

春寒料峭，乍暖还寒

最近一年行业指数走势



联系信息

陶治

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

汪哲健

联系人

wangzhejian@ctsec.com

相关报告

- 1 《网络游戏道德委员会成立，游戏审批恢复或处逐步推进之中:传媒行业周报(第49周)》 2018-12-11
- 2 《广电将参与5G建设，存在不确定性但值得观察:传媒行业周报(第48周)》 2018-12-03
- 3 《2018年中国电影票房超越去年全年，建议布局优质院线标的:传媒行业周报(第47周)》 2018-11-26

投资要点:

- **估值回落至历史底部区间，行业保持温和增长但个股走势分化。**估值偏高的传媒板块估值中枢持续下调，板块整体表现落后上证综指、深证成指以及创业板指。年初至今传媒指数累计下跌35.80%，位列28个一级行业中的第26名。目前传媒行业整体板块PE为33倍，已经低于剔除2008年金融危机以外十年行业历史估值低点——2011年的34倍的水平。2018年前三季度实现营业收入3766亿元(yoy +16.8%)，实现归母净利润448亿元(yoy +2.9%)。展望2019年，传媒板块走势分化将会加大，业绩仍然是主要的驱动力。
- **中国电影票房未来有望稳健提升，持续看好优质院线标的。**受益于国内优质内容持续供给，2018年全年票房稳健增长，预计全年有望突破600亿元，预计同比增速为10%。我国人均观影人次仍有较大提升空间：城镇居民年人均观影次数为1.99次，远低于美国的人均观影次数(3.79次)。参考美国市场，我们认为在未来我国电影票价有望稳步提升。目前我国电影票房维持在较为稳定的水平，但美国电影市场进入成熟期后，票房和观影人次增速在-10%到10%的区间范围内波动，但平均票价保持稳步增加。参考美国市场，我们认为在未来我国电影票价有望稳步提升。
- **我们看好游戏行业边际改善机会。**行业在经历“业绩与估值”双底之后，随着版号恢复及新产品周期，游戏板块将迎来估值修复及业绩改善。我们建议把握三条主线：版号恢复及版号恢复预期带来游戏板块整体业绩边际改善与估值提升；强监管态势及供给侧改革(总量控制等)带来行业龙头及竞争优势显著的标的机会；优质游戏出海标的。
- **弱市背景下，我们推荐具备政策壁垒且将受益于增量人口的、低估值优质纸媒出版标的。**板块营收平稳增长，部分品种估值低估。图书出版发行行业具备较强的意识形态属性，因此具备较强的政策壁垒：目前民营资本无法进入图书出版与教材发行领域。教辅教材及少儿市场将持续受益于二胎政策后新增人口。
- **风险提示：**游戏政策监管超预期风险、业绩增速不及预期风险、商誉减值风险、股权质押风险、书号总量控制风险、系统性风险。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (十亿元)	收盘价 (12.12)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
002624	完美世界	35.6	27.08	1.47	1.83	2.07	18.4	14.8	13.1	买入
600373	中文传媒	17.7	12.86	1.05	1.30	1.58	12.3	9.9	8.1	增持
603103	横店影视	10.3	22.78	0.73	0.76	0.89	31.2	30.0	25.6	增持
300528	幸福蓝海	3.3	8.88	0.30	0.48	0.57	29.6	18.5	15.6	买入
600977	中国电影	27.1	14.54	0.52	0.81	0.79	28.0	18.0	18.4	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、 核心观点：维持行业“中性”评级，看好游戏行业边际改善机会	4
2、 传媒行业 2018 年回顾	6
2.1 估值中枢持续下调，传媒板块接近合理区间	6
2.2 板块总体业绩增速放缓，细分行业估值中枢回落	7
2.3 年初至今热点凌乱，图书出版标的表现较好	11
3、 影视娱乐内容精品化呈长期趋势，持续看好优质院线标的	13
3.1 板块营收增速放缓，部分品种估值略显低估	13
3.2 优质国产引观影人数回升，票房重回两位数增长	15
3.2.1 影片内容不断提升，明年票房有望再创佳绩	15
3.2.2 院线建设城市层级下沉，提升三四五线城市观影热情	19
3.2.3 中国电影市场长期千亿规模，目前距离天花板仍较远	19
3.2.4 电影管理职责归属中宣部，电影更强调社会效应	20
3.3 投资建议	20
4、 游戏行业景气度依旧较高，建议关注高成长业内龙头	22
4.1 板块营收企稳回升，部分品种投资价值凸显	22
4.2 监管政策频出行业进入强监管时代，版号影响于 2018 年 4 季度逐步显现	25
4.3 关注游戏市场边际改善，持续看好游戏出海	27
4.4 投资建议	29
5、 纸媒出版行业稳健，部分具备经营壁垒品种估值相对低估	30
5.1 板块营收平稳增长，部分品种估值低估	30
5.2 国企具备经营壁垒，稳健特征于弱市具备防守价值	32
5.3 教辅教材及少儿市场将持续受益于二胎政策后新增人口	33
5.4 投资建议	34
6、 重点覆盖标的详情	36

图表目录

图 1：游戏娱乐、电影院线估值相对合理	4
图 2：2018 年传媒板块涨跌情况	6
图 3：18 年申万各板块区间涨跌幅情况（截止到 2017 年 12 月 12 日）	6
图 4：2008. 6. 30-2018. 12. 11 传媒行业 PE	7
图 5：申万一级行业市盈率	7
图 6：2008-2018 年 Q3 传媒板块营收状况	8
图 7：2008-2018 年 Q3 传媒板块归母净利润状况	8
图 8：游戏、影视、广告营销、纸媒出版子版块市盈率（截止到 2018. 12. 08）	8
图 9：细分子行业前三季度营收 yoy 一览	9
图 10：细分子行业前三季度归母净利润 yoy 一览	10
图 11：游戏娱乐、电影院线估值相对合理	10
图 12：2010-2018 年影视娱乐版块估值情况	13
图 13：2010-2018Q3 影视娱乐版块营业收入增速和净利润增速	14
图 14：国内票房及增速情况	16
图 15：国内电影市场单银幕产出情况	17
图 16：国内电影市场观影人次情况	17

图 17: 2019 年 1 月至春节档定档电影一览.....	18
图 18: 我国三线及以下城市地区票房占比逐步提升	19
图 19: 国内电影市场平均票价保持稳定	20
图 20: 2010-2018 年游戏板块估值情况.....	23
图 21: 2010-2018Q3 游戏板块营业收入增速和净利润增速	23
图 22: 移动游戏腾讯、网易市占率 (手游收入/季度行业收入)	27
图 23: 未成年人用户 (18 岁以下) 占比较小.....	28
图 24: 未成年人在装及月活趋势	28
图 25: 世界各国手游行业 ARPU 值和用户安装成本对比	29
图 26: 2010-2018 年纸媒出版板块估值情况 (PE TTM)	30
图 27: 2011Q3-2018Q3 纸媒出版营业收入增速和净利润增速	31
图 28: 纸媒出版货币资金充足.....	32
图 29: 纸媒出版资产负债率较低.....	32
图 30: 此处录入标题.....	33
表 1: 2018 年涨幅榜 (截止到 2017. 12. 12)	11
表 2: 2018 年跌幅榜 (截止到 2017. 12. 12)	11
表 3: 影视娱乐板块上市公司涨跌幅和业绩增速	14
表 4: 2018 年国产电影内容表现优异.....	15
表 5: 北美已定档影片一览.....	17
表 6: 游戏板块上市公司涨跌幅和业绩增速	24
表 7: 2018 年监管政策频出, 游戏行业步入强监管时代.....	25
表 8: 行业集中度保持高位, 腾讯网易老游表现持续强劲.....	26
表 9: 纸媒出版板块上市公司涨跌幅和业绩增速	31
表 10: 由于政策壁垒, 民营资本无法进入图书出版与教材发行领域.....	33
表 11: 文学、少儿类图书出版情况	34
表 12: 2017 年各省市出生人口数量排行版.....	34
表 13: 此处录入标题.....	36

1、核心观点：维持行业“中性”评级，看好游戏行业边际改善机会

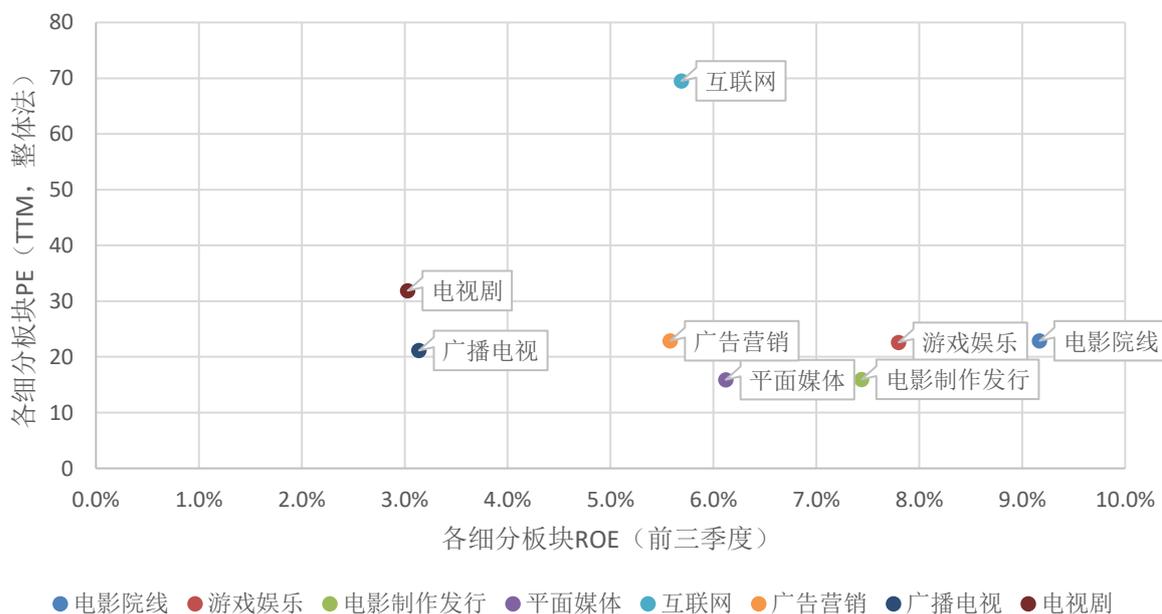
展望 2019 年，申万传媒板块估值达到四年来最低水平，整体性反弹具备一定基础，具备一定配置价值，但我们认为：

- 2019 年板块性的整体性机会概率仍然较小，板块走势的分化或将在 2018 年的基础上更为分化；
- 监管层的监管方向和力度在 2019 年仍将维持，游戏和内容制作仍将保持高压姿态的监管态势；
- 2019 年作为传媒行业由外延转为内生的第三年，整体增速将换挡降速至温和增长态势。

对于 2019 年的传媒板块，一方面需要密切关注政策变化带来的弹性机会（版号恢复审批等），另一方面需要继续警惕质押风险与商誉减值风险。整体来看，2019 年行业整体降速换挡、维系温和增长态势，因此维持“中性”评级。

在传媒众多子版块当中，综合考虑行业前瞻、板块营收、净利润的历史与未来增速预测，我们认为电影院线、游戏娱乐、平面媒体是传媒板块中估值合理且具备潜在机会的板块。

图 1：游戏娱乐、电影院线估值相对合理



数据来源：Wind，财通证券研究所

我们看好游戏行业边际改善机会。中短期行业受益于市场对版号预期增强，叠加部分游戏公司将进入新一轮产品周期带来的业绩增长（前期版号审批暂停将加剧这一现象）。行业在经历“业绩与估值”双底之后，随着版号恢复及新产品周期，游戏板块将迎来估值修复及业绩改善。

影视板块中，基于三点原因，我们看好院线子板块：

- 国产内容驱动有望延续，19年春节档优质内容云集：2018年国产内容表现可谓是非常优秀，18年年度TOP20电影内容中国产电影占据了12席位，相比2017年增加了5位，TOP20电影榜单中国产电影排放占比达到66.7%，远超2017年的48.3%，头部优质国产内容有望持续供应；
- 2019年为好莱坞影片大年，目前已经定档大片数量和质量较为可观，我们认为大概率引进并且具备票房超5亿潜力的好莱坞电影超过25部，其中《复仇者联盟4》与《大侦探皮卡丘》有望成为现象级电影；
- 院线建设城市层级下沉仍在继续，单银幕产出有望维持，我国人均观影人次仍有较大提升空间，未来我国电影票价有望稳步提升。

而影视内容方面，片酬限制、内容审核等政策持续影响，叠加目前对影视领域税收政策的执行趋严以及虚假收视率问题受到高层重视，目前行业产能收缩，部分上市公司业务停滞，对影视内容公司（尤其是中小公司）负面影响严重，行业洗牌将会加速。短网络视听内容审核流程与电视剧一致后对互联网平台内容的丰富性与会员增长有一定负面影响。

我们认为部分传统图书出版标的处于被低估状态，具有一定配置价值，且目前得弱市背景下传统图书出版标的防御价值凸显。传统图书出版市场以国企为主，国企类公司在经营方面较为谨慎稳健，资产负债率低、库存现金比例较高、商誉占比和股权质押比例占比较低，因此在当前弱势市场具有一定优势。在图书出版和教材教辅发行等领域具有较强经营壁垒。从行业展望角度看，我们认为二胎政策全面放开后，新生儿数量也随之出现触底回升的迹象，未来有望带动少儿类及教材教辅类图书消费。

风险提示：

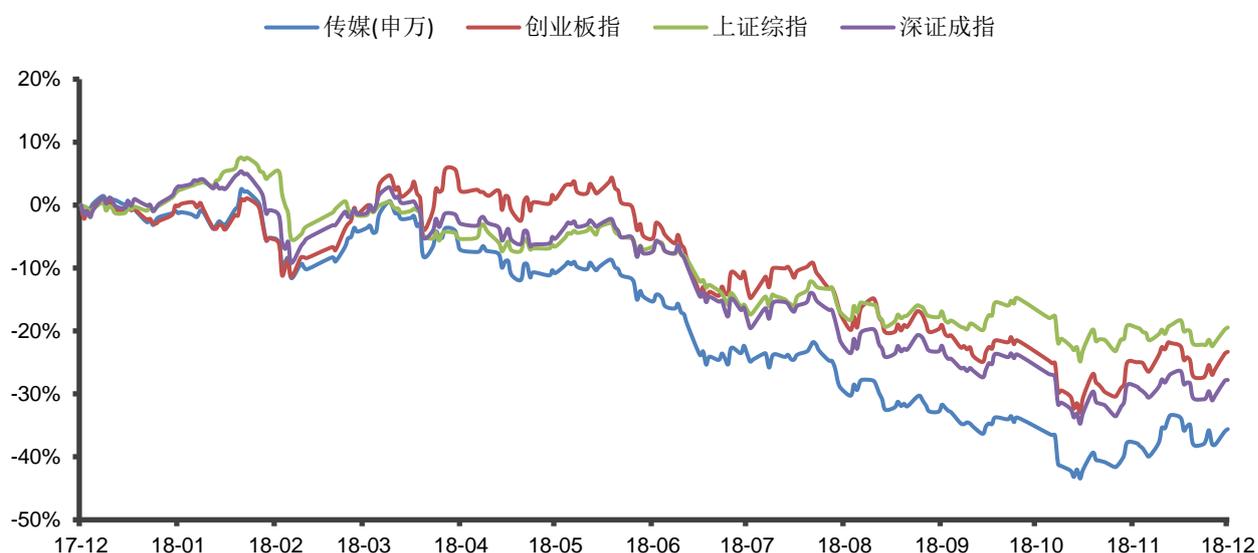
- **版号审批重启时间超预期**：目前，中宣部、文化部等主管部门尚未对游戏版号恢复问题发布任何文件或政策讲话，主要上市游戏公司也尚未得到关于游戏版号恢复的任何通知。因此，我们认为最可能的时点是明年春节后，但是仍然存在巨大的不确定性。
- **总量调控力度超预期**：即使游戏版号审批恢复，游戏行业仍将面临总量调控、未成年人保护、内容审核严格的政策监管环境，总量调控及内容审核力度或许将超市场预期，例如：将已审核游戏永久下架，主管部门可能引入游戏版本升级的重新审核机制。
- **因“网台同审”政策部分网剧内容无法上线导致存货减值、商誉减值、经营业绩波动风险。**

2、传媒行业 2018 年回顾

2.1 估值中枢持续下调，传媒板块接近合理区间

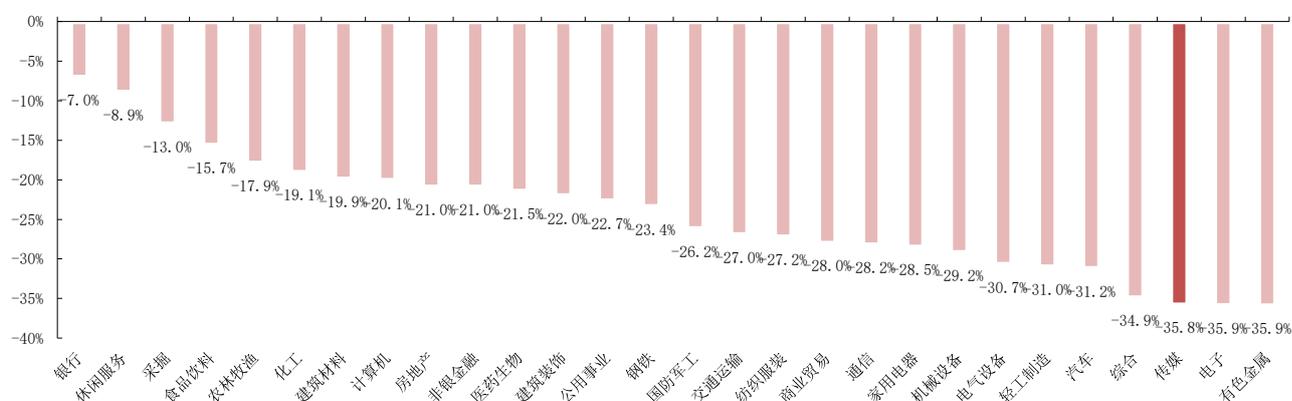
自 2018 年年初至今，由于受到资金趋紧、板块业绩分化、质押风险担忧和监管政策继续趋严等多重因素，前期估值偏高的传媒板块估值中枢持续下调，板块整体表现落后上证综数、深证成指以及创业板指。截止到 2018 年 12 月 12 日，今年传媒(申万)指数累计下跌 35.8%，而同期的上证综指和深证成指分别下跌 21.3% 和 30.3%；在各行业排名中，传媒行业位列 28 个一级行业中的第 26 名，连续三年排名靠后。但从长期来看，在我国经济发展总体平稳、经济增长结构转变、消费升级以及人民群众对精神文化需求愈发旺盛等背景下，传媒板块有望分享经济向消费端转型的红利。

图 2：2018 年传媒板块涨跌情况



数据来源：Wind, 财通证券研究所
注：截止到 2018 年 12 月 11 日

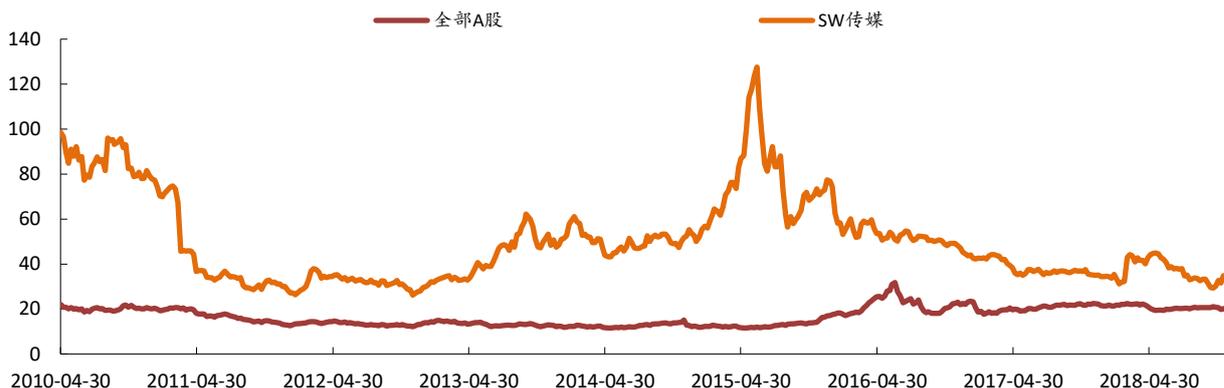
图 3：18 年申万各板块区间涨跌幅情况（截止到 2017 年 12 月 12 日）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

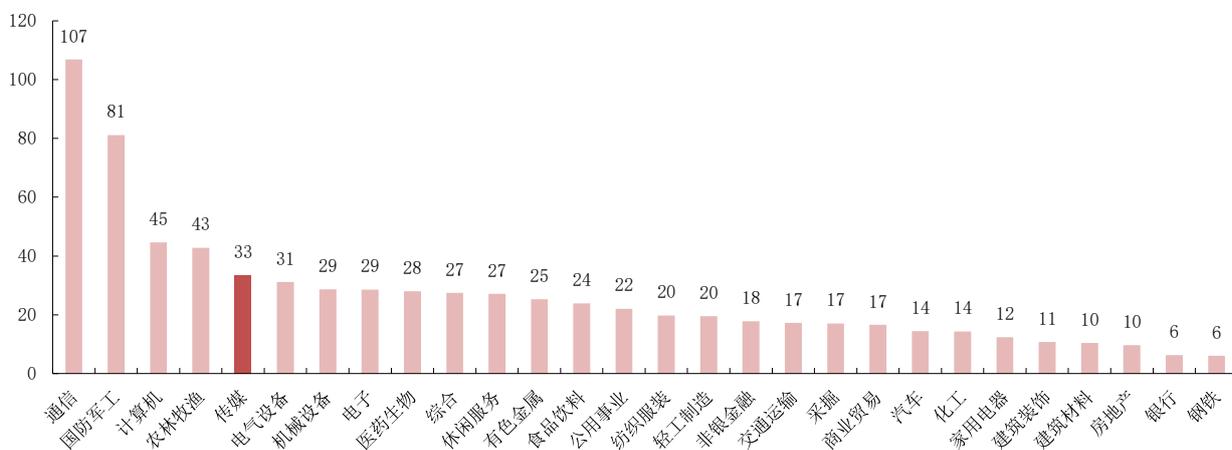
传媒板块经过连续两年的回调，板块整体估值已经处于历史低位。截止 2018 年 12 月 11 日，若按照整体法且不剔除亏损个股计算，传媒行业整体板块 PE 为 33 倍，已经低于剔除 2008 年金融危机以外十年行业历史估值低点——2011 年的 34 倍的水平。自 2015 年后，传媒板块市盈率与 A 股全市场市盈率差距逐渐缩小，差额从 16 年 6 月的 79 倍已经逐步缩小到目前的 14 倍。从 28 个行业的估值水平来看，传媒板块估值水平处于 28 个子行业中第 5 名，估值处于合理偏高区间。

图 4：2008. 6. 30-2018. 12. 11 传媒行业 PE



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 5：申万一级行业市盈率



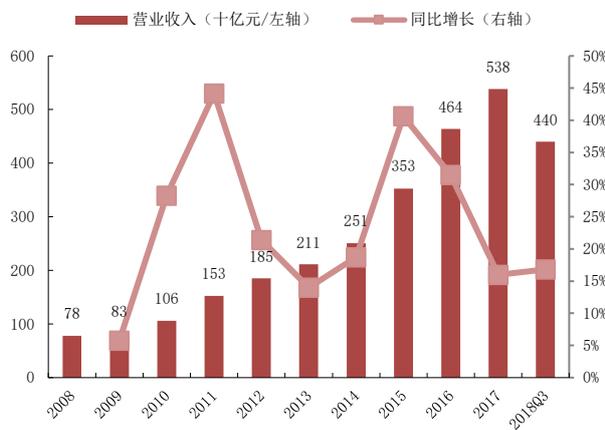
数据来源：Wind，财通证券研究所
注：时间截至 2018 年 12 月 12 日

2.2 板块总体业绩增速放缓，细分行业估值中枢回落

从行业板块的盈利能力来看，2008 年-2016 年传媒板块整体业绩一直保持高速增长。但从 2016 年开始，由于受并购重组监管趋严等多方面因素，导致行业整体增速明显放缓，2017 年业绩增速明显降低。2008-2016 年，传媒板块营收和归母

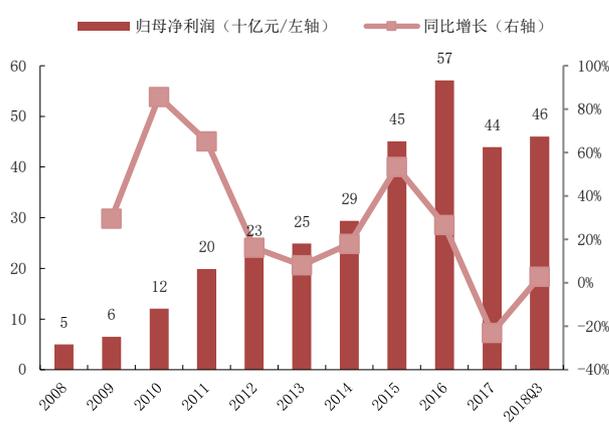
净利润分别实现 25.94%和 36.26%的年复合增长。2017 年后增速明显放缓：传媒行业整体 2017 年实现营收 5381 亿元 (yoy +16.0%)，实现归母净利润 440 亿元 (-23.0%)；2018 年前三季度实现营业收入 3766 亿元 (yoy +16.8%)，实现归母净利润 448 亿元 (+2.9%)。

图 6：2008-2018 年 Q3 传媒板块营收状况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 7：2008-2018 年 Q3 传媒板块归母净利润状况



数据来源：Wind，财通证券研究所

传媒各板块中，影视和游戏是估值相对较高的板块，纸媒出版估值长期保持较低水平，广告传媒板块估值随着行业整体景气度下滑逐渐走低。影视板块估值在历史上均以较大幅度大于传媒整体估值，目前随着政策监管及税收原因估值处于历史较低水平；在 15 年前后随着手游市场崛起，游戏板块估值随之走高，但随着移动游戏人口红利殆尽及 2018 年开始版号停审，估值已经逐渐回落到板块平均水平；由于传统纸媒出版行业景气度较低（受制于原材料涨价、人口结构变化导致的教辅教材需求受限等原因），纸媒出版板块估值长期保持低于传媒整体水平，波动幅度较小；广告营销板块是波动幅度较大的板块，在 13 年-14 年广告营销板块估值高于传媒整体估值，2016 年后广告营销板块估值回落明显，目前处于传媒板块内较高估值水平

图 8：游戏、影视、广告营销、纸媒出版子版块市盈率

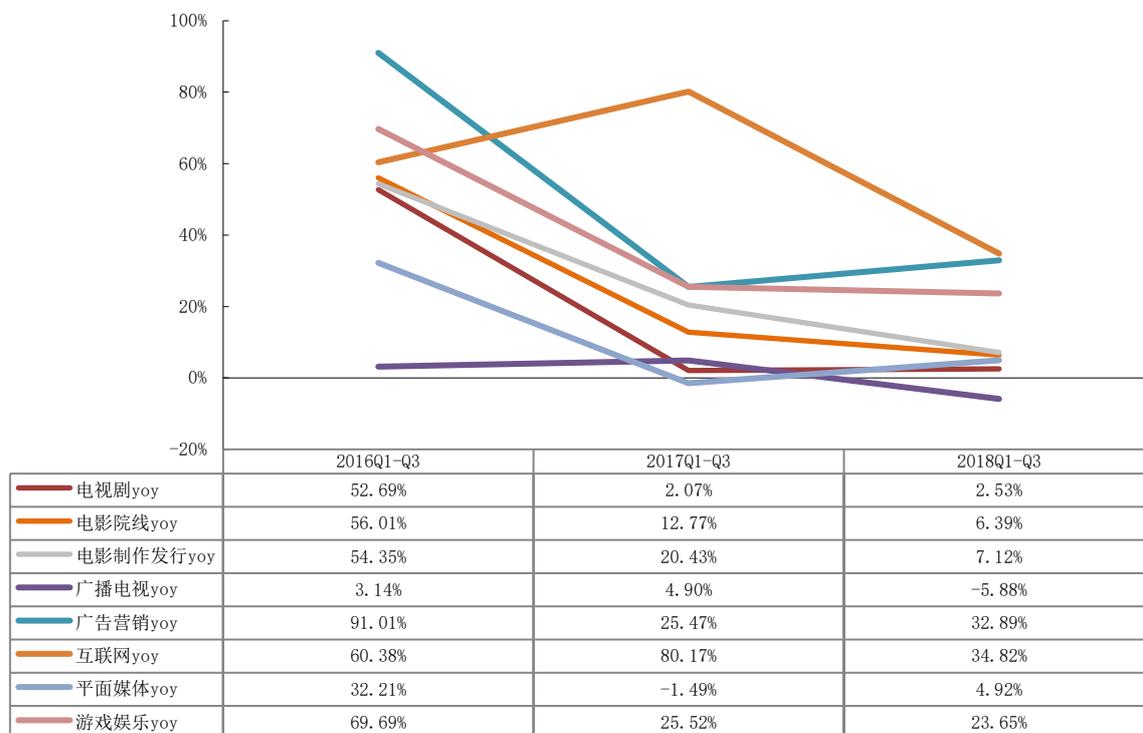


数据来源：Wind，财通证券研究所

注：截至 2018 年 12 月 12 日

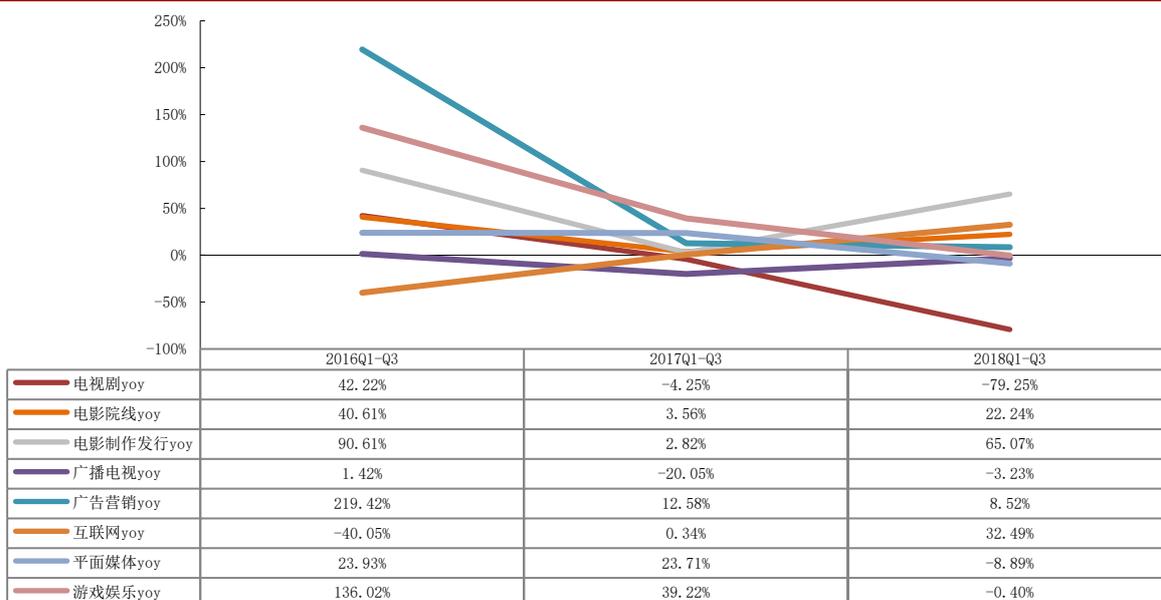
细分行业增速方面，广告营销行业景气度较高，2018 年前三季度实现营业收入 1113 亿元，同比增长达 32.89%，实现归母净利润 80.08 亿元，同比增加 8.52%。电影院线与电影制作发行板块表现较好，分别实现 32.33 亿元与 26.85 亿元的归母净利润，同比增加 22.24%与 65.07%。游戏行业方面，在移动游戏人口红利殆尽、买量成本飙升以及由于版号的暂停导致新游无法变现，营业收入 415 亿，同比增速为 23.65%，增速有一定放缓趋势，A 股游戏板块利润增速放缓明显，由 2017 年 Q3 的 39.22%减少至 2018 年 Q3 的-0.40%；电视剧行业实现营业收入 165 亿元，同比增加 2.53%；电影内容行业、电影院线行业营收增速趋缓，2018 年前三季度板块营业收入同比分别增长 6.39%、7.12%。广播电视与平面媒体作为传统的传媒行业，营收较为平稳，波动范围较窄，平面媒体的利润端表现较为平稳，均在较小的范围内波动，广播电视行业受新媒体有一定程度上的冲击，2018 年 Q3 归母净利润同比下降 3.23%。

图 9：细分子行业前三季度营收 yoy 一览



数据来源：Wind, 财通证券研究所

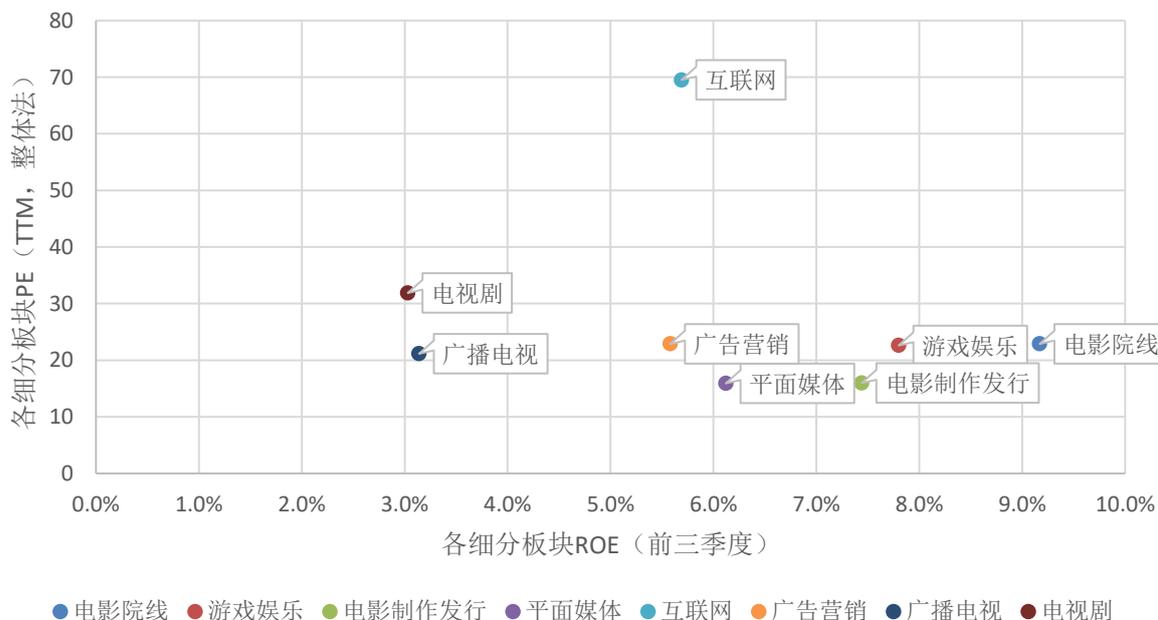
图 10：细分子行业前三季度归母净利润 yoy 一览



数据来源：Wind, 财通证券研究所

考虑盈利能力与估值的匹配，电影院线板块与游戏娱乐板块是传媒行业中盈利能力强且估值较低的板块（下图中，右下角为盈利能力强且相对低估的行业，左上角为盈利能力弱且相对高估的行业）。综合考虑行业前瞻、板块营收、净利润的历史与未来增速，我们认为电影院线、游戏娱乐、平面媒体是传媒板块中估值合理的板块。

图 11：游戏娱乐、电影院线估值相对合理



数据来源：Wind, 财通证券研究所

2.3 年初至今热点凌乱，图书出版标的表现较好

涨幅榜中，热点较为凌乱，图书出版标的表现较好。年初至今涨幅居前十五的个股中，仅有6支股票实现了正收益。其中，传统图书出版行业表现较好，凤凰传媒、长江传媒、城市传媒位列第7、11、12名。

表 1：2018 年涨幅榜（截止到 2017.12.12）

排名	证券名称	年内涨幅 (%)
1	上海钢联	37.12
2	视觉中国	34.92
3	金陵体育	33.18
4	东方财富	19.51
5	元隆雅图	16.94
6	麦达数字	14.45
7	凤凰传媒	-0.21
8	长江传媒	-0.68
9	城市传媒	-2.19
10	双象股份	-2.40
11	光环新网	-2.52
12	世纪华通	-3.88
13	大晟文化	-3.95
14	中国电影	-5.08
15	宝通科技	-6.55

数据来源：Wind, 财通证券研究所

跌幅榜中，乐视网、*ST 巴士、ST 中南由于暴雷跌幅明显，分别下跌 81.21%、72.66%、68.42%。由于政策监管趋严、明星涉税事件发酵、影视公司补税、长视频平台加码自制内容等因素影响，影视内容制作承压明显，其中文投控股、印记传媒、唐德影视跌幅达到 74.27%、73.94%、60.42%，跌幅位居前列。

表 2：2018 年跌幅榜（截止到 2017.12.12）

排名	证券名称	年内涨幅 (%)
1	乐视网	-81.21
2	文投控股	-74.27
3	印记传媒	-73.94
4	*ST 巴士	-72.66
5	恺英网络	-70.84
6	ST 中南	-68.42
7	华闻传媒	-65.89
8	天神娱乐	-65.01
9	开元股份	-63.81
10	龙韵股份	-62.33

11	贵人鸟	-61.43
12	中信国安	-60.56
13	唐德影视	-60.42
14	聚力文化	-59.96
15	当代东方	-59.12

数据来源：Wind, 财通证券研究所

3、影视娱乐内容精品化呈长期趋势，持续看好优质院线标的

业绩驱动逐渐由外延转向内生，业绩增速明显回落。2018 前三季度，影视娱乐板块营业收入同比增长 7.7%，相对于 2017 年全年的 11.7% 增速有所回落；利润端方面同比增长 18.1%，相对于 2017 年全年的 2.3% 增速有所增加。受范冰冰“阴阳合同”事件持续发酵、国税总局下发艺人工作室、影视公司自查自纠、补缴税款文件、影视行业等事件影响，影视板块在经历了两年调整后依旧跌幅明显，截至 2018 年 12 月 12 日，整体下跌了 33.84%，估值水平的持续回调使得板块内的部分品种已经回落到了合理偏低区间。影视板块中，我们最为看好院线子板块，原因有三：

- 国产内容驱动有望延续，19 年春节档优质内容云集：2018 年国产内容表现可谓是非常优秀，18 年年度 TOP20 电影内容中国产电影占据了 12 席位，相比 2017 年增加了 5 位，TOP20 电影榜单中国产电影排放占比达到 66.7%，远超 2017 年的 48.3%，头部优质国产内容有望持续供应；
- 2019 年为好莱坞影片大年，目前已经定档大片数量和质量较为可观，我们认为大概率引进并且具备票房超 5 亿潜力的好莱坞电影超过 25 部，其中《复仇者联盟 4》与《大侦探皮卡丘》有望成为现象级电影；
- 院线建设城市层级下沉仍在继续，单银幕产出有望维持，我国人均观影人次仍有较大提升空间，未来我国电影票价有望稳步提升。

3.1 板块营收增速放缓，部分品种估值略显低估

估值水平的持续回调使得版块内的部分品种已经回落到了合理偏低区间，在纳入统计的 26 家影视娱乐版块的上市公司中，共有 8 家公司目前的预测 PEG 小于 1，分别为中国电影、华策影视、北京文化、当代名称、光线传媒、幸福蓝海、欢瑞世纪、慈文传媒；连续二年净利润增速大于 20% 的公司共有 8 家，分别为华策影视、横店影视、北京文化、当代名诚、幸福蓝海、欢瑞世纪、慈文传媒。

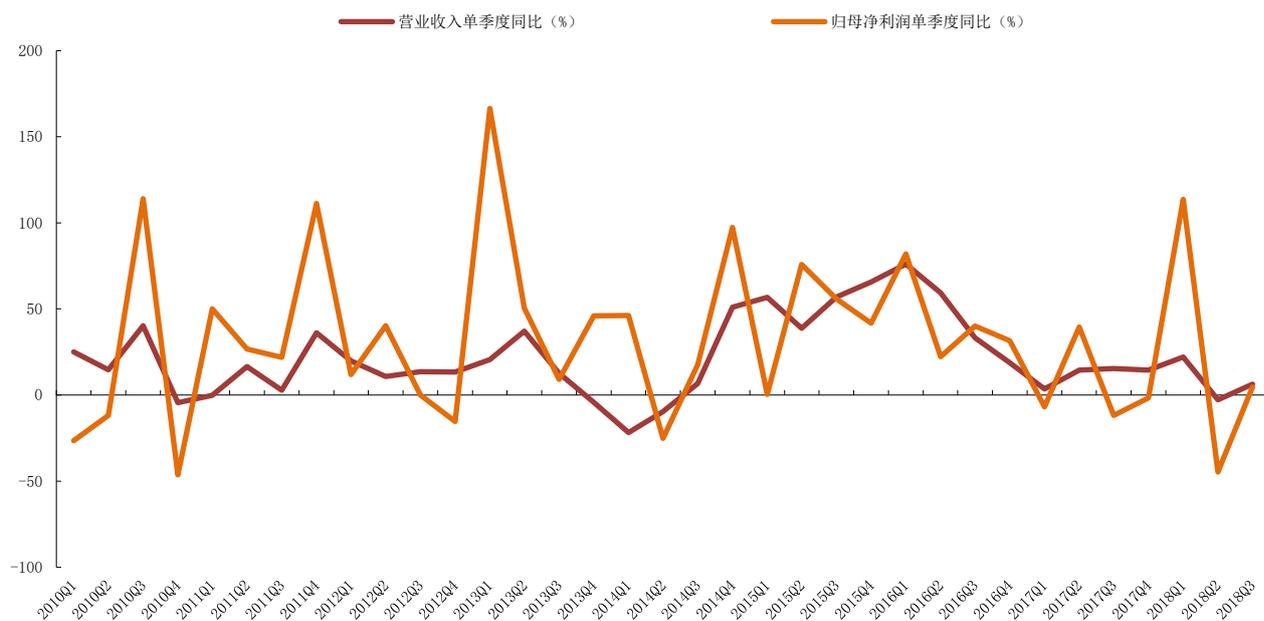
图 12：2010-2018 年影视娱乐板块估值情况



数据来源：wind，财通证券研究所

业绩驱动逐渐由外延转向内生，业绩增速明显回落。自 2016 年初监管层收紧对影视类资产的并购重组，影视娱乐板块营业收入和归母净利润增速均从 2016 年二季度开始放缓，2017 年后影视类资产并购监管仍然趋严，多家影视公司宣布终止重组方案。在严监管的背景下，影视娱乐公司业绩逐步回归内生增长。今年前三季度，影视娱乐板块营业收入合计实现 414.34 亿元，同比增长 7.7%，相对于 2017 年全年的 11.7% 增速有所回落；利润端方面，影视娱乐板块归母净利润合计为 72.2 亿元，同比增长 18.1%，相对于 2017 年全年的 2.3% 增速有所增加。

图 13：2010-2018Q3 影视娱乐板块营业收入增速和净利润增速



数据来源：wind，财通证券研究所

截至 2018 年 12 月 12 日，受范冰冰“阴阳合同”事件持续发酵、国税总局下发艺人工作室、影视公司自查自纠、补缴税款文件、影视行业等事件影响，影视板块在经历了两年调整后依旧跌幅明显，整体下跌了 33.84%；除了国企背景电影行业全产业链龙头的中国电影外，所有影视娱乐公司较年初均出现不同程度的下跌。

表 3：影视娱乐板块上市公司涨跌幅和业绩增速

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PB (LF)	年初至今区间涨跌幅 (%)	2018 年前三季度营业收入增速 (%)	2018 年前三季度净利润增速 (%)	未来二年净利润增速 (%)	预测 PEG
600892.SH	大晟文化	23.38	2.53	-4.48	-17.83	-93.00	-	-
600977.SH	中国电影	16.57	2.35	-8.39	3.62	68.31	18.48	1.00
600088.SH	中视传媒	37.56	3.07	-19.37	-0.79	19.80	-	-
300133.SZ	华策影视	22.48	2.15	-20.01	43.40	29.61	23.81	0.83
603103.SH	横店影视	28.43	4.52	-22.79	13.97	5.92	20.86	1.19
000802.SZ	北京文化	22.77	1.63	-26.64	45.79	164.31	28.48	0.66
600136.SH	当代明诚	23.70	1.82	-27.18	225.61	111.99	73.57	0.22
300251.SZ	光线传媒	8.86	2.25	-27.26	-17.05	257.12	15.88	0.55

300528.SZ	幸福蓝海	22.58	1.67	-32.30	25.52	58.09	39.44	0.46
601595.SH	上海电影	24.31	2.35	-33.88	0.33	-35.66	2.62	8.14
002739.SZ	万达电影	26.08	3.14	-34.90	7.06	0.41	16.27	1.39
000892.SZ	欢瑞世纪	7.94	1.48	-35.99	22.09	929.62	25.79	0.35
002905.SZ	金逸影视	17.97	1.92	-37.28	-5.12	-3.90	6.66	2.56
600576.SH	祥源文化	35.09	1.55	-38.49	-15.48	2.02	-	-
603721.SH	中广天择	61.56	3.18	-38.75	-19.58	-63.70	-	-
300027.SZ	华谊兄弟	25.47	1.41	-41.84	31.58	-28.72	4.21	4.52
002071.SZ	长城影视	18.00	4.00	-42.83	29.73	3.22	-	-
002502.SZ	骅威文化	21.68	1.07	-50.44	-79.36	-87.01	-	-
002175.SZ	东方网络	-7.50	3.09	-52.35	-55.89	-7,488.28	-	-
300291.SZ	华录百纳	-12.07	0.71	-53.61	-71.03	-386.46	-	-
002343.SZ	慈文传媒	9.85	1.76	-58.56	136.59	65.59	21.07	0.47
002445.SZ	ST中南	34.82	0.78	-68.82	-14.16	-113.79	-	-
600715.SH	文投控股	126.72	1.45	-75.04	-11.51	-93.71	-	-

数据来源：wind, 财通证券研究所

3.2 优质国产引观影人数回升，票房重回两位数增长

3.2.1 影片内容不断提升，明年票房有望再创佳绩

受益于国内优质内容持续供给，2018年全年票房稳健增长，预计全年有望突破600亿元，预计同比增速为10%。2018年国产内容表现可谓是非常优秀，截至2018年12月10日，年度TOP20电影内容中国产电影占据了12席位，相比2017年增加了5位，TOP20电影榜单中国产电影排占比达到66.7%，远超2017年的48.3%。

表 4：2018 年国产电影内容表现优异

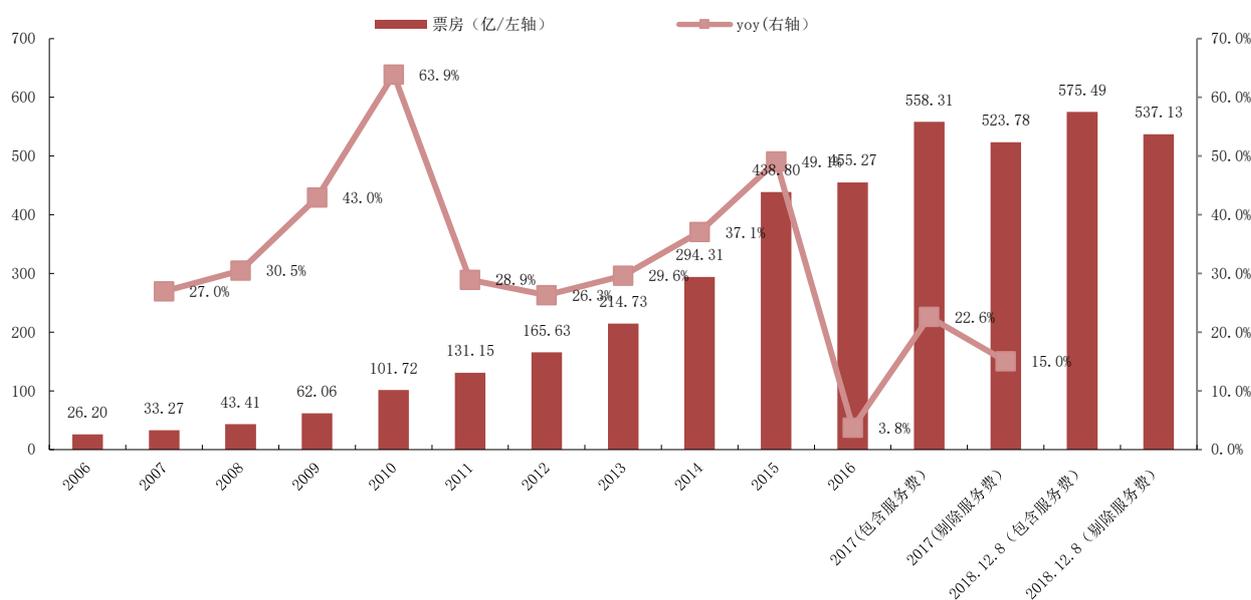
2018 年 TOP20 电影					2017 年 TOP20 电影				
排名	影片名	总票房 (亿元)	国家及地区	上映日期	排名	排名: 影片名	总票房 (亿元)	国家及地区	上映日期
1	红海行动	36.5	中国/中国香港	2018/2/16	1	战狼 2	56.8	中国	2017/7/27
2	唐人街探案 2	34.0	中国	2018/2/16	2	速度与激情 8	26.7	美国	2017/4/14
3	我不是药神	31.0	中国	2018/7/5	3	羞羞的铁拳	22.0	中国	2017/9/30
4	西虹市首富	25.5	中国	2018/7/27	4	功夫瑜伽	17.5	印度/中国	2017/1/28
5	复仇者联盟 3: 无限战争	23.9	美国	2018/5/11	5	西游伏妖篇	16.6	中国香港/中国	2017/1/28
6	捉妖记 2	22.4	中国香港/中国	2018/2/16	6	变形金刚 5: 最后的骑士	15.5	美国	2017/6/23
7	毒液: 致命守护者	18.6	美国	2018/11/9	7	摔跤吧! 爸爸	13.0	印度	2017/5/5
8	侏罗纪世界 2	17.0	美国	2018/6/15	8	芳华	11.9	中国	2017/12/15
9	前任 3: 再见前任	16.5	中国	2017/12/29	9	加勒比海盗 5: 死无对证	11.8	美国	2017/5/26
10	头号玩家	14.0	美国	2018/3/30	10	1 金刚: 骷髅岛	11.6	美国	2017/3/24
11	后来的我们	13.6	中国	2018/4/28	11	寻梦环游记	11.5	美国	2017/11/24
12	一出好戏	13.5	中国	2018/8/10	12	极限特工: 终极回归	11.3	美国	2017/2/10

13	无双	12.7	中国/中国香港	2018/9/30	13	生化危机：终章	11.1	美国/德国	2017/2/24
14	碟中谍6：全面瓦解	12.4	美国	2018/8/31	14	乘风破浪	10.5	中国	2017/1/28
15	巨齿鲨	10.5	美国	2018/8/10	15	神偷奶爸3	10.4	美国	2017/7/7
16	狂暴巨兽	10.0	美国	2018/4/13	16	蜘蛛侠：英雄归来	7.7	美国	2017/9/8
17	超时空同居	9.0	中国	2018/5/18	17	大闹天竺	7.6	中国	2017/1/28
18	蚁人2：黄蜂女现身	8.3	美国/英国	2018/8/24	18	雷神3：诸神黄昏	7.4	美国	2017/11/3
19	无问西东	7.5	中国	2018/1/12	19	猩球崛起3：终极之战	7.4	美国	2017/9/15
20	无名之辈	7.5	中国	2018/11/16	20	金刚狼3：殊死一战	7.3	美国	2017/3/3
类型	数量	总票房	占比		类型	数量	总票房	占比	
国产	12	229.6	66.7%		国产	7	142.8	48.3%	
引进	8	114.6	33.3%		引进	13	152.8	51.7%	

数据来源：EBOT，财通证券研究所

截至2018年12月10日，国内票房市场规模（包含服务费）达到575.49亿元，我们预计2018年全年中国电影市场规模（包含服务费）将达到614亿，同比增加10.0%，不包含服务费的市场规模将达到570亿，同比增加8.9%。其中，二三四五线城市票房增速逐步提高，其中四五线城市在15%以上；分档期来看，2、3月（春节档）和7月（暑期档）同比增速分别达到60%、37%。随着互联网票补的取消，我们预计电影平均票价有望呈现小幅度提升的趋势，海内外优质内容的供给有望驱动中国电影票房的增长。

图 14：国内票房及增速情况



数据来源：猫眼专业版、EBOT，财通证券研究所

过去十年，中国电影银幕数量以26%的年复合增速高速增长。2018年上半年单银幕产出为53万元，银幕数为56786块，较年初增加超6000块，我们预计2018年全年单银幕产出将在100万左右，略有小幅度的下滑。观影人次方面，2018

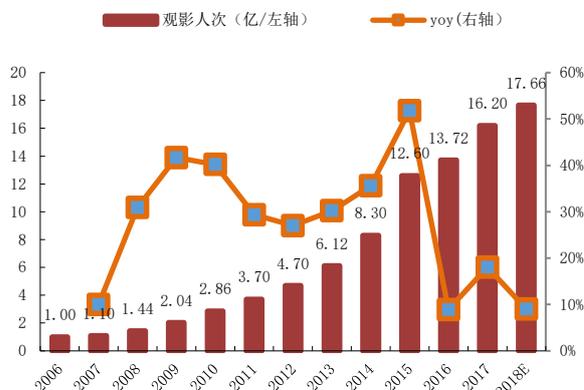
年年初至今观影人次为 16.69 亿人次，预计 2018 年全年将达到 17.66 亿人次，同比增速为 9.0%。我们判断银幕建设仍将进行，单银幕产出有望持续。

图 15: 国内电影市场单银幕产出情况



数据来源: 艺恩、广电总局, 财通证券研究所

图 16: 国内电影市场观影人次情况



数据来源: 艺恩、广电总局, 财通证券研究所

2019 年为好莱坞影片大年，片单较为饱满。目前已经定档大片数量和质量较为可观，其中大部分有望明年引进国内，为明年票房大盘增长提供动力。根据目前的片单，我们认为大概率引进并且具备票房超 5 亿潜力的好莱坞电影超过 25 部，其中《复仇者联盟 4》与《大侦探皮卡丘》有望成为现象级电影

表 5: 北美已定档影片一览

北美上映日期	片名	IP、看点、系列前作票房
2019/1/11	地狱男爵: 血皇后崛起	地狱男爵 IP
2019/1/11	星际探索	布拉德·皮特主演的科幻片
2019/2/8	乐高电影 2	
2019/2/14	X 战警: 黑凤凰	X 战警 IP 《X 战警: 天启》2016 年实现 8.03 亿票房
2019/2/14	阿丽塔: 战斗天使	由二十世纪福斯电影公司出品的科幻动作片，由罗伯特·罗德里格兹执导，罗莎·萨拉扎尔、克里斯托弗·瓦尔兹、马赫沙拉·阿里、詹妮弗·康纳利联合主演
2019/3/1	驯龙高手 3	驯龙高手 IP 《驯龙高手 2》2014 年实现 4.02 亿票房
2019/3/1	混沌漫步	畅销小说改编、由道格·里曼执导，汤姆·赫兰德、黛茜·雷德利、麦德斯·米科尔森、尼克·乔纳斯联合主演的电影
2019/3/8	惊奇队长	漫威电影宇宙新作
2019/3/15	游乐园	派拉蒙影业动画电影
2019/3/29	小飞象	迪斯尼经典 IP
2019/4/5	雷霆沙赞	DC 超级英雄电影
2019/4/5	新宠物坟场	经典恐怖 IP
2019/4/12	怪医杜立德	小罗伯特·唐尼出演
2019/5/3	复仇者联盟 4: 终局之战	复仇者联盟 IP 《复仇者联盟 3: 无限战争》2018 年实现 23.90 亿票房
2019/5/10	大侦探皮卡丘	精灵宝可梦 IP
2019/5/17	疾速备战	疾速追杀 IP
2019/5/17	未定名黑人衍生电影	黑人 IP 《黑衣人 3》2012 年实现 5.03 亿票房
2019/5/24	阿拉丁	由迪士尼出品的真人版电影《阿拉丁》，英国导演盖·里奇执导，由威尔·史密斯、莫纳·马苏德、娜奥米·斯科特主演
2019/5/31	哥斯拉: 怪兽之王	哥斯拉 IP
2019/6/7	爱宠大机密 2	爱宠大机密 IP 《爱宠大机密》2016 年实现 3.89 亿票房
2019/6/7	弗莱斯基	
2019/6/7	牌皇	漫威漫画改编动作片
2019/6/21	玩具总动员 4	迪斯尼、皮克斯经典 IP 《玩具总动员 3》2010 年实现 1.17 亿票房
2019/7/5	蜘蛛侠: 英雄远征	漫威续作、蜘蛛侠 IP 《蜘蛛侠: 英雄归来》2017 年实现 7.74 亿票房

2019/7/19	狮子王	迪士尼经典 IP	
2019/7/26	霍伯斯与肖	速度与激情 IP, 《速度与激情》外传	《速7》2015 年实现 24.26 亿、《速8》2017 年实现 26.96 亿
2019/8/2	X 战警: 新变种人	X 战警 IP	《X 战警: 天启》2016 年实现 8.03 亿票房
2019/8/9	好莱坞往事	由昆汀·塔伦蒂诺执导, 莱昂纳多·迪卡普里奥、布拉德·皮特、玛歌特·罗比、阿尔·帕西诺、达科塔·范宁联合主演的犯罪片	
2019/8/9	阿特米斯的奇幻冒险	华特·迪士尼电影工作室动画电影	
2019/8/9	小丑回魂 2	经典恐怖 IP	
2019/9/20	愤怒的小鸟 2	愤怒的小鸟 IP	《愤怒的小鸟》2016 年实现 5.14 亿票房
2019/9/27	新霹雳娇娃	经典电影《霹雳娇娃》时隔十五年续作	
2019/10/4	双子煞星	由李安导演, 威尔·史密斯、玛丽·伊丽莎白·文斯蒂德等主演的科幻惊悚片	
2019/11/1	神奇女侠 1984	DC 超级英雄电影、神奇女侠 IP	《神奇女侠》2017 年实现 6.10 亿票房
2019/11/8	邦德 25	《007》系列第 25 作	《007: 幽灵党》2015 年实现 5.42 亿票房
2019/11/8	王牌特工 3	王牌特工 IP	《王牌特工: 特工学院》2015 年实现 4.85 亿票房、《王牌特工 2: 黄金圈》2017 年实现 4.74 亿票房
2019/11/15	未定名终结者续作	终结者 IP	《终结者 6: 创世纪》2015 年实现 7.25 亿票房
2019/11/27	冰雪奇缘 2	冰雪奇缘续作	《冰雪奇缘》2014 年实现 2.98 亿票房
2019/12/13	勇敢者的游戏 2	哥伦比亚影片公司《勇敢者的游戏》(2005) 续作	
2019/12/18	宇宙巨人希曼		
2019/12/20	星球大战 9	星球大战 IP	《星球大战: 原力觉醒》2016 年实现 8.24 亿票房、《星球大战外传: 侠盗一号》2017 年实现 4.78 亿票房

数据来源: 猫眼专业版、Box office mojo, 财通证券研究所

图中: 浅红色为我们认为的大概率引进并且具备票房超 5 亿潜力电影、红色为我们认为的有望票房超 20 亿电影

一月已定档电影较少, 春节档国产大片云集。截至 12 月 6 日, 1 月定档电影较少, 其中《大黄蜂》定档 1 月 4 日, 有望接力贺岁档实现 2019 年观影市场良好开局。春节档大片云集, 《飞驰人生》、《疯狂外星人》、《新喜剧之王》等知名导演作品和《流浪地球》、《情圣 2》等备受市场关注的影片有望大幅丰富观影市场供给, 有望实现观影情绪的延续, 为 2019 年全年票房增长奠定良好基础。

图 17: 2019 年 1 月至春节档定档电影一览

影片名	上映日期	导演	演员	类型	猫眼想看人数 (人)
四个春天	2019/1/4	卢庆屹	陆运坤、李桂贤	纪录片/家庭	1073
泣血旅馆	2019/1/4	何亚伦	张华、黄玉刚、张晓贝	恐怖	459
功夫营救	2019/1/4	刘海波	潘元甲、巩汉林、黄一飞	喜剧/爱情/动作	63
大黄蜂	2019/1/4	特拉维斯·奈特	海莉·斯坦菲尔德、约翰·塞纳、小豪尔赫·兰登伯格、杰森·德鲁克、贾斯汀·塞洛克斯、迪伦·奥布莱恩	动作/科幻/冒险	14905
营救汪星人	2019/1/11	梁婷	文松、崔雅涵、欧弟、周延、成毅	喜剧/冒险	63513
灵魂的救赎	2019/1/11	杨真	王迅、黄小蕾、张峻豪、周小斌、刘一莹	剧情	1691
燃点	2019/1/11		关琇、萧玓楠、子健	纪录片	393
守灵	2019/1/18	李东	张优/宋词	惊悚	1402
钢铁飞龙至奥特曼崛起	2019/1/18	王巍		动作/科幻/动画	998
战斗民族养成记	2019/1/18	阿卡季·萨何拉什维利、夏昊	董畅、维塔利·哈耶夫、丽莎·加纳诺娃、谢尔盖·切尔科夫	喜剧/爱情	882
海上浮城	2019/1/25	阎羽茜	邬君梅、杨皓宇、李梦、李淳	剧情	114
疯狂的外星人	2019/2/5	宁浩	黄渤、沈腾	剧情/喜剧/科幻	114906
飞驰人生	2019/2/5	韩寒	沈腾、黄景瑜、尹正	喜剧/动作	113780
神探蒲松龄	2019/2/5	严嘉	成龙、阮经天、钟楚曦、林柏宏、林鹏、乔杉、潘长江、苑琼丹、luu brothers、姜嫄	喜剧/爱情/动作/奇幻	55101

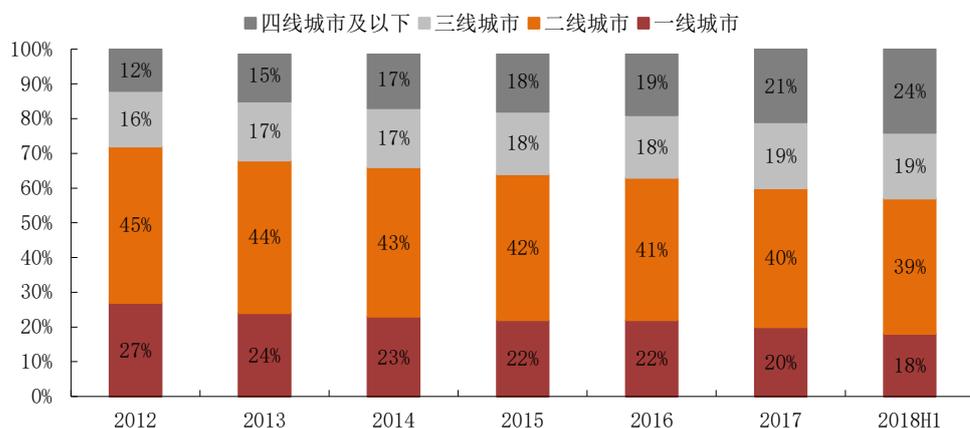
流浪地球	2019/2/5	郭帆	屈楚萧、李光洁、吴孟达、赵今麦、吴京	科幻	56400
情圣2	2019/2/5	宋晓飞、董旭	肖央, 吴秀波, 白百合	喜剧/爱情	38101
新喜剧之王	2019/2/5	周星驰	周星驰	剧情/喜剧	11611
小猪佩奇过大年	2019/2/5	张大鹏等	-	喜剧/动画/家庭/儿童	5691
日不落酒店	2019/2/5	冯一平、刘峻萌、郝心悦	黄才伦、张慧雯、何子君、高叶、张琛、孙珍妮、陶海	喜剧	4286
廉政风云	2019/2/5	麦兆辉	刘青云, 张家辉, 林嘉欣, 方中信	悬疑/犯罪	4451
忠爱无言2	2019/2/5	谈宜之	七福、张浩庭、金巧巧	剧情/家庭	3504
猪八戒传说	2019/2/5	郑冀峰	曾志伟、田启文、贾冰、毛毛、赵志凌、张美娥、张大礼	喜剧/奇幻	1602
熊出没·原始时代	2019/2/5	丁亮、林汇达	张伟、张秉君、谭笑、刘思奇、万丹青、刘沛、孟雨田	喜剧/动画/冒险	1837
动物出击	2019/2/5	冯小宁	-	科幻/冒险	40
猪猪侠·猪年吉祥	2019/2/7	陆锦明 Jinming Lu、钟裕	-	动画	2209

数据来源：豆瓣电影, 财通证券研究所

3.2.2 院线建设城市层级下沉，提升三四五线城市观影热情

虽然一二线城市仍然是电影市场的主力，但2018年H1一二线城市的整体市场份额已经从2012年的72%下滑至57%。然而三四五线城市的电影市场份额却保持逐年递增的态势，主要是由于影院向三四线城市扩张满足了观影的需求，提升了观影人次。随着城市化的进一步深化推进、三四五线城市的城市化率及覆盖人口进一步提升以及，全国各大院线继续加大对三四五线城市院线的布局，未来几年中国电影票房市场的增长将会得到极大的保证。

图 18：我国三线及以下城市地区票房占比逐步提升



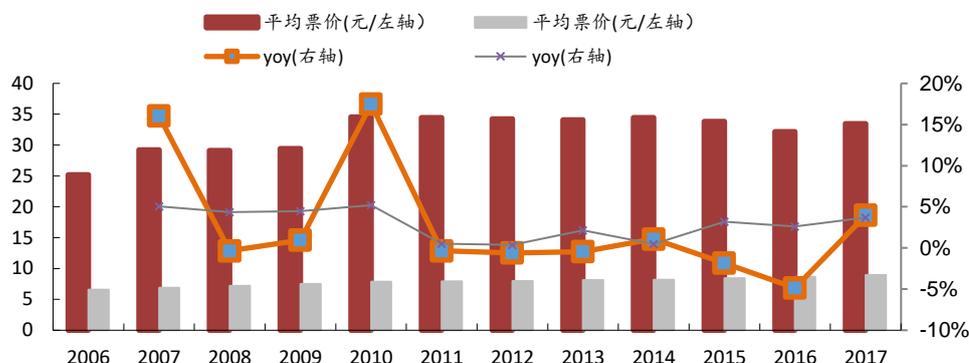
数据来源：艺恩, 财通证券研究所

3.2.3 中国电影市场长期千亿规模，目前距离天花板仍较远

我国人均观影人次仍有较大提升空间。2017年我国观影人次达16.20亿，同比增加17.39%；城镇居民年人均观影次数为1.99次，全国居民年人均观影次数仅为1.17次。横向比较，美国人均观影次数近年来持下滑态势，但2017年仍保持了3.79次的人均观影次数。

我国电影票房未来有望稳健提升。目前我国电影票房维持在较为稳定的水平，但美国电影市场进入成熟期后，票房和观影人次增速在-10%到10%的区间范围内波动，但平均票价保持稳步增加。参考美国市场，我们认为在未来我国电影票价有望稳步提升。

图 19：国内电影市场平均票价保持稳定



数据来源：EBOT、猫眼专业版，财通证券研究所

3.2.4 电影管理职责归属中宣部，电影更强调社会效应

2018年3月，十三届全国人大一次会议颁布国务院机构改革方案，涉及电影电视剧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，作为国务院指数机构；(2) 中宣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，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。**

从机构改革方案对中宣部电影管理职责的定位看，我们认为：(1) 电影的文化功能及地位有所提升，强调发展和繁荣电影事业；(2) 在文化娱乐的基础上，更加强调电影的宣传思想作用；(3) 对外交流职责强化，打造中国文化的影响力，未来或更加重视贴近主流价值观的主旋律电影。

3.3 投资建议

考虑到现金流、商誉、股权质押等指标，我们推荐拥有较高安全边际、护城河高、现金流稳健标的，建议关注中国电影、横店影视、幸福蓝海。

中国电影

公司是我国电影行业中综合实力最强、产业链最完整、品牌影响力最广领军企业，将全面受益电影市场回暖及引进片的强劲供应。预计公司2018-2020年EPS分别为0.81元、0.79元和0.91元，维持“买入”评级。

幸福蓝海

公司作为区域院线龙头、精品电视剧制作商，院线业务规模持续扩大，影视项目储备丰富，业绩弹性大，预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 0.48 元、0.57 元、0.63 元，维持“买入”评级。

横店影视

公司背靠横店控股，坚持以资产联结型影院投资为主导，院线下沉模式较为成熟。受益于行业回暖及影院扩张，公司业绩弹性较大，预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 0.76 元、0.89 元、1.02 元，给与“增持”评级。

4、游戏行业景气度依旧较高，建议关注高成长业内龙头

受移动游戏人口红利殆尽、政策监管趋严及版号审批暂停影响，游戏板块的估值从 2015 年 120.3 倍回落至目前的 21.8 倍，游戏板块营收增速及利润增速亦均发生回落，版号影响于 2018 年 4 季度由新游供给不足传导至行业流水下滑。在未来，我们预计 2019 年年初版号或将恢复审批，但与之匹配的总量调控、审批环节增加、游戏过审难度加大（网络游戏道德委员等）、限制未成年人使用时长等具体政策将逐步出台。

游戏行业总量控制将加剧游戏公司的业绩不确定性，对行业整体规模影响较为有限，将增加公司的业绩波动性，行业头部厂商市占率有望进一步提升，中小无强劲研发与发行实力的中小厂商将加速出清。

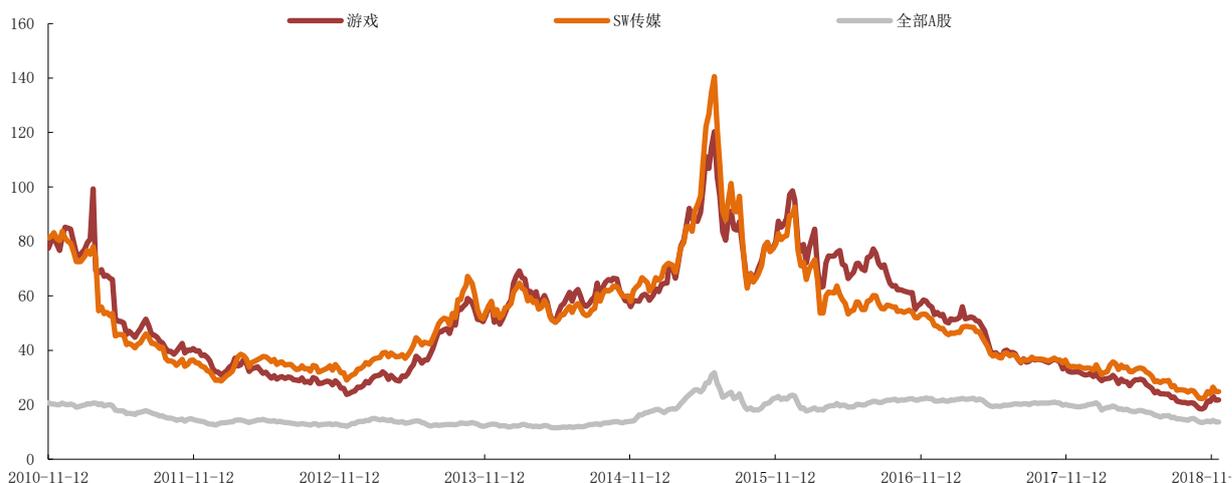
我们判断目前游戏板块估值处于底部、具备一定反弹空间。随着机构改革推进，版号恢复将提上日程，有待积极关注。我们建议关注三条主线：

- 版号恢复及版号恢复预期带来游戏板块整体业绩边际改善与估值提升；
- 强监管态势及供给侧改革（总量控制等）带来行业龙头及竞争优势显著的标的机会；
- 优质游戏出海标的。

4.1 板块营收企稳回升，部分品种投资价值凸显

经过两年半的调整，游戏板块的估值从 2015 年 120.3 倍回落至目前的 21.8 倍，在整个传媒板块各个子行业中处于中位，板块在历史上处于较低水平（板块历史最低估值出现在 2018 年 10 月的 18.5 倍）。估值水平的持续回调使得版块内的部分品种已经回落到了合理区间，在纳入统计的 26 家影视娱乐板块的上市公司中，共有 13 家公司目前的 PEG 小于 1，分别为宝通科技、凯撒文化、顺网科技、游族网络、完美世界、中文传媒、掌趣科技、昆仑万维、星辉娱乐、天舟文化、迅游科技、奥飞娱乐、聚力文化；连续三年净利润增速大于 20% 的公司共有 14 家，分别为世纪华通、宝通科技、凯撒文化、顺网科技、游族网络、完美世界、掌趣科技、昆仑万维、星辉娱乐、艾格拉斯、巡游科技、奥飞娱乐、聚力文化。

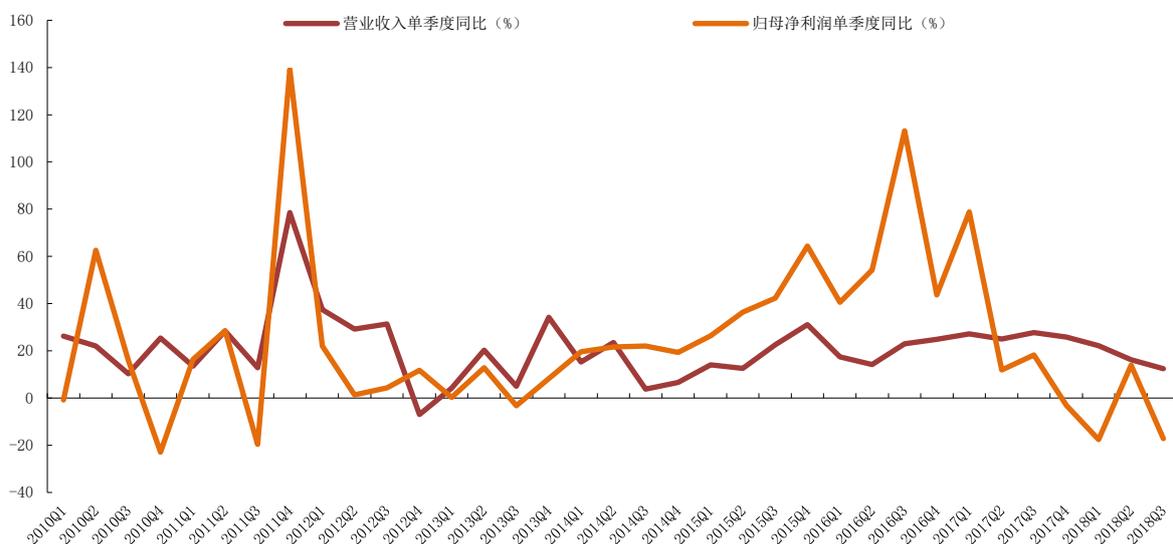
图 20：2010-2018 年游戏板块估值情况



数据来源：wind，财通证券研究所

随着移动游戏人口红利逐渐殆尽、18 年年初至今版号审批的暂停导致新游变现受阻，游戏板块营收增速及利润增速均发生大幅度下跌。今年前三季度，游戏板块营业收入合计实现 702.58 亿元，同比增长 17.9%，相对于 2017 年全年的 29.9% 增速有所回落；利润端方面，游戏板块归母净利润合计为 121.19 亿元，同比减少 9.9%，相对于 2017 年全年的 24.9% 增速明显放缓。

图 21：2010-2018Q3 游戏板块营业收入增速和净利润增速



数据来源：wind，财通证券研究所

截至 2018 年 12 月 12 日，游戏娱乐板块整体下跌了 36.66%，除了拥有盛大游戏注入预期的世纪华通外，所有游戏公司较年初均出现不同程度的下跌。年初至今自区间内出现涨幅最高的前五位公司分别是世纪华通、大晟文化、宝通科技、凯撒文化、顺网科技；其中世纪华通系盛大游戏注入预期及旗下点点互动主营游戏出海受版号政策影响较小、宝通科技主营业务为游戏出海因此受版号政策影响较

小、顺网科技 2018 年由于增量业务而业绩表现较好。而跌幅前五位的公司分别是电魂网络、奥飞娱乐、聚力文化、天神娱乐和恺英网络，其中电魂网络主要系新游无法接力导致业绩下滑、恺英网络主要系其资本运作不受机构看好、奥飞娱乐主要系海外渠道问题导致业绩下滑明显。

表 6：游戏板块上市公司涨跌幅和业绩增速

证券代码	证券简称	年初至今区间涨跌幅 %	PE(TTM)	PB(LF)	2018 年前三季度营业收入增速 (%)	2018 年前三季度净利润增速 (%)	预测净利润 2 年复合增长率 (%)	预测 PEG
002602.SZ	世纪华通	0.60	52.47	3.51	153.06	23.30	33.59	1.39
600892.SH	大晟文化	-4.48	23.38	2.53	-17.83	-93.00		
300031.SZ	宝通科技	-7.30	19.20	2.42	32.20	39.90	24.94	0.79
002425.SZ	凯撒文化	-15.82	16.73	1.26	-4.90	25.18	50.76	0.30
300113.SZ	顺网科技	-18.22	17.70	3.25	28.65	18.91	20.59	0.79
600880.SH	博瑞传播	-18.37	46.48	1.28	-30.75	149.87	14.46	4.06
002174.SZ	游族网络	-20.18	17.89	3.81	7.79	48.05	35.76	0.45
603444.SH	吉比特	-22.29	15.01	3.77	8.89	18.84	12.84	1.16
002624.SZ	完美世界	-22.82	19.38	4.15	-0.20	32.60	21.63	0.86
600551.SH	时代出版	-24.21	14.26	0.93	-8.66	1.84		
600373.SH	中文传媒	-25.78	10.84	1.32	-0.02	10.30	14.83	0.69
300051.SZ	三五互联	-28.90	76.95	2.49	-28.99	-94.03		
300315.SZ	掌趣科技	-30.03	27.72	1.18	23.69	36.21	84.33	0.17
300052.SZ	中青宝	-30.41	40.63	3.37	-13.10	102.73		
300418.SZ	昆仑万维	-30.47	14.11	2.79	-0.13	29.75	28.06	0.43
002113.SZ	天润数娱	-33.33	222.64	2.71	234.35	137.38		
300533.SZ	冰川网络	-34.04	33.69	2.16	-9.60	13.49		
002148.SZ	北纬科技	-34.34	58.10	2.88	-57.36	-67.06		
002577.SZ	雷柏科技	-34.39	147.84	2.62	-2.43	52.07		
300043.SZ	星辉娱乐	-38.74	23.47	1.67	8.21	-16.96	34.15	0.39
002619.SZ	艾格拉斯	-39.07	13.58	1.17	12.38	48.59		
300148.SZ	天舟文化	-40.24	23.34	0.95	32.68	36.98	26.25	0.78
002555.SZ	三七互娱	-40.63	15.64	4.09	23.98	-2.25	11.00	1.38
600652.SH	游久游戏	-41.07	-7.76	2.07	-38.78	-88.83		
600633.SH	浙数文化	-41.47	22.39	1.43	13.47	-69.65	-32.93	
300494.SZ	盛天网络	-41.48	34.50	2.61	31.23	-17.52		
300467.SZ	迅游科技	-42.94	27.07	1.91	275.76	291.32	101.08	0.18
002280.SZ	联络互动	-43.08	54.82	1.53	42.46	168.84		
002558.SZ	巨人网络	-46.34	31.95	4.32	40.55	-5.74		
002464.SZ	众应互联	-48.11	19.71	2.28	106.47	-14.41		
300518.SZ	盛讯达	-49.60	165.39	2.25	94.09	-89.12		
002502.SZ	骅威文化	-50.44	21.68	1.07	-79.36	-87.01		

603258.SH	电魂网络	-50.94	34.70	2.32	-11.95	-41.58		
002292.SZ	奥飞娱乐	-54.51	-57.77	1.57	-19.51	-78.86	95.03	0.42
002247.SZ	聚力文化	-59.81	8.21	0.86	45.61	3.15	27.02	0.24
002354.SZ	天神娱乐	-63.20	11.30	0.62	-16.48	-54.11		
002517.SZ	恺英网络	-70.16	9.02	1.84	-17.18	-45.57	-28.03	

数据来源：wind, 财通证券研究所

4.2 监管政策频出行业进入强监管时代，版号影响于2018年4季度逐步显现

监管政策频出，游戏行业步入强监管时代。近两年来游戏行业监管趋严，相关机构从游戏内容、游戏付费及游戏数量等多方面出台政策规范市场上的游戏产品。今年4月开始，由于机构调整原因版署游戏版号暂停发放，导致新游戏无法获得版号并影响后续上线。根据国家广播电视总局的数据，2018年3月最后发放了727各版号后就再也没有新的版号放出；2018年8月教育部、卫计委等八部委出台《综合防范儿童青少年近视实施方案》：1) 实施网游总量调控；2) 探索符合国情的适龄提示制度；3) 采取措施限制未成年使用时间。于2018年12月，网络游戏道德委员会成立，并对首批20款存在道德风险的网络游戏进行了评议。网络游戏道德委员会的成立意味着主管部门正在积极建立工作流程、制定审批制度，是版号恢复审批路上难得的透明化的信息，亦可视为版署改组进展的积极信号，停止版号8个月后游戏版号有望恢复，但是游戏总量控制、游戏内容审查尺度从严趋势则愈发确定。

表 7：2018 年监管政策频出，游戏行业步入强监管时代

时间	政策	机构	内容
2016年6月	关于移动游戏出版服务管理的通知	国家广播电视总局	未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营。其中，游戏运营和版号申请必须要求游戏内设置防沉迷系统。
2016年6月	文化部加强移动网络游戏管理规范	文化部	运营发行移动网络游戏的企业，需要取得《网络文化经营许可证》，除棋牌休闲游戏外，国内移动游戏产品，在上线或版本更新时，需取得文化部备案。
2016年6月	移动互联网应用程序信息服务管理规定	国家网信办	包括移动游戏在内的应用APP需要遵循实名制、应用运营方面需要内部审核应用内消息，并将用户日志保存至少60天的时间，禁止诸如虚假广告、恶意侵权、恶意吸费和权限滥用等行为。
2016年11月	关于实施“中国原创游戏精品出版工程”的通知	国家新闻出版广电总局	总局将于2016-2020年，建立健全扶持游戏精品出版工作机制，累计推出150款左右游戏精品，扩大精品游戏消费，落实鼓励和扶持措施，支持优秀游戏企业做大做强。
2016年12月	关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知	文化部	网络游戏运营企业不得向用户提供虚拟道具兑换法定货币的服务；网络游戏运营企业应当要求网络游戏用户使用有效身份证件进行实名注册；不得为使命游客模式登录的网络游戏用户提供游戏内充值或者消费服务；限定单款游戏内的单次充值金额，并对用户充值消费信息进行提示和确认，消费充值信息保存时间不少于180日。
2017年4月	关于推动数字文化产业创新发展的指导意见	文化部文化市场司	加强游戏内容价值导向管理，建立评价奖惩体系，扶持传递正能量、宣传优秀传统文化、弘扬社会主义核心价值观的游戏品牌。改善游戏产品同质化、低俗化现象，培育国产原创游戏品牌产品、团队和企业。大力推动应用游戏、功能性游戏的开发和产业化推广，引导和鼓励开发具有教育、益智功能，适合多年龄段参加的网络游戏、电子游戏、家庭主机游戏，协调发展游戏产业各个门类。促进电竞赛事、电竞直播等新模式健康有序发展。
2017年12月	关于废止和修改部分部门规章的决定	文化部文化市场司	将第二条中第三款中“批准文号”修改为“批准文号电子标签；将第十三条修改为”国产网络游戏运营之日起30日内应当按规定向国务院文化行政部门履行备案手续“，已备案的国产网络游戏应当在其运营网站指定位置及游戏内显著位置标明备案编号电子标签。
2018年2月	关于严格规范网络游戏市场管理的意见	中央宣传部、中央网信办、工信部、	整治规范几类产品：一是用户数量大，社会影响大的头部产品，二是内容低俗，含有暴力色情的产品；三是对未经许可，版号等相关内容不全的产品；四是来自境外，含

	见	教育部、公安部、文化部、国家工商总局、广电总局	有法律法规禁止内容的产品。严格规范网络游戏市场管理。
2018年3月	游戏申报审批重要事项通知	国家新闻出版广电总局	由于机构改革，所有游戏版号的发放全面暂停，且并未通知暂停期限。
2018年4月	棋牌类网络游戏管理	文化和旅游部市场司	各平台即日起不得提供德州类游戏的下载，并于2018年6月1日前全面终止德州类游戏的运营。
2018年8月	综合防控儿童青少年近视实施方案	教育部、国家卫生健康委员会、国家体育总局、国家新闻出版署等八部门	实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏商务运营数量；探索符合国情的适龄提示制度；采取措施限制未成年人使用时间。
2018年12月	网络游戏道德委员会于近期成立，并对首批20款存在道德风险的网络游戏进行了评议	网络游戏道德委员会	在中宣部的指导下，网络游戏道德委员会于近期成立，并对首批20款存在道德风险的网络游戏进行了评议。经对评议结果进行认真研究，网络游戏主管部门对11款游戏责成相关出版运营单位认真修改，消除道德风险，对9款游戏作出不予批准的决定。

数据来源：各政府网站、央视新闻直播间，财通证券研究所

版号影响于2018年4季度逐步显现，新游惨淡拖累行业流水。由于各大厂商对于版号拥有一定储备，2018年暑期游戏行业得以平稳增长；但2018年10月，游戏行业表现强差人意、下行趋势明显。根据伽马数据，2018年10月，TOP50手游流水114亿（较9月下降16亿，环比下降12.3%），主要原因为暑期结束及新游表现惨淡。此前TOP榜单《我叫MT4》、《圣斗士星矢》等新游下滑明显，缺乏老游戏长期运营实力。爆款新游明显减少，在2018年10月游戏新游榜单TOP10（9-10月上线）中仅有四款上线游戏首月收入过亿（首月流水指上线后30天流水合计），分别为《红警OL》（7亿流水+）、《神都夜行录》（5亿流水+）、《斗破苍穹：斗帝之路》（5亿流水+）、《航海王》（3亿流水+）（首月流水并非全部计入10月收入）。新游整体流水贡献下降，TOP50手游中10月新游收入4.1亿，占比3.6%；较9月下降2.0亿，占比下降1.1%；较8月下降10.9亿，占比降低7.8%，新游供给不足是行业环比下降的重要原因之一。

值得注意的是，无论是前三季度还是10月单月（前三季度版号影响较小、10月版号影响渐显），行业集中度始终保持高位。从H1、Q3、10月移动游戏收入榜单TOP20来看，腾讯网易持续霸榜，分别占据了榜单的80%、80%、75%。

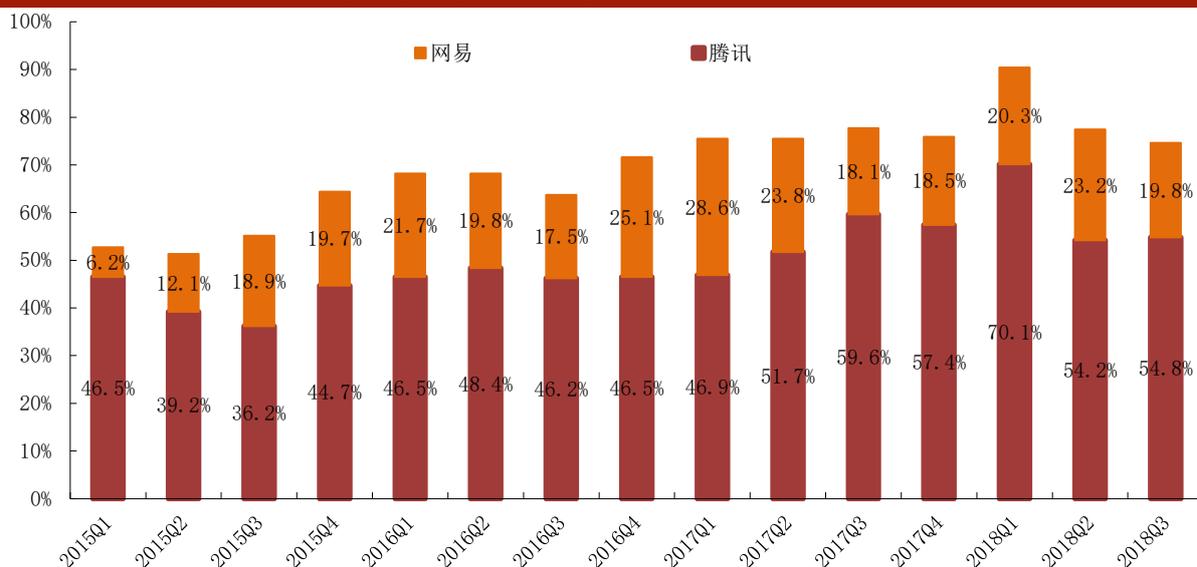
表8：行业集中度保持高位，腾讯网易老游表现持续强劲

2018年H1 移动游戏流水 TOP20				2018年H1 移动游戏流水 TOP20			
排名	游戏名称	游戏类型	厂商	排名	游戏名称	游戏类型	厂商
1	王者荣耀	战术竞技类	腾讯	1	王者荣耀	战术竞技类	腾讯
2	QQ飞车	竞速类	腾讯	2	梦幻西游	回合制角色扮演	网易
3	梦幻西游	回合制角色扮演类	网易	3	我叫MT4	MMORPG	腾讯
4	楚留香	动作角色扮演类	网易	4	QQ飞车	竞速类	腾讯
5	乱世王者	策略类	腾讯	5	自由幻想	MMORPG	腾讯
6	奇迹：觉醒	动作角色扮演类	腾讯	6	梦幻模拟战	策略角色扮演	紫龙游戏
7	倩女幽魂	动作角色扮演类	网易	7	圣斗士星矢（腾讯）	卡牌类	腾讯
8	QQ炫舞	音舞类	腾讯	8	楚留香	动作角色扮演类	网易
9	大话西游	回合制角色扮演类	网易	9	乱世王者	策略类	腾讯
10	阴阳师	回合制角色扮演类/卡牌类	网易	10	阴阳师	回合制角色扮演/卡牌类	网易

11	FGO	回合制角色扮演类/ 卡牌类	Bilibili	11	风之大陆	MMORPG	紫龙游戏
12	天龙八部手游	动作角色扮演类	腾讯	12	QQ炫舞	音舞类	腾讯
13	魂斗罗：归来	横板射击类	腾讯	13	倩女幽魂	动作角色扮演类	网易
14	穿越火线：枪战王者	第一人称射击类	腾讯	14	天龙八部	动作角色扮演类	腾讯
15	恋与制作人	恋爱类	叠纸游戏	15	大话西游	回合制角色扮演类	网易
16	新剑侠情缘	动作角色扮演类	腾讯	16	新剑侠情缘	动作角色扮演类	腾讯
17	开心消消乐	消除类	乐元素	17	穿越火线：枪战王者	第一人称射击类	腾讯
18	荒野行动	第三人称射击类	网易	18	神武3	动作角色扮演类	多益网络
19	崩坏3	动作角色扮演类	米哈游	19	开心消消乐	消除类	乐元素
20	欢乐斗地主	棋牌类	腾讯	20	FIFA足球世界	棋牌类	腾讯
合计		数量	占比	合计		数量	占比
腾讯		10款	50%	腾讯		11款	55%
网易		6款	30%	网易		5款	25%
其他		4款	20%	其他		4款	20%

数据来源：APP ANNIE、伽马数据，财通证券研究所
注：图中浅红为腾讯、浅蓝为网易、白色为其他

图 22：移动游戏腾讯、网易市占率（手游收入/季度行业收入）



数据来源：伽马数据，财通证券研究所

因优质产品供给不足及广告素材监管趋严，游戏厂商买量投入减少加剧了行业流水下行。从 APP Growing 对 iOS 平台的广告投放数量检测情况看，游戏企业买量投入明显减少，广告数量明显下滑。广告投放数量 TOP20 游戏广告投放总量，从 8 月 19246 下降至 9 月 15198（环比降低 21.0%），10 月投放量为 11338（环比降低 25.4%），下降趋势极为明显。一方面，广告素材监管趋严，对游戏买量产品负面影响；另一方面，版号暂停加剧游戏产业产品荒。前期手游同质化、买量游戏大增推动买量市场进入红海，目前传统品类买量难度加大，在产品供应暂停情况下，现在更为明显。

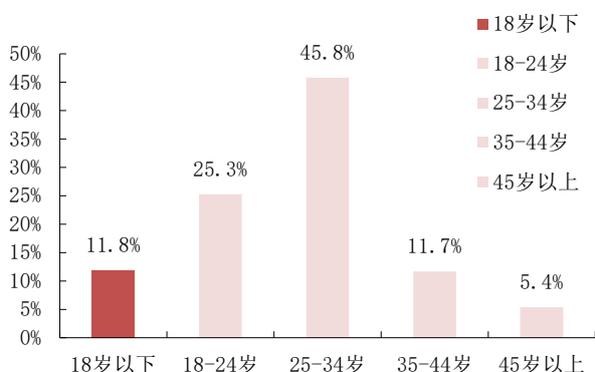
4.3 关注游戏市场边际改善，持续看好游戏出海

在未来，我们预计 2019 年年初版号或将恢复审批，但与之匹配的总量调控、审批环节增加、游戏过审难度加大（网络游戏道德委员等）、限制未成年人使用时长等具体政策将逐步出台。

游戏行业总量控制将加剧游戏公司的业绩不确定性，对行业整理规模影响较为有限，行业头部厂商市占率有望进一步提升。直接面向终端消费者的游戏产品具有天然的波动性，若限制总量，游戏公司的产品发行数量将受到一定限制，需要将研发资源集中于较少的项目，虽利于游戏产品的精品化，但将增加公司的业绩波动性并加速中小无强劲研发与发行实力的中小厂商的退出。

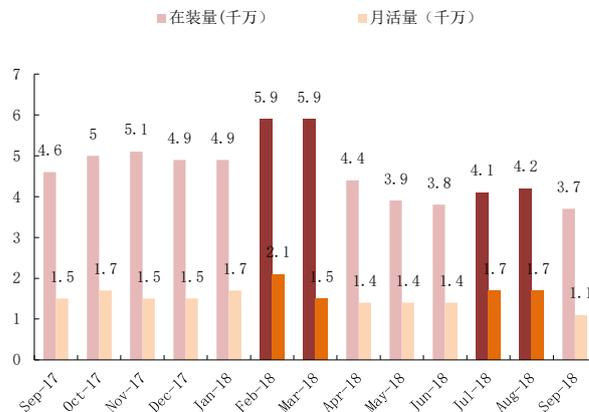
适龄提示及限制未成年人使用时长的政策不需过于担心。从整体来看，根据 MobData 的《2018 “Z 世代” 未成年人游戏玩家洞察》，移动游戏用户中未成年人（18 岁以下）数量占比仅为 11.8%，游戏受众主力仍为 18-34 岁大学生与工作人士。付费方面，目前游戏行业付费的主流人群与未成年人重叠度较低，限制未成年人使用时长政策对游戏市场规模影响有限。不过值得注意的是，或因行业政策承压及腾讯的组合拳（腾讯“未成年人游戏消费提醒”服务升级与启动“最实名认证”）影响，2018 年暑期未成年人市场有受到一定冲击，装机量与月活均明显逊于寒假数据，但由于未成年人用户占比较少月活的降低（ $11.8\% \times 23.5\% = 2.7\%$ ）对行业整体影响较小。

图 23：未成年人用户（18 岁以下）占比较小



数据来源：MobData，财通证券研究所

图 24：未成年人在装及月活趋势

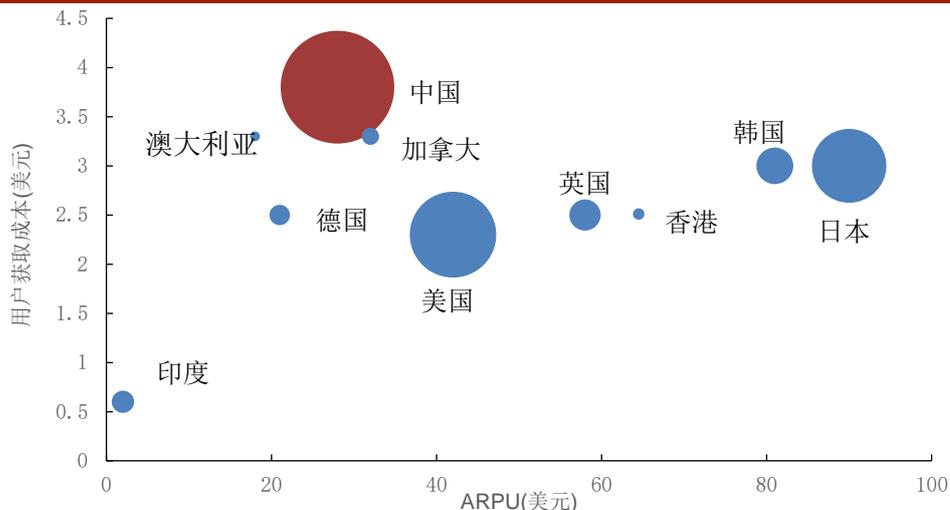


数据来源：MobData，财通证券研究所

国内成熟的手游推广和发展模式可以复制到海外市场，游戏出海标的有望获取海外市场红利。目前国内手游行业呈现规模大、获取用户成本高、ARPU 值偏低、竞争激烈的特征，在国内手游市场红利消失的情况下，寻找海外市场红利成为必然的选择。从规模上看，中国已经称为全球第一大手游市场，收入规模远超其他地区，但是目前 ARPU 值依旧偏低，且由于手游买量厂商激烈竞争，用户获取成本几乎全球最高。目前国内手游市场人口红利和时长红利均消失，手游规模高速增长时代结束，2018 年开始，手游行业增速换挡，迈入平稳增长阶段。存量竞争下，出海成为手游厂商生存的手段之一。国内成熟的手游推广和发展模式的海外

市场复制将是行业值得探索的新方向。

图 25：世界各国手游行业 ARPU 值和用户安装成本对比



数据来源：Allcorrect, Gamasutra, 友翼派, 财通证券研究所

4.4 投资建议

自 2018 年 3 月暂停版号审批，厂商版号库存逐渐消耗殆尽，对游戏行业影响愈发明显，目前游戏板块估值处于历史底部、具备一定反弹空间。随着机构改革推进，版号恢复将提上日程，有待积极关注。

我们建议关注三条主线：

- 版号恢复及版号恢复预期带来游戏板块整体业绩边际改善与估值提升；
- 强监管态势及供给侧改革（总量控制等）带来行业龙头及竞争优势显著的标的机会；
- 优质游戏出海标的。

建议关注：腾讯（0700.HK，未评级）、网易（NTES，未评级）、哔哩哔哩（BILI，未评级）、完美世界（002624.SZ，买入评级）、中文传媒（600373.SH，增持评级）。

风险提示：版号审批重启时间超预期、总量调控力度超预期。

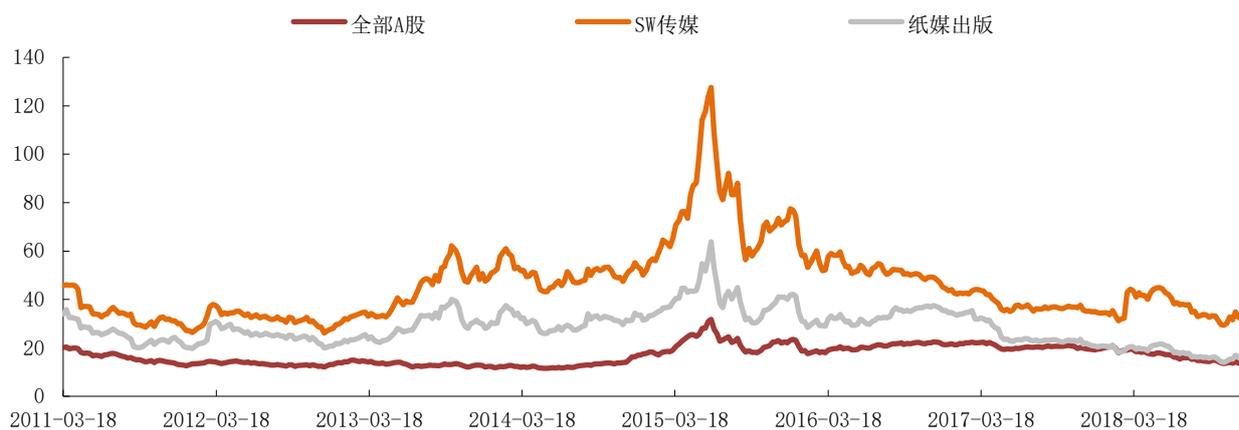
5、纸媒出版行业稳健，部分具备经营壁垒品种估值相对低估

估值水平的持续回调使得纸媒出版板块内的部分品种已经回落到了合理偏低区间，在纳入统计的 26 家纸媒出版板块的上市公司中，共有 12 家公司目前企业倍数（EV2/EBIT）小于 10。传统图书出版市场以国企为主，国企类公司在经营方面较为谨慎稳健，资产负债率低、库存现金比例较高、商誉占比和股权质押比例占比较低，因此在当前弱势市场具有一定优势。在图书出版和教材教辅发行等领域具有一定经营壁垒。从行业展望角度看，我们认为二胎政策全面放开后，新生儿数量也随之出现触底回升的迹象，未来有望带动少儿类及教材教辅类图书消费。

5.1 板块营收平稳增长，部分品种估值低估

估值水平的持续回调使得纸媒出版板块内的部分品种已经回落到了合理偏低区间，在纳入统计的 26 家纸媒出版板块的上市公司中，共有 12 家公司目前企业倍数（EV2/EBIT）小于 10，由低到高分别为中原传媒、浙数文化、中南传媒、皖新传媒、凤凰传媒、山东出版、时代出版、新华文轩、中文传媒、南方传媒、长江传媒。

图 26：2010-2018 年纸媒出版板块估值情况（PE TTM）



数据来源：wind，财通证券研究所

营收端平稳增长，利润端周期性波动。在互联网的巨大冲击之下，出版行业仍然保持正增长实属不易，但是从 2013 年-2017 年，新闻出版业产业营业收入增速逐年放缓，说明纸媒的衰落已成趋势，很难逆转，新闻出版业也迫切需要找到新的增长点。根据国家新闻出版署发布的《新闻出版产业分析报告》，2017 年我国图书出版行业营业收入达 879.60 亿元（yoy +5.68%），2010-2017 年复合增速为 7.3%，增长较为稳健。今年前三季度，纸媒出版板块营业收入合计实现 835 亿元，同比增长 4.9%，相对于 2017 年前三季度的-1.1%增速有所提升；利润端方面，纸媒出版板块归母净利润合计为 106 亿元，同比减少 8.52%，相对于 2017 年前三季度+23.1%的增速降幅明显。

图 27：2011Q3-2018Q3 纸媒出版营业收入增速和净利润增速



数据来源：wind，财通证券研究所

截至 2018 年 12 月 11 日，受大盘及传媒行业普跌以及机构改革后一定书号总量调控预期影响，纸媒出版板块亦有一定幅度下跌，整体下跌了 27.63%，跌幅小于传媒板块整体；低估值标的凤凰传媒、长江传媒、城市传媒、中南传媒、中原传媒以及在一般图书发行领域表现较好的新景点跌幅较窄。

表 9：纸媒出版板块上市公司涨跌幅和业绩增速

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	区间涨跌幅 (%)	营业收入 同比增长率 (%)	净利润同 比增长率 (%)	预测 PEG (FY2)	ROE(2018 年前三季 度、摊薄) (%)	企业倍数 (EV2/EBITDA)
601928.SH	凤凰传媒	14.38	1.53	-0.21	6.68	25.63	1.05	8.41	7.83
600757.SH	长江传媒	11.38	1.25	-0.68	14.68	21.33	0.72	9.63	9.99
600229.SH	城市传媒	15.26	2.15	-2.19	13.88	2.60	0.79	7.97	12.08
601098.SH	中南传媒	18.32	1.68	-7.13	-12.19	-22.49		6.63	5.87
002181.SZ	粤传媒	32.90	1.29	-9.82	-12.48	142.41		0.69	28.62
601858.SH	中国科传	18.64	2.29	-10.09	9.19	30.09		5.77	13.89
603096.SH	新经典	33.51	4.80	-10.28	-2.56	4.64	1.45	11.08	24.41
000719.SZ	中原传媒	11.12	1.07	-11.39	8.07	5.45	0.93	6.61	5.48
600825.SH	新华传媒	133.89	1.92	-21.52	-12.31	-18.77		1.02	182.22
600880.SH	博瑞传播	44.64	1.23	-21.61	-30.76	149.87	6.84	0.64	29.34
601811.SH	新华文轩	14.86	1.53	-21.85	9.29	-11.11	3.80	7.30	8.22
600373.SH	中文传媒	11.32	1.37	-22.51	-0.02	10.30	0.63	9.40	8.40
000607.SZ	华媒控股	39.92	2.54	-23.75	-2.93	-17.28		3.31	16.62
601999.SH	出版传媒	17.47	1.42	-24.74	12.19	10.31		5.69	13.83
600551.SH	时代出版	13.97	0.91	-25.77	-8.66	1.84		5.04	8.09
601900.SH	南方传媒	11.44	1.43	-27.24	3.69	2.62	0.88	9.33	8.91
603999.SH	读者传媒	58.76	1.84	-29.17	-10.42	-40.74	0.89	1.82	33.50
300654.SZ	世纪天鸿	51.79	4.11	-34.54	6.26	18.97		5.06	36.41
601801.SH	皖新传媒	11.49	1.34	-34.65	15.74	5.95	1.31	10.88	7.77
300364.SZ	中文在线	57.61	1.22	-36.09	50.27	15.75	0.14	1.03	22.17
601949.SH	中国出版	13.70	1.45	-37.17	16.51	67.33		4.04	10.94
601019.SH	山东出版	10.44	1.70	-39.24	3.82	16.35	0.95	12.00	8.00
600633.SH	浙数文化	22.31	1.42	-41.67	13.47	-69.65		5.04	5.80
300148.SZ	天舟文化	21.82	0.89	-44.15	32.69	36.98	0.69	4.20	19.23

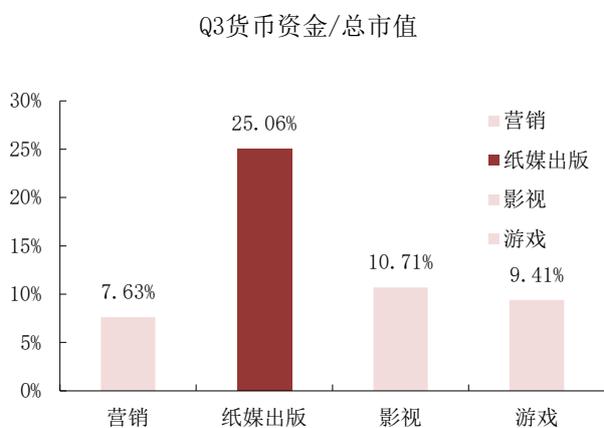
603533.SH	掌阅科技	58.35	7.56	-54.63	15.39	15.11	1.62	10.54	49.28
000793.SZ	华闻传媒	-51.40	0.70	-65.89	8.40	-89.06		0.24	13.67

数据来源: wind, 财通证券研究所

5.2 国企具备经营壁垒, 稳健特征于弱市具备防守价值

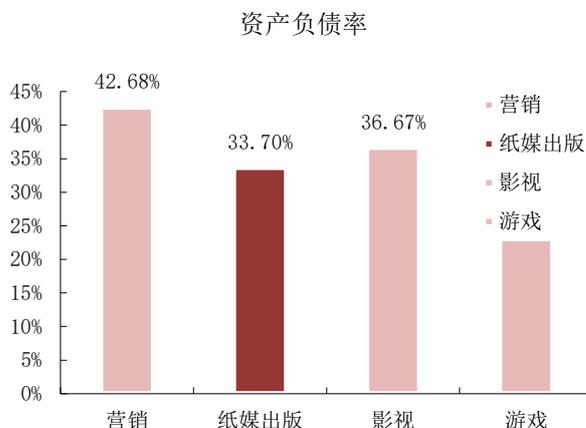
传统图书出版市场以国企为主, 国企类公司在经营方面较为谨慎稳健, 资产负债率低、库存现金比例较高、商誉占比和股权质押比例占比较低, 因此在当前弱势市场具有一定优势。在图书出版和教材教辅发行等领域具有一定经营壁垒。从行业展望角度看, 我们认为二胎政策全面放开后, 新生儿数量也随之出现触底回升的迹象, 未来有望带动少儿类及教材教辅类图书消费。

图 28: 纸媒出版货币资金充足



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 29: 纸媒出版资产负债率较低



数据来源: Wind, 财通证券研究所

我们认为传统纸质阅读独有的仪式感和深度阅读体验并不会被电子出版物所取代。相比于一般图书, 教辅教材市场具有较强的需求刚性, 因为行业内公司多按照省区划分, 教辅市场受本省新增人口数(决定未来学生人数)影响较大, 建议关注人口出生率较高, 教辅教材覆盖率较低的市场。

图书出版发行行业具备较强的意识形态属性, 因此具备较强的政策壁垒: 目前民营资本无法进入图书出版与教材发行领域。目前国内图书的出版需要出版社的提前备案和版号申请, 目前出版社均为国有资产, 而民营资本仅能参与图书的策划与发行, 在出版领域只能采取与出版社合作的模式。因此在图书出版领域, 国有企业具有较强的经营性壁垒。此外, 诚然在一般图书市场民营资本可以参与图书的销售发行, 但国企在教材类图书发行领域仍具有经营壁垒。根据 1995 年 2 月《普通中小学教材出版发行管理规定》, 中小学教材由新华书店统一归口征订和发行, 各级新华书店按照各地教育行政部门和学校选定的教材, 进行征订发行工作。各级新华书店也均为国有控股, 民企只能进入市场化教辅的开发与销售。

表 10: 由于政策壁垒, 民营资本无法进入图书出版与教材发行领域

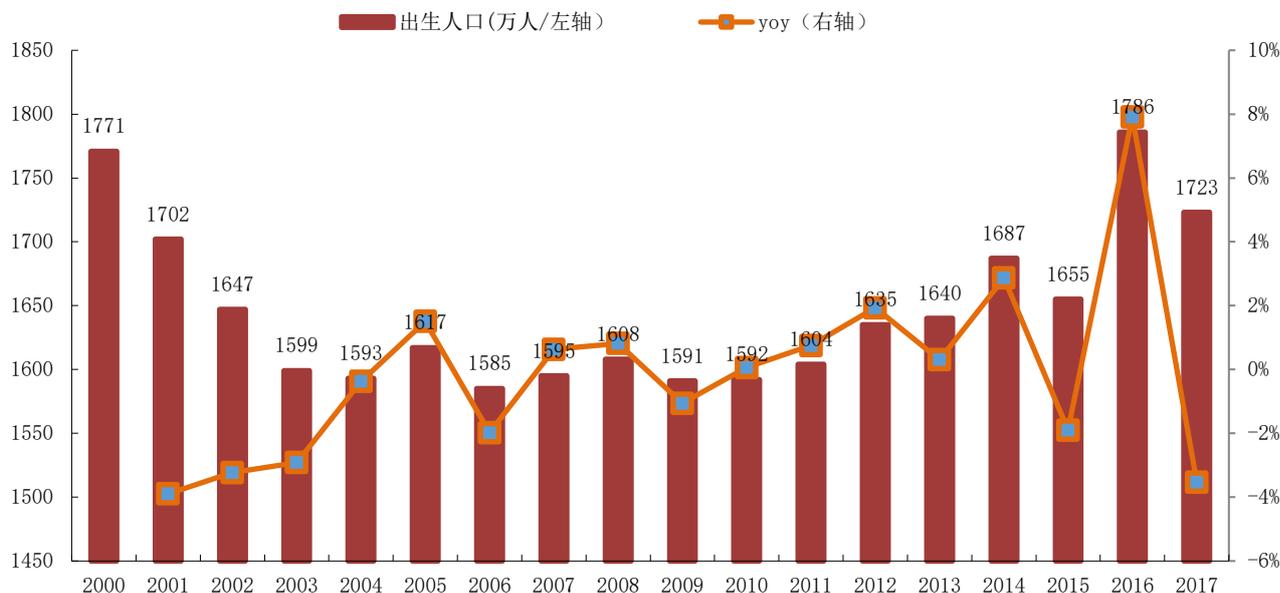
经营领域	相关规定
图书出版	1. 《书号实名申领管理办法》(试行): 书号实名申领是指出版单位在图书出版活动中按书稿实名申领书号, 有关部门见稿给号, 一书一号。书号实名申领实行属地管理和谁主管谁负责的原则。新闻出版总署负责全国出版单位书号实名申领工作。各省、自治区、直辖市新闻出版行政部门负责本行政区域内出版单位的书号实名申领、发放及相应的管理工作 2. 《关于加强书号总量调控的通知》(新出图[1998] 1377 号) 规定: 图书对书号使用总量进行宏观条红, 以优化出书结构、提高出书质量压缩低质平庸图书种类。新闻出版总署根据新闻出版业总体发展目标和出版社每年报送材料, 核定全年书号总量, 并交给省级新闻出版局、各部委出版社主管部门分配。
教辅发行	《普通中小学教材出版发行管理规定》, 中小学教材由新华书店统一归口征订和发行, 各级新华书店按照各地教育行政部门和学校选定的教材, 进行征订发行工作。

数据来源: 公开资料整理, 财通证券研究所

5.3 教辅教材及少儿市场将持续受益于二胎政策后新增人口

新生儿触底回升, 有利于少儿及教辅消费市场。我国于 2013 年和 2015 年分别放开“单独二胎”和“全面二胎”, 新生儿数量也随之出现触底回升的迹象, 我们认为未来有望带动少儿及教辅教材等品类图书消费。2013 年 12 月, “单独二胎”政策正式实施(“单独二胎”是指夫妻双方一人为独生子女, 即可生二胎); 2015 年 10 月, “全面二胎”政策开放。

图 30: 此处录入标题



数据来源: 国家统计局, 财通证券研究所

少儿及教辅类图书是占比最高的细分图书品类, 文学和少儿类图书继续看涨: 少儿图书年度累计印数超过 100 万册的有 18 种, 增加 13 种; 50 万册及以上的 80 种, 增加 55 种, 其中本土原创图书占 60.0%。年度单品种印数超过 100 万册的本土原创文学、少儿类图书有 18 种, 较 2016 年翻番。预计随着二胎开放后增量人口(2014 年后出生人口有明显增加)入学后, 少儿类图书出版及印数有望进一步增加。

表 11：文学、少儿类图书出版情况

文学、少儿类图书出版情况		文学类图书		少儿类图书	
新版品类	数量	增长速度	数量	增长速度	
新版品类 (种)	36,585	-2.03%	22,834	-10.18%	
重印品类 (种0)	20,205	17.75%	19,607	7.63%	
总印数 (万册/万张)	73,772	14.52%	82,007	5.42%	

数据来源：国家新闻出版署，财通证券研究所

5.4 投资建议

关于教辅教材市场，短期或受政策影响，长期预测中学生数量是关键变量。教辅教材市场规模=学生数*单位学生所需教辅教材*教辅教材单价。受我国的政策影响，单位学生所需的教材教辅长期稳定，而教材与部分教辅定价亦非市场性定价，价格主要由纸张成本决定，两个变量皆具有明显刚性，因此学生数量则成为决定市场增长的核心变量。

由于我国主要发行集团均按照省份进行划分，各省的出版发行公司在本省教材教辅领域具有较强话语权，其中大多为其省唯一指定的教材教辅发行商，例如：中南传媒-湖南省发行、中文传媒-江西省发行、中原传媒-河南省发行、新华文轩-四川省发行、山东出版-山东省发行、南方传媒-广东省发行、时代出版——安徽省出版、皖新传媒——安徽省发行、读者传媒——甘肃省发行、出版传媒——辽宁省发行、凤凰传媒——江苏、海南发行、长江传媒——湖北省发行。

表 12：2017 年各省市出生人口数量排行榜

排名	地区	出生人口 (万人)	增量 (万人)	相关上市公司
1	山东	175.0	-2.1	山东出版
2	广东	151.6	22.2	南方传媒
3	河南	140.1	-2.5	中原传媒
4	河北	98.9	6.4	
5	四川	93.0	6.9	新华文轩
6	湖南	90.8	-1.5	中南传媒
7	安徽	87.6	7.3	时代出版、皖新传媒
8	广西	81.7	4.7	
9	江苏	77.8	-0.14	凤凰传媒
10	湖北	74.3	3.6	长江传媒
11	浙江	67.0	4.6	
12	江西	63.5	1.9	中文传媒
13	福建	58.4	2.4	

数据来源：各地统计局，财通证券研究所

建议重点把握三点：

- 安全性角度建议关注低估值、高股息率出版发行公司：中原传媒、中文传媒、新华文轩、凤凰传媒。
- 弹性角度关注在大众出版领域具有较强优势的中南传媒、新经典、长江传媒、

城市传媒。

- 关注人口和学生数自然增长较快的山东省出版发行龙头公司：山东出版

风险提示：纸张成本上涨；教材教辅政策监管风险。

6、重点覆盖标的详情

表 13：此处录入标题

证券简称	评级	2017 营业收入 (亿元)	2018E 营业收入 (亿元)	2019E 营业收入 (亿元)	2020E 营业收入 (亿元)	2017 归母净利润 (亿元)	2018E 归母净利润 (亿元)	2019E 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	PE(TTM)	净资产收益率 (TTM) (%)	资产负债率 (%)
中国电影	买入	89.88	102.97	118.67	140.31	9.65	15.08	14.83	16.99	17.5	14.1	33.4
yoy		14.6%	14.6%	15.2%	18.2%	5.2%	56.3%	-1.7%	14.6%			
横店影视	增持	25.17	28.20	32.20	36.16	3.31	3.46	4.05	4.64	29.6	15.9	31.8
yoy		10.4%	12.0%	14.2%	12.3%	-7.0%	4.5%	17.1%	14.6%			
金逸影视	增持	21.91	23.11	25.63	28.33	2.12	2.17	2.33	2.56	18.3	10.7	33.0
yoy		1.6%	5.5%	10.9%	10.5%	8.7%	2.4%	7.4%	9.9%			
幸福蓝海	买入	15.17	19.92	22.63	25.46	1.12	1.78	2.11	2.36	22.5	7.4	35.6
yoy		-1.4%	31.3%	13.6%	12.5%	0.0%	58.9%	18.5%	11.8%			
光线传媒	买入	18.43	19.72	24.66	29.83	8.15	24.49	12.05	14.35	9.3	25.4	18.2
yoy		6.5%	7.0%	25.1%	21.0%	10.0%	200.5%	-50.8%	19.1%			
顺网科技	增持	18.16	23.30	26.54	29.87	5.12	5.99	6.97	7.60	17.1	18.3	13.8
yoy		6.7%	28.3%	13.9%	12.5%	-1.7%	17.0%	16.4%	9.0%			
浙数文化	买入	16.27	15.18	18.44	22.24	16.57	6.76	8.21	9.86	22.7	6.4	11.4
yoy		-54.2%	-6.7%	21.5%	20.6%	170.8%	-59.2%	21.4%	20.1%			
中文传媒	增持	133.06	140.51	154.25	168.26	14.52	17.93	21.81	25.71	11.4	12.1	44.5
yoy		4.1%	5.6%	9.8%	9.1%	12.1%	23.5%	21.6%	17.9%			
光线传媒	买入	18.43	19.72	24.66	29.83	8.15	24.49	12.05	14.35	9.3	25.4	18.2
yoy		6.5%	7.0%	25.1%	21.0%	10.0%	200.5%	-50.8%	19.1%			
人民网	增持	14.01	14.44	15.44	16.95	0.89	0.99	1.11	1.28	60.4	3.2	0.2
yoy		-2.2%	3.1%	6.9%	9.8%	-16.0%	11.2%	12.1%	15.3%			
分众传媒	中性	120.14	140.2	159.97	181.08	60.05	61.49	67.67	80.03	13	67.7	32.1
yoy		17.6%	16.7%	14.1%	13.2%	34.9%	2.4%	10.1%	18.3%			
奥飞娱乐	中性	36.42	29.32	33	38.04	0.9	1.2	2.4	2.88	-57.6	1.9	41.3
yoy		8.4%	-19.5%	12.6%	15.3%	-81.9%	33.1%	99.8%	20.3%			

数据来源：Wind，财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。