

传媒

证券研究报告

2019年02月21日

2019年度策略：至暗时刻已过，磨底中迎来新生

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

宋雨翔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080006
songyuxiang@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

周奕纯 联系人
zhouyichun@tfzq.com

传媒三年磨砺探底，19 有望触底重装上阵。

16-18 年传媒（中信）指数总跌幅 66.9%，18 年度传媒指数下跌 39.0%，同期创业板指下跌 29.3%，上证综指下跌 25.5%，差距收窄。虽然整体上政策扶持风向和高科技热点并不在传媒，但从估值、政策、龙头业绩等维度综合判断，板块至少在相对收益上有望从低潮期走出。当前传媒板块整体动态估值不到 20x，相对上证估值差缩窄；18 年年底开始随着各领域监管落地，19 年虽不能预期放松，但边际改善明显；商誉减值 18 年集中释放，综合上可认为至暗时刻已经过去，随着龙头集中提升，无竞争力的公司大势已去。

18 年从消费互联网到产业互联网的“痛苦”转折，19 年渠道下沉与产业数字化孕育空间。

2018 年消费互联网流量红利显著减弱，在用户总量突破 8 亿之际，三年复合增速已下滑至 6.3%；与此同时，主要互联网平台变现效率逐步放缓，腾讯（3Q18A 11.9% vs. 3Q17A 44.4%）等公司 ARPU 同比增速下滑明显。但考虑低线城市 9.5 亿人口与 5.9 亿设备数，渠道下沉仍孕育超 3 亿用户空间开发，2019 年预计渠道下沉继续成为主旋律。产业互联网领域，传统企业较低的上云率、零售行业较为艰难的经营环境等皆有望促进互联网企业在产业中的带动作用，在产业端释放阿里与腾讯在互联网上半场所积累的用户与数据红利。VRAR、物联网和人工智能继续孕育，需要等待引爆点的硬件及服务。

泛娱乐至暗时刻后等待边际改善，游戏行业版号正常化，率先迎来修复；内容行业正本清源，期待回归良性发展；国家力量务必重视。

1) 游戏：18 年版号暂停审批带来行业低迷，随着监管转向，19 年有望获得行业增速回暖及估值向 20 倍修复，腾讯及其合作伙伴、网易的市占率变化是今年的关键；2) 电影：18 年票房增速降至 10%左右，春节档整体票房低于预期使得短期 19Q1 增速受压，关注渠道集中提升速度以及头部内容弹性；3) 出版：出版行业具备良好防御性，K12 结构向好省份可重点关注，如江苏（凤凰）初中高中生将迎来增长拐点，19H2 有望体现纸张价格下降带来了成本弹性；4) 视频：内容行业正本清源，价格开始回归理性，有利于顺监管、有好产品的公司；5) 体育：政策春风不断，国内品牌借助国际赛事出海，国内体育视频三极形成；6) 营销：受宏观环境影响，19 年上半年广告行业仍然承压，关注龙头数据变化；7) 阅读音乐：关注付费率变化，以及庞大用户的变现模式创新；8) 国家力量重视，人民网代表国有媒体、广电网络代表的国网和 5G 结合、混合所有制企业如平治信息。

投资建议：

建议综合考虑监管影响、内生竞争力、增长趋势、估值情况自下而上甄选：1) 监管弱相关平台关注【东方财富】、【芒果超媒】、【视觉中国】以及政策支持体育板块。2) 泛娱乐领域，游戏关注双寡头【腾讯、网易】、A 股龙头【完美、游族、三七】、弹性【凯撒、宝通】及【吉比特、世纪华通（盛大注入进程）】等；阅读关注【平治】及【阅文、掌阅】；电影关注渠道【万达、横店】、互联网平台【猫眼】及内容【光线、中影、北文】等；影视内容关注【慈文、华策】等；营销领域结合经济形势关注【分众】等。3) 主流互联网新媒体关注【人民网、新华网】、防御出版【凤凰传媒、山东出版】等、以及广电板块，广电网络关注整合与 5G 推进。

互联网消费端关注 1) 渠道下沉对【拼多多】、【趣头条】等公司的利好作用；2) 竞争格局较为清晰的【哔哩哔哩】，产业端关注【阿里】和【腾讯】借助上半场优势赋能传统企业红利释放。

风险提示：政策监管风险，宏观下滑对消费能力影响，存量竞争加剧以及商誉风险。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《传媒-行业研究周报:一周观点:超跌成长如期反弹,继续把握结构机会》 2019-02-17
- 2 《传媒-行业专题研究:2100 份问卷看真实的中国文娱消费》 2019-02-15
- 3 《传媒-行业专题研究:19 年春节档详细数据分析:高票价延缓部分需求,关注节后是否出现回流》 2019-02-11

内容目录

1. 总览：政策与业绩双重磨底，至暗时刻后将迎曙光	9
1.1. 连续三年下跌估值消化，相对收益拐点出现	9
1.2. 政策因子影响扩大，19 年仍将是主线	11
1.3. 商誉大幅释放，成长重装上阵	14
1.3.1. 18Q2 起单季度净利润加速下滑，部分行业风险提前释放	14
1.3.2. 板块商誉集中计提，19 年风险大幅下降	16
2. 互联网行业：从消费互联网到产业互联网的转折	17
2.1. 消费互联网：流量逐渐枯竭，变现瓶颈隐现，渠道下沉空间仍存，但竞争愈发激烈	17
2.1.1. 流量红利枯竭：互联网用户渗透率接近 6 成，城镇渗透率已接近发达国家水平，提升空间逐步饱和	17
2.1.2. 变现效率放缓：主要公司单用户收入增速放缓，单时长变现遇瓶颈	19
2.1.3. 未来增长驱动：下沉用户空间逐步兑现，触网消费升级空间仍存	19
2.1.4. 新生代崛起：低线城市用户催生新需求，各领域新竞争者频现，新生代快速增长正当时	21
2.2. 产业互联网：前端刺激后端上云，数字化经济孕育新机会	23
2.2.1. 云服务：互联网平台促进产业互联，云服务增长空间较大	23
2.2.2. 智慧零售：深耕产业线上线下融合，打破边界激活新机会	24
2.3. 未来趋势：19 年有望柳暗花明，消费端看渠道下沉，产业端待数字化飞升	26
3. 游戏：短期看头部游戏版号及上线节奏，中长期看研发能力	28
3.1. 国内游戏进入存量市场，监管引导供给侧改革	28
3.1.1. 18 年行业增长进入底部，19 年头部游戏版号及上线正常化，行业增速有望回升	28
3.1.2. 行业竞争格局有望调整，抱团腾讯的头部研发厂商占比提升	31
3.1.3. 监管引导供给侧改革，版号总量控制下中小公司生存困难	32
3.1.4. 新游下载量下降，老游戏长线运营能力成为关键	33
3.1.5. 买量市场向精准化运营发展，头部公司集中度提升	34
3.2. 海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板	36
3.2.1. 政策支持新高度，打造中国游戏文化品牌	36
3.2.2. 海外游戏市场增速快，市场广阔，中国公司正积极布局欧美日韩主要游戏市场	37
3.2.3. 中国自研游戏认可度提升，不断突破海外市场天花板	38
3.2.4. 中国主要游戏公司出海成绩亮眼，有望在政策鼓励下继续开拓疆土	39
4. 电影：成长驱动由量转质，新兴势力搅动格局	42
4.1. 整体市场规模：全国票房突破 600 亿，增速中枢回落至 10%	42
4.1.1. 票房同比增长 9.1%至 607 亿，观影人次增速放缓至 6.1%	42
4.1.2. 优质内容成为票房增长重要驱动力，口碑逆袭频频上演	43
4.1.3. 三线以下城市增速仍然是一二线城市 2x，但增速略有放缓	44
4.1.4. 2019 年春节档高票价制约热情，19Q1 高基数下增速承压	47
4.2. 电影制作发行：头部集中趋势延续，市场竞争格局波动	50

4.2.1. 票房集中度稳步提升，头部内容从一枝独秀到百花齐放	50
4.2.2. 国产片内容质量超预期，票房占比大幅提升	51
4.2.3. 传统五大波动，新兴力量与互联网平台突出重围	52
4.3. 院线渠道：集中度提升仍需等待，非票收入占比持续提升	54
4.3.1. 银幕增速继续放缓，头部影投市占率略有下滑	54
4.3.2. 影院非票收入占比提升，然而对标成熟市场仍有较大空间	56
4.4. 在线票务平台：电影购票线上化已基本实现，拓展成为主要发展方向	57
5. 出版：防御性价值显著，基本面择优.....	59
5.1. 教辅教材：关注政策变化与各省不同的 K12 人群变化趋势	60
5.1.1. “一教一辅”影响已经逐步淡出，三科统编人教代理出版社受益	60
5.1.2. 凤凰、山东等未来 K12 学生人口的结构变化向好	61
5.1.3. 纸张价格下行效应预计 19H2 将在成本端有所体现	62
5.2. 一般图书：关注少儿等优质细分领域	63
5.3. 出版上市公司比较	65
6. 视频网站：会员增长仍有空间，芒果 TV 自制带动平台升级.....	67
7. 体育：中国品牌借助体育出海，在线平台形成三强格局	70
7.1. 2018 政策回顾：传媒里的“世外桃源”，体育政策春风不断	70
7.2. 体育产业概况：增速远高于 GDP，与发达国家仍有差距	71
7.3. 体育营销：赞助国际体育赛事，中国企业品牌出海	72
7.4. 在线平台：世界杯展示顶级体育赛事号召力，在线平台三强格局形成	74
8. 营销：19 年将持续承压，关注数字营销及生活圈广告.....	76
8.1. 整体增速放缓，内部结构调整	76
8.2. 数字营销：精准营销趋势下更看重广告效果等量化指标，集中化趋势利好龙头	79
8.3. 生活圈广告：全域营销成新趋势，楼宇广告逆势扩张	81
9. 数字阅读：APP 端免费阅读破局，新媒体端关注监管后的修复	85
10. 广电：关注入局国网整合与发展 5G 后续进展.....	86
11. 投资建议	90

图表目录

图 1：2015-2019 年 2 月传媒指数（中信）、创业板指、上证综指走势	9
图 2：2018 年传媒指数（中信）、创业板指、上证综指走势	9
图 3：2011-2018 年-19.2.15 上证 A 股、创业板、CS（中信）传媒 PE（TTM，整体法，剔除负值）	10
图 4：2011-2018 年-19.2.15 创业板与上证，CS（中信）传媒与上证相对估值变化（TTM，整体法，剔除负值）	10
图 5：传媒（中信）指数相对创业板指超额收益	11
图 6：传媒（中信）指数相对上证综指和沪深 300 指超额收益	11
图 7：2015 年至今走势与政策回顾	12
图 8：2018 年至今走势与传媒政策回顾	13
图 9：2018 年 8 月-2019 年 2 月人民网股价走势	13
图 10：主流电影内容同样可获得观众认可	14

图 11: 17Q1-18Q3 传媒板块单季度营收增速对比 (整体法)	14
图 12: 17Q1-18Q3 传媒板块单季度归母净利润增速对比 (整体法)	15
图 13: 17Q1-18Q3 剔除极值个股后, 传媒板块单季度营收及净利润情况 (整体法)	15
图 14: 传媒分行业 2015-2017 年、2018 年前三季度营收增速 (整体法)	16
图 15: 传媒分行业 2015-2017 年、2018 年前三季度扣非后净利润增速 (整体法)	16
图 16: 传媒板块 2014-2018Q3 商誉总额变化情况	17
图 17: 传媒板块 2014A-2018E 商誉减值损失总额 (亿元)	17
图 18: 中国 vs. 美国 vs. 印度 互联网渗透率发展趋势 (1996A-2017A)	17
图 19: 中国互联网用户规模及互联网普及率 (1H07A-1H18A)	18
图 20: 国内不同上网终端渗透率 (2007A-2017A; 1H18A)	18
图 21: 中国城镇与农村互联网渗透率 (2006A-2017A)	18
图 22: 人口分布与移动网民分布对比 (2010A-1H18A)	18
图 23: 主要娱乐互联网平台 ARPU (1Q06A-3Q18A)	19
图 24: 主要电商公司人均 GMV(2006A-2016A, 1Q17A-3Q18A)	19
图 25: 主要 C 端互联网公司时长变现效率(1Q16A-3Q18A)	19
图 26: 互联网平台不同变现方式的用户付费率 (2013A-2018E)	19
图 27: 中国人口与全体移动网民分布比较	20
图 28: 按收入水平划分人均可线上化消费者支出 (2005A-2018E)	20
图 29: MAU 同比增量最大的十款 APP (2018A)	20
图 30: 中国移动互联网用户分城市等级人均单日使用时长变化 (2018A)	21
图 31: 中国主要互联网领域主流产品上线年份	21
图 32: 中国电商市场份额 (2010A vs. 2013A vs. 2018A)	22
图 33: 中国移动社交领域用户时长份额 (2014A vs. 2018A)	22
图 34: 中国移动社交领域用户时长份额 (2014A vs. 2018A)	22
图 35: 互联网企业赋能传统企业示例	23
图 36: 阿里巴巴云服务收入及同比增速 (CY2Q11A-CY3Q18A)	23
图 37: 2017 年不同领域腾讯云用量同比增速	23
图 38: 中国零售行业渠道占比 (2004A-2018A)	24
图 39: 2018 年不同品类商品电商渗透率与行业集中度比例	24
图 40: 阿里巴巴和京东单季度 GMV 增速 (2Q15A vs. 2Q18A)	24
图 41: 阿里巴巴和京东单季度获客成本 (2Q15A vs. 2Q18A)	24
图 42: 智慧零售三阶段发展模式	25
图 43: 阿里巴巴和京东腾讯对实体零售商的投资	25
图 44: 部分中国科技股 Forward PE (2008 年 12 月-2019 年 1 月)	26
图 45: 主要社交平台单用户估值-3Q18	26
图 46: 纳斯达克中国科技股指数 (2018 年 12 月-2019 年 1 月)	27
图 47: 中国主要互联网公司估值对比表	27
图 48: 2008-2018 中国游戏市场实际销售收入	28
图 49: 2008-2018 中国游戏用户规模	29
图 50: 2008-2018 中国游戏行业 ARPU 值	29
图 51: 2008-2018 中国移动游戏市场实际销售收入及占比	30

图 52: 2016Q3-2018Q4 移动游戏市场增长率	30
图 53: 2008-2018 中国自主研发游戏市场销售收入 (亿元) 及占比	31
图 54: 2018 年中国游戏产业政策	32
图 55: 17 年 1 月-18 年 3 月版号过审手游数量 (单位: 个)	33
图 56: TOP200 新游数量减少, 头部游戏生命周期拉长	33
图 57: 中国 App Store 商店新上线手游数量 (下载量>1k)	33
图 58: 中国 App Store 商店手游下载量 单位: 百万	34
图 59: 中国 App Store 商店手游营收及同比增速 (单位: 百万美元)	34
图 60: 2018 年移动游戏买量市场公司数量趋势	35
图 61: 2018 年移动游戏买量市场游戏数量趋势	35
图 62: 三七互娱《一刀传世》抖音游戏宣传界面	36
图 63: 人民日报 2 月 6 日文章	36
图 64: 人民日报海外版 11 月 30 日文章	36
图 65: 2008-2018 中国游戏市场实际销售收入	37
图 66: 2013-2018 全球游戏市场规模及增速	37
图 67: 2018 年全球游戏收入前十的国家	38
图 68: 2008-2018 年中国自研游戏海外市场销售收入	39
图 69: 2017H1-2018H1 中国公司海外游戏下载量	39
图 70: 2017H1-2018H1 中国公司海外游戏用户总支出	39
图 71: 2018 年 2 月-12 月主要游戏公司出海收入排名	40
图 72: 2018 年中国发行商出海收入排名	41
图 73: 2018 年中国手游收入 TOP30	41
图 74: 2009 年-2018 年全国电影票房收入及同比增速	42
图 75: 2009 年-2018 年城市院线观影人次及同比增速	43
图 76: 2009-2018 年全国电影平均票价 (元/张)	43
图 77: 2017-2018 年月度票房对比 (不含服务费)	44
图 78: 2015-2018 年分级城市票房同比增速	45
图 79: 2014-2018 年分级城市票房占比变化	45
图 80: 2015-2018 年分级城市票房 (剔除春节档) 同比增速	46
图 81: 2014-2018 年分级城市票房 (剔除春节档) 占比变化	46
图 82: 2018 年分线城市人均观影次数	46
图 83: 2014-2019 年春节档票房 (含服务费) 及同比增速	47
图 84: 2014-2019 年春节档观影人次 (万人) 及同比增速	47
图 85: 2014-2019 年春节档平均票价 (元) 及同比增速	48
图 86: 2017-2018 年,2018 和 2019 年春节档 (5 日) 票房收入 (含服务费) 及同比增速	48
图 87: 2017-2018 年,2018 和 2019 年春节档 (5 日) 观影人次及同比增速	49
图 88: 春节档期间各线城市平均票价及同比增速 (元)	49
图 89: 2014-2018 年,2018-2019 年 1 月 1 日-2 月 9 日票房收入 (含服务费) 及同比增速	50
图 90: 2017 年电影按票房区间分布 (按影片数量)	50

图 91: 2018 年电影按票房区间分布 (按影片数量)	50
图 92: 2013 至 2018 年国产影片 TOP10 和 TOP20 票房占国产电影总票房比重	51
图 93: 2018 年分月国产片、进口片上映数量	51
图 94: 2016 年 TOP10 国产影片参与方	53
图 95: 2017 年 TOP10 国产影片参与方	53
图 96: 2018 年 TOP10 国产影片参与方	53
图 97: 2005-2018 年银幕数量 (块)	54
图 98: 2010-2018 年单银幕产出 (万元/块)	55
图 99: 2015-2017 年万达电影、横店影视和金逸影视非票收入占比	56
图 100: 2018 年上半年 AMC 收入结构	57
图 101: 2018 年上半年 CNK 收入结构	57
图 102: 2016-2018 年分区域电影票线上化率对比	57
图 103: 猫眼出票份额	58
图 104: 2013~2017 全国图书零售总金额变动 (亿元)	60
图 105: 2013~2017 全国图书平均单价变动 (元)	60
图 106: 2013~2017 K12 教材及教辅零售总金额变动 (元)	60
图 107: 2013~2017 K12 教材及教辅零售总金额占比变动	60
图 108: 图书零售市场总规模 (亿元)、增速	63
图 109: 线下渠道销售额 (亿元)、增速	63
图 110: 线上渠道销售额 (亿元)、增速	64
图 111: 线上渠道码洋占比	64
图 112: 新书平均定价 (元)	64
图 113: 上市公司收入结构	66
图 114: 2016/01~2018/12 月活跃用户数(亿人)	67
图 115: 2018/01~2018/12 月人均使用时长(分钟)	67
图 116: 2013-2020 年中国在线视频行业收入规模及预测	68
图 117: 2013-2020 年中国在线视频行业各业务营收占比	68
图 118: 2012-2017 年中国体育产业总产值	72
图 119: 2006-2017 年中国体育产业增加值	72
图 120: 2016-2018 年 CCTV5 全天平均收视率对比	75
图 121: 2018 年 6 月-7 月 15 日央视影音日用户设备数	75
图 122: 18 年 6 月 1 日-18 年 6 月 29 日优酷日活跃用户数	75
图 123: 17 年 1 月 1 日-18 年 6 月 29 日咪咕视频日活跃用户数	75
图 124: 2013-2017 中国广告经营额 (亿元) 及同比增速	76
图 125: 1981 年-2017 年广告业经营额与国内生产总值增长趋势	76
图 126: 中国广告强度变动趋势	77
图 127: 四大传统媒体广告经营额及同比增速 (单位: 亿元)	77
图 128: 2016-2018 年各媒介广告刊例花费变化	77
图 129: 2013-2017 中国互联网广告市场规模 (单位: 亿元)	78
图 130: 16Q1~18Q1-Q3 互联网刊例花费同比变化	78
图 131: 2018 年广告主预算分布	79

图 132: 2018 年全媒体预算分布预期	79
图 133: 2015-2017BAT 市场份额	80
图 134: 2016-2018H1 部分数字营销上市公司毛利率	80
图 135: 2014-2018 部分数字营销上市公司并购事数 (单位: 起)	81
图 136: 2018 年电梯电视月度刊例收入同比增速变化	81
图 137: 2018 年电梯海报月度刊例收入同比增速变化	81
图 138: 阿里零售生态圈	82
图 139: 阿里全域营销战略示意图	82
图 140: 瑞幸咖啡百度搜索指数	83
图 141: 2018 年 1 月-2019 年 1 月瑞幸咖啡 iOS 榜单排名情况	83
图 142: 分众传媒 2016-2018 单季度营业收入及增速	84
图 143: 分众传媒 2016-2018 单季度归母净利润及增速	84
图 144: 数字阅读典型 APP 用户规模	85
图 145: 免费阅读模式 APP 增速迅速 (单位: 百万)	86
图 146: 家庭大屏各服务形式发展趋势 (单位: 万)	87
图 147: 中国 IPTV 用户数发展趋势 (2014A-2018H1)	87
图 148: 中国 OTT 终端激活量及激活家庭渗透率 (2013A-2018E) (单位: 万)	88
图 149: OTT 盒子及智能电视销量趋势 (2013A-2018E) (单位: 万)	88
图 150: 牌照申请主体国网公司发展运营商业进程	88
图 151: 国网公司“全国一网”发展历程	89
表 1: 2018-2019 由腾讯代理的上市公司游戏产品	31
表 2: 2018 年美日韩移动游戏市场相关数据	38
表 3: 2018H1 主要游戏公司海外业务收入、毛利、毛利率, 与同行相比公司 18 年上半年海外收入及毛利增长明显	41
表 4: 游戏行业可比公司 18 年业绩预告梳理	41
表 5: 游戏行业可比公司估值表	42
表 6: 2018 年全国电影票房 TOP10 影片 (票房含服务费)	43
表 7: 2018 年国产电影票房排行 TOP10 (票房含服务费)	52
表 8: 2018 年进口电影票房排行 TOP10 (票房含服务费)	52
表 9: 2013-2018 年五大民营电影公司国产片市场份额变化	54
表 10: 2015-2018 年主要影投公司市占率 (不含服务费)	55
表 11: 2018 年猫眼微影和阿里影业 (淘票票) 参与影片情况	58
表 12: 2019 年春节档在线票务平台参与影片情况	58
表 13: 猫眼微影与阿里影业主控项目首日排片占比体现较强发行能力	59
表 14: 2013-2017 年全国图书零售金额及复合增速 (亿元)	59
表 15: 上市所在省份 K12 学生结构变化趋势	62
表 16: 各省份中小学教材定价相关政策	62
表 17: 山东出版、中南传媒、南方传媒毛利率弹性测算	63
表 18: 6 大类一般图书码洋占比	64
表 19: 6 大类一般图书码洋规模 (亿) 及增速	65

表 20: 16~18Q3 少儿出版社排名	65
表 21: 出版行业上市公司业绩及估值情况	66
表 22: 主要视频平台的付费用户 (万)	68
表 23: 中外视频网站渗透率对比 (万, 斜体部分为估算数字)	69
表 24: 美国主流媒体会员价格 (美元/月)	69
表 25: 芒果 TV2019 招商综艺 (部分)	70
表 26: 2018 年中国体育产业相关政策文件	70
表 27: 2010、2014 和 2018 届世界杯赞助商名单 (黄色标注为中国与企业)	72
表 28: 欧洲顶级足球俱乐部赞助商情况	73
表 29: 爱奇艺、优酷和腾讯三家在线体育平台布局	76
表 30: 广告主选择媒体的主要依据排序	79
表 31: 各渠道广告 CPM 对比	82
表 32: 营销行业可比公司 18 年业绩预告梳理	84
表 33: 营销行业可比公司估值对比	85
表 34: 广电上市公司估值情况 (亿元)	89

1. 总览：政策与业绩双重磨底，至暗时刻后将迎曙光

1.1. 连续三年下跌估值消化，相对收益拐点出现

传媒板块连续三年处在下跌通道，16-18 年传媒（中信）指数总跌幅 66.9%，期间上证综指下跌 24.4%，创业板指下跌 49.8%，传媒板指相对跌幅明显。从 18 年度看，全年传媒指数下跌 39.0%，同期创业板指下跌 29.3%，上证综指下跌 25.5%。

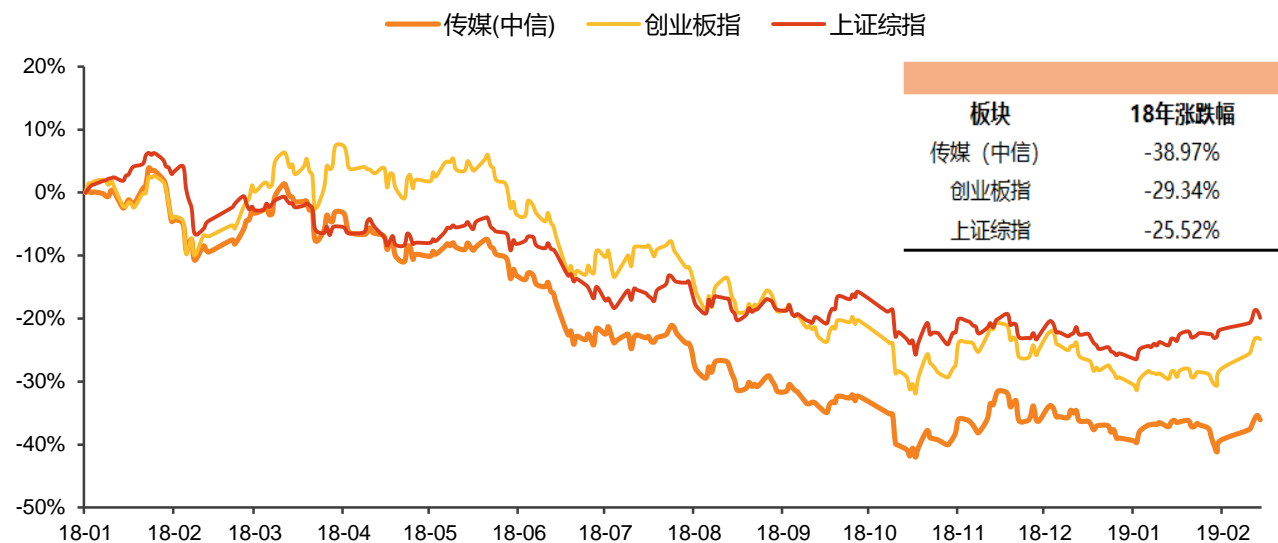
经历三年下跌后，再次审视传媒板块，我们认为 19 年整体有望迎来新生。估值上，传媒板块高估值已经逐步消化，相对上证估值差缩窄；监管上，18 年传媒领域经历严格政策监管，19 年虽不能预期大幅放松，但可期待边际改善；业绩上，板块业绩风险提前释放，商誉大幅计提降低 19 年相关风险，成长标的有望重装上阵。

图 1：2015-2019 年 2 月传媒指数（中信）、创业板指、上证综指走势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2018 年传媒指数（中信）、创业板指、上证综指走势

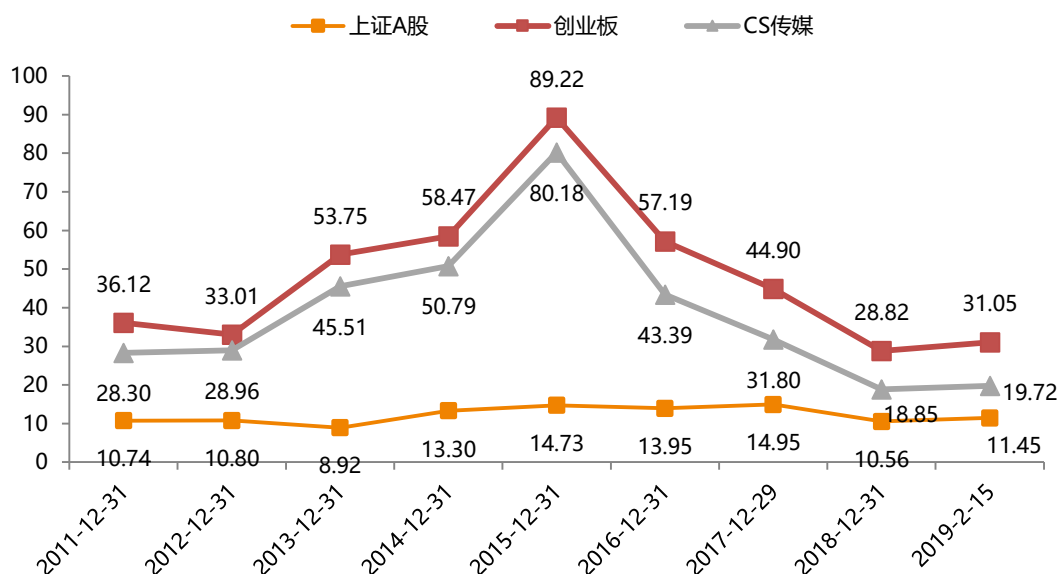


资料来源：wind，天风证券研究所

估值进入低位：2016 年板块高估值开始消化，2017 年估值继续下行，2018 年底传媒板块估值下滑至 10.56x，低于 2011 年水平，2019 年 1-2 月估值水平有所回升。虽然 18 年传媒板块公司进行大量商誉计提，年报业绩大幅波动，预计当 18 年年报结束披露后，18 年板块估值将提升，但剔除一次性计提商誉因素，我们认为板块整体估值依然处于低位。

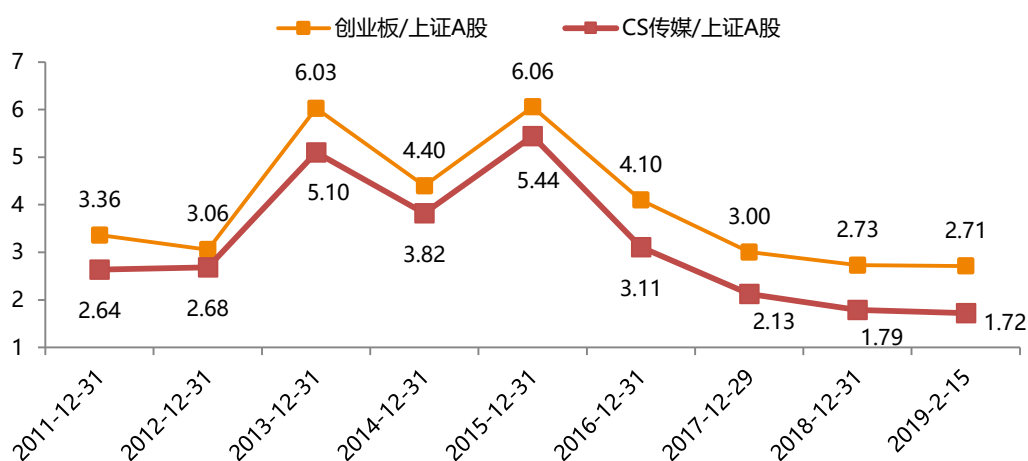
从相对估值角度看，创业板及传媒板块相对上证 A 股估值差不断缩减，高估值溢价已经明显减弱。

图 3：2011-2018 年-19.2.15 上证 A 股、创业板、CS（中信）传媒 PE（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：wind，天风证券研究所

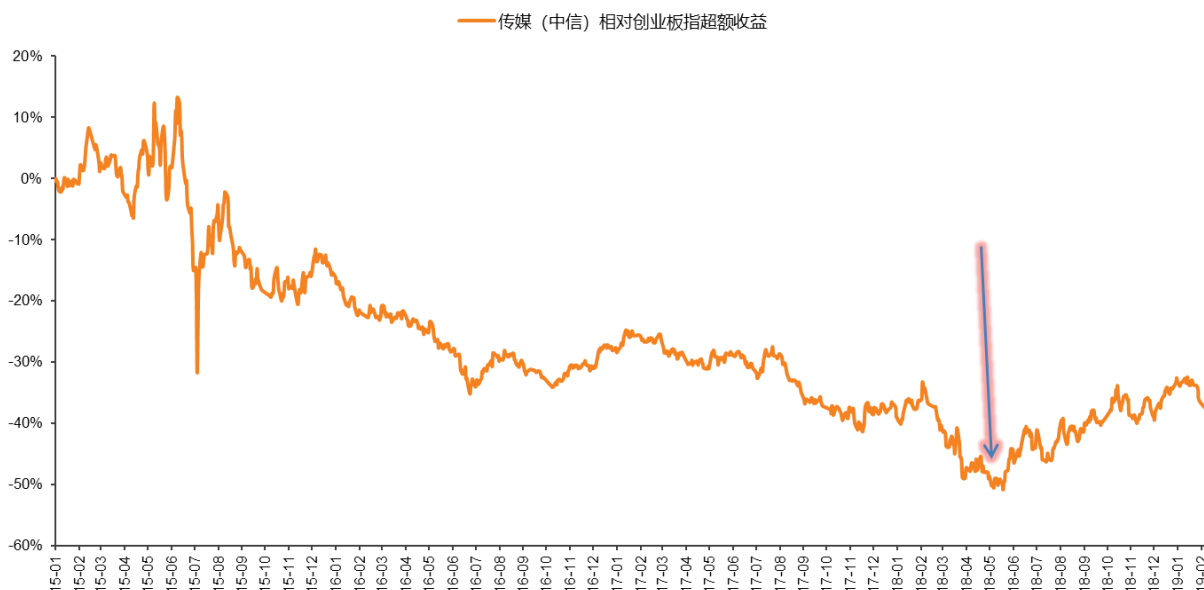
图 4：2011-2018 年-19.2.15 创业板与上证，CS（中信）传媒与上证相对估值变化（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：wind，天风证券研究所

相对走势出现拐点：我们将传媒指数与上证及创业板指做相对收益处理，可以看到，从 18 年 5 月起，传媒指数相对创业板指超额收益出现相对拐点，结束 15 年下半年以来的下跌趋势，出现小幅回升。相对上证指数和沪深 300 虽未出现明显相对拐点，但从 18 年 10 月起，传媒指数相对收益下跌势能减弱。

图 5：传媒（中信）指数相对创业板指超额收益



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：传媒（中信）指数相对上证综指和沪深 300 指超额收益



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 政策因子影响扩大，19 年仍将是主线

我们将 15 年至今传媒相关的主要政策与行情走势结合再次进行回顾，不难发现，政策对于传媒板块走势影响明显。

政策对传媒板块影响可分为两个阶段：

- 1) **资本层面政策收紧（2016 年-2017 年）**。16 年 5 月，互联网金融、游戏、影视、VR 四个行业跨界并购重组受限，传媒板块也在 16 年出现向下重要拐点，并购驱动传媒高速增长时代结束。

图 7：2015 年至今走势与政策回顾



资料来源: wind, 人民网, 证监会, 新华网, 财新网, 凤凰网财经, 广电总局, 网易财经, 文化部, 新浪财经, 新浪科技, 中国证券网, 东方财富网, 天风证券研究所

2) 内容层面监管趋严 (2018 年)。传媒涉及意识形态和价值观输出, 并直接面向大众, 因而面对着更为严格的监管环境。我们继续放大 18 年传媒走势与具体时段相关政策, 可以看到传媒板块 18 年阶段波动与监管政策呈高度相关。

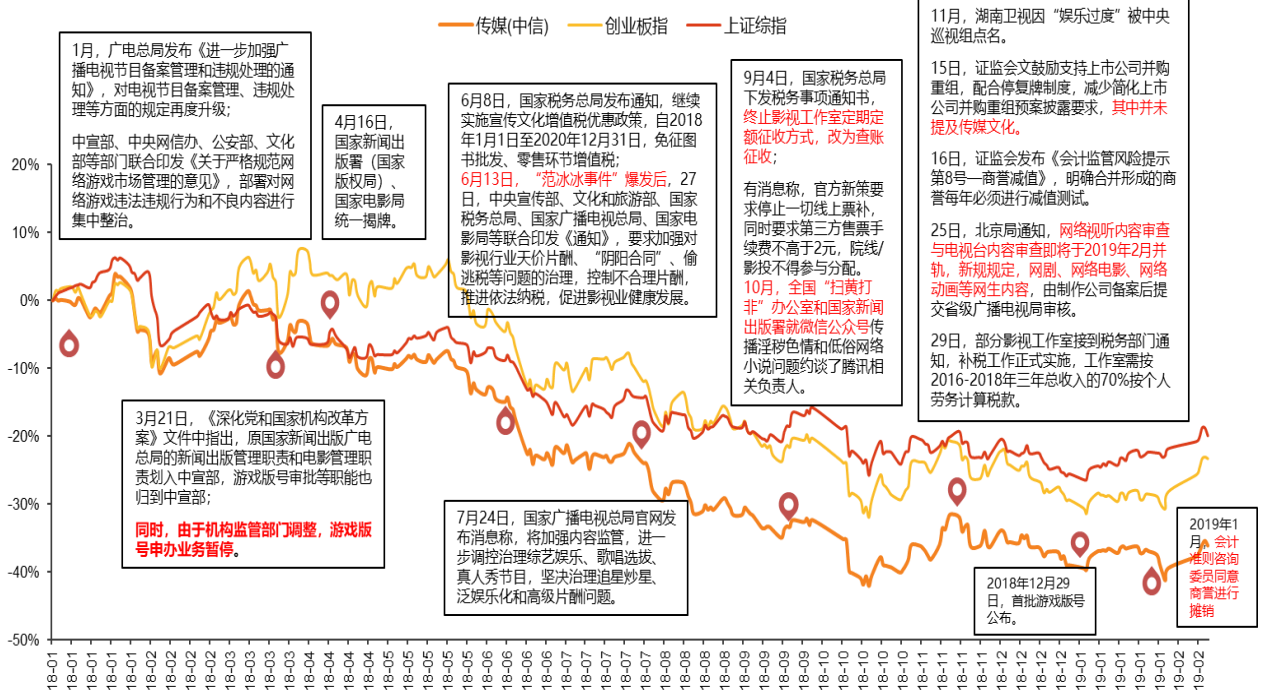
游戏: 18 年 3 月, 国家机构改革, 原广电总局的新闻出版管理职责及电影管理职责、游戏版号审批等职能划入中宣部, 游戏版号申办业务暂停, 其情绪影响在游戏巨头腾讯 8 月披露二季度业绩不达预期后持续发酵。8 月, 教育部提出控制网络游戏总量。多重监管叠加下, 游戏板块业绩及估值下行。

影视: 18 年 6 月, 明星“天价片酬”、“阴阳合同”、偷税漏税等问题集中付出水面, 并在下半年进入持续整顿, 18 年 9 月, 国家税务总局下发通知, 将影视工作室纳税方式由定额征收改为查账征收, 18 年 11 月, 部分影视工作室接收到税务部门通知要求进行补税工作等。关于明星片酬及税务整顿, 长期有利于行业规范发展, 但短期由于影视制作方及艺人方面等待政策落地。

在线阅读: 18 年 10 月, 全国“扫黄打非”办公室和国家新闻出版署就微信公众号传播低俗问题小说进行约谈。

卫视: 18 年 11 月, 湖南卫视因“娱乐过度”被中央巡视组点名, 同时对于综艺监管始终从严, 如涉及未成年人参与的综艺等上线延期。

图 8：2018 年至今走势与传媒政策回顾

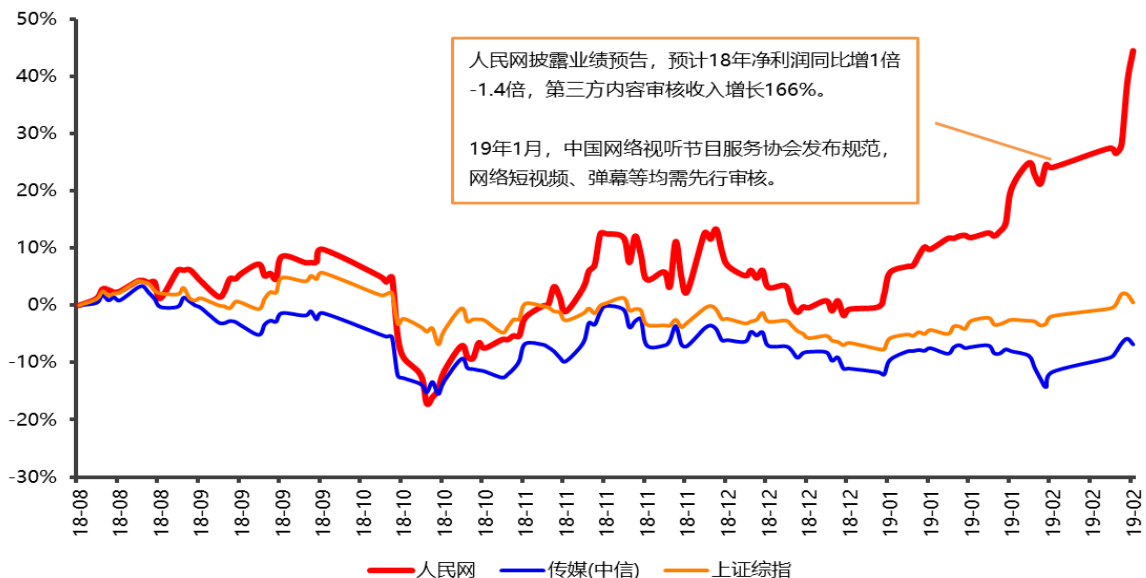


资料来源：wind，枣庄市文化广电新闻出版局，文化部，国家国际发展合作署，腾讯网，新浪娱乐，国家税务总局，凤凰网，新浪财经，新华网，国际金融报，证监会，东方财富网，天风证券研究所

2019 年有建国 70 周年等重要纪念日，我们认为内容层面监管大幅放松可能性不大，但相比 18 年，有望出现边际改善，如游戏版号已经在 18 年 12 月 29 日正式放开，影响游戏的最大因素消除；影视、阅读、综艺等领域 18 年监管政策陆续落地，市场预期前期也已经进行充分调整。

另一个维度看，政策因素影响力扩大趋势下，主流媒体、主流内容、国有资产以及受政策支持细分板块，有望获得价值体现。

图 9：2018 年 8 月-2019 年 2 月人民网股价走势



资料来源：wind，中国网络视听节目服务协会，天风证券研究所

图 10：主流电影内容同样可获得观众认可

中国影史票房前三 (截至2019.2.17)



资料来源：猫眼专业版，天风证券研究所

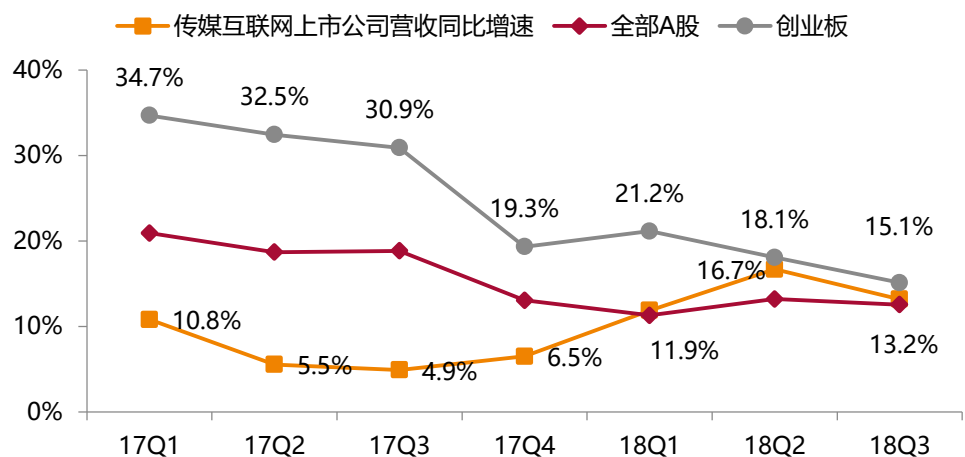
1.3. 商誉大幅释放，成长重装上阵

1.3.1. 18Q2 起单季度净利润加速下滑，部分行业风险提前释放

在业绩层面，由于 18 年年报尚未披露，我们选取截至 18 年前三季度传媒板块财务数据进行分析。从剔除特殊情况和极值影响的数据看，传媒板块在营收层面有所企稳；但在净利润层面，17Q4 板块净利润出现断崖式下跌，主要由于商誉减值及其他资产减值带来；而在 18Q1 阶段性净利润增速回升后，18Q2、Q3 板块净利润又出现加速下滑，体现出监管趋严、宏观去杠杆带来资金紧张、股票下跌质押压力等综合因素体现。

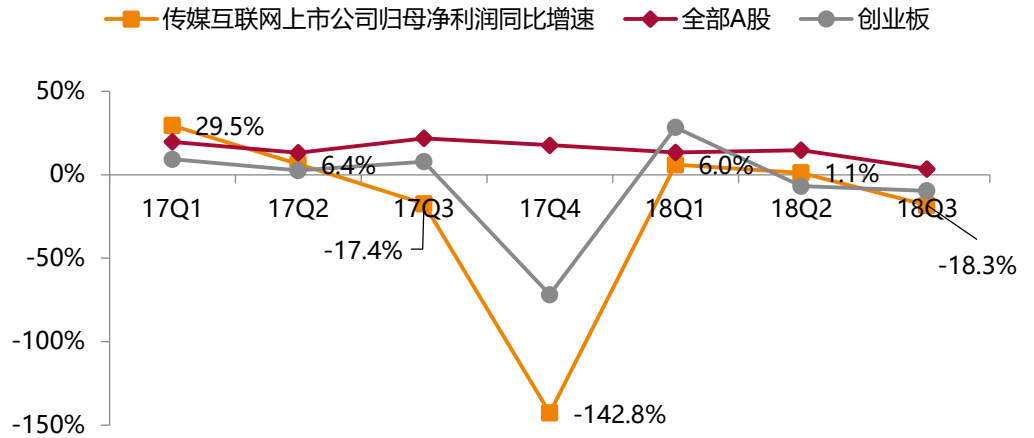
19 年 1 月，创业板公司陆续披露 18 年业绩预告，传媒板块共 71 家公司披露业绩预告，71 家公司合计预计 2018 年归母净利润亏损 79.7 亿元至盈利 4.5 亿元，同比下滑 142.4%-97.6%，其中，从业绩预告归母净利润中线看，盈利 53 家，亏损 18 家。商誉减值是板块性大幅亏损的主要原因。商誉的大幅释放使得板块业绩预计在 18 年触底，19 年将重装上阵。

图 11：17Q1-18Q3 传媒板块单季度营收增速对比（整体法）



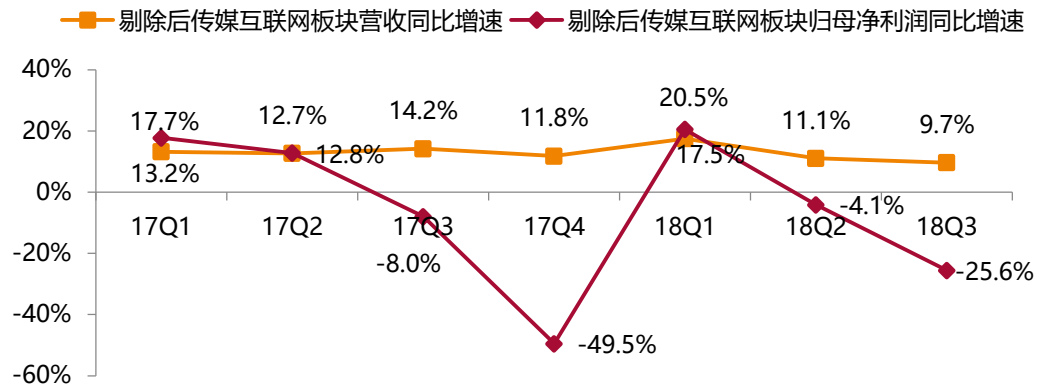
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12: 17Q1-18Q3 传媒板块单季度归母净利润增速对比 (整体法)



资料来源: wind, 天风证券研究所

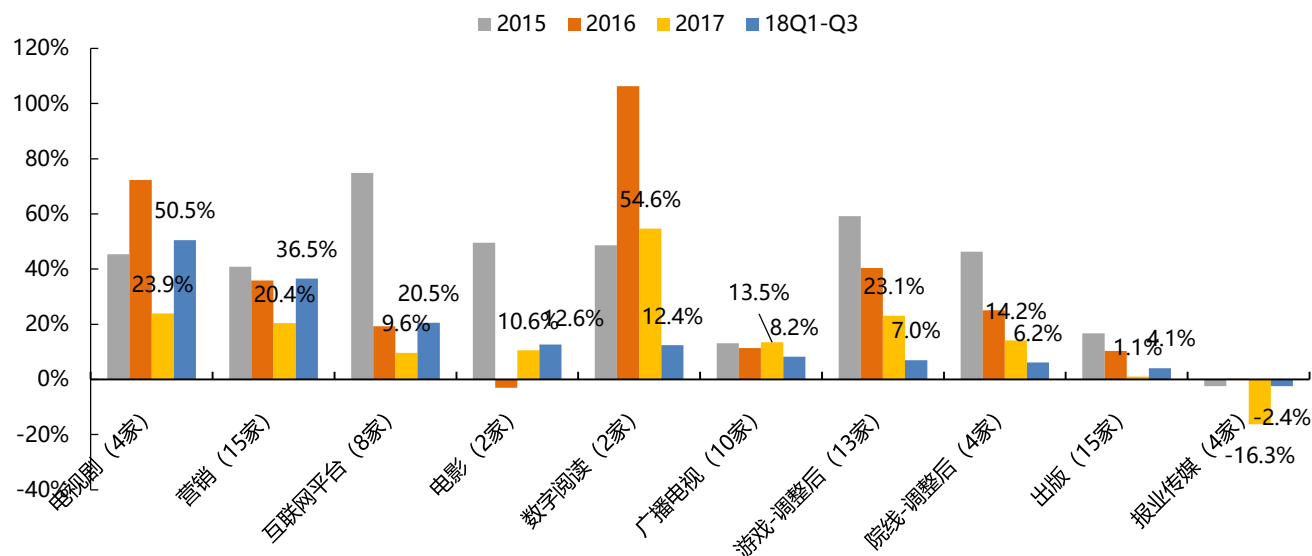
图 13: 17Q1-18Q3 剔除极值个股后, 传媒板块单季度营收及净利润情况 (整体法)



资料来源: wind, 天风证券研究所

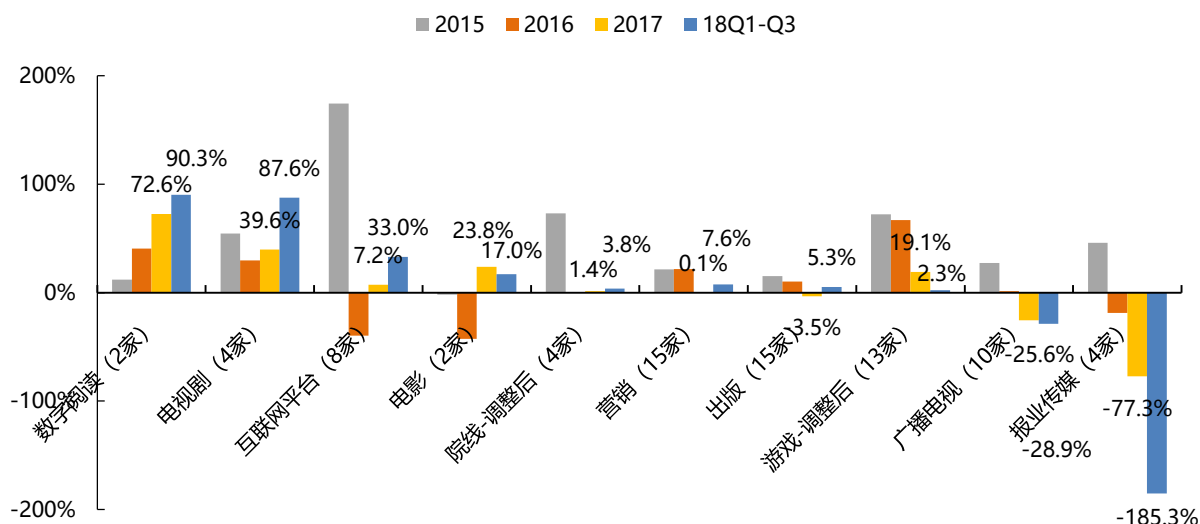
在细分行业上, 由于监管趋严及资金问题, 部分行业在 18 年前三季度业绩上已经开始反馈经营风险, 提前释放风险的行业, 在 18 年触底后有望回暖。18Q1-Q3 游戏公司受新游戏上线周期、老游戏流水下滑以及版号暂停等影响营收和净利润增速回落, 但 19 年随着版号放开后有望获得弹性; 电视剧由于项目确认节奏及低基数, 前三季度营收和净利润增速较高, 业绩风险预计未完全释放; 互联网平台及出版公司在 15 年起营收和净利润增速下滑, 在 18Q1-Q3 已经有所回升。

图 14：传媒分行业 2015-2017 年、2018 年前三季度营收增速（整体法）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：传媒分行业 2015-2017 年、2018 年前三季度扣非后净利润增速（整体法）



资料来源：wind，天风证券研究所

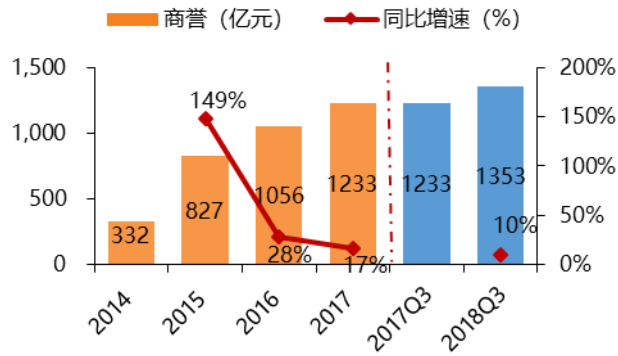
1.3.2. 板块商誉集中计提，19 年风险大幅下降

传媒板块 2017 年整体商誉为 1233 亿元，同比增长 17%，2018Q3 整体商誉 1353 亿元，同比增长 10%。

17 年传媒板块商誉减值损失总额 32 亿元，同比增长 328%。18 年根据已披露业绩预告公司粗略整理，18 年传媒板块商誉减值损失目前预计为 270 亿元，由于部分公司披露未拆分商誉及其他资产减值损失，后续数额以年报披露为主。

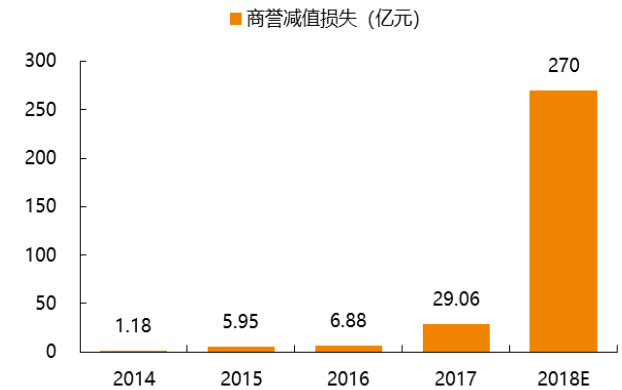
由于一般标的对赌期限为 3 年起，板块商誉增速在 15 年达到最高峰，可以推断 18 年也将经历商誉减值高峰，计提提升在预期范围内，但由于 18 年宏观环境及监管，叠加商誉减值测试 8 号文影响，板块内公司在 18 年出现大规模计提，不少公司甚至出现一次性全部计提，商誉整体风险在 18 年集中释放，将大幅降低 19 年板块商誉风险。

图 16：传媒板块 2014-2018Q3 商誉总额变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：传媒板块 2014A-2018E 商誉减值损失总额（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所；注：2018 年商誉为根据部分公司业绩预告估算值。

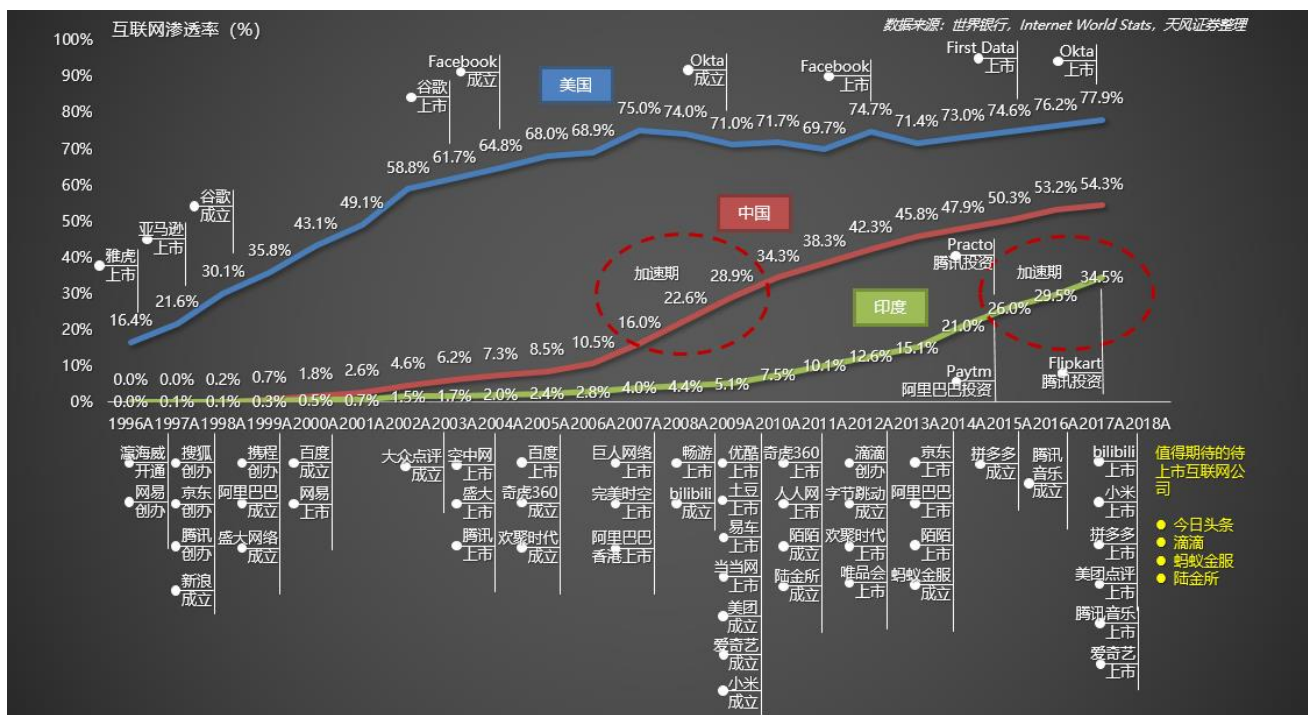
2. 互联网行业：从消费互联网到产业互联网的转折

2.1. 消费互联网：流量逐渐枯竭，变现瓶颈隐现，渠道下沉空间仍存，但竞争愈发激烈

2.1.1. 流量红利枯竭：互联网用户渗透率接近 6 成，城镇渗透率已接近发达国家水平，提升空间逐步饱和

过去十余年，中国互联网行业经历快速发展。中国互联网从 1996 年起步，经历近 10 年的发展后在 2006 年互联网渗透率首次突破 10%。此后迎来了中国互联网的黄金发展期，互联网渗透率快速提升，到 2015 年中国互联网渗透率已突破 50%，2007-2017 年互联网用户规模的 CAGR 达到 14%。

图 18：中国 vs. 美国 vs. 印度 互联网渗透率发展趋势（1996A-2017A）

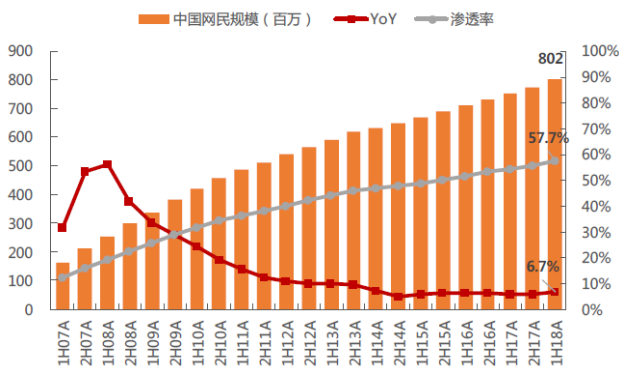


资料来源：世界银行，Internet World Stats，天风证券研究所

受益于人口规模优势，中国已迅速成为全球最大的互联网市场。2018 年上半年中国互联网用户规模为 8.02 亿，互联网渗透率为 56.7%(全球为 55.1%)，占全球总用户规模的 19.1%，与全球第二大市场印度保持较大优势。按照发展阶段来看，中国互联网用户规模的复合增速放缓趋势明显。在互联网渗透率超过 10% 的第一个红利期(2006-2009 年)用户增长 CAGR 1H06-1H09 超过 40%，随后每三年用户增速放缓明显，1H09-1H12 16.8% vs. CAGR 1H12-1H15 7.5% vs. CAGR 1H15-1H18 为 6.3%。

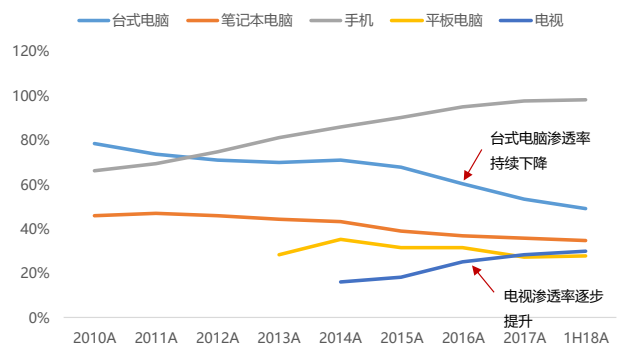
从用户使用终端来看，1H18A 移动端渗透率放缓明显，PC 互联网渗透率持续下降。2018 年上半年，互联网用户对台式电脑的使用率为 48.9% (相比 2007 年下降 45.1 个百分点)，对笔记本电脑的使用率为 34.5% (相比 2011 年峰值下降 12.3 个百分点)。智能电视的快速发展推动电视成为新的上网媒介，1H18 渗透率已经达到 29.7%，相较 2017 年底提升 1.5 个百分点。

图 19: 中国互联网用户规模及互联网普及率 (1H07A-1H18A)



资料来源: CNNIC, 天风证券研究所

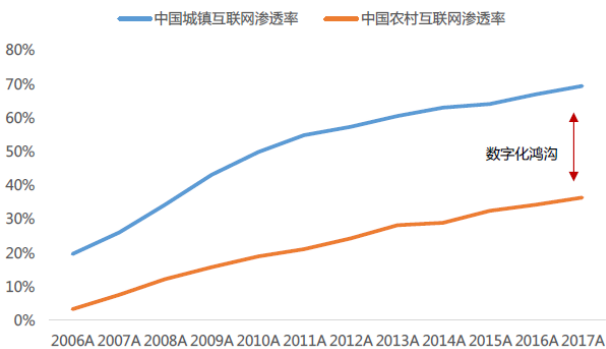
图 20: 国内不同上网终端渗透率 (2007A-2017A; 1H18A)



资料来源: CNNIC, 天风证券研究所

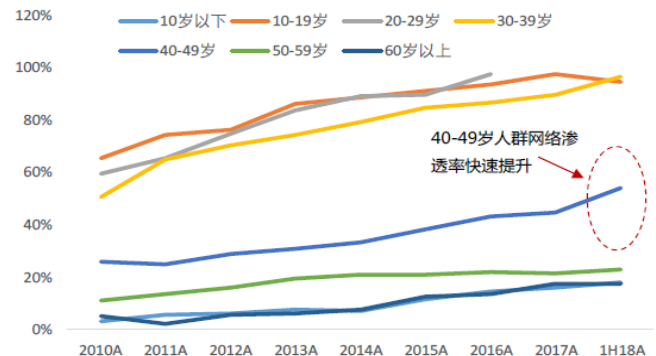
中国互联网用户红利逐步消失，城镇互联网用户渗透率已经接近美国水平，主力用户渗透率趋于 100%。从城乡互联网用户发展的角度来看，根据 CNNIC 和国家统计局的数据，2017 年中国城镇互联网渗透率同比提升 2.4 个百分点至 69.3%，已经接近美国水平；农村互联网渗透率同比提升 2.1 个百分点至 36.1%，城镇与农村互联网渗透率差距达到 33.1%；从用户年龄结构来看，截至 2018 年上半年，作为互联网主力用户 10-39 岁用户群体已经充分渗透，渗透率逼近 100%；40-49 岁用户群体渗透率环比提升 9.1 个百分点至 53.8%，这意味着互联网行业未来继续高速增长的用户空间逐步减少。

图 21: 中国城镇与农村互联网渗透率 (2006A-2017A)



资料来源: CNNIC, 国家统计局, 天风证券研究所

图 22: 人口分布与移动网民分布对比 (2010A-1H18A)

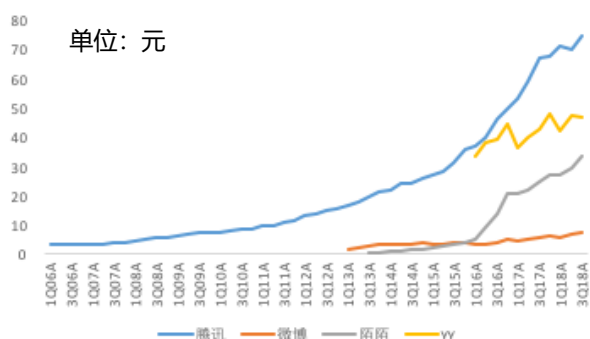


资料来源: CNNIC, U.S. Census Bureau, Bloomberg, 天风证券研究所

2.1.2. 变现效率放缓：主要公司单用户收入增速放缓，单时长变现遇瓶颈

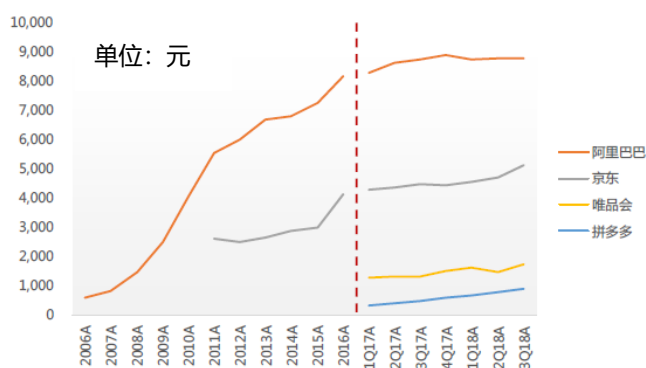
2018 年互联网基于“获客-留存-变现”的商业模式运转乏力，增长逐渐放缓的 ARPU 愈发难以应对日渐增长的获客成本。互联网行业的商业模式的本质就是对于流量的变现（游戏、广告、电商、金融等），而变现的效率通过单用户收入的指标来衡量。根据各公司公告，2018 年老牌互联网平台（成立于 07 年之前，15 年前上市）的 ARPU 增速放缓明显，行业整体受制于新变现方式方面的创新乏力。具体来看，3Q18 国内主要娱乐互联网平台人均 ARPU 增速逐渐放缓，腾讯 ARPU 同比增速 11.9%（vs. 去年同期 44.4%），微博 ARPU 同比增速 24.3%（vs. 去年同期 47.8%），陌陌 ARPU 同比增速 24.3%（vs. 去年同期 80.9%），YY 的 ARPU 同比增速 9.9%（vs. 去年同期 8.2%）；主要电商平台人均 GMV 逐渐平稳，阿里巴巴经历了从 2007-2011 的 PC 端红利期、2012-2016 的移动互联网红利期后，2017 年开始逐渐平稳，3Q18 估算人均 GMV 为 8,800 元，同比持平；京东人均 GMV 为 5,100 元，同比增长 14.4%。

图 23：主要娱乐互联网平台 ARPU（1Q06A-3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

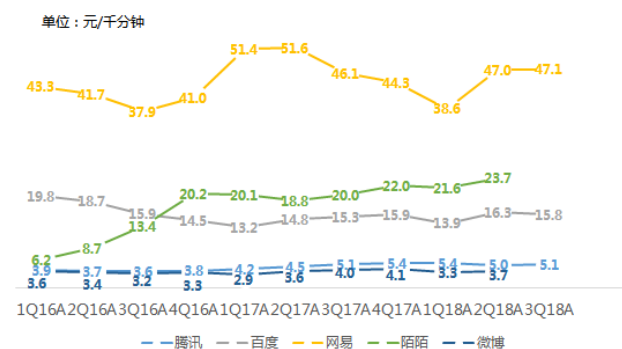
图 24：主要电商公司人均 GMV(2006A-2016A, 1Q17A-3Q18A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

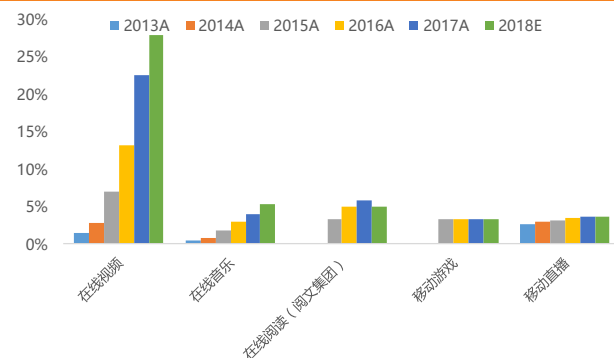
如果在人均变现中考虑时长方面的增长，考虑更细颗粒度的单时长变现能力，我们不难发现 2018 年单时长变现能力面临增长的瓶颈。具体来看，3Q18 腾讯为 5.1 元/千分钟，同比持平；百度为 15.8 元/千分钟，同比增长 3.4%；网易为 47.1 元/千分钟，同比提升 2.0%；陌陌为 23.7 元/千分钟，同比增长 26.2%（收购探探影响加持）；微博为 3.7 元/千分钟，同比增长 3.3%。考虑到逐渐稳定的付费率、增长放缓的教文娱消费支出占比（2018 年占比首次下降）与竞争格局，预计传统消费互联网平台的用户变现放缓趋势持续。

图 25：主要 C 端互联网公司时长变现效率(1Q16A-3Q18A)



资料来源：公司公告，QuestMobile，天风证券研究所

图 26：互联网平台不同变现方式的付费率（2013A-2018E）



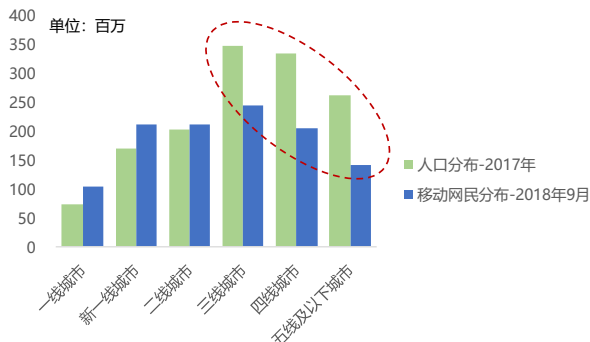
资料来源：公司公告，腾讯音乐招股书，Talking Data，天风证券研究所

2.1.3. 未来增长驱动：下沉用户空间逐步兑现，触网消费升级空间仍存

渠道下沉孕育机会，用户规模与消费空间亟待挖掘。就用户规模而言，根据国家统计局和

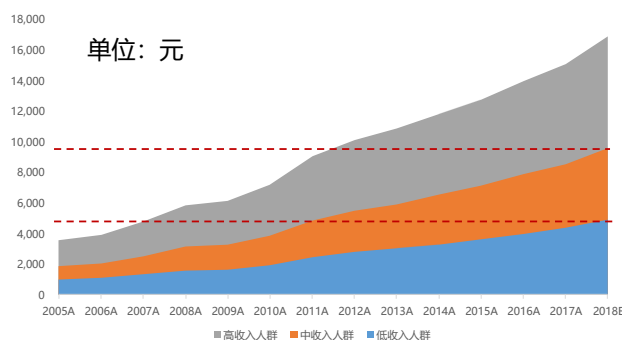
极光大数据，三线及以下城市人口达 9.5 亿，但移动设备数量仅为 5.9 亿台，按照人机比 1:1 计算，仍有 3.6 亿用户增长空间，超过一线及新一线城市移动设备数量（3.2 亿）；就消费空间而言，根据欧睿国际，目前中国 30% 的低收入人群人均可被线上化的消费者支出为 5,000 元左右，与高收入人群的 2007 年与中收入人群的 2011 年接近，结合阿里巴巴 2007-2011 年、2012-2016 年两次高速增长期来看，低线城市低收入人群接近触网消费临界点，消费升级空间仍存。

图 27：中国人口与全体移动网民分布比较



资料来源：国家统计局，极光大数据，天风证券研究所

图 28：按收入水平划分人均可线上化消费者支出 (2005A-2018E)

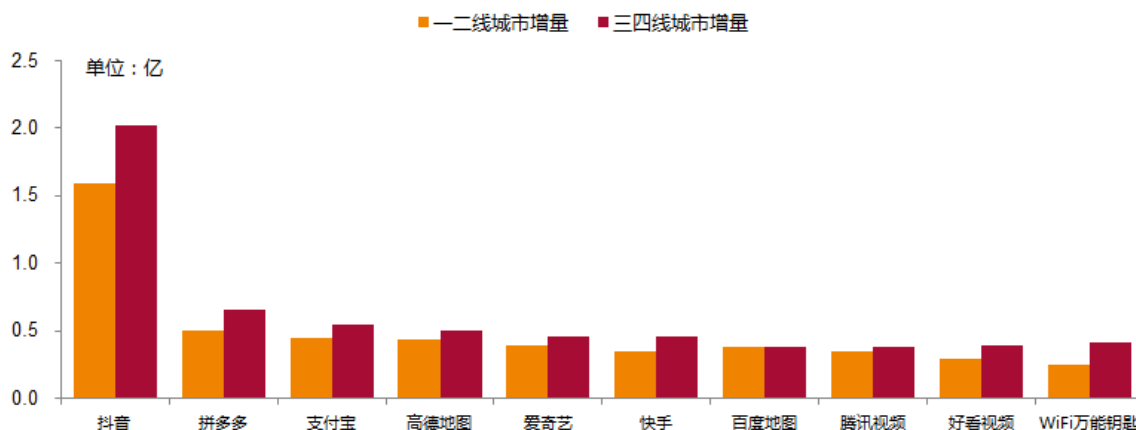


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：高、中、低收入人群为按照 Top30%、30-70%、Bottom 30% 收入人群，可电商化消费者支出包含食品饮料、服饰、家装设备等

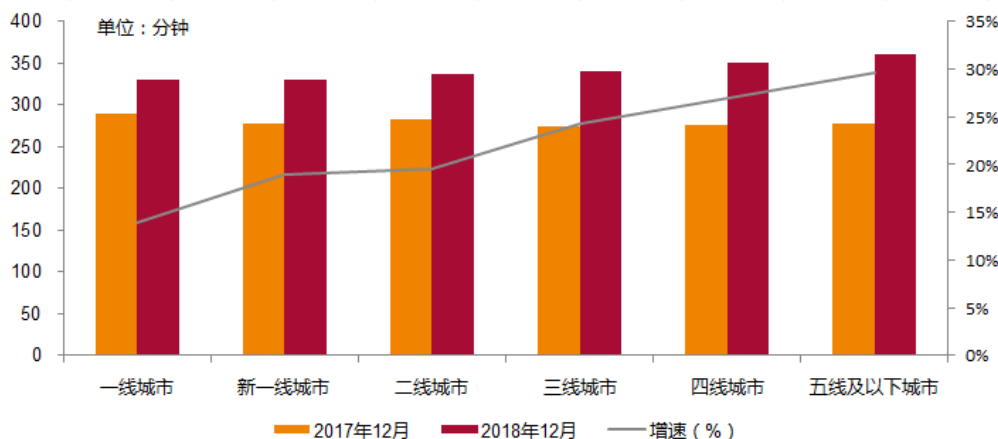
低线用户空间逐步兑现，低线城市用户逐渐成为增长主力军，活跃用户与单用户时长皆有贡献。2018 年移动互联网用户下沉趋势明显，三四线及以下城市用户占比达 54.7%；从 APP 增量的地域分布来看，增量最大的十款 APP 里，有九款 APP 的三四线及以下城市用户增量大于一二线城市；从人均使用时长的地域分布来看，三、四线及以下城市用户的单日使用时长及增长率均高于一、二线城市用户，四、五线及以下城市的日均使用时长已逼近 6 小时。

图 29：MAU 同比增量最大的十款 APP (2018A)



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 30：中国移动互联网用户分城市等级人均单日使用时长变化（2018A）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

2.1.4. 新生代崛起：低线城市用户催生新需求，各领域新竞争者频现，新生代快速增长正当时

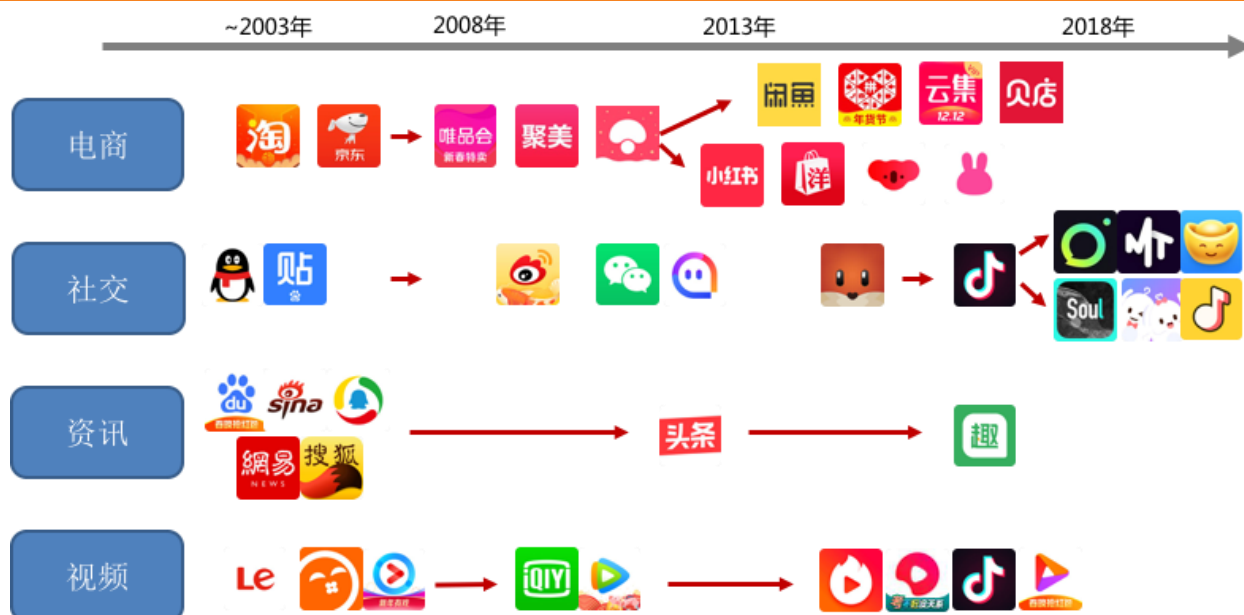
基于新的用户与新的需求，在互联网的各大领域出现新的竞争者，不断挑战原有竞争格局。

电商领域，目前以 2008 年之前成立的淘宝和京东为主，2018 年两者合计市场份额达 75.2%，相较 2013 年提升近 20 个百分点，头部平台的集中度提升明显。2008 年左右成立的唯品会持续扩大市场份额，2016 年前后成立的拼多多和网易系电商主打低价/性价比，借助用户新需求跻身前十平台。低线城市触网消费升级趋势与该部分人群对价格的敏感性有望对低/特价电商平台持续带来增量。

社交领域，腾讯系微信和 QQ 分列移动社交领域时长前两名，但在四年的发展过程中，2011 年左右上线的微信取代 QQ 成为时长份额第一的社交产品。此外，在基于用户更细分社交需求下产生的新产品（如：抖音）冲击下，社交龙头 APP 的时长份额有所下滑。

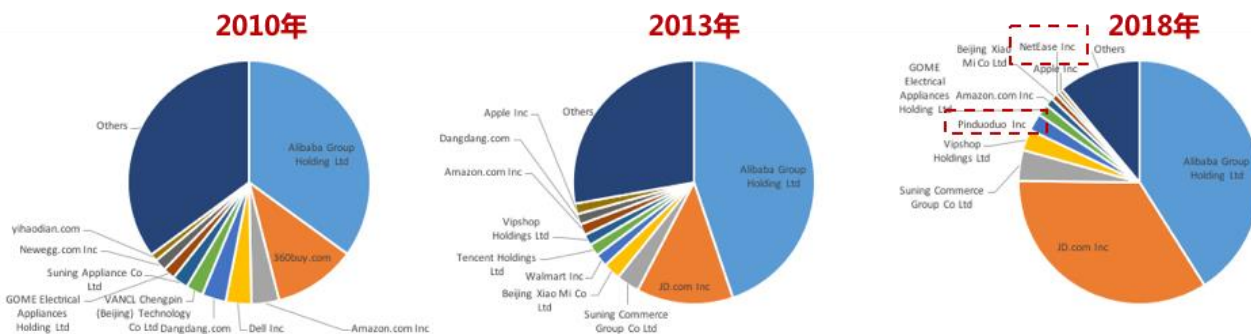
资讯领域，2018 年以今日头条、QQ 浏览器和手机百度为用户时长前三名，三者合计时长份额略超 50%，2016 年左右成立的趣头条凭借针对低线城市用户的获客手段，目前已经位列整体泛移动资讯领域时长前 10 名，未来有望继续受益于低线城市用户崛起的潮流。

图 31：中国主要互联网领域主流产品上线年份



资料来源：公司官网，App Annie，天风证券研究所

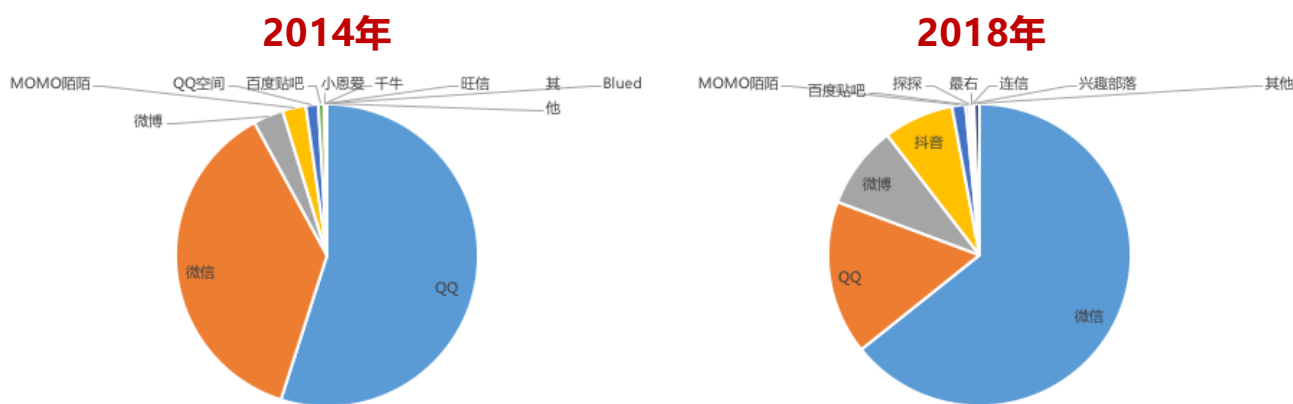
图 32：中国电商市场份额（2010A vs. 2013A vs. 2018A）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：仅考虑实际成交，未考虑 C2C 部分

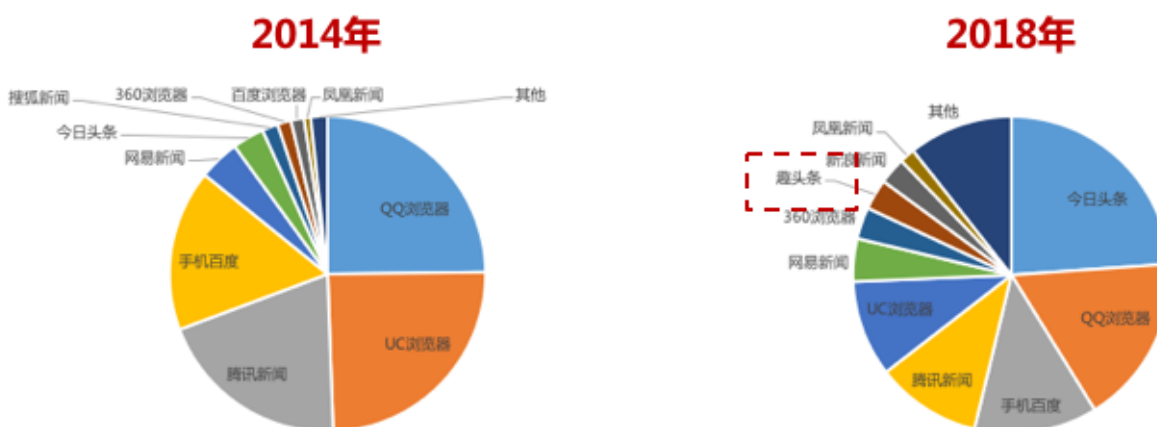
图 33：中国移动社交领域用户时长份额（2014A vs. 2018A）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

注：2014 年是 2014 年 12 月数据，2018 年为 2018 年 9 月数据

图 34：中国移动社交领域用户时长份额（2014A vs. 2018A）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

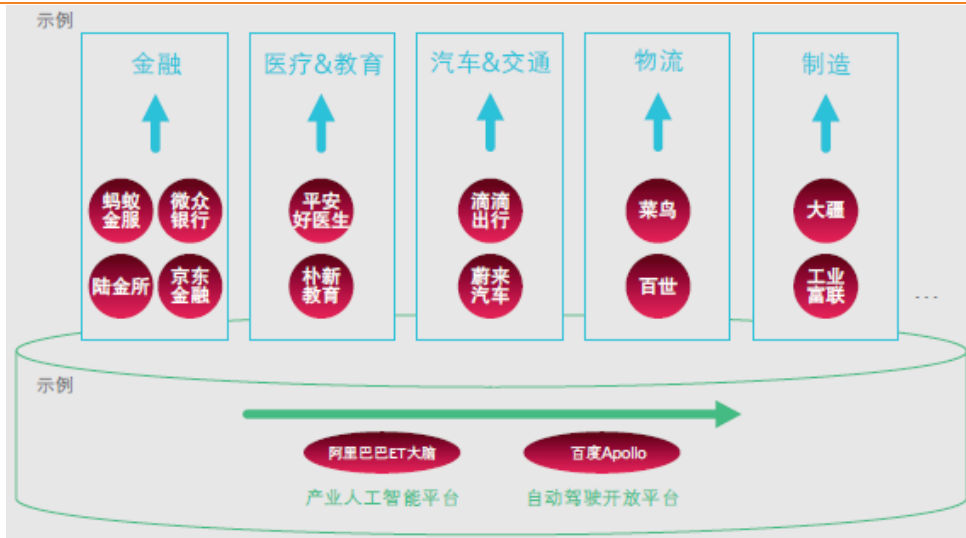
注：2014 年是 2014 年 12 月数据，2018 年为 2018 年 9 月数据

2.2. 产业互联网：前端刺激后端上云，数字化经济孕育新机会

2.2.1. 云服务：互联网平台促进产业互联，云服务增长空间较大

云服务成为迈入产业互联网的利器，互联网平台逐渐渗透传统行业。中国传统产业行业集中度普遍较低（根据 BCG，以品牌服装、汽车制造等 6 个行业来看，中国 CR4 集中度低于美国 5-43pcpts），中小企业的生平均生命周期较短（根据 BCG，中国 2.9 年 vs. 美国 7 年 vs. 日本 12 年），激烈的竞争环境叠加持续增长的人工成本（根据 BCG，中国制造业人均公司已达 9,900 美元/年，CAGR07-17 为 13.2%），企业对于平台化云服务的需求逐步增加，成为互联网平台与传统行业的接入口，云平台已经遍布金融、医疗、汽车等多个领域。

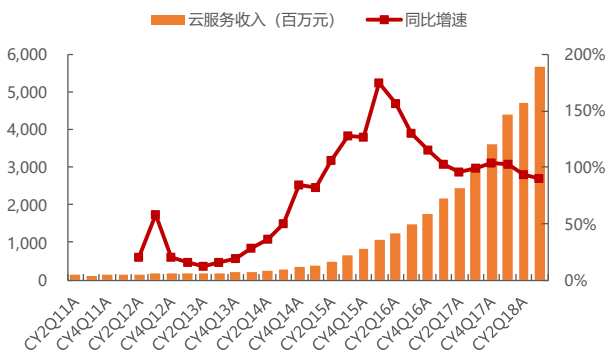
图 35：互联网企业赋能传统企业示例



资料来源：BCG，阿里研究院，百度发展研究中心，天风证券研究所

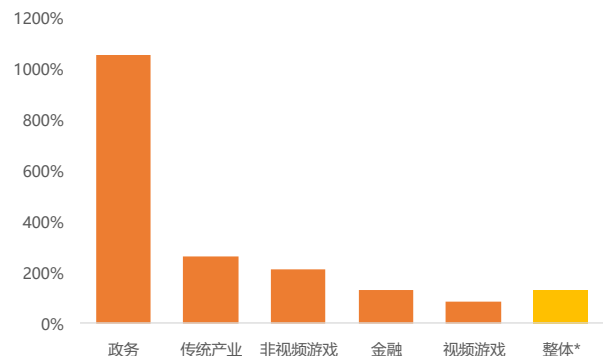
互联网巨头凭借上半场优势快速“跑马圈地”，对标美国传统产业来看，互联网巨头对传统行业的赋能空间较大。A 和 T 在云服务领域快速扩张，根据各公司公告，CY3Q18 阿里巴巴云服务收入同比增长 90.5%至 56.7 亿元，腾讯云 18 年前三季度云服务收入超过 60 亿元，同比增长超过 100%。2017 年腾讯云在政务、传统产业、等领域增长超过 200%。对标美国来看，2017 年中国传统制造业上云量仅为 30%，相较美国 70-90%上云率仍有较大提升空间。

图 36：阿里巴巴云服务收入及同比增速（CY2Q11A-CY3Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：2017 年不同领域腾讯云用云量同比增速



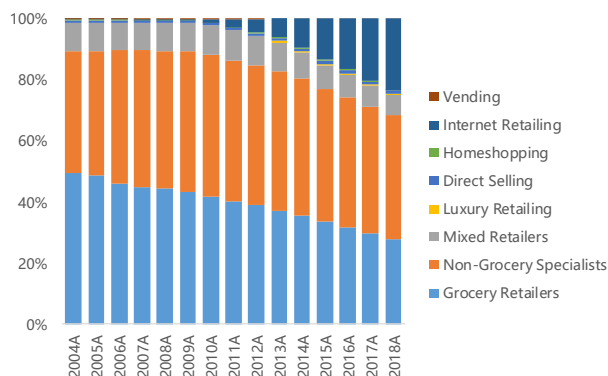
资料来源：腾讯云，天风证券研究所

注：整体通过使用下半年同比增速*2 的方式进行年化得到

2.2.2. 智慧零售：深耕产业线上线下融合，打破边界激活新机会

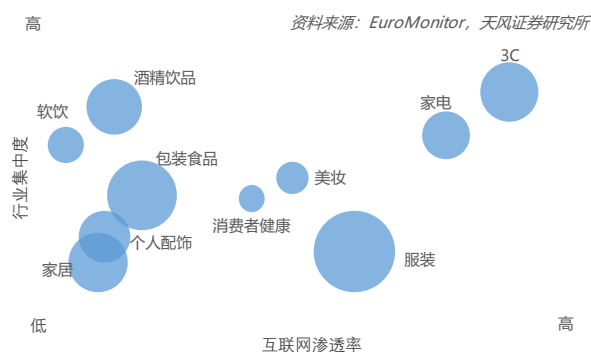
中国线上零售渗透率逐步提升，根据欧睿国际，2018 年互联网零售渠道市场份额达 23.7%，同比提升 3.1 个百分点，相较 2004 年提升 23.6 个百分点。互联网零售的崛起对于超市、百货商店的挤压明显，但专卖店仍维持最高的市场份额，线上零售天然的低体验感与信任感逐渐影响用户渗透（高标准化的家电和 3C 品类电商渗透率最高），影响 GMV 增速。与此同时，线上获客成本逐步提升（阿里从 2Q15 的 132 元提升至 2Q18 的 372 元，京东从 2Q15 的 103 元提升至 2Q18 的 434 元），线上相对于线下优势缩短（根据我们的测算，一线城市线下百货商场成本为 200 元左右）促使深耕智慧零售，线上与线下逐渐融合。

图 38：中国零售行业渠道占比（2004A-2018A）



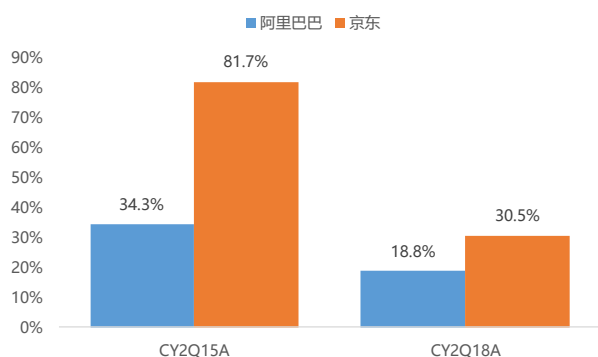
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 39：2018 年不同品类商品电商渗透率与行业集中度比例



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

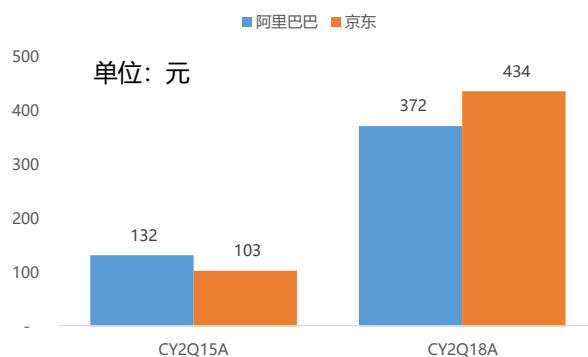
图 40：阿里巴巴和京东单季度 GMV 增速（2Q15A vs. 2Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：阿里巴巴 2Q18 的 GMV 增速为我们的估计值

图 41：阿里巴巴和京东单季度获客成本（2Q15A vs. 2Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

智慧零售打通线上及线下，在客群、场景及渠道方面进行优势互补、相互促进，并基于大量消费者数据最终实现从生产设计到场景售卖再到厂家经营管理、资金流转全过程的数字化与智能化，提升用户体验、服务质量及决策效率。根据科尔尼及腾讯研究院，目前大多数传统企业还停留在雏形期；互联网平台主导的永辉超级物种、盒马鲜生处于成长期，借助移动支付、小程序等工具提升社交流量的商业价值。未来随着全渠道的数字化和其他技术的发展，智慧零售有望重构人、货、场三要素，互联网平台赋能能力加强，同时能够反哺平台商业价值。

图 42：智慧零售三阶段发展模式

	雏形期	成长期	成熟期
阶段说明	<ul style="list-style-type: none"> 以传统企业的数字化转型为主 利用ERP等信息系统收集、整合、展示企业内部数据 	<ul style="list-style-type: none"> 整合应用大数据和数字化工具 分析数据背后的含义，指导商业决策、提升运营效率 	<ul style="list-style-type: none"> 全渠道、数字化、场景化改造，重构人、货、场三要素 消费者为中心的线上线下融合
应用科技	<ul style="list-style-type: none"> Excel报表 传统ERP系统 办公自动化(OA)系统 	<ul style="list-style-type: none"> 商业智能(BI)系统 大数据分析软件 云计算平台 	<ul style="list-style-type: none"> 人工智能 增强/虚拟现实(AR/VR) 物联网
数据来源	<ul style="list-style-type: none"> 企业内部数据，如渠道销售额、用户信息、原料采购、生产成本、管理费用等 	<ul style="list-style-type: none"> 整合价值链各环节数据，如上游供应商、企业内部数据、下游经销商和零售网点数据等 	<ul style="list-style-type: none"> 广泛的数据触点，包括直接相关方和非直接相关方的多维度数据
连接界面	<ul style="list-style-type: none"> 零售商、品牌商自行建立会员体系 	<ul style="list-style-type: none"> 移动支付、微信公众号、服务号、小程序、会员卡等高频交互场景 	<ul style="list-style-type: none"> 更丰富的社交场景、物联网
特征	<ul style="list-style-type: none"> 以管理者为中心 	<ul style="list-style-type: none"> 人机协同 	<ul style="list-style-type: none"> 数据驱动算法自主决策
典型企业	<ul style="list-style-type: none"> 国内大部分传统零售企业 	<ul style="list-style-type: none"> 山姆会员店、海澜之家等国内领先的零售及消费品企业 永辉超级物种、京东等 	

资料来源：科尔尼，腾讯研究院，天风证券研究所

互联网巨头布局智慧新零售，瞄准低渗透率的食物、家居领域，本地配送网络叠加供应链改造孕育新机会。阿里至今已投资 9 家实体零售商，近一年主要覆盖商超与家居领域，京东腾讯先后投资永辉、家乐福、步步高线下商超，巨头共同瞄准食物、家居领域。以食物领域为例，我们认为食品饮料目前主要低互联网渗透率的原因在于低 ASP、高消费频率与高即时性配送需求。通过 30 分钟本地配送网络及后端供应链能够解决高消费频率和高即时性要求，有助于该细分品类的线上零售化。根据我们的测算，即使以 2018 年平均互联网零售渗透率来计算，仅食品饮料品类电商渗透率的提升即可带来超过 5,000 亿零售额，带来新的发展机会。

图 43：阿里巴巴和京东腾讯对实体零售商的投资

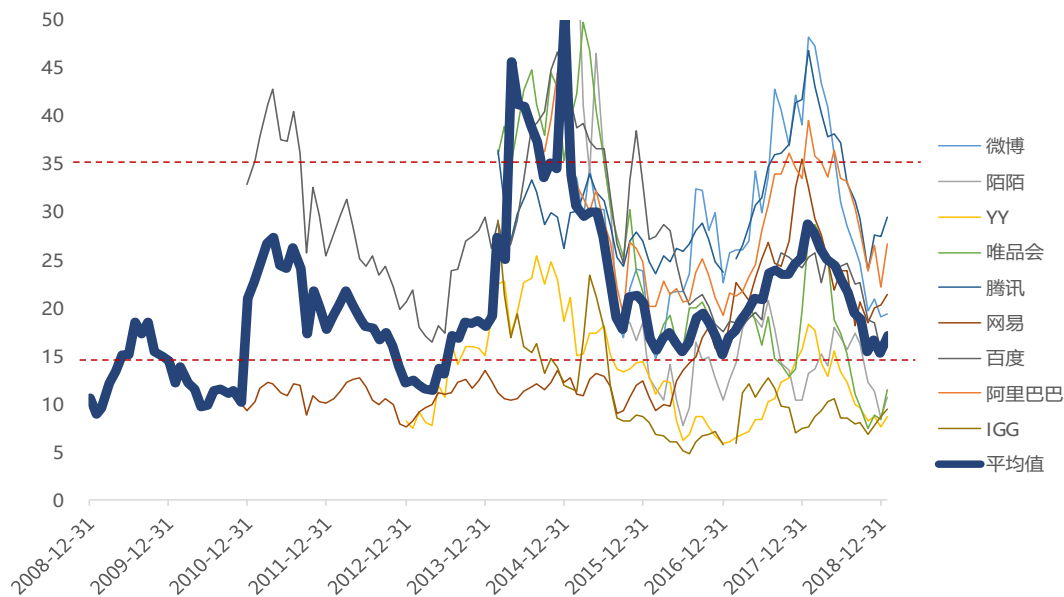


资料来源：BCG，阿里研究院，百度发展研究院，天风证券研究所

2.3. 未来趋势：19年有望柳暗花明，消费端看渠道下沉，产业端待数字化飞升

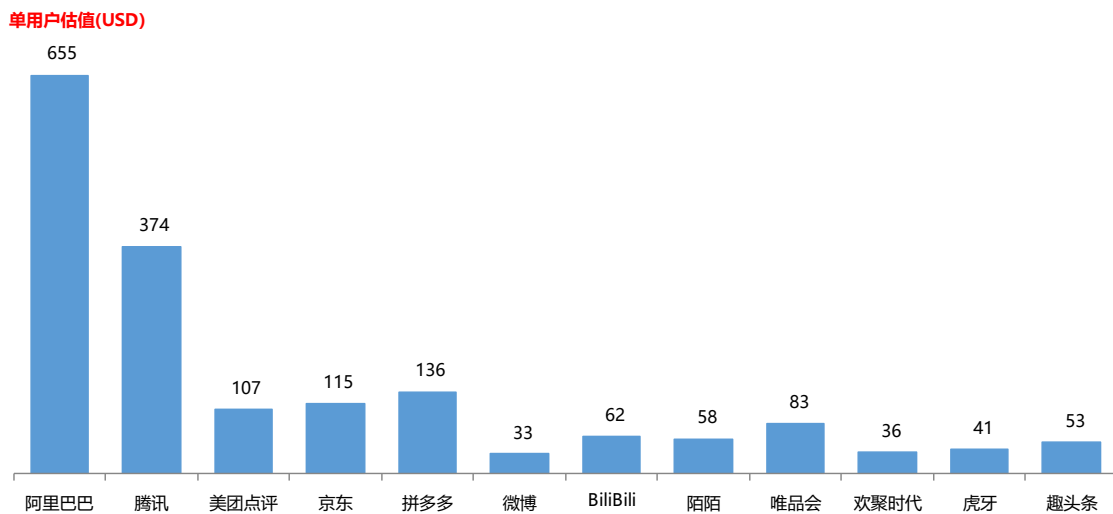
2018年中概股整体经历下行周期。根据wind，纳斯达克中国科技股指数从2018年1月2,429.67点降至2019年1月的1,782点，降幅达26.7%。如果具体到公司，2018年BAT三家分别下降32.3%、22.5%和20.5%，社交领域的微博、YY分别下降43.5%和47.1%，降幅较为明显。目前中概股整体估值处于较低水平，Forward PE接近底部区域。由点推面，我们通过主要中概股的Forward PE作为行业整体估值水平，2018年1月行业整体的Forward PE接近15x，相较2018年初的29x下降35.3%。回顾三次中概股熊市，Forward PE从27-29x降至15-18x左右，底部区域与目前估值水平较为接近。从单用户估值来看，目前中国主要社交平台单用户价值在USD30-50/每用户，相较年初USD45-70/每用户下滑较为明显。

图 44：部分中国科技股 Forward PE (2008 年 12 月-2019 年 1 月)



资料来源：Bloomberg (2019年2月15日)，天风证券研究所

图 45：主要社交平台单用户估值-3Q18



资料来源：公司公告，Bloomberg (2019年2月15日)，天风证券研究所

从历史三轮熊市经验，本轮熊市有望在 19 年企稳回升。我们回顾中概股从 08 年到 19 年的行业指数走势来看，中概股先后经历了三轮熊市，分别持续 15 个月、13 个月和 12 个月，降幅分别为 36%、29%和 30%，从熊市折价角度来看目前已经接近前两次平均水平。从未来增长的预期来看，2018 年处于移动端红利逐渐消失、产业端红利还未释放的窗口期，与 2011 年较为接近，我们认为随着物联网、5G、AR/VR 等技术的发展及普及，产业互联网的红利有望在 19/20 年以后逐步释放，但因为 toC 部分业务放缓会形成一定的内部对冲。

图 46：纳斯达克中国科技股指数（2018 年 12 月-2019 年 1 月）



资料来源: wind, Bloomberg (2019 年 2 月 15 日), 天风证券研究所

展望 2019 年，在整体有望柳暗花明的背景下，我们认为在消费互联网领域来自低线城市用户的触网消费升级趋势有望带来新的投资机会，拼多多、唯品会等主打低价、特卖领域的公司有望从中受益，此外，竞争格局较为清晰的哔哩哔哩今年有望延续增长趋势；在产业互联网领域，尽管目前仍处于布局阶段，但目前已经初具雏形，借助在互联网上半场积累的用户与数据优势，AT 两巨头有望在下半场继续领跑。

图 47：中国主要互联网公司估值对比表

Company	FX	Last Close	Market Cap USD mm	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE		
				FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19
阿里巴巴	USD	166.2	430,691	47.6	33.7	31.7	18.7	11.6	7.5	18.7	11.7	7.8	2.3	1.7	1.6	19%	20%	17%
腾讯	HKD	340.8	413,407	42.9	35.0	29.5	11.6	8.9	6.8	11.7	8.9	6.9	2.7	2.2	1.9	31%	27%	24%
百度	USD	170.1	59,276	19.4	17.3	17.1	4.1	3.3	2.7	4.7	4.0	3.4	1.1	1.0	1.0	17%	19%	13%
美团点评	HKD	56.2	39,327	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.5	2.4	n.a.	4.1	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-226%	-5%
京东	USD	24.0	34,665	48.2	98.2	47.6	0.6	0.5	0.4	0.7	0.5	0.4	0.7	1.5	0.7	2%	0%	1%
小米	HKD	10.7	32,514	n.a.	25.7	18.7	n.a.	1.1	0.8	n.a.	1.2	1.0	n.a.	0.7	0.5	n.a.	-10%	12%
拼多多	USD	27.5	31,988	n.a.	n.a.	776.8	123.6	16.3	7.2	124.1	17.3	7.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8%
网易	USD	227.6	29,893	15.6	23.8	19.9	3.4	2.4	1.8	3.8	3.0	2.4	n.a.	n.a.	n.a.	28%	14%	15%
好未来	USD	32.6	18,482	124.8	84.4	51.5	17.8	10.4	6.7	18.2	10.9	7.3	3.1	2.1	1.3	25%	24%	21%
携程	USD	33.3	18,167	35.8	30.3	29.7	5.3	4.9	3.9	4.6	4.0	3.4	1.0	0.9	0.9	4%	3%	4%
爱奇艺	USD	21.8	15,776	n.a.	n.a.	n.a.	6.6	4.1	3.4	6.6	4.3	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	24%	-44%	-48%
微博	USD	64.3	14,344	37.3	24.2	21.0	12.0	7.6	5.9	12.6	8.3	6.9	1.2	0.8	0.7	37%	37%	30%
新东方	USD	77.5	12,303	41.9	35.4	30.7	6.4	4.7	3.0	6.9	5.1	4.0	1.3	1.1	1.0	18%	17%	15%
58同城	USD	67.9	10,062	46.5	25.4	21.4	6.9	5.0	3.9	7.0	5.2	4.3	1.2	0.7	0.6	8%	10%	12%
汽车之家	USD	79.0	9,277	33.0	22.1	18.9	9.3	8.1	6.3	10.2	8.8	7.2	1.4	1.0	0.8	26%	31%	28%
陌陌	USD	30.0	6,206	17.9	12.9	10.9	4.1	2.6	1.8	4.7	3.1	2.6	0.6	0.4	0.4	39%	35%	32%
Bilibili	USD	17.7	5,385	n.a.	n.a.	n.a.	14.5	8.2	5.3	14.8	9.0	5.8	n.a.	n.a.	n.a.	-19%	-25%	-19%
阅文集团	HKD	38.4	5,003	65.9	37.9	23.4	6.7	6.0	3.4	8.4	7.1	4.2	1.3	0.7	0.4	5%	6%	8%
唯品会	USD	7.0	4,641	10.4	11.9	10.6	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	26%	13%	12%
欢聚时代	USD	68.8	4,365	11.3	9.5	8.6	2.0	1.3	0.9	2.6	1.9	1.6	0.5	0.4	0.4	36%	19%	20%
虎牙	USD	19.4	3,962	n.a.	74.4	42.6	12.3	4.9	3.1	12.3	5.8	3.8	n.a.	n.a.	n.a.	-5%	-32%	12%
趣头条	USD	12.9	3,669	n.a.	n.a.	n.a.	48.0	7.3	2.7	48.0	8.4	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	-131%	-107%	-43%
IGG	HKD	11.7	1,912	12.0	10.4	9.4	2.6	n.a.	n.a.	3.1	2.5	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	63%	64%	56%
宝尊电商	USD	33.1	1,892	49.5	34.7	21.7	3.0	2.3	1.7	3.1	2.4	1.8	117.9	82.6	51.7	13%	17%	24%
主要互联网平台				38.8	34.1	24.5	9.3	5.6	3.6	15.4	5.9	4.0	1.4	1.1	0.9	22%	18%	18%

资料来源: Bloomberg (2019 年 2 月 19 日), 天风证券研究所

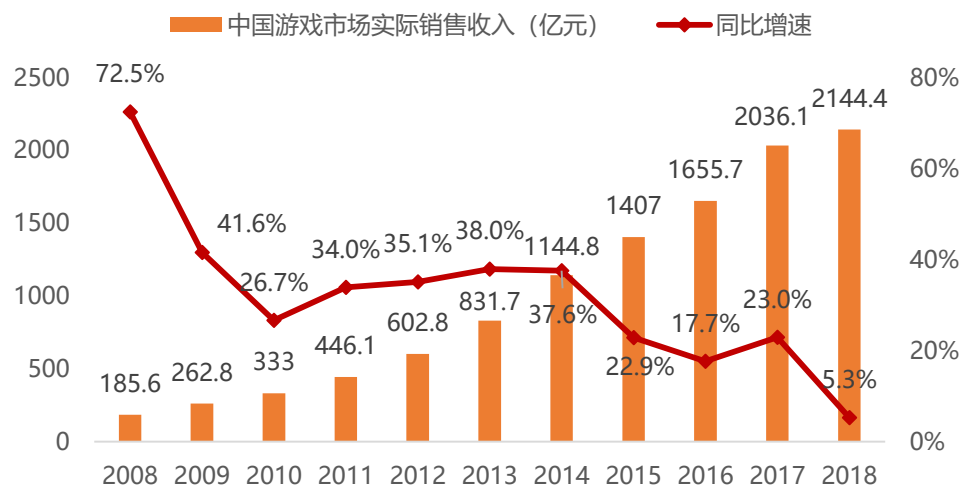
3. 游戏：短期看头部游戏版号及上线节奏，中长期看研发能力

3.1. 国内游戏进入存量市场，监管引导供给侧改革

3.1.1. 18 年行业增长进入底部，19 年头部游戏版号及上线正常化，行业增速有望回升

2018 年中国游戏行业游戏内容存在无法追赶用户需求的现象，加上高活跃用户数的吃鸡类游戏并未实现收入变现，叠加版号问题的影响（主要在 18Q4 开始逐步体现），导致 18 年行业增长乏力。2018 年游戏行业规模为 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，较 2017 年 23.0% 的增速较大幅度下滑，达到十年来行业增速的最低值。2018 年头部游戏困难重重：超现象级游戏《王者荣耀》引起社会争议，且 2017 年《王者荣耀》流水处于高位，2018 年无新头部游戏提振市场，部分头部游戏如吃鸡类游戏及《第五人格》等由于版号问题以及低流水玩法设置未能实现商业化，无法有效将用户热度转化为收益。同时，棋牌类游戏监管加强，天天德州下架。以上因素导致 2018 年游戏行业收入增速达到底部，ARPU 值增速为负。

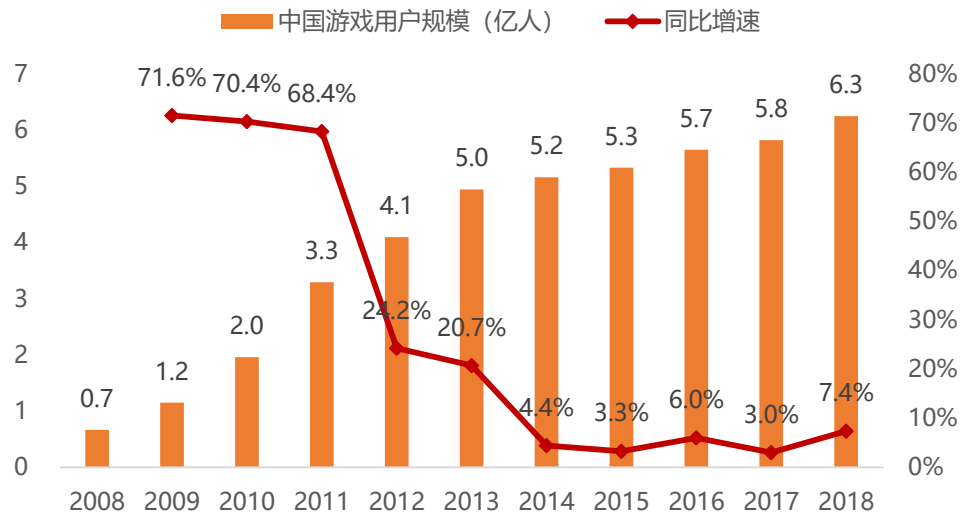
图 48：2008-2018 中国游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC、CNG《2018 年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

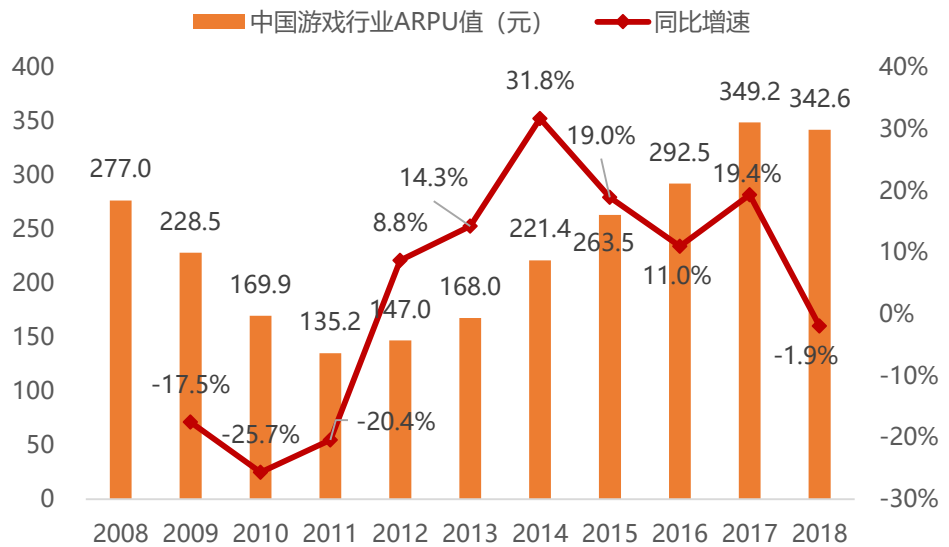
但是，从游戏用户规模看，2018 年中国游戏用户达到 6.3 亿，同比增长 7.4%。说明我国游戏渗透率在进一步提升。同时，现阶段游戏用户以 10-35 岁为主，20 年后可能演变成成为 10-55 岁，游戏用户年龄覆盖范围也存在拓宽可能。

图 49：2008-2018 中国游戏用户规模



资料来源：GPC、CNG《2018 年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

图 50：2008-2018 中国游戏行业 ARPU 值

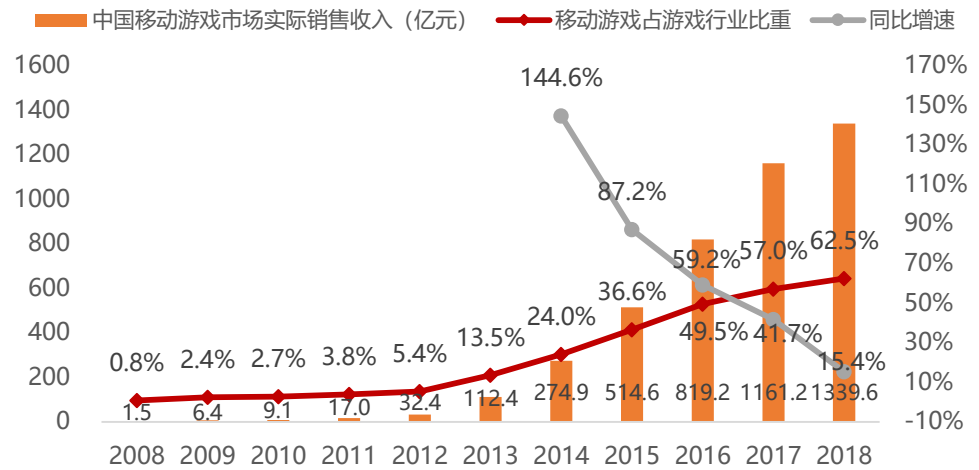


资料来源：GPC、CNG《2018 年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

另外，随着《王者荣耀》游戏生命周期自然下滑，“吃鸡”对于用户游戏时间占领的边际下滑，游戏供给端改革与游戏内容弹性的提高，游戏渗透率与游戏用户付费习惯的培养，自研游戏出海市场拓展、移动游戏市场回暖、游戏品牌力的提升，2019 年重磅游戏上线之后，将为游戏行业提振，预计 2019 年游戏行业可能实现两位数的增速。

18 年手游市场仍为整体游戏市场增长的主要动力，实际增长需求不容忽视，作为上市公司主营业务赛道的手游行业依然实现双位数增长。2018 年全年，中国移动游戏市场实际销售收入达到 1339.6 亿元，占整体游戏市场销售收入比例为 62.5%，占比较 2017 年进一步提升。同时，尽管游戏行业整体增速下滑至 5.3%，中国移动游戏市场 2018 年销售收入增速仍然维持 15.36% 的两位数增长速度。

图 51：2008-2018 中国移动游戏市场实际销售收入及占比

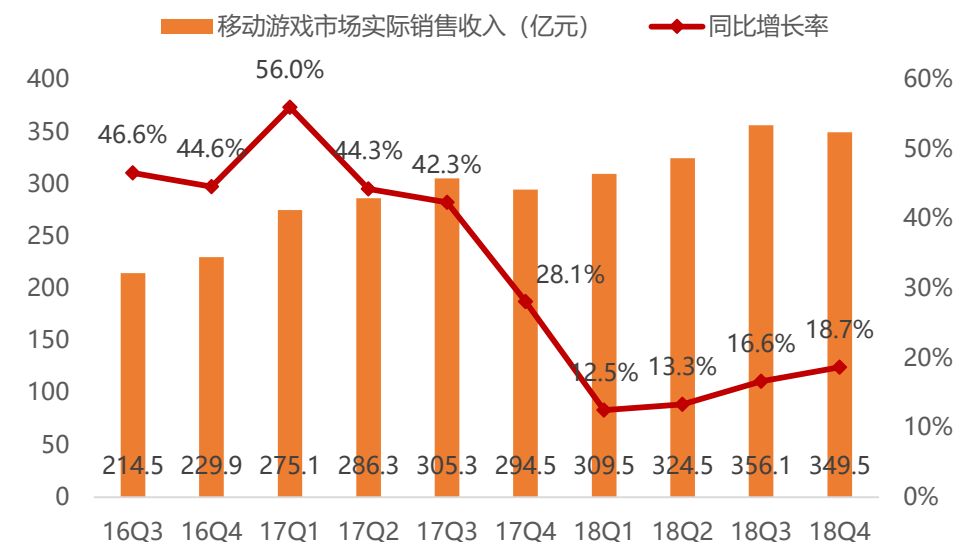


资料来源：GPC、CNG《2018 年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

分季度看，18 年受到多种因素影响，同比增速较 2017 年有所下滑，但是 18Q3 移动游戏受动漫 IP 改编游戏（《我叫 MT4》等）的成功、买量投入回升，暑期档等多重因素影响，市场逐渐回暖，同比增速 16.6%，环比增速 9.7%，较 18Q2 有大幅提升。根据伽马数据测算，《我叫 MT4》上线两个月，在 2018Q3 游戏收入榜中排名第三，累积流水超过 15 亿元。18Q4 移动游戏行业受到周期性因素影响，市场收入 349.5 亿元，季度环比略降，但同比增速达到 18.7%，市场持续回暖迹象，其中网易《明日之后》、腾讯《火影忍者 OL》均进入 11 月收入榜单的 TOP5，首月流水均超过 6 亿元。

受益于版号开放，头部游戏公司精品游戏上线，预计移动游戏市场未来两年依旧会维持 15-20% 的增长，带动整个游戏行业增速提升，整体增速或受版号落地频次及数量影响，我们将持续跟踪关注。

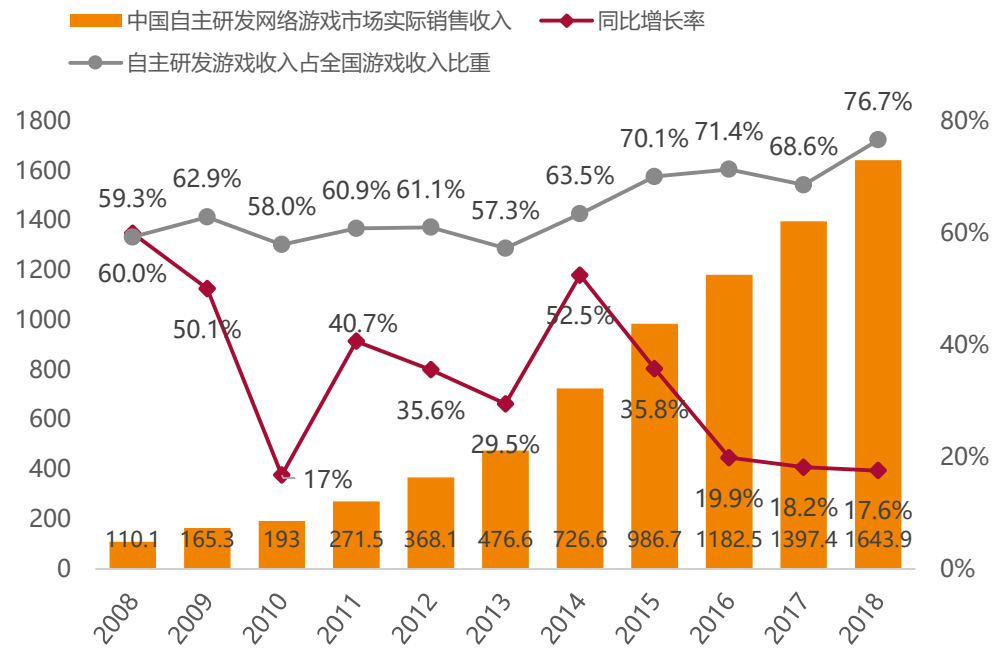
图 52：2016Q3-2018Q4 移动游戏市场增长率



资料来源：GPC、CNG《2018 年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

中国自研游戏收入不断提升，预计未来两年也可以维持两位数的增长水平。中国自主研发能力不断增强，2018 年自主研发游戏市场销售收入为 1643.9 亿元，同比增长 17.6%，占游戏市场总收入比例为 76.7%，相对于 2017 年 68.6% 的比例大幅提升。

图 53：2008-2018 中国自主研发游戏市场销售收入（亿元）及占比



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

3.1.2. 行业竞争格局有望调整，抱团腾讯的头部研发厂商占比提升

2018 年游戏产业加强产业转型升级，之前一味追求数量，轻视品质的粗放式发展方式难以以为继。趋严的政策与管理制度，持续升级的用户对游戏的品质要求，对产品质量较差的中小公司产生压力，对头部游戏公司产生利好，整体行业集中度提升。其中腾讯表现相对突出，19 年随着腾讯《王者荣耀》及吃鸡等游戏活跃用户数及流水随着生命周期下滑，腾讯将与其他头部厂商合作，掌握优质内容抱团腾讯的头部厂商将引来发展契机。

在移动互联网进入存量市场、更加强调流量重要性背景下，腾讯的流量优势将愈发凸显。18Q3 微信、QQ 的 MAU 分别达到 10.83 亿、8.03 亿用户，腾讯社交流量再循环优势明显，腾讯加强与优质游戏 CP 合作填补《王者荣耀》流量的自然流失，合作厂商将赢得腾讯社交生态圈导量支持，在存量市场中赢得一席之地。

进入 2018 年，腾讯与各大游戏厂商的合作愈发紧密，并借助其平台流量优势极大增强游戏导流效果。Q1 掌趣科技旗下天马时空研发、腾讯独代的《奇迹 MU：觉醒》取得了优异表现，全平台流水超 10 亿。完美世界、世纪华通（盛大游戏）等均有头部游戏准备在腾讯平台上线。2019 年，腾讯《王者荣耀》、“吃鸡”游戏流水的随游戏生命周期自然下滑也为其他的头部游戏公司创造了一定的发展机会。

表 1：2018-2019 由腾讯代理的上市公司游戏产品

上市公司名称	游戏名称	上线时间
完美世界	云梦四时歌	2019H1
	完美世界	2019Q1
	我的起源	2019
世纪华通	择天记	2018 年 1 月
	魔力宝贝	2018 年 6 月
	传奇世界 3D（盛大）	2018 年 7 月
	龙之谷世界（盛大）	2019
三七互娱	择天记	2018 年 1 月
	枪战	2019 年

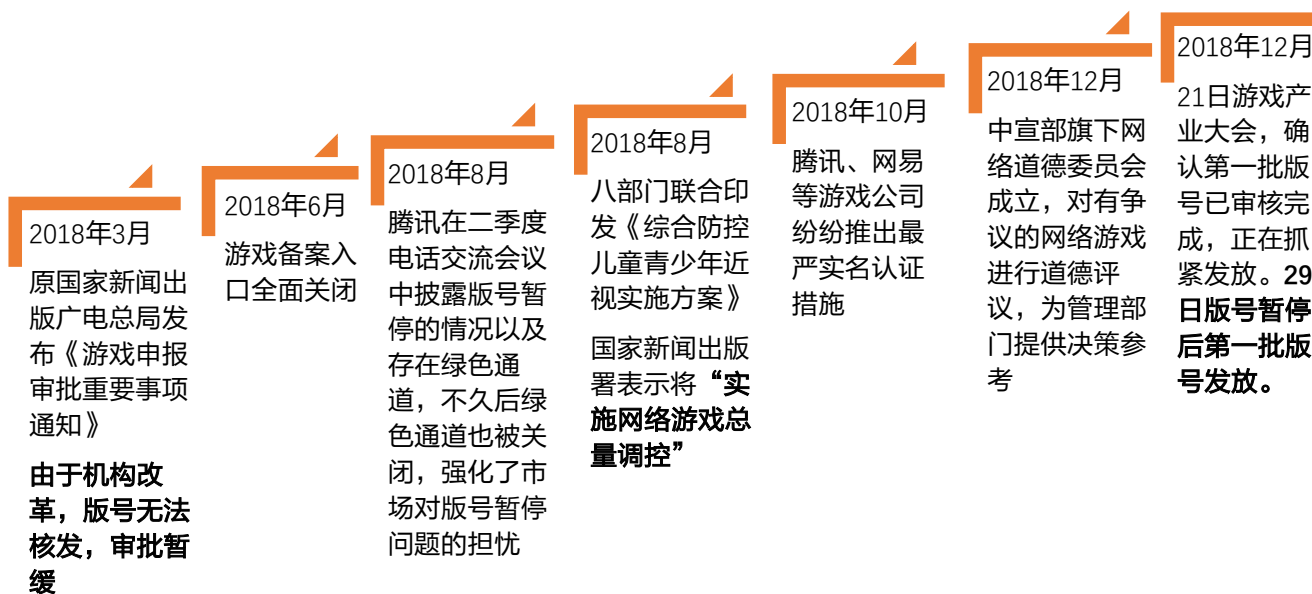
	王者	2019 年
游族网络	权力的游戏：凛冬将至	2019Q2
	云裳羽衣	2018 年 6 月
金山软件	仙剑奇侠传 4	2019 年
	剑侠情缘 2：剑歌行	2019 年
	剑网 3：指尖江湖	2019 年
掌趣科技	《奇迹 MU：觉醒》	2018 年 2 月

资料来源：公司公告、App Annie、天风证券研究所

3.1.3. 监管引导供给侧改革，版号总量控制下中小公司生存困难

从政策角度看，2018 年起游戏行业版号停发、版号总量控制等表明政策趋严，显示出政府正积极引导行业进行供给侧改革。2018 年 3 月，原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》，版号审批暂缓。2018 年 6 月，游戏备案入口全面关闭。2018 年 12 月，中宣部旗下网络道德委员会成立，对有争议的网络游戏进行道德评议，为管理部门提供决策参考。2018 年 12 月 29 日起，版号重新逐批发放，版号审批恢复正常化，截至目前，已经有六批版号审批发放。

图 54：2018 年中国游戏产业政策

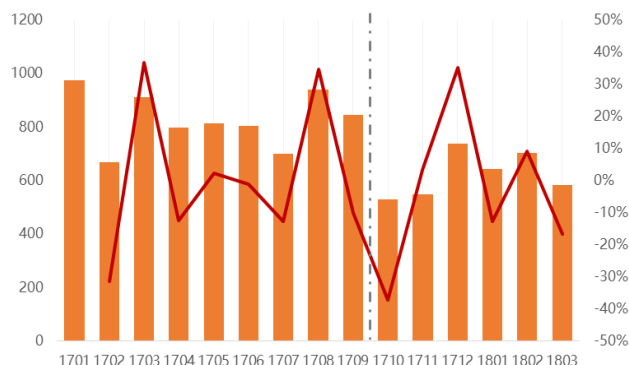


资料来源：央视新闻、游戏产业报告微信公众号、天风证券研究所整理

版号审批恢复后，行业依然面临“原创能力不足、文化内涵缺失、价值导向偏差、社会导向落实不到位的问题”（中宣部出版局冯副局长 12 月 21 日游戏产业大会发言原话），监管部门将持续引导行业供给侧改革，版号数量实行总量限制，侧重于引导高质量的代表中国文化内涵的游戏原创佳作的研发，以及支持传承中国优秀文化的游戏内容出海，短期看将考验头部公司在新监管环境下的产品系列调整适应能力，也表明出海是政府支持的大趋势。

从目前的版号审批情况来看，2018 年 12 月过审两批，共计 164 款游戏（12 月 19 日第一批过审 80 款，12 月 29 日第二批过审 84 款），2019 年 1 月过审三批，共计 283 款游戏（1 月 7 日第三批过审 93 款，1 月 13 日第四批过审 95 款，1 月 22 日第五批过审 95 款）。每月审批版号总量相较于 2017 年有了大幅的下滑，版号滥发现象得到初步遏制，表现出监管部门引导中国游戏行业供给侧改革的决心。

图 55：17 年 1 月-18 年 3 月版号过审手游数量（单位：个）



资料来源：国家广电总局、天风证券研究所

图 56：TOP200 新游数量减少，头部游戏生命周期拉长



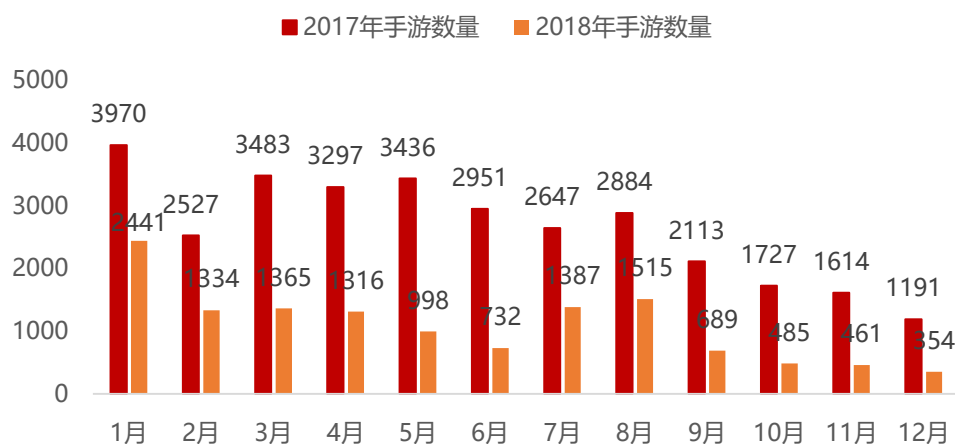
资料来源：伽马数据、天风证券研究所

在人口红利减退、版号缩量的形势下，中小游戏公司生存困难。根据 Gamelook 统计，实质活跃的游戏运营商数量不足 1000 家，总量调控新政将逐步在 2019 年的游戏市场兑现，理论上每家游戏发行商平均能分配到不足 5 款有版号游戏，考虑到市场的贫富不均，和实际产品通往商业化的损耗（3/4 产品出现测试数据差、产品不合格等因素），实际每家发行商平均可发行有效游戏可能也就 1-2 款。

3.1.4. 新游下载量下降，老游戏长线运营能力成为关键

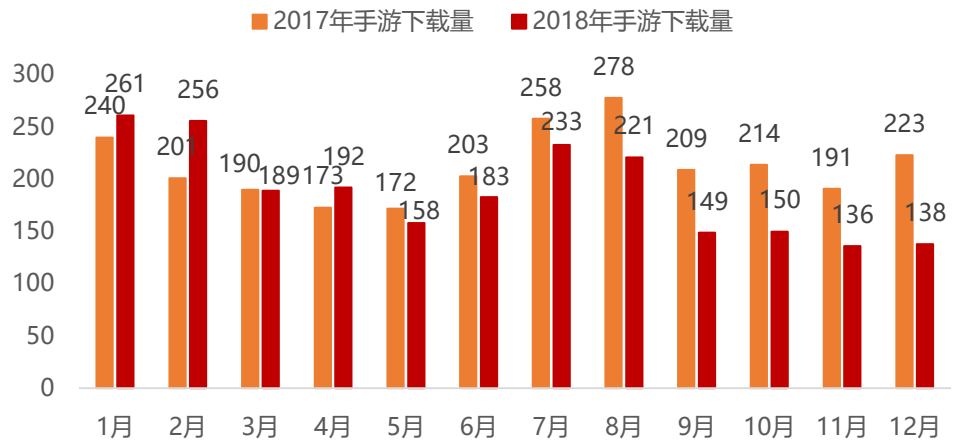
由于新游上线数据要求提升以及版号等问题，新游数量与下载量大幅下降，各游戏公司需比拼经典精品游戏长期运营能力，通过产品迭代与质量优化，保证用户留存率，稳定游戏营收。2018 年中国 App Store 商店下载量大于 1000 的新上线手游数量为 13077 款，较 2017 年减少 58.9%，游戏下载总量为 22.66 亿次，较 2017 年减少 11.2%。分月看，新游戏上线数量不及 2017 年的情况贯穿全年，7、8 月受到暑期档影响，数量有所反弹，新游下载量有一定幅度上升，新游上线数量与下载量依旧只能达到去年同期数量的 52%/85%。第四季度是新游上市淡季，2018 年第四季度新游上线总量与下载量同比降幅达到 70%/32%。

图 57：中国 App Store 商店新上线手游数量（下载量>1k）



资料来源：SensorTower、天风证券研究所

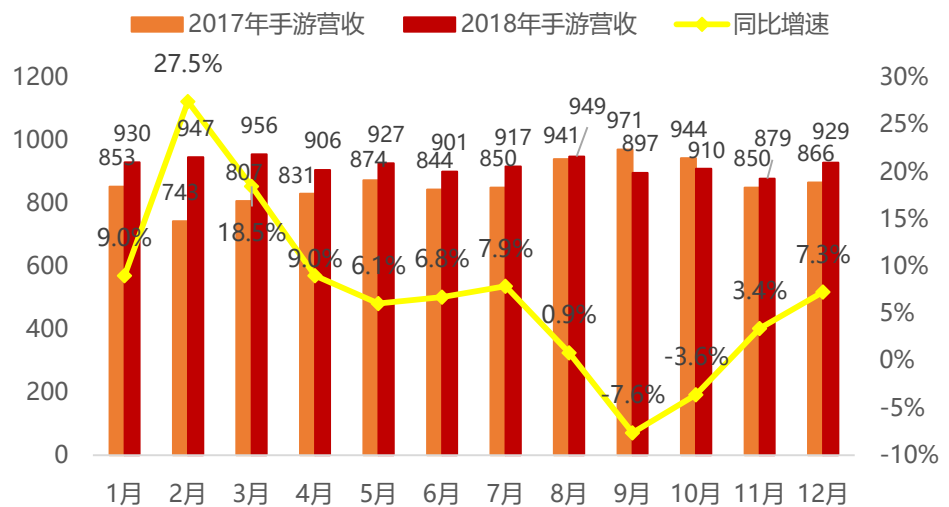
图 58：中国 App Store 商店手游下载量 单位：百万



资料来源：SensorTower、天风证券研究所

尽管受益于中国手游用户增长、付费习惯与付费能力的培养，2018 年中国 App Store 手游营收有所上涨，全年营收达到 110 亿美元，同比增长 6.5%，手游营收从 4 月呈现增速放缓趋势。

图 59：中国 App Store 商店手游营收及同比增速（单位：百万美元）

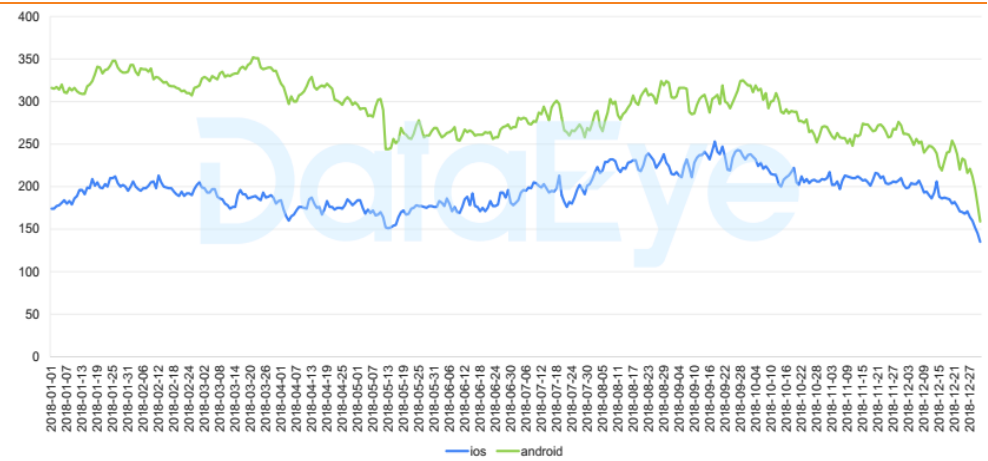


资料来源：SensorTower、天风证券研究所

3.1.5. 买量市场向精准化运营发展，头部公司集中度提升

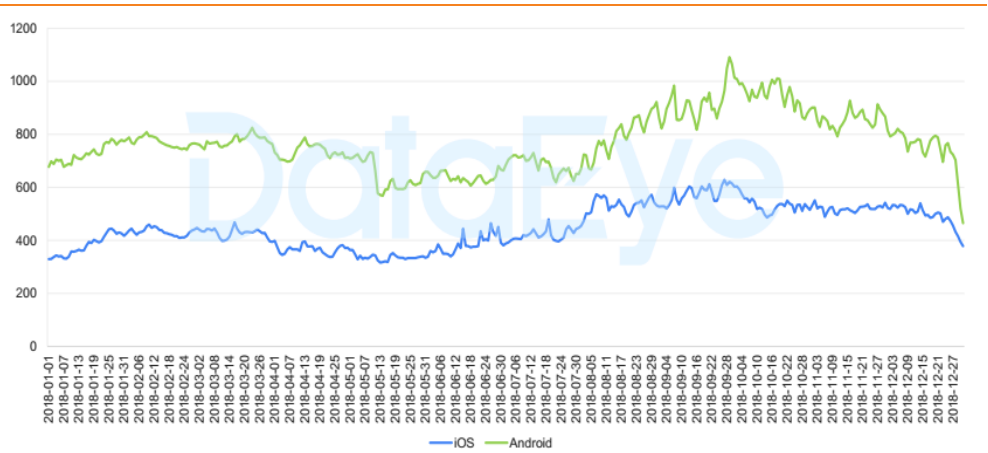
2018 年下半年，买量市场公司数下滑，产品数量有所上涨。从买量市场的公司数和买量产品数走势看，2018 年买量公司数大体呈现下降趋势，安卓渠道买量公司从年初超过 300 家下降至年末的 150 多家，全年参与买量的公司集中在 150-250 家。2018 年手游广告投放产品在上半年受到版号限制等因素影响，数量呈现收紧趋势，在下半年经过暑期之后，数量逐渐上涨。

图 60：2018 年移动游戏买量市场公司数量趋势



资料来源：DataEye、天风证券研究所

图 61：2018 年移动游戏买量市场游戏数量趋势



资料来源：DataEye、天风证券研究所

买量公司数量与买量产品数量走势背离，显示出买量市场份额向头部厂商集中的趋势，行业的竞争格局相对改善，买量市场逐渐向“理性买量”发展，头部公司形成利好。随着大量游戏厂商实行买量策略，买量成本不断提升，市场出现“疯狂买量”的情况，2018 年由于互联网用户数与移动游戏用户数目增速放缓，买量 ROI 不断降低，头部买量大厂商凭借多年渠道资源，可以获得相对低的价格，并凭借多年买量数据积累进行更加精准的投放。根据 App Growing 数据，买量市场 TOP10 的厂商可以占据近 32.7%的投放量，TOP30 可以占据 62.0%以上的投放量，TOP50 的厂商可以占据 78.0%的投放量。

图 62：三七互娱《一刀传世》抖音游戏宣传界面



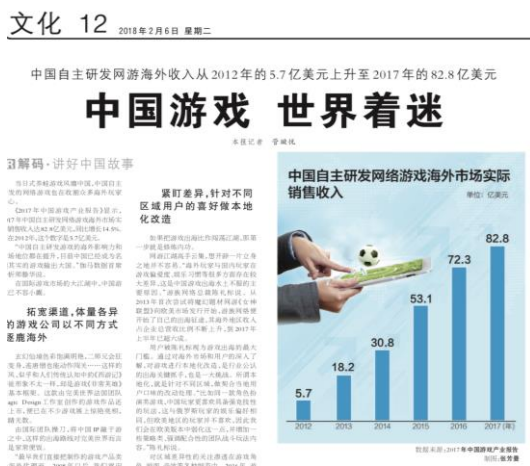
资料来源：抖音视频截图、天风证券研究所

3.2. 海外游戏市场广阔，中国游戏认可度提升，不断打破出海天花板

3.2.1. 政策支持新高度，打造中国游戏文化品牌

2019 年，出海游戏市场是值得关注的细分市场，国内具备精品游戏出海能力的公司存在利好。在游戏产业大会上，“加大力度让中国游戏走出去，中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌”，被冯副局长、音数协孙理事长、海南省委常委宣传部肖部长多次提起。我们在前期报告中多次建议大家重视游戏出海细分领域，认为游戏出海已被提升至一个新的战略高度，或将迎来 3 年红利期。

图 63：人民日报 2 月 6 日文章



资料来源：人民日报、天风证券研究所

图 64：人民日报海外版 11 月 30 日文章



资料来源：人民日报、天风证券研究所

与此同时，人民日报官媒发文，肯定国产游戏出海的表现。

2018 年 2 月 6 日，《人民日报》推出专题文章——《中国游戏 世界着迷》，对国内文化企业在游戏领域的海外发展业绩进行了肯定，人民日报认为“中国自主研发游戏的海外影响力和市场地位都在提升，目前中国已经成为名副其实的游戏输出大国”。另外，文章对中国游戏善于融入“中国元素”，传播中国文化的做法进行了肯定。《人民日报》认为：“与影视、文学、动漫等其他文化产品相比，游戏的强互动性使其不是单向地输出，而能在与

玩家的高频互动中形成沉浸式体验，从而提升文化代入感。

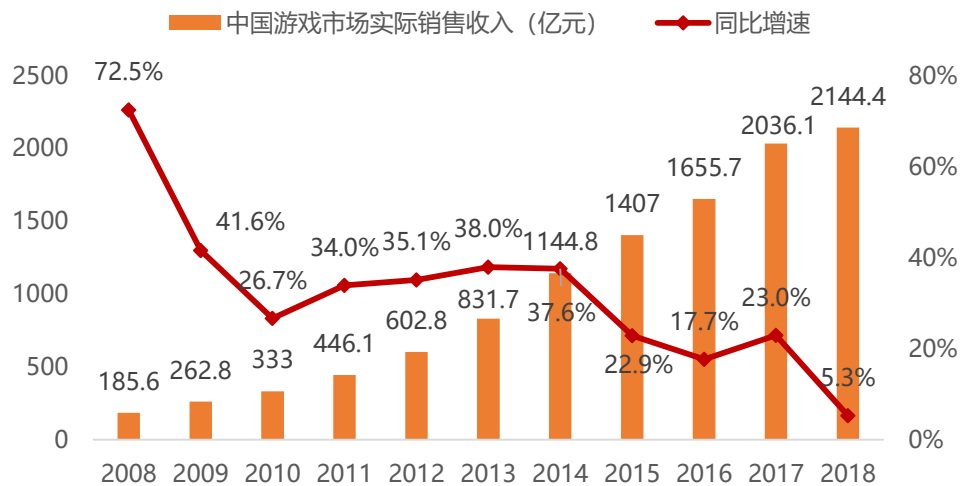
11月30日，人民日报海外版发表《国产游戏加速“出海”》，解读了国产游戏加速出海的趋势，同时还肯定了中国游戏作为文化输出载体的重要作用。“近年来，中国游戏产业发展迅猛，众多国产游戏不仅吸引国内玩家，同时也风靡海外。不论是游戏数量、下载量还是综合收入，国产游戏‘出海’在各方面都表现不俗。”

3.2.2. 海外游戏市场增速快，市场广阔，中国公司正积极布局欧美日韩主要游戏市场

2018年中国游戏行业游戏内容存在无法追赶用户需求的现象，加上高活跃用户数的吃鸡类游戏并未实现收入变现，叠加版号问题的影响（主要在18Q4开始逐步体现），导致18年行业增长乏力。2018年游戏行业规模为2144.4亿元，同比增长5.3%，较2017年23.0%的增速较大幅度下滑，达到十年来行业增速的最低值。

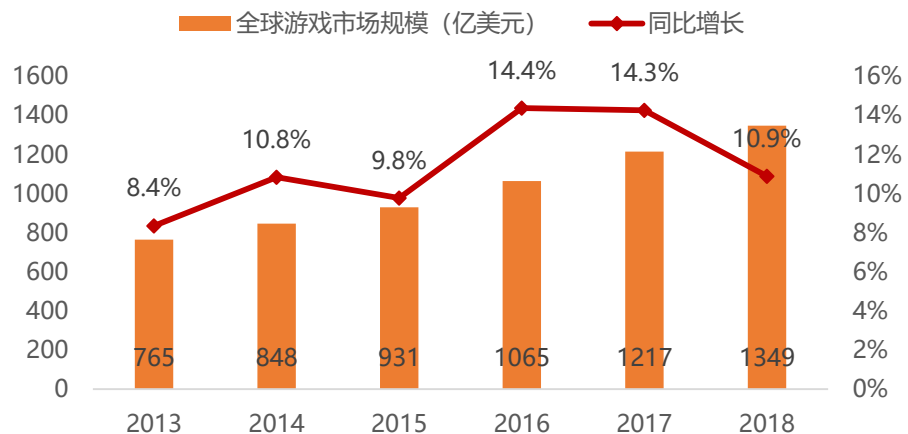
而根据Newzoo最新数据，2018年全球游戏市场规模为1349亿美元，同比增长10.9%，远高于中国游戏市场增速，预计2017-2021年，全球游戏市场规模将以9.3%的年复合增长率增长，到2021年将达到174亿美元。

图 65：2008-2018 中国游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC、CNG《2018年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

图 66：2013-2018 全球游戏市场规模及增速

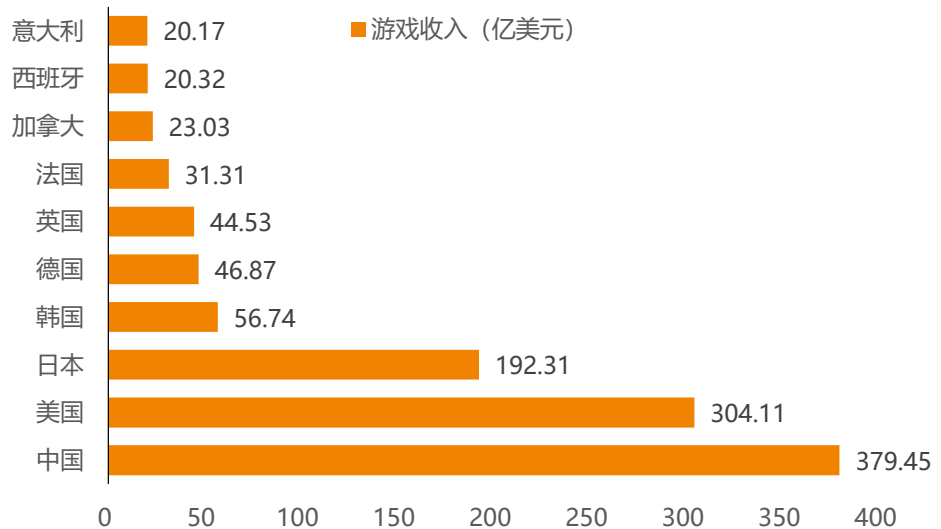


资料来源：Newzoo、天风证券研究所

2018 年中国游戏市场规模为 344 亿美元，占全球游戏市场比例为 25.5%，海外游戏市场潜在空间广阔。

分区域看，根据 Newzoo 数据，除中国外，美国为全球游戏收入最高的国家，2018 年预计收入为 304 亿美元；日本预计收入为 192 亿美元，韩国预计收入为 57 亿美元。

图 67：2018 年全球游戏收入前十的国家



资料来源：Newzoo、天风证券研究所；注：此部分数据为 2018 年中预测数据，因此中国游戏市场规模沿用未更新的数据

在移动游戏市场规模方面，美国、日本、韩国分别位列全球第 2/3/4 位，付费移动玩家人均年消费分别位列第 8/1/3 位，市场发展相对成熟；根据 Newzoo 的预测，未来，美国、日本、韩国 2018-2021 移动游戏市场规模复合增长率达 11.6%/4.8%/9.2%，有较大的发展机会。中国在这三个主要的移动游戏市场已有布局，根据，2018 年，美国、日本、韩国系中国公司海外游戏市场贡献排名前三，中国游戏在对应市场的市场份额分别为 9%/9%/17%。

表 2：2018 年美日韩移动游戏市场相关数据

	美国	日本	韩国
中国公司海外游戏市场收入贡献排名	#1	#2	#3
2018 规模 (亿美元)	113	111	32
2021 年预计规模 (亿美元)	157	127	41
CAGR (2018-2021)	11.6%	4.8%	9.2%
2018 年移动游戏市场规模全球排名	#2	#3	#4
2018 年付费移动玩家人均年消费全球排名	#8	#1	#3
中国游戏所占市场份额	9%	9%	17%

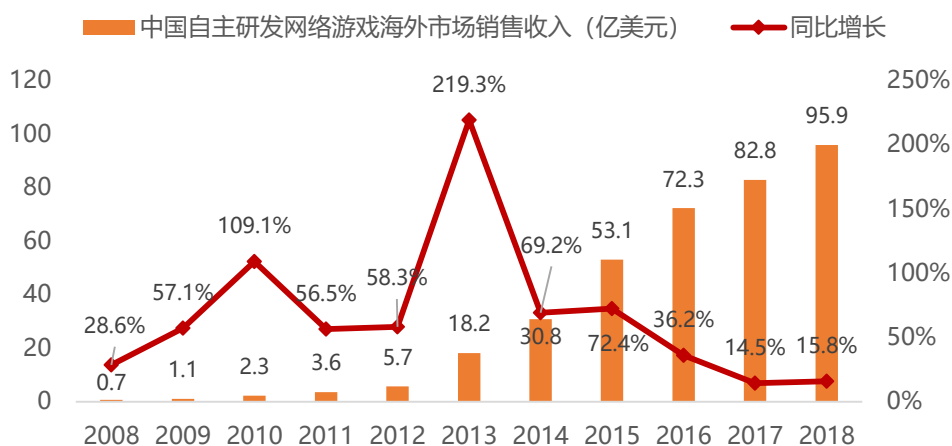
资料来源：PrioriData、天风证券研究所

3.2.3. 中国自研游戏认可度提升，不断突破海外市场天花板

近几年，中国游戏公司开始面向海外市场，不断提高自研游戏出海比例。根据《2018 年中国游戏产业报告》，中国 2018 年自主研发游戏海外市场实际销售收入为 95.9 亿元，同比增长 15.8% (v.s.2017 年 14.5%)，在国内游戏行业整体低迷的情况下，中国游戏出海表现亮眼，仍然保持两位数增速，高于中国与全球游戏行业增速。自研游戏出海收入不断提高，出海销售成为趋势。

在国内游戏市场受限的情况下，出海销售成为游戏公司发展的新的机会，拥有出海能力的头部公司抓住机会拓展海外市场，中小企业也积极谋求出海道路，随着中国游戏品牌力的提升，游戏出海为中国游戏行业发展拓展新的增长点。而原本具有海外发行渠道优势与用户体验的公司，在出海市场中拥有先发优势。

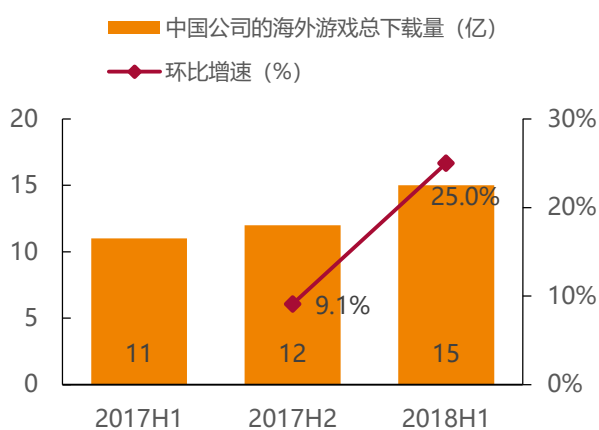
图 68：2008-2018 年中国自主研发网络游戏海外市场销售收入



资料来源：GPC、CNG《2018 年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

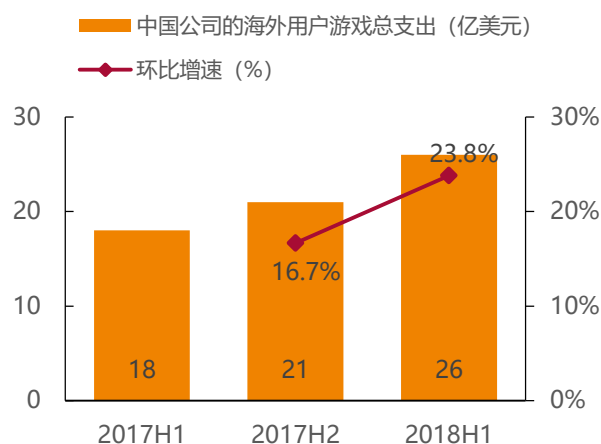
同时，中国自研游戏下载量与海外收入齐升，头部游戏流水天花板不断突破，成熟市场中国游戏排名及收入不断提高，体现出中国自研游戏在国际市场认可度的提升。根据 App Annie 数据，2018H1 总部在中国的公司的海外游戏下载量为 15 亿，相较去年年底增长 25.0%；中国公司的海外游戏用户总支出为 26 亿美元，相较去年年底增长 23.8%。

图 69：2017H1-2018H1 中国公司海外游戏下载量



资料来源：App Annie、天风证券研究所

图 70：2017H1-2018H1 中国公司海外游戏用户总支出



资料来源：App Annie、天风证券研究所

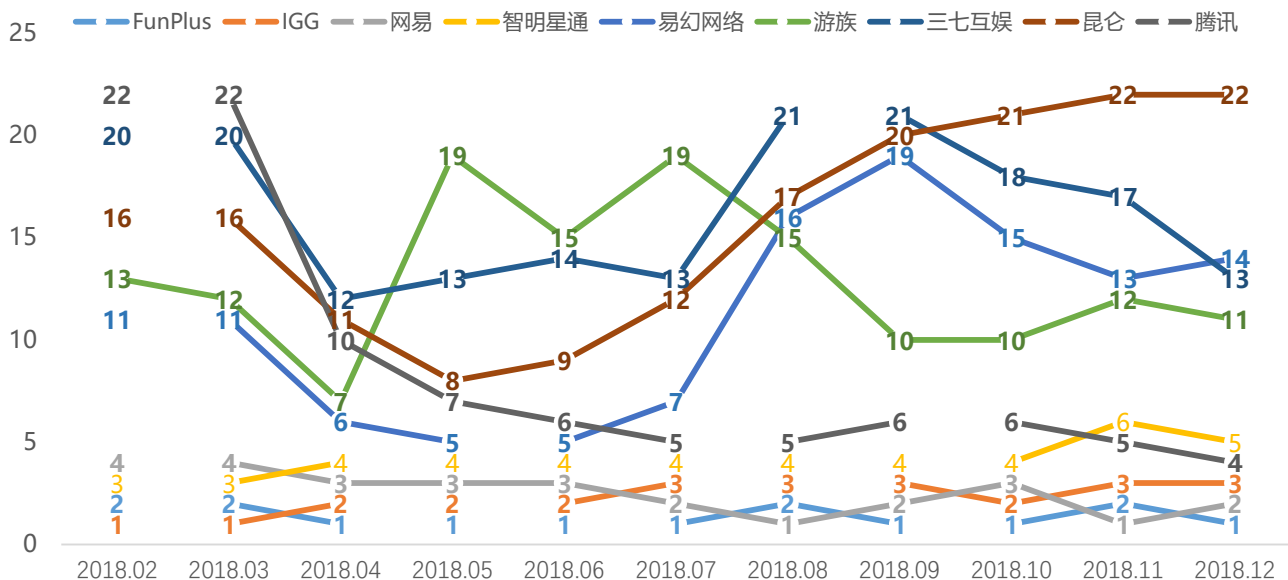
注：中国以外市场 iOS 与 Google Play 的综合数据，支出为总支出。不包括总部位于中国的公司收购的海外公司，环比增速为基于上一个半年度的增速

3.2.4. 中国主要游戏公司出海成绩亮眼，有望在政策鼓励下继续开拓疆土

上市公司中，世纪华通旗下 FunPlus、IGG、网易、智明星通、腾讯、易幻网络、游族、三七互娱等处于中国 APP 发行商“出海”收入榜的第一梯队。2019 年，在政策的支持下，有出海能力的公司能够继续开拓疆土。目前产业竞争格局主要分为：

- 全球化发行、研运一体化：FunPlus、IGG、网易、智明星通、三七互娱、游族网络等；
- 区域化发行：宝通科技。

图 71：2018 年 2 月-12 月主要游戏公司出海收入排名



资料来源：App Annie、天风证券研究所 注：排名结果为 iOS 及 Google Play 综合，且不包括中国公司的海外收购公司以及中国公司通过海外代理发行

根据 App Annie 最新披露的 2018 年中国发行商出海收入排行榜，排名前 8 的公司都是全球化发行、研运一体化的公司，排名第 9 是专注区域化发行的易幻网络（宝通科技全资子公司），游族网络、昆仑游戏、三七互娱分别排名第 11/13/16。其中出海收入排名第一的 Funplus 是世纪华通旗下的点点互动，18 年发行的自研游戏《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》在 Sensor Tower 的 18 年中国手游出海排名中排名第 3、第 5；出海收入排名第二的 IGG 的《王国纪元》以 4.2 亿美元的收入登顶出海手游收入排行榜；排名第三的网易的《荒野行动》以 3.8 亿美元收入在 18 年中国手游出海排名中排名第 2；排名第四的智明星通为中文传媒旗下公司，其《列王的纷争》在 18 年中国手游出海排名中排名第 4；龙悦创动深耕末日题材，游戏类型以 SLG 为主，代表作《末日争霸：丧尸之战》、《末日孤城》分别位列中国手游出海排名第 16、第 23；友塔游戏专注于成为全球区域性质的开发商和发行商，SLG 游戏《黑道风云》中国手游出海排名中排名第 8；龙腾简合以中东地区为核心，其《苏丹的复仇》在中国手游出海排名中排名第 12。

图 72：2018 年中国发行商出海收入排名

中国发行商*出海**收入排行榜			
iOS & Google Play 综合, 2018 年全年			
排名	公司	排名	公司
1	FunPlus	16	三七互娱
2	IGG	17	神州泰岳
3	网易	18	米哈游
4	智明星通	19	猎豹移动
5	腾讯	20	莉莉丝游戏
6	龙创悦动	21	乐元素
7	友塔游戏	22	心动网络
8	龙腾简合	23	掌趣
9	易幻网络	24	绝地科技
10	卓杭网络	25	原力镜
11	游族	26	百度
12	Tap4Fun	27	英雄互娱
13	昆仑游戏	28	奇酷工场
14	沐瞳科技	29	盖娅互娱
15	创酷互动	30	创智优品

资料来源: App Annie, 天风证券研究所

注: 不包括中国公司的海外收购公司以及中国公司通过海外代理发行的收入, 仅包括 iOS 及 Google Play 渠道

图 73：2018 年中国手游收入 TOP30

2018 全年榜单 中国手游收入 TOP30 海外 App Store + Google Play	
手游及发行商	
1	王国纪元 4.2亿美元 (约28.4亿元人民币) IGG
2	荒野行动 3.8亿美元 (约25.8亿元人民币) 网易
3	火枪纪元 FunPlus
4	列王的纷争 智明星通
5	阿瓦隆之王 FunPlus
6	PUBG Mobile 1亿美元 (约12.84亿元人民币) 腾讯
7	无尽对决 沐瞳科技
8	黑道风云 友塔网络
9	放置奇兵 手机网络
10	城堡争霸 IGG
11	碧蓝航线 Yostar
12	苏丹的复仇 ONEMT
13	崩坏3 米哈游
14	王者荣耀 1亿美元 (约6.75亿元人民币) 腾讯
15	奇迹暖暖 智明星通
16	末日争霸: 丧尸之战 龙创悦动
17	战火与秩序 壳木软件
18	少女前线 心动网络 & 数娱网络
19	拳皇98终极之战OL 掌趣科技
20	偶像梦幻祭 (日语版) 乐元素
21	狂暴之翼 游族网络
22	兵人大战 原力镜
23	末日孤城 友塔网络
24	海战游戏 奇酷工场
25	朕的江山 绝地科技
26	终结者2 (国际版) 网易
27	战地风暴 Tap4Fun
28	永恒纪元 三七互娱
29	文明觉醒 莉莉丝
30	神魔之塔 Mad Head 5400万美元 (3.65亿元)

资料来源: Sensor Tower, Gamelook, 天风证券研究所

表 3：2018H1 主要游戏公司海外业务收入、毛利、毛利率，与同行相比公司 18 年上半年海外收入及毛利增长明显

公司名称	IGG	游族网络	昆仑万维	宝通科技	三七互娱	中文传媒
18H1 海外营收 (亿元)	24.64	9.48	7.94	6.55	4.74	17.52
yoy	42.00%	-6.08%	-1.30%	36.74%	-0.41%	-16.8%
18H1 海外业务毛利 (亿元)	17.34	4.27	6.47	4.47	3.71	4.63
yoy	46.70%	2.07%	2.03%	49.00%	-0.41%	29.3%
18H1 海外业务毛利率 (%)	70.30	45.03	81.40	68.28	78.31	26.43%
同比 (pcts)	2.30	3.59	2.65	5.75	0.00	9.9%
18H1 海外营收占比	100.00%	53.05%	44.92%	66.23%	14.36%	28.82%
同比 (pcts)	0.00	-7.03	-1.41	2.02	-1.10	-4.97

资料来源: Wind、天风证券研究所; 单位: 人民币

表 4：游戏行业可比公司 18 年业绩预告梳理

证券简称	2018 年预告 净利上限 单位: 亿元	2018 年预告 净利下限 单位: 亿元	2018 年预告 净利增速上限	2018 年预告 净利增速下限	2017 年净利润速
游族网络	11.00	9.00	67.71%	37.22%	11.23%
世纪华通	11.50	10.00	46.92%	27.76%	54.70%
宝通科技	3.09	2.65	40.00%	20.00%	20.94%
凯撒文化	0.00	2.96		18.63%	81.92%
完美世界	19.50	16.50	29.59%	9.66%	28.84%
昆仑万维	12.00	10.00	20.16%	0.13%	160.19%
三七互娱	11.50	10.00	-29.04%	-38.29%	50.94%
掌趣科技	-31.65	-31.70	-1299.34%	-1301.24%	-47.55%
中文传媒					13.35%
吉比特					4.37%

资料来源: Wind、天风证券研究所; 注: 凯撒文化业绩快报已出, 表中采用业绩快报数据; 中文传媒及吉比特无业绩预告; 三七互娱、掌趣科技计提大幅商誉。

表 5：游戏行业可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2018E 净利润	2019E 净利润	2020E 净利润	2018PE	2019PE	2020PE	2018 PEG	2019 PEG
002602.SZ	世纪华通	490.30	10.79	14.16	16.43	45.43	34.62	29.84	1.20	1.11
002624.SZ	完美世界	352.50	18.11	21.90	25.88	19.50	16.12	13.65	0.96	0.77
600373.SH	中文传媒	187.81	16.51	19.07	21.28	11.38	9.85	8.82	0.83	0.63
002174.SZ	游族网络	168.19	9.57	11.93	14.19	17.57	14.10	11.85	0.38	0.57
300418.SZ	昆仑万维	153.21	12.06	14.19	16.68	12.70	10.79	9.19	0.61	0.61
603444.SH	吉比特	112.86	6.86	7.86	9.07	16.45	14.36	12.44	1.31	0.99
300315.SZ	掌趣科技	91.27	7.37	8.97	10.40	12.38	10.18	8.77	0.07	0.47
002425.SZ	凯撒文化	51.35	3.19	5.79	7.91	16.19	8.87	6.49	1.00	--
300031.SZ	宝通科技	50.67	2.90	3.64	4.53	17.50	13.93	11.18	0.56	0.54
	平均	184.24	9.71	11.95	14.04	18.79	14.76	12.47	0.77	0.71

资料来源：Wind 一致预期、天风证券研究所；截至 2019 年 2 月 14 日收盘

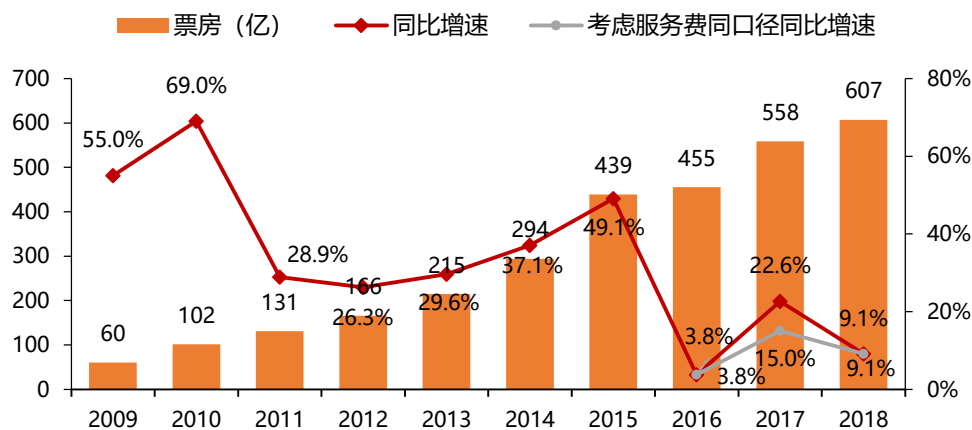
4. 电影：成长驱动由量转质，新兴势力搅动格局

4.1. 整体市场规模：全国票房突破 600 亿，增速中枢回落至 10%

4.1.1. 票房同比增长 9.1%至 607 亿，观影人次增速放缓至 6.1%

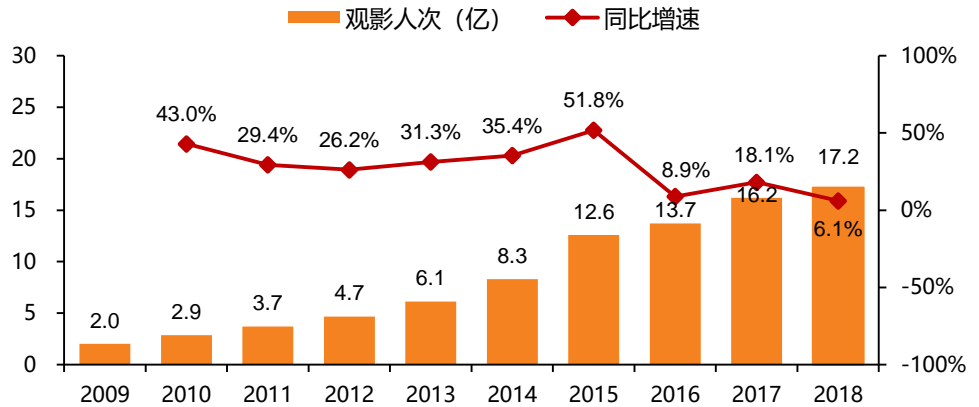
根据艺恩数据，2018 年全国电影总票房（含服务费）607 亿元，同比增长 9.1%，电影票房增速符合我们认为近三年市场将进入年化 10%左右增速趋势判断。其中，全国观影人次 17.2 亿，同比增长 6.1%，增速略有放缓。平均票价（含服务费）提升 0.86 元至 35.3 元/张，延续 2017 年平均票价增长趋势。

图 74：2009 年-2018 年全国电影票房收入及同比增速



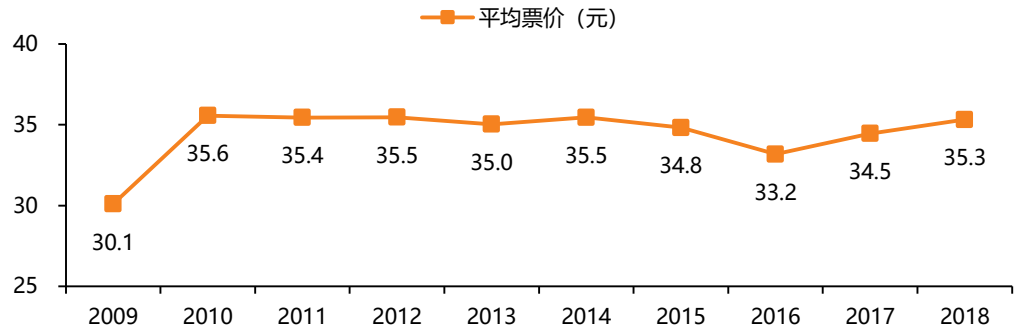
资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：2017 年增速 15.0%为不含服务费的票房增速

图 75：2009 年-2018 年城市院线观影人次及同比增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

图 76：2009-2018 年全国电影平均票价（元/张）



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：2017 和 2018 年为包含服务费的平均票价

4.1.2. 优质内容成为票房增长重要驱动力，口碑逆袭频频上演

内容上看，2018 年春节档主旋律题材影片《红海行动》口碑票房双收，以 36.5 亿的成绩斩获 18 年度票房冠军，为内地票房历史总排行亚军。2018 年度前十影片票房均在 16 亿元以上，观影人次均在 4500 万人以上，前十影片票房合计 243.8 亿元，同比增长 19.9%。

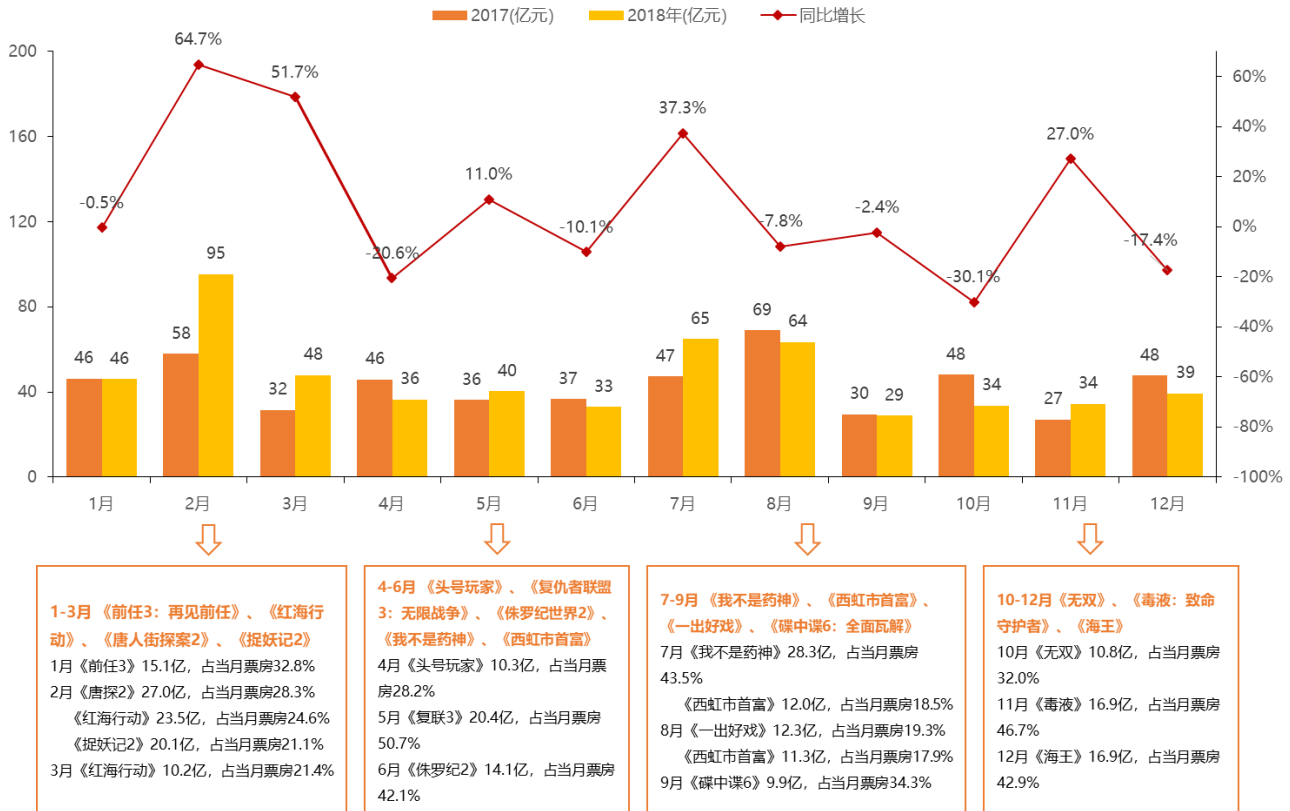
表 6：2018 年全国电影票房 TOP10 影片（票房含服务费）

排名	影片名	类型	总票房 (亿元)	票房市占率	观影人次 (万人)	国家地区	上映日期
1	红海行动	动作/剧情	36.5	6.0%	9292	中国	2月16日
2	唐人街探案 2	喜剧/动作	34.0	5.6%	8767	中国	2月16日
3	我不是药神	剧情/喜剧	31.0	5.1%	8895	中国	7月5日
4	西虹市首富	喜剧	25.5	4.2%	7265	中国	7月27日
5	复仇者联盟 3：无限战争	动作/科幻	23.9	3.9%	6251	美国	5月11日
6	捉妖记 2	喜剧/奇幻	22.4	3.7%	5839	中国	2月16日
7	毒液：致命守护者	动作/惊悚	18.7	3.1%	5265	美国	11月9日
8	海王	动作/科幻	18.7	3.0%	5075	美国	12月7日
9	侏罗纪世界 2	动作/科幻	18.5	2.8%	4750	美国	6月15日
10	前任 3：再见前任	喜剧/爱情	16.5	2.7%	4693	中国	2017年12月29日

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

从单月票房同比增速分拆看，头部内容对票房带动作用显著。2018年2-3月受益春节档，单月实际票房同比增速为全年最高，分别为64.7%和51.7%，其中主力贡献为《红海行动》《唐探2》《捉妖记2》，以上三部影片在2月分别实现实际票房23.5亿元（累计31.9亿）、27.0亿元（累计34.2亿）、20.1亿元（累计21.2亿）。春节档电影市场，尤其是《红海行动》的热度持续到三月，《黑豹》《环太平洋2》的上映也共同助力三月票房继续高速增长。此外，18年7月和11月票房增速较高，分别为《我不是药神》和《毒液》带动。

图 77：2017-2018 年月度票房对比（不含服务费）

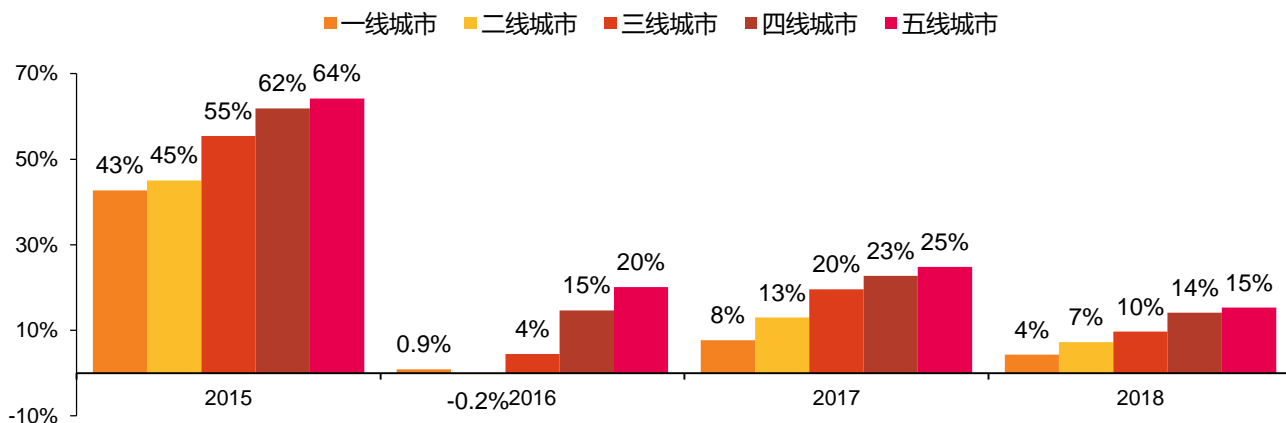


资料来源：艺恩电影智库，天风证券研究所

4.1.3. 三线以下城市增速仍然是一二线城市 2x，但增速略有放缓

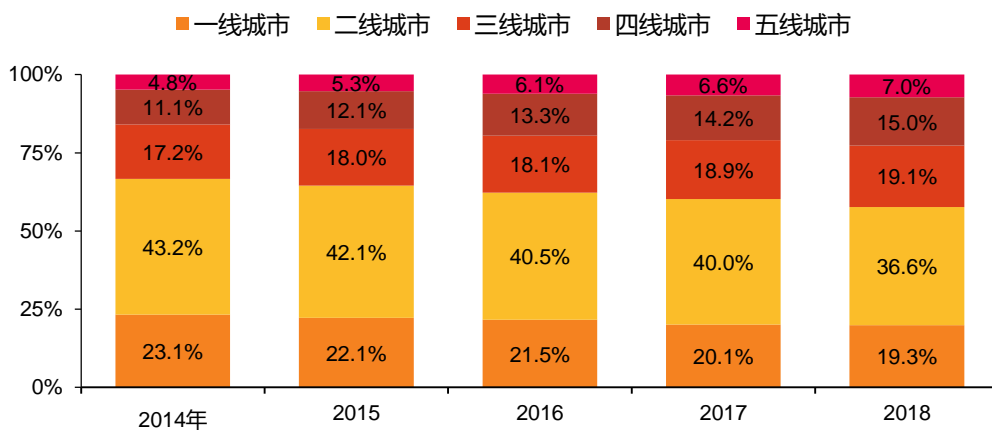
分城市票房拆分看，三线以下城市票房增速明显高于一二线城市。2018年一二三四五线城市票房增速分别为4.3%/7.2%/9.7%/14.1%/15.3%，三四五线城市票房增速高于全国票房增长水平。若将一二线、三线以下城市作为两个整体看，一二线/三线以下城市票房增速分别为6.3%/12.2%，三线以下城市票房增速显著高于一二线城市，票房占比提升1.4pct至41.1%。

图 78：2015-2018 年分级城市票房同比增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：2017 增速为不含服务费同口径增速，2018 为含服务费票房同口径增速

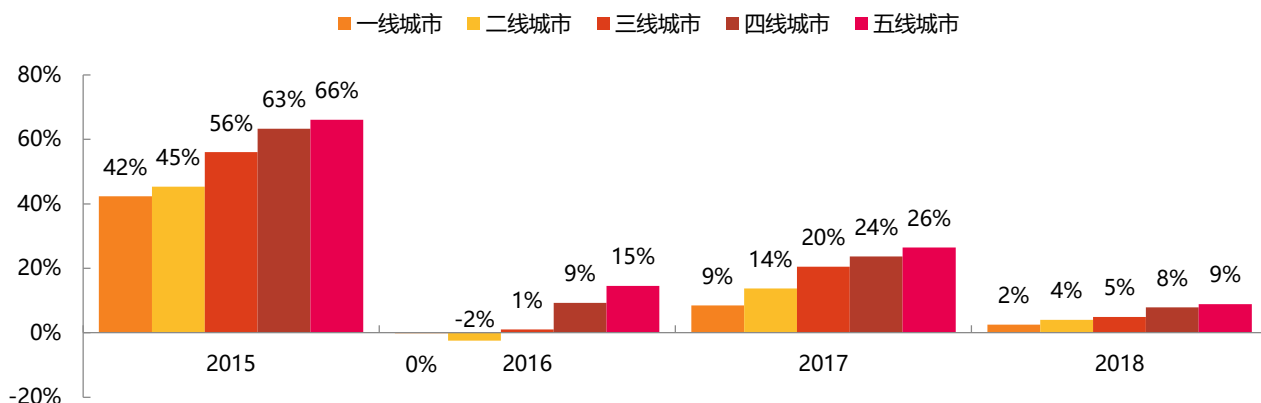
图 79：2014-2018 年分级城市票房占比变化



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：2017-2018 年为含服务费票房

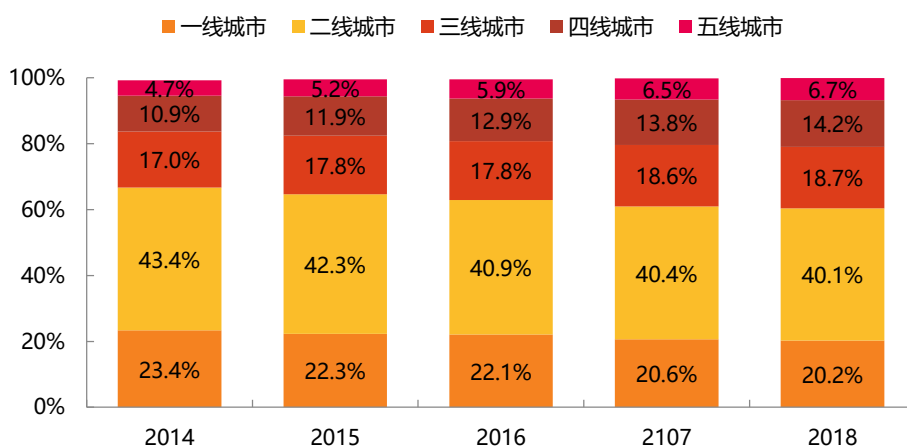
票房渠道下沉在春节档表现更为明显，若剔除春节档，三线以下城市票房增速亦随大盘放缓。剔除春节档看，一二线/三线以下城市票房增速分别为 3.5%/6.6%，随大盘增速放缓，三线以下城市票房增速也在逐步放缓；从票房占比看，2018 年三线以下城市占总票房比提升 0.8pct 至 39.7%，可见三线以下城市居民日常观影需求仍然较低仍待培养。

图 80：2015-2018 年分线城市票房（剔除春节档）同比增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：2017 增速为不含服务费同口径增速，2018 为含服务费票房同口径增速

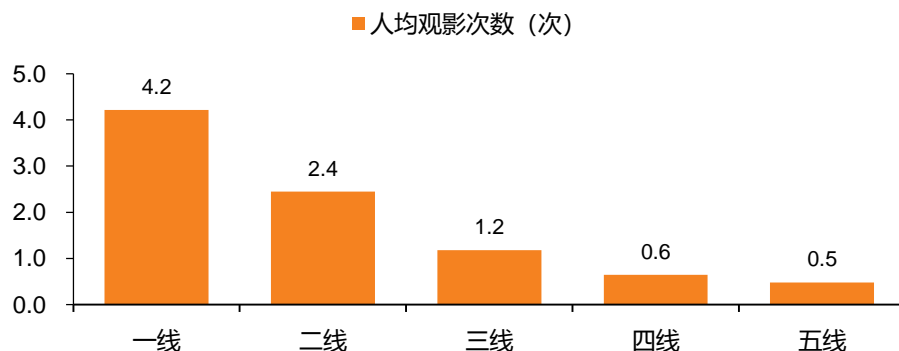
图 81：2014-2018 年分线城市票房（剔除春节档）占比变化



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：2017-2018 年为含服务费票房

但若比较人均观影次数，长期来看，二线以下城市仍有较大挖掘空间。一二三四五线城市 2018 年人均观影次数分别为 4.2/2.4/1.2/0.6/0.5 次，对标海外成熟市场看，除一线城市相对饱和外，二线以下城市观影需求仍有较大的挖掘空间。

图 82：2018 年分线城市人均观影次数

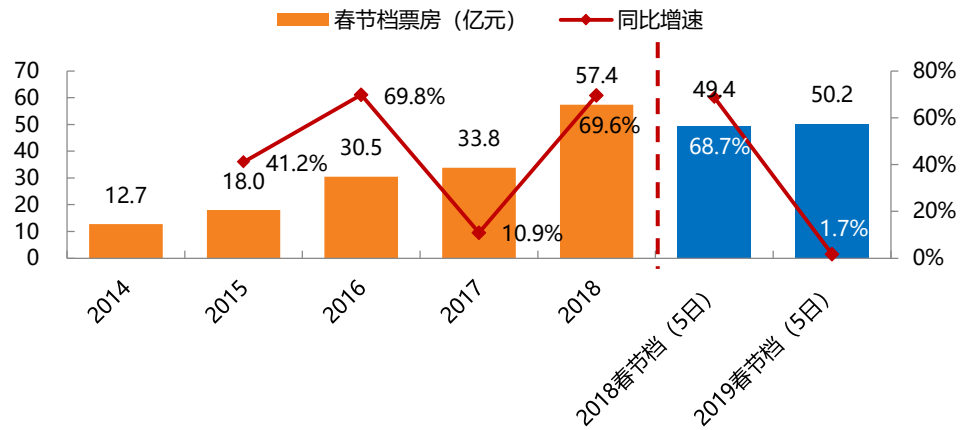


资料来源：艺恩数据，国家统计局，天风证券研究所

4.1.4. 2019 年春节档高票价制约热情，19Q1 高基数下增速承压

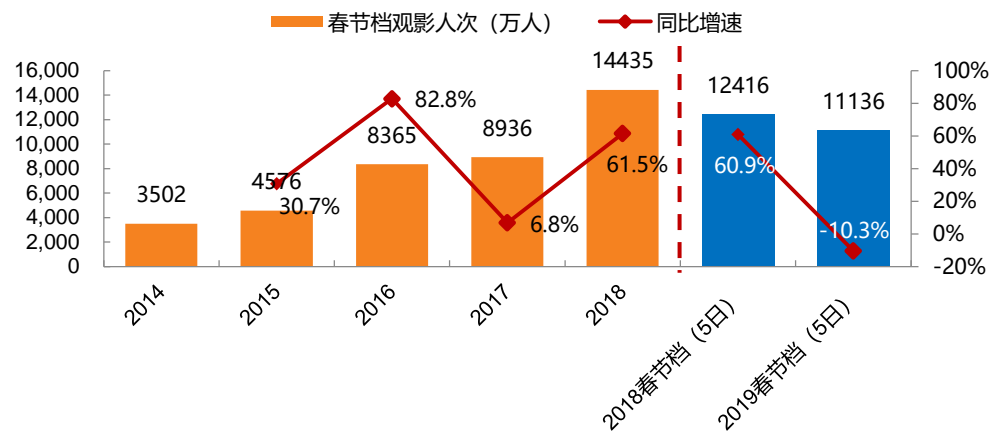
19 年春节档整体票房尤其观影人次低于市场预期。19 年春节档(初一至初五)票房 50.2 亿元，同比增长 1.7%，观影人次 1.11 亿人，同比下滑 10.3%，整体票房及观影人次均低于市场预期。

图 83：2014-2019 年春节档票房（含服务费）及同比增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

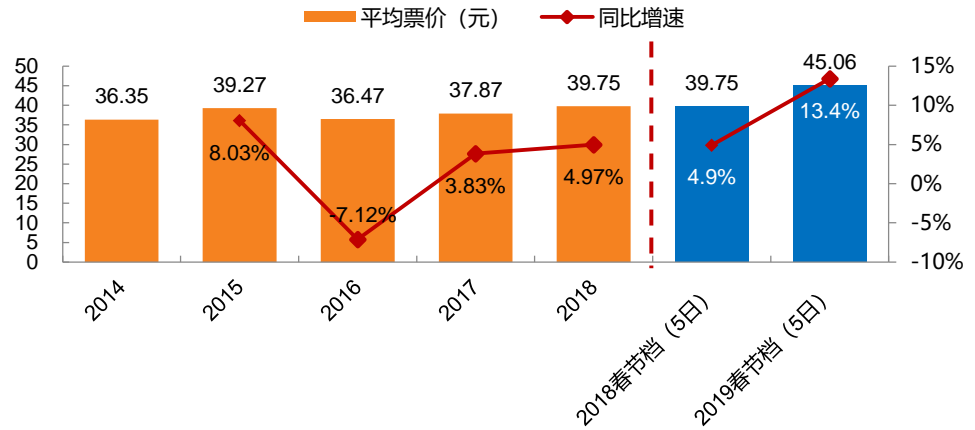
图 84：2014-2019 年春节档观影人次（万人）及同比增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

高票价呈双刃剑效应。平均票价同比上涨 5.32 元/张至 45.06 元/张，同比增长 13.4%，致观影人次下滑是票房增速不及预期的主要原因。

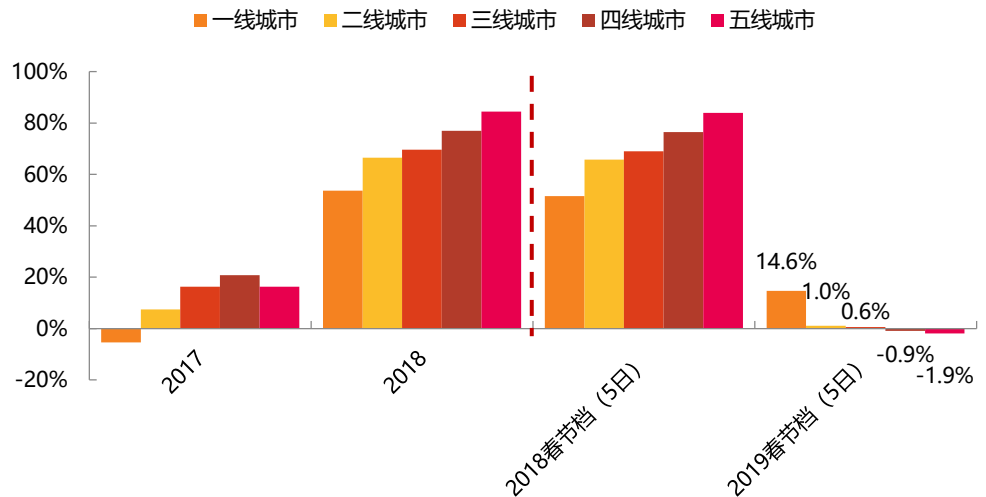
图 85：2014-2019 年春节档平均票价（元）及同比增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

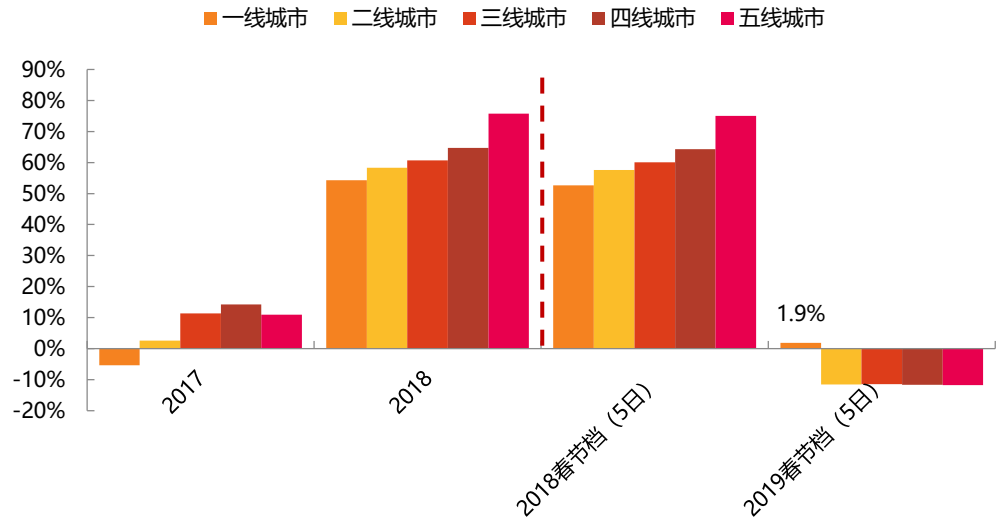
票价大幅提升改变票房增长结构，价格敏感性最低的一线城市增速最高。19 年春节档一至五线城市平均票价分别同比增长 12.5%、14.2%、13.6%、12.3%和 11.2%（对应 5.6 元、5.6 元、5.4 元、4.8 元和 4.3 元）至 50.1 元、45.0 元、44.7 元、44.2 元和 42.8 元，价格敏感度差别使得一线城市外人群观影热情降低，导致 19 年春节档（初一至初五）一至五线城市票房同比增速分别为 14.6%、1.0%、0.6%、-0.9%和-1.9%，呈现与前期票房下沉相反趋势。若剔除票价因素，19 年春节档一至五线城市观影人次同比增速分别为 1.9%、-11.6%、-11.5%、-11.7%和-11.8%，仅一线城市观影人次同比上升，其余均下滑。

图 86：2017-2018 年,2018 和 2019 年春节档（5 日）票房收入（含服务费）及同比增速



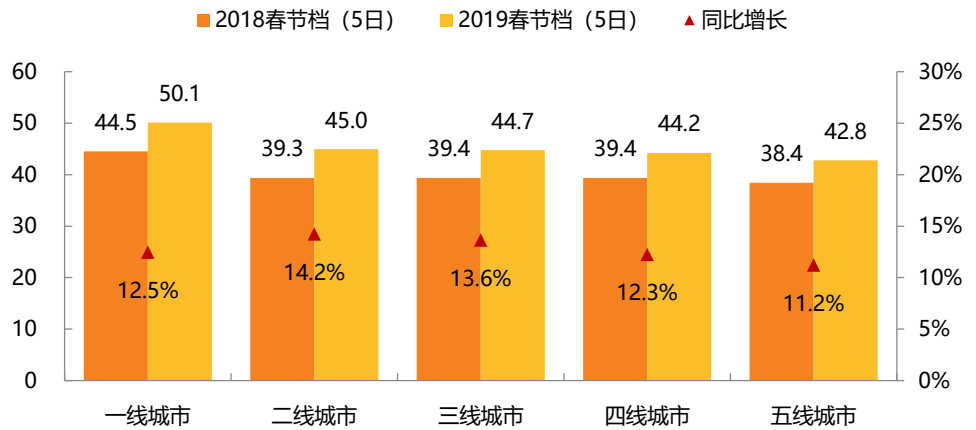
资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

图 87：2017-2018 年,2018 和 2019 年春节档（5 日）观影人次及同比增速



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

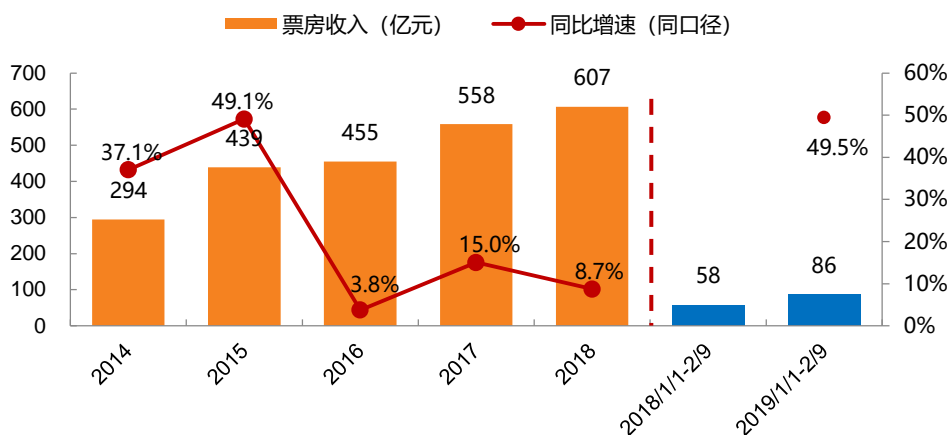
图 88：春节档期间各线城市平均票价及同比增速（元）



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

由于春节档整体票房低于预期，在 18Q1 票房高基数下，19Q1 票房增速承压。截止 2019 年大年初五，即 2 月 9 日，全国电影票房（含服务费）86.4 亿元，由于 2018Q1 贺岁档及春节档票房表现均较好（18Q1 票房 202.2 亿元），预计 19Q1 票房增速在去年高基数下面临压力。

图 89：2014-2018 年,2018-2019 年 1 月 1 日-2 月 9 日票房收入（含服务费）及同比增速



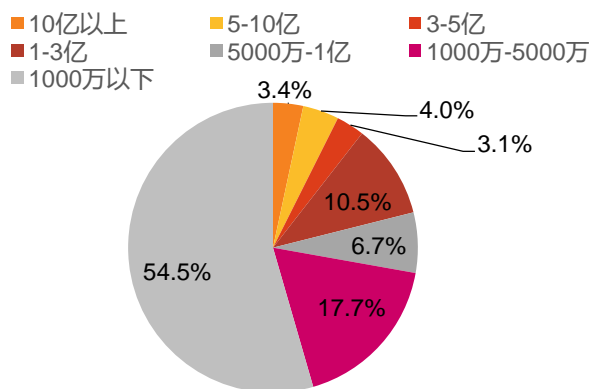
资料来源：艺恩数据，天风证券研究所；注：2017 年同比增速为不含服务费口径票房增速

4.2. 电影制作发行：头部集中趋势延续，市场竞争格局波动

4.2.1. 票房集中度稳步提升，头部内容从一枝独秀到百花齐放

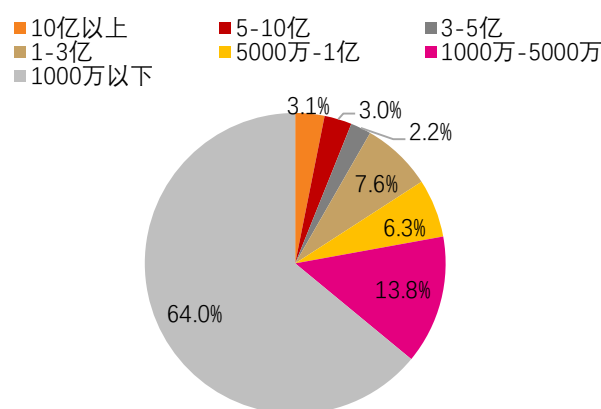
18 年电影票房向头部内容集中趋势更加显著。2018 年共上映影片 542 部，其中，10 亿以上票房的影片有 17 部，数量占上映影片总数的 3.1%，总票房为 331 亿元，占总票房比 54%；而 2017 年共上映影片 446 部影片，10 亿以上票房的影片有 15 部，数量占上映影片总数的 3.4%，总票房为 258 亿元，占总票房比 46%，2018 年相对 2017 年以更少数量的影片占据了更多比例的票房，头部集中趋势显著。另外，18 年全国上映的大部分影片（64%）票房不足 1000 万元。

图 90：2017 年电影按票房区间分布（按影片数量）



资料来源：时光网，天风证券研究所

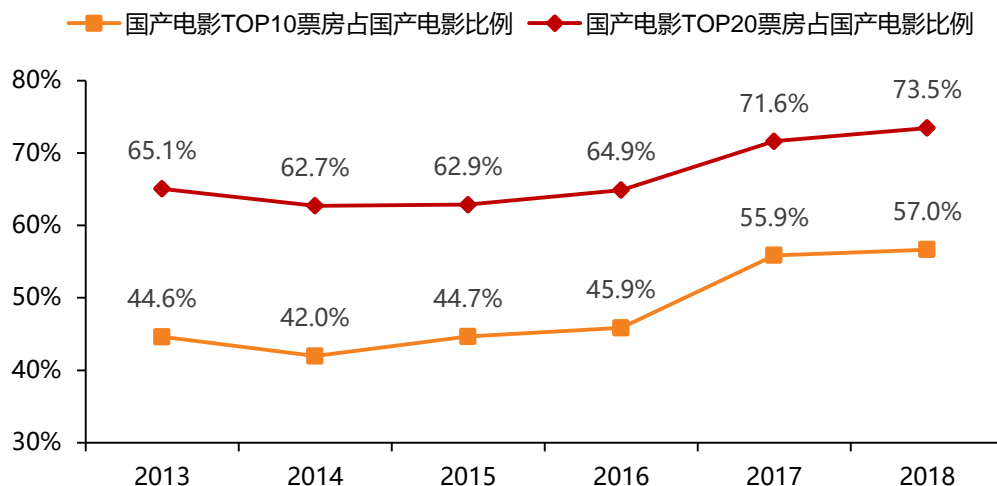
图 91：2018 年电影按票房区间分布（按影片数量）



资料来源：猫眼电影，淘票票，天风证券研究所

TOP10 和 TOP20 国产电影票房占比从 2014-2018 年逐步提升，国产片延续头部集中趋势。2017 年 TOP10/20 影片集中度跳升主要为《战狼 2》带动，而 2018 年两项占比继续提升，强化内容集中趋势，18 年国产影片 TOP10 和 TOP20 票房占国产电影总票房比分别提升至 57.0%和 73.5%。

图 92：2013 至 2018 年国产影片 TOP10 和 TOP20 票房占国产电影总票房比重

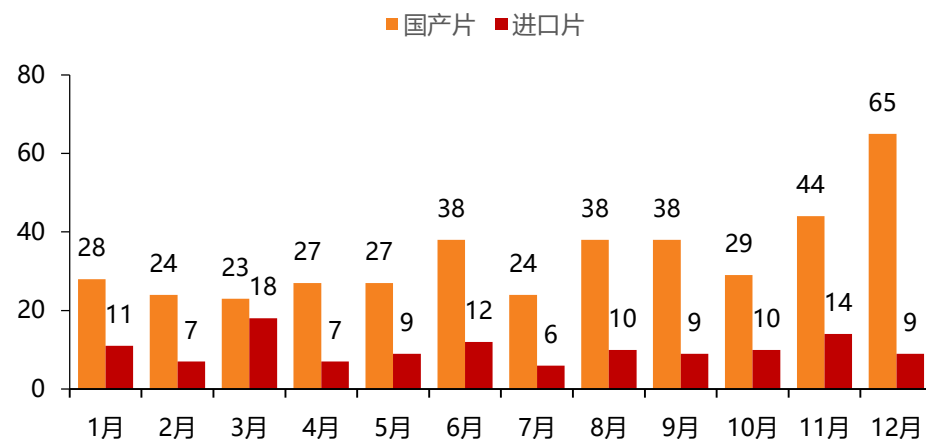


资料来源：猫眼电影、艺恩电影智库、1905 电影网、天风证券研究所

4.2.2. 国产片内容质量超预期，票房占比大幅提升

从国产片、进口片分类来看，2018 年国产片票房增速远高于进口片票房增速。在 2018 年上映的 542 部影片中，国产片（包括合拍片）430 部，进口片 112 部，分别实现票房 379 亿元和 231 亿元，同比增长 26%和下滑 11%，进口片票房同比下滑主要是因为进口片主力好莱坞影片基本以续作为主，在国内观众观影口味逐步提升的背景下缺少惊喜，平均单片票房有所降低。

图 93：2018 年分月国产片、进口片上映数量



资料来源：淘票票电影、天风证券研究所；注：统计存在细微偏差

头部影片中国产片票房占比提升。从 2018 年 TOP10 影片来看，国产片占 6 席，进口片占 4 席，前五影片中国产片占据 4 席，进口片仅占 1 席。从国产和进口片维度分别看前十，TOP10 的国产影片累计票房 214.8 亿，占 18 年总票房的 35%，TOP10 的进口影片累计票房 139.2 亿元，占 18 年总票房的 23%。

内容质量明显提升是国产片票房表现较好的主要原因。2018 年票房排名第三的《我不是药神》豆瓣评分 9.0，为豆瓣近 20 年来最高分国产电影，春节档冠军《红海行动》豆瓣评分 8.3，国庆档冠军《无双》豆瓣评分 8.1，国产片质量已迈入新台阶。

表 7：2018 年国产电影票房排行 TOP10（票房含服务费）

排名	影片名	票房(亿元)	场均人次	票房市占率	国家及地区	上映日期
1	红海行动	36.5	33	6%	中国/中国香港	2018/2/16
2	唐人街探案 2	34	38	6%	中国	2018/2/16
3	我不是药神	31	26	5%	中国	2018/7/5
4	西虹市首富	25.5	28	4%	中国	2018/7/27
5	捉妖记 2	22.4	44	4%	中国/中国香港	2018/2/16
6	前任 3：再见前任	16.5	27	3%	中国	2017/12/29
7	后来的我们	13.6	21	2%	中国/中国台湾	2018/4/28
8	一出好戏	13.6	25	2%	中国	2018/8/10
9	无双	12.7	15	2%	中国/中国香港	2018/9/30
10	超时空同居	9	12	1%	中国	2018/5/18
合计		214.8	占比	35%		

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

进口片中好莱坞影片的霸主地位依旧突显。在票房 TOP10 进口片中，除了票房第 10 的印度电影《神秘巨星》外，其它均为好莱坞影片。《海王》、《毒液》票房破十亿，2018 年阿米尔汗的《神秘巨星》票房为 7.5 亿，虽不及《摔跤吧！爸爸》的 13 亿，但凭借好故事仍取得较好成绩，位于进口片 TOP10。

表 8：2018 年进口电影票房排行 TOP10（票房含服务费）

排名	影片名	票房(亿元)	场均人次	票房市占率	国家及地区	上映日期
1	复仇者联盟 3：无限战争	23.9	19	4%	美国	2018/5/11
2	毒液：致命守护者	18.7	17	3%	美国	2018/11/9
3	侏罗纪世界 2	17	19	3%	美国	2018/6/15
4	海王	16.8	20	3%	美国	2018/12/7
5	头号玩家	14	18	2%	美国	2018/3/30
6	碟中谍 6：全面瓦解	12.5	15	2%	美国	2018/8/31
7	巨齿鲨	10.5	22	2%	美国/中国香港/中国	2018/8/10
8	狂暴巨兽	10	13	2%	美国	2018/4/13
9	蚁人 2：黄蜂女现身	8.3	15	1%	美国	2018/8/24
10	神秘巨星	7.5	17	1%	印度	2018/1/19
合计		139.2	占比	23%		

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

4.2.3. 传统五大波动，新兴力量与互联网平台突出重围

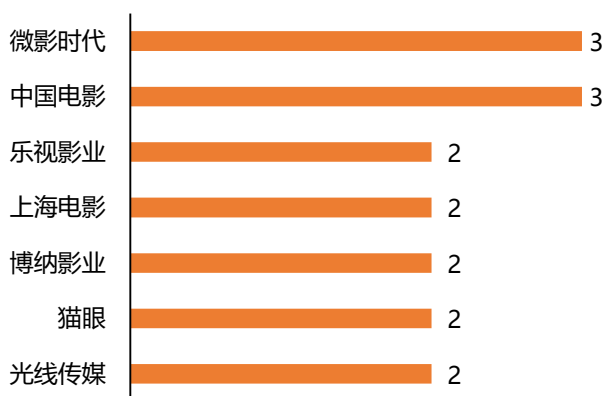
从 2015 年到 2018 年 TOP10 影片参与方看，头部内容参与主体多集中于龙头公司，包括电影制作发行领域的万达、光线、博纳等，也包括互联网平台淘票票和猫眼。2018 年参与数量排名靠前的内容参与方参与 TOP10 影片的数量相对 2017 年明显增加，2017 年参与 TOP10 影片 5 部以上的公司仅 2 家，而 2018 年增加至 4 家。

此外，互联网平台和渠道方参与头部影片的力度提升。2018 年在线票务双寡头阿里影业（淘票票）和猫眼参与 TOP 影片数量相比 2017 年进一步提升至 8 部和 6 部，分别位居第一、第二名，在线票务双寡头基于流量优势切入发行领域，以联合发行为主，并开始参与进行

主控发行。另外，以院线切入发行的大地时代、横店影视和金逸影视参与 TOP10 影片数量也明显提升，分别从 2017 年的 2 部、2 部和 2 部提高到了 5 部、5 部和 4 部。

图 94：2016 年 TOP10 国产影片参与方

■ 参与投资、发行的2016年国产片TOP10影片数量



注：仅统计投资发行 2 部及以上影片的电影公司

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

图 95：2017 年 TOP10 国产影片参与方

■ 参与投资、发行的2017年国产片TOP10影片数量

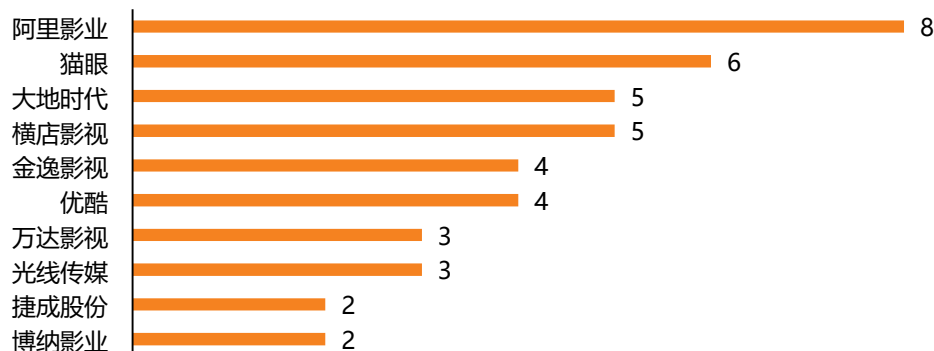


注：仅统计投资发行 2 部及以上影片的电影公司

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

图 96：2018 年 TOP10 国产影片参与方

■ 参与投资、发行的2018年国产片TOP10影片数量



注：仅统计投资发行 2 部及以上影片的电影公司；将淘票票作为阿里影业子公司进行统计

资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

从国内传统五大民营电影公司市场份额看（参与制作/发行口径统计），2018 年五家公司市场份额波动较大。万达影业参与出品多部优质影片如《唐人街探案 2》《我不是药神》和《西虹市首富》，主出品电影票房占比提升，从参与影片看，18 年国产片市场份额与 17 年基本持平，居五大民营电影公司首位；博纳参与及主出品影片票房占比有所提升，光线参投《唐探 2》票房较高，带来参与影片票房占比提升，华谊兄弟市场份额从 2017 年的 20.4% 下滑至 8.6%，乐视由 2017 年的 6.8% 下滑至 3.4%。

此外，北文和新丽在 17 和 18 年均较好表现，而后起的欢喜传媒、真乐道、坏猴子影业等因参与包括《我不是药神》等优质影片票房占比有所提升。

表 9：2013-2018 年五大民营电影公司国产片市场份额变化

	2013	2014	2015	2016	2017	2017(剔除战狼)	2018
光线传媒	18.2%	19.4%	20.6%	22.3%	9.3%	11.8%	19.8%
华谊兄弟	23.5%	8.0%	15.9%	6.3%	11.2%	20.4%	8.6%
博纳影业	7.8%	15.0%	11.0%	12.5%	30.3%	14.1%	15.7%
乐视影业	8.1%	11.8%	8.6%	12.1%	5.5%	6.8%	3.4%
万达电影	6.6%	25.4%	25.5%	6.4%	47.9%	35.8%	34.4%

注：统计口径为参与制作或发行的国产影片票房，存在有两个或以上公司同时参与一部影片情况

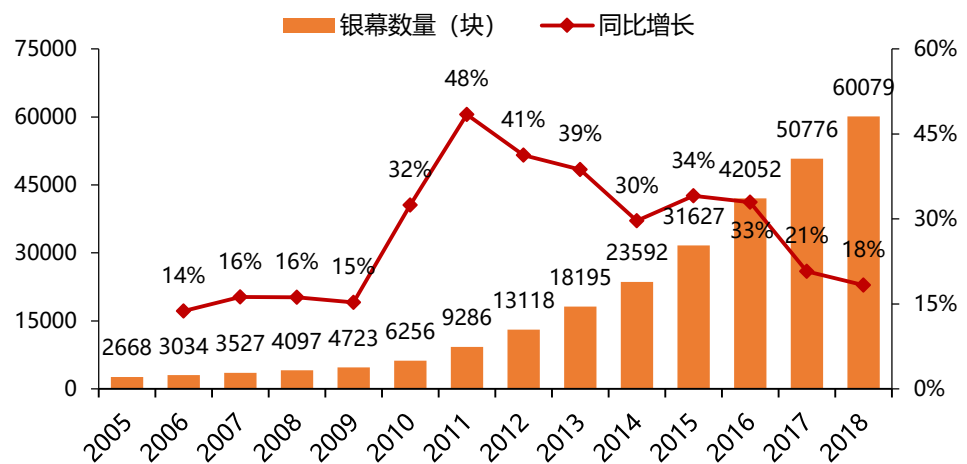
资料来源：猫眼电影、天风证券研究所

4.3. 院线渠道：集中度提升仍需等待，非票收入占比持续提升

4.3.1. 银幕增速继续放缓，头部影投市占率略有下滑

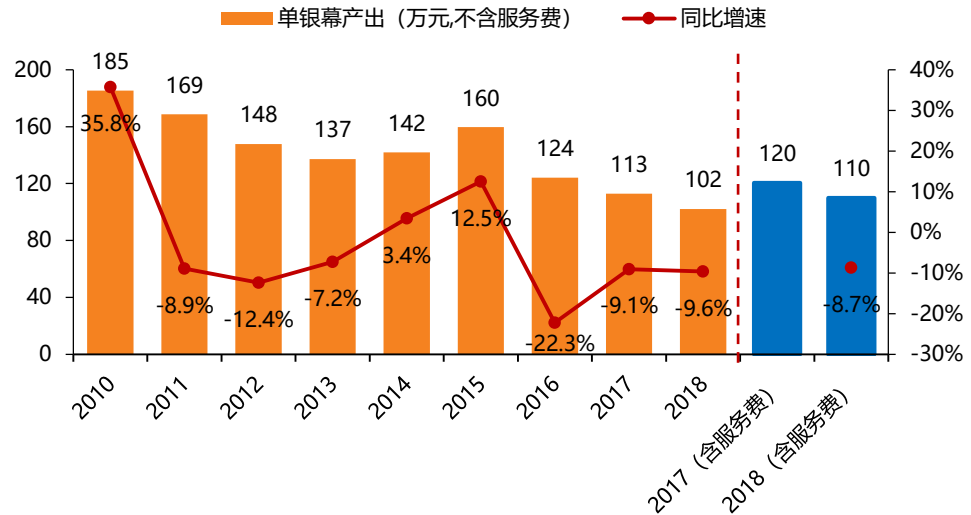
2018 年银幕数同比增长 18%至 60079 块，比 17 年总体放缓，单银幕产出下滑速度放缓。银幕数量增速（18%）高于含服务费的终端票房收入增速（9.1%），更远高于不含服务费的影院端票房收入增速（7.9%）。由于票房增速低于银幕增速，不含服务费的单银幕票房产出下滑至 102 万/块。

图 97：2005-2018 年银幕数量（块）



资料来源：艺恩数据，新华网，天风证券研究所

图 98：2010-2018 年单银幕产出（万元/块）



资料来源：艺恩数据，新华网，天风证券研究所；单银幕产出=当年票房×2/（年初银幕数+年末银幕数）

第一梯队影投公司万达、大地系、横店、中影及金逸 2018 年票房市占率分别下滑了 0.2/0.6/0.1/0.2/0.4 个百分点，第二梯队影投公司耀莱、博纳及幸福蓝海 2018 年市占率分别下滑了 0.2/0.1/0.1 个百分点，头部影投公司中仅上海电影 2018 年票房市占率小幅提升 0.04 个百分点。

表 10：2015-2018 年主要影投公司市占率（不含服务费）

第一梯队影投市占率	2015	2016	2017	2018	chg
万达	15.5%	14.5%	13.7%	13.5%	-0.2%
大地系	7.5%	7.1%	6.6%	6.0%	-0.6%
大地影院	5.7%	5.3%	5.1%	4.7%	-0.4%
橙天嘉禾	1.8%	1.8%	1.4%	1.3%	-0.2%
横店	4.1%	4.1%	3.8%	3.7%	-0.1%
CGV	2.4%	3.0%	2.9%	2.8%	-0.1%
中影	3.9%	3.6%	3.1%	2.8%	-0.2%
金逸	4.6%	3.8%	3.1%	2.7%	-0.4%
星美	4.5%	3.6%	3.3%	2.1%	-1.2%
第一梯队总市占率	42.5%	39.6%	36.4%	33.6%	-2.8%
第二梯队影投市占率	2015	2016	2017	2018	Chg
太平洋	2.3%	2.0%	1.8%	1.7%	-0.2%
百老汇	1.5%	1.3%	1.5%	1.6%	0.1%
耀莱	1.4%	1.7%	1.8%	1.5%	-0.2%
保利	1.9%	1.8%	1.6%	1.4%	-0.2%
UME	1.9%	1.6%	1.5%	1.4%	-0.03%
博纳	1.7%	1.5%	1.5%	1.4%	-0.1%
上影	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0.04%
幸福蓝海	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	-0.1%
第二梯队总市占率	13.5%	12.7%	12.3%	11.7%	-0.6%

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

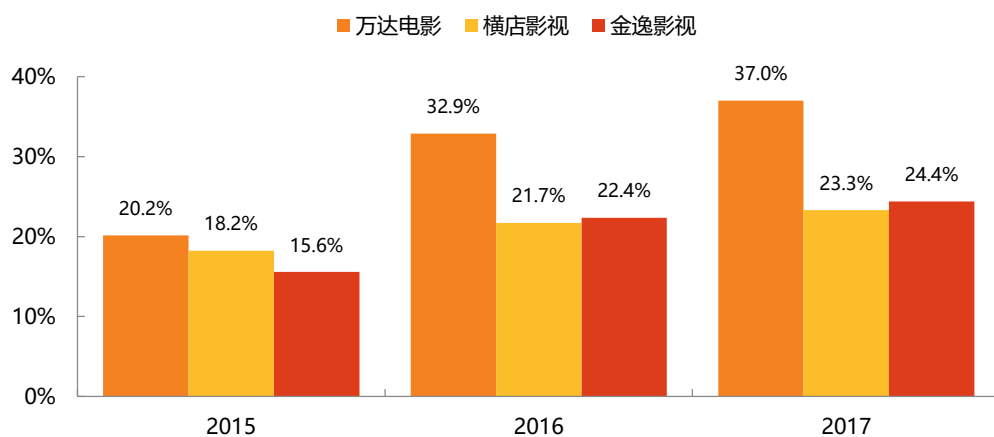
18年12月11日国家电影局下发《关于加快电影院建设、促进电影市场繁荣发展的意见》，文件中提出鼓励企业积极投资建设电影院，目标是到20年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到8万块，对于产业集中度提升及单银幕产出拐点或有延后影响，若以最悲观的假设，2019年和2020年分别新增银幕9961块，至2020年全国银幕8万块，则对应2019年和2020年银幕增速16.6%和14.2%。

但同时文件也要求电影院和银幕分布更加合理，与城镇化水平和人口分布更加匹配，可见8万块银幕的目标并非以加剧当前影院竞争为目的，更主要的是希望银幕能覆盖当前未覆盖的中西部地区。另外，《意见》鼓励并购重组，以推动电影院线规模化、集约化发展，长期利好运营能力强的院线龙头。因而我们认为新出台的指导意见不改行业出清并走向集中的大趋势。我们长期看好资本热度褪去后，龙头公司凭借运营管理优势，主导行业整合，推动头部集中度提升。

4.3.2. 影院非票收入占比提升，然而对标成熟市场仍有较大空间

国内影院非票收入占比呈现逐步提升趋势。A股三家院线公司万达电影、横店影视和金逸影视自2015年来非票收入占比表现出提升趋势，其中，万达电影由于收购了广告公司万达传媒等，非票收入占比提升较快，2017年非票占比相比2015年提升了约17个百分点至37.0%。此外，横店影视和金逸影视非票占比也从2015年提升了5.1、8.8个百分点至23.3%和24.4%。

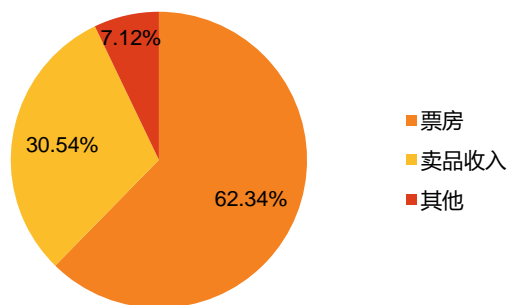
图 99：2015-2017 年万达电影、横店影视和金逸影视非票收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

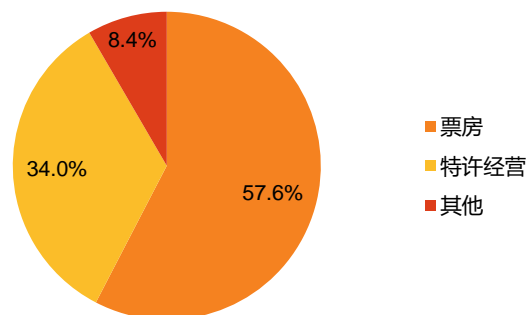
但相对成熟市场国内院线非票收入占比仍然较低。根据各影院公司2018年中报，国内院线龙头万达电影卖品收入与票房收入比为20.6%，横店影视仅12.9%，而美国三大院线之一AMC卖品收入与票房收入比约48%，从院线公司披露数据看，中国卖品收入占票房收入比较美国仍有较大差距。若假设全国卖品收入占票房收入比为15%，则2018年全国卖品收入规模约90亿元，仅从卖品收入占票房收入比看，仍还有3倍提升空间。

图 100：2018 年上半年 AMC 收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 101：2018 年上半年 CNK 收入结构

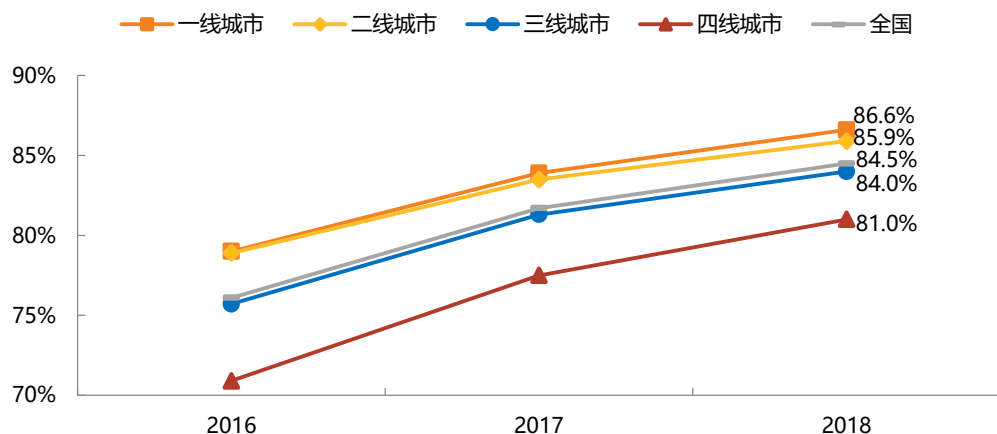


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4. 在线票务平台：电影购票线上化已基本实现，拓展成为主要发展方向

线上化率已处于较高水平，用户习惯培育已至尾声。2018 年全国电影票线上化率 84.5%，分线城市看，四线城市线上化率最低，但也已经在 80%以上。另外，从提升速度看，2018 年相对 2017 年线上化率提升速度已明显放缓。用户在线购票习惯已经养成，且平台为用户提供影院、影片及在线选座等服务，切实方便了用户的观影，因而平台已不再需要依靠低廉的电影票价来吸引用户在线购票。

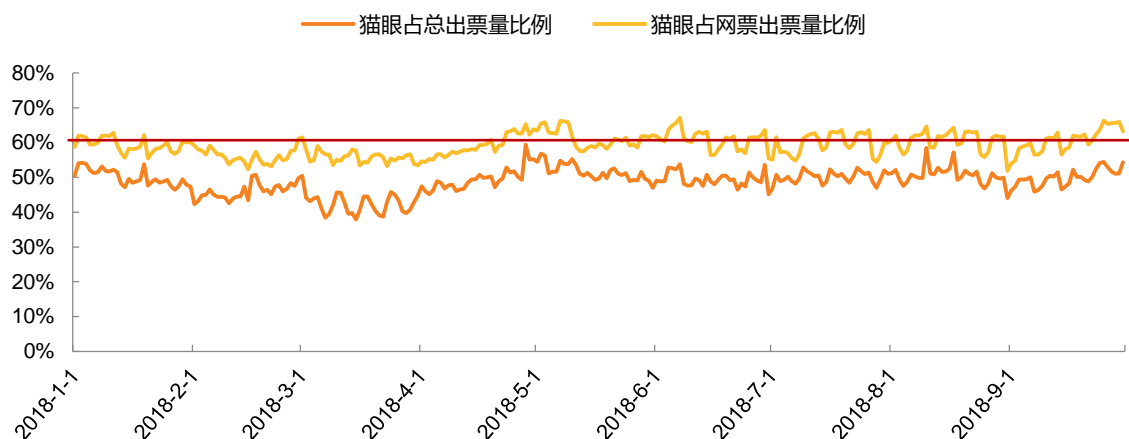
图 102：2016-2018 年分区域电影票线上化率对比



资料来源：公司公告，猫眼研究院，天风证券研究所

两大票务平台瓜分市场，份额已基本稳定。根据招股说明书，2018 年前三季度，猫眼电影票务业务市占率 61.3%，淘票票市占率为 34.3%。而根据猫眼专业版 APP 出票数据，2018 年猫眼市占率稳定在 60%左右。

图 103：猫眼出票份额



资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

预期未来平台将逐步减少票补投入，平台盈利可期。全市场票补主要来源于两个方面，一部分是来自片方，作为宣发的一种手段，如 2018 年前三季度猫眼收到来自片方票补 4.37 亿元；但过去几年，票补大部分来源于在线票务平台，平台投入票补动机主要有两个：1) 在线上购票出现初期培养用户线上购票习惯；2) 抢占市场份额。当前线上化率已处于较高水平，且市场份额也基本稳定，预期未来平台将逐步减少票补投入。

横纵向拓展将成为票务平台未来发展方向，2018 年两大互联网票务平台参与内容投资和发行成绩亮眼。从参与广度看，2018 年猫眼微影和淘票票分别参与了 22 部和 26 部电影的投资/发行，淘票票参与影片数更多；从参与深度看，2018 年猫眼作为主出品和主发行影片数分别为 7 部和 7 部，而淘票票作为主出品和主发行影片数分别为 3 部和 2 部，猫眼参与深度更深。

表 11：2018 年猫眼微影和阿里影业（淘票票）参与影片情况

参与类型	猫眼微影	淘票票
出品	7	3
联合出品	7	4
发行	7	2
联合发行	8	23
其他	1	0

资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所；注：存在以多种角色参与某一个电影的情况

2019 年春节档 8 部影片中在线票务平台参与 6 部，从主控项目表现看猫眼更胜一筹。春节档 8 部影片，阿里影业和猫眼微影均参与 4 部，其中主控 1 部，从主控项目上看，阿里影业为《小猪佩奇过大年》(春节档票房 1.12 亿)主出品及主发行方，猫眼微影为《飞驰人生》(春节档票房 10.46 亿)主出品及主发行方，猫眼主控项目表现更为亮眼。

表 12：2019 年春节档在线票务平台参与影片情况

电影	电影类型	首日票房	春节档票房	参与在线票务平台方	豆瓣评分	猫眼评分	淘票票评分
流浪地球	科幻/冒险	1.88	20.04	阿里影业	7.9	9.3	9.1
飞驰人生	喜剧/动作	3.18	10.46	猫眼微影、阿里影业	7.0	8.8	8.6
新喜剧之王	喜剧	2.71	5.33	猫眼微影	5.8	8.0	7.9

熊出没·原始时代	喜剧/动画/ 冒险	0.73	4.23	猫眼微影	6.5	9.2	8.8
小猪佩奇过大年	动画/家庭/ 喜剧	0.58	1.12	阿里影业	4.1	5.5	7.1
廉政风云	犯罪/悬疑	0.56	0.95	猫眼微影、阿里影业	5.5	6.9	7.2

资料来源：灯塔专业版，猫眼专业版，豆瓣电影，天风证券研究所；注：春节档指大年初一至初六

从春节档首日排片看，两家在线票务平台发行能力较强。猫眼微影主控影片《飞驰人生》首日前预售票房为 1.43 亿，相比《疯狂的外星人》首日前预售 1.94 亿，差距较大，但《飞驰人生》首日排片占比 21.4%，比《疯狂的外星人》高 0.6 个百分点；而阿里影业主控影片《小猪佩奇过大年》首日前预售票房为 0.38 亿，低于同为动画片的系列 IP 作品《熊出没·原始时代》的 0.43 亿，但《小猪佩奇过大年》首日排片占比为 5.9%，较《熊出没·原始时代》高 1.7 个百分点，可见在线票务平台发行能力较强。

表 13：猫眼微影与阿里影业主控项目首日排片占比体现较强发行能力

	影片	首日前预售（亿）	首日排片
猫眼微影	主控影片 《飞驰人生》	1.43	21.4%
	对比影片 《疯狂的外星人》	1.94	20.8%
阿里影业	主控影片 《小猪佩奇过大年》	0.38	5.9%
	对比影片 《熊出没·原始时代》	0.43	4.2%

资料来源：猫眼专业版，天风证券研究所

5. 出版：防御性价值显著，基本面择优

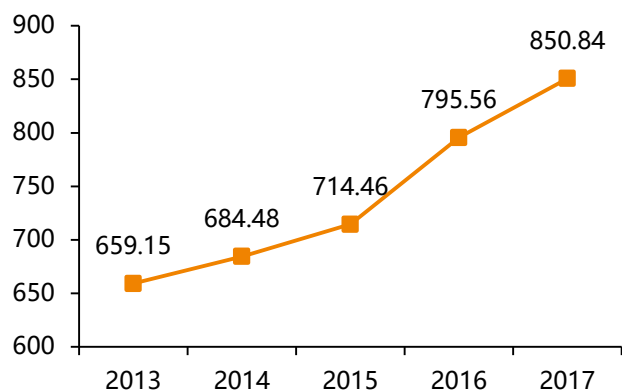
据中国新闻出版广电网，2017 年全国图书总计零售金额 850.84 亿元，同比增长 6.95%，2014~2017 三年复合增速 7.52%；2017 年全国图书零售平均单价 12.12 元/册，同比增长 2.19%，2014~2017 三年复合增速 4.21%；其中 K12 教材与教辅总零售总金额 503.09 亿元，同比增长 7.85%，2014~2017 三年复合增速 8.49%，占比由 2013 年的 58.50%提升至 2017 年的 59.13%。

表 14：2013-2017 年全国图书零售金额及复合增速（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	14-17CAGR
文化、教育	484.01	516.24	518.24	581.74	621	6.35%
—K12 课本	223.88	227.40	217.55	228.20	243.17	2.26%
—教辅	161.70	166.56	199.14	238.27	259.92	15.99%
文学、艺术	43.61	40.31	44.86	55.26	63.19	16.17%
综合类图书	56.51	55.66	68.07	65.82	67.89	6.85%
图书总计	659.15	684.48	714.46	795.56	850.84	7.52%

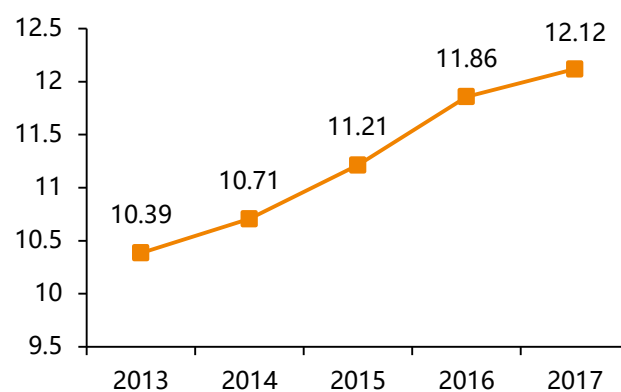
资料来源：中国新闻出版广电网，天风证券研究所

图 104：2013~2017 全国图书零售总金额变动（亿元）



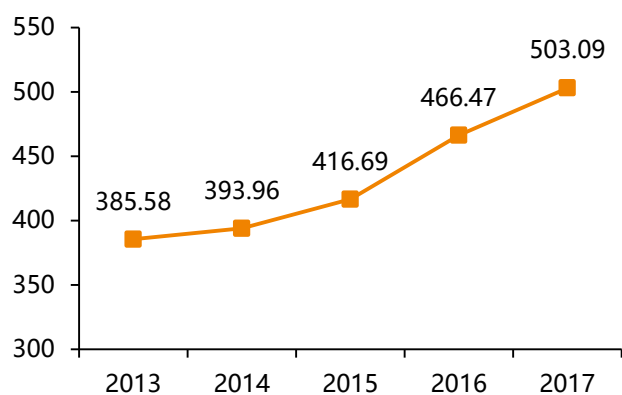
资料来源：中国新闻出版广电网，天风证券研究所

图 105：2013~2017 全国图书平均单价变动（元）



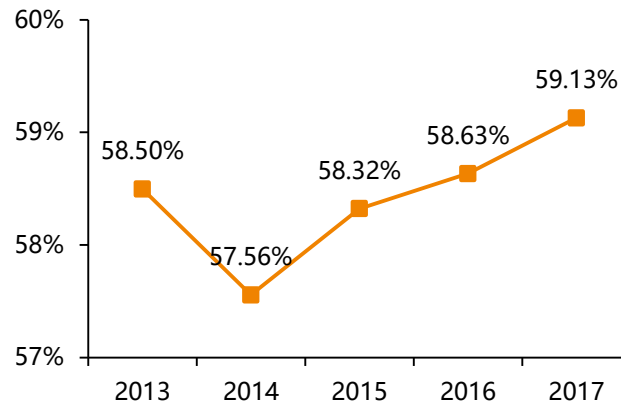
资料来源：中国新闻出版广电网，天风证券研究所

图 106：2013~2017 K12 教材及教辅零售总金额变动（元）



资料来源：中国新闻出版广电网，天风证券研究所

图 107：2013~2017 K12 教材及教辅零售总金额占比变动



资料来源：中国新闻出版广电网，天风证券研究所

5.1. 教辅教材：关注政策变化与各省不同的 K12 人群变化趋势

5.1.1. “一教一辅”影响已经逐步淡出，三科统编人教代理出版社受益

教育部统一组织新编的义务教育道德与法治、语文、历史教材，根据三科教材统编统用、3 年实现全覆盖的要求：2017 年秋季学期，全国所有地区小学一年级和初中一年级使用统编教材；2018 年覆盖小学初中一、二年级；2019 年所有年级全部使用统编教材。

我们统计了上市公司所在省份教材自编、租赁的情况后看到：大部分出版企业，自编教材毛利率高于租赁教材，在有政治、语文、历史自编或者部分自编的企业中，自编教材毛利率平均高于租赁教材约 5pct，教材版本的替换对于上市公司有一定影响。

在教材多元化的省份，人教版的代理出版社反而有利于市占率的提高，如中原传媒：河南省语文教材使用人教版、苏教版；政治使用人教版、北师大版等；历史使用人教版、岳麓版。三科统编之后，2017 年人教版义务教育教材区域市场占有率由 51.3%提高到 64.8%。

在一直使用人教版教材的省份，三科统编不会产生边际影响，相关的上市公司有中文传媒等。

表 14：上市出版公司自编、租赁教材情况

公司	地区	语文	政治	历史	覆盖范围	本版/租型代理	2017 自编毛利率 (%)	2017 租赁毛利率 (%)
中南传媒	湖南	自编 (部分)	非自编	自编 (部分)	31 个省市	9 科 10 种, 教辅上千种	27.1	23.75
凤凰传媒	江苏、海南	自编	自编 (部分)	自编 (部分)	29 个省市	23 种, 教辅覆盖 15 科	32.42	24.01
山东出版	山东	自编	自编 (部分)	自编 (部分)	16 个省市	14 科 30 种 246 册	34.05	30.69
时代出版	安徽	非自编	非自编	非自编	主要安徽省内	自编教辅教材 2268 种, 租赁 530 种	30.26	32.02
皖新传媒	安徽	非自编	非自编	非自编	主要安徽省内			
新华文轩	四川	非自编	非自编	非自编	主要四川省内		43.72	29.06
长江传媒	湖北	非自编	非自编	非自编	主要湖北省内	自编教辅教材 4000 余种	41	27
南方传媒	广东	非自编	非自编	非自编	主要广东省内	自编教辅教材 4375 种	32.72	27.02
中文传媒	江西	非自编, 且人教版	非自编, 且人教版	非自编, 且人教版	主要江西省内	11 家出版社教辅教材代理	26.13	15.14
城市传媒	青岛	非自编	非自编	非自编	主要青岛市内	4 种教材进入国家目录	58.16	
出版传媒	辽宁	非自编	非自编	非自编	主要辽宁省内	4 家出版社教材租型代理	22.22	35.08
中原传媒	河南	非自编	非自编	非自编	主要河南省内			
读者传媒	甘肃	非自编, 且人教版	非自编, 且人教版	非自编, 且人教版	主要甘肃省内	5 家出版社教材租型代理	14.71	31.71
新华传媒	上海	非自编	非自编	非自编	主要上海市内			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

一教材一辅主要影响的是湖南省，2017 年 6 月 12 日印发《湖南省中小学违规征订教辅材料问题专项整治工作方案》，要求重点查处和整治在征订教辅材料中增加学生负担的问题，中南传媒受到的边际影响相对较大，目前已经经历了长达一年多的经营周期，影响已经淡出。

5.1.2. 凤凰、山东等未来 K12 学生人口的结构变化向好

我们用以下假设和方法预测各区域的 K12 人口变化：

- 假设不考虑地区人口的流动的情形，故结果的考量从趋势和定性的角度更为合理；
- 小学预测：小学招生人数增长的预测方式为：我们人口出生数据和小学招生数据均来自国家统计局，综合出生月份分布的考虑，结合 6 年前的出生人口，来推测小学招生情况。

- 初中预测：由于 K12 期间属于义务教育阶段，升学率较高，当年初中在校生人数可以由前 6-8 年小学生招生人数情况进行预测。
- 普高预测：预计未来升学率水平只升不降，未来高中生数量主要与前三年的初中生数量有关。根据 2015-2017 年初中在校生数量增长预测 2018-2020 年高中在校生增长。

我们可以看到在 K12 学生结构变化中最具有优势的**凤凰传媒、山东出版**等。

表 15：上市所在省份 K12 学生结构变化趋势

公司名称	地区	2019E 小学	2020E 小学	2019E 初中	2020E 初中	2019E 普高	2020E 普高
中原传媒	河南	3.73%	4.38%	-1.17%	-6.01%	2.72%	3.21%
长江传媒	湖北	3.11%	4.89%	-3.60%	-4.90%	3.63%	5.10%
皖新传媒、 时代出版	安徽	2.28%	0.21%	-2.86%	-2.72%	2.17%	4.10%
新华文轩	四川	0.77%	2.37%	-0.49%	-2.27%	-0.64%	1.76%
南方传媒、 广弘控股	广东	0.63%	-3.88%	3.35%	2.93%	-2.11%	2.37%
中南传媒	湖南	0.63%	-3.88%	-0.62%	-2.14%	1.19%	2.04%
新华传媒	上海	0.46%	3.73%	6.20%	-1.15%	0.24%	-0.39%
凤凰传媒	江苏&海南	-0.21%	0.36%	5.33%	5.00%	3.51%	6.47%
山东出版	山东	-0.35%	13.66%	1.29%	1.54%	1.64%	4.26%
出版传媒	辽宁	-0.44%	-9.41%	0.20%	-3.57%	-3.42%	-1.51%
读者传媒	甘肃	-0.44%	-9.41%	-3.88%	-5.75%	-3.64%	-2.29%
中文传媒	江西	-0.86%	-0.19%	1.75%	-3.49%	2.20%	5.97%

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

5.1.3. 纸张价格下行效应预计 19H2 将在成本端有所体现

2017 年下半年起，考虑到纸张成本压力大，教辅教材出版工艺提升等因素，不少省市物价局对当地教育出版机构的教材定价进行了重新审定，下发了提价通知。

表 16：各省份中小学教材定价相关政策

省份	公司简称	时间	政策名称	涨价细节
湖南	中南传媒	2017.4.17	《湖南省发展和改革委员会 湖南省新闻出版广电局关于下达 2018 年秋季中小学教材价格的通知》	主要是教科书正文印张涨价，80 克胶版纸张涨价约 9.5%，相关教材定价总体涨幅在 5%左右。
湖北	长江传媒	2018.6	《省物价局省新闻出版广电局关于印发湖北省中小学教材印张价格标准的通知》	教科书正文印张 55 克单色涨价约 20%，其余正文印张，封面，插页，覆膜，上光油均涨价 8%左右。
安徽	时代出版	2018.6.16	《安徽省物价局安徽省新闻出版广电局关于重新核定中小学教材印张价格的通知》	教材正文印张，覆膜，上光油价格分别下调约 11%，教材封面，插页价格分别下调约 7%。
江苏	凤凰传媒	2018.9.5	《江苏省物价局江苏省新闻出版广电局关于制定 2018 年秋季中小学教材零售价格的通知》	小学、初中、高中的教材价格分别提升 5.2%、5.0%、4.5%，平均单本价格上涨 0.3 元。
广东	南方传媒	2017.6.20	《广东省发展改革委 广东省新闻出版广电局关于调整我省中小学教材辅料印张价格的通知》	教材正文、插页、封面及覆膜均涨价 3%左右；教辅材料正文、封面及上光油均涨价 2%左右。

上海	新华传媒	2016.3.16	《关于调整本市中小学教材印张基准价格的通知》	印张基准价格根据用纸规格、印刷色数分别上涨 11%-15%。
辽宁	出版传媒	2018 秋		循环使用教材正文印张、封面、插页价格按附件相应价格上浮 20%执行。

资料来源：各省物价局，天风证券研究所

纸张价格在 2018 年后半年有所回落。由于出版行业通常每年统一采购纸张两次，因此纸价上升带来的成本压力将推迟半年体现，预计在 19H2 开始体现，以山东出版、中南传媒、南方传媒为例，用 2017 年报中所披露的纸张材料费用粗略估算出版毛利率弹性，纸张价格每下降 20%，三家公司整体毛利率提高幅度在 0.97%~1.56%。

表 17：山东出版、中南传媒、南方传媒毛利率弹性测算

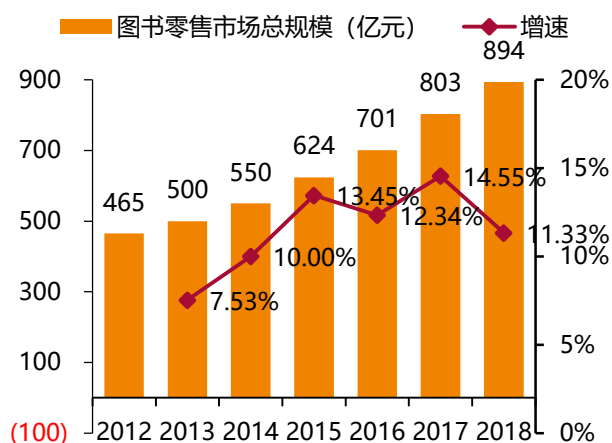
公司简称	山东出版	中南传媒	南方传媒
营业收入（亿元）	110.69	100.94	65.44
纸张材料费（亿元）	5.37	4.92	5.09
纸张价格下降 10%节省成本（亿元）	1.074	0.984	1.018
毛利率变化	0.97%	0.97%	1.56%

资料来源：各公司年报，天风证券研究所

5.2. 一般图书：关注少儿等优质细分领域

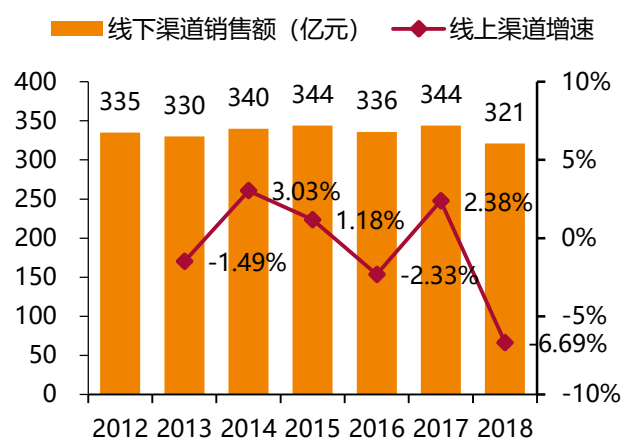
根据开卷，2018 年中国图书零售市场码洋规模达 894 亿，规模较 2017 年进一步上升。2018 年整个图书零售市场同比上升 11.3%，继续保持两位数的增长。网店增速有所放缓，增速为 24.7%，码洋规模达 573 亿元；实体店出现负增长，同比下降 6.69%，码洋规模达 321 亿元。

图 108：图书零售市场总规模（亿元）、增速



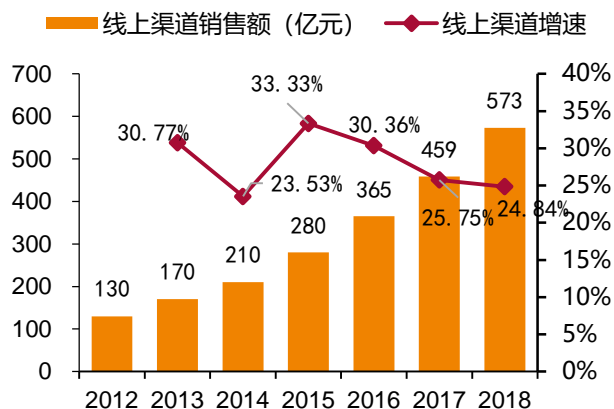
资料来源：开卷，天风证券研究所

图 109：线下渠道销售额（亿元）、增速



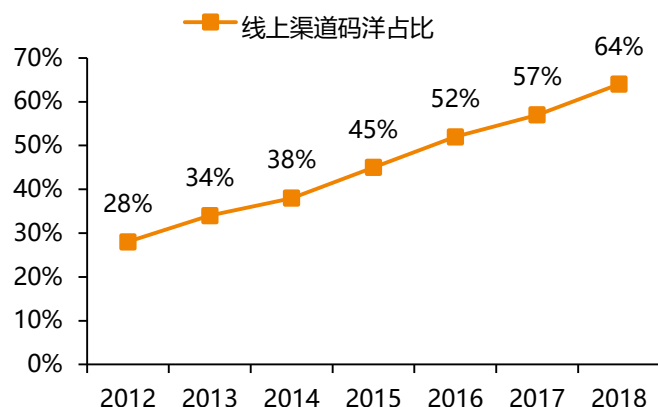
资料来源：开卷，天风证券研究所

图 110：线上渠道销售额（亿元）、增速



资料来源：开卷，天风证券研究所

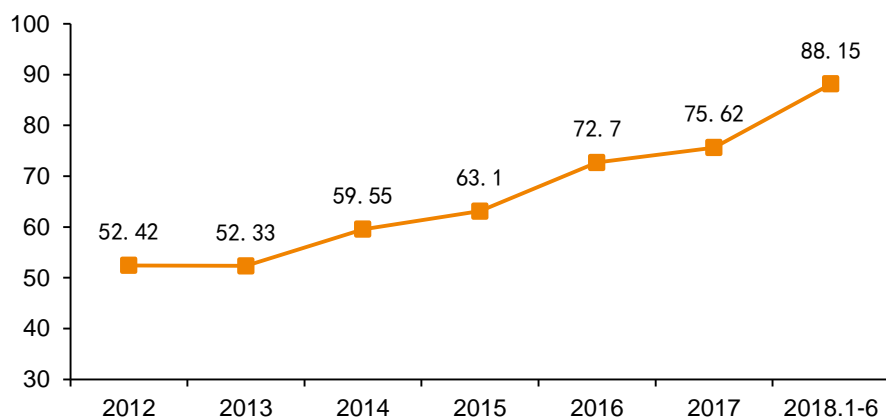
图 111：线上渠道码洋占比



资料来源：开卷，天风证券研究所

在人工成本、纸价快速上涨以及线上高折扣销售模式的影响下，近几年的图书价格持续上涨。2012 年新书平均定价 52 元，2017 年新书平均定价 75.62 元，比 2016 年增加 3 元。2018 年上半年，新书平均定价 88 元，在 2017 年的水平上上涨近 13 元，涨幅增速明显增加。图书定价过快上涨对图书的销售有一定影响。

图 112：新书平均定价（元）



资料来源：开卷，天风证券研究所

从市场占比来看，少儿类图书作为整体零售市场中码洋比重最大的细分类别，在零售市场的比重逐年增大，2016 年起首超社科，成为码洋比重最大的门类，2018 年上半年占据整个市场的 26.25%。社科类图书自 2016 年被超越后，码洋占比位于第二位且增速稳定，2018 年占比接近 25%。教辅教材的码洋比重在细分类别中排第三位，近年来维持在 15%以上。文学类图书的码洋比重则占据第四位，近年来在 15%上下波动。科技类图书与语言类图书的码洋比重分别占据第五位与第六位，在 5%-10%之间波动。虽然缺失了 2017 年的相关数据，统计已有的数据可以发现，这两类图书的码洋占比近年来有下降趋势。

表 18：6 大类一般图书码洋占比

	14 占比	15 占比	16 占比	17 占比	18 占比
少儿	19.34%	20.46%	23.51%	24.63%	26.25%
社科	21.74%	23.29%	23.09%	23.46%	24.57%
教辅教材	18.70%	15.78%	15.31%	16.61%	15.38%

文学	18.27%	12.88%	13.28%	14.94%	12.03%
科技	8.58%	8.71%	8.03%		7.50%
语言	7.13%	6.74%	6.82%		5.75%

资料来源：开卷，天风证券研究所

从码洋规模及增速来看，少儿类图书码洋规模近年来增长迅速，2017 年的码洋规模已经接近 200 亿元。2016 年增速达 29.52%，2018 年增速放缓，上半年同比增长 14.47%，低于去年 21.03%的水平。

表 19：6 大类一般图书码洋规模（亿）及增速

	14 规模 (亿元)	15 规模 (亿元)	16 规模 (亿元)	17 规模 (亿元)	15 增速	16 增速	17 增速	18H1 增速
少儿	109.44	126.05	163.26	197.59	15.18%	29.52%	21.03%	14.47%
社科	119.57	145.33	161.86	188.38	21.54%	11.38%	16.39%	
教辅教材	102.85	98.47	107.32	133.38	-4.26%	8.99%	24.28%	
文学	100.49	80.37	93.09	119.97	-20.02%	15.83%	28.87%	-1.21%
科技	47.19	54.35	56.29		15.17%	3.57%		
语言	39.22	42.06	47.81		7.25%	13.67%		

资料来源：开卷，天风证券研究所

截至 2018 年前三季度，从市场竞争上看，有 552 家出版社参与了少儿类图书零售市场的竞争，即全国范围内 580 多家出版社当中 95%以上的出版社都参与了少儿类图书市场的竞争，未进入这个市场的出版社只剩下少数。从码洋占有率分布上看，超过 1%的出版社有 27 家，码洋占有率合计为 55.16%。

二十一世纪出版社占据了超过 4%的码洋占有率，四川少年儿童出版社、陕西未来出版社、长江出版社、北京联合出版社和中国少年儿童出版社分别占据了 3%-4%的码洋占有率。码洋占有率在 1%-2%总共 16 家。

表 20：16~18Q3 少儿出版社排名

	2018Q3	2017	2016
1	二十一世纪出版社（中文传媒）	二十一世纪出版社（中文传媒）	二十一世纪出版社（中文传媒）
2	浙江少儿出版社	浙江少儿出版社	浙江少儿出版社
3	长江少儿出版社（长江传媒）	安徽少儿出版社（时代出版）	长江少儿出版社（长江传媒）
4	安徽少儿出版社（时代出版）	长江少儿出版社（长江传媒）	安徽少儿出版社（时代出版）
5	海豚出版社（长江传媒）	明天出版社（山东出版）	明天出版社（山东出版）
6	明天出版社（山东出版）		吉林出版集团股份有限公司
7	四川少儿出版社（新华文轩）		中国少儿出版社
8	陕西未来出版社		陕西未来出版社
9	长江出版社（长江传媒）		陕西未来出版社
10	北京联合出版有限公司		童趣出版

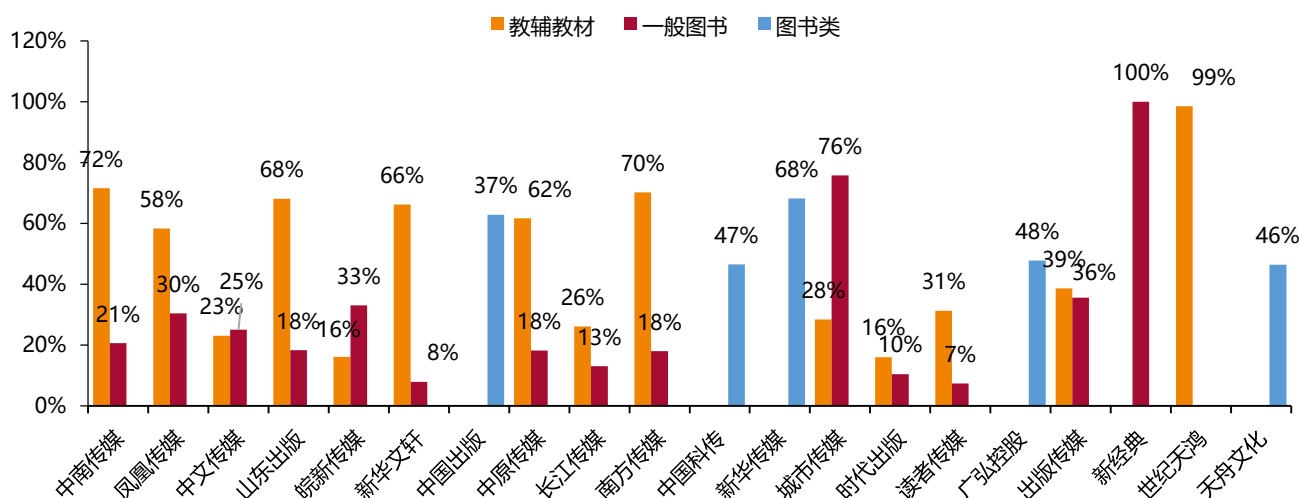
资料来源：开卷，天风证券研究所

5.3. 出版上市公司比较

目前共有国有出版/发行上市公司 17 家国有上市公司，3 家民营上市公司。从营业收入的结构看，国有出版上市公司以教辅教材、一般图书为主营，民营出版公司则以一般图书、教辅为主营收入。我们根据各公司 2017 年的主营结构（不考虑内部抵消），列示了各大公

公司的教辅教材和一般图书所占营收的占比（没有列示属于“教辅教材/一般图书”的公司，统一归入了“图书类”收入）。

图 113：上市公司收入结构



资料来源：wind，天风证券研究所

从财务指标看，出版行业具备高现金，高分红，低估值，低商誉的特征，具备良好的防御性。我们建议关注 K12 结构趋势向好的【凤凰传媒、山东出版】、具备良好防御性的【中原传媒、南方出版、中文传媒】、行业龙头【中南传媒】以及优质民营出版【新经典】等。

表 21：出版行业上市公司业绩及估值情况

	市值	18Q3 商誉	18Q3 货币资金	15-17 平均分红率	17 股息率	17A EPS	18E EPS	19E EPS	17A PE	18E PE	19E PE	PB
中南传媒	240.66	0.62	118.84	50.57	4.49	0.84	0.71	0.76	15.90	18.95	17.65	1.92
凤凰传媒	200.03	2.00	81.35	36.88	1.87	0.46	0.55	0.61	17.16	14.31	12.94	1.70
中文传媒	182.85	24.55	56.54	20.38	2.93	1.05	1.20	1.38	12.60	11.07	9.59	1.98
山东出版	171.75	0.13	38.46	33.64	2.54	0.65	0.73	0.80	12.58	11.34	10.35	3.24
皖新传媒	135.27	1.46	48.91	30.32	2.40	0.56	0.61	0.65	12.11	11.16	10.41	2.28
新华文轩	105.92	5.01	21.08	77.20	2.60	0.75	0.74	0.80	14.24	14.37	13.33	2.09
中国出版	78.55	0.51	11.60	30.22	1.96	0.29	0.00	0.00	14.80			2.56
中原传媒	82.47	0.00	32.81	24.69	2.14	0.68	0.76	0.82	11.90	10.55	9.79	1.34
长江传媒	79.98	0.00	6.23	13.95	1.47	0.51	0.60	0.69	13.04	11.02	9.51	1.41
(不含理财)												
南方传媒	74.63	0.15	10.64	29.42	2.36	0.68	0.75	0.84	12.21	11.09	9.92	1.78
中国科传	72.09	0.00	29.05	23.61	1.75	0.47	0.00	0.00	19.42			2.82
新华传媒	53.08	3.30	6.80	31.93	0.27	0.04	0.00	0.00	117.93			2.47
城市传媒	48.59	0.24	6.70	31.01	2.08	0.47	0.53	0.62	14.75	13.02	11.15	2.44
时代出版	44.01	0.00	13.60	33.52	4.59	0.59	0.00	0.00	14.66			1.18
读者传媒	27.82	0.00	4.79	31.84	0.76	0.13	0.00	0.00	36.96			2.66
广弘控股	27.15	0.00	9.94	25.21	1.37	0.27	0.00	0.00	17.48			3.02
出版传媒	28.87	0.00	2.74	27.13	1.58	0.29	0.00	0.00	17.92			2.04

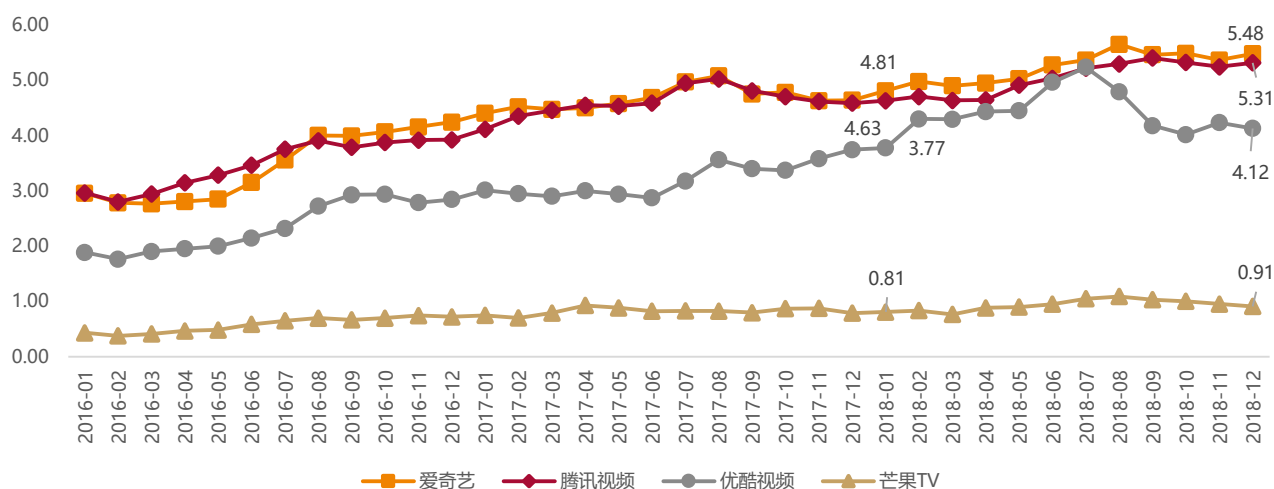
新经典	81.18	0.68	3.48	33.19	0.96	1.72	1.92	2.34	34.94	31.22	25.65	6.19
世纪天鸿	22.40	0.00	1.09	29.76	0.56	0.22	0.00	0.00	71.43			6.68
天舟文化	31.52	28.43	3.93	10.46	0.41	0.16	0.24	0.25	23.52	15.57	14.75	1.62

资料来源: wind, 天风证券研究所

6. 视频网站: 会员增长仍有空间, 芒果TV自制带动平台升级

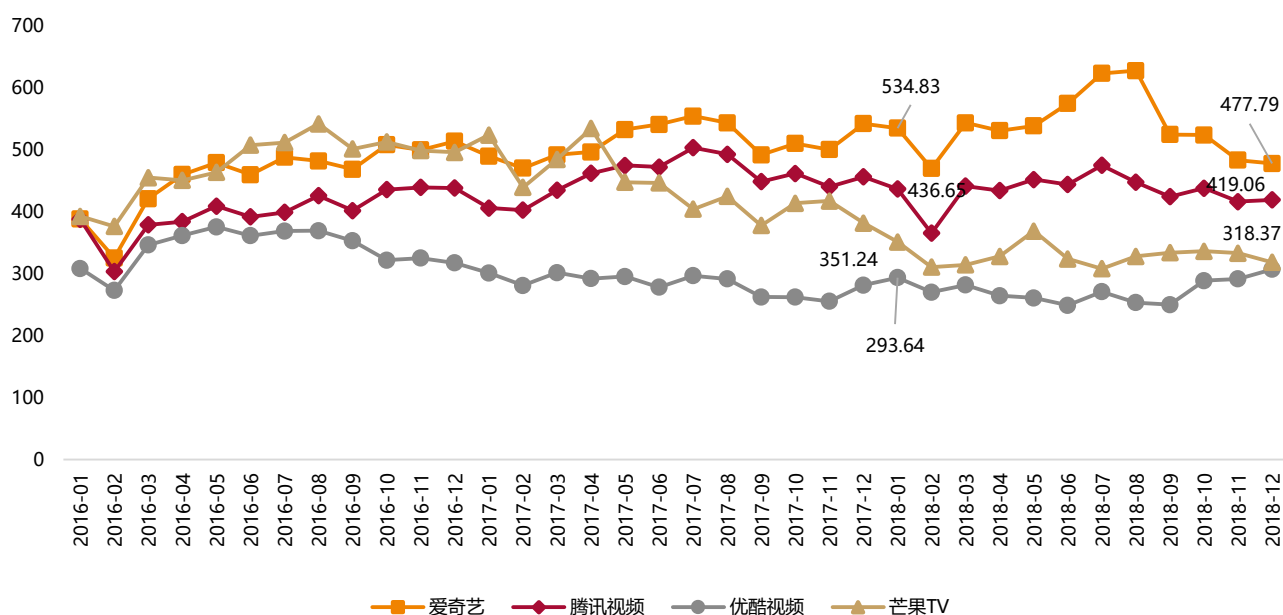
据 QuestMobile, 爱奇艺、腾讯的月活由 2016 年年初的 2~3 亿, 增长至 2018 年 12 月的 5 亿+水平, 位于中国视频网站的第一梯队, 优酷紧随其后 18 年 12 月月活 4.12 亿。芒果TV由 2016 年年初的 0.43 亿, 增长至 2018 年 12 月的 0.91 亿+水平, 位列中国视频网站第四位, 其人均每日使用时长介于腾讯与优酷水平之间。

图 114: 2016/01~2018/12 月活跃用户数(亿人)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

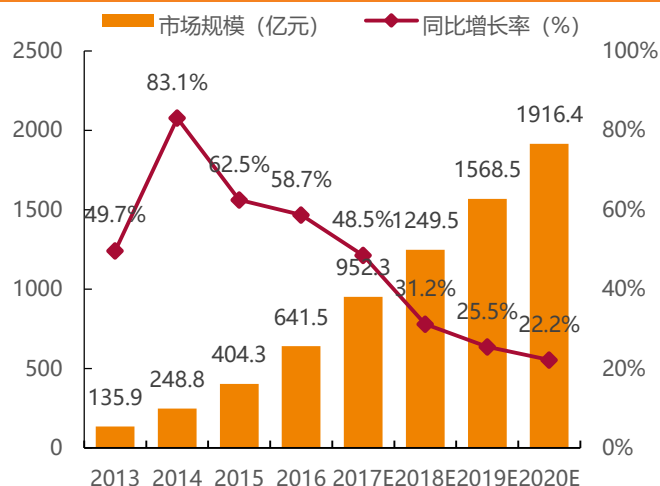
图 115: 2018/01~2018/12 月人均使用时长(分钟)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

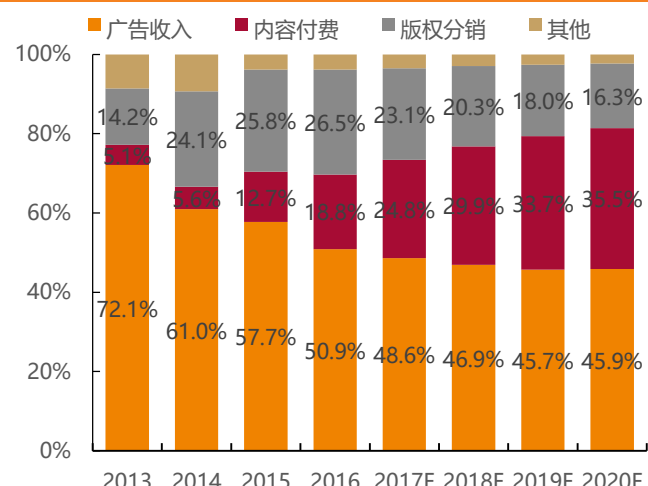
中国在线视频业市场规模 2013-2017 年 CAGR 为 62.7%，预计到 2018 年将成为千亿级市场，至 2020 年，整体市场规模将近 2000 亿。为改善单一商业模式，在线视频企业发力用户付费内容，预计 2018 年占比将近 30%，与广告业务共同带动市场规模增长。在线视频行业已经从对互联网广告的严重依赖转向了更加平衡、多样化的创收模式。预计 2020 年内内容付费和广告收入将达到 680.3 亿和 956.5 亿，2017-2020 年 CAGR 分别为 42.3%和 27.3%。

图 116: 2013-2020 年中国在线视频行业收入规模及预测



资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

图 117: 2013-2020 年中国在线视频行业各业务营收占比



资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

从行业发展趋势来看，会员将成为一个关键性的发展点。当前，第一梯队的爱奇艺与腾讯的付费会员在 8000 万+的量级，相较于其月活渗透率也达到了 14%~16%的水平，相较于 2015 年年底的会员数均有 500%以上的增长，发展十分迅猛。作为第四名的芒果 TV 付费会员也有较大的提升，但当前渗透率仅 10.98%，相较于龙头或有更多的增长潜能。

表 22: 主要视频平台的付费用户 (万)

	2016.12	2017.6	2017.9	2017.12	2018.3	2018.6	2018.9	2018.12	渗透率
爱奇艺	3020			5080	6130	6710	8070		14.79%
腾讯	2000		4300	5600	6259	7400	8400		15.56%
优酷	3000								-
芒果 TV		201		451		601		1000	10.98%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

根据 18H1 较为完整的数据，我们比较了中美两国会员的渗透率：

我们测算了中外主流视频网站会员相较于网民规模的渗透率（不去重），选择了数据较为全面的 18H1 去测算，发现国内视频网站相较于网民规模的（不去重复）渗透率在 26%左右，而美国这一渗透率在 35%左右。美国视频网站呈现一超多强格局，国内视频网站呈现多强格局，我们基于以下两点推测去重后的重复度水平：

- 据 QuestMobile，当前视频网站月活在 10 亿左右，三家不去重月活在 15 亿左右，人均覆盖度约为 1.5 个视频网站 app。
- 据 comScore，选择 Netflix 作为服务的用户占比高达 75%，亚马逊为 33%，Hulu 为 17%，可以理解为用户重复度在 1.25 左右。

以上两点作为重复度的假设，国内付费用户渗透率在 17%左右，美国在 28%左右，仍有较大差距，且在美国市场视频网站的渗透率仍是在不断提高的过程。

表 23：中外视频网站渗透率对比（万，斜体部分为估算数字）

平台	2016 年 12 月	2017 年 6 月	2017 年 12 月	2018 年 6 月
爱奇艺	2300-2600	3600-4000	5080	6710
腾讯视频	2000	3348	4300	7400
优酷	3000	3500-3800	4200-4500	5800-6200
芒果 TV	60-100	261	451	601
合计	7360-7700	10709-11409	14031-14331	20421-20821
网民规模	73100	75100	77200	80200
渗透率	10.1%-10.5%	14.3%-15.2%	18.2%-18.6%	25.5%-26.0%
Netflix	4790.5	5032.3	5281	5595.9
Hulu	1350-1450	1500-1600	1700	2000
Amazon	2360	2600	3080	3300-3500
合计	8450.5-8550.5	9232.3-9232.3	10061	10895.9-11095.9
网民规模	28694	28694	31232	31232
渗透率	29.2%-29.65%	31.8%-32.2%	32.2%	34.9%-35.6%

资料来源：公司公告，世界经济信息网，Statista，天风证券研究所

值得借鉴的是，美国主流视频网站价格带设置更加精细；Netflix 的会员有三种价格带，从 8.99 美元/月至 15.99 美元/月不等，亚马逊和 Hulu 也有不同价格的会员服务，每个价格带提供有差异的服务；精细化的会员价格与服务，有利于企业为不同服务的价值精确分析，同时不同的价格带亦可触及不同收入的用户群体，最大化用户数量。

表 24：美国主流媒体会员价格（美元/月）

公司	价格	权益
Netflix	8.99	无高清与超高清，1 人可看
	12.99	高清，无超高清，2 人可看
	15.99	高清+超高清可用，4 人可看
Hulu	7.99	少量广告
	8.99	无限制观看电影
Amazon	12.99	享受亚马逊电商、视频等会员服务

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2018 年视频网站上游内容制作行业经历的查税、演员降薪等风波，特别是在明星片酬上得到了一定的控制，有利于视频网站采购价格控制。A 股方面，可关注伴随自制综艺内容的升级，广告价值不断凸显的【芒果超媒】，以及影视内容公司的在行业影响后的复苏进程，如【慈文、华策】；海外可关注【爱奇艺、B 站】等。

表 25：芒果 TV2019 招商综艺（部分）

节目系列	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
脑力开发系列	《明星大逃脱》	《哥哥别闹啦》	《勇敢的世界 2》	《明星大侦探 5》
心智成长系列	《放学别走 2》	《一路成年》		
	《变形记 2019》（全年）		《超级校运会》（春秋两季）	
新型婚恋系列	《妻子的浪漫旅行 2》	《分开旅行》	《妻子的浪漫旅行 3》	《异性朋友的旅行》
		《剧想谈恋爱》	《我的年下王子》	《真心大冒险 2》
代际情感系列	《女儿们的恋爱》	《童言有计 2》《妈妈我回来啦》		《忘了点单的餐厅》
关爱社会系列	《哈哈农夫》	《城市快递员》	《朋友圈》	《卧底老板》
美好生活系列		《恋乐狂与集音社》	《野生厨房 2》	
大型活动	《青春芒果节》			
人文品德系列	《学霸说》《一起读书》	《她说》	《欢迎来到我们的世界》	《一通电话》
	《我爱你，中国》《我的青春在丝路》《在那遥远的地方》《不负青春不负村》《永不褪色的经典》《我的中国心》《改革正道是沧桑》			

资料来源：芒果 TV，天风证券研究所

7. 体育：中国品牌借助体育出海，在线平台形成三强格局

7.1. 2018 政策回顾：传媒里的“世外桃源”，体育政策春风不断

2014 年 10 月 20 日，国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（国发〔2014〕46 号），中国体育行业政策改革进入新纪元，行业各项政策文件陆续出台；46 号文件指出，将全民健身上升为国家战略，到 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。46 号文后，政策陆续出台包括《体育发展“十三五”规划》、《体育产业发展“十三五”规划》、《全民健身计划（2016-2020 年）》等重大文件。

2018 同样体育各项利好政策不断，即从宏观层面继续指导突破现有体育市场格局，也从具体区域针对性的辅以政策支持，如：

- 2018 年 12 月，国务院办公厅印发《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》，推进体育产业链整体健康发展；明确提出到 2025 年，体育竞赛表演产业总规模达到 2 万亿元，推出 100 项具有较大知名度的体育精品赛事，打造 100 个具有自主知识产权的体育竞赛表演品牌；
- 2018 年 4 月，国务院发布《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，将发展重心向体育细分项目延伸，提出“鼓励发展沙滩运动、水上运动、赛马运动等项目，支持打造国家体育旅游示范区，探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票。”

表 26：2018 年中国体育产业相关政策文件

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2018 年 1 月	国家体育总局	《马拉松运动产业发展规划》	2020 年，马拉松运动产业规模将达到 1200 亿元。出现具有相当实力和影响力的 10 大品牌赛事运营公司和 10 家品牌马拉松运动产业技术服务装备商。全国马拉松赛事场次（800 人以上规模）达到 1900 场，中国田径协会认证赛事达到 350 场，各类路跑赛事参赛人数超过 1000 万人次。
2018 年 1 月	国家体育总局	《青少年体育活动促进计划》	到 2020 年，广大青少年体育参与意识普遍增强，体育锻炼习惯基本养成。国家示范性青少年体育俱乐部达到 300 家，各级青少年体育俱乐部达到 12000 家，

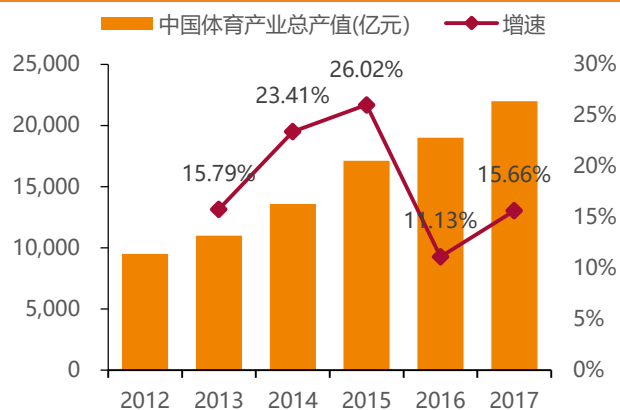
	等		每 2 万名青少年拥有一家青少年体育俱乐部。各级体育传统项目学校达到 15000 所。
2018 年 3 月	国务院	《政府工作报告》	四个方面提及体育产业发展：一是深入推进体育改革，充分释放社会领域巨大发展潜力；二是支持社会力量增加体育服务供给；三是确立发展智能体育产业这一战略方向，做大做强新兴产业集群；四是全民健身与竞技体育协调发展，做好北京冬奥会、冬残奥会筹办工作，多渠道增加全民健身场所和设施。
2018 年 3 月	国家体育总局等	《百万公里健身步道工程实施方案》	到 2020 年，力争在全国每个县(市、区)完成 300 公里左右健身步道建设，以此为载体，推动全民健身活动广泛开展，带动县域经济发展，助力脱贫攻坚，决胜全面小康。
2018 年 4 月	国务院	《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	指出海南的战略定位，要求拓展旅游消费发展空间，支持在海南建设国家体育训练南方基地和省级体育中心，鼓励发展沙滩运动、水上运动、赛马运动等项目，支持打造国家体育旅游示范区。探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票。
2018 年 7 月	国家体育总局	《全民健身指南》	官方首次面向大众推出权威的运动建议，将成为未来服务全民科学健身、提高国民健康水平的标杆性指导读物。
2018 年 8 月	国家体育总局	《关于进一步规范体育赛场行为的若干意见》	该意见针对赛事活动组委会、运动员、教练员、裁判员、运动队辅助人员、赛事活动组织工作人员及观众制定了明确的行为规范准则，以确保各类体育赛事活动公平、公正、安全、有序开展。
2018 年 8 月	国家体育总局	《体育市场黑名单管理办法》	《办法》提出，发生重大兴奋剂违规行为、重大安全事故、具有“被人民法院列为失信被执行人”等八类情形的经营主体或从业人员将被列入体育市场黑名单，并提出公布期限内可以实施的监管措施。
2018 年 10 月	国务院	《完善促进消费体制机制实施方案（2018 - 2020 年）》	提出进一步放宽服务消费领域市场准入，包括加快制定赛事审批取消后的服务管理办法等政策措施。
2018 年 10 月	国家体育总局	《体育标准体系建设指南（2018-2020 年）》	包含总体要求、建设思路、建设内容、重点工程和保障措施等五个部分。《指南》提出 2018 年，重点制定一批服务 2022 年北京冬奥会，支持群众体育、竞技体育、体育产业发展的关键标准；到 2020 年，建立起较为系统的体育标准体系，相关运动项目、以营地为主的健身休闲设施、运动休闲特色小镇等标准的制修订工作全面推开，体育标准化服务能力全面提升，体育国际化工作取得成效。
2018 年 12 月	国务院	《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》	到 2025 年，体育竞赛表演产业总规模达到 2 万亿元，推出 100 项具有较大知名度的体育精品赛事，打造 100 个具有自主知识产权的体育竞赛表演品牌，基本形成产品丰富、结构合理、基础扎实、发展均衡的体育竞赛表演产业体系。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

7.2. 体育产业概况：增速远高于 GDP，与发达国家仍有差距

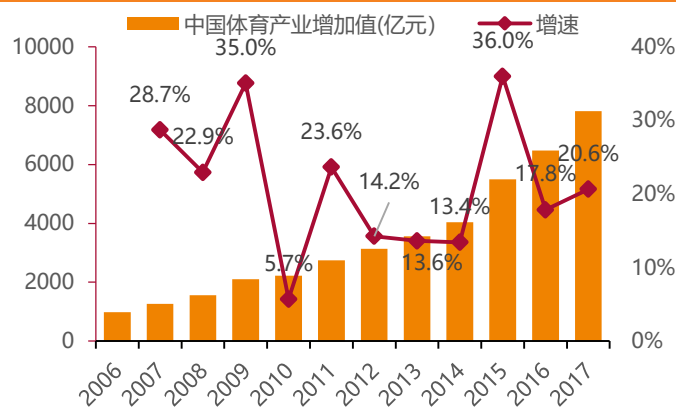
2017 年，我国体育产业总产出为 21987.7 亿元，同比增长 15.66%，2012-2017 年 CAGR 达 18.28%；体育产业增加值为 7811.4 亿元，同比增长 20.64%，占同期国内生产总值的比重为 0.95%，2012-2017 年 CAGR 为 20.03%，增速远超同期国内 GDP 增速。长期来看，国家政策将持续驱动产业增长，进一步推进产业结构改善，产业增加值占 GDP1%的目标或将在 2018 年提前完成，产业后续保持 15%左右复合增速，2020 年总产值目标 3 万亿将顺利完成。

图 118: 2012-2017 年中国体育产业总产值



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 119: 2006-2017 年中国体育产业增加值



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

对比美国体育产业, 中国体育产业规模仍然具备较大增长空间; 根据 PlunkettResearch 数据, 2017 年, 美国体育产业规模约 5200 亿美元, 同比提升 5.1%; 美国体育产业规模约占美国 GDP 的 2.68%, 而中国仅为 0.95%, 远低于美国的体育产业占 GDP 比重。

7.3. 体育营销: 赞助国际体育赛事, 中国企业品牌出海

中国企业对海外体育赛事的热度持续升温, 赞助海外赛事成为中国企业走向国际化, 推广自身品牌的优质途径。

2018 年俄罗斯世界杯上, 中国赞助商增至 7 家, 包括万达、蒙牛、海信、VIVO、雅迪、VR 科技公司指点艺境、帝牌共 7 家中国企业, 涵盖从顶级到区域赞助三个赞助级别, 在世界杯赞助体系创新数量和赞助金额新高。

根据 Zenith 数据, 2018 年俄罗斯世界杯期间, 各国企业投入的广告费用共 24 亿美元。其中, 中国企业世界杯期间的广告支出将达 8.35 亿美元 (约 53 亿元人民币), 超过美国的 4 亿美元, 更远高于东道主俄罗斯的 6400 万美元, 全球排名第一。

第一和第二级别的赞助由国际足联负责招商, 万达在 2016 年斥资 1.5 亿美元 (约 9.5 亿元人民币) 拿下国际足联一级赞助商, 在未来四届世界杯里, 享有国际足联旗下所有赛事的全部广告权与营销权。海信、蒙牛、vivo 则成为二级赞助商, 占据这一级别赞助商总数的 60%。第三级别赞助商, 亚洲地区的招商授权由双刃剑代理进行。

表 27: 2010、2014 和 2018 届世界杯赞助商名单 (黄色标注为中国与企业)

时间	举办国	合作伙伴	世界杯赞助商	国家支持者
2018	俄罗斯	阿迪达斯、可口可乐、 万达集团 、现代/起亚、卡塔尔航空、VISA	百威、 海信 、麦当劳、 蒙牛 、 VIVO	帝牌 、雅迪集团、指点艺境 (LUCI)
2014	巴西	阿迪达斯、可口可乐、现代/起亚、索尼、VISA、阿联酋航空	百威啤酒、嘉实多机油、大陆轮胎、强生、麦当劳、MoyPark、OI、英利绿色能源	私人银行伊塔乌银行、巴西国家出口与投资促进局、保险公司 LIBERTYSEGUROS、嘉乐多巧克力、沃思普
2010	南非	阿迪达斯、可口可乐、现代/起亚、索尼、VISA、阿联酋航空	百威啤酒、嘉实多润滑油、马牌轮胎、麦当劳、MTN 移动运营商、Mahindrasatyam、SEARA、英利绿色能源	无

资料来源: FIFA, 天风证券研究所

除了世界杯外, 从对国外赛事赞助情况看, 中国企业赞助国际赛事的数量逐年提升。2016

年在欧洲杯海信成为首个赞助欧洲杯的中国企业，2016年里约奥运会，361度成为除北京奥运会外，首个赞助夏季奥运会的中国企业；2019年，中国企业泸州老窖和床垫品牌慕思成为澳网合作伙伴，加上去年签约的百岁山，澳网赞助商中国企业达到3家。中国企业对海外体育赛事的热度持续升温，赞助海外赛事成为中国企业走向国际化，推广自身品牌的最优途径。

2016年欧洲杯上，海信赞助效果显著。根据CSM数据，法国欧洲杯51场比赛中，海信单场广告露出415秒，累计露出时长21165秒，按照直播前后中场等同时间段15秒广告单价计算，广告价值相当于5.7亿元。欧洲杯让海信海外市场销售业绩大幅提升；在中国市场，海信市场份额创18.74%新高，环比提升1.87%；在欧洲市场，海信电视第二季度销售同比提升56%，环比提升65%。

赞助2016年里约奥运会促使361°公司该年海外营业收入翻番。截止2016年底，361°在巴西、美国、欧洲（目前欧洲涵盖的国家有英国、德国、法国、奥地利及瑞士）及台湾分别拥有1017、264、67以及20个产品门店，2016年，公司海外业务营收增加至8070万元，国际产品的营收贡献占比为1.6%，同比增长80.6%，相较于2015年的4470万元，收入翻倍。

中国企业赞助国外顶级球队的数量逐年上升，根据各球队官网统计数据，目前西甲顶级足球俱乐部巴萨罗那赞助商中，有四家中国企业赞助，分别是OPPO，世茂集团，云南白药和浦发银行；同时，中国企业例如苏宁体育、比亚迪汽车和统一集团等大型企业，也竞相赞助意甲何英超豪门如尤文图斯，国际米兰，曼切斯特和阿森纳等顶级球队。赞助顶级球队不仅可以迅速推广企业品牌，打开国际市场，同时也是进军欧洲各大赛事的主要途径。

表 28：欧洲顶级足球俱乐部赞助商情况

赛事	球队	主要合作伙伴	全球合作伙伴	区域伙伴
西甲	巴萨罗那	耐克, 乐天, 贝科	OPPO, 拉沙, 埃斯特雷拉达姆, 吉列, 科乐美, Milo-Nesquik, 佳得乐, 斯坦利, 奥迪, 必发, 安联, 汤姆布朗, 佳能医疗	世茂集团, 云南白药, 浦发银行, 凯克萨银行, 加拿大丰业银行, Assistèncià Sanitària, SK 润滑油, 头肩, 可口可乐, 特卡特, Rakbank, 桑巴金融, Bankmega, SHB, NEF, Kopi Singa
西甲	皇家马德里	阿联酋航空, 阿迪达斯	妮维雅, 奥迪, 韩泰, 魔法, EXNESS, EA 体育, BOSS, DHL, SAP, 裕宝, 宝来纳, 卡塔尔航空, 西门子股份, GOOD	凯克萨银行, STC, Codere, Sanitas, 可口可乐, 特卡特, 索南德卡布拉斯, STAR
德甲	拜仁慕尼黑	阿迪达斯, 奥迪, 安联, 德国电信	YEAR, Tipico, 可口可乐, Hylo 眼部护理, MAN, 宝洁	苹果音乐, 苹果支付, BEATS, 拜仁3, Body+Soul, Gigaset, Istrien, 庭院, 西门子, 西门子医疗, EA 体育, BOSS, adelholzener, Veuve Clicquot, 奥德堡
意甲	尤文图斯	阿迪达斯, JEEP, Cygames	安联, Sky, m&m's, DECECCO, betfair 等	永乐国际, 万博体育, 招商银行, 哥斯达邮轮, STAR, 超级足球电视
意甲	AC 米兰	彪马, 阿联酋航空	BPM 银行, Bioscalin, SNAI, DIESEL, 意大利铁路, Gi Group, starcasino, 东洋轮胎, DAZN	阿尔卑斯, Beretta, DAMIANI GROUP, DXC, FUJITSU, INVENT, Molisana, niloX, PERONI, PES2019, PIQUADRO, RADIO105, RICOH
意甲	国际米兰	耐克, 倍耐力, 苏宁体育, 苏宁易购, Nilox, 科乐美, SANGEMINI	驴妈妈旅游, 乐投, 丰盛集团, 布克兄弟	艾欧史密斯, 茅台, 中国联通, 飞利浦, 石头, 蒙娜丽莎, 海鸥表
英超	曼切斯特	雪弗兰, 阿迪达斯, 怡安, 科勒	21 世纪福克斯, 俄罗斯国际航空, 阿波罗轮胎, 佳能医疗, CASILLERO DEL DIABLO, 芝华士, DEEZER, DHL, EA 体育, 海湾石油, HCL, 关西涂料, 美丽达, 梦百合, 千禧城, 新时代, SWISSQUOTE, 豪雅表, 真正的宗	艾兰得, CHI, CHO A, 哈尔韦斯, 香港赛马会, 曼达, 体育科学, 托马斯库克体育, 统一企业, YOU•C1000

		教	
英超	利物浦	渣打银行, Newbalance, 西联汇款, BETVICTOR	AXA, 嘉士伯, 马来西亚航空, 法尔肯轮胎, Tigerwit, NordVPN, CHAOKOH, 科乐美, JOIE BABY, Alexbank, MG, 加拿大石油公司, 李维斯, Mitel, DNB, VERBIER, 阿尔卡特, 沃达丰
英超	切尔西	耐克, 优科豪马轮胎, 水牛能量饮料	BEATS, EA 体育, ERICSSON, HUBLOT, 现代, 干禧酒店, MSC, SINGHA, 索尼, Sure, 活力, 威廉希尔
英超	阿森纳	阿联酋航空, 彪马, 访问卢旺达	ACRONIS, 比亚迪汽车, COVER MORE, 佳得乐, 活力, WORLDBREMIT
			12BET, BANQUE DU CAIRE, Betfair, BNN 技术, CAVALLARO, 海德公园, 拉瓦扎, 科乐美, MBNA, 八达通能源, 圣丽塔, SKOL BREWERY LIMITED, SPORTPESA, STAR, TIDAL, TEMPOBET, 环球影业

资料来源: 各俱乐部官网, 天风证券研究所

7.4. 在线平台: 世界杯展示顶级体育赛事号召力, 在线平台三强格局形成

2018 年俄罗斯世界杯赛事, 传统媒体中 CCTV5 依旧获得赛事的国内转播权, 而线上转播权分别被优酷和咪咕视频获得, 其他未获得转播权的视频平台主要围绕世界杯进行内容和热点品牌营销。

世界杯期间, CCTV5 收视率暴增, 世界杯赛事收视率居高不下; 2018 年, 得益于世界杯赛事转播的影响, CCTV5 全年全天平均收视率同比提升 35%, 晚间收视率同比提升 46.34%; 6 月全天平均收视率同比提升超过 100%; 同时, 央视影音用户数大幅增长; 2018 年世界杯 6 月 14 日揭幕战打响, 央视影音用户数量随即猛增, 三天即突破 900 万日用户设备数, 峰值更是接近千万。世界杯赛事期间, 日用户设备均值为 670 万, 为开赛前两周的 3.5 倍, 小组赛和 1/8 决赛期间均值达到 779 万。

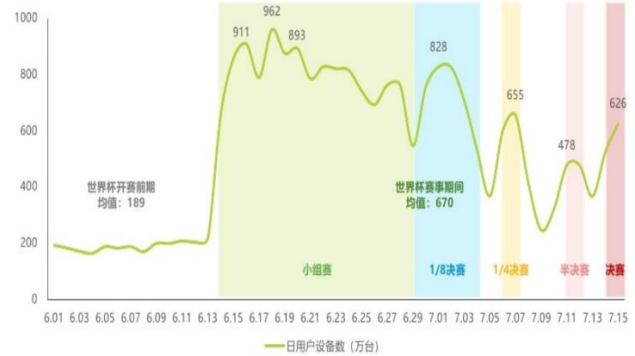
世界杯官方指定新媒体咪咕视频和优酷, 世界杯期间活跃用户数大幅提升; 优酷花费 16 亿元获得世界杯赛事直播、视频点播、赛场花絮等多项网络播放权益, 据统计, 世界杯 64 场赛事累计超过 1.8 亿用户在优酷观看, 世界杯揭幕战当日拉动优酷移动端新用户数环比增长近 160%, 整体日活跃用户环比增长 20%左右, 决赛直播, 优酷平台以单场超过 2400 万的观看用户再创历史新高。根据 Questmobile 数据, 世界杯小组赛开赛后, 优酷日活跃用户数较 6 月非比赛期间增长 22%; 优酷人均使用时长峰值达到 50.4 分钟, 较 6 月非比赛期间增长 9.8%。同样, 世界杯开幕后, 咪咕视频 APP 增速大幅拉高, 小组赛期间 DAU 峰值突破 700 万。

图 120：2016-2018 年 CCTV5 全天平均收视率对比



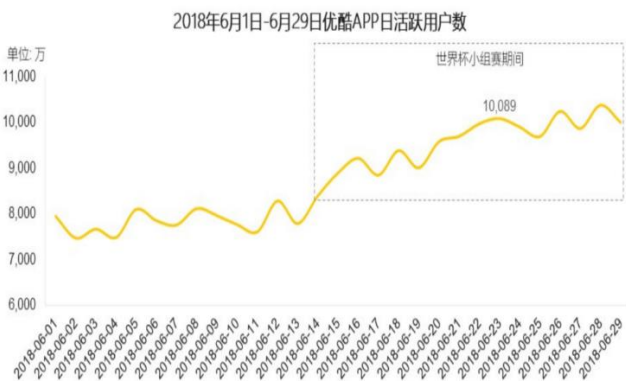
资料来源：禹唐体育，天风证券研究所

图 121：2018 年 6 月-7 月 15 日央视影音日用户设备数



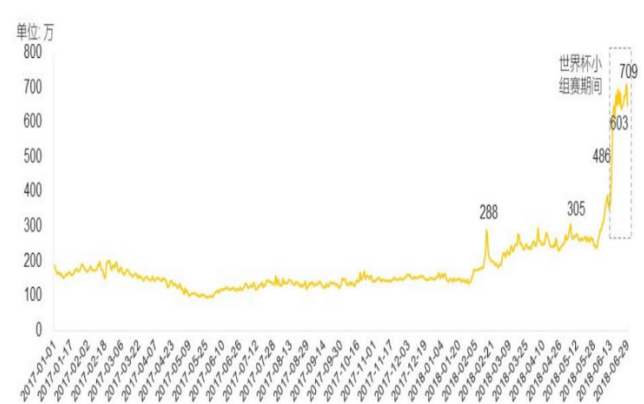
资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 122：18 年 6 月 1 日-18 年 6 月 29 日优酷日活跃用户数



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 123：17 年 1 月 1 日-18 年 6 月 29 日咪咕视频日活跃用户数



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

2018 年俄罗斯世界杯后，优酷牵手 PP 体育，爱奇艺与当代明诚合作，与拥有诸多篮球赛事版权的腾讯体育成为新的体育平台三巨头，优酷背后为阿里系资源，爱奇艺从属于百度系，与腾讯系即三大中国互联网公司，成为体育媒体平台的新的背后资本，渠道向 BAT 逐渐集中。

2018 年 7 月，优酷与 PP 体育达成合作，苏宁旗下的 PP 体育目前拥有欧冠、欧联、中超、亚冠、英超、德甲、西甲、法甲、意甲等知名赛事转播权，基本囊括目前世界各项知名足球赛事，优酷和 PP 体育背后都是阿里系资源，是当下主流在线体育平台。

2018 年 8 月，爱奇艺联手当代明诚，与当代明诚旗下的新英体育合资成立新爱体育。在纳入新英体育之前，合作达成后，爱奇艺不仅拥有网球、高尔夫、极限运动和格斗竞技等小众运动赛事资源，还将吸纳英超、西甲以及和亚足联等核心体育 IP，爱奇艺为百度主要控股，依靠百度资本，成为新的在线体育平台巨头。

目前，腾讯体育目前拥有 NBA 和 CBA 等知名篮球赛事版权。

表 29：爱奇艺、优酷和腾讯三家在线体育平台布局

视频网站	合作方式	主要赛事资源	合作方
爱奇艺体育	成立新公司	英超版权（截止 2019 年 5 月底）	新英体育，当代明诚
		西甲 2017-2022 全媒体版权	
		欧洲国家联赛 2018-2022 新媒体版权	
		ATP2017-2020 独家新媒体版权	
		高尔夫“四大满贯”独家全媒体版权	
优酷体育	入股联运	WTA2017-2026 独家新媒体版权	苏宁体育
		法甲联赛 2018-2021 独家新媒体版权	
		德甲 2018-2023 全媒体版权	
		中国排球超级联赛 2017-2019 非独家新媒体版权	
		中超 2017 独家新媒体版权	
腾讯体育	自有	CBA 联赛 2018-2020 新媒体版权	自有
		NBA2015-2020 新媒体版权	
		国际篮联 2017-2026 新媒体版权	

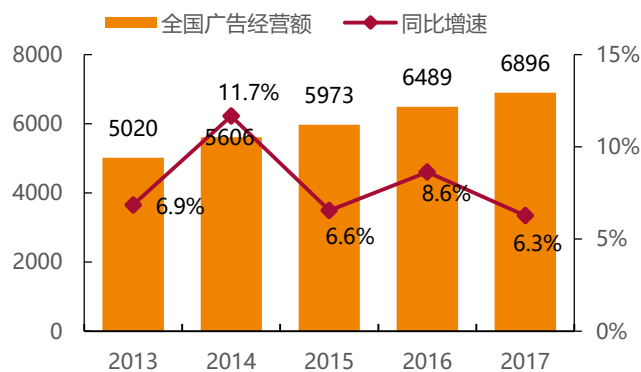
资料来源：体育界，天风证券研究所

8. 营销：19 年将持续承压，关注数字营销及生活圈广告

8.1. 整体增速放缓，内部结构调整

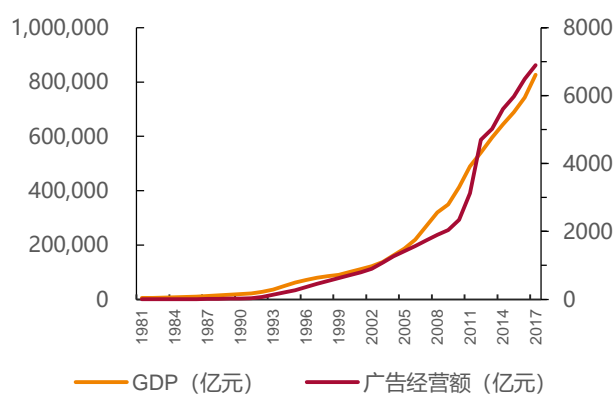
中国整体广告市场规模增速放缓，预计广告行业 19 年将持续承压。根据工商总局广告司发布的《中国广告年鉴》，2017 年我国广告经营额为 6896 亿元，同比增长 6.3%，相较 2016 年同期下降 2.3 个百分点，增速降低。同时本文选取国内生产总值（GDP）作为宏观经济衡量指标与广告业经营额数据进行对比。从图中可以看出，广告业经营额与名义 GDP 具有相似的增长趋势，并存在较高相关性。两者比值（即广告强度）在 2013 年到 2017 年期间相对稳定，围绕在 0.86% 左右的水平上下小幅波动。受到 2018 年国内外政治经济情况的影响，我国经济面临下行压力，2018 年 GDP 增速下滑至 6.6%，经济增速的趋缓迹象明显。商品和服务两大消费的增速也都在放缓，广告行业营业额与 GDP、商品、服务消费高度相关，预计 19 年将持续承压，具体拐点需持续关注国内宏观经济环境变化。

图 124：2013-2017 中国广告经营额（亿元）及同比增速



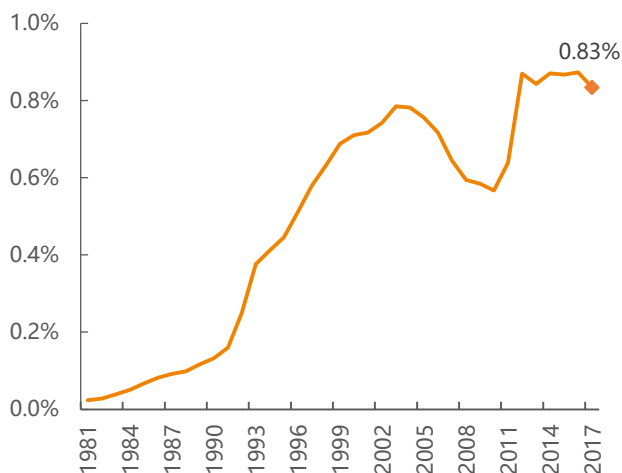
资料来源：《中国广告年鉴》、天风证券研究所；注：全国广告经营额为工商总局公布的实际经营收入口径，除广告媒体公司外，还包括广告策划、广告代理公司等；

图 125：1981 年-2017 年广告业经营额与国内生产总值增长趋势



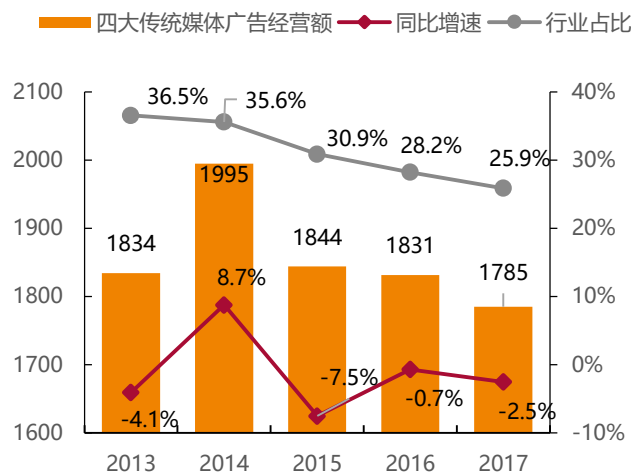
资料来源：中国广告协会、国家统计局、天风证券研究所；

图 126: 中国广告强度变动趋势



资料来源: 中国广告协会、国家统计局、天风证券研究所

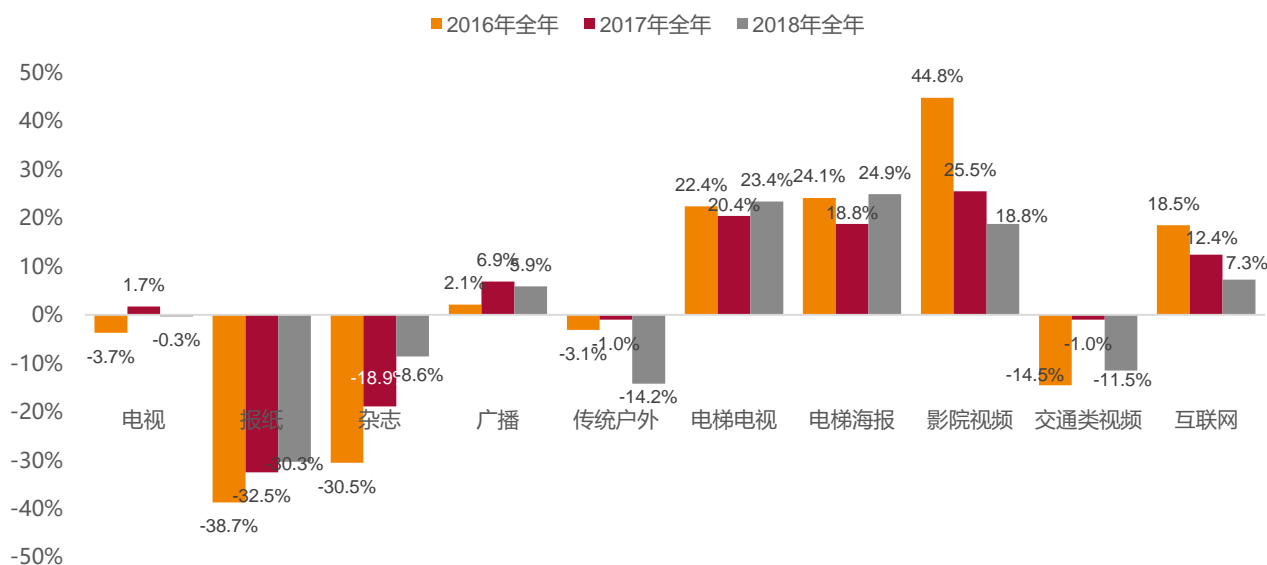
图 127: 四大传统媒体广告经营额及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: 《中国广告年鉴》、天风证券研究所; 注: 四大传统媒体指电视台、广播电台、报刊、期刊社; 注: 26%是针对四大传统媒体(电视台、广播电台、报刊、期刊社), 不包括户外广告, 全部广告中 43%互联网, 26%四大传统媒体, 剩下为其他(含户外广告)。

广告市场正面临着结构性调整, 非互联网媒体内部分化显著。以四大传统媒体电视台、广播电台、报刊、期刊社为例, 四大传统媒体于 2017 年的累计广告经营额为 1785 亿元, 同比下降 2.5%, 已连续三年负增长, 占广告行业总经营额的比值为 25.9%, 相较去年同期下降 2.3 个百分点, 进一步下滑。主要系以电视为代表的传统媒体业内马太效应加强, 受广告投放资源进一步向互联网平台倾斜的影响, 非头部内容的广告资源流失加剧。从全行业来看, 根据 CTR 媒介智库所发布的 2018 年广告市场回顾数据, 非互联网媒体内部分化明显, 报纸、杂志、广播刊例花费下滑明显(同比增长-30.3%/-30.6%/-23.4%), 电梯电视、电梯海报则维持高景气度(同比增长 24.5%/25.2%), 交通类视频亦有所回暖(同比增长 2%)。

图 128: 2016-2018 年各媒介广告刊例花费变化



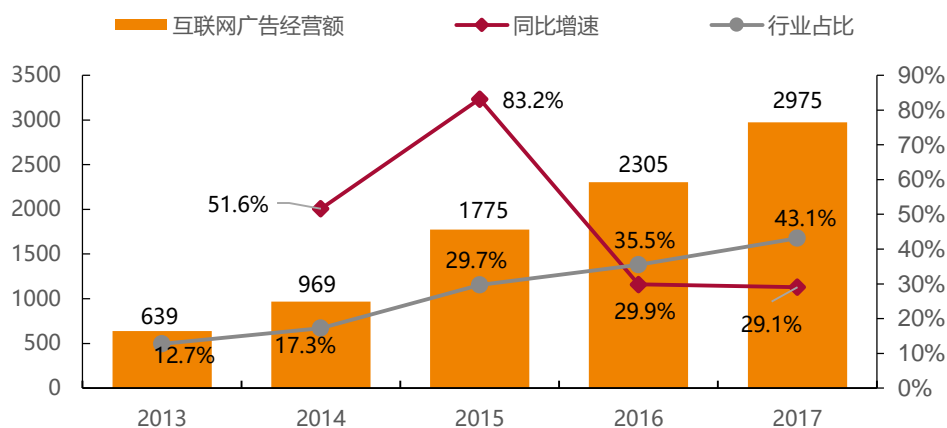
资料来源: CTR、天风证券研究所

与此同时, 互联网广告贡献率进一步提升, 增速渐趋平稳。其中, 根据中国广告协会主编的《中国广告年鉴》发布的数据, 2017 年, 中国互联网广告经营额合计为 2975.15 亿元,

占广告经营额总额 43.1%，同比上升 7.6 个百分点，从 2013 年至 2017 年，互联网广告经营额占广告经营额总额的比值持续增长，至 2017 年已达 43.1%，可见互联网广告的增长是拉升中国广告行业增长的主要动力；同比增长 29.1%，相较去年同期下降 0.8 个百分点，从 2015 至 2017 年，互联网广告同比增速由超高速增长期的 83.2% 落至 29.1%，逐渐趋于稳定。

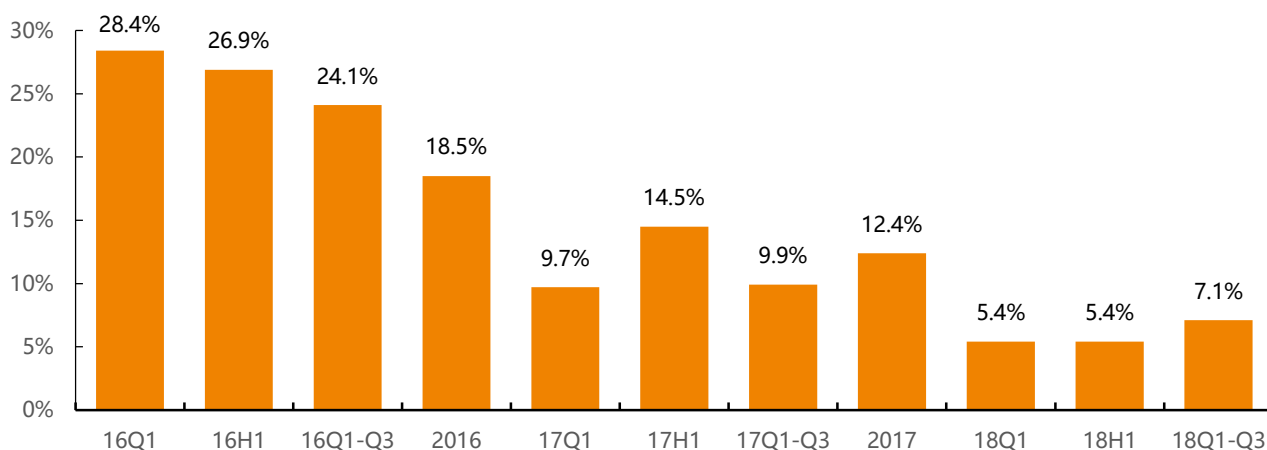
互联网刊例花费同样在持续正向增长，自 16Q1 起虽增速有所放缓但仍保持增长。2018Q1~Q3 互联网刊例花费虽稍有回落，但仍保持同比增长 7.1% 的水平，相较 18H1 上升 1.7 个百分点。

图 129：2013-2017 中国互联网广告市场规模（单位：亿元）



资料来源：《中国广告年鉴》、天风证券研究所

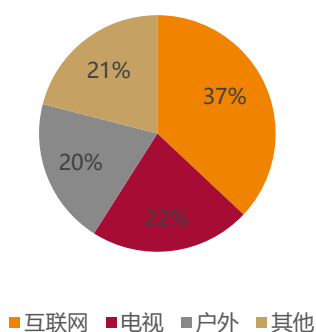
图 130：16Q1~18Q1-Q3 互联网刊例花费同比变化



资料来源：CTR、天风证券研究所

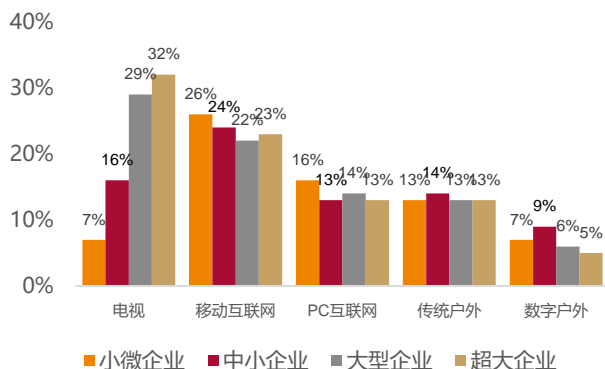
广告预算分布数据揭示营销投放格局，互联网、电视、户外仍是重点渠道。CTR 发布的《2018 中国广告市场及广告主营销趋势》中显示，2018 年 PC 互联网和移动互联网合计获得了广告主 37% 的预算份额，电视获得了 22% 的预算份额，传统户外、数字户外屈居其后，占比 20%。细分企业类型来看，电视依然是大型企业和超大企业的主要营销预算投放渠道，而移动互联网则成为了小微企业和中小企业投放预算最多的渠道，同时也是大型企业和超大企业投放广告预算仅次于电视的渠道。

图 131：2018 年广告主预算分布



资料来源：CTR、天风证券研究所

图 132：2018 年全媒体预算分布预期



资料来源：CTR、天风证券研究所

8.2. 数字营销：精准营销趋势下更看重广告效果等量化指标，集中化趋势利好龙头

在互联网全面进入存量时代的背景下，数字化营销市场将进入精细化运营阶段。头部厂商除了注重高曝光率、高达到率、高转化率等传统投放指标外，也要对媒体受众进行更加个性化、精准的分类。CTR 调查结果显示，媒体的 ROI/性价比连续 4 年排在影响广告主选择媒体主要依据的第一位。

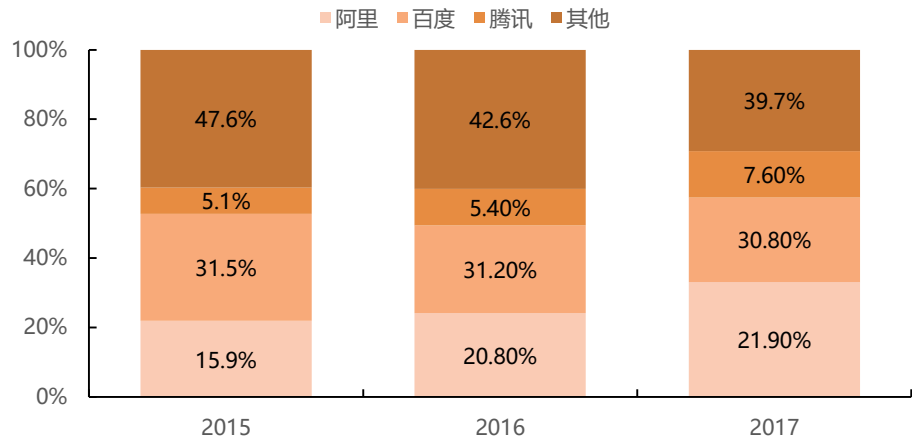
表 30：广告主选择媒体的主要依据排序

受众契合度	2018	2017	2016	2015
ROI/性价比	1	1	1	1
媒体的形象/影响力	2	2	2	3
量化指标（如收视率、流量）	3	4	6	5
媒体创新能力	5	5	4	4
竞争对手策略	6	6	8	8
媒体执行和服务	7	7	5	6
媒体关系	8	8	7	7

资料来源：CTR、天风证券研究所

下游互联网媒体方竞争集中，中间代理商生存空间仍然承压。强势媒体平台持续抢占市场份额，凭借媒体流量优势，以 BAT 为代表的大型互联网集团进一步抢占市场，2017 年 BAT 合计市场份额为 70.8%，同比上升 10.9 个百分点（自 17Q1 开始，优酷土豆的广告收入合并计入阿里的广告收入），若统一口径将 2016 年优酷土豆的广告收入计入阿里的广告收入，则 2016 年 BAT 合计市场份额为 61.5%，2017 年相较于去年同期上升 9.3 个百分点，马太效应更进一步强化。作为下游的互联网广告媒体也开始介入投放代理业务，如百度聚屏、阿里灯塔等，使得处于产业链中游的中间服务代理商的生存空间进一步受到挤占。

图 133：2015-2017BAT 市场份额

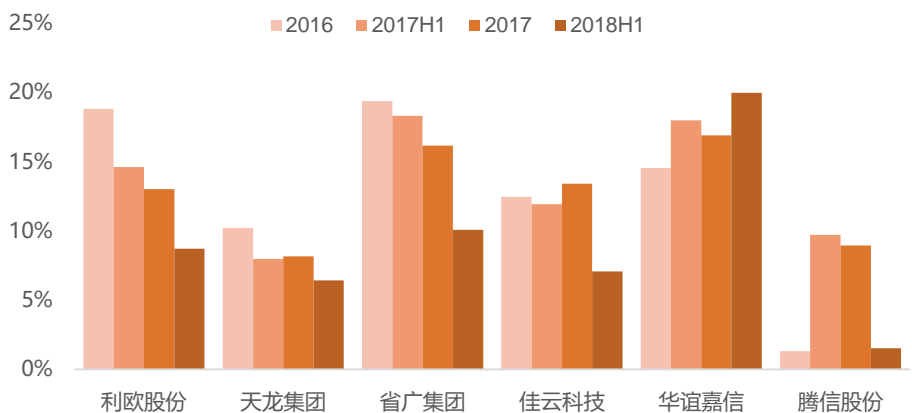


资料来源：易观、天风证券研究所

头部营销服务公司收入稳定增长，合计市占率逐步提升，毛利率仍处下行通道。在营收方面，经统计包括蓝色光标、华扬联众、利欧股份等上市公司数字营销业务的营收规模，可知在 2015-2017 年，上市公司数字营销业务收入营收稳步增长，2017 年，9 家数字营销上市公司合计收入 540.53 亿，同比增长 35.3%；在市占率方面，2017 年，9 家数字营销公司份额合计 17.8%，由 2015 至 2017 年，9 家数字营销公司的累计市占率由 10.0% 逐渐提升至 17.8%，可见营销服务商的集中化趋势不断加强。

在毛利率方面，2017 年，9 家数字营销公司的平均毛利率（数字营销业务）为 12.9%，较去年同期下滑 0.5 个百分点，从 2015-2017 年来看，平均毛利率处下行通道，主要系行业内部竞争激烈，下游互联网媒体平台份额集中，导致中间代理商议价能力下滑。剔除业务披露口径变化导致业务数据不可比、未分业务披露业务毛利的公司，天龙集团、省广集团、利欧股份等 6 家上市公司中，2018H1 市占率相对靠前的利欧股份、天龙集团、省广集团、佳云科技数字营销收入同比大幅增长，可见行业集中度强化趋势明显，毛利率方面则普遍呈小幅下降，2016~2018H1 除华谊嘉信增长 2 个百分点外，其余上市公司的毛利率均有不同程度的回落。

图 134：2016-2018H1 部分数字营销上市公司毛利率

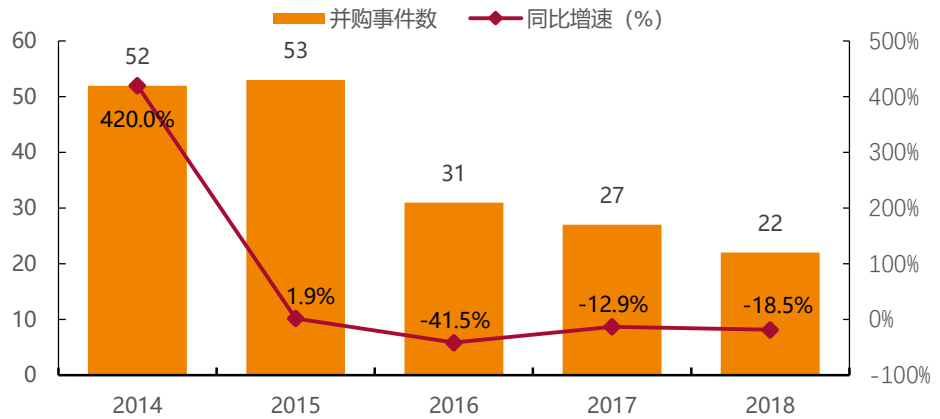


资料来源：Wind、天风证券研究所

业内并购放缓，竞争格局有望改善。2018 年，9 家典型数字营销上市公司 2018 年并购事件数为 22 件，较去年下降 22.2%，自 2014-2018 年，9 家数字营销上市公司的并购事件数呈逐年下滑的趋势，为争夺市场份额、完成对赌而大量并购的时期已过，大型数字营销

公司在近年来通过兼并大量中小数字营销厂商，完善自身广告产品矩阵，随着资本红利期结束，并购数量大幅放缓，业内竞争情况有缓和趋势。

图 135：2014-2018 部分数字营销上市公司并购事数（单位：起）

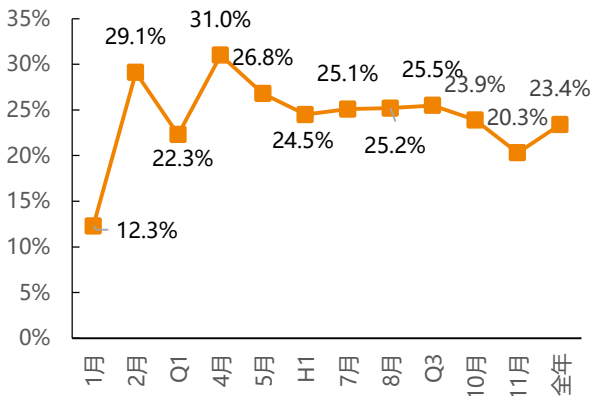


资料来源：Wind、天风证券研究所

8.3. 生活圈广告：全域营销成新趋势，楼宇广告逆势扩张

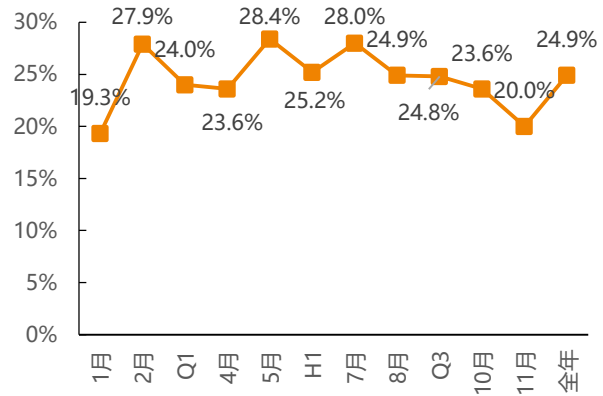
根据 CTR 数据，2018Q1-Q3 电梯电视（楼宇视频）、电梯海报（楼宇海报）分别同比增长 25.5%、24.8%，增速位列所有广告类型前二，对广告行业贡献较大。受益于 1Q18 延续至今的分众框架升级带来的刊例价提升，电梯海报广告花费增幅最为明显（vs 17 年 14.5%），除 1 月外，月增速均超过 20%。电梯电视月度刊例收入除 1 月因为节日楼宇人流量减少等原因增速较低以外，其余各月同比增速均在 22% 以上。

图 136：2018 年电梯电视月度刊例收入同比增速变化



资料来源：CTR、天风证券研究所

图 137：2018 年电梯海报月度刊例收入同比增速变化



资料来源：CTR、天风证券研究所

全域营销成新趋势，线下广告价值凸显。2018 年 7 月，阿里巴巴以约 150 亿元人民币战略入股分众成第二大股东，并签订为期三年不超过 50 亿的战略合作协议，在广告系统服务合作、人脸识别技术合作、OTT 智能广告方面开展合作，表明广告行业已进入线上线下联动新时代。楼宇广告性价比高，CPM 约为 50 元，低于线上广告 120-240 元的 CPM，与阿里实现战略投资后，分众绝对领先的线下投放资源，在数字化升级后，有望结合阿里强大电商数据能力和云计算能力，建立基于数据和算法的精准广告分发系统。不仅淘宝网有很大可能扩大投放规模，阿里系的其他互联网公司（如优酷）、金融（如支付宝）、家居（如居然之家）、家电（如苏宁）、线下零售（如联华、三江）等也有望和分众生活圈广告投放更加紧密。大数据和云计算助力分众打造生活圈智能营销新模式，分众线下广告的价值进

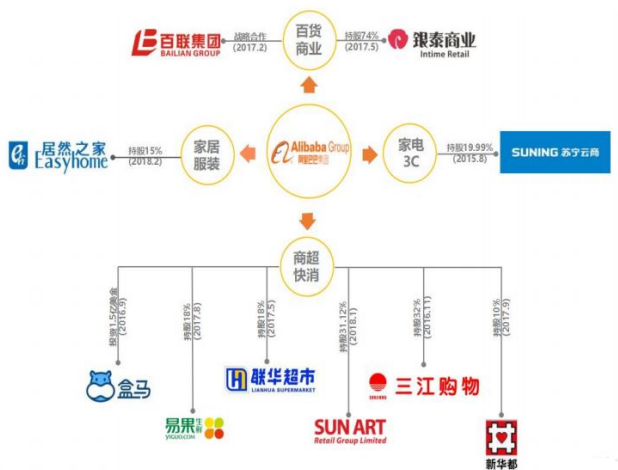
一步提升，我们强调这场营销升级不止服务阿里系公司，而是对户外营销效率的整体升级。

表 31：各渠道广告 CPM 对比

媒体类型	具体平台	CPM	备注
电视	CCTV	月收入 3 千元以上受众综合 CPM 约为 274 元	2015 年 CTR 数据
报刊	南方周末	390 元	按单次发行量 140 万份，头版广告 54.8 万元估算
互联网	爱奇艺	130 元	北京/上海，PC+移动端
互联网	腾讯视频	120 元	北京/上海，PC+移动端
互联网	优酷土豆	130 元	北京/上海，PC+移动端
互联网	搜狐视频	130 元	北京/上海，PC+移动端
互联网	今日头条	160-240 元	根据广告时间和可点击与否浮动
互联网	微信朋友圈	150 元/180 元	北京/上海，图文 150 元，视频 180 元
楼宇	分众传媒上海电梯电视	50 元左右	2015 年 CTR 数据
楼宇	分众传媒上海电梯海报	40 元左右	2015 年 CTR 数据

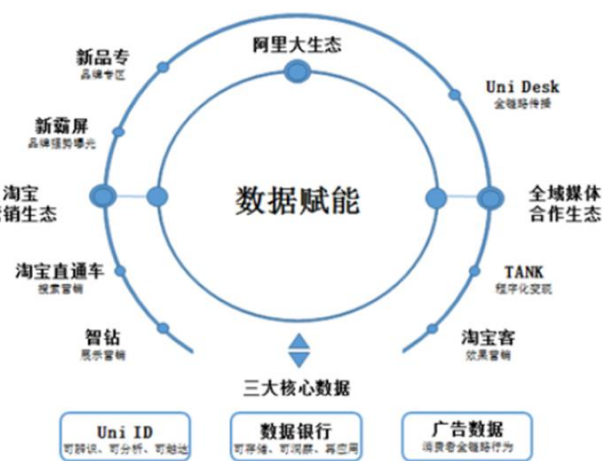
资料来源：各公司官网、CTR、CCTV、天风证券研究所

图 138：阿里零售生态圈



资料来源：公司公告、天风证券研究所

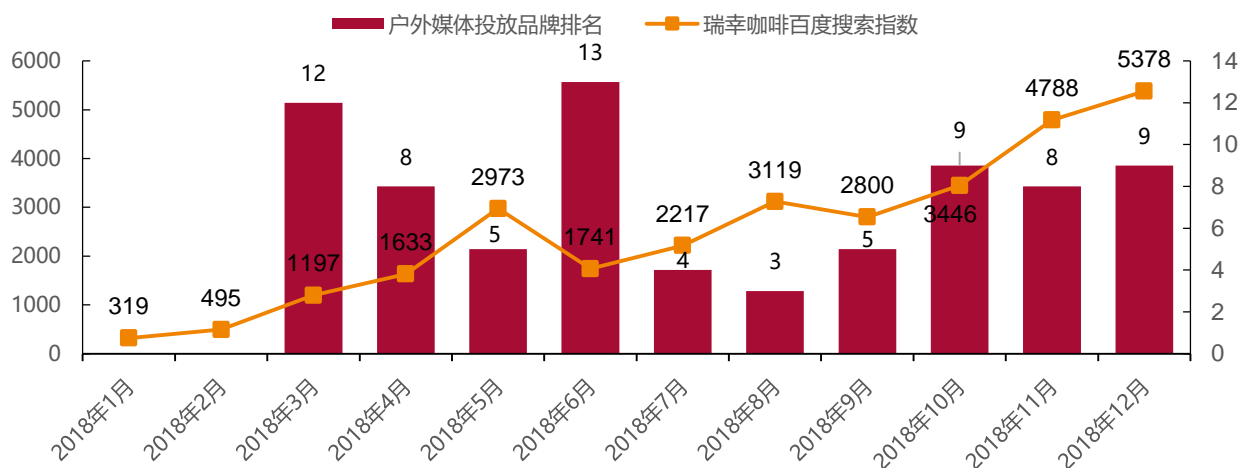
图 139：阿里全域营销战略示意图



资料来源：阿里妈妈公司官网、天风证券研究所

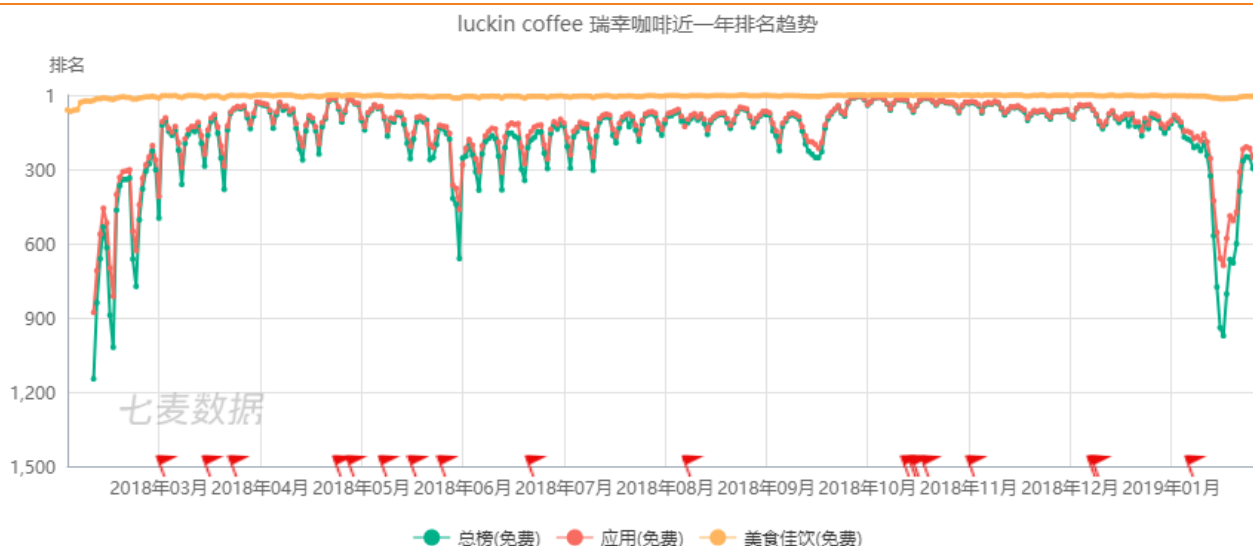
楼宇广告等生活圈广告价值在于直接链接消费者与品牌，之前已成功引爆瑞幸咖啡、神州租车、华帝等诸多品牌。以瑞幸咖啡为例，瑞幸咖啡的目标市场为中高收入的白领人群，而分众的楼宇广告的覆盖人群写字楼及高档社区中的主流消费人群，瑞幸咖啡的目标客户与分众覆盖的人群高度重合。针对目标客户，瑞幸咖啡精准地在电梯媒介进行了广告投放。根据 CTR 数据，自 2018 年 3 月起，瑞幸在户外媒体投放品牌中一直位于 TOP13，且 3 月、7 月至 9 月都仅靠投放电梯电视和电梯海报广告进入榜单。百度指数的变化趋势与投放排名同步变化，可以明显地看出投放排名靠前的月份百度指数相应提升。同时，2018 年 3 月起，瑞幸咖啡 App 在 iOS 总榜的排名迅速提升，反映了瑞幸咖啡依靠快速、精准地楼宇广告投放获取消费者注意力与品牌知名度的能力。

图 140：瑞幸咖啡百度搜索指数



资料来源：CTR、百度指数、天风证券研究所；注：2018 年 1 月、2 月排名未进榜单 TOP20

图 141：2018 年 1 月-2019 年 1 月瑞幸咖啡 iOS 榜单排名情况

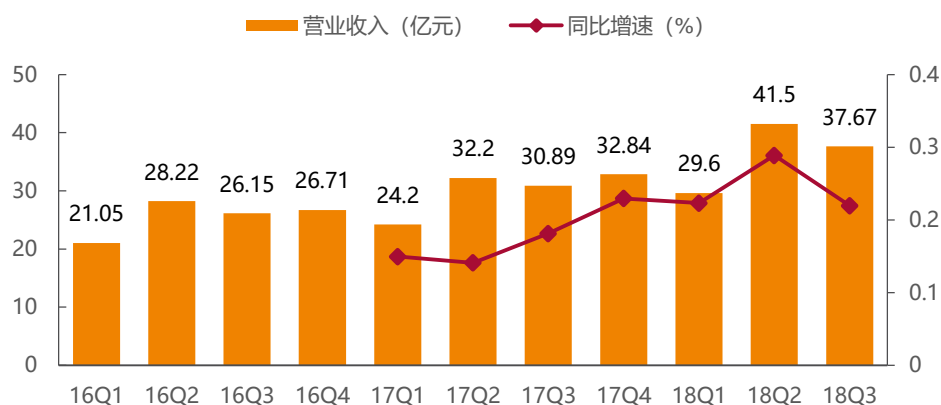


资料来源：七麦数据、天风证券研究所

分众传媒 18 年前三季度实现营收 108.77 亿，同比增长 24.59%；实现净利润 48.10 亿，同比增长 22.81%，并预告 2018 年净利润范围在 58-62 亿（无商誉减值，无预告下调），同比增长 -3.41%至 3.25%。2018Q4 公司预计将实现净利润 9.9-13.9 亿，较去年同期 20.88 亿下滑明显，主要由于：1）宏观经济影响，收入增速有明显放缓，尤其是影院广告受票房拖累严重；2）去年有 6.4 亿非经常损益，基数较高；3）快速扩张下，成本迅速增加。

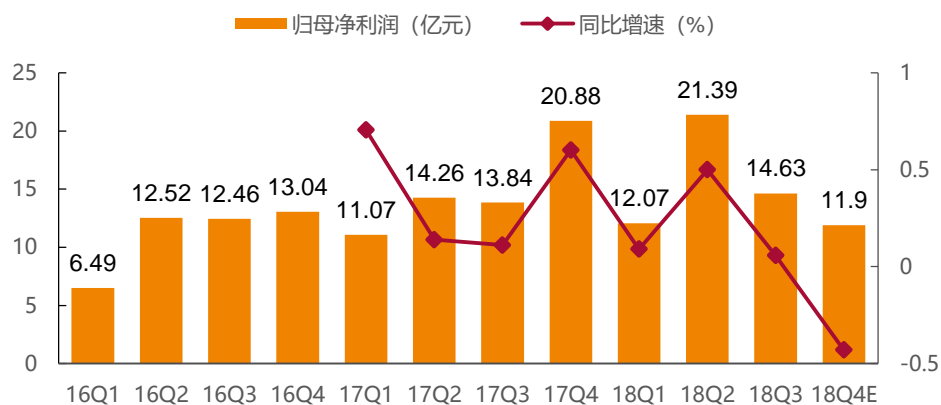
根据单季度业绩梳理，我们可见分众传媒 18 年业绩呈现前高后低的趋势，因此 19 年上半年基数较高，在经济环境未见回暖的情况下，我们预计 19H1 公司仍然承压，建议在股价波动期寻找机会面向长线低位配置，乐观预计公司季度拐点有望出现在 19Q3。

图 142：分众传媒 2016-2018 单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 143：分众传媒 2016-2018 单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 32：营销行业可比公司 18 年业绩预告梳理

证券简称	2018 预告净利润 上限 (亿元)	2018 预告净利润 下限 (亿元)	2018 预告净利润 增速上限 (%)	2018 预告净利润 增速下限 (%)	2017 净利润 增速 (%)
省广集团	2.20	1.60	219.50%	186.91%	-114.47%
腾信股份	0.22	0.17	116.01%	112.37%	-48.50%
蓝色光标	4.50	4.00	102.45%	79.95%	-64.01%
思美传媒	3.47	2.31	50.00%	0.00%	61.07%
分众传媒	62.00	58.00	3.25%	-3.41%	34.29%
欢瑞世纪	4.80	4.00	14.00%	-5.00%	59.25%
华谊嘉信	-7.70	-7.75	-177.86%	-179.66%	-311.36%
利欧股份	-11.76	-16.76	-379.21%	-497.93%	-24.83%
印纪传媒	-21.40	-32.00	-398.67%	-546.60%	3.26%
佳云科技	-12.50	-12.55	-747.45%	-750.04%	6.04%

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 33：营销行业可比公司估值对比

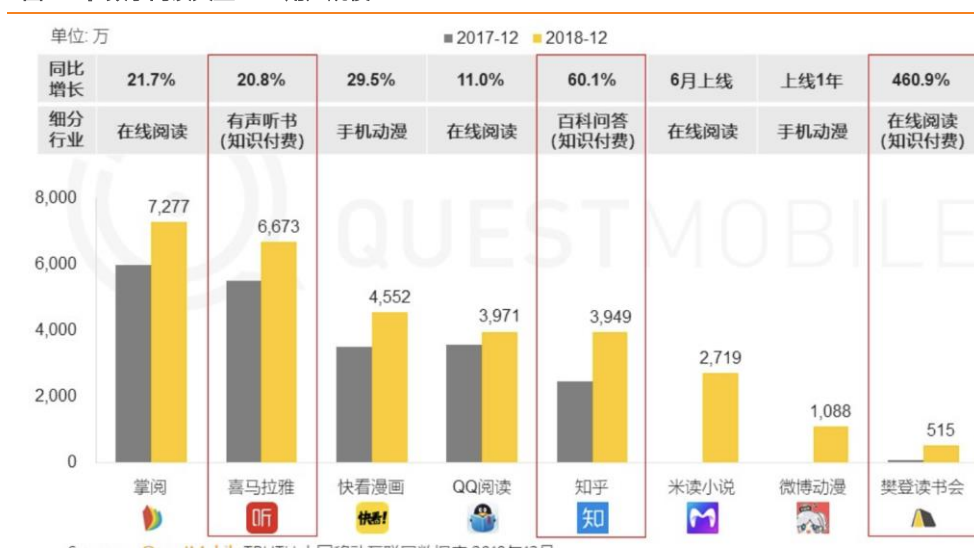
证券简称	总市值(亿元)	净利润 18E	净利润 19E	净利润 20E	18PE	19PE	20PE	18PEG	19PEG	20PEG
分众传媒	930.58	60.61	68.39	80.05	15.35	13.61	11.62	5.06	1.41	0.70
欢瑞世纪	44.54	5.45	6.68	7.80	8.17	6.67	5.71	0.28	0.30	0.34
利欧股份	87.83	2.52	4.38	0.00	34.85	20.05		(0.87)	0.27	
思美传媒	36.38	2.60	3.01	3.45	13.99	12.09	10.55	0.90	0.77	0.91
蓝色光标	92.52	5.74	7.32	8.65	16.13	12.65	10.70	0.11	0.48	0.57
华扬联众	30.42	1.92	2.70	3.75	15.84	11.27	8.11	0.18	0.33	0.23
平均					18.29	12.86	8.99	0.11	0.45	0.61

资料来源：Wind，天风证券研究所；截至 2019 年 2 月 15 日收盘价；

9. 数字阅读：APP 端免费阅读破局，新媒体端关注监管后的修复

截至 18 年 12 月，据 Questmobile 数据：掌阅 APP 月活达 7277 万，同比增长 21.7%；QQ 阅读 APP 月活达 6673 万，同比增长 11.0%。但从付费率看，阅文付费率由 17 年 5.8% 下降至 18H1 的 5%，从长期演进看，未来正版化趋势下，付费率提升仍有一定的空间，继续关注网文正版化进程。

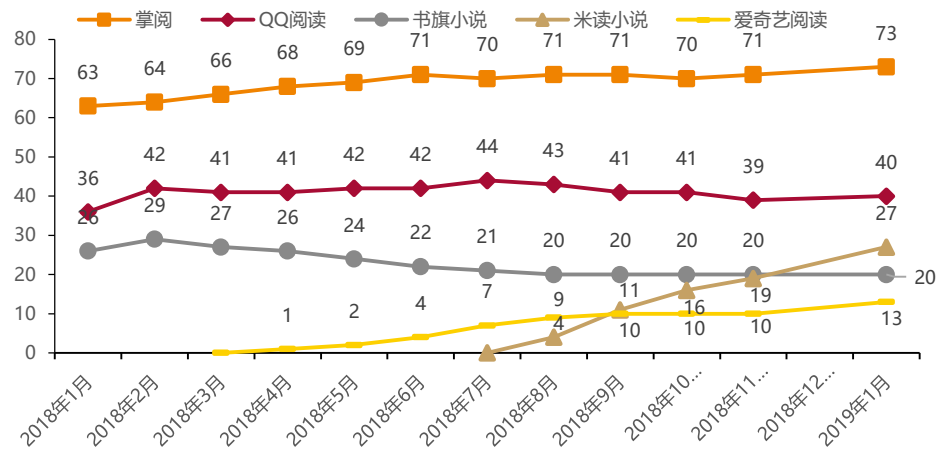
图 144：数字阅读典型 APP 用户规模



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

免费网络小说模式正在挑战原有的数字阅读市场格局，以趣头条旗下的米读为例，依赖“流量采买，免费阅读，广告变现”的模式，米读 APP 的月活由 18 年 7 月 0 起步到 19 年 1 月 2700 万，超越了阿里旗下的书旗小说，成为了市场格局强有力的挑战者。

图 145：免费阅读模式 APP 增速迅速（单位：百万）



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

10月26日，“扫黄打非”办公室和新闻出版署就微信公众号传播淫秽色情和低俗网络小说问题约谈了腾讯，责令改正，后续央视亦发声。

2018年年初至11月，腾讯封禁及处理发送色情暴力类内容的帐号38761个，删除相关文章60919篇；封禁及处理发送低俗类内容的帐号115540个，删除相关文章174825篇。封禁及处理夸大误导、标题党类的帐号24822个，删除相关文章76265篇。

平治信息自有渠道合规性较强，CPS模式合作的公众号可能有所干扰，长期有利于不合规的竞争对手出清，可关注新媒体小说的监管后，龙头重回增长轨道的拐点。

阅读板块推荐运营商根基深厚、不断超预期的【平治信息】，以及结合盗版打击边际变化等因素，关注【阅文、掌阅】。

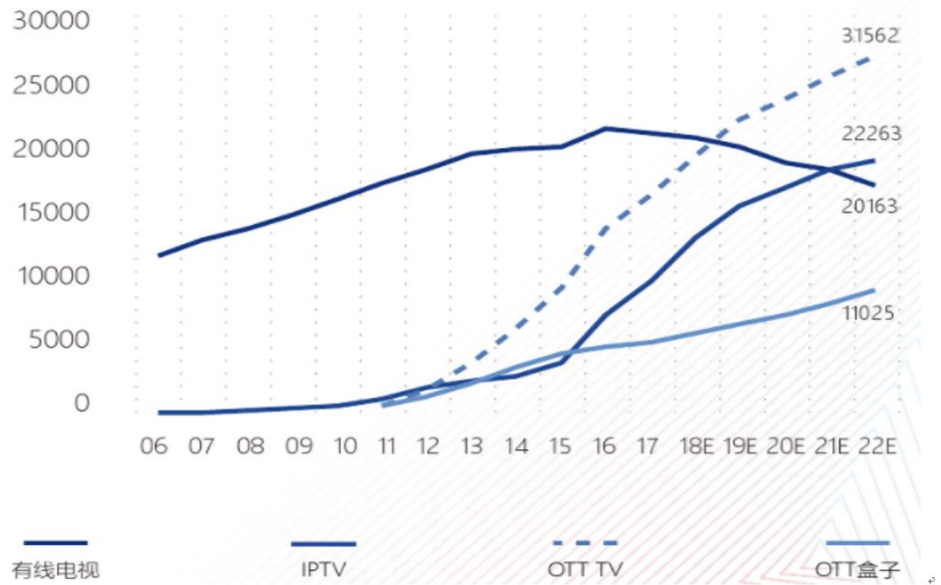
10. 广电：关注入局国网整合与发展 5G 后续进展

根据传播网络、内容差异，家庭大屏服务形式可以分为有线电视、IPTV、OTT。

- IPTV：截至2018年6月末，IPTV用户数达1.42亿户，上半年净增2002万，光纤接入普及继续推动IPTV业务的发展。
- OTT：截至2018年6月末，终端激活数1.90亿，全国OTT TV设备入户数达到1.93亿户，OTT TV在网民家庭中普及率超过50%。
- 有线电视：截至2018年6月末，有线电视用户数2.34亿，第二季度单季度减少503.1万户，环比下降2.15%。缴费用户方面，2017年缴费用户数1.6亿户，略低于16年的1.62亿户。

根据勾正数据，有线电视用户数于16年达到峰值，之后趋势持续走低，18年到22年将会持续下跌至2.02亿户；而IPTV用户数未来几年有强势的增长势头，预计将在2022年达到2.23亿用户数，对比2018H1有57%（8100万）用户数增量空间；OTT盒子与OTT电视的用户数预计也将保持增长，到2022年将分别达到1.10亿和3.16亿，对比2018H1分别有175%（7000万）和92%（1.52亿）用户数增量空间。

图 146：家庭大屏各服务形式发展趋势（单位：万）

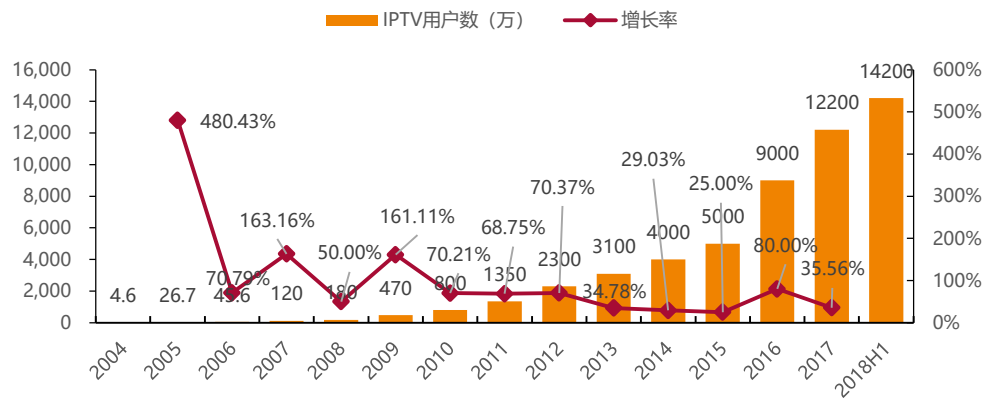


资料来源：勾正数据，天风证券研究所

而目前 IPTV 用户数量仍然处于快速增长的状态。而从 IPTV 端的用户增速看：

- 电信运营商继续深化“提速降费”，进一步推动 IPTV 用户持续增长，在 2018 年上半年中国移动入局，用户数量达到 1.42 亿户，仅 2018 年上半年就净增用户 2002 万户，与 2017 年底相比上升 16.39%。
- 得益于“三网融合”行动对 IPTV 的推广，在 2016 年 IPTV 用户的年环比增速有一个跨越式提高，从 2015 年的 25% 提升至 2016 年的 80%。

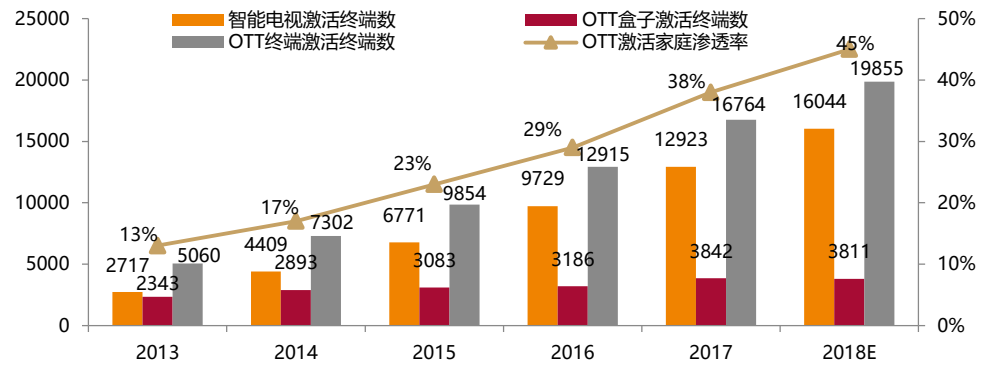
图 147：中国 IPTV 用户数发展趋势（2014A-2018H1）



资料来源：工信部，天风证券研究所

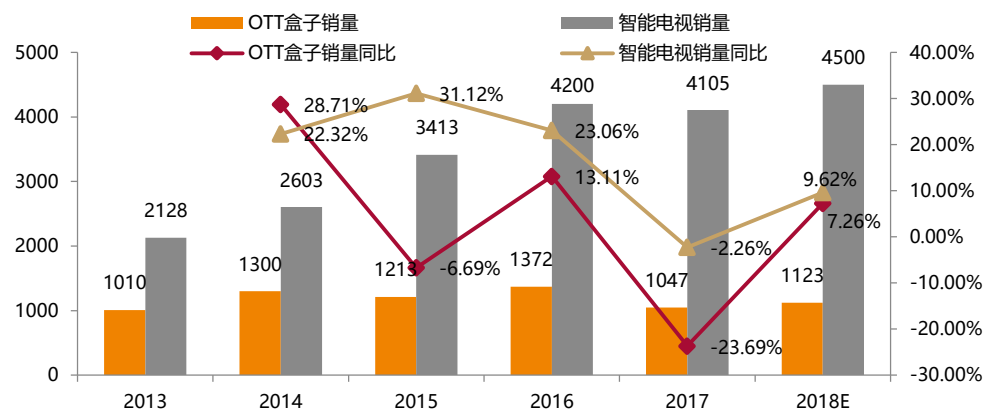
根据奥维云网的数据，截至 18H1，OTT 终端激活量 1.90 亿台，上半年新增 OTT 终端 1939 万台，与 17 年末相比增长 13.10%。细分到 OTT 盒子销售量上，2017 年全年销量为 1047 万台，同比下降 23.69%，主要是由于广电总局政策趋严所致（《专网及定向传播视听节目服务管理规定》、《关于做好互联网电视整改工作的通知》提出加强监管和整改不合规现象）。

图 148：中国 OTT 终端激活量及激活家庭渗透率（2013A-2018E）（单位：万）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 149：OTT 盒子及智能电视销量趋势（2013A-2018E）（单位：万）

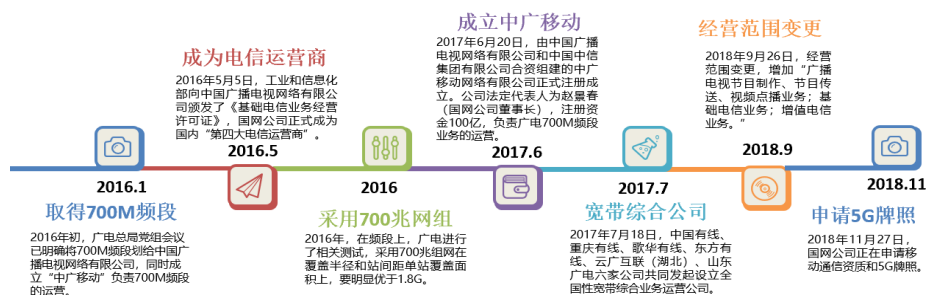


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

5G

18 年 11 月，国家广播电视总局在贵阳召开推进全国“智慧广电”建设现场会。根据会议透露的信息显示，在更高层面的高度重视和亲自推动下，工信部已经同意广电网参与 5G 建设，【国网】公司正在申请移动通信资质和 5G 牌照。今年中宣部将发展广电 5G 列为重点工作之一，这标志着广电网络将真正由单一有线传输向“有线+无线”全空间传输时代全面迈进。广电拥有 700Mhz，适用于广覆盖的增强移动宽带场景最有优势，也就是针对人为中心的场景（视频、移动游戏）以及物联网，为广电业务实现突破打开了空间，可密切关注相关进展。

图 150：牌照申请主体国网公司发展运营业务进程



资料来源：中国工信部，中国新闻出版广电总局，搜狐新闻，中国证券报，天眼查，新浪财经，天风证券研究所

全国一网

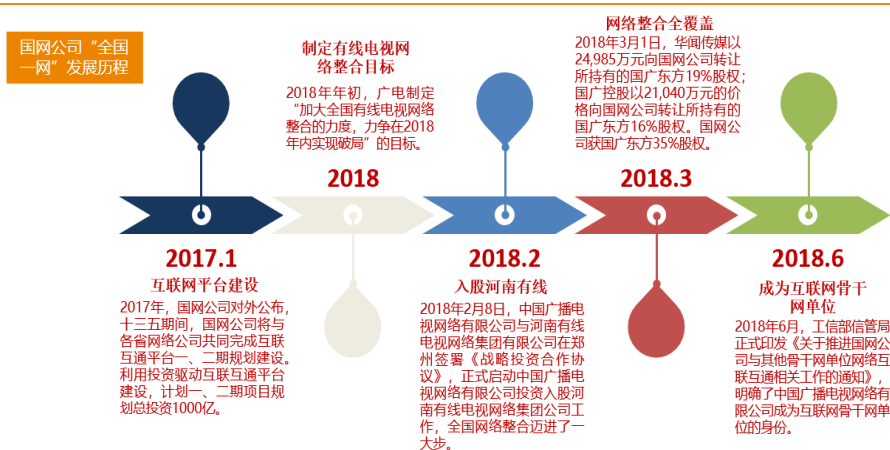
有线电视网络各省分散运营难以跨越传输，有线网络亟待实现升级双向化、宽带化、智能化，和 13 年左右不同的是，在互联网和电信运营商竞争下，17 年开始最优秀的地方广电上市公司都陆续进入用户饱和，利润负增长，缺少增长点。

最新资本整合思路：设立“全国一网”股份公司，由【国网公司】、【省网公司】的相关股东、战略投资者共同发起组建，股份公司成立后按母子公司制管理运营，仍保持两级运营格局，各省网公司作为子公司仍是独立法人，各省的资产、人员仍保留在地方，国有资产的监督管理、人事任免、业务经营、税收等也保留在各省不变。

最新管理思路：构建“3+X”统分结合的全网业务布局。“3”即“全国+基地+本地”的架构，即：全国性业务“统一规划，统一运营”，基地类业务“统一规划，基地运营”，本地类业务“统一规划，分省运营”；“X”即面向新技术和新型态的新业务，加快推进智慧广电战略在有线电视网络的产品和服务的部署和开展。

整合节奏和需求正在加快，可以密切关注行业变化。

图 151：国网公司“全国一网”发展历程



资料来源：中国工信部，中国新闻出版广电总局，搜狐新闻，中国证券报，天眼查，新浪财经，天风证券研究所

而省网公司中，特别注意虽然地处西部，但更有动力和国网互动密切的【广电网络、贵广网络】；浙江背景纯正的【华数传媒】；北京政治中心【歌华有线】；除了自身业务还广泛持有各家网络公司的【东方明珠】等。

表 34：广电上市公司估值情况（亿元）

证券简称	总市值	18Q3 营收同比增长 (%)	18Q3 归母净利润同比增长 (%)	18Q3 经营性现金流/营收 (%)	PE(TTM)	PB
湖北广电	48.48	8.80	(15.98)	13.24	16.37	0.83
电广传媒	92.14	25.29	(223.10)	6.31	(12.98)	0.92
歌华有线	130.55	(0.69)	(14.18)	34.80	19.45	1.02
吉视传媒	68.75	(2.72)	(16.88)	7.90	20.27	1.04
广电网络	45.74	8.90	(3.86)	7.53	26.69	1.55
东方明珠	361.12	(23.92)	49.22	21.00	13.20	1.31
江苏有线	212.01	(2.12)	(21.75)	22.68	33.53	1.59
天威视讯	40.37	(2.31)	(19.58)	18.81	20.56	1.48
贵广网络	73.19	15.02	(26.89)	9.18	22.84	1.74
广西广电	64.84	4.08	(19.15)	7.65	38.61	1.77
中信国安	142.68	(7.12)	(97.80)	(14.71)	841.50	2.12

资料来源：wind，天风证券研究所

11. 投资建议

建议综合考虑监管影响、内生竞争力、增长趋势、估值情况自下而上甄选，同时国家力量务必重视。

互联网：展望 2019 年，在整体有望柳暗花明的背景下，我们认为在消费互联网领域来自低线城市用户的触网消费升级趋势有望带来新的投资机会，【拼多多】、【趣头条】等主打低线城市用户的公司有望从中受益。此外，竞争格局较为清晰的【哔哩哔哩】今年有望延续增长趋势；在产业互联网领域，尽管目前仍处于布局阶段，但目前已经初具雏形，借助在互联网上半场积累的用户与数据优势，【阿里、腾讯】两巨头有望在下半场继续领跑。

游戏：当前游戏行业 18-20 年估值中枢分别为 19x/15x/12x，18 年版号暂停审批带来行业低迷，随着监管转向，19 年有望获得行业增速回暖及估值向 20 倍修复，腾讯及其合作伙伴、网易的市占率变化是今年的关键。关注双寡头【腾讯、网易】、A 股龙头【完美、游族、三七】、弹性【凯撒、宝通】及【吉比特、世纪华通（盛大注入进程）】等。

电影：18 年中国票房突破 600 亿的同时增速放缓至个位数，但国产影片亮点频出、影市年轻力量逐渐崛起、口碑传播速度继续加快等也显示出电影市场在不断成熟与进步。19 年，由于春节档整体票房低于预期，预计 19Q1 票房在去年高基数下增速承压，关注渠道集中提升速度以及头部内容弹性。标的方面，关注渠道方【万达、横店】、互联网平台【猫眼娱乐】、内容方【光线传媒、北京文化、中国电影】等。

出版：出版行业具备良好防御性，K12 结构向好省份可重点关注，如江苏（凤凰）初中高中生将迎来增长拐点，19H2 有望体现纸张价格下降带来了成本弹性。建议关注 K12 结构趋势向好的【凤凰传媒、山东出版】、具备良好防御性的【中原传媒、南方出版、中文传媒】、行业龙头【中南传媒】以及优质民营出版【新经典】等。

视频：内容行业正本清源，价格开始回归理性，有利于平台预算性价比提升，关注优质平台——广告同步自制综艺升值且会员尚处低位的芒果 TV。关注自制为核心的【芒果超媒】，海外上市【爱奇艺、B 站】。

体育：政策春风不断，国内品牌借助国际赛事出海，国内体育视频三极形成，建议积极关注。

营销：受宏观环境影响，19 年广告行业仍然承压，且 18 年行业呈现前高后低的趋势，19 年上半年目前依然未见明确回暖迹象，可以关注下半年经济环境变化。行业发展趋势关注线上线下联动的全域营销概念，线下广告一旦突破精准营销瓶颈，广告价值有望大幅提升。关注【分众传媒】，以及【蓝色光标、省广集团、华扬联众、智度股份】等。

阅读：免费模式在改变 APP 端行业格局，关注正版化进程，以及监管后新媒体小说重新步入良性发展轨道的拐点。推荐运营商根基深厚、不断超预期的【平治信息（兼备混合所有制企业）】，以及结合盗版打击边际变化等因素，关注【阅文、掌阅】。

除上述细分领域涉及标的的外，**关注监管弱相关平台【东财、视觉】以及主流互联网新媒体【人民网、新华网】等。**

风险提示：政策监管风险，宏观下滑对消费能力影响，存量竞争加剧以及商誉风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com