

业绩和估值黄金交叉，关注传媒结构行情和性价比，继续推荐版权

——2019年传媒行业投资策略行业投资策略

胡皓 (分析师)	姚轩杰 (分析师)	马笑 (联系人)	赵琳 (联系人)
huhao@xsdzq.cn	yaoxuanjie@xsdzq.cn	maxiao@xsdzq.cn	zhaolin@xsdzq.cn
证书编号:	证书编号:	证书编号:	证书编号:
S0280518020001	S0280518010001	S0280117100011	S0280118050009

下跌后估值 20 倍左右，底部确认，部分业绩增长持续，2019 年结构性机会：

回顾 2018 年，传媒板块回调显著，影视游戏和教育受到政策监管影响，院线面临整合出清，国有出版凸显防御属性，广告营销受宏观经济影响，广电面临 5G 的机会。从政策和技术，供需关系，市场把握传媒结构性机会：

- 1.政策变化：**监管明确推进知识产权保护，同时加强内容管制和规范行业发展。利空靴子基本落地、对民营企业的帮扶和头部公司面临的机遇不容忽视。
- 2.技术变化：**AI、AR/VR、5G 等新技术的涌现和突破将冲击竞争格局，或带来新的业态和商业模式变化。
- 3.供需关系：**监管之下资本退却人才集中，大众文娱需求仍在，伴随着供给端的逐步改善，优质平台和头部公司价值不变。
- 4.市场面上：**传媒估值底部 20 倍左右区间，商誉相对缓和，质押得到一定缓解，基金持仓低迷，个股排雷后的结构性机会明显。

风险不断化解，迎来估值修复，基本面好转可期，把握传媒行业的性价比：

展望 2019 年，经济下行压力尚存，传媒政策监管落地，商誉质押问题一定程度缓解，行业风险不断释放，基本面有望改善，关注版权和细分行业机会。

- 1.版权-图文视听：**版权保护大环境下，年轻群体付费趋势和互联网技术进步明显，龙头业绩持续高增长，把握图文视听黄金投资机会。
- 2.广告：**整体受宏观经济影响，关注楼宇广告和广告主预算变化，促销品行业呈现逆周期投资机会。
- 3.游戏：**估值压制有望在 2019 年释放后普涨、后流量时代集中度提升，研发和运营能力强的龙头公司最受益。
- 4.影视：**影视政策收紧不改文娱需求，优质内容及进口内容受益，2019 年优质内容储备丰富的公司受益。
- 5.院线：**院线渠道下沉基本完成，受内容影响行业面临整合出清，行业集中度有望提升，关注资金规模具备优势和综合运营能力强的公司。
- 6.出版&广电：**将受益在校学生增长和纸张价格变化，国有出版经营稳健防御属性强；广电网络面临 5G 的机会，推进过程仍存在不确定性。
- 7.教育：**需求仍旺盛，虽受政策影响，长期价值仍在，关注在线教育和职业教育。

投资机会：2019 年结构性行情机会，把握传媒行业性价比

- 建议积极参与配置，抓住版权投资的黄金时代，继续推荐视觉中国、芒果超媒，同时推荐消费下沉具有逆周期特性的促销品龙头元隆雅图，推荐攻守兼备的低估值出版国企背景游戏股中文传媒；
- 行业受益个股中国电影（受益进口片红利的国企龙头影视公司）、吉比特（受益研发运营驱动的低估游戏公司）、万达电影（全产业链布局的受益集中度和综合效能提升的龙头公司），同时建议关注其他细分行业机会，关注游戏股完美世界，及存在较好机会的优质个股如华策影视、三七互娱、游族网络、南方传媒等。

风险提示：经济下行风险、系统性风险、商誉质押风险，业绩不及预期。

推荐（维持评级）

行业指数走势图



相关报告

《已到业绩和估值的黄金交叉点，传媒结构性机会逐步显现——传媒行业的性价比》2018-11-13

《海外双雄 Getty 和 Shutterstock 发展历程对中国图片业的启示录》2018-09-15

《拥有核心资产，抓住版权投资的黄金时代——美国版权法 200 年发展启示录》2018-09-10

《2000 亿蓝海市场持续高成长，版权运营行业迈向黄金时代》2018-08-01

《视觉中国深度报告 2：相信“小”的力量，解密图片业“独角兽”成长记》2018-05-30

《知识产权保护获最高层加持，IP 龙头股迎长期发展利好》2018-04-11

《图片行业深度报告：一图品万物，潮来值千金》2018-03-19

《视觉中国深度报告 1：十八载芳华专注图片市场 缔造图片交易第一平台》2018-02-07

目 录

1、 2018 年行业持续下挫，已到业绩与估值黄金交叉点.....	6
1.1、 行情回顾：2018 年传媒板块回调显著，结构性配置机会显现.....	6
1.2、 政策方面：监管明确执行方向，社会效益与经济效益相统一.....	6
1.3、 技术变化：新技术冲击竞争格局，或带来新业态和商业模式.....	9
1.4、 供需关系：供给端逐步改善，优质内容和头部公司价值不变.....	10
1.5、 市场面上：估值底部商誉质押缓解，基金持仓少的结构性机会.....	13
2、 版权：把握图文视听主线，抓住版权投资的黄金时代.....	15
2.1、 版权运营：多链条模式筑“内容+渠道”壁垒.....	15
2.2、 行业空间：“图文视听”版权市场规模超 2000 亿元.....	16
2.3、 发展趋势：版权保护力度加大，付费市场空间广阔.....	17
2.4、 视觉中国：图片行业“独角兽”，竞争壁垒牢固.....	18
2.5、 芒果超媒：湖南广电新媒体平台，版权业务持续增长.....	18
3、 广告：行业需求下行，把握龙头公司边际拐点.....	19
3.1、 长期：经济增长是广告发展源动力.....	19
3.2、 短期：经济和消费预期悲观，行业整体增速下行.....	19
3.3、 子行业：电梯和互联网广告依然景气.....	20
3.3.1、 电梯广告：重点关注收入增速，静待利空落地.....	21
3.3.2、 互联网广告：等待毛利率拐点和资产减值风险释放.....	22
3.4、 元隆雅图：具有逆周期特性的促销品龙头公司.....	24
4、 游戏：估值有望 2019 年释放，后流量时代集中度再提升.....	24
4.1、 监管影响将会持续，游戏公司业绩估值具备安全边际.....	24
4.2、 红利消失下深耕用户和细分领域，头部公司机会突显.....	26
4.3、 中文传媒：攻守兼备的低估值出版国企背景游戏股.....	29
5、 影视：需求仍在行业优化供给，优质内容将会持续受益.....	29
5.1、 行业受到监管趋严的明显冲击，行业红利由流量向内容转化.....	29
5.2、 供给端迎来持续优化，储备优质内容的龙头公司 2019 年受益.....	33
5.3、 中国电影：长期受益进口片红利的国企龙头影视公司.....	36
5.4、 华策影视：最能平滑项目制风险的平台型制作公司.....	36
6、 院线：渠道下沉基本完成，未来趋向精细化运营提高效能.....	36
6.1、 院线下沉基本完成，优质内容不足致使行业面临短期整合出清.....	36
6.2、 未来趋向精细化运营，提高产能利用效率和非票业务增长.....	38
7、 出版&广电：国有出版防御属性显现、广电面临 5G 机遇.....	39
7.1、 估值安全防御属性强，义务教育增量驱动业绩增长.....	39
7.2、 广电面临 5G 机遇，从推进到落地仍存不确定性.....	41
8、 教育：政策预期，关注职业教育机遇.....	42
8.1、 政策是民办教育行业的核心变量.....	43
8.2、 财政投入增长乏力，社会资本是民办教育的加速期.....	44
8.3、 政策阶段回转，长期机遇犹存.....	45
9、 2019 年市场投资风格分化，积极把握传媒行业的性价比.....	46
10、 风险提示.....	47

图表目录

图 1: 2018 年传媒行业至今行情	6
图 2: 申万传媒行业及细分子行业估值情况	6
图 3: 文化传媒国家管理机构变化	7
图 4: 文化传媒国家管理结构职能分配情况	7
图 5: 文化传媒版权与新兴技术变化情况	9
图 6: 2012-2017 年我国文化产业增加值及 GDP 占比	10
图 7: 中国数据娱乐（范娱乐）产业产值状况	10
图 8: 2018 年头部电影的票房数据	10
图 9: 2018 年头部电视剧播放数据	10
图 10: 2013 年-2017 年人均消费支出	11
图 11: 2013 年-2017 年人均教育文化和娱乐支出占比	11
图 12: 2018 年 9 月中国移动互联网重点应用领域日均时长及月环	11
图 13: 2017-2018 年用户手机日均亮屏时长占比分布	11
图 14: 2017 年 10 月-2018 年 9 月在线教育 MAU 走势情况	12
图 15: 2018 年 Q3 中国互联网新增用户占比分布	12
图 16: 2018 年 Q3 中国互联网 TOP 应用领域 MAU	12
图 17: 2013Q1-2017Q4 国内居民人均消费支出季度数据	12
图 18: 2014Q2-2017Q4 国内居民人均教育文化娱乐消费支出占比季度数据	13
图 19: 2018 年 IT 桔子文化传媒项目情况	13
图 20: 2018 年传媒一年来与 TMT 各行业估值比较	13
图 21: 2015-2018Q3 传媒行业商誉情况	14
图 22: 2018 年 11 月近六个月传媒行业质押情况	14
图 23: 2018 年 12 月传媒公司质押占比情况	14
图 24: 过去十年内容行业参与主体急剧增长	15
图 25: 产业链单链条与多链条模式	15
图 26: 图片行业各公司内容资源量比较	16
图 27: 视频行业内容成本支出规模（亿元）	16
图 28: 2017 年国内图片市场空间测算	16
图 29: 2013-2017 年传统与移动阅读行业规模及增速	16
图 30: 2013-2020e 网络视频行业内容成本规模	17
图 31: 2013-2017 年中国在线音乐市场规模及增长率	17
图 32: 侵犯著作权的赔偿标准及惩罚性规定	17
图 33: 2015-2018Q1 爱奇艺会员付费数据	17
图 34: 视觉中国商业合作伙伴资源版图	18
图 35: 视觉中国互联网、大数据资源版图	18
图 36: 芒果超媒新收购公司主营业务简介	18
图 37: 爱奇艺&快乐阳光版权分销业务占比	18
图 38: 1991—2017 年广告行业规模和名义 GDP 增速	19
图 39: 2014—2018 年全媒体广告刊例花费增速	20
图 40: 2017 年和 2018 年 CTR 广告类型分布增长情况	20
图 41: 分众传媒扩屏成本测算（单位：亿元）	21
图 42: 2014-2018 年 Q3 互联网广告公司收入情况（单位：亿元）	22
图 43: 2014-2018 年 Q3 互联网广告公司净利润情况（单位：亿元）	22
图 44: 2014—2018 年 Q3 互联网广告公司毛利率和净利润率情况	23
图 45: 2014—2018 年 Q3 互联网广告公司应收账款和资产减值情况	23

图 46:	游戏行业监管部门变化情况.....	25
图 47:	2017 年 1 月-2018 年 3 月国产游戏版号批复情况.....	25
图 48:	中国移动游戏市场实际销售收入 (亿元)	26
图 49:	中国整体游戏市场实际销售收入 (亿元)	26
图 50:	2013-2018H1 中国自主研发游戏海外实际销售收入情况.....	27
图 51:	2008H1-2018H1 中国移动游戏用户变化情况.....	27
图 52:	中国游戏市场用户规模变化.....	27
图 53:	中国游戏市场 ARPU 值	28
图 54:	2016-2018 手游流水增速与手游时间增速对比.....	28
图 55:	2013-2018 年各类型游戏市场规模情况.....	28
图 56:	2015-2018 游戏时间占比变化.....	28
图 57:	各类手游用户付费率	29
图 58:	2017Q1-2018Q3IOS 畅销榜 200 新游戏占比数	29
图 59:	2005 年-2017 年国产与进口电影票房增长情况.....	30
图 60:	2010 年-2018 年 10 月国内电影与国外电影票房占比变化情况.....	30
图 61:	2014 年-2018 年大盘年总票房趋势.....	31
图 62:	2018 年单影片票房占比.....	31
图 63:	2017 年单影片票房占比.....	31
图 64:	2014 年-2018 年目前大盘全年总票房趋势.....	32
图 65:	2014 年-2018 年目前大盘全年总影片制式趋势.....	32
图 66:	票补取消电影票价格变化.....	32
图 67:	新疆霍尔果斯影视公司注销.....	33
图 68:	2018 年 7-11 月较 2017 年同期各类影片备案.....	33
图 69:	2011-2018H1 年全国票房情况 (亿元)	36
图 70:	2010-2018 年 10 月银幕数量变化 (块)	36
图 71:	2016-2018 年全国影院数量.....	37
图 72:	2018H1 全国院线票房前十名	37
图 73:	2011-2018H1 年全国单银幕票房产出 (万元)	38
图 74:	2017 年各大院线非票业务占比情况.....	38
图 75:	2017 年票房低于 400 万的影城数量占比	38
图 76:	2013-2017 年退出市场的影院数量 (家)	38
图 77:	2010 年-2017 年我国新出生人口数量变化.....	39
图 78:	1998 年-2017 年我国义务教育在校学生人数变化.....	40
图 79:	2012-2018 年 6 月零售新书定价.....	40
图 80:	2018 年 1 月-6 月销售码洋细分比重.....	40
图 81:	2010-2017 年图书销售市场及增速变化 s.....	41
图 82:	全国图书零售销售码洋增速变化.....	41
图 83:	1997-2016 年中国财政性教育经费投入情况 (单位: 亿元)	44
图 84:	版权市场的投资逻辑.....	46
表 1:	2017 以来文化传媒的部分监管政策文件和代表事件	7
表 2:	2018 年以来保护知识产权的部分制度文件以及代表性事件	8
表 3:	互联网技术简单介绍.....	9
表 4:	图文视听版权保护简要介绍.....	9
表 5:	2018 年 Q3 机构持仓传媒情况.....	14
表 6:	分众传媒营业成本测算表 (单位: 亿元)	21
表 7:	分众传媒收入预测 (单位: 亿元)	22

表 8: 游戏公司基本估值情况比较 (万元)	25
表 9: 2017 年-2018 年影视监管重要政策梳理.....	30
表 10: 2018 年截止目前电影票房排名	32
表 11: 2019 年部分待引进进口片	33
表 12: 2019 年预计上映国产影片片单	34
表 13: 影院及银幕数量及增速.....	37
表 14: 2018 年 1-11 月各大院线一二三四线城市票房增速情况.....	37
表 15: 2014—2018Q3 全国 Top10 院线票房(不含服务费, 亿元)	37
表 16: 院线公司基本情况比较 (万元)	39
表 17: 图书出版公司基本情况比较 (万元)	41
表 18: 有线网络公司基本情况比较 (万元)	41
表 19: 2016—2018 年 4 月关于民办教育政策主要文件	42
表 20: 传媒行业部分版权受益个股梳理一览表	46
表 21: 行业存在估值修复机会的受益个股列表.....	47

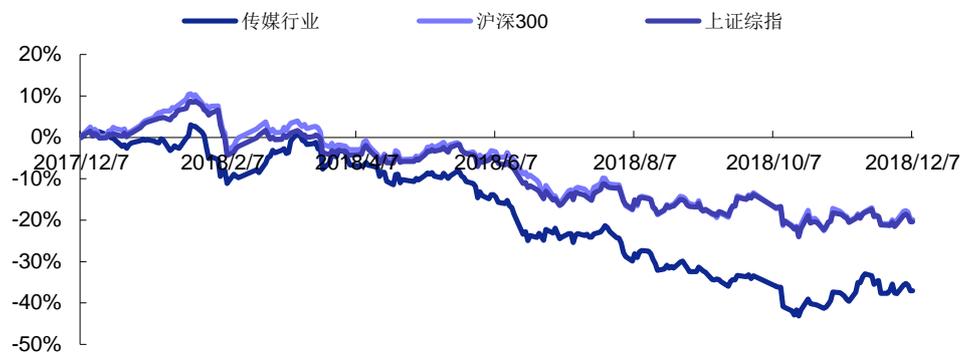
1、2018 年行业持续下挫，已到业绩与估值黄金交叉点

传媒行业指数经过近几年的下跌，传媒行业大部分公司估值已经回落到 20 倍左右，整体估值底部区间或已确认。这期间，公司经营者、行业从业者、机构投资者共同经历的是行业发展从盲目追捧到回归理性，上市公司业绩风险持续释放，投资价值经历去伪存真，煎熬和艰难的过程。即将结束 2018 年，迎来 2019 年，这些或许进入尾声，黑暗之后的黎明终将会出现。

1.1、行情回顾：2018 年传媒板块回调显著，结构性配置机会显现

传媒板块表现欠佳，整体估值持续下挫。截至 2018 年 12 月 7 日，传媒（申万）板块整体涨跌幅为-37.05%，沪深 300 指数涨跌幅为-19.88%，传媒（申万）板块跑输上证综指 16.69 个百分点。

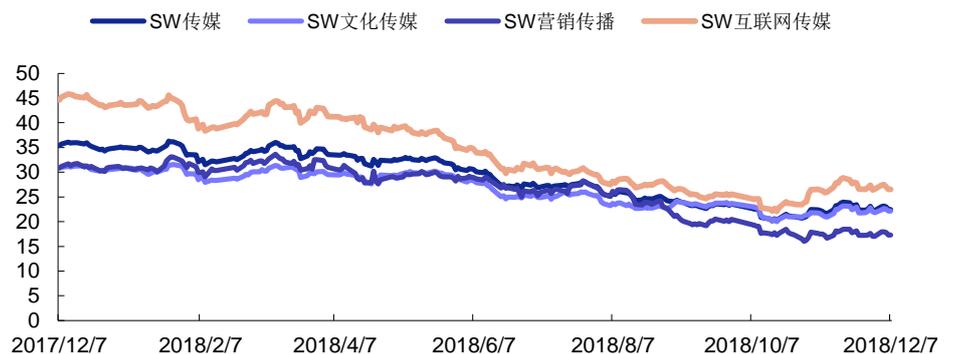
图1：2018 年传媒行业至今行情



资料来源：Wind，新时代证券研究所，数据截止 2018 年 12 月 7 日

估值回归，整体较为合理，大部分个股估值已经显示出。包括版权影视游戏的大部分公司估值处在 20 倍左右的低位区间，相应公司已经显示出一定性价比。

图2：申万传媒行业及细分子行业估值情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所，数据截止 2018 年 12 月 7 日

1.2、政策方面：监管明确执行方向，社会效益与经济效益相统一

政策监管落地，行业规范加速，成为传媒行业发展的重要拐点。政策方面指明，道路会更清晰。2017-2018 年，传媒行业迎来了国家多方面的监管和新规要求，政策利空渐出，执行将逐步落地。传媒政策管制主要体现在两个方面：对优秀知识产权和文化内容的持续推进和保护，对行业不良内容和发展机制方向的强化管制和要

求。不仅监管部门有调整，在传媒的版权、影视、游戏、教育、出版、自媒体等领域皆迎来政策的调整变化。方向明确过后，企业发展方向和投资思路皆会更加清晰。我们的判断是，国家对传媒行业的政策调整和管制，皆是以社会效益与经济效益相统一为出发点和落脚点。

国家文化传媒的监管涉及机构部门调整，影视游戏教育等政策变化。2018 年底，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，行业会呈现有序的监管导向。目前传媒相关机构改革主要涉及中宣部、广电总局（电影局、新闻出版）、工信部、文化旅游部。

2018 年十三届全国人大一次会议颁布国务院机构改革方案，涉及传媒行业电影电视剧新闻出版管理的改革主要包括：

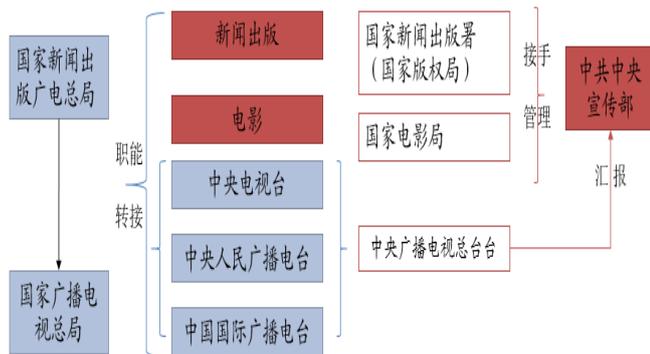
(1) **组建国家广播电视总局：**在国家新闻出版广电总局广播电视管理职责的基础上**组建国家广播电视总局，作为国务院直属机构。**

(2) **中央宣传部统一管理电影工作：**原来国家新闻出版广电总局的电影管理职责划入中央宣传部，**中央宣传部对外加挂国家电影局牌子。**

(3) **中央宣传部统一管理新闻出版工作：**原国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责划入中央宣传部，**中宣部对外加挂国家新闻出版署(国家版权局)牌子。**

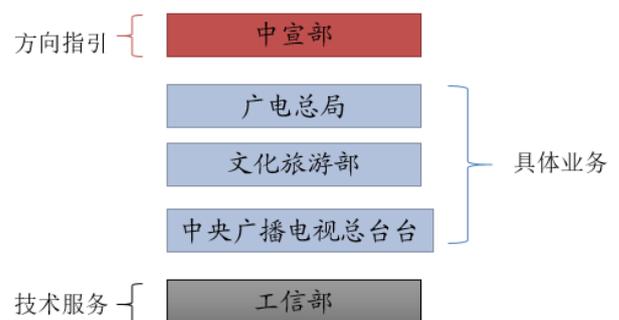
机构改革后，新闻出版、电影管理职责归属中宣部，广播电视、网络视听节目仍由广电总局负责管理。广电总局“三定方案”中，还专门设立媒体融合发展司，负责“拟定广播电视重大改革措施，推进体制机制改革；协调推进三网融合，推进广播电视与新媒体新技术新业态创新融合发展；管理发放信息网络传播视听节目许可证，承担广播电视视频点播业务的审批工作”。

图3： 文化传媒国家管理机构变化



资料来源：中国政府网，广电总局，新时代证券研究所

图4： 文化传媒国家管理结构职能分配情况



资料来源：中国政府网，广电总局，新时代证券研究所

2017-2018 年部分影视、游戏、教育政策对行业发展带来极大的影响和变化。

表1： 2017 以来文化传媒的部分监管政策文件和代表事件

时间	部门	政策
2018 年 11 月	国家广电总局	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》
2018 年 11 月	国家广电总局	《网络视听节目新规》网剧、网大、网络动画等网生内容，由制作公司备案后提交省级广播电视局审核。审核流程包括在拍摄前对拍摄规划剧本的审核，以及成片后对上线成片的审核。网络平台只能采购由广电部门过审后，取得上线备案号的视听内容。

时间	部门	政策
2018年10月	国家税务总局	《通知》国家税务总局通知明确，从2018年10月10日起，各地税务机关通知本地区影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等影视行业企业和高收入影视从业人员，根据税收征管法及其实施细则相关规定，对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠。对在2018年12月底前认真自查自纠、主动补缴税款的，免于行政处罚，不予罚款。
2018年8月	国家广电总局	《未成年人节目管理规定(征求意见稿)》
2018年8月	爱奇艺、优酷、腾讯视频三家联合华策等六大影视制作公司	《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》
2018年7月	国家广电总局	《通知》对于偶像养成类节目、社会广泛参与选拔的歌唱才艺竞秀类节目，要组织专家从主题立意、价值导向、思想内涵、环节设置等方面进行严格评估，确保节目导向正确、内容健康向上方可播出，坚决遏止节目过度娱乐化和宣扬拜金享乐、急功近利等错误倾向，努力共同营造暑期健康清朗的网络视听环境。
2018年6月	中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广电总局、国家电影局等	《通知》影视行业主管部门要加强监管，对影视明星参与综艺娱乐节目、亲子类节目、真人秀节目等进行调控
2018年3月	国家广电总局	《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》
2017年10月	国家广电总局	《加强广播电视节目网络传播管理的通知》
2017年9月	出版广电总局、发展改革委、财政部等五部委	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》
2017年9月	中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会、中国电视剧制作产业协会等	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》
2017年6月	中国网络视听节目服务协会	《网络视听节目内容审核通则》
2017年6月	国家新闻出版广电总局	《关于进一步加强网络视听节目创作播出管理的通知》

资料来源：中国网络视听节目服务协会，国家广电总局等，新时代证券研究所

2018年以来国家持续加强对知识产权的保护，出台一系列规定与草案，不管从贸易战还是中国面临的国际化发展来看，高层都十分重视知识产权的保护，中国知识产权保护望迎来机遇，长期利好版权行业及公司发展。

表2：2018年以来保护知识产权的部分制度文件以及代表性事件

时间	事件
2018年12月5日	《中华人民共和国专利法修正案(草案)》
2018年12月4日	《关于对知识产权(专利)领域严重失信主体开展联合惩戒的合作备忘录》
2018年12月3日	《最高人民法院关于知识产权法庭若干问题的规定》
2018年12月1日	2018互联网知识产权司法保护论坛
2018年8月17日	一带一路知识产权会议高规格论坛会议
2018年7月16日	国家版权局、国家互联网信息办公室、工业和信息化部、公安部联合召开新闻通气会，“剑网2018”专项行动启动，对网络转载、短视频、动漫等重点领域开展版权专项整治。
2018年4月8日	博鳌亚洲论坛，
2018年2月27日	《关于加强知识产权审判领域改革创新若干问题的意见》

资料来源：中国政府网，国家版权局，新华社，新时代证券研究所

根据美国《数字千年版权法》立法背景来看，最重要的逻辑为在完成以版权人利益的“自下而上”的第一阶段和“以我为主”地逐步融入国际化的阶段的基础上，把握“印刷版权—电子版权—网络版权”的趋势时点，以抓住重大技术革新对版权行业的影响。

1.3、技术变化：新技术冲击竞争格局，或带来新业态和商业模式

关注4G和触屏智能手机之后，传媒互联网行业面临的的技术更迭和变化情况。关注技术红利的变化，如大数据，人工智能，VR，5G在行业的应用，其带来的生产效率的提升，内容质量的提高，以及更精准的传播和触达消费者。技术的突破将带来行业的迅速变化，例如4G和AI带来的直播和短视频业态。

2019年即将落地的5G技术，其先进性比4G具有更高的用户体验速率和峰值速率，更大的连接数密度和流量密度，以及更低的端到端时延和更好的移动性。

图5：文化传媒版权与新兴技术变化情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

中国正面临的已有突破或正面临应用的新技术：AI、AR/VR、5G、区块链等。

表3：互联网技术简单介绍

技术名称	技术介绍	典型应用	技术带来的变化
AI	运用大数据，神经网络和深度学习的人工智能技术	游戏、影视等各行各业各方面	更智能快捷准确有效的生产和传播，极大节省时间成本提高效率
VR	沉浸式虚拟体验技术	游戏、电影等	带来虚拟成感感觉，打破时间空间为人带来身临其境的感觉
AR	增强现实感体验技术	游戏、医疗等	在现实中感触更加真实的事物
5G	更高传输的网络技术	通信、流媒体等	将带来更快的信息生成和传播
区块链	去中心化的数字技术	数字加密，防伪等	将带来不可伪造去中心的唯一性

资料来源：百度百科，新时代证券研究所整理

现有技术对版权的保护，极大的解决了传媒行业侵权盗版鉴定的问题。

表4：图文视听版权保护简要介绍

媒介情况	侵权方式	保护技术	技术保护情况
图片	截图PS等方式盗用	AI，数据，区块链	技术的发展让机器对图片对比识别能力大大提高，通过光色对比更容易识别出来。
文字	洗稿拼接使用等	AI、大数据等	技术的发展让机器对图片识别和对比的能力大大提高，经过机器洗稿，机器采集拼接的文章更容易识别出来。
视频/音乐	盗版剪辑等	AI、大数据等	技术的发展让机器学习对视频音频识别和对比的能力和效率大大提高，侵权内容更容易识别出来，更利于直接打击盗版网站和侵权平台。

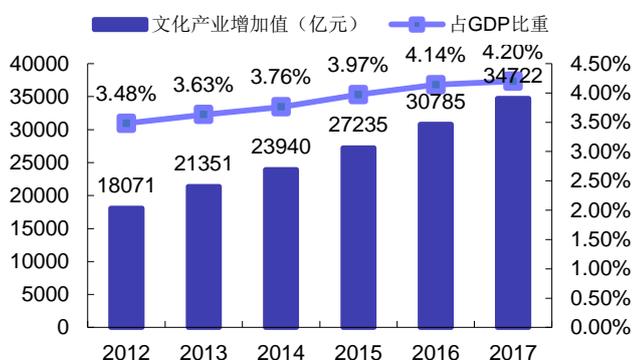
资料来源：国家版权局，知识产权杂志，新时代证券研究所

1.4、供需关系：供给端逐步改善，优质内容和头部公司价值不变

供给与需求的不断优化，才能使得行业良性运转。从传媒行业人均文娱支出和消费时长，及头部内容数据表现看，人们对娱乐消费的需求一直存在，且品质要求在提高。而行业发展初期在流量红利和赚快钱的思路下，导致供给端提供的产品没有跟上需求端的变化，使得供给端产品结构性过剩，上市公司业绩因此也增长放缓甚至下滑。

2019 年行业结构优化，供给端的产品跟上需求端的变化，上市公司能够有节奏的提供高质量的娱乐产品，业绩向上的拐点就必然到来。2018 年的供给减少，我们预判影响不大，优秀平台和公司机会突显，优质内容和头部公司价值不变。

图6： 2012-2017 年我国文化产业增加值及 GDP 占比



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图7： 中国数据娱乐（泛娱乐）产业产值状况



资料来源：工信部，新时代证券研究所

人民大众对文化娱乐的需求仍在，头部内容数据亮眼，优质内容仍受欢迎。

图8： 2018 年头部电影的票房数据

排名	影片名	类型	总票房 (万)	平均票价	场均人次
1	红海行动	动作	365078	39	33
2	唐人街探案2	喜剧	339769	39	39
3	我不是药神	剧情	309713	35	27
4	西虹市首富	喜剧	254719	35	28
5	复仇者联盟3：无限战争	动作	239053	38	19
6	捉妖记2	喜剧	223707	38	44
7	毒液：致命守护者	动作	185742	36	17

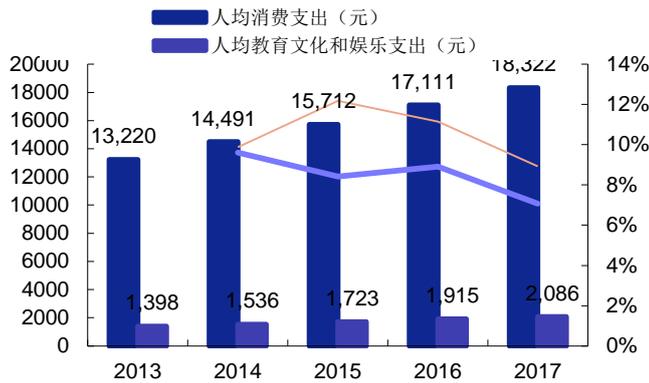
资料来源：艺恩，新时代证券研究所

图9： 2018 年头部电视剧播放数据

排名	名称	全平台	全年播放量 (亿集数)
1	延禧攻略 上映145天	腾讯视频	181.8亿
2	如懿传 上映113天	腾讯视频	161.2亿
3	烈火如歌 上映285天	腾讯视频	82.4亿
4	独孤天下 上映293天	腾讯视频	62.8亿
5	沙海 上映144天	腾讯视频	55.2亿

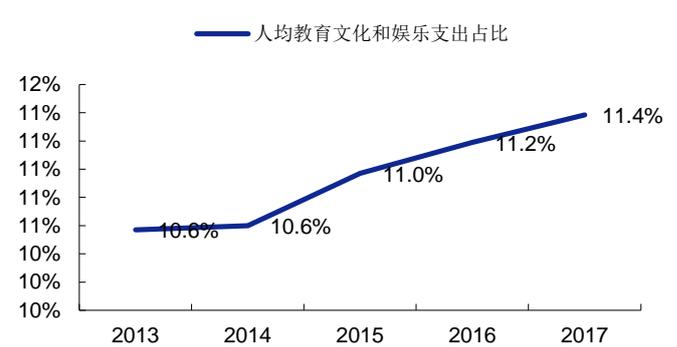
资料来源：骨朵数据，新时代证券研究所

图10: 2013年-2017年人均消费支出



资料来源: 统计局, 新时代证券研究所

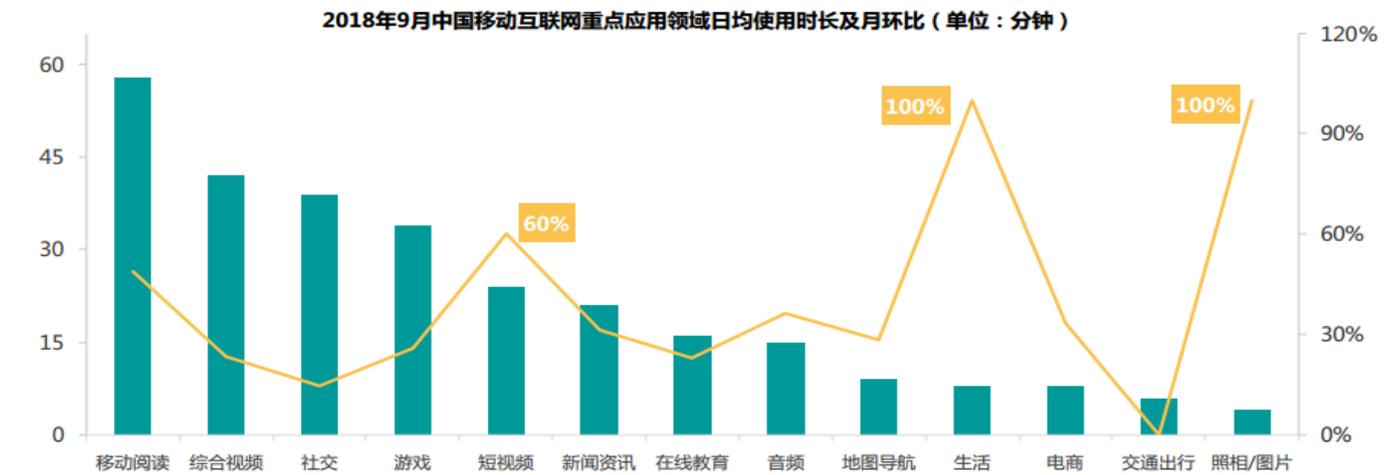
图11: 2013年-2017年人均教育文化和娱乐支出占比



资料来源: 统计局, 新时代证券研究所

2019年, 各领域应用日均时长全面增长, 移动阅读仍居首位, 日均达58分钟。

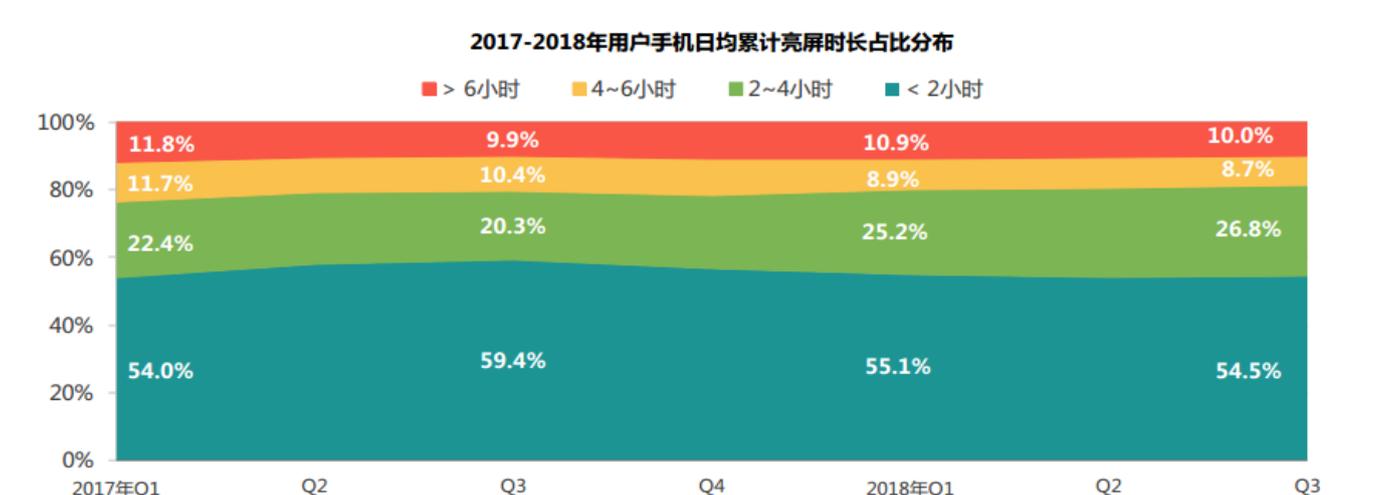
图12: 2018年9月中国移动互联网重点应用领域日均时长及月环



资料来源: Trustdata, 新时代证券研究所

2018年Q3, 手机用户日均累计亮屏时长, 2-4小时占比持续提升。

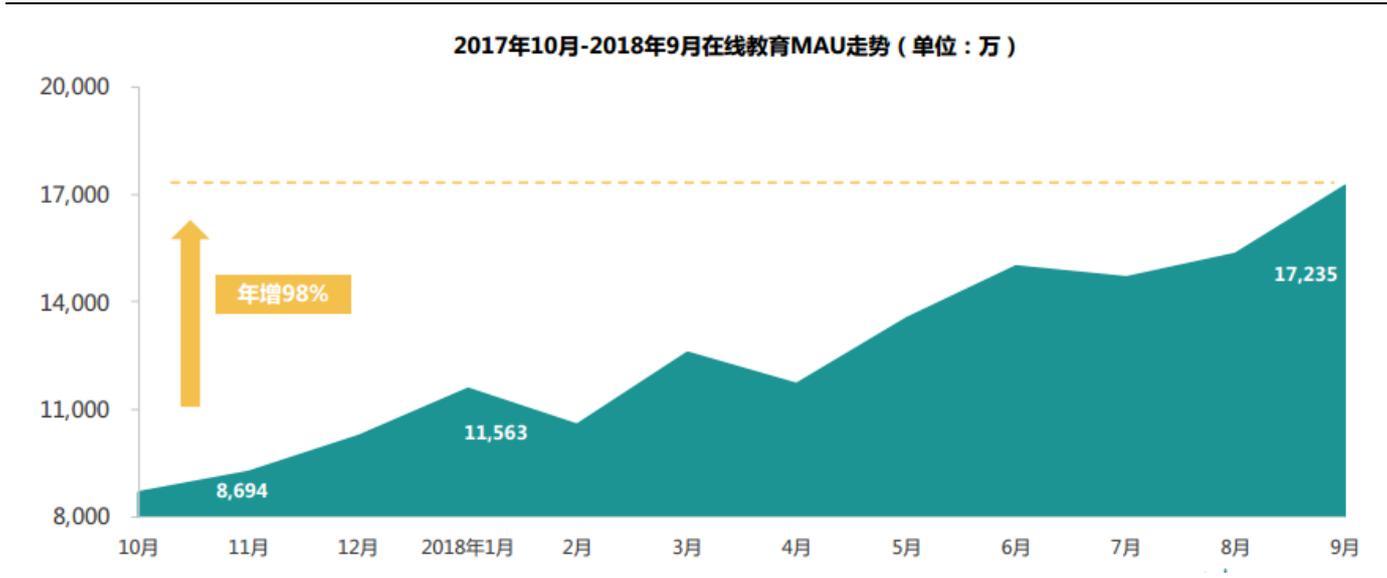
图13: 2017-2018年用户手机日均累计亮屏时长占比分布



资料来源: Trustdata, 新时代证券研究所

在线教育市场用户增势迅猛，年度增长 98%，2018 年 9 月 MAU 突破 1.7 亿。

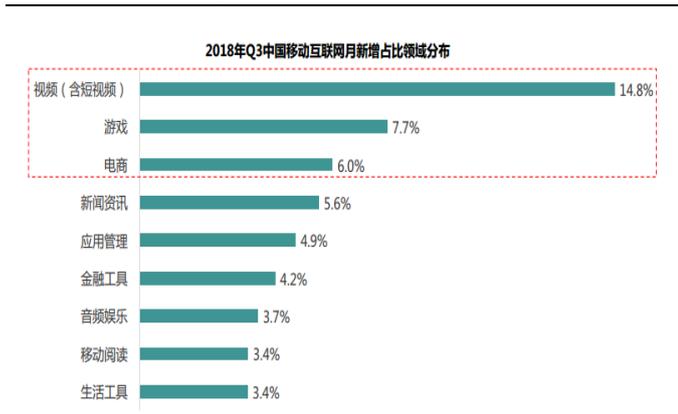
图14: 2017 年 10 月-2018 年 9 月在线教育 MAU 走势情况



资料来源: Trustdata, 新时代证券研究所

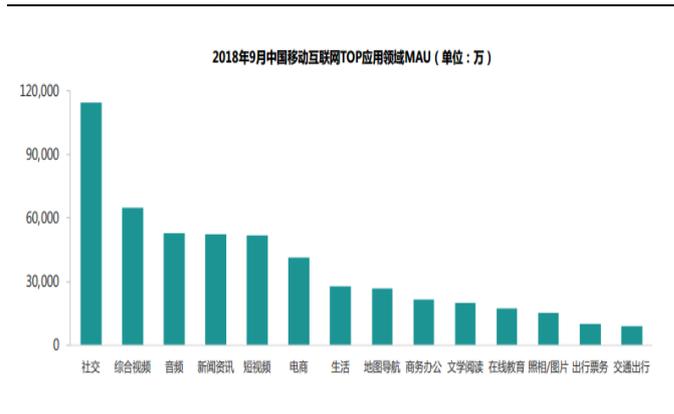
2018 年 Q3, 视频、游戏及电商市场用户新增位居前三, 视频独揽 15%新增用户。

图15: 2018 年 Q3 中国互联网新增用户占比分布



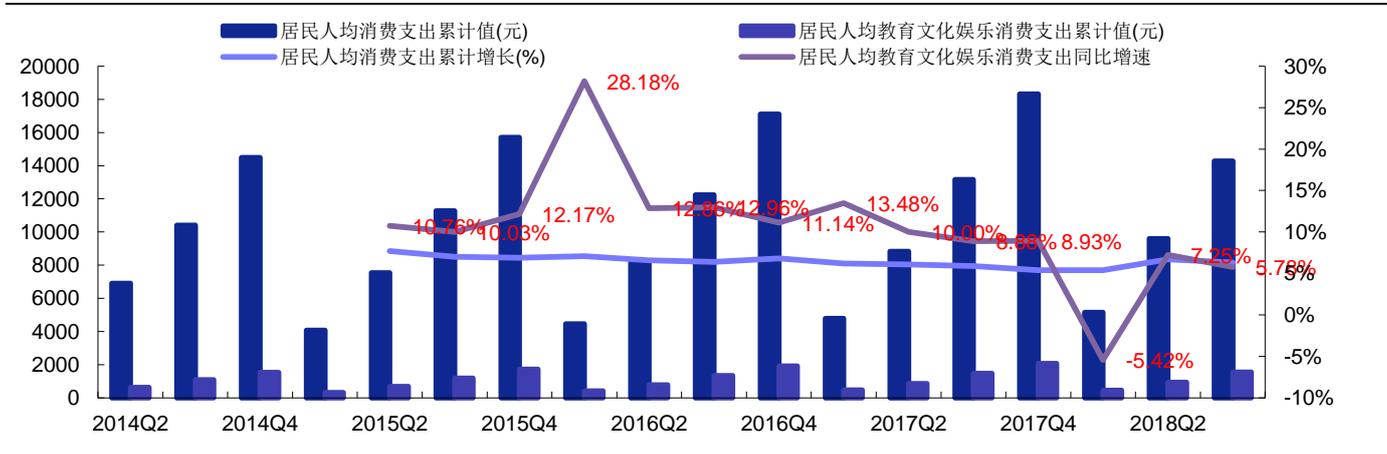
资料来源: Trustdata, 新时代证券研究所

图16: 2018 年 Q3 中国互联网 TOP 应用领域 MAU



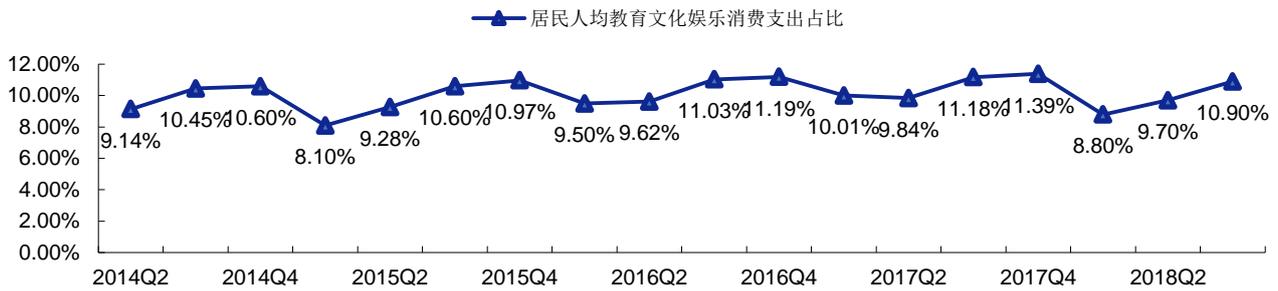
资料来源: Trustdata, 新时代证券研究所

图17: 2013Q1-2017Q4 国内居民人均消费支出季度数据



资料来源: 统计局, 新时代证券研究所

图18: 2014Q2-2017Q4 国内居民人均教育文化娱乐消费支出占比季度数据



资料来源: 统计局, 新时代证券研究所

从一级市场看, 传媒互联网和教育仍是创业者创业的热门方向。

图19: 2018年IT桔子文化传媒项目情况

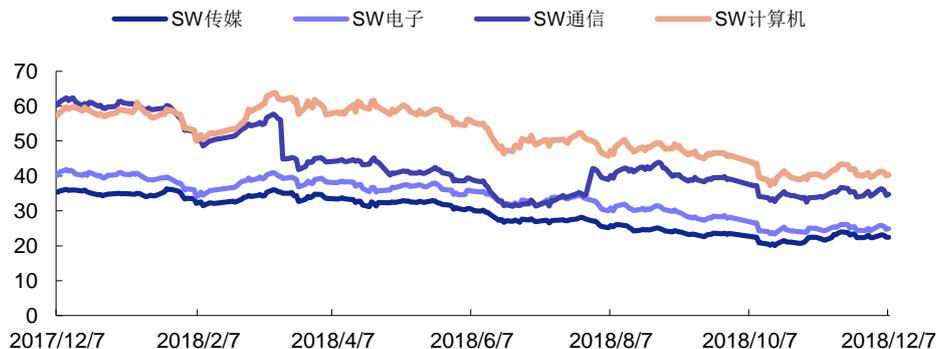


资料来源: IT桔子, 新时代证券研究所

1.5、市场面上: 估值底部商誉质押缓解, 基金持仓少的结构性机会

2018年近一年来, 传媒与TMT其他行业估值情况相比, 处于低位。

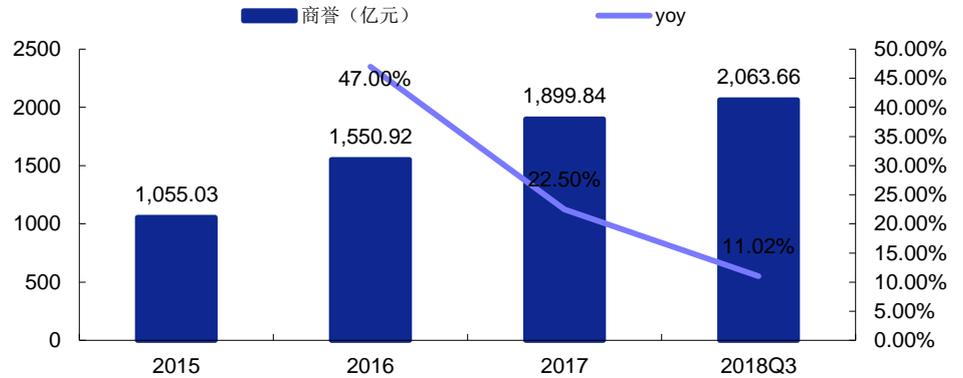
图20: 2018年传媒一年来与TMT各行业估值比较



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

传媒行业商誉风险仍在，多为跨界整合并购转型公司较为严重，需要排雷后精选个股，考虑具体公司商誉/净资产，商誉/净利润情况。

图21: 2015-2018Q3 传媒行业商誉情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

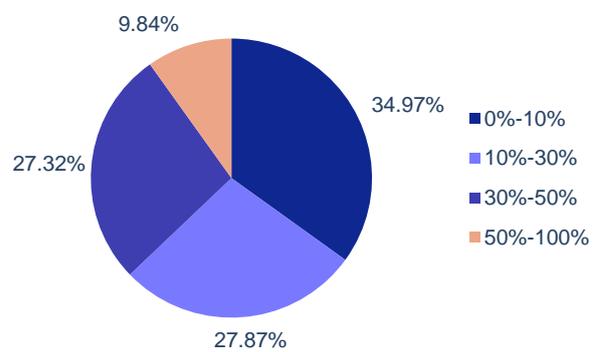
随着纾困基金对民营企业的救助，传媒行业质押问题将会得到一定程度缓解。

图22: 2018年11月近六个月传媒行业质押情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图23: 2018年12月传媒公司质押占比情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

2018年Q3机构传媒持仓情况相对集中在如下部分公司，到目前判断总体减少。

表5: 2018年Q3机构持仓传媒情况

公司	持有基金数	持股总量 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (万元)
分众传媒	193	110,385.24	15.85	935,313.24
宋城演艺	105	13,241.31	11.19	294,619.21
视觉中国	55	6,663.43	21.46	179,779.30
完美世界	32	4,146.61	8.89	100,182.07
万达电影	30	1,575.68	0.92	35,149.52
平治信息	25	847.59	12.29	48,439.50
新经典	17	1,600.11	29.68	105,527.20
华策影视	13	737.56	0.61	7,065.87
元隆雅图	2	407.81	11.28	9,461.20

资料来源: wind, 新时代证券研究所

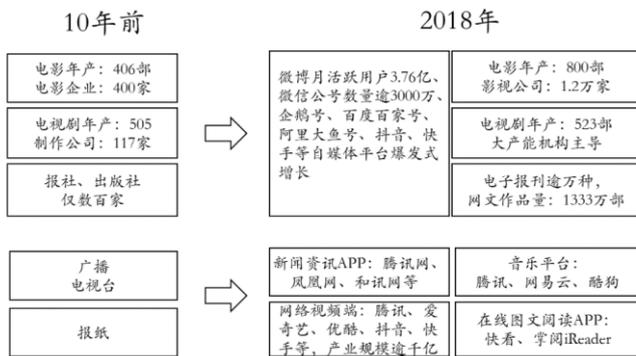
2、版权：把握图文视听主线，抓住版权投资的黄金时代

2.1、版权运营：多链条模式筑“内容+渠道”壁垒

基本概念：版权又称著作权，是知识产权的三大类型之一（另两类为商标权和专利权）。我们所讲的版权运营，“运营”这个词要区别于“分销”，运营带有增值、服务的性质，而分销偏向于赚取差价。

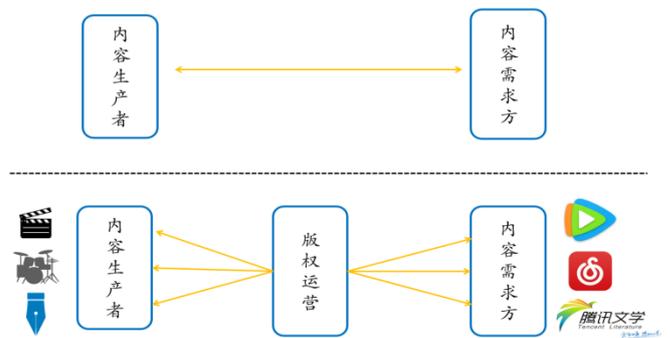
产业链价值创造：过去传统的内容产业主要呈现为单链条模式，内容生产方与购买方直接对接实现价值交换。技术变革带来的产业升级，使得内容生产方和内容使用方的数量急剧增长，上下游高度分散化，内容运营平台应运而生。内容行业由此逐渐演变为多链条模式，即“内容生产商-内容运营商-内容需求方”的模式。我们认为版权运营平台的竞争壁垒主要由上游内容库的丰富度、质量和下游变现渠道的多样化等方面构成，即构建“内容+渠道”双重护城河，由此提升平台的议价能力。

图24：过去十年内容行业参与主体急剧增长



资料来源：国家统计局，公司公告，新时代证券研究所

图25：产业链单链条与多链条模式



资料来源：新时代证券研究所

内容壁垒：以图片行业的龙头视觉中国为例，一方面自有的内容素材库拥有大量稀缺图片版权，占据了40%以上的图片库市场份额，另一方面通过收购经营摄影师社区500px，与图片创作者直接对接，目前拥有2.9亿张图片、1000万条视频素材，是全球第二大图片库企业。在网文领域，阅文集团网文平台共有作者6900万人，占中国全部网络文学作者的88.01%。

渠道壁垒：以视频网站为例，爱奇艺、腾讯视频和优酷已经形成三足鼎立之势，其他公司已经无法与之抗衡，原因就在于其经过10多年发展已建立起强大的渠道壁垒，三家视频网站的月活跃用户均超过5亿。而芒果超媒、哔哩哔哩等后来者均属于差异化发展的典范，其内容创作能力和粉丝粘性的独特性成就了其行业地位，也是另一种形式的竞争壁垒。

图26: 图片行业各公司内容资源量比较

公司	素材品牌	资源量
视觉中国	华盖创意、汉华易美、东星娱乐、和 240 余家知名图片社等机构 Gettyimage、Cobisimage、500px	独家合作、超过 2 亿张图片、 1000 万条视频素材
全景网络	Panoramastock	100 多家著名图片品牌、8000 万张正版图片和 20 万张免费设计素材
东方 IC	图虫创意、美联社、法新社、马格南	独家代理全球 300 多家通讯社和顶尖图片社资源, 签约 2 万多合作摄影师, 超过 1 亿图片和视频素材, 服务上千家中外媒体及广告客户

资料来源: 各公司公告, 智研咨询, 新时代证券研究所整理

图27: 视频行业内容成本支出规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所测算

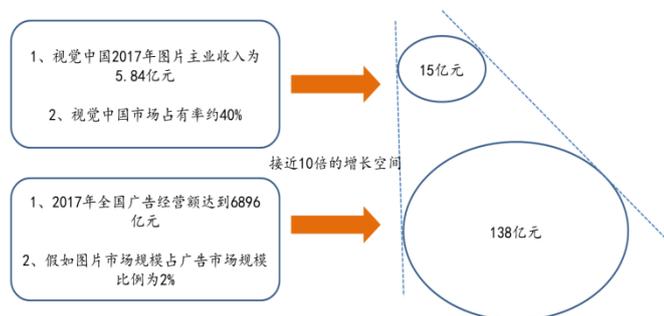
2.2、行业空间: “图文视听” 版权市场规模超 2000 亿元

统计口径: 我们根据“图文视听”四个板块的版权市场规模来逐项分析, 得出 2017 年版权行业规模在 2000 亿元左右, 2018 年有望接近 2500 亿元。

图片行业: 参照欧美图片市场交易额占其广告总额的比率 (2%-3%), 根据去年我国广告市场总额数据 (6896 亿元) 测算得当前图片市场空间为 138 亿元 (X2%), 根据图片行业龙头视觉中国的营收规模及其市场份额测算得 2017 年图片市场规模在 15 亿元左右, 说明我国当前的图片正版化市场空间广阔, 增速有望达 40%。

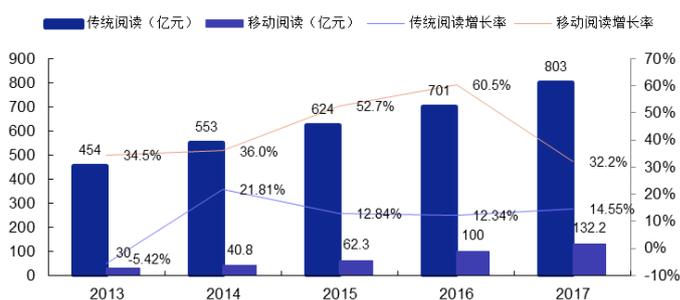
阅读行业: 线上、线下图书零售额以及移动阅读销售额构成整个行业的版权收入。2017 年传统图书零售 (包括线上、线下) 规模为 803.2 亿元 (增速 14.6%), 移动阅读交易额为 132.2 亿元 (增速 32.2%), 我们预计 2018 年阅读行业版权规模将突破 1000 亿元, 整体增速在 20% 左右。

图28: 2017 年国内图片市场空间测算



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所测算

图29: 2013-2017 年传统与移动阅读行业规模及增速



资料来源: 开卷信息, 艾瑞咨询, 新时代证券研究所整理

视频行业: 参考爱奇艺财报披露的内容支出占营业收入的比率, 以此作为视频网站行业内容成本占比营业收入的参照数据 (70%), 结合艾瑞咨询对网络视频行业收入规模的研究数据, 测算得 2017 年网络视频行业的内容成本支出为 666.6 亿元, 未来三年增速在 40% 左右。2017 年作为短视频行业爆发的元年, 随着各平台正版化建设和市场规模的不断加大, 未来短视频平台将为视频行业版权收入创造增量空间。

音乐行业：根据腾讯研究院与比达咨询发布的 2017 年国内在线音乐收入规模数据，前者为 175 亿元，后者为 180 亿元，整体增速在 25% 左右。

“图文视听”：综上，通过多方数据验证，我们认为 2017 年“图文视听”版权行业规模在 2000 亿元（138+1000+666+180）左右，2018 年行业规模有望接近 2500 亿元，增速在 20% 以上。

图30: 2013-2020e 网络视频行业内容成本规模



资料来源：艾瑞咨询，爱奇艺招股书，新时代证券研究所测算

图31: 2013-2017 年中国在线音乐市场规模及增长率



资料来源：比达咨询，新时代证券研究所

2.3、发展趋势：版权保护力度加大，付费市场空间广阔

版权保护：版权保护力度有明显加大的趋势。2018 年 4 月 10 日国家最高领导人在博鳌论坛着重提出中国将加强知识产权保护，在年内重新组建国家知识产权局，完善执法程序，加大执法力度，把违法成本显著提上去，把法律威慑作用充分发挥出来。根据此前国家版权局公布的《著作权法》修改草案，侵权赔偿标准拟将由原来的 50 万元提高到 100 万元。此外，对于两次以上故意侵权的增加了 1-3 倍的惩罚性赔偿规定。

内容付费：近年来各内容行业付费率与付费金额均持续提升。以视频行业的内容付费进程为例，2015-2017 年，爱奇艺付费用户从 1070 万增至 5080 万，年复合增速超过 100%，ARPU 值持续攀升，分别为 93.2、124.6、128.7 元。2018 年 2 月份爱奇艺的付费用户已超过 6000 万，结合各阶段的 APP 月活数据，我们估算得出，2015 年至 2018 年初，爱奇艺用户付费率由 3% 左右提升至 10% 左右。

图32: 侵犯著作权的赔偿标准及惩罚性规定

项目	原二次法案规定	修改草案规定
赔偿标准	上限为 50 万	或大幅提升至 100 万
惩罚性赔偿	无	两次以上故意侵权 处 1-3 倍惩罚性赔偿

资料来源：国家版权局，新时代证券研究所

图33: 2015-2018Q1 爱奇艺会员付费数据



资料来源：爱奇艺公司公告，新时代证券研究所

2.4、视觉中国：图片行业“独角兽”，竞争壁垒牢固

内容端壁垒：公司深耕图片行业十八年，具有先发优势，抢占了海量的内容资源，先后与全球第一大图片库 Getty Images 建立独家代理合作关系，收购全球第三大图片库 Corbis Images，收购全球最大摄影师社区 500px，内容资源的壁垒被进一步强化。公司已经拥有超过 2.9 亿张图片、1000 万条视频素材和 35 万首各种曲风的音乐或音效的内容资源，是全球第二大视觉素材库公司。

渠道端壁垒：公司通过自主研发的图片版权追踪系统“鹰眼”发掘大企业客户，通过与 BAT 等互联网平台公司合作打开其背后的超过 3000 万个海量的自媒体客户。随着盗版打击力度的不断提高以及付费经济的兴起，公司通过“鹰眼”系统开发的签约大企业客户数量增幅达到 50%。2017 年至今，公司先后与百度、腾讯、阿里巴巴、新浪微博、搜狗、360、一点资讯、南方报业集团战略合作，进一步扩大小 B 端渠道未来的变现空间。

图34：视觉中国商业合作伙伴资源版图



资料来源：视觉中国公众号，新时代证券研究所

图35：视觉中国互联网、大数据资源版图



资料来源：视觉中国公众号，新时代证券研究所

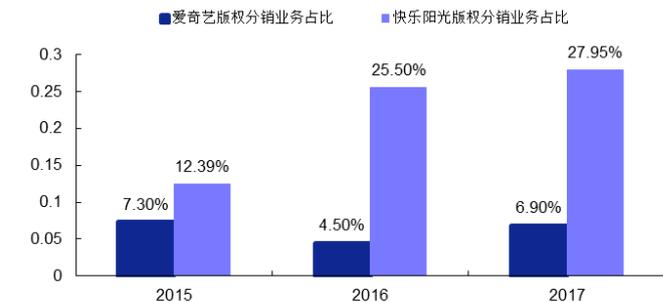
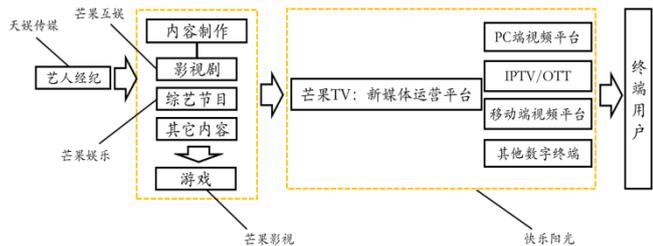
2.5、芒果超媒：湖南广电新媒体平台，版权业务持续增长

资产重组背景：芒果超媒于 2018 年 6 月完成了重大资产重组，向芒果传媒等交易方收购快乐阳光等 5 家公司 100% 股权。其中，快乐阳光的体量最大，其主要资产包括芒果 TV 互联网播放平台、湖南 IPTV、移动增值等多项业务，打通电脑、电视、手机、平板等全终端，是湖南台旗下的全媒体运营主体。其他四家公司芒果互娱、芒果娱乐、天娱传媒、芒果影视分别主营电视剧制作、综艺节目制作、艺人经纪、游戏开发业务。

芒果媒体生态：快乐阳光依托湖南广电集团优质资源，一方面对接集团旗下制作公司生产自制内容，同时外购优质内容，为下游终端全媒体播放渠道输送湖南卫视独家自制节目及其他外购内容，另一方面开拓版权运营分发渠道，通过独家代理湖南广电自制节目及其他外购内容，向集团外其他视频播放终端提供版权分销业务，近三年快乐阳光版权分销业务营收占比持续增加。

图36：芒果超媒新收购公司主营业务简介

图37：爱奇艺&快乐阳光版权分销业务占比



资料来源：芒果超媒公司公告，新时代证券研究所

资料来源：芒果公司公告，爱奇艺公司公告，新时代证券研究所

3、广告：行业需求下行，把握龙头公司边际拐点

3.1、长期：经济增长是广告发展源动力

广告行业增速与宏观经济密切相关，长期看广告行业规模增速与名义 GDP 增速长期一致。

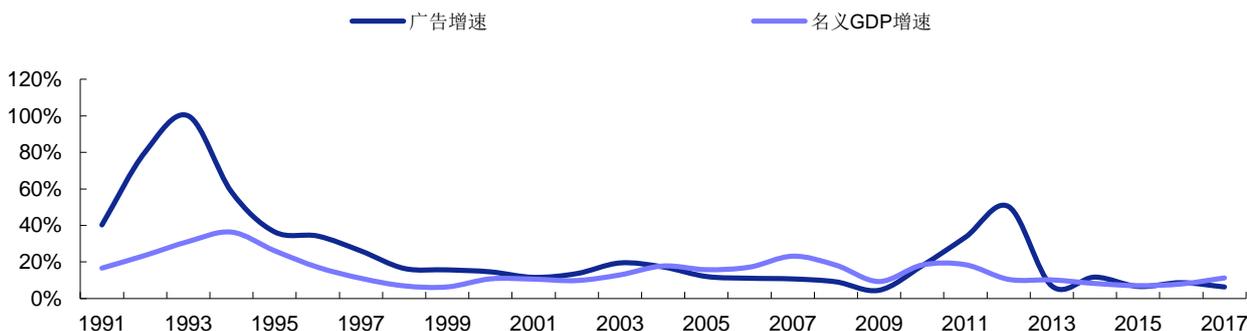
从 1991—2017 年数据看，广告行业规模和名义 GDP 增速总体一致，但是存在三段背离：

1991—2000 年：中国市场经济快速发展期，广告行业潜力释放；

2006—2008 年：中国处于高通胀期，CPI 指数超 104，广告行业跑输名义 GDP；

2011—2012 年：移动互联网崛起，互联网广告飞速发展，行业爆发式增长。

图38： 1991—2017 年广告行业规模和名义 GDP 增速



资料来源：国家统计局，国家工商总局，新时代证券研究所

3.2、短期：经济和消费预期悲观，行业整体增速下行

短期看，2018 年下半年广告行业增速进入下行区间，三季度全媒体广告刊例花费增速明显低于上半年，下行趋势形成，2019 上半年行业需求可能不乐观。

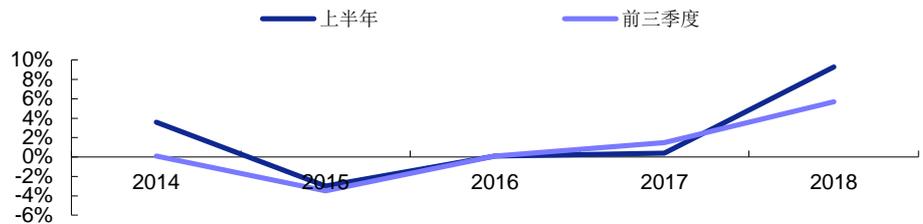
从 2014—2018 年 CTR 数据看，前三季度刊例花费增速的数据和上半年数据对比，通常具有明显的指引作用。具体看：

2014 年前三季度刊例花费增速 0.1%，上半年为 3.6%，随后一年全媒体广告刊例花费增速显著下滑，一直到 2016 年企稳。

2017 年前三季度刊例花费增速 1.5%，上半年为 0.4%，随后一年全媒体广告刊例花费增速大幅提升。

2018 年前三季度刊例花费增速 5.7%，上半年为 9.3%，从趋势看预计 2019 年全媒体广告刊例花费增速将继续下行。

图39： 2014—2018 年全媒体广告刊例花费增速



资料来源：CTR，新时代证券研究所

上半年和前三季度广告数据对下一年广告行业趋势的指引作用具有内在的逻辑，大企业广告投放通常是按照年度预算为基准，根据实际效果适当调整广告费投入。通常经过上半年的广告投放，企业会根据广告投放效果以及预期调整投放规模，调整结果在下半年呈现，最终会成为下一年度广告预算的参考。

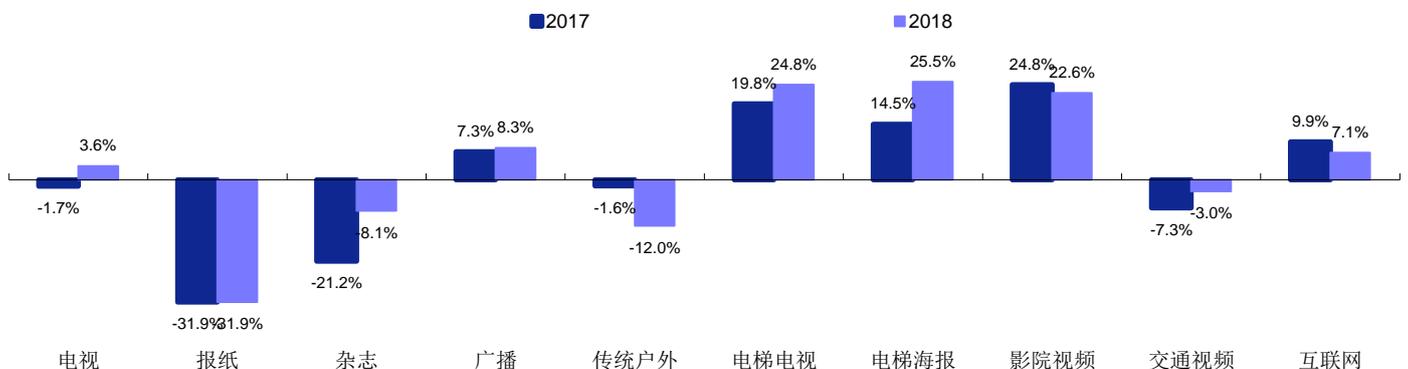
3.3、子行业：电梯和互联网广告依然景气

根据 CTR 数据显示，电梯、报纸和传统户外等媒体广告均呈现颓势，电梯广告、影院广告、广播广告和互联网广告依然呈现强劲的增长势头。

电梯广告增长势头迅猛，主要源于：电梯广告价值的重估，广告主对电梯广告认可度提升；传统户外广告持续衰退，部分广告预算向电梯广告迁移。

互联网广告依然维持增长势头，但是增速持续下行，互联网流量红利的逐步枯竭使得行业的存量竞争较为激烈。

图40： 2017 年和 2018 年 CTR 广告类型分布增长情况



资料来源：CTR，新时代证券研究所

3.3.1、电梯广告：重点关注收入增速，静待利空落地

电梯广告行业依然维持较高增速，分众传媒依然是行业唯一龙头，但分众传媒处于扩张期，成本快速攀升，未来半年需观察公司新增点位收入转化效果。

2018 年下半年开始，分众传媒成本快速提升，新增点位带来的媒体租赁费用和折旧快速增长，预计全年营业成本同比增长超 43%，成本端快速增长使得公司盈利下行。

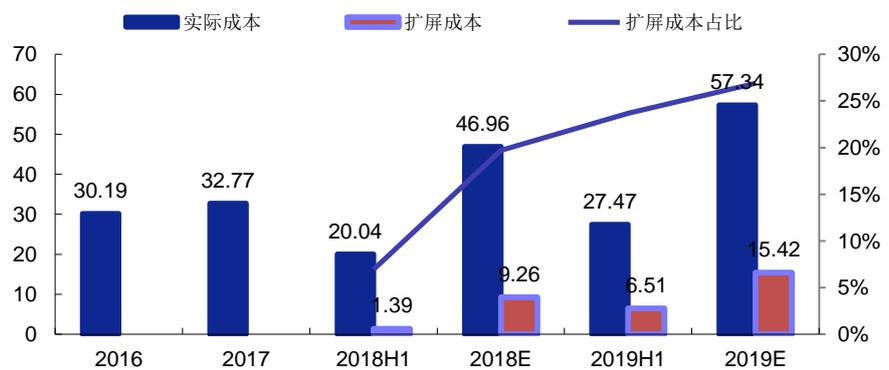
表6：分众传媒营业成本测算表（单位：亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018Q1-Q3	2018E	2019H1	2019E
营业成本	19.61	19.92	22.34	25.40	30.19	32.77	20.04	33.46	46.96	27.47	57.34
媒体租赁	13.18	13.94	15.40	18.76	22.74	24.66	15.58	25.71	35.86	21.4	45
职工薪酬	2.34	2.69	3.55	3.58	4.00	4.29	2.30	3.60	4.80	2.64	5.28
折旧	1.79	1.48	1.56	1.25	1.17	1.19	0.66	1.95	3.20	1.7	3.6
其他	2.30	1.81	1.84	1.80	2.27	2.62	1.50	2.20	3.10	1.73	3.46
固定资产	3.97	3.66	3.34	3.01	2.66	3.51	5.72	12.63	15.00		

资料来源：wind，新时代证券研究所测算

从历史看，2012—2017 年分众传媒的营业成本复合增速 10.8%，假设 2018 年公司成本端按照 10% 增速计算，粗略估算 2018 年分众传媒扩屏导致的成本增加达到 9.26 亿元。

图41：分众传媒扩屏成本测算（单位：亿元）



资料来源：wind，新时代证券研究所测算

长期看，分众传媒的扩张将使得公司的竞争优势进一步巩固，但是短期成本端的增长如果不能迅速转化为收入的增长，公司利润短期会面临一定的压力。因此，当前时点我们核心关注点是分众传媒未来收入的转化效果。

2019 年上半年公司收入增长会面临的一定的困难：

(1) 经济预期悲观、消费各行业景气下行，2019 年广告行业投放规模大概率会下行，电梯广告行业或将受到一定冲击；

(2) 新潮传媒 2018 年达到媒体点位 65 万，广告折扣力度较大，且引入百度战投，2019 年初广告主确定年度预算，投向分众的广告投放预算可能会被分流；

(3) 公司新增屏幕（梯内一体机）是否会增长内部分流需待观察；

(4) 2018 年收入增速快，导致基数较高，2019 年增速或受到一定影响。

分众传媒短期面临的压力较大,但是我们认为未来一年公司收入端依然可以维持 15%左右的增速:

- (1) 电梯广告行业依然具有性价比优势,广告主对电梯广告的价值认可度持续提升;
- (2) 传统户外广告面积持续下滑,传统户外广告投放规模被动式下降明显,传统户外广告的投放预算持续流向电梯广告;
- (3) 分众传媒依然具有行业最出色的经营能力;
- (4) 阿里入股后持续加大广告投放预算。

表7: 分众传媒收入预测 (单位: 亿元)

	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
楼宇媒体	32.84	36.61	38.75	39.72	44.27	49.56	57.76	59.79	65.5	70.86
增速			18.0%	8.5%	14.2%	24.8%	30.5%	20.6%	13.4%	18.5%
影院媒体	5.53	8.00	8.85	11.59	10.06	13.27	11.96	14.26	13.4	15.8
增速			60.0%	44.9%	13.7%	14.5%	18.9%	7.5%	12.0%	10.8%
其他媒体	1.88	1.41	1.67	1.55	2.08	0.89	1.38	0.62	1.2	0.6
增速			-11.2%	9.9%	24.6%	-42.6%	-33.7%	-30.3%	-13.0%	-3.2%
合计	40.25	46.02	49.27	52.86	56.41	63.72	71.10	74.67	80.10	87.26
增速			22.4%	14.9%	14.5%	20.5%	26.0%	17.2%	12.7%	16.9%

资料来源: wind, 新时代证券研究所测算

因此,我们依然坚定看好分众传媒长期价值,短期扩张将进一步巩固公司龙头地位,随着 2019 年公司扩张进度放缓,收入持续增长,公司毛利率和整体盈利水平将逐步回升。

3.3.2、互联网广告: 等待毛利率拐点和资产减值风险释放

互联网广告已经成为中国广告市场最大的细分市场,互联网广告市场规模依然持续增长,但是 A 股的互联网广告公司全部为广告中介,整个行业呈现增速不增利的局面。

2014—2018 年互联网广告公司收入持续增长,但是 2017—2018 年互联网广告公司净利润增速明显低于收入增速,到 2018 年互联网广告公司净利润大幅下滑。

图42: 2014-2018 年 Q3 互联网广告公司收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图43: 2014-2018 年 Q3 互联网广告公司净利润情况 (单位: 亿元)

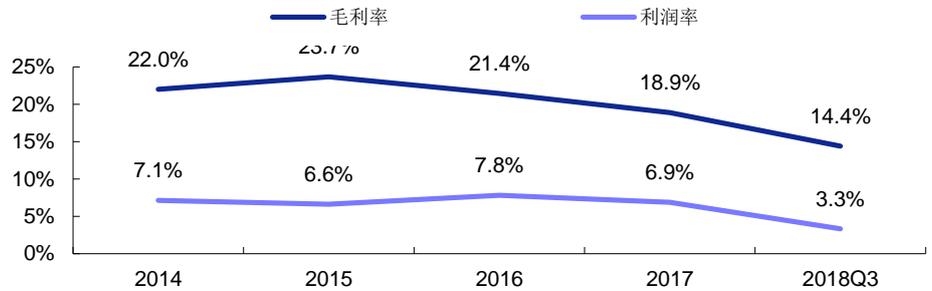


资料来源: wind, 新时代证券研究所

具体看，收入增长但利润下滑核心原因是行业毛利率的快速下滑及资产减值风险的爆发。

2016—2018 年互联网广告公司毛利率一路下滑，净利润率随之持续下滑，尤其 2017—2018 年互联网广告公司毛利率和利润率均大幅下降。因此，可以看出互联网广告公司盈利持续下行的核心原因是毛利率的逐步下行。

图44： 2014—2018 年 Q3 互联网广告公司毛利率和净利润率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

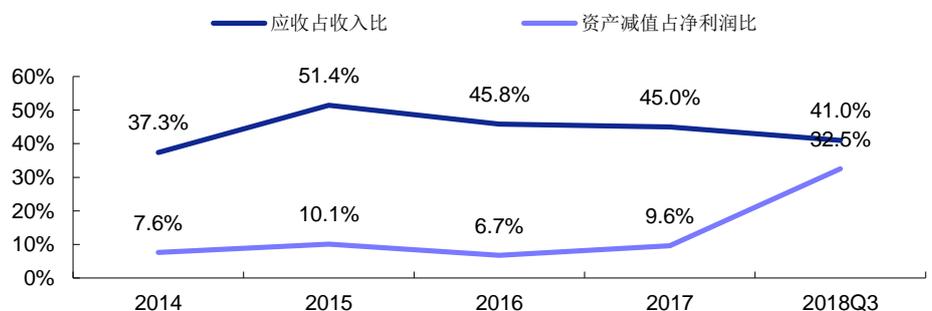
毛利率下行的核心原因：

- (1) 移动互联网流量红利枯竭，行业增速下行，竞争白热化，公司之间价格战较为激烈；
- (2) 互联网媒体端已经是寡头市场且直客比例提升，中介类公司在产业链议价能力持续下降。

互联网广告公司普遍依赖并购发展壮大，2013—2015 年行业并购高峰且并购金额持续增长，对应到 2016—2019 年是业绩对赌到期时间，2017—2019 年是并购后遗症爆发高峰期，商誉减值风险将持续爆发。

同时，互联网广告公司发展过程中积累了大量的应收账款，随着经济的转型坏账比例也不断提升，构成资产减值的又一风险。

图45： 2014—2018 年 Q3 互联网广告公司应收账款和资产减值情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

从短期看，互联网广告行业依然没有机会，但是需要关注核心变量把握行业拐

点，我们认为毛利率是核心变量：

- (1) 毛利率数据是衡量行业格局的重要指标，行业正处于分化淘汰阶段，具有长期竞争力的公司最终将逐步脱颖而出；
- (2) 互联网广告公司依靠传统的中介模式是无法实现长期发展，部分具有规模和技术优势的公司加大研发投入，力争在投放效果、投放精准度以及算法上实现超越，最终体现为公司产业链议价能力的提升，从而使毛利率回升。

互联网广告行业处于分化淘汰和产业升级的阶段，我们建议关注具有核心优势的龙头公司，把握毛利率拐点，关注商誉和应收账款，寻找行业边际改善带来的机会。

3.4、元隆雅图：具有逆周期特性的促销品龙头公司

公司经营稳健，业绩有望在 2019 年实现加速。2018 年前三季度实现营业收入 6.79 亿元，同比增长 18.16%，归母净利润 0.68 亿元，同比增长 31.14%，2018Q3 实现营业收入 2.35 亿元，同比增长 5.61%，归母净利润 0.19 亿元，同比增长 25.82%。公司预计 2018 年全年实现归母净利润 0.86-1.00 亿元，同比增长 20%-40%。公司毛利率近 5 年一直在 25% 左右浮动，2018 年前三季度毛利率 24.90%，同比提升 0.31%，净利率则处上升为 9.95%，同比提升 0.99%，相比 2014 年累计提升 3.26%。

关注公司数字化业务，客户拓展，和特许经营业务服务情况。首先，公司三季度拟收购谦玛网络 60% 股权，承诺 2018-2020 年对度业绩分别不低于 3.2 千万元、4 千万元、5 千万元，协同发力数字化业务。其次，公司不断拓展客户，今年重点拓展金融行业客户。截止到 2018 年三季度，公司已获得多家银行的礼品供应商资质，将在金融领域开卡礼、积分礼品、随手礼等领域有所突破。第三，关注公司大型特许经营业务服务情况，如世园会冬奥会等。公司目前获 2022 年北京冬奥会特许商品生产商和零售商资质，不仅可以获得特许业务收入，还将有机会服务冬奥会赞助商，有利开发新客户，增加促销品销售。

公司是稀缺的具有逆周期特性的促销品龙头公司，市场空间广阔而公司市占率不足 1%，公司综合服务能力强，依托大客户和新客户，主业将受益于量价齐升，特许经营业务带来弹性，业绩有望保持 25% 以上增速。我们维持“推荐”评级。

4、游戏：估值有望 2019 年释放，后流量时代集中度再提升

2018 年游戏总量调控、版号审批的具体政策有望在 2019 年落地；行业整体增速多方面原因回落，细分领域和出海方面仍然存在很大空间和好的机会；游戏的电竞和直播势头不减，深耕游戏运营，挖掘用户 ARPU 提升，进入精耕细作时代；对于后流量时代，行业集中度持续提升，真正具有研发实力和运营实力的头部游戏公司来说是利好，有望借此实现业绩再次腾飞。

4.1、监管影响将会持续，游戏公司业绩估值具备安全边际

政策监管三条线：总量控制版号审批，防止青少年沉迷，游戏内容规范与合规。2016 年国家新闻出版广电总局颁布《关于移动游戏出版服务管理的通知》，规定所有游戏必须获得游戏版号才可发布上线，游戏版号审批作为游戏产业环节中的一环一直有序进行。游戏版号审批在今年出现的变化，直接影响了游戏供给和行业估值。

2018年3月，中共中央印发了《深化党和国家机构改革方案》，计划将新闻出版广电总局重组，广电局中的新闻出版和电影监管职能均划归中宣部管辖。

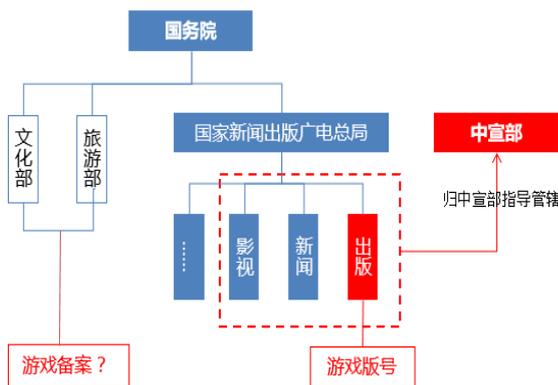
2018年3月29日《游戏申报审批重要事项通知》中提及“所有游戏版号的发放全面暂停”，游戏版号审批处于暂停状态。

2018年8月30日，教育部、国家卫生健康委员会等8部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》，明确提出控制游戏总量，实行游戏行业的供给侧改革，控制新增网络游戏上网运营数量，预防游戏对于未成年人视力的负面影响，探索适龄提示制度，限制未成年人使用时间。

2018年10月《国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）的通知》中提出推进网络游戏转型升级，规范网络游戏研发出版运营。

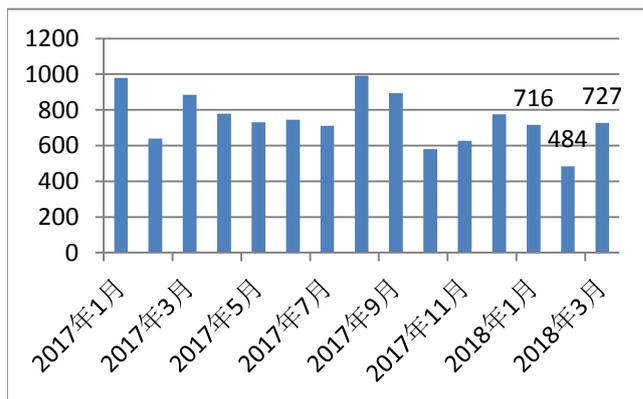
2018年12月7日，根据新华社新闻，网络游戏道德委员会由来自有关部门和单位以及高校、专业机构、新闻媒体、行业协会等研究网络游戏和青少年问题的专家、学者组成，负责对可能或者已经产生道德争议和社会舆论的网络游戏作品及相关服务开展道德评议，为网络游戏管理部门提供决策参考，引导网络游戏企业自觉遵守社会公德和职业道德、履行社会责任，始终坚持把社会效益和保护未成年人身心健康放在首位，促进依法管理与以德治理相结合，推动网络游戏行业健康发展。

图46: 游戏行业监管部门变化情况



资料来源: 中国政府网, 新时代证券研究所

图47: 2017年1月-2018年3月国产游戏版号批复情况



资料来源: 国家广电总局, 新时代证券研究所

游戏公司目前估值普遍在20倍以下，已经具备一定的安全边际和性价比，版号落地将带来估值修复机会。

表8: 游戏公司基本估值情况比较 (万元)

排名	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
					TTM	18E	19E				
1	002555.SZ	三七互娱	2460599.75	2460599.75	15.12	14.65	12.32	3.96	2557280.55	3.54	15.31
2	600373.SH	中文传媒	1711401.51	1711401.51	10.99	10.35	8.94	1.33	1913033.91	1.44	11.02
3	002624.SZ	完美世界	3396127.60	3396127.60	19.47	18.65	15.28	4.18	3556835.11	4.52	18.32
4	300418.SZ	昆仑万维	1594293.56	1594293.56	13.72	11.62	9.75	2.71	1835037.22	5.36	15.84
5	002174.SZ	游族网络	1548599.50	1548599.50	17.61	15.89	12.81	3.75	1774246.39	5.21	21.87
6	603444.SH	吉比特	973716.62	973716.62	14.47	14.32	12.54	3.63	980726.32	6.44	12.25
7	002517.SZ	恺英网络	888989.78	888989.78	8.50	11.76	10.66	1.73	916744.37	3.33	7.65
8	300031.SZ	宝通科技	535636.65	535636.65	18.99	19.36	15.53	2.39	581336.65	2.98	16.38
9	300459.SZ	金科文化	1468568.58	1468568.58	17.16	13.30	10.35	2.16	1874613.28	8.51	39.81

10	300315.SZ	掌趣科技	1058873.93	1058873.93	27.43	14.36	11.81	1.17	1061251.82	5.20	17.06
11	002558.SZ	巨人网络	3880736.33	3880736.33	31.30	--	--	4.23	3880736.33	10.48	37.09
12	002619.SZ	艾格拉斯	693680.98	693680.98	13.13	--	--	1.13	693680.98	7.72	16.18

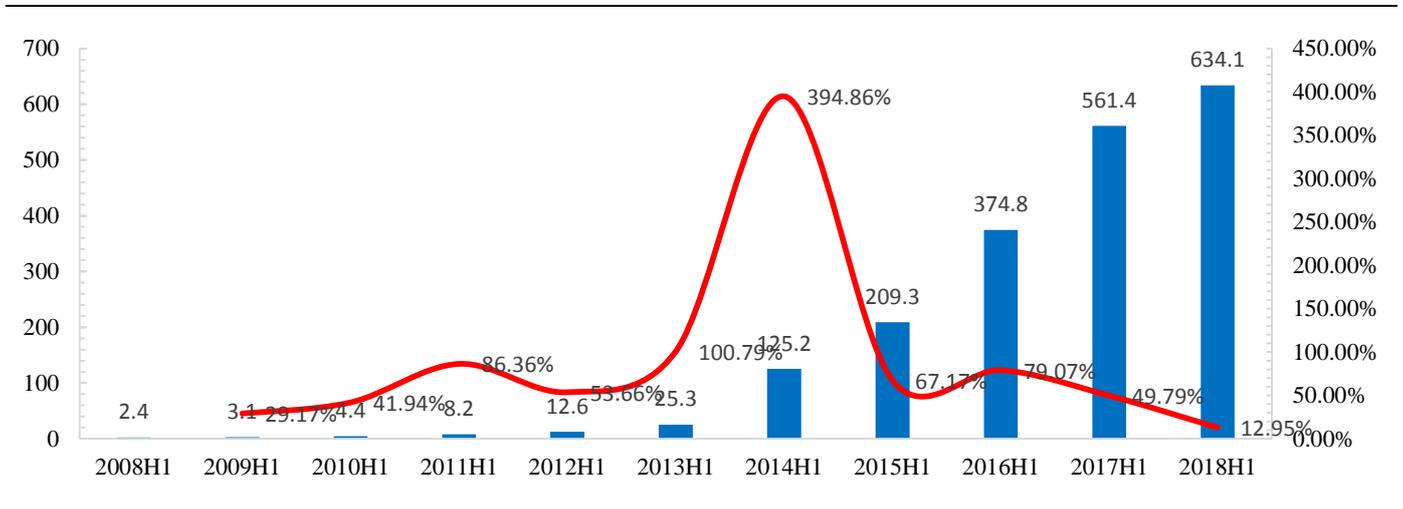
资料来源: wind, 新时代证券研究所, 数据截止到 2018 年 12 月 9 日

4.2、红利消失下深耕用户和细分领域，头部公司机会突显

受版号事件影响，今年新上游戏减少，另外国家和游戏公司积极推行防止未成年人沉迷游戏，今年以来游戏基本数据表现不佳，2018 年游戏市场收入增速下行，未来更多关注龙头公司精品游戏的用户渗透，在线时长和付费情况。

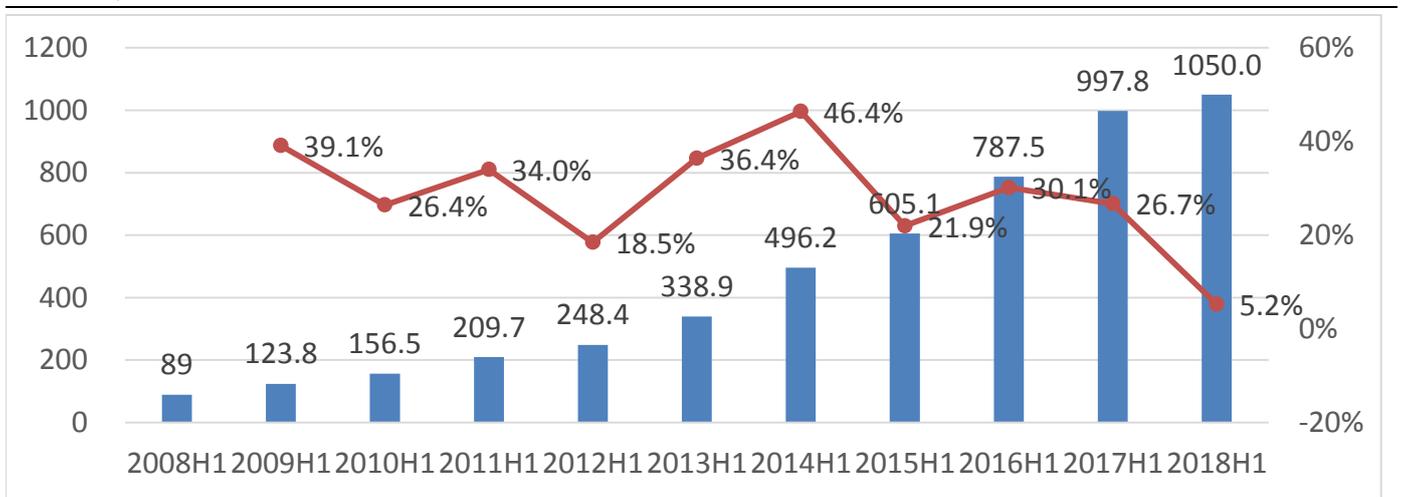
2018 年游戏行业整体市场规模，移动游戏市场规模，以及用户规模，ARPU 值情况相较以前的高速增长均发生了一定的变化。行业红利渐消，后流量时代更注重游戏的精细化运营，细分品类的布局 and 出海机会。

图48: 中国移动游戏市场实际销售收入(亿元)



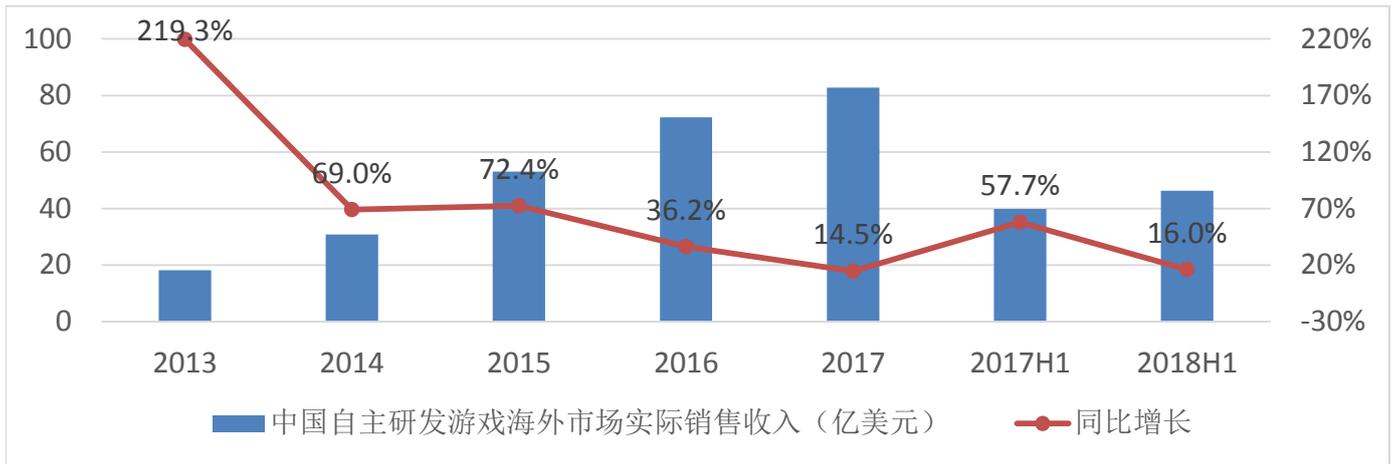
资料来源: 伽马数据, 游戏工委, 新时代证券研究所

图49: 中国整体游戏市场实际销售收入(亿元)



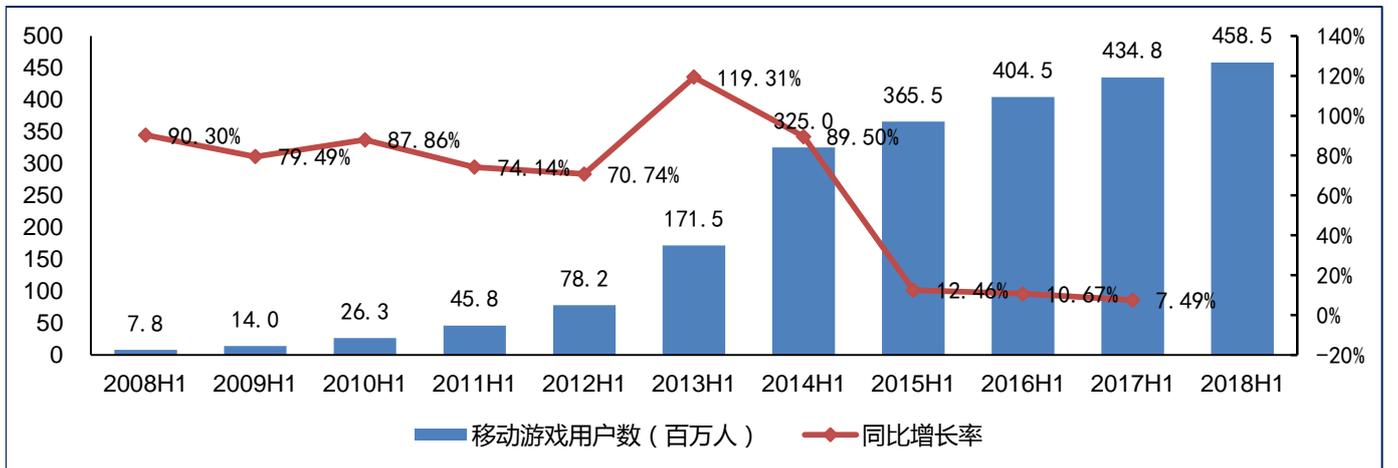
资料来源: 伽马数据, 游戏工委, 新时代证券研究所

图50: 2013-2018H1 中国自主研发游戏海外实际销售收入情况



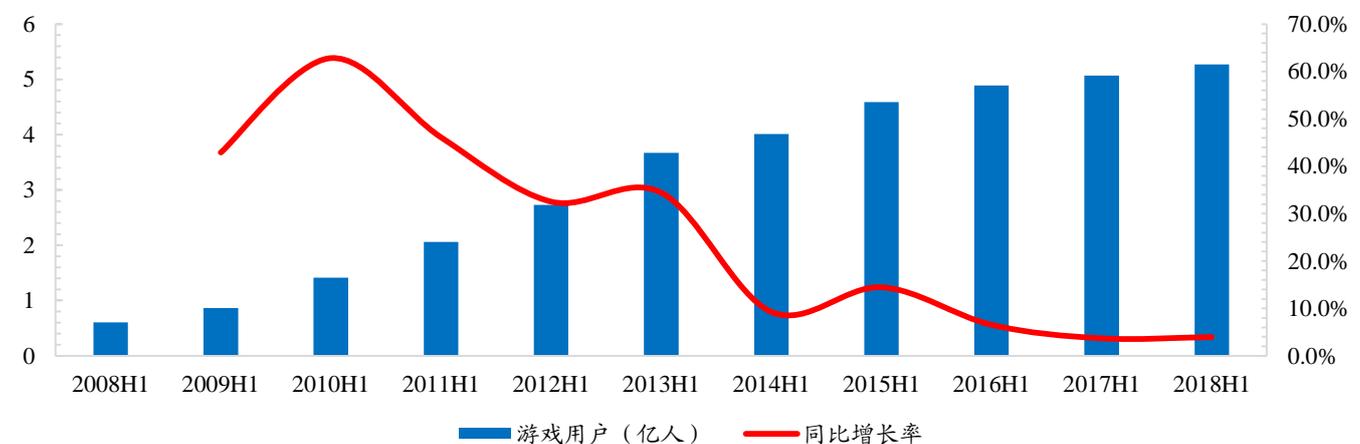
资料来源: 伽马数据, 游戏工委, 新时代证券研究所

图51: 2008H1-2018H1 中国移动游戏用户变化情况



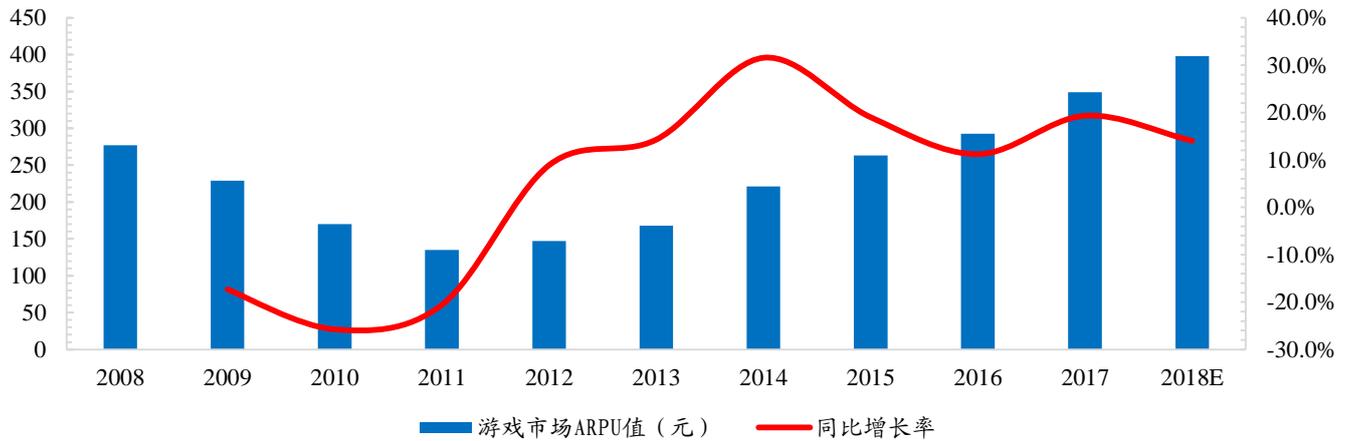
资料来源: 伽马数据, 游戏工委, 新时代证券研究所

图52: 中国游戏市场用户规模变化



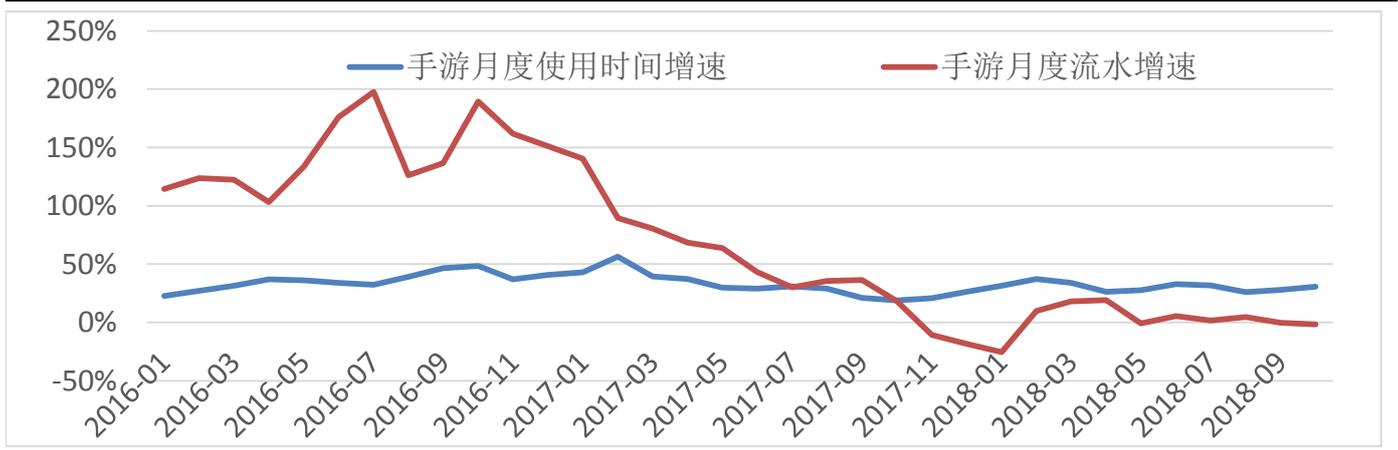
资料来源: 伽马数据, 游戏工委, 新时代证券研究所

图53: 中国游戏市场 ARPU 值



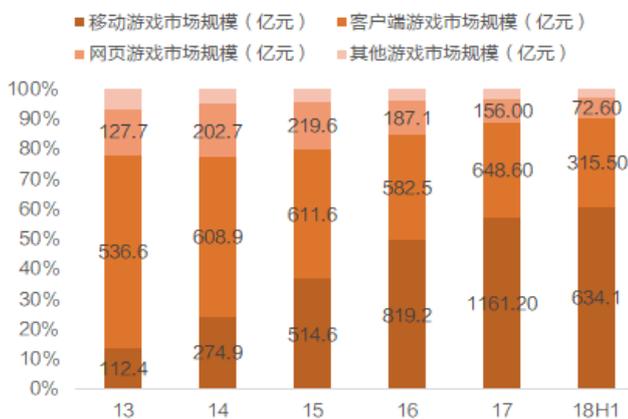
资料来源: 艺恩、伽马数据、GPC、CNG、游戏工委, 新时代证券研究所

图54: 2016-2018 手游流水增速与手游时间增速对比



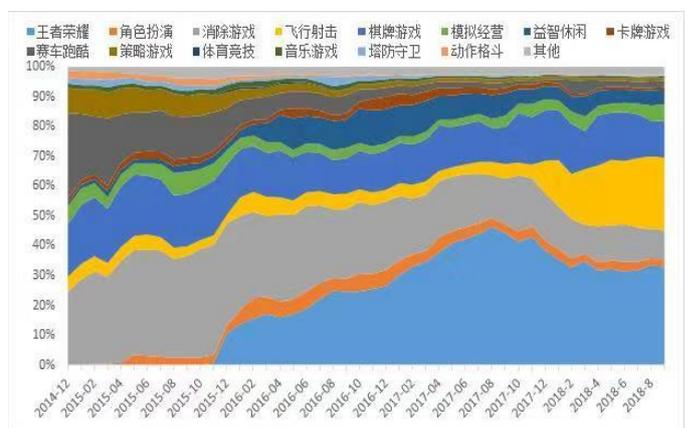
资料来源: 伽马数据, 游戏工委, 新时代证券研究所

图55: 2013-2018 年各类型游戏市场规模情况



资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

图56: 2015-2018 游戏时间占比变化



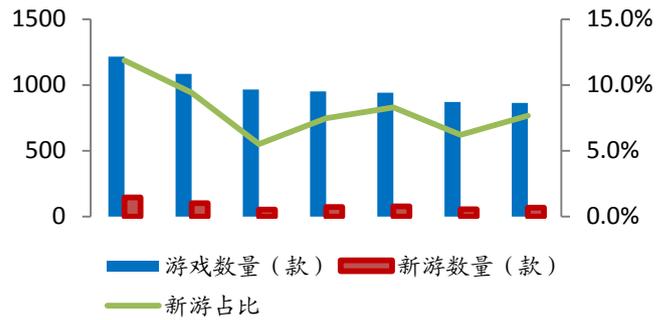
资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

图57: 各类手游用户付费率



资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

图58: 2017Q1-2018Q3IOS 畅销榜 200 新游戏占比数



资料来源: App Annie, 新时代证券研究所

我们判断 2019 年上半年版号审批大概率放开, 同时休闲游戏, 二次元, 出海和电竞游戏市场会持续蓬勃发展, 游戏公司有望迎来普遍的估值修复机会。

4.3、中文传媒: 攻守兼备的低估值出版国企背景游戏股

公司是江西国有出版龙头, 通过布局互联网游戏, 成为具有传统出版发行业务和新兴互联网游戏业务的综合性公司。公司 2018 年前三季度, 公司共实现营业收入 89.9 亿元, 同比下降 0.02%; 归母净利润 12.07 亿元, 同比增长 9.58%。其中 Q3 单季实现营收 29.8 亿元, 同比下滑 0.6%; 归母净利润 3.55 亿元, 同比增长 15.65%。

公司传统业务稳健, 游戏方面实力雄厚, 精品游戏储备丰富, 2019 年业绩可期。公司重点储备的产品《Call of duty 使命召唤》、《全面战争》等有望在 2019 年实现突破; 公司估值较低, 传统业务提供稳定现金流, 实施股份回购彰显发展信心; 公司纳入 MSCI 新兴市场指数, 有望获得更多资金关注。我们维持对中文传媒的“推荐”评级。

行业受益个股: 吉比特、完美世界、三七互娱、游族网络等游戏公司。

5、影视: 需求仍在行业优化供给, 优质内容将会持续受益

5.1、行业受到监管趋严的明显冲击, 行业红利由流量向内容转化

由于影视娱乐发展行业乱象和产品明显外部性, 近年来国家开始对影视行业进行大力度的监管。主要分为几个方面: 对影视综艺内容的监管, 对从业人员与机构在薪资和税务的方面约束, 对网络视听节目的统一监管。

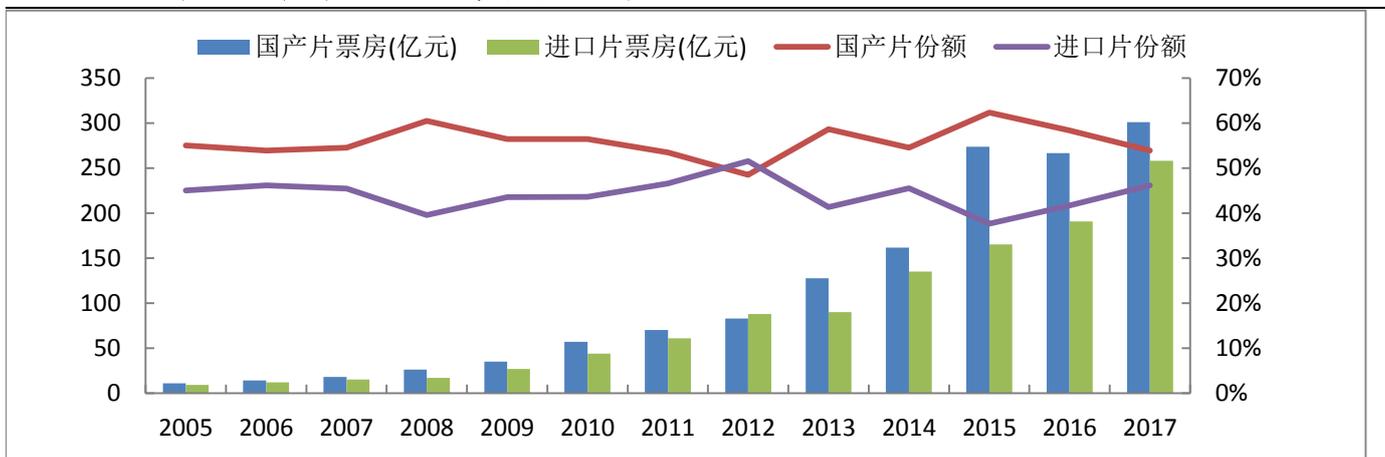
具体内容如下: 严控偶像养成、亲子综艺节目, 调控和规划对引进境外视听节目的总量、题材和产地等, 严肃整治网络不良有害视听节目, 同时严格取消电影票房票补; 明确制作成本配置比例, 遏制天价片酬, 严查偷税漏税; 网络视听节目从严监管、网台统一标准, 网上网下监管同一把尺子。

同时, 证监会在 10 月份下发了《再融资审核财务知识问答》与《再融资审核非财务知识问答》, 两份文件明确提出上市公司募集资金不得跨界投资影视或游戏的审核要求, 明确叫停上市公司在“影视”、“游戏”两大领域的跨界定增。

表9: 2017年-2018年影视监管重要政策梳理

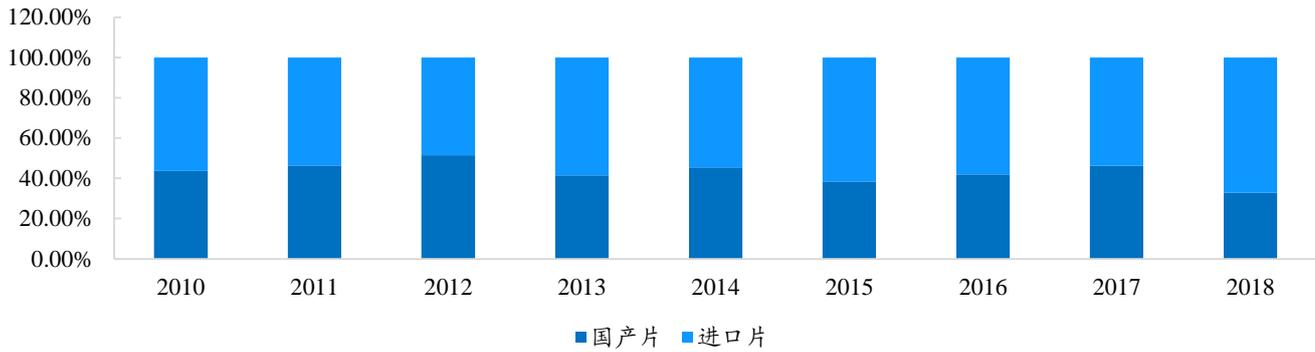
监管部门	发布时间	监管内容
广电总局	2018年11月	监管层对于重点原创网络视听节目做出了新的备案规定,未来网生内容的审查与电视台内容审查即将并轨,遵循“网上网下一把尺子”,将于2019年2月实行。
国家广播电视总局	2018年11月	遏制影视圈追星炒星的不良倾向,严格控制综艺节目嘉宾片酬,加大网络剧治理力度。
文化部,电影局	2018年9月	取消票补从10月1日起,有关部门将取消第三方和影院自有渠道的线上票补。另外,新规还限制第三方线上售票手续费不高于2元(含票务系统),院线、影投不得参与分配;未获得公映许可证的影片将无法开展预售;线上售票对影院的结算周期从今年10月1日开始变成8日内结算,明年10月1日起要求即时结算。
国家税务总局和江苏省等地方税务局	2018年6月	依法对明星税务阴阳合同一事开展调查核实,如发现违反税收法律法规的行为,将严格依法处理
国家广播电视总局	2018年4月	全国电视剧创作规划会议上,国家广播电视总局局长、党组书记聂辰席强调:戏说历史类非现实类剧集将不受欢迎,另外强调市场价值要服从于社会价值
中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会等	2017年9月	联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》:规定各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内,全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%,其中,主要演员不超过总片酬的70%,其他演员不低于总片酬的30%。
国家新闻出版广电总局、发展改革委、财政部、商务部、人力资源和社会保障部等五部委	2017年9月	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》中提到优化片酬分配机制,严禁播出机构以明星为唯一议价标准

资料来源:新华网,国家广电总局,新时代证券研究所

图59: 2005年-2017年国产与进口电影票房增长情况

资料来源:艺恩,猫眼,新时代证券研究所

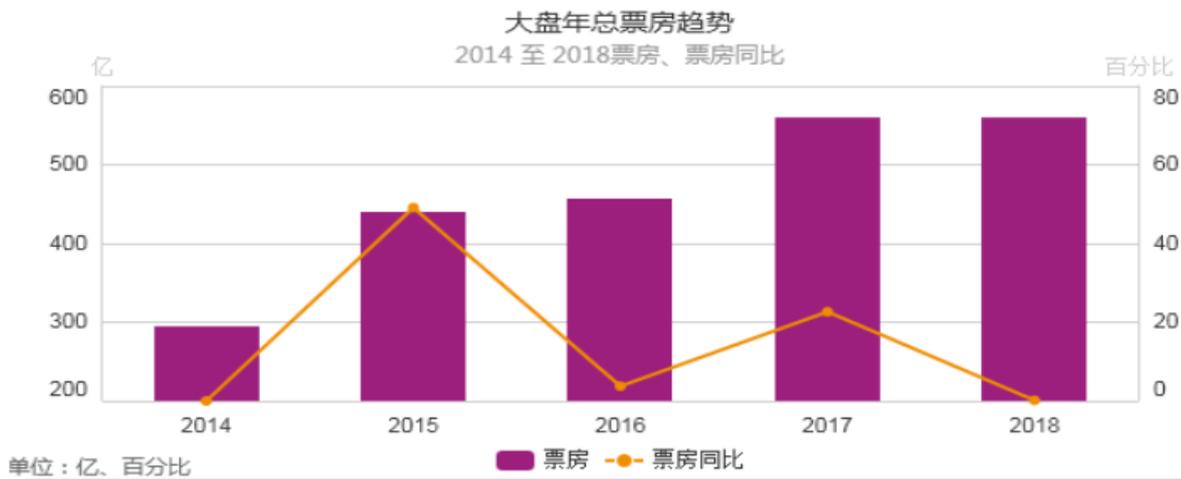
图60: 2010年-2018年10月国内电影与国外电影票房占比变化情况



资料来源：国家电影局，新时代证券研究所，数据截止到2018年10月

2018年11月25日全年的票房成绩已经超过2017年全年总票房记录559亿（含服务费），提前一个月完成了去年的全年任务，按照以往12月份的票房表现，以及《海王》等片子的火爆，今年总票房有望冲击600亿大关。

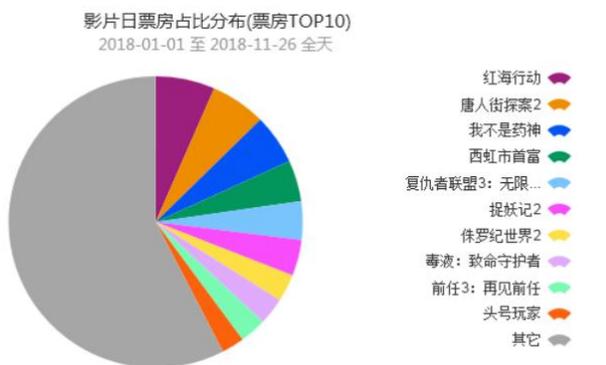
图61：2014年-2018年大盘年总票房趋势



资料来源：艺恩，新时代证券研究所

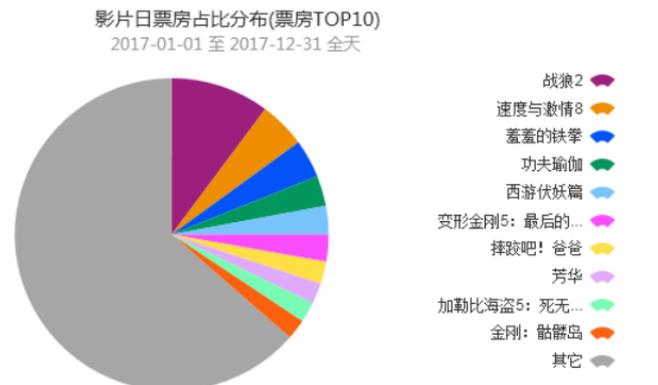
2018年年前十的电影票房占到截止目前总票房的近一半，高达42.4%，相较于2017年的时候，前十影片的市场集中度仅为36.4%，前十影片票房的集中度相比去年增长了6个百分点。票补红利取消后，优秀头部内容依然受到大众喜爱。

图62：2018年单影片票房占比



资料来源：艺恩，新时代证券研究所

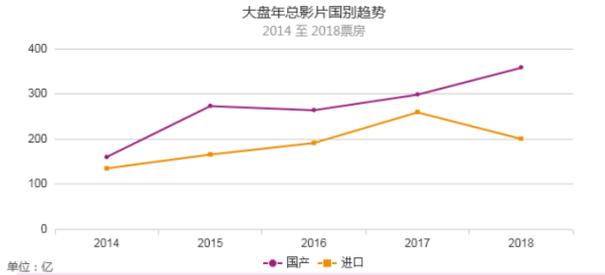
图63：2017年单影片票房占比



资料来源：艺恩，新时代证券研究所

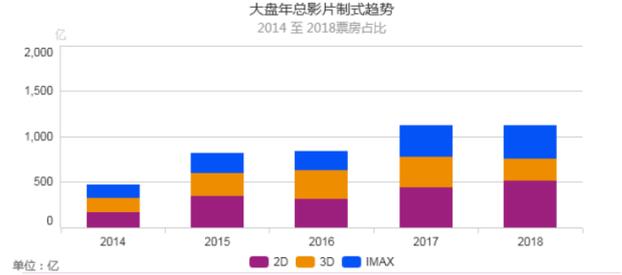
从2018年11月份的数据来看，国产片票房为358亿，占比为64%，相比去年提高11个百分点。2018年全年3D电影数量相较去年有所减少，IMAX较去年浮动不大，一些不适合特效制作的影片回归内容，2D电影数量占比有所增长。

图64: 2014年-2018年目前大盘全年总票房趋势



资料来源: 艺恩, 新时代证券研究所

图65: 2014年-2018年目前大盘全年总影片制式趋势



资料来源: 艺恩, 新时代证券研究所

表10: 2018年截止目前电影票房排名

排名	影片名	类型	总票房(万)	平均票价	场均人次	国家及地区	上映日期
1.	红海行动	动作	365078	39	33	中国/中国香港	20180216
2.	唐人街探案2	喜剧	339769	39	39	中国	20180216
3.	我不是药神	剧情	309713	35	27	中国	20180705
4.	西虹市首富	喜剧	254719	35	28	中国	20180227
5.	复仇者联盟3	动作	239053	38	19	美国	20180511
6.	捉妖记2	喜剧	223707	38	44	中国香港/中国	20180216
7.	毒液: 致命守护者	动作	185658	36	17	美国	20181109
8.	侏罗纪世界2	动作	169551	36	19	美国	20180615
9.	前任3: 再见前任	喜剧	164521	35	27	中国	20181229
10.	头号玩家	科幻	139666	36	18	美国	20180330

资料来源: 艺恩, 新时代证券研究所, 数据截止到2018年12月10日

图66: 票补取消电影票价格变化



艺恩数据 2018-10-01至10-07 服务费

全国大盘 18.88亿

影片名称	票房(万)	票房占比	平均票价
无双 累计6.79亿	62,424.4	33.1%	37
李茶的姑妈 累计5.12亿	40,524.9	21.5%	35
影 累计4.49亿	38,333.9	20.3%	36
胖子行动队 累计1.97亿	16,476.0	8.7%	34
悲伤逆流成河 累计3.10亿	9,119.5	4.8%	34

资料来源：艺恩，新时代证券研究所

5.2、供给端迎来持续优化，储备优质内容的龙头公司 2019 年受益

2018 年的监管政策一定程度影响了供给，优质内容公司迎来好的机会，根据目前片单梳理，我们预计明年“头部影片”数量的供应大概率持平 2016-2018 年平均水平，我们判断供给减少的具体影响将会体现在 2020 年。

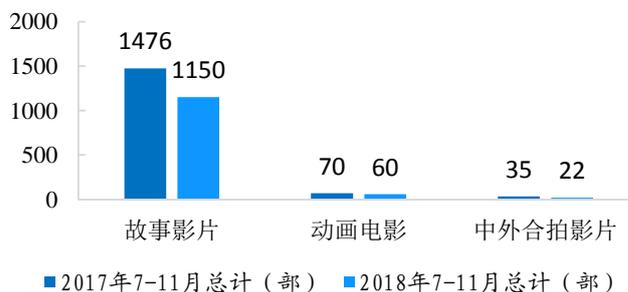
根据近期新闻和广电总局披露备案显示，新疆霍尔果斯影视公司纷纷注销，横店影视城开机数量虽没有明确数据，但较以往明显减少。从 2018 年 7-11 月备案来看，各类型备案较 2017 年均有所较少，但总量上变化不大，头部公司影响最少。

图 67: 新疆霍尔果斯影视公司注销



资料来源：百度图片，新时代证券研究所

图 68: 2018 年 7-11 月较 2017 年同期各类影片备案



资料来源：广电总局，新时代证券研究所

2019 年国外进口片相较 2018 预计在数量和质量都有较大改善，或能给 2019 年的票房带来增量。

表 11: 2019 年部分待引进进口片

电影名称	上映时间	制片公司	电影题材类型
玻璃先生	2019 年 1 月 18 日	环球影业、试金石影业	剧情、悬疑、科幻

电影名称	上映时间	制片公司	电影题材类型
乐高大电影 2	2019 年 2 月 8 日	华纳兄弟	动画、动作、冒险
驯龙高手：隐秘的世界	2019 年 2 月 22 日	梦工厂动画	动画、动作、冒险
惊奇队长	2019 年 3 月 8 日	漫威影业	动作、冒险、科幻
奇幻游乐园	2019 年 3 月 15 日	派拉蒙影业	动画、冒险、喜剧
小飞象	2019 年 3 月 29 日	迪士尼	迪士尼改编，动画、奇幻
雷霆沙赞！	2019 年 4 月 5 日	华纳兄弟、DC 娱乐	DC 超级英雄，动作、奇幻、科幻
地狱男爵：血皇后崛起	2019 年 4 月 12 日	黑马娱乐、劳伦斯戈登制片	动作、科幻、奇幻、冒险
复仇者联盟 4	2019 年 5 月 3 日	漫威影业	系列，动作、冒险、奇幻
精灵宝可梦：大侦探皮卡丘	2019 年 5 月 10 日	传奇影业	动画、家庭、奇幻
疾速追杀 3	2019 年 5 月 17 日	狮门影业	动作、犯罪、惊悚
星际探索	2019 年 5 月 24 日	MadRiver Pictures	科幻、惊悚
阿拉丁	2019 年 5 月 24 日	迪士尼	冒险、家庭
哥斯拉：怪兽之王	2019 年 5 月 31 日	传奇影业、华纳兄弟	续集，动作、冒险、奇幻
爱宠大机密 2	2019 年 6 月 7 日	照明娱乐、环球影业	动画、冒险、喜剧
x 战警：黑凤凰	2019 年 6 月 7 日	二十世纪福斯	动作、冒险、科幻
黑衣人外传	2019 年 6 月 14 日	索尼电影、哥伦比亚	动作、喜剧、科幻
玩具总动员 4	2019 年 6 月 21 日	皮克斯动画、迪士尼	系列，动画、冒险、喜剧
蜘蛛侠：英雄远征	2019 年 7 月 5 日	迪士尼、漫威、哥伦比亚	动作、冒险、喜剧
狮子王	2019 年 7 月 19 日	迪士尼	翻拍，动画、冒险、剧情
霍伯斯与肖	2019 年 7 月 26 日	环球影业	速度与激情外传
好莱坞往事	2019 年 7 月 26 日	盛日影业、索尼电影	犯罪、剧情、惊悚
X 战警：新变种人	2019 年 8 月 2 日	二十世纪福斯、漫威影业	动作、恐怖、科幻
阿特米斯的奇幻历险	2019 年 8 月 9 日	迪士尼	动作、冒险、家庭
愤怒的小鸟 2	2019 年 8 月 16 日	哥伦比亚影业	动画、家庭、动作
小丑回魂 2	2019 年 9 月 6 日	新线电影	恐怖、惊悚
双子煞星	2019 年 10 月 4 日	天空之舞	动作、科幻、惊悚
亚当斯一家	2019 年 10 月 11 日	米高梅电影	动画、喜剧、家庭
终结者 6	2019 年 11 月 1 日	二十世纪福斯、腾讯影业	动作、冒险、科幻
冰雪奇缘 2	2019 年 11 月 22 日	迪士尼	动画、冒险、喜剧
宇宙的巨人希曼	2019 年 12 月 18 日	哥伦比亚影业	动作、剧情、冒险
星球大战 9	2019 年 12 月 20 日	卢卡斯电影、迪士尼	动作、冒险、奇幻

资料来源：时光网，娱乐资本论，新时代证券研究所

表12： 2019 年预计上映国产影片片单

开拍时间	电影名	导演	主要演员
2017/2 月	明日战记	吴炫辉	古天乐 / 刘青云 / 刘嘉玲
2017/2 月	深夜食堂	梁家辉	梁家辉 / 魏晨 / 邓超 / 彭于晏
2017/3 月	甜美生活	牛涵	徐帆 / 卢靖姗
2017/3 月	拓星者	张小北	宋洋 / 齐溪
2017/10 月	沉默的证人	雷尼·哈林	张家辉 / 杨紫 / 任贤齐
2017/10 月	玩命旅行指南	刘仪伟	闫妮 / 张嘉译
2017/10 月	阳台上	张猛	周冬雨 / 王锵
2017/10 月	风再起时	翁子光	梁朝伟 / 郭富城 / 谭耀文
2017/11 月	英格力士	陈冲	王志文 / 袁泉 / 霍思燕 / 王传君

敬请参阅最后一页免责声明-34-证券研究报告

开拍时间	电影名	导演	主要演员
2017/12 月	送我上青云	滕丛丛	姚晨 / 李九霄
2017/12 月	兰心大剧院	娄烨	巩俐 / 赵又廷 / 小田切让
2017/12 月	希望岛	提莫·沃伦索拉	安迪·加西亚 / 段奕宏
2017/2 月	明日战记	吴炫辉	古天乐 / 刘青云 / 刘嘉玲
2017/2 月	深夜食堂	梁家辉	梁家辉 / 魏晨 / 邓超 / 彭于晏
2017/3 月	甜美生活	牛涵	徐帆 / 卢靖姗
2017/3 月	拓星者	张小北	宋洋 / 齐溪
2017/4 月	十吨刺客	刘镇伟	张晋 / 蔡少芬
2017/5 月	流浪地球	郭帆	屈楚萧 / 李光洁 / 吴孟达
2017/6 月	欢迎来到熊仁镇	查慕春	朱亚文 / 张榕容
2017/7 月	疯狂的外星人	宁浩	黄渤 / 沈腾 / 王砚辉
2017/9 月	八佰	管虎	张译
2017/9 月	午夜慢车	戴思杰	佟大为 / 郑秀文
2018/10 月	伟大的愿望	田羽生	彭昱畅 / 魏大勋 / 王大陆
2018/11 月	限期破案	刘浩良	吴彦祖 / 王千源 / 春夏
2018/11 月	刺杀小说家	路阳	雷佳音 / 杨幂 / 董子健 / 于和伟
2018/11 月	749 局	陆川	廖凡 / 王俊凯 / 苗苗 / 金世佳
2018/1 月	八月未央	李凯	钟楚曦 / 罗晋 / 谭松韵
2018/1 月	刀尖	高群书	张译 / 朗月婷 / 黄志忠
2018/2 月	阳光不是劫匪	李玉	马丽 / 宋佳 / 谢锐涛
2018/2 月	日月传奇	金依萌	窦骁 / 迪丽热巴
2018/3 月	催眠裁决	黎兆钧 / 施柏林 / 刘永泰	张家辉 / 张瀚
2018/3 月	花椒之味	麦曦茵	郑秀文 / 任贤齐 / 刘德华
2018/3 月	合法伴侣	黄雷	李治廷 / 张榕容 / 白客 / 周韦彤
2018/3 月	蓝色列车	张大磊	梁景东 / 海清
2018/4 月	南方车站的聚会	刁亦男	胡歌 / 桂纶镁 / 廖凡 / 万茜
2018/4 月	叶问 4	叶伟信	甄子丹 / 陈国坤 / 吴樾
2018/5 月	死亡通知单：暗黑者	邱礼涛	古天乐 / 张智霖 / 吴镇宇
2018/5 月	荞麦疯长	徐展熊	马思纯 / 钟楚曦 / 黄景瑜
2018/6 月	诗眼倦天涯	徐浩峰	陈坤 / 周迅 / 宋佳
2018/6 月	犯罪现场	冯志强	古天乐 / 宣萱 / 张继聪 / 谭耀文
2018/7 月	热带往事	温仕培	彭于晏 / 张艾嘉 / 王砚辉
2018/7 月	少年的你	曾国祥	周冬雨 / 易烱千玺
2018/7 月	一秒钟	张艺谋	张译
2018/7 月	跳舞吧！大象	林育贤	艾伦 / 金春花
2018/7 月	吹哨人	薛晓璐	雷佳音 / 汤唯
2018/7 月	扫毒 2	邱礼涛	刘德华 / 古天乐 / 苗侨伟
2018/8 月	同学烩	梁天 / 杨涛	何冰 / 连奕名 / 马苏
2018/8 月	神探大战	韦家辉	刘青云 / 蔡卓妍 / 林峰
2018/8 月	侍神令	李蔚然	陈坤
2018/9 月	铤而走险	甘剑宇	大鹏 / 欧豪 / 李梦
2018/9 月	特警队	丁晟	贾乃亮 / 张云龙 / 凌潇肃
2018/9 月	恋曲 1980	梅峰	李现 / 春夏
2018/9 月	银河补习班	邓超 / 俞白眉	邓超

资料来源：猫眼，豆瓣，时光网，新时代证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明-35-证券研究报告

5.3、中国电影：长期受益进口片红利的国企龙头影视公司

公司前3季度营业收入69.22亿元，同比增长3.62%；归母净利润12.98亿元，同比增长83.37%，第三季度实现营业收入23.03亿元，同比增长8.20%，归母净利6.32亿元，同比增长489.18%，扣非后净利润1.59亿元，同比增长100.02%。

中国电影是国企背景的全产业链影视公司。公司主营业务分四块：发行业务、放映业务、影视制片制作业务和影视服务业务，影视政策对公司的影响有限。且公司是进口片“一家进口，两家发行”的红利受益者，预计2019年为进口片“大年”，公司业绩有望增长。另外，公司未来影视服务业务具有一定想象空间，旗下中影巴可放映机在未来行业设备和耗材更新市场有望实现较大突破，带来稳定的业绩增量。

5.4、华策影视：最能平滑项目制风险的平台型制作公司

公司2018年1-9月实现营业收入35.81亿元，较2017年同期增长43.40%，实现归属于上市公司股东的净利润3.56亿元，较2017年同期增长15.49%。2018年三季度公司实现营业收入13.94亿元，较2017年同期增长86.84%，实现归属于上市公司股东的净利润6644.52万元，较2017年同期增长99.87%。

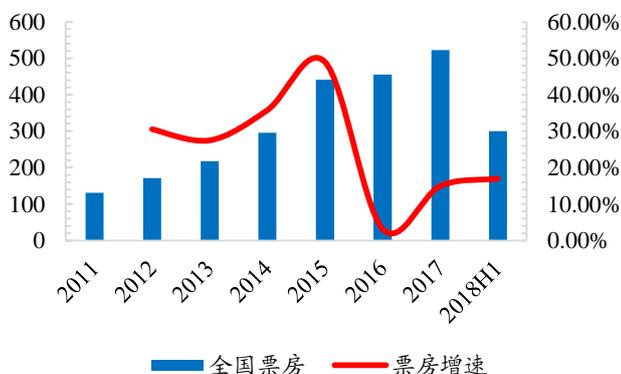
经过战略转型，公司摆脱了作坊式生产的行业弊端，已从精细化分工、扁平化标准管理角度打造工业化的内容生产体系，在产量、质量上均具备较强稳定性。我们认为，华策影视是目前国内唯一一家能够实现平台化的公司，其工业化生产的逻辑已被验证，其最能平滑影视剧项目制风险。

6、院线：渠道下沉基本完成，未来趋向精细化运营提高效能

6.1、院线下沉基本完成，优质内容不足致使行业面临短期整合出清

经过多年的院线渠道下沉，三四五线城市影院布局基本完成，荧幕增速持续下调。同时受内容供给影响，行业面临短期整合出清，关注综合运营实力强的公司

图69：2011-2018H1年全国票房情况（亿元）



资料来源：猫眼，艺恩，新时代证券研究所

图70：2010-2018年10月银幕数量变化（块）



资料来源：国家电影局，新时代证券研究所

表13: 影院及银幕数量及增速

年度	2013	2014	2015	2016	2017	2018.11
影院数量	4583	5598	7018	8410	9,781	
新增影院数量	903	1015	1420	1392	1,371	
影院增速	24.50%	22.10%	25.40%	19.80%	16.3%	
银幕数量	18398	24304	31626	41179	50776	58,000
新增银幕数量	5280	5906	7322	9553	9597	2377
银幕增速	40.30%	32.10%	30.10%	30.20%	23.30%	
年度	2013	2014	2015	2016	2017	2018.11

资料来源: 艺恩, 广电总局, 新时代证券研究所

表14: 2018年1-11月各大院线一二三四线城市票房增速情况

院线名称	2018年1-11月总票房同比增速	一二线城市票房增速	三四线城市票房增速
横店影视	10%	1%	15%
金逸影视	0%	-4%	4%
万达电影	13%	10%	18%
中影数字	10%	1%	24%
上海联合	9%	8%	9%
全国	10%	8%	15%

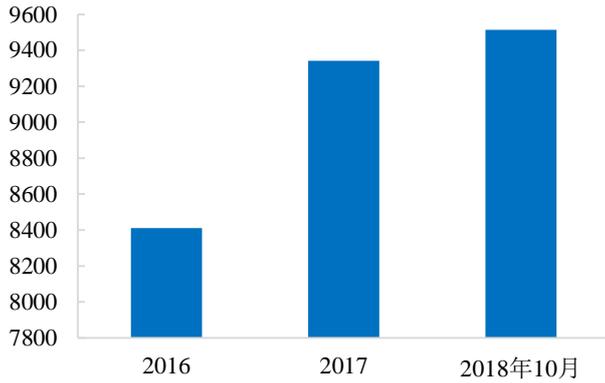
资料来源: 猫眼, 艺恩, 新时代证券研究所

表15: 2014—2018Q3全国Top10院线票房(不含服务费, 亿元)

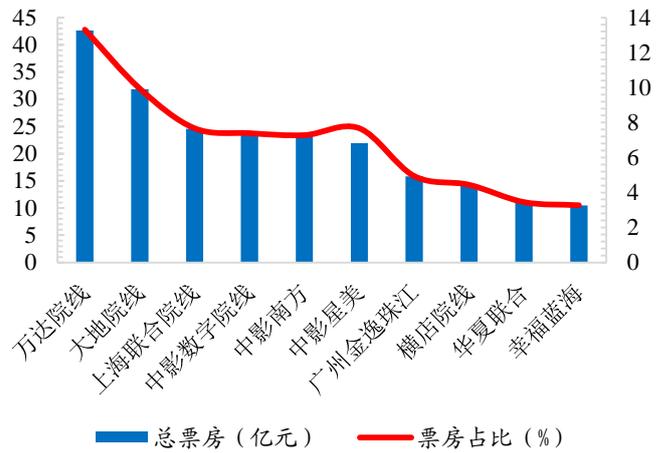
院线名称	2015年	2016年	2017年	2018年H1	2018年Q3
北京万达院线	59.66	61.03	68.37	40.43	61.05
广东大地院线	35.29	36.69	44.88	29.66	45.17
上海联和院线	31.39	36.07	42.13	22.92	35.43
深圳中影南方新干线	29.77	32.31	38.24	21.88	33.47
中影数字院线	21	29.17	37.94	21.97	32.82
中影星美院线	38.15	34.42	37.34	20.67	30.02
广州金逸珠江院线	28.84	27.65	28.18	14.51	22.17
浙江横店院线 s	19.77	20.71	22.72	13.34	20.04
华夏联合电影院线	11.91	14.42	17.67	10.4	15.76
江苏幸福蓝海院线	13.23	14.14	16.88	9.84	15.26
CR5 (前五家票房占比)	44.27%	44.04%	44.21%	45.67%	45.70%
CR3 (前三家票房占比)	30.33%	29.39%	29.67%	31.04%	31.13%

资料来源: 艺恩, 猫眼, 新时代证券研究所

图71: 2016-2018全国影院数量**图72: 2018H1全国院线票房前十名**



资料来源：猫眼，艺恩，新时代证券研究所

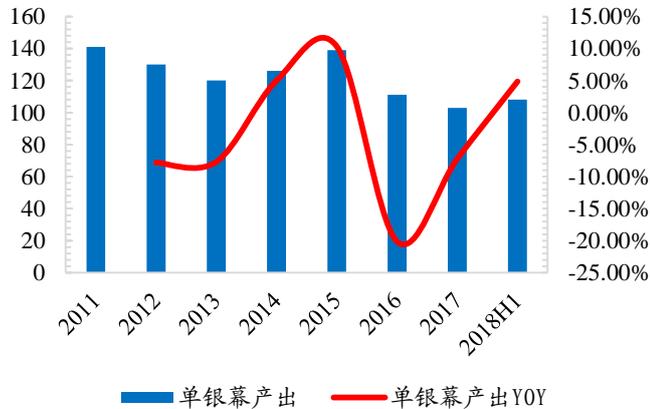


资料来源：艺恩，猫眼，新时代证券研究所

6.2、未来趋向精细化运营，提高产能利用效率和非票业务增长

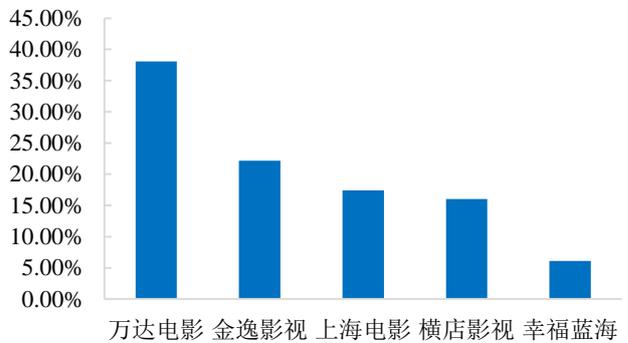
单银幕产出呈下降，行业面临整合出清，龙头公司更具资金和规模优势，集中度有望提升。单影院/单银幕运营效能成重要跟踪指标，非票业务收入（包括卖品、广告，其他增值服务）成影院收入的重点拓展来源，相较国外仍具很大提升空间。

图73: 2011-2018H1 年全国单银幕票房产出 (万元)



资料来源：广电总局，新时代证券研究所

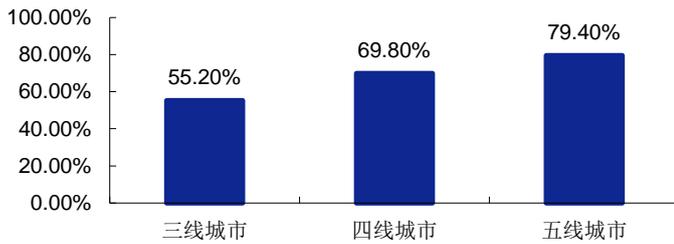
图74: 2017 年各大院线非票业务占比情况



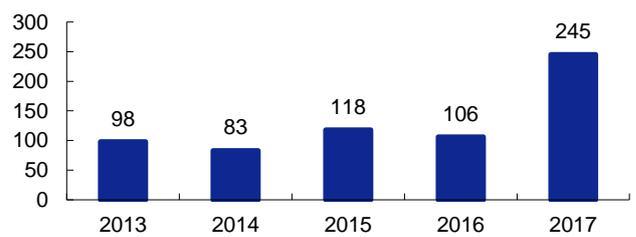
资料来源：wind，新时代证券研究所

图75: 2017 年票房低于 400 万的影城数量占比

图76: 2013-2017 年退出市场的影院数量 (家)



资料来源：艺恩，新时代证券研究所



资料来源：艺恩，新时代证券研究所

随着行业的整合出清和单影院单银幕产能提升的要求，我们判断行业集中度会进一步提升，建议关注全产业链布局的龙头公司万达电影，和精细化运营的重点布局二三四线城市的横店影视。

表16: 院线公司基本情况比较 (万元)

序号	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值	企业价值/ 收入(倍)	企业价值/ EBITDA(倍)
					TTM	18E	19E				
1	002739.SZ	万达电影	4218654.69	4218654.69	27.76	24.26	20.77	3.34	4636808.46	3.44	17.01
2	603103.SH	横店影视	1030122.00	1030122.00	29.55	25.89	21.34	4.70	1031906.00	3.88	16.88
3	002905.SZ	金逸影视	371212.80	371212.80	18.02	17.10	15.43	1.93	1839981.86	4.63	21.64

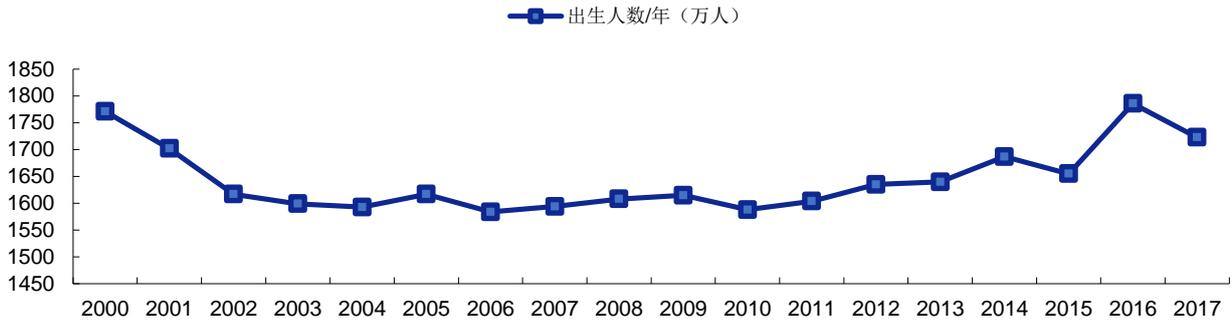
资料来源：wind 一致预期，新时代证券研究所，数据截止到 2018 年 12 月 10 日

7、出版&广电：国有出版防御属性显现、广电面临 5G 机遇

7.1、估值安全防御属性强，义务教育增量驱动业绩增长

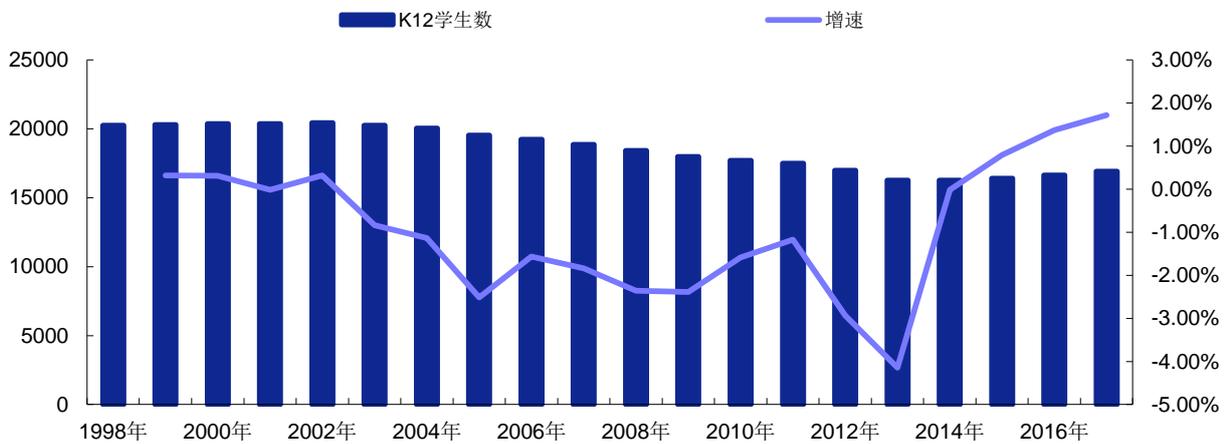
国有出版公司平均估值在 10 倍左右，估值相对具有安全边际，同时义务教育入学学生人数回暖，纸价变化和税收优惠政策，都会给国有出版带来新的变化。2013 年我国小学生在校人数回暖，由此义务教育进入新一轮的增长周期，国有出版行业迎来新一轮发展机遇。在可预见的范围内，义务教育阶段入学人数将会保持的持续增长，从而带动教育教材销量的增长。

图77: 2010 年-2017 年我国新出生人口数量变化



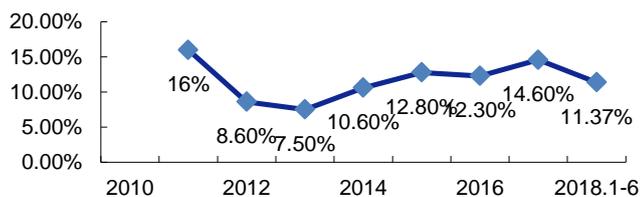
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图78: 1998年-2017年我国义务教育在校学生人数变化



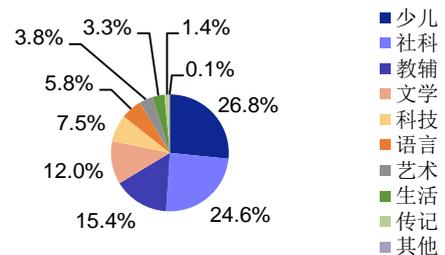
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图79: 2012-2018年6月零售新书定价



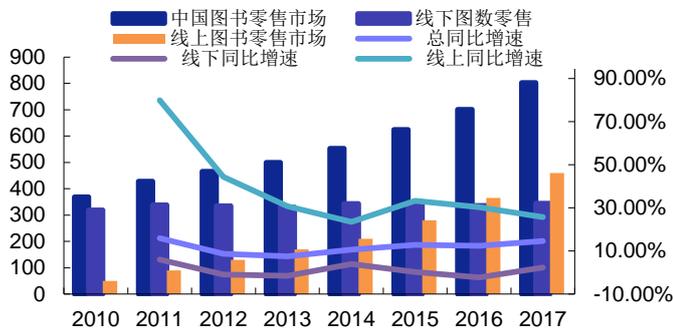
资料来源：开卷，新时代证券研究所

图80: 2018年1月-6月销售码详细分比重



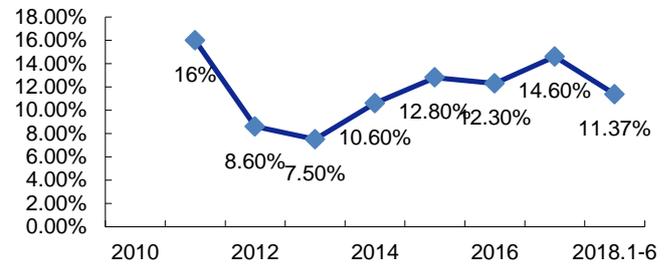
资料来源：开卷，新时代证券研究所

图81: 2010-2017年图书销售市场及增速变化



资料来源: 开卷, 新时代证券研究所

图82: 全国图书零售销售码洋增速变化



资料来源: 开卷, 新时代证券研究所

表17: 图书出版公司基本情况比较 (万元)

序号	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
					TTM	18E	19E				
1	601900.SH	南方传媒	742681.67	742681.67	11.44	10.88	9.84	1.43	778314.87	1.45	15.31
2	601098.SH	中南传媒	2207284.00	2207284.00	18.32	17.17	16.13	1.68	2207284.00	2.33	14.82
3	601928.SH	凤凰传媒	2007926.10	2007926.10	14.38	14.10	13.53	1.53	2026244.08	1.77	16.89
4	601019.SH	山东出版	1588130.90	1588130.90	10.44	10.57	9.60	1.70	1588130.90	1.75	11.28
5	601801.SH	皖新传媒	1346691.61	1346691.61	11.49	11.11	10.36	1.34	1346691.61	1.39	24.94
6	601811.SH	新华文轩	1259751.66	808533.88	14.86	13.76	12.76	1.53	1009103.25	1.30	14.27
7	601949.SH	中国出版	843817.50	843817.50	13.70	--	--	1.45	869787.66	1.70	22.58
8	600757.SH	长江传媒	825282.19	825282.19	11.38	11.64	10.29	1.25	827282.19	0.68	17.52
9	601900.SH	南方传媒	742681.67	742681.67	11.44	10.88	9.84	1.43	778314.87	1.45	15.31

资料来源: wind 一致预期, 新时代证券研究所, 数据截止到 2018 年 12 月 10 日

7.2、广电面临 5G 机遇, 从推进到落地仍存不确定性

2018 年 11 月 28 日, 国家广电总局在贵阳举行的“智慧广电”大会上, 工信部同意广电网络进军 5G 网络, 广电体系面临历史性发展机遇, 此外国家一直在推进三网融合和县级融媒体建设。但目前广电发展面临一些问题, 能否赶上 5G 的快车道, 目前还面临诸多不确定性: 一是如何推进全国一张网的建设, 二是资金技术和建设到完成等方面的问题。行业受益个股天威视讯, 广电网络, 歌华有线。

表18: 有线网络公司基本情况比较 (万元)

序号	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
					TTM	18E	19E				
1	002238.SZ	天威视讯	453137.25	453137.25	22.78	--	--	1.66	453137.25	2.91	9.43
2	600831.SH	广电网络	444651.25	444651.25	25.95	--	--	1.39	615980.48	2.04	7.68
3	600037.SH	歌华有线	1290178.10	1290178.10	19.23	16.27	15.60	1.00	1290178.10	4.84	12.50

4	000839.SZ	中信国安	1466015.06	1466015.06	864.62	--	--	2.07	2020748.14	4.92	134.57
5	600959.SH	江苏有线	1775230.12	1775230.12	28.08	--	--	0.83	1917410.94	2.41	6.80
6	000156.SZ	华数传媒	1278549.90	1278549.90	19.62	--	--	1.21	1278549.90	3.81	11.22
7	000917.SZ	电广传媒	931334.51	931334.51	-13.13	--	--	0.95	1613948.74	1.58	43.43
8	601929.SH	吉视传媒	681282.62	681282.62	20.09	--	--	0.98	925500.16	4.63	10.56
9	600996.SH	贵广网络	679754.62	679754.62	19.48	--	--	1.57	915954.62	3.24	10.94
10	600936.SH	广西广电	678436.65	678436.65	40.40	--	--	1.83	894288.20	3.23	13.08
11	000665.SZ	湖北广电	497522.04	497522.04	16.80	14.30	13.16	0.78	669342.08	2.43	6.92

资料来源: wind 一致预期, 新时代证券研究所, 数据截止到 2018 年 12 月 10 日

8、教育：政策预期，关注职业教育机遇

2016 年《民办法》(三审稿) 过会后, 一些列政策文件出台推动民办教育发展, 资本市场对教育的投资热情逐步高涨, 尤其是 2018 年 4 月出台的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例<修订草案>实施意见》, 使得资本市场对教育行业的热情达到顶点。

表19: 2016—2018 年 4 月关于民办教育政策主要文件

发布时间	文件名称	主要内容
2016 年 11 月 7 日	《关于修改<中华人民共和国民办教育督 促法>的决定》	《民办教育促进法》获得全国人大常委会审议通过, 正式明确民办教育分类管理政策, 教育行业开启了一个新的时代。
2016 年 12 月 27 日	《教育脱贫攻坚“十三五”规划》	坚持把中等职业教育作为普及高中阶段教育的重点。
2016 年 12 月 29 日	《关于加强民办学校党的建设工作的意见 (试行)》	加大民办学校党组织组建力度, 实现党组织和党的工作全面覆盖。理顺民办学校党组织隶属关系。
2016 年 12 月 30 日	《营利性民办学校监督管理实施细则》	将有助于规范营利性学校的办学行为, 促进民办教育健康发展。
2016 年 12 月 30 日	《民办学校分类登记实施细则》	现有民办学校选择登记为非营利性民办学校的, 依法修改学校章程, 继续办学, 履行新的登记手续。
2017 年 1 月 18 日	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办 教育健康发展的若干意见》	《若干意见》着眼我国民办教育发展的历史阶段和现实情况, 以提高民办教育质量, 促进民办教育长远健康发展为总目标, 对民办教育改革做出全面部署。
2017 年 1 月 19 日	《国家教育事业发展“十三五”规划》	促进和规范民办教育发展。推进民办学校分类管理。鼓励社会力量进入教育领域。拓展社会力量参与教育发展的渠道和范围。
2017 年 1 月 25 日	《教育部 2017 年工作要点》	推动各地出台促进民办教育发展的制度文件。召开全国民办教育工作会议。
2017 年 4 月 6 日	《高中阶段教育普及攻坚计划(2017-2020 年)》	统筹普通高中和中等职业教育协调发展, 提高中等职业教育招生比例。积极扶持民办教育, 促进公办民办共同发展。
2017 年 9 月 24 日	《关于深化教育体制机制改革的意见》	健全支持和规范民办教育发展的制度, 健全财政、土地、登记、收费等方面支持民办学校发展的相关政策, 健全监管机制。
2018 年 4 月 20 日	《中华人民共和国民办教育促进法实施 条例<修订草案>实施意见》	从对民办学校支持和规范两个层面作出具体要求, 为民办教育的管理和政策方向给出明确指导。

资料来源: 教育部, 新时代证券研究所

随后 2018 年 8 月份出台的《民办教育促进法实施条例(送审稿)》和 2018 年

11月发布的《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》使得市场预期急转直下，资本逐步退潮。

8.1、政策是民办教育行业的核心变量

从民办教育的发展历史看，我们认为中国民办教育是典型的政策导向性行业，受政策影响最明显，政策是民办教育发展的主导影响因素。

从民办教育政策历史看，国家对民办教育的态度经历初步认可、鼓励发展、补充并重到分类管理几个阶段：

认可探索阶段（1982—1992）：

（1）1982年12月，《中华人民共和国宪法》第十九条规定：“国家鼓励集体经济组织、国家企业组织和其他社会力量依照法律规定举办各种教育事业。”；

（2）1985年《关于教育体制改革的决定》指出“要充分调动企事业单位和业务部门的积极性，并且鼓励集体、个人和其他社会力量办学。”指出民办教育是我国教育事业的一部分，教育体制改革也应该包括民办教育；

（3）1986年4月，《中华人民共和国义务教育法》第九条规定：“国家鼓励企业、事业单位和其他社会力量在当地人民政府统一管理下，按照国家规定的基本要求，举办本法规定的各类学校。”

这一阶段国家给予民办教育一定法律地位，但是对于民办教育如何发展、发展中注意的问题都没有明确的说法，并且也没有配套的政策支持。

鼓励发展阶段（1992—1999）：

（1）1992年，党的十四大报告明确指出要“鼓励多渠道、多形式社会集资办学和民间办学，改变国家包办教育的做法。”从而拉开了民办教育发展新阶段的序幕。

（2）1993年2月，中共中央、国务院印发的《中国教育改革和发展纲要》对高等教育的办学体制做了新的规划，提出：“改变政府包揽办学的格局，逐步建立以政府办学为主体、社会各界共同办学的体制。”

（3）1995年《中华人民共和国教育法》第二十五条提出“国家鼓励企业事业组织、社会团体、其他社会组织以及公民个人依法举办学校及其他教育机构。”这使得民办教育堂堂正正地步入了教育系统最高法规。

（4）1997年8月，国务院颁布了《社会力量办学条例》，该条例是我国第一次以行政法规的形式集中、系统、全面地把多年来党和国家关于民办教育的政策、方针做了比较明确的阐释和规定，涉及民办教育的性质、设立标准、教学管理、行政管理、财务管理、扶持政策等诸多方面的内容。

（5）1998年，《面向21世纪教育振兴行动计划》提出：“今后3至5年，基本形成以政府办学为主体、社会各界共同参与、公办学校和民办学校共同发展的办学体制。”

这一阶段，民办教育逐步获得国家重视，国家对民办教育定位成办学体制的一部分，并且出台相关细则，国家对民办教育持有鼓励发展的态度，但是民办教育依然地位不高。

补充并重（1999—2015）:

（1）1999年，第三次全国教育工作会议召开。该次会议对中国许多教育的发展作了更为大胆和开放的定位，民办教育第一次从“对公办教育的补充”而改变为“与公办教育并重”，各级教育管理部门可以给予部分民办学校以资金支持。

（2）2002年12月28日《民办教育促进法》表决通过，《民促法》明确规定：“民办教育事业属于公益性事业，是社会主义教育事业的组成部分”，“国家对民办教育实行积极鼓励、大力支持、正确引导、依法管理的方针。”它的任务就是“贯彻国家的教育方针，保证教育质量，致力于培养社会主义建设事业的各类人才”。

该阶段民办教育重要性继续提升，民办教育已经被明确为教育事业组成部分，开启了民办教育依法办学的新阶段。但是民办教育被定位于公益事业，民办教育的管理比较模糊。

分类管理（2016—2018）:

2016年开始国家对民办教育政策进行重大调整，民办教育开启产业化发展的新阶段，标志性事件是《民促法》三审修正案通过。

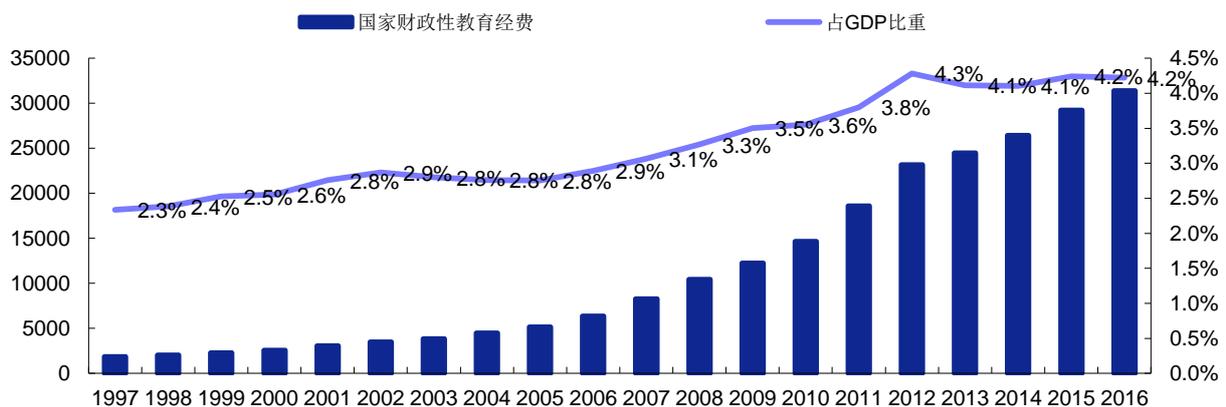
2018年8月至今民办教育政策风向的转变对快速膨胀的教育资本进行了强有力的限制，是否代表民办教育发展的新阶段有待观察。

因此，投资民办教育行业需要紧紧把握政策的导向。

8.2、财政投入增长乏力，社会资本是民办教育的加速期

2012年中国财政性教育经费突破2万亿元，占GDP比重首次超过4%。财政性教育经费占GDP比重4%，是世界低收入国家财政教育经费投入的基本标准。中国财政性教育经费占GDP比重突破4%后，短期财政教育经费占GDP比重难以有明显提升，2012—2016年中国财政性教育经费占GDP比重一直维持在4%出头水准，预计未来财政性教育经费投入增速总体与GDP增速接近。

图83： 1997-2016年中国财政性教育经费投入情况（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

2011年开始，中国经济增速下台阶，长期高增长结束，经济进入新常态，GDP增速回落至7%以下。中国经济进入发展新阶段，GDP增速将会保持相对稳定增长，

教育投入占 GDP 比重相对稳定，财政教育经费增速下降将是长期趋势，预计未来财政教育经费增速将维持在 7% 左右。

我们认为，经济增速下行，地方政府财政困难最终将制约教育投入，教育事业的发展最终必须依赖社会资本的深度参与，因此我们看好民办教育行业的长期发展机遇。

8.3、政策阶段回转，长期机遇犹存

从 2018 年 8 月份出台的《民办教育促进法实施条例（送审稿）》和 2018 年 11 月发布的《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》看，国家总体态度依然是支持民办教育，但是政策具有明显导向作用：

- (1) 学前教育和高中教育逐步纳入义务教育是趋势；
- (2) 义务教育不允许资本的绑架，义务教育阶段的投资应该维持合理的利润率；
- (3) 义务教育阶段教育坚持以综合素质发展为导向；
- (4) 依靠政策套利是坚决不允许的，主要针对关联交易等；
- (5) 职业教育和高等教育行业依然大有可为；

因此，从政策导向看，我们坚定看好职业教育、高等教育以及人文素养培养为主的公司。

2019 年我们建议关注：

立思辰：公司正推动信息安全业务剥离，全面聚焦“智慧教育+学习/升学服务”，集中资源、人才专注于教育产业，着力整合及拓展教育业务，加速推进教育业务的发展，未来公司业务核心聚焦于教育集团。

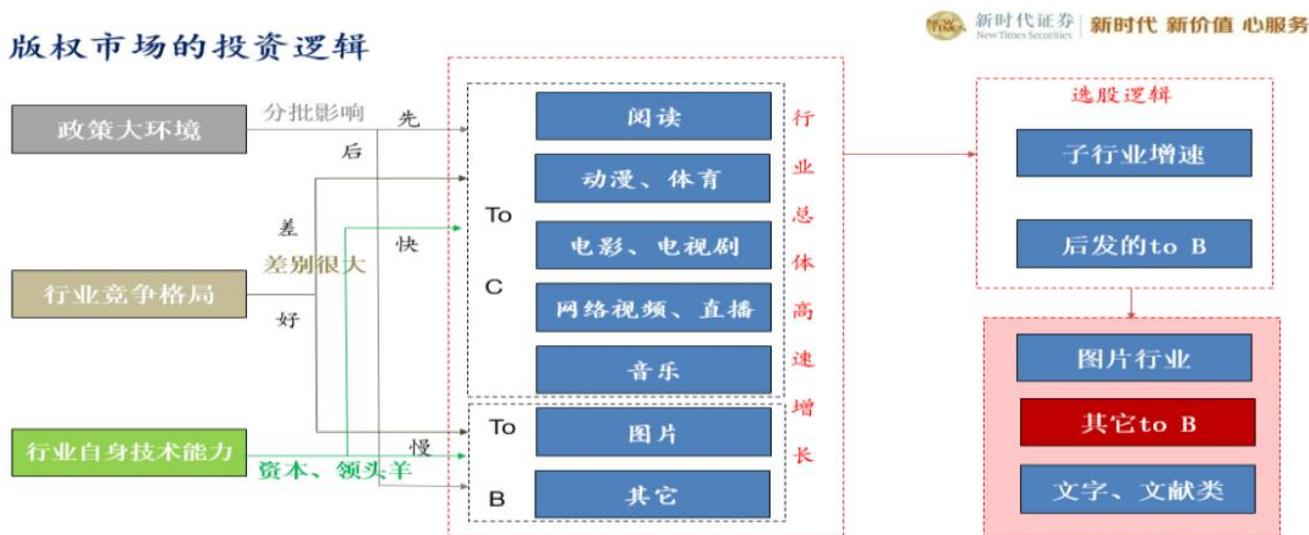
百洋股份：数字艺术教育龙头火星时代+影视后期特效制作公司楷魔视觉，实现从学到产的一体化产业链。

9、2019 年市场投资风格分化，积极把握传媒行业的性价比

展望 2019 年，经济下行压力尚存，传媒政策监管落地，商誉质押问题一定程度缓解，行业风险不断释放，基本面或有望改善，关注版权和细分子行业机会。

传媒行业结构性机会突显，逐渐体现出配置的性价比，建议积极参与配置。推荐处在发展黄金时代的版权领域投资机会，拥有最好的确定性机会。**继续推荐视觉中国、芒果超媒，同时推荐消费下沉逆周期特性的元隆雅图，推荐攻守兼备出版和游戏双核驱动的中文传媒；**行业受益个股有受益进口片红利的中国电影，受益研运驱动的吉比特，关注影视、院线、出版、教育广电方面的投资机会。

图84： 版权市场的投资逻辑



资料来源：新时代证券研究所整理

鉴于版权行业自身的大发展，版权方面我们继续推荐视觉中国（000681.sz），芒果超媒（300413.sz），关注安妮股份（002235.sz）和中国科传（600185.sh）在内的版权行业投资标的。

表20： 传媒行业部分版权受益个股梳理一览表

行业公司	18年 PE	所属类型	公司概述
视觉中国	49	图片交易平台	国内图片视觉创意内容交易平台型龙头公司
阅文集团	48	网络文学平台	行业领先的正版数字阅读平台和文学 IP 培育平台
掌阅科技	65	网络文学平台	国内移动数字阅读龙头公司
平治信息	34	网络文学平台	受益微信流量红利的领先新媒体阅读平台
芒果超媒	32	在线视频网站	整合了芒果系的全媒体运营平台
爱奇艺	/	在线视频网站	国内领先在线视频网站
哔哩哔哩	/	在线视频网站	二次元在线视频网站
腾讯视频	/	在线视频网站	腾讯旗下的国内领先在线视频网站
优酷视频	/	在线视频网站	阿里巴巴旗下的国内领先在线视频网站
腾讯音乐	/	音乐播放平台	腾讯旗下领先的多平台产品的音乐平台
捷成股份	11	影视版权平台	国内影视版权分发交易平台公司
新经典	39	民营图书运营商	国内经典文学和少儿民营畅销书龙头运营商
中国科传	20	科技书目运营商	国内拥有科技图书和期刊内容资源最多的出版商
安妮股份	26	版权综合服务商	从版权保护到内容交易产业链布局版权的综合服务商
光一科技	29	版权综合服务商	以版权云平台为核心的版权监测保护交易综合服务商

资料来源：wind，新时代证券研究所

2019年传媒行业有望迎来政策底之后的市场底和基本面底，细分子行业迎来估值修复机会，同时建议关注行业优质个股机会。

表21：行业存在估值修复机会的受益个股列表

子行业	公司代码	公司名称	公司概述
游戏	002624.SZ	完美世界	游戏和影视双核驱动的稳健型的龙头公司
游戏	002555.SZ	三七互娱	低估值买量优秀的国内精品游戏公司
游戏	002174.SZ	游族网络	低估值出海做的比较好的精品游戏公司
电影	300215.SZ	光线传媒	国内影视行业具备性价比的低估值影视公司
电视剧	300133.SZ	华策影视	最能平滑项目制风险的平台化的影视剧制作公司
院线	002739.SZ	万达电影	布局电影全产业链的国内龙头院线公司
院线	603103.SH	横店影视	深耕二三四五线城市的国内优秀院线公司
教育	300010.SH	立思辰	剥离信息安全立足大语文和教育信息化的教育公司
教育	002696.SZ	百洋股份	水产品和视觉艺术职业教育双元业务的优秀公司
出版	601900.SH	南方传媒	立足粤港澳大湾区的具备人口基数优势的国有出版公司
出版	601098.SH	中南传媒	低估值高分红的受益于义务教育增量的国有出版公司
设计	603466.SH	风语筑	具有优秀设计能力行业龙头地位的展馆设计服务公司

资料来源：wind，新时代证券研究所

10、风险提示

- (1) 经济增速下滑及大盘系统性风险。
- (2) 监管变化和落地政策推进不及预期。
- (3) 公司商誉风险，质押问题解决不及预期。
- (4) 公司业绩不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，曾有阳光私募机构和传媒上市公司的工作经历。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>