style="list-style-type: none"> <li>网站1：获得优质内容，收获巨大流量；</li> <li>网站2：损失流量及未来变现机会</li> </ul>
	不投入	<ul style="list-style-type: none"> <li>网站2：获得优质内容，收获巨大流量；</li> <li>网站1：损失流量及未来变现机会</li> </ul>	均不亏损，但均无法收获流量及未来变现

资料来源：华创证券整理

**(3) 建议关注：爱奇艺**

MAU、付费用户及粘性（用户使用时长）一马当先，持续保持优势。由于爱奇艺在剧集和综艺内容上的选择有其独到之处，17 年的《中国有嘻哈》，18 年的《延禧攻略》均是热度引领全年的最顶级剧集和综艺，优质内容使拉新和留存效率更高，爱奇艺一直处于 3 大视频首位，最新数据 2018 年 9 月 MAU、付费会员及使用时长均位居第一；

加强自制内容成本投入，有望控制成本及进一步提升市场份额。爱奇艺在 18Q3 电话会议中提到，目前爱奇艺的战

略是至少在未来的几年里都会加大对优质内容的投资，尤其是自制原创内容，在 2018 年 3 大平台已披露的片单中占比最高。

风险提示：订阅会员数增长不达预期风险，平台竞争加剧风险，版权成本大幅提升风险，平台影视监管政策趋严风险。

图表 20 2018 年 9 月典型平台付费会员



资料来源: Questmobile, 华创证券

图表 21 2018 年 9 月典型平台付费会员

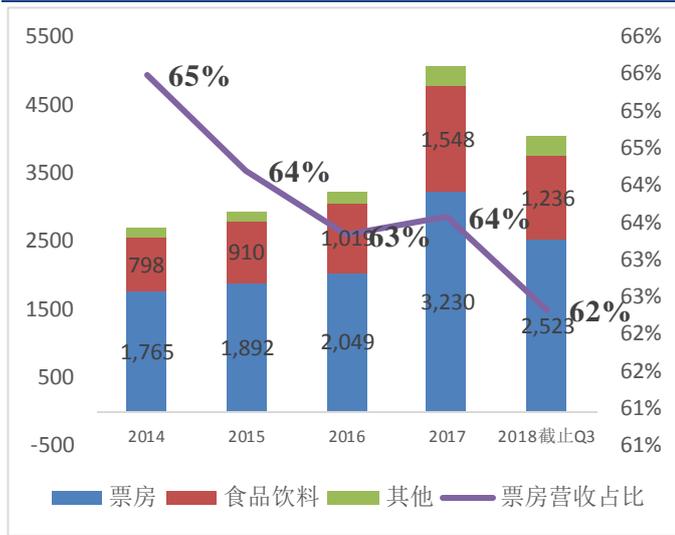
平台	片单数	版权剧	自制剧	自制比例
爱奇艺	79	39	40	51%
腾讯视频	67	41	26	39%
优酷	58	39	19	33%

资料来源: 豆瓣, 华创证券整理

#### (四) 院线行业的驱动因素——票房增长

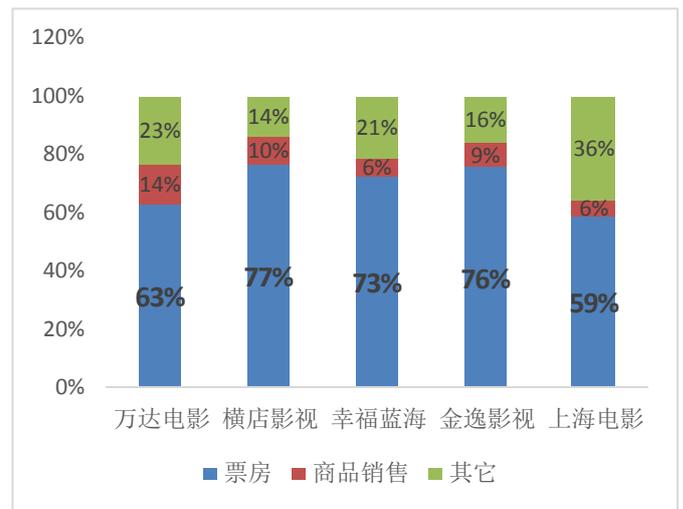
我国院线行业收入构成简单，票房占比极高：美国电影院线收入中，票房收入占比常年在 65% 以下，最大院线公司 AMC2018 年票房占比只有 62%。相比之下，我国院线公司票房收入占比极高，普遍在 70% 以上。就目前而言，票房是驱动院线行业发展的最核心因素。

图表 22 2014 年至今美国最大院线 AMC 收入构成



资料来源: Bloomberg、华创证券

图表 23 2017 年我国上市院线公司收入构成



资料来源: 公司公告、WIND、华创证券

### (1) 票房增长的核心逻辑

**核心逻辑 1: 银幕增长拉动观影需求。**我国电影银幕数量长期保持快速增长,从 2011 年的 9286 块增长至 2018H1 的 55623 块,年均复合增长率达到 27%,随着市场的逐渐饱和,2017 年及 2018H1 银幕增速减缓至 23%。银幕数量的增加,提升了大众的观影需求。

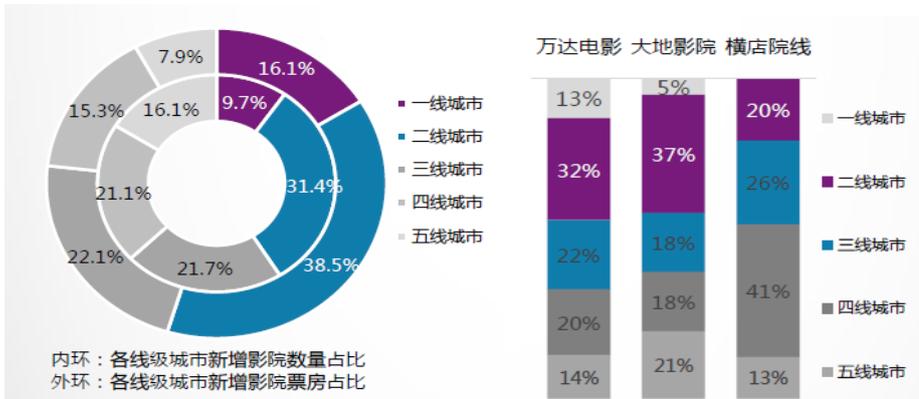
图表 24 2011 年—2018H1 我国银幕总数及增速



资料来源: wind、猫眼、华创证券

**核心逻辑 2: 院线不断下沉, 开发了低线城市的观影需求。**随着一二线城市影院日趋饱和, 新建影院渠道逐渐下沉, 低线城市观影需求得到释放, 其票房增长速显著高于一二线城市。

图表 25 2017 年新建影院城市分布及影投公司新投影院分布



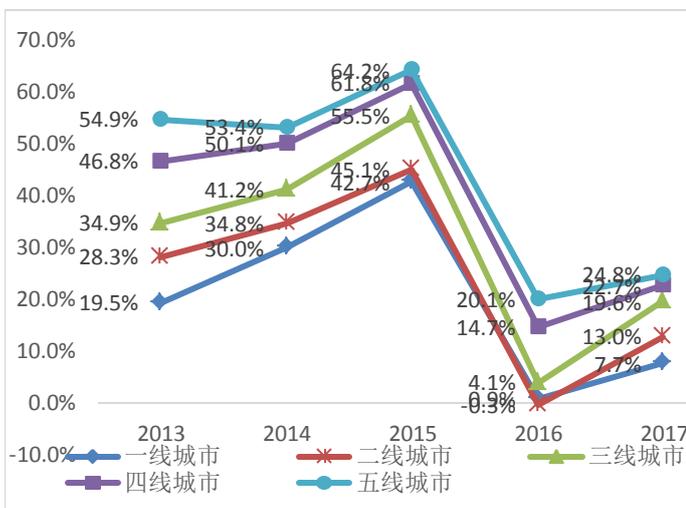
资料来源：艺恩咨询，华创证券

图表 26 2012-2015 年县城与其他地区影院数量图



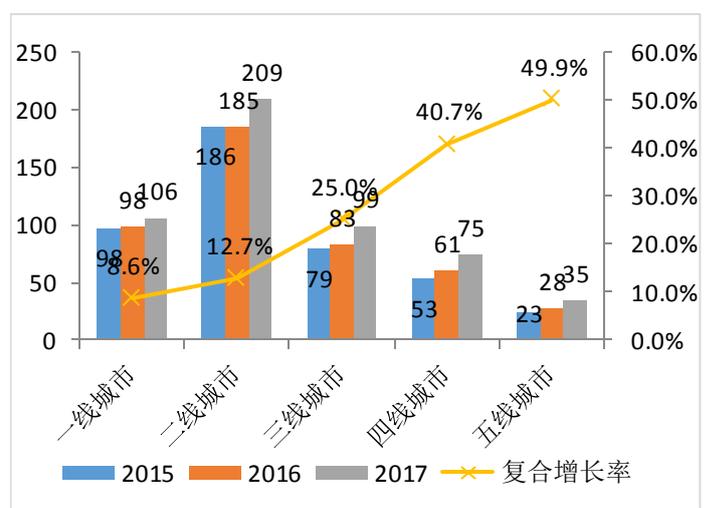
资料来源：艺恩咨询，华创证券

图表 27 2013-2017 年各线城市票房增长率



资料来源：艺恩咨询，华创证券

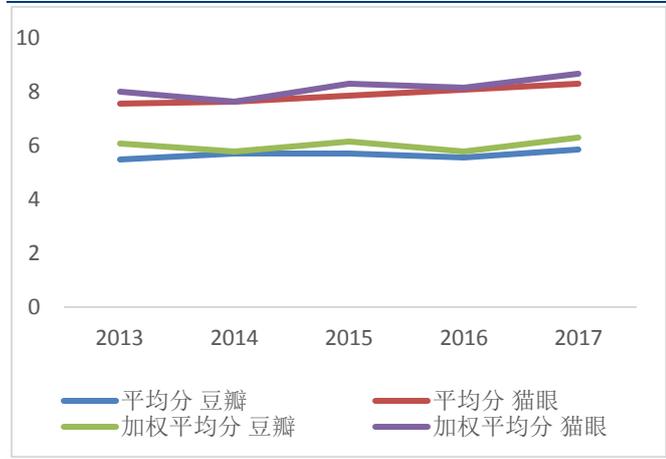
图表 28 2015-2017 年全国各线城市票房及复合增长率



资料来源：艺恩咨询，华创证券

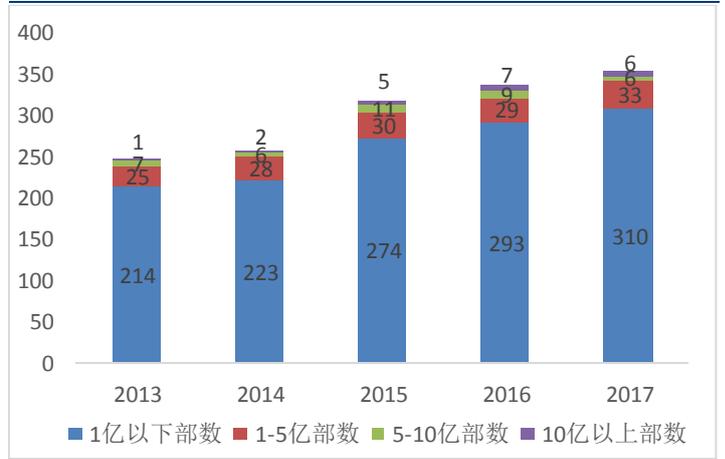
**核心逻辑 3: 影片质量不断提升。**2013-2017 年, 国产电影数量稳步提升, 评分也呈现趋势性上升, 2017 年达到 5 年来新高。同时, 头部大片质量提升更快, 反映为头部影片的票房占比逐年提升, 龙头效应愈加显著。

**图表 29 2013-2017 年国产电影豆瓣及猫眼评分**



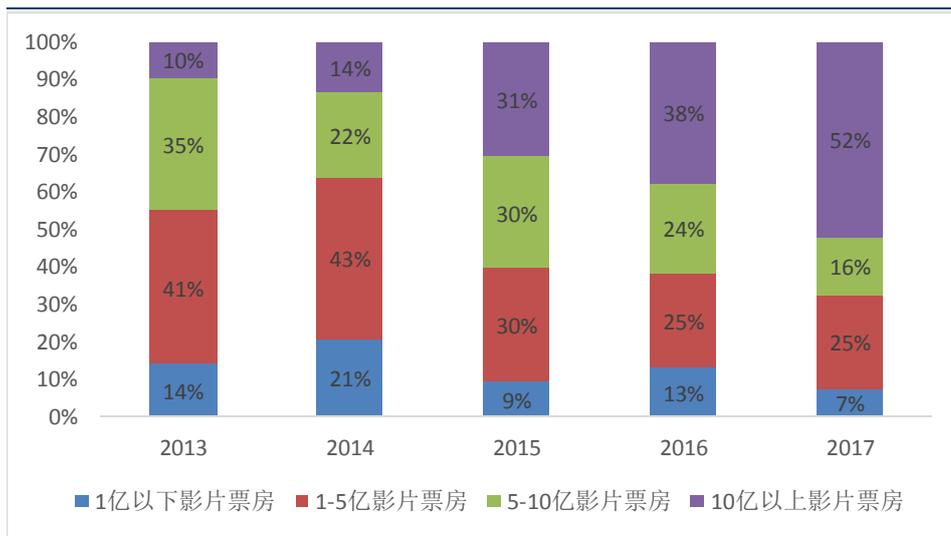
资料来源: 猫眼、豆瓣、华创证券

**图表 30 2013-2017 年国产电影按票房分类的部数**



资料来源: 艺恩数据, 华创证券

**图表 31 2013-2017 年按票房分类的国产电影票房占比**



资料来源: 艺恩数据, 华创证券

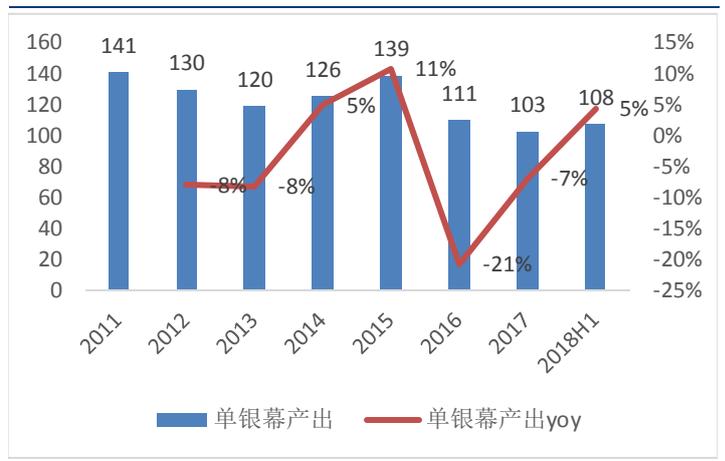
2015 年之后, 票房增速放缓。受票补减少、严打票房造假, 以及电影质量有所波动等多重因素影响, 16 票房增长停滞仅为 3%, 17 年受优质影片带动, 增速回升至 15%, 2018HI 也延续了 2017 年的增速, 增速回升到 17% 左右, 我们判断今后票房增速长期在 10%-15% 区间, 与几年前 30% 以上的增速相比放缓。另外, 单银幕产出从 2015 年后持续下降, 直到 2018HI 年化单银幕产出才出现回升, 这是由于前几年银幕扩张速度太快, 院线行业竞争激烈。

图表 32 2011-2018H1 年全国票房产出及增速(亿元, 不含服务费)



资料来源: 广电总局, 华创证券

图表 33 2011-2018H1 年全国单银幕票房产出(万元)



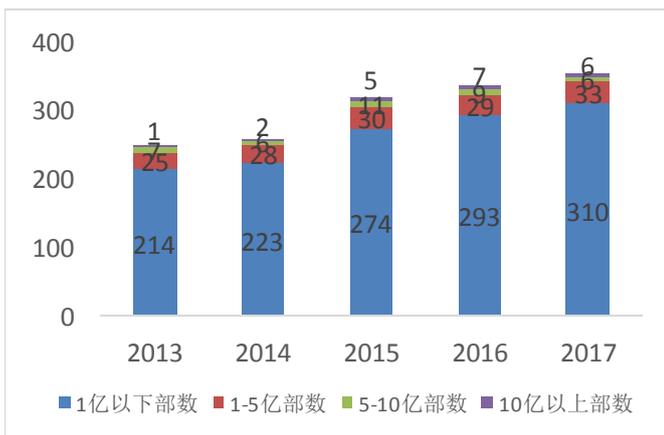
资料来源: 广电总局, 华创证券

## (2) 内容方面, 关注制作大片及量大的龙头公司

电影票房与电影质量高度相关, 具有内容天生的不确定性, 保证足够的上映数量可分摊风险。因此上映量足够大的公司可以通过数量和种类平衡波动, 业绩稳定性远胜每年出产一两部电影的公司。

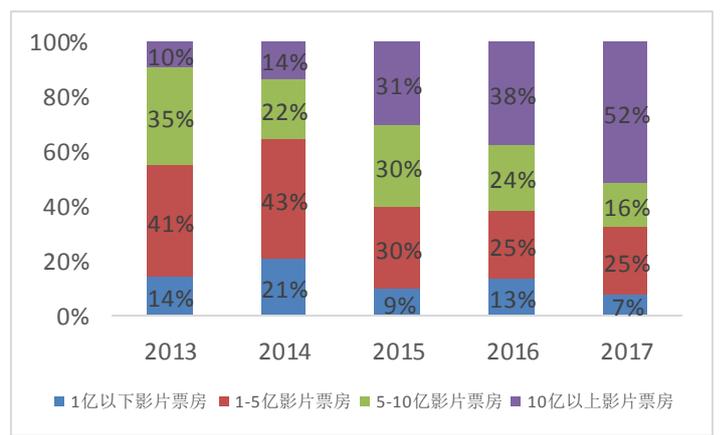
头部影片票房占比越来越高, 有能力制作顶级大片的龙头公司占优势。尽管 10 亿以上的头部影片数量增长较慢, 但其票房占比逐年增长, 速度惊人, 2017 年已达国产电影总票房的 52%, 显示出强大的龙头效应。相较之下, 1-10 亿区间的腰部影片的票房占比则呈现出趋势性向下的走势, 也被头部影片挤占了生存空间。

图表 34 2013-2017 年上映电影数量持续增长



资料来源: 艺恩数据, 华创证券

图表 35 2013-2017 年按票房分类的国产电影票房占比



资料来源: 艺恩数据, 华创证券

## 推荐标的: 光线传媒

出售新丽传媒兑现 22.43 亿投资收益。2018Q1, 公司出售新丽传媒产生投资收益为 22.43 亿元, 为后续发展积累了资金; 电影业务量大优质, 电视剧业务主项主控, 重点布局动漫业务。公司每年投资发行 10-15 部影片, 由单纯的

电影制片方向平台转型，摆脱对单部影片的依赖，降低风险；公司电视剧业务由参与投资向主投主控转变；重点布局动漫业务，打造未来重要业务支柱；战略投资猫眼电影，补齐线上渠道，猫眼正在寻求港股上市。公司战略投资猫眼电影，在经营层面补齐公司线上渠道，增强电影投资发行业务竞争优势，且猫眼正在寻求港股上市，有望驱动公司突破市值天花板。目前我国线上购票率已超过 90%，形成主流的购票方式。

风险提示：优质内容供应低于预期风险，新媒体竞争风险，行业监管从严风险。

**图表 36 光线传媒主要财务指标**

主营收入(百万)	1,843	1,696	2,459	3,074
同比增速(%)	6.5%	-8.0%	45.0%	25.0%
净利润(百万)	815	2,491	1,090	1,347
同比增速(%)	10.0%	205.6%	-56.2%	23.5%
每股盈利(元)	0.28	0.85	0.37	0.46
市盈率(倍)	26	9	20	16

资料来源：wind，华创证券 注：收盘价为 2018 月 11 月 23 日

### （3）渠道方面，看好龙头扩张市占率

#### 逻辑 1：资本充足支持自建扩张

目前 TOP10 院线中大部分都已经上市，上市募资投向大部分都是新建影院，在票房增速放缓的情况下，通过新建影院进行扩张，必须有充足的资本支持。而只有扩张，才能占据优势点位，在未来的行业并购浪潮中拥有话语权。

**图表 37 上市院线公司新建影院计划与 2017 年实际完成情况（实际完成情况包含并购）**

院线	披露时间	新建影院项目	计划			实际完成 2017
			2017	2018	2019	
万达电影	2017.4/2018.4（年度报告）	2017年公司将继续加快发展速度，通过自建、并购等方式加大影城发展力度，新增影城目标100-150家； 2018年公司将继续保持较快发展速度，新增影城目标不低于100家	100-150	>=80	-	115
中国电影	2016.8（上市）	计划用3年时间在全国主要城市和县级城市投资建设91家电影院	39	-	-	22
	2017.4（募资变更用途）	未来两年公司拟投资建设影院73家	-	41	32	
上海电影	2017.4/2018.4（年度报告）	2017年投资分公司力争完成15-20个新建影院项目的投建；公司三年内（2018-2020）拓展至少25家影院以上	15-20	>=25（2018-2020三年）	-	14
幸福蓝海	2016.8/2017.11（上市/募资变更用途）	计划4年在全国29个城市新建影城34家，截止2015年，34家影院中已有14家开业，2016年开业12家，因此2017-2018这两年中还需新建8家，假设两年平均新建4家	4	4	-	4
文投控股	2016.8（定增）	拟在未来两年内全国新建95家影城，将重点布局二、三线及以下城市	40	55	-	46
横店影视	2017.10（上市）	计划在2016-2019年内，全国200多个城市新建影城210家，全部自营经营	82	76	10	46
金逸影视	2017.10/2018.04（上市/年度报告）	计划本次使用募集资金投资建设40家影院，在2018年年底，实现自有全资影院规模达到150-160家左右； 2018年目标新增影城 40-50 家	3	40-50	-	9
合计			>=283	>=324（假设上影18年新增8家影院）		256

资料来源：公司公告，华创证券

## 逻辑 2：资本充足支持并购扩张

并购省去新建影院培育时间，且可直接获得优势区位的影院，也是龙头常采用的扩张方式。我国院线集中度较低，2017年CR5为44.73%，而北美前四院线占比60%，澳洲前二院线占比50%，因此我国院线市场还存在较大的整合空间，近年来影院并购案例多达20多起，显示影院终端这一领域的竞争白热化，大的行业整合就在不远的未来。

**图表 38 2015 年至今影院并购案例**

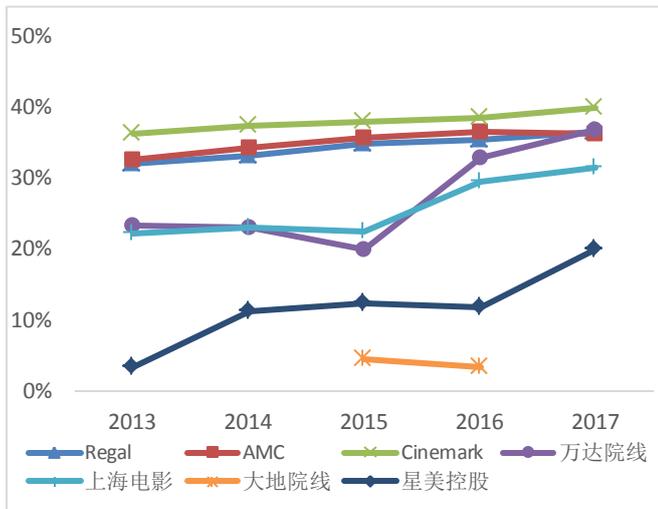
序号	时间	并购方	被并购方	份额	作价	标的情况
1	2015.6	万达电影	Hoyts	100%	\$ 3.657亿	
2	2015.6	万达电影	重庆世贸等15家影院	100%	10亿	旗下 14 家影管公司，运营 17 家影院，主要分布在二三线城市
3	2015.11	当代东方	中广院线	30%	3235.29万元	
4	2016.2	万达电影	大连奥纳、北斗星	100%		大连奥纳共有 6 家影城，厚品文化及赤峰北斗星共有 7 家影城
5	2016.5	阿里影业	大地影院	—	认购10亿可转债	
6	2016.5	当代东方	华彩天地	51.13%	1.58亿及债权1500万	
7	2016.8	阿里影业	杭州星际	60.94%	3900万元	该影城涵盖11个影厅，包括1个4D影厅及1个中国巨幕影厅
8	2016.9	完美世界	今典院线、今典影城、今典文化	100%	13.53亿元	其中4.8亿为债权，共计217座影院，86家为自营
9	2016.10	中影集团	大连华臣	70%	5.53亿	下属15家影城覆盖东北主流城市近12年
10	2016.12	汉鼎宇佑	太平洋影业、乐清时代、杭州星影	100%	8000万	
11	2016.12	长城影视	德纳影业	100%	5.45亿元	2017年9月终止收购
12	2017.1	阿里影业	南京派瑞	55%	7000万	
13	2017.1	恒大	美嘉欢乐影城	两座影城	>4亿元	
14	2017.1	南海控股	橙天嘉禾	100%	32.86亿	2016年底拥有、经营及管理76间影院，主要布局在一二线城市
15	2017.3	大地院线	恩施高德	40%	6720万元	
16	2017.3	保利文化	星星文化	100%	6.8亿	2016年底拥有21家开业影城，4家在建影城，12家已签约未开业影城
17	2017.3	当代东方	威尼斯影院	51%	2699万元	
18	2017.7	华谊兄弟	大地院线	认购95万股	7885万元	
19	2017.9	华人文化	UME国际影城	—	20亿-30亿	
20	2017.9	橙天嘉禾	嘉年华影业	50%	1.74亿港币（10亿港）	完成后拥有后者100%权益
21	2018.1	宇顺电子	成都润运（星美控股）	100%	200亿元	借壳
22	2018.7	嘉凯城	明星时代影院、艾美影院	100%	5.65亿元+0.3亿元	
23	2018.7	苏宁影城	首映国际影城	—	—	

资料来源：公司公告，华创证券整理

### 逻辑 3：非票业务潜力十足

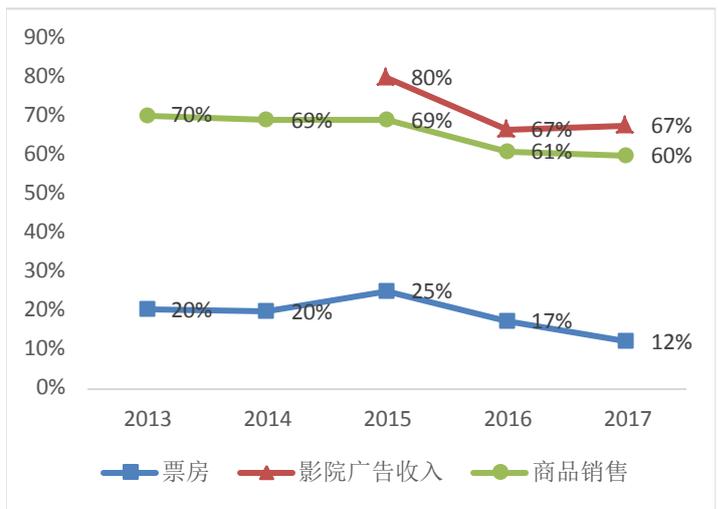
对比北美院线公司 30%-40%的非票业务占比，我国院线公司（除万达电影外）非票收入占比显著偏低，未来增长潜力巨大。由于非票业务毛利率通常在 60%以上，大幅高于放映业务毛利率，因此非票业务的扩大将改善收入结构，显著改善院线公司整体盈利水平。

图表 39 北美与我国院线公司非票收入占比对比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 40 万达院线各业务毛利率对比



资料来源：公司公告，华创证券

#### 逻辑 4: 全产业链布局可能

背靠集团影视制作资源的院线公司，未来有望整合集团制作资源，形成完整的制片、发行、放映全产业链。例如，随着万达电影整合万达影视，并购好莱坞电影娱乐整合营销公司 Propaganda GEM 及北京游戏发行公司互爱互动，万达电影已从最初的电影放映扩大至行业上下游的制片、发行、整合营销、甚至游戏等，形成较为完整的生态。

图表 41 上市院线公司影视制作资源

公司	上市公司影视制作	集团制作环节	代表作
万达电影	正在资产注入万达影视，包含电影制作及发行、电视剧制作和游戏发行等 3 大块资产	万达影视	《唐人街探案》系列、《战狼2》、《羞羞的铁拳》等
中国电影	北京电影制片分公司、中影基地、北京电视分公司、中影动画	中国电影集团公司制片分公司、中国电影合作制片公司、北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂等	《狼图腾》、《百团大战》、《太平轮·彼岸》、《绣春刀》等
幸福蓝海	笛女传媒（电视剧）		电视剧：《春天里》《最后一张签证》《反恐特战队之猎影》
横店影视	无	横店影业	《红海行动》、《唐人街探案2》、《捉妖记2》等
上海电影	无	上海电影制片厂、上海美术电影制片厂	《建国大业》、《建党伟业》、《大耳朵图图之美食狂想曲》等
金逸影视	金逸影视		参投《红海行动》、《唐人街探案2》、《熊出没：变形记》、《邪不压正》、《西虹市首富》等电影

资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

### 推荐公司：万达电影

公司继续夯实连锁影院的规模，提升影院终端的占有率。公司复牌后披露，未来几年每年以 80-100 家影院的拓展速度，通过引进 IMAX、杜比影院等高端放映技术提升影城质量。

公司通过注入万达影视打造泛娱乐集团，本次公司停牌是为了注入作价 106 亿的万达影视，包含电影制片发行、电视剧制作及游戏制作发行的 3 大块资产，目前尚待证监会通过，可期待公司进行产业链上下游整合，实现电影全产业链经营。叠加营销、VR、网络院线等布局，进一步提升非票房收入，使收入结构更加多元化，实现泛娱乐集团的转型。

公司获阿里巴巴、文投控股注资，阿里巴巴将利用大数据及内容、票务平台，支持万达电影发展，文投控股将与万达电影在院线加盟、影院广告等业务方面开展全面合作，对万达电影产生长期利好。

本次停牌重组万达影视包括 3 大块资产：1) 电影：万达影视，包含制片及五洲发行；2) 电视剧：新媒诚品，2018 年出品的《正阳门下小女人》雄踞收视冠军；3) 游戏：万达院线游戏，原互爱互动，过去有爆款游戏《胡莱三国》，并购后经过调整，专注于游戏发行。

由于资产注入尚未过会，若暂不考虑收购万达影视，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.89/1.03/1.17 元，EPS 为 0.89/1.03/1.17 元，对应 PE 为 24/21/18 倍。公司是院线行业绝对龙头，保持高速的扩张势头，看好其在未来的影院整合中占据优势，且考虑到万达影视注入预期（万达影视 6 月披露的业绩预期为 2018-2020 年分别为 8.88/10.69/12.71 亿元），万达影视的电影及电视剧制作能力属于国内一流，我们看好拟注入资产将带来产业链上下游协同，打造完整的电影生态圈，因此维持“强推”评级。

风险提示：全国票房增长不达预期风险，非票收入占比提升慢风险，资产注入未获通过风险。

图表 42 万达电影主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	13,229	15,091	17,240	19,727
同比增速(%)	18.0%	14.1%	14.2%	14.4%
净利润(百万)	1,516	1,560	1,813	2,062
同比增速(%)	11.0%	2.9%	16.2%	13.7%
每股盈利(元)	0.86	0.89	1.03	1.17
市盈率(倍)	25	24	21	18

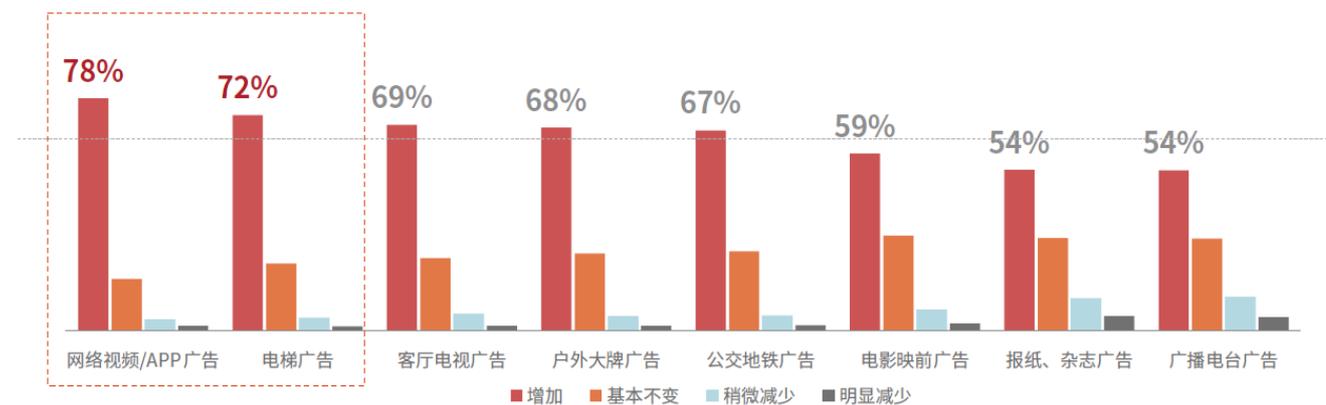
资料来源：wind，华创证券 注：收盘价为 2018 年 11 月 23 日

### 三、广告行业：梯媒青山依旧在，近看争雄远长红

#### （一）总盘分析：梯媒广告触达率全渠道第二

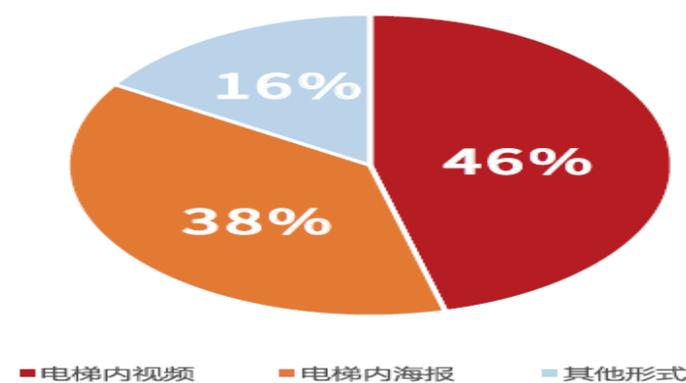
据数字一百 2018 年跟踪调查显示，在全媒体终端用户接触频率中，电梯广告仅次于线上网络视频/APP 广告，录得 72% 的传播触达率（样本量 n=10008）；另 46% 的消费者表示，对于电梯内广告的形式呈现，更喜欢具备声、光、电效果的滚动视频，海报广告次之（样本量 n=2000）。

图表 43 中国广告市场终端触达率统计



资料来源：数字100 线上访问数据（样本量n=20008），C6：针对您日常接触的媒体，在过去一年内，接触的频率有什么变化？

图表 44 中国梯媒广告市场接受程度



资料来源：数字100 线上访问数据（样本量n=2000）

#### （二）历史竞争：外围价格战，分众一骑绝尘

借助市场先入优势和规模化经营，且客户源更纯粹面向大型/中大型广告主，分众传媒的盈利规模、主业毛利率、客户回款能力绝对突出。过往分众以外的梯媒广告运营商之间爆发过价格战，但由于在小区所投放的点位也是框架，因此受到分众传媒相同媒体设备竞品的排他性限制，相同楼宇资源的重合覆盖现象少见。所以，传统的价格战对分众传媒影响甚微，分众的资源区位优势显著。

**图表 45 楼宇媒体主要经营商盈利能力对比**

盈利指标		分众传媒	华商智汇	华语传媒	城市纵横	捷众股份	新潮传媒
营业收入 (亿元)	2016A	102.13	5.37	2.50	2.36	0.34	0.71
	同比增速 (YoY, %)	18.38%	42.18%	1.57%	19.54%	-17.46%	214.07%
	2017H1	56.41	3.05	1.09	1.22	0.14	1.40
	同比增速 (YoY, %)	14.19%	63.18%	-5.91%	14.40%	14.40%	337.50%
	2017A	120.14	4.15	-	3.18	0.34	2.06
	同比增速 (YoY, %)	17.63%	-22.79%	-	34.61%	-0.03%	261.40%
归母净利润 (亿元)	2018H1	71.10	1.86	-	1.45	0.18	3.14
	同比增速 (YoY, %)	26.05%	-38.94%	-	18.55%	26.09%	124.29%
	2016A	44.51	0.55	0.22	0.28	0.02	-0.55
	同比增速 (YoY, %)	31.34%	-25.50%	47.19%	18.83%	-82.22%	-
	2017H1	25.33	0.39	0.08	0.23	0.01	-0.45
	同比增速 (YoY, %)	33.23%	67.89%	10.13%	329.21%	41.23%	-
业务毛利率	2017A	60.05	0.39	-	0.61	-0.04	-2.00
	同比增速 (YoY, %)	34.90%	-39.66%	-	117.46%	-310.87%	-
	2018H1	33.47	0.21	-	0.27	0.01	-4.00
	同比增速 (YoY, %)	32.14%	-45.49%	-	18.13%	47.10%	-
2017A	2016A	70.44%	36.13%	40.46%	51.65%	31.22%	-
	2017H1	70.81%	32.26%	43.84%	54.65%	35.02%	-
	2017A	72.72%	43.47%	-	56.86%	13.52%	-
	2018H1	71.82%	38.95%	-	50.64%	37.95%	-
2017A	覆盖城市数量 (个)	300+	100+	107	100+	100+	21
	电梯资源数 (万部)	63.00	48.00	29.20	40.00	10.00	10.09
	单梯收入 (元)	3868.32	864.58	-	795.00	340.00	2041.63

资料来源: 公司公告, 华创证券

### (三) 海外比较: 毛利率 20-40%, 净利率 10-25%

新潮传媒的“盈利锚”, 一方面来自海外户外媒体公司的盈利能力对比, 另一方面则以分众传媒的毛利率、净利率作为参考, 意在通过降维打法“修正”其一半。

**图表 46 海外大型户外媒体公司盈利能力对比**

国内外核心户外媒体运营商 (按16年营收排名)	证券代码	运营特征	主业毛利率 (%)						主业净利率 (%)					
			2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年
JC Decaux德高	DEC.PA	全球最大户外媒体公司	34.14%	34.06%	37.01%	37.52%	38.50%	38.27%	6.10%	7.55%	8.33%	7.83%	3.38%	6.21%
Clear Channel Outdoor	CCO.N	北美主流户外广告屏媒体	-	46.88%	46.73%	46.07%	45.87%	45.32%	-	5.23%	-3.42%	-0.32%	-1.73%	-6.50%
OUTFRONT MEDIA	OUT.N	北美主流户外广告屏媒体	15.38%	13.68%	12.77%	14.83%	16.34%	16.03%	8.27%	6.00%	-1.94%	22.67%	110.91%	8.83%
拉马尔户外广告	LAMR.O	北美最大户外广告公司之一	29.24%	28.28%	27.65%	21.40%	17.63%	17.24%	20.59%	19.89%	19.37%	19.67%	3.19%	0.80%
National Cinemedia	NCML.O	北美最大的影院网络媒体	88.69%	89.48%	89.12%	88.65%	84.03%	82.15%	13.78%	19.44%	14.27%	16.65%	28.05%	14.55%
白马ADSHEL	0100.HK	国内最大公共汽车候车亭广告牌位运营商	44.76%	44.24%	43.89%	41.24%	40.44%	38.29%	14.26%	15.11%	15.31%	13.64%	12.20%	14.40%
雅仕维Asiaray	1993.HK	大中华区内机场广告第一, 地铁广告第二	20.62%	19.75%	20.65%	33.72%	30.10%	23.49%	0.80%	-2.52%	9.55%	9.75%	5.08%	-1.89%
大贺传媒	8243.HK	本土户外媒体公司第二	17.63%	20.02%	29.49%	40.67%	36.72%	35.29%	5.22%	5.23%	4.79%	3.17%	1.44%	1.95%
大象股份 (新三板退市)	833738.OC	国内领先户外媒体广告公司	-	24.58%	14.30%	10.58%	3.54%	-	-	18.41%	12.53%	8.40%	4.31%	-

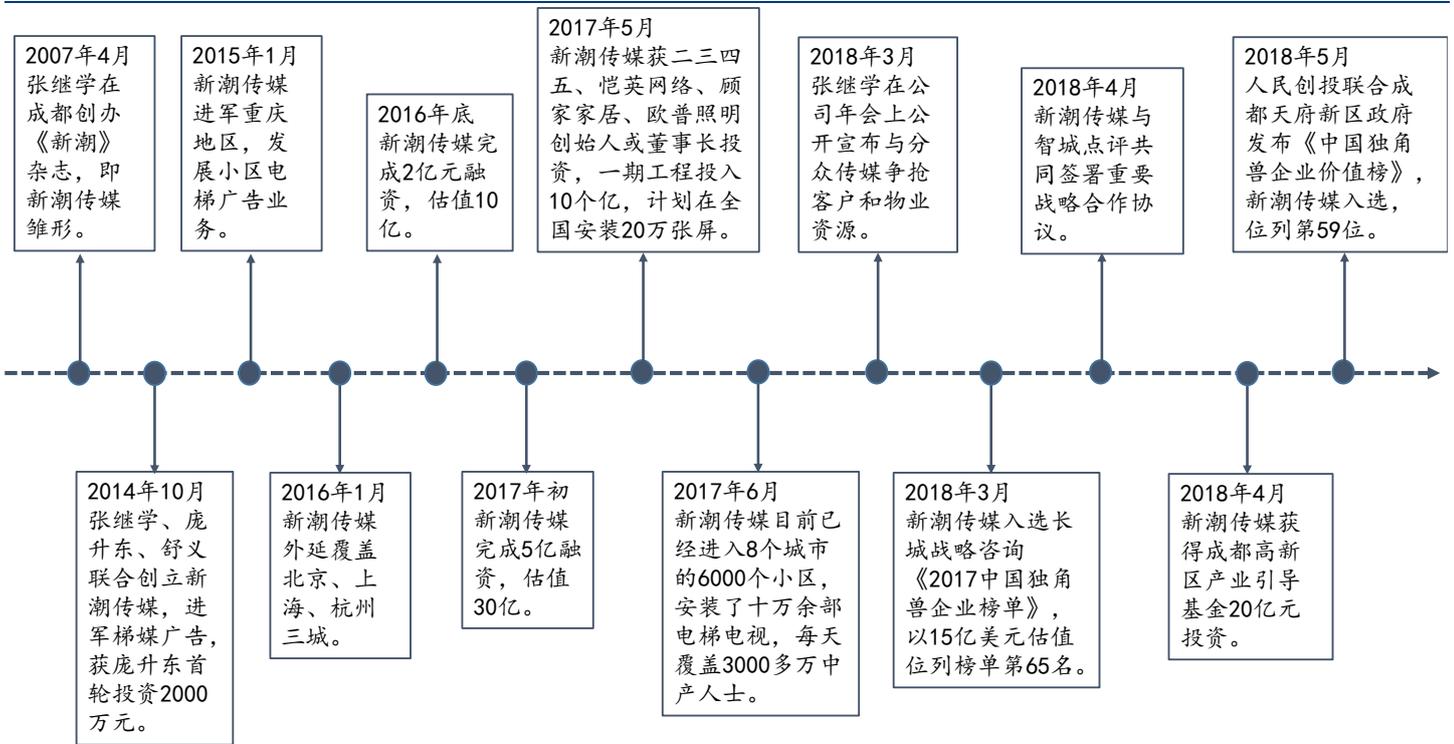
资料来源: wind, 华创证券

### (四) 新潮传媒: 2017 年降维打入社区梯媒市场

新潮传媒于 2014 年 10 月获得二三四五实控人庞升东的首轮投资 2000 万元, 切入梯媒广告市场, 初期主要经营西南地区市场, 经营打法与华语传媒等相似; 2017 年 5 月获 5 家上市公司联合投资 10 亿元, 开始改用互联网降维打法

——烧钱圈地模式运营；2018 年 11 月，获百度领投 12 亿元，G 轮融资总额 21 亿元。

图表 47 新潮传媒发展历程回顾（2007.04-2018.05）



资料来源：新潮传媒公司官网，华创证券

新潮传媒主营小区住宅电梯媒体广告代理，广告点位以“梯内屏”（梯内电视）的形式呈现，目前已在多数一、二线等核心城市实现覆盖，并扩张期内以“互联网思维”，即烧钱圈地的模式运营。

**梯内屏播放形式：**在上刊率 100% 的假设下，每个广告主单次播放 15 秒，12 个/组，单次轮动历时 3 分钟，轮播时间为早上 6: 30~晚上 22: 30，功放声音低于 55 分贝。

**安装与售卖形式：**以玻璃胶粘贴门板，不涉及消防安全问题；卖法以单屏零售为主，也有类“全城风暴套餐”。

图表 48 新潮传媒社区楼宇电视铺设位置和 content 布局



资料来源：华创证券整理

图表 49 新潮传媒社区楼宇电视“梯内屏”示意图



资料来源：新潮传媒公司官网

以一线城市社区电梯场景为例，新潮传媒梯内屏的折后单价为 44 元/周/块，仅为分众传媒框架 1.0 实际售价（512 元/周/块）的约 1/12，但我们认为两者的实际投放单价相当。原因在于：

- 1、新潮传媒的“梯内屏”和分众传媒的“框架 1.0”并非完全同类的竞品，只是在空间分布上存在重叠覆盖，即都主要面向小区住宅电梯内场景的广告投放。
- 2、分众传媒的框架 1.0 售卖方式与新潮传媒的“梯内屏”相同，即都是按单个点位供选择和覆盖。但“梯内屏”的广告效果呈现方式为滚动播放，广告主需要在“梯内屏”设备上承包 12 个广告，即单个点位单周需花费 528 元，这与分众传媒的“框架 1.0”覆盖成本相当。

图表 50 分众传媒、新潮传媒 2018 年上半年刊例价、执行价对比（社区媒体部分）

编号	城市	城市分型	发布周期	规格	播放时间	发布频次	公开项目	新潮传媒梯内电视屏				分众传媒梯内框架屏				分众/新潮价 差倍数							
								公开刊例价(元/周·台)	实际项目	实际刊例价(元/周·台)	初谈折扣	实际折后价(元/周·台)	播放时间	发布频次	公开项目		公开刊例价(元/周·台)	初谈折扣	实际折后价(元/周·台)				
1	北京	一线	1周	15秒	06:00-22:30	300次/天	上屏	438	上下屏(买上屏送下屏)	438	1折	44	24小时	全时段段	整屏	1200	4折	512	12				
2	上海						下屏	80															
3	广州																						
4	深圳																						
5	成都																						
6	重庆	二线	1周	15秒	06:00-22:30	300次/天	上屏	328	上下屏(买上屏送下屏)	328	1折	33	24小时	全时段段	整屏	998	4折	400	12				
7	杭州						下屏	80															
8	武汉																						
9	南京																						
10	郑州																						
11	西安																						
12	沈阳																						
13	长沙																						
14	昆明																						
15	天津																						
16	宁波																						
17	佛山																						
18	无锡	三线	一周	15秒	06:00-22:30	300次/天	上屏	288	上下屏(买上屏送下屏)	288	1折	29	24小时	全时段段	整屏	848	4折	340	12				
19	苏州						下屏	40															
20	厦门																						
21	石家庄																						
22	东莞																						
23	嘉兴																						
24	惠州																						
25	中山																						
26	珠海																						
27	其他68城																						

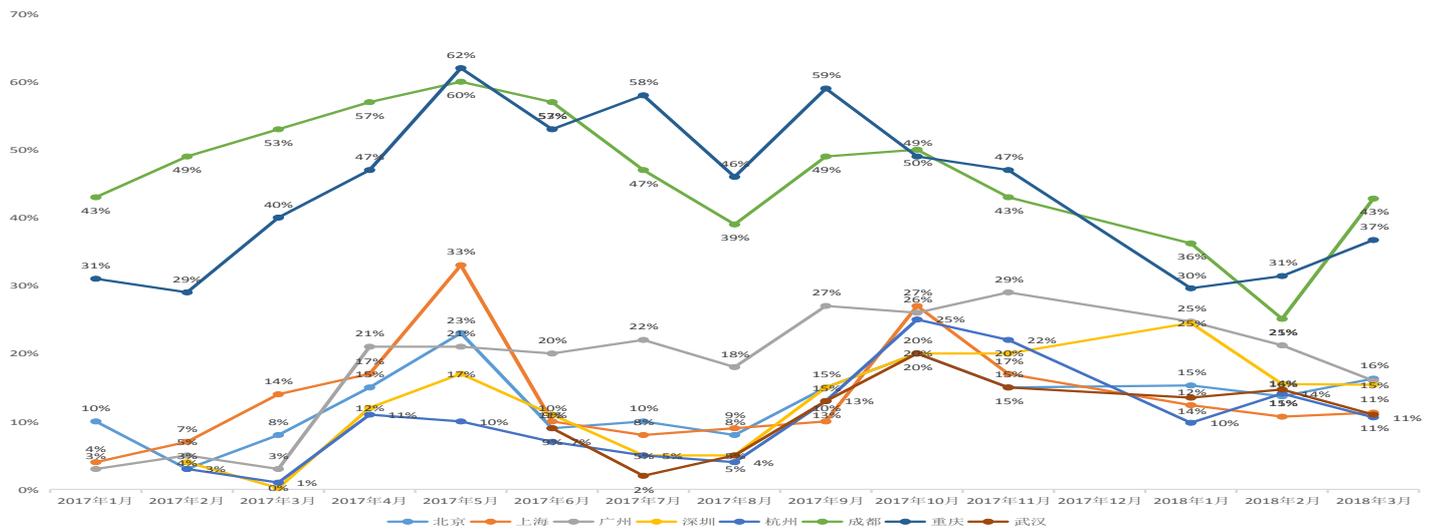
资料来源：分众传媒公告，新潮传媒官网公告，华创证券整理

**客户投放动机：低刊挂率下的频次红利**

1、新潮从平均上刊率来看，仅成、渝两地超过 40%，其他核心 6 城保持在 20% 以下。成都、重庆等 2 城点位资源的月均上刊率相对较高，分别为 46.5% 和 44.2%，潜在的原因可能为：成、渝两地扎根较深，区客经营稳健，而面向全国投放的 KA 客户对新潮的认可尚待提升，且其他核心城市的区客处于拓展阶段，普遍低于 30%。

2、新潮以社区电视切入梯媒，意在打破上游资源租赁信息垄断局面。对于新潮传媒而言，现已覆盖全国逾 100 座城市、可售点位达 65 万块的梯内竖屏，其存在的最初目的在于，打破原先已具备绝对规模优势的分众传媒，与小区物业之间的租赁信息优势，通过共同覆盖获取点位租赁到期续约的一手信息。

**图表 51 新潮传媒 2017-2018 年月度点位上刊率 (%)**



资料来源：草根调研，华创证券

3、刊挂率低即变相赠送投放频率，投放效果与售屏热度成反比。新潮传媒的梯内屏因当前刊挂率较低，广告客户在初期投放阶段，易享受到滚动传播过程中的低频次红利，即新潮传媒当前变相赠送广告主的内容曝光频次和有效覆盖时间。若该形式获得广告市场的广泛认可，带动单屏刊挂率的提升，反而会削弱原有的低频次红利，广告主会重新审视该种媒体设备的投放效果。

4、新潮子公司梯视传媒、美框 300 的成立等同认可分众的传统主战场。新潮传媒自 3Q18 起成立美框 300 事业部和梯视传媒子公司，即默认梯媒市场实现盈利的关键来自于“小区框架+写字楼梯外电视”，而非“小区梯内屏”的逻辑。从目前的小区框架刊例定价来看，新潮传媒以分众价格的 9 折售卖，梯外电视至今则未出明细报价方案。

据草根调研所得，新潮传媒小区框架签约总数为 20 万块，写字楼梯外屏签约总数为 4 万块，预计 1Q19 进入可售阶段。在点位推进层面，“小区框架+写字楼梯外电视”是分众传媒的传统腹地，预计新潮传媒的覆盖进度不及之前的小区梯内屏，若需加速推进则需要更多的资本投入。

图表 52 新潮传媒美框 300、分众传媒框架刊例价报价对比

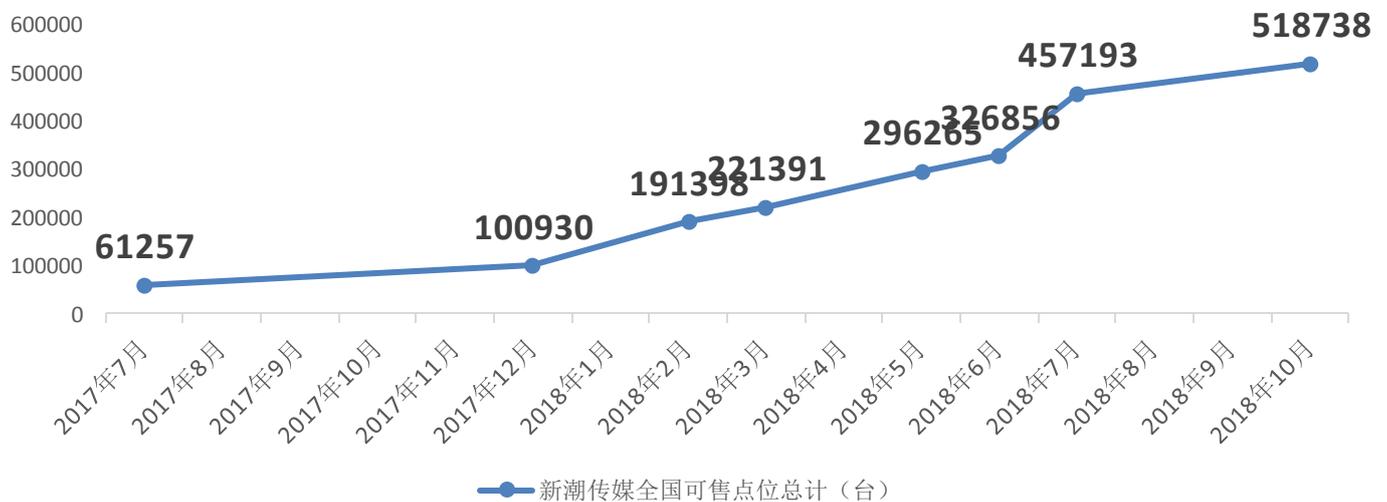
分众传媒、新潮传媒框架媒体部分广告刊例价对比（自2018年7月1日起）							
媒体形式	城市等级	城市名称	投放周期	新潮传媒	分众传媒	刊例差价	折价
				刊例价（元/块/周）			
新潮传媒美框300:小框、中框（类分众传媒框架1.0）	一线城市	北上广深	周	1280	1380	100	92.75%
	二线城市	二线重点城市		998	1080	82	92.41%
	三线城市	三线重点城市		848	918	70	92.37%
新潮传媒美框300:大框（类分众传媒框架3.0）	一线城市	北上广深	周	1498	1648	150	90.90%
	二线城市	二线重点城市		1188	1298	110	91.53%
	三线城市	三线重点城市		998	1088	90	91.73%

新潮传媒美框300媒体说明：  
 1、以上价格体系自2018年7月1日开始执行  
 2、每周六、日作为广告上刊时间，每周五作为本周发布的最终结算日  
 3、每两周可免费更换一次画面，如需单周更换须另收取10元/块的制作上刊费  
 4、各城市画框尺寸统一：小框 外框：450mm\*600mm 内框：390mm\*540mm  
 中框 外框：525mm\*700mm 内框：475mm\*650mm  
 大框 外框：600mm\*800mm 内框：550mm\*750mm

资料来源：草根调研，华创证券

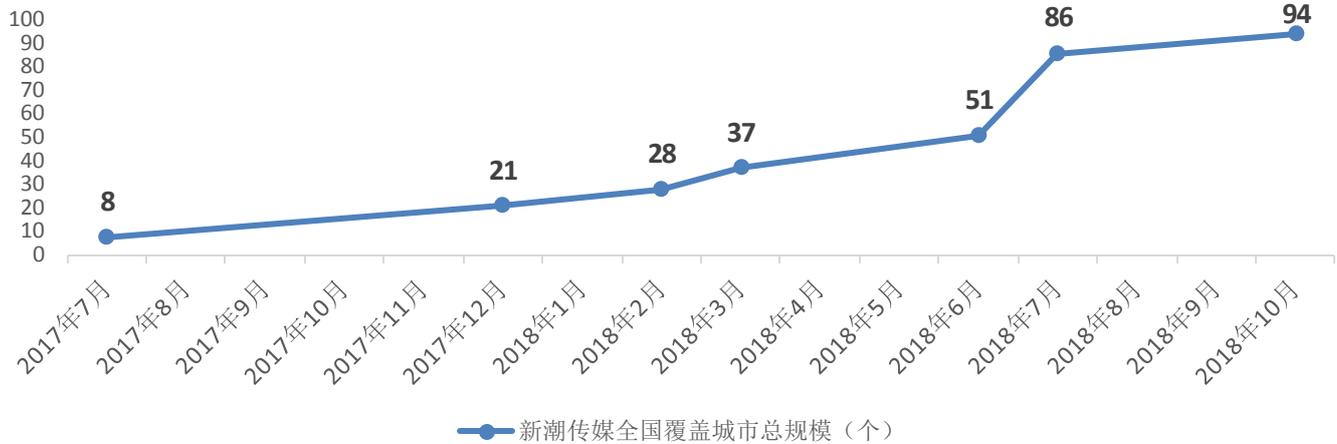
截止到 2018 年 10 月，新潮传媒实际可售点位为 51.87 万台（公关口径为 65 万台），对应近 52 万部电梯，较年初 10.09 万台月均复合增长率=17.79%，增量近 42 万台；实际覆盖全国 94 座城市（公关口径为逾 100 城），较年初 16 城月均复合增长率=19.37%，增量为 78 城。

图表 53 新潮传媒全国实际可售点位统计（2017.07-2018.10）



资料来源：草根调研，华创证券

图表 54 新潮传媒全国覆盖城市规模统计 (2017.07-2018.10)



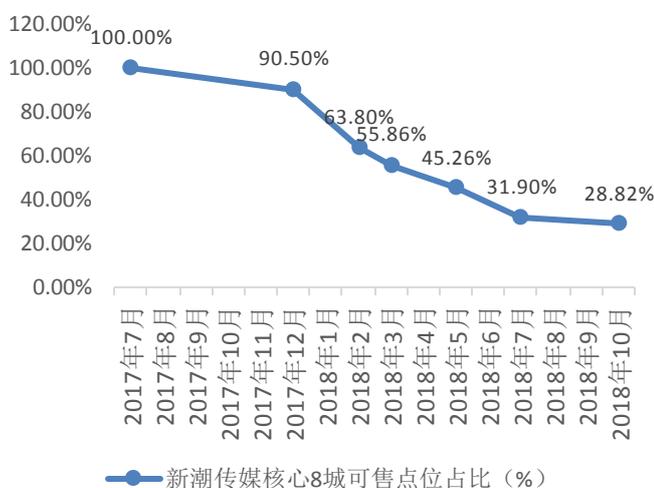
资料来源: 草根调研, 华创证券

点位扩张动因: 满足投资方考核、广告主投放双要求, 自 18 年来核心 8 城点位增长平缓。

1、巨头背后的“渠道下沉”跟仿, 诉求在于满足资方 KPI、争取 KA 客户预算。新潮传媒于 2017 年向 5 家上市公司首轮融资 10 亿元后, 围绕核心 8 城主要面向区域性广告客户; 由于龙头在一、二线城市的巨大存量覆盖, 具备投放价值的可渗透资源规模有限, 因此较小体量的点位覆盖规模难以吸引大型广告主的分流预算。针对此, 新潮传媒跟随行业龙头进行无时滞性的“渠道下沉”, 丰富城市覆盖梯次和点位资源。

2、核心 8 城点位占比逐月降至 28.82%, 渗透空间未来短期接近饱和。因行业龙头所覆盖点位短期租约未到期, 以及即将到期点位开展排他性续约, 新潮传媒自 2018 年起, 在核心一、二线城市的渗透式覆盖有所下滑, 增量点位更多来自三四线城市。

图表 55 新潮传媒核心 8 城可售点位占比 (2017.07-2018.10)



资料来源: 草根调研, 华创证券

图表 56 新潮传媒核心 8 城可售点位规模 (2017.07-2018.10)

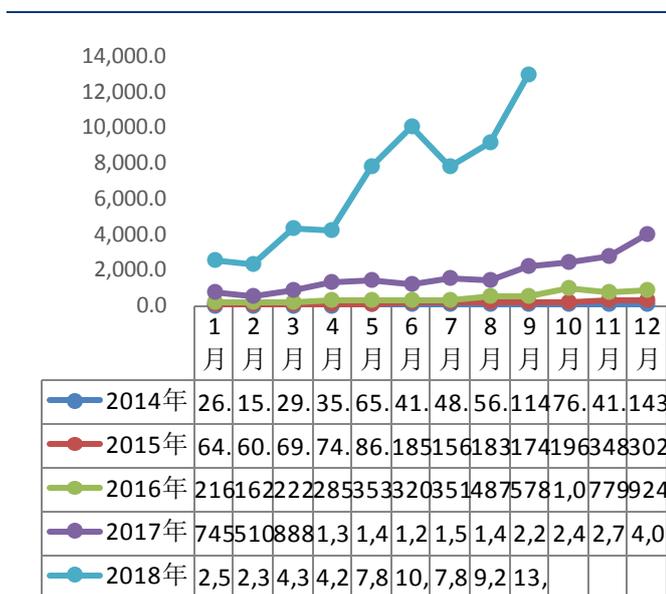
	2017年7月	2017年12月	2018年2月	2018年3月	2018年5月	2018年7月	2018年10月
上海	16,586	23,590	30,979	31,351	32,377	37,015	35,993
北京	14,040	19,270	23,899	23,481	26,139	27,000	27,894
重庆	9,139	11,188	14,044	13,922	13,800	16,260	19,028
成都	8,909	10,621	13,312	15,562	17,812	15,422	15,784
杭州	6,005	9,517	14,439	12,089	13,577	15,074	14,522
武汉	1,027	7,951	12,219	13,803	15,387	18,095	18,819
深圳	2,755	4,909	6,475	7,272	7,682	8,631	14,522
广州	2,796	4,291	6,741	6,192	7,319	8,360	18,819
8城合计	61,257	91,337	122,108	123,672	134,093	145,857	165,381
月均复增 (%)	-	8.32%	15.62%	1.28%	4.13%	4.29%	4.28%

资料来源: 草根调研, 华创证券

1、2018 年前三季度累计营收 6.14 亿元，全年完成 KPI 考核压力或不大。截止到今年 9 月，新潮实际累计实现营收 6.14 亿元，距离全年 10.61 亿元的营收 KPI 考核差量为 4.47 亿元，即 10-12 月月均需完成 1.49 亿元营收。由于 10 月含国庆节和双 11 预热/11 月含双 11/12 月含双 12、圣诞狂欢和年末促销，预计 2019 年完成营收考核压力或不大。

2、不考虑回款压力，新潮今年经营亏损预亏近 8 亿元。假设新潮点位资源年均保有量为 35 万台（年初 10 万台，年底 60 万台，取算术平均），单屏租金为 3200 元/块·年（较分众上浮 30%），即全年租金开支为 11.2 亿元；设备成本为 1900 元，5 年直线折旧，即全年折旧开支 1.33 亿元；新潮全年员工平均为 4000 人（年初 1000 人，年底 7000 人，取算术平均），薪资开支 15 万/人·年，即全年薪酬支付 6 亿元，综合运营成本为 11.2+1.33+6=18.53 亿元，故 2018 年资金缺口为 18.53-10.61=7.92 亿元，符合新潮传媒董事长张继学年初预设亏损 6-8 亿元目标。

图表 57 新潮传媒 2014-2018 年月度营收（万元）



资料来源：草根调研，华创证券

图表 58 新潮传媒盈利预测与点位覆盖计划（2015-2020 年）

项目	2015年实际	2016年实际	2017年实际	2018年预测	2019年预测	2020年预测
新增安装屏幕数(台)	5,657	32,097	106,930	245,100	307,100	301,300
累计安装屏幕数(台)	8,624	40,721	147,651	392,751	699,851	1,001,151
加权平均屏幕数(台)	5,241	21,342	79,872	275,284	590,493	870,718
公告预测营收(百万元)	22.74	71.42	250.00	1,060.53	2,606.74	4,375.21
草根实际营收(百万元)	19.02	56.86	206.46	-	-	-
营收差距(百万元)	-3.72	-14.56	-43.54	-	-	-

资料来源：欧普照明公告，华创证券

在 KA 核心客户层面，由于 2018 年的投放预算已于 2018 年初或 2017 年底签约，故分众传媒 2018 全年投放情况受新潮传媒分流的影响不显著。自 2019 年起，由于 KA 客户广告合约需续签谈判，因新潮传媒的点位是终端用户层面的客观补充，短期需关注电商、医美等广告客户分流投放趋势。

就目前而言，新潮传媒的核心 KA 客户（不含顾家家居等股东方）包括网易考拉、京东（2018 年 8-9 月停止在分众传媒投放，自 10 月起恢复投放）、苏宁易购、国美、美团、驴妈妈、小红书、华美整形、美莱整形、滴露等，2018 年分别累计投放约 5000 万元、3000 万元、1000 万元、1000 万元、未知、2000 万元、1000 万元、3000 万元、3000 万元、3000 万元不等。我们估计，KA 客户占新潮传媒全年营收占比在 40% 左右。

图表 59 新潮传媒 2018 年核心 KA 客户



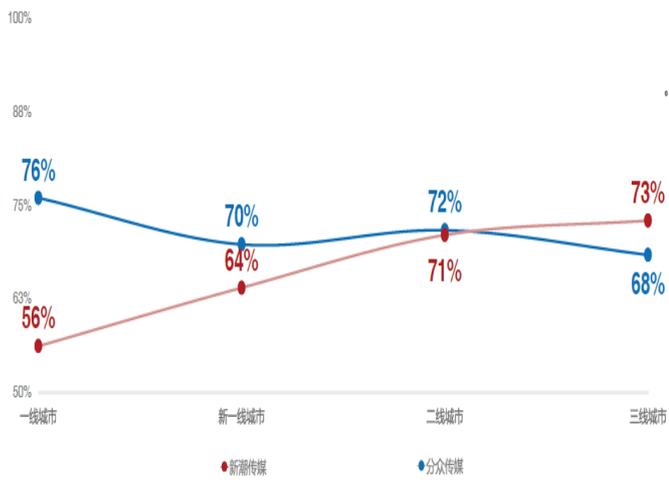
资料来源：华创证券整理

区客广告部分，新潮传媒快速布局二、三线城市，在消费者心中的认知度相对可观。根据数字 100 调研数据显示，新潮传媒在低线城市的消费者认知度为 73%，与龙头相近，且在二线城市、新一线城市的差距在收窄；而新潮传媒的区客业绩/总营收占比高达 60%。因此，2019 年需留意低线城市的区客广告预算分流的情况。

另外，新潮传媒 BITS 蜜蜂智能投放系统于 2018 年 9 月上线，为小 B 端和 C 端客户的投放率先提供了个性化的选择，并降低了广告投放门槛，这或为 2019 年的区客广告的销售潜力得以释放，但仍需看推进进度。

风险提示：行业竞争加剧、宏观经济下行风险、限售股解禁风险。

图表 60 消费者梯媒广告品牌认知度（分城市类别）



资料来源：数字 100 线下访问数据 样本量：n=2000

图表 61 新潮传媒蜜蜂投放系统效果演示



资料来源：华创证券整理

#### 四、教育行业：监管逐渐完善、行业集中度提升，培训龙头具备长线投资价值

##### （一）海内外教育板块股价大幅波动，业绩稳健

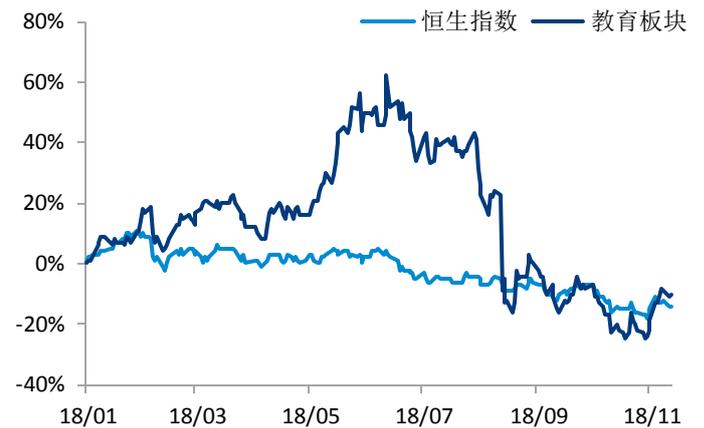
纵观 2018 年的前三季度，海内外教育板块经历较大波动：（1）港股教育股估值腰斩是由于国家对民办学校加强监管；（2）A 股、美股教育股相对沪深大盘两次下跌，但后期均呈现反弹行情，表现出教育行业的稳健性。

图表 62 A 股教育板块行情表现



资料来源：wind，华创证券

图表 63 港股教育板块行情表现



资料来源：wind，华创证券

图表 64 美股教育板块行情表现



资料来源：wind，华创证券

图表 65 A 股教育板块 2018 年三季度报业绩一览

教育板块	公司简称	Q1-Q3营收	同比增速	Q1-Q3净利润	同比增速	2018年预计利润	同比增速
学前教育	威创股份	8.25	3.2%	1.47	-16.3%	1.52至2.09	-20%至10%
	秀强股份	10.57	0.3%	0.85	-37.0%		
	电光科技	6.43	26.8%	0.49	28.3%	0.62至0.79	10%至40%
K12教育	昂立教育	15.78	21.1%	0.97	-19.7%		
	勤上股份	9.60	-18.5%	0.72	-28.7%	0.51至0.93	-40%至10%
	盛通股份	13.68	45.6%	0.72	41.2%	1.20至1.50	30%至62%
	紫光学大	23.44	2.6%	0.68	7.31%		
	立思辰*	10.99	2.7%	0.08	-88.5%		
	科斯伍德*	7.11	106.6%	0.86	466.2%		
	凯文教育*	1.57	-65.0%	-0.71	15.3%	-0.98至0.85	-526%至470%
职业教育	东方时尚	8.08	-13.8%	1.91	-9.6%		
	开元股份	9.81	67.8%	1.02	-6.6%		
	世纪鼎利	6.63	27.1%	0.32	-64.7%		
	洪涛股份	30.44	19.7%	1.42	4.4%	1.23至1.78	-10%至30%
	百洋股份*	21.76	37.2%	1.30	158.9%	1.92至2.15	170%至190%
	中国高科	0.74	-73.3%	0.03	-96.3%		
	华媒控股	11.75	-2.5%	0.61	-32.4%		
陕西金叶	6.69	30.2%	0.25	245.0%			
教育信息化	科大讯飞	52.83	56.0%	2.19	29.9%	4.36至6.52	0%至50%
	文化长城*	7.69	107.3%	1.37	173.8%		
	三爱富*	13.49	-67.5%	5.44	350.6%		
	三盛教育	5.12	-61.2%	0.85	4.6%		
	全通教育	4.63	-31.8%	0.06	-293.8%		
	拓维信息	8.05	0.6%	0.50	-66.9%	-13至10	-2070%至1615%
	方直科技	0.93	16.2%	0.21	78.1%		
在线教育	松发股份*	4.26	10.2%	0.36	12.5%		

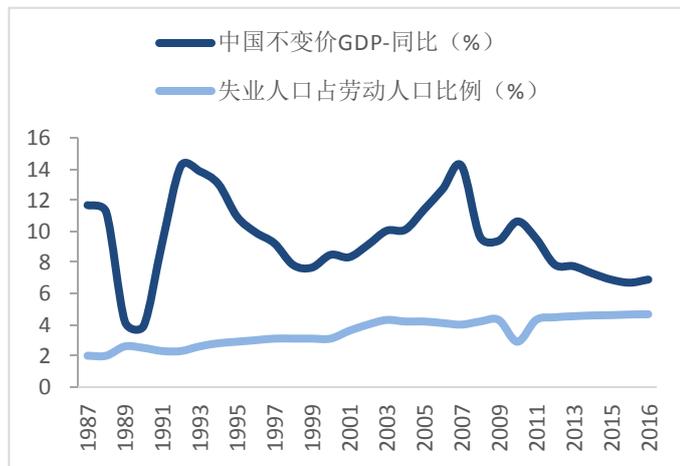
资料来源：公司公告，华创证券 注：公司简称后标注\*表明公司可比报告期间的合并范围发生重大变化。

## （二）职业培训行业竞争加剧，龙头集中度提升

自 2015 年起，我国 GDP 增速进入 7% 以下的缓行区间，失业率逐年提升。根据日本的数据，宏观经济下行背景下，就业压力增大，尤其是公务员类的稳定性职位招录竞争变得激烈，职业教育需求因此旺盛。

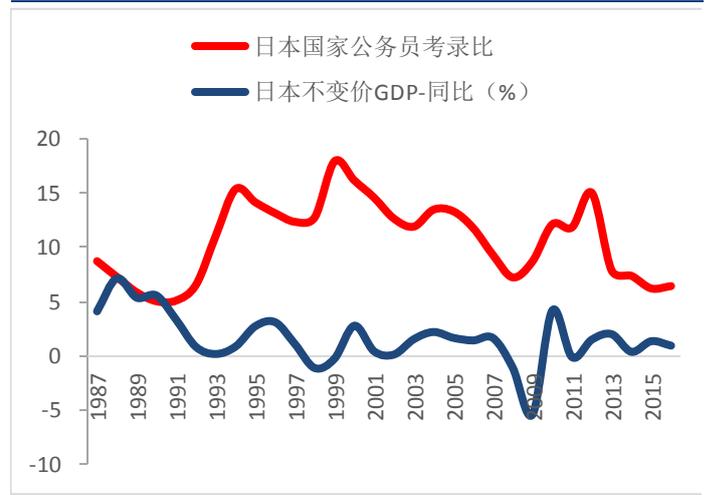
2014 年国务院发布《关于加快发展现代职业教育的决定》、2017 年国务院发布《关于深化产教融合的若干意见》政策鼓励职业教育行业发展。

图表 66 中国历年 GDP 与失业状况



资料来源：世界银行，华创证券

图表 67 日本历年 GDP 与国家公务员考录比



资料来源：世界银行，日本人事院，华创证券

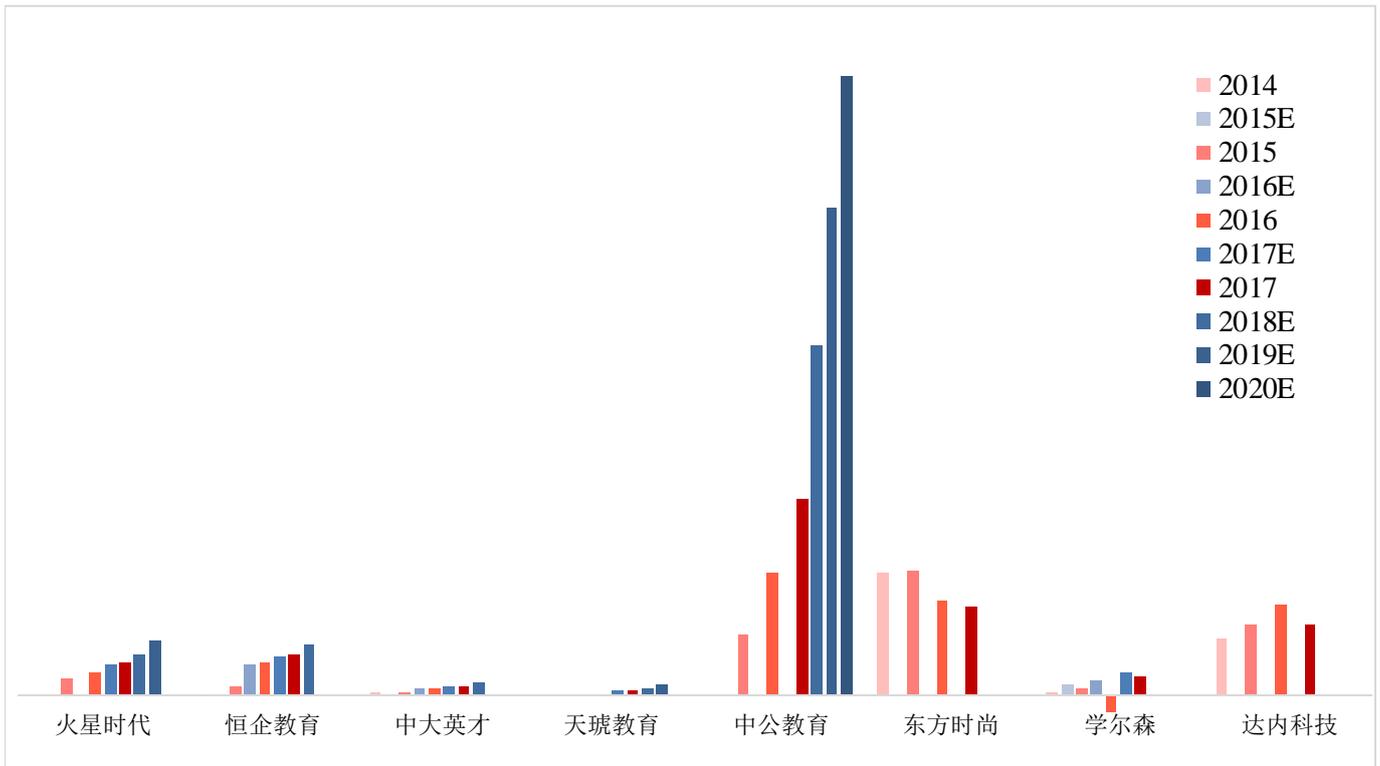
职业培训的行业规模增速相对较缓、行业竞争日渐加剧。梳理职业培训公司的经营情况，龙头机构依靠规模优势提升集中度，收入和利润基本能保持稳健增长，部分公司为加速扩张牺牲短期利润。

图表 68 主要公司营收状况

公司名称	主营业务	营收 (亿元)	同比增速
东方时尚	驾驶培训	8.08	-14%
恒企教育	会计培训	4.80	+
牵引力教育	IT培训	0.25	-
学尔森	建筑培训	0.31	-31%
达内科技	IT培训	9.24	17%
中公教育	招录培训	24.45	63%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 69 职业培训公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券 注：标注“E”表明为该年的承诺业绩

### （1）推荐标的：百洋股份

单培训品类的龙头机构在中短期内业绩稳定增长的确切性较强，但职业教育细分赛道的天花板较低且机构跨品类发展存在不确定性，推荐关注超跌配置机会。

火星时代在艺术 IT 培训领域的龙头地位稳定、下游行业需求旺盛，借助上市公司平台拓展数字艺术教育产业链，收购影视后期特效制作公司楷魔视觉，有效增强火星时代的竞争优势并提升公司的发展空间；传统业务稳定发展。我们预计，公司 2018/2019/2020 年的归母净利润为 1.95/2.55/3.12 亿元（原预测值为 2.00/2.57/3.16 亿元），对应的 EPS 为 0.49/0.64/0.79 元，对应的 PE 为 19/15/12 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济风险；培训下游需求波动风险；民办教育监管风险；承诺业绩未完成。

### （2）建议关注：亚夏汽车

多培训品类的龙头机构已在多个职业教育赛道筑建竞争力，成长空间较大且确定性较强，推荐长期关注。

中公教育借壳上市方案过会，中公是国内公务员招录培训龙头，产品竞争力已经验证；借助研发、营销的协同效用提升事业单位招聘培训、教师招录培训行业的市占率。在就业承压背景下、招录培训需求旺盛，三赛道叠加的市场空间广阔，公司成长天花板较高。根据业绩承诺，中公教育 2018/2019/2020 年的扣非归母净利润为 9.3/13/16 亿元。

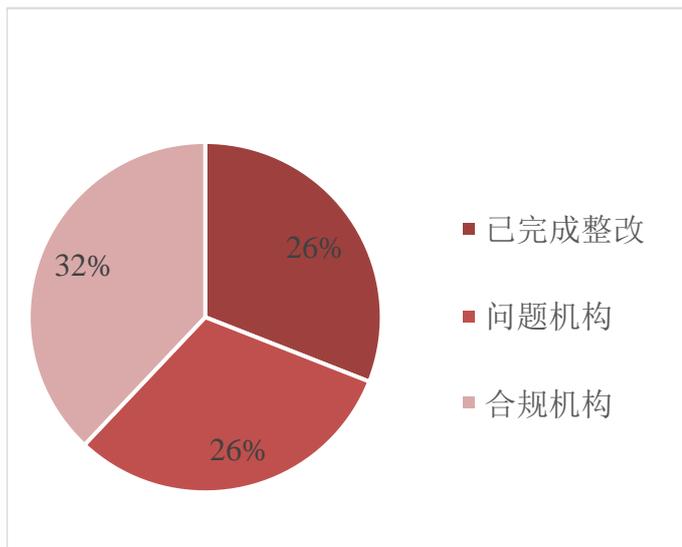
风险提示：宏观经济风险；公务员招录名额缩减；行业竞争加剧；承诺业绩未完成。

**（三）K12 培训行业整治影响机构短期扩张，龙头长期规模优势逻辑未变**

2018 年 2 月，四部委联合发布《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，开启全国整治 K12 培训机构的行动。

截止 2018 年 10 月 15 日，全国 2963 个县已启动专项治理整改工作，其中 1046 个县已基本完成专项治理整改任务。全国共摸排校外培训机构 40 万所，存在问题机构 27 万所，现已完成整改 8.35 万所。

**图表 70 K12 培训机构整治情况**



资料来源：教育部，华创证券

因此，K12 课外培训大多在今年减缓了扩张速度。

**图表 71 主要公司扩张情况**

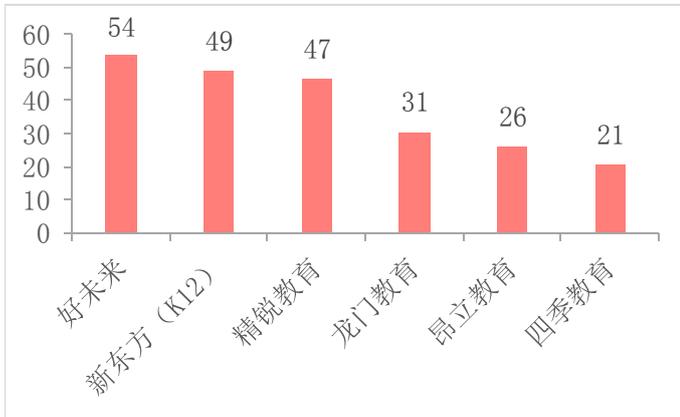
公司	扩张情况	报告期
好未来	新增54个学习中心（共648）、933间学而思小班教室	2018.3.1-2018.8.31
新东方	新增99个学习中心（共1012）	2018.3.1-2018.8.31
龙门教育	关闭1个尚未经营的封闭式培训校区（共6）	2018.1.1-2018.6.30
四季教育	新增16个学习中心（共54）	2018.3.1-2018.8.31
精锐教育	新增42个学习中心（共315）	2018.3.1-2018.8.31
昂立教育	新增27个校区（共199）	2018.1.1-2018.6.30
中文未来	新增34个学习中心（共81）	2018.1.1-2018.6.30

资料来源：公司公告，华创证券

梳理 K12 培训公司的营收增速，覆盖全国省市的机构（好未来、新东方、精锐教育）明显大于覆盖部分省市的机构（龙门教育、昂立教育、四季教育）。

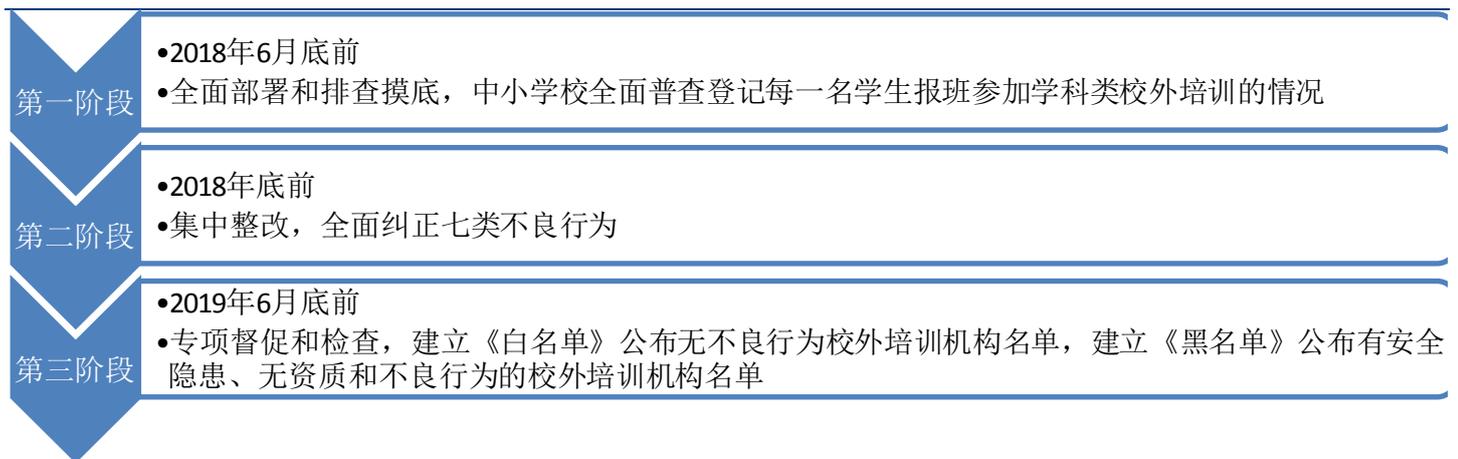
龙头机构在短期内的扩张虽然受到整治行动影响而放缓，但其规模优势在长期看来未变。明年 6 月后整治政策将明朗，政策风险降低。

**图表 72 K12 培训机构最新报告期的营收增速 (%)**



资料来源：公司公告，华创证券

**图表 73 培训机构专项治理行动进程**



资料来源：教育部，华创证券

**投资策略：**长期看好有潜力全国扩张的 K12 培训机构。A 股教育板块的 K12 培训机构主要是地方性龙头，我们长期看好其中有潜力全国扩张的培训机构，将面对万亿级别的市场天花板和巨大的市占率提升空间。

**(1) 推荐标的：科斯伍德**

龙门教育已在陕西和北京开办 6 家封闭式培训学校，在全国 11 个城市开办课外培训中心积累客户，在三四线城市广泛销售教学软件、课程销售等线上产品；传统胶印油墨业务维持稳健发展。龙门教育承诺 2018/2019 年分别实现不低于 1.3/1.6 亿元的归母净利润，我们预计公司 2018/2019/2020 年的归母净利润为 1.16/0.96/1.19 亿元，对应的 EPS 为 0.48/0.40/0.49 元，对应的 PE 为 20/24/20 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济风险；民办教育监管风险；异地扩张速度不及预期；行业竞争加剧；业绩承诺未完成。

## (2) 建议关注：立思辰

公司拟收购中文未来剩余股权、剥离信安业务。中文未来快速推进全国布局、业绩增速超预期，截止 2018 年 9 月 30 日，中文未来已实现净利润 5499 万、在 12 个城市设立分校。收购中文未来剩余股权的交易方案调增业绩承诺，2019-2021 年实现净利润分别不低于 1.3/1.69/2.1 亿元。中文未来将成长为公司最主要的利润驱动因素，有望成为全国性的语文培训龙头，未来潜力巨大。

风险提示：宏观经济风险；民办教育监管风险；信息安全业务剥离进度不及预期；商誉减值风险；业绩承诺未完成。

## (四) 监管政策趋严，素质类培训风险较低

监管政策趋于严格：2016 年修订的《民办教育促进法》要求对民办学校进行“分类管理”，2018 年 8 月的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》新增限制集团化办学控制非营利性学校的条文，10 月发布的《意见》同时限制非营利性和营利性幼儿园上市和收购。

素质类培训机构的监管风险较低：送审稿中规定“设立实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训教育机构，可以直接申请法人登记”。

图表 74 民办教育监管政策一览

发布时间	发布机构	文件名称	重点条文
2016年11月7日	全国人大常委会	《中华人民共和国民办教育促进法（2016修正）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。</li> </ul>
2018年8月10日	司法部	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。</li> </ul>
2018年11月15日	国务院	《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	<ul style="list-style-type: none"> <li>社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园。</li> <li>民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。</li> </ul>

资料来源：相关政府官网，华创证券

**投资策略：**关注素质教育行业红利。素质教育（早教）行业驱动于消费升级，在过程导向机制下品牌溢价高，优质品牌得以通过加盟体系快速扩张，推荐在行业红利阶段关注优质品牌。

## (1) 推荐标的：盛通股份

盛通股份是国内机器人教育行业和出版印刷行业的双龙头企业。出版业务受益于行业头部效应、新增产能释放保持较快增速；机器人培训的 TO C 业务龙头地位稳固、已在全国 25 个省市实现门店布点，借助课程体系的竞争有数和中鸣数码的销售渠道尝试布局 TO B 业务。盛通股份承诺 2018 年实现税后净利润不低于 4128 万元，2018 年和 2019 年实现累计税后净利润不低于 9253 万元；我们预计公司 2018/2019/2020 年的归母净利润为 1.35/1.72/2.14 亿元，对

应的 EPS 为 0.42/0.53/0.66 元，对应的 PE 为 23/18/15 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济风险；学习网点扩张速度不及预期；出版业竞争加剧。

## （2）建议关注：三垒股份

三垒股份拟收购早教龙头美吉姆，截止 2018 年 6 月 30 日，美吉姆已在全国数十个省份签约 389 家早教中心。美吉姆承诺 2018 年/2019 年/2020 年实现净利润分别不低于 1.80 亿元、2.38 亿元、2.90 亿元。

风险提示：宏观经济风险；收购进度不及预期；财务费用高昂；业绩承诺未完成；学习网点扩张速度不及预期。

## （五）在线教育赛道正热，机构盈利困难

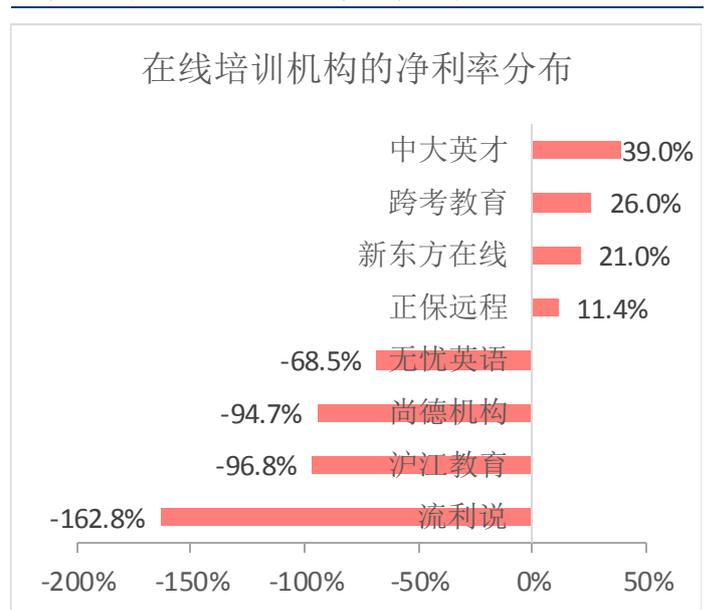
从行业增速来看，在线教育行业规模将从 2017 年的 1734 亿元增长至 2022 年的 4316 亿元，年均复合增速达 19.9%，从行业渗透来看，2017 年教育行业的在线渗透率约为 4.3%、提升空间巨大，根据艾瑞咨询的预计到 2022 年渗透率将提升至 9.5%。但是，大部分在线教育公司并不能实现盈利。

图表 75 在线教育行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

图表 76 在线培训机构的净利率分布



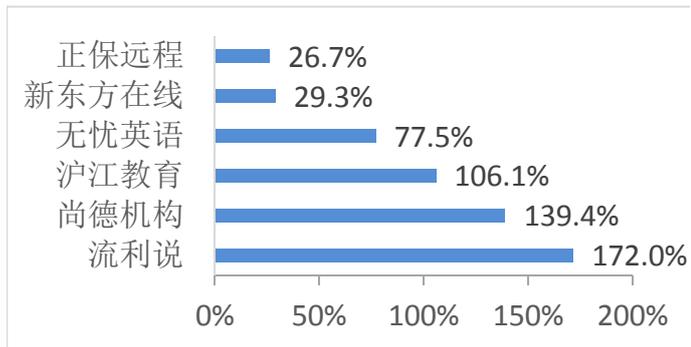
资料来源：公司公告，华创证券

为什么在线教育公司盈利困难？从上市公司的财务数据看，主要是因为营收和销售费用同步上升。

为什么在线教育公司的销售费用高？（1）教育产品的后验品属性导致教育公司需要靠口碑/营销驱动；（2）在线教育公司覆盖范围广，相对而言线下机构等于进行精准营销、销售成本低；（3）在线教育具备飞轮效应，因此前期投入的营销、科研等成本较大。

在线教育公司的发展前景在于线上线下融合发展。

图表 77 在线培训机构的销售费率分布



资料来源：公司公告，艾瑞咨询，华创证券

## 五、风险提示

政策监管风险；行业竞争加剧；业绩承诺未完成；宏观经济风险。

## 传媒组团队介绍

**分析师：肖丽荣**

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

**分析师：潘文韬**

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：李雨琪**

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：徐呈隽**

复旦大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500