

从成长到成熟 行业迎来变局

——传媒互联网行业 2019 年度投资策略

行业年度报告

◆前言：传媒产业的五个经济学特征，解释内容成本居高不下、轻资产、高风险、集中度高、头部效应等行业现象。1) 传媒内容不会被消耗殆尽且边际利润率高；2) 公共产品特征：需要平衡商业价值与社会效益；3) 高风险特征：沉没成本高且需求受众无法准确预测；4) 边际成本低\边际效益高具有规模经济和范围经济特性；5) 独特内容使其对受众和渠道拥有议价权。

◆美国传媒行业复盘：政策、技术推动行业发展，并购促进行业集中度持续提升。美国传媒产业发展经历了报刊、广播、电影、电视、互联网五个时期，拥有政策的支持并伴随不断出现的技术革命，传统媒体为了抵御新媒介冲击采取合作及并购方式进行大量并购，美国传媒产业集中度不断提升。

◆中国资本市场传媒行业复盘：政策、技术及资本市场的发展，推动传媒板块经历成长，逐渐成熟。中国传媒行业资本市场发展可划分为四个阶段：1) 1999-2008 年我国传媒行业处于起步期，广电出版国有传媒公司争先登陆 A 股；2) 2009-2012 年步入成长期，文化鼓励政策推动，影视娱乐产业开始登陆 A 股；3) 2013-2015 年移动互联网快速发展，资本市场繁荣且并购重组政策放宽，A 股传媒板块进一步扩容；4) 2016-2018 年步入调整期，传媒投资转向白马价值股。

◆传媒行业从成长到成熟，迎来变局：1) 行业供给之变：内容同质化竞争，政策收缩、资本退潮等因素使供给收缩；2) 行业需求之变：内容驱动型行业，求质非量；3) 媒介渠道之变：网络端影响力超过传统媒体，龙头集中议价权提升；4) 受众市场之变：大众媒体和细分垂直市场并存，市场追求优质内容，付费兴起；5) 行业监管之变：强调社会效益，加强行业治理和舆论引导；6) 版权政策之变：版权保护和维权意识加强，促进行业健康发展。

◆行业观点及展望：1) 娱乐消费需求长期景气，越富裕越娱乐；2) 技术、政策共同推动行业发展，集中度持续提升，行业将由少数传媒集团主导；3) 从成长到成熟，行业迎来变局：行业从之前的高速成长、无序的狂奔，如今越来越规范化，迎来新的机会。我们认为内容的供给与需求供需将重构，渠道平台拥有更强议价权；4) 我们认为扶持政策未变，强调回归行业本源；5) 版权保护空前严厉，给予内容付费市场良好环境；6) 当前处在第五轮媒介技术发展期，媒介技术的发展将带来创造新的娱乐体验，刺激新的消费需求；2022 年中国 5G 娱乐内容或将达到繁荣期。

◆投资建议：我们认为传媒板块风险将逐步释放，2019 年或将迎行业拐点，我们构建了内、外部因素结合的投资三棱镜，我们建议上半年以守为攻，追求稳稳的幸福；下半年以攻为守，迎来海阔天空。我们推荐中南传媒、凤凰传媒、芒果超媒、中国电影、光线传媒。

◆风险分析：知识产权风险、市场竞争风险、产品持续开发与创新风险、核心人员流失风险、作品审查风险、影视产品不被市场认可的风险。

买入（维持）

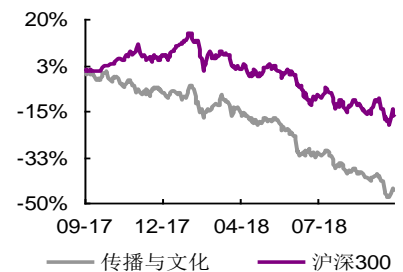
分析师

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

广电总局发文进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理——光大传媒互联网周报 20181111

..... 2018-11-11

投资聚焦

研究背景

“**版号暂停、资本退潮、明星限薪、收视率造假、流量造假、IP 失灵、阴阳合同、监管大年、影视税收**”是 2018 年传媒的九大关键词，传媒行业面临前所未有的危机。以史为鉴，我们希望，通过复盘美国传媒、中国传媒板块及行业发现暴风雨之后的投资机会。

我们的创新之处

1) 根据传媒行业的特点，我们对传媒经济学几个特征进行了解释，方便投资者理解行业的诸多现象；2) 复盘了中国及美国传媒产业的发展，分析了技术、政策及资本市场的并购助推行业发展的重要性；3) 对中国传媒行业主要的四个板块：电影、电视（包含综艺）、游戏、出版进行了复盘和梳理，深入剖析供给与需求及影响供需关系的渠道、受众政策及版权等要素，分析了行业当前面临的问题和机遇。

投资观点&关注建议

投资逻辑及行业评级：

2019 年传媒进入估值底部区间、政策逐渐稳定、商誉、质押等风险有望逐步化解；娱乐需求仍在，供给需求将重构，行业变局之后，2019 年或将迎来行业拐点，我们维持行业“买入”评级。

我们分析行业的内部因素、外部因素，构建“三个因子、一个关系”的投资三棱镜，对相关行业机会及公司进行推荐。对于板块投资节奏的把握上，我们建议上半年以守为攻，追求稳稳的幸福；下半年以攻为守，迎来海阔天空。

➤ **内部因素之供需关系。**1) 头部内容更具有稀缺性，受众需求审美变化快、供给难以匹配需求变化速度，头部价值不变；版权政策环境更为健康。其中渠道及头部平台持续受益且议价能力更强，**我们推荐：芒果超媒、中国电影、光线传媒**；2) 此外，受众付费习惯渐养成，付费率持续提升，我们认为网络视频平台受益，尤其是家庭大屏端 IPTV、OTT 的行业机会值得关注。其中，芒果超媒、东方明珠、华数传媒拥有 OTT 牌照且 IPTV、OTT 业务快速增长。

➤ **外部因素之资本市场因子：**考虑到宏观经济环境及市场风格的转变，推荐安全边际较高的公司。我们认为传媒板块经过 20 年的演变，从买成长长期到重价值，市场风格不再青睐小公司“故事王”；2019 年宏观经济仍然面对较大压力，其中，**现金流充沛、高分红比例、安全边际较高的出版行业是稳稳的幸福，我们推荐中南传媒、凤凰传媒**；

➤ **外部因素之政策因子：**监管近期频繁释放积极信号，监管机构调整后，政策将逐步明朗，**我们关注游戏板块在版号放开后的机会：三七互娱、游族网络、完美世界**；

➤ **外部因素之技术因子：**5G 来临后将带动技术创新，娱乐体验升级；网络运营商先受益，其中，广电或将拿到 5G 牌照，成为第四大运营商，**我们关注广电行业：东方明珠、华数传媒**。

目录

1、 前言：关于传媒的经济学特征	5
2、 美国传媒产业近百年发展：政策、技术及并购促行业发展	5
2.1、 美国传媒行业发展历程	5
2.2、 上下游整合并购，频繁且交易金额大	8
3、 中国传媒板块 20 年发展：政策鼓励、技术推动、并购提速使板块扩容	8
3.1、 中国传媒行业资本市场发展历程及阶段：起步期、成长期、腾飞期、调整期四个阶段	9
4、 中国传媒行业复盘 行业迎来变局	10
4.1、 主要内容产品端：供给收缩 需求转向	11
4.2、 媒介及渠道端呈现传统渠道向网络端迁移且龙头集中的特征	30
4.3、 用户受众变化：互联网人口红利消失 细分市场呈结构性机会	41
4.4、 政策及监管再调整 适应社会土壤	46
4.5、 版权保护进入 2.0 阶段，促进行业健康发展	50
5、 技术：5G 娱乐推动行业新一轮发展契机	52
5.1、 5G 将推动媒体行业收入快速增长	52
5.2、 5G 拓宽娱乐场景，升级体验	53
6、 传媒行业观点	55
6.1、 观点一：娱乐消费需求长期景气 越富裕越娱乐	55
6.2、 观点二：技术、政策、资本共同推动行业发展，集中度持续提升由少数传媒集团主导	56
6.3、 观点三：内容供需格局重构，改变行业格局，渠道议价能力更强，家庭大屏机会不能忽视	57
6.4、 观点四：扶持政策未变，强调回归本源	58
6.5、 观点五：版权保护严厉，创造行业健康发展的环境	59
7、 行业展望：技术进步刺激新的文化需求	61
8、 投资&关注建议	64
8.1、 板块回顾：部分公司跌破净资产 估值创新低	64
8.2、 业绩将逐步触底 拐点判断	65
8.3、 稳稳的幸福：股息率高、具有安全边际的防守型选手	67
8.4、 投资&关注建议	69
8.5、 芒果超媒（300413.SZ）：“一云多屏”初显成效内容自制驱动良性成长	72
8.6、 中国电影（600977.SH）：制片发行全产业链布局或受益行业景气与集中度提升	73
8.7、 凤凰传媒（601928.SH）：扎根教育出版基本盘，探索多元布局新篇章	74
8.8、 光线传媒（300251.SZ）：行业布局前瞻 项目储备丰富	77
8.9、 中南传媒（601098.SH）：政策风险释放充分，高分红比回报股东	80

9、 风险分析.....82

1、前言：关于传媒的经济学特征

传媒产业的五个经济学特征，解释内容成本居高不下、轻资产、高风险、集中度高、头部效应等行业现象。

特征一：传媒内容不会被消费耗尽且边际利润率高 轻资产特性凸显

无论一个电影、电视、新闻及游戏被消费多少次，其使用价值都不会被用尽，这与传统经济学的稀缺性特质不同；由于传媒具无形资产特性，固定成本要素投入比例较低，面向一万人或者一百万人的受众，增加的边际成本较少，而获得的边际收益较多，边际利润率高。

特征二：公共产品特征——需要平衡商业价值与社会效益

文化商品具有公共产品特征，兼具传播信息及娱乐大众的功能，受众广泛，特别是在大众传媒兴起后，商业媒体追求利益最大化的同时，又需考虑在信息内容传播时的影响，其社会效益不能忽视。

特征三：高风险特征——沉没成本高且需求受众无法准确预测

无论面对多少观众，一个还是上亿，制作内容的成本是相同的，因此内容制作的沉没成本很高。然而正如那句谚语“每个人心中都有一个哈姆雷特”，受众对于文化产品的需求和喜好差异巨大，且难以准确预测。

特征四：边际成本低 边际效益高具有规模经济和范围经济特性

由于内容制作的边际成本低、边际效益递增，若面向更多的受众，可以获得更多客观利润，所以，规模经济在传媒领域适用。此外，同一个产品具有了稳定的受众及认可后，可以包装重塑到更多市场销售。

特征五：独特内容的稀缺性导致其拥有议价权

由于人的欣赏品味和心理需求特点，独特的内容产品无法替代，导致传媒与制造业的标准化产品不同，独特内容具有非常强的稀缺性且拥有议价权。

2、美国传媒产业近百年发展：政策、技术及并购促行业发展

工业化革命后，点对点的信息传递无法再适应时代，更有效率的信息传递尤为迫切，大众媒体发端于此时，1833 年报刊作为传播载体并出现商业化，传媒自此作为一个独立产业快速发展。美国的传媒产业化发展起源于 20 世纪 20 年代，期间经历了报刊、广播、电影、电视、互联网五个时期，拥有政策的支持并伴随着不断出现的技术革命，传统媒体为了抵御新兴媒体冲击，进行了合作及并购，行业集中度持续提升，市场最终为少数公司主导。

2.1、美国传媒行业发展历程

1) 1920 年以前：工业革命后，报纸出现并形成商业模式，传媒产业作为独立行业开始发展。a) 17 世纪，美国经历了工业化革命，印刷业在美国发端；b) 电报（1844）、电话（1875）、广播（1906）、彩色电影（1930）相继发明；c) 1833 年，太阳报创办并采用销售内容与广告的盈利模式，传

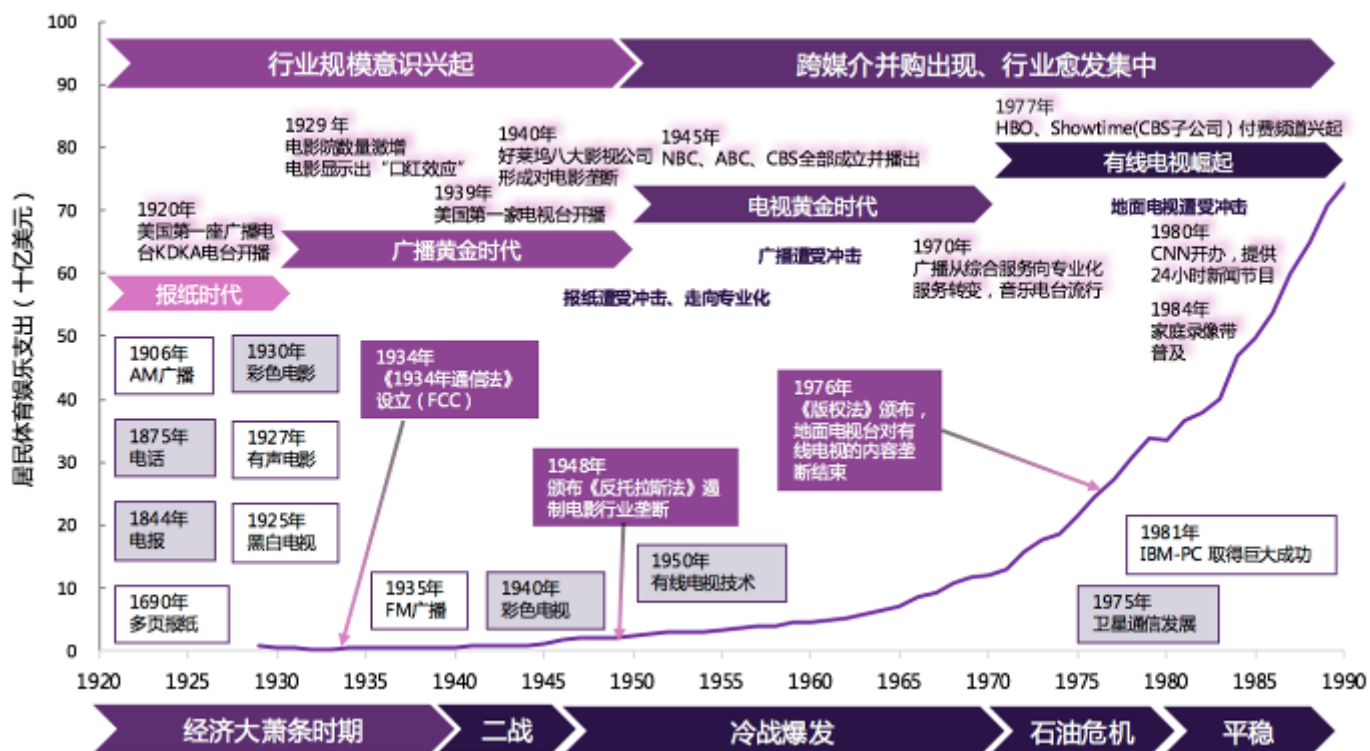
媒作为独立的产业出现；

2) 1920年-二战前：广播电影黄金发展期，电影行业作为“新娱乐”，报纸遭受新媒介冲击。a) 报刊杂志面临第一次广播媒体的冲击，合并潮出现。20世纪20年代，报刊面临内在市场饱和与外在广播技术冲击，纷纷通过合并有效利用工厂设施、减轻经济压力；b) 电影在1929-1933大萧条期间显示出“口红效应”，好莱坞迎来“黄金时代”，1940年八大影视公司的全产业链经营发展如火如荼，1948年《反托拉斯法》的出台导致电影行业的重新洗牌；

3) 二战后-1980年代末：冷战后，美国政府加大对媒体行业的支持，电视逐渐成为主流媒体，传媒行业采取多元化经营抵抗风险，第二次传媒并购潮兴起。a) 电视取代广播成为主流媒体。二战后，无线电技术普及，美国电视机产量激增，从1946年的6000台增长至1949年的300万台。1960年，87%的美国家庭至少拥有一台电视；b) 1945年NBC、ABC、CBS成立并开始播出内容；c) 1975年卫星通信发展，有线电视冲击地面电视，1977年《版权法》颁布，地面电视台对有线电视内容的垄断结束，1977付费频道HBO、Show Time成立并受欢迎；d) 1984年家庭录像带普及对电影行业形成新的冲击；

4) 1990年代-至今：互联网兴起，传统媒体巨头受冲击，第三次传媒并购潮兴起。a) 《通信法》颁布推动行业第三次并购潮，传媒指数期间上涨180%；b) 互联网泡沫破灭。2000年时代华纳与美国在线的3500亿美元“世纪合并”标志着互联网泡沫达到最高峰，传媒指数期间最多下跌57%；c) 传媒行业随着复苏的美国经济开始回暖，流媒体兴起。2005年Youtube创立，一年后被谷歌以16.5亿美元全资收购；2006年，宽带在美国家庭进一步普及，Netflix着手布局流媒体业务，经过五年的激烈竞争最终击败DVD租赁巨头百事达；d) 移动互联网发展促行业发展，传媒巨头频繁并购，2009-2017年传媒指数累计涨幅400%。2015年，Netflix的流媒体视频服务占北美互联网高峰下载流量的37%；2010年，传统有线电视巨头HBO顺应趋势推出流媒体服务HBO Go，2018年网络订阅用户超过500万人。2009年美国在线时代华纳拆分、2014年康卡斯特收购时代华纳有线、2016年AT&T收购时代华纳为期间传媒行业三大重要并购。

图 1：1920 年-1990 年美国传媒发展



资料来源：新浪财经、《The Media in America: a History》，David Sloan (上海人民出版社)

图 2：1990 年至今传媒指数变化



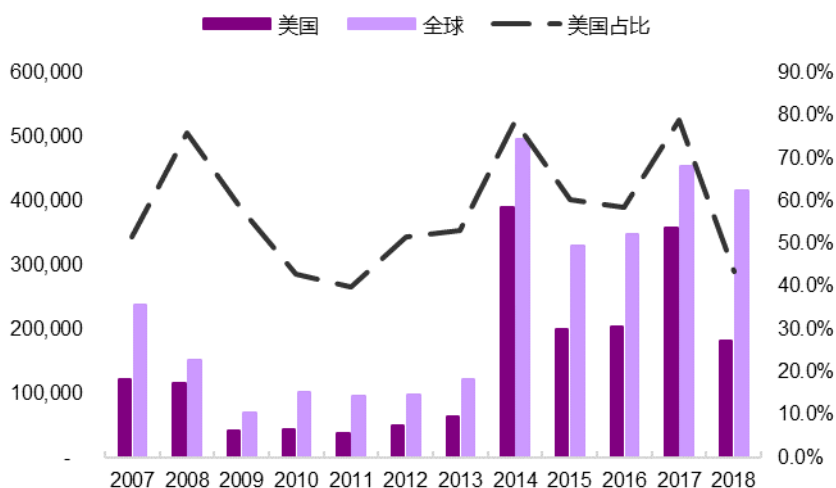
资料来源：Globalization101，光大证券研究所

2.2、上下游整合并购，频繁且交易金额大

美国传媒行业并购金额占全球 40%以上。根据彭博数据显示 1) 2018 年，全球已宣布并购交易总金额 4.05 万亿美元，同比增长 13.6%；2) 2018 年，全球传媒互联网行业发生 2683 起并购事件，总金额 4161 亿美元，占全球并购总金额 10.3%；3) 美国是全球传媒互联网行业并购交易最活跃的地区之一，2007 年-2018 年，年交易额均占全球该行业并购总金额 40%以上，最高达 78.9%。

《1996 年电信法》颁布后，美国传媒业与电信业逐渐进行产业融合，市场容量扩大。1) 2000 年，时代华纳与美国在线达成合并，是当时美国历史上最大的企业并购；该交易是时代华纳这一传统传媒巨头对于新兴互联网渠道的一次昂贵而失败的探索：2002 年，美国在线-时代华纳计提 989 亿美元商誉减值损失，公司市值从 2260 亿美元降至 200 亿美元，并最终于 2009 年再次拆分；2) 2018 年，全球第一大互联网服务提供商 AT&T 获批以 854 亿美元收购全球第三大媒体和娱乐内容供应商时代华纳，将后者内容加入到其付费有线电视订阅；新公司业务覆盖了电影制作、有线电视、手机网络以及光纤电缆等业务，成为全球最大的内容创造者和分发商。

图 3：2007-2018 传媒行业并购交易额（百万美元）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

3、中国传媒板块 20 年发展：政策鼓励、技术推动、并购提速使板块扩容

文化产业的鼓励政策使传媒行业快速壮大，互联网和移动互联网的技术让行业快速成长，资本市场鼓励并购重组的政策让许多传统行业公司化身传媒公司。买传媒就是买成长一直是市场对传媒板块的定义，小市值、“故事王”公司曾经备受市场追捧。2015 年后，由于市场风格的转变且对传媒各种“雷”的担忧，传媒不再受青睐。2016 年后市场风格转向，经历了成长的烦恼，大白马受到市场青睐。

3.1、中国传媒行业资本市场发展历程及阶段：起步期、成长期、腾飞期、调整期四个阶段

中国传媒资本市场的发展可分为四个阶段：**1999-2008（起步期）、2009-2012（成长期）、2013-2015（腾飞期）、2015-2018（调整期）。**

1) **1999-2008 年我国传媒行业处于起步期，文化体制改革进入试点阶段，出版、广电类国有传媒公司进行股份制改造，首批登陆资本市场。**a) 该阶段上市公司以出版、广电等国有企业为主，其中出版 5 家、广电 5 家。90 年代中期开始，我国传媒行业真正拉开了行业的资源整合以及集团化经营的序幕；b) 2001 年中国入世，扩大文化产业对外开放，允许进口国外娱乐产品；c) **2003 年文化传媒体制改革进入试点阶段，2006 年文化体制改革全面推广，通过股份制改造实现投资主体多元化的文化企业，符合条件的可以申请上市。**

2) **2009-2012 年传媒发展步入成长期，进一步深化文化体制改革，影视娱乐产业开始登陆 A 股。**a) 2009 年国务院出台《文化产业振兴规划》，传媒行业迎来大发展，推动文化产业成为国民经济支柱性产业；2010 年新闻出版总署《关于加快数字出版产业发展的若干建议》，出版公司数字化转型，该阶段有 7 家出版公司上市；b) 该阶段共有 36 家新上市公司，主要以 IPO 方式为主，影视娱乐等新传媒公司开始登陆 A 股；

3) **2013-2015 年传媒行业处于腾飞期，由于资本市场牛市和政策的支持，传统公司通过并购重组纷纷转型传媒公司。**a) 2014 年证监会正式发布了修订版的《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司收购管理办法》，推进上市公司的并购重组，其中包括取消对不构成借壳上市的重大购买等行为的审批，伴随着行业的“互联网+”转型热潮，众多传统公司转型为传媒互联网公司；b) 该阶段新上市传媒公司 45 家，其中通过借壳、并购等方式上市的传媒公司有 31 家；

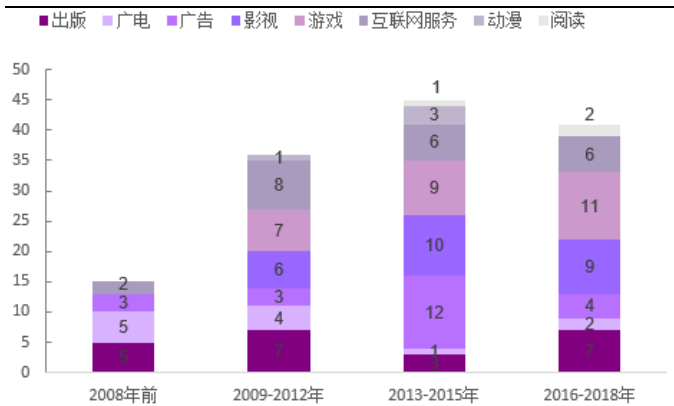
4) **2016-2018 年传媒行业步入调整期，资本市场牛市终结且监管趋严，投资风格转向白马股。**a) 2016 年传媒行业发布新规，涉及收视率、广告、电视剧、明星管控、电影、网络视听等各个领域，政策性文件出台，**加强监管成为主基调**；b) 期间共有 41 家传媒公司登陆 A 股，2017 年下半年以后传媒行业资本市场融资难度加大，并购重组政策收紧，多以 IPO 方式上市，其中游戏、影视、出版分别为 11 家、9 家和 7 家。

图 4：1999 年至今传媒行业发展阶段



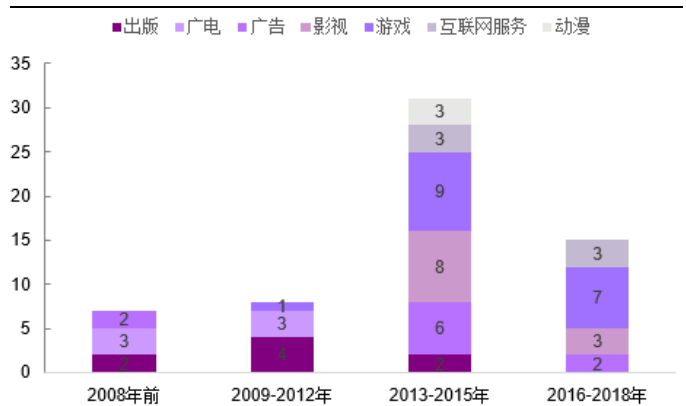
资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：2008-2018 年传媒公司 A 股上市数量及子行业分布情况



资料来源：wind，光大证券研究所 注：中信传媒行业共 138 家公司，剔除昂立教育、上海钢联、力盛赛车，添加芒果超媒、三六零两家标的公司，样本共 137 家公司。

图 6：各阶段通过重大资产重组上市公司数量及子行业分布情况

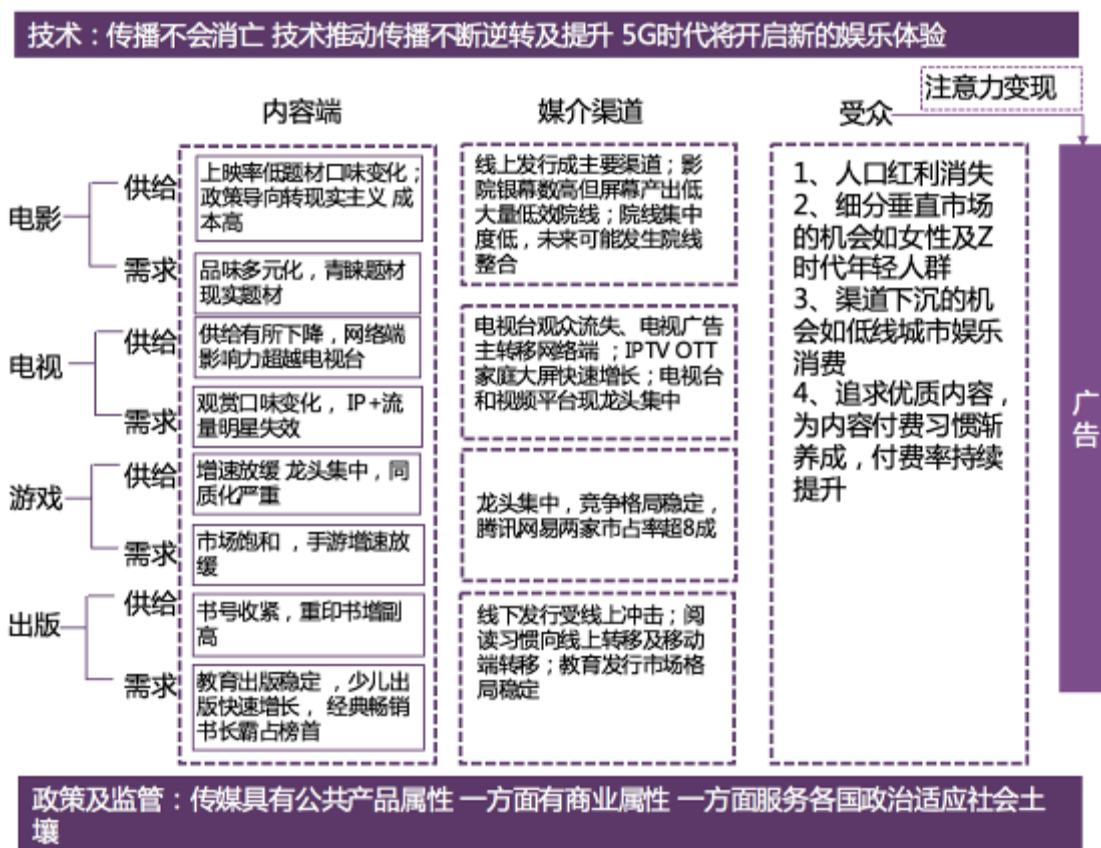


资料来源：wind，光大证券研究所

4、中国传媒行业复盘 行业迎来变局

由于电影、电视（含综艺）、游戏出版四个板块的产值占比大，具有代表性。我们集中分析这 4 个板块的供给需求、行业格局、渠道及受众的变化。

图 7：传媒行业产业链图



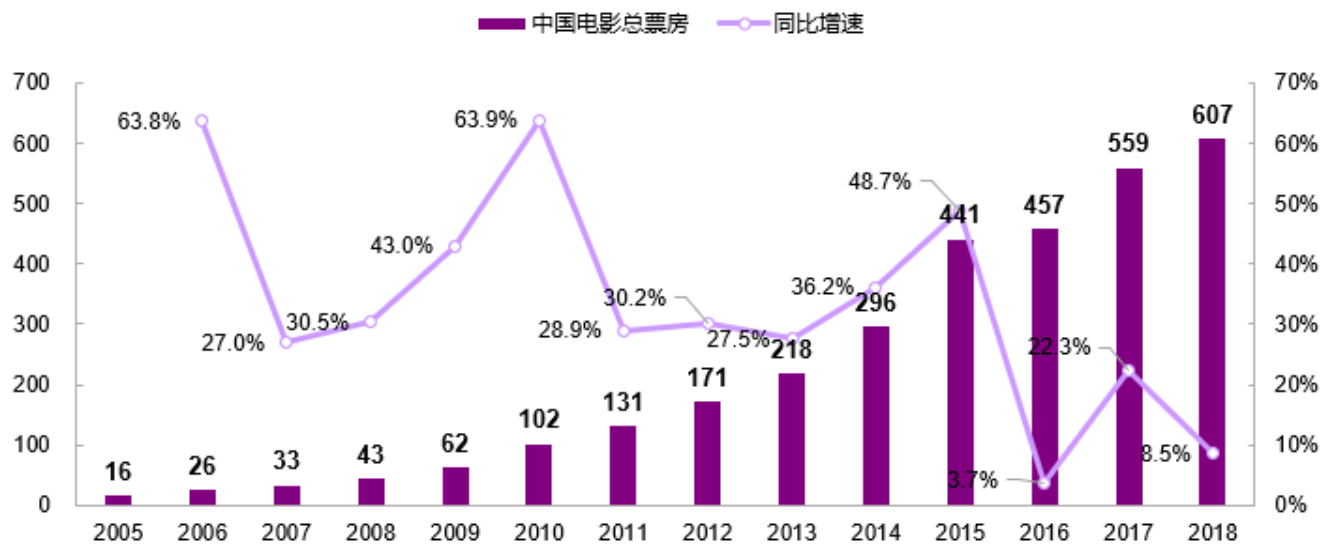
资料来源：光大证券研究所

4.1、主要内容产品端：供给收缩 需求转向

4.1.1、电影：进入产业发展成熟期 供给需求不匹配

电影票房与电影生产数量增速放缓。1) 中国票房高速增长已过，增速放缓。2016年中国电影票房为457亿，为中国票房拐点增速为3.7%，2018年票房累计606.9亿，同比增长8.5%；2) 2017年，全年共生产故事片798部，同比增长3.4%。

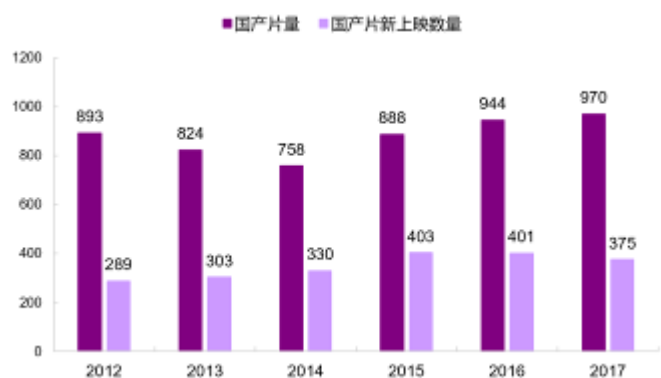
图 8：2005-2018 年中国电影总票房及同比增速（单位：亿元）



资料来源：猫眼专业版，光大证券研究所

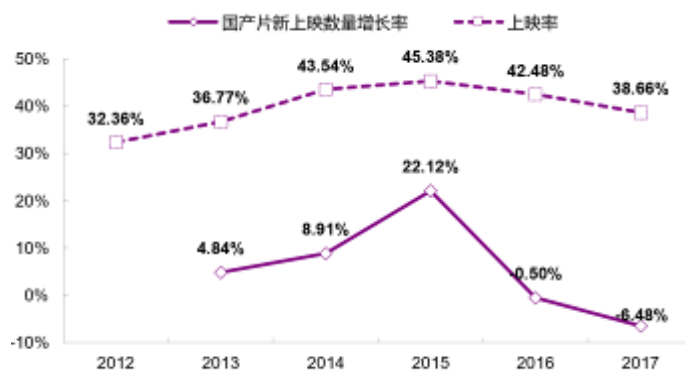
国产片电影上映率下降，备案增速放缓。1) 2015 年至 2018 年国产片新上映数量增长率和上映率双降，2017 年国产片新上映 375 部，上映率为 38.66%，同比下降 6.48pct；2) 备案数量增速放缓，2017 年电影备案数同比增长为 3.2%。2015-2017 年备案电影/剧本分别为 3539 部、3708 部和 3825 部。

图 9：2012-2017 年国产片数量及国产片新上映数量(单位：部)



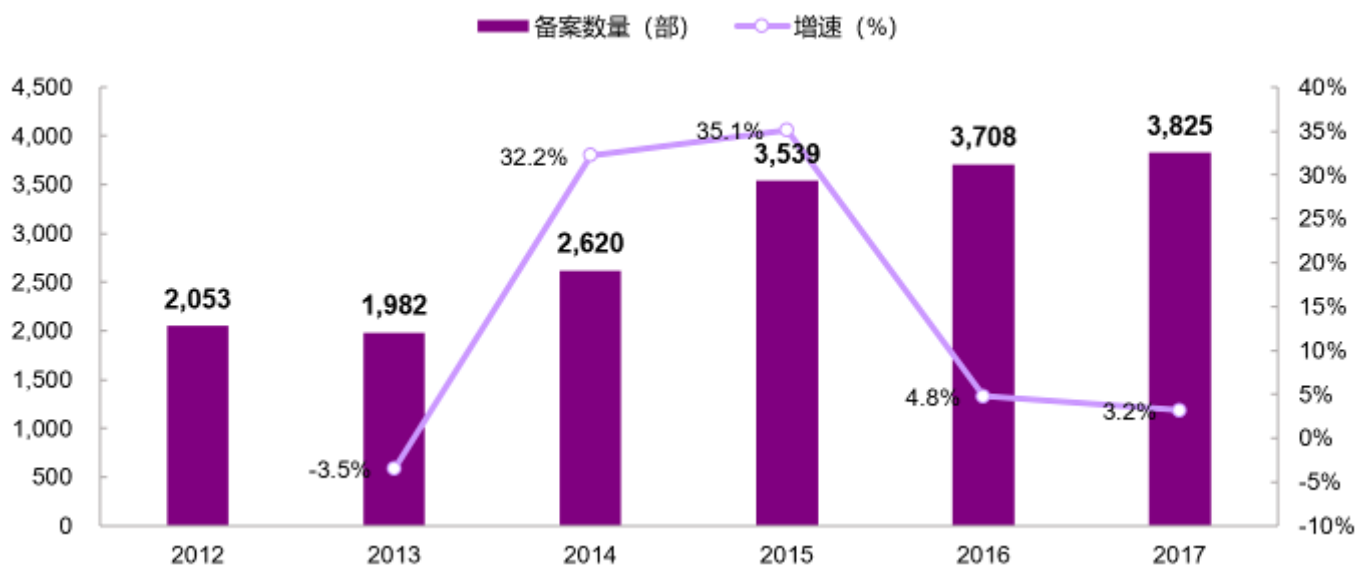
资料来源：艺恩数据，光大证券研究所

图 10：2012-2017 年国产片新上映数量增速及上映率 (单位：%)



资料来源：艺恩数据，光大证券研究所

图 11：2012-2017 年中国电影剧本备案数量及同比增速（单位：部）



资料来源：国家新闻出版广电总局电影局官网，光大证券研究所

明星片酬较电影制作成本占比高,如果单部影片邀请2位以上一线明星,就要付出亿元成本。据2017年“中国明星片酬权力榜TOP100”显示,排名前十明星片酬均在3000万以上,排名前三分别是成龙、周润发、刘德华,分别为8000万、8000万、3000万。

表 1：2017 “中国明星片酬权力榜TOP100”排名前十

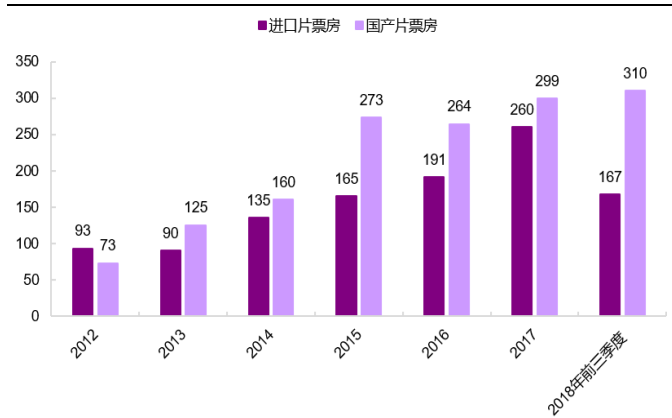
排名	明星	整体片酬	代表作品	制作成本
1	成龙	8000万	《功夫瑜伽》	4亿
2	周润发	8000万	《澳门风云3》	小于2亿
3	刘德华	3000万	《追龙》	2亿
4	邓超	3000万	《美人鱼》	4亿
5	黄渤	3000万	《心花路放》	7500万
6	陈坤	3000万	《寻龙诀》	2.5亿
7	徐峥	3000万	《港囧》	2.5亿
8	彭于晏	3000万	《湄公河行动》	2亿元
9	甄子丹	3000万	《追龙》	2亿元
10	吴京	3000万	《战狼》	近亿元

资料来源：《南华早报》2017年11月13日，光大证券研究所

中国电影供给结构：国产片过亿票房数量超过进口片 电影题材更加多元化

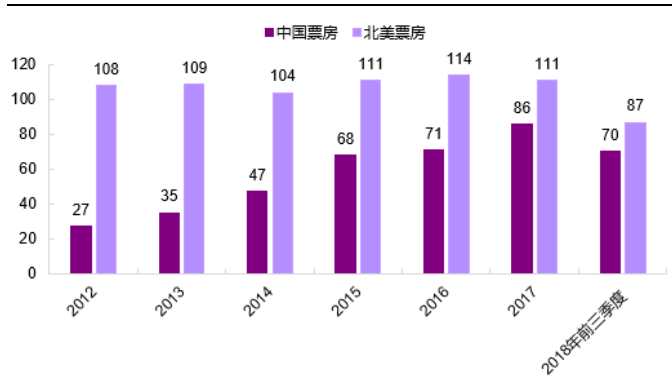
1) 2012年至2017年间近五年,中国票房平均增长保持在28%以上,中国票房与北美电影票房差距进一步缩小;2) 2013年—2017年,票房超过10亿的电影上升到14部。2017年票房过亿影片共有92部,国产影片51部,同比增长19%,超越进口片数量;3) 电影类型多元化发展,动画影片、纪录片、科教影片和特种影片的数量增加。2017年生产故事影片798部,动画电影32部,纪录电影44部,科教电影68部,特种电影28部。

图 12: 2012-2018 前三季度进口片与国产片票房规模 (单位: 亿元)



资料来源: 艺恩数据, 光大证券研究所

图 14: 2012-2018 前三季度中国电影总票房与北美电影总票房 (单位: 亿美元)



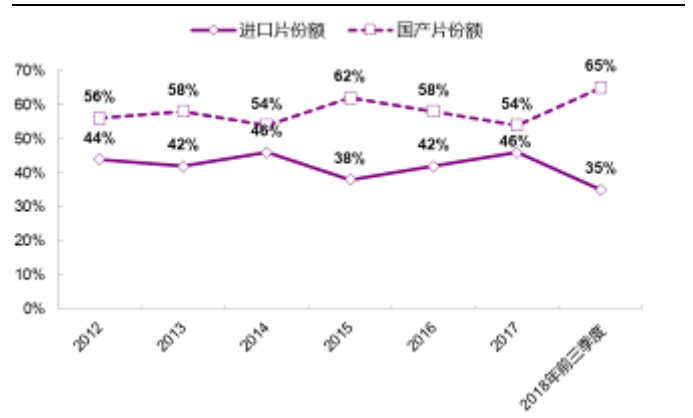
资料来源: 艺恩数据, 光大证券研究所

表 2: 2013-2017 年不同票房区间电影的数量 (单位: 部)

	2013	2014	2015	2016	2017
>10 亿	1	3	8	10	14
5 亿~10 亿	8	15	20	18	18
1 亿~5 亿	51	60	53	67	52
1000 万~1 亿	72	88	101	83	100
<1000 万	69	119	262	230	223

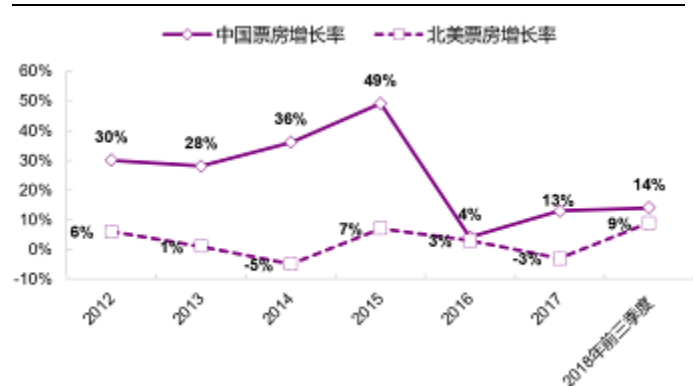
资料来源: 凡影数据, 光大证券研究所

图 13: 2012-2018 前三季度进口片与国产片份额 (单位: %)



资料来源: 艺恩数据, 光大证券研究所

图 15: 2012-2018 前三季度中国电影票房与北美电影票房增速



资料来源: 艺恩数据, 光大证券研究所

表 3: 2012-2017 年国产电影生产情况 (单位: 部)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
故事影片	653	638	618	686	772	798
动画影片	24	33	29	40	49	32
纪录影片	26	25	18	25	32	44
科教影片	76	74	121	52	67	68
特种影片	5	26	18	23	24	28

资料来源: 《2012 年-2017 年中国电影产业备忘》、尹鸿, 光大证券研究所

表 4: 2012-2017 年票房过亿电影数及国产片和进口片分布 (单位: 部)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
票房过亿元影片总数	43	62	66	81	84	92
票房过亿元国产片	21	35	36	47	43	51
票房过亿元进口片	22	27	30	34	41	41

资料来源:《2012年-2017年中国电影产业备忘》、尹鸿,光大证券研究所

表 5: 2013-2017 年中国及北美新上映影片总量 (单位: 部)

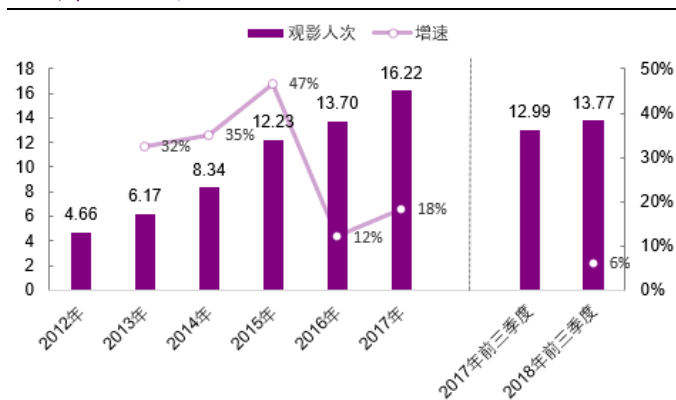
	2013	2014	2015	2016	2017
中国	375	407	479	505	490
北美	688	706	705	736	740

资料来源:艺恩数据,光大证券研究所 注:中国新上映影片总量包括进口国产片

中国电影需求端: 一二线城市仍为主流 三四线增速快

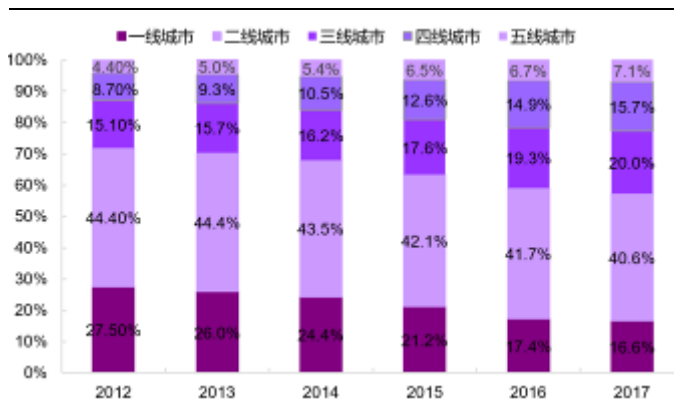
1) 观影人群中,市场下沉明显,观影人群主要分布在一二线城市中,从票房份额地区分布来看,一二线城市票房为主要票仓,但近年来观影人群一二线城市占比下降;2) 三四线城市票房占比上升。2017年,一二线城市票房同比增速分别为8%和13%,低于全国总票房的增长水平,整体来看观影下沉趋势明显。

图 16: 2012-2018 年前三季度全国观影人次及同比增速 (单位: 亿)



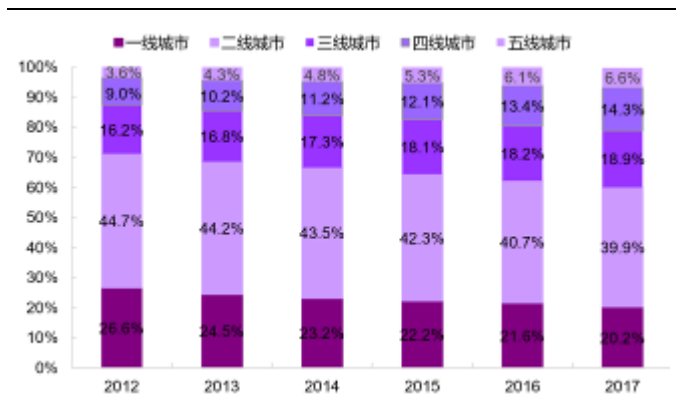
资料来源:拓普数据,光大证券研究所

图 17: 2012-2017 年全国观影人群地区分布 (单位: %)



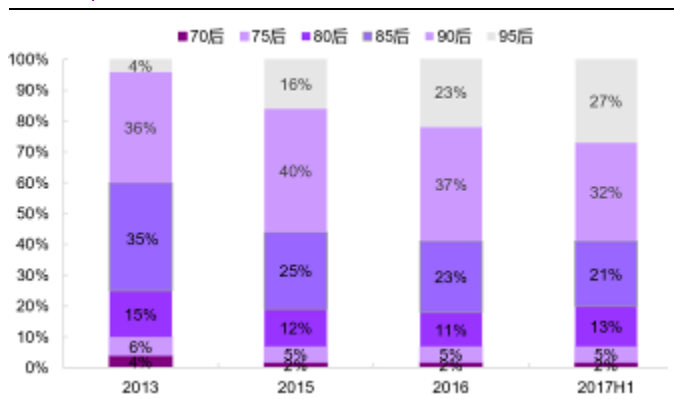
资料来源:猫眼专业版数据,光大证券研究所

图 18: 2012-2017 年全国票房份额地区分布 (单位: %)



资料来源:猫眼专业版,光大证券研究所

图 19: 2013-2017H1 年全国观影人群年龄分布 (单位: %)



资料来源:猫眼专业版,光大证券研究所 注:部分年份数据缺失

现实题材等逐渐受欢迎，IP+流量明星渐失灵

观赏审美逐渐变化，题材类型更多元。1) 2010年-2016年期间，喜剧及好莱坞大片更受欢迎更易高票房。2010年首部进口片《阿凡达》过10亿票房，2012年首部国产电影《泰囧》过10亿票房标志着票房处于进入新阶段；2) 2014-2017年最受关注院线电影类型丰富，2014年最受关注的是动作片，如《变形金刚》、《美国队长》；2015年是喜剧片，以《夏洛特烦恼》、《捉妖记》等喜剧电影为主；2016以动作和动画为主，《疯狂动物城》以9.2的评分排名首位；3) 2017年《战狼2》献礼建军90周年，适逢复杂国际局势和民族情绪高涨，该片获得了空前的成功，刷新单片票房最高纪录56.8亿元，中国电影步入50亿级别阶段；此外《摔跤吧！爸爸》成为第一部入选的家庭片；4) 2018年《我不是药神》使用了黑色幽默的方式，引发全民对于医药行业的现实的思考，引起了巨大反响；《红海行动》则展现中国军人形象，累计票房36.5亿。

IP+流量明星渐失灵，票房和口碑均不及预期。1) 2015年IP电影大热，2016年制作了一系列IP电影制作，票房口碑不及预期，如由李连杰等主演的高制作电影《封神传奇》豆瓣评分仅为2.9，票房2.83亿元，《致青春，原来你还在这里》豆瓣评分4.1，口碑不及《致青春1》，票房3.37亿；2) 2017年有刘亦菲、杨洋主演的《三生三世十里桃花》，豆瓣评分仅为3.9，票房5.53亿，不及预期；3) 2018年《爱情公寓》借IP营销，豆瓣评分仅为3.1。

表 6：电影票房排名榜单前五

排名	片名	上映时间	票房(亿元)	平均票价	场均人次
1	战狼2	2017/7/27	56.8	35.6	38
2	红海行动	2018/2/16	36.5	39.3	33
3	唐人街探案2	2018/2/16	34.0	39.8	38
4	美人鱼	2016/2/8	33.9	36.7	44
5	我不是药神	2018/7/5	31.0	34.8	26
6	速度与激情8	2017/4/14	26.7	36.6	30
7	西虹市首富	2018/7/27	25.5	35.1	28
8	捉妖记	2015/7/16	24.4	37.2	42
9	速度与激情7	2015/4/12	24.3	38.9	42
10	复仇者联盟3:无限战争	2018/5/11	23.9	38.2	19
11	捉妖记2	2018/2/16	22.4	38.3	44
12	羞羞的铁拳	2017/9/30	22.1	33.4	25
13	变形金刚4:绝迹重生	2014/6/27	19.8	41.6	50
14	前任3:再见前任	2017/12/29	19.4	35.1	29
15	毒液:致命守护者	2018/11/9	18.6	35.5	17

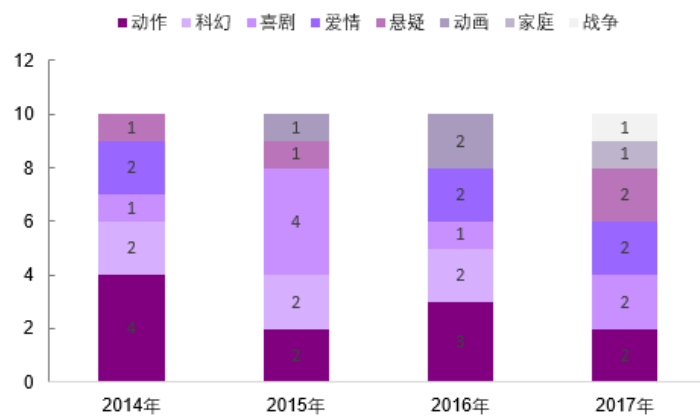
资料来源：猫眼专业版，光大证券研究所

表 7: 2014-2017 年豆瓣最受关注院线电影

排名	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
	片名	评分	片名	评分	片名	评分	片名	评分
1	后会无期	7.1	大圣归来	8.2	疯狂动物城	9.2	战狼 2	7.1
2	星际穿越	9.2	王牌特工	8.4	美人鱼	6.9	摔跤吧! 爸爸	9.1
3	X 战警: 逆转未来	8.2	夏洛特烦恼	7.5	你的名字	8.6	爱乐之城	8.3
4	变形金刚 4	6.5	速度与激情	8.4	湄公河行动	8.4	寻梦环游记	9.0
5	美国队长 2	7.9	捉妖记	6.7	美国队长	7.7	乘风破浪	6.8
6	心花路放	7.1	侏罗纪世界	7.7	大鱼海棠	6.5	看不见的客人	8.7
7	明日边缘	8.1	复仇者联盟 2	7.3	神奇动物在哪里	8.0	敦刻尔克	8.4
8	催眠大师	7.6	煎饼侠	5.9	七月与安生	7.6	羞羞的铁拳	6.9
9	银河护卫队	8.0	港囧	5.6	X 战警: 天启	7.9	天才枪手	8.2
10	归来	7.8	烈日灼心	8.0	魔兽	7.8	金刚狼 3: 殊死一战	8.3

资料来源: 豆瓣网, 光大证券研究所

图 20: 2014-2017 年豆瓣最受关注院线电影各类型数量 (单位: 部)



资料来源: 豆瓣网, 光大证券研究所 注: 分类采用豆瓣第一关键词

表 8: IP 类电影评分及票房情况

电影	上映时间	豆瓣评分	票房	主要演员
爵迹	2016	3.8	3.8 亿	范冰冰、吴亦凡、陈学冬
梦想合伙人	2016	3.9	8100 万	姚晨、郝蕾、唐嫣
封神传奇	2016	2.9	2.83 亿	李连杰、范冰冰、黄晓明
致青春.原来你还在这里	2016	4.1	3.37 亿	刘亦菲、吴亦凡
夏有乔木 雅望天堂	2016	4.7	1.52 亿	韩庚、卢杉、吴亦凡
三生三世十里桃花	2017	3.9	5.53 亿	刘亦菲、杨洋
爱情公寓	2018	3.1	5.5 亿	陈赫、袁弘、娄艺潇

资料来源: 豆瓣网, 光大证券研究所

4.1.1、电视剧&综艺：网剧网综崛起，优质内容为王

电视剧行业：整体剧集供给量下降，网络端供给提升。2017 年获电视剧制作许可证（甲种）机构减至 113 家，电视剧立项总部数、总集数均有所下降，其中当代现实题材占近六成。

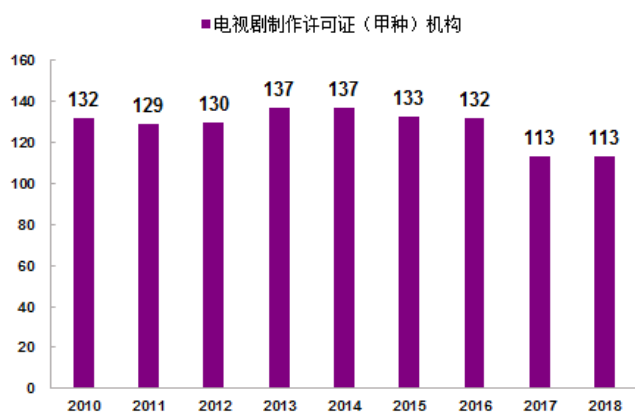
1) 2010-2016 年，获电视剧制作许可证（甲种）机构的数量一直维持在 130 家左右，2017 年减至 113 家，呈下降趋势；

2) 从电视剧的产量来看，2017 年的电视剧立项总量在 1180 部以上，集数超过 4.6 万集，较 2016 年均有所下降，为 2011 年以来电视剧立项数量第二次出现回落；

3) 从题材看，近三年立项的电视剧超过一半为当代题材。2017 年立项的当代题材电视剧占比达 59%，相比 2016 年占比继续提高。2018 年现实主义题材抬头，献礼剧目较多；

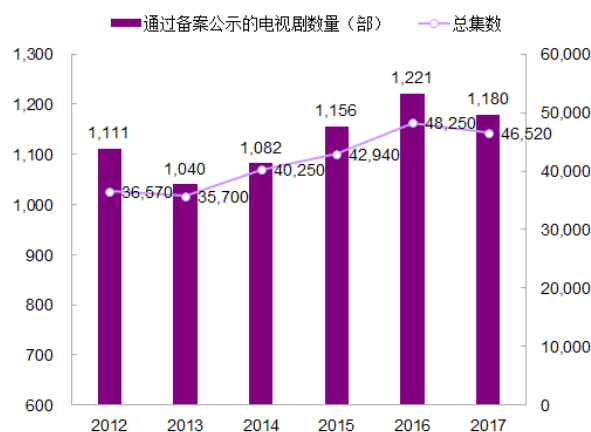
4) 2018 年超过 50% 剧目未按预计片单播出，古装剧前途惨淡，多部未上星，2018 年政策监管让采购决策更加谨慎，古装和经侦剧目未能转网播放。

图 21：2010-2018 年电视剧制作许可证（甲种）机构（单位：家）



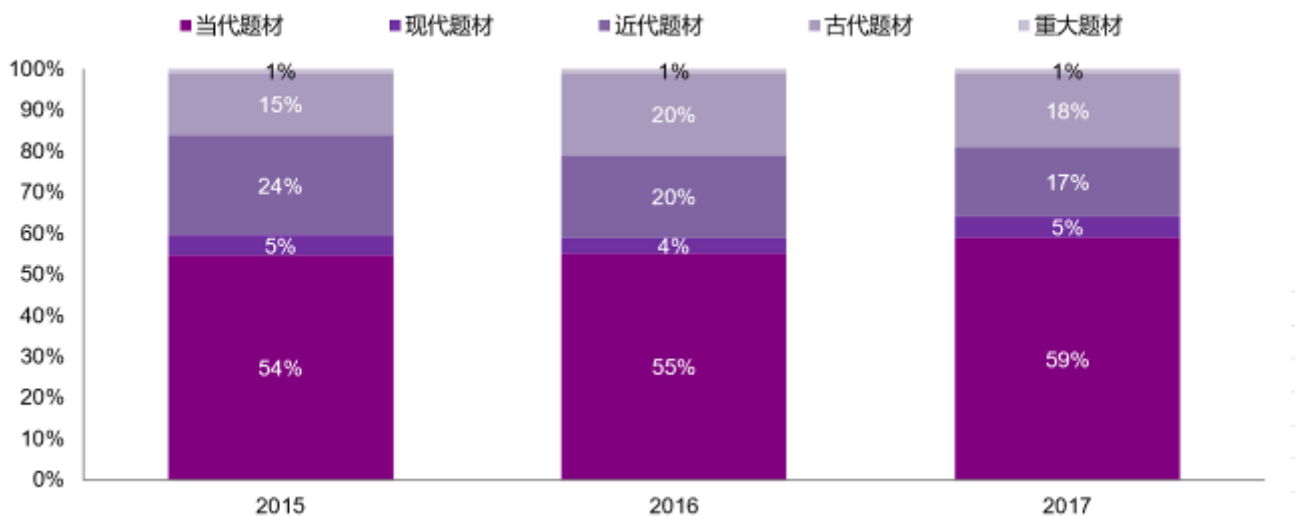
资料来源：国家广播电视总局，光大证券研究所

图 22：2012-2017 通过备案公示的电视剧数据



资料来源：国家广播电视总局，《2018 中国电视剧产业报告》，光大证券研究所

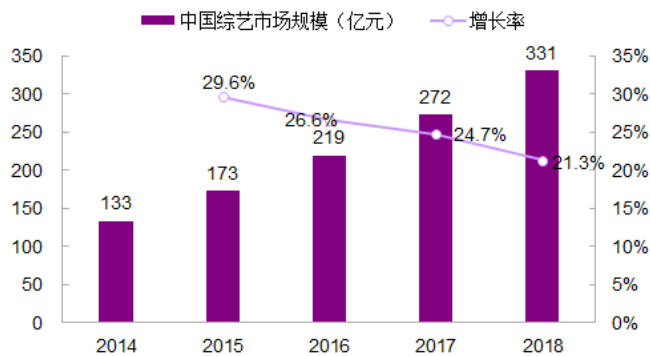
图 23：2015-2017 立项电视剧题材分布情况



资料来源：《2018 中国电视剧产业报告》，光大证券研究所

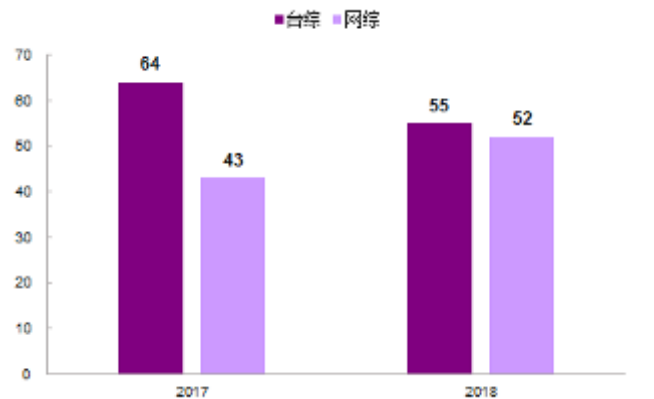
综艺市场增长迅速，台综网综差距缩小，真人秀综艺最受市场追捧。1) 2014 年以来综艺市场保持快速增长。根据艾瑞数据预计，2018 年我国综艺市场规模达 330 亿元，增长速度为 21.3%；2) 从台综与网综的上新综艺数量来看，两者的差距正在缩小：2017 年台综比网综多 21 部，而到 2018 年台综仅比网综多 3 部；3) 真人秀仍旧是市场的“宠儿”。2018 年综艺题材种类比 2017 年更丰富，音乐、情感、舞蹈等主题被不断挖掘。

图 24：中国综艺市场规模 (亿元)



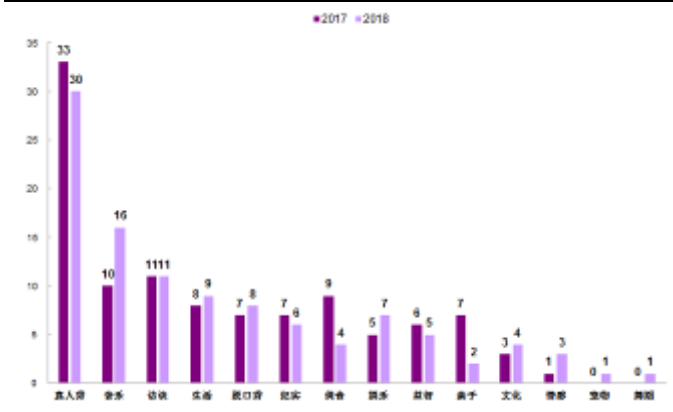
资料来源：艾瑞咨询,光大证券研究所

图 25：2017-2018 年上新综艺分布 (部)



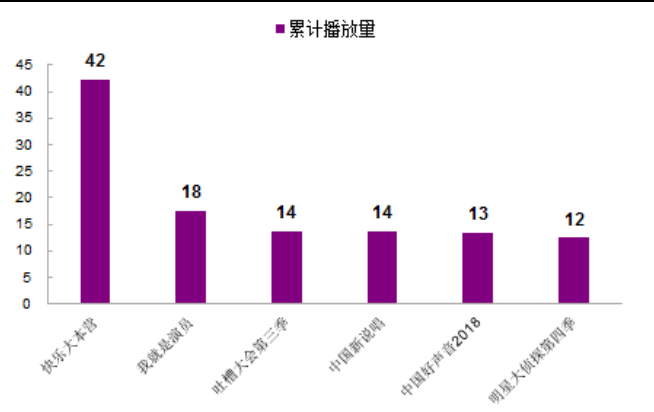
资料来源：云合数据,光大证券研究所

图 26: 2017-2018 上新综艺题材分布 (部)



资料来源: 云合数据,光大证券研究所

图 27: 2017 年内地热门综艺累计播放量 (亿次)



资料来源: 艾瑞咨询,光大证券研究所

明星片酬过高挤压制作资源及成本。1) 艾瑞咨询《2018 年中国综艺行业报告》提到,国内综艺行业的痛点之一就是明星成本高。由于明星粉丝效应强,广告主、资本多方追逐明星,致使明星片酬居高不下,占制作总成本的 60%甚至更高,导致其他成本如制作、宣发的费用比例下降;2) 根据《南华早报》的中国明星电视剧权力榜 TOP100 中显示,排名靠前的明星电视剧片酬已过亿;3) 针对明星片酬过高的现象,2017 年 9 月广电总局等五部门联合出台了《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》,规定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%,以此规范明星片酬过高的乱象。

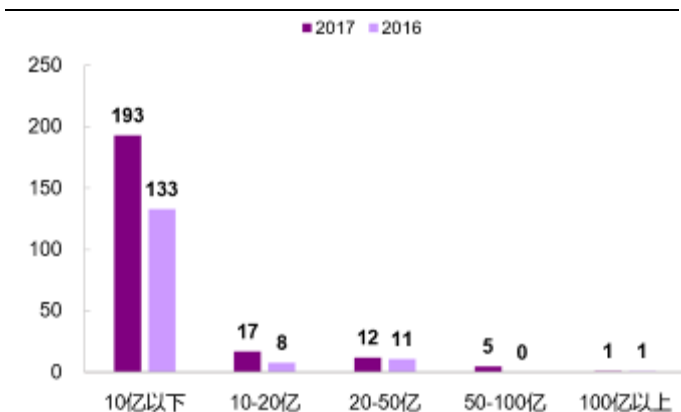
表 9: 《南华早报》2017 年中国明星电视剧片酬权力榜 TOP100 中前二十

综合排名	姓名	电影片酬	电视剧片酬
1	陈坤	3000 万	1 亿
2	杨幂	1500 万	1 亿
3	吴亦凡	2000 万	1 亿
4	李易峰	2000 万	1 亿
5	杨洋	2000 万	1 亿
6	井柏然	2000 万	1 亿
7	范冰冰	1500 万	1 亿
8	赵丽颖	1000 万	1 亿
9	鹿晗	1000 万	1 亿
10	迪丽热巴	500 万	1 亿
11	胡歌	极少	1 亿
12	孙俪	极少	1 亿
13	霍建华	800 万	1 亿
14	白百何	3000 万	8000 万
15	赵又廷	1500 万	8000 万
16	吴秀波	1500 万	8000 万
17	杨颖	1000 万	8000 万
18	周迅	1500 万	8000 万
19	赵薇	1500 万	8000 万
20	章子怡	1500 万	8000 万

资料来源: 《南华早报》2017 年 11 月 13 日,按电视剧片酬排序,光大证券研究所

网剧爆款频出，精品化趋势愈加凸显，18Q3网剧在数量、流量和舆情方面表现影响力正式超越电视剧。1) 2017年TOP20剧集占据全部网剧播放量的62%。2017年较2016年头部网络剧大增，100亿以上播放量的网络剧保持在1部，《热血长安》106.4亿，50-100亿播放量的电视剧增长到5部，如《春风十里不如你》58.7亿，10-50亿共29部，10亿以下有193部；2) 2018Q3网剧影响力超越电视剧。爆款剧《延禧攻略》网播量达181.8亿，创网剧播放量纪录，相较电视剧，18Q3关注度破1%剧仅《岁岁年年柿柿红》1部，较18Q2减少9部，收视率大幅下降；3) 2018Q3新上电视剧45部，其中首播剧30部，首上星剧15部；新上网剧75部。新上网剧数量远超电视剧，网络平台为国产剧过剩产能提供良好的消化平台。

图 28：2016-2017 年网络剧播放量区间分布



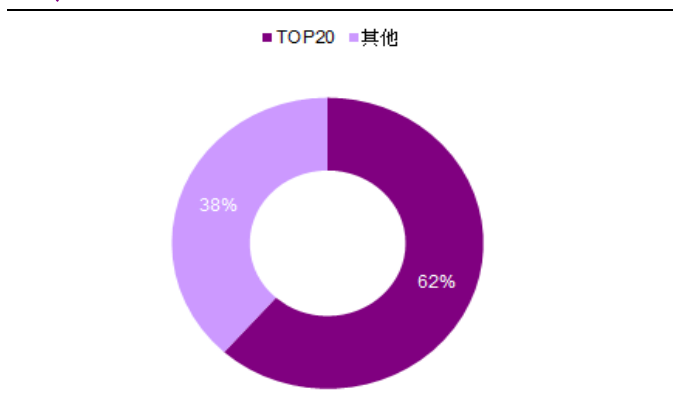
资料来源：易观《泛娱乐生态下的中国网络剧市场洞察2018》，光大证券研究所

表 10：2018Q3 新上国剧网络播放量TOP10

剧名	播出平台	集均网络播放量 (亿次)
延禧攻略	爱奇艺	2.6
香蜜沉沉烬如霜	江苏卫视	2.3
如懿传	腾讯视频	2.12
甜蜜暴击	湖南卫视	2.05
猎毒人	江苏卫视/东方卫视	1.84
颤抖吧阿部之朵星风云	芒果tv	1.33
斗破苍穹	湖南卫视/腾讯视频	1.32
流星花园	湖南卫视/芒果tv	1.1
沙海	腾讯视频	1.01
武动乾坤之英雄出少年	东方卫视/优酷视频	0.97

资料来源：艾漫数据、勾正数据、知微数据，光大证券研究所

图 29：2017 网络剧点击量TOP20 占全部网剧播放量比例



资料来源：易观《泛娱乐生态下的中国网络剧市场洞察2018》，光大证券研究所

表 11：2018 年电视剧播放量前十

名称	播放平台	年度播放量 (亿次)
延禧攻略	爱奇艺	181.8
恋爱先生	多平台	164.5
如懿传	腾讯视频	161.7
香蜜沉沉烬如霜	多平台	148.8
扶摇	腾讯视频	144.1
谈判官	多平台	129.1
归去来	多平台	101.4
猎毒人	多平台	92.7
烈火如歌	优酷	82.5
温暖的弦	多平台	78

资料来源：骨朵传媒，光大证券研究所数据截至2018年12月20日

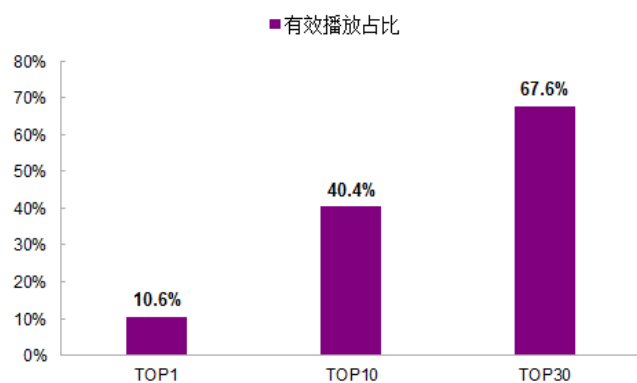
网综头部效应显著，TOP10 已占据 40% 以上的流量，选秀+综 N 代吸引主要流量。1) 2018 年 7 月-10 月，全网综艺共有 1000 部左右，累计有效播放量达 267 亿。其中 TOP1 综艺节目播放量独占 10.6%，TOP10 占据 40.4%，TOP30 共占 67.6%，约占总播放量的三分之二；2) 偶像选秀节目《创造 101》以 51.3 亿播放量、《明日之子第二季》以 43.7 亿播放量、《偶像练习生》以 36.3 亿播放量均进入前十行列；3) TOP10 综艺节目多为“综 N 代”，延续了此前的热度，如《爱情保卫战 2018》以 139.9 亿年播放量排名第一，《奔跑吧第二季》以 82.4 亿年播放量排名第二，《快乐大本营 2018》以 43.1 亿排名第五。

表 12: 2018 年综艺节目网络播放量前十

排名	名称	播放平台	年度播放量 (亿次)
1	爱情保卫战 2018	多平台	139.9
2	奔跑吧第 2 季	多平台	82.4
3	创造 101	腾讯视频	51.3
4	明日之子第二季	腾讯视频	43.7
5	快乐大本营 2018	芒果 TV	43.1
6	极限挑战第四季	多平台	40.5
7	偶像练习生	爱奇艺	36.3
8	向往的生活第二季	多平台	32.2
9	王牌对王牌第三季	腾讯视频	31.4
10	歌手 2018	多平台	29.6

资料来源: 骨朵传媒, 光大证券研究所 数据截至 2018 年 12 月 20 日

图 30: 2018.7-2018.10 网络综艺 TOP10 播放量占比



资料来源: 云合数据, 光大证券研究所

明星+IP 模式不再是高收视、高口碑的保障。1) 小说的原著粉丝和初接触的观众对改编的电视剧除了优质剧本、题材之外，还有演技、特效等更高的要求。《莽荒纪》、《武动乾坤之冰心在玉壶》在有多位明星出演的情况下，收视记录惨淡，且网络播放量也不及预期，仅 26.8 亿次和 10.6 亿次；2) 2017、2018 年，多部大 IP 口碑惨淡，高分日剧《求婚大作战》《深夜食堂》国内翻拍，累计播放量仅 5.0 亿次和 21.1 亿次，《深夜食堂》豆瓣评分跌破 3 分；3) 部分平台原创自制剧口碑、播放量双高。如《白夜追凶》豆瓣评分 9.0，播放量 61.2 亿次；《大军师司马懿之军师联盟》豆瓣评分 8.1，播放量 71.0 亿次。

表 13: 近年 IP+明星模式低评分案例:

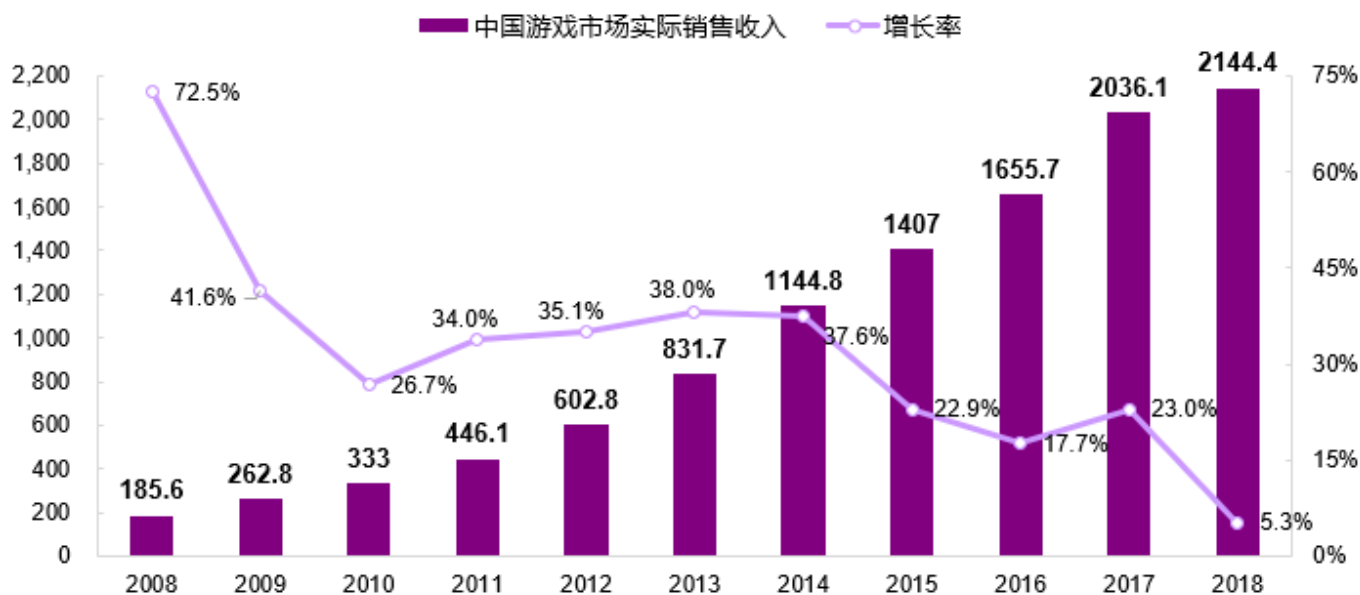
名称	IP	主演	豆瓣评分	网络播放量 (亿次)	上映天数 (天)
求婚大作战	同名日剧	张艺兴、陈都灵	3.8	5.0	616
深夜食堂	同名日剧	黄磊、赵又廷	2.8	21.1	549
武动乾坤之冰心在玉壶	同名小说	杨洋、张天爱	4.6	10.6	81
莽荒纪	同名小说	刘恺威、王鸥	3.1	26.8	245
火王之破晓之战	同名漫画	陈柏霖、景甜	3.9	13.7	35

资料来源: 骨朵传媒、豆瓣, 光大证券研究所

4.1.2、游戏：游戏市场增速放缓 供给向龙头集中

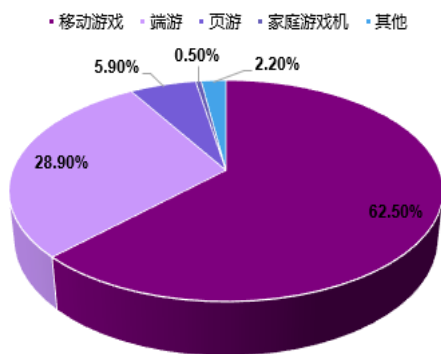
中国游戏整体市场增速下降至 5.3%。1) 根据伽马数据显示, 2017 年销售收入突破 2000 亿元大关, 2018 年收入继续增长达 2144.4 亿元, 增速下降至 5.3%, 占全球游戏市场比例约为 23.6%; 2) 移动游戏占中国游戏收入超六成。2018 年移动游戏市场实际销售收入 1339.6 亿元, 份额继续增加, 占中国游戏市场比例 62.5%, 同比增长 15.4%; 3) 端游、页游收入同比下降。2018 年中国端游市场实际销售收入为 619.6 亿元, 同比下降 4.5%, 占比约为 28.9%; 页游市场实际销售收入为 126.50, 增速-18.9%, 占比减少为 5.9%。

图 31: 2008-2018 年中国游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)



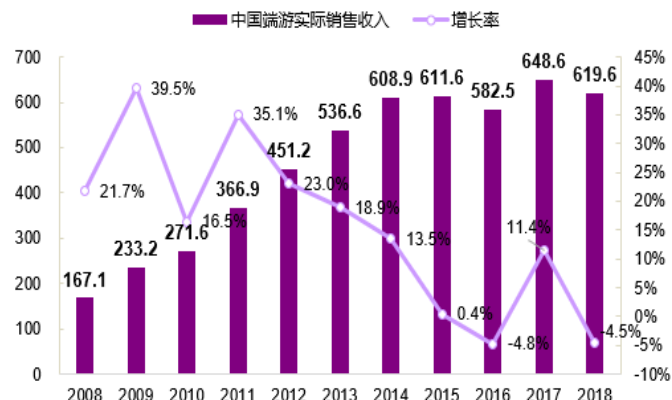
资料来源: 中国音数协游戏工委, 伽马数据, 光大证券研究所

图 32: 2018 年游戏细分市场实际销售收入占比 (单位: 亿元)



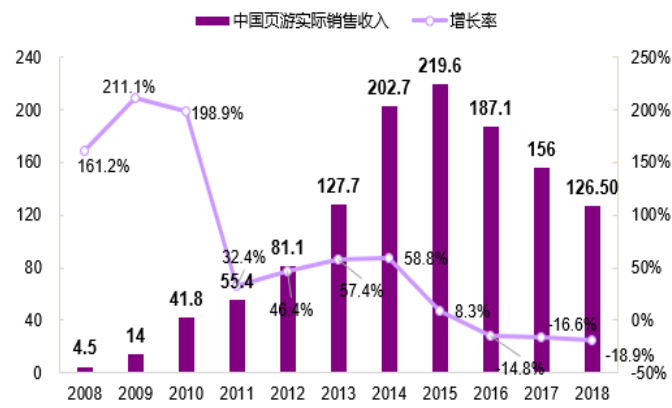
资料来源: 中国音数协游戏工委, 伽马数据, 光大证券研究所

图 33: 2008-2018 年中国端游市场实际销售收入及增长率 (单位: 亿元)



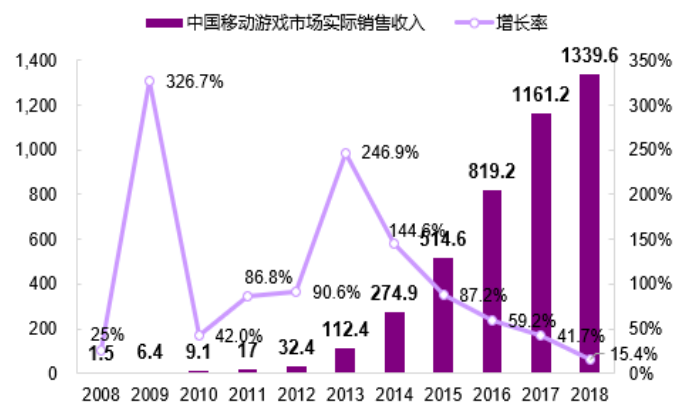
资料来源: 中国音数协游戏工委, 伽马数据, 光大证券研究所

图 34：2008-2018 年中国页游市场实际销售收入及增长率（单位：亿元）



资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，光大证券研究所

图 35：2008-2018 年中国移动游戏市场实际销售收入及增长率（单位：亿元）



资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，光大证券研究所

游戏市场同质化竞争严重。1) 爆款游戏同质化。《王者荣耀》火爆引起模仿热潮，2018 年 9 月腾讯起诉沐瞳科技《无尽对决》抄袭《王者荣耀》，判沐瞳科技赔偿 1940 万元；2) 同 IP 多款改编游戏竞争。《秦时明月》被改编 4 款手游，仅有首款产品《秦时明月》Androiddownload 量超过 1700 万，同 IP 手游的竞争；3) 小游戏侵权案例多。腾讯微信官方发布《小游戏侵权处理报告》，将侵权行为分为名称侵权、美术侵权、代码侵权三类，并作出对应处罚，加强小游戏的原创保护。

表 14：爆款游戏同质化情况（部分）

游戏名称	上线时间	运营状况	类似游戏产品
《王者荣耀》	2015	10 月份流水收入创 2018 年新高达 26.7 亿元	《无尽对决》《王者出征》《王者军团》《暗黑战歌》等
传奇系列	1999	—	《绿娃传奇》《热血传奇》《传奇世界》《我们的传奇》《我叫传奇》《蓝月传奇》《金装传奇》《传奇霸业》《传奇 1999》等
《魔兽世界》	2005	—	《全面魔兽》《魔龙世界》《完美世界》《天下 2》等
《秦时明月》	2014	Androiddownload 量超过 1700 万	《新秦时明月》《秦时明月 Q 传》《秦时明月 2》等
《我叫 MT Online》	2013	截止 2017 年 12 月 Androiddownload 量 3498 万	国漫 IP《我叫 MT》手游化的产品大约 11 款左右：《我叫 MT2》《我叫 MT3》《山口山战记》《我叫 MT：奇幻之旅》等

资料来源：腾讯游戏，游戏观察，伽马数据，光大证券研究所

表 15：小游戏三类侵权现象及处罚

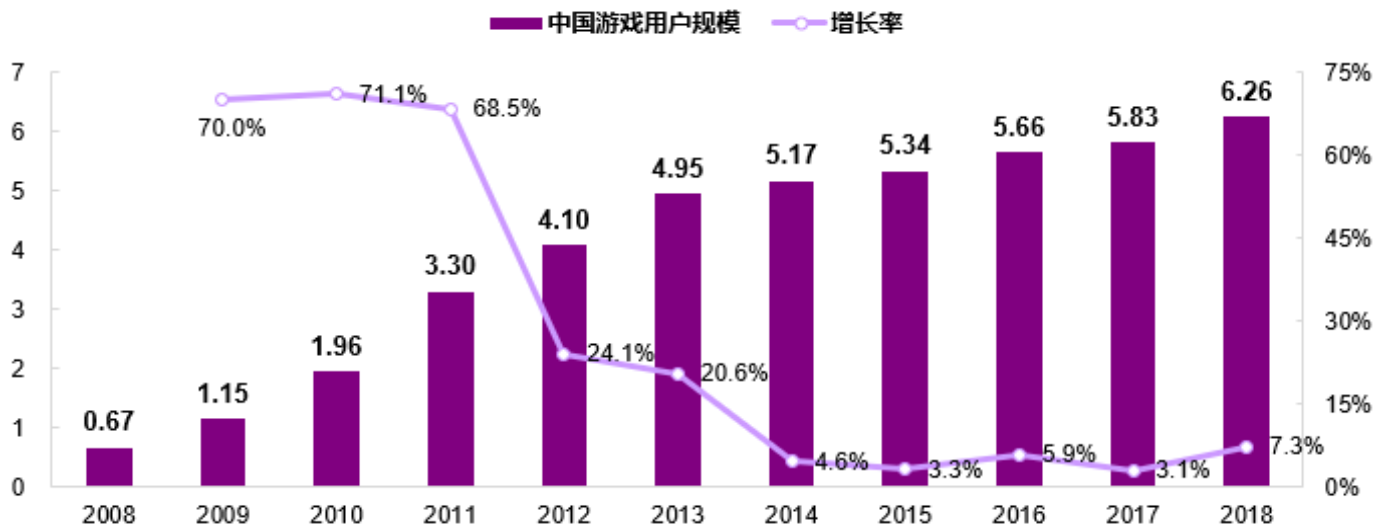
侵权行为	处罚方式	案例
名称侵权	清除名称	《无敌神枪手》《我是神枪手》《疯狂神枪手》《我不是神枪手之吃鸡大作战》《AK 神枪手》
美术侵权	直接下架	三国类、战争类、二次元类，开发商为了减少美术支出，在多款游戏中东拼西凑成为自己的美术元素
代码抄袭	直接下架	整款游戏的界面、玩法和逻辑都与被抄袭作品相同

资料来源：腾讯微信，光大证券研究所

游戏用户规模增速放缓。2018 年游戏用户规模已达 6.26 亿人，同比增长 7.3%，增速有所提升。1) 手游用户增速 9.2%。2018 年移动游戏用户规模达 6.05 亿人，占网络游戏总用户规模约 61.86%；2) 页游用户增速下降 6.4%。2018 年页游用户规模为 2.23 亿人，同比下降 13.0%，占网络游戏总用户规模约 22.8%；3) 端游用户减少 0.08 亿人。2018 年端游用户规模为

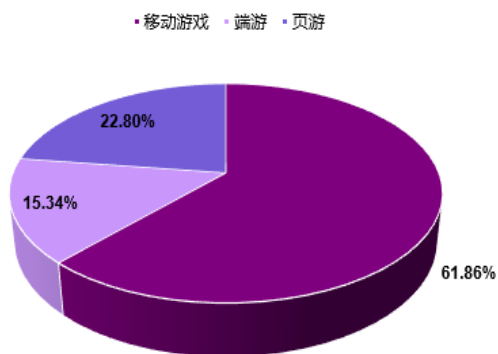
1.5 亿人，同比下降 5.0%，占网络游戏总用户规模约 15.34%。

图 36：2008-2018 年中国游戏用户规模及增长率（单位：亿人）



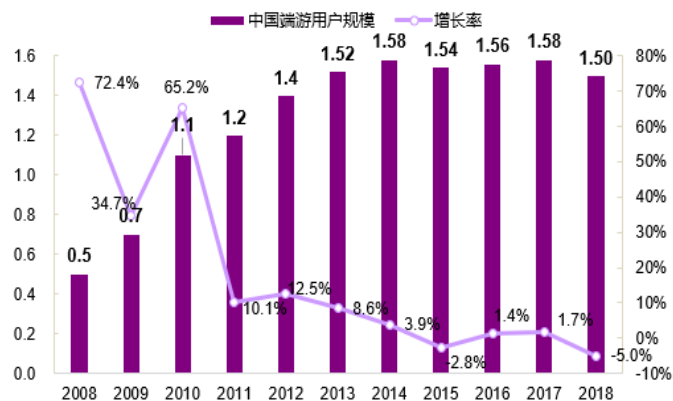
资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，光大证券研究所

图 37：2018 年网络游戏细分市场用户占比



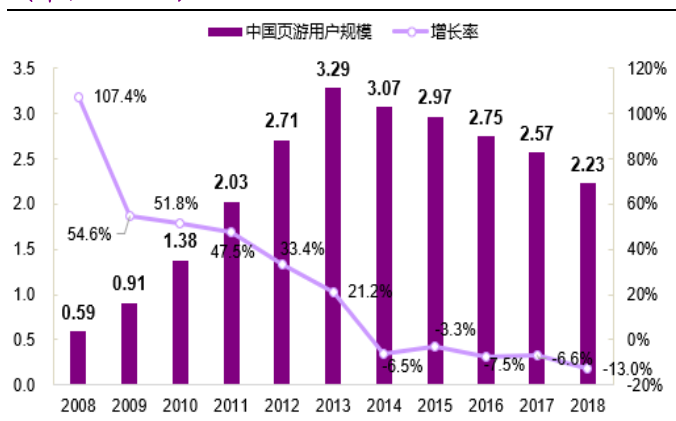
资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，光大证券研究所

图 38：2008-2018 年中国端游市场用户规模及增长率（单位：亿人）



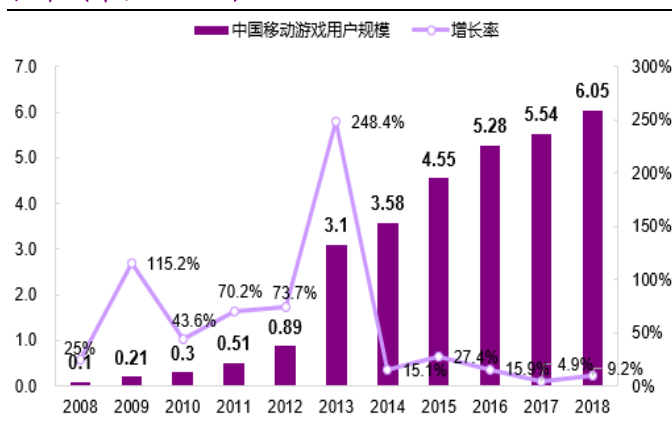
资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，光大证券研究所

图 39：2008-2018 年中国页游市场用户规模及增长率
(单位：亿人)



资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，光大证券研究所

图 40：2008-2018 年中国移动游戏市场用户规模及增长率
(单位：亿人)

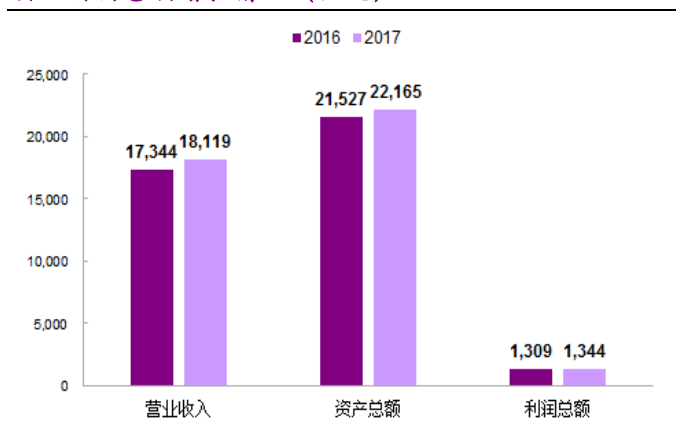


资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，光大证券研究所

4.1.3、出版行业稳健经营 发行渠道固化 面临电子化冲击

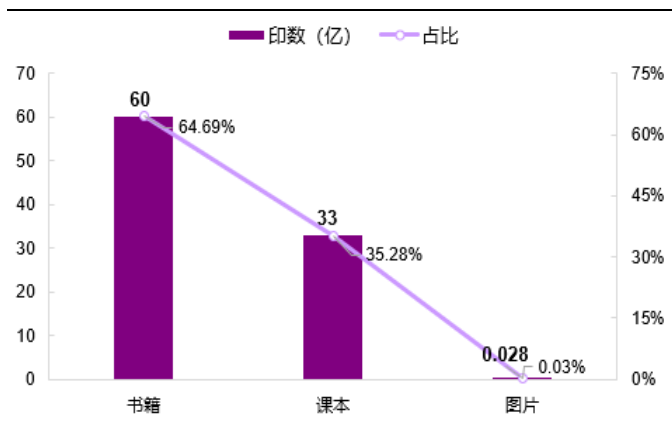
2017 年重印图书品种、印数增长、新版图书下降或与书号收紧有关。1) 2017 年营业收入增加 775 亿元。2017 年全国出版、印刷和发行服务（不含数字出版）实现营业收入 18119.2 亿元，较 2016 年同口径增长 4.5%，利润总额 1344.3 亿元，增长 2.7%；2) 报纸出版数量占整体比重第一。全国共出版图书、期刊、报纸、音像制品和电子出版物 485.2 亿册（份、盒、张），较 2016 年降低 5.4%。其中，出版图书 92.4 亿册（张），增长 2.3%，占全部数量的 19.1%；3) 2017 年重印图书品种、印数增长、新版图书下降或与书号收紧有关。2017 年，全国共出版重印图书 25.7 万种，增长 8.4%，图书印数占比 58.28%；新版图书 25.5 万种，较 2016 年降低 2.8%，图书印数占比 24.60%。

图 41：2016-2017 年新闻出版产业营业收入、资产总额、利润总额增长情况 (亿元)



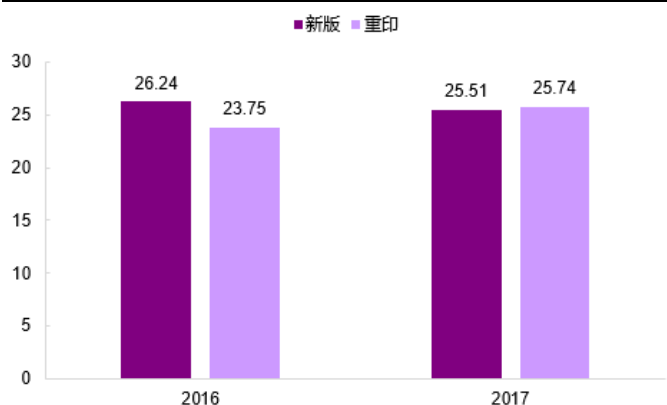
资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》，光大证券研究所

图 42：2017 年书籍、课本与图片印数结构



资料来源：《2017 年新闻出版产业分析报告》，光大证券研究所

图 43: 2016-2017 年图书品种 (单位: 万种)



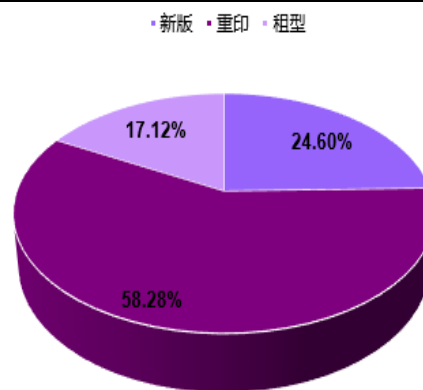
资料来源:《2017 年新闻出版产业分析报告》, 光大证券研究所

表 16: 各类出版物的供应数量

出版物类型	总印数	
	数量 (亿)	增长速度
图书	92.44	2.29%
期刊	24.92	-7.59%
报纸	362.50	-7.07%
音像制品	2.56	-7.22%
电子出版物	2.81	-3.21%
合计	485.23	-5.43%

资料来源:《2017 年新闻出版产业分析报告》, 光大证券研究所

图 44: 2017 年图书品种印数占比



资料来源:《2017 年新闻出版产业分析报告》, 光大证券研究所

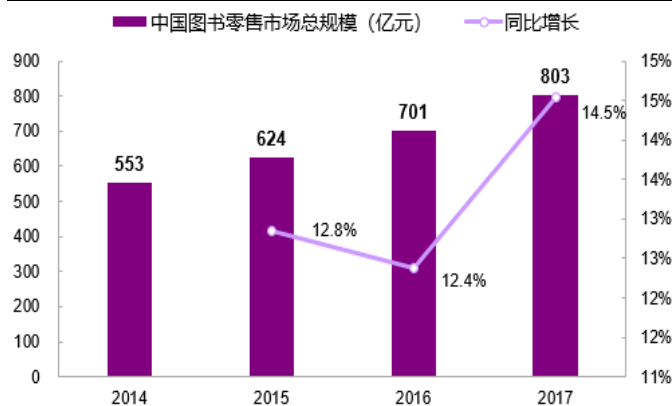
表 17: 图书出版总量规模 (万种, 亿册, 亿张, 亿印张, 亿元)

总量指标	数值	较 2016 年增长
新版品种	25.51	-2.79%
重印品种	25.74	8.39%
总印数	92.44	2.29%
总印张	808.04	3.97%
定价总金额	1731.25	9.51%
营业收入	879.60	5.68%
利润总额	137.48	2.37%

资料来源:《2017 年新闻出版产业分析报告》, 光大证券研究所

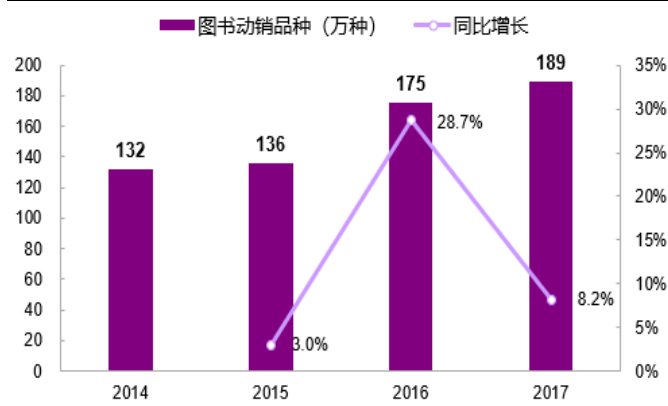
零售图书市场规模继续保持增长, 头部畅销书贡献显著。1) 市场规模同比增长 14.55%。据开卷监测数据显示, 2017 年中国图书零售市场总规模已超 800 亿元, 较 2016 年的 701.2 同比增长 14.55%; 2) 图书动销品种增加 14 万种。2017 年零售图书动销品种为 189 万种, 同比增长 8.2%; 3) 头部更大、长尾更长。2017 年零售市场图书中销量排名 1% 的图书为整个市场贡献了 51% 的销售额, 同时, 为零售市场贡献 50% 码洋的长尾共有 188 万品种, 占动销品种的 99.11%。

图 45: 中国图书零售市场总规模及增速



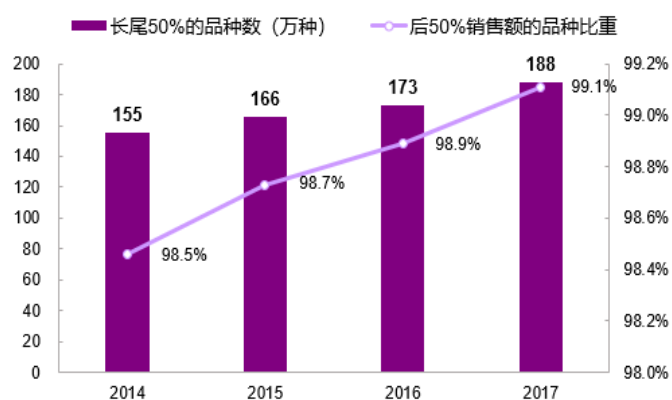
资料来源:北京开卷《2017 年中国图书零售市场报告》, 光大证券研究所

图 46: 中国图书动销品种规模及增速



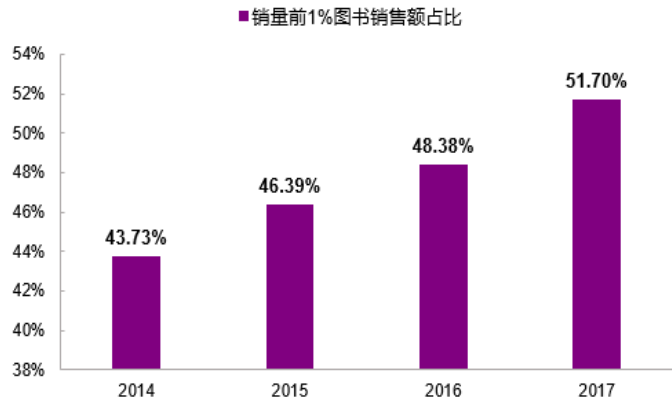
资料来源:北京开卷《2017 年中国图书零售市场报告》, 光大证券研究所

图 47: 码洋贡献率 50%长尾零售图书品种规模及品种占比占比



资料来源: 北京开卷《2017年中国图书零售市场报告》, 光大证券研究所

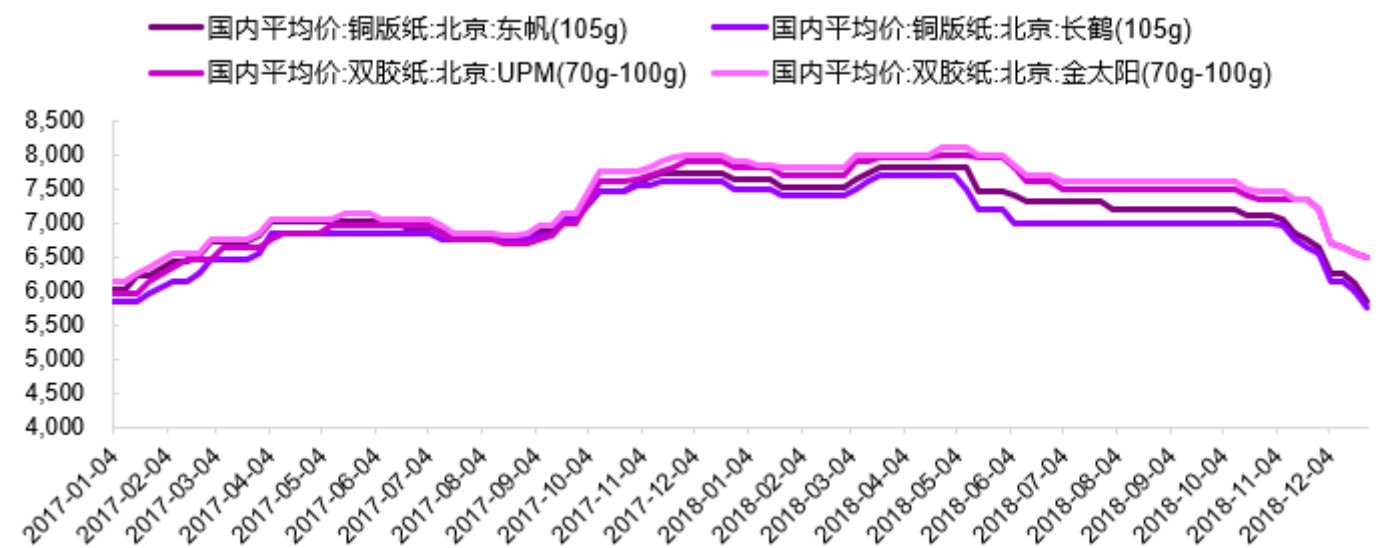
图 48: 销量前 1% 的零售图书码洋贡献率



资料来源: 北京开卷《2017年中国图书零售市场报告》, 光大证券研究所

环保等原因致2017年出版纸张价格大幅飙升约30%，出版业成本提高，近期有所回落。1) 受环保政策趋严影响，文化用纸价格回升，2017年底铜版纸和双胶纸均价都到达高点，分别为7725元/吨、7900元/吨，高位水平持续到2018 H1；2) 近期缓慢下降。进入2018年下半年，因市场供应充足，文化纸张整体价格小幅下降，四季度时，铜版纸价格保持在5800~7200元/吨、双胶纸价格在6500~7600元/吨。

图 49: 2017-2018 年北京地区文化用纸均价 (元/吨)



资料来源: wind, 光大证券研究所

经典畅销书持续占据畅销榜榜首，现实、科幻、成长、温暖治愈等题材均受喜爱。1) 2018年11月，开卷虚构类畅销榜榜首书是余华的《活着》，连续在榜57次，此后是“三体”系列三部曲，连续在榜40次；2) 开卷非虚构类畅销书榜单中，位于榜单前三甲的分别是《浮生六记》《你坏》和《半小时漫画中国史(3)》，《浮生六记》连续在榜21次；3) 位列开卷少儿

零售畅销书榜单榜首是《夏洛的网》，连续在榜 17 次，第二名是《窗边的小豆豆（2018 版）》。

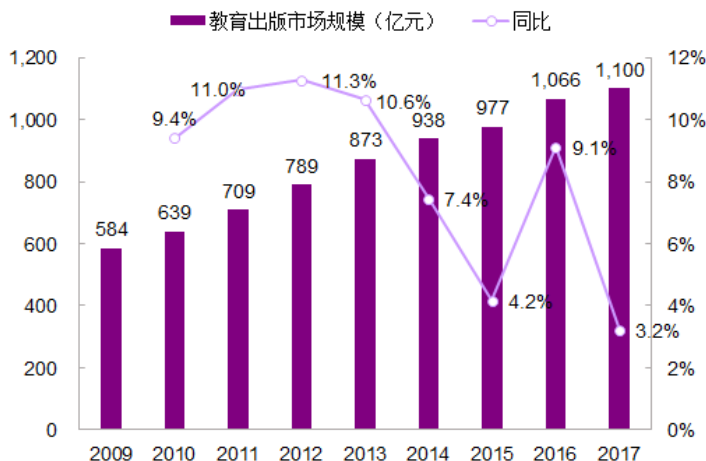
表 18: 2018 年 11 月零售渠道畅销书排行榜

排行	虚构类	榜次	非虚构类	榜次	少儿类	榜次
1	活着	57	浮生六记	21	夏洛的网	17
2	三体	40	你坏	6	窗边的小豆	3
3	三体II-黑暗森林	40	半小时漫画中国史3	4	我爸爸	4
4	三体III-死神永生	40	半小时漫画中国史(全新修订版)	14	我妈妈	4
5	追风筝的人	59	半小时漫画中国史2	6	小猪唏哩呼噜(上)	5
6	云边有个小卖部	5	半小时漫画中国史	7	小猪唏哩呼噜(下)	3
7	解忧杂货店	53	人类简史	21	草房子	18
8	白夜行	14	目送	53	大卫,不可以	4
9	百年孤独	13	自在独行:贾平凹的独行世界	28	大卫上学去	3
10	平凡的世界	16	皮囊	47	青铜葵花	6

资料来源: 开卷, 光大证券研究所

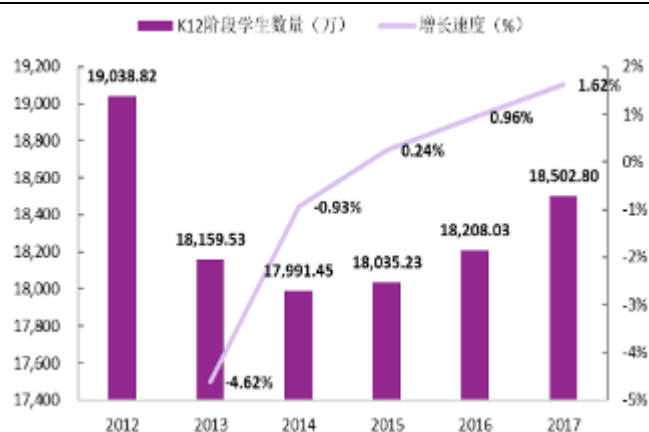
K12 阶段学生人数持续增长 教育出版市场保持稳步增长。1)2009-2017 年,我国教育出版市场规模稳步增长,2017 年达 1100 亿元,同比增长 3.19%; 2) 从 2012-2018 年学生人口数量来看, 2018 年高考报考人数增长 3.7%, 2017 年 K12 阶段学生人数上升 1.62%。

图 50: 2009-2017 我国教育市场规模 (单位:亿元)



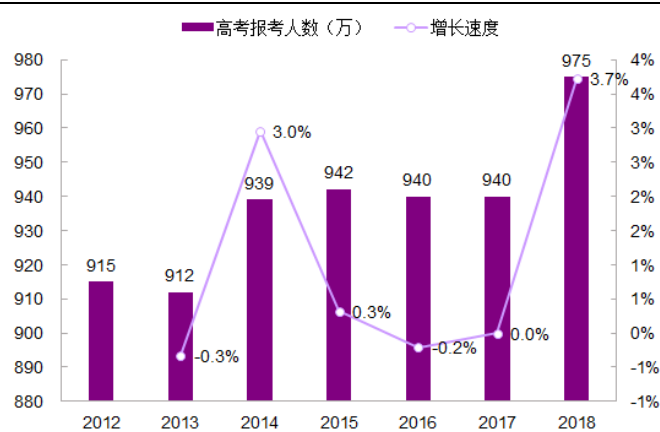
资料来源: 国家新闻出版署, 光大证券研究所

图 51：2012-2017 年 K12 阶段学生数量及增速



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 52：2012-2018 年高考报考人数及增速



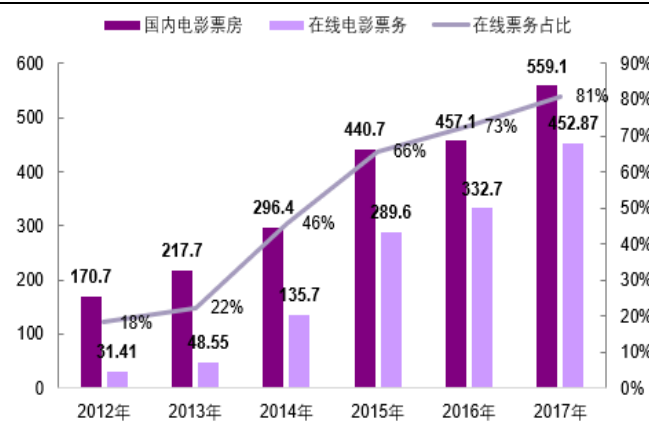
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

4.2、媒介及渠道端呈现传统渠道向网络端迁移且龙头集中的特征

4.2.1、电影在线票务票房稳步增长 线上发行成为主要渠道

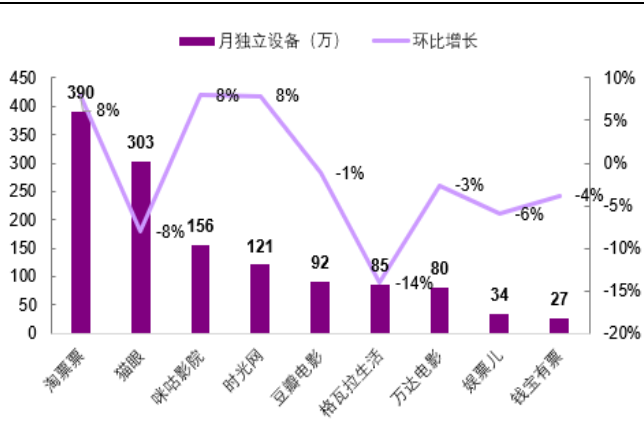
2017 年在线票务票房 452.87 亿，线上发行成为主要渠道。1)2012-2017 年中国电影市场快速发展，票补培养用户线上购票习惯形成，我国电影在线票务快速增长，2017 年在线票务发行票房 452.87 亿元，占比 81%；2) 2018 年 5 月在线票务平台设备活跃数排名前三的是淘票票、猫眼、咪咕影院，分别为 390 万、303 万和 156 万。

图 53：2012-2017 在线电影票务情况 (单位:亿元)



资料来源：速途数据，光大证券研究所

图 54：2018 年 5 月在线电影票务平台月独立设备数



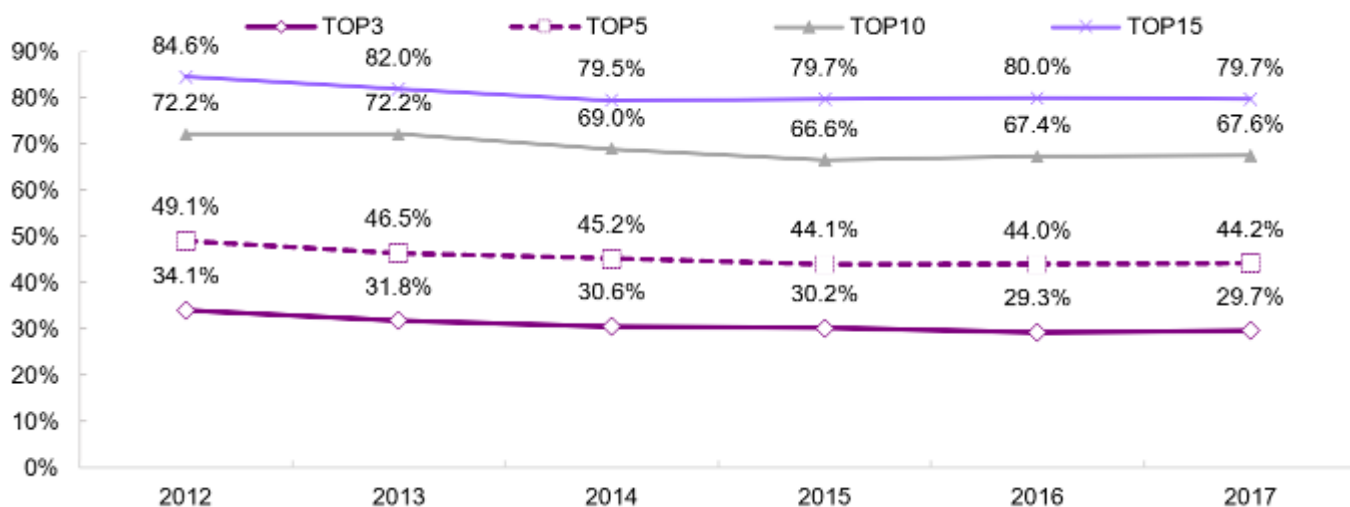
资料来源：速途数据，光大证券研究所

4.2.2、电影的院线：政策鼓励兼并重组 低线城市院线蓬勃发展 下沉明显

中国电影经历了几年高速发展，一方面是影院数量快速增长，目前银幕数为全球之首、但国内院线集中度较低且单屏产出下降，大量低效的院线拖累了行业效率。许多低线城市影院老板通过杠杆方式快速建设电影院，但没有运营能力并伴有“偷票房”的传闻。

1) 2017 年我国（城市）院线数量达 48 条，院线行业集中度在最近三年中保持相对平稳。2017 年，国内院线行业 Top 3、Top5、Top 10 和 Top 15 的市占率分别保持在 29.7%、44.2%、67.6%和 79.7%的水平；2) 2018 年影投公司中，万达影院以 74.4 亿排名第一，观影人次 1.93 亿。2018 年院线公司中，霍尔果斯万达电影院线以 76.39 亿票房排名第一，观影人次 1.99 亿；3) 2018 年票房不足 5 亿的院线公司共 27 家，单家院线公司观影人次不足 1600 万人。国家电影局下发《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》鼓励发展电影院线公司，鼓励电影院线公司依法依规并购重组，促进电影业良性发展。

图 55：2012-2017 年中国国内行业集中度变化趋势（单位：%）



资料来源：《2012 年-2017 年中国电影产业备忘》、尹鸿，光大证券研究所

表 19：2017-2018 年排名前五影投公司票房情况

影投公司	2017 年		2018 年	
	票房 (亿)	人次 (万)	票房 (亿)	人次 (万)
万达院线	68.6	1.81 亿	74.4	1.93 亿
大地影院	24.23	7900	26.1	8155
横店院线	19.70	6548	20.7	6614
金逸影院	16.41	4838	15.9	4156
星美影城	15.93	4923	15.1	4350

资料来源：猫眼专业版，光大证券研究所 注：时间截止 2018 年 12 月 29 日

表 20：2017-2018 年排名前五院线公司票房情况

院线公司	2017 年		2018 年	
	票房 (亿)	人次 (亿)	票房 (亿)	人次 (亿)
霍尔果斯			76.39	1.99
万达电影院线	68.67	1.80	76.39	1.99
广东大地	47.10	1.54	55.34	1.76
上海联合	42.10	1.21	44.29	1.27
中影南方	38.31	1.16	40.54	1.24
中影数字	37.93	1.20	40.19	1.27

资料来源：猫眼专业版，光大证券研究所 注：时间截止 2018 年 12 月 29 日

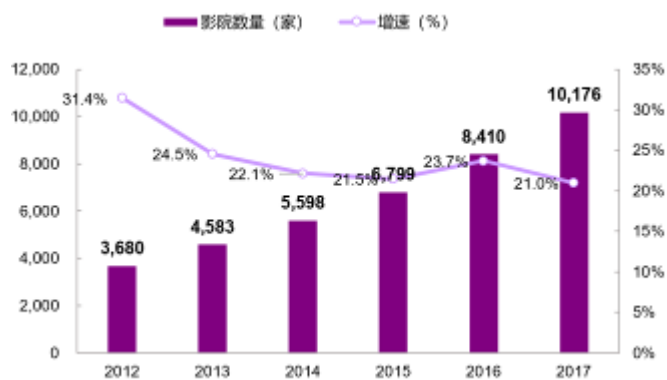
表 21： 2018 年票房不足 5 亿院线公司情况

	院线公司	票房(亿)	人次(万)
1	深圳市深影橙天院线	4.73	1550
2	湖南潇湘影视传播	4.59	1502
3	上海大光明院线	4.56	1385
4	北京长城沃美电影院线	4.05	1385
5	福建中兴电影院线	3.68	1177
6	山东奥卡新世纪电影院线	3.64	1216
7	温州雁荡电影院线	3.23	1118
8	湖南楚湘影业	3.17	1057
9	河北中联影业院线	2.99	1016
10	江西星河电影院线	2.82	934
11	吉林吉影院线	2.79	913
12	世纪环球电影院线	2.43	763
13	江苏东方影业	2.19	747
14	北京九州中原数字电影院线	2.18	708
15	山东鲁信电影院线	1.59	510
16	北京明星时代数字电影院线	1.5	482
17	中广国际数字电影院线	1.4	464
18	华夏新华大地电影院线	1.26	349
19	内蒙古民族电影院线	1.03	344
20	新疆华夏天山电影院线	9129 万	307
21	甘肃新世界电影院线	8686 万	284
22	贵州星空电影院线	8556 万	261
23	四川峨眉电影发行放映院线	8343 万	290
24	天津银光电影院线	6917 万	242
25	西安电影公司长安院线	5382 万	184
26	上海弘歌数字电影院线	4199 万	129
27	新疆维吾尔自治区电影发行放映	2199 万	67

资料来源：猫眼专业版，光大证券研究所 注：时间截止 2018 年 12 月 29 日

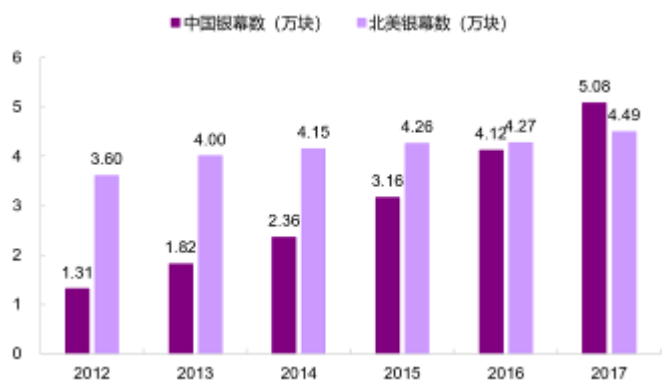
我国银幕总数排世界第一，2020 目标为 8 万块，低线银幕数占比高。1) 中国银幕数量在五年来迅速上升，年均增长率为 30%；2) 2017 年中国影院数量 10389 家，同比增长 11.5%，院线数量 48 条，银幕数量达到 6.07 万块，同比增长 16.2%，是全球银幕数量最多的国家；3) 国家电影局下发《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》，支持影院建设，2020 年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数应达到 8 万块以上；4) 2017 年一线到五线城市影院数量分别为 930 家、3328 家、1950 家、1777 家和 1356 家。一方面银幕总数全球第一，另一方面是单屏产出低下，2018 年单屏产出下滑至 10 年新低为 106 万元。如何提高单银幕产出是下一阶段的重点。

图 56: 2012-2017 年全国影院数量及同比增速 (单位: 家)



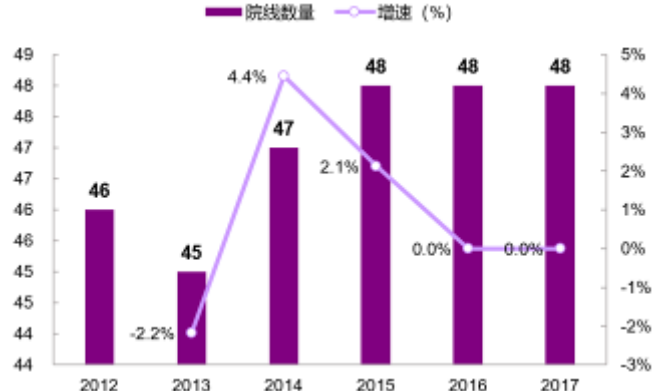
资料来源: 《2012 年-2017 年中国电影产业备忘》、尹鸿、艺恩数据, 光大证券研究所

图 58: 2012-2017 年中国与北美银幕数量 (单位: 万块)



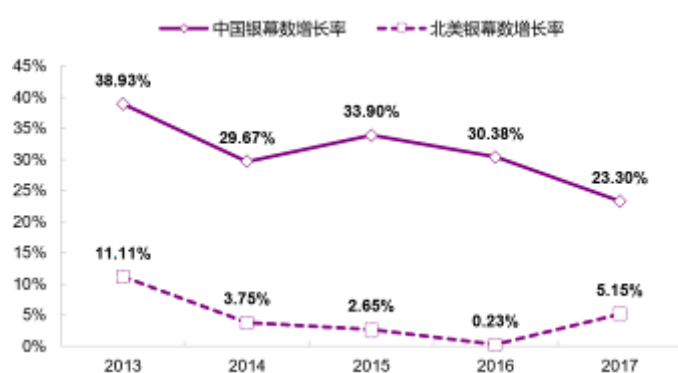
资料来源: 艺恩数据, 光大证券研究所

图 57: 2012-2017 年全国院线数量及同比增速 (单位: 条)



资料来源: 《2012 年-2017 年中国电影产业备忘》、尹鸿、艺恩数据, 光大证券研究所

图 59: 2012-2017 年中国与北美银幕数增长率 (单位: %)



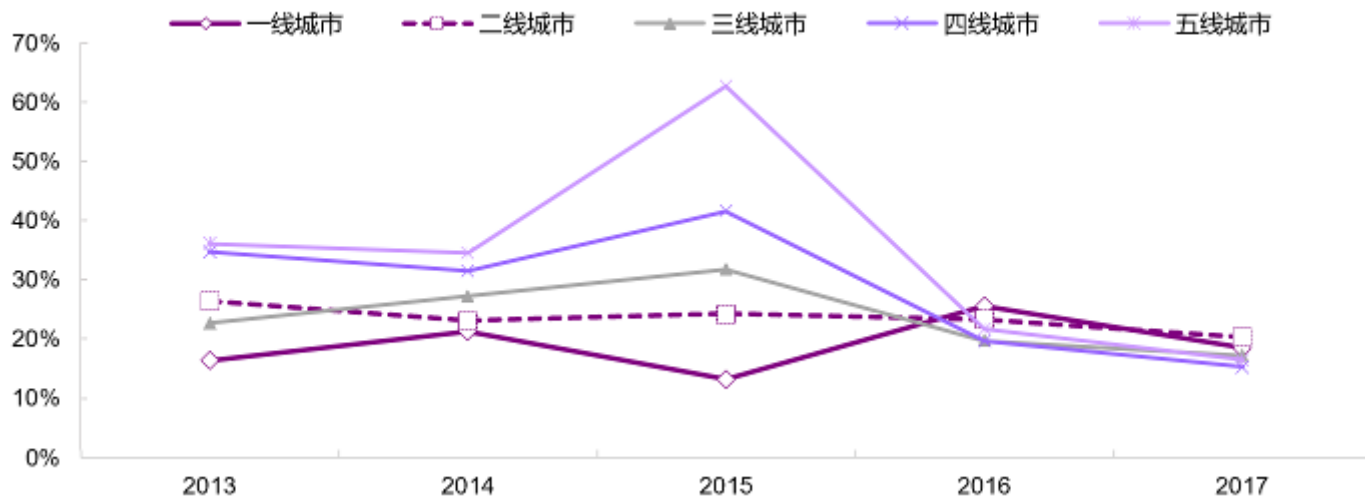
资料来源: 艺恩数据, 光大证券研究所

表 22: 2012-2017 年全国不同地区影院数量 (单位: 家)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
一线城市	391	455	552	625	785	930
二线城市	1160	1467	1805	2243	2766	3328
三线城市	675	828	1054	1389	1663	1950
四线城市	514	692	910	1288	1541	1777
五线城市	321	437	588	957	1164	1356

资料来源: 《2012 年-2017 年中国电影产业备忘》、尹鸿, 光大证券研究所

图 60: 2013-2017 年不同地区影院数量同比增速 (单位: %)



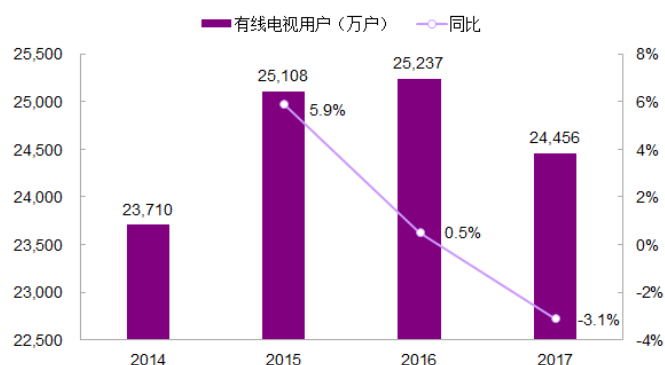
资料来源:《2012年-2017年中国电影产业备忘》、尹鸿,光大证券研究所

4.2.3、电视内容渠道:电视台日趋衰落向网络端迁移且龙头集中

有线电视端内容具有竞争性重复、无互动的体验和直播特征,网络端的点播特征可以随点随播体验更好, IPTV 和 OTT 的快速发展将成为大屏的未来。

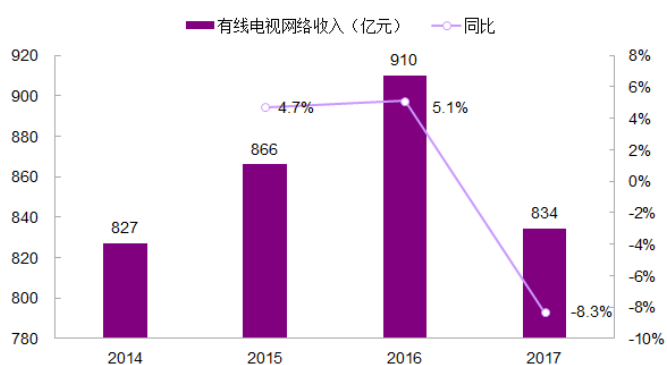
从传统媒体到互联网媒体的迁移。有线网衰落,网络端家庭大屏快速增长。2017年有线电视网用户数量首次下滑,跌至2.4亿户。IPTV用户数量上升至1.2亿户,OTT保有量升至2.4万台。1) 2017年全国有线电视网络的用户和收入都在2017年出现首次下跌,用户量下滑3.1%,收入下滑8.3%; 2) 2017年全国IPTV用户增长40.9%,突破1.2亿; 3) OTT的用户规模持续上升,2018年增速达23.2%。

图 61: 2014-2017 年全国有线电视用户数量 (万户)



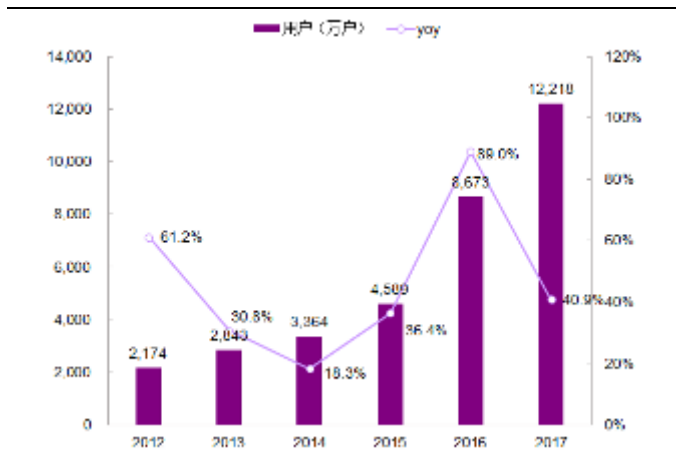
资料来源:《2018年第三季度中国有线电视行业发展公报》,格兰研究,光大证券研究所

图 62: 2014-2017 年全国有线电视网络收入 (亿元)



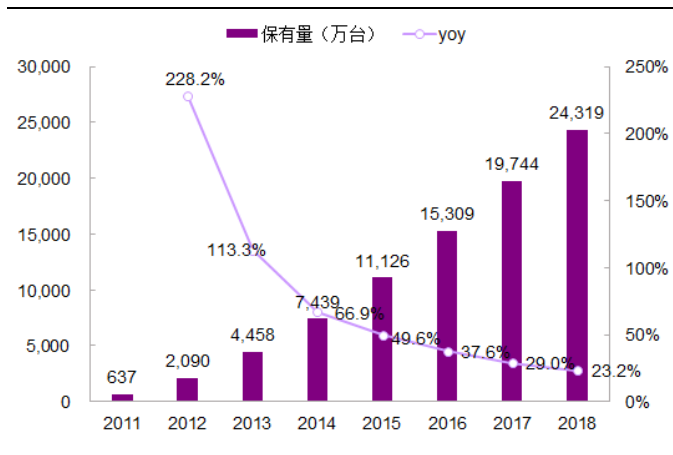
资料来源:《2017年中国广播电影电视发展报告》,国家广播电视总局,光大证券研究所

图 63：2012-2017 年 IPTV 用户及增速情况（万户）



资料来源：工信部，光大证券研究所

图 64：2011-2018 年全国 OTT 保有量（万台）



资料来源：《2018 年阿里巴巴 OTT 媒体价值研究报告》，光大证券研究所

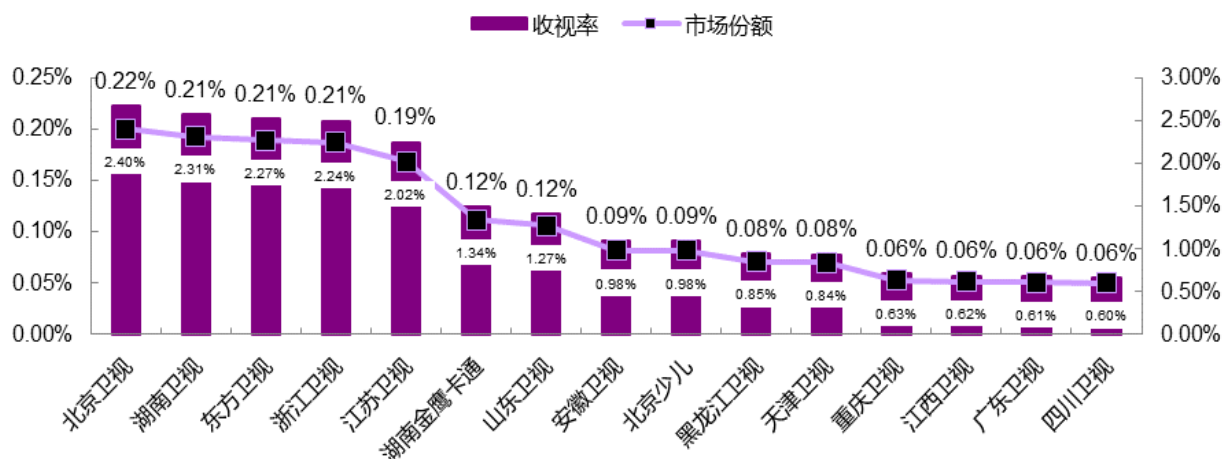
五大卫视收视率领先，优质内容进一步集中。 1) 2018 年省级卫视全天收视率前五分别为北京卫视、湖南卫视、东方卫视、浙江卫视和江苏卫视，共占据 11.24% 的市场份额；2) 从 2016-2017 年卫视综艺 TOP50 的频道分布情况来看，2017 年前 50 名的卫视综艺全部被一线卫视包揽，卫视综艺第一梯队的范围逐渐缩小，格局逐渐固定；3) **电视广告主转移。** 2010-2013 年，省级卫视广告投放额持续上升，2013 年达 1030 亿元，且同比增速为 24.7%。此后广告投放额同比增速大幅下降，2016 年出现了负增长的情况，2017 年则与 2016 年基本持平。

表 23：省级卫视收视率排名（截至 2018 年 12 月 17 日）

排名	频道	收视率 (%)	市场份额 (%)
1	北京卫视	0.222	2.40
2	湖南卫视	0.214	2.31
3	东方卫视	0.210	2.27
4	浙江卫视	0.208	2.24
5	江苏卫视	0.187	2.02
6	湖南电视台金鹰卡通频道	0.124	1.34
7	山东卫视	0.117	1.27
8	安徽卫视	0.091	0.98
9	北京卡酷少儿频道	0.091	0.98
10	黑龙江卫视	0.079	0.85

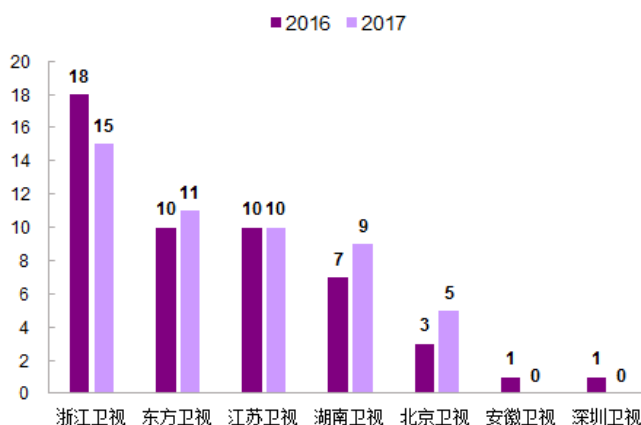
资料来源：索福瑞 CSM 52，光大证券研究所

图 65：2018 年省级卫视全天收视率 TOP15



资料来源：群邑智库，光大证券研究所 注：1) 截至 2018 年 12 月 17 日；2) 上图左轴为收视率、右轴为市场份额

图 66：2016-2017 年卫视综艺 TOP50 频道分布情况

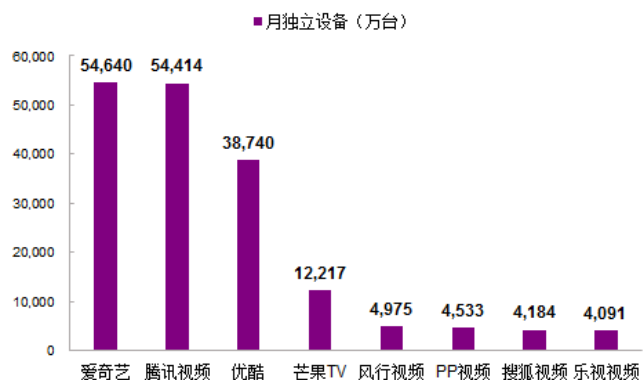


资料来源：流媒体网，光大证券研究所

爱优腾三大平台在用户数量与内容品质方面均处于领先地位。1) 艾瑞指数显示，2018 年 11 月在线视频移动 APP 月度独立设备数前三为爱奇艺、腾讯视频和优酷，分别为 5.5 亿台、5.4 亿台和 3.9 亿台，远超其他移动视频 APP；2) 从 2018 年 TOP20 的网络剧分布来看，腾讯视频占 9 部，优酷 7 部，爱奇艺 3 部。

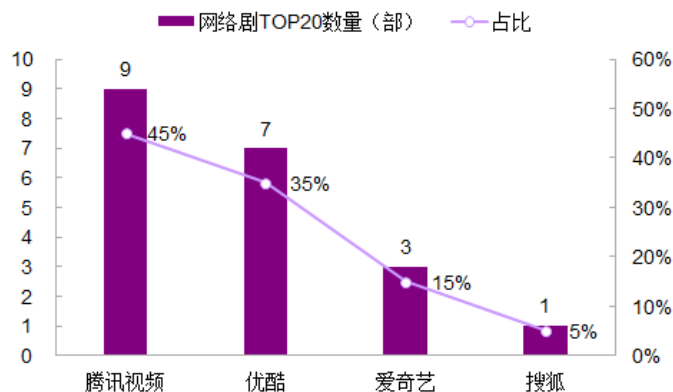
网络端的势力崛起，背后的利益巨大，也滋生了流量“产业链”，爱奇艺等平台宣布关闭显示前台播放量。1) 网络视频平台的播放量成为了网络端的“行业货币”。不少从业者将播放量视为目标，行业内滋生出刷播放量等违法行为，导致劣币驱逐良币，大量优秀作品反被埋没；《人民日报》引用第三方机构调查结果显示，2017 年初某网剧前台点击量数字高达 153 亿次，但真实点击量仅有 17 亿次，注水近九成；2) 2018 年 9 月，爱奇艺宣布效仿 Netflix、Hulu 等国外视频网站，关闭显示前台播放量，尝试结合内容作品的美誉度、社会影响力、价值导向等因素，搭建一个评价体系多元、综合权重合理的热度值评估体系。

图 67: 2018 年 11 月在线视频移动 APP 月度独立设备数前八 (万台)



资料来源: 艾瑞指数, 光大证券研究所

图 68: 2018 年网络剧 TOP20 分布

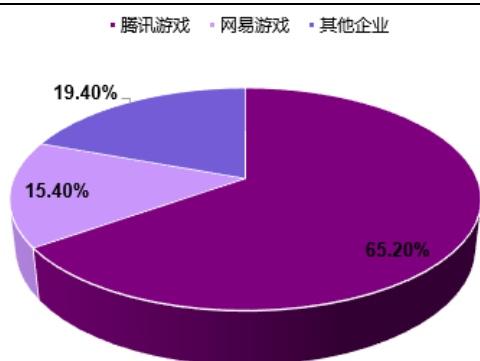


资料来源: 《2018 中国网络视听发展研究报告》, 光大证券研究所

4.2.4、游戏发行及平台向龙头集中 腾网占 8 成以上市场

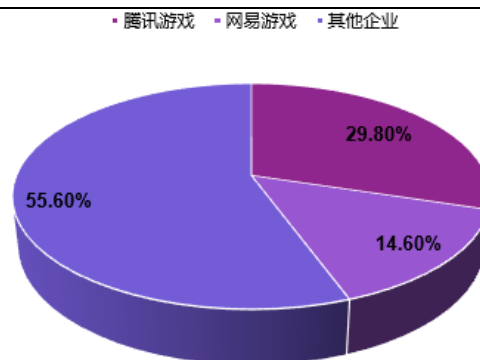
国内游戏市场超过八成的市场份额被腾讯、网易两大厂商占据。1) 游戏收入 TOP50 新产品中, 腾讯和网易占八成。2018 年收入前 50 新产品中, 腾讯、网易发行的产品收入占比合计达 80.6%, 其中腾讯游戏收入占比为 65.2%, 网易游戏收入占 15.4%; 在手游收入 TOP50 新品中, 腾讯和网易研发产品收入比重达 44.4%; 2) 手游研发方面, 2018 年 1-11 月, 腾讯网易占据了 TOP50 移动游戏研发产品 63.5% 的份额, 腾讯占据 41.7%, 网易占 21.8%; 3) 收入 Top10 游戏中, 腾讯网易占九款, top50 移动游戏数量达到 34 款。2018 年 11 月的移动游戏收入排行榜 top10 产品中, 网易游戏研发的《明日之后》和腾讯游戏研发的《火影忍者 OL》两款新游都进入 top5, 且首月流水超 6 亿元。

图 69: 2018 年收入 TOP50 新品中发行商产品收入占比



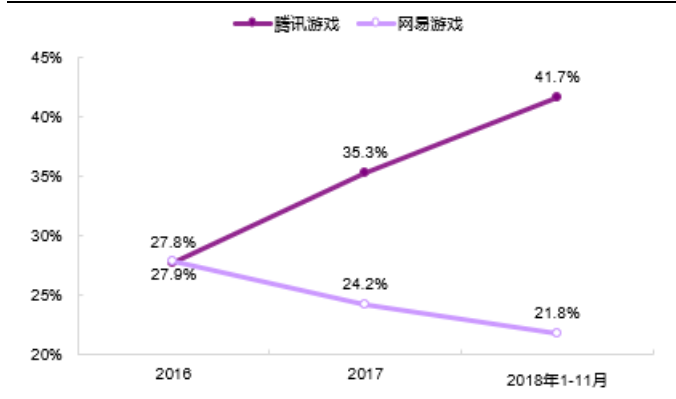
资料来源: 中国音数协游戏工委, 伽马数据, 光大证券研究所

图 70: 2018 年收入 TOP50 手游新品中各研发商产品收入占比



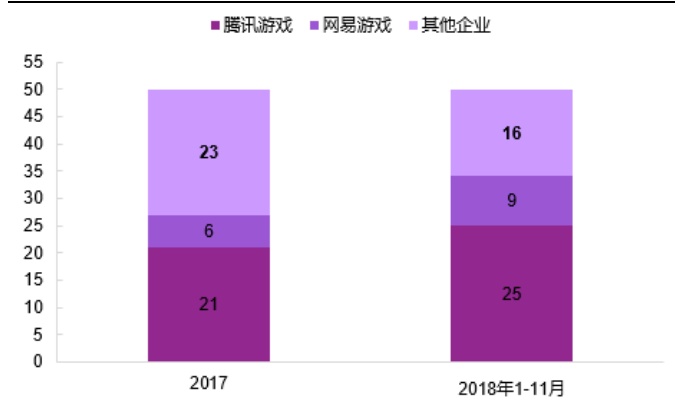
资料来源: 中国音数协游戏工委, 伽马数据, 光大证券研究所

图 71：流水 top50 移动游戏中企业研发产品流水份额



资料来源：伽马数据，光大证券研究所

图 72：移动游戏流水 top50 产品企业分布状况 (款)



资料来源：伽马数据，光大证券研究所

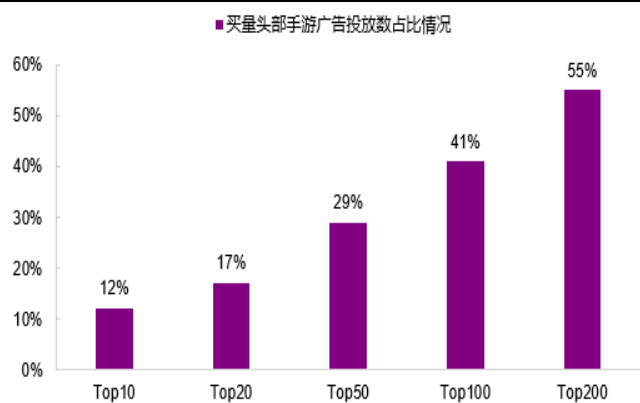
表 24：2018 年 11 月移动游戏收入榜 Top10

排名	游戏名称	游戏类型
1	王者荣耀	MOBA 类
2	梦幻西游	回合制 RPG 类
3	明日之后	生存类
4	火影忍者 OL	卡牌类
5	阴阳师	回合制 RPG 类/卡牌类
6	大话西游	回合制 RPG 类
7	红警 OL	SLG
8	乱世王者	SLG
9	梦幻模拟战	策略角色扮演类
10	QQ 飞车	竞速类

资料来源：伽马数据，光大证券研究所

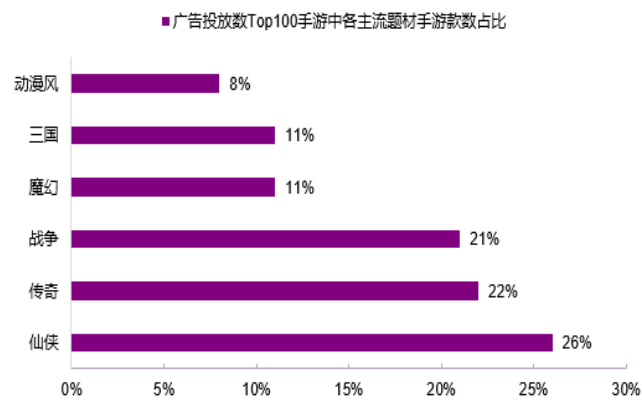
手游买量头部占比高。1) 买量头部手游推广占比高。在整体手游广告投放中,广告投放数Top10的广告数占整体手游广告投放的12%,而Top200的广告数则占比超过50%;**2) 今日头条的投放渗透率稳居第一。**2018年Q3,各热门渠道投放手游数量占比Top10中,今日头条以53.8%比重占据第一,百度信息流第二,比重为39.9%,第三是阿里汇川(26.6%);**3) 仙侠/传奇/战争题材的手游占比最高。**对于广告投放数Top100手游仙侠占比最高为26%;其次是传奇题材占比22%;排名第三的是战争题材占比21%;**4) 今日头条,百度信息流,阿里汇川成标配渠道。**20款游戏投放百度信息流及今日头条,其中有18款投放了阿里汇川。

图 73: 2018 年 Q3 买量头部手游广告投放数占比



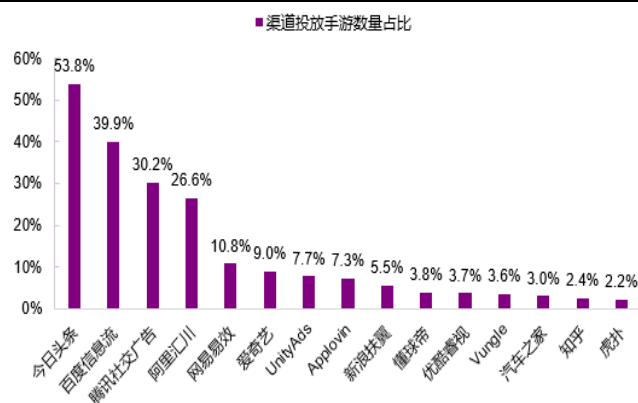
资料来源: App Growing 广告追踪数据, 光大证券研究所

图 75: 2018 年 Q3 广告投放数 Top100 手游中各主流题材手游款数占比



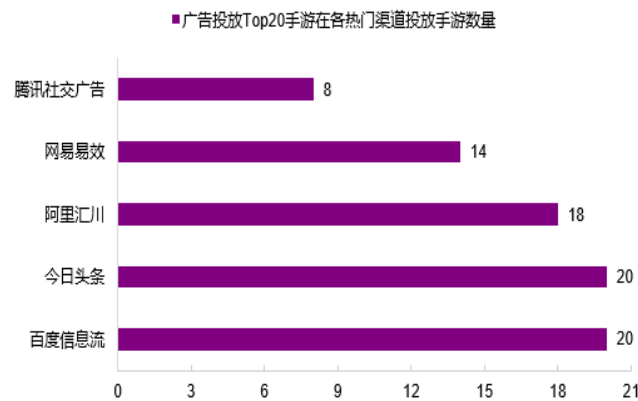
资料来源: App Growing 广告追踪数据, 光大证券研究所

图 74: 2018 年 Q3 各热门渠道投放手游数量占比



资料来源: App Growing 广告追踪数据, 光大证券研究所

图 76: 2018 年 Q3 广告投放 Top20 手游在各热门渠道投放手游数量 (单位:款)



资料来源: App Growing 广告追踪数据, 光大证券研究所

表 25: 2018 年 Q3 各主流渠道广告投放排行榜 Top5 的手游

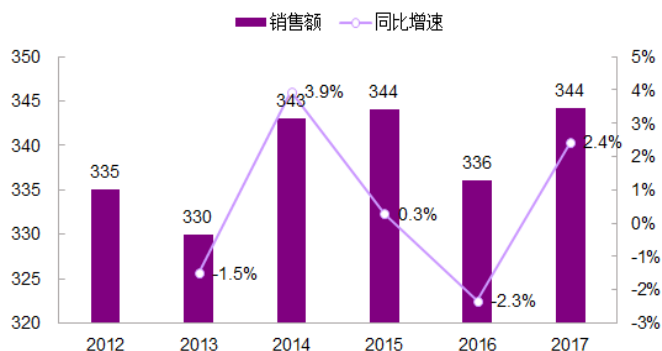
今日头条	百度信息流	阿里汇川
洪荒修真	暗黑纪元	武动乾坤
梦幻模拟战	奇迹幻境	复古传奇
风之大陆	梦幻模拟战	绝世天尊
球球大作战	地下迷宫	美女如云
封神单机版	易水寒	梦幻模拟战

资料来源: App Growing 广告追踪数据, 光大证券研究所

4.2.5、出版发行: 网点增速放缓 线上销售增速回落

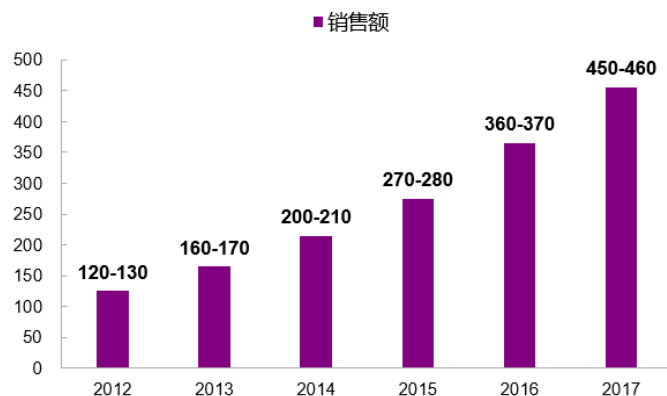
图书线下销售零售受冲击, 线上销售增速回落但仍保持快速增长。1) 2017 年, 我国实体书店销售额达 344.2 亿元, 同比增长 2.44%。实体书店店的销售额陷入停滞状态, 主要是因为受到电子书的冲击、缺乏爆款图书以及占主要图书成本之一的纸张涨价 (环保限产及进出口关税增加); 2) 网络书店销售额约为 459 亿元, 同比增长 25.82%。

图 77： 2012-2017 年实体书店销售额（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所

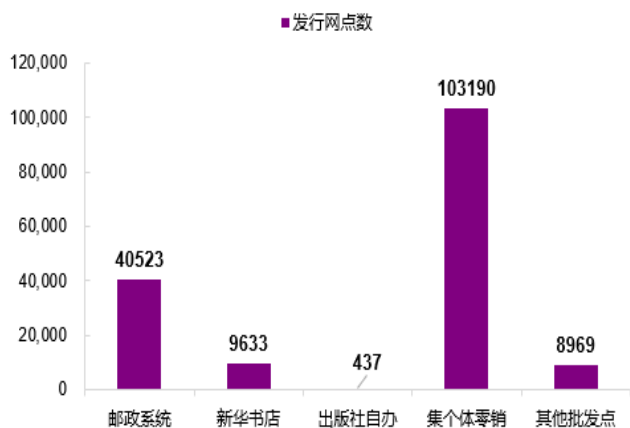
图 78： 2012-2017 年网店销售状况（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所

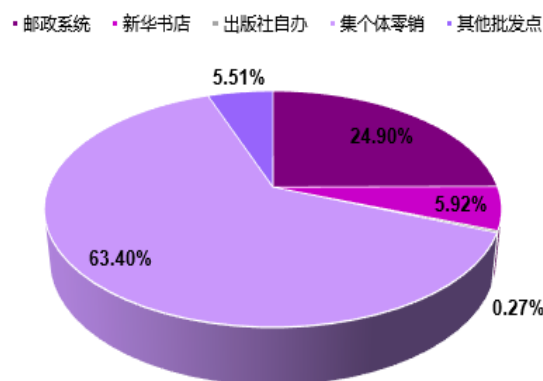
新闻出版发行网点同比下降 0.18%，零售网点占比超六成。1) 2017 年，全国共有出版物发行网点 16.28 万处，其中新华书店及其发行网点 9,633 处，增长 7.08%，占比 5.92%；2) 零售网点占比最大。2017 年集个体零售网点 103,190 处，占比 63.40%。

图 79： 2017 年发行网点类型及规模（单位：处）



资料来源：国家新闻出版署《2017 年全国新闻出版业基本情况》，光大证券研究所

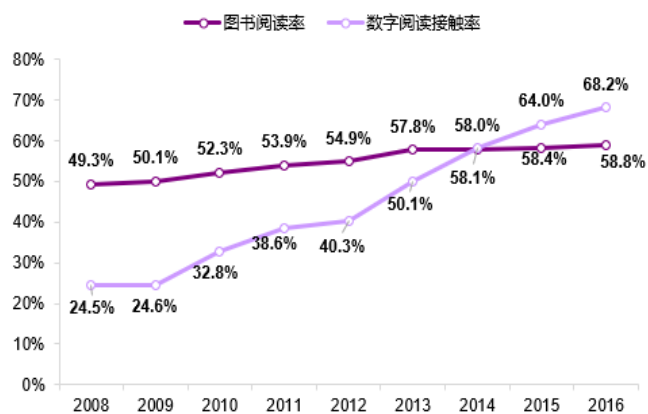
图 80： 2017 年新闻出版发行网点



资料来源：国家新闻出版署《2017 年全国新闻出版业基本情况》，光大证券研究所

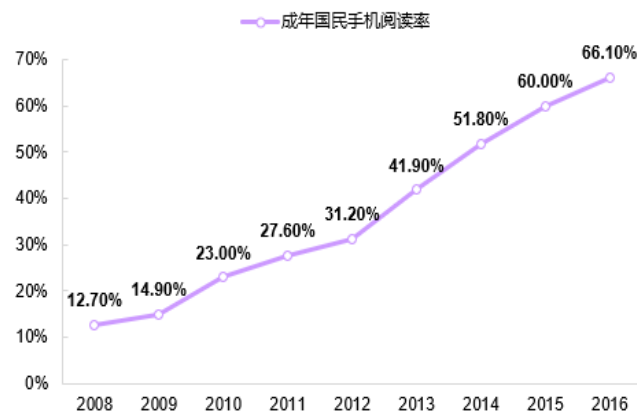
移动阅读成为数字阅读的主流方式和发展方向。1) 数字化接触率超 60%。2014 年数字阅读超过图书阅读率，2016 年我国成年国民图书阅读率为 58.8%，同比上升 4pcts；数字化阅读方式的接触率为 68.2%，同比上升 4.2pct；2) 手机阅读成重要数字阅读载体。2016 年我国成年国民通过网络在线阅读、手机阅读的方式进行数字化阅读的比例均有所上升，2016 年 66.1% 的成年国民进行过手机阅读，较 2015 年上升了 6.1pct，在各类数字化阅读载体增幅第一。

图 81：我国成年国民图书阅读率与数字化接触率



资料来源：中国新闻出版研究院.2017 年《第十四次全国国民阅读调查》 光大证券研究所

图 82：我国成年国民手机阅读率



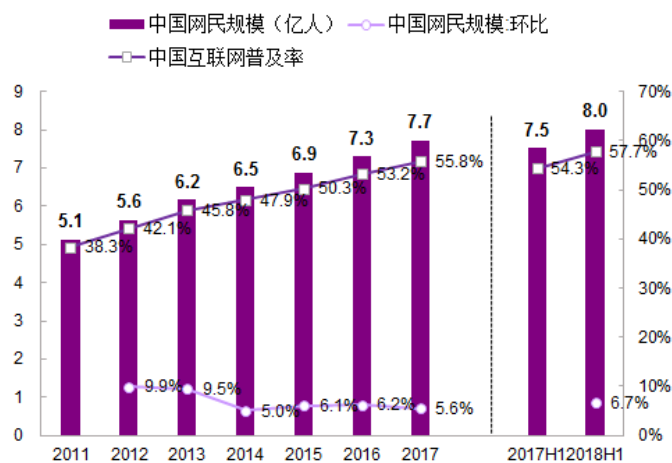
资料来源：中国新闻出版研究院.2017 年《第十四次全国国民阅读调查》，光大证券研究所

4.3、用户受众变化：互联网人口红利消失 细分市场呈结构性机会

4.3.1、移动互联网人口红利消失

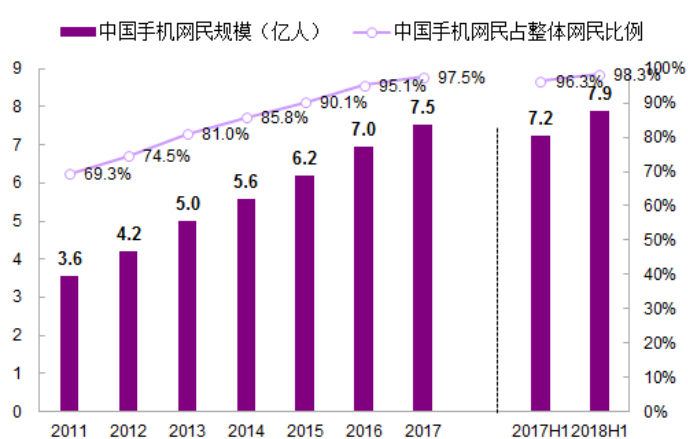
网民数量的增速已回落至个位数，但时长仍有所增长。1) 根据 CNNIC 的最新数据，截止到 2018 年 6 月，国内网民数量高达 8.02 亿，渗透率达 57.7%，其中手机网民 7.88 亿，渗透率达 98.3%。移动互联网月度活跃用户的增速已经趋缓；2) 移动互联网单日使用时长持续增长。2016 年 9 月-2018 年 9 月移动互联网的单日使用时长持续增长。2018 年 9 月人均单日使用时长达到 291 分钟，同比增长 26.6%，表明存量户的挖掘潜力仍在。

图 83：2011.6-2018.6 中国网民规模及互联网普及率



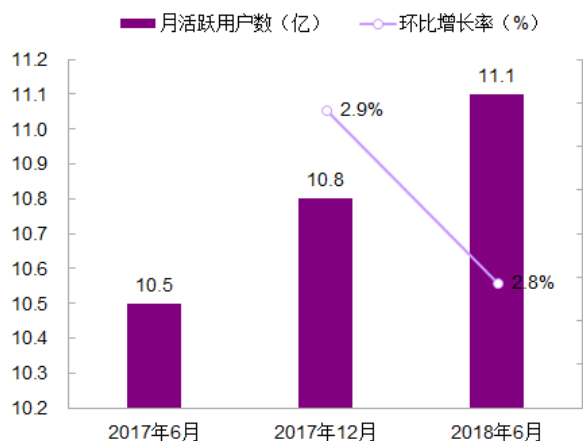
资料来源：CNNIC,光大证券研究所

图 84：2011.6-2018.6 中国手机网民规模及渗透率



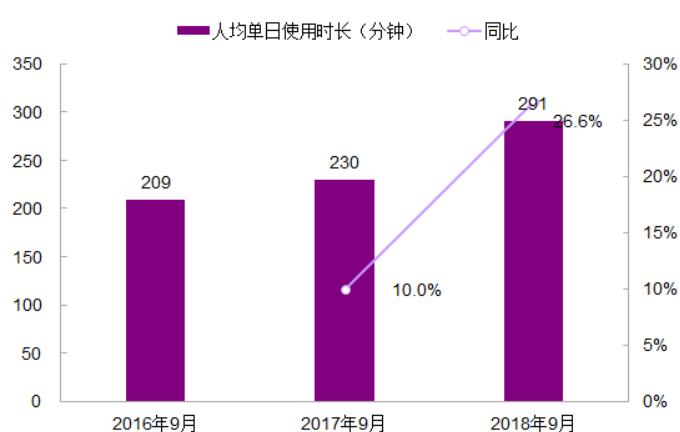
资料来源：CNNIC,光大证券研究所

图 85: 2017.6-2018.6 中国移动互联网月度活跃用户总数 (亿)



资料来源: Questmobile, 光大证券研究所

图 86: 2016.9-2018.9 中国移动互联网人均单日使用时长 (分钟)

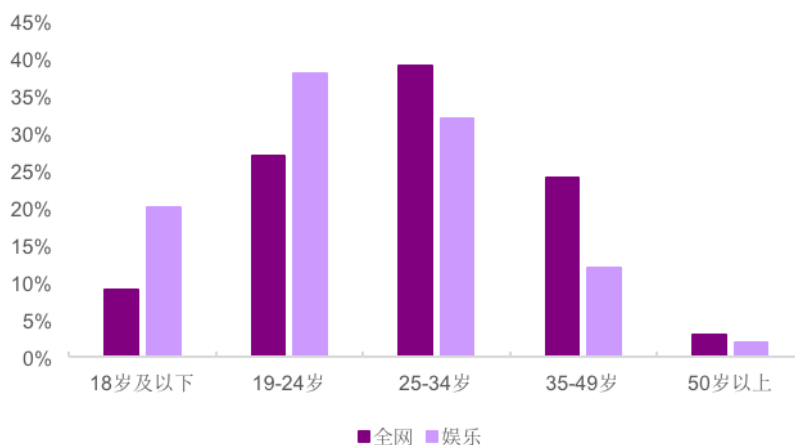


资料来源: Questmobile, 光大证券研究所

4.3.2、用户受众结构：关注 Z 时代、小镇青年女性等垂直细分市场机会

根据阿里研究院的《Z 时代报告》，Z 时代泛指 1996 年以后出生的人群，成为娱乐消费的生力军。1) 24 岁以下人群是娱乐消费主力人群。24 岁以下人群占娱乐人群的 57%左右，其中 19-24 岁娱乐人群所占比例高于全网近 10 个百分点，18 岁以下娱乐人群占比是全网的 2 倍左右；2) Z 世代消费能力不可小觑。根据埃森哲发布的《全球 95 后消费者调研中国洞察》，2017 年我国 2.5 亿 95 后月均支出 1314 元；3) 根据艾瑞咨询的统计数据，Z 世代对中国在线娱乐行业的贡献率占比在 2014 年为 45.8%，2017 年为 54.8%，预计 2020 年将达到 62.1%。

图 87: 2016 年娱乐人群和全网人群年龄分布对比

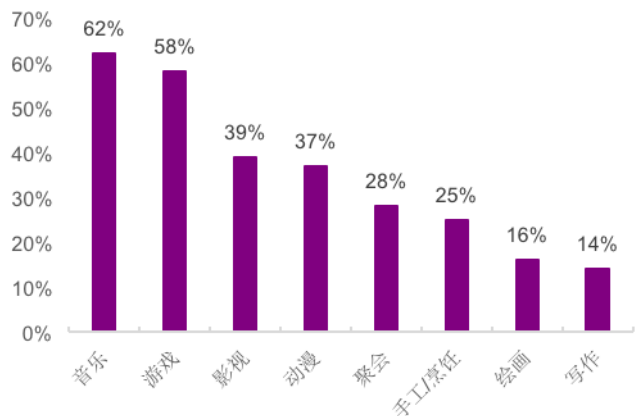


资料来源: 360 大数据, 光大证券研究所

Z 世代兴趣爱好高度娱乐化。1) 95 后兴趣广泛并呈现出高度娱乐化态势。根据城市画报联合腾讯 QQ 发布的《95 后兴趣报告》，音乐和游戏是

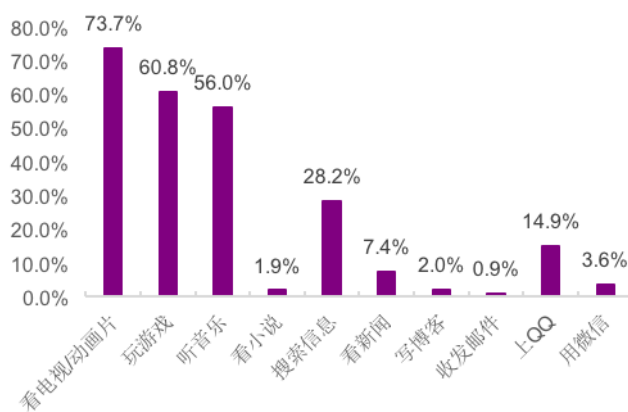
95 后的两大兴趣点，62%的 95 后爱好音乐，58%的 95 后爱好游戏，影视是 39%的 95 后的兴趣，爱好动漫的 95 后占比也达 37%。2) 00 后上网行为集中在娱乐休闲领域。看视频/动画片在 00 后中的普及率达 73.7%，玩游戏的普及率达 60.8%，听音乐的普及率达 56.0%。

图 88: 95 后的兴趣爱好



资料来源:《95 后兴趣报告》，光大证券研究所

图 90: 各类互联网应用在 00 后中的普及率

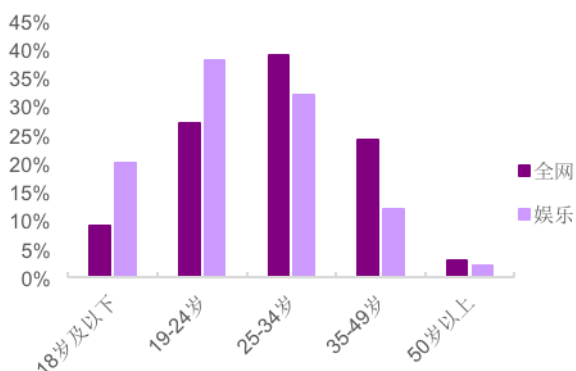


资料来源:《95 后兴趣报告》，光大证券研究所

小镇青年在泛娱乐细分领域渗透率高，用户粘性较高，具有较高付费率，在游戏和影视领域表现尤其突出。

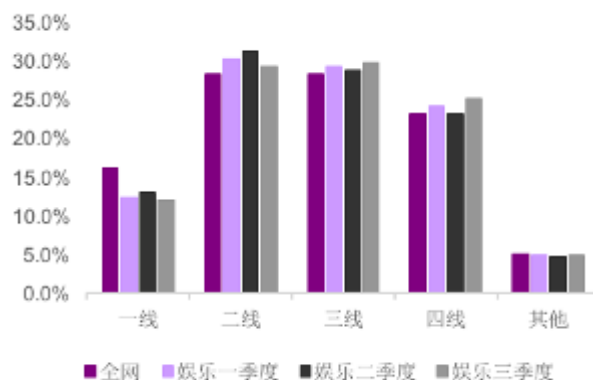
1) 从娱乐人群的地域分布看，二三四线城市对娱乐关注度高，是娱乐人群的主要分布地域。二三四线城市关注娱乐的人群比例高于全网，而一线城市对娱乐关注度偏低，关注娱乐的人群占比低于全网约 5 个百分点；2) 小镇青年在泛娱乐细分领域的用户渗透率整体较高。在网络影视、游戏、音乐、动漫和直播领域，青年群体的渗透率都高于全体手机网民平均水平。尤其在直播和游戏领域，小镇青年的渗透率高出全体手机网民 10.0%和 7.6%。

图 89: 2016 年娱乐人群和全网人群年龄分布对比



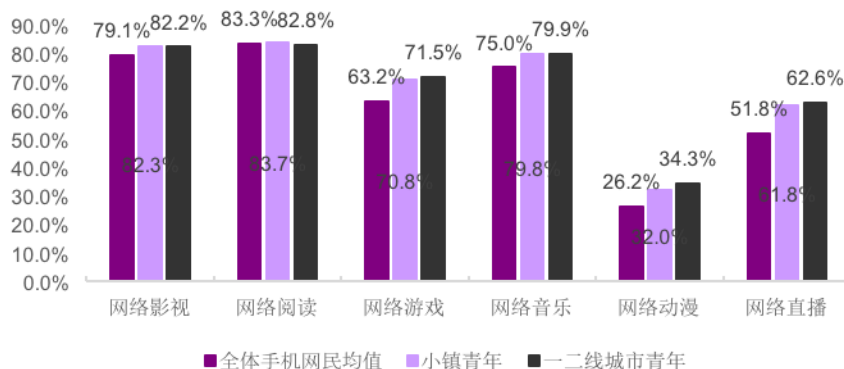
资料来源: 360 大数据, 光大证券研究所

图 90: 2016 年前三季度娱乐人群地域分布



资料来源: 360 大数据, 光大证券研究所

图 91：地域对比：2018 年泛娱乐细分项目的用户渗透率



资料来源：企鹅智酷，光大证券研究所

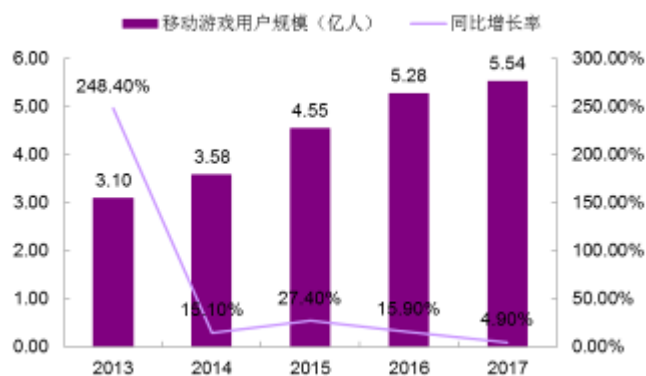
女性玩家是手游新用户的主要增量，男女用户性别比例接近 1: 1。 1) 2013-2016 年，移动游戏中女性比例从 24.8% 增长至 49.4%，在 26-35 岁的手游玩家的主要年龄段里，女性玩家比例为 20.7%，男性玩家比例为 20.09%；2) 2016 年，男性玩家规模为 2.67 亿人，女性玩家规模为 2.61 亿人，2017 年中国手游玩家数量达到 5.54 亿，其中女性玩家比例达到 49.4%，2017 年女性手游玩家有望突破 2.7 亿人，在手游中女性玩家与男性玩家的规模将达到 1:1 比例。

女性玩家 50% 年复合增长率，男性玩家增长率仅为个位。

1) 根据游戏工委、TalkingData 数据显示，从 2013 年到 2016 年，女性玩家数量以每年接近 50% 的复合增长率不断增加，从数量不足百万，到 2.6 亿人；而这些年男性玩家的年复合增长率只有 4.7%。2016 年女性在玩家中占比为 49.4%；

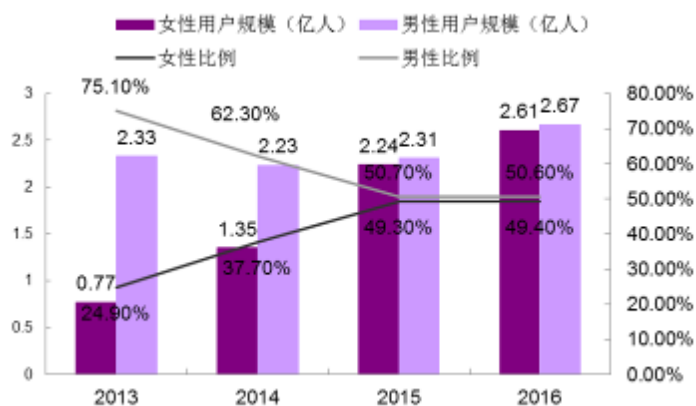
2) 根据 TalkingData 的数据显示，2016 年女性手游玩家占比达 49.4%——已经占据了半壁江山，订阅手游资讯的女性用户比例为 15%，可见女性更多靠其他方式，如朋友推荐或分享、社交媒体等途径了解手游产品。

图 92：2013-2017 移动游戏用户规模及同比增长率



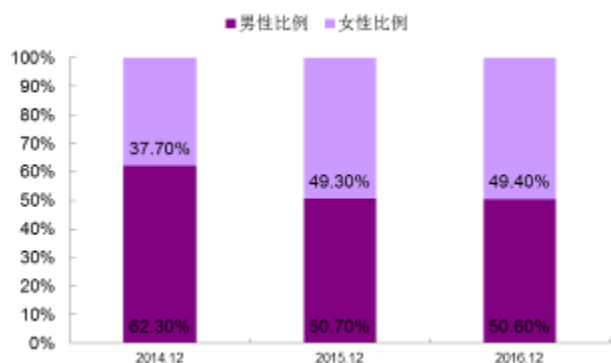
资料来源：伽马数据，光大证券研究所

图 93：2013-2016 年女性手游玩家规模及占比情况



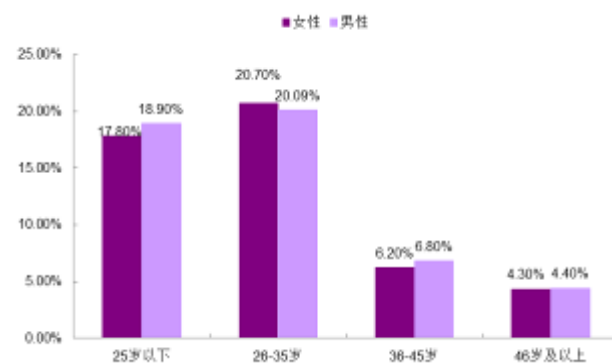
资料来源：TalkingData，光大证券研究所

图 94：2014-2016 移动游戏用户性别结构



资料来源：talkingdata，光大证券研究所

图 95：2017 年移动游戏用户性别及年龄分布



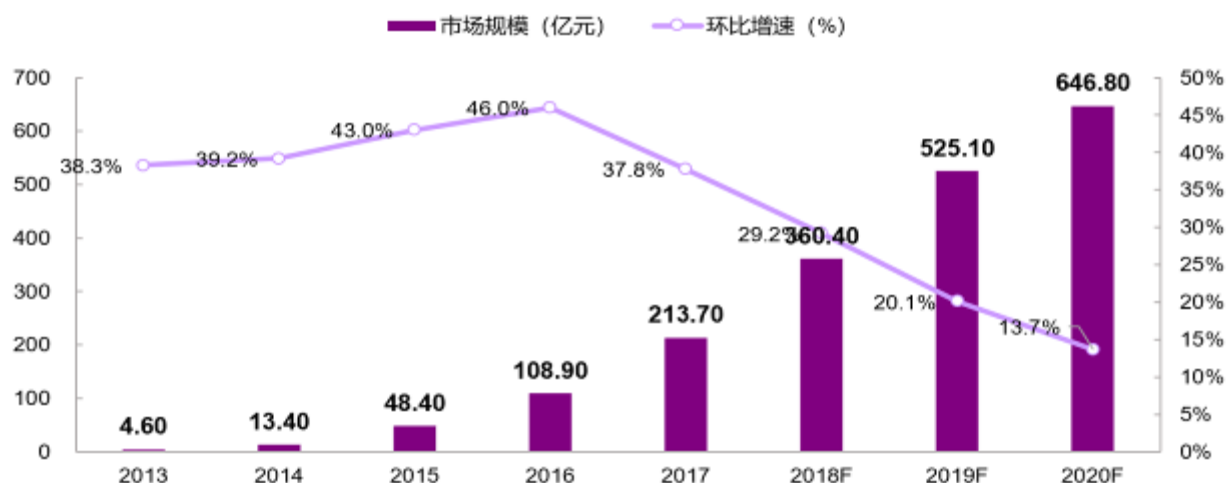
资料来源：talkingdata，光大证券研究所

4.3.3、受众用户消费变化：愿为优质内容付费

观众欣赏口味的变化，对优质内容的追求，网络原住民的成长让大众的娱乐付费习惯逐渐养成，商业模式的变化将助推传媒行业从大众走向细分。如上世纪 80 年代的美国，特色月刊杂志成功针对小众人群提供细分市场服务，广受欢迎。

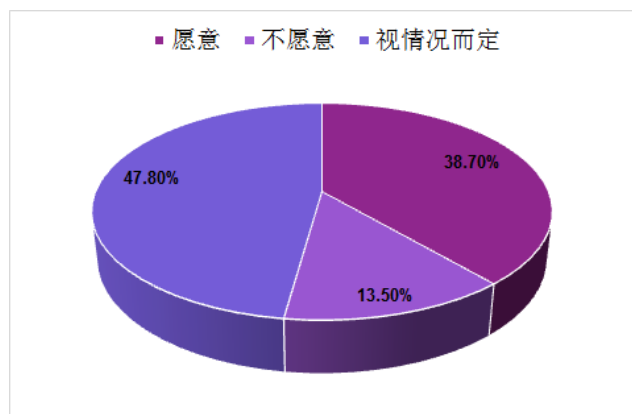
网络视频用户付费比例超 50%，题材和口碑是影响网络视频节目收视率的主要原因。1) 根据易观咨询的预测，2020 年中国网络视频付费市场规模达 647 亿元，付费市场潜力巨大；2) 根据《2018 中国网络视听发展研究报告》，我国网络视听受众的年龄分布呈纺锤形，以 26-30 岁居多。其中，41% 的用户每天都会收看网络视频节目，一线城市 30-39 岁人群每天都看网络视频的比例最高，题材和口碑成为影响观众是否收看网络视频节目的主要因素；3) 根据《2018 在线综艺用户洞察报告》38.7% 的用户表示愿意为网络综艺节目付费，仅 13.5% 表示不愿意；4) 根据企鹅智酷在 2017 年 6 月的调查，57.8% 的 95 后月均虚拟服务消费在 20 元以上，其中花费在 200 元以上的 95 后占比达 10.3%。

图 96：2013-2020 年中国网络视频付费市场规模（易观咨询估算）（亿元）



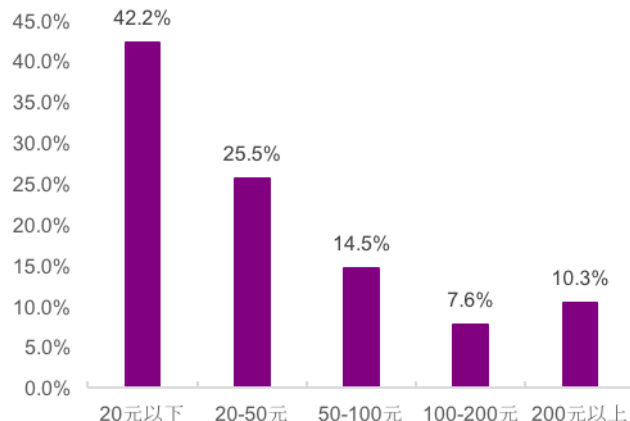
资料来源：易观《中国网络视频市场发展趋势预测 2018-2020》，光大证券研究所

图 97：2018 年用户为综艺节目的付费意愿比 (%)



资料来源：企鹅智库《2018 在线综艺用户洞察报告》，光大证券研究所

图 98：2018 年用户平均每月在虚拟服务上的花费（针对有虚拟付费行为的 95 后）



资料来源：企鹅智酷《2018 在线综艺用户洞察报告》，光大证券研究所

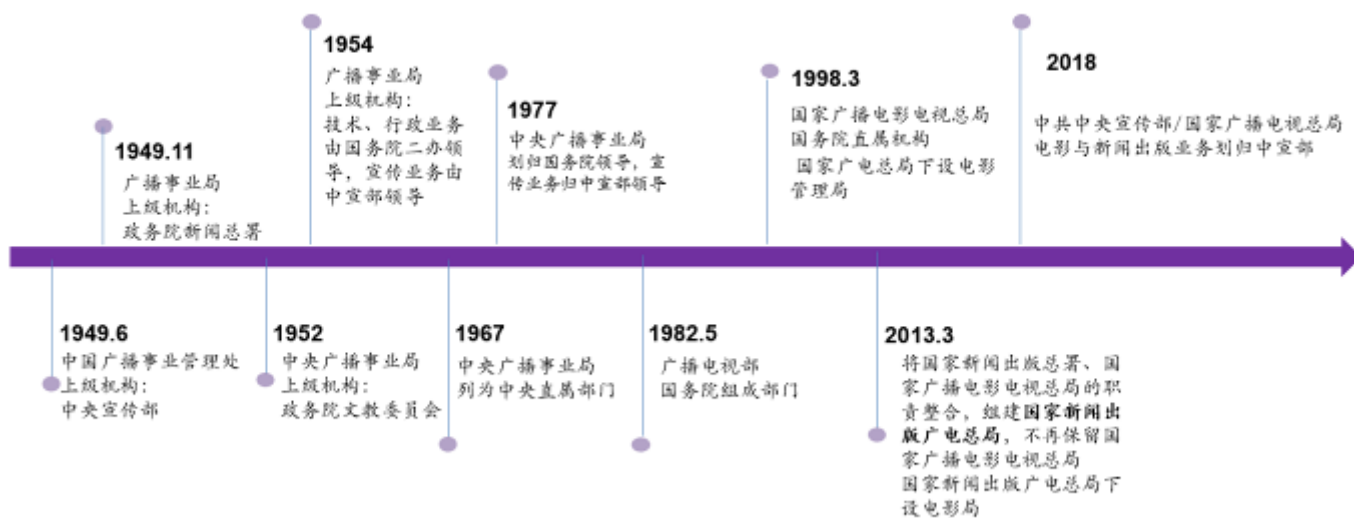
4.4、政策及监管再调整 适应社会土壤

4.4.1、监管机构调整 中宣部加入共同管理

2016 年以来，政策监管转向宣扬正确的价值观强调社会价值，对主管机构进行了调整，加强对传媒行业的监管，新闻出版和电影局的相关管理职能从原有国务院体系下划归中宣部。

1) 2013 年，国家新闻出版总署、国家广播电影电视总局进行整合组建成国家新闻出版广电总局，下设电影局；2) 2018 年，广电总局正式将电影、新闻出版业务剥离，划归于中宣部进行管理，国家新闻出版广电总局也改为国家广播电视总局，进一步规范我国电影创作和规范化审查制度管理。

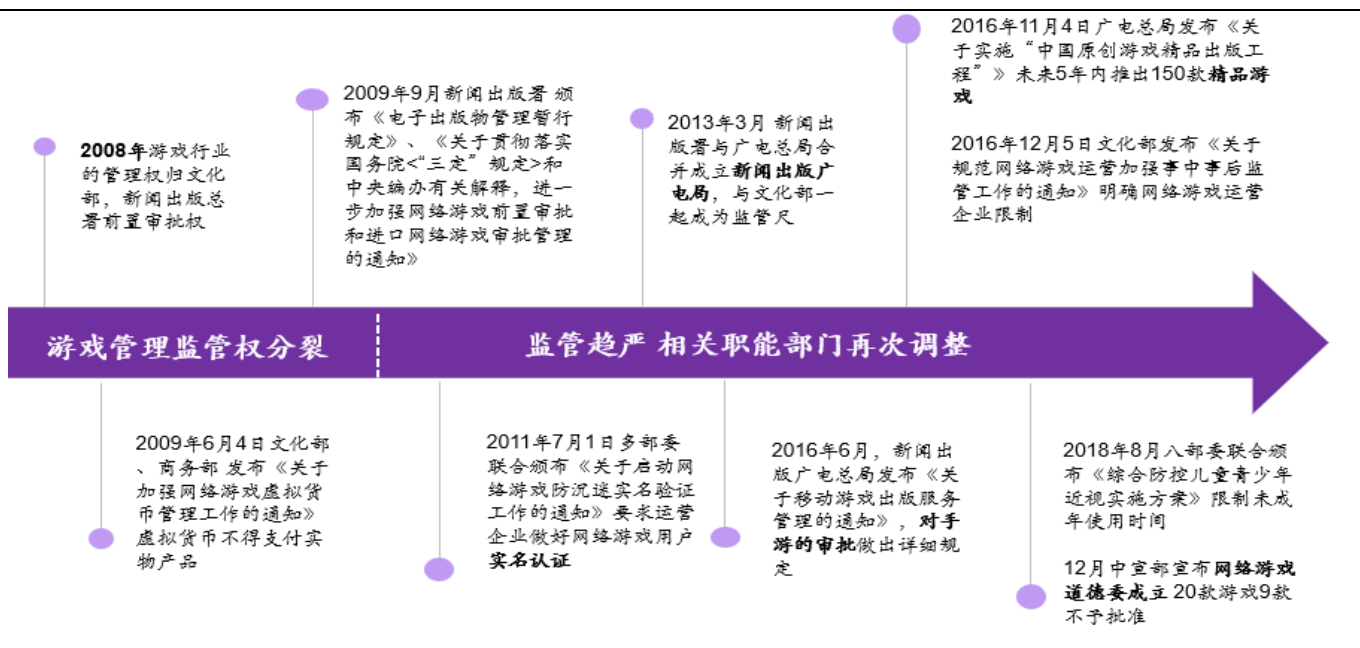
图 99：中国广播电视监管机构沿革



资料来源：广电总局网站，光大证券研究所

游戏管理监管权及机制调整变化：中宣部接管新闻出版管理职责，管理游戏版号申办，成立“网络游戏道德委员会”。 1) 中宣部核发游戏版号。2018年3月，新闻出版广电总局被拆分，原国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责被划归中宣部，后者加挂国家新闻出版署（国家版权局）牌子主管游戏行业版号审核，对游戏进行事前管理。2) “网络游戏道德委”进行内容监管。2018年12月7日，中宣部宣布成立“网络游戏道德委员会”进行事中监管，对首批20款存在道德风险的网络游戏作品作了评议，其中11款游戏责成相关出版运营单位认真修改，消除道德风险，对其中9款游戏做出不予批准决定。

图 100：游戏产业监管发展及政策变化



资料来源：瀚叶数据《中国游戏行业监管发展史》，光大证券研究所

4.4.2、强调社会效益和意识形态安全 并加强对网络端监管

电影&电视剧行业：影视拍摄内容监管全面。

1) **网剧监管加强，电视网络审查标准统一。**2016年起，国家新闻出版广电总局加强管理网剧和网络自制节目，统一电视和网络的审查标准。网剧不再靠大尺度寻求高关注度。

2) **进一步规范影视拍摄内容。**广电总局对2018年之后影视题材拍摄内容进行进一步规范。**a.古代题材**需彻底架空，不可影射某个朝代，正史不可改编；**b.近代题材**关于革命、军事题材将重点审查，不可美化民国、北洋政府；**c.现代题材**尽量规避社会制度、国家现状，重点表现人民的美好生活；**d.价值观**强调科学、合法和正能量，盗墓、未成年人犯罪、过度炫富、早恋等情节需规避。

3) **内容监管的强化导致多家影视公司的电视剧下架**，如2018年大热的优酷独播网剧《镇魂》，欢瑞世纪上半年制作的《天乩之白蛇传说》，爱奇艺

艺、工夫影业联合出品的网剧《河神》，爱奇艺、新丽传媒、天神娱乐联合出品的《余罪》等。前三部剧调整内容后重新上线。

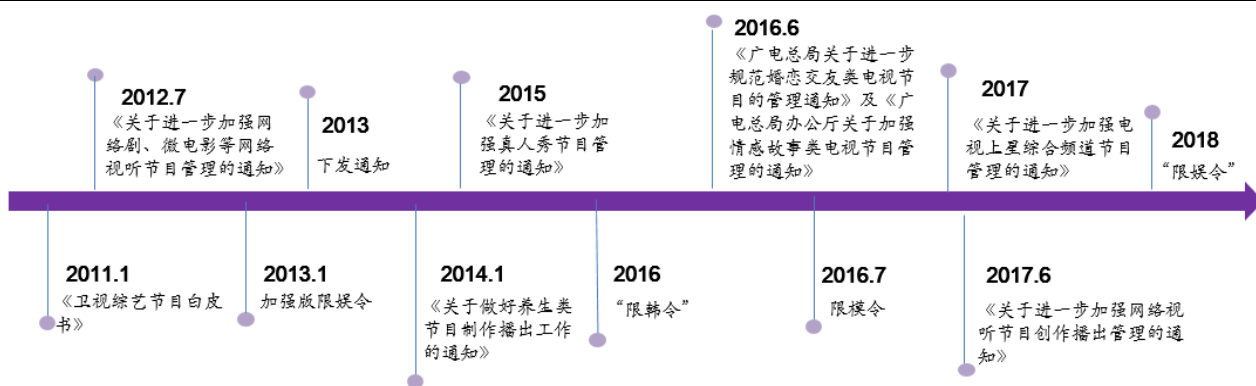
表 26: 广电总局对 2018 年影视题材拍摄内容的建议

题材	拍摄雷区和反例
古代	1、架空历史的剧集应彻底架空，不可影射某个朝代。 2、不可触碰历史禁忌，涉及领土统一、民族团结的问题应谨慎。 3、宣扬正面的历史观、价值观。如《甄嬛传》对后宫阴谋的过分渲染不宜提倡。 4、正史不可改编，野史可以改编。如《三国志》不可改编，《三国演义》可以。
近代	1、革命、军事题材会是审查重点。 2、民国剧要注意，不可美化民国、北洋政府（李鸿章、袁世凯等）。
现代	1、不建议涉及“大情怀，大政策”，尽量规避社会制度、国家现状。 2、重要的历史节点，2018 年是改革开放 40 周年、2019 年是中华人民共和国建国 70 周年、2022 年是中国共产党成立 110 周年，献礼剧献礼片可以借助时代东风，但重点要表现人民的美好生活，体现人民的幸福感、获得感，以表现小人物的美好生活为主。
价值观	拍摄要求
科学	1、八卦、易经属于传统文化，但不要和妖道巫术联系在一起。 2、历史传说里的鬼怪题材可以改编，但不可违背其善良美好的设定。 3、玄幻、奇幻、魔幻类剧集最好通过类科学的角度来展示，坚持唯物主义。
合法	1、盗墓本身是违法的，不要提及。 2、未成年人不可以在影视剧中出现犯罪情节。 3、涉案题材是重点审查对象，公职人员不可过度邪恶。如《余罪》。
正能量	1、校园题材要规避早恋，如《致我们单纯的小美好》。 2、都市题材三观要正，不可过度炫富，如《北京女子图鉴》。 3、问题艺人、敏感编创团队零容忍度，切勿因小失大，如《捉妖记》。

资料来源：国家广播电视总局官网，光大证券研究所

综艺行业监管原则及内容：对播出总量、时间、参与人员、模式题材等全方面监管。1) 2011 年发布的《卫视综艺节目白皮书》：对节目形态雷同的综艺节目实行播出总量和播出时间的控制；2) “限孩令”：为了加强对未成年人的保护，尽量减少未成年人参与真人秀节目；3) “限模令”：为了鼓励原创，规定每年黄金档播出的引进模式节目不得超过两档；每年新播出的引进模式节目不得超过 1 档，第一年不得在黄金当播出；4) 2018 年“限娱令”：禁止全明星真人秀在卫视黄金档播出，鼓励黄金档多播文化类节目，对主持人和嘉宾的穿着打扮、言谈举止严格把关。受“限娱令”影响，《今晚 80 后脱口秀》、《金星秀》、《锵锵三人行》等节目相继下架。

图 101: 卫视综艺内容审查政策变化



资料来源：国家广播电视总局官网，光大证券研究所

游戏监管原则和内容：保护未成年人身心健康，但尚无分级制度。

1) 对违法违规的游戏内容进行查处。文化部出台系列《关于查处违法网络游戏的通知》，新闻出版总署 2005 年也颁布《关于禁止利用网络游戏从事赌博活动的通知》如色情、暴力、恐怖、赌博等对青少年成长有着极坏影响的游戏内容一直以来都是网络游戏内容监管的聚焦点；

2) 网络游戏实名认证,防止沉迷游戏。2011 年 7 月 1 日，新闻出版总署、公安部、工信部、中华全国妇女联合会等联合颁布《关于启动网络游戏防沉迷实名验证工作的通知》，2014 年 7 月 25 日发布《关于深入开展网络游戏防沉迷实名验证工作的通知》，巩固网络游戏防沉迷系统实施工作，加强对未成年人身心健康的保护；

3) 限制未成年人游戏时间，保护视力。2018 年 8 月 30 日，教育部、国家卫健委、国家体育总局、财政部、人社部、国家市场监管总局、国家新闻出版署和国家广电总局八个部委联合出台《综合防控儿童青少年近视实施方案》，国家新闻出版署规定“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，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”。

图 102：网络游戏内容监管政策变化



资料来源：陈亮.我国网络游戏内容监管政策的发展[J].岭南师范学院学报,2016,37(2):38-44, 文化部官网, 国家广电总局官网, 光大证券研究所整理

4.4.3、对行业负面进行全面监管：税收、收视率造假及明星限薪令

全面监管文化行业，对明星丑闻、行业税收、明星薪酬等行业乱象进行监管。

1) 2018 年 10 月 2 日广电总局新出台《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》，文件提出要加强影视行业税收秩序的整顿力度，组织各地区税务机关督促影视公司、明星工作室、高收入影视从业人员进行 16 年以来申报纳税的自查自纠工作。

表 27：影视行业税收政策&限薪政策

时间	出台部门	文件名称	执行期限
2016.8.26	国家新闻出版广电总局	《中共国家新闻出版广电总局党组关于巡视整改情况的通报》	2016 年 8 月 26 日起
2017.9.8	国家新闻出版广电总局	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	2017 年 6 月 26 日起
2017.9.22	中国电视剧制作产业协会	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	2017 年 9 月 22 日起
2018.6.27	中央宣传部、国家税务总局	《通知》	2018 年 6 月 27 日起
2018.10.2	国家税务总局	《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	2018 年 10 月 10 日起
2018.10.31	国家新闻出版广电总局	《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 09 日起

资料来源：中国电视剧制作产业协会、国家税务总局、国家广播电视总局，光大证券研究所，光大证券研究所

2) 明星限薪，总片酬不超过制作总成本的 40%。2018 年《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》进一步要去严格执行已出台的电视剧网络剧（含网络电影）成本配置比例行业自律规定，每部电视剧网络剧（含网络电影）全部演员片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%。

3) 为抵制收视率造假，广电总局自建收视综合评价大数据系统。a) 收视造假问题屡禁不止。2010 年，《人民日报》首次揭露了收视率样本户正被个别地方卫视“收买”的事实；2018 年 9 月 15 日，导演郭靖宇公开发博揭露电视剧行业收视率造假；b) 广电总局推大数据系统应对收视造假。相比传统的收视数据统计方法，该系统具有多样本，多渠道、多角度，多方位、防操纵，防污染、开放性，智能性的优点，为收视数据统计和应用提供了更全面的来源。

4.5、版权保护进入 2.0 阶段，促进行业健康发展

4.5.1、版权保护政策出台 多方合力打击盗版行为

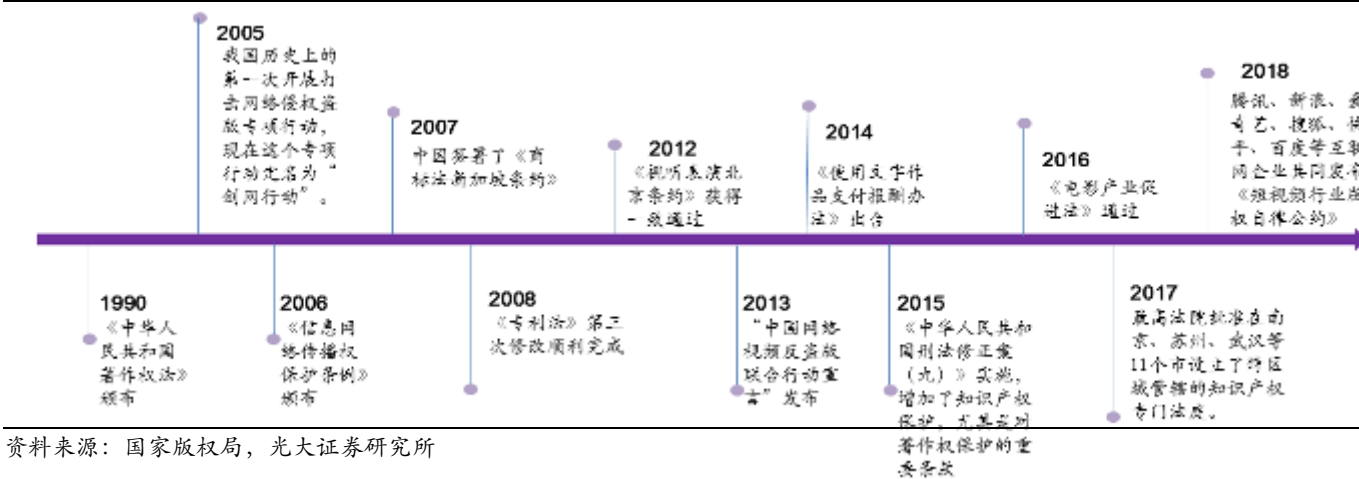
近年来版权保护政策升级，版权密集出台。1) 2015 年共出台 5 项与版权保护相关的文件和政策；2016 年同 2015 年，共出台 5 项相关文件，2017 增长到 10 项与版权保护相关的文件；2018 年同为 5 项。2) 版权保护政策主要针对新闻、文字作品、电影等领域，尤其关注版权在网络环境中的保护措施。

信息技术发展要求版权保护政策不断更新，以解决各种新型版权保护问题。我国的版权保护大致可分为以下阶段：1) 以《著作权法》为起点开始对版权实行法律保护。1990 年 9 月 7 日第一部《著作权法》被通过，自 1991 年 6 月 1 日起实施生效。我国版权保护也就从此踏上了有序正常的法制轨道；2) 《著作权法》的进一步完善和国际化。中国为加入世贸组织于 2001 年对著作权法进行大修，之后又在 2010 年和 2012 年对著作权法进行了修改。虽然从狭义角度来讲当前我国的版权立法只有一部《著作权法》，但从法理角度来说，组成我国国家层面版权法律制度体系的还包括《计算机软件保护条例》等行政法规、《互联网著作权行政保护办法》等部门规章，甚至包括我国加入的一系列国际公约。我国国家层面的版权法律制度体系发展至今已初具规模。

国家连续 13 年开展“剑网行动”，国务院颁布《信息网络传播权保护条例》等多项措施打击侵权盗版行为。1) 2005 年国家版权局联合公安部 and 工

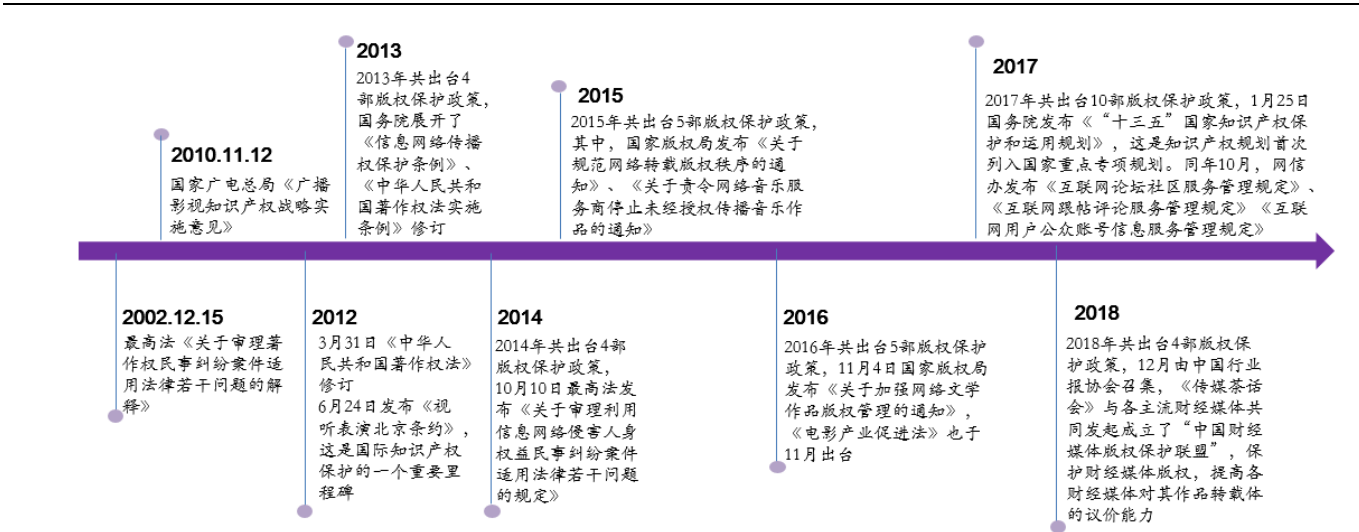
业和信息化部三部门共同启动了我国历史上的第一次开展打击网络侵权盗版专项行动——“剑网行动”，已经连续开展了13年；2) 2006年5月18日，国务院颁布了《信息网络传播权保护条例》，为网络世界提供了版权保护的依据；3) 2016年，全国人大常委会通过我国文化产业领域第一部法律——《电影产业促进法》，对电影知识产权保护相关问题予以法律规制；4) 2017年，最高法院批准在南京、苏州等11个市设立了跨区域管辖的知识产权专门法庭，促进知识产权案件裁判的标准、尺度统一和质量提升。

图 103：中国版权保护发展历史



资料来源：国家版权局，光大证券研究所

图 104：中国版权保护政策梳理



资料来源：国家版权局、公信办、网信办官网，光大证券研究所

4.5.2、版权意识崛起，维权意识增强

各领域版权纠纷案的发生说明内容创作者的版权保护意识正不断加强，版权保护已经受到全社会的重视。1) 视频：优酷、腾讯、乐视、搜狐公司等权利人起诉百度网讯和快播涉嫌通过播放器软件传播侵权视频作品，构成侵犯信息网络传播权，各处罚25万元；2) 出版：因发现亚马逊网站上销售盗版的《人生关键词》一书，该书作者肖宇志告上朝阳人民法院，一审认定亚

亚马逊网站销售的《人生关键词》一书确为盗版，并要求亚马逊停止销售相关书籍；**3) 音乐**：“网易云音乐”平台传播的 200 首音乐作品因涉嫌侵权，被腾讯旗下的酷狗音乐起诉。法院认定网易公司构成对酷狗公司享有的信息网络传播权的侵犯；**4) 新闻**：凤凰新闻以今日头条恶意劫持凤凰新闻客户端流量，向北京市海淀区人民法院提起诉讼，要求今日头条立即停止侵权行为，并赔偿经济损失 2000 万元；**5) 游戏**：网易起诉 YY 直播转播《梦幻西游 2》游戏画面，法院判定该行为构成著作权侵权，并赔偿网易经济损失 2000 万元；**6) 短视频**：“抖音短视频”诉“伙拍小视频”侵犯信息网络传播权，法院判定短视频属于“类电作品”，受到著作权法保护。

表 28：近年版权保护经典案例

时间	案例名称	处罚金额
2013 年下半年	优酷、腾讯、乐视、搜狐公司等权利人起诉百度网讯和快播	25 万元
2014 年 5 月 14 日	国内最大的盗版高清门户思路网被起诉	100 万元
2014 年 7 月 7 日	《人生关键词》的作者肖宇志起诉亚马逊网站	
2014 年 12 月底	酷狗音乐起诉网易云音乐	
2015 年 12 月 22 日	玄霆公司起诉张牧野等 5 名被告	
2016 年 11 月	凤凰新闻起诉今日头条	
2017 年 4 月 5 日	优酷起诉百度网讯	
2017 年 4 月	傅敏等人起诉台海出版社	26 万余元
2017 年 4 月 26 日	腾讯和搜狐起诉今日头条	
2017 年 5 月	腾讯起诉暴风集团	606 万元
2017 年 7 月	乐动卓越起诉阿里云	26 万元
2017 年 11 月 2 日	今日头条诉凤凰新闻	8 万元
2017 年 11 月 13 日	网易起诉 YY	2000 万元
2018 年 6 月 28 日	华泰一媒起诉道同科技	
2018 年 10 月 18 日	《现代快报》起诉今日头条所属字节跳动	10 万余元
2018 年 12 月 26 日	“抖音短视频”诉“伙拍小视频”	

资料来源：国家版权局官网，光大证券研究所

5、技术：5G 娱乐推动行业新一轮发展契机

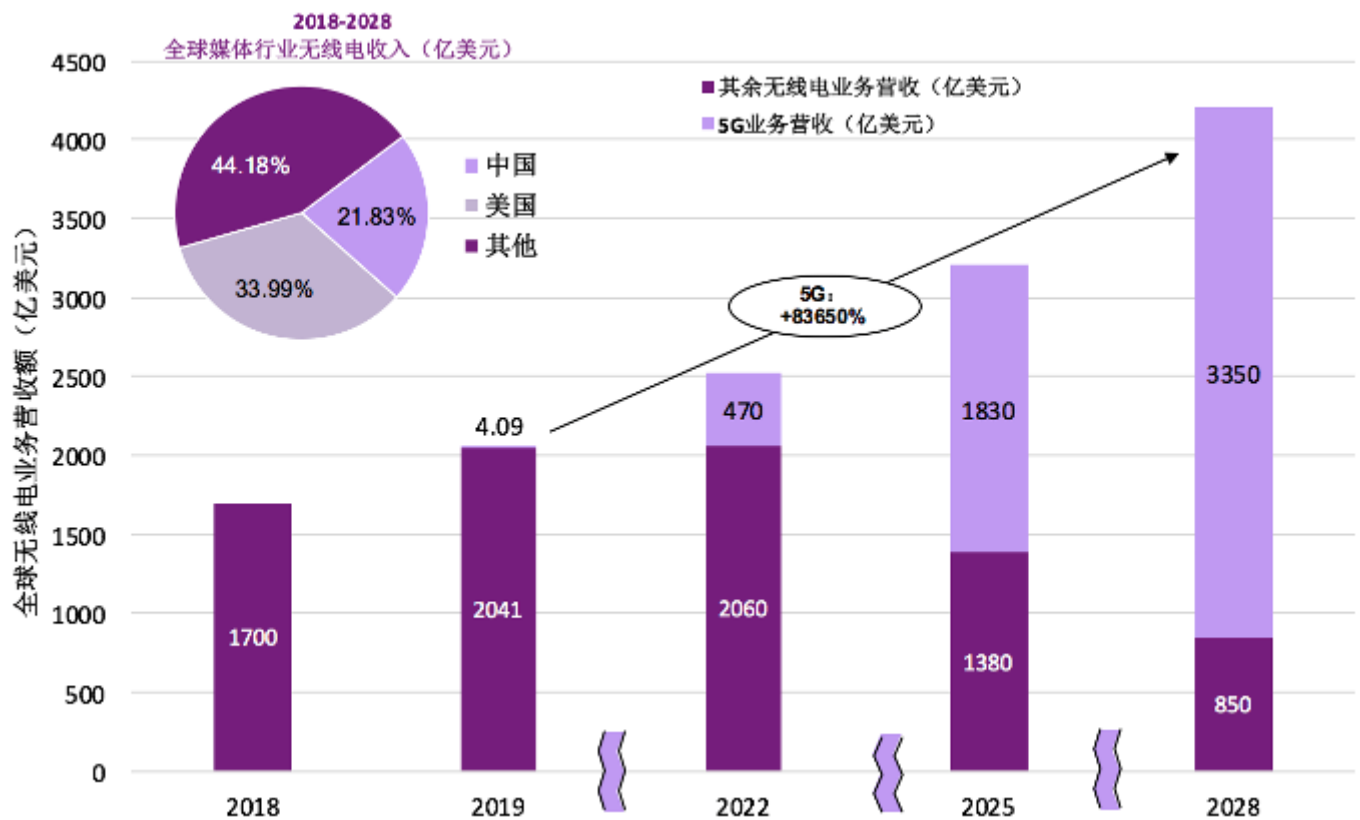
5.1、5G 将推动媒体行业收入快速增长

5G 技术相较于 4G 技术拥有更高的传输性能与更低的运营成本，扩大娱乐内容供给端流量、拓宽娱乐内容的存在场景、高清高速低延迟体验为娱乐内容发掘更多潜在受众。

1) 根据《爱立信移动市场报告》显示，至 2023 年底，将有近 50% 的北美移动用户将成为 5G 用户，其次是东北亚(34%)，然后是西欧(21%)，预计到 2023 年底，增强型移动宽带 5G 用户数将超过 10 亿，占移动用户总数的约 12%。

2) 根据据英特尔《5G 娱乐报告》预测，5G 推动中国移动媒体收入翻 3 倍。2018 到 2028 年，中国媒体行业无线电收入将占全球的 21.83%，仅次于美国；2028 年，中国将成为世界最大 VR、AR 市场，直接收入累计将超 150 亿美元。

图 105: 5G 娱乐规模



资料来源:《5G 娱乐经济报告》(Intel&Ovum);《5G 潜在商机报告》(爱立信)

5.2、5G 拓宽娱乐场景，升级体验

传媒行业的娱乐场景将受益于 5G 高流量密度、超高流量密度和移动性特征。硬件视觉舒适度与价格影响 5G 娱乐场景普及深度与广度。

1) 智能广告: 户外大屏广告可互联, 与消费者随时互动; 移动电子虚拟屏幕随处可见, 拓宽受众接触面; 智能收集消费者生活、娱乐信息, 云计算精准及时投放;

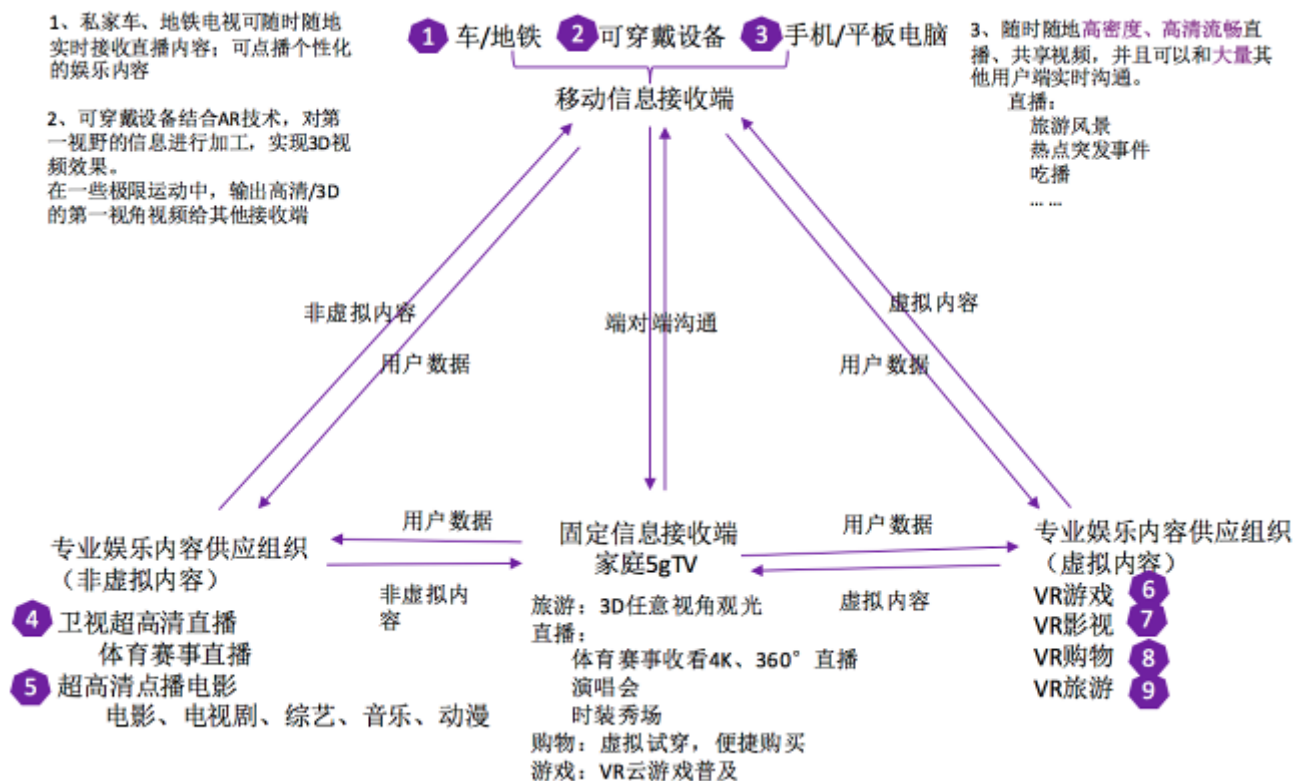
2) 汽车成为新的娱乐空间。无人驾驶与车联网普及; 适应不同路途长短的车载娱乐内容出现; 车载娱乐内容可实时共享;

3) 可穿戴设备+AI, 随时收看个性化定制的娱乐视听内容。个人通过可穿戴设备随时了解明星动态和周围趣事; 彼此互换视角; 人-人、人-物随时信息互换成为可能并出现海量 UGC 内容;

4) 无线通讯娱乐: 高铁飞机成为移动娱乐终端, 消费者可随时收看直播 4K、8K 超高清娱乐内容、点播视频节目;

5) 5G 家庭娱乐: VR、AR、超高清技术运用到影视综艺制作; 沉浸式云游戏出现, 云 VR/AR 技术普及, 消费者可扮演虚拟人物; 游戏延迟度低。AI 人物走进社交网络, 出现 AI 人物 UGC。

图 106: VR 娱乐场景



资料来源：光大证券研究所绘制

图 107: VR 云游戏



资料来源：: NEWZOO TREND REPORT: “Cloud Gaming: The Perfect Storm,光大证券研究所

6、传媒行业观点

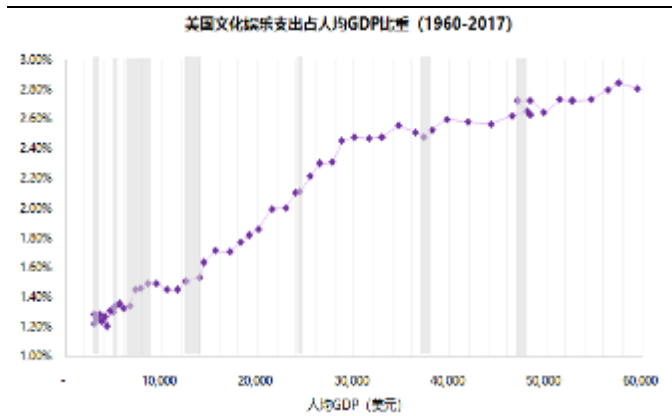
6.1、观点一：娱乐消费需求长期景气 越富裕越娱乐

即使在经济衰退期，娱乐文化消费也持续提升，未受经济下行影响。我们看到 1960 年之后的 60 年间，个人在娱乐支出占总体个人可支配收入的比重大体维持在 4-6.5% 之间。1) 美国文化娱乐消费在经济衰退期逆周期发展。多次经济危机未阻挡文化娱乐支出增长态势，1960~2017 年间美国文化娱乐消费占 GDP 比重持续增加，如 1999~2000 年的经济危机发生时，美国文化娱乐消费占 GDP 比重为 2.10%~2.11%；2008 年金融危机该比重在 2.63%~2.72%；十年间持续增长，截至 2017 年底，比重为 2.80%，较 1996 年的 1.22% 提升 1.58pct；2) 中国人均文娱支出超 2000 元。2017 年中国人均文化娱乐支出从 1995 年的 249 元提高至 2086 元，CAGR36.42%；

在个人收入增加的时候，对“必需”的产品和服务需求上升幅度较小，但对“欲望”产品和服务的需求上升较快，这一现象在多个国家和社会得到证实，基于 Cox and Alm (2007) 研究 116 个国家的 1997-2007 年之间的数据，比较“必需品”和“欲望品”的收入弹性，从图 110 中可以看出，必需品需求增长幅度大致等同于收入增长的幅度，但在图 111 中欲望品的增长幅度要远高于收入的增长。国家变得更富裕，人们会倾向把收入中更多的部分花在欲望品上。

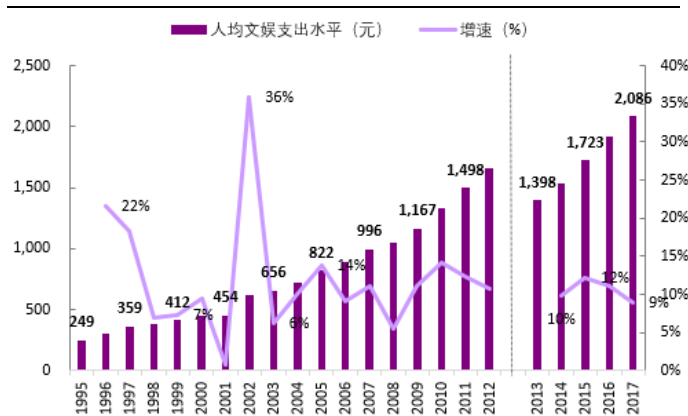
1) 必需品支出与收入保持稳定关系。随着收入的增加，对必需品的需求增加，收入从 750 美元增加到 13000 美元，必需品支出占收入比重变化幅度仅为 0.5%~2%；2) 富裕程度对欲望品的需求有较大影响。随着变得更加富裕，欲望品支出逐步增加；当收入小于 8000 美元，欲望品支出占比增长幅度在 1%~4%；当收入高于 8000 美元，收入中更多部分花在欲望品上，欲望品支出占比在 10%~25%。

图 108：1960-2017 年美国文化娱乐支出占人均 GDP 比重



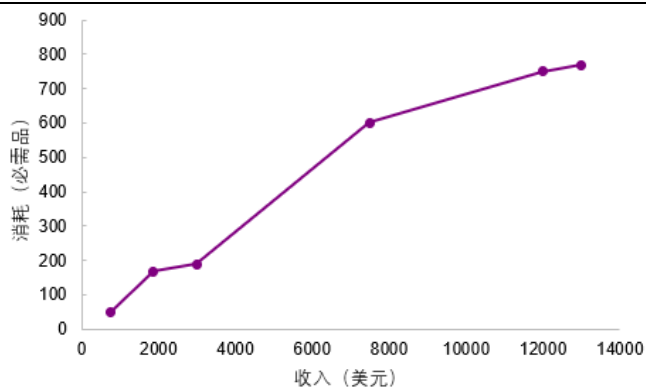
资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis, 世界银行, 光大证券研究所

图 109：1995-2017 年我国文化:娱乐支出情况



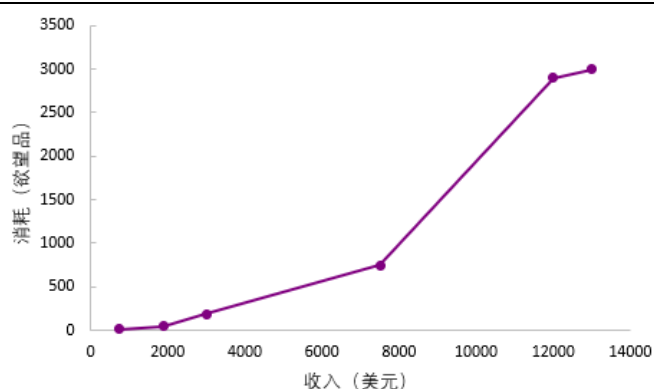
资料来源：国家统计局, wind, 光大证券研究所
注：1) 中国人均 GDP 不属于发达国家行列，不适用比例对比法，因此采用柱状图分析；2) 2013 年国家统计局更新指出统计口径，分阶段对比。

图 110：消耗必需品与收入之间的关系情况



资料来源：Cox and Alm (2007) , Federal Reserve Bank of Dallas, 光大证券研究所

图 111：消耗耐用品与收入之间关系的情况

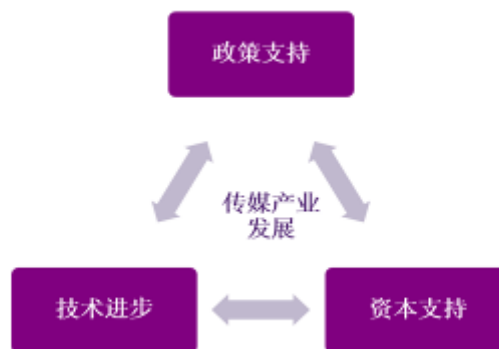


资料来源：Cox and Alm (2007) , Federal Reserve Bank of Dallas, 光大证券研究所

6.2、观点二：技术、政策、资本共同推动行业发展，集中度持续提升由少数传媒集团主导

技术、政策将持续影响行业发展及传媒板块的机会。无论是美国的传媒业百年历史，还是中国传媒业 20 年发展史，都能够发现政策支持、技术进步叠加资本支持将推动传媒行业的发展。

图 112：政策技术与传媒板块发展



资料来源：光大证券研究所

传媒的边际成本低，具有规模经济和范围经济的优势，并购动机来源于三点：高度集中化可以将生产成本分摊到更加广阔的产品和地理市场中，从规模经济中获益；一个稳定可以预测的生产计划对于内容生产者来说是一项重要优势，通过纵横整合，保障传播渠道，无法传播的内容就丧失了商业价值；多元化扩张驱动力来自于对市场环境进行控制的期望，使公司不被产业环节中强势方所威胁而丧失议价权。

纵横向整合及多元全球化是美国传媒集团公司的显著特点，体量增大给管理和财务成本带来挑战。传统媒体为了获取新的技术不被淘汰，不惜一切代价也要买到“船票”，许多收并购交易金额巨大，近年来上市公司之间的并购增加。

我们从美国传媒百年历史发现，并购是常态，杂志公司并购广播公司、广播公司并购电视公司、电视公司并购互联网公司，集团化、多元化、全球

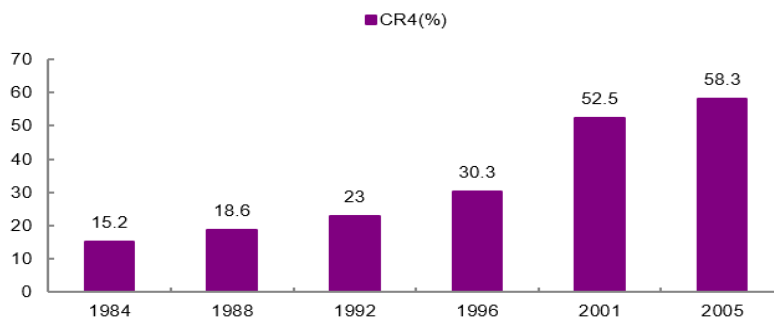
化是传媒公司的主要发展方向。

1) 美国的传媒公司以 6 大公司为主导，为了获取新技术、新市场、新产品而进行频繁的并购；

2) 中国传媒板块的并购以转型为主，传统公司为了转型进行大量的并购提升估值和提高利润；

3) 我们认为，中国正处于传媒成长到成熟阶段，可能会借鉴美国传媒行业发展，未来或将出现体量较大的公司并购，提高行业集中度。

图 113：美国大众媒体集中度提升（含广播、电视台、有线电视，CR4）



资料来源：Media Ownership and Concentration in America，光大证券研究所

6.3、观点三：内容供需格局重构，改变行业格局，渠道议价能力更强，家庭大屏机会不能忽视

1) 行业从原先的高速成长、无序狂奔，将面临规范化监管，行业的供需关系变化将影响行业格局，渠道更加集中且网络端影响力逐渐超越传统渠道，渠道议价能力强；2) 此外，随着家庭娱乐的重心逐渐从电视端转向网络端，IPTV、OTT 增速快，围绕着家庭娱乐的大屏机会不容忽视。

➤ 供给端之变：

1) 供给要素之资本退潮：使得内容行业的整体供给近年来有所收缩，大制作和高投入短期也将收缩。a)2015 年之后，传媒板块的持续下跌，二级市场融资困难；b)2018 年一级市场融资下降至 391 亿美元。

2) 供给要素之成本下降？由于内容产品的独特性、不可替代性、不确定性，为了降低风险，平台和电视台指定某明星或希望通过明星演员和导演来转嫁风险，一定程度推高了价格，最终内容成本由采购平台承担；此外，由于互联网视频行业的快速发展，部分明星通过刷流量来获取高关注度进而与制片方议价，让广告商和平台承担“刷量成本”。此外，资本退潮、渠道的盈利压力及流量高低来议价的格局被打破、片酬有望“脱水”，2019 年明星成本占比或将有所下降。

3) 供给要素之内容创意：不可复制，具有较强的稀缺性，特定的创意内容拥有定价权。

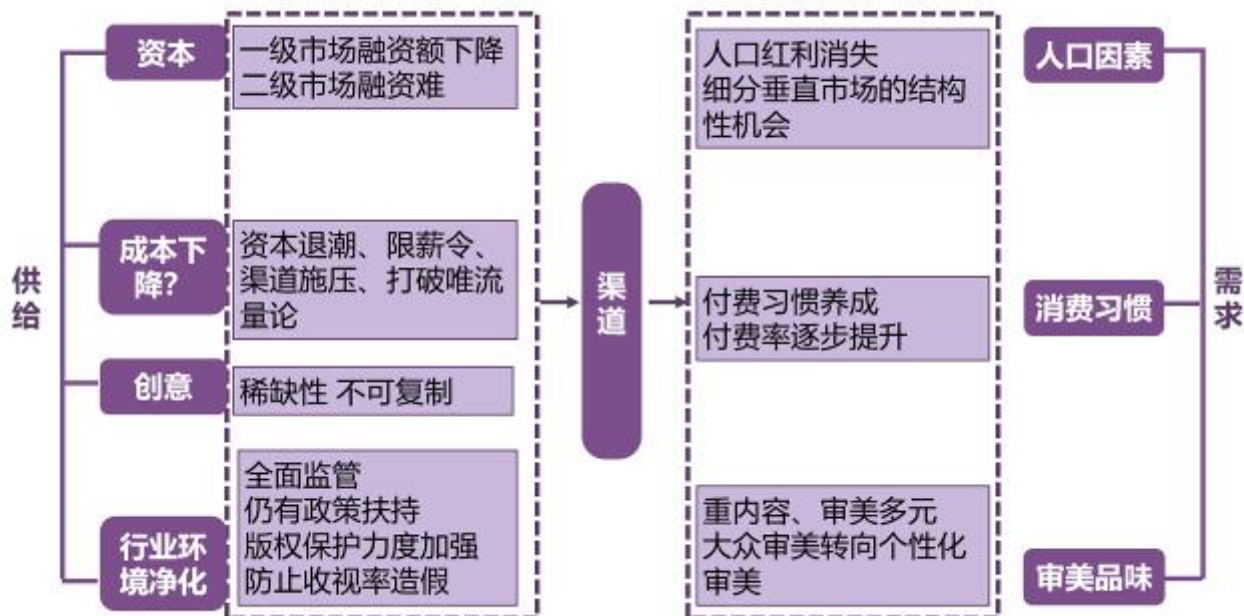
4) 净化行业环境：对内容进行了全面的监管、但仍有政策扶持、而版权保护对行业的供给端利益也是极大的保护。

➤ 需求端之变：

1) 人口因素变化：人口红利消失，垂直细分市场如小镇青年、女性用户及低线人群拥有结构性市场机会；2) 消费习惯变化：付费习惯养成，付

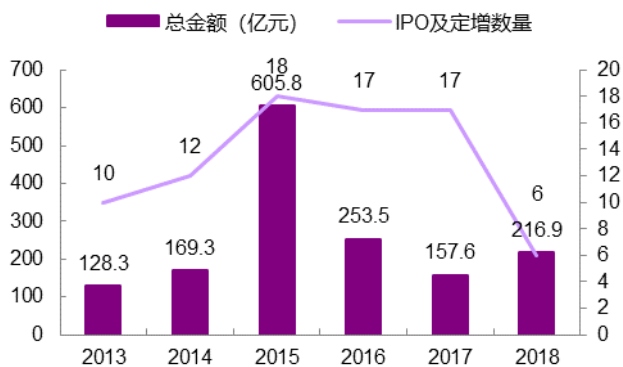
费率持续提升；3)审美品味之变：a)观赏审美变化：由于内容同质化、IP+流量明星的模式已经无法吸引观众，更加注重内容质量；b)心理需求与审美品味求变求新，不确定性大；

图 114：传媒行业供需格局



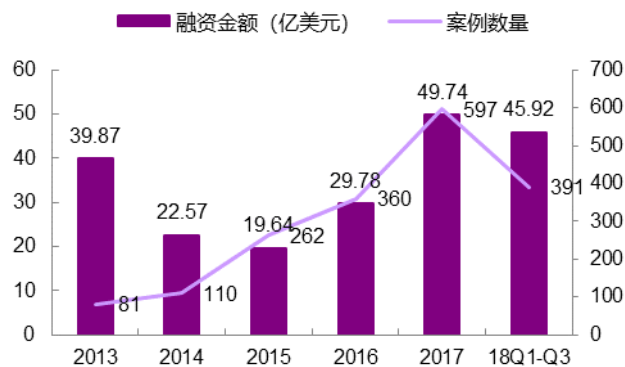
资料来源：光大证券研究所

图 115：2013-2018 传媒行业公开市场融资情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 116：2013-2018Q3 传媒行业私募股权市场融资情况



资料来源：CVSource，光大证券研究所

6.4、观点四：扶持政策未变，强调回归本源

我们认为前期监管已经对内容及行业的不良现象进行了严格的治理并出台了相关的政策规范和举措；近期出台各项扶持政策并释放积极信号，显示出对行业价值的重新审视；强调社会效益不等于商业价值无法兼得，未来政府将利用好传媒的宣传作用并给予企业创造商业价值相应的空间。

1) 文化企业上市和兼并重组获政策支持。国务院办公厅 12 月 25 日印发《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》和《进一步支持文化企业发展的规定》。根据规定，我国将推动文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组。通过公司制改建实现投资主体多元化的文化企业，符合

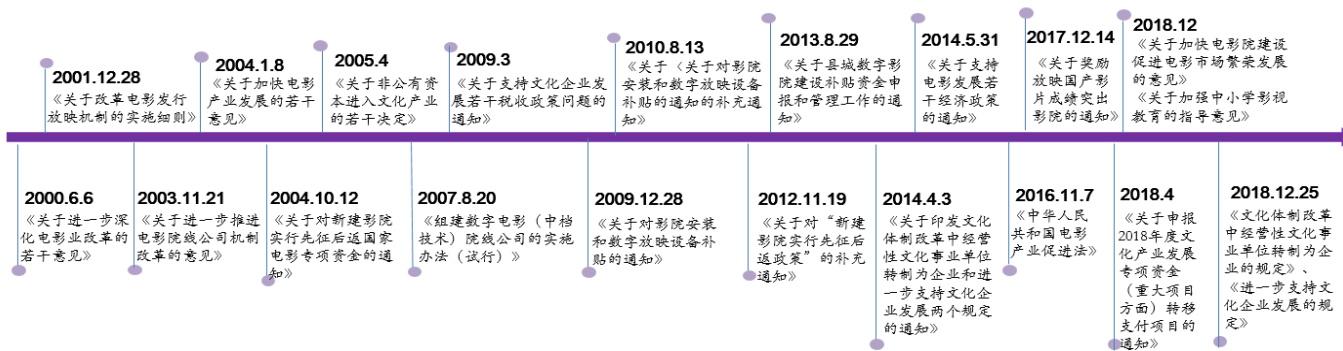
条件的可申请上市；

2) 游戏版号恢复发放：12月29日，游戏版号停发9个月后恢复发放；

3) 《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》确立2020年银幕总数超8万块的目标：提出鼓励投资建设电影院,资助乡镇、中西部县城新建或改扩建影院、鼓励升级改造放映环境和设备设施,并给予资助等多项鼓励措施,为电影行业的良好发展提供支持；

4) 普及中小学生影视教育。《关于加强中小学影视教育的指导意见》明确提出力争用3-5年时间,全国中小学影视教育基本普及；中小学生影视教育活动时间得到切实落实,适合中小学生观看的优秀影片得到充分保障,学校、青少年校外活动场所和社会观影资源得到有效利用。

图 117: 国家文化产业扶持政策梳理



资料来源：法律快车、中国电影发行放映协会、法律图书馆、电影电子政务平台、正保法律教育网、新浪网、中华人民共和国财政部、中国商务部，光大证券研究所

6.5、观点五：版权保护严厉，创造行业健康发展的环境

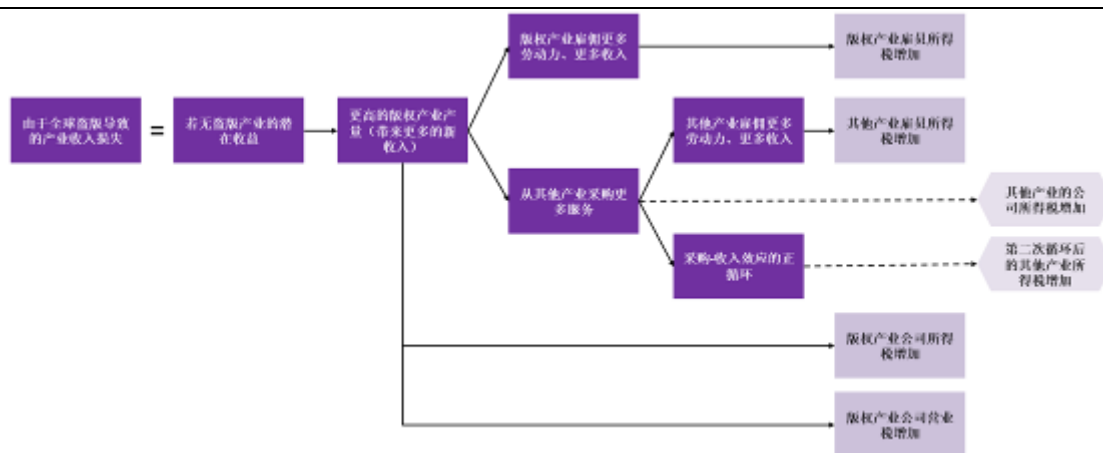
版权保护对于经济和就业非常重要，盗版伤害大。1) 根据美国政策创新研究院 (Institute of Policy Innovation, IPI) 的研究结果显示，盗版行为对于版权产业和整体经济有着乘数效应，如 2007 年，美国的产出损失乘数、就业损失乘数、收入损失乘数分别为 2.27、14.57 和 0.64，意味着版权产业每损失 1 美元，会导致总产出减少 2.27 美元，导致美国劳工的收入减少 0.64 美元；每损失 100 万美元，美国会丢失 14.57 个工作岗位

表 29: 盗版对美国产权产业的乘数影响

乘数	定义	测算值
产出损失乘数	全球盗版行为导致的对美国总体产出的乘数效应	2.2713
就业损失乘数	全球盗版行为导致的对美国总体就业的乘数效应	14.572
收入损失乘数	全球盗版行为导致的对美国总雇员收入的乘数效应	0.6354

资料来源：《The True Cost of Copyright Industry Piracy to the US Economy》，IPI；光大证券研究所

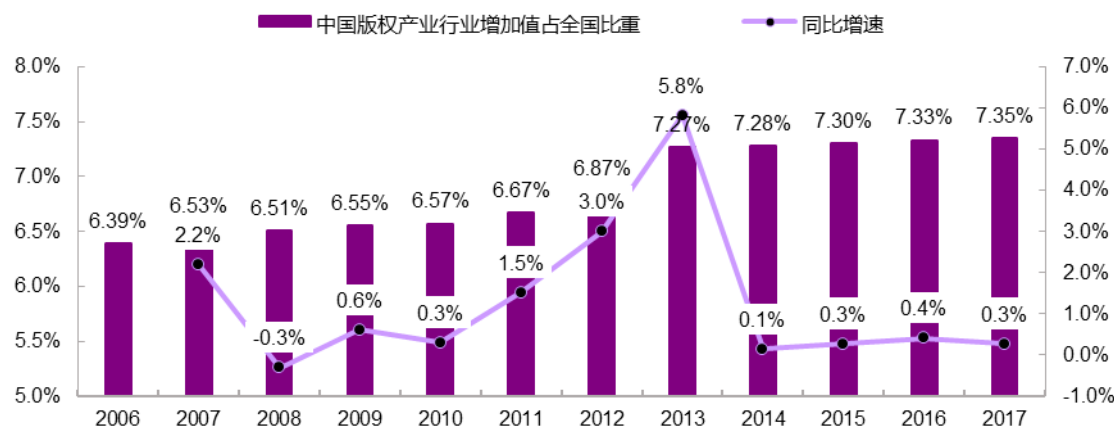
图 118: 盗版带来的产业收入损失和整体税收损失



资料来源: 《The True Cost of Copyright Industry Piracy to the US Economy》, IPI; 光大证券研究所

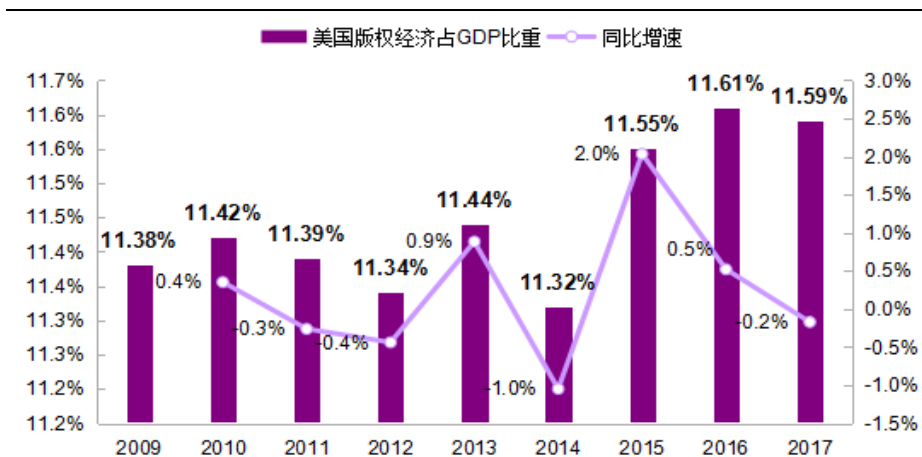
2) 版权保护加强, 内容高速增长, GDP 占比逐步提升。a) 中国版权经济占 GDP 的比重已经由 2006 年的 6.40% 提升至 2017 年的 7.35%, 以每年 0.3% 左右的速度增长, 与美国版权经济占 GDP 的比重为 11.59% 的水平, 尚有提升空间; b) 其中, 中国网络版权经济占 GDP 比重保持高速增长。近年来, 中国网络版权经济占 GDP 比重始终保持着 20% 以上的增速; 2007-2016 年间, 该比重由 0.11% 增长至 0.68%; c) 近年来, 中国网络版权经济占 GDP 比重始终保持着 20% 以上的增速; 这种高速增长既得益于中国互联网产业的高速发展, 也反映了从业者蓬勃的内容创造力和不断完善的版权保护体系。

图 119: 中国版权产业行业增加值占全国比重



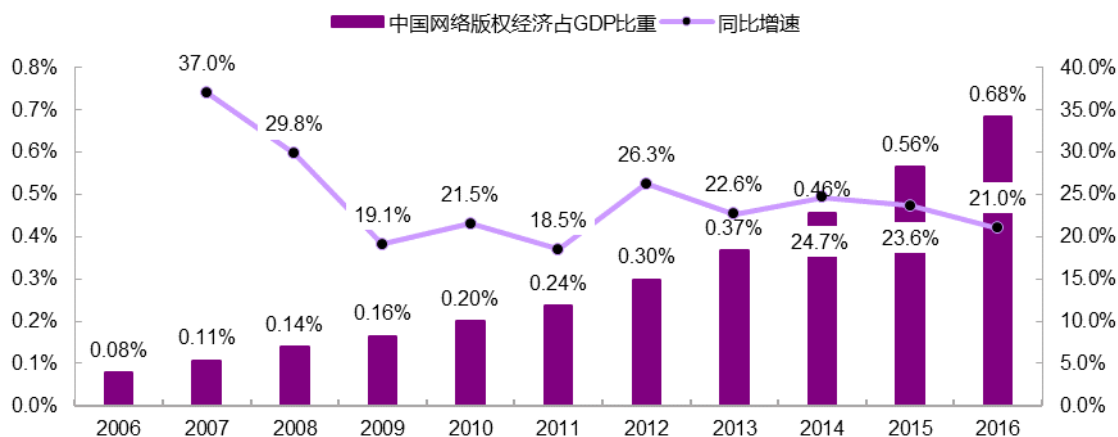
资料来源: 《2017 年中国版权产业的经济贡献》、中国新闻出版研究院, 光大证券研究所 注: 左轴为版权产业行业增加值占 GDP 比重, 右轴为同比增速

图 120: 美国版权经济占 GDP 比重



资料来源: IIPA, 光大证券研究所 注: 上图左轴为美国版权经济占 GDP 比重, 右轴为同比增速

图 121: 中国网络版权经济占 GDP 比重



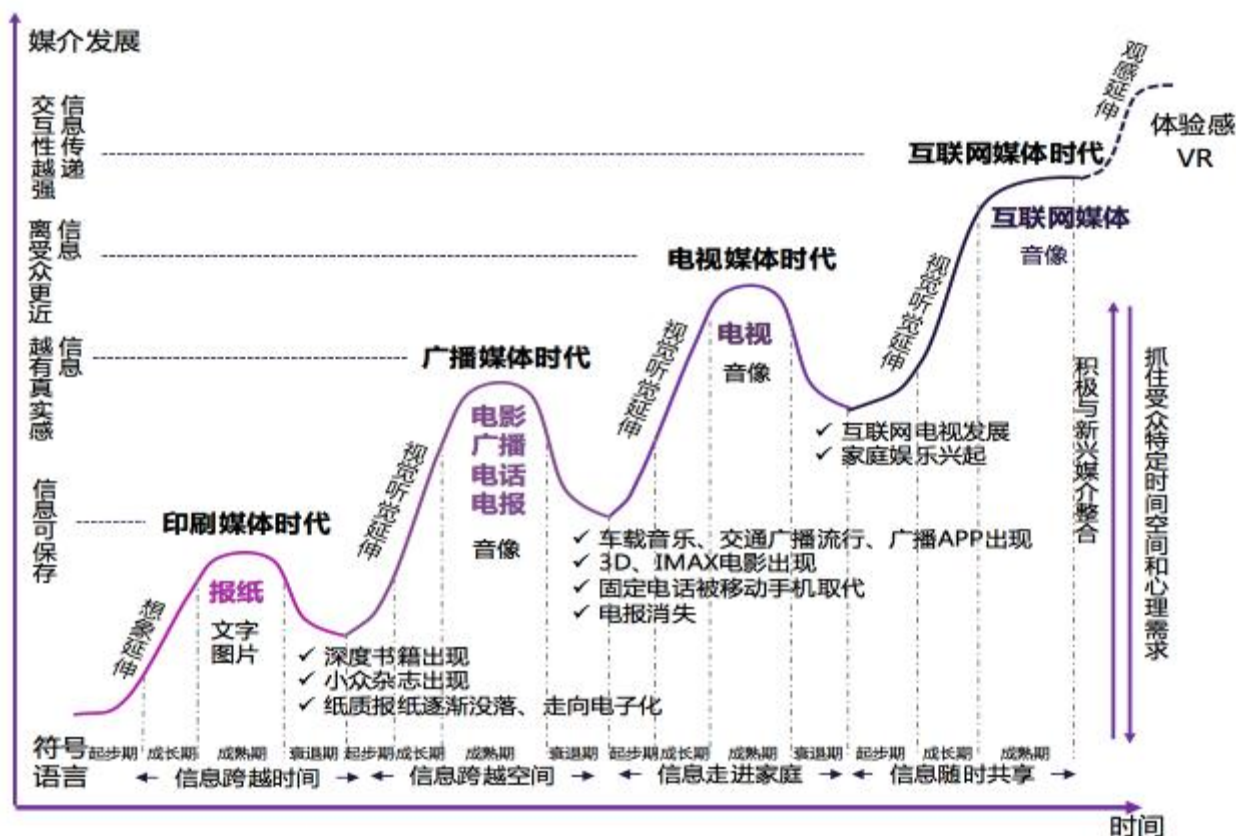
资料来源: 中国版权局, 光大证券研究所注: 上图左轴为中国版权经济占 GDP 比重, 右轴为同比增速

7、行业展望: 技术进步刺激新的文化需求

媒介技术的发展, 当前处在第五轮媒介技术快速发展期。1) 最早可以追溯的历史从公元前 100000 年至公元前 50000 年之间起, 人类需要开发媒介来储存体外记忆, 传播媒体伴随着人类的文明而出现; 2) 传媒随着技术的发展而革命。从最早的符号时代, 到近现代的文字印刷媒体时代的第一份报纸出现, 传媒才真正作为一个产业诞生。电子化之后历经广播媒体, 再到电视媒体影像、互联网媒体, 传媒已经过了 4 个阶段。传媒发展视觉到听觉再到未来的沉浸式体验; 3) 技术不停发展, 传播内容并非如技术周期中的其他行业一样, 从未简单意义消亡, 而是随着技术的发展进一步如波浪般向上延伸, 我们可以看到广播媒体的诞生使得报纸受到了冲击、电视的到来让电影和广播受到了冲击、互联网又让所有传统媒体受到新一轮冲击, 然旧有的行业并未消失, 旧媒体和新媒体并存且融合发展。电视的-互联网电视、广播-互联网电台、报纸数据-数字阅读。(其中浅度信息的载体, 可能会随着媒介变化而衰退, 如报纸、短信, 但深度信息如书籍等并不会随着媒介消亡,

深度沉淀，内容永存)；4) 我们当前处在第五轮媒介技术的成长期，体验从听觉视觉延伸到全方位沉浸体验，娱乐体验极致。

图 122：媒介技术及内容发展趋势



资料来源：光大证券研究所

技术的进步将推动行业机会，刺激新的娱乐消费需求。我们认为中国 5G 硬件的发展将在 2019 年正式起步，预计 2022 年将迎来 VR/AR 娱乐内容或迎来繁荣。

1) 基本逻辑：5G 网络的建设需要国际技术标准的统一、边缘计算和网络切片技术的发展与成熟，通信运营商还需要获得国家发布的 5G 牌照，唯有硬件问题得到解决之后，5G 手机、5G TV 等娱乐设备才会出现。AR、VR、全息投影设备将成为的 5G 时代的消费级娱乐产品；

2) 产业触发点：2019 年 3GPP 将发布最终的 5G 标准，国家也将发布 5G 牌照。5G 娱乐的硬件设备，如 5G 手机将在 2019 年推出，VR、AR 将在 2021-2022 年成为大众娱乐产品，推动新一轮的娱乐革命。

表 30：中国 5G 硬件发展趋势

基本逻辑	5G 的实现需要技术标准的统一
	5G 需要进行网络切片，用以定制需求迥异的应用
	边缘计算提供的计算能力和服务，能够满足低时延、海量连接业务需求和数据的聚合优化需求
	通信运营商需要国家办法的 5G 牌照
	硬件桎梏的解决是 5G 手机、5GTV 出现的基础
产业触发点	AR、VR、全息投影设备将成为的 5G 时代的消费级娱乐产品
	边缘计算成熟、网络切片技术的发展（2018 年）
	3GPP 发布 5G 标准完整版、国家发布 5G 牌照（2019 年）
	5G 手机出现并大规模量产（2020 年）
	5G 电视出现（2021 年）
	VR 成为大众娱乐产品（2021 年）
	中国 AR 市场大爆发（2022 年）

资料来源：安永《中国扬帆启航 引领全球 5G》、中国联通《2018 年 5G 网络切片白皮书》、《边缘计算技术研究报告》、艾瑞咨询《2017 中国 VR 虚拟现实行业研究报告之市场数据篇》、Digi-Capital,光大证券研究所

参照 3G、4G 的发展历程，5G 统治级平台或在 2021 年出现，2022 年 5G 娱乐内容也或达到繁荣期。1) 拥有海量用户、市场占有率高的统治级平台（如 4G 时代的智能手机操作系统）将在 2021 年出现，平台生态于 2022 年完善；2) 5G 应用的兴起需要爆款应用的引领，5G 爆款应用将在 2020 年出现，开启 5G 对传媒行业的重构。2022 年 5G 娱乐内容达到繁荣期。

表 31：中国 5G 平台、软件发展趋势

基本逻辑	系统平台的标准化过程是必经之路
	统治级系统平台的出现作用于交互产品的需求
	系统平台完善是软件生态丰富的基础
产业触发点	统治级平台出现（2021 年）
	平台生态完善（2022 年）

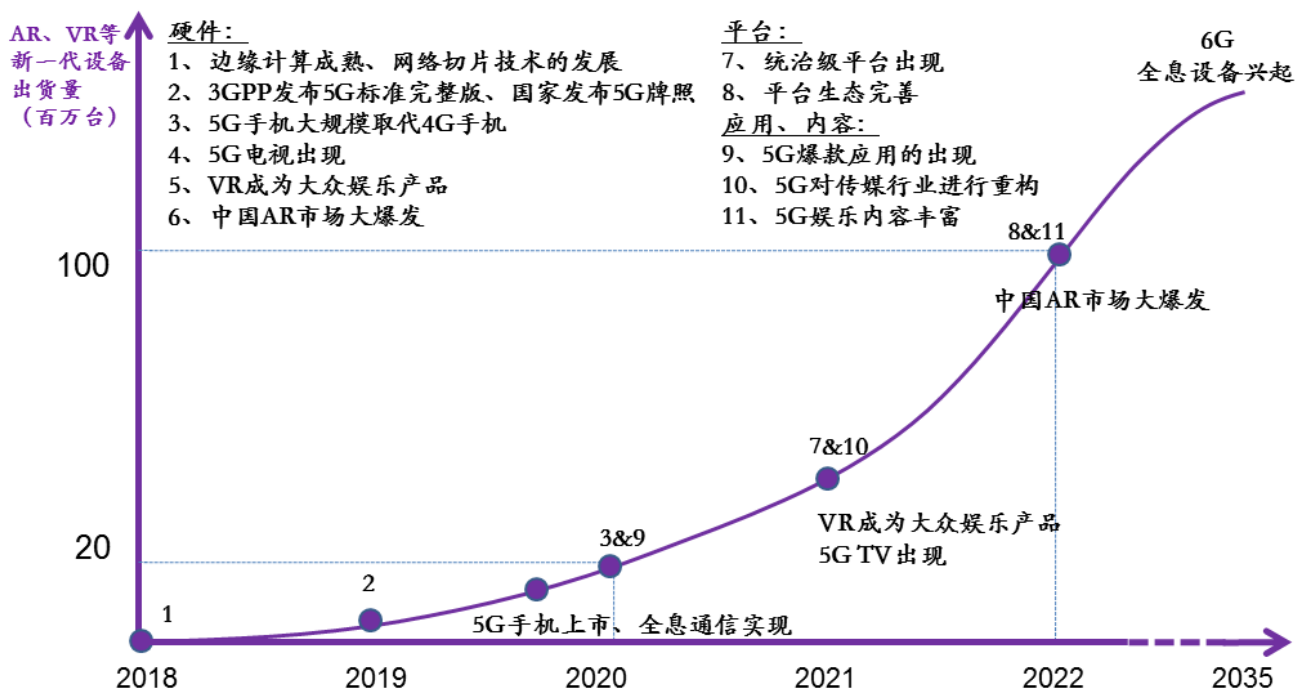
资料来源：光大证券研究所

表 32：中国 5G 应用、内容发展趋势

基本逻辑	5G 应用的兴起需要爆款应用的出现
	5G 的行业深度应用将对传媒行业业态进行彻底重构
	5G 娱乐内容将会出现大繁荣
产业触发点	5G 爆款应用的出现（2020 年）
	5G 对传媒行业进行重构（2021 年）
	5G 娱乐内容丰富（2022 年）

资料来源：光大证券研究所

图 123： 中国 5G 发展路径时间表及猜测



资料来源：光大证券研究所

8、投资&关注建议

8.1、板块回顾：部分公司跌破净资产 估值创新低

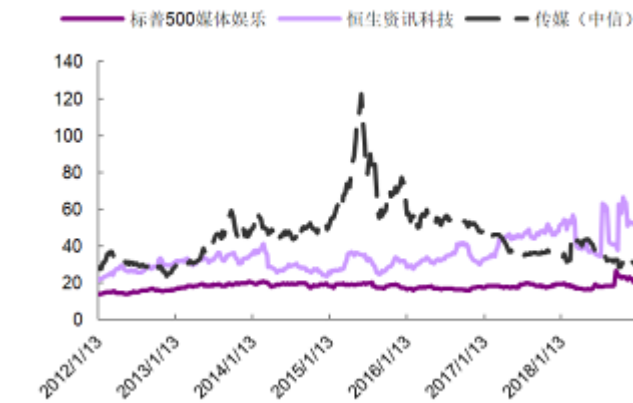
传媒近 3 年持续下跌，A 股传媒板块估值 PE(TTM) 低于港股传媒指数估值水平、缩小与美国标普传媒指数估值水平差距，部分公司跌破净资产。1) 以 2016 年 1 月 5 日为基期，沪深 300 指数累计下跌 12.49%，中信（传媒）指数累计下跌 66.37%，传媒板块大幅跑输大盘；2) 当前传媒行业估值水平 PE (TTM) 为 31X，2018PE 为 17X，PB (LF) 为 1.89X，均接近历史最低水平；部分公司股价已经跌破每股净资产；3) 截至 2019 年 1 月 8 日，标普 500 媒体娱乐指数 PE (TTM) 为 23X；恒生资讯科技业指数 PE (TTM) 为 52X；传媒（中信）指数 PE (TTM) 为 31X。

图 124： 2012 年至今传媒行业与大盘走势对比



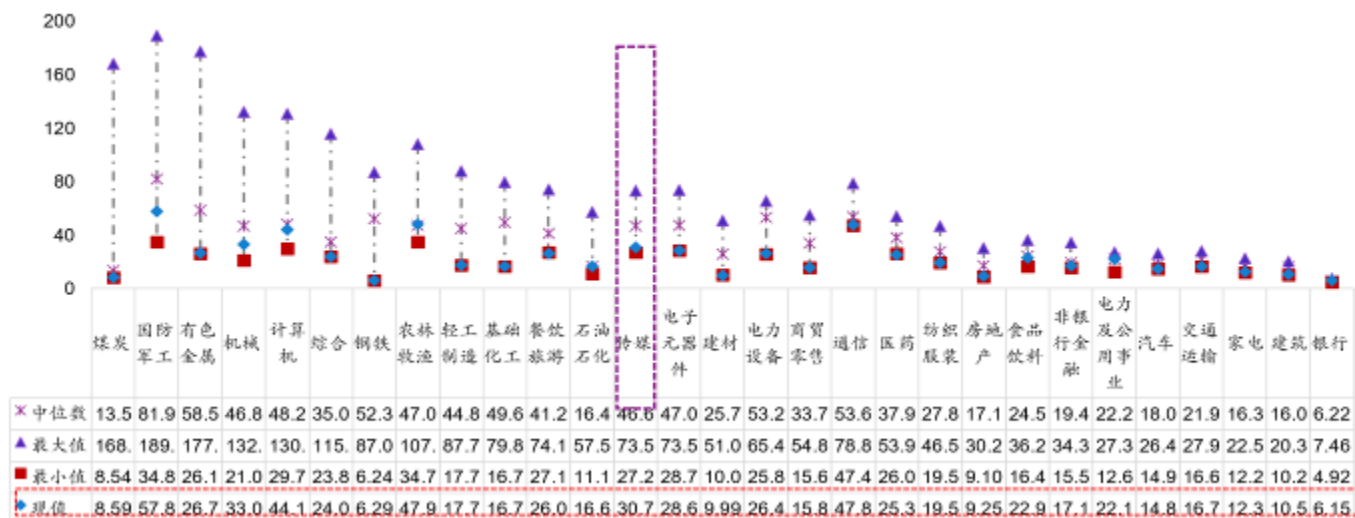
资料来源：Wind，光大证券研究所，股价日期 2019 年 1 月 5 日

图 125： 全球市场传媒行业 PE (TTM) 情况



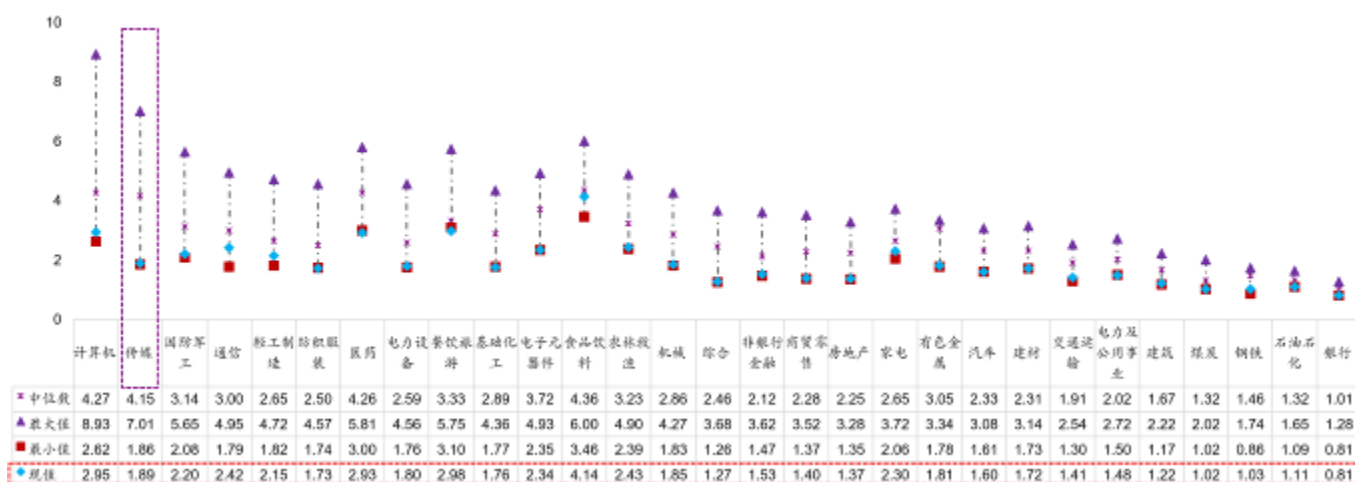
资料来源：Bloomberg，Wind，光大证券研究所

图 126：中信指数估值水平（PE TTM 自 2012 年 1 月 1 日起）



资料来源：Wind，光大证券研究所，股价时间为 2019 年 1 月 5 日

图 127：中信指数估值水平（PB 自 2012 年 1 月 1 日起）



资料来源：Wind，光大证券研究所，股价时间为 2019 年 1 月 5 日

8.2、业绩将逐步触底 拐点判断

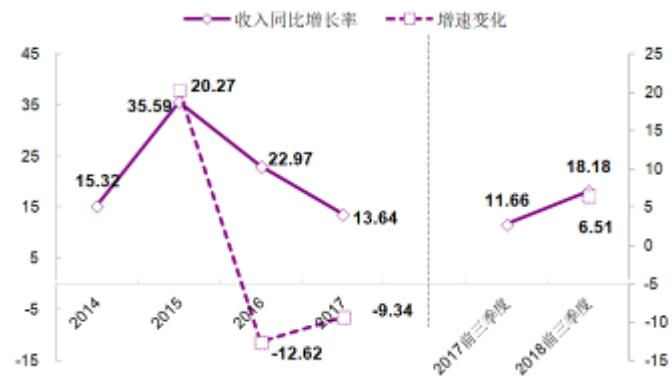
近期监管释放积极信号，政策对行业供给的影响，将在 2019 年趋于平稳；此外，2018 年将成为传媒商誉减值高峰期，我们认为 2018 年有望成为行业的业绩底。我们认为随着娱乐需求仍在，随着内容供给侧的出清，2019 年有望会迎来拐点。

1) 2015 年以来，传媒板块整体收入和净利润仍保持增长，但增速逐年放缓；2018 年前三季度，传媒板块整体收入增速同比 2017 年前三季度加快，由同比增长 11.66% 升高至 18.18%；整体净利润增速降幅收窄，由同比增长

13.79%小幅回落至 11.11%；整体扣非净利润增速同比去年加快，由同比增长 0.52% 升高至 2.82%；

2) 传媒板块子行业中，互联网服务业整体营收和净利润增长最快，其次为影视和游戏行业。

图 128：传媒板块收入增长及增速变化 (%)



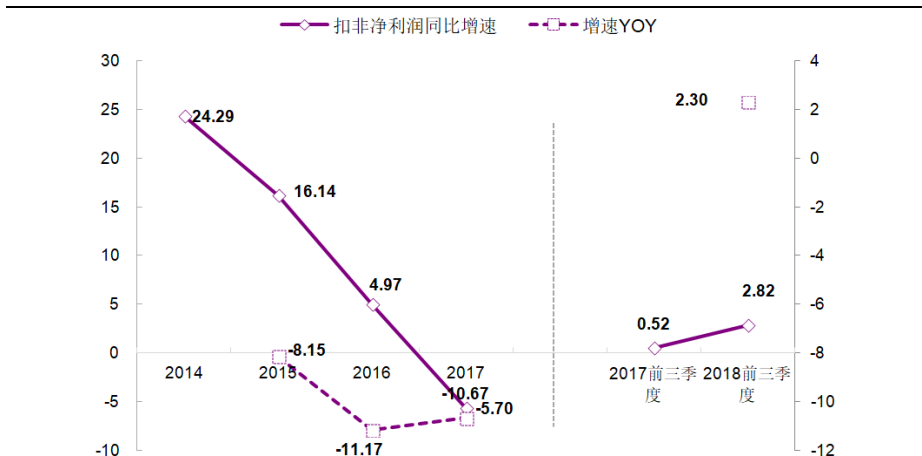
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 129：传媒板块净利润增长及增速变化 (%)



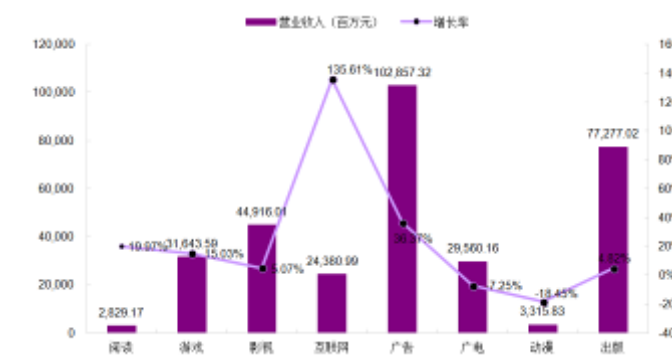
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 130：传媒板块扣非净利润增长及增速变化 (%)



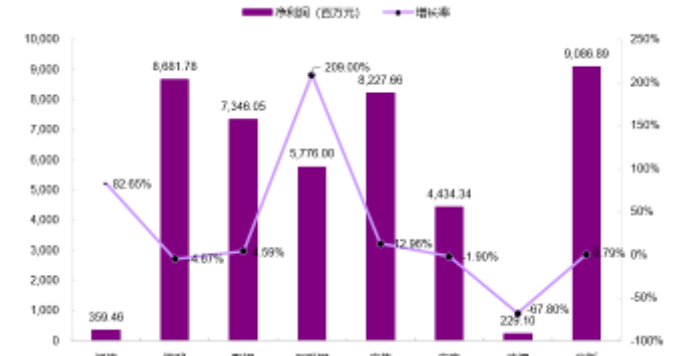
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 131：2018Q1-Q3A 股传媒各细分板块收入增长率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 132：2018Q1-Q3A 股传媒各细分板块净利润增长率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

8.3、稳稳的幸福：股息率高、具有安全边界的防守型选手

2019 年宏观经济及资本市场环境仍面对较大压力，市场寻求安全边界；其中，账上现金充沛，经营稳健的出版公司拥有高股息率。

1) 整体出版板块整体商誉较低，股权质押率比例低，持续稳健经营、政策风险小；

2) 现金分红增加，股息率逐步提高。2015-2017 年，出版板块进行现金分红的公司逐年增多，平均现金分红比例逐年提高，从 18.27% 提高至 37.91%；平均股息收益率 2.66%，其中，2017 年中南传媒、时代出版股息收益率高达 4.74%、4.70%；

3) 出版板块公司手现金流充沛，且账面现金较多，具有一定的安全边界；出版行业公司股东现金流良好；截至 2018 年 3 季度，中南传媒、凤凰传媒的现金占市值比分别为 52.22%、41.30%。

表 33：重点出版行业公司商誉和股份质押情况

证券代码	公司名称	商誉/净资产 (%)	质押比例 (%)	大股东质押比例 (%)
601949.SH	中国出版	0.76	0.00	0.00
601928.SH	凤凰传媒	1.46	0.00	0.00
601900.SH	南方传媒	0.28	0.01	0.00
601858.SH	中国科传	0.00	0.00	0.00
601811.SH	新华文轩	6.15	0.01	0.00
601801.SH	皖新传媒	1.42	0.01	0.00
601098.SH	中南传媒	0.45	0.00	0.00
601019.SH	山东出版	0.14	0.00	0.00
600757.SH	长江传媒	0.00	0.01	0.00
600551.SH	时代出版	0.00	0.00	0.00
600373.SH	中文传媒	18.82	0.64	0.00
600229.SH	城市传媒	1.01	0.05	0.00
000719.SZ	中原传媒	0.00	0.00	0.00
平均		2.35	0.06	0.00

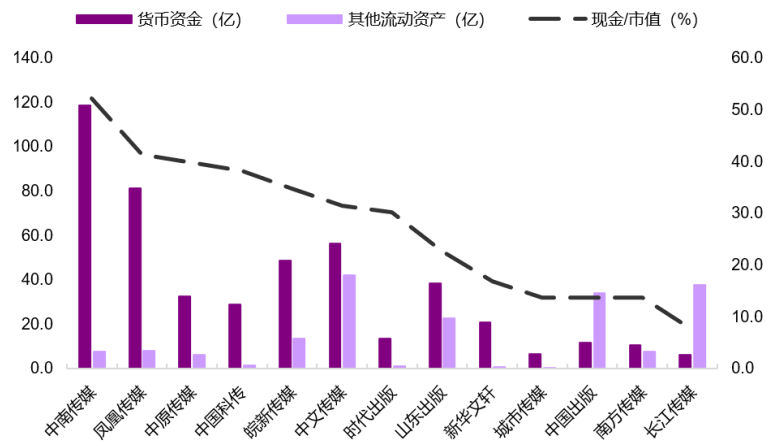
资料来源：Wind，光大证券研究所

表 34：重点出版行业公司历年分红情况和隐含股息率

证券代码	公司名称	分红比例 2015 (%)	分红比例 2016 (%)	分红比例 2017 (%)	隐含股息率 (%)
601098.SH	中南传媒	30.73	49.76	71.21	4.74
600551.SH	时代出版	30.12	0.00	70.43	4.70
600373.SH	中文传媒	10.42	12.76	37.97	3.07
601811.SH	新华文轩	0.00	114.34	40.07	2.98
601019.SH	山东出版	0.00	0.00	33.64	2.71
601801.SH	皖新传媒	30.62	30.06	30.28	2.41
601900.SH	南方传媒	28.25	30.01	30.01	2.36
000719.SZ	中原传媒	20.15	27.36	26.57	2.24
600229.SH	城市传媒	30.09	30.96	31.98	2.16
601928.SH	凤凰传媒	45.28	32.63	32.74	1.94
601949.SH	中国出版	0.00	0.00	30.22	1.90
601858.SH	中国科传	0.00	9.32	37.91	1.85
600757.SH	长江传媒	11.81	10.25	19.79	1.47
平均		18.27	26.73	37.91	2.66

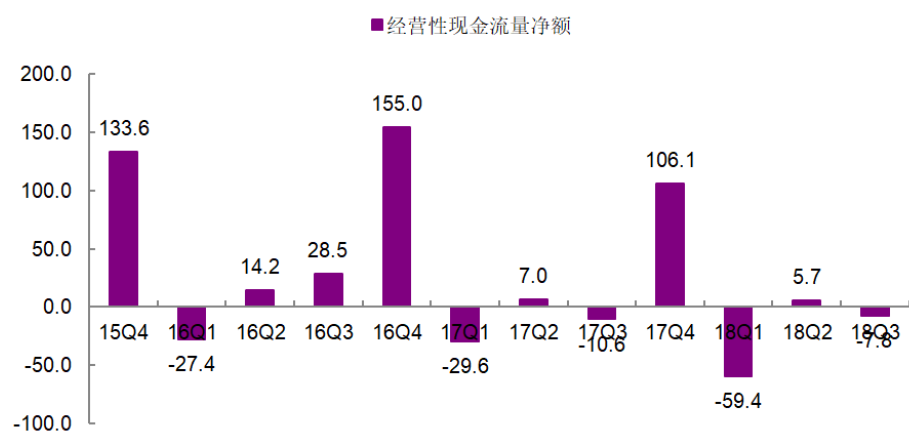
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：股价日期为 2019 年 1 月 7 日，股息为 2017 年的年度现金分红

图 133：重点出版公司账面现金充裕



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：市值日期为 2019 年 1 月 7 日；左轴为资产的金
额，右轴为比例 (%)

图 134：传媒板块经营性现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

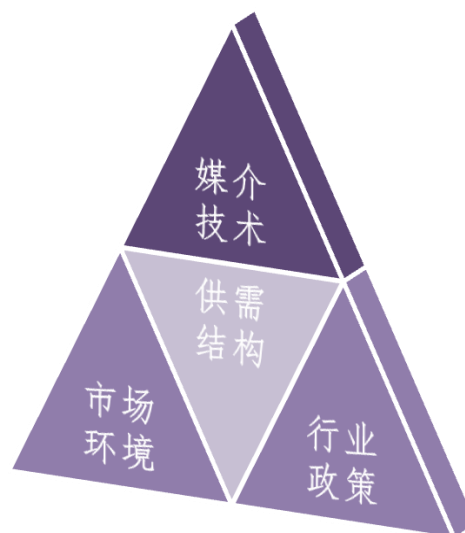
8.4、投资&关注建议

我们认为从中长期来看：1)传媒行业持续景气且具有一定程度的逆周期性，文化娱乐消费随着中国的经济的稳定发展而增长；2)新的网络环境、新的硬件设备及平台应用将推动传媒行业发展，创造新的娱乐体验，带动新的内容需求，带来行业的持续发展和繁荣。

2019年传媒进入估值底部区间、政策逐渐稳定、商誉、质押等风险有望逐步化解；娱乐需求仍在、供给需求将重构、行业变局之后，2019年或将迎来行业拐点，我们维持行业“买入”评级。

➢ 我们分析行业的内部因素、外部因素，构建“三个因子、一个关系”的投资三棱镜分析框架。对于板块投资节奏的把握上，我们建议上半年以守为攻，追求“稳稳的幸福”；下半年以攻为守，迎来“海阔天空”。

图 135：传媒行业投资三棱镜

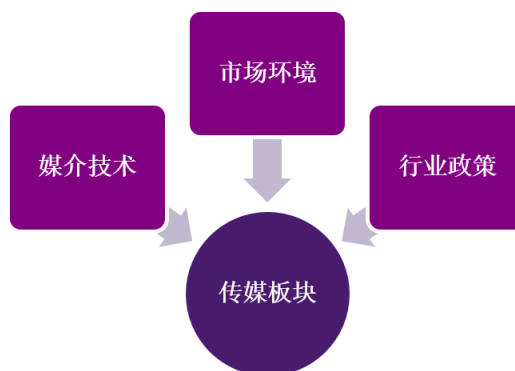


资料来源：光大证券研究所

内部之“供需结构”。我们从行业供需关系的角度进行推荐，我们认为

供需关系重构下，头部内容及平台公司将受益。1) 头部内容更具有稀缺性，受众求新求变求质量，而供给将难以匹配，头部价值不变；版权政策环境更为健康。其中渠道及头部平台持续收益且议价能力更强，**我们推荐：芒果超媒、中国电影、光线传媒**；2) 此外，受众付费习惯渐养成，付费率持续提升，我们认为网络视频平台受益，尤其是家庭大屏端 IPTV、OTT 的行业机会值得关注。其中，芒果超媒、东方明珠、华数传媒拥有 OTT 牌照且 IPTV、OTT 业务快速增长。

图 136：政策、技术、资本是传媒行业发展三个重要制约因素



资料来源：光大证券研究所

外部之“三个因子”。我们从影响传媒行业发展的三个重要因素去观察板块变化并给予投资&关注建议。

1) 资本市场：考虑到宏观经济环境及市场风格的转变，推荐安全边际较高的公司。我们认为传媒板块经过 20 年的演变，从买成长期到重价值，市场风格不再青睐小公司“故事王”；2019 年宏观仍然面对较大压力，其中，现金流充沛、高分红比例、安全边际较高的出版值得关注，**以守为攻，我们推荐中南传媒、凤凰传媒**；

2) 行业政策：监管近期频繁释放积极信号，监管机构调整结束，监管基调逐步明确、监管政策逐步明朗，**我们关注游戏板块在版号放开后的机会：三七互娱、游族网络、完美世界**；

3) 媒介技术：5G 来临后将带动技术创新，娱乐体验升级；网络运营商先受益，其中，广电或将拿到 5G 牌照，成为第四大运营商，我们关注广电行业：东方明珠、华数传媒。

表 35：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	股价	EPS (元)			PE (x)			PB (x)			评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
300413.SZ	芒果超媒	37.79	0.07	0.99	1.23	516	38	31	13	4	3	买入	维持
600977.SH	中国电影	14.79	0.52	0.83	0.72	23	14	17	2	2	2	增持	维持
601928.SH	凤凰传媒	7.65	0.46	0.61	0.64	17	13	12	2	1	1	增持	首次
300251.SZ	光线传媒	8.26	0.28	0.89	0.36	30	9	23	3	2	2	买入	首次
601098.SH	中南传媒	12.56	0.84	0.62	0.75	15	20	17	2	2	2	增持	首次

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2019 年 1 月 9 日

表 36: A 股重点上市公司

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
				2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
视觉中国	000681.SZ	169.61	24.21	0.31	0.42	0.55	0.72	85	64	44	34
完美世界	002624.SZ	345.79	26.30	0.96	1.14	1.38	1.68	136	38	19	16
慈文传媒	002343.SZ	41.56	8.75	0.92	1.29	1.05	1.26	71	42	8	7
华策影视	300133.SZ	138.67	7.82	0.27	0.36	0.43	0.54	42	40	18	14
三七互娱	002555.SZ	374.13	37.79	0.17	0.18	1.06	1.36	97	180	36	28
中南传媒	601098.SH	212.91	10.02	0.51	0.76	0.79	0.94	68	41	13	11
凤凰传媒	601928.SH	225.58	12.56	1.00	0.84	0.72	0.76	18	14	18	16
东方明珠	600637.SH	194.68	7.65	0.00	0.00	0.56	0.60	24	18	14	13
华数传媒	000156.SZ	358.81	10.45	1.12	0.85	0.63	0.71	21	15	16	15
平治信息	300571.SZ	121.83	8.50	0.42	0.45	N/A	N/A	48	27	N/A	N/A
万达电影	002739.SZ	49.71	41.30	1.61	1.22	2.02	2.67	93	77	20	15
横店影视	603103.SH	387.34	21.99	1.16	1.29	0.96	1.11	54	45	23	20
分众传媒	002027.SZ	99.07	21.87	0.89	0.80	0.87	1.05	0	36	25	21
游族网络	002174.SZ	814.62	5.55	0.52	0.49	0.43	0.49	37	39	13	11

资料来源: Wind, 2018E、2019E 预测为 Wind 一致预期均值, 股价日期为 2019 年 1 月 9 日, 光大证券研究所

8.5、芒果超媒（300413.SZ）：“一云多屏”初显成效 内容自制驱动良性成长

芒果超媒为湖南广电旗下唯一新媒体视频平台运营主体。2018年芒果系公司（快乐阳光、天娱传媒、芒果娱乐、芒果影视、芒果互娱）通过注入上市公司快乐购实现整体上市，五家公司合计承诺净利润为2017年-2020年5.2亿、8.8亿、10.9亿和14.9亿。1) 快乐阳光旗下主要运营平台是芒果TV，2018年底有效会员数已突破1000万；芒果TV已经完成“一云多屏”总平台构建，覆盖视频平台、IPTV、OTT TV等全终端，已成为国内前五大综合视频服务提供商之一；2) 天娱传媒是湖南台旗下知名的大型娱乐公司，是中国最大的青年偶像娱乐公司之一；3) 芒果娱乐深度参与从内容生产到宣传发行的全流程环节；4) 芒果影视以影视剧和大型活动为重点投资经营方向，是知名的精品青春剧影视品牌；5) 芒果互娱是移动互联网游戏及移动应用开发平台，产品涵盖移动单机游戏和网络游戏、网页游戏等。

公司上市后营收净利均保持高速增长，是国内唯一盈利的互联网视频平台。2018Q1-3公司整体业绩增速较快，分项业务增长情况如下：芒果TV的运营主体快乐阳光实现总收入40.10亿元（+85.80%），实现净利润6.16亿元（+103.72%）；互联网视频业务同比增加125.36%，其中会员收入增长128.82%，广告收入增长127.61%，主要系公司节目投放量的增加。芒果TV最新MAU达到5.1亿（+59%），DAU达到3582万（+25%）。

内容自制为公司奠定成本优势。1) 芒果娱乐出品的《流星花园》为“芒果生态圈内共研+芒果TV平台独播”的代表作，全国网连续8周收视同时段第一，芒果TV平台总播放量达55.1亿，并上线Netflix；2) 芒果TV独播的《妻子的浪漫旅行》、《明星大侦探》等都取得了良好的市场反响；3) 2018Q3末，公司预付款项19.56亿元（+120.48%），主要系预付版权采购及影视剧投入增加，版权费用在收入中占比27%，远低于爱奇艺的72%和Netflix的69%。

业绩预测和估值指标。考虑到芒果TV的付费会员仍在持续增加，公司整体营收净利增长情况良好，“一云多屏”战略初显成效，通过内容自制大幅降低内容采购成本，我们维持芒果超媒2018-2020年净利润预测为9.80/12.20/15.97亿元，EPS为0.99/1.23/1.61元，对应2018-2020年PE为38/31/23倍，维持“买入”评级。

风险因素：业绩承诺未能完成的风险，付费用户增长不及预期的风险。

表 37：芒果超媒业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,219.28	2,983.76	10,711.70	13,282.51	15,939.01
营业收入增长率	15.07%	-7.32%	259.00%	24.00%	20.00%
净利润（百万元）	66.53	72.54	979.75	1,220.14	1,596.81
净利润增长率	-30.04%	9.03%	1250.68%	24.54%	30.87%
EPS（元）	0.07	0.07	0.99	1.23	1.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.11%	4.32%	37.13%	33.87%	32.73%
P/E	562	516	38	31	23
P/B	11.6	12.5	3.5	2.8	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年1月9日

8.6、中国电影（600977.SH）：制片发行全产业链布局或受益行业景气与集中度提升

中国电影股份有限公司是我国电影行业中综合实力最强、产业链最完整、品牌影响力最广的领军企业。公司主营业务横跨影视制片制作、电影发行营销、电影放映及影视服务业务四大业务板块。1) 电影发行与放映是公司的主要营收来源：2018 年上半年，电影发行与电影放映的营业收入分别为 57.82 亿元、21.07 亿元，占公司整体营业收入的 57.82%、21.07%；2) 2018 年上半年，公司共主导或参与发行国产影片 175 部，累计票房 64.94 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 36.66%；发行进口影片 67 部，票房 71.27 亿元，占同期进口影片票房总额的 59.16%；保持了行业领先优势和市场主导地位。

受益院线建设促进政策，或享受行业景气与集中度提升红利。2018 年，中国国内票房总额达 606.9 亿，创历史最高水平。12 月，国家电影局印发《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》提出：1) 到 2020 年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到 8 万块以上；2) 大中城市电影院建设提质升级，先进放映技术和设施广泛应用，舒适度等观影体验进一步提升；通过国家电影事业发展专项资金对电影院安装巨幕系统、激光放映机等先进技术设备给予资助；3) 鼓励电影院线公司依法依规并购重组。鼓励跨地区、跨所有制进行院线整合，推动电影院线规模化、集约化发展；4) 中国电影作为国资控股的龙头院线公司，在规模、资金、经营水平上保持行业领先，在把握行业性机会上具备卡位优势

中影巴可实现并表，布局影视制片发行全产业链。2018Q3 公司完成对中影巴可 9% 股权的收购，中影巴可实现并表，公司原持有其股权的账面价值与其对应公允价值的差额 4.54 亿元计入公司投资收益。中影巴可由全球视像巨头巴可公司旗下 2 家子公司和中影器材合资成立，截至 2018 年 6 月 30 日，中影巴可放映机销量达 2153 台，市占率居全国前列。未来公司将持续布局影视服务领域，多元化拓展影视设备产品矩阵。

盈利预测、估值与评级：考虑到中国电影在电影放映发行领域内的领先地位，可能受益于未来电影行业景气和集中度提升，以及并表中影巴可影响，我们维持中国电影 2018-2020 年净利润预测为 15.53 亿元、13.38 亿元、15.42 亿元，对应 EPS 预测为 0.83、0.72、0.83 元，对应 18/19/20 年 PE 为 14/17/14 倍，维持“增持”评级。

风险提示：产业政策变动风险、市场竞争加剧风险、侵权盗版风险。

表 38：中国电影业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7,841	8,988	10,266	11,774	13,430
营业收入增长率	7.46%	14.63%	14.22%	14.68%	14.07%
净利润（百万元）	917	965	1,553	1,338	1,542
净利润增长率	5.66%	5.21%	60.85%	-13.84%	15.28%
EPS（元）	0.49	0.52	0.83	0.72	0.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.38%	9.34%	13.76%	10.60%	10.89%
P/E	24	23	14	17	14
P/B	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 1 月 9 日收盘价

8.7、凤凰传媒（601928.SH）：扎根教育出版基本盘，探索多元布局新篇章

凤凰传媒是全国最具影响力和规模最大的出版发行公司之一。公司教育出版、一般图书出版、图书发行等主要业务板块在国内出版集团的排名均位居前列。1) 教育出版：凤凰传媒是除人教社以外唯一拥有完整的自有产权教材体系的出版传媒集团。公司作为江苏、海南两省唯一具备教材发行资质的单位，承担着两省各地各校教辅材料的发行工作。凤凰版课标教材总数达23种，品种数量和市场占有率居全国第2位。凤凰版教育产品覆盖全国29个省（直辖市、自治区），超过4000万学生使用。2) 一般图书出版：公司在主题出版、人文社科、图文生活、儿童文学等多个领域具备领先优势。公司一般图书有29种单本销售量达到10万册以上，大量作品荣获国家级奖项。根据北京开卷信息技术有限公司的权威统计，2018年上半年凤凰传媒在开卷整体图书零售市场的码洋占有率为3.15%，列全国出版集团第3位。

凤凰传媒由传统教育出版商向教育综合运营商战略转型。公司围绕数字内容、网络平台、软件技术、数据管理等几个重点板块积极布局智慧教育业务，努力打造体系较为完整、结构较为合理的智慧教育产业链。公司参股的学科网是国内基础教育资源最丰富的网站，近年来合作学校数量持续增加，产品数量层次不断丰富，2017年实现收入同比增长36%，减亏近7000万元。公司参股的厦门创壹是国内职业教育数字化领域最具实力的领军企业之一。

凤凰传媒积极践行新老媒体融合战略，布局新兴产业。公司在云计算、影视剧、文化消费综合体、游戏等相关新兴产业中都布局。1) 云计算业务方面，公司控股子江苏凤凰数据有限公司投资、建设、运营的江苏凤凰云计算中心是华东地区最大的云计算中心之一。2) 影视剧业务方面，凤凰传奇参投电影《无问西东》和《南极之恋》完成上映，取得票房7.54亿和2.34亿；译林影视电视剧《左耳》已完成全部制作，争取实现全网播出。3) 文化消费综合体业务方面，公司进一步理顺文化Mall运营思路，形成图书销售、文化空间、餐饮服务共同发展的文化新业态。

基于以下假设：

1、江苏省新出生人口数和中小学在校生人数稳中有增，教材教辅需求稳定；公司能够稳定提供优质教育内容，并有效应对政策变化。一般图书和报纸报刊等文化产品需求量保持稳定。

1) 假设依据：2015年开放二孩政策政策实施后，江苏省新出生人口数止跌回升：2015-2017年，江苏省新出生人口数分别为72.11万人、77.96万人、77.82万人。2014-2016年，江苏省每十万人小学在校生数增长率为8.0%、5.7%、4.3%；初中在校生人数增长率为-0.5%、0.6%、4.2%；高中在校生人数增长率为-7.2%、-5.3%、-3.7%。

2) 公司教育出版业务情况：公司加大凤凰版教材建设与推广力度，中小学课表教材教辅修订送审情况良好，部分教材发行码洋增加，并不断新增省内和外省市场。通过加强与人教社的沟通合作，有效应对了国家三科教材在义教起始年级统编统用的政策冲击。我们预测2019年公司毛利率和净利

率将保持稳定, 出版与发行业务收入 2018-2020 年增速分别为 6.0%、6.1%、5.3%。

2、公司向教育综合运营商转型顺利。公司软件业务的具体产品有数控考核平台、网络学习平台等, 该部分业务收入取决于公司未来产品研发和客户拓展情况。数据中心业务方面, 公司终止投资建设凤凰(上海)数据中心项目, 未来发展尚待观察。我们预测软件与数据中心业务合并收入 2018-2020 年增速为 19.9%、15.3%、15.6%。

3、影视与游戏业务面临政策变化与行业转型的外部压力, 或面临更激烈的行业竞争。我们预测 2018-2020 年合计收入增速分别为 12.7%、17.2%、12.3%。

表 39: 凤凰传媒分项收入预测 (百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
出版发行	10,822.72	11,518.93	12,210.68	12,959.48	13,647.15
数据软件	307.63	409.33	490.62	565.92	653.99
影视游戏	344.17	170.72	192.43	225.58	253.29
其他	1,060.26	1,155.85	901.06	993.62	1,098.78
内部抵消	-1,988.27	-2,204.38	-2,460.87	-2,630.31	-2,792.40
合计	10,546.51	11,050.45	11,333.92	12,114.29	12,860.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

盈利预测、估值与评级。江苏是教育大省, 新出生人口数和中小学在校生人数稳中有增。考虑到凤凰传媒在江苏、海南两省教材教辅市场的领先地位与品牌影响力, 以及在智慧教育、数据中心、影视游戏、文化消费综合体等领域的积极布局, 我们预测凤凰传媒 2018~2020 年净利润为 15.55、16.38、18.25 亿元, 净利润 3 年 CAGR 约为 12.2%, EPS 预测为 0.61、0.64 和 0.72 元, 对应 2018-2020 年 PE 为 13/12/11X, 略高于 2018、2019 年行业平均水平 12/11X; 由于公司受益于 2018 年秋季教材提价, 目前纸张成本回落, 业绩增速较快, 与可比公司相比, 估值水平处于中位偏上, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素。数字出版对于传统出版的替代; 教育出版政策变化; 新业务开拓不及预期。

表 40: 凤凰传媒历史财务数据及盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,546.51	11,050.48	11,228.87	11,950.49	12,732.13
增长率 YoY (%)	4.98%	4.78%	1.61%	6.43%	6.54%
净利润(百万元)	1,169.80	1,165.92	1,554.83	1,637.98	1,825.33
增长率 YoY (%)	4.07%	-0.33%	33.36%	5.35%	11.44%
EPS (元)	0.46	0.46	0.61	0.64	0.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.07%	9.41%	11.47%	11.13%	11.51%
P/E	17	17	13	12	11
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 股价时间为 2019 年 1 月 9 日

表 41：出版行业可比公司估值情况

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	TTM	PE (X)	
				2018E	2019E
长江传媒	600757.SH	81.56	11	11	10
中南传媒	601098.SH	224.50	18	17	16
山东出版	601019.SH	167.58	11	11	10
皖新传媒	601801.SH	140.24	11	11	10
中原传媒	000719.SZ	82.47	11	10	9
平均		139.27	12	12	11
凤凰传媒	601928.SH	196.21	14	13	12

资料来源：光大证券研究所 注：除凤凰传媒外，其余公司预期市盈率取自 Wind 一致预期，股价时间为 2019 年 1 月 9 日

8.8、光线传媒（300251.SZ）：行业布局前瞻 项目储备丰富

光线传媒是中国最大的民营传媒娱乐集团之一。公司业务以内容为核心、以影视为驱动，在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度均有所布局。影视业务是公司的核心竞争力：1) 2012年，公司打造《泰囧》，成为首部票房超过十亿的电影（12.67亿），奠定了公司押注票房黑马的电影投资思路；2016年，公司参投《美人鱼》，成为中国电影史上首部票房破30亿的华语电影（33.86亿）；2018年Q1-Q3，公司参与投资、发行并计入报告期票房的影片共十一部，总票房为70.7亿元，包括参投的《唐人街探案2》，投资并发行的《熊出没·变形记》、《超时空同居》、《一出好戏》、《悲伤逆流成河》等，预计刷新公司全年票房收入记录。2) 同期，公司确认了《新笑傲江湖》《爱国者》《盗墓笔记2》的电视剧投资收入，电视剧收入同比大幅增长。

投资动漫电影，打造中国皮克斯。动漫作品技术门槛高，制作周期长，但是更容易IP化、系列化。2015年，光线传媒宣布正式成立动漫集团“彩条屋影业”，公布了筹备中的22部作品。猫眼专业版数据显示，彩条屋影业成立以来共出品18部动漫电影作品；其中有四部作品获得5亿元以上票房，即《西游记之大圣归来》（9.56亿）、《大鱼海棠》（5.64亿）、《你的名字。》（5.75亿）、以及《熊出没·变形记》（6.05亿）。这四部作品目前均排在所有国内已公映的动画电影票房前十位，且《西游记之大圣归来》、《大鱼海棠》和《熊出没·变形记》是前十位中仅有的三部国产动画电影。

产业投资回报丰厚，账上现金充裕。1) 光线传媒通过对其他公司及实体的股权投资布局内容产业链、扩大并延伸业务触角、丰富内容产品线及来源，同时也获得了丰厚的投资回报。2016年，公司减持天神娱乐股票，产生投资收益2.08亿元；2017年，公司通过对猫眼的投资公允价值提升、出售天神娱乐及转让捷通无限股权，合计产生投资收益3.7亿元；2018年上半年，公司以人民币33.17亿元的对价将持有的新丽传媒27.64%的股份出售给林芝腾讯，确认投资收益22亿元；2) 截至2018年三季度，光线传媒货币资金7.21亿，其他流动资产（主要是银行保本理财产品）18.17亿，9.99亿应付债券，现金储备丰富。

基于以下假设：

1、公司能够维持在电影投资发行领域的核心优势，并且逐步提高主投主控比例，从而分享更多票房收益，获得超越全国票房大盘的增速。2018年，《唐人街探案2》等热门电影公司投资比例较低，业绩贡献有限，电影业务增速有所下滑，随公司主投主控比例提高预计增速将会恢复。我们预测公司电影业务2018-2020年增速为5.0%、25.0%、20.0%。

2、公司走出电视剧业务探索期，发力电视剧制作。我们预测公司电视剧业务收入2018-2020年增速为691.9%、30.0%、25.0%。其中，由于2017年基数较低，2018年预计增速较高，2019年起将会恢复正常增速。

3、截至 2018 年 Q3，公司长期股权投资规模 48.5 亿，可供出售金融资产 12.80 亿。基于公司的现有投资规模和过往投资成绩，我们预测公司 2018-2020 年投资收益分别为 23 亿、4 亿、4 亿。其中，2018 年投资收益较高主要是出售新丽传媒股权所致，为一次性投资收益。

表 42：光线传媒分项收入预测（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
电影业务	1,234.25	1,238.17	1,300.08	1,625.10	1,950.12
电视剧业务	134.96	50.51	400.00	520.00	650.00
游戏业务	111.48	63.32	25.00	125.00	150.00
视频直播	250.63	491.46	0.00	0.00	0.00
合计	1,731.32	1,843.46	1,725.08	2,270.10	2,750.12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

盈利预测、估值与评级。考虑到光线传媒在对电影的投资与发行上具备独特的资源和优势，拥有的猫眼电影已成为中国第一大票务平台，对院线终端有强影响力；在电视剧业务逐渐发力，并且对于优质内容由参与投资向主投主控转变；在动漫领域的提前布局具备独特性、稀缺性与前瞻性。我们预测光线传媒 2018~2020 年净利润为 25.98、10.60 和 13.54 亿元，净利润 3 年 CAGR 约为 18.4%，EPS 预测为 0.89、0.36 和 0.46 元，对应 2018-2020 年 PE 为 9/23/18X，公司 2018 年 PE 估值低于行业平均水平 19X，2019 年 PE 估值水平高于行业水平 15X，由于公司在行业的前瞻布局，在电影发行端拥有独特的资源，现金储备充裕，除拥有整合产业链并抵御风险的能力强；首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素。公司参与的影视项目市场反响不及预期；产业投资收益不佳；影视相关政策变动风险。

表 43：光线传媒历史财务数据及盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,731.31	1,843.45	1,725.07	2,270.09	2,750.11
增长率 YoY (%)	13.66%	6.48%	-6.42%	31.59%	21.15%
净利润(百万元)	740.91	815.16	2,597.95	1,060.15	1,354.35
增长率 YoY (%)	84.27%	10.02%	218.71%	-59.19%	27.75%
EPS (元)	0.25	0.28	0.89	0.36	0.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.53%	9.68%	24.91%	9.90%	11.85%
P/E	33	30	9	23	18
P/B	3.4	2.9	2.3	2.3	2.1

资料来源：wind，光大证券研究所预测

注：股价时间为 2019 年 1 月 9 日

表 44：影视行业可比公司估值情况

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	TTM	PE (X)	
				2018E	2019E
华策影视	300133.SZ	138.67	20	18	14
北京文化	000802.SZ	80.83	23	19	16
华谊兄弟	300027.SZ	126.33	22	16	14
欢瑞世纪	000892.SZ	47.38	7	8	7
芒果超媒	300413.SZ	361.56	42	34	26
平均			23	19	15
光线传媒	300251.SZ	248.77	10	9	23

资料来源：光大证券研究所 注：除光线传媒外，其余公司预期市盈率取自 Wind 一致预期，股价时间为 2019 年 1 月 9 日

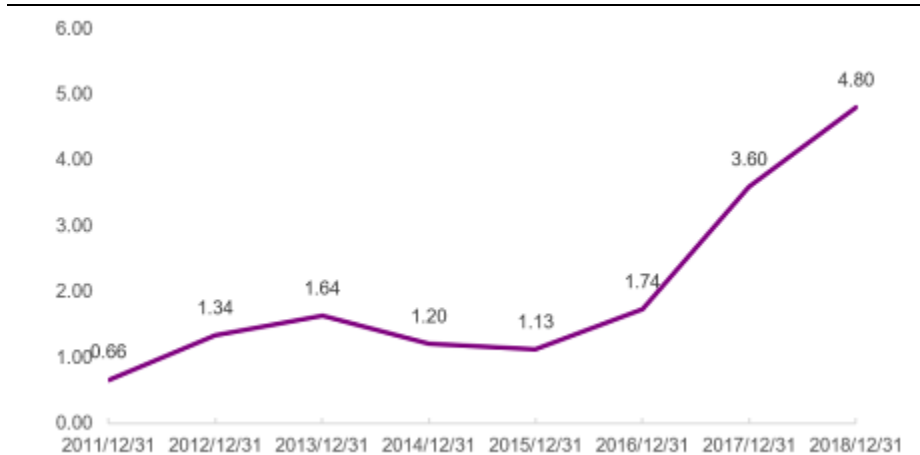
8.9、中南传媒（601098.SH）：政策风险释放充分，高分红比回报股东

中南传媒是我国第一个全产业链整体上市的出版传媒公司，由湖南出版投资控股集团有限公司主营业务和资产重组改制而来。中南传媒经营业务涵盖多种媒介，集编辑、印刷、发行各环节于一体，形成了出版、印刷、发行、报刊、新媒体、金融六大产业格局。1) 在出版发行领域，公司由过去的图书产品制造商转型为传媒品牌创造商，旗下有5家出版社为全国百佳出版社，打造了科普、作文、原创文学、古典名著、音乐、新课标教材等品牌集群；公司主要产品市场占有率位居同行前列，拥有自主知识产权的湘版教材覆盖湖南、湖北等31个省（区、市）；2) 在报刊和媒体领域，公司以合同形式获得潇湘晨报除采编业务外的经营性业务的经营权，持续领跑湖南媒体市场；独家运营长沙地铁平面及WIFI媒体广告，并拥有城际铁路、高速公路等线路的优质广告媒体；3) 公司下设财务公司和泊富基金，推进公司产融结合、财团式发展战略。

政策影响释放充分，教辅业务有望企稳。“一教一辅”整治从2017秋学期到2018年春学期已经经历一个完整学年。2017年，公司教材教辅发行业务收入51.4亿元，同比下降12.4%；2018年前三季度，公司实现整体营收61.09亿元，净利润9.55亿元，同比分别下降12.19%和26.17%；我们认为至此管制风险已经释放较为充分。2018H2至2019年，随着政策影响消化完毕、纸张价格趋于稳定，公司教辅业务也将逐渐企稳。

公司账面现金充裕，近年来不断提高分红比例回报股东。截至2018年Q3，中南传媒货币资金账面余额118.83亿元，居A股出版行业上市公司首位。2015-2017年，公司股利支付率分别为30.73%、49.76%、71.21%；股息收益率逐年提高，股息率对投资者来说有较强吸引力。

图 137：中南传媒股息率（近12个月，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：取每年12月31日的收盘股价为分母，该日前12个月的累计每股分红为分子

基于以下假设：

1、湖南省中小学在校人数保持稳中略增态势，教材教辅需求保持稳定；中南传媒在湖南省教材教辅市场维持领先；“一教一辅”影响在 2017-2018 年基本释放，2019 年起教辅业务将稳定增长。我们预测公司出版与发行业务 2018-2020 年增速为-6.7%、8.6%、7.5%。

2、公司的物资、印刷、媒体等传统业务维持低增速稳定增长。我们预测公司物资与印刷合计收入 2018-2020 年增速为年均 4.0%；数字出版与媒体业务 2018-2020 年增速为 5.5%、5.6%、5.7%。

3、公司的金融业务收入目前基数较低，仍有一定发展潜力。我们预测 2018-2020 年收入增速为 15.0%、15.0%、12.5%。

表 45：中南传媒分项收入预测（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
出版发行	11,176.18	10,699.90	9,981.28	10,836.08	11,645.18
物资与印刷	1,850.5	1,971.0	2,049.4	2,131.2	2,216.4
数字出版及媒体	1,066.35	1,085.74	1,144.93	1,208.57	1,277.04
金融业务	284.60	349.09	401.45	461.67	519.38
其他业务	247.30	265.80	292.38	321.62	353.78
内部抵消	-3,520.40	-4,011.45	-3,494.34	-3,768.86	-4,034.07
合计	11,104.53	10,360.11	10,375.14	11,190.23	11,977.68

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

盈利预测、估值与评级。考虑到中南传媒在湖南省教材教辅市场拥有领先地位，但“一教一辅”政策对于公司教材教辅业务产生较大的短期影响；公司在一般图书出版、媒体、金融等业务方面经营稳健；此外，公司账面现金余额为出版行业首位，同时具备安全性与分红预期。我们预测中南传媒 2018~2020 年净利润为 11.14、13.48 和 12.59 亿元，EPS 预测为 0.62、0.75 和 0.70 元，对应 2018-2020 年 PE 为 20/17/18X，高于行业 2018/2019 年 PE 平均水平 11/10X，由于公司长期保持稳定的分红政策，股息率具在出版板块最高，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素。数字出版对于传统出版的替代；教育出版政策变化；传统报媒及广告市场萎缩。

表 46：中南传媒历史财务数据及盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,104.52	10,360.10	10,375.13	11,190.22	11,977.66
增长率 YoY (%)	10.10%	-6.70%	0.15%	7.86%	7.04%
净利润(百万元)	1,804.71	1,513.19	1,113.98	1,348.35	1,259.65
增长率 YoY (%)	6.47%	-16.15%	-26.38%	21.04%	-6.58%
EPS (元)	1.00	0.84	0.62	0.75	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.17%	11.37%	8.41%	9.81%	9.00%
P/E	12	15	20	17	18
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源：wind，光大证券研究所预测 注：股价时间为 2018 年 1 月 9 日

表 47：出版行业可比公司估值

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	PE (X)		
			TTM	2018E	2019E
长江传媒	600757.SH	81.56	11	11	10
凤凰传媒	601928.SH	196.21	14	13	12
山东出版	601019.SH	167.58	11	11	10
皖新传媒	601801.SH	140.24	11	11	10
中原传媒	000719.SZ	82.47	11	10	9
平均		133.61	11	11	10
中南传媒	601098.SH	224.50	18	20	17

资料来源：光大证券研究所 注：除中南传媒外，其余公司预期市盈率取自 Wind 一致预期，股价时间为 2019 年 1 月 9 日

9、风险分析

1、知识产权风险。行业在发展过程中需要众多商标、专利、著作权等自主知识产权。若其中公司知识产权出现因存在争议无法继续使用，或者被侵权使用等情形，保护知识产权的支出将会增加或者从知识产权获得的收入将会减少，给其经营业绩造成不利影响

2、市场竞争风险。随着市场的逐渐开放和扩张，将面临更为激烈的市场竞争，从而带来在领域市场占有率降低、用户留存率下降的风险。

3、产品持续开发与创新风险。产品持续开发是盈利持续增长的基础，行业中的公司需要具备持续创新能力，不断丰富完善其产品类别以及技术来满足市场需求。市场对于相关服务的需求日益多样化，需要行业中的公司不断推陈出新以保持业务竞争力。

4、核心人员流失风险。稳定、高素质的创编人才队伍是业内公司保持领先优势的重要保障。只有有效维持核心人员的激励机制并根据环境变化而持续完善，才能保证核心人员积极性、创造性的发挥。如果公司不能从外部引进并保留与公司发展所需密切相关的创作及运营人才，公司的经营运作、发展空间及盈利水平将会遭受不利的影响。

5、作品审查风险。影视公司筹拍的电影、电视剧，如果最终未获备案通过，将作剧本报废处理；已经摄制完成，经审查、修改、审查后最终未获通过的，须将该影视作品作报废处理；如果取得《电影片公映许可证》或《电视剧发行许可证》后被禁止发行或放（播）映，该作品将作报废处理，同时公司还可能将遭受行政处罚。

6、经营业绩与现金流季节性波动的风险。影视传媒公司的经营周期较长，内容的制作、发行、回款均存在季节性。电影公司影收入主要来源于各档期影片的票房收入，而各档期发行的影片规模和票房收入差异较大，因此存在经营业绩季节性波动的风险。

7、影视产品不被市场认可的风险。电影、电视剧、综艺节目等文化产品的消费是一种文化体验，具有一次性特征，客观上需要企业不断创作和发

行新的影视作品。对于影视制作发行企业来说，始终处在新产品的生产与销售之中。但由于每部影视作品都是新的产品，在投放到市场前无法准确判断其是否会被市场和广大观众所喜爱，更无法准确判断其所能产生的票房收入或获得的收视率，存在不被市场认可而对业内公司经营业绩产生负面影响的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781