

防范风险，把握机遇

看好（维持）

行情回顾：全年传媒板块走势弱于大盘

自 2018 年年初以来（截止到 2018 年 12 月 10 日），传媒板块指数下跌了 35.33%，在 29 个中信一级行业中排名倒数第四。同期，上证综指下跌了 21.85%，沪深 300 指数下跌了 21.98%，创业板指下跌了 24.29%，传媒板块走势弱于大盘。

重点板块分析

电影票房：优质内容是吸引高票房的不二法门。近几年来，中国电影市场保持着高速发展，随着人们观影习惯的养成，中国电影票房、放映场次及观影人次也是屡创历史新高。今年，在去“票补”化和银幕数增幅放缓的声音里，高票房高口碑的电影频现，票房愈加集中，头部效应更加显著。

游戏：政策环境改善，游戏版号重启核发。游戏版号重启核发我们认为政策环境改善的一个重要指标，也将提振整个游戏行业的信心。这样也将加速游戏行业格局的重塑，利好游戏龙头企业。

影视剧：监管力度加大，加速行业结构调整。随着行业“黑天鹅”事件的频发和各项监管政策的落地，2018 年影视内容市场也十分低迷，爆款少、流量低加速了资本的撤离以及行业结构的调整，长期看好行业龙头企业。

2019 年投资策略：防范风险，把握机遇，注重业绩

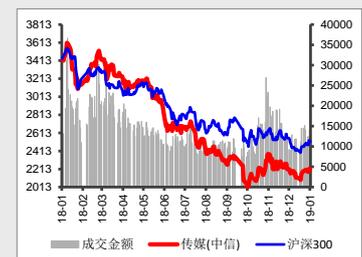
1、投资逻辑一：以守为攻，防范风险传媒行业今年经历了行业“黑天鹅”事件以及监管政策环境的收紧和加强，对行业来说是自上而下规范和重塑的一年。我们建议以守为攻，防范风险，建议关注商誉占净资产及归母净利润比重较低的公司。建议关注金逸影视（002905）等。

2、投资逻辑二：把握机遇，关注龙头企业虽身处“寒冬”，但未来可期，把握机遇，关注龙头企业。我们看好有中长期增长逻辑的各子行业龙头企业，高业绩、低估值的行业龙头股 2019 年有望被修复估值。我们建议关注视觉中国（000681）、中国电影（600977）等细分行业龙头。

风险提示

1、宏观经济大幅放缓；2、行业基本面恢复缓慢；3、政策风险。

市场表现 截至 2019.1.15



分析师：尤越

执业证书号：S1490516110001

电话：010-85556172

邮箱：youyue@hrsec.com.cn

目录

一、行情回顾	4
1、全年传媒板块走势弱于大盘.....	4
2、商誉总值位于各行业前列.....	6
二、重点板块分析	10
1、电影票房：优质内容——吸引高票房的不二法门.....	10
2、游戏：中国游戏市场整体收入增幅明显放缓.....	21
3、影视剧：监管力度加大，加速行业结构调整.....	24
三、2019年投资策略：防范风险，把握机遇，注重业绩	26
1、投资逻辑一：以守为攻，防范风险.....	26
2、投资逻辑二：把握机遇，关注龙头企业.....	27
四、重点公司推荐	27
1、金逸影视：深化布局电影全产业链.....	27
2、中国电影：产能充沛，业绩可期.....	28
3、视觉中国：视觉内容行业龙头.....	30
五、风险提示	31

图表目录

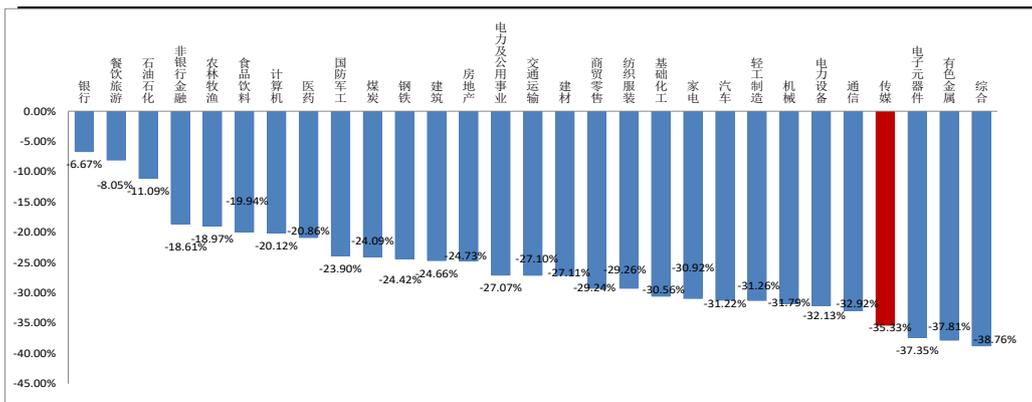
图表 1: 2018 年年初至 12 月 10 日收盘中信 29 个一级行业市场表现	4
图表 2: 2018 年各月传媒及其子版块涨跌幅% (截至到 12 月 10 日)	5
图表 3: 2018 年传媒行业子版块涨跌幅 (截止 12.10 日)	5
图表 4: 2018 年各月传媒及其子版块涨跌幅% (截至到 12 月 10 日)	6
图表 5: 传媒行业个股商誉情况	7
图表 6: 中国电影实际票房规模及增速 (2010~2018)	11
图表 7: 上映的影片数及同比增速 (2014-2018)	11
图表 8: 全国电影放映总场次及增速 (2014~2018)	11
图表 9: 全国电影观影人次及增速 (2014-2018)	11
图表 10: 2018 年全国电影票房前十详情	12
图表 11: 2010-2018 年元旦档电影总票房及增长率	12
图表 12: 2010-2018 年春节档电影总票房及增长率	12
图表 13: 2010-2018 年五一档电影总票房及增长率	13
图表 14: 2010-2018 年端午档电影总票房及增长率	13
图表 15: 2010-2018 年暑期档电影总票房及增长率	13
图表 16: 2010-2018 年国庆档电影总票房及增长率	13
图表 17: 2019 年拟上映的部分电影	14
图表 18: 全国电影票房总榜前十详情 (2014 年至今)	16
图表 19: 国产片与进口片票房占比情况 (2014-2018)	16
图表 20: 2005-2018 年银幕总数及同比增速	18
图表 21: 中国各线城市票房占比情况 (2014-2018)	19
图表 22: 中国各线城市观影人次 (2014-2018) (单位: 亿次)	19
图表 23: 中国各线城市影院数占比情况 (2014-2018)	19
图表 24: 中国各线城市银幕数占比情况 (2014-2018)	19
图表 25: 2018 年全国电影院线票房前十	20
图表 26: 2017 年全国电影院线票房前十	20
图表 27: 2018 年全国影投公司前十	20
图表 28: 2017 年全国影投公司前十	20
图表 29: 2008-2018 年中国游戏市场实际销售规模及增速	21
图表 30: 2008-2018 中国游戏用户规模及增速	21
图表 31: 2015-2018 年中国女性用户消费规模及增速	22
图表 32: 2015-2018 中国游戏市场女性用户规模及增速	22
图表 33: 2008-2018 中国移动游戏市场实际销售规模及增速	22
图表 34: 2012-2018 中国移动游戏市场份额	22
图表 35: 2008-2018 中国游戏出海规模及增速	23
图表 36: 2012-2018 年中国头部电视剧版权费用变化示例	26
图表 37: 重点公司盈利预测、估值、及评级 (价格以 1.16 收盘价计算)	27
图表 38: 公司板块业务结构图	29

一、行情回顾

1、全年传媒板块走势弱于大盘

自 2018 年年初以来（截止到 2018 年 12 月 10 日），传媒板块指数下跌了 35.33%，在 29 个中信一级行业中排名倒数第四。同期，上证综指下跌了 21.85%，沪深 300 指数下跌了 21.98%，创业板指下跌了 24.29%，传媒板块走势弱于大盘。

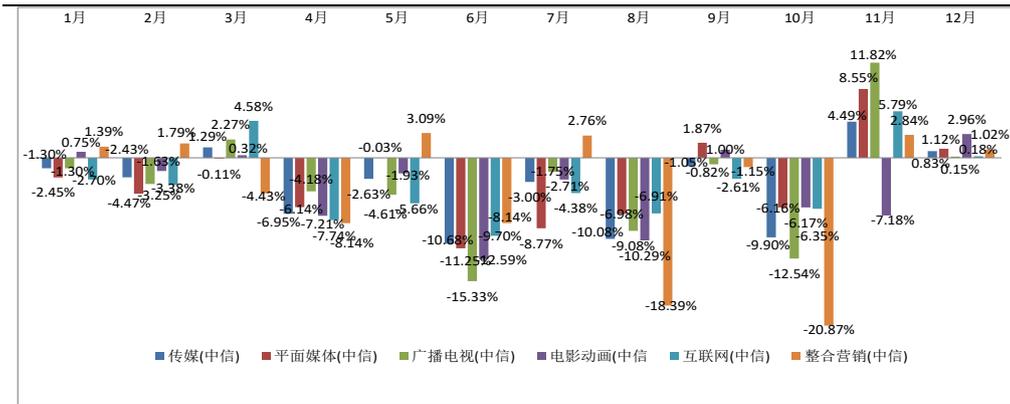
图表 1：2018 年年初至 12 月 10 日收盘中信 29 个一级行业市场表现



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理。

2018 年传媒行业跌幅较大，纵观全年仅 3、11 和 12 月份保持上涨的态势，涨幅分别为 1.29%、4.49%和 0.83%；6、8 和 10 月跌幅较大，分别下跌了 10.68%、10.08%和 9.90%。

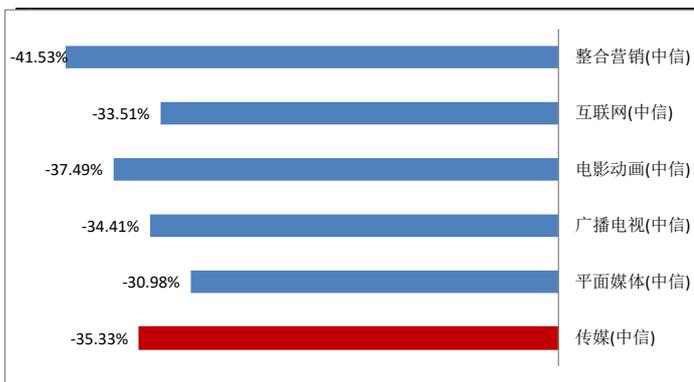
图表 2: 2018 年各月传媒及其子板块涨跌幅% (截至到 12 月 10 日)



数据来源: Wind、华融证券市场研究部整理。

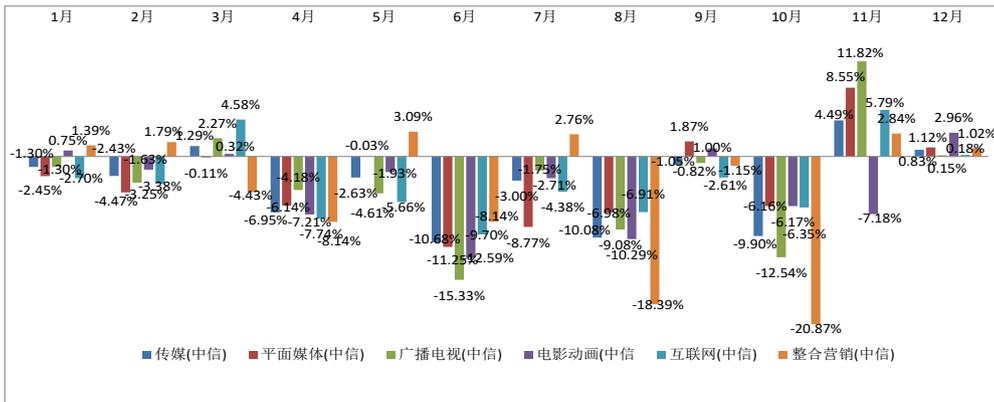
在各细分行业中,传媒板块各子行业全年跌幅均超过 30%。五个子板块中,平面媒体板块跌幅相对较小,下跌 30.98%,跌幅最大的两个子板块为整合营销(中信)和电影动画(中信)板块,跌幅分别为 41.53%和 37.49%。

图表 3: 2018 年传媒行业子板块涨跌幅 (截止 12.10 日)



数据来源: Wind、华融证券市场研究部整理。

图表 4：2018 年各月传媒及其子版块涨跌幅%（截至到 12 月 10 日）



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理。

2、商誉总值位于各行业前列

2018 年 11 月 16 日，证监会发布了《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，进一步规范上市公司商誉减值的会计处理及信息披露，主要涉及商誉减值的会计处理及信息披露、商誉减值事项的审计与商誉减值事项相关的评估等三方面。截止 2018 年三季度，传媒行业上市公司的商誉合计 1687.07 亿元，商誉总值位于全行业第一。从商誉绝对值角度来看，截止 2018 年三季度，传媒行业中排名前五的公司是：万达电影（96.60 亿）、世纪华通（74.64 亿）、天神娱乐（65.35 亿）、金科文化（63.77 亿）和掌趣科技（53.92 亿）。从商誉占 2017 年归母净利润比例方面来看，截止 2018 年三季度，传媒行业中排名前五的公司是：天润数娱（30303.34%）、顺利办（6647.94%）、联建光电（3684.82%）、奥飞娱乐（3331.11%）和博瑞传播（3135.92%）。从商誉占净资产角度来看，传媒行业中排名前五的公司是：长城影视（176.52%）、长城动漫（144.09%）、众应互联（142.63%）、当代明诚（138.90%）和顺利办（138.51%）。

图表 5：传媒行业个股商誉情况

	证券代码	证券简称	商誉 (2018Q3)	商誉/净资产 2018Q3	商誉/2017 年净利润
1	002739.SZ	万达电影	96.60	76.45%	637.35%
2	002602.SZ	世纪华通	74.64	52.10%	953.54%
3	002354.SZ	天神娱乐	65.35	69.37	640.90%
4	300459.SZ	金科文化	63.77	93.74%	1618.73%
5	300315.SZ	掌趣科技	53.92	59.47%	2043.20%
6	300058.SZ	蓝色光标	47.14	74.86%	2120.97%
7	000606.SZ	顺利办	42.69	138.51%	6647.94%
8	600986.SH	科达股份	40.06	63.33%	865.69%
9	600633.SH	浙数文化	39.40	49.70%	237.78%
10	300 69.SZ	联建光电	38.43	75.41%	3684.82%
11	002619.SZ	艾格拉斯	38.17	62.24%	922.15%
12	600136.SH	当代明诚	37.69	138.90%	2941.51%
13	002131.SZ	利欧股份	37.40	44.85%	888.09%
14	600715.SH	文投控股	37.29	52.71%	859.29%
15	000793.SZ	华闻传媒	37.01	37.91%	1335.62%
16	300343.SZ	联创互联	32.70	73.89%	880.09%
17	002247.SZ	聚力文化	32.42	60.69%	590.32%
18	300027.SZ	华谊兄弟	30.60	30.54%	369.40%
19	002292.SZ	奥飞娱乐	30.02	53.33%	3331.11%
20	002517.SZ	恺英网络	29.44	57.35%	182.81%
21	300059.SZ	东方财富	29.32	18.88%	460.38%
22	300148.SZ	天舟文化	28.43	65.55%	21 1.62%
23	002123.SZ	梦网集团	25.43	54 60%	1057.49%
24	002555.SZ	三七互娱	25.40	40.84%	156.75%
25	000676.SZ	智度股份	25.11	43.82%	476.18%
26	600373.SH	中文传媒	24.55	19.13%	169.11%
27	002445.SZ	ST 中南	23.87	55.75%	814.99%
28	000038.SZ	深大通	23.09	42.73%	645.01%
29	30046 .SZ	迅游科技	22.70	71.51%	2216.87%
30	002425.SZ	凯撒文化	22.35	58.29%	878.02%
31	600242.SH	中昌数据	21.43	103.07%	1807.37%
32	002464.SZ	众应互联	21.29	142.63%	1107.59%
33	002712.SZ	思美传媒	19.94	57.37%	862.79%
34	300291.SZ	华录百纳	19.66	32.60%	1783.83%
35	002400.SZ	省广集团	19.65	38.06%	-1067.25%
36	002502.SZ	骅威文化	18.28	53.23%	500.34%
37	002530.SZ	金财互联	18.25	44.86%	791.70%

38	002113.SZ	天润数娱	16.33	60.07%	30303.34%
39	000802.SZ	北京文化	15.88	33.02%	511.60%
40	300418.SZ	昆仑万维	15.35	26.13%	153.69%
41	300242.SZ	佳云科技	14.94	64.52%	773.69%
42	300359.SZ	全通教育	13.93	9.14%	2101.95%
43	000681.SZ	视觉中国	13.83	49.73%	475.42%
44	002071.SZ	长城影视	13.50	176.52%	795.13%
45	300133.SZ	华策影视	13.29	18.62%	209.54%
46	300364.SZ	中文在线	12.88	34.56%	1661.86%
47	600892.SH	大晟文化	12.87	65.08%	428.82%
48	00031.SZ	宝通科技	12.40	55.46%	561.28
49	002558.SZ	巨人网络	12.22	13.32%	94.71%
50	300113.SZ	顺网科技	10.99	34.79%	214.56%
51	600880.SH	博瑞传播	10.91	29.87%	3135.92%
52	300063.SZ	天龙集团	10.46	52.43%	-337.67%
53	002343.SZ	慈文传媒	9.94	35.29%	243.33%
54	002174.SZ	游族网络	9.94	24.08%	151.52%
55	300336.SZ	新文化	9.73	30.46%	395.01%
56	000673.SZ	当代东方	9.71	43.20%	885.59%
57	600576.SH	祥源文化	9.30	47.70%	1017.17%
58	002447.SZ	晨鑫科技	9.06	42.26%	333.73%
59	002624.SZ	完美世界	8.68	10.68%	57.71%
60	000917.SZ	电广传媒	8.47	8.61%	-182.44%
61	00071.SZ	华谊嘉信	8.46	91.16%	-305.28
62	600652.SH	游久游戏	7.76	44.91%	-183.67%
63	300104.SZ	乐视网	7.48	-204.94%	-5.39%
64	002103.SZ	广博股份	7.46	43.02%	667.53%
65	000835.SZ	长城动漫	6.61	144.09%	517.94%
66	300051.SZ	三五互联	6.55	65.65%	973.28%
67	603598.SH	引力传媒	5.90	104.55%	883.58%
68	000607.SZ	华媒控股	5.75	31.17%	391.89%
69	002137.SZ	麦达数字	5.42	30.31%	718.93%
70	000665.SZ	湖北广电	5.22	8.15%	155.80%
71	601599.SH	鹿港文化	5.15	20.14%	175.59%
72	300528.SZ	幸福蓝海	5.07	25.42%	450.42%
73	601811.SH	新华文轩	5.01	6.10%	54.19%
74	600 77.SH	中国电影	4.95	4.50%	51.29%
75	002599.SZ	盛通股份	4.17	26.65%	450.96%
76	300518.SZ	盛讯达	3.56	32.65%	562.63%
77	600825.SH	新华传媒	3.30	12.57%	734.24%

78	000156.SZ	华数传媒	2.64	2.51%	41.19%
79	300251.SZ	光线传媒	2.41	2.48%	29.57%
80	601928.SH	凤凰传媒	2.00	1.52%	17.17%
81	002175.SZ	东方网络	1.96	20.85%	-72.18%
82	300431.SZ	暴风集团	1.56	17.74%	282.48%
83	002027.SZ	分众传媒	1.49	1.10%	2.48%
84	601801.SH	皖新传媒	1.46	1.46%	13.11%
85	601929.SH	吉视传媒	1.44	2.07%	38.36%
86	600959.SH	江苏有线	0.90	0.42%	11.43%
87	603825.SH	华扬联众	0.86	6.96%	8.24%
88	603096.SH	新经典	0.68	4.01%	29.15%
89	601098.SH	中南传媒	0.62	0.48%	4.12%
90	601949.SH	中国出版	0.51	0.88%	9.68%
91	002315.SZ	焦点科技	0.37	2.02%	50.16%
92	300052.SZ	中青宝	0.35	4.44%	68.63%
93	300226.SZ	上海钢联	0.31	3.28%	63.89%
94	600229.SH	城市传媒	0.24	1.02%	7.42%
95	300392.SZ	腾信股份	0.24	5.90%	-17.53%
96	603103.SH	横店影视	0.15	0.70%	4.67%
97	002095.SZ	生意宝	0.15	1.77%	78.40%
98	601900.SH	南方传媒	0.15	0.29%	2.42%
99	601595.SH	上海电影	0.15	0.69%	5.67%
100	300426.SZ	唐德影视	0.15	1.13%	7.56%
101	601019.SH	山东出版	0.13	0.14%	0.99%
102	600637.SH	东方明珠	0.05	0.02%	0.23%
103	603729.SH	龙韵股份	0.05	0.58%	12.03%
104	603533.SH	掌阅科技	0.04	0.37%	3.22%
105	603444.SH	吉比特	0.04	0.14%	0.62%
106	600037.SH	歌华有线	0.01	0.01%	0.17%
107	300295.SZ	三六五网	0.01	0.09%	1.06%
108	300612.SZ	宣亚国际	0.01	0.18%	1.07%
109	600936.SH	广西广电	0.01	0.02%	0.39%
110	002905.SZ	金逸影视	0.00	0.02%	0.21%
111	600640.SH	号百控股	0.00	0.00%	0.04%
112	300533.SZ	冰川网络	0.00	0.00%	0.00%
113	600757.SH	长江传媒	0.00	0.00%	0.00%
114	002143.SZ	印纪传媒	0.00	0.00%	0.00%
115	000719.SZ	中原传媒	0.00	0.00%	0.00%
116	000892.SZ	欢瑞世纪	0.00	0.00%	0.00%
117	002181.SZ	粤传媒	0.00	0.00%	0.00%

118	002188.SZ	*ST 巴士	0.00	0.00%	0.00%
119	002238.SZ	天威视讯	0.00	0.00%	0.00%
120	002858.SZ	力盛赛车	0.00	0.00%	0.00%
121	002878.SZ	元隆雅图	0.00	0.00%	0.00%
122	002889.SZ	东方嘉盛	0.00	0.00%	0.00%
123	300079.SZ	数码科技	0.00	0.00%	0.00%
124	300654.SZ	世纪天鸿	0.00	0.00%	0.00%
125	600088.SH	中视传媒	0.00	0.00%	0.00%
126	600386.SH	北巴传媒	0.00	0.00%	0.00%
127	600455.SH	博通股份	0.00	0.00%	0.00%
128	600551.SH	时代出版	0.00	0.00%	0.00%
129	600661.SH	昂立教育	0.00	0.00%	0.00%
130	600831.SH	广电网络	0.00	0.00%	0.00%
131	600996.SH	贵广网络	0.00	0.00%	0.00%
132	601858.SH	中国科传	0.00	0.00%	0.00%
133	601999.SH	出版传媒	0.00	0.00%	0.00%
134	603000.SH	人民网	0.00	0.00%	0.00%
135	603258.SH	电魂网络	0.00	0.00%	0.00%
136	603721.SH	中广天择	0.00	0.00%	0.00%
137	603888.SH	新华网	0.00	0.00%	0.00%
138	603999.SH	读者传媒	0.00	0.00%	0.00%

数据来源：Wind、华融证券

二、重点板块分析

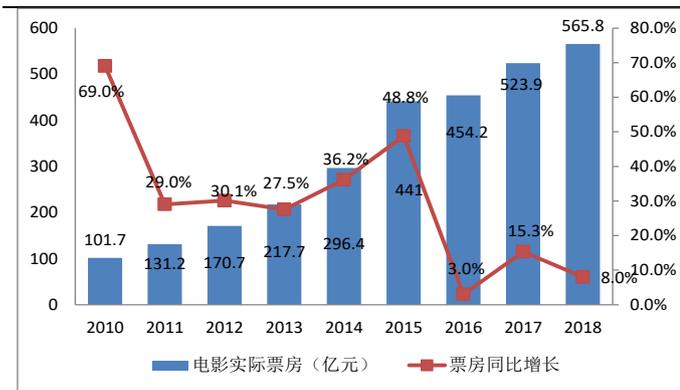
1、电影票房：优质内容——吸引高票房的不二法门

1.1 全国电影总票房创历史新高

近几年来，中国电影市场保持着高速发展，随着人们观影习惯的养成，中国电影票房、放映场次及观影人次也是屡创历史新高。根据统计数据显示，2018年全国电影总票房突破600亿，达606.88亿元(含服务费)，较2017年的558.35亿总票房同比上涨8.7%，票房增速较2017年有所放缓。2018年，全国电影

放映总场次达 11086.9 万场，同比上涨 17.1%；观影人次 171819 万人次，同比上涨 5.9%；平均票价达 35.3 元。全年总票房排名前十的电影，累计票房突破 200 亿元，占全国总票房的 40.18%；前十名的影片票房均突破了 16 亿元，其中，国产片红海行动以 36.51 亿元的高票房位居今年电影榜单的首位。

图表 6：中国电影实际票房规模及增速（2010-2018）



数据来源：猫眼专业版、华融证券

图表 7：上映的影片数及同比增速（2014-2018）



数据来源：淘票票专业版、华融证券

图表 8：全国电影放映总场次及增速（2014-2018）



数据来源：猫眼专业版、华融证券

图表 9：全国电影观影人次及增速（2014-2018）



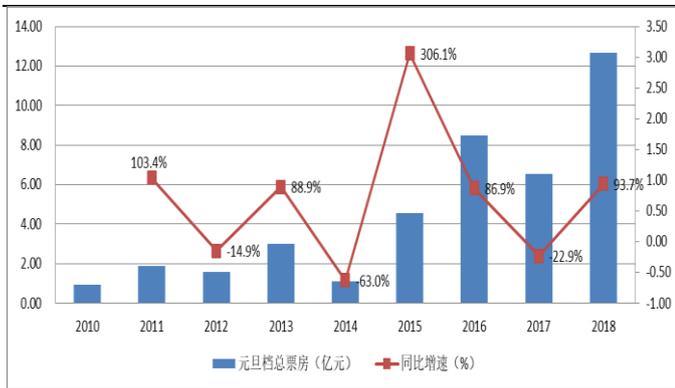
数据来源：Wind、华融证券

图表 10: 2018 年全国电影票房前十详情

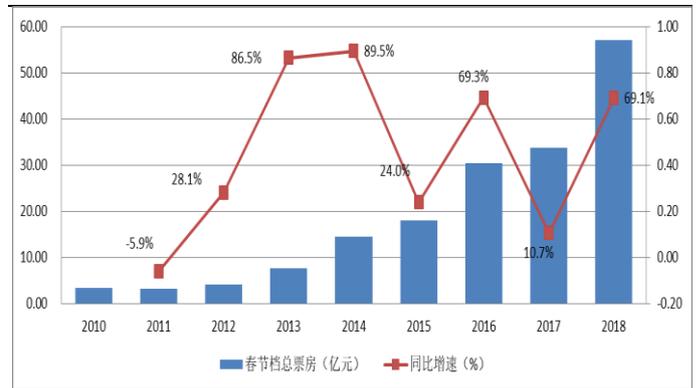
排名	影片名	票房 (亿)	票房占比	平均票价	人次 (万次)
1	红海行动	36.51	6.0%	39.3 (元)	9292.1
2	唐人街探案 2	33.98	5.6%	38.8 (元)	8766.8
3	我不是药神	30.99	5.1%	34.8 (元)	8901.5
4	西虹市首富	25.48	4.2%	35.1 (元)	7266.7
5	复仇者联盟 3: 无限战争	23.89	3.9%	38.2 (元)	6250.7
6	捉妖记 2	22.37	3.7%	38.3 (元)	5838.9
7	毒液: 致命守护者	18.69	3.1%	35.5 (元)	5262.7
8	海王	18.52	3.1%	36.4 (元)	5082.5
9	侏罗纪世界 2	16.95	2.8%	35.7 (元)	4747.1
10	前任 3: 再见前任	16.46	2.7%	35.1 (元)	4692.7

数据来源: 猫眼专业版、华融证券

今年电影市场的春节档(2018.2.15-2018.2.21)电影票房大超市场预期, 据统计数据显示, 2018 年春节档实现票房 57.71 亿元, 较去年同比上涨 69.1%, 扣除服务费后实现票房 54.61 亿元。选择在春节档大年初一上映的共有 6 部电影, 分别是捉妖记 2、唐人街探案 2、西游记女儿国、红海行动、熊出没·变形记和祖宗十九代。其中, 春节档七天内取得票房排名前三的分别是唐人街探案 2 (18 亿)、追妖记 2 (16.35 亿) 和红海行动 (11.40 亿), 票房占春节档总票房的 83.78%。可见优质头部内容流量优势明显, 能在短时间内迅速吸引大量的市场关注, 马太效应愈加显著。

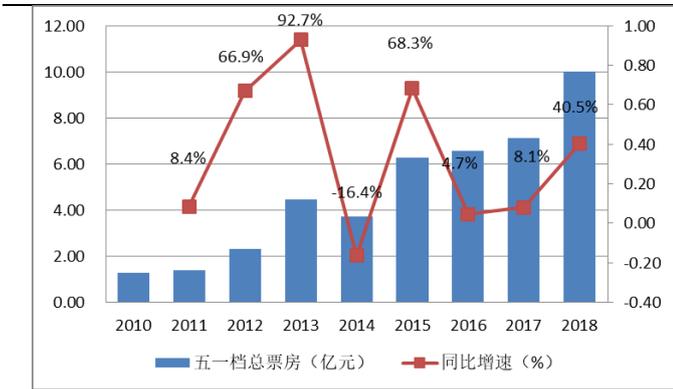
图表 11: 2010-2018 年元旦档电影总票房及增长率


数据来源: Wind、华融证券

图表 12: 2010-2018 年春节档电影总票房及增长率


数据来源: Wind、华融证券

图表 13: 2010-2018 年五一档电影总票房及增长率



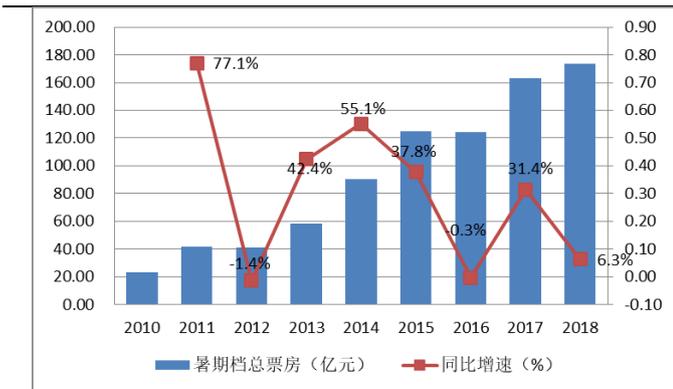
数据来源: Wind、华融证券

图表 14: 2010-2018 年端午档电影总票房及增长率



数据来源: Wind、华融证券

图表 15: 2010-2018 年暑期档电影总票房及增长率



数据来源: Wind、华融证券

图表 16: 2010-2018 年国庆档电影总票房及增长率



数据来源: Wind、华融证券

1.2 电影市场逐渐回归理性

过去十年，中国票房经历了飞速的发展，这主要归功于银幕数的快速扩张以及后期“票补”兴起。其中，2014和2015年中国电影市场爆发式增长，票房增速一度超30%，高达36.2%和48.8%，而这两年的银幕数增速却较前几年有所放缓，如此高增速的增长主要原因是由于大量“票补”的兴起。据公开数据显示，2015年票补的规模约占当年总票房的9%~11%。2016年，在线票务平台的格局趋稳，各大平台开始转变“烧钱式”的引流模式，当年票补下降至2016年总票房3.3%左右。今年，随着“票补”的减少以及退出，9.9元和19.9元等特价票已经相当少见，靠低价电影票吸引观众也已经不再可行，这也倒逼电影市场逐渐地回归理性。从现在公布的2019年的部分电影片单来看，明年内容端供给丰富，票房可期。

图表 17: 2019 年拟上映的部分电影

影片名称	上映日期	导演	国家
地球最后的夜晚	2018.12.31	毕赣	中国
大黄蜂	2019.1.4	特拉维斯·奈特	美国
凌晨两点半 2	2019.1.4	王赛	中国
奎迪：英雄再起	2019.1.4	小史蒂芬·卡普尔	美国
四个春天	2019.1.4	陆庆屹	中国
假戏真做	2019.1.4	秦玉川	中国
功夫营救	2019.1.4	刘海波	中国
沉默的雪	2019.1.8	风剑	中国
大微商	2019.1.11	李锐	中国
营救汪星人	2019.1.1	梁婷	中国
很高兴遇见你·你	2019.1.11	李杰	中国
22 年后的告白	2019.1.11	入江悠	日本
命运之夜	2019.1.11	须藤友德	日本
我要上头条	2019.1.11	邢博/刘涛	中国
汝海风云	2019.1.11	张艺飞	中国
“大”人物	2019.1.11	五百	中国
养家之人	2019.1.11	诺拉·托梅	爱尔兰
灵魂的救赎	2019.1.11	杨真	中国
燃点	2019.1.11	关琇/萧屹楠	中国
白蛇：缘起	2019.1.11	黄家康/赵霁	中国
密 谎	2019.1.11	苗述	中国
错位囡途	2019.1.11	陈秋竹	中国
女生宿舍	2019.1.18	梁婷	中国

大侦探霍桑	2019.1.18	周显扬	中国
一条狗的回家路	2019.1.18	查尔斯·史密斯	美国
家和万事惊	2019.1.18	邱礼涛	中国
密室逃生	2019.1.18	Adam Robitel	美国
战斗民族养成记	2019.1.18	夏昊	中国
奥特曼崛起	2019.1.18	王巍	中国
闯堂兔3	2019.1.18	曾宪林	中国
森林奇缘	2019.1.18	Oleh Malamuzh	乌克兰
差等生乔曦	2019.1.18	李克龙	中国
海上浮城	2019.1.25	阎羽茜	中国
新喜剧之王	2019.2.5	周星驰	中国
八仙之各显神通	2019.2.5	陆剑青	中国
疯狂的外星人	2019.2.5	宁浩	中国
流浪地球	2019.2.5	郭帆	中国
情圣2	2019.2.5	宋晓飞/董旭	中国
廉政风云	2019.2.5	麦兆辉	中国
神探蒲松龄	2019.2.5	严嘉	中国
飞驰人生	2019.2.5	韩寒	中国
日不落酒店	2019.2.5	冯一平	中国
小猪佩奇过大年	2019.2.5	张大鹏	中国
熊出没·原始时代	2019.2.5	丁亮	中国
猪八戒传说	2019.2.5	郑冀峰	中国
动物出击	2019.2.5	冯小宁	中国
猪猪侠·猪年吉祥	2019.2.7	陆锦明	中国
一切如你	2019.2.9	黄兆涵	中国
一吻定情	2019.2.14	陈玉珊	中国
午夜谜案	2019.2.28	方义华	中国
关云长	2019.3.1	麦兆辉	中国
绣花鞋	2019.3.8	叶伟民	中国
过春天	2019.3.8	白雪	中国
在乎你	2019.3.8	毕国智	中国
似水流年	2019.3.8	郑君奇	中国
诡爱	2019.3.15	梁婷	中国
不可思议	2019.3.22	孙周	中国
沉默的证人	2019.4.4	雷尼哈林	中国
虎胆追凶	2019.9.21	伊莱·罗斯	美国
摸金校尉之九幽将军	2019.10.1	徐克	中国

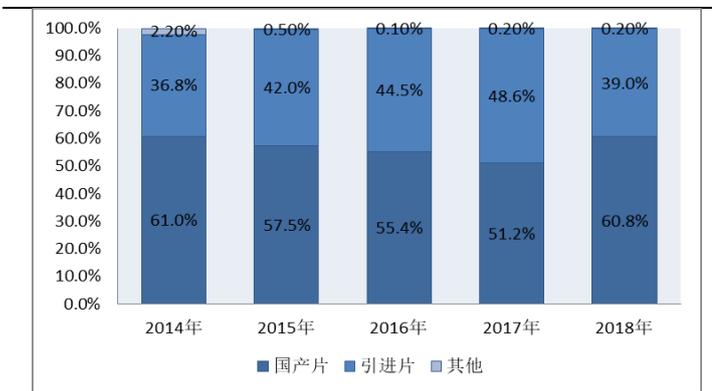
数据来源：1905 电影网、猫眼专业版、华融证券

图表 18: 全国电影票房总榜前十详情 (2014 年至今)

排名	影片名	票房 (亿)	豆瓣评分	猫眼评分	上映时间	平均票价	场均人次
1	战狼 2	56.82	7.1	9.1	2017.07.27	35.6 (元)	38
2	红海行动	36.50	8.3	9.4	2018.02.16	36.5 (元)	33
3	唐人街探案 2	33.98	6.7	9.0	2018.02.16	38.8 (元)	38
4	美人鱼	33.93	6.7	9.0	2016.02.08	36.7 (元)	44
5	我不是药神	30.99	9.0	9.6	2018.07.05	34.8 (元)	27
6	速度与激情 8	26.71	7.0	9.3	2017.04.14	36.7 (元)	30
7	西虹市首富	25.48	6.6	9.2	2018.07.27	35.1 (元)	28
8	捉妖记	24.40	6.7	9.1	2015.07.16	37.2 (元)	42
9	速度与激情 7	24.26	8.3	9.6	2015.04.12	38.9 (元)	42
10	复仇者联盟 3: 无限战争	23.89	8.1	9.0	2018.05.11	38.2 (元)	19

数据来源: 猫眼专业版、华融证券

图表 19: 国产片与进口片票房占比情况 (2014-2018)



数据来源: 淘票票专业版、华融证券

回顾 2014 年-2018 年全国电影票房前十的榜单，我们发现以下三点：

1、均是高口碑电影。我们发现这十部电影，猫眼评分均高于 9.0 分，豆瓣评分均高于 6.6 分。其中，口碑评分最高的是今年上映的我不是药神，豆瓣评分为 9.0 分，猫眼评分为 9.6 分，票房位于全国电影票房总榜的第五名。

2、国产片表现愈加抢眼。在 2014 年至今的电影票房前十的总榜中，国产电影就占了 7 部，其中，排名前五的均是国产片。从国产片与进口片总票房占比来看，今年国产片占总票房的 60.8%，较去年上升 9.6 个百分点。国产片在经历了盲目追求“流量明星”和“大 IP”后，逐渐回归到注重影片自身内容上来。近一两年来票房也不断证明，“大 IP”已经不再是票房的保障，优质的电影内容才是吸引高票房和好口碑的不二法门。

3、票房集中，头部效应加剧。在前十的榜单中，2018 年的电影就占了 5 部，这五部电影的票房占前十总票房的 47.59%，占比接近一半。今年，在去“票补”化和银幕数增幅放缓的声音里，高票房高口碑的电影频现，票房愈加集中，头部效应更加显著。

1.3 2020 年全国电影院银幕总数达八万块以上

据统计数据显示，2018 年，全国电影院银幕总数达 60079 块，较 2017 年增加了 9303 块，同比增加了 18.32%，增速进一步放缓。全国影院银幕总数在经历了 2009 至 2011 的爆发式增长后，增幅逐渐开始放缓。可即便如此，影院的票房收入的增速也跟不上银幕总数的增速，平均单银幕产出持续下降。

2018 年 12 月 11 日，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》的通知，通知中明确提出“到 2020 年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到 8 万块以上，电影院和银幕分布更加合理，与城镇化水平和人口分布更加匹配。”截止 2018 年，全国电影院银幕总数达 60079 块，较 2020 年的八万块还有两万块的增长空间。我们认为未来随着全国银幕总数的饱和，单银幕产出下降的趋势有望转逆回升。

图表 20: 2005-2018 年银幕总数及同比增速



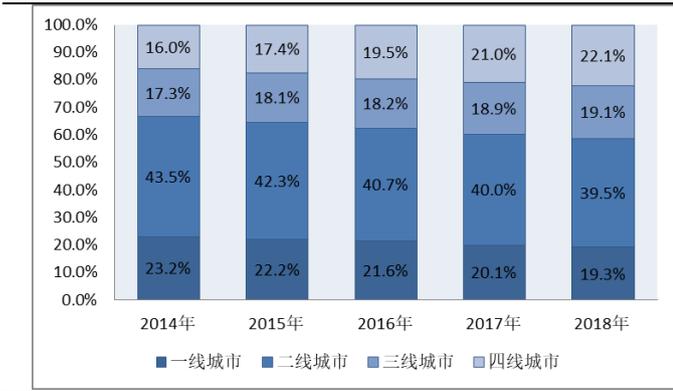
数据来源: Wind、华融证券

1.4 渠道持续下沉，头部院线集中度进一步提升

2018 年电影市场渠道仍持续下沉，但趋势已有所放缓。从各线城市票房占比情况来看，三线城市的票房占比从 2014 年的 17.3% 上升到 2018 年的 19.1%；四线城市的票房占比从 2014 年的 16% 上升到 2018 年的 22.1%。一二线城市的票房占比分别为 19.3% 和 39.5%，占比持续下降。从观影人次来看，四线城市观影人次增长最为明显，2018 年观影人次达 4.07 亿，较 2014 年的 1.49 亿观影人次增加了 2.58 亿。一二三线城市的观影人次较去年来看变动不大，分别为 2.79 亿次、6.86 亿次和 3.46 亿次。我们认为，随着四线及以下城镇居民观影习惯的持续培养，未来四线及以下城市的票房占比有望进一步提高。

从各线城市影院数以及荧幕数占比情况来看，各线城市占比已趋于稳定。2018 年，一二三四线城市的影院数占比分别为 10.2%、29.3%、21.2% 和 39.2%，银幕数占比分别为 11.4%、34.8%、21.3% 和 32.5%，与 2017 年占比情况基本保持不变。

图表 21: 中国各线城市票房占比情况 (2014-2018)



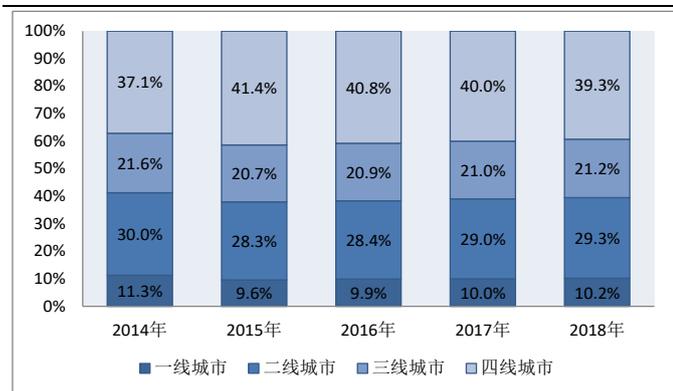
数据来源: 淘票票、华融证券

图表 22: 中国各线城市观影人次 (2014-2018) (单位: 亿次)



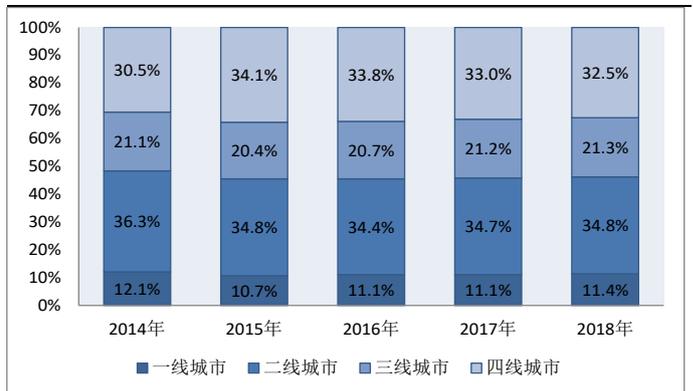
数据来源: 淘票票、华融证券

图表 23: 中国各线城市影院数占比情况 (2014-2018)



数据来源: 淘票票、华融证券

图表 24: 中国各线城市银幕数占比情况 (2014-2018)



数据来源: 淘票票、华融证券

院线方面, 2018 年院线集中度进一步提升。今年, 全国十大院线总票房的市场份额占比为 68.65%, 较 2017 年 68.18% 提升 0.47 个百分点。对比 2017 年和 2018 年两年数据我们发现, 全国电影票房前十大院线的排名相同, 可见龙头院线的地位已相对稳定。其中, 排名第一的万达院线, 今年票房为 77.41 亿元, 市场份额为 13.68%, 无论是票房还是市场份额较去年都有所提升, 集中度进一步加强。

图表 25: 2018 年全国电影院线票房前十

排名	院线名称	票房 (亿)	市场份额
1	万达院线	77.41	13.68%
2	大地院线	56.06	9.91%
3	上海联和院线	44.85	7.93%
4	中影南方新干线	41.01	7.25%
5	中影数字院线	40.75	7.20%
6	中影星美	36.27	6.41%
7	广州金逸珠江	27.51	4.86%
8	横店院线	24.60	4.35%
9	华夏联合	20.43	3.61%
10	江苏幸福蓝海院线	19.52	3.45%
	合计	388.41	68.65%

数据来源: 猫眼专业版、华融证券

图表 26: 2017 年全国电影院线票房前十

排名	院线名称	票房 (亿)	市场份额
1	万达院线	68.67	13.11%
2	大地院线	47.01	8.97%
3	上海联和院线	42.10	8.04%
4	中影南方新干线	38.31	7.31%
5	中影数字院线	37.93	7.24%
6	中影星美	37.35	7.13%
7	广州金逸珠江	28.12	5.37%
8	横店院线	22.92	4.38%
9	华夏联合	17.73	3.38%
10	江苏幸福蓝海院线	17.03	3.25%
	合计	357.17	68.18%

数据来源: 猫眼专业版、华融证券

影投公司方面,集中度较院线来看相对较低,2018 年前十大影投公司总票房的份额为 36.22%,较 2017 年略有下滑。今年,排名前五的影投公司是万达院线、大地影院、横店院线、CGV 影城和金逸影视,市场份额分别为 13.32%、4.57%、3.71%、2.84%和 2.69%。

图表 27: 2018 年全国影投公司前十

排名	院线名称	票房 (亿)	市场份额
1	万达院线	75.36	13.32%
2	大地影院	26.42	4.67%
3	横店院线	21.00	3.71%
4	CGV 影城	16.05	2.84%
5	金逸影视	15.23	2.69%
6	中影投资	14.24	2.52%
7	星美影城	11.07	1.96%
8	百老汇	8.93	1.58%
9	耀莱影城	8.56	1.51%
10	博纳影业	8.07	1.43%
	合计	204.93	36.22%

数据来源: 猫眼专业版、华融证券

图表 28: 2017 年全国影投公司前十

排名	院线名称	票房 (亿)	市场份额
1	万达院线	68.64	13.10%
2	大地影院	24.23	4.63%
3	横店院线	19.70	3.76%
4	金逸影视	16.41	3.13%
5	星美影城	15.93	3.04%
6	中影投资	15.27	2.91%
7	CGV 影城	14.50	2.77%
8	耀莱影城	8.55	1.63%
9	博纳影业	7.86	1.50%
10	百老汇	7.53	1.44%
	合计	198.62	37.91%

数据来源: 猫眼专业版、华融证券

2、游戏：中国游戏市场整体收入增幅明显放缓

2.1 中国游戏市场整体收入增幅明显放缓

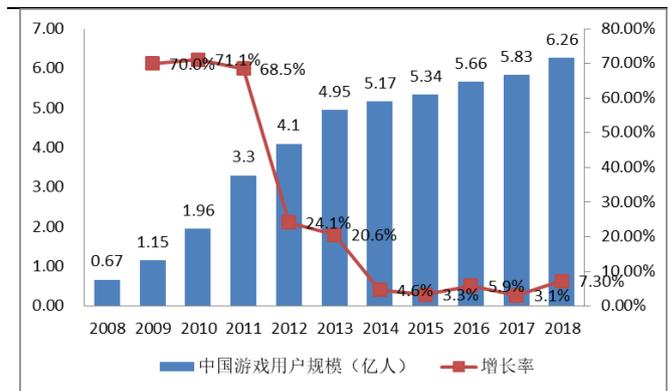
根据《2018年中国游戏产业报告》统计数据显示，今年中国游戏市场实际销售收入达到 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，增速较去年大幅下降 17.7 个百分点，增幅明显放缓。游戏用户规模方面，今年游戏用户规模达 6.26 亿人，同比增长 7.3%，这是第五年连续低个位数增幅。随着人口红利的消失，中国游戏行业已经进入成熟稳定发展阶段。

图表 29：2008-2018 年中国游戏市场实际销售规模及增速



数据来源：《2018年中国游戏产业报告》、伽马数据、华融证券

图表 30：2008-2018 中国游戏用户规模及增速

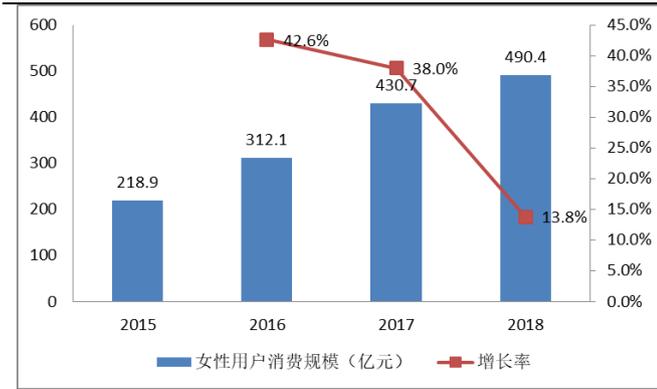


数据来源：《2018年中国游戏产业报告》、伽马数据、华融证券

细分游戏市场方面，中国女性群体在游戏市场中成为越来越重要的消费群体，女性用户游戏也越来越得到重视。据伽马数据显示，2018年中国游戏市场女性用户消费规模为 490.4 亿元，同比增长 13.8%，增幅较 2017 年下降 24.2 个百分点。2018 年中国游戏市场中的女性用户人数为 2.9 亿人，同比增长 11.5%，增幅较 2017 年增加 5.5 个百分点。

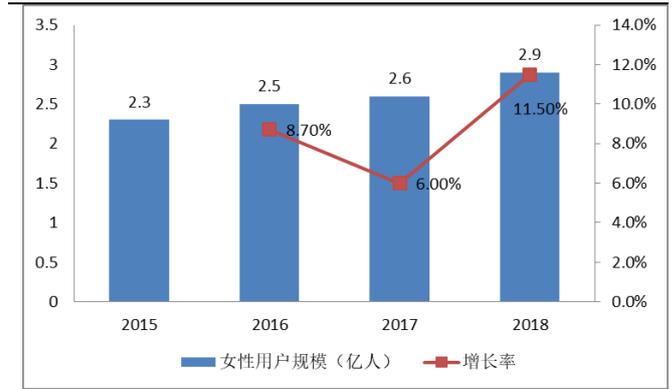
在细分市场中，移动游戏依然占据着重要的地位，移动游戏占中国游戏的市场份额继续增加，2018 年增至 62.5%。据统计数据显示，2018 年中国移动游戏市场实际销售收入达 1339.6 亿元，同比增长 15.4%，增幅较去年大幅下滑 26.3 个百分点。中国移动游戏用户人数达 6.05 亿，同比增速 9.2%。

图表 31: 2015-2018 年中国女性用户消费规模及增速



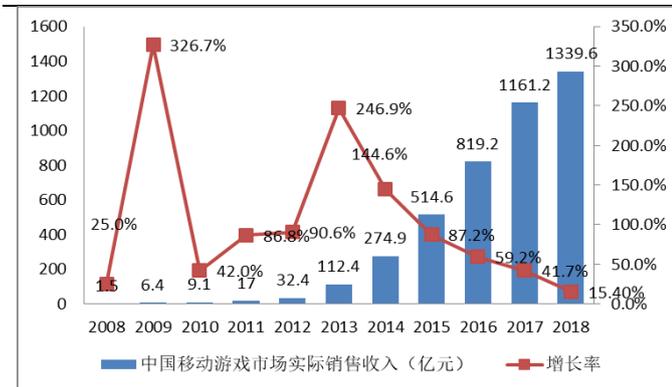
数据来源:《2018年中国游戏产业报告》、伽马数据、华融证券

图表 32: 2015-2018 中国游戏市场女性用户规模及增速



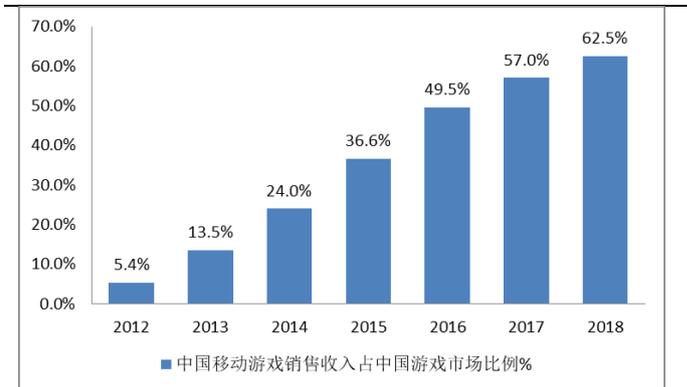
数据来源:《2018年中国游戏产业报告》、伽马数据、华融证券

图表 33: 2008-2018 中国移动游戏市场实际销售规模及增速



数据来源:《2018年中国游戏产业报告》、伽马数据、华融证券

图表 34: 2012-2018 中国移动游戏市场份额



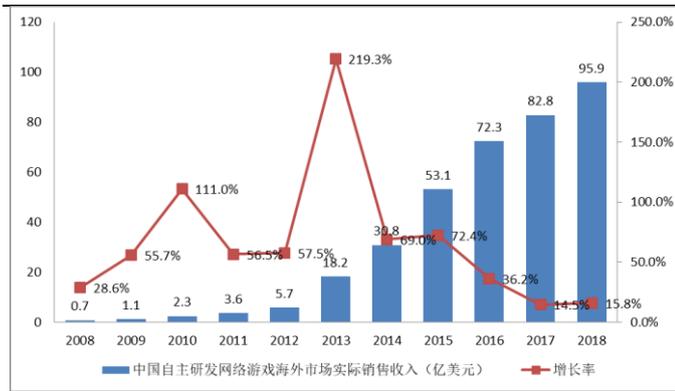
数据来源:《2018年中国游戏产业报告》、伽马数据、华融证券

2.2 游戏出海态势强劲

根据游戏工委和伽马数据联合发布的《2018年中国游戏产业报告》显示,2018年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达95.9亿美元,同比增长15.8%,较去年同期增长1.3个百分点。出海增速已经超过国内游戏市场实际收入增速5.3个百分点。现在,国内龙头游戏公司如腾讯、三七互娱等已经全面展开了海外平台的布局,深度聚拢用户,注重对用户的深度运营,为今后

更好的游戏出海打通拓展渠道。

图表 35: 2008-2018 中国游戏出海规模及增速



数据来源:《2018年中国游戏产业报告》、伽马数据、华融证券

2.3 政策环境改善, 游戏版号重启核发

今年 1-3 月份, 获得版号的游戏数量分别为 716 款、484 款和 727 款。随后三月份, 游戏行业主管部门发布了《游戏申报审批重要事项通知》, 通知称所有游戏版号的发放全面暂停, 且没有通知暂停期限。4-12 月期间, 没有游戏获得版号。12 月 21 日, 在海南举办的游戏产业年会上, 中宣部出版局领导表示, “首批送审游戏已经完成审核, 正在抓紧核发版号, 但申报游戏存量很大, 需要时间消化”。此次, 游戏版号重启核发的消息, 我们认为是政策环境改善的一个重要指标, 也将提振整个游戏行业的信心。游戏版号的重启核发会加速游戏行业格局的重塑, 利好游戏行业龙头企业。

3、影视剧：监管力度加大，加速行业结构调整

3.1 监管力度加强，长期看促进行业健康发展

2018年是传媒行业监管收紧力度加大的一年，无论从内容端的审核还是从行业环境的规范秩序都趋紧加强，从年初开始一系列监管政策就接踵而来。

1月6日，国家新闻出版广电总局下发《进一步加强广播电视节目备案管理和违规处理的通知》，指出要严肃违规节目处理处罚，进一步完善问题整改、警告、停播制度，严肃整治在政治导向、价值导向、审美导向上出现的问题。

2月8日，国家新闻出版广电总局发布公告称，国家新闻出版广电总局联合地方新闻出版广电局等重拳出击，严肃整治网上近期出现的歪曲演绎红色经典、恶意拼接经典卡通形象散布血腥暴力、低俗炒作明星绯闻隐私和炫富享乐类视听节目。据公开新闻显示，共清理网上相关账号1500多个，彻底删除相关节目链接。

3月22日，国家新闻出版广电总局下发特急文件，进一步规范网络视听节目传播秩序。针对近期一些网络视听节目制作、播出不规范的问题，提出四点具体要求。

6月27日，中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》，要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理，控制不合理片酬，推进依法纳税，促进影视业健康发展。

8月10日，爱奇艺、优酷、腾讯视频联合正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大影视制作公司发表了《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》。声明中指出，将加强对当下影视行业存在的如天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税、不遵守合约等诸多乱象问题进行治理，推进依法纳税，促进影视行业健康发展。声明主要强调两点：1，共同抵制艺人“天价”片酬现象。每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的40%，主要演员片酬不得超过总片酬的70%的最高片酬限额制度；单个演员的单集片酬(含税)不得超过100万元人民币，其总片酬(含税)最高不得超过5000万元人民币。2，共同抵制偷逃税、“阴阳合同”等违法行为。对有上述不正之风的个人与机构，三家视频网站与六大影视制作公司将协同建立黑名单机制，一经核实将停止一切合作，并依法向相关部门反映

情况。

10月2日,国家税务总局下发通知,部署开展规范影视行业税收秩序工作。通知明确,10月10日起,各地税务机关通知本地区影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等影视行业企业和高收入影视从业人员,根据税收征管法及其实施细则相关规定,对2016年以来的申报纳税情况自查自纠。

随着行业“黑天鹅”事件的频发和各项监管政策的落地,2018年影视内容市场也十分低迷,爆款少、流量低加速了资本的撤离以及行业结构的调整,长期看好行业龙头企业。

3.2 网络剧成后起之秀,数量与口碑双提升

近几年,随着各大视频网站的发展,网络剧逐渐进入了我们的生活。各大视频网站靠自制或者独播的网络剧迅速的拉升付费用户数,从2017年优酷独播的《白夜追凶》、爱奇艺独播的《无罪之证》、腾讯视频的《双世宠妃》到今年爱奇艺的《延禧攻略》、腾讯视频的《如懿传》、《双世宠妃2》等均获得成功。网络剧也逐步的摆脱了制作水平“粗制滥造”的标签,从剧本内容、演员阵容到后期制作都有了大幅度的提升,与电视剧集在制作水平上相差无二。

网络剧数量上,据艺恩视频智库统计数据显示,2018年各大视频网站共播出新剧578部,其中网络剧417部,占72.15%。从数量上看,网络剧已远超电视剧,获得绝对优势。从网络剧口碑上看,根据艺恩视频智库显示,豆瓣评分7以上的头部TOP50剧集数量,从2017年的1部上升到今年的10部。评分最高的是腾讯视频的自制剧《忽而今夏》,达8.2分。据艾瑞咨询统计数据显示,近几年我国头部电视剧版权费用也发生了巨大变大,互联网端头部电视剧单集售价从2012年的20万涨到2018年的900万,年复合增长率达88.6%;电视台端头部电视剧单集售价从2012年的190万涨到2018年的600万,年复合增长率达21.1%。

图表 36：2012-2018 年中国头部电视剧版权费用变化示例

剧目	上线时间	单集售价 (互联网)	单集售价 (电视台)
		(万元)	(万元)
《甄嬛传》	2012	30	190
《龙门镖局》	2013	80-90	——
《武媚娘传奇》	2014	100	250
《花千骨》	2015	130	160
《幻城》	2016	400	230
《择天记》	2017	750	400
《如懿传》	2018	900	600

数据来源：艾瑞咨询、华融证券

三、2019 年投资策略：防范风险，把握机遇，注重业绩

1、投资逻辑一：以守为攻，防范风险

以守为攻，防范风险。传媒行业今年经历了行业“黑天鹅”事件以及监管政策环境的收紧和加强，对行业来说是自上而下规范和重塑的一年。从中长期来看，监管加强将有利于加速行业资本泡沫的挤出和行业结构的重整，有利于传媒行业健康可持续发展。2018 年 11 月 16 日，证监会发布了《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，近年来，传媒行业的商誉绝对值越来越高，商誉总值在全行业中排第一，商誉减值的风险也随之而来。我们建议以守为攻，防范风险，建议关注商誉占净资产及归母净利润比重较低的公司。建议关注金逸影视（002905）等。

2、投资逻辑二：把握机遇，关注龙头企业

虽身处“寒冬”，但未来可期，把握机遇，关注龙头企业。随着监管环境的趋严，我们认为细分行业内的龙头企业的优势将进一步加强，流量将进一步向龙头企业集中，优质企业营收的扩张和小型企业的加速出局将并存。我们看好有中长期增长逻辑的各子行业龙头股，高业绩、低估值的行业龙头股 2019 年有望被修复估值。我们建议关注视觉中国（000681）、中国电影（600977）等细分行业龙头。

四、重点公司推荐

图表 37：重点公司盈利预测、估值、及评级（价格以 1.16 收盘价计算）

序号	重点公司	股价 (元)	EPS(元)				PE				投资评级
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
1	金逸影视	14.50	1.26	1.42	1.72	1.94	11.52	10.18	8.43	7.46	推荐
2	中国电影	15.76	0.52	0.73	0.75	0.84	29.79	21.62	20.91	18.86	推荐
3	视觉中国	25.07	0.42	0.48	0.63	0.79	60.39	52.43	39.82	31.65	推荐

数据来源：Wind、华融证券

1、金逸影视：深化布局电影全产业链

公司影院分为直营影院和加盟影院两种模式。公司是国内最早投资于影院的民营企业之一，抢滩布局了一二线城市，主要影院集中在东部发达地区。随着近年来电影行业的繁荣发展，影院逐步从一二线城市向三四线城市发展。截至 2018 年 6 月 30 日，公司旗下共拥有 365 家已开业影院，银幕 2222 块，其中直营影院 156 家，银幕 1041 块。2018 上半年，公司共 16 个项目签署了合作意向书或房屋租赁合同，储备项目达到近百个，同时正在跟踪和商谈的影院项目近 200 个，并着手建立项目开发数据库，完善项目开发体系与流程。

业绩稳定发展。公司今年前三季度实现营业收入 15.5 亿元，同比减少 5.12%，实现归属母公司净利润 1.38 亿元，同比下降 3.85%。其中，三季度实现营收 5.4 亿元，同比下降 5.21%，实现归属上市公司股东净利润 0.51 亿元，同比增长 11.87%。

深化布局电影全产业链。公司充分发挥资源优势，积极拓展电影投资项目。2017 年在国庆档参与投资出品并联合发行的影片《羞羞的铁拳》荣登了国庆档冠军，票房高达 22 亿元，其他参与投资的如《西游伏妖篇》、《乘风破浪》票房分别突破 16 亿元、10 亿元。今年上半年，公司联合发行 2 部影片，参与投资联合出品的影片共 7 部：参与投资联合出品的春节档影片《红海行动》、《唐人街探案 2》、《熊出没：变形记》，分别斩获了 36 亿、33 亿和 6.06 亿元的票房佳绩，均取得了较好的市场影响力和丰厚的回报。

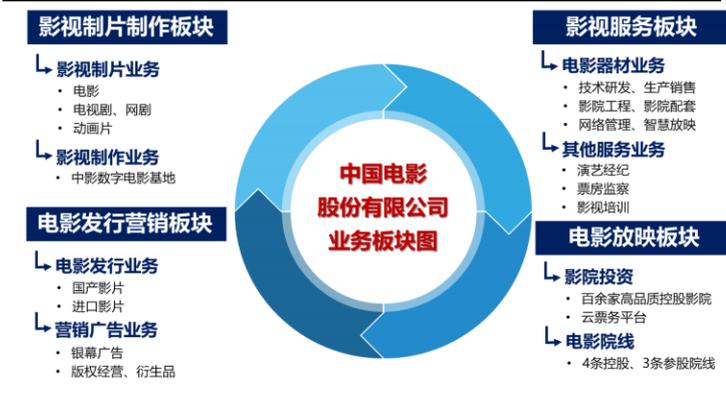
投资建议：我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.42、1.72 和 1.94 元，对应 PE 分别为 10.18 倍、8.43 倍和 7.46 倍。我们给予金逸影视(002905)“推荐”评级。

风险提示：业绩发展不及预期；新影院的发展不及预期；行业上下游不景气等。

2、中国电影：产能充沛，业绩可期

中国电影股份有限公司成立于 2010 年 12 月，并于 2016 年 8 月在上海证券交易所上市。公司从事的主营业务包括影视制片制作、电影发行营销、电影放映及影视服务业务四大业务板块，板块业务结构图如下：

图表 38：公司板块业务结构图



数据来源：公司公告、华融证券

公司产能充沛。影视制片制作业务方面，公司 2018 年上半年主导或参与出品并投放市场的各类电影影片共 8 部，累计实现票房 76.83 亿元，占全国同期影片票房总额的 23.98%。制作的电视剧《我的青春遇见你》作为开年大戏登陆湖南卫视金鹰独播剧场，并由优酷、腾讯视频同步上线播出，双网收视率第一并获《人民日报》点赞。主投的动画项目《精诚的心》(原名《梦想三国》)于 2018 年 6 月在江苏优漫卫视首播，并在腾讯视频上线播出，累计播放量近 9000 万次。在影视制作领域，中影基地以完善的电影制作能力和专业的技术专家队伍保持了国际领先水平。2018 上半年，中影基地共为 376 部电影作品、26 部电视剧作品，101 部纪录片、宣传片和专题片，共计 503 部作品提供了制作服务。电影发行方面，2018 上半年，公司共主导或参与发行国产影片 175 部，累计票房 64.94 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 36.66%；发行进口影片 67 部，票房 71.27 亿元，占同期进口影片票房总额的 59.16%。电影放映业务方面，公司重视放映终端市场的建设和放映质量的提升，努力扩大控股影院规模，吸引优质影院加盟院线。截至 2018 年上半年，公司旗下控股参股院线和控股影院合计覆盖全国 15,945 块银幕和 207.74 万席座位，公司银幕市场占有率为 28.67%。

投资建议：我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73、0.75 和 0.84 元，对应 PE 分别为 21.52 倍、20.91 倍和 18.86 倍。我们给予中国电影(600977)“推荐”评级。

风险提示：业绩发展不及预期；产业景气度下滑；政策风险等。

3、视觉中国：视觉内容行业龙头

视觉内容行业龙头。视觉中国是一家国际领先的提供专业版权视觉内容与增值服务的平台型互联网科技公司。公司以 PGC（Professionally Generated Content，专业生产内容）视觉内容为核心，整合全球顶级版权内容资源，通过互联网版权交易平台提供亿级的高质量、专业性的图片、视频及音乐素材，为内容生态中的内容生产者和内容使用者提供全方位的内容、技术与增值服务。公司多年来持续整合全球最优质的 PGC 视觉内容资源，精耕细作构筑强大的内容资源护城河。公司目前在编辑类与创意类、图片与视频、国际与本土等各个方面，拥有全方位的内容竞争优势，在市场上形成了“你无我有，你有我优”的良好态势，为客户提供一站式的服务。到 2017 年末，在线提供并每日更新来自于全球顶级的约 30 万名的签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构的超过 2 亿张图片、1,000 万条视频素材和 35 万首各种曲风的音乐或音效；同时公司为互联网平台、传媒、企业、广告营销公司、数百万的社交媒体等客户群体提供全方位的视觉内容与服务，到 2017 年末，获得公司视觉内容授权的国内客户已达 10 万个，图片内容每日被阅读达十亿次量级。

具有强大的内容护城河。公司版权交易平台（www.vcg.com）的图片来源主要有自有版权、签约供应商（品牌）、社区供稿人三方。其中自有版权主要包括全球第三大图片库 Corbis Images 及东星娱乐图片库；签约供应商包括全球第一大图片库 Getty Images、BBC 等全球 240 余家知名图片社、影视等版权机构；社区供稿人主要来自 500px.me 与 shijue.me 两个垂直社区。公司通过自行生产、代理、战略合作、收并购等方式不断强化对全球优质“版权视觉内容”的控制力，形成了“你无我有，你有我优”的竞争壁垒，具有强大的图片内容护城河。

公司业绩持续稳定增长。公司自 2014 年以来，利润总额均保持 30% 左右的增长。2017 年，公司营业收入 8.15 亿元，比 2016 年同期增长 10.75%；公司核心主营业务一“视觉内容与服务”实现营业收入 5.84 亿元，比 2016 年同期增长 30.13%。其中，2017 年客户数比 2016 年同期增长 24.7%；截至 2017 年底，获得公司视觉内容授权的国内客户已达 10 万个。2017 年，公司实现归属于上市公司股东的净利润 2.91 亿元，比 2016 年同期增长 35.48%。

投资建议：我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.48、0.63 和 0.79 元，对应 PE 分别为 52.43 倍、39.82 倍和 31.65 倍。我们给予视觉中国（000681）“推荐”评级。

风险提示：图片正版化进程不及预期；公司业务市场受盗版图片侵蚀。

五、风险提示

- 1、宏观经济大幅放缓；
- 2、行业基本面恢复缓慢；
- 3、政策风险。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

尤越，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层（100020）

传真：010-85556173

网址：www.hrsec.com.cn