华泰证券 HUATAI SECURITIES

行业研究/中期策略

2018 年 05 月 25 日

行业评级：

传媒	增持（维持）
传媒 II	增持（维持）

许娟 研究员 执业证书编号：S0570513070010
0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

周钊 研究员 执业证书编号：S0570517070006
010-56793958
zhouzhao@htsc.com

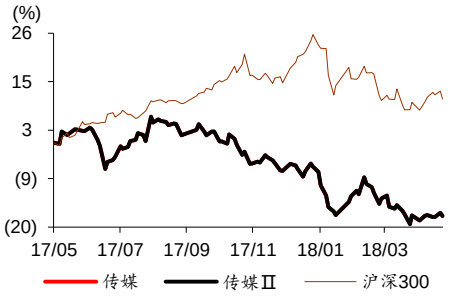
张亚楠 联系人 021-28972036
zhangyanan@htsc.com

吕默馨 联系人 0755-23952835
lvmoxin@htsc.com

相关研究

1《传媒：轻板块重个股，优选龙头》2018.05
2《传媒：坚守龙头，关注院线及主题性概念》2018.05
3《传媒：阅读/营销/院线景气度提升，精选个股》2018.05

一年内行业走势图



资料来源：Wind

内容/运营驱动增长，看好龙头公司

传媒行业 2018 年中期策略

内容和运营驱动增长，看好龙头公司

人口红利期之后，内容能力和运营能力成为行业驱动力。观众/玩家审美和要求快速提高，优质、有诚意的内容才有立足之地，良好的使用体验是提升用户粘性、提高 ARPU 的重要手段。在资本热潮快速褪去之后，聚焦主业的龙头公司有望在下一个阶段获得更高的市场份额。目前传媒板块的估值进一步下移，三条主线甄选投资标的：1）主业扎实、产品力、运营能力较强的龙头公司：光线传媒、新经典、快乐购、三七互娱；2）估值合理、主业稳健的价值公司：中南传媒、凤凰传媒、东方明珠、中国电影、城市传媒；3）边际向好的公司：华谊兄弟、幸福蓝海。

视频网站：影响力进一步增强，头部内容制作能力成为重要竞争优势

18 年 1-4 月，主要在线视频 APP 的月活和使用时长维持上升趋势，付费会员数持续增长，用户价值仍待进一步挖掘，我们看好视频网站长期发展趋势。为了降低对外购内容的依赖，视频网站最近 2 年频频出手加大内容制作投入、收购优质内容方。我们判断，未来这一趋势将会持续进行，而具备内容制作能力的公司将获得竞争优势，建议关注依托湖南台具备头部综艺制作能力的芒果 TV。

电视剧：头部剧影响力上升，看好护城河不断加深的行业龙头

2018 年上半年由于政策加强对内容的管控、约束过度娱乐化，使得大剧缺位，剧集市场整体表现较为低迷。从内容端来看，网剧类型化精品大量涌现，爆款剧头部剧影响力扩大，内容制作门槛不断提高。制片公司集中度也处于提升过程中，头部公司主动适应题材和监管要求，作品题材向现实主义倾斜，巩固护城河。关注头地位稳固、2018 年项目储备丰富的华策影视。

电影及院线：市场潜力远大，竞争格局尚待明朗，看好多元化布局龙头

2018 年 1 季度的总体票房增速及其他各项指标均创出新高，带动上半年增速，显示行业的潜力远大。需求端在持续往三线及以下城市下沉；内容端国产片质量提升明显，票房向头部集中，新竞争者持续涌现，行业地位有待明朗，但老牌龙头依然有竞争优势；渠道端银幕依然保持较快增速，前十院线排名几无变化，但集中度对标美国依然有较大提升空间。

游戏：自下而上优选大作排队上线的龙头公司

我们判断 18 年手游行业增速在 20%~30%之间。从 18 年一季度来看，腾讯和网易市占率进一步提升，我们认为，A 股游戏公司在 18 年一季度上线新游较少或是导致市占率低迷的原因，后续市占率或随着新游大作上线改善。目前板块估值进入合理估值区间，个股分化有望继续拉大，我们推荐自下而上优选后续大作排队上线的龙头公司，同时关注布局细分赛道龙头的公司昆仑万维。

数字阅读：正版化趋势助力数字阅读付费率和 ARPU 双升

2017 年以来数字阅读用户增速放缓，但用户粘性不断提高，目前低付费用户占比较高，ARPU 值仍具备提升空间。数字阅读行业集中度不高，内部竞争加剧，付费阅读仍是数字阅读行业最主要收入来源，版权衍生逐渐开始发力。长期来看，正版化环境是行业最大红利，阅读付费率和 ARPU 双升驱动行业增长。关注具有庞大用户群的数字阅读龙头掌阅科技。

风险提示：政策监管的不确定性，影视及游戏作品市场表现不及预期，商誉减值风险。

正文目录

板块走势分化，龙头公司估值趋于合理 4
内容和运营驱动增长，看好龙头公司 4
传媒板块走势总体较弱，电影/院线/体育/营销板块相对较强 4
并购重组步伐放缓，商誉占比略微下滑 6
板块估值消化进入末期，部分龙头已进入价值区间 6
视频网站：影响力进一步增强，头部内容制作能力成为重要竞争优势 9
短视频平台增长迅猛，对长视频平台的影响尚待观察 9
在线视频用户数持续增长，用户价值待进一步挖掘 11
自制剧是视频网站布局重点，渠道方积极收编内容方 12
视频网站积极投资制作网综，网综量质齐升 14
2018 年 1~4 月网综表现亮眼，网络综艺与电视综艺的差距进一步缩小 14
各大视频网站积极布局，芒果 TV 借势湖南卫视资源阶段性领先 16
建议关注标的 17
快乐购：芒果生态的传播端口，具备制作和渠道壁垒，发展潜力可期 17
电视剧：头部剧影响力上升，网剧类型化显著 18
2018 年上半年剧集市场整体低迷，头部剧影响力上升 18
电视剧去产能逐步显现，剧集产量和播出量减少 18
爆款、头部影响力上升，头部剧是视频网站的主要流量来源 18
内容制作门槛不断提升，制片公司集中度提升，头部公司巩固护城河 19
2018 年上半年大剧缺位，整体剧集市场情绪低迷 20
政策约束过度娱乐化，内容监管风险仍处于较高水平 22
制片公司主动适应题材和监管要求，古装剧存量较大的公司风险较高 22
网剧类型化精品大量涌现 23
2017 年网络剧大放异彩，类型化精品大批量涌现 23
建议关注标的 24
华策影视：全网剧龙头地位稳固，2018 年项目储备丰富业绩可期 24
电影及院线：市场依然有较大潜力，竞争格局尚未固化，看好多元化布局龙头 26
需求端：票房持续往三线及以下城市下沉，其观众对国产片话语权提升 27
票房在往三线及以下城市持续下沉 27
一二线观众更偏爱进口片和文艺片，三线及以下观众更偏爱国产片 28
内容端：2017 年来国产片质量提升明显，票房向头部电影集中 30
国产片生产能力进步明显，但院线上映率几无变化，徘徊于低位 30
国产片质量自 2017 年以来提升明显 30
国产片票房集中度提升，资源将向头部项目倾斜 31
新竞争者涌现，行业地位排序有待明朗，老牌龙头依然拥有优势 32
系列电影进一步发展，IP 化系列化将成为市场发展趋势 33
电影类型化的广度和深度将继续拓展，看好动画和科幻电影发展 34
渠道端：网售比例维持高位，银幕建设保持高速 35

线上：网售化比例维持高位，猫眼市占率春节档期间下滑，4 月有所回升 35
线下：渠道建设保持高速，日均新增银幕创出新高 36
线下：观众娱乐选择增加、非放映收入增加推动窗口期持续缩短，但短期内已无下降空间 37
竞争格局几无变化，Top10 院线稳定，集中度略有提升 39
投资策略及标的推荐 39
内容：优先选择布局较为丰富的内容龙头公司 39
院线：优选业内龙头及多元化布局标的 40
中国电影：发行和放映业务稳定，制片业务边际改善明显 40
光线传媒：影视业务略有下滑无扰长线发展逻辑 41
华谊兄弟：各业务线齐头并进，业绩触底反转 42
万达电影：业绩稳健发展，营收结构持续优化 42
游戏：自下而上优选大作排队上线的龙头公司 44
全年手游行业判断：18 年手游市场销售收入增速在 20~30%左右 44
腾讯网易 2018 年 1 季度市占率持续提升，多款游戏霸榜 45
2018 年多款大作拼杀，最后赢家仍需观望 47
标的推荐 49
昆仑万维：多项业务成长性显著，平台变现潜力可期 49
数字阅读：正版化趋势助力数字阅读付费率和 ARPU 双升 50
数字阅读用户增速放缓，但用户粘性不断提高 50
目前低付费用户占比较高，ARPU 值仍具备提升空间 51
行业集中度不高，内部竞争加剧 52
付费阅读仍是数字阅读行业最主要收入来源，版权衍生逐渐开始发力 53
标的推荐 54
掌阅科技：阅读付费驱动增长，原创内容建设加速 54
营销：行业回暖不断得到验证 56
月度数据反弹延续，广告市场回暖趋势不断得到确认 56
电视媒体恢复增长，成为 1-2 月广告市场高增长主要动力 58
生活圈媒体持续稳健增长，互联网品牌是贡献主力，传统行业认可度提升 59
营销板块增速放缓，盈利能力仍不乐观 60
2018 年广告市场展望乐观，营销公司盈利能力拐点仍有待观察 60
风险提示 61

板块走势分化，龙头公司估值趋于合理

内容和运营驱动增长，看好龙头公司

人口红利期之后，内容能力和运营能力成为行业驱动力。观众/玩家审美和要求快速提高，优质、有诚意的内容才有立足之地，良好的使用体验是提升用户粘性、提高 ARPU 的重要手段。在资本热潮快速褪去之后，聚焦主业的龙头公司有望在下一个阶段获得更高的市场份额。目前传媒板块的估值进一步下移，三条主线甄选投资标的：

1. 主业扎实、产品力、运营能力较强的龙头公司：光线传媒、新经典、快乐购、三七互娱；

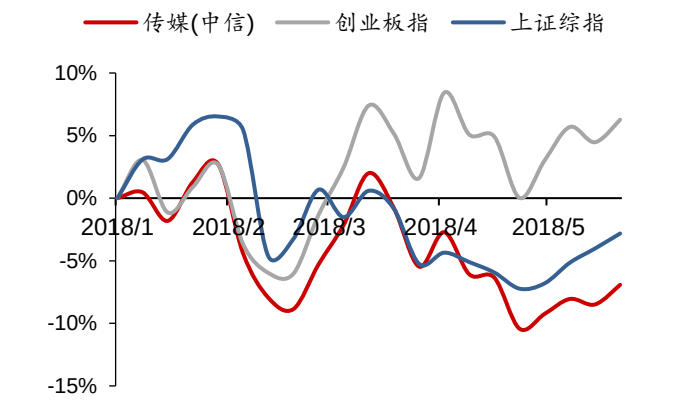
2. 估值合理、主业稳健的价值公司：中南传媒、凤凰传媒、东方明珠、中国电影、城市传媒；

3. 边际向好的公司：华谊兄弟、幸福蓝海。

传媒板块走势总体较弱，电影/院线/体育/营销板块相对较强

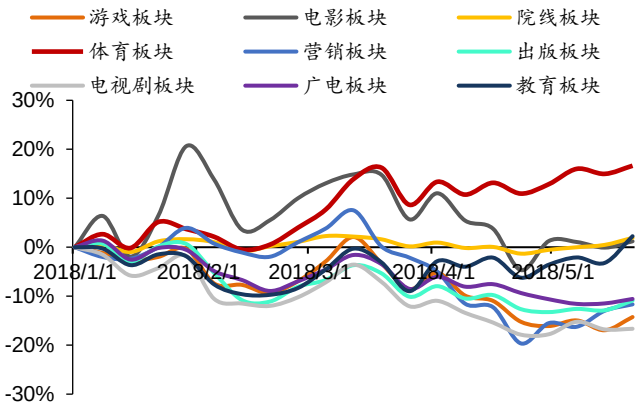
2018 年以来，传媒板块整体走势偏弱。2018 年初至 2018 年 5 月 21 日，传媒板块下跌幅度 6.92%。其中，电影、院线、体育、营销子板块走势相对较强，我们认为其主要原因为行业基本面发生向好变化，其余游戏、电视剧、出版等子板块走势较弱。

图表1： 2018 年以来传媒指数走势弱于创业板指



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 电影、院线、体育、营销板块走势较强



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2017 年及 2018 年一季度传媒板块业绩表现平平，人口红利褪去进入阶段性平稳期。我们统计了 A 股 126 家传媒标的(剔除乐视网)，总体而言，2017 年营收同比增长 10%至 4243 亿元，净利润同比增长 4%至 516 亿元；2018 年一季度营收同比增长 13%至 985 亿元，净利润同比增长 9%至 138 亿元。

从龙头公司的表现来看，子行业分化较为明显，18 年 1 季度院线、营销、阅读领域龙头公司表现亮眼。游戏、影视、院线、阅读领域龙头公司基本在 17 年实现利润增长；营销、广电领域则有相当比例龙头公司 17 年下滑。从 18 年 1 季度业绩表现来看，院线、营销、阅读领域龙头公司表现亮眼，游戏龙头公司表现平平，影视龙头公司则表现出明显分化。

图表3： A 股重点传媒标的 2017 年年报及 2018 年一季报业绩表现

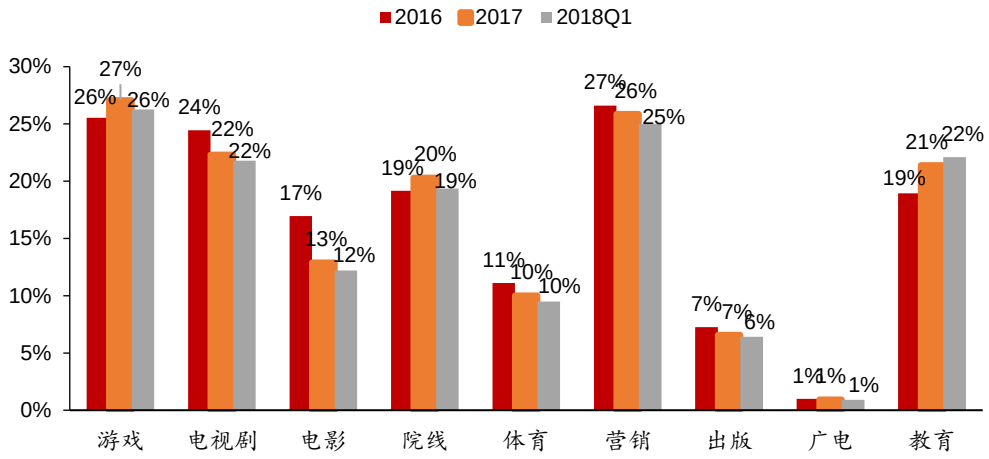
		净利润（亿元）						营收（亿元）					
		16N	17N	YOY	17Q1	18Q1	YOY	16N	17N	YOY	17Q1	18Q1	YOY
游戏													
002624.SZ	完美世界	11.7	15.0	29%	3.3	3.6	11%	61.6	79.3	29%	19.1	18.0	-6%
002555.SZ	三七互娱	10.7	16.2	51%	4.3	4.1	-5%	52.5	61.9	18%	16.2	16.6	3%
300418.SZ	昆仑万维	5.3	10.0	88%	1.9	2.0	3%	24.2	34.4	42%	8.5	8.9	4%
002174.SZ	游族网络	5.9	6.6	12%	2.1	2.2	8%	25.3	32.4	28%	8.9	8.7	-2%
002292.SZ	奥飞娱乐	5.0	0.9	-82%	0.5	0.5	2%	33.6	36.4	8%	8.8	7.4	-16%
影视													
300251.SZ	光线传媒	7.4	8.2	10%	1.9	19.9	977%	17.3	18.4	6%	6.1	4.0	-34%
300133.SZ	华策影视	4.8	6.3	33%	1.4	0.4	-75%	44.4	52.5	18%	4.4	5.9	33%
002343.SZ	慈文传媒	2.9	4.1	41%	0.3	0.9	206%	18.3	16.7	-9%	1.1	2.9	158%
300426.SZ	唐德影视	1.8	1.9	8%	0.1	0.2	168%	7.9	11.8	50%	0.9	1.9	100%
300027.SZ	华谊兄弟	8.1	8.3	2%	-0.7	2.6	-478%	35.0	39.5	13%	5.4	14.2	160%
300291.SZ	华录百纳	3.8	1.1	-71%	0.6	-0.5	-173%	25.7	22.5	-13%	3.8	2.3	-41%
院线													
002739.SZ	万达电影	13.7	15.2	11%	4.7	5.4	14%	112.1	132.3	18%	33.3	42.5	28%
600977.SH	中国电影	9.2	9.7	5%	2.9	3.4	18%	78.4	89.9	15%	18.1	22.0	22%
601595.SH	上海电影	2.4	2.6	9%	0.5	0.4	-10%	10.5	11.2	7%	2.5	3.0	19%
603103.SH	横店影视	3.6	3.3	-7%	1.2	1.9	64%	22.8	25.2	10%	6.7	9.3	40%
300528.SZ	幸福蓝海	1.1	1.1	0%	0.2	0.5	103%	15.4	15.2	-1%	3.5	4.9	41%
002905.SZ	金逸影视	2.0	2.1	8%	0.2	0.6	153%	21.6	21.9	2%	5.2	5.9	13%
营销													
002400.SZ	省广集团	6.1	-1.8	-130%	0.8	0.8	1%	109.2	113.0	3%	19.1	22.6	18%
002027.SZ	分众传媒	44.5	60.0	35%	11.1	12.1	9%	102.1	120.1	18%	24.2	29.6	22%
300058.SZ	蓝色光标	6.4	2.2	-65%	0.8	1.5	90%	123.2	152.3	24%	29.4	50.2	71%
002712.SZ	思美传媒	1.4	2.3	63%	0.5	1.0	83%	38.2	41.9	10%	7.0	14.0	99%
出版&阅读													
600551.SH	时代出版	4.0	3.0	-25%	1.2	1.2	1%	67.7	66.1	-2%	18.3	14.8	-19%
300364.SZ	中文在线	0.4	0.8	121%	-0.1	-0.3	254%	6.0	7.2	19%	1.1	1.4	36%
601928.SH	凤凰传媒	11.7	11.7	0%	2.9	2.7	-9%	105.5	110.5	5%	24.5	20.5	-16%
600229.SH	城市传媒	2.7	3.3	21%	0.6	0.8	23%	17.7	19.7	11%	4.6	4.9	7%
601900.SH	南方传媒	4.2	6.1	45%	1.1	1.7	51%	49.2	52.5	7%	11.7	12.8	9%
601098.SH	中南传媒	18.0	15.1	-16%	3.5	2.6	-25%	111.0	103.6	-7%	21.4	16.4	-23%
603096.SH	新经典	1.5	2.3	53%	0.5	0.5	20%	8.5	9.4	11%	2.0	2.1	6%
603533.SH	掌阅科技	0.8	1.2	60%	0.4	0.4	0%	12.0	16.7	39%	3.8	4.7	23%
300571.SZ	平治信息	0.5	1.0	100%	0.2	0.5	118%	4.7	9.1	94%	2.1	2.3	12%
广电													
600037.SH	歌华有线	7.3	7.6	5%	1.8	1.7	-3%	26.6	27.0	1%	5.5	5.3	-4%
600637.SH	东方明珠	29.3	22.4	-24%	4.3	4.4	2%	194.5	162.6	-16%	37.1	28.0	-24%
002238.SZ	天威视讯	3.0	2.4	-22%	0.5	0.6	8%	16.9	15.9	-6%	3.7	3.8	3%
000156.SZ	华数传媒	6.0	6.4	6%	1.5	1.6	4%	30.8	32.1	4%	7.1	7.7	8%
600959.SH	江苏有线	8.7	7.8	-10%	2.1	1.4	-34%	54.2	81.0	49%	18.7	18.5	-1%
000665.SZ	湖北广电	3.0	3.4	11%	0.9	0.9	1%	24.8	26.1	5%	5.4	6.3	17%
601929.SH	吉视传媒	3.7	3.8	3%	0.7	0.4	-42%	22.1	20.5	-8%	4.7	4.7	-1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

并购重组步伐放缓，商誉占比略微下滑

我们统计了传媒 121 家上市公司的商誉情况，从商誉数值上看，17 年年报相对 16 年年报传媒板块商誉增加 18%；18 年一季报相对 17 年年报传媒板块商誉减少 0.9%，说明板块在 18 年一季度并购重组步伐放缓。从商誉占总资产的比例这个指标来看，传媒板块 17 年年报相对 16 年年报提升了 1 个百分点；18 年一季报相对 17 年年报下滑了 1 个百分点，说明 18 年以来商誉压力略微减轻。分子板块来看，电视剧、电影、营销、体育子板块商誉占总资产的比例呈现下滑趋势，教育子板块此比例呈现明显上扬趋势。

图表4： 传媒子板块 2016 年报、2017 年报和 2018 年 1 季报商誉占总资产比例

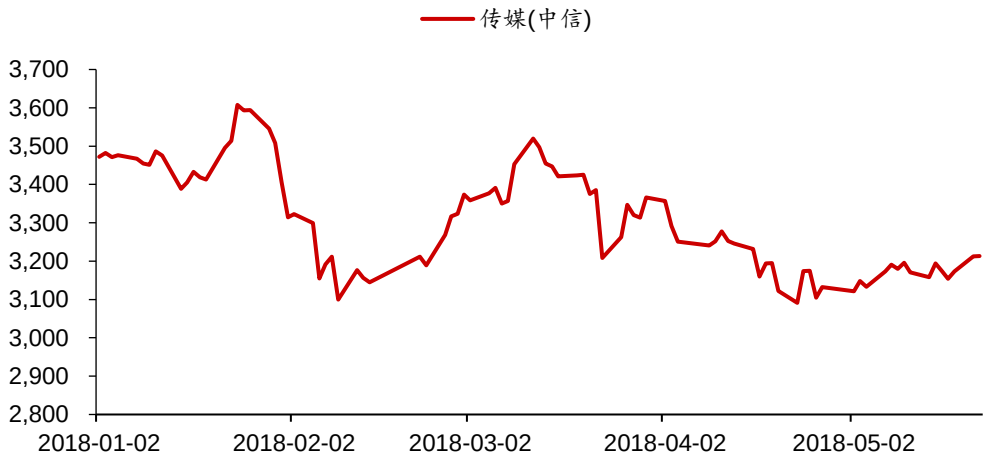


资料来源:Wind，华泰证券研究所

板块估值消化进入末期，部分龙头已进入价值区间

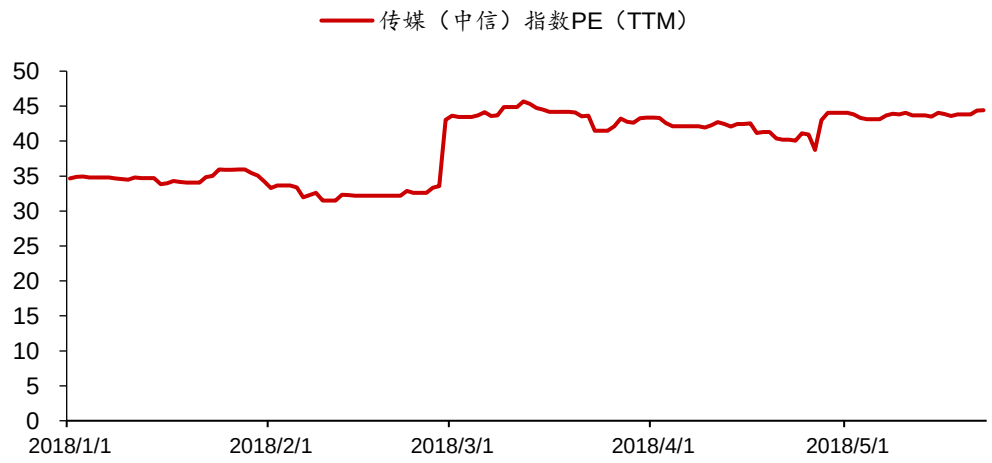
自 2018 年年初至 2018 年 5 月 22 日，传媒板块呈现震荡行情，前 5 个月总体趋势下行，5 月以来有企稳回升态势。剔除年报影响，传媒板块 PE 估值水平在 18 年初至今无明显向上或向下趋势，我们认为，这是板块整体估值消化进入末期的表现。

图表5： 传媒（中信）指数在 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 5 月 22 日的表现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 传媒（中信）指数 PE(TTM)表现（2018 年 1 月 1 日至 2018 年 5 月 22 日）



注：2018 年 3 月出现估值提升，是由于 3 月传媒（中信）指数涉及的上市公司发布 2017 年年报，因此 PE 水平的分母（即净利润）有所下滑。此下滑趋势与我们统计的 126 家公司的上涨趋势不同，原因系 1）传媒（中信）指数成分股包含 136 家公司，与我们统计的 126 家公司的口径不一致；2）我们剔除了异常值如乐视网、东方网络、长城动漫；传媒关联性低的标的如数码科技、博通股份及*ST 类标的。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，部分龙头公司已经进入合理估值区间。从 18 年 PE 水平来看，游戏领域龙头公司 PE 估值水平在 15~25X 之间；影视领域龙头公司 PE 估值水平在 12~25X 之间；出版领域龙头公司（城市传媒、南方传媒、中南传媒）PE 估值水平在 14~18X 之间，此三板块估值水平已经回调到具备相对安全边际的区间内。

图表7： 传媒板块重点标的 PE 估值水平（2018 年 5 月 23 日）

		wind一致/华泰预测	总市值（亿元）	流通市值（亿元）	PE			净利润（亿元）			
					17A	18E	19E	16N	17N	18E	19E
游戏											
002624.SZ	完美世界	华泰预测	487	128	32	25	21	11.7	15.0	19.5	23.3
002555.SZ	三七互娱	WIND一致预期	312	72	19	15	13	10.7	16.2	20.1	24.2
300418.SZ	昆仑万维	华泰预测	251	98	25	19	15	5.3	10.0	13.3	16.7
002174.SZ	游族网络	华泰预测	195	78	30	17	14	5.9	6.6	11.3	13.9
影视											
300251.SZ	光线传媒	华泰预测	334	99	41	12	25	7.4	8.2	28.0	13.3
300133.SZ	华策影视	WIND一致预期	201	73	32	25	20	4.8	6.3	8.0	10.1
002343.SZ	慈文传媒	WIND一致预期	111	74	27	20	16	2.9	4.1	5.6	7.0
300426.SZ	唐德影视	WIND一致预期	71	38	37	17	13	1.8	1.9	4.3	5.4
300027.SZ	华谊兄弟	华泰预测	246	135	30	21	17	8.1	8.3	11.8	14.6
院线											
002739.SZ	万达电影	华泰预测	611	237	40	35	29	13.7	15.2	17.6	21.2
600977.SH	中国电影	华泰预测	328	99	34	25	22	9.2	9.7	13.4	15.0
601595.SH	上海电影	WIND一致预期	70	20	27	22	19	2.4	2.6	3.2	3.6
603103.SH	横店影视	WIND一致预期	155	18	47	36	29	3.6	3.3	4.4	5.3
300528.SZ	幸福蓝海	WIND一致预期	50	17	45	25	21	1.1	1.1	2.0	2.4
002905.SZ	金逸影视	WIND一致预期	64	16	30	24	20	2.0	2.1	2.6	3.2
营销											
002400.SZ	省广集团	WIND一致预期	68	54	-37	18	15	6.1	-1.8	3.9	4.5
002027.SZ	分众传媒	WIND一致预期	1,413	600	24	20	17	44.5	60.0	69.2	81.4
300058.SZ	蓝色光标	WIND一致预期	145	93	65	25	19	6.4	2.2	5.8	7.5
002712.SZ	思美传媒	华泰预测	65	23	28	20	15	1.4	2.3	3.2	4.3
出版&阅读											
300364.SZ	中文在线	WIND一致预期	77	43	100	30	22	0.4	0.8	2.6	3.5
600229.SH	城市传媒	华泰预测	63	26	19	18	16	2.7	3.3	3.6	4.0
601900.SH	南方传媒	WIND一致预期	98	19	16	14	12	4.2	6.1	7.1	8.2
601098.SH	中南传媒	WIND一致预期	243	86	16	16	15	18.0	15.1	15.4	16.6
603096.SH	新经典	WIND一致预期	122	36	53	41	32	1.5	2.3	3.0	3.9
603533.SH	掌阅科技	WIND一致预期	173	18	139	91	67	0.8	1.2	1.9	2.6
300571.SZ	平治信息	WIND一致预期	80	34	83	27	20	0.5	1.0	3.0	4.0
广电											
600037.SH	歌华有线	WIND一致预期	169	83	22	21	20	7.3	7.6	7.9	8.3
600637.SH	东方明珠	WIND一致预期	494	377	22	17	15	29.3	22.4	29.0	33.6
000156.SZ	华数传媒	WIND一致预期	163	62	25	19	15	6.0	6.4	8.4	10.6

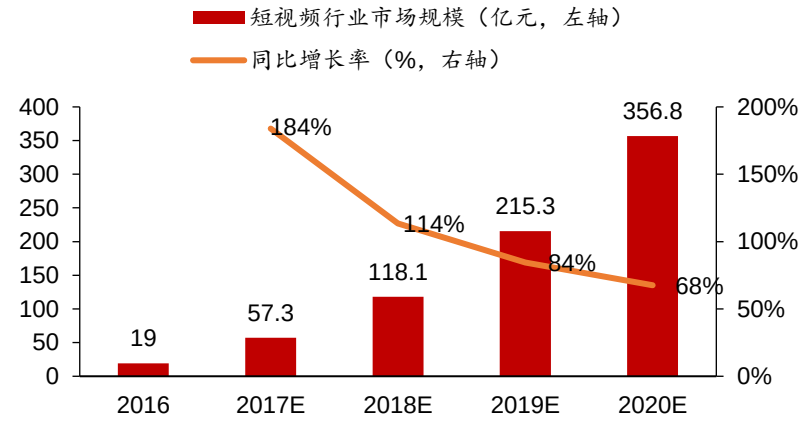
资料来源：Wind，华泰证券研究所

视频网站：影响力进一步增强，头部内容制作能力成为重要竞争优势

短视频平台增长迅猛，对长视频平台的影响尚待观察

短视频具有社交属性强、易创作、时长短的特点，更符合移动互联网时代用户的碎片化内容消费习惯。近年来，短视频领域蓬勃发展；据艾瑞咨询测算，2020 年短视频市场规模将超 300 亿。

图表8： 2016-2020 年中国短视频行业市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询、华泰证券研究所

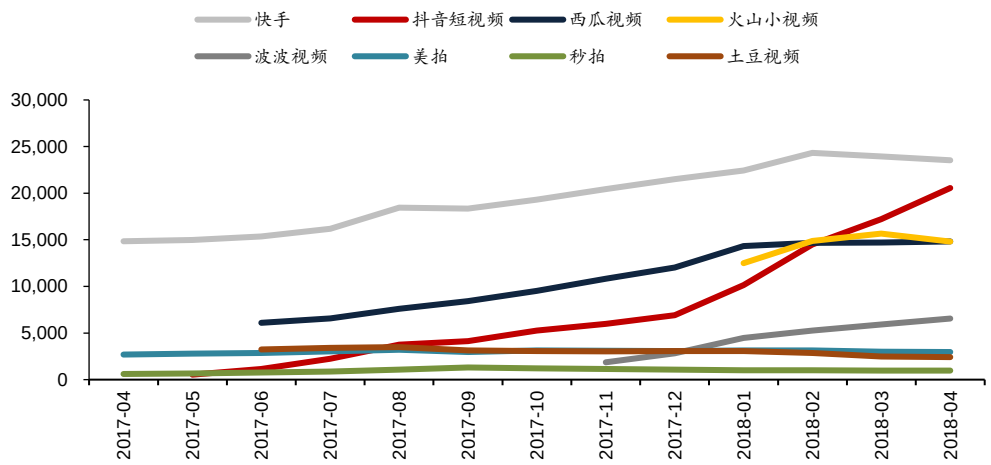
各大互联网巨头积极布局短视频领域，经过 2 年的竞争，市场格局趋于稳定。根据艾瑞咨询数据，截至 2018 年 4 月，月活排名 TOP5 的短视频 APP 分别是：快手（腾讯系）、抖音短视频（头条系）、火山小视频（头条系）、西瓜视频（头条系）、波波视频（网易系）。

图表9： 2017 年互联网巨头短视频布局

	平台布局	内容布局
腾讯系	QQ 空间	2017.11 腾讯内容开放平台启动
	微信朋友圈	
	快手	
新浪系	秒拍	2017.04 微博开通“故事”功能开拓新用户
	酷燃	
阿里系	淘宝	大鱼号改版，上线内容培育计划
	土豆	
头条系	西瓜视频	2017.02 全资收购北美知名短视频社区 Flipagram
	火山小视频	2017.08 宣布投入上亿美金助力抖音进入国际市场
	抖音	2017.05 宣布在未来一年内投入 10 亿元补贴火山小视频上的达人
	Muse	2017.11 全资收购海外音乐短视频平台 Musical.ly
百度系	好看视频	2017.04 战略投资海外短视频内容社区人人视频
	秒懂百科	2017.04 联手时光网打造影视文化 PGC 短视频内容生态
网易系	波波视频	2014 年 4 月正式上线，定位属于互联网明星直播平台。
360 系	快视频	2017.11 “100 亿快基金”计划
	快剪辑	

资料来源：APP 官网，华泰证券研究所

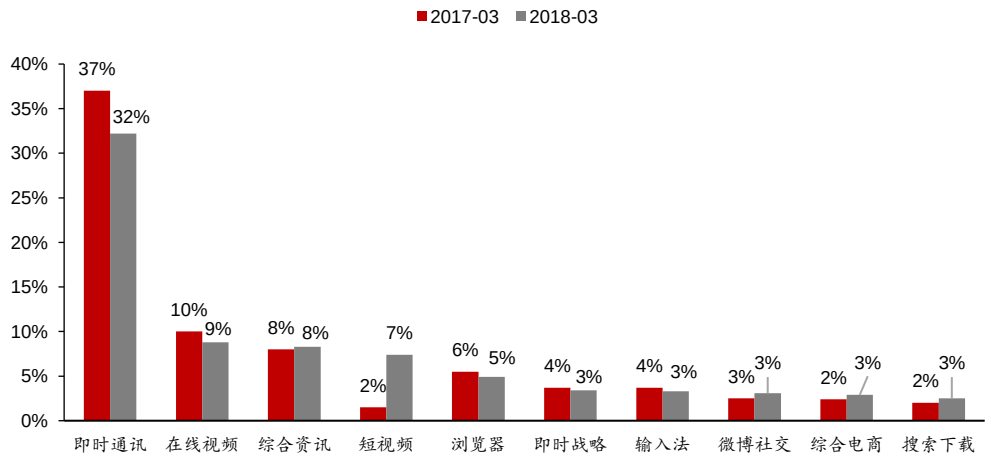
图表10： 主要短视频 APP 月活（万台）



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

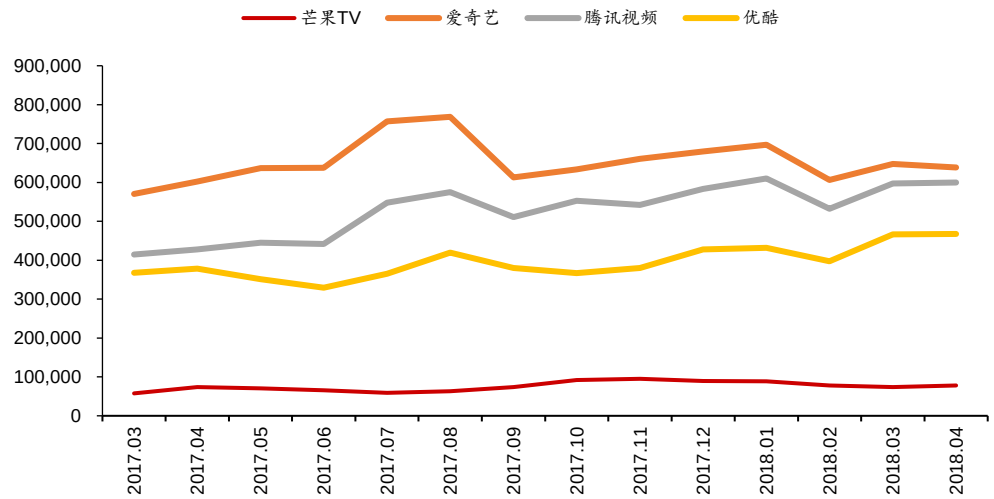
从 Questmobile 2018 年 3 月用户使用时长占比数据可以看出，短视频占比是同比增长最为明显的品类，而在线视频占比同比下滑；而从艾瑞咨询公布的在线视频 APP 月度有效时长来看，主要视频网站均实现了正增长。**因此我们判断，短视频主要挤压即时通讯类媒体使用时长，目前来看对在线视频挤压作用不明显，后续影响尚待观察。**

图表11： 2018 年 3 月中国移动互联网细分行业总使用时长占比



资料来源：Questmobile，华泰证券研究所

图表12： 主要视频 APP 月度总有效时长（万小时）

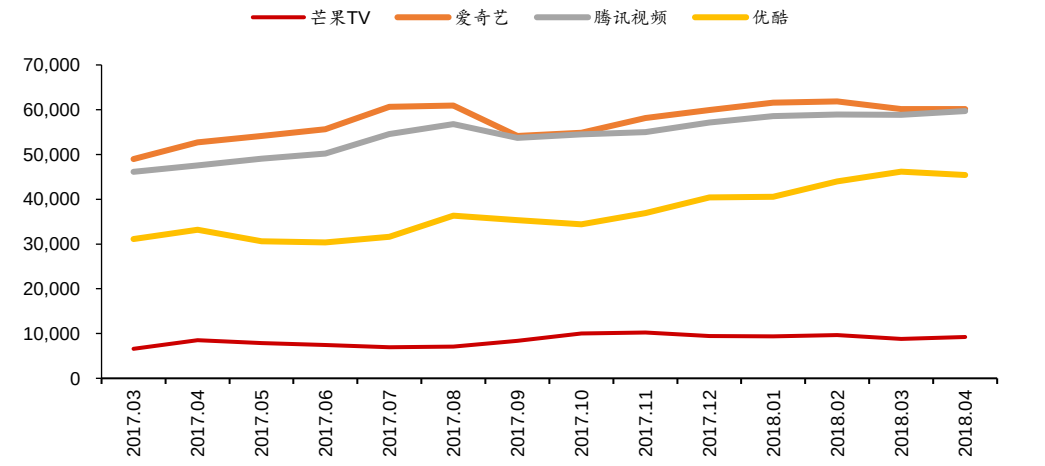


资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

在线视频用户数持续增长，用户价值待进一步挖掘

2018 年 1 月至 4 月，主要在线视频 APP 的月活和使用时长维持上升趋势。我们统计了前四大视频网站（爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV），2018 年 3~4 月总月活同比增长 27%；2018 年 3~4 月总有效使用时长同比增长 23%。

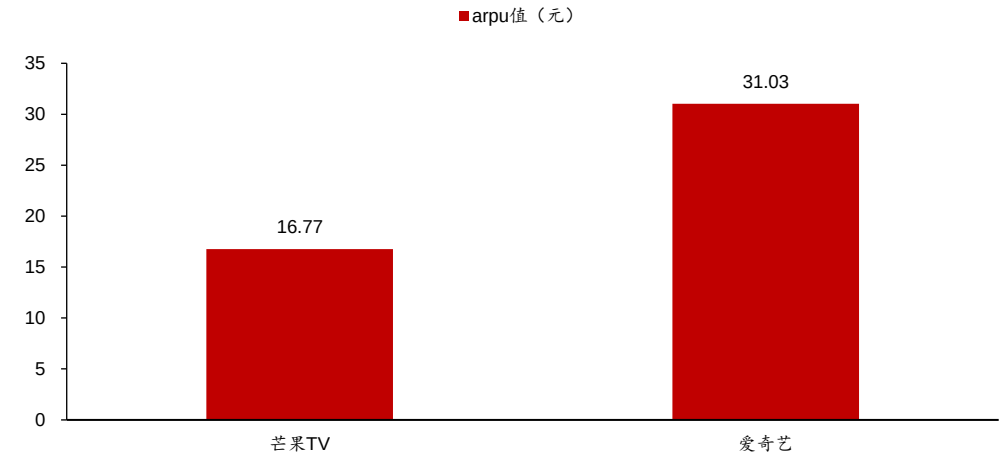
图表13： 主要视频网站 MAU 维持上升趋势（万人）



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

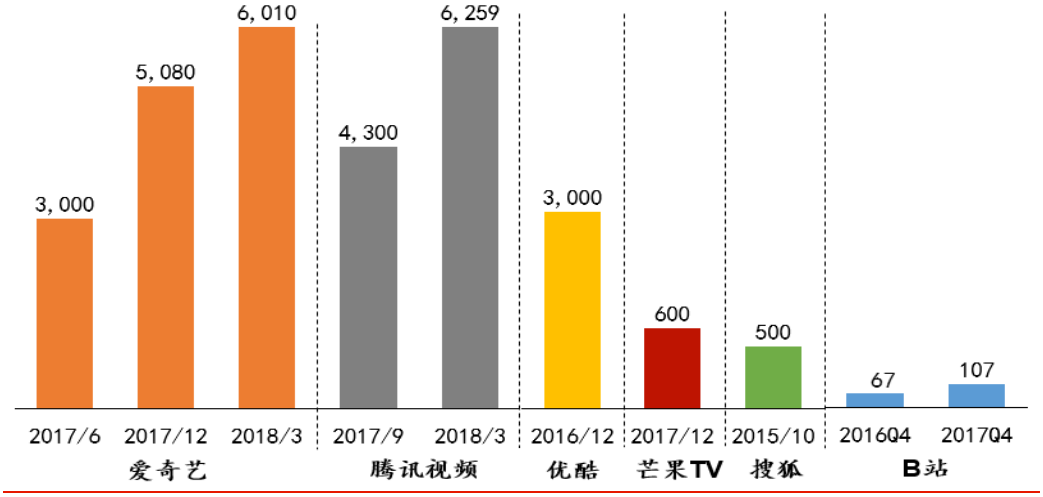
用户价值仍待进一步挖掘，付费会员数持续增长。主流视频网站如爱奇艺和芒果 TV 的 2017 年用户 ARPU 值分别为 16.77 元、31.03 元，而同期网络文学用户 ARPU 值为 39.77 元（根据 CNNIC、《中国移动阅读市场年度综合报告》数据）。我们认为，在线视频用户的价值仍有较大挖掘空间。从付费会员角度看，主要视频网站付费会员数增长持续。根据爱奇艺招股书和腾讯官方数据，2018 年 3 月，爱奇艺付费会员数达 6010 万人，相距 3 个月前增长了 930 万人；腾讯视频付费会员数达 6259 万人，相距 6 个月前增长了 1959 万人。

图表14： 爱奇艺和芒果 TV2017 年用户 Arpu 值（元）



资料来源：艾瑞咨询，阿里巴巴年报，爱奇艺招股书，华泰证券研究所

图表15： 主要视频网站付费用户数（万人）



资料来源：爱奇艺招股书、B 站招股书、腾讯科技等，华泰证券研究所

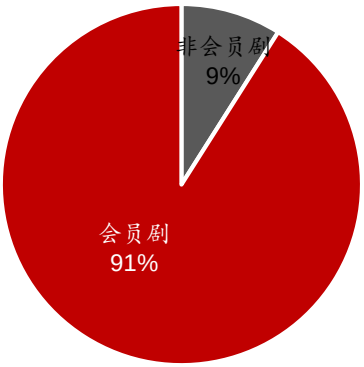
视频网站作为视频内容的主要出口，C 端的重要接口，与内容的关系十分密切，不可分割。而头部内容作为引流利器，理所当然成为视频网站争抢的对象。由此导致的结果是头部剧涨价，视频网站成本高企。为了降低对外购内容的依赖，压低成本，从而获得竞争优势，视频网站急需在自制剧及自制综艺这前两大引流品类进行布局，而最近 2 年也正是视频网站频频出手加大内容制作投入、收购优质内容方的 2 年。我们判断，未来这一趋势将会持续进行，直至外购内容与自制内容质量水平相当，自制成本与外购成本相当为止。

自制剧是视频网站布局重点，渠道方积极收编内容方

电视剧、综艺是视频网站引流的两大利器。电视剧中，外购剧花落谁家取决于资金实力。近年来，随着用户鉴赏能力的提升，头部内容收割流量的趋势愈发显著，根据艺恩咨询 2017 年 11 月数据，TOP1 头部剧引流占比高达 14%。随之而来的是头部剧涨价，视频网站版权购买成本上涨。

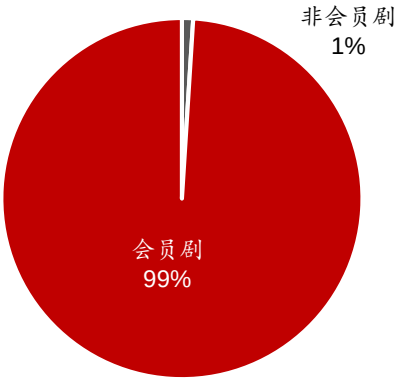
与外购剧优势依赖资金实力不同，自制剧的优势来自内容制作、宣发能力和渠道能力。且自制剧凭借其成本低，拉新效用强的特点，成为视频网站面对高昂头部剧价格的解困之法。云合数据监测显示，在 2017 年上新的网络剧中，独播剧 231 部，占比高达 95%。独播剧的累计有效播放达 459 亿次，占总播放量的 82%。可见独播已成为网络剧的主要投放方式与流量砥柱。2017 年上新网络剧中会员剧 220 部，非会员剧 22 部，会员剧数量占比 91%，其带来的有效播放达 554 亿，占比接近 100%。付费观看已经成为网络剧的主要模式，独播网剧成为视频网站拉新利器。

图表16： 2017 年上新网络剧数量对比



资料来源：云合数据，华泰证券研究所

图表17： 2017 年上新网络剧累计有效播放对比



资料来源：云合数据，华泰证券研究所

2017 年，视频网站在自制剧上的布局卓有成效，精品化趋势明显。根据剧星传媒统计，2017 年播放量 TOP20 自制剧豆瓣评分中，有 7 部豆瓣评分超过 7 分。其中，优酷自制剧《白夜追凶》豆瓣评分高达 9 分。

图表18： 2017 网络总播放量 TOP20 自制剧

剧名	播放平台	出品方	2017 网络总播放量（亿次）	豆瓣评分	系列化程度
热血长安	优酷	优酷视频、盟将威影视、嗨乐娱乐及世纪影游	106	6.2	
九州海上牧云记	爱奇艺，腾讯视频，优酷	九州梦工厂	78	6.9	
将军在上	优酷	兴格传媒	70	5.1	
大话西游之爱你一万年	爱奇艺，腾讯视频，芒果 TV，乐视网	春秋时代（霍尔果斯）影业、乐视视频	63	3.1	
春风十里不如你	优酷	东海麒麟、优酷、泰洋川禾、捷成世纪、伍仁影视、周冬雨工作室	59	6.2	
白夜追凶	优酷	优酷、公安部金盾文化影视中心北京凤仪传媒、五元文化传媒	48	9	
双世宠妃	腾讯视频	企鹅影视出品，余洲影视承制	42	6.1	
天泪传奇之凤凰无双	爱奇艺	礼想境界、库艺文化、爱奇艺科技	31	4	
致我们单纯的小美好	腾讯视频	华策影视“剧可爱工作室”、腾讯视频	31	7.2	
镇魂街第 1 季	优酷	优酷、奥飞剧业、雄孩子传媒、有妖气	30	8.4	
乡村爱情 9	腾讯视频	企鹅影视、本山传媒	29	7.3	第 9 季
无心法师 2	腾讯视频	企鹅影视、搜狐视频和唐人影视	29	6.3	第 2 季
鬼吹灯之黄皮子坟	腾讯视频	企鹅影视、耀客传媒、七印象文化传媒、万达影视	27	5.2	3 部系列剧之一
亲爱的王子大人	芒果 TV，搜狐视频	天津金狐文化传播、湖南快乐阳光互动娱乐、北京薇薇一笑文化传媒	26	5.8	
使徒行者 2	腾讯视频	企鹅影视、香港电视广播	25	7	第 2 季
奇星记之鲜衣怒马少年时	优酷，PPTV 聚力	耀客传媒、励合天地	25	4.1	
颤抖吧，阿部	优酷	优酷、新派系文化传媒	24	7.3	
独步天下	腾讯视频	企鹅影视、悦凯影视、新丽传媒	24	3.9	
柒个我	腾讯视频	华策影视	20	5.2	
终极三国 2017	优酷	合一集团、可米传媒、上海恩乔依	20	7.4	

资料来源：剧星传媒，豆瓣，华泰证券研究所

视频网站积极加大在内容生产领域的布局，渠道方对内容方的收编有望持续进行。根据光线传媒公告，2018 年 3 月 10 日，光线传媒将所持新丽传媒 27.642%股份出售给腾讯，对价 33.17 亿元，整体估值达到 120 亿元。新丽传媒 2016 年营业收入 7.45 亿元，净利润 1.56 亿元，从估值水平看超越 A 股市场目前上市公司的估值水平。我们认为，头部制片方所具备的 IP 培育和头部内容制作能力，正是掣肘视频网站成本的所在，视频网站在借助收购补齐短版的过程中，有望催化制片方的估值提升。

图表19： 近期渠道方在内容方的布局

时间	标的	收购方	对价	收购比例	收购结果	估值水平	代表作品
2017 年 10 月	耀客传媒	腾讯、云锋基金等	数亿元				《离婚律师》、《心术》、《千金女贼》、《兰陵王》、《幻城》、《女不强大天不容》、《鬼吹灯之黄皮子坟》
2018 年 2 月	万达电影	阿里巴巴旗下的臻希投资	48.6 亿元		第二大股东		
2018 年 3 月 9 日	柠萌影视	C 轮，腾讯、弘毅投资作为老股东继续加持	数亿元				《寂寞空庭春欲晚》、《好先生》、《小别离》、《择天记》
2018 年 3 月 10 日	新丽传媒	腾讯旗下林芝腾讯	33.17 亿元	27.64%	第二大股东	120 亿元	《我的前半生》、《白鹿原》、《大丈夫》等，并投资拍摄了电影《煎饼侠》、《夏洛特烦恼》、《情圣》、《悟空传》、《羞羞的铁拳》、《妖猫传》

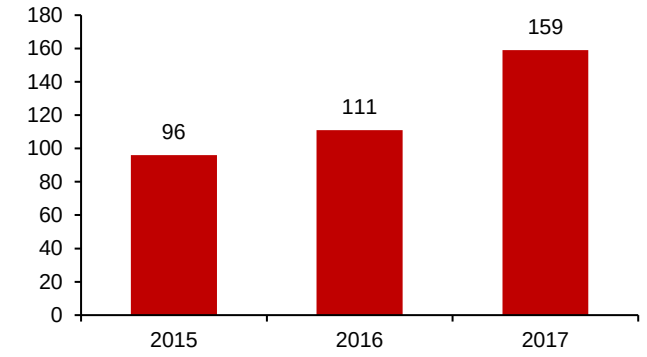
资料来源：公司公告，IT 桔子，华泰证券研究所

视频网站积极投资制作网综，网综量质齐升

2018 年 1~4 月网综表现亮眼，网络综艺与电视综艺的差距进一步缩小

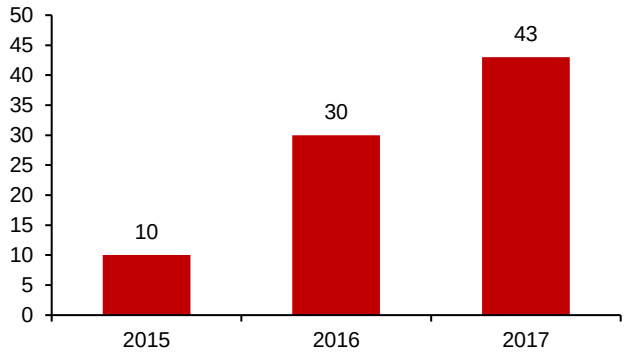
爆款内容出现，网综部数井喷。经过数年资本的不断投入，2017 年开始，网综进入井喷期，网综产量增长 43%，创新内容不断涌现：如《明日之子》开创了选秀类网综的元年，《中国有嘻哈》也让小众的嘻哈被大众认知。

图表20： 2015-2017 年网络综艺作品部数



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

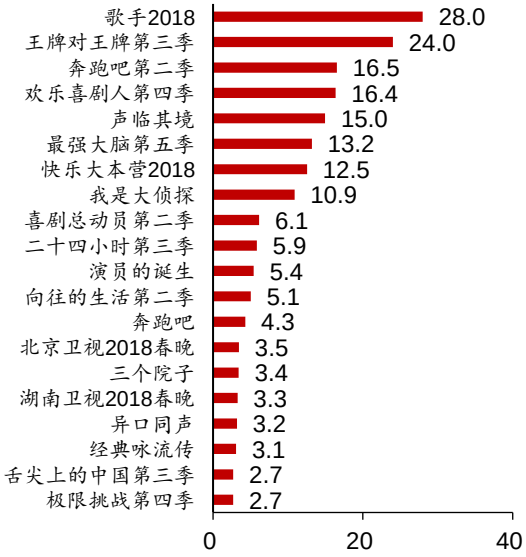
图表21： 2015-2017 年网络综艺投资规模（亿元）



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

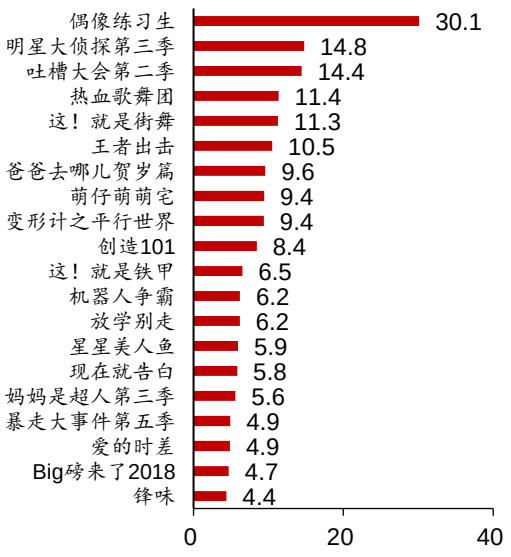
用户聚集，头部网综播放量高速增长，网络综艺与电视综艺的差距迅速缩小。传统公司入局，新贵崛起，平台大力投资等因素推进网综质量大幅提升，促使用户进一步聚集，网综播放量上升。2018 年 1~4 月 TOP20 的电视综艺与网络综艺点击量的差距相比同期明显收窄，且出现了 TOP1 网综《偶像练习生》点击量超越 TOP1 电视综艺《歌手 2018》的现象。

图表22： 2018 年 1~4 月电视综艺点击量（亿次）TOP20



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

图表23： 2018 年 1~4 月网络综艺点击量（亿次）TOP20



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

图表24： 2017 年 1~4 月电视综艺点击量（亿次）TOP20



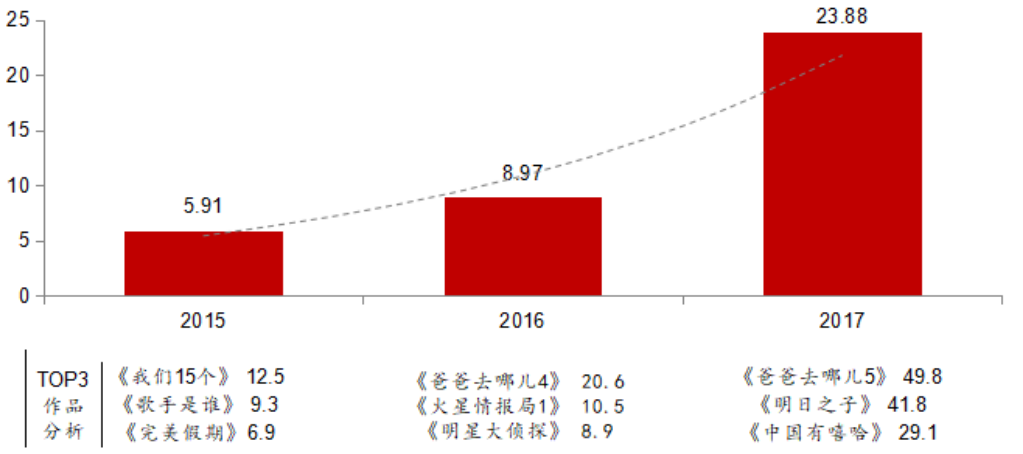
资料来源：艺恩，华泰证券研究所

图表25： 2017 年 1~4 月网络综艺点击量（亿次）TOP20



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

图表26： 2015-2017 新播网综播放量 TOP10 平均值（亿）



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

各大视频网站积极布局，芒果 TV 借势湖南卫视资源阶段性领先

网综整体质量提升，主要视频网站积极布局优质网综。目前，广告仍是网综变现的主要渠道，高投入、高回报的风格逐渐形成，推动行业在内容方面增大投入。2017 年，腾讯视频、爱奇艺、优酷、芒果 TV 等主要视频网站均通过创建工作室、资金扶持、与相关公司合作等，持续提高制作能力，积极布局精耕用户需求、内容优质的网综。随着网综内容质量升级，内容营销模式不断完善，网综的用户付费意愿和广告收入等商业价值可持续提高。

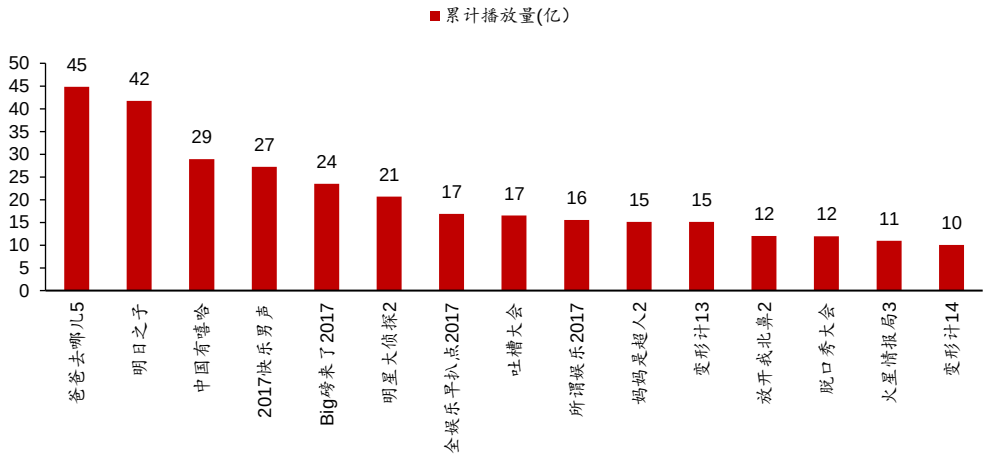
图表27： 2017 年视频网站网综布局战略及代表作品

视频平台	网综战略布局	2017 年代表作品
腾讯视频	• 发力制片人体系，组建“ 天相工作室” 制片人团队，洞察市场、 研发内容、 连接制作公司，获取连续制造优质内容的能力。 • 打造偶像网综 IP+全产业链开发。	《明日之子》 腾讯视频+哇唧唧哇 《放开我北鼻 2》 腾讯视频+东方娱乐 《吐槽大会 1、2》 腾讯视频+笑果文化
爱奇艺	• 内部构建网综自制与网综合作部门，通过研发与合作为网综续航，另外 Ipartner 计划为网综制作公司全面开放合作。 • 养成偶像网综 IP+全产业链布局。	《中国有嘻哈》 爱奇艺 《奇葩说 4》 爱奇艺+米未传媒
优酷	创建网综自制工作室，通过自制网综与主控制作公司出品网综发力网综布局。	《火星情报局 3》 优酷、银河酷娱 《小手牵小狗》 优酷、快乐全球传媒
芒果 TV	借势湖南卫视资源优势打造优质自制网综，并对网综制作公司进行资金扶持。	《明星大侦探 2、3》 芒果 TV 《妈妈是超人 2》 芒果 TV

资料来源：艺恩，华泰证券研究所

借助湖南卫视资源，芒果 TV 阶段性领先。2017 年网络点击量 10 亿俱乐部的 13 部网综里，于芒果 TV 播放的作品占据 5 席，阶段性优势明显。2014 年，芒果 TV 宣布采取“独播”战略，2015 年起，湖南卫视热门的《爸爸去哪儿》、《我是歌手》等综艺只能在芒果 TV 收看。2015 年初，《我是歌手 3》播出时，“独播”战略为一度把芒果 TV 客户端推上了 App Store 免费排行榜首位，每天为其带来 200 万用户。芒果 TV 的制作团队中，有许多人曾供职湖南广电，优秀的人才储备保证了节目质量。

图表28： 2017 网络点击量超过 10 亿次的 13 部综艺



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

建议关注标的

快乐购：芒果生态的传播端口，具备制作和渠道壁垒，发展潜力可期

2018 年 5 月 24 日，快乐购发布公告，拟向芒果传媒等持股方发行股份收购快乐阳光 100%股权、芒果互娱 100%股权、天娱传媒 100%股权、芒果影视 100%股权和芒果娱乐 100%股权，标的资产的交易价格分别为 95.30 亿元、5.08 亿元、5.03 亿万元、5.41 亿元和 4.68 亿元。本次发行价格确定为 19.61 元/股，发行的股份数量为 5.89 亿股。交易完成后，快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视和芒果娱乐将成为上市公司的全资子公司，快乐购将完成新媒体平台及内容整合，主营业务拓展至集流媒体内容、新媒体平台、互联网信息及电商服务一体共生的独具特色的芒果媒体生态。

根据 wind 一致预期，公司 18/19 年归母净利润估计为 8.4 亿元/10.8 亿元，考虑定增及发行股份购买资产，当前市值对应 18 年 PE 估值为 50X，建议关注。

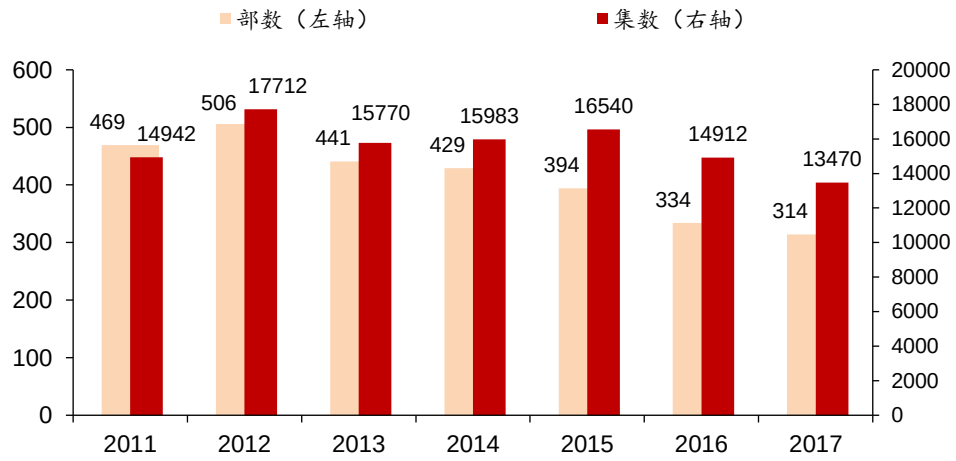
电视剧：头部剧影响力上升，网剧类型化显著

2018 年上半年剧集市场整体低迷，头部剧影响力上升

电视剧去产能逐步显现，剧集产量和播出量减少

2017 年，中国电视剧网络剧行业处于积极转型期。在政策调控和市场竞争的双重驱动下，影视内容的供给侧改革逐步推进，去产能初步显现。根据广电总局批示显示，2017 年，全国电视剧立项总量为 1,170 部、46,520 集，较 2016 年有所下降；全年生产完成并获得《国产电视剧发行许可证》的剧目为 314 部 13,470 集，创 2011 年以来新低；根据《腾讯娱乐白皮书》统计，全年省级卫视黄金档和周播剧场共播出 132 部电视剧，较上年减少 55 部；网络剧全年上线 213 部，较上年减少 43 部。行业市场竞争进一步加剧，回归内容本源，回归现实主义创作，精品化成为主流，头部内容获得更大的生存空间；剧集制作方不断洗牌，制作理念从“以量取胜”转向“以质取胜”。

图表29： 2011-2017 年电视剧产量逐渐下降

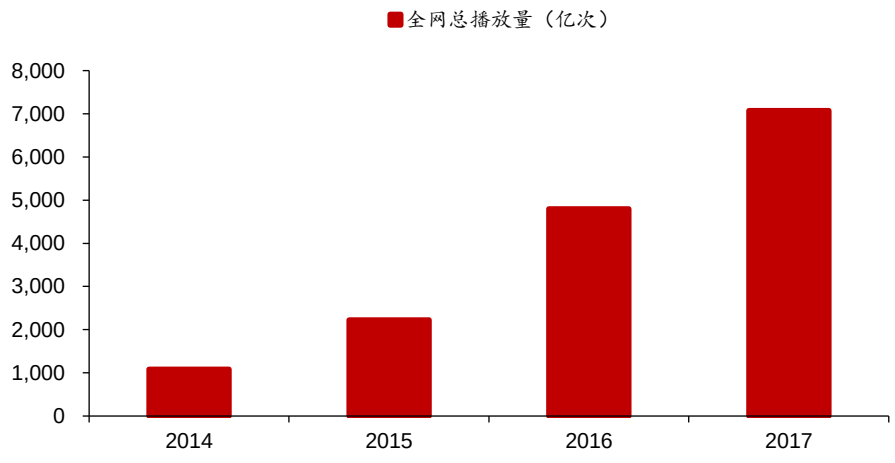


资料来源：广电总局，华泰证券研究所

爆款、头部影响力上升，头部剧是视频网站的主要流量来源

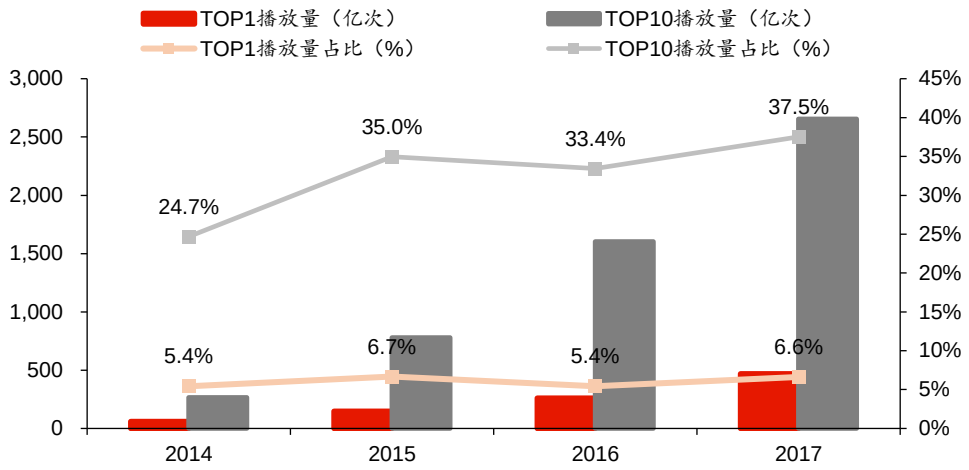
在产量和播出数量减少的情况下，2017 年却是爆款频出、收视回温的一年。艺恩数据显示，收视排行前十的剧目收视率均超过 1.2，最高达 3.6；国产剧网络播放量累计近 7000 亿，年增长率达 47%，且头部大剧播放量更集中，排行前十的头部剧播放量占比总量近 40%，单部全网剧《楚乔传》全年点击量破历史记录高达 485 亿。

图表30： 2014-2017 年电视剧的网络播放量复合增速近 100%



资料来源:艺恩，华泰证券研究所

图表31： 2015-2017 年 TOP10 电视剧的网络播放量占比



资料来源：艺恩，华泰证券研究所

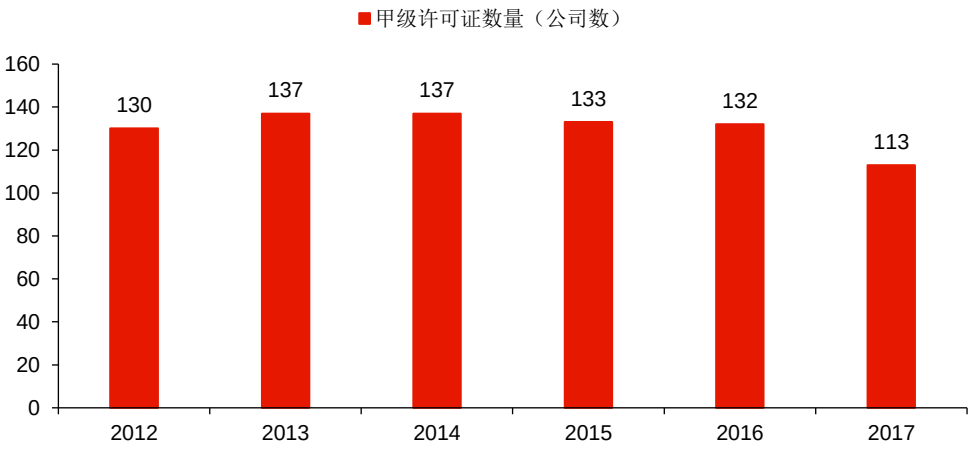
内容制作门槛不断提升，制片公司集中度提升，头部公司巩固护城河

头部化趋势之下，内容制作门槛不断提升，电视剧制作机构日益呈现集中化趋势。电视剧制作要求制作机构获得制作许可证，制作机构在连续两年内制作完成六部以上单本剧或三部以上连续剧（每部 3 集以上），才可以申请《电视剧制作许可证（甲级）》。2014 年以来，甲级许可证数量逐年减少，2017 年相比 2016 年更是骤减近 20 家，侧面印证目前电视剧头部化趋势愈演愈烈，内容制作门槛不断提高，电视剧制作机构也日益呈现集中化趋势。

具有优质内容制作和开发能力的一线内容厂商竞争优势持续扩大。内容方主动适应精品化、头部化趋势，采用大投入、大卡司、大 IP 的精品化趋势，单个项目的资金投入和项目风险都不断提升，具有优质内容制作和开发能力的一线内容厂商竞争优势持续扩大。

具备持续电视剧量产能力的机构不断集中，上市公司和拟上市公司成为头部剧产出主力。从全年收视率和网络点击量前十的剧目分析，包括华策影视、慈文传媒在内的近十家影视制作公司占据了电视端 70%的市场份额，网络端 50%的市场份额，行业集中度和资源配置效率进一步提升，能持续量产头部内容的优质公司加速巩固护城河，充分享受旺盛的市场需求所带来的红利。

图表32： 获得《甲级许可证》机构数量 2014 年来逐年减少



资料来源:广电总局，华泰证券研究所

图表33： 上市公司是头部剧产出主力

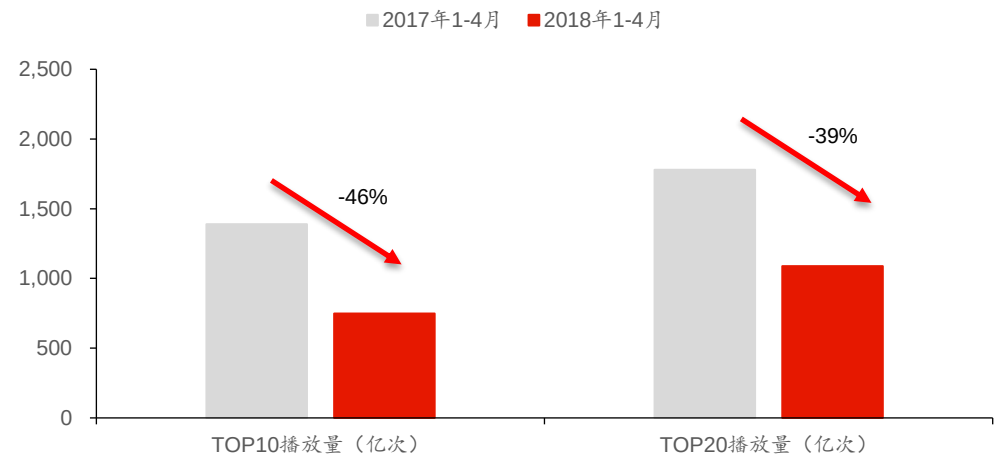
排名	2017 年 剧名	播放量(亿)	制作公司	2016 年 剧名	播放量（亿）	制作公司	2015 年 剧名	播放量（亿）	制作公司
1	楚乔传(67)	469.0	华策影视,慈文传媒	青云志(58)	261.24	欢瑞世纪	芈月传(81)	277.47	儒意欣欣,花儿影视
2	三生三世十里桃花(58)	456.7	华策影视，嘉行传媒	锦绣未央(54)	229.23	华策影视	琅琊榜(54)	158.67	正午阳光,山影集团
3	人民的名义(52)	368.7	金盾影视中心	欢乐颂(42)	203.70	山东影视,正午阳光	花千骨(58)	217.28	慈文传媒
4	择天记(55)	295.2	柠萌影视,企鹅影视	幻城(62)	174.71	耀客传媒	何以笙箫默(36)	103.91	剧酷传播
5	欢乐颂 2(55)	259.6	正午阳光	微微一笑很倾城(30)	164.86	华策影视	大秧歌(79)	92.00	完美影视，山影集团
6	猎场(35)	220.8	青雨传媒	好先生(42)	142.95	柠萌影视,乐视	大汉情缘之云中歌(44)	70.43	
7	孤芳不自赏(62)	192.7	华策影视，乐视	麻雀(69)	117.86	欢瑞世纪	克拉恋人(68)	93.87	爱奇艺,DMG 娱乐
8	我的前半生(42)	158.0	新丽传媒	老九门(48)	115.04	慈文传媒，爱奇艺，东方娱乐集团	虎妈猫爸(45)	62.91	新丽传媒，思美传媒
9	那年花开月正圆(74)	129.5	华视娱乐	武神赵子龙(60)	117.62	爱奇艺,永乐影视	千金女贼(46)	55.52	
10	醉玲珑(56)	112.0	东方娱乐集团,稻草熊影视	亲爱的翻译官(46)	101.58	华策影视,嘉行影视,乐视	特警力量(51)	54.25	

资料来源：艺恩，华泰证券研究所

2018 年上半年大剧缺位，整体剧集市场情绪低迷

2018 年开年以来，由于对古装剧的政策限制，大剧缺位。对比 2017 年和 2018 年前 4 个月的网络播放量来看，2018 年 1-4 月播放量最高的 10 部剧集（包含电视剧和网络剧）播放量 748 亿次，同比下降 46%；播放量最高的 20 部剧集播放量 1088 亿次，同比下降 39%。

图表34： 2018 年前 4 月剧集网络播放量出现明显下滑



资料来源:艺恩，华泰证券研究所

题材上，2017 年前 4 月播放量 TOP10 中古装剧占据 5 席，分别为三生三世十里桃花（TOP1）、孤芳不自赏(TOP3)、大唐荣耀(TOP4)、择天记(TOP7)和热血长安(TOP10)，占据前十总播放量的近 60%。2017 年前 4 月播放量 TOP10 中，仅一部为网剧，其他均为电视剧。

图表35： 2017 年和 2018 年 1-4 月剧集网络播放量排名

2017 年 1-4 月					2018 年 1-4 月				
排名	剧集名称	播放量（亿次）	类型	题材	排名	剧集名称	播放量（亿次）	类型	题材
1	三生三世十里桃花	391.52	电视剧	奇幻/古装	1	恋爱先生	156.09	电视剧	
2	人民的名义	274.74	电视剧		2	谈判官	125.17	电视剧	
3	孤芳不自赏	193.48	电视剧	古装/爱情	3	烈火如歌	75.40	网剧	古装/爱情
4	大唐荣耀	105.65	电视剧	古装/传奇	4	一路繁花相送	64.71	电视剧	
5	因为遇见你	91.33	电视剧		5	美好生活	62.11	电视剧	
6	漂亮的李慧珍	84.68	电视剧		6	南方有乔木	60.22	电视剧	
7	择天记	69.15	电视剧	奇幻/古装	7	独孤天下	57.78	网剧	古装/爱情
8	守护丽人	63.77	电视剧		8	凤囚凰	52.80	电视剧	古装/爱情
9	那片星空那片海	60.93	电视剧		9	利刃出击	47.00	电视剧	
10	热血长安	52.70	网剧	悬疑/古装	10	老男孩	46.92	电视剧	
11	鸡毛飞上天	51.47	电视剧		11	我的青春遇见你	42.75	电视剧	
12	漂洋过海来看你	50.68	电视剧		12	好久不见	42.08	电视剧	
13	剃刀边缘	46.13	电视剧		13	和平饭店	39.82	电视剧	
14	射雕英雄传	44.95	电视剧	古装	14	远大前程	36.34	电视剧	
15	爱，来的刚好	43.54	电视剧		15	极光之恋	36.25	电视剧	
16	遇见爱情的利先生	35.25	电视剧		16	心如铁	31.86	电视剧	
17	微微一笑很倾城	34.39	电视剧		17	海上牧云记	30.10	网剧	古装/玄幻
18	鬼吹灯之精绝古城	31.20	网剧		18	三生三世十里桃花	27.69	电视剧	奇幻/古装
19	放弃我，抓紧我	27.94	电视剧		19	人生若只如初见	26.87	网剧	
20	周末父母	26.21	电视剧		20	乡村爱情 10（上）	26.06	网剧	

资料来源：艺恩，华泰证券研究所

而观察 2018 年前 4 月播放量排行，TOP10 中古装剧仅占据 3 席，分别为烈火如歌（TOP3）、独孤天下（TOP7）和凤求凰（TOP8）。无论从演员卡司还是播出效果都远不及 2017 年同期。TOP10 中，有 2 部为网剧，TOP20 中，网剧占据 5 席，而 2017 年同期 TOP20 网剧仅有 2 部网剧。

从以上分析不难看出，对现实主义题材的倡导和古装剧的播出限制使得 2018 年开年以来大剧缺位，整体剧集市场表现差强人意。一部分古装大剧适应政策选择推迟播出，如《如懿传》、《巴清传》等；另一部分古装剧选择由网台联播转为纯网播，如《烈火如歌》原计划在东方卫视播出，后转为优酷独播。

早在 2013 年广电总局就出台了“限古令”，规定卫视黄金时段的古装题材剧每月和年度播出的总集数都不得超过总数的 15%。2015 年，广电总局再次出台政策，规定所有卫视综合频道黄金时段每月以及年度播出古装剧总集数，不得超过当月和当年黄金时段所有播出剧目总集数的 15%。也就是说，各家卫视全年黄金档最多只能消化 110 集的古装剧配额。而且，2017 年以来，政策不断收紧，电视台的购剧策略也在向现实题材剧、古装正剧靠拢，古装大剧的缺位和现实主义题材精品较为缺乏使得 2018 年上半年剧集市场整体表现持续低迷。

政策约束过度娱乐化，内容监管风险仍处于较高水平

2017 年以来，内容监管进一步趋严，电视台、视频平台、制片方都不同程度受到影响。监管部门特别强调对社会主义核心价值观的积极引导，鼓励小制作、以小见大的现实主义题材内容。引导制片方合理预算，专注优质内容，限制明星片酬。

图表36： 2017 年以来内容行业监管政策

时间	行业	部门	文件名称	政策内容
2017.6.1	视听	国家广播电视总局	《关于进一步加强网络视听节目创作播出管理的通知》	**1. 各类网络视听节目的创作和生产都要紧紧围绕培育和弘扬社会主义核心价值观。** 2. 各类网络视听节目必须坚守文明健康的审美底线。 3. 网络视听节目要坚持与广播电视节目同一标准
2017.6.30	视听	国家广播电视总局	《网络视听节目内容审核通则》	1. 网络视听节目具体包括网络剧、微电影等专业类网络视听节目，以及其他网络原创视听节目。 2. 明确了先审后播和审核到位的制度，进一步明确了网络视听节目什么能拍什么不能拍。
2017.8.5	电视	国家广播电视总局	《关于把电视上星综合频道办成讲导向、有文化的传播平台的通知》	**1. 电视上星综合频道要坚持新闻综合频道的定位，坚持新闻立台的方针。** 2. 强化重点时期黄金时段电视剧播出管理调控 3. 努力提高普通群众在节目中的比重
2017.9.8	电视	国家广播电视总局	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	1. 加强电视剧创作规划。 2. 加强电视剧剧本扶持。 **3. 建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制。**
2017.9.22	电视	国家广播电视总局	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	**各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内，全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%。**
2018.1.6	电视	国家广播电视总局	《进一步加强广播电视节目备案管理和违规处理的通知》	1. 广播电视开办国际新闻节目、军事节目须提前一个月，电视上星综合频道播出歌唱选拔、晚会和在黄金时段播出的综艺娱乐、真人秀等节目频道须提前两个月，向省级新闻出版广电局备案，省级新闻出版广电局审核同意后，向国家新闻出版广电总局备案。 2. 所有受到总局整改、警告、停播处理的节目，一律不得以成片、剪辑、花絮等各种形式复播、重播或变相播出，包括不得通过各种形式转移到互联网新媒体上播出。
2018.2.14	视听	国家广播电视总局	《国家新闻出版广电总局要求加强网络直播答题节目管理》	1. 网络直播答题的内容要坚持正确导向，大力弘扬社会主义核心价值观和社会主义先进文化，传播健康有益的知识 2. 开展网络直播答题节目的平台必须具有法定网络视听节目直播资质。 3. 直播答题节目主持人应当具备广播电视节目主持人相应的条件
2018.3.16	视听	国家广播电视总局	《国家新闻出版广电总局办公厅关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》	1. 坚决禁止非法抓取、剪拼改编视听节目的行为。 2. 加强网上片花、预告片等视听节目管理。 3. 加强对各类节目接受冠名、赞助的管理。 4. 严格落实属地管理责任。

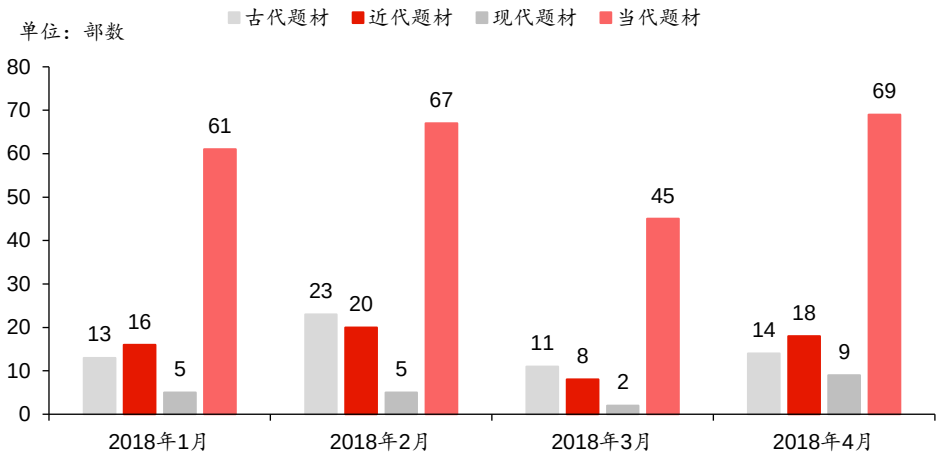
资料来源：广电总局，华泰证券研究所

受监管收紧和题材限制等因素影响，电视台排播在监管之下的积极调整，2018年以来，电视剧播出政策向现实主义题材倾斜，古装剧缺位。在2018年电视剧网络播放量前十的作品中，仅有一部古装剧。备受期待的古装大剧《如懿传》、《赢天下》（更名为《巴清传》）目前都尚未定档。

制片公司主动适应题材和监管要求，古装剧存量较大的公司风险较高

制片公司也主动适应题材限制和监管要求，加大现实主义题材作品的创作和筹备，压缩古装剧比例。2018 年 1-4 月在广电总局进行电视剧备案公示的作品中，可以明显看到 2018 年开年至今，年代背景为改革开放至今的当代题材剧的数量不断上升，2018 年 4 月当代题材达到 69 部再创新高，古装题材始终维持较低比例。

图表37： 2018 年 1-4 月备案作品题材分布



资料来源：广电总局，华泰证券研究所

但不可否认的是，一线卫视和上市公司体系内仍有较多的古装剧储备，且多为明星阵容+大 IP+大制作的头部大作，如新丽传媒《如懿传》、唐德影视《赢天下》（现改名《巴清传》）、华策影视《凰权》等。若制片方和电视台不能很好的适应监管风险，无法实现排播，短期之内电视剧市场可能缺少流量大剧，收视和网络播放量表现出现下滑，整个市场情绪较为低迷。**对于上市公司来说，若古装大剧持续无法播出，一方面会导致大额应收账款无法收回，甚至产生坏账计提；另一方面对影响后续新作品的销售，可能会对 2018 年业绩形成较大压力。**

图表38： 2018 年部分待播古装剧

排名	剧名	主要制作公司	主演
1	如懿传	新丽传媒	周迅、霍建华
2	巴清传	唐德影视	范冰冰、高云翔
3	凰权	华策影视	陈坤、倪妮
4	知否知否应是绿肥红瘦	正午阳光	赵丽颖
5	曹操	鹿港文化	姜文
6	庆余年	新丽传媒、腾讯影业	张若昀、陈道明
7	武动乾坤	北京文化、悦凯娱乐	杨洋、张天爱
8	天下长安	欢瑞世纪	张涵予、李雪健
9	火王	芒果 TV、捷成股份	景甜、陈柏霖
10	绝代双骄	完美世界、华策影视	胡一天
11	封神	芒果影视、华夏视听	罗晋、王丽坤
12	独孤皇后	华策影视	陈晓、陈乔恩
13	回到明朝当王爷	慈文传媒	蒋劲夫
14	香蜜沉沉烬如霜	完美世界、幸福蓝海	邓伦、杨紫

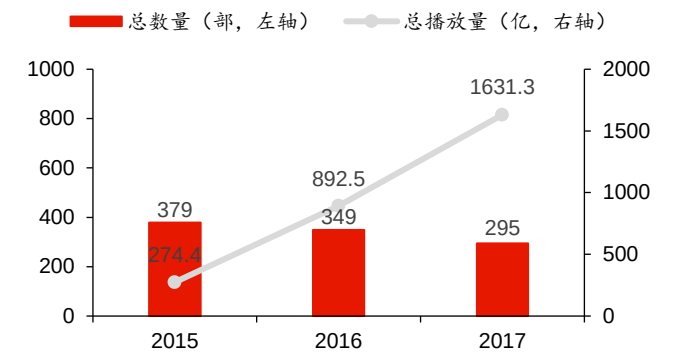
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

网剧类型化精品大量涌现

2017 年网络剧大放异彩，类型化精品大批量涌现

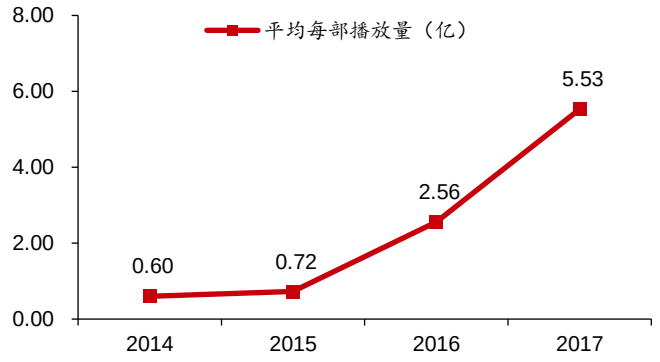
2017 年是网络剧大放异彩的一年，内容品质显著升级，制作成本向电视剧看齐，精品类型化作品大批量出现。据骨朵数据统计，2015 年全网共有 379 部网络剧上线，此后 2016 年、2017 年作品数量逐年下降，2017 年全年共有 295 部网剧上线。虽然作品数量稳中有降，但是总播放量保持快速上升趋势，2014-2017 年间的复合增速高达 137%，远超电视剧网络播放量增长水平。2017 年网络剧单部平均播放量已超过 5 亿次，播放量最高的《热血长安》播放量突破 100 亿次。

图表39： 2014-2017 年网络剧数量和总播放量



资料来源：骨朵传媒，华泰证券研究所

图表40： 2014-2017 年网络剧平均播放量



资料来源：骨朵传媒，华泰证券研究所

2017 年网剧类型化精品大批量出现，青春校园题材的《致我们单纯的小美好》、《你好，旧时光》《一起同过窗》，悬疑探案题材的《白夜追凶》、《无罪之证》、《河神》，古装大制作《大军师司马懿之军师联盟》、《大军师司马懿之虎啸龙吟》、《琅琊榜之风起长林》、《新射雕英雄传》，均为较好又叫座的作品，豆瓣评分基本均在 8 分以上，同时成功打入欧美主流市场，受到海外认可。2017 年底，爱奇艺网络剧《河神》《无证之罪》，优酷《白夜追凶》及爱奇艺网络大电影《杀无赦》版权被美国流媒体巨头 Netflix 买下，标志着中国影视内容受到欧美主流市场的认可。

图表41： 2017 网剧类型化精品涌现

类型	剧名	豆瓣评分	网络播放量（亿次）	播出平台
青春校园	《致我们单纯的小美好》	7.2	30.8	腾讯视频
	《你好，旧时光》	8.6	8.2	爱奇艺
	《一起同过窗》	8.9	4.3	优酷
悬疑探案	《白夜追凶》	9	48.4	优酷
	《河神》	8.3	19.5	爱奇艺
	《无罪之证》	8.2	4.8	爱奇艺
古装大制作	《新射雕英雄传》	8.3	47.0	爱奇艺
	《大军师司马懿之军师联盟》	8.1	67.7	优酷
	《大军师司马懿之虎啸龙吟》	8.2	18.2	优酷
	《琅琊榜之风起长林》	8.3	5.6	爱奇艺

资料来源：豆瓣，艺恩，华泰证券研究所

建议关注标的

华策影视：全网剧龙头地位稳固，2018 年项目储备丰富业绩可期

2017 年净利润快速增长，经营活动现金流扭负为正。根据 2017 年年报，2017 年实现营收 52.46 亿元，同增 18.01%；归母净利润 6.34 亿元，同增 32.60%；扣非归母净利润 5.56 亿元，同增 45.16%。经营活动现金流净额 7.06 亿，上年同期为-6.91 亿元，成功扭负为正。业绩大幅增长主要因为头部剧版权价格提升、以及剧集出海、经纪业务、整合营销业务增长共同带动。

全网剧龙头地位稳固，精品化战略成效显著。2017 年全网剧营收 46.04 亿元，占比总营收 87.76%，同比增长 29.71%；毛利率为 26.89%，同比上升 3 个百分点，显示出良好的成本控制能力。公司全年首播全网剧 15 部 654 集，前五部影视作品《创业时代》《时间都知道》《甜蜜暴击》《老男孩》《谈判官》总营收 24.71 亿元，贡献全网剧营收 47.10%。根据艺恩网数据，公司出品的全网剧累计播放量超 1500 亿，占全网剧流量约 25%，年增长率约 50%，远超全网流量 10%增速，有 8 部全网剧作品的网络流量超过 30 亿。陈坤、倪妮主演的《凰权》，吴倩主演的《盛唐幻夜》、陈伟霆、马思纯主演的《橙红年代》等 6 部

作品正处于后期制作中，2018 年更有 20 部电视剧已开拍或位于开拍计划中，包括《绝代双骄》《蜜汁炖鱿鱼》《厨子与将军》等。公司坚持的 SIP 战略提升了内容产品的商业价值，延伸了全网剧产业链，为艺人经纪、广告植入等相关业务带来更多商业合作。

电影制作+发行能力提升，业绩弹性较大。2017 年共参与投资、发行电影项目 11 部，累计票房超过 39 亿。其中，《功夫瑜伽》《悟空传》《妖猫传》分别取得 17.48 亿、6.96 亿、5.30 亿的票房成绩，参投的《绣春刀：修罗战场》口碑票房双收。2018 年计划上映 9 部电影，《地球最后的夜晚》（主控投资）、《反贪风暴 3》《魔女》（投资+主控宣发）等多部大作值得期待。

艺人经纪业务快速发展，综艺领域突破创新。公司 2017 年艺人经纪业务营收 1.38 亿元，同比增长 256%，营收占比从 2016 年的 0.87%提升至 2.64%。通过强化头部资源的集聚服务，吴倩、蔡文静、胡一天等新一代艺人迅速成长，粉丝数量、关注度与日俱增。公司新设立了经纪管理中心，统筹协调各业务板块资源。2017 年公司投资并出品综艺节目 3 档，题材与形式均有创新，如《17 岁》为国内首档逆时光旅行类真人秀，2018 年计划播出《异口同声》《欢乐同学会》两档综艺节目。

根据 wind 一致预期，公司 18/19 年归母净利润估计为 7.97 亿元/10.07 亿元，当前市值对应 18 年 PE 估值为 25X，建议关注。

电影及院线：市场依然有较大潜力，竞争格局尚未固化，看好多元化布局龙头

我们认为 2017 年到 2018 年 1 季度将是中国电影行业发展历史上一个里程碑的时期。2017 年中国票房增速达到 13%，一甩 2016 年 3%增速的低迷，提振了从业者的信心，而 2018 年 1 季度的总体票房增速及其他各项指标均创出新高，并且这是在监管部门限制了春节档期间的票补的情况下取得，因而更让我们观察到中国电影行业真实的潜在远大空间。票房的优异表现，提升了从业者对于行业的信心，给予了其充足的动力，生产出更加优质的产品，从而推动我国的电影产业形成良好的正循环。

从不同层面具体来看：

需求端，票房在持续往三线及以下城市下沉。根据猫眼专业版数据，自 2012 年开始,我国三线及以下城市的票房占比呈逐年增高的趋势，随着渠道的持续下沉，以及三线及以下城市观众观影习惯的逐渐成熟，我们预计三线及以下城市票房的占比将继续提升。

同时，从 2017 年 Top10 电影票房的分地域分布来看，目前我国一二线城市观众对于进口片和文艺气息较浓的电影接受程度较高，影响力较大；而三线及以下城市观众则更偏爱接地气的国产电影，对国产电影的影响力较大。

内容上，国产片生产能力进步明显，但院线上映率近年来徘徊在低位。2015 年至 2017 年，我国每年的故事片产量区间大概在 680-800 部之间，生产能力已经基本稳定。但国产片放映率自 2013 年有一个较大的提升之后，从 2013 年-2017 年期间基本没有发生变化，稳定在 50%左右的水平。我们认为，近年来国产片放映率徘徊于低位，反映了电影市场的竞争愈发激烈，制作水准较低的电影获得上映机会的可能性在减小，体现出电影进入门槛的提升。

国产片质量提升明显。我们汇总了 2012 年至 2017 年每年中，以及 2018 年 1 季度票房 Top10 的国产片的豆瓣平均评分和猫眼平均评分，可见国产片的质量总体上呈上升趋势。

从票房集中度的角度，同样能说明观众对内容质量要求的持续提升。我们汇总了 2012 年至 2018 年 1 季度票房 Top10 国产片的总票房，统计其占当期国产片票房及总票房的占比，发现自 2015 年后，两个比例基本上处于持续上升态势，在 2018 年 1 季度均达到新高。

从国产片评分的角度和票房集中度角度都说明：内容质量越好，观众观看的需求越强，从而导致票房向头部电影集中。我们认为行业未来也将针对此做出应变，在头部项目上投入更多资源，以最大程度地增加票房潜力。

竞争格局上，新竞争者持续涌现，行业地位排序有待明朗，但老牌龙头依然拥有优势。同时，我们认为，系列电影将得到进一步的发展，电影类型化的广度和深度将继续拓展。

渠道上，在线上渠道，自 2017 年 10 月至今，电影票网售比例基本维持在 80%左右。总体上来说，线上化比例进一步提升的空间较小，我们预计未来将保持高位稳定。

在线下渠道的院线端，渠道建设保持高速，日均新增银幕创出新高。根据国家电影局公布的数据，至 2018 年 3 月底，中国内地银幕总数达到 54,165 张，2017 年底的银幕数量为 50,776 张，三个月内增加 3,389 张，1 季度内增长 6.7%，依然保持高速增长。

从日均新增银幕角度也能看出银幕建设的速度并没有减缓。2018 年 1 季度中，日均新增银幕数量达到 38 张，创出历史新高。

竞争格局上，Top10 院线近年来几无变化，前十集中度稍有提升，与美国对标仍有一定的提升空间。

总体上，我们认为中国电影市场的空间依然较大，新增银幕依然保持高速也将支撑市场的高速发展，我们预计全年票房将大概率将保持 20%--30%的同比增速。国产片的质量提升也将持续，国产片的票房占比提升依然将延续。因而在投资上：

首先关注内容龙头公司，由于票房集中度提升，将倒逼行业投入更多资源到头部项目，内容龙头公司凭借在资源上的优势将更有机会主导头部项目，标的包括中国电影、光线传媒、华谊兄弟等；

其次在渠道端，由于银幕建设依然保持高速，将在一定程度上给单银幕产出带来压力，继

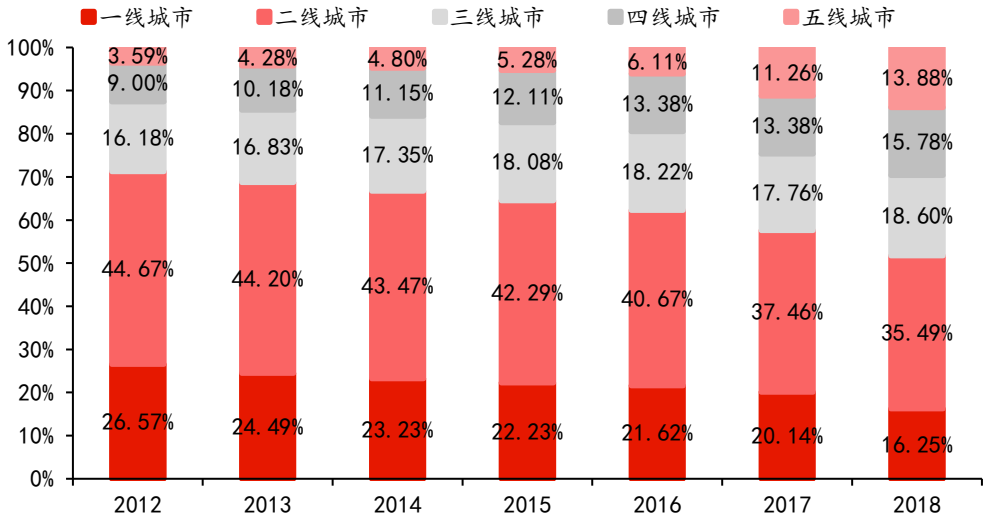
而影响其毛利率。因此，优选院线龙头公司万达院线，以及布局相对多元化的幸福蓝海（并购笛女影视后，在电视剧方面发展态势良好）。

需求端：票房持续往三线及以下城市下沉，其观众对国产片话语权提升

票房在往三线及以下城市持续下沉

我们根据猫眼专业版的数据汇总了 2012 年至今各线城市的票房，统计后发现自 2012 年开始,我国三线及以下城市的票房占比呈逐年增高的趋势，2012 年三、四、五线票房合计占比为 28.76%，2017 年上升为 42.40%，2018 年（1-4 月）达到 48.26%。数据显示票房的下沉趋势一直在持续，三线及以下城市观众展现出了强大的市场潜力和影响力。随着渠道的持续下沉，以及三线及以下城市观众观影习惯的逐渐成熟，我们预计三线及以下城市票房的占比将继续提升。

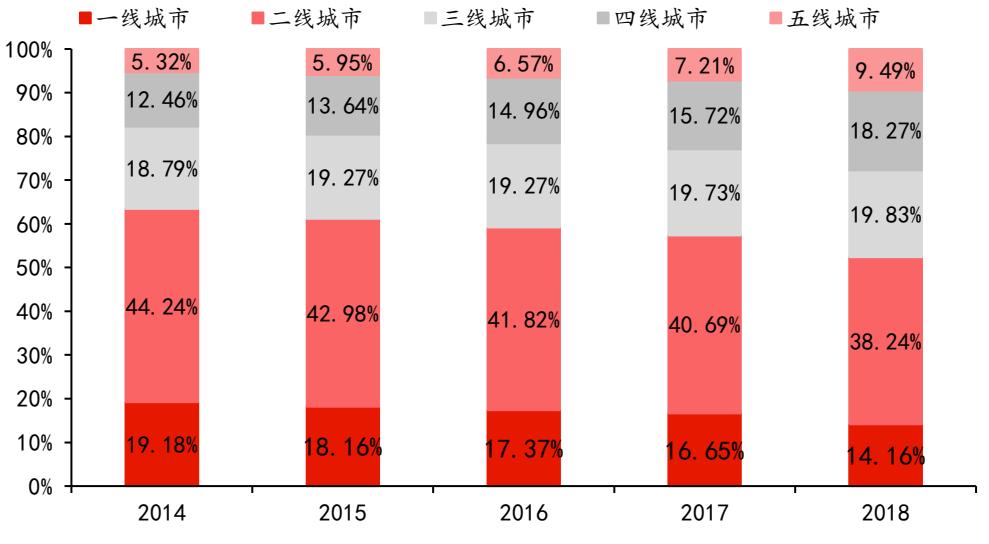
图表42： 2012-2018（1-4 月）分地域电影票房收入占比



资料来源：艺恩智库、华泰证券研究所

考虑到票房的总量与不同区域间票价的不同有关，因此若消除不同区域间平均票价差异的影响，通过观影人次的表现来观察，则 2014 年三线及以下城市观影人次占比为 36.57%，2017 年攀升至 42.66%，2018 年（1-4 月）高达 47.59%，同样显示出较快的占比提升。

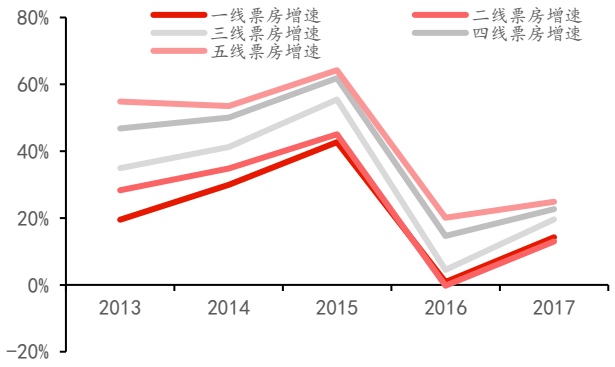
图表43： 2014-2018（1-4 月）分地域观影人次占比



资料来源：艺恩智库、华泰证券研究所

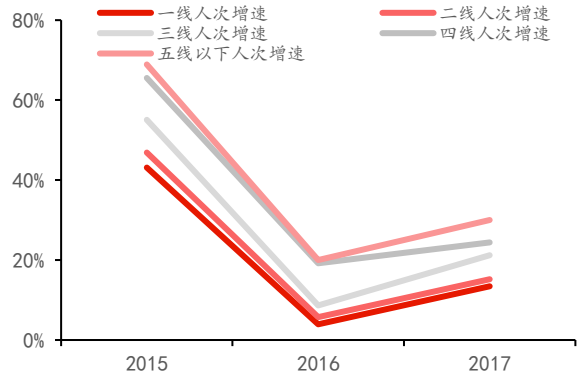
从增速的角度看，三线及以下城市的票房及观影人次近年来的增速均高于一二线城市。由下图可以看出：

图表44： 2013 年-2017 年分地域票房增速



资料来源：艺恩智库、华泰证券研究所

图表45： 2015 年-2017 年分地域观影人次增速



资料来源：艺恩智库、华泰证券研究所

一二线观众更偏爱进口片和文艺片，三线及以下观众更偏爱国产片

总体上来看，全国票房在往三线及以下城市下沉，但分进口片和国产片来看，三线及以下观众对偏爱却有明显不同。我们统计了 2017 年 Top10 电影票房的分地域分布，并与整体票房分布进行对比：

图表46： 2017 年 Top10 电影票房的分地域分布，可见国产片更受三线及以下观众的青睐

电影/票房占比	一线	二线	三线	四线	五线以下	三线及以下合计
战狼 2	18.30%	39%	19.50%	15.20%	7.80%	42.50%
速度与激情 8	20.50%	40.10%	19.20%	13.40%	6.80%	39.40%
羞羞的铁拳	16.90%	40.80%	19.50%	15.80%	6.90%	42.20%
功夫瑜伽	13.00%	36.70%	22.40%	19.10%	8.80%	50.30%
西游伏妖篇	12.20%	34.20%	22.30%	21.40%	9.90%	53.60%
变形金刚 5	20.40%	41.50%	18.90%	13.10%	6.00%	38.00%
摔跤吧！爸爸	24.00%	42.00%	16.90%	11.70%	5.40%	34.00%
芳华	22.90%	41.60%	16.50%	12.70%	6.20%	35.40%
加勒比海盗 5	22.60%	41.10%	17.90%	12.50%	5.90%	36.30%
金刚：骷髅岛	21.30%	41.00%	18.40%	13.00%	6.30%	37.70%
全国年票房（平均水平）	**20.14%**	**37.46%**	**17.76%**	**13.38%**	**11.26%**	**42.40%**

资料来源：艺恩智库、华泰证券研究所

我们将上表中的国产片标出，可以发现除《芳华》和《羞羞的铁拳》之外，其他国产片的三线及以下城市票房占比均高于全年平均水平。《芳华》的文艺性较为浓厚，三线及以下城市观众相对并不太欢迎此类电影，票房占比仅为 35.40%，远小于全年平均水平。《羞羞的铁拳》的三线及以下城市票房占比为 42.20%，与全年平均水平基本持平。

而上表显示的另一个现象是：2017 年票房 Top10 的电影中，进口片的三线及以下城市票房占比无一例外都小于全年平均水平，且均保持一定的差距。

我们再汇总 2015 年和 2016 年的数据以作验证：

图表47： 2015 年 Top10 电影票房的分地域分布

电影/票房占比	一线	二线	三线	四线	五线以下	三线及以下合计
捉妖记	19.50%	42.40%	18.90%	13.20%	6.00%	38.10%
速度与激情 7	22.50%	42.40%	18.30%	11.40%	5.30%	35.00%
港囧	20.30%	42.10%	18.80%	13.10%	5.70%	37.60%
复仇者联盟 2	24.60%	43.10%	17.40%	10.30%	4.60%	32.30%
夏洛特烦恼	20.90%	43.40%	17.60%	12.90%	5.20%	35.70%
侏罗纪世界	24.90%	43.20%	16.90%	10.40%	4.50%	31.80%
寻龙诀	22.40%	43.50%	17.00%	11.70%	5.40%	34.10%
煎饼侠	19.60%	42.50%	18.70%	13.60%	5.60%	37.90%
澳门风云 2	18.30%	38.30%	21.20%	15.50%	6.70%	43.40%
西游记之大圣归来	25.00%	42.10%	16.40%	11.20%	5.30%	32.90%
全国年票房（平均水平）	**22.23%**	**42.29%**	**18.08%**	**12.11%**	**5.28%**	**35.47%**

资料来源：艺恩智库、华泰证券研究所

上表为 2015 年 Top10 电影的票房分地域分布，可见其中的国产片中，除《寻龙诀》和《西游记之大圣归来》外，其余电影的三线及以下城市票房占比均高于全国平均水平。我们认为《寻龙诀》的一二线城市票房占比更高主要是由于其电影本身的故事节奏和叙述方式更接近进口大片，而《西游记之大圣归来》作为动画片，具有较强的文艺气息。

图表48： 2016 年 Top10 电影票房的分地域分布

电影/票房占比	一线	二线	三线	四线	五线以下	三线及以下合计
美人鱼	15.60%	36.60%	20.50%	18.60%	8.80%	47.90%
疯狂动物城	27.70%	41.60%	15.70%	10.40%	4.70%	30.80%
魔兽	22.20%	42.10%	17.60%	12.30%	5.80%	35.70%
美国队长 3	23.90%	41.90%	17.70%	11.30%	5.20%	34.20%
西游记之孙悟空三打白骨精	13.20%	37.90%	21.00%	19.10%	8.80%	48.90%
湄公河行动	23.00%	41.70%	17.40%	12.10%	5.90%	35.40%
澳门风云 3	14.60%	34.90%	22.10%	19.40%	8.90%	50.40%
盗墓笔记	18.30%	40.10%	19.50%	15.10%	7.00%	41.60%
功夫熊猫 3	22.30%	40.90%	17.80%	13.10%	5.90%	36.80%
长城	18.50%	42.50%	18.80%	14.10%	6.10%	39.00%
全国年票房（平均水平）	**21.62%**	**40.67%**	**18.22%**	**13.38%**	**6.11%**	**37.71%**

资料来源：艺恩智库、华泰证券研究所

上表为 2016 年 Top10 电影的票房分地域分布，其中的国产片中，除《湄公河行动》外，其余电影的三线及以下城市票房占比均高于全国平均水平。

以上数据有力说明，目前我国一二线城市观众对于进口片和文艺气息较浓的电影接受程度较高，影响力较大；而三线及以下城市观众则更偏爱接地气的国产电影，对国产电影的影响力较大。

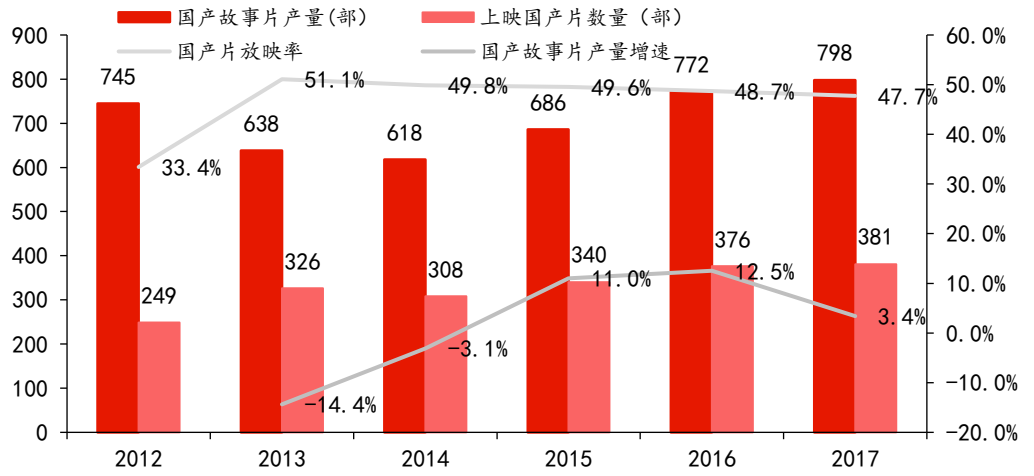
内容端：2017 年来国产片质量提升明显，票房向头部电影集中

国产片生产能力进步明显，但院线上映率几无变化，徘徊于低位

经过 21 世纪初的体制改革，以及近年来的生产机制的持续优化，我国的电影生产能力已经跃居到新的水平。根据国家电影局公布的数据，2017 年全国生产电影故事片 798 部、动画电影 32 部、科教电影 68 部、纪录电影 44 部、特种电影 28 部，总计 970 部；国产电影海外票房和销售收入 42.53 亿元，同比增长 11.19%。2015 年至 2017 年，我国每年的故事片产量区间大概在 680-800 部之间，生产能力已经基本稳定。

但与此同时，我国国产片的院线上映率在近年来却几无变化，处于较低水平。我们汇总了 2012 年至 2017 年我国每年故事片的生产数量，以及当年上映的国产片数量，将当年上映的国产片数量除以当年故事片的生产数量，得到每年的国产片院线上映率，制图如下：

图表49： 2012 年-2017 年国产片产量、上映国产票数量、国产片放映率、国产片产量增速一览



资料来源:国家电影局、华泰证券研究所

可见，我国的国产片放映率自 2013 年有一个较大的提升之后，从 2013 年-2017 年期间基本没有发生变化，稳定在 50%左右的水平。意味着虽然我国的电影生产能力进步明显，但每年依然有一半的新生产的故事片无法进入院线放映。

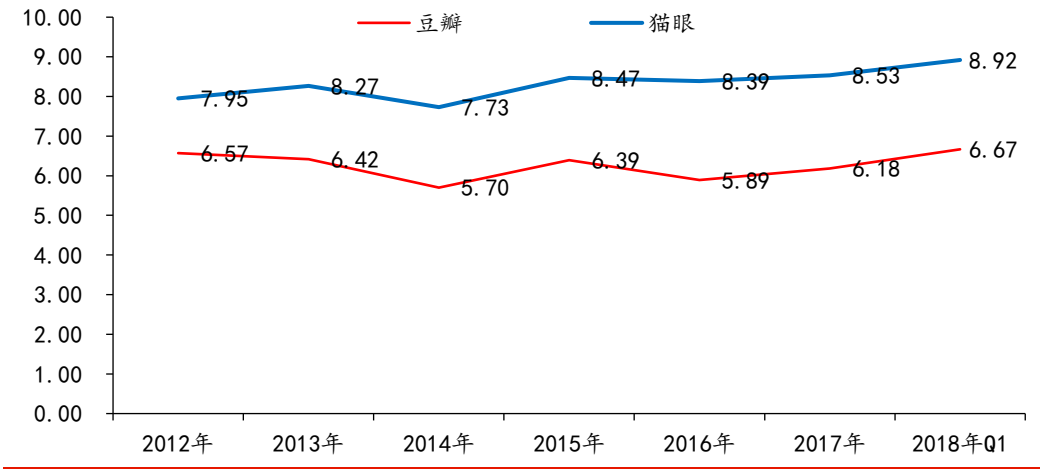
从国产片放映的绝对数量上，我国 2013 年-2017 年国产片进入院线放映的数量总体上仍呈现小幅上升的趋势，稳定在 300 多部以上，基本可以认为是每天上映一部新的国产片。根据 Box office mojo 的统计，2011 年至 2017 年每年美国上映的电影数量在 600 至 738 部之间变动，2011 年至 2017 年美国电影票房约在 100 亿至 110 亿美元之间。我国 2017 年的票房为 559 亿元，约为 87 亿美元，美国 2017 年票房约为 110 亿美元，相当于其 79%。2017 年美国上映电影数量为 738 部，如果简单的以票房规模的关系来进行换算，则我国 2017 年的上映电影的饱和状态约在 583 部左右。2017 年我国国产片上映 381 部，进口片上映 109 部，合计 490 部，离饱和状态依然有一定的距离。因此我国的国产片放映率依然有提升的空间。

我们认为，近年来国产片放映率徘徊于低位，反映了电影市场的竞争愈发激烈，制作水准较低的电影获得上映机会的可能性在减小，体现出电影进入门槛的提升。我国的电影生产能力需要进一步优化，在质量上需要更加精耕细作，可喜的是业内人士已经认识到这点，自 2017 年起，我国的国产电影质量有了显著的提升。

国产片质量自 2017 年以来提升明显

我们汇总了 2012 年至 2017 年每年中，以及 2018 年 1 季度票房 Top10 的国产片的豆瓣平均评分和猫眼平均评分，制图如下：

图表50： 2012 年至 2018 年 1 季度各期票房 Top10 国产片豆瓣和猫眼平均评分走势图



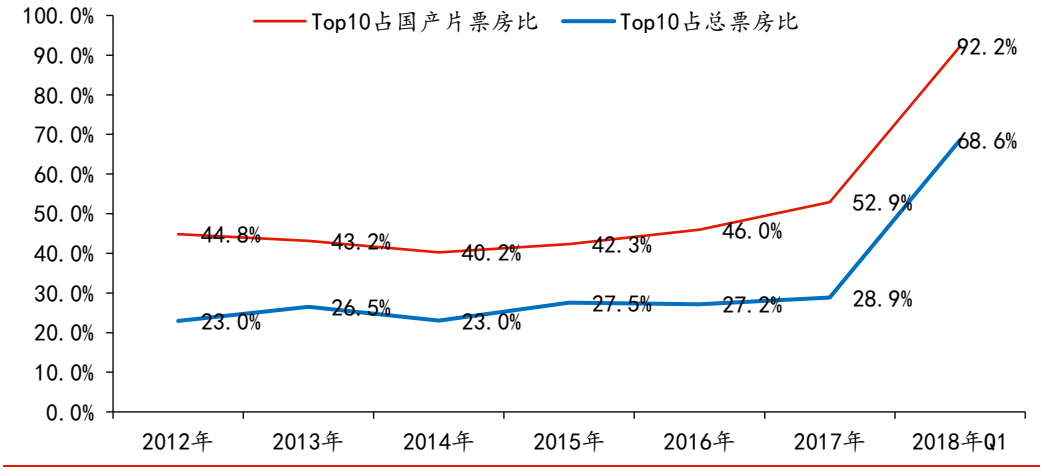
资料来源：豆瓣、猫眼、艺恩智库、华泰证券研究所

由上图可以看出，票房 Top10 国产片口碑在 2016 年出现了小低谷，之后一路上行，这正与 2016 年全国电影票房出现滞涨的情形相吻合，而 2018 年 1 季度的平均评分创出新高。这说明了 2017 年以来，观众迅速成长，对于内容质量的要求持续提升，这种趋势将依然延续，从而倒逼行业自身加强产品建设，从而形成正循环，促进行业的发展。

国产片票房集中度提升，资源将向头部项目倾斜

从票房集中度的角度，同样能说明观众对于内容质量要求的持续提升。我们汇总了 2012 年至 2018 年 1 季度票房 Top10 国产片的总票房，统计其占当期国产片票房及总票房的占比，如下图所示：

图表51： 2012 年至 2018 年 1 季度各期票房 Top10 国产片总票房占当期国产片票房及总票房占比走势图



资料来源：艺恩智库、华泰证券研究所

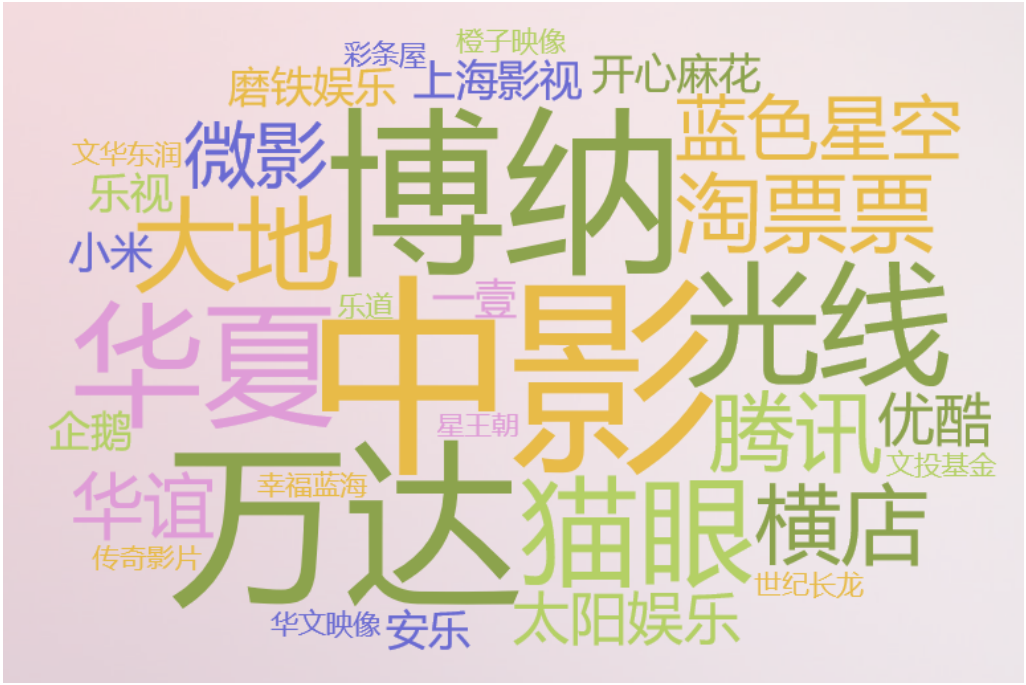
由上图可以看出，自 2015 年后，两个比例基本上处于持续上升态势，在 2018 年 1 季度均达到新高。我们认为国产片票房集中度的提升同样说明了观众对内容质量的要求在提升：内容质量越好，观众观看的需求越强，从而导致票房向头部电影集中。我们认为行业未来也将针对此做出应变，在头部项目上投入更多资源，以最大程度地增加票房潜力。

新竞争者涌现，行业地位排序有待明朗，老牌龙头依然拥有优势

一般来说，我国电影制片行业公认的传统五大公司为中影、光线、华谊、博纳、万达。他们基本都经历了长期的市场洗礼，才获得自身的一定市场地位。但总体上，我国制片行业的集中度还不够高，同时由于 2009 年-2015 年电影票房的高速增长，吸引一大波新入行者进入，当今的竞争格局较以往更为复杂。

我们统计了 2015 年-2017 年里，每年度国产片票房 Top10 的出品方，整理后形成词云：

图表52： 2015-2017 年单年度国产片 Top10 出品公司词云



资料来源：蓝色光标 Blueviewer 词云、华泰证券研究所

由上图可以发现，中影、万达、光线、华谊、博纳依然占据较为强势的地位，而一批新的进入者也表现抢眼，典型的如淘票票、猫眼、安乐、腾讯影业、开心麻花等。这批新的进入者主要可以分为五类：

a) 向制片业务进军的在线平台。我国目前的在线售票比例已超过 80%，凭借对观众的覆盖所带来的数据、资源和营销、平台优势，淘票票、猫眼在参与优质项目方面拥有独特的优势。2017 年 TOP10 国产影片发行都有猫眼、淘票票的参与，被猫眼合并前的微影时代在 2016 年就已联合出品、发行影片 53 部；

b) 互联网企业，如腾讯影业、企鹅影视、优酷影业等，通过自身的平台优势进军内容制作，一方面拥有数据、平台优势；一方面丰富内容库存；

c) 小说、话剧等领域龙头企业向制片领域转化，如开心麻花、磨铁等。尤其是开心麻花，在话剧领域有十余年的积累，打磨了一批优质的剧本，并形成稳定的受众群，在改编成电影方面拥有较强优势，也收获票房成功；

d) 院线向制片业拓展，如幸福蓝海、大地影业、横店影视等，这类公司更多以参投项目为主，向制片业的延生更多是为了丰富自身产业链条，扩充营收来源；

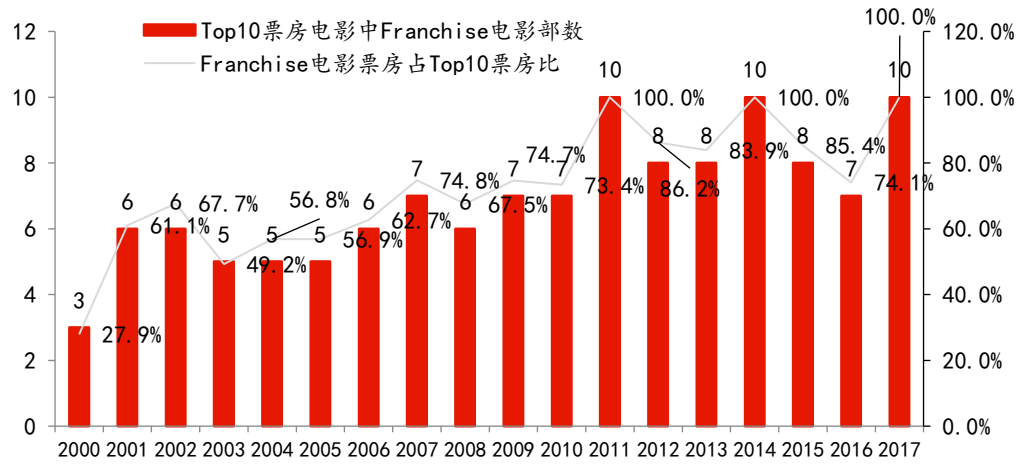
e) 其他佼佼者，如安乐影业。安乐影业凭借《捉妖记》闻名，票房一度占据国产片票房第一位，通过对《捉妖记》的系列开发，获得一定的市场地位。

新的市场进入者的出现，让之前较为稳定的竞争格局稍显复杂，这说明我国电影制片产业的集中度并不高，未来市场地位的排序还有待明朗。但我们认为，老牌的龙头企业在行业内深耕多年，拥有人脉、资源、资金等多方面的优势，在内容生产趋向精品化、重度化的背景下，在未来竞争中依然占据相当的优势。

系列电影进一步发展，IP 化系列化将成为市场发展趋势

Franchise，英文义为“特许权、经销权”等，引申到 Franchise 电影即指特许经营权电影，其意义略等于系列电影，通过系列化的电影开发，来完善故事所构建的世界观、人物设定，拓展电影世界的边界，扩充电影 IP 的内涵，夯实其价值，并通过多线的衍生机制，充分挖掘 IP 的价值。典型的 Franchise 电影为迪斯尼的漫威系列电影。2018 年 5 月上映的《复仇者联盟 3》为漫威电影宇宙上映的第 20 部电影，通过 20 部电影的搭建，漫威影业已经建立一个完整的电影宇宙，世界观完整，众多人物形象生动，从而吸引了众多的粉丝，并凭借迪斯尼强大的衍生网络如 ABD 电视网、实景乐园、衍生品等充分放大 IP 的价值。Franchise 电影在好莱坞诞生已久，除了漫威电影宇宙之外，哈利波特系列、指环王系列等也是耳熟能详的案例。而近年来，美国 Franchise 电影发展势头愈发猛烈，我们统计后发现：

图表53： 2000 年-2017 年美国历年 Top10 票房电影中 Franchise 电影部数及票房占比

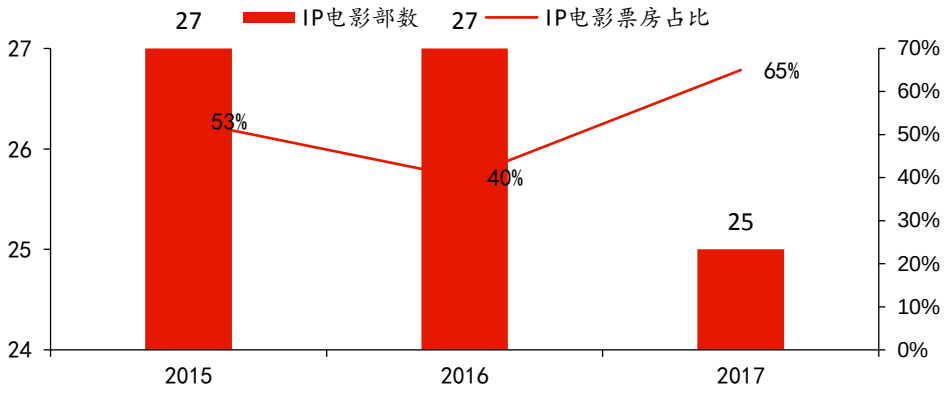


资料来源:Box Office、华泰证券研究所

我们统计了 2000 年至 2017 年历年美国的 Top10 票房电影清单，整理其中的 Franchise 电影部数，及其票房合计占当年 Top10 票房合计的比例，结果如上图所示。可见自 2000 年以后，美国历年票房 Top10 的电影中，Franchise 电影的部数和票房占比整体上呈稳定增长的态势，2011 年、2014、2017 年的美国票房 Top10 电影全是 Franchise 电影，显示其旺盛的生命力。

与此同时，国内的 Franchise 电影也开始逐步发展。根据艺恩智库的统计，我国 2015 年-2017 年里，单年度票房 Top50 的电影中，IP 系列电影部数（按照艺恩的定义，IP 电影包括小说/动漫/剧集/游戏/话剧改编电影、翻拍电影、电影续作等）基本都占了一半及以上，而 IP 电影的票房占比也在 2017 年达到 65%左右的水平。

图表54： 2015-2017 年国产电影票房 TOP50 中 IP 电影部数以及票房占比



资料来源：艺恩智库、华泰证券研究所

2018 年，我国的 Franchise 电影表现愈发抢眼。2018 年至今国产片票房 TOP10 中，前三位由《红海行动》（可视作《湄公河行动》续集）、《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》占据，另有《西游记女儿国》、《熊出没变形记》等，合计票房约占 2018 年票房（1-4 月）的 44%。显示国内电影行业愈发重视 Franchise 电影的开发。

我们认为，Franchise 电影占比提升有其内在的必然逻辑：

a) Franchise 电影通过系列化打造，在世界观完善程度、人物形象、可拓展性上明显优于其他电影，能增强观众的粘性，形成观众的稳定预期，培养固定的受众群体；

b) 在观众娱乐选择日益充裕的背景下，电影生产的风险也有所提升，Franchise 电影能够有效降低后续开发的风险，并通过多元化的衍生开发，最大程度挖掘 IP 的价值。

电影类型化的广度和深度将继续拓展，看好动画和科幻电影发展

我们认为国产电影类型化的广度和深度将继续被拓展，我国电影较为薄弱的类型将得到增强，其中看好动画和科幻电影的发展。

a)、深受二次元文化影响的 00 后消费能力增强，优质本土动画电影将陆续上映

动画电影是电影的重要类型之一，也拥有固定的观影人群。2017 年引进的动画片《寻梦环游记》，累计综合票房收获 11.68 亿元，高居 2017 年进口片票房第 5 位。动画片《神偷奶爸 3》累计综合票房收获 10.37 亿元，位于 2017 年进口票房第 9 位。可见优质动画片的票房吸金能力。

2015 年上映的国产动画片《大圣归来》，则成为当年的现象级电影。凭借其扎实的故事、精致的画面表现力获得了国内观众的认可，获得 9.56 亿元票房，充分说明了观众对于本土优质动画电影的喜爱和需要。

以《大圣归来》为开端，近两年一些优质的本土动画电影出现，如 2016 年的《大鱼海棠》和 2017 年的《大护法》等，前者票房 5.64 亿元，后者票房 0.88 亿元，虽然均不如《大圣归来》，但对市场的培育和发展起到了推动作用。

同时，2018 年的到来，意味着 00 后开始陆续正式成为成人，消费能力将得到提升，而二次元文化对于 00 后的影响要远甚于 80 后和 90 后，因此本土动画类型电影的市场空间将进一步拓宽。

从现在各家厂商上披露的动画电影片单来看，2018 年和 2019 年将陆续有优质的动画电影上映：

图表55： 2018 年-2019 年已上映/待上映重点国产动画电影一览

名称	上映日期	档期	主创	出品方	备注
大世界	2017 年 1 月 12 日	元旦档	刘健导演	哪吒兄弟、乐无边动画	柏林金熊奖入围，台湾金马奖最佳动画长片
熊出没：变形记	2017 年 2 月 16 日	春节档	丁亮导演	华强方特、彩条屋影业	经典动画 IP 续作
昨日青空	2017 年 8 月 10 日	暑期档	奚超导演	彩条屋影业、光线传媒	动画电影，青春爱情类型
姜子牙	2019 年	待定	程腾导演	彩条屋影业、中传合道	光线传媒旗下彩条屋作品
凤凰	2019 年	待定	毛启超导演	彩条屋影业、成都魔法动画	光线传媒旗下彩条屋作品
哪吒之魔童降世	2019 年	待定	饺子导演	彩条屋影业、成都可可豆动画	光线传媒旗下彩条屋作品

资料来源：猫眼专业版、华泰证券研究所

b)、诸多国产科幻电影正在筹备，国产科幻电影的空白即将结束

科幻片是最为重要的类型片类型之一，其商业性也较为显著。从好莱坞的经验来看，优秀的科幻片的攫取票房能力不容小视。随着中国电影工业化水平的提升，诸多国产科幻电影均正在筹备，业界将瞄准这一空白的类型发力。2017 年里正在制作的国产科幻电影包括：《上海堡垒》、《流浪地球》、《拓星者》、《月球暗面》、《两万里计划》、《疯狂的外星人》等等。

图表56： 2017 年制作中的国产科幻电影一览

名称	类型	主创	故事来源	出品	进度
上海堡垒	硬科幻	滕华涛导演，鹿晗、舒淇主演	改编自江南著名小说	华视影视、华歆影视	制作中，预计 2019 年上映
流浪地球	硬科幻	郭帆导演	改编自刘慈欣著名小说	中国电影、北京文化、万达影视	制作中，预计 2018 年上映
拓星者	硬科幻	张小北导演	改编自大行道动漫创作的漫画	腾讯影业、十放文化	后期制作，预计 2018 年上映
月球暗面	硬科幻	苏照彬导演，张震主演	原创	腾讯影业	筹备中
两万里计划	硬科幻	陆川导演	原创	猿动力、腾讯影业	17 年 5 月备案公示
疯狂的外星人	软科幻	宁浩导演，黄渤、沈腾主演	改编自刘慈欣著名小说	映月东方	后期制作，2019 年上映

资料来源：猫眼专业版、华泰证券研究所

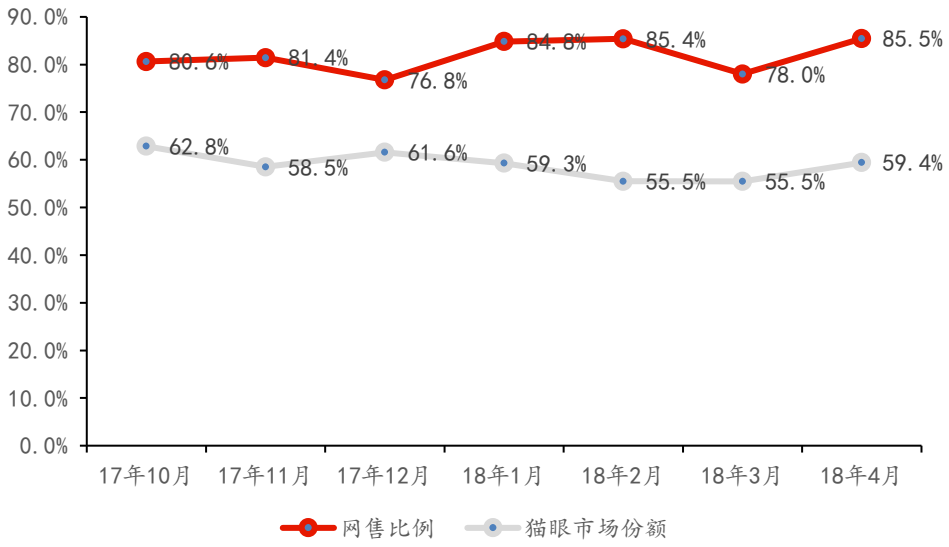
科幻电影考验的是整体电影工业实力的水准，从道具制作、场景搭建、模型制作、模型拍摄到视觉特效和声音设计等方面，都有着较高的要求，因此也是中国电影最后攻克的类型之一。众多国产科幻电影纷纷在 2017 年筹备和制作，一方面意味着我国电影产业与世界先进电影工业的交融日益加深，资源全球化配置的能力加强，同时自身的电影工业水平在日渐提升；一方面意味着现有的我国电影类型已经日益丰满，市场体量已到了一定的规模，需要重工业的电影来支撑广阔的电影市场，如果仅凭青春、喜剧、动作等题材，是较难以长期维持的。

渠道端：网售比例维持高位，银幕建设保持高速

线上：网售化比例维持高位，猫眼市占率春节档期间下滑，4 月有所回升

经过几年的市场培育，中国的电影在线售票比例已经基本达到 80%以上，观众的使用习惯已经基本养成，体现在网售化比例上，持续维持在高位。我们统计了猫眼专业版中提供的 2017 年 10 月至 2018 年 4 月每日网售出票数据，汇总如图：

图表57： 2017 年 10 月至 2018 年 4 月电影票网售比例保持高位，猫眼市场份额小幅下滑后有所回升



资料来源：猫眼专业版、华泰证券研究所

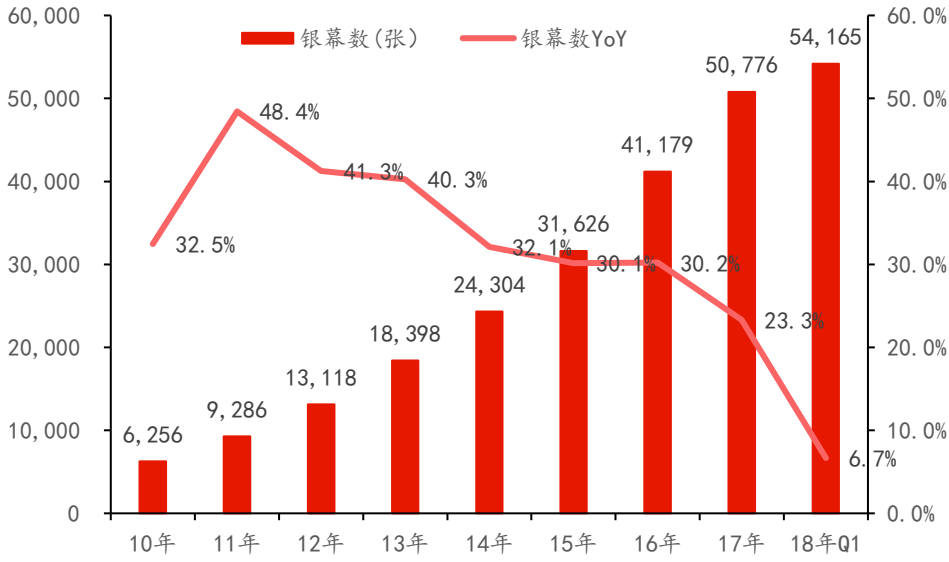
由上图可见，自 2017 年 10 月至今，电影票网售比例基本维持在 80%左右，2018 年 4 月达到新高，为 85.5%。总体上来说，线上化比例进一步提升的空间较小，我们预计未来将保持高位稳定。

同时，由上图可见，猫眼的市场份额自 2017 年底以来连续下滑，主要是因为春节档前后其竞争对手淘票票投入了较多的宣发资源，但 2018 年 4 月其市占率已有所回升。我们认为由于价格敏感者群体总体规模占比相对较小，猫眼市场份额下滑的空间不大。

线下：渠道建设保持高速，日均新增银幕创出新高

2017 年和 2018 年 Q1，我国的银幕建设依然保持高速。根据国家电影局公布的数据，至 2018 年 3 月底，中国内地电影院合计 9,965 家，银幕总数达到 54,165 张，位居世界第一。而 2017 年底的银幕数量为 50,776 张，三个月内增加 3,389 张，1 季度内增长 6.7%，依然保持高速增长。

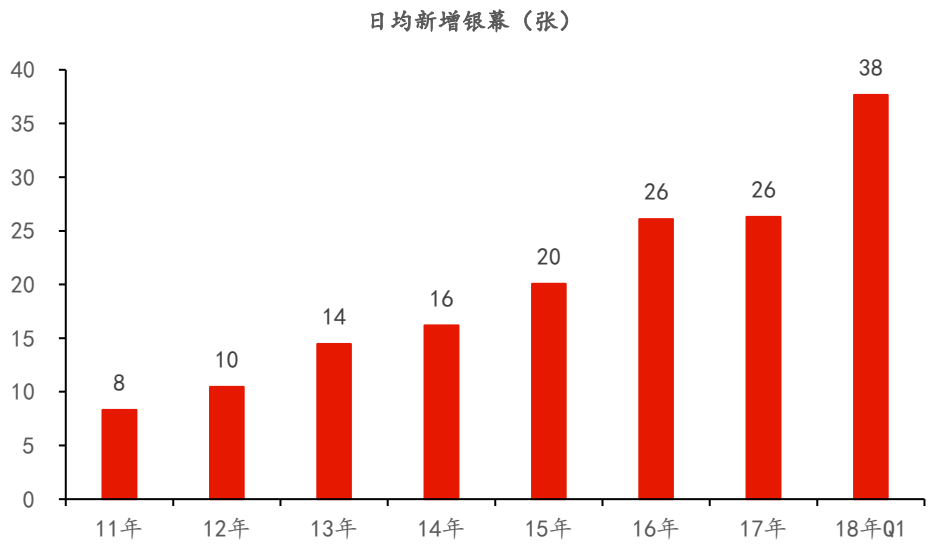
图表58： 2010 年至 2018 年 Q1 银幕数量保持高速增长，增速有所下滑但整体依然在高位



资料来源：国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室、广电总局电影局、华泰证券研究所

从日均新增银幕的角度来看则更为明显：

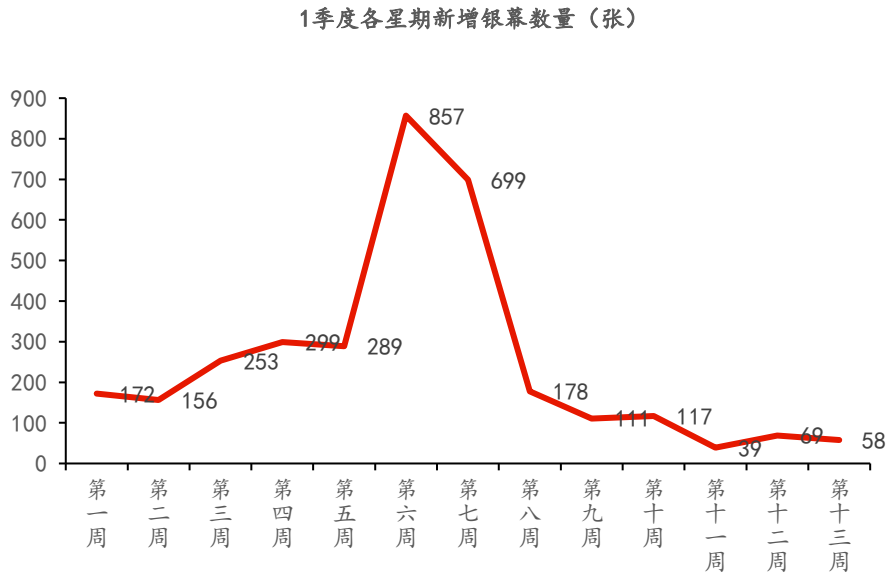
图表59： 2011 年至 2018 年 Q1 各期间日均新增银幕保持增长态势，2018 年 Q1 创出新高



资料来源：国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室、华泰证券研究所

2018 年 1 季度中，日均新增银幕数量达到 38 张，创出历史新高。但若具体分析 1 季度内的不同时间段，我们发现新增银幕高峰集中在 2 月份，3 月份之后明显走低。这主要是因为影投公司集中在春节档期间开业新电影院，以获取春节档票房红利所致。

图表60： 2018 年初至今每周新增银幕数量一览，2 月份后逐渐走低



资料来源：艺恩智库，华泰证券研究所

线下：观众娱乐选择增加、非放映收入增加推动窗口期持续缩短，但短期内已无下降空间

随着技术的发展，到影院观影不再是娱乐的唯一选择，视频网站的崛起、游戏业的发展等使得观众的娱乐选择日益充裕，这对整个影院行业都产生了一定的压力，以成熟的美国市场为例，根据 Box office 的统计，美国的观影人次在 2002 年到 2004 年达到 15 亿以上（2002 到 2004 年分别为 15.75 亿人次、15.32 亿人次、15.11 亿人次），此后一路下滑。2017 年美国观影人次仅为 12.34 亿人次。

同时，美国市场近来显现的另一个特征是，制片业的更多利润开始来自于有线电视或消费衍生品，而不是电影票房。如下表所示，根据 PWC 的统计数据，美国市场上电影的数字化播映收入（包括 Netflix 和 Hulu 等网站的播映，HBO 和 Starz 等有线电视频道的播映以及观众点播等）正在快速增长，2015 年已达到 94.53 亿美元，PWC 预计到 2018 年将达到 138.90 亿美元，首次超过美国电影通过影院创造的 131 亿美元收入（包括电影票房和影院广告收入）。而以 DVD 和蓝光碟为主的物理介质播映收入则处于持续的下滑中，2015 年已降至 77.67 亿美元，较 2011 年已减少 46%，其市场份额已经逐步被数字化发行所取代。

图表61： 2011-2018 年（预估）北美电影市场收入数据 单位：亿美元

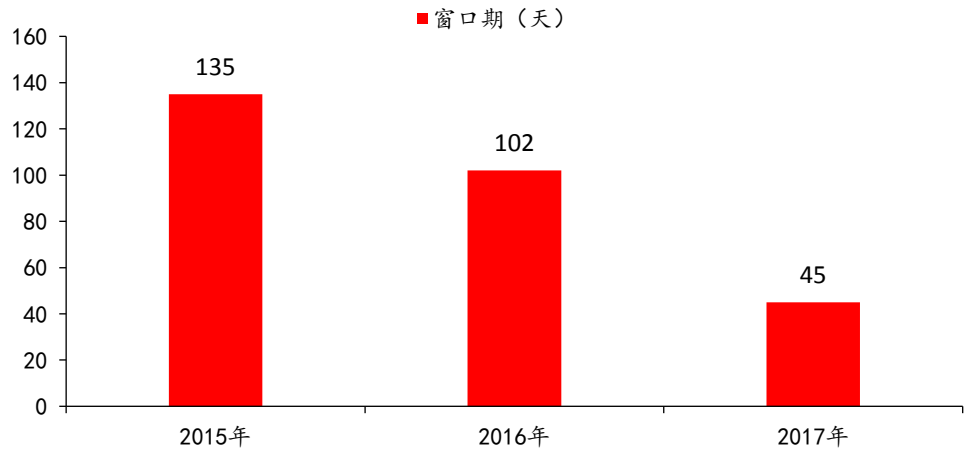
		2011	2012	2013	2014	2015	2018（预估
影院放映收入	电影票房	101.86	104.28	107.78	103.62	111.3	122.26
	广告	7.03	7.41	7.81	8.14	8.39	8.81
家庭播映收入	数字化播映收入	55.23	63.35	73.32	83.69	94.53	138.9
	物理介质播映收入	143.42	122.15	96.94	86.14	77.67	57.62

资料来源：PWC、华泰证券研究所

多渠道的娱乐选择带来观影人次的下滑，与此同时，制片业的更多利润开始来自于有线电视或消费衍生品，而不是电影票房，两个原因共同作用，造成了美国院线放映窗口期的一再缩减。美国窗口期在上世纪 90 年代末，院线窗口期平均约为 5 个月 22 天，到 2012 年以后，好莱坞六大影业的窗口期基本上缩短至 3 个月，而目前随着流媒体的发展和介入，有些电影的窗口期甚至已经缩短至一个月。例如，《天才少女》从北美上映至上线爱奇艺仅用了 20 天。

我国的窗口期同样也在缩短，根据中国电影网的统计数据显示，2015 年到 2017 年的平均电影窗口期从 135 缩小至 45 天，仅剩原来的 1/3。

图表62： 2015-2017 年国内平均电影窗口期变化



资料来源：中国电影网、华泰证券研究所

整体上我们认为，由于技术进步带来的观众娱乐选择的丰富，以及不同娱乐形式所提供的满足的提升，窗口期的缩短有其内在的必然逻辑。但目前总体上国内外的窗口期均已经较少，短期看没有进一步下降的空间。线下观影所带来的体验在目前的技术条件下，仍具有一定程度的不可替代性，同时院线作为产业链的重要环节，窗口期的缩短对其自身利益定然造成损害，也将受到院线的联合抵制。对于制片方来说，由于我国目前来自于新媒体版权、电视播映权、衍生品销售等非院线放映的收入较为弱小，对于进一步缩短院线放映窗口期，也会在一定程度上损害我国制片方的利益。

如乐视影业出品的国产电影《消失的凶手》原定于 2015 年 11 月 27 日全国公映，2015 年 11 月 26 日乐视网通过群发短信通知会员，当晚 20：30，还未在院线上映的《消失的凶手》将在乐视电视终端提前上映。但此举遭到了新影联、星美、横店、金逸等几大院线的联合抵制，纷纷发出通知，建议下属影院暂停或暂缓 11 月 27 日的排片。迫于压力，乐视影业很快发表声明，决定停止即将举办的线上点映活动。17 时左右，金典等部分又院线陆续发布声明称，鉴于乐视及时纠错，决定恢复排片。

因此总体来看，传统发行渠道和在线数字发行之间的博弈仍将持续，我们判断窗口期短期内不会继续缩短，长期看取决于技术的进步程度和产业链各环节之间的博弈结果。

竞争格局几无变化，Top10 院线稳定，集中度略有提升

至 2018 年 1 季度，票房前十大院线较之过去 3 年基本一致，榜首仍为万达院线，前十大院线的票房集中度略有提升，延续了 2015 年至今的提升趋势。

但万达院线的市场份额有所下降，由 2017 年的 13.1%下降至 2018 年 Q1 的 12.9%。提升较为明显的是大地院线，由 2017 年的 8.6%提升至 2018 年 Q1 的 10.2%，浙江横店的市占率也提升 0.3pct，主要是由于春节档期间票房下沉影响。

图表63： 2015 年至 2018 年 Q1 前十大院线票房占比，集中度持续提升

2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 Q1	
院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比	院线名称	票房占比
万达电影	14.2%	万达电影	13.3%	万达电影	13.4%	万达院线	13.1%	万达院线	12.9%
中影星美	8.3%	中影星美	8.5%	大地院线	8.1%	上海联和	8.0%	大地院线	10.2%
大地院线	7.9%	大地院线	7.9%	上海联和	7.8%	大地院线	8.6%	中影数字	7.5%
上海联和	7.5%	上海联和	6.9%	中影星美	7.6%	中影南方	7.3%	上海联和	7.3%
广州金逸	7.0%	中影南方	6.7%	中影南方	7.1%	中影星美	7.1%	中影南方	7.1%
中影南方	6.7%	广州金逸	6.5%	中影数字	6.5%	中影数字	7.2%	中影星美	7.0%
浙江时代	4.0%	中影数字	4.8%	广州金逸	6.1%	广州金逸	5.4%	广州金逸	4.8%
中影数字	3.7%	浙江横店	4.5%	浙江横店	4.5%	浙江横店	4.3%	浙江横店	4.6%
浙江横店	3.6%	浙江时代	3.5%	浙江时代	3.2%	华夏联合	3.4%	华夏联合	3.5%
北京新影联	3.4%	幸福蓝海	3.1%	华夏联合	3.2%	幸福蓝海	3.2%	幸福蓝海	3.2%
Top10 占比	66.3%		65.7%		67.5%		67.7%		67.9%

资料来源：国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室、华泰证券研究所

虽然整体银幕数每年仍然保持较高增速，但由于 Top10 院线基本都为上市公司，均保持了较高的银幕增速，Top10 院线的市场占有率近年来基本没有拉开距离，相对美国集中度仍相对分散。根据美国行业网站 Box Office Mojo 的统计，2017 年北美票房前三位的院线分别为 Regal Entertament、AMC、Cinemark，其市场占有率合计约为 52%，而我国前三位原先的市场占有率约为 30%左右，显示我国的院线集中度仍有较大的提升空间。

我们认为，院线的集中度提升的时间窗口将取决于影投公司的亏损情况。根据艺恩智库的统计，我国现在存在约 500 多家影投公司，正是他们的投资，共同撑起了每年银幕的高速增长。但随着全国平均单银幕产出的持续下滑，投资银幕的回报率也在持续下降，意味着影投公司亏损的可能性也在逐步提升。当影投公司出现大面积亏损的时候，或将为国内的院线整合提供契机。我们判断，这个时间窗口将在一两年之内到来。

投资策略及标的推荐

内容：优先选择布局较为丰富的内容龙头公司

总体上，当前时点（2018 年 5 月 24 日）内容公司估值都相对较低，根据我们的盈利预测，华谊兄弟 2018 年 PE 估值在 21X 左右；根据 Wind 一致预期，北京文化 2018 年 PE 估值也在 21X 左右；光线传媒由于出售新丽传媒股权的影响，我们预测其 2018 年业绩将有较大增长，当前估值较低。我们认为经过一段时间的消化和盘整，目前内容公司的估值均具有较大的吸引力。

图表64： 电影内容公司估值均处于相对低位（2018 年 5 月 24 日）

证券代码	证券简称	wind一致/华泰预测	总市值（亿元）	流通市值（亿元）	PE			商誉（亿元）	净利润（亿元）		
					17A	18E	19E		17A	18E	19E
300251.SZ	光线传媒	华泰预测	341	101	41.78	12.19	25.61	2.26	8.15	27.95	13.30
300027.SZ	华谊兄弟	华泰预测	246	134	29.64	20.79	16.83	30.47	8.28	11.81	14.59
000802.SZ	北京文化	WIND一致预期	85	32	27.38	21.00	17.33	15.88	3.10	4.05	4.90

资料来源：Wind，华泰证券研究所

总体上，电影内容公司受项目影响依然较大，单项目的成绩对业绩表现影响依旧突出，显示内容公司多元化业态的不成熟，以及内容生产平台机制依然有待进步。我们优先选择布局较为丰富的内容龙头公司，能有效平滑内容业务带来的业绩波动性，具体为：

1、 中国电影：公司发行和放映业务稳定，制片业务边际改善明显，当前估值较低；
2、 光线传媒：猫眼作为互联网售票平台，其延展性和想象空间较大，为光线的业务发展带来多种可能性；
3、 华谊兄弟：实景娱乐业务即将正式运营，将有效补充公司现金流，并稳定公司业绩。

院线：优选业内龙头及多元化布局标的

总体上，当前时点（2018 年 5 月 24 日）院线公司估值都相对较低，幸福蓝海、金逸影视、上海电影 2018 年 PE 估值（Wind 一致预期）在 21X-25X 之间，万达电影停牌时间较长（2017 年 7 月 3 日停牌），估值相对较高，2018 年 PE 估值为 35X。横店影视 2018 年 PE 估值为 37X，超出同行，主要是因为横店影视在三四线城市的影院布局较为深入，市场预期三四线城市票房将较全国票房有更好的成长性。

图表65： 院线公司总体上估值较低（2018 年 5 月 24 日）

证券代码	证券简称	wind一致/华泰预测	总市值（亿元）	流通市值（亿元）	PE			商誉（亿元）	净利润（亿元）		
					17A	18E	19E		17A	18E	19E
002739.SZ	万达电影	华泰预测	611	237	40	35	29	98.0	15.16	17.63	21.19
601595.SH	上海电影	WIND一致预期	69	20	27	21	19	0.1	2.57	3.24	3.60
300528.SZ	幸福蓝海	WIND一致预期	51	18	45	25	21	5.1	1.12	2.02	2.45
002905.SZ	金逸影视	WIND一致预期	65	16	31	25	21	0.0	2.12	2.60	3.13
603103.SH	横店影视	WIND一致预期	162	19	49	37	30	0.2	3.31	4.36	5.35

资料来源：Wind，华泰证券研究所

在投资标的选择上，我们认为**优先选择院线龙头万达电影**，其通过规模优势获得成本优势，同时非票房收入占比较高，能有效对冲放映业务毛利率承压的影响；**关注幸福蓝海**，在并购笛女影视之后，公司电视剧业务力量加强，公司业态更为完整，根据 2018 年 1 季报，电视剧业务在 1 季度表现优异。

中国电影：发行和放映业务稳定，制片业务边际改善明显

公司质地优厚，发行业务方面获取优质项目能力突出，放映业务毛利率显著优于同行。根据 2017 年年报，中国电影营收构成中，发行和放映业务构成公司业务的主要部分，占比约 81%。其中发行业务占比 61%,放映业务占比 20%，其余为制作和影视服务。发行业务上，我们认为公司在业内的龙头地位将有利于其获取优质项目来发行，同时电影内容质量提升已经形成行业趋势，公司发行业务有望在 2018 年为公司业绩带来较大提振；放映业务上，2017 年公司放映业务较 2016 年基本持平，由 23.38%上升至 23.86%，明显高于同行，显示公司良好的运营效率，及理性的扩张节奏。

制片业务边际改善明显，有望反映在中报和三季报。由于《长城》和《魔兽》的影响，公司过去几年制片业务不及预期，但包袱已消化完毕，2018 年制片业务已出现边际改善迹象，1 季度公司上映电影包括《无问西东》、《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》、《西游女儿国》、《厉害了，我的国》等，均为季度票房前列国产片，显示公司获取优质项目资源的能力。根据电影业务的收入结算流程，业绩有望反映在中报和三季报。公司年报披露 2018 年将有多个项目待上映，制片业务有望实现持续丰收。

《复联 3》有望为公司带来 6000 万业绩增厚。《复联 3》上映后票房一路彪红，猫眼专业版预测内地总票房约为 21 亿元左右。假设最终票房为 21 亿元，则考虑中影和华夏共同发行、分给制片方的片款、缴纳的增值税和上交集团的管理费，我们预计最终给中影带来的业绩增厚约为 6000 万。

公司当前估值较低，仍具有较强吸引力。我们认为中国影市的高景气度将持续，中国电影作为电影发行和放映的龙头，在制作和发行环节上，未来将更加有机会参与国内与国际优质的项目，更多分享行业景气红利；在放映上，其旗下院线的地位稳固，将与国内影市增长保持同步。我们预计 2018-2019 年盈利预测至 13.36 亿元、14.96 亿元，对应 2018 年 PE 为 24X 左右，公司作为电影板块龙头估值仍具有较强吸引力，建议投资者积极关注。

光线传媒：影视业务略有下滑无扰长线发展逻辑

2017 年年报稍显平淡，主要由于影视业务略有下滑影响，但无扰公司长线发展逻辑。公司 4 月 21 日发布 2017 年报：实现营收 18.43 亿元，同比增长 6.48%，实现归母净利润 8.15 亿元，同比增长 10.02%，业绩位于前期预告区间中部；非经常性损益金额为 3.54 亿元，高于业绩预告中披露的区间 1.7 亿元-2.2 亿元，公司实现扣非后归母净利润 4.62 亿元，同比下降 11.01%。公司利润分配方案为：按每 10 股派发现金红利人民币 2 元（含税）。2017 年业绩稍显平淡主要是由于影视业务表现一般，但公司现金流充足，正积极扩大再生产，项目储备丰厚，猫眼行业地位稳固，公司长线发展逻辑依然坚实。

电影和电视剧业务占比下降；综合毛利率略有下滑；财务费用提升。2017 年公司电影业务占比 67.2%，电视剧业务占比 2.7%，均较 2016 年下滑，反映 2017 年公司影视业务表现相对平淡；综合毛利率 41.3%，较 2016 年的 49.4%略有下滑，主要受营收占比较大的电影业务毛利率下滑影响。我们认为是受电影项目制性质和电视剧发行节奏影响，无需担忧；财务费用同比增长 166.49%，主要因为 2017 年公司发行 10 亿元公司债所致；营业费用和管理费用增幅有所下降，由于 2018 年浙江齐聚和捷通无限均不再并表，我们预计两者将在 2018 年继续下降。

现金流充足，积极扩大再生产，已储备大量项目，将为业绩提供有力保障。公司 2017 年发行 10 亿公司债，2018 年 1 季度出售新丽传媒股权获得约 19 亿收益，现金流充足，有利于扩大再生产：公司存货余额和经营活动现金流出均大幅增加（同比增速分别为 146.1%和 81.9%），均反映公司积极增加影视项目投资。年报中也披露大量项目，电影包括：《动物世界》、《一出好戏》、《昨日青空》等；电视剧包括《我在未来等你》、《爱国者》等，或将为未来业绩提供有力保障。

我们预计猫眼亏损是受票补影响，市占率有所下滑，但总体地位依旧稳固。年报披露 2017 公司确认的对猫眼的投资损失约为 38 万元，公司持有股权为 19.35%，考虑开始确认投资损益为 2017 年 4 季度，我们预计猫眼 2017 年亏损约为 800 万元，我们推测其亏损主要受票补影响。由于淘票票的票补投入，猫眼市占率自 2017 年 10 月的 62.8%下滑至 2018 年 3 月的 55.5%，但我们认为由于价格敏感者群体总体规模占比相对较小，猫眼用户的粘性较强，且猫眼拥有微信、大众点评、美团、格瓦拉、猫眼 APP 等流量入口，其市场份额进一步下滑的空间不大，市场巨头地位依然稳固。

公司是行业龙头，猫眼为发展注入延展性，维持买入评级。由于 2018 年直播业务不再纳入合并范围，以及 1 季度出售新丽传媒股权（我们预计带来的投资收益约在 19 亿元左右），我们调整 2018 年和 2019 年盈利预测至 27.95 亿元、13.30 亿元，前值分别为 12.41 亿元和 15.91 亿元；我们预计 2018 年-2019 年 EPS 为 0.95 元（剔除出售新丽传媒股权影响则 18 年 EPS 约为 0.38 元）、0.45 元，参考可比公司估值，考虑到公司行业龙头地位以及猫眼带来的延展性，给予 2018 年 PE 30X-31X 估值，调整目标价为 11.4-11.78 元，维持买入评级。

华谊兄弟：各业务线齐头并进，业绩触底反转

2017 年扣非后净利大幅增长，各业务线齐头并进，业绩触底反转。公司 3 月 26 日晚发布 2017 年报，实现营收 39.46 亿元，同比增长 12.64%，实现归母净利润 8.28 亿元，同比增长 2.49%。公司实现扣非后归母净利润 1.31 亿元，同比增长 426.13%；利润分配方案为：每 10 股派发现金股利 0.30 元；同时公司发布 2018 年 1 季度业绩预告，预计 Q1 实现归母净利润 2.51 亿元-2.56 亿元，2017 年同期为亏损 6,842 万元。公司是电影行业老龙头，2017 年业绩显示公司为回归正轨制定的强内核战略等已见成效，各业务线发展态势良好。

影视业务占比提升；综合毛利率略有下滑；销售费用同比减少 9.71%。2017 年公司营收构成中，影视娱乐业务占比达到 85.5%，较 2016 年和 2015 年增长明显，我们认为主要是由于 12 月份上映的《芳华》取得较好票房；综合毛利率 45.4%，较 2015 年的 50.3%和 2016 年的 51.2%略有下滑，主要受营收占比较大的影视娱乐业务毛利率下滑影响，我们认为由于其项目制属性，毛利率波动在正常范围内；销售费用同比减少 9.71%，主要受益于技术服务费、海报制作费下降；管理费用同比增加 0.18%，财务费用同比增加 3.26%，均为小幅增长。

回归主业成效卓著，优秀作品持续涌现，主业再现辉煌可期。公司已将注意力重新聚焦到内容，确定“强内核”战略，回归主业取得显著效果：电影方面，《芳华》、《前任 3》连续超预期，票房与口碑兼具；电视剧方面，2018 年 1 季度发行收入同比上升，已确认《好久不见》的发行收入，将发行的作品包括《古董局中局》、《欢喜猎人》等。公司于 2017 年公布 30 余部剧集的开发计划，有望在 2018 年和 2019 年持续释放业绩。公司回归内容进展良好，作为行业老牌龙头公司，影视业务再现辉煌可期。

实景娱乐将迎来现金流丰收期；持股银汉和英雄互娱将增益投资收益。
公司实景娱乐板块将迎来现金流收获期。2017 年板块收入 2.58 亿元，毛利率高达约 98.9%，主要为授权收入。年报披露苏州、长沙、南京、郑州等地电影乐园将于 2018 年开始运营。在授权收入外，将新增流水分成、运营利润分成等收入，有望为业绩带来较大弹性；投资收益中，公司持有银汉科技 25%股权，英雄互娱 20.17%股权，其中英雄互娱经营业绩良好，年报披露 2017 年预计实现净利润 9.1 亿元。我们预计 2018 年来自于英雄互娱的投资收益将在 2 亿元以上。

主业发展态势良好，维持买入评级。
公司 2017 年扣非归母净利润由负转正并大幅提升，显示公司主业正触底反转。2018 年 7 月将有《狄仁杰 3》上映，我们预计苏州电影世界将于 6 月-7 月运营，建议投资者积极关注。同时由于我们预计的苏州乐园运营时间推迟至年中，我们下调 2018 年和 2019 年盈利预测至 11.81 亿元、14.59 亿元。前值分别为 12.76 亿元和 16.41 亿元。我们预计 2018 年-2019 年 EPS 为 0.43 元、0.53 元，参考可比公司估值，维持目标价为 9.99 元-10.99 元，目标价对应 2018 年 PE 为 23.2X-25.6X，维持买入评级。

万达电影：业绩稳健发展，营收结构持续优化

2017 年业绩稳健，高于前期业绩快报。公司 4 月 25 日发布 2017 年报：实现营收 132.29 亿元，同比增加 18.02%；实现扣非后归母净利润 12.40 亿元，同比增加 7.38%。年报业绩略高于前期业绩快报。利润分配方案为：按每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。同时公司 4 月 27 日公布 2018 年 1 季报：实现营收 42.5 亿元，同比增长 27.57%；实现扣非后归母净利润 5.24 亿元，同比增加 16.69%。

综合毛利率略下滑，其中放映毛利率下滑明显，主要受银幕增速较快影响。2017 年公司综合毛利率约为 32%，较 2016 年略下滑 1pct，主要受占比较大（占 63%）的放映业务毛利率下滑影响。2017 年放映业务毛利率约为 12%，较 2016 年的 17.4%下降 5.4pct，自 2015 年以来持续下滑。我们认为毛利率的下滑主要由于 2017 年公司银幕增速依然较快，而观影人次增速不匹配。2017 年底万达院线国内银幕 4,134 张，较 2016 年底增加

1,007 张，增速 32.2%，全国增速为 23.3%；观影人次增速为 14%，全国增速 18.2%，从而带来单银幕产出下降。万达国内单银幕产出 2017 年的降幅为 13.9%，全国降幅为 7.1%，降幅高于全国平均水平。

业务结构进一步优化，非票房收入占比约 37%，自 2012 年来持续提升。2017 年放映业务营收占比为 63%，较 2016 年的 67%减少约 4pct，自 2012 年以来基本上维持持续下降的态势。广告业务和商品餐饮销售业务的营收占比在 2017 年均有所提升。由于非票房业务毛利率相对较高，其占比的提升有助于公司综合毛利率的提升，从目前的占比来看，我们认为公司的非票房业务占比依然有提升的空间，公司的业务结构有望持续优化。

2018 年计划新增银幕保持高速，继续强化龙头地位，为未来整合储备优势。根据年报披露的投资计划：公司 2018 年计划新发展影城 100 家。假设每家影城 7 张银幕，则新增约 700 张银幕，在 2017 年底国内银幕 4,134 张的基础上增长约 17%，依然保持较高的速度，或将对毛利率继续产生一定压力。我们认为公司保持银幕持续高速增长是为了强化龙头地位，占据市占率的优势。目前国内院线行业竞争加剧，行业面临进一步整合，通过规模优势，在将来的整合过程中，万达院线或将拥有资源和谈判优势。

业务稳健发展，业务结构优化，调整评级至增持。公司业务保持稳健发展，银幕增速高企或将在一定时间内对毛利率带来压力，但公司业务结构持续优化将有利于毛利率改善。考虑到万达院线单银幕产出持续下滑，且幅度高于全国平均，我们调整 2018-2019 年净利润至 17.63 亿元、21.19 亿元（前值分别为 25.95 亿元、35.78 亿元），2018-2019 年 EPS 为 1.5 元、1.8 元，综合考虑可比公司估值、公司龙头地位、资产注入预期，我们认为给予 2018 年 35X-36X 估值较为合理，下调目标价至 52.5 元-54 元（前期目标价为 61.00 元-64.00 元），调整评级至增持评级。

游戏：自下而上优选大作排队上线的龙头公司

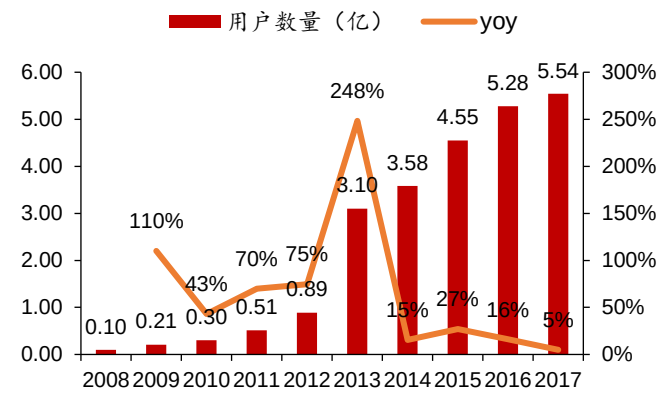
从基本面出发，我们认为 2018 年手游行业处于景气周期内，用户数增长速度落到个位数，ARPU 值增长是驱动手游行业增长的主要动力。我们判断 18 年手游行业销售收入增速在 20%~30%之间。从一季度来看，腾讯和网易市占率进一步提升，我们认为，A 股游戏公司在 18 年一季度上线新游较少或是导致市占率低迷的原因，后续市占率或随着新游大作上线改善。目前板块估值进入合理估值区间，具备配置价值，个股分化有望继续拉大，我们建议自下而上选股，关注后续大作排队上线的龙头公司：

昆仑万维：我们认为，公司主营手游业务在 2018 年中大作排队上线，新兴互联网业务 Opera 和 Grindr 也处于快速扩张通道中，股权储备丰厚，基本面处于良性发展态势。

全年手游行业判断：18 年手游市场销售收入增速在 20~30%左右

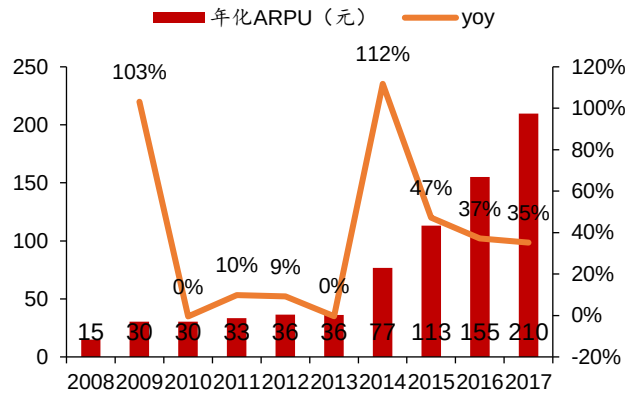
18 年手游市场销售收入增速有望在 20~30%左右。2017 年手游市场销售收入增长 42%，连续 4 年处于增速放缓通道中，我们认为这是由于用户数增速持续放缓，人口红利时代进入尾期所致，未来手游市场规模扩张主要驱动力源自 ARPU 值的增长。考虑到美国市场手游用户 ARPU 值为 383 元（艾瑞咨询数据），我们保守预计 2018 年手游用户 ARPU 值增长速度在 20~30%左右，由此预计 2018 年手游市场的销售收入增速在 20~30%左右。

图表66： 2017 年中国手游用户数增速降至个位数



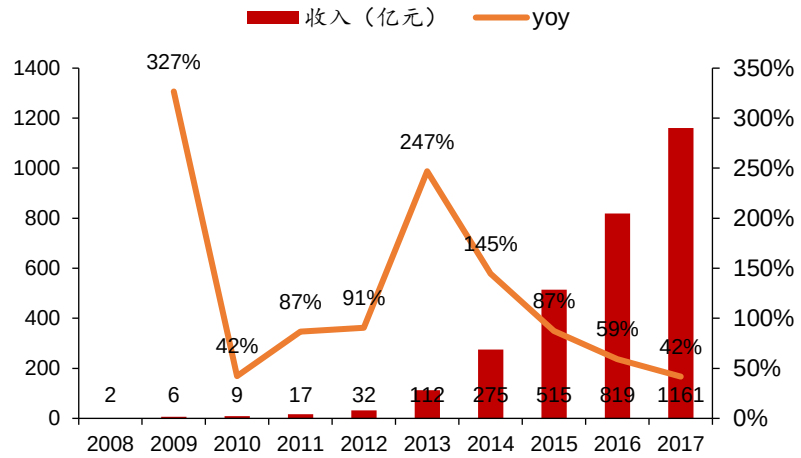
资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

图表67： 2017 年手游市场增速有所放缓



资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

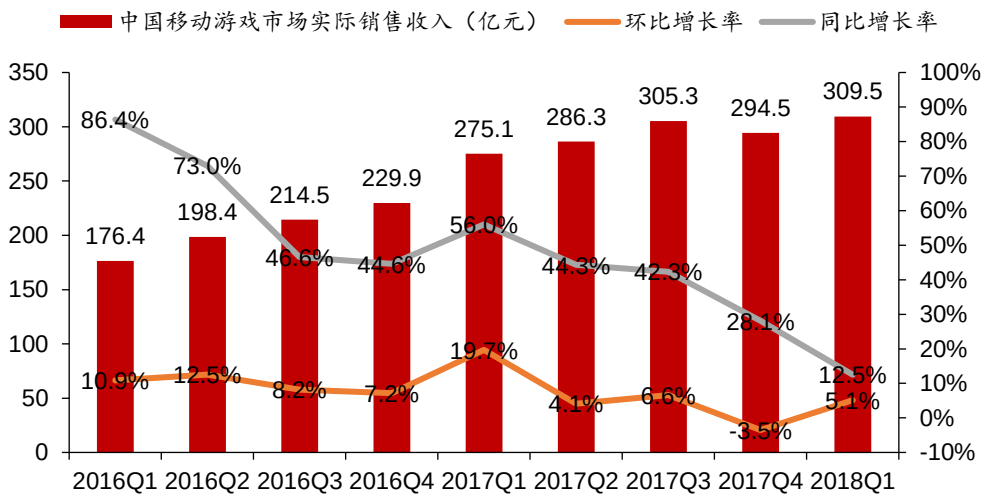
图表68： 2017 年移动游戏市场实际销售收入（亿元）同比增长 42%



资料来源：伽马数据，华泰证券研究所

从 18 年 Q1 数据来看，手游行业仍然处于景气周期，但增速有所下滑，印证我们的判断。根据伽马数据发布的 2018 年 Q1 手游报告，Q1 季度手游市场实际销售收入同增 12.5%至 309.5 亿元，增速有所下滑，说明手游行业正逐步进入存量市场。

图表69： 2018 年第一季度中国移动游戏市场实际销售收入及同比涨幅（单位：亿元）

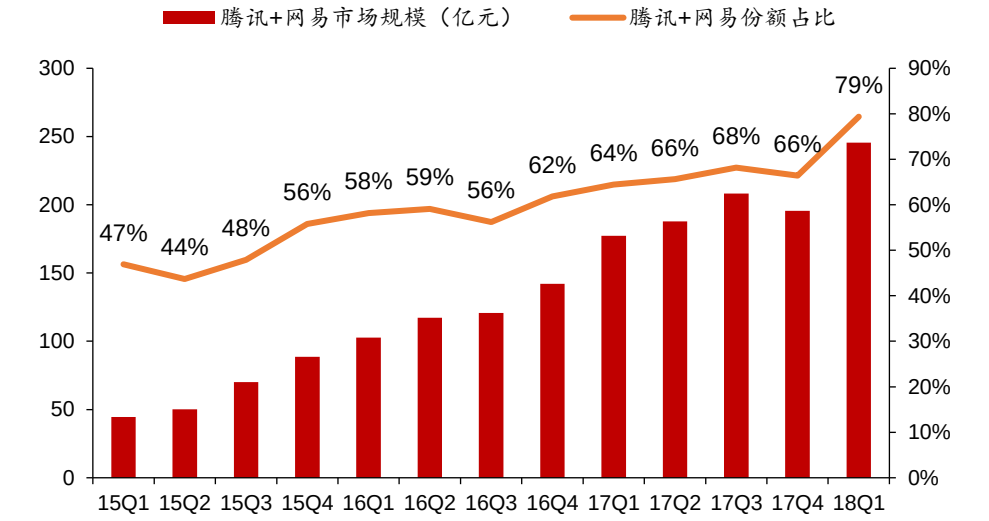


资料来源：Sensor Tower，华泰证券研究所

腾讯网易 2018 年 1 季度市占率持续提升，多款游戏霸榜

2018 年一季度，腾讯和网易凭借《绝地求生：刺激战场》《绝地求生：全军出击》《王者荣耀》《QQ 飞车》《第五人格》《楚留香》等一系列游戏大作牢牢占据国内市场占有率第一第二的宝座，市占率相较 17 年第四季度明显抬升，达到近 80%的水平。其他厂商一方面受益整体手游市场持续景气，另一方面又受到市占率的挤压。我们认为，A 股游戏公司在 18 年一季度上线新游较少或是导致市占率低迷的原因，后续市占率或随着新游大作上线改善。

图表70： 腾讯+网易手游市占率测算



资料来源：伽马数据，公司财报，华泰证券研究所

从 2018 年 Q1 数据来看，腾讯和网易仍然持续霸榜。Sensor Tower 数据显示，Q1 手游类 iOS 应用收入前十强中，腾讯旗下《王者荣耀》吸金量已经连续 5 个季度保持手游类冠军，《QQ 飞车》上线一周 DAU 即达到了 2000 万，上线首季度（18 年 Q1）即获全国 iOS 收入亚军，代理大作《奇迹：觉醒》位居第四；来自网易的《梦幻西游》收入仍然坚挺居季军， Q1 上线新作《楚留香》收入位列第五。

从下载量角度看，腾讯系在 TOP5 中占据四个席位。腾讯在春节期间发力的两款“吃鸡”大作，双双杀进前五：《绝地求生:刺激战场》领跑，居 Q1 iOS 手游下载量第一，《绝地求生 全军出击》位列第五。《王者荣耀》虽排名相对于 2017 年 Q4 下降两位，但依旧保持前三。

图表71： 2018 年 Q1 中国 App Store 手游类 App 排行榜



资料来源：Sensor Tower，华泰证券研究所

2018 年多款大作拼杀，最后赢家仍需观望

2018 年重点游戏大作预告：

图表72： 国内部分游戏公司主要作品一览

公司名称	游戏名称	游戏终端	游戏类型	（预计）上线时间	自研/代理
腾讯	无限法则	PC 端游	FPS	2017/11/26	自研
	绝地求生	PC 端游	FPS	2017/12/1	代理
	H1Z1 生存王者	PC 端游	FPS	2017/12/8	
	QQ 飞车	移动游戏	休闲	2018/1/28	自研
	绝地求生：全军出击	移动游戏	FPS	2018/2/9	自研
	绝地求生：刺激战场	移动游戏	FPS	2018/2/9	自研
	DNF 手游	移动游戏	MMOACT	2018 年 1 月	自研
	战斗吧剑灵	移动游戏	卡牌	2018 年 3 月	代理
	一人之下	移动游戏	ARPG	2018	自研
	初音未来：梦幻歌姬	移动游戏	MUG	2018	自研
网易	初音速	移动游戏	MUG	2017/12/1	自研
	九州 · 海上牧云记	移动游戏	RPG	2017/12/1	自研
	决战！平安京	移动游戏	MOBA	2018/1/12	自研
	楚留香	移动游戏	MMORPG	2018/2/1	自研
	第五人格	移动游戏	非对称对抗竞技	2018/4/2	自研
	逆水寒	移动游戏	MMORPG	2018	自研
完美世界	轮回决	移动游戏	MMORPG	2018 年 4 月初，公测预约开启	自研
	武林外传	移动游戏	RPG	2018 年 5 月	自研
	完美世界	移动游戏	MMORPG	2018 年 10 月	自研
	笑傲江湖	移动游戏	RPG	2018 年 10 月或 11 月	自研
三七互娱	传奇霸业	移动游戏	MMORPG	2017/12/14	自研
	游龙传说	移动游戏	RPG	2018/1/31	自研
	择天记	移动游戏	MMORPG	2018/1/24	自研
	航海王	网页游戏	MMORPG	2018/3/7 测试开启	自研
	黄金裁决	移动游戏	MMORPG	2018/3/16 终测开启	自研
游族网络	天使纪元	移动游戏	MMORPG	国内版本 2018/1/11 上线，4/5 月有望推向海外	自研
	三十六计	移动游戏	SLG	2018Q2	自研
	权利的游戏	移动游戏	SLG	Sep-18	自研
	星战	移动游戏	待定	2018	自研
	三体	移动游戏	待定	2018	自研
恺英网络	敢达争锋对决	移动游戏	ACT	2017/12/11	自研
	战舰世界闪击战	移动游戏	TPS	2018/1/18（不含中国大陆）	自研
星辉娱乐	苍之纪元	移动游戏	RPG	2018/1/7	自研
	疯狂碰碰车	移动游戏	RAC	2018/1/17	自研
	逍遥决	移动游戏	MMORPG	2018	自研
智明星通	恋与制作人	移动游戏	休闲	海外版本预计 18H1 上线	海外发行
	全面战争：王者归来	移动游戏	RTS	2018Q2	自研
	使命召唤	移动游戏	STG	2018Q4	自研

资料来源：游戏官网，华泰证券研究所

主要游戏介绍：

【腾讯】

《绝地求生：全军出击》是腾讯授权自 PUBG 公司，旗下天美工作室研发的一款 FPS 手游。该手游针对手机进行了极致优化，同时注重游戏中的社交体验与新玩法的开发。该手游已在 2 月 9 日上线。

《绝地求生：刺激战场》是由腾讯（旗下光子工作室）和 PUBG 公司共同研发的一款 FPS 手游。该手游更多的还原了端游《绝地求生》的场景与玩法，能够给予玩家与端游几乎相同的体验。该手游于 2 月 9 日上线。

【网易】

《决战！平安京》是网易推出的《阴阳师》IP 公平对战 MOBA 游戏。该手游较大利用了《阴阳师》IP 所积累的人气，延续了游戏中的人物设定与强大的声优阵容，在地图，玩法

上有所创新，与 MOBA 游戏龙头《王者荣耀》形成了一定的对抗。该手游已于 1 月 12 日上线。

《楚留香》是由古龙授权，网易推出的高自由度武侠 MMORPG 游戏。该手游还原了历史上的经典著作，拥有丰富的剧情储备，给予玩家不同的游戏体验。游戏经过前期测试于 2 月 1 日上线。

《第五人格》是由网易开发的非对称性对抗竞技类手游，于 2018 年 4 月 2 日开启公测。根据极光大数据截至 4 月 16 日的数据，,《第五人格》DAU 已经突破 400 万，自上线以来始终排名 IOS 免费榜榜首。

【完美世界】

《轮回决》是完美世界首款原创 IP MMORPG 手游。该手游中人物以国漫画风为主，故事情节基于中国传统神话进行二次创作。游戏已于 1 月 26 日开启内测。

《武林外传》是完美世界在其同名端游的基础上发布的 RPG 游戏。该手游高度还原端游中的场景，同时游戏内细节制作精良，玩家有较好的沉浸式体验。游戏已于 2017 年 12 月 22 日完成首测。

《完美世界》是由完美世界自主研发一款 RPG 游戏。游戏改编自 2014 年反响热烈的同名小说，游戏剧情与小说有着一定的契合；该游戏采用 2D 呈现方式，较好地展现了游戏中卡牌人物的特点。

【三七互娱】

《传奇霸业》是由三七互娱研发，腾讯游戏运营的一款 MMORPG 游戏。游戏已于 2017 年 12 月 14 日上线。该游戏以手游的方式呈现了“传奇”式的体验，拥有快节奏成长、跨服斗技、创新的副本模式等游戏特点。

《择天记》是改编自同名小说、由腾讯自主研发的一款 MMORPG 游戏。该手游独创“剧情同步穿插”设定，真正实现游戏、剧情同时进行。此外，游戏画质与 360 度无锁定视角也是其看点。该游戏已于 2018 年 1 月 24 日上线。

《航海王》，是一款由 37 游戏获改编授权，旗下龙掌动漫自主研发，37 游戏独代运营的一款 MMO 角色扮演 PC 游戏网页游戏，该游戏已于 2018 年 3 月 7 日携手腾讯、搜狗等 8 家平台开启测试。

《黄金裁决》是一款超高自由度的战斗 MMO 手游，游戏革新推出战宠自由捕捉系统，加入“大吉大利吃鸡”“5V5 实时对战”等潮流玩法。该游戏已于 2018 年 3 月 16 日开启终测。

《鬼语迷城》，是一款盗墓题材的 3DMMORPG 手机游戏，三七手游联合水果堂打造，三七手游发行，2018 年 1 月 31 日上线。

【游族网络】

《天使纪元》是游族网络自主研发的一款 3D 魔幻 MMORPG 游戏。手游还原了小说中的各类场景，同时综合了各类游戏的打击模式与社交模式。国内版已于 1 月 11 日上线，公司计划于 4/5 月推出海外版。

《三十六计》是游族网络自主研发的一款 SLG 游戏，预计 2018 年第二季度推出。

《权力的游戏》是游族网络研发的同名 IP SLG 游戏。《权力的游戏》是世界的顶级 IP，因此拥有庞大的潜在用户群；游戏制作也注重回归剧情与玩家间的交互，公司希望借此实现 IP 合作游戏的突破升级。目前该游戏还处于研发阶段，预计 2018 年第三季度推出。

【恺英网络】

《敢达争锋对决》是由万代南梦宫（上海）商贸有限公司和上海恺英网络科技有限公司联合开发发行的 3D ACT 游戏。该游戏还原了动画作品中的经典机体，实时联机对战模式使 PVP 模式更具灵活性。该手游已于 2017 年 12 月 11 日在 IOS 平台公测开服。

【星辉娱乐】

《苍之纪元》是星辉娱乐自研的一款 RPG 游戏。游戏人物采用日系画风，人物配音拥有豪华的声优团队。游戏已于 1 月 7 日开启不删档测试。

【智明星通】

《恋与制作人》是一款女性向休闲游戏，研发商苏州叠纸飞飞授予智明星通海外发行权利，公司计划于 2018 年上半年推向海外。

《全面战争：王者归来》是智明星通推出的一款 IP RTS 游戏。智明星通于 2016 年斥资 900 万美元购买《全面战争》的 IP，游戏仍延续《全面战争》的策略性和规模宏大的特点。目前游戏仍处于研发阶段，预计 2018 年第二季度正式上线。

标的推荐

昆仑万维：多项业务成长性显著，平台变现潜力可期

自研游戏表现亮眼，流量入口布局初见成效。公司 17 年归母净利润同比增长 87.9%至 9.99 亿元。公司 18 年 Q1 业绩预告归母净利润同比增长 0%~20%至 1.92 ~2.3 亿元。我们认为公司自研游戏表现亮眼，流量入口布局初见成效，公司多项业务具备成长性。

投资少儿教育品牌“成长保”，进一步布局细分赛道龙头。18 年 5 月 14 日，首家在线少儿思维训练品牌“成长保”宣布完成 B+轮融资，投资方为昆仑万维。成长保是在线 K12 素质教育品牌，致力于为 4-12 岁儿童提供优质的在线思维训练。

Opera 业绩承诺预计增厚 18~20 年业绩。Opera 自 17 年 Q3 开始扭亏为盈，18~20 年承诺利润分别不低于 4235 万美元、5506 万美元、7157 万美元，我们预计或将增厚公司利润分别为 1.22 亿元、1.67 亿元、2.17 亿元。

闲徕 17 年贡献盈利 4.14 亿元，Grindr 未来变现可期。闲徕自购买日（17 年 1 月 31 日）起实现收入 13.8 亿元，净利润 8.12 亿，为公司贡献盈利 4.14 亿元；Grindr17 年营收同比增长 54.9%至 4.43 亿元，净利润同比增长 72%至 0.62 亿元。我们认为，Grindr 作为全球最大的同性恋社交平台，坐拥 2700 万注册用户和 350 万日活，未来变现潜力可期。

自研手游比例提升，研运一体持续深入。17 年自研游戏收入占比提升，导致游戏毛利率大幅提升 12.54pct 至 61.5%。其中《神魔圣域》17 年贡献 5.4 亿流水；《希望:新世界》于 17 年 7 月取得了台湾 App Store 和 GooglePlay 双平台下载榜第一名。公司 17 年度研发投入同比增长 180%，我们预计后续自研游戏比例有望进一步提升，重点关注 18 年计划推出产品：《龙之谷》（4 月 19 日登顶泰国、印尼、马来西亚 IOS 免费榜）、《BLEACH 境・界-魂之觉醒》（预约阶段）、《洛奇》、《偷星九月天》。

期待流量入口将公司业务带入发展快车道。Opera、Grindr 具备变现潜力，研运一体持续深入。且公司储备趣店、映客、快看等股权，外延回报可期。我们略调高估计 18/19 年 EPS 为 1.16/1.45 元。公司作为二线龙头，有望基于流量入口进入高成长轨道，理应享受更高估值溢价。参考可比公司 18 年 PE 估值中值为 16X，均值为 16.5X，给予公司 18 年 PE 估值 20~24X，对应 18 年市值 266~320 亿元，对应目标价为 23.20~27.84 元，维持买入评级。

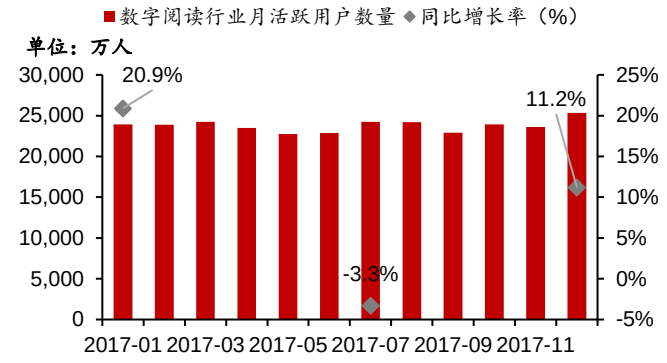
数字阅读：正版化趋势助力数字阅读付费率和 ARPU 双升

数字阅读用户增速放缓，但用户粘性不断提高

2017 年数字阅读行业用户数达到 2.53 亿，比年初增加 1392.5 万，增长 5.6%，同比增长率逐步下行，行业发展趋于稳定。受暑期档各类影视娱乐爆款内容影响，2017 年 7 月首次出现同比负增长。

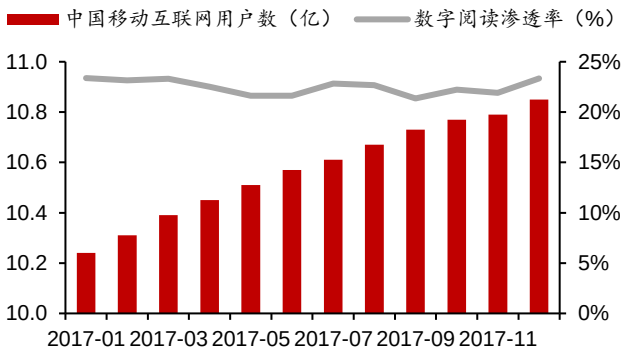
与同期中国移动互联网用户数相对比，数字阅读用户的增长主要受移动互联网总体用户增加带动，数字阅读类应用的渗透率较为稳定，基本保持在 23%左右。与在线视频（渗透率 78.1%）、移动音乐（渗透率 62.0%）、手机游戏（渗透率 57.1%）相比，数字阅读是较为小众的门类，始终稳定的吸引特定的目标人群。

图表73： 数字阅读用户规模日益饱和



资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

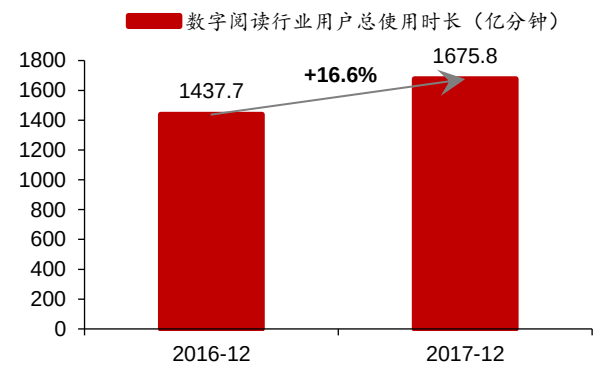
图表74： 数字阅读的渗透率基本保持稳定



资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

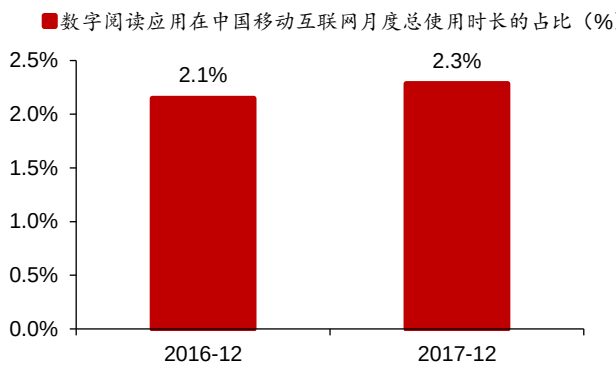
虽然行业新用户增长并不显著，但存量用户的使用粘性不断提升，表现为使用时长的稳步上升。2017 年数字阅读行业用户总使用时长同比增长 16.6%，使用时长在整体移动互联网中的占比由 2.3%提升至 2.5%，人均单日使用时长同比增长 9.6%，达到 73.4 分钟。人均使用时长的上升反映数字阅读内容对核心用户的持续吸引力，未来 ARPU 值仍具备提升的空间。

图表75： 数字阅读用户总使用时长同增 16.6%



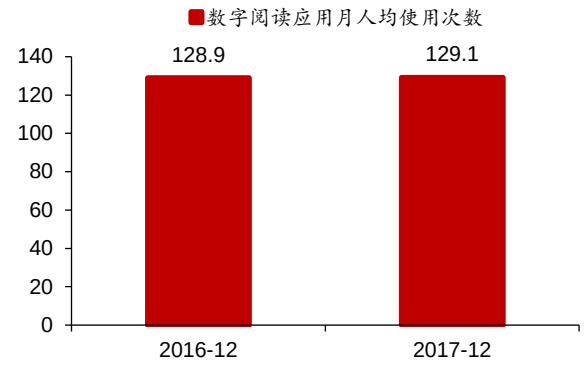
资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

图表76： 数字阅读应用在中国移动互联网使用时长占比略微增长



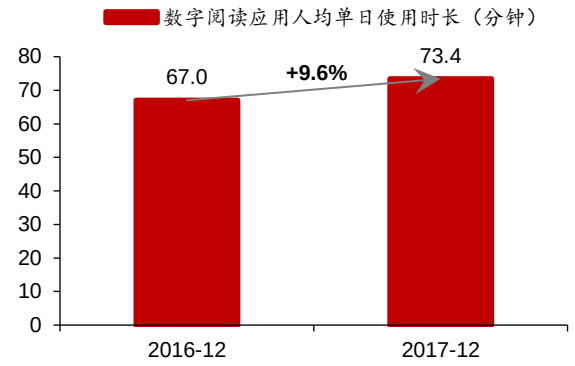
资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

图表77： 数字阅读应用人均使用次数



资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

图表78： 数字阅读应用人均单日使用时长

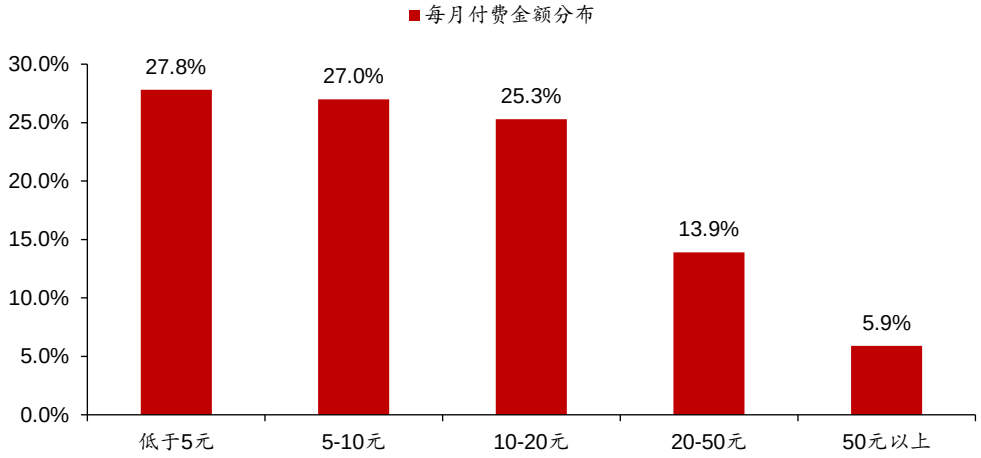


资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

目前低付费用户占比较高，ARPU 值仍具备提升空间

从人均 ARPU 值来看，用户平均付费水平仍然较低，超过 50%的用户月度付费低于 10 元，ARPU 值存在很大提升空间。以各区间平均数计算行业的平均 ARPU 值约为每月 15.8 元，在按字数付费的模式下可购买 31.6 万字内容，对应每天约 1 万字内容，与每日人均 73 分钟的使用时长仍有较大差距。其中原因：一方面可能由于用户花费较长时间试看免费章节，寻找自己喜欢的作品；另一方面可能由于寻找盗版进行阅读，虽然体现为阅读时长但并未产生付费。随着正版化进程的不断推进，预计未来付费率和 ARPU 值仍具备提升空间。

图表79： 2017 年 12 月数字阅读超过半数用户月付费不足 10 元



资料来源: QuestMobile 快调研，华泰证券研究所

2017 年，在正版化和付费观念不断普及的趋势下，数字阅读公司不断从中受益。数字阅读龙头阅文集团和掌阅科技的月活、付费用户数、人均付费 ARPU 值均不断提升，阅文集团付费率由 4.9%提升至 5.8%，人均付费 ARPU 值保持基本稳定。与游戏行业对比，数字阅读行业不足 6%的付费率和略超 200 元的 ARPU 值仍有很大提升空间。预计随着正版观念不断深入人心和 IP 衍生价值的持续发掘，数字阅读产业仍有长足的发展空间，预计 2018-2020 年将会保持 30%左右的稳健增长。

图表80： 掌阅与阅文运营数据对比

	2014	2015	2016	2017
掌阅 iReader-月活（万人）	4,205	7,088	9,363	10,400
掌阅 iReader-付费用户数（万人）*	1,313	1,389	2,429	1,568
掌阅 iReader-ARPU	32.22	45.13	50.27	
掌阅 iReader-数字阅读收入（万元）	41,253	59,196	112,647	156,810
掌阅 iReader-作品数量（万部）		50.2	52.4	
阅文集团-月活（万人）		11,710	16,990	19,150
阅文集团-付费用户数（万人）		386	833	1,100
阅文集团-付费率		3.30%	4.90%	5.80%
阅文集团-ARPU		204	207	208
阅文集团-自有产品及自营渠道-在线阅读收入（万元）*	44,204	78,879	172,408	342,058
阅文集团-作品数量（万部）		710	840	

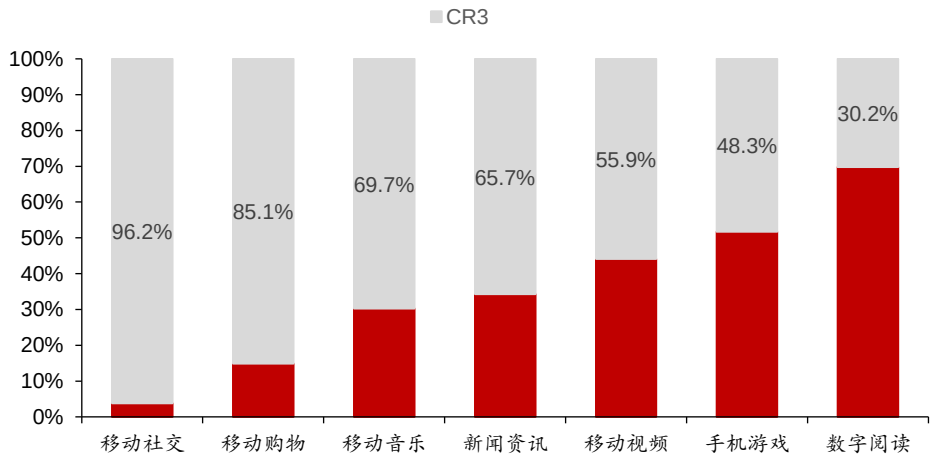
注：掌阅 iReader2017 付费用户数为 2017 上半年数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

行业集中度不高，内部竞争加剧

互联网天然具有显著的马太效应，强者恒强，用户容易向头部集中。但与社交、电商、音乐、新闻和视频等行业相比，数字阅读行业 TOP3APP 用户使用时长的集中度并不算高，仅有 30%。我们认为，一方面由于数字阅读作为内容类产品，各平台内容差异化较大，用户对内容的偏好因人而异，因此会出现较为分散的格局；另一方面，相对较低的集中度反映行业仍处在发展阶段，市场参与者仍然较多，竞争格局尚未固化，未来仍有很大的发展空间。CR3 的用户渗透率较高而时长占比较低反映出行业内仍存在数量庞大的长尾 APP。

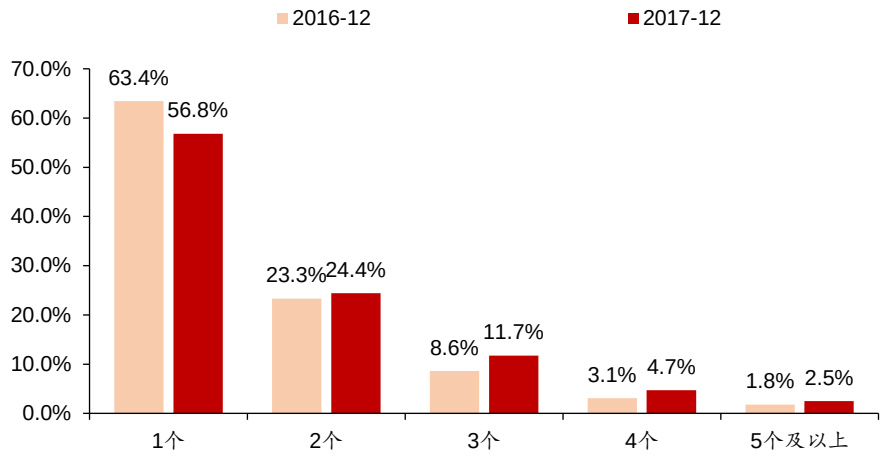
图表81： 2017 年 12 月各类别 APP 用户使用时长集中度（CR3）



资料来源：QuestMobile，华泰证券研究所

数字阅读应用的用户忠诚度较高，超过半数用户仍然只是用一个 APP，反映出各应用仍在争夺增量用户，竞争尚未进入到白热化阶段。但与上一年相比，安装 2 个及以上 APP 的用户占比上升，各家的用户争夺策略初见成效，行业竞争正在逐渐加剧，市场集中度的提高未来可期。

图表82： 2017 年 12 月数字阅读行业人均安装 APP 数量分布

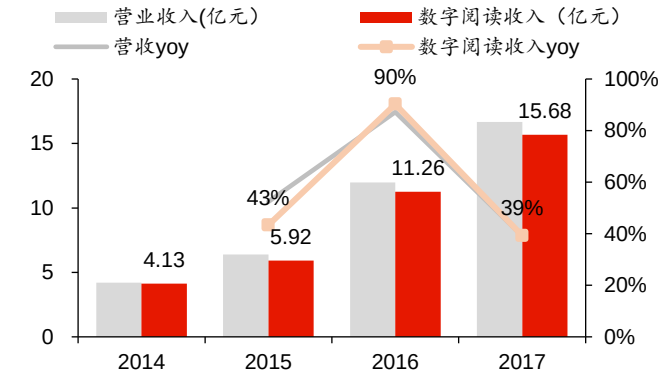


资料来源: QuestMobile，华泰证券研究所

付费阅读仍是数字阅读行业最主要收入来源，版权衍生逐渐开始发力

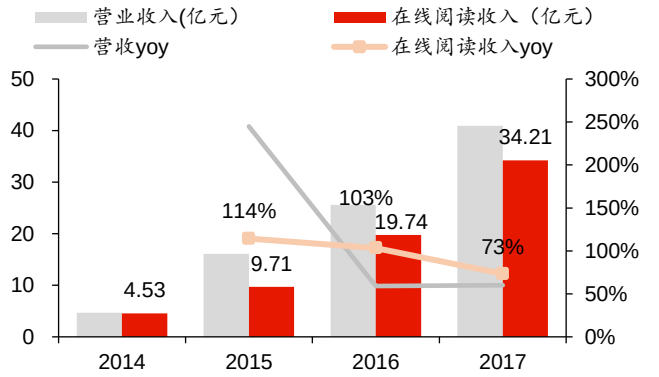
随着行业正版化的不断推进，行业内公司掌阅科技、阅文集团、平治信息收入均获得快速增长，2014-2017 年的复合增长率分别达到 58%、106%、94%。其中收入主要由付费阅读贡献，2017 年收入结构中，付费阅读贡献的比率均高于 80%，可以说，近三年数字阅读公司收入的增长主要由用户付费的提升所拉动。

图表83： 掌阅科技 2014-2017 年营业收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表84： 阅文集团 2014-2017 年营业收入



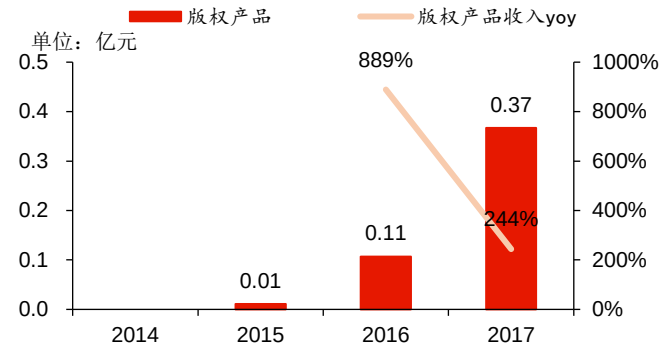
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

除付费阅读之外，版权衍生收入也是数字阅读公司不可忽视的增长引擎。掌阅科技和阅文集团都在版权衍生方面进行了多种深入的尝试，包括 IP 授权、影视参投、IP 游戏改编、漫画改编、纸质书出版等。

2017 年，阅文集团已与 200 多家内容改编合作伙伴建立了合作关系，并开发了多种版权变现形式， 包括参投 IP 开发制作等，2017 年阅文参投的主要电视剧和网络剧包括《武动乾坤》、《将夜》及《你和我的倾城时光》等。此外，2017 年阅文还主导制作了一系列由网文 IP 改编的动画，包括《全职高手》、《斗破苍穹》，以及推出《择天记》、《全职法师》新番等，其中《全职高手》获得巨大成功，并获得多项行业大奖。

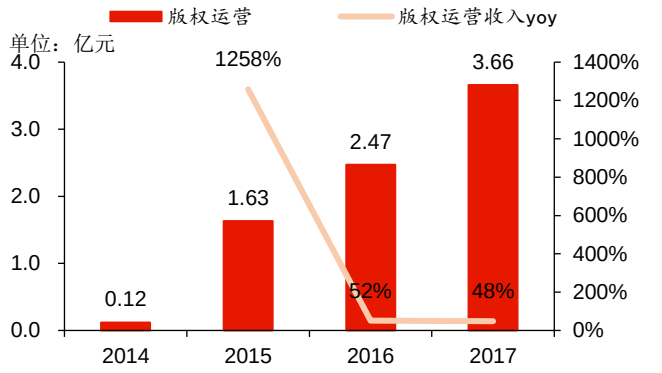
2017 年，掌阅文学《婆娑行》《九宫夜谭》等 47 本签约作品出版实体书，2018 年掌阅文学的目标是出版 160 本。2017 年，掌阅文学将 487 部作品改变成有声读物，2018 年掌阅文学的目标是 50000 小时。2018 年，随着掌阅漫画的发力，掌阅文学还将与 60 多家漫画工作室、近 30 家漫画公司达成合作，强化掌阅文学漫画的改编力度，预计将改编超过 150 部动漫作品。此外，在影视方面，通过 IP 销售加自有开发，掌阅文学 2018 年将打造至少十个高质量的影视项目。

图表85： 掌阅科技 2014-2017 年版权衍生收入快速增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表86： 阅文集团 2014-2017 年版权衍生收入快速增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

标的推荐

掌阅科技：阅读付费驱动增长，原创内容建设加速

2017 年实现归母净利润 1.24 亿元，收入利润均实现快速增长。根据 2017 年年报，公司 2017 年实现营业收入 16.67 亿元，同增 39.19%；实现归母净利润 1.24 亿元，同增 60.22%；扣非归母净利润 1.12 亿元，同增 57.81%。同时以 4.01 亿股为基数，每 10 股派发现金红利 0.34 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。18Q1 实现营业收入 4.67 亿元，同增 23.25%；归母净利润 3573 万元，同增 0.11%。

付费用户数和 ARPU 值均有提升，数字阅读收入增长 30%。数字阅读实现收入 15.68 亿元，同增 30.21%，贡献总收入的 94%。数字阅读收入增长来源于公司在渠道推广和版权内容方面加大投入。公司持续开拓营销渠道，扩大用户基础，2017 年月活跃用户数增长 11%至 1.04 亿。公司加强优质阅读内容建设，引入《围城》在内的精品内容独家电子版权，与“月关”“天使奥斯卡”等多位大神级作家签约，大力打造“掌阅文学”的内容品牌，提升了用户粘性和用户付费率。2017 年公司充值用户数和人均充值金额均有提升，带来数字阅读收入的持续增长。

硬件产品、版权衍生、有声产品持续创新，拓宽数字阅读业务外延。2017 年，公司先后发布了 iReader Light 和 iReader Ocean 等多款电子阅读器产品，产品线日趋丰富。硬件产品实现收入 5388 万元，同比增长 97%，毛利率 13.10%，与上年基本持平。版权产品方面，增加项第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容，版权产品收入达到 3670 万元，同比增长 244%，毛利率 34.40%，比上年下降 0.25pct。此外，抓住有声阅读行业迅速增长趋势，在有声阅读领域进行积极尝试和布局，引入《吐槽是门手艺》等多部重磅音频节目，为存量用户提供更丰富的内容选择，有声产品预期将在 2018 年开始对公司的收入形成实质性贡献。

调整渠道推广模式，销售费用率下降显著，净利率提升至 7.42%。2017 年公司将部分手机厂商预装结算模式由 CPA 调整为分成模式，此类销售费用转入渠道成本项目确认，销售费用率显著下降 3.68pct。此外由于行业竞争日益加剧，公司采取优先占领市场的经营策略,加大了手机厂商渠道的推广力度，以及优质版权资源的采购力度和扶持力度，因此数字阅读业务毛利率下滑 2.78pct，综合毛利率下降 3.19pct。2017 年公司费用率继续下降，由于费用摊薄，净利率提升 0.97pct 至 7.42%。

公司是数字阅读龙头公司，加强品牌营销和内容建设，建议关注。公司是数字阅读领域龙头公司，具有庞大的用户规模和差异化内容矩阵。公司签约王俊凯作为代言人，加强品牌营销拓宽用户获取途径。引进精品内容版权，打造掌阅文学原创内容品牌，引入有声内容，丰富内容布局。根据 wind 一致预期，公司 18/19 年归母净利润估计为 1.90 亿元/2.59 亿元，当前市值对应 18 年 PE 估值为 95X，建议关注。

营销：行业回暖不断得到验证

根据 CTR 媒介智讯公布，2018 年一季度，中国广告市场出现了低位反弹，广告刊例花费同比增长 14.6%，传统媒体的止跌回升给予广告市场整体增长更大推动力。其中 1 月全媒体广告刊例花费同比增长 9.6%，2 月同增 26.4%，均为近 4 年同期最高。广告市场月度增速连创新高，广告市场回暖趋势不断得到确认。

广告市场一季度的持续回暖，一方面是由于消费升级背景下，三四线消费潜力不断释放，广告主投放需求的增加。另一方面由于线上流量和推广成本的不断升高，传统媒体的价值重新被广告主重视和认可，传统媒体的止跌回升，尤其是电视广告重回正向增长，重振了对市场的贡献。

2018 年受益于消费升级，广告主加码预算投入，预计广告市场整体景气度持续回升。建议关注布局电梯电视、电梯海报等快速增长的细分领域、具有核心资源壁垒的生活圈媒体型公司，积极关注具有大客户资源、并购整合风险已充分消化的营销中介龙头蓝色光标等，关注毛利率触底反弹机会。

月度数据反弹延续，广告市场回暖趋势不断得到确认

2018 年 Q1，广告市场月度增速连创新高，广告市场回暖趋势不断得到确认。

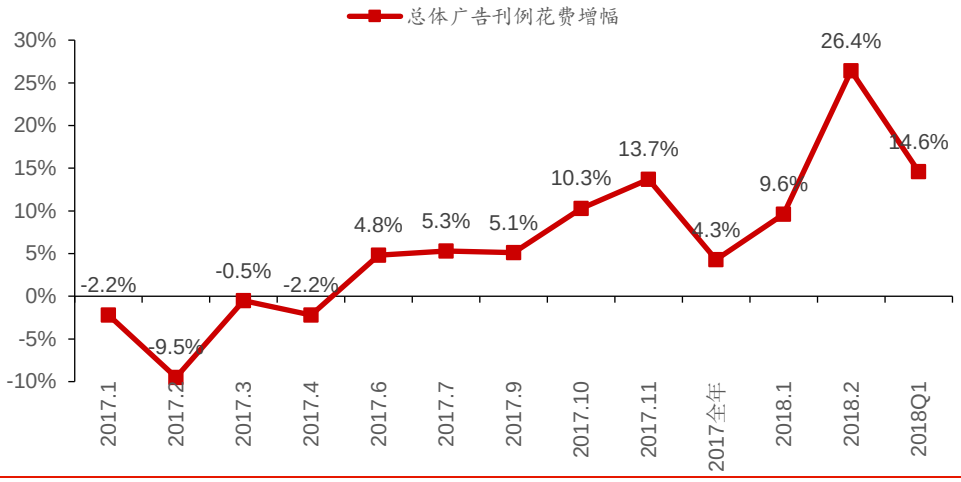
根据 CTR 媒介智讯的最新数据显示，2018 年 1 月广告市场（不含互联网）同比增长 9.6%，为近 4 年同期最高。传统媒体同比增长 8.2%，其中电视广告同增 9.8%，广播广告同增 6.7%。电梯电视、电梯海报、影院视频等生活圈媒体保持稳定增速，电梯电视、电梯海报分别增长 12.3%、19.3%，影院视频广告收入同比增长 24.1%。

2018 年 2 月广告市场（不含互联网）同比增长 26.4%，其中传统媒体广告同比增长 25.1%。同比出现大幅增长的原因主要是由于 2017 年 2 月广告单月跌幅较大以及春节营销的综合影响。电视广告的大幅增长仍是 2 月整体市场的主要推动力，刊例收入同比增长 27.2%。生活圈媒体继续保持稳健增长，电梯电视、电梯海报、影院视频刊例收入同比增长 29.1%、27.9%、41.4%，增幅均较 1 月有所扩大。

2018 年第一季度广告市场（不含互联网）同比增长 14.6%，其中传统媒体广告同比增长 14.2%，传统媒体的止跌回升给予广告市场整体增长更大推动力。电视媒体的广告时长增幅为 9.1%，加之刊例价格的上浮，电视广告刊例收入增长了 16.5%。电梯电视、电梯海报、影院视频一季度广告刊例收入分别为 22.3%、24.0%、31.3%，增幅较去年同期均有扩大，其中电梯海报的增幅提升了 19 个百分点。投放行业上，食品饮料行业在传统媒体的广告花费增幅明显，食品行业中的保健食品，饮料行业中的婴幼儿奶粉、茶饮料的增投明显。网站和手机软件在户外生活圈媒体的广告投放增幅较大。

广告市场一季度的持续回暖，一方面是由于消费升级背景下，三四线消费潜力不断释放，广告主投放需求的增加。另一方面由于线上流量和推广成本的不断升高，传统媒体的价值重新被广告主重视和认可，传统媒体的止跌回升，尤其是电视广告重回正向增长，重振了对市场的贡献。

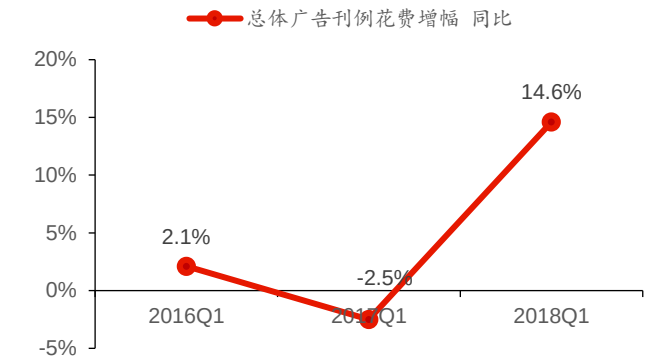
图表87： 全媒体广告刊例花费同比增速（不含互联网）



资料来源:CTR，华泰证券研究所

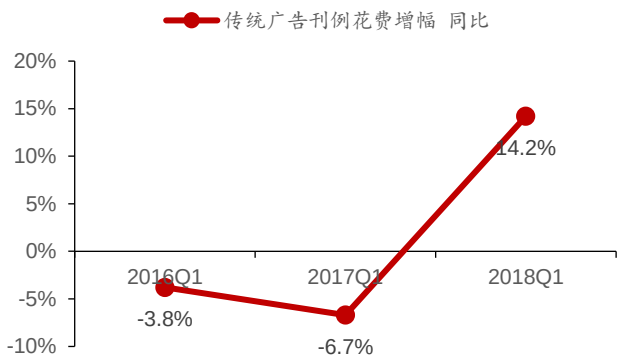
注：由于数据缺失，2017 年 12 月份数据用 2017 年全年数据代替，2018 年 3 月份数据用 2018 第一季度数据代替

图表88： 2016-2018 年第一季度全媒体刊例花费同比增幅



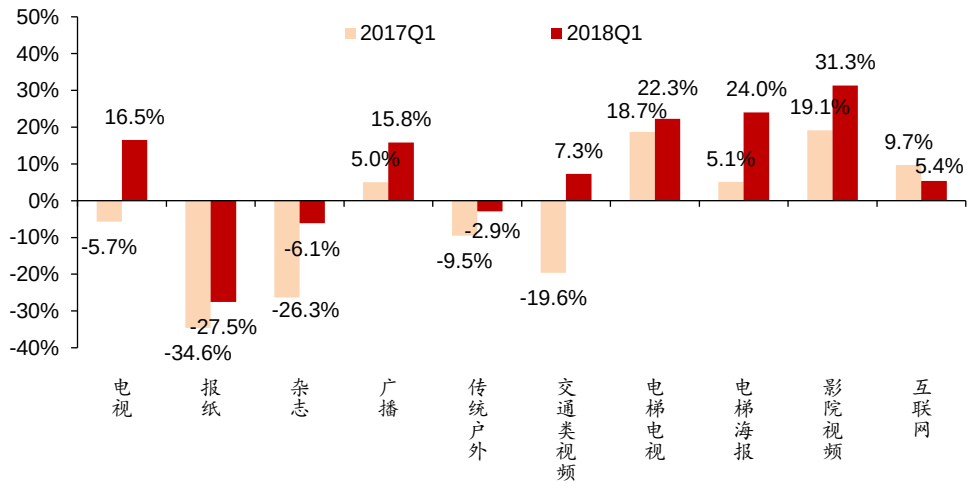
资料来源：CTR，华泰证券研究所

图表89： 2016-2018 年第一季度传统媒体刊例花费同比增幅



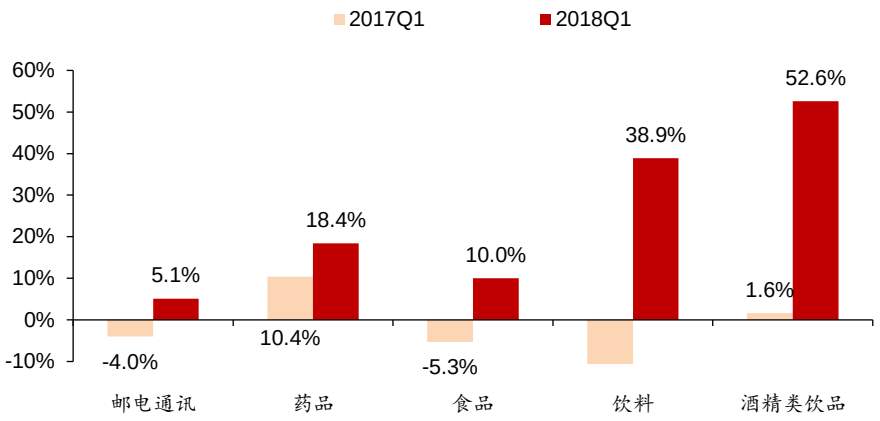
资料来源：CTR，华泰证券研究所

图表90： 2017-2018 年第一季度各媒介广告刊例花费变化



资料来源:CTR，华泰证券研究所

图表91： 2017-2018 年第一季度广告刊例花费 TOP5 行业及对应增幅



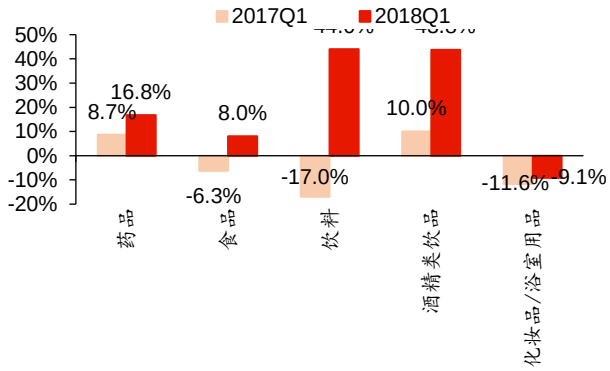
资料来源:CTR，华泰证券研究所

电视媒体恢复增长，成为 1-2 月广告市场高增长主要动力

食品、饮料、药品、酒精类饮品抓住一季度春节这个传统消费时点，加强广告投放。2017 年全年广告花费排名前 20 的品牌中的药品品牌鸿茅、陈李济、葛洪、养无极、同溢堂，食品品牌旺旺、伊利第一季度仍位列的电视媒体刊例花费前十。

预期随着三四线城市消费升级和国内人口不断老龄化，食品饮料和药品的消费潜力仍待挖掘。电视媒体是渗透三四线城市的最有效媒体形式之一，电视媒体的价值重新被广告主重视和认可，广告收入有望企稳回升。

图表92： 2018 年第一季度电视广告花费排名前五行业



资料来源：CTR，华泰证券研究所

图表93： 2018 年第一季度电视广告花费排名前十品牌

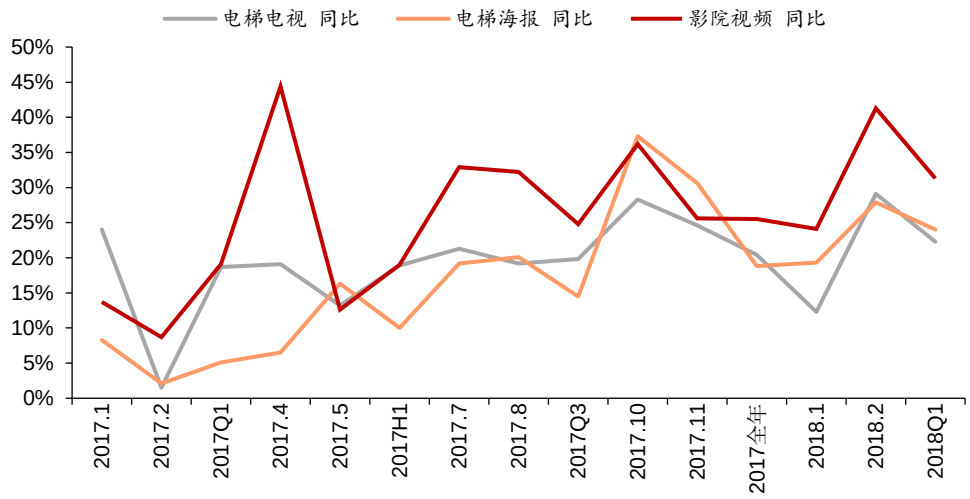
排名	品牌	yoy
1	鸿茅	37.4%
2	葛洪	123.6%
3	养无极	699.3%
4	陈李济	8.9%
5	同溢堂	145.0%
6	伊利	47.1%
7	旺旺	51.4%
8	天地和	163.0%
9	曹清华	49.6%
10	欧莱雅	25.5%

资料来源：CTR，华泰证券研究所

生活圈媒体持续稳健增长，互联网品牌是贡献主力，传统行业认可度提升

2018 年第一季度，生活圈媒体继续保持稳健增长，电梯电视、电梯海报、影院视频刊例收入同比增长 22.3%、24.0%、31.3%，增幅较去年同期均有扩大，其中电梯海报的增幅提升了 19 个百分点。

图表94： 生活圈媒体广告刊例花费同比增速



资料来源：CTR，华泰证券研究

从行业和品牌上来看，互联网、手机品牌和酒精类饮品贡献市场主要增量。白酒、医药等传统行业对电梯媒体认可度逐渐提升，持续加码电梯电视和电梯海报等生活圈媒体。

移动互联网 APP 主力投放生活圈媒体电梯电视、电梯海报和影院视频，生活圈媒体引爆新品牌和新应用的能力不断得到认可。其中问答游戏 APP 芝士超人在 2018 年 1 月 4 日上架后，1 月大量投放电梯电视和影院视频，并占据电梯电视广告花费品牌榜单的首位。新上线的汽车金融平台弹个车，第一季度大量投放电梯电视，进入电梯电视花费前十。

同时，生活圈媒体也是成熟互联网平台二次拉新和大促活动的宣传首选。拼多多在广告投放沉寂了一段时间后，重新投放了电梯电视。2 月阿里巴巴旗下除了天猫在榜之外，淘宝也进入了电梯海报、影院视频的前十榜单，这也是淘宝首次位列影院视频的前十。

白酒、医药、乳品等传统行业对电梯媒体认可度逐渐提升，持续加码电梯电视和电梯海报等生活圈媒体。具体来讲，白酒品牌郎酒、泸州老窖连续进入 2018 年 1 月、2 月电梯电视花费前十，医药品牌东阿阿胶进入 2018 年 1 月电梯电视花费前十，医药品牌广誉远进入 2018 年第一季度电梯海报花费前十，乳品品牌蒙牛和飞鹤分别进入 2018 年第一季度电梯电视和电梯海报的前十。

第一季度因为包含传统春节节假期，是惯例上的广告投放淡季，表现并不平淡。预计随着 4-6 月电商促销活动密集上线、手机厂商的新品不断推出，2018 年全年生活圈媒体仍将保持 20%-30%的稳健广告规模增速。

2018 年瑞信咖啡案例再次向市场证明以分众传媒为代表的生活圈媒体产生的品牌引爆能力。分众传媒作为生活圈媒体的龙头，近几年一直帮助初创企业在短时间内提升市场知名度，如 2015 年的饿了么以及 2016 年的 ofo 单车。分众的客户涵盖了线上和线下企业，如京东、天猫和肯德基在 2017 年都是电梯广告的最大客户之一。2018 年伊始，分众平台又成功地把互联网咖啡品牌瑞信咖啡推向大众的视野，在 4 个月内实现了向 130 万用户卖出了 500 万杯咖啡的卓越成绩。

营销板块增速放缓，盈利能力仍不乐观

营销板块 2017 年收入增速放缓，净利润出现下滑，增速分别为 23.1%、-4.6%。分众传媒贡献板块超过 60%利润，剔除分众传媒后，板块 2017 年收入、净利润增速分别为 23.8%、-51.2%。我们认为收入增速下滑主要由于并购政策自 2016 年下半年来收紧，板块增长动力更多回归由内生性增长驱动。净利润出现负增长一方面由于媒体端集中度提高，广告代理业务持续承压，毛利率不断下滑，盈利能力下降；另一方面多家收购标的出现不达业绩承诺情况，引发大额商誉减值，拖累板块净利润表现。剔除分众传媒后，2017 年板块毛利率为 15.61%，下降 2.23pct；净利率为 2.31%，下降 3.22pct。

18Q1 仍不乐观，毛利率拐点有待观察。2017 年下半年以来广告市场景气度提升，行业月度增速创 4 年新高。反映到 2018 年一季报上，剔除分众传媒，Q1 板块收入、净利润增速分别为 48%、4%，收入增长加速，净利润止跌回升。然而毛利率、净利率仍不乐观，18Q1 继续延续下滑，毛利率触底反弹时点仍有待进一步观察。

2018 年广告市场展望乐观，营销公司盈利能力拐点仍有待观察

广告作为后周期行业，受益于 2017 年整个消费市场的回暖和持续进行的消费升级浪潮，传统行业广告投放需求回暖，2018 年 1-2 月市场月度增速连创新高，全年展望乐观。

但 A 股营销公司多以广告代理业务为主，在产业链居于广告主和媒体之间，具有中介性质，毛利以媒体返点为主。受制于媒体数字化的不断进行，媒体端集中度提升，A 股营销公司毛利率持续承压，盈利能力拐点仍有待观察。

总体上，当前时点（2018 年 5 月 23 日）营销公司估值都相对较低，分众传媒、思美传媒 2018 年 PE 估值均为 20X 左右，蓝色光标估值稍高为 2018 年 PE 估值 25X，均为各公司历史估值低位。预期 2018 年行业展望乐观，建议关注业绩与估值的匹配程度，择机布局。

建议关注布局电梯电视、电梯海报等快速增长的细分领域、具有核心资源壁垒的生活圈媒体型公司，积极关注具有大客户资源、并购整合风险已基本消化的营销中介龙头蓝色光标等，关注毛利率触底反弹机会。

风险提示

1、 政策监管风险

内容制作行业受政策监管影响较大，未来行业政策监管口径可能存在变化，从而提升制作公司项目制风险；

2、 影视剧作品存在效果不达预期的可能

观众的品味多样且快速变化，影视内容是否能够受到市场欢迎具有一定不确定性。虽然国产内容整体制作水平正在有序提升，但内容制作公司仍具有项目制风险；

3、 游戏大作业绩不达预期的风险

游戏市场竞争激烈，游戏在推向市场时如果前期测试不达预期，将会导致游戏延后上线；如果上线之后仍然不达预期，有可能给公司业绩带来负面影响，公司年度拳头类产品的影响更为明显。

4、 并购标的业绩不达预期引发的商誉减值风险

2014-2016 年传媒行业并购频发，业绩承诺集中在 2017-2018 年到期，若并购标的业绩不达预期，将会引发商誉减值。

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com