

# 困知勉行，积厚成器

2019年06月04日

## 【投资要点】

- ◆ 受行业景气度下行及竞争加剧，2018&2019Q1 传媒行业经营数据恶化，营收增速持续下滑，18 年近三成企业亏损；板块整体毛利率、净利率承压下行，期间费用率略有上升；18 年归母净利润大降，主因计提了大额资产减值损失，其中商誉减值达 454.51 亿，风险有一定释放；目前板块整体估值处于历史偏低水平。
- ◆ 影视板块：18 年影视行业业绩不佳，商誉风险集中释放，基本面仍处于修复期，预计行业政策偏紧的趋势不变，我们持谨慎态度。院线板块比较平淡，单银幕票房产出拐点未现，从行业整合出清和收入结构优化角度出发，龙头企业更有优势。内容端仍在理性调整中，需要密切追踪相关政策变化，把握监管风向与内容尺度，影视剧票房及收视表现与内容质量联系愈发紧密，打造头部作品仍是关键。在线视频平台维持高景气度，芒果超媒凭借优质内容供应，销售端议价能力强势，业绩表现靓丽。
- ◆ 游戏板块：短期看头部游戏的排期，长期依然要靠研发实力。具体来说，自去年年末游戏版号放开以来，各大厂商陆续拿到版号，部分头部游戏上线。由于 2018 年下半年新游的缺乏，今年的手游市场表现出一定爆发的潜力，例如由腾讯代理、完美世界研发的《完美世界》手游表现就明显好于市场预期。同时，今年 Q2/Q3 还要上不少精品游戏，金山网络的《剑网 3》、完美世界的《云梦四时歌》、游族网络的《权力的游戏——凛冬将至》等等。此外，我们想再度强调研发实力对于目前游戏行业的重要性。由于早前大厂对用户的教育，玩家目前对高品质的游戏有更大的诉求。反馈供给端，业内各厂对单一作品的资金和时间投入也日渐增加。研发在引擎、美工、建模等环节都可以存在规模经济；目前市场蓝海不再，那么对研发的投入也是宜早不宜迟。
- ◆ 教育板块：今年关注的重点仍然在政策，我们认为包含义务教育阶段学校资产的标的依旧面临政策风险，建议等待相关风险的出清。至于高校，民办学校是可以选择登记为营利性的，政策影响的下行空间则相对较小，同时应用型高教或将受益于职教政策（扩招），建议关注办学质量合格、拥有资金实力及获取标的能力的应用型高校集团。基础教育的课外培训部分，2018 年政府对线下机构进行排查，对不符合要求的机构勒令整改，板块逐步进入整合阶段，我们看好具备规模经济的行业龙头，同时建议关注同线上培训机构规范有关的政策的出台。职业培训长期内均将受益于职教政策，短期政策落地及效果有待观察，目前仍依靠营销和扩张驱动业绩增长。
- ◆ 出版及广电板块：业绩相对稳健，资产质地扎实，当市场避险情绪升温时，出版是防御首选；广电板块机会与挑战并存，修复动力更多受到政策进程对预期的影响，可以把握主题性投资机会。

## 强于大市（维持）

### 东方财富证券研究所

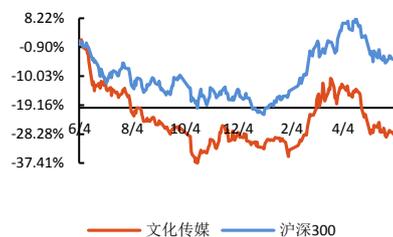
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：高思雅

电话：021-23586480

### 相对指数表现



### 相关研究

《5月国产片萎靡，观影人次再下滑》

2019.06.03

《4月内地票房同增20%，《复联4》领衔五一档》

2019.05.06

《好未来FY19Q4经营利润持续改善，单教学点收入增速放缓》

2019.04.26

《兑现承诺，FY19Q3新东方利润率改善》

2019.04.24

《需要内容取胜的游戏出海》

2019.04.18

## 【配置建议】

- ◆ 2019 年下半年，我们看好游戏、出版板块，建议关注广电板块主题性投资机会，具体来看：
- ◆ 影视：院线板块建议关注低估龙头万达电影（002739.SZ），谨慎看好横店影视（603103.SH）；内容端谨慎看好中国电影（600977.SH）、光线传媒（300251.SZ）；建议关注在线视频平台芒果超媒（300413.SZ）。
- ◆ 游戏：我们看好在研发上不断投入，同时今年有 S 级作品的游族网络（002174.SZ），谨慎看好完美世界（002624.SZ）、吉比特（603444.SH）。
- ◆ 教育：职业培训长期内均将受益于职教政策，短期政策落地及效果有待观察，目前仍依靠营销和扩张驱动业绩增长，谨慎看好提供教师招录及资格认证考试培训的中公教育（002607.SZ）。
- ◆ 出版板块：教辅方面，营收增长点更多要看到发行量的提升，而发行量，则同基础教育适龄人口有关，建议关注以教育大省的山东省为基础的山东出版（601019.SH）；此外，图书零售市场整体增长稳健，经典图书长销化，谨慎看好版权库积累扎实的民营出版龙头新经典（603096.SH）。
- ◆ 广电：19 年广电行业在多项政策利好下有望回暖，可关注融媒体建设、国网整合、5G 及超清视频相关的主题性投资机会，建议关注基本面边际改善的贵广网络（600996.SH）等。

## 【风险提示】

- ◆ 影视行业政策风险；
- ◆ 公司游戏上线进度不及预期，版号复批进程不及预期；
- ◆ 教育后续配套政策严于预期。
- ◆ 图书市场增速放缓，盗版风险，版权及原材料成本上升；
- ◆ 国网整合进度不及预期，政策落地不及预期。

## 正文目录

1. 2018&2019Q1 传媒行业表现回顾.....	6
1.1. 板块表现中下，六成个股收涨.....	6
1.2. 经营数据恶化，减值压缩利润空间.....	7
1.3. 板块整体估值处于历史偏低水平.....	9
2. 影视：政策明朗监管趋严，细分赛道分化明显.....	10
2.1. 营收增速持续下滑，利润端承压.....	10
2.2. 院线：短期经营承压，静待行业边际改善.....	12
2.3. 内容制作：理性回归，供给仍在优化中.....	14
2.4. 在线视频平台：维持高景气度，芒果超媒业绩亮眼.....	17
3. 游戏行业：“强者生，弱者死”.....	17
3.1. 版号重开，凛冬已过.....	17
3.2. 游戏品质是核心竞争力.....	19
3.3. 出海不是蓝海，头部排位趋稳.....	21
3.4. 短期关注各厂头部作品排期及上线情况.....	24
4. 教育行业：政策，政策，还是政策.....	24
4.1. 民办教育渗透提升，企业扎堆海外上市.....	24
4.2. 等待《民促法实施条例》出台，职教政策落地影响有待观察.....	26
5. 出版：基本盘稳，防御首选.....	27
5.1. 业绩稳中有进，现金流优异.....	27
5.2. 教辅业绩可见性更强，畅销书向长销转型.....	29
6. 广电：政策密集催化，把握主题性投资机会.....	30
6.1. 业绩平淡，盈利能力待提高.....	30
6.2. 机会与挑战并存，享受政策红利.....	32
7. 投资建议.....	33
8. 风险提示.....	34

图表目录

图表 1: 年初至今各指数相对走势.....	6
图表 2: 申万一级行业指数年初至今涨幅.....	6
图表 3: 申万传媒三级行业指数年初至今涨跌幅.....	7
图表 4: 今年以来申万传媒板块涨幅前十个股.....	7
图表 5: 传媒行业营业总收入 (亿元).....	7
图表 6: 传媒行业归母净利润 (亿元).....	7
图表 7: 传媒行业扣非归母净利润.....	8
图表 8: 传媒行业资产减值损失 (亿元).....	8
图表 9: 传媒行业坏账损失 (亿元).....	8
图表 10: 传媒行业商誉减值损失 (亿元).....	8
图表 11: 传媒行业上市公司商誉变化情况 (亿元).....	8
图表 12: 传媒行业分板块商誉变化情况 (亿元).....	8
图表 13: 传媒行业毛利率、净利率变化.....	9
图表 14: 传媒行业毛利率、净利润率变化 (季度).....	9
图表 15: 传媒行业费用率变化.....	9
图表 16: 传媒行业费用率变化 (季度).....	9
图表 17: 传媒板块近 5 年估值情况.....	10
图表 18: 传媒分板块历史估值 (PE TTM) 情况.....	10
图表 19: 影视板块营业总收入 (亿元).....	10
图表 20: 影视板块归母净利润 (亿元).....	10
图表 21: 影视板块资产减值损失.....	11
图表 22: 影视板块商誉情况.....	11
图表 23: 影视板块毛利率、净利率.....	11
图表 24: 影视板块三大期间费用率.....	11
图表 25: 影视板块经营性现金流.....	11
图表 26: 国内放映市场经营指标.....	12
图表 27: 院线板块营业总收入 (亿元).....	13
图表 28: 院线板块归母净利润 (亿元).....	13
图表 29: 院线板块毛利率、净利率.....	13
图表 30: 院线板块三大期间费用率.....	13
图表 31: 院线公司非票收入占营收比例.....	14
图表 32: 2018 年各院线公司主营业务收入分布.....	14
图表 33: 院线公司卖品业务占营收比例.....	14
图表 34: 院线公司卖品业务毛利率.....	14
图表 35: 国内电影市场过亿影片票房占比.....	15
图表 36: 国产片票房及占比.....	15
图表 37: 电影上市公司 2019 年上映片单.....	15
图表 38: 电视剧拍摄同意公示剧目数量.....	16
图表 39: 电视剧拍摄同意公示的古代题材剧目占比.....	16
图表 40: 电视剧发行许可证颁发数量.....	16
图表 41: 获发行许可证的现实/历史题材剧目占比.....	16
图表 42: 2018 年爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 会员数.....	17
图表 43: 快乐阳光业绩情况.....	17
图表 44: 游戏板块营业总收入 (亿元).....	18
图表 45: 游戏板块归母净利润 (亿元).....	18
图表 46: 游戏板块资产减值损失.....	18
图表 47: 游戏板块商誉情况.....	18
图表 48: 游戏板块毛利率、净利率.....	19
图表 49: 游戏板块三大费用率.....	19

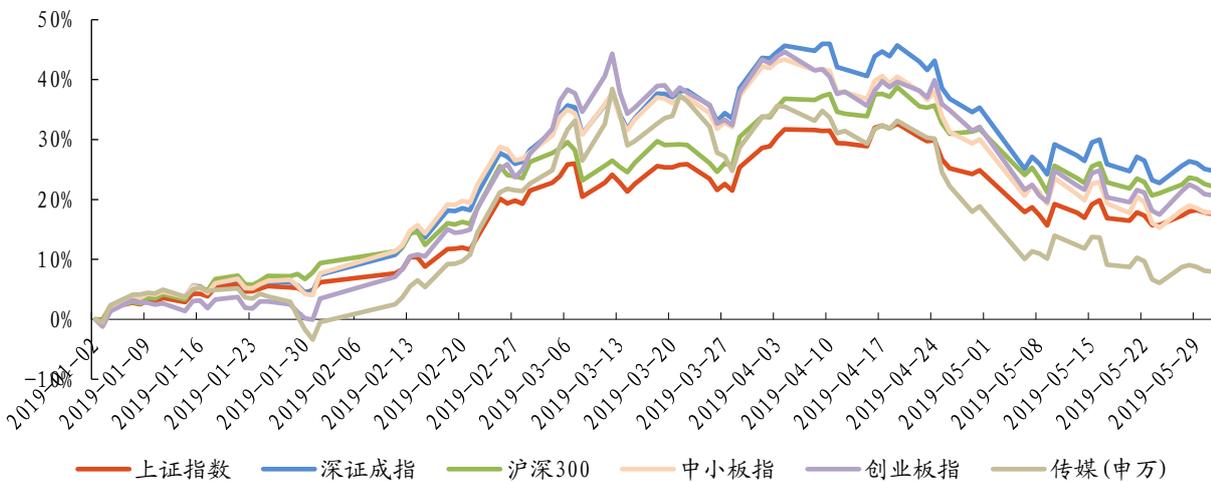
图表 50: 游戏板块经营性现金流.....	19
图表 51: 游戏厂商招聘开发人员情况 (以西山居为例) .....	20
图表 52: 《明日方舟》游戏.....	20
图表 53: 各国市场中国游戏厂商收入排名.....	21
图表 54: 综合海外 App Store 及 Google Play 中国手游每月收入前 30 ...	23
图表 55: 综合 iOS 及 Google Play 中国 APP 发行商出海收入排行榜.....	23
图表 56: 腾讯 FY19Q1 披露的游戏 Pipeline .....	24
图表 57: 教育板块营业总收入 (亿元) .....	25
图表 58: 教育板块归母净利润 (亿元) .....	25
图表 59: 教育板块资产减值损失.....	25
图表 60: 教育板块商誉情况.....	25
图表 61: 教育板块毛利率、净利率.....	26
图表 62: 教育板块三大费用率.....	26
图表 63: 教育板块经营性现金流.....	26
图表 64: 出版板块营业总收入 (亿元) .....	27
图表 65: 出版板块归母净利润 (亿元) .....	27
图表 66: 出版板块资产减值损失.....	28
图表 67: 出版板块商誉情况.....	28
图表 68: 出版板块毛利率、净利率.....	28
图表 69: 出版板块三大期间费用率.....	28
图表 70: 出版板块经营性现金流.....	28
图表 71: 各省基础教育人口预期 (万人) .....	29
图表 72: 图书零售市场销售额 (亿) .....	30
图表 73: 2018 年老书洋码贡献增大 .....	30
图表 74: 广电板块营业总收入 (亿元) .....	30
图表 75: 广电板块归母净利润 (亿元) .....	30
图表 76: 广电板块资产减值损失.....	31
图表 77: 广电板块商誉情况.....	31
图表 78: 广电板块毛利率、净利率.....	31
图表 79: 广电板块三大期间费用率.....	31
图表 80: 广电板块经营性现金流.....	31
图表 81: 全国有线电视用户数.....	32
图表 82: 全国 IPTV、OTT 用户数.....	32
图表 83: A 股传媒行业重点关注公司 .....	34

## 1. 2018&2019Q1 传媒行业表现回顾

### 1.1. 板块表现中下，六成个股收涨

申万传媒指数年初以来跑输市场主要指数。截至 5 月 31 日，申万传媒板块年初以来上涨 7.98%，同期沪深 300 指数、上证指数、深证成指、创业板指、中小板指分别上涨 22.23%、17.58%、24.81%、20.74%、17.8%，传媒板块跑输大盘。不过 1 月、2 月下旬至 4 月中旬，传媒指数跑赢上证指数。4 月底以来传媒板块明显下挫，表现弱于大市，板块弹性较大。

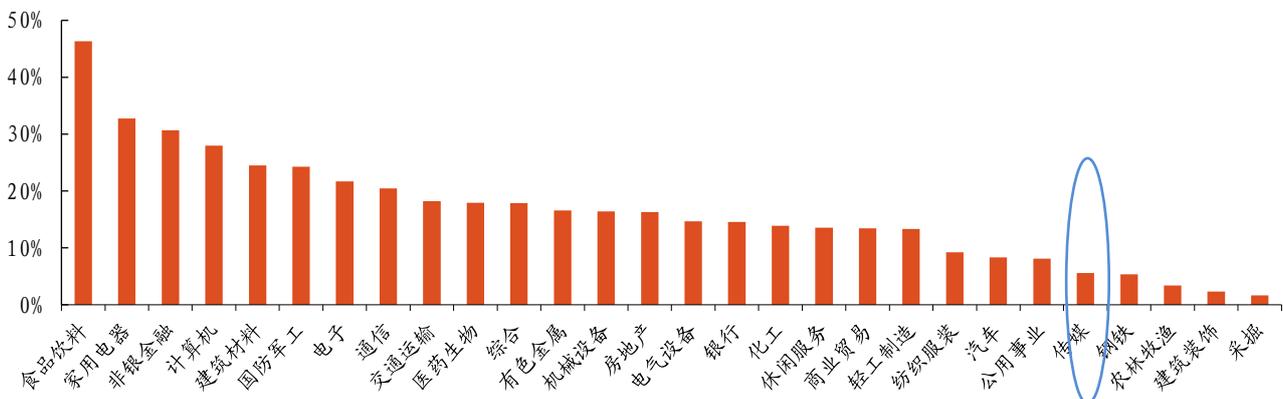
图表 1：年初至今各指数相对走势



注：数据截至 2019 年 5 月 31 日；资料来源：Choice，东方财富证券研究所

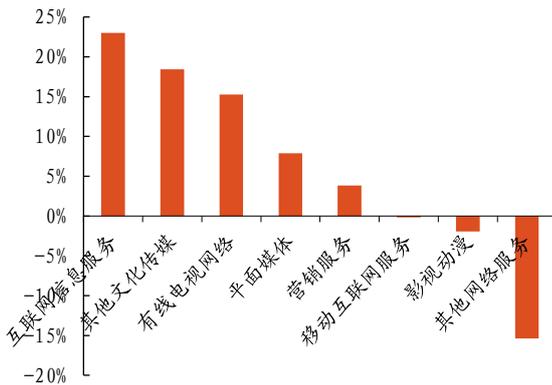
申万 28 个一级子行业中，传媒行业今年以来涨幅排行第 24 位。申万传媒 8 个三级行业中，互联网信息服务板块年初以来涨幅最大为 22.99%；其他网络服务板块跌幅最大为 15.39%。个股方面，人民网领涨传媒板块，涨幅达 158.77%，\*ST 游久跌幅最大，下跌 49.66%，板块内 63.58% 的个股取得正收益。

图表 2：申万一行业指数年初至今涨幅



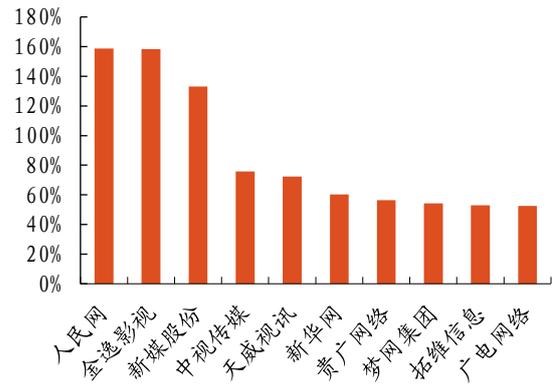
注：数据截至 2019 年 5 月 31 日；资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3: 申万传媒三级行业指数年初至今涨跌幅



注: 数据截至2019年5月31日  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4: 今年以来申万传媒板块涨幅前十个股



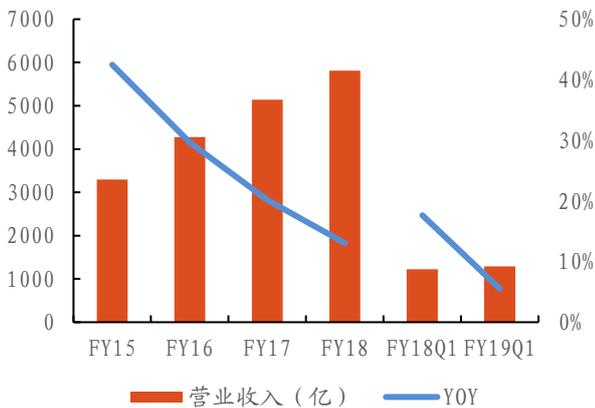
注: 数据截至2019年5月31日  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 1.2. 经营数据恶化, 减值压缩利润空间

营收增速持续下滑, 18 年近三成企业亏损。18 年传媒行业营收同增 13.08%, 增速同比下滑 7.08pct; 归母净利润同比下降 119.63% 至亏损 110.2 亿 (17 年 YoY+8.53%), 142 家样本企业中 40 家亏损, 17 年仅 6 家, 亏损比例升至 28.17%。

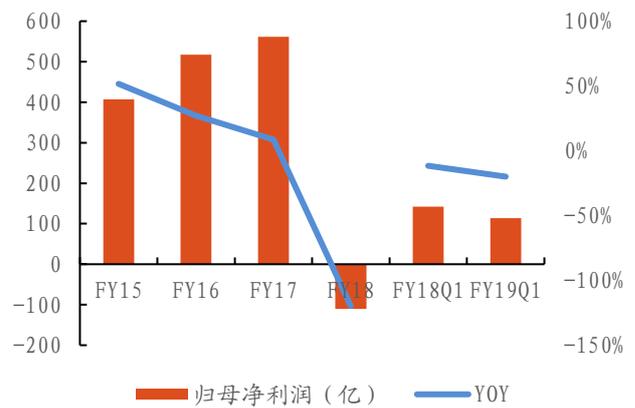
2019Q1, 传媒行业营收增速同降 12.14pct 至 5.53%, 板块中营收增长 20% 以上的公司有 36 家, 这一数字在 18Q1 为 56 家; 归母净利润同降 20.03%, 增速同比下滑 8.49pct。

图表 5: 传媒行业营业总收入 (亿元)



注: 数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6: 传媒行业归母净利润 (亿元)



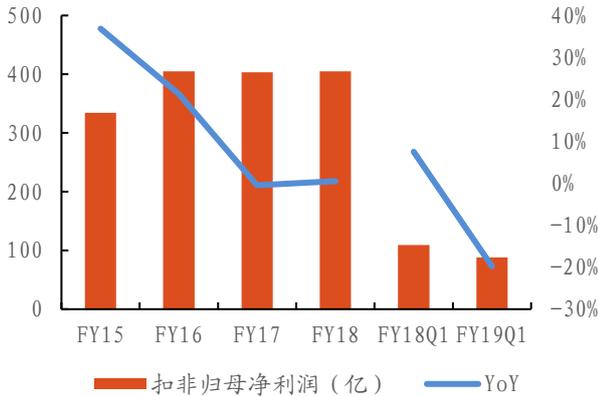
注: 数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

计提大额资产减值, 释放一定商誉风险。18 年传媒行业归母净利润大降, 主要是计提了大额资产减值损失, 从扣非归母净利润看, 仍小幅增涨 0.48% 至 405.24 亿。传媒行业资产减值损失持续走高, 18 年同增 410.43% 至 660.83 亿, 占营业总收入的比例从 2014 年的 1.24% 上升至 2018 年的 11.37%, 大幅侵蚀行业整体净利润。

其中受行业景气度下行及竞争加剧, 前期并购收购标的未能完成业绩承诺, 18 年传媒行业计提商誉减值达 454.51 亿, 期末累计商誉降至 1302.52 亿元;

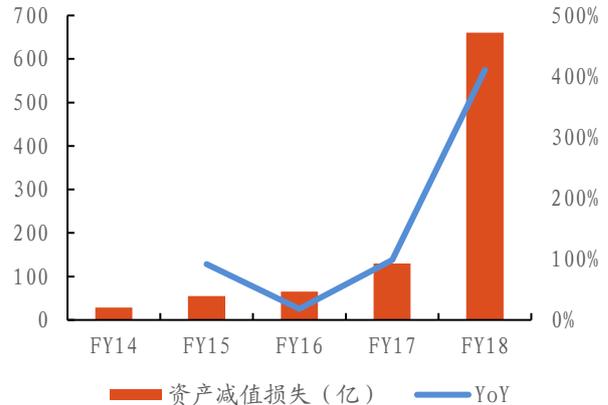
坏账损失同增 95.62%至 97.93 亿（未考虑 ST 个股及乐视网）。

图表 7: 传媒行业扣非归母净利润



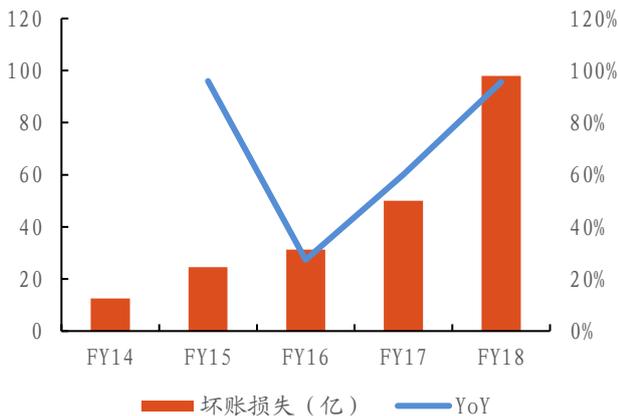
注: 数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 8: 传媒行业资产减值损失 (亿元)



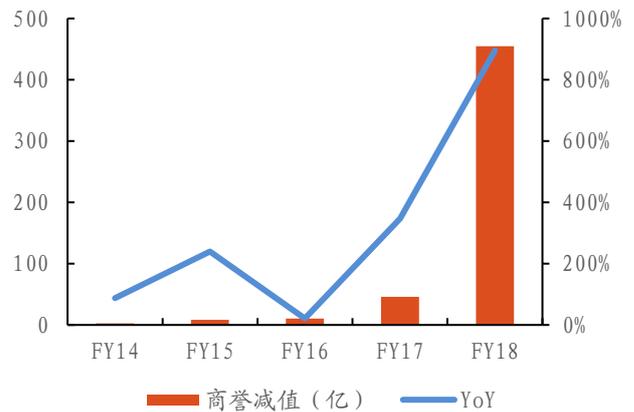
注: 数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 9: 传媒行业坏账损失 (亿元)



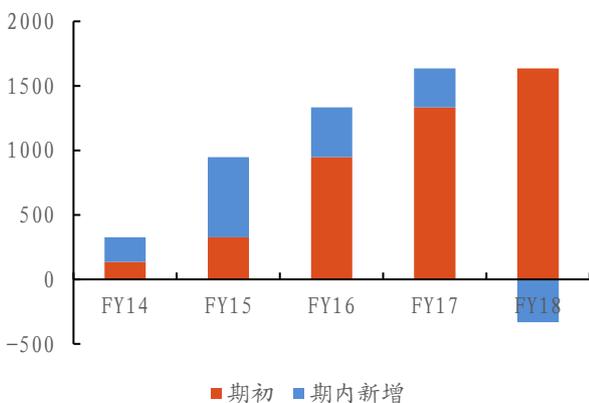
注: 数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 10: 传媒行业商誉减值损失 (亿元)



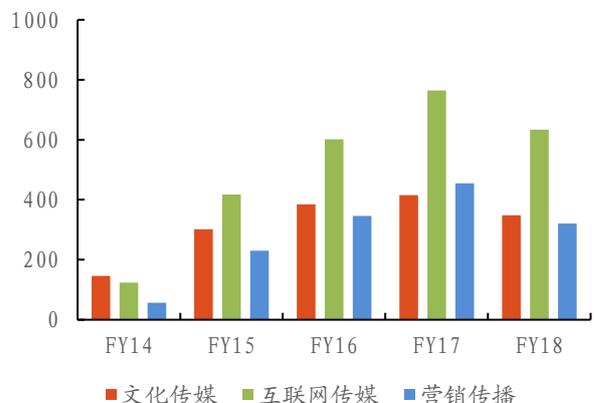
注: 数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 传媒行业上市公司商誉变化情况 (亿元)



注: 数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

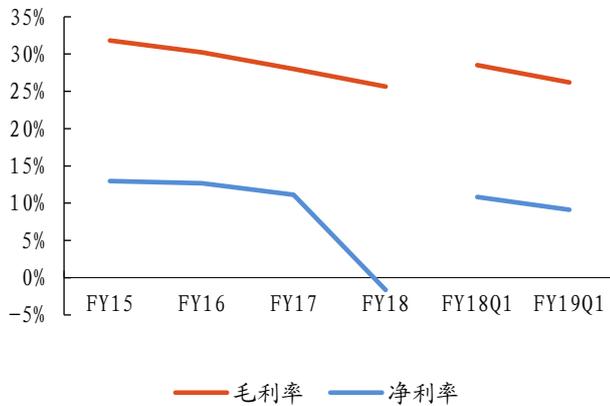
图表 12: 传媒行业分板块商誉变化情况 (亿元)



注: 数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

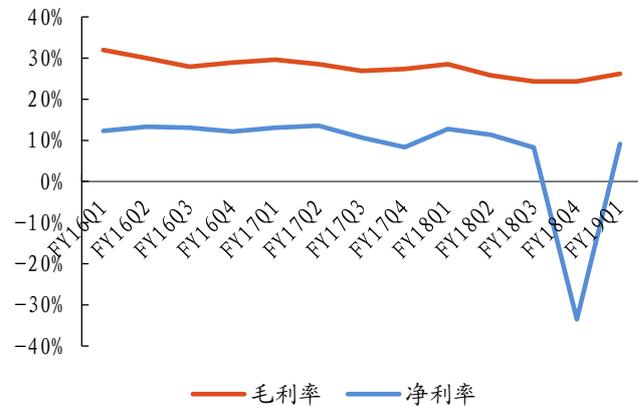
毛利率承压,净利率下滑趋势延续。18 年传媒行业(整体)毛利率为 25.64%,同比下滑 2.37pct,净利率大幅下滑 12.77pct 至-1.65%,由正转负,自 15 年以来下滑趋势延续。2019Q1,传媒行业毛利率同比下滑 2.33pct 至 26.19%,净利率同比下滑 3.63pct 至 9.11%,环比均有所改善。

图表 13: 传媒行业毛利率、净利率变化



注:数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源:Choice,东方财富证券研究所

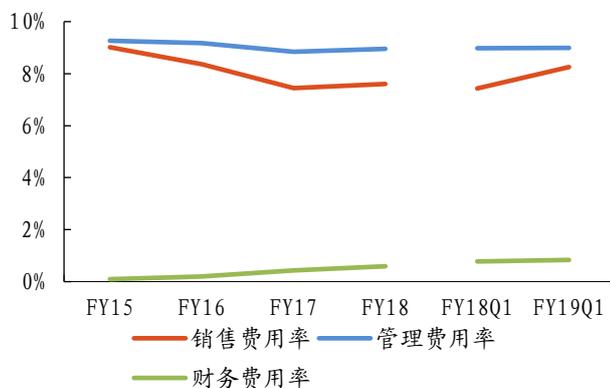
图表 14: 传媒行业毛利率、净利率变化(季度)



注:数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源:Choice,东方财富证券研究所

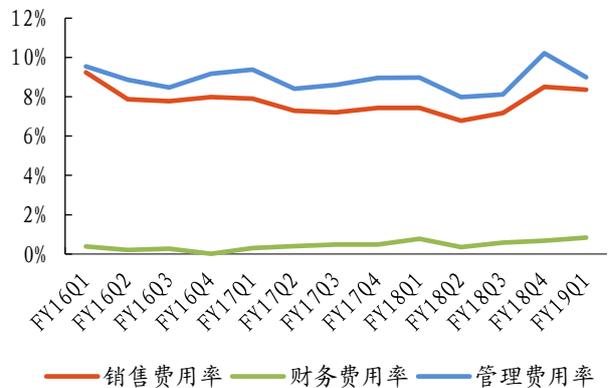
期间费用率略有上升。18 年受个股扩大业务及收购标的并表的影响,传媒行业销售费用率略有提升,管理费用率基本持平,抬升幅度不超过 15bps,财务费用率抬升 17bps;19Q1 延续此趋势,但同比提升幅度已较 18Q4 收窄。

图表 15: 传媒行业费用率变化



注:数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源:Choice,东方财富证券研究所

图表 16: 传媒行业费用率变化(季度)

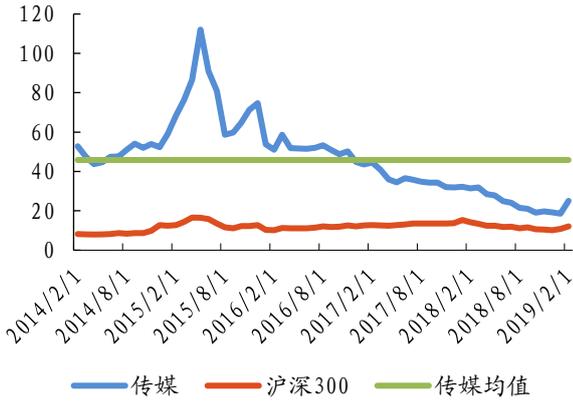


注:数据剔除ST个股及乐视网  
资料来源:Choice,东方财富证券研究所

### 1.3. 板块整体估值处于历史偏低水平

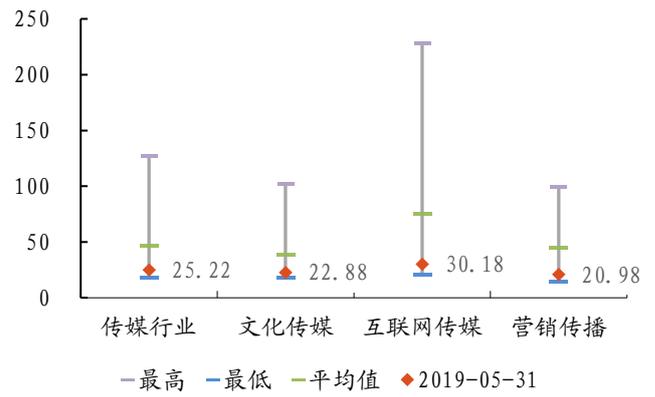
传媒行业估值水平从 15 年下半年起开始下行,18 年板块市盈率降至 19 倍左右达到 14 年以来新低,19 年起小幅回暖,截至 5 月 31 日收盘,传媒板块 PE(整体法) TTM 为 25.64 倍,低于近 5 年平均 45.82 倍,各子板块也位于历史估值低位区间。我们认为,随着板块将价值回归,成长性好的标的则会有更突出的表现。

图表 17: 传媒板块近 5 年估值情况



注: 数据截至2019年5月31日  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 18: 传媒分板块历史估值 (PE TTM) 情况



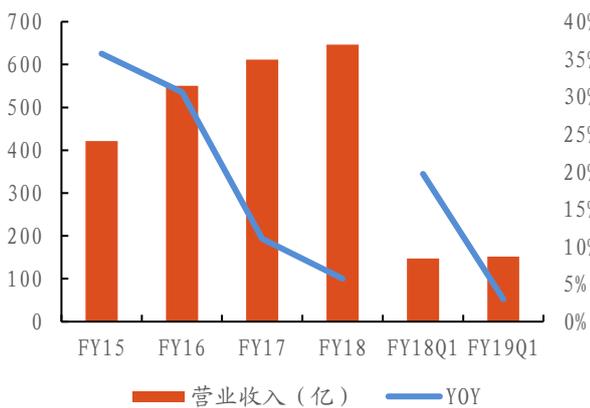
注: 数据截至2019年5月31日  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2. 影视: 政策明朗监管趋严, 细分赛道分化明显

### 2.1. 营收增速持续下滑, 利润端承压

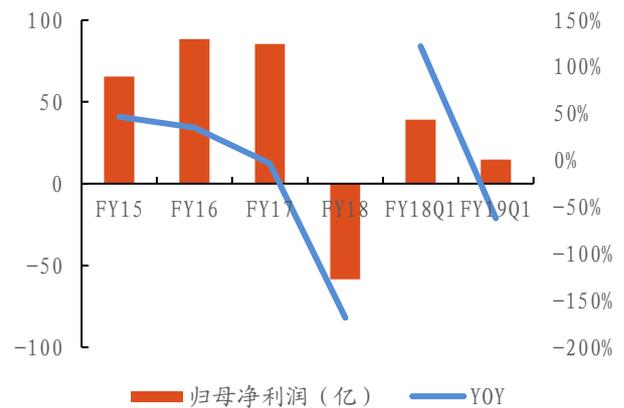
营收增速下滑, 商誉减值拖累板块净利润。18 年受舆论冲击和政策收紧的影响, 影视行业景气度下滑, 影视板块营收同增 5.75%, 增速同比下滑 5.32pct, 年内计提大额资产减值 114.65 亿, 主要是商誉减值 63.45 亿和坏账损失 33.87 亿, 致归母净利润同比下降 168.49% 至亏损 58.43 亿。2019Q1 未见好转, 营收增速同降 16.68pct 至 3.01%, 归母净利润同比下降 62.17%。

图表 19: 影视板块营业总收入 (亿元)



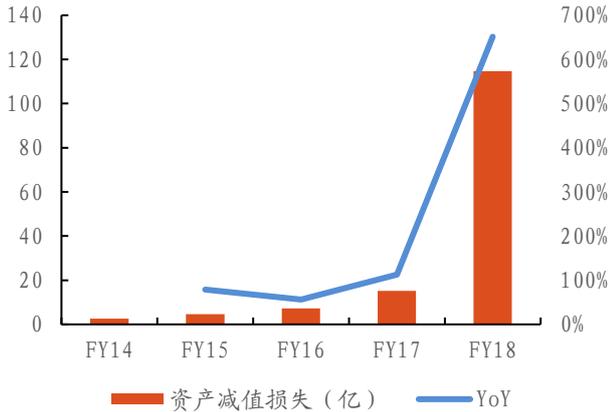
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 20: 影视板块归母净利润 (亿元)



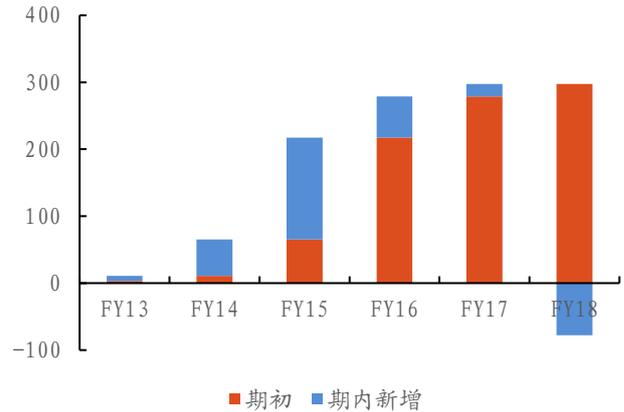
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 21: 影视板块资产减值损失



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

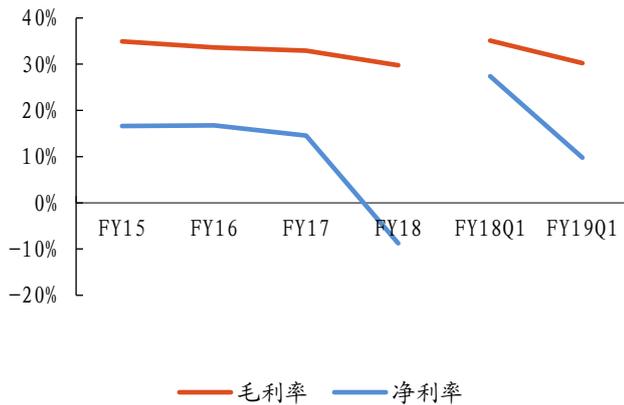
图表 22: 影视板块商誉情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

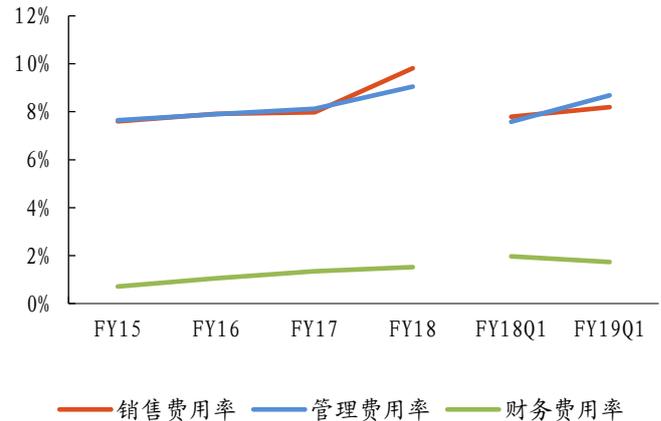
毛利率、净利率双降，期间费用率小幅上升，现金流恶化。18 年影视板块毛利率降至 29.77%，净利率降至-8.75%，2019Q1 毛利率下降 4.86pct 至 30.25%，而净利率同降 8.43pct 至 9.77%。2018 和 2019Q1 影视板块期间费用率分别上涨 2.93pct、1.27pct，整体经营性现金流为正，但同比减少 69.17%、95.45%。

图表 23: 影视板块毛利率、净利率



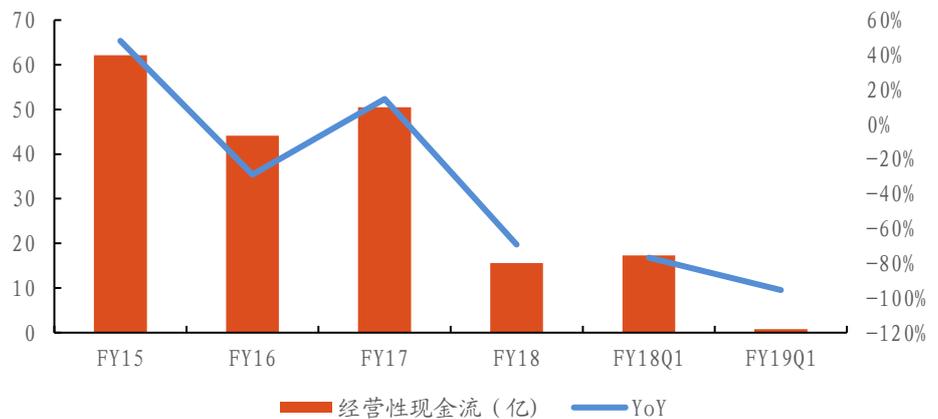
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 24: 影视板块三大期间费用率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 25: 影视板块经营性现金流



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2.2. 院线：短期经营承压，静待行业边际改善

**需求增速放缓，银幕单产拐点未现。**18 年国内上映影片数量同比增加 8.11% 至 560 部，供给量稳步抬升，全国票房同增 9.06% 致 609.8 亿，票房增速明显放缓；观影人次达 17.16 亿，增速下滑至 5.93%，平均票价小幅上升。

18 年全国银幕总数达到 60079 块，同增 18.32%，但单银幕票房收入 101.49 万，较 2017 年下跌 7.83%，已经连续 3 年下跌，2019Q1 银幕单产为 29.77 万，同比下降 18.68%，票房增长不及放映终端扩张速度，银幕单产拐点预计在 2020 年才会出现。

图表 26：国内放映市场经营指标

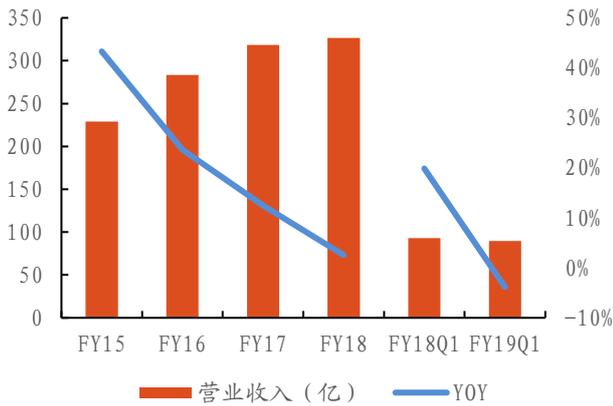
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
票房(亿)	217.69	296.39	440.69	492.83	559.1	609.8
YoY		36.15%	48.69%	11.83%	13.45%	9.06%
院线(条)	45	47	48	48	49	48
影院(家)	4213	5228	6270	7882	9504	10625
YoY		24.09%	19.93%	25.71%	20.58%	11.80%
银幕(块)	18195	23592	31627	41179	50776	60079
YoY		29.66%	34.06%	30.20%	23.31%	18.32%
单银幕票房(万)	119.64	125.63	139.34	119.68	110.11	101.49
YoY		5.01%	10.91%	-14.11%	-7.99%	-7.83%
观影人次(亿人)	6.17	8.34	12.6	13.72	16.2	17.16
YoY		35.17%	51.08%	8.89%	18.08%	5.93%
平均票价(元)	35.28	35.54	34.98	35.92	34.51	35.53
YoY		0.73%	-1.58%	2.70%	-3.92%	2.96%
场次(亿场)	0.29	0.41	0.54	0.74	0.95	1.09
YoY		43.32%	32.53%	36.83%	27.37%	14.96%
场均收入(元)	760	722	810	662	589.66	559.41
YoY		-5.00%	12.19%	-18.27%	-10.93%	-5.13%

资料来源：国家电影局，东方财富证券研究所

**运营压力增大。**18 年院线板块营收 326.57 亿，YoY+2.56%，增速明显下滑，归母净利润为 22.85 亿元，YoY-40.3%，7 家院线上市公司中，仅中国电影实现净利润正增长，主要是中影巴可完成并表，产生 4.54 亿元投资收益；2019Q1 全国实现票房 186.13 亿，YoY-7.95%，院线板块营收同降 3.85% 至 89.52 亿，归母净利润同降 20.43% 至 10.36 亿。

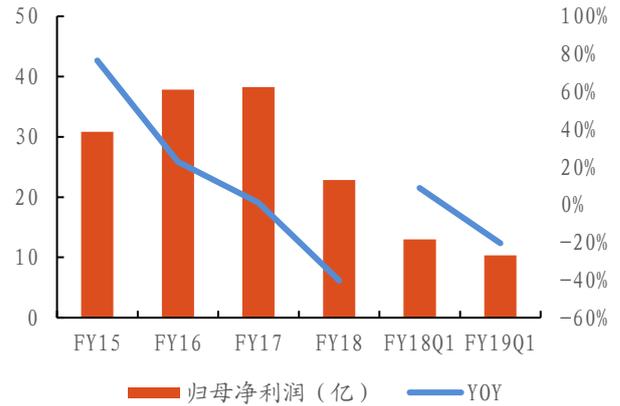
由于银幕单产持续下滑，18 年院线公司整体毛利率同降 3.62pct 至 25.50%，净利率同降 5.52pct 至 7.06%；2019Q1 毛利率、净利率分别减少 3.16pct、2.59pct 至 28.39%、11.92%。2018 和 2019Q1 院线板块期间费用率分别上涨 0.9pct、0.29pct。

图表 27: 院线板块营业总收入 (亿元)



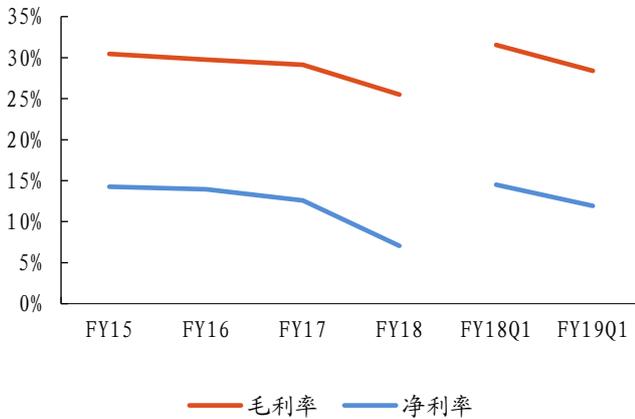
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 28: 院线板块归母净利润 (亿元)



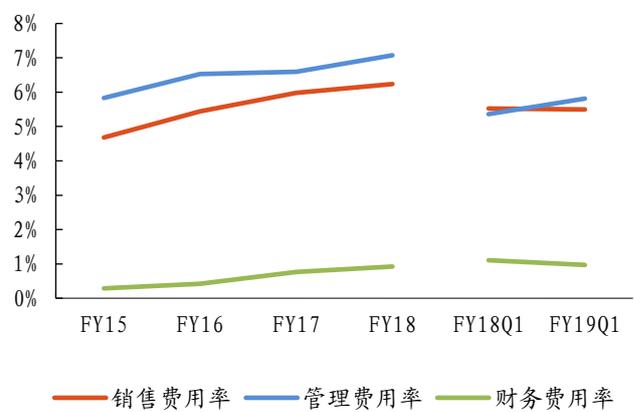
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 29: 院线板块毛利率、净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 30: 院线板块三大期间费用率



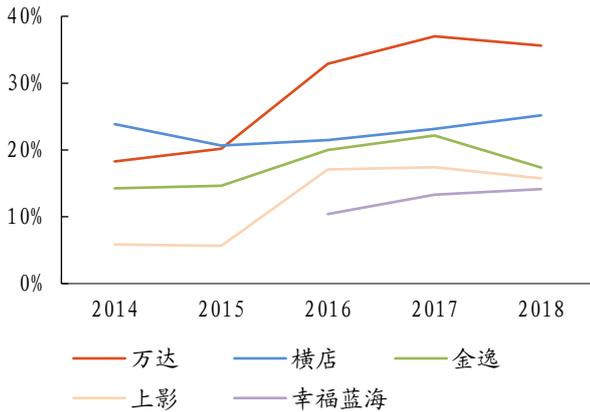
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

建议关注行业整合和收入结构优化两条主线:

1) 政策加码, 影投集中度有提升空间, 关注龙头企业。2019Q1, 万达、大地、横店仍为全国影投前三, 票房市占率合计达 21.54%, 同比下滑 0.34pct, 4-6 位为 CGV 影城、中影投资与金逸影视, 三者份额接近, 前十大影投公司市占率 35.25% 同比下滑 1.24pct, 龙头效应并不明显。去年年底《意见》提出院线公司成立门槛, 并鼓励院线并购重组, 今年上半年博纳影业、中影信达、华人文化相继拿到院线牌照, 市场进一步放开, 或将加速院线领域的淘汰、整合, 影投集中度有望抬升。

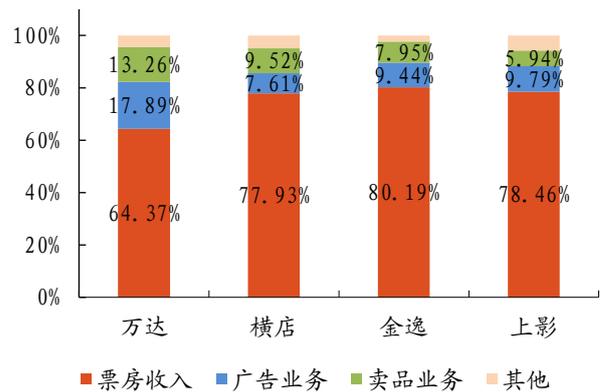
2) 关注非票收入占比高, 或持续提高的企业。卖品等非票收入的增长利于缓和放映业务下滑的压力, 降低对票房收入的单一依赖。18 年院线公司中万达电影非票收入保持领先, 占营收比例达到 35.3%, 但小幅下降 1.37pct, 横店影视非票收入同增 25.33% 至 6.9 亿, 占比达 25.31%, 持续抬升。相应的, 万达电影卖品收入最高, 18 年各院线公司卖品收入占营收比例基本持平, 横店影视、幸福蓝海卖品的毛利率有所提升。

图表 31: 院线公司非票收入占营收比例



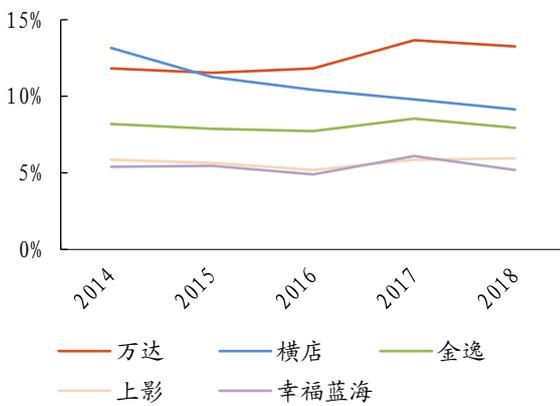
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 32: 2018 年各院线公司主营业务收入分布



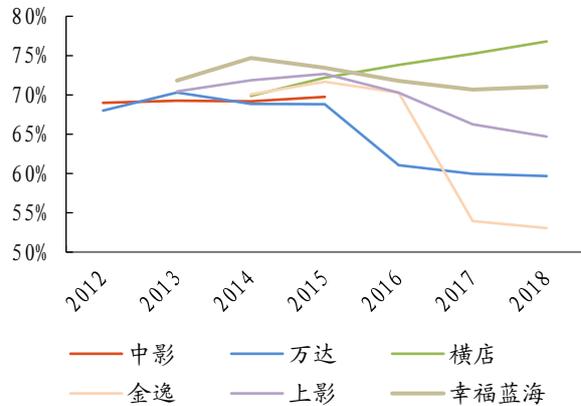
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 33: 院线公司卖品业务占营收比例



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 34: 院线公司卖品业务毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

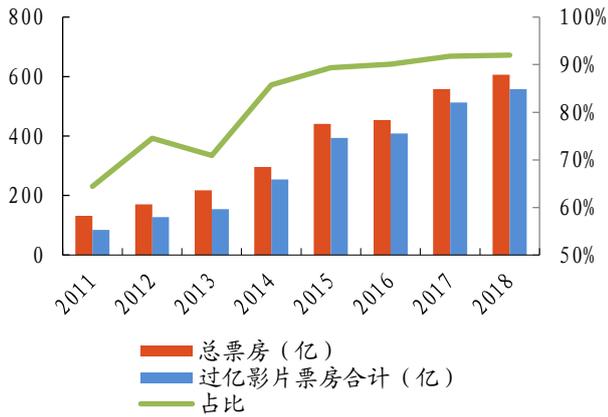
### 2.3. 内容制作: 理性回归, 供给仍在优化中

**电影市场理性调整, 头部作品是制胜点。**2018 年国内电影票房破 600 亿, 过亿影片票房合计占比达 92.01%, 小幅抬升, 影视内容制作公司中仅光线传媒、北京文化实现归母净利润正增长, 分别同增 68.47%、4.99%, 而光线主要是因为出售新丽传媒带来 22.69 亿投资收益。2019Q1 内容公司业绩仍不乐观, 行业调整期一线公司同样受到影响, 公司电影投资眼光、项目运作能力面临考验。

国产片方面, 18 年国产片票房占比上升到 60.3%, 19Q1 因《流浪地球》带动, 国产片总体稍强。今年光线传媒仍有 10 余部影片有望上映, 包括《八佰》《南方车站的聚会》等, 以及 3 部重磅动画; 北京文化则有《跳舞吧! 大象》《妈阁是座城》《热带往事》《被光抓走的人》等坐镇; 中国电影出品的《上海堡垒》、《希望岛》、《百万雄师》同样值得期待。

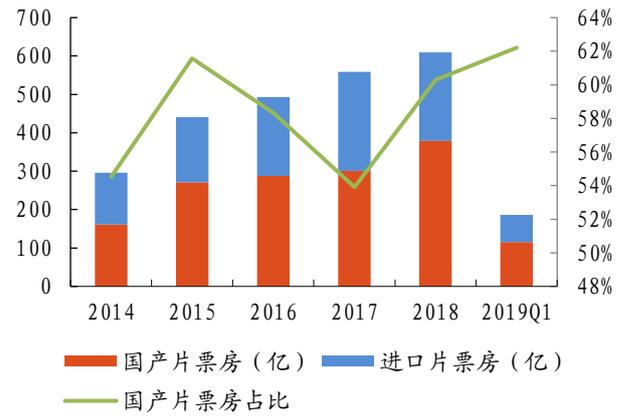
进口片方面, 4 月《复联 4》创进口片票房纪录, 今年进口片体量及质量较去年均有提升, 有望推动板块阶段性行情, 中国电影进口片发行业务将受益。

图表 35: 国内电影市场过亿影片票房占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 36: 国产片票房及占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 37: 电影上市公司 2019 年上映片单

公司名称	公司职责	影片名	上映日期	类型
中国电影	出品	追钱逗爱熊仁镇	2019	喜剧, 爱情
	出品	第十一回	2019	剧情, 喜剧, 家庭
	出品	一切如你	2019	剧情, 家庭
	出品	希望岛	2019	动作, 科幻
	出品	中国游记: 龙牌之谜	2019	冒险
	出品	上海堡垒	2019/8/9	科幻, 战争, 爱情
	出品	小 Q	2019/8/1	剧情
	出品	亲密旅行	2019/07	剧情, 喜剧
	联合出品	妈阁是座城	2019/6/14	爱情, 剧情
	出品	最好的我们	2019/6/6	爱情, 青春
万达影视	出品	枪炮腰花	2019	剧情, 喜剧
	出品	未来机器城	2019	喜剧, 冒险, 科幻
	出品	情圣 2	2019	喜剧, 爱情
	出品	沉默的证人	2019/08	动作, 犯罪
	出品	全职高手之巅峰荣耀	2019/8/16	剧情, 动画
	联合出品	追龙 II	2019/6/6	犯罪, 剧情, 动作
华谊兄弟	出品	灰猴	2019	喜剧, 剧情, 犯罪
	出品	八佰	2019/7/5	剧情, 战争, 历史
北京文化	出品	特警队	2019	剧情, 动作, 犯罪
	出品	岁月忽已暮	2019	剧情, 爱情
	出品	跳舞吧! 大象	2019/7/26	剧情, 喜剧
	出品	妈阁是座城	2019/6/14	爱情, 剧情
	出品	直播攻略	2019/6/4	爱情, 剧情
光线传媒	出品	南方车站的聚会	2019	剧情, 悬疑, 犯罪
	出品	龙岭迷窟	2019	剧情, 悬疑, 奇幻
	出品	荞麦疯长	2019	剧情, 爱情
	出品	姜子牙	2019	动画, 动作, 冒险
	出品	墨多多谜境冒险	2019	剧情, 冒险, 奇幻
	出品	哪吒之魔童降世	2019	喜剧, 动画

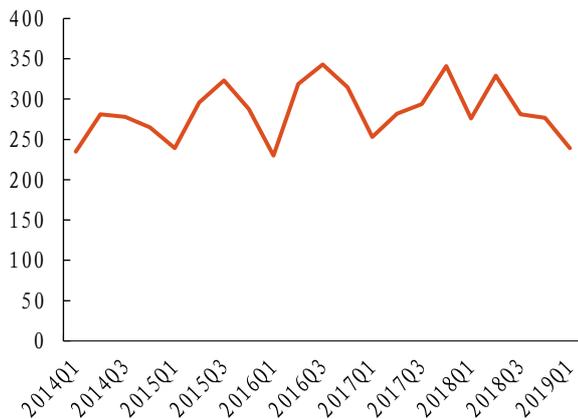
出品	凤凰	2019	剧情, 动画
制作	如果声音不记得	2019	剧情
联合出品	保持沉默	2019	剧情, 爱情, 悬疑
出品	东北往事之二十年	2019	剧情
联合出品	保持沉默	2019	剧情, 爱情, 悬疑
联合出品	八百	2019/7/5	剧情, 战争, 历史
出品	银河补习班	2019/7/26	剧情, 家庭

资料来源: 猫眼专业版, 东方财富证券研究所

**电视剧行业政策趋严, 现实题材剧目成重点。**去年电视剧行业政策频出, 包括演员限薪、题材把控、内容审查等。上游去产能情况明显, 截至 19Q1 电视剧同意公示数量连续 3 个季度下滑, 古代题材占比不断萎缩, 19Q1 发行许可证颁发数量为近 5 年最低, 仅 42 部, 现实题材剧目数量平稳上升。

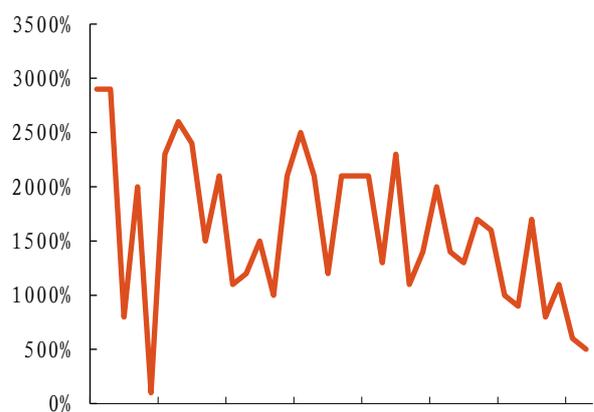
政策压力反馈在业绩上, 18 年华策、慈文、唐德营收和利润大幅下滑; 19Q1 华策业绩有所改善, 实现营收 7.35 亿 (YoY+23.79%), 归母净利润 0.36 亿, 基本与 18Q1 持平, 公司及时把握宏观导向, 储备大量现实题材及主旋律剧目, 如《外交风云》《加油, 你是最棒的》等, 运营能力凸显。总体上看, 电视剧行业结构仍在优化中, 演员片酬下降将逐步在新项目中体现, 龙头或受益。

图表 38: 电视剧拍摄同意公示剧目数量



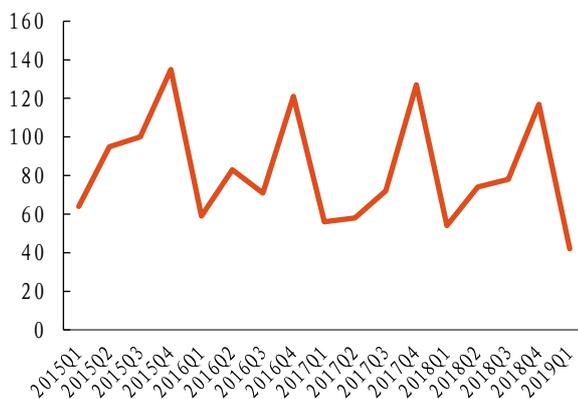
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 39: 电视剧拍摄同意公示的古代题材剧目占比



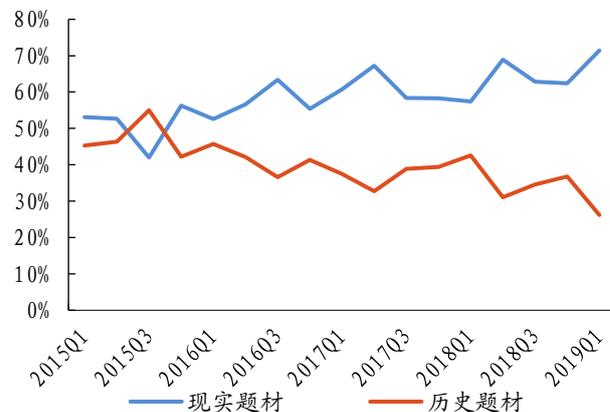
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 40: 电视剧发行许可证颁发数量



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 41: 获发行许可证的现实/历史题材剧目占比



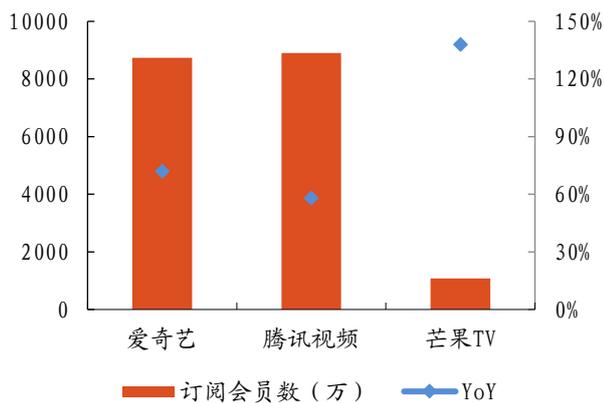
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2.4. 在线视频平台：维持高景气度，芒果超媒业绩亮眼

**付费会员保持增长。**据艺恩咨询，18 年中国网络视频会员人数超 2.3 亿，19 年有望突破 3 亿。2018 年，腾讯视频订购会员同增 58% 至 8900 万，19Q1 持平；爱奇艺会员数同增 72% 至 8740 万，19Q1 同增 57.9% 至 9680 万，反超腾讯视频，其中 98.6% 是付费会员；18 年芒果 TV 付费会员规模大增 138% 至 1075 万，19Q1 达到 1331 万。

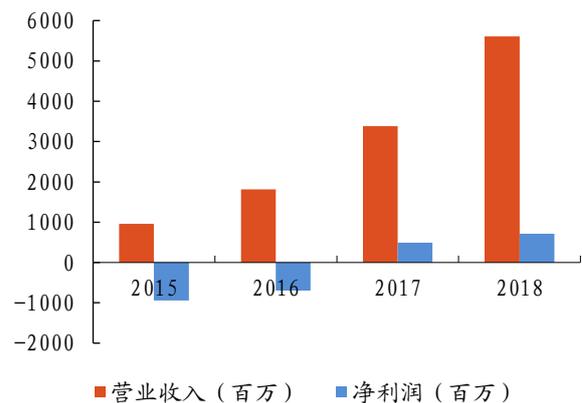
**内容结构优化。**18 年广电发布综艺限薪令，8 月爱优腾联合 6 家影视制作公司共同发布抵制明星天价片酬声明，视频平台内容采购价格和制作成本均有所下降，付费会员增长主要依靠内容质量，对自制内容投入加大，也将提升平台定价能力，有助于缓解行业亏损局面。在线视频平台中，芒果超媒凭借优质内容供应，强势的销售端议价能力，18 年实现营收 96.60 亿，YoY+16.8%，归母净利润 8.66 亿，YoY+21.03%，19Q1 营收、归母净利润分别增长 2.1%、24.0%，发展势头良好。

图表 42：2018 年爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 会员数



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 43：快乐阳光业绩情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

## 3. 游戏行业：“强者生，弱者死”

### 3.1. 版号重开，凛冬已过

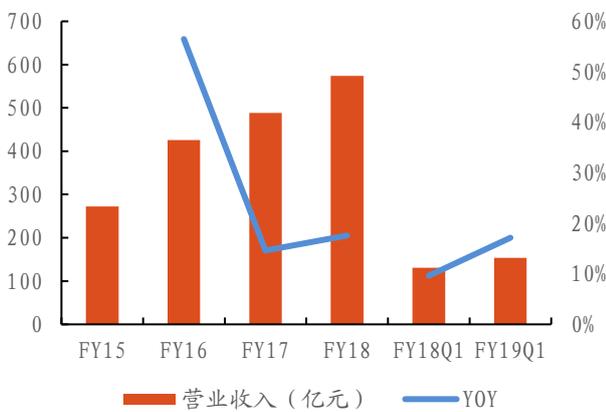
2018 年 3 月游戏版号停发，直至 12 月终有游戏获得版号。截至 2019 年 5 月 31 日，合计共有 999 款（分 12 批）国产游戏获得版号，包括移动游戏 952 款，网页游戏 17 款，客户端游 25 款以及游戏机游戏 4 款；以及 52 款（分 2 批）进口游戏获得版号。

受到版号暂停等因素影响，**游戏板块 2018 年整体营收表现不佳**，即便年末版号重批，但非一次性发放，部分企业的重点游戏未有版号出现断档，亦影

响 FY19H1 的收入表现。FY18 游戏板块整体收入 YOY+17.6%，主要有世纪华通并表点点互动及金科文化广告收入大幅增加的影响；若扣除这两家公司的营收，A 股游戏企业 FY18 收入增长仅 6.0%。FY19Q1，本季度，A 股游戏行业企业收入增速达到 17.1%，其中三七互娱凭借《一刀传世》实现营收近乎翻番，若扣除三七互娱影响 A 股游戏板块营收增速仅 5.7%。

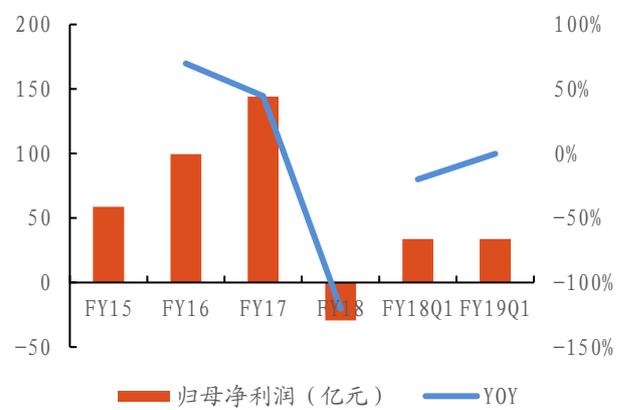
**利润：2018 年多企业发生巨额亏损。**自 2013 年以来，多公司通过收购将游戏资产置入体内，同时伴随整体商誉增加。FY18，多公司的业绩不及预期/对赌的承诺，进而出现资产减值及商誉减值，致使业绩巨亏，如天神娱乐就计提资产减值 64 亿。诚然，版号暂停是外因之一，但大额减值也暴露出管理层早前的收购决策判断有误，或公司在收购标的后经营不善。另需要注意的是，**即便经过了 2018 年，游戏板块仍有超过 400 亿的商誉，达摩克利斯之剑依然高悬。**若扣除资产减值损失的影响，FY18 游戏板块归母净利润 YOY-20.1%。至于 FY19Q1，游戏板块归母净利润 YOY-0.3%，板块内企业表现分化。

图表 44: 游戏板块营业总收入 (亿元)



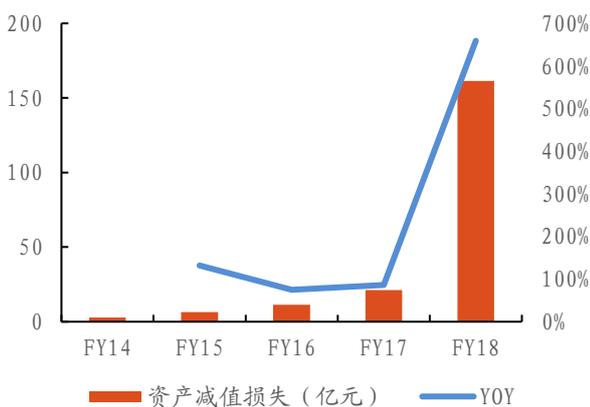
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 游戏板块归母净利润 (亿元)



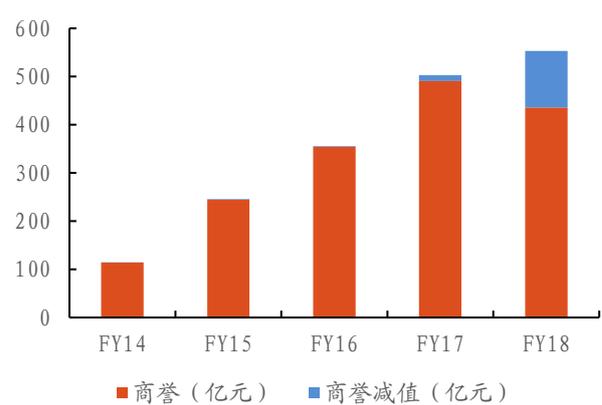
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 46: 游戏板块资产减值损失



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 47: 游戏板块商誉情况



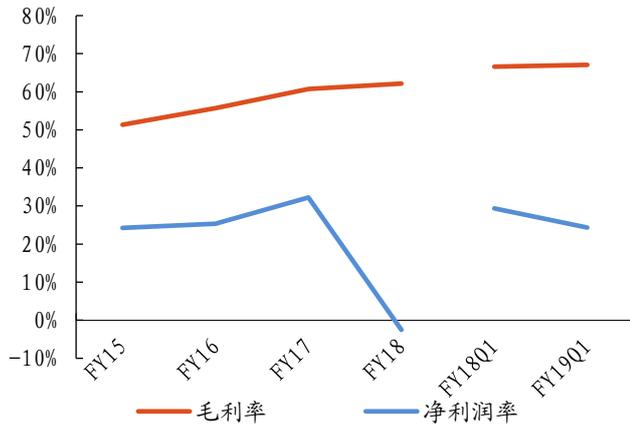
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

利润率层面，受到资产减值影响，FY18 游戏板块整体净利润率明显下滑至负值，由于当年较少新游上线，多是成熟游戏运营，期内板块的毛利率略有提升。FY19，板块毛利率基本持平，净利润率则有世纪华通及天神娱乐影响，两家公司合计拉低板块净利率 2.9%；其中世纪华通净利润率下滑去年同期有大额

非经常性投资收益，天神娱乐则因为经营恶化。

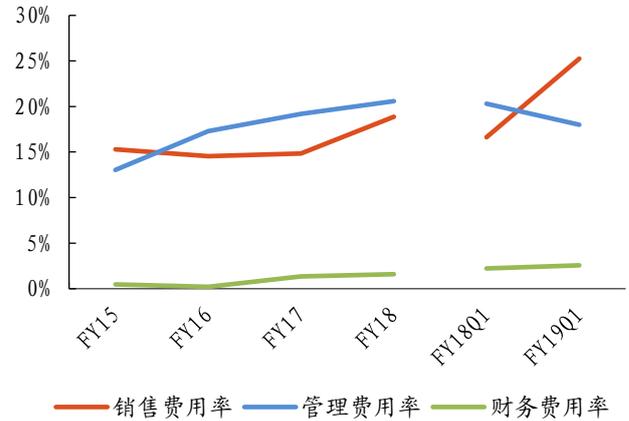
三大费用率在 2018 年均呈现出上升趋势。随着人口红利的趋尽及内容红利的凸显，各企业增加研发投入（考虑同比口径并入管理费用）。FY18，游戏板块看起来销售费用率增长显著，其实主要由三七互娱和世纪华通两家企业所致，三七互娱增加营销投入驱动业绩，世纪华通则有并表造成口径不可比。财务费用率略有提升，增量由长城动漫（扩大融资规模）贡献。

图表 48: 游戏板块毛利率、净利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

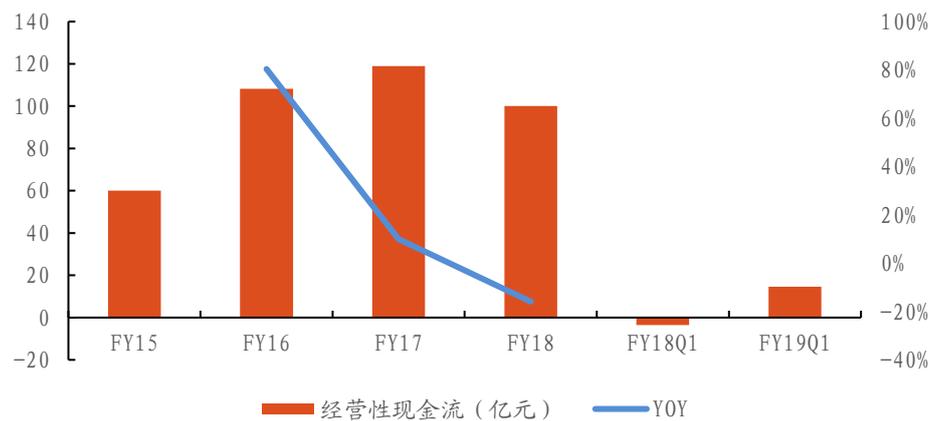
图表 49: 游戏板块三大费用率



注: 考虑同比数据故合并管理及研发费用;  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

经营性现金流在 2018 年同比下滑，但 2019 年一季度已经同比转正。2018 年板块现金流下滑主要是由于完美世界和巨人网络的影响：完美世界扩大影视剧业务，其回款周期相对较长；巨人网络则是开展融资租赁业务、归还部分风险处置押金。

图表 50: 游戏板块经营性现金流



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 3.2. 游戏品质是核心竞争力

人口红利趋尽及内容红利凸显目前已经是市场共识，那么研发将成为厂商长期核心竞争力。

观察供给端，我们看到各厂商的游戏研发周期增加，研发投入增加。(1) 作品角度，无论是近期已经公测的大游戏，还是测评或者 CG 动画，我们都能看到其品质提升显著。(2) 人才要素角度，我们看到越来越多厂商在招聘熟练使用 U3D 乃至 UE4 的开发人员，研发技术在越来越硬核。

图表 51: 游戏厂商招聘开发人员情况 (以西山居为例)

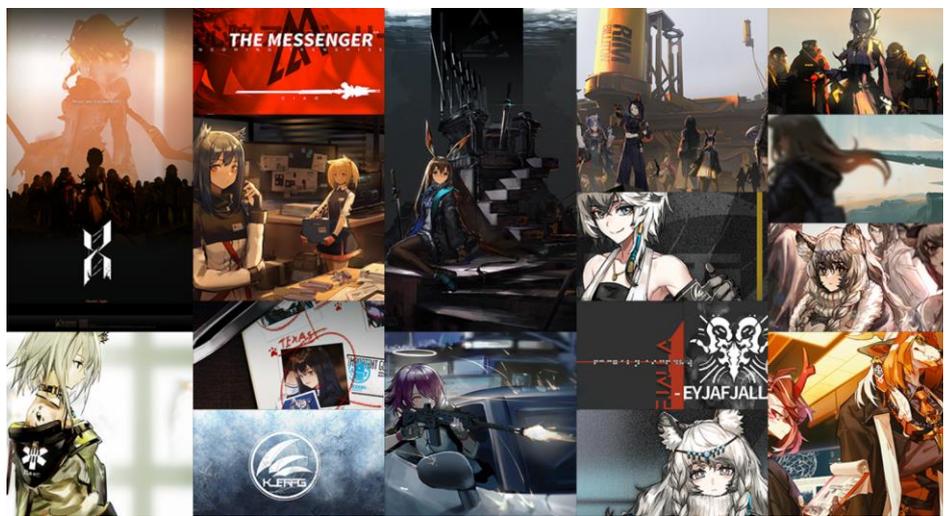
虚幻4游戏开发	资深U3D客户端主程
<b>职位类别:</b> 开发类 <b>工作地点:</b> 成都 <b>招聘人数:</b> 3 <b>发布时间:</b> 2019-03-07	<b>职位类别:</b> 开发类 <b>工作地点:</b> 成都 <b>招聘人数:</b> 1 <b>发布时间:</b> 2019-01-17
<b>职位描述</b> 1、使用虚幻4引擎进行游戏核心模块开发,包含战斗逻辑, AI逻辑, UI框架等 2、开发实现unreal4引擎中的各种图形效果,包含海水系统、模型shader、毛发系统、布料系统、光照系统 3、创建工具插件,以优化引擎视频效果和美术资源制作流程 4、了解虚幻4渲染管线基本原理 5、有虚幻4游戏底层架构经验者优先(网络层,数据层,逻辑层,UI架构)	<b>职位描述</b> 1、负责U3D项目核心代码架构以及技术攻关 2、负责U3D项目硬件适配及优化 3、负责U3D项目渠道 4、负责U3D项目自动化测试方案制定及实施
<b>工作要求</b> 1、3年以上游戏行业程序开发经验 2、熟悉C++, Lua等开发语言 3、熟练使用虚幻4开发引擎 4、有go语言实际开发经验的优先考虑	<b>工作要求</b> 1、极强的U3D开发能力,有丰富的客户端系统框架设计经验,熟悉U3D引擎架构设计,高级怪物ai系统搭建(包含场景互动要素) 2、熟悉U3D引擎深度优化,(渲染、CPU性能、内存、I/O等) 3、熟悉U3D在IOS和Andriod平台的开发流程 4、熟悉U3D动态更新方案,熟悉AssetsBundle打包 5、具有大地图资源管理优化经验,大地图地形编辑器的开发经验 6、2年以上U3D游戏开发管理经验,有完整项目经验者优先

资料来源: 西山居官网, 东方财富证券研究所

事实上, 玩家愿意为更好的游戏买单的。2018 年 12 月至今, 新游仅有《明日之后》、《完美世界》进入中国 iOS 收入排名前三。《明日之后》是开放世界末日生存手游, 使用虚幻引擎开发, 无论是剧情、美工、场景、玩法、打击感无不体现出网易头部作品的研发实力。《完美世界》由完美研发而腾讯发行, 首月流水表现固然有档期、发行、端游 IP 等原因, 但也确实可见作品质量的提升。

此外值得一提的游戏是鹰角网络研发的《明日方舟》, 二次元塔防游戏, 可以算是近期小厂游戏凭借精细制作而突围的最好例证。鹰角网络成立于 2017 年, 《明日方舟》是他们的第一个面世作品。但凭借有趣的世界观、二次元画风及精细的美工、友好的 UI 界面, 《明日方舟》一度进入当日畅销榜第三, 在游戏畅销榜前十基本都是大厂游戏的当下已属难得。

图表 52: 《明日方舟》游戏



资料来源: 鹰角网络官网, 东方财富证券研究所

### 3.3. 出海不是蓝海，头部排位趋稳

不是蓝海的出海掘金。从 App Annie 每月综合 iOS 及 Google Play 公司收入排行榜上我们看到，中国厂商在游戏市场较大的发展中国家已有较为充分的布局；例如在土耳其、印度尼西亚等国家，每月榜单半数以上为中国厂商。而在游戏产业较发达的国家，中国厂商进入榜单则较难。

图表 53: 各国市场中国游戏厂商收入排名

	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19
<b>美国</b>										
巨人	2	2	2	2	2	3	3	2	2	2
<b>日本</b>										
网易	9	8	8	8	8	9	9	9	9	9
<b>韩国</b>										
易幻	7				8	9	9	11	9	
创酷互动		9	9	9	9	10			13	10
君海网络							11	8	8	
<b>德国</b>										
IGG	6	6	6	5	7	6	8	6	7	6
Funplus	5	4	4	4	4	4	5	5	5	5
莉莉斯									15	8
<b>英国</b>										
Funplus	8	10	8	8	7	7	6	6	7	8
巨人网络								7	6	6
<b>法国</b>										
IGG	6	5	6	6	6	6	7	7	7	6
Funplus	9	6	5	5	5	5	5	6	6	8
莉莉斯									12	5
<b>西班牙</b>										
IGG	6	5	6	4	4	4	5	5	4	4
Funplus	9	7	7	6	7	8	9	7	4	6
莉莉斯									16	10
<b>意大利</b>										
IGG	5	4	5	6	5	5	6	6	7	6
巨人	9	7	9	7	7	9	7	7	6	8
Funplus	7	8	6	4	4	4	5	5	5	5
莉莉斯									13	9
<b>俄罗斯</b>										
智明星通	4	4	5	5	7	11	9	10		
IGG	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2
Funplus	5	5	3	3	2	4	6	5	4	5

梦加				9	8	6	4	3	6	6
腾讯									10	10
<b>墨西哥</b>										
腾讯	10	9	10	11	7	8	5	8	5	5
IGG		12	7	10	10				11	7
<b>巴西</b>										
智明星通		11	9	9	10					
IGG	6	6	4	5	4	6	5	6	6	5
腾讯	9	4	5	6	5	4	4	7	5	6
<b>台湾</b>										
37 互娱	3	6	8	11	9	5	5	5	3	3
创酷互动					8	10	8			
<b>印度</b>										
腾讯	8	3	1	3	1	1	1	1	1	1
IGG	9	9	9	8	8	6	8	8	8	8
Funplus	10	10	10	10	10	9	10	10		
<b>印尼</b>										
沐瞳	1	1	1	1	3	3	4	5	4	3
IGG	3	4	4	4	6	7	7	7	6	6
腾讯	4	5	5	5	5	4	3	3	2	2
昆仑万维	6	6	6	8						
智明星通	11	8	8	6	7	8	10	9		
莉莉斯				9	9	9			13	10
梦加						15	8	8	9	8
<b>土耳其</b>										
腾讯	11	9	10	11	5	5	3	2	2	2
梦加		6	4	3	3	2	2	3	5	5
IGG	2	2	2	2	2	4	4	4	3	4
龙腾中东	12	7	6	5	6	7	7	6	6	6
智明星通	4	4	5	6	7	6	6	7	9	7
Funplus	8		11	9	10	9	10	9	8	9
游族					13	10	9	10		
沐瞳	10		9	10						
龙创悦动	7	10								

注：使用 App Annie 每月 iOS 及 Google Play 合并收入 Index；资料来源：App Annie，东方财富证券研究所

我们看到，中国游戏的出海主要是品类的出海，主要包括（1）以 IGG、FunPlus、莉莉斯、友塔游戏为代表做 SLG 游戏的厂商，（2）凭借吃鸡游戏打入榜单的腾讯和网易。从近半年出海手游收入榜单，我们看到，能进入榜单前五的游戏仅有荒野行动、PUBG，两者都是吃鸡；以及王国纪元、火枪纪元、黑道风云、文明觉醒（万国觉醒），都是 SLG。目前，中国游戏出海，真正突围了的品类只有吃鸡和 SLG，RPG 的市场局限在亚太，而在欧美相对主流的休闲游戏品类缺席。

出海发行商的话，目前收入前五的厂商已经相对确定，位次随着新游戏发行而有所变动。腾讯和网易两家大厂主要依靠吃鸡类手游表现上榜。腾讯《PUBG》

的发行及表现优异的地区更为分散和多元。网易则更多依托在日本市场取得成功，除了《荒野行动》以外，还有《第五人格》、《大三国志》（率土之滨日语版）、《明日之后》、《Cyber Hunter》等游戏贡献。IGG 和 FunPlus 等专注出海，其擅长品类 SLG 游戏一般较长的生命周期，也支撑了他们在榜单的排位。

未来，我们认为，实则同国内一样，非蓝海市场，都需要用品质取胜；在游戏产业相对更发达的欧美国家，中国厂商的出海会面临更激烈的竞争，做好出海没那么容易。

图表 54: 综合海外 App Store 及 Google Play 中国手游每月收入前 30

2018年11月	排名变化	2018年12月	排名变化	2019年1月	排名变化	2019年2月	排名变化	2019年3月	排名变化	2019年4月	排名变化
荒野行动	0	荒野行动	0	PUBG	2	PUBG	0	PUBG	0	PUBG	0
王国纪元	0	王国纪元	0	荒野行动	-1	王国纪元	1	荒野行动	1	王国纪元	1
PUBG	1	PUBG	0	王国纪元	-1	荒野行动	-1	王国纪元	-1	荒野行动	-1
火枪纪元	-1	黑道风云	1	黑道风云	0	火枪纪元	1	火枪纪元	0	文明觉醒	1
黑道风云	0	火枪纪元	-1	火枪纪元	0	黑道风云	-1	文明觉醒	1	火枪纪元	-1
阿瓦隆之王	0	阿瓦隆之王	0	阿瓦隆之王	0	文明觉醒	1	黑道风云	-1	黑道风云	0
文明觉醒	1	文明觉醒	0	文明觉醒	0	叫我官老爷	9	阿瓦隆之王	1	末日孤城	1
列王的纷争	-1	列王的纷争	0	苏丹的游戏	6	阿瓦隆之王	-2	末日孤城	2	阿瓦隆之王	-1
放置奇兵	1	无尽对决	2	列王的纷争	-1	放置奇兵	3	无尽对决	3	叫我官老爷	1
末日孤城	1	放置奇兵	-1	仙境传说RO	5	末日孤城	1	叫我官老爷	-3	梦幻模拟战	19
无尽对决	-2	末日孤城	-1	末日孤城	0	苏丹的游戏	-3	苏丹的游戏	0	无尽对决	-2
崩坏3	11	碧蓝航线	14	放置奇兵	-2	无尽对决	1	列王的纷争	2	放置奇兵	1
苏丹的游戏	4	崩坏3	-1	无尽对决	-4	仙境传说RO	-3	放置奇兵	-4	苏丹的游戏	-2
仙境传说RO	上期未上榜	苏丹的游戏	-1	碧蓝航线	-2	列王的纷争	-5	新三国志	1	列王的纷争	-2
新三国志	3	仙境传说RO	-1	神魔之塔	上期未上榜	新三国志	5	仙境传说RO	-2	QQ飞车	1
叫我官老爷	10	叫我官老爷	0	叫我官老爷	0	崩坏3	3	QQ飞车	上期未上榜	新三国志	-2
城堡争霸	-3	城堡争霸	0	MU Origin 2	上期未上榜	神魔之塔	-2	崩坏3	-1	仙境传说RO	-2
梦幻模拟战	-2	奇迹暖暖	7	城堡争霸	-1	王者荣耀	4	战火与秩序	5	AFK Arena	上期未上榜
战火与秩序	0	王者荣耀	1	崩坏3	-6	碧蓝航线	-5	苏丹的复仇	6	王者荣耀	1
王者荣耀	-7	新三国志	-5	新三国志	0	MU Origin 2	-3	王者荣耀	-2	战火与秩序	-2
兵人大战	3	战火与秩序	-2	战火与秩序	0	梦幻模拟战	上期未上榜	MU Origin 2	-1	第五人格	上期未上榜
极品芝麻官(韩)	3	少女前线	7	王者荣耀	-3	神命	上期未上榜	神命	0	苏丹的复仇	-3
天使纪元	-2	兵人大战	-2	天使纪元	3	战火与秩序	-2	奇迹暖暖	3	明日之后	上期未上榜
苏丹的复仇	-2	拳皇98	3	奇迹暖暖	-6	城堡争霸	-6	偶像梦幻祭	上期未上榜	碧蓝航线	上期未上榜
奇迹暖暖	-5	苏丹的复仇	-1	苏丹的复仇	0	苏丹的复仇	0	城堡争霸	-1	崩坏3	-8
碧蓝航线	-11	天使纪元	-3	少女前线	-4	奇迹暖暖	-2	兵人大战	4	奇迹暖暖	-3
拳皇98	0	品芝麻官(韩语)	-5	第五人格	1	第五人格	0	末日争霸	1	偶像梦幻祭	-3
偶像梦幻祭(日)	上期未上榜	第五人格	上期未上榜	神(韩语版)	上期未上榜	末日争霸	1	Heart of He	1	神命	-6
少女前线	-17	末日争霸	1	末日争霸	0	Heart of He	上期未上榜	梦幻模拟战	-8	叫我万岁爷	上期未上榜
末日争霸	-2	偶像梦幻祭(日语)	-2	兵人大战	-7	兵人大战	0	s:Interactive	上期未上榜	城堡争霸	-5

资料来源: Sensor Tower, 东方财富证券研究所

图表 55: 综合 iOS 及 Google Play 中国 APP 发行商出海收入排行榜

2018年11月	排名变化	2018年12月	排名变化	2019年1月	排名变化	2019年2月	排名变化	2019年3月	排名变化	2019年4月	排名变化
网易	2	Funplus	1	Funplus	0	Funplus	0	Funplus	0	Funplus	0
Funplus	-1	网易	-1	网易	0	IGG	1	IGG	0	腾讯	2
IGG	-1	IGG	0	IGG	0	网易	-1	网易	0	IGG	-1
友塔游戏	1	腾讯	1	腾讯	0	腾讯	0	腾讯	0	网易	-1
腾讯	1	智明星通	1	友塔游戏	1	友塔游戏	0	龙创悦动	2	莉莉丝游戏	2
智明星通	-2	友塔游戏	-2	智明星通	-1	莉莉丝游戏	1	友塔游戏	-1	友塔游戏	0
龙创悦动	0	龙创悦动	0	莉莉丝游戏	1	龙创悦动	1	莉莉丝游戏	-1	龙创悦动	-2
莉莉丝游戏	0	莉莉丝游戏	0	龙创悦动	-1	智明星通	-2	智明星通	0	智明星通	0
创酷互动	0	创酷互动	0	创酷互动	0	卓杭网络	1	创酷互动	1	紫龙游戏	上期未上榜
卓杭网络	2	卓杭网络	0	卓杭网络	0	创酷互动	-1	卓杭网络	-1	创酷互动	-1
龙腾简合	0	游族	1	游族	0	37互娱	1	沐瞳科技	2	欢聚时代	上期未上榜
游族	-2	龙腾简合	-1	37互娱	1	龙腾简合	1	37互娱	-1	卓杭网络	-2
易幻网络	2	37互娱	4	龙腾简合	-1	沐瞳科技	3	易幻网络	4	沐瞳科技	-2
米哈游	10	易幻网络	-1	易幻网络	0	游族	-3	梦加网络	1	37互娱	-2
猎豹移动	-1	沐瞳科技	6	梦加网络	5	梦加网络	0	龙腾简合	-3	梦加网络	-1
神州泰岳	1	猎豹移动	-1	沐瞳科技	-1	神州泰岳	1	神州泰岳	0	博乐游戏	4
37互娱	1	神州泰岳	-1	神州泰岳	0	易幻网络	-3	游族	-3	龙腾简合	-2
百度	1	米哈游	-4	猎豹移动	-2	猎豹移动	0	Tap4Fun	4	百度	5
Tap4Fun	1	Tap4Fun	0	昆仑	3	昆仑	0	猎豹移动	-1	神州泰岳	-3
英雄互娱	-4	梦加网络	4	英雄互娱	3	Black Beard Ga	6	博乐游戏	上期未上榜	易幻网络	-7
沐瞳科技	-8	原力核镜科技	2	Tap4Fun	-2	米哈游	1	米哈游	0	昆仑	1
昆仑	-1	昆仑	0	米哈游	-4	Tap4Fun	-1	昆仑	-3	Tap4Fun	-4
原力核镜科技	3	英雄互娱	-3	掌趣	3	英雄互娱	-3	百度	1	游族	-6
梦加网络	4	百度	-6	百度	0	百度	0	乐元素	4	猎豹移动	-5
乐元素	0	绝地科技	3	心动网络	3	君海游戏	2	君海游戏	0	Black Beard Ga	1
掌趣	-3	掌趣	0	Black Beard Ga	3	心动网络	-1	Black Beard Ga	-6	乐元素	-2
心动网络	0	乐元素	-2	君海游戏	上期未上榜	掌趣	-4	英雄互娱	-4	点融科技	上期未上榜
绝地科技	1	心动网络	-1	绝地科技	-3	乐元素	1	FightClub	2	绝地科技	2
创智优品	1	Black Beard Ga	上期未上榜	乐元素	-2	绝地科技	-1	掌趣	-2	英雄互娱	-2
数爆网络	-8	创智优品	-1	中文在线	上期未上榜	FightClub	上期未上榜	绝地科技	-1	米哈游	-9

资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

### 3.4. 短期关注各厂头部作品排期及上线情况

2019 年 3 月《完美世界》首周、首月的表现，展现出腾讯强大的发行能力。我们建议关注将由腾讯发行的游戏排期及上线情况。如根据 App Store 显示，游族研发的《权力的游戏：凛冬将至》预期 6 月 27 日发布，西山居研发的《剑网 3：指尖江湖》则将于 6 月 13 日发布。

图表 56：腾讯 FY19Q1 披露的游戏 Pipeline

游戏	自研or代理		游戏	自研or代理	
石器时代	代理	Netmarble	狐妖小红娘	自研	
DnF Mobile	代理	Neople	光明勇士	代理	盛趣
天堂2：革命	代理	NCSOFT	秦时明月手游	自研	
剑网3：指尖江湖	代理	金山	我的起源	自研	完美
剑侠情缘2	代理	金山	街霸OL	自研	
妖精的尾巴	自研		天涯明月刀手游	自研	
极品飞车OL	代理	EA	龙珠最强手游	代理	巨人
云梦四时歌	代理	完美世界	恋世界	代理	
雪鹰领主手游	自研		王牌战士	自研	
一人之下	自研		龙族幻想	代理	祖龙
全职猎人	代理	万代南梦宫	执剑之刻	代理	Rejet
暗黑之书	代理	Indra	COD手游	自研	
权力的游戏	代理	游族	荒野乱斗	自研	

资料来源：腾讯官网，东方财富证券研究所

## 4. 教育行业：政策，政策，还是政策

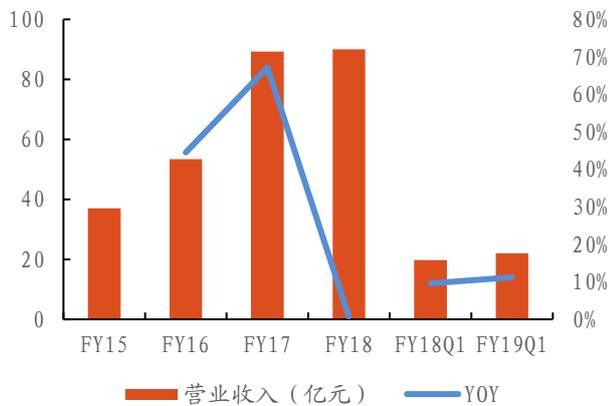
### 4.1. 民办教育渗透提升，企业扎堆海外上市

2018 年，A 股教育板块整体营收表现平稳，但板块内发生明显分化：开元股份收入同比增长 48.2%，其职教板块恒企教育贡献主要增速，凯文教育收入 YOY-61.0%，同公司分拆出桥梁业务有关。此外，中公教育 FY18 营收 YOY+54.7%，增长主要由培训人次驱动。FY19Q1，教育板块营收 YOY+11.2%，除了勤上股份及全通教育外，其余均录得正增长。（由于中公教育 2018 年完成借壳，不适用加总同比，故选择单独陈述，以下亦是）

利润层面，2018 年由于教育板块多标的未完成业绩承诺，导致大额资产减值的计提，因此教育板块整体出现了大额亏损。其中全通教育计提 7.16 亿（包括全通继教的商誉 6.09 亿），勤上股份计提 12.55 亿（包括龙文教育商誉 10.88 亿），昂立教育计提 1.15 亿（包括赛领教育基金可供出售金融资产计提减值准备 1 亿元）。此外，中公教育 2018 年末完成借壳，当期完成业绩承诺，归母净利润 YOY+119.7%。至于 FY19Q1，教育板块归母净利润 YOY-34.6%，仅职教标的

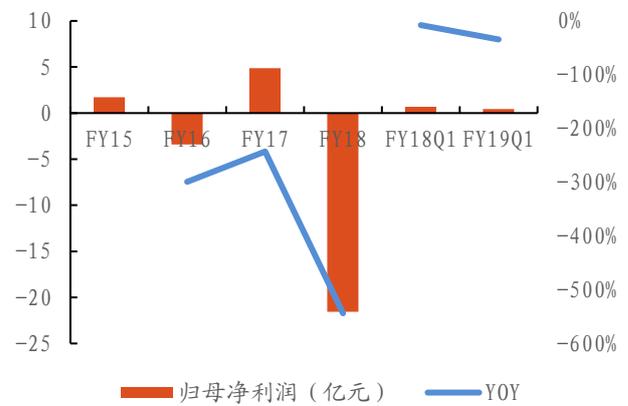
开元股份录得正增长。同游戏一样，教育板块 2018 年计提商誉 18 亿，但仍有超过 40 亿的商誉，仍须警惕。

图表 57: 教育板块营业总收入 (亿元)



注：由于借壳原因没有计入中公教育  
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 58: 教育板块归母净利润 (亿元)



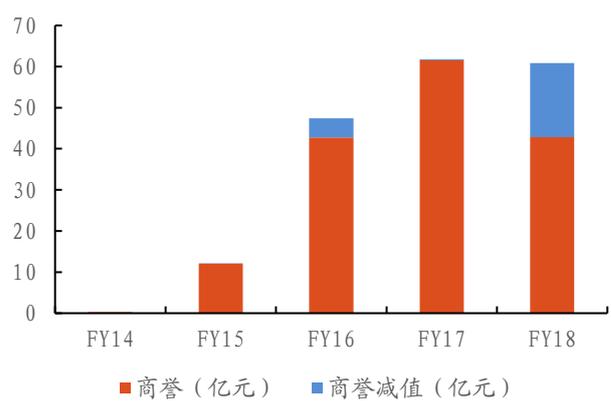
注：由于借壳原因没有计入中公教育  
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 59: 教育板块资产减值损失



注：由于借壳原因没有计入中公教育  
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 60: 教育板块商誉情况

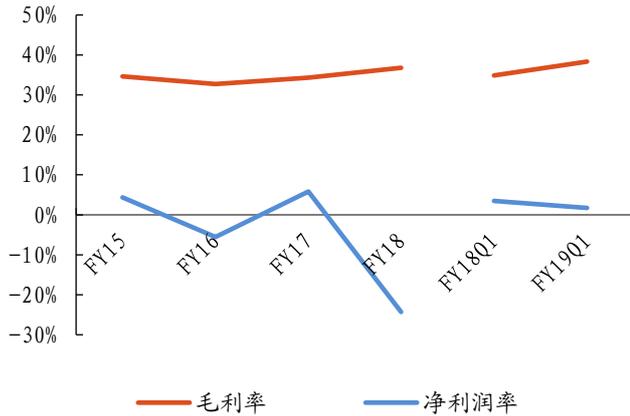


注：由于借壳原因没有计入中公教育  
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**收入结构致使毛利提升，整体经营情况恶化。** FY18 及 FY19Q1，教育板块整体毛利小幅提升，主要是开元股份贡献了毛利的改善；而开元股份的毛利率提升则是因为其毛利率较高职业教育占比增加。FY18 板块净利润率大幅下滑，除了因为资产减值，多数企业亦经营不善：扣除计提的减值，也只有博通股份及紫光学大实现利润正增长。**刚实现借壳的中公教育表现较好：** FY18 公司毛利率基本持平；伴随规模经济体现，公司 FY18 经营利润率增加 5.8pct，且 FY19Q1 趋势持续。

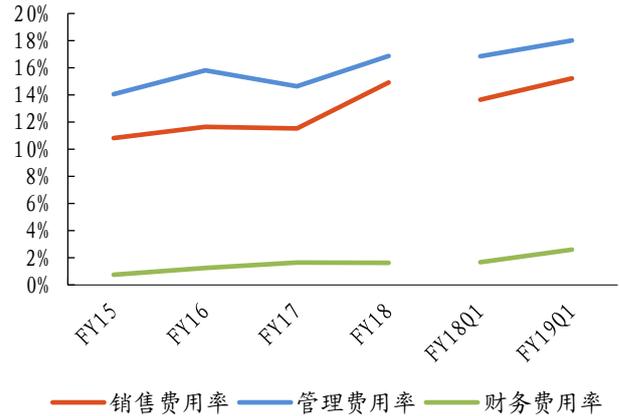
FY18，教育板块销售费用率有所提升，主要是开元股份销售费用 YOY+124.2%（发生在恒企教育及中大英才），及昂立教育销售费用 YOY+31.1%用以拓展教学中心；FY19Q1 板块的销售费用增长则主要是开元股份贡献的。无论 FY18 还是 FY19Q1，开元股份的销售费用率均有显著提升，公司业绩增长逐渐趋向到营销驱动。教育板块各标的（除了博通股份以外）管理费用率在 FY18 均有提升，财务费用率则基本持平。FY19Q1，板块的财务费用率提升因为凯文教育融资规模增加，而管理费用率提升则是因为全通教育的继续教育业务模式发生变化。

图表 61: 教育板块毛利率、净利率



注: 由于借壳原因没有计入中公教育  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

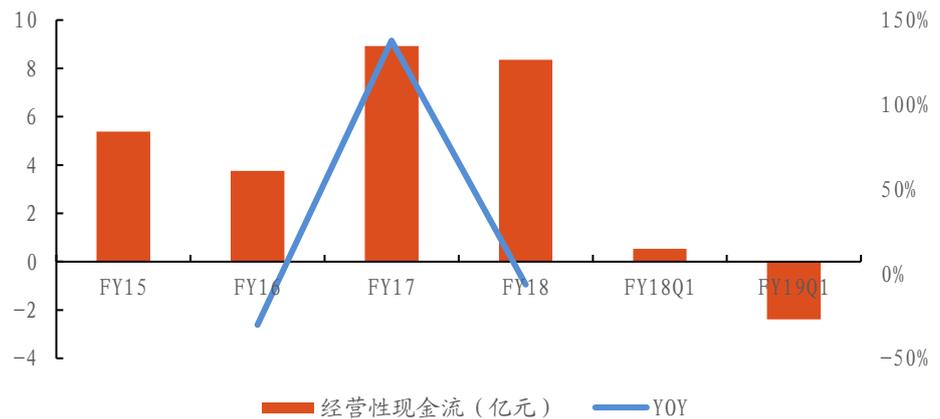
图表 62: 教育板块三大费用率



注: 由于借壳原因没有计入中公教育  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

教育板块经营性现金流在 FY18 同比下滑, 其中仅全通教育及博通股份实现同比增长; 而 FY19Q1 出现经营性现金流出, 有季节因素影响。

图表 63: 教育板块经营性现金流



注: 由于借壳原因没有计入中公教育  
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

#### 4.2. 等待《民促法实施条例》出台, 职教政策落地影响有待观察

教育行业赛道众多, 政策影响长期逻辑及行业估值。我们认为, 目前主要关注点在 (1)《民办教育促进法实施条例》的出台及具体表述, (2) 职业教育相关政策落地情况。

2018 年 8 月, 司法部发布关于《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》公开征求意见的通知, 时至今日具体正式的《实施条例》仍未出台。《送审稿》真题定调鼓励民办教育发展, 深化管理分类, 对办学、监管将进一步规范。我们看到, 在 VIE 架构、集团化办学等概念有较大争议, 或对上市公司产生显著影响, 需要观察最终版本的政策表述。此外我们希望提示, 民办学校改变性质(选择登记为营利性学校)时可能面临的清算成本, 具体还要看地方政府的实施执行。

对于职业教育, 2019 年政策频发利好。2019 年 2 月, 国务院印发《国家

职业教育改革实施方案（职教 20 条）》，要求职教改革要以促进就业和适应产业发展需求为导向，培养高素质劳动者和技术技能人才。3 月，总理李克强在 2019 年《政府工作报告》中指出，要实施职业技能提升行动，加快发展现代职业教育。5 月，教育部下《发关于深入学习贯彻〈国家职业教育改革实施方案〉的通知》，要求逐项推进《职教 20 条》。需要注意的是，该通知表述的事：

（1）短期目标有“包括政府工作报告提及的职业教育 2019 年大规模扩招 100 万人”。由于招生涉及中职及普高毕业生、退役军人、农民工等群体，观察窗口期在今年秋季学期及 2020 年春季学期。

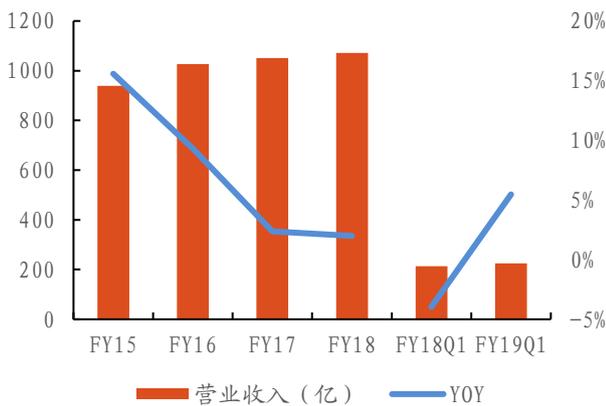
（2）长期我们会看到“有利于职业教育发展的相关配套政策”出台。对于教育政策，我们认为建议按照《规划》、《纲要》到《决定》，再到《意见》和教育部工作要点的顺序（自上而下），研究政策文件。结合早前政策，我们确认职教发展包括校企合作、产教融合，推动本科高校向应用型转变，致力打造“双师型”的教师队伍，及学徒制的试点推广等方向。

## 5. 出版：基本盘稳，防御首选

### 5.1. 业绩稳中有进，现金流优异

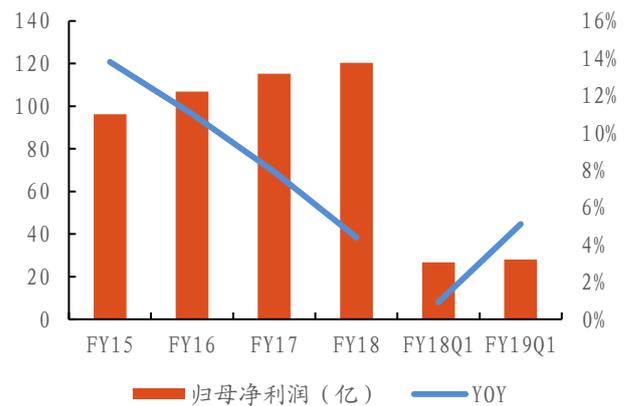
**营收、净利小幅增长。**出版是传媒行业中表现较好的一个子板块，18 年整体营收 1071.68 亿元，同比增长 1.98%，归母净利润 120.36 亿元，同比增长 4.38%，增速有所下滑，出版公司业务成熟稳定，受资产减值扰动较小，截至 18 年底板块整体商誉仅 37.46 亿，主要是中文传媒 15 年收购智明星通产生的 24.38 亿元商誉。2019Q1 出版板块营收、归母净利润分别同比增长 5.46%、5.11%，呈现出回升态势。

图表 64：出版板块营业总收入（亿元）



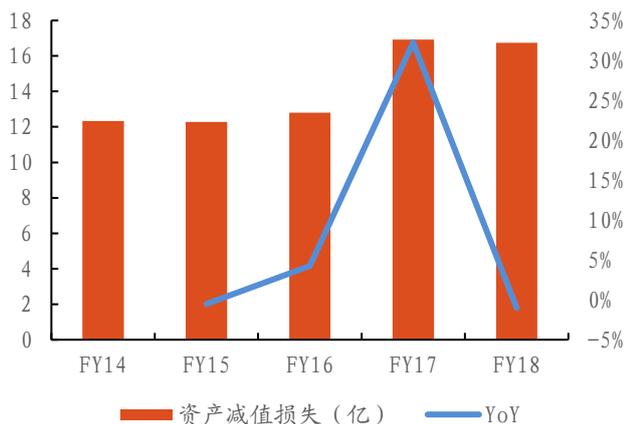
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 65：出版板块归母净利润（亿元）



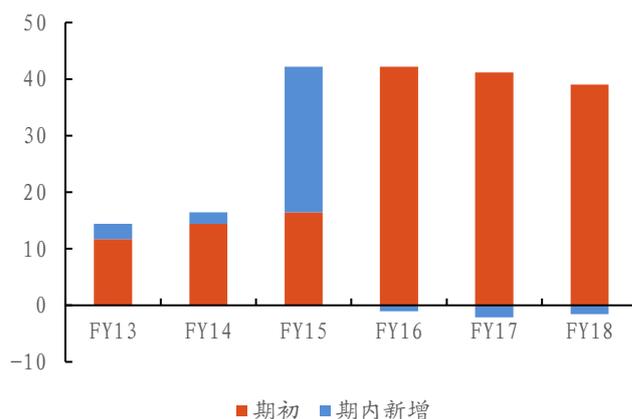
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 66: 出版板块资产减值损失



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

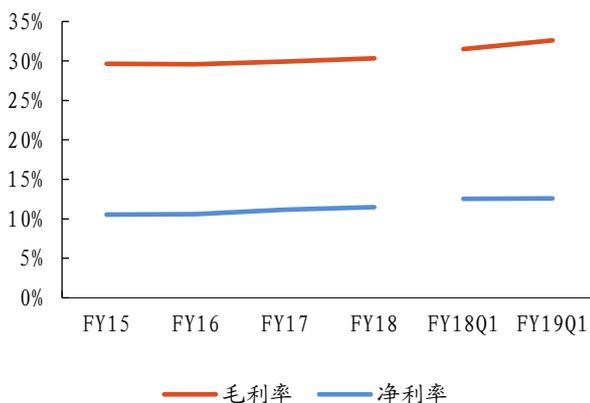
图表 67: 出版板块商誉情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

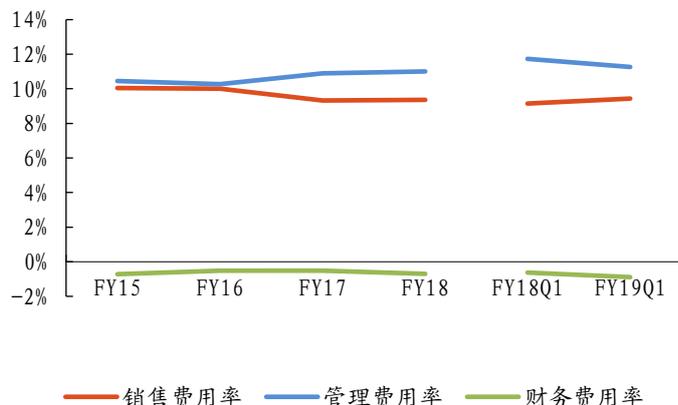
**毛利率、净利率双升，费控良好，现金流改善。**18 年出版板块毛利率、净利率分别抬升 0.42pct、0.31pct，2019Q1 毛利率上升 1.11pct 至 32.61%，而净利率增长 0.07pct 至 12.59%。2018 和 2019Q1 影视板块期间费用率分别下降 0.03pct、0.45pct。18 年整体经营性现金流同比增长 44.48%，19Q1 同比减少 5%，降幅明显收窄。

图表 68: 出版板块毛利率、净利率



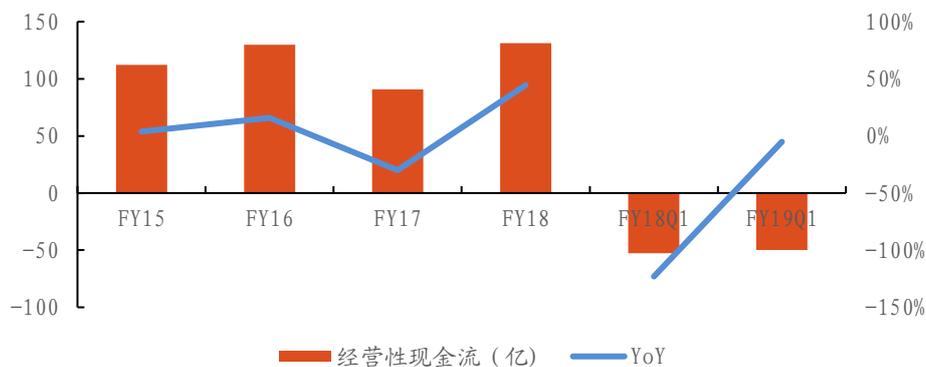
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 69: 出版板块三大期间费用率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 70: 出版板块经营性现金流



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 5.2. 教辅业绩可见性更强，畅销书向长销转型

**教材教辅受地域影响，业绩可见性更强。**相比于一般图书的出版和发行，教材和教辅图书大多属于系统发行，且业务具有明确的地域性和确定性。鉴于教辅和教材的特殊性质，其持续提价逻辑并不成立，对利润增速的影响多为一次性，营收增长点更多要看到发行量的提升。而发行量，则同基础教育适龄人口有关。同时落到具体公司，则还受到市占率等因素的影响。

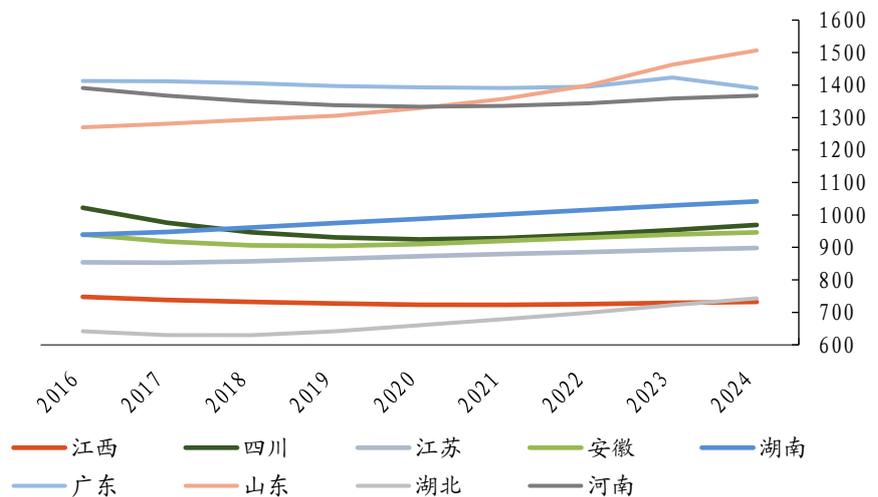
用国家统计局人口数据计算适龄人口（未考虑人口流动）：

新生儿 = 出生率 \* 当地总人口；

适龄人口 = 6 - 18 岁人口之和（其中头尾年份由于入学政策选择取半）。

在未来 5 年，人口大省山东的基础教育适龄人口或有明显增加，河南、广东整体趋稳；湖南、四川、安徽、江苏的新生儿在接近千万级别，趋势上适龄学生或有小幅增加。

图表 71：各省基础教育人口预期（万人）

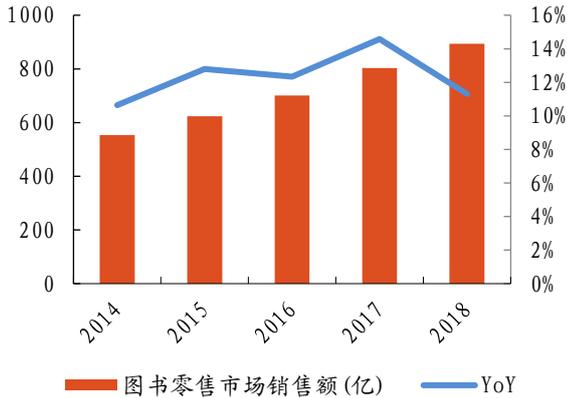


注：未考虑人口流动；资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**经典书籍长销化，关注民营出版龙头。**18 年中国图书零售市场码洋规模同比上升 11.3%，达到 894 亿，其中实体书店规模减少 6.69%，网店渠道增长 24.7%；新书码洋份额下滑至 17%，对整体市场的贡献减弱，而 3 年以上销售图书所占码洋比重达到 31.97%。按码洋占有率排名，前三大出版公司分别为中南博集天卷、北京磨铁和新经典。

18 年新经典少儿类和非虚构类图书收入分别同增 0.95%、6.13%，文学类同比下滑-3.98%，主因 17 年头部产品《解忧杂货店》《白夜行》《嫌疑人 X 的献身》热度减弱，剔除此影响收入同增约 8%，大部分长销产品依然延续市场优势，截至年底拥有授权期内图书版权约 3900 种，为打造头部精品作品提供保障。

图表 72: 图书零售市场销售额 (亿)



资料来源: 开卷信息, 东方财富证券研究所

图表 73: 2018 年老书洋码贡献增大



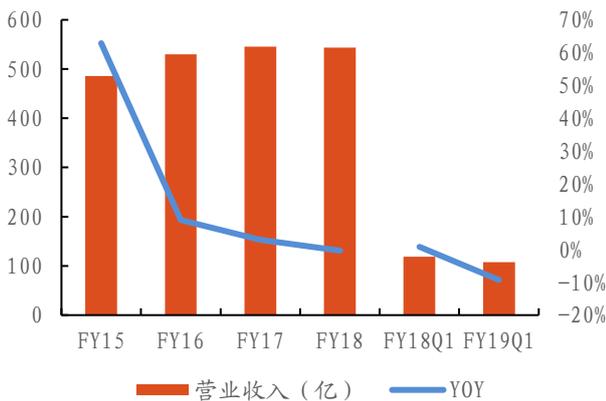
资料来源: 开卷信息, 东方财富证券研究所

## 6. 广电: 政策密集催化, 把握主题性投资机会

### 6.1. 业绩平淡, 盈利能力待提高

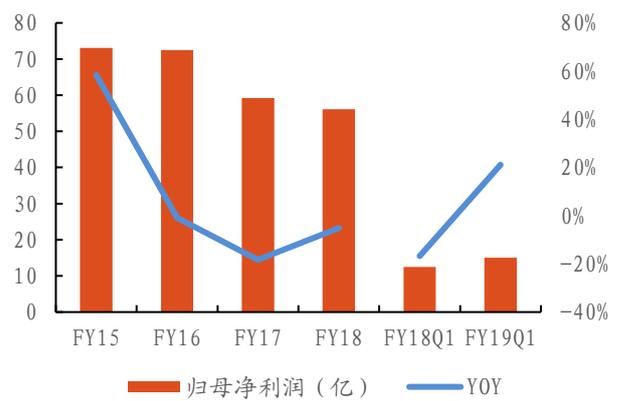
业绩有所波动, 19Q1 净利润改善明显。18 年广电板块整体营收 543.41 亿元, 同比下滑 0.39%, 归母净利润 56.12 亿元, 同比减少 5.16%, 资产质地扎实, 受资产减值影响较小, 截至 18 年底整体商誉仅 16.48 亿。2019Q1 实现营收 107.69 亿元, 同比下滑 9.29%, 归母净利润 15.07 亿元, 同比增长 21.06%, 其中歌华有线、电广传媒、华数传媒、中视传媒、新媒股份同比增速超 40%。

图表 74: 广电板块营业总收入 (亿元)



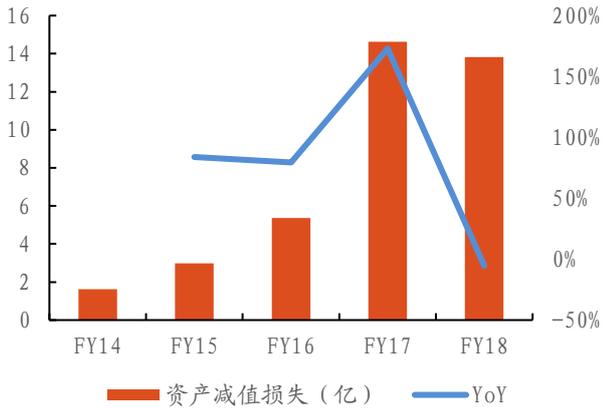
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 75: 广电板块归母净利润 (亿元)



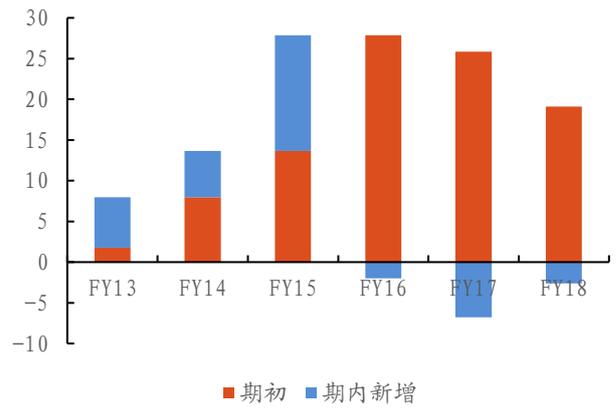
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 76: 广电板块资产减值损失



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

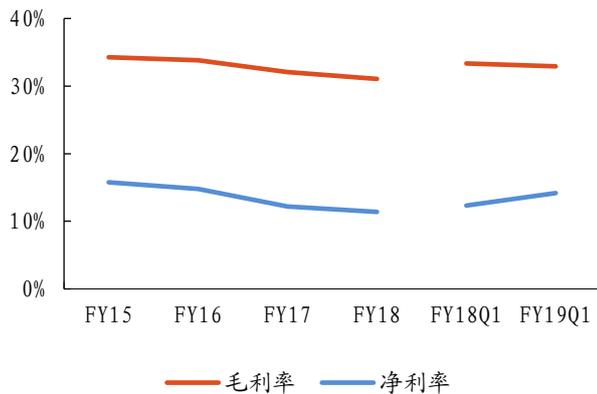
图表 77: 广电板块商誉情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

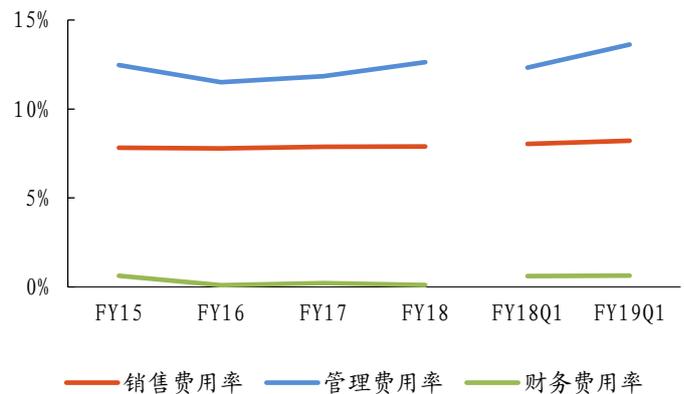
毛利率、净利率稳中略降，期间费用率小幅上升。18 年广电板块毛利率、净利率分别为 31.06%、11.4%，同比减少 1.01pct、0.78pct，2019Q1 毛利率下降 0.44pct 至 32.91%，而净利率抬升 1.86pct 至 14.19%。2018 和 2019Q1 影视板块期间费用率分别上涨 0.67pct、1.5pct。18 年经营性现金流同增 1.37%，19Q1 同比减少 83.86%，仅广电网络、华数传媒、新媒股份实现正增长。

图表 78: 广电板块毛利率、净利率



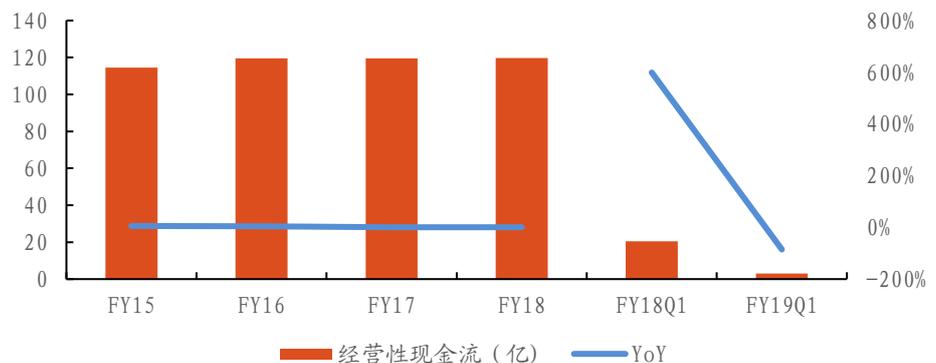
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 79: 广电板块三大期间费用率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 80: 广电板块经营性现金流

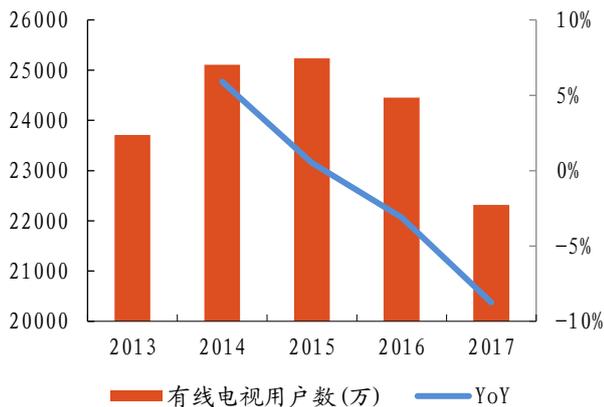


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 6.2. 机会与挑战并存，享受政策红利

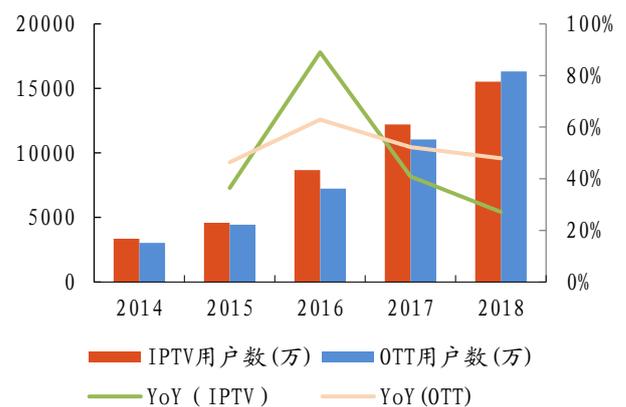
**竞争压力加剧。**2018 年我国有线电视用户规模约 2.23 亿户，同比下滑 8.8%，用户持续流失；IPTV、OTT TV 用户规模分别达到 1.55 亿、1.64 亿户，同比增长 27.14%、47.93%。此外，双向化率较低、用户缴费率低、各省网络质量差异大、业务拓展能力弱等问题，同样制约着广电企业的盈利能力。

图表 81: 全国有线电视用户数



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 82: 全国 IPTV、OTT 用户数



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

在此背景下，去年 11 月国家广播电视总局向各省广电局、总局直属各单位和中央广播电视总台办公厅印发了《关于促进智慧广电发展的指导意见》，指明战略方向，加速行业转型。**广电板块的修复动力更多受到政策进程对预期影响，可以关注四条主线下的投资机会：**

1) 融媒体建设：18 年以来我国融媒体建设进程明显加快，今年 1 月中宣部、广电总局联合发布《县级融媒体中心建设规范》，为县级融媒体中心制定技术系统建设的行业标准，有助于激活国有媒体体系，提高广电企业市场竞争力。

2) 国网融合：中国广电 2019 年度工作会议上提出今年基本完成“全国一网”股份公司组建，《全国有线电视网络整合实施方案》处于修订报批阶段，今年 3 月国网与中信、阿里达成战略合作协议，广电网络整合今年有望看到实质性进展。

3) 5G：19 年广电有望获得移动通信资质及 5G 牌照，有望切入商用移动通信、2B 物联网等领域培育业绩新增长点。

4) 超高清视频：今年 3 月，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划》，按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用，广电企业承载基础硬件端建设的任务，同时在优质 4K 内容供给上具备先发优势。

## 7. 投资建议

2019 年下半年，我们看好游戏、出版板块，建议关注广电板块主题性投资机会，具体来看：

**影视板块：**18 年影视行业业绩不佳，商誉风险集中释放，基本面仍处于修复期，预计行业政策偏紧的趋势不变，我们持谨慎态度。院线板块比较平淡，单银幕票房产出拐点未现，从行业整合出清和收入结构优化角度出发，建议关注低估龙头万达电影（002739.SZ），谨慎看好横店影视（603103.SH）；内容端，打造头部作品仍是关键，谨慎看好受益于进口片大年的中国电影（600977.SH），以及项目储备丰富的光线传媒（300251.SZ）；长期看好高景气度的在线视频平台公司，建议关注芒果超媒（300413.SZ）。

**游戏板块：**短期看头部游戏的排期，长期依然要靠研发实力。具体来说，自去年年末游戏版号放开以来，各大厂商陆续拿到版号，部分头部游戏上线。由于 2018 年下半年新游的缺乏，今年的手游市场表现出一定爆发的潜力，例如由腾讯代理、完美世界研发的《完美世界》手游表现就明显好于市场预期。同时，今年 Q2/Q3 还要上不少精品游戏，金山网络的《剑网 3》、完美世界的《云梦四时歌》、游族网络的《权力的游戏——凛冬将至》等等。此外，我们想再度强调研发实力对于目前游戏行业的重要性。由于早前大厂对用户的教育，玩家目前对高品质的游戏有更大的诉求。反馈供给端，业内各厂对单一作品的资金和时间投入也日渐增加。研发在引擎、美工、建模等环节都可以存在规模经济；目前市场蓝海不再，那么对研发的投入也是宜早不宜迟。因而，我们看好在研发上不断投入，同时今年有 S 级作品的游族网络（002174.SZ），谨慎看好完美世界（002624.SZ）、吉比特（603444.SH）。

**教育板块：**今年关注的重点仍然在政策，具体包括（1）《民办教育促进法实施条例》的出台及具体表述，（2）职业教育相关政策落地情况。分赛道来看，鉴于对 VIE 架构的合理性这一议题策尚未做出明确表述，我们认为包含义务教育阶段学校资产的标的依旧面临政策风险，建议等待相关风险的出清。至于高校，民办学校是可以选择登记为营利性的，政策影响的下行空间则相对较小，同时应用型高教或将受益于职教政策（扩招），建议关注办学质量合格、拥有资金实力及获取标的能力的应用型高校集团。基础教育的课外培训部分，2018 年政府对线下机构进行排查，对不符合要求的机构勒令整改，板块逐步进入整合阶段，我们看好具备规模经济的行业龙头，同时建议关注同线上培训机构规范有关的政策的出台。职业培训长期内均将受益于职教政策，短期政策落地及效果有待观察，目前仍依靠营销和扩张驱动业绩增长，谨慎看好提供教师招录及资格认证考试培训的中公教育（002607.SZ）。

**出版板块：**基本盘稳健，防御性较强，教辅方面，营收增长点更多要看到发行量的提升，而发行量，则同基础教育适龄人口有关，建议关注以教育大省的山东省为基础的山东出版（601019.SH）；此外，图书零售市场整体增长稳健，经典图书长销化，谨慎看好版权库积累扎实的民营出版龙头新经典（603096.SH）。

**广电板块:** 19 年广电行业在多项政策利好下有望回暖, 可关注融媒体建设、国网整合、5G 及超清视频相关的主题性投资机会, 建议关注基本面边际改善的贵广网络 (600996.SH) 等。

图表 83: A 股传媒行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002174.SZ	游族网络	158.41	17.83	1.33	1.68	1.95	14.70	11.67	10.04	买入
002624.SZ	完美世界	336.33	25.58	1.58	1.80	2.05	17.89	15.68	13.79	增持
603444.SH	吉比特	147.36	205	11.09	12.64	13.98	18.70	16.42	14.85	增持
002607.SZ	中公教育	748.11	12.13	0.24	0.30	0.35	50.41	40.74	35.23	增持
300251.SZ	光线传媒	204.18	6.96	0.25	0.31	0.37	30.97	25.14	21.02	增持
600977.SH	中国电影	282.48	15.13	0.77	0.82	0.89	23.58	22.35	20.37	增持
002739.SZ	万达电影	393.03	18.91	0.69	0.78	0.91	27.25	24.19	20.78	未评级
603103.SH	横店影视	108.77	24.01	0.72	0.76	0.81	35.00	32.80	30.87	增持
300413.SZ	芒果超媒	429.39	41	1.13	1.43	1.64	36.30	28.72	24.93	未评级
600996.SH	贵广网络	103.63	9.94	0.34	0.45	0.49	29.03	22.00	20.20	未评级
603096.SH	新经典	78.74	58.19	2.10	2.54	3.00	29.62	24.46	20.75	增持
601019.SH	山东出版	162.15	7.77	0.78	0.84	0.90	10.01	9.21	8.60	未评级

注: 其中未评级个股预测 EPS/PE 采用 Choice 一致预期, 截至 2019 年 5 月 31 日; 资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 8. 风险提示

影视行业政策风险;  
 公司游戏上线进度不及预期, 版号复批进程不及预期;  
 教育后续配套政策严于预期。  
 图书市场增速放缓, 盗版风险, 版权及原材料成本上升;  
 国网整合进度不及预期, 政策落地不及预期。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。