

增持

公司名称	股票代码	目标价(人民币)	评级
完美世界	002624.CH	42.00	买入
金科文化	300459.CH	22.00	买入
分众传媒	002027.CH	16.00	谨慎买入
三七互娱	002555.CH	26.00	买入
恺英网络	002517.CH	31.00	谨慎买入
华策影视	300133.CH	12.00	谨慎买入
平治信息	300571.CH	60.00	买入
掌阅科技	603533.CH	45.00	谨慎买入
新经典	603096.CH	77.00	谨慎买入
视觉中国	000681.CH	23.00	谨慎买入
光线传媒	300251.CH	13.00	买入

资料来源：万得，中银证券
以 2017 年 12 月 29 日当地货币收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

传媒互联网 2018 年度策略

与互联网深度融合，追求极致内容体验

传媒行业未来与互联网的结合将持续深化，各主要板块的生态圈及平台格局已基本成型。精品内容创作、差异化垂直领域的竞争将是未来传媒行业的趋势所在。

支撑评级的要点

- 年初至今，沪深 300 指数上涨 21.7%，创业板指数下跌 10.9%，中信传媒指数下跌 22.1%，继 2016 年以来已连续两年回调，与 2016 年全年 37.7%的跌幅相比，回调程度已大幅收窄。估值方面，以 2017 年 Wind 一致盈利预期测算，传媒板块整体市盈率预测值约为 31，处于全市场中游位置，投资价值已经凸显。
- 行业并购数据显示，A 股市场并购融资已经回暖，而传媒板块由于 2015-2016 年已完成大量并购项目，受政策影响，目前仍处于消化高估值阶段。2017 年是传媒板块重组标的业绩承诺集中到期的一年，预计到 2018 年部分公司将会有业绩下滑，商誉减值的风险。2018 年开始，传媒板块重大资产重组将有望回升，参控股的 VC 形式的产业投资模式将更加成熟及常见。
- 传媒板块始终需要依靠投资并购来获取创新内容，维持企业活力。纵观娱乐巨头迪士尼的发展轨迹，我们发现迪士尼始终走在并购整合的发展道路上，通过并购 ABC 获取内容分发渠道，整合内容制作到发行的全产业链；通过并购皮克斯、漫威、卢卡斯工作室，获取最有价值的电影 IP，与自身内容制作能力结合产生协同效应，巩固其票房霸主地位；通过收购 HULU 发展网络视频端，发展线上内容发行平台。其发展战略及并购路径为国内大型影视传媒公司带来了未来发展的参考案例。
- 未来互联网特别是移动互联网的发展将对传媒行业整体产生持续及深远的影响。腾讯、阿里、百度所构建的文娱产业生态圈已经覆盖了传媒领域主要的分支，泛文娱平台已经基本发展成熟，内容到达受众群体的路径趋于扁平化。内容制作的精品化发展是未来主流趋势；垂直领域的小平台以其差异化竞争仍然有充足的成长空间。

评级面临的主要风险

- 传媒板块政策发生变更。
- 政府对并购重组的政策缩紧。

重点推荐

- 坚定看好整体游戏板块，推荐完美世界、三七互娱、恺英网络；看好传媒细分领域龙头上市公司及稀缺标的，推荐光线传媒、分众传媒、视觉中国、华策影视、新经典、金科文化、掌阅科技、平治信息

目录

投资摘要..... 7

一、年度回顾：板块回调收窄，细分龙头稳定增长..... 9

二、传媒板块并购重组回顾：机遇与挑战并存..... 13

2.1 传媒板块整体并购趋于平缓..... 13
2.2 传媒板块仍处于消化并购所带来的高估值时期..... 15
2.3 多元化经营和横向整合是近年来并购重组的主要目的..... 17
2.4 从并购重组 1.0 模式发展到 2.0 模式..... 19
2.5 对标迪士尼，看传媒上市公司并购投资路径..... 20

三、传媒行业的互联网化发展趋势：平台发展趋于成熟，内容创新持续推进..... 23

3.1 游戏板块：行业集中度增强，关注优质 IP 的全方位商业变现..... 26
3.2 院线发行板块：院线扩张持续，互联网票务平台主导线上线下结合..... 40
3.3 影视剧行业：视频网站的崛起为内容产业带来机遇与挑战..... 53
3.4 移动营销板块：短视频有望主导移动营销生态格局..... 60
3.5 数字文学板块：内容及阅读场景革新为数字阅读带来新的发展机遇..... 67

四、总结..... 77

完美世界..... 78
金科文化..... 80
分众传媒..... 82
三七互娱..... 84
恺英网络..... 86
华策影视..... 88
平治信息..... 90
掌阅科技..... 92
新经典..... 94
视觉中国..... 96
光线传媒..... 98

研究报告中所提及的有关上市公司..... 100

图表目录

图表 1. 估值表.....8
图表 2. 2017 年各板块涨跌幅情况.....9
图表 3. 2015-2017 年前三季度三板块整体营收增速对比.....9
图表 4. 2015-2017 年前三季度三板块整体归母净利润增速对比..10
图表 5. 细分子板块情况一览.....10
图表 6. 2017 年各版块估值情况（以 wind 一致盈利预期）.....11
图表 7. 传媒板块 2017 年以来涨跌幅为正个股（剔除年内新上市公司） 11
图表 8. 2015-2017 年前三季度营业总收入及归母净利润同比增速12
图表 9. A 股整体并购规模及数量.....13
图表 10. 传媒板块并购数量.....13
图表 11. 2017 年各行业并购交易统计.....14
图表 12. 2015-2017 年证监会主要融资并购政策.....15
图表 13. 并购项目规模分布.....16
图表 14. 传媒并购项目发起时间及规模分布.....16
图表 15. 有业绩承诺的项目发起时间及规模分布.....17
图表 16. 并购重组项目目的汇总.....17
图表 17. 2014-2016 年重组标的业绩承诺完成情况.....18
图表 18. 业绩承诺超额完成情况.....18
图表 19. 业绩承诺到期时间及分布.....18
图表 20. 目前主要上市公司参投产业基金情况.....19
图表 21. 迪士尼业务版图.....20
图表 22. 三家影视公司收购后电影票房表现.....21
图表 23. 迪士尼并购历程.....21
图表 24. 迪士尼并购及股价成长路线.....22
图表 25. 中国网民规模和互联网普及率.....23
图表 26. 中国手机网民规模及其占网民比例.....23
图表 27. 中国网民年龄结构.....24
图表 28. 中国网民个人月收入结构.....24
图表 29. 网上支付/手机网上支付用户规模及使用率.....25
图表 30. 腾讯、百度、阿里巴巴的大娱乐版图.....26
图表 31. 游戏市场实际销售收入.....27
图表 32. 中国游戏用户规模.....27
图表 33. 全球游戏市场与中国游戏市场规模.....28

图表 34. 国内网络游戏细分板块市场份额 28
图表 35. 中国移动游戏市场规模情况 29
图表 36. 2017 年 Q3 全球手游收入排行榜 29
图表 37. 排行前十的移动游戏占全市场收入规模比重 29
图表 38. 中国头部厂商手游国外收入增速 30
图表 39. 中国移动游戏占地区移动游戏市场收入份额 30
图表 40. 移动游戏主要盈利及推广模式简介 31
图表 41. 2017 年 Q3 部分 IP 手游流水情况 31
图表 42. IP 手游和原创手游用户活跃率差异 32
图表 43. 中国网页游戏市场实际销售收入 33
图表 44. 2017 年上半年页游发号数排行 33
图表 45. 2017 年上半年平台发号数排行 34
图表 46. 中国端游市场实际销售收入 34
图表 47. 中国端游用户规模 35
图表 48. 《绝地求生》全球用户分布（Top10） 35
图表 49. 《绝地求生》游戏节奏分析 36
图表 50. 心流理论图示 36
图表 51. 《绝地求生》资源点 37
图表 52. 2017 年全球游戏概况 37
图表 53. 2017 年中国新品主机游戏 Top10 38
图表 54. 2014-2016 年电竞游戏市场规模 39
图表 55. 2014-2016 年中大型赛事举办数目 39
图表 56. 电竞用户付费意愿调查 39
图表 57. 电竞赛事产业链 40
图表 58. 近五年电影票房及观影人次 41
图表 59. 2017 年各月票房情况及观影人次 41
图表 60. 2017 年票房过 10 亿电影（截至 2017 年 12 月 12 日） 42
图表 61. 《摔跤吧！爸爸》排片及票房 42
图表 62. 近 20 年进口电影配额情况 43
图表 63. 2017 年上映国产电影类型 43
图表 64. 2015-2017 年国产电影票房集中度 44
图表 65. 近五年电影院线分城市票房占比 44
图表 66. 国内观影人群年龄分布 45
图表 67. 国内人均观影次数与国外比较情况 45
图表 68. 中、美院线收入结构对比 46

图表 69. 中、美衍生品收入销售对比 46
图表 70. 中国在线票务平台交易规模和渗透率 47
图表 71. 电影在线票务平台用户量 47
图表 72. 2017 年 Q2 在线票务平台市场格局 48
图表 73. 电影演出 APP 用户活跃渗透率变化 48
图表 74. 在线票务影院服务系统一览 49
图表 75. 在线票务网站宣发活动参与情况 50
图表 76. 2017 年上半年淘票票合作宣发电影 51
图表 77. 电影票务网站参与全产业链格局 51
图表 78. 美国平均票价及增速 52
图表 79. 中国平均票价及增速 52
图表 80. 2016 年各银幕情况 52
图表 81. 近年来 3D、IMAX、中国巨幕票价变化 53
图表 82. 2006-2016 年国内电视剧产量 53
图表 83. 我国电视观众到达率情况 54
图表 84. 观众人均收视时长 54
图表 85. 2017 年 Q1 在线视频市场份额 55
图表 86. 2013-2016 年在线用户付费占比 55
图表 87. 2016 年娱乐消费在用户互联网消费方面占比 56
图表 88. 2013-2016 年网络剧集上线数量情况 56
图表 89. 近年来 TOP10 网剧题材类型 57
图表 90. 部分电视剧网络版权价格 57
图表 91. 2017 年网台同步剧集一览 58
图表 92. 2015-2017 年前三季度主要影视剧制作公司经营性现金流净额 58
图表 93. 2016-2017 年前三季度主要影视剧制作公司应收账款情况58
图表 94. 2016-2017 年视频网站自制剧数量 59
图表 95. 爱奇艺和优酷在内容方面的投入成本对比 59
图表 96. 2017-2019 年移动营销市场规模预测 60
图表 97. 2016 年视频类应用领域平均 MAU 60
图表 98. 移动视频网民规模及渗透率 61
图表 99. 短视频领域月活跃用户量及增长率 61
图表 100. 短视频领域日均启动次数 62
图表 101. 短视频领域人均单日使用时长 62
图表 102. 传媒行业热点特征 62
图表 103. 短视频各平台类型汇总 63

图表 104. 短视频领域资本投入情况.....63
图表 105. 短视频领域补贴情况.....64
图表 106. 短视频领域商业模式情况.....64
图表 107. 2017 年 Q1 移动短视频平台用户渗透率 Top10.....65
图表 108. 短视频营销广告主类型 Top10.....65
图表 109. 短视频盈利 Top10 内容领域.....65
图表 110. 短视频行业发展趋势.....66
图表 111. 短视频行业区域化布局.....66
图表 112. 知识付费型短视频 APP 案例.....67
图表 113. 2015 和 2016 年图书零售市场同比增速对比.....67
图表 114. 2013-2019 年中国移动阅读市场规模情况.....68
图表 115. 2016-2017 年 6 月网络文学/手机网络文学用户规模及使用率 68
图表 116. 中国网络文学产业链.....69
图表 117. 2016 年网络版权保护大事记.....69
图表 118. 移动阅读年龄构成.....70
图表 119. 移动阅读人群消费能力情况.....70
图表 120. 最新中国主流移动阅读应用渗透率.....71
图表 121. 阅文集团生态闭环.....71
图表 122. 掌阅科技应用产品发展路径.....72
图表 123. 掌阅产品矩阵及商业模式.....72
图表 124. 公司自有阅读平台微信、APP 版面.....73
图表 125. 2014-2016 年盗版损失情况.....74
图表 126. 2015-2016 年中国网络文学用户看网络文学习惯.....74
图表 127. 2012-2018 年中国在线音频用户规模情况.....75
图表 128. 2016 年中国在线音频用户收听频次.....75
图表 129. 音频 APP 的内容特征情况.....76

投资摘要

- 年初至今，沪深 300 指数上涨 21.7%，创业板指数下跌 10.9%，中信传媒指数下跌 22.1%，继 2016 年以来已连续两年回调，与 2016 年全年 37.7%的跌幅相比，回调程度已大幅收窄。估值方面，以 2017 年 Wind 一致盈利预期测算，传媒板块整体市盈率预测值约为 31，处于全行业中游位置，投资价值已经凸显。
- 行业并购数据显示，A 股市场并购融资已经回暖，而传媒板块由于 2015-2016 年已完成大量并购项目，受政策影响，目前仍处于消化高估值阶段。2017 年是传媒板块重组标的业绩承诺集中到期的一年，预计到 2018 年部分公司将会有业绩下滑，商誉减值的风险。2018 年开始，传媒板块重大资产重组将有望回升，参控股的 VC 形式的产业投资模式将更加成熟及常见。
- 传媒板块始终需要依靠投资并购来获取创新内容，维持企业活力。纵观娱乐巨头迪士尼的发展轨迹，我们发现迪士尼始终走在并购整合的发展道路上，通过并购 ABC 获取内容分发渠道，整合内容制作到发行的全产业链；通过并购皮克斯、漫威、卢卡斯工作室，获取最有价值的电影 IP，与自身内容制作能力结合产生协同效应，巩固其票房霸主地位；通过收购 HULU 发展网络视频端，发展线上内容发行平台。其发展战略及并购路径为国内大型影视传媒公司带来了未来发展的参考案例。
- 未来互联网特别是移动互联网的发展将对传媒行业整体产生持续及深远的影响。腾讯、阿里、百度所构建的文娱产业生态圈已经覆盖了传媒领域主要的分支，泛文娱平台已经基本发展成熟，内容到达受众群体的路径趋于扁平化。内容制作的精品化发展是未来主流趋势；垂直领域的小平台以其差异化竞争仍然有充足的成长空间。
- 游戏板块方面，随着移动互联网的不断深入，手游行业整体增速在未来三年将依旧保持较高水平。移动游戏行业超过 1500 亿的市场规模使得在腾讯、网易两大巨头占据超 60%市场份额的情况下，中小厂商依旧拥有广阔的发展空间。此外，移动游戏的核心不是内容创新而是商业营销及 IP 变现，因此未来市场份额将继续向拥有资金实力的大中型游戏厂商集中，小游戏厂商的空间将被进一步压缩。此外，随着玩家消费水平的提升及对精美内容的渴求，具有原创力及高配置性能的主机游戏和端游在未来有望进一步复苏，综合研发能力及推广力将成为大中型游戏厂商的核心竞争要素。
- 院线板块方面，国内电影票房总量将随着院线的扩张持续增长；院线向三四线城市下沉在带来票房增量的同时，也在一定程度上削弱了院线产业的整体毛利率。未来院线产业盈利的增量将来自人们观影频次的持续提升，票价的上涨及非票房业务占比的提升。此外，在线票务平台将主导电影发行及院线放映排片，大数据分析技术是其在发行领域的核心竞争力，双寡头格局将整合从内容制作到发行放映的全产业链。
- 影视剧板块方面，随着用户付费习惯的逐渐养成，视频网站的发展趋于成熟，以优酷、腾讯、爱奇艺三强鼎立的市场格局已基本确立。视频网站的发展对影视剧制作产生了深远的影响，一方面影视剧公司有了新的发行渠道，高价购剧将增厚其业绩，缓解现金流压力；另一方面视频网站自制剧的不断革新促使全行业质量的提升，抬高影视剧制作整体成本水平。未来随着影视剧行业有可能出现大型标的整合，龙头公司市场格局将更加稳固。

- 移动营销领域将充满竞争，内容制作将成为营销领域核心竞争力，数据算法上的差距将逐渐被抹平。大型互联网企业依靠先发优势，能汇聚足够多的内容制作者产生社群效应以获取流量和吸引；中小型平台需要通过内容制作方面的差异化竞争寻求垂直领域的发展空间。在内容方面，短视频以其 PGC 的专业性将伴随移动互联网的发展而复苏。
- 移动阅读方面，数字阅读与传统阅读在未来将充分连接，网络文学的内容属性与移动互联网完美切合，移动阅读的渗透率将持续提升。阅文集团以其海量内容资源及腾讯大文娱生态的流量支持将逐步实践其文学 IP 泛娱乐发展战略；掌阅科技以其在移动阅读领域硬、软件端的先发优势巩固其在移动阅读的市场地位；中小网络文学厂商通过网文内容的差异化竞争获得生存发展的空间。未来，随着正版化的不断发展，网络文学市场仍有巨大的提升空间，阅读场景的个性化发展将成为资本及产业聚焦热点。
- 在板块及个股选择方面，游戏板块推荐关注完美世界、三七互娱、恺英网络；电影院线板块推荐关注光线传媒；影视剧制作推荐关注华策影视、慈文传媒；营销板块推荐关注视觉中国；出版阅读板块推荐新经典、掌阅科技、平治信息。

图表1. 估值表

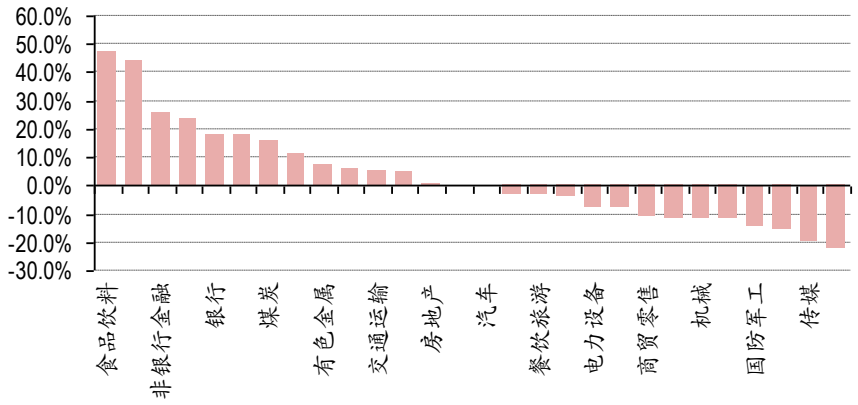
股票代码	公司名称	股价(人民币，元)	总市值(亿元)	每股收益(元)				市盈率(倍)			
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
游戏											
002624.CH	完美世界	33.46	444	0.84	1.12	1.41	1.72	40.1	29.8	24.0	19.6
300459.CH	金科文化	11.13	186	0.13	0.22	0.48	0.57	90.6	54.1	24.7	20.5
002555.CH	三七互娱	20.54	465	0.51	0.79	1.00	1.23	42.1	27.6	21.5	17.5
002517.CH	恺英网络	22.21	386	0.48	1.23	1.26	1.57	56.7	21.9	21.3	17.2
营销											
002027.CH	分众传媒	14.08	1678	0.36	0.45	0.53	0.61	38.7	30.4	25.8	22.7
000681.CH	视觉中国	19.50	147	0.31	0.40	0.55	0.70	63.5	52.2	37.8	30.1
出版											
603096.CH	新经典	67.27	93	1.13	1.62	2.29	2.90	59.6	42.5	30.1	23.8
603533.CH	掌阅科技	45.32	174	0.19	0.33	0.59	0.72	236.0	132.0	73.5	60.1
300571.CH	平治信息	46.80	39	0.60	1.12	1.67	2.30	40.4	43.7	29.3	21.3
影视											
300251.CH	光线传媒	10.45	301	0.25	0.28	0.36	0.43	40.6	36.9	28.8	24.0
300133.CH	华策影视	10.84	189	0.27	0.37	0.44	0.52	38.9	28.8	24.4	20.5
平均									**36.42**	**22.92**	**14.54**

资料来源：万得、中银证券，以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

一、年度回顾：板块回调收窄，细分龙头稳定增长

年初至今，沪深 300 指数上涨 21.7%，创业板指数下跌 10.9%，中信传媒指数下跌 22.1%，继 2016 年以来已连续两年回调，与 2016 年全年 37.7%的跌幅相比，回调程度已大幅收窄。今年 A 股权重股表现亮眼，板块涨幅较高的行业分别为食品饮料、家电、非银金融和电子元器件，传媒板块整体表现处于行业末游，略好于纺织服装板块。

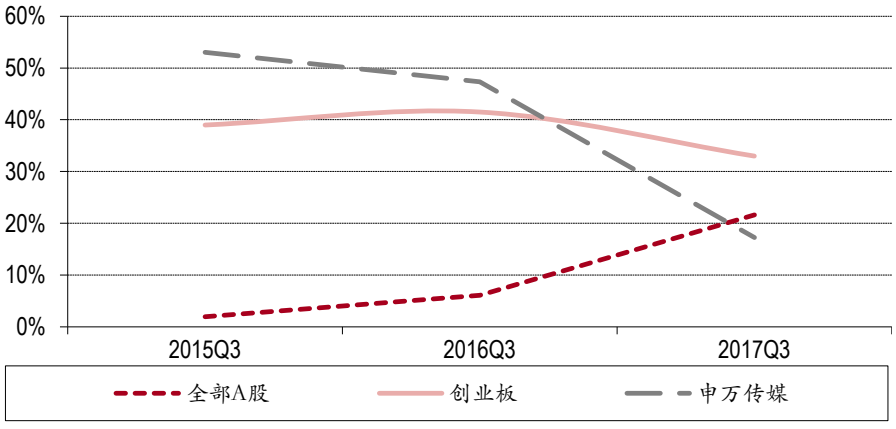
图表2. 2017 年各板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，中银证券

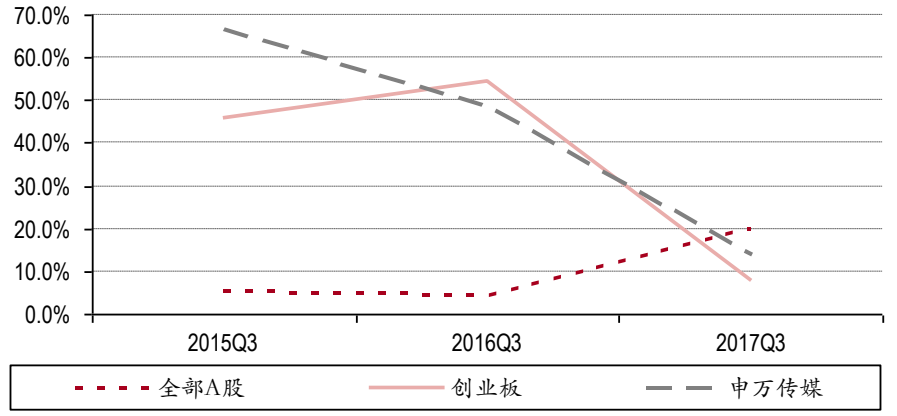
业绩方面，前三季度传媒板块整体营业总收入同比增速为 17.2%，比 2016 年同期下滑 30 个百分点，业绩增速表现不及创业板和 A 股全市场；归母净利润方面，传媒行业前三季度整体同比增速为 13.8%，同比下滑 34.5 个百分点，表现好于创业板但低于 A 股全市场。

图表3. 2015-2017 年前三季度三板块整体营收增速对比



资料来源：万得，中银证券

图表4. 2015-2017 年前三季度三板块整体归母净利润增速对比



资料来源：万得，中银证券

整体来看，影视娱乐、游戏、营销、出版和院线比 2016 年同期均有所增长；有线网络板块较 2016 年同期有小幅下滑；互联网板块由于乐视网宣布业绩出现重大亏损，因此子板块整体下滑严重。与去年年报数据一样，游戏板块业绩数据极为靓丽，各项指标均领跑全市场其他板块。

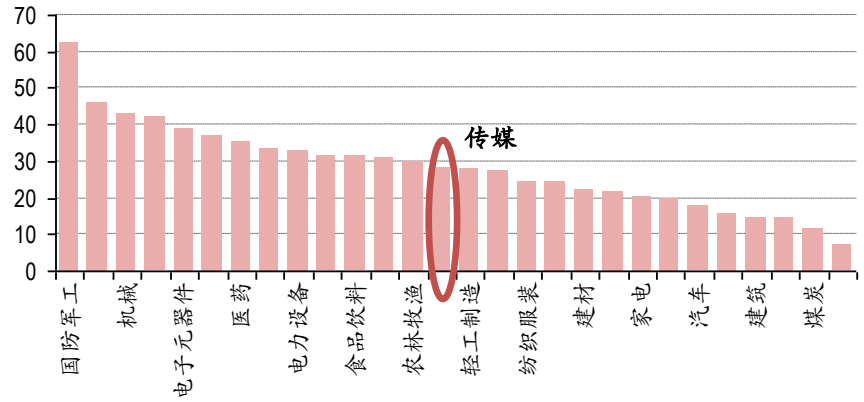
图表5. 细分子板块情况一览

(%)	2017Q3 营业总收入同比增速	2017Q3 归母公司净利润同比增速	2017Q3 扣非后归母净利润同比增速	毛利率	净利率
影视娱乐动漫	9.8	11.4	3.3	35.2	21.0
游戏	32.3	36.9	33.3	60.8	29.8
广告&营销	22.5	(15.1)	(7.8)	16.4	4.4
互联网	51.4	52.0	54.5	36.0	8.2
出版	5.0	7.7	(4.7)	32.2	12.5
有线网络	7.2	(22.8)	(27.5)	30.0	12.3
院线	13.8	3.6	2.1	29.7	13.3

资料来源：万得，中银证券

估值方面，以 2017 年 Wind 一致盈利预期测算，传媒板块整体市盈率预测值约为 30，处于全市场中游位置，低于电子、通信、食品饮料、医药等今年涨幅居前的板块，已经体现出一定的投资价值。

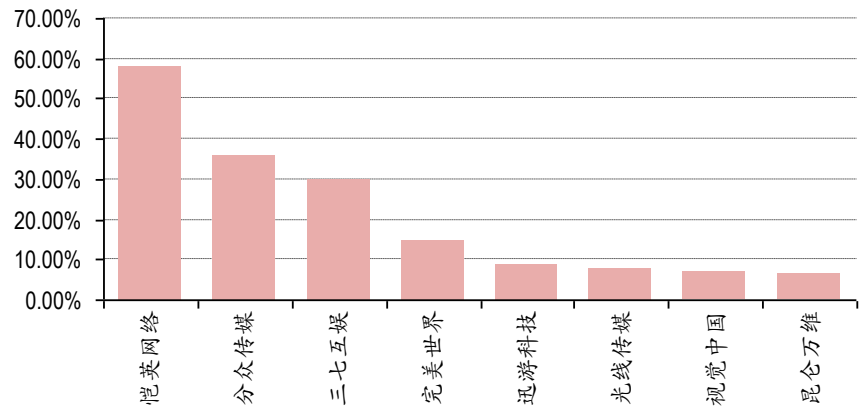
图表6. 2017 年各版块估值情况（以 wind 一致盈利预期）



资料来源：Wind，中银证券

个股方面，除去今年刚上市的传媒次新股以外，传媒板块年度涨跌幅为正的个股共 8 只，其中主要集中于游戏板块，共有四只个股包括恺英网络、三七互娱、完美世界、迅游科技；以及各子板块龙头公司，如分众传媒、光线传媒、视觉中国等。

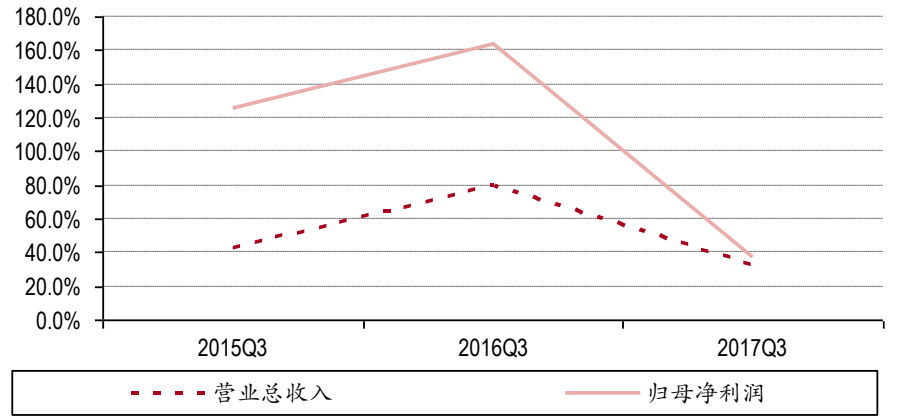
图表7. 传媒板块 2017 年以来涨跌幅为正个股（剔除年内新上市公司）



资料来源：Wind，中银证券

其中，游戏板块的增长动力主要来自于板块整体靓丽业绩及行业持续高增长速率。行业方面，2014 年-2016 年，游戏行业始终保持着超过 80%的年增长速率，2017-2019 年仍有望保持 20%以上的年复合增长率；子版块业绩方面，2017 年前三季度主要游戏类上市公司整体营业收入同比增速为 32.3%，超过传媒板块 15 个百分点，归属于母公司股东净利润同比增速为 36.9%，超过传媒板块 23 个百分点，业绩表现大幅领先传媒板块平均水平。

图表8. 2015-2017 年前三季度营业总收入及归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银证券

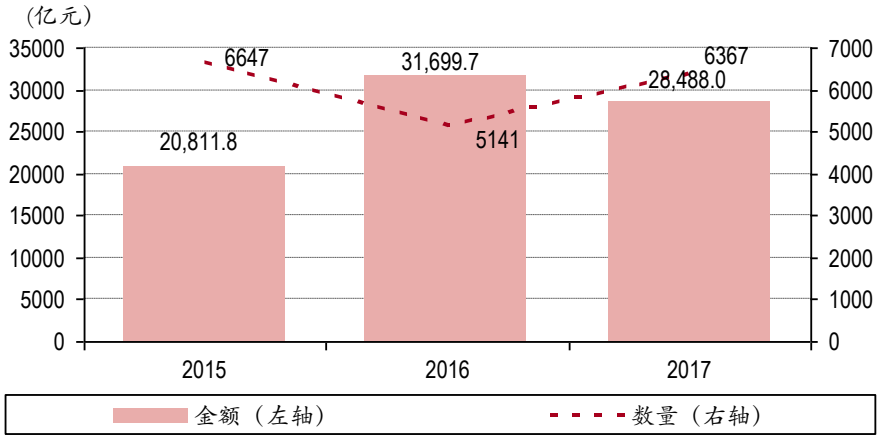
高市场占有率及行业稀缺性则是部分细分领域龙头上市公司备受关注的主要原因。分众传媒是国内电梯框架广告及视频广告的唯一上市公司，市场占有率已经超过 70%，此外，电梯广告市场是近年来少数广告花费增幅超过 10%的广告市场子领域，行业稳定增长及已经构筑的垄断性壁垒是公司业绩稳定增长的有力保障。光线传媒的增长则来自于其控股的猫眼文化与微影时代在 9 月 21 日宣布合并成立新公司“猫眼微影”，由此在线票务领域形成了由猫眼和淘票票两家分立的寡头格局，光线传媒与腾讯的合作也让市场对光线整合影视内容制作到发行的全产业链产生期待。

二、传媒板块并购重组回顾：机遇与挑战并存

2.1 传媒板块整体并购趋于平缓

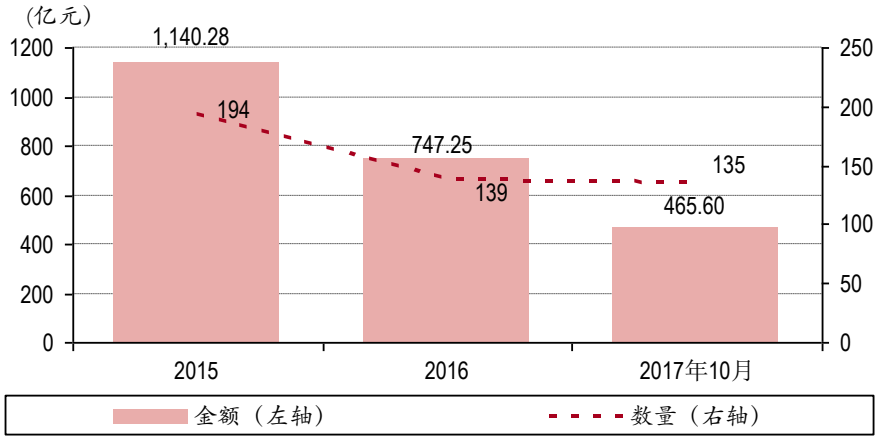
数据显示，2017 年 1-10 月国内并购及出境并购金额总计为 2.82 万亿元，预计年底有望超过 3 万亿元，并购总金额与 2016 年总额基本持平；数量方面，前十个月并购项目总量达 6367 个，与 2016 年相比回升显著，此外 2017 年前十个月的并购交易多集中于房地产、多元金融、材料等板块。传媒板块在 2017 年 1-10 月共完成传媒并购案 135 个，总金额约 466 亿元，相比 2016 年规模同比下降约 32%，排名位列行业第 13 位。可以看出，虽然 A 股市场融资活动整体回暖，但是传媒板块并购总量则下降明显。

图表9. A 股整体并购规模及数量



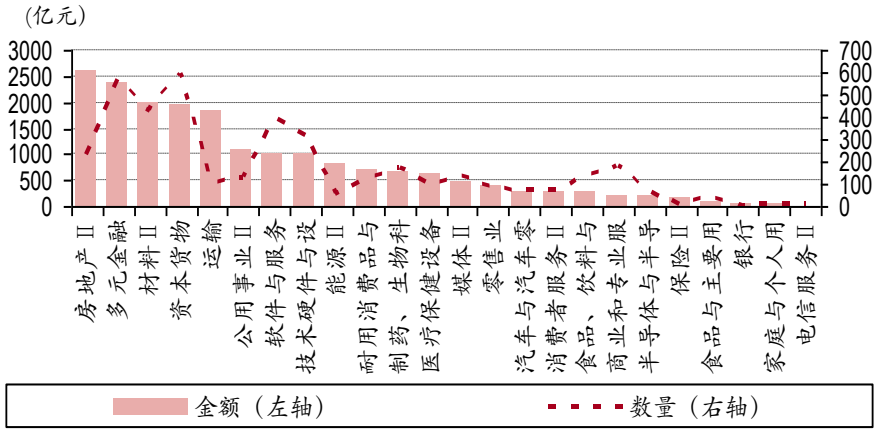
资料来源：Wind，中银证券

图表10. 传媒板块并购数量



资料来源：Wind，中银证券

图表11. 2017 年各行业并购交易统计



资料来源：Wind，中银证券

政策方面，2017 年 2 月，证监会发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，强调上市公司融资后 18 个月内不能启动再融资，成为了监管层收紧二级市场再融资规模的信号；而到了 2017 年 8 月，证监会发文，将通过大力推进并购重组市场化改革，扎实开展“简政放权”和“放管服”改革，进一步激发市场活力，支持供给侧结构性改革和实体经济发展，预示着融资并购政策的重新放松。

图表12. 2015-2017 年证监会主要融资并购政策

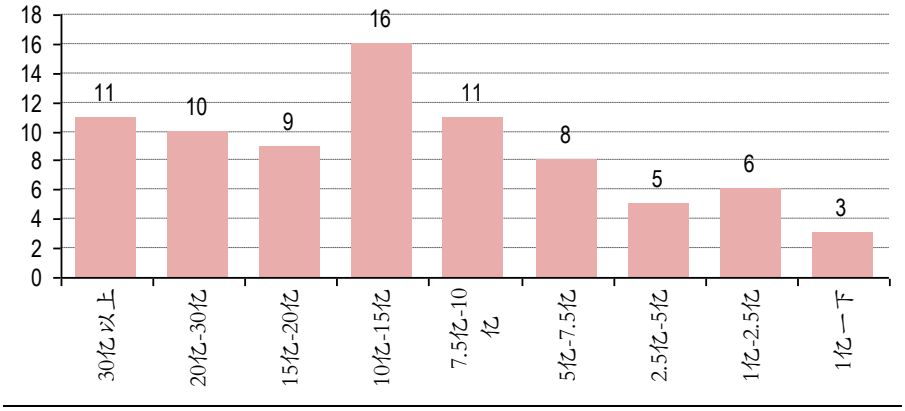
时间	名称	内容
2015/5/21	《关于深入推进文化金融合作的意见》解读	推动文化企业直接融资。对近年来文化企业债券融资、上市融资成效的肯定和推广。今后，将引导大型文化企业更多地采取债券融资和上市融资，让金融机构腾挪更多的信贷资源扶持大批小微文化企业，形成科学合理的文化产业投融资梯次结构。
2015/6/26	中小企业股份转让系统对新三板借壳进行规范的通知	规定存续期不满两年的公司不能通过借壳方式登陆新三板。
2015/12/28	《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》	对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行，调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定，实行注册制度。
2016/6/17	《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见稿； 《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》 《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》	1.重大资产重组构成借壳，不得配套融资。 2.上市公司重大资产重组原控股股东、实际控制人继续持有股份需和重组方一起锁定 36 个月。 3.上市公司控制权发生变更之日 60 个月内 6 种情形构成重大资产重组，不得有配套融资。
2017/2/17	《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	上市公司融资后 18 个月内不能启动再融资，次新股再融资将受限。新股上市之后 18 个月内不能启动再融资，同时连续融资也不再可行，对定增融资规模有较大影响。
2017/4/11	文化部关于推动数字文化产业创新发展的指导意见	培育数字文化产业市场主体。支持企业实现垂直、细分、专业发展，鼓励数字文化企业的收购、兼并和创办，鼓励和支持各类高新技术企业与文化企业开展技术、项目等方面的合作。有序引导各类投资进入数字文化产业。
2017/8/15	证监会发文	通过大力推进并购重组市场化改革，扎实开展“简政放权”和“放管服”改革，进一步激发市场活力，支持供给侧结构性改革和实体经济发展。

资料来源：网络公开资料，中银证券

2.2 传媒板块仍处于消化并购所带来的高估值时期

我们整理了 2015 年-2017 年 10 月之间对传媒行业上市公司利润有较大影响(业绩承诺占当年利润比重超过 15%）的收购事件共 76 项，对其进行详细分析。76 起传媒板块融资并购案中，交易规模的中值约 12.04 亿，均值约 29.23 亿，76 起并购案的并购标的中，交易对价分布在 10-15 亿元的最多。

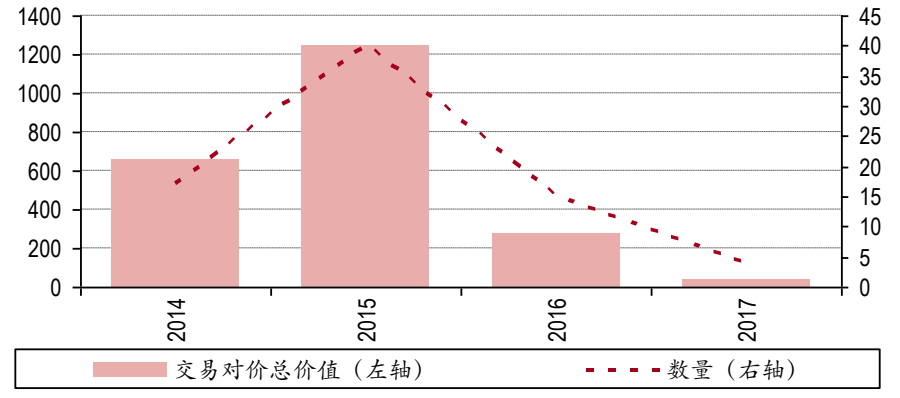
图表13. 并购项目规模分布



资料来源：中银证券

在 2015 年 1 月至 2017 年 10 月间完成的融资并购案中，发起时间主要集中在 2015 年，达到 40 起，16 年并购行业进入调整时期，成功发起数量减少；整体交易对价总规模达到了 2221 亿元，其中 2015 年的项目总额达到 1249 亿元，占比为 56.24%。

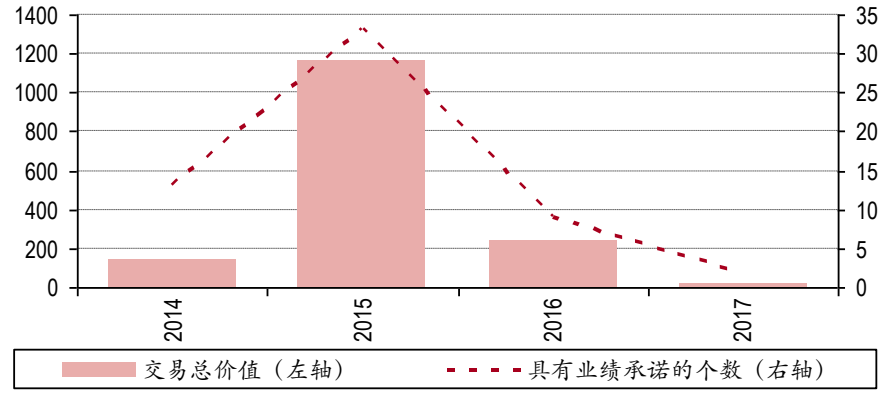
图表14. 传媒并购项目发起时间及规模分布



资料来源：中银证券

其中具有业绩承诺的个数为 57 起，交易总价值达 1563.5 亿元，依旧是 15 年居多，15 年有业绩承诺的并购交易对价金额达 1167 亿元，金额占总额的 75%。

图表15. 有业绩承诺的项目发起时间及规模分布



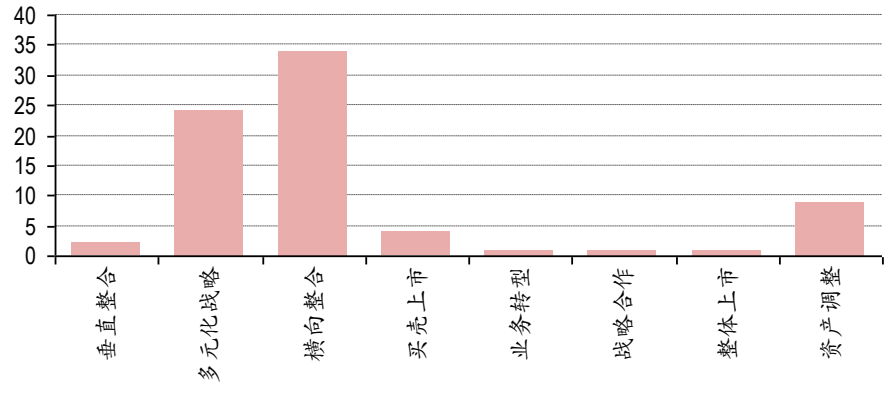
资料来源：中银证券

从数据可知，2015 年发起并完成的并购项目基本会延后一年，在 2016 年正式并入公司财务报表，由此带来了 2016 年传媒板块上市公司高增速的靓丽业绩；而 2016 年开始，许多完成并购重组的传媒板块上市公司开始以实现业绩承诺为主要经营目标，并购重组项目大幅减少也进一步解释了 2017 年传媒板块增速整体大幅下滑的主要原因。

2.3 多元化经营和横向整合是近年来并购重组的主要目的

在 2015 年以来所完成的 76 项并购重组事件中，以横向整合为目的进行并购竞争对手公司的数量最多，达到 34 起，抢占市场份额仍是传媒行业的并购重点。紧随其后的是以收购同行业其他类别业务或非传媒行业上市公司收购传媒行业上市公司为主的并购类别，即实行多元化战略的并购案例，达到 24 起。经统计发现，2015 年以来，多家传统产业上市公司如化工、材料制造企业通过并购传媒类公司后置出了部分原有产业份额，此类目的并购达到 9 起。而垂直整合产业链上下游，提升议价能力与发行渠道的数目还比较少。

图表16. 并购重组项目目的汇总



资料来源：中银证券

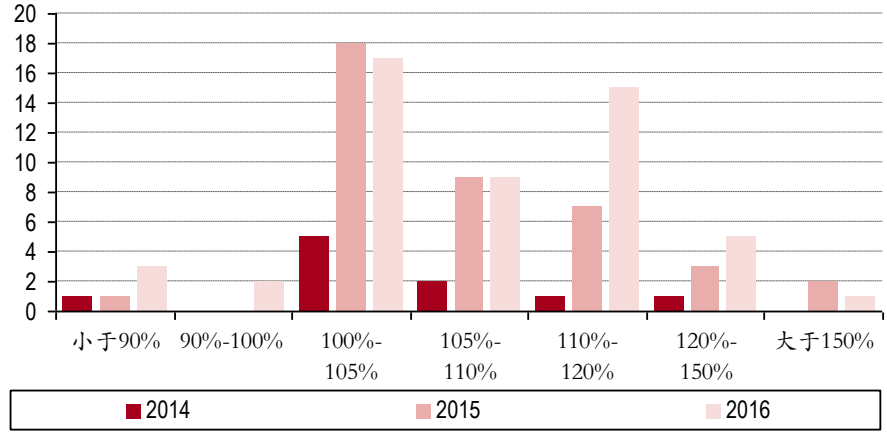
传媒板块上市公司整体业绩承诺完成度极高。从数据可以看出，2014 年以来，传媒板块并购重组事项激增，但业绩承诺完成度均超过 90%。如 2016 年有 51 家公司公布收购标的业绩承诺实现情况，其中 47 家完成业绩承诺。业绩承诺完成率方面，大部分公司业绩承诺完成率维持在 100%-105%左右。

图表17. 2014-2016 年重组标的业绩承诺完成情况

年份	2014	2015	2016
已公布业绩承诺实现情况个数	11	41	51
完成承诺数量	10	40	47
未完成承诺数量	1	1	4
完成率(%)	90.91	97.56	92.16

资料来源：公司公告，中银证券

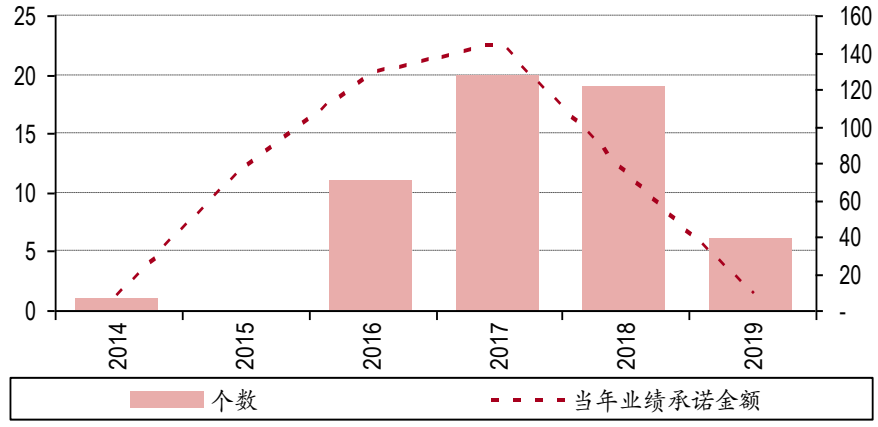
图表18. 业绩承诺超额完成情况



资料来源：公司公告，中银证券

今明两年众多公司重组项目业绩承诺集中到期。对具有业绩承诺的并购案每年业绩承诺的总规模和业绩承诺到期时间进行统计，可知 2017 年将会是业绩承诺协议集中到期的一年，达到 20 起，比 2016 年的 11 起大幅增加。业绩承诺协议到期后，上市公司与并购标的实际控制人的利益绑定将削弱很多，对于并购标的的业绩也没有硬性约束，整合效果将会变得较难预期。预计 2018 年为业绩承诺期后并表利润下滑及商誉风险爆发的高发期。

图表19. 业绩承诺到期时间及分布



资料来源：中银证券

2.4 从并购重组 1.0 模式发展到 2.0 模式

未来大型重组并购数量将略微回升。由于 2015 年是传媒板块的并购大年，因此若按证监会所制定的 18 个月内不得进行再融资的新规推算，大部分上市公司的并购重组窗口期将在 2018 年左右打开。然而，传媒行业是轻资产运营模式，许多内容生产公司均有高估值、盈利不稳定等特点，从近年来暴风集团收购稻草熊影业、宏达新材收购永乐影视等项目终止的案例可知，证监会对传媒类上市公司重组并购项目在说明盈利确定性及稳定性方面把关极严。近年来并购重组项目的减少也侧面说明了行业内真正有资质实施重大资产重组的标的已经不多了。因此我们认为，未来将不会出现如 2015 年一般并购重组项目如此集中的情况。

上市公司以成立产业基金形式进行参控股已成为主流趋势。传媒互联网行业是一个充满新概念、新内容的领域，因此传媒板块上市公司始终需要以自身资本平台的优势，通过参控股的方式对接新平台、新内容。2015 年以来，传媒领域上市公司发展已趋于稳定，运营模式日益成熟，逐渐脱离以重大资产重组的方式获取核心业务转而以成立投资基金的模式参控股部分新兴传媒公司，通过参控股获取合作机会；一方面通过对接新兴传媒公司更新原有运营模式，另一方面以自身资源优势扶持成长型企业，获得股权增值所带来的投资收益回报。

图表20. 目前主要上市公司参投产业基金情况

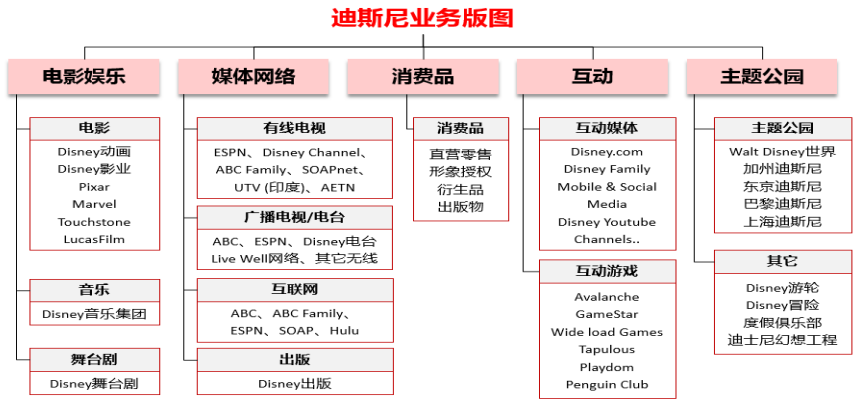
上市公司	产业基金	详情	方向
华闻传媒	海南国文文化旅游产业投资基金	华闻传媒、国广资产作为有限合伙人均认缴出资 10 亿元，各占总出资额的 49.975%	文化娱乐、旅游、“互联网+”
中南传媒	泊富文化产业投资基金	注册资本 5000 万元，中南传媒出资 4000 万元；基金首期规模 5 亿元，中南传媒出资 4.5 亿元	涵盖数字媒体产业链；出版发行产业链；影视、音乐、动漫等产业链以及文体教育、新媒体产业链等。
华媒控股	杭州华媒浙商投资合伙企业文化产业基金	计划规模为 1 亿元，其中本公司出资 3,000 万元	投资于泛文化行业及与信息技术结合相关领域的内容、渠道和消费领域。
新华传媒	苏州八二五新媒体产业基金	目标规模为 12 亿元，新华传媒拟出资认购 1.5 亿元，并作为该基金的 LP	重点关注以移动互联网为代表的新媒体及信息科技领域，在内容、渠道和消费等行业广泛布局，主要投向成长期企业。
上海报业	众源资本	总规模 100 亿元，首期目标规模 30 亿元	聚焦文化领域国家积极扶持和鼓励发展的行业，重点关注依托互联网和移动互联网发展的新媒体产业、网络文化产业以及与文化相结合的 TMT 领域产业。
印纪传媒	印纪光大产业基金	基金目标认缴出资规模为 10 亿元，总规模不超过 12 亿元，其中印纪影视认缴出资 1 亿元	包括影视剧行业、互联网文化、游戏、体育，以及与上述领域相关的上下游行业项目。

资料来源：公司公告，中银证券

2.5 对标迪士尼，看传媒上市公司并购投资路径

迪士尼始终走在内生与并购混合的发展道路上。作为全球最大的综合娱乐集团之一，迪斯尼起源于动画片，是一个内容生产商，后通过收购，先后进入了电影、有线电视网络、电视频道、互联网、游戏、体育等多个媒体娱乐细分子行业，成为拥有“媒体网络”，“主题乐园”，“影视娱乐”，“消费品”和“互动媒体”等五大主营业务的综合娱乐业巨头，目前市值超过 1510 亿美元。

图表21. 迪士尼业务版图



资料来源：网络公开资料，中银证券

在电影制作上，迪士尼原有内容制作仍以传统的儿童和女性这类形象为主，不适应新时代人们的内容消费需求；迪士尼需要在内容形象和内容类型方面实现突破：收购皮克斯（Pixar），使其在电脑 CG 动画界重新掌握话语权；收购拥有 5 千多名超级动漫英雄的最大的漫画公司漫威（Marvel），使其在如今最具吸金能力的超级动漫英雄电影中占据制高点；收购卢卡斯影业（Lucas Film）使其拥有 35 年历史的全球科幻领域第一品牌《星球大战》。在娱乐公司上的并购，使迪士尼在动漫电影、超级动漫英雄系列、科幻电影类型中具有领先优势，使其角色形象实现全年龄段覆盖，内容类型更丰富，提升了企业的成长性。

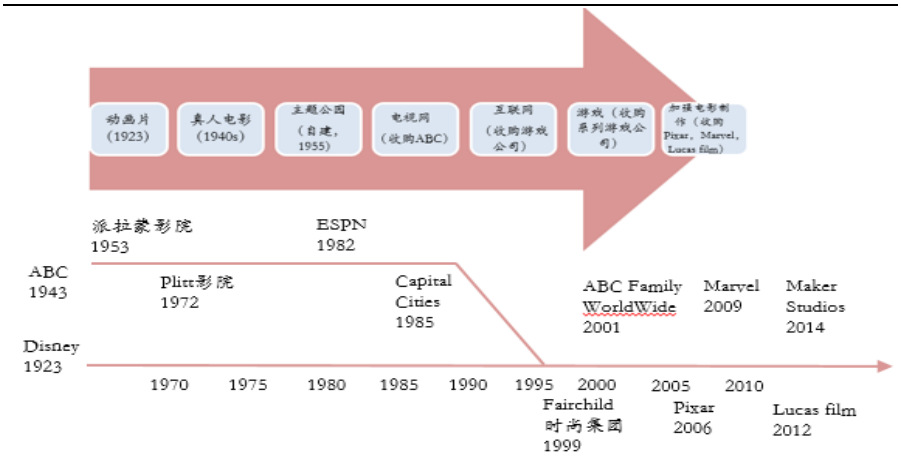
图表22. 三家影视公司收购后电影票房表现

公司名称	收购时间及金额	收购后上映电影	票房表现
皮克斯	2006 年/74 亿美元获 40%股权	赛车总动员	4.6 亿美元
		美食总动员	6.2 亿美元
		机器人总动员	5.2 亿美元
		飞屋环游记	7.3 亿美元
		玩具总动员 3	10.6 亿美元
		赛车总动员 2	5.6 亿美元
		勇敢传说	5.4 亿美元
		怪兽大学	7.4 亿美元
		头脑特工队	8.5 亿美元
		恐龙当家	3.3 亿美元
		海底总动员 2	10.3 亿美元
漫威工作室	2008 年/42.4 亿美元整体收购	钢铁侠	5.85 亿美元
		钢铁侠 2	6.2 亿美元
		钢铁侠 3	12.1 亿美元
		美国队长	3.7 亿美元
		美国队长 2	7.1 亿美元
		美国队长 3：内战	11.5 亿美元
		复仇者联盟	15.2 亿美元
		复仇者联盟 2:	14.05 亿美元
		银河护卫队	7.73 亿美元
		银河护卫队 2	7.3 亿美元
		雷神	4.5 亿美元
		雷神 2	6.4 亿美元
		蚁人	5.2 亿美元
		奇异博士	6.77 亿美元
卢卡斯影业	2012 年/40.5 亿美元整体收购	星球大战：原力觉醒	20.68 亿美元
		星球大战外传：侠盗一号	10.56 亿美元

资料来源：百度百科，中银证券

渠道方面，公司于 1996 以 190 亿美元收购 ABC 及其附属电视网、ESPN 体育频道等，使公司从单纯的节目内容制作扩展到内容发行播放，打通了公司从内容制作到内容发行的全产业链运营模式。此次并购也让影视行业从强调内容制作的原有传统观念转变到重视内容发行平台的建设。2009 年，公司收购了视频网站 Hulu32%股权，同时推出建立自有视频网站，

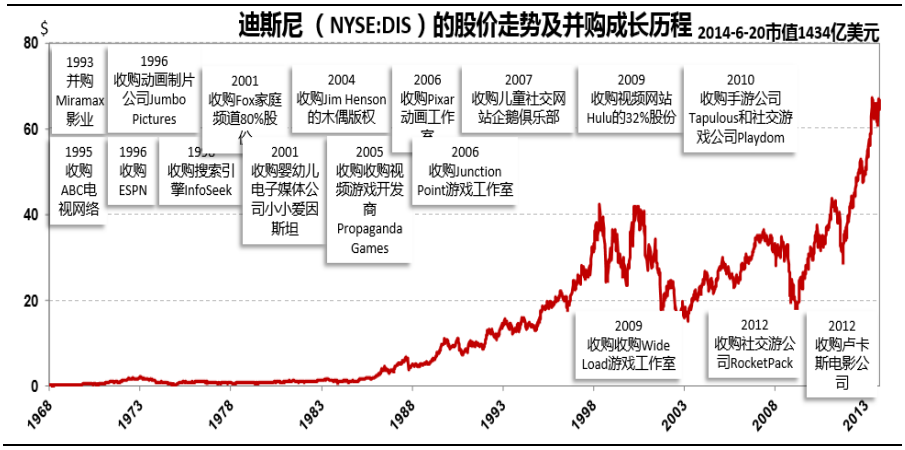
图表23. 迪士尼并购历程



资料来源：网络公开资料，中银证券

迪士尼的市值变化和其收购公司所能产生的协同效应息息相关。从 1993 年起，迪士尼依靠并购逐步抬升了股价，提高了品牌影响力和竞争力。1998 年开始加速抬升。2001 年收购 Fox 家庭后，股价达到一波小高峰，回落后依靠收购游戏开发商和 Pixar 工作室进一步上升。2009 再一次靠收购视频网站 Hulu 和游戏公司拉升股价，直到 2012 收购卢卡斯影业后股价一路上涨，达到巅峰时期。由此可以看到，迪士尼的股价走势与它的收购行为密切相关。

图表24. 迪士尼并购及股价成长路线



资料来源：网络公开资料，中银证券

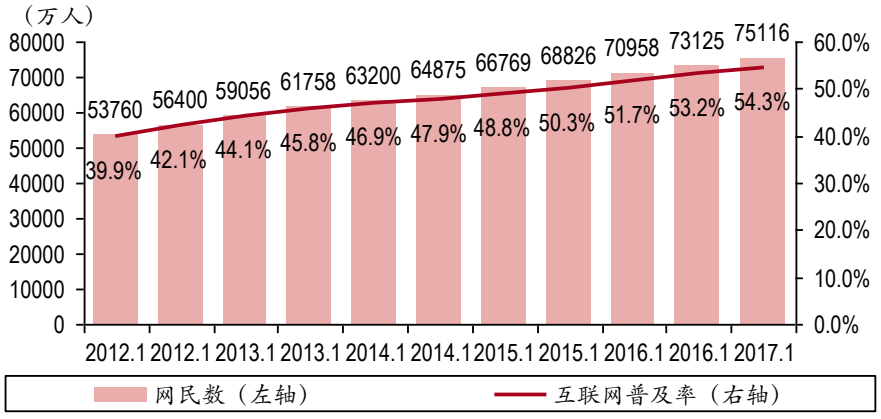
聚焦核心内容和外延平台的协同效应。从迪士尼的并购我们可以看到，内容制作始终是传媒上市公司的核心竞争力，但品牌内容在日益变化的传媒行业需要不断地吸纳新鲜创意来保持活力和适应性。无论是并购皮克斯还是漫威，迪士尼始终选择业内最优质的内容企业进行并购。而在平台方面，迪士尼同样紧跟行业最新发展趋势，始终聚焦于整合产业链上下游，扩大自身内容推广平台。

三、传媒行业的互联网化发展趋势：平台发展趋于成熟，内容创新持续推进

随着互联网行业的持续稳健发展，互联网已经成为推动我国经济社会发展的重要力量。近年来，互联网娱乐已经与人民的生活深度融合，移动游戏、直播、数字阅读等新兴行业已经日趋成熟，人民对网络优质内容的需求不断提升。

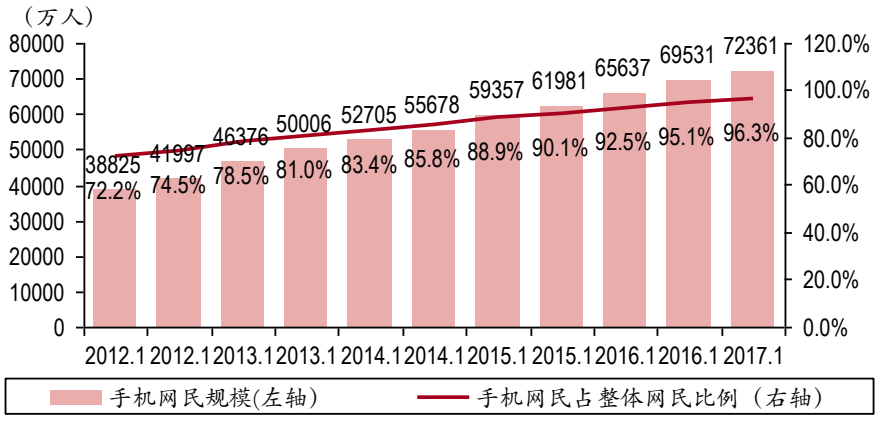
基础数据方面，中国网民规模增长已趋于稳定，手机网民占比已接近饱和。截至 2017 年 6 月，我国网民规模达到 7.51 亿，半年共计新增网民 1992 万人。互联网普及率为 54.3%，较 2016 年年底提升了 1.1 个百分点。移动互联网方面，我国手机网民规模达到 7.24 亿，较 2016 年底增加 2830 万人，网民使用手机上网的比例由 2016 年底的 95.1%提升至 96.3%，已几乎与网民总量相当。

图表25. 中国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC 中国互联网统计报告，中银证券

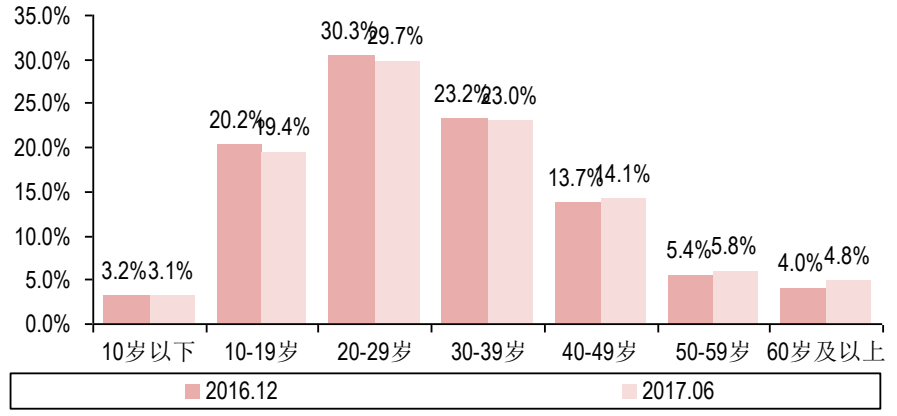
图表26. 中国手机网民规模及其占网民比例



资料来源：CNNIC 中国互联网统计报告，中银证券

青中年人群仍为网民主要人群，中高龄人群有所增长。年龄方面，我国网民仍以 10-39 岁群体为主，占比达到 72.1%，其中 20-29 岁年龄段网民占比最高，达到 29.7%；而与 2016 年底相比，40 岁及以上中高龄占比增长 1.7 个百分点，网络渗透率持续提升。

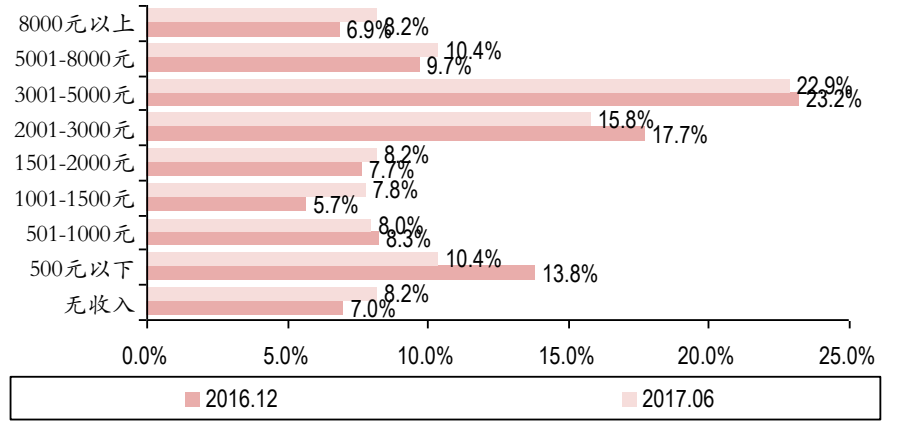
图表27. 中国网民年龄结构



资料来源：CNNIC 中国互联网统计报告，中银证券

网民收入正在不断增长。截至 2017 年 6 月，网民中月收入在 2001-3000 元及 3001-5000 元的群体占比比较高，分别为 15.8%和 22.9%，与 2016 年底相比，收入在 5000 元以上的网民群体占比提升了 2.1 个百分点。

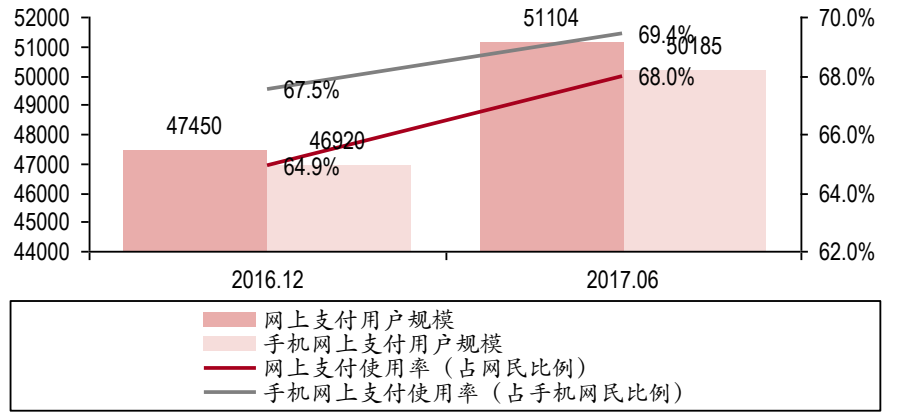
图表28. 中国网民个人月收入结构



资料来源：CNNIC 中国互联网统计报告，中银证券

网络支付比例的扩张有助于提升人们在互联网娱乐方面的消费规模。截至 2017 年 6 月，我国使用网上支付的用户规模达到 5.11 亿，较 2016 年 12 月，网上支付用户增加 3654 万人，半年增长率为 7.7%，我国网民使用网上支付的比例从 64.9%提升至 68.0%。其中，手机支付用户规模增长迅速，达到 5.02 亿，半年增长率为 7.0%，网民手机网上支付的使用比例由 67.5% 提升至 69.4%。

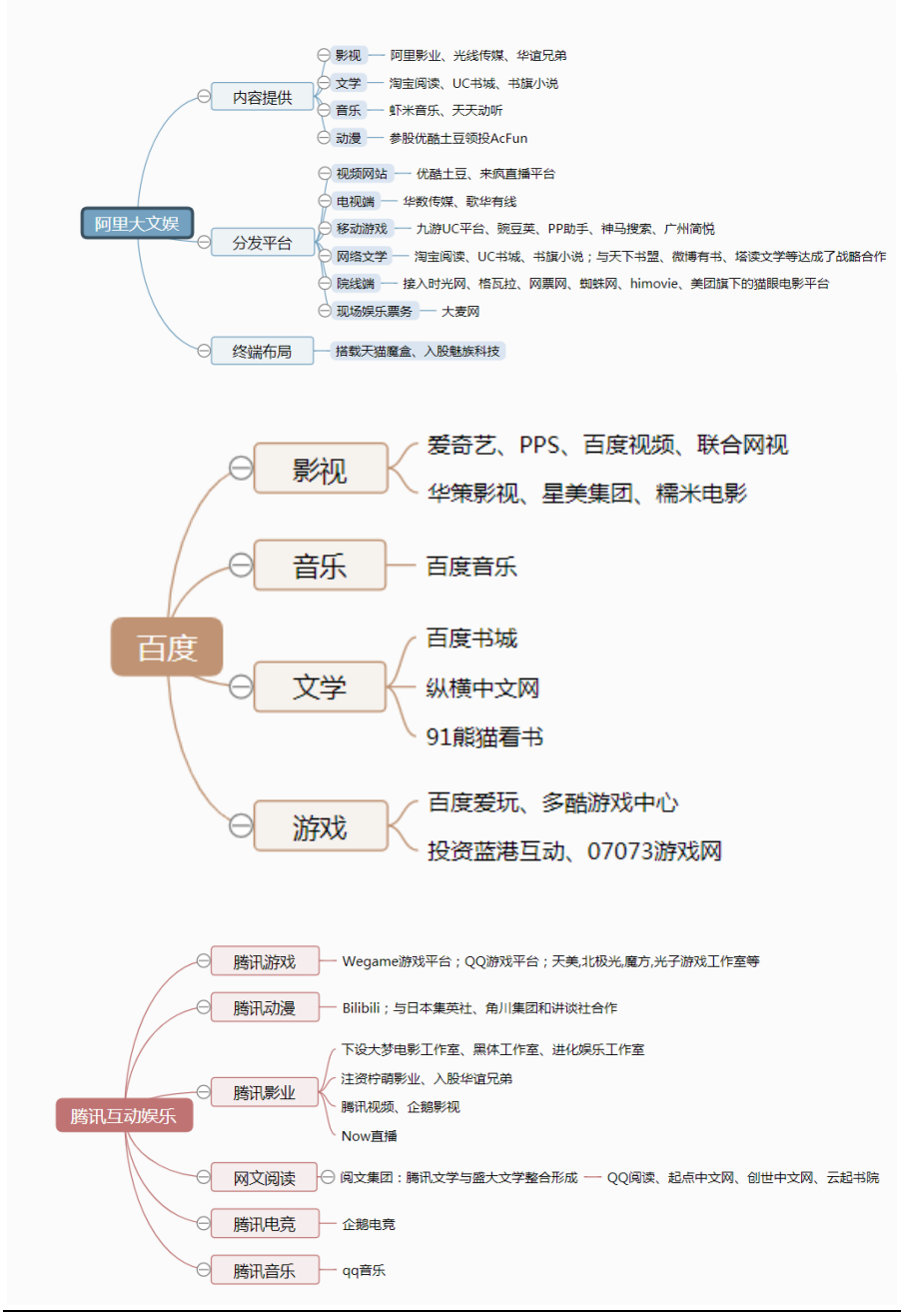
图表29. 网上支付/手机网上支付用户规模及使用率



资料来源：CNNIC 中国互联网统计报告，中银证券

互联网平台格局趋于稳定，内容竞争刚刚开始。2017 年以来，互联网娱乐领域的各类平台市场已趋于稳定，以腾讯、阿里、百度已经基本构筑起以自身互联网核心优势为中心的大娱乐生态圈，占据了互联网娱乐领域的主要市场份额，行业政策的不断完善也使得其生态圈建设更加稳固完善。但是，我们可以看到，在他们所创立的生态圈内或者生态圈之间，仍有细分垂直领域可以给新兴互联网平台或团队以充足的成长空间；此外，各大平台已经从原有的价格战、挖人战等初始竞争模式转向以精品内容制作吸引流量的新竞争模式，给予了互联网内容制作者无限的发展空间和想象力。

图表30. 腾讯、百度、阿里巴巴的大娱乐版图



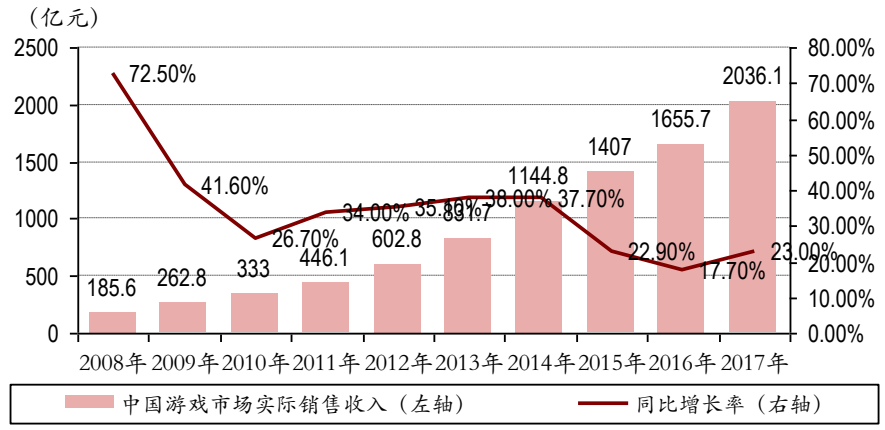
资料来源：网络公开资料，中银证券

3.1 游戏板块：行业集中度增强，关注优质 IP 的全方位商业变现

3.1.1 市场规模增长迅速，手游板块攻城略地

今年中国游戏市场在整体上依然保持着收入的高速增长。2017 年，中国游戏市场实际销售收入达到 2036.1 亿元，同比增长 23.0%，收入增量达到历史新高。

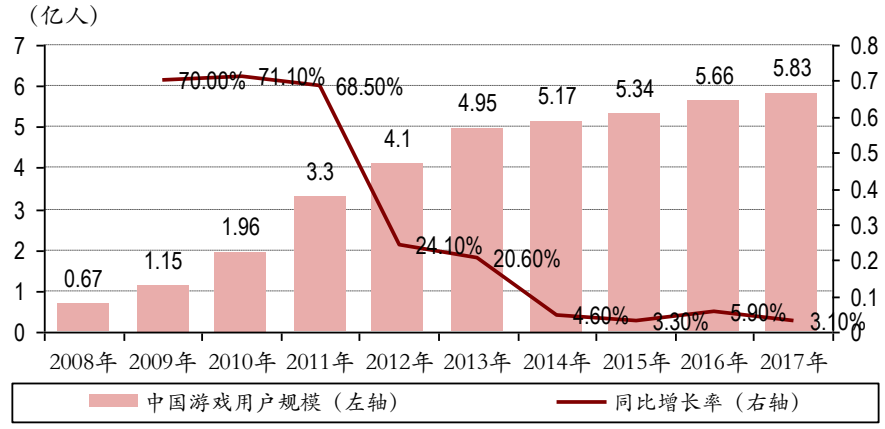
图表31. 游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，中银证券

虽然游戏收入仍在不断增加，但游戏用户数量的增长正在呈现不断放缓的趋势。2017 年中国游戏用户规模 5.83 亿人，同比增长 3.1%，增速继续下滑。这表明中国游戏市场人口红利逐渐消失，用户规模将逐渐趋于稳定。

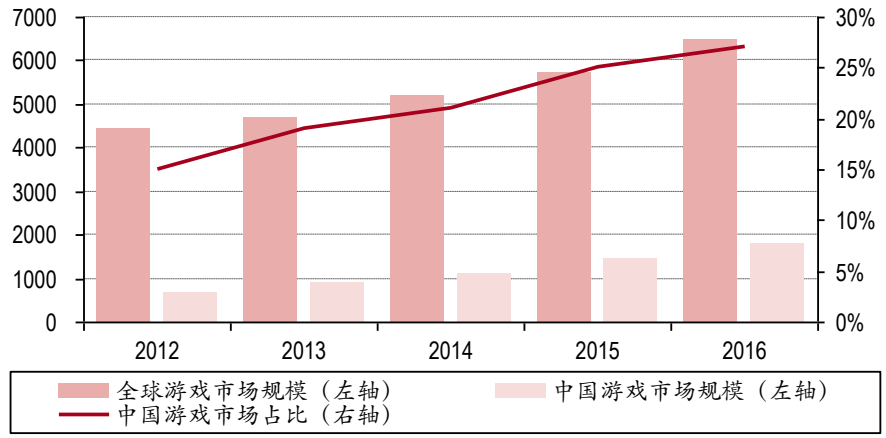
图表32. 中国游戏用户规模



资料来源：伽马数据，中银证券

随着游戏产业的突飞猛进，中国游戏市场在全球游戏市场中的占比稳步提升，在过去几年里保持着 2%-4%的增长幅，16 年已达到了 27%。

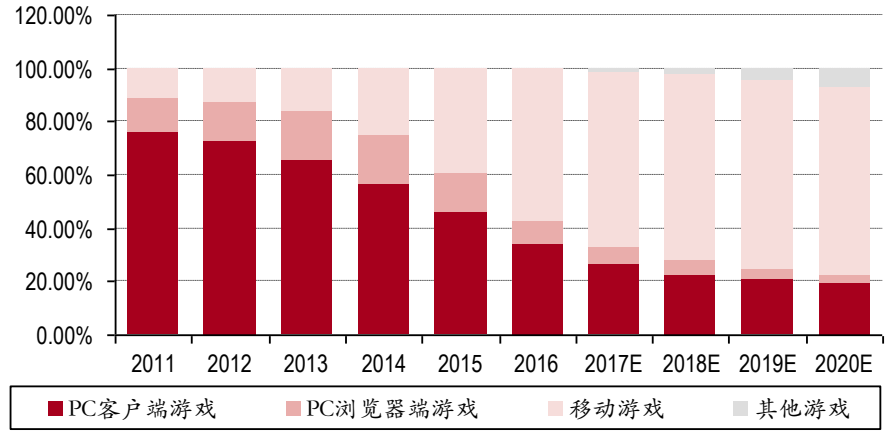
图表33. 全球游戏市场与中国游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

手游市场仍是主力，端游页游空间压缩。手游领域在今年增速略微放缓，但市场份额仍达到 9.5%的增速，总占比达到 65.7%。但预计在未来几年内将达到增长瓶颈，并小幅度回落。由于腾讯代理《绝地求生》“吃鸡”成功，端游市场份额有望得到进一步提升。

图表34. 国内网络游戏细分板块市场份额



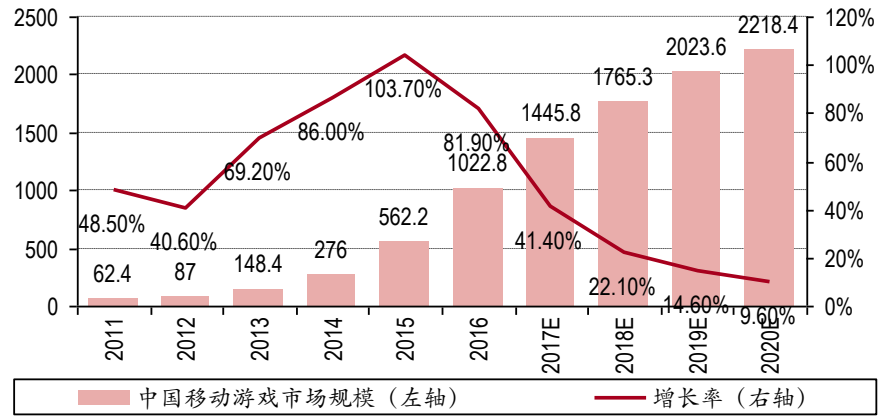
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

3.1.2 手游规模持续增长，IP 移植仍为主流模式

1）国内移动游戏仍处于高速增长，全球市场影响力日益加深。

2014 年至 2016 年，国内移动游戏市场始终保持着超过 80%的增长速度，预计未来三年仍将保持超过 20%的增长速度。2016 年中国移动游戏市场规模约 1,023 亿元，同比增长 82%；移动游戏用户规模达到 5.2 亿人，同比增长 14.5%。中国发行商在全球范围内的影响力逐渐增加。从 Sensor Tower 近几日发布的 Q3 全球 iOS 收入前 30 强中，中国发行商已经占据了 11 席。

图表35. 中国移动游戏市场规模情况



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表36. 2017 年 Q3 全球手游收入排行榜

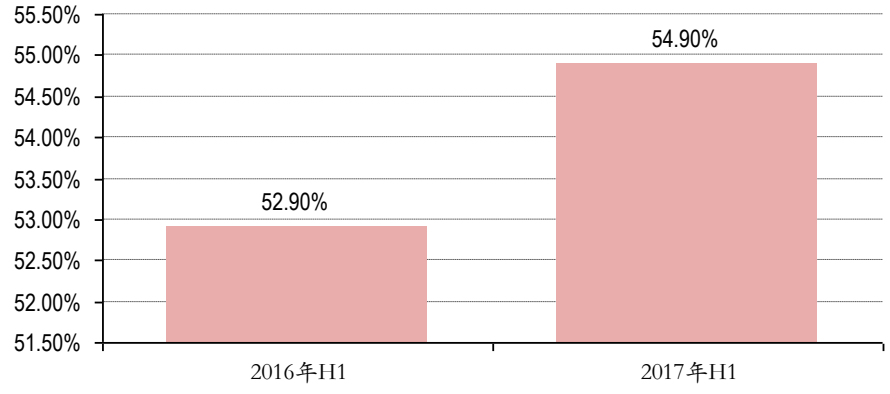
全球手游收入排行榜|2017 年 Q3

排名	Overall	App Store	Google Play
1	怪物弹珠	王者荣耀	怪物弹珠
2	王者荣耀	怪物弹珠	天堂 M
3	命运/冠位指定	梦幻西游	糖果粉碎传奇
4	糖果粉碎传奇	命运/冠位指定	命运/冠位指定
5	天堂 M	糖果粉碎传奇	部落冲突：皇室战争
6	梦幻西游	智龙迷城	精灵宝可梦 GO
7	部落冲突：皇室战争	天龙八部手游	部落冲突
8	智龙迷城	部落冲突：皇室战争	智龙迷城
9	精灵宝可梦 GO	精灵宝可梦 GO	梦幻花园
10	七龙珠之爆裂激战	倩女幽魂	糖果粉碎苏打传奇

资料来源：网络公开资料，中银证券

头部手游生命周期长，市场集中度加强。2017 上半年盛行的手游仍然是 ARPG、MOBA、回合制游戏，王者荣耀（腾讯 2015 开发）、怪物弹珠（腾讯 2014 代理）、梦幻西游（网易 2003 开发）这三款占据了 App store 收入排行榜的前三名。老产品在 Top 10 收入榜中占据了主要位置，多数游戏都已经有较长的存在周期，畅销榜前 5 位趋向固化。除了第二季度上线的三款之外，其余游戏的面市时间都在 1 年以上。头部手游收入占比 54.9%，较去年的 52.9%相比市场集中度加强。

图表37. 排行前十的移动游戏占全市场收入规模比重

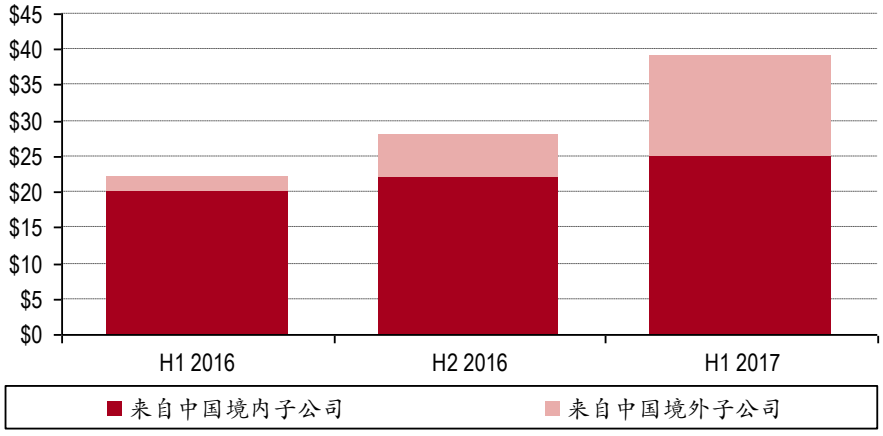


资料来源：伽马数据，中银证券

2）国产移动游戏在海外迅猛扩张

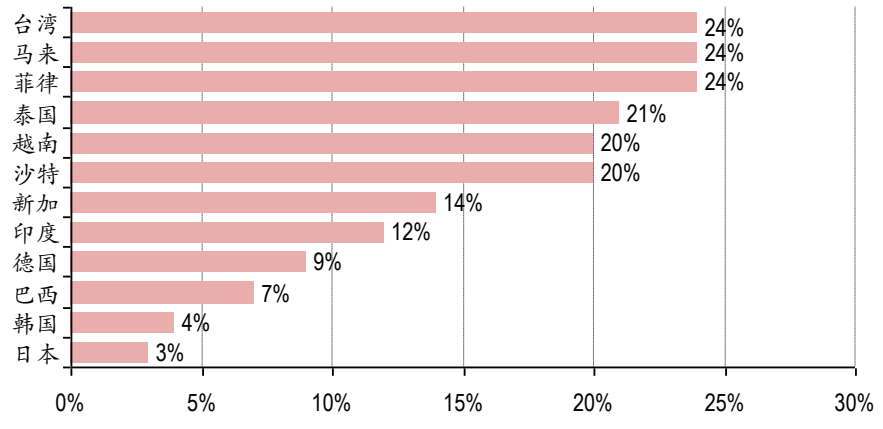
我国手游发行商海外业绩增长迅猛。以腾讯、网易、完美世界等为代表的中国游戏厂商正在加大日韩、马来西亚、欧美等地的海外游戏市场扩张。数据显示，17 年上半年，中国手游发行商海外收入翻番，高达 30 多亿美元，已成为中国游戏公司收入增量的主要来源。

图表38. 中国头部厂商手游国外收入增速



资料来源：07073，中银证券

图表39. 中国移动游戏占地区移动游戏市场收入份额



资料来源：伽马数据，中银证券

3）“IP 移植”依旧是手游市场主流研发模式。

移动游戏由于其手机载体的属性，因此其创作核心始终在于借助移动支付的便利性追求商业变现的最大化而不在于内容的创新。通过对大部分爆款手游的分析发现，其内容来源无一不是经典内容 IP，游戏方式往往来自于原有端游模式的跨屏移植。而在营销方面，国内移动游戏产业已经形成了以道具购买为主，广告收入为辅，多平台全渠道推广的成熟营销模式。

图表40. 移动游戏主要盈利及推广模式简介

	模式类型	简介
盈利模式	下载付费	下载收费是单机游戏主要的收费模式，按下载游戏的数量收费，到月底的时候，运营商与手机游戏厂商分成。
	购买游戏时间（点卡）	通常是以包月的形式，用户购买游戏时间，或者购买虚拟点卡为游戏进行充值。
	游戏内付费	游戏运营商对用户免费开放游戏，不再以点卡为收入来源，而销售虚道具的运营模式
	内置广告	目前内置广告主要的方式主要出现在免费游戏上，厂商通过在游戏中内置广告向广告主收取费用或换取在对方产品中推广自己产品的广告位置
推广模式	自主平台推广	游戏厂商在自有平台上或其他应用平台如 AppStore 等进行新品推荐。
	付费广告推广	主要以游戏站点、论坛及社交网站等浏览量较大的站点为主，主要付费模式有 PPI 或者 PPC
	内置广告及交叉推广	App 之间的互相推荐曝光，通过流量互换的方式来获得更多的自己产品平时无法触及到的独立用户
	应用商店限免推广	厂商在 AppStore 等应用商店里通过限时免费的方式吸引用户下载安装应用

资料来源：文睿研究，中银证券

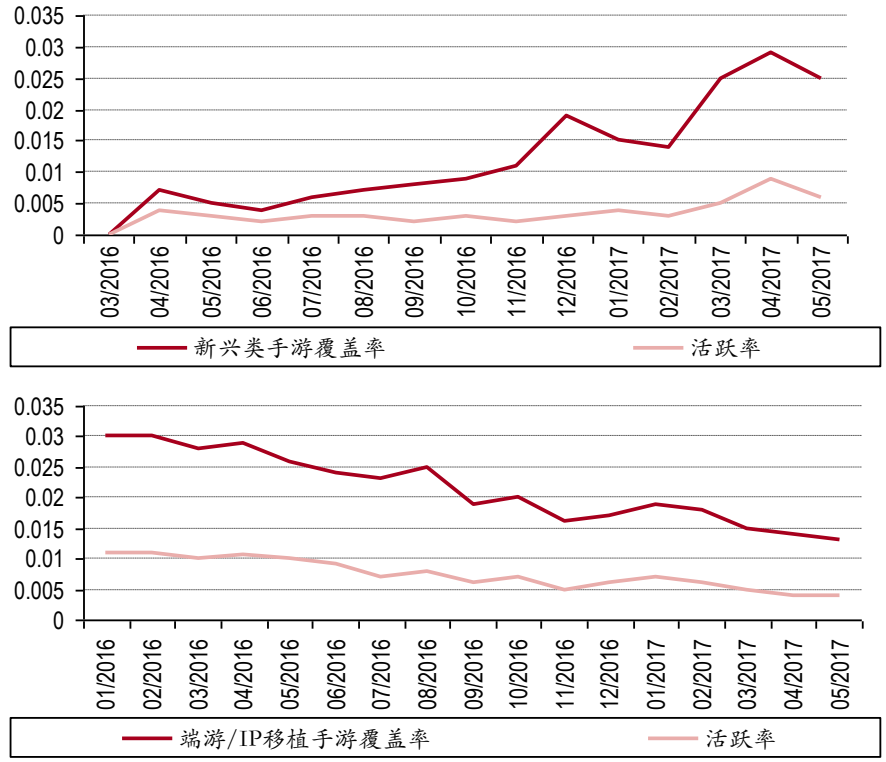
优质 IP 拥有大批原生用户、口碑积累，改编产品往往能拥有较高的流水。数据显示，在 Top 50 中，IP 游戏的收入达到了 180 亿，环比增长 24.6%，较上一季度实现了大幅上涨。高收入新游中大部分都具有影游联动的 IP 或前部作品续作 IP，无 IP 新品只有《乱世王者》《神无月》两款。“自带 IP 光环”手游和新兴手游发展曲线差异化明显。新兴手游渠道渗透与产品推广需要一段时间的沉淀，用户量由量变提升为质变。而“自带 IP 光环”手游，上线初期即体现出爆发性增长。

图表41. 2017 年 Q3 部分 IP 手游流水情况

产品	研发/发行	公测时间	题材	玩法	Q3 流水（亿）
火影忍者	腾讯游戏	2016.5	日本知名动漫 IP	横版格斗	4.2
圣斗士星矢：集结	乐逗游戏	2016.7	日本知名动漫 IP	MMORPG	3.7
Fate/Grand Order	研发：Type-Moon；发行：Bilibili	2016.9	知名日系手游 IP	卡牌 RPG	3.7
十万个冷笑话番外版	研发：妙趣横生；发行：蓝港互动	2017.7	国民动漫 IP	回合制卡牌	1.4

资料来源：公开资料整理

图表42. IP 手游和原创手游用户活跃率差异



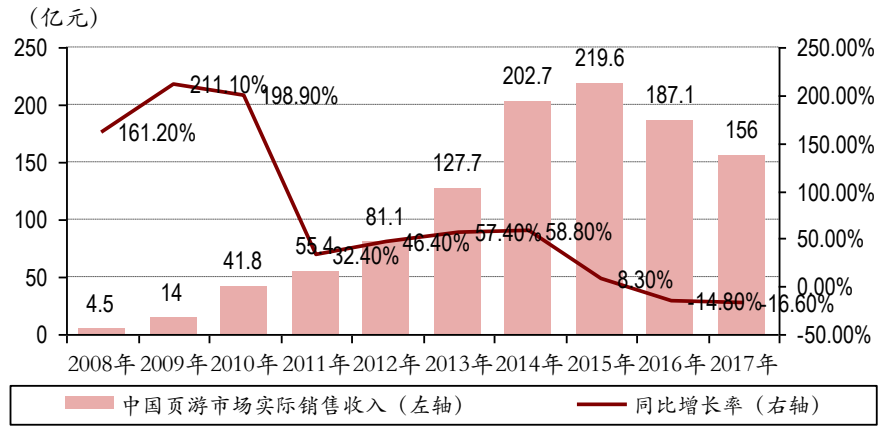
资料来源：07073，中银证券

IP 是具有时代特征的。“IP 移植”在未来将仍是移动游戏研发最便捷最具成功概率的模式，但不可否认的是，IP 是有受众群体的。例如“传奇世界”、“奇迹 MU”等早期经典端游 IP 能获得目前广大工作人群的认可，因为他们曾经接触过这些经典端游，对这些端游具有情怀；而当今的青少年人群的游戏情怀已经随时代发展而改变，因此“IP”移植也应与时俱进，针对当下最广泛的游戏受众群体开发最适宜的 IP 手游。

3.1.2 页游市场的精品化给龙头公司生存空间

今年页游市场实际销售收入达 156 亿元，同比下降 16.6%。页游从 15 年开始即逐步下滑。一方面，网页游戏的品质和可玩性已不能满足大部分玩家的需求，另一方面，一些上市公司已开始减少页游投入，转向端游和手游领域，造成新页游的进一步减少。

图表43. 中国网页游戏市场实际销售收入

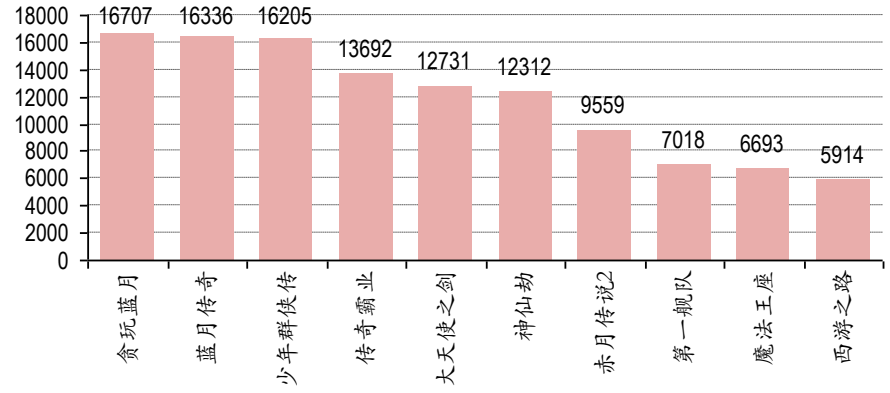


资料来源：伽马数据，中银证券

游戏产品呈现精品化趋势。由于页游开发成本较小，同质化严重，造成了优质研发团队进一步扩大市场份额。此外，随着一部分优质厂商将研发重心转向手游，页游市场游戏数量减少，收入分化越发明显。2017 年，正式运营的网页游戏约 2728 余款，基本以 2D 画面为主流方向，情节玩法多有类同，游戏质量成为重要的区分因素。纵观游戏市场，如《神仙道》《火影世界》等，之所以能占据主要市场份额，皆是以精品立足，加强游戏故事内容的创新和游戏画面的提升，提高用户的黏性和产品认可度。

玩家对于传奇类游戏仍然保持偏爱。从游戏题材方面来看，2017 年上半年，排名前二十的页游中，游戏类型比较固定。主要是奇幻类游戏，占 55%；武侠类、神话类游戏各占 15%；三国历史类游戏占比 10%。上半年游戏发号数量第一位的是贪玩蓝月，紧接着是蓝月传奇，少年群侠传等。

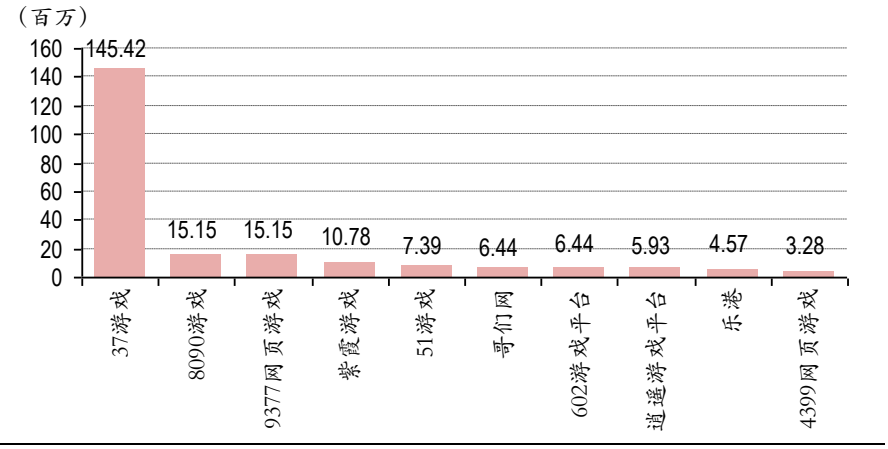
图表44. 2017 年上半年页游发号数排行



资料来源：07073，中银证券

行业集中度在平台游戏发行量方面得到充分体现。2017 年上半年平台发号排行榜 37 游戏凭借《少年群侠传》、《大天使之剑》、《传奇霸业》等优质游戏排名第一。8090 网页游戏、9377 网页游戏排在第二、三名，8090 网页游戏运营的《神仙劫》、《大青云》；9377 网页游戏运营的《赤月传说 2》、《皇图》等游戏在上半年均有良好表现。

图表45. 2017 年上半年平台发号数排行



资料来源：07073，中银证券

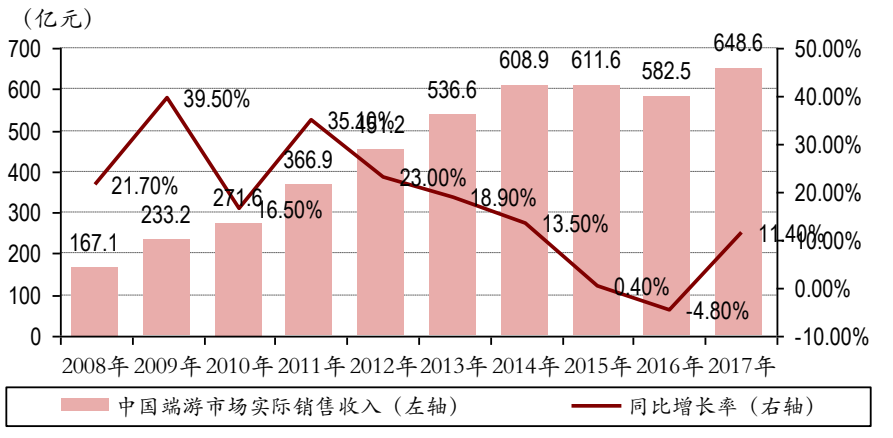
研运结合将是页游平台生存的关键因素。由于页游产业规模空间正在进一步收缩，因此未来仅拥有发行能力的页游公司将逐渐被市场所淘汰；大型页游平台由于拥有一些具有核心用户群体的自研页游，依靠核心用户群体能支撑平台的页游发行。如三七互娱的《大天使之剑》、《天堂 2》，恺英网络的《紫月传奇》等，由于自身大体量的核心用户能为自有页游平台持续导流。在页游内容同质化加剧的环境下，研发及运营的综合能力是页游平台持续经营的关键。

3.1.3 端游重回产业发展核心，“吃鸡”引发内容创新思考

1）客户端游戏市场规模发展增速首度回升

2017 年国内客户端游戏产业发展较快，实际销售收入达到 648.6 亿元，同比增长 11.4%，增速在连续三年下降后首度回升。

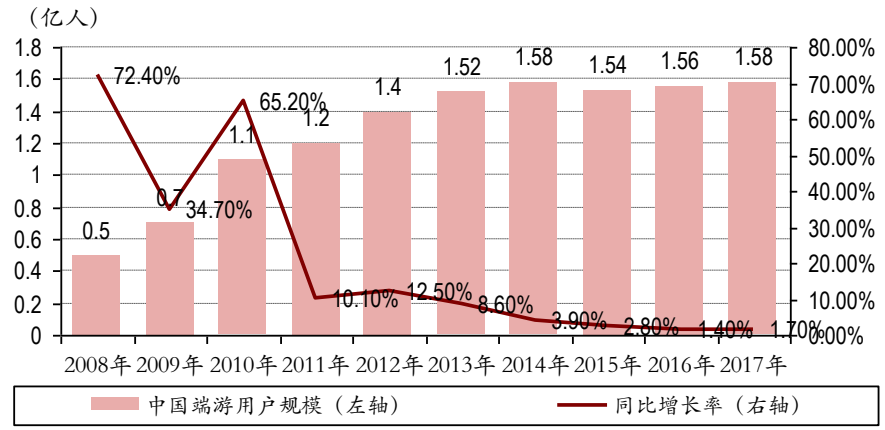
图表46. 中国端游市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，中银证券

用户方面，核心用户数量自 2016 年以来保持稳定，且消费能力持续增强。2017 年上半年，仅 1.58 亿端游用户就贡献了 648.6 亿元，而 5.54 亿手游用户贡献 1445.8 亿，端游用户消费能力约为手游用户的 1.6 倍。付费用户数的增加和付费能力的提高，推动了客户端游戏市场实际销售收入继续保持增长。

图表47. 中国端游用户规模



资料来源：伽马数据，中银证券

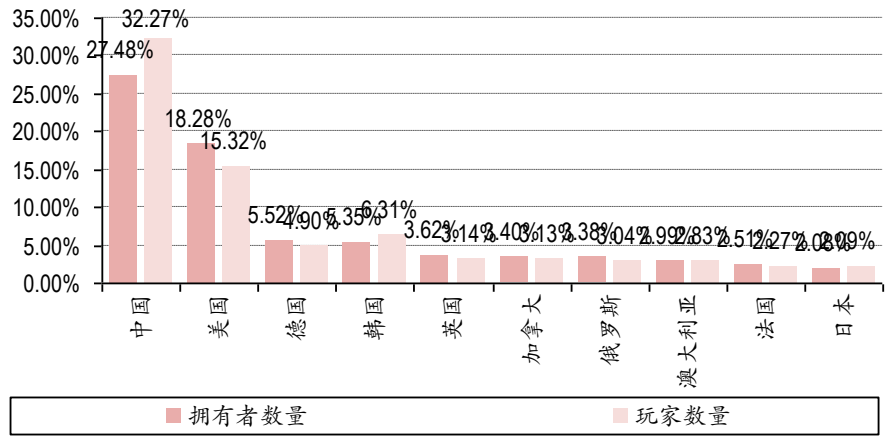
PC 平台搭建助力端游复苏。随着端游的发展，玩家的需求也逐渐多样化，Steam 在国内的用户规模不断扩大，16 年中国用户数达 1160 万，增速为 91.7%，可见中国的端游市场还远未到触及天花板的程度。国内类 Steam 的游戏平台也应运而生。除了腾讯的 WeGame 外，7 月，东方明珠新媒体携手微软中国、冰穹互娱发布 G 游戏平台，为市场发展带来更多可能。

2）《绝地求生》带领国内端游市场“绝地求生”

在 2017 年下半年，由韩国游戏公司蓝洞出品的生存射击游戏《绝地求生》成为了中国市场乃至全球市场追捧的现象级产品，也将日益式微的客户端游戏重新带回主流游戏圈。

《绝地求生：大逃杀》从今年 3 月底上线以来仅仅 6 个月时间内在全球已经狂销 1147 万份，为母公司蓝洞赚取了 15 亿元以上的收益。过去半年里，粗略估计《绝地求生》中国玩家为游戏贡献了 3 亿多人民币，ARPU 过百。《绝地求生》最高在线人数刷新了 Steam 平台纪录，超越了当年《Dota 2》所保持的 129 万同时在线纪录。9 月 1 日至今，仅仅中国《绝地求生》玩家增幅超 89%达到 370 万人，平均日增 10 万人。

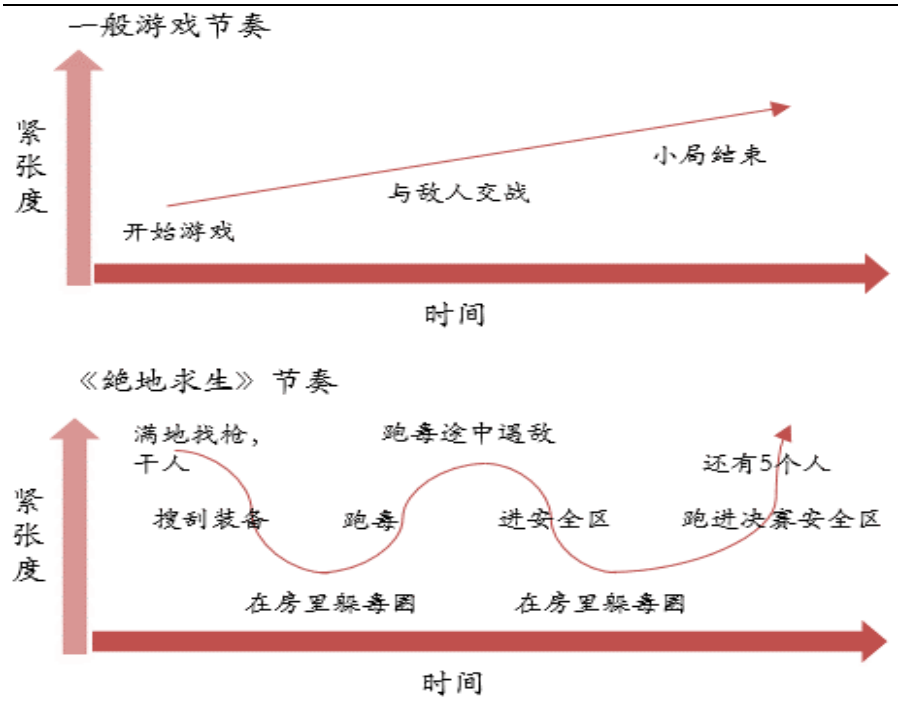
图表48. 《绝地求生》全球用户分布（Top10）



资料来源：Steamspy, 中银证券

随机性强、画面细节高，节奏感把控好是《绝地求生》的产品核心优势。飞行航线随机、落地点随机、资源点装备随机、天气也随机。游戏的各种不确定性让人每次进入游戏都有新鲜感与未知感，增强了用户粘性；作为一款多人联机射击游戏，《绝地求生》的游戏节奏是最好的，节奏曲线并非传统的循序渐进模式，而是跌宕起伏。这样的设计给人强烈的情感反馈，提供最核心的游戏体验。

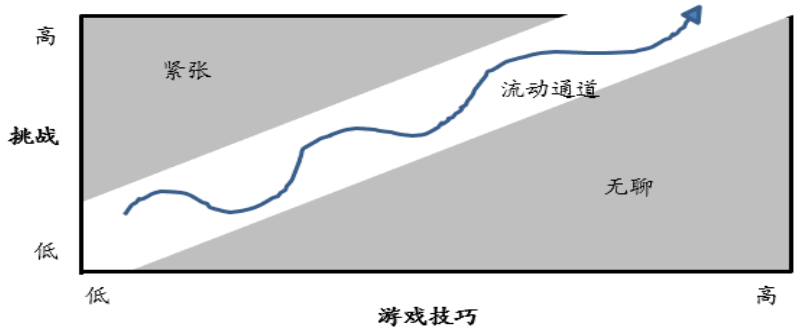
图表49. 《绝地求生》游戏节奏分析



资料来源：中银证券

在游戏设计中，经常会提到心流理论，玩家需要不断克服困难并持续提升游戏技巧才能产生沉迷感。要达到这样的状态，就需要玩家持续掌握游戏技巧，并且克服相应的难度，才不至于让玩家觉得过于难或者过于无聊。《绝地求生》通过不断地给玩家设置困难并调整圈的位置来使玩家进入这一一种心流状态，沉迷其中。

图表50. 心流理论图示



资料来源：网络公开资料

游戏场景基本上是写实风格。场景中的不同地形、植被、房屋等设置十分精细，增强了游戏的真实感。地图上的资源点遍布城镇村庄，供玩家搜寻武器产生冲突，庞大的地图设置引导了玩家进行大量的时间投入。

图表51. 《绝地求生》资源点



资料来源：游戏葡萄，中银证券

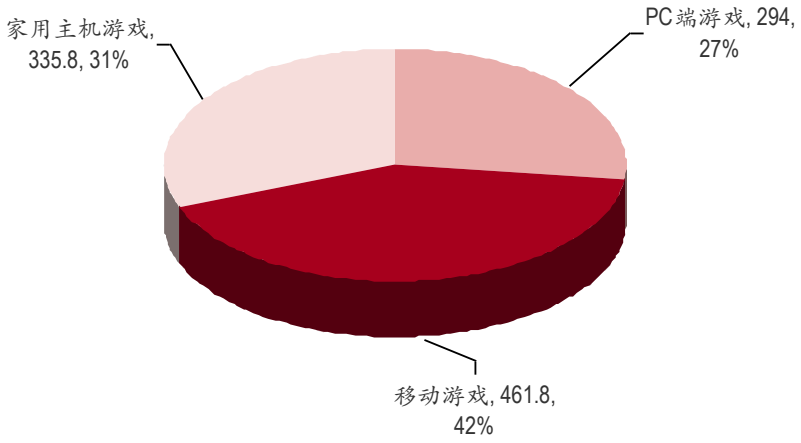
《绝地求生》代表了未来国内端游市场的发展趋势。《绝地求生》的成功可以证明，高品质、创新型手游仍能吸引一大批用户的青睐，为此投入时间和金钱。而在发展趋势方面，受《绝地求生》的启发，未来国内端游的内容制作势必将更加精美，更加具有创新性，而且对硬件的性能要求更高。

3.1.4 主机游戏市场刚刚起步，内容制作将是发展核心

1）主机游戏国内外份额相差悬殊，市场空间大

数据显示，2016 年国内游戏市场实际销售收入超过 1,600 亿元，但家庭主机游戏市场份额占比仅为 0.4%，尚处布局阶段。从家用游戏主机销售规模数据来看，2016 年索尼 PS4 和微软 Xbox One 的全球累计销量达 6,000 万台左右，中国区 PS4 和 XBOX One 的累计销量约为 200 万台，若算上水货主机销量，国内实际保有主机设备数不超过 500 万，只占全球销量不到 4%。

图表52. 2017 年全球游戏概况



资料来源：网络公开资料，中银证券

2）内容原创性成为竞争关键

主机游戏之所以能和 PC、手游这些游戏平台并存，最主要的原因是他们在内容上可以做到互补共生。主机、PC、手游都有各自的优势和发展方向，他们带来的独特游戏体验都是其它平台无法替代的，而且在市场竞争的过程中，主机平台上的独占游戏又进一步细分了不同厂商之间的游戏体验。近年来，我国游戏厂商也推出了一些主机，但大部分游戏均为其他平台游戏的简单移植，这并不能成就这些国产主机的竞争优势，关键还是要有创新的内容支撑。ESA 通过在全美地区超过 4000 份的调查报告总结出,“精彩的故事/背景”是大多数主机玩家选择游戏的主要原因，占 22%。而任天堂 switch 平台的畅销游戏前三《塞尔达传说：荒野之息》售出 337 万份，《马里奥赛车 8》豪华版售出 260 万份，《喷射战士 2》售出 110 万份，均是在主机平台的原创作品而非内容的简单移植。

图表53. 2017 年中国新品主机游戏 Top10

2017 年中国人气新品主机游戏 TOP10

名称	平台	类型	国区开放情况
塞尔达传说：荒野之息	WiiU Switch	动作角色扮演	否
尼尔：机械纪元	PS4 Steam	动作	否
勇者斗恶龙 11：寻觅逝去的时光	PS4 3DS Switch	角色扮演	否
地平线：黎明时分	PS4	动作	是
火焰之纹章 回声：另一位英雄王	3DS	策略角色扮演	否
仁王	PS4	动作	否
生化危机 7	PS4 XB1 Steam	冒险	否
黑暗之魂 3：灭火版	PS4 XB1 Steam	动作角色扮演	否
加速世界 vs 刀剑神域 千年黄昏	PS4 PSV	动作角色扮演	否
GT Sport	PS4	竞速	是

资料来源：网络公开资料，中银证券

3）主机游戏有望通过与 VR 结合获得新的飞跃

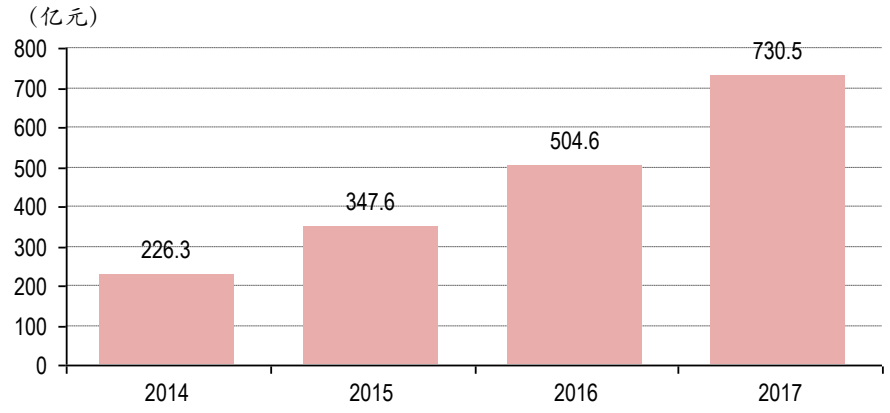
随着 AR、VR 技术的普及，资本涌入 VR+主机领域打造新的爆款。主机游戏相比 PC 游戏，具有更加便于携带的特征，且屏幕音响设备的属性，又优于手机，更具有协同发展空间。例如截止今年二月，PlayStation PS VR 的销量达到了 91.5 万台，在中国大陆共推出了 14 款 PSVR 游戏，最新的 PSVR 头显实现了全球同步，在中国和世界其它区域一经上架便销售一空，显示了强劲动力，很多非主机玩家也因为 PSVR 而开始接触主机游戏。微软也加大了在主机和 VR 方面的联通，将 Xbox One 游戏以串流的方式显示在 Oculus Rift 头显上。

3.1.5 电子竞技助力游戏厂商扩大品牌价值

1）国内电子竞技产业仍在快速扩张中。

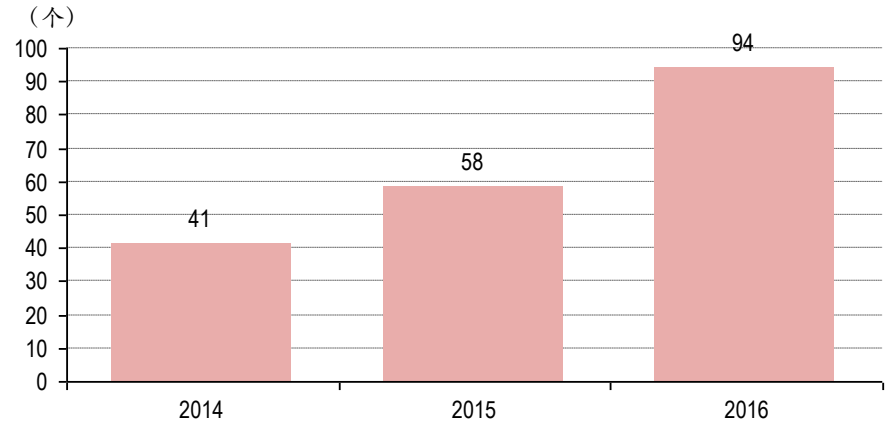
优越的发展环境推动电子竞技赛事迅猛发展。2017 年中国电竞游戏市场规模达到了 730.5 亿元，同比增长 44.8%；销售收入占比方面，2017 年客户端电竞游戏实际销售收入为 384.0 亿元，市场占有率达到 52.6%。赛事方面，2016 年国内影响力较大的赛事共 94 个，相比 2015 年赛事数量提升明显。2016 年国家出台了包括成立电竞分会等相关政策措施，加速国内电竞产业发展。

图表54. 2014-2017 年电竞游戏市场规模



资料来源：伽马数据，中银证券

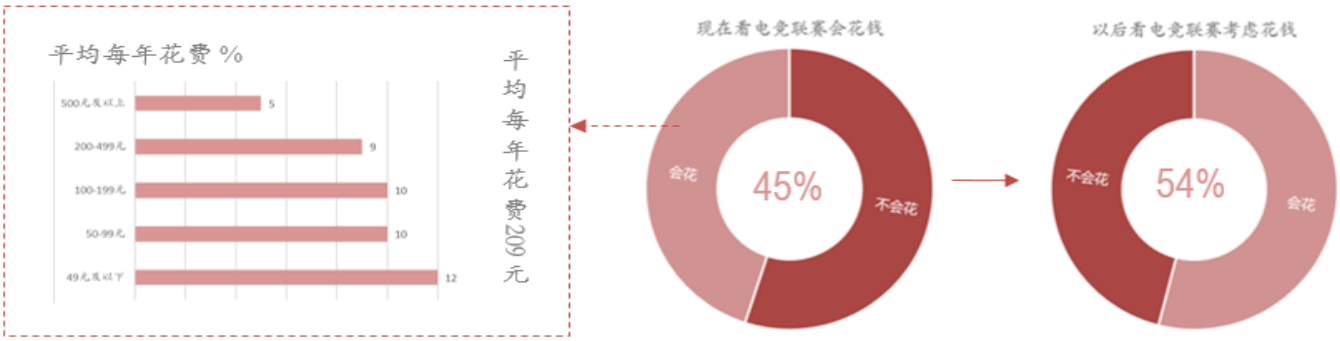
图表55. 2014-2016 年中大型赛事举办数目



资料来源：伽马数据，中银证券

电竞游戏市场收入潜力大，用户忠诚度极高。电竞游戏用户不但有较强的花钱意愿，也有较强的消费能力。54%的电竞游戏用户目前会在非硬件产品上花钱，平均每月花费高达 149 元，且 62%的用户以后玩电竞游戏会考虑花钱，人均支出意愿达到 162 元。接近一半的电竞赛事受众目前会付费观看联赛，平均每年花费达到 209 元。

图表56. 电竞用户付费意愿调查



资料来源：企鹅智库，中银证券

2）电竞赛事的发展与游戏厂商的品牌推广始终相辅相成

游戏厂商利用电竞这一平台来宣传和推广游戏，延长游戏的生命与盈利周期，并刺激产生更多的相关收入，如腾讯、网易、完美世界等国内游戏厂商已经开始整合从上游内容开发到下游直播赛事推广的完整电子竞技产业链。譬如完美世界切入电子竞技，使公司游戏品牌最大限度触及游戏用户，增加公司游戏品牌的忠诚用户，对公司核心游戏如"诛仙"手游等起到用户导流的作用。同时公司自建游戏解说直播团体，与大型游戏直播平台建立战略合作，构成自有资源和品牌为核心的游戏产业生态圈。

图表57. 电竞赛事产业链



资料来源：36氪，中银证券

3.1.6 游戏板块上市公司推荐

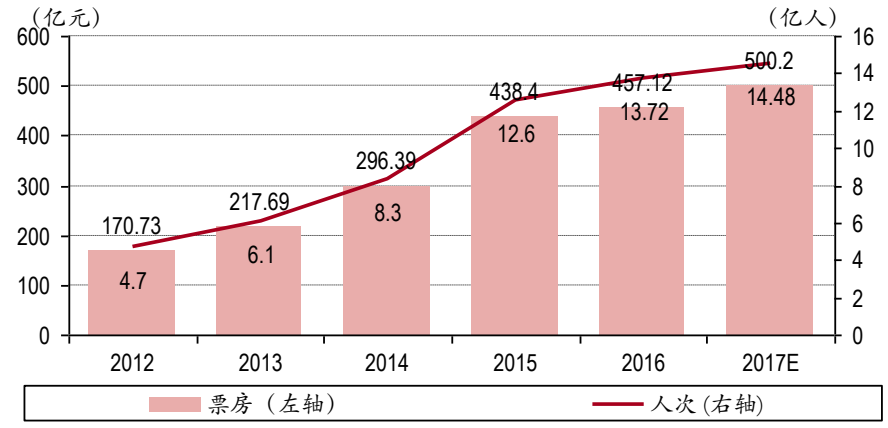
我们认为，未来国内游戏产业的发展趋势将是产业链的不断整合同时伴随游戏内容的创新。看好该领域龙头企业：**完美世界，三七互娱，恺英网络。**

3.2 院线发行板块：院线扩张持续，互联网票务平台主导线上线下结合

3.2.1 院线市场规模增速趋于平稳，内容端竞争逐步放开

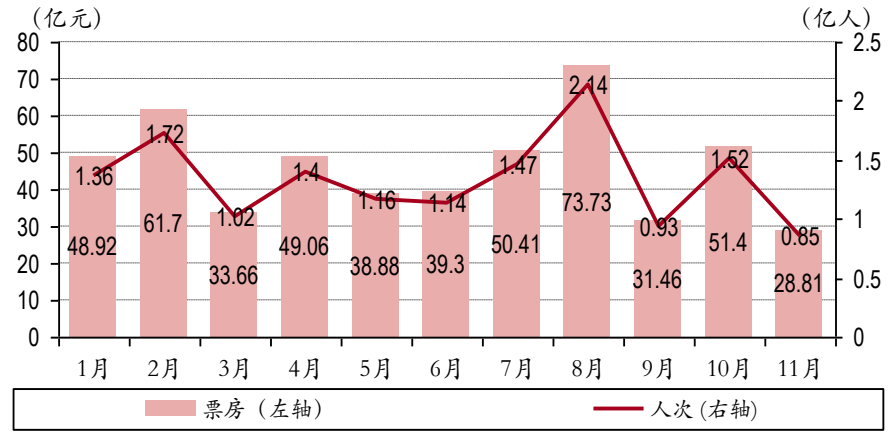
2017 年国内电影市场总体票房增速较 2016 年有所回暖。截至 2017 年 11 月底，中国内地电影市场累计票房 500 亿元，预计全年票房将达到 540 亿元左右，同比增长 19%。前三季度院线实现观影人次 13.86 亿人，同比增长 26.32%；放映场次达到 7,761 万，同比增长 26.32%。院线规模方面，2017 年前三季度新增影院 1,124 家。

图表58. 近五年电影票房及观影人次



资料来源：猫眼专业版，中银证券

图表59. 2017 年各月票房情况及观影人次



资料来源：猫眼专业版，中银证券

进口电影百花齐放，国产电影头部票房占比集中。2017 年是进口电影大年，进口电影引入政策的放宽及电影质量的提升带动了票房上涨。仅 2017 年上半年，进口片票房就达到了 163 亿元，与 2016 年上半年的 138 亿同比增长 51%。盘点今年高票房进口电影，主要集中于强 IP、系列化的高技术含量、高版权价值好莱坞大制作。在上半年票房超过 10 亿的电影中，进口片占到 7 部，其中速度与激情、变形金刚、加勒比海盗、金刚、极限特工和生化危机共 6 部都属于大制作强 IP 系列电影。

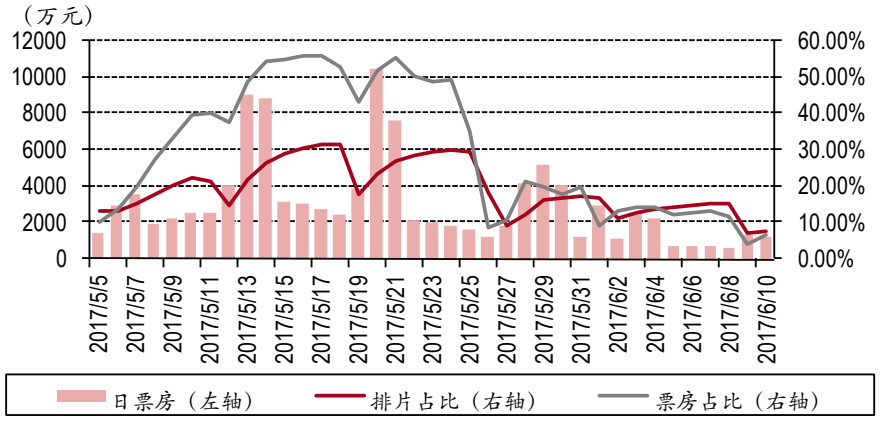
图表60. 2017 年票房过 10 亿电影（截至 2017 年 12 月 12 日）

排名	影片名	类型	总票房（亿）	平均票价	场均人数	国家及地区
1	战狼 2	动作	56.82	35	38	中国
2	速度与激情 8	动作	26.71	36	30	美国
3	羞羞的铁拳	喜剧	22.07	33	25	中国
4	功夫瑜伽	喜剧	17.48	38	33	印度/中国
5	西游伏妖篇	奇幻	16.52	39	36	中国
6	变形金刚 5	动作	15.51	36	23	美国
7	摔跤吧！爸爸	喜剧	12.99	30	22	印度
8	加勒比海盗 5	动作	11.8	35	22	美国
9	金刚：骷髅岛	动作	11.59	35	20	美国
10	极限特工：终极回归	动作	11.25	36	23	美国
11	生化危机：终章	科幻	11.09	34	20	美国/德国
12	乘风破浪	剧情	10.46	36	27	中国
13	神偷奶爸 3	动画	10.38	34	20	美国

资料来源：猫眼专业版，中银证券

但除了以往一直占领高地的好莱坞大制作电影外，其他国家影片异军突起。例如票房表现出色的《天才枪手》、《摔跤吧！爸爸》、《看不见的客人》、《你的名字》等都是作为批片进入国内市场。这些小成本批片由于精良的制作、创新化的题材、高远的立意和独具国别特色的视角，在我国上映后口碑爆棚，获得了口碑与票房双赢的优异成绩，也开拓了未来批片进军中国市场的道路。

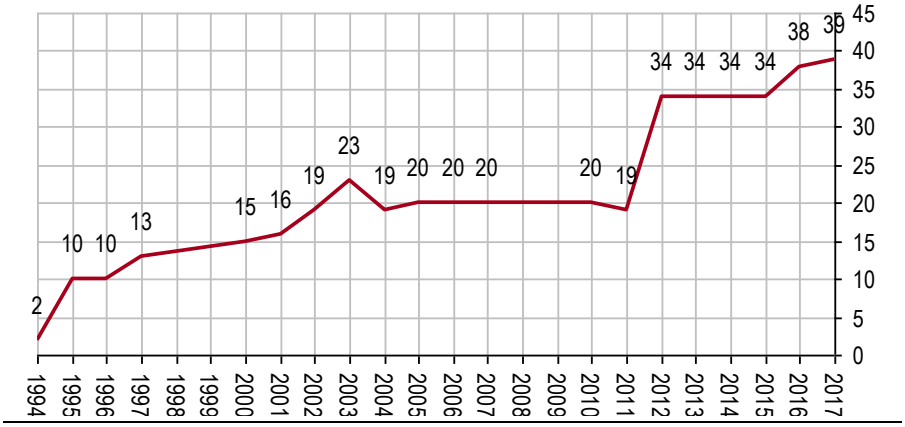
图表61. 《摔跤吧！爸爸》排片及票房



资料来源：猫眼专业版，中银证券

未来进口片票房有望大幅增长。随着电影市场逐步开放，经历了多次的提进口电影配额。16 年我国进口分账片达 38 部，超 34 部的分账片配额，很可能是电影进口一步放开的前奏。

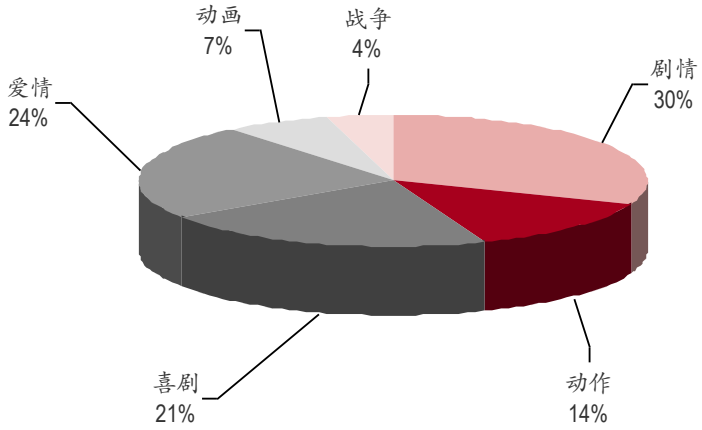
图表62. 近 20 年进口电影配额情况



资料来源：猫眼专业版，中银证券

国产电影方面，随着我国国产电影质量逐步提升，过去几年内国产电影数量与票房均逐年上升。今年上映国产片的题材种类也非常丰富，其中剧情片、爱情片与喜剧题材数量最多，分别占比 31%、24%和 21%；动作片也迎来了蓬勃发展的一年，占比 13%。

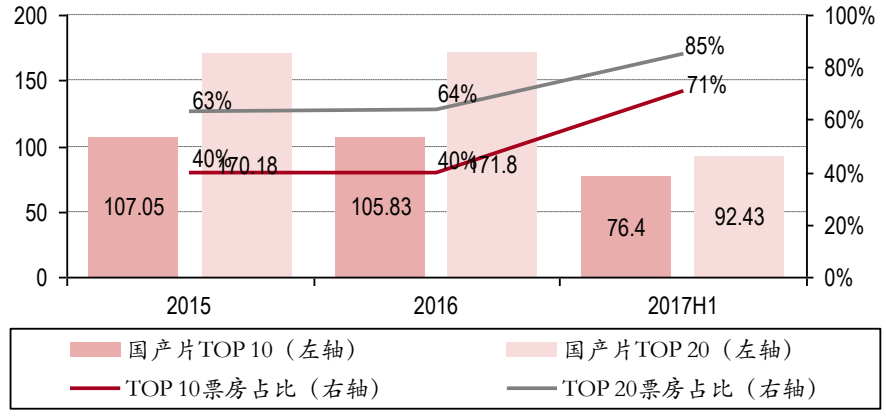
图表63. 2017 年上映国产电影类型



资料来源：猫眼专业版，中银证券

在《战狼 2》惊艳表现下，国产电影头部效应更加明显。在今年 500.2 亿的全国总票房中，国产影片票房为 262 亿元，占比 52.4%；仅仅一部《战狼 2》票房就占到目前统计的今年总票房的 11%。与往年相比，2017 年国产片票房的头部集中度更为明显。2015 和 2016 年，国产片前十票房影片收入占全部票房 40%，2017 年上半年该比例跃升至 71%，而同时票房前二十影片收入占比仅仅为 85%，票房收入第 11 至 20 位的影片总计才贡献 14%票房。

图表64. 2015-2017 年国产电影票房集中度



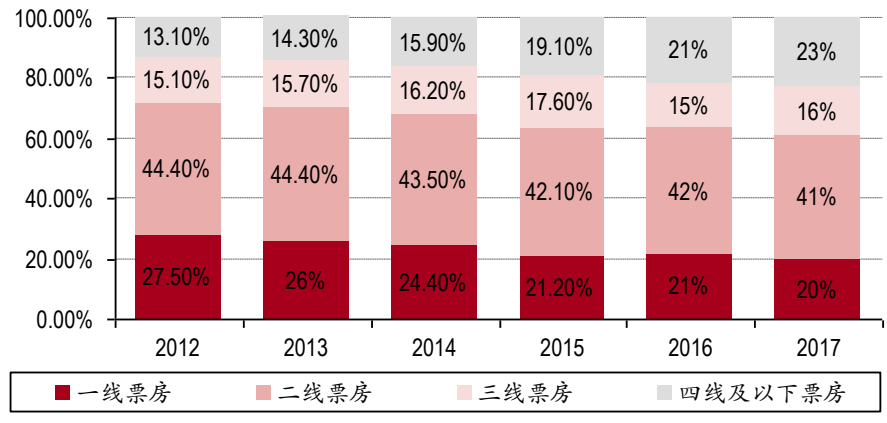
资料来源：猫眼专业版，中银证券

《战狼 2》的票房神话的缔造者主要有爱国情怀、动作题材、上映时机。近年来随我国综合国力上升，人民爱国主义精神与自豪感增长，许多制作精良的主旋律影视作品表现喜人。动作主题电影也是今年电影类型中占比最高、表现最优的类型，《战狼 2》精湛的打斗和紧凑的情节能够依靠影院效果充分发挥。另外，电影紧扣建党 90 周年主题，且在暑期档上映，也对票房增长十分有利。《羞羞的铁拳》的成功除了在于对开心麻花喜剧品牌的认可和优质励志的喜剧内容外，也少不了国庆黄金档上映的加持。总结这两部票房爆款的成功原因，主题情怀和精工细作显然是必不可少的。

3.2.2 院线扩张向三四线城市下沉，盈利效率提升仍有空间

随三线及以下城市与乡镇经济文化发展程度日益提高，三四五线城市居民对电影的需求和品味都有所提升。另外，收到国家政策支持鼓励，且看到小镇电影蓝海市场的院线都纷纷将渠道拓展到小城镇。2016 年国内四五线城市票房增速超过 50%。2012-2014 年，国内三线及以下城市票房占比稳定在 30%上下，但 2015 年、2016 和 2017 年，国内票房中来自三线及以下城市部分占比高达 37%、36%和 39%，票房渠道下沉明显。一二线城市票房需求处于较高水平，增长也仍有空间，但增长率明显不及三线和以下城市。

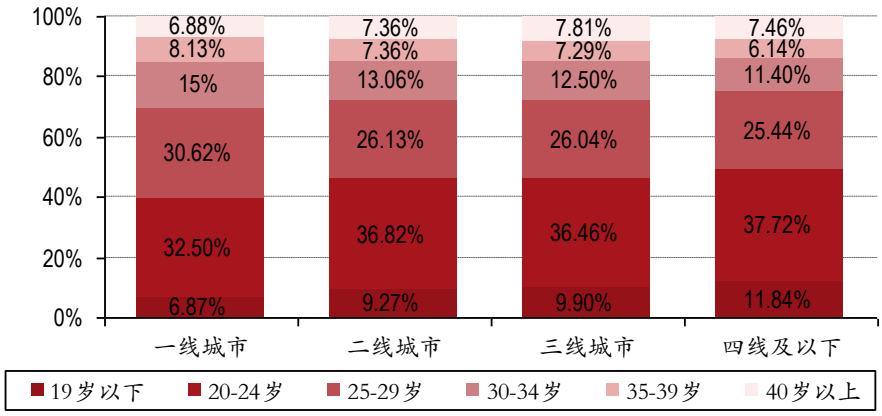
图表65. 近五年电影院线分城市票房占比



资料来源：猫眼专业版，中商情报网，中银证券

然而，院线渠道下沉也面临一些问题。首先，三线及以下城市院线扩张效率远高于票房增长。2016 年一、二线城市票房占比达 60%以上，荧屏数量仅占 46%；三线及以下城市票房占比 36%，银屏占比高达 54%。相比较，三线及以下城镇平均每块银屏票房贡献与一二线城市院线相比仍有不少差距，主要受到平均票价、电影类型和观影习惯影响。其次，根据统计，观影消费人口主要集中于 85-95 后人群，而该年龄段年轻人正逐步迁移向一二线城市。未来三线及以下城市院线票房发展将面临不可避免的客户源流失问题，即使主要观影群体年龄段人口不受太大影响，人口迁移趋势也势必导致主要观影群体无法有效累积，三四线及以下城镇观影习惯培养也面临一定阻力，还需深耕。

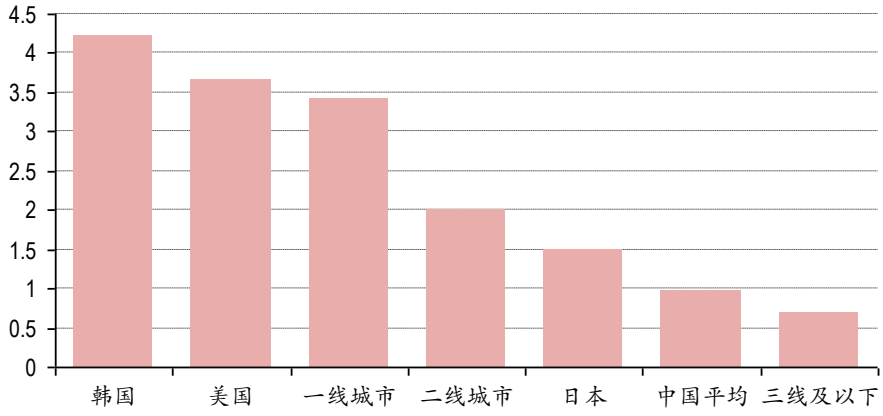
图表66. 国内观影人群年龄分布



资料来源：淘票票专业版，中银证券

尽管渠道下沉存在问题，我国渠道拓展与内容升级的大背景下，观影人次增长也仍有较大空间，票房增量潜力大。全国范围来看，目前我国观影人群年龄主要在 18-30 周岁，观影习惯逐渐养成。随时间发展，我国观影人群年纪有所提高，主要观影人群分布也将更为分散，人次会有较大幅度增长。对比欧美与其他发达国家，我国目前人均观影次数在 0.99，一线城市观影次数为 3.43，已趋近韩国和美国，但还有上升空间；但三线及以下城镇观影次数上升有巨大空间。

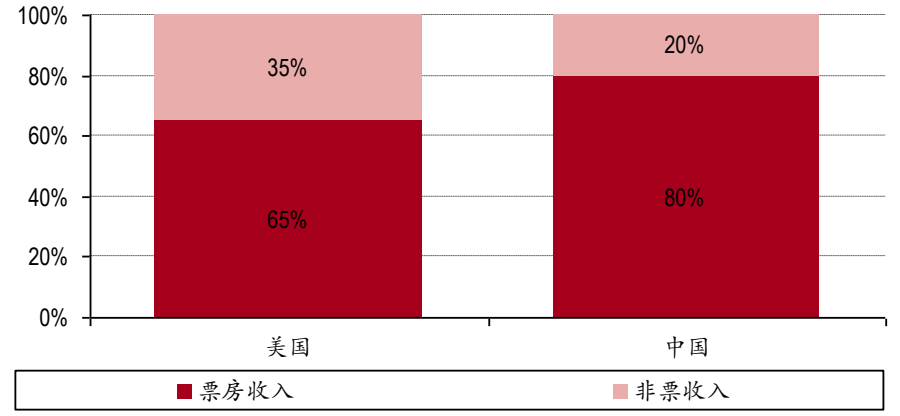
图表67. 国内人均观影次数与国外比较情况



资料来源：猫眼专业版，中银证券

此外，我国院线产业非票房业务提升空间巨大。目前我国影院收益结构单一，票房收入占比高达 80%，非票收入仅有 20%，其中 13%来源于卖品收入，4%来源于广告收入。反观影院运营较为成熟的美国，票房收入仅占 65%，非票收入高达 35%，且仍存在一定上升空间。

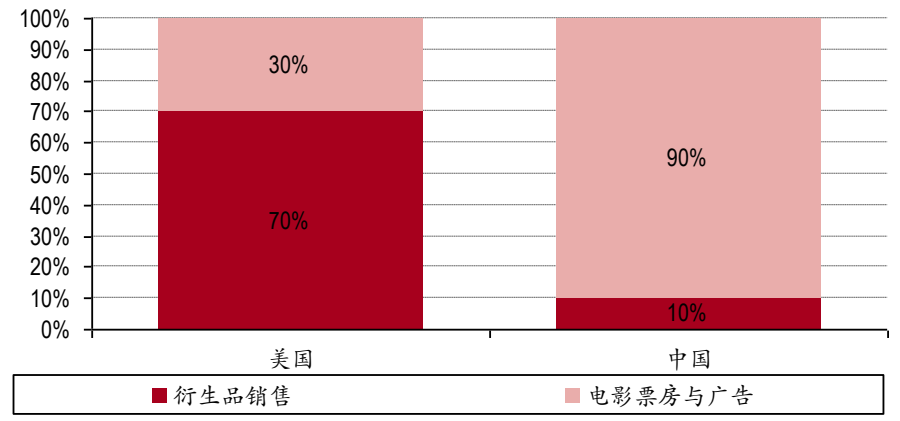
图表68. 中、美院线收入结构对比



资料来源：艺恩，中银证券

院线衍生品与周边商品非票收入空间巨大。按照观众观影习惯，目前中国影院小食和饮品占衍生品非票收入的 70%-90%，在线票务平台的购物功能将进一步养成观影习惯，提升观影饮食销售额。纵观电影产业链，中国在与版权相关的衍生品和其他周边产品的销售方面也刚刚起步。美国市场电影衍生品销售额与院线票房相比多出一倍多，其中衍生玩具收入就高达非票收入的 80%；而中国衍生品销售仅仅占票房收入的 11%。

图表69. 中、美衍生品收入销售对比



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

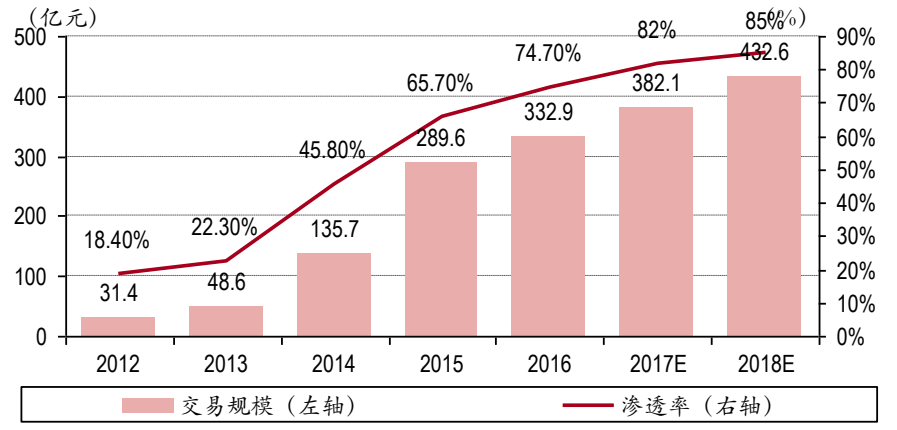
随着衍生品商机被发掘，衍生品布局也逐渐铺开，与在线票务平台呈现出相似趋势。BAT 旗下专注于衍生品的公司有腾讯的可可影、阿里的阿里鱼，中影设置了影家销售平台，而时光网和猫眼更是早早具备了周边商品销售功能。衍生品销售收入有望迎来暴涨。

3.2.3 互联网在线票务在国内院线发行产业的未来发展将起着举足轻重的作用

1）双寡头格局将引导在线票务平台成熟发展

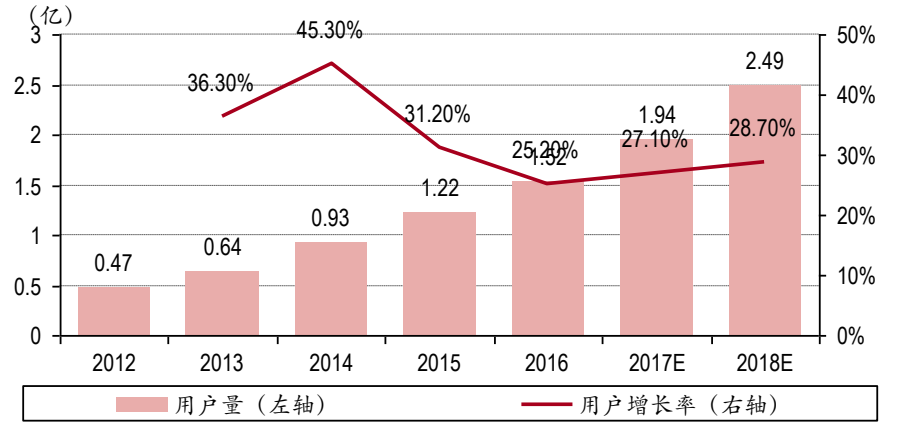
近年来，在线票务的发展对院线票房起着大力推动作用。2016 年电影在线票务平台交易规模 332 亿元，用户数为 1.52 亿，渗透率已经超过 74.7%。截至 2017 年第一季度末，在线票务渗透率已经高达 82%，远高于线下售票的 18%。根据测算，未来几年内在线票务用户量增速将保持在 25%-30%之间。

图表70. 中国在线票务平台交易规模和渗透率



资料来源：中国产业信息网、中银证券

图表71. 电影在线票务平台用户量

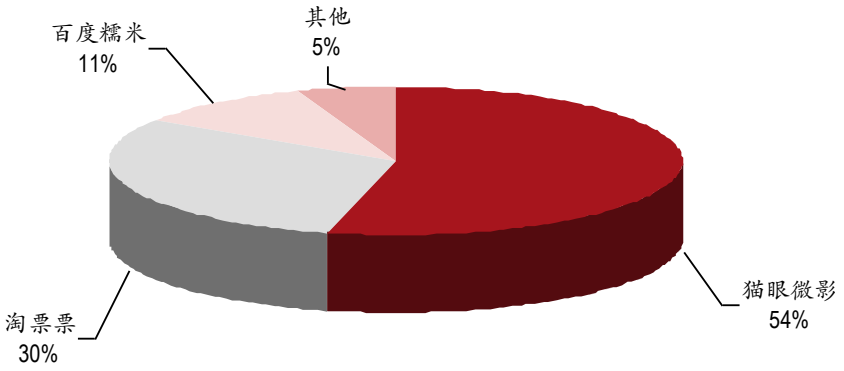


资料来源：中国产业信息网、中银证券

在线票务平台已迈入双寡头新格局。2017 年第三季度，猫眼宣布收购微影时代，以淘票票和猫眼为主的双寡头格局正式成立。在猫眼收购微影时代部分业务之后，新公司将以猫眼为主体合作包括电影和演出票务业务、行业专业服务、电影投资宣发等在内的全部业务。光线传媒、微影、腾讯、美团点评将成为猫眼微影的主要直接股东。猫眼微影将拥有光线传媒的行业资源，拥有包括美团入口、大众点评入口、猫眼、微信入口在内的四大入口核心流量优势，以及其他股东的泛娱乐资源优势。

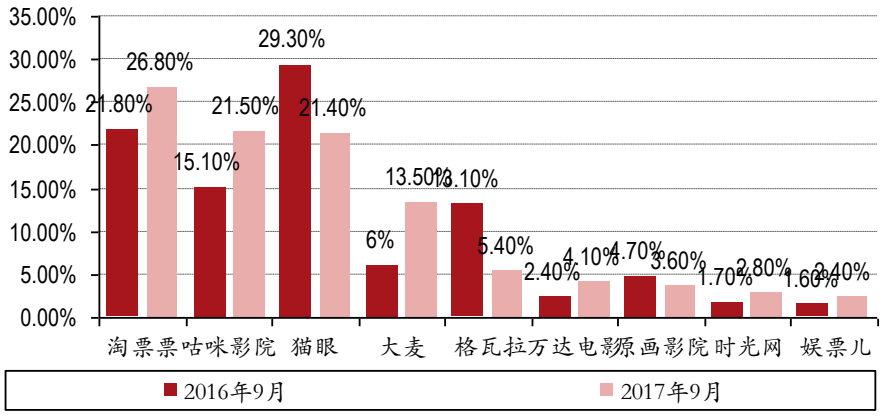
作为目前唯一一家坚持在线票补的平台，淘票票的月活量在过去一年中有明显提高，从 21.8%提升到了 26.8%。相比之下，未整合之前的猫眼电影用户月活量反而有所下滑，从原本领先 29.3%回落到 21.4%。根据 2017 上半年各大在线票务平台市占率统计数据，猫眼微影市占率预估在 55%左右，与市占率 30%的淘票票正面交锋，其他票务平台市占率总和仅在 15%左右。整合后在线票务市场可以看做是腾讯和阿里的较量。

图表72. 2017 年 Q2 在线票务平台市场格局



资料来源：易观咨询，中银证券

图表73. 电影演出 APP 用户活跃渗透率变化



资料来源：TRUTH 数据库，中银证券

此次整合之后，在线票务平台有望实现盈利，走出价格战。在线票务公司亏损的重要原因之一在于大量的票补，然而随着猫眼市占率达到第一，猫眼在 2017 上半年开始减少票补投入，目前已经初步实现盈利，2017H 净利润达到 7313 万元。分析淘票票与猫眼微影的票价一直相互紧咬，因此在猫眼的带动下，淘票票未来很可能逐步减少票补投入，双寡头市场策略谈判较为容易实现，在线票务的纯销售业务有望很快实现盈利。

2）在线票务平台凭借其大数据优势逐步掌握电影发行领域话语权

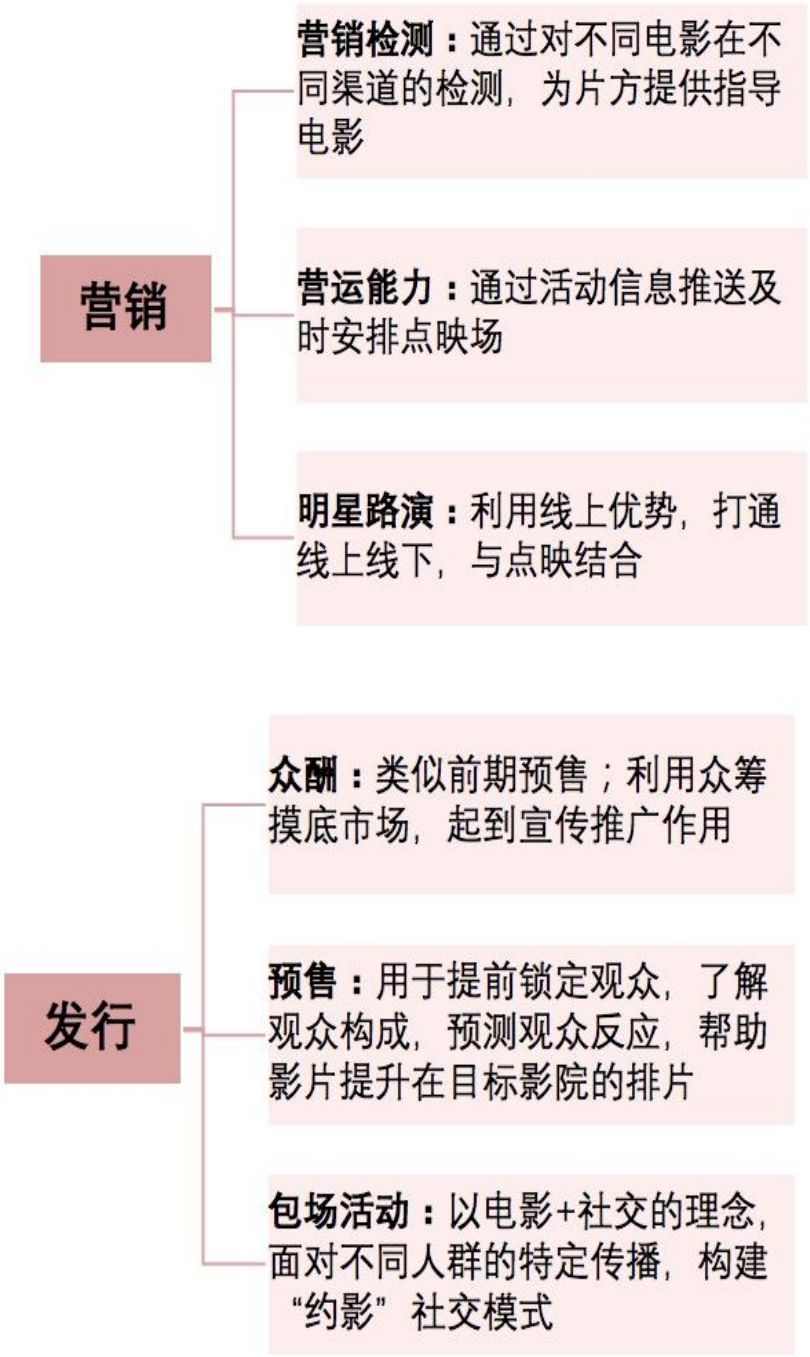
各大票务平台都早已陆续推出了观影交流社区以方便观众交流，获取市场份额，甚至利用票务数据库为院线提供数据分析、排片指导、运营优化、会员管理等服务。在线票务平台均已建立起完善的影院服务系统。猫眼微影和淘票票都在精准提供大数据用户画像的同时，力图打通移动支付方式来加持票务和衍生品销售功能。利用自身专业数据库优势，在线票务平台还通过营销检测、点映和明星路演等方式参与电影精准化营销。

图表74. 在线票务影院服务系统一览

典型平台	推出时间	服务系统	2B 特色服务	优势
猫眼	2015.6	数据魔方	提供平台大数据，帮助影院构建用户画像，了解用户消费行为，制定经营策略	拥有美团和大众点评海量数据；三四线城市线下覆盖力强。
微影	2014.11	智慧影院	协助影院实现门店建网、打通支付、订单管理、数据分析、客服体系等管理支持	微信和 QQ 双入口；微信支付，打通付费环节。
	2017.5	YODA	影院资助定价系统，协助合理定价	针对影院自主定价系统，可以为影院提供相对于竞争对手价格的参考价。
	2017Q1	Force	检测发行稳定性	拥有大量影院资源和数据，实时分析对比竞争对手排片情况；对于不同区域的影片票房可以实时监控调整。
阿里影业	2015.8	凤凰佳影、电影云	云计算平台、自主品牌电商应用、综合管理平台、中央管理平台四个云端功能；“影院本地系统”可实现自助检票、放映控制等	旗下专业影院端系统服务提供商——粤科软件，全国超 1/3 影院使用粤科系统；支付宝，打通付费环节
百度糯米	2015.9	超级影院	院线联名卡	通过联名卡合作的院线越来越多，逐渐得到院线信任。会员联名卡长期高补帮助影院出票已初见成效。
	2014.12	黄金眼	数据营销检测	利用百度数据检测平台实时监控定价。
	2017Q1	银河	广告展示系统	提供完整广告系统，面对更多展示平台。

资料来源：易观智库，中银证券

图表75. 在线票务网站宣发活动参与情况



资料来源：网络公开资料，中银证券

在经过重新布局和整合后，在线票务开始向上游拓展参与电影制作与发行，利用自身渠道优势参与对影片的发行与投资盈利。据统计，2015 年百度糯米参与发行 13 部电影，覆盖票房高达 75.7 亿元；微票儿参与发行 18 部电影，猫眼参与发行 8 部电影。进入 2017 年以来，各大在线票务平台持续发力。淘票票仅上半年参与发行和推广的电影就有 11 部，其中包括贺岁档热片《西游伏妖篇》、《功夫瑜伽》，票房均在 10 亿以上。同期，猫眼电影参与制作发行了《西游伏妖篇》、《大闹天竺》、《嫌疑人 X 的献身》、《记忆大师》、《重返狼群》等热门电影，上半年参与制作发行电影共 8 部。微影时代上半年也共发行制作 11 部电影。

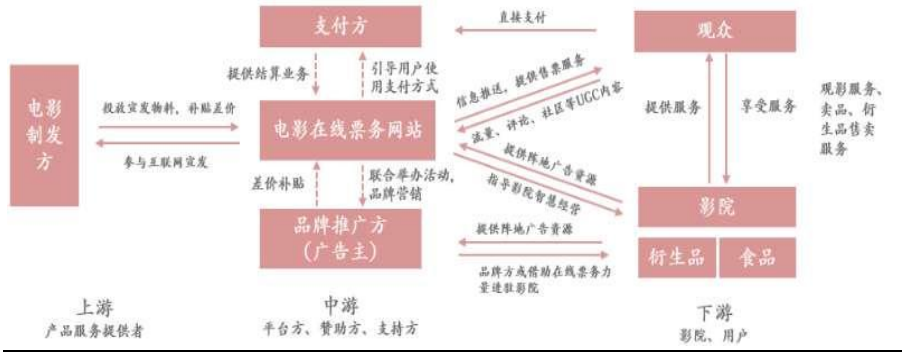
图表76. 2017 年上半年淘票票合作宣发电影

上映时间	影片名称	合作模式	影片票房（亿元）
2017/1/28	西游伏妖篇	联合出品发行	16.56
2017/1/28	乘风破浪	联合出品发行	10.48
2017/1/28	功夫瑜伽	联合发行	7.52
2017/2/10	决战食神	发行	1.21
2017/3/3	一条狗的使命	协助推广	6.08
2017/3/31	绑架者	联合发行	0.96
2017/4/21	傲娇与偏见	出品发行	1.24
2017/4/28	喜欢你	联合出品发行	2.1
2017/4/28	拆弹专家	联合出品发行	3.99
2017/5/5	摔跤吧！爸爸	联合推广	12.9
2017/6/30	反转人生	联合发行	0.69

资料来源：公开资料整理，中银证券

另外，BAT+M 对在线票务平台参与上游发行的目的不仅仅在于投资盈利，更在于布局影视内容端+院线渠道端+观众客户端的全线产业链。在线平台作为中间关节，既能通过制作发行链接院线与影视公司，又能够通过宣发、数据库院线咨询等服务观众，实现对接。

图表77. 电影票务网站参与全产业链格局



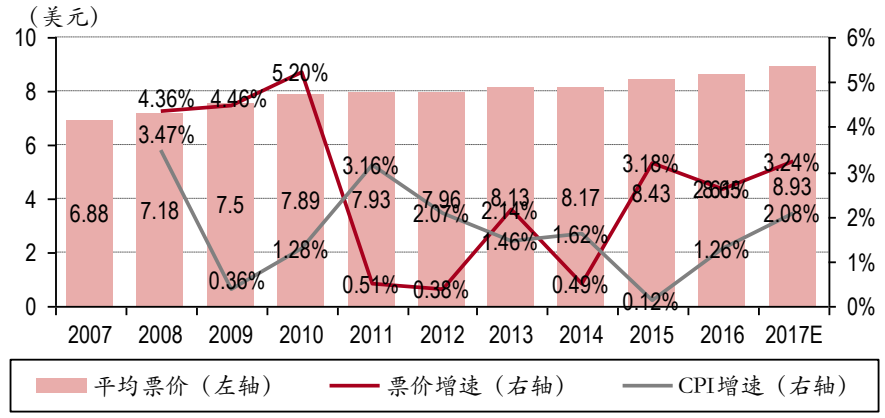
资料来源：易观智库，中银证券

通过在线票务平台对电影院线行业的链接与服务，影视公司能够获得更多投资、宣传与发行渠道，院线也得以利用其销售功能、数据分析和咨询服务增加票房与非票收入。

3.2.4 电影院线板块持续高效增长离不开高科技与互联网的加持

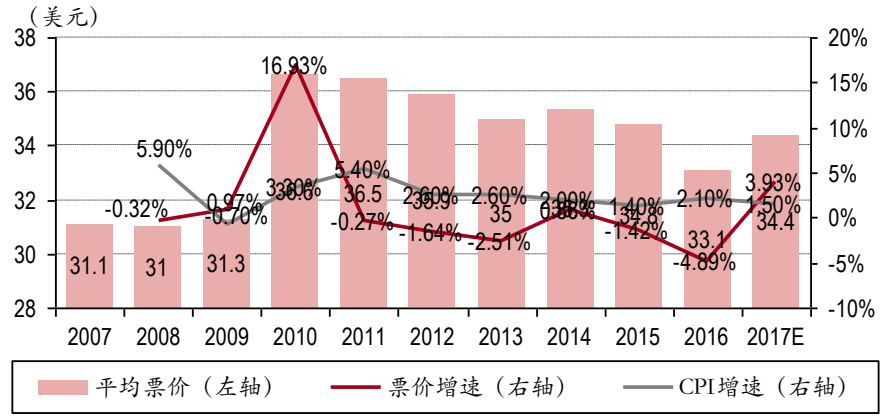
随我国渠道下沉布局日趋完善，IMAX、巨幕等观影形式对平均票价的拉升作用，以及高科技例如 AR/VR 对观影体验和内容升级的作用，我国电影平均票价有望提升。在电影产业发达完善的美国，近 10 年平均票价平稳上升，增速基本高于 CPI 增速。反观我国平均票价近年略有回落，去年平均票价 33.13 元，自 2011 年以来，增长率明显低于 CPI 增长率。2017 年平均票价已回升至 34 元以上，同比增长 3.93%。未来平均票价有望上升到 40 元，从而进一步带动票房增长。

图表78. 美国平均票价及增速



资料来源：网络公开资料整理，中银证券

图表79. 中国平均票价及增速



资料来源：网络公开资料整理，中银证券

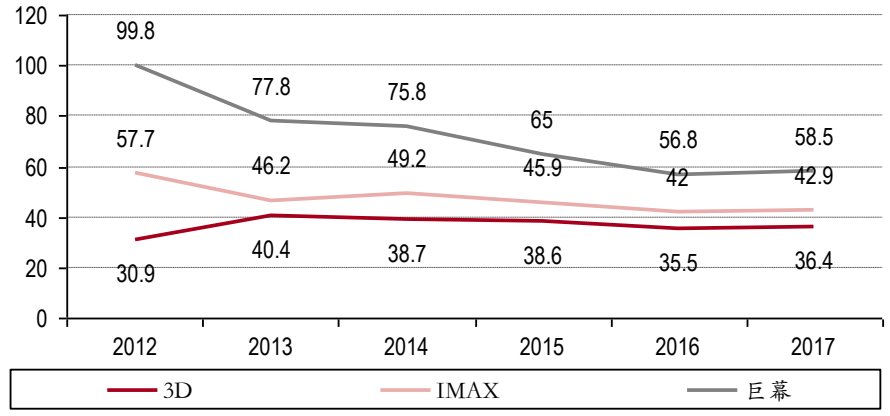
3D、IMAX 等新兴放映技术格式影片已成为新增长点。根据统计，随 3D 电影场次与排片增多，我国平均票价与 3D 电影平均票价日趋接近。2017 上半年 3D 电影平均票价为 36.4 元，而巨幕电影的平均票价高达 42.9 元；IMAX 电影的平均票价五年内一直在下降，目前为 58.5 元。随着技术和基础设施的普及和设备更新后放映成本的下滑，不同种类电影的平均票价日趋稳定，同时，三四线城市新生代影院布局逐渐完善以及城镇居民观影品味提升，都将高新技术格式影片进军下沉渠道提供良好基础。

图表80. 2016 年各银幕情况

银幕类型	票房收入	放映场次	观影人次
2D	158 亿元	3,508 万场	5.25 亿人次
3D	272 亿元	3,817 万场	8 亿人次
IMAX	5,617 万元	5.76 万场	113 万人
IMAX3D	18 亿元	76 万场	3,361 万人次
中国巨幕	7,830 万元	16.89 万场	221 万人次
中国巨幕 3D	4.91 亿元	49.49 万场	1,234 万人次

资料来源：1905 电影网，中银证券

图表81. 近年来 3D、IMAX、中国巨幕票价变化



资料来源：网络公开资料，中银证券

3.2.5 重点公司推荐

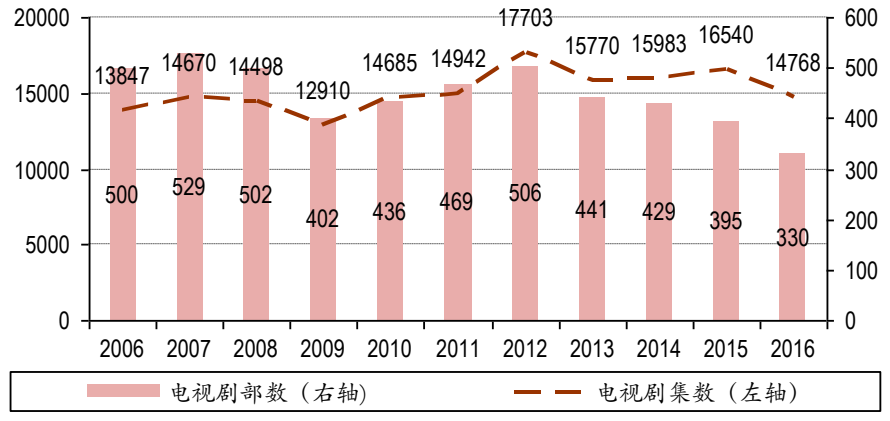
推荐影视发行龙头公司，看重产业链上下游整合：**光线传媒、万达院线、中国电影。**

3.3 影视剧行业：视频网站的崛起为内容产业带来机遇与挑战

3.3.1 影视剧传统播出渠道受限

我国电视剧行业自 2009 年以来开始逐步呈现缓慢增长局势。2012 年以来电视剧年播放数量呈现逐年递减趋势，2016 年电视剧播放数量下降到 330 部，比上年减少 65 部。然而在播放部数回落的同时，播放电视剧集数却有所上升。平均每部电视剧集数平稳增加。2016 年电视剧发行集数总计 14768 集，2013 至 2016 年发行电视剧平均每部集数分别为 36、37、42 和 45 集，剧集长度增加趋势明显。

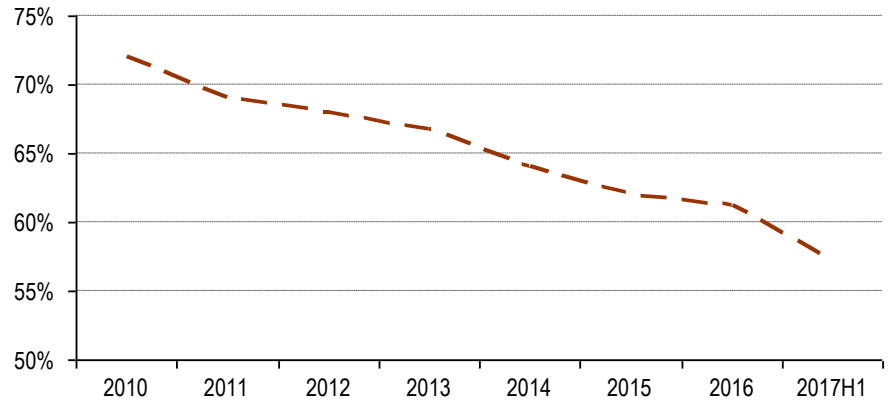
图表82. 2006-2016 年国内电视剧产量



资料来源：网络公开资料，中银证券

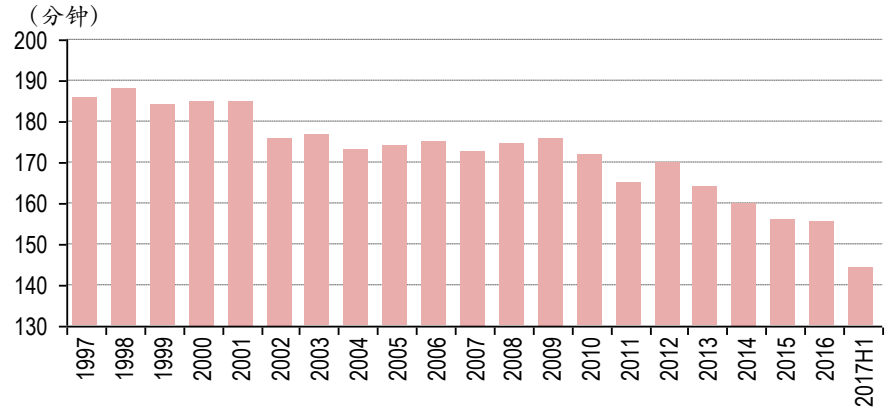
在线视频网剧对传统影视剧播出形式的替代效益与日俱增。我国电视观众数量与收视时长自 2009 年以来呈现下降趋势。2017 年上半年电视观众收视到达率从 10 年的 72%左右下滑至 57.1%；1997-2008 年国内人均每日收视时长尚能维持在 175-185 分钟之间，而 2009 年以后受到在线视频等发展影响，人均收视时长持续下滑，2017 年上半年收视时长滑落至 144 分钟，同比下降 7.4%。

图表83. 我国电视观众到达率情况



资料来源：CSM，中银证券

图表84. 观众人均收视时长



资料来源：CSM，中银证券

因此，在传统电台卫视渠道受限情况下，渠道拓展与内容升级成了不可避免的大趋势。

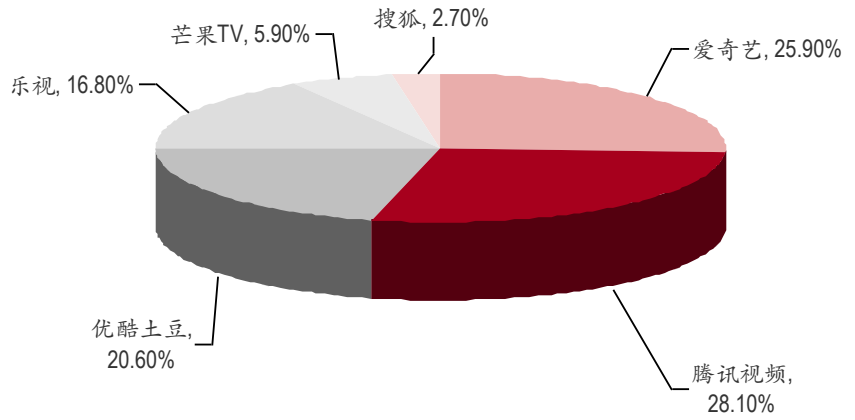
3.3.2 互联网在线视频发展势不可挡，内容及平台双双获得质的飞跃

近年来，腾讯、优酷等大型视频网站发展极为迅猛，不论在内容还是在平台框架体系的建设方面都取得了质的飞跃。其发展迅猛的原因可归结为：1. 光速光纤奠定网络影视传播基础；2. 智能手机与 4G 网络发展辅助功能明显；3. 视频网站蓬勃发展，付费习惯养成；4. 网络剧类别丰富选择多，制作日趋精良。

1）视频网站格局基本确立，用户付费习惯逐步养成

目前，以腾讯、优酷、爱奇艺为主的六大视频网站分立格局基本确立。其中BAT 布局的爱奇艺 、优酷土豆和腾讯视频互相紧追，市占率遥遥领先。除了市占率最高的三家视频网站之外，搜狐视频、PPTV 等也在网络视频领域有着一定优势。平台方面， 截至 2017 年第一季度，腾讯视频以 28.1%的市场份额位列第一，爱奇艺占据 25.9%，优酷以 20.6%的份额紧随其后。

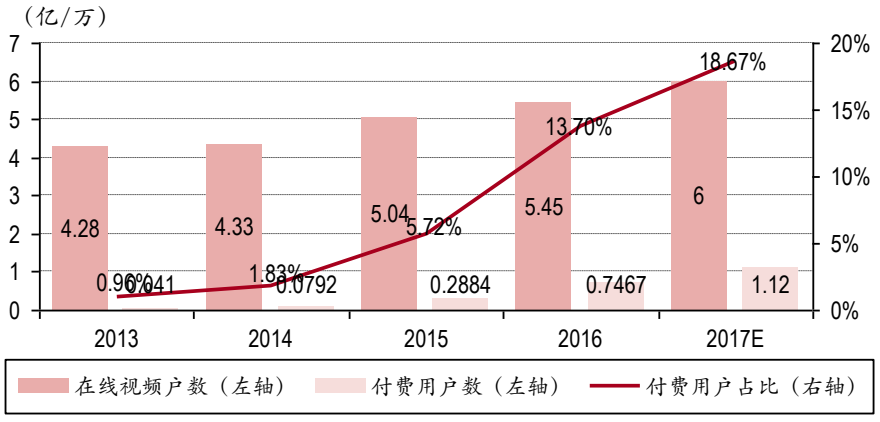
图表85. 2017 年 Q1 在线视频市场份额



资料来源：中国产业信息网，中银证券

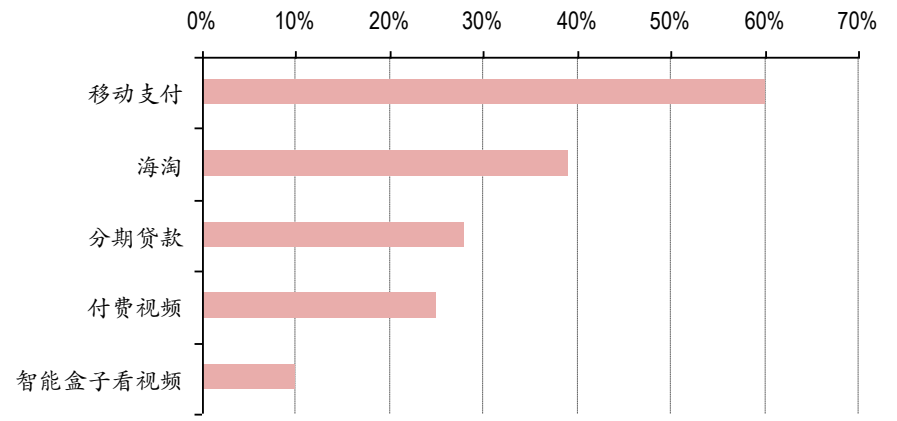
中国视频用户付费习惯养成也进一步助推了网络影视盈利。根据统计，去年我国基于互联网的消费明显增加，除了移动支付、购物与消费贷之外，基于网络视频的娱乐消费也增加了将近 30%。2014 年我国在线视频付费用户占比约 1.83%，而 2015 年中国在线视频用户数超过 5 亿，其中付费用户占比 5.72%，付费用户增长率一跃至 264%。2016 年付费用户占比增加 159%，在视频用户数增长到接近 5.45 亿的情况下，达到了 13.7%。预计至 2017 年末，视频用户数将突破 6 亿，其中付费用户占比达到 18.67%。

图表86. 2013-2016 年在线用户付费占比



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表87. 2016 年娱乐消费在用户互联网消费方面占比

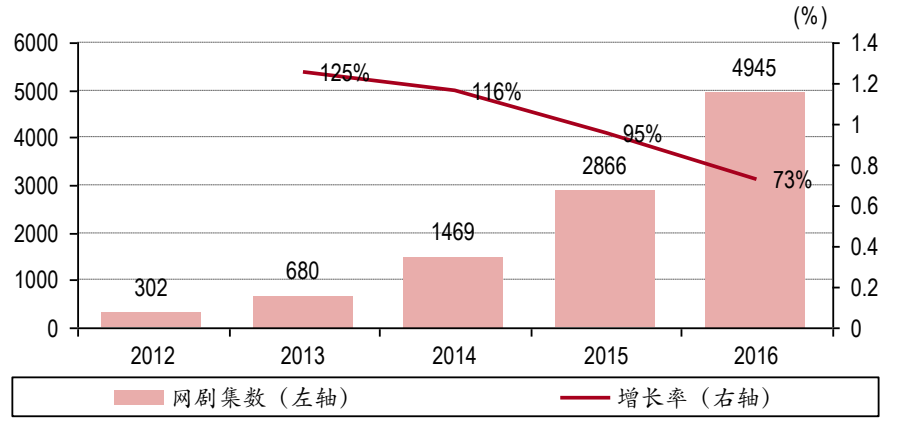


资料来源：企鹅智库，中银证券

2）网络剧制作步入稳定发展阶段，内容质量成为发展核心

网剧总体规模在经历了 2015 年的井喷后增速有所回落，开启了稳固增长模式。2016 年，网络剧上线剧集数达到 4900 集，发展增速从 2013 年的 125%回落到 73%，但预计 2017 年剧集数量增速仍可保持在 50%以上。

图表88. 2013-2016 年网络剧集上线数量情况



资料来源：产业信息网，中银证券

网络剧题材更为多样性，为广大用户提供了更多选择。并且近年来网络剧制作日趋精良，题材也从 2014 年主要集中在幽默搞笑和穿越的短篇小成本制作逐渐向题材更多元、质量更优良的方向发展。

图表89. 近年来 TOP10 网剧题材类型

2014		2015		2016	
名称	类型	名称	类型	名称	类型
屌丝男士 3	喜剧	盗墓笔记	悬疑	老九门	悬疑冒险
匆匆那年	爱情	花千骨	爱情	余罪	犯罪
谢文东 3	抗战动作	暗黑者 2	悬疑	太子妃升职记	穿越喜剧
万万没想到 2	喜剧	屌丝男士 4	喜剧	最好的我们	青春爱情
灵魂百度	惊悚	执念师	悬疑	重生	偶像励志
暗黑者	悬疑	无心法师	玄幻	半妖倾城	奇幻
微时代	爱情	校花的贴身高手	爱情	美人为馅	爱情悬疑
怪咖啡	喜剧	灵魂摆渡	惊悚	九州天空城	奇幻爱情
废柴兄弟	喜剧	他来了请闭眼	推理悬疑	如果蜗牛有爱情	爱情悬疑
STB 超级教师	喜剧	纳妾记	穿越	法医秦明	悬疑推理

资料来源：网络公开资料整理，中银证券

由于传统渠道日趋饱，内容端需求多样化，且网络基础日趋完善，BAT 等巨头的视频网站布局逐渐完善，影视剧呈现出明确的网台融合趋势。

3.3.3 视频网站发展对内容制作上市公司的影响分析

1）正向影响：现金流增加、发行渠道拓宽

在线视频平台为影视公司贡献了巨额的版权收益。随内容为王趋势发展与版权法规和分账模式的完善，优秀影视剧版权价格提升飞速，而在众多视频网站竞争格局下，有流量保证的优质版权受供求关系营销价格被进一步推高。2017 年头部精品剧网络端价格再创新高。2012 年时《甄嬛传》网络版权价格为 30 万/集，而 2017 年还未播出的《琅琊榜 2》版权价格已经高达 800 万/集，大 IP《如懿传》独家版权被腾讯视频以 900 万/集的价格拍下。另外，就统计的过审电视剧平均集数来看，电视剧长度近年来一直在增加，这种趋势也在以集计算的版权价格基础上，让完整影视作品的版权价格上升更为迅猛

图表90. 部分电视剧网络版权价格

时间	剧名	价格（万/集）
2006	士兵突击	0.3
2006	武林外传	0.125
2007	金婚	0.3
2009	美人心计	1
2010	宫	35
2010	我的青春谁做主	2
2011	宫锁珠帘	185
2012	甄嬛传	30
2013	新编辑部的故事	120
2015	武媚娘传奇	200
2017	琅琊榜 2	800
2017	如懿传	900
2018	凉生	1,000

资料来源：网络公开资料整理，中银证券

在网台融合下，网络端版权播放既能为电台播放试水，又能延长剧集播放时间，提供更多在线营销收入。目前网台同步播放剧集数目增长迅速。根据统计结果，仅仅在 2017 年上半年，就出品了 7 部网台同步剧集，其中不乏《择天记》、《鬼吹灯之精绝古城》、《轩辕剑》和《盗墓笔记》这类顶级流量 IP。网络流量为这些剧目带来了十分可观的收益。

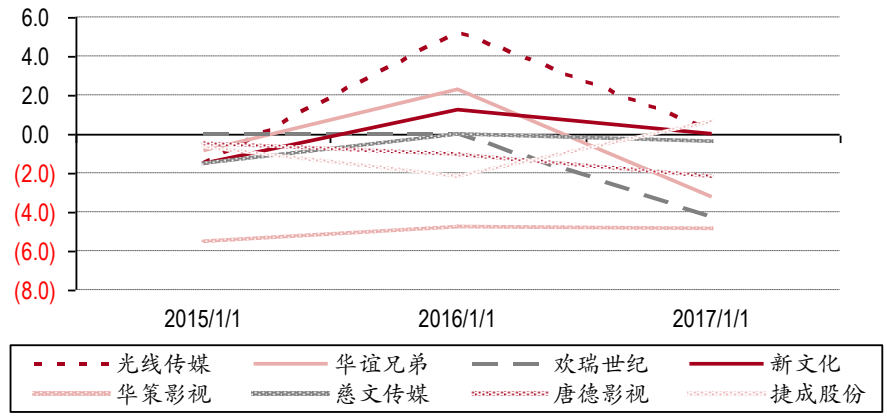
图表91. 2017 年网台同步剧集一览

剧名	卫视平台	网络平台
鬼吹灯精绝古城	东方卫视	腾讯视频
轩辕剑汉之云	东方卫视	乐视 TV
漂亮的李慧珍	湖南卫视	乐视 TV
择天记	湖南卫视	腾讯视频
盗墓笔记云顶天宫	北京卫视、安徽卫视	腾讯视频
诛仙青云志 2	北京卫视、安徽卫视	腾讯视频
极品家丁	浙江卫视	优酷土豆
大唐荣耀	北京卫视、安徽卫视	腾讯视频
外科风云	东方卫视、北京卫视	腾讯视频

资料来源：网络公开资料，中银证券

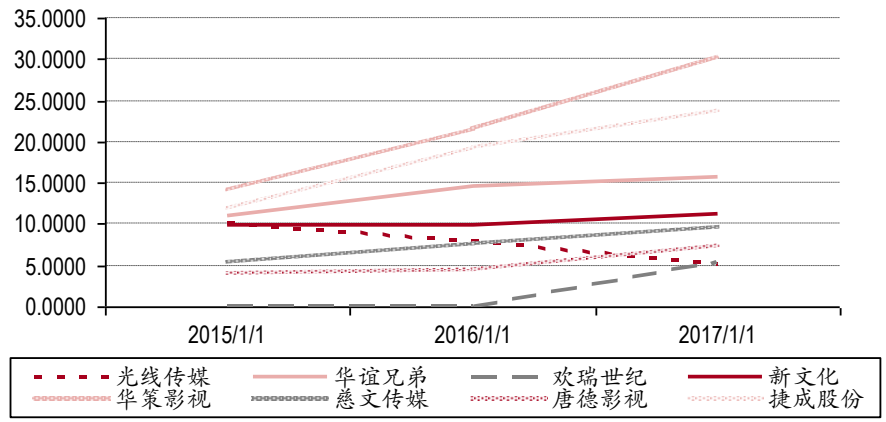
网络渠道的拓宽将有望减轻影视剧制作公司资金链压力。影视剧制作公司处于影视剧行业中段，受制于传统的市场强势，普遍具有收款慢，项目结算周期长的特点。2017 年三季度数据显示，华策影视、唐德影视等以影视剧制作为主要业务的内容制作公司普遍现金流情况较差，且累计应收账款持续增长。而视频网站相较于传统渠道，回款周期较短，且往往愿意与制作公司提前签订影视剧制作合同，这也是影视剧制作公司愿意联合视频网站发展全网剧的主要原因之一。

图表92. 2015-2017 年前三季度主要影视剧制作公司经营性现金流净额



资料来源：万得，中银证券

图表93. 2016-2017 年前三季度主要影视剧制作公司应收账款情况



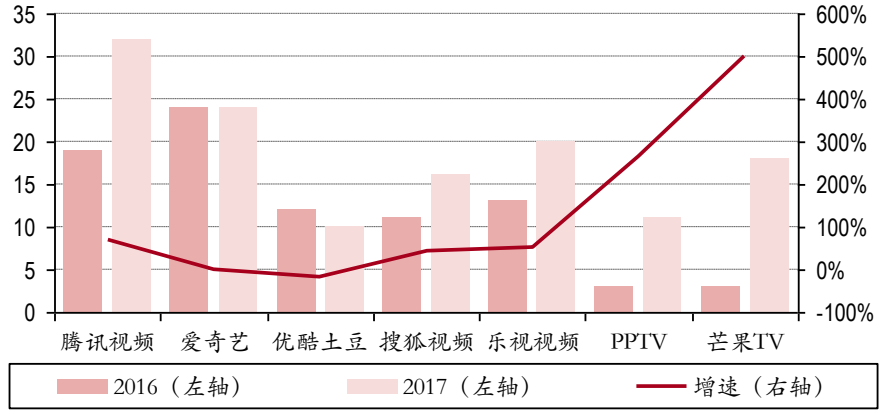
资料来源：万得，中银证券

2）负面影响：网络自制剧加剧竞争，龙头幸存

网络渠道上，影视公司也面临着迅速增强的网站自制剧的竞争挤压。从 2014 年起，网络剧步上正轨，加快了质变升级的转型步伐。除了视频网站精品剧版权购买之外，在网剧产业的布局模式偏向于原创内容精品化，越来越多精英团队受到渠道效应、盈利与分账模式吸引，加入原创网剧产业。

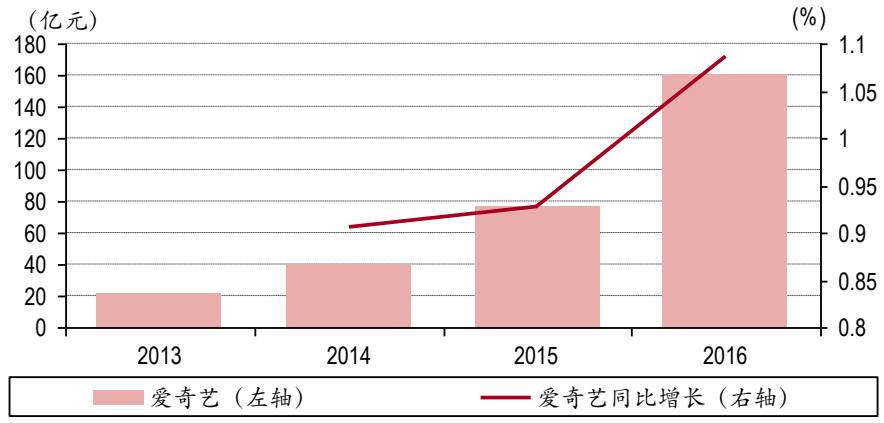
数据显示，2016 年爱奇艺的运营成本高达 160 亿，主要来源于内容成本的增加，爱奇艺内容成本同比增长 109%。腾讯视频预计 2017 内容成本增长 8 倍。在自制剧数量上，爱奇艺主要维稳，其他网站除优酷土豆外自制剧数量均有大幅提升，今年网剧平均数目增加预计高达 50%左右。2017 年，在率先出海的《白夜追凶》和其他高口碑优秀网剧的加持下，精品网剧发展显示出了很大发展空间。

图表94. 2016-2017 年视频网站自制剧数量



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表95. 爱奇艺在内容方面的投入成本对比



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

网剧行业的迅速发展在催生了一系列高品质剧集的同时，削弱了影视公司作品的竞争力。目前，网络自制剧并非视频网站完全“自制”，仍然有着第三方内容生产商的合作。在这种盈利分账模式下，影视公司暂时还拥有较大弹性的收益。但随着在线视频自制剧的进一步发展，盈利空间必定受到挤压。在巨大的竞争压力下，影视内容端可能不得不面临行业内部的资源整合，马太效应将进一步强化。

因此，在网台融合大背景下，无论从网络渠道对影视公司的正面影响出发，还是深入分析其负面效应，影视内容龙头公司的地位都将更为巩固。

3.3.4 主要上市公司推荐

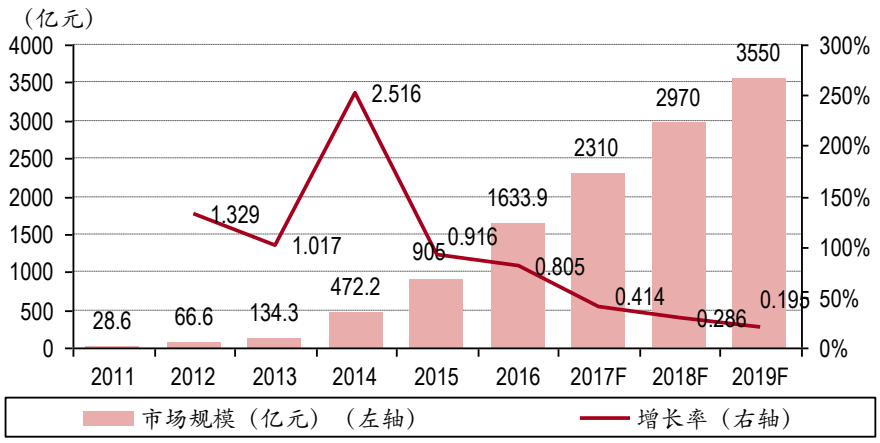
我们持续看好影视剧龙头公司在未来台网融合大背景下精品剧制作的发展，推荐关注：**华策影视、慈文传媒、唐德影视。**

3.4 移动营销板块：短视频有望主导移动营销生态格局

3.4.1 移动营销领域持续高速增长。

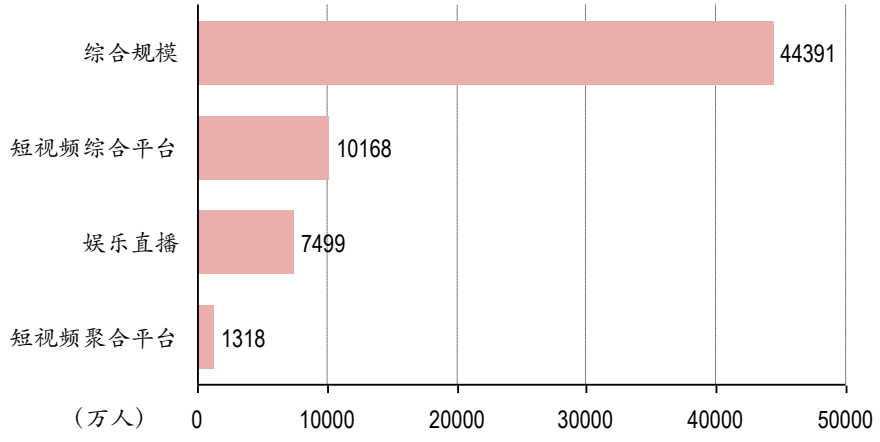
国内移动营销市场增长迅猛。2016 年市场规模达到 1633.9 亿元人民币，增速 80.5%。随着移动互联网对生活习惯的改变，移动端媒体对营销流量的拓展成为市场增长的主力。移动视频广告的形式不断丰富，短视频与直播逐渐升温，迅速抢占年轻人的手机屏幕。网络视频平台及头部内容的强人群覆盖能力有助于品牌声量提升，植入式内容营销开始吸收更多广告预算。

图表96. 2017-2019 年移动营销市场规模预测



资料来源：易观智库，中银证券

图表97. 2016 年视频类应用领域平均 MAU

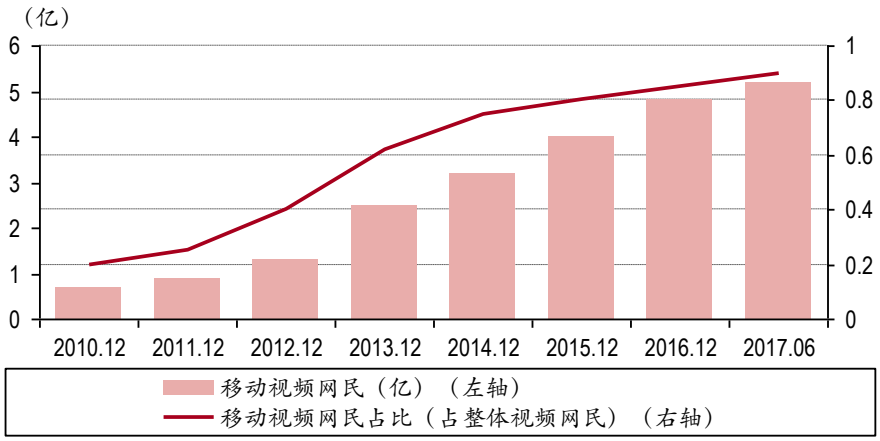


资料来源：易观智库，中银证券

3.4.2 短视频借助移动视频重新焕发活力

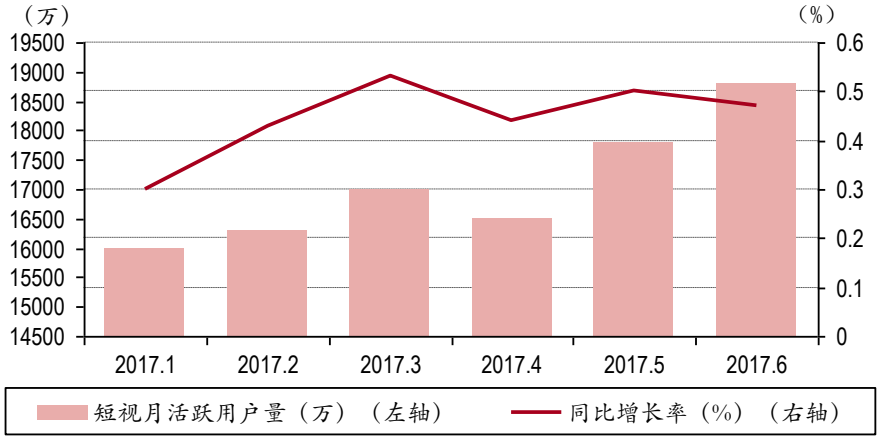
2017 年上半年，移动视频依旧保持高速增长。截至 2017 年 6 月，中国网络视频用户规模达 5.65 亿人。在整体网民中渗透率不断提升；移动视频用户规模达 5.25 亿人，移动视频已成为一种更受欢迎的新阅读形式。其中，短视频保持高速增长，用户使用频率相比上一年也有明显提升。2016 年中国移动短视频月活跃用户量为 1.53 亿人，预计 2017 年将达到 2.42 亿人，增长 58.2%；使用数据方面，短视频 APP 的日均使用时长已经增长至近 60 分钟，单日使用频次约 8 次。

图表98. 移动视频网民规模及渗透率



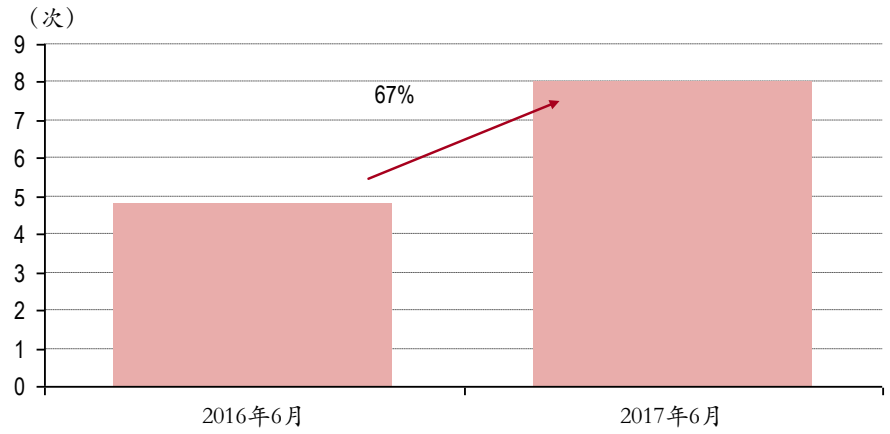
资料来源：CBNData，中银证券

图表99. 短视频领域月活跃用户量及增长率



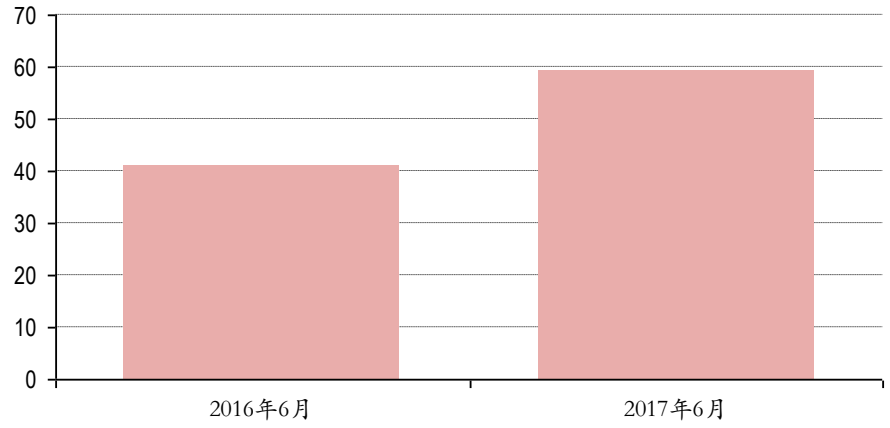
资料来源：CBNData，中银证券

图表100. 短视频领域日均启动次数



资料来源：CBNData，中银证券

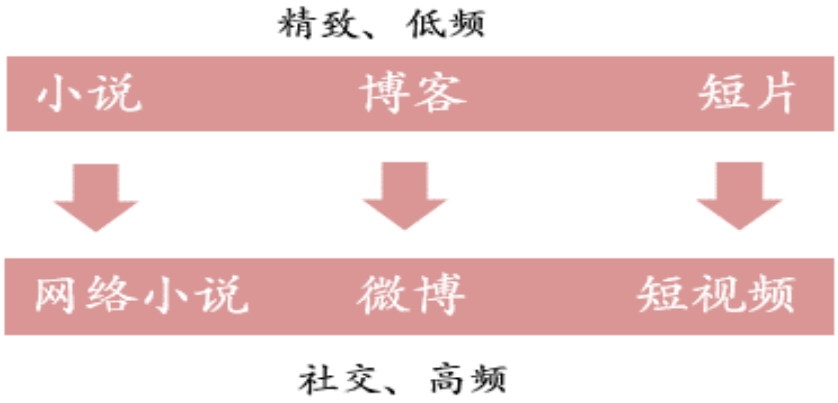
图表101. 短视频领域人均单日使用时长



资料来源：CBNData，中银证券

随着生活节奏的加快，移动互联网时代下的传媒行业由精致低频的娱乐方式不断向满足社交性及高频的方式转化，产品特征也更满足用户碎片化阅读习惯。短视频通过集合优质内容聚集人气，让用户在评论、点赞、转发中满足一系列社交需求，因而得到了大批用户的支持。

图表102. 传媒行业热点特征

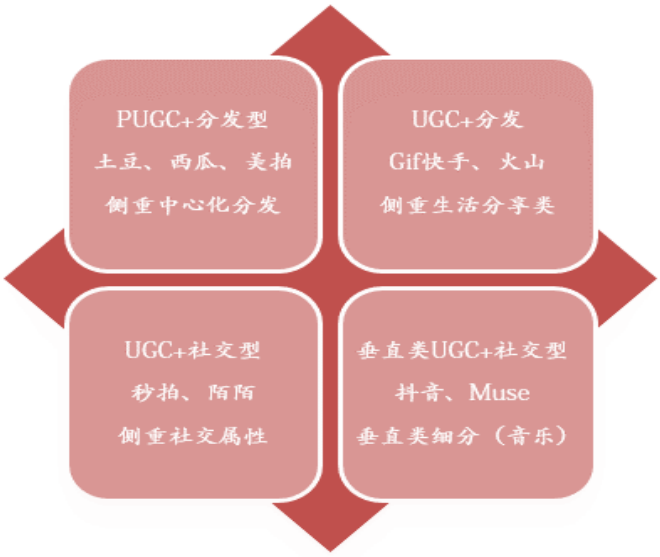


资料来源：36氪，中银证券

3.4.3 短视频已经成为资本追逐的风口

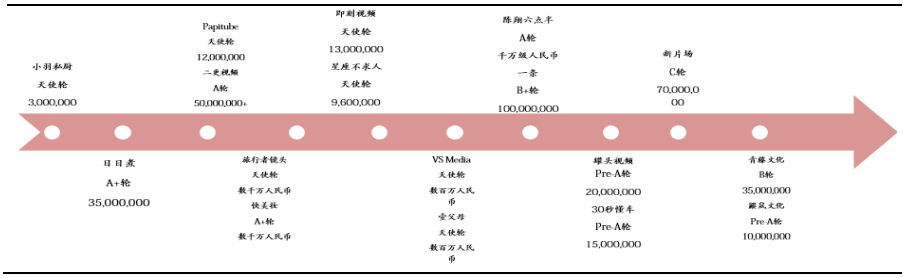
作为 2017 年移动视频的现象级产品，短视频成为了各大资本追逐的风口。目前市面上比较红火的短视频产品背后均有互联网巨头们的资本注入，包括：快手（腾讯投资）、秒拍（新浪微博投资）、西瓜视频、抖音和火山小视频（今日头条旗下）、人人视频（百度投资）、补刀小视频（YY）、美拍（美图秀秀团队）等等。各平台在定位上逐渐分化，侧重类型各有不同。

图表103. 短视频各平台类型汇总



资料来源：CBNData，中银证券

图表104. 短视频领域资本投入情况



资料来源：一下科技，中银证券

此外，为了支持短视频内容创作孵化，各大平台纷纷推出自有平台补贴计划。腾讯推芒种计划，为优质帐号提供保底资金扶持；今日头条主推的是流量分成；而后入局的阿里大鱼号，采用策略更偏重定额奖金激励，每个月提供一万的现金。

图表105. 短视频领域补贴情况

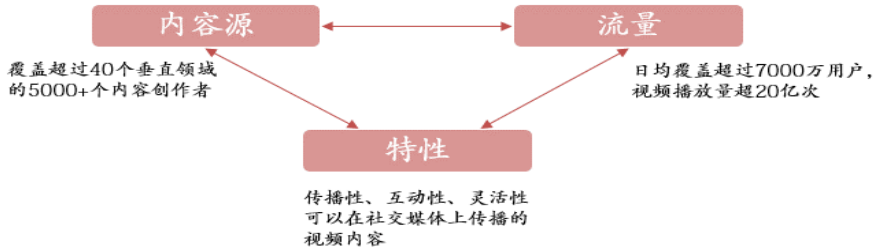
时间	平台	详情
2016 年 9 月	今日头条	10 亿补贴短视频内容创业者
2016 年 9 月	秒拍和微博	未来将投入 1 亿美金支持短视频
2016 年 11 月	百度	2017 年百度将累计向内容生产者分成 100 亿，所有个人和机构内容生产者都可以入驻百家号，参与百亿分润
2017 年 2 月	企鹅媒体	拿出共计 12 亿元资金用于扶持内容创业者，包括 10 亿元补贴优质原创内容、短视频、直播内容，以及 2 亿元用户筛选优质内容团队进行投资
2017 年 4 月	阿里文娱	推出 20 亿“大鱼计划”，每月奖励 2000 名垂直品类优秀内容创作者，最高每个月有 1 万元
2017 年 5 月	今日头条	10 亿补贴火山小视频

资料来源：新芽，中银证券

3.4.4 短视频依托优质内容，为平台导入流量

短视频依托优质内容与精准客群定位，为平台导入更多流量，成为移动营销的主角。短视频在移动端观看方式灵活，易于传播，互动性强，能打通内容与消费行为间的链条，因此具有良好的导流能力。从 16 年的绝对播放值来看，日均 20 亿播放量的行业平均与超过 7000 万的日均用户覆盖能提供足够体量的广告池，而 40 多个细分品类也能对应不同领域广告商的需求。

图表106. 短视频领域商业模式情况

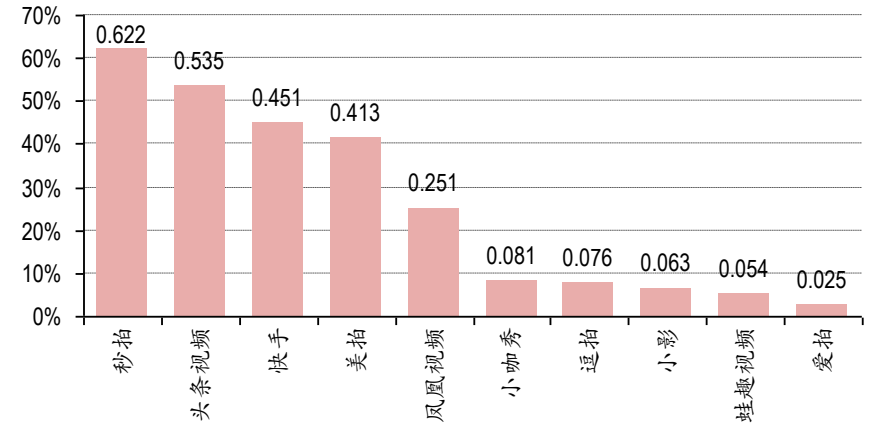


资料来源：一下科技，中银证券

3.4.5 短视频与移动营销的磨合仍在持续

广告变现方面，资源集中在头部。截至今年 6 月，秒拍、快手、土豆三家的月活用户数已经占到 TOP10 的 80%，用户量集中度高。头部平台有投入更多资本孵化专业化、媒体化的团队的能力，因而得到更多用户偏爱；UGC 共享了平台 90%以上的内容，但是从播放量看，排名靠前的 PGC 占比 90%。个体户博主生产的内容质量不可控性高，植入广告也具有更多不确定性。

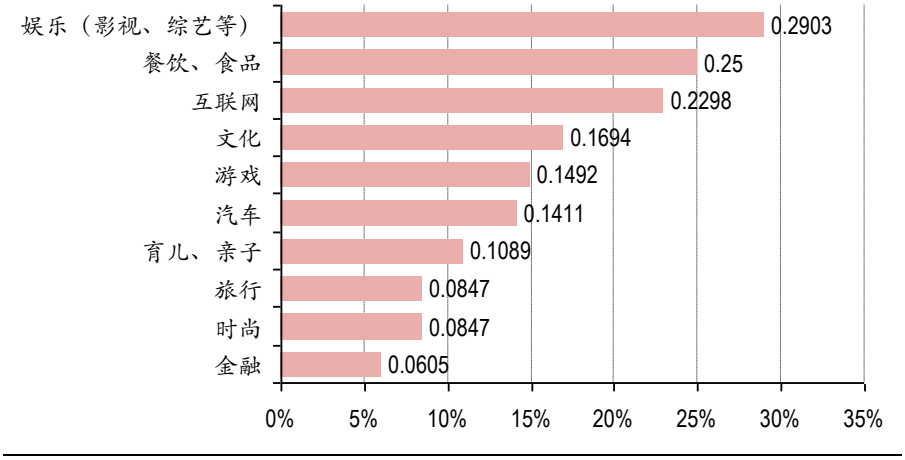
图表107. 2017 年 Q1 移动短视频平台用户渗透率 Top10



资料来源：头条数据，中银证券

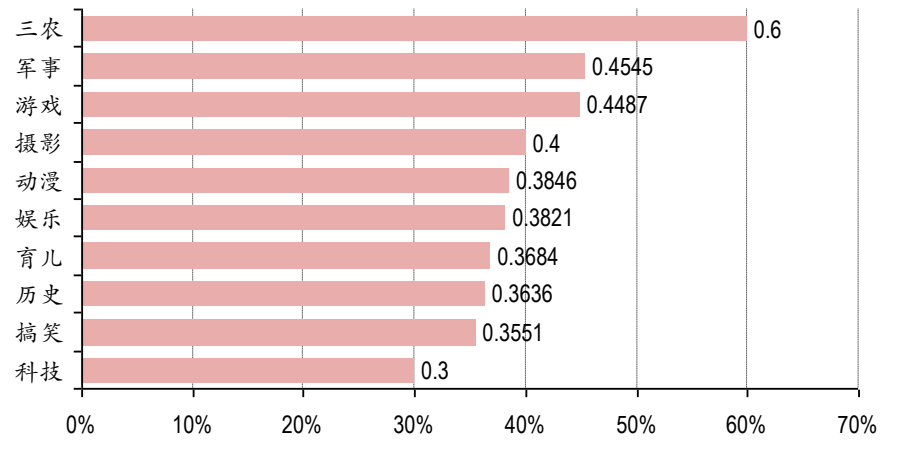
短视频内容垂直化，地域分散化。虽然泛娱乐内容仍是短视频早期的主流，但随着财经、汽车、亲子育儿、游戏领域的营销需求垂直分化，短视频的内容从单纯的颜值经济、网红带量走向垂直细分及专业化。垂直领域内容的创作者也因其专业性具备更大引流能力。而对于广告主而言，将营销费用投向细分领域的核心用户往往比大范围广告宣传更加有效。

图表108. 短视频营销广告主类型 Top10



资料来源：一下科技，中银证券

图表109. 短视频盈利 Top10 内容领域

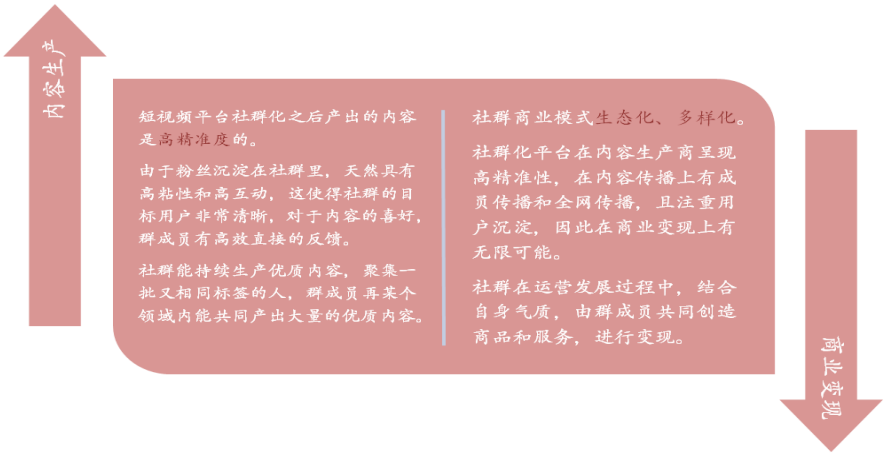


资料来源：一下科技，中银证券

3.4.6 未来发展趋势：从明星到草根，从泛娱乐走向专业化

短视频平台社群化，内容用户定位更精准。社区的本质是内容+关系，而短视频与直播是表现形式。短视频相对于直播而言，表现形态更为丰富，获取信息效率更高，因此吸引了大量用户。精准的用户定位搭配主题相关内容有助于平台聚集一批有相同标签的用户，为之后的精准营销作铺垫。例如美拍早年间，由于美图秀秀带来的用户属性和品牌效应，内容生产者也基本是以美颜、美妆、还有穿搭等领域为主，营造了一种良好的社区氛围。在此社群基础上，美拍就有了做好垂直领域的优质原创内容的本钱。与之类似的抖音也是以原创多样的音乐背景吸引了一批音乐舞蹈爱好者。

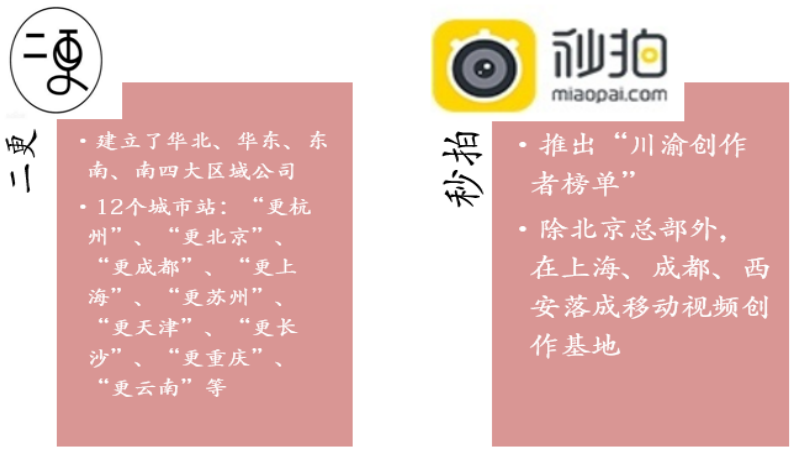
图表110. 短视频行业发展趋势



资料来源：CBNData，中银证券

跨界、跨地域也将成为短视频领域新的特色。上半年出现的现象级跨界内容创造者“办公室小野”以职场+美食相结合，通过“饮水机煮火锅”“瓷砖烤牛排”等视频走红，让大家记住这个在办公室打开脑洞的任性妹子小野，开辟了新的市场。可见内容的创新与垂直领域的突破成为了未来值得探索的模式。地域上来看，大量方言类短视频崛起，短视频逐渐深入二三线城市，同时许多外国用户的加入也使得短视频具有了国际化前景。

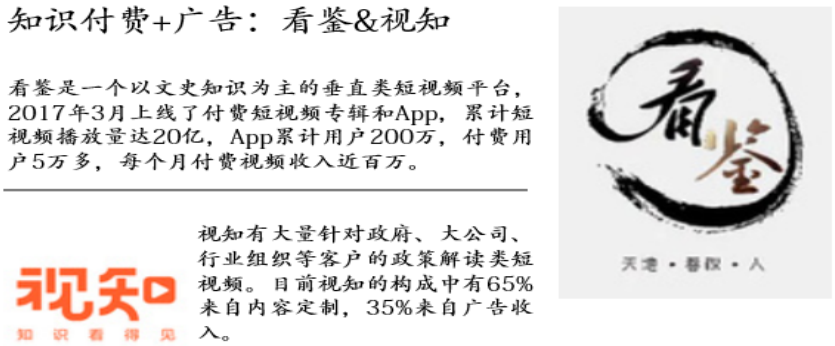
图表111. 短视频行业区域化布局



资料来源：CBNData，中银证券

短视频付费前景值得期待。随着知识付费习惯的培养，付费视频也成为了值得期待的盈利模式。例如以文史知识为主的视频平台“看鉴”上线的短视频播放量超过 20 亿，付费用户已有 5 万，每个专辑单价 14-48 元，每个月的付费视频带来的收入近百万。参照优酷的会员付费体量来看，16 年 12 月优酷用户达到 3000 万，依照每个月 20 元的价格也会有 6 亿的营收，会员数每年阶梯式生长。而短视频领域的付费才刚刚起步，市场空间巨大。结合优质内容的不断创造与版权保护机制的完善，付费视频有望打造新的盈利增长点。

图表112. 知识付费型短视频 APP 案例



资料来源：一下科技，中银证券

3.4.7 上市公司推荐

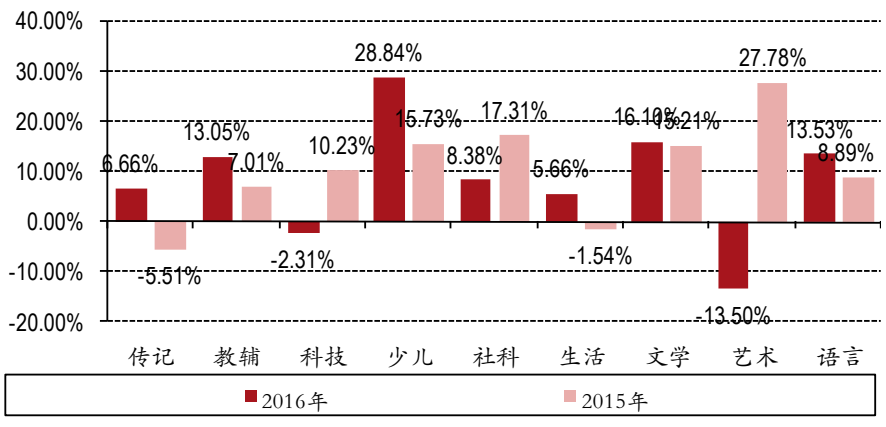
看好为移动营销、短视频制作提供内容资源的上市公司：视觉中国。

3.5 数字文学板块：内容及阅读场景革新为数字阅读带来新的发展机遇

3.5.1 数字阅读和传统阅读均保持良好的发展增速

在传统阅读板块，由于教育投入的增大及青年人群收入水平的提升，细分阅读消费发展较快。数据显示，2016 年全国图书零售市场规模为 701 亿元，同比增长 12.3%，2017 年 1-6 月同比增长率保持在 10%以上。细分品类方面，少儿图书、文学市场保持快速增长。传统图书出版公司如新经典等，通过加大自有版权图书发行投入，获得了较高的利润增速。

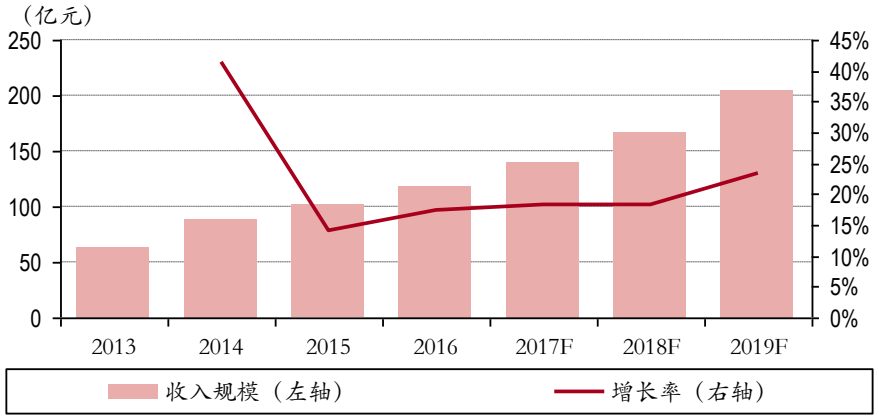
图表113. 2015 和 2016 年图书零售市场同比增速对比



资料来源：网络公开资料，中银证券

在数字阅读方面，移动阅读以其便捷、碎片化等特征成为数字阅读的主流发展模式。数据显示，2016 年，我国移动阅读市场总收入规模已达到 118.6 亿元，同比增长 17.43%，预计 2017 年市场总收入将达到 140 亿元，未来三年同比增速将保持在 18%左右。

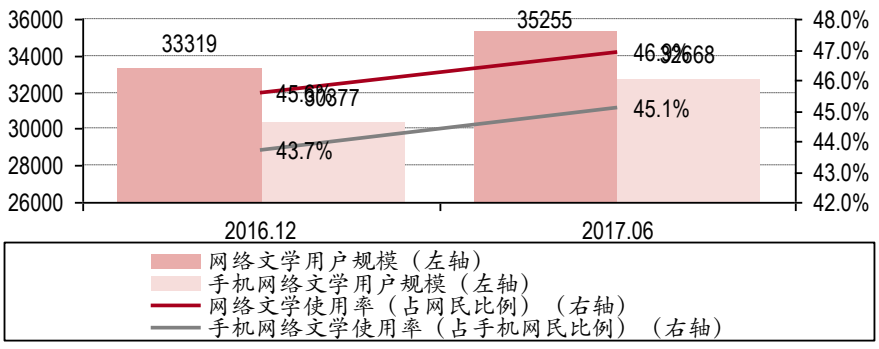
图表114. 2013-2019 年中国移动阅读市场规模情况



资料来源：易观智库，中银证券

移动阅读用户覆盖面已远超 PC 端用户。用户方面，截至 2017 年 6 月，网络文学用户总规模达到 3.53 亿，较 2016 年底增加 1936 万，占网民总体的 46.9%，其中手机网络文学用户规模 3.27 亿元，较去年底增加 2291 万，占手机网民的 45.1%。早在 2016 年初，移动端阅读日均覆盖人数已达 3300 万人，约为 PC 端覆盖人数的 3 倍，月度浏览时间达到 8.03 亿小时，约为 PC 端浏览时长的 5 倍，网络文学的内容特点使其与移动设备的使用场景更加适配。

图表115. 2016-2017 年 6 月网络文学/手机网络文学用户规模及使用率

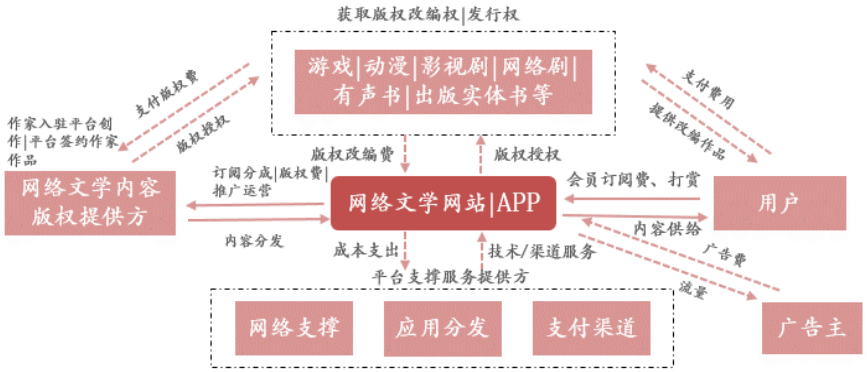


资料来源：CNNIC，中银证券

3.5.2 我国网络文学市场发展越加成熟

我国网络文学 IP 开发已经形成了完整产业链。从上游网文作家及网文平台提供内容资源到中游网络文学网站或 APP 为网文提供推广发行及运营再到下游用户读者为网文阅读金星付费，网络文学主产业链已日趋成熟；此外，网络文学 IP 不仅仅局限于用户订阅付费，更强调衍生商业变现，推出如游戏、动漫、影视、网剧、有声读物等一系列衍生产品，通过全版权运营产生商业价值的杠杆放大效应。

图表116. 中国网络文学产业链



资料来源：网络公开资料整理，中银证券

网络文学市场在政策带动下不断向好。近年来，网络文学盗版现象已经得到了有效的遏制，行业统计，用户在论坛、贴吧等看盗版小说的比例均超过 50%，盗版资源的泛滥是行业初期野蛮生长的必然产物，但若得不到有效遏制，行业整体规模无法持续有效增长。2016 年是国内网络文学市场版权保护行动影响最大的一年，百度文学贴吧的大量关闭、版权局“剑网行动”的整治及网络文学版权联盟的成立使得 2016 年中国正规网络文学企业收入取得了爆发式增长。

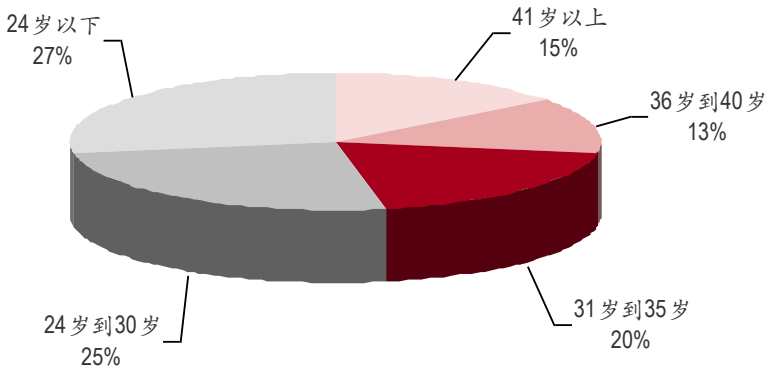
图表117. 2016 年网络版权保护大事记

时间	主体	事件
2016 年 4 月	南方都市报 百度贴吧	“4·26”世界知识产权日前夕，《南方都市报》推出独家深度报道《贴吧疯狂盗版网络文学 作家当不上作品的吧主》，曝光百度贴吧用各种盗版手法，向网友提供大量侵犯版权的原创网络文学作品。
2016 年 4 月	国家版权局	国家版权局“2016 中国网络版权保护大会”开幕。版权管理司司长于慈珂主持网络文学保护分论坛，并公开表态，今年的“剑网”行动中会重点治理网络文学盗版问题。
2016 年 5 月	国家版权局 百度贴吧	国家版权局约谈百度贴吧问题，5 月 23 日，百度贴吧发布公告宣布全面展开清查盗版侵权行动，对侵权内容进行排查整顿，文学目录下的全部贴吧将分批次给予暂关。
2016 年 7 月	国家版权局 网信办 工信部 公安部	国家版权局联合国家网信办、工信部、公安部在京召开新闻发布会，宣布正式启动“剑网 2016”专项行动。把治理网络文学侵权盗版列入专项行动工作主线和首要任务，集中力量进行严厉整治。同时将国内主要文学网站纳入国家版权局重点监管。
2016 年 9 月	掌阅科技、阅文集团、咪咕数字传媒等	由掌阅科技、阅文集团、咪咕数字传媒有限公司等 30 余家单位共同发起的中国网络文学版权联盟在北京宣布成立。

资料来源：互联网，中银证券

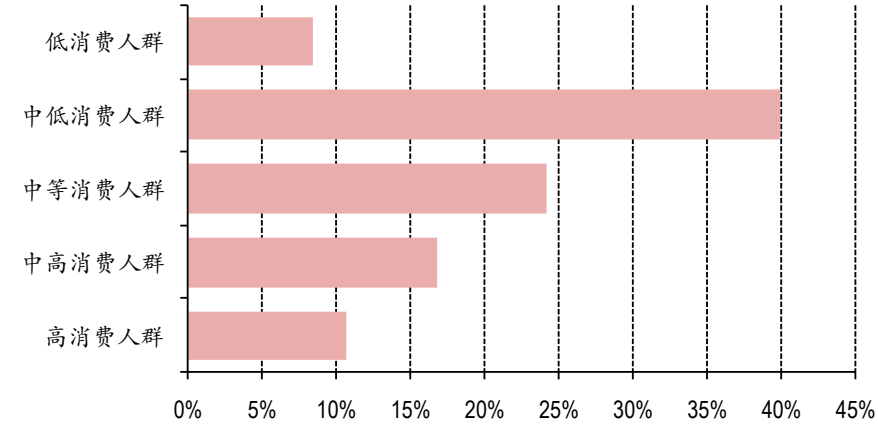
青年人群依旧是移动阅读的主力军。数据显示，30 岁以下年轻群体在移动阅读用户群体中翟碧超过 70%，其中 24-30 岁人群占比最高达到 27.8%。此外，在移动阅读用户中，中低消费人群和中等消费人群占比较高，分别为 39.9%和 24.2%。这两项数据能够互相印证，青年群体普遍不具有较高的消费能力，而移动阅读这种较为廉价的娱乐活动和当下年轻人的生活节奏非常吻合。

图表118. 移动阅读年龄构成



资料来源：易观智库，中银证券

图表119. 移动阅读人群消费能力情况

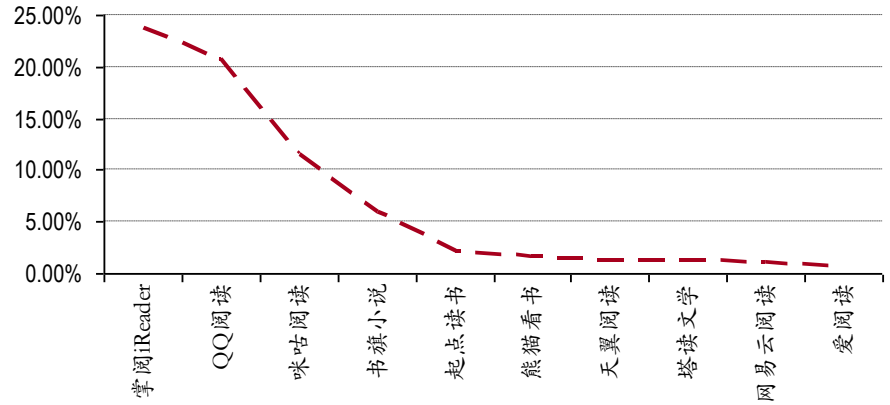


资料来源：易观智库，中银证券

3.5.3 市场格局——阅文、掌阅领跑，中小厂商差异化经营

市场份额方面，掌阅、QQ 阅读已形成第一梯队，市场渗透率超过 20%，分别为 23.7%和 20.6%；电信运营商旗下的咪咕阅读位于第二梯队，市场渗透率为 11.5%；其余市场份额被书旗小说、起点读书等移动阅读应用瓜分。以阅文集团、掌阅为首的网络文学平台通过数年的积累，整合原有的大型网络文学网站，形成了一定的内容壁垒。

图表120. 最新中国主流移动阅读应用渗透率



资料来源：易观智库，中银证券

1）阅文集团——全内容、全生态、全生态经营。

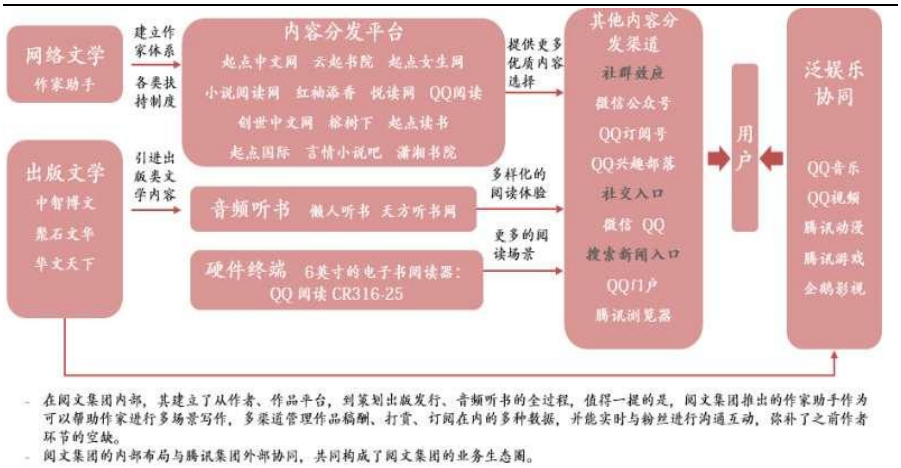
2015 年腾讯将旗下腾讯文学与前盛大文学正式合并成立阅文集团。阅文集团是目前国内网络文学领域唯一的真正意义上建立起网络文学生态圈闭环的网文集团：

内容端：阅文旗下平台拥有 400 万作者，签约网文作品规模超过 110 万部，签约出版作品超过 10 万部，内容类型涵盖所有网文类型，已做到全内容引入和全正版支持。

渠道端：公司旗下内容分发平台包括起点中文网、红袖添香、榕树下、QQ 阅读等超过 10 个知名网络文学网站及 APP，涵盖用户规模超 6 亿；外部推广渠道方面，阅文集团依靠腾讯集团的庞大社交网络，通过微信、QQ、腾讯新闻、腾讯微博、公众号等覆盖 9.6 亿月活跃用户，形成独有核心用户资源优势。

衍生内容端：阅文集团为腾讯的文娱产业生态圈培养众多 IP，依靠腾讯旗下游戏、视频、音乐、动漫等平台接口实现影视、游戏等衍生内容变现。

图表121. 阅文集团生态闭环



资料来源：易观智库，中银证券

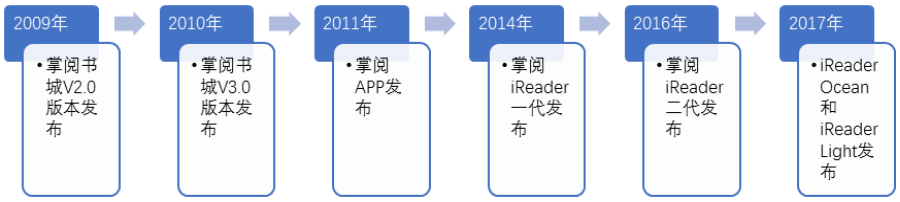
阅文集团的核心竞争力在于腾讯大文娱产业的运作能力、渠道覆盖能力及大数据驱动能力，能帮助阅文集团在海内外全市场推广布局；而其对腾讯文娱产业的价值在于所拥有的海量文学内容资源，能为腾讯的用户及流量提供内容支持。作为腾讯文娱产业的内容库，其运营的核心战略不在于广泛地商业变现而是内容及 IP 的培育、储备。

2）掌阅科技——发力产品端，深化付费场景体验

掌阅科技成立于 2008 年，与阅文集团整合内容资源战略不同的是，公司率先发力产品端，开发移动阅读产品，看准智能手机未来在生活场景的巨大商业价值：

产品端：公司于 2009 年上线掌阅书城 V2.0 版本，发力智能手机；在 2010 年发布掌阅 V3.0 版本，创造书架客户端模型；在 2011 年 1 月发布掌阅 APP，是国内最早的移动阅读 APP 之一；在 2014 年，公司发布 iReader，是国内第一款移动阅读硬件产品；此后，公司在 iReader 产品硬件及内容不断更新升级，在 2016 年推出二代 iReader，在 2017 年 11 月推出了 iReader Ocean 及 iReader Light 青少版。不断地设备更新换代使得掌阅在移动端用户渗透率方面始终走在行业最前端。

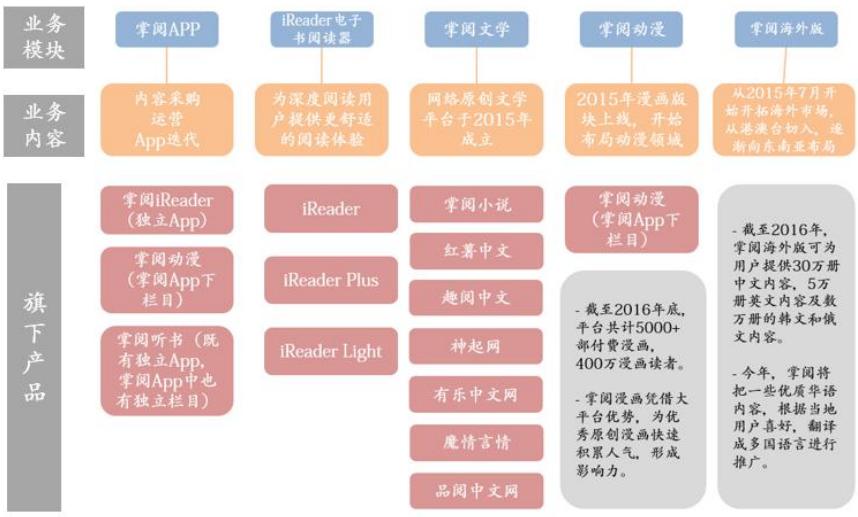
图表122. 掌阅科技应用产品发展路径



资料来源：网络公开资料，中银证券

内容端：掌阅科技成立掌阅文学，保证原创内容持续上线；通过数年积累，公司已获得网络文学作品超过 50 万部，原创作品超过 2 万部，签约原创作者超 1 万名。此外，掌阅联合百度文学、中文在线、阿里文学、磨铁文学等发起成立“原创联盟”，共同推出“精品内容全平台共享计划”。

图表123. 掌阅产品矩阵及商业模式



资料来源：易观智库，中银证券

3）差异化发展为中小移动文学平台打开空间

平台的成功建设需要大量的时间积聚、IP 积累以及资本支持，且直面来自行业巨头的竞争，因此对中小企业来说，做“平台”不如做“内容”。消费者层次不同、需求不同，决定了数字阅读内容的市场也将呈现多样化。而中小企业的机遇或在于寻找市场空缺，培养敏锐的数字编辑能力，针对热点内容、稀缺内容出版作品。

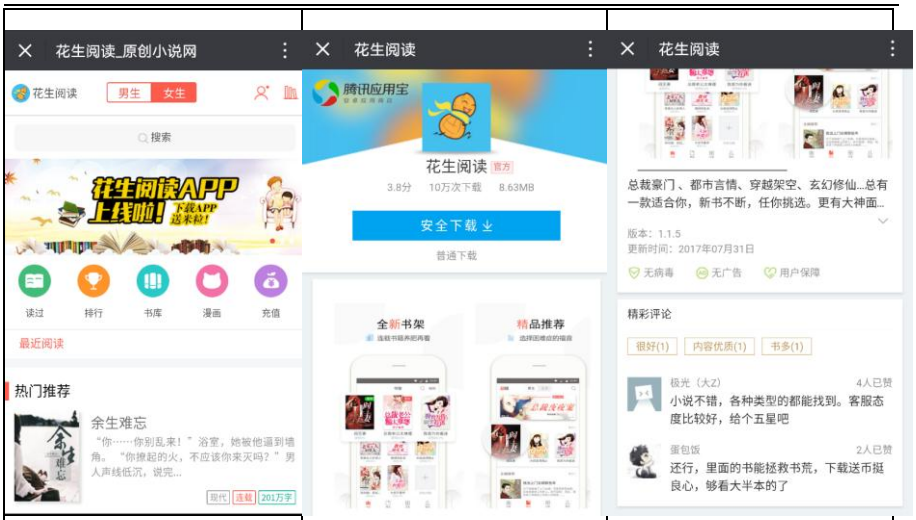
平治信息——“百足模式”打开市场空间，发展差异化内容经营模式

平治信息成立于 2002 年，原有主营业务是为电信运营商开发移动阅读基地内容平台及内容输出。公司于 2015 年下半年起，公司开始组建运营团队拓展自有阅读平台业务，截至 2016 年年报，自有阅读平台成为移动阅读业务营收主要来源。

渠道端：公司倚靠微信公众号平台，发展“百足模式”，先后推出了超阅小说、知阅小说、花生阅读、三更小说、灵书阅读等多个自有微信公众号及 APP 阅读平台。该模式分团队运营五十个微信公众号，统一后台支持，各个公众号之间内容风格与阅读界面都较为相似，节约成本形成竞争动力，同时各个平台间优质内容共享，形成规模优势，吸引用户。

内容端：公司拥有各类优质文字阅读产品 15000 余本，签约作者原创作品 11000 余本，引入有声作品近 5500 部，时长 3 万多小时，自制精彩有声内容近 5200 余小时。第三方阅读平台以言情小说为主，主要针对女性读者，读者群体主要为受教育程度较低的女性与都市白领女性，热销文体包括言情小说、霸道总裁文与悬疑类小说，明星书目有《阎王妻》等，契合行业主要受众特点。

图表124. 公司自有阅读平台微信、APP 版面



网站页面 | App 下载页面 | App 下载页面及评价

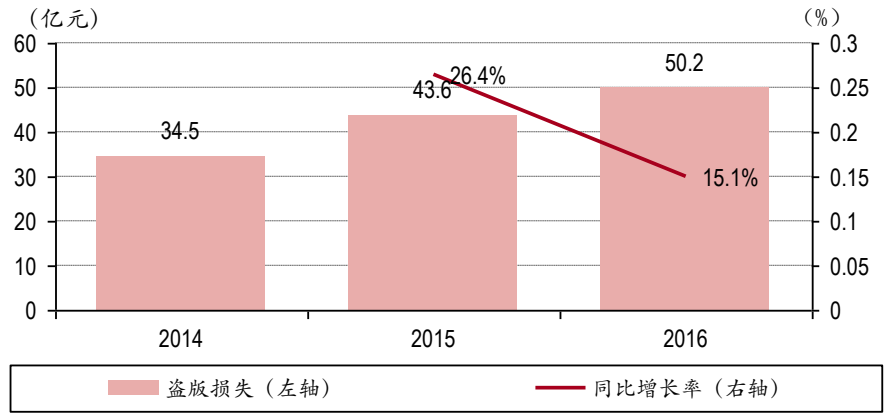
资料来源：互联网，中银证券

3.5.4 数字阅读的未来趋势浅析——加强版权保护，深化场景体验

1）网络文学行业的版权保护还有很大的提升空间。

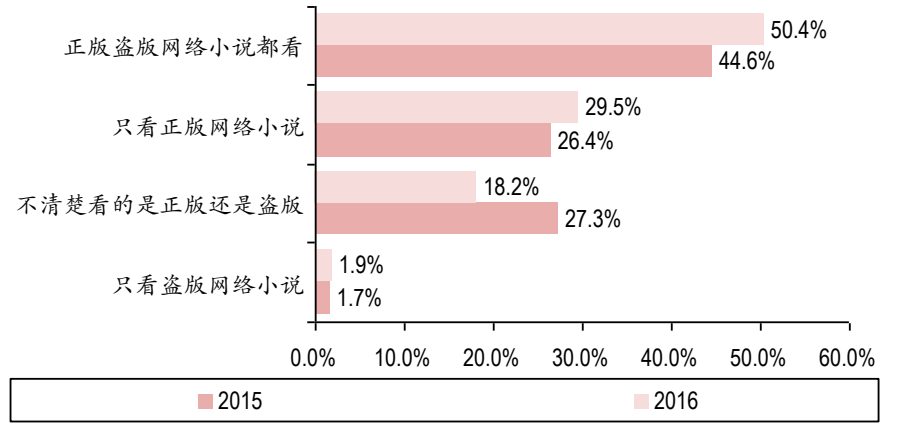
数据显示，随着网络文学移动端用户的快速增长，移动端网络文学盗版损失仍在逐年递增。2016 年移动端网络文学因盗版而产生的损失达到 50.2 亿元，同比增长 15.1%；与移动端整体 100 亿左右的收入规模相比，该损失仍旧过于巨大。此外，2016 年只看正版网络小说的用户还不到 30%，而正版盗版小说都看的用户占比仍达到 50%左右，网络文学用户正版付费意识仍有很大的提升空间。

图表125. 2014-2016 年盗版损失情况



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表126. 2015-2016 年中国网络文学用户看网络文学习惯



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

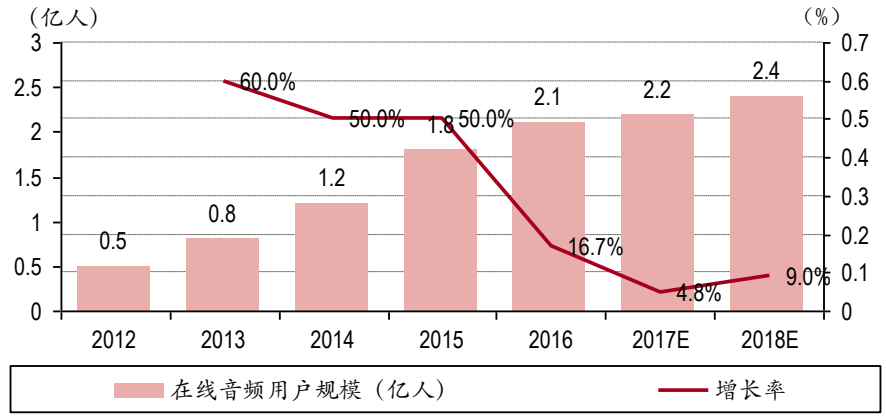
网络文学的正版化的受益面是全方位的。我们认为，随着网络文学版权保护的持续推进，无论是用户、作者、文学网站都将收益。网络文学作者和原创作品的文学网站能因为正版化的提升而获得更高的收入，另一方面，正版网络文学的付费单价将会随着正版化的提升而适度下降，正版网络文学的用户体验也将获得改良，更好的平衡消费者和内容生产者之间的利益需求。

2）阅读场景的深化将带来内容和付费需求的变革。

近年来，随着移动阅读及智能手机硬件的发展，阅读已经从文字延展到发其他形式的内容，演变为一场深刻的感官体验。“知识付费”取代阅读成为新的网络文学概念，阅读场景的类型持续分化，用户在长阅读、短阅读、信息型阅读和享受型阅读等等细分阅读场景里开始自由选择。

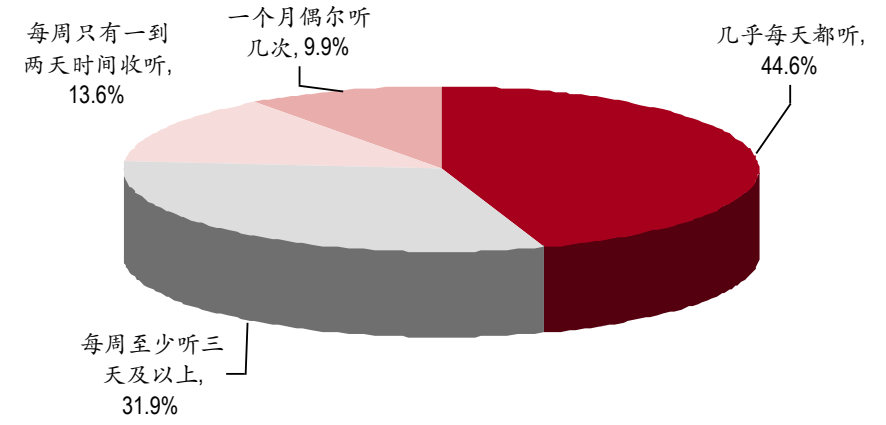
以在线音频为例，近年来在线音频的火热发展来自于消费者对内容获取场景的需求更新及移动互联网技术的提升。内容方面，人们不满足于单纯的视觉上的文学、知识的获取，希望在听觉、视觉等各感官获得体验；技术方面，云服务、4G 技术的提升解决了音频网络储存稳定性、接收速度等问题，拓宽了音频媒介的使用场景和空间。数据显示，截至 2016 年，在线音频用户规模已经达到 2.1 亿人，用户收听行为普遍呈现黏性强、收听频次高等特点，为行业发展营造良好的用户基础。

图表127. 2012-2018 年中国在线音频用户规模情况



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表128. 2016 年中国在线音频用户收听频次



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

各大音频媒介 APP 以内容的差异化发展获得发展空间。目前主要的音频 APP 有喜马拉雅 FM、蜻蜓 FM、荔枝 FM、懒人听书 FM 等，这些音频媒介通过内容方面的差异化发展获得市场发展空间。如喜马拉雅 FM 是最早的音频媒介 APP 之一，主打行业精英的教育音频课程是其核心竞争力；蜻蜓 FM 则主打名家有声书系列，如全网独家上线金庸武侠小说全集有声书等；荔枝 FM 则主打音频直播，通过 UGC 内容的打磨，加深用户与主播的互动打赏；懒人听书主要出版网络文学有声书籍，包括传统出版物、热门网络小说及热播影视剧剧本改编等内容。

图表129. 音频 APP 的内容特征情况

应用名称	核心特色	简述
喜马拉雅 FM	名人及行业精英教育类音频课程	邀请混沌研习社、湖畔大学、罗辑思维等著名培训机构、自媒体等开发音频课程
蜻蜓 FM	专业人士 PGC 内容	金庸武侠小说全集有声书、吴晓波频道等
荔枝 FM	音频直播	让主播把更多精力放在内容制作和研究上，加深用户与主播的互动
懒人听书	各类出版物有声书	包括传统出版物改编、热门网络小说及热播影视剧剧本改编等有声书题材

资料来源：网络公开资料，中银证券

获取不同的内容 IP 以满足用户的不同知识需求。从各个音频 APP 的核心竞争力和内容模式可以看出，内容付费的未来趋势便是通过获取不同的内容来满足同一用户或是不同用户在不同场景体验下的知识需求，提升用户的付费意愿获取收益。知识付费的“个性化”特征换来的是未来优质内容群的细化、社群化及部分用户群体的高消费。未来，随着用户群体和内容群体的不断细化，知识内容市场将得到无限拓展。

3.5.5 上市公司推荐

我们看好在移动阅读及数字阅读未来发展趋势，推荐**掌阅科技、平治信息、新经典**

四、总结

传媒板块在经历连续两年的指数回调后，2018 年有望底部回升。传媒板块整体业绩虽然增速下滑明显，主要受 2016 年并购政策收缩所致；而公司基本面来看，部分公司业绩表现依旧良好且增速稳定。我们认为，A 股传播行业仍然充满成长性，未来随着行业发展逐渐趋于成熟，行业内整合完善，部分子版块及个别公司的投资价值将凸显。

在板块及个股选择方面，以往经验表明，龙头公司在板块整体反弹时往往最先发力。我们持续看好游戏板块未来的发展，行业集中度的提升将压缩长尾中小厂商的生存空间，以 A 股上市公司为代表的中型游戏厂商市场份额仍有扩大空间，推荐关注**完美世界、三七互娱、恺英网络、金科文化；**看好在线票务平台对电影内容制作到院线发行的全产业链整合，推荐关注**光线传媒；**看好影视剧龙头企业在未来精品剧战略的竞争实力，推荐关注**华策影视**；看好移动营销领域的内容供给商，推荐关注**视觉中国**；看好移动阅读及出版领域上市公司发展，推荐**新经典、掌阅科技、平治信息**。

完美世界

买入 **26%⬆**

目标价格：人民币 42.00

002624.CH

价格：人民币 33.46

目标价格基础：24 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	13.7	8.7	2.5	12.9
相对深证成指	5.4	12.8	2.1	4.3

发行股数 (百万)	1,315
流通股 (%)	26
流通股市值 (人民币 百万)	11,336
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	112
净负债比率 (%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
完美世界控股集团有限公司	35

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

乘游戏产业东风，文娱航母扬帆启航

完美世界是我国最大的影视游戏综合集团之一，公司先后成立游戏、影视两大业务板块，于 2014 年借壳金磊股份在 A 股上市。作为国内最早的互联网娱乐公司之一，完美世界见证了国内互联网娱乐的发展变迁。我们对该股给予*买入*的首次评级，目标价格 42.00 元。

支撑评级的要点

- **国内移动游戏市场整体增长迅猛。**2014 年至 2016 年，国内移动游戏市场始终保持着超过 80%的增长速度，未来三年仍将保持 20%左右的增速，未来游戏行业将呈现集中化的发展趋势，作为行业龙头，完美世界有望获得超行业平均水平的发展增速。
- **强大的研发能力是公司竞争力的保证。**公司是国内最早进行自主研发的游戏公司，拥有大量的经典端游 IP，完美顺应当下“端转移动”的游戏改编趋势。公司目前已逐渐将这些端游如《诛仙》、《完美世界》、《武林外传》等以手游版形式推向市场。公司也是国内少数布局主机游戏的公司之一，目前国内主机游戏市场相比全球游戏市场同期水平体现出广阔的发展空间，未来主机游戏业务将为公司带来新的盈利增长亮点。
- **发展电子竞技，提升品牌效应。**公司是国内少有在电子竞技领域进行深度布局的游戏公司之一，公司拥有 DOTA2 和 CS:GO 两大世界级电竞品牌的中国独家代理权。电子竞技的布局将为公司吸引大量深度游戏爱好者，为公司的所开发的移动端手游导流，获得更广泛的受众群体。
- **影视剧方面，公司坚持走精品影视剧路线，**与众多国内知名导演开展战略合作，推出多部爆款影视剧；同时公司开展广泛的国际化合作，推进中国影视剧国际化进程。此外，公司善于开展“影游联动”，结合自身影视及游戏制作能力，扩大产品商业变现能力。

评级面临的主要风险

- 业绩不达预期，游戏及影视业务政策发生变化。

估值

- 预计公司 2017-2019 年营业总收入分别为 87.6 亿元、100.7 亿元和 116.5 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 14.9 亿元、19.4 亿元和 23.6 亿元，基本每股收益分别为 1.13 元、1.48 元和 1.80 元，对应市盈率分别为 30、23 和 19 倍。我们给予该股***买入***的首次评级，目标价格 42.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入 (人民币 百万)	1,129	6,159	8,244	10,002	12,291
变动 (%)	22	445	34	21	23
净利润 (人民币 百万)	288	1,166	1,492	1,848	2,262
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.516	0.841	1.135	1.405	1.721
变动 (%)	51.7	63.2	34.9	23.8	22.5
全面摊薄市盈率(倍)	65.5	40.1	29.8	24.0	19.6
价格/每股现金流量(倍)	95.2	40.5	12.3	58.5	19.0
每股现金流量 (人民币)	0.35	0.83	2.75	0.58	1.78
企业价值/息税折旧前利润(倍)	125.6	37.4	27.0	21.0	16.2
每股股息 (人民币)	0.052	0.084	0.113	0.141	0.172
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**1,129**	**6,159**	**8,244**	**10,002**	**12,291**
销售成本	(571)	(2,458)	(3,292)	(3,861)	(4,927)
经营费用	(206)	(2,505)	(3,378)	(4,147)	(4,919)
息税折旧前利润	**352**	**1,196**	**1,573**	**1,994**	**2,444**
折旧及摊销	(5)	(186)	(125)	(153)	(181)
经营利润 (息税前利润)	**347**	**1,010**	**1,448**	**1,840**	**2,263**
净利息收入/(费用)	(45)	(1)	(19)	50	107
其他收益/(损失)	82	347	297	247	247
税前利润	385	1,356	1,726	2,137	2,617
所得税	(86)	(223)	(276)	(342)	(419)
少数股东权益	(11)	33	42	53	64
净利润	**288**	**1,166**	**1,492**	**1,848**	**2,262**
核心净利润	**301**	**1,192**	**1,516**	**1,863**	**2,278**
每股收益 (人民币)	0.516	0.841	1.135	1.405	1.721
核心每股收益 (人民币)	0.538	0.860	1.153	1.417	1.733
每股股息 (人民币)	0.052	0.084	0.113	0.141	0.172
收入增长(%)	22	445	34	21	23
息税前利润增长(%)	25	191	43	27	23
息税折旧前利润增长(%)	23	240	32	27	23
每股收益增长(%)	52	63	35	24	22
核心每股收益增长(%)	54	60	34	23	22

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,271	8,209	7,301	7,928	10,153
应收帐款	790	2,020	1,965	2,870	3,027
库存	344	496	613	686	973
其他流动资产	93	483	307	619	555
流动资产总计	**2,498**	**11,208**	**10,186**	**12,103**	**14,707**
固定资产	8	527	563	572	553
无形资产	3	132	134	119	104
其他长期资产	467	1,043	1,622	1,622	1,622
长期资产总计	**477**	**1,702**	**2,319**	**2,313**	**2,279**
总资产	**3,031**	**16,297**	**16,621**	**18,498**	**21,034**
应付帐款	18	727	91	752	513
短期债务	309	441	418	418	418
其他流动负债	912	3,055	3,034	2,641	3,444
流动负债总计	**1,239**	**4,223**	**3,544**	**3,811**	**4,375**
长期借款	643	2,033	1,285	1,285	1,285
其他长期负债	0	1,589	2,041	2,041	2,041
股本	559	1,386	1,315	1,315	1,315
储备	466	5,880	7,240	8,903	10,939
股东权益	**1,025**	**7,267**	**8,554**	**10,217**	**12,253**
少数股东权益	123	1,238	1,196	1,143	1,079
总负债及权益	**3,031**	**16,297**	**16,621**	**18,498**	**21,034**
每股帐面价值 (人民币)	1.83	5.24	6.51	7.77	9.32
每股有形资产 (人民币)	1.83	5.15	6.40	7.68	9.24
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.26)	0.27	(1.48)	(1.96)	(3.65)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	385	1,356	1,726	2,137	2,617
折旧与摊销	5	186	125	153	181
净利息费用	45	1	19	(50)	(107)
运营资本变动	(27)	43	311	(950)	472
税金	(75)	(256)	(276)	(342)	(419)
其他经营现金流	(134)	(176)	1,716	(190)	(403)
经营活动产生的现金流	**198**	**1,155**	**3,621**	**759**	**2,341**
购买固定资产净值	(2)	(29)	164	147	147
投资减少/增加	(390)	(1,603)	(1,082)	150	150
其他投资现金流	(119)	(6,979)	(348)	(295)	(295)
投资活动产生的现金流	**(510)**	**(8,611)**	**(1,266)**	**3**	**3**
净增权益	(29)	(117)	(149)	(185)	(226)
净增债务	800	1,417	(630)	0	0
支付股息	29	117	149	185	226
其他融资现金流	123	6,745	(171)	(135)	(119)
融资活动产生的现金流	**923**	**8,162**	**(801)**	**(135)**	**(119)**
现金变动	611	706	1,554	627	2,225
期初现金	251	1,098	2,097	3,651	4,278
公司自由现金流	(312)	(7,456)	2,355	762	2,344
权益自由现金流	532	(6,037)	1,744	712	2,237

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	31.2	19.4	19.1	19.9	19.9
息税前利润率(%)	30.7	16.4	17.6	18.4	18.4
税前利润率(%)	34.1	22.0	20.9	21.4	21.3
净利率(%)	25.5	18.9	18.1	18.5	18.4
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.7	2.9	3.2	3.4
利息覆盖率(倍)	7.8	822.5	75.6	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	4.4	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	2.5	2.7	3.0	3.1
估值					
市盈率 (倍)	65.5	40.1	29.8	24.0	19.6
核心业务市盈率(倍)	62.7	39.3	29.3	23.8	19.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	74.9	49.9	37.0	29.8	24.0
市净率 (倍)	18.5	6.4	5.2	4.3	3.6
价格/现金流 (倍)	95.2	40.5	12.3	58.5	19.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	125.6	37.4	27.0	21.0	16.2
周转率					
存货周转天数	254.4	62.4	61.4	61.4	61.4
应收帐款周转天数	245.5	83.3	88.2	88.2	87.6
应付帐款周转天数	9.7	22.1	18.1	15.4	18.8
回报率					
股息支付率(%)	10.1	10.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率 (%)	32.4	28.1	18.9	19.7	20.1
资产收益率 (%)	11.5	8.7	7.4	8.8	9.6
已运用资本收益率(%)	4.4	4.5	3.3	3.8	4.0

资料来源：公司数据及中银证券预测

金科文化

拥抱“汤姆猫”，做互联网文化产业先锋军

金科文化成立于 2007 年，原主营业务为从事氧系漂白助剂 SPC 的研发、生产和销售，并与 2015 年 5 月在深交所上市。公司自上市初期即提出移动互联网转型，看准移动互联网产业的红利时代通过并购杭州哲信切入移动互联网文化内容制作、分发与运营领域；看好幼儿教育领域，与“汤姆猫”这个世界级 IP 联姻开启全面文化产业发展布局。我们给予其买入的首次评级，目标价格 22.00 元，

买入　**97%↑**

目标价格：人民币 22.00

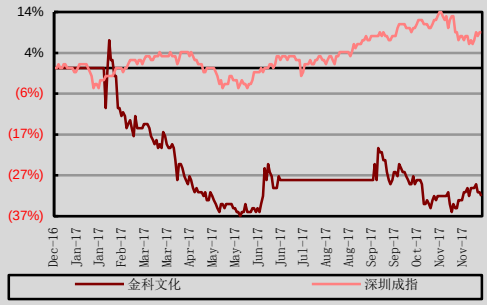
300459.CH

价格：人民币 11.13

目标价格基础：23 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(31.5)	1.0	(5.4)	(31.5)
相对深证成指	(39.8)	5.1	(5.8)	(40.1)

发行股数(百万)	1.581
流通股(%)	33
流通股市值(人民币 百万)	6.104
3 个月日均交易额(人民币 百万)	120
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
王健	18

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

支撑评级的要点

- **公司原有化工业务保持稳定发展。**自 2014 年以来，公司原有化工业务始终保持稳健发展态势，作为国内 SPC 产品龙头企业，出口总量常年位居行业第一，已纳入各大国际日化品厂商采购体系，是公司稳定的现金流来源之一，为公司文娱产业发展提供良好现金流支持。
- **收购杭州哲信，建立泛娱乐大数据平台。**2014 年以来，国内移动游戏行业已连续三年保持 80%的市场增速，未来三年仍将保持 20%以上的市场增长率，广阔的市场空间给了中小游戏厂商发展机会。哲信作为移动游戏发行商，在产业链中担任承上启下作用，为中小游戏厂商对接流量资源，有着较强的议价能力。同时公司通过哲信数据平台储备 IP 版权，为泛娱乐转型奠定基础。
- **拥抱“汤姆猫”，提升互联网数字文化内容制作。**公司此次与 Outfit7 的重大资产重组将极大提升公司在移动互联网数字文化领域的内容制作能力。Outfit7 主打的“汤姆猫”系列应用产品在全球拥有超过 3 亿的月活跃用户，累计下载量超过 60 亿次。“汤姆猫”系列作为儿童早教类移动应用，无论在儿童早教领域或是移动互联网广告领域都极具发展潜力。公司将通过与 Outfit7 的合作，将聚焦优质 IP 资源，打通线上线下运营模式，形成移动应用开发与运营、大数据流量变现、儿童教育、衍生品开发、汤姆猫智慧乐园建设等 IP 资源的全方位商业变现。

评级面临的主要风险

- 重组标的业绩不达预期，文化产业政策出现重大变更

估值

- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.22、0.48 和 0.57 元，对应当前市盈率约为 58、26 和 22 倍，给予首次**买入**评级，目标价格 22.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	506	895	1,283	2,581	3,090
变动(%)	6	77	43	101	20
净利润(人民币 百万)	48	205	343	937	1,128
全面摊薄每股收益(人民币)	0.183	0.130	0.217	0.476	0.573
变动(%)	(59.8)	(29.1)	67.4	119.2	20.4
全面摊薄市盈率(倍)	64.2	90.6	54.1	24.7	20.5
价格/每股现金流量(倍)	24.3	55.0	39.3	32.1	12.1
每股现金流量(人民币)	0.48	0.21	0.30	0.37	0.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	190.9	61.0	39.8	12.3	9.2
每股股息(人民币)	0.080	0.030	0.022	0.048	0.057
股息率(%)	0.7	0.3	0.2	0.4	0.5

资料来源：公司数据及中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**506**	**895**	**1,283**	**2,581**	**3,090**
销售成本	(383)	(526)	(717)	(859)	(1,012)
经营费用	(27)	(84)	(125)	(260)	(316)
息税折旧前利润	**96**	**284**	**441**	**1,462**	**1,761**
折旧及摊销	(35)	(46)	(75)	(89)	(101)
经营利润 (息税前利润)	**61**	**238**	**366**	**1,373**	**1,659**
净利息收入/(费用)	3	12	3	(3)	1
其他收益/(损失)	2	3	53	53	53
税前利润	**65**	**252**	**422**	**1,423**	**1,714**
所得税	(10)	(33)	(55)	(186)	(224)
少数股东权益	(7)	(14)	(24)	(301)	(362)
净利润	**48**	**205**	**343**	**937**	**1,128**
核心净利润	**49**	**206**	**344**	**937**	**1,128**
每股收益 (人民币)	0.183	0.130	0.217	0.476	0.573
核心每股收益 (人民币)	0.184	0.130	0.217	0.476	0.573
每股股息 (人民币)	0.080	0.030	0.022	0.048	0.057
收入增长(%)	6	77	43	101	20
息税前利润增长(%)	14	290	54	275	21
息税折旧前利润增长(%)	8	194	55	231	20
每股收益增长(%)	(60)	(29)	67	119	20
核心每股收益增长(%)	(60)	(29)	67	119	20

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	200	1,289	1,143	780	2,555
应收帐款	103	304	352	895	652
库存	61	59	62	82	88
其他流动资产	5	5	10	8	13
流动资产总计	**369**	**1,657**	**1,568**	**1,765**	**3,307**
固定资产	281	379	396	398	388
无形资产	64	179	192	171	150
其他长期资产	30	259	628	1,027	1,027
长期资产总计	**375**	**817**	**1,216**	**1,596**	**1,565**
总资产	**877**	**5,362**	**5,963**	**10,339**	**11,847**
应付帐款	61	139	170	198	231
短期债务	10	0	123	123	123
其他流动负债	148	139	253	223	320
流动负债总计	**219**	**278**	**545**	**544**	**674**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	75	102	102	102
股本	265	1,581	1,581	1,969	1,969
储备	359	3,337	3,663	7,352	8,367
股东权益	**624**	**4,918**	**5,244**	**9,321**	**10,336**
少数股东权益	26	48	72	372	734
总负债及权益	**877**	**5,362**	**5,963**	**10,339**	**11,847**
每股帐面价值 (人民币)	2.36	3.11	3.32	4.73	5.25
每股有形资产 (人民币)	2.12	3.00	3.19	4.65	5.17
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.69)	(0.81)	(0.64)	(0.33)	(1.23)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	65	252	422	1,423	1,714
折旧与摊销	35	46	75	89	101
净利息费用	(3)	(12)	(3)	3	(1)
运营资本变动	22	65	96	(543)	370
税金	(3)	(19)	(55)	(186)	(224)
其他经营现金流	11	5	(61)	(66)	(53)
经营活动产生的现金流	**128**	**338**	**473**	**720**	**1,908**
购买固定资产净值	13	115	105	70	70
投资减少/增加	(144)	(2,470)	(566)	(4,152)	50
其他投资现金流	(26)	1,077	(227)	(140)	(140)
投资活动产生的现金流	**(158)**	**(1,278)**	**(688)**	**(4,222)**	**(20)**
净增权益	(21)	(47)	(34)	(94)	(113)
净增债务	(164)	(10)	123	0	0
支付股息	21	47	34	94	113
其他融资现金流	212	2,014	(55)	3,137	(112)
融资活动产生的现金流	**48**	**2,004**	**68**	**3,137**	**(112)**
现金变动	18	1,064	(147)	(364)	1,775
期初现金	171	193	1,285	1,138	775
公司自由现金流	(29)	(941)	(215)	(3,501)	1,888
权益自由现金流	(196)	(963)	(95)	(3,499)	1,886

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	19.0	31.7	34.4	56.6	57.0
息税前利润率(%)	12.0	26.6	28.6	53.2	53.7
税前利润率(%)	12.9	28.2	32.9	55.1	55.5
净利率(%)	9.6	22.9	26.8	36.3	36.5
流动性					
流动比率(倍)	1.7	6.0	2.9	3.2	4.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	530.9	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	5.8	2.8	3.1	4.8
估值					
市盈率 (倍)	64.2	90.6	54.1	24.7	20.5
核心业务市盈率(倍)	63.9	90.4	54.1	24.7	20.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	120	169	101	46.2	38.4
市净率 (倍)	5.0	3.8	3.5	2.5	2.2
价格/现金流 (倍)	24.3	55.0	39.3	32.1	12.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	190.9	61.0	39.8	12.3	9.2
周转率					
存货周转天数	57.4	41.6	30.9	30.6	30.6
应收帐款周转天数	72.4	83.1	93.4	88.2	91.4
应付帐款周转天数	42.7	40.8	43.9	26.0	25.4
回报率					
股息支付率(%)	43.7	23.1	10.0	10.0	10.0
净资产收益率 (%)	9.4	7.4	6.8	12.9	11.5
资产收益率 (%)	6.7	6.6	5.6	14.6	13.0
已运用资本收益率(%)	2.1	1.8	1.6	3.1	2.7

资料来源：公司数据及中银证券预测



谨慎买入 **14%⬆**

目标价格：人民币 16.00

002027.CH

价格：人民币 14.08

目标价格基础：26.5 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

分众传媒

高护城河及广阔潜在发展空间成就生活圈媒体巨头

分众传媒成立于 2003 年，是国内最大的户外广告媒体提供商，拥有楼宇电视、楼宇海报、影院广告、卖场广告等业务。公司于 2005 年 7 月在美国纳斯达克上市（股票代码 FMCN），2006 年公司通过收购聚众传媒和框架传媒确立起电梯媒体领域绝对垄断地位。公司于 2013 年 5 月完成私有化退市，并于 2015 年 12 月借壳七喜控股在 A 股上市，是国内市值最大的文化传媒类上市公司。目标价 16 元，建议*谨慎买入*。

支撑评级的要点

- **公司在楼宇广告领域拥有绝对的垄断地位。**公司的楼宇媒体业务在国内拥有绝对垄断地位，已形成了覆盖全国 290 多个城市的生活圈媒体网络，其中框架媒体业务市场份额超过 70%，楼宇视频媒体业务市场份额超过 95%；自营楼宇屏幕媒体约 22.5 万台，自营框架媒体约 114.5 万个，影院媒体签约影院超过 1610 家，银幕超 10600 块。
- **广告媒介市场结构性变化加剧，楼宇广告收益显著。**2015 年以来，随着互联网不断发展，广告媒介领域正在发生结构性变化，传统广告平台市场份额在互联网营销的挤压下不断收缩，公司所处的楼宇及影院广告市场由于其天然的位置优势，是近年来少数刊例花费增长接近 20%的细分媒介领域。此外，公司作为行业的领导者，拥有强大的市场定价和议价能力，能有效把握行业市场的主导权。未来随着广告市场的整体回暖，公司所处领域市场增速有望进一步提升。
- **持续外延并购投资，扩大媒体生活圈生态建设。**2016 年以来，公司通过外延参股投资，扩大生活圈媒体生态建设。投资数禾科技，进军城市白领金融理财领域；发起体育产业基金，先后投资咕咚 APP 和 WME|IMG 公司；出资 3 亿元投资英雄体育，试水电子竞技产业；成立超 30 亿产业基金，加快生态圈扩建。

评级面临的主要风险

- 营销行业结构发生变化，产业政策变更

估值

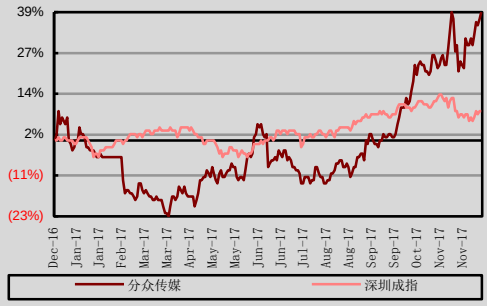
- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.45、0.53 和 0.61 元，对应当前市盈率约为 30、26 和 23 倍，给予公司***谨慎买入***评级，目标价格 16 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	8,627	10,213	12,089	14,137	16,185
变动(%)	2,075	18	18	17	14
净利润(人民币 百万)	3,389	4,451	5,522	6,504	7,401
全面摊薄每股收益(人民币)	0.227	0.364	0.451	0.532	0.605
变动(%)	41369	60.4	23.9	17.8	13.8
全面摊薄市盈率(倍)	62.0	38.7	30.4	25.8	22.7
价格/每股现金流量(倍)	46.9	36.1	29.7	43.2	27.5
每股现金流量(人民币)	0.30	0.39	0.46	0.32	0.50
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.0	38.3	29.0	23.2	19.8
每股股息(人民币)	0	0.25	0.226	0.266	0.303
股息率(%)	0	1.7	1.6	1.9	2.2

资料来源：公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	39.7	10.8	41.2	39.3
相对深证成指	31.5	14.9	40.8	30.7

发行股数(百万)	12,232
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	79,628
3 个月日均交易额(人民币 百万)	595
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
Media Management Hong Kong Limited	23

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**8,627**	**10,213**	**12,089**	**14,137**	**16,185**
销售成本	(2,850)	(3,378)	(4,004)	(4,651)	(5,283)
经营费用	(2,273)	(2,549)	(2,989)	(3,211)	(3,774)
息税折旧前利润	**3,505**	**4,286**	**5,097**	**6,275**	**7,127**
折旧及摊销	(136)	(126)	(163)	(149)	(36)
经营利润(息税前利润)	**3,369**	**4,160**	**4,934**	**6,126**	**7,091**
净利息收入/(费用)	129	142	451	820	948
其他收益/(损失)	470	1,014	1,350	986	986
税前利润	**3,968**	**5,316**	**6,734**	**7,932**	**9,025**
所得税	(582)	(868)	(1,212)	(1,428)	(1,625)
少数股东权益	3	3	0	0	0
净利润	**3,389**	**4,451**	**5,522**	**6,504**	**7,401**
核心净利润	**3,458**	**4,617**	**5,520**	**6,502**	**7,398**
每股收益 (人民币)	0.227	0.364	0.451	0.532	0.605
核心每股收益 (人民币)	0.227	0.364	0.451	0.532	0.605
每股股息 (人民币)	0.283	0.377	0.226	0.266	0.303
收入增长(%)	2,075	18	18	17	14
息税前利润增长(%)	(1,329,4	23	19	24	16
息税折旧前利润增长(%)	39,791	22	19	23	14
每股收益增长(%)	49,350	24	(97)	18	14
核心每股收益增长(%)	50,246	26	(97)	18	14

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3,380	6,811	20,831	23,180	27,426
应收帐款	7,146	2,351	8,350	4,500	9,995
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	604	710	501	904	843
流动资产总计	**11,130**	**9,872**	**29,682**	**28,584**	**38,264**
固定资产	310	269	238	202	273
无形资产	0	0	32	19	13
其他长期资产	490	531	619	619	619
长期资产总计	**800**	**801**	**889**	**841**	**904**
总资产	**12,502**	**12,129**	**32,406**	**31,259**	**41,001**
应付帐款	235	169	308	271	366
短期债务	0	652	0	0	0
其他流动负债	7,487	3,083	9,059	4,697	10,643
流动负债总计	**7,722**	**3,904**	**9,368**	**4,968**	**11,009**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	43	71	80	80	80
股本	314	334	12,232	12,232	12,232
储备	4,284	7,614	10,565	13,817	17,517
股东权益	**4,599**	**7,948**	**22,796**	**26,048**	**29,749**
少数股东权益	137	163	163	163	163
总负债及权益	**12,502**	**12,129**	**32,406**	**31,259**	**41,001**
每股帐面价值 (人民币)	14.63	23.82	1.86	2.13	2.43
每股有形资产 (人民币)	14.63	23.82	1.86	2.13	2.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(10.10)	(11.37)	(1.63)	(1.82)	(2.17)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	3,968	5,316	6,734	7,932	9,025
折旧与摊销	136	126	163	149	36
净利息费用	(129)	(142)	(451)	(820)	(948)
运营资本变动	(1,126)	21	332	(953)	608
税金	(586)	(872)	(1,212)	(1,428)	(1,625)
其他经营现金流	367	351	84	(999)	(999)
经营活动产生的现金流	**2,630**	**4,800**	**5,650**	**3,881**	**6,098**
购买固定资产净值	(21)	0	164	100	100
投资减少/增加	(165)	9	1,085	1,000	1,000
其他投资现金流	(435)	(2,914)	(517)	(200)	(200)
投资活动产生的现金流	**(621)**	**(2,905)**	**731**	**900**	**900**
净增权益	(1,092)	(3,565)	(2,761)	(3,252)	(3,700)
净增债务	(20)	652	(652)	0	0
支付股息	1,092	3,565	2,761	3,252	3,700
其他融资现金流	(440)	(1,165)	9,728	(2,432)	(2,752)
融资活动产生的现金流	**(460)**	**(513)**	**9,076**	**(2,432)**	**(2,752)**
现金变动	1,549	1,382	15,457	2,349	4,246
期初现金	58	3,176	4,445	19,903	22,252
公司自由现金流	2,009	1,895	6,382	4,781	6,998
权益自由现金流	1,860	2,405	5,279	3,961	6,050

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	40.6	42.0	42.2	44.4	44.0
息税前利润率(%)	39.0	40.7	40.8	43.3	43.8
税前利润率(%)	46.0	52.1	55.7	56.1	55.8
净利率(%)	39.3	43.6	45.7	46.0	45.7
流动性					
流动比率(倍)	1.4	2.5	3.2	5.8	3.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	2.5	3.2	5.8	3.5
估值					
市盈率 (倍)	62.0	38.7	30.4	25.8	22.7
核心业务市盈率(倍)	62.0	38.7	30.4	25.8	22.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	70.5	43.9	35.5	30.1	26.4
市净率 (倍)	0.9	0.6	7.4	6.4	5.6
价格/现金流 (倍)	1.6	1.0	29.7	43.2	27.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.0	38.3	29.0	23.2	19.8
周转率					
存货周转天数	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	152.0	169.7	161.6	165.9	163.4
应付帐款周转天数	6.2	7.2	7.2	7.5	7.2
回报率					
股息支付率(%)	32.2	80.1	50.0	50.0	50.0
净资产收益率 (%)	133.1	71.0	35.9	26.6	26.5
资产收益率 (%)	43.9	28.3	18.2	15.8	16.1
已运用资本收益率(%)	32.3	16.5	8.7	6.6	6.6

资料来源：公司数据及中银证券预测

三七互娱

页游转型手游，爆款作品彰显研运能力

三七互娱成立于 2011 年，原主营业务为页游发行运营，公司页游平台 37 玩是国内仅次于腾讯的网页游戏发行平台。公司于 2013 年成立 37 手游，布局移动游戏研发运营；2014 年，荣顺股份收购公司 60%股权，并于 2015 年收购剩余 40%股权实现公司游戏资产整体上市。公司 2016 年自研手游《永恒纪元》大获成功，彰显公司卓越研运能力。目标价 26 元，建议买入。

买入 **26%↑**

目标价格：人民币 26.00

002555.CH

价格：人民币 20.54

目标价格基础：21 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	30.4	(3.4)	(4.3)	30.5
相对深证成指	22.2	0.7	(4.7)	21.9

发行股数(百万)	2,148
流通股(%)	29
流通股市值(人民币 百万)	13,479
3 个月日均交易额(人民币 百万)	187
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
李卫伟	19

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

支撑评级的要点

- **国内移动游戏市场整体增长迅猛。**2014 年至 2016 年，国内移动游戏市场始终保持着超过 80%的增长速度，未来三年仍将保持 20%左右的增速，随着游戏行业市场份额的不断集中，大中型游戏厂商市场份额将持续提升。此外，网页游戏虽然市场份额缩小，但大型页游发行平台依靠原有用户流量及先发优势，仍将保持较高市场份额。
- **网页游戏平台地位稳固，移动游戏流水持续增长。**公司是国内仅次于腾讯的网页游戏运营平台，2017 年上半年累计开服数超 1.3 万组，代表作品《传奇霸业》、《大天使之剑》等稳居开服榜 TOP10；移动游戏方面，公司畅销手游《永恒纪元》上线一周年以来流水持续稳定，国内最高月流水超 2.8 亿元。
- **经典 IP 多平台运营是公司独特研运模式。**公司善于将经典游戏 IP 在多平台进行商业变现，公司页游产品《大天使之剑》、《传奇霸业》等将登陆手游平台，而公司也将在页游平台推出《永恒纪元页游》、《奇迹 MU 页游》、《天堂 2 页游》等产品，预计将产生比肩《永恒纪元》的长周期精品游戏。
- **持续收购增加公司研运能力。**公司已经完成对极光网络、上海墨鹍、智铭网络的整体收购，游戏研发运营能力及盈利能力进一步增强；此外公司已储备如《楚乔传》、《择天记》、《拳皇》等大量经典游戏、影视 IP 的改编权，公司将基于经典 IP 战略打造泛娱乐战略体系。

评级面临的主要风险

- 并购标的业绩不达预期，文化产业政策出现重大变更

估值

- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.79、1.00 和 1.23 元，对应当前市盈率约为 28、22 和 18 倍，维持公司**买入**评级，目标价格 26.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	4,657	5,248	7,322	9,264	11,021
变动(%)	678	13	40	27	19
净利润(人民币 百万)	506	1,070	1,686	2,157	2,651
全面摊薄每股收益(人民币)	0.485	0.513	0.785	1.004	1.234
变动(%)	312.7	5.7	52.9	27.9	22.9
全面摊薄市盈率(倍)	44.6	42.1	27.6	21.5	17.5
价格/每股现金流量(倍)	20.9	42.9	35.0	19.5	14.0
每股现金流量(人民币)	1.04	0.50	0.62	1.11	1.55
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.5	39.1	23.2	15.4	12.2
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.157	0.201	0.247
股息率(%)	0.5	0.5	0.7	0.9	1.1

资料来源：公司数据及中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**4,657**	**5,248**	**7,322**	**9,264**	**11,021**
销售成本	(1,938)	(1,971)	(2,414)	(2,858)	(3,305)
经营费用	(1,854)	(2,101)	(2,937)	(3,547)	(4,343)
息税折旧前利润	**865**	**1,176**	**1,972**	**2,858**	**3,374**
折旧及摊销	(75)	(71)	(66)	(66)	(66)
经营利润 (息税前利润)	**790**	**1,105**	**1,906**	**2,792**	**3,308**
净利息收入/(费用)	14	5	(127)	(198)	(120)
其他收益/(损失)	129	209	249	0	0
税前利润	**933**	**1,319**	**2,028**	**2,594**	**3,188**
所得税	(11)	(102)	(112)	(143)	(175)
少数股东权益	(416)	(147)	(230)	(294)	(362)
净利润	**506**	**1,070**	**1,686**	**2,157**	**2,651**
核心净利润	**508**	**1,082**	**1,687**	**2,157**	**2,651**
每股收益 (人民币)	0.485	0.513	0.785	1.004	1.234
核心每股收益 (人民币)	0.487	0.519	0.785	1.004	1.234
每股股息 (人民币)	0.100	0.100	0.157	0.201	0.247
收入增长(%)	678	13	40	27	19
息税前利润增长(%)	1,525	40	73	46	18
息税折旧前利润增长(%)	816	36	68	45	18
每股收益增长(%)	313	6	53	28	23
核心每股收益增长(%)	313	7	51	28	23

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,242	1,054	4,613	5,778	6,833
应收帐款	592	1,033	997	1,587	1,478
库存	68	71	165	115	208
其他流动资产	220	292	325	405	439
流动资产总计	**2,121**	**2,451**	**6,100**	**7,884**	**8,957**
固定资产	312	303	242	182	121
无形资产	60	53	47	42	37
其他长期资产	174	1,114	1,587	1,587	1,587
长期资产总计	**546**	**1,469**	**1,876**	**1,811**	**1,745**
总资产	**4,623**	**6,386**	**11,688**	**13,406**	**14,413**
应付帐款	607	718	1,011	1,031	1,333
短期债务	31	373	3,610	3,025	1,401
其他流动负债	268	533	424	688	535
流动负债总计	**906**	**1,624**	**5,045**	**4,744**	**3,269**
长期借款	0	24	0	0	0
其他长期负债	6	9	0	0	0
股本	1,042	2,085	2,148	2,148	2,148
储备	2,517	2,442	4,059	5,785	7,906
股东权益	**3,559**	**4,526**	**6,207**	**7,933**	**10,054**
少数股东权益	148	205	435	730	1,091
总负债及权益	**4,623**	**6,386**	**11,688**	**13,406**	**14,413**
每股帐面价值 (人民币)	3.41	2.17	2.89	3.69	4.68
每股有形资产 (人民币)	3.36	2.15	2.87	3.67	4.66
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.03)	(0.21)	(0.36)	(1.18)	(2.43)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	933	1,319	2,028	2,594	3,188
折旧与摊销	75	71	66	66	66
净利息费用	(14)	(5)	127	198	120
运营资本变动	5	(326)	147	(386)	225
税金	405	44	(112)	(143)	(175)
其他经营现金流	(322)	(51)	(928)	50	(94)
经营活动产生的现金流	**1,081**	**1,052**	**1,328**	**2,379**	**3,329**
购买固定资产净值	(46)	(7)	0	0	0
投资减少/增加	(148)	(562)	(702)	0	0
其他投资现金流	(3,056)	(949)	(135)	0	0
投资活动产生的现金流	**(3,250)**	**(1,518)**	**(837)**	**0**	**0**
净增权益	(104)	(208)	(337)	(431)	(530)
净增债务	26	341	3,237	(585)	(1,625)
支付股息	104	208	337	431	530
其他融资现金流	2,653	(173)	(154)	(630)	(650)
融资活动产生的现金流	**2,679**	**169**	**3,083**	**(1,215)**	**(2,275)**
现金变动	511	(297)	3,574	1,165	1,054
期初现金	596	1,110	819	4,393	5,558
公司自由现金流	(2,168)	(466)	491	2,379	3,329
权益自由现金流	(2,156)	(130)	3,856	1,993	1,825

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	18.6	22.4	26.9	30.9	30.6
息税前利润率(%)	17.0	21.1	26.0	30.1	30.0
税前利润率(%)	20.0	25.1	27.7	28.0	28.9
净利率(%)	10.9	20.4	23.0	23.3	24.1
流动性					
流动比率(倍)	2.3	1.5	1.2	1.7	2.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	15.0	14.1	27.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.3	1.5	1.2	1.6	2.7
估值					
市盈率 (倍)	44.6	42.1	27.6	21.5	17.5
核心业务市盈率(倍)	44.4	41.7	27.5	21.5	17.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	53.6	50.7	33.1	26.0	21.1
市净率 (倍)	6.3	10.0	7.5	5.9	4.6
价格/现金流 (倍)	20.9	42.9	35.0	19.5	14.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.5	39.1	23.2	15.4	12.2
周转率					
存货周转天数	11.9	12.9	17.9	17.8	17.8
应收帐款周转天数	35.5	56.5	50.6	50.9	50.7
应付帐款周转天数	38.4	46.1	43.1	40.2	39.1
回报率					
股息支付率(%)	20.6	19.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率 (%)	16.3	26.5	31.4	30.5	29.5
资产收益率 (%)	19.4	18.5	19.9	21.0	22.5
已运用资本收益率(%)	3.8	6.0	5.5	4.9	5.5

资料来源：公司数据及中银证券预测

恺英网络

谨慎买入 **18%⬆**

目标价格：人民币 31.00

002517.CH

价格：人民币 26.93

目标价格基础：25 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	60.2	16.1	43.5	65.9
相对深证成指	52.0	20.2	43.2	57.3

发行股数(百万)	1,435
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	15,700
3 个月日均交易额(人民币 百万)	350
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
王悦	21

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

把握经典 IP，页、手游皆出爆款

恺英网络成立于 2008 年，是国内领先的在线社交游戏研发商；2011 年，公司开始拓展页游布局，推出蜀山传奇等精品网页游戏，并推出自有页游平台 XY 游戏进入页游运营领域；2014 年公司转向手游研发，推出包括《全民奇迹》等热门手游；2015 年公司借壳泰亚股份上市（代码：002517.CH）。目标价 31 元，建议*谨慎买入*。

支撑评级的要点

- **精品游戏频出彰显公司强大研运能力。**公司拥有成熟的产品数据推算模型和对市场的预判能力，善于通过精细化运营进行长周期精品产品打造。网页游戏方面，公司独家代理的《蓝月传奇》已持续一年以上占据开服数榜首，月流水最高突破 2 亿元人民币，是市场上最成功的网页游戏产品之一；移动游戏方面，公司主力手游《全民奇迹》表现持续良好，上线至今累计流水收入超过 70 亿元人民币，是全球为数不多的 10 亿美金手游之一。
- **公司拥有大量经典游戏 IP 改编授权。**成熟端游 IP 及热门动漫 IP 的手游及页游端改编始终是移动游戏研发的主流趋势，IP 改编相对原创游戏拥有先天优势，成为爆款可能性更强。公司拥有多个经典游戏 IP，包括“奇迹 MU”、“传奇世界”、“热血系列”、“战舰世界”等，同时多款新兴力作正在火热开发中。
- **精品内容代理帮助公司游戏平台持续扩张。**公司 XY 网游游戏平台自上线以来已推出近百款精品网页游戏，公司独家代理的《蓝月传奇》、《传奇盛世》等多款精品网页游戏在公司页游平台发行后，反响热烈，为公司平台持续导流，平台累计活跃人数超过 1 亿人次，累计充值额超 17 亿元；公司 XY 苹果助手作为移动游戏应用分发平台，累计活跃用户数接近 2 亿人次，累计充值额突破 10 亿元。
- **外延扩展构建科技金融平台。**公司自 2017 年开始，先后投资上海暖水、上海合勋车融资产，并投资设立恺英互联网小额贷款公司，逐步搭建出拥有“获取流量+增加账户数量+累积场景相关数据”三大核心资产体系的科技金融平台。

评级面临的主要风险

- 并购标的业绩不及预期，游戏产业政策发生重大变更。

估值

- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 1.23、1.26 和 1.57 元，对应当前市盈率约为 22、21 和 17 倍，给予公司*谨慎买入*评级，目标价格 31 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,339	2,720	4,403	5,387	6,629
变动(%)	598	16	62	22	23
净利润(人民币 百万)	655	682	1,761	1,811	2,252
全面摊薄每股收益(人民币)	0.456	0.475	1.227	1.262	1.570
变动(%)	-	4.17	158	2.8	24.4
全面摊薄市盈率(倍)	59.1	56.7	21.9	21.3	17.2
价格/每股现金流量(倍)	3.44	8.83	39.9	19.2	21.3
每股现金流量(人民币)	7.68	2.99	0.68	1.40	1.26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	65.2	63.6	27.6	18.7	14.6
每股股息(人民币)	0.000	0.422	0.123	0.126	0.157
股息率(%)	0.	1.6	0.5	0.5	0.6

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**2,339**	**2,720**	**4,403**	**5,387**	**6,629**
销售成本	(985)	(1,073)	(1,655)	(1,930)	(2,358)
经营费用	(765)	(1,074)	(1,416)	(1,595)	(2,000)
息税折旧前利润	**590**	**573**	**1,333**	**1,861**	**2,271**
折旧及摊销	(10)	(12)	(10)	(11)	(5)
经营利润 (息税前利润)	**579**	**561**	**1,323**	**1,851**	**2,265**
净利息收入/(费用)	2	19	7	17	57
其他收益/(损失)	77	106	492	0	0
税前利润	**658**	**686**	**1,821**	**1,867**	**2,322**
所得税	(5)	(10)	(60)	(56)	(70)
少数股东权益	2	6	0	0	0
净利润	**655**	**682**	**1,761**	**1,811**	**2,252**
核心净利润	**655**	**682**	**1,761**	**1,811**	**2,252**
每股收益 (人民币)	0.456	0.475	1.227	1.262	1.570
核心每股收益 (人民币)	0.456	0.475	1.227	1.262	1.570
每股股息 (人民币)	0.000	0.422	0.123	0.126	0.157
收入增长(%)	598	16	62	22	23
息税前利润增长(%)	(1,474)	(3)	136	40	22
息税折旧前利润增长(%)	(3,402)	(3)	133	40	22
每股收益增长(%)	-	4.2	158	3	24
核心每股收益增长(%)	-	4.2	158	3	24

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	672	2,580	2,992	4,115	5,756
应收帐款	404	650	1,454	1,120	2,048
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	20	59	68	79	101
流动资产总计	**1,096**	**3,288**	**4,514**	**5,313**	**7,905**
固定资产	19	18	10	2	0
无形资产	31	10	11	11	11
其他长期资产	90	353	174	174	174
长期资产总计	**140**	**381**	**195**	**188**	**185**
总资产	**1,355**	**4,059**	**7,366**	**8,153**	**10,742**
应付帐款	338	378	713	555	993
短期债务	0	0	723	0	0
其他流动负债	249	293	378	416	539
流动负债总计	**587**	**671**	**1,813**	**971**	**1,532**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	39	80	1,435	1,435	1,435
储备	737	3,265	4,122	5,752	7,779
股东权益	**777**	**3,345**	**5,557**	**7,187**	**9,214**
少数股东权益	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
总负债及权益	**1,355**	**4,059**	**7,366**	**8,153**	**10,742**
每股帐面价值 (人民币)	19.67	41.72	3.87	5.01	6.42
每股有形资产 (人民币)	18.89	41.59	3.86	5.00	6.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.91)	(27.15)	(1.34)	(2.62)	(3.77)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	658	686	1,821	1,867	2,322
折旧与摊销	10	12	10	11	5
净利息费用	(2)	(19)	(7)	(17)	(57)
运营资本变动	1	(148)	(454)	154	(478)
税金	(7)	(16)	(60)	(56)	(70)
其他经营现金流	(17)	(7)	(342)	53	90
经营活动产生的现金流	**643**	**508**	**970**	**2,013**	**1,813**
购买固定资产净值	(61)	(21)	3	3	3
投资减少/增加	(15)	(186)	(1,398)	0	0
其他投资现金流	(449)	(207)	(256)	(6)	(6)
投资活动产生的现金流	**(525)**	**(413)**	**(1,651)**	**(3)**	**(3)**
净增权益	0	(72)	(176)	(181)	(225)
净增债务	(78)	0	723	(723)	0
支付股息	0	72	176	181	225
其他融资现金流	105	1,892	424	(165)	(168)
融资活动产生的现金流	**27**	**1,892**	**1,146**	**(887)**	**(168)**
现金变动	146	1,988	465	1,123	1,641
期初现金	45	194	2,177	2,642	3,765
公司自由现金流	119	95	(681)	2,010	1,810
权益自由现金流	39	77	35	1,271	1,753

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	25.2	21.1	30.3	34.6	34.3
息税前利润率(%)	24.8	20.6	30.0	34.4	34.2
税前利润率(%)	28.1	25.2	41.4	34.7	35.0
净利率(%)	28.0	25.1	40.0	33.6	34.0
流动性					
流动比率(倍)	1.9	4.9	2.5	5.5	5.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	4.9	2.5	5.5	5.2
估值					
市盈率 (倍)	59.1	56.7	21.9	21.3	17.2
核心业务市盈率(倍)	59.1	56.7	21.9	21.3	17.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	67.9	65.3	25.3	24.6	19.7
市净率 (倍)	1.4	0.6	7.0	5.4	4.2
价格/现金流 (倍)	3.44	8.83	39.9	19.2	21.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	65.2	63.6	27.6	18.7	14.6
周转率					
存货周转天数	22.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	42.8	70.7	87.2	87.2	87.2
应付帐款周转天数	34.4	48.1	45.2	42.9	42.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	10.5	10.0	10.0	10.0
净资产收益率 (%)	95.1	33.1	39.6	28.4	27.5
资产收益率 (%)	52.7	20.4	22.4	23.1	23.3
已运用资本收益率(%)	22.5	8.3	9.2	6.7	6.9

资料来源：公司数据及中银证券预测



谨慎买入 **11%⬆**

目标价格：人民币 12.00

300133.CH

价格：人民币 10.84

目标价格基础：25 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

华策影视

乘互联网娱乐之风，SIP 战略铸就精品剧龙头地位

华策影视成立于 2005 年，自成立之初起便致力于电视剧内容制作及发行；公司于 2010 年在创业板上市（证券代码：300133.CH），是国内第一家以电视剧为主营业务的传媒上市公司。公司自 2008 年开始通过不断外延并购，全面覆盖院线、电影投资拍摄、艺人经纪、综艺娱乐等泛娱乐领域，通过并购克顿传媒奠定公司电视剧行业龙头地位。目标价 12 元，建议*谨慎买入*。

支撑评级的要点

- **全网剧时代，内容竞争将成为未来发展趋势。**近年来，中国视频付费用户呈现爆发式增长。截至 2016 年 12 月底，国内视频网站付费用户规模达到 7,500 万，较 2015 年的 2,200 万增长 241%，预计 2017 年将超过 1 亿。目前国内视频网站处于垄断竞争市场格局，各大视频网站都希望通过其产品和服务的差异化来引导用户付费，内容端的竞争给影视剧制作公司提供了广阔发展空间。此外，随着视频网站自制剧的加入竞争，电视剧成本和收入将进一步推高，头部剧的市场份额将更加集中，龙头企业市场地位进一步凸显。
- **SIP 战略夯实公司行业龙头地位。**2016 年以来，公司积极推进 SIP 战略，主打全网剧项目，推出了包括《亲爱的翻译官》、《解密》、《微微一笑很倾城》、《锦绣未央》等一系列现象级全网剧，在卫视端获得收视冠军的同时，在网络端的点击量超过百亿次。此外，公司加快国际化布局，多部影视剧登陆各大海外电视剧平台获得了良好的收视效果。
- **多渠道发展，加速跨界融合。**除电视剧制作外，公司积极布局多渠道业务，综艺方面，公司与各大卫视合作，开发了包括《跨界冰雪王》、《谁是大歌神》等精品综艺节目；院线方面，公司拥有超过 30 家参、控股影院；同时，公司与小米、华为、咪咕集团、爱奇艺等展开战略合作，开发新媒体渠道，为公司精品内容拓展发行空间。

评级面临的主要风险

- 文化产业政策发生变更

估值

- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.37、0.44 和 0.52 元，对应当前市盈率约为 35、18 和 19 倍，维持公司***谨慎买入***评级，目标价格 12.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,657	4,445	5,340	6,422	7,732
变动(%)	39	67	20	20	20
净利润(人民币 百万)	475	478	631	774	920
全面摊薄每股收益(人民币)	0.268	0.274	0.370	0.437	0.520
变动(%)	21.9	0.63	35.1	18.2	18.9
全面摊薄市盈率(倍)	40.4	39.6	28.8	24.4	20.5
价格/每股现金流量(倍)	(18.8)	(27.0)	(38.6)	346.0	(38.1)
每股现金流量(人民币)	(0.57)	(0.40)	(0.28)	0.03	(0.28)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.8	38.0	25.2	21.0	17.4
每股股息(人民币)	0.044	0.030	0.037	0.044	0.052
股息率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(6.7)	0.9	(11.7)	(9.6)
相对深证成指	(15.0)	4.9	(12.0)	(18.2)

发行股数(百万)	1,770
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	12,661
3 个月日均交易额(人民币 百万)	145
净负债比率(%)(2017E)	6
主要股东(%)	
傅梅城	26

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**2,657**	**4,445**	**5,340**	**6,422**	**7,732**
销售成本	(1,684)	(3,336)	(3,944)	(4,754)	(5,737)
经营费用	(452)	(599)	(629)	(759)	(916)
息税折旧前利润	**521**	**510**	**767**	**909**	**1,079**
折旧及摊销	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
经营利润(息税前利润)	**510**	**498**	**755**	**897**	**1,067**
净利息收入/(费用)	(50)	(63)	(88)	(91)	(91)
其他收益/(损失)	163	124	72	96	96
税前利润	**623**	**559**	**740**	**902**	**1,073**
所得税	(123)	(68)	(92)	(108)	(129)
少数股东权益	(24)	(12)	(17)	(20)	(24)
净利润	**475**	**478**	**631**	**774**	**920**
核心净利润	**504**	**490**	**637**	**780**	**926**
每股收益 (人民币)	0.269	0.274	0.370	0.437	0.520
核心每股收益 (人民币)	0.285	0.281	0.360	0.441	0.523
每股股息 (人民币)	0.027	0.030	0.037	0.044	0.052
收入增长(%)	39	67	20	20	20
息税前利润增长(%)	20	(2)	52	19	19
息税折旧前利润增长(%)	19	(2)	50	19	19
每股收益增长(%)	(28)	(37)	35	18	19
核心每股收益增长(%)	(27)	(39)	28	22	19

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2,273	1,593	2,011	2,390	2,848
应收帐款	2,044	3,092	4,399	4,610	6,236
库存	1,529	1,819	2,539	2,714	3,625
其他流动资产	285	513	468	714	712
流动资产总计	**6,131**	**7,016**	**9,417**	**10,428**	**13,422**
固定资产	43	38	37	31	20
无形资产	1	5	5	4	4
其他长期资产	356	881	707	707	707
长期资产总计	**401**	**925**	**749**	**742**	**731**
总资产	**8,153**	**10,384**	**12,664**	**13,657**	**16,629**
应付帐款	565	939	1,676	1,477	2,327
短期债务	640	845	1,127	1,296	1,479
其他流动负债	601	917	1,266	1,294	1,477
流动负债总计	**1,805**	**2,701**	**4,069**	**4,067**	**5,283**
长期借款	369	1,171	1,171	1,171	1,171
其他长期负债	18	4	4	4	4
股本	1,090	1,747	1,770	1,770	1,770
储备	4,926	4,715	5,504	6,480	8,211
股东权益	**6,016**	**6,461**	**7,274**	**8,250**	**9,981**
少数股东权益	52	129	146	166	189
总负债及权益	**8,153**	**10,384**	**12,664**	**13,657**	**16,629**
每股帐面价值 (人民币)	5.52	3.70	4.11	4.66	5.64
每股有形资产 (人民币)	5.52	3.70	4.11	4.66	5.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.13)	0.28	0.24	0.12	(0.03)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	623	559	740	902	1,073
折旧与摊销	12	12	12	12	12
净利息费用	50	63	88	91	91
运营资本变动	(657)	(1,039)	(380)	(629)	(591)
税金	(99)	(56)	(68)	(108)	(129)
其他经营现金流	(547)	(230)	(881)	(214)	(950)
经营活动产生的现金流	**(619)**	**(691)**	**(489)**	**55**	**(495)**
购买固定资产净值	(0)	4	10	5	0
投资减少/增加	17	(576)	221	50	50
其他投资现金流	(97)	(714)	(87)	(10)	0
投资活动产生的现金流	**(81)**	**(1,286)**	**143**	**45**	**50**
净增权益	(48)	(52)	(66)	(77)	(92)
净增债务	407	1,269	532	169	183
支付股息	48	52	66	77	92
其他融资现金流	1,919	(46)	153	111	720
融资活动产生的现金流	**2,326**	**1,223**	**685**	**279**	**903**
现金变动	1,625	(753)	339	379	458
期初现金	616	2,242	1,530	1,869	2,248
公司自由现金流	(700)	(1,976)	(346)	100	(445)
权益自由现金流	(243)	(645)	274	359	(171)

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	19.6	11.5	14.4	14.2	14.0
息税前利润率(%)	19.2	11.2	14.1	14.0	13.8
税前利润率(%)	23.4	12.6	13.8	14.0	13.9
净利率(%)	17.9	10.8	11.8	12.1	11.9
流动性					
流动比率(倍)	3.4	2.6	2.3	2.6	2.5
利息覆盖率(倍)	10.2	7.9	8.6	9.8	11.7
净权益负债率(%)	净现金	7.4	5.8	2.6	净现金
速动比率(倍)	2.5	1.9	1.7	1.9	1.9
估值					
市盈率 (倍)	40.4	39.6	28.8	24.4	20.5
核心业务市盈率(倍)	40.4	39.6	29.6	24.2	20.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	44.8	43.8	32.4	27.5	23.1
市净率 (倍)	1.9	2.9	2.6	2.3	1.9
价格/现金流 (倍)	(18.8)	(27.0)	(38.6)	346.0	(38.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.8	38.0	25.2	21.0	17.4
周转率					
存货周转天数	273.2	183.1	201.7	201.7	201.7
应收帐款周转天数	227.7	210.9	256.0	256.0	256.0
应付帐款周转天数	64.7	61.8	89.4	89.6	89.8
回报率					
股息支付率(%)	10.1	11.0	10.4	10.0	10.0
净资产收益率 (%)	10.0	7.7	9.2	10.0	10.1
资产收益率 (%)	6.2	4.7	5.7	6.0	6.2
已运用资本收益率(%)	2.1	1.5	1.8	1.9	1.9

资料来源：公司数据及中银证券预测



买入 **23%↑**

目标价格：人民币 60.00

300571.CH

价格：人民币 48.96

目标价格基础：54 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

平治信息

乘移动阅读东风，差异化经营获广阔发展空间

平治信息成立于 2002 年，2006 年开始，公司与中国联通玄门合作，提供在线教育、影视等服务；2012 年，公司与中国联通、中国电信分别签订协议，开发线上移动阅读支持框架系统；2015 年，公司开展自有阅读平台业务；2016 年底公司在创业板上市。目标价 60 元，建议买入。

支撑评级的要点

- **“百足”助力自有阅读平台业务爆发式增长。**公司数字阅读业务分为两大板块，在线阅读以及有声阅读。在线阅读发展战略采取“百足模式”，设置多个导流接入点，创造差异化生长空间，快速抢占市场吸引读者，成为公司业绩主要增长点。“百足模式”下多个自有阅读平台蓬勃发展，多团队并行运营，内部竞争压力提升内容质量同时使优质资源得以共享，为爆款 IP 孵化提供更大可能性。在有声阅读领域，公司作为较为领先的内容提供商，市场份额位居前列，目前处于稳定增长阶段。
- **对于行业内中小型企业，差异化发展空间或体现在以内容为核心的数字编辑方面。**平台的成功建设需要大量的时间积聚、IP 积累以及资本支持，且直面来自行业巨头的竞争，因此对中小企业来说，做“平台“不如做”内容“。大平台更加注重头部作品及 IP 的培养，往往忽略部分阅读质量要求较低或有特殊阅读需求的读者，这为中小型数字阅读提供商创造了市场。消费者层次不同、需求不同，决定了数字阅读内容的市场也将呈现多样化。而中小企业的机遇或在于寻找市场空缺，培养敏锐的数字编辑能力，针对热点内容、稀缺内容出版作品。
- **公司仍在不断增加版权投入，追求内容为王的优势。**根据差异化战略，公司相较而言向“内容提供商”发展而非与行业巨头直面竞争做大平台，因此内容建设成为重中之重。为丰富阅读平台内容，满足用户多样性需求，公司除版权自生产以外，近年来不断增加版权采购支出，引进优质版权。目前已经和百度文学、网易云阅读、晋江文学城、中文在线等国内知名内容制作方签订了长期合作协议；同时加强原创文学作者的签约，2016 年新增签约作者 2000 余人，原创内容的数量和质量较 2015 年均大幅度提高。

评级面临的主要风险

- 文化产业政策出现重大变更

估值

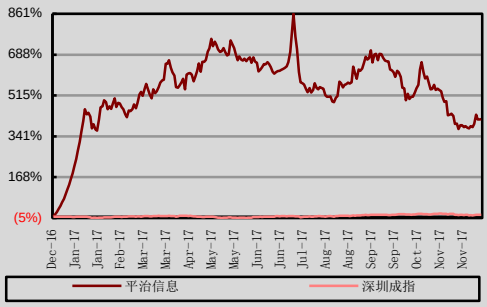
- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 1.12、1.67 和 2.30 元，对应当前市盈率约为 44、29 和 21 倍，维持公司**买入**评级，目标价格 60.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	168	469	900	1,294	1,765
变动(%)	35	179	92	44	36
净利润(人民币 百万)	26	48	90	133	184
全面摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.60	1.120	1.669	2.301
变动(%)	26.8	40.9	86.7	48.9	37.9
全面摊薄市盈率(倍)	57.0	40.4	43.7	29.3	21.3
价格/每股现金流量(倍)	288	47.4	785.9	34.3	20.5
每股现金流量(人民币)	0.17	1.04	0.06	1.43	2.39
企业价值/息税折旧前利润(倍)	139.5	56.7	31.4	19.9	13.6
每股股息(人民币)	0.000	0.125	0.224	0.334	0.460
股息率(%)	n.a.	0.5	0.5	0.7	0.9

资料来源：公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	48.9	(15.0)	(35.1)	414.2
相对深证成指	40.7	(10.9)	(35.4)	405.7

发行股数(百万)	80
流通股(%)	44
流通股市值(人民币 百万)	1,711
3 个月日均交易额(人民币 百万)	99
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
郭庆	27

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**168**	**469**	**900**	**1,294**	**1,765**
销售成本	(104)	(362)	(711)	(999)	(1,357)
经营费用	(37)	(41)	(76)	(123)	(166)
息税折旧前利润	**28**	**66**	**113**	**172**	**242**
折旧及摊销	(2)	(3)	(6)	(9)	(13)
经营利润(息税前利润)	**26**	**63**	**107**	**163**	**229**
净利息收入/(费用)	(0)	(5)	(0)	(0)	(2)
其他收益/(损失)	6	3	6	6	6
税前利润	**31**	**61**	**113**	**169**	**233**
所得税	(5)	(13)	(24)	(35)	(49)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**26**	**48**	**90**	**133**	**184**
核心净利润	**27**	**49**	**91**	**135**	**185**
每股收益 (人民币)	0.32	0.60	1.120	1.669	2.301
核心每股收益 (人民币)	0.32	0.60	1.136	1.684	2.317
每股股息 (人民币)	0.000	0.125	0.224	0.334	0.460
收入增长(%)	35	179	92	44	36
息税前利润增长(%)	20	144	71	52	40
息税折旧前利润增长(%)	18	137	71	53	40
每股收益增长(%)	27	41	(7)	49	38
核心每股收益增长(%)	29	37	(7)	48	38

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	44	193	450	588	776
应收帐款	75	99	101	186	206
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	14	17	113	70	135
流动资产总计	**133**	**309**	**664**	**844**	**1,117**
固定资产	1	20	24	28	30
无形资产	3	8	18	26	30
其他长期资产	3	1	2	2	2
长期资产总计	**7**	**29**	**44**	**55**	**62**
总资产	**143**	**346**	**718**	**911**	**1,194**
应付帐款	4	40	77	88	136
短期债务	10	10	0	22	56
其他流动负债	16	29	71	71	97
流动负债总计	**29**	**79**	**148**	**180**	**289**
长期借款	0	8	8	8	8
其他长期负债	0	8	8	7	7
股本	30	40	80	80	80
储备	83	210	475	635	810
股东权益	**113**	**250**	**555**	**715**	**890**
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
总负债及权益	**143**	**346**	**718**	**911**	**1,194**
每股帐面价值 (人民币)	3.78	6.26	6.94	8.94	11.13
每股有形资产 (人民币)	3.68	6.06	6.71	8.62	10.75
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.13)	(4.36)	(4.64)	(6.09)	(8.02)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	31	61	113	169	233
折旧与摊销	2	3	6	9	13
净利息费用	0	5	0	0	2
运营资本变动	(27)	17	(49)	(36)	(14)
税金	(5)	(13)	(24)	(35)	(49)
其他经营现金流	12	9	(42)	7	6
经营活动产生的现金流	**14**	**83**	**5**	**114**	**191**
购买固定资产净值	(1)	5	20	20	20
投资减少/增加	0	0	(1)	0	0
其他投资现金流	(6)	(37)	(45)	(45)	(45)
投资活动产生的现金流	**(8)**	**(32)**	**(26)**	**(25)**	**(25)**
净增权益	0	(10)	(18)	(27)	(37)
净增债务	2	8	(10)	22	34
支付股息	0	10	18	27	37
其他融资现金流	(1)	90	217	27	(12)
融资活动产生的现金流	**1**	**98**	**207**	**49**	**22**
现金变动	7	149	187	138	188
期初现金	37	44	193	380	518
公司自由现金流	6	50	(21)	89	166
权益自由现金流	8	63	(30)	111	202

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	16.6	14.1	12.6	13.3	13.7
息税前利润率(%)	15.3	13.4	11.9	12.6	13.0
税前利润率(%)	18.5	13.0	12.6	13.1	13.2
净利率(%)	15.3	10.3	10.0	10.3	10.4
流动性					
流动比率(倍)	4.6	3.9	4.5	4.7	3.9
利息覆盖率(倍)	85.7	13.8	553.0	836.0	140.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.6	3.9	4.5	4.7	3.9
估值					
市盈率 (倍)	57.0	40.4	43.7	29.3	21.3
核心业务市盈率(倍)	55.0	40.0	43.1	29.1	21.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	187.5	100.0	53.6	35.9	26.1
市净率 (倍)	13.0	7.8	7.1	5.5	4.4
价格/现金流 (倍)	288	47.4	785.9	34.3	20.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	139.5	56.7	31.4	19.9	13.6
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	125.8	67.4	40.6	40.6	40.6
应付帐款周转天数	6.9	17.1	23.8	23.2	23.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	20.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率 (%)	25.6	26.6	22.3	21.0	22.9
资产收益率 (%)	17.2	20.4	15.9	15.8	17.2
已运用资本收益率(%)	5.9	6.2	5.4	5.1	5.4

资料来源：公司数据及中银证券预测



掌阅科技

移动阅读先驱者，硬件产品带来阅读场景发展空间

掌阅科技成立于 2008 年，公司自成立之初起便致力于互联网数字阅读产业，是国内最早研发移动阅读应用产品的互联网企业之一；公司于 2015 年开始从事原创文学版权运营业务，同时推出自有阅读硬件产品 iReader 电子阅读器，2017 年公司 A 股上市（证券代码：603533）。目标价 50 元，建议*谨慎买入*。

谨慎买入 11%↑

目标价格：人民币 50.00

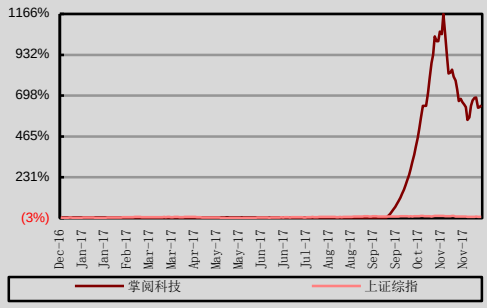
603533.CH

价格：人民币 45.32

目标价格基础：77 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	643.2	(41.3)	0.0	0.0
相对上证指数	638.2	(37.3)	2.3	(4.8)

发行股数(百万)	401
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	1,777
3 个月日均交易额(人民币 百万)	363
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
张凌云	30

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

支撑评级的要点

- **移动阅读替代文学网站已经成为目前主流数字阅读模式。**2016 年，我国移动阅读市场总收入规模已达到 118.6 亿元，同比增长 17.43%，预计 2017 年市场总收入将达到 140 亿元，未来三年同比增速将保持在 18%左右。用户方面，截至 2017 年 6 月，网络文学用户总规模达到 3.53 亿，较 2016 年底增加 1936 万，占网民总体的 46.9%，其中手机网络文学用户规模 3.27 亿元，占手机网民的 45.1%。移动阅读日覆盖人数已达 3300 万，远超 PC 端覆盖人数，网络文学的内容特点使其与移动设备的使用场景更加适配。
- **渠道端硬件优势为公司带来稳定市场份额。**公司移动阅读产品市场渗透率超过 20%，位居同类产品第一。公司在 2011 年 1 月发布掌阅 APP，是国内最早的移动阅读 APP 之一；在 2014 年，公司发布 iReader，是国内第一款移动阅读硬件产品；此后，公司在 iReader 产品硬件及内容不断更新升级，在 2016 年推出二代 iReader，在 2017 年 11 月推出了 iReader Ocean 及 iReader Light 青少版。不断地设备更新换代使得掌阅在移动端用户渗透率方面始终走在行业最前端。
- **公司以购买及合作方式大力扩充内容资源。**内容方面，掌阅科技成立掌阅文学，保证原创内容持续上线；通过数年积累，公司已获得网络文学作品超过 50 万部，原创作品超过 2 万部，签约原创作者超 1 万名。此外，掌阅联合百度文学、中文在线、阿里文学、磨铁文学等发起成立“原创联盟”，共同推出“精品内容全平台共享计划”。

评级面临的主要风险

- 文化产业政策出现重大变更。

估值

- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.33、0.59 和 0.72 元，对应当前市盈率约为 132、74 和 60 倍，维持公司*谨慎买入*评级，目标价格 50.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	640	1,198	1,796	2,605	3,524
变动(%)	52	87	50	45	35
净利润(人民币 百万)	30	77	132	236	289
全面摊薄每股收益(人民币)	0.075	0.192	0.328	0.590	0.721
变动(%)	(48.5)	156.7	53.1	79.5	22.3
全面摊薄市盈率(倍)	604.3	236.0	132.0	73.5	60.1
价格/每股现金流量(倍)	41.4	96.5	309.8	107.7	58.7
每股现金流量(人民币)	1.05	0.45	0.14	0.40	0.74
企业价值/息税折旧前利润(倍)	242.0	163.3	118.5	64.5	52.6
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.033	0.059	0.072
股息率(%)	0	0	0.1	0.1	0.2

资料来源：公司数据及中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**640**	**1,198**	**1,796**	**2,605**	**3,524**
销售成本	(331)	(806)	(1,262)	(1,830)	(2,476)
经营费用	(239)	(290)	(396)	(528)	(756)
息税折旧前利润	**69**	**102**	**138**	**247**	**292**
折旧及摊销	(32)	(37)	(9)	(6)	(2)
经营利润 (息税前利润)	**37**	**65**	**130**	**240**	**290**
净利息收入/(费用)	0	14	15	22	31
其他收益/(损失)	6	8	1	0	0
税前利润	**44**	**87**	**146**	**263**	**321**
所得税	(14)	(9)	(15)	(26)	(32)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**30**	**77**	**132**	**236**	**289**
核心净利润	**31**	**78**	**132**	**236**	**289**
每股收益 (人民币)	0.075	0.192	0.328	0.590	0.721
核心每股收益 (人民币)	0.075	0.192	0.329	0.590	0.721
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.033	0.059	0.072
收入增长(%)	52	87	50	45	35
息税前利润增长(%)	(44)	75	99	85	21
息税折旧前利润增长(%)	(18)	47	36	78	18
每股收益增长(%)	(93)	(14)	53	80	22
核心每股收益增长(%)	(93)	(16)	52	79	22

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	656	746	1,178	1,663	2,215
应收帐款	73	130	170	293	330
库存	4	5	9	12	16
其他流动资产	27	24	53	58	94
流动资产总计	**760**	**904**	**1,410**	**2,026**	**2,654**
固定资产	11	11	14	15	15
无形资产	17	24	21	19	17
其他长期资产	0	30	29	29	29
长期资产总计	**28**	**64**	**64**	**63**	**60**
总资产	**795**	**974**	**1,492**	**2,107**	**2,733**
应付帐款	68	135	222	295	404
短期债务	0	0	110	111	109
其他流动负债	74	104	124	123	125
流动负债总计	**142**	**239**	**455**	**529**	**639**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	4	0	0	0
股本	118	360	401	401	401
储备	535	371	635	1,177	1,693
股东权益	**653**	**731**	**1,036**	**1,578**	**2,094**
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	**795**	**974**	**1,492**	**2,107**	**2,733**
每股帐面价值 (人民币)	5.54	2.03	2.58	3.94	5.22
每股有形资产 (人民币)	5.39	1.96	2.53	3.89	5.18
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.54)	(2.07)	(2.41)	(3.62)	(5.00)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	44	87	146	263	321
折旧与摊销	32	37	9	6	2
净利息费用	(0)	(14)	(15)	(22)	(31)
运营资本变动	19	47	19	(56)	39
税金	(14)	(9)	(15)	(26)	(32)
其他经营现金流	43	14	(88)	(3)	(4)
经营活动产生的现金流	**123**	**162**	**56**	**161**	**296**
购买固定资产净值	(7)	7	10	5	0
投资减少/增加	(1)	(28)	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	(36)	(53)	(33)	(10)	0
投资活动产生的现金流	**(43)**	**(74)**	**(23)**	**(5)**	**(0)**
净增权益	0	0	(13)	(24)	(29)
净增债务	0	0	110	1	(2)
支付股息	0	0	13	24	29
其他融资现金流	448	0	190	328	258
融资活动产生的现金流	**448**	**0**	**300**	**329**	**256**
现金变动	528	88	333	485	552
期初现金	126	654	745	1,078	1,563
公司自由现金流	80	88	33	156	296
权益自由现金流	80	74	128	135	262

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	10.8	8.5	7.7	9.5	8.3
息税前利润率(%)	5.8	5.4	7.2	9.2	8.2
税前利润率(%)	6.9	7.2	8.1	10.1	9.1
净利率(%)	4.6	6.4	7.3	9.1	8.2
流动性					
流动比率(倍)	5.4	3.8	3.1	3.8	4.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.3	3.8	3.1	3.8	4.1
估值					
市盈率 (倍)	604.3	236.0	132.0	73.5	60.1
核心业务市盈率(倍)	604.3	236.0	131.8	73.5	60.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	666	260.4	152.4	84.7	69.4
市净率 (倍)	7.8	21.3	16.8	11.0	8.3
价格/现金流 (倍)	41.4	96.5	309.8	107.7	58.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	242.0	163.3	118.5	64.5	52.6
周转率					
存货周转天数	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0
应收帐款周转天数	39.3	30.9	30.4	32.5	32.3
应付帐款周转天数	31.7	30.9	36.2	36.2	36.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率 (%)	7.5	11.2	14.9	18.1	15.7
资产收益率 (%)	4.8	6.6	9.5	12.0	10.8
已运用资本收益率(%)	1.9	2.8	3.5	4.2	3.7

资料来源：公司数据及中银证券预测



谨慎买入 **14%⬆**

目标价格：人民币 77.00

603096.CH

价格：人民币 67.27

目标价格基础：29 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

新经典

长期 IP 培育造就畅销书发行，坚持线下拓展文艺阅读情怀

新经典成立于 2009 年 8 月，前身为时代新经典文化与时代新经典发行，主营业务为图书策划、发行和分销；公司始终致力于精品图书发行策划，打造了如《解忧杂货店》等多部畅销书；公司于 2014 年开始通过成立新经典影业和尔马影业，开始尝试影视拓展。公司于 2017 年在 A 股上市（证券代码：603096.CH）。目标价 77 元，建议*谨慎买入*。

支撑评级的要点

- **公司作为民营图书出版龙头，自有版权资源丰富。**公司拥有近 3000 部图书版权资源，30 多部百万级畅销作品；公司所签约的文学作品作家包括老舍、三毛、安妮宝贝、东野圭吾等大量国内外知名作家，覆盖阅读人群超 2 亿人。
- **独有发行策划模式造就公司“长销书”战略。**在发行策划方面，公司并非沿用行业传统的产业链发行模式，而是主打“编辑工作室”分包模式，所签约发行策划的文学作品往往生命周期延长超过五年，加大了精品图书成为畅销书的可能性。公司所发行的《白夜行》、《解忧杂货店》、《百年孤独》已分别发行数量超 311 万册、397 万册和 530 万册，印证公司运营策划模式的合理性。
- **民营图书市场具有广阔发展空间。**数据显示，2016 年全国图书零售市场规模为 701 亿元，同比增长 12.3%，2017 年 1-6 月同比增长率保持在 10%以上。细分品类方面，少儿图书、文学市场保持快速增长。公司自 2017 年以来，逐步减少图书分销业务，主打自有版权图书发行业务，收入稳定增长的同时，公司整体毛利率提升显著。
- **成立影视公司，拓展影视剧改编业务。**公司自 2014 年开始，通过成立新经典影业，拓展自有版权影视剧改编，拥有《人生》、《欢乐英雄》、《阴阳师》等多部作品独家影视改编权，剧本改编工作正在进行中。

评级面临的主要风险

- 文化产业政策出现重大变更

估值

- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 1.62、2.29 和 2.90 元，对应当前市盈率约为 43、30 和 24 倍，维持公司***谨慎买入***评级，目标价格 77.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	881	853	942	1,169	1,350
变动(%)	15	(3)	10	24	15
净利润(人民币 百万)	130	152	219	309	391
全面摊薄每股收益(人民币)	0.965	1.128	1.624	2.293	2.900
变动(%)	33.2	16.7	43.9	41.2	26.5
全面摊薄市盈率(倍)	69.7	59.6	42.5	30.1	23.8
价格/每股现金流量(倍)	30.9	46.3	(14.9)	25.8	13.7
每股现金流量(人民币)	2.24	1.49	(4.64)	2.68	5.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.3	46.9	30.7	20.5	14.9
每股股息(人民币)	0.000	0.480	0.162	0.229	0.290
股息率(%)	n.a.	0.7	0.2	0.3	0.4

资料来源：公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	122.3	(5.1)	8.2	0.0
相对上证指数	117.3	(1.1)	10.6	(4.8)

发行股数(百万)	135
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	2,302
3 个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
陈明俊	53

资料来源：公司数据，聚源及中银证券

以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**881**	**853**	**942**	**1,169**	**1,350**
销售成本	(606)	(541)	(529)	(554)	(577)
经营费用	(120)	(122)	(125)	(201)	(247)
息税折旧前利润	**155**	**190**	**288**	**414**	**525**
折旧及摊销	(3)	(3)	(3)	(3)	(0)
经营利润 (息税前利润)	**151**	**187**	**285**	**411**	**525**
净利息收入/(费用)	(0)	(1)	0	0	1
其他收益/(损失)	30	26	20	20	20
税前利润	**181**	**212**	**306**	**431**	**546**
所得税	(44)	(55)	(79)	(112)	(142)
少数股东权益	(6)	(5)	(7)	(11)	(13)
净利润	**130**	**152**	**219**	**309**	**391**
核心净利润	**135**	**156**	**219**	**309**	**391**
每股收益 (人民币)	0.965	1.128	1.624	2.293	2.900
核心每股收益 (人民币)	0.965	1.128	1.624	2.293	2.900
每股股息 (人民币)	0.000	0.480	0.162	0.229	0.290
收入增长(%)	15	(3)	10	24	15
息税前利润增长(%)	33	24	53	44	28
息税折旧前利润增长(%)	33	23	52	44	27
每股收益增长(%)	33	17	7	41	26
核心每股收益增长(%)	35	16	4	41	26

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	368	432	1,402	1,562	2,033
应收帐款	79	85	83	134	111
库存	135	174	119	188	131
其他流动资产	80	77	79	84	85
流动资产总计	**663**	**768**	**1,683**	**1,968**	**2,361**
固定资产	17	6	3	0	0
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	24	36	37	37	37
长期资产总计	**42**	**42**	**40**	**37**	**37**
总资产	**710**	**821**	**1,733**	**2,016**	**2,408**
应付帐款	68	71	96	79	103
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	45	50	53	65	68
流动负债总计	**113**	**121**	**149**	**144**	**171**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	0	0	0	0
股本	100	100	135	135	135
储备	442	563	1,407	1,685	2,036
股东权益	**542**	**663**	**1,541**	**1,819**	**2,171**
少数股东权益	54	35	43	53	67
总负债及权益	**710**	**821**	**1,733**	**2,016**	**2,408**
每股帐面价值 (人民币)	5.42	6.63	11.45	13.51	16.12
每股有形资产 (人民币)	5.42	6.63	11.45	13.51	16.12
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.76)	(4.01)	(3.37)	(5.97)	(10.88)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	181	212	306	431	546
折旧与摊销	3	3	3	3	0
净利息费用	0	1	(0)	(0)	(1)
运营资本变动	95	34	23	(66)	44
税金	(38)	(50)	(79)	(112)	(142)
其他经营现金流	(18)	(51)	(877)	105	231
经营活动产生的现金流	**224**	**149**	**(625)**	**360**	**678**
购买固定资产净值	(0)	(0)	0	0	0
投资减少/增加	10	(6)	20	20	20
其他投资现金流	(34)	21	0	0	0
投资活动产生的现金流	**(24)**	**15**	**20**	**20**	**20**
净增权益	0	(48)	(22)	(31)	(39)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	48	22	31	39
其他融资现金流	(29)	(36)	658	(30)	(38)
融资活动产生的现金流	**(29)**	**(36)**	**658**	**(30)**	**(38)**
现金变动	171	128	53	350	660
期初现金	102	276	401	454	804
公司自由现金流	199	164	(605)	380	698
权益自由现金流	200	164	(605)	380	697

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	17.5	22.2	30.6	35.4	38.9
息税前利润率(%)	17.1	21.9	30.3	35.2	38.9
税前利润率(%)	20.5	24.9	32.5	36.9	40.4
净利率(%)	14.8	17.8	23.2	26.4	28.9
流动性					
流动比率(倍)	5.9	6.3	11.3	13.7	13.8
利息覆盖率(倍)	334.2	266.3	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.7	4.9	10.5	12.4	13.0
估值					
市盈率 (倍)	53.0	45.4	42.5	30.1	23.8
核心业务市盈率(倍)	51.3	44.2	42.5	30.1	23.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	79.8	68.3	47.4	33.6	26.6
市净率 (倍)	12.7	10.4	6.0	5.1	4.3
价格/现金流 (倍)	30.9	46.3	(14.9)	25.8	13.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.3	46.9	30.7	20.5	14.9
周转率					
存货周转天数	79.4	104.5	101.2	101.2	101.2
应收帐款周转天数	38.2	35.1	32.4	33.8	33.1
应付帐款周转天数	24.0	29.8	32.3	27.2	24.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	31.6	10.0	10.0	10.0
净资产收益率 (%)	26.4	25.2	19.8	18.4	19.6
资产收益率 (%)	17.9	18.0	16.5	16.2	17.6
已运用资本收益率(%)	6.0	5.9	4.8	4.5	4.8

资料来源：公司数据及中银证券预测



谨慎买入 **17.9%↑**

目标价格：人民币 23.00

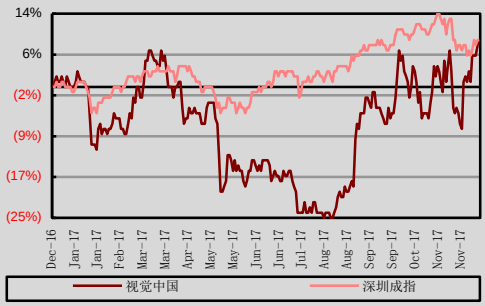
000681.CH

价格：人民币 19.50

目标价格基础：58 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	8.8	7.9	10.6	9.5
相对深证成指	0.6	12.0	10.2	0.9

发行股数(百万)	701
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	5,861
3 个月日均交易额(人民币 百万)	81
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
吴春红	14

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

视觉中国

互联网内容资源先驱者，加速图片版权生态建设

视觉中国成立于 2000 年，前身为国内第一家图片库网站 Photocome；2005 年公司正式更名为“汉华易美”，同时与全球视觉素材巨头 Getty 合资设立华盖创意，切入创意类图片市场；2012 年，正式成立视觉中国集团，全面布局视觉内容业务；2014 年公司借壳远东股份在 A 股上市（股票代码：000681.CH）。目标价 23 元，建议*谨慎买入*。

支撑评级的要点

- **公司拥有的视觉业务是行业稀缺平台型业务。**公司的 PCG 视觉内容版权交易平台是行业内稀缺的多边平台。公司可以通过大数据、搜索算法、人工智能等互联网技术和产品运营，为平台的内容生产者和使用者提供高效版权交易服务。通过平台的不断延伸及覆盖，公司在图片版权交易领域拥有较强的话语权及议价能力，通过增值服务进一步提升和扩大平台价值。
- **公司拥有近乎垄断的专业视觉内容资源。**2015 年以来，公司不断扩充自身 PGC 视觉内容资源，投资图片社区网站 500px，获得其中国区图片代理权；收购 Corbis Images 同时加强与 Getty Images 的合作，以资源互换方式获取双方在中国区的图片代理权；截至目前，公司的图片版权交易平台能提供超过 2 亿张图片、500 万条视频素材和 35 万首音乐或音效，是全球最大的同类平台之一。
- **专业的版权保护能力为公司图片资源构筑技术壁垒。**公司设有专门的版权合规团队，建立了完善的图像版权管理体系，拥有自主开发的图像版权网络追踪系统，通过人工智能、图像对比等方式追踪到公司拥有的图片在网络上的使用情况。随着国内版权保护制度的不断升级与完善，公司图片资源使用率及收益频次将更加提升。
- **外延扩展增加公司图片使用渠道。**公司先后与百度、腾讯等大型互联网公司签订战略合作协议，获取大型互联网平台的流量支持。我们认为广告营销领域已经发生结构性剧变，互联网营销的市场份额正在迅速增长，内容将是未来互联网营销的核心竞争力，而公司作为内容资源的提供者将享受到互联网营销扩张所带来的产业红利。

评级面临的主要风险

- 文化产业政策出现重大变更

估值

- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.40、0.55 和 0.70 元，对应当前市盈率约为 52、38 和 30 倍，维持公司*谨慎买入*评级，目标价格 23.00 元。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	543	735	933	1,187	1,465
变动(%)	39	35	27	27	23
净利润(人民币 百万)	158	215	280	388	487
全面摊薄每股收益(人民币)	0.226	0.307	0.401	0.554	0.696
变动(%)	(34.9)	36.2	30.6	38.3	25.5
全面摊薄市盈率(倍)	86.3	63.5	52.2	37.8	30.1
价格/每股现金流量(倍)	12.9	6.6	(63.4)	37.7	42.6
每股现金流量(人民币)	1.63	3.17	(0.33)	0.56	0.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	76.4	59.5	42.7	30.3	23.7
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**543**	**735**	**933**	**1,187**	**1,465**
销售成本	(232)	(310)	(376)	(454)	(556)
经营费用	(126)	(182)	(228)	(283)	(349)
息税折旧前利润	**185**	**243**	**330**	**450**	**560**
折旧及摊销	(4)	(5)	(4)	(3)	(1)
经营利润 (息税前利润)	**181**	**238**	**325**	**447**	**559**
净利息收入/(费用)	1	(23)	(24)	(13)	(3)
其他收益/(损失)	30	61	46	47	47
税前利润	**212**	**276**	**347**	**481**	**604**
所得税	(41)	(46)	(52)	(72)	(91)
少数股东权益	(13)	(16)	(15)	(20)	(26)
净利润	**158**	**215**	**280**	**388**	**487**
核心净利润	**158**	**216**	**280**	**388**	**487**
每股收益 (人民币)	0.226	0.307	0.401	0.554	0.696
核心每股收益 (人民币)	0.226	0.307	0.400	0.554	0.696
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	39	35	27	27	23
息税前利润增长(%)	56	32	36	38	25
息税折旧前利润增长(%)	55	31	36	37	24
每股收益增长(%)	(35)	36	(86)	38	25
核心每股收益增长(%)	(37)	37	(86)	39	25

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	727	653	1,031	1,213	1,602
应收帐款	307	380	451	617	700
库存	16	29	22	40	36
其他流动资产	17	4	19	9	26
流动资产总计	**1,067**	**1,066**	**1,522**	**1,879**	**2,363**
固定资产	8	6	12	15	15
无形资产	9	8	7	7	6
其他长期资产	346	1,079	1,420	1,420	1,420
长期资产总计	**363**	**1,093**	**1,440**	**1,442**	**1,441**
总资产	**2,770**	**3,524**	**4,327**	**4,686**	**5,169**
应付帐款	81	164	144	228	227
短期债务	0	22	0	0	0
其他流动负债	250	430	231	333	304
流动负债总计	**332**	**616**	**375**	**560**	**531**
长期借款	85	236	236	0	0
其他长期负债	241	339	330	330	330
股本	74	74	701	701	701
储备	2,005	2,220	2,635	3,023	3,511
股东权益	**2,079**	**2,294**	**3,336**	**3,724**	**4,211**
少数股东权益	31	36	51	71	97
总负债及权益	**2,770**	**3,524**	**4,327**	**4,686**	**5,169**
每股帐面价值 (人民币)	28.14	31.04	4.76	5.32	6.01
每股有形资产 (人民币)	28.02	30.93	4.75	5.31	6.00
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.36)	(2.85)	(0.88)	(1.47)	(2.03)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	212	276	347	481	604
折旧与摊销	4	5	4	3	1
净利息费用	(1)	23	24	13	3
运营资本变动	(47)	31	(168)	29	(130)
税金	(27)	(30)	(52)	(72)	(91)
其他经营现金流	(20)	(71)	(388)	(65)	(43)
经营活动产生的现金流	**120**	**234**	**(231)**	**389**	**344**
购买固定资产净值	7	(1)	10	5	0
投资减少/增加	(549)	(437)	47	47	47
其他投资现金流	117	(401)	(20)	(10)	0
投资活动产生的现金流	**(425)**	**(839)**	**37**	**42**	**47**
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	168	220	(152)	(236)	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	509	199	727	(13)	(3)
融资活动产生的现金流	**677**	**419**	**575**	**(249)**	**(3)**
现金变动	371	(186)	381	182	388
期初现金	284	629	468	849	1,031
公司自由现金流	(305)	(605)	(194)	431	391
权益自由现金流	(139)	(362)	(322)	209	394

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	34.1	33.0	35.3	37.9	38.2
息税前利润率(%)	33.3	32.4	34.8	37.7	38.2
税前利润率(%)	39.1	37.6	37.2	40.5	41.2
净利率(%)	29.0	29.2	30.0	32.7	33.3
流动性					
流动比率(倍)	3.2	1.7	4.1	3.4	4.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	10.4	13.4	34.2	217.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.2	1.7	4.0	3.3	4.4
估值					
市盈率 (倍)	86.3	63.5	52.2	37.8	30.1
核心业务市盈率(倍)	86.3	63.5	52.3	37.8	30.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	101.7	74.9	57.4	41.5	33.0
市净率 (倍)	0.7	0.7	4.4	3.9	3.5
价格/现金流 (倍)	12.9	6.6	(63.4)	37.7	42.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	76.4	59.5	42.7	30.3	23.7
周转率					
存货周转天数	18.8	26.7	24.9	24.9	24.9
应收帐款周转天数	158.0	170.4	162.4	164.3	164.1
应付帐款周转天数	43.3	61.0	60.2	57.1	56.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率 (%)	9.2	9.8	10.0	11.0	12.3
资产收益率 (%)	6.8	6.3	7.0	8.4	9.6
已运用资本收益率(%)	2.2	2.2	2.3	2.6	3.0

资料来源：公司数据及中银证券预测



买入 **24%↑**

目标价格：人民币 13.00

300251.CH

价格：人民币 10.45

目标价格基础：37 倍 18 年市盈率

板块评级：增持

光线传媒

参与票务平台整合，布局电影内容制作发行全产业链

光线传媒成立于 1998 年，原主营业务为电视节目制作发行；2006 年开始，公司进军电影市场，参与电影投资制作与发行业务；2011 年 8 月公司在创业板上市（股票代码为 300251.SZ）。公司通过多年投资参股，已成为国内覆盖内容最广，产业链最完整的综合影视娱乐集团之一。2016 年公司入主猫眼文化，并于 2017 年 9 月主导猫眼文化与微影的合并，整合在线票务平台，发展影视内容制作到发行的全产业链。目标价 13 元，建议买入。

支撑评级的要点

- **参与整合在线票务平台，布局影视内容制作发行全产业链。**公司于 2016 年与控股公司一起以现金及换股方式控股猫眼文化；2017 年 9 月，猫眼文化宣布与微影时代合并，至此，在线票务平台形成以猫眼文化和淘票票为主的双寡头格局。近年来，在线票务平台在票务销售领域的占比不断提升，其在票房方面的大数据分析优势使其深度参与大部分电影的宣传发行环节，话语权不断提升。光线对猫眼文化的控股将强化其电影发行环节的实力，结合其内容制作能力，有助于其整合内容制作至院线发行的影视全产业链。
- **电影业务票房优异，抗风险能力强。**公司自 2010 年以来，累计制作电影产生票房超过 200 亿，影片质量及票房均高于行业平均水平；公司在电影制作发行方面有良好的风控系统，通过把握电影发行数量及上映时间等安排，确保公司历年影视业务收入健康稳定增长。目前公司已启动或制作的电影项目超过 30 个，为公司未来营收增长带来保证。
- **持续外延投资，动漫业务进入收获期。**公司是国内最早进行动漫产业布局的公司之一，先后投资了 10 余动漫公司，共同成立彩条屋动画电影集团，从动画 IP 开始进行发展布局，参投电影《大鱼海棠》、《大护法》等均取得了极高的口碑和票房，未来随着国内动画产业的进一步发展，公司的投资布局将进入收获期；此外，公司通过收购浙江齐聚，进入互联网直播行业，增加公司在互联网领域的发展布局为公司扩展公司的内容领域覆盖面。

评级面临的主要风险

- 文化产业政策出现重大变更

估值

- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.28、0.36 和 0.43 元，对应当前市盈率约为 37、29 和 24 倍，维持公司**买入**评级，目标价格 13.00 元。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	4.3	(1.8)	0.0	2.0
相对深证成指	(3.9)	2.3	(0.4)	(6.6)

发行股数(百万)	2,934
流通股(%)	94
流通股市值(人民币 百万)	28,236
3 个月日均交易额(人民币 百万)	188
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
上海光线投资控股有限公司	44

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 29 日收市价为标准

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,523	1,731	2,252	2,851	3,443
变动(%)	25	14	30	27	21
净利润(人民币 百万)	402	741	817	1,044	1,253
全面摊薄每股收益(人民币)	0.137	0.252	0.278	0.356	0.427
变动(%)	(15.7)	83.9	10.2	27.8	20.1
全面摊薄市盈率(倍)	76.2	41.5	36.9	28.8	24.0
价格/每股现金流量(倍)	37.8	40.3	35.8	1,456.1	25.1
每股现金流量(人民币)	0.27	0.25	0.29	0.01	0.41
企业价值/息税折旧前利润(倍)	72.8	52.6	43.7	30.3	23.6
每股股息(人民币)	0.100	0.040	0.042	0.053	0.064
股息率(%)	1.0	0.4	0.4	0.5	0.6

资料来源：公司数据及中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯
(8621)20328304
haoya.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**1,523**	**1,731**	**2,252**	**2,851**	**3,443**
销售成本	(1,012)	(881)	(1,299)	(1,577)	(1,878)
经营费用	(119)	(307)	(303)	(346)	(423)
息税折旧前利润	**392**	**544**	**651**	**927**	**1,142**
折旧及摊销	(14)	(14)	(13)	(13)	(1)
经营利润(息税前利润)	**378**	**530**	**638**	**915**	**1,141**
净利息收入/(费用)	(21)	(13)	11	14	19
其他收益/(损失)	97	298	253	225	225
税前利润	**454**	**816**	**902**	**1,154**	**1,385**
所得税	(37)	(76)	(86)	(110)	(132)
少数股东权益	(15)	1	0	0	0
净利润	**402**	**741**	**817**	**1,044**	**1,253**
核心净利润	**404**	**743**	**819**	**1,046**	**1,256**
每股收益 (人民币)	0.137	0.252	0.278	0.356	0.427
核心每股收益 (人民币)	0.137	0.252	0.279	0.357	0.428
每股股息 (人民币)	0.100	0.040	0.042	0.053	0.064
收入增长(%)	25	14	30	27	21
息税前利润增长(%)	0	40	20	43	25
息税折旧前利润增长(%)	(0)	38	20	42	23
每股收益增长(%)	(16)	(8)	10	28	20
核心每股收益增长(%)	(16)	(8)	10	28	20

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,937	1,603	1,820	2,298	3,215
应收帐款	1,223	1,078	298	1,444	660
库存	387	468	852	793	1,217
其他流动资产	139	124	232	201	315
流动资产总计	**3,686**	**3,273**	**3,203**	**4,736**	**5,407**
固定资产	28	25	12	0	0
无形资产	3	2	2	1	1
其他长期资产	1,641	1,757	1,908	1,908	1,908
长期资产总计	**1,672**	**1,783**	**1,922**	**1,909**	**1,908**
总资产	**8,189**	**9,150**	**9,314**	**10,827**	**11,489**
应付帐款	657	593	334	792	548
短期债务	0	0	171	314	0
其他流动负债	322	258	357	321	476
流动负债总计	**979**	**852**	**863**	**1,427**	**1,024**
长期借款	0	992	990	990	990
其他长期负债	239	188	300	102	102
股本	1,467	2,934	2,934	2,934	2,934
储备	4,107	3,256	4,146	5,291	6,357
股东权益	**5,574**	**6,190**	**7,080**	**8,225**	**9,290**
少数股东权益	99	82	82	82	82
总负债及权益	**8,189**	**9,150**	**9,314**	**10,827**	**11,489**
每股帐面价值 (人民币)	3.80	2.11	2.41	2.80	3.17
每股有形资产 (人民币)	3.80	2.11	2.41	2.80	3.17
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.03)	(0.52)	(0.56)	(0.67)	(1.09)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	454	816	902	1,154	1,385
折旧与摊销	14	14	13	13	1
净利息费用	21	13	(11)	(14)	(19)
运营资本变动	(166)	309	559	(692)	580
税金	(23)	(77)	(86)	(110)	(132)
其他经营现金流	98	(328)	(536)	(330)	(616)
经营活动产生的现金流	**398**	**747**	**841**	**21**	**1,200**
购买固定资产净值	0	(1)	0	0	0
投资减少/增加	(425)	52	228	200	200
其他投资现金流	(758)	(1,552)	(195)	(0)	0
投资活动产生的现金流	**(1,182)**	**(1,501)**	**33**	**200**	**200**
净增权益	(147)	(117)	(123)	(157)	(188)
净增债务	(494)	(105)	171	143	(314)
支付股息	147	117	123	157	188
其他融资现金流	2,210	866	(763)	115	(169)
融资活动产生的现金流	**1,716**	**762**	**(592)**	**258**	**(483)**
现金变动	931	8	282	479	916
期初现金	581	1,512	1,520	1,802	2,280
公司自由现金流	(785)	(754)	873	221	1,400
权益自由现金流	(1,258)	(846)	1,033	349	1,067

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	25.8	31.4	28.9	32.5	33.2
息税前利润率(%)	24.8	30.6	28.3	32.1	33.1
税前利润率(%)	29.8	47.1	40.1	40.5	40.2
净利率(%)	26.4	42.8	36.3	36.6	36.4
流动性					
流动比率(倍)	3.8	3.8	3.7	3.3	5.3
利息覆盖率(倍)	18.1	42.3	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.4	3.3	2.7	2.8	4.1
估值					
市盈率 (倍)	76.2	41.5	36.9	28.8	24.0
核心业务市盈率(倍)	76.2	41.5	36.7	28.8	24.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	94.9	51.6	46.8	36.5	30.4
市净率 (倍)	2.7	4.9	4.3	3.7	3.2
价格/现金流 (倍)	37.8	40.3	35.8	1,456.1	25.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	72.8	52.6	43.7	30.3	23.6
周转率					
存货周转天数	152.2	177.1	185.5	190.4	195.4
应收帐款周转天数	243.9	242.6	111.5	111.5	111.5
应付帐款周转天数	130.4	131.8	75.2	72.1	71.0
回报率					
股息支付率(%)	36.5	15.8	15.0	15.0	15.0
净资产收益率 (%)	10.0	12.6	12.3	13.6	14.3
资产收益率 (%)	5.3	5.5	6.3	8.2	9.3
已运用资本收益率(%)	2.3	2.9	2.6	2.9	3.1

资料来源：公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

完美世界(002624.CH/人民币 33.46,买入)

金科文化(300459.CH/人民币 11.13,买入)

分众传媒(002027.CH/人民币 14.08,谨慎买入)

三七互娱(002555.CH/人民币 20.54,买入)

恺英网络(002517.CH/人民币 22.21, 谨慎买入)

华策影视(300133.CH/人民币 10.84, 谨慎买入)

平治信息(300571.CH/人民币 46.80,买入)

掌阅科技(603533.CH/人民币 45.32, 谨慎买入)

新经典(603096.CH/人民币 67.27, 谨慎买入)

视觉中国(000681.CH/人民币 19.50,谨慎买入)

光线传媒(300251.CH/人民币 10.45,买入)

慈文传媒(002343.CH/人民币 35.61,未有评级)

唐德影视(300426.CH/人民币 19.73,未有评级)

以 2017 年 12 月 29 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371