

## 传媒

## 估值底部，可攻可守，把握积极趋势

## -2019年传媒互联网行业投资策略

**评级: ( 增持 )**

分析师 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师 朱骏楠 S0740517080007

分析师 熊亚威 S0740517090002

分析师 夏洲桐 S0740518070003

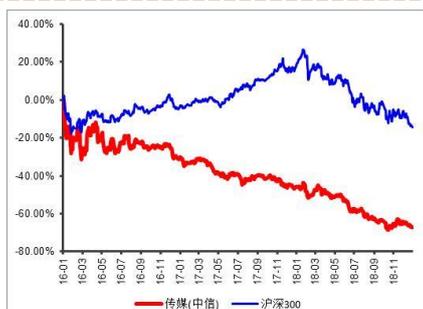
**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
吉比特	151	8.4	9.77	10.5	11.9	16	14	13	11	1.7	增持
中文传媒	12	1.0	1.21	1.37	1.52	12	10	9	8	0.7	买入
完美世界	26	1.1	1.43	1.78	2.15	24	19	15	13	0.6	买入
万达电影	21	0.8	0.86	0.95	1.05	27	27	25	22	2.3	增持
分众传媒	5.2	0.4	0.41	0.45	0.51	21	13	12	10	1.2	买入

备注:

**投资要点**
**基本状况**

上市公司数	138
行业总市值(百万元)	1,203,638
行业流通市值(百万元)	851,361

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

&lt;&lt;【中泰传媒】中文传媒(600373)

事件点评: 首次回购股份, 彰显对未来信心&gt;&gt;2019.01.03

&lt;&lt;【中泰传媒】2018年电影市场总结:

票房、观影人次增速放缓, 票价、口碑回暖&gt;&gt;2019.01.02

&lt;&lt;【中泰传媒-周观点】千呼万唤始出来,

审批恢复后首批80款游戏名单公布&gt;&gt;2019.01.01

■ **2018行情回顾:** 2018年传媒板块整体下跌38.85%, 2016-2018年底传媒指数累计下跌66.62%, 持续跑输大盘和中小板、创业板。截至2018年底传媒板块动态市盈率为20.12倍, 处于估值的历史底部区间, 传媒子板块中游戏、出版、营销、影视板块PE都已经跌破20倍。同时, 传媒板块商誉领跑全市场, 游戏、影视、营销较为突出, 具有商誉减值压力。

■ **2019年重点关注游戏、出版、院线领域投资机会**

➤ **游戏: 最悲观时期已过。** 2018年游戏行业总规模达到2144亿, 同比增长5.32%, 10年来增速首次低于10%, 而用户量达到6.26亿, 同比增长7.38%, 为近5年来最高增速。由此可见虽然游戏行业规模增速放缓, 但玩家数量及需求仍在上升。我们认为2018年游戏行业受到政策强监管及创新不足的影响较大, 目前游戏版号已恢复审批, 市场最悲观的时点已过, 我们预计2019年游戏行业有望触底回升, 但游戏监管趋势仍将严格, 因此我们看好精品游戏研发商的发展机会。此外, 2018年我国自研游戏出海收入为95.9亿美元, 同比增长15.8%, 腾讯、网易等大厂也加入出海大军, 我们认为游戏出海有望成为游戏行业增长的新动力。**重点公司: 完美世界、吉比特。**

➤ **出版: 行业持续景气, 风险小, 具有性价比优势。** 图书零售市场规模已连续多年保持稳步增长, 2018年图书零售市场码洋有望达900亿元, 其中少儿类图书是核心驱动。我们认为, 图书出版公司虽不具备较高的成长性, 但稳定性相对较强, 目前叠加成本压力缓解、税收优惠、图书涨价预期等利好, 后续业绩增速有望提升。出版行业上市公司以国企居多, 具有现金流优良, 商誉减值、债务偿还、质押、减持等风险较小的优势, 同时具有较强的分红潜力。目前板块具有性价比优势。**重点公司: 中文传媒、中南传媒、山东出版、城市传媒、新经典。**

➤ **院线: 行业竞争持续, 影投公司商业模式稳定。** 2018年国内票房总计达到609.76亿, 同比增长9.06%, 银幕增速为18.32%, 虽放缓但仍大幅领先票房增速, 单银幕产出继续下滑, 行业竞争持续。观影人次增速放缓, 票价同比3年来首次正增长, 企稳回升。我们认为2019年为进口片大年, 全年电影内容供给有保障, 预计全年票房有望维持8%增速。相较于电影内容创作公司的不确定性, 我们更看好产业链下游影投

公司 TO C 业务的稳定性，具有中长期投资价值。重点公司：万达电影、横店影视。

■ **2019 年静待影视内容板块的投资机会**

➤ **影视内容：寒冬蓄力，静待春暖花开时。**2018 年影视子版块估值跌幅最大，目前 PE 已跌至 15 倍左右。我们认为压制影视行业估值的主要原因为政策趋紧及行业规范调整带来的不确定性提升。同时，2018 年影视类轻资产融资相对困难，因此大额应收账款及现金流吃紧进一步增加影视公司运营的压力。我们认为，目前影视板块仍处于调整状态中，后续需紧密关注板块监管动态及公司资金运转情况。我们认为影视内容板块寒冬终将过去，且在线视频及电视平台对优质内容的需求持续增加，因此影视行业供给侧改革短期内可能导致一些公司加速出清，但长期有利于行业进一步回归理性，值得静待投资机会。

■ **2019 年持续跟踪细分领域龙头公司**

➤ 2018 年传媒板块投资机会集中于细分领域龙头公司，我们认为龙头公司具有行业竞争优势，未来当行业发展趋于成熟时更有利于享受行业发展红利，因此值得持续跟踪把握投资机会。

➤ 营销领域重点关注分众传媒；图片付费领域重点关注视觉中国；在线视频领域重点关注芒果超媒。

■ **投资建议：估值底部，可攻可守，把握积极趋势**

➤ 二级市场中传媒板块经历 3 年深度调整，目前估值处于历史底部区间，安全边际相对较高。同时，传媒板块于 2018 年受到行业监管严厉、资金压力增大等影响，市场预期及行业本身运营均经历较为悲观的阶段。我们认为，时下行业监管等问题带来的供给侧改革可加速市场出清，中长期有望利好行业规范及基本面优良的传媒公司发展，同时市场对文化传媒需求仍持续增长，未来行业有望逐渐走出悲观预期，向好发展。

➤ 我们 2019 年建议重点关注游戏、出版及院线板块，同时静待影视内容板块调整充分后的投资机会，此外细分领域龙头仍具有持续跟踪投资价值。

➤ **结合公司成长性及行业龙头优势，我们重点推荐吉比特、中文传媒、完美世界、万达电影、分众传媒。**

■ **风险提示：**经济增长持续放缓；文化政策趋紧；内容创新能力不足；市场规模测算不及预期

## 内容目录

<b>2018 年板块回顾：全年跑输大盘，估值持续磨底</b> .....	<b>- 8 -</b>
传媒指数受估值压制明显，业绩高增催化股价上涨 .....	- 8 -
传媒商誉领跑全市场，游戏、影视、营销较为突出 .....	- 11 -
<b>一、2019 年重点关注板块：游戏、出版、院线</b> .....	<b>- 13 -</b>
<b>游戏：最悲观的时点已过，看好精品游戏研发商</b> .....	<b>- 13 -</b>
2018 年监管加码，行业增速大幅放缓，ARPU 值负增长 .....	- 13 -
强监管+创新不足是抑制行业增长主因 .....	- 15 -
版号审批放开，行业触底回升，利好精品游戏研发商 .....	- 17 -
出海成绩不菲，有望成为增长新动力 .....	- 18 -
重点公司：完美世界、吉比特 .....	- 21 -
<b>出版：行业持续景气，现金流充沛，风险较小</b> .....	<b>- 22 -</b>
图书市场持续增长，量价齐升，少儿类图书是核心驱动 .....	- 22 -
出版公司收入年均复合增速平稳，业绩增速呈现较大分化 .....	- 23 -
现金流优良，商誉减值、债务偿还、质押、减持等风险小 .....	- 25 -
图书出版行业性价比高，分红潜力大 .....	- 29 -
重点公司：中文传媒、中南传媒、山东出版、城市传媒、新经典 .....	- 31 -
<b>院线：行业竞争持续，影投公司商业模式稳定</b> .....	<b>- 32 -</b>
2018 年票房、观影人次增速放缓，票价、口碑回暖 .....	- 32 -
2019 年春节档大片云集，值得期待 .....	- 34 -
2019 全年电影内容供给有保障，预计全国票房维持 8% 稳增长 .....	- 35 -
产业链下游影投公司现金流充裕，商业模式更为稳定 .....	- 37 -
重点公司：万达电影、横店影视 .....	- 38 -
<b>二、2019 年静待投资机会：影视内容</b> .....	<b>- 38 -</b>
<b>影视内容：寒冬蓄力，静待春暖花开时</b> .....	<b>- 38 -</b>
影视内容板块经历深度调整 .....	- 38 -
政策收紧压制板块整体估值 .....	- 39 -
高额应收账款+现金流吃紧增加公司运营压力 .....	- 41 -
寒冬终将过去，核心还是优质内容 .....	- 41 -
<b>三、2019 年持续跟踪细分领域龙头公司</b> .....	<b>- 42 -</b>
<b>营销-分众传媒：生活圈媒体龙头</b> .....	<b>- 42 -</b>
经济下行拖累营销行业整体增速，2018 年楼宇广告增速领先 .....	- 42 -
分众传媒：楼宇广告持续高增，龙头公司最为受益 .....	- 44 -
<b>图片付费-视觉中国：图片版权市场龙头</b> .....	<b>- 49 -</b>
新媒体爆发，图片需求激增，正版率仍有较大提升空间 .....	- 49 -
视觉中国：版权图片龙头，多维度构筑壁垒 .....	- 51 -
<b>在线视频-芒果超媒：A 股稀缺在线视频龙头</b> .....	<b>- 55 -</b>
在线视频行业规模及付费用户均快速增长 .....	- 55 -
芒果超媒：在线视频第二梯队龙头，A 股稀缺标的 .....	- 59 -
<b>投资建议：估值底部，可攻可守，把握积极趋势</b> .....	<b>- 59 -</b>

风险提示..... - 59 -

## 图表目录

图表 1: 2018 年各板块涨跌幅统计 (% , 中信一级口径) .....	- 8 -
图表 2: 传媒板块 2016-2018 年指数走势与大盘对比.....	- 8 -
图表 3: 传媒板块估值情况比较 (PE、TTM 中值) .....	- 9 -
图表 4: 2018 年传媒行业各子板块 PE(TTM)情况 .....	- 9 -
图表 5: 2016-2018Q3 传媒子板块营收增速对比.....	- 10 -
图表 6: 2016-2018Q3 传媒子板块归母净利润增速对比.....	- 10 -
图表 7: 2017、2018 年传媒板块个股涨跌幅排行.....	- 10 -
图表 8: 申万行业板块商誉净资产比.....	- 11 -
图表 9: 商誉净资产比大于 50% 个股的行业分布 .....	- 11 -
图表 10: 截至 2018 年 Q3 传媒主要细分板块商誉情况.....	- 11 -
图表 11: 截至 2018 年 Q3 细分板块商誉贡献占比 .....	- 12 -
图表 12: 截至 2018 年 Q3 各板块商誉规模前 20% 标的贡献占比 .....	- 12 -
图表 13: 三个角度对比商誉潜在问题相对突出的传媒股 (规模单位: 亿元) -	13 -
图表 14: 游戏行业规模及用户同比增速 (%) .....	- 13 -
图表 15: 移动游戏行业规模及用户同比增速 (%) .....	- 13 -
图表 16: 全国游戏用户 ARPU 值及增速.....	- 14 -
图表 17: 移动游戏用户 ARPU 值及增速.....	- 14 -
图表 18: 10 月渗透率 TOP10 手游 MAU (千万) .....	- 14 -
图表 19: 10 月渗透率 TOP10 手游月均 DAU (百万) .....	- 14 -
图表 20: A 股游戏公司营收同比增速情况 (%) .....	- 15 -
图表 21: A 股游戏公司净利润同比增速情况 (%) .....	- 15 -
图表 22: 2017~2018 国产网络游戏审批通过数量对比 (款) .....	- 15 -
图表 23: 2018 年中国游戏活跃用户数统计 (亿) .....	- 16 -
图表 24: 腾讯+网易移动游戏收入占移动游戏行业总规模的比例情况.....	- 16 -
图表 25: 腾讯、网易 2017~2018 年 iOS 上线手游情况统计.....	- 17 -
图表 26: 移动互联网巨头各 APP 总使用时长占比.....	- 18 -
图表 27: 国内自主研发游戏出海收入及增速.....	- 18 -
图表 28: 国内游戏出海海外用户下载量排名及增速.....	- 19 -
图表 29: 国内游戏出海海外用户消费支出排名及增速.....	- 19 -

图表 30: 全球移动游戏市场各品类游戏占比 (%)	- 19 -
图表 31: 国内出海游戏各地区下载量排名	- 20 -
图表 32: 国内出海游戏各地区用户支出排名	- 20 -
图表 33: 国内游戏在日本综合下载量情况	- 20 -
图表 34: 国内游戏在日本用户支出情况	- 20 -
图表 35: 2018 年中国 APP 发行商出海收入排名	- 21 -
图表 36: 沪深 300、传媒、网络游戏 PE- TTM 对比	- 21 -
图表 37: 重点游戏公司 PE- TTM 对比	- 21 -
图表 38: 图书零售市场码洋增速	- 22 -
图表 39: 2018H 各品类图书码洋占比	- 22 -
图表 40: 新书平均定价情况 (单位: 元)	- 23 -
图表 41: 2017 年量价对市场增量贡献比重	- 23 -
图表 42: 前 1% 与后 50% 产品贡献情况	- 23 -
图表 43: 图书上市公司整体的营收利润增速情况	- 24 -
图表 44: 出版发行上市公司收入增速情况 (%)	- 24 -
图表 45: 出版发行上市公司业绩增速情况 (%)	- 25 -
图表 46: 图书上市公司现金收入比 (%)	- 25 -
图表 47: 图书上市公司经营现金流与营业利润比	- 26 -
图表 48: 图书上市公司货币资金情况	- 26 -
图表 49: 图书板块与其他板块现金情况对比	- 27 -
图表 50: 图书上市公司商誉情况	- 27 -
图表 51: 板块商誉/资产情况对比	- 27 -
图表 52: 商誉余额超过 1 亿元的图书公司情况	- 28 -
图表 53: 1H18 图书上市公司带息负债情况	- 28 -
图表 54: 板块带息负债率情况对比	- 28 -
图表 55: 图书上市公司第一大股东持股比例	- 29 -
图表 56: 图书上市公司质押比例	- 29 -
图表 57: 图书上市公司估值及分红情况 (数据截至 2019 年 1 月 4 日)	- 29 -
图表 58: 图书板块与国内其他板块估值对比 (截至 20190104)	- 30 -
图表 59: 图书板块与国内其他板块估值对比 (截至 20181008)	- 30 -
图表 60: 海外市场出版及其他板块估值情况 (截至 2018 年 Q1)	- 30 -
图表 61: 板块分红率对比	- 31 -
图表 62: 板块股息率对比	- 31 -
图表 63: 2006~2018 年全国票房及同比增速	- 32 -
图表 64: 2006~2018 年国内银幕数及增速	- 33 -

图表 65: 2006~2018 年国内单银幕产出及增速.....	- 33 -
图表 66: 2006~2018 年全国观影人次及增速.....	- 33 -
图表 67: 2006~2018 年全国平均票价及增速.....	- 33 -
图表 68: 2017~2018 年院线票房 TOP10 排名 .....	- 34 -
图表 69: 2017~2018 年影投票房 TOP10 排名 .....	- 34 -
图表 70: 2012~2018 春节档、暑期档、国庆档票房占比总票房 (%) .....	- 34 -
图表 71: 2012~2018 春节档、暑期档、国庆档观影人次占比总人次 (%) ...	- 34 -
图表 72: 2019 年春节档预计上映电影情况一览.....	- 35 -
图表 73: 2016~2018 年电影备案数量统计 .....	- 36 -
图表 74: 2013~18 年国产片与进口片票房占比 .....	- 36 -
图表 75: 电影票房规模测算.....	- 36 -
图表 76: 电影产业链上下游介绍.....	- 37 -
图表 77: 经营性净现金流/营业收入情况对比 (单位: %) .....	- 37 -
图表 78: 应收账款/单季度总营收情况对比 (单位: %) .....	- 38 -
图表 79: 影视板块历史涨跌幅比较 .....	- 39 -
图表 80: 影视板块历史估值 (PE) 比较.....	- 39 -
图表 81: 2016 年截至目前影视行业相关政策.....	- 40 -
图表 82: 影视上市公司 2018Q3 应收账款及现金流情况 .....	- 41 -
图表 83: 中国广告市场规模增速与实际 GDP 增速呈现正相关.....	- 42 -
图表 84: 2018 年前三季度各媒介刊例花费同比变化.....	- 43 -
图表 85: 2018 年 Q3 电梯电视投放量前五行业同比 .....	- 43 -
图表 86: 2018 年 Q3 电梯电视刊例花费前十品牌.....	- 43 -
图表 87: 2018 年 Q3 电梯海报投放量前五行业同比 .....	- 44 -
图表 88: 2018 年 Q3 电梯海报刊例花费前十品牌.....	- 44 -
图表 89: 2018 年 Q3 影院视频投放量前五行业同比 .....	- 44 -
图表 90: 2018 年 Q3 影院视频刊例花费前十品牌.....	- 44 -
图表 91: 中国楼宇广告市场规模 (亿元) .....	- 45 -
图表 92: 分众传媒近三年电梯电视资源统计.....	- 45 -
图表 93: 分众传媒近三年电梯海报资源统计.....	- 45 -
图表 94: 分众传媒近三年院线银幕资源统计.....	- 45 -
图表 95: 全域营销模拟示意图 .....	- 46 -
图表 96: 2002-2017 中国城镇化率稳步提升 .....	- 47 -
图表 97: 2020 年国内电梯保有量预计突破 850 万台 .....	- 47 -
图表 98: 各类型城市电梯电视、电梯海报平均刊例价.....	- 48 -
图表 99: 中国楼宇广告刊例价市场空间测算.....	- 48 -

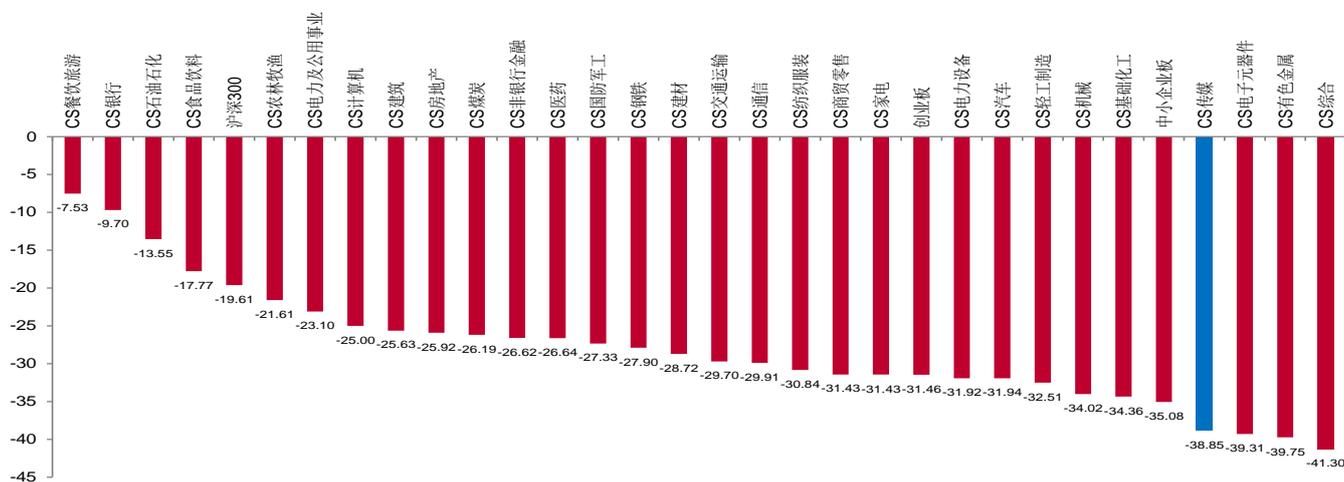
图表 100: 2015-2020E 楼宇广告市场规模预测.....	- 48 -
图表 101: 微信公众号数量快速增长.....	- 49 -
图表 102: 自媒体使用素材类型占比.....	- 49 -
图表 103: 自媒体收入来源.....	- 49 -
图表 104: 自媒体广告市场规模.....	- 49 -
图表 105: 中国广告市场规模、增速及 GDP 占比.....	- 50 -
图表 106: 中国图片市场潜在规模测算(单位: 亿元).....	- 50 -
图表 107: 图片市场正版化率测算.....	- 51 -
图表 108: 视觉中国的业务链.....	- 51 -
图表 109: 视觉中国内容来源.....	- 52 -
图表 110: 公司构筑的“数据、技术、服务”闭环运营模式.....	- 52 -
图表 111: 公司的技术矩阵.....	- 53 -
图表 112: 公司基于 AI 开发的应用.....	- 53 -
图表 113: 视觉中国客户分类.....	- 54 -
图表 114: 视觉中国获客方式.....	- 54 -
图表 115: 视觉中国的服务运营场景.....	- 54 -
图表 116: 视觉中国与腾讯的合作模式.....	- 55 -
图表 117: 全国网络视频、移动网络视频用户规模及使用率.....	- 55 -
图表 118: 2014~2018 国内网络视频市场规模及增速.....	- 56 -
图表 119: 2013~2020 网络视频付费用户及增速.....	- 56 -
图表 120: 2012~2020 年中国在线视频收入构成.....	- 56 -
图表 121: 国内网络视频公司 MAU 对比.....	- 57 -
图表 122: 2018 年网络视频平台竞争格局.....	- 57 -
图表 123: 在线视频平台付费用户数不断增长.....	- 57 -
图表 124: 2018 年视频平台播放量前 15 的电视剧.....	- 58 -
图表 125: 2018 年视频平台播放量前 15 的综艺.....	- 58 -
图表 126: 各平台不同年龄段用户占比 (%).....	- 58 -
图表 127: 各平台男女用户占比 (%).....	- 58 -
图表 128: 视频平台市场渗透率与用户重合度对比.....	- 59 -

## 2018 年板块回顾：全年跑输大盘，估值持续磨底

传媒指数受估值压制明显，业绩高增催化股价上涨

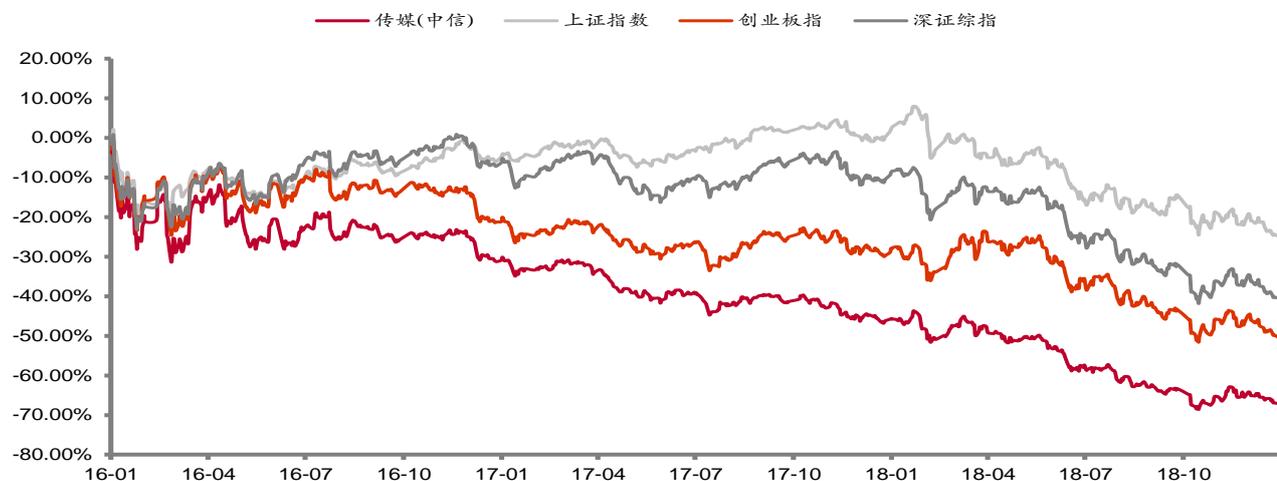
- 2018 年传媒板块整体下跌 38.85%，全年跑输大盘和中小板、创业板。在中信一级口径下，传媒指数截止 12 月 31 日，下跌 38.85%，位居所有一级行业倒数第四位，同期也跑输了沪深 300（-19.61%）、中小板指（-35.08%）和创业板指（-31.46%）。全年看，传媒板块上半年跟随大盘窄幅震荡，但 6 月份受政策监管影响加速震荡下跌。整体看今年缺乏板块性机会，且股价受政策压制较大。
- 从三年周期来看，2016-2018 年底传媒（中信）指数累计下跌 66.62%，在全行业中排倒数第一，同期跑输沪深 300（+0.36%）、中小板指（-46.5%）和创业板指（-54.01%）。过去三年传媒行业经历了政策压制、行业竞争恶化、商誉减值等问题对于板块股价造成了较大的压制。

图表 1：2018 年各板块涨跌幅统计（%，中信一级口径）



来源：Wind，中泰证券研究所

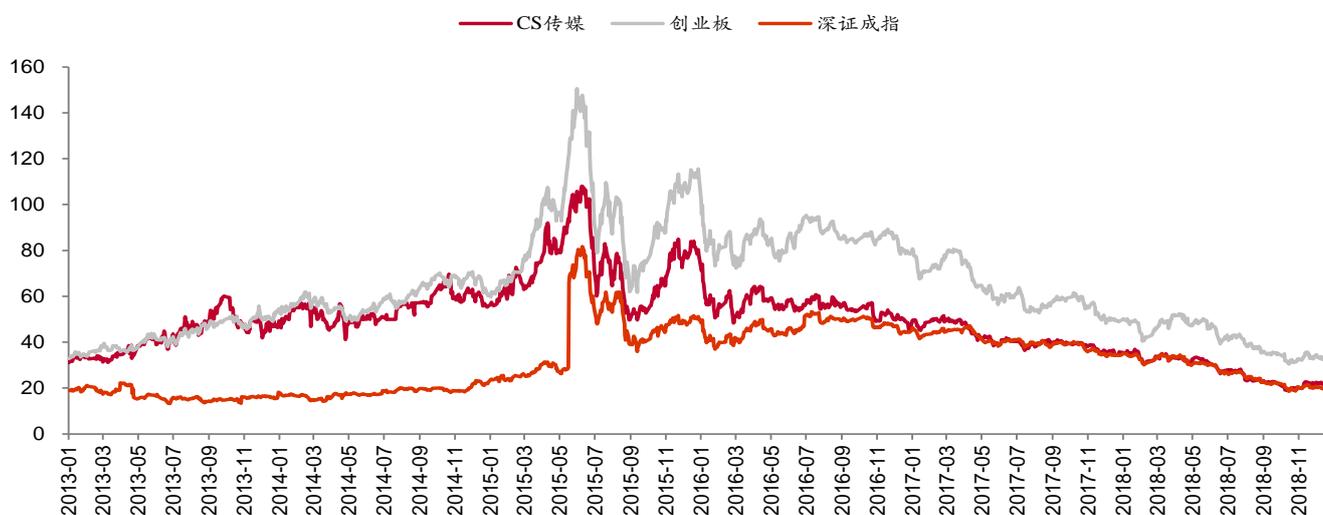
图表 2：传媒板块 2016-2018 年指数走势与大盘对比



来源：Wind，中泰证券研究所

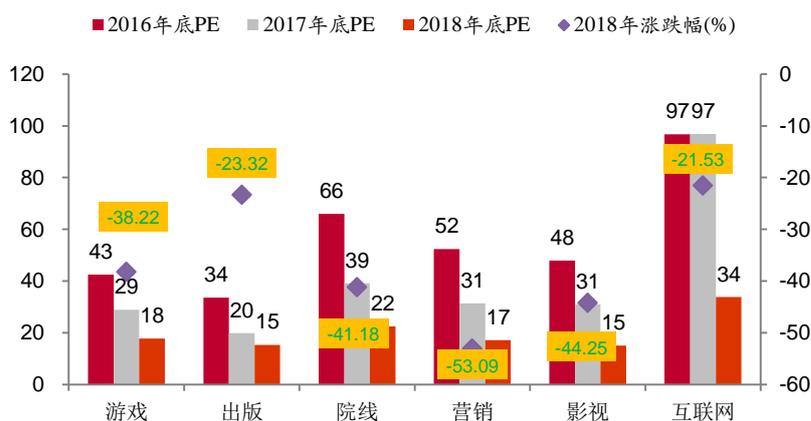
- 截至 2018 年 12 月 31 日底传媒板块动态市盈率为 20.12 倍，目前处于估值底部。整体来看，传媒板块动态市盈率位于创业板和深证成指之间，纵向比较来看，2018 年传媒板块已基本消化 2015 快速上涨带来的估值泡沫，目前处于历史最低区间，安全边际较高。
- 营销子板块股价跌幅最大，影视子板块估值跌幅最大，多个子板块 PE 跌破 20 倍。2018 年传媒各子板块股价均出现了较大幅度的下跌，PE (TTM 中值) 也出现了较大幅度的下滑。分各子板块来看，2018 年股价下跌从低到高：互联网>出版>游戏>院线>影视>营销；PE 下滑幅度从低到高：出版>游戏>院线>营销>影视>互联网。截至 2018 年底，传媒子板块中游戏、出版、营销、影视板块 PE 都已经跌破 20 倍。

图表 3: 传媒板块估值情况比较 (PE、TTM 中值)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2018 年传媒行业各子板块 PE(TTM)情况



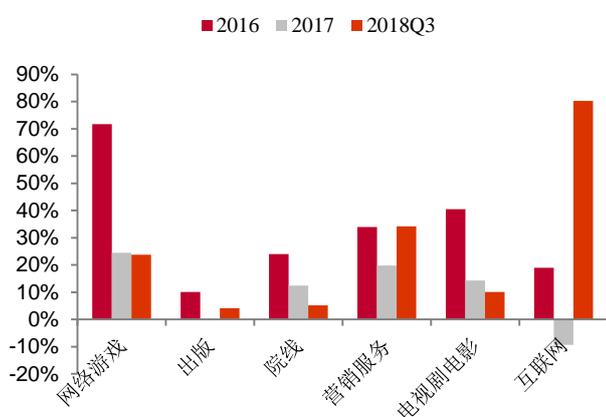
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 我们统计了 2016-2018Q3 传媒各子板块的营收增速和净利润增速，各子板块差异较大。2018Q3 年营收增速高于 2017 年的有出版、营销和互联网子板块，而游戏、院线和影视子板块营收增速低于 2017 年。2018 年 Q3 归母净利润同比增加的子板块有游戏、院线和影视，而出版、营

销和互联网均出现了不同程度的下滑

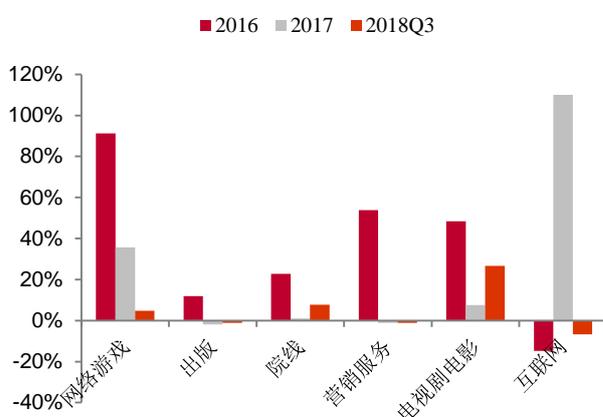
- 传媒板块性机会缺乏，公司内生及业绩增长成为股价上涨主要动力。个股方面，剔除当年上市新股后，2017 和 2018 年涨跌幅排名前 15 位和后 15 位如图 7 所示。连续两年获得上榜涨幅前 15 并获得正收益的仅有芒果超媒和视觉中国，两家公司 2017 年和 2018 年 Q3 归母净利润同比增速分别为 9.05%、37.36%和 35.48%、35.31%。其余 2018 年涨幅靠前的平治信息、金陵体育、元隆雅图、宋城演艺在 2018 年 Q3 归母净利润同比增速分别为 194.02%、32.37%、31.14%、25.01%，而 2018 年跌幅靠前的公司主要是自身经营业绩出现了较为明显的下滑。

图表 5: 2016-2018Q3 传媒子板块营收增速对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2016-2018Q3 传媒子板块归母净利润增速对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2017、2018 年传媒板块个股涨跌幅排行

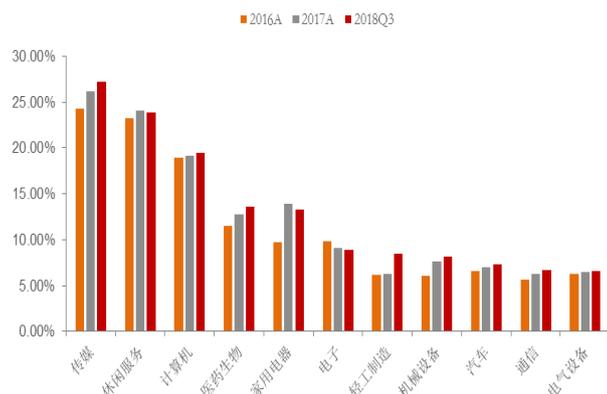
2018 年				2017 年			
涨幅 TOP15		跌幅 TOP15		涨幅 TOP15		跌幅 TOP15	
股票简称	涨跌幅 (%)						
平治信息	41.32	金亚科技	-84.75	分众传媒	42.39	中潜股份	-65.67
金陵体育	31.93	乐视网	-83.76	恺英网络	33.12	丝路视觉	-65.16
芒果超媒	24.13	文投控股	-79.72	芒果超媒	30.15	金亚科技	-64.39
视觉中国	19.77	印纪传媒	-78.33	三七互娱	25.80	冰川网络	-57.28
元隆雅图	17.96	恺英网络	-74.73	完美世界	12.68	中体产业	-56.33
宋城演艺	15.08	ST中南	-74.10	光线传媒	7.57	盛讯达	-53.84
凤凰传媒	0.42	华闻传媒	-70.29	迅游科技	7.26	皇氏集团	-53.53
世纪华通	-2.47	美盛文化	-69.74	视觉中国	2.31	天龙集团	-52.71
长江传媒	-4.77	天神娱乐	-69.29	文投控股	1.90	大晟文化	-52.14
中国电影	-5.01	聚力文化	-65.38	中昌数据	1.77	幸福蓝海	-50.39
中南传媒	-5.54	唐德影视	-65.31	美盛文化	-2.60	省广集团	-49.57
浙富控股	-5.75	龙韵股份	-65.13	万达电影	-3.42	凯撒文化	-49.13
中昌数据	-6.43	当代东方	-64.36	华策影视	-4.24	华录百纳	-48.80
新经典	-7.61	慈文传媒	-64.27	昆仑万维	-4.36	天舟文化	-48.65
大晟文化	-8.75	威创股份	-63.33	当代东方	-5.05	华媒控股	-48.59

来源: Wind, 中泰证券研究所

传媒商誉领跑全市场，游戏、影视、营销较为突出

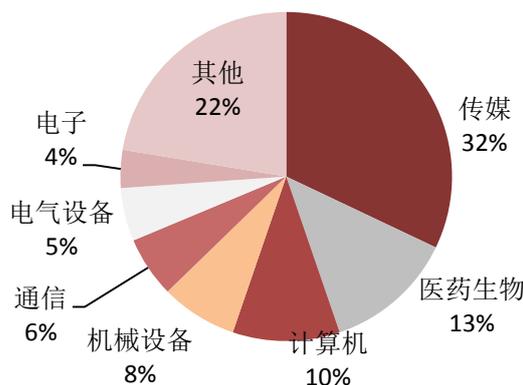
- 无论从绝对数量角度还是相对比率角度来看，传媒商誉都领跑全行业。
  - 从绝对数量角度看，中泰传媒板块 2018 年 Q3 商誉规模占 A 股总商誉比重超过 12.5%，紧随其后的医药、计算机、机械等行业占比均小于 10%。
  - 从商誉净资产比角度看，传媒板块超过 25%，领跑全行业。
- A 股市场上，“商誉/净资产”大于 50% 的个股共有 134 家，按照申万行业指数划分，传媒共有 43 家，占比达 32.09%，远超其他行业。

图表 8：申万行业板块商誉净资产比



来源：wind，中泰证券研究所

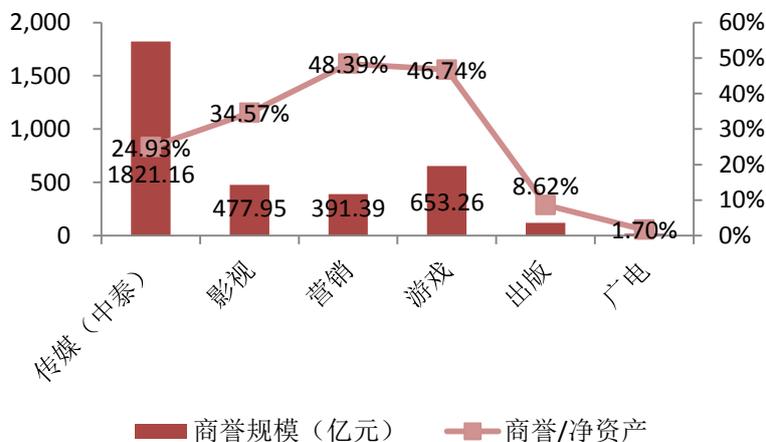
图表 9：商誉净资产比大于 50% 个股的行业分布



来源：wind，中泰证券研究所

- 传媒细分板块中，游戏、影视、营销的商誉较为突出。
  - 从商誉规模上看，游戏是主要细分板块中商誉规模最大的。截至 2018 年 Q3 超过 650 亿元，广电板块仅 20 亿元。
  - 从商誉净资产比的角度看，剔除分众影响的营销板块比值最高。截至 2018 年 Q3，剔除分众的营销板块比值为 48.39%，游戏板块以 46.74% 紧随其后。出版与广电比值较低，潜在的商誉减值风险较小。

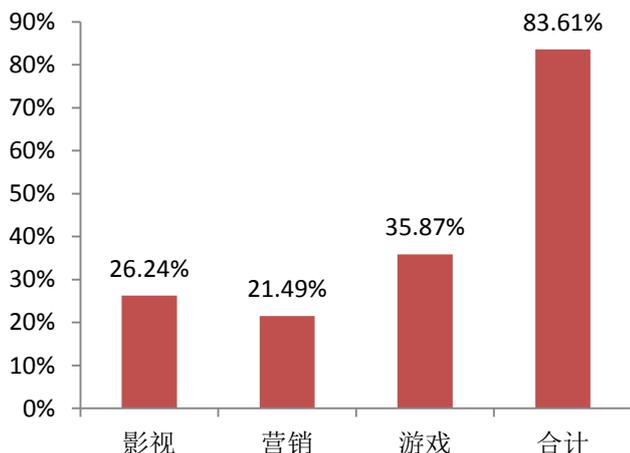
图表 10：截至 2018 年 Q3 传媒主要细分板块商誉情况



来源：中泰证券研究所 (注：营销板块商誉净资产比计算剔除了分众传媒)

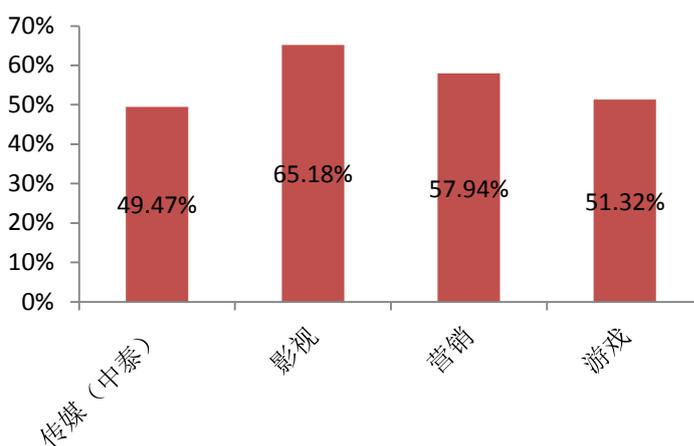
- **传媒板块商誉相对集中。**(1)从板块角度看,游戏、影视、营销三个细分板块合计贡献了传媒行业 83.61%的商誉;(2)从个股角度看,商誉规模前 20%的标的贡献了整体 66.4%的商誉,这一比例高于其他传媒细分板块。

图表 11: 截至 2018 年 Q3 细分板块商誉贡献占比



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 截至 2018 年 Q3 各板块商誉规模前 20% 标的贡献占比



来源: wind, 中泰证券研究所

- **较大的商誉规模,使得传媒板块未来存在商誉减值风险。**传媒板块中,商誉/净资产大于 20%的个股数量占比达 47.17%,大于 50%的个股数量占比达 23.27%。我们认为 **2018-2019 或成为商誉减值高发期**。主要由于以下几个因素:
  - 通过对过去 4 年商誉减值情况的梳理观察到的“**商誉减值经常发生在被收购资产对赌到期当年及对赌结束后第一年**”这一现象。
  - **2017 年商誉减值规模已呈现加速上升态势**。被并购资产业绩承诺期限通常在 3-5 年,其中 3 年占据绝大部分,承诺时间可能由于并购的进程而顺延。而 **2013-2014 年开启的并购潮业绩承诺集中到期的时间在 2016-2017 年**。
  - **2018 年将成为业绩承诺到期的高峰时点**。将有超过 50 家被并购标的业绩承诺到期。
  - 证监会发布了《会计监管风险提示第 8 号—商誉减值》,对商誉减值的会计监管风险进行提示, **2018 年度及以后的商誉减值测试将更加严格**。

图表 13: 三个角度对比商誉潜在问题相对突出的传媒股 (规模单位: 亿元)

商誉规模前15个股		商誉/净资产前15个股		商誉/市值前15个股	
万达电影	96.60	凯瑞德	389.22%	*ST富控	126.87%
世纪华通	74.64	*ST富控	165.43%	天神娱乐	115.49%
天神娱乐	65.35	长城动漫	144.23%	联建光电	107.54%
数知科技	63.73	众应互联	142.63%	当代明诚	76.60%
捷成股份	55.47	长城影视	130.49%	天舟文化	76.31%
掌趣科技	53.92	引力传媒	104.59%	ST中南	74.96%
蓝色光标	47.14	当代明诚	92.63%	聚力文化	70.68%
科达股份	40.06	华谊嘉信	90.29%	联创互联	67.81%
浙数文化	39.40	万达电影	76.23%	众应互联	63.57%
联建光电	38.43	联建光电	75.46%	科达股份	60.32%
艾格拉斯	38.17	紫天科技	74.84%	佳云科技	57.70%
当代明诚	37.69	蓝色光标	72.24%	数知科技	55.55%
利欧股份	37.40	联创互联	71.76%	华闻传媒	53.87%
文投控股	37.29	迅游科技	71.34%	骅威文化	51.84%
华闻传媒	37.01	天神娱乐	67.41%	艾格拉斯	51.60%

来源: wind, 中泰证券研究所

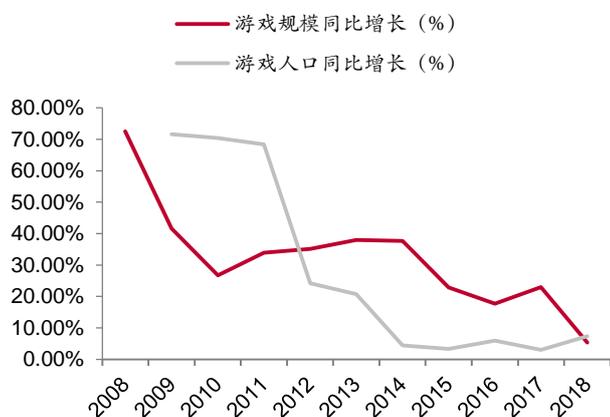
## 一、2019 年重点关注板块: 游戏、出版、院线

### 游戏: 最悲观的时点已过, 看好精品游戏研发商

#### 2018 年监管加码, 行业增速大幅放缓, ARPU 值负增长

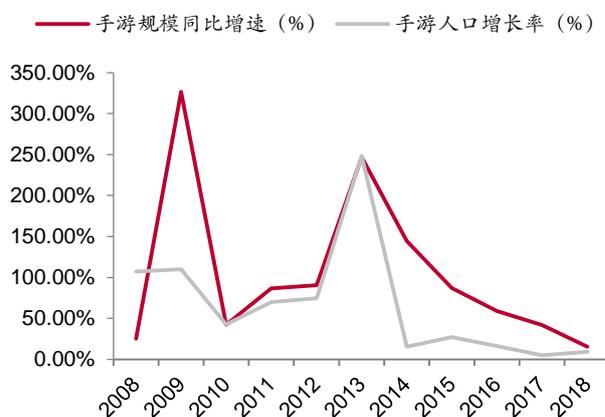
- 2018 年游戏行业总规模达到 2144 亿, 同比增长 5.32%, 10 年来增速首次低于 10%, 用户量受益于移动游戏用户的持续增长, 达到 6.26 亿, 同比增长 7.38%, 为近 5 年来最高增速。
- 游戏行业用户增速略有回暖而行业规模增速却大幅减缓, 这说明新增用户与存量用户在游戏内的平均消费水平同比有所下降, 2018 年行业整体 ARPU 为 342.56 元/人, 同比下滑 1.92%, 这是 10 年页游、13 年手游相继兴起后首次出现 ARPU 值负增长。

图表 14: 游戏行业规模及用户同比增速 (%)

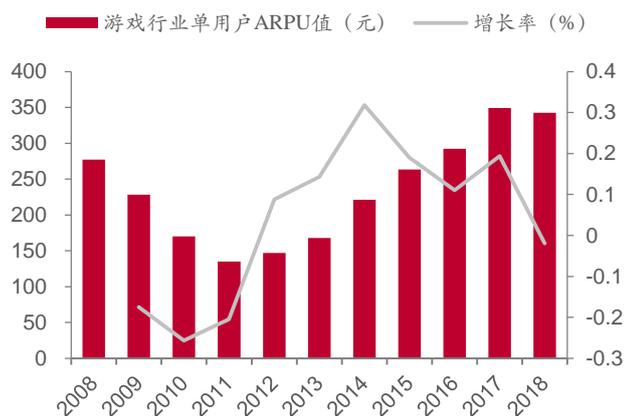


来源: 伽马数据, 中泰证券研究所

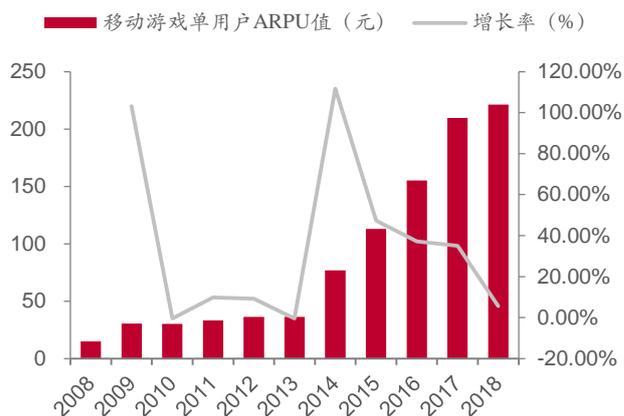
图表 15: 移动游戏行业规模及用户同比增速 (%)



来源: 伽马数据, 中泰证券研究所

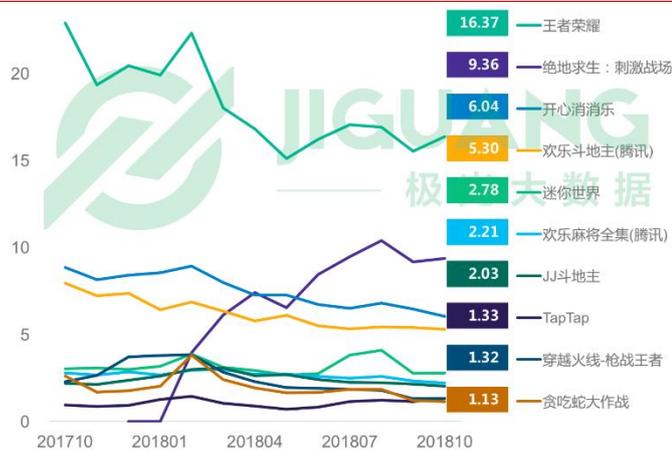
**图表 16: 全国游戏用户 ARPU 值及增速**


来源: 伽马数据, 中泰证券研究所

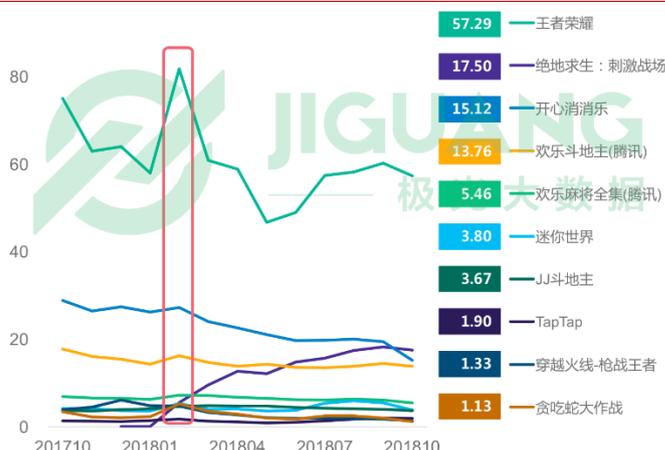
**图表 17: 移动游戏用户 ARPU 值及增速**


来源: 伽马数据, 中泰证券研究所

- 用户增长主要来自于移动端, 移动游戏 2018 年总用户为 6.05 亿, 同比增长 9.21%, 较 2017 年净增用户数超过 5000 万, 我们认为增长主要来源于“吃鸡”游戏的带动, 根据极光数据统计, 腾讯旗下《绝地求生 刺激战场》10 月 MAU 接近 1 亿, DAU 为 1750 万, 活跃用户量仅次于《王者荣耀》, 是 2018 年最为火爆的手游, 吸引了大量新用户。但由于始终未获取版号, 无法开展付费, 导致大量用户集聚游戏内, 却无法实现有效变现, 造成用户资源的严重浪费, 我们认为这是为什么行业用户增速回暖, 但 ARPU 值却为负增长的主要原因。

**图表 18: 10 月渗透率 TOP10 手游 MAU (千万)**


来源: 极光大数据, 中泰证券研究所

**图表 19: 10 月渗透率 TOP10 手游月均 DAU (百万)**


来源: 极光大数据, 中泰证券研究所

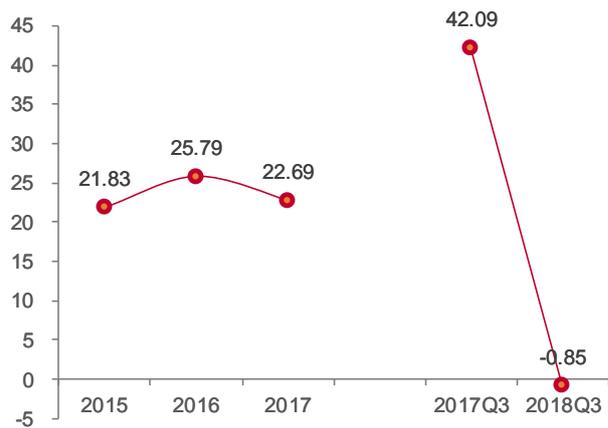
- A 股上市公司营收、利润增速下滑明显。2018 年截至三季度, 根据我们统计 Wind 网络游戏板块营收和净利润情况, 营收端 2018Q3 同比增长 7.7%, 较去年同期下滑近 30 个百分点, 净利润端同比负增长, 为-0.85%, 较去年同期 42.09% 的增速下滑超过 41 个百分点。

图表 20: A 股游戏公司营收同比增速情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: A 股游戏公司净利润同比增速情况 (%)

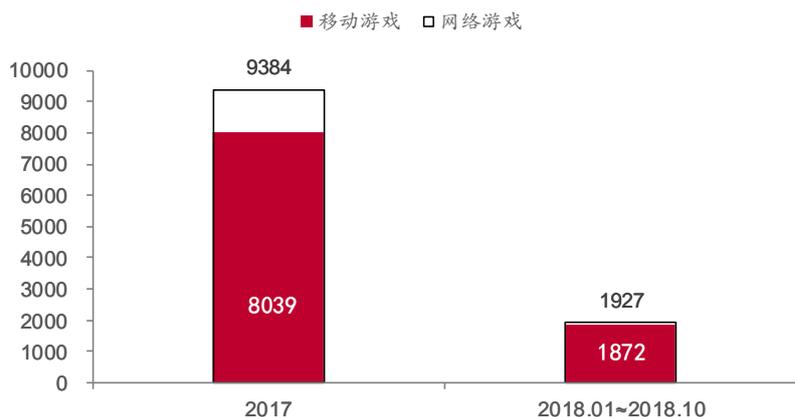


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 强监管+创新不足是抑制行业增长主因

- 1) 强监管限制游戏供给, 进而影响需求:** 自 2018 年 3 月底开始, 版署暂停对新游戏审批和版号发放, 8 月教育部等 8 部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》, 提出游戏总量控制, 9 月手游防沉迷系统正式上线, 政策旨在限制供给的同时进一步抑制未成年人游戏需求。
- 2) 这对于游戏公司产品研发、推广、商业化造成了明显的影响和冲击, 导致大量中小游戏公司由于产品无法按时上线回笼资金而被淘汰, 体量较大的游戏企业出于对政策不确定性的考虑, 大幅缩减推广与拉新开支、延长存量游戏运营周期、放缓新品推出节奏。**

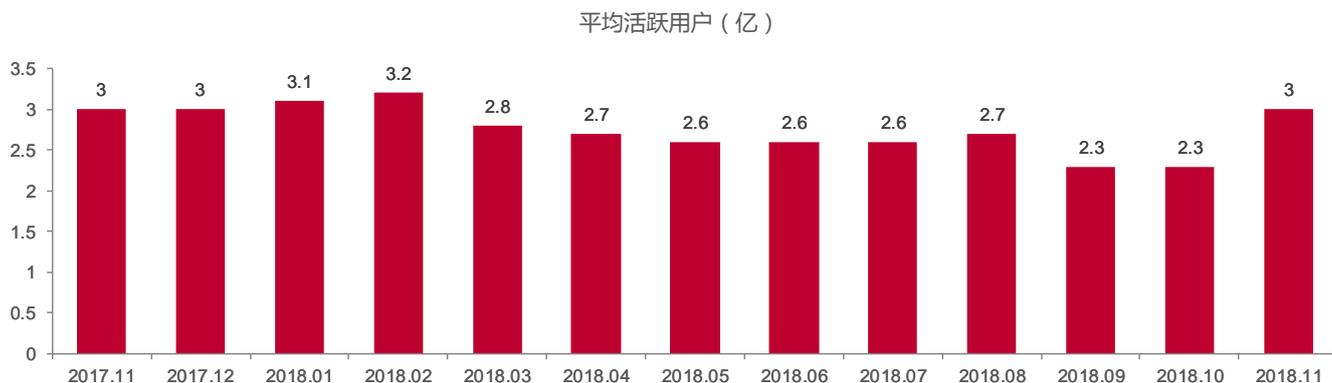
图表 22: 2017~2018 国产网络游戏审批通过数量对比 (款)



来源: 极光大数据, 中泰证券研究所

- 2) 玩家品味提升, 行业创新不足, 新产品表现不佳:** 行业用户增长接近天花板, 同时经过多年培育, 玩家对于游戏品质的要求不断提升, 短视频、长视频又不断挤压用户时间, 根据 MobData 统计 18 年每月活跃用户数情况来看, 活跃用户增长明显放缓, 因此缺乏玩法创新的新品很难有所表现, 用户获取和留存越发困难。

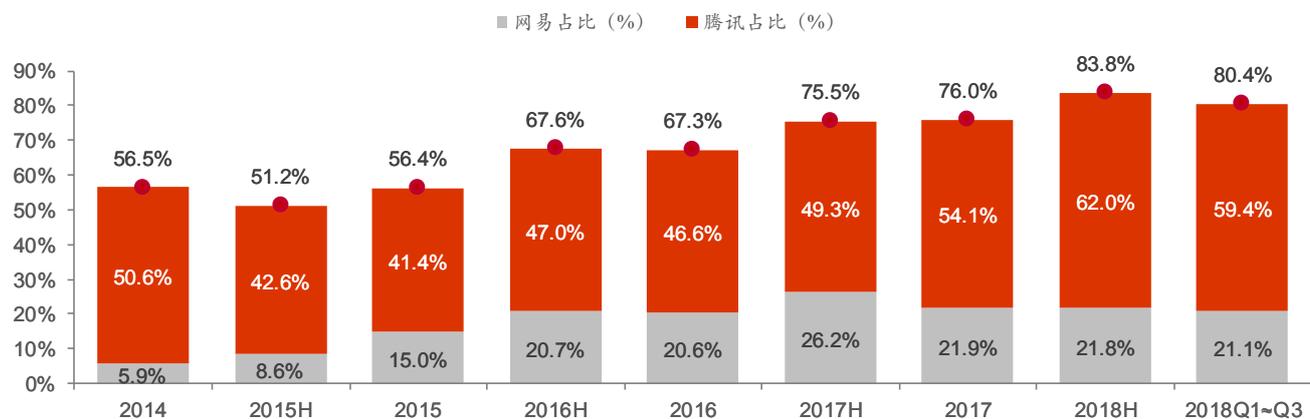
图表 23: 2018 年中国游戏活跃用户数统计 (亿)



来源: MobData, 中泰证券研究所

- 腾讯+网易作为行业龙头, 版号储备较为充足, 游戏品类丰富, 因此冲击相对于二线游戏公司小一些, 2018Q2 合计移动游戏收入市占率一度达到了 83.8%, 较 2017 年底增加了 7.8 个百分点。

图表 24: 腾讯+网易移动游戏收入占移动游戏行业总规模的比例情况



来源: 公司公告, 伽马数据, 中泰证券研究所

图表 25: 腾讯、网易 2017~2018 年 iOS 上线手游情况统计

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
腾讯-2018	全民岛主 麻将来了 奇迹:觉醒	绝地求生 全 军出击 绝地求生: 刺激战场	QQ华夏 真龙霸业	蜡人:发现 自己 轻松跑得快	传奇世界3D FIFA足球世界 拳皇命运 我的王朝	云裳羽衣 QQ炫舞手游 魔力宝贝	我叫MT4 妖神记 自由幻想	万王之王3D 疯狂动物城 电击文库:零境 文镜 圣斗士星矢	阴阳师 初音未来:梦幻歌姬 斗破苍穹:斗帝之路 足球在线4移动版 欧歌歌(OVO) 全民冠军足球 文明大爆炸	红警OL 轩辕剑online 全民主公2	欢乐捕鱼大战 逍遥诀 魂武者 火影忍者OL-忍者 新时代 仙剑奇侠传四	凤巢魔域 银河掠夺者 传说:岁月传说	40
腾讯-2017	传奇世界 街头篮球	龙之谷 欢乐飞行棋 猜鱼达人	仙剑奇侠传 Online 魔力契约	弹弹堂 狂热战车	英雄战歌 天龙八部手游 无尽的守护 狼人杀-饭局狼 人杀 魂斗罗:归来	十万个大魔王 魔法门之英雄 无敌 疯狂点击	寻仙 欢乐球吃球 轩辕传奇	线条大作战 消除者联盟 乱世王者 影子里的我 卡片怪兽	三国群英传:霸王之 业	最强NBA	光荣使命 腾讯广东麻将	QQ飞车 末剑 传奇霸业 贪吃小怪物	33
网易-2018	逆客求生 猪场恩怨乐 楚留香 猜魂觉醒 边境之旅	超物理基斗	第五人格 叛逆性百万亚瑟 王 舰无虚发:暗星 孤岛先锋	王牌猜手 影之诗	三国志	实况足球	潮人篮球	流星蝴蝶剑	悠梦2 神都夜行录	明日之后 战魂世界闪击 战		权利与纷争	21
网易-2017			坦克连-军事对 战 无尽战区·觉醒	三少爷的剑 秘宝猎人	新倩女幽魂 口袋版		飞刀又见飞刀 永恒边境	荆棘王座 小汪汪	玩具大乱斗 秘境对决 格罗亚传奇 悠梦(YuME) 重聚突击 天启联盟 破晓唤龙者 我的世界	狼人杀	暴走小飞机 汉王纷争 网易棋牌 三国如龙传 奇幻狼人杀 无尽神域 初音速 终结者2:审判日 荒野行动	决战!平安京 泡泡狐 九州·海上牧云 记 奇幻狼人杀 无尽神域 初音速 坦克世界闪击战	31

来源: App annie, 中泰证券研究所

### 版号审批放开, 行业触底回升, 利好精品游戏研发商

- **版号审批重启, 行业最大不确定性因素有望消除, 但总量控制背景下, 我们预计游戏审核标准将更加严苛, 通过审核的游戏数量将明显下降, 监管引导提升行业准入门槛, 利好精品游戏研发商。**
- 根据极光数据统计, 2017 年获得版号的游戏数量为 9384 款, 平均单季度审核量在 2000~2500 款左右, 2018 年实际审核开放的时间为 1~3 月, 审核通过数量为 1927 款, 因此国家版权局实际审核游戏的能力在单季度 2000 款左右。
- 考虑到 2018 年开始对棋牌类游戏的严格限制, 我们统计了 2018 年截至到 7 月 25 日 (25 日后暂停发放备案批文) 的文化部游戏备案情况, 共计获得备案批文 3879 款游戏, 其中非棋牌类游戏为 2750 款左右, 占比为 70%, 以此推算目前在排队中的非棋牌游戏数量在 4200 款左右。我们认为若按照以往审核进度, 存量游戏将在 2~3 个季度审核完毕, 但如果考虑控量+道德评审等因素, 预计审核进度将明显放缓, 通过审核的游戏产品数量也将明显下降。
- 行业供给端收紧, 对于此前以换皮、堆量为核心打法的游戏公司来说, 将是不小的冲击, 纯依靠发行为主研发实力较弱的公司也将面临较大考验, 而对于旨在研发精品游戏的公司来说则是一次不错的机会。
- 一方面: 游戏供给的减少更有利于精品游戏的脱颖而出, 发行公司受制于广告投放成本, 也势必将更加看重游戏的品质, 高品质的游戏议价能力将有所提升。
- 另一方面: 短视频崛起, 头条系流量大幅增加, 行业竞争格局变化, CP 方发行游戏平台选择增多, 包括 1) 与腾讯合作; 2) 自主运营, 在自有平台或 TapTap 等第三方平台推广; 3) 在百度、头条系等投放广告, 同时头条也在探索游戏联运模式, 结合大数据分析实现精准推送。

图表 26: 移动互联网巨头各 APP 总使用时长占比

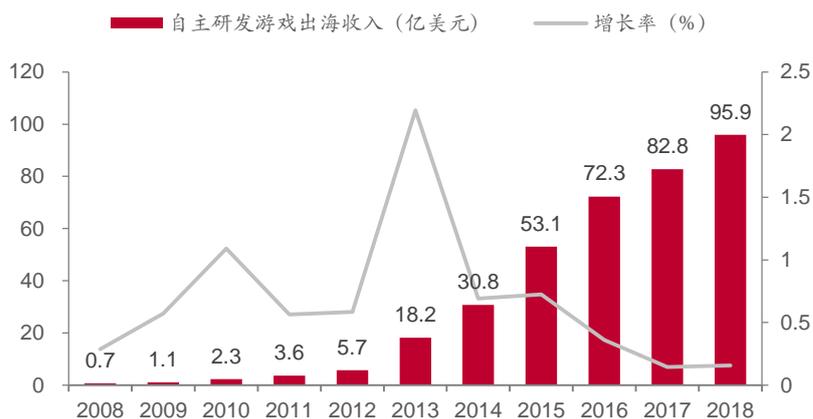


来源: Questmobile, 中泰证券研究所

### 出海成绩不菲, 有望成为增长新动力

- 根据伽马数据统计, 2018 年国内自主研发游戏出海收入为 95.9 亿美元, 同比增长 15.8%, 腾讯、网易等大厂也纷纷加入出海大军, 腾讯旗下国际版绝地求生手游《PUBG Mobile》玩家数已达 2 亿, 网易旗下《荒野行动》出海日本大受欢迎, 上线后始终排名在日本 iOS 畅销榜前 10。
- 根据 App Annie 统计, 2018 年上半年国内游戏公司出海产品在美国、印度、印尼、巴西等地下载量同比增长均超过 50%, 在美国、日本、韩国等游戏大国的收入增长均超过 30%。国内游戏大局出海获得不俗成绩, 有望成为未来游戏公司收入增长的新动力。

图表 27: 国内自主研发游戏出海收入及增速



来源: 伽马数据, 中泰证券研究所

图表 28: 国内游戏出海海外用户下载量排名及增速

排名	国家/地区	相对于 2017 年上半年	2017 年上半年与 2016 年上半年对比
1	美国	+54%	-11%
2	印度	+89%	+101%
3	印尼	+77%	+13%
4	巴西	+47%	-8%
5	越南	+52%	+22%
6	泰国	+24%	+1%
7	俄罗斯	+13%	+2%
8	墨西哥	+28%	-18%
9	土耳其	+23%	+2%
10	菲律宾	+37%	+2%

来源: App Annie, 中泰证券研究所

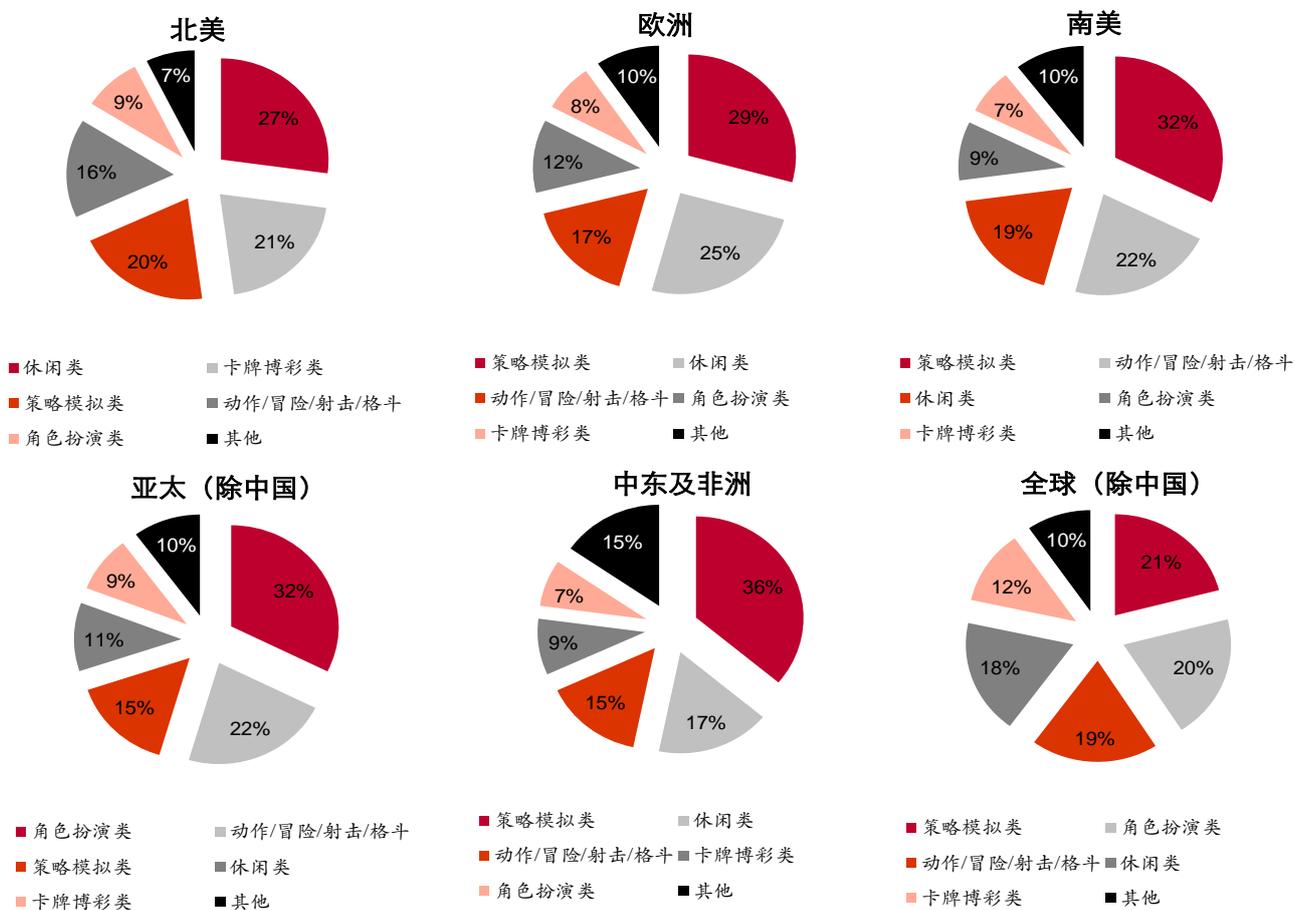
图表 29: 国内游戏出海海外用户消费支出排名及增速

排名	国家/地区	相对于 2017 年上半年	2017 年上半年与 2016 年上半年对比
1	美国	+52%	+38%
2	日本	+34%	+98%
3	韩国	+153%	-10%
4	中国台湾	+2%	+16%
5	德国	+41%	+31%
6	中国香港	+11%	+27%
7	英国	+50%	+42%
8	俄罗斯	+13%	+54%
9	沙特阿拉伯	+20%	+58%
10	法国	+52%	+42%

来源: App Annie, 中泰证券研究所

- 全球游戏市场中, 欧美、中东市场偏好策略类、休闲类游戏, 亚太(除中国)偏好角色扮演和动作/射击类游戏。各国游戏玩家喜好差异较大, 出海公司最主要的需做好游戏的本地化, 对玩法、文化背景、美术表现等多个方面都有较高要求, 拥有较为丰富海外发行经验的公司优势明显。

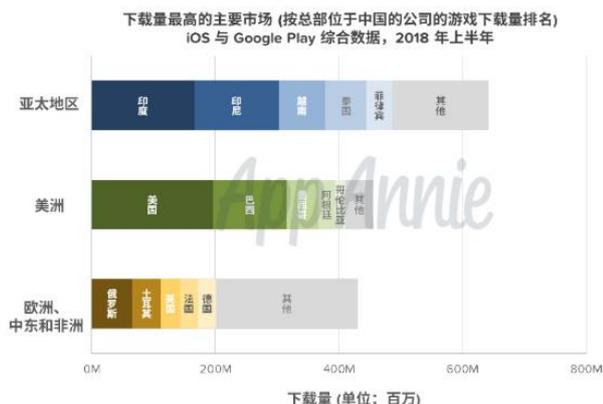
图表 30: 全球移动游戏市场各品类游戏占比 (%)



来源: 深诺智库, 中泰证券研究所

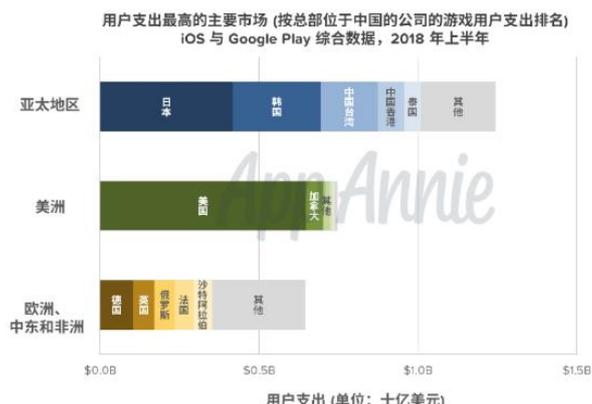
- 国内出海游戏仍以亚太为主，欧美逐步突破。由于玩法、文化更为接近，目前国内游戏出海在亚太地区较为成功，特别是在日本（2018 上半年，国内游戏在日本 iOS 和 Google Play 商店的下载量增长 35%，超过 3000 万次，收入增长 34%，超过 4 亿美元）、韩国这些成熟市场，依靠优秀的游戏品质市场规模不断扩大。欧美及中东地区受制于文化、玩法的差异目前仍在逐步突破，还有很大的提升空间。

图表 31：国内出海游戏各地区下载量排名



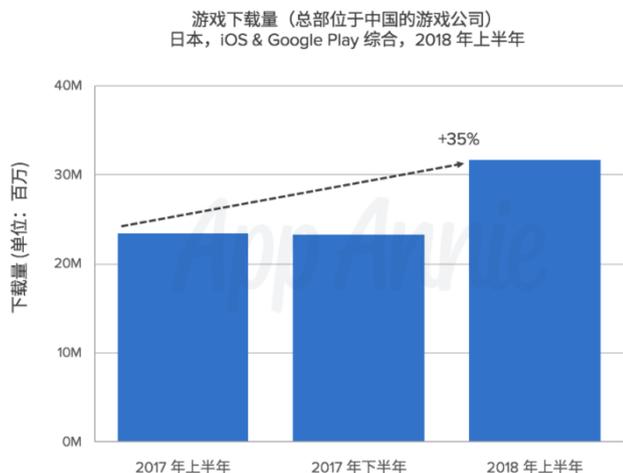
来源: AppAnnie, 中泰证券研究所

图表 32：国内出海游戏各地区用户支出排名



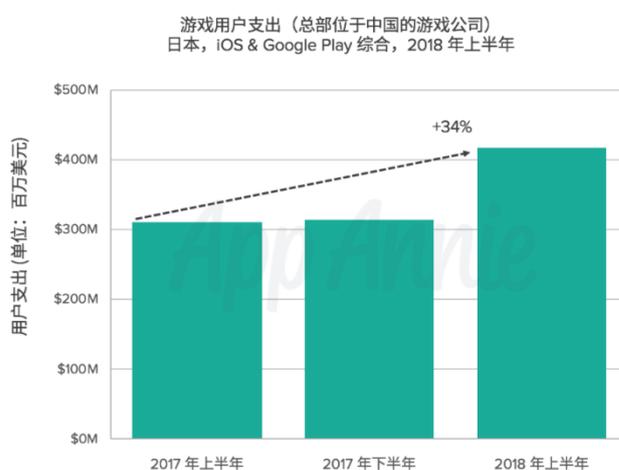
来源: AppAnnie, 中泰证券研究所

图表 33：国内游戏在日本综合下载量情况



来源: AppAnnie, 中泰证券研究所

图表 34：国内游戏在日本用户支出情况



来源: AppAnnie, 中泰证券研究所

- 我们看好出海老牌厂商和“腾网”。包括智明星通、FunPlus、IGG、易幻网络是国内较为老牌的出海厂商，智明星通、FunPlus、IGG 均以 SLG 游戏为主，易幻网络在东南亚、韩日发行经验丰富。“腾网”也在 2018 年大举进军海外，网易的《荒野行动》，腾讯的《绝地求生：刺激战场》等在海外均有不俗表现。

图表 35: 2018 年中国 APP 发行商出海收入排名

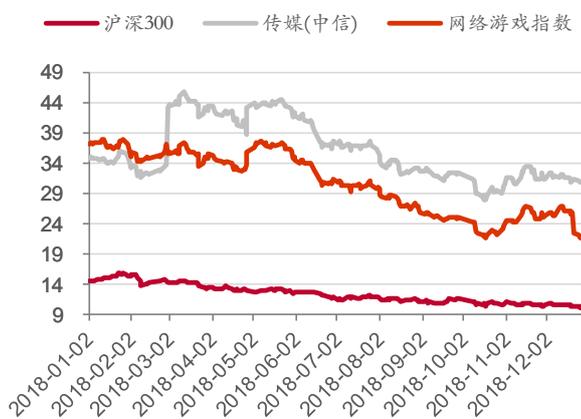
4 月	5 月	6 月	8 月	9 月	10 月	11 月
FunPlus	FunPlus	FunPlus	网易	FunPlus	FunPlus	网易
IGG	IGG	IGG	FunPlus	网易	IGG	FunPlus
网易	网易	网易	IGG	IGG	网易	IGG
智明星通	智明星通	智明星通	智明星通	智明星通	智明星通	友塔网络
龙腾简合	易幻网络	易幻网络	腾讯	Game168	友塔网络	腾讯
易幻网络	龙腾简合	腾讯	龙创悦动	腾讯	腾讯	智明星通
游族	腾讯	卓杭网络	Game168	龙创悦动	龙创悦动	龙创悦动
Tap4Fun	昆仑	龙创悦动	龙腾简合	创酷互动	莉莉丝	莉莉丝
龙创悦动	乐元素	昆仑	创酷互动	龙腾简合	创酷互动	创酷互动
腾讯	龙创悦动	Tap4Fun	散爆网络	游族	游族	卓杭网络

来源: AppAnnie, 中泰证券研究所

重点公司: 完美世界、吉比特

- 年初至今, 网络游戏板块估值下调明显, 龙头公司的 PE (TTM) 在 15x~20x 之间, 整体估值已经进入合理区间。

图表 36: 沪深 300、传媒、网络游戏 PE-TTM 对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 37: 重点游戏公司 PE-TTM 对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 从推荐标的角度, 我们建议关注两类公司: 1) 行业龙头, 研发实力雄厚, 产品品类丰富; 2) 细分垂直领域拥有明显研发优势的企业。A 股建议关注:
  - 完美世界:** 公司业务布局涵盖游戏及影视, 影视业务稳定发展, 游戏研发能力突出, 品类涉及端游、手游、主机游戏, 国内独家代理 Steam 中国, 电竞方面拥有 Dota2 和 CS:GO 的国内运营权, 手游与腾讯开启《完美世界》、《云梦四时歌》、《我的起源》游戏合作, 游戏业绩增长值得期待, 同时当前竞争格局之下, 我们看好具有研发优势和 IP 储备的公司。公司 2019-2020 年 PE 为 16x、13x, 估值合理, 建议积极关注。
  - 吉比特:** 《问道》手游维持高流水, Roguelike 品类占据市场领先地位, 二次元、沙盒布局完善, 核心游戏贡献稳定业绩, 细分品类提供业绩弹

性，是一家内容梯队分布合理的精品游戏研发公司。公司无商誉问题、无质押风险，现金流充沛，业务结构较为清晰。公司 2019-2020 年 PE 为 14x、12x，估值吸引力较大。

## 出版：行业持续景气，现金流充沛，风险较小

### 图书市场持续增长，量价齐升，少儿类图书是核心驱动

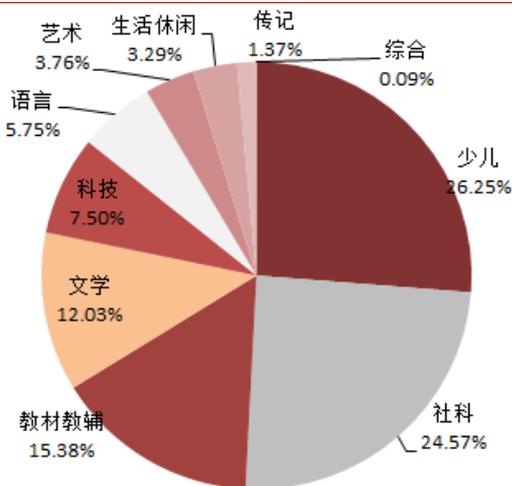
- **图书市场保持两位数增长，2018 年图书零售市场码洋有望达 900 亿元。**图书零售市场规模已连续十多年保持稳步增长，2018 年上半年增速 11.37%，相比于 2017 年的 14.55% 有所回落，但依旧保持两位数增长，我们预测 2018 全年码洋有望达 900 亿元。
- **少儿图书依旧是市场增长核心驱动力。**2018 年上半年，少儿类图书零售规模达 55 亿，同比增长 14.47%，增幅低于去年同期的 21.18%，但依然贡献了图书零售 32.5% 的增长，同时码洋比重提升至 26.25%。
- **主题出版表现抢眼。**2018 年上半年，政策性读物销售同比增长 197.78%，政治类图书同比增长 146.28%，法律法规类图书同比增长 94.44%，传记类图书同比增长 17.18%。

图表 38：图书零售市场码洋增速



来源：开卷信息，中泰证券研究所

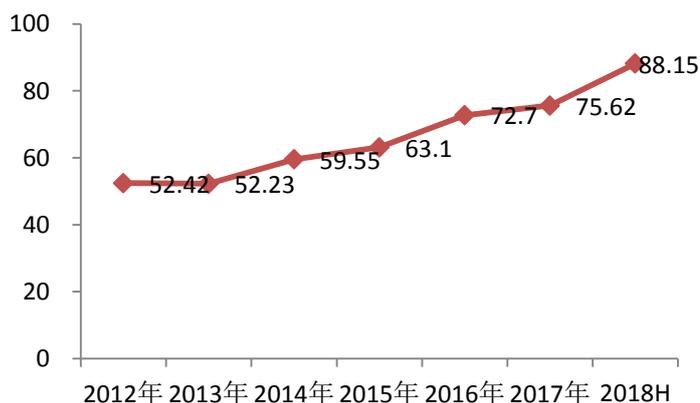
图表 39：2018H 各品类图书码洋占比



来源：开卷信息，中泰证券研究所

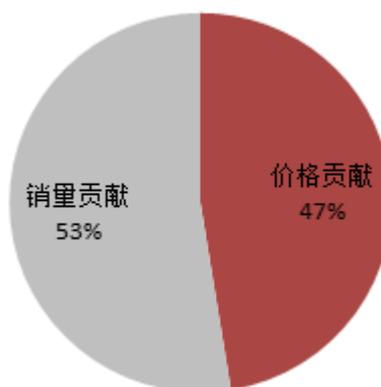
- **量价齐升，对增量贡献平分秋色。**近 5 年来，新书的平均单册码洋及定价保持上涨，图书销量也在增长，而销量增长对市场增长的贡献相对更高一些。2017 年图书市场增量中，价格贡献占比 47.45%，销售数量增长贡献占据 52.22%。**2018 年价对增量贡献有望继续提升。**2018 年上半年新书平均定价已达 88.15 元，较去年同期增长超过 15 元，折扣、纸价、人力等因素都拉动图书定价上升。

图表 40: 新书平均定价情况 (单位: 元)



来源: 开卷信息, 中泰证券研究所

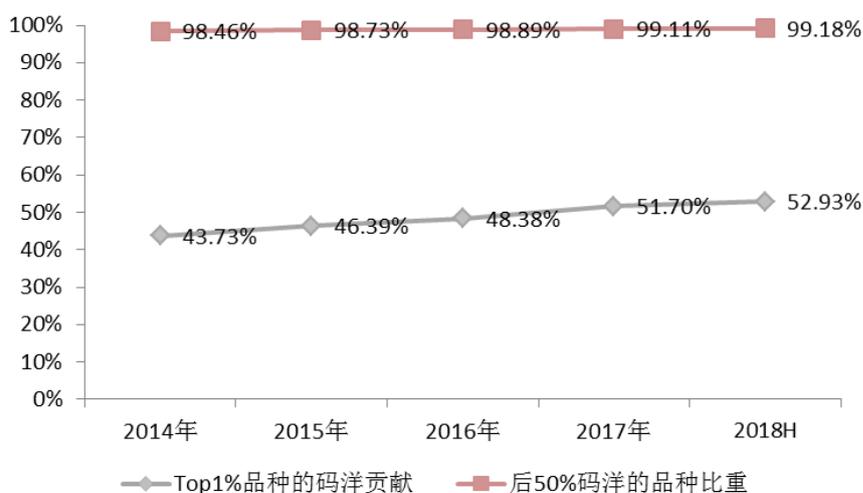
图表 41: 2017 年量价对市场增量贡献比重



来源: 开卷信息, 中泰证券研究所

- **头部效应日趋凸显。**1%的头部产品销售码洋在整体零售市场所占比重持续上升, 2018 年上半年超 52%; 与此对应的是, 后 50%码洋的产品品种所占比重不断上升。

图表 42: 前 1%与后 50%产品贡献情况



来源: 开卷信息, 中泰证券研究所

### 出版公司收入年均复合增速平稳, 业绩增速呈现较大分化

- 从整体来看, 近两年, 图书上市公司的营收及利润增速有所放缓, 在纸张人力等成本上升、“三教合一”、教辅规范化等背景下, 依然维持了正增长。我们认为行业经历一系列调整更加规范化, 同时叠加成本压力缓解、税收优惠、图书涨价预期等利好, 后续增速有望回暖。

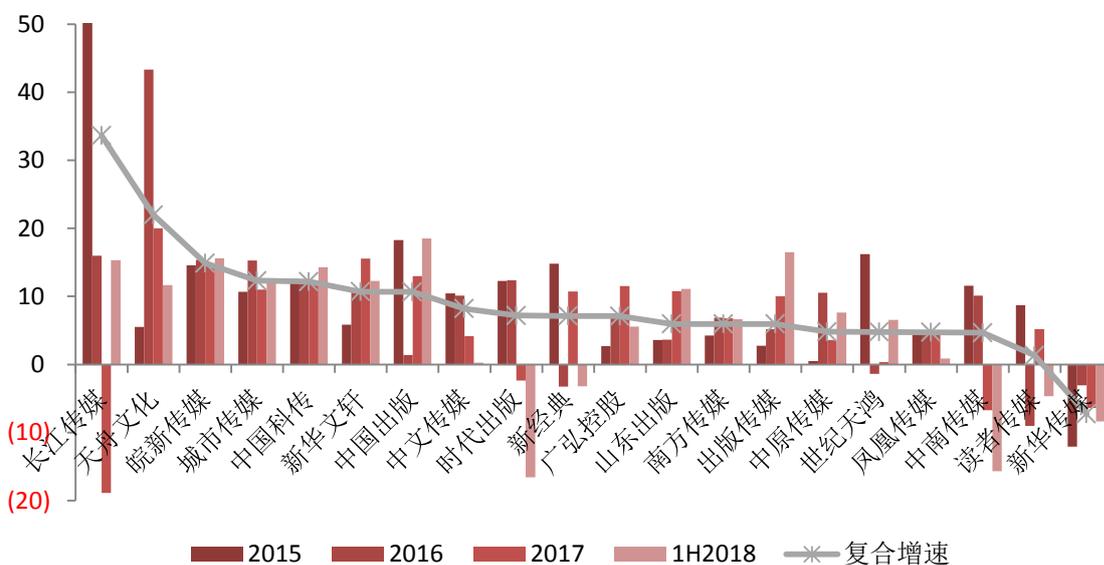
图表 43: 图书上市公司整体的营收利润增速情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- 从公司的收入增速来看, 2015 年-2017 年三年年均复合增速在 10% 以上的公司共有 7 家, 在 20% 以上的仅 2 家。80% 的图书上市公司年均复合增速在 4.5%-15% 的区间。整体来看, 图书公司虽不具备较高的成长性, 但稳定性相对较强。

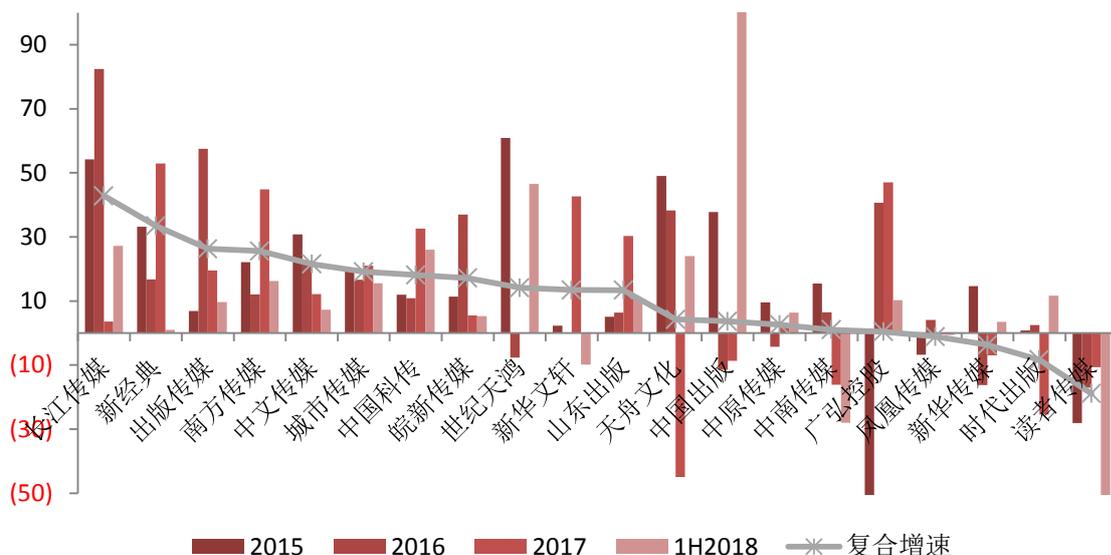
图表 44: 出版发行上市公司收入增速情况 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 从公司的业绩增速来看, 2015 年-2017 年三年年均复合增速, 有 55% 的公司在 13% 以上, 有 45% 的公司在 4% 及以下, 呈现出较大分化。我们认为这与上市公司的业务结构、细分行业景气度、受纸价影响程度等方面存在差异有关。

图表 45: 出版发行上市公司业绩增速情况 (%)

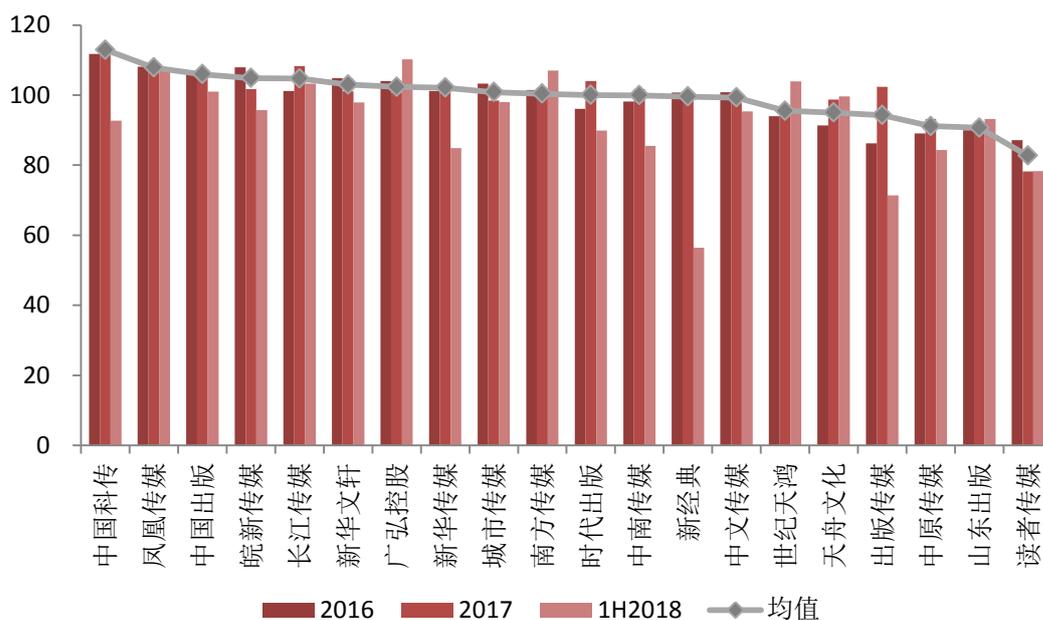


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

现金流优良, 商誉减值、债务偿还、质押、减持等风险小

- 图书出版发行公司整体现金流优良。
  - 20 家上市公司 2017 年现金收入比算术平均值为 100%，高于全部 A 股 97.7% 的均值水平及创业板 93.8% 的均值水平；
  - 个股现金收入比 2 年均值来看, 55% 的公司现金收入比超过 100%，仅有读者传媒低于 90%。

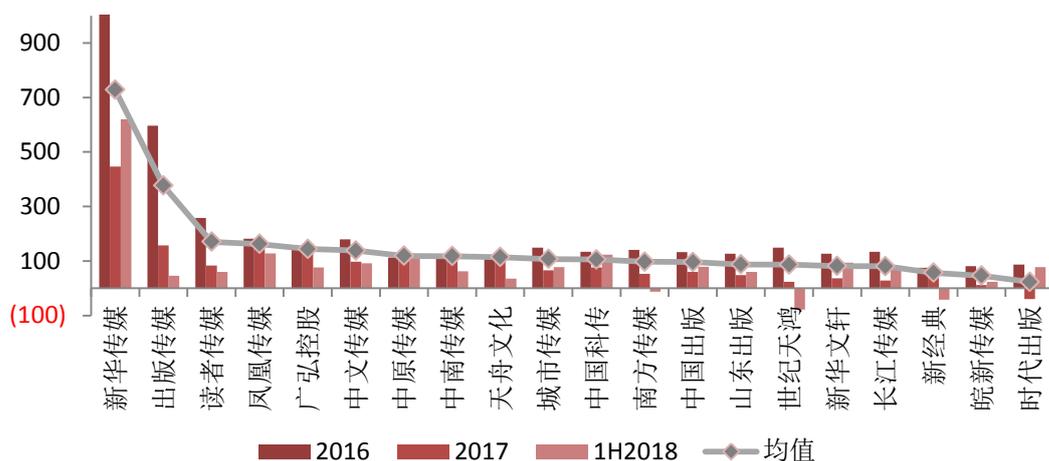
图表 46: 图书上市公司现金收入比 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 图书公司经营现金流与营业利润比均值为 92%，而同期传媒行业的均值不足 50%。
- 个股经营现金流与营业利润比的 2 年均值来看，55% 的公司 在 80%-120% 之间，像新华传媒这种出现异常高的情况，主要是由于资产减值对当期营业利润造成了较大影响，但并没有影响经营现金流。

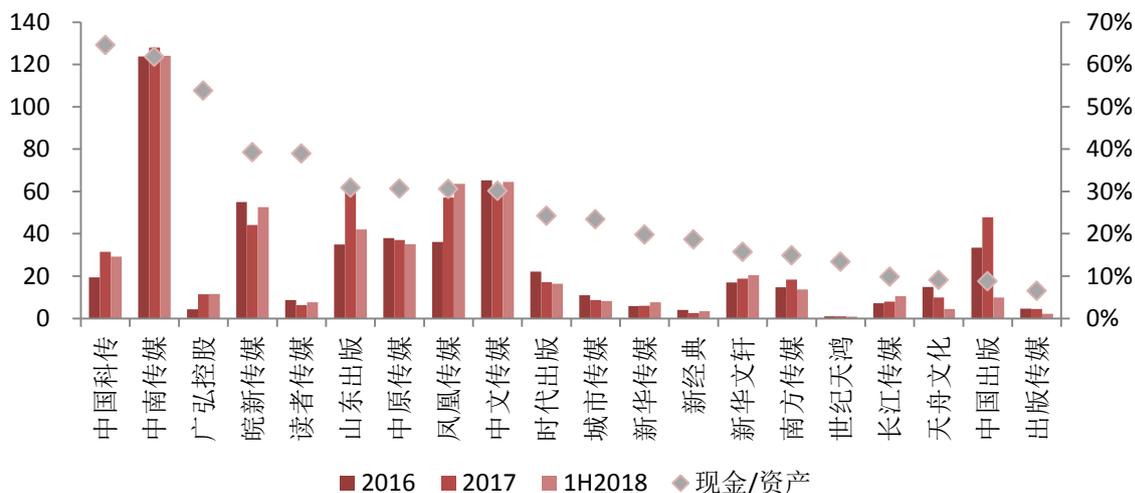
图表 47: 图书上市公司经营现金流与营业利润比



来源: wind, 中泰证券研究所

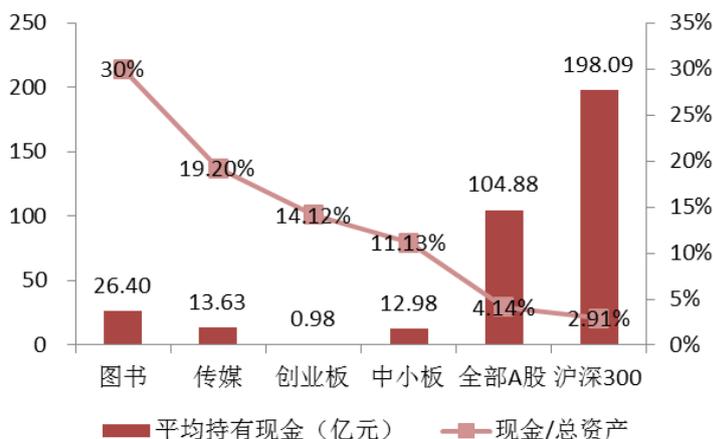
- 图书出版发行公司整体现金储备丰厚，在当前金融去杠杆、融资难、打破刚兑的背景下，拥有充沛现金的出版发行公司将在抵御风险、并购、分红等方面更具优势。
- 整体来看，20 家公司 2018 上半年平均持有货币资金 26.4 亿，远高于传媒行业加权平均值 13.63 亿；现金与总资产比高于传媒、中小创等板块。
- 个股方面，中南传媒以超过 120 亿的现金储备领跑全行业，中文、凤凰、皖新紧随其后，均超过 50 亿元。55% 的公司现金/总资产超过 20%。

图表 48: 图书上市公司货币资金情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: 图书板块与其他板块现金情况对比

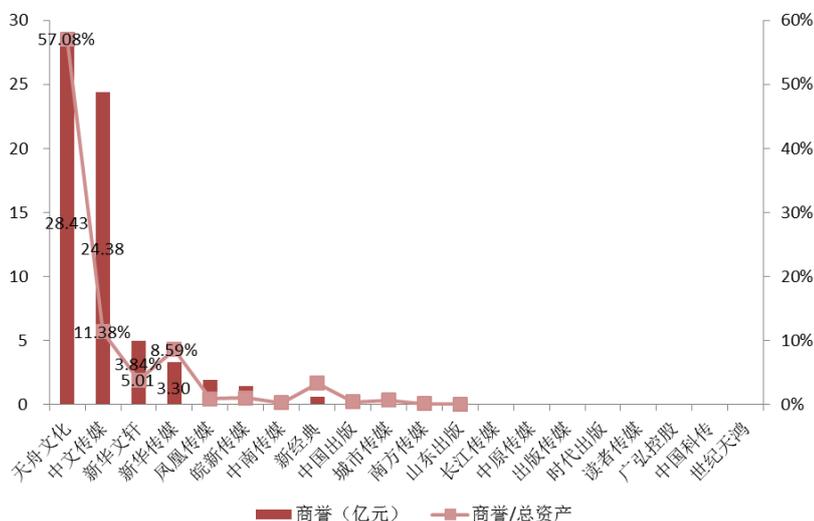


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 出版公司整体商誉风险较小。

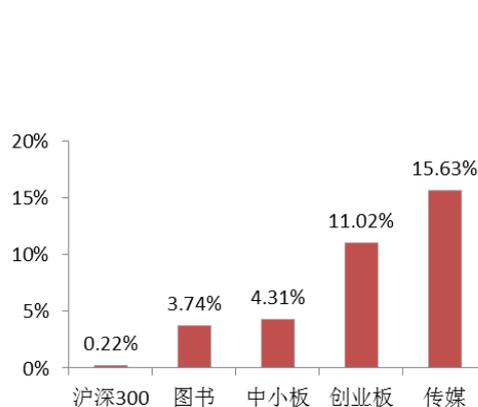
- 图书出版发行上市公司整体商誉规模小，占总资产比重低。2018年上半年，20家公司中，14家没有商誉或商誉占总资产比重小于1%。图书公司整体商誉占总资产比重为3.74%，远低于创业板与整体传媒行业的比重。整体来看，国企在并购方面相对谨慎。

图表 50: 图书上市公司商誉情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: 板块商誉/资产情况对比



来源: wind, 中泰证券研究所

- 20家出版公司中商誉规模较大且占比较高的两家公司为天舟文化与中文传媒。其中中文传媒的商誉来自于智明星通，作为国内手游出海龙头，对赌期内大幅超额完成业绩，且保持了良好的增长态势，我们认为减值风险较小；民企天舟文化收购多家游戏公司，行业增长放缓且竞争加剧，我们认为存在一定的商誉减值压力。

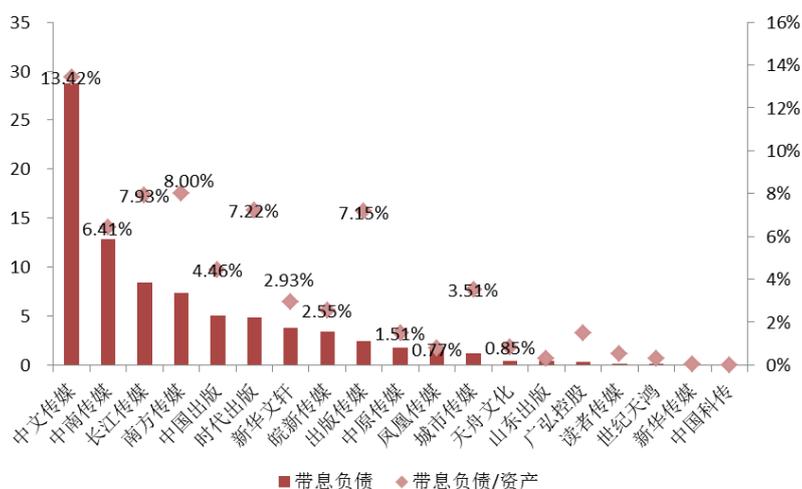
**图表 52: 商誉余额超过 1 亿元的图书公司情况**

公司	商誉余额 (亿元)	商誉/总资产	形成商誉主要事项	产生商誉
天舟文化	28.43	57.08%	游爱网络、神奇时代、人民今典、奇遇天下	29.32
中文传媒	24.38	11.38%	智明星通	24.38
新华文轩	5.01	3.84%	十五家出版公司	5.01
新华传媒	3.30	8.59%	中润解放、杨航文化	5.25
凤凰传媒	1.94	0.93%	慕和网络等 12 家公司	4.56
皖新传媒	1.46	1.09%	蓝狮子、大众书局	1.46

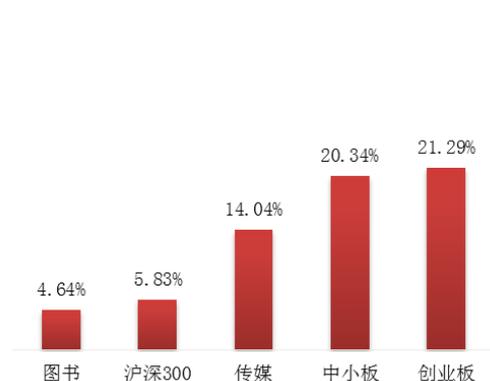
来源: 公司公告整理, 中泰证券研究所

■ **整体债务偿还风险小。**主要体现在两个方面:

- (1) **债务体量小、负债率低。**2018 上半年, 20 家上市公司整体带息负债率为 4.64%, 远低于传媒行业平均水平及各大指数;
- (2) **偿付能力强。**稳定的现金流及充足的现金储备使得图书公司拥有极强的债务偿付能力, 2018 年上半年, 20 家上市公司整体财务费用率为-0.76%, 仅 2 家公司财务费用为正。

**图表 53: 1H18 图书上市公司带息负债情况**


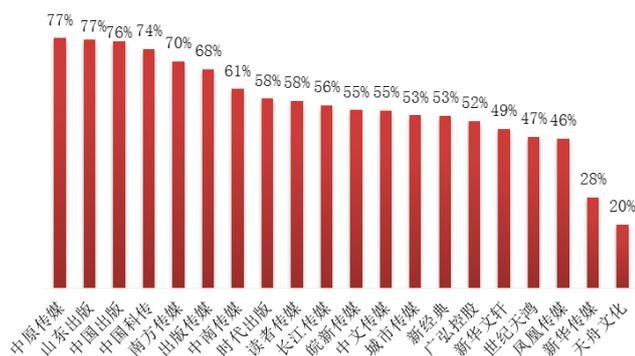
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 54: 板块带息负债率情况对比**


来源: wind, 中泰证券研究所

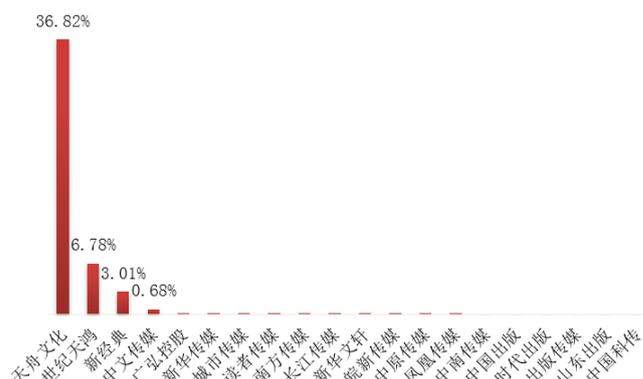
- **大股东减持压力小, 质押风险小。**17 家国企图书上市公司国资大股东持股比例均在 50% 以上, 近些年几乎没有进行过减持。同时由于国资大股东雄厚的资本实力, 基本没有进行质押。质押比例大于 1% 的为 3 家民营企业, 其中天舟文化达到了 36.82%。

图表 55: 图书上市公司第一大股东持股比例



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: 图书上市公司质押比例



来源: wind, 中泰证券研究所

### 图书出版行业性价比高, 分红潜力大

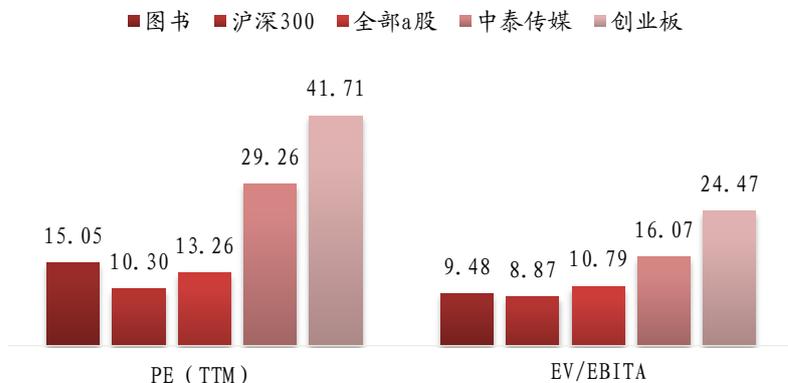
- 图书公司的高性价比主要体现在三个方面: (1) 估值相对较低; (2) PEG 合理; (3) 股息率有优势。

图表 57: 图书上市公司估值及分红情况 (数据截至 2019 年 1 月 4 日)

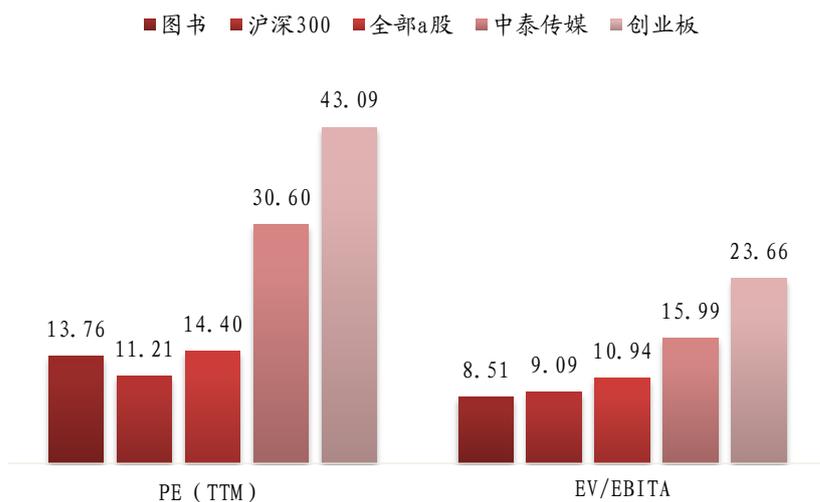
代码	公司	PE2018	PEG	2018 净利增速	PE (TTM)	EV/EBITA	分红率	股息率 (TTM)	PB
600373.SH	中文传媒	10.71	0.78	13.73%	11.35	8.44	37.97%	3.34%	1.39
000719.SZ	中原传媒	10.39	0.81	12.78%	11.26	5.60	26.57%	2.36%	1.05
601900.SH	南方传媒	11.33	1.10	10.31%	11.77	9.20	30.01%	2.55%	1.40
601019.SH	山东出版	11.20	1.11	10.05%	11.05	8.62	33.64%	3.04%	1.63
601801.SH	皖新传媒	11.49	1.34	8.56%	11.88	8.18	30.28%	2.55%	1.33
600757.SH	长江传媒	11.50	0.74	15.60%	11.25	9.86	19.79%	1.76%	1.21
600551.SH	时代出版	-	-	-	14.55	8.54	70.43%	4.84%	0.89
601949.SH	中国出版	-	-	-	13.11	10.41	30.22%	2.31%	1.39
601928.SH	凤凰传媒	13.86	0.66	21.14%	14.02	7.50	32.74%	2.34%	1.55
601811.SH	新华文轩	13.63	(14.85)	-0.92%	14.71	8.07	40.07%	2.72%	1.43
600229.SH	城市传媒	12.86	0.97	13.25%	14.14	11.06	31.98%	2.26%	2.04
601999.SH	出版传媒	-	-	-	16.70	13.17	30.10%	1.80%	1.34
601858.SH	中国科传	-	-	-	18.10	13.23	37.91%	2.09%	2.20
601098.SH	中南传媒	17.91	(1.19)	-15.06%	19.11	6.42	71.21%	3.73%	1.67
000529.SZ	广弘控股	-	-	-	17.15	8.38	25.56%	1.49%	1.84
300148.SZ	天舟文化	19.83	0.39	51.02%	22.67	20.07	9.80%	0.43%	0.85
603096.SH	新经典	33.70	2.83	11.93%	36.21	26.47	34.78%	0.96%	4.71
603999.SH	读者传媒	-	-	-	54.20	30.44	30.61%	0.56%	1.73
300654.SZ	世纪天鸿	-	-	-	57.88	40.97	29.76%	0.51%	4.35
600825.SH	新华传媒	-	-	-	142.76	196.17	34.82%	0.24%	1.93

来源: wind, 中泰证券研究所 (加深区域为在该指标最具优势的三家公司, PE2018、PEG、利润增速数据选自 wind 一致预期)

- 估值相对较低,PEG合理。对 PE 及 EV/EBITDA 两个估值指标进行测算,图书公司的平均水平无论是对比国内市场还是海外市场,均相对较低。同时根据 wind 一致预期给出 10 家公司的 PEG 水平,有 5 家低于 1。

**图表 58: 图书板块与国内市场其他板块估值对比 (截至 20190104)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 59: 图书板块与国内市场其他板块估值对比 (截至 20181008)**


来源: wind, 中泰证券研究所

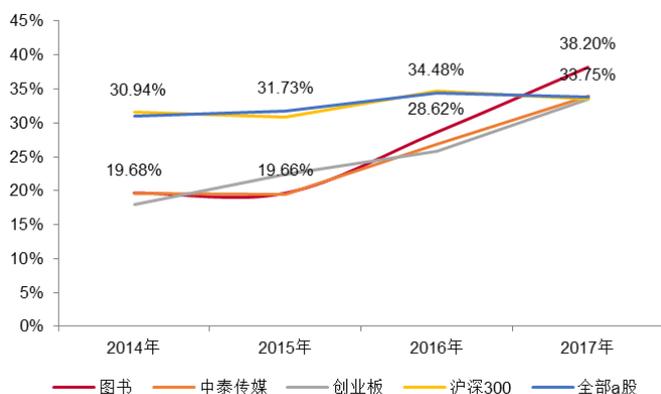
**图表 60: 海外市场出版及其他板块估值情况 (截至 2018 年 Q1)**

Country	Market	Number of firms	EV/EBITDA	PE	PEG
U.S.	Publishing & Newspapers	41	9.28	21.72	2.75
	Total Market	7247	20.66	21.51	1.58
	Total Market (without financials)	6057	15.51	23.28	1.64
Europe	Publishing & Newspapers	50	7.29	16.31	1.83
	Total Market	6612	18.17	16.81	1.10
	Total Market (without financials)	5809	12.88	18.63	1.21
Japan	Publishing & Newspapers	91	13.30	21.98	1.10
	Total Market	3755	11.08	16.54	1.26
	Total Market (without financials)	3566	10.19	17.22	1.31
Global	Publishing & Newspapers	371	12.22	19.31	1.91
	Total Market	43848	18.38	17.85	1.04
	Total Market (without financials)	39157	13.68	19.81	1.14

来源: Aswath Damodaran, 中泰证券研究所 (注: PE、PEG 为未来 5 年的预测均值)

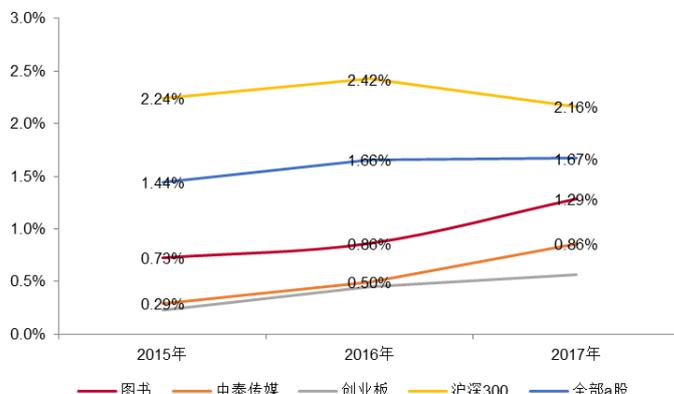
- 股息率有优势，分红潜力大。
  - 近三年，图书公司分红率快速提升，未来有望继续增长。2017 年达到了 38.2%，超过沪深 300、全部 A 股的平均分红率，分红率最高的中南传媒分红率超过 70%。20 家图书出版公司贡献了中泰传媒行业（超 150 家公司）1/3 的分红总额。需要说明的是，传媒板块与创业板 2017 年分红率大幅提升，主要由于整体业绩同比下滑，而分红总额与 2016 年比变化不大。
  - 图书公司股息率越发具有吸引力。近三年，图书公司股息率持续上升，一方面由于分红率提升，另一方面由于估值下降。股息率（TTM）超过 4% 的有中文传媒、中南传媒、时代出版三家。

图表 61: 板块分红率对比



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 62: 板块股息率对比



来源: wind, 中泰证券研究所

### 重点公司: 中文传媒、中南传媒、山东出版、城市传媒、新经典

- **中文传媒:** 少儿类图书出版名列前茅，低估值手游出海龙头。旗下 21 世纪出版社是少儿类图书出版排名前二的单位，预计未来每年能为公司贡献上亿元的利润。子公司智明星通是国内手游出海龙头，继 COK 海外火爆之后，《使命召唤》、《全面战争》、《恋与制作人》等 IP 大作有望于 2019 年开始陆续上线，公司逐渐从研发型公司升级为平台型公司。公司 2019-2020 年 PE 为 9.4x、8.4x，估值吸引力较大。
- **中南传媒:** 教辅业务有望企稳，教育拓展持续深入。“一教一辅”整治影响接近尾声，经历一个完整的“整治”年度，管制风险释放较为充分，下半年教辅业务有望企稳回升。作为现金储备最充足的出版公司，账面现金超过 120 亿元，股东回报不断提升。同时，公司不断在教育领域进行拓展，拟与培生教育成立合资公司，共同探索全球市场，打造数字教育产品。根据 Wind 一致预期，公司 2019-2020 年 PE 为 16.4x、15.3x，估值合理，建议积极关注。
- **山东出版:** 山东文化出版龙头，背靠人口大省，教材教辅及少儿图书实力强劲。公司拥有出版物编印供发全产业链业务，业务结构稳定，在稳固传统优势的基础上，加速转型升级，盈利能力不断提升，业绩增速远高于行业平均水平。公司教材教辅是支柱业务，少儿图书实力强劲，未来教材教辅业务业绩提升长期靠人口提升，中短期靠渗透率提升、利润比

重提升及成本下降。公司目前现金状况优良，无商誉减值、债务偿还、质押等风险。根据 Wind 一致预期，公司 2019-2020 年 PE 为 10.2x、9.1x，估值吸引力较大。

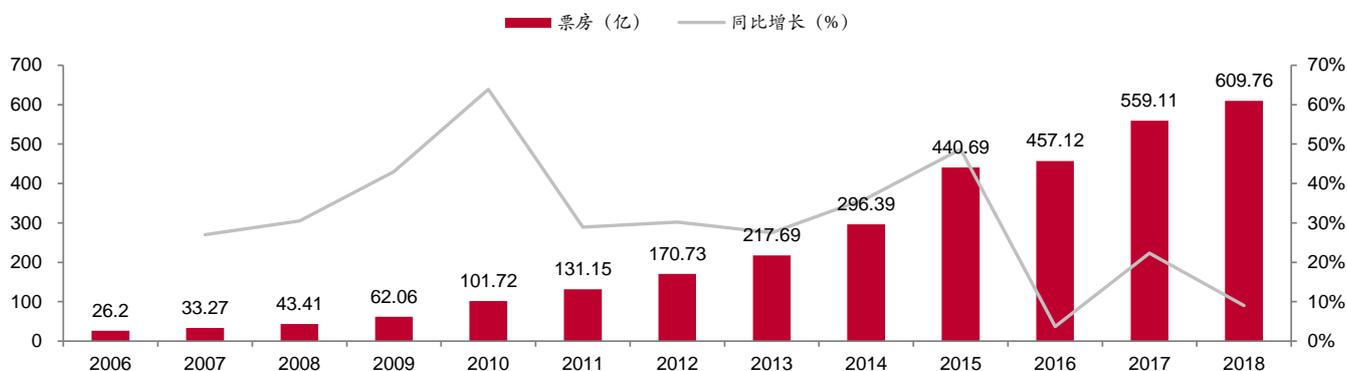
- **城市传媒：**出版主业高速增长，新业态布局逐步进入收获期。2018 年上半年，不考虑文化传媒广场的转固摊销及亏损，公司业绩实现 40% 左右增长，已连续十多年保持 15-20% 的增长。时尚生活类图书领跑全国，少儿类图书增长最快，1H18 净利同比增长 80% 左右。同时，公司主题书店加速布局，影视与投资业务将陆续进入收获期。公司 2019-2020 年 PE 为 11.2x、9.6x，估值吸引力较大。
- **新经典：**大众图书领域龙头公司，民营书商第一股。在文学、少儿等领域的图书策划与发行市场影响力全国领先。成功策划东野圭吾系列、三毛系列、加西亚·马尔克斯等系列畅销书。其中《解忧杂货店》、《白夜行》、《百年孤独》等作品长期排在当当畅销榜前列。《窗边的小豆豆》累计销量突破 1000 万册，连续 10 年位居开卷全国少儿类畅销书榜单前五位。根据 Wind 一致预期，公司 2019-2020 年 PE 为 25.2x、20.3x，建议积极关注。

## 院线：行业竞争持续，影投公司商业模式稳定

### 2018 年票房、观影人次增速放缓，票价、口碑回暖

- 2018 年国内票房总计达到 609.76 亿，同比增长 9.06%，扣除服务费后票房总计 565.61 亿，同比增长 8.01%。国产片票房达到 378.97 亿，占比 62.15%。

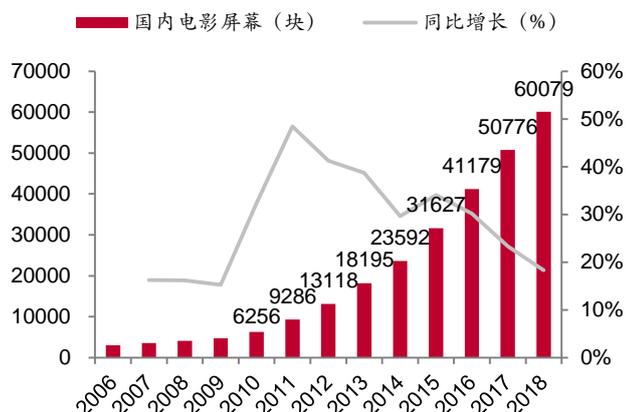
图表 63：2006~2018 年全国票房及同比增速



来源：广电总局，中泰证券研究所

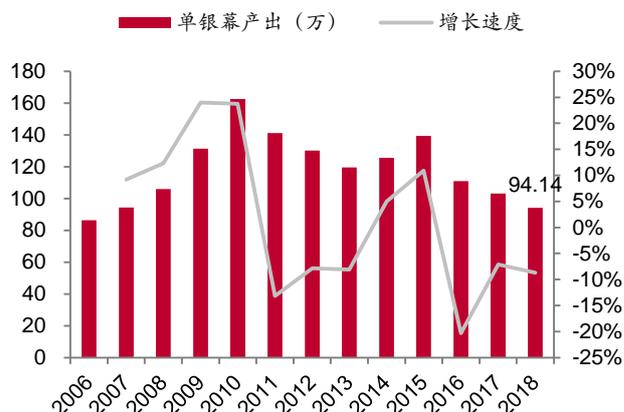
- **银幕增速进一步放缓，但仍大幅领先于票房增速，单银幕产出继续下滑。**2018 年国内共计新增银幕数为 9303 块，新增数量较 2017 年同比下降 3%，全国共计拥有银幕 60079 块，较 2017 年同比增长 18.32%。银幕增速两倍于票房增速，单银幕产出继续下滑，2018 年单银幕产出为 94.14 万（扣除服务费），同比下降 8.72%。

图表 64: 2006~2018 年国内银幕数及增速



来源: 广电总局, 中泰证券研究所

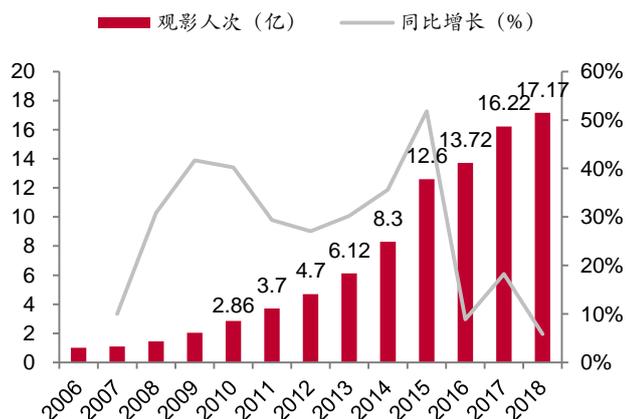
图表 65: 2006~2018 年国内单银幕产出及增速



来源: 广电总局, 中泰证券研究所

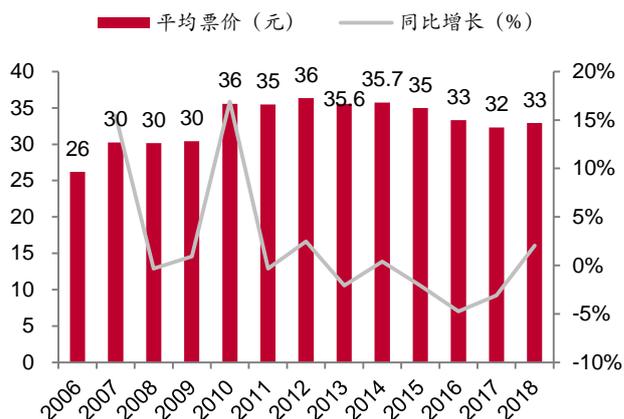
- **观影人次增速明显放缓, 二线以下城市仍为观影人次增长主力, 一线城市区域饱和。**2018 年全国观影人次为 17.17 亿, 同比增长 5.86%, 较 2017 年 18.22% 的同比增速明显下滑, 根据艺恩数据统计, 一\二\三\四\五线城市观影人次分别为 2.79\6.86\3.45\2.78\1.29 亿, 同比增长分别为 3.33%\4.26%\6.48%\9.02%\12.17%。
- **票价同比 3 年来首次正增长, 企稳回升。**2018 年全国的平均票价为 32.9 元 (扣除服务费), 较 2017 年 32.3 元略有提升, 这是 2015 年以来票价首次同比正增长, 从各线城市的平均票价情况来看, 一\二\三\四\五线城市平均票价分别为 39.4\32.4\31.3\30.6\31 元, 同比增长分别为 0.35%\1.96%\2.38%\4.39%\2.43%。从票价增幅来看, 三四线城市增长最为明显, 随着三四线用户观影习惯的逐步养成以及观影设施设备的逐步完善, 低线城市票价仍有较大提升空间。

图表 66: 2006~2018 年全国观影人次及增速



来源: 广电总局, 中泰证券研究所

图表 67: 2006~2018 年全国平均票价及增速



来源: 广电总局, 中泰证券研究所

- **TOP10 影片口碑提升, 单片平均票房明显增长。**2018 年票房 TOP10 的影片豆瓣平均分达到 7.1 分, 较 2017 年的 6.69 分提升明显, 这一方面说明行业热钱褪去后回归内容本身, 另一方面说明观影大众的欣赏水平在不断提升。2018 年 TOP10 影片单片平均票房为 22.75 亿, 较 2017

年 19.08 亿增加近 4 亿，超过 20 亿票房的片子有 6 部，较 2017 年 3 部也明显增加。

- **院线集中度略有提升，影投集中度有所下滑。**2018 年票房排名前 10 的院线公司与 2017 年一致，其中前 3 为万达院线、大地院线、上海联合院线，CR10 为 68.6%，较 2017 年 68.2%略有提升。2018 年票房排名前 3 的影投公司与 2017 年一致，分别为万达电影、大地影城、横店影视，CGV 影城上升较快，从 2017 年的第 7 名攀升至 2018 年第 4 名。2018 年影投 CR10 为 36.2%，较 2017 年 37.9%有所下滑，主要是由于恒大、苏宁、红星美凯龙等纷纷进军影投市场，行业竞争激烈。

**图表 68: 2017~2018 年院线票房 TOP10 排名**

院线		2017年		2018年	
排名	名称	票房(亿)	名称	票房(亿)	
1	万达院线	68.67	万达院线	77.37	
2	大地院线	47.1	大地院线	56.05	
3	上海联合院线	42.1	上海联合院线	44.82	
4	中影南方新干线	38.31	中影南方新干线	41.00	
5	中影数字	37.93	中影数字	40.72	
6	中影星美	37.35	中影星美	36.27	
7	金逸珠江	28.12	金逸珠江	27.50	
8	横店影视	22.92	横店影视	24.58	
9	华夏联合	17.73	华夏联合	20.42	
10	幸福蓝海	17.03	幸福蓝海	19.51	
CR10		68.2%		68.6%	
CR5		44.7%		46.0%	
CR3		30.1%		31.5%	

来源：艺恩，中泰证券研究所

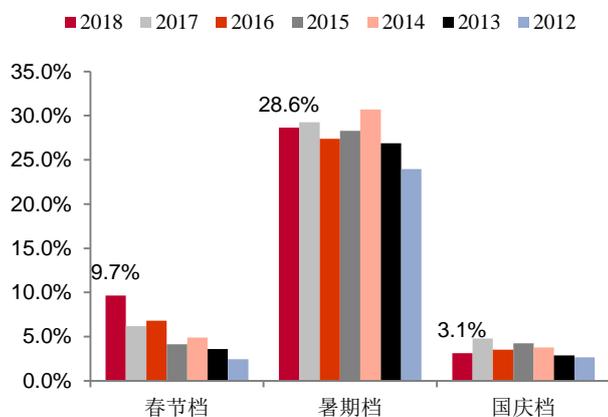
**图表 69: 2017~2018 年影投票房 TOP10 排名**

影投		2017年		2018年	
排名	名称	票房(亿)	名称	票房(亿)	
1	万达院线	68.64	万达院线	75.34	
2	大地院线	24.23	大地影院	26.42	
3	横店院线	19.7	横店院线	20.98	
4	金逸影视	16.41	CGV影城	16.03	
5	星美影城	15.93	金逸影视	15.23	
6	中影投资	15.27	中影投资	14.23	
7	CGV影城	14.5	星美影城	11.06	
8	耀莱影城	8.55	百老汇	8.92	
9	博纳影业	7.86	耀莱影城	8.55	
10	百老汇	7.53	博纳影业	8.07	
CR10		37.9%		36.2%	
CR5		27.7%		27.2%	
CR3		21.5%		21.7%	

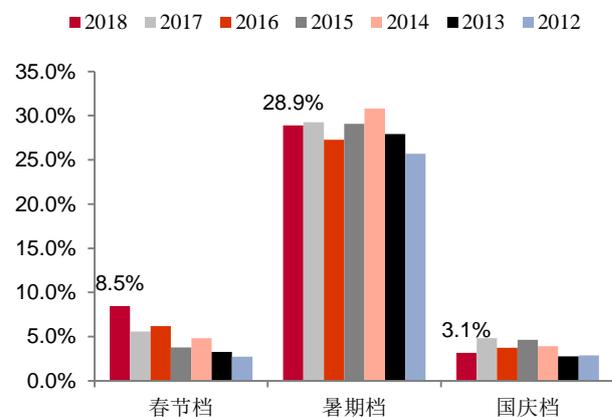
来源：艺恩，中泰证券研究所

### 2019 年春节档大片云集，值得期待

- **春节档已经逐渐成为全年最重要的档期**，2018 年春节档短短 7 天，全国票房达到 55 亿，占比全年总票房为 9.7%，观影人次占比全年总人次为 8.5%。

**图表 70: 2012~2018 春节档、暑期档、国庆档票房占比总票房 (%)**


来源：艺恩，中泰证券研究所

**图表 71: 2012~2018 春节档、暑期档、国庆档观影人次占比总人次 (%)**


来源：艺恩，中泰证券研究所

- 2019 春节档共计上映 14 部影片，值得期待。**根据猫眼目前 2019 年春节档排片情况来看，档期内共计有 14 部影片上映，包括宁浩导演黄渤主演的《疯狂的外星人》（光线传媒）、韩寒导演沈腾主演的《飞驰人生》（光线传媒）、吴京主演的《流浪地球》（北京文化）、成龙主演的《神探蒲松龄》（文投控股）、吴秀波主演的《情圣 2》、周星驰导演王宝强主演的《新喜剧之王》、麦兆辉导演张家辉主演的《廉政风云》以及《熊出没 原始时代》、《小猪佩奇过大年》、《日不落酒店》、《忠爱无言 2》、《猪八戒传说》、《猪猪侠 猪年吉祥》。

**图表 72: 2019 年春节档预计上映电影情况一览**

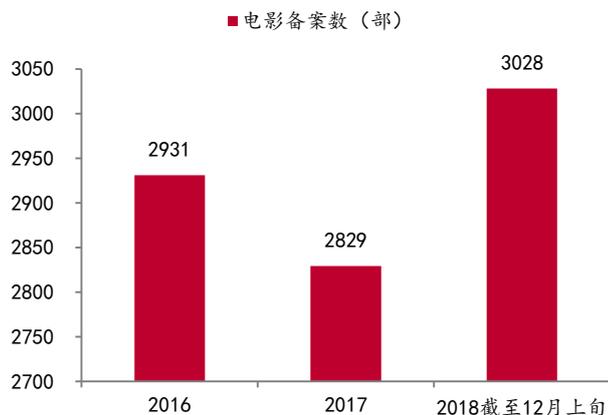
上映时间	电影	类型	导演	主演	猫眼想看人数
2019 年 2 月 5 日	疯狂的外星人	喜剧/剧情	宁浩	黄渤/沈腾	224348
2019 年 2 月 5 日	飞驰人生	动作/喜剧	韩寒	沈腾/黄景瑜	194322
2019 年 2 月 5 日	流浪地球	科幻	郭帆	吴京/屈楚萧	99359
2019 年 2 月 5 日	神探蒲松龄	动作/奇幻	严嘉	成龙/阮经天	81436
2019 年 2 月 5 日	情圣 2	喜剧/爱情	宋晓飞	吴秀波/白百何	73736
2019 年 2 月 5 日	新喜剧之王	喜剧	周星驰	王宝强	64445
2019 年 2 月 5 日	廉政风云	犯罪/悬疑	麦兆辉	刘青云/张家辉	27677
2019 年 2 月 5 日	熊出没 原始时代	动画	丁亮	孟雨田、刘思奇	16871
2019 年 2 月 5 日	小猪佩奇过大年	动画/家庭	张大鹏	朱亚文/刘芸	14405
2019 年 2 月 5 日	日不落酒店	喜剧	冯一平	黄才伦/张慧雯	8458
2019 年 2 月 5 日	忠爱无言 2	剧情/家庭	谈宜之	七福/张浩庭	6243
2019 年 2 月 5 日	猪八戒传说	奇幻/喜剧	郑冀峰	曾志伟/田启文	3293
2019 年 2 月 7 日	猪猪侠 猪年吉祥	动画			4538

来源：猫眼 APP，中泰证券研究所

### 2019 全年电影内容供给有保障，预计全国票房维持 8% 稳增长

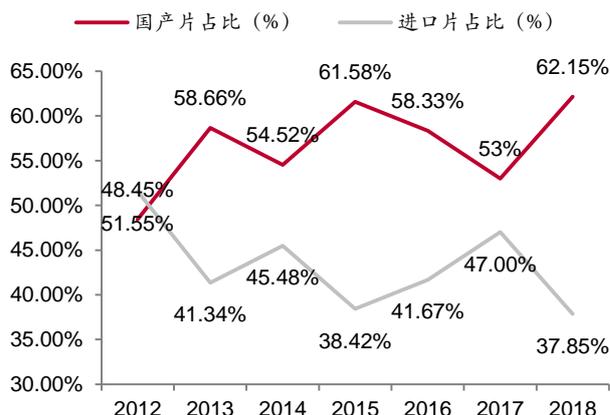
- 2019 年电影内容供给有保障，无需过分担忧。**2018 年影视行业在政策端有明显收紧，市场预期会影响 19 年的内容端供给，从我们统计广电总局备案电影的数量情况来看，电影内容供给的影响不大，截至 2018 年 12 月上旬备案电影数量已经达到 3028 部，已经超过 2016 年 2931 部备案的水平，内容创作热情依然高昂。其次电影具有明显 ToC 属性，制作成本的高低、明星的多少并不会对票房产生绝对影响，最为重要的还是故事的好坏，内容是否能吸引观众。
- 2019 年为海外进口片大年。**迪士尼预计将推出《狮子王》、《花木兰》、《惊奇队长》、《复仇者联盟》系列、《冰雪奇缘》系列、《玩具总动员》系列、《无敌破坏王》系列和《星球大战》系列等大片，其他还包括有《X 战警》系列、《蜘蛛侠》系列、《精灵宝可梦：大侦探皮卡丘》等 IP 背书的大片，我们预计 2019 年国内进口片票房占比将有所提升。

图表 73: 2016~2018 年电影备案数量统计



来源: 广电总局, 中泰证券研究所

图表 74: 2013~18 年国产片与进口片票房占比



来源: 广电总局, 中泰证券研究所

- 我们通过国内银幕数\*单银幕产出以及观影人次\*票价两种方式测算 2019 年电影票房情况, 假设 2019 年银幕增速为 14%, 单银幕产出同比下滑 5%, 计算得出 2019 年票房总和为 613 亿 (不考虑服务费), 同比增长 8.3%。假设观影人次增速 6%, 平均票价同比增长 1.7%, 则 2019 年票房合计为 610 亿, 同比增长 7.8%。因此我们预计 2019 年票房增速在 7.8%~8.3% 之间, 继续维持稳定增长。

图表 75: 电影票房规模测算

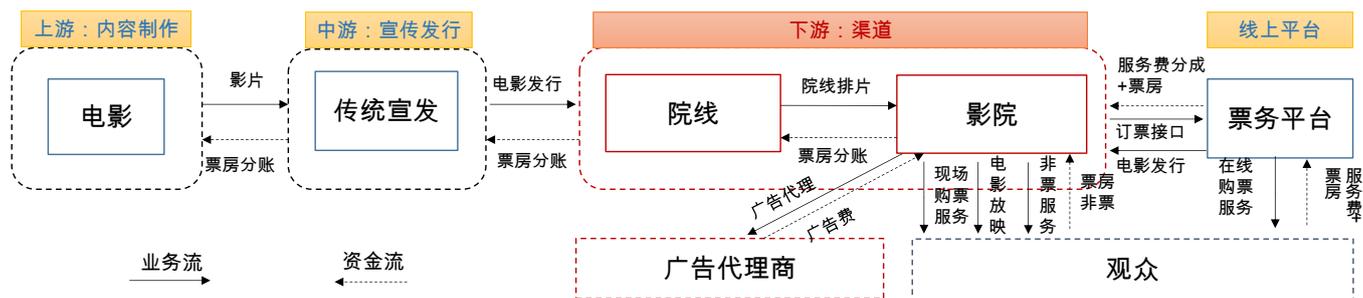
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
国内电影屏幕(块)	13118	18195	23592	31627	41179	50776	60079	68490	76024
增速	41.27%	38.70%	29.66%	34.06%	30.20%	23.31%	18.32%	14%	11%
单银幕产出(万)	130.15	119.64	125.63	139.34	111.01	103.13	94.14	89.43	85.86
增速	-7.85%	-8.07%	5.01%	10.91%	-20.33%	-7.10%	-8.72%	-5.00%	-4.00%
观影人次(亿)	4.7	6.12	8.3	12.6	13.72	16.22	17.2	18.2	19.1
增速	27.03%	30.21%	35.62%	51.81%	8.89%	18.22%	5.86%	6.0%	5.0%
平均票价(元)	36	36	36	35	33	32	33	34	34
增速	2.48%	-2.08%	0.39%	-2.06%	-4.74%	-3.10%	2.04%	1.69%	1.79%
国内总票房(亿)									
--按照单银幕产出和银幕数推算	170.73	217.69	296.39	440.69	457.12	523.64	565.61	613	653
增速	30.18%	27.51%	36.15%	48.69%	3.73%	14.55%	8.02%	8.3%	6.6%
国内总票房(亿)									
--按照观影人次和平均票价推算	170.73	217.69	296.39	440.69	457.12	523.64	565.61	610	652
增速	30.18%	27.51%	36.15%	48.69%	3.73%	14.55%	8.02%	7.8%	6.9%

来源: 广电总局, 中泰证券研究所

产业链下游影投公司现金流充裕，商业模式更为稳定

- 影院作为电影产业链的下游终端，是对接用户的最后一环，同时也是接收资金的第一环，商业模式最为稳定，现金流相对充裕。特别是票房市占率较高、拥有开业影城数量较多的影投公司，在影城布局上拥有明显壁垒，规模效应明显，充裕的现金流可以支撑其增加影城投建，不断强化行业地位，进一步提升票房市占率和非票业务收入。

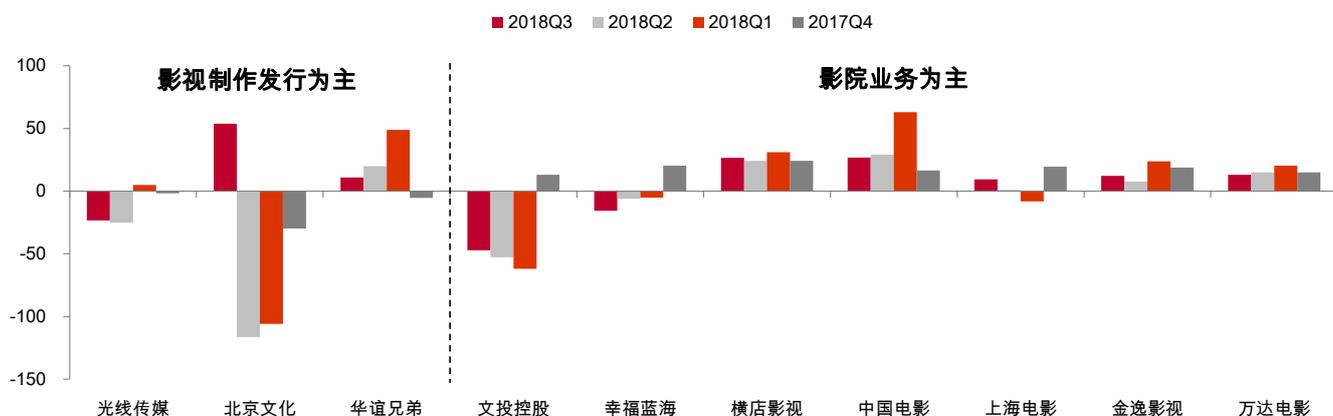
图表 76：电影产业链上下游介绍



来源：中泰证券研究所

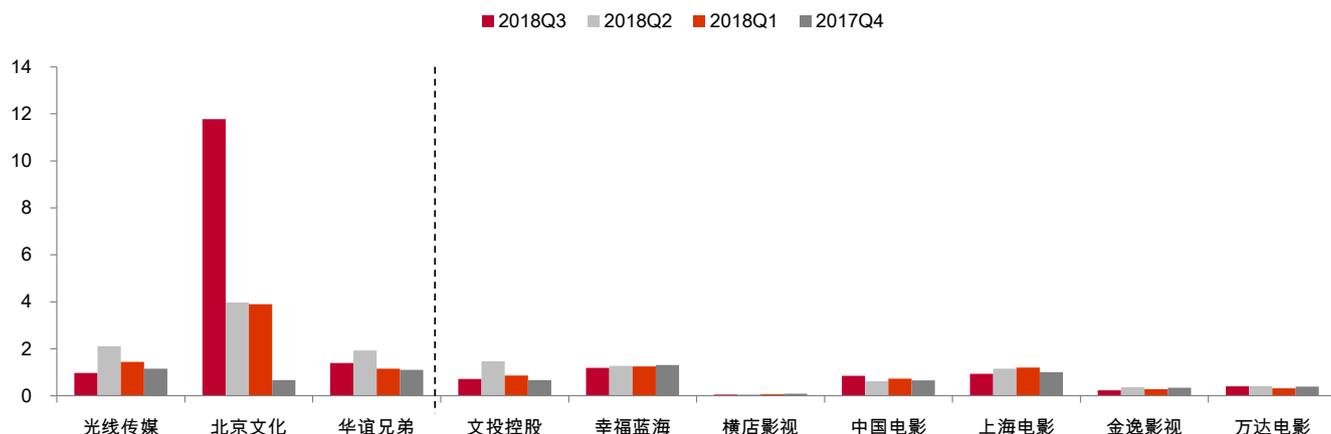
- 对比 A 股电影产业链相关企业，可以明显发现，上游影视制作发行的相关公司在现金流的稳定性上明显弱于下游的院线影城公司。
- 经营性净现金流/营业收入，衡量业务现金流稳定性，横店影视、中国电影、金逸影视、万达电影在近 4 个季度均为正且较为稳定，而上游光线传媒、北京文化、华谊兄弟以及拥有一部分影视业务的文投控股、幸福蓝海等数值波动较大。
- 应收账款/营业收入（单季度）的比值反应出院线影城公司的较为稳定的现金流入，应收账款较少，上游电影内容制作发行公司应收账款占比较高。

图表 77：经营性净现金流/营业收入情况对比（单位：%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 78: 应收账款/单季度总营收情况对比 (单位: %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 重点公司: 万达电影、横店影视

- **万达电影:** 影投龙头, 截至 11 月国内开业影城 530 家, 全国排名第一, 各线城市布局均较为完善, 票房市占比达 13%~14%, 依托万达商业, 占据明显地理位置优势, 影院扩张速度较快, 影城设施大幅领先行业, 经营效率高, 场均人次 (22 人/场)、票价 (38.4 元/人)、单影城与银幕产出等均明显高于行业平均水平。估值水平合理, 19~20 年 PE 为 25x、23x。
- **横店影视:** 影投行业规模排名第三, 截至 2018 年上半年拥有资产联结型影城 296 家, 共计 1873 块银幕。公司在二线及以下城市布局更加完善, 充分受益于低线城市票房的增长。估值水平合理, 19~20 年 PE 为 27x、23x。

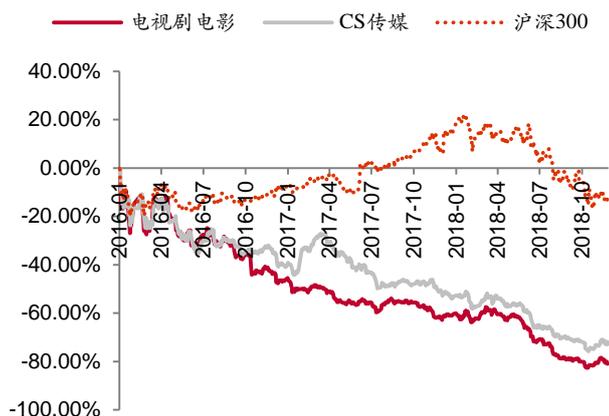
## 二、2019 年静待投资机会: 影视内容

### 影视内容: 寒冬蓄力, 静待春暖花开时

#### 影视内容板块经历深度调整

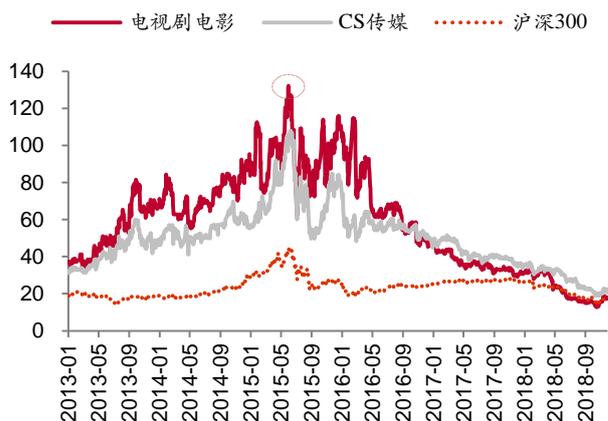
- 影视行业经过 2015 年的资本市场风光期后, 迎来持续三年的阵痛调整期。根据 Wind 数据, 我们以 2016 年首个交易日数据为对照参数, 影视板块股价 (收盘价算术平均) 已经较 2016 年初比下跌超 80%; 估值 PE (TTM) 中值调整为 15 倍左右, 较 2015 年最高值下降约 88.7%。

图表 79: 影视板块历史涨跌幅比较



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 80: 影视板块历史估值 (PE) 比较



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 政策收紧压制板块整体估值

- 影视板块政策经历了从鼓励出海、资助扩建,到 2018 年开始限制题材、限制薪酬。2018 年以来国内影视行业政策开始收紧,主要集中在影视行业监管、内容管理和演员规范。首先,广电总局 4 月的《关于做好 2018-2022 重点电视剧选题规划工作的通知》要求重点电视剧选题规划要着力表现中华优秀传统文化、革命文化和社会主义先进文化,其次,6 月由中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》,要求加强对影视行业天价片酬的管理,该《通知》中规定演员片酬不得超过总成本的 40%,主演片酬不得超过总片酬的 70%,再次,7 月的《关于做好暑期网络节目播出工作的通知》加强了对于真人秀节目的监管。除此之外,广电总局和电影局在 9 月分别对境外节目进行了限制和取消了电影票房补贴等,在 12 月上线广播电视节目收视综合评价大数据系统。
- 我们认为,2018 年影视行业政策收紧及行业内不良现象整顿,增加了影视板块的运营压力,同时给相关影视公司计划项目的推进带来不确定性,因此对影视板块估值产生较大的下行压力影响。

图表 81: 2016 年截至目前影视行业相关政策

时间	政策	部门	主要内容
2018.12	“广播电视节目收视综合评价大数据系统”上线	国家广播电视总局	系统主要通过建立与网络传输机构之间的安全通道, 汇聚大样本用户收视行为数据, 经清洗、转换、分析与挖掘, 输出开机用户数、观看用户数、收视率、市场占有率等30项核心指标。
2018.12	《进一步支持文化企业发展的规定》	国务院	对广播电视运营服务企业收取的有线数字电视基本收视维护费和农村有线电视基本收视费免征增值税放宽了期限设定。鼓励创新文化产业投融资体制, 鼓励以商标权、专利权等无形资产和项目未来收益权提供质押担保以及第三方公司提供增信措施等形式, 提高文化企业的融资能力。
2018.12	《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》	国务院	国有文化企业工作人员的收入分配考核加强国有文化企业社会效益、经济效益、国有资产保值增值等综合指标考核; 对经营性文化事业单位转制为企业后, 五年内免征企业所得税及自用房产免征房产税。
2018.12	《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》	国家电影局	提出具体银幕建设数量目标: 到2020年, 银幕总数达到8万块以上, 且与城镇化水平和人口分布更加匹配。对大中城市电影院提质升级以及中西部和乡镇影城建设给予资金补助, 提升全国影院整体质量。成立电影院线门槛提升, 鼓励投资、并购重组, 从政策端推动院线公司做大做强。加快发展“人民院线”、艺术电影放映联盟、校园院线。
2018.11	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	国家广播电视总局	严格控制偶像养成类节目, 严格控制影视明星子女参与的综艺娱乐和真人秀节目。综艺节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的40%, 主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的70%。电视剧网络剧(含网络电影)全部演员片酬不超过制作总成本的40%, 其中主要演员不超过总片酬的70%。
2018.09	《电影票房补贴取消》	国家电影局	发行方、制片方、院线方不允许进行网络售票平台补贴投放, 销售价不能高于结算价, 也不能低于最低票价。第三方线上售票手续费不高于2元, 其中系统服务商收取1元, 网络售票平台收取1元, 院线/影投不得参与分配。
2018.09	《境外视听节目引进、传播管理规定(征求意见稿)》	国家广播电视总局	广播电视播出机构各频道每天播出的境外电影、电视剧、动画片、纪录片和其他境外电视节目, 不得超过当天该类节目总播出时间的30%。未经国务院广播电视主管部门批准, 广播电视播出机构不得在19:00—22:00播出境外视听节目。
2018.07	《关于做好暑期网络视听节目播出工作的通知》	国家广播电视总局	对于偶像养成类节目、社会广泛参与选拔的歌唱才艺竞秀类节目, 要组织专家从主题立意、价值导向、思想内涵、环节设置等方面进行严格评估, 确保节目导向正确、内容健康向上方可播出。
2018.06	《通知》	中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局	加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理。每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的40%, 主要演员片酬不得超过总片酬的70%。
2018.04	《关于做好2018-2022年重点电视剧选题规划工作的通知》	国家新闻出版广电总局电视剧司	重点电视剧选题规划要着力表现中华优秀传统文化, 着力表现革命文化和社会主义先进文化, 着力表现植根于中国特色社会主义的伟大实践。
2018.01	《关于奖励放映国产影片成绩突出影院的通知》	国家电影专项资金管理委会	对放映国产影片成绩突出的影院继续给予奖励。
2017.12	《关于支持中西部县城数字影院建设发展的通知》	国家电影专项资金管理委会	对全国中、西部县城新建或改扩建的影院进行资助。
2016.11	《中华人民共和国电影产业促进法》	全国人民代表大会常务委员	1、保护国产: 每年国产电影放映时间不得低于总放映时间的2/3; 2、简政放权: 取消《电影摄制许可证》, 降低拍摄门槛; 3、初次公开电影审查及程序细则; 4、花式偷票房将承担法律责任; 5、“德艺双馨”已写进法规, 黄赌毒等于葬送职业生涯; 6、未取得《电影公映许可证》, 不准以任何形式放映; 7、“电影下乡”, 二轮放映院线或将出现; 8、国家将“出钱出力”大力促进电影产业发展。
2016.03	《关于奖励优秀国产影片海外推广工作的通知》	国家电影专项资金管理委会	优秀国产影片在海外电影市场票房超过100万的, 对中方出品单位给予奖励
2016.03	《中央级国家电影事业发展专项资金预算管理办法》	财政部、国家新闻出版广电总局	对中、西部地区省会以外的市、县新建影院进行资助。资助少数民族语电影译制以及重点制片基地建设发展。

来源: 中泰证券研究所

**高额应收账款+现金流吃紧增加公司运营压力**

- **影视公司运转需依靠资金的滚动及增值，高额应收账款叠加现金流吃紧对影视公司未来运营产生一定压力。**我们选取 15 家 A 股影视业务相关的上市公司，发现其中 10 家公司存在超 10 亿的应收账款，比例达 66.7%。虽然影视行业的运营属性决定相关公司会存在较大额应收账款的现象，但结合 2017 年底逐步开始的控制影视剧播出题材及监管收紧趋势，我们预计对部分影视公司应收账款的收回将产生影响，继而对 2019 年公司财务数据产生压力。此外，目前影视、游戏类轻资产公司再融资存在一定难度，因此高额应收账款收回具有不确定性，同时现金流吃紧的情况下，将对公司未来运营产生压力。

**图表 82：影视上市公司 2018Q3 应收账款及现金流情况**

证券代码	证券简称	2018Q3 应收账款 (亿)	2018Q3 经营活动产生的现金流量净额 (亿)
300027.SZ	华谊兄弟	14.73	3.50
300133.SZ	华策影视	44.16	-5.72
300291.SZ	华录百纳	16.08	3.74
300251.SZ	光线传媒	5.45	-3.00
002343.SZ	慈文传媒	17.65	-1.87
300426.SZ	唐德影视	14.49	-1.65
000673.SZ	当代东方	7.22	-0.66
002071.SZ	长城影视	10.73	4.10
002445.SZ	ST中南	10.63	2.03
000892.SZ	欢瑞世纪	18.28	-6.35
601599.SH	鹿港文化	12.76	2.94
300336.SZ	新文化	8.24	-0.60
000802.SZ	北京文化	5.85	1.90
300182.SZ	捷成股份	33.13	10.84
002502.SZ	骅威文化	1.13	-0.56

来源：WIND, 中泰证券研究所

**寒冬终将过去，核心还是优质内容**

- **影视内容作为传统电视及在线视频平台流量的主力军，市场需求持续高涨，不曾减弱。**根据网络平台点击量统计数据，2014 年以来，影视剧（电视剧和网络剧）的点击量始终维持在总点击量的 75% 左右，其中电视剧点击量超过 60%，网剧点击量超过 10%。电视剧一直是我国网络视频流量中最重要的子版块，且有供给刺激需求的属性。因此，我们认为影视内容市场需求一直存在且不曾减弱，优质内容仍有市场空间。
- **影视行业供给侧改革短期内可能导致一些公司加速出清，但长期有利于行业进一步回归理性，使得有更强政治敏感性、及内容制作能力的公司取得头部地位。**同时监管层对于片酬和剧集价格的要求有望使得优质内容向平台方进一步聚集。短期在政策引导下将会加速行业的整合与重塑，

我们对未来影视内容市场不悲观，未来将重点关注强监管下仍保持优质内容制作水平能力的相关公司。

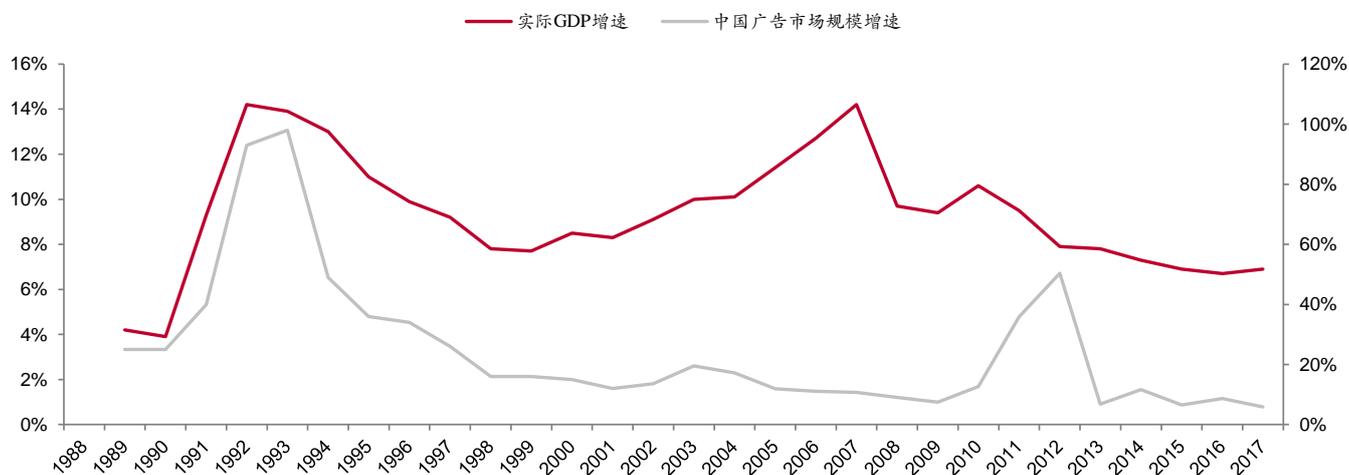
### 三、2019 年持续跟踪细分领域龙头公司

#### 营销-分众传媒：生活圈媒体龙头

经济下行拖累营销行业整体增速，2018 年楼宇广告增速领先

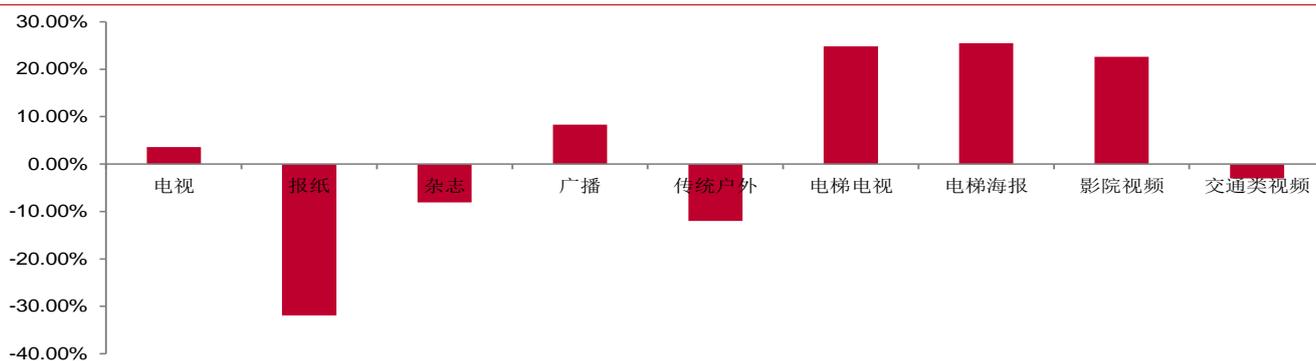
- 广告作为经济的“晴雨表”，其行业增速与经济周期存在明显的相关性。通过比较中国实际 GDP 增速和广告市场规模增速，我们发现在宏观经济繁荣时期，广告市场规模以比 GDP 更快的速度增长，在经济衰退期，广告主减少广告预算，广告市场增速也随之下滑。

图表 83：中国广告市场规模增速与实际 GDP 增速呈现正相关



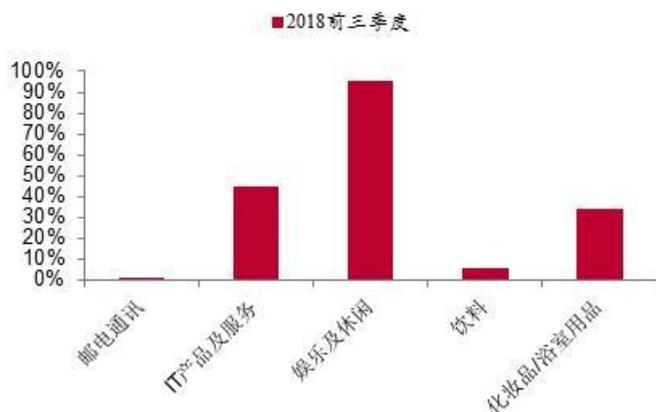
来源：中国国家统计局，中国广告业协会，中泰证券研究所

- 2018 年前三季度中国广告市场同比增长 5.7%。当前市场对于国内整体经济走势预期不容乐观，我们预计 2018、2019 年全年广告市场增速维持在在 5%、5%左右。2018 年以来广播、电梯电视、电梯海报、影院视频广告刊例花费同比均呈现正增长，而报纸、杂志广告刊例花费同比均呈现负增长，电视、传统户外、交通类视频广告刊例花费同比增长正负皆有。

**图表 84: 2018 年前三季度各媒介刊例花费同比变化**


来源: CTR、中泰证券研究所

- 2018 年前三季度楼宇广告景气度延续，电梯电视、电梯海报的刊例收入同比上升 24.8%、25.5%。从广告主来看传统行业有加大楼宇广告投放的趋势，线下生活圈广告价值持续提升。
- **电梯电视:** 电梯电视广告投放持续高增长，同比增长 24.8%。广告投放量前五的行业分别是邮电通讯、IT 产品及服务、娱乐及休闲、饮料、化妆品/浴室用品，其中娱乐及休闲同比大增 95.2%。前三季度电梯电视花费前十的主要是互联网交通以及电商广告主，而传统行业比如食品饮料等行业也加大了对于电梯电视广告的投放。
- **电梯海报:** 电梯海报广告投放也持续高增长，同比增长 25.5%。广告投放量前五的行业分别是邮电通讯、商业及服务性行业、食品、交通、IT 产品及服务，其中食品和 IT 服务及产品行业同比大增 85.5%、108%。我们看到很多食品饮料行业广告主，比如幸福、飞鹤等在电梯海报上投放广告增速明显，说明电梯海报的渠道价值逐渐被传统行业认可。

**图表 85: 2018 年 Q3 电梯电视投放量前五行业同比**


来源: CTR、中泰证券研究所

**图表 86: 2018 年 Q3 电梯电视刊例花费前十品牌**

本月排名	品牌	增幅
1	瓜子二手车直卖	50.10%
2	肯德基	73.80%
3	瑞幸	new
4	天猫	-12.30%
5	蒙牛	21.00%
6	农夫山泉	-2.50%
7	郎	223.50%
8	弹个车	63.50%
9	京东商城	45.30%
10	优信二手车	-68.30%

来源: CTR、中泰证券研究所

**图表 87: 2018 年 Q3 电梯海报投放量前五行业同比**

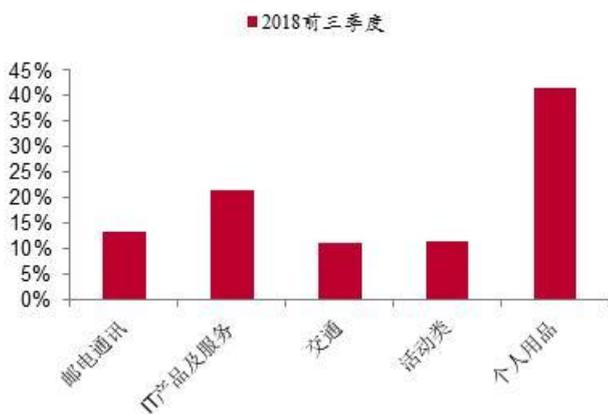

来源: CTR、中泰证券研究所

**图表 88: 2018 年 Q3 电梯海报刊例花费前十品牌**

本月排名	品牌	增幅
1	幸福	627.80%
2	京东商城	-18.00%
3	瑞幸	new
4	弹个车	133.80%
5	天猫	-22.30%
6	飞鹤	275.60%
7	优信二手车	-61.00%
8	苏宁	1.00%
9	苏宁易购	1.80%
10	蒙牛	17.30%

来源: CTR、中泰证券研究所

- 影院视频广告同比持续增长，互联网和交通类广告主投放量加。2018 年前三季度影院视频的刊例收入同比上升 22.6%。广告投放量前五的行业分别是邮电通讯、IT 产品及服务、交通、活动类、个人用品，其中个人用品行业投放量同比增加 41.5%。互联网和交通类广告主投放量加大，比如弹个车、瓜子二手车和快手、淘宝等。
- 长期来看国内电影市场趋势向好，带动映前广告持续高增长。我们统计了 201701-201809 各个月份的电影票房和影院视频广告同比增速，发现影院视频广告和电影票房市场存在明显的正相关。我们认为未来国内电影市场整体趋势向好，观影人次逐步提升，有望带动影院视频广告持续高速增长。

**图表 89: 2018 年 Q3 影院视频投放量前五行业同比**


来源: CTR、中泰证券研究所

**图表 90: 2018 年 Q3 影院视频刊例花费前十品牌**

本月排名	品牌	增幅
1	弹个车	413.90%
2	快手	211.30%
3	幸福	271.30%
4	天猫	58.90%
5	苹果	106.60%
6	暴龙	33.60%
7	还呗	37.60%
8	瓜子二手车	628.00%
9	长安福特	1.80%
10	捉妖记2电影宣传片	17.30%

来源: CTR、中泰证券研究所

### 分众传媒: 楼宇广告持续高增, 龙头公司最为受益

- 2015-2017 年中国楼宇广告市场规模持续高增长，高于行业平均增速。根据 CODC 数据统计，我们测算 2015-2017 年中国楼宇广告市场规模为 108.64、130.86 和 157.03 亿元，2016 和 2017 年同比增速分别为 20.45%和 20.00%，均高于广告行业平均增速 8.64%和 5.86%。
- 分众传媒是全球最大的生活圈媒体，仍处于持续扩张之中。截至 2018

年底,公司的媒体终端数超过 260 万个点位,同比去年底增加 52.94%,日覆盖人口达到 3.11 亿人,同比去年底增加 55.40%,覆盖全球约 300 多个城市。截至 2018 年 7 月末,公司的签约影院超过 1900 家,银幕超过 1.26 万块,环比去年底增加 6.78%。

**图表 91: 中国楼宇广告市场规模 (亿元)**


来源: CODC、中泰证券研究所

**图表 92: 分众传媒近三年电梯电视资源统计**

时间	自营电梯电视 (万台)	覆盖城市和地区数量	加盟电梯电视 (万台)	覆盖城市和地区数量
2015	18.9	90	-	-
2016	22.5	90	1.1	31
2017	31.3	108	1.1	30

来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 93: 分众传媒近三年电梯海报资源统计**

时间	自营电梯海报 (万台)	覆盖城市和地区数量	合作电梯海报 (万台)	覆盖城市和地区数量
2015	111	46	-	-
2016	115.8	48	32.8	61
2017	128.6	117	22.4	145

来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 94: 分众传媒近三年院线银幕资源统计**

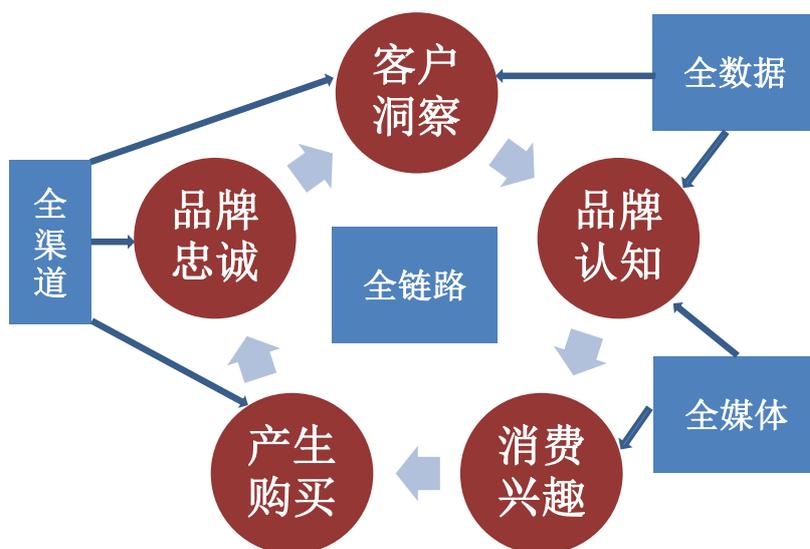
时间	签约影院 (家)	合作院线 (家)	电影银幕 (块)	覆盖城市和地区数量
2015	1000	-	6500	250
2016	1530	-	10000	290
2017	1750	37	11800	300

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **分众传媒与阿里巴巴共同推进“U 众计划”，实现全域营销。**全域营销提倡数据赋能、品效协同，是以消费者运营为核心，以数据为能源，实现“全链路”、“全媒体”、“全数据”、“全渠道”的营销方式。2019 年 1 月 2 日阿里巴巴与分众传媒共同宣布推进“U 众计划”，我们认为“U 众计划”是阿里和分众以产品化形态及战略赋能品牌营销的新开始，实现线上线下全链路打通，推进营销可视化可量化可优化。
- **分众和阿里在双 11 初步合作成果显著，新客到店率和销售转化率大幅提升。**(1) 双 11 期间被统计品牌到店人群中被分众触达且是新客的占比达到了 76%，到店消费者看过分众广告的平均占比为 36%，成交消费者看过分众广告的平均占比为 40%；(2) 双 11 期间被统计品牌看过分众的新客销售转化指数是 118，老客销售转化指数是 110，均远高于未看过分众的转化指数 91 和 94。同时，双 11 期间电梯红包总计发放 247 万份优惠券，UV 日均 6000 万。

- 我们认为与传统的营销相比，全域营销有以下三个优点：（1）全域营销的对象更为精准。消费者运营是全域营销的核心，通过多维度的大数据分析，使得对于客户的洞察更加敏锐和清晰。（2）全域营销的触点更为多样化。全域营销的全媒体策略包含线上线下多种媒体，全方位的渗透到消费者的各个场景中。（3）全域营销的客户粘性更强。全域营销联通了品牌数据、媒体数据和消费者数据，形成消费者行为数据的全链路可视化。同时更加注重广告的投后服务和产品的售后服务，培养消费者的品牌忠诚度和消费粘性，使得品牌广告的投前、投中、投后效能全面提升。

图表 95：全域营销模拟示意图



来源：阿里巴巴、中泰证券研究所

- 楼宇广告的载体在于电梯，随着国内城镇化率的稳步提升，国内电梯保有量也不断增加。2008-2017 是我国城镇化率快速提升的黄金十年，从 2008 的 45.68% 上升到了 2017 年的 58.52%。伴随着城镇建设的高速发展，我国的电梯保有量也快速增加，从 2008 年的 115 万台大幅上升到了 2017 年的 568 万台。当前电梯已经成了城市的基础设施，又是人们的必经之地，所以电梯媒体可以将品牌渗透到目标人群的生活场景中去，在消费者等待或乘坐电梯的时间内进行宣传，从而利用碎片化的时间形成高频次的有效到达。
- 与美国相比，我国的城镇化率仍有非常大的潜在空间。纵观美国的城镇化历史，从 1945 年的 58.5% 上升到了目前的 82%。而中国目前的城镇化率差不多是美国 1945 年的水平，我们认为未来仍有 20-30% 的提升空间，相应的我国电梯保有量随着城镇化率的提升也会有相应的增长。我们按照每年电梯保有量 15% 的增速估算，2020 年国内的电梯保有量有望突破 850 万台。

图表 96: 2002-2017 中国城镇化率稳步提升



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 97: 2020 年国内电梯保有量预计突破 850 万台



来源: 国家质检总局、中泰证券研究所

- 楼宇媒体主要分为电梯电视和电梯海报。电梯电视主要分布于城市核心圈的商务写字楼，而电梯海报分布在中高档住宅小区。我们给予不同类型城市一定的楼宇媒体渗透率，以及相应的电视、海报刊例价，来估算楼宇广告的市场规模：
  - 首先，我们将国内的城市分为一线城市（北京、上海、广州、深圳）、新一线城市（成都、杭州、重庆、武汉等 15 个）和其他城市。我们估算一线、新一线和其他这三类城市的电梯电视平均刊例价（15 秒，60 次/天）分别为 98.6、24.5、6.4 万/周，电梯海报平均刊例价（15 秒，600 次/天）分别为 59、18.2、16.6 万/周。
  - 其次，通过一线及新一线城市甲级写字楼面积来估算电梯电视的数量，我们估算商业地产每部电梯服务 3000 平方米，北上广深的商业电梯数量约为 3400、2300、1500 和 1500 台，新一线城市的商业电梯占比约为 2%，我们估计其余城市的商业电梯占比也在 2% 左右。
  - 最后，根据公开数据及草根调研来估算城市内可展示电梯的渗透率，我们估算电梯电视在一线、新一线和其余城市的渗透率分别为 90%、80%、60%，电梯海报的渗透率分别为 50%、35%、5%。
- 通过我们的测算，在当前刊例价和展示电梯渗透率的情况下，国内楼宇广告的刊例价市场空间约为 1034 亿，考虑到实际收入约为刊例花费的 10%-20%，我们取其中位数 15% 做测算，估算目前楼宇广告的实际市场空间约为 155.14 亿。
- 考虑到国内城镇化率提升之后电梯保有量的上升，线下楼宇广告受到越来越多传统广告主的青睐，在新一线城市的渗透率不断上升，以及刊例价的不断提升，我们预测 2018-2020 年线下楼宇广告的市场规模分别为 193.04、241.45、306.49 亿元，同比增速分别为 22.93%、25.08%、26.94%。

**图表 98: 各类型城市电梯电视、电梯海报平均刊例价**

周刊例价	电梯电视	电梯海报
一线城市 (元/周)	986,640	590,400
新一线城市 (元/周)	245,000	182,000
其他城市 (元/周)	63,700	166,600

来源: 草根调研、中泰证券研究所

**图表 99: 中国楼宇广告刊例价市场空间测算**

城市	项目	电梯电视	电梯海报	总计
一线城市	电梯保有量 (千)	8.78	659.12	667.90
	可展示电梯渗透率	90%	50%	
	展示比例	1	3.3	
	平均刊例价(千/年)	461.75	51.81	
	预测市场规模 (百万)	3,647.90	56,343.42	59,991.32
新一线城市	电梯保有量 (千)	23.03	1,128.27	1,151.30
	可展示电梯渗透率	80%	35%	
	展示比例	1	3.3	
	平均刊例价(千/年)	182.00	21.63	
	预测市场规模 (百万)	3,352.59	28,189.88	31,542.47
其他城市	电梯保有量 (千)	77.16	3,781.04	3,858.20
	可展示电梯渗透率	60%	5%	
	展示比例	1	3.3	
	平均刊例价(千/年)	56.78	14.85	
	预测市场规模 (百万)	2,629.01	9,265.23	
总计	电梯保有量 (千)	108.97	5,568.43	5,677.40
	预测市场规模 (百万)	9,629.49	93,798.54	103,428.03

来源: 公开数据, 草根调研, 中泰证券研究所, 注: 部分数据根据我们估算得出

**图表 100: 2015-2020E 楼宇广告市场规模预测**


来源: CDDC、中泰证券研究所

- 我们看好分众传媒作为楼宇广告龙头的长期投资价值, 2019 年初预计公司股价受解禁压制持续磨底, 一季度待股价底部确认之后进入可配置阶段, 未来三年可持续收获行业规模提升、公司点位扩张带来的投资收

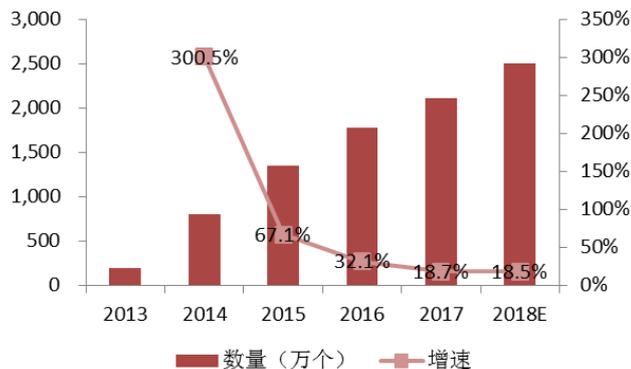
益。主要逻辑有以下三点：（1）楼宇广告和映前广告持续高景气，2019年刊例收入预计月均同比增速 20%+；（2）公司通过点位扩张、服务升级等方式获得大客户的青睐，进入收获期有望带来盈利高增长；（3）公司现金流充沛，股权质押率较低，具有良好自我造血能力。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润 60.19、65.98、74.61 亿元，同比增长 0.24%、9.62%、13.08%。

## 图片付费-视觉中国：图片版权市场龙头

新媒体爆发，图片需求激增，正版率仍有较大提升空间

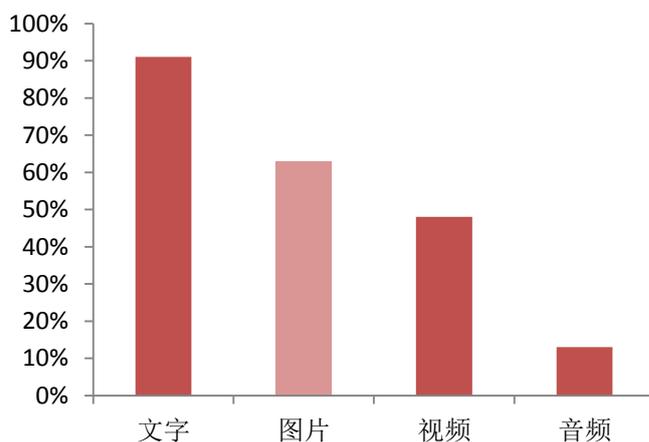
- 新媒体快速发展，图片需求激增。以新媒体的代表之一自媒体为例。
  - 一方面在移动互联网时代，自媒体迎来快速发展，对能够承载更多信息的高质量图片需求激增。

图表 101：微信公众号数量快速增长



来源：《很快：年度微信公众号数据洞察报告》，中泰证券研究所

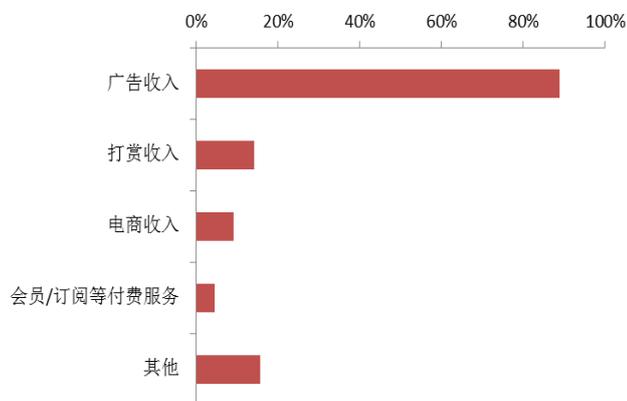
图表 102：自媒体使用素材类型占比



来源：网易，中泰证券研究所

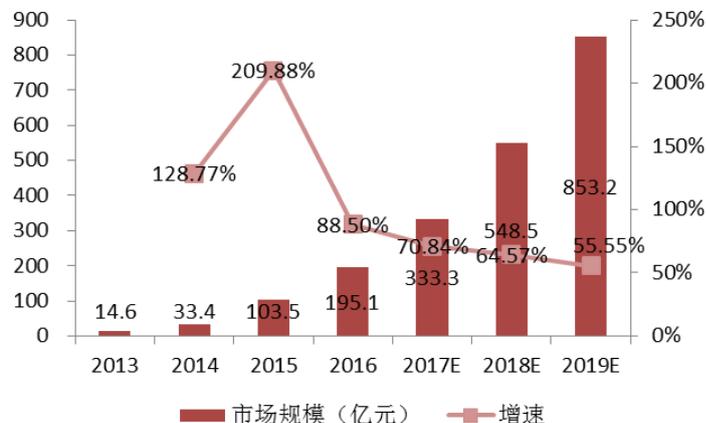
- 另一方面，自媒体收入的款速提升，使得其有能力为心爱的图片付费。

图表 103：自媒体收入来源



来源：企鹅智酷，中泰证券研究所

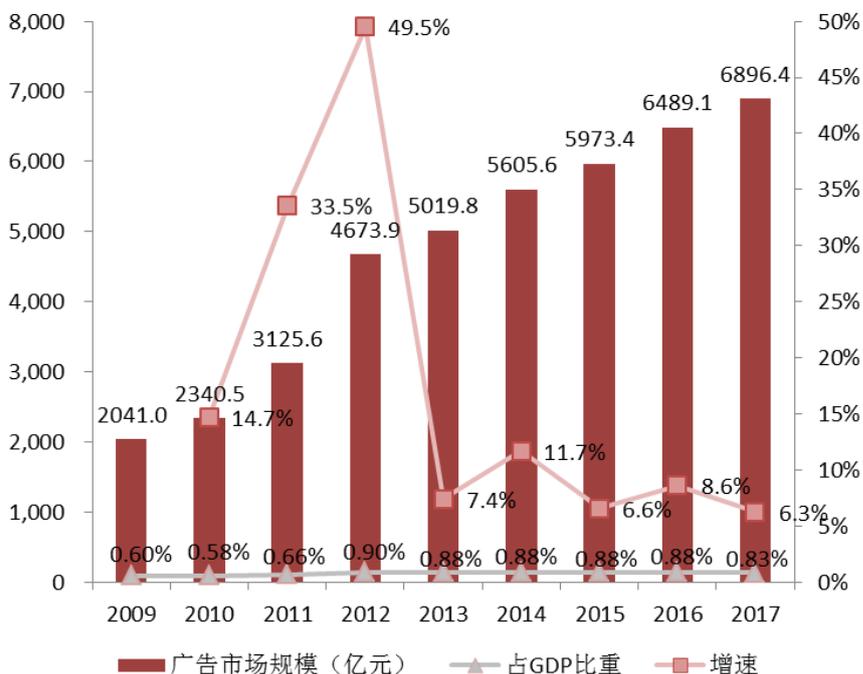
图表 104：自媒体广告市场规模



来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

- **中国图片市场处于刚刚起步阶段，未来潜力巨大。**图片素材交易与整个文化传媒市场的发展息息相关。普华永道发布的《2012-2016 年全球娱乐及媒体行业展望》指出，2011 年图片市场规模在广告市场规模中占比不足 0.5%，即不足 2 亿美元；同期，美国的图片行业市场占广告市场规模比例为 2.4%，市场规模约 40 亿美元。全球图片市场在经历 20 多年的发展仍能保持 20% 以上的发展。
  - 2017 年中国广告市场规模约 6896.41 亿元人民币，同比增长 6.3%，维持了与 GDP 接近的增速，占 GDP 比重为 0.83%，广告市场规模占 GDP 比重未来有望维持在 0.8% 以上。

**图表 105：中国广告市场规模、增速及 GDP 占比**



来源：国家统计局、中国广告协会，中泰证券研究所

- 2012 年以来，中国广告市场规模占 GDP 比重稳定在 0.8%-0.9% 区间范围，假设广告市场占 GDP 比重稳定，未来五年保持 5.5-6.5% 的年复合增长率，则到 2022 年广告市场规模有望达 8855 亿-9962 亿元，随着国内版权保护加强，图片市场占比达到 1.5%-2.5%，则对应图片市场潜在规模为 130 亿-255 亿元。

**图表 106：中国图片市场潜在规模测算 (单位：亿元)**

预测区间	未来5年GDP符合增速	广告市场规模占GDP比重	潜在图片市场占广告市场规模比重	潜在市场规模测算
保守	5.5%	0.8%	1.50%	129.72
乐观	6.5%	0.9%	2.50%	254.98

来源：中泰证券研究所

- **正版率仍有较大提升空间。**以 2017 年广告市场规模作为预测基准，假

设图片市场理论规模占广告市场的 1.5%-2.5%，视觉中国在实际正版图片付费市场市占率为 40%-50%，则图片市场正版化率仅为 9.4%-22.5%，有较大提升空间。

图表 107: 图片市场正版化率测算

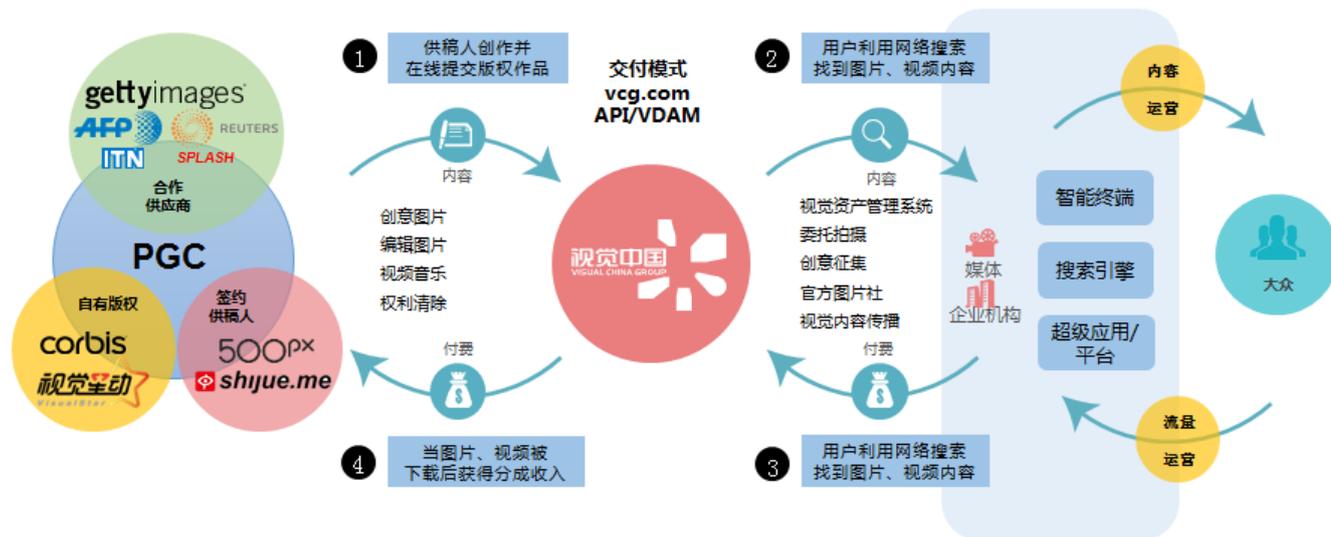
预测区间	图片理论市场规模占广告市场比重	图片理论市场规模(亿元)	视觉中国在正版市场市占率	正版市场规模(亿元)	正版化率
保守	1.5%	103.45	35%	16.28	9.4%
乐观	2.5%	172.41	50%	23.26	22.5%

来源: 中泰证券研究所

视觉中国: 版权图片龙头, 多维度构筑壁垒

- **稀缺的平台型商业模式, 卡位优势明显。**视觉中国拥有的 PGC 视觉内容的互联网版权交易平台 (www.vcg.com、www.veer.com) 上游连接海量的视觉内容资源, 下游连接海量用户, 平台不断自我加强, 形成卡位优势, 已成为全球最大同类数字内容平台之一。

图表 108: 视觉中国的业务链



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **整合全球优质资源, 构筑内容壁垒。**视觉中国与全球顶级的超过 30 万名的签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构建立合作关系, 在线提供超 2 亿张图片、1,000 万条视频素材和 35 万首音乐素材。内容来源主要有三类: 自有版权、合作供应商、签约供稿人。
  - **自由版权内容: 全球经典图片与娱乐图片是最大特色**  
Corbis: 拥有版权与物权价值共存的稀缺性视觉内容;  
东星娱乐: 大中华区领先的娱乐通讯社。
  - **合作供应商: 独家合作 240 余家版权机构**  
Getty Images: 全球最大的图片供应商;  
ITN-SOURCE: 英国最大的编辑类视频素材供应商;

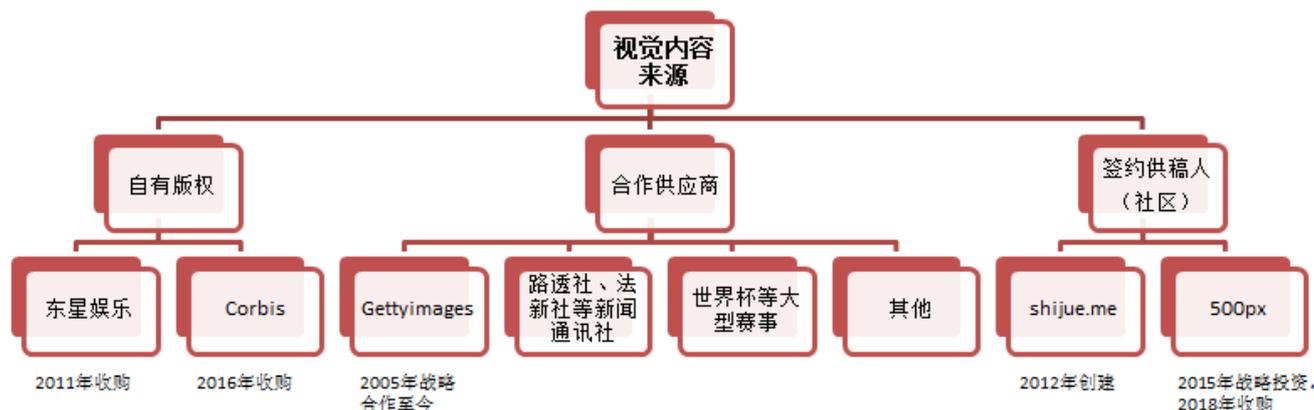
Splash News: 全球领先的娱乐新闻图片社。

➤ **签约供稿人：摄影师与设计师社区**

500px.me (摄影师社区): 汇聚全球顶级摄影人才, 素材丰富活跃度高;

Shijue.me (设计师社区): 围绕着设计师的核心需求, 提供海量的正版创意素材。

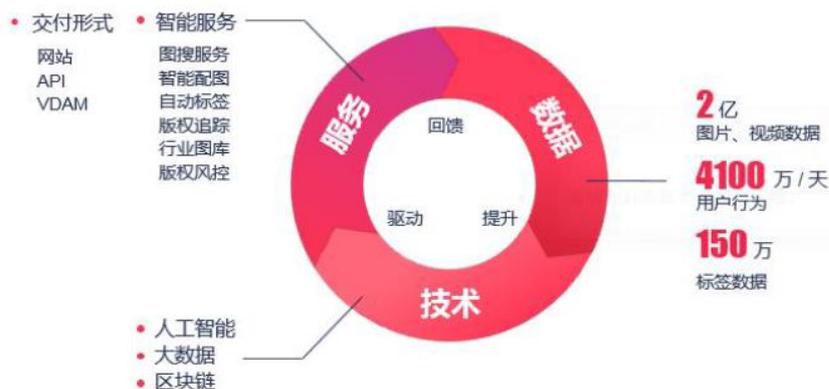
图表 109: 视觉中国内容来源



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **基于大数据与人工智能, 构筑“数据、技术、服务”壁垒。**视觉中国拥有全面的亿级图片、视频、音乐数据, 加上持续产生的千万级的用户行为数据, 形成了公司的核心数据资产。“数据提升技术、技术驱动服务、服务回馈数据”的独特的闭环运营模式大大地提升了公司的核心竞争力。

图表 110: 公司构筑的“数据、技术、服务”闭环运营模式



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **基于大数据与人工智能, 自主研发了业内先进的图像搜索及算法、版权跟踪、图像识别、自动标签及文章配图、云服务、智能视觉焦点、场景识别、明星识别等技术, 提高用户产品体验。逐步构筑起公司的技术壁垒。**

图表 111: 公司的技术矩阵



来源：公司官网，中泰证券研究所

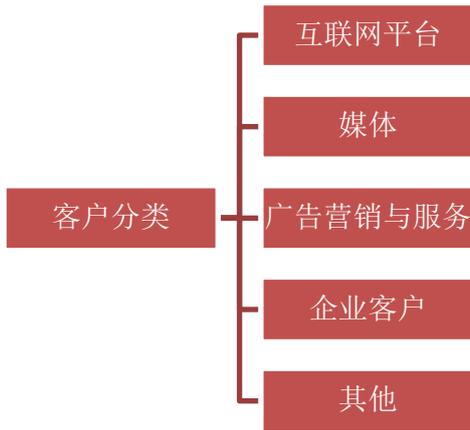
图表 112: 公司基于 AI 开发的应用



来源：公司官网，中泰证券研究所

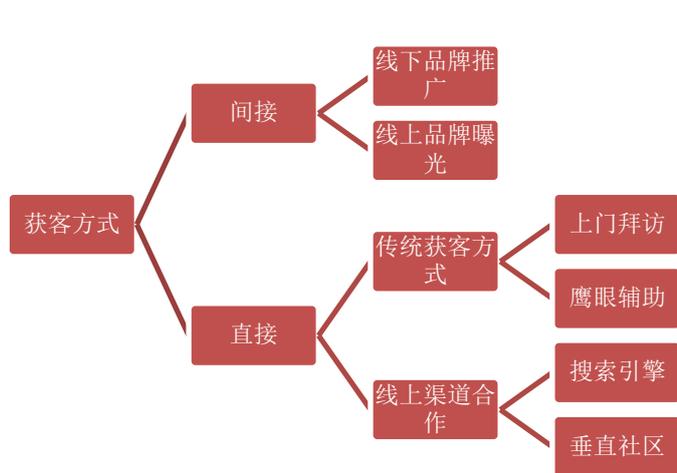
- > **鹰眼系统（图像追踪系统）：提升获客效率，降低版权保护成本。**2016年初公司开发的鹰眼系统，通过人工智能、图像比对、爬虫技术，能够追踪公司拥有代理权的图片在网络上的使用情况，一方面可以快速识别侵权行为，将侵权用户转化为客户，大幅降低版权保护成本，提升获客效率；另一方面通过大数据获取了客户的内容需求数据，从而对客户提供更具针对性的服务。
- > **智能图搜、关键词推荐、自动标签、智能配图等智能服务大幅提升搜图、传图效率及用户体验。**公司基于近百万的结构化的关键词描述体系，以及持续产生的千万级的用户行为数据，供稿人上传照片时系统会直接推荐关键词；而用户搜索图片可以写一句话语义分析搜索关键词。
- > **API：大幅提升图片交付效率。**2017年上半年，公司正式推出 API（Application Programming Interface，应用程序编程接口）服务，以方便客户使用。客户可通过 API 服务连接视觉中国高质量正版内容，结合自己的应用场景自由调用 API，灵活满足内容需求。视觉中国 API 已接入百度、腾讯、阿里巴巴、一点资讯、网易、新浪、凤凰网等客户。
- > **VDAM：深度服务，增加客户粘性。**2017上半年，公司初步完成基于 SaaS 的 VDAM (Visual Data Asset Management，视觉数据资产管理系统) 产品的开发，帮助公司客户进行视觉内容的生产和管理、视觉内容的传播和分发，为客户提供“内容+技术”的全面服务，VDAM 的推广能够增加客户黏性，提升客户使用公司产品与服务的体验。
- **夯实传统客户优势，拓展新兴客户。**公司不断加强媒体、广告等传统客户优势，同时抓住新媒体爆发带来的机遇，不断拓展互联网平台、企业等新用户。公司借助鹰眼系统等新技术的应用，不断提升获客效率。2018年上半年，合作客户总数同比增长 48%，其中企业客户数实现了 76% 的高速同比增长。

图表 113: 视觉中国客户分类



来源：公司公告，中泰证券研究所

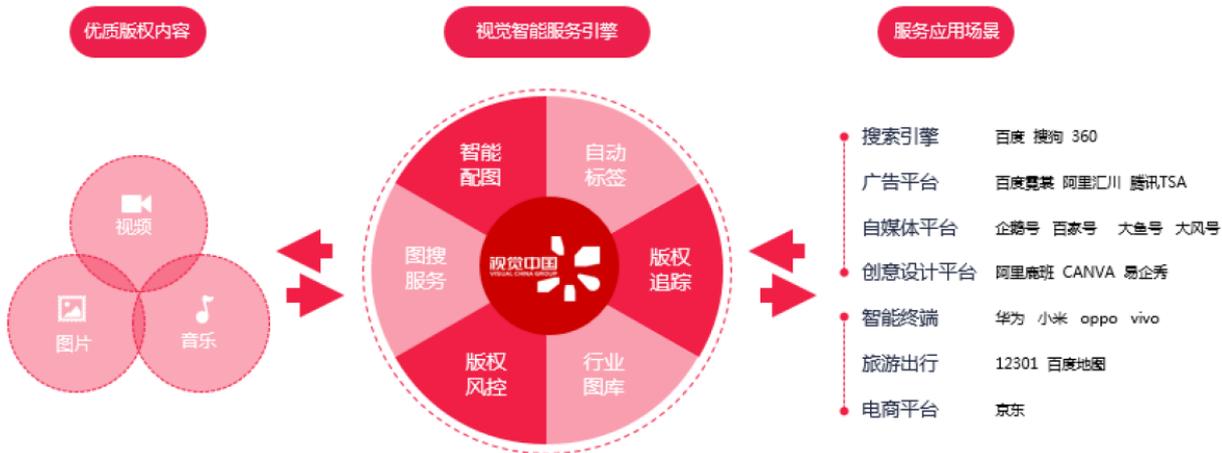
图表 114: 视觉中国获客方式



来源：公司公告，中泰证券研究所

- “内容”与“流量”强强联合，不断拓展长尾市场及应用场景。视觉中国持续扩大与互联网平台及大流量入口的战略合作，与包括搜索引擎（百度、搜狗）、广告平台（百度霓裳、阿里汇川）、自媒体平台（腾讯企鹅号、百度百家号、阿里大鱼号、一点/凤凰大风号）、电商平台（淘宝）等合作，持续开拓新的应用场景。有利于公司拓展用户，挖掘新的盈利点，提升在图像大数据、人工智能领域的核心竞争力。

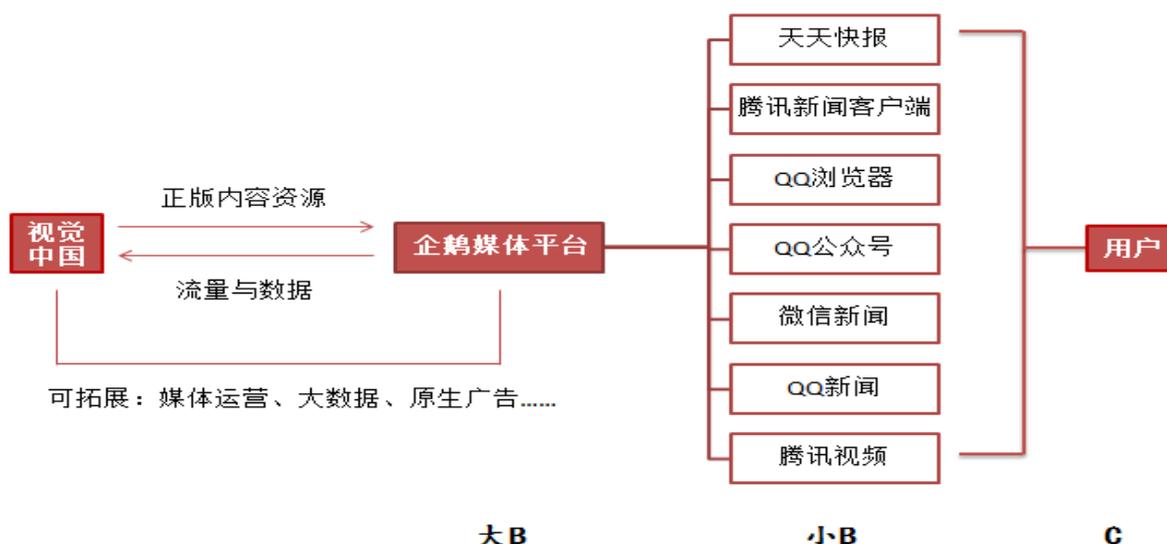
图表 115: 视觉中国的服务运营场景



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 一方面，互联网平台可以为用户提供优质的图片资源，提高用户粘性，同时避免盗版风险；另一方面，视觉中国获得流量与数据，拓展盈利来源及应用场景。对公司业务升级具有重要意义：
  - 开拓“借船出海”模式，通过 B2B2C 打通 C 端与小 B 用户，丰富视觉内容分发渠道。
  - 参与内容运营，开阔图片售卖外的后端盈利。例如：广告营销、大数据产品等。

图表 116: 视觉中国与腾讯的合作模式



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

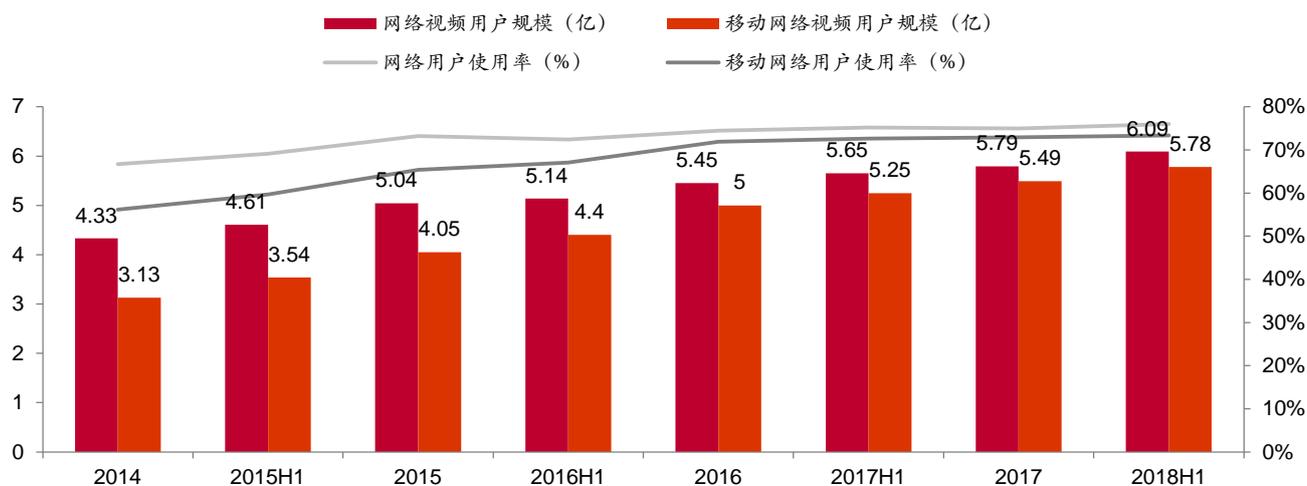
- 我们预测视觉中国 2018-2020 年实现营收分别为 10.15 亿元、11.74 亿元、14.95 亿元, 同比增长 24.58%、15.65%、27.34%; 实现归母净利润分别为 3.76 亿元、4.66 亿元、5.89 亿元, 同比增长 29.40%、23.75%、26.50%; 对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.54 元、0.66 元、0.84 元。

### 在线视频-芒果超媒: A 股稀缺在线视频龙头

#### 在线视频行业规模及付费用户均快速增长

- 全国在线视频用户规模达到 6 亿+。2018 年上半年, 全国在线视频用户规模已经达到 6.09 亿, 渗透率为 76%, 同比增长 7.8%, 移动视频用户为 5.78 亿, 渗透率达到 73.4%, 同比增长 10.1%。

图表 117: 全国网络视频、移动网络视频用户规模及使用率

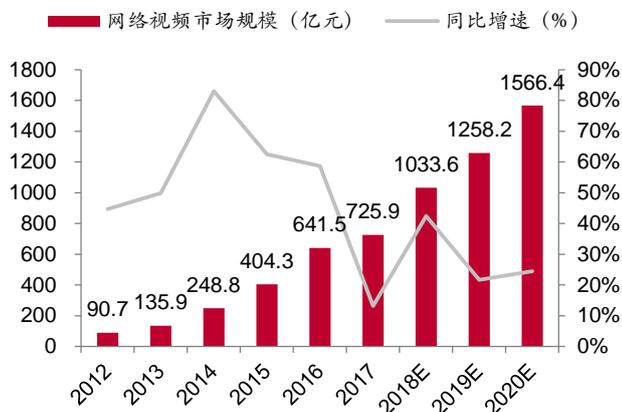


来源: CNNIC, 中泰证券研究所

- 2018 年在线视频市场规模超千亿, 付费用户数快速增长。用户对于视频内容存在刚需, 付费习惯逐步养成, 艾瑞预计 2018 年国内在线视频市

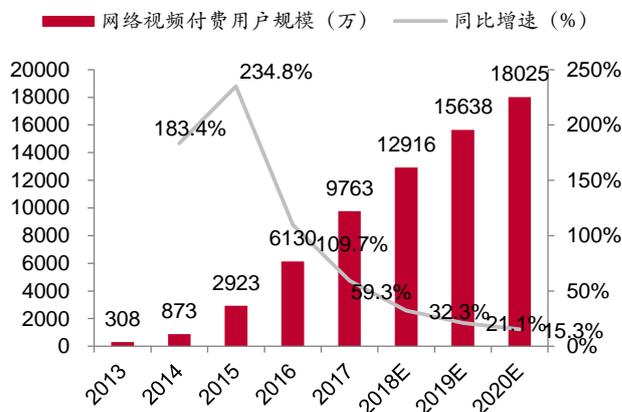
场规模将达到 1033.6 亿，同比增长 42.4%，同时根据易观统计数据显示，2018 年国内视频付费用户也将超过 1 亿，达到 1.29 亿，同比增长 59.3%。当前国内付费用户的渗透率在 20% 左右，仍有较大的提升空间。

图表 118: 2014~2018 国内网络视频市场规模及增速



来源：艾瑞数据，中泰证券研究所

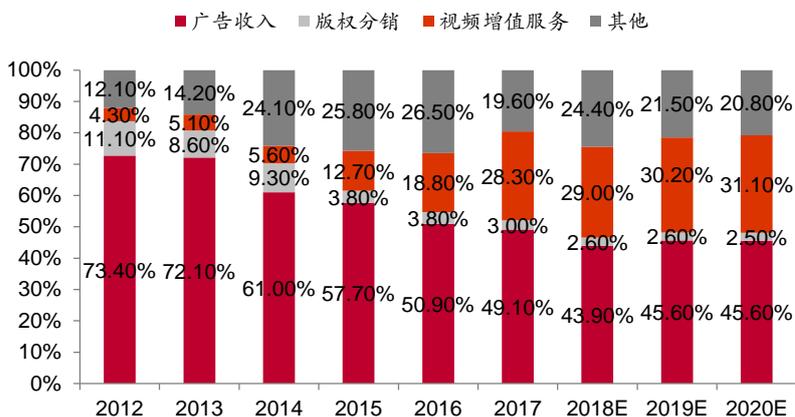
图表 119: 2013~2020 网络视频付费用户及增速



来源：易观数据，中泰证券研究所

- 广告收入占比逐步减少，营收结构优化。2018 年艾瑞预计国内在线视频用户付费收入占比将达到 29%，较 2017 年的提升 0.7 个百分点，广告收入占比随着付费用户不断增长逐渐下滑，预计 2018 年占比为 43.9%，较 2017 年减少 5.2 个百分点。预计 2019 年用户付费收入占比将超过 30%，在线视频收入结构持续优化。

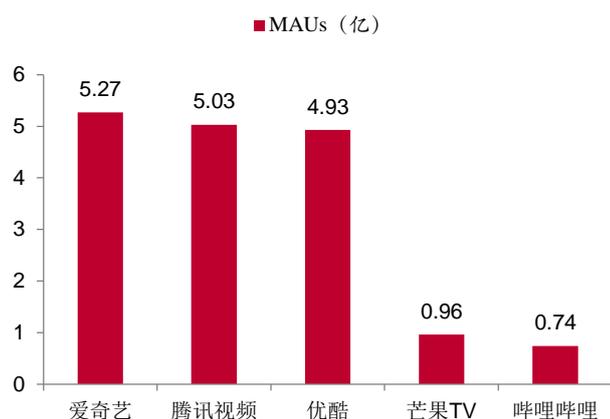
图表 120: 2012~2020 年中国在线视频收入构成



来源：艾瑞数据，中泰证券研究所

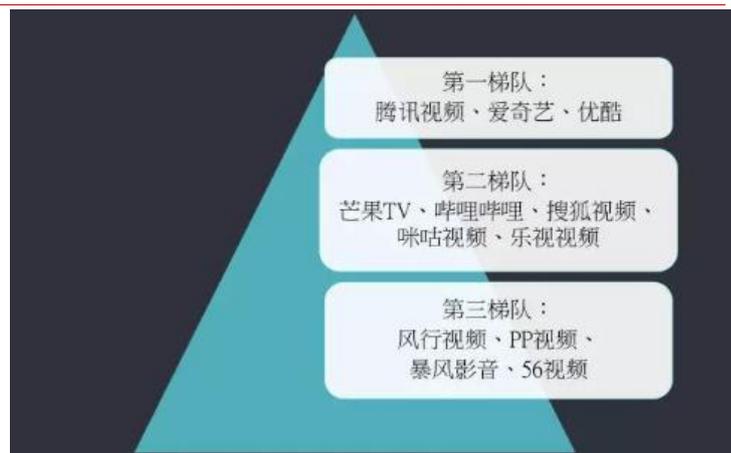
- 当前市场形成了“优爱腾”三巨头+（芒果 TV、哔哩哔哩）两个具有鲜明特色视频平台的 3+2 竞争格局。根据 Questmobile 数据显示，爱奇艺、腾讯视频月活用户均达到了 5 亿+水平，优酷 4.9 亿，而第二梯队的芒果 TV、哔哩哔哩则与第一梯队相差较为悬殊，月活分别为 0.96 亿、0.74 亿。

图表 121: 国内网络视频公司 MAU 对比



来源: Questmobile, 中泰证券研究所 (注: 2018 年 6 月数据)

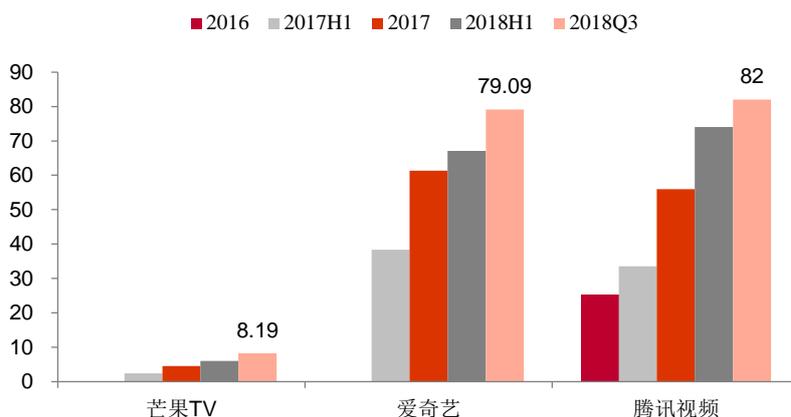
图表 122: 2018 年网络视频平台竞争格局



来源: 中国网络视听发展研究报告, 中泰证券研究所

- 付费用户方面, 我们统计了芒果 TV、爱奇艺以及腾讯视频付费用户增长情况, 截至 2018Q3, 芒果 TV 付费用户达到 819 万, 而爱奇艺、腾讯视频则分别达到了 7909 万和 8200 万。通过对优质内容不断的投入, 各平台付费用户均保持快速增长。

图表 123: 在线视频平台付费用户数不断增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 内容方面, “优爱腾”短兵相接, 芒果 TV 另辟蹊径。我们统计了 2018 年全年在线视频平台播放量排名前 15 的电视剧以及综艺:
- 电视剧方面: 腾讯视频在播放量上占据较为明显优势, 独播的《如懿传》、《扶摇》剧表现出色, 爱奇艺凭借《延禧攻略》拔得电视剧播放量头筹, 优酷表现中规中矩, 三大平台均在内容上大量投入, 直接正面竞争。而芒果 TV 则以联播为主, 成本端控制较为不错, 但播放量远不及三大平台。
- 综艺方面: 网络自制内容表现出色, 芒果 TV 大放异彩, 腾讯视频播放量占比最高。我们统计播放量前 15 的综艺中, 有 7 部由湖南卫视及芒果 TV 制作, 占比接近 50%, 这足见芒果 TV 在综艺方面强大的制作优势。另一方面腾讯视频自制的《创造 101》、《明日之子》与爱奇艺自制的《偶像练习生》3 部网综表现出色, 全年播放量分别排名 2、4、6 名, 腾讯视频也是凭借《创造 101》和《明日之子》的成功, 在播放量上占比达到 40%, 排名第一。

图表 124: 2018 年视频平台播放量前 15 的电视剧

排名	剧名	播放量 (亿)	爱奇艺	优酷	腾讯视频	芒果 TV
1	延禧攻略	181.8	181.8			
2	恋爱先生	164.9		84.8	61.7	18.4
3	如懿传	162.6			162.6	
4	香蜜沉沉烬如霜	149.5	45.7	34.4	69.4	
5	扶摇	144.3			144.3	
6	谈判官	129.3	23.5	32.4	35.9	30.6
7	归去来	101.5	22.4	33.4	34.9	10.8
8	猎毒人	92.9	27.7	22.2	43	
9	烈火如歌	82.7		82.7		
10	一千零一夜	78.1		34.9	43.2	
11	温暖的弦	78.1		13.9	40.9	23.3
12	甜蜜暴击	77.3	13.7	27	23.6	13
13	凉生, 我们可不可以不忧伤	66	1.6	6.7	41.1	7.3
14	美好生活	64.4		33.3	31.2	
15	一路繁花相送	63.4	3.8	31.2	5.6	12.8
合计		1636.8	320.2	436.9	737.4	116.2
占比 (%)		100%	20%	27%	45%	7%

来源: 骨朵, 中泰证券研究所 (注: 红色字体为独播)

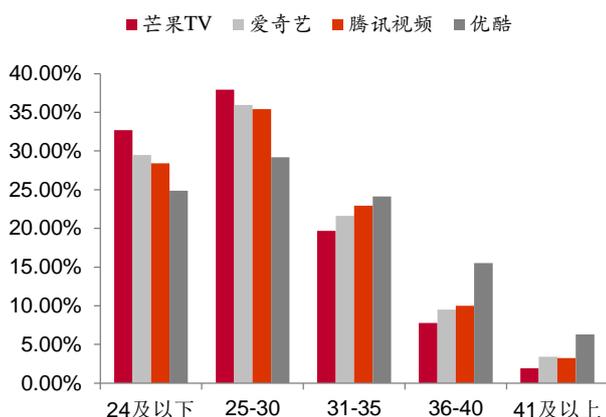
图表 125: 2018 年视频平台播放量前 15 的综艺

排名	剧名	播放量 (亿)	爱奇艺	优酷	腾讯视频	芒果 TV
1	奔跑吧第二季	82.6	37.6		45	
2	创造101	51.4			51.4	
3	快乐大本营2018	44.8				44.8
4	明日之子第二季	43.8			43.8	
5	极限挑战第四季	40.6	13	11.1	16.5	
6	偶像练习生	36.3	36.3			
7	向往的生活第二季	32.2	12.3			19.9
8	王牌对王牌第三季	32.1			32.1	
9	歌手2018	29.7		15		14.7
10	中国好声音2018	28.7	28.7			
11	中餐厅第二季	26.4			14.9	11.5
12	我是大侦探	24.7			10.7	14
13	妻子的浪漫旅行	21.8				21.8
14	欢乐喜剧人第四季	21.1		21.1		
15	妈妈是超人第三季	20.2	4.5			15.7
合计		536.4	132.4	47.2	214.4	142.4
占比 (%)		100%	25%	9%	40%	27%

来源: 骨朵, 中泰证券研究所 (注: 综艺取时长超过 1 小时的内容)

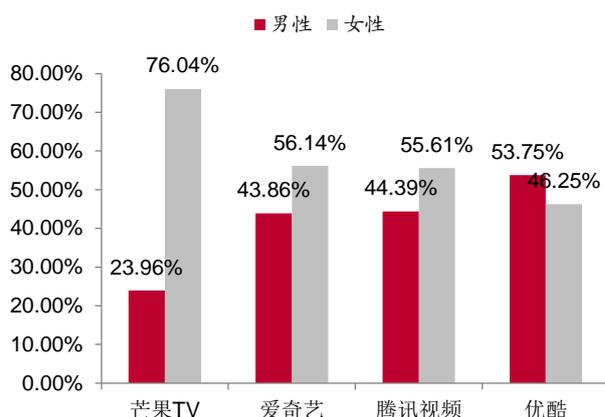
- 芒果 TV 用户更加年轻、更加忠诚, 女性占比较高, 达到 76.04%。芒果 TV 30 岁以下用户占比达到 70.61%, 而排名第二的爱奇艺为 65.45%, 同时芒果 TV 女性用户占比远远领先于其他平台, 达到 76.04%, 这也是为什么芒果 TV 综艺节目点播率较高的原因。
- 根据 MobData 数据显示, 芒果 TV 与腾讯视频用户重合度达到 80.8%, 但我们可以发现腾讯视频与芒果 TV 联播的《中餐厅》与《我是大侦探》合计播放量基本持平, 这也说明芒果 TV 的用户忠诚度较高。

图表 126: 各平台不同年龄段用户占比 (%)



来源: 艾瑞, 中泰证券研究所

图表 127: 各平台男女用户占比 (%)



来源: 艾瑞, 中泰证券研究所

图表 128: 视频平台市场渗透率与用户重合度对比



来源: MobData, 中泰证券研究所

### 芒果超媒: 在线视频第二梯队龙头, A 股稀缺标的

- 我们认为, 芒果 TV 处于在线视频第二梯队领先地位, 受众以年轻女为主, 忠诚度较高。公司背靠湖南广电, 内容版权、综艺创新制作占据优势, 综艺更易于开展内容植入, 提升广告收入, 且不受付费会员增长影响。公司是 A 股优质内容版权资源+新媒体一体化运营领域的龙头标的, 且作为唯一一家国有广电集团旗下在线视频平台上市公司, 具有稀缺性, 有望获得二级市场估值溢价。

### 投资建议: 估值底部, 可攻可守, 把握积极趋势

- 二级市场中传媒板块经历 3 年深度调整, 目前估值处于历史底部区间, 安全边际相对较高。同时, 传媒板块于 2018 年受到行业监管严厉、资金压力增大等影响, 市场预期及行业本身运营均经历了较为悲观的阶段。我们认为, 时下行业监管等问题带来的供给侧改革可加速市场出清, 中长期有望利好行业规范及基本面优良的传媒公司发展, 同时市场对文化传媒需求仍持续增长, 未来行业有望逐渐走出悲观预期, 向好发展。
- 我们 2019 年建议重点关注游戏、出版及院线板块, 同时静待影视内容板块调整充分后的投资机会, 此外细分领域龙头仍具有持续跟踪投资价值。结合公司成长性及行业龙头优势, 我们重点推荐吉比特、中文传媒、完美世界、万达电影、分众传媒。

### 风险提示

- 1) 经济增长持续放缓的风险  
 文化娱乐消费作为消费升级收益品种, 虽然具备一定的逆周期性, 但如果经济增速持续放缓或下降速度超预期, 那么可能会对居民消费升级造成负面影响, 从而导致居民文化消费减少, 对产业造成不利影响。

■ **2) 文化政策趋紧**

国家在文化产业政策方面监管持续趋紧，可能对相关文化创新领域造成不利影响。

■ **3) 内容创新能力不足**

文化娱乐为创意为主导的产业，若产业内部企业、人才对内容创新理解不足，不能把握住内容创作发展趋势，也可能对产业发展造成不利影响。

■ **4) 市场规模测算不及预期**

我们对市场规模测算基于一定的假设条件，存在不及预期的风险。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。