

估值低位精选个股，关注政策与业绩边际改善板块

2019 年 1 月 7 日

	肖明亮(分析师)	叶轫(研究助理)
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310117040003

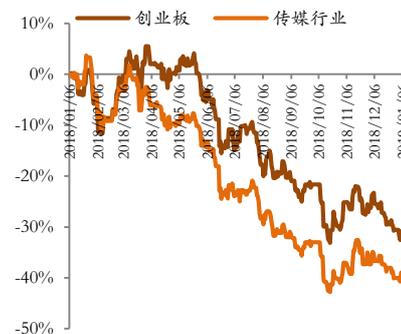
谨慎推荐 (维持)

传媒行业

投资要点

- **板块估值依然处于历史低位，政策效应边际改善明显。**传媒板块自 16 年以来持续三年下跌，板块跌幅接近 70%，板块整体与各细分领域 PE、PB 均值与中值均处于历史低位。2018 年板块受政策监管趋严下调明显，从 2018 年底情况来看政策效应逐步消化且逐步迎来明显的边际改善：国家发文促进电影市场繁荣、支持文化企业发展、游戏版号通道开启、广电获 5G 牌照等利好政策先后出台，板块政策边际拐点显著。我们认为传媒行业持续三年的下跌以及当前历史估值低位，随着政策效应边际改善明显，2019 年挖掘个股与细分板块机会依然值得期待。
- **传媒行业整体基本面拐点有待观察，游戏、出版、院线板块拐点效应显现：**行业最新财务数据尚未支撑传媒行业整体业绩明确拐点，传媒行业整体营收增速放缓，扣非归母净利润增速尚未转正且 2018 逐季度恶化，显示行业整体依然面临内生增长的验证考验。但是细分领域的成长性存在明显结构性的差异，结合政策效应改善以及板块经营层面改善，推荐关注游戏、出版和院线板块。①**游戏板块政策效应改善+经营业绩预期拐点改善**，游戏依然是盈利能力强、成长确定性较高的板块，Q3 消化政策影响导致扣非归母小幅下滑，预期版号政策落地将迎来经营拐点改善，随着“吃鸡”游戏不断向外释放用户量，用户的游戏需求发生转移，付费欲望将再次被激发，从而提振 2019 年的游戏市场。推荐关注研发实力强劲的第二梯队龙头企业：**完美世界 (002624.SZ)**、**三七互娱 (002555.SZ)**。②**出版发行板块**自身现金流充裕，分红水平稳定，板块经营数据显示教辅整顿政策影响逐步消化，营收增长与扣非业绩增长分别在 Q2 和 Q3 迎来拐点，推荐关注教辅龙头企业**中南传媒 (601098.SH)**、民营出版龙头型企业**新经典 (603096.SH)**，以及位居广东省人、财优势且集中度有望不断提升的**南方传媒 (601900.SH)**。③**院线板块**随着影院扩张进入瓶颈，渠道驱动向内容驱动转变，影片内容质量逐步提升带动票房增长引擎，竞争格局方面经营压力加大导致行业加速进入洗牌期，相对而言头部公司具有较高的资产效率和整合能力，整合优势明显，院线板块在 Q3 迎来业绩成长性的边际改善，伴随政策推动以及龙头企业强化整合，推荐关注院线龙头**万达电影 (002739.SZ)**。④**其他板块：**影视剧板块利润承压，政策效应尚不明朗，后续成长拐点仍待 2019Q1 观察确认。有线电视板块依然面临较强的转型压力，当前处于双向改造投入期和资本支出阶段，传统业务面临互联网冲击，新业务模式探索尚未有效成型，2018Q3 单季扣非归母增速反转正向增长显示传统业务下滑压力边际改善，但整体营收与盈利继续承压，期待传统业务企稳以及新业务带来增量，建议关注部分资产质地较好，经营与现金流稳定、不存在商誉风险的破净类有线电视类个股值得关注。此外营销服务与互联网服务领域龙头价值凸显，建议关注 A 股稀缺的视频平台公司**芒果超媒 (300413.SZ)**，以及生活圈媒体龙头企业**分众传媒 (002027.SZ)**。
- **教育板块：政策收缩板块成长分化，结合基本面自上而下看好教育信息化+职教+早教细分领域。**18 年教育行业连续颁布多个政策，凸显教育监管回归教育本质、注重教育公平公益为重要的导向。学历教育领域义务教育禁止设立营利性机构为

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
传媒行业	-5.59	-8.88	-19.66
沪深 300	-9.89	-11.77	-18.76

相关报告

*广证恒生-传媒行业-行业专题-结合公司基本面，挖掘破净股价值-20181113

*广证恒生-传媒行业-2018 年三季度业绩回顾-十大持仓股占比近 80%，关注出版成长稳定+精选细分龙头-20181105

规范重点领域，幼儿园公办普惠为主力，受到学前新规影响资产证券化受阻，其余领域转营利性运营后税收以及土地成本提升影响集团盈利能力；培训领域加强对牌照、教学内容、教师等全方位的监管，企业规范成本提升，中短期阵痛，长期利于行业集中提升。受政策影响，CS 教育板块全年下跌 30%+，板块 PE-TTM 从年初的 33 下跌至年底的 26。同时，随着中公教育借壳亚夏汽车过会，越来越多教育细分龙头登录资本市场，教育逐渐形成板块效应。我们结合基本面以及政策导向自上而下看好兼顾教育效率与公平的教育信息化、提升人们职业素养的职业教育以及朝阳发展的早教领域，推荐关注**视源股份 (002841.SZ)**、**百洋股份 (002696.SZ)**、**三垒股份 (002621.SZ)**，关注**科斯伍德 (300192.SZ)**。

● **风险提示：**政策监管进一步收紧、商誉减值压力、行业内生增长承压。

重点公司盈利预测表：

板块	标的	代码	市值 亿元	净利润 (亿元)			PE (倍)			投资评级
				17	18E	19E	TTM	18E	19E	
游戏	完美世界	002624.SZ	350	15.0	18.2	22.1	21.0	19.2	15.8	强烈推荐
	三七互娱	002555.SZ	203	16.2	16.8	20.0	12.3	12.1	10.2	强烈推荐
出版	中南传媒	601098.SH	230	15.1	12.9	13.7	18.6	17.9	16.8	暂未评级
	南方传媒	601900.SH	76	6.1	6.6	7.6	11.6	11.6	10.1	强烈推荐
	新经典	603096.SH	88	2.3	2.6	3.2	34.5	33.7	27.7	强烈推荐
院线	万达电影	002739.SZ	384	15.2	17.2	20.0	25.3	22.3	19.2	强烈推荐
教育	百洋股份	002696.SZ	35	1.1	2.0	2.6	18.4	17.3	13.5	强烈推荐
	视源股份	002841.SZ	369	6.9	9.3	13.7	39.5	39.7	26.9	强烈推荐
	三垒股份	002621.SZ	65	0.2	0.3	1.7	1,111.9	215.2	38.0	谨慎推荐
	科斯伍德	300192.SZ	21	0.1	1.1	1.0	27.7	18.1	20.6	强烈推荐
精选	分众传媒	002027.SZ	771	60.0	62.9	71.6	11.2	12.3	10.8	强烈推荐
龙头	芒果超媒	300413.SZ	362	0.7	10.5	13.5	42.8	34.4	26.8	强烈推荐

目 录

1. 历史行情回顾	6
1.1 市场行情回顾：行业三年持续下跌，估值创历史新低	6
1.1.1 近三年传媒板块市场表现处于下行通道	6
1.1.2 估值创历史新低，板块估值位于市场中游	6
1.1.3 营销服务估值最低，各细分板块估值均处低位	7
1.2 行业整体业绩依然承压，游戏、出版与院线边际改善明显	8
1.3 机构持仓：行业持仓市值减少，龙头集中效应明显	11
1.4 市净率：结合公司基本面，挖掘破净股价值	12
1.5 行业对政策敏感度高，关注部分领域政策边际改善	13
2. 游戏：版号发审恢复，内容端将迎来改善	14
2.1 2018 由于供给受限，需求推动国内游戏市场实现微增长	14
2.2 时隔 9 月版号重新发审，首批过审 80 款游戏	15
2.3 “吃鸡”毒药解除，新产品激发用户付费欲望	15
2.4 关注标的：完美世界、三七互娱	16
3. 出版：头部作品马太效应增强，行业集中度有望提升	17
3.1 线上接力线下，图书零售市场实现 11.4% 的增长	17
3.2 四大赛道占据主要码洋，电子图书用户突破 4 亿	17
3.3 IP 运营增加图书曝光度，头部作品占据大部分码洋	18
3.4 畅销书市场集中度较低，头部企业有望把握结构性机会	21
3.5 关注标的：中南传媒、南方传媒、新经典	21
4. 院线：过剩产能加速出清，头部企业迎来边际改善	23
4.1 影院扩张到达瓶颈期，渠道驱动转为内容驱动	23
4.2 国产片质量提升+进口片大年，国内票房有望迎来放量	24
4.3 落后产能加速出清，头部企业整合优势明显	26
4.4 关注标的：万达电影	28
5. 教育：结合基本面，自上而下看好教育信息化+职业教育+早教领域	29
5.1 回顾 2018：政策规范大年，板块成长分化	29
5.1.1 政策持续规范行业成长，细分领域影响程度分化	29
5.1.2 板块成长分化，细分龙头成长高于行业平均	30
5.1.3 教育板块大幅波动，标的估值整体下滑	31
5.1.4 教育板块效应形成，关注素质教育	32
5.2 展望 2019 年，关注教育信息化+职教确定性机会	32
5.2.1 教育信息化：2.0 时代重构教育生态，高考改革催化成长	32
5.2.2 职教板块：求职供需缺口持续加大，职教培训机会确定	33
5.2.3 K12 课培：走向规范，短期成长放缓，长期行业集中度提升	34
5.2.4 学历教育：幼教资产证券化受阻，高等教育确定性较高	34
5.3 关注标的：视源股份、百洋股份、三垒股份、科斯伍德	35
6. 附录	37

图表目录

图表 1. 传媒板块近三年处于下跌通道	6
图表 3. 传媒估值处于市场中游位置	7
图表 4. 子行业 2018 年涨跌幅情况	8
图表 5. 子行业估值变化情况	8
图表 6. 传媒行业单季度营收、归母净利润、扣非归母净利润增速	8
图表 7. 子版块营业收入增长整体趋缓	10
图表 8. 子版块扣非归母净利润增长分化凸显	10
图表 9. 子行业毛利率变化情况	10
图表 10. 子版块期间费用率变化情况	11
图表 11. 子版块扣非归母净利润率变化情况	11
图表 12. 公募机构传媒行业持仓市值情况	12
图表 13. 2018Q3 公募传媒行业持仓情况	12
图表 14. 2018Q3 公募传媒行业持仓同比情况	12
图表 15. 估值相对低位，现金流佳，成长稳定的推荐标的	12
图表 16. 中国游戏市场实现微增长	14
图表 18. 游戏用户数量小幅上涨	14
图表 19. 用户 ARPU 值维持高位	14
图表 20. 本次的发放版号中，包括 4 款上市公司的产品	15
图表 21. 版号落地后将有多款爆款推出市场	15
图表 22. 热度消退+向外导流，《绝地求生：刺激战场》用户数持续下降	16
图表 23. 线下渠道图书销售保持稳定，线上平台推动图书销售码洋的稳定增长	17
图表 24. 少儿等品类贡献了图书销售的主要码洋	17
图表 26. 中国网络文学用户持续增长	18
图表 27. 主要两大电子阅读平台 MUA 超过 2 亿	18
图表 28. 电子图书主要以文学类为主	18
图表 29. 近年来热播的影视作品大多来自于 IP 改编	19
图表 30. 影视作品播出后迅速拔高 IP 文学作品的关注度	19
图表 31. 得益于相关影视作品上市，东野圭吾系列作品销量快速提升（单位：万册）	20
图表 32. 头部作品销售份额不断增加	21
图表 33. 头部作品的单品码洋显著领先	21
图表 34. 行业 CR10 处于较低水平	21
图表 35. 畅销书领域市场集中度更低	21
图表 36. 我国电影银幕数量增速连年下滑	23
图表 37. 2016 年以来中国票房增速明显放缓	23
图表 38. 2016 年以来我国观影人次增速下滑	23
图表 39. 单银幕产出持续下滑，近年来跌幅收窄	23
图表 40. 我国一线城市人均观影次数达到较高水平	24
图表 41. 一二线城市为主要票仓城市	24
图表 42. 我国电影上映数量到达顶峰	24
图表 43. 近年来优质国产片数量不断增加	24
图表 44. 多部优质影片抢滩 2019 年春节档	25
图表 45. 2019 年同时也为进口片大年	25
图表 46. 国内票房不足百万的影院数量高达 2578 家	26
图表 47. 近几年退出市场影院数量急剧增加	26



图表 48. 头部院线企业绩效显著高于平均 (2018Q3 数据)	27
图表 49. 头部影投绩效高于行业平均 (2018Q3 数据)	27
图表 50. 历年大型影院并购均集中在头部企业	27
图表 51. A 股部分教育标的成长性排名 (按归母净利润增速排名)	30
图表 52. 海外教育标的成长性	30
图表 53. A 股教育行业走势	31
图表 54. A 股教育行业估值走势	31
图表 55. 2018 年教育板块整体进入下跌通道, 教育信息化和部分龙头标的有正向收益	31
图表 56. 2007-2018H1 教育行业融资情况	32
图表 57. 2015-2018 中国教育细分行业融资情况	32
图表 58. 教育信息化支出将维持稳定增长	33
图表 59. 教育信息化支出占教育支出比稳定在 8% 以上	33
图表 60. 我国求职倍率持续提升	33
图表 61. 我国就业竞争指数维持在 30 以上	33
图表 62. IT 和财会为就业竞争最激烈的岗位之一	33
图表 63. 教师资格证改革后考试通过率骤降	33
图表 64. 新东方季度新增校区数量及同比增速	34
图表 65. 好未来季度新增校区数量及同比增速	34
图表 66. 《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》核心影响梳理	37
图表 67. K12 培训政策梳理	37
图表 68. 民办学校政策梳理	38
图表 69. 教育信息化政策梳理	39
图表 70. 职业教育政策梳理	40
图表 71. 早教政策梳理	40
图表 72. 重点省份高考改革政策梳理	42

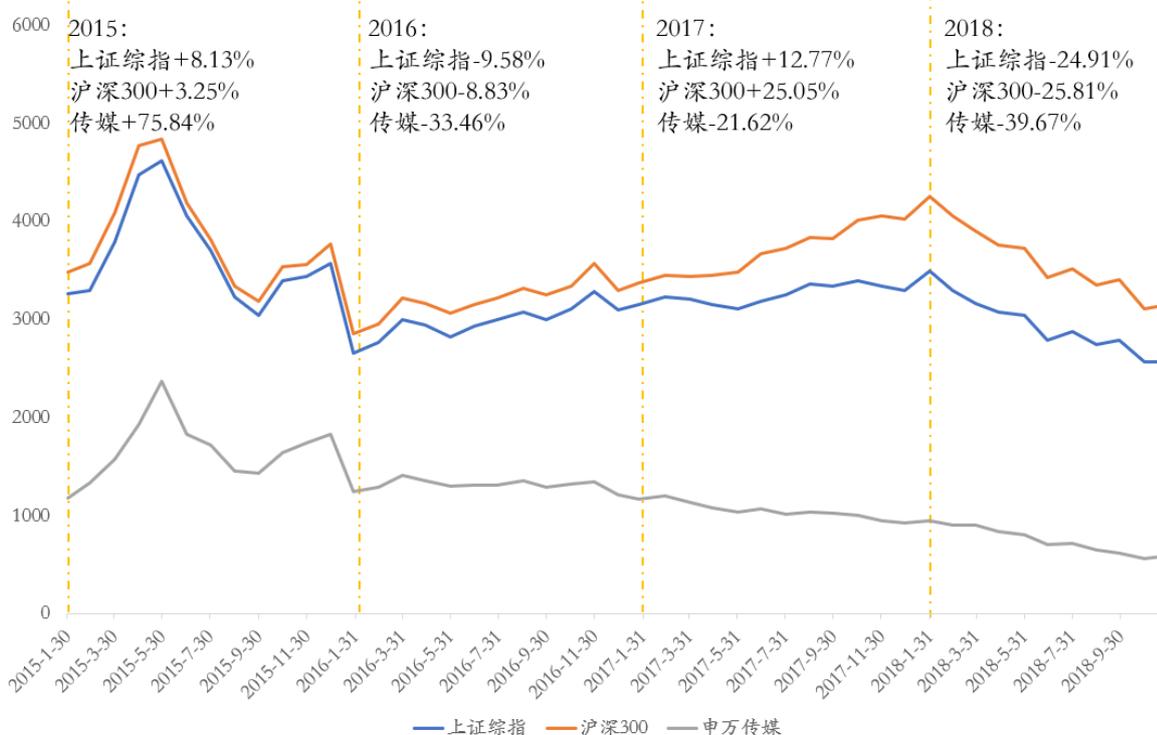
1. 历史行情回顾

1.1 市场行情回顾：行业三年持续下跌，估值创历史新低

1.1.1 近三年传媒板块市场表现处于下行通道

2015 年牛熊切换以来，传媒板块进入近三年的市场下跌通道：2016 年板块领跌市场，2017 年大盘整体向好态势下板块与创业板继续下探；2018 年以来，市场波动加剧，各主要市场指数均弱势波动，2018 年 28 个申万一级行业全部下跌。2016-2018 年，SW 传媒板块连续 3 年跌幅位于各行业前三：2016 年领跌市场，跌幅达到 33.5%，2017 年跌幅位居市场第二，跌幅达到 21.6%，2018 年板块跌幅位居所有行业第三，跌幅达到 39.6%（注：总市值加权平均），板块连续 3 年处于估值消化与持续下行通道。

图表1. 传媒板块近三年处于下跌通道



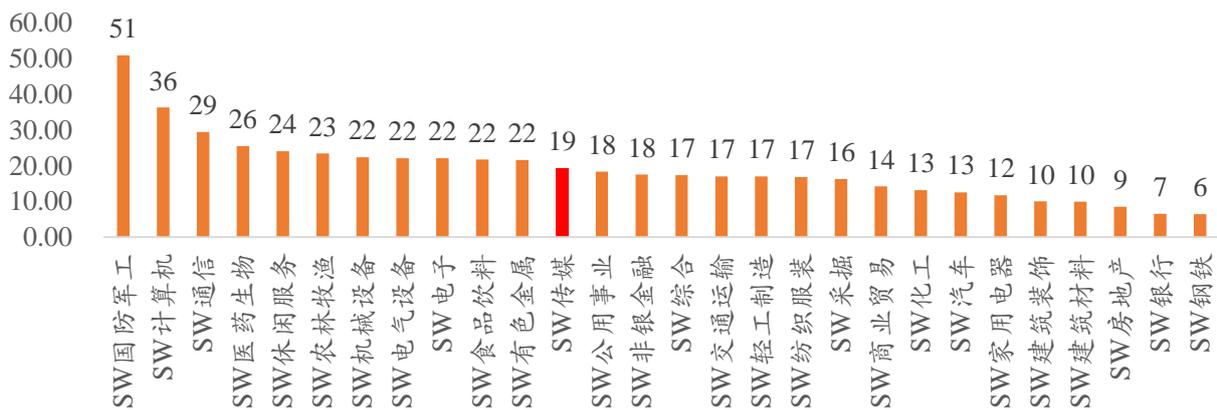
资料来源：WIND，广证恒生

1.1.2 估值创历史新低，板块估值位于市场中游

估值处于历史低位，当前传媒板块整体动态估值 (PE-TTM) 约为 19 倍，PE-中值 22.74 倍；PB 整体为 1.83 倍，PB 中值为 1.68 倍，均创历史最低水平（2000 年以来）。纵向来看，传媒板块市估值自 2011 年低位提升到 2015 年的 72 倍，之后持续下降，当前板块估值创历史新低。横向比较来看，传媒估值从此前的领先市场，逐渐过渡到当前位于市场中游的水平，近三年的持续下跌使得板块估值消化明显。

图表2. 传媒行业估值居于历史低位（市盈率-TTM）

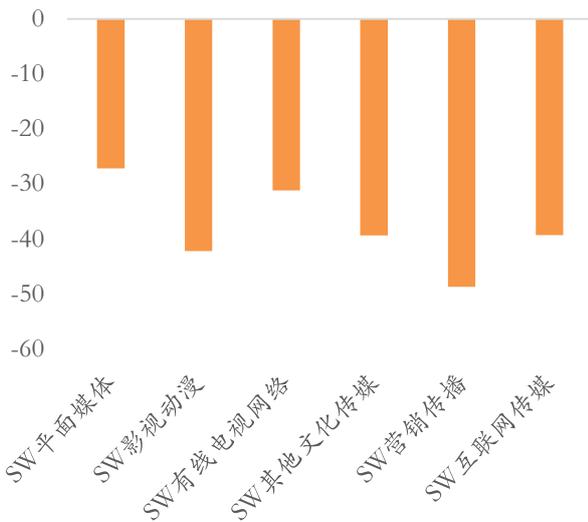

资料来源：WIND，广证恒生

图表3. 传媒估值处于市场中游位置


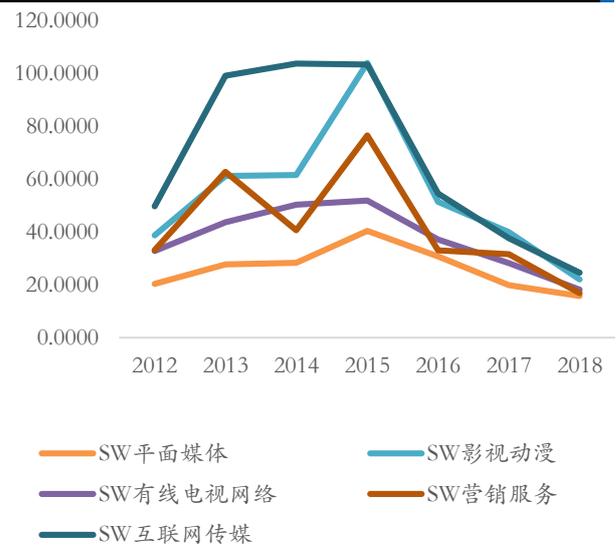
资料来源：WIND，广证恒生

1.1.3 营销服务估值最低，各细分板块估值均处低位

营销服务估值最低，各细分板块估值均处低位。今年以来随着板块整体下跌情况下，传媒板块各子行业跌幅均在20%以上，其中平面媒体及有线电视网络表现相对略优于传媒板块整体，分别下跌27.2%和31.2%；而互联网传媒，影视动漫和营销服务分别下跌35.6%，42.2%，48.7%。纵向来看，当前各子行业估值均处于历史低位：营销服务与传统媒体板块估值均低于20倍，其中营销服务板块成为当前传媒行业估值最低的板块，整体PE-TTM为15.2倍；平面媒体估值为15.6倍，有线电视板块估值为18.3倍。移动互联网媒体受游戏版号等原因以及部分公司并购转型后的商誉风险担忧，导致板块整体估值也下跌到18.7倍的历史低位，影视动漫板块当前估值水平为20.4倍，互联网信息服务板块估值水平为35.6倍，是传媒子版块中估值最高的细分板块。

图表4. 子行业 2018 年涨跌幅情况


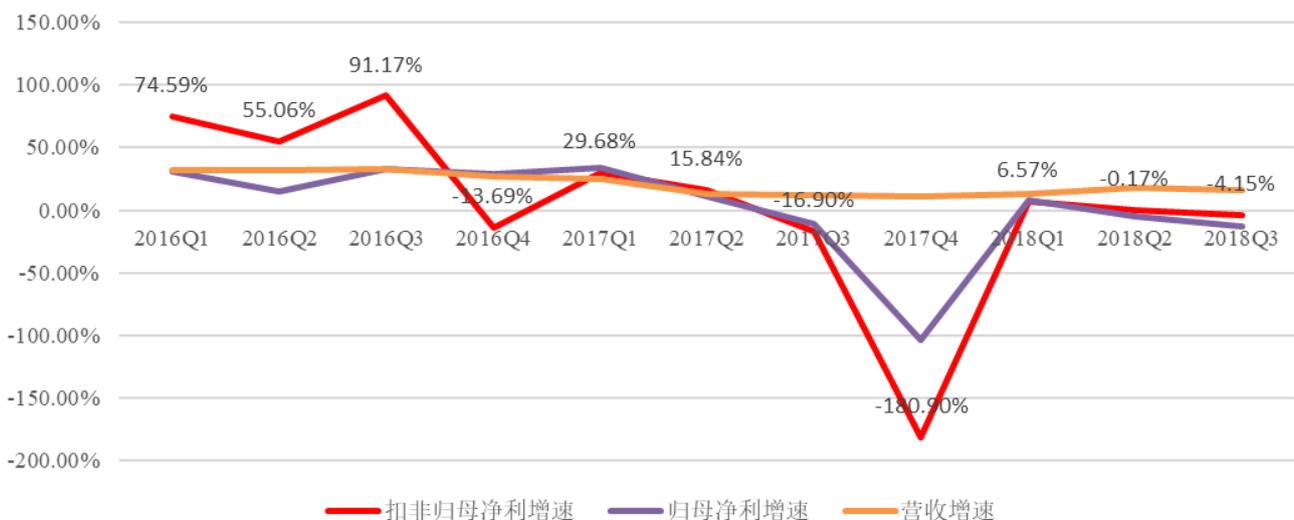
资料来源: Wind、广证恒生

图表5. 子行业估值变化情况


资料来源: Wind、广证恒生

1.2 行业整体业绩依然承压，游戏、出版与院线边际改善明显

行业业绩拐点依然有待确认，板块进入内生增长验证期：在经历并购驱动成长，以及并购后商誉消化时期，目前传媒行业已经进入内生增长的关键验证时期（2018 年，行业内的转型并购大幅收缩，较大并购案例主要为世纪华通、当代明诚、华闻传媒、中文在线以及恺英网络等公司，其 2018 年商誉规模增量在 8 亿元以上）。2018Q3 传媒板块营收同增 16.38%，环比 Q2 下滑 1.7pct，但较 17Q3 提高 4pct；从扣非归母净利润角度来看，由于 Q3 单季毛利率降低以及期间费用提升，扣非归母净利润同比下滑 4.15%，2018Q3 归母净利润单季度同比下滑 13.34%。整体来看，传媒板块营收增长企稳回暖，但业绩增速依然承受压力，Q2 和 Q3 连续 2 季度扣非归母净利润与归母净利润同比增速保持下滑，显示板块整体业绩反转依然有待 2018 年报与 2019Q1 验证。

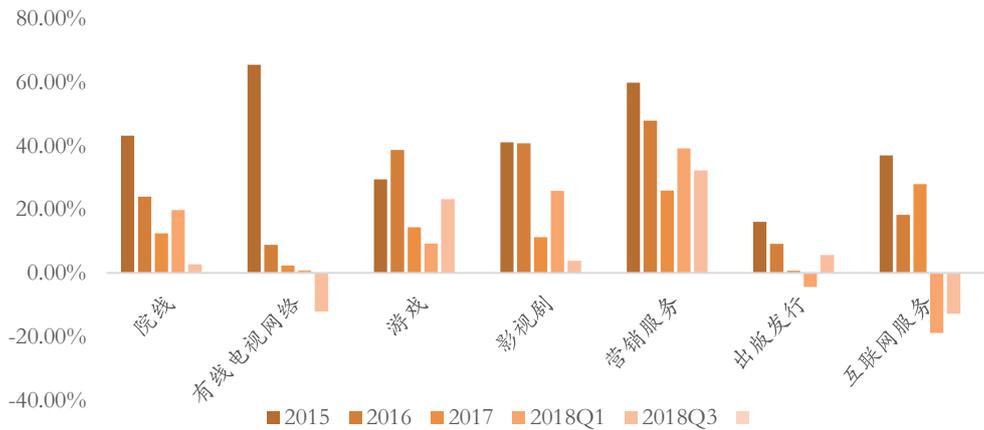
图表6. 传媒行业单季度营收、归母净利润、扣非归母净利润增速


资料来源: WIND, 广证恒生

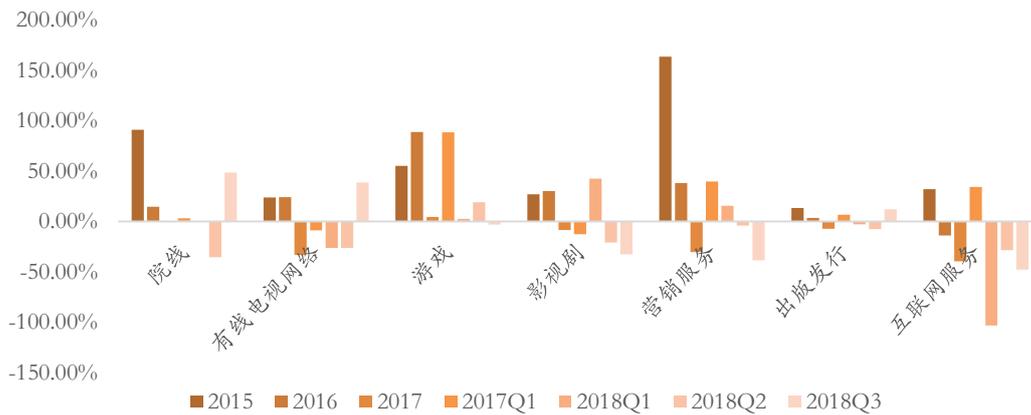
- **有线电视网络板块：2018Q3 单季增速反转正向增长，营收与盈利继续承压，期待传统业务企稳以及新业务带来增量：**依然面临较强的转型压力，当前处于双向改造投入期和资本支出阶段，传统业务面临互联网冲击，新业务模式探索尚未成型，营收增速逐年下滑且尚未看到边际改善趋势，盈利水平依然承压（2018Q1-Q3 板块累计扣非归母净利润增速分别为：-26%、-23%、-14%，虽然显示逐季度增速边际改善，且在 Q3 单季度盈

利环比有所改善，Q3 单季扣非归母净利润增速达到 38.74%，但是整体盈利改善依然有待新业务的探索，一方面期待传统业务逐渐企稳，宽带业务以及集客业务等带来新的增量。

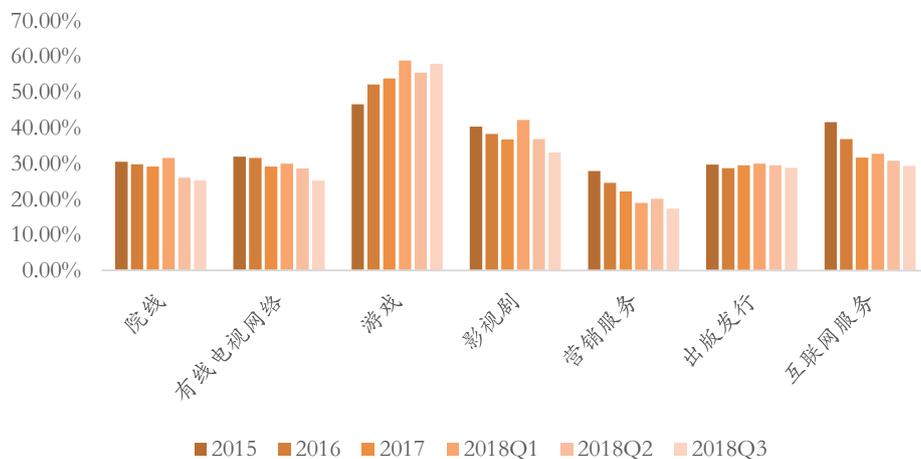
- **出版发行板块：教辅政策影响逐步消化，2018Q2 显示板块营收增长逐渐回暖，2018Q3 显示板块盈利增速反转，板块边际改善效应明显。** 板块营收在 2017 年增速收窄甚至在 2018Q1 单季度营收负增长（主要因部分龙头企业受教辅整顿影响拖累板块整体营收和利润下滑），但是明显 Q2 开始营收增速明显好转且在 Q3 继续维持 6% 左右增长，随着教辅整顿政策影响的逐渐消化，出版发行板块整体在 2018Q3 扣非归母净利润增速实现转正且达到 12.29% 增长，我们认为教辅政策对板块的业绩影响已经消化，随着基数拉低以及经营逐渐改善，板块将逐步进入稳健增长的通道（一般图书业务以及教育信息化业务有望成为出版发行集团的重要增长极）。
- **营销服务板块：增收不增利现象依然显著，产业链承压、毛利率下降、费用率水平爬升，业绩拐点依然有待 2018Q4 和 2019Q1 验证。** 作为并购整合的先锋，过去数年营销服务行业产业并购与商誉消化特征最为明显，从经营层面来看，营销服务板块 2018 年板块营收增速依然逐季度维持 30% 以上增长，但是板块增收不增利现象明显，且随着产业链占款不断加剧，毛利率不断下降，期间费用率提升，导致板块扣非归母净利润在 2018 年呈现恶化情况，2018Q2 和 2018Q3 板块的单季度扣非归母净利润增速分别为 -4.02% 和 -48.5%，利润增速依然不容乐观，考虑到 2017 年商誉减值压力导致低基数，预计 2018 年 Q4 业绩增长有望边际好转，有待在 Q4 和 2019Q1 业绩验证。
- **游戏板块：行业中营收增长最稳当，盈利水平依然最高，政策悲观情绪逐步落地，将迎来边际效应继续改善。** 2018 年游戏板块整体处于版号暂停的悲观情绪影响与猜测中，年底随着道德委员会成立、监管层面领导回应板块将恢复到年底正式落地游戏版号的发布，版号中止的担忧情绪得以消化。从经营层面看，游戏板块整体营收增长依然是传媒板块最亮眼的一大细分领域，2018Q1-Q3 单季度营收增速分别为 9.24%、22.45%、23.2%，处于稳定较高增长水平。但是在盈利方面，随着人口红利尾声、页转手的红利消化，以及下半年版号中止影响显现，导致游戏板块在 2018Q3 单季度扣非归母净利润增速首次转负增长（-3.1%）。游戏板块毛利率水平稳定在较高水平，但同时期间费用率稳中有升，导致整体扣非归母净利率水平 2018 逐季度下降，但依然是传媒行业领域盈利水平最高的板块，也是营收增长最为稳定的板块之一。随着版号中止告一段落，游戏板块的基本面有望回暖改善。游戏板块政策监管或沿着收缩版号数量与防沉迷系统的推进两个方向演变，由于游戏行业本身就是头部效益显著、二八分化明显的板块（赚钱的游戏主要集中在头部），所以收缩版号数量对龙头企业和头部企业的影响我们判断不大，防沉迷方面的影响有待观察，整体判断游戏板块是当前传媒领域增长可观、盈利最好、同时将迎来明显边际改善效益的子版块。
- **院线板块：票房增速降档带动板块收入增速降档，Q3 营收与扣非归母净利润增速边际改善。** 2018 年国内电影票房突破 600 亿元，增速在 9% 左右。院线板块营收与扣非归母净利润增长在 2018Q2 显著承压，单季度营收增速下滑 9.2%，扣非归母净利润下滑 35.4%，板块营收与扣非归母净利润增速在 2018Q3 边际改善，营收增长回暖到 2.7%，扣非归母净利润增速 48.67%，2018 前三季度院线板块扣非归母净利润增速为 16.36%，相较 2018H1 增速 -15.19% 边际改善显著。整体来看，板块毛利率逐季度小幅下降，期间费用率期间逐季度提升。
- **影视剧板块：收入小幅增长，利润依然承压，板块业绩增长拐点依然有待观察，静待政策放松信号。** 2018 年影视剧板块营收增速回落显著，Q2 和 Q3 均为 3% 左右水平，扣非归母净利润增长依然承压，2018Q2-Q3 增长分别为 -21% 和 -33% 左右水平，尚未见板块业绩边际改善迹象，主因产品推出力度较低，且政策层面对明星及影视板块税收整顿政策尚未明朗。财务指标来看，板块毛利率逐季度下降，期间费用率居高，导致扣非归母净利率回落到低位（2018Q3 为 5.61%）。

图表7. 子版块营业收入增长整体趋缓


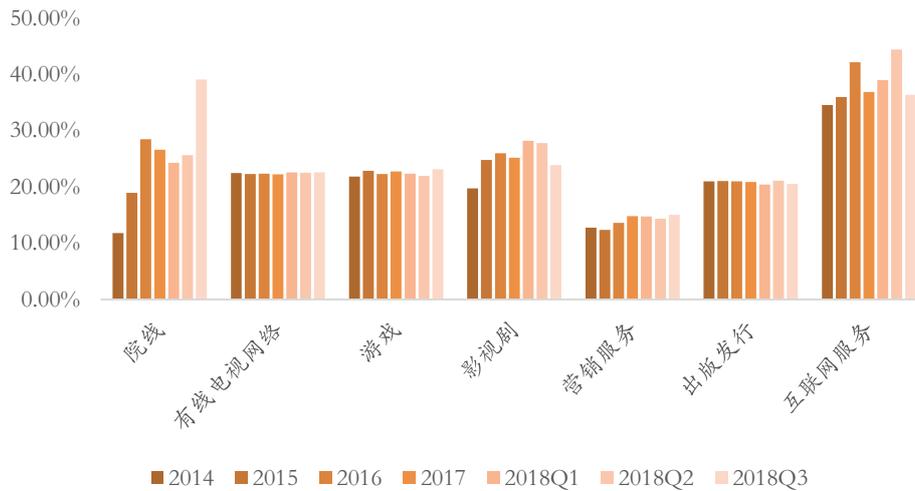
资料来源：WIND，广证恒生

图表8. 子版块扣非归母净利润增长分化凸显


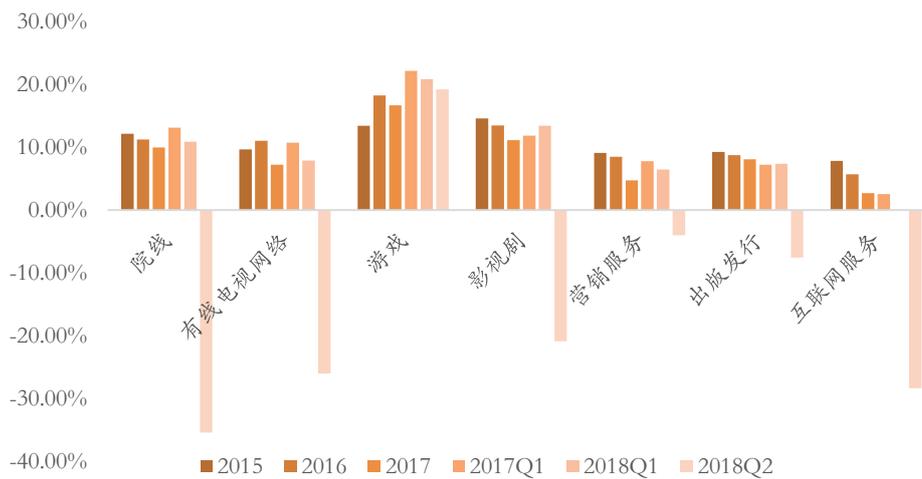
资料来源：WIND，广证恒生

图表9. 子行业毛利率变化情况


资料来源：WIND，广证恒生

图表10. 子板块期间费用率变化情况


资料来源：WIND，广证恒生

图表11. 子板块扣非归母净利润率变化情况


资料来源：WIND，广证恒生

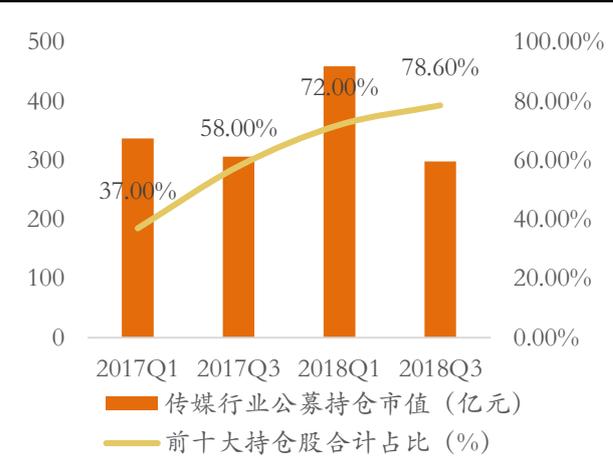
1.3 机构持仓：行业持仓市值减少，龙头集中效应明显

18 年 Q3 传媒持仓市值为 298 亿元，前十大持仓股市值占比接近 80%。18 年 Q3 传媒行业公募持仓市值为 298 亿元，较 18Q1 减少 158 亿元；同时，龙头个股持仓集中度进一步提升，17 年、18 年 Q1 以及 18 年 Q3 传媒行业前十大持仓股占比分别为 64.03%、71.87% 以及 78.6%。18 年 Q3 较 18 年 Q1 来看，视觉中国、吉比特、顺网科技为公募基金重点加仓标的，同时国有出版等文化企业逐渐受市场关注；分众传媒、慈文传媒、光线传媒为主要减仓标的。

图表12. 公募机构传媒行业持仓市值情况

十大持仓	规模 (亿元)
分众传媒	93.95
东方财富	35.76
快乐购	25.94
视觉中国	20.14
视源股份	13.16
新经典	11.93
上海钢联	10.97
完美世界	10.02
慈文传媒	7.24

资料来源: Wind、广证恒生

图表13. 2018Q3 公募传媒行业持仓情况


资料来源: Wind、广证恒生

图表14. 2018Q3 公募传媒行业持仓同比情况

十大加仓	规模 (亿元)	十大减仓	规模 (亿元)
视觉中国	15.62	蓝色光标	-4.52
吉比特	2.16	东方明珠	-4.61
顺网科技	1.60	完美世界	-4.62
元隆雅图	1.60	三七互娱	-6.04
奥飞娱乐	1.28	昆仑万维	-7.91
华策影视	1.20	生意宝	-9.34
华谊兄弟	0.90	东方财富	-11.10
山东出版	0.79	光线传媒	-11.28
掌趣科技	0.74	慈文传媒	-17.92
皖新传媒	0.67	分众传媒	-54.49

资料来源: WIND, 广证恒生; 注: 较 18 年 Q1 持仓规模的对比

1.4 市净率: 结合公司基本面, 挖掘破净股价值

首先, 我们筛选出低估值且商誉影响可控标的: 筛选出传媒板块 18 年 Q3 在剔除商誉的影响后 PB 小于 1 的标的, 并剔除近三年发生过商誉减值标的; 同时我们关注 PE-TTM < 20 估值处于相对低位标的。从现金流角度看, 我们甄选货币类资产占市值比重较高, 经营活动现金流净额较高, 现金流较好企业有息负债较低的标的。从成长性来看, 结合近三年年复合增长率以及今年前三季度成长性来综合筛选。综上三重维度, 推荐关注估值相对低位, 现金流佳, 成长相对较稳定的标的湖北广电、歌华有线、广电网络, 同时关注时代出版。

图表15. 估值相对低位, 现金流佳, 成长稳定的推荐标的

代码	股票简称	板块	PB-Q3 (剔除商誉)	商誉减值 2015-2017 (亿元)	PE-TTM	货币类资产占市值比重	有息负债率	2017 经营活动现金流净额	2018 前三季经营活动现金流净额	近三年年复合扣非归母净利润增长
000665.SZ	湖北广电	有线	0.75	0.00	15.00	40.67%	12.02%	9.24	2.53	13.7%

600037.SH	歌华有线	有线	0.96	0.00	18.46	69.21%	0.00%	10.63	6.27	56.6%
600831.SH	广电网络	有线	0.98	0.00	18.33	48.08%	14.42%	6.65	1.65	14%
600551.SH	时代出版	平面媒体	0.81	0.00	12.35	38.35%	0.03%	-1.27	-3.53	-45%

资料来源：WIND，广证恒生

注：财报选取时间为 2018.09.30

1.5 行业对政策敏感度高，关注部分领域政策边际改善

国家政策支持文化企业成长，边际拐点显著。国务院出台《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》和《进一步支持文化企业发展的规定》。明确表明：①继续推进国有经营性文化事业单位转企改制，鼓励和引导社会资本以多种形式投资文化产业，参与国有经营性文化事业单位转企改制，在税收等多个方面给予支持；②创新文化产业投融资体制，推动文化资源与金融资本有效对接，鼓励有条件的文化企业利用资本市场发展壮大，推动资产证券化，鼓励文化企业充分利用金融资源，投资开发战略性、先导性文化项目；③鼓励符合条件的已上市文化企业通过公开增发、定向增发等再融资方式进行并购和重组。我们认为，文化传媒行业的政策导向依然是在规范中促进行业发展，行业发展是目的，规范发展是手段。

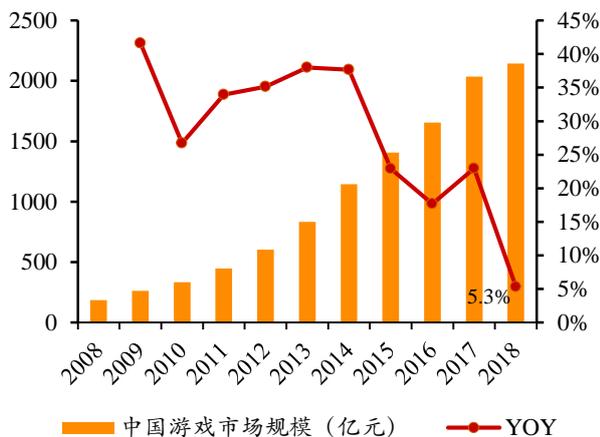
- **游戏板块：版号通道开放，驱动 19 年成长。**12 月 21 日，中宣部出版局副局长冯士新在 2018 游戏产业年会上表示游戏行业审批已经重启，随后 12 月底国家公布了第一批 80 个游戏板块获批，我们认为随着游戏版号通道开闸，有望驱动游戏板块 19 年估值和业绩双提升。
- **广电板块：获 5G 牌照，驱动估值提升。**11 月下旬在贵阳举办的“智慧广电”建设现场会上，中宣部副部长，国家广电总局党组书记、局长聂辰席公开表示：“在中央领导高度重视和亲自推动下，工信部已经同意广电网参与 5G 建设，国网公司正在申请移动通信资质和 5G 牌照。我们认为集客业务发力逐步抵消近两年传统收费下滑影响，宽带业务发力明显增长较快，未来 700M 以及 5G 牌照有望为广电资产再增长奠定基础。

2. 游戏：版号发审恢复，内容端将迎来改善

2.1 2018 由于供给受限，需求推动国内游戏市场实现微增长

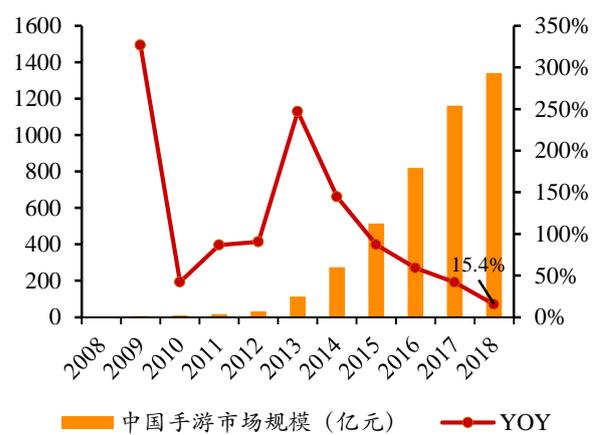
版号暂停限制游戏供给，需求推动存量市场实现微增长。2018 年 3 月，由于相关国家结构改革，游戏版号审核暂停，游戏市场供给受限。但需求端依旧保持强劲，依靠存量游戏以及存量版号，中国游戏市场 2018 年实现 5.3% 的微增长，其中移动游戏的主战场实现 15.4% 的增长。我们认为，虽然 2018 年整个游戏行业被笼罩在巨大的政策风险之下，游戏市场供给受限。但用户对游戏的需求依旧旺盛，推动整个市场实现微增长。

图表16. 中国游戏市场实现微增长



资料来源：GPC、CNG、广证恒生

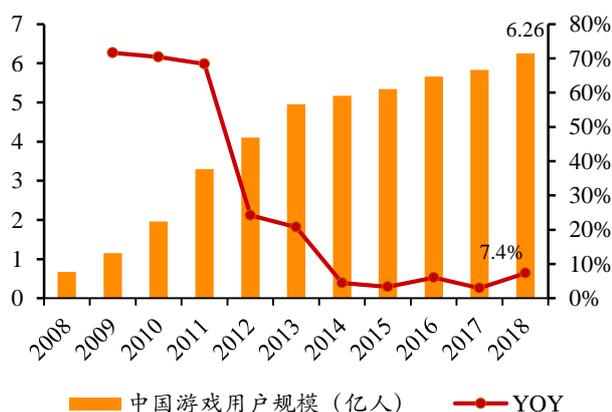
图表17. 手游市场增速依旧处于较高水平



资料来源：GPC、CNG、广证恒生

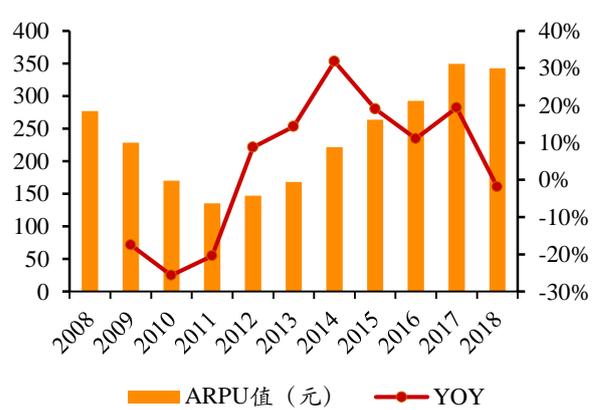
爆款游戏吸引新玩家，ARPU 值维持高位。2018 年，得益于“吃鸡”类手游的兴起，中国游戏用户规模突破 6 亿，增长幅度达到 7.4%，为 14 年以来的最高值。主要因为“吃鸡”类游戏玩法新颖，对用户吸引力大，特别是腾讯推出的《绝地求生：刺激战场》，其上线以来迅速成为市场爆款，带动游戏用户数的增长。在 ARPU 值方面，由于腾讯的两款“吃鸡”类游戏无法有效变现，同时又带动较多用户成为游戏玩家，2018 年用户 ARPU 值微幅下降 1.9%。我们认为，2018 年由于头部游戏变现受限，总体市场呈现增长放缓的态势，但从用户增速提升以及 ARPU 值维持高位的情况而言，游戏用户的游戏需求以及付费欲望依旧强烈。

图表18. 游戏用户数量小幅上涨



资料来源：GPC、CNG、广证恒生

图表19. 用户 ARPU 值维持高位



资料来源：GPC、CNG、广证恒生

2.2 时隔 9 月版号重新发审，首批过审 80 款游戏

时隔 9 月版号重新发放。游戏版号自今年 3 月 28 日停办以来，在 12 月 29 日终于重新开放，首批 80 款国产游戏获批过审，其中移动游戏 67 款，客户端游戏 6 款，网页游戏 6 款，PS4 游戏机 1 款。本次发放的版号主要集中在中小游戏公司，但也包括中青宝、巨人网络的两款端游，东方明珠的一款主机游戏以及三七互娱的一款页游《盛世红颜》，游戏行业将逐步从寒冬中走出。

图表20. 本次的发放版号中，包括 4 款上市公司的产品

名称	申报类别	出版单位	运营单位	文号
奇奥英雄传	客户端	深圳中青宝互动网络股份有限公司	北京可梦科技有限公司	国新出审[2018]1109 号
月圆之夜	客户端	上海巨人网络科技有限公司	上海巨人网络科技有限公司	国新出审[2018]1060 号
人类拯救计划	游戏机-PS4	上海东方明珠文化发展有限公司	上海东方明珠文化发展有限公司	国新出审[2018]1045 号
盛世红颜	网页	三七互娱(上海)科技有限公司	上海硬通网络科技有限公司	国新出审[2018]1043 号

资料来源：广电总局、广证恒生

多个爆款游戏等待版号落地，19 年市场有望多点开花。目前，几大主要游戏厂商均有多款爆款游戏在等待版号落地，其中包括《使命召唤》、《海岛纪元》、《完美世界手游》、《大天使之剑手游》以及《权利的游戏：凛冬将至》等。此时版号恢复审核发放，多款游戏有望在 2019 年登陆市场，推动游戏市场多点开花。

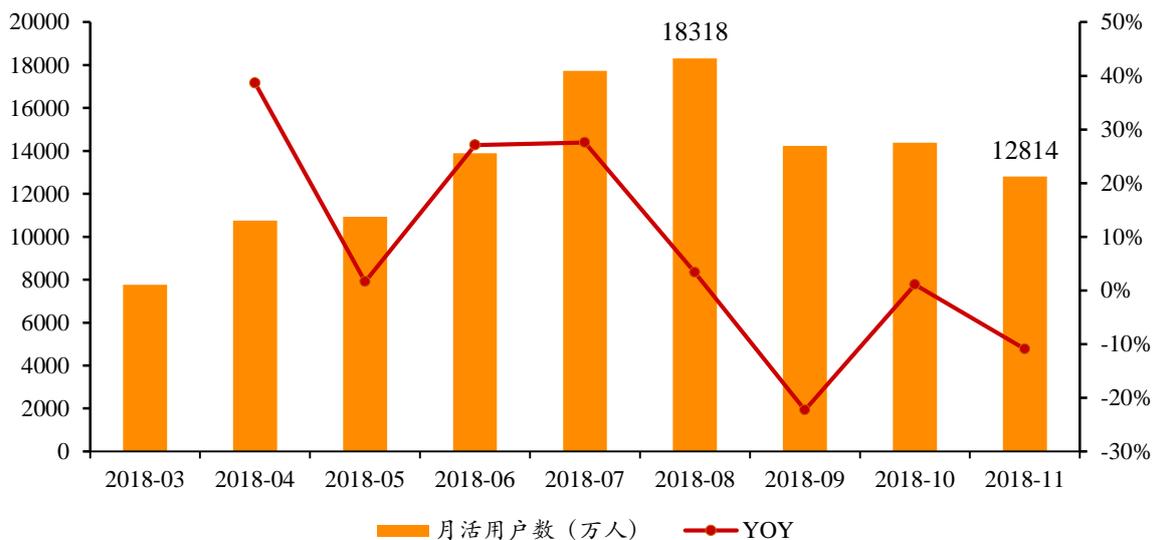
图表21. 版号落地后将有多款爆款推出市场

主要游戏公司	等待版号作品
腾讯	《街霸 OL》、《天堂 2》、《使命召唤》
网易	《迷失 3》、《花与剑》、《轩辕剑：龙舞云山》、《海岛纪元》、《猎手之王》、《神谕文明》、《战争怒吼》
完美世界	《完美世界手游》、《梦间集天鹅座》、《失落的神域》、《神雕侠侣 2》、《我的起源》
吉比特	《不可思议创造》、《魔法洞穴 2》
三七互娱	《传奇霸业 H5》、《大天使之剑手游》、《永恒纪元 2》
世纪华通	《龙之谷世界》
游族网络	《权利的游戏：凛冬将至》、《山海镜花》、《马上踢足球》、《航海文明》、《三国志：霸略》、《少年三国志 2》

资料来源：公司公告、广电总局、广证恒生

2.3“吃鸡”毒药解除，新产品激发用户付费欲望

“吃鸡”游戏占据大量玩家，变现困难拖累市场增长。从用户量来看，《绝地求生：刺激战场》无疑是 2018 年最成功的游戏产品，其上线不久用户量迅速过亿，暑假期间甚至能够达到 1.8 亿的 MAU 峰值，占游戏玩家总数的 28.8%。但由于其迟迟未能获得版号，变现通道一直未能打开，因此“吃鸡”游戏一方面分流了其他游戏的玩家群体，另一方面其又不能变现实现收入，由此造成“吃鸡”游戏在市场中如毒药般存在的情况。而近几个月来看，随着热度的消退，《绝地求生：刺激战场》用户数量开始下滑，2018 年 11 月 MAU 仅为 1.28 亿。由于“吃鸡”游戏变现愈发困难，腾讯开始将用户往外导流，“吃鸡”毒药将逐步解除。我们认为，随着“吃鸡”游戏分流作用的逐步减弱以及新产品的陆续上线，用户的付费欲望有望进一步被激发。

图表22. 热度消退+向外导流,《绝地求生:刺激战场》用户数持续下降


资料来源: 艾瑞咨询、广证恒生

2.4 关注标的: 完美世界、三七互娱

(1) 完美世界

研发能力出众, 产品矩阵丰富。公司为老牌的游戏内容生产商, 内容能力逊于腾讯、网易, 但在国内准一线大型游戏公司(盛大、畅游、西山居等)中具备较强的研发能力, 2018年上半年, 公司先后发行《轮回决》、《武林外传》等手游产品。其中《武林外传》在发布的四个小时内就登录了IOS游戏免费榜第一, 上线的第二个月(7月)月流水超过1亿元。另外手游《诛仙》至2016年以来, 已经上线两年, 月流水仍能达到1亿元以上。

影视业务集中放量, 增厚2018年业绩。18年以来, 公司推出了《走火》、《最美的青春》以及《利刃出击》等优秀影视作品, 其中《烈火如歌》网播量超过80亿;《忽而今夏》获得8.2分的18年电视剧最高豆瓣评分;《归去来》双台收视破1、网络播放量超过98亿;《香蜜沉沉烬如霜》目前网络累计播放量已超过50亿;网络大电影《灵魂摆渡·黄泉》分账票房突破4500万元, 播放量近2亿, 公司的影视制作能力不断明显。

重磅游戏即将上线, 19年业绩得到有力保证。在后续的产品上,《完美世界》手游已经开放测试。而储备产品还包括与腾讯合作的《云梦四时歌》、《沙河家MMO》;知名IP手游《神雕侠侣2》、《笑傲江湖》、《梦间集天鹅座》;以及沙盒进化MMORPG手游《我的起源》和近期将推出的主机游戏《非常英雄》等。

(2) 三七互娱

核心产品锁定80后氪金玩家, 政策管制风险较小。公司为传奇类游戏的移植专家, 核心产品玩家群体为80后氪金玩家, 受到政策管制风险较小。自研产品《传奇霸业手游》、《大天使之剑H5》等都拿到过亿月流水的优异成绩。今年上半年主打产品《黄金裁决》表现低于预期, 拖累公司业绩, 但7月份推出的《屠龙破晓》贡献过亿月流水的表现, 带动公司三季度业绩增长61%。

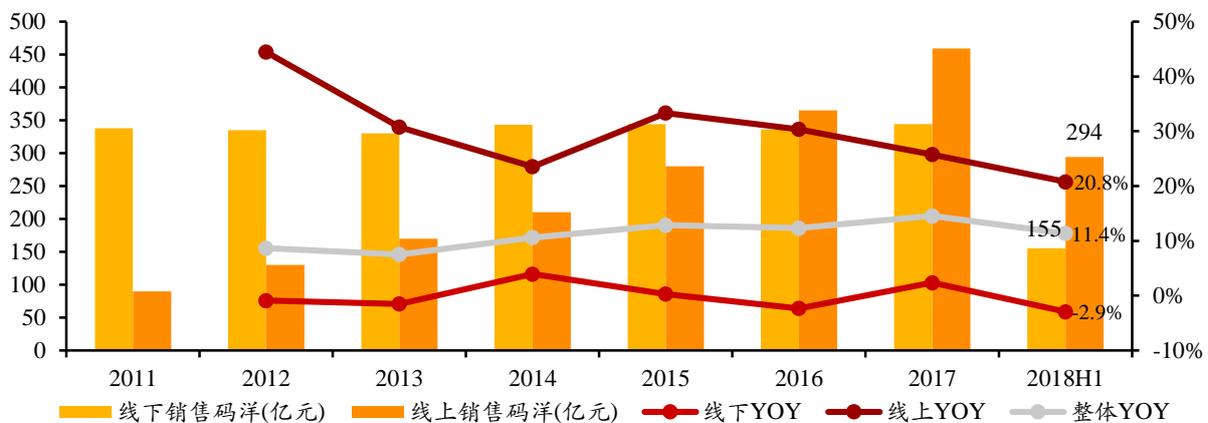
多元化战略丰富产品矩阵。除传奇类、奇迹类游戏以外, 公司其他游戏也多点开花, 自研产品《永恒纪元》以及代理产品《鬼域迷城》也均取得过亿月流水的成绩。相关产品的成功, 证明公司出色的研发能力不仅局限于传奇类游戏, 公司多元化的布局有望逐步摆脱对传奇类游戏的依赖, 买量费用得以控制, 提升成长确定性。

3. 出版：头部作品马太效应增强，行业集中度有望提升

3.1 线上接力线下，图书零售市场实现 11.4% 的增长

居民图书阅读需求持续增长，线上接力线下推动图书销售码洋稳定增长。根据《中国图书零售市场年度观测报告》数据显示，2018 年上半年全国图书出版码洋 449 亿元，同比上涨 11.4%。据测算，其中实体店销售码洋 155 亿元，同比增速-2.9%，线上渠道销售码洋 294 亿元，同比增速 20.8%。近年来，线下销售码洋基本维持稳定，线上渠道均保持在 20% 以上的增速，为图书销售码洋的增长贡献来源。我们认为，线上渠道的发展为居民提供了更为便捷的图书消费路径，接力线下渠道推动图书码洋稳定增长。随着居民阅读意识的加强以及国家阅读环境的形成，居民的图书需求稳步提升。

图表23. 线下渠道图书销售保持稳定，线上平台推动图书销售码洋的稳定增长

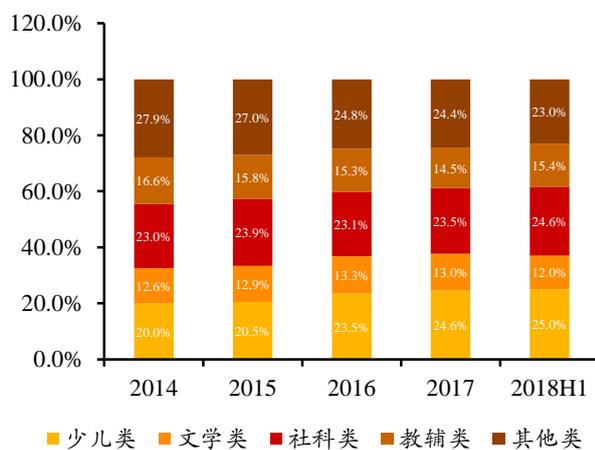


资料来源：开卷信息、广证恒生

3.2 四大赛道占据主要码洋，电子图书用户突破 4 亿

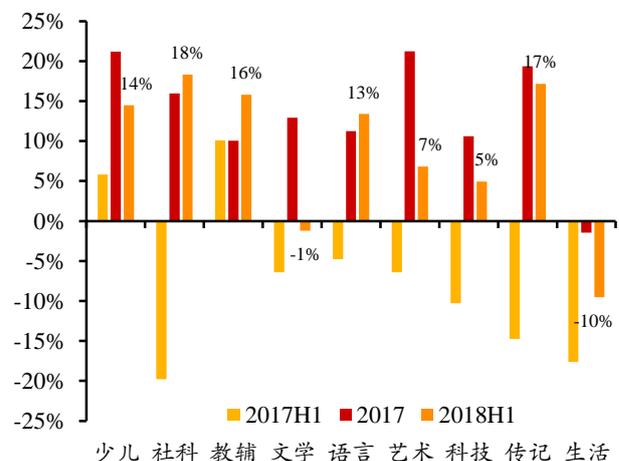
少儿、社科、教辅以及文学类为图书销售的四大主赛道。根据开卷信息的统计数据，目前我国图书销售的品种主要为少儿、社科、教辅以及文学四大类，合计占比达到 77%。在各个品类的增速上，相较于 2017 年年度数据，2018 年 H1 图书市场主要品类增速有所下滑。主要的畅销品类少儿图书、文学图书的增速分别下滑了 7 个百分点、14 个百分点，但相对于 2017H1 整体下滑的态势仍旧有所好转。

图表24. 少儿等品类贡献了图书销售的主要码洋



资料来源：开卷信息、广证恒生

图表25. 相对于 2017H1，行业增速有所回升

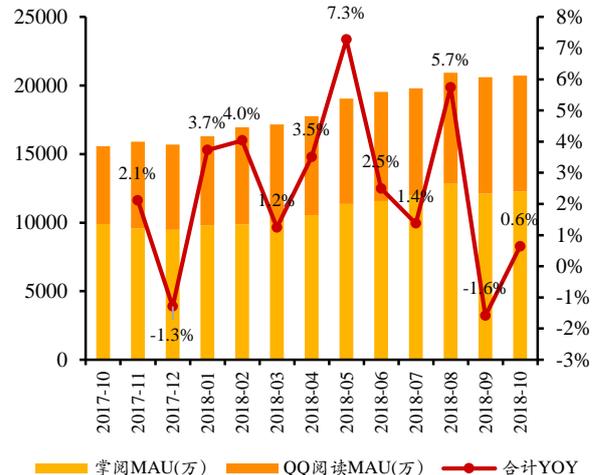


资料来源：开卷信息、广证恒生

电子书市场快速发展，逐步成为文学类作品的重要市场。智能手机、平板电脑以及电子阅读器的普及推动了人们阅读习惯的改变，中国网络文学的用户规模从2011年的2亿增长至2017年的3.8亿。市场上两大主流电子书产品掌阅以及QQ阅读的MUA合计超过了2亿，相对于2017年10月增长了4500万，涨幅32.22%。而电子书的用户，主要为文学类作品读者。根据两大主流网站Kindle以及掌阅的数据，其畅销书排行榜前10中，有80%以上的产品集中在文学类作品。我们认为，越来越多的文学类作品正以电子书的形式面对其读者。

图表26. 中国网络文学用户持续增长


资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表27. 主要两大电子阅读平台 MUA 超过 2 亿


资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表28. 电子书主要以文学类为主

排名	Kindle 畅销书榜	种类	排名	掌阅畅销书榜	种类
1	月亮与六个便士	文学	1	知否？知否？应是绿肥红瘦	文学
2	三体全集	文学	2	回眸一笑	文学
3	解忧杂货店	文学	3	活着	文学
4	原则	传记	4	我想用正确的方式来爱你	文学
5	情人	文学	5	金庸作品集	文学
6	明朝那些事	社科	6	大秦帝国（套装版）	社科
7	房思琪的初恋乐园	文学	7	五大贼王	文学
8	沉默的大多数	文学	8	簪中录合集	文学
9	浮生六记	文学	9	你不说话也很甜	文学
10	活着	文学	10	云边有个小卖部	文学

资料来源：Kindle 官网、掌阅官网、广证恒生

3.3 IP 运营增加图书曝光度，头部作品占据大部分码洋

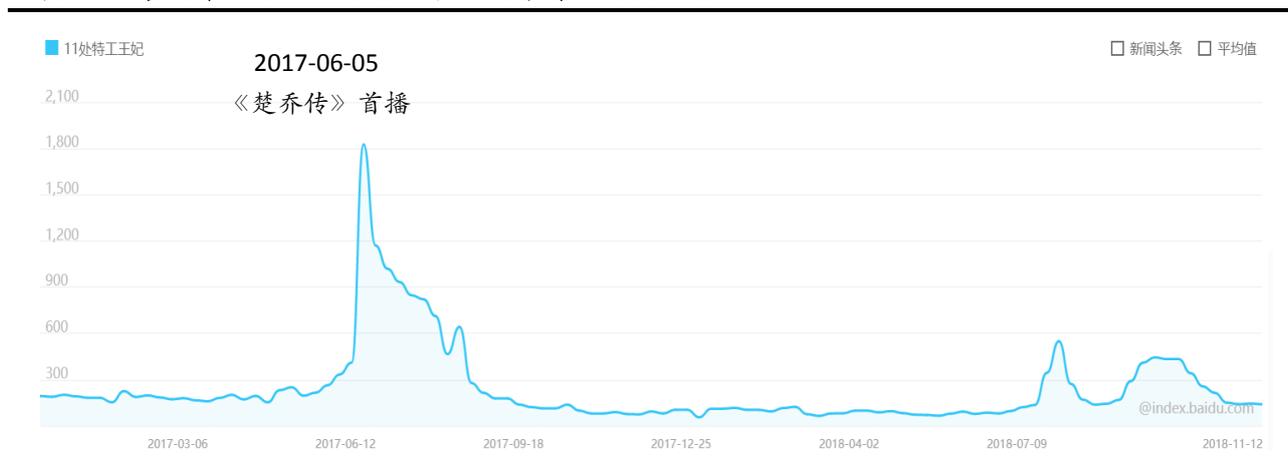
改编模式成为影视作品的创作主流，IP 的流量吸引作用明显。目前，IP 改编基本成为影视剧的主要内容来源，在2017年热播的影视剧中，热度前三的影视剧均是由IP改编而成。在2018年前三季度的热播剧中，也有4部IP改编影视剧进入前十。我们认为，由于IP文学作品本身就具有一定的读者积累，在改变为影视剧后，能够迅速引起原有读者的关注，迅速为其带来观众流量。得益于此，改编模式已经成为影视作品创作的主流模式。

图表29. 近年来热播的影视作品大多来自于 IP 改编

时间	相关影视剧	原著小说	播放量	排名
2018 前 三季度	如懿传	《后宫如懿传》	154.2	3
	香蜜沉沉烬如霜	《香蜜沉沉烬如霜》	145.8	4
	扶摇	《扶摇皇后》	142.9	5
	烈火如歌	《烈火如歌》	81.9	10
2017	楚乔传	《11 处特工王妃》	457.9	1
	三生三世十里桃花	《三生三世十里桃花》	450.8	2
	人民的名义	《人民的名义》	318.1	3
	择天记	《择天记》	251.9	5
	醉玲珑	《十四夜》	111.2	10
时间	相关电影	原著小说	票房 (亿)	排名
2018 前 三季度	悲伤逆流成河	《悲伤逆流成河》	3.51	38
	南极之恋	《南极绝恋》	2.34	46
2017	悟空传	《悟空传》	6.96	21
	三生三世十里桃花	《三生三世十里桃花》	5.34	31
	嫌疑人 X 的献身	《嫌疑人 X 的献身》	4.01	41
	解忧杂货店	《解忧杂货店》	2.23	46
	心理罪	《心理罪》	3.04	47
	心理罪之城市之光	《心理罪之城市之光》	2.24	61

资料来源：猫眼、广证恒生

影视作品的上市，同样对其原有 IP 作品具有推动作用。根据以往数据，影视作品的上映，往往会带动原有 IP 文学作品关注度的迅速提升。以《11 处特工王妃》以及《扶摇皇后》为例，其影视作品的上映均使得文学作品出现关注度的迅速拔升。同时，由于相关影视作品的上市，原有 IP 作者也会由此名声大噪。以东野圭吾为例，由于 2017 年影视作品《解忧杂货店》以及《嫌疑人 X 的献身》的上映，东野圭吾系列作品的销量相对于 2016 年均出现较大幅度的提升。我们认为，影视剧的上线对于图书销量也具有强带动作用，书影联动的模式正在形成良性循环。

图表30. 影视作品播出后迅速拔高 IP 文学作品的关注度




资料来源：百度指数、广证恒生

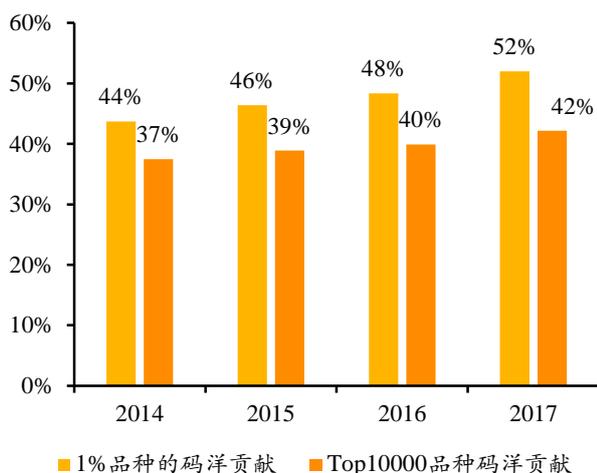
图表31. 得益于相关影视作品上市，东野圭吾系列作品销量快速提升（单位：万册）



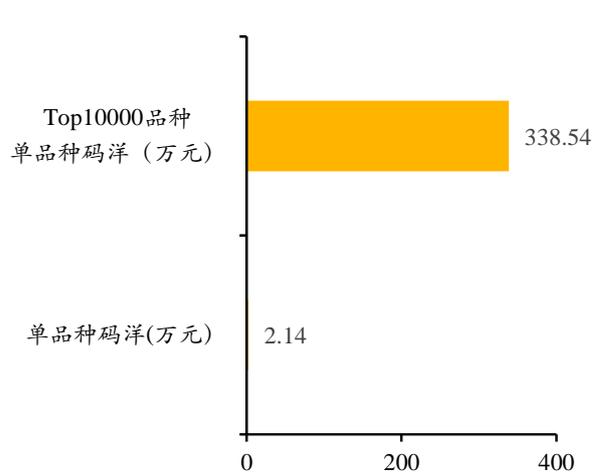
注：由于《恶意》为2016年10月上市，其2016年的销量根据平均月销量做了相应调整

资料来源：开卷信息、广证恒生

头部作品销售份额不断增加，图书市场马太效应逐步增强。由于与影视作品的联动逐步加强，图书作品逐步展示出影视作品的特性，既头部作品的流量吸引能力越来越强。根据开卷信息数据显示，2017年销量Top10000以及Top1%的图书对市场码洋贡献率分别从2014年的36%、44%上升至2017年的42%、52%，头部作品的销售份额贡献在不断提升。根据最新数据，Top10000品种的单品种码洋为338.54万元，而行业平均的单品种码洋仅为2.14万元，头部作品基本贡献了行业的主要收入。我们认为，图书市场的“马太效应”越来越强，带动精品畅销书成为各大出版公司追逐和重视的目标。

图表32. 头部作品销售份额不断增加


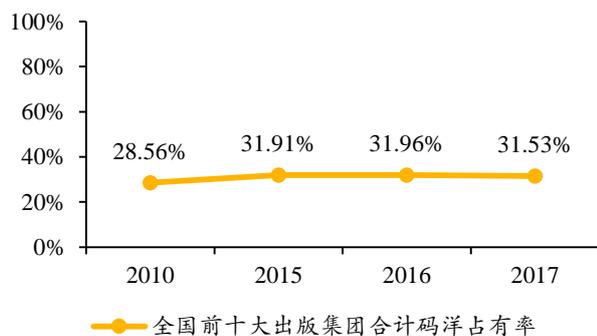
资料来源：开卷信息、广证恒生

图表33. 头部作品的单品码洋显著领先


资料来源：开卷信息、广证恒生

3.4 畅销书市场集中度较低，头部企业有望把握结构性机会

行业集中度持续处于较低水平，畅销书领域集中度有望提升。据北京开卷数据，图书出版行业的集中度多年处于较低水平，过去几年间，前10大出版集团的码洋占有率保持在30%左右的较低水平，近几年行业集中度保持稳定。另外，在畅销书领域，行业前十的出品公司合计市占率仅有8.57%，第一名市占率仅为2.2%。可以看出，相对于美国图书市场60%以上的CR10，我们图书行业整体的集中度处于较低水平，畅销书领域更是处于市场格局的形成初期。因此，我们认为，无论相对于国内出版集团的市占率还是国外图书市场的市占率，我国畅销书行业的集中度仍处于较低水平，存在较大结构性机会。

图表34. 行业 CR10 处于较低水平


资料来源：北京开卷、广证恒生

图表35. 畅销书领域市场集中度更低

畅销书出品公司	市占率
中南博集天卷文化传媒有限公司	2.19%
北京磨铁图书有限公司	2.08%
新经典文化股份有限公司	1.65%
北京华章图文信息有限公司	1.36%
读客文化股份有限公司	1.28%
合计	8.57%

资料来源：北京开卷、广证恒生测算

3.5 关注标的：中南传媒、南方传媒、新经典

(1) 中南传媒

教辅整顿影响逐步得到消化，教辅&出版龙头恢复稳定成长。自17年Q3湖南省规范市场类教辅政策影响，公司17年Q3-18年Q3单季度营收同比分别为-8.1%/-18%/-23%/-9.9%/-3.6%，显示政策负面影响正在逐步消化，19年教材教辅业务有望企稳。同时，公司出版业务18年H1全国图书码洋占比为3.2%，位居行业第一梯队，龙头地位稳定。

现金流充裕+高分红政策，投资价值依旧显著。18Q3公司账上依然有118亿现金，现金流充裕，依旧拥有较大的弹性空间；同时公司15-17年分红率为31%/50%/70%不断提升，公司在18半年报表明会持续高分红率回

报股东，我们预计 18 年将维持稳定较高的分红水平。

(2) 南方传媒

天时、地利、人和兼备，岭南出版发行龙头有望再上新台阶。公司系广东省出版发行行业龙头和粤省文化企业整体上市第一股。天时：乘文化国企改革、改革开放四十周年等主题政策东风；地利：地处经济强省、人口大省广东，资源禀赋优势显著；人和：目前公司管理团队完成换届为公司新一轮发展注入新活力和资源赋能，经营管理效率处于同业中优秀水平。

夯实主业行稳致远，渠道整合助力发行与一般图书增长。坐拥一报 21 刊、八社等优质出版资源，紧随主题，深耕少儿与文学，凭借牌照优势（广东省人教教材总代理）和广东省 K12 学生数量优势，奠定教育出版确定性增长空间。3 月独家获得新闻出版广电总局核发的广东省从事中小学教科书发行业务的经营许可证，同时为人教教材广东省独家代理出版商，近年来渠道资源整合优势不断显现：收购发行集团少数股权，新华书店门店经营升级改造以及整合效果显现（不含代发点，公司经营网点从 2014 年的 123 家增长到 2017 年底的 259 家，校园书店与乡镇书店渠道下沉效果明显），带动 2014 年以来一般图书业务复合增速达到 20%。

新业务布局关注教育信息化机会，投资发力盘活资源。公司作为优质的内容整合商和教材教辅发行商，具有天然的内容优势、渠道优势以及平台优势；投资+并购基金发力资源盘活与赋能，目前公司已经参投多家标的，预期投资收益可观。稳健增长、高现金流、强流动性以及稳健分红成为板块及公司投资价值所在，而处于明显估值洼地提供足够安全边际。

(3) 新经典

图书的策划发行龙头，占据畅销书竞争的桥头堡。公司作为图书的策划发行龙头，聚焦少儿以及文学的畅销书主赛道，码洋市占率稳居同行前三，达到 1.65%。经典作品《窗边的小豆豆》以及《解忧杂货店》累计销售均超过 1000 万册，多次位列畅销榜榜首，主要作品豆瓣评分高达 8.88，几乎为行业最高水平，公司的头部作品生产能力处于行业领先。得益于相关影视剧的流量带动，公司分别有 4 本、2 本作品进入 2017 年线上、线下渠道销量前五。为顺应行业趋势，公司还积极试水影视剧业务探索 IP 多元曝光，收购 Page one 书店以及联手 Kindle 等电子阅读平台提升品牌影响力。

深度挖掘优质版权，龙头企业强者恒强。公司具备敏锐的行业眼光以及出众的图书策划及编辑能力，先后发掘出东野圭吾系列潜力小说、推出《可爱的鼠小弟》系列高端绘本以及签下《百年孤独》的中文版版权。目前已拥有授权期内图书版权 3300 余种，与 1500 余名著名作家建立良好的合作关系，其中包括加西亚·马尔克斯等 5 位诺贝尔文学奖的主以及东野圭吾、村上春树等畅销书作家。具备持续生产头部作品的硬实力。

4.院线：过剩产能加速出清，头部企业迎来边际改善

4.1 影院扩张到达瓶颈期，渠道驱动转为内容驱动

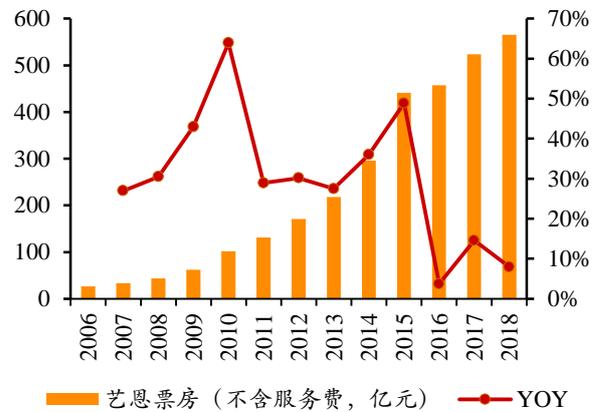
银幕扩张推动了电影票房近 10 年的增长。在过去 10 年，尤其是 2009 年至 2016 年间，电影银幕快速扩张，由一二线城市逐步向低线城市下沉。根据艺恩数据，我国电影银幕由 2009 年的 4723 块激增至 2018 年 Q3 的 58240 块，扩张幅度达到 12.33 倍，尤其在 2009 年至 2016 年间，电影银幕的年扩张速度均高于 30%。由此带来了我国电影票房的快速增长，2009 年我国票房市场仅为 62 亿，而 2018 年的票房达到了 565.39 亿，增长了 9.12 倍。我们认为，根据银幕增长速度以及票房增长速度，可以明显看出在 2009 年到 2016 年的银幕快速扩张期，票房市场也基本上能够维持在 30% 以上的高增长，过去几年我国电影市场的主要驱动力来自于银幕的扩张。

图表36. 我国电影银幕数量增速连年下滑



资料来源：艺恩数据、广证恒生

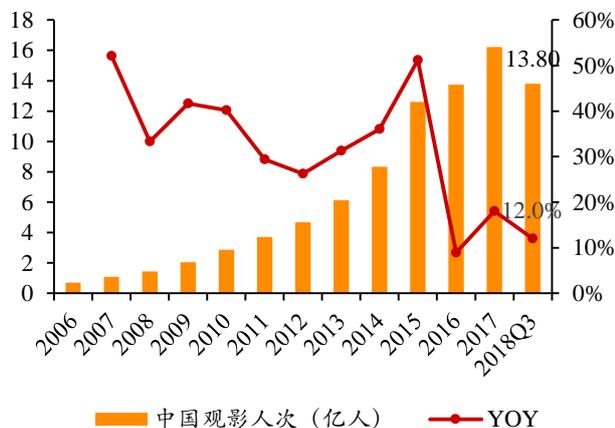
图表37. 2016 年以来中国票房增速明显放缓



资料来源：艺恩数据、广证恒生

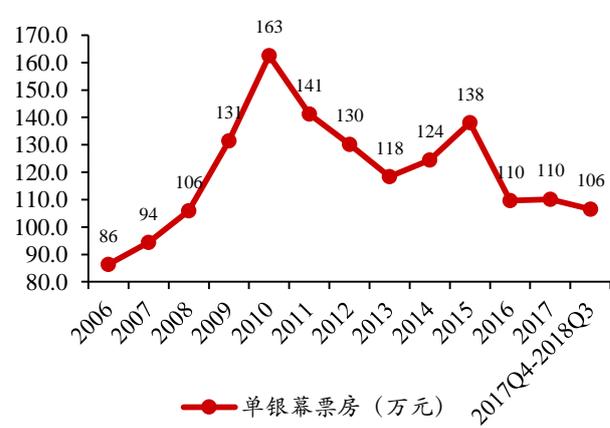
观影人次到达顶峰，单银幕票房地处于历史低位。2016 年至今，我国观影人数明显进入低增长阶段，根据艺恩数据，2016、2017 以及 2018 前三季度我国观影人次分别增长 9%、18% 以及 12%，相对于 2016 年以前的 30% 以上的水平，我国观影人数基本到达顶峰。由此，渠道扩张将不再能够有效促进票房的增长。2017Q4 至 2018Q3，我国电影市场单银幕产出下滑至 106 万元，仅高于 2006 年的 86 万元以及 2007 年的 94 万元，处于历史低位。我们认为，从近几年的数据来看，因渠道覆盖率提升而增加观影人数正趋于饱和，银幕扩张的边际产出出现连续下滑，现已基本处于历史低位，渠道扩张的效果到达顶峰。

图表38. 2016 年以来我国观影人次增速下滑



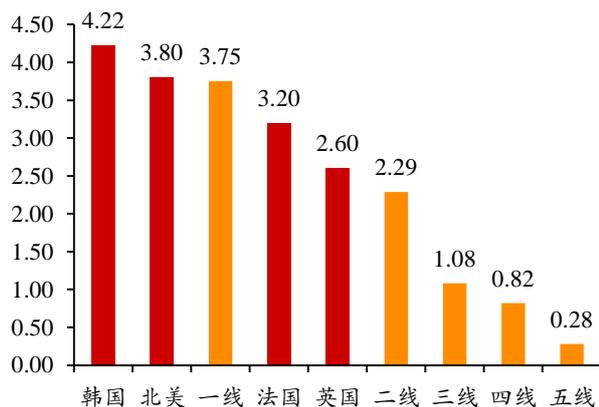
资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表39. 单银幕产出持续下滑，近年来跌幅收窄

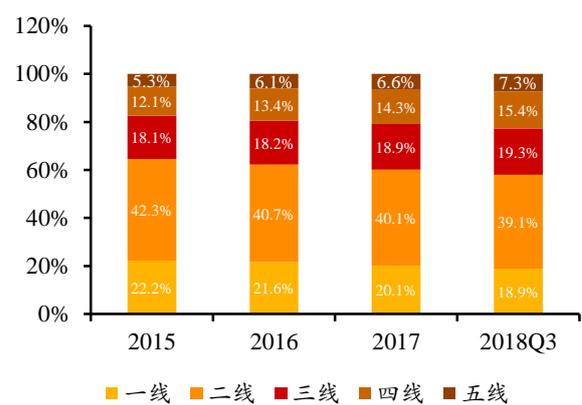


资料来源：艺恩资讯、广证恒生

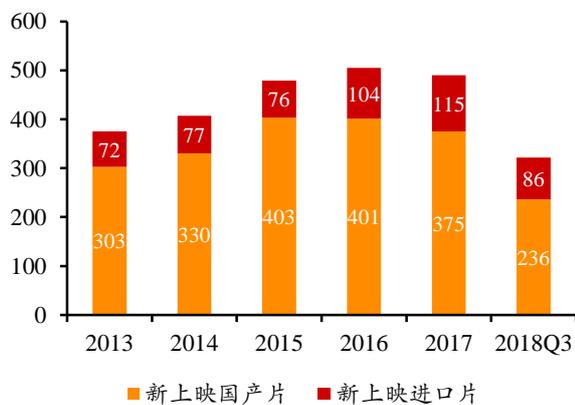
主要城市人均观影频次触及发达国家水平，渠道驱动转为内容驱动。从增长空间上看，我国一线、二线城市人均观影次数分别达到 3.75 和 2.29，十分接近发达国家水平。而我国低线城市的城市数量达到 289 座，票房占比仅为 42%，相对于 34 座一二线城市贡献 58% 的票房，低线城市由于收入以及人口密度的限制，增长空间也十分有限。另外，在内容的供给上，我国上映的影片数量在 2016 年达到 505 部，而近两年出现一定的下滑，2018 年前三季度我国上映的影片数量仅为 342 部，我国影片内容的供应也基本达到顶峰。由于行业从增量市场进入存量市场，内容供需双方都对内容的质量提出了更高的要求，推动国产影的质量提升。根据艺恩及豆瓣数据，2012 至 2017 年，票房过亿的国产影片数量由 22 部增加至 52 部，豆瓣评分高于 8 的影片数量由 3 部增加至 5 部，成为票房增长的主要驱动力。我们认为，目前渠道扩张基本到达上限，内容正式成为票房第一驱动力，而近几年来国产影片质量的提升将成为我国电影市场新的增长要素。

图表40. 我国一线城市人均观影次数达到较高水平


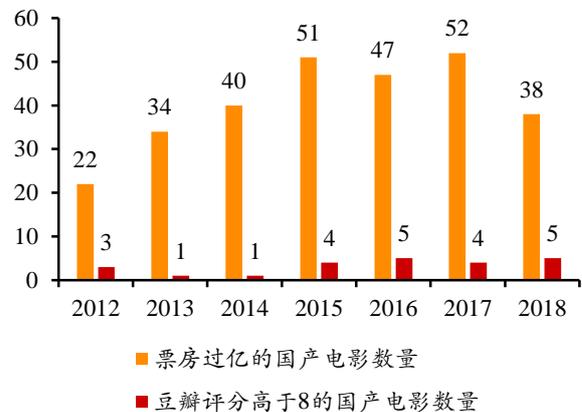
资料来源：公开资料收集、广证恒生

图表41. 一二线城市为主要票仓城市


资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表42. 我国电影上映数量到达顶峰


资料来源：艺恩咨询、广证恒生

图表43. 近年来优质国产片数量不断增加


资料来源：艺恩数据、豆瓣、广证恒生

4.2 国产片质量提升+进口片大年，国内票房有望迎来放量

多部影片抢滩春节档，好莱坞大年有望促进票房放量。截止 2018 年 12 月，已经有近 9 部定档春节档，包括 4 部受到较高关注的影片，其中《疯狂的外星人》、《流浪地球》均来自刘慈欣（畅销书《三体》作者）的小说改编，另外还有周星驰导演作品《新喜剧之王》和成龙的功夫喜剧《神探蒲松龄》，有望在春节档引爆全年票房。而在进口片方面，在 2019 年有望引进的进口片中，有 20 部系列片续集，其中 17 部的上一系列获得了 1 亿以上的北美票房。我们认为，高质量的国产片的上线以及进口大片的引进有望引爆明年电影市场。

图表44. 多部优质影片抢滩 2019 年春节档

名称	主演	导演	参考作品	参考票房 (亿)	备注
《疯狂的外星人》	黄渤 沈腾	宁浩	《唐人街探案2》	21.46	该片根据刘慈欣（畅销书《三体》作者）同名小说改编。
《流浪地球》	吴京	郭帆	《红海行动》	14.47	该片同为刘慈欣小说改编。
《新喜剧之王》	王宝强	邱礼涛 周星驰	《西游伏妖篇》	12.60	
《神探蒲松龄》	成龙		《功夫瑜伽》	10.18	
《飞驰人生》	沈腾	韩寒	《乘风破浪》	4.91	
《熊出没》 《小猪佩奇过大年》			《熊出没·变形记》	4.75	《熊出没》系列每年均有春节档，小猪佩奇为今年最火的少儿动漫 IP。
《情圣2》	吴秀波 白百何 薛之谦		《情圣》	2.73	
《廉政风云》	刘青云 张家辉	麦兆辉	《窃听风云3》	2.02	麦兆辉为《无间道》、《窃听风云》系列导演。
2019 年春节档参考票房合计：73.12				2018 年春节档票房：63.42 亿。	

资料来源：公开资料收集、中国电影放映协会、广证恒生

图表45. 2019 年同时也为进口片大年

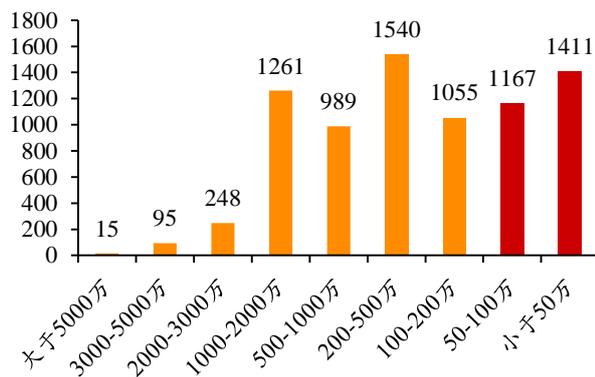
序号	上映时间	片名	参考作品	参考北美票房 (美元)
1	2月14日	《X战警：黑凤凰》	《X战警：天启》	8.00
2	5月3日	《复仇者联盟4》	《复仇者联盟3》	6.77
3	12月20日	《星球大战9》	《星球大战：最后的绝地武士》	6.19
4	6月21日	《玩具总动员4》	《玩具总动员3》	4.13
5	11月1日	《神奇女侠1984》	《神奇女侠》	4.11
6	3月8日	《惊奇队长》	《美国队长3》	4.05
7	11月27日	《冰雪奇缘2》	《冰雪奇缘》	3.99
8	6月7日	《爱宠大机密2》	《爱宠大机密》	3.65
9	7月5日	《蜘蛛侠：英雄归来2》	《蜘蛛侠：英雄归来》	3.33
10	9月6日	《小丑回魂2》	《小丑回魂》	3.27
11	2月8日	《乐高大电影2》	《乐高大电影》	2.56
12	5月31日	《哥斯拉：怪兽之王》	《哥斯拉》	1.98
13	5月17日	《未定名黑衣人衍生电影》	《黑衣人3》	1.77
14	3月1日	《驯龙高手3》	《驯龙高手2》	1.75
15	8月2日	《X战警：新变种人》	《X战警：天启》	1.54
16	9月20日	《愤怒的小鸟2》	《愤怒的小鸟》	1.05
17	9月27日	《新霹雳娇娃》	《霹雳娇娃2》	1.01
18	11月8日	《王牌特工3》	《王牌特工2》	0.99
19	11月15日	《未定名终结者续作》	《终结者：创世纪》	0.89
20	12月11日	《地狱男爵：血皇后崛起》	《地狱男爵》	0.59

资料来源：艺恩咨询、广证恒生

4.3 落后产能加速出清，头部企业整合优势明显

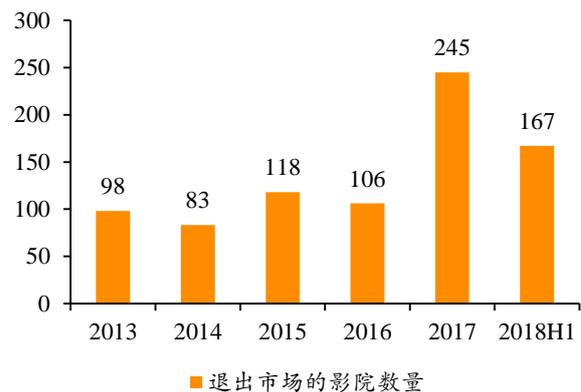
供过于求，影院产能加速出清。根据金逸影视披露的数据计算，目前单影院的平均年租金为 100 万元，而根据艺恩数据统计，2018 年有 2578 家影院年票房低于平均的租金成本，营业压力较大。2017 年退出市场的影院数量上升至 245 家，相对于 2016 年倒逼影院数量增加了 131%。仅 2018 年上半年，退出市场的影院数量就达到了 167 家。根据拓普电影智库数据显示，在今年的 10 个月里，确认倒闭或停业整改的影院已接近 300 家。而此前，作为十大院线之一的星美控股也发布公告，称截至 11 月底，其旗下的 320 家影院中已有 140 家短暂停业、约 11 家将有可能在不久后因无法支付租金而失去赎回权。我们认为，影院扩张带来的分流作用不断削弱原有影院的单银幕产出，票房低于租金成本的院线数量逐步增加，在经营压力的不断增加下，落后产能开始加速出清。

图表46. 国内票房不足百万的影院数量高达 2578 家



资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表47. 近几年退出市场影院数量急剧增加



资料来源：猫眼专业版、广证恒生

政策推动行业洗牌，头部企业整合优势明显。12月13日，国家电影局下发《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》。意见要求，“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，鼓励电影院线公司依法依规并购重组。”同时还提出“成立电影院线公司须控股影院数量不少于50家或银幕数量不少于300块；一年度合计票房收入不低于5亿元。”我们认为，本次政策主要强调对影院的集中管理以及抬高院线设立门槛，从而抑制行业的无序扩张，进而提高影院资产效率，将推动行业整合的进程。而目前，头部企业相对来说具有更强的规模效应，我们以平均票价、场均人次以及上座率作为评价指标，结合艺恩数据库，我们发现在主要的院线中，有67%的院线和89%的影投在资产效率上高于行业平均水平。同时，近几年院线资产收购多集中在资金实力雄厚，资产效率较高的头部影视公司。如万达电影收购澳大利亚 Hoyts，中影集团收购大连华臣等。因此我们认为，在政策的推动下，行业整合有望进一步加速，而头部的公司具有较高的资产效率和整合能力，整合优势明显。

图表48. 头部院线企业绩效显著高于平均 (2018Q3 数据)

主要院线绩效	人次 (亿)	票房 (亿元)	市占率	平均票价 (元)	场均人次	上座率
全市场	16.32	576.54	100%	35	16	12.0%
万达院线	1.89	77.46	13%	41	21	13.6%
大地院线	1.7	57.17	10%	34	16	12.3%
上海联合	1.22	45.83	8%	37	20	14.0%
中影南方新干线	1.04	42.92	7%	35	15	12.9%
中影数字院线	0.79	42.29	7%	34	14	10.8%
广州金逸珠江	0.59	28.88	5%	37	18	12.1%
横店院线	0.57	25.02	4%	33	16	11.7%
华夏联合	0.52	19.95	3%	34	15	11.5%
幸福蓝海院线	0.48	19.57	3%	34	18	13.6%

资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表49. 头部影投绩效高于行业平均 (2018Q3 数据)

主要影投绩效	人次 (亿)	票房 (亿元)	市占率	平均票价 (元)	场均人次	上座率
全市场	16.32	576.54	100%	35	16	12%
万达电影	1.88	77.04	13%	41	21	13.6%
大地影院	0.79	27.49	5%	35	16	12.1%
横店院线	0.64	21.49	4%	33	16	11.7%
CGV影城投资公司	0.40	16.54	3%	41	23	13.6%
中影影院投资	0.47	16.52	3%	35	26	16.1%
金逸影视	0.42	16.06	3%	38	19	11.8%
太平洋影管	0.27	9.54	2%	35	22	17.3%
香港百老汇	0.19	9.04	2%	48	26	16.1%
幸福蓝海院线	0.26	8.86	2%	33	20	15.0%

资料来源：艺恩数据、广证恒生

图表50. 历年大型影院并购均集中在头部企业

收购时间	投资方	标的	份额	交易价
2015年6月	万达电影	Hoyts(澳大利亚)	100%股权	3.657 亿美元
2015年6月	万达电影	重庆世茂等 15 家公司	100%股权	10 亿
2015年11月	当代东方	中广院线	30%	3235.29 万元
2016年2月	万达电影	大连奥纳影城、北斗星投资	100%股权	未披露
2016年5月	当代东方	华彩天地	51.13%股权	1.58 亿元及债权 1500 万元
2016年8月	阿里影业	杭州星际	60.94%股权	3900 万元
2016年9月	完美世界	今典院线、今典影城、今典文化	100%股权	13.53 亿元
2016年10月	中影集团	大连华臣	70%股权	5.53 亿元
2016年12月	汉鼎宇佑	太平洋影业、乐清时代、杭州星影	100%股权	4200 万+1000 万+2800 万

2016 年 12 月	长城影视	德纳影业	100% 权益	5.45 亿元
2017 年 1 月	阿里影业	南京派瑞	55% 股权	7000 万元
2017 年 1 月	恒大	美嘉欢乐影城	位于北京两座影城	超过 4 亿元
2017 年 1 月	南海控股 (大地影院集团)	橙天嘉禾	100% 权益	32.86 亿元
2017 年 3 月	大地院线	恩施高德	40% 股权	6720 万元
2017 年 3 月	保利文化	星星文化	100% 权益	6.8 亿元
2017 年 3 月	当代东方	威丽斯影院	51% 股权	2699 万元
2017 年 9 月	华人文化	UME 国际影城	未披露	20 亿-30 亿
2017 年 9 月	橙天嘉禾	嘉年华影业 (新加坡)	50% 权益	1.74 亿坡元 (约 10 亿港元)
2018 年 1 月	宇顺电子	成都润运 (星美控股)	100% 股权	200 亿元
2018 年 7 月	嘉凯城	明星时代影院、艾美影院	100% 股权	5.65 亿元+0.3 亿元
2018 年 7 月	苏宁影城	首映国际影城	未披露	未披露

资料来源：私募通、广证恒生

4.4 关注标的：万达电影

(1) 万达电影

背靠万达集团，院线龙头优势明显。受益于万达地产的选址优势，公司以 5154 块银幕 (行业第三) 收获 13.4% 的票房 (行业第一)，资产效率行业领先。截至 2018 年 11 月，公司市占率由 2017 年的 13.1% 上升至 13.4%。同时依靠万达集团，公司具有更强的行业整合能力，15-16 年间分别收购澳大利亚 Hoyts，中影集团收购大连华臣等，有望率先把握行业整合趋势。

特殊影院实现差异化竞争，非票业务议价能力领先。公司特殊影院 (IMAX，杜比影院等) 占比达到 80%，品牌力优势明显，在非票业务上享有高溢价。在广告业务上，公司掌握院线资产，2017 年广告收入达到 24 亿元，已成为国内最大的影院广告公司。在卖品业务上，公司影院集中于一二线城市的繁华商圈，消费者价格敏感性较低。近年来影院非票业务快速发展且空间较大，已成为影院资产的主要变现途径。而公司在非票业务上具有较强的议价权，资产的变现能力有望进一步提升。

5.教育：结合基本面，自上而下看好教育信息化+职业 教育+早教领域

5.1 回顾 2018：政策规范大年，板块成长分化

5.1.1 政策持续规范行业成长，细分领域影响程度分化

2018 年，教育行业出台多部政策，监管环境整体趋严，幼教、K12 培训等细分赛道政策收缩，职教、教育信息化、早教赛道政策红利凸显。

政策加强规范板块（详细参考附录一至附录三）：

- **幼教赛道——资产证券化受阻，政府监管驱严企业盈利能力下降。**2018 年 11 月 15 日，国务院出台《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》：1.禁止并购，上市公司后续成长受阻：上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产；2.民办园禁止上市，一级市场投资幼教资产退出路径受阻；3.政府监管驱严，幼教企业盈利能力将受影响，有望加速幼教资产非营利转营利的进度：禁止通过加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制非营利性幼儿园，对于参与并购、加盟、连锁经营的营利性幼儿园应当上报至县级以上教育部门。
- **K12 培训赛道——行业规范性政策频出，企业规范成本提升但整改进度高于预期。**2018 年 2 月教育部等四部委出台《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，培训机构必须取得营业执照和办学许可证，课外培训禁止超纲教学；2018 年 8 月国务院出台《关于规范校外培训机构发展的意见》，11 月教育部等出台《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》，对培训机构的场所条件、师资队伍、培训时间、收费管理、课程设置、审批登记等多方面提出了高要求。截止 11 月底，90% 的培训机构已经完成整改。
- **民促法送审稿——非营利性教育集团资本化扩张受阻，民办高校影响相对较小。**2018 年 8 月，司法部颁布《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》：1.教育集团资本化扩张受阻，减少社会资本对非营利性民办学校的套利空间：实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校；2.VIE 架构更规范、更透明：加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计；3.外资不得“实际控制实施义务教育的民办学校”。

政策持续鼓励领域（详细参考附录四至附录七）：

- **教育信息化 2.0——从三通两平台战略往教育软件系统转型升级布局。**2018 年 2 月，教育部等出台《教师教育振兴行动计划（2018-2022 年）》，开展“互联网+教师教育”创新行动，启动实施教师教育在线开放课程建设计划，遴选认定 200 门教师教育国家精品在线开放课程，推动在线开放课程广泛应用共享。4 月，教育部出台《教育信息化 2.0 行动计划》，提出“三全两高一”发展目标：三全即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校；两高即信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，一大即建成“互联网+教育”大平台。
- **职业教育——政府大力推动和鼓励民营资本进入，校企合作趋势彰显。**2018 年 2 月，教育部等出台《职业学校校企合作促进办法》：1.职业学校和企业开展合作，应当通过平等协商签订合作协议，其中企业接收实习生的，合作期限应当不低于 3 年；2.企业开展校企合作的情况应当纳入企业社会责任报告。11 月，中央全面深化改革委员会出台《国家职业教育改革实施方案》：将启动“中国特色高水平高职院校和专业建设计划”和“1+X（即学历证书+技术技能的资格证书）证书制度改革”。

- **早教领域——国家始终重视 0-3 岁教育培训。**国家先后出台政策鼓励早教行业发展，同时不断颁布规范性文件政策促进行业健康成长。
- **新高考：高考改革将于 2020 年全面推行，变革中有望催生新机会。**高考改革最早于 2014 年开始于浙江省以及上海市开始试点，预计在 2020 年全国有近 10 个省市实行新高考模式，高考改革全面实行。11 省市或将推迟启动：原计划于 2018 年秋季入学的高一新生开始实施的省份中，广东、河南、四川、江西、黑龙江等 11 个省市或将推迟一年实施改革。新高考基本模式为：取消文理分科，实行语文数学英语+六选三模式（政治、历史、地理、物理、化学、生物），总分为 750，其中语数外每科 150 分，六选三为共 300 分，英语为两次考试，取最高分，同时学业水平考试成绩会作为参考。

5.1.2 板块成长分化，细分龙头成长高于行业平均

2018 前三季度，A 股市场细分龙头实现更高增长：教育信息化板块，行业龙头视源股份营收 120 亿，同比增长 61%，佳发教育享受教育考试信息化和新高考政策红利，营收同比高速增长 138%；K12 培训板块，科斯伍德受龙门教育并表影响，营收同比增长 107%；职教板块，IT 培训龙头百洋股份营收同比增长 37%，财会培训龙头开元股份营收同比增长 68%。

图表51. A 股部分教育标的成长性排名（按归母净利润增速排名）

代码	名称	细分领域	2018 前 3 季营收 (亿元)	营收 YOY (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 YOY (%)
300192.SZ	科斯伍德	K12 培训	7.11	106.57	0.86	466.35
300359.SZ	全通教育	教育信息化	4.63	-31.78	0.06	293.73
002696.SZ	百洋股份	职业教育	21.76	37.24	1.30	158.90
300559.SZ	佳发教育	教育信息化	2.43	138.26	0.77	94.55
002841.SZ	视源股份	教育信息化	120.02	60.83	8.50	42.53
000526.SZ	紫光学大	K12 培训	23.44	2.64	0.68	7.31
002325.SZ	洪涛股份	职业教育	30.44	19.66	1.42	4.38
002348.SZ	高乐股份	教育信息化	6.65	45.22	0.40	-3.13
300338.SZ	开元股份	职业教育	9.81	67.78	1.02	-6.64
603377.SH	东方时尚	职业教育	8.08	-13.78	1.91	-9.63

资料来源：Wind、广证恒生

2018 前三季度，海外市场 K12 课培&高教龙头标的归母净利润成长较快：美股市场中，K12 培训龙头好未来、新东方前三季分别实现 61%、30% 的营收同比增长，无忧英语实现 55% 同比增长。港股市场中，高教职教龙头中教控股前三季实现营收同比增长 63%，K12 学历龙头枫叶教育、睿见教育均表现不俗。

图表52. 海外教育标的成长性

代码	名称	细分领域	2018 前 3 季营收 (亿元)	营收 YOY (%)	净利润 (亿元)	净利润 YOY (%)
0839.HK	中教控股	高等教育、职业教育	7	62.72	3.46	72.41
6169.HK	宇华教育	K12 学历	5.23	21.32	2.02	65.37
TAL.N	好未来	K12 培训	12.5	60.8	9.81	62.96
2001.HK	新高教集团	高等教育	3.23	24.1	1.5	36.04
1569.HK	民生教育	高等教育	3.19	23.77	2.18	35.3
6068.HK	睿见教育	K12 学历	5.95	18.91	1.45	35.15
COE.N	无忧英语 (51TALK)	K12 培训	5.44	54.95	-1.86	33.28
1317.HK	枫叶教育	K12 学历	6.61	27.77	2.36	30.91

EDU.N	新东方	K12 培训	8.6	30.05	1.23	-22.2
-------	-----	--------	-----	-------	------	-------

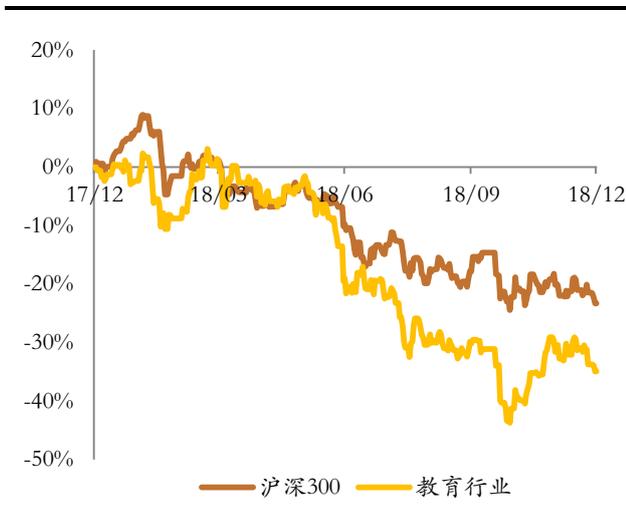
资料来源: Wind、广证恒生

5.1.3 教育板块大幅波动，标的估值整体下滑

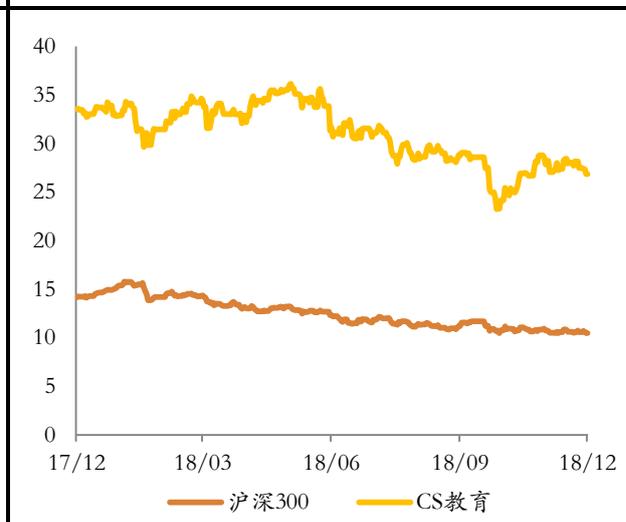
受到监管政策频出的影响,教育板块 2018 波动较为剧烈。2018 年初至 12 月 20 日,CS 教育指数下跌 33.45%, 相对沪深 300 指数收益-9.55%。

教育行业整体进入下跌通道,仅部分龙头标的有正向收益。2018 年初至 12 月 19 日,早幼教领域,三垒股份股价上涨 15.92%,威创股份、红黄蓝分别下跌 59.13%、63.74%;K12 学历、K12 培训领域全面下跌,龙头新东方、好未来、枫叶教育、睿见教育等均无正向收益;高教职教领域,龙头中教控股上涨 41.19%;教育信息化受到政策利好,佳发教育、视源股份分别实现 64.81%、24.77% 的上涨。

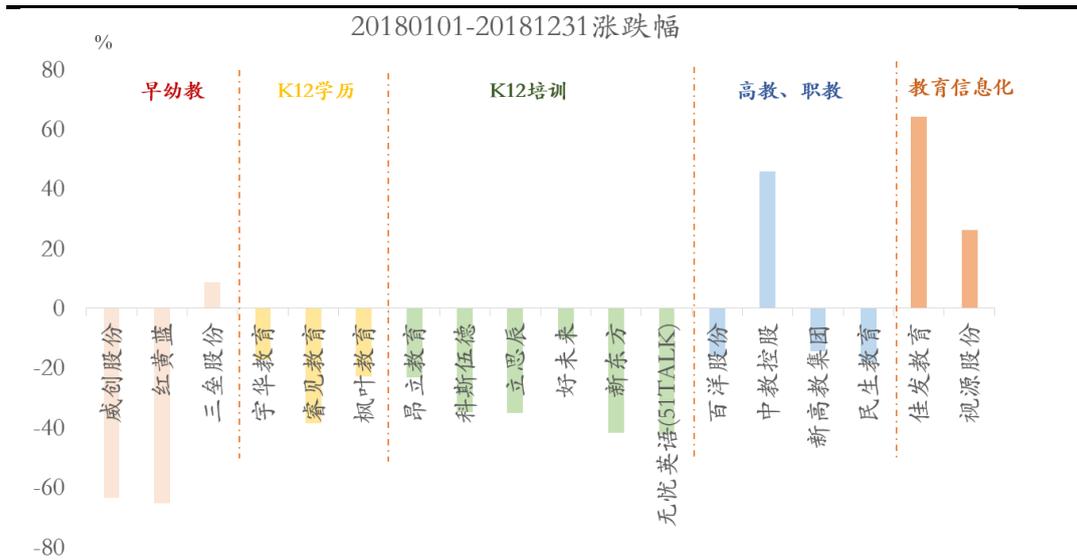
教育板块估值波动较为剧烈,且整体下滑。2018 年初至 12 月 19 日,教育板块仅有部分龙头标的估值上升,教育信息化赛道享受政策红利,整体估值相对稳定。

图表53. A 股教育行业走势


资料来源: Wind、广证恒生

图表54. A 股教育行业估值走势


资料来源: Wind、广证恒生

图表55. 2018 年教育板块整体进入下跌通道，教育信息化和部分龙头标的有正向收益


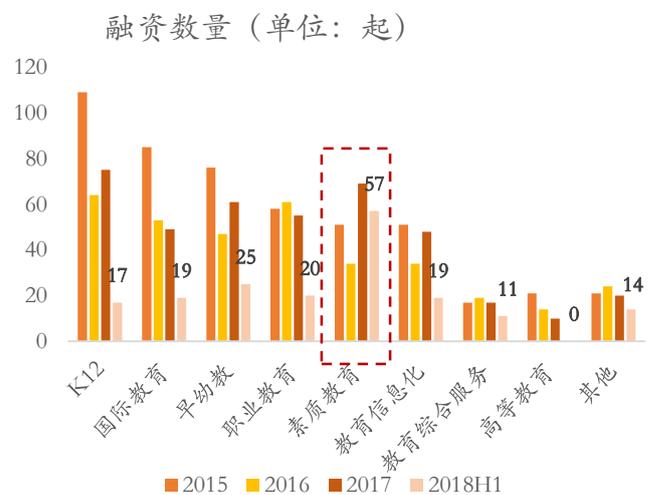
资料来源: Wind、广证恒生

5.1.4 教育板块效应形成，关注素质教育

- **教育形成板块效应，细分龙头纷纷上市，关注度持续走高。**①A 股市场并购火热：2018 年，立思辰收购中文未来，布局大语文赛道；公务员培训龙头中公教育借壳亚夏汽车成功上市；三垒股份收购美吉姆布局早教赛道。②众多教育标的赴美赴港上市：2017 年至今，一共 11 个教育标的登陆港股市场，7 个教育标的登陆美股市场。同时，还有 12 个教育标的排队在香港或美国上市。教育龙头基本进入，板块效应初步形成，市场关注度越来越高。
- **一级市场资本活动活跃，关注素质教育。**2014 年开始教育行业融资数量激增，2018 年一级市场投融资持续活跃，2018 上半年融资数量 182 起。其中，素质教育领域成为最热门的细分赛道，2018 上半年融资数量 57 起，早幼教、职业教育也备受青睐。

图表56. 2007-2018H1 教育行业融资情况


资料来源：前瞻产业研究院、广证恒生

图表57. 2015-2018 中国教育细分行业融资情况


资料来源：前瞻产业研究院、广证恒生

5.2 展望 2019 年，关注教育信息化+职教确定性机会

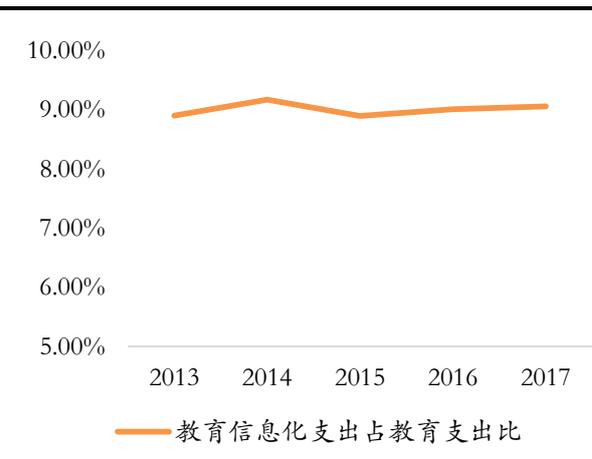
5.2.1 教育信息化：2.0 时代重构教育生态，高考改革催化成长

教育信息化进入 2.0，从搭建硬件设备过渡到重构教育生态。今年 4 月，教育部出台《教育信息化 2.0 行动计划》，教育信息化进入基于互联网发展教育服务治理新模式的新时代。不同于教育信息化 1.0 的以引入外部变量、搭建硬件为主，教育信息化 2.0 将重构教育生态，构建“互联网+”条件下的人才培养新模式，发展基于互联网的教育服务新模式，探索信息时代教育治理新模式。**教育投入依然财政支出的重心，按照教育支出占 GDP 维持在 4% 以上，且各级政府保证教育信息化经费占教育经费比例不低于 8% 的规定，将使得教育信息化支出规模持续稳定增长，教育信息化投入将向内容和平台服务等服务采购延伸。**

高考改革催化教育信息化成长。新高考实行语文数学英语+六选三模式（政治、历史、地理、物理、化学、生物），三方面催化教育信息化发展：**1. 高考选科指导**——新高考取消文理分科，“3+3”模式下，学生需要依靠技术分析更好地从自身特点优势出发进行选科，同时高考后续的选校、填志愿也需要依靠教育信息化技术实现考生优势最大化；**2. 走班制**——新高考模式下，将不存在固定的上课班级，因此需要开发排课、走班设计系统为学校更好的施行走班制提供指导；**3. 电子班牌**——走班制下，需要电子班牌滚动班级课程信息，便利学生更好的找到课室，避免混乱。

图表58. 教育信息化支出将维持稳定增长


资料来源：教育部、广证恒生

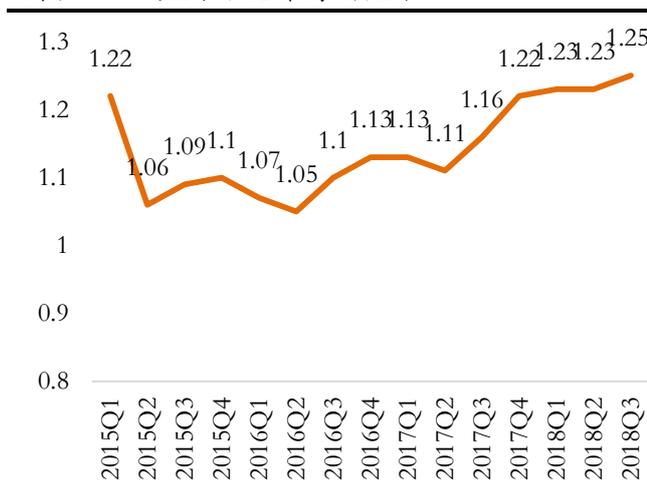
图表59. 教育信息化支出占教育支出比稳定在 8% 以上


资料来源：教育部、广证恒生

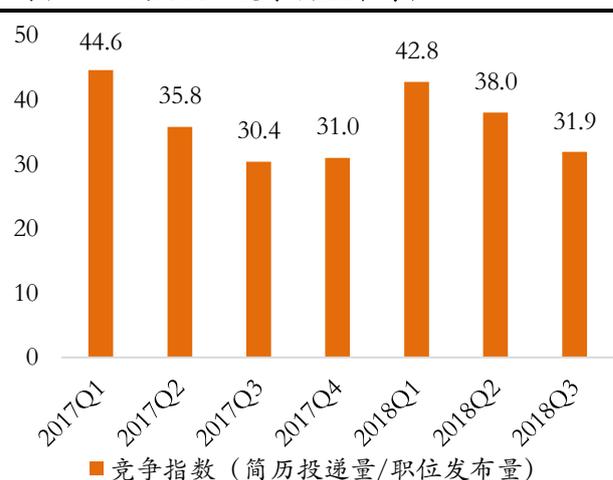
5.2.2 职教板块：求职供需缺口持续加大，职教培训机会确定

中国劳动市场突出问题：就业市场整体供不应求，但求职者就业竞争指数持续提升；职教行业核心痛点：劳动供给与需求不匹配，满足企业需求的专业技能人才缺失。中国人才供给存在人才层次矛盾，低学历人员缺乏技能及智能化，高学历人员无法满足企业实际应用需求。一方面，从求职端来看：整体求职倍率大于 1 的情况下（整体就业供不应求），求职者依旧难以找到合适的工作；另一方面，企业端来看：企业平均每个岗位投递量在 30 个以上，但是依旧难以找到合适的人才。

IT、财会就业竞争压力大，教师资格证改革催化考培机会。从 18 年秋季的求职数据来看，交运、IT、财会和高级管理人员依旧为就业竞争最大的细分行业；同时受政策改革影响，教师资格证考试通过率从过去的 70% 减少至现在的 30% 不到。至上而下我们看好 IT、财会和教师资格证考培相关的职教细分领域标的。

图表60. 我国求职倍率持续提升


资料来源：人社部、广证恒生

图表61. 我国就业竞争指数维持在 30 以上


资料来源：智联招聘、广证恒生

图表62. IT 和财会为就业竞争最激烈的岗位之一

排名	职业	竞争指数
1	交通运输服务	100.2
2	IT 质量管理/测试/配置管理	74.5
3	高级管理	69.9

图表63. 教师资格证改革后考试通过率骤降

类型	改革前	改革后
考试科目	只开设教育学、心理学两科	综合素质/教学能力/学科知识
参考教材	指定的参考教材	没有指定的参考教材，只有考试大纲

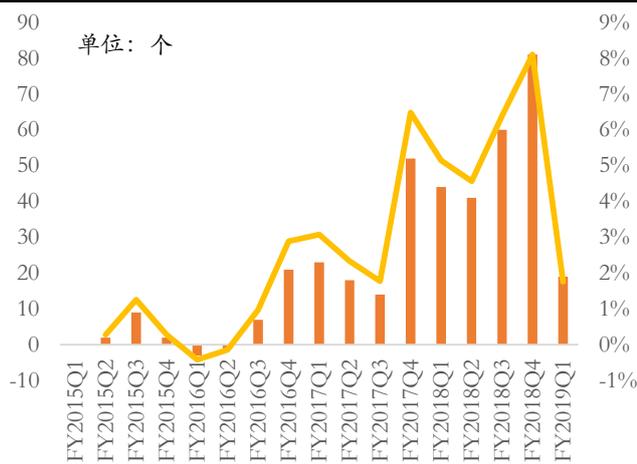
4	行政/后勤/文秘	56.8	成绩有效期	笔试成绩长期有效	笔试成绩有效期 2 年, 过期成绩作废
5	软件/互联网开发/系统集成	55.1			
6	财务/审计/税务	54.1	笔试通过率	70%	27%
7	人力资源	53.5	考试次数	4 次/年	1-2 次/年
8	信托/担保/拍卖/典当	45.4			
9	房地产开发/经纪/中介	42.8	有效范围	省内有效	全国通用
10	土木/建筑/装修/市政工程	40.6			

5.2.3K12 课培：走向规范，短期成长放缓，长期行业集中度提升

监管政策趋严，K12 课培走向规范，行业成长放缓。今年 K12 培训政策频出，主要围绕课外培训机构的证照资质和培训内容，有利于整体行业向更加规范的方向发展。受到严厉监管政策的冲击，2018 行业整体增速放缓，以 K12 课培龙头新东方、好未来为例，季度新增校区数量呈现放缓的趋势。

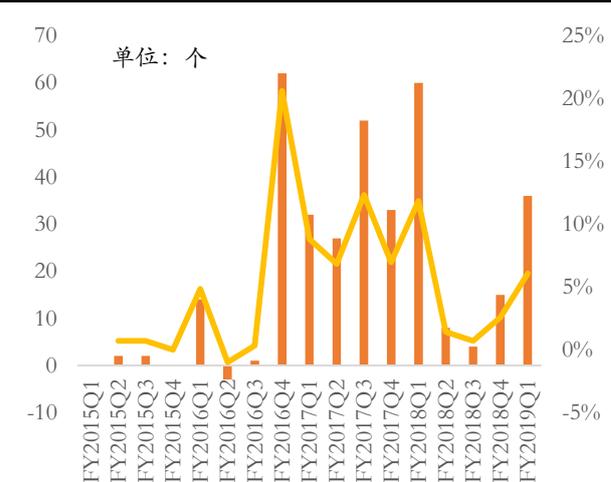
短期成长放缓，长期行业集中度提升。当前处于全国 K12 课培整顿的后期，根据教育部通报，截至 2018 年 10 月 30 日，全国 2963 个县（市、区）已启动专项治理整改工作，其中 1046 个县（市、区）已基本完成专项治理整改任务，县（市、区）完成率 35.30%，机构完成整改率 38.40%。**中小企业面临证照难题，监管政策驱动市场走向规范发展，企业规范成本提升。行业洗牌后龙头、规范企业值得关注。**

图表64. 新东方季度新增校区数量及同比增速



资料来源：新东方公告、广证恒生

图表65. 好未来季度新增校区数量及同比增速



资料来源：好未来公告、广证恒生

5.2.4 学历教育：幼教资产证券化受阻，高等教育确定性较高

幼教资产证券化受阻，民办幼教上市企业成长将受影响。今年 11 月，国务院发布《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》：1. 禁止并购，上市公司后续成长受阻；2. 禁止加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制非营利性幼儿园，对于参与并购、加盟、连锁经营的营利性幼儿园应当上报至县级以上教育部门，随着政府监管趋严，幼教企业盈利能力将受影响，同时有望加速幼教资产非营利转营利的进度；3. 民办园禁止上市，一级市场投资幼教资产退出路径受阻。**关注早教业务市场以及幼教服务、幼师培训业务的机会。**

高等教育确定性较高，渗透率仅 50% 成长空间巨大。2012 年以来，我国高等教育在校人数和行业收入稳定增长。尽管高等教育招生人数逐年增加，但高等教育本科学校录取率仍处于较低水平，在 1510 万适龄人口中，仅 50% 为高等教育机构录取及仅 25% 为本科院校录取，行业仍存在巨大增长潜力。目前高等教育政策相对利好，并未禁止投资并购活动。**中教控股与惠理集团成立 50 亿人民币基金，投资民办高等教育和职业教育，助力行业发展。**

5.3 关注标的：视源股份、百洋股份、三垒股份、科斯伍德

(1) 视源股份

教育板块致力延伸应用场景，会议板块继续完善销售渠道，孵化业务趋于成熟将更显业绩弹性。公司教育业务致力于从教室应用场景，向学校、学区的完整教育信息化应用场景延伸，进一步明确了多媒体事业部、教务事业部、校务事业部、学务事业部的业务划分及定位，智慧黑板、幼教产品、学生终端及软件等新产品收入呈现良好的增长态势；会议业务已初步完成全国经销与服务网络部署、线上渠道布局、行业及大客户直销团队建设，后续将继续加大客户服务、互联网宣传力度以及不断迭代产品获得持续竞争优势；孵化业务板块，公司积极布局健康医疗、汽车电子、工业自动化等业务领域，随着业务孵化的成熟，后续将有望贡献业绩弹性。

并购整合成效凸显，发行 9.4 亿可转债/投资北京经济开发区加码智能智慧生态布局。公司收购视仙电子 51%，2 月 28 日完成购买以来期间实现收入 2.2 亿，净利润 1488 万元，爆发式增长凸显公司围绕产业链收购和整合的成效凸显。公司发行可转债募资不超过 9.4 亿元，分别投向高效会议平台、家电智能控制产品、智慧校园服务、人机交互技术研究中心等项目，有望拓宽公司护城河。此外，公司拟投资 3 亿元在北京经济技术开发区，加码产品研发实力并巩固北方市场。我们认为，公司从 TV 板块全球龙头—教育交互智能平板全国龙头—会议平板（企业服务）全国龙头的演变和进化历程，充分验证企业内在管理和企业文化的积极效应，也是企业围绕优势显控技术+重视创新、强化产品迭代，进而实现在各个显控需求领域快速扩张的模式的成功验证，当前公司在多个显控领域进行业务孵化并不断取得较好成果，我们看好企业以显控技术为基础，不断拓展和重构主要的显控市场，并进行产业链整合和生态链的垂直打造，有望不断拓宽视源所面临的市场容量。

(2) 百洋股份

数字艺术教育龙头，未来业绩重要增长点：截止 2018H1，火星时代在北上广深等 13 个城市设立了 15 个线下教学中心，拥有约 30 个教育产品，预计 18 年新校区的建设和座位数增加带来的线下学生人数的增长将进一步提升线下经营业绩。目前火星时代的平均客单价超过 2 万元，17 年底火星时代全面提升客单价 8% 以上。此外，18 年 3 月成立孙公司小火星公司，将课程人群扩展到青少年，为公司未来扩展产业布局打下基础，考虑下半年为公司业绩的主要贡献期，有望驱动公司业绩全年高速增长。

3.4 亿元收购楷魔视觉 80% 股权，深入布局职业培训领域：公司拟以自有现金 3.4 亿收购楷魔视觉，对数字培训教育产业链下游进一步延伸。楷魔视觉与火星时代在人才、培训、品牌、行业资源均有显著协同效应。截至 2018 年 6 月 25 日，楷魔视觉 2018 年已签订但尚未执行完毕的制作项目有 12 个，项目合同总金额约 1.1 亿元。

(3) 三垒股份

品牌、品质、管理筑造坚实护城河，美吉姆业绩高速增长可期。三重优势构筑美吉姆坚实护城河：1) 国际品牌底蕴深厚；2) 独创欢动课、艺术课、音乐课课程体系，引进国际成熟体系。3) 标准化课程、装修风格，中心城区选址，严抓老师入口。美吉姆通过加盟连锁方式迅速扩张，2018H1 已在全国拥有门店数 392 家（直营 98+加盟 294），较 2017 年底和 2016 年底分别增加了 52 家、144 家，会员量逾 15 万人，一/二/三线会员均价分别为 1.8/1.4/1.2 万元/人，同比 2017 年客单价提升 10% 左右。未来美吉姆将充分发挥品牌优势，加速加盟扩张，业绩高速增长可期。

三重利好催生早教千亿市场，供给格局分散龙头加速跑马圈地。2018 年早教行业市场规模为 1757 亿元左右，YOY16.6%。提量端，全面二孩政策放开，叠加目前我国处于 85-90 年婴儿潮回响期，我们估计目前 0-6 岁适龄儿童超过 1 亿人，而早教渗透率仅约 18%，对比日韩 80% 以上渗透率有较大空间。提价端，城镇化率+居民收入水平提高+消费升级催化，早教消费意愿及消费能力提升。供给端，供给格局极度分散，2016 行业 CR5 小于 5%，龙头通过加盟方式快速扩张，跑马圈地。

(4) 科斯伍德

龙门教育成长稳定，立全封闭校区为根基，积极拥抱科技+布局素质教育。公司通过全封闭的教学管理模式，为学生设计个性化的课程和教学内容，保证学习效果；通过让教育和科技进行有效融合，优化教学质量、教学模式，保证教学效率和质量兼顾；增设素质教育模块，制定学生综合素质提升方案，逐步形成“全面发展、特色发展”的培养方式空间。我们看好龙门教育通过不断完善教学生态布局，通过内生+外延贡献成长弹性。

6. 附录

■ 附录一

图表66. 《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》核心影响梳理

颁布日期	颁布机构	政策名称	政策要点
2018/11/15	国务院	《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	1. 禁止并购，上市公司后续成长受阻： 上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产 2. 民办园禁止上市，一级市场投资幼教资产退出路径受阻 3. 政府监管趋严，幼教企业盈利能力将受影响，有望加速幼教资产非营利转营利的进度： 禁止通过加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制非营利性幼儿园，对于参与并购、加盟、连锁经营的营利性幼儿园应当上报至县级以上教育部门

资料来源：公开资料整理、广证恒生

■ 附录二

图表67. K12 培训政策梳理

颁布日期	颁布机构	政策名称	政策要点
2017/12/29	上海市教委	一标准两办法：《上海市民办培训机构设置标准》、《上海市营利性民办培训机构管理办法》、《上海市非营利性民办培训机构管理办法》	严格规范面向义务教育阶段学生举办与升学或考试相关的学科及其延伸类竞赛活动或等级测试等变相竞赛活动
2018/2/26	教育部、民政部、人力资源社会保障部、工商总局	《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	1. 要求办学许可证、营业执照： 对未取得办学许可证、营业执照但具备办理证照条件的校外培训机构，要指导其依法依规办理相关证照；对不符合办理证照条件的，要依法依规责令其停止办学并妥善处置 2. 中小学课外减负，禁止超纲教学、提前教学、强化应试： 校外培训机构开展学科类培训的班次、内容、招生对象、上课时间等要向所在地教育行政部门进行审核备案并向社会公布，禁止校外组织等级考试及竞赛
2018/3/21	教育部	《关于规范管理面向基础教育领域开展的竞赛挂牌命名表彰等活动的公告》	克服竞赛活动逐利倾向，不得强制参加或收取费用：不得以任何理由和条件强行要求学校或学生参加竞赛、挂牌、命名及表彰等活动，不得收取活动费、报名费和其它各种名目的费用，不得组织

			培训，不得推销或变相推销相关资料、书籍或商品
2018/5/5	教育部	《关于做好2018年普通高校招生工作的通知》	全面取消体育特长生、中学生学科奥林匹克竞赛、科技类竞赛、省级优秀学生、思想政治品德有突出事迹等全国性高考加分项目
2018/8/6	国务院	《关于规范校外培训机构发展的意见》	1.明确课外培训的兴趣导向，反对与招生入学挂钩行为：鼓励发展以培养中小学生兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训，坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为 2.场所条件保证安全：同一培训时段生均面积不低于3平方米 3.师资队伍保证稳定：不得聘用中小学在职教师，学科知识培训的教师应具有相应的教师资格 4.严格审批登记：校外培训机构设立分支机构或培训点须经过批准；中小学校不得举办或参与举办校外培训机构。 5.规范收费管理：不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用 6.细化培训安排：培训时间不得与当地中小学校教学时间相冲突，培训结束时间不得晚于20:30，不得留作业
2018/9/13	教育部	《关于面向中小学生的全国性竞赛活动管理办法》	1.竞赛以及竞赛产生的结果不作为中小学招生入学的依据 2.从严控制、严格管理面向中小学生的全国性竞赛活动，原则上不举办面向义务教育阶段的竞赛活动 3.竞赛应坚持公益性，不得以营利为目的：主办方、承办方做到“零收费”
2018/11/26	教育部、国家市场监督管理总局、应急管理部	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	强化在线培训监管，课程内容需备案，教师资格证需公示：加强对线上培训内容、质量的监管，切实减轻中小学生学习过重学业负担

资料来源：公开资料整理、广证恒生

■ 附录三

图表68. 民办学校政策梳理

颁布日期	颁布机构	政策名称	政策要点
2018/8/11	司法部	《民促法实施条例（送审稿）》	1.教育集团资本化扩张受阻，减少社会资本对非营利性民办学校的套利空间：实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校 2.VIE架构更规范、更透明：加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计 3.外资不得“实际控制实施义务教育的民办学校”

资料来源：公开资料整理、广证恒生

■ 附录四

图表69. 教育信息化政策梳理

颁布日期	颁布机构	政策名称	政策要点
2010/5/5	国务院	《国家中长期教育改革和发展规划纲要》	信息技术对教育发展具有革命性影响，必须予以高度重视”
2012/3/13	教育部	《教育信息化发展十年规划（2011-2020年）》	1.把教育信息化摆在支撑引领教育现代化的战略地位 2.加快职业教育信息化建设：职业教育信息化是培养高素质劳动者和技能型人才的重要支撑，是教育信息化需要着重加强的薄弱环节
2013/10/25	教育部	《关于实施全国中小学教师信息技术应用能力提升工程的意见》	1.提升教师信息技术应用能力，开展信息技术应用能力测评：2017年底完成全国1000多万中小学（含幼儿园）教师新一轮提升培训；以评促学，激发教师持续学习动力 2.对教师信息技术培训提出学时要求：各地要将信息技术应用能力培训纳入教师和学校培训必修学时，原则上每五年不少于50学时
2017/7/8	国务院	《新一代人工智能发展规划》	要在中小学阶段设置人工智能相关课程
2018/2/11	教育部、发改委、财政部、人力资源社会保障部、中央编办	《教师教育振兴行动计划（2018-2022年）》	“互联网+教师教育”创新行动，启动实施教师教育在线开放课程建设计划：遴选认定200门教师教育国家精品在线开放课程，推动在线开放课程广泛应用共享
2018/4/17	教育部	《中小学数字校园建设规范》	实现校园环境数字化：实现从基础设施、资源到应用的数字化
2018/4/17	教育部	《网络学习空间建设与应用指南》	积极推进“互联网+”行动，更加规范有序地推动“网络学习空间人人通”（即学生、教师、管理者、家长等多个主体之间的交流、分享、沟通、反思、表达、传承等活动的载体）
2018/4/13	教育部	《教育信息化2.0行动计划》	1.到2020年实现“三全两高一大”发展目标（三全即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校；两高即信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，一大即建成“互联网+教育”大平台） 2.构建“互联网+”条件下的人才培养新模式、发展基于互联网的教育服务新模式、探索信息时代教育治理新模式：从教育专用资源向教育大资源转变、从提升师生信息技术应用能力向全面提升其信息素养转变、从融合应用向创新发展转变
2018/9/17	教育部	《关于实施卓越教师培养计划2.0的意见》	深化信息技术助推教育教学改革：建设开发一批交互性、情境化的教师教育课程资源；建立短小实用的微视频和结构化、能够进行深度分析的课例库

资料来源：公开资料整理、广证恒生

■ 附录五

图表70. 职业教育政策梳理

颁布日期	颁布机构	政策名称	政策要点
2014/5/2	国务院	《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》	1.促进校企合作，发挥企业重要办学主体作用： 深化产教融合，鼓励行业和企业举办或参与举办职业教育；对举办职业院校的企业，其办学符合职业教育发展规划要求的，各地可通过政府购买服务等方式给予支持；对职业院校自办的、以服务学生实习实训为主要目的的企业或经营活动，按照国家有关规定享受税收等优惠。 2.职业教育扩容： 到2020年，中等职业教育在校生达到 2350万人 （2012年2114万人），专科层次职业教育在校生达到 1480万人 （2012年583万人），接受本科层次职业教育的学生达到一定规模，从业人员继续教育达到 3.5亿人次 （2012年861万人次）
2015/6/30	教育部	《教育部关于加快推进职业教育集团化办学的若干意见》	到2020年，职业院校集团化办学参与率进一步提高，规模以上企业参与集团化办学达到一定比例，初步建成 300个 具有示范引领作用的骨干职业教育集团
2018/2/5	教育部、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、人力资源社会保障部和国家税务总局	《职业学校校企合作促进办法》	1.职业学校和企业开展合作，应当通过平等协商签订合作协议，其中企业接收实习生的，合作期限应当不低于3年 2.企业开展校企合作的情况应当纳入企业社会责任报告
2018/11/14	中央全面深化改革委员会	《国家职业教育改革实施方案》	将启动“中国特色高水平高职院校和专业建设计划”和“1+X（即学历证书+技术技能的资格证书）证书制度改革”

资料来源：公开资料整理、广证恒生

■ 附录六

图表71. 早教政策梳理

颁布日期	颁布机构	政策名称	政策要点
2001/5/22	国务院	《中国儿童发展纲要》	提出发展“0-3岁早教教育”
2003/1/27	国务院	《关于幼儿教育改革与发展指导意见》	逐步建立以社区为基础，以示范性幼儿园为中心，灵活多样的幼儿教育形式相结合的幼儿教育服务网络，为0-6岁儿童和家长提供早期保育和教育服务
2010/5/5	国务院	《国家中长期教育改革和发展规划纲要》	重视0至3岁婴幼儿教育

2012/4/17	教育部	《教育部办公厅关于开展 0-3 岁婴幼儿早期教育试点工作有关事项的通知》	选择部分地（市）先行开展 0-3 岁婴幼儿早期教育试点
2012/4/17	上海市政府	上海市 3 岁以下幼儿托育服务“1+2”文件： 《关于促进和加强本市 3 岁以下幼儿托育服务工作的指导意见》、 《上海市 3 岁以下幼儿托育机构管理暂行办法》、《上海市 3 岁以下幼儿托育机构设置标准（试行）》	<p>1.人员资质要求：保育员应具有 4 级及以上保育员资格，托育机构负责人需有 6 年以上学前教育管理经验，托育服务从业人员职业道德教育原则上每年不少于 40 课时</p> <p>2.场所安全性要求：托育机构主出入口、幼儿生活及活动区域应安装视频安防监控系统，确保监控全覆盖，录像资料保存 30 天以上；至少有 1 名保安人员在岗，实施安全封闭管理，且同区域报警中心联网</p> <p>3.食品安全要求：自行加工膳食的全日制托育机构，厨房不低于 30 平方米；经食药监部门认定，托育机构可采用多种形式的供餐服务</p>
2017/1/25	南京市政府	《南京市 0-3 岁婴幼儿早期发展工作提升行动计划》	鼓励社会力量兴办幼儿园，2020 年全市建成 80 所 优质幼儿园、亲子园
2017/10/18	中央委员会	《十九大报告》	提出“幼有所育”

资料来源：公开资料整理、广证恒生

■ 附录七

图表72. 重点省份高考改革政策梳理

省份	改革内容
浙江	1、必考科目语数外3门，每门满分150分。 2、选考科目实行“7选3”模式，每门满分100分，每科最多考2次。 3、考生总成绩满分750分。 4、语文、数学成绩当次有效，外语和选考科目成绩2年有效。 、外语每年安排2次考试，1次在6月，考试对象限于当年高考生；1次在10月，与选考科目同期进行。 6、考生志愿由“专业+学校”组成，录取不分批次，实行专业平行投档。
上海	1、不分文理。 2、从2014年秋季入学的高中一年级学生开始，普通高中学业水平考试设置13门科目。 3、2017年起，上海统一高考科目为语文、数学、外语3门，考试时间安排在每年6月。 4、外语一年考两次，6月一次，1月一次。含笔试和听力测试，每人最多考两次，最好成绩计入总分。 5、高考成绩由语数外3门成绩和自主选择的高中学业水平等级性考试科目成绩构成，满分660分。语文、数学、外语每门满分150分，3门普通高中学业水平等级性考试科目每门满分70分。 6、2016年起合并本科一、二批，并按照总分和院校志愿，分学校实行平行志愿投档和录取。 7、报考专科高职志愿只计语文、数学、外语3门统一高考成绩。专科高职依据统一高考成绩进行录取。
北京	1、从2017年秋季入学高一起实施高中学业水平考试。 2、英语听力考试从笔试中分离，一年两次实行机考。 3、取消本科三批，与本科二批合并。 4、自2018年起，推进高等学校考试招生改革。 5、2020年调整统一高考科目，实行“3+3”，探索“两依据、一参考”。
广东	1、2021年高考文理不分科。 2、高考实行“3+3”的考试模式。 3、外语和高中学业水平考试一年两次考试。 4、录取“两依据、一参考”。 5、2016年，广东高考全部科目采用全国卷。 6、2016年，广东二本A线B线将合并。
江西	1、不分文理科。 2、实行“3+3”的考试模式，选考“6选3”。 3、外语考试分为笔试和听力测试，高中生最多参加两次外语考试。 4、高考总分满分750，语数外每门150分，3门高中学业水平等级性考试科目每门100分。 5、2016年起建立江西中学生综合素质评价信息管理系统，开展综合素质评价。 6、2016年起合并二三本，2018年起合并艺术二三本科批，2020年起进一步减少录取批次。

资料来源：教育局、广证恒生

团队成员介绍:

肖明亮: 江西高安人, 武汉大学传媒+会计学复合背景, 目前担任 TMT 副团队长, 传媒和教育行业负责人, 4 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域, 在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验, 重视产业链研究分析, 致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值, 多次受邀参加全国性峰会论坛论坛交流、上市企业战略咨询交流以及企业战略咨询委托等。

陆韵如: 伦敦大学学院硕士, 兰卡斯特大学经济学学士, 传媒行业高级研究员, 3 年传媒行业研究经验, 主要研究方向为文化传媒, 持续跟踪影视剧、游戏和互联网方向。

叶锐: 广东梅州人, 华东师范大学法学硕士, 具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验, 近 3 年产业和行业研究经验, 主要研究教育及泛娱乐方向。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。