



Research and
Development Center

行业的十字路口，基于三个问题寻找长线价值

传媒行业 2019 年度投资策略

2018 年 12 月 6 日

郭荆璞 首席分析师

温世君 研究助理

王 上 研究助理

证券研究报告

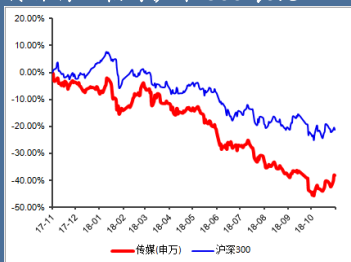
行业研究——投资策略

传媒行业



上次评级: 中性, 2018.11.02

传媒行业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研究开发中心

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 8832 6789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

温世君 研究助理

联系电话: +86 10 8332 6877

邮箱: wenshijun@cindasc.com

王上 研究助理

联系电话: +86 10 8332 6725

邮箱: wangshang@cindasc.com

行业的十字路口, 基于三个问题寻找长线价值

传媒行业 2019 年度投资策略

2018 年 12 月 6 日

本期内容提要:

- ◆ **行业的十字路口: 寻找市场行情的基石。** 2019 年是传媒板块由高速增长、规模竞争转向温和增长、质量竞争的关键年, 行业和公司在这样的时间点, 面临市场风格的转变和企业战略上的抉择。行业走到十字路口, 整个传媒、互联网板块将围绕四个关键词竞争发展: 分化、精细、退出、牌照, 行业子领域影视、数字出版、游戏、互联网+也将各自孕育不同的发展路径。基于行业基本面的预测和上述逻辑, 2019 年度策略将集中于解答三个问题, 并从中发现未来板块的长线价值。
- ◆ **问题一: 头部互联网公司投了什么?** 一级市场的投资更侧重于投资标的的长线价值, 通过分析头部互联网公司的投资历程, 可以从中发现几大明确的投资热点: 5G、车联网、大屏娱乐、垂直内容。1、伴随 5G 商用化, 中国移动互联网会迎来新一轮商业模式调整, 新的增长点也将密集快速出现; 2、物联网尤其是车联网成为行业的重要增量赛道, 相关的产业链及配套软硬件产业成为独角兽沃土; 3、流量焦点向“一大一小”(大屏幕家庭视觉终端以及更加智能的个人终端) 移动, 相应的产业链机遇; 4、对内容领域的投资向垂直内容以及相关商业生态的布局。
- ◆ **问题二: 谁是业绩火车头?** 在行业估值筑底调整期, 业绩成为核心参考指标之一。因此通过分析已经发布的 2018 三季报, 基于此寻找目前有确定性业绩的上市公司。按照扣非净利润、营业收入、净资产收益率、归母净利润增速、基金持股占比等指标确定出了各类指标中的 TOP20 标的并进行分析, 得出以下数据指标: 1、扣非净利润 TOP20 中近半(9 家) 传媒上市公司连续 4 年位居指标 TOP20 之列, 头部公司强者愈强, 头部效应趋势持续显现; 2、从 2016Q3 至 2018Q3, 板块经营性现金流占总营收比重整体下降, 以经营活动获取现金的能力存在一定减弱的风险; 3、从 2016Q3 至 2018Q3, 公司平均商誉同比增速逐年放缓, 行业并购情况较为理性; 4、2017 同期相比, 出现 4 家营收增速超 200% 公司的同时, 增速为负的公司数量也增长到 40 家, 板块两极分化趋势更加明显。
- ◆ **问题三: 政策空间在哪里?** 政策对传媒行业的影响是直接的、没有时间差的。在监管大年 2018 之后, 机构改革“三定方案”也逐步进入落地窗口期, 2019 年在政策层面有三层预期: 1、“三定方案”落地之后政策将有一个密集出台期, 2019 年整个传媒、互联网政策落地的多重效应将显现; 2、文化领域政策层面进入积极周期, 主要体现在对文化消费持鼓励肯定态度, 对版权保护力度加大, 政府监管与行业自治相结合展现政策空间; 3、国资新媒体也将迎来机

遇，尤其值得关注的是官媒与互联网头部公司的合作。整体而言，未来对内容领域的监管将专业化、细致化，尤其是传媒行业的内容供应方，在未来是必须予以重视的政策底色。

- ◆ **行业评级：**申万传媒板块估值达到四年来最低水平，整体性反弹具备一定基础，传媒板块或将迎来估值修复行情，具备一定配置价值。对于 2019 年的传媒板块，一方面要密切关注板块明显分化中的内生增长机会与政策变化带来的弹性机会，另一方面还是要继续警惕质押风险与前期并购重组带来的减值风险。整体而言，监管政策趋严与鼓励文化消费政策的出台在一定程度上将支持保障传媒行业的整体成长。2019 年整个传媒板块能否实现爆发性增长，还需要考量业绩、政策等方面，寻找长线价值，由此维持“中性”评级。
- ◆ **相关个股：**万达电影[002739.SZ]、芒果超媒[300413.SZ]。
- ◆ **风险因素：**宏观经济风险；政策监管风险；市场竞争风险；技术升级风险。

目录

行业的十字路口：寻找市场行情的基石	1
行业关键词：分化、精细、退出、牌照	1
重点子行业预测：影视、数字出版、游戏、互联网+	1
2019 年度策略核心思路：基于三个问题寻找长线价值	2
问题一：头部互联网公司投了什么？	3
BAT 投资交集折射行业动能	3
5G 与移动通信是行业的基石	3
流量焦点向“一大一小”移动	4
内容领域投资向垂直内容靠拢	8
问题二：谁是业绩火车头？	9
行业筑底调整期，业绩成为核心参考指标之一	9
头部效应强者愈强，近半扣非净利润 TOP20 连续 4 年位居指标 TOP20 之列	10
净资产收益率超 20% 公司数量逐年下降	13
平均销售毛利率与平均管理费用率均下降，经营性现金流占营收比下降	15
平均商誉同比增长率持续下降，平均商誉基本保持稳定	16
营收增速破 200% 公司出现，增速为负公司数量增加，两极分化趋势更加明显	17
问题三：政策空间在哪里？	23
政策对传媒行业的影响没有时间差	23
机构改革“三定方案”进入落地窗口期	23
政策面进入积极周期	26
官媒与互联网巨头强强联合，国资新媒体迎来机遇	26
政策长尾效应的影响将长期释放，寻找政策与市场的交汇点	28
行业评级：中性	29
相关个股	30
风险因素	30

表目录

表 1：腾讯、百度、阿里巴巴近年来的投资交集	4
表 2：申万传媒板块上市公司 2018 年三季度业绩回顾	9
表 3：申万传媒板块上市公司 2015/2016/2017 年报与 2018 三季度扣非净利润序	10
表 4：申万传媒板块上市公司 2018 三季度基本数据汇总	12
表 5：申万传媒板块上市公司 2015Q3-2018Q3 三季度 ROE 全览	13
表 6：申万传媒板块上市公司 2018 三季度杜邦分析数据	14
表 7：2018 三季度申万传媒行业上市公司非经常性损益情况	18
表 8：2018 三季度申万传媒行业上市公司归属母公司股东净利润增速	19
表 9：申万传媒行业上市公司基金持股 TOP20 情况（2018 三季度基金持股占比序）	21
表 10：申万传媒板块中，实际控制人为国资背景（非地方性国资）的上市公司	28

图目录

图 1：2018-2022 年中国投影机市场预测	3
图 2：车联网概念图	3
图 3：近年申万传媒行业上市公司平均销售毛利率等指标情况	15
图 4：近年申万传媒行业上市公司经营性现金流占营收平均比重	15
图 5：近年申万传媒行业上市公司投资、筹资产生现金流平均占比	17
图 6：近年申万传媒行业上市公司平均商誉及同比增速情况	17
图 7：2018Q3 申万传媒行业上市公司营收增速范围占比情况	17
图 8：2017Q3 申万传媒行业上市公司营收增速范围占比情况	17
图 9：2018Q3 申万传媒行业上市公司扣非归母净利润增速范围占比情况	20
图 10：2017Q3 申万传媒行业上市公司扣非归母净利润增速范围占比情况	20
图 11：2018Q3 申万传媒行业上市公司归母净利润增速范围占比情况	21
图 12：2017Q3 申万传媒行业上市公司归母净利润增速范围占比情况	21
图 13：上述 TOP20 上市公司近三年基金持股比例趋势图	22
图 14：中宣部与广电总局的机构改革方案图解	24
图 15：本轮机构改革之后互联网传媒行业基本监管格局	24
图 16：新挂牌的国家电影局	25
图 17：4 月 19 日中央广播电视总台正式挂牌	25
图 18：慎海雄、马云出席中国国际电视总公司与阿里巴巴签约仪式	27
图 19：4 月 22 日首届数字中国峰会邀请马云、马化腾等企业家发言	27
图 20：申万传媒板块近四年估值情况	29

行业的十字路口：寻找市场行情的基石

行业关键词：分化、精细、退出、牌照

2019年，传媒板块已经由高速增长、规模竞争转向温和增长、质量竞争的关键年，行业和公司在这样的时间点，面临市场风格的转变和企业战略上的抉择。行业走到十字路口，整个传媒、互联网板块将呈现如下特质：

- 1. 分化：**高质量公司的头部效应越发明显，一些缺乏核心竞争力的企业概念效应衰减；
- 2. 精细：**竞争将更加精细化，扩大产能带动增长的模式将转向服务升级的增长模式；
- 3. 退出：**资本、投资驱动带来的特殊增量因素放缓，市场对先前投资的吸收、退出将促进产业结构的优化；
- 4. 牌照：**互联网企业深入介入传媒全产业链，牌照成为行业最核心的护城河。

重点子行业预测：影视、数字出版、游戏、互联网+

下面是我们对2019年传媒行业几个重点领域的预测：

影视：行业分化加剧。我们预测，2019年电影票房虽然会保持温和增长，网络视频的营收和市场规模也会持续增长，但毫无疑问已经进入温和增长期。在增速放缓、监管逐步规范、资本流入承压的大环境下，影视公司或多或少存在一定的压力。

展望未来，则是两个维度的不确定性。一方面，行业乱象频出可能使资本流入承压，特别是没有内容保障的中小公司将受到较大的资金压力；另一方面，温和增长、结构调整的票房市场和影视市场则可能带来新的机会，新机会则可能主要落在优质公司上。在两方面的不确定性作用下，影视公司的分化可能在近几年迅速加剧。尤其是互联网系影视公司，在坐拥资本和渠道（视频网站）优势的基础上，向上下游进一步延伸，实现从投资制片到院线发行的全流程把控，已经是较为明确的趋势。

对于影院而言，“体验”仍是未来影院作为线下娱乐中心的核心。虽然目前单银幕产出下降，而新增银幕却在不断稀释原有观众，影院经营难度加大。但好的观影体验可以提升票价和上座率，未来提升“体验”将是影院作为线下娱乐中心的核心发展方向，非票房业务会成为业绩的重要增长点。

出版和泛版权行业：要区分商业模式分析。这个领域的增长点和弹性还在数字出版和数字版权付费领域。由于市场选手本身特质的不同，2019年数字出版和数字版权付费领域将会出现不同商业模式多元竞争的局面，应区分商业模式分析：

- 1、有垄断性资源的国资背景出版社，一定程度上拥有垄断性利基。以此利基为着力点，继续寻求互联网与版权优势的融合；

2、互联网头部公司旗下的数字出版业务，核心商业模式还是依托自有流量优势，利用资本积累 IP，实现 IP 的流量变现和流量渠道的进一步巩固；3、本身定位为数字出版的民营公司，未来核心的思路依然是延续其 IP 的多元开发以及渠道的上下游拓展，相对而言，这种商业模式最大的竞争力在于其长期的优质 IP 积累和后续开发；4、知识付费如同电商，最终的落脚点在于“消费”上，知识付费拥有的消费属性体现在文化消费上，对用户文化消费的路径有着重要的影响，在众多内容生产者中能否孕育出独角兽还要看生产者能否解决有针对性地开发内容、优化学习体验、改良销售模式等问题。

游戏和数字娱乐：版号是 2019 年最大的弹性因素。2019 年游戏市场的弹性主要关注市场发展和行业监管两个方面。从市场发展的角度上看：在研发层面，游戏类型的多样化和游戏内容的精品化已经成为行业竞争的两大主要方向，现象级游戏缺乏，传统游戏盈利模式增速放缓，都使得市场增长速度受到影响；在游戏发行方面，随着研发资源的日渐稀缺，发行商的强势地位有所下降，推动一些具有实力的发行商积极向产业链上游布局；在传播渠道方面，以微信小游戏为代表的新型游戏传播渠道开始体现营收潜力。

从行业监管的角度上看，2018 年是游戏监管的大年。2017 年底八部门联合印发《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》，部署对网络游戏违法违规行为和不良内容进行集中整治的专项行动，违法违规内容明显减少；同时，由于机构改革等原因，目前游戏版号审核进程暂停，也对市场增速产生影响。因此，政策和监管因素，尤其是版号也将成为 2019 年游戏行业最大的弹性因素。

互联网+：工业与互联网融合，步入发展机遇期。政策层面，近期国家颁布各类政策大力推进工业和互联网的融合发展，希望依托工业互联网塑造企业发展新模式，催生工业经济新形态。在市场层面，5G、物联网、大数据的技术成熟与落地，工业与互联网技术进一步融合，都将催生一些新的商业模式和市场机遇。而相对于传统互联网服务而言，工业互联网可以创造更具规模的市场主体。

2019 年度策略核心思路：基于三个问题寻找长线价值

由于市场、监管等多层次因素的影响，2018 年传媒板块的二级市场较为缺乏亮点。因此在未来，如何抓住行业大势，找到真正优质的头部公司就成为板块未来投资的核心诉求。基于前文对行业基本面的预测和上述逻辑，2019 年度策略将集中于解答三个问题，并从中发现未来板块的长线价值。这三个问题是：

第一，**头部互联网公司投了什么？**这是从一级反射出二级市场的长线价值。

第二，**谁是业绩的火车头？**这是基于行业内公司本身的业绩生产能力来反射二级市场的投资价值。

第三，**政策空间在哪里？**这是寻找影响市场最重要的外部因素的空间和弹性。

问题一：头部互联网公司投了什么？

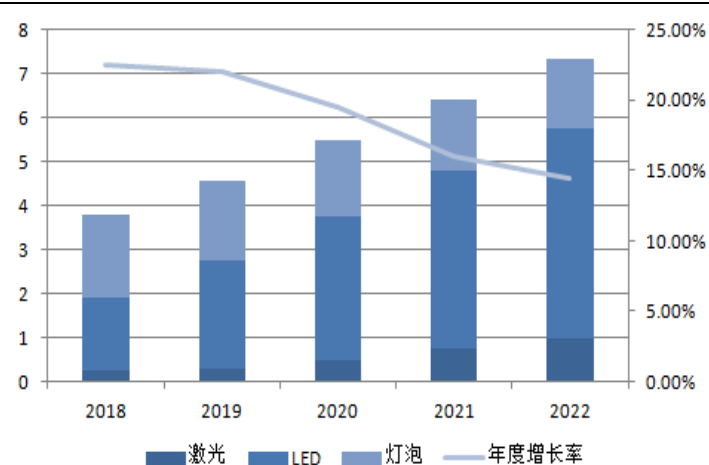
BAT 投资交集折射行业动能

一级市场的投资由于更看重与本业匹配的长线的增长性和退出收益的可能性，相对于二级市场，更侧重于投资标的的长线价值。因此，通过分析头部互联网公司的投资历程，可以作为行业发展动能的一项指标。根据上海报业集团旗下界面新闻对近年来腾讯、百度、阿里巴巴投资交集的不完全统计（见表 1），可以从中发现几大明确的投资热点：5G、车联网、大屏娱乐、垂直内容。

5G 与移动通信是行业的基石

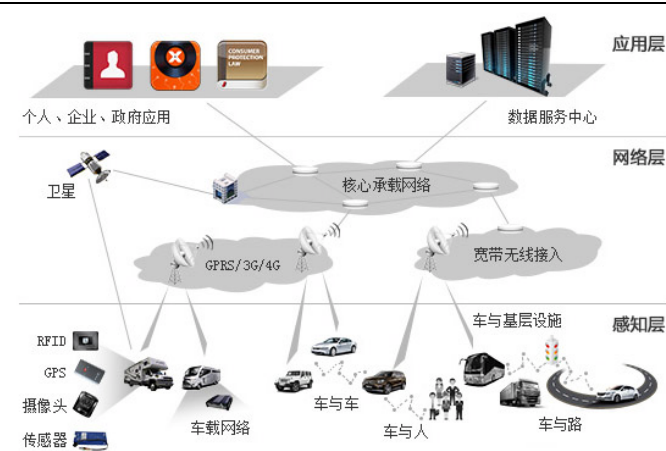
BAT 三家对中国联通的战略投资，虽然有政策导向的因素，但本身对于基于互联网尤其是当下 5G 时代即将开启的更高速的移动互联时代而言，都是行业的第一入口。有两点原因：1、移动终端的普及和手机应用的便捷化，也让人与手机的关系更为密切，使用更为频繁；2、移动数据资费近年来不断的下降。可以判断，目前中国移动互联网依然处于高速增长期，同时伴随着移动资费的进一步下调和 5G 的商用化，移动互联网还将有一定的发展空间。同时随着移动终端更加的智能、便捷，更多新的商业模式和新的增长点也将更加密集、快速的出现。

图 1：2018-2022 年中国投影机市场预测（单位：百万台，%）



资料来源：IDC，信达证券研究开发中心

图 2：车联网概念图



资料来源：车质网，信达证券研究开发中心

物联网尤其是车联网是行业的重要增量赛道

车联网或者说汽车与互联网、物联网的结合是一个全球性的热点话题。汽车工业作为工业的集大成者，可以预见在插上物联网的翅膀之后，将成为人类社会重要的消费品和消费场景。无论是新兴电动汽车厂商还是传统汽车厂商，都展现出对汽车与互联网深度结合、行驶与人工智能相结合的高度重视，相关的产业链及配套软硬件产业成为独角兽沃土。

流量焦点向“一大一小”移动

一大是以智能电视、智能投影仪为代表的大屏家庭视觉终端，一小是指以手机为代表的个人智能终端。在经过多年的移动化浪潮之后，移动小屏的优势似乎已经毋庸置疑。于此同时，随着制造技术提高和制造成本降低，以及人机互动技术、大场面拍摄技术、显示技术的进步，越来越巨大的屏幕将在影视、游戏、电子竞技、智能家居方面承担更多的角色，会成为人类获取信息、娱乐、服务的重要窗口(正如很多科幻电影中所展现的)。

表 1: 腾讯、百度、阿里巴巴近年来的投资交集

被投标的	投资方	时间	投资性质	数额
腾讯、百度、阿里巴巴三家交集				
中国联通	腾讯	2017年8月16日	战略投资	780亿人民币
	阿里巴巴	2017年8月16日	战略投资	780亿人民币
	百度	2017年8月16日	站略投资	780亿人民币
*				
腾讯、百度投资交集				
启明信息	腾讯	2008年5月9日	IPO	15亿美元
	腾讯	2016年6月6日	战略投资	3亿美元
	百度	2016年6月6日	战略投资	3亿美元
华扬联众	腾讯	2011年5月5日	A轮	7500万人民币
	百度	2011年5月5日	A轮	7500万人民币
猎豹移动	腾讯	2011年8月1日	A轮	1860万美元
	腾讯	2012年10月1日	B轮	1000万美元
	百度	2014年4月30日	Pre-IPO	5000万美元
优信拍	腾讯	2012年1月1日	A轮	3000万美元

	百度	2015年3月18日	C轮	金额未知
加速乐	腾讯	2012年11月1日	B轮	1000万美元
	腾讯	2015年1月1日	C轮	6亿人民币
	百度	2012年11月1日	B轮	1000万美元
e袋洗	腾讯	2014年7月28日	天使轮	2000万人民币
	百度	2015年8月5日	B轮	1亿美元
易鑫集团	腾讯	2015年1月31日	A轮	4亿美元
	腾讯	2016年8月2日	B轮	5.5亿美元
	腾讯	2017年5月12日	战略投资	40亿人民币
	百度	2016年8月2日	B轮	5.5亿美元
美上门	腾讯	2015年3月30日	Pre-A轮	3000万人民币
	百度	2015年3月30日	Pre-A轮	3000万人民币
货车帮	腾讯	2015年5月11日	A轮	1亿人民币
	腾讯	2015年8月24日	A+轮	1亿人民币
	腾讯	2016年12月22日	B轮	1.1468亿美元
	百度	2017年5月2日	B+轮	1.5亿美元
蔚来汽车	腾讯	2015年6月17日	A轮	1亿美元
	腾讯	2017年3月16日	C轮	6亿美元
	腾讯	2017年5月31日	C+轮	金额未知
	腾讯	2017年10月31日	D轮	10亿美元
	百度	2017年3月16日	C轮	6亿美元
	百度	2017年5月31日	C+轮	金额未知
链家	腾讯	2016年4月6日	B轮	64亿人民币
	百度	2016年4月6日	B轮	64亿人民币
斗米兼职	腾讯	2016年10月19日	B轮	4000万美元
	百度	2016年10月19日	B轮	4000万美元
快手	腾讯	2017年3月23日	D轮	3.5亿美元
	腾讯	2018年1月25日	E轮	10亿美元
	腾讯	2018年4月21日	E轮及以后	4亿美元
	腾讯	2018年7月23日	E轮及以后	10亿美元
	百度	2016年3月1日	C轮	1000万美元

易车网	腾讯	2017年4月20日	战略投资	10亿美元
	百度	2017年4月20日	战略投资	10亿美元
酷开	腾讯	2017年6月6日	战略投资	3亿人民币
	百度	2018年3月16日	战略投资	金额未知
威马汽车	腾讯	2017年12月22日	B+轮	金额未知
	百度	2017年12月6日	B轮	10亿美元
	百度	2018年10月26日	D轮	金额未知
Atomwise	腾讯	2018年3月8日	A轮	4500万美元
	百度	2018年3月8日	A轮	4500万美元
梨视频	腾讯	2018年4月16日	A轮	6.17亿人民币
	百度	2018年4月16日	A轮	6.17亿人民币
*				
腾讯、阿里巴巴投资交集				
滴滴出行	腾讯	2013年4月1日	B轮	1500万美元
	腾讯	2014年1月1日	C轮	1亿美元
	腾讯	2014年12月10日	D轮	7亿美元
	腾讯	2015年9月1日	F轮	30亿美元
	阿里巴巴	2015年9月1日	F轮	30亿美元
	阿里巴巴	2016年6月16日	后期阶段	45亿美元
	阿里巴巴	2016年6月16日	后期阶段	45亿美元
Snap	腾讯	2013年6月22日	B轮	8000万美元
	阿里巴巴	2015年3月13日	E轮	2亿美元
LBE 安全大师	腾讯	2013年12月1日	A轮	1000万美元
	阿里巴巴	2013年12月1日	A轮	1000万美元
众安保险	腾讯	2014年6月15日	天使轮	金额未知
	阿里巴巴	2014年6月15日	天使轮	金额未知
华谊兄弟	腾讯	2014年11月19日	战略投资	36亿人民币
	阿里巴巴	2014年11月19日	战略投资	36亿人民币

Aiming	腾讯	2014年12月15日	C轮	金额未知
	阿里巴巴	2014年12月15日	C轮	金额未知
饿了么	腾讯	2015年1月23日	E轮	3.5亿美元
	腾讯	2015年8月27日	F轮	6.3亿美元
	阿里巴巴	2015年1月23日	E轮	3.5亿美元
	阿里巴巴	2015年8月27日	F轮	6.3亿美元
	阿里巴巴	2016年4月13日	Pre-IPO	12.5亿美元
	阿里巴巴	2018年4月2日	被收购	95亿美元
Lyft	腾讯	2015年3月12日	E轮	3.5亿美元
	阿里巴巴	2014年4月3日	D轮	2.5亿美元
	阿里巴巴	2015年3月12日	E轮	3.5亿美元
	阿里巴巴	2016年1月8日	Pre-IPO	10亿美元
微鲸科技	腾讯	2015年8月14日	A轮	20亿人民币
	阿里巴巴	2015年8月14日	A轮	20亿人民币
微脉	腾讯	2015年9月30日	天使轮	1000万美元
	阿里巴巴	2015年9月30日	天使轮	1000万美元
美团点评	腾讯	2016年1月19日	E轮	33亿美元
	腾讯	2017年10月19日	战略投资	40亿美元
	腾讯	2018年9月1日	战略投资	15亿美元
	阿里巴巴	2011年7月1日	B轮	5000万美元
	阿里巴巴	2014年5月1日	C轮	超3亿美元
小红书	腾讯	2016年3月31日	C轮	超1亿美元
	腾讯	2018年6月1日	D轮	超3亿美元
	阿里巴巴	2018年6月1日	D轮	超3亿美元
博纳影业	腾讯	2016年12月20日	战略投资	25亿人民币
	阿里巴巴	2010年12月9日	IPO	1000万美元
申城影业	腾讯	2018年2月14日	C轮	金额未知

	阿里巴巴	2016年6月27日	B轮	金额未知
华人文化	腾讯	2018年7月3日	A轮	近100亿人民币
	阿里巴巴	2018年7月3日	A轮	近100亿人民币
WPP 中国	腾讯	2018年7月23日	战略投资	25亿美元
	阿里巴巴	2018年7月23日	战略投资	25亿美元
*				
阿里巴巴、百度投资交集				
卓大师	阿里巴巴	2013年4月1日	C轮	25亿美元
	百度	2012年11月1日	B轮	25亿美元

资料来源：界面新闻，信达证券研究开发中心

内容领域投资向垂直内容靠拢

内容行业或者影视娱乐行业也是 BAT 投资的重要标的，其核心诉求是实现内容通过其流量和渠道变现。但由于未来传播方式的分众化，内容竞争和投资的下半场将会向垂直方向转型。典型的案例就是 2018 年 11 月，二次元视频网站 Bilibili.com（B 站）以出售老股的形式获得阿里巴巴的投资。此前，腾讯是 B 站的第二大股东，比例约在 12.3% 左右。此次阿里入股后将持股 5%，阿里系基金也将持股 5%，合计持股比例达到 10%。

腾讯曾两次对 B 站进行战略投资，首次投资入股可以追溯到 2015 年。2015 年 11 月，B 站获得腾讯超 2 亿元投资。到 2018 年 10 月，腾讯又和 B 站联合宣布，双方达成协议，腾讯对 B 站再次进行共 3.176 亿美元现金的投资。交易完成后，腾讯对 B 站持股比例由 5.2% 增加到 12.3% 左右。2018 年 10 月末，B 站又引入阿里入股，阿里持股 B 站是其在收购 A 站失败后再次战略进军二次元平台领域，至此阿里及阿里系在 B 站的股份也将占到 10%。

腾讯、阿里这样的头部互联网公司对 B 站的青睐，事实上是对未来垂直化内容以及相关商业生态的布局。对腾讯、阿里来说，B 站的二次元核心平台社区、依靠垂直内容（不仅仅是二次元）收获的高粘性年轻流量、以及依赖流量和用户忠诚度布局的影视游戏类产品，事实上代表了娱乐消费“去中心化”之后未来的内容生态。腾讯方面曾表示，十分看好并重视 B 站的 Z 世代人群。他们有文化娱乐需求，希望看到源源不断的新内容。B 站活跃的用户基础和社区生态系统能更好地孕育出具有创新性的文化产品。

问题二：谁是业绩火车头？

行业筑底调整期，业绩成为核心参考指标之一

本部分，将集中分析板块业绩领先的标的。根据申万传媒板块上市公司披露的三季度业绩，按照扣除非经常性损益后的净利润排名，前 20 位的标的如下表。

6 家扣非净利润超 10 亿：分众传媒扣非净利润以 41.98 亿元稳居首位。除去分众传媒，扣非净利润超 10 亿元公司有 5 家，分别是万达电影（11.79 亿元）、三七互娱（11.68 亿元）、中文传媒（11.52 亿元）、完美世界（11.05 亿元）以及山东出版（10.36 亿元）。前 20 位的标的扣非净利润均超过 5.5 亿元。

2 家总营收破 100 亿：万达电影（109.05 亿元）与分众传媒（108.77 亿元）位居营收总额前两名，破 100 亿元大关。除万达、分众外，12 家公司总营收超过 50 亿元。万达电影得益于公司“全直营”模式下品牌化经营优势突出，同时在 2018 年引入阿里与文投控股作为公司战略投资者。而分众传媒受益于品牌广告主对公司楼宇媒体的认知度和投放量的不断提升，公司预计 2018 年第四季度楼宇板块业务收入仍将维持较快速度增长。

2 家总资产破 300 亿：TOP20 公司中，16 家公司总资产超过 100 亿元。在这 16 家公司中，4 家总资产超过 200 亿（万达电影 224 亿元、中文传媒 234.94 亿元、凤凰传媒 224.12 亿元、中南传媒 200.35 亿元）；东方财富与东方明珠两家公司总资产破 300 亿元，分别达到 397.94 亿元、377.88 亿元。

表 2：申万传媒板块上市公司 2018 年三季度业绩回顾（按扣除非经常性损益后的净利润 TOP20 排名）（单位：亿元）

证券代码	证券简称	扣除非经常性损益后的净利润	营业利润	利润总额	净利润	经营活动产生的现金流量净额	营业总收入	归属母公司股东的净利润	总资产
002027.SZ	分众传媒	41.98	58.13	58.10	47.89	15.61	108.77	48.10	184.86
002739.SZ	万达电影	11.79	14.73	14.91	12.68	14.30	109.05	12.68	224.00
002555.SZ	三七互娱	11.68	14.07	14.07	13.40	13.89	55.35	12.18	92.18
600373.SH	中文传媒	11.52	13.14	13.09	12.15	0.56	89.89	12.07	234.94
002624.SZ	完美世界	11.05	14.69	15.15	13.73	-4.83	55.13	13.17	153.03
601019.SH	山东出版	10.36	11.18	11.17	11.17	1.16	65.33	11.21	141.70
002558.SZ	巨人网络	9.66	10.39	10.38	10.28	-5.35	28.80	9.93	129.78

601928.SH	凤凰传媒	9.04	11.49	11.63	11.32	14.70	78.57	11.04	224.12
600637.SH	东方明珠	8.91	20.49	20.71	16.49	19.49	92.81	15.11	377.88
601098.SH	中南传媒	8.27	9.83	9.80	9.56	-0.31	61.09	8.69	200.35
300059.SZ	东方财富	7.91	9.67	9.63	8.00	5.50	23.79	8.01	397.94
600977.SH	中国电影	7.65	17.42	17.47	14.16	18.49	69.22	12.98	178.19
300459.SZ	金科文化	7.49	8.69	8.74	8.21	6.35	20.08	7.56	120.64
300418.SZ	昆仑万维	7.25	11.72	11.65	11.25	10.65	26.69	7.40	95.95
002602.SZ	世纪华通	6.82	9.66	9.66	8.81	3.97	62.28	8.80	161.47
601801.SH	皖新传媒	6.30	11.37	11.22	11.08	-1.06	74.50	10.93	139.39
002174.SZ	游族网络	5.56	7.02	7.14	6.84	1.20	26.23	6.83	68.79
300038.SZ	数知科技	5.55	6.36	6.36	5.59	0.93	32.26	5.55	129.70
000676.SZ	智度股份	5.54	6.42	6.42	5.81	1.25	56.58	5.81	78.13
600757.SH	长江传媒	5.53	6.54	6.52	6.41	-2.93	76.84	6.34	110.05

资料来源：万得，信达证券研究开发中心

头部效应强者愈强，近半扣非净利润 TOP20 连续 4 年位居指标 TOP20 之列

对比申万传媒板块上市公司 2015/2016/2017 年报与 2018 三季度扣非净利润 TOP20 公司排名，分众传媒连续 4 年（包括 2018Q3）位居扣非净利润第一位，且在 2015-2017 年三年间呈持续增长态势，分别为 30.69 亿元、36.32 亿元与 48.52 亿元。

9 家连续 4 年位于 TOP20 之列：除了分众传媒，万达电影、山东出版、中文传媒、凤凰传媒、东方明珠、中南传媒、东方财富以及中国电影均在 2015-2018Q3 近四年间位于扣非净利润 TOP20 公司之列。

另外，三七互娱与巨人网络自 2016 年起三年间处于前 20 排名中。完美世界、金科文化、世纪华通、数知科技、智度股份以及长江传媒 2018 年首次进入扣非净利润前 20 位。

表 3：申万传媒板块上市公司 2015/2016/2017 年报与 2018 三季度扣非净利润序 TOP20 排名（单位：亿元）

排名	公司名称	2018 三季度扣非净利润	公司名称	2017 年报扣非净利润	公司名称	2016 年报扣非净利润	公司名称	2015 年报扣非净利润
1	分众传媒	41.98	分众传媒	48.52	分众传媒	36.32	分众传媒	30.69

2	万达电影	11.79	中南传媒	14.08	东方明珠	18.81	东方财富	17.96
3	三七互娱	11.68	完美世界	13.98	中南传媒	17.87	中南传媒	16.73
4	中文传媒	11.52	中文传媒	13.61	中文传媒	12.72	万达电影	10.97
5	完美世界	11.05	山东出版	12.59	万达电影	11.55	中文传媒	10.27
6	山东出版	10.36	巨人网络	12.44	巨人网络	10.31	凤凰传媒	9.33
7	巨人网络	9.66	万达电影	12.40	三七互娱	10.11	山东出版	8.84
8	凤凰传媒	9.04	恺英网络	11.27	凤凰传媒	9.28	东方明珠	8.07
9	东方明珠	8.91	三七互娱	10.48	山东出版	9.22	华闻传媒	7.60
10	中南传媒	8.27	昆仑万维	9.89	完美世界	7.88	中国电影	7.25
11	东方财富	7.91	东方明珠	9.71	江苏有线	7.85	江苏有线	7.16
12	中国电影	7.65	中国电影	8.24	华闻传媒	7.36	中原传媒	6.66
13	金科文化	7.49	凤凰传媒	7.76	中国电影	7.29	恺英网络	6.42
14	昆仑万维	7.25	天神娱乐	7.41	印纪传媒	6.76	新华文轩	5.99
15	世纪华通	6.82	新华文轩	7.26	恺英网络	6.53	皖新传媒	5.66
16	皖新传媒	6.30	印纪传媒	7.17	中原传媒	6.39	乐视网	5.55
17	游族网络	5.56	江苏有线	6.85	新华文轩	6.15	华数传媒	5.32
18	数知科技	5.55	中原传媒	6.42	东方财富	5.95	省广集团	5.23
19	智度股份	5.54	东方财富	6.16	华数传媒	5.78	印纪传媒	5.05
20	长江传媒	5.53	游族网络	5.99	吉比特	5.76	游族网络	4.84

资料来源：万得，信达证券研究开发中心

根据申万传媒板块上市公司披露的三季报业绩，按照营业收入排名，前 20 位的标的如下表。

5 家营收破 100 亿，上海钢联破 700 亿：营业收入破 100 亿元的公司有：上海钢联（721.13 亿元）、蓝色光标（170.02 亿元）、万达电影（109.05 亿元）、分众传媒（108.77 亿元）与科达股份（105.56 亿元），其中上海钢联营业收入达到了 721.13 亿元，据上海钢联 2018 三季报，是由于资讯业务与子公司钢银电商平台业务扩张所致。TOP20 公司 2018 三季度营业收入均超过 58 亿元。

5 家营收同比增长率增速超 30%，世纪华通达 153.06%：营业收入同比增长率超过 30%的有：上海钢联（39.51%）、蓝色光标（62.37%）、科达股份（63.01%）、华扬联众（34.18%）、世纪华通（153.06%）。世纪华通营收同比增长率大幅增加主要系点点互动纳入合并报表所致（点点互动指 DianDian Interactive Holding（点点开曼）和点点互动（北京）科技有限公司的合称）。

6家归母净利润同比增长率超30%，上海钢联达185.25%：归母净利润同比增长率超过30%的有：上海钢联（185.25%）、蓝色光标（47.94%）、科达股份（39.86%）、东方明珠（49.22%）、华扬联众（90.73%）、中国电影（83.37%）。

表 4：申万传媒板块上市公司 2018 三季报基本数据汇总（营收序 TOP20）（单位：亿元，%）

排名	证券代码	证券简称	营业收入	营业收入同比增长率	归属母公司股东的净利润	归属母公司股东的净利润同比增长率	总资产	总资产同比增长率
1	300226.SZ	上海钢联	721.13	39.51	0.97	185.25	112.95	36.11
2	300058.SZ	蓝色光标	170.02	62.37	4.13	47.94	165.22	-8.80
3	002739.SZ	万达电影	109.05	7.06	12.68	0.31	224.00	-2.27
4	002027.SZ	分众传媒	108.77	24.59	48.10	22.81	184.86	46.49
5	600986.SH	科达股份	105.56	63.01	4.48	39.86	112.36	11.38
6	002131.SZ	利欧股份	98.63	27.37	2.51	-43.67	162.70	24.77
7	600637.SH	东方明珠	92.81	-23.92	15.11	49.22	377.88	6.58
8	600373.SH	中文传媒	89.89	-0.02	12.07	9.58	234.94	13.62
9	002400.SZ	省广集团	82.53	17.65	1.48	-13.63	90.95	-10.45
10	601928.SH	凤凰传媒	78.57	6.68	11.04	26.37	224.12	7.35
11	600757.SH	长江传媒	76.84	14.68	6.34	21.41	110.05	7.59
12	603825.SH	华扬联众	74.98	34.18	0.71	90.73	54.30	21.77
13	601801.SH	皖新传媒	74.50	15.74	10.93	5.38	139.39	9.77
14	000917.SZ	电广传媒	73.45	25.29	-1.35	-223.10	240.62	3.98
15	600977.SH	中国电影	69.22	3.62	12.98	83.37	178.19	5.00
16	601019.SH	山东出版	65.33	3.82	11.21	16.26	141.70	32.64
17	002602.SZ	世纪华通	62.28	153.06	8.80	23.10	161.47	156.01
18	601098.SH	中南传媒	61.09	-12.19	8.69	-26.17	200.35	3.27
19	000719.SZ	中原传媒	60.22	8.07	4.95	6.02	117.16	6.91
20	300063.SZ	天龙集团	58.59	22.06	1.07	-9.22	35.73	-10.54

资料来源：万得，信达证券研究开发中心

净资产收益率超 20% 公司数量逐年下降

对比申万传媒板块上市公司 2015Q3-2018Q3 三季报净资产收益率 ROE，按 2018 三季报 ROE 序，前 20 位排名如下表。

2018 三季报中净资产收益率前 20 位均超过 10%，紫光学大位列第一，达 65.69%。 ROE 超过 20% 的有 4 家，分别是紫光学大（65.69%）、分众传媒（40.25%）、光线传媒（25.19%）、吉比特（20.34%）。

2017 三季报中 5 家净资产收益率超过 20%，分别是紫光学大（83.58%）、分众传媒（48.09%）、吉比特（21.95%）、三七互娱（21.80%）、横店影视（21.05%）。

2016 三季报中 6 家净资产收益率超过 20%，分别是分众传媒（55.88%）、吉比特（66.79%）、横店影视（48.97%）、顺网科技（20.86%）、新经典（21.32%）、巨人网络（20.27%）。

2015 三季报中 14 家公司 3 家净资产收益率超过 20%，分别是吉比特（35.15%）、游族网络（31.77%）、万达电影（24.29%）。

可见，吉比特在 2015 三季度至 2018 三季度净资产收益率均超过 20%；分众传媒自 2015 年上市以来，2016 三季度至 2018 三季度净资产收益率均超过 40%。自 2016 年起，净资产收益率超过 20% 的公司逐年减少。

表 5: 申万传媒板块上市公司 2015Q3-2018Q3 三季报 ROE 全览（2018 三季报 ROE 序 TOP20）（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE	净资产收益率 ROE	净资产收益率 ROE	净资产收益率 ROE
		2018 三季	2017 三季	2016 三季	2015 三季
000526.SZ	紫光学大	65.69	83.58	-28.55	1.77
002027.SZ	分众传媒	40.25	48.09	55.88	-0.55
300251.SZ	光线传媒	25.19	8.77	8.44	3.89
603444.SH	吉比特	20.34	21.95	66.79	35.15
002555.SZ	三七互娱	18.41	21.80	19.36	12.59
002174.SZ	游族网络	16.70	15.62	15.41	31.77
002624.SZ	完美世界	16.37	14.57	18.40	10.34
002071.SZ	长城影视	15.80	15.05	13.37	9.50
603103.SH	横店影视	15.51	21.05	48.97	/
300113.SZ	顺网科技	14.24	13.71	20.86	16.02
002878.SZ	元隆雅图	12.49	14.01	19.92	/

601019.SH	山东出版	12.43	17.91	19.07	/
600977.SH	中国电影	12.17	7.12	9.61	/
603096.SH	新经典	11.65	16.67	21.32	/
601801.SH	皖新传媒	11.29	11.65	10.31	12.75
002558.SZ	巨人网络	11.22	13.15	20.27	-3.48
603533.SH	掌阅科技	11.06	11.51	7.29	/
300226.SZ	上海钢联	10.97	6.53	5.66	-62.63
000676.SZ	智度股份	10.77	6.96	6.58	-12.82
002739.SZ	万达电影	10.43	11.54	11.88	24.29

资料来源：万得，信达证券研究开发中心

杜邦分析

对申万传媒板块上市公司 2018 三季度中 ROE TOP20 进行杜邦分析数据拆分,平均权益乘数为 3.07。其中,紫光学大为 29.03,大大提高了平均值。除去紫光学大,平均权益乘数为 1.70。平均销售净利率为 28.85%,平均总资产周转率 0.81 次。具体分析 ROE 排名前三的公司,紫光学大创造了 TOP20 中最高的净资产收益率,同时权益乘数也最大。排名第二的分众传媒在权益乘数、销售净利率与总资产周转率方面较为均衡,营业收入则位列 TOP20 中的第三位,排在上海钢联与万达电影之后。排名第三的光线传媒,在销售净利率方面位居第一位,达到 177.80%。据光线传媒三季报,公司销售费用年初至报告期末较上年同期减少了 96.05%,主要是本期较去年同期不再合并浙江齐聚科技有限公司、北京捷通无限科技有限公司销售费用所致。

表 6: 申万传媒板块上市公司 2018 三季报杜邦分析数据 (ROE 序 TOP20)

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE [单位] %	权益乘数	销售净利率 [单位] %	总资产周转率 [单位] 次	营业收入 [单位] 亿元
000526.SZ	紫光学大	65.69	29.05	2.83	0.64	23.44
002027.SZ	分众传媒	40.25	1.35	44.03	0.64	108.77
300251.SZ	光线传媒	25.19	1.22	177.80	0.11	12.85
603444.SH	吉比特	20.34	1.28	55.06	0.34	11.60
002555.SZ	三七互娱	18.41	1.45	24.20	0.60	55.35
002174.SZ	游族网络	16.70	1.67	26.09	0.39	26.23
002624.SZ	完美世界	16.37	1.70	24.91	0.35	55.13
002071.SZ	长城影视	15.80	3.70	15.54	0.25	9.42
603103.SH	横店影视	15.51	1.47	14.64	0.70	22.07

300113.SZ	顺网科技	14.24	1.16	35.18	0.39	15.34
002878.SZ	元隆雅图	12.49	1.31	10.09	0.93	6.79
601019.SH	山东出版	12.43	1.52	17.10	0.47	65.33
600977.SH	中国电影	12.17	1.50	20.45	0.42	69.22
603096.SH	新经典	11.65	1.12	28.36	0.36	6.76
601801.SH	皖新传媒	11.29	1.35	14.88	0.57	74.50
002558.SZ	巨人网络	11.22	1.30	35.71	0.22	28.80
603533.SH	掌阅科技	11.06	1.43	7.92	0.97	14.19
300226.SZ	上海钢联	10.97	4.70	0.21	6.71	721.13
000676.SZ	智度股份	10.77	1.36	10.28	0.76	56.48
002739.SZ	万达电影	10.43	1.77	11.63	0.48	109.05

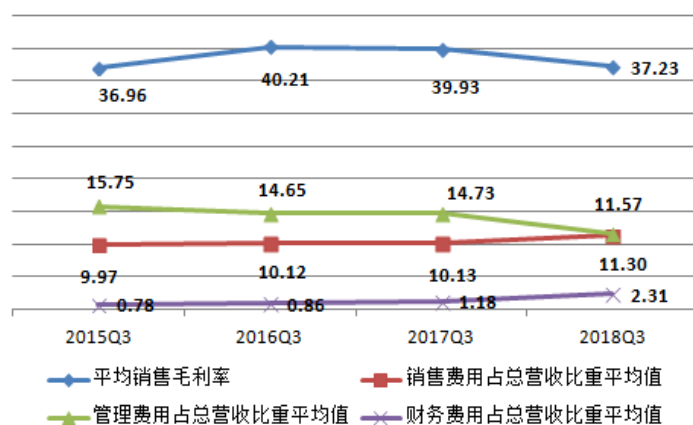
资料来源：万得，信达证券研究开发中心

平均销售毛利率与平均管理费用率均下降，经营性现金流占营收比下降

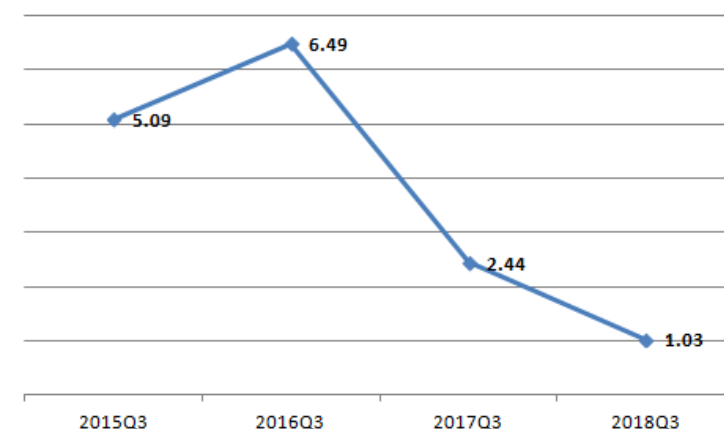
申万传媒板块上市公司 2018 三季报平均销售毛利率为 37.23%，销售费用占总营收比重为 11.30%，管理费用占总营收比重为 11.57%，财务费用占总营收比重为 2.31%。2018 三季报销售毛利率最高的三家是三五网(94.90%)、大晟文化(91.52%)、吉比特(91.46%)。平均销售毛利率自 2016 三季度到 2018 三季度逐年下降，分别为 40.21%、39.93%、37.23%。平均财务费用占总营收比重则逐年上升，分别为 2015 三季度的 0.78%、2016 三季度的 0.86%、2017 三季度的 1.18%及 2018 三季度的 2.31%。

图 3：近年申万传媒行业上市公司平均销售毛利率等指标情况（单位：%）

图 4：近年申万传媒行业上市公司经营性现金流占营收平均比重（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研究开发中心



资料来源：万得，信达证券研究开发中心

与去年同期相比，平均销售毛利率与平均管理费用率均下降，平均销售毛利率下降 2.7 个百分点，平均管理费用率下降 3.16 个百分点，整体保持稳定。

申万传媒板块上市公司 2018 三季度经营性现金流占营业收入平均比重为 1.03%，去年同期为 2.44%。其中，占比最高的三家是三五五网（131.71%）、华录百纳（87.96%）、博通股份（73.60%）。自 2016 三季度起到 2018 三季度，整体占比持续下降，以经营活动获取现金的能力存在一定减弱的风险。

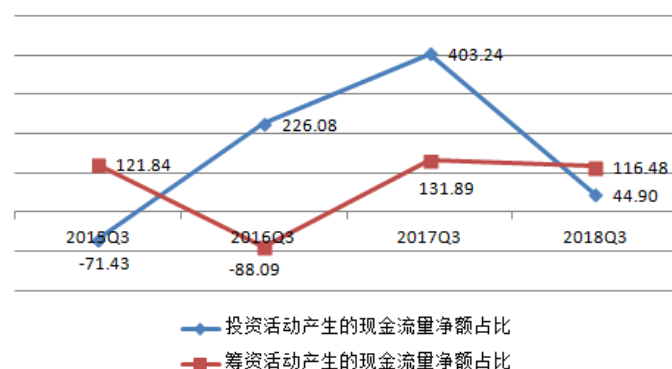
筹资产生现金流平均占比再次超过投资产生现金流平均占比

申万传媒板块上市公司 2018 三季度筹资活动产生的现金流既 2015 三季度后再次超过投资活动产生的现金流平均占比，达到 116.48%，超出投资产生现金流平均占比 71.58 个百分点。其中，电广传媒 2018 三季度投资活动产生的现金流量净额占比达 -5080.91%，对平均指标产生较大影响。去掉电广传媒后，投资活动产生的现金流量净额上升至 79.31%，但这仍与 2017 三季度平均数 403.24%有较大差距。

平均商誉同比增长率持续下降，平均商誉基本保持稳定

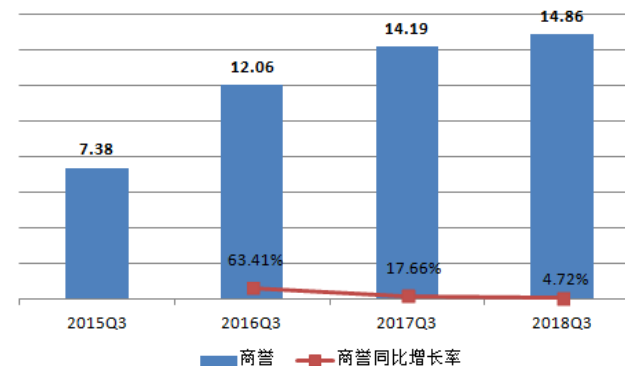
申万传媒板块上市公司 2018 三季报中平均商誉为 14.86 亿元，比去年同期增长 0.07 亿元，同比增速下降至 4.72%。自 2016 年三季度起至 2018 年三季度，公司平均商誉同比增速逐年出现明显放缓，行业并购情况较为理性。

图 5: 近年申万传媒行业上市公司投资、筹资产生现金流平均占比 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研究开发中心

图 6: 近年申万传媒行业上市公司平均商誉及同比增速情况 (单位: 亿元, %)



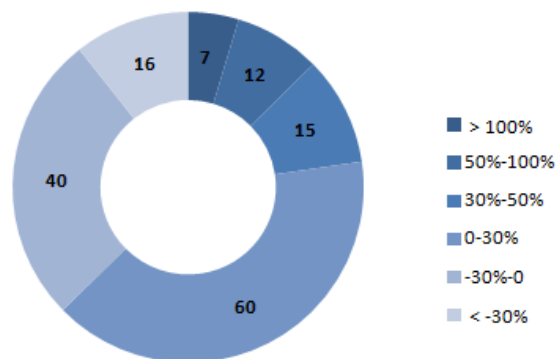
资料来源: 万得, 信达证券研究开发中心

营收增速破 200% 公司出现, 增速为负公司数量增加, 两极分化趋势更加明显

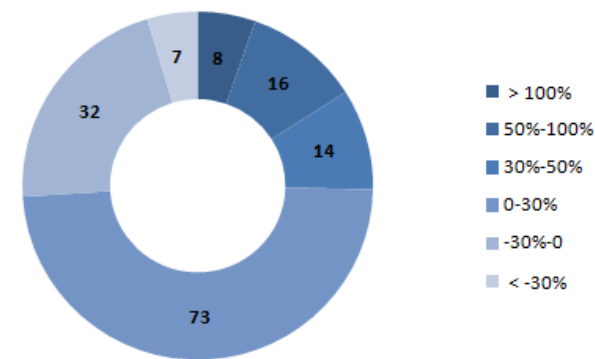
通过对申万传媒板块上市公司 2018 三季报中营收增速进行分析得出, 与 2017 同期相比出现增速大于 200% 的公司, 共 4 家, 分别是: 迅游科技 (275.84%)、天润数娱 (234.38%)、当代明诚 (225.58%)、南华生物 (216.87%)。2017 年同期营收同比增长率最大的公司为智度股份 (199.99%)。与此同时, 相比 2017 三季度营收增速小于 30% 的公司有 7 家, 2018 三季度营收增速小于 30% 的公司达到了 16 家。营收增速在 -30%-0 期间的公司也由 2017 年第三季度的 32 家增长至 2018 年第三季度的 40 家。申万传媒板块上市公司营收增速两极分化现象更加明显。

图 7: 2018 三季报中申万传媒行业上市公司营收增速范围占比情况

图 8: 2017 三季报中申万传媒行业上市公司营收增速范围占比情况



资料来源：万得，信达证券研究开发中心



资料来源：万得，信达证券研究开发中心

11家净利润超过10亿元，分众传媒达47.89亿元

申万传媒板块上市公司2018三季报中净利润超出10亿元公司有11家，其中分众传媒达到47.89亿元，远远领先第二位万达电影（12.68亿元）。净利润超过10亿元公司占比7.3%。净利润为负的公司共13家，占比8.7%。

表7：2018三季报中申万传媒行业上市公司非经常性损益情况（单位：亿元）（扣除非经常性损益后的净利润序，取TOP20数据）

证券代码	证券简称	扣除非经常性损益后的净利润	非经常性损益	净利润
002027.SZ	分众传媒	41.98	6.11	47.89
002739.SZ	万达电影	11.79	0.89	12.68
002555.SZ	三七互娱	11.68	0.50	13.40
600373.SH	中文传媒	11.52	0.54	12.15
002624.SZ	完美世界	11.05	2.12	13.73
601019.SH	山东出版	10.36	0.85	11.17
002558.SZ	巨人网络	9.66	0.27	10.28
601928.SH	凤凰传媒	9.04	2.00	11.32
600637.SH	东方明珠	8.91	6.20	16.49
601098.SH	中南传媒	8.27	0.43	9.56
300059.SZ	东方财富	7.91	0.10	8.00

600977.SH	中国电影	7.65	5.34	14.16
300459.SZ	金科文化	7.49	0.07	8.21
300418.SZ	昆仑万维	7.25	0.15	11.25
002602.SZ	世纪华通	6.82	1.98	8.81
601801.SH	皖新传媒	6.30	4.63	11.08
002174.SZ	游族网络	5.56	1.27	6.84
300038.SZ	数知科技	5.55	0.00	5.59
000676.SZ	智度股份	5.54	0.27	5.81
600757.SH	长江传媒	5.53	0.81	6.41

资料来源：万得，信达证券研究开发中心

扣非归母净利润同比增速 TOP20 均超 80%，人民网、力盛赛车超 700%

申万传媒板块上市公司 2018 三季报中扣非归母净利润同比增长率前二十位增速均超过 80%，15 家超过 100%，2 家超过 700%（人民网：755.82%，力盛赛车 744.67%）。在 50%-100%范围内的占比 8.67%，在 30%-50%范围内的占比 4.67%，在 0-30%范围内的占比 29.33%，小于 0%的占比 47.33%。2017 年同期，公司营收增速在此四个区间内的比例分别为 10%、9.33%、22.67%以及 38%。可以看出，整个传媒板块在 2018 年三季度扣非归母净利润增速不及 2017 年同期，尤其是增速超过 100%的公司由 2017 年三季度的 30 家降至 2018 年同期的 15 家，增速小于 0%的公司占比在 2018 年三季度也增加了 9.33 个百分点。

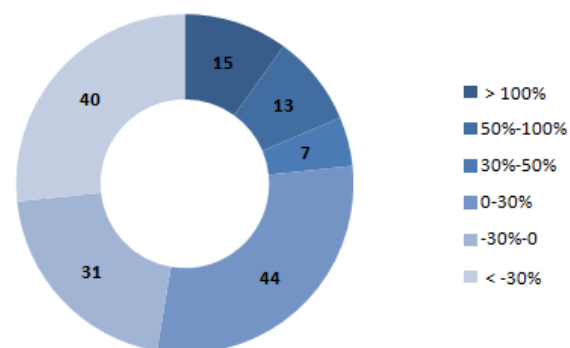
表 8：2018 三季报中申万传媒行业上市公司归属母公司股东净利润增速 TOP20 公司情况（单位：亿元，%）

证券代码	证券简称	归属母公司股东的净利润	归属母公司股东的净利润- 扣除非经常损益(同比增长率)
603000.SH	人民网	0.68	755.82
002858.SZ	力盛赛车	0.11	744.67
000892.SZ	欢瑞世纪	1.73	378.70
600136.SH	当代明诚	1.30	282.77
300467.SZ	迅游科技	1.72	273.28
002591.SZ	恒大高新	0.23	253.69
000673.SZ	当代东方	0.97	236.00
000802.SZ	北京文化	0.46	215.22

600455.SH	博通股份	0.07	204.37
601949.SH	中国出版	2.35	164.54
300459.SZ	金科文化	7.56	163.39
300226.SZ	上海钢联	0.97	153.87
002602.SZ	世纪华通	8.80	137.26
300027.SZ	华谊兄弟	3.28	133.76
002113.SZ	天润数娱	0.48	115.06
603825.SH	华扬联众	0.71	99.22
300052.SZ	中青宝	0.33	98.75
000676.SZ	智度股份	5.81	92.78
002343.SZ	慈文传媒	2.45	85.32
600880.SH	博瑞传播	0.23	80.66

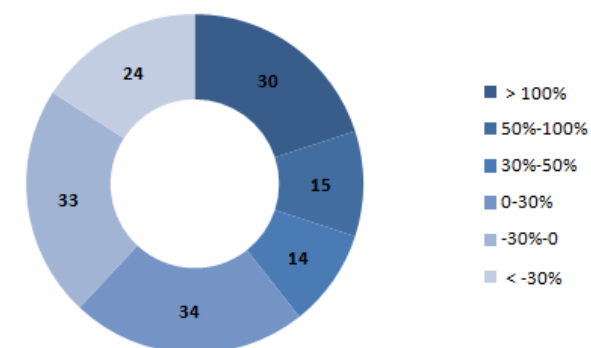
资料来源：万得，信达证券研究开发中心

图 9：2018 三季度中申万传媒行业上市公司扣非归母净利润增速范围占比情况



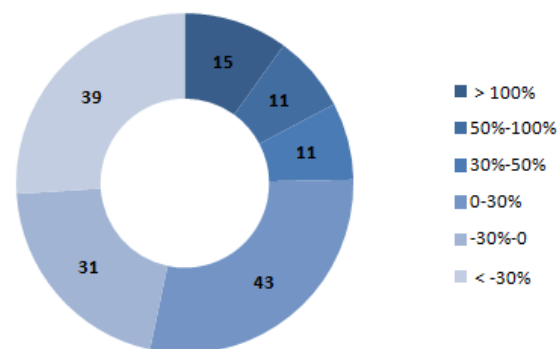
资料来源：万得，信达证券研究开发中心

图 10：2017 三季度中申万传媒行业上市公司扣非归母净利润增速范围占比情况



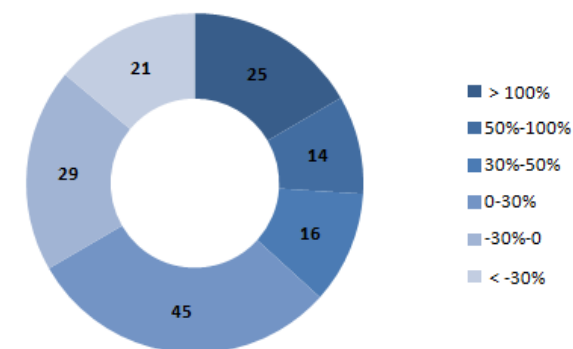
资料来源：万得，信达证券研究开发中心

图 11: 2018 三季度申万传媒行业上市公司归母净利润增速范围占比情况



资料来源: 万得, 信达证券研究开发中心

图 12: 2017 三季度申万传媒行业上市公司归母净利润增速范围占比情况



资料来源: 万得, 信达证券研究开发中心

7 家基金持股比例超 10%，基金持股公司数量大幅减少

申万传媒板块上市公司 2018 三季度基金持股比例超过 10% 的有 7 家，分别是新经典、视觉中国、元隆雅图、分众传媒、横店影视、上海钢联以及慈文传媒。其中新经典、视觉中国基金持股比例超过 20%，分别为 33.55%、24.04%。2017 年同期，基金持股比例超过 10% 的有 10 家，其中超过 30% 的有两家：宣亚国际（34.13%）与新经典（33.25%）。新经典自 2017 年上市以来，连续两年基金持股比例超过 30%。在基金持股数量方面，30 家公司超过 1000 万股。分众传媒位居首位，超过 11 亿股。

2018 三季度基金持股公司共 71 家，2017 年同期基金持股公司达 105 家，公司数量减少幅度较大，达 32.38%。

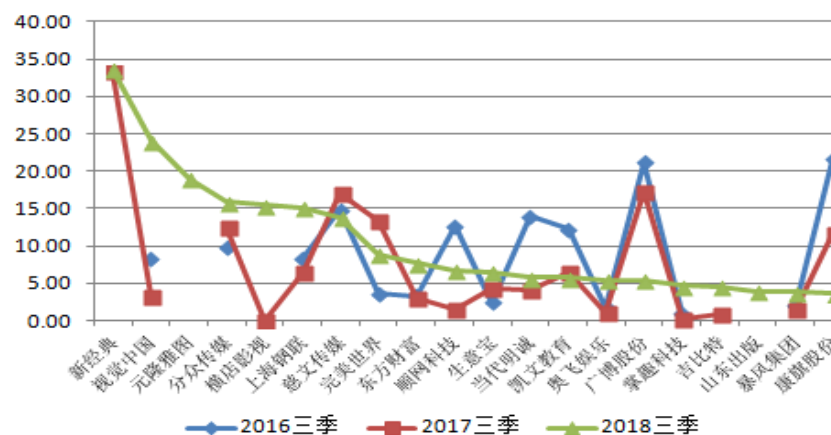
表 9: 申万传媒行业上市公司基金持股 TOP20 情况（2018 三季度基金持股占比序）（单位：万股，%）

证券代码	证券简称	基金持股比例	基金持股数量	基金持股比例
		2018 三季度	2018 三季度	2017 三季度
603096.SH	新经典	33.55	1,808.94	33.25
000681.SZ	视觉中国	24.04	7,463.43	3.22
002878.SZ	元隆雅图	19.02	687.64	/
002027.SZ	分众传媒	15.85	110,394.54	12.49

603103.SH	横店影视	15.43	817.89	0.06
300226.SZ	上海钢联	15.16	2,299.33	6.36
002343.SZ	慈文传媒	13.89	5,843.00	16.94
002624.SZ	完美世界	8.89	4,146.61	13.36
300059.SZ	东方财富	7.65	31,783.31	2.97
300113.SZ	顺网科技	6.66	3,123.83	1.51
002095.SZ	生意宝	6.55	1,647.94	4.36
600136.SH	当代明诚	5.75	1,980.74	4.15
002659.SZ	凯文教育	5.75	1,788.07	6.44
002292.SZ	奥飞娱乐	5.42	4,139.56	1.02
002103.SZ	广博股份	5.34	2,000.00	17.27
300315.SZ	掌趣科技	4.64	12,020.77	0.18
603444.SH	吉比特	4.52	186.61	0.93
601019.SH	山东出版	3.87	1,032.94	/
300431.SZ	暴风集团	3.77	944.68	1.42
300061.SZ	康旗股份	3.58	931.79	11.56

资料来源：万得，信达证券研究开发中心

图 13：上述 TOP20 上市公司近三年基金持股比例趋势图（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研究开发中心

问题三：政策空间在哪里？

政策对传媒行业的影响没有时间差

传媒行业涉及意识形态领域，与政策关联程度比市场上很多行业都更为紧密。不同于有形产业，政策落地需要一定的周期，存在政策的稀释和缓慢释放的现象，政策对传媒行业的影响是直接而且没有时间差的。一项政策的落地，很可能相关业务就要立刻调转船头，很可能大量投入的一个产品就要与市场告别。正是因为如此，关注传媒行业市场，把握传媒行业发展方向，就必须有高度的政策敏感和深度的政策研究。

即将过去的2018年是一个监管大年。围绕着十九大之后首轮机构改革，一系列政策方向逐步明晰，一大批具体的法律法规条文集中落地，这都将在未来相当长的一段时间影响中国未来的走势。另一方面，由于先前影视、游戏等市场的一些不规范现象的存在，2018年行业也在新一轮强化监管的浪潮中经历了很多调整。但是必须看到的是，强化监管对于市场的长期、健康发展是积极的，只有破除这些积弊，才能巩固长期发展的基石。对于即将到来的2019年而言，监管政策的积极效益开始显现，而一些新的政策利好也会逐步落地。

机构改革“三定方案”进入落地窗口期

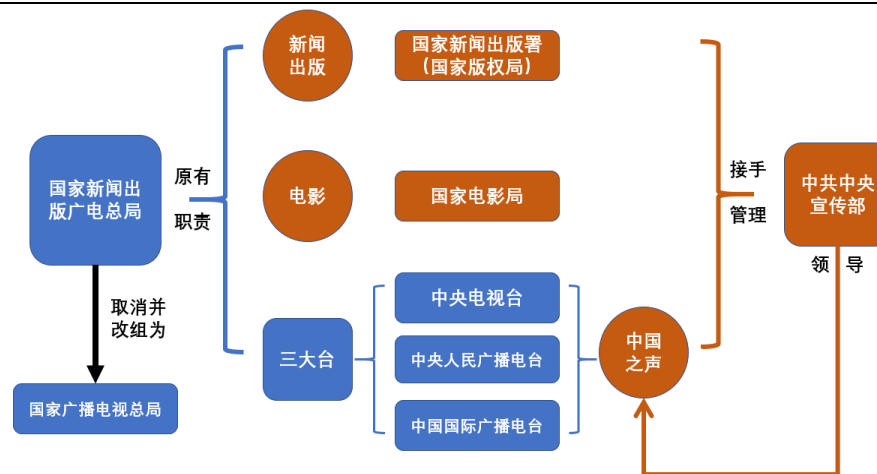
2018年底，随着新一轮的机构改革“三定方案”（定部门职责、定内设机构、定人员编制）逐步落地，2019年会迎来一个政策，尤其是行业利好政策的集中发布期。本轮机构改革主要涉及传媒行业的以下方面：

传媒行业主要涉及网信办、工信部、中宣部、广电总局、文化旅游部

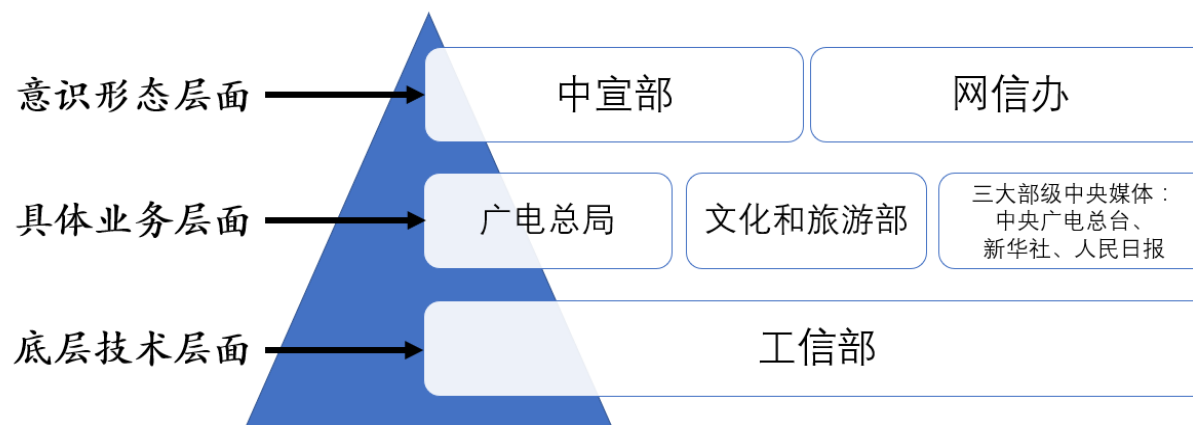
2018年2月26日至28日召开的党的中共十九届三中全会，审议通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》和《深化党和国家机构改革方案》。3月17日，十三届全国人大一次会议表决通过了关于国务院机构改革方案的决定，批准了这个方案。3月21日，新华社公布中共中央《深化党和国家机构改革方案》（全文）。

作为十九大之后首次系统性机构改革，无疑将重塑中国互联网、大传媒行业的监管格局。方案中涉及互联网传媒监管的机构主要包括网信办、中宣部、广电总局、文化和旅游部等：网信办、中宣部权责得到实质性加强，广电总局权责更为精确，文化和旅游部则在合并的基础上继承原有监管权责。具体而言：

网信办与工信部职责调整：网信办在原有权责基础上，将国家计算机网络与信息安全管理中心由工业和信息化部管理调整为由中央网络安全和信息化委员会办公室管理；工信部仍负责网络建设、技术设施、基础创新等。

图 14：中宣部与广电总局的机构改革方案图解


资料来源: 中国政府网《深化党和国家机构改革方案》, 信达证券研究开发中心整理绘制

图 15：本轮机构改革之后互联网传媒行业基本监管格局


资料来源: 中国政府网《深化党和国家机构改革方案》, 信达证券研究开发中心整理绘制

中宣部与广电总局职责调整：中宣部统一管理原新闻出版广电总局管理的新闻出版、电影工作，并且对外加挂国家新闻出版署（国家版权局）、国家电影局牌子；原新闻出版广电总局重组为国家广播电视总局。广电总局“三定方案”中，专设媒体融合发展司，负责“拟定广播电视重大改革措施，推进体制机制改革；协调推进三网融合，推进广播电视与新媒体新业态创新融合发展；管理发放信息网络传播视听节目许可证，承担广播电视视频点播业务的审批工作”。据中国教育电视台总编辑胡正荣解读，“三网融合”包括三点要求：和新媒体融，拓宽平台；和新技术融，包括人工智能、数字技术等；和新业态融，构建全业态、全媒体的生存和发展模式。早在2018年3月13日，国家为推动广播电视媒体、新兴媒体融合发展，颁布了国务院机构改革方案。其中就包含“组建文化和旅游部”、“组建国家广播电视总局”等机构改革措施，此举也有利于媒体形态的整合拓展以及国际传播能力建设。

中央三台合并为部级：整合原归属广电总局管理的中央三大台（中央电视台、中央人民广播电台、中国国际广播电台），组建中央广播电视总台，作为国务院直属事业单位，归口中央宣传部领导。

图 16: 新挂牌的国家电影局



资料来源：中国电影网，信达证券研究开发中心

图 17: 4月19日中央广播电视总台正式挂牌



资料来源：央视新闻，信达证券研究开发中心

成立文化和旅游部：对国务院下属的文化部和国家旅游局进行合并，组建文化和旅游部，作为国务院组成部门。文化和旅游部设13个业务机构，其中只涉及文化业的有艺术司、非物质文化遗产司共2个，涉及到文化与旅游业的有11个，其中产业发展司更侧重于文化和旅游产业发展，资源开发司更侧重于文化和旅游资源的规划开发，从根本上体现了推进文旅融合发展的机构设置宗旨。

在未来，传媒行业将进入一个政策通道期，随着国务院机构改革三定方案进入落地期，在未来一段时间内互联网、影视、游戏、出版等相关政策空间也会进一步打开。

政策面进入积极周期

对文化消费持鼓励肯定态度：《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年）》提出了2018-2020年实施的六项重点任务：1、进一步放宽服务消费领域市场准入；2、完善促进实物消费结构升级的政策体系；3、加快推进重点领域产品和服务标准建设；4、建立健全消费领域信用体系；5、优化促进居民消费的配套保障；6、加强消费宣传推介和信息引导。并且《方案》明确指出，进一步放宽包括文化在内的7大服务消费领域的市场准入，并要求中央宣传部、文化和旅游部、国家文物局、广电总局、国家发展改革委、财政部按职责分工负责文化领域消费工作开展。方案将文化消费作为促进消费的重点领域之一，释放出一系列政策层面方向与趋势。

对版权保护力度加大：启动“剑网2018”专项行动。自2018年7月上旬开始，集中整治网络转载、短视频、动漫等领域侵权盗版多发态势，重点规范网络直播、知识分享、有声读物等平台版权传播秩序，深入巩固网络影视、网络音乐、电子商务平台、应用商店、网络云存储空间等领域专项整治成果。可以认为，“剑网行动”是综合利用不同规制手段对网络版权环境的一次管理升级，引导短视频平台企业规范版权授权和传播规则，目的是构建良性发展的商业模式，同时强化版权保护也将带来流量的再次分配。

政府监管与行业自治相结合：2018年5月9日，中国网络社会组织联合会成立大会召开，全国人大社会建设委员会副主任委员、中央网信办原副主任任贤良担任联合会会长，马云、马化腾、刘强东、李彦宏、周鸿等14人任副会长。联合会首批会员单位共有300家网络社会组织，包括全国性网络社会组织23家，地方网络社会组织277家，国家网信办是其业务主管单位。从各方面信息可看出，联合会行业地位显著，可以预计未来将承担更多的行业自律监管责任。

由此可见，宏观经济政策涉及产业板块标的，文化领域政策层面利好。未来应持续关注政策变化，关注带来市场格局变化的受益方。

官媒与互联网巨头强强联合，国资新媒体迎来机遇

人民网联合腾讯、歌华有线进军直播短视频行业

从近期的行业趋势，我们可以看到了一些互联网优势企业正在积极寻求与中央媒体合作，探索商业新模式。2018年3月2日，人民网联合腾讯、歌华有线设立合资公司，进军直播和短视频行业。合资公司暂定名为人民视频有限公司，其中人民网持有60%股份，腾讯持有21.2%股份，歌华有线及其关联方持有18.8%股份。在成立仪式上，网信办副主任对公司给予了积极评价，同时腾讯也宣布，将签订视频版权采购框架协议，采购人民网的优质视频内容。

中国国际电视总公司与阿里巴巴集团签订技术合作协议

2018年4月28日，中央广播电视总台下属的中国国际电视总公司与阿里巴巴集团签订技术合作协议，双方称将在云平台、大数据、移动客户端、信息化平台建设等方面进行合作。中宣部副部长、中央广播电视总台台长慎海雄，阿里巴巴董事局主席马云出席签约仪式。相关合作正式开始进入实质阶段。

图 18: 慎海雄、马云出席中国国际电视总公司与阿里巴巴签约仪式



资料来源: CRI, 信达证券研究开发中心

图 19: 4月22日首届数字中国峰会邀请马云、马化腾等企业家发言



资料来源: 福建日报, 信达证券研究开发中心

新京报合作今日头条，全员向 APP 转型

2018年10月31日，新京报新版 APP 正式上线。新京报选择了与今日头条合作，对 APP 进行技术支持。字节跳动创始人兼 CEO 张一鸣也出现在新京报 APP 发布会上。

不难看出，监管的强化，直接受益的是一些国资背景的媒体及其互联网产品。于此同时，一些互联网巨头在当下的监管形势下，也在积极寻求与中央媒体合作，探索商业新模式。优势互联网公司与中央媒体或者其他国资背景媒体合作将会面临更小的政策性风险，在牌照、内容、技术、产品思路等层面也会得到全面保障。

实际控制人为国资背景（非地方性国资）的上市公司

下表为在申万传媒板块中梳理出实际控制人为国资背景（非地方性国资）的上市公司，基于上述逻辑，结合其业务进展，可以合理预期其未来在上述板块的发展潜力。

表 10: 申万传媒板块中, 实际控制人为国资背景 (非地方性国资) 的上市公司

证券代码	证券简称	实际控制人名称	大股东名称
600158.SH	中体产业	国家体育总局	国家体育总局体育基金管理中心
300291.SZ	华录百纳	国务院国有资产监督管理委员会	华录文化产业有限公司
600640.SH	号百控股	国务院国有资产监督管理委员会	中国电信集团有限公司
603000.SH	人民网	人民日报社	人民日报社
603888.SH	新华网	新华通讯社	新华通讯社
600977.SH	中国电影	中国电影集团公司	中国电影集团公司
000793.SZ	华闻传媒	中国国际广播电台, 朱金玲	国广环球资产管理有限公司
601858.SH	中国科传	中国科学院控股有限公司	中国科技出版传媒集团有限公司
601949.SH	中国出版	中华人民共和国国务院	中国出版集团公司
000526.SZ	*ST 紫学	中华人民共和国教育部	西藏紫光卓远股权投资有限公司
600661.SH	新南洋	中华人民共和国教育部	上海交大企业管理中心
600088.SH	中视传媒	中央电视台	中央电视台无锡太湖影视城

资料来源: CRI, 信达证券研究开发中心

政策长尾效应的影响将长期释放, 寻找政策与市场的交汇点

从历史的眼光看, 2018 年对整个传媒行业将带来深刻影响。长期来看, 无论是机构改革还是监管强化, 其影响将逐步在市场上得以显现。

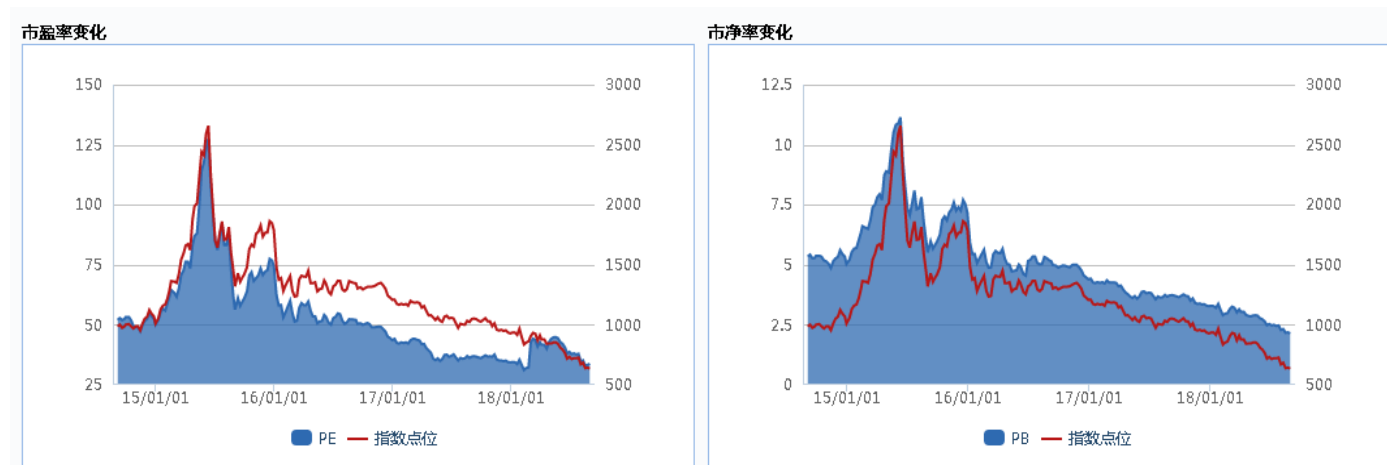
一方面, 有针对性的政策利好还会持续释放。在国家重点支持的一些细分领域, 如文化出口 (手游出口、影视出口)、传统文化出版、现实题材文艺作品, 政策的保护力度、扶植力度、相关的优惠政策将逐步落地。同时, 在意识形态层面, 国家对国产电影、国资背景新媒体平台、国内互联网基础服务的扶植、保护力度也会持续, 相关市场机遇和投资机遇同样值得关注。

另一方面, 未来对内容领域的监管将专业化、细致化, 无论是传统媒体影视, 还是互联网和移动互联网平台, 其内容领域的监管将越来越趋于一致。以往传统媒体监管严格, 互联网监管相对较少的情况将不会出现。网上网下一个标准, 一视同仁的情况将成为常态。这是整个传媒行业, 尤其是传媒行业内容供应方, 在未来是必须予以重视的政策底色。而在过去几年一些通过“打擦边球”, 依赖一些可能违规内容进行野蛮生长的互联网平台生存空间将越来越小。

行业评级：中性

从2014年9月至2018年9月四年间，近期申万传媒板块估值达到四年来最低水平，整体性反弹具备一定基础，传媒板块或将迎来估值修复行情，具备一定配置价值。

图 20：申万传媒板块近四年估值情况（2014年9月-2018年9月）



资料来源：万得，信达证券研究开发中心，PE、PB取自万得计算， $PE = \frac{\sum (\text{成份股当日收盘价} \times \text{成份股当日总股本})}{\sum (\text{成份股净利润(TTM)})}$ ， $PB = \frac{\sum (\text{成份股当日收盘价} \times \text{成份股当日总股本})}{\sum (\text{成份股最新年报净资产})}$

对于2019年的传媒板块，可以预计：

在当前的市场环境下，整个板块是否能够实现行业的有效增长甚至爆发，自然依赖于行业本身是否能够抓住市场和政策机遇，推出好的产品或服务将市场做大做强。一方面要密切关注板块明显分化中的内生增长机会与政策变化带来的弹性，另一方面还是要继续警惕质押风险与前期并购重组带来的减值风险。板块投资建议关注基本面优质、业绩稳定、现金流稳定的高速增长行业头部公司。政策层面，传媒行业是受监管政策影响最为明显的行业之一，得益于传媒行业监管政策趋严，行业竞争持续加剧，龙头传媒公司竞争优势提升，市占率会逐步提高，一些拥有明显壁垒以及规模优势的标的也值得关注。另外，鼓励文化消费政策的出台，对传媒行业的整体成长有一定支持作用与保障。

基于上述特点，在2019年，站在行业的十字路口，整个板块是否能够实现爆发性增长，还需要考量业绩、政策等方面寻找长线价值，由此维持“中性”评级。

相关个股

万达电影[002739.SZ]

票房收入、观影人次、市场占有率等指标继续保持全国第一。2018年H1，实现票房50.15亿元，同比增长15.8%，观影人次1.19亿，同比增长18.3%，其中国内票房41.75亿元，观影人次1.07亿，境外票房8.4亿元，观影人次1181.25万人次。公司票房、观影人次、市场占有率等指标继续保持全国领先地位。

保持影城较快发展速度，未来项目储备充足。截止2018年H1，拥有已开业直营影院552家，4872块银幕，其中国内影城497家、4409块银幕，境外影院55家，463块银幕。报告期内国内新增影城34家，截止2018年H1，已累计签约发展项目超140个，未来项目储备充足。

引进战略投资者，积极拓展业务领域。引进阿里巴巴和文投控股作为公司战略投资者，在电影发行、影片投资、在线票务平台、广告、衍生品推广销售、院线加盟、影院设备管理运维等方面开展全面合作；同时，积极拓展公司业务领域，不断提升非票房收入。2018年H1，实现非票房收入25.31亿元，其中衍生品业务同比增长118%，非票房收入保持稳定增长。

芒果超媒[300413.SZ]

湖南广播电视台旗下统一的新媒体产业及资本运营平台，与湖南卫视共同构成芒果生态内的双平台驱动、全媒体融合发展格局。公司聚焦媒体主业，以芒果TV融合媒体平台为主阵地，秉持平台精准内容与核心自主技术双轮驱动理念，充分发挥研发、生产、发行、牌照、政策优势，服务全国及海外新媒体用户。

芒果超媒作为融合发展的标志性新媒体公司，一方面以打造新媒体品牌为重要目标，着力扩大芒果TV用户规模和提高用户活跃度，建立关键用户高粘性与长期深度关系；一方面，专注于顶级互联网视频内容创作及商业模式创新。公司整合丰富的视频及电商产业链资源，协同影视剧、综艺节目、音乐、游戏及IP内容互动营销等众多内容制作及运营主体，采取广告、会员付费、内容制作与分销、运营商服务收入分成、媒体零售等多元化盈利模式，打造集流媒体内容、新媒体平台及媒体零售一体共生的独具特色的芒果媒体生态，最终实现融合媒体平台+精准用户+广告客户深度耦合、同频共振的产业格局。

风险因素

宏观经济风险：国民经济增长由粗放增长进入结构增长的调整期，国民收入增速如不及预期则会带来一定程度的消费增速放缓，消费意愿降低，影响行业整体增长和利润率；

政策监管风险：传媒行业政策监管有趋于细化、具体化的趋势，可能面临政策层面较强的不确定性，如果公司产品单一，遇到政策变动可能会对业绩产生较大影响；

市场竞争风险：在互联网领域占据优势地位的 BAT 等互联网巨头均非 A 股上市公司，A 股上市传媒公司面临较大的竞争压力；

技术升级风险：在移动互联网高速发展尤其 5G 即将商用的背景下，网络 and 智能终端的升级可能带来整个传媒、互联网行业商业模式的巨大变迁，原有的产品、市场份额等可能受到一定的冲击。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

温世君，负责信达证券研究开发中心传媒行业研究工作，立足行业内部趋势挖掘市场长期机会，聚焦传媒政策趋势、文化产业投资、互联网消费升级、影视娱乐新业态等行业前沿。加盟信达证券前，曾任中央电视台发展研究中心研究员，有七年的传媒研究、市场分析与业务实践经验。温世君为中国广播电影电视社会组织联合会微视频短片委员会常务理事，曾任 2014 亚洲媒体峰会首席演讲嘉宾、哈佛亚洲研究论坛演讲嘉宾、首届地面媒体台网融合交流会演讲嘉宾。温世君拥有中国人民大学哲学学士学位，北京大学哲学硕士学位，曾赴哈佛大学、辅仁大学、岭南大学访学。

王上，负责信达证券研究开发中心传媒行业研究工作，毕业于韩国成均馆大学新闻放送专业，2016 年 10 月底加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。