

## 政策收紧带来行业阵痛，抓龙头，布局全球化

推荐|维持

### ——2019 年传媒行业策略报告

#### 报告要点：

#### ● 三年深度调整，估值已达底部，关注现金流、商誉及股票质押问题

2018 年，传媒板块目前平均 PE 在 20 倍左右，位于历史底部，下行空间不大。业绩增长较为稳定。明年的问题主要集中在：一是现金流情况的恶化。经营性现金流占净额营收比重逐年下滑。二是商誉问题。目前传媒板块总商誉位于全行业之首，商誉占净资产比重位于全行业第二。三是股票质押问题，目前传媒行业质押股份部分占总股本比重达 21.96%，位于全行业之首。

#### ● 关于资金收紧和行业监管政策影响

今年整体板块受行业政策影响较大，包括游戏行业版号停发、限制版号总量，影视行业严查影视工作室税收、演员限薪酬、网传取消票补、网传视听监管审查并轨等政策及内容，整体对板块的情绪面和估值产生较大影响。中长期看进一步收紧幅度不会太大，行业将经历政策收紧后的阵痛期。同时，行业整体资金面紧张。政策和资金面影响叠加，将加速倒逼尾部出清，而对龙头来说，本身抗风险能力较强，头部市占率有望提升。

#### ● 2019 传媒重点关注机会

(1) 头部企业市占率提升和经营效率提升带来的机会。(2) 关注传媒板块中全球化带来的第二极增长，重点关注海外流量分发以及游戏出海。(3) 小而美的细分高景气赛道，比如短视频内容端、图片付费行业。维持行业“推荐”评级。

#### ● 重点推荐及跟踪板块

手游板块：受版号停发影响，整体增速大幅回落至 15.4%，但整体需求仍然旺盛。版号重发，板块估值有望修复，精选具有全球发行能力的厂商以及优质研发商。

电影板块：票房全年增速预期在 10% 上下。明年供片上，好莱坞迎来大年。重点看好发行和院线端龙头。

#### ● 风险提示

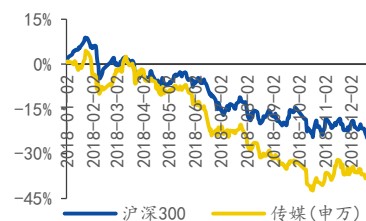
政策风险、新内容品类的冲击

#### 附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002624	完美世界	增持	28.14	36998	1.14	1.29	1.62	24.68	21.81	17.37
002174	游族网络	买入	18.18	16200	0.76	1.14	1.46	23.92	15.95	12.45
000681	视觉中国	买入	23.31	16300	0.42	0.53	0.67	56.16	43.98	34.79
600977	中国电影	买入	14.37	26800	0.52	0.76	0.73	27.79	18.91	19.68
002739	万达电影	增持	23.41	41200	1.29	0.88	1.10	18.06	26.50	21.14

资料来源：Wind，国元证券研究所

#### 过去一年市场行情



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 李典  
执业证书编号 S0020516080001  
电话 021-51097188-1866  
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 崔文彬  
执业证书编号 S0020117060004  
邮箱 cuiwenbin@gyzq.com.cn

## 内容目录

1. 2018 年行情回顾与 2019 年投资机会 .....	5
1.1 2018 年传媒板块行情回顾 .....	5
1.2 2018 估值情况 .....	5
1.3 传媒行业 2018 年基本面情况分析 .....	6
1.4 传媒子板块表现 .....	8
1.5 个股行情表现 .....	10
1.6 2018 年传媒板块行总结：挑战与机遇并存 .....	11
1.7 2019 值得重点关注投资机会 .....	11
2. 手游板块：优选研发商以及有全球化发行能力厂商 .....	12
2.1 受政策影响增速放缓 .....	12
2.2 版号重启，板块估值修复 .....	14
2.3 手游出海成大势所趋，贡献重要增量 .....	15
2.4 2019 年手游板块投资机会 .....	16
3. 电影板块——关注院线及发行龙头 .....	17
3.1 行业全年回顾：票房增速进入中速区，内容驱动增长 .....	17
3.2 上游制片变化较快，格局未定 .....	20
3.3 中游发行环节中影华夏政策垄断进口片，猫眼领跑民营发行公司 .....	22
3.4 2019 年影片展望，头部电影供给充足，好莱坞电影大年 .....	24
3.5 下游影院：扩张收缩，看好龙头 .....	27
3.5.1 影院及银幕建设放缓，四线及以下城市尤为明显 .....	27
3.5.2 三四线票房增长最快，绝对增量中四线及二线城市贡献最大 .....	31
3.5.3 18 年平均单银幕产出跌幅收窄，预计和 17 年持平，一二线城市单银 幕产出下降较快 .....	32
3.5.4 上座率渐渐企稳，人均观影次数提升空间主要来自低线城市 .....	33
3.5.5 单影院盈利状况不容乐观，未来整合加速 .....	35
3.5.6 影投集中度有望在 19 年继续提升，看好龙头 .....	36
4. 重点个股分析 .....	38
4.1 完美世界 .....	38
4.2 游族网络 .....	39
4.3 视觉中国 .....	40
4.4 中国电影 .....	41
4.5 万达电影 .....	41
5. 风险提示 .....	42

## 图表目录

图 1: 2018 年传媒板块与沪深 300 走势比较 .....	5
图 2: 2018 年申万一级行业涨跌幅情况 .....	5
图 3: 2018 年传媒行业历史估值变化情况 PE (TTM, 整体法) .....	6
图 4: 申万一级行业估值水平比较 .....	6
图 5: 2014-2018Q3 传媒行业营收及同比增速 .....	7
图 6: 2014-2018Q3 传媒行业归母净利润及同比增速 .....	7
图 7: 2014-2018Q3 传媒行业扣非后归母净利润及增速 .....	7
图 8: 2014-2018Q3 传媒行业 CFO 净额及占营收比重 .....	7
图 9: 2014-2018Q3 传媒行业毛利率和净利率 .....	7
图 10: 2014-2018Q3 传媒行业期间费用占营收比重 .....	7
图 11: 2018 年传媒行业各板块估值情况 .....	8
图 12: 2018Q3 申万一级行业商誉及占净资产比重统计 .....	9
图 13: 2014-2018Q3 传媒行业商誉合计及增速 .....	9
图 14: 2018Q3 传媒各板块商誉及占净资产比重 .....	9
图 15: 2018 年申万一级行业质押股份总数及占总股本比例 .....	10
图 16: 中国移动游戏收入规模 .....	12
图 17: 中国移动游戏用户规模 .....	12
图 18: 腾讯、网易市占率变化情况 .....	12
图 19: 手游收入 TOP50 中腾讯网易所占产品数量 .....	12
图 20: 游戏版号审批职能重新划分 .....	15
图 21: 中国自主研发网络游戏海外收入情况及增速 .....	15
图 22: 全球游戏市场收入、移动游戏收入及增速 .....	15
图 23: 2005-2018 年 11 月电影票房变动情况 .....	17
图 24: 2018 年单月电影票房情况 .....	17
图 25: 2018 年与 2017 年各档期票房对比 (亿元) .....	18
图 26: 2018 年各月国产电影票房以及占比情况 .....	18
图 27: 国产电影票房占比情况 .....	18
图 28: 2018 年票房破 10 亿影片情况 .....	19
图 29: 2018 年影片 CR (10) 与 CR (5) .....	20
图 30: 老牌民营电影公司电影主出品票房市场份额 .....	21
图 31: 老牌民营电影发行公司电影主发行票房市场份额 .....	22
图 32: 2017 年北美电影市场制发市场份额 .....	23
图 33: 美国六大电影公司 2015-2017 电影制发票房占比 .....	23
图 34: 2006-2017 影院数量变化情况 .....	27
图 35: 2014-2018 年各线城市影院数占比情况 .....	27
图 36: 各线城市 2014-2018 年影院数变化情况 .....	27
图 37: 2015-2018 各线城市影院增长率情况 .....	28
图 38: 2010-2018Q3 银幕总数情况 .....	28
图 39: 2014-2018 年各线城市银幕数占比情况 .....	29
图 40: 各线城市 2014-2018 年银幕数变化情况 .....	29

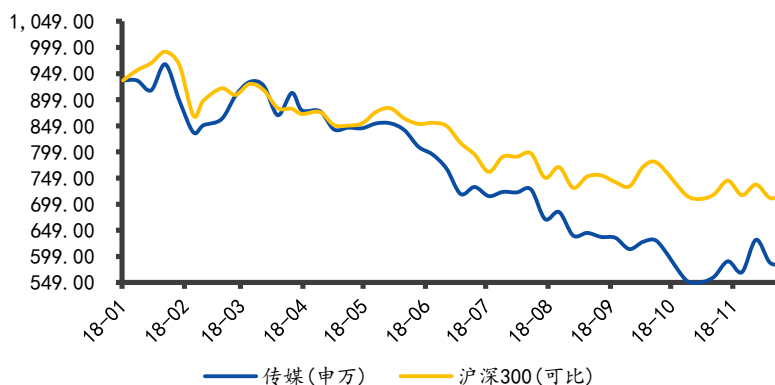
图 41: 各线城市银幕数 2015-2018 增速变化情况 .....	29
图 42: 不同规模影院运营数据一览 .....	30
图 43: 各线城市票房占比 .....	31
图 44: 各线城市票房增长情况 .....	31
图 45: 2018 年各线城市票房情况及增速 .....	32
图 46: 单屏产出及增速 .....	32
图 47: 各线城市单银幕产出及增速 .....	33
图 48: 各线城市单银幕产出变化情况 .....	33
图 49: 2014 至 2018 上座率 .....	33
图 50: 2014 至 2018 年各线城市上座率情况 .....	33
图 51: 2006-2018Q3 观影人次情况 .....	34
图 52: 2018 年 1-11 月观影人次分布情况 .....	34
图 53: 2005-2020 年单屏产出情况 .....	34
图 54: 各线城市票价变动情况 .....	35
图 55: 平均票价变动情况 .....	35
图 56: 2015-2017 各影院票房分布情况 .....	36
图 57: 游族网络产品矩阵 .....	40
图 58: 视觉中国商业模式 .....	40
图 59: 中国电影业务构成 .....	41
表 1: 传媒行业各板块 2017 和 2018Q3 营收及净利情况 .....	8
表 2: 2018 年传媒行业涨幅榜前 10 个股 .....	10
表 3: 2018 年传媒行业跌幅榜前 10 个股 .....	11
表 4: 2018H1 收入排行 TOP20 上线时间情况 .....	13
表 5: 2018 上半年 TOP10 收入排行(标为红色为新游戏) .....	14
表 6: 2018 年电影票房排行 .....	19
表 7: 前 30 票房影片中新人导演作品及票房 .....	20
表 8: 2016-2018 国内电影公司主出品票房排行以及市场份额 .....	21
表 9: 2018 年民营发行公司排行榜 .....	23
表 10: 2019 年国产潜力电影一览 .....	24
表 11: 2019 年北美已定档好莱坞大片 .....	26
表 12: 各线城市平均影院银幕数情况 .....	30
表 13: 单院线收入成本拆分 .....	35
表 14: 2018 年 TOP10 院线公司票房市占率情况 .....	36
表 15: 2018 年 11 月 TOP10 院线公司票房市占率情况 .....	37
表 16: 完美世界主要游戏产品流水估算及新产品进度 .....	38
表 17: 完美世界电视剧产品及上线进展 .....	39

## 1. 2018 年行情回顾与 2019 年投资机会

### 1.1 2018 年传媒板块行情回顾

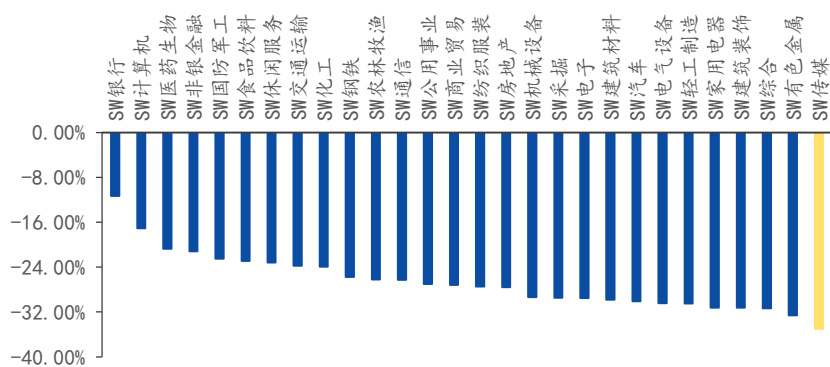
**传媒板块跌幅靠前，走势弱于大盘：**截至 2018 年 11 月 30 日，传媒板块年内跌幅为 35.00%，在申万 28 个一级行业中，跌幅位列第一。传媒板块从 6 月份开始走势逐步落后大盘，11 月份后稍有回升。

图 1：2018 年传媒板块与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：2018 年申万一级行业涨跌幅情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 1.2 2018 估值情况

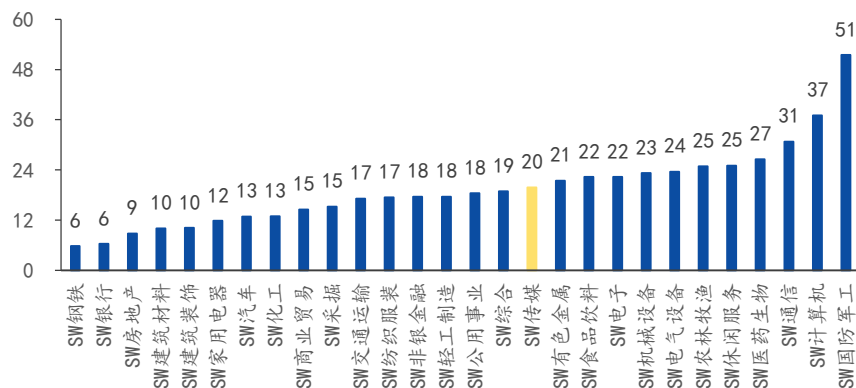
**估值已位于历史底部：**从估值上看，目前传媒板块估值（TTM，整体法剔除负值）为 20 倍，相比年初的 43 倍继续下降，12 年至今 PE 均值为 48.72 倍，加减标准差后区间在 29.85 至 67.59 倍之间，目前水平已处于历史估值水平的底部，在申万 28 个一级行业中排名第 12，整体下行的空间已经不大。

图 3：2018 年传媒行业历史估值变化情况 PE（TTM，整体法）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 4：申万一级行业估值水平比较



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 1.3 传媒行业 2018 年基本面情况分析

**营收及净利增速稳定：**我们以申万一级行业分类为基础，剔除部分指标异常标的，选取共计 10 个细分板块的 150 只标的，分别统计了营业收入、净利润、扣非后净利润以及毛利率等方面的情况。

截至 2018 年三季度末，传媒行业共实现营业收入 4313.86 亿元，同比增长 18.45%，比 2017 年 19.73% 的增速相当，但和 2015-2016 年超过 30% 的增速相比，略放缓。

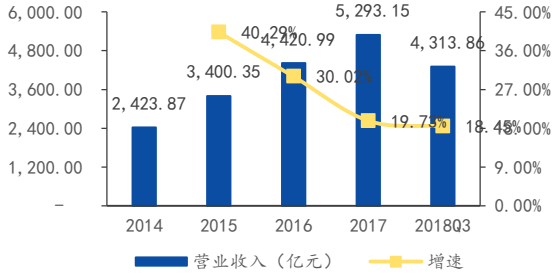
2018 年前三季度传媒行业共实现归母净利润 420.73 亿元，同比增长 3.95%。预计全年净利增速将维持去年全年 5% 左右的低水平。而扣非后归属母公司净利润为 333.40 亿元，同比继续出现下降，减少 0.90%。

**经营性现金流净额占营收比重下滑：**2018Q3 经营性现金流净额占总营收比重为



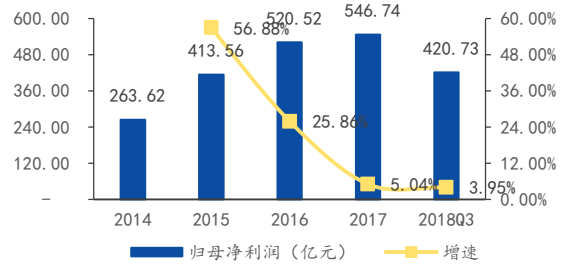
4.14%，这一指标在五年内逐年下滑。

图 5：2014-2018Q3 传媒行业营收及同比增速



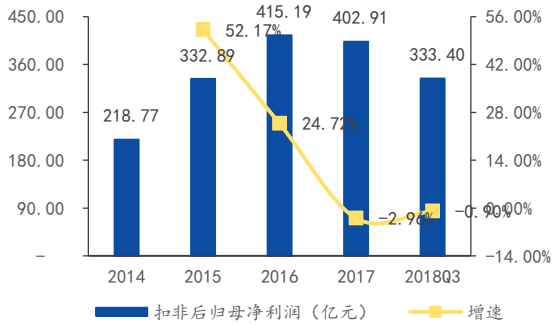
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 6：2014-2018Q3 传媒行业归母净利润及同比增速



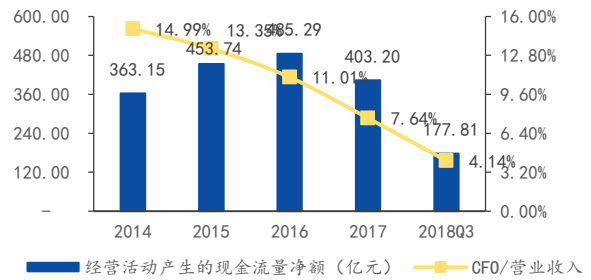
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 7：2014-2018Q3 传媒行业扣非后归母净利润及增速



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

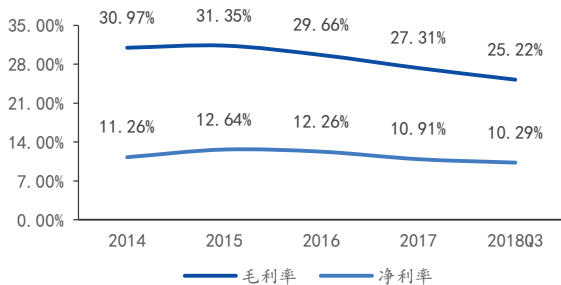
图 8：2014-2018Q3 传媒行业 CFO 净额及占营收比重



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

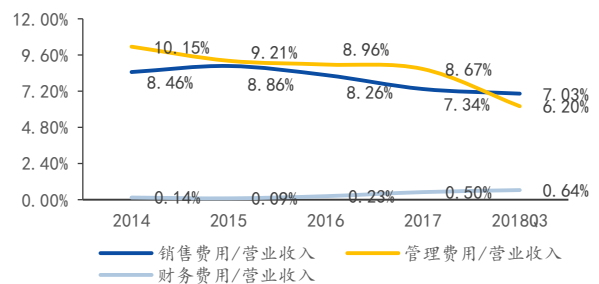
**盈利能力略有下滑：**2018Q3 传媒行业整体毛利率 25.22%，比 2017 年下降 209bp，净利率 10.29%，比 2017 年减少 62bp，预计今年整体毛利率和净利率均会有小幅下降。期间费用率来看，管理费用率下降了 247bp，降幅明显，期间费用率前三季度较去年同期下降 261bp。

图 9：2014-2018Q3 传媒行业毛利率和净利率



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 10：2014-2018Q3 传媒行业期间费用占营收比重



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 1.4 传媒子板块表现

**体育、互联网板块基本面较为表现亮眼：**从细分板块来看，截至 2018Q3，营收增速靠前的是体育、互联网、营销板块，分别为 80.20%、35.67%和 32.71%，归母净利润增速靠前的是体育、在线阅读和互联网板块，分别为 86.59%、69.24%和 54.17%。广电是唯一营收与净利均下滑的细分板块，受今年政策影响，影视与动漫板块营收增速缓慢，净利出现大幅下滑，游戏板块净利增速也明显放缓。

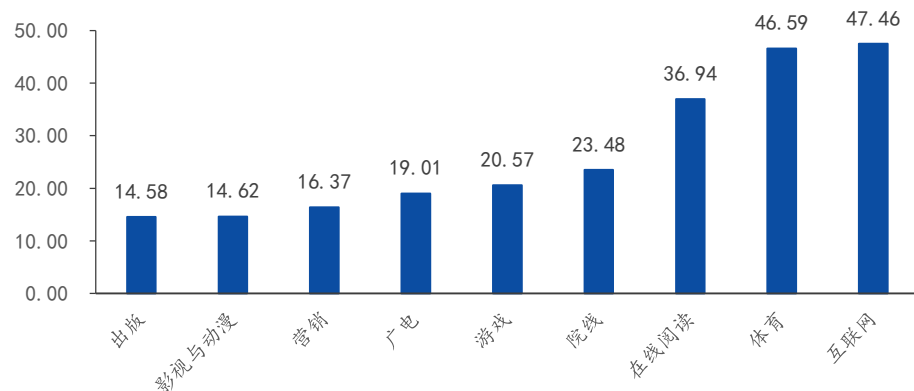
表 1：传媒行业各板块 2017 和 2018Q3 营收及净利情况

板块名称	2017				2018Q3			
	营业收入 (亿元)	增速	归母净利润 (亿元)	增速	营业收入 (亿元)	增速	归母净利润 (亿元)	增速
体育	26.22	12.74%	2.71	3.31%	25.63	80.20%	2.12	86.59%
互联网	841.79	67.20%	19.49	7.46%	811.63	35.67%	18.04	54.17%
营销	1305.71	26.18%	99.91	1.75%	1183.89	32.71%	77.37	-5.57%
游戏	489.50	24.48%	132.58	34.89%	434.18	25.20%	104.59	5.60%
在线阅读	32.94	45.21%	2.98	85.63%	28.29	19.97%	3.32	69.24%
院线	318.43	12.43%	38.27	1.09%	252.57	5.14%	32.58	7.79%
出版	1130.40	1.10%	121.96	-0.64%	800.99	4.38%	91.66	2.56%
影视与动漫	342.08	9.78%	53.00	-7.02%	205.40	1.79%	18.29	-30.55%
广电	547.41	2.05%	57.61	-23.67%	379.02	-2.07%	40.83	-5.15%

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

**多板块 PE 不足 20 倍：**按照整体法 TTM 估值（剔除负值）来看，截至 2018 年 11 月 30 日，传媒行业内部细分板块中，互联网和体育估值较高，PE 均超过了 40 倍，出版、影视与动漫、营销和广电板块均不足 20 倍。与去年同期相比，出版板块估值下滑幅度最小，在线阅读和影视与动漫板块估值下探最明显。

图 11：2018 年传媒行业各板块估值情况



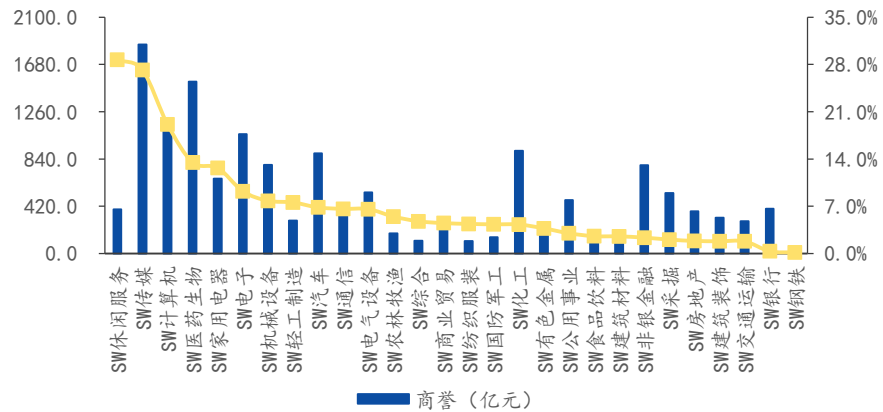
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

**关注商誉减值风险：**2018Q3 传媒行业商誉合计 1794.72 亿元，比去年同期增长 14.78%，受传媒类上市公司融资并购的限制，增速已由 2015 年的 199.89% 发生大幅



度下跌。经我们统计，A股总商誉14483.95亿元，其中传媒行业占比为12.39%，仍是商誉最多的行业。在申万28个一级行业中，商誉占净资产比重最高的是休闲服务行业，传媒其次，占比为27.2%。

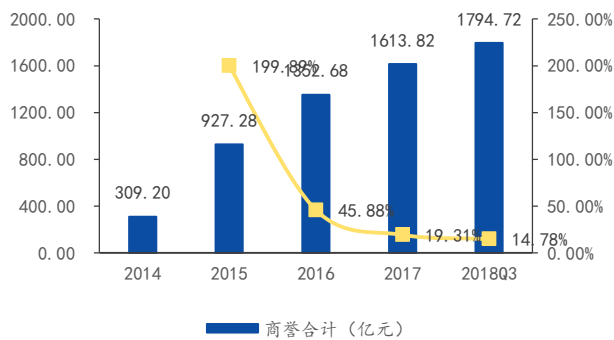
图 12: 2018Q3 申万一级行业商誉及占净资产比重统计



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

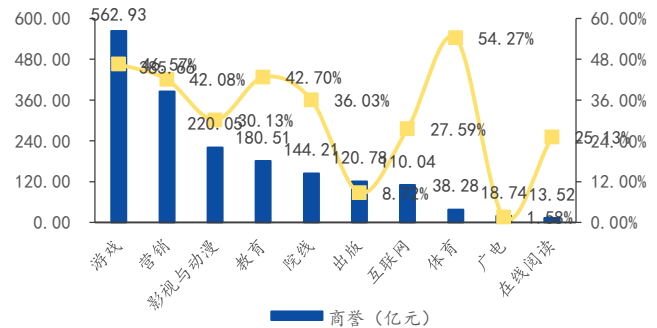
细分板块来看，商誉占净资产比重最高的行业依次是体育、游戏、教育和营销，广电和出版板块占比最低。截至2018Q3，世纪华通、天神娱乐和金科文化商誉均超过60亿元，位居游戏板块前三位，华谊兄弟、奥飞娱乐以超过30亿的商誉位居影视和动漫板块前两位，但游戏和影视两大板块的商誉增速已比往年有了大幅降低。

图 13: 2014-2018Q3 传媒行业商誉合计及增速



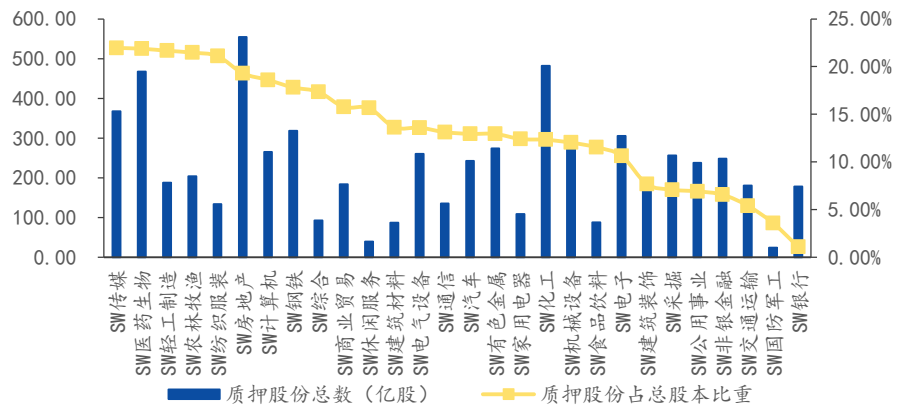
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 14: 2018Q3 传媒各板块商誉及占净资产比重



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

**股票质押比例高:**截至2008年11月30日，传媒行业股票质押总数367.55亿股，质押部分占总股本比重21.96%，在申万28个一级行业中位居首位。

**图 15：2018 年申万一级行业质押股份总数及占总股本比例**


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 1.5 个股行情表现

年初至今，我们统计的 150 只标的中只有 9 只上涨，体育和互联网板块业绩的强势在股价上得到了很好的体现，金陵体育、上海钢联和视觉中国位居 2018 年涨幅榜前三位，年初至今涨幅分别为 38.26%、30.27%和 26.60%。

**表 2：2018 年传媒行业涨幅榜前 10 个股**

证券代码	公司名称	总市值(亿元)	PE (TTM, 扣除非经常性损益)	年初至今涨跌幅	细分板块
300651.SZ	金陵体育	34.43	76.53	38.26%	体育
300226.SZ	上海钢联	77.74	69.11	30.27%	互联网
000681.SZ	视觉中国	172.69	51.32	26.60%	互联网
300571.SZ	平治信息	45.62	21.75	21.78%	在线阅读
300059.SZ	东方财富	662.57	69.31	18.96%	互联网
002621.SZ	三垒股份	63.02	(423.25)	16.37%	教育
002878.SZ	元隆雅图	32.19	41.06	14.66%	营销
002137.SZ	麦达数字	43.78	150.50	8.15%	营销
002602.SZ	世纪华通	514.35	66.47	4.05%	游戏
600229.SH	城市传媒	50.97	17.95	-3.65%	出版

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

**表 3：2018 年传媒行业跌幅榜前 10 个股**

证券代码	公司名称	总市值(亿元)	PE (TTM, 扣除非经常性损益)	年初至今涨跌幅	细分板块
600715.SH	文投控股	100.90	175.33	-75.49%	院线
002143.SZ	印纪传媒	58.76	-19.47	-74.85%	营销
002517.SZ	恺英网络	92.34	9.67	-70.78%	游戏
002445.SZ	ST 中南	31.84	469.85	-70.14%	影视与动漫
000793.SZ	华闻传媒	68.71	-22.84	-65.59%	出版
002354.SZ	天神娱乐	56.59	26.17	-64.60%	游戏
300338.SZ	开元股份	26.30	17.93	-64.51%	教育
603729.SH	龙韵股份	15.25	39.50	-63.10%	营销
300426.SZ	唐德影视	29.68	17.70	-62.26%	影视与动漫
002247.SZ	聚力文化	45.86	9.08	-59.96%	游戏

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 1.6 2018 年传媒板块行总结：挑战与机遇并存

**18 年板块整体表现低迷，估值位于历史低点：**2018 年，传媒板块涨幅-35.00%，位列 28 个一级行业倒数第一，跑输沪深 300。连续三年调整消化了 2014-2015 年的高估值，目前平均 PE 在 20 倍左右，位于历史底部，下行空间不大，关注板块修复行情。

**公司业绩增速稳定，关注现金流、商誉及股票质押问题：**传媒行业公司三季度实现营业收入 4313.86 亿元，同比增长 18.45%，实现归母净利润 420.73 亿元，同比增长 3.95%，增速略有下滑但基本保持稳定。而传媒板块明年的问题主要集中在：一是现金流情况的恶化。经营性现金流占营收比重逐年下滑，2018 前三季度为 4.14%。二是商誉问题。目前传媒板块总商誉位于全行业之首，商誉占净资产比重位于全行业第二。三是股票质押问题，目前传媒行业质押股份部分占总股本比重达 21.96%，位于行业之首。

**关于资金收紧和行业政策影响，**今年整体板块受行业政策影响较大，包括游戏行业版号停发、限制版号总量，影视行业严查影视工作室税收、演员限薪酬、网传取消票补、网传视听监管审查并轨等政策及内容。短期看，政策收紧部分较为突然，中长期看进一步收紧幅度不会太大，行业将经历政策收紧后的阵痛期。同样，今年传媒行业整体资金面紧张，特别财务投资退出规模较大，影响上游制作板块、影院投资等等，特别是中尾部内容的产能。政策和资金端的影响，我们觉得主要还是中小企业影响更大，阵痛期或将加速尾部出清，而对龙头来说，本身抗风险能力较强，市占率反而有望提升。

### 1.7 2019 值得重点关注投资机会

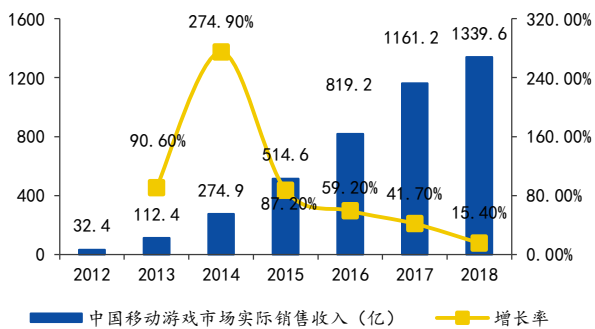
**我们认为明年传媒行情的展开主要围绕以下几个方面展开：1、**头部企业市占率提升和经营效率提升带来的机会。**2、**关注传媒板块中全球化带来的第二极增长，重点关注海外流量分发以及游戏出海。**3、**小而美的细分高景气赛道，比如短视频内容端、图片付费行业。

## 2. 手游板块：优选研发商以及有全球化发行能力厂商

### 2.1 受政策影响增速放缓

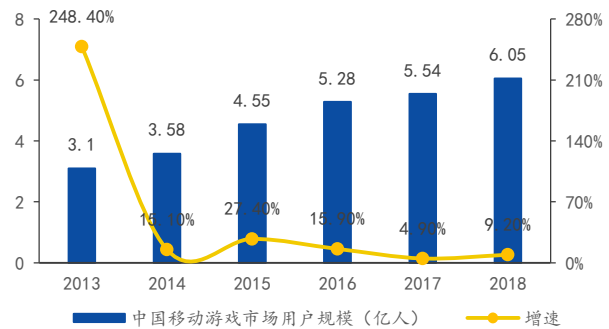
18年手游实现销售收入1339.6亿元，同比增长15.40%，移动游戏用户规模6.05亿，同比增长9.2%。手游行业增速从去年的41.70%，失速下降到15.40%的增速，我们认为并非是因为游戏需求端增长快速萎缩，主要的影响因素在于政策，今年受版号影响，大量原计划新发游戏被推迟或上线后无法商业化，最大影响来自于头部手游《绝地求生：刺激战场》。《刺激战场》圈住了大量用户，却无法变现。根据Questmobile的测算，2018年6月《刺激战场》的MAU达到了1.51亿，2018年全年手游用户6.05亿，《刺激战场》用户规模占全部手游用户规模超过25%。

图 16：中国移动游戏收入规模



资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

图 17：中国移动游戏用户规模

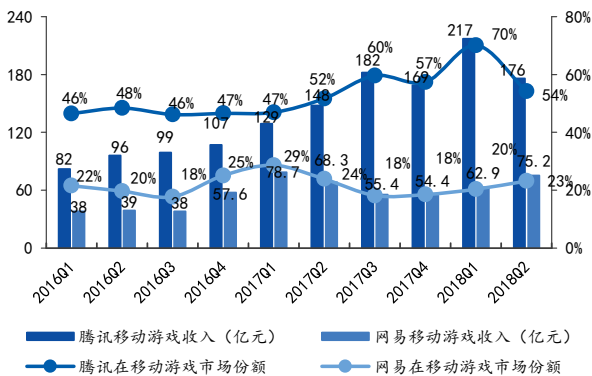


资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

从公司以及产品层面上看，市场集中度均进一步提高，头部效应显著。

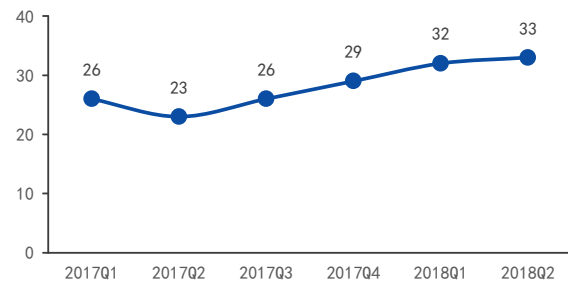
公司层面，腾讯和网易的市占率进一步提升，根据收入计算，二者2018Q2市占率达到游戏市场规模的77%。手游收入TOP50的手游产品中，到Q2腾讯+网易的数量亦呈现增长趋势，目前已达33个。

图 18：腾讯、网易市占率变化情况



资料来源：公司公告，伽马数据，国元证券研究中心

图 19：手游收入 TOP50 中腾讯网易所占产品数量



资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

从产品层面，头部效应也在增强。表现在：1、新增游戏冲榜难度加大，大量的存

量玩家固化于小部分头部产品当中。2018年H1 TOP20的游戏，新产品仅占4席位。我们拆分了2018年1月到6月当月的收入TOP10的手游，可以看到，标红的为新上线游戏，其中四月和五月新游空缺，二月、三月分别都仅有一款新游冲入前十。2、头部老游戏的生命周期不断拉长，《王者荣耀》、《梦幻西游》均在2015年上线，依然保持了非常强的生命力，持续霸占收入榜前三。

**表 4：2018H1 收入排行 TOP20 上线时间情况**

排名	名称	上线时间
1	《王者荣耀》	2015. 11. 26
2	《QQ飞车》	2017. 12. 27
3	《梦幻西游》	2015. 3. 30
4	《楚留香》	2018. 2. 1
5	《乱世王者》	2017. 11. 21
6	《奇迹：觉醒》	2018. 5. 10
7	《倩女幽魂》	2016. 5. 19
8	《QQ炫舞》	2018. 3. 14
9	《大话西游》	2015. 7. 21
10	《阴阳师》	2016. 6. 1
11	《命运-冠位指定》	2016. 9. 29
12	《天龙八部》	2017. 7. 5
13	《魂斗罗：归来》	2017. 6. 6
14	《穿越火线：枪战王者》	2015. 9. 21
15	《恋与制作人》	2017. 12. 20
16	《新剑侠情缘》	2017. 11. 3
17	《开心消消乐》	2014. 8
18	《荒野行动》	2017. 10. 28
19	《崩坏3》	2016. 10. 14
20	《欢乐斗地主》	2012. 4. 9

资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

**表 5：2018 上半年 TOP10 收入排行(标为红色为新游戏)**

排名	一月	排名	二月	排名	三月
1	王者荣耀	1	王者荣耀	1	王者荣耀
2	QQ 飞车	2	QQ 飞车	2	QQ 飞车
3	奇迹 MU: 觉醒	3	梦幻西游	3	梦幻西游
4	梦幻西游	4	楚留香	4	楚留香
5	倩女幽魂	5	奇迹 MU: 觉醒	5	奇迹 MU: 觉醒
6	恋与制作人	6	倩女幽魂	6	QQ 炫舞
7	大话西游	7	Fate/Grand Order	7	乱世王者
8	穿越火线: 枪战王者	8	阴阳师	8	荒野行动
9	奇迹: 最强者	9	穿越火线: 枪战王者	9	阴阳师
10	Fate/Grand Order	10	大话西游	10	大话西游

排名	四月	排名	五月	排名	六月
1	王者荣耀	1	王者荣耀	1	王者荣耀
2	梦幻西游	2	梦幻西游	2	梦幻西游
3	QQ 飞车	3	QQ 飞车	3	魔力宝贝手机版
4	楚留香	4	QQ 炫舞	4	QQ 飞车
5	乱世王者	5	楚留香	5	武林外传
6	QQ 炫舞	6	乱世王者	6	乱世王者
7	奇迹 MU: 觉醒	7	阴阳师	7	FIFA 足球世界
8	阴阳师	8	倩女幽魂	8	QQ 炫舞
9	大话西游	9	大话西游	9	Fate/Grand Order
10	天龙八部手游	10	恋与制作人	10	楚留香

资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

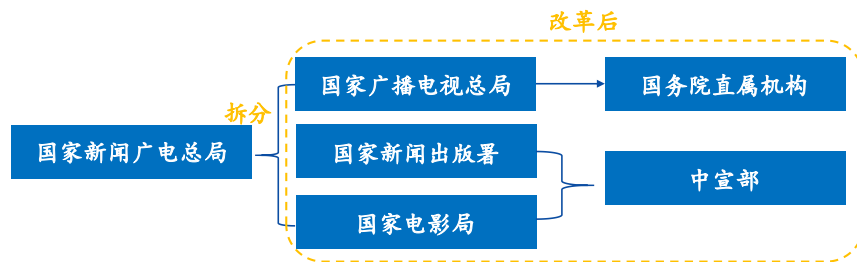
注：红色为新游戏

## 2.2 版号重启，板块估值修复

从今年 3 月 28 日以来，由于审批部门职责变化，国内游戏版号停止发放，停发接近九个月。审批部门的重新划分主要是国家新闻出版广电总局被拆分为国家广播电视总局、国家新闻出版署、国家电影局三个机构，其中国家广播电视总局为国务院直属机构，负责广播电视管理；国家新闻出版署与国家电影局均属中宣部管理。也就是说网游的版号发放权利划拨到了中宣部旗下。



图 20：游戏版号审批职能重新划分



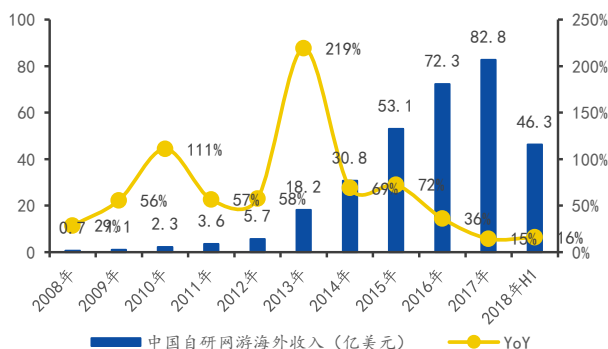
资料来源：新华网，国元证券研究中心

**版号重启，关注后续总量调控、儿童防沉迷政策。**2018年12月29日，国家新闻出版广电总局时隔九个月后，公布了2018年12月国产网络游戏审批信息。共有80款游戏拿到版号，标志着版号发放工作正常启动。1、时间上看，略超此前19Q1版号重启的预期。2、从数量上看，单月过审数量80款远远低于17年同期的单月738款，其中手游67款、客户端游戏6款、网页游戏6款、主机游戏1款。假设19年月过审数量维持在80款左右，那么年版号发放数量为960款，仅为2017年全年发放版号的10.37%。数量上或大幅缩减。若这个总量进行发放的话，对游戏行业将会形成一定冲击。3、题材上，首批过审游戏题材涵盖传奇、修仙、甚至是端游棋牌，总体看对于题材未做过多限制。4、审批顺序：基本按照上报顺序排队进行审批，未见大厂“特殊照顾”的情况，腾讯网易游戏未出现在此次名单当中。

### 2.3 手游出海成大势所趋，贡献重要增量

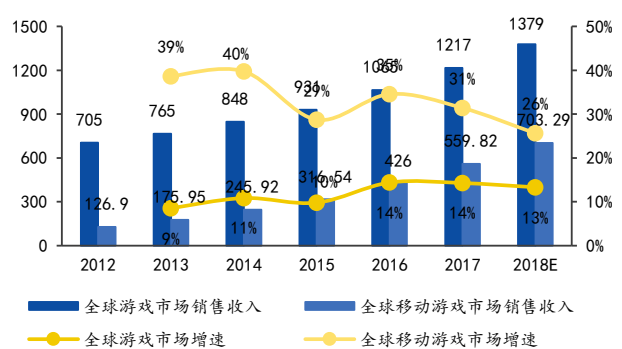
2018年1-6月，中国自主研发网络游戏海外销售收入46.3亿美元，同比增长16%，超国内游戏行业增长水平。根据伽马数据及Newzoo数据，2018年全球游戏市场规模1379亿美金，除去中国市场，全球其他地区游戏市场规模为1000亿，中国自主研发网络游戏海外收入占全球除中国外游戏市场的9.26%（大致预估），而国内游戏出海主要以移动游戏为主体，若按全部由移动游戏贡献，中国自主研发移动游戏海外收入占全球除中国外移动游戏市场的18%（大致预估）。国内游戏厂商在全球游戏特别全球移动游戏中已经占领了重要的地位，市场份额有望持续扩大。

图 21：中国自主研发网络游戏海外收入情况及增速



资料来源：伽马数据，NewZoo，国元证券研究中心

图 22：全球游戏市场收入、移动游戏收入及增速



资料来源：伽马数据，NewZoo，国元证券研究中心

国外主流大厂，主要以端游和主机游戏研发为主，手游相对投入不足，在付费模式探索上也不及中国公司，国内手游厂商在全球具有竞争力。从美国 IOS 游戏榜单 TOP100，中国游戏占比超过 20%，韩国畅销榜 TOP100 中，超过 30%，即便是难进入的日本，中国游戏进入 TOP100 占比超 10%。从国内游戏出海的格局上看，专注游戏出海的 FunPlus、IGG、智明星通收入排名前三，主要为研运一体的模式，旗下产品多为 SLG 产品。同时 17、18 年腾讯网易都加快游戏出海的步伐，网易表现不俗，《荒野行动》、《第五人格》在日本表现抢眼，腾讯《Arena of Valor》DAU 破 1300 万，月流水达 3000 万美金，两大巨头海外收入排名提升非常迅速。

我们认为，中国手游产生在全球范围都具有很强的竞争力，是为数不多能够进行大规模内容输出的品类，未来将贡献重要的增量，而全球化的研发和发行能力，将成为衡量中国手游企业潜力的重要因素，同时海外游戏业务受到国内政策监管影响较小，是我们非常看好的细分领域。

#### 2.4 2019 年手游板块投资机会

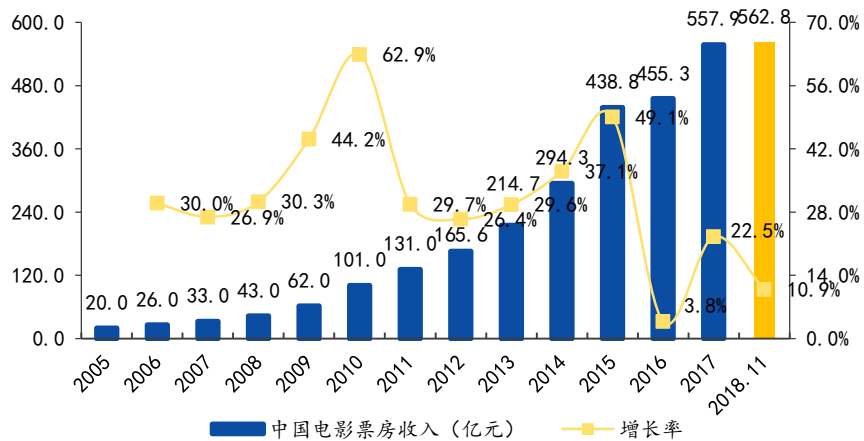
我们认为 2019 年手游板块将会随着版号放开，逐渐走出政策阴霾，迎来持续的修复行情。个股的选择上，我们一方面建议优选优质研发商，特别是 19 年有大作上线，对于版号放开业绩弹性较大的标的。另一方面，积极关注有全球化研发及发行能力的游戏厂商。

### 3. 电影板块——关注院线及发行龙头

#### 3.1 行业全年回顾：票房增速进入中速区，内容驱动增长

1-11月票房562.8亿元，全年有望超600亿元。截至2018年11月30日，国内电影票房达562.8亿元，已超过去年全年数据，同比增速10.9%，按照目前趋势估计，全年票房有望超过600亿元，全年增速在10%左右，增速放缓。

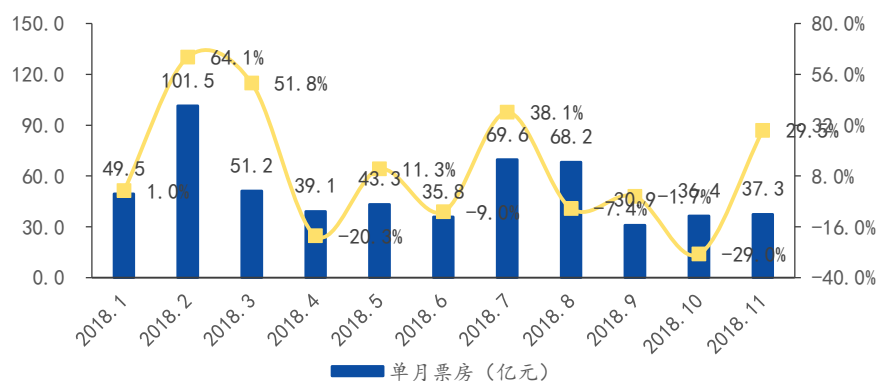
图 23：2005-2018 年 11 月电影票房变动情况



资料来源：艺恩，国元证券研究中心

票房涨跌月份各半，2月起100亿。单月票房方面，11月录得票房37.3亿元，同比增速29.5%。今年2月国内票房首次突破百亿元，有4个月电影单月票房超过50亿元大关，1月、2月、3月、5月、7月、11月票房均实现同比增长，其中2月、7月、11月增长明显，主要是受2月春节档《红海行动》、《唐人街探案》，7月暑期档《我不是药神》，11月《毒液》、《无名之辈》等优质影片的带动。其中其余5个月票房则出现了不同程度的下跌，其中十月下跌幅度最大，达29%，主要是受十一档期《李茶的姑妈》大幅不及预期的影响。

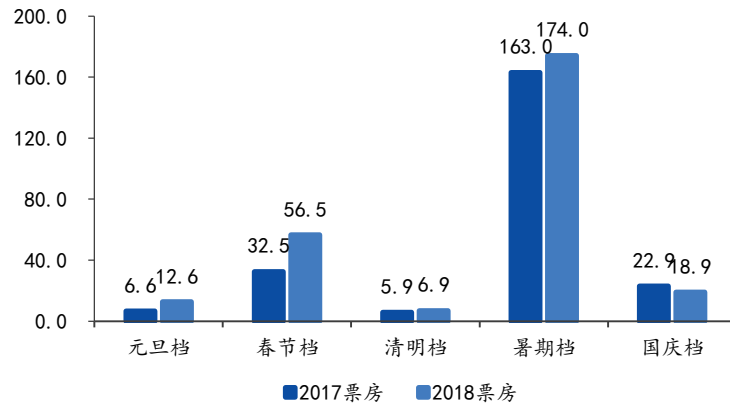
图 24：2018 年单月电影票房情况



资料来源：艺恩，国元证券研究中心

**元旦、春节、暑期档均实现增长，国庆档不及预期：**从 2018 年各大档期来看，元旦档票房 12.6 亿元，同比增长 90.94%；春节档票房 56.5 亿元，同比增长 74.92%；暑期档票房 174.0 亿元，同比增长 6.74%；受网传票补政策以及头部影片不及预期影响国庆档票房只录得 18.9 亿元，比去年同期减少 17.49%。

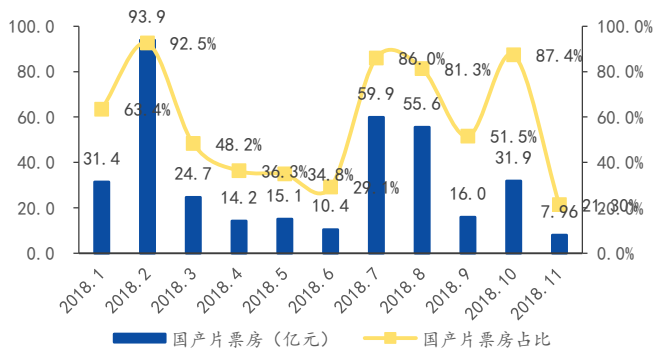
图 25：2018 年与 2017 年各档期票房对比（亿元）



资料来源：艺恩，国元证券研究中心

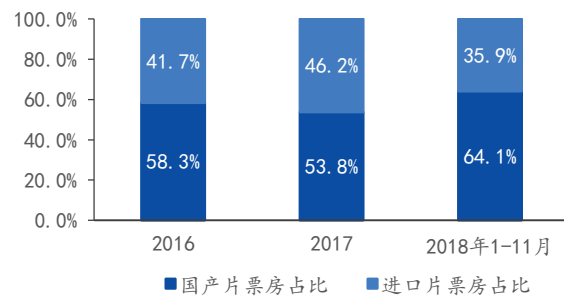
**国产电影票房占比提升。**截至 2018 年 11 月，国产影片累计票房为 360.9 亿元，占同期总票房的 64.1%，相比前两年 53.8% 和 58.3% 的占比有显著提升。单月看，春节档（2 月）、暑期档（7-8 月）和国庆档（10 月）的国产电影票房占比均在 80% 以上。截止到目前，在全年票房过亿的影片中，国产电影为 40 部，进口影片为 34 部，国产影片的市场主体地位得到进一步巩固。

图 26：2018 年各月国产电影票房以及占比情况

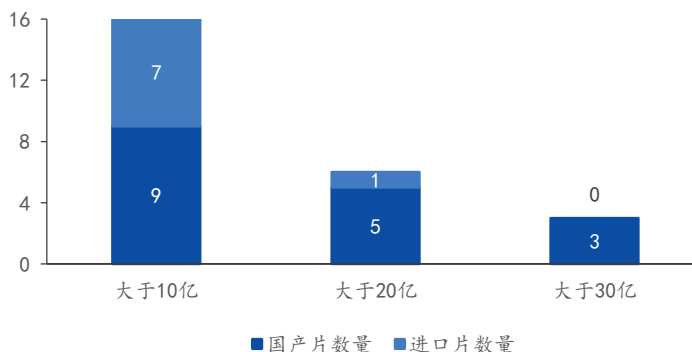


资料来源：艺恩，国元证券研究中心

图 27：国产电影票房占比情况



资料来源：艺恩，国元证券研究中心

**图 28：2018 年票房破 10 亿影片情况**


资料来源：艺恩，国元证券研究中心

截至 2018 年 11 月 30 日，票房破 10 亿影片共 16 部，其中国产片 9 部；票房破 20 亿元电影 6 部，其中国产片 5 部；票房破 30 亿元电影为 3 部国产片，分别是《红海行动》、《唐人街探案 2》以及《我不是药神》，其中《红海行动》共计 36.51 亿元票房成为票房冠军。2018 年 11 月，进口片《毒液：致命守护者》以 17.46 亿元的成绩获得单月国内票房冠军，全球总票房高达 8.22 亿美元，已经跻身今年全球票房 TOP5。

**表 6：2018 年电影票房排行**

排行	名称	票房 (亿)
1	红海行动	36.51
2	唐人街探案 2	33.98
3	我不是药神	31.00
4	西虹市首富	25.48
5	复仇者联盟 3：无限战争	23.90
6	捉妖记 2	22.37
7	毒液：致命守护者	18.66
8	侏罗纪世界 2	16.96
9	前任 3：再见前任	16.47
10	头号玩家	13.97
11	后来的我们	13.61
12	一出好戏	13.55
13	海王	13.05
14	无双	12.74
15	碟中谍 6：全面瓦解	12.45

数据来源：猫眼、国元证券研究中心

内容端今年值得注意的是，新导演崛起以及国产高票房影片类型丰富度的不断提高。包括《我不是药神》、《西虹市首富》、《后来的我们》、《一出好戏》、《超时空同居》均是出自新人导演之手，前 30 票房榜中，有 8 部影片是新人导演作品。题材上，

现实主义题材、喜剧、爱情、文艺等多个类型题材都取得了非常亮眼的成绩。这样的现象，体现出了国产电影在内容端的活力，以及观众审美的迭代。相比而言，今年引进片中表现较好的依然是大 IP 以及系列电影，其中第一名《复联 3》未能超过《速 8》票房，表现出系列片以及 IP 大片出现了一定的增长乏力。

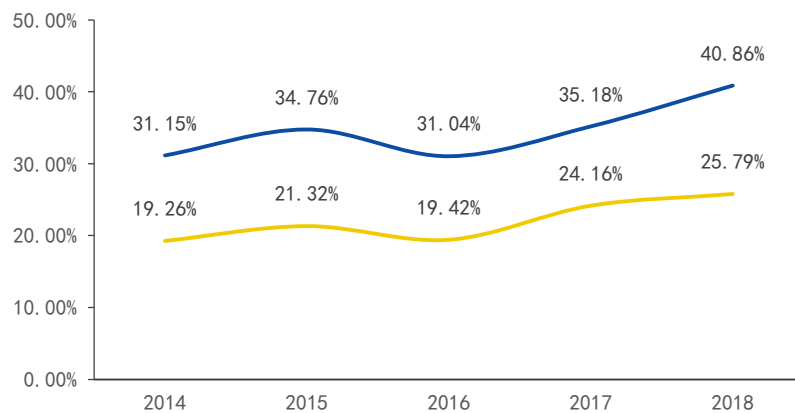
**表 7：前 30 票房影片中新人导演作品及票房**

编号	名称	导演	票房
1	我不是药神	文牧野	31.00
2	西虹市首富	闫非、彭大魔	25.48
3	后来的我们	刘若英	13.61
4	一出好戏	黄渤	13.55
5	超时空同居	苏伦	8.99
6	无名之辈	饶晓志	7.87
7	无问东西	李芳芳	7.54
8	李茶的姑妈	吴昱翰	6.04

数据来源：猫眼，国元证券研究中心

影片集中度不断提升，2%的影片贡献了40%的票房。2018年，截止目前，前十的影片贡献了40.86%的票房，比2017年提升了5.68pct.。前五的影片贡献了25.79%的票房，集中度持续提升，头部效应增强。

**图 29：2018 年影片 CR (10) 与 CR (5)**



资料来源：猫眼，国元证券研究中心

### 3.2 上游制片变化较快，格局未定

上游制作环节变化较快，格局洗牌。传统五大民营电影公司中今年万达、博纳表现较为稳定，在主出品市场份额中，万达领跑，获得了第一的市场地位，主出品的电影总票房达到 57.33 亿，得益于今年《唐人街探案 2》、《熊出没:变形记》优异表现，作为主出品方市场份额达 9.78%，市场份额微增 57bp，其占国产片份额为 15.52%。博纳主出品电影票房达到 52.34 亿，市场份额 8.93%。光线重新回到前十，华谊 18 年好作品缺少，乐视颓势难改。相反的是今年中生代创作公司屡出爆款，他们相似的是深度绑定了大咖导演、演员或者编剧，代表的包括了真乐道、坏猴子、欢喜传媒等，今年都取的非常亮眼的成绩。另一方面，互联网公司表现也不俗，腾讯影业



凭借与好莱坞电影的深度合作，进入第五，今年的《毒液》表现亮眼，阿里影业凭借《西虹市首富》以及《无双》位列第八。猫眼微影积极切入上游制片，今年出品了《捉妖记 2》、《后来的我们》等头部影片，位列第三。总体看，上游制片格局并不稳定，变化较快，格局尚未确立。

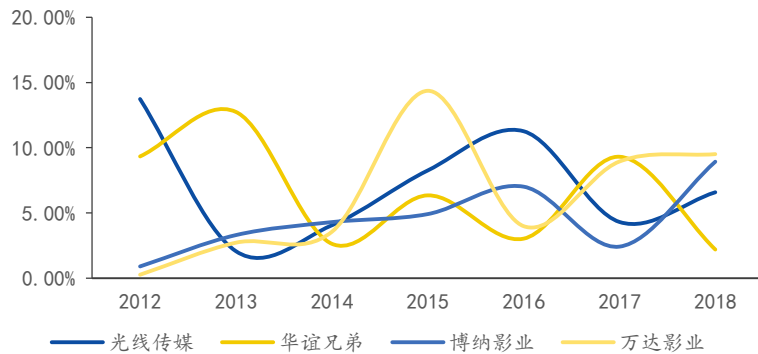
表 8：2016-2018 国内电影公司主出品票房排行以及市场份额

2018			2017			2016		
公司	主出品票房	占总票房比重	公司	主出品票房	占总票房比重	公司	主出品票房	占总票房比重
万达影视	55.75	9.51%	橙子印象	69.53	12.45%	中国电影	56.57	12.43%
英皇影业	55.08	9.40%	猫眼微影	61.44	11.00%	光线影业	51.18	11.25%
猫眼微影	53.94	9.20%	春秋时代	60.02	10.75%	和和影业	43.86	9.64%
博纳影业	52.34	8.93%	捷成世纪	59.9	10.73%	联瑞影业	33.86	7.44%
腾讯影业	46.10	7.86%	登峰国际文化	56.83	10.18%	星辉投资	33.86	7.44%
欢喜传媒	45.82	7.82%	朔风影业	56.83	10.18%	新文化	33.86	7.44%
真乐道	44.71	7.63%	华谊兄弟	51.98	9.31%	天矢文化	33.86	7.44%
阿里巴巴影业	38.66	6.60%	万达影视	49.94	8.94%	中国文化	33.86	7.44%
光线影业	38.58	6.58%	中国电影	40.76	7.30%	娱乐基金	33.86	7.44%
星梦工厂	36.50	6.23%	新丽传媒	34.4	6.16%	象山泽悦	33.86	7.44%
中国人民解放军海政电视艺术中心	36.50	6.23%	开心麻花	26.77	4.79%	博纳影业	31.86	7.00%
中国电影	35.85	6.12%	耀莱	22.88	4.10%	乐视影业	19.85	4.36%
聘亚影视	33.97	5.80%	华夏电影	21.23	3.80%	寰亚电影	18.91	4.16%
北京文化	31.92	5.45%	嘉映文化	20.41	3.66%	上海电影	18.74	4.12%
新丽传媒	31.51	5.38%	大地文化	19.98	3.58%	安乐电影	18.46	4.06%
						企鹤影视	18.46	4.06%

数据来源：猫眼、国元证券研究中心

注：市场份额为公司参与主出品电影票房占全年票房百分比，存在同个影片不同公司重复计算票房

图 30：老牌民营电影公司电影主出品票房市场份额

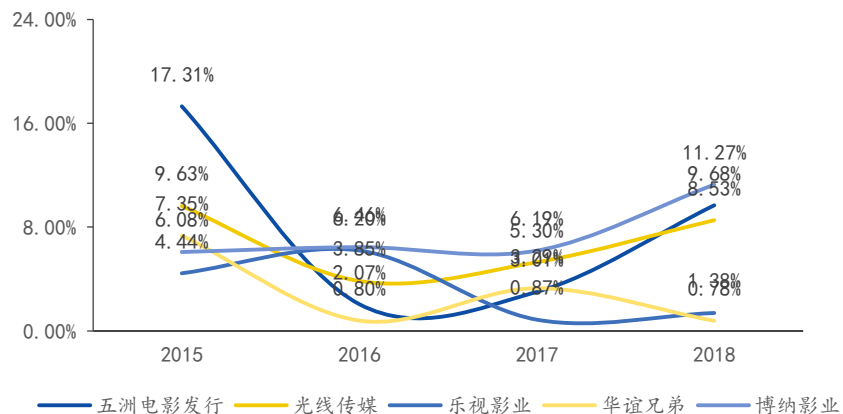


资料来源：猫眼，国元证券研究中心

### 3.3 中游发行环节中影华夏政策垄断进口片，猫眼领跑民营发行公司

发行环节，中影、华夏受益于政策垄断，位列第一第二，民营发行公司中，猫眼微影的主发行市场份额已经超越了博纳、光线等老牌电影发行公司，位列第一，开始领跑。猫眼微影 2018 年主发行票房 61.42 亿，主发行影片 6 部，随着购票行为的迁移以及互联网营销影响力不断提升，在线票务平台在发行端的市场份额扩大有望延续。网传票补新政，短期或许会对预售等网络营销玩法产生影响，从而一定程度上限制在线票务平台在发行端的发展，但长期市占率扩大趋势不改。同时北京文化在发行端表现出了黑马之姿，选片能力极强，去年联合影联传媒保底发行了史上票房冠军《战狼 2》，今年又主发行了《我不是药神》和《无名之辈》两部爆款。得益于五洲的发行业务触底回升以及博纳发行业务的稳定表现，传统的五大民营发行公司（五洲、光线、博纳、华谊、乐视）总体份额反弹至 31.65%，但离 15 年 44.81% 的市场份额依然有所差距，地位有所削弱。

图 31：老牌民营电影发行公司电影主发行票房市场份额



资料来源：猫眼，国元证券研究中心

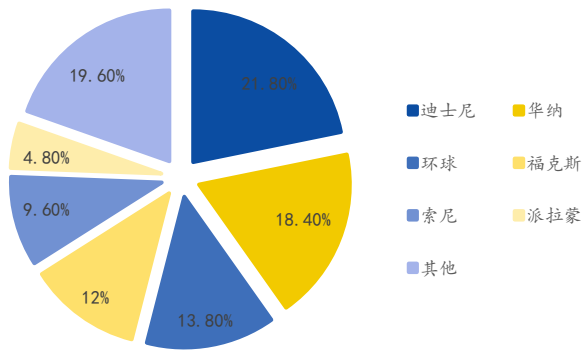
**表 9：2018 年民营发行公司排行榜**

公司	主发行票房	主发行影片数量	2018		代表影片
			过 5 亿影片数量	过 1 亿影片数量	
猫眼微影	61.42	6	5	5	《捉妖记 2》、《后来的我们》、《一出好戏》
博纳影业	51.19	6	3	2	《红海行动》、《无双》
五洲电影	43.97	9	4	1	《唐人街探案 2》
北京文化	39.78	5	2	2	《我不是药神》、《无名之辈》
光线影业	38.76	8	5	5	《一出好戏》、《超时空同居》、《熊出没：变形记》
新丽传媒	25.47	1	1	1	《西虹市首富》
阿里巴巴影业	25.47	1	1	1	《西虹市首富》
影联传媒	14.84	11	3	1	《无问东西》
三月谷雨	11.29	4	1	1	《巨齿鲨》
引力影视	10.51	1	1	1	《巨齿鲨》
安石英纳	10.35	3	3	1	《西游记女儿国》
华影天下	9.61	3	2	1	《狄仁杰之四大天王》
华策影视	8.47	3	3	0	《反贪风暴 3》
合瑞影业	8.08	2	1	1	《无问东西》
乐视影业	6.29	2	1	1	《影》

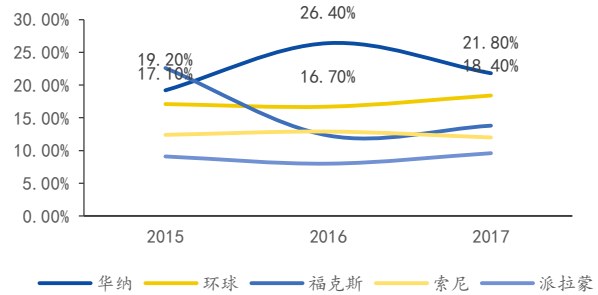
资料来源：猫眼，国元证券研究中心

对比好莱坞六大，其在制发领域市占率超过 80%，其中迪士尼的市占率一直稳定在 20% 上下，加上收购的福克斯，市场份额高达 34%。相比好莱坞，我国电影产业在制发领域的市占率提升空间依然很大，整体看工业化程度较低，上游分散，格局未定。

**图 32：2017 年北美电影市场制发市场份额**
**图 33：美国六大电影公司 2015-2017 电影制发票房占比**



资料来源：好莱坞研究院，国元证券研究中心



资料来源：MPAA，国元证券研究中心

### 3.4 2019 年影片展望，头部电影供给充足，好莱坞电影大年

**2019 年影片展望：好莱坞大年，国产电影同样值得期待。**我们整理了 2019 年票房国产潜力大片，重点可关注的影片包括了《疯狂外星人》(欢喜、坏猴子、光线)、飞驰人生 (博纳、猫眼微影)、流浪地球 (北京文化、中国电影)、新喜剧之王。管虎导演的《八佰》、乌尔善导演的《封神三部曲》、IP 系列剧《叶问 4》《功夫 2》，林超贤的《紧急救援》、科幻大作《三体》、陈正道《秘密访客》(新丽传媒)等多部影票都有 10 亿+的票房潜力。国产头部电影供给充足。

表 10: 2019 年国产潜力电影一览

影片名称	主类型	导演	影片状态	出品公司	主演
地球最后的夜晚	剧情	毕赣	18 年 12 月 31 日上映	华策影视	汤唯、黄觉、张艾嘉
疯狂的外星人	剧情	宁浩	定档春节档	坏猴子、欢喜传媒	黄渤、沈腾、马修·莫里森
飞驰人生	喜剧	韩寒	定档春节档	博纳影业、天津猫眼	沈腾、黄景瑜、尹正
神探蒲松龄	喜剧	严嘉	定档春节档	爱奇艺、耀莱影视	成龙、阮经天
流浪地球	科幻	郭帆	定档春节档	中国电影、北京文化	吴京、屈楚萧、李光洁
新喜剧之王	喜剧	周星驰	定档春节档	-	周星驰、王宝强
一秒钟	剧情	张艺谋	后期制作中	欢喜首映	张译
秘密访客	剧情	陈正道	后期制作中	新丽传媒	郭富城、段奕宏、张子枫、许玮宁
封神三部曲	奇幻	乌尔善	拍摄中	北京文化	陈坤、黄渤
闻烟	剧情	泷田洋二郎	后期制作中	/	韩庚、张国立、许晴
李娜	纪录片	陈可辛	拍摄中	/	
叶问 4	动作	叶伟信	后期制作中	东方影业/博纳影业	甄子丹, 斯科特·阿金斯, 吴建豪
功夫 2	喜剧	周星驰	前期筹备	华谊兄弟	周星驰
英格力士	剧情	陈冲	后期制作中	嘉映影业/耳东影业	王志文, 袁泉, 霍思燕, 王传君, 苏比努尔·艾尼瓦尔
侍神令	奇幻	李蔚然	拍摄中	华谊兄弟	陈坤
风再起时	犯罪	翁子光	后期制作中	博纳影业	梁朝伟, 郭富城, 谭耀文, 杜鹃
风林火山	犯罪	麦浚龙	后期制作中	嘉映影业	金城武, 梁家辉, 古天乐, 刘青云
希望岛	科幻	提莫·沃	后期制作中	/	段奕宏, 安迪·加西亚, 凤小岳

		伦索拉			
银河补习班	剧情	邓超/俞白眉	拍摄中	/	邓超
南方车站的聚会	剧情	刁亦男	后期制作中	和力辰光	胡歌, 汤唯, 廖凡
扫毒2	剧情	邱礼涛	后期制作中	寰宇娱乐/东阳昇格/银都机构有限公司	古天乐, 刘德华, 苗侨伟
特警队	剧情	丁晟	后期制作中	/	凌潇肃
少年的你	青春	曾国祥	后期制作中	/	周冬雨, 易烱千玺
热带往事	剧情	温仕培	后期制作中	坏猴子文化	彭于晏, 张艾嘉, 王砚辉
诗眼倦天涯	动作	徐浩峰	后期制作中	世纪伙伴	陈坤, 周迅, 宋佳
不老奇事	爱情	徐超	拍摄中	北京太合娱乐/北京时代影响力影视文化	王珞丹, 王传君
她杀	剧情	曹保平	后期制作中	/	范冰冰, 黄轩, 王子文
限期破案	剧情	刘浩良	拍摄中	英皇电影	吴彦祖, 王千源
紧急救援	主旋律	林超贤	拍摄中	博纳影业	彭于晏, 辛芷蕾

**表 10:2019 年国产潜力电影一览 (接上表)**

影片名称	主类型	导演	影片状态	出品公司	主演
刺杀小说家	剧情	路阳	拍摄中	坏猴子影业	杨幂, 雷佳音, 郭京飞
荞麦疯长	爱情	徐展雄	后期制作中	光线影业/霍尔果斯五光十色/七印象文化传媒/天津华瑞影业/影迪通	马思纯, 钟楚曦, 黄景瑜
月半爱丽丝	喜剧	张林子	拍摄中	北京映可大方传媒	关晓彤, 黄景瑜, 官鸿
兰心大剧院	剧情	娄烨	后期制作中	千易时代	巩俐, 赵又廷, 小田切让
怒水西流	/	冯勇沁	拍摄中	盛万影视/上海瀚纳影视文化传媒有限公司	黄渤
钢铁镇: 龙族之战	动作	凯文·格鲁特	后期制作中	猿动力娱乐	徐峥, 关晓彤
八佰	战争	管虎	后期制作中	华谊兄弟电影/七印象文化传媒	张译
天坑猎鹰	奇幻	隋小东	前期筹备	/	王俊凯, 文淇
魂斗罗	动作	/	前期筹备	星光灿烂影视/瀚文盛禾	李连杰, 彭于晏
画皮3	奇幻	蒋子墨	前期筹备	工夫影业/华谊兄弟	陈坤, 杨幂, 刘诗诗
摸金校尉之九幽将军	动作	徐克	前期筹备	工夫影业/华谊兄弟	陈坤
上海堡垒	科幻	滕华涛	后期制作中	中影/华歆影视	鹿晗, 舒淇, 高以翔
寻秦记	动作	徐克/陈木胜	拍摄中	华策影业(天津)/天下一	古天乐, 林峰, 宣萱
三体	科幻	张番番	后期制作中	百星社文化/游族影业	张静初, 唐嫣, 杜淳

鼠胆英雄	喜剧	束焕	后期制作中	夸克传媒/大德影业/ 索宝国际影业	岳云鹏, 佟丽娅, 大鹏
武动天地	动作	张之亮	后期制作中	博纳影业	李淳, 欧阳娜娜, 徐向东
中国机长	剧情	刘伟强	前期筹备	博纳影业	张涵予, 袁泉
法门寺密码	动作	徐克	前期筹备	/	陈坤, 黎明, 周迅

资料来源: 猫眼, 国元证券研究中心

进口电影方面, 2019 年将迎来好莱坞大年, 重点关注《大黄蜂》(腾讯影业参投, 北美烂番茄评分新鲜度 94%)、《惊奇队长》、《复联 4》、《狮子王》、《星球大战 9》《玩具总动员 4》《冰雪奇缘 2》、《X 战警》、《终结者 6》等等。

表 11: 2019 年北美已定档好莱坞大片

定档日期	影片名称	类型	出品公司
2019/2/8	乐高大电影 2	动画	华纳
2019/2/14	阿丽塔: 战斗天使	动作	福斯
2019/2/22	驯龙高手 3	动画	环球/梦工厂
2019/3/8	惊奇队长	科幻	迪士尼
2019/3/29	小飞象	动画真人版	迪士尼
2019/4/5	雷霆沙赞!	科幻	华纳
2019/5/3	复仇者联盟 4	科幻	迪士尼
2019/5/10	精灵宝可梦: 大侦探皮卡丘	动画真人版	华纳
2019/5/17	一条狗的使命 2	家庭	环球
2019/5/17	极速备战	动作	狮门
2019/5/24	阿拉丁	动画真人版	迪士尼
2019/5/24	星际探索	科幻	B 计划
2019/5/31	哥斯拉: 怪兽之王	科幻	华纳
2019/6/7	X 战警: 黑凤凰	科幻	福斯
2019/6/7	爱宠大机密 2	动画	环球
2019/6/14	黑衣人外传	动作	索尼
2019/6/21	玩具总动员 4	动画	迪士尼
2019/7/5	蜘蛛侠: 英雄远征	科幻	迪士尼/索尼
2019/7/19	狮子王	动画真人版	迪士尼
2019/7/26	霍伯斯与肖	动作	环球
2019/7/26	好莱坞往事	传记	索尼
2019/8/2	X 战警: 新变种人	科幻	福斯
2019/8/9	阿特米斯的奇幻历险	奇幻	迪士尼
2019/8/16	愤怒的小鸟 2	动画	索尼



2019/10/4	双子煞星	动作	派拉蒙
2019/10/4	小丑	犯罪	华纳
2019/11/1	终结者 6	动作	福斯/腾讯
2019/11/1	霹雳娇娃	动作	索尼
2019/11/22	冰雪奇缘 2	动画	迪士尼
2019/12/13	勇敢者游戏 2	动作	索尼
2019/12/20	星球大战 9	科幻	迪士尼

资料来源：猫眼，国元证券研究中心

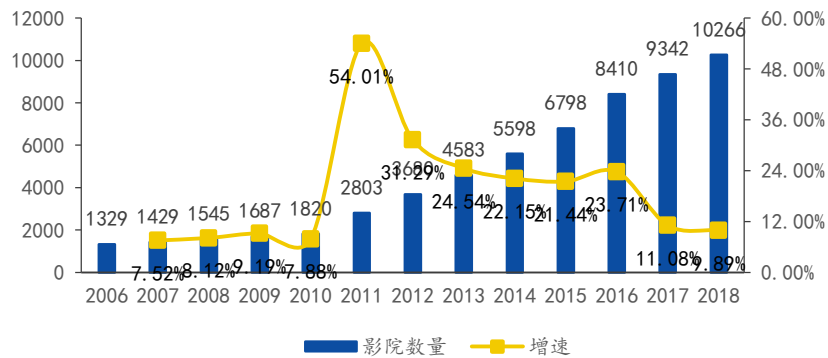
总体来看 2019 年国产头部电影以及进口片供给端情况还是比较乐观的，特别是好莱坞大片迎来大年。优质内容有望持续拉动票房稳定增长。而在制片和中游发行投资机会中，我们认为上游目前来看格局未定较为分散，波动较大。发行环节，中国电影拥有政策垄断优势，叠加好莱坞大年，值得积极关注，同时猫眼微影的发行实力稳步提升，目前已位列民营发行公司之首。

### 3.5 下游影院：扩张收缩，看好龙头

#### 3.5.1 影院及银幕建设放缓，四线及以下城市尤为明显

截止 2018 年 12 月 19 日，全国影院数量超 10000 家，达到 10266 家，相比 2017 年增长 9.89%，但总体增速放缓。

图 34：2006-2017 影院数量变化情况

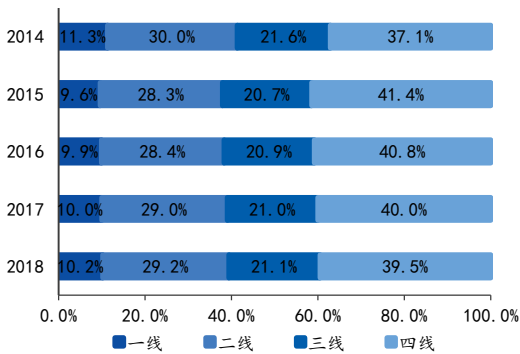


资料来源：淘票票，国元证券研究中心

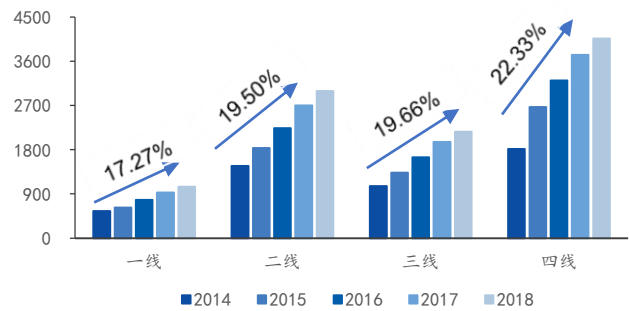
影院数量分城市看，四线城市影院数占比最高达到 39.5%，二线城市影院占比 29.2%，三线城市 21.1%，一线城市 10.2%。从增速看，一线城市影院复合增速 17.27%，二线城市 19.50%，三线城市 19.66%，四线城市增速最高达到了 22.33%。

图 35：2014-2018 年各线城市影院数占比情况

图 36：各线城市 2014-2018 年影院数变化情况



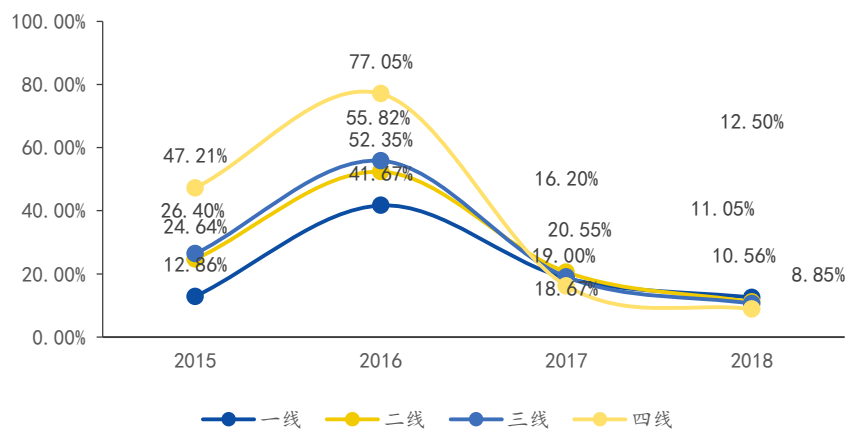
资料来源：淘票票，国元证券研究中心



资料来源：淘票票，国元证券研究中心

四线城市影院增速在 2016 年达到了 77.05%，随后快速回落，17 年 18 年均低于其他线城市，考虑到影院新建有一定的周期（通常为 2-3 年），整体看四线城市的影院建设弹性更大，受票房增速影响更强。相比而言一线城市增长更为稳定，2018 年一线城市影院数增长了 12.50%，增速位列各线城市之首。

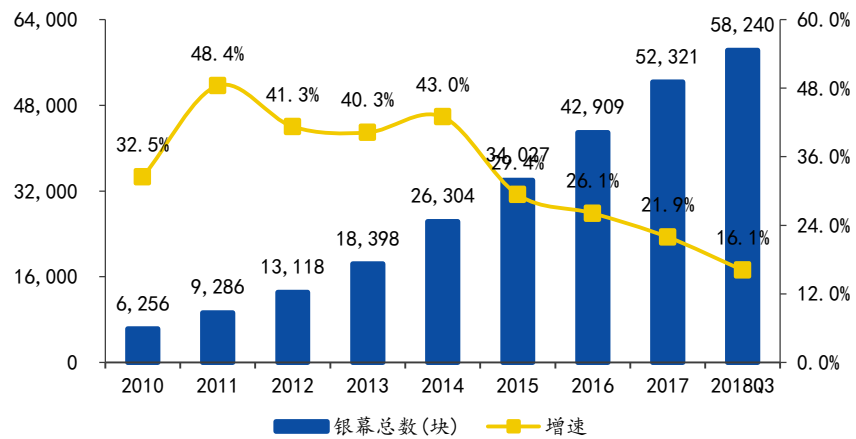
图 37：2015-2018 各线城市影院增长率情况



资料来源：淘票票，国元证券研究中心

银幕数增速同样放缓，但增速略高于影院数增长。截至 2018 年 9 月 30 日，全国电影银幕总数 58240 块，同比增长 16.1%，截止 12 月 19 日达到了 59951 块，预计全年将突破 6 万块。今年 12 月 11 日，国家电影局印发的《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》指出到 2020 年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到 8 万块以上，若按《意见》规划，测算后 2017-2020 年三年的银幕数复合增长率需达到 16.36%。

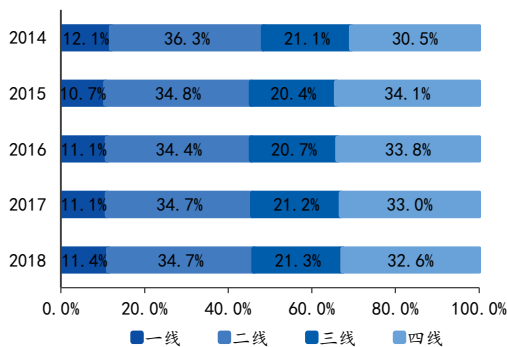
图 38：2010-2018Q3 银幕总数情况



资料来源：淘票票，国元证券研究中心

按城市来看，各线城市银幕数占比变化不大，一、二、三、四线城市四年银幕数复合增速为 21.13%、21.76%、23.44%、25.22%。

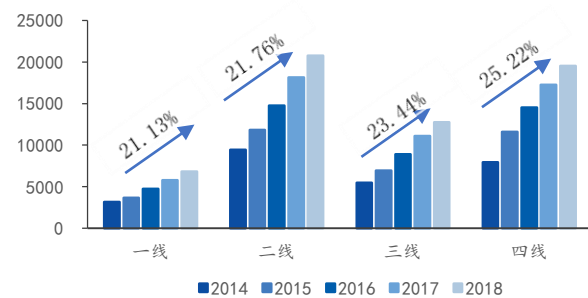
图 39: 2014-2018 年各线城市银幕数占比情况



资料来源：淘票票专业版，国元证券研究中心

注：2018 年数据为截止 2018 年 12 月 19 日数据

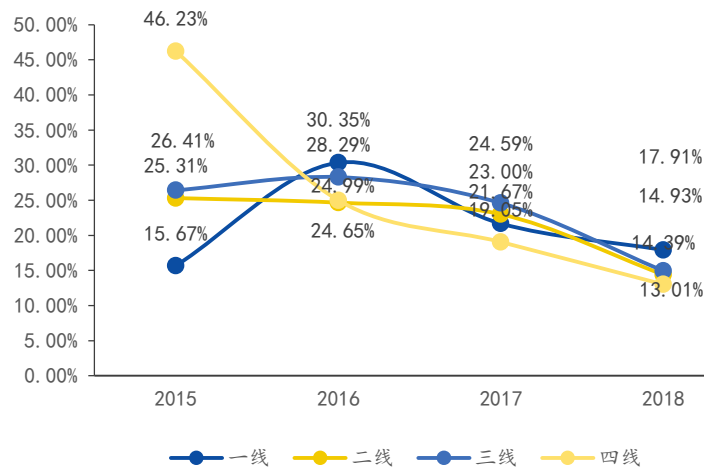
图 40: 各线城市 2014-2018 年银幕数变化情况



资料来源：淘票票专业版，国元证券研究中心

按年拆分增速，可以看到 18 年各线银幕数均出现了增速的下滑，同时各线城市增长格局发生变化，其中一线城市银幕数增长回到首位，增长 17.91%，而四线城市增速垫底，增长 13.01%。

图 41: 各线城市银幕数 2015-2018 增速变化情况



资料来源：淘票票，国元证券研究中心

从银幕数和影院数的增长情况可以看到，影院运营厅数不断增加。同时显现除了“高线多厅”的特点。2018年一线城市影城平均厅数6到7厅，二线城市主要以7厅为主，三线城市平均在6厅，四线在5厅。

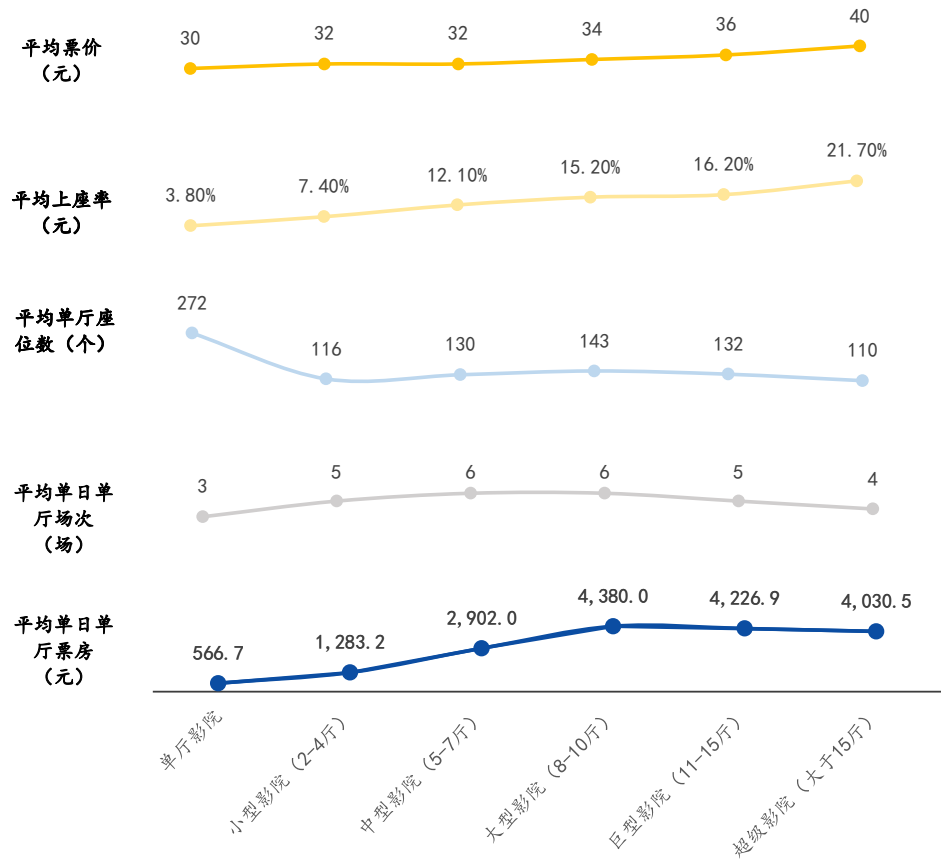
表 12：各线城市平均影院银幕数情况

	一线	二线	三线	四线
2014	5.7	6.4	5.2	4.4
2015	5.9	6.5	5.2	4.3
2016	6.1	6.6	5.4	4.5
2017	6.2	6.7	5.7	4.6
2018	6.5	6.9	5.9	4.8

资料来源：淘票票，国元证券研究中心

运营效率上，平均票价与上座率随规模增加而增加，放映场次方面，中型厅（5-7厅）和大型影院（8-10厅）平均单日单厅场次约为6场，单厅营收能力方面，大型影院平均单日单厅票房产出最高，为4380元。规模大的影院虽然覆盖范围更广、平均票价上座率更高，但对于运营要求显然也更加高。

图 42：不同规模影院运营数据一览



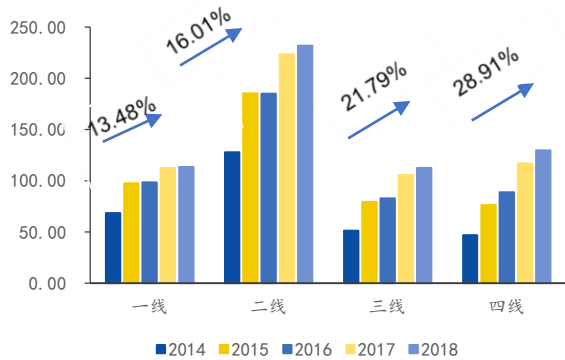
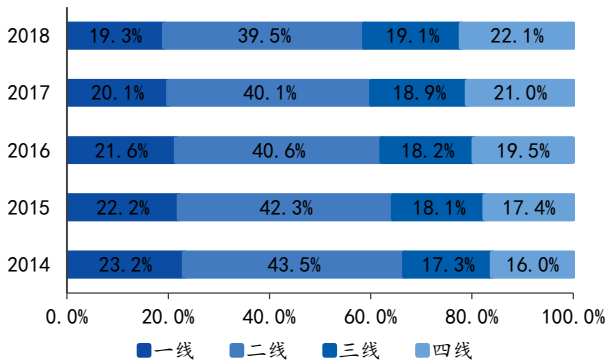
资料来源：艺恩，国元证券研究中心

### 3.5.2 三四线票房增长最快，绝对增量中四线及二线城市贡献最大

票房情况来看，我们拆分了各线城市的票房贡献情况。可以看到下沉趋势在 2018 年还在延续。一线城市票房占比 19.3%，较去年继续下降了 80bp，二线城市票房贡献下降 60bp，三线城市票房占比提升 20bp，四线城市票房占比提升了 110bp 至 22.1%。

图 43：各线城市票房占比

图 44：各线城市票房增长情况



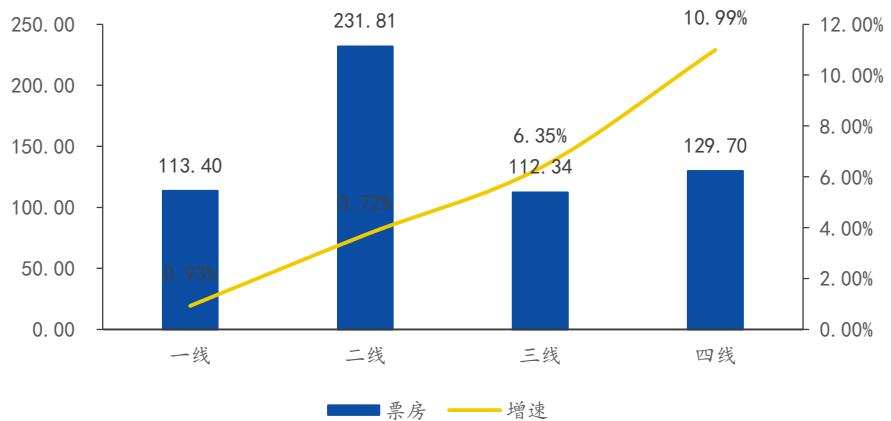
资料来源：淘票票专业版，国元证券研究中心

资料来源：淘票票专业版，国元证券研究中心

注：2018年数据为截止2018年12月19日数据

2018 各线城市票房增长来看，一线城市票房增长趋近饱和，二线城市增长 3.72%，三线四线城市分别增 6.35%和 10.99%。（注明：2018 年票房为 2018 年 1 月 1 日至 12 月 19 日票房，略小于实际票房数）增量中四线城市贡献了 44%的增量，二线城市贡献了 29%的增量，是增长的主驱动。

图 45：2018 年各线城市票房情况及增速

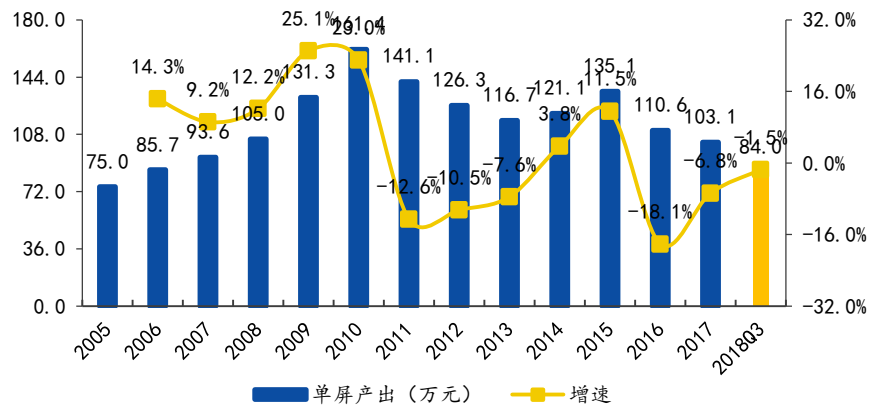


资料来源：淘票票，国元证券研究中心

### 3.5.3 18 年平均单银幕产出跌幅收窄，预计和 17 年持平，一二线城市单银幕产出下降较快

前三季度单银幕产出继续下降至 84 万元，同比下降 1.5%，跌幅继续收窄，预计全年单银幕产出在 100 万，和去年水平基本持平，整体看下游影院端投资整体降温，预计 19-20 年单银幕产出将逐渐企稳回升

图 46：单屏产出及增速

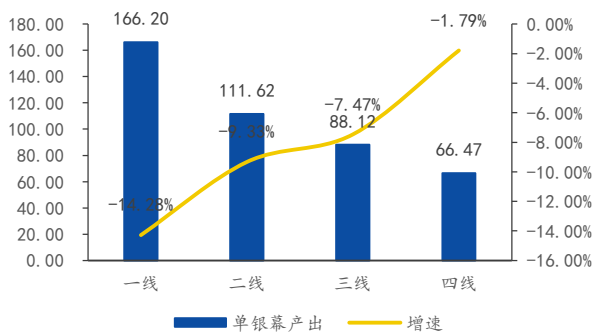


资料来源：艺恩，国元证券研究中心

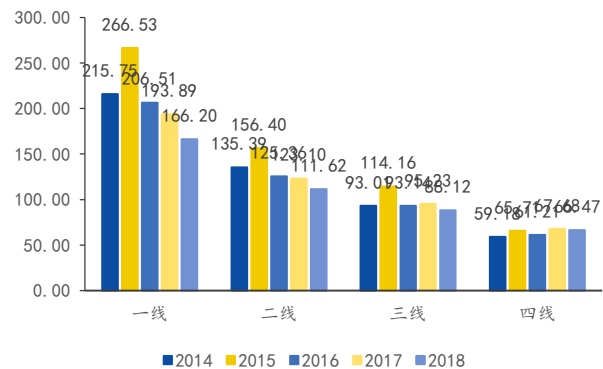
分城市看，一线城市的单银幕产出显著高于二、三、四线城市，但在 2018 年一线城市单银幕产出降幅最为明显，下降 14.23%至 166.20 万/块，三四线城市单银幕产出在 2017 年企稳回升后，今年出现略微下降。

图 47: 各线城市单银幕产出及增速

图 48: 各线城市单银幕产出变化情况



资料来源：淘票票专业版，国元证券研究中心



资料来源：淘票票专业版，国元证券研究中心

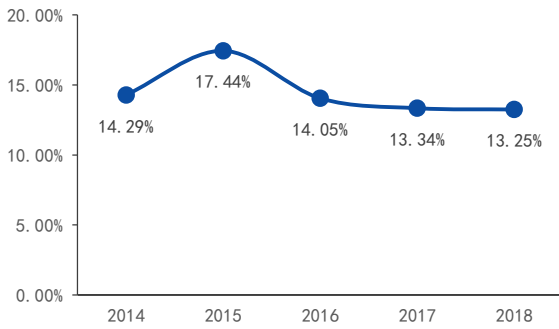
### 3.5.4 上座率渐渐企稳，人均观影次数提升空间主要来自低线城市

上座率方面，2018 年整体上座率继续下降，但降幅趋缓，预计 19 年后，上座率有望止跌回升。分城市看，一线城市上座率显著高于三、四线城市，但一线城市今年上座率下降幅度也最高，下降了 1.7pct.至 16.5%

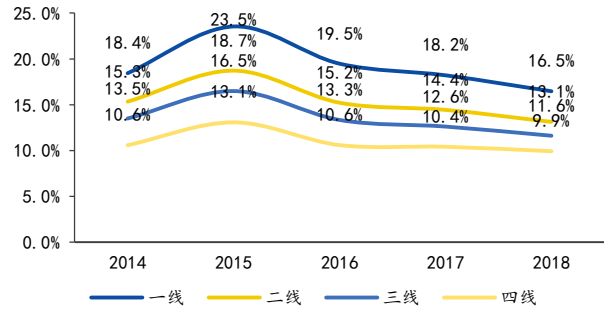
图 49: 2014 至 2018 上座率

图 50: 2014 至 2018 年各线城市上座率情况





资料来源：淘票票，国元证券研究中心

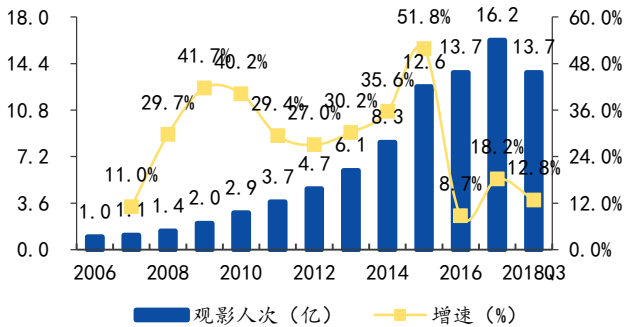


资料来源：淘票票，国元证券研究中心

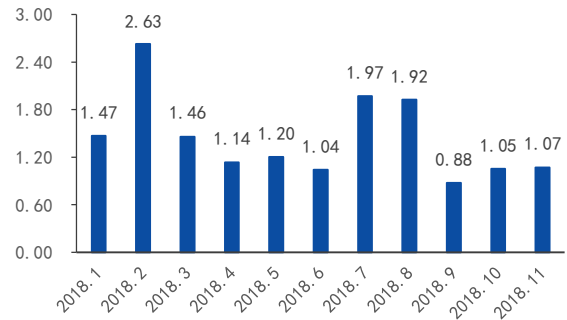
观影人次方面，前三季度累计观影人次达到 13.7 亿次，同比增长 12.8%。2 月观影人次 2.63 亿，7、8 月均接近 2 亿，其余月份均在 1-1.5 亿人之间。从票价来看，2018 年平均票价 35.7 元/张，票价在 2017 年达到底部 32.3 元/张之后显著回升。截止 12 月 19 日达到观影人次达到 16.68 亿，人均观影次数约为 1.2 次。

图 51：2006-2018Q3 观影人次情况

图 52：2018 年 1-11 月观影人次分布情况



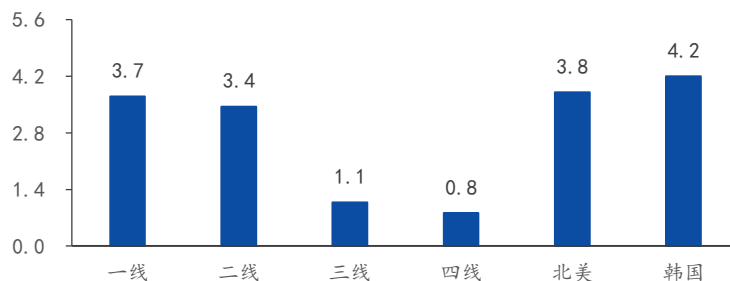
资料来源：wind，国元证券研究中心



资料来源：wind，国元证券研究中心

我们计算了一线、二线人均观影次数以及平均人均观影次数，发现一线城市观影次数已经接近北美，提升空间不大，而我国人均观影次数 1.2 次，离北美依然还有较大距离，未来三四线及以下地区人均观影次数的提升依然是票房的主驱动因素。

图 53：2005-2020 年单屏产出情况



资料来源：艺恩，国元证券研究中心

票价情况来看，各线城市票价在 18 年均小幅反弹，大部分恢复至 2014 年以上水平，

其中一线城市平均票价 42 元，二线城市平均票价 34.9 元，三线城市 33.6 元，四线城市 32.8 元。全国平均票价 35.3 元，预计 19 年票价有望继续小幅攀升。

图 54：各线城市票价变动情况

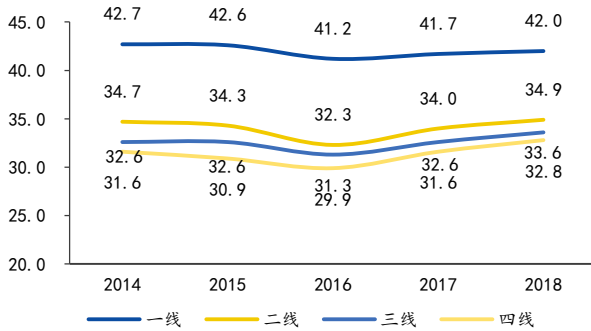
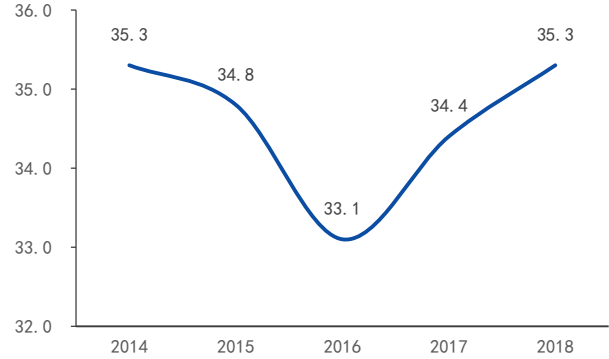


图 55：平均票价变动情况



资料来源：淘票票，国元证券研究中心

资料来源：淘票票，国元证券研究中心

### 3.5.5 单影院盈利状况不容乐观，未来整合加速

选址：新建影城在选址主要受制于两个方面，一个是商业地产的扩张速度，另一个是当地人口密度以及已有影城数量。以万达院线为例，其三、四线城市的选址原则是：以三公里为范围，当人口在 30 万-50 万，大约可以支撑 1 家影院，50 万以上，可以支撑 2 家，同时该区域已有影院的运营情况作为是否进入竞争的标准之一。

从单体影院来看，影院大多和开发商签订合同，新开节奏主要受

我们参考横店影视以及金逸影视的影院情况，大致测算我国单体影院的微观盈利状况，假设一个单体影院，共 6 个厅，设立时间在 5 年以内。其收入端主要包括了票房收入、卖品收入和广告收入。成本端包含人工成本、分账成本、租金成本、折旧与摊销、卖品成本和其他成本。

表 13：单院线收入成本拆分

收入端	单影院票房	X
	卖品收入	票房收入的 13%
	单银幕广告收入	10 万/屏幕
成本端	分账成本	票房收入的 43%
	人工成本	6 厅 23 人 5000 元/月 138 万
	租金	保底+票房分成 票房的 15%计算
	折旧与摊销	设备 680 万 装修 280 万 设备 5 年折旧 装修 8 年折旧 直线法 折旧
	电费、物业管理费、保洁费	12 万
	卖品成本	卖品收入的 30%

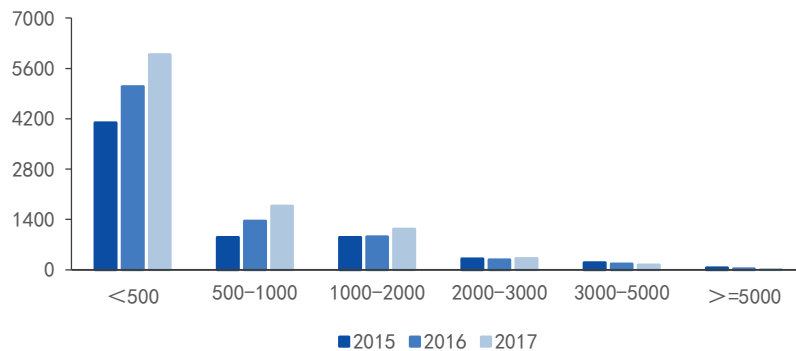
数据来源：横店影视招股说明书，金逸影视招股说明书，国元证券研究中心

测算出盈亏平衡的单体影院票房为 502 万。当然单体存在一定差异，但计算结果有一定的借鉴意义，基本上当单体影院年票房收入大于 500 万时，单体影院才有较大

的盈利可能。

随后我们统计了 2015-2017 年单体影院的票房分布情况，2017 年底票房低于 500 万的影院数目接近 6000 家，平均票房仅有 164 万，占影院总数的 2/3。整体的影院盈利情况不容乐观。前几年的影院扩张速度过快，热钱涌入，导致整体运营能力和盈利能力较差，专业人员缺口加大。预计 2019 年在政策不干预的情况下，银幕增速回落到 10% 以下，新建数量或将低于票房增速，同时会有不少亏损影院面临关闭。

图 56: 2015-2017 各影院票房分布情况



资料来源: 艺恩, 国元证券研究中心

### 3.5.6 影投集中度有望在 19 年继续提升，看好龙头

TOP10 院线票房占比 68.67%，市场集中度企稳略有回升。截至 2018 年 11 月 30 日，从排名前 10 院线公司数据来看，TOP10 院线名单及排名基本与 2017 年相同，TOP10 院线票房市占率为 68.67%，相比 2017 年上升 104bp，TOP5 院线票房市占率为 46.02%，相比 2017 年上升 181bp，TOP3 院线分别是万达，大地和上海联合，市占率分别为 13.38%，9.94%，7.92%，相比 2017 年分别变动 0.46%，1.34%，-0.14%，三家总市占率为 31.24%，相比 2017 年上升 166bp。

表 14: 2018 年 TOP10 院线公司票房市占率情况

序号	院线公司	票房 (亿)	市占率	2017 年市占率	市占率变动
1	万达院线	75.19	13.38%	12.92%	↑0.46%
2	大地院线	55.81	9.94%	8.60%	↑1.34%
3	上海联和院线	44.51	7.92%	8.06%	↓0.14%
4	中影南方新干线	41.79	7.44%	7.32%	↑0.12%
5	中影数字院线	41.22	7.34%	7.31%	↑0.03%
6	中影星美	36.27	6.46%	7.15%	↓0.69%
7	广州金逸珠江	28.11	5.00%	5.28%	↓0.28%
8	横店院线	24.46	4.36%	4.36%	0.00%
9	华夏联合	19.41	3.46%	3.38%	↑0.08%
10	江苏幸福蓝海	19.00	3.38%	3.25%	↑0.13%
	CR3	175.51	31.24%	29.58%	↑1.66%

CR5	258.52	46.02%	44.21%	↑1.81%
CR10	385.77	68.67%	67.63%	↑1.04%

资料来源：艺恩，国元证券研究中心

单月来看，TOP10院线票房市占率为69.65%，比去年同期上升182bp，TOP5院线市占率47.47%，比去年同期上升243bp，排名前三的万达、大地和上海联合市占率分别为14.37%、9.41%和9.00%，均有所比去年同期不同程度增长，CR3累计增长286bp。

**表 15：2018 年 11 月 TOP10 院线公司票房市占率情况**

序号	院线公司	票房 (亿)	市占率	去年同期市占率	市占率变动
1	万达院线	5.22	14.37%	13.79%	↑0.58%
2	大地院线	3.42	9.41%	7.52%	↑1.89%
3	上海联和院线	3.27	9.00%	8.61%	↑0.39%
4	中影南方新干线	2.75	7.57%	7.73%	↓0.15%
5	中影数字院线	2.58	7.11%	7.39%	↓0.27%
6	中影星美	2.08	5.72%	6.91%	↓1.19%
7	广州金逸珠江	1.90	5.22%	5.18%	↑0.04%
8	横店院线	1.41	3.90%	3.98%	↓0.08%
9	江苏幸福蓝海	1.35	3.73%	3.34%	↑0.39%
10	华夏联合	1.31	3.61%	3.38%	↑0.23%
	CR3	11.90	32.78%	29.92%	↑2.86%
	CR5	17.23	47.47%	45.03%	↑2.43%
	CR10	25.28	69.65%	67.83%	↑1.82%

资料来源：艺恩，国元证券研究中心

我们认为随着影院投资热度退坡，以及大量存量影城中暴露出来的盈利和运营问题，2019年将会是洗牌之年，很多低效亏损的影院面临倒闭风险，未来在票房增速10%-15%左右的增速背景下，影投公司的运营能力显得尤为重要。龙头市占率有望持续提升。建议积极关注头部院线公司。

## 4. 重点个股分析

### 4.1 完美世界

推荐逻辑：1) 游戏业务：起步于端游，二线手游厂商中以研发见长。构建了公司核心竞争壁垒，极大的受益于产品为王的时代的到来。从公司战略上看，在二次元、女性向、创新玩法（如 MMO+沙盒）、电竞等高景气度细分子领域公司都有所布局，战略上具有前瞻性。同时，和 VALVE 深度绑定，合作上线 STEAM 中国，或将帮助公司实现平台化转型。发行上 18 年首次和腾讯开启合作，目前合作产品已达三款之多，优秀产品影响力进一步放大，分享腾讯体系庞大流量红利。2) 影视业务：以五大导演构建影视业务核心壁垒，同时梯度化打造新团队。产能快速扩张，质与量齐飞。

表 16：完美世界主要游戏产品流水估算及新产品进度

手游	月流水（估算）	上线时间
新诛仙手游	1 亿+	
武林外传	1 亿+	6 月 1 日
烈火如歌	大几千万	4 月 18 日
最终幻想：觉醒		
神雕侠侣		
轮回诀	千万级别	4 月 19 日
倚天屠龙记		
火炬之光		
射雕英雄传手游		
梦间集		
射雕英雄传 3D		
倚天屠龙记	1000 万以下	
TOUCH 舞动全城		
青云志		
神魔大陆		
西游伏妖篇		
射雕英雄传 2	无版号	2019
完美世界 手游	无版号	2019
失落的神域	无版号	2019
梦间集之天鹅座	无版号	2019
云梦四时歌	有版号	2018Q4-2019
<b>端游</b>		
Dota2		5 亿（年）
诛仙 端游		4 亿（年）
完美世界端游		3 亿（年）
深海迷航		3 亿（年）
非常英雄	无版号	2018Q4-2019

边缘计划

无版本号

2018Q4

**表 16: 完美世界主要游戏产品流水估算及新产品进度 (接上表)**
**主机游戏 (2017 5.2 亿)**

无冬之夜 OL

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

**表 17: 完美世界电视剧产品及上线进展**

电视剧产品	投资比例	单集价格	确认收入时间
最美的青春	主投主控	600-700 万	Q3
西夏死书	50%左右		Q4
半生缘		600-700 万	Q4
趁我们还年轻	50%		Q4
壮志高飞		600-700 万	Q4
帝皇业	10%-20%	过千万	Q4-2019
绝代双骄	50%		Q4
艳势番之新青年	50%	过千万	Q4

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

我们预计 2018/2019 实现归母净利润 17.84 亿元、22.48 亿元, PE 分别为 22 倍/17 倍, 维持“增持”评级。

## 4.2 游族网络

推荐逻辑: 精品化、全球化和大 IP 三大发展战略稳步推进。研发上, 公司不断加强研发投入, 产品矩阵丰富, 在 SLG、重度 MMO、休闲类、二次元均有所布局, 并已逐渐开花结果, 旗下八大工作室各有侧重, 齐头并进, 自研产品能力持续提升。运营方面, 不断加强精准、长线化运营, 同时在海外发行上公司继续保持领先地位。IP 方面, 公司储备了包括《权力的游戏》、《三体》、《盗墓笔记》、《女神联盟》等优质 IP 资源, 为后续游戏业务增长的确定性保驾护航。

今年 1 月上线的《天使纪元》表现抢眼, 预计上半年总流水过 7 亿, 下半年产品: 8 月《三十六计手游》(上线的首月流水过 4000 万人民币)、《女神联盟 2》、《崩战纪》《女神联盟: 起源》、《天使纪元》(海外)、《女神联盟 3》。Q4 (5 款自研和引进产品上线)。而今年、明年看点主要集中于新的大作《权力的游戏: 凛冬将至》, 公司与华纳、HBO 合作, 拿下《权力的游戏》手游和页游改编权, 手游由腾讯独家代理, 分享腾讯庞大流量体系, 页游将在 19 年春季发行。我们预计公司 2018/2019 实现净利润 10.10 亿元、12.93 亿元, PE 分别为 16 倍/12 倍, 上调评级至“买入”。

图 57：游族网络产品矩阵

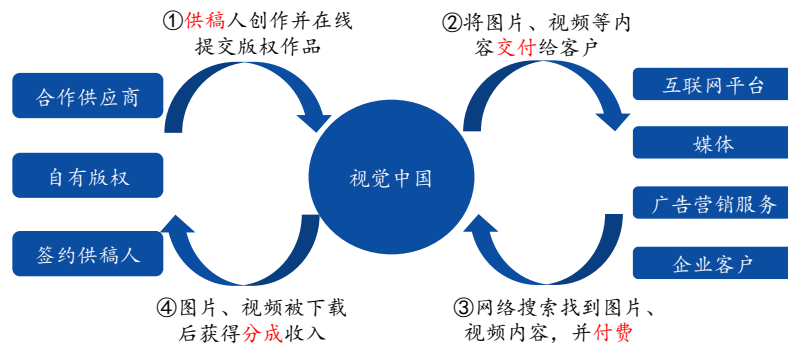


资料来源：伽马数据，国元证券研究中心

### 4.3 视觉中国

推荐逻辑：1) 读图时代来临，数字媒体推动视觉内容发展。移动互联网发展进入下半场，优质的内容已经成为互联网的稀缺资源。视觉内容行业将呈现快速增长态势。2) 完善的商业模式和运营体系，作为互联网平台型公司，位居产业链核心，获得充分的话语权进而为业务带来高毛利。“内容+交付+获客”体系：上游拥有充足优质的内容资源，三大内容供应方式相互协同，建立了强大的护城河；中游技术革新和产品更迭不断加快，获客体系逐渐搭建，获客能力不断增强；下游，企业客户快速增长，同时打通互联网平台、搜索引擎等通道，不断获得长尾流量客户，借助自媒体热潮，小B端和C端开始发力。3) 公司通过参予投资收购唱游公司，12301平台和湖北司马彦字贴、广东易教优培等布局旅游和教育产业，并取得一定成效。“行业+”战略稳步推进，拓展视觉内容行业覆盖面。我们预计公司 2018/2019 实现净利润 3.73 亿元、4.73 亿元，PE 分别为 44 倍/35 倍，维持“买入”评级。

图 58：视觉中国商业模式



资料来源：公司公告，国元证券研究中心



#### 4.4 中国电影

推荐逻辑：1) 电影发行方面：作为国内唯二进口片发行厂家之一，充分享受政策红利，电影发行领域市占率第一。2018H1 发行收入占公司总营收 57.8%。2019 年电影市场迎来好莱坞进口片大年，包括《大黄蜂》《复仇者联盟 4》《X 战警：黑凤凰》《蜘蛛侠：英雄远征》等大 IP 作品，公司将率先获益于进口片内容的边际改善；2) 电影放映方面：公司控股 4 家院线，参股 3 家院线，2018 影投市占率第 4，处于行业领先地位；3) 电影服务方面：公司旗下电影服务矩阵包括了“中国巨幕”、“中影巴可”数字放映机、“中影光锋”激光放映。近期，国家电影局发布《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》指出，到 2020 年，电影院银幕总数达到 8 万块以上，鼓励电影院积极采用先进技术，对放映环境和设备设施进行升级改造，提高放映质量。通过国家电影事业发展专项资金对电影院安装巨幕系统、激光放映机等先进技术设备给予资助。政策有望催化银幕数的增长以及设备升级，公司电影服务板块直接受益。4) 电影制作方面：2019 年公司作为主出品方参与电影《流浪地球》，定档春节档，目前猫眼想看指数 9.9 万，值得期待。优质头部影片有望推动制片业务盈利改善。

我们预计公司 2018/2019 实现净利润 14.14 亿元、13.60 亿元，PE 分别为 19 倍/20 倍。给予“买入”评级。

图 59：中国电影业务构成



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

#### 4.5 万达电影

推荐逻辑：1) 国内电影院线龙头，以直营影城为主，截止 2018 年 11 月，万达共有直营影院 583 家，5154 块银幕，292 个 IMAX 特色厅，33 个杜比影院，10 个 SCREENX 特色厅，8 个 LED 特色厅。影院市占率位列国内第一，18 年达 13.38%。2) 影院经营上，18 年前 11 个月单银幕产出 170.55 万，18H1 卖品销售/票房收入比重，达到 21%，广告业务占收入比重 17%，影院经营能力均遥遥领先于行业。3) 新建影院方面，以万达商业地产为依托，选址优势明显。未来 2-3 年每年开业 80-100 家，，荧幕每年增加 700-900 块，对应行业影院投资热度退坡，一级市场收购估值

下降，有望通过自建+外延的方式，快速提高市占率。4) 拟收购万达影视，打造覆盖“上+中+下游”一体的电影产业巨头。

预计 2018/2019EPS 为 0.88/1.10，对应 PE 为 27 倍/21 倍，给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

政策风险、新内容品类的冲击

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心  
 A 座国元证券  
 邮编：230000  
 传真：(0551) 62207952

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼  
 国元证券  
 邮编：200135  
 传真：(021) 68869125  
 电话：(021) 51097188