

# 传媒

# 行业年度策略

## 藏器于身，待时而动

 投资评级 **领先大市-B 维持**

### 投资要点

◆ **2019年传媒行业技术周期和2C需求进入短暂瓶颈期，增量则来自于行业格局集中、渠道迁移、供给侧改革下的重新配置：**我们认为目前传媒行业处于4G技术周期长尾阶段，移动互联网人口红利消退，各方对使用时长及用户价值的争夺加剧。未来5G的规模化应用有望带来传媒行业的创新应用，但相对4G而言，我们认为今年技术的变革不是爆发性的，因此当前传媒的增量主要来自于行业集中度的提高、渠道的部分迁徙和供给侧改革下的重新配置。我们认为景气度高的行业存在于游戏、视频网站等子板块；建议关注供给侧改革引导下，影视、院线、营销行业的拐点性机会；另外，建议关注在全媒体融合趋势下，全网舆论监测催生的需求。

◆ **行业格局进一步集中，首推游戏行业：**根据目前国产游戏的审批节奏，预计全年游戏审批数量约3,000-4,000款，总量控制趋势下，我们预计2019年游戏行业增速将继续稳中略降，中性假设下2019年手游市场收入规模同比增长约12%。游戏产品长线精品化运营的重要性凸显，内容商继续向头部集中。我们推荐【游族网络】（《权力的游戏》静待版号落地，《山海镜花》进入内测期，多品类+海外拓展有望多点开花）；【星辉娱乐】（武磊加入西班牙人，公司具有多层级中国球员配置，今年净利润有望提升至3.5-4亿）；【完美世界】（《完美世界手游》获ios畅销榜第一，预测首月流水有望超6亿，静待steam落地）；【三七互娱】（《一刀传世》、《斗罗大陆》等精品手游贡献Q1高增长）等重点公司，海外建议关注腾讯控股和网易。

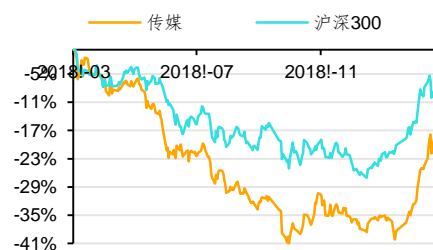
◆ **渠道迁徙趋势下，视频网站最为受益：**我们认为在5G+超高清视频带动下，视频需求扩容，行业规模尚未达到天花板，而在渠道转换的过程中，视频网站最为受益。目前我国网络视频付费规模正处于高增长的景气阶段，另外，2C分账模式在电视剧领域的接轨有利于降低视频网站的购剧风险。标的方面，建议关注A股视频平台稀缺标的【芒果超媒】、垂直化视频网站龙头【哔哩哔哩】。

◆ **供给侧改革引导下，行业资源重新配置带来的投资机会；**2017-2018年影视行业经历一轮供给侧改革，加速了中小公司的出清，供需向上拐点有望出现，建议关注内容制作龙头，以及公司控股权变动带来的投资机会，建议关注【慈文传媒】【吉翔股份】【光线传媒】，海外建议关注【阅文集团】。院线行业：我们预计2019年全国票房大盘增速约在5%-10%之间，票房低速增长背景下，影院加速出清，单银幕产出拐点有望出现，有利于提振院线公司盈利水平，建议关注院线龙头【万达电影】，以及有望受益于进口片单的【中国电影】。电梯营销：我国电梯电视刊例花费仍保持20%以上的高增长，长期来看【分众传媒】不改龙头地位，期待宏观经济企稳后，公司逆势扩张取得的积极成果。

◆ **国家互联网趋势催生新需求：**全媒体融合趋势下，官媒承担的社会责任角色进

首选股票	评级
002174	游族网络 买入-A
300043	星辉娱乐 买入-A
002624	完美世界 买入-A
002555	三七互娱 买入-B
300251	光线传媒 买入-B
002739	万达电影 增持-A
03690	美团点评-W -

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.63	5.21	-12.15
绝对收益	19.32	24.92	-19.82

分析师 付宇娣  
 SAC 执业证书编号：S0910517090002  
 fuyudi@huajinsec.cn  
 021-20377039

分析师 宋怡萱  
 SAC 执业证书编号：S0910518070002  
 songyixuan@huajinsec.cn  
 021-20377051

### 相关报告

传媒：超高清+5G 协同发展，有望推动移动互联网流量持续高增长 2019-03-04

传媒：版号发放常态化，建议关注产品线丰富的游戏大厂 2019-02-18

传媒：猫眼娱乐：收入高增，向内容制作发行纵向延伸 2019-01-30

传媒：版号发放常态化，建议关注产品线丰富的游戏大厂 2019-01-28

传媒：春节档临近，建议关注相关宣发、制作方及院线标的 2019-01-21

一步凸显，其业务增量在于新媒体相关业务以及对全网舆论的监测、审核。我们认为这一逻辑不管在需求上、还是市场规模都是持续验证的过程。建议继续关注相关标的：**【人民网】【新华网】【宣亚国际】【光一科技】**。

- ◆ **风险提示：**政策风险、影视/游戏项目进度不及预期、商誉价值/应收账款坏账风险、竞争加剧风险、宏观经济风险、市场大幅波动风险

## 内容目录

一、传媒：需求增速放缓，技术革新带来供给端结构性机会 .....	7
(一) 估值底和政策底已现，商誉减值风险有望出清 .....	8
(二) 供给端：技术革新、渠道迁徙带来结构性机会 .....	11
(三) 需求端：技术革新周期尾部，用户规模增长放缓，时长和价值争夺加剧 .....	13
1、增长基调确定：经济增长放缓，精神文化需求具有更快增速 .....	13
2、移动互联网人口红利减弱，使用时长和用户价值争夺加剧 .....	15
二、游戏：关注波动率加大下的 Alpha 机会 .....	17
三、影视：低增长下的结构转换 .....	19
(一) 他山之石：渠道迁徙趋势下，美国流媒体平台崛起 .....	19
(二) 我国电视剧行业提质减量，渠道迁徙视频网站受益 .....	22
(三) 关注内容制作公司的控股权变动和行业拐点机会 .....	27
四、院线：关注政策扰动下的行业拐点 .....	29
(一) 春节档：票房同比基本持平，题材多元化有所突破 .....	29
(二) 全年预判：票房大盘中低速增长，单银幕产出降幅收窄 .....	31
五、营销：渠道转换下的空间战 .....	35
六、投资建议 .....	38
(一) 游族网络：业绩高速增长，多品类+海外拓展优势凸显 .....	39
(二) 星辉娱乐：布局稀缺体育资产，游戏研发稳定 .....	39
(三) 完美世界：Pipeline 众多的游戏龙头 .....	40
(四) 芒果超媒：A 股视频平台稀缺标的，芒果生态优势明显 .....	40
(五) 哔哩哔哩：垂直化视频网站龙头，多渠道货币化发力 .....	41
(六) 中国电影：加盟院线龙头，电影全产业链布局 .....	41
(七) 万达电影：院线龙头，纵向布局电影全产业链 .....	42
七、风险提示 .....	42
(一) 宏观经济不达预期 .....	43
(二) 内容供给不达预期 .....	43
(三) 政策风险 .....	43
(四) 商誉减值、应收账款坏账的风险 .....	43
(五) 市场大幅波动的风险 .....	43

## 图表目录

图 1：传媒行业供需逻辑 .....	7
图 2：2000 年至今（2019-2-25）SW 传媒估值及成交额变动情况 .....	8
图 3：2018 年（2018/1/1-2018/12/31）行业涨跌幅对比 .....	8
图 4：2018 年（2018/1/1-2018/12/31）传媒与沪深 300 走势 .....	8
图 5：游戏板块 PE（TTM）（2009-2018 年） .....	9
图 6：影视动漫及院线板块 PE（TTM）（2009-2018 年） .....	9
图 7：营销板块 PE（TTM）（2009-2018 年） .....	9
图 8：互联网板块 PE（TTM）（2009-2018 年） .....	9
图 9：2018 年传媒板块涨幅前 20 个股 .....	9
图 10：传媒行业营收变动情况 .....	11
图 11：传媒行业归母净利润变动情况 .....	11

图 12: 传媒行业商誉变动情况 (亿元, %)	11
图 13: 细分板块商誉占总资产的比例	11
图 14: 技术革新对传媒行业终端变革的推动	12
图 15: 技术革新对传媒行业终端变革的推动	12
图 16: 传媒行业终端渠道的特征分布	12
图 17: 玩具行业收入及同比增速	13
图 18: 玩具行业利润规模及同比增速	13
图 19: 1927-2017 年日本各媒介广告收入变动情况	13
图 20: 中日城镇人均消费支出历史对比情况	14
图 21: 1980-1990 年日本非农人口人均消费 CAGR (按品类分)	14
图 22: 日本多媒体娱乐教育支出占消费支出比重	14
图 23: 全国居民可支配收入、教育文娱支出占总消费支出的比重	15
图 24: 中国网民规模	15
图 25: 中国手机网民规模	15
图 26: 中国移动互联网月活跃用户规模	16
图 27: 中国移动互联网月人均单日使用时长提升	16
图 28: 短视频时长占比趋于平稳	16
图 29: 中国移动互联网用户分城市等级人均单日使用时长变化	16
图 30: 我国 4G 网络平均下载速率变动情况	17
图 31: 我国移动互联网接入流量变动情况	17
图 32: 历年游戏版号发放情况 (季度数据)	17
图 33: 2018 年底版号放开后的发放情况	17
图 34: 游戏用户规模变动情况	18
图 35: 游戏市场销售收入变动情况	18
图 36: 手游用户规模变动情况	18
图 37: 手游市场销售收入变动情况	18
图 38: 手游 ARPPU 值及付费率变动情况	18
图 39: 游戏市场竞争格局	19
图 40: 2015-2017 年美国付费电视用户关系分布	20
图 41: 美国付费电视与奈飞用户使用渗透率	20
图 42: 美国流媒体及有线电视收入规模 (十亿美元) 及变动趋势	20
图 43: 奈飞公司付费会员增长情况	21
图 44: 奈飞公司国内及海外流媒体月均订阅费变动情况 (美元)	21
图 45: 奈飞公司全球流媒体会员和 DVD 租赁会员的变动情况	21
图 46: 奈飞公司国内及海外流媒体会员数量的变动	21
图 47: 奈飞公司内容资产净值变动情况	22
图 48: 奈飞公司内容资产净值构成情况	22
图 49: 国产电视剧备案公示部数及变动情况	23
图 50: 电视剧发行许可部数及变动情况	23
图 51: 横店影视城历史拍摄剧组数量及变动	23
图 52: 先网后台播出的电视剧数量	24
图 53: 播放量 TOP50 网络剧中独播剧的占比	24
图 54: 中国在线视频 APP 月活跃用户数变动情况	24
图 55: 电视媒体和移动互联网人均单日使用时长	25
图 56: 2015-2018 年在线视频行业月活跃用户	25

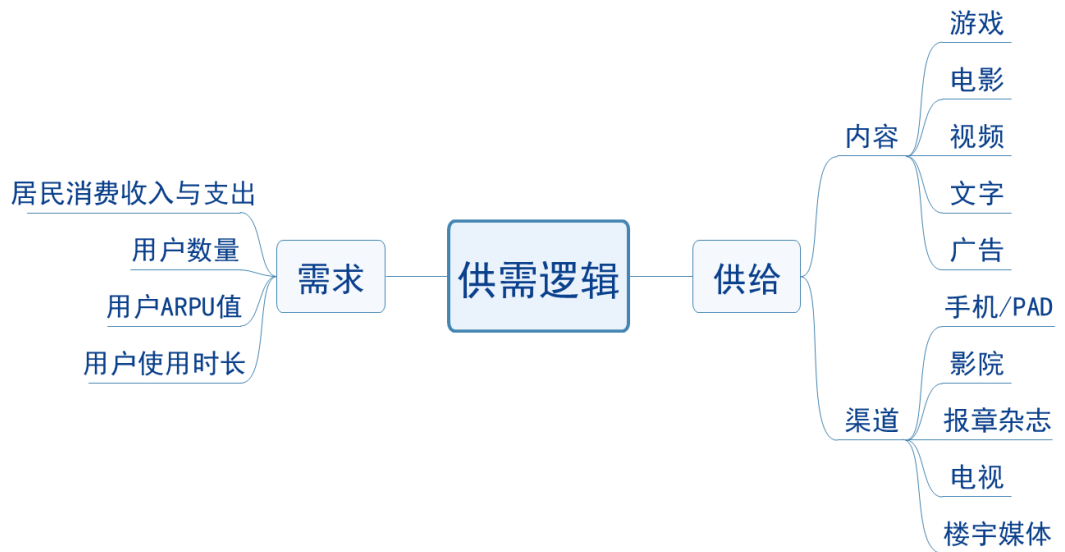
图 57: 网络视频付费用户规模及付费率情况 .....	25
图 58: 在线视频用户付费市场规模增长情况 (亿元、%) .....	25
图 59: 腾讯视频付费会员数增长情况 .....	25
图 60: 爱奇艺付费会员数增长情况 .....	25
图 61: 腾讯媒体内容成本投入情况 (亿元 RMB、%) .....	26
图 62: 爱奇艺内容成本投入情况 .....	26
图 63: 优酷内容成本投入情况 .....	27
图 64: 中国电视剧、网剧、网络大电影及综艺节目市场规模 .....	28
图 65: 2017 年电视剧市场规模构成 .....	28
图 66: 电视剧付款周期 .....	28
图 67: 2014-2019 年春节档观影人次变动情况 .....	29
图 68: 2014-2019 年春节档上座率 .....	29
图 69: 2014-2019 年春节档票房变动情况 .....	29
图 70: 2016-2019 年春节档单日票房 (亿元) .....	29
图 71: 2014-2019 年春节档平均票价及服务费率变动情况 .....	30
图 72: 春节档重要性逐年提升 .....	30
图 73: 2014-2019 年春节档票仓分布 .....	30
图 74: 2015-2019 年各线城市观影人次变动幅度 .....	30
图 75: 2019 年春节档影片票仓分布 (按地域分) .....	31
图 76: 进口片票房占比情况 .....	32
图 77: 各线城市 2017 年人均观影次数 .....	33
图 78: 全球前十票房国家/地区人均观影频次 (2017 年) .....	33
图 79: 中国电影综合票房预测 .....	33
图 80: 我国影院数量变动情况 (2019 年为截至 3 月 10 日数据) .....	34
图 81: 我国银幕数量变动情况 (2019 年为截至 3 月 10 日数据) .....	34
图 82: 2017、2018 年我国影院新开及关停数量 .....	34
图 83: 三种情形假设下的银幕增长情况 .....	35
图 84: 票房中性假设下, 不同银幕增速对应的单银幕产出变动 .....	35
图 85: 日本战后名义 GDP 增速与广告增速比较 .....	35
图 86: 日本 2000 年后投资、消费与广告增速的关系 .....	36
图 87: 1947-2017 年日本电视广告、网络广告增长情况 .....	36
图 88: 电通 00 年以来股价走势 .....	37
图 89: 全媒体与传统媒体刊例花费同比增速 .....	37
图 90: 2018 年不同媒体刊例花费同比增速 .....	37
图 91: 游族网络营收、归母净利润增长情况 .....	39
图 92: 游族网络 PE-band .....	39
图 93: 星辉娱乐营收、归母净利润增长情况 .....	40
图 94: 星辉娱乐 PE-band .....	40
图 95: 完美世界营收、归母净利润增长情况 .....	40
图 96: 完美世界 PE-band .....	40
图 97: 芒果超媒营收、归母净利润增长情况 .....	41
图 98: 芒果超媒 PE-band .....	41
图 99: 哔哩哔哩营收、归母净利润增长情况 .....	41
图 100: 哔哩哔哩营收构成 .....	41
图 101: 中国电影营收、归母净利润增长情况 .....	42

图 102: 中国电影 PE-band .....	42
图 103: 万达电影营收、归母净利润增长情况 .....	42
图 104: 万达电影 PE-band .....	42
表 1: 传媒行业政策监管现状 .....	10
表 2: 个税法修订、个税专项扣除办法对各收入水平人群的影响 .....	15
表 3: 2019 年手游市场空间预测 .....	19
表 4: 电视剧行业政策调控脉络 .....	22
表 5: 优酷、芒果 TV 会员增长情况 .....	25
表 6: 视频网站与内容商的购销模式 .....	27
表 7: 2019 年春节档各线城市观影人次的价格弹性 .....	30
表 8: 2019 年进口片片单（北美上映日期） .....	31
表 9: 历年国内票房 5 亿元以上的进口影片 .....	32
表 10: 不同假设下 2021 年电影票房预测 .....	33
表 11: 重点公司盈利预测及估值（收盘价及总市值截至 2019 年 3 月 14 日收盘） .....	38

## 一、传媒：需求增速放缓，技术革新带来供给端结构性机会

技术革新是传媒行业的增长主线，技术革新对传媒行业意味着渠道革新、需求扩容。从供需逻辑看传媒行业，传媒行业的需求变化体现在终端用户数量、使用时长（量）以及用户 ARPU 值（价）的变动，可选消费属性较强，受居民可支配收入影响较大；传媒行业的供给主要分为渠道和内容两部分，内容层面包括游戏、电影、视频、文字、广告等，渠道包括触达用户的各类终端，包括电视、纸媒、手机/PAD、影院、楼宇媒体等。传媒行业的需求和供给相互影响，渠道和内容的变革很大程度上影响了居民的娱乐方式，而用户需求亦催生内容和渠道的优化。

图 1：传媒行业供需逻辑



资料来源：华金证券研究所整理

历史上 SW 传媒涨幅较高的几个阶段均与技术革新相对应。90 年代末-21 世纪初，宽带普及，中国网民规模高速增长，网易、腾讯、搜狐等互联网公司此间诞生；2007 年，移动互联网普及，中国手机网民规模高速增长；2009 年，3G 商用，推动传输速度加快、媒体展现形式更加丰富；2013-2014 年，4G 实现商用，移动互联网进一步提速降费，终端用户的资讯、游戏、视频、通讯等需求大幅扩容；2018 年，我国移动互联网接入流量仍处于高速增长阶段，4G 网络平均下载速度达 22Mbit/s。根据华为 X labs 的预测，5G 时代下行峰值数据速率可达 20Gbps，而上行峰值数据速率可能超过 10Gbps；此外，5G 还将大大降低时延及提高整体网络效率：简化后的网络架构将提供小于 5 毫秒的端到端延迟。5G 给我们带来的是超越光纤的传输速度（Mobile Beyond Giga），超越工业总线的实时能力（RealTime World）以及全空间的连接（All-Online Everywhere），5G 将开启充满机会的时代。未来 5G 商用将为云游戏、超高清视频等领域带来革新，传媒行业有望迎来渠道与内容的结构性机会。

图 2: 2000 年至今 (2019-2-25) SW 传媒估值及成交额变动情况

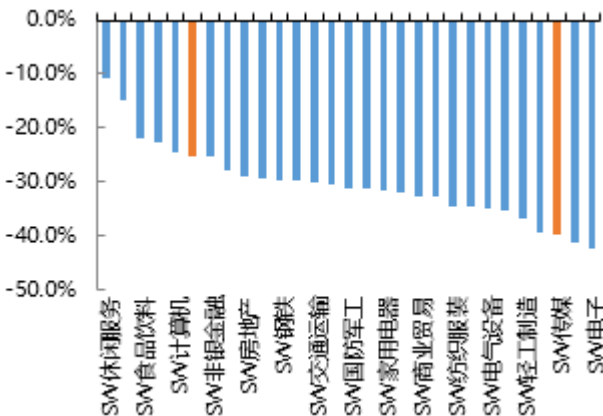


资料来源: Wind, 华金证券研究所整理

### (一) 估值底和政策底已现，商誉减值风险有望出清

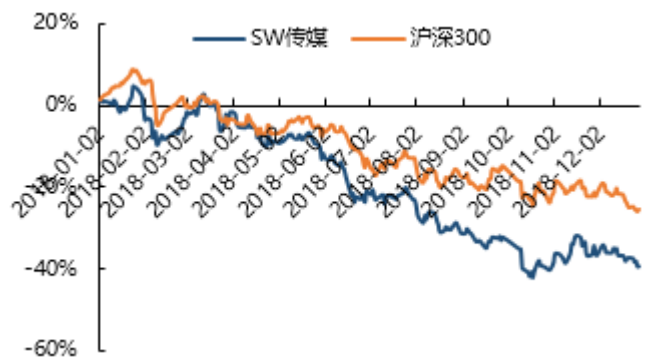
估值进入底部区域。股价表现方面，2018 年传媒板块表现较弱，涨幅在申万一级行业中排名靠后；2018 年 Q4 游戏、影视动漫、院线、营销、互联网等细分板块估值均处于历史低位。2018 年 10 月传媒板块估值触底，受版号消息刺激，板块出现反弹。

图 3: 2018 年 (2018/1/1-2018/12/31) 行业涨跌幅对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 2018 年 (2018/1/1-2018/12/31) 传媒与沪深 300 走势



资料来源: Wind, 华金证券研究所

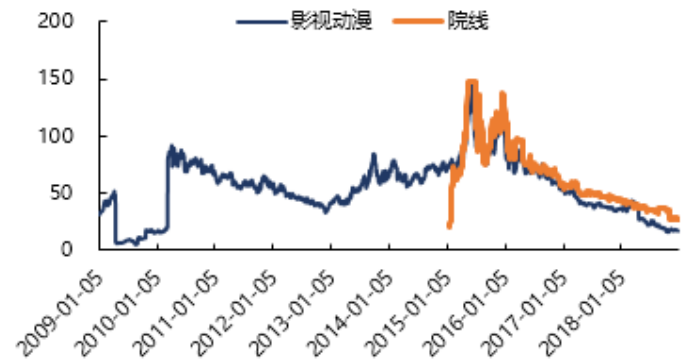


图 5: 游戏板块 PE (TTM) (2009-2018 年)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 影视动漫及院线板块 PE (TTM) (2009-2018 年)



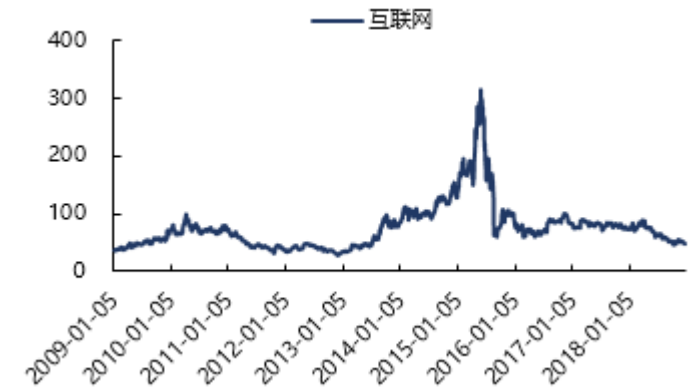
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 营销板块 PE (TTM) (2009-2018 年)



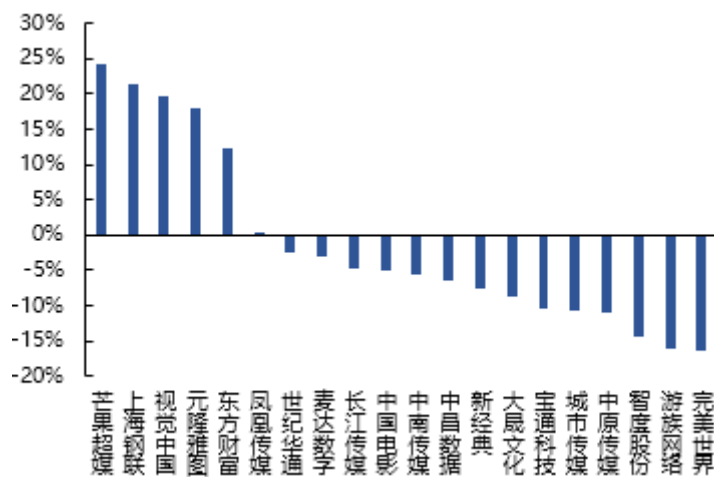
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 互联网板块 PE (TTM) (2009-2018 年)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 2018 年传媒板块涨幅前 20 个股



资料来源: Wind, 华金证券研究所

政策层面, 2018 年影视、游戏行业经历了强监管的一年, 行业供给侧短期内导致一些公司加速出清, 但长期有利于行业去芜存菁, 龙头公司受益。影视行业, 监管机构就内容题材、税收、片酬、收视率等多个维度提出监管要求, 比如税收层面, 自 2018 年 10 月截至 2018 年末, 影视

行业纳税人自查申报税款达 117.47 亿元（新华社消息），可能影响影视公司利润率；游戏行业在 2018 年亦经历了版号审批的暂停，直至 2018 年末方迎来重启。

表 1：传媒行业政策监管现状

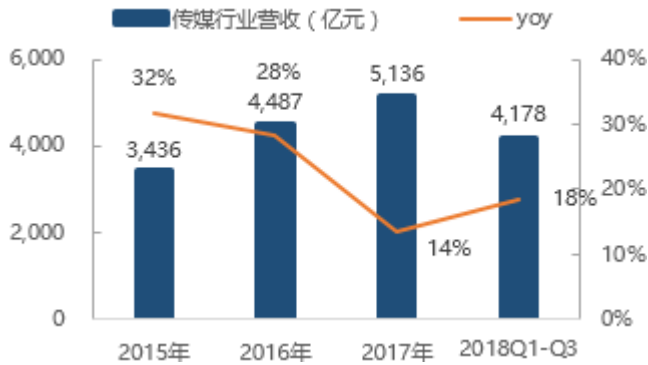
监管维度	时间	发文部门	文件名称	主要内容
内容题材	2016 年 3 月 2 日	中广联电视制片委员会和中国电视剧制作产业协会	《电视剧内容制作通则》	坚持以社会主义核心价值观为引领，坚持以现实题材为主；详细规定了不能在电视剧中出现的具体内容，涉及同性恋、婚外情、未成年人早恋等，对于电视剧内容题材有“指南”作用
	2017 年 6 月 1 日	国家新闻出版广电总局	《关于进一步加强网络视听节目创作播出管理的通知》	各类网络视听节目的创作和生产都要紧紧围绕培育和弘扬社会主义核心价值观，唱响主旋律、传播正能量；网络视听节目要坚持与广播电视节目同一标准、同一尺度、把好政治关、价值关、审美关，实行统筹管理
	2018 年 4 月 10 日	国家新闻出版广电总局	《关于做好 2018-2022 年重点电视剧选题规划工作的通知》	1.坚持以人民为中心的创作导向，在“深入生活、扎根人民”中进行无愧于时代的文艺创造； 2.坚持思想精深、艺术精湛、制作精良相统一，旗帜鲜明倡导现实题材创作，突出作品品位、格调、责任； 3.紧紧围绕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。
	2018 年 7 月 5 日	国家广播电视总局	《国家广播电视总局关于学习宣传贯彻〈中华人民共和国英雄烈士保护法〉的意见》	强调内容审核要求，督促落实主体责任； 明确广播电视主管部门对侵害英雄烈士权益违法行为的监管职责
税收	2018 年 7 月 13 日	国家税务总局	国家税务总局发布《通知》要求各级税务机关加强影视行业税收征管	1.影视行业纳税人享受税收优惠政策不符合相关规定的，税务机关将依法追缴已享受的见面税款； 2.各级税务机关要加强对影视行业的税源管理； 3.加强对影视企业的影视行业从业人员的税收风险分类管理
片酬	2018 年 6 月 27 日	中宣部、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	五部委联合印发《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	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%； 电视台、影视制作机构、电影院线、互联网视听网站、民营影视发行放映公司，不得恶性竞争、哄抬价格购买播出影视作品
	2018 年 8 月 11 日	爱奇艺、优酷、腾讯视频、正午阳光影业、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒	《关于抵制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》	三家视频网站和六大影视制作公司采购或制作的所有影视剧，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 5,000 万元人民币； 共同抵制偷逃税、“阴阳合同”等违法行为，共同倡导廉洁之风、弘扬浩然正气。
游戏版号	2018 年 3 月以来国务院机构改革导致游戏版号审批暂停，直至 2018 年 12 月底重启。			
短视频/直播	2018 年 4 月 10 日永久关停“内涵段子”客户端软件及公众号；2018 年 7 月下架整改 B 站、秒拍等 app；针对侵权问题多次约谈抖音、快手等短视频 app			

资料来源：政府机构网站，华金证券研究所整理

2018 年年报将释放商誉减值风险，2019 年有望轻装上阵。2014-2015 年，传媒行业并购重组频繁，导致 2015 年末传媒行业商誉同比增长 177%，商誉占总资产的比重由 2014 年末的 7.81% 提升 6.62 个百分点至 14.43%。2016 年以来，商誉同比增速放缓，2017 年全年商誉减值损失

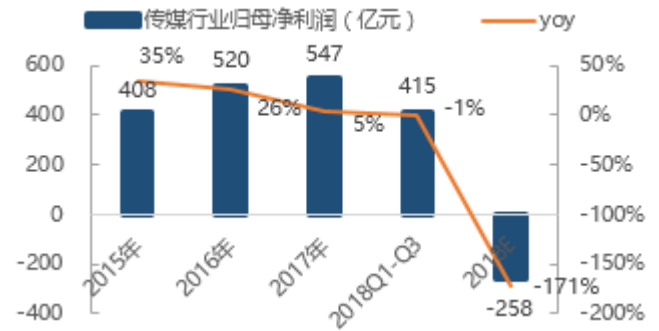
52.50 亿元,同比增长 5.8 倍。2017 年下半年以来,受宏观经济影响及传媒行业供给侧改革影响,并购标的出现业绩不达承诺的现象,根据已披露的业绩快报及业绩预告测算,预计 2018 年传媒行业归母净利润下滑幅度达 171%,主要由于计提商誉减值准备、存货跌价准备、应收账款坏账准备等资产减值损失所致。

图 10: 传媒行业营收变动情况



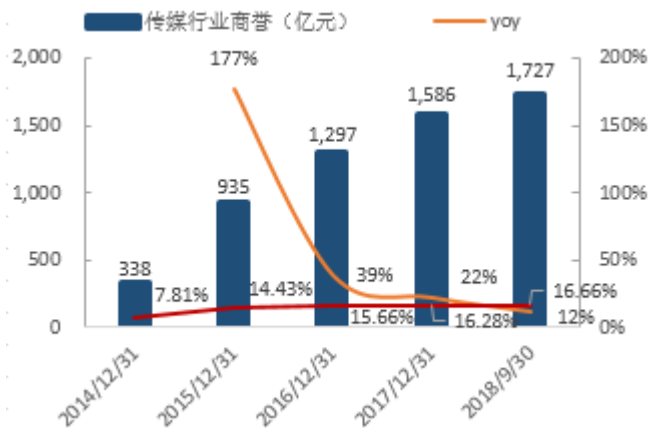
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 传媒行业归母净利润变动情况



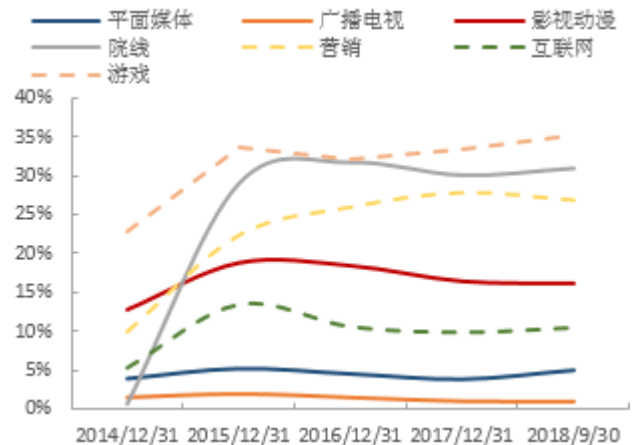
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 传媒行业商誉变动情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 细分板块商誉占总资产的比例

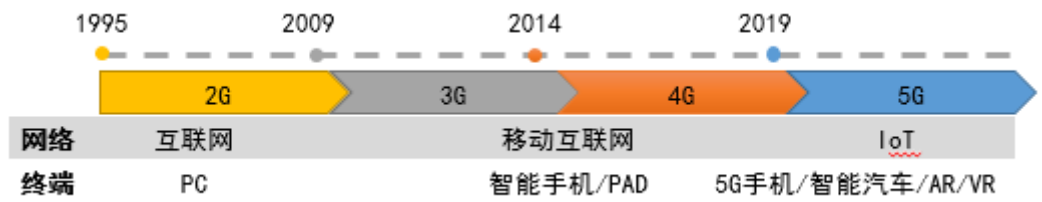


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 供给端: 技术革新、渠道迁徙带来结构性机会

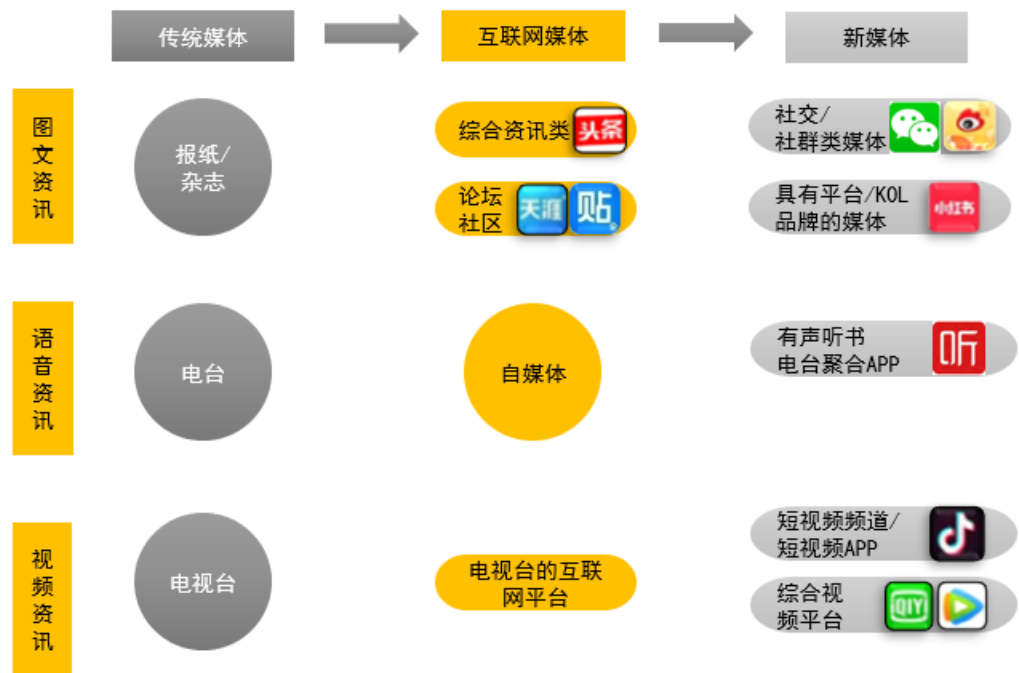
**技术革新孕育传媒历波机会。**移动互联网由 2G 发展至 4G, 技术进步带来渠道革新, 推动用户娱乐方式的加速转变, 我们可以看到传统玩具行业的下行和移动游戏的快速增长; 也可以在营销领域看到网络广告的崛起。用户终端由大屏转向小屏, 用户由 PC/电视端向智能手机/PAD 端迁徙, 与此同时带来社交媒体、在线视频、短视频、手游等新媒体平台的高速增长。在将要到来的 5G 时代, 网络传输速度进一步提升, 传媒行业受益之处主要体现在 5G 技术的创新应用, 包括 AR/VR 等技术的进一步渗透, 未来主要的传播渠道将在易得性、广泛性、持久性、冲击性、社交性等方面均占有优势。

图 14: 技术革新对传媒行业终端变革的推动



资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

图 15: 技术革新对传媒行业终端变革的推动



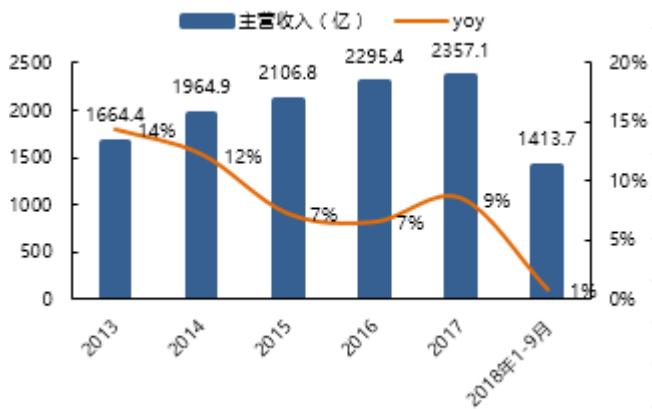
资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

图 16: 传媒行业终端渠道的特征分布

	易得性	广泛性	持久性	冲击性	社交性
报刊杂志书籍传播	中	低	中	低	低
影院传播	低	中	低	高	中
电视传播	中	高	中	中	低
电脑传播	低	低	高	高	高
手机/Pad传播	高	高	高	中	高

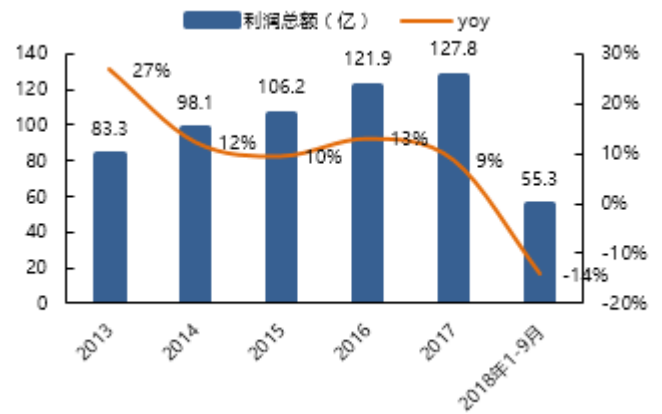
资料来源: 华金证券研究所整理

图 17：玩具行业收入及同比增速



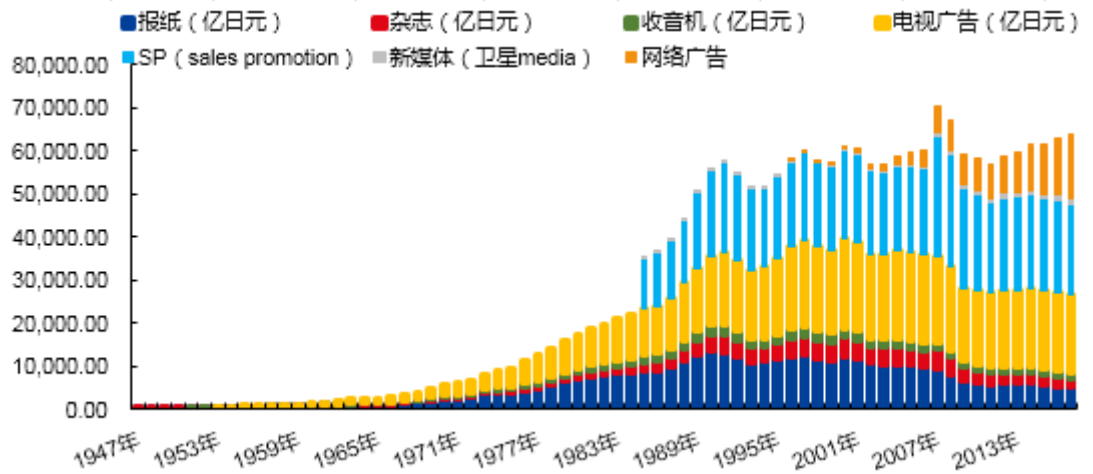
资料来源：工信部，华金证券研究所

图 18：玩具行业利润规模及同比增速



资料来源：工信部，华金证券研究所

图 19：1927-2017 年日本各媒介广告收入变动情况



资料来源：电通官网，华金证券研究所

总结来看，我们认为今年技术的变革并不是爆发性的，也因此导致当前传媒的供给主要来自于渠道的部分迁徙和供给侧改革下的重新配置。我们认为景气度高的行业存在于在线视频、游戏等子板块，可以进一步观察影视、数字营销、电影院线的拐点性机会。

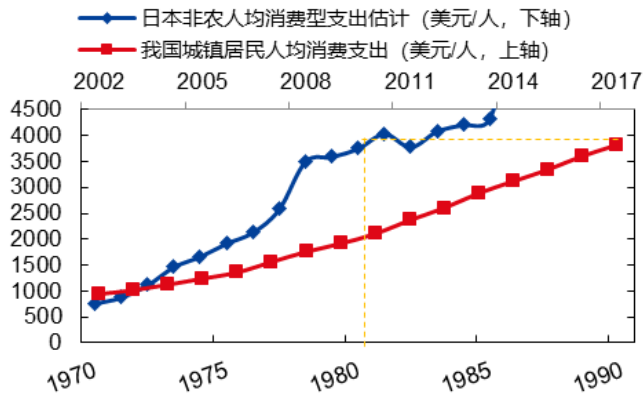
### （三）需求端：技术革新周期尾部，用户规模增长放缓，时长和价值观争夺加剧

#### 1、增长基调确定：经济增长放缓，精神文化需求具有更快增速

借鉴日本经济及文娱产业增长经验，我们认为传媒行业需求始终存在，且在经济增长放缓背景下，居民文娱消费需求具有更快增速。比较日本非农人均消费支出与我国城镇居民人均消费支出水平，以及中日两国 GDP 增速，我们认为我国目前经济背景与日本 80 年代初期所处的经济发展阶段相似。1980 年-1990 年间，日本非农人口人均消费中，教育、文化娱乐的年复合增速分别为 6.49%、5.18%，高于整体人均消费支出的年复合增速，精神文化需求为此间消费的主

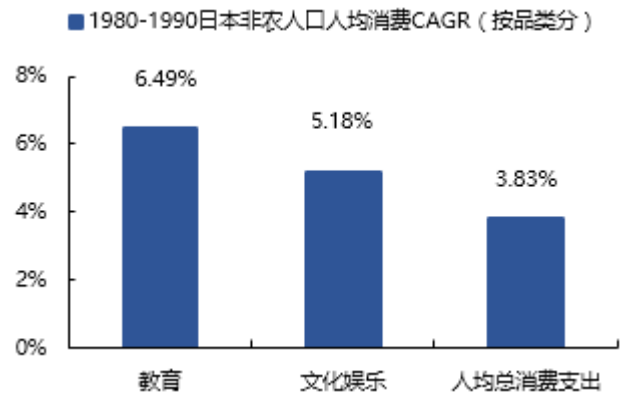
要增长点。从绝对占比值来看，2000 年以来日本多媒体、娱乐教育支出占消费支出的比重一直在 20%以上，处于较高水平。

图 20：中日城镇人均消费支出历史对比情况



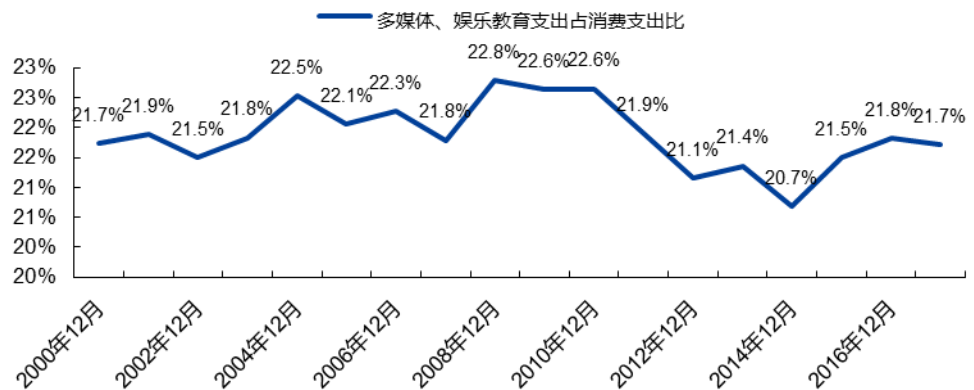
资料来源：Wind，国家统计局，日本内阁府，华金证券研究所

图 21：1980-1990 年日本非农人口人均消费 CAGR（按品类分）



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

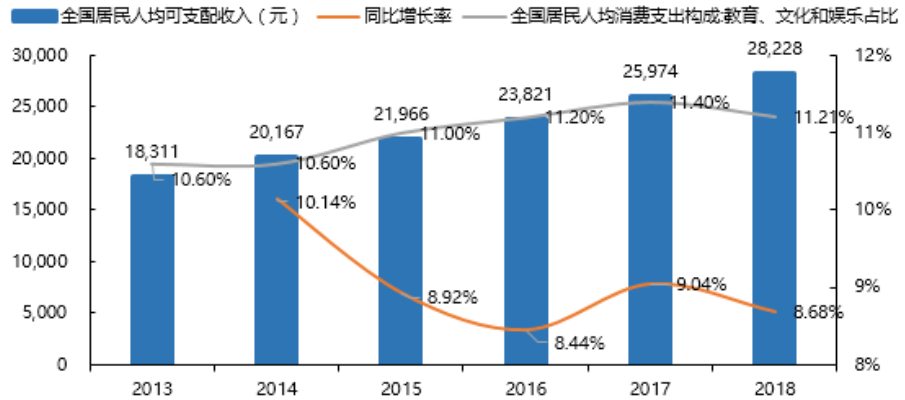
图 22：日本多媒体娱乐教育支出占消费支出比重



资料来源：日本统计局，华金证券研究所

个税修订改善居民可支配收入预期，正向影响大众文娱需求。2018 年全国居民人均可支配收入同比稳健增长 8.68%，考虑：①2018 年 10 月 1 日起个税免征额由 3,500 元提升至 5,000 元，②个税专项附加扣除自 2019 年 1 月 1 日起施行，不同收入水平居民均将受惠于减税政策，个税缴纳额将大幅降低，居民可支配收入有望保持稳健增长，文娱需求作为可选消费，有望提升。

图 23: 全国居民可支配收入、教育文娱支出占总消费支出的比重



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 2: 个税法修订、个税专项扣除办法对各收入水平人群的影响

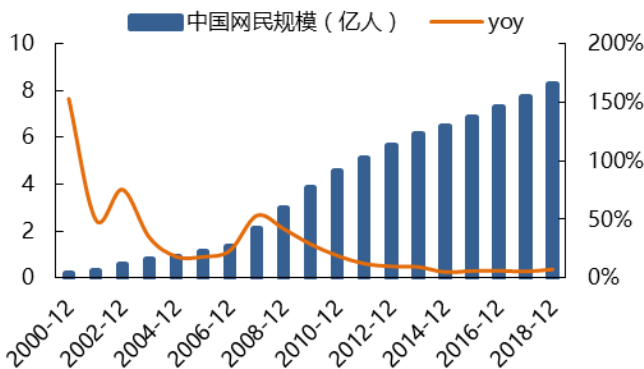
税前工资 (元) (减除五险一金等扣除项后)	个税修订前		个税修订后		修订后 个税缴纳减少额	降低比例
	应纳税所得额 (元)	每月个税 (元)	应纳税所得额	每月个税 (元)		
4,000	500	15	-1,000	0	-15	100%
8,000	4,500	345	1,900	57 <sup>1</sup>	-288	83%
16,000	12,500	2,120	10,000	790 <sup>2</sup>	-1,330	63%
32,000	28,500	6,120	23,000	3,190 <sup>3</sup>	-2,930	48%
64,000	60,500	15,670	54,600	11,970 <sup>4</sup>	-3,700	24%

资料来源: 《中华人民共和国个人所得税法 (2018 年 8 月 31 日修订)》, 《个人所得税专项附加扣除暂行办法》, 华金证券研究所

## 2、移动互联网人口红利减弱, 使用时长和用户价值争夺加剧

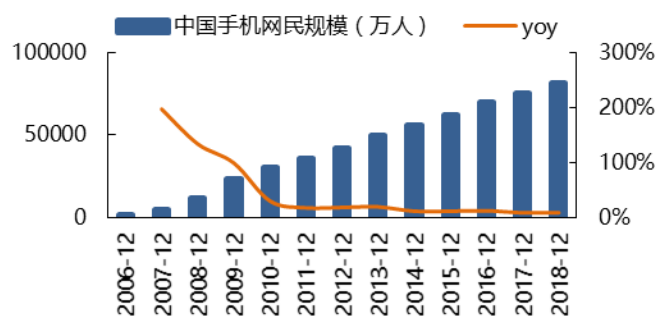
我国移动互联网用户规模增速放缓。根据 CNNIC, 2018 年我国网民规模达到 8.29 亿人, 同比增长 7%, 手机网民规模 8.17 亿人, 同比增长 9%; 根据 Questmobile 数据, 2018 年 12 月中国移动互联网月活跃用户规模 11.31 亿, 同比增速降至 4%。

图 24: 中国网民规模



资料来源: CNNIC, 华金证券研究所

图 25: 中国手机网民规模



资料来源: CNNIC, 华金证券研究所

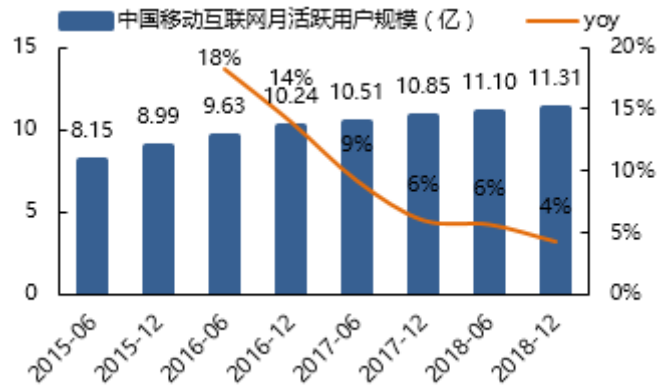
<sup>1</sup> 考虑住房租金专项抵扣

<sup>2</sup> 考虑住房租金专项抵扣/住房贷款利息专项抵扣

<sup>3</sup> 考虑子女教育、住房贷款利息、赡养老人三项抵扣

<sup>4</sup> 考虑子女教育、住房贷款利息、赡养老人、继续教育四项抵扣

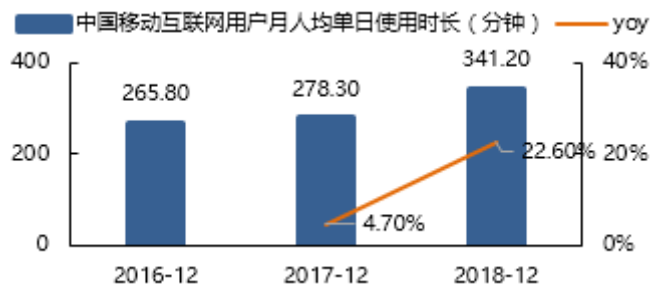
图 26: 中国移动互联网月活跃用户规模



资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

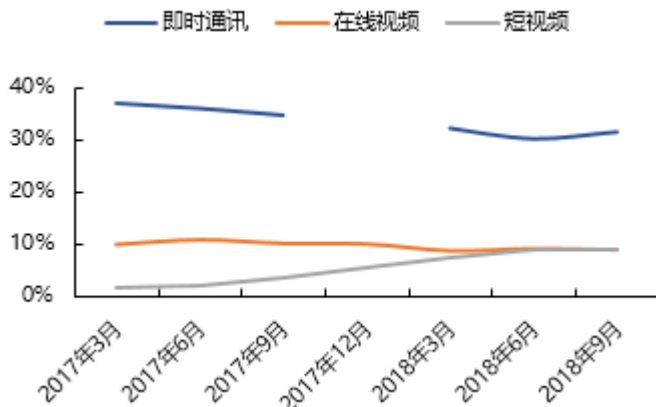
4G 技术周期末端，使用时长、用户价值的争夺竞争加剧。Questmobile 数据显示，2018 年 12 月我国移动互联网人均单日使用时长逾 5 个半小时，较 2017 年 12 月同比增长逾 1 个小时。我们认为增长主要来源于碎片化时间进一步被占用，同时移动互联网向低线城市加速渗透。①短视频、直播等 app 爆发性增长，侵占碎片化时间，短视频使用时长在移动互联网使用时长中的占比由 2017 年 12 月的 5.50% 提升至 2018 年 9 月的 8.80%；以抖音为例，2018 年 9 月抖音 app 月活数 2.31 亿，同比增长 11 倍以上。②随着移动互联网向下加速渗透，四五线城市人均使用时长增速更快。视频网站、移动阅读、移动音乐等渠道付费渗透率逐渐提高，贯穿各电商平台的会员体系（例如阿里 88 会员）初现，可见移动互联网对用户价值的争夺加剧。

图 27: 中国移动互联网月人均单日使用时长提升



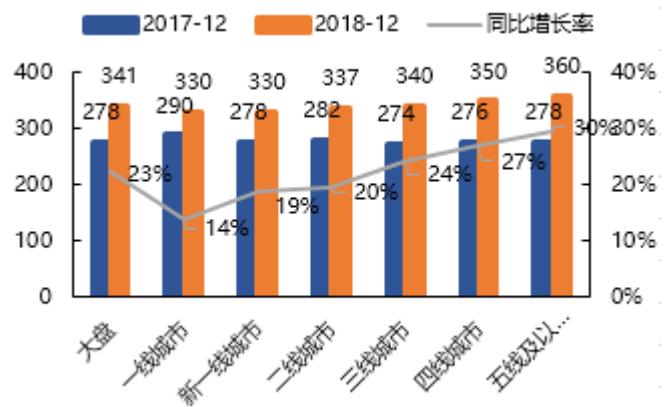
资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

图 28: 短视频时长占比趋于平稳



资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

图 29: 中国移动互联网用户分城市等级人均单日使用时长变化

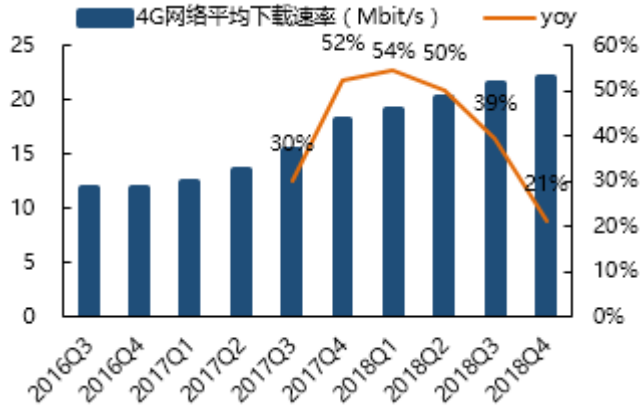


资料来源: Questmobile, 华金证券研究所



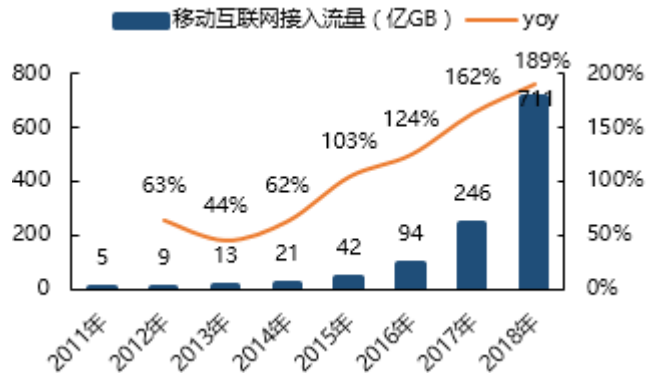
移动互联网流量需求饱满，5G 商用有望推动文娱需求再上新台阶。2018 年 Q4，我国 4G 网络平均下载速度达到 22.05Mbit/s，同比增长 21%；2018 年我国移动互联网接入流量 711.1 亿 GB，同比增长 189%，增速达到 2013 年以来的新高，凸显出在提速降费背景下，居民对移动互联网流量的需求饱满。未来 5G 规模化应用，传输速度大幅提升的条件下，渠道革新、内容革新，进而推动应用端需求的进一步释放。

图 30：我国 4G 网络平均下载速率变动情况



资料来源：CNNIC，华金证券研究所

图 31：我国移动互联网接入流量变动情况



资料来源：CNNIC，华金证券研究所

## 二、游戏：关注波动率加大下的 Alpha 机会

2018 年受版号审批暂停影响，游戏行业增速下行。2018 年 3 月受国务院机构改革影响，国产游戏版号审批暂停，在这之前，2017 年全年游戏版号审批量达 9,384 款。受版号审批暂停影响，2018 年游戏市场销售收入同比增速降至 3%，手游市场收入同比增速降至 15%。无法变现的问题导致诸多中小游戏厂商面临经营困难，行业经历一轮供给侧改革。

2018 年底版号审批重启，截至 2019 年 3 月 13 日，国家新闻出版广电总局共计审批通过 8 批游戏版号，基本保持每个月 3 批的审批速度，每批数量 90 款左右，游戏版号发放趋于常态化，包括《完美世界手游》、《堡垒前线》等头部作品均获得版号，政策底部已过。但受制于人口红利减弱，我们预计 2019 年游戏行业增速将继续稳中下滑。

图 32：历年游戏版号发放情况（季度数据）

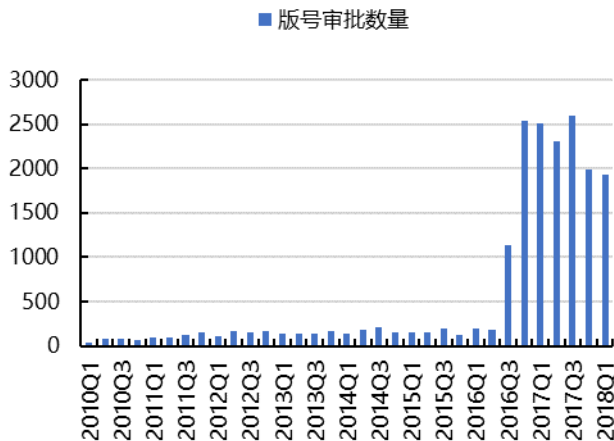
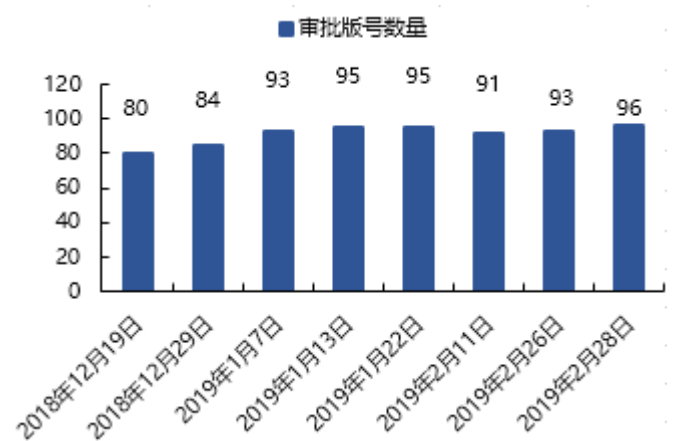
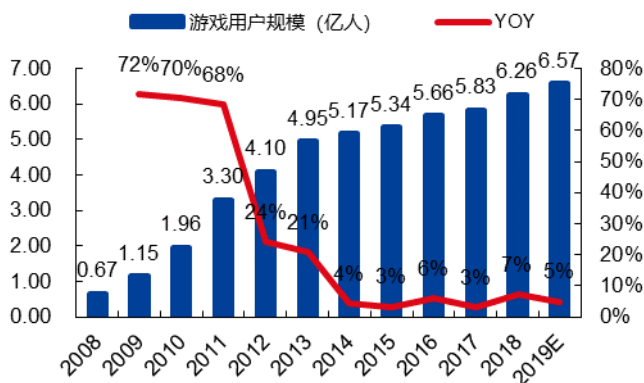


图 33：2018 年底版号放开后的发放情况



资料来源：国家新闻出版广电总局，华金证券研究所

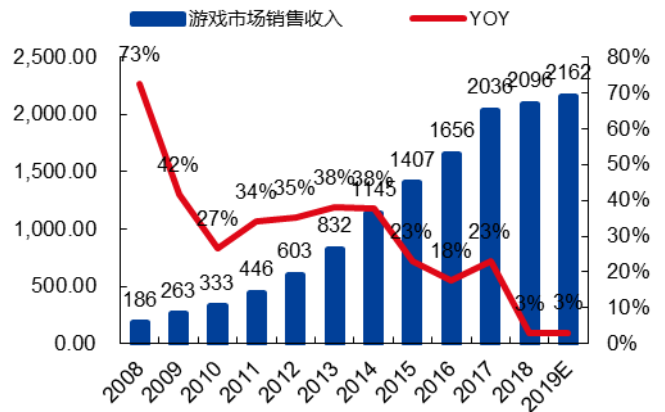
图 34：游戏用户规模变动情况



资料来源：GPC CNG and IDC，华金证券研究所

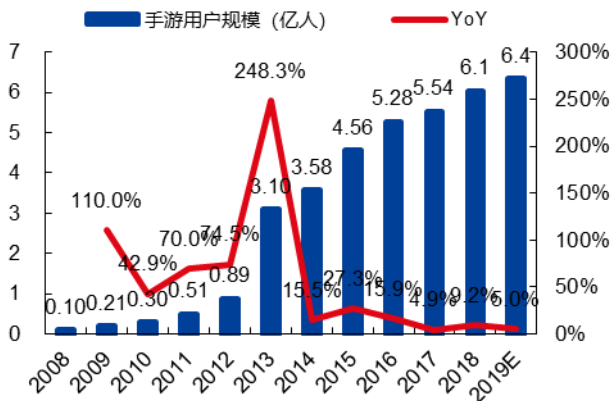
资料来源：国家新闻出版广电总局，华金证券研究所

图 35：游戏市场销售收入变动情况



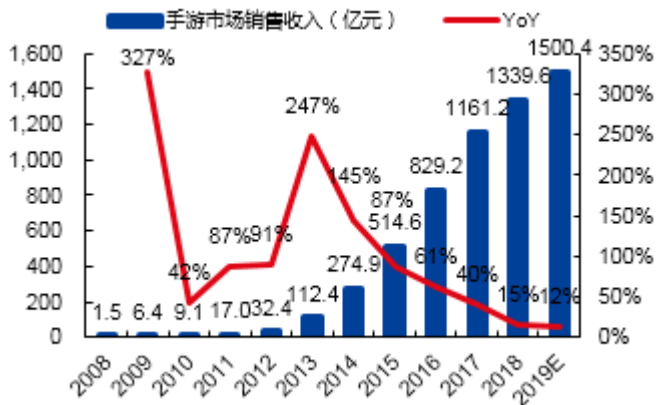
资料来源：GPC CNG and IDC，华金证券研究所

图 36：手游用户规模变动情况



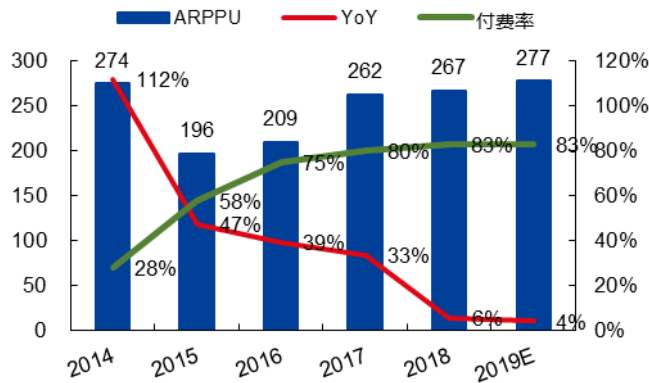
资料来源：GPC CNG and IDC，华金证券研究所

图 37：手游市场销售收入变动情况



资料来源：GPC CNG and IDC，华金证券研究所

图 38：手游 ARPPU 值及付费率变动情况



资料来源：GPC CNG and IDC，华金证券研究所

我们预计全年游戏审批数量约 3,000-4,000 款，总量控制趋势下，游戏产品长线精品化运营的重要性凸显，研发实力强的龙头厂商受益。从市场结构看，作为渠道转换的非优势品类，端游

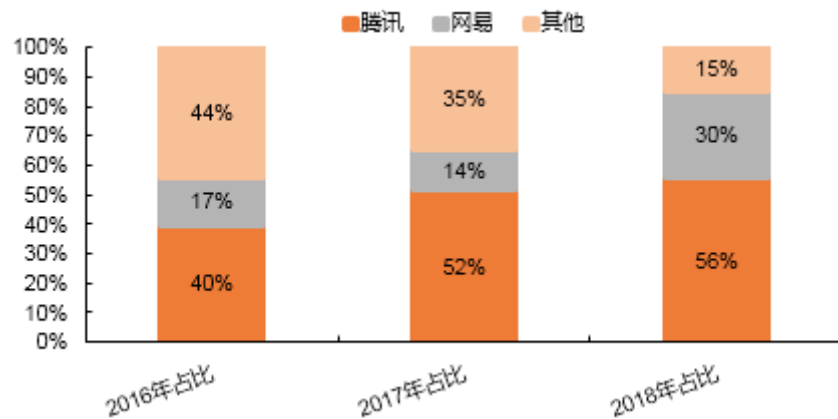
和页游收入仍将持续下滑，手游仍然是游戏市场的主要增长动力。我们认为在中性假设下，2019年手游市场收入规模约1,500亿元，同比增长约12%。竞争格局方面，2018年，腾讯、网易的市场占有率分别达到56%和30%，内容商进一步向龙头集中。我们预测2019年此趋势将会维持，因此腾讯系公司（完美世界、游族网络、金山软件、星辉娱乐等）与精品研发公司（三七互娱、吉比特等）将会继续受益于行业龙头份额集中。而海外将会成为各研发公司的兵家必争之地。

表 3：2019 年手游市场空间预测

	用户数	YoY	ARPU	YoY	市场收入	YoY
2008	0.10		15.00		1.5	
2009	0.21	110.0%	30.48	103%	6.4	327%
2010	0.30	42.9%	30.33	0%	9.1	42%
2011	0.51	70.0%	33.33	10%	17.0	87%
2012	0.89	74.5%	36.40	9%	32.4	91%
2013	3.10	248.3%	36.26	0%	112.4	247%
2014	3.58	15.5%	76.79	112%	274.9	145%
2015	4.56	27.3%	112.93	47%	514.6	87%
2016	5.28	15.9%	157.05	39%	829.2	61%
2017	5.54	4.9%	209.60	33%	1161.2	40%
2018	6.1	9.2%	221.42	6%	1339.6	15%
2019E 悲观	6.4	5.0%	230.28	4%	1462.8	9%
2019E 中性	6.41	6.0%	234.71	6%	1505.2	12%
2019E 乐观	6.53	8%	243.56	10%	1591.4	19%

资料来源：GPC CNG and IDC，华金证券研究所整理

图 39：游戏市场竞争格局



资料来源：GPC CNG and IDC，华金证券研究所

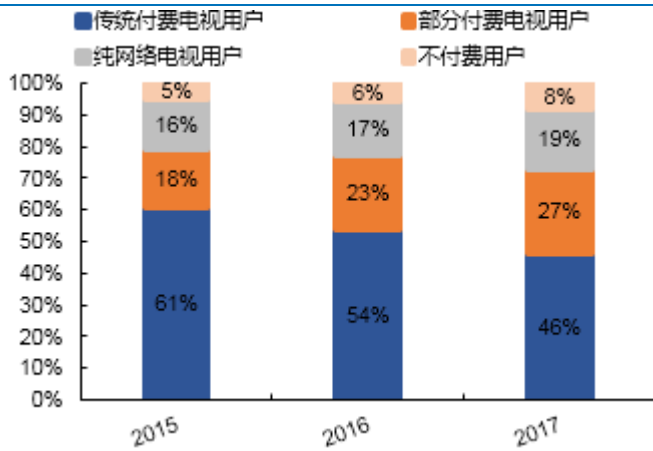
### 三、影视：低增长下的结构转换

#### （一）他山之石：渠道迁徙趋势下，美国流媒体平台崛起

美国：宽带普及率的提升、流媒体的价格优势推动流媒体崛起。根据 PwC 数据，美国传统付费电视用户占比逐渐下降，纯网络电视用户占比逐渐提升；渗透率方面，2018 年奈飞渗透率

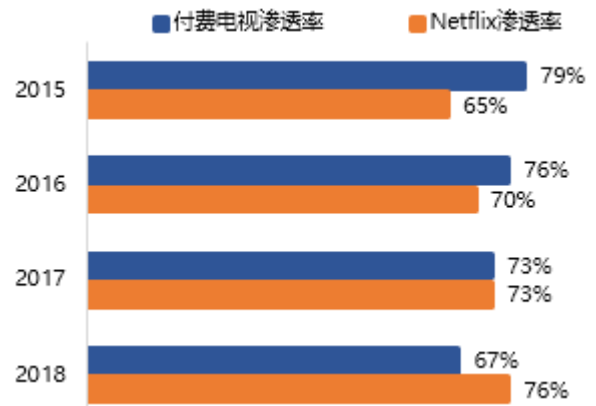
达 76%，已超过付费电视渗透率；从行业规模看，2012 年以来美国流媒体产业收入增速一直高于付费电视，未来仍有较大增长空间。渠道迁徙下，视频网站受益。

图 40: 2015-2017 年美国付费电视用户关系分布



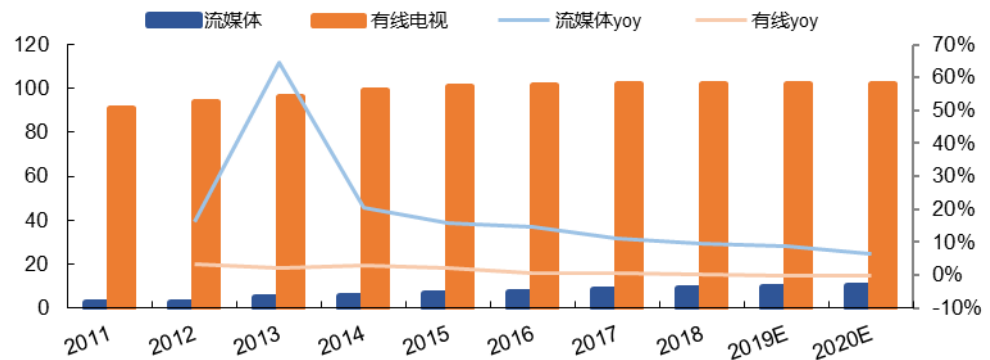
资料来源: PwC, 华金证券研究所

图 41: 美国付费电视与奈飞用户使用渗透率



资料来源: PwC, 华金证券研究所

图 42: 美国流媒体及有线电视收入规模（十亿美元）及变动趋势

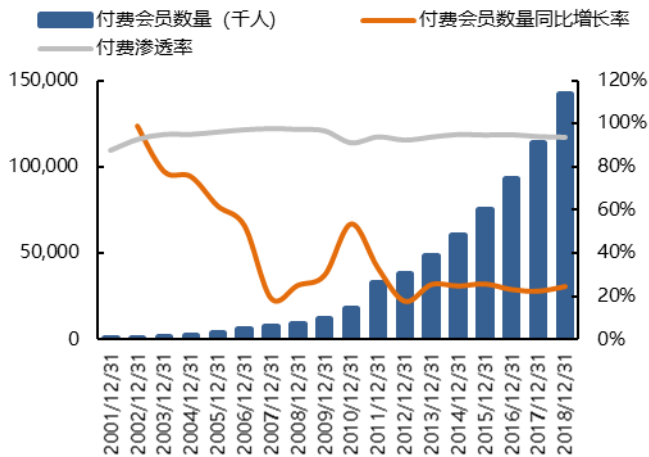


资料来源: PwC, 华金证券研究所

奈飞公司是视频流媒体国际巨头，截至 2018 年末全球流媒体付费会员数量近 1.4 亿，为 190 多个国家提供视频服务。奈飞公司成立于 1998 年，创业初期采取 O2O 的轻资产模式从事 DVD 租赁业务。21 世纪初，随着美国有线电视时代发展式微，DVD 租赁行业整体面临下滑风险，2001-2007 年，奈飞 DVD 租赁用户数量增速一路下滑。2007 年奈飞推出流媒体视频业务，并将其与 DVD 租赁服务绑定销售，以期培养用户流媒体观看习惯；2010 年 Q3 奈飞流媒体服务以加拿大为起点，向海外拓展；2011 年 Q3，奈飞国内流媒体服务和 DVD 租赁服务开始分拆销售，流媒体视频开启付费观看，一开始引起付费会员增速下滑，但 2013 年及以后，随着付费习惯的养成、海外市场的拓展，奈飞付费会员数量一直维持 20% 以上的稳健增长。

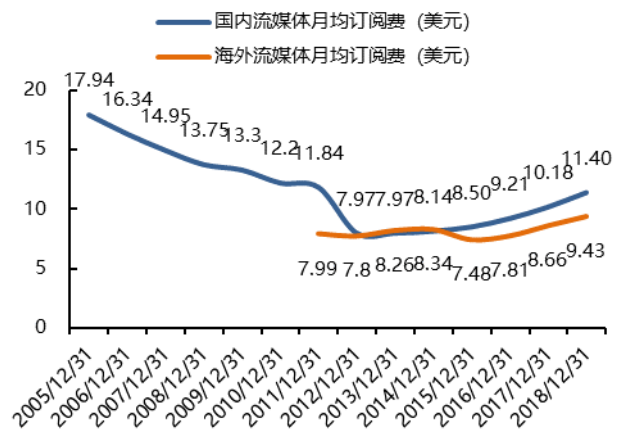
流媒体会员的量价齐升带动奈飞营收加速增长。我们以 2011 年奈飞国内流媒体与 DVD 开始分拆销售为节点，可见 2011 年以来 DVD 租赁业务逐渐收缩，流媒体视频业务快速增长，海外流媒体会员数量增速高于国内，至 2018 年末，奈飞海外流媒体会员数已达到 8,077.3 万，超过了国内流媒体会员数 5,848.6 万。月均订阅费方面，国内月均订阅费从 2012 年的 7.97 美元/月增长至 2018 年的 11.40 美元/月，海外地区月均订阅费从 2012 年的 7.8 美元/月增长至 2018 年的 9.43 美元/月。

图 43: 奈飞公司付费会员增长情况



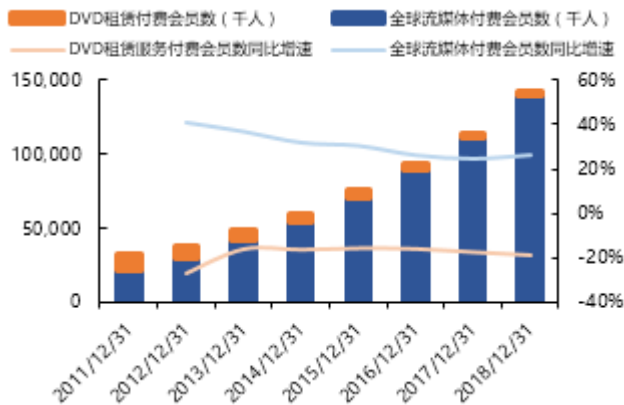
资料来源: 奈飞公司财报, 华金证券研究所

图 44: 奈飞公司国内及海外流媒体月均订阅费变动情况 (美元)



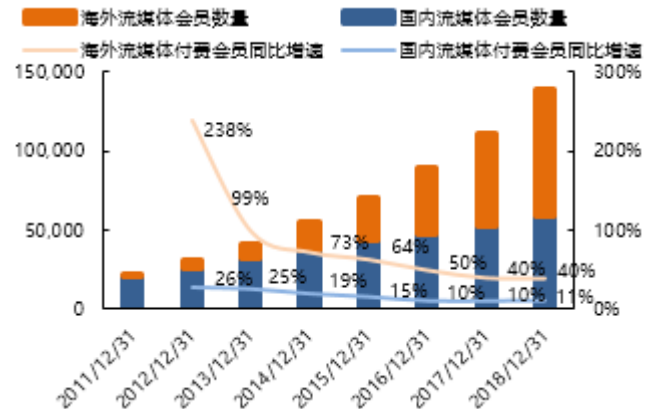
资料来源: 奈飞公司财报, 华金证券研究所

图 45: 奈飞公司全球流媒体会员和 DVD 租赁会员的变动情况



资料来源: 奈飞公司财报, 华金证券研究所

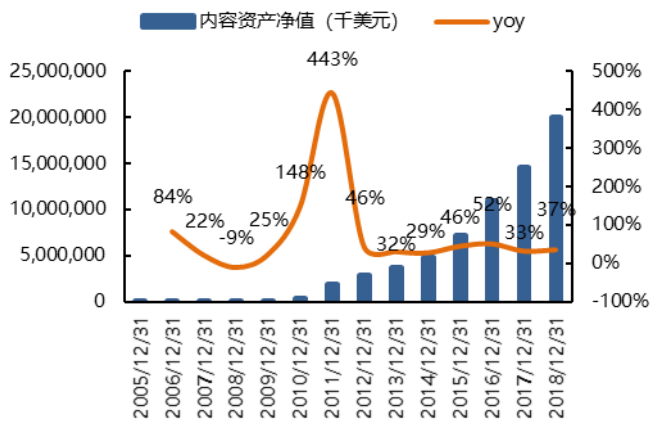
图 46: 奈飞公司国内及海外流媒体会员数量的变动



资料来源: 奈飞公司财报, 华金证券研究所

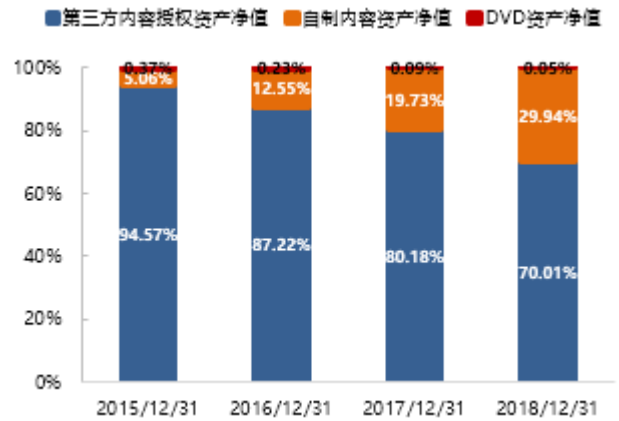
奈飞公司内容投入维持稳健增长，且自制内容投入力度逐渐加大。2006 年以来，奈飞公司内容资产净值的同比增速一直维持在 20% 以上（2008 年同比下降 9% 是由于当年会计处理中，约 2.24 亿美元的内容资产 DVD 不再流通，因此在 2008 年第四季度予以摊销），在 2010 年拓展海外市场之时，加大了内容资产的投入力度。从内容资产的构成看，2015 年以来，自制内容资产净值的占比不断提高，在 2018 年达到 30%。从长期来看，原创的自制内容所花费的成本将低于从外部获得授权引进的内容，且优质的自制内容可为公司建立宽广的护城河，提高奈飞的定价能力和用户粘性。

图 47: 奈飞公司内容资产净值变动情况



资料来源: 奈飞公司财报, 华金证券研究所

图 48: 奈飞公司内容资产净值构成情况



资料来源: 奈飞公司财报, 华金证券研究所

## (二) 我国电视剧行业提质减量，渠道迁徙视频网站受益

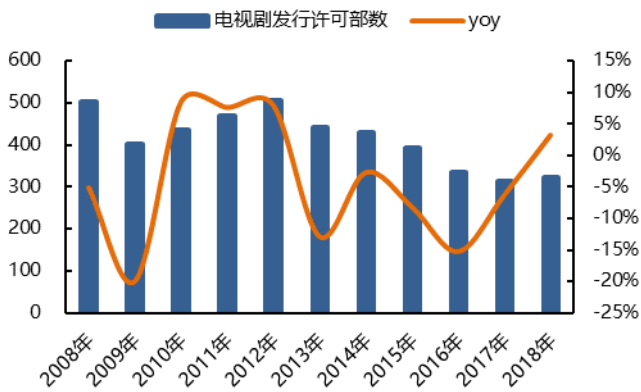
我国电视剧行业为重要的主流价值观宣传渠道，内容供给政策导向性较强。2013 年广电总局出台《卫视综合频道电视剧播出调控管理办法》（“22 条规定”），全面调控卫视综合频道播出电视剧的总量、范围、比例、题材、时间等，对古装剧把控尤为严格，导致 2013 年不论是电视剧制作备案公示部数，还是发行许可部数，均出现下滑。2015 年“一剧两星”开始施行，电视台承载能力下降，优质内容寻求网播。因此，可以看到 2013 年以来电视剧发行许可部数的持续下滑，仅 2018 年略有回升，发行许可部数增至 323 部。2017-2018 年，影视行业在内容题材、税收、片酬、收视率等方面迎来强监管，对上游产能有所影响，2017-2018 年电视剧制作备案公示数略有下滑。

表 4: 电视剧行业政策调控脉络

时间	政策
2013 年	《卫视综合频道电视剧播出调控管理办法》（“22 条规定”）-全面调控卫视综合频道播出电视剧的总量、范围、比例、题材、时间，对古装剧调控尤为严格
2015 年	“一剧两星”开始施行，电视台承载能力下降，腰部优质内容寻求网播
2017 年-2018 年	影视行业内容题材、税收、片酬、收视率迎来强监管，上游产能有所收缩

资料来源: 华金证券研究所整理

图 49: 国产电视剧备案公示部数及变动情况



资料来源: Wind, 广电总局, 华金证券研究所

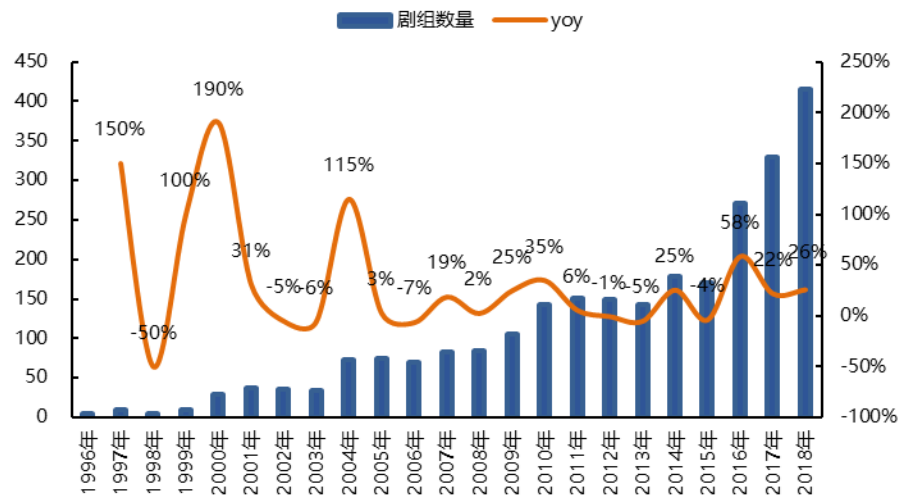
图 50: 电视剧发行许可部数及变动情况



资料来源: Wind, 广电总局, 华金证券研究所

**上游制作回暖迹象初现。**根据横店影视公开数据，横店影视城年内拍摄剧组数量 2018 年同比增长 26%，增速略有回升。影视行业供给侧改革可能使得中小公司加速出清，但长期看有利于影视行业的健康发展。

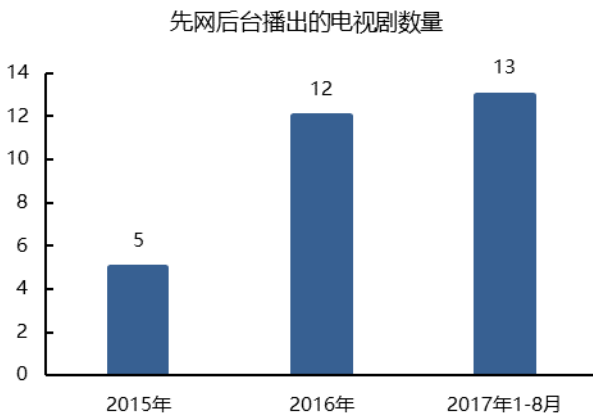
图 51: 横店影视城历史拍摄剧组数量及变动



资料来源: 横店影视, 华金证券研究所

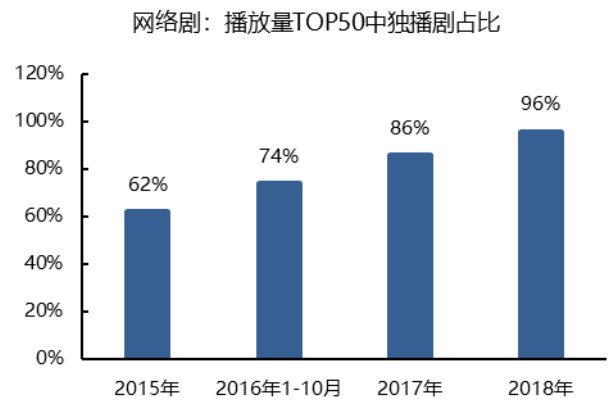
**用户向互联网迁移且付费习惯逐步养成的趋势下，**视频网站排播话语权增强。目前网台联播已成为常态，先网后台、或网络独播剧集数量逐年增加。根据《2018 中国电视剧产业发展报告》，2017 年播出的 425 部新剧中，网络独播剧占比提升至 52%，网络独播剧集数量首次超过台网联动剧集；2017 年播放量处于 10-100 亿的电视剧中，网络独播剧占比提高至 23%。网络剧范畴内，播放量 TOP50 中独播剧的占比逐年攀升，视频网站内容向精品化发展，独播成为吸引会员付费的重要途径。

图 52: 先网后台播出的电视剧数量



资料来源: 亿欧网, 华金证券研究所

图 53: 播放量 TOP50 网络剧中独播剧的占比

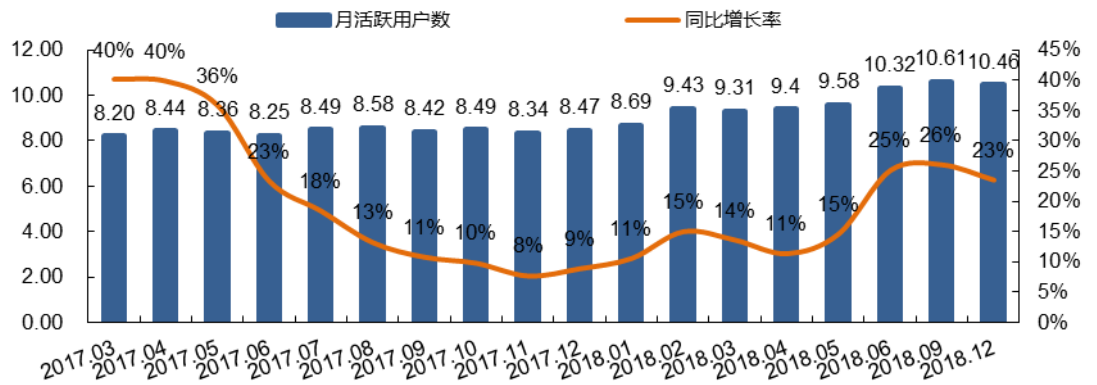


资料来源: 艺恩网, 骨朵影视, 华金证券研究所

在线视频用户活跃度持续提高, 景气度确定。根据 Questmobile 数据, 2018 年 12 月中国在线视频 app 月活跃用户数 10.46 亿 (yoy+23%), 2018 年受益于热门综艺《创造 101》、《偶像练习生》, 以及世界杯直播的带动, 在线视频 app 月活跃用户数同比增速较 2017 年有所回升。

同时, 在线视频付费渗透率稳步提升, 2018 年已接近 30%, 付费市场规模高速增长。截至 2018 年 9 月, 腾讯视频付费会员数已达到 8,200 万, 同比增长 91%; 截至 2018 年末, 爱奇艺付费会员数已达到 8,740 万, 同比增长 72%。在线视频用户付费市场规模高速增长, 2017 年达 217.9 亿元, 在用户付费习惯养成、付费率不断提升趋势下, 在线视频用户付费市场规模有望维持高速增长。

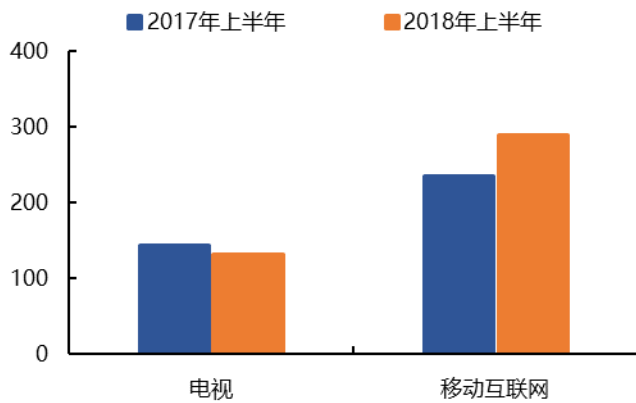
图 54: 中国在线视频 APP 月活跃用户数变动情况



资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

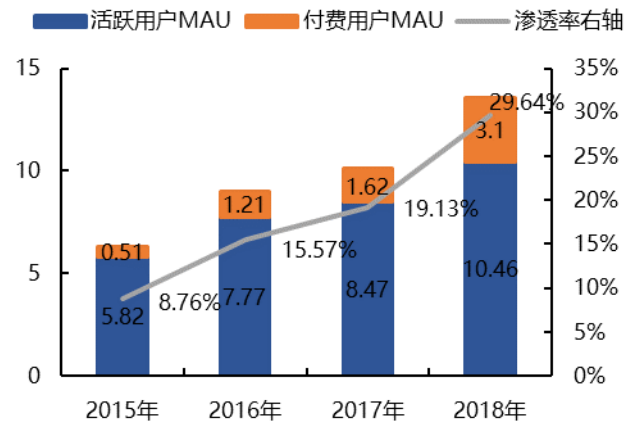


图 55: 电视媒体和移动互联网人均单日使用时长



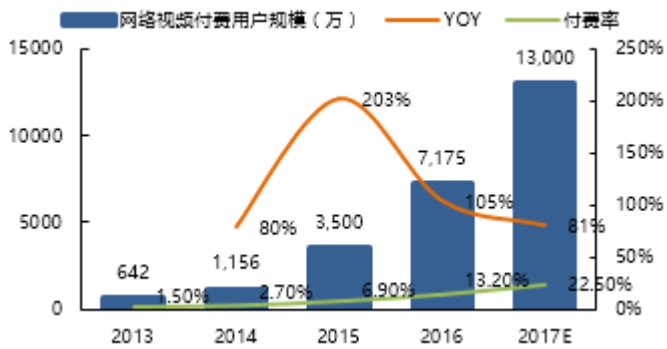
资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

图 56: 2015-2018 年在线视频行业月活跃用户



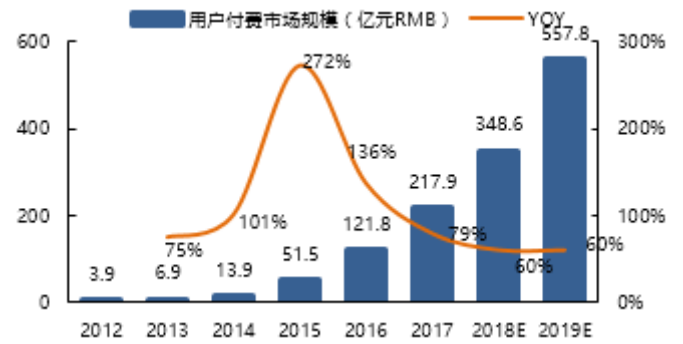
资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

图 57: 网络视频付费用户规模及付费率情况



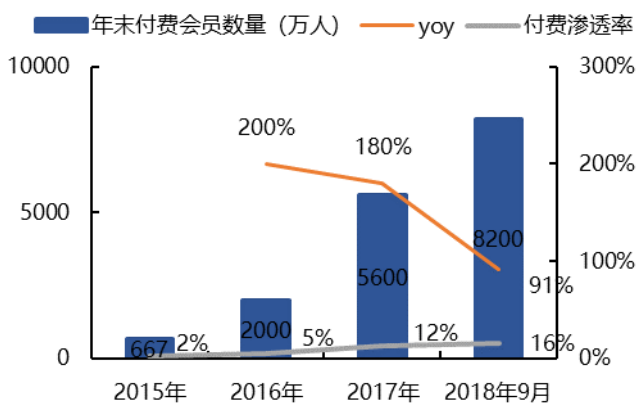
资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

图 58: 在线视频用户付费市场规模增长情况 (亿元、%)



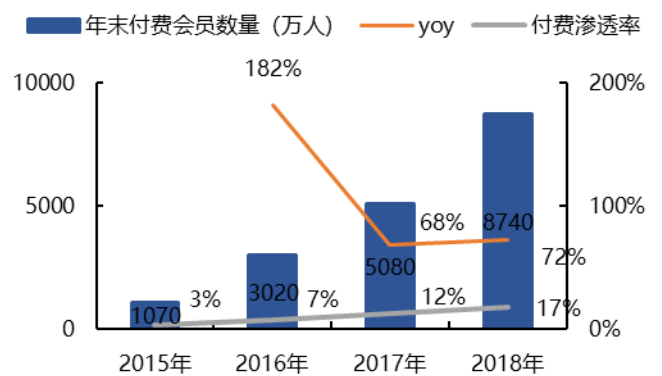
资料来源: 艾瑞咨询、艺恩网、爱奇艺招股书, 华金证券研究所

图 59: 腾讯视频付费会员数增长情况



资料来源: 腾讯控股财报, Questmobile, 华金证券研究所

图 60: 爱奇艺付费会员数增长情况



资料来源: 爱奇艺财报, Questmobile, 华金证券研究所

表 5: 优酷、芒果 TV 会员增长情况

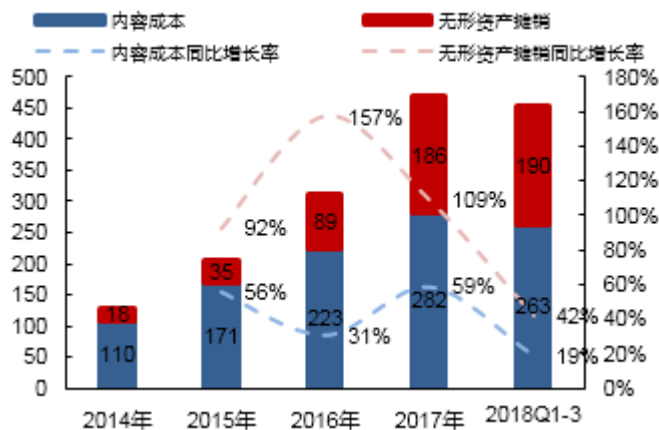
优酷	2015M12	2016M12	2017M12	2018M3	2018M6
移动端月活跃用户数 (万人)	18265	28859	37411	41139	49329

优酷	2015M12	2016M12	2017M12	2018M3	2018M6
同比增长率		58%	30%	31%	78%
付费会员数量 (万人)		>3000			
芒果 TV	2015M12	2016M12	2017M12	2018M3	2018M6
移动端月活跃用户数 (万人)	3737	7175	7874	7683	9557.6
同比增长率		92%	10%	-2%	17%
付费会员数量 (万人)	22.45	191.35	451.43	-	-
同比增长率		752%	136%		
付费渗透率	1%	3%	6%		

资料来源: QuestMobile, 上市公司财报, 华金证券研究所

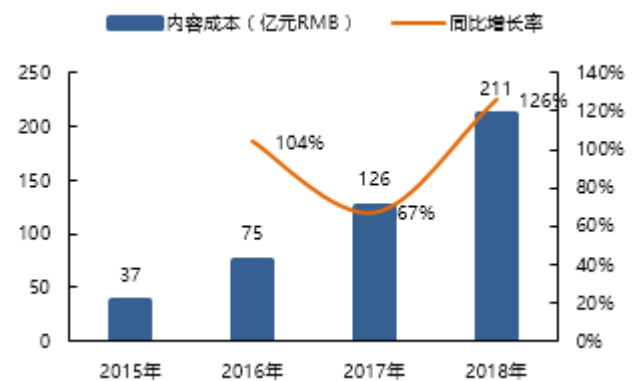
视频网站持续投入,进一步考验平台内容制作及资金实力,近1-2年有望看到视频网站的分化。目前我国在线视频行业形成了爱奇艺、腾讯、优酷三大平台寡头竞争的格局,各大平台近2-3年内容投入高速增长,旨在通过头部内容提高用户数量及付费率。爱奇艺财报显示,其2018年内容成本为211亿元(yoy+126%);腾讯控股财报显示,2018年前三季度,主要包括媒体内容及游戏特许经营权相关的无形资产摊销达190亿元(不包括自制内容),yoy+42%,内容成本263亿元(yoy+19%)。优酷暂未公告最新年度内容成本投入情况,就历史数据而言,优酷的成本投入与腾讯、爱奇艺相比较少。我们认为,内容成本后继需要资本实力支撑,视频网站即将出现分化,考虑到爱奇艺今年可能进行债券发行、股票增发,优酷落入第二梯队,我们认为具有资本优势和IP闭环的腾讯控股、具有年轻人生态和游戏变现能力的Bilibili、以及具有独创能力、网台转型的芒果超媒更具优势。

图 61: 腾讯媒体内容成本投入情况 (亿元 RMB、%)



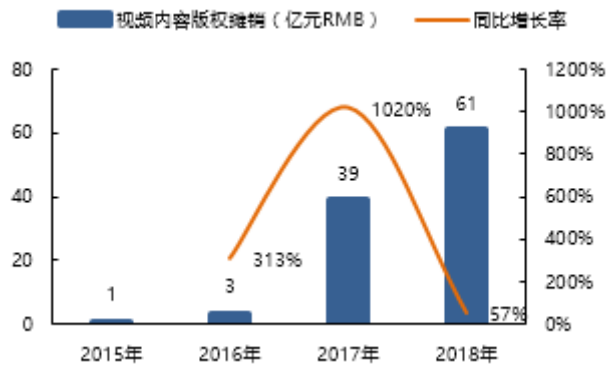
资料来源: 腾讯控股公司年报, 华金证券研究所

图 62: 爱奇艺内容成本投入情况



资料来源: 爱奇艺公司年报, 华金证券研究所

图 63: 优酷内容成本投入情况



资料来源：阿里巴巴公司年报<sup>5</sup>，华金证券研究所

**2C 分账：网大已经成熟，电视剧有望接轨，视频网站购剧风险有望降低。**《灵魂摆渡·黄泉》等网络大电影使得爱奇艺和制片方获得高分账，实现双赢。但在当前网络剧购销模式下，购剧成本高企，视频网站承担的投入风险、作品口碑风险前置，存在购剧价格与实际需求不匹配的情况；另外，视频网站定制剧毛利率约 10%-20%左右，一定程度上影响了内容制作公司的积极性。为了视频行业正本清源，爱奇艺、优酷均已关闭前台点击量，未来网络剧有望接轨 2C 分账模式，通过有效播放量数据实现分账，视频网站购剧风险有望降低，同时，使得内容公司收益与作品质量挂钩，有利于行业健康发展。

表 6: 视频网站与内容商的购销模式

	2B 销售模式	2C 分账模式
项目确认	销售给视频网站即可确认收入	用户购剧在分账期内获得收入
项目优劣	前期平台方无法确认项目优劣	优质项目获得更高收入
舆论发酵力度	视频网站承担成本，舆论发酵	购剧影响舆论发酵力度
对内容公司影响	前作确认口碑，后作赚钱	口碑+收入可以同步确认

资料来源：华金证券研究所整理

### （三）关注内容制作公司的控股权变动和行业拐点机会

从内容制作公司来看，我们认为内容制作公司的商业模式尽管存在风险前置、2B 销售价格出现短期阈值的状况，长期来看，8K 高清视频的技术演进、视频网站的 PGC 长视频需求仍然存在，行业规模仍未到天花板。我们预测，影视行业的产能瓶颈可能在今年下半年出现，届时将有望出现行业拐点。我们建议关注影视公司的控股权变动和供需拐点机会，以及与视频网站相关的公司，如【慈文传媒】【吉翔股份】【光线传媒】【阅文集团】。

<sup>5</sup> 阿里巴巴财报周期为上年 4 月 1 日-本年 3 月 31 日

图 64：中国电视剧、网剧、网络大电影及综艺节目市场规模



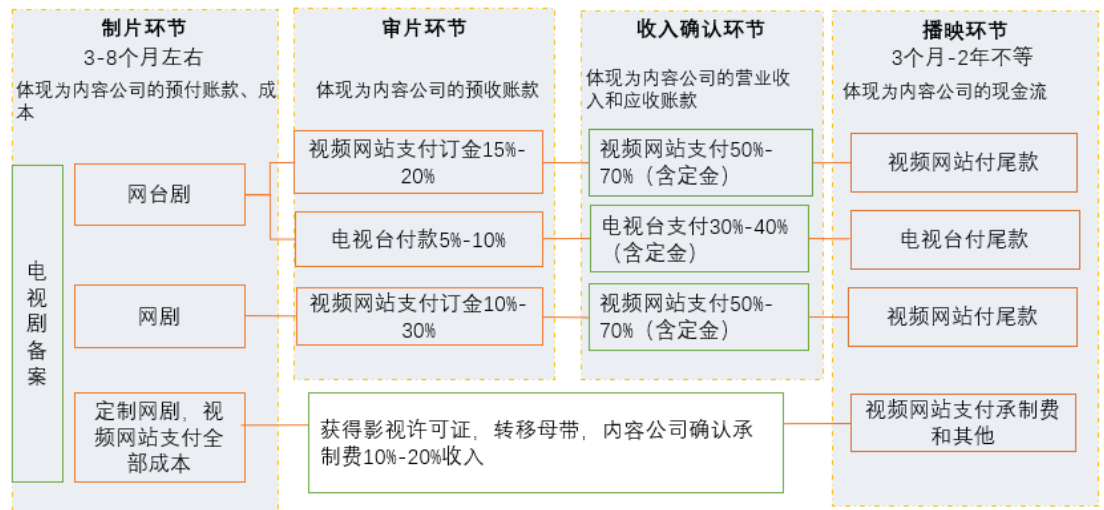
资料来源：艾瑞咨询，猫眼娱乐招股说明书，华金证券研究所

图 65：2017 年电视剧市场规模构成



资料来源：首都影视发展智库，华金证券研究所

图 66：电视剧付款周期



资料来源：华金证券研究所整理

**慈文传媒：**江西省出版集团全资子公司华章投资拟以 13 元/股的价格受让公司 15.05% 的股权，交易完成后江西省人民政府将成为公司实际控制人。公司影视剧项目储备丰富，国资入股有望为公司注入新动力。

**吉翔股份：**2016 年以来公司由传统铝业公司转型文化产业平台，聚焦影视业务，与儒意影业联合投资多部影视剧，绑定业内优秀编剧、导演、制作人资源，将受益于儒意影业强大的 IP 转化能力及现实主义题材优势。

**光线传媒：**影视制作龙头，业务覆盖电影、电视剧 (网剧)、动漫、音乐、文学、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域，未来有望受益于行业拐点出现。

**阅文集团：**收购新丽传媒，内化内容制作公司，形成 IP 闭环，产业链进一步完善。阅文是中国最大的原创文学基地和 IP 供给方，而新丽传媒是业内知名的精品影视剧生产商。2015~2017 年，新丽传媒推出 10 部电视剧和 1 部网络剧，均由公司担任主要制片人或联合制片人，包括

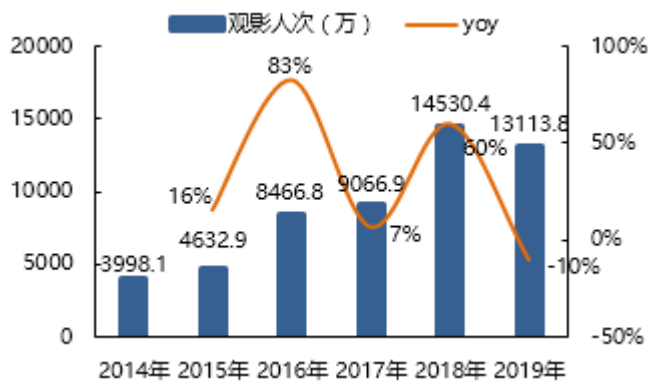
《我的前半生》、《白鹿原》、《风筝》、《女医明妃传》和《余罪》等。新丽传媒对阅文集团的加成作用值得期待。

## 四、院线：关注政策扰动下的行业拐点

### （一）春节档：票房同比基本持平，题材多元化有所突破

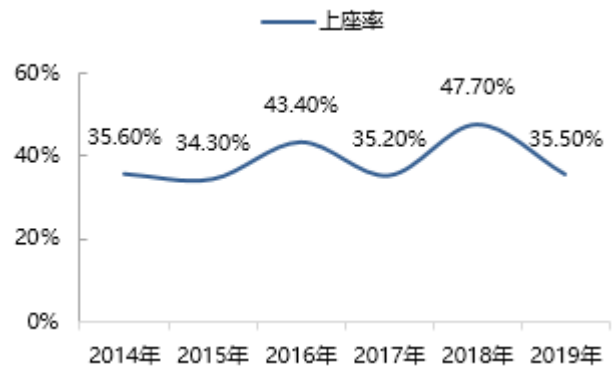
**2019年春节档票房增长不及预期：观影人次同比减少、上座率下滑，票价提升支撑票房同比基本持平。**2019年春节档期间，我国观影人次同比下滑10%，整体上座率同比下降12.2个百分点；分线城市看，仅一线城市观影人次略有增加，二三四线城市观影人次均下滑10个百分点以上。票价同比提升10个百分点以上，综上，春节档票房同比基本持平。单日数据显示，仅大年初一票房超过2018年，初二至初六均低于2018年水平。

图 67：2014-2019 年春节档观影人次变动情况



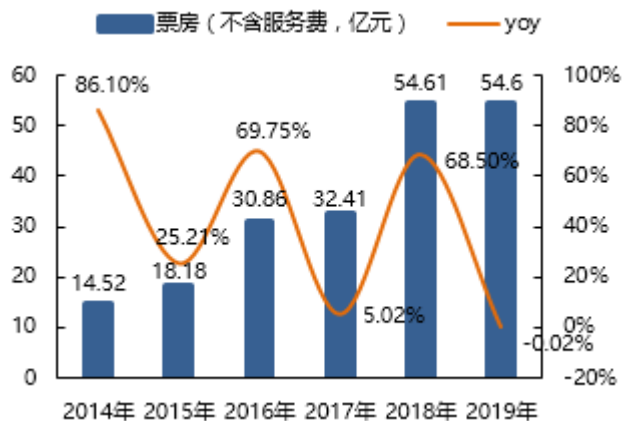
资料来源：灯塔专业版，华金证券研究所

图 68：2014-2019 年春节档上座率



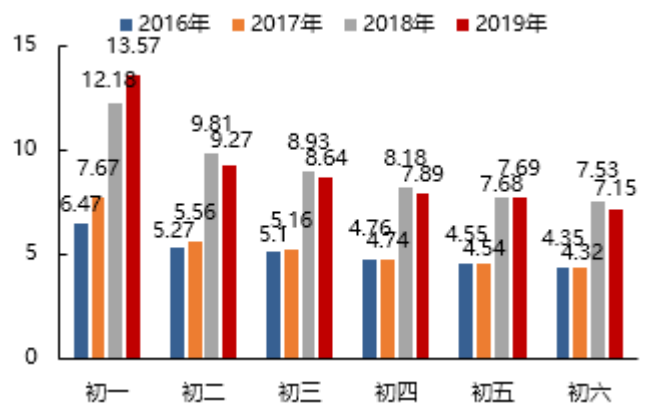
资料来源：灯塔专业版，华金证券研究所

图 69：2014-2019 年春节档票房变动情况



资料来源：灯塔专业版，华金证券研究所

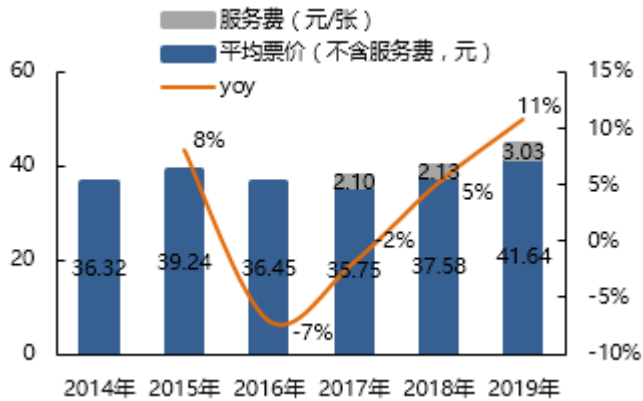
图 70：2016-2019 年春节档单日票房（亿元）



资料来源：灯塔专业版，华金证券研究所

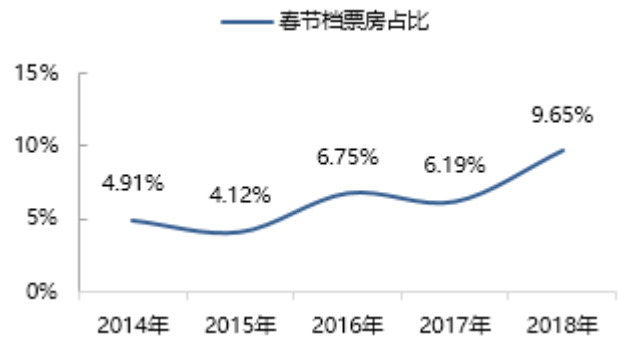
低线城市价格敏感度高，观影习惯有待养成。2019年春节档电影票价（不含服务费）同比提升11%，同时平台服务费约涨至3元以上，同比增幅约40%。低线城市观影人群价格弹性较高，涨价明显影响了其观影热情。从票仓分布看，票房向低线城市的下沉亦出现暂停。

图 71: 2014-2019 年春节档平均票价及服务费率变动情况



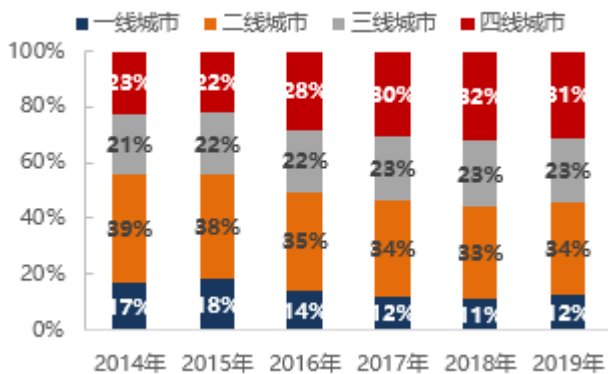
资料来源: 灯塔专业版, 华金证券研究所

图 72: 春节档重要性逐年提升



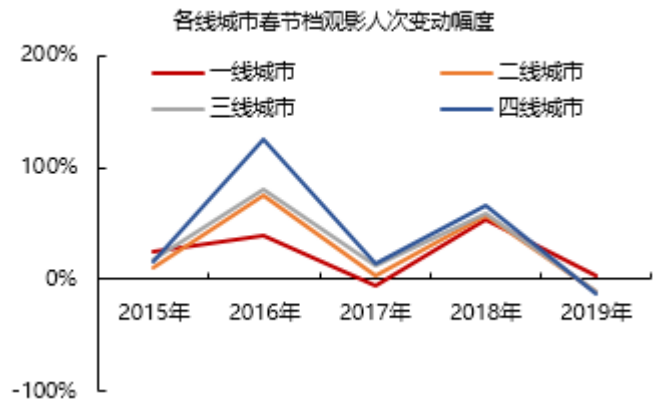
资料来源: 灯塔专业版, 华金证券研究所

图 73: 2014-2019 年春节档票仓分布



资料来源: 灯塔专业版, 华金证券研究所

图 74: 2015-2019 年各线城市观影人次变动幅度



资料来源: 灯塔专业版, 华金证券研究所

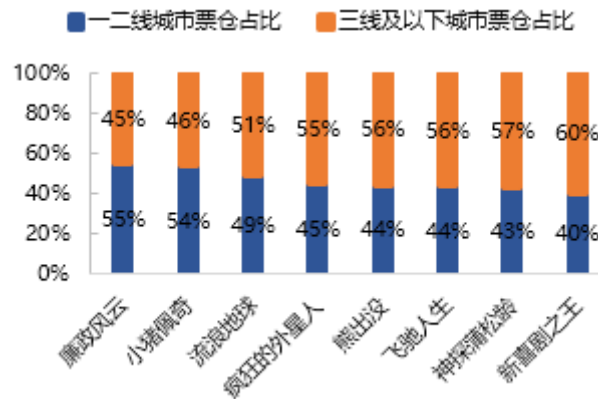
表 7: 2019 年春节档各线城市观影人次的价格弹性

观影人次的价格弹性	2019 年
一线城市	0.33
二线城市	-0.87
三线城市	-1.04
四线城市	-1.31

资料来源: 灯塔专业版, 华金证券研究所

2019 年春节档上映的影片中,《新喜剧之王》、《神探蒲松龄》、《飞驰人生》等喜剧的三线及以下城市票仓占比更高,科幻大片《流浪地球》则在一二线城市更受欢迎。我们认为低线城市人群对喜剧接受度更高,而工业化大片票价更高影响其观影热情,低线城市观影习惯有待进一步养成。

图 75: 2019 年春节档影片票房分布 (按地域分)



资料来源: 艺恩数据, 华金证券研究所

## (二) 全年预判: 票房大盘中低速增长, 单银幕产出降幅收窄

**2019 年进口片有望成为票房的强力支撑。**根据北美档期, 2019 年有包括超级英雄、系列续集、动画、真人电影在内的多部大片预计上映, 数量较 2018 年有望大幅增长。从近四年票房超 5 亿元人民币的进口影片数量看, 其增速与我国票房大盘增速波动基本一致。2018 年大陆票房超过 5 亿元的进口片数量同比下降, 截至 2018 年 12 月 19 日, 2018 年进口片票房同比有所下降, 在总票房中的占比为 38.55%, 较 2017 年下降近 10 个百分点。2019 年进口片质、量均有提升, 因此我们预计 2019 年进口片供给乐观有望为全国票房注入增长动力。

表 8: 2019 年进口片片单 (北美上映日期)

上映日期	片名	上映日期	片名
<b>超级英雄-漫威</b>		<b>真人电影</b>	
2018/5/18	死侍 2	2019/3/29	小飞象
2019/3/8	惊奇队长	2019/5/10	精灵宝可梦: 大侦探皮卡丘
2019/5/4	复仇者联盟 4	2019/7/19	狮子王
2019/6/7	X 战警: 黑凤凰	2019/12/18	宇宙巨人希曼
2019/7/5	蜘蛛侠: 背井离乡		
2019/8/2	X 战警: 新变种人		
<b>超级英雄-DC</b>		<b>系列衍生</b>	
2019/4/5	沙赞	2019/6/14	黑衣人衍生电影
<b>系列续集</b>		2019/8/2	霍伯斯与肖
2019/1/18	玻璃先生	<b>名导新片</b>	
2019/5/17	疾速备战	2019/5/24	星际探索
2019/5/31	哥斯拉 2: 怪兽之王	2019/7/26	好莱坞往事
2019/9/6	小丑回魂 2	2019/10/4	双子煞星
2019/11/1	终结者 6	<b>小说改编</b>	
2019/11/15	王牌特工 3	2019/3/1	混沌漫步
2019/12/20	星球大战 9	2019/8/9	阿特米斯的奇幻历险
<b>精良动画</b>		2019/10/11	金翅雀
2019/2/22	驯龙高手 3	<b>全新重启</b>	
2019/6/7	爱宠大机密 2	2019/4/5	新宠物坟场

2019/6/21	玩具总动员 4	2019/4/12	地狱男爵：血皇后崛起
2019/11/27	冰雪奇缘 2	2019/11/1	新霹雳娇娃

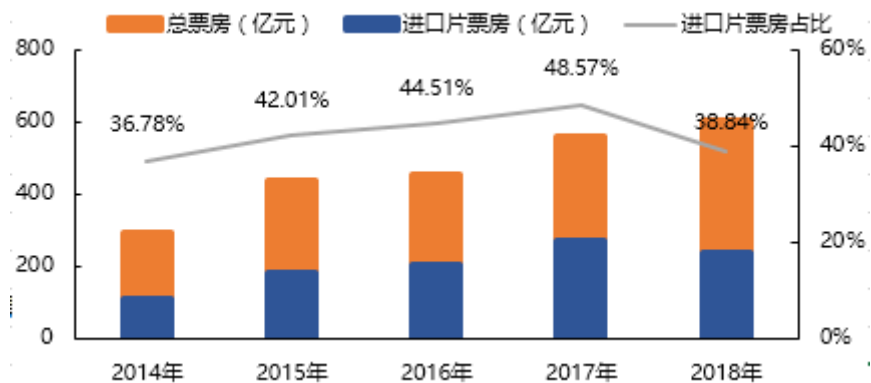
资料来源：百家号，Box Office Mojo，华金证券研究所

表 9：历年国内票房 5 亿元以上的进口影片

2018 年	票房 (亿元)	2017 年	票房 (亿元)	2016 年	票房 (亿元)	2015 年	票房 (亿元)
复仇者联盟 3：无限战争	23.9	速度与激情 8	26.7	疯狂动物城	15.27	速度与激情 7	24.26
海王	19.04	变形金刚 5：最后的骑士	15.51	美国队长 3	12.43	复仇者联盟 2	14.64
毒液：致命守护者	18.69	摔跤吧！爸爸	12.99	奇幻森林	9.76	侏罗纪世界	14.2
侏罗纪世界 2	16.95	寻梦环游记	12.12	星球大战：原力觉醒	8.1	霍比特人：五军之战	7.64
头号玩家	13.96	加勒比海盗 5：死无对证	11.79	X 战警：天启	8	终结者：创世纪	7.25
碟中谍 6：全面瓦解	12.45	金刚：骷髅岛	11.58	奇异博士	7.5	蚁人	6.71
狂暴巨兽	10.03	极限特工：终极回归	11.25	惊天魔盗团 2	6.37	末日崩塌	6.29
蚁人 2：黄蜂女现身	8.31	生化危机：终章	11.09	蝙蝠侠大战超人：正义黎明	6.18	火星救援	5.85
神秘巨星	7.47	神偷奶爸 3	10.37	神奇动物在哪里	5.9	007：幽灵党	5.41
摩天营救	6.69	蜘蛛侠：英雄归来	7.74	愤怒的小鸟	5.12	哆啦 A 梦：伴我同行	5.3
黑豹	6.62	雷神 3：诸神黄昏	7.43	独立日：卷土重来	5.02	超能陆战队	5.24
环太平洋：雷霆再起	6.33	猩球崛起 3：终极之战	7.4				
		金刚狼 3：殊死之战	7.3				
		正义联盟	6.9				
		银河护卫队 2	6.86				
		新木乃伊	6.25				
		神奇女侠	6.1				
		美女与野兽	5.9				

资料来源：猫眼，华金证券研究所

图 76：进口片票房占比情况

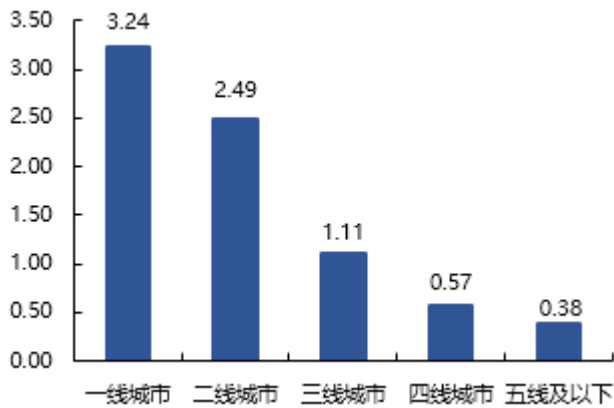


资料来源：电影情报处，灯塔专业版，华金证券研究所

从人均观影次数看，2017 年我国整体人均观影次数 1.2 次，一线至五线城市 2017 年人均观影次数由高到低依次为 3.24、2.49、1.11、0.57、0.38。一线城市居民观影频率已接近美国平均水平，但二线及以下城市人均观影次数仍有提升空间。

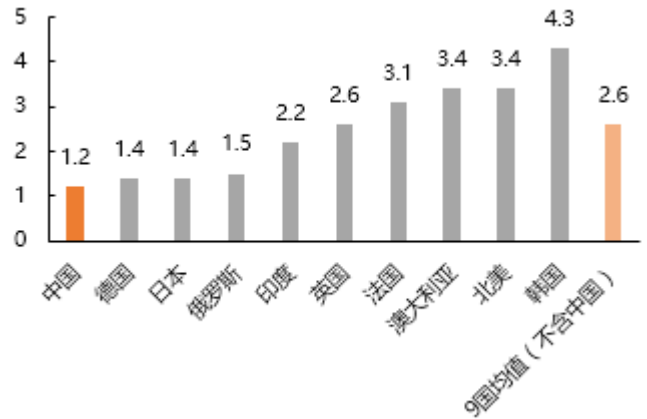


图 77: 各线城市 2017 年人均观影次数



资料来源: 艺恩网, 中国产业信息网, 华金证券研究所

图 78: 全球前十票房国家/地区人均观影频次 (2017 年)



资料来源: 猫眼研究院, 华金证券研究所

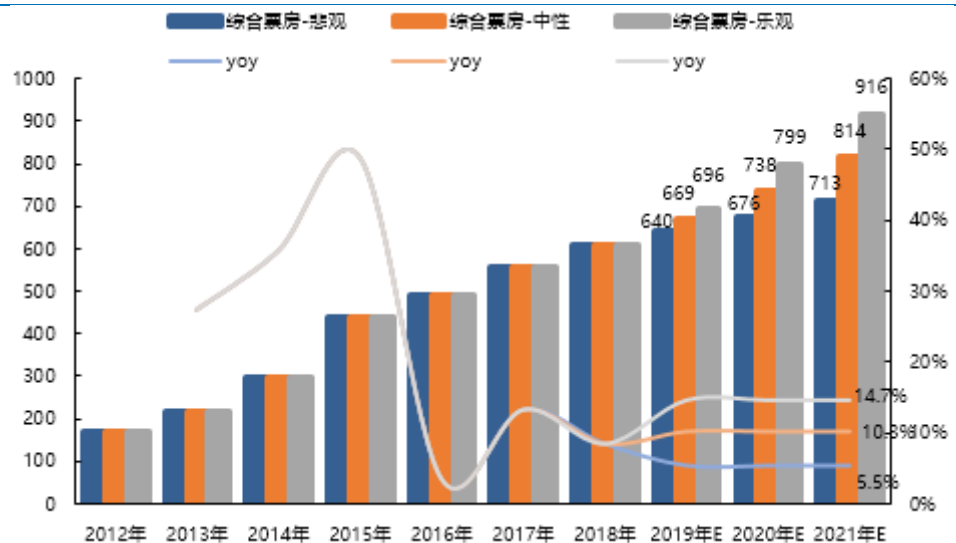
**中性预测: 未来三年我国票房年复合增速约 10%。**2018 年我国人均观影次数为 1.23 次, 我们分悲观、中性、乐观三种情形对 2021 年人均观影次数进行假设。**悲观假设下, 2021 年人均观影次数达 1.4 次, 对应未来三年票房年复合增速约 5.50%, 2021 年票房大盘达到 713 亿元; 中性假设下, 2021 年人均观影次数达 1.6 次, 对应未来三年票房年复合增速约 10.30%, 2021 年票房大盘达到 814 亿元; 乐观假设下, 2021 年人均观影次数达 1.8 次, 对应未来三年票房年复合增速约 14.70%, 2021 年票房大盘达到 916 亿元。**

表 10: 不同假设下 2021 年电影票房预测

	悲观	中性	乐观
2021 年人均观影次数	1.4	1.6	1.8
2019-2021 年票房年复合增速	5.50%	10.30%	14.70%
2021 年电影票房 (亿元)	713	814	916

资料来源: 华金证券研究所整理

图 79: 中国电影综合票房预测

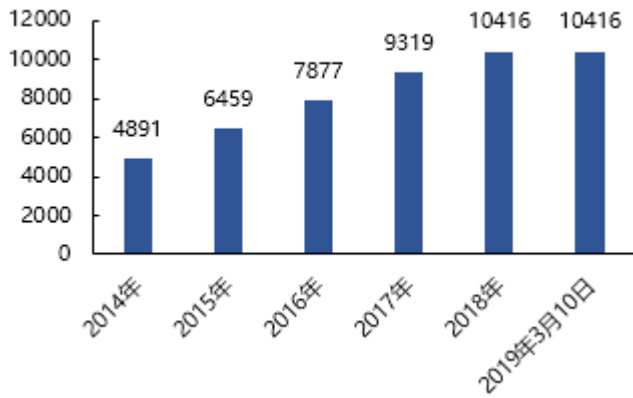


资料来源: 猫眼, 华金证券研究所预测

影院持续出清, 单银幕产出拐点有望到来。2018 年各线城市影院新开数量同比下降, 而关店数量同比增加, 影院持续出清。根据灯塔专业版数据, 截至 2019 年 3 月 10 日我国影院数量

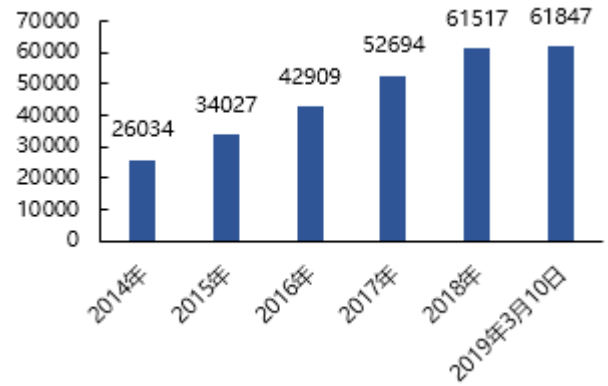
与 2018 年末相比维持不变，影院数量净增长为 0，银幕数量 61,847 块，较 2018 年末仅增长 330 块，2019 年影院扩张速度继续放缓。

图 80：我国影院数量变动情况（2019 年为截至 3 月 10 日数据）



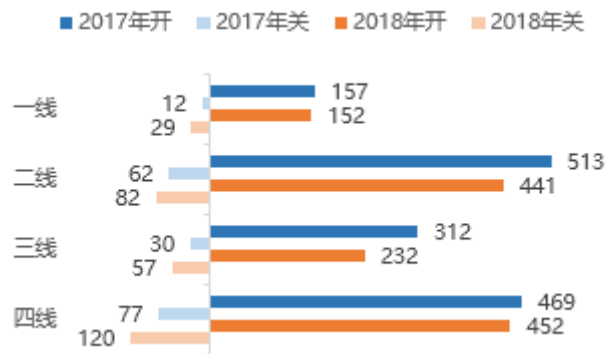
资料来源：灯塔专业版，华金证券研究所

图 81：我国银幕数量变动情况（2019 年为截至 3 月 10 日数据）



资料来源：灯塔专业版，华金证券研究所

图 82：2017、2018 年我国影院新开及关停数量



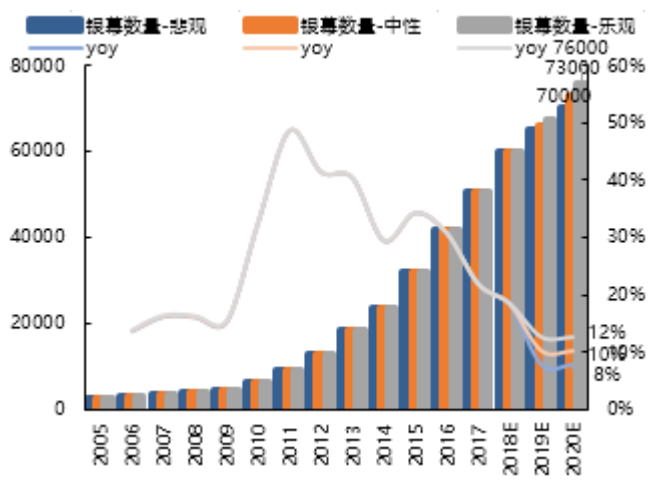
资料来源：猫眼研究院，华金证券研究所预测

2018 年 12 月 13 日国家电影局印发《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，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，截至 2018 年末，我国银幕数量接近 6 万块，要达到 2020 年 8 万块的目标，预计 2019-2020 年银幕数年复合增速约 15%。

虽然《意见》中提出对乡镇电影院的新建或改扩建给予每家不超过 30 万的资助，但与影院初始投资成本相比资助金额尚小，预计乡镇区域影院的下沉仍依赖于政府补贴，因此我们分悲观、中性、乐观三种情形看待 2020 年的银幕建设目标。悲观假设下，2020 年银幕总数增至 7 万块，未来两年年复合增速 8%，在票房中性假设下，单银幕产出增速将在 2019 年转正，2019-2020 年年复合增速 2%；中性假设下，2020 年银幕总数增至 7.3 万块，未来两年年复合增速 10%，在票房中性假设下，单银幕产出未来两年基本不变；乐观假设下，2020 年银幕总数增至 7.6 万块，未来两年年复合增速 12%，在票房中性假设下，单银幕产出未来两年同比降幅收窄至 2%。

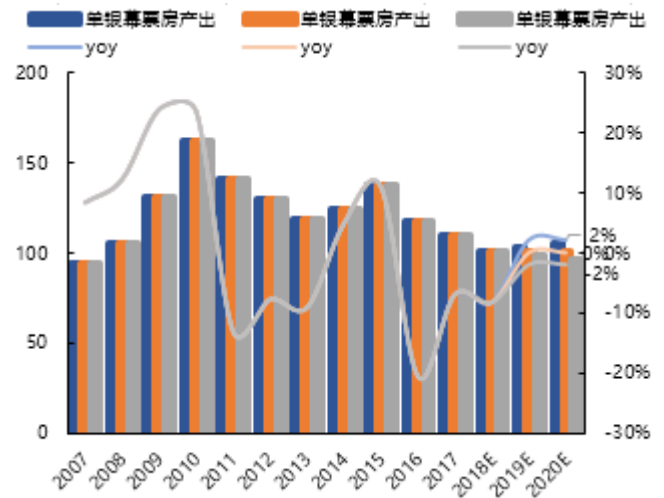
我们认为，院线拐点的核心要素是票房增速，票房增速越高，院线拐点的来临时间将越晚。在不出现技术重大变化的假设下，若暑期票房不及预期，院线拐点将会在 2020 年来临。

图 83：三种情形假设下的银幕增长情况



资料来源：艺恩数据，华金证券研究所

图 84：票房中性假设下，不同银幕增速对应的单银幕产出变动

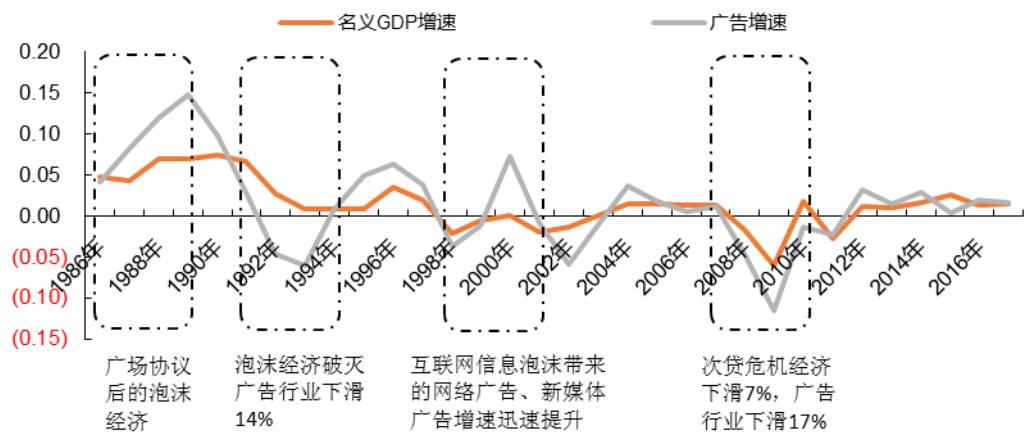


资料来源：艺恩数据，华金证券研究所

## 五、营销：渠道转换下的空间战

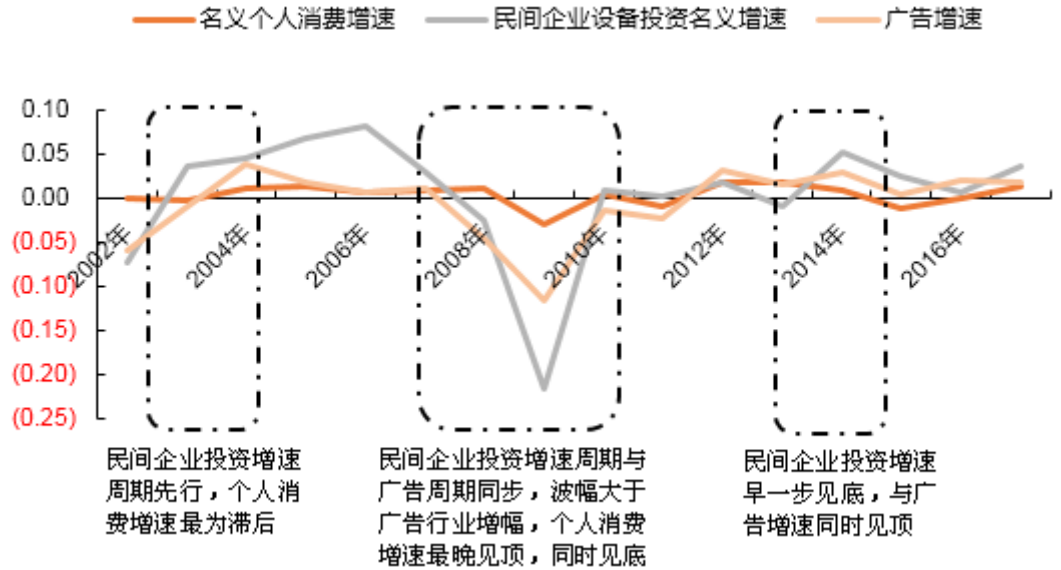
**广告行业的周期性：**1986 年至 2017 年日本 GDP 增速及广告行业增速数据显示，广告增速与 GDP 增速变动方向基本一致，广告行业波动率更大。民间企业投资是广告行业的先行指标，一般会早于广告增速先见顶（底），且其增速波动大于广告增速；个人消费是广告行业的滞后指标，其增速波动幅度通常小于广告增速。

图 85：日本战后名义 GDP 增速与广告增速比较



资料来源：电通官网，华金证券研究所

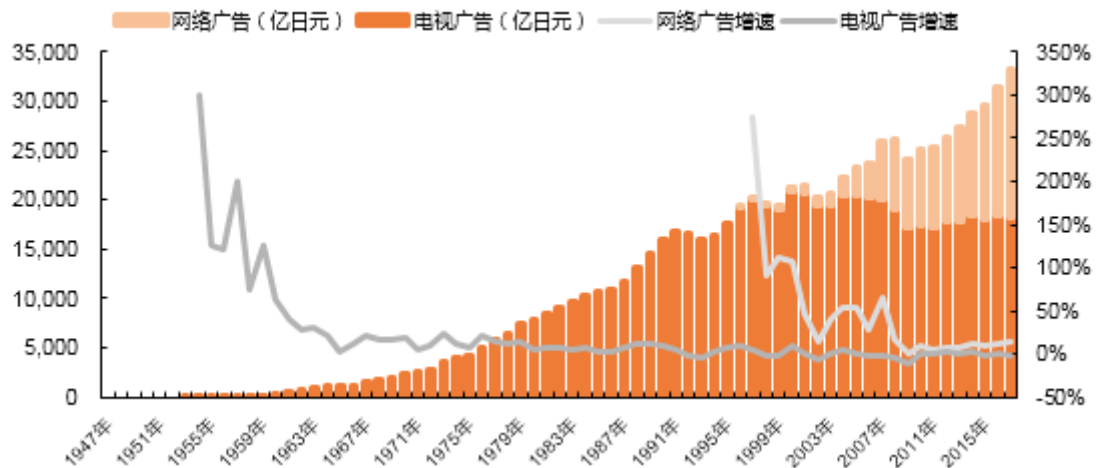
图 86: 日本 2000 年后投资、消费与广告增速的关系



资料来源：电通官网，华金证券研究所

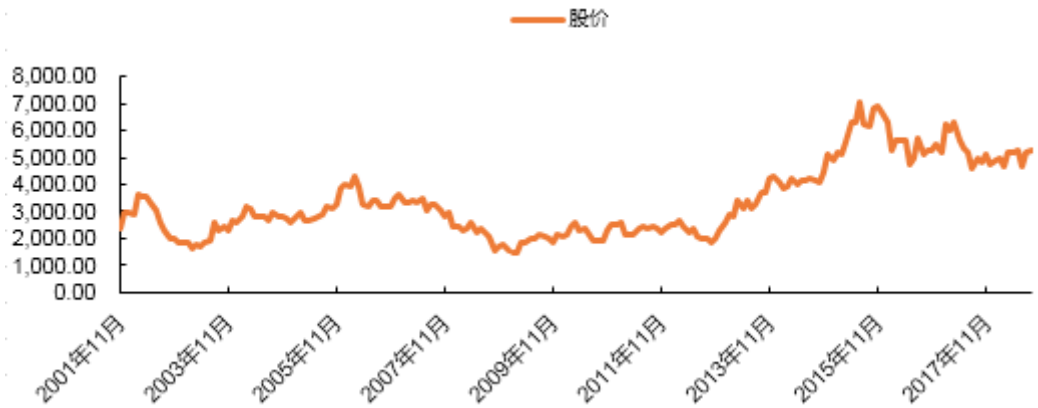
**广告行业的结构：占领用户时长领先者赢。**广告行业出于对触达用户的极高要求，对渠道变更最为敏感。长期来看，技术进步带来新渠道，其广告增速会迅速提升，最终与 GDP 增速趋同。日本电视广告行业在战后 20 年处于高增长期，2000 年开始受到网络广告增速的压制；2008 年-2009 年受宏观经济下滑影响网络广告增速下滑；2013 年以来网络广告增速再次回升至 10% 以上，在此期间，电通公司股价迎来新高。我们认为在宏观经济增速放缓的背景下，广告行业增量空间仍然未达到天花板。

图 87: 1947-2017 年日本电视广告、网络广告增长情况



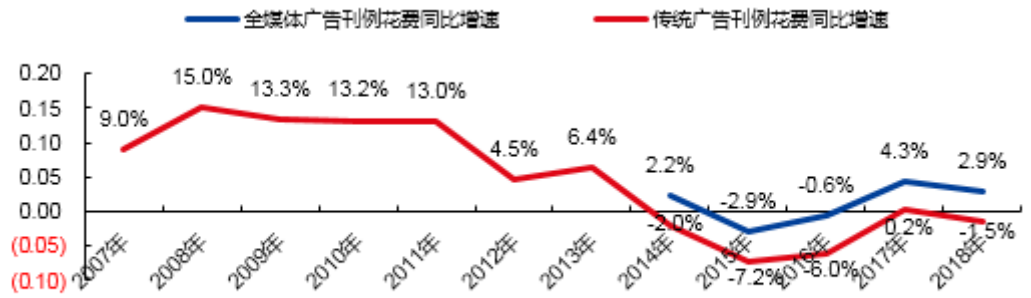
资料来源：电通官网，华金证券研究所

图 88: 电通 00 年以来股价走势



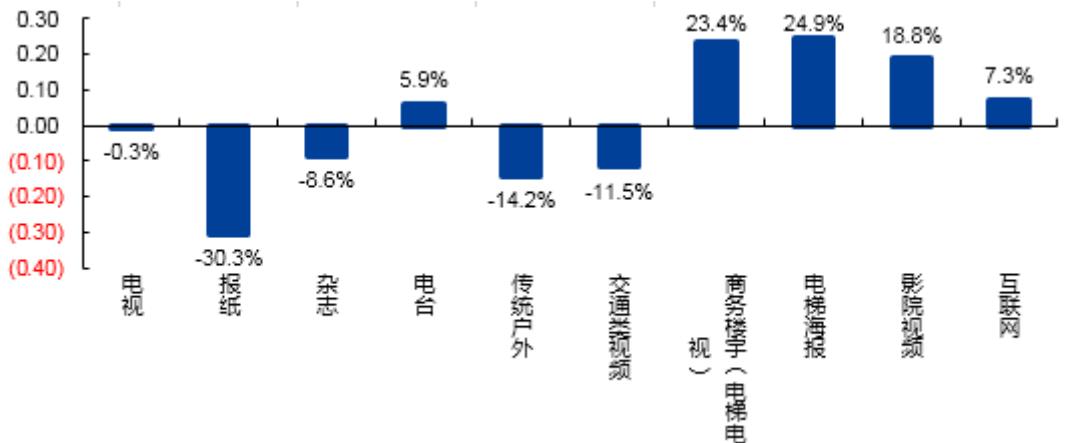
资料来源: 电通官网, 华金证券研究所

图 89: 全媒体与传统媒体刊例花费同比增速



资料来源: CTR, 华金证券研究所

图 90: 2018 年不同媒体刊例花费同比增速



资料来源: CTR, 华金证券研究所

## 六、投资建议

文娱消费作为居民精神文化需求的重要组成部分，在经济增速放缓背景下，具备更快增长潜力；我们认为 5G 到来将为传媒行业带来创新应用方面的机会，但相对 4G 而言，我们认为今年技术的变革并不是爆发性的，因此当前传媒的增量主要来自于渠道的部分迁徙和供给侧改革下的重新配置。我们认为景气度高的行业存在于在线视频、游戏等子板块，建议关注影视、营销、电影院线的拐点性机会，另外，建议关注在全媒体融合趋势下，全网舆论监测催生的需求。

**游戏行业：**根据目前国产游戏的审批节奏，我们预计全年游戏审批数量约 3,000-4,000 款，总量控制趋势下，我们预计 2019 年游戏行业增速将继续稳中下滑。游戏产品长线精品化运营的重要性凸显，内容商继续向头部集中，海外将会成为各研发公司的必争之地。我们推荐【游族网络】（《权力的游戏》静待版号落地，《山海镜花》进入内测期，多品类+海外拓展有望多点开花）；【星辉娱乐】（武磊加入西班牙人，公司具有多层级中国球员配置，今年净利润有望提升至 3.5-4 亿）；【完美世界】（《完美世界手游》获 ios 畅销榜第一，预测首月流水有望超 6 亿，静待 steam 落地）；【三七互娱】（《一刀传世》、《斗罗大陆》等精品手游贡献 Q1 高增长）等重点公司，海外建议关注腾讯控股和网易。

**影视行业：**我们认为在 5G+超高清视频带动下，需求扩容，行业规模尚未达到天花板，而在渠道转换的过程中，视频网站最为受益，建议关注 A 股视频平台稀缺标的【芒果超媒】、垂直化视频网站龙头【哔哩哔哩】；2017-2018 年影视行经历一轮供给侧改革，加速了中小公司的出清，供需向上拐点有望出现，建议关注内容制作龙头，以及公司控股权变动带来的投资机会，建议关注【慈文传媒】【吉翔股份】【光线传媒】，海外建议关注阅文集团。

**院线行业：**我们预计 2019 年全国票房大盘增速约在 5%-10%之间，票房低速增长背景下，影院加速出清，单银幕产出拐点有望出现，有利于提振院线公司盈利水平，建议关注院线龙头【万达电影】，以及有望受益于进口片单的【中国电影】。

**电梯营销：**我国电梯电视刊例花费仍保持 20%以上的高增长，长期来看【分众传媒】不改龙头地位，期待宏观经济企稳后，公司逆势扩张取得的积极成果。

**国家互联网：**2019 年 1 月 25 日，习近平总书记带领中央政治局全体同志来到人民日报社，围绕全媒体时代和媒体融合发展集体学习，凸显出国家层面对全媒体传播格局的重视。全媒体融合趋势下，官媒承担的社会责任角色进一步凸显，其业务增量在于新媒体相关业务以及对全网舆论的监测、审核。我们认为这一逻辑不管在需求上、还是市场规模都是持续验证的过程。建议继续关注相关标的：【人民网】【新华网】【宣亚国际】【光一科技】。

表 11：重点公司盈利预测及估值（收盘价及总市值截至 2019 年 3 月 14 日收盘）

重点公司盈利预测及估值	总市值(亿元, 原始币种)	EPS (元, 原始币种)				PE			收盘价(元, 原始币种)
		2017	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
002174.SZ 游族网络	205.86	0.76	1.16	1.25	1.38	19.97	18.54	16.79	23.17
300043.SZ 星辉娱乐	81.74	0.18	0.19	-	-	34.58	-	-	6.57
002624.SZ 完美世界	421.79	1.14	1.30	1.74	2.07	24.68	18.44	15.50	32.08
002555.SZ 三七互娱	305.56	0.76	0.49	0.88	1.01	29.35	16.35	14.24	14.38
300413.SZ 芒果超媒	475.41	0.18	0.95	1.32	1.71	50.55	36.35	28.09	48.02

002739.SZ	万达电影	403.02	1.29	0.73	1.03	1.17	31.18	22.29	19.61	22.88
600977.SH	中国电影	319.26	0.52	0.77	0.73	0.84	22.07	23.43	20.39	17.1
002292.SZ	奥飞娱乐	107.62	0.07	-1.19	0.16	0.21	-6.66	48.12	38.57	7.93
002027.SZ	分众传媒	987.82	0.49	0.40	0.44	0.50	16.83	15.99	13.82	6.73
0700.HK	腾讯控股	34,044.87	7.60	8.54	9.69	11.98	41.87	36.92	29.86	357.60
BILI.O	哔哩哔哩	51.52	-8.17	-2.64	0.00	0.00	-7.01	-61.99	290.52	18.50

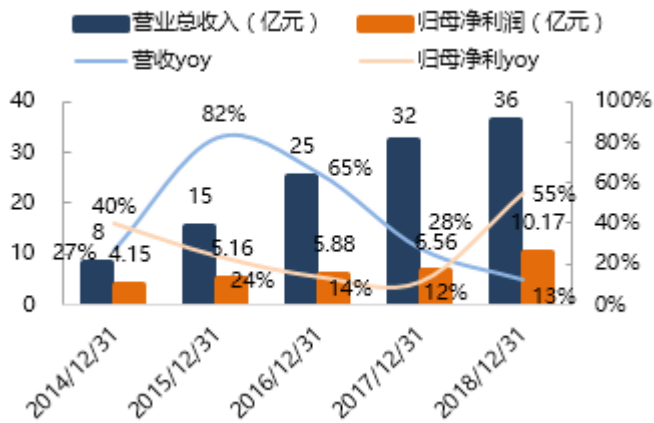
资料来源: Wind, 华金证券研究所 (加阴影个股盈利预测为华金预测)

## (一) 游族网络: 业绩高速增长, 多品类+海外拓展优势凸显

2019 年公司《权力的游戏》、《山海镜花》、《少年三国志 2》等品种有望陆续上线, 在 SLG、二次元、三国等品类均有精品产品布局, 公司多品类已进入收获期。海外方面, HBO 独家正版《权力的游戏》页游、手游多品类全球发行, 国内腾讯独代进入二次测试阶段, 我们看好公司的持续增长。我们预测公司 2019 年至 2020 年每股收益依次为 1.25 和 1.38 元, 最新收盘价 (3 月 14 日收盘价, 下同) 对应 PE 依次为 18.54 倍和 16.79 倍, 给予买入-A 建议。

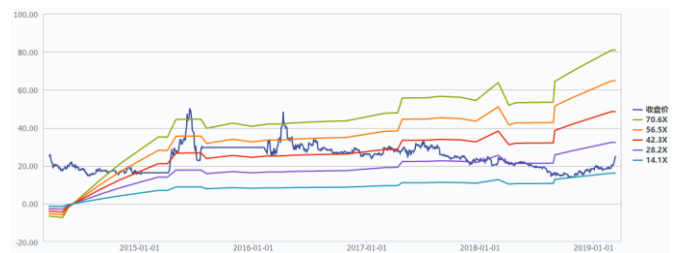
风险提示: 游戏行业政策风险、海外发行不及预期、宏观经济下行风险

图 91: 游族网络营收、归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 92: 游族网络 PE-band



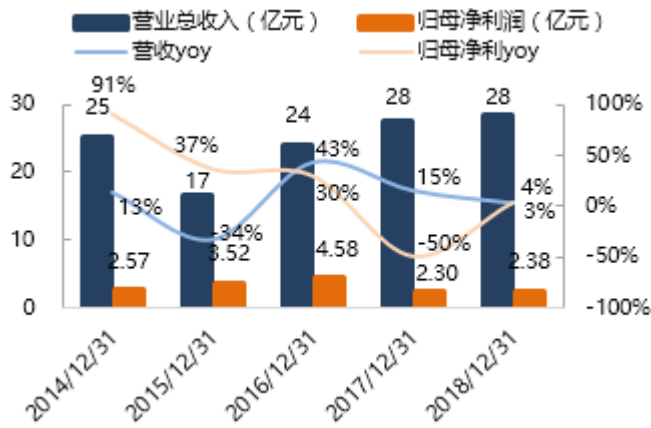
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 星辉娱乐: 布局稀缺体育资产, 游戏研发稳定

①公司于 2016 年初收购西班牙人俱乐部, 布局稀缺体育资产, 2019 年 1 月俱乐部引进中国球员武磊, 关注度大幅提升, 有望带动公司电视转播、广告赞助、门票、周边等收入大幅提升。②游戏方面: 公司两款 SLG 产品《重返文明》、《末世王者》有望于 2019 年上半年上线。③公司披露业绩快报显示, 2018 年公司实现归母净利润 2.38 亿元, yoy+3.66%, 建议关注公司业绩反转机会。公司预计 2018 年 eps 为 0.19 元, 最新收盘价对应 PE34.58 倍。

风险提示: 游戏行业政策风险、宏观经济下行风险

图 93: 星辉娱乐营收、归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 94: 星辉娱乐 PE-band



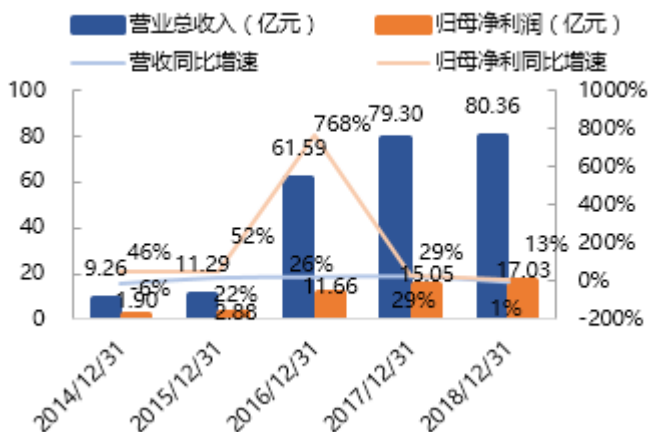
资料来源: Wind, 华金证券研究所

### (三) 完美世界: Pipeline 众多的游戏龙头

①业绩稳健: 公司预计 2018 年归母净利润 17.03 亿元, 同比增速 13.16%; ②游戏版号发放趋于常态化, 内容商将进一步向头部集中, pipeline 众多的龙头厂商受益; 公司《完美世界手游》已正式上线, 3 月 9 日以来维持免费榜、畅销榜双榜第一的位置, 预计流水表现良好, 关注爆款手游对业绩带来的正面影响; ③影视项目储备丰富, 迎来收获季节。我们预测公司 2018 年-2020 年 EPS 依次为 1.30、1.74、2.07 元, 最新收盘价对应 PE 依次为 24.68 倍、18.44 倍和 15.50 倍。

风险提示: 游戏业务不及预期、游戏行业政策风险、影视项目不及预期、影视行业政策风险

图 95: 完美世界营收、归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 96: 完美世界 PE-band



资料来源: Wind, 华金证券研究所

### (四) 芒果超媒: A 股视频平台稀缺标的, 芒果生态优势明显

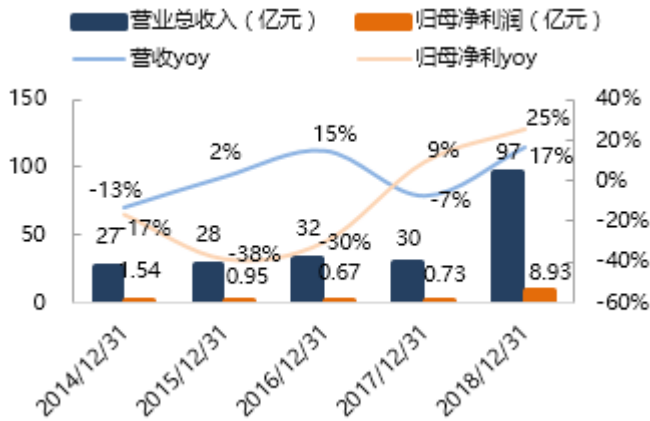
①芒果 TV 主打女性青春垂直社区, 优质网综内容带动付费会员规模快速增长; ②依托湖南广电, 多渠道布局凸显芒果生态优势。根据公司业绩预告披露后的 wind 一致预测, 公司 2018



年-2020年 EPS 依次为 0.95、1.32、1.71 元，最新收盘价对应 PE 依次为 50.55 倍、36.35 倍和 28.09 倍。

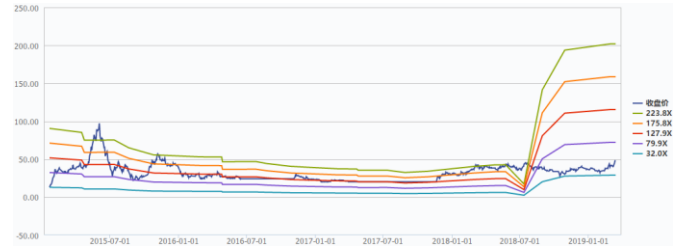
风险提示：内容制作不及预期、影视行业政策风险

图 97：芒果超媒营收、归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 98：芒果超媒 PE-band



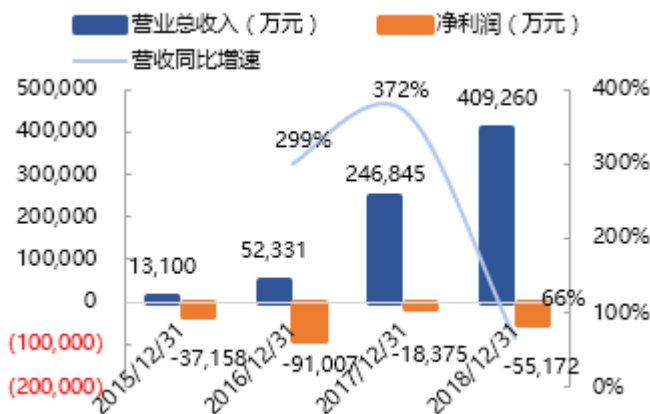
资料来源：Wind，华金证券研究所

### （五）哔哩哔哩：垂直化视频网站龙头，多渠道货币化发力

①垂直化视频平台龙头，在二次元平台保持行业领先地位；②用户规模高速增长：2018Q4MAU9,280 万，yoy29%，其预计 2020 年活跃用户数将提升至 1.4 亿人，处于高成长阶段；③公司通过游戏、直播、增值服务、广告取得收入，多个货币化渠道发力，盈利可期。

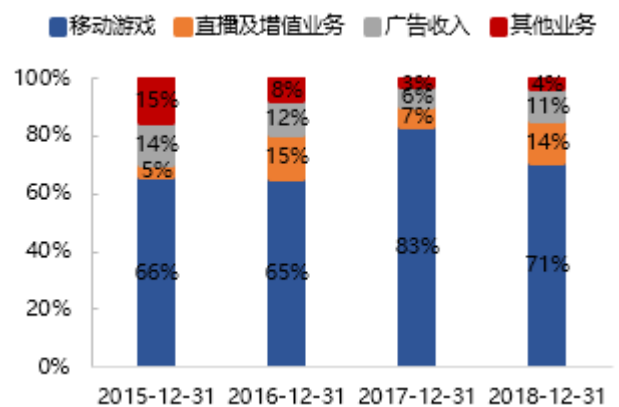
风险提示：用户增长不及预期、游戏流水不及预期、行业监管加剧

图 99：哔哩哔哩营收、归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 100：哔哩哔哩营收构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

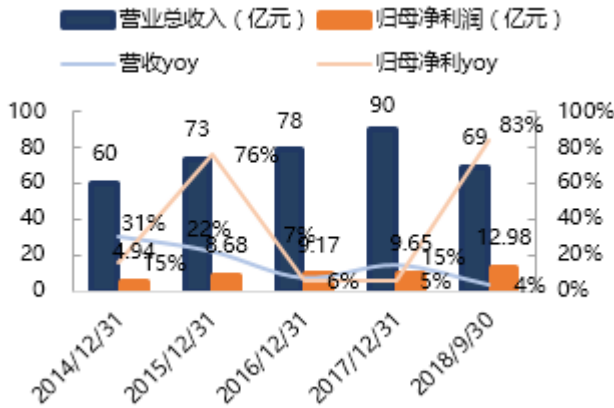
### （六）中国电影：加盟院线龙头，电影全产业链布局

①加盟院线龙头，放映业务毛利率高；②公司业务完整覆盖电影行业产业链；③中国电影与华夏公司垄断进口分账影片的发行业务，可确认进口分账影片票房的 5%左右作为发行收入，

2019 年有望受益于进口片单的优厚。根据 wind 一致预期，公司 2018 年-2020 年 EPS 依次为 0.77、0.73、0.84 元，最新收盘价对应 PE 依次为 22.07 倍、23.43 倍、20.39 倍。

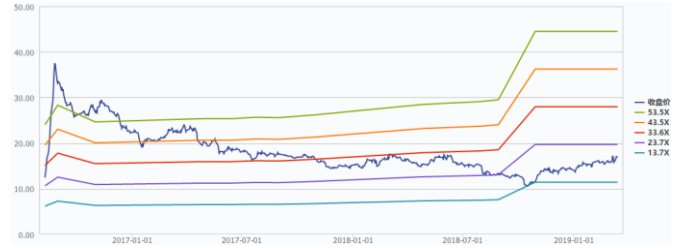
风险提示：票房表现不及预期、影视行业政策风险

图 101：中国电影营收、归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 102：中国电影 PE-band



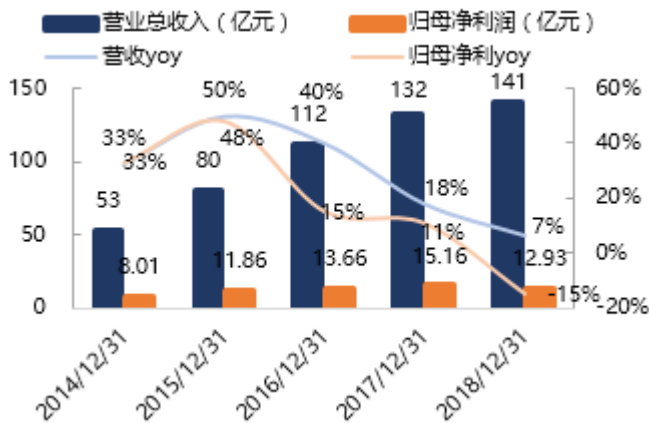
资料来源：Wind，华金证券研究所

## （七）万达电影：院线龙头，纵向布局电影全产业链

①先发优势显著，保有院线行业龙头地位；②单银幕产出拐点有望到来，毛利率有望改善；③非票业务占比高，平滑电影放映业务增速放缓影响；④购买资产事项已获证监会有条件通过，拟置入优质影视制作资产，完善电影全产业链。根据 wind 一致预期，公司 2018 年-2020 年 EPS 依次为 0.73、1.03、1.17 元，最新收盘价对应 PE 依次为 31.18 倍、22.24 倍、19.57 倍。

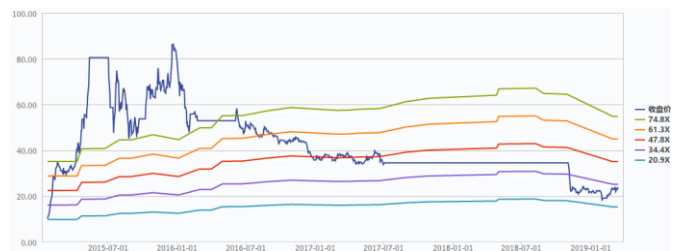
风险提示：整合风险、商誉减值风险、电影及电视剧项目不达预期、政策风险

图 103：万达电影营收、归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 104：万达电影 PE-band



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 七、风险提示

## （一）宏观经济不达预期

可选消费行业的居民可支配收入是重要指标，2019 年如果经济增速不达预期，对居民可支配收入影响将较大，也将影响传媒行业的增速情况

## （二）内容供给不达预期

传媒行业在渠道转换结束后转化为内容增长。内容供给缺乏会导致行业整体增速回落。

## （三）政策风险

传媒行业作为表达意识形态的行业，收到政策较强的管控，2018 年的影视税收政策、游戏版号政策都一定程度对行业产生一定冲击。

## （四）商誉减值、应收账款坏账的风险

## （五）市场大幅波动的风险

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn

弹