

传媒

2019 传媒策略：需求进入内容拉动阶段，把握供给侧出清下的投资机会

资本环境+产业监管影响下近几年传媒板块业绩/估值波动较大，看好供给侧持续出清下的投资机会。A股传媒指数经过3年调整已回到2013年中水平，过往产业是用户红利驱动，但资本及监管的变化放大了A股传媒业绩和估值波动。随着用户红利已近尾声，需求天花板未到但未来增长主要靠内容精品化拉动；投资机会主要来自供给端变化：传媒产业监管趋严，国务院鼓励文化企业融资并购但资本环境尚未反转，因此供给将进一步出清，龙头行业整合中受益。我们择股思路是：现金流好+政策风险小的细分赛道龙头。

线上内容消费：增长驱动从流量转变为付费，游戏、视频、娱乐直播三大赛道付费天花板较高。流量红利已近尾声，行业增长依赖付费驱动。数字内容各赛道中，游戏、娱乐直播与视频付费天花板较高。1) 游戏：版号发放已重启，后续政策上需关注版号发放节奏、总量调控影响以及税收优惠变化；游戏货币化潜力未完全释放，付费指标提升受益于游戏成瘾机制和付费模式创新；二梯队公司通过专注产品牵手腾讯渠道或自主发行抢夺中长尾市场突围；2) 视频：网生内容监管加强，政策把控能力与题材创新能力是破局关键；3) 其他：图片正版化红利仍在持续，视觉中国巩固大企业客户业务优势同时，以微利图片库拓展中小B端市场，通过流量巨头对接合作获取自媒体等长尾增量。

线下内容消费：院线供给开始出清，行业整合已现曙光。影院需求/供给存在较大矛盾，但已出现改善信号。1) 从需求端看，低线城市观影人次还有增长空间，但也进入内容驱动阶段；2) 从供给端看，中长尾影院已有出清现象，地产系仍在积极进驻，集中度有望企稳回升。院线公司现金流较为充裕，当前龙头EV/EBITDA较低。

广告：经济下行背景下大盘承压，但信息流广告与楼宇广告占比仍在提升。广告总量周期性明显，据CTR，18年下半年全媒体花费下滑明显，但媒体消费变迁下广告蛋糕重新切分。1) 信息流广告：流量红利耗尽后，信息流广告收入主要由加载率驱动；但中长期加载率天花板受平台属性、算法支持程度影响。以朋友圈为例，广告加载条数增加短期带动社交广告收入高增长，但长期空间受社交平台加载率天花板影响；2) 楼宇广告：电梯覆盖3亿中产通勤、生活场景，广告占比仍在提升，分众加速扩屏以巩固规模优势，毛利率短期承压，预计随着客户订单提升将有所改善。

投资建议：(1) 游戏：推荐龙头【腾讯控股】，产品研发能力突出的【完美世界】【吉比特】，关注【世纪华通】【三七互娱】；(2) 视频：推荐背靠湖南广电、综艺自制能力突出的【芒果超媒】；(3) 其他数字内容：推荐图片正版化龙头【视觉中国】；(4) 院线：推荐资产联结型院线【万达电影】【横店影视】；(5) 广告：推荐楼宇媒体龙头【分众传媒】和毛利率边际改善的【华扬联众】。

风险提示：行业政策监管变化；产品表现不及预期；商誉减值风险。

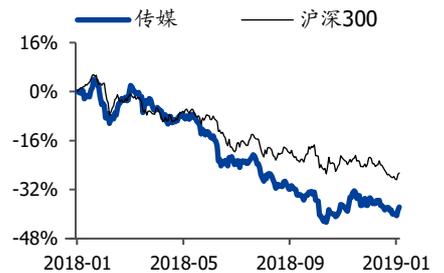
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002624	完美世界	买入	1.14	1.33	1.76	2.01	24.43	20.94	15.82	13.86
603444	吉比特	-	8.5	9.51	10.86	12.55	21.64	15.56	13.63	11.79
00700	腾讯控股	买入	7.53	8.81	9.57	11.24	41.70	35.64	32.81	27.94
300413	芒果超媒	买入	0.07	1.09	1.41	1.84	528.71	33.95	26.25	20.11
002739	万达电影	-	1.29	0.96	1.11	1.28	40.32	22.77	19.67	17.06
603103	横店影视	-	0.73	0.87	1.05	1.27	39.09	25.58	21.17	17.52
002027	分众传媒	-	0.49	0.43	0.49	0.57	28.68	12.23	10.75	9.2
603825	华扬联众	买入	0.55	0.83	1.17	1.63	25.22	16.71	11.85	8.51

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所。注：吉比特、万达电影、横店影视、分众传媒数据来自Wind一致预期。

增持 (维持)

行业走势



作者

分析师 林起贤

执业证书编号：S0680518040001

邮箱：linqixian@gszq.com

研究助理 袁伟嘉

邮箱：yuanweijia@gszq.com

相关研究

- 1、《传媒：2018 电影市场深度复盘及春节档票房前瞻——市场下沉放缓，国产片类型多元化》2019-01-01
- 2、《传媒：游戏版号审批恢复之际，重新审视游戏政策、天花板、竞争及估值》2018-12-26
- 3、《腾讯控股 (00700.HK)：腾讯的优与忧：ToC 护城河稳固，ToB 布局仍需观察》2018-11-04
- 4、《芒果超媒 (300413.SZ)：背靠湖南广电，差异化定位用户，芒果TV的攻守之道》2018-10-26



内容目录

1. 行情回顾及投资展望：政策和资本是影响传媒板块的核心变量，2019年投资机会来自供给进一步出清.....	6
1.1 走势回顾：A股传媒指数经过三年调整，已回到2013年年中水平.....	6
1.2 基本面回顾：资本红利的崛起与消退放大了A股传媒业绩波动.....	7
1.3 估值回顾：A股传媒估值波动较大，当前估值处于八年来低点.....	10
1.4 ToC业务趋势预判：内容消费需求端增速放缓且靠内容拉动，供给端政策、资本环境未有反转，行业整合加速.....	11
1.4.1 ToC类业务分析框架：供给拉动需求，供给又受政策、资本影响较大.....	11
1.4.2 内容需求增速靠内容拉动，供给端进一步整合带来低位基础上的龙头反弹.....	11
1.4.3 核心外部变量之政策：传媒监管机构发生调整，行业监管趋严.....	12
1.4.4 核心外部变量之资本：影视游戏领域的并购融资监管严格.....	14
1.5 ToB业务趋势研判：广告后周期属性明显，信息流广告和楼宇广告有望持续跑赢大盘.....	15
2. 数字内容消费：增长驱动从流量转变为付费，游戏、视频、娱乐直播三大赛道付费天花板较高.....	15
2.1 消费互联网下半场：用户红利已尽，付费进入内容与运营拉动阶段，游戏、视频、娱乐直播付费天花板较高.....	15
2.1.1 流量红利已近尾声，短视频拉动作用放缓.....	15
2.1.2 用户红利消失下数字娱乐公司收入依赖付费拉动，但受内容质量影响较大；无自有平台公司费用承压.....	17
2.2 数字内容之游戏：版号重启后仍需关注监管政策，游戏赛道付费天花板高.....	19
2.2.1 版号恢复后政策面需关注版号发放节奏、总量调控影响以及税收优惠变化.....	19
2.2.2 游戏货币化潜力未完全释放，付费指标提升受益于游戏成瘾机制和付费模式创新.....	21
2.2.3 二梯队游戏公司突围之路：作为CP牵手腾讯渠道 VS 自主发行抢夺中长尾市场.....	23
2.2.4 估值：海外高估值来自对创新能力的溢价，看好未来国内游戏公司估值回归.....	25
2.3 数字内容之视频：网生内容监管加强，风控能力与题材创新能力是突围关键.....	27
2.4 数字内容之其他：图片正版化红利持续.....	32
3. 线下内容消费：院线供给开始出清，行业整合已现曙光.....	36
3.1 核心问题：影院供给需求矛盾大，但已有改善信号.....	36
3.2 需求分析：低线城市观影人次还有增长空间，但亦进入内容驱动阶段.....	37
3.3 供给前瞻：中长尾影院已有出清现象，地产系仍在积极进驻，集中度有望企稳回升.....	39
3.4 中国院线公司现金流较为充盈，估值EV/EBITDA仅略高于海外.....	43
4. 广告：经济下行背景下广告大盘承压，但信息流广告与楼宇广告占比仍在提升.....	44
4.1 总量来看，广告是周期性行业，消费增长疲软下，广告大盘压力已经显现.....	44
4.2 信息流广告：流量红利耗尽，收入增长切换到加载率提升拉动.....	46
4.3 电梯广告：占广告大盘比重仍有望提升，分众点位加速扩张致使毛利率下行，预计明年中开始边际改善.....	50
5. 标的推荐.....	53
5.1 游戏（低估值、付费天花板较高）：推荐腾讯控股、完美世界、吉比特，关注世纪华通、三七互娱.....	53
5.2 视频网站（付费率天花板较高）：推荐背靠湖南广电、综艺自制能力突出的芒果超媒.....	54
5.3 其他付费：推荐图片正版化龙头视觉中国.....	55
5.4 院线（供给端中长尾出清，单银幕产出企稳回升）：推荐万达电影、横店影视.....	56
5.5 广告（总量承压，但信息流广告与楼宇广告占比仍在提升）：推荐楼宇媒体龙头分众传媒、竞争格局边际改善的华扬联众.....	56
风险提示.....	57

图表目录

图表 1: 2010-2018 年上证指数、创业板、申万传媒指数走势图（截至 2018 年 12 月 28 日收盘）.....	6
图表 2: 2010-2017 年传媒资产证券化率（%）.....	6
图表 3: 2018 全年 BATJ+ 网易、纳指、恒指股价涨跌幅（%）.....	7

图表 4: 2018 年小米美团年末股价/发行价涨跌幅 (%)	7
图表 5: 2010 至 1Q-3Q2018 传媒营业收入同比增速 (%)	8
图表 6: 2010 至 1Q-3Q2018 传媒扣非归母净利润同比增速 (%)	8
图表 7: 2010 至 1Q-3Q2018 申万传媒与 A 股、创业板经营活动现金流净额同比增速 (%)	8
图表 8: 2010 至 1Q-3Q2018 申万传媒与 A 股、创业板 ROE 变化 (%)	9
图表 9: 2010-2018Q3 申万传媒行业商誉及同比增速 (亿元, %)	9
图表 10: 2010-2018 年 11 月媒体类并购金额及并购数量 (亿元, 个)	9
图表 11: 2010 年-2018 年申万传媒、全部 A 股、创业板 PE (TTM)	10
图表 12: 2010 年-2018 年申万传媒、[HK] Wind 媒体、[HK] Wind 互联网、[美股]Wind 媒体、[美股]Wind 互联网的 PE (TTM)	10
图表 13: 内容消费产业分析框架	11
图表 14: 传媒板块投资阶段总结	12
图表 15: 游戏领域监管机构职责变化	13
图表 16: 影视领域监管机构职责变化	13
图表 17: 出版领域监管机构职责变化	14
图表 18: 2015 年-2018 年并购及定增主要政策变化	14
图表 19: 广告行业分析框架	15
图表 20: 2017 年 3 月-2018 年 9 月中国移动互联网月度活跃用户规模 (亿, %)	16
图表 21: 中国移动互联网用户月度总使用时长 (千亿分钟)	16
图表 22: 中国移动互联网用户人均单日使用时长 (分钟)	16
图表 23: 移动互联网整体和短视频行业月度总时长变化 (千亿分钟, %)	17
图表 24: 移动互联网总体时长占比变化 (%)	17
图表 25: 各泛娱乐赛道 MAU 变化 (百万)	17
图表 26: 各娱乐赛道公司月均 ARPU (元)	18
图表 27: 各泛娱乐赛道付费率变化 (%)	18
图表 28: 各泛娱乐赛道月均 ARPPU 变化 (元)	18
图表 29: 各娱乐赛道公司毛利率变化 (%)	19
图表 30: 各娱乐赛道公司销售费用率变化 (%)	19
图表 31: 2016 年 8 月-2018 年 3 月国产网络游戏审批总数 (个)	20
图表 32: 《王者荣耀》用户年龄结构 (%)	20
图表 33: "吃鸡"手游用户年龄结构 (%)	20
图表 34: A 股主要游戏公司实际税率 (%)	21
图表 35: 2009-2018 中国手游整体 ARPU 变化 (元, %)	21
图表 36: 2018 年部分国家人均国民收入与游戏 ARPU 占比对比 (美元, %)	21
图表 37: 游戏成瘾机制推动收入增长	22
图表 38: 游戏付费模式创新	22
图表 39: 三次游戏付费革命需求曲线	23
图表 40: 《堡垒之夜》用户付费习惯 (%)	23
图表 41: 中国手游市场规模未来 3 年复合增速敏感性测算 (元, %)	23
图表 42: 2018 年以来腾讯在手游 TOP20 收入榜单各排名分段游戏数量 (个)	24
图表 43: 2016-2018Q2 年移动游戏行业按发行口径统计的腾讯网易市占率 (%)	24
图表 44: 与腾讯合作的二梯队游戏公司	24
图表 45: 2015-1H18 部分公司手游收入市场份额 (%)	25
图表 46: 全球部分游戏公司 P/E 估值对比	26
图表 47: 海外公司基本情况概述	27
图表 48: 2018 年 1 月-2018 年 11 月视频网站活跃用户数 (万人)	28

图表 49: 网络视频渗透率	28
图表 50: 长视频在移动互联网中的时长占比	28
图表 51: 2017-2018Q3 视频平台付费会员数变化 (万人)	28
图表 52: 2017-2018Q3 视频平台付费会员/活跃用户数	28
图表 53: 2015-2018Q3 爱奇艺付费会员 ARPPU (元)	29
图表 54: 2015-2018Q3 爱奇艺收入构成 (百万元)	29
图表 55: 2015-2018Q3 爱奇艺毛利率、运营利润率及净利润率 (%)	29
图表 56: 2015-2018Q3 爱奇艺内容成本 (百万元, %)	29
图表 57: 2016年-2018年前三季度爱奇艺内容资产 (百万元)	29
图表 58: 视频行业相关监管政策梳理	30
图表 59: 监管趋严后对视频网站的影响	31
图表 60: 2019年各主流视频网站储备片单	31
图表 61: 2013年-2018年电视剧立项备案部数	31
图表 62: 电视剧开机数	32
图表 63: 2019年芒果TV自制综艺节目单	32
图表 64: 视觉中国主要依赖B端客户	33
图表 65: 企业营销传播推广方式变化	33
图表 66: Veer 价格计划一览	34
图表 67: 视觉中国主要依赖B端客户	34
图表 68: 近年国家版权相关政策梳理	35
图表 69: 国家打击盗版行动一览	35
图表 70: 2006-2018 全国票房及增速 (单位: 亿元, 票房含服务费)	36
图表 71: 2006年-2018 全国影院银幕数及增速 (单位: 块, %)	36
图表 72: 2005年-2018Q3 全国影院数量及增速 (单位: 家, %)	36
图表 73: 2006-2018Q3 全国单银幕产出 (单位: 万元, 含服务费)	37
图表 74: 2018 年来票价触底回升 (单位: 元)	37
图表 75: 票价上涨是供需关系改善的积极信号	37
图表 76: 2014-2018 年各线城市票房占比 (票房为含服务费数据)	38
图表 77: 2014-2018 年各线城市票房增速	38
图表 78: 2017 年各区域人均观影次数	38
图表 79: 不同头部影片在各线城市票房占比差距较大	38
图表 80: 2018 年不同档期各线城市票房增速	38
图表 81: 2014-2017 年影院数量与购物中心新增量 (家)	39
图表 82: 2018 年-2020 年全国拟开业项目数及预计新开项目数 (家)	39
图表 83: 中美院线公司集中度对比 (单位: %)	39
图表 84: 2017 年全国影院票房收入规模分布	40
图表 85: 2016-2017 年运营影院数量及减少影院数 (单位: 个)	40
图表 86: 2014-2018 年地产系影投公司当年新增影院数量	41
图表 87: 2015-2018 年地产系影投公司市占率	41
图表 88: 中国 48 条院线影院数量及性质	41
图表 89: 2014-2019 各影投公司新增影院数量 (家)	42
图表 90: 放映业务毛利率分拆	42
图表 91: 2015-2017 年各上市公司放映业务毛利率	43
图表 92: 2014-2017 年院线公司 ROIC (单位: %)	43
图表 93: 2014-2017 年院线公司 ROE (单位: %)	43
图表 94: 可比公司历史 EV/EBITDA	44

图表 95: 2000年-2017年中国广告市场规模及占GDP比重.....	44
图表 96: 2017年-2018年11月社会消费品零售总额月度同比变化及实际同比变化(%).....	45
图表 97: 2017年-2018年11月全媒体及传统广告市场同比增速(%).....	45
图表 98: 2016-2017年全媒体广告预算分配.....	46
图表 99: 2013~2017年我国人均日收视时长及同比变化(分钟、%).....	46
图表 100: 2017年-2018年前三季度电视各级频道广告刊例收入增速(%).....	46
图表 101: 2017年-2018年前三季度电视各级频道广告总时长变化(%).....	46
图表 102: 2017年-2018年9月移动互联网月活用户数及增速(%).....	46
图表 103: 2017年-2018年9月移动互联网用户人均单日使用时长.....	47
图表 104: 中国成年人使用各媒体时长占比(%).....	47
图表 105: 2017年-2018年9月移动互联网用户人均单日使用时长占比(%).....	47
图表 106: 2013-2020E 互联网广告收入结构变化.....	47
图表 107: 2013-18H1 部分主要互联网平台广告收入占互联网广告比重(%).....	48
图表 108: 移动互联网巨头移动App总时长占比变化.....	48
图表 109: 信息流广告收入测算模型.....	48
图表 110: 广告容忍度与平台属性、算法支持关系.....	49
图表 111: 当前全球各主要广告媒体平台月活用户数及广告加载率.....	49
图表 112: 1Q14-3Q18 Facebook 广告数量同比变化(%).....	49
图表 113: 1Q14-3Q18 Facebook 单个广告价格同比变化(%).....	49
图表 114: 2018E 朋友圈广告关键假设及收入预测.....	50
图表 115: 朋友圈广告空间测算.....	50
图表 116: 全媒体广告眼球份额(%).....	51
图表 117: 2017 vs 2018 年各媒介增长贡献量.....	51
图表 118: 2012年-2018E 分众传媒楼宇媒体广告毛利率(%).....	52
图表 119: 2012年-2018E 分众传媒楼宇媒体总点位数及增速(万,%).....	52
图表 120: 2012年-1H18 分众传媒楼宇媒体收入及增速(亿元,%).....	52
图表 121: 2012年-3Q18 分众传媒 ROE(%).....	52
图表 122: 2012年-3Q18 分众传媒经营性净现金流及同比变化率(亿元,%).....	52
图表 123: 近三年腾讯控股 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	54
图表 124: 近三年完美世界 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	54
图表 125: 近三年吉比特 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	54
图表 126: 近三年世纪华通 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	54
图表 127: 近三年三七互娱 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	54
图表 128: 近三年芒果超媒 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	55
图表 129: 近三年视觉中国 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	55
图表 130: 近三年万达电影 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	56
图表 131: 近三年横店影视 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	56
图表 132: 近三年分众传媒 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	57
图表 133: 近三年华扬联众 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘).....	57

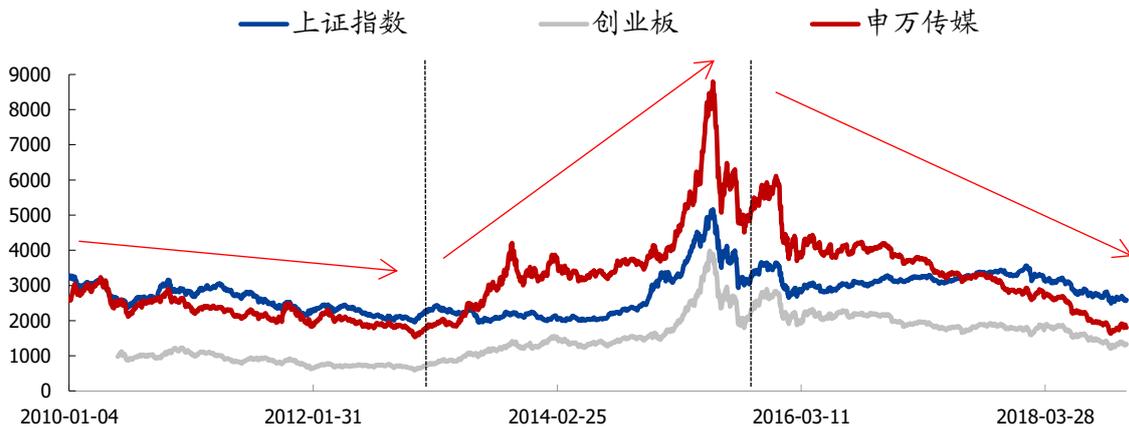
1. 行情回顾及投资展望：政策和资本是影响传媒板块的核心变量，2019年投资机会来自供给进一步出清

1.1 走势回顾：A股传媒指数经过三年调整，已回到2013年年中水平

A股传媒指数的波动可以总结为三个阶段：

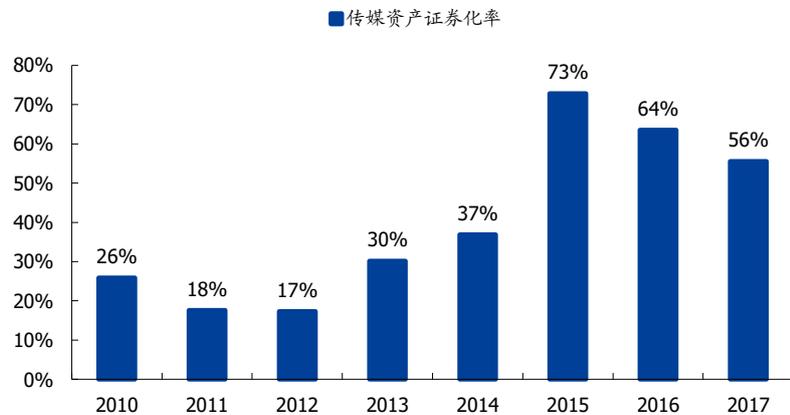
- **2012年以前**：此阶段传媒行业资产证券化率较低，板块成分以国有广电及出版企业为主。2011年5月出台的“十二五”规划支持文化产业转型升级，为行业发展提供了政策前提。
- **2013-2015年底**：传媒行业资产证券化加速，并购融资+移动流量红利驱动景气度增长，此阶段产业监管亦相对宽松。传媒板块迎来三年牛市。
- **2016-2018年**：传媒板块经历三年下跌，主要原因包括并购融资趋严+用户红利进入尾声，行业景气度下行；政策推动正版化带动付费率提升到付费率提升放缓；内容监管趋严，行业政策面压力较大。并购后遗症（商誉等问题）开始凸显。

图表1：2010-2018年上证指数、创业板、申万传媒指数走势图（截至2018年12月28日收盘）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

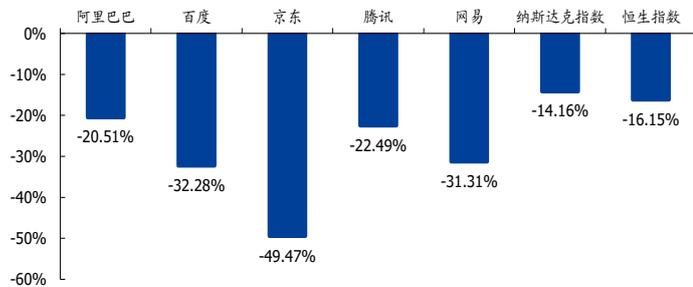
图表2：2010-2017年传媒资产证券化率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

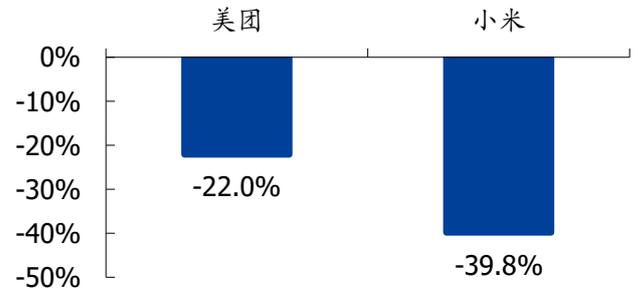
2018年海外互联网中概股跌幅亦较大，移动互联网进入下半场。由于行业巨头在海外上市，A股传媒与互联网中概股的估值映射较为明显。2017年互联网中概股大象跳舞，但是2018年，BATJ（百度、阿里巴巴、腾讯控股、京东）等巨头跌幅超过纳指、恒指，2018年上市的小米、美团、爱奇艺、腾讯音乐破发，除了市场因素，随着用户红利渐进尾声消费互联网高增长不再，巨头进入深耕用户阶段，并开启进军产业互联网进程，估值体系正在重构；一二级市场估值倒挂也导致2018年上市的互联网中概普遍跌破发行价现象。

图表3：2018全年BATJ+网易、纳指、恒指股价涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所
注：2018年1月1日至12月31日涨跌幅

图表4：2018年小米美团年末股价/发行价涨跌幅（%）



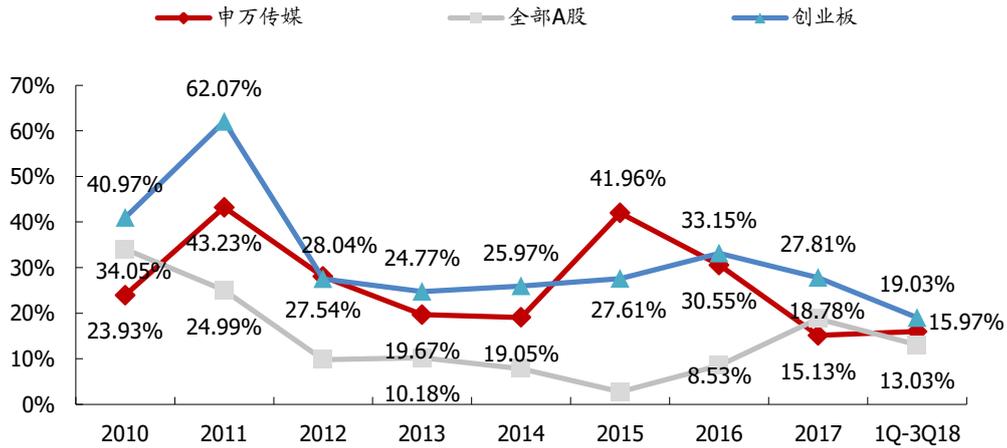
资料来源：Wind，国盛证券研究所
注：2018年上市发行至12月31日涨跌幅

1.2 基本面回顾：资本红利的崛起与消退放大了A股传媒业绩波动

A股传媒板块盈利波动远大于产业本身景气度波动。电影、游戏、互联网平台、全网剧、广告等子行业近五年从受益于人口红利高速增长到增速逐步放缓，出版相对则稳定。2013-2015年A股传媒板块盈利增速在40%及以上，但是2017年盈利同比下滑35%，2018年前三季度同比下滑14%；2017年经营活动现金流同比下降约20%，2018年前三季度同比下降58%；2016年以来A股传媒ROE下滑较为严重，2017年申万传媒ROE为-39.8%，2018年前三季度为-12.8%。整体来看，A股盈利波动与各子行业的景气度变化并不完全一致。

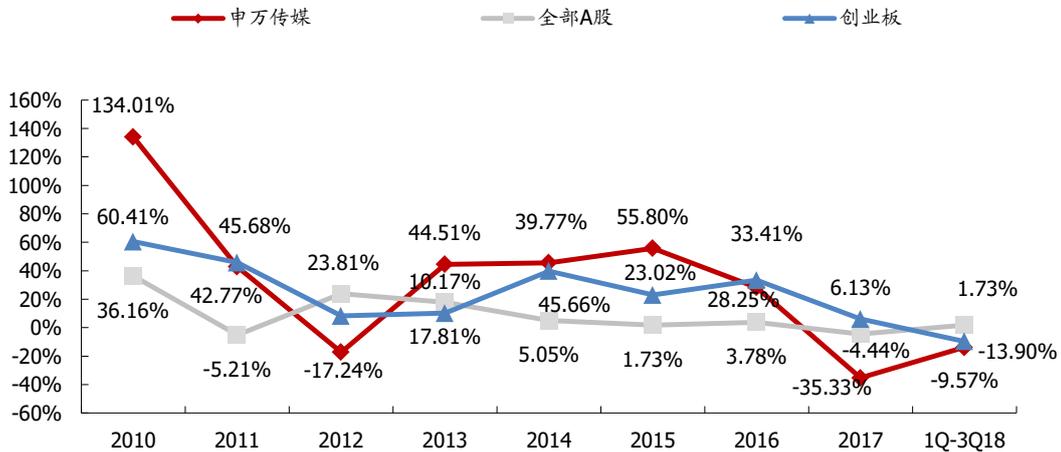
资本红利的崛起与消退放大了A股传媒基本面的波动。A股传媒基本面与产业景气度波动不完全一致，原因包括：1) 充分体现行业景气度变化的龙头不在A股证券化，尤其是BAT等体量较大的互联网巨头。2) 过去A股传媒板块较为充分地享受了资本市场红利：外延并购迅速扩张，定增、IPO等方式大规模融资扩大产能，推动了业绩的高增长；但随着2015年以来影视、游戏并购融资监管趋严，资本红利消退，高基数下增速放缓；而前期并购带来的商誉减值拖累业绩风险逐渐暴露。3) 政策收紧影响产品发行节奏，也是加速业绩下滑的重要原因。

图表 5: 2010 至 1Q-3Q2018 传媒营业收入同比增速 (%)



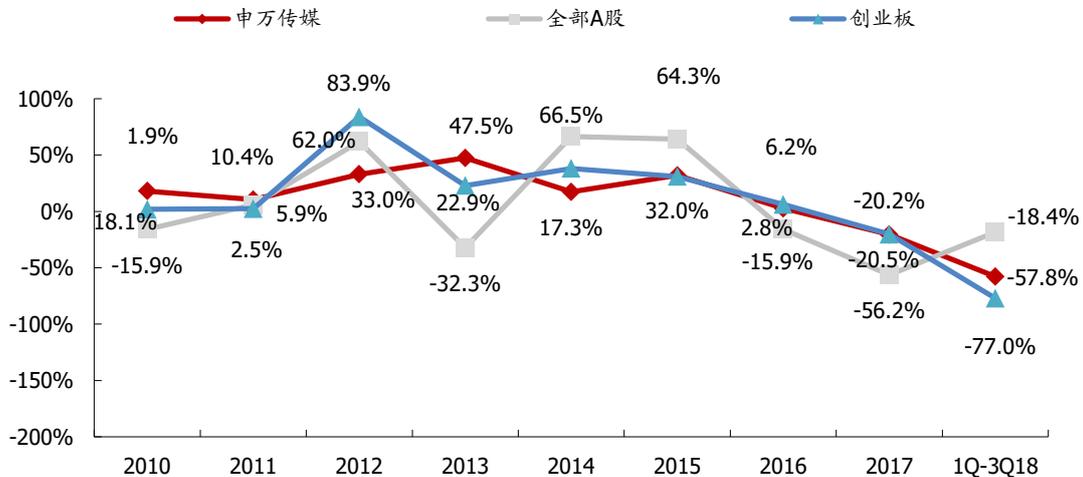
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2010 至 1Q-3Q2018 传媒扣非归母净利润同比增速 (%)



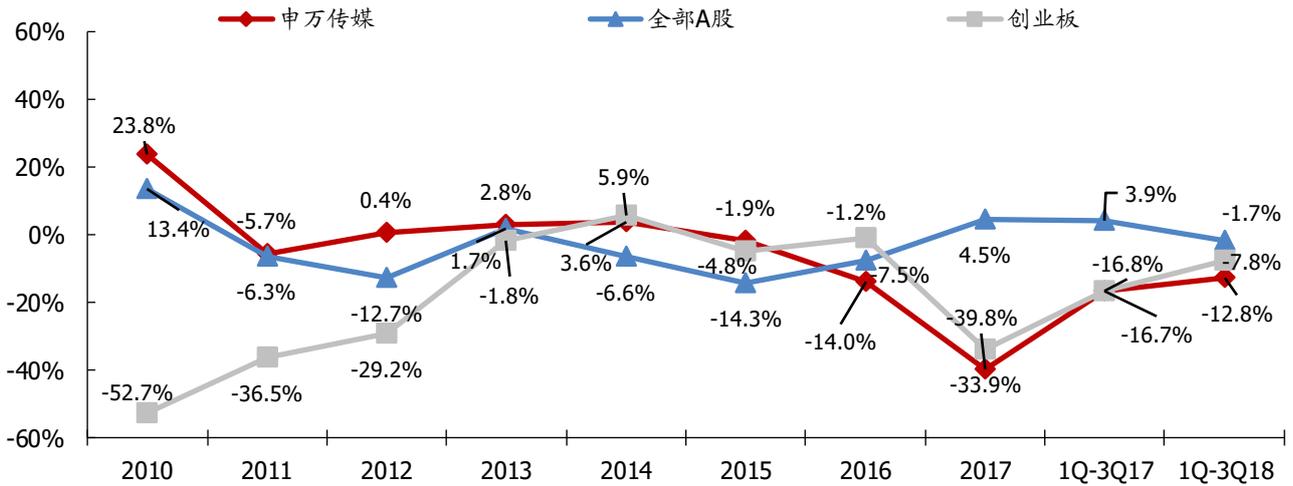
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2010 至 1Q-3Q2018 申万传媒与 A 股、创业板经营活动现金流净额同比增速 (%)



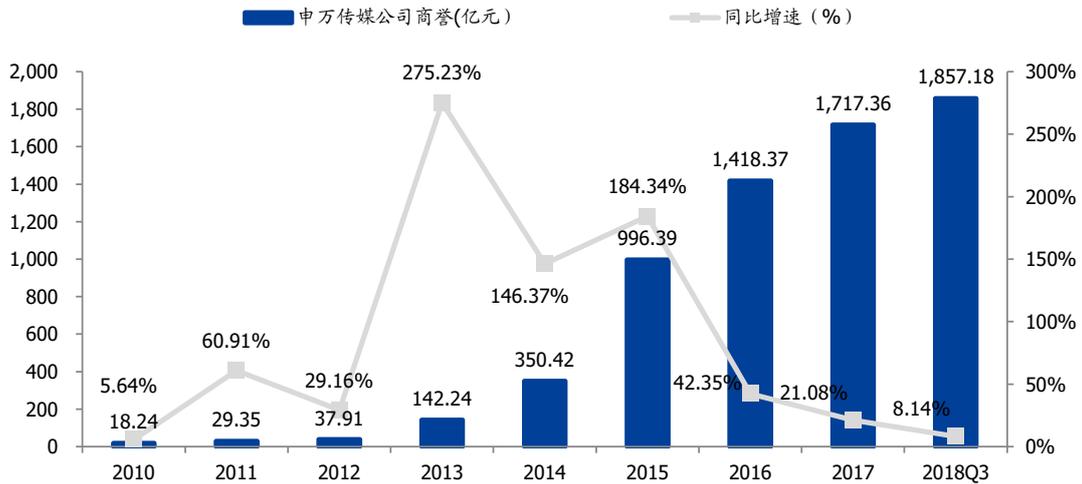
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2010 至 1Q-3Q2018 申万传媒与 A 股、创业板 ROE 变化 (%)



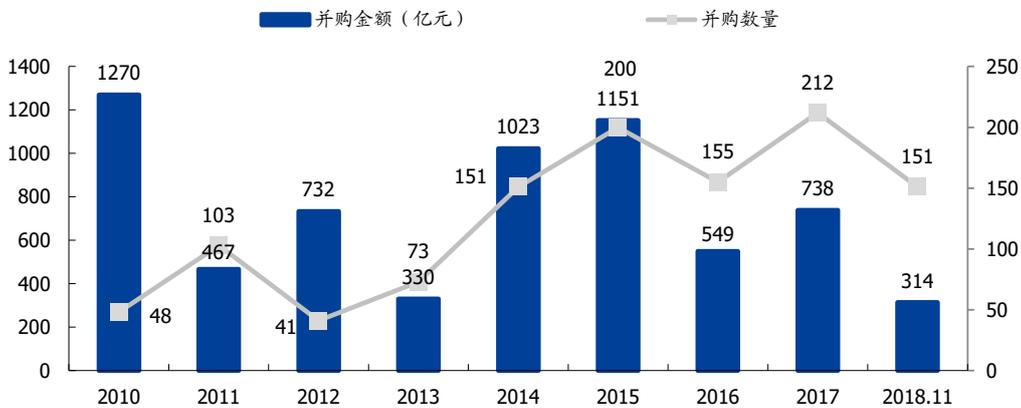
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2010-2018Q3 申万传媒行业商誉及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2010-2018 年 11 月媒体类并购金额及并购数量 (亿元, 个)



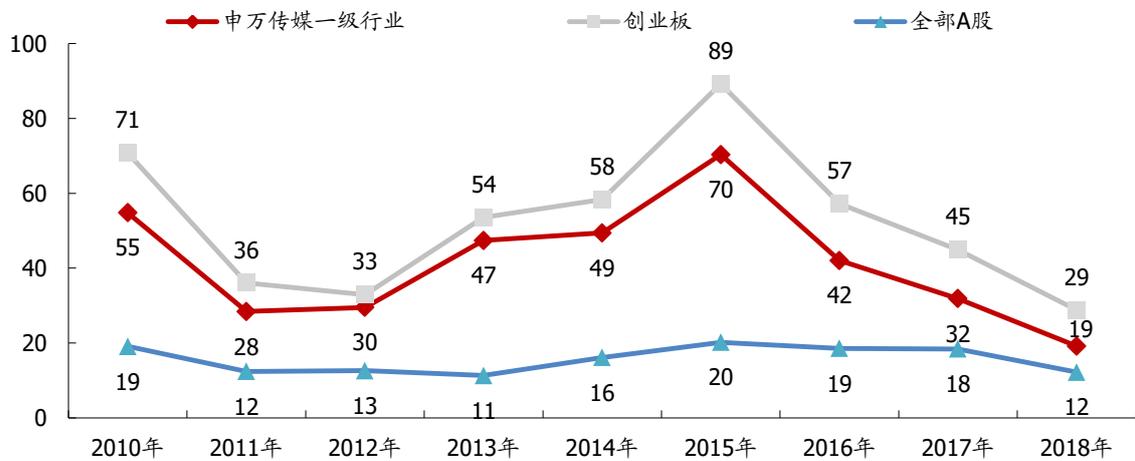
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 估值回顾：A股传媒估值波动较大，当前估值处于八年来低点

A股传媒指数位于八年来历史最低点。1) A股传媒指数8年来估值波动与创业板较为一致，说明受市场风险偏好、并购融资监管政策等资本市场外部环境因素影响较大。2) A股传媒指数波动远大于港股、美股传媒/互联网指数，除了市场风格的影响，产业的资本和政策环境亦不相同。

从产业自身原因来看，2015年之前传媒板块估值不断抬升主要是代际更迭（80后90后一代娱乐消费需求较大）、技术变迁（4G时代流量提速降费）下的**用户红利**带来需求端的崛起，而**资本助推**下内容与线上线下载道供给高速扩张；**产业政策**相对宽松，多重因素交织下行业供需两旺。2015-2016年估值下移主要是市场消化泡沫，逐步实现理性回归，但2017-2018年以来估值继续消化到20倍以下，则主要是行业增速放缓、消化商誉减值风险、传媒产业尤其新兴娱乐产业监管环境趋严的影响。

图表 11: 2010年-2018年中万传媒、全部A股、创业板 PE (TTM)

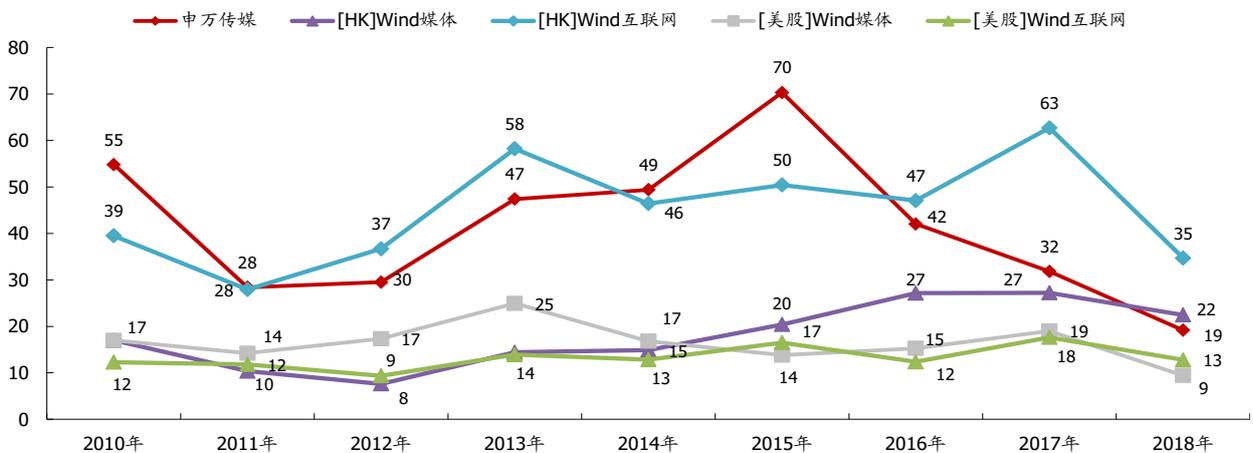


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注 1: 上述 PE 为剔除负值后 PE

注 2: 2018年 PE (TTM) 股票价格取 2018年12月28日收盘价

图表 12: 2010年-2018年中万传媒、[HK]Wind 媒体、[HK]Wind 互联网、[美股]Wind 媒体、[美股]Wind 互联网的 PE (TTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注 1: 上述 PE 为剔除负值后 PE

注 2: 2018年 PE (TTM) 股票价格取 2018年12月28日收盘价

1.4 ToC 业务趋势预判：内容消费需求端增速放缓且靠内容拉动，供给端政策、资本环境未有反转，行业整合加速

1.4.1 ToC 类业务分析框架：供给拉动需求，供给又受政策、资本影响较大

传媒包括电影、电视、游戏、出版诸多子行业，但除广告外，大体可以归结为内容消费范畴，特点是：

- **内容消费需求由供给拉动：**内容消费需求的增长固然受到休闲时长与人均可支配收入增长的内在驱动，但由于内容消费需求非刚性，在特定时间短内容消费受到内容与渠道供给的影响较大，最典型的体现是院线的铺设为观影人次增长提供了基础设施；PC向移动的迁移推动手游行业高增长；当期爆款内容对电影、游戏乃至视频网站、出版行业市场规模影响较大。
- **内容与渠道供给变化受资本、政策环境影响较大：**传媒产业中内容环节，以影视为代表，对融资有较强的依赖；渠道环节，线下渠道如院线、线上渠道如票务平台、视频网站前期建设需要较高的资本开支，2013年-2015年一二级市场宽松的融资环境是文化娱乐产业迅速崛起的重要外部条件。而文化娱乐产业的蓬勃发展也需要宽松的内容监管政策环境作为前提。

图表 13: 内容消费产业分析框架



资料来源：国盛证券研究所整理

1.4.2 内容需求增速靠内容拉动，供给端进一步整合带来低位基础上的龙头反弹

我们据此分析框架梳理了传媒产业投资机会的变化：

- **2013年之前：**人均可支配收入提升下产业得到发展，民营传媒企业开始崛起但仍在早期。A股传媒板块证券化进程启动，但板块成分以国资广电、出版国企为主。
- **2013-2015年底之前：**需求端80后、90后成为娱乐消费主力，4G流量提速，移动互联网用户红利凸显，一二级市场相关公司享受高估值。融资并购的资本红利助推渠道和内容供给扩张；刚刚崛起的数字内容产业监管相对宽松，打击盗版的政策也为传媒企业的发展提供一个更加健康的发展环境。传媒产业供需两旺下出现普涨，而资本助力幅度较大的公司以乐视网为代表，涨幅较高。
- **2016-2017年：**前期资本涌入后，行业供给从繁荣到过剩；资本市场脱虚向实背景下传媒产业资本红利开始消退，并购融资放缓；对网络视听监管开始趋严。供给端，数字渠道、游戏赢家通吃定律较为明显，迅速实现整合，但其余内容及线下渠道依旧分散，竞争激烈。需求端来看，互联网用户红利渐进尾声，各赛道渗透率提升放缓；但正版化政策红利驱动付费变现能力提升。指数整体回落消化泡沫。
- **2018年及之后：**去杠杆背景下融资环境更加恶劣；游戏、网络视听等数字娱乐产业监管趋严，内容产业与线下渠道供给侧进一步出清。需求端来看，流量瓶颈明显；付费渗透率仍在提升但正版化政策红利带来的边际影响变小，用户付费意愿进入靠

内容产品驱动阶段,内容消费需求天花板未到但受产品周期影响较大。在此背景下,更多赛道的内容与渠道环节都将进一步实现整合,我们认为投资机会主要来自低位基础上的反弹,龙头将在整合过程中受益。

图表 14: 传媒板块投资阶段总结

阶段	产业发展核心逻辑	投资机会
2013之前	需求崛起 证券化启动	证券化
2013-2015年底	资本红利、政策温和,供给繁荣 需求:用户红利	普涨 资本放大
2016-2018	资本寒冬、政策趋严:供给过盛,逐步出清 用户红利尾声 内容拉动需求:需求放缓	高位回落 龙头跑赢
2018之后	资本与政策反转较难,但预计边际恶化可能性小: 供给进一步出清 深耕核心用户需求:匠心产品受益	低位反弹 龙头跑赢

资料来源:国盛证券研究所

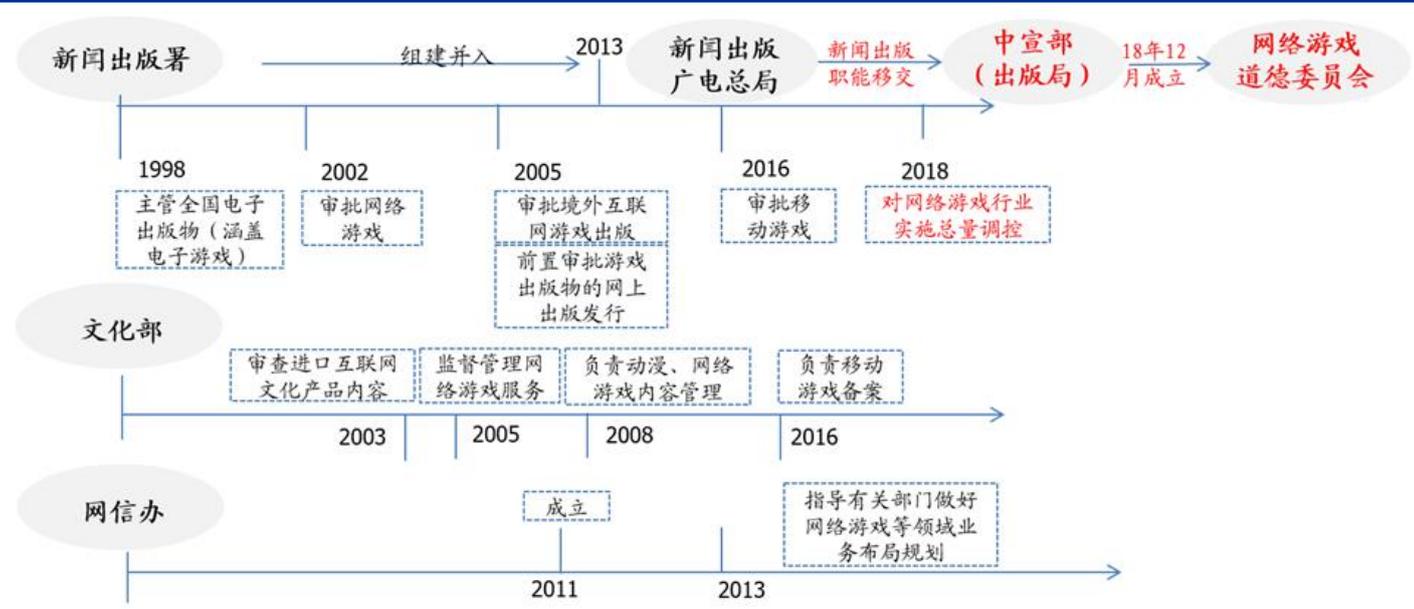
1.4.3 核心外部变量之政策: 传媒监管机构发生调整, 行业监管趋严

(1) 传媒产业监管机构发生调整。2018年3月21日,中央印发了《深化党和国家机构改革方案》,文化产业监管机构发生了调整,其中国家新闻出版广电总局将改为三个独立部门:国家广播电视总局、国家新闻出版署、国家电影局。其中国家广播电视总局作为国务院直属机构,主要监管网络视听和广播电视;国家新闻出版署和国家电影局改由中宣部统一管理。

中国文化产业主管部门职能具体调整如下:

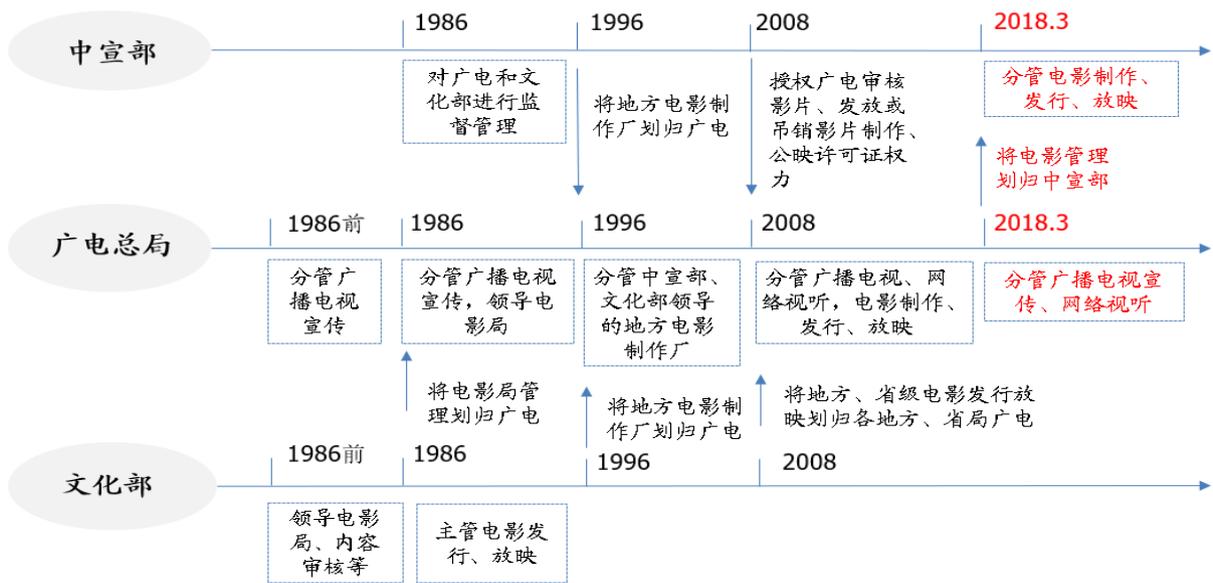
- **国家网信办:** 11年成立,负责网络新闻业务及其他相关业务的审批和日常监管,13年开始指导有关部门做好网络游戏、网络视听、网络出版等网络文化领域业务布局规划。
- **中宣部:** 中共中央主管宣传和舆论工作的直属机关,18年3月接管新闻出版署职能,负责管理新闻出版(包括游戏版号)和电影事业。
- **新闻出版署:** 国务院直属机构。13年到18年与广电总局合并成为新闻出版广电总局,18年3月机构调整后在中宣部加挂牌子,由中宣部负责其职能。
- **广电总局:** 13年到18年与新闻出版署合并成为新闻出版广电总局,18年3月后只分管广播电视和网络视听。
- **文化部:** 18年3月机构改革整合文化部职能,组建文化和旅游部。当前游戏相关的主要负责网络文化经营许可证和游戏备案,且不再负责电影产业相关事宜。

图表 15: 游戏领域监管机构职责变化



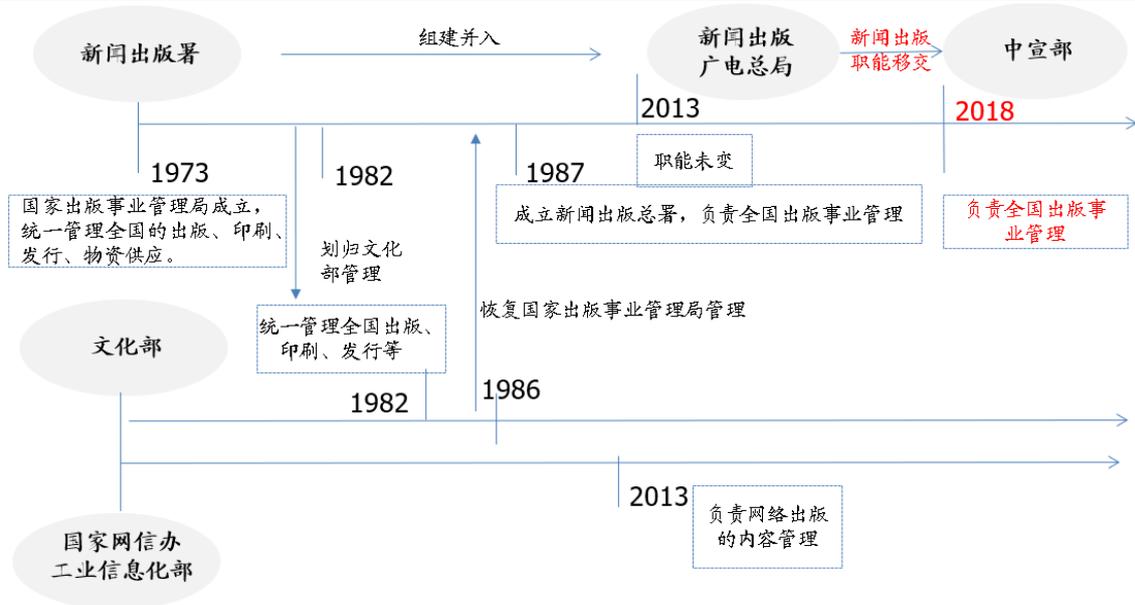
资料来源: 各部委网站, 国盛证券研究所

图表 16: 影视领域监管机构职责变化



资料来源: 各部委网站, 国盛证券研究所

图表 17: 出版领域监管机构职责变化



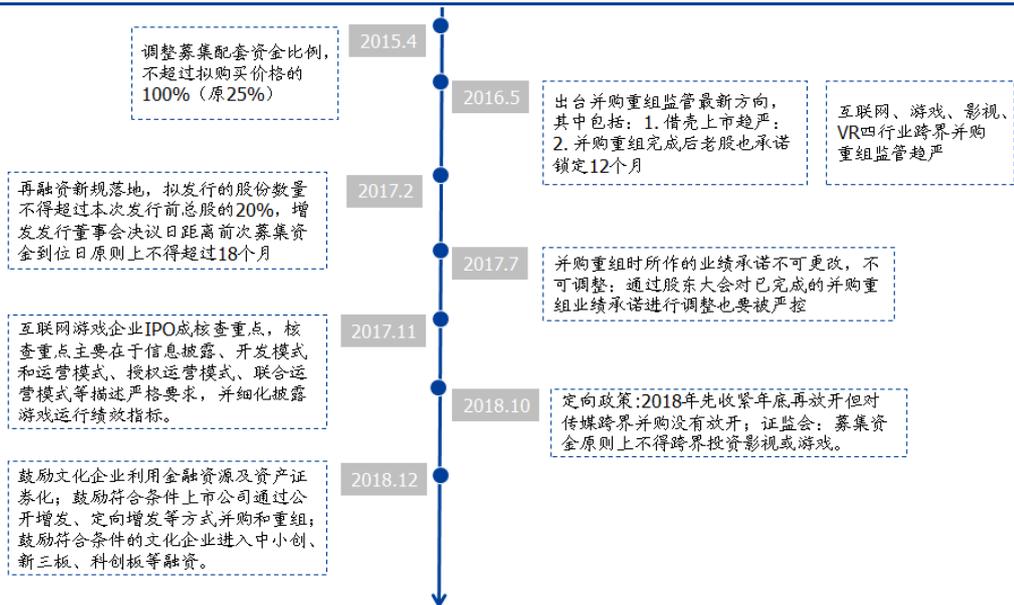
资料来源: 各部委网站, 国盛证券研究所

(2) 传媒产业监管趋严。2018年3月后游戏版号发放暂停, 目前已逐步恢复但预计审核标准趋严; 网络视听行业内容题材审核趋严, 对艺人限薪及打击偷税漏税也使内容生产受到影响。2019年是建国70周年, 预计对内容审核标准难以放松, 但2018年以来市场已对政策预期较为悲观。

1.4.4 核心外部变量之资本: 影视游戏领域的并购融资监管严格

资本对传媒产业的发展影响巨大, 2015年以来游戏、影视、互金、VR领域的跨界并购监管严格, 传媒行业的融资监管也趋严。2018年12月25日, 国务院发文支持文化企业发展, 鼓励融资并购和资产证券化, 利于加快上市公司规模扩张节奏, 释放了积极信号, 静待融资并购监管政策的边际改善。

图表 18: 2015年-2018年并购及定增主要政策变化



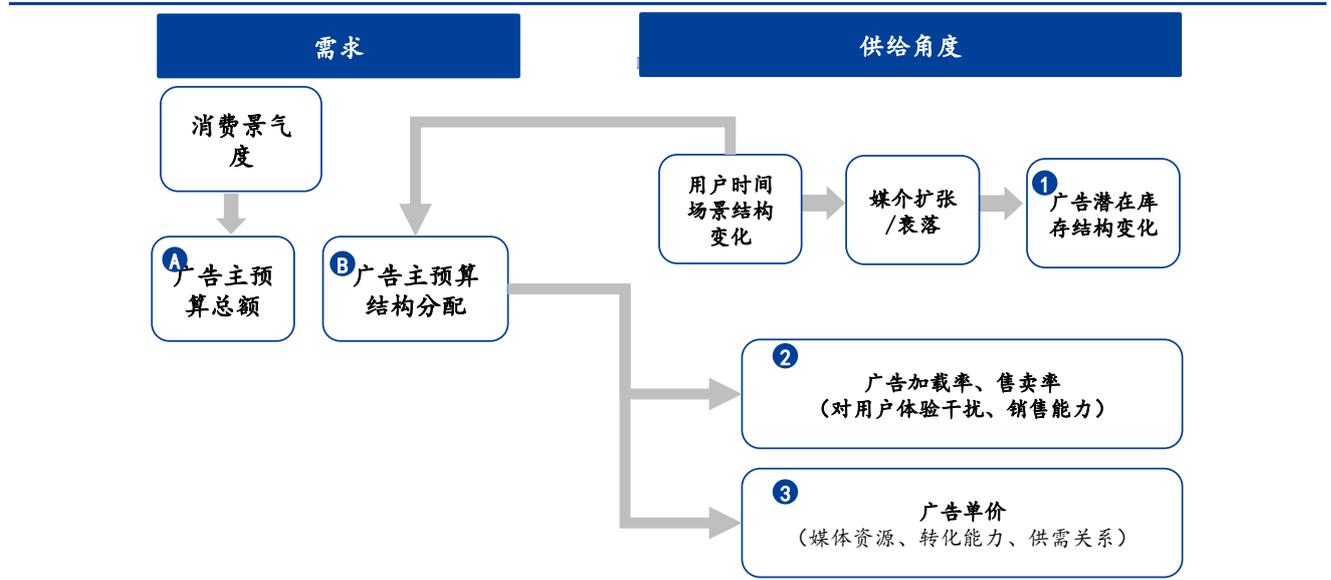
资料来源: 政府新闻网, 国盛证券研究所

1.5 ToB 业务趋势研判：广告后周期属性明显，信息流广告和楼宇广告有望持续跑赢大盘

需求端广告主预算受消费景气度约束，广告大盘有下行风险。总量来看，广告是后周期行业，宏观经济不景气的情况下，广告主总预算缩减，行业景气度将下降。结构来看，广告主预算结构分配，受到各细分媒体景气度的影响，因此各细分媒体的景气度并不相同。

供给端用户时间迁移改变广告预算结构，信息流广告和楼宇广告有望占比持续提升。以抖音、朋友圈为代表的內容流媒体当前时长占比较高，媒体通过加载率的拉升实现信息流广告收入的高增长；以楼宇媒体为代表的生活圈媒体，占据用户重要的生活场景，广告价值较高。以分众传媒为代表的广告公司已经正在进行媒介扩张，售卖率、广告单价的提升是增长的主要驱动力。

图表 19：广告行业分析框架



资料来源：国盛证券研究所

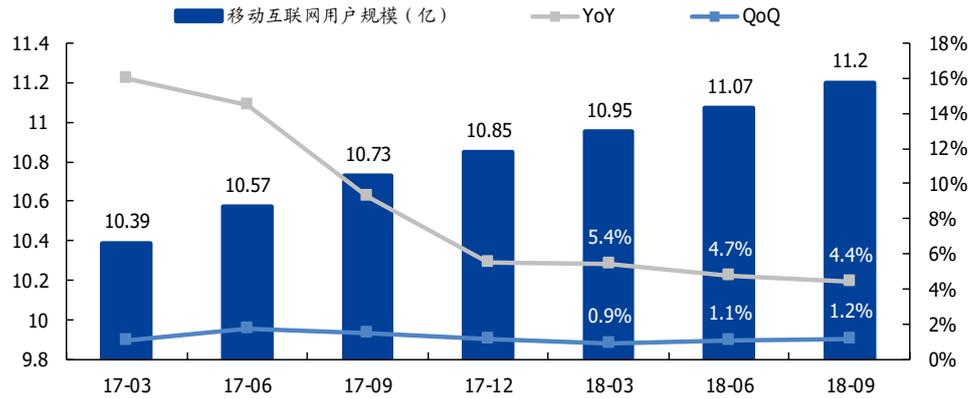
2. 数字内容消费：增长驱动从流量转变为付费，游戏、视频、娱乐直播三大赛道付费天花板较高

2.1 消费互联网下半场：用户红利已尽，付费进入内容与运营拉动阶段，游戏、视频、娱乐直播付费天花板较高

2.1.1 流量红利已近尾声，短视频拉动作用放缓

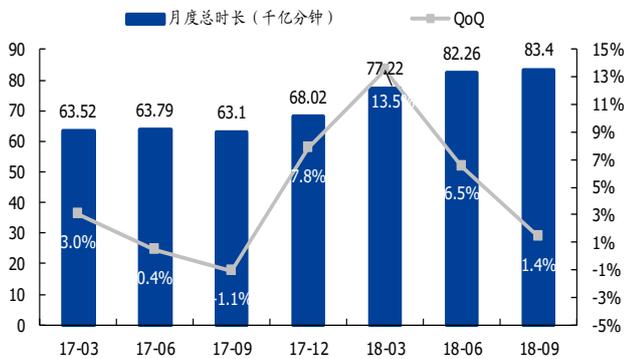
移动互联网流量红利进入尾声。2018年，移动互联网月活用户数增速降至个位数；使用时长增速18年9月同比增长20%以上，主要原因：1) 短视频充分利用了碎片化场景，贡献增量；2) 流量提速降费带动互联网下沉。但值得注意的是，看环比变化，2018年进入下半年后整体时长增长乏力。

图表 20: 2017年3月-2018年9月中国移动互联网月度活跃用户规模 (亿, %)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 21: 中国移动互联网用户月度总使用时长 (千亿分钟)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

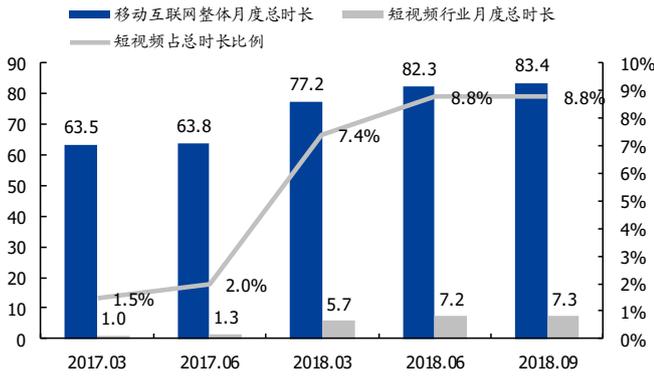
图表 22: 中国移动互联网用户人均单日使用时长 (分钟)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

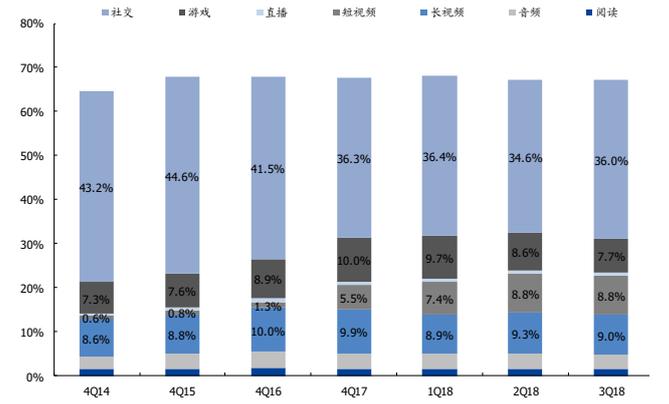
短视频增长放缓, 流量格局重新恢复平衡。进入下半年短视频时长增长趋缓; 原因: 1) 监管趋严对短视频野蛮生长进行了限制; 2) 短视频时长占比已经达到 8.8%, 接近长视频时长占比, 短视频公司也开始将流量争夺重心转向海外, 国内重心转向留存和变现。一方面, 短视频贡献了 2018 年移动互联网主要的时长增量, 但至 3Q18 短视频时长总量和占比变化趋于平稳; 另一方面, 短视频的迅速崛起一度冲击了既有的流量格局, 社交时长占比明显下降, 短视频亦对其他泛娱乐赛道时长有所挤压。而随着短视频增长放缓, 流量格局重归平衡。

图表 23: 移动互联网整体和短视频行业月度总时长变化 (千亿分钟, %)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 24: 移动互联网总体时长占比变化 (%)



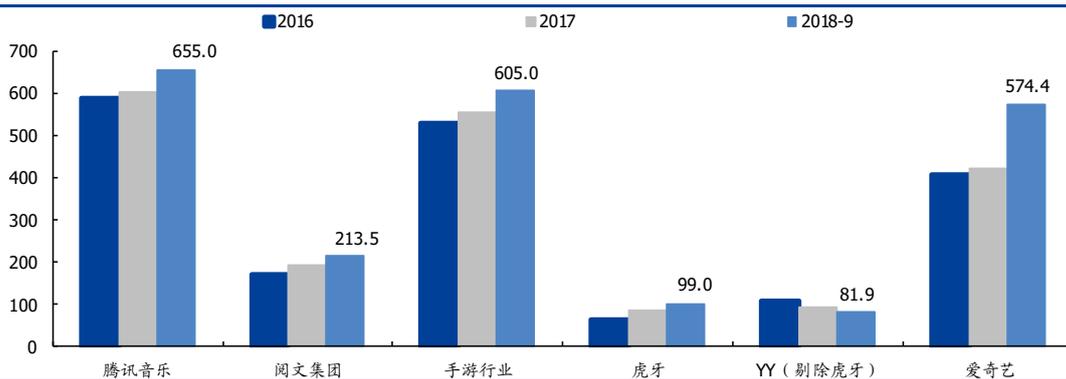
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

2.1.2 用户红利消失下数字娱乐公司收入依赖付费拉动, 但受内容质量影响较大; 无自有平台公司费用承压

各泛娱乐赛道横向对比, 游戏、娱乐直播 ARPU 较为突出。1) 用户规模上各泛娱乐赛道增长都趋于平缓; 2) 从付费指标来看, 游戏与娱乐直播 ARPU 远高于其他泛娱乐赛道。游戏与娱乐直播类似, 大 R 付费为主, ARPPU 值远高于音乐、阅读、视频等会员订阅模式的赛道; 在付费率指标上, 腾讯手游付费率甚至高于长视频, 在所有泛娱乐赛道中位列首位 (考虑到腾讯手游付费率计算方式, 见图表 27 附注, 其实际付费率可能更高)。

我们认为主要原因是由于国内用户付费习惯培养需要较长时间, 因此音乐、文学等赛道随着剑网行动等盗版打击结束付费渗透率提升缓慢, ARPPU 提升不明显; 视频网站靠爆款内容拉动付费会员数, 但由于竞争激烈, 打折促销较多, ARPPU 提升较为困难。而游戏和娱乐直播均主要由大 R 付费, ARPPU 较高且仍在增长, 原因是游戏、娱乐直播等娱乐形式有更强的互动性, 通过运营可以不断提升大 R 用户货币化能力。(3Q18 腾讯手游 ARPU 下滑系“吃鸡”手游在分流用户的同时无法开启货币化导致的)

图表 25: 各泛娱乐赛道 MAU 变化 (百万)

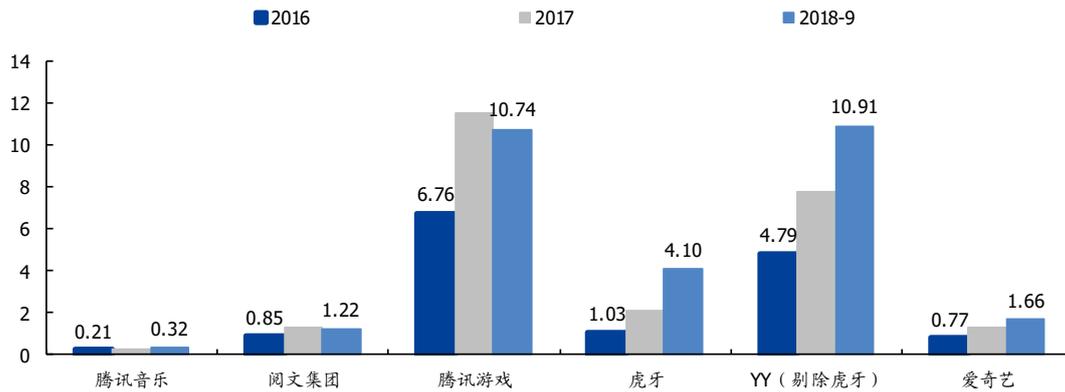


资料来源: QuestMobile, 伽马数据, 国盛证券研究所

注 1: 2018 年除阅文集团、手游行业外均为 3Q18 数据, 阅文集团为 1H18 数据, 手游行业为 18 年度数据

注 2: YY (剔除虎牙) 数据为估算得出

图表 26: 各娱乐赛道公司月均 ARPU (元)



资料来源: 各公司财报, 伽马数据, QuestMobile, 国盛证券研究所

注 1: 2018 年除阅文集团为 1H18 数据外, 其余为 3Q18 数据

注 2: $ARPU = \text{付费率} * ARPPU$

图表 27: 各泛娱乐赛道付费率变化 (%)

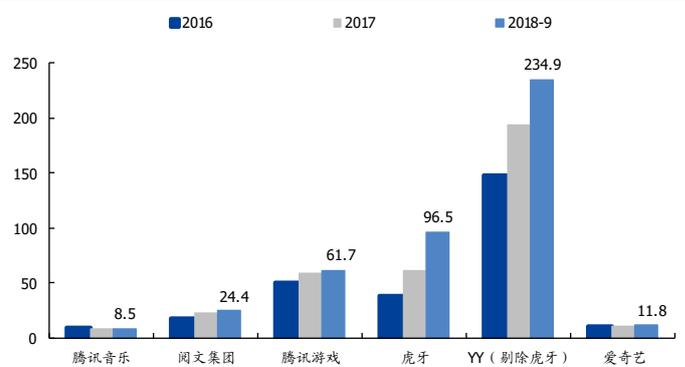


资料来源: QuestMobile, 各公司财报, 国盛证券研究所

注 1: 2018 年除阅文集团为 1H18 数据外, 其余为 3Q18 数据

注 2: 腾讯官方公布手游 ARPPU 区间, 此处取区间中值; 由于腾讯手游用户数未披露, 考虑到腾讯渠道的高渗透率, 以手游行业整体用户数作为腾讯手游用户数, 即腾讯手游付费率 = 腾讯 3Q18 手游付费用户数 / 18 年手游行业整体用户数 6.05 亿, 手游整体用户数来源为伽马数据

图表 28: 各泛娱乐赛道月均 ARPPU 变化 (元)



资料来源: QuestMobile, 各公司财报, 国盛证券研究所

注 1: 2018 年除阅文集团为 1H18 数据外, 其余为 3Q18 数据

注 2: 腾讯官方公布手游 ARPPU 区间, 此处取区间中值

内容精品化+流量格局明确, 毛利率和费用率均呈现提升趋势。 1) 内容精品化+规模效应下, 优质内容平台议价能力增强, 除长视频外毛利率均呈现提升趋势; 2) 移动互联网流量/渠道格局趋于稳定, 流量成本上升, 无自有渠道的公司费用率提升明显。

图表 29: 各娱乐赛道公司毛利率变化 (%)

	毛利率	2015	2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18
长视频	爱奇艺	-13.6%	-1.8%	-0.1%	0.6%	1.0%	-10.7%
	快乐阳光	-0.6%	7.1%	31.5%	34.1%		
游戏	网易(游戏业务)	68.9%	64.4%	62.9%	62.2%	64.3%	65.1%
	完美世界		61.0%	57.4%	61.3%	57.9%	59.7%
	吉比特	96.4%	96.0%	90.9%	90.7%	91.9%	91.8%
	三七互娱	59.3%	63.0%	68.5%	71.6%	74.7%	79.0%
直播	虎牙		-37.4%	11.7%	15.5%	16.0%	15.2%
	YY	39.3%	37.8%	39.4%	38.0%	38.7%	34.8%
音乐	腾讯音乐		28.3%	34.7%	40.4%		
阅读	阅文集团	36.1%	41.3%	50.7%	52.4%		
	平治信息	38.8%	23.1%	24.8%	43.6%	50.2%	51.2%

资料来源: Wind, 各公司财报, 国盛证券研究所

图表 30: 各娱乐赛道公司销售费用率变化 (%)

	销售费用率	2015	2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18
长视频	爱奇艺	22.6%	15.7%	15.4%	14.4%	15.4%	18.7%
	快乐阳光	22.2%	27.5%	15.1%			
游戏	网易(游戏业务)	13.0%	11.7%	12.9%	17.6%	14.0%	14.0%
	完美世界	7.1%	12.3%	9.4%	9.3%	12.2%	12.8%
	吉比特	8.6%	12.4%	11.2%	7.2%	6.8%	7.1%
	三七互娱	31.3%	30.6%	30.8%	32.2%	34.6%	39.8%
直播	虎牙		8.6%	4.0%	3.1%	4.0%	4.8%
	YY(剔除虎牙)		4.3%	6.4%	8.8%	7.5%	10.0%
音乐	腾讯音乐		8.3%	8.3%	8.6%		
阅读	阅文集团	33.6%	28.7%	23.6%	23.1%		
	平治信息	3.4%	1.4%	1.3%	1.1%	1.2%	1.3%

资料来源: Wind, 各公司财报, 国盛证券研究所

2.2 数字内容之游戏: 版号重启后仍需关注监管政策, 游戏赛道付费天花板高

2.2.1 版号恢复后政策面需关注版号发放节奏、总量调控影响以及税收优惠变化

(1) 版号暂停期间滞留的版号预计达 **5000** 个, 消化时间为半年。2018 年 12 月 29 日

首批 80 款游戏版号已经发放，其中手游版号 67 个。根据我们统计，2017 年国产游戏获批数量达 9384 款，1Q18 达 1927 款。过审游戏以手游为主，2017 年获批手游 9020 款，占比 96.12%。18Q1 获批手游共 1872 款，占比 97.15%。考虑到取精去粗的监管思路，以及过去版号发放中占比 35% 的棋牌类游戏已受到严格监管，预计 2018 年滞留版号在 5000 个左右。2018 年游戏产业年会中，海南表示将先行试点游戏审批新机制：在预审环节建立正面和负面清单；利用人工智能和专家审核相结合的方式，提高版号审批效率和精准性。考虑到过去每季度 2000 个左右的版号发放节奏，我们判断未来滞留版号发放将达到每季度 2500 个以上，消化时间在半年以内。

图表 31: 2016 年 8 月-2018 年 3 月国产网络游戏审批总数 (个)

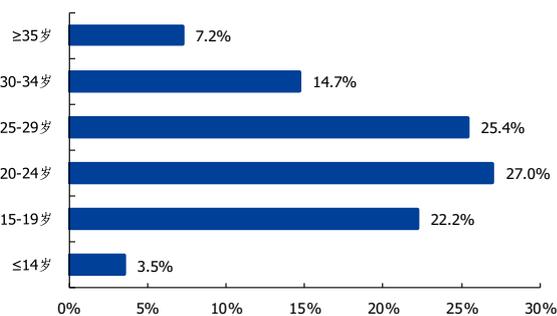


资料来源: 国家广播电视总局, 国盛证券研究所

(2) 游戏总量调控政策控制新增游戏数量、限制未成年人使用时间。2018 年 8 月 30 日，国家卫健委、国家新闻出版总署等八部委发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》，针对青少年玩网络游戏过多导致视力下降的问题提出实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。

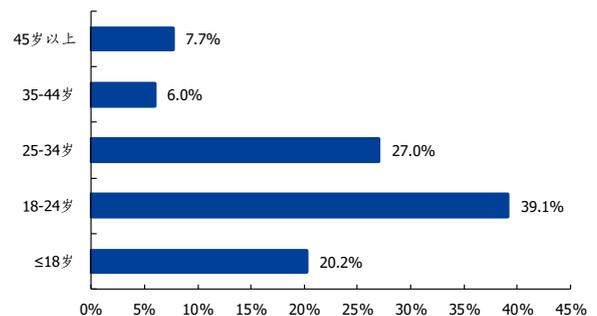
- 版号数量控制对头部游企影响或许不大。近 2 年包括腾讯、网易、完美世界、西山居、三七互娱等在内的 9 家头部企业每月游戏获批数量总和均在 30 个及以下，占总量的比重在 2% 以内；
- 从限制未成年游戏时长看，《王者荣耀》、“吃鸡”手游未成年占比较高，或有一定影响，腾讯网易推出严格的防沉迷措施适应监管要求。根据极光大数据的统计，腾讯和网易 25 岁及以下的用户占比超过一半，高于行业整体水平。当前国内 MAU 最高的两款游戏《王者荣耀》和“吃鸡”手游未成年比例都在 20% 以上。因此时长限制或对游戏的流量生态产生一定影响。头部游戏公司已开始积极适应监管要求，2018 年 11 月腾讯宣布将在全线游戏产品中启用防沉迷措施，即所有玩家都将接受强制的公安实名校验。

图表 32: 《王者荣耀》用户年龄结构 (%)



资料来源: 极光大数据, 国盛证券研究所

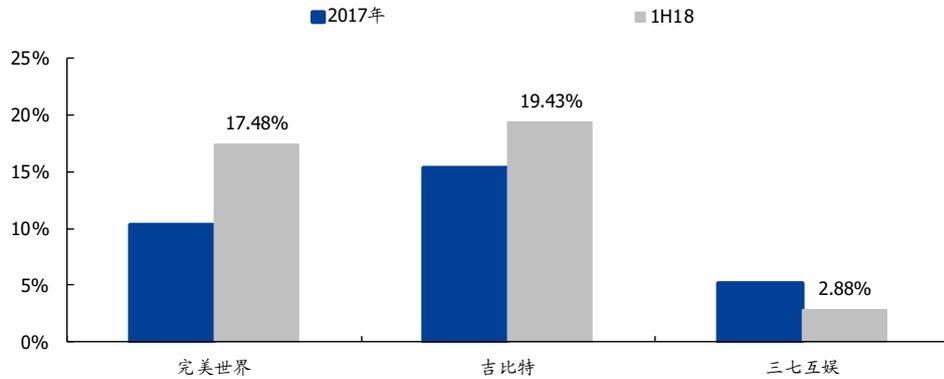
图表 33: “吃鸡”手游用户年龄结构 (%)



资料来源: MobData, 国盛证券研究所

(3) 老牌游企逐步走出税收优惠期，税率较高；未来年轻游企税率将有所提升。以部分游企为例，1H18 老牌端游厂商完美世界和吉比特实际所得税率（此处实际所得税率=（按法定/适用税率计算的所得税费用-子公司适用不同税率的影响）/利润总额，下同）分别达到 17.5%和 19.4%，且相比于 2017 年有较大幅度提升，主要原因是旗下子公司税收优惠期相继结束；而年轻游企如三七互娱 2017、1H18 实际所得税率分别为 5.15%和 2.88%，我们判断随着其逐步走出税收优惠期，实际所得税率未来将有所提升。

图表 34: A 股主要游戏公司实际税率 (%)

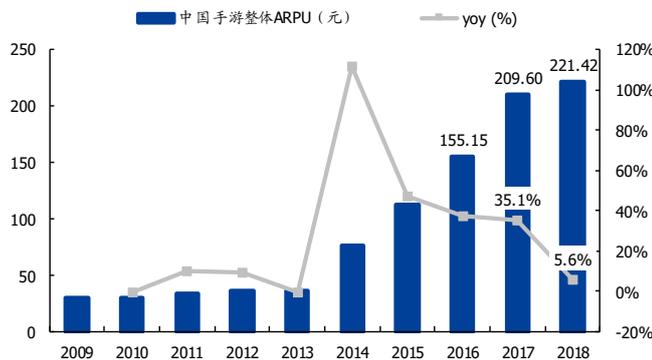


资料来源：公司财报，国盛证券研究所

2.2.2 游戏货币化潜力未完全释放，付费指标提升受益于游戏成瘾机制和付费模式创新

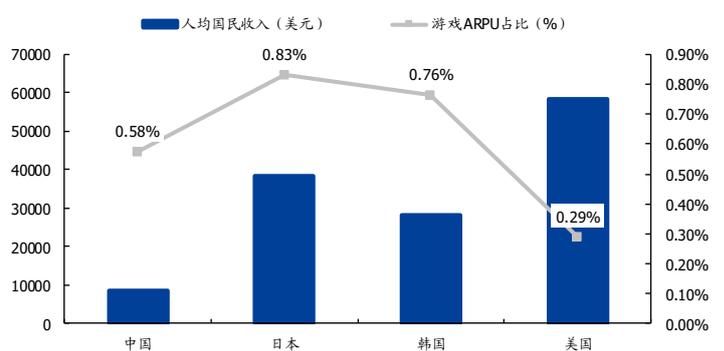
中国游戏 ARPU 占国民收入比例虽高，但游戏货币化潜力未完全释放。收入=MAU*ARPU，ARPU=ARPPU*付费率，考虑到用户规模增长已出现瓶颈，未来主要驱动力是 ARPU 的增长。2017 年手游用户 ARPU 为 209.6 元(yoy+35.1%)，2018 年为 221.4 元(yoy+5.6%)，主要原因是版号影响下上新节奏放缓，且“吃鸡”手游等重点游戏无法进行货币化。横向对比海外游戏市场，中国单用户游戏支出占人均国民收入比例已经与游戏产业发达的日本、韩国接近，高于美国。虽然我国 ARPU 占比较高，但考虑到当前我国以用户付费为主要变现方式的娱乐产品较为单一，我们认为中国单用户游戏支出占人均国民收入比例未来仍可能达到或高于海外水平，游戏货币化潜力还未完全释放。

图表 35: 2009-2018 中国手游整体 ARPU 变化 (元, %)



资料来源：GPC & CNG，国盛证券研究所

图表 36: 2018 年部分国家人均国民收入与游戏 ARPU 占比对比 (美元, %)



资料来源：NEWZOO，世界银行，国盛证券研究所

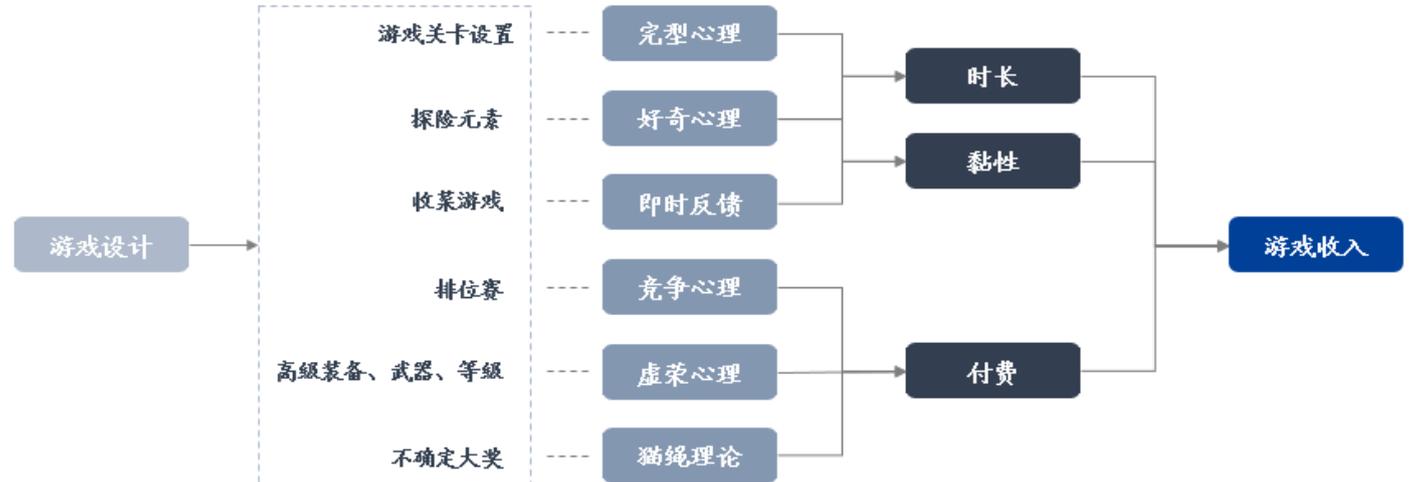
注 1：中国 ARPU 按伽马数据的统计和美元汇率 6.8 计算，其余国家按 Nezo0 统计的数据计算

注 2：日本按 0.6 亿玩家算，韩国按 0.26 亿玩家算

(1) 成瘾机制是 ARPPU 增长的重要驱动力。游戏成瘾机制包括游戏成瘾和付费成瘾两方面。1) 游戏成瘾：游戏对用户心理控制的主要方式为实时反馈+虚拟激励+持续性满足+好奇心，玩家消费的是在游戏中可以即时、持续获得的满足感和虚荣心，而非传

统内容消费，保证了游戏的用户时长和粘性；2) **付费成瘾**：维持付费后差异以及付费奖励的不确定性使用户对付费效果产生依赖。两者共同作用下，保证付费用户的付费体验，从而提升游戏收入。据生理学研究，由于多巴胺作用，随着体验次数增加，用户需要时间更长、效果更好的刺激（即更高级的武器装备、更长的游戏时间）才能获得同等的游戏快感，因此**用户付费金额、使用时长易上难下**。

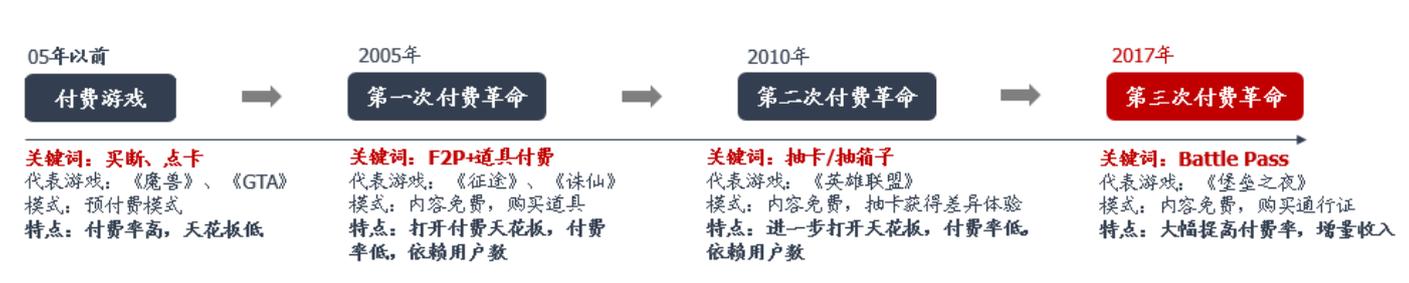
图表 37: 游戏成瘾机制推动收入增长



资料来源：互联网公开资料，国盛证券研究所

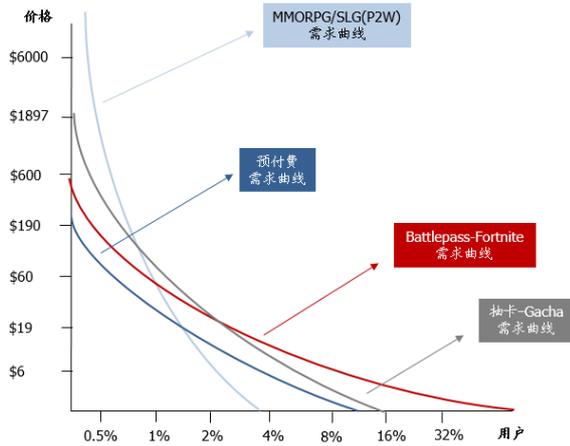
(2) **付费模式创新为付费率的提升进一步打开空间**。前两次付费革命主要提升 ARPPU，依赖用户基数，付费率低。第三次付费革命在传统道具销售覆盖中/大 R 玩家基础上，转化潜在付费人群，双管齐下提升付费率。参考知乎《堡垒之夜：游戏付费的第三次革命》，《堡垒之夜》在常见道具销售外，上线了“Battle Pass”（战阶通行证）模式。购买通行证的玩家可以通过游戏中的各种任务、日常、挑战来提升自己的战阶等级，并获得与等级对应的道具奖励。而未购买的用户依然能提升等级，且能看到等级对应的奖励，但不能获取，只有花费 10 美元购买通行证后，奖励才会解锁。因此游戏时长越长、等级越高的玩家在面对越来越丰富的奖励时，付费意愿往往大大加强。与前两次付费革命相比，**Battle Pass 瞄准原有付费用户外的潜在付费群体，与道具销售双管齐下，改变了原来“土豪玩家撑场面”的付费局面**，有效解决付费率较低的问题。据美国 Pollfish 调研，《堡垒之夜》吸引首次游戏充值的玩家占比达到 36.78%。由于新的付费模式可以迁移，我们预计在创新付费模式的推动下，行业付费率天花板有望抬升。

图表 38: 游戏付费模式创新



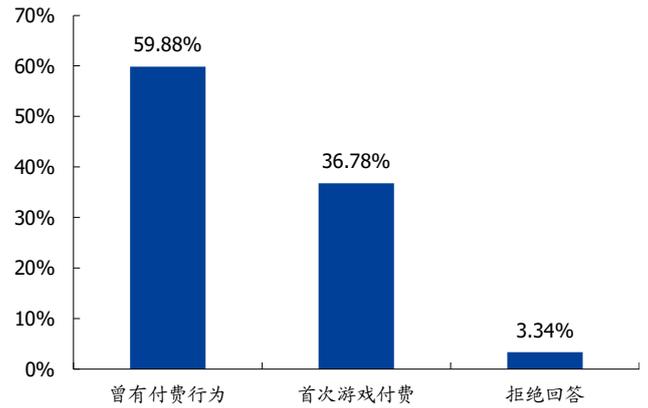
资料来源：《堡垒之夜：游戏付费的第三次革命》，国盛证券研究所

图表 39: 三次游戏付费革命需求曲线



资料来源:《堡垒之夜: 游戏付费的第三次革命》, 国盛证券研究所

图表 40:《堡垒之夜》用户付费习惯(%)



资料来源: Pollfish, 国盛证券研究所

国内手游市场后续增长依靠付费指标提升, 预计未来三年依然保持两位数增长:

- 从付费率的角度来看, 过去国内重度 RPG 类游戏依赖大 R 付费, 整体付费率低且增长缓慢。结合中度竞技类游戏逐步成为主流趋势, 第三次付费革命亦将带来付费率天花板的抬升, 我们预计行业整体付费率水平有望进一步提高。
- 从 ARPPU 的角度来看, 腾讯手游 ARPPU 自 2015 年来提升不明显。我们认为, ARPPU 长期看天花板较高, 但短中期增速受宏观环境和游戏品类影响较难大幅提升。

我们对国内手游市场规模进行敏感性测算, 假设未来 3 年手游用户规模保持 3% 的较慢增速, 行业付费率 3 年 CAGR 为 5%/10%/15%/20%, ARPPU 的 3 年 CAGR 为 3%/5%/7%/9%, 则国内手游市场未来 3 年复合增速区间为 **11.4%-42.9%**, 依然保持两位数增长。

图表 41: 中国手游市场规模未来 3 年复合增速敏感性测算 (元, %)

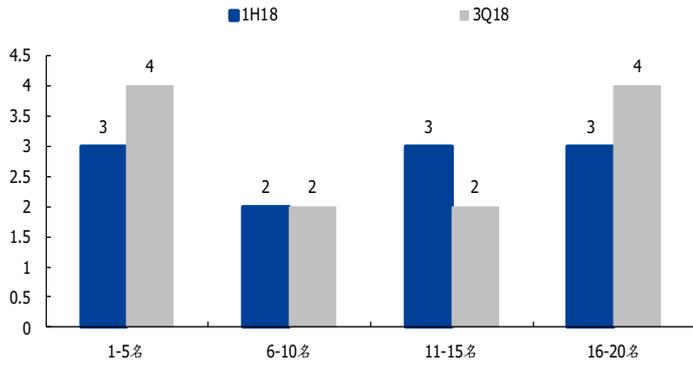
		付费率 3年CAGR			
		5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
ARPPU 3年CAGR	3.00%	11.39%	16.70%	22.00%	27.31%
	5.00%	13.56%	18.97%	24.37%	29.78%
	7.00%	15.72%	21.23%	26.74%	32.25%
	9.00%	25.06%	31.02%	36.97%	42.93%

资料来源: 国盛证券研究所测算

2.2.3 二梯队游戏公司突围之路: 作为 CP 牵手腾讯渠道 VS 自主发行抢夺中长尾市场

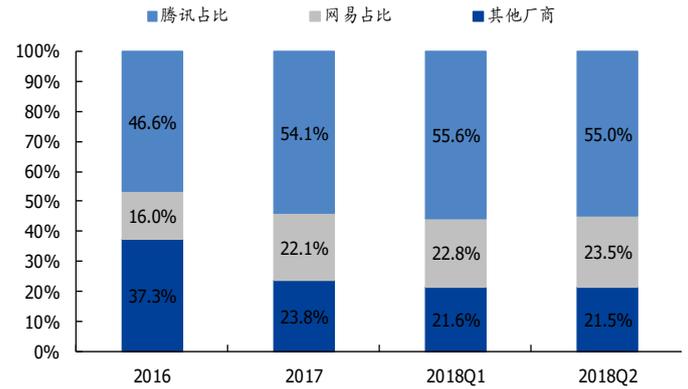
腾讯+网易牢牢把控手游市场格局, CR2 市占率 75% 左右, 形成寡头格局。从 2017 至 3Q18, 中国游戏市场竞争格局未发生太大变化, 以发行商口径统计的腾讯网易市场份额在 75%-80% 之间浮动, 网易腾讯相对份额亦未发生太大改变。

图表 42: 2018 年以来腾讯在手游 TOP20 收入榜单各排名分段游戏数量 (个)



资料来源: 腾讯官网, TapTap, 国盛证券研究所

图表 43: 2016-2018Q2 年移动游戏行业按发行口径统计的腾讯网易市占率 (%)



资料来源: 伽马数据, 国盛证券研究所

二梯队公司发展路径:

(1) 作为 CP 站队腾讯, 借助腾讯渠道共享过半市场份额。 根据 IT 桔子和产业调研信息, 腾讯 2018 年独代的二梯队游戏产品显著增加, 腾讯通过对二梯队游戏公司投资入股或战略合作, 形成了愈加庞大的行业阵营。二梯队公司将优质自研产品授权腾讯代理, 获得最大化变现空间, 与腾讯共享超 50% 的市场份额。

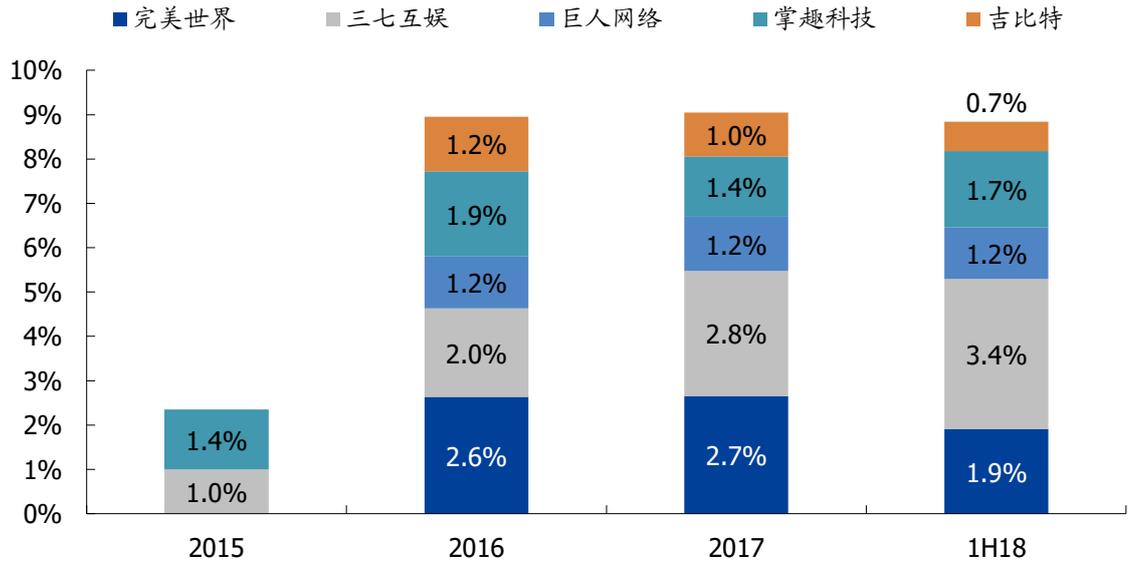
图表 44: 与腾讯合作的二梯队游戏公司

年份	公司	合作方式	腾讯独代产品 (不完全)
2017 年	西山居 (金山软件)	战略投资/1.4 亿美元	《剑侠情缘》《云裳羽衣》
	掌趣科技	战略投资/4.9 亿人民币	《奇迹: 觉醒》《初音未来: 梦幻歌姬》
	三七互娱	战略合作	《传奇霸业手游》《择天记》
2018 年	盛大游戏 (世纪华通)	战略投资/30 亿人民币	《传奇世界手游》《龙之谷世界》
	完美世界	战略合作	《完美世界手游》《云梦四时歌》
	巨人网络	战略合作	《龙珠最强之战》

资料来源: IT 桔子, 产业调研, 国盛证券研究所

(2) 自主发行, 角逐腾网之外 25% 的中长尾市场。a) 二梯队游戏公司中, 完美世界、三七互娱等网络市场份额较为领先, 但收入份额仍为个位数。二梯队公司依然保留相当比例的自主发行产品, 在供给侧继续出清的趋势下, 腾网之外剩余 25% 的中长尾份额对任何一家二梯队公司来说都意味着数倍的空间。**b)** 目前二梯队公司之间尚未拉开太大差距, 看好研发实力强、研发效率高、IP 储备丰富、具备内容和题材创新能力的游戏公司未来脱颖而出。

图表 45: 2015-1H18 部分公司手游收入市场份额 (%)



资料来源: 公司财报, 伽马数据, 国盛证券研究所
注: 吉比特手游收入份额为估算

2.2.4 估值: 海外高估值来自对创新能力的溢价, 看好未来国内游戏公司估值回归

A 股游戏公司估值较低, 与海外差异明显。国内游企方面, A 股游戏公司估值经历较长时间的下行趋势, 2019 年 PE 跌至 10-16 倍, 处于历史低点。中概股腾讯、网易、金山近三年 PE 保持稳定, 19 年 PE 在 15-28 倍。**从海外游戏公司来看**, 日韩游戏公司商业模式与国内相近, 即以 F2P+内购付费模式为主, 日韩游戏公司 19 年 PE 为 8-24 倍; 以买断制为主要商业模式的欧美游戏公司 19 年 PE 为 15-20 倍 (前期估值较高, 近期受美股大跌影响)。

图表 46: 全球部分游戏公司 P/E 估值对比

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
A 股						
完美世界	35.6	33.6	29.2	20.1	16.5	14.0
三七互娱	84.7	32.0	27.2	12.0	10.1	8.6
吉比特	-	-	21.6	15.6	13.6	11.8
恺英网络	62.6	35.3	19.8	10.6	9.6	-
掌趣科技	79.1	50.3	58.1	13.2	10.9	9.4
巨人网络	-326.1	94.5	57.7	-	-	-
中概股						
腾讯控股	41.22	38.74	44.51	34.1	27.6	23.0
网易	23.07	17.00	27.62	25.63	21.43	18.07
金山软件	54.79	-	-	45.50	15.08	12.71
日韩						
NC Soft	27.91	19.36	21.56	22.76	17.25	13.69
Netmarble	-	-	48.23	41.25	23.99	21.42
Nexon	15.48	36.62	25.36	12.25	13.38	13.07
Gungho	7.95	7.72	9.84	10.87	11.78	13.71
Mixi	5.69	7.33	7.37	5.92	7.68	10.36
Webzen	12.38	10.45	40.47	11.08	10.91	9.51
欧美						
育碧	32.09	40.86	54.38	22.88	19.31	17.20
Take-Two	48.97	68.66	59.12	20.41	19.71	15.55
动视暴雪	32.30	25.59	43.72	17.60	16.54	14.63
EA	29.16	28.14	36.04	16.78	15.03	13.79

资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

注 1: 表格中 A 股公司数据来源为 Wind 一致预期, 其他公司数据来源为 Bloomberg 一致预期

注 2: 上述公司中 A 股公司截至 2018 年 12 月 28 日收盘, 中概股与海外股截止到 12 月 21 日收盘

注 2: 育碧、Take-Two、Mixi 以 3 月 31 日为当年财年结束, 上表中 2015-2020 对应其 2016 财年至 2021 财年

经过我们对比研究发现: (1) “端转手” 预期并不必然提升估值。我们发现当前市场不会因为公司是否存在“端转手” IP 储备而给予更高的估值预期, 主要原因可能是 a) 在竞争激烈的手游领域, 市场偏结果导向, 更看重游戏发布后的实际表现; b) 海外成熟市场玩家对游戏内容丰富度、可玩性、操作性等要求较高, 手游受制于硬件, 相比 PC 和主机处于劣势, 玩家接受程度存在不确定性。(2) 爆款叠加驱动公司自身增长, 行业增速低不影响估值预期。海外发达国家游戏市场早已度过流量红利期, 如韩国、日本、北美游戏行业增速分别为 3%、1%、6%。但海外部分成长型游戏公司自身增速远高于行业(主要由于其通过持续的爆款叠加, 游戏产品影响力和覆盖面不断扩大, 实现自身高速增长), 且其估值也未受到行业增速影响, 如 Netmarble、育碧、Take-Two 等, 19 年 PE 在 19-24 倍区间。说明游戏公司估值受行业整体限制或许不大。

图表 47: 海外公司基本情况概述

公司名称	2019E (P/E)	2020E (P/E)	18E-20E CAGR	PEG	收入结构	市场份额	行业 增速	主要特点
NC Soft	17.25	13.69	27%	0.6	韩国 73%	27.14%	3%	以端游为主, 后期开发手游; "F2P+内购"模式
Netmarble	23.99	21.42	51%	0.5	北美 32% 韩国 27%	2.27% 9.93%	6%	仅研发手游; "F2P+内购"模式
Nexon	13.38	13.07	8%	1.7	中国 45% 韩国 34%	3.40% 16.89%	13%	以端游为主, IP 已研发或已授权研发为手游; "F2P+内购"模式
Gungho	11.78	13.71	-11%	-1.1	日本	-	1%	以端游为主, IP 将研发为手游; "F2P+内购"模式; 依赖《智龙迷城》盈利
Mixi	7.68	10.36	-26%	-0.3	日本	-	1%	以端游为主, IP 已研发为手游; "F2P+内购"模式; 依赖《怪物弹珠》盈利
Webzen	10.91	9.51	6%	1.8	韩国 71%	2.49%	3%	以端游为主, IP 已研发或授权研发为手游; "F2P+内购"模式; 依赖《MU》盈利
育碧	19.31	17.20	18%	1.1	北美 46% 欧洲 34%	3.73% 2.70%	6%	以主机(端游)为主; 买断制
Take-Two	19.71	15.55	21%	0.9	北美 57%	4.35%	6%	以主机(端游)为主; 买断制
动视暴雪	16.54	14.63	10%	1.7	北美 54%	15.12%	6%	主机(端游)与手游并重; 点卡充值+"内购"
EA	15.03	13.79	10%	1.5	北美 43%	8.74%	6%	以主机(端游)为主; 买断制

资料来源: Bloomberg, Newzoo, 各公司官网, 国盛证券研究所

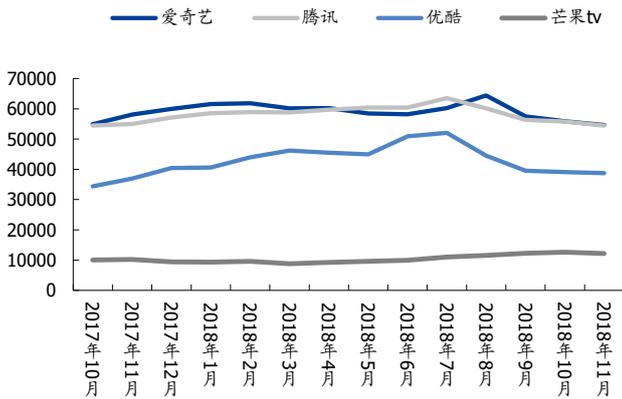
海内外差异: 相比于国内 F2P+内购的收费模式, 良好付费环境下的买断制更专注游戏性创新。但 F2P+内购模式具备持续盈利能力, 有利于发展历史较短的国内游企积累资本, 以时间换空间。1) 由于用户付费习惯良好, 欧美游戏产品多以买断制付费为主, 付费率 100%, 因此其游戏设计无需过多考虑内置付费因素, 而专注于游戏性的设计。反观国内, 较弱的付费意识催生了以 F2P+内购为主的付费模式, 因此游戏设计更多围绕付费点展开, 短期盈利能力强, 但游戏本身玩法特性容易创新不足。2) F2P+内购模式短期内持续盈利能力强, 为游企后续研发新产品提供了稳定、充沛的现金流。目前我国游企处于“资本积累”期, 创新能力尚有不足, 但“以时间换空间”成为提高创新能力的可行方法。长期看, 游企创新能力培养更需要市场环境和用户付费意识的改善。

我们认为, 当前海外成长型游戏公司 PE/G 在 1.2-1.5 之间, 高估值主要来自其持续创新能力的议价, 而国内二梯队游戏公司 PE/G 为 0.6-0.8, 中国游企效率较高的商业模式保障了公司充沛的现金流和持续的盈利能力, 并以时间换空间的方式为其持续创新能力的打造提供了良好支撑。我们看好未来国内游戏公司产品创新力的释放和估值回归。

2.3 数字内容之视频: 网生内容监管加强, 风控能力与题材创新能力是突围关键

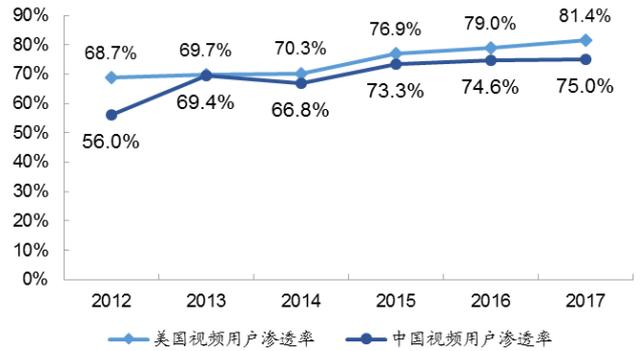
爱优腾流量已有瓶颈, 芒果 TV 用户规模低基数情况下仍有增长。中国网络视频渗透率接近美国, 长视频时长占比约为 9.5%, 与短视频接近。爱优腾用户规模突破 5 亿, 流量瓶颈已现, 进入爆款拉流量阶段, 芒果 TV 低位仍有增长。

图表 48: 2018年1月-2018年11月视频网站活跃用户数(万人)



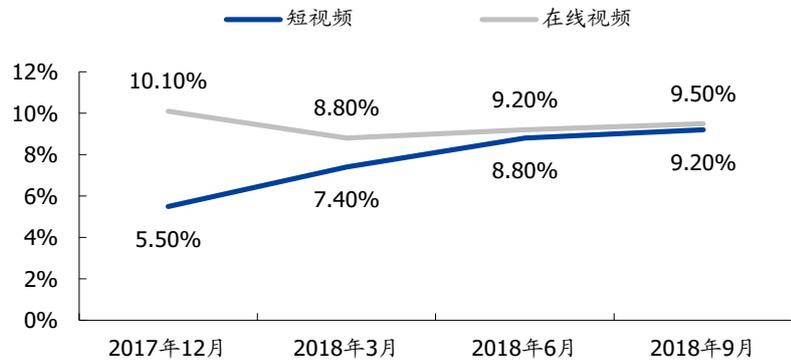
资料来源: 艾瑞指数, 国盛证券研究所

图表 49: 网络视频渗透率



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

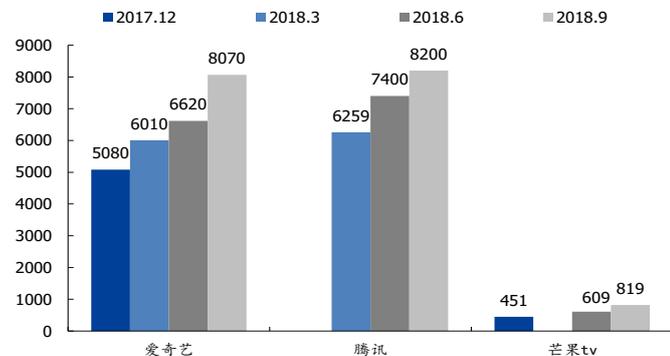
图表 50: 长视频在移动互联网中的时长占比



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

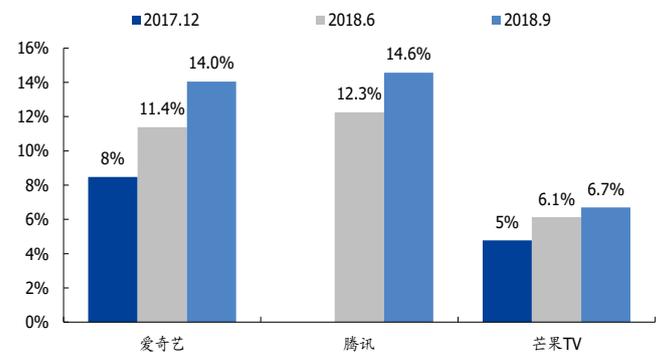
视频网站付费率迅速提升, 但 ARPPU 短期难以提升。爱优腾用户规模天花板已现, 进入付费率拉动收入增长阶段, 但由于竞争激烈, 爱优腾采取低价策略吸引订阅用户, 因此爱奇艺 ARPPU 值在低基数情况下未有明显增长。二梯队的芒果 TV 用户规模与一梯队差距较大, 但同样享受付费红利, 会员体量保持在爱奇艺 1/10 左右, 由于同时获得综艺冠名收入, 付费率低于爱优腾。

图表 51: 2017-2018Q3 视频平台付费会员数变化(万人)



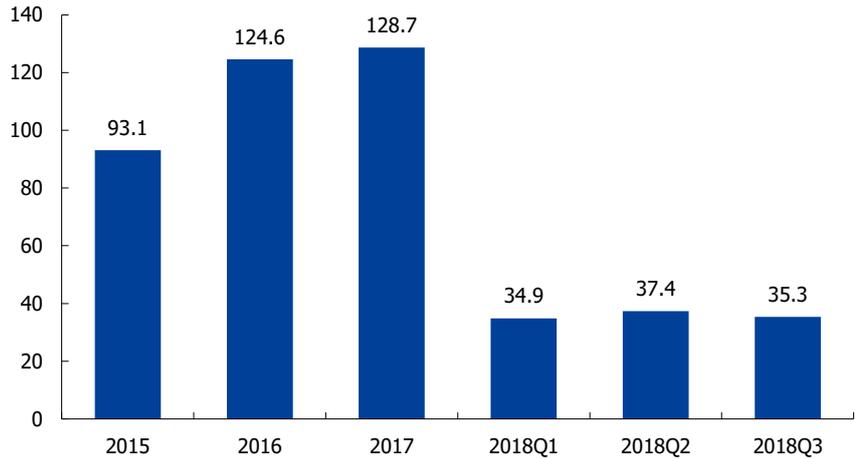
资料来源: 艾瑞, 各公司财报, 国盛证券研究所

图表 52: 2017-2018Q3 视频平台付费会员/活跃用户数



资料来源: 艾瑞, 各公司财报, 国盛证券研究所

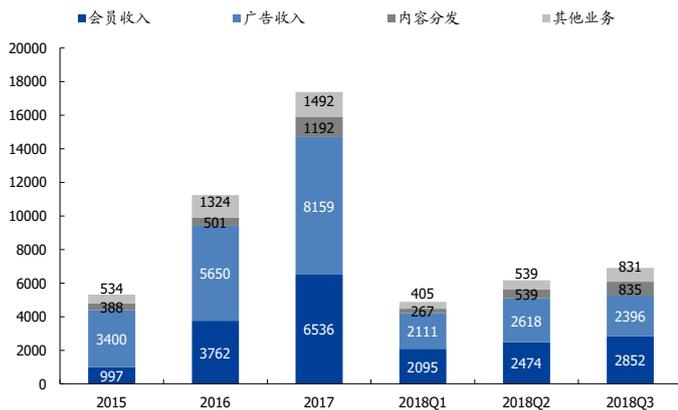
图表 53: 2015-2018Q3 爱奇艺付费会员 ARPPU (元)



资料来源: 艾瑞指数, 爱奇艺财报, 国盛证券研究所

爱奇艺内容成本高企亏损严重, 自制内容储备提升较快。以爱奇艺为例, 一梯队视频网站以高昂的 PGC 内容采购推动增长, 代价是亏损严重, 目前提升自制占比是主要的破局之路, 爱奇艺今年自制内容资产提升较快。

图表 54: 2015-2018Q3 爱奇艺收入构成 (百万元)



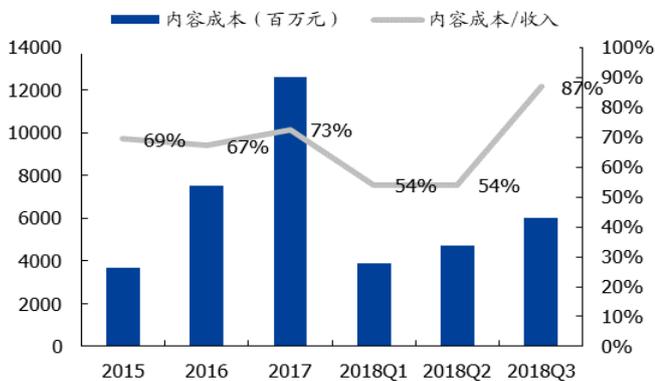
资料来源: 爱奇艺财报, 国盛证券研究所

图表 55: 2015-2018Q3 爱奇艺毛利率、运营利润率及净利润率 (%)



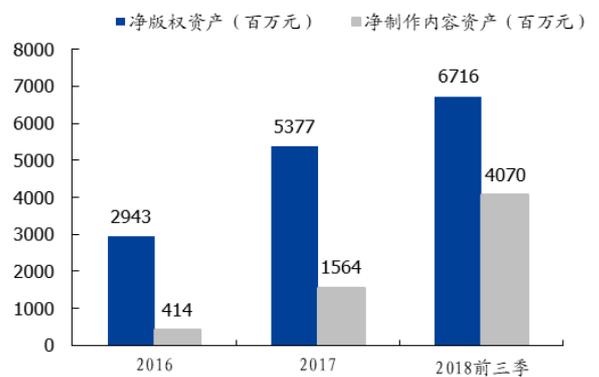
资料来源: 爱奇艺财报, 国盛证券研究所

图表 56: 2015-2018Q3 爱奇艺内容成本 (百万元, %)



资料来源: 爱奇艺财报, 国盛证券研究所

图表 57: 2016 年-2018 年前三季度爱奇艺内容资产 (百万元)



资料来源: 爱奇艺财报, 国盛证券研究所

网上网下一把尺子，网生内容监管趋严。我们梳理了 2018 年视频网站监管政策的三大核心：1) 网台监管趋同；2) 内容题材限制：限制明星亲子、偶像养成类综艺；鼓励现实题材电视剧；3) 艺人限薪，规范税收。

图表 58: 视频行业相关监管政策梳理

监管	发布日期	政策名称	相关内容
网台监管趋同	2018.11	网络视听节目新规	网剧、网大、网络动画等网生内容，由制作公司备案后提交省级广播电视局审核。审核流程包括在拍摄前对拍摄规划剧本的审核，以及成片后对上线成片的审核。网络平台只能采购由广电部门过审后，取得上线备案号的视听内容。
综艺限制	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》	坚决摒弃以明星为卖点、靠明星博眼球的错误做法，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。
电视剧限制	2018.4	《国家新闻出版广电总局电视剧司关于做好 2018-2022 年重点电视剧选题规划工作的通知》	紧紧围绕庆祝改革开放 40 周年、新中国成立 70 周年、全面建成小康社会、建党 100 周年等党和国家重大宣传期和宣传节点开展重点选题工作。同时，除了上述重大宣传期和宣传节点，兼顾其它题材类型，精选其它类型的重点选题列入百部规划。
明星限薪	2018.11	《国家广播电视总局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》	减少影视明星参与的娱乐游戏、真人秀、歌唱类选拔等节目播出量。 各电视上星综合频道 19:30-22:30 播出的综艺节目要提前向总局报备嘉宾姓名、片酬、成本占比等信息，每个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%。 对电视剧而言，每部电视剧网络剧（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%。
税收监管	2018.10	《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	从 2018 年 10 月开始，到 2019 年 7 月底前结束，按照自查自纠、督促纠正、重点检查、总结完善等步骤，逐步推进规范影视行业税收秩序工作。
	2018.7	《国家税务总局要求各级税务机关加强影视行业税收征管》	影视行业纳税人应当按照实际业务如实开具增值税发票，各级税务机关要加强对影视行业的税源管理，规范税收秩序。

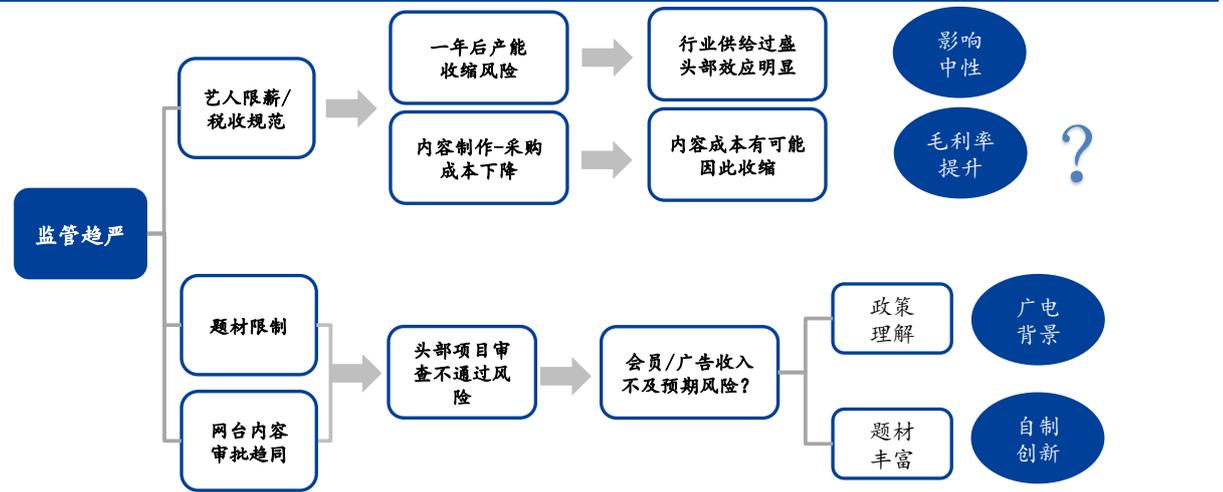
资料来源：广电总局，国盛证券研究所

监管趋严后，政策把控能力和自制储备是视频平台保持增长的关键。政策对视频网站的影响分析如下：

- **艺人限薪、税收监管趋严后，内容产能供给即使下降，对视频网站的影响中性。**一方面，目前视频网站储备内容量以及电视剧立项备案数尚没有明显下滑；电视剧开机数量 18 年有明显下滑，考虑到项目周期，供给数量的影响或在一年后显现。另一方面，电视剧行业本就供过于求，且头部效应明显。因此产能变化对视频网站影响有限。
- **艺人限薪后是否能提升平台毛利率，仍需观察。**视频网站在版权内容采购定价以及自制内容生产要素的定价上有市场供需关系的内在逻辑；艺人价格下降后，采购/自制内容若要维持仍有的播出效果以及对应的会员收入和广告收入，仍需保持一定的投入，只是可能会导致内容成本结构的变化，如向编剧、服化道、特效等生产要素倾斜。

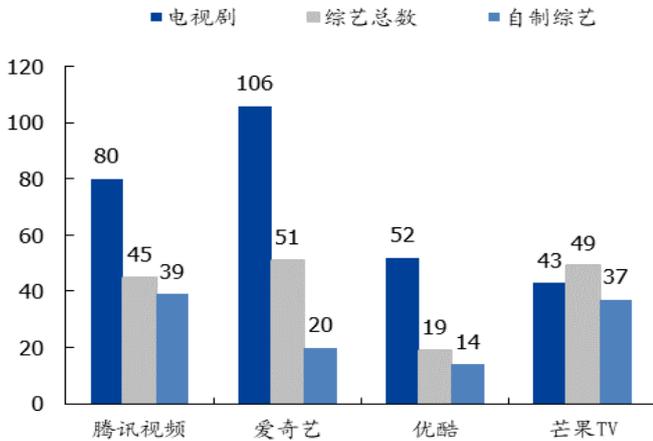
- 审批流程趋严和题材限制之后，平台需要有较强的政策理解能力和内容创新能力，才能持续制造爆款以拉动会员和广告收入增长。：视频网站付费率虽然仍在提升，芒果TV广告收入仍在增长，但创收对头部内容项目依赖度较高。在监管趋严背景下，平台是否仍然获得爆款内容，关键因素：（1）丰富的题材储备，这考验平台的内容运营能力，平台加大自制和题材创新储备；（2）政策理解能力，以降低内容审核未通过的沉没成本；广电背景的视频网站芒果超媒这方面的能力更强。从芒果超媒2019年储备节目来看，其已经率先调整节目带，主打美好生活、人文综艺。

图表 59: 监管趋严后对视频网站的影响



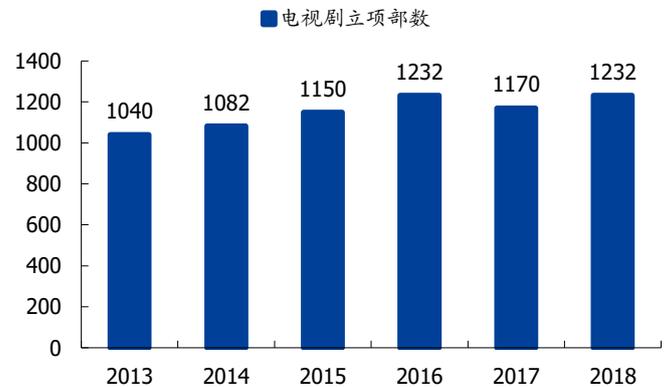
资料来源：产业调研，国盛证券研究所整理

图表 60: 2019年各主流视频网站储备片单



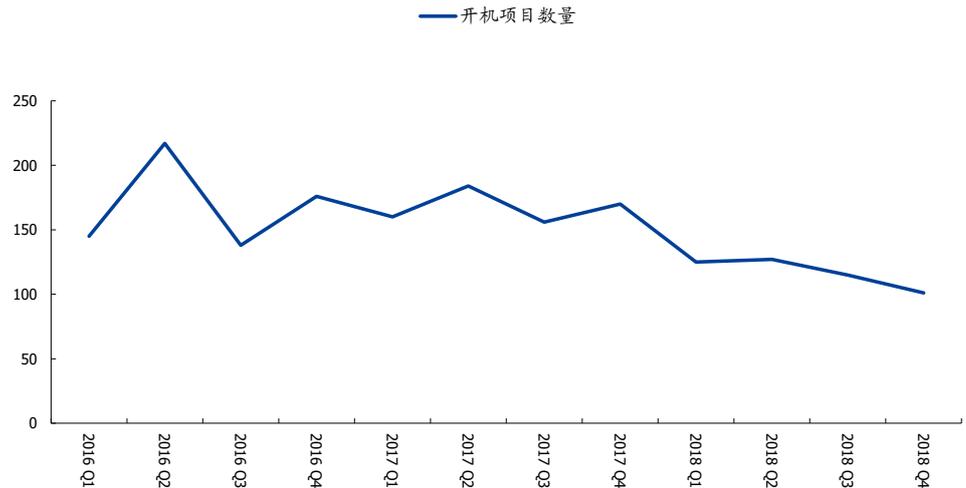
资料来源：视频网站招商会，国盛证券研究所

图表 61: 2013年-2018年电视剧立项备案部数



资料来源：广电总局，国盛证券研究所

图表 62: 电视剧开机数



资料来源: 友戏, 国盛证券研究所

图表 63: 2019 年芒果 TV 自制综艺节目单

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
智力开发系列	《明星大逃脱》	《哥哥别闹啦》	《勇敢的世界 2》	《明星大侦探 5》
心智成长系列	《放学别走》	《一路成年》		
	《变形记 2019》(全年) 《超级运动会》(春秋两季)			
新型婚恋系列	《妻子的浪漫旅行 2》	《分开旅行》 《刚想谈恋爱》	《妻子的浪漫旅行 3》 《我的年下王子》	《异性朋友的旅行》 《真心话大冒险 2》
代际情感系列		《童言有计 2》 《妈妈我回来啦》	《女儿们的恋爱》	《忘了点单的餐厅》
关爱社会系列	《哈哈农场》	《城市快递员》	《朋友圈》	《卧底老板》
美好生活系列		《恋乐狂与集音社》	《野生厨房 2》	
大型活动	《学霸说》《一起读书》	《她说》	《欢迎来到我们的世界》	《一通电话》
	《青春芒果节》			
人文品德系列	《我爱你, 中国》《我的青春在丝路》《在那遥远的地方》《不负青春不负村》《永不褪色的经典》 《我的中国心》《改革正道是沧桑》			

资料来源: 芒果 TV 秋季招商会, 国盛证券研究所

2.4 数字内容之其他: 图片正版化红利持续

目前图片版权行业仍在早期阶段, 视觉中国等图片版权代理商通过对接 **B 端客户**, 推动 **正版化红利持续释放**。C 端数字内容行业打击盗版红利渐尽, 付费率提升较为困难, 而图片版权行业则有所不同, 图片版权龙头代理商视觉中国主要依靠拓展 **B 端大客户** 驱动高速增长; 并通过与 **BAT 等互联网平台合作** (当前为平台付费) 触达 C 端客户, 培养 C 端付费意识, 长期发展空间可期。

图表 64: 视觉中国主要依赖 B 端客户

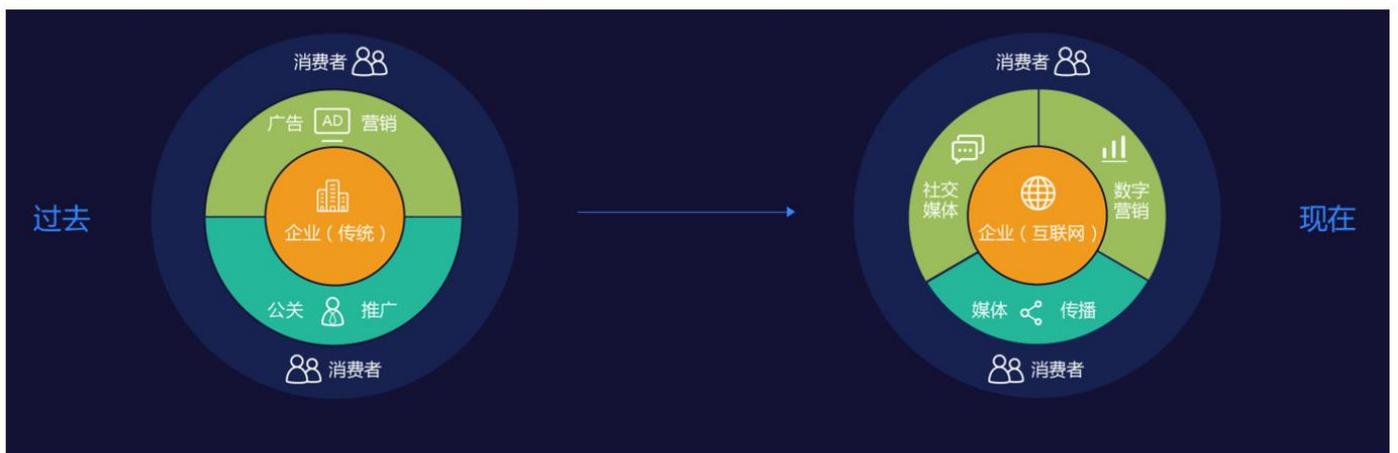


资料来源: 视觉中国财报, 国盛证券研究所

(1) 大企业客户: 优势稳固, 增速较高

视觉中国专门成立企业大客户拓展部门, 抓住企业新媒体的市场机遇, 通过公司研发的图像版权跟踪系统挖掘企业新媒体商机, 实现客户数高增长。大企业客户通常采用包年授权形式, 合作金额一般在数十万元/年。公司针对细分垂直行业采用差异化的商机管理、客户拓展、客户引导转化、及产品授权模式, 重点开拓金融、旅游、交通、快消、互联网科技等行业客户。2018 上半年公司合作客户数增长 48%, 其中企业客户数同比增长 76%。

图表 65: 企业营销传播推广方式变化



资料来源: 《2017 中国版权图片行业观察》, 国盛证券研究所

(2) 中小企业客户: 微利图片库拓展中小 B 端市场

中小 B 客户主要通过微利图库来获取。视觉中国的微利图库是 Veer, 内容主要来源于 iStock (Getty 旗下, 全球微利图库的鼻祖)。Veer 能够在线提供数亿张优质图像资料, 并结合人工智能技术实现精确的搜索匹配。视觉中国微利图库单价大约是正常价的 1/15 (微利图库 100 张包月套餐单价 20 元/张 v.s 传统图库 100 张单价 600 元/张), 对中小 B 端客户吸引力很强。中小 B 端客户主要包括中小型企业 (偏商业需求)、自媒体/公众号 (偏媒体需求) 等。

图表 66: Veer 价格计划一览

套餐包购买		订阅计划 (仅限标准授权)		
标准授权	扩展授权	每月图片 下载数量	包年	包月
1 张 ¥ 180 ¥ 180/张	1 张 ¥ 600 ¥ 600/张	25 张	¥ 5400 ¥ 18/张 共 300 张	¥ 750 ¥ 30/张 共 25 张
5 张 ¥ 325 ¥ 65/张	5 张 ¥ 2900 ¥ 580/张	100 张	¥ 16200 ¥ 13.5/张 共 1200 张	¥ 2000 ¥ 20/张 共 100 张
10 张 ¥ 600 ¥ 60/张	10 张 ¥ 5500 ¥ 550/张	250 张	¥ 30000 ¥ 10/张 共 3000 张	¥ 3000 ¥ 12/张 共 250 张
50 张 ¥ 2500 ¥ 50/张	50 张 ¥ 25000 ¥ 500/张	750 张	¥ 36000 ¥ 4/张 共 9000 张	¥ 4000 ¥ 5.33/张 共 750 张
一年内随时下载, 图片永久使用		有权访问下载亿级视觉内容 可全球使用 无限制数字复制 免费下载大尺寸小样图 主子账号三级管理, 与您的团队共享套餐额度		

资料来源: Veer 官网, 国盛证券研究所整理

(3) 互联网平台: 与流量巨头对接合作, 获取广阔长尾增量

2017 年以来, 视觉中国先后与腾讯、百度、搜狗、微博、阿里、奇虎等互联网平台开展战略合作。视觉中国对接互联网平台有四种方式, **1) 对接自媒体及社交平台, 可通过平台获取正版视觉内容; 2) 对接搜索引擎, 用户通过搜索链接至版权图片; 3) 对接广告平台, 开放正版视觉素材; 4) 对接电商平台, 授权使用创意素材。**

图表 67: 视觉中国主要依赖 B 端客户

类型	与视觉中国合作的互联网平台
搜索引擎	百度、搜狗、360
广告平台	百度霓裳、阿里汇川、腾讯社交广告
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、微博(云剪)
电商新零售	淘宝中国
社交平台	微博

资料来源: 视觉中国财报, 国盛证券研究所

国家大力推动版权相关立法, 加强版权监管, 为特定行业制定版权保护政策。2017 年 7 月, 由中国版权协会主办、中国版权产业网承办的“互联网+图片版权保护与产业发展研讨会”召开, 研讨会围绕图片版权的分类、流向、保护、监测、商业模式等问题展开探讨。国家多部委连续多年开展“剑网行动”, 先后针对视频、音乐、文学等行业进行专项整治, 取得显著成效。正版化成为消费趋势背景下, 图片版权行业将持续享受正版化红利, 付费率及渗透率有望继续提升。

图表 68: 近年国家版权相关政策梳理

时间	政策	时间	政策
2009	《中华人民共和国侵权责任法》	2015	《关于推动网络文学健康发展的指导意见》
2010	《中华人民共和国著作权法》	2015	《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》
2012	《视听表演北京条约》	2015	《关于规范网盘服务版权秩序的通知》
2013	《信息网络传播权保护条例》	2017	《2017年全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点的通知》
2014	《互联网电视数字版权管理技术规范》	2018	《2018年政府工作报告》，提出强化知识产权保护，实行侵权惩罚性赔偿制度。
2014	《深入实施国家知识产权战略行动计划（2014-2020）》	2018	《关于加强知识产权审判领域改革创新若干问题的意见》

资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 69: 国家打击盗版行动一览

年份	整治结果
2007	共办理网络侵权盗版案件 1001 件。其中责令停止侵权行为 832 件，罚款 870750 元，没收服务器台 123 台，电脑 51 台，关闭 339 个非法网站，移送司法机关案件 31 起。
2008	1 月至 3 月，打击盗版软件及电子出版物 105.8 件。
2009	共查办网络侵权案件 558 件，关闭非法网站 375 个，采取责令删除或屏蔽侵权内容的临时性执法措施 556 次，罚款总计 1337500 元，没收服务器 163 台。
2010	上半年，全国收缴各类非法出版物 2 3 0 0 多万件，其中侵权盗版出版物 1 9 0 0 多万件，删除和屏蔽网络有害信息 6 0 余万件；查办网络侵权案件 541 起，关闭非法网站 362 个。
2011	2010 年 10 月至 2011 年 6 月打击网络侵权盗版专项治理“剑网行动”共查处网络侵权盗版案件 1148 起。
2012	共报送查办的网络侵权盗版案件 282 件，其中行政结案 210 件，移送司法机关追究刑事责任 72 件；没收服务器及相关设备 93 台，关闭网站 129 家。在各地报送的案件中，涉及音乐作品案件 61 件、文字作品案件 34 件、影视作品案件 66 件、游戏私服案件 60 件、动漫作品案件 10 件、软件案件 14 件、网络交易平台销售盗版制品案件 37 件。
2013	各地共接到投诉举报案件 512 起，行政处理 190 起，移送司法机关刑事处理 93 起；没收服务器及相关设备 137 台，关闭网站 201 家。
2014	各地版权行政执法部门共查处案件 440 起，关闭网站 750 家，国家版权局挂牌督办了 33 起案件。
2015	全国各地共查处行政案件 383 件，行政罚款 450 万元，移送司法机关刑事处理 59 件，涉案金额 3845 万元，关闭网站 113 家。
2017	“剑网 2017”专项行动开展以来，截至目前已巡查网站 5.5 万家(次)，关闭侵权盗版网站 1655 个，删除侵权盗版链接 27.48 万条，收缴侵权盗版制品 151 万件，立案调查网络侵权案件 314 件，会同公安部门查办刑事案件 37 起，涉案金额 6900 万元人民币。
2018	15 家重点短视频平台共下架删除各类涉嫌侵权盗版短视频作品 57 万部。

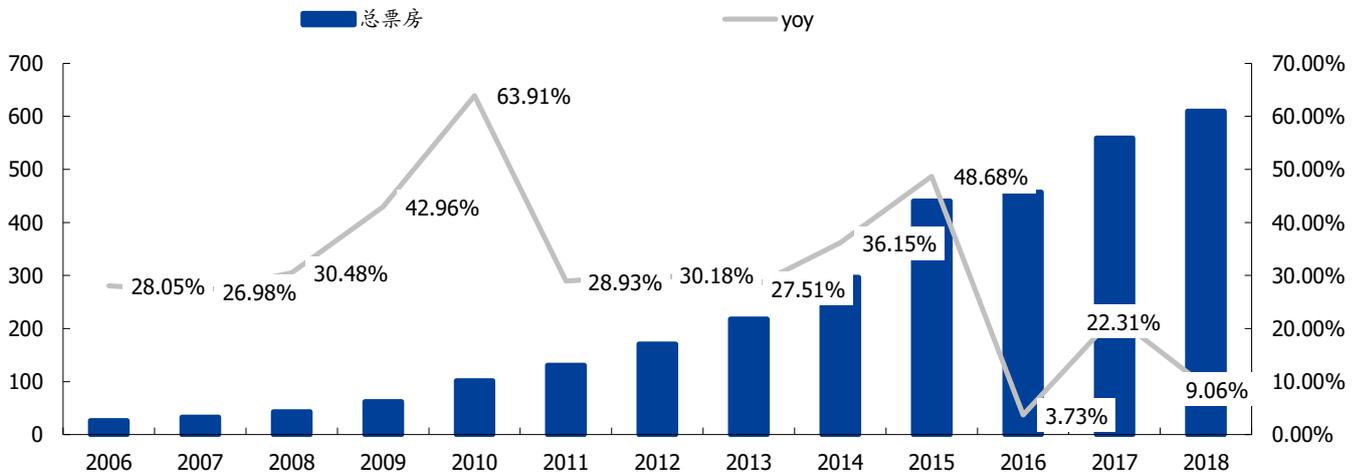
资料来源: 互联网资料整理, 国盛证券研究所

3. 线下内容消费：院线供给开始出清，行业整合已现曙光

3.1 核心问题：影院供给需求矛盾大，但已有改善信号

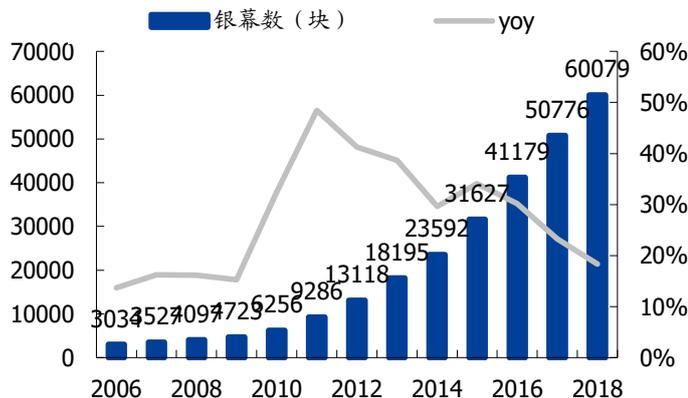
供过于求的情况下，2016年以来单银幕产出不断下降。近10年来，中国票房经历两个高速增长阶段。1) 2009-2011 银幕增长拉动阶段；2) 2013-2015 在线购票普及、资本拉动阶段；3) 票房增长由渠道及票补驱动逐步向内容驱动转变。需求放缓后，近年供给仍保持20%以上增长，进入18年供给增速有所放缓。2018年银幕60079块，同比增长18%。供过于求的情况下，2016年以来单银幕产出持续下滑。

图表 70: 2006-2018 全国票房及增速 (单位: 亿元, 票房含服务费)



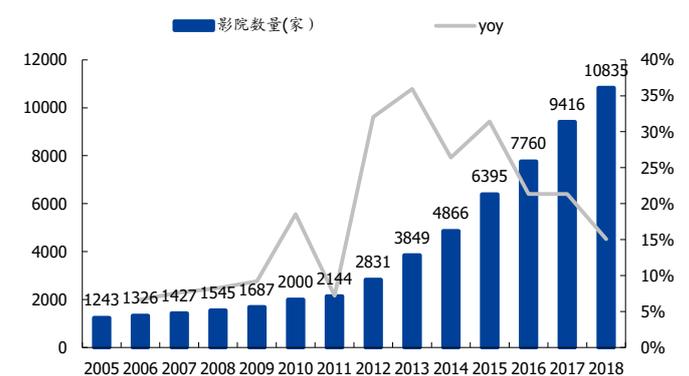
资料来源: 中国电影报告, 国盛证券研究所

图表 71: 2006年-2018 全国影院银幕数及增速 (单位: 块, %)



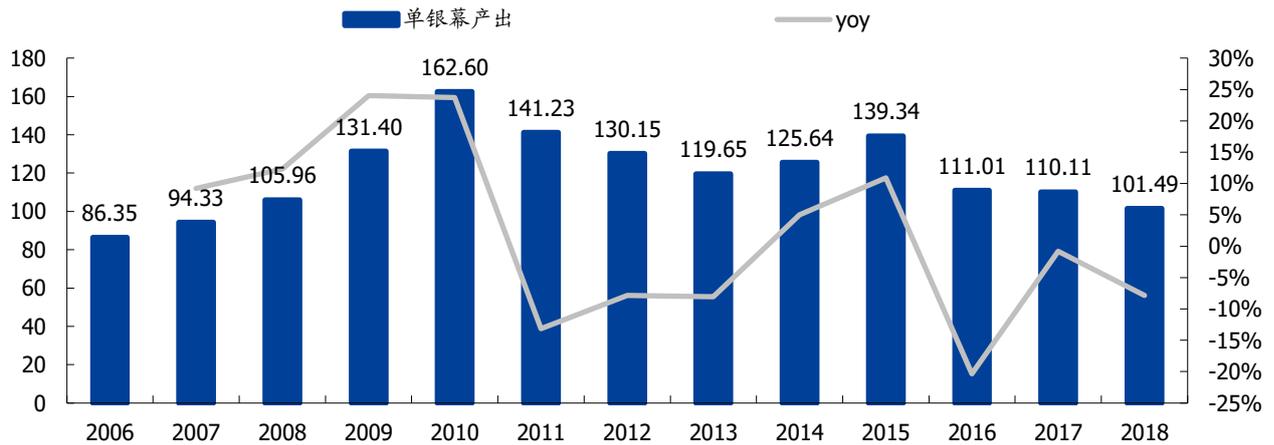
资料来源: 中国电影报告, 国盛证券研究所

图表 72: 2005年-2018Q3 全国影院数量及增速 (单位: 家, %)



资料来源: 艺恩咨询, 拓普数据, 国盛证券研究所

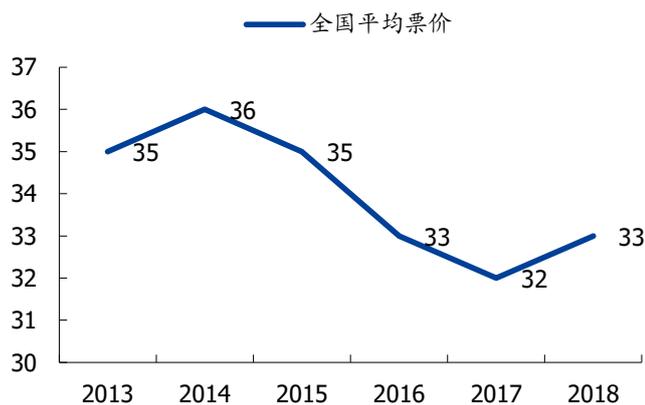
图表 73: 2006-2018Q3 全国单银幕产出 (单位: 万元, 含服务费)



资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

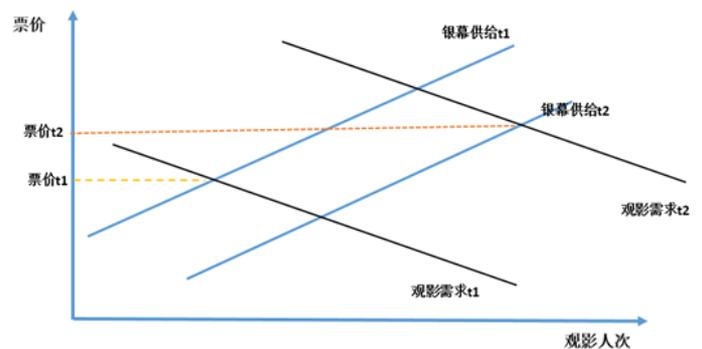
但是 2018 年票价开始回升。2014 年以来票价一路下跌, 2018 年票价企稳小幅回升, 平均票价 (剔除服务费) 为 33 元, 较 2017 年增长 3.13%, 主要原因是春节观影热情高涨, 低线城市出现一票难求的盛况。

图表 74: 2018 年来票价触底回升 (单位: 元)



资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

图表 75: 票价上涨是供需关系改善的积极信号

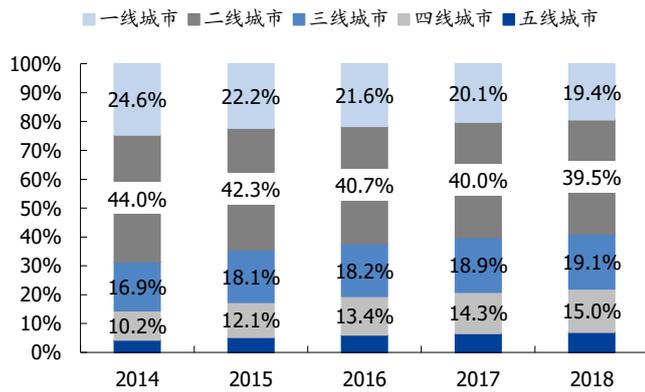


资料来源: 国盛证券研究所

3.2 需求分析: 低线城市观影人次还有增长空间, 但亦进入内容驱动阶段

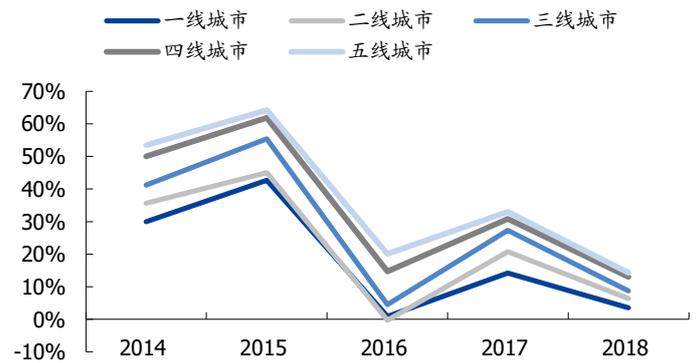
中国低线城市观影人次低于 1.2 的平均水平, 仍有提升空间, 但受内容周期影响。从票房占比看, 三四五线票房占比由 30.9% 提升至 2018 年 41.1%, 渠道下沉趋势仍在持续。但从票房增速看, 三至五线票房增速分别为 8.76%/13.05%/14.28%, 相较于去年 27.34%/30.84%/33.03% 的增速, 放缓明显。我们认为内容和观影受众的契合度对电影市场下沉进程影响较大。排除增速较高的春节档影片, 现实主义题材《我不是药神》在三四五线城市票房占比不足 40%, 而战争特效大片《战狼 2》三四五线城市占比 43%, 而进口大片《海王》2018 年在三四五线票房只有 29%。未来随着低线观影习惯的进一步养成和内容周期向低线城市契合, 三至五线票房增速有望回升。考虑到 2017 年中国三四五线城市观影人次低于全国平均水平 1.2 次, 更远低于欧美, 未来仍有提升空间。

图表 76: 2014-2018 年各线城市票房占比 (票房为含服务费数据)



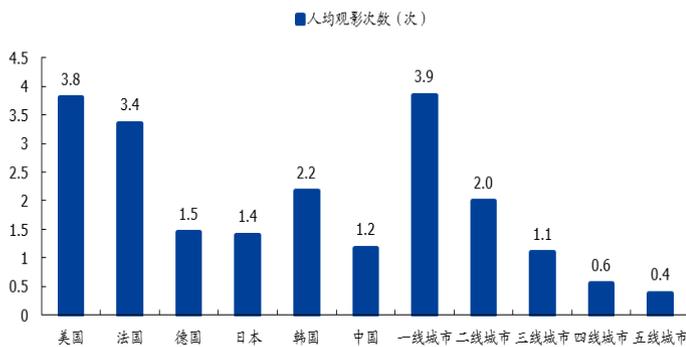
资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

图表 77: 2014-2018 年各线城市票房增速



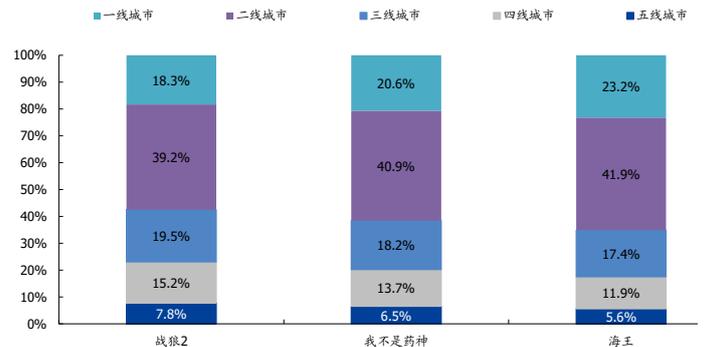
资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

图表 78: 2017 年各区域人均观影次数



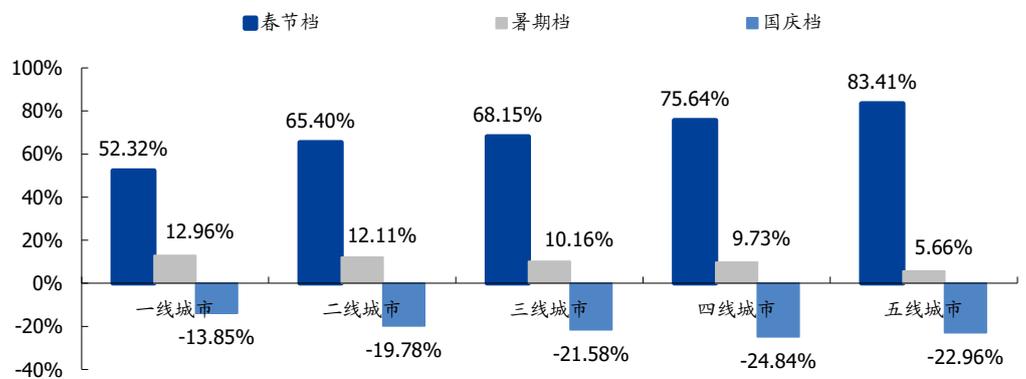
资料来源: MPA, KOFIC, wind, 艺恩咨询, 国盛证券研究所

图表 79: 不同头部影片在各线城市票房占比差距较大



资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

图表 80: 2018 年不同档期各线城市票房增速

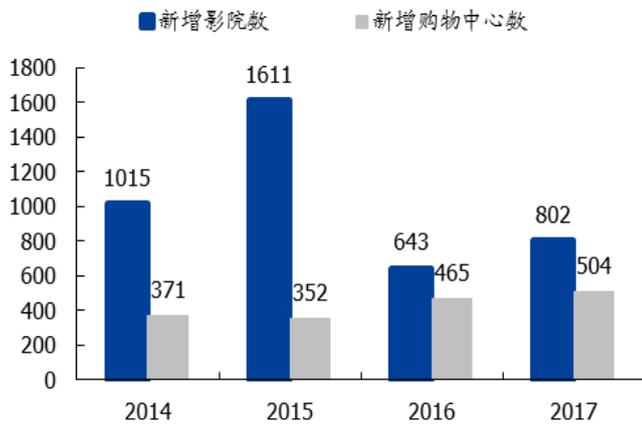


资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

3.3 供给前瞻：中长尾影院已有出清现象，地产系仍在积极进驻，集中度有望企稳回升

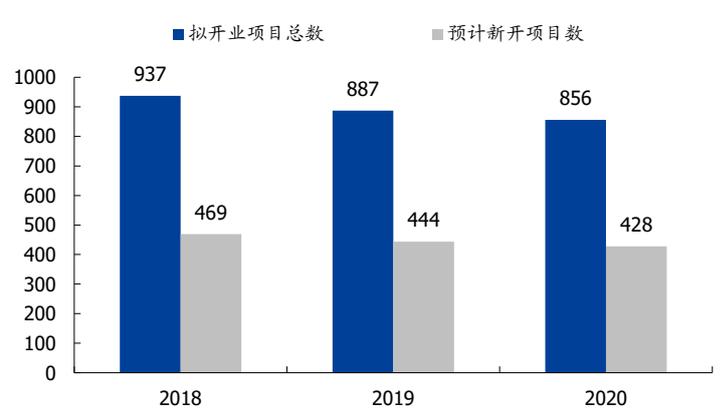
供给端总量来看：由于未来购物中心供给新增相对平稳，影院供给增速将放缓。银幕供给增长受到影院选址的约束，因此未来购物中心的开业情况是预测影院数量增长的重要前瞻性指标。虽然从历史数据来看，2014-2017年新增影院数量远超新增购物中心数量，我们认为可能的原因包括：**1)**老的购物中心新建影院，渗透率提升；**2)**购物中心开设一家以上的影院，产生票房的分流效应；**3)**部分影院并不依托购物中心建立，比如城市的社区影院，或者部分影院选址在较为偏远或人流量较少的地区。根据赢商网的数据，2018-2020年拟开业购物中心数量不超过500家，而2017年购物中心开业数量为504家。随着我国整体城市化进程的放缓发展，未来综合商业体的建设将会减缓，银幕增速也会逐渐下降。

图表 81: 2014-2017 年影院数量与购物中心新增量 (家)



资料来源：赢商大数据，国盛证券研究所

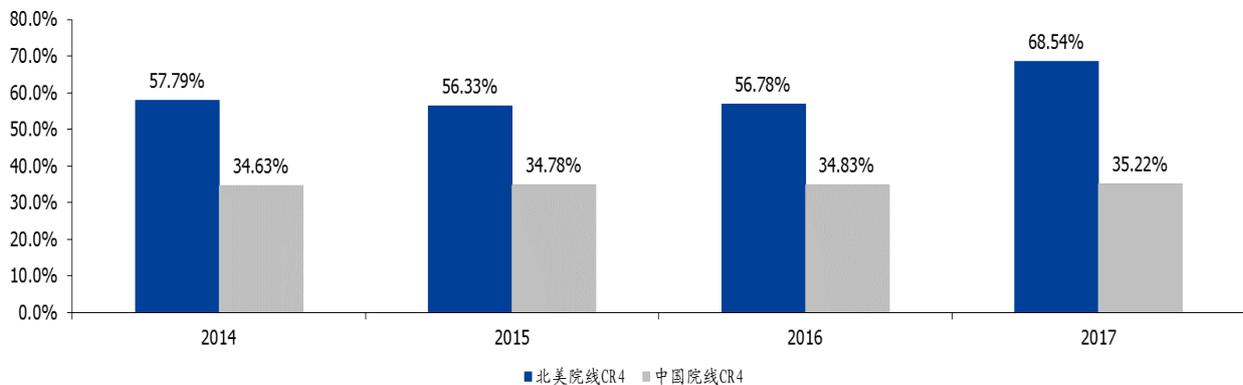
图表 82: 2018 年-2020 年全国拟开业项目数及预计新开项目数 (家)



资料来源：赢商大数据，国盛证券研究所

中国影院集中度当前远低于美国，亟待行业整合。美国院线公司 CR4 达到 68%，而中国影院 CR4 在 35%左右，且近年没有明显的提升。美国院线行业大规模整合发生在观影人次下滑之时，而中国当前观影人次仍有增长，因此大规模整合尚未出现。随着单银幕产出放缓，行业将逐步整合。值得注意的是，中国院线行业有两个方面不同于美国：**(1)**地产公司布局商业综合体的进程与影院发展同步；**(2)**国内部分院线公司为国有企业，行业整合较为复杂，因此未来行业集中度能否达到美国程度，仍需观察。

图表 83: 中美院线公司集中度对比 (单位: %)

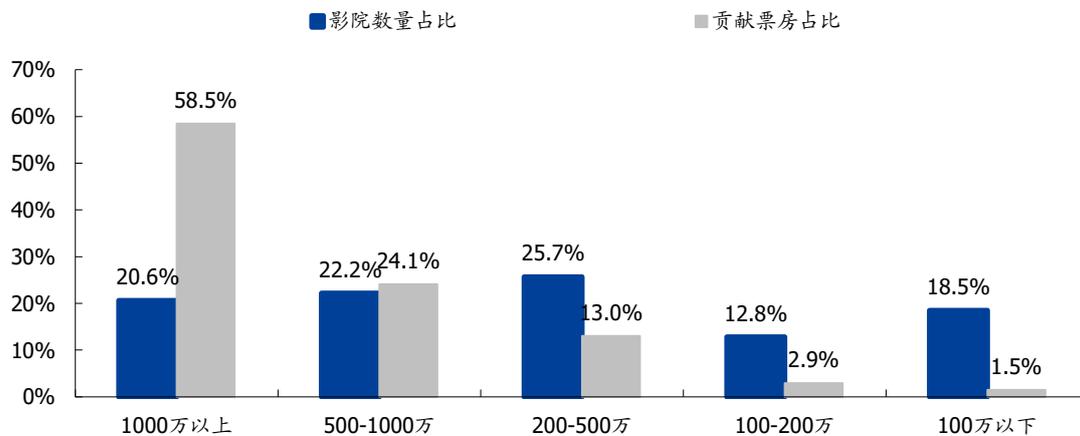


资料来源：艺恩咨询、国盛证券研究所

部分中小影院经营困难大量关停。当前全国影院业绩分化明显，其中有 31.3%影院单影院年票房收入不足 200 万，票房贡献占比仅仅为 4.4%。由于票房增速放缓，供给过大，

今年多数影院面临单银幕产出下滑问题，甚至难以实现盈亏平衡，已经有经营不善的影院面临退出，根据艺恩的数据，2017年关停影院246家。

图表 84: 2017年全国影院票房收入规模分布



资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

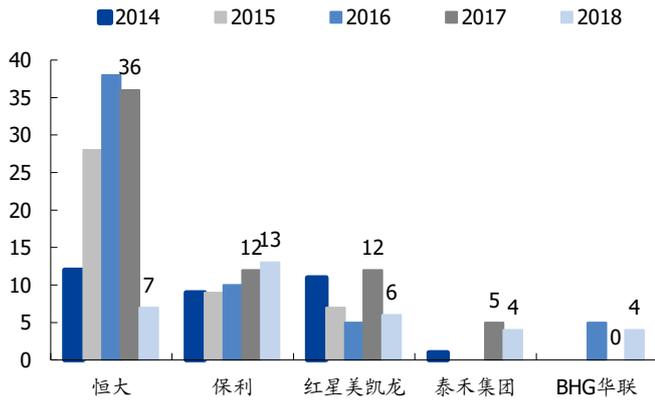
图表 85: 2016-2017年运营影院数量及减少影院数(单位: 个)

	2016年运营影院数	2017年运营影院数	2017年减少影院数
一线城市	791	778	13
二线城市	2,251	2,191	60
三线城市	1,654	1,606	48
四线城市	1,935	1,854	81
五线城市	1,296	1,253	43
全国	7,927	7,682	245

资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

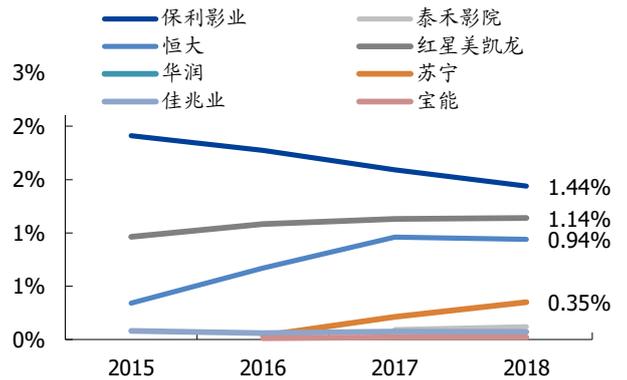
地产系公司通过自建或者收购积极进驻影院行业，构成行业新增供给来源之一。由于电影院具有吸引客流的作用，保利、华润、宝能、嘉凯城等地产公司近年积极进入影院行业，制定了影院开设计划。地产背景的公司运营影院的优势体现在三个方面：1) 获得较低的租金成本。以地产龙头万达为例，其租金成本占放映业务收入的11%左右，相比于其他传统院线公司较低。2) 占据商业价值较高的商圈。购物中心的选址优势为影院提供了较好的地理位置，可以获得较为优质的物业和密集的人流量。3) 形成商业地产和影院的良性生态系统。影院和购物中心之间相互导流，满足观影人群的多项社交娱乐需求。2018年地产系影院均持续增加影院数量，其市占率总体也有所提升，逐渐成为和头部传统院线公司角逐的重要力量。地产背景的影投公司市占率有明显提升。

图表 86: 2014-2018 年地产系影投公司当年新增影院数量



资料来源: 赢商大数据, 国盛证券研究所

图表 87: 2015-2018 年地产系影投公司市占率



资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

我国现有 48 条院线多为国资背景, 但政策支持跨所有制并购。2018 年 12 月, 国家电影局下发了《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》, 鼓励电影院线公司并购重组, 鼓励跨地区、跨所有制进行院线整合, 并购重组须报国家电影局审批。《意见》为未来跨所有制并购解决了主要障碍, 有利于推动行业未来横向整合。

图表 88: 中国 48 条院线影院数量及性质

序号	名称	旗下影院数量	是否为国企	序号	名称	旗下影院数量	是否为国企	序号	名称	旗下影院数量	是否为国企
1	万达院线	508	否	17	武汉天河	76	是	33	山东鲁信	52	是
2	大地院线	1048	否	18	湖北银兴	152	是	34	世纪环球	42	否
3	中影数字院线	826	是	19	辽宁北方	186	是	35	温州雁荡	108	否
4	上海联合院线	---	是	20	完美世界院线	294	否	36	江苏东方	90	是
5	中影南方新干线	606	是	21	上海大光明	87	否	37	明星时代数字院线	45	否
6	中影星美	610	是	22	浙江星光	111	是	38	华夏新华大地	35	否
7	广州金逸珠江	397	否	23	湖南潇湘	214	是	39	贵州星空院线	48	是
8	横店院线	388	否	24	湖南楚湘	242	是	40	中广国际	102	是
9	江苏幸福蓝海院线	306	是	25	吉林吉影	109	是	41	四川峨嵋	42	是
10	华夏联合	385	是	26	山东新世纪	155	是	42	内蒙古民族院线	110	是
11	河南奥斯卡	277	是	27	河北中联	240	是	43	新疆华夏天山院线	64	是
12	浙江时代	326	是	28	深影橙天院线	152	否	44	甘肃新视界院线	68	是
13	北京新影联	177	是	29	江西星河	154	是	45	天津银光	42	是
14	北京红鲤鱼数字院线	830	否	30	福建中兴	172	是	46	西安长安	41	是
15	保利万和	211	是	31	长城沃美	37	否	47	新疆公司	35	是
16	四川太平洋	319	是	32	九州中原院线	185	否	48	上海弘歌	25	否

资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

12 月电影局印发《意见》, 鼓励院线行业并购整合。2018 年 12 月电影局印发《加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》, 主要内容有 1) 鼓励银幕扩张到 8 万以上。2) 深化院线改革, 鼓励发展院线公司, 鼓励跨区域、跨所有制的院线并购整合。3) 鼓励电影院积极采用先进技术, 对放映环境和设备设施进行升级改造, 提高放映质量。若银幕扩

张至8万块，未来两年银幕将保持15%左右增速，由于影院建设是院线公司基于成本收益理性考量的市场化行为，实际银幕建设速度仍需观察。政策鼓励院线公司跨区域、跨所有制并购，未来行业内资金实力和运营能力兼备的龙头院线行业有望把握整合机会提升市占率。政策鼓励影厅品质升级或将进一步提升票价。

上市公司保持扩张步伐，但扩建速度有所放缓。2018-2019年各上市院线公司仍保持一定的扩建数量。以扩张速度较快的万达电影和横店影视为例，万达电影计划2019年增加80-100家影院。横店影视2019年增加50-60家影院，新增影院数量相较16、17年没有明显减少，但影院增速从超过20%放慢至15%左右。

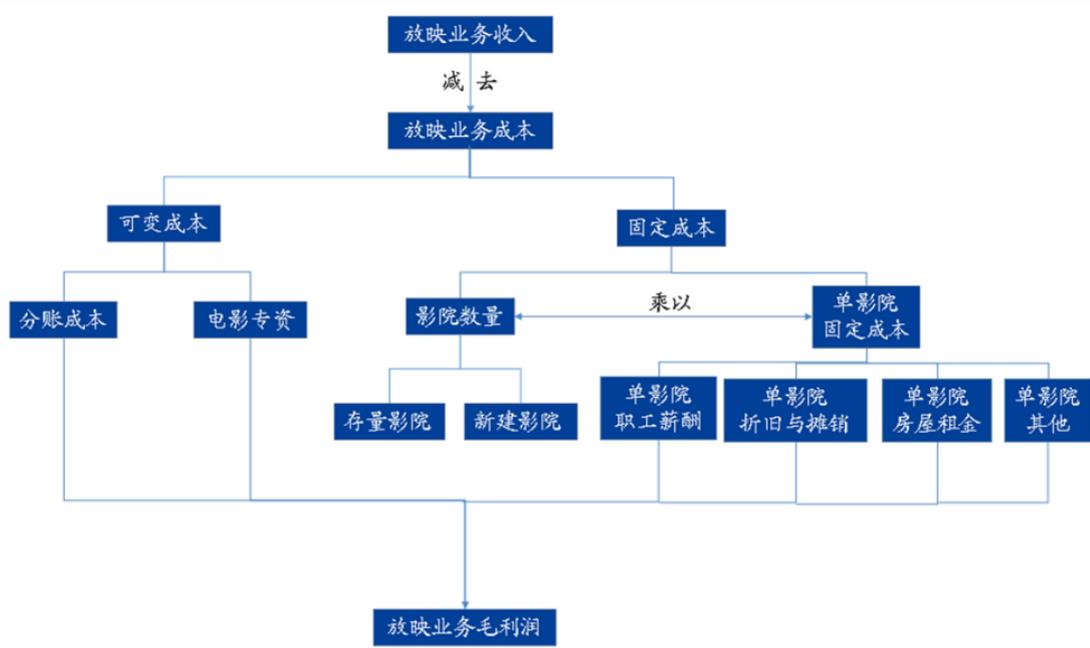
图表 89: 2014-2019 各影投公司新增影院数量 (家)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
万达电影	40	43	100	115	86	80-100
横店影视	39	39	44	43	58	50-60

资料来源: 各公司财报, 艺恩咨询, 国盛证券研究所

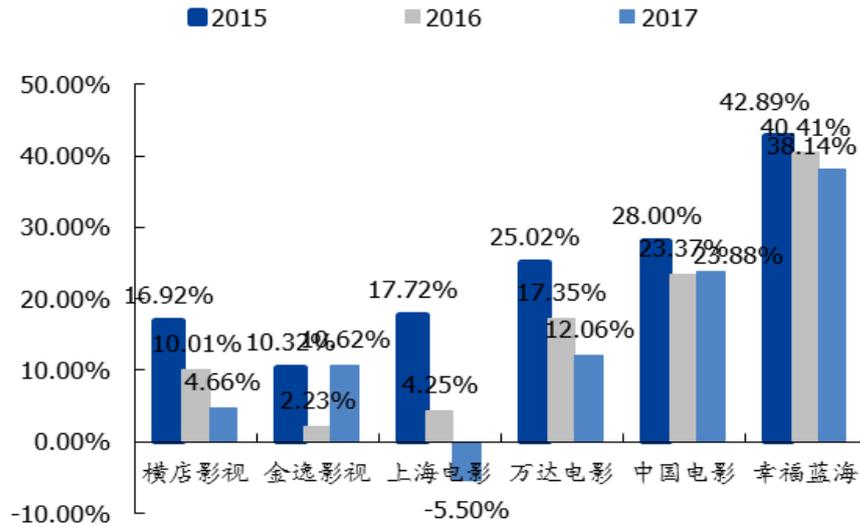
院线公司放映业务利润率弹性较大，行业整合后将充分受益。院线公司的可变成本包括对上游片方的分账成本和电影专资，占收入比例较为固定；对放映业务利润影响较大的是各影院的固定成本，而固定成本总额=单影院固定成本（职工薪酬、折旧摊销、房屋租金、物业水电等）*影院数量。由于今年上市公司扩张较快，叠加行业竞争激烈单银幕产出下滑，放映业务毛利率下降较多，以资产联结型院线横店影视和万达电影最为典型。因此当停止扩张并进入行业整合期之后，上市公司中资产联结型院线公司的利润率弹性也较大。

图表 90: 放映业务毛利率分拆



资料来源: 产业调研, 国盛证券研究所整理

图表 91: 2015-2017 年各上市公司放映业务毛利率



资料来源: 各公司财报, 国盛证券研究所

3.4 中国院线公司现金流较为充盈, 估值 EV/EBITDA 仅略高于海外

院线公司现金流较好, 当前由于院线公司处于扩张期, 资本开支较多, ROE/ROIC 有所下降, 但除幸福蓝海 (还有内容制作业务) 之外, 院线公司 2017 年 ROE/ROIC 基本在 10% 以上。

图表 92: 2014-2017 年院线公司 ROIC (单位: %)

可比公司	2014	2015	2016	2017
万达电影	30.83%	15.25%	10.37%	9.52%
上海电影	24.06%	22.50%	15.64%	12.14%
中国电影	12.07%	18.57%	12.29%	9.57%
全逸影视	14.52%	24.89%	16.02%	11.75%
幸福蓝海	6.68%	8.35%	7.14%	5.90%
横店影视	16.26%	37.07%	32.83%	20.03%

资料来源: 各公司财报, 国盛证券研究所

图表 93: 2014-2017 年院线公司 ROE (单位: %)

可比公司	2014	2015	2016	2017
万达电影	26.71%	13.02%	13.16%	12.99%
上海电影	27.24%	24.67%	12.25%	12.25%
中国电影	12.66%	18.11%	9.38%	9.34%
全逸影视	32.57%	36.84%	22.63%	11.22%
幸福蓝海	6.96%	8.32%	6.10%	5.84%
横店影视	42.79%	51.01%	37.43%	16.75%

资料来源: 各公司财报, 国盛证券研究所

考虑到中国观影人次仍有增长, 龙头市占率仍有提升可能, 当前横店影视、万达电影估值已经较低。影院重资产运营, 为剔除折旧摊销影响, 海外常用 EV/EBITDA 的估值方法。北美院线巨头 RGC, CNIMARK 的 EV/EBITDA 在 8-9 倍之间, AMC 的 EV/EBITDA 从 8 倍抬升到 13 倍, 主要原因是收购第四大院线 Carmike 市占率进一步提升。国内院线公

司:除金逸影视之外,其他院线 EV/EBITDA 在 13.7-18.3 倍之间,考虑每年票房增速 10% 左右,院线公司 2018 年 EV/EBITDA 有望进一步下降。海外院线行业观影人次不增长,院线公司不再进行大规模扩张,通过分红给予投资者回报,而国内观影仍有增长,因此估值更高。

图表 94: 可比公司历史 EV/EBITDA

影视公司	股票代码	EV/EBITDA			
		2014	2015	2016	2017
喜满客影城	CNK.N	9.6	8.3	8.9	8.2
君豪娱乐(退市)	RGC.N	8.9	8.4	8.2	9.1
AMC 娱乐控股	AMC.N	9.7	8.3	13.7	13.3
万达电影	002739.SZ	37.2	24.4	19.8	17.8
金逸影视	002905.SZ	7.6	5.8	6.6	6.8
幸福蓝海	300528.SZ	25.9	17.7	16.7	16.3
中国电影	600977.SH	21.9	15.5	16.5	14.5
上海电影	601595.SH	23.3	19.9	17.1	18.3
横店影视	603103.SH	29.5	14.6	13.5	13.7

资料来源: Wind、国盛证券研究所

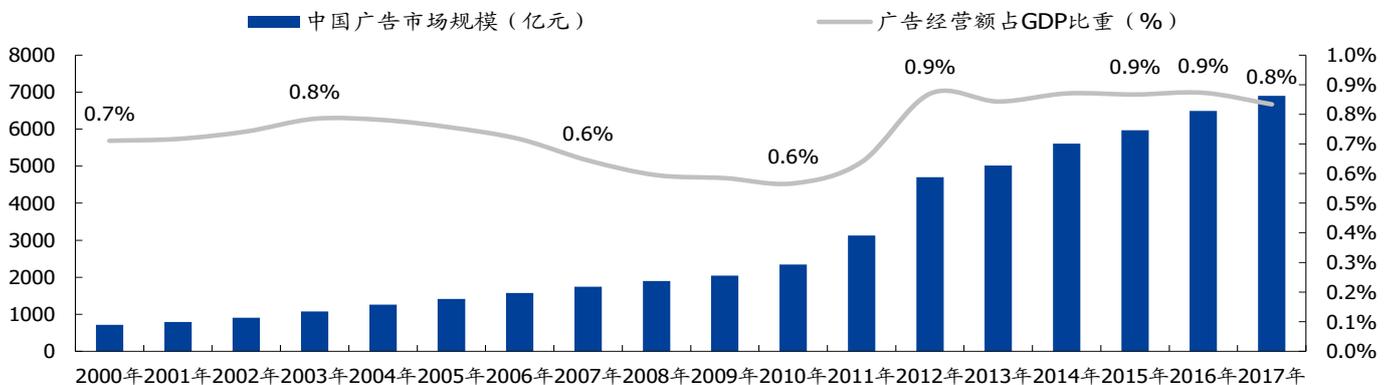
4. 广告: 经济下行背景下广告大盘承压, 但信息流广告与楼宇广告占比仍在提升

4.1 总量来看, 广告是周期性行业, 消费增长疲软下, 广告大盘压力已经显现

广告行业周期性明显, 消费承压后广告市场面临考验。

- 中国广告经营额波动与 GDP 较为一致。据工商局统计, 2017 年中国广告市场经营额近 6900 亿元, 广告市场经营额占 GDP 比重 2012 年后基本稳定在 0.9%, 而美国广告市场规模占 GDP 比重为 1.0%-1.1%, 主要原因为中国经济总量受消费拉动程度低于美国。而在经济景气度下行背景下, 广告市场已现疲态, 周期性较为明显。

图表 95: 2000 年-2017 年中国广告市场规模及占 GDP 比重

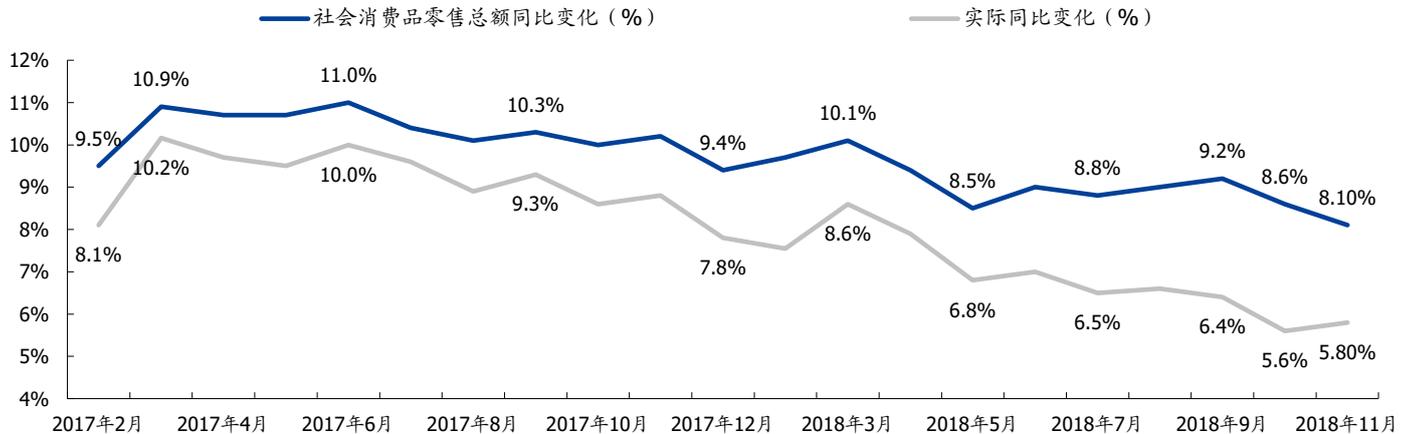


资料来源: 国家工商总局, 国盛证券研究所

- 2018 年下半年广告市场已经出现疲态。2018 年我国社零总额名义与实际同比增速

均呈下滑趋势，社融实际增速创2年新低，而据CTR数据，2018年下半年全媒体刊例花费已有明显下滑趋势。

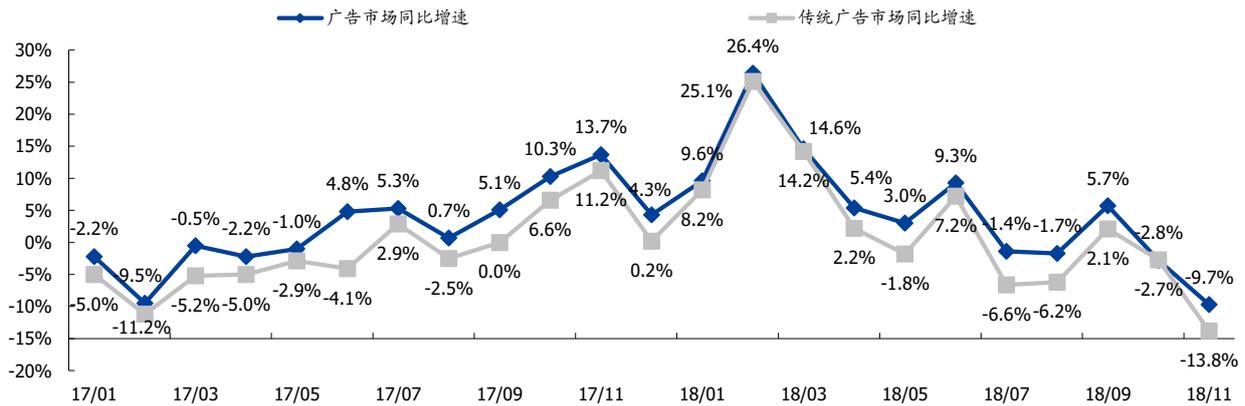
图表 96: 2017年-2018年11月社会消费品零售总额月度同比变化及实际同比变化 (%)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所;

注: 据国家统计局, 社零数据1月与2月一起统计。

图表 97: 2017年-2018年11月全媒体及传统广告市场同比增速 (%)

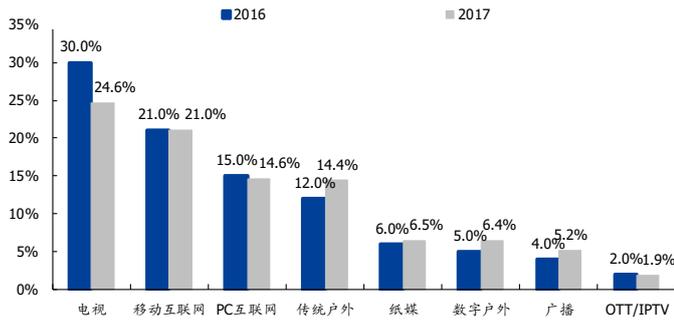


资料来源: CTR, 国盛证券研究所;

注: CTR 媒体花费逢季度、半年度、年度末均为累计数据。

电视广告预算占比显著下降，投放结构向户外、互联网倾斜。当前，电视占广告预算比例仍然较高，但2013年-2017年我国人均电视收视时长持续减少，2017年电视媒体投放预算占比显著下降，且目前高收视时长人群以60岁以上银发一组及14岁以下青少年儿童为主，该人群广告价值相对较低。从电视广告内部看，传统电视媒体广告投放头部效应加剧，央视国家品牌计划拉动增长，省级及以下卫视均不同程度萎缩。从广告行业看，电视媒体投放下滑反映行业蛋糕重新切分，预算投放结构预将持续向户外楼宇、互联网（信息流）等倾斜。

图表 98: 2016-2017 年全媒体广告预算分配



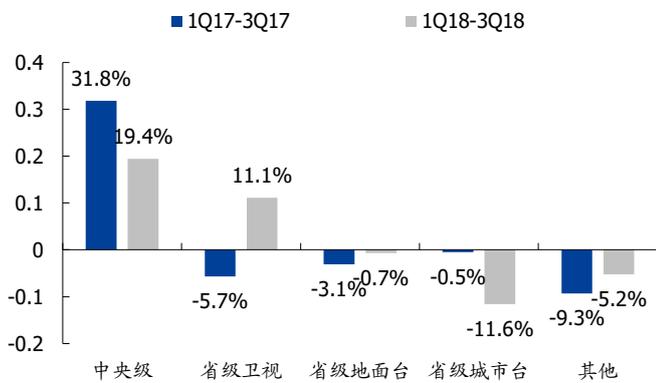
资料来源: CTR, 国盛证券研究所

图表 99: 2013~2017 年我国人均日收视时长及同比变化 (分钟, %)



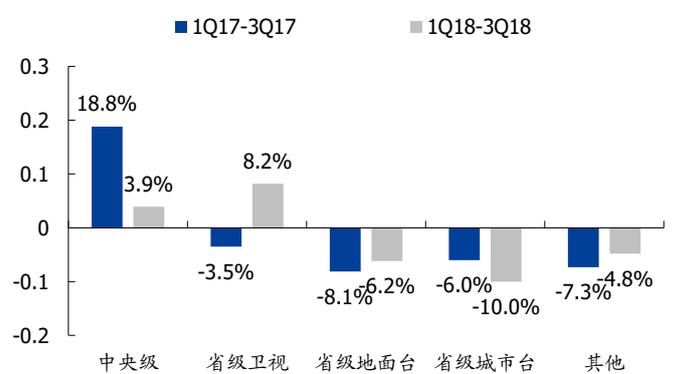
资料来源: CTR, 国盛证券研究所

图表 100: 2017 年-2018 年前三季度电视各级频道广告刊例收入增速 (%)



资料来源: CTR, 国盛证券研究所

图表 101: 2017 年-2018 年前三季度电视各级频道广告总时长变化 (%)

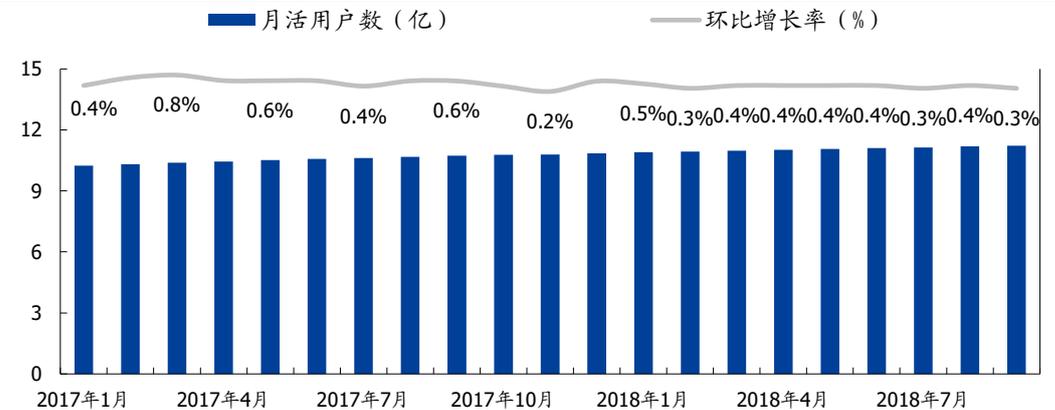


资料来源: CTR, 国盛证券研究所

4.2 信息流广告: 流量红利耗尽, 收入增长切换到加载率提升拉动

流量红利耗尽, 时长难增长, 各赛道争夺用户注意力。流量与时长方面, 移动互联网用户规模增长停滞, 人均单日使用时长见顶; 全媒介横向对方面, 互联网在全媒体中时长占比近 3 成, 未来扩张空间有限。互联网争夺焦点转化: 流量红利耗尽, 时长见顶的大背景下, 我们认为互联网争夺战由争抢流量变为细分赛道时长的此消彼长。

图表 102: 2017 年-2018 年 9 月移动互联网月活用户数及增速 (%)



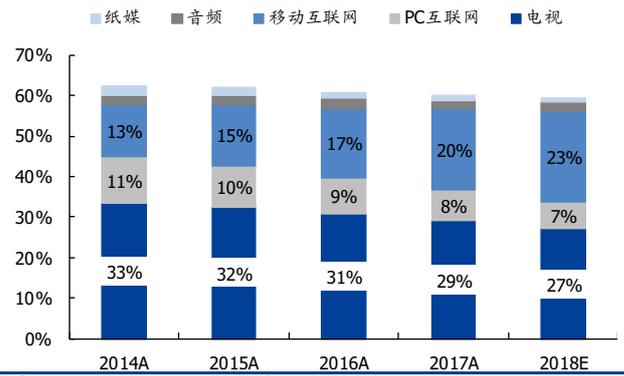
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 103: 2017年-2018年9月移动互联网用户人均单日使用时长



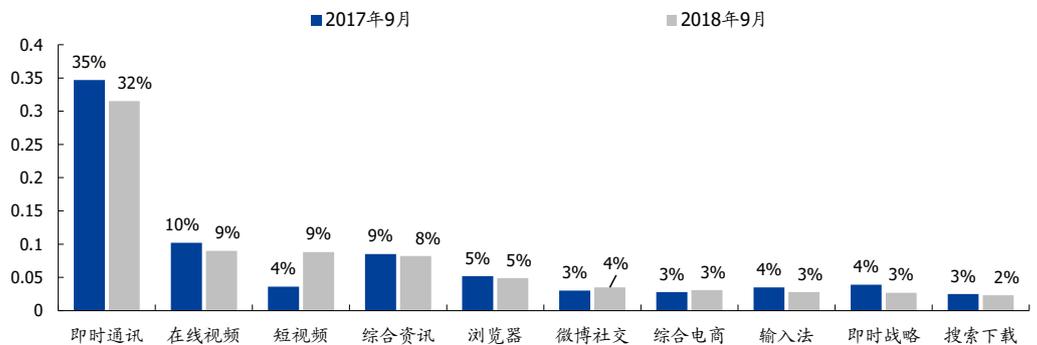
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 104: 中国成年人使用各媒体时长占比 (%)



资料来源: eMarketer, 国盛证券研究所

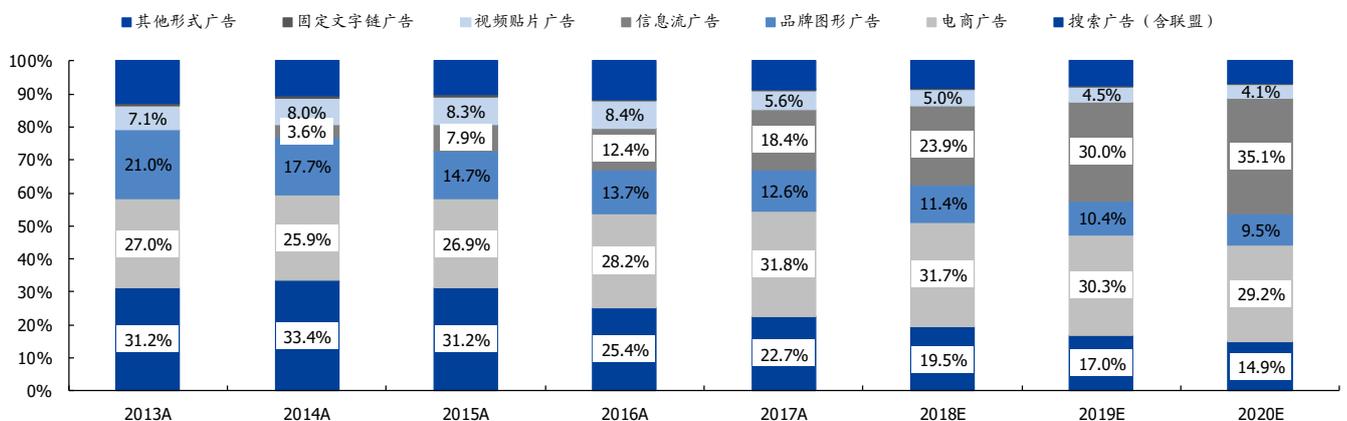
图表 105: 2017年-2018年9月移动互联网用户人均单日使用时长占比 (%)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

信息流、电商广告当前增长较快，互联网广告内部分化加大。从互联网广告内部结构形式看，2013年-2017年，信息流广告、电商广告增长迅猛，搜索广告、贴片广告等份额被蚕食。艾瑞预计，2018-2020年，信息流广告占比持续上升至35%，主要由于信息流广告作为移动端原生广告有移动化、碎片化特征，更加适应移动用户习惯，电商广告将稳中有降至29%，主要原因是未来电商广告库存见顶，转化率边际改善不明显。

图表 106: 2013-2020E 互联网广告收入结构变化

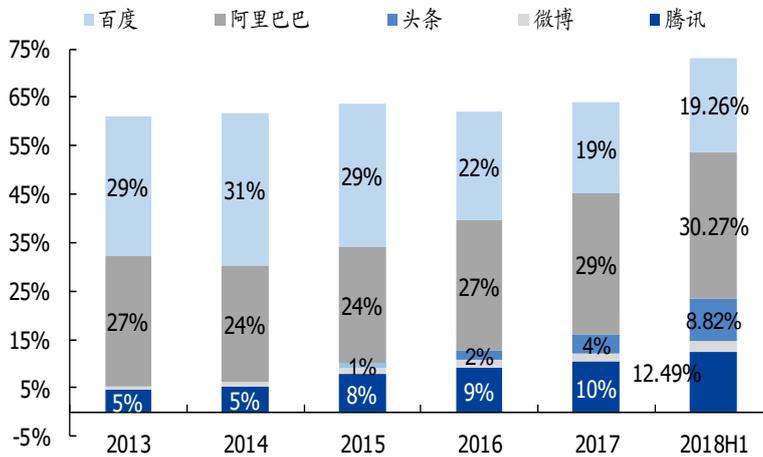


资料来源: 各公司财报, 前瞻产业研究院, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

数字广告竞争来看: BAT 严防死守, 头条系异军突起。从互联网广告收入看, 1H18 BAT 占互联网平台收入约 62%, 信息流、电商广告为主的腾讯、头条及阿里侵占百度份额的

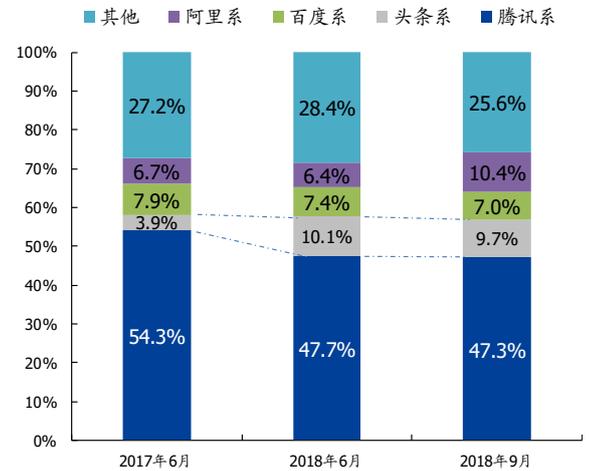
趋势明显。从移动互联网 App 总时长占比变化上看，BAT 总是用市场占比不断提高，阿里系时长变现能力更强，腾讯系高时长的微信、QQ 为即时通讯产品，广告容忍度低。头条系产品时长占比目前稳定在 10% 左右，产品主要依赖信息流形式，广告容忍度高，变现能力强。从整体格局上看，行业集中度不断系由于主要流量入口把握在 BAT 及头条手中。

图表 107: 2013-18H1 部分主要互联网平台广告收入占互联网广告比重 (%)



资料来源: 各公司财报, 前瞻产业研究院, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 108: 移动互联网巨头移动 App 总时长占比变化



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

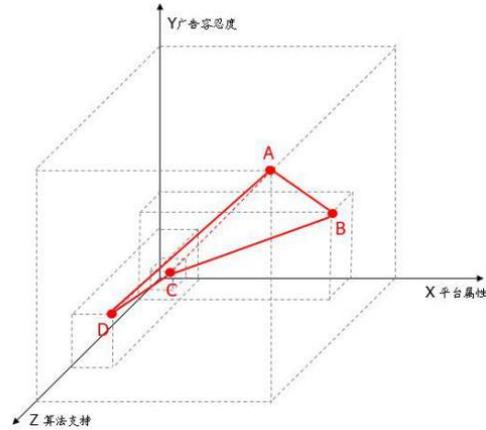
信息流广告收入增长关键在于提升加载率。信息流广告收入与用户量、加载率、填充率、CPM 等有关，关键在于加载率。从信息流广告原理看，我们认为用户对广告容忍度与平台属性、算法优化程度有关。平台属性主要分为强社交属性平台如微信，及强媒体属性平台如头条，媒体属性越强，用户对广告容忍度较高。而算法优化可以提高广告精准度，节省广告主的成本，提升转化率，同时对用户体验伤害小。提高算法或拓展平台属性对提升加载率有支持作用。

图表 109: 信息流广告收入测算模型



资料来源: 产业调研, 国盛证券研究所整理

图表 110: 广告容忍度与平台属性、算法支持关系



资料来源: 产业调研, 国盛证券研究所整理

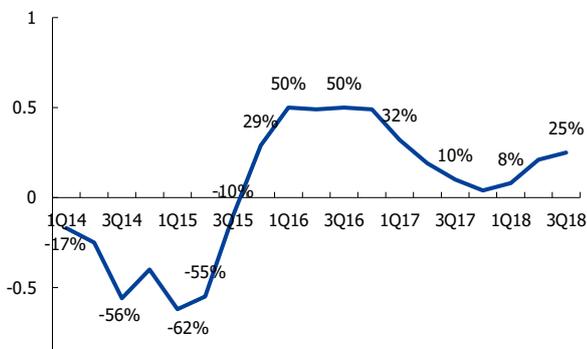
主流信息流 App 广告加载率相对低, 存在提升空间。月活 2 亿以上级别主流应用广告加载率相对低, 除今日头条外, 均不足 10%, 对标 Facebook 广告加载率 15%, 信息流广告主流平台加载率仍有较大空间。广告价格方面, Facebook 在提升广告加载时, 通过提升转化率与巩固议价能力, 稳定广告价格水平, 使广告收入不断增长。其中强媒体属性平台加载率提升空间更大。从平台性质看, 微博、头条、抖音均属于强媒体性质平台, 媒体属性与 Facebook 相似甚至比 Facebook 更强, 提升广告加载率对用户体验边际影响低, 天花板较高。微信朋友圈属于强社交性质平台, 尽管广告库存较大, 但加载率提升空间难对标 Facebook。

图表 111: 当前全球各主要广告媒体平台月活用户数及广告加载率

	月活用户数	广告加载率
微信	10.82	2 条/天
微博	4.46	8%
今日头条	2.54	15%-20%
抖音	2.31	5%
QQ	8.02	
Facebook	22.71	15%

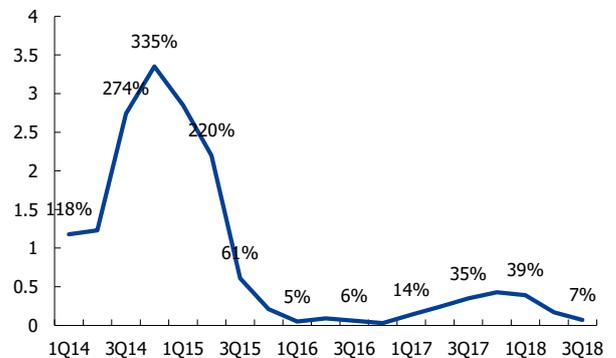
资料来源: 产业调研, 国盛证券研究所

图表 112: 1Q14-3Q18 Facebook 广告数量同比变化 (%)



资料来源: Facebook 财报, 国盛证券研究所

图表 113: 1Q14-3Q18 Facebook 单个广告价格同比变化 (%)



资料来源: Facebook 财报, 国盛证券研究所

我们测算朋友圈信息流广告上限为 505 亿元。目前, 微信朋友圈单日最大广告加载量为 2 条, 隐含广告加载率 (Ad Load) 为 4%, 人均 Feeds 数为 50 条/天。朋友圈广告空间

上限为 505 亿元。极限假设下：1) 微信时长与用户均无明显增长；2) 朋友圈广告加载率 10% (平台属性不同故不能直接对标 Facebook 加载率 15%)；3) 填充率/售卖比为 80%；4) 广告加载率提升导致广告单价降低，CPM 为 60 元/千次，朋友圈广告空间上限为 505 亿元。

图表 114: 2018E 朋友圈广告关键假设及收入预测

关键假设	变量
人均广告条数	2 条/天
— 隐含假设:	
人均 Feeds 数	50 条/天
广告加载率	4%
广告填充率	67.20%
平均 CPM 价格	79.31 元/千次
MAU	7.2 亿
朋友圈使用率	80%
时间	365 天
2018 年朋友圈广告收入	180 亿元

资料来源: 微信广告助手, 国盛证券研究所测算

图表 115: 朋友圈广告空间测算

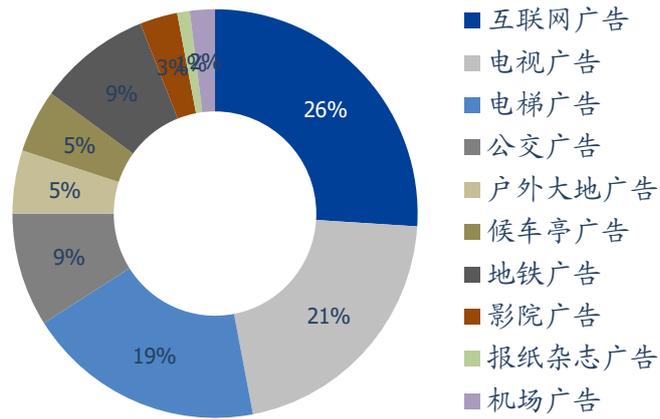
关键假设	变量
人均广告条数	5 条/天
— 隐含假设:	
人均 Feeds 数	50 条/天
广告加载率	10%
广告填充率	80.00%
平均 CPM 价格	60 元/千次
MAU	7.2 亿
朋友圈使用率	80%
时间	365 天
微信朋友圈广告空间上限	505 亿元

资料来源: 微信广告助手, 国盛证券研究所测算

4.3 电梯广告: 占广告大盘比重仍有望提升, 分众点位加速扩张致使毛利率下行, 预计明年中开始边际改善

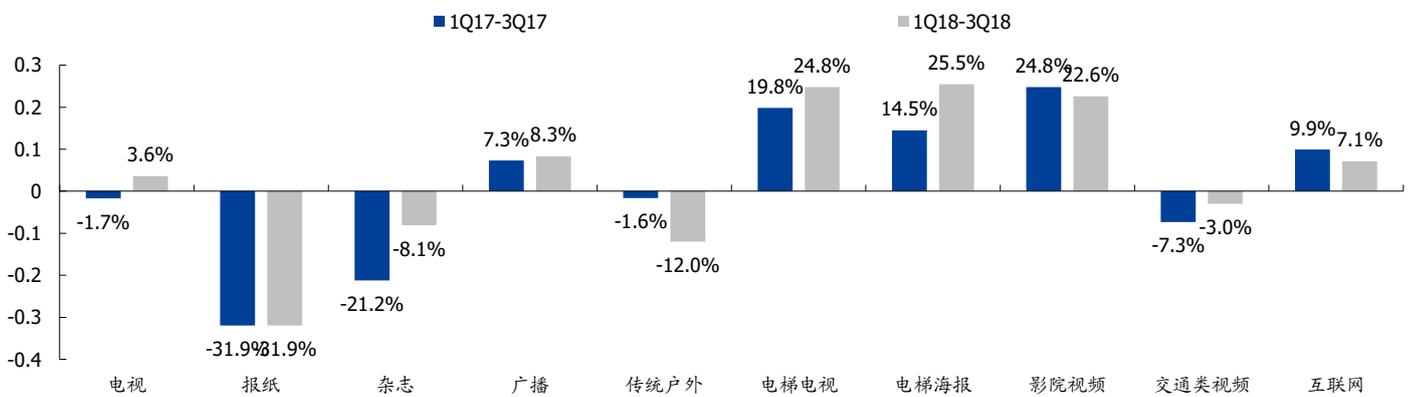
电梯广告的眼球份额仅次于互联网广告和电视广告, 收入占比仍有望提升。在 10 大主流媒体中楼宇广告眼球份额居于第三位。楼宇电梯是城市中产通勤场景及生活场景中不可或缺的场景, 且乘客在电梯中通常信号较差, 空间拥挤等问题, 收看电梯广告成为乘客在电梯中的“娱乐”方式, 对用户体感不造成伤害, 因此电梯广告到达率较高, 品牌效果较好。据 CTR 数据, 2018 年前三季度报纸、杂志广告贡献量延续 2017 年下滑趋势, 报纸贡献量下滑最大为 31.9%, 传统户外广告对收入贡献同比下降 12.0%。电梯电视、电梯海报及影院视频增长贡献量延续上升态势, 分别对增长贡献 24.8%、25.5%及 22.6%, 说明电视、报纸等传统媒体广告向互联网广告、楼宇广告转移。

图表 116: 全媒体广告眼球份额 (%)



资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所

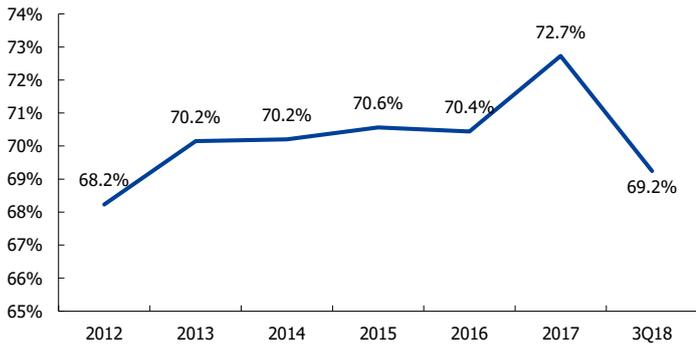
图表 117: 2017 vs 2018 年各媒介增长贡献量



资料来源: CTR, 国盛证券研究所

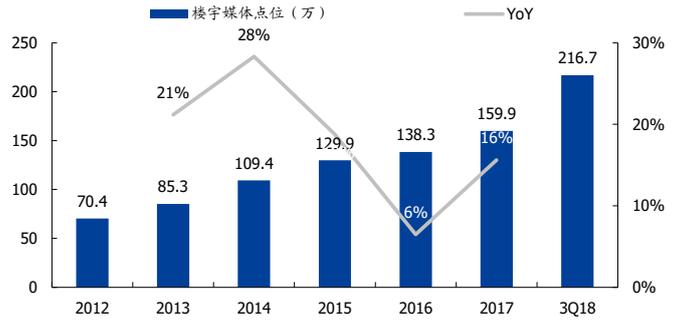
点位加速扩张, 分众传媒毛利率、ROE 短期承压。分众传媒 2018 年前三季度实现营收 108.77 亿, 同比增长 24.59%; 实现净利 48.1 亿元, 同比增长 22.81%, 分众传媒预计 2018 年归属上市公司股东净利润变动幅度为-3.41%到 3.25%, 意味着 18Q4 业绩同比下滑, 主要原因在于毛利率的变化。截至 1H18, 公司楼宇媒体收入 57.76 万元, 同比增长 30.47%; 截至 3Q18, 公司楼宇点位 216.7 万, 毛利率 69.20%, 同比下滑 3.5pct, 主要是因为加速扩张媒体点位、但收入增速变化幅度较小, 使得短期刊挂率下降。而点位扩张叠加经济下行之下广告主回款变慢使得经营现金流下降, ROE 从高位下降。由于 18 年上半年, 公司毛利率和 ROE 高基数, 2019 年上半年预计将同比下降, 而随着库存点位的逐步销售, 刊挂率逐步提升, 且 18 年下半年产能利用率下降行程低基数, 预计 19Q2 末毛利率开始同比回升。

图表 118: 2012年-2018E 分众传媒楼宇媒体广告毛利率 (%)



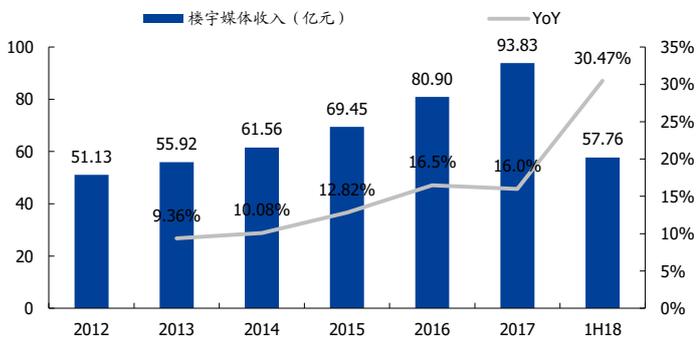
资料来源: 分众传媒财报, 国盛证券研究所

图表 119: 2012年-2018E 分众传媒楼宇媒体总点位数及增速 (万, %)



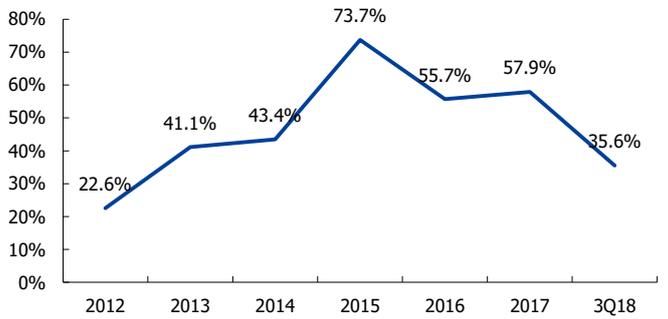
资料来源: 分众传媒财报, 国盛证券研究所

图表 120: 2012年-1H18 分众传媒楼宇媒体收入及增速 (亿元, %)



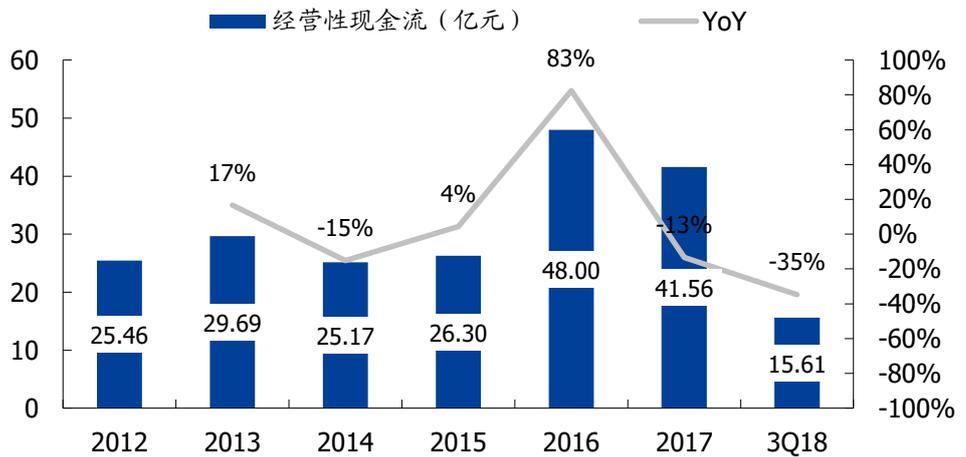
资料来源: 分众传媒财报, 国盛证券研究所

图表 121: 2012年-3Q18 分众传媒 ROE (%)



资料来源: 分众传媒财报, 国盛证券研究所

图表 122: 2012年-3Q18 分众传媒经营性净现金流及同比变化率 (亿元, %)



资料来源: 分众传媒财报, 国盛证券研究所

5. 标的推荐

5.1 游戏（低估值、付费天花板较高）：推荐腾讯控股、完美世界、吉比特，关注世纪华通、三七互娱

【腾讯控股】

(1) 流量生态稳固, 2018 年前三季度腾讯系 APP 总时长绝对值仍保持两位数增长, 2018 年微信占移动互联网总时长比例稳定在 25% 左右;

(2) 腾讯未上线游戏中 15 款已取得版号, 中短期游戏发行具备缓冲垫; 19 年多款大作蓄势待发, 如《完美世界手游》《剑网 3》《DNF 手游》等;

(3) 腾讯社交广告加载率和填充率提升下中期增长动力强, 但长期收入空间有限;

(4) 腾讯积极调整组织架构, 拥抱产业互联网, 为第二增长曲线蓄力。

【完美世界】

(1) 完美世界受版号影响 3Q/4Q18 无重点游戏上线, 如《完美世界手游》《梦间集天鹅座》等游戏均因无版号而延期, 版号放开后公司游戏业务反弹动能较强;

(2) 完美世界与 V 社 (Valve) 合作建立 Steam 中国 (预计 2019 年年中落地), 后续 IP 合作开发空间较大; 公司将于 2019 年在上海承办 DoTA2 TI9 赛事, 预计赛事热度较高, 公司运营的 DoTA2 国服有望受益;

(3) 3Q18 公司影视作品确认较少, 预计将有多部电视剧在 4Q18 或 1Q19 确认; 且电视剧回款期临近, 现金流有望改善。

【吉比特】

(1) 《问道》手游上线两年半依然稳定在 iOS 游戏类畅销榜 TOP20 左右; 2018 年 11 月底上线的 Rogue-like 游戏《贪婪洞窟 2》表现超预期, 上线以来稳定在 iOS 付费榜榜首, 并进入游戏类畅销榜 TOP40。公司后续游戏储备还包括《螺旋英雄谭》《跨越星弧》《原力守护者》等 (均有版号), 产品储备充足;

(2) 公司 Rogue-like 等细分品类优势逐步凸显, 《贪婪洞窟》系列、《不可思议迷宫》系列以及《长生劫》等作品 TapTap 评分均在 8 分以上, 用户粘性高, 雷霆游戏平台口碑得到进一步积累;

(3) 公司整体现金流稳健、商誉规模小、质押率较低, 财务质量较为健康。

【世纪华通】

(1) 世纪华通拟注入盛大游戏资产, 后者是国内老牌游戏厂商, 研发实力强, 拥有《热血传奇》系列、《龙之谷》系列、《传奇世界》系列、《冒险岛》、《永恒之塔》等优质核心游戏产品, 产品涵盖端游、页游和手游全品类。2018 年初腾讯 30 亿元战略入股盛大游戏, 盛大与腾讯实现深度绑定, 后续增长可期;

(2) 盛大游戏 2018 年 11 月下旬上线的《光明勇士》表现良好, 后续储备还包括自主研发的《辐射避难所 OL》以及腾讯独代的《龙之谷世界》等重磅产品;

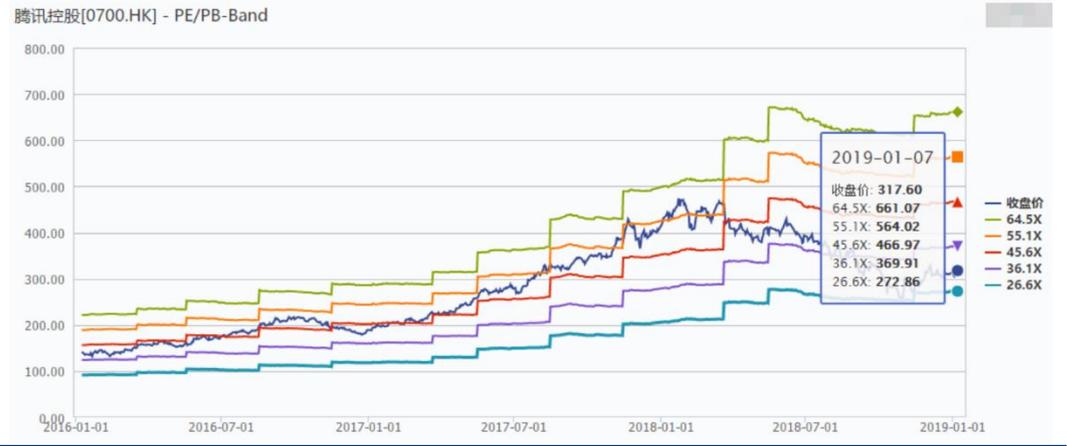
(3) 世纪华通自 2014 年起先后收购天游、七酷、点点互动向游戏研运一体转型, 并向海外发行进军。其中点点互动是国内出海龙头公司之一, 旗下作品包括《阿瓦隆之王》和《火枪纪元》等生命周期长、竞争壁垒高的 SLG 大作, 适应未来游戏出海大趋势。

【三七互娱】

(1) 三七互娱现有产品《永恒纪元》《大天使之剑 H5》等稳定贡献现金流; 代理游戏《鬼语迷城》《仙灵觉醒》等亦有不俗表现。3Q18 爆款手游《屠龙破晓》助推公司单季营收创历史新高 (22.3 亿元)。公司后续产品包括《斗罗大陆 H5》、奇迹类、传奇类手游等, 业绩释放值得期待;

- (2) 公司剥离汽车零部件业务后资产结构和股权结构得到优化，未来将更加聚焦游戏主业，强化自身核心竞争力；
- (3) 公司整体现金流充裕，发布回购方案显示对公司长期发展的信心。

图表 123: 近三年腾讯控股 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 124: 近三年完美世界 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 125: 近三年吉比特 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 126: 近三年世纪华通 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 127: 近三年三七互娱 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



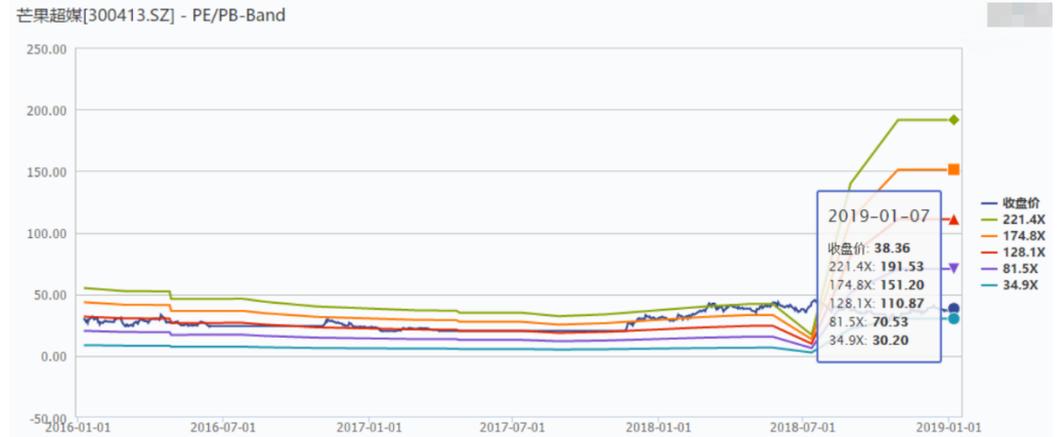
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2 视频网站 (付费率天花板较高): 推荐背靠湖南广电、综艺自制能力突出的芒果超媒

【芒果超媒】

- (1) 唯一广电背景在线视频平台，影视行业监管趋严下抵御风险能力较强；
- (2) 强大自制能力持续输出优质内容，丰富综艺类型提升收入的同时平滑波动性。大力拓展生活、文化类综艺，《妻子的浪漫旅行》超预期证明持续创新能力；
- (3) 受益于视频网站付费红利，内容拉动流量。视频用户付费习惯正在养成，预计2020年公司用户规模接近2亿，付费率达10%，ARPU值达150元，会员收入将达30亿。2018年《妻子的浪漫旅行》(播放量14亿)、《勇敢的世界》(播放量17亿)，2019年迭代综艺将趁热推出，或将持续吸引流量。

图表 128: 近三年芒果超媒 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.3 其他付费: 推荐图片正版化龙头视觉中国

【视觉中国】

- (1) 优质图片资源行业领先，图片管理、版权追踪等技术实力强，整体服务壁垒高；
- (2) 图片市场正版化率提高能直接促进市场的有效转化，为行业带来增量，视觉中国作为龙头图片内容平台，上下游议价能力强，有望持续受益于正版化红利；
- (3) 客户资源优质，布局完善。与BAT等流量巨头合作，获取长尾资源，并利用微利图库布局中小客户市场，长期发展空间值得期待。

图表 129: 近三年视觉中国 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.4 院线（供给端中长尾出清，单银幕产出企稳回升）：推荐万达电影、横店影视

【万达电影】

（1）院线龙头，运营效率突出。万达院线市占率已连续九年位居国内首位，单银幕产出较行业平均水平高出约70%；2017年非票收入占比34%，通过打通衍生品上下游，结合自有商场推出全方位营销计划，吸引高端院线加盟广告业务，非票业务收入保持增长；

（2）行业影院供给逐步出清，龙头院线中长期有望把握纵横整合机会。2017年票房收入200万的影院数量占比超过30%，中长尾影院将进一步出清。公司运营能力资本实力兼备，将把握行业整合机会提升市占率。

【横店影视】

（1）民营院线及影投领先者，前瞻布局三四五线城市。2017年三线以下城市票房占比40%，低线城市影院数占比超70%；

（2）非票业务增长可期，卖品和广告贡献超过70%的毛利，是利润的主要来源，随着中国特色非票经营模式的逐步推广，仍有增长。

图表 130: 近三年万达电影 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 131: 近三年横店影视 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.5 广告（总量承压，但信息流广告与楼宇广告占比仍在提升）：推荐楼宇媒体龙头分众传媒、竞争格局边际改善的华扬联众

【分众传媒】

（1）广告行业周期性较强，但分众中长期逻辑未变，即楼宇广告抢占纸媒及三四线电视份额+传统行业广告主电梯认可度提升，楼宇花费占比依然处于提升态势；

（2）分众核心竞争壁垒：规模效应+销售能力+品牌效应。竞争对手点位扩张较快，但销售能力提升速度不匹配，行业下行周期逆势扩张风险较高；

（3）点位高速扩张导致刊挂率短期下降、毛利率下行，通过推千楼千面计划，拓展中小客户，渠道下沉过程中刊挂率有望回升，预计19年二季度后业绩增速将有所回暖。

【华扬联众】

（1）数字营销代理商向上承接广告主需求，向下对接互联网媒体平台，享受互联网广告市场较高的景气度；公司是国内数字营销代理龙头，多年蝉联中国互联网广告公司综合服务水平 No.1，过去5年营收复合增速达到38%；

（2）目前数字营销行业资本红利期结束，并购大幅放缓，标的三年对赌亦陆续到期，行业竞争环境转为宽松，改善毛利率水平；公司18年营收规模将破百亿，规模效应逐步凸显，公司影响力和议价能力提升，媒体返点比例企稳，毛利率未来有望止跌回升；公司还将继续推进广告策划等高毛利服务，带动整体毛利率提高；

（3）公司18年初公布员工股权激励计划，以18-20年50%/40%/38%的净利增速为解除限售条件之一，充分调动员工积极性。对赌增速对应18-20年净利润为1.91、2.67、

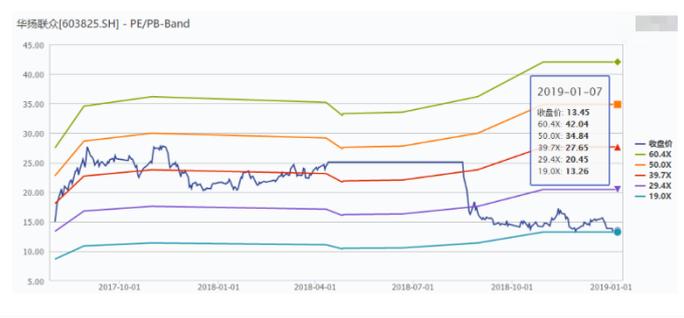
3.68 亿。

图表 132: 近三年分众传媒 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 133: 近三年华扬联众 PE-Band (截至 2019 年 1 月 7 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

行业政策监管进一步趋严风险:

影视游戏行业监管政策仍存在一定的不确定性, 若监管进一步趋严, 将对行业的供给产生不利影响。

产品表现不及预期风险:

内容消费类产品是非标准化的产品, 是否能获得用户青睐具有一定的不确定性, 如内容产品不及预期将对行业景气度产生不利影响。

商誉减值风险:

传媒互联网板块并购较多, 商誉减值将对利润产生较大影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com