



**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 细分行业进入重构期 关注科技驱动力

——2019年传媒行业投资策略

分析师:

2018年11月29日

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理:

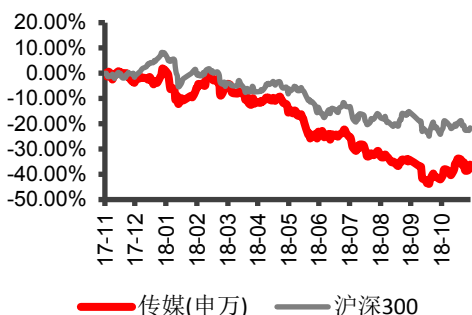
王丽丽

执业证书编号: S1380116110015

联系电话: 010-88300857

邮箱: wanglili@gkzq.com.cn

申万传媒与沪深300指数走势对比情况



数据来源: Wind

行业评级

中性

相关报告

1. 关注产业生态演变 把握内容投资主线——传媒行业2018年半年度策略
2. 关注政策变化下板块的业绩增长情况——文化传媒行业周报
3. 市场受益政策利好 传媒板块反弹有望持续——文化传媒行业周报
4. 从板块业绩和基金持仓看传媒板块复苏几何——传媒行业专题报告

- 2018年, 传媒板块继续大幅调整。1-11月份累计下跌超32个百分点。行业整体营业收入增速放缓, 净利润同比有所下滑。细分行业毛利率变化不一, 期间费用呈现集约态势。
- 我们认为从业绩角度看, 细分行业中传统行业整体业绩存在较大韧性, 增速虽趋降但行业集中度提高带来较明显的马太效应, 龙头公司强者恒强; 视频、音频、在线阅读等新媒体业绩保持高速增长, 成长空间大, 未来随科技驱动力增强有望持续受益。从市场表现角度看, 2018年仍不尽如人意, 持续的深度调整使得板块估值长期处于历史低位, 行业龙头公司存在一定错杀可能。结合这两方面情况, 2019年随行业政策逐步落地以及市场整体情绪改善, 传媒板块——特别是前期超跌行业龙头有望迎来一定的投资机会。
- **内容板块:** 2018年受行业负面事件影响明显, 全年深度调整后, 重点标的估值水平已得到较明显修复。行业具有清晰的投资逻辑, 集中度提升和产业链整合的持续推进利好行业龙头公司发展。其中, 电影板块中影院建设进入重构期, 影投公司集中度有望获得提升; 同时2018年国产电影开始崛起, 票房表现明显优于进口影片, 显示出电影产业未来较为广阔的增长空间, 建议关注万达电影、中国电影。电视剧板块全年平稳, 成本端随“限薪令”趋降, 建议关注精品剧龙头华策影视。
- **游戏板块:** 2018年3月后国产网络游戏受版号暂停因素影响进入变现停滞期, 增速大幅下滑, 但游戏出海成为行业新的增长点。2019年, 在静待国产游戏版号落地的同时, 我们认为网络游戏确定性相对较强的存量游戏收入贡献及出海竞争格局的变化仍将是行业聚焦的重点。建议关注出海能力强劲的相关标的, 如完美世界、中文传媒以及游族网络。
- **新媒体:** 我们持续看好科技驱动给传媒行业带来的增长动力。付费内容领域作为5G、人工智能等技术落地的主要应用场景, 具有较为广阔的用户基础和增长空间, 建议关注分众传媒、芒果超媒以及视觉中国。
- **风险提示:** 游戏、影视、文学作品市场反应低于预期; 传媒板块公司业绩低于预期或业绩增速下滑; 黑天鹅事件对公司股价的剧烈冲击; 商誉减值风险对公司业绩的负面影响; 行业政策发生重大变化; 兼并重组失败; 国内外股票市场可能出现的剧烈震荡等系统性风险; 国内经济下行风险; 全球经济下行风险。

## 目录

<b>1. 2018 年传媒板块回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1 传媒板块业绩回顾.....	4
1.2 传媒板块市场表现回顾.....	8
<b>2. 2019 年传媒板块投资策略</b> .....	<b>11</b>
2.1 内容行业全年深度调整 细分龙头存超跌反弹机会.....	11
2.2 游戏市场现增长拐点，聚焦出海竞争格局.....	17
2.3 关注科技驱动带来的行业增长点.....	20
2.4 投资建议及关注个股.....	21
<b>3. 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

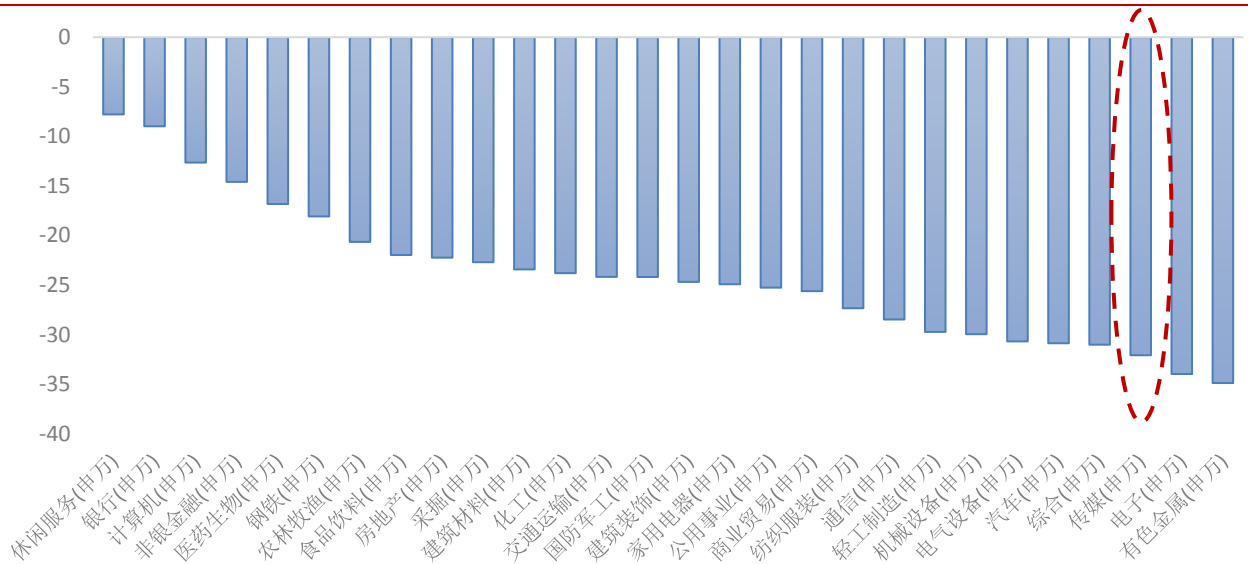
图 1: 2018 年以来 SW 一级行业表现比较 (%，截止 2018 年 11 月 16 日).....	4
图 2: 传媒各细分行业毛利率(%)变化情况.....	7
图 3: 传媒各细分行业期间费用率(%)变化情况.....	7
图 4: 2014-2018 年 SW 传媒与沪深 300 累计收益对比.....	8
图 5: 申万传媒二级子行业过去一年累计回报 (%).....	8
图 6: 申万传媒三级子行业全年跌幅 (%，截止 2018 年 11 月 16 日).....	9
图 7: 各行业基金持仓季度变化情况.....	9
图 8: 申万传媒行业近一年估值 (整体法) 变化情况.....	10
图 9: 申万传媒二级子行业过去 3 年估值变化 (PE TTM).....	10
图 10: 国内城镇及农村居民文化类消费支出变化情况.....	11
图 11: 主要文化产品用户规模逐年增加.....	11
图 12: 2018 年月度电影票房及同比变化与年度票房 top5 关联性.....	12
图 13: 国内影院及电影银幕数量变化情况.....	13
图 14: 近年来国内影院单银幕产出呈下降趋势.....	13
图 15: 2018 年 9-10 月票房收入前十院线情况.....	13
图 16: 2018 年 10 月全国院线市占率比较.....	13
图 17: 2017-2018 年电视剧制作备案数量情况.....	15
图 18: 2016-2018 年不同影视题材占比情况.....	15
图 19: 影视板块 2016-2018 年业绩变化情况.....	15
图 20: 影视板块 2016-2018 年毛利率与净利率比较.....	15

图 21: 影视板块 2016-2018 年三费规模变化 .....	16
图 22: 影视板块 2016-2018 年费用率情况比较 .....	16
图 23: Wind 影视指数与沪深 300 过去一年累计收益对比 .....	16
图 24: 影视指数市盈率及相对于全部 A 股估值溢价率 .....	16
图 25: 网络游戏行业整体市场规模及利润增速情况 (%) .....	17
图 26: 移动游戏行业市场规模及利润增速情况 (%) .....	17
图 27: 截至 2018 年 6 月网络游戏细分市场占有率 (%) .....	17
图 28: 7-9 月买量头部手游广告投放数占比情况 .....	17
图 29: Wind 网络游戏板块业绩情况 .....	18
图 30: Wind 网络游戏板块利润率变化情况 .....	18
图 31: 网络游戏指数与沪深 300 过去一年累计收益对比 .....	19
图 32: 网络游戏板块估值溢价率情况 (PE TTM) .....	19
图 33: 2018 年 9-10 月中国 App 开发商出海收入排行 .....	19
图 34: 中国上市网络游戏企业国内外收入 (亿元) 比较情况 .....	19
图 35: 5G 在传媒细分行业的应用场景示例 .....	20
图 36: 基于 5G 技术的云游戏处理过程 .....	20
表 1: SW 传媒板块单季度财务情况 (单位: 百万元) .....	5
表 2: 传媒各细分板块 2018 年前三季度收入变化 .....	6
表 3: 传媒各细分板块 2018 年前三季度净利润变化 .....	6
表 4: 传媒细分行业 2018 年以来走势与业绩变化对比 .....	7
表 5: 申万传媒个股 2018 年表现 (截止 2018 年 11 月 16 日) .....	10
表 6: 2018 年内容行业相关政策通知 .....	14
表 7: 4G/5G 技术标准下网络视频应用差异 .....	20
表 8: 重点公司估值情况 (Wind 一致预期) .....	22

## 1. 2018 年传媒板块回顾

2018年，传媒板块继续大幅调整。1-11月，累计下跌超过32个百分点，板块表现在申万28个一级行业中排名倒数第三。截至2018年11月16日，板块TTM市盈率34.84倍。

图 1：2018 年以来 SW 一级行业表现比较（%，截止 2018 年 11 月 16 日）



资料来源：Wind、国开证券研究部

### 1.1 传媒板块业绩回顾

**营业收入增速放缓，净利润同比有所下滑。**2018年前三季度，申万传媒板块营业收入总计4216.99亿元。按剔除ST、\*ST以及乐视网口径统计的行业营收总计4187.83亿元，同比增长17.83%，低于去年同期22.08%的增速；归母净利润为422.8亿元，同比下降0.28%；扣非后归母净利润336.37亿元，同比下降0.9%。

单季度来看，2018年三季度传媒行业营业收入总计1481.04亿元，同比增长16.93%，高于去年同期13.75%，增速有所改善；三季度归母净利润为112.14亿元，同比下滑13.31%，环比下滑30.62%。

板块整体毛利率24.13%，净利率7.57%，分别低于去年同期的34.79%和7.75%。毛利率与净利率的下降反映出板块整体盈利能力有所削弱，个股间业绩差异逐渐拉大。

**表 1: SW 传媒板块单季度财务情况 (单位: 百万元)**

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	159,517.66	122,256.77	148,422.80	148,104.31
同比增长	15.18%	17.33%	19.16%	16.93%
环比增长	25.94%	-23.36%	21.40%	-0.21%
营业成本	115,958.87	87,498.98	110,362.46	112,362.94
毛利率	27.31%	28.43%	25.64%	24.13%
营业税金及附加	1,078.68	841.32	818.08	783.06
销售费用	12,091.95	9,350.43	10,459.34	10,879.24
销售费用率	7.58%	7.65%	7.05%	7.35%
管理费用	14,415.21	11,055.84	11,961.86	9,074.23
管理费用率	9.04%	9.04%	8.06%	6.13%
财务费用	790.16	969.1	570.18	899.26
财务费用率	0.50%	0.79%	0.38%	0.61%
期间费用率	17.11%	17.48%	15.49%	14.08%
资产减值损失	11,185.57	539.54	1,081.19	1,457.36
投资净收益	7,337.14	3,782.21	3,569.40	2,142.87
营业利润	15,730.04	17,650.62	18,530.07	13,095.11
同比增长	1.36%	26.37%	-1.97%	-7.75%
环比增长	10.81%	12.21%	4.98%	-29.33%
营业外收入	1,406.23	303.57	457.53	365.69
营业外支出	534.72	95.87	190.35	153.19
利润总额	16,601.55	17,858.32	18,797.22	13,307.61
同比增长	-12.53%	15.30%	-0.52%	-11.50%
环比增长	10.40%	7.57%	5.26%	-29.20%
所得税	1,778.54	2,111.44	1,955.79	1,436.50
所得税率	10.71%	11.82%	10.40%	10.79%
归母净利润	13,679.36	14,915.56	16,163.61	11,213.73
同比增长	-13.67%	12.71%	-0.40%	-13.31%
环比增长	5.75%	9.04%	8.37%	-30.62%

资料来源: Wind、国开证券研究部

按产品和服务形态对传媒板块进行行业细分,可分为影视、网络游戏、出版、营销服务、教育、体育和互联网七个板块。2018年前三季度,剔除乐视网营业收入同比增加较多的细分板块为营销服务、互联网和网络游戏,分别同比增长33.84%、30.65%和11.03%。然而,2018年前三季度营业收入同比增速仅营销服务板块保持增长,其他板块均出现增速下滑,从一定程度上反映出在经济下行压力加大的背景下传媒细分板块规模扩张缺乏动力,未来增长或进入低增速阶段。

表 2: 传媒各细分板块 2018 年前三季度收入变化

细分行业 板块	2018年前三季度营 业收入 (百万元)	2018Q3同比变化 (%)	2017Q3同比变化 (%)
营销服务	110,810.14	33.84%	25.53%
互联网	131,741.83	30.65%	55.87%
网络游戏	109,884.06	11.03%	31.80%
影视	52,830.47	8.69%	11.63%
体育	102,451.33	6.62%	12.28%
CS教育	77,757.40	6.08%	3.87%
出版	83,525.51	4.94%	-0.96%

资料来源: Wind、国开证券研究部

净利润方面,除互联网、影视两个细分行业保持净利润同比正增长外,其余五个均出现同比下滑。净利润同比下滑最为明显的是网络游戏行业,2018年受到政策持续收紧影响,4月份后上线的新游受限于版号原因无法实现收入变现。“新鲜血液”的缺失使得国产游戏进入存量博弈期,行业盈利水平明显下滑。

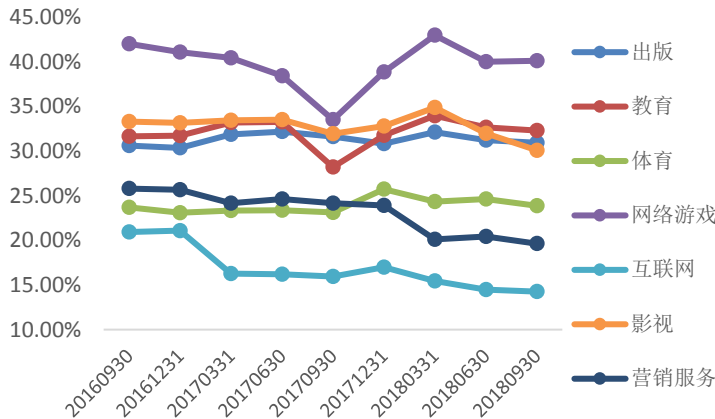
表 3: 传媒各细分板块 2018 年前三季度净利润变化

细分行业 板块	2018年前三季度归 母净利润 (百万元)	2018Q3同比变化 (%)	2017Q3同比变化 (%)
互联网	6,327.15	30.82%	10.44%
影视	7,973.76	15.04%	-1.32%
网络游戏	16,213.46	-0.17%	35.62%
CS教育	8,587.76	-1.41%	7.54%
营销服务	8,237.23	-3.09%	18.67%
出版	9,718.82	-8.52%	23.30%
体育	8,052.90	-10.53%	19.75%

资料来源: Wind、国开证券研究部

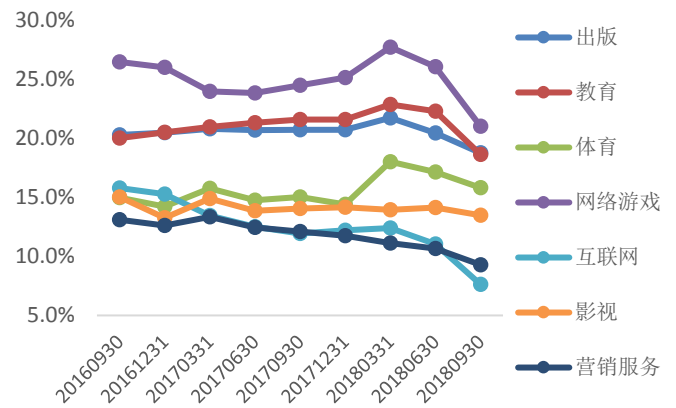
细分行业毛利率变化不一,期间费用呈现集约态势。截至2018年三季度按整体法计算的网络游戏行业毛利率为40.13%,持续保持子行业第一,此外教育、出版子行业毛利率水平超过30%,显示出相对较好的盈利能力;然而影视、营销服务、互联网及体育子行业的毛利率则有所下降。期间费用率方面,各子行业期间费用率均呈现集约态势,尤以网络游戏行业下降最为明显,反映出行业在政策趋紧背景下管理效率有所提升。

图 2: 传媒各细分行业毛利率(%)变化情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 3: 传媒各细分行业期间费用率(%)变化情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

总体来看,一方面,传媒行业整体营业收入保持持续增长,但同时增速放缓,净利润同比有所下滑。另一方面,板块整体毛利率水平稳中略降,细分板块差异较大;期间费用率整体下降,显示出板块经营效率的提升。对比细分行业 2018 年以来走势与业绩变化情况,受整体经济下行压力以及内外部不确定性增强影响各板块均呈现较大调整,板块走势与业绩并未显示显著关联。我们认为全年调整主要是风险偏好持续下降所致,而业绩的确定性仍将是未来行情反转的关键基础。

表 4: 传媒细分行业 2018 年以来走势与业绩变化对比

细分行业板块	指数年初至今涨跌幅	2018年前三季度收入增速	2018年前三季度净利润增速
体育	-27.11%	6.62%	-10.53%
CS教育	-28.18%	6.08%	-1.41%
出版发行	-28.74%	9.25%	-4.17%
网络游戏	-31.26%	16.33%	0.20%
互联网	-33.17%	30.44%	31.46%
影视	-37.96%	-0.65%	22.82%
营销服务	-39.48%	33.84%	-3.09%

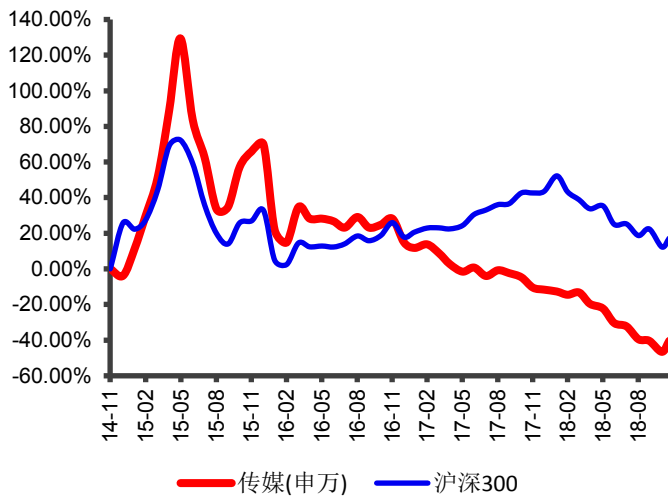
资料来源: Wind、国开证券研究部

## 1.2 传媒板块市场表现回顾

2018年传媒板块继续延续调整态势，整体表现欠佳。以2014年11月28日作为基期观察SW传媒指数与沪深300指数累计回报可以看出，截止2018年11月19日，传媒指数累计回报-40.39%，沪深300则取得17.29%正回报，显示出板块表现严重落后于大盘。分阶段来看，2015-2017年SW传媒年涨跌幅分别为76.74%、-32.39%和-23.1%，加之2018年截止11月10日全年32.53%的跌幅，板块近四年的累计回报为-11.28%。考虑到过去几年板块业绩的整体增长情况，传媒已明显超跌。

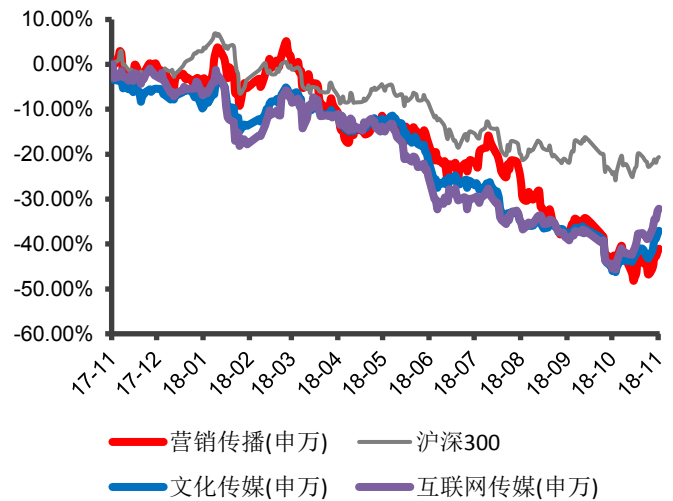
此外，2018年以来随着经济下行压力的加大以及内外部不确定因素加剧，沪深300指数也开始出现调整走势，SW传媒与沪深300指数间风险敞口逐渐收窄。板块自身表现叠加整个A股走势，使得传媒板块风险偏好有所下降。

图 4: 2014-2018 年 SW 传媒与沪深 300 累计收益对比



资料来源: Wind、国开证券研究部

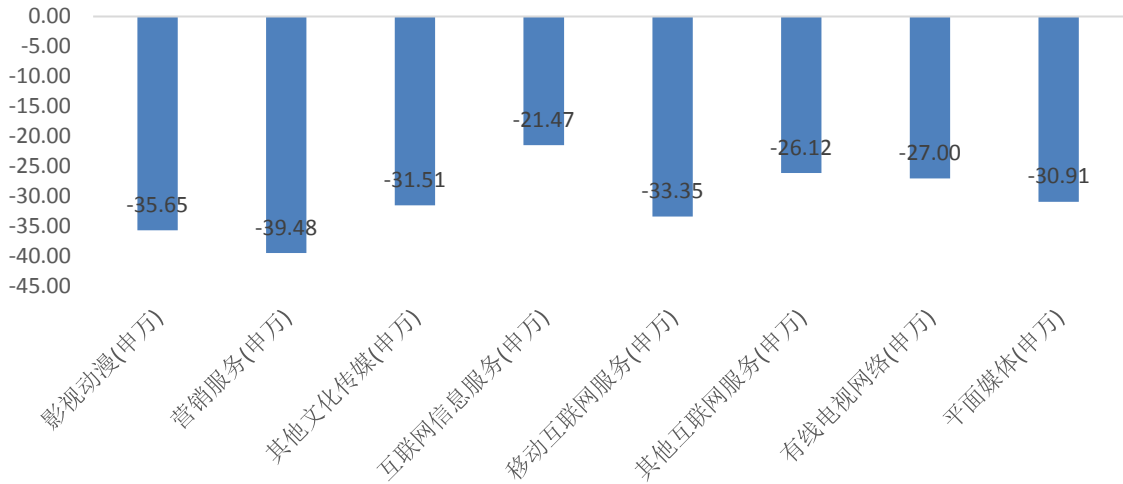
图 5: 申万传媒二级子行业过去一年累计回报 (%)



资料来源: Wind、国开证券研究部

从子行业情况来看，申万传媒二级及三级子行业全面下跌。年初至2018年11月16日，二级子行业营销传播(申万)、文化传媒(申万)及互联网传媒(申万)按跌幅从高到低依次下跌39.82%、32.86%和28.01%。三级子行业跌幅最少的为互联网信息服务，下跌21.47%；下跌最多的为营销服务，达39.48%。

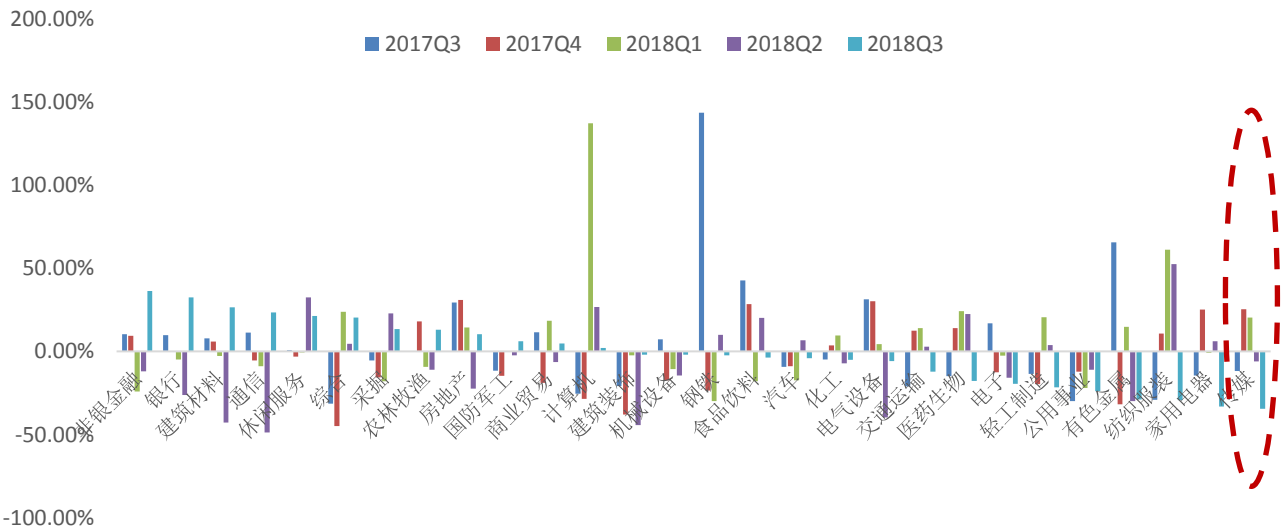
图 6: 申万传媒三级子行业全年跌幅(%, 截止 2018 年 11 月 16 日)



资料来源: Wind、国开证券研究部

受行情欠佳及政策趋紧影响, 机构配置传媒板块相对谨慎。2017年四季度至2018年三季度, 传媒板块占基金重仓比例相对较低, 按申万一级行业统计的传媒板块持仓占比分别为3.01%、3.64%、3.6%和2.47%, 三季度仓位环比下降1.13%。从重仓股市值角度看, 在对2018年三季度机构持股市值环比变化进行排序后可以发现, 12个行业基金重仓股市值环比增加; 16个行业基金重仓股市值环比下降, 传媒板块垫底, 基金重仓股市值环比下降34.43%。

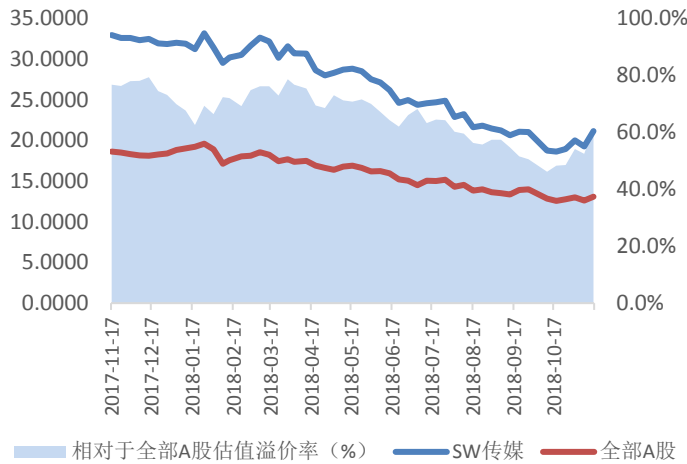
图 7: 各行业基金持仓季度变化情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

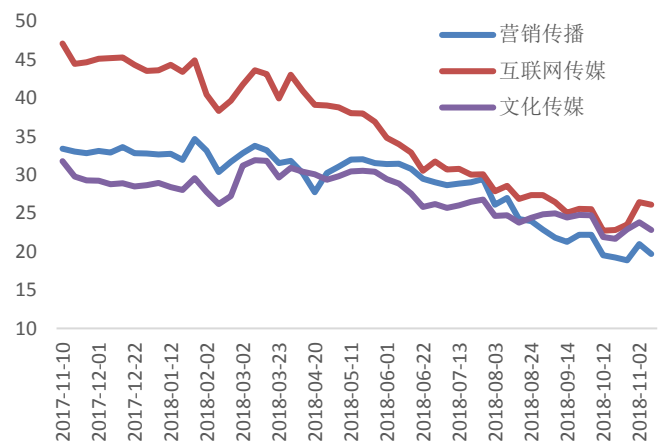
板块估值处于历史低位，安全边际逐渐显现。市场表现欠佳使得传媒板块估值得到明显修复。板块相对于全部A股的估值溢价率最低已在50%之下，全年均值66.2%，低于三年期均值84.68%且远低于五年期历史均值193%。板块估值持续修复后，安全边际逐渐显现，2018年11月中旬以来估值溢价率有所提升。

图 8: 申万传媒行业近一年估值 (整体法) 变化情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 9: 申万传媒二级子行业过去 3 年估值变化 (PE TTM)



资料来源: Wind、国开证券研究部

2018年传媒行业无新股上市。从存量个股表现来看，自年初至11月16日，SW传媒150只成份股仅8只上涨，其余均呈现不同程度下跌。涨幅前三的个股包括上海钢联（+46.11%）、视觉中国（+38.77%）和东方财富（+28.98%）。

表 5: 申万传媒个股 2018 年表现 (截止 2018 年 11 月 16 日)

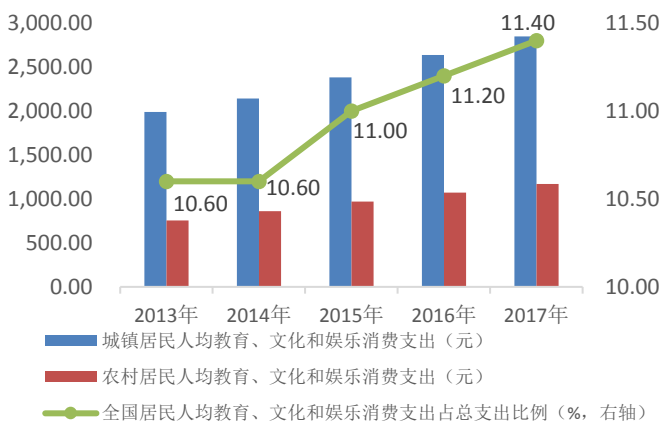
涨幅前 10 名 (%)		跌幅前 10 名 (%)	
上海钢联	46.11	*ST 富控	-86.35
视觉中国	38.77	乐视网	-76.52
东方财富	28.98	文投控股	-76.43
麦达数字	21.89	*ST 巴士	-75.70
元隆雅图	15.08	印纪传媒	-71.97
城市传媒	12.80	恺英网络	-66.76
世纪华通	2.87	ST 中南	-65.91
智度股份	2.87	华闻传媒	-63.19
---	---	美盛文化	-61.90
---	---	龙韵股份	-59.92

资料来源: Wind、国开证券研究部

## 2. 2019 年传媒板块投资策略

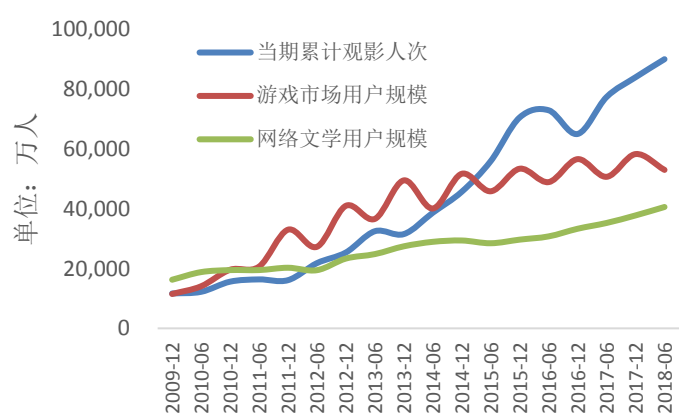
**文化消费需求维持高增长，行业供给侧改革持续推动。**根据国家统计局数据，2018年上半年，国内人均教育文化娱乐消费 932 元，位居八类主要消费构成第四位。从文化消费本身看，支出规模和用户规模两个维度都显示出文化消费需求的持续旺盛。2017 年城镇及农村居民教育文化娱乐消费分别同比增长 7.94% 和 9.41%，同期全国居民消费价格同比上涨 1.6%。与此同时，主要文化产品用户规模不断攀升，截至 2018 年 6 月底，网络游戏和网络文学行业的用户规模分别达到 5.3 和 4.1 亿人次。在需求持续高增长的同时，2018 年行业以机构调整为代表的供给侧改革持续推进，细分领域亦提出多项改革调整措施。从政策效果角度来讲，短期或抑制行业规模过快扩大，但中长期将利好于行业良性健康发展。

图 10: 国内城镇及农村居民文化类消费支出变化情况



资料来源：国家统计局、国开证券研究部

图 11: 主要文化产品用户规模逐年增加



资料来源：国家统计局、Wind、国开证券研究部

### 2.1 内容行业全年深度调整 细分龙头存超跌反弹机会

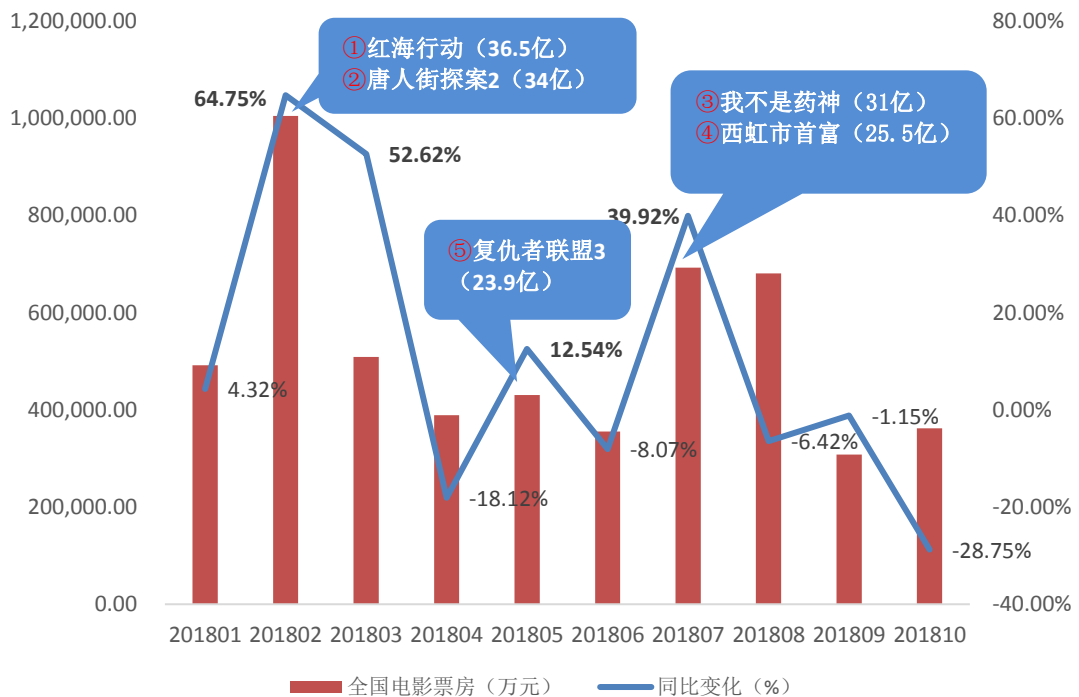
2018 年传媒板块持续调整，尤以内容行业最为显著，网络游戏、影视板块均大幅下跌超过 30%，估值处于历史低点。我们认为，2019 年内容行业在基本面有所改善的前提下，或将率先迎来反弹。

#### 2.1.1 2018 年电影票房有望突破 600 亿，影院竞争加剧市场集中度将提升

2018 年国内电影市场保持增长，增速预计低于 2017 年同期。根据国家电影资金办数据，截至 2018 年 11 月 25 日，全年票房收入 555.88 亿元，已超过 2017 年全年票房收入 549.27 亿元，预计全年增速在 10% 左右，低于 2017 年同期 22.2% 的水平。单月票房先扬后抑，2 月春节档突破单月百亿票房刷新了历史记录，但下半年受限于缺乏高品质爆款影片，国庆档以同比下降 28.75% 的票房收入惨淡收场。

分月复盘2018年电影票房，可以得出以下两点基本判断。第一，影片票房与影片质量休戚相关，三个票房峰值完整覆盖全年票房排行榜前五位的影片。第二，国产片品质明显提升，年度票房top5中有四部为国产影片，且票房明显高于位列第五名的《复仇者联盟3》，显示出国内电影制作水平的提高。

图 12: 2018 年月度电影票房及同比变化与年度票房 top5 关联性



资料来源：国家电影资金办、猫眼专业版、国开证券研究部

**影院建设进入重构期，影投公司集中度有望提升。**根据艺恩网数据显示，截至10月31日，全国影院数量为9515家，环比减少95家；其中单月新开影院约79家，相当于关停影院174家。从银幕总数上看，截至2018年10月底，全国银幕总数58,148块，总量增长伴随增速趋降。与此同时，前期银幕的大幅扩张，使得近年来单银幕产出持续下降，国内影院2018年前十个月单银幕产出约89万元，连续三年同比下降。中小型影院出现亏损、关停等现象，而具有制作、发行资源的大型影投公司同时具备资源优势 and 抵御市场波动的抗风险能力，在此基础上整体院线格局或改变，票房收入有望进一步向行业龙头集中。

图 13: 国内影院及电影银幕数量变化情况

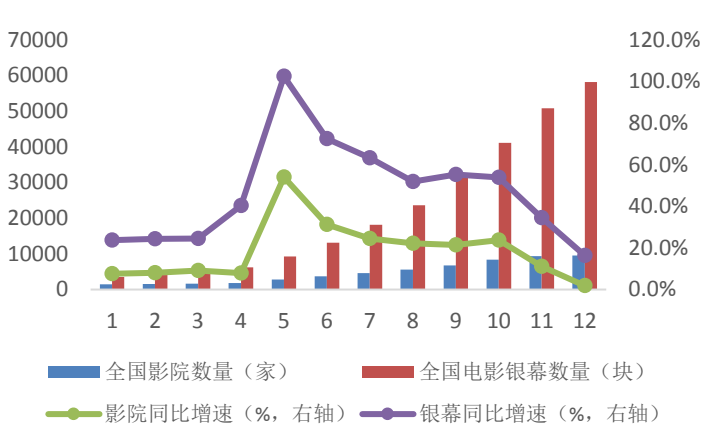
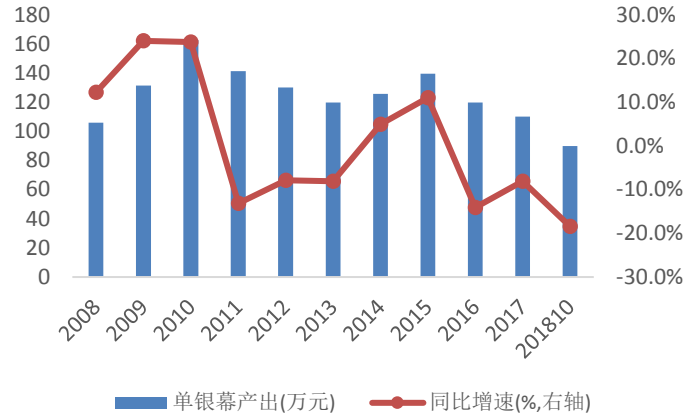


图 14: 近年来国内影院单银幕产出呈下降趋势



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

2018年10月,国内院线CR10综合市占率为64.09%;CR3仅为29.7%,远低于北美的50%和英国市场的70%。未来随着院线行业单银幕收入下降和影院管理成本的上升,加之行业龙头具备产业链上游资源和规模经济效益,国内院线市场将进一步集中。

图 15: 2018年9-10月票房收入前十院线情况

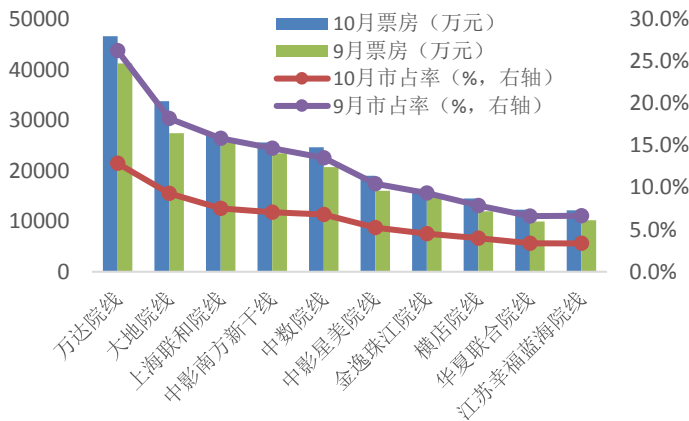
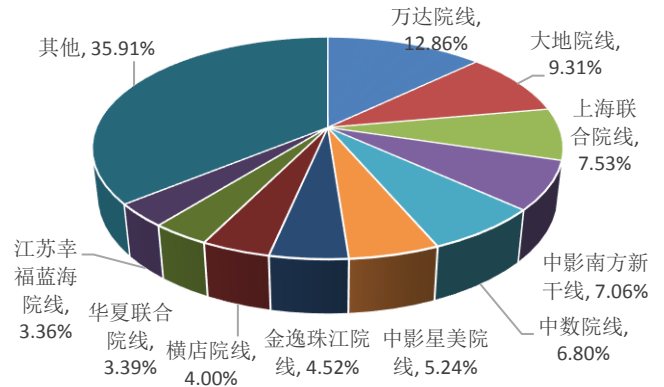


图 16: 2018年10月全国院线市占率比较



资料来源: 中国电影发行放映协会、国开证券研究部

资料来源: 中国电影发行放映协会、国开证券研究部

### 2.1.2 供给侧改革肃清行业秩序,内容行业仍具较大增长潜力

院线渠道端整合的同时,上游影视内容生产领域也发生了较大变革。一方面,国内内容产业供给侧改革不断推进,监管趋严。2018年有关内容制作成本及播放要求等规范进一步加强,反映出主管部门对于肃清和规范行业秩序的态度和决心,政策规

范中长期有助于行业良性健康发展。另一方面,影视制作许可证发放数量明显减少,内容行业马太效应渐强。根据国家广电总局数据,2018年持有《电视剧制作许可证(甲种)》的影视制作机构数113家,比2015年减少20家,行业洗牌期市场资源进一步向龙头公司聚集,产业链整合持续推进。

**表 6: 2018 年内容行业相关政策通知**

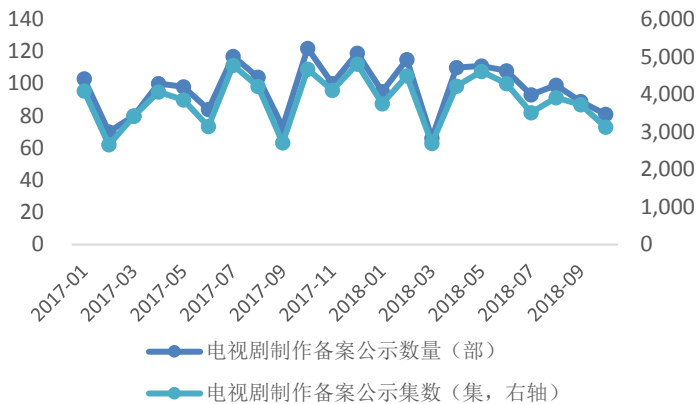
时间	相关政策通知	主要内容
2018 年 1 月	国家广播电视总局关于《关于进一步加强广播电视节目备案管理和违规处理的通知》	通知明确综艺节目提前两个月备案的要求以及违规的处理规定。
2018 年 6 月	中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》	要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理,控制不合理片酬,推进依法纳税,促进影视业健康发展。《通知》强调,制定出台影视节目片酬执行标准,明确演员和节目嘉宾最高片酬限额,现阶段严格落实已有规定,每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的 40%,主要演员片酬不得超过总片酬的 70%。
2018 年 8 月	国家广播电视总局关于《未成年人节目管理规定(征求意见稿)》公开征求意见的通知	防止未成年人节目出现商业化、成人化和过度娱乐化倾向。
2018 年 9 月	国家广播电视总局关于《境外视听节目引进、传播管理规定(征求意见稿)》公开征求意见的通知	拟规定境外电视节目的播出总量和播出时间。
2018 年 10 月	国家税务总局关于《国家税务总局部署开展规范影视行业税收秩序工作》通知	在前期工作的基础上,按照稳妥推进、分步实施的原则,开展规范影视行业税收秩序工作,促进影视行业健康发展。

资料来源:国家广播电视总局、中央宣传部、国家税务总局、国开证券研究部

从内容本身来讲,全年影视剧制作较为平稳,作品质量不断提升。电影方面,根据广电总局数据,截至2018年10月31日全年备案、立项公示故事片电影剧本2755个,同比增长3.14%。全年国产影片质量持续提升,口碑评分良好。年度冠军影片《红海行动》猫眼、豆瓣评分分别为9.4和8.3分,大幅优于同类型电影。

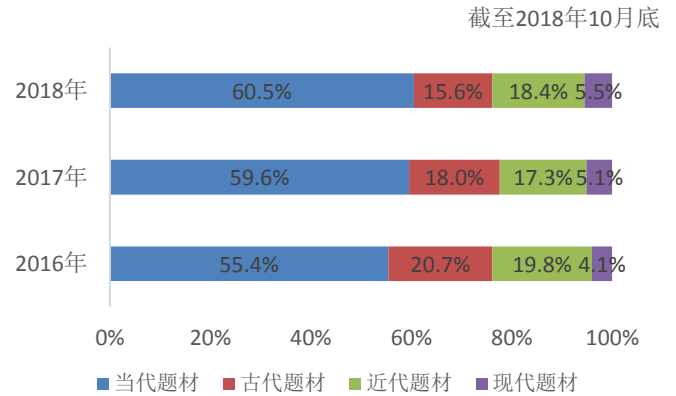
电视剧方面,全年电视剧本制作备案数量保持平稳。根据影视公司定期报告,头部内容制作公司片单丰富,全年影视剧片单数量均在20部以上。影视题材上,古代题材电视剧逐年减少,当代现实题材作品明显增加。2019年,随演员成本限制的落实,内容产品成本结构将更加优化。相比电影行业,电视剧行业具有一定稳定性,行业毛利率水平保持在30%左右。台网融合的推进有利于更好地打开电视剧销售渠道,行业增长空间较为广阔。

图 17: 2017-2018 年电视剧制作备案数量情况



资料来源: 国家广电总局、国开证券研究部

图 18: 2016-2018 年不同影视题材占比情况

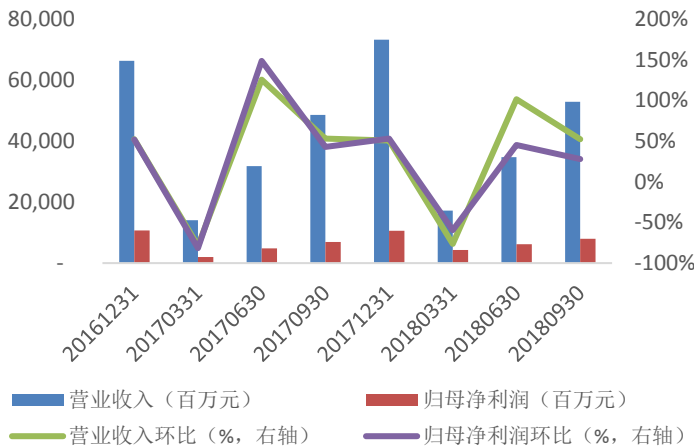


资料来源: 国家广电总局、国开证券研究部

### 2.1.3 影视板块基本面良好, 经营效率有所提升

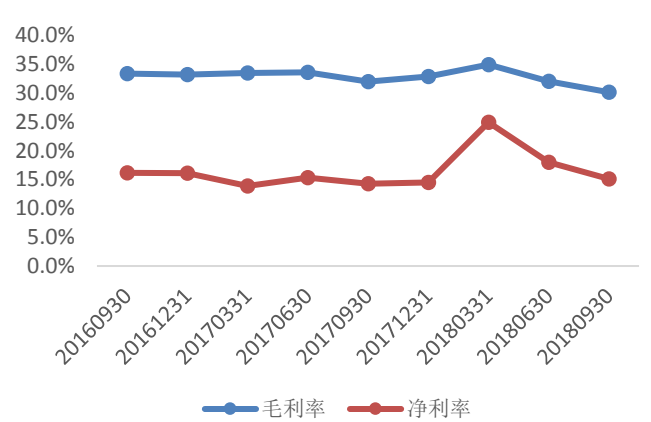
2018 年前三季度, Wind 影视指数 34 个成份股对应公司 (除乐视网外) 共计实现营业收入 528.3 亿元, 同比增长 8.69%; 归母净利润 79.73 亿元, 同比增长 15%, 整体业绩保持平稳增长, 增速趋降。盈利水平相对稳定, 截至 2018 年三季度末毛利率、净利率分别为 30.1%和 15.1%。

图 19: 影视板块 2016-2018 年业绩变化情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

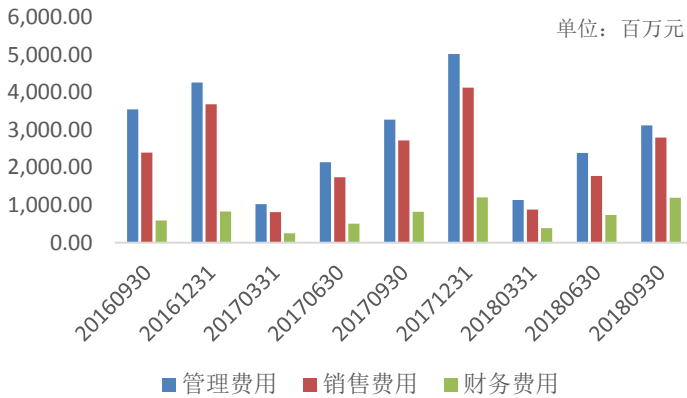
图 20: 影视板块 2016-2018 年毛利率与净利率比较



资料来源: Wind、国开证券研究部

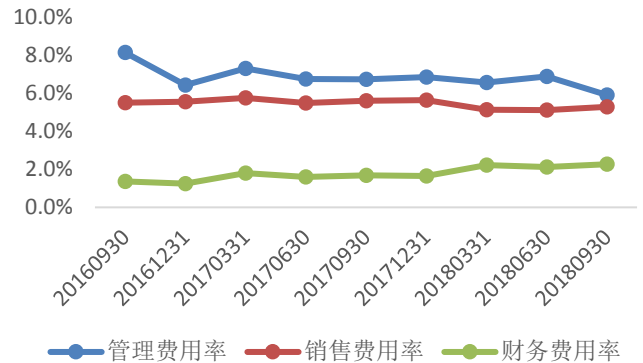
影视板块经营效率随三费规模下降而有所提高。从费用率角度看, 板块期间费用率整体保持稳定, 其中管理费用率随集中度提升带来的规模经济而趋降; 销售费用率相对稳定, 财务费用率则随融资成本提升而略有增加。

图 21: 影视板块 2016-2018 年三费规模变化



资料来源: Wind、国开证券研究部

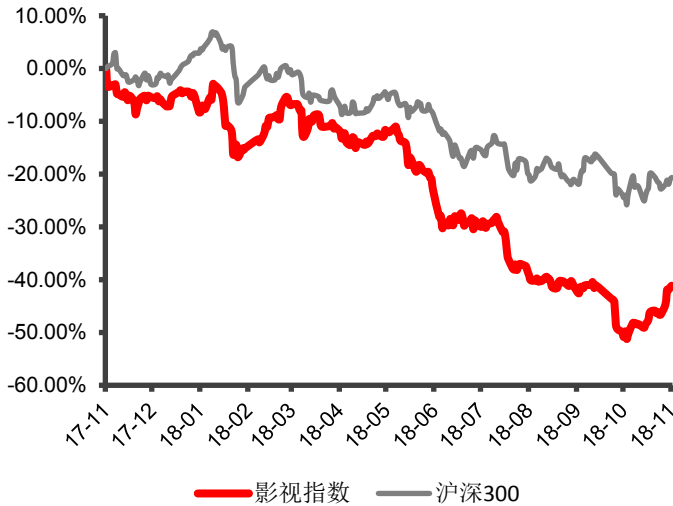
图 22: 影视板块 2016-2018 年费用率情况比较



资料来源: Wind、国开证券研究部

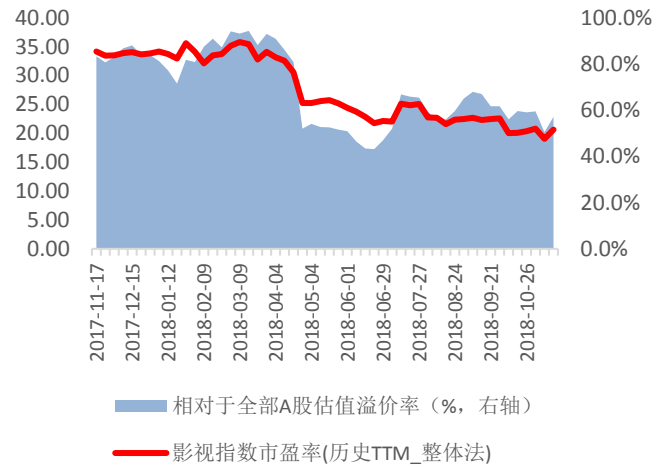
相比较为稳定的业绩表现, 2018 年 A 股影视行业仍大幅落后于 A 股整体表现。截至 2018 年 11 月 15 日, Wind 影视指数年化收益落后于沪深 300 指数逾 20 个百分点。

图 23: Wind 影视指数与沪深 300 过去一年累计收益对比



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 24: 影视指数市盈率及相对于全部 A 股估值溢价率



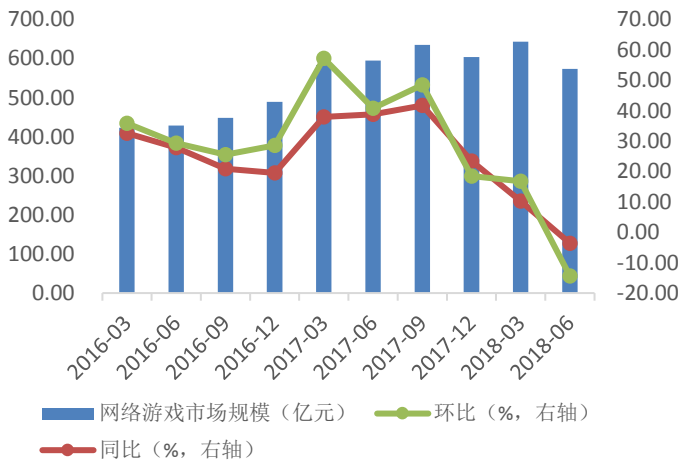
资料来源: Wind、国开证券研究部

我们认为影视板块全年表现落后于大盘主要是前期影视行业“税务风波”的负面效应所致。板块基本面仍然较好。全年国产电影亮点频现, 电视剧则随台网融合推进和行业整合, 获得了更为畅通的渠道资源, 内容产品从立项开发到呈现在观众面前的整个流程已步入良性循环轨道。

## 2.2 游戏市场现增长拐点，聚焦出海竞争格局

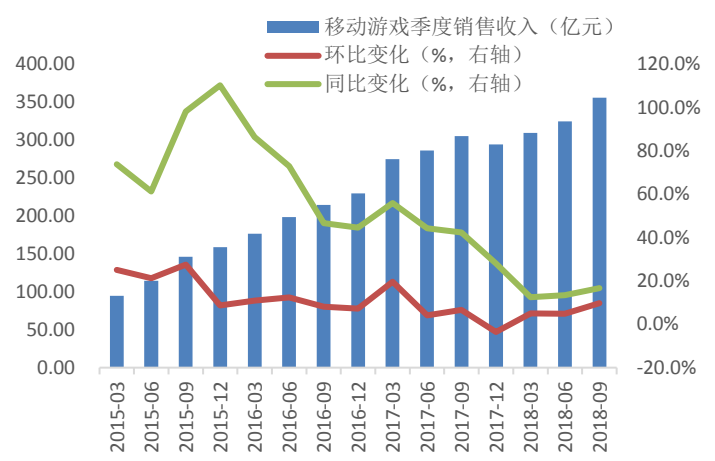
2018年网络游戏市场发生深刻变革。3月国产网络游戏版号开始暂停发放；8月教育部等部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》，其中明确提出国家新闻出版署将对游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量。受到政策明显收紧因素影响，网络游戏整体市场规模和利润增速年内出现双降情形。

图 25: 网络游戏行业整体市场规模及利润增速情况 (%)



资料来源: Wind、国开证券研究部

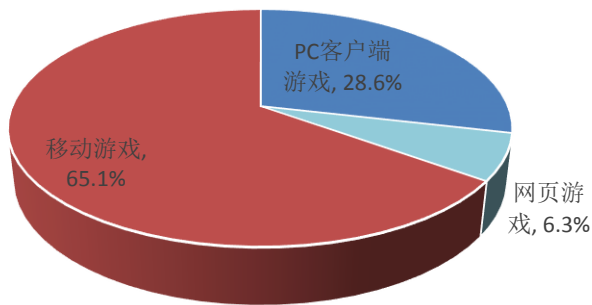
图 26: 移动游戏行业市场规模及利润增速情况 (%)



资料来源: 中国版协游戏工委、国开证券研究部

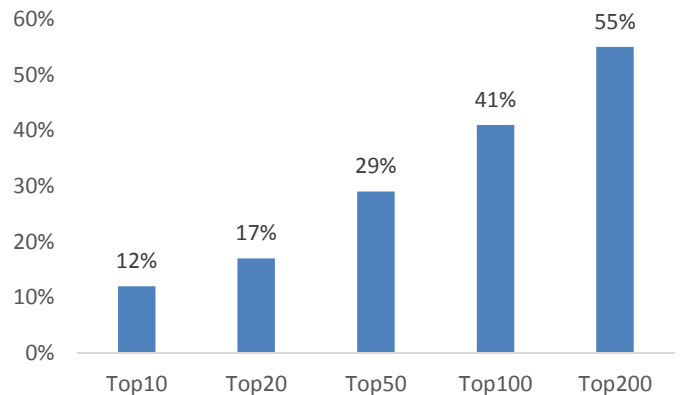
另一方面，根据伽马数据(CNG)和中国版协游戏工委共同发布的《2018年7~9月移动游戏市场简报(内参版)》，2018年7~9月，中国移动游戏市场实际销售收入达到356.1亿元，同比增长率为16.6%，环比增长率为9.7%。

图 27: 截至 2018 年 6 月网络游戏细分市场占有率 (%)



资料来源: 中国版协游戏工委、国开证券研究部

图 28: 7-9 月买量头部手游广告投放数占比情况



资料来源: AppGrowing、国开证券研究部

移动游戏作为占比最高的网游细分市场,在行业收入增长乏力的背景下呈现增速回升,我们认为主要得益于以下三个方面:存量博弈下用户留存及付费行为的增长、暑期消费行为的增加以及买量投入有所回升(根据AppGrowing数据,上半年手游占App广告投放约70%,占主要渠道广告投放90%以上)。

从业绩角度看,2018年前三季度,Wind网络游戏板块53只个股合计实现营业收入1098.84亿元,同比增长11.03%;归母净利润162.13亿元,同比下滑0.17%。收入、净利润增速均明显低于去年同期水平。板块净利率水平稳中有降,毛利率自2017年下旬以来有所提高,存在一定的边际改善。

图 29: Wind 网络游戏板块业绩情况

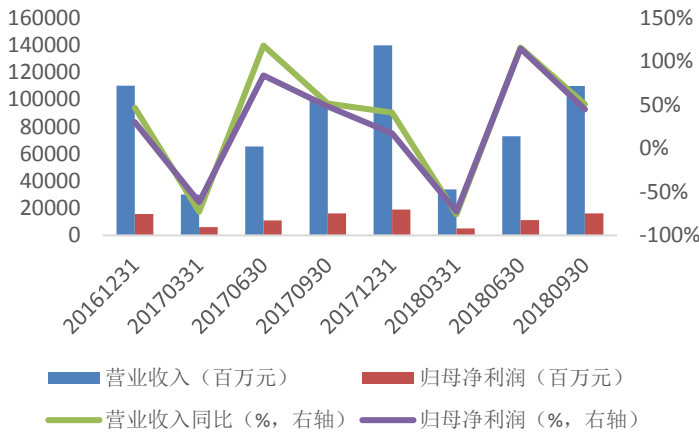
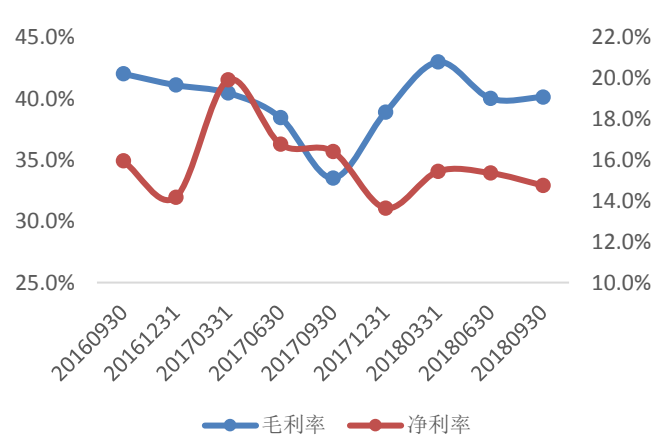


图 30: Wind 网络游戏板块利润率变化情况

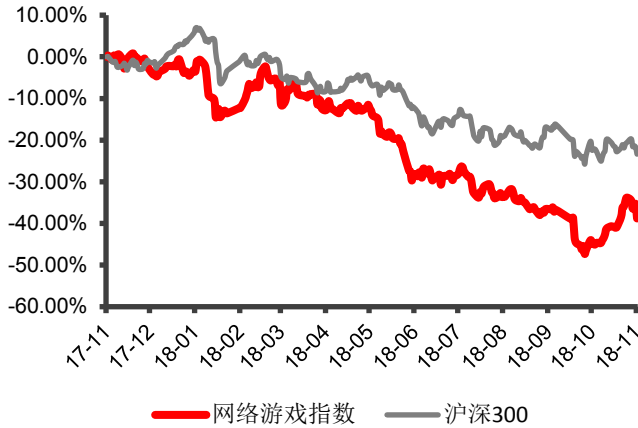


资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

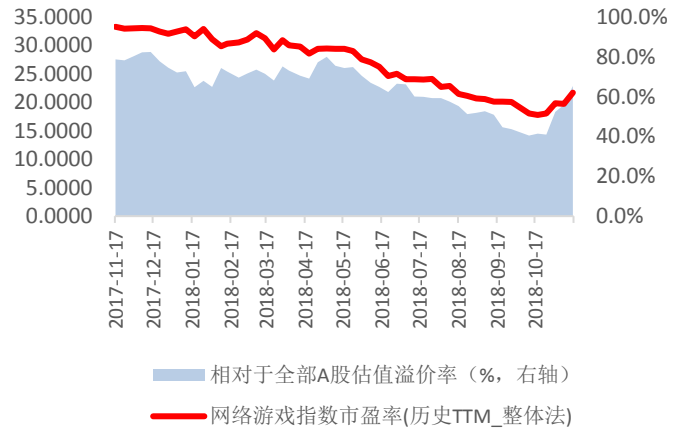
从二级市场交易情况看,2018年以来,Wind网络游戏指数继续处于调整通道。截至2018年11月15日,指数年化收益率落后于沪深300指数约13个百分点,按整体法(剔除负值)计算的指数动态市盈率为21.5倍,相对于全部A股估值溢价率在50%左右。2018年10月至11月期间,板块估值在版号落地预期增强带动下小幅提升,但仍处于较低水平。

图 31: 网络游戏指数与沪深 300 过去一年累计收益对比



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 32: 网络游戏板块估值溢价率情况 (PE TTM)



资料来源: Wind、国开证券研究部

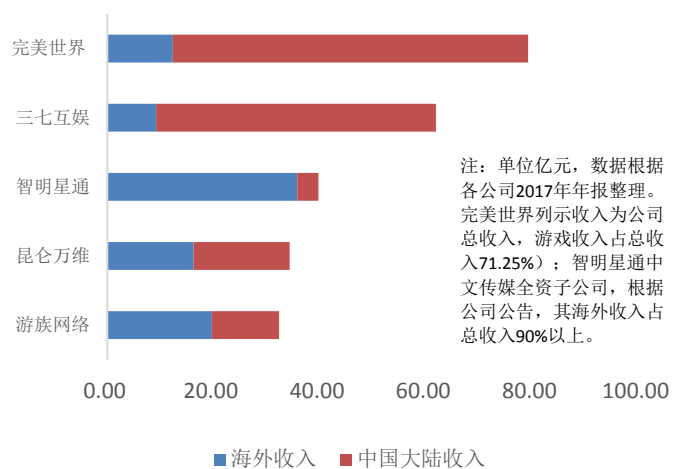
**国内政策因素加速游戏出海发展。**根据App Annie的相关数据,2018年中国移动游戏发行商在iOS和Google Play渠道的综合收入相比2017年有明显增长,上半年同比增长超过40%,收入总规模超过160亿美元。分地区和国家来看,美国以及东南亚是中国游戏出海的主要区位。根据App Annie的统计,2018年上半年美国市场的中国游戏下载量和用户支出分别同比增长54%和52%,大幅高于2017年同期的-11%和38%;此外中国游戏在日本、韩国等文化具有趋同性的国家也取得了良好的收入。游戏出海作为中国文化输出的重要一环,同时具备政策红利和广阔的市场空间,为国内游戏公司提供了较大的增长潜力。

图 33: 2018 年 9-10 月中国 App 开发商出海收入排行

2018年9月		2018年10月	
排名	公司	排名	公司
1	FunPlus	1	FunPlus
2	网易	2	IGG
3	IGG	3	网易
4	智明星通	4	智明星通
5	Game168	5	友塔游戏
6	腾讯	6	腾讯
7	龙创悦动	7	龙创悦动
8	创酷互动	8	莉莉丝游戏
9	龙腾简合	9	创酷互动
10	游族	10	游族
11	卓杭网络	11	龙腾简合
12	米哈游	12	卓杭网络
13	沐瞳科技	13	沐瞳科技
14	百度	14	猎豹移动
15	猎豹移动	15	易幻网络

资料来源: App Annie、国开证券研究部  
注: 收入为 iOS&Google Play 综合, 不包括中国公司海外收购公司以及中国公司通过海外代理发行 App 的收入

图 34: 中国上市网络游戏企业国内外收入比较情况



注: 单位亿元, 数据根据各公司2017年年报整理。完美世界列示收入为公司总收入, 游戏收入占总收入71.25%; 智明星通中文传媒全资子公司, 根据公司公告, 其海外收入占总收入90%以上。

资料来源: 公司公告、国开证券研究部

### 2.3 关注科技驱动带来的行业增长点

我们在 2018 年中期策略中已提请投资者关注产业生态随科技进步形成的诸如流媒体、内容付费等在线文化娱乐领域的新变革。我们认为，2019 年科技进步将持续为传媒产业注入长期驱动力，建议关注 5G、人工智能以及云计算等科技领域在传媒行业的应用以及由此带来的行业增长点。英特尔联合 Ovum 咨询顾问公司 10 月发布的《5G 娱乐经济报告》中预测，2019-2028 年 10 年间，5G 将为全球传媒娱乐产业带来 1.3 万亿美元收入。就我国而言，5G 商用即将来临，依存互联网的平台型企业具有天然衔接的应用场景，有望率先受益。

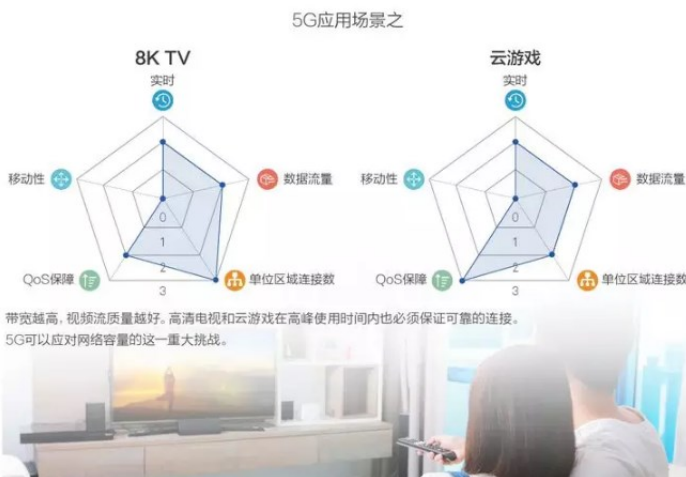
表 7: 4G/5G 技术标准下网络视频应用差异

技术标准	数据下载峰值速度	波段	可用频谱带宽	网络视频应用
4G	1Gb/s	2555MHz-2575MHz、 2635MHz-2655MHz	100MHz	带宽明显优于 3G，支持高清视频传输，长视频成熟，短视频萌芽。
5G	20Gb/s	2.6GHz、3.5GHz、 4.8GHz	1-2GHz (4G 的 10 倍以上)	低时延，几秒即可下载一部电影，长短视频行业的大发展，基于 AR、VR 高分辨率的游戏、影视等应用场景，网络社交更加快速便捷。

资料来源：国开证券研究部

此外，围绕大数据、云计算以及人工智能的应用已经在传媒领域广泛展开。国内文化市场具有广泛的群众基础和实际需求，建议关注在线教育、短视频、音频、在线阅读等细分行业的成长机会。

图 35: 5G 在传媒细分行业的应用场景示例



资料来源：Wireless X Labs、ICshare、国开证券研究部

图 36: 基于 5G 技术的云游戏处理过程



资料来源：Wireless X Labs、ICshare、国开证券研究部

## 2.4 投资建议及关注个股

结合 2018 年传媒板块整体的业绩和市场表现情况，我们认为一方面板块整体业绩尚可，细分行业中传统行业整体业绩存在较大韧性，增速虽趋降但行业集中度提高带来明显的马太效应，龙头公司强者恒强；视频、音频、在线阅读等新媒体业绩保持高增速，成长空间大，未来随科技驱动力增强有望持续受益。另一方面，板块 2018 年市场表现仍不尽如人意，持续的深度调整使得板块估值长期处于历史低位，行业龙头公司存在一定错杀可能。结合这两方面情况，2019 年随行业政策逐步落地以及市场整体转暖趋势增强，传媒板块特别是前期超跌行业龙头有望迎来较强的反弹行情。

细分行业方面，2018 年内容行业受“税务风波”影响明显，全年深度调整后，重点标的估值水平已得到一定修复。行业具有清晰的投资逻辑，集中度提升和产业链整合的持续推进利好行业龙头公司发展。

电影板块，影院建设进入重构期，影投公司集中度有望获得提升；同时 2018 年国产电影开始崛起，票房表现明显优于进口影片，显示出电影产业未来较为广阔的增长空间。具体标的上建议关注收购万达影视、全产业链布局不断完善的万达电影以及 2018 年收购中影巴可部分股权、利润改善明显且影视作品受政策影响风险较小的中国电影。电视剧板块，具备稳定毛利率水平和较低投资风险，成本端随“限薪令”趋降，建议关注精品剧龙头、业绩持续保持稳定增长且片单储备丰富的华策影视。

游戏板块，2018 年 3 月后国产网络游戏受版号暂停因素影响进入变现停滞期，增速大幅下滑，但游戏出海成为行业新的增长点。2019 年，在静待国产游戏版号落地的同时，我们认为网络游戏确定性相对较强的存量游戏收入贡献及出海竞争格局的变化仍将是行业聚焦的重点。建议关注受政策影响相对较小、出海能力强劲的相关标的，如完美世界、中文传媒以及游族网络。

新媒体方面，我们持续看好科技驱动给传媒行业带来的增长动力。付费内容领域作为 5G、人工智能等技术落地的主要应用场景，具有较为广阔的用户基础和增长空间，建议关注布局物业云、电商云、搜索云三“云”合一且通过与阿里巴巴战略合作实现更加细致精准营销的分众传媒；台网融合代表、在 IPTV 以及 OTT 应用方面具有较大增长空间且公司的视频平台渠道在 A 股具有明显稀缺性的芒果超媒；深耕版权视觉内容、自研“鹰眼”图像版权网络追踪系统同时提高获客效率&降低获客成本、大数据资源助力公司加速成长的视觉中国。

**表 8: 重点公司估值情况 (Wind 一致预期)**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	摊薄 EPS (元/股)			PE (倍)		
		2018/11/28	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002739.SZ	万达电影	21.94	1.29	1	1.22	40.32	21.94	17.98
000681.SZ	视觉中国	25.07	0.42	0.55	0.72	46.97	45.58	34.82
300413.SZ	芒果超媒	36.1	0.18	1.03	1.34	165.02	35.05	26.94
300133.SZ	华策影视	9.18	0.36	0.44	0.55	30.24	20.86	16.69
002027.SZ	分众传媒	5.9	0.49	0.46	0.54	28.68	12.83	10.93
002624.SZ	完美世界	24.81	1.14	1.4	1.72	29.23	17.72	14.42
600977.SH	中国电影	14.17	0.52	0.73	0.74	29.79	19.41	19.15
600373.SH	中文传媒	12.54	1.05	1.21	1.41	16.07	10.36	8.89
002174.SZ	游族网络	16.13	0.74	1.1	1.37	30.21	14.66	11.77

资料来源: Wind、国开证券研究部

注: 1、2017 年数据截止日期为 2017 年 12 月 31 日。

2、芒果超媒 2018 年 EPS 预计大幅增长是由于公司 2018 年 7 月完成重组, 通过发行股份方式收购快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐 5 家公司 100% 的股权, 新增股本 5.89 亿股。收购完成后, 2018 年公司净利润总额预计为 10.16 亿元。

### 3. 风险提示

游戏、影视、文学作品市场反应低于预期; 传媒板块公司业绩低于预期或业绩增速下滑; 黑天鹅事件对公司股价的剧烈冲击; 商誉减值风险对公司业绩的负面影响; 行业政策发生重大变化; 兼并重组失败; 国内外股票市场可能出现的剧烈震荡等系统性风险; 国内经济下行风险; 全球经济下行风险。

## 分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师；

王丽丽，CFA，毕业于中央财经大学，管理学学士，曾任标普道琼斯指数高级分析师，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成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。本文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。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层