

传媒行业

报告原因：定期报告

2019年6月21日

行业 2019 年中期策略

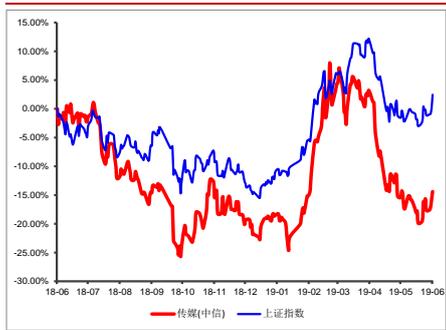
持续关注景气细分，技术推动内容体验升级

维持评级

中性

行业研究/深度报告

传媒板块近一年市场表现



分析师：徐雪洁

执业证书编号：S0760516010001

电话：0351-8686801

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

联系人：徐雪洁

电话：0351-8686801

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

报告要点：

➤ **行业综述：**2019 年传媒板块二级市场有所回暖，截至 6 月 14 日年涨幅 3.84%，广电、互联网、报业、动漫、出版发行、院线、营销、影视、游戏、数字阅读细分板块平均涨跌幅为 34.91%、20.85%、16.37%、6.68%、5.57%、4.42%、2.62%、-1.06%、-3.32%、-14.84%。传媒板块整体市盈率 24.46 倍，仍处于近五年板块估值底部，出版、营销、游戏板块的估值处于行业相对低位。

➤ **在线视频：**1) 用户付费习惯逐渐养成，会员付费业务已形成规模化。2) 内容方面，独播、高品质剧集&综艺更容易拉动月活和付费，网剧网综呈现小而美、短而精、长短视频融合发展趋势。3) 圈层文化兴起下平台将聚焦于用户的精细化运营，通过矩阵化服务和生态化的会员权益强化用户粘性并以此丰富变现模式。4) 技术进步将推动在线视频平台为用户提供更好的体验，并切入到内容制作、用户画像分析、高清视频传输等环节。

➤ **出版行业：**1) 2014 年中小学在校人数触底反弹，出生人口增量为小学招生人数持续增长周期，上市公司所属省份近三年中小学在校人数均实现复合增长，为教材教辅出版发行业务奠坚实基础。2) 供需推动下大众图书零售市场近五年维持两位数增长：需求端国民阅读热情较高，图书消费需求不减；供给侧改革下，同质化新书现象缓解，出版商专注于畅销长销图书精细化运营，上市公司作为大型综合书商在细分领域建立各自头部优势。3) 技术推动下阅读手段更加丰富，有声阅读、数字阅读发展迅速，有利于优质内容提供的出版商拓展版权变现及内容运营方式。

➤ **游戏行业：**1) 版号审批重启以来，游戏销售收入环比增长持续，《完美世界手游》等新游产品表现亮眼，尤其以 4/5 月新游表现回归。但 4 月中下旬后再无国产游戏版号下发，后续监管政策变动仍需关注。2) 2019 年游戏加速出海，Q1 国产游戏海外收入同比增长 45.6%，国产游戏不仅继续在俄罗斯、南美、东南亚等新兴市场占领头部，同时在日本、美国等成熟市场中增长迅速，更多游戏类型获得海外玩家青睐。3) 细分赛道中二次元游戏对市场的拉动明显，玩家规模已连续五个季度环比增长；电竞市场持续快速增长，国家及地方政府层面均对电子竞技产业的重视程度不断提升。4) 5G 落地有望对游戏行业产生深刻影响：提升产品体验的同时还有望促进云游戏的



发展，实现游戏跨平台、跨硬件、多场景运营和订阅付费模式。

➤ **投资建议：**1) 关注行业下半年行业监管变动及产业发展政策推出落地带来的政策边际改善，建议关注国有传媒公司较为集中的广电、出版板块以及受政策影响较多的影视板块机会。2) 景气细分赛道在线视频、出版、游戏具有头部优势的龙头公司，包括芒果超媒、中南传媒、凤凰传媒、山东出版、新经典、完美世界、三七互娱、游族网络、吉比特、世纪华通等；下半年献礼片集中上映、国产影片供给有望复苏，关注院线龙头万达电影以及受益进口影片票房回暖的中国电影。

➤ **风险提示：**政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险；市场竞争加剧风险；盗版侵权及知识产权纠纷风险；单个文化产品收益波动性；商誉减值风险等。

目录

一、传媒行业综述：业绩承压，板块回暖，估值磨底	6
1、2018 年报及 2019 一季报回顾	6
2、2019Q1 传媒行业机构持仓分析	9
3、2019 年传媒板块市场表现	11
二、用户数据复盘：细分赛道有增量，会员生态凸显价值	14
三、行业政策复盘：守正创新，促进产业发展改革	16
四、细分行业回顾、分析与展望	18
1、在线视频：付费业务规模化，精细化运营深挖垂直价值	18
2、出版行业：在校人数回暖带动教材教辅需求，大众图书消费不减	22
3、游戏行业：新游复苏，出海加速，女性向、二次元、电竞等细分赛道持续增长	28
五、投资建议	32
六、重点标的简析	33
七、风险提示	35

图表目录

图 1：近三年及一期传媒行业营业收入及增速	6
图 2：近三年及一期传媒归母净利润及增速	6
图 3：行业单季度营业收入及增速情况	6
图 4：行业单季度归母净利润及增速情况	6
图 5：近三年及一期传媒行业资产减值损失规模	7
图 6：行业单季度资产减值损失规模	7
图 7：传媒行业商誉规模（亿元）及占比（%）	8
图 8：传媒行业主要资产减值损失规模及增速	8
图 9：传媒细分板块 2018 年营收及增速	8
图 10：传媒细分板块 2018 年归母净利润及增速	8
图 11：传媒细分板块 2018 年资产减值损失	9
图 12：细分板块加回资产减值后的利润总额情况	9
图 13：2019Q1 机构持仓传媒行业变动情况	9
表 1：2019Q1 基金持股占流通股比例 TOP20	10
图 14：截至 2019 年 6 月 14 日全行业涨跌幅	12
图 15：截至 2019 年 6 月 14 日细分板块平均涨跌幅	12
图 16：2018 年同期细分板块平均涨跌幅	12
图 17：上市公司 2019.6.14 年涨跌幅数量分布	13
表 5：2019.6.14 年涨幅及跌幅 TOP10 公司	13
图 18：传媒板块近五年市盈率 TTM（整体法，剔除均值）	13
图 19：细分板块 19.6.14 估值水平	13
图 20：2019 细分板块估值变动（一）	13
图 21：2019 细分板块估值变动（二）	13
图 22：2018 年中国网民规模及增速	14
图 23：2018 年中国手机网民规模及增速	14
图 24：2019Q1 中国移动互联网月活用户规模	14

图 25: 2019Q1 移动互联网用户人均单日时长	14
图 26: 2019Q1 用户规模与时长增速性别结构	15
图 27: 2019Q1 用户规模与时长增速城市结构	15
图 28: 2019 年 3 月人均使用 APP 数量	15
图 29: 2019Q1 用户规模与时长增速年龄分布	15
图 30: 近五年及一期我国居民可支配收入	16
图 31: 近五年及一期居民人均教育文化娱乐花费	16
图 32: 付费会员月人均使用时长明显较长	16
图 33: 生态化会员权益与跨界联合会员权益	16
表 6: 2019 年上半年内容监管政策梳理	16
表 7: 媒体融合发展、超高清视频产业发展、促进影视业改革等产业促进政策梳理	17
图 34: 2018 年中国网络视频用户规模	19
图 35: 2019.3 用户使用时长增量贡献较高的细分	19
图 36: 2018 年中国网络视频市场规模	19
图 37: 2018 年网络视频市场收入结构	19
图 38: 2018-2019 各季头部视频网站付费会员规模	20
图 39: 2018-2019 各季爱奇艺收入结构	20
图 40: 视频 APP 日活跃用户自增长趋势, 受独播内容拉动	20
图 41: 用户拥有视频会员个数分布	20
图 42: 2018 年网剧集数分布趋向短剧化	21
图 43: 2018 年网剧时长分布趋向短剧化	21
图 44: 用户对微综艺 (30 分钟以下) 认知度	21
图 45: 腾讯的火锅剧分账模式与 B 站的 VLOG 星划	21
图 46: 圈层兴起视频网站应聚焦用户精准化运营	21
图 47: B 站月均活跃用户	21
图 48: 2019 爱奇艺世界大会推出的品牌矩阵	22
图 49: 2004-2018 年中小学在校生人数 (亿人)	23
图 50: 2004-2018 年小学招生人数 (万人)	23
图 51: 近 20 年全国人口出生情况	23
图 52: 上市出版公司所属省份中小学在校生人数	23
表 8: 2018 年上市出版发行公司教材教辅相关业务销售数据	23
表 9: 2018 年上市公司教材教辅出版发行业务情况	24
图 53: 2014-2018 年中国图书零售市场规模	25
图 54: 2014-2018 年中国零售市场动销品种	25
图 55: 2014-2018 年国民图书阅读量	26
图 56: 2014-2018 年中国少儿类图书市场规模	26
图 57: 新书对市场贡献度在逐渐走低	26
图 58: 各畅销榜以长销图书构成为主	26
表 10: 上市图书策划及出版公司大众图书市场优势汇总	26
图 59: 2014-2018 年大众数字阅读市场规模	27
图 60: 2014-2018 年大众数字阅读用户规模	27
图 61: 国民数字阅读接触率及年均电子书阅读量	27
图 62: 有声书用户规模及预测 (亿人)	27
图 63: 2016-2018 数字阅读用户付费意愿	28

图 64: 2018 年用户实际付费金额高于意愿金额.....	28
图 65: 2019 年国产游戏审批数量.....	28
图 66: 2019 年 Q1 中国移动游戏市场销售规模.....	28
表 11: 2019 年 1-5 月手游收入测算排行榜.....	29
图 67: 2019Q1 中国游戏海外市场收入（美元）.....	30
图 68: 2019Q1 进入日美 TOP100 中国游戏收入.....	30
表 12: 2019 年 1-5 月进入出海手游收入 TOP30 游戏及所属发行商.....	30
图 69: 2019Q1 女性游戏用户规模.....	31
图 70: 2019 Q1 中女性玩家贡献销售收入.....	31
图 71: 2019Q1 二次元游戏用户规模.....	31
图 72: 2019 Q1 二次元游戏市场销售规模.....	31
图 73: 2019Q1 中国游戏电竞市场收入.....	32
图 74: 2019Q1 中国游戏电竞用户.....	32
图 75: 云游戏原理.....	32
图 76: 以 PLAYSTATION 为例对比云游戏模式.....	32

一、传媒行业综述：业绩承压，板块回暖，估值磨底

1、2018 年报及 2019 一季报回顾

2018 年以 127 家传媒上市公司作为统计，合计实现营业收入 5623.55 亿元，同比增长 14.01%，实现归属母公司股净利润-66.09 亿元，同比减少 112.24%。行业收入整体实现稳定增长，但利润端受商誉减值等资产减值损失影响，实现首亏。2019 年一季度，行业实现营业收入 1255.17 亿元，同比增长 6.89%；归母净利润虽然扭亏为 114.20 亿元，但较 2018 年同期减少 20.84%。

图 1：近三年及一期传媒行业营业收入及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

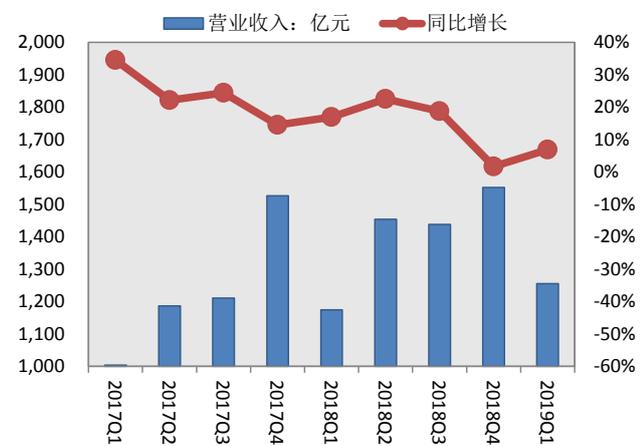
图 2：近三年及一期传媒归母净利润及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

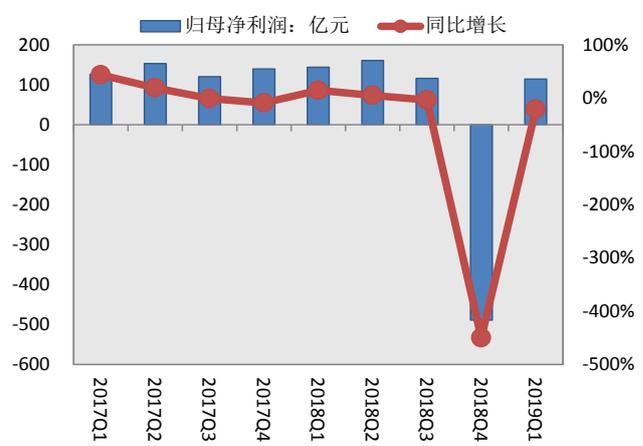
单季度业绩来看，行业营业收入均实现正向增长，但归母净利润增速波动明显：2018Q1-2018Q4 行业分别实现营业收入 1174.26 亿、1454.07 亿、1437.82 亿、1552.26 亿，同比增长 16.96%、22.55%、18.76%、1.67%；分别实现归母净利润 144.27 亿、161.03 亿、116.09 亿和-489.02 亿，18Q1-Q2 实现同比增长 14.49%、5.33%，18Q3/Q4 增速则连续下滑，分别同比减少 3.61%、449.99%；由于 Q4 资产减值损失的确认远高于其他季度，尤其以商誉减值损失均在 Q4 确认，因此行业业绩在 18Q4 出现明显亏损。

图 3：行业单季度营业收入及增速情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：行业单季度归母净利润及增速情况



资料来源：wind，山西证券研究所

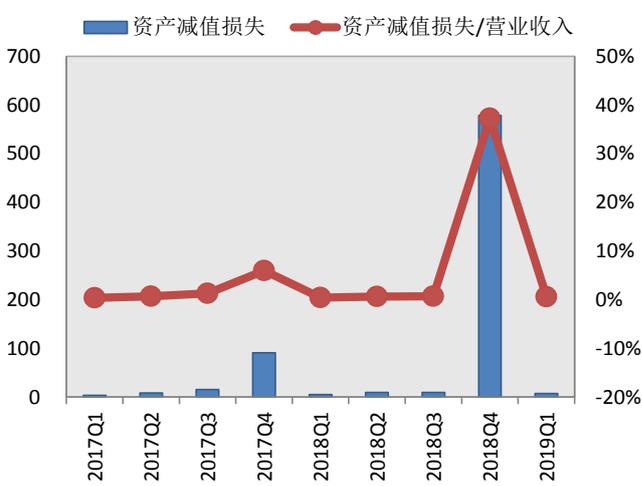
资产减值损失规模攀升是导致行业 2018 年业绩大幅下降的主要原因。根据我们的统计，2018 年 127 家传媒上市公司资产减值损失（含信用减值损失）规模合计为 602.56 亿元，占营业收入的比重达 10.71%，2017 年同期值仅为 118.64 亿、占比 2.41%。从单季度的情况来看，2018Q4 资产减值规模明显高于 1 至 3 季度，且明显高于 2017 年同期规模：2018Q1-Q4 资产减值损失规模分别为 5.03 亿、9.20 亿、9.64 亿、578.23 亿，同比变动 43.48%、8.78%、-37.61%、537.07%，营收占比分别为 0.43%（YOY+0.08%）、0.63%（YOY-0.08%）、0.67%（YOY-0.61%）、37.25%（YOY+31.28%）。如若剔除资产减值损失影响，127 家上市公司 2018 年利润总额将从 21.69 亿增至 624.25 亿，较 2017 年可比数据同比减少 96.58% 变动至同比减少 17.15%。（考虑到公司实际税率不同，因此仅做税前调整）。

图 5：近三年及一期传媒行业资产减值损失规模



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：行业单季度资产减值损失规模



资料来源：wind，山西证券研究所

从资产减值损失的构成来看，商誉减值损失占绝对比例，2018 年商誉减值规模为 402.98 亿元，同比增长 9.45 倍，占比整个资产减值损失的比例达 66.88%；其次为坏账损失，规模为 94.85 亿，同比增长 1.01 倍，占比为 15.74%；长期股权投资减值损失虽然在占比上并不显著（6.86%），但相较于 17 年同期规模上已有明显增加，达到 41.36 亿、同比增长 7.5 倍；存货跌价损失所占比例较小，减值损失规模为 20.60 亿，同比增加 63.54%，占比 3.42%。

传媒行业商誉规模及占比较高，前期大批并购业绩对赌期已过，并购标的逐渐质地暴露，加之 2018 年传媒产业中影视（税收：阴阳合同；项目减少）、游戏（版号审批暂停；棋牌类游戏下线；总量调控等）、营销（经济下行压力广告投放减少）等多个细分行业遭遇发展问题，基本面增长承压，继而标的公司出现减值迹象以及应收账款回款问题等。但由于 18 年商誉的集中计提减值，行业商誉规模压力有所缓解，截至 2018 年 12 月 31 日，127 家上市公司合计商誉规模为 1140.68 亿，较 2017 年底减少 284.54 亿；截至 2019 年 3 月 31 日，行业商誉规模仅增加 1.39 亿；商誉占总资产及净资产的比例由 2017 年末的 15.33%、23.83%，下降至 18 年末的 12.25%、19.76%，到 2019Q1 末，该比例降至 11.83%、19.23%。

图 7：传媒行业商誉规模（亿元）及占比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：传媒行业主要资产减值损失规模及增速

	2016	2017	2018
商誉减值损失	7.63	38.56	402.98
YOY	13.56%	405.59%	945.03%
坏账损失	29.54	47.09	94.85
YOY	42.39%	59.42%	101.40%
存货跌价损失	10.70	12.60	20.60
YOY	21.21%	17.76%	63.54%
长期股权投资减值损失	3.98	4.85	41.36
YOY	2797.45%	22.01%	752.07%
无形资产减值损失	0.76	1.42	5.05
YOY	-90.30%	85.38%	256.98%

资料来源：wind，Chioce，山西证券研究所

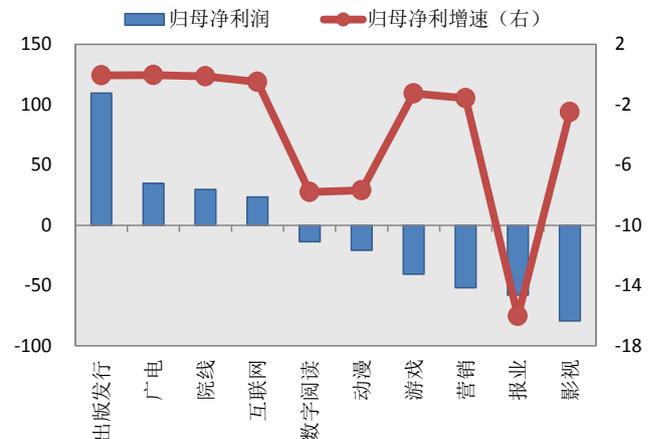
细分行业方面，2018 年营销、互联网、出版发行、游戏、广电、院线、影视、报业、动漫、数字阅读分别实现营业收入 1495.26 亿（YOY25.68%）、1368.98 亿（YOY22.87%）、1082.94 亿（YOY2.14%）、598.09 亿（YOY19.51%）、398.96 亿（YOY6.17%）、305.72 亿（YOY3.40%）、258.08 亿（YOY-5.61%）、51.28 亿（YOY-1.11%）、36.35 亿（YOY-23.06%）、27.89 亿（YOY16.98%），其中营销、互联网、游戏及数字阅读板块收入均实现两位增长。归母净利润方面，由于出版发行、广电、院线等板块整体受资产减值损失影响较小，因此上述三个板块均实现盈利，归母净利润分别为 109.50 亿（YOY-6.13%）、34.82 亿（YOY-3.22%）、29.71 亿（YOY-12.42%），互联网板块中则由于绝大多数公司实现盈利而使得板块盈利，归母净利润规模为 23.51 亿（YOY-49.19%）；影视、营销、游戏等板块则是受到资产减值损失的影响明显，归母净利润亏损 79.25 亿、51.72 亿、40.56 亿，其余板块也未能实现盈利。2019 年 Q1 互联网、游戏板块营业收入同比增速较高，分别为 21.07%（302.11 亿）、15.08%（159.44 亿），出版发行、报业及营销等板块实现营业收入稳健增长，分别为 5.81%（227.58 亿）、5.28%（11.45 亿）、5.19%（333.69 亿）；归母净利润增长方面则分化加剧，互联网、出版发行、广电、游戏等板块较 18Q1 同期增速向好，影视、院线、营销等板块业绩同比下滑。

图 9：传媒细分板块 2018 年营收及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

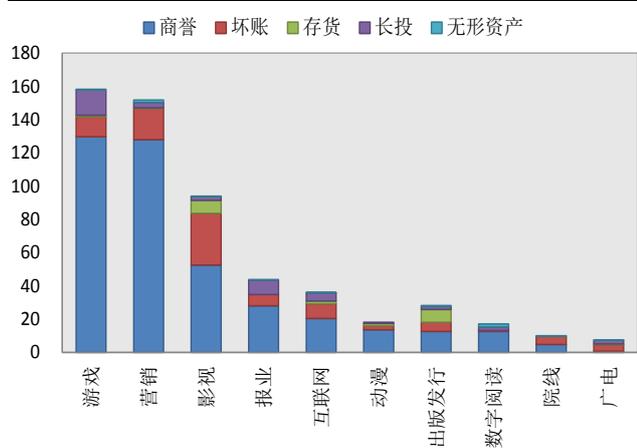
图 10：传媒细分板块 2018 年归母净利润及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

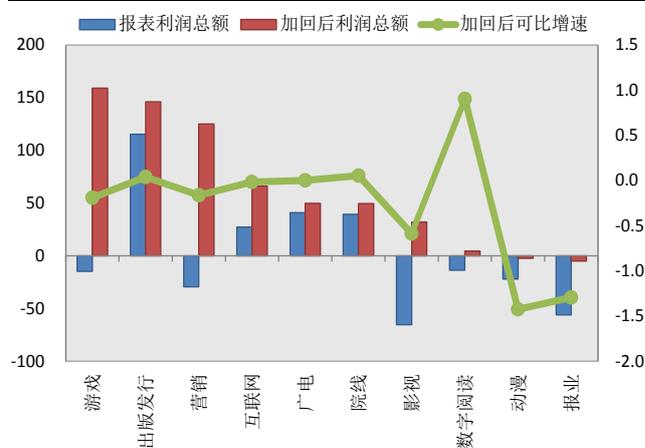
我们对各细分板块资产减值损失进行了拆分，其中除院线、出版发行和广电板块外，其余各板块商誉减值损失占资产减值损失的比重都超过 50%，尤其以游戏和营销板块占比影响最为明显，商誉减值规模均超百亿；院线、广电及影视板块的坏账损失占比也相对明显；出版发行板块虽然存货跌价损失占比也较为突出，但与 17 年相比该损失已同比减少近 12%；广电板块受电广传媒影响，长投损失的比例提升较明显。如若我们剔除 2018 年资产减值损失对各板块利润的影响，游戏、出版发行、营销、互联网、广电、院线、影视、数字阅读、动漫、报业板块利润总额分别为 159 亿（YOY-19.15%）、146.04 亿（YOY3.79%）、125.01 亿（YOY-19.15%）、66.27 亿（YOY-16.28%）、49.68 亿（YOY-1.75%）、49.43 亿（YOY0.15%）、31.97 亿（YOY-58.69%）、4.43 亿（YOY90.24%）、-2.46 亿（YOY-142.59%）、-5.13 亿（YOY-129.57%）。

图 11：传媒细分板块 2018 年资产减值损失



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：细分板块加回资产减值后的利润总额情况

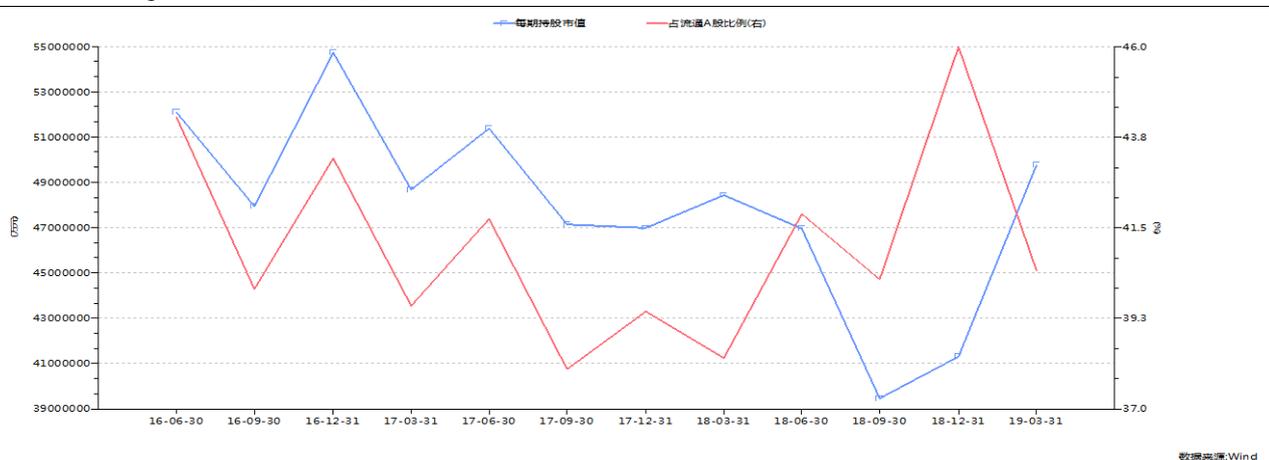


资料来源：wind，山西证券研究所

2、2019Q1 传媒行业机构持仓分析

2019 年 Q1，机构持有传媒股市值 4811 亿元，较 2018Q4 增长 19.12%，持股数量 516.07 亿股，较 2018Q4 减少 3.02%；持股数量占 A 股流通股比例为 40.80%，较 2018Q4 减少 5.93%。持股数量减少而持股市值的回升或与 Q1 市场整体回暖，传媒个股涨势较好有关。

图 13：2019Q1 机构持仓传媒行业变动情况



资料来源：wind，山西证券研究所

2019 年 Q1, 行业中持股机构数量前五的个股分别为东方财富、每日互动、分众传媒、完美世界、芒果超媒；持股数量占流通 A 股比例前五的个股分别为中南传媒、皖新传媒、凤凰传媒、中原传媒、天威视讯；Q1 机构持股比例增幅前五的个股分别为南方传媒、博瑞传播、掌阅科技、麦达数字、宣亚国际，Q1 机构持股比例减幅前五的个股分别为分众传媒、芒果超媒、智度股份、横店影视、新经典。

具体来看基金持股情况：2019 年 Q1 基金所持传媒上市公司股份为 22.25 亿股，较 2018Q4 减少 55.16%，所持股份占上市公司流通股比例为 1.76%，较上期减少 2.60%。芒果超媒、新经典、视觉中国、元隆雅图、完美世界、横店影视、吉比特等基金持股数量占流通股比例在 10%以上；科达股份、广电网络、梦网集团等 13 股获基金增持。

表 1：2019Q1 基金持股占流通股比例 TOP20

公司名称	2019Q1	2018Q4
芒果超媒	37.84%	63.89%
新经典	30.99%	48.03%
视觉中国	25.83%	42.46%
元隆雅图	24.19%	25.68%
上海钢联	16.36%	22.38%
完美世界	14.24%	22.47%
横店影视	12.78%	31.43%
吉比特	12.75%	19.12%
东方财富	9.07%	17.89%
盛通股份	7.35%	9.72%
奥飞娱乐	6.12%	10.77%
游族网络	6.08%	16.62%
分众传媒	4.99%	16.38%
掌趣科技	3.93%	7.55%
顺网科技	3.85%	9.89%
昆仑万维	3.64%	10.09%
宝通科技	3.33%	8.40%
省广集团	3.22%	4.74%
欢瑞世纪	3.16%	5.58%
上海电影	3.15%	3.67%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 2：2019Q1 基金持股增加的 13 只传媒个股

公司名称	2019Q1	2018Q4	变动
科达股份	1.09%	0.52%	0.57%
广电网络	1.08%	0.04%	1.04%
梦网集团	1.41%	0.48%	0.93%
长城影视	0.85%	0.02%	0.83%
博瑞传播	0.48%	0.17%	0.30%
三五五网	1.80%	0.05%	1.75%
中国科传	1.47%	0.26%	1.21%
宣亚国际	2.76%	0.22%	2.54%
出版传媒	0.30%	0.12%	0.18%
幸福蓝海	0.77%	0.65%	0.12%
每日互动	0.34%	0.00%	0.34%
华扬联众	1.93%	1.85%	0.07%
盛讯达	0.14%	0.05%	0.09%

资料来源：wind，山西证券研究所

以公募基金（股票型、混合偏股型、混合灵活配置型）持仓变化进行统计：2019Q1 公募基金前十大重仓股中，传媒股的持股数量为 15.07 亿股，较 2018 年 Q4 增加 1.66%，占上市公司流通股比例为 1.19%，持股市值为 258.15 亿元，较上期增加 15.64%，占上市公司 A 股流通市值比例为 2.32%。个股中分众传媒、东方财富、芒果超媒、视觉中国、完美世界等公募持仓数量居多，芒果超媒、新经典、视觉中国、上海钢联、元隆雅图、完美世界、吉比特公募所持股数占公司流通 A 股的比例达 10%以上。2019Q1 分众传媒、三七互

娱、凯撒文化、省广集团、华数传媒等 31 只个股获公募基金增持，增持主要集中于游戏、互联网、营销板块；另一方面，慈文传媒、视觉中国、电魂网络、新经典、芒果超媒等 32 只个股公募基金 Q1 持股较上期减少，金逸影视、中国科传等 10 只个股公募基金持股比例降至 0%。

表 3：2019Q1 公募持股及持股占比 TOP20 公司

公司名称	持股数量	公司名称	持股比例
分众传媒	6.9009	芒果超媒	54.75%
东方财富	2.2560	新经典	31.25%
芒果超媒	1.1260	视觉中国	22.45%
视觉中国	0.6970	上海钢联	19.04%
完美世界	0.6709	元隆雅图	17.37%
游族网络	0.3133	完美世界	13.76%
中南传媒	0.2899	吉比特	10.48%
上海钢联	0.2889	盛通股份	7.35%
三七互娱	0.2465	东方财富	5.12%
歌华有线	0.2278	游族网络	4.88%
光线传媒	0.2254	分众传媒	4.70%
凯撒文化	0.1941	金财互联	3.52%
新经典	0.1685	宣亚国际	2.57%
万达电影	0.1494	凯撒文化	2.41%
盛通股份	0.1487	歌华有线	1.64%
金财互联	0.1314	中南传媒	1.61%
省广集团	0.1003	慈文传媒	1.58%
金科文化	0.0979	三七互娱	1.55%
长江传媒	0.0933	宝通科技	1.37%
慈文传媒	0.0635	金科文化	1.28%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：2019Q1 公募持股变动 TOP20 公司

公司名称	增持比例	公司名称	减持比例
元隆雅图	6.33%	慈文传媒	-13.23%
吉比特	4.71%	视觉中国	-5.87%
金财互联	3.52%	新经典	-5.30%
宣亚国际	2.57%	广博股份	-4.81%
分众传媒	2.14%	芒果超媒	-3.97%
凯撒文化	1.48%	横店影视	-2.55%
三七互娱	1.36%	东方财富	-2.55%
梦网集团	1.00%	中国电影	-1.82%
金科文化	0.64%	万达电影	-1.60%
省广集团	0.57%	完美世界	-1.45%
广电网络	0.53%	山东出版	-1.32%
中视传媒	0.35%	中文传媒	-1.05%
华数传媒	0.29%	歌华有线	-0.95%
盛通股份	0.15%	蓝色光标	-0.90%
华策影视	0.15%	游族网络	-0.79%
人民网	0.14%	欢瑞世纪	-0.68%
宝通科技	0.11%	凤凰传媒	-0.62%
皖新传媒	0.10%	光线传媒	-0.62%
当代明诚	0.09%	中南传媒	-0.48%
每日互动	0.08%	北京文化	-0.45%

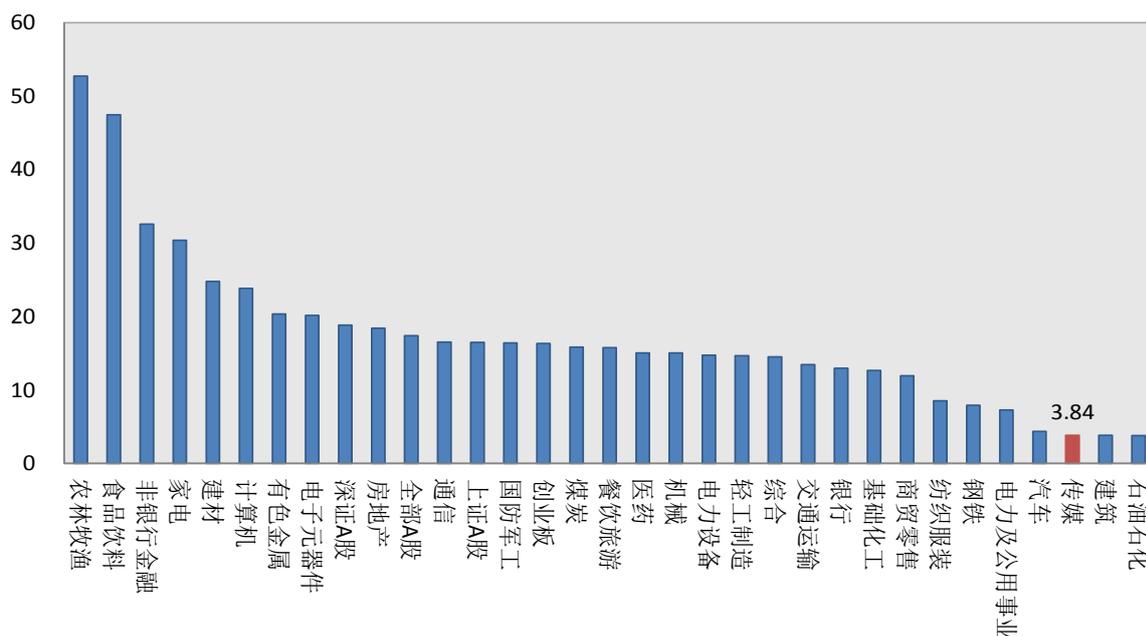
资料来源：wind，山西证券研究所

3、2019 年传媒板块市场表现

截至 2019 年 6 月 14 日，以中信分类的传媒行业流通市值加权平均涨跌幅为 3.84%，相较 2018 年同期涨跌幅为-15.92%；与市场整体相比，全部 A 股的涨跌幅为 17.38%，上证 A 股、深证 A 股及创业板的涨跌幅为 16.48%、18.83%和 16.32%，表现均好于去年同期。

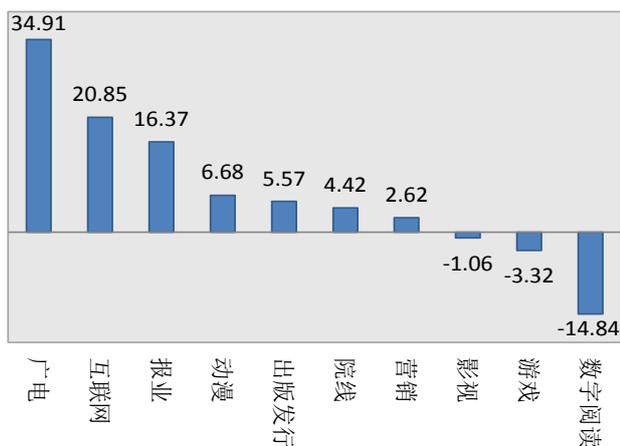
细分子板块方面，广电、互联网、报业、动漫、出版发行、院线及营销板块录得正平均涨幅，截至 6 月 14 日板块平均涨跌幅分别为 34.91%、20.85%、16.37%、6.68%、5.57%、4.42%、2.62%，影视、游戏板块平均小幅下跌，分别为-1.06%、-3.32%，数字阅读板块平均下跌 14.84%；上述 10 个板块平均涨跌幅均显著高于去年同期。

图 14：截至 2019 年 6 月 14 日全行业涨跌幅



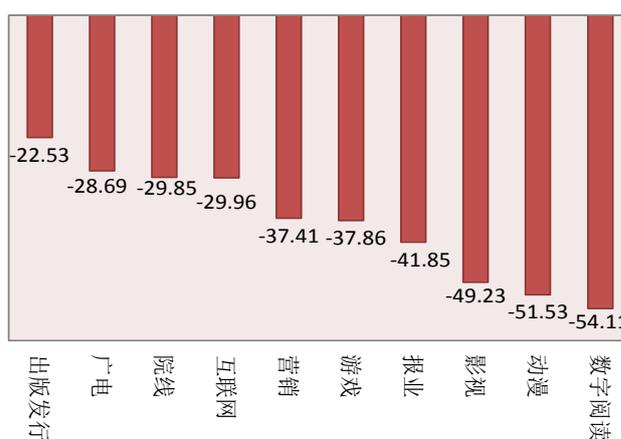
资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：截至 2019 年 6 月 14 日细分板块平均涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

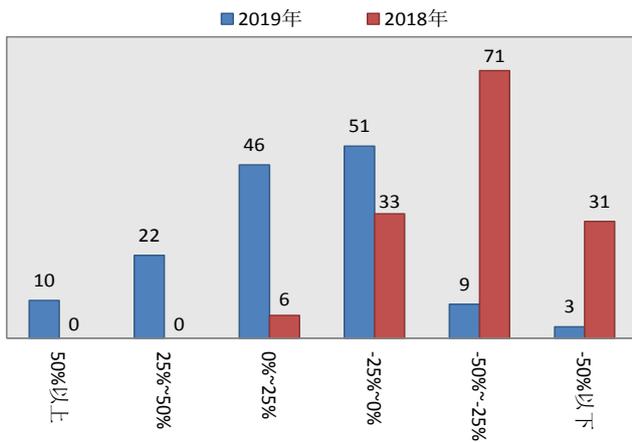
图 16：2018 年同期细分板块平均涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

个股方面，截至 6 月 14 日 78 家传媒上市累计收涨，人民网以 145.48% 涨幅领先全行业，每日互动、梦网集团、数码科技、新媒股份、中视传媒等 9 家上市公司涨幅在 50% 以上，新华网、中广天择、电魂网络、天威视讯 4 家上市公司涨幅在 40%~50%。*st 印纪、*st 游久、st 天润三家带帽公司跌幅居前，跌幅均在 50% 以上；深大通、中昌数据、*st 东网、聚力文化等 7 家上市公司跌幅在 30% 以上。从公司涨跌幅分布来看，18 年业绩亏损、风险事件暴雷等公司表现相对较弱，而相较于去年同期，2019 年正涨幅的上市公司数量明显增加。

图 17：上市公司 2019.6.14 年涨跌幅数量分布



资料来源：wind，山西证券研究所

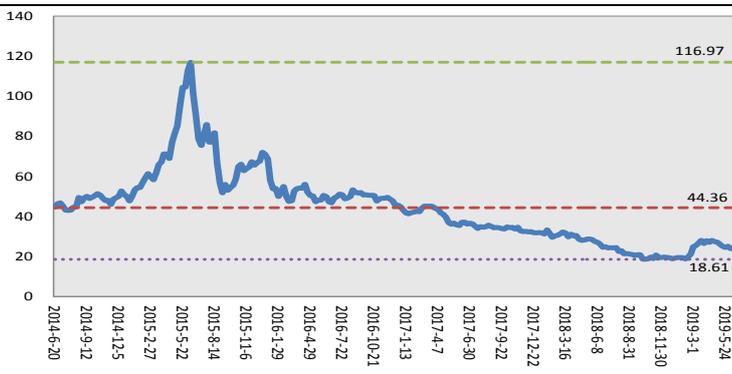
表 5：2019.6.14 年涨幅及跌幅 TOP10 公司

公司名称	涨幅前十	公司名称	跌幅前十
人民网	145.48	*ST 印纪	-56.64
每日互动	120.81	*ST 游久	-53.47
梦网集团	85.83	ST 天润	-51.73
数码科技	77.51	深大通	-44.83
新媒股份	71.20	中昌数据	-44.31
中视传媒	63.39	*ST 东网	-40.41
广电网络	62.62	聚力文化	-35.19
贵广网络	56.76	大晟文化	-33.22
焦点科技	52.06	乐视网	-32.13
上海钢联	50.34	天神娱乐	-32.06

资料来源：wind，山西证券研究所

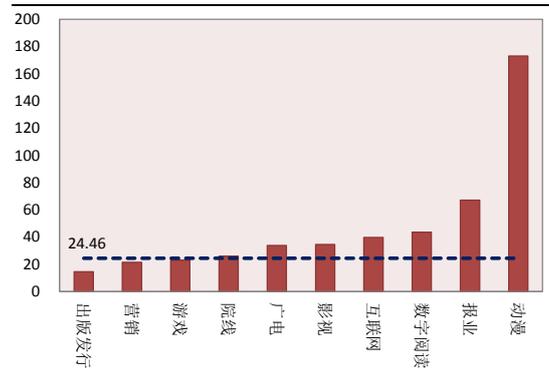
2019 年传媒行业估值磨底，截至 2019 年 6 月 14 日传媒板块市盈率 (TTM，整体法，剔除负值) 为 24.46 倍，仍处于近五年板块估值底部。细分板块方面，2019 年 6 月 14 日，出版、营销、游戏板块的估值处于行业相对低位，市盈率 (TTM，整体法，剔除负值) 分别为 14.54 倍、21.54 倍、23.08 倍；院线、广电、影视、互联网及数字阅读板块市盈率高于行业水平，但均为超过 50 倍，报业及动漫板块目前市盈率水平较高。

图 18：传媒板块近五年市盈率 TTM (整体法，剔除均值)



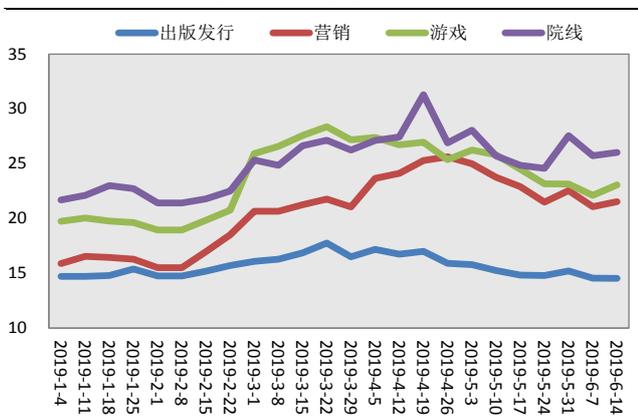
资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：细分板块 19.6.14 估值水平



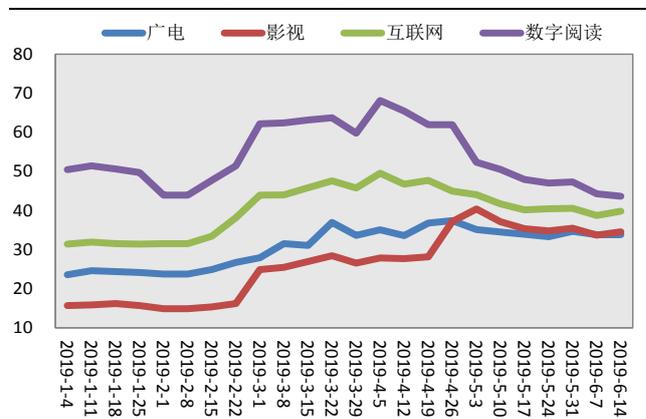
资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：2019 细分板块估值变动 (一)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：2019 细分板块估值变动 (二)



资料来源：wind，山西证券研究所

二、用户数据复盘：细分赛道有增量，会员生态凸显价值

CNNIC 第 43 次互联网发展状况统计报告数据显示，截至 2018 年 12 月我国网民规模为 8.29 亿，同比增长 7.38%，其中手机网民规模 8.17 亿，新增 6433 万人，同比增长 8.50%，网民及手机网民规模增速较 2017 年有所回升。

图 22：2018 年中国网民规模及增速



资料来源：第 43 次互联网发展状况统计报告

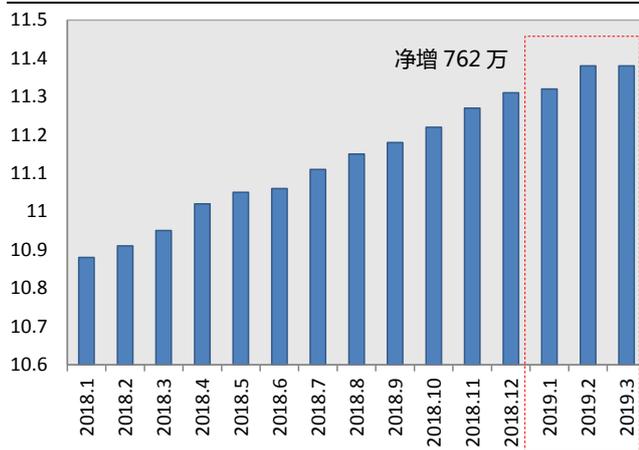
图 23：2018 年中国手机网民规模及增速



资料来源：第 43 次互联网发展状况统计报告

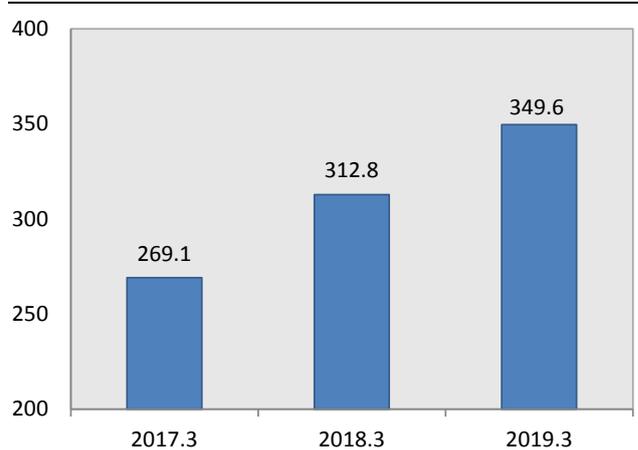
QuestMobile 数据显示，2019 年 Q1 移动互联网月活用户规模进一步放缓，3 月月活用户规模达 11.38 亿，同比增长 3.9%。与此同时在用户整体规模增长及月活规模增长放缓下，用户的使用时长红利仍在，但增幅有所缩窄，2019 年 3 月移动互联网用户月人均单日使用时长增长 36.8 分钟至 349.6 分钟。

图 24：2019Q1 中国移动互联网月活用户规模



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 25：2019Q1 移动互联网用户人均单日时长

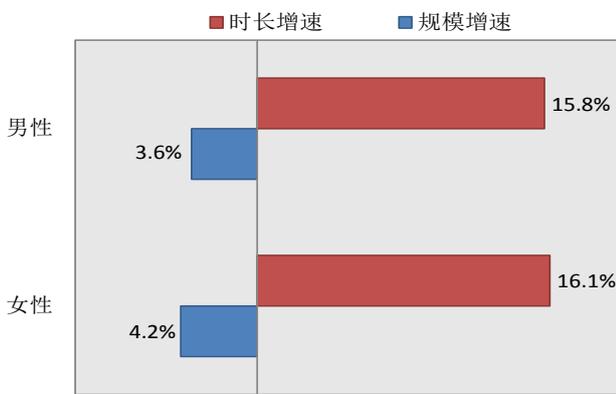


资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

从用户结构来看，女性用户、低线城市、银发人群是增量用户的来源。QuestMobile 数据显示，2019 年 Q1 女性用户在规模增速及使用时长增速方面均高于男性，分别增长 4.2% 和 16.1%；用户城市分布上，虽然 Q1 一线城市的规模增量同比较高，但在总时长上三四五线城市增速并不逊色，在人均使用 app 数量上仍有增长潜力；年龄结构方面，46 岁以上用户在规模增量及使用时长方面的增长都较为亮眼，随着移动互联

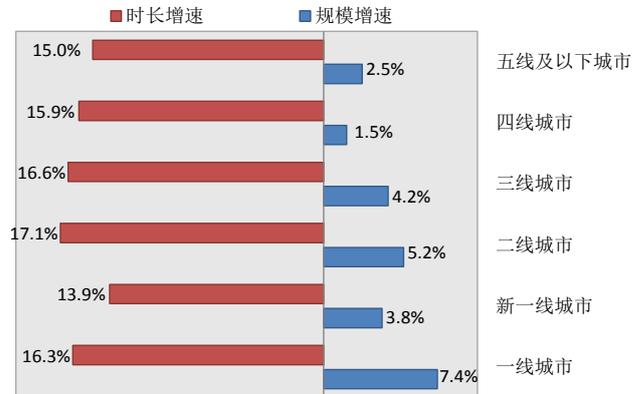
网对高年龄段用户的渗透加深，银发人群的网民比例进一步提升。

图 26：2019Q1 用户规模与时长增速性别结构



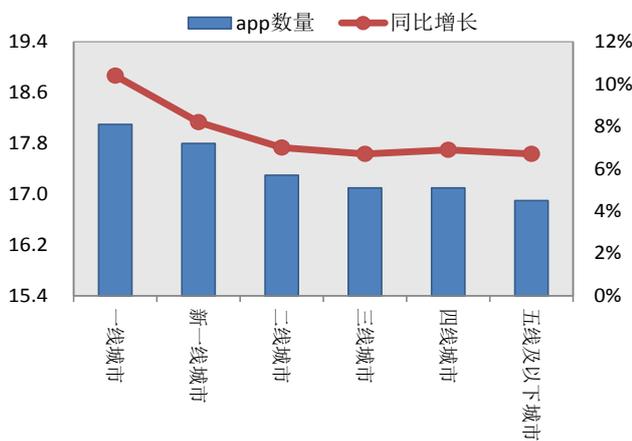
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 27：2019Q1 用户规模与时长增速城市结构



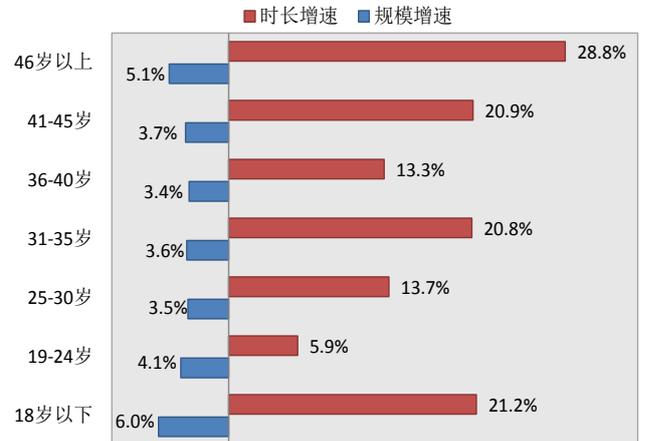
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 28：2019 年 3 月人均使用 app 数量



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 29：2019Q1 用户规模与时长增速年龄分布



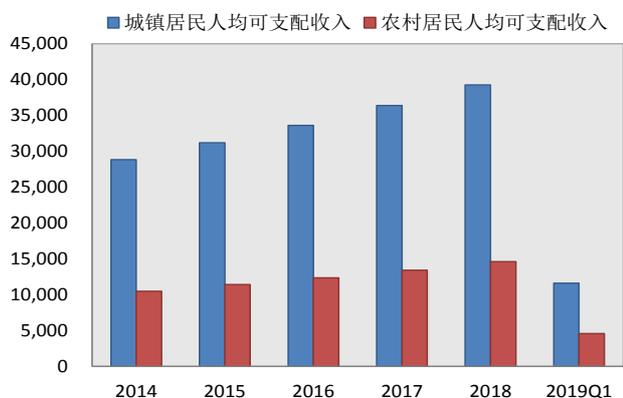
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

除在针对用户结构上进行价值挖掘外，面对存量用户的博弈，提高用户付费转化及 ARUP 值是目前挖掘用户价值的重要手段。数据显示，泛娱乐付费用户的使用粘性显著高于整体用户，随着居民可支配收入的增长和消费结构的调整，居民对教育文化娱乐支出持续增加，为泛娱乐内容付费市场发展奠定基础。2018 年我国城镇与农村居民人均教育文化娱乐支出分别为 2974 元、1302 元，五年复合增长 8.39%、11.53%，教育文化娱乐支出占生活消费支出的比例达到 11.39%、10.74%，尤其是以农村居民消费支出增长更加明显，极具消费潜力。

随着内容付费市场的竞争加剧，付费驱动除包含精品及原创内容外，还还需要有更好的产品体验、超优的会员权益和深度参与感，因此仅靠单一产品难以锁定用户忠诚度及提高其 ARUP 值。互联网流量头部公司正在通过打通体系内的内容产品（在线视频、短视频、游戏、数字阅读、听书等），内容产品丰富，产业链细化，将单一会员权益升级至生态化的会员体系；再从泛娱乐内容产品跨界至整个移动互联网生活圈（电商、外卖、交通等），有效带动生态内部用户的流动性，在通过对目标用户群的划分也越来越细化，有助于

进一步挖掘不同用户的需求及价值，实现用户的深度绑定。

图 30：近五年及一期我国居民可支配收入



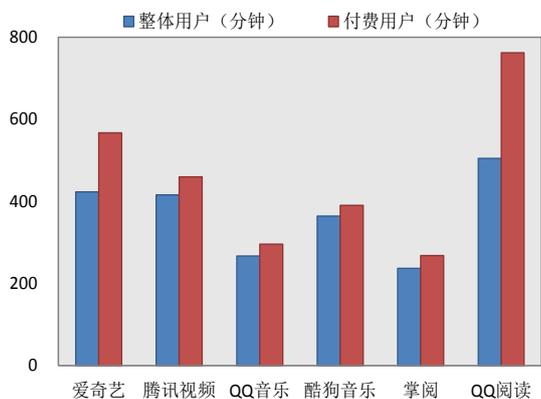
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 31：近五年及一期居民人均教育文化娱乐花费



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 32：付费会员月人均使用时长明显较长



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 33：生态化会员权益与跨界联合会员权益



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

三、行业政策复盘：守正创新，促进产业发展改革

2018 年文化传媒行业经历了国家管理机构职能调整、监管政策标准趋严等变化，引领内容产业走向理性与健康的发展道路。从 2019 年上半年产业监管来看，延续了 18 年的严监管趋势，进一步细化及落地，同时在细分领域推出相关扶持政策及发展规划，促进行业的规范化发展。

我们将上半年政策&监管归纳为两个主要方面：第一是守正，即坚守正道，坚持以人民为中心的创作导向，强调的是各内容生产及运营平台公司所承担的弘扬优秀文化、传播正能量的社会责任及担当，尤其是文化内容产品应对未成年人形成正确的价值导向，防止过度娱乐化和过度依赖。

表 6：2019 年上半年内容监管政策梳理

时间	涉及领域	政策内容
2019.1	短视频	中国网络视听节目服务协会发布《网络短视频平台管理规范》和《网络短视频内容审核标准细则》；《网络短视频内容审核标准细则》100 条，细则指明了网络短视频内容审核基本标准，规定网络播放的短视频节目，及其标题、名称、评论、弹幕、

		表情包等，其语言、表演、字幕、背景中不得出现二十一类内容。《网络短视频平台管理规范》20条，明确资质，要求平台建立总编辑内容管理负责制度、实行节目内容先审后播制度等。
2019.2	网络视听	国家广播电视总局下发《关于网络视听节目信息备案系统升级的通知》，要求从2019年2月15日起，重点网络影视剧在开始制作前，应由制作机构登录“重点网络影视剧信息备案系统”登记节目名称、题材类型、内容概要、制作预算等规划信息。在重点网络影视剧拍摄制作完成后，包括演员片酬、实际投资、拟播出平台在内的相关信息需要在备案系统中登记。
2019.3 2019.6	网络视听	在网信办指导下，抖音、快手、火山小视频平台等国内21家平台已经上线了“青少年防沉迷系统”。国家网信办统筹指导18家视频、短视频平台统一上线“青少年防沉迷系统”。18家平台包括14家短视频及4家视频平台。
2019.4	电视节目	国家广电总局发布《未成年人节目管理规定》，对未成年人节目内容题材作出规范，对未成年人专门频道进行严格限制，要求相关节目必须定时发送休息提示信息，应建立公众监督举报制度。
2019.4	影视剧	中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会发布《关于严格执行电视剧网络剧制作成本配置比例规定的通知》，重申2017年发布的《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》和2018年发布的《国家广播电视总局关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》，要求从业人员严格执行限薪政策，全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%，其中主要演员不得超过总片酬的70%。
2019.4	网络游戏	中国音数协游戏工委主任委员张毅君表示，2019年中国音像与数字出版协会将组织专门力量，研究制定移动游戏防沉迷系统的标准。目前，腾讯、网易、三七互娱、多益网络、米哈游等游戏头部企业均已上线并严格执行未成年防沉迷系统或家长监护系统。
2019.5	网络文学	上海市网信办针对阅文集团旗下起点中文网对用户发布违法违规信息未尽到管理义务，传播导向错误、低俗色情小说等问题约谈运营企业负责人，责令其立即自查自纠，全面深入整改。整改期间，起点中文网问题突出的“都市”频道“异术超能”栏目、“女生网”频道“N次元”栏目暂停更新7天，时间从5月21日15时至5月28日15时。

资料来源：互联网公开信息，国家广播电视总局，山西证券研究所

第二是发展与改革，包括媒体融合发展、超高清视频产业发展、促进影视业改革等。对于媒体融合发展，我们认为国有传统媒体集团将继续肩负起推动媒体融合的重任，依靠政策扶持与市场和社会的力量，建立起具有竞争力、权威性和公信力新媒体与传统媒体相结合的融媒体平台。对于超高清视频产业的发展，我们认为将对广电网络有望借助5G发展的新契机担任起超高清视频平台搭建和传输，为广电用户提供更好的观看体验，同时也有望带动目前我国超高清视频产业链中较为薄弱的上游高清内容生产制作环节的发展。

《关于深化影视业综合改革促进我国影视业健康发展的意见》后续下发落地，有望为我国影视行业可持续发展提供政策指引，促进行业繁荣发展。

表7：媒体融合发展、超高清视频产业发展、促进影视业改革等产业促进政策梳理

时间	涉及领域	政策内容
2019.1	媒体融合	3月16日出版的第6期《求是》杂志发表了习近平在2019年1月25日第十九届

		中央政治局集体学习全媒体时代和媒体融合发展时的讲话全文《加快推动媒体融合发展构建全媒体传播格局》。文章指出，推动媒体融合发展、建设全媒体成为我们面临的一项紧迫课题。各级党委和政府要从政策、资金、人才等方面加大对媒体融合发展的支持力度。各级宣传管理部门要改革创新管理机制，配套落实政策措施，推动媒体融合朝着正确方向发展。
2019. 1	媒体融合	广电总局发布了《县级融媒体中心建设规范》和《县级融媒体中心省级技术平台规范要求》分析了县级融媒体中心的业务类型，按照“一省一平台”的原则，对县级融媒体中心技术系统的总体架构及各项功能提出了要求，并对建设过程中涉及到的信息安全、运维监控、基础设施配套要求、关键指标要求、测试与验收要求等内容进行了规范。
2019. 4	媒体融合	广电总局发布《县级融媒体中心网络安全规范》《县级融媒体中心运行维护规范》《县级融媒体中心监测监管规范》。《县级融媒体中心网络安全规范》规定了县级融媒体中心的网络安全要求，包括技术要求、管理要求和运维要求。适用于县级融媒体中心的网络安全建设和监督管理；《县级融媒体中心运行维护规范》规定了县级融媒体中心的技术系统、基础设施和辅助设施的运行维护要求，适用于县级融媒体中心的运行维护；《县级融媒体中心监测监管规范》规定了对县级融媒体中心监测监管的要求和功能，适用于县级融媒体中心的自我监测、监测监管机构对辖区内县级融媒体中心的监管。
2019. 2	高清视频	工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台联合印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》。《行动计划》明确将按照“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。2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元，4K 产业生态体系基本完善，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。
2019. 2	影视业	北京市出台《关于推动北京影视业繁荣发展的实施意见》。意见分四方面十项重点工作。坚持正确导向、坚持深化改革、坚持提升效能、坚持转型发展。扶持精品创作，提高精品的转化率和影响力；打造具有国际影响力的影视园区品牌，推动京津冀影视业协同发展；促进影视业与相关产业融合发展，构建传统媒体、互联网、金融等融合发展的全新互动体系；加强影视业文化科技深度融合等。
2019. 5	影视业	中央全面深化改革委员会第八次会议召开，会议审议通过了《关于深化影视业综合改革促进我国影视业健康发展的意见》。会议指出，推进影视业改革，要从完善创作生产引导机制、规范影视企业经营行为、健全影视评价体系、发挥各类市场主体作用、加强行业管理执法、加强人才队伍建设等方面统筹推进改革，既抓住当前群众普遍关心、反映强烈的具体问题，又聚焦影视行业标准、从业人员诚信建设等配套性强、影响长远的要害问题，形成管用的长效机制。

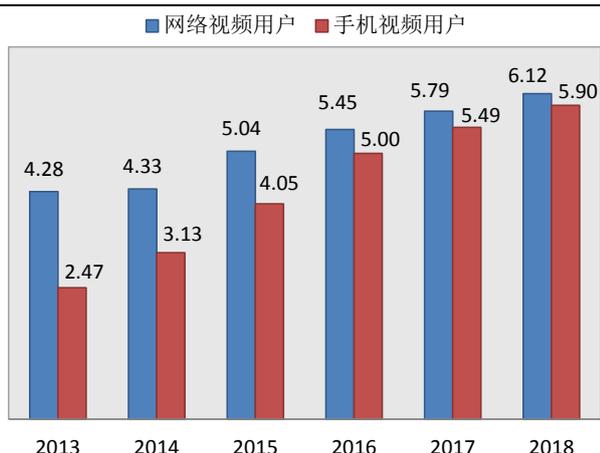
资料来源：国家广播电视总局、新华网，互联网公开信息，山西证券研究所

四、细分行业回顾、分析与展望

1、在线视频：付费业务规模化，精细化运营深挖垂直价值

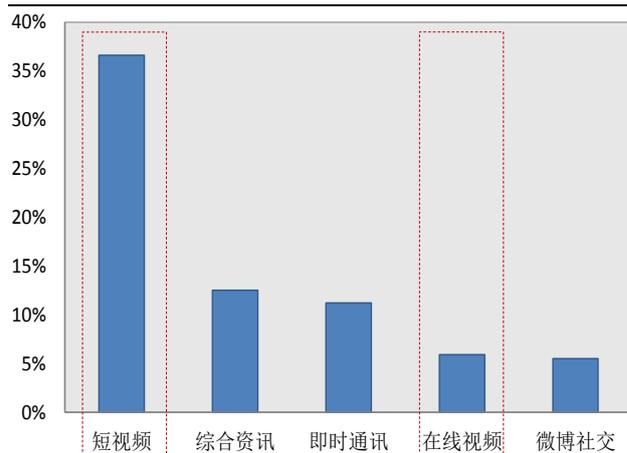
2018年我国网络视频用户达6.12亿，同比增长5.70%，其中手机视频用户规模达5.9亿，同比增长7.47%，用户规模增速进一步放缓。尽管网络视频已逐渐进入存量竞争市场，但行业景气度不减，在短视频的带动下用户的使用时长增量贡献不减，市场规模维持较快速的增长。

图 34：2018 年中国网络视频用户规模



资料来源：第 43 次互联网发展状况统计报告

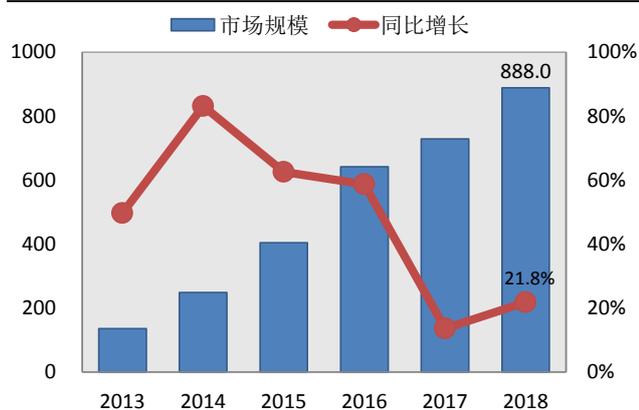
图 35：2019.3 用户使用时长增量贡献较高的细分



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

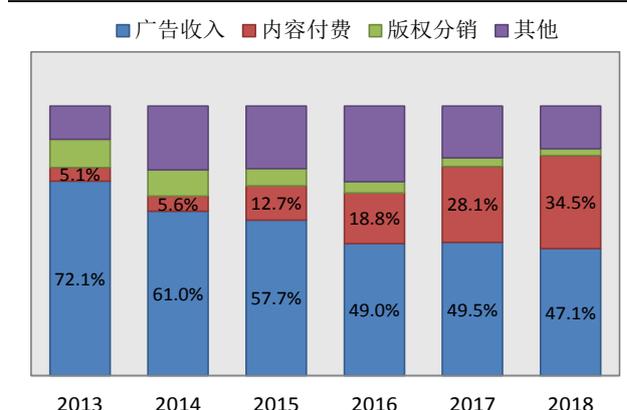
2018 年中国网络视频市场规模为 888 亿，同比增长 21.8%，增速较 2017 年有所提升；整个视频内容行业（包含短视频、泛娱乐直播等）市场规模达 1871.3 亿，同比增长达 52.8%。网络视频市场收入结构进一步变化，内容付费收入与广告收入的占比差距逐渐缩小，到 2018 年达到 34.5%，而广告收入占比降至 47.1%；以此推算 2018 年市场会员付费业务规模达 306.36 亿元，同比增长近 50%。

图 36：2018 年中国网络视频市场规模



资料来源：2019 中国网络视听发展研究报告

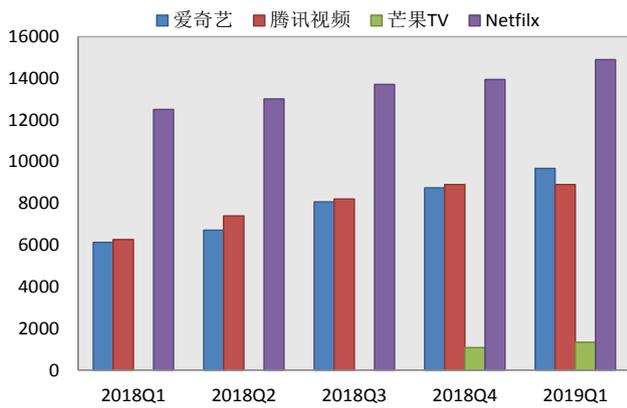
图 37：2018 年网络视频市场收入结构



资料来源：2019 中国网络视听发展研究报告

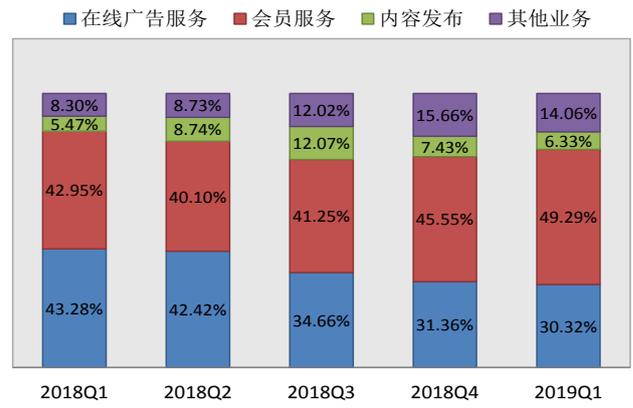
头部视频网站付费用户已呈现规模效应，2018 年视频付费用户由 2.8 亿增长至 3.47 亿，同比增长 23.93%。2019Q1 爱奇艺与腾讯视频付费会员数分别为 9680 万、8900 万，其中爱奇艺会员收入占比近 50%，高于广告收入占比近 20%，收入规模达 34.45 亿，同比增长 64.46%。第二梯队的芒果 TV 虽然会员规模上不及腾讯爱奇艺，但其付费会员从 2015 年的 22 万猛增至 2019Q1 的 1331 万，复合增长 253%；2018 年芒果 TV 会员收入为 8.26 亿，同比增长 114%，并凭借会员+广告双轮驱动率先实现盈利。

图 38：2018-2019 各季头部视频网站付费会员规模



资料来源：公司公告，互联网公开数据

图 39：2018-2019 各季爱奇艺收入结构



资料来源：公司公告，wind

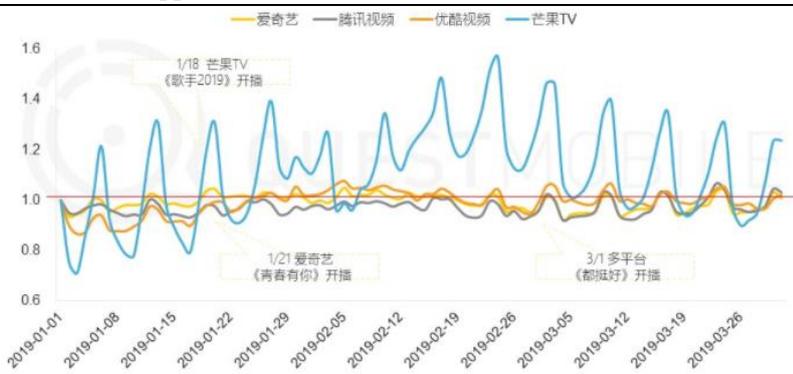
在流量见顶的市场环境下，盈利模式的转变一方面将是继续依靠内容对用户付费的拉动，一方面则是推出矩阵化的服务产品强化用户粘性。

1) 独播内容对用户的拉动作用明显，且独家及海量的内容产品更容易将用户锁定在单一平台内，数据显示视频类 app 会员用户中只有一个会员的用户占比高达 65.3%，而同时拥有三个平台会员的用户仅占比 10.1%，内容喜好覆盖、影视片源、更新等均是用户付费最看重的会员权益。

2) 高品质台网剧依旧受用户及平台青睐，且延续此前我们的判断现实题材、年代题材成为 19 年主力，古装剧等题材则是台网差异化排播。

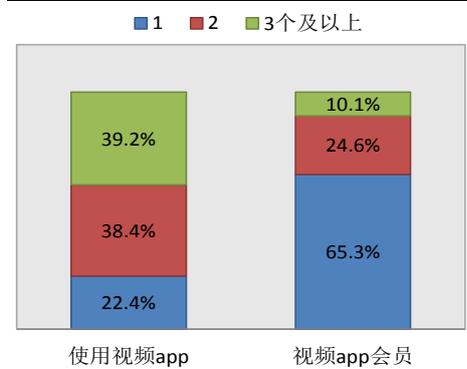
3) 网剧网综“小而美”“短而精”趋势强化，长短视频融合发展。此前我们已有分析到网剧制作正在逐步向美剧靠拢，表现为季播剧目增加、集数更少、时长更短，剧情更加紧凑，而观众对短剧集、微综艺的认同及需求在不断攀升也符合我们的判断。除大制作大流量 IP 的自制剧目外，中低成本的剧目及“泡面剧”“火锅剧”等短视频内容也有望成为平台及内容制作公司布局的重要板块。6 月 5 日腾讯就发布了“火锅剧”分账方案，依据评级不同，通过有效播放分账体系来鼓励 1-10 分钟微剧、微综艺的创作。

图 40：视频 app 日活跃用户自增长趋势，受独播内容拉动



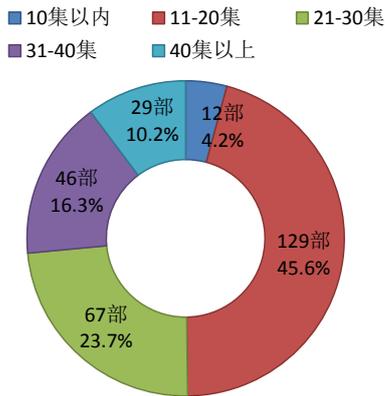
资料来源：QuestMobile

图 41：用户拥有视频会员个数分布

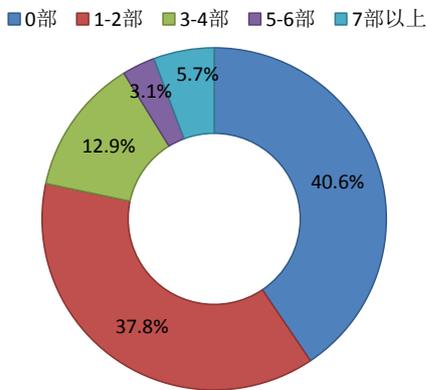


资料来源：企鹅智库

图 42：2018 年网剧集数分布趋向短剧化

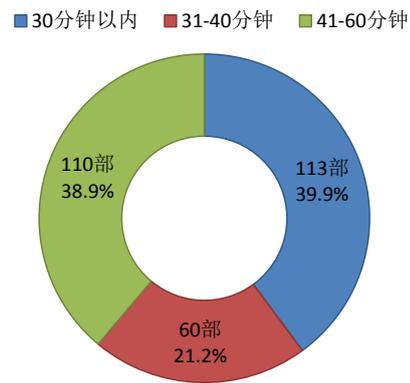


资料来源：2019 中国网络视听发展研究报告
图 44：用户对微综艺（30 分钟以下）认知度



资料来源：2019 中国网络视听发展研究报告

图 43：2018 年网剧时长分布趋向短剧化



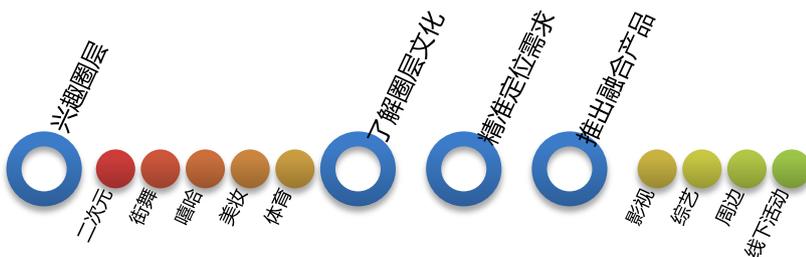
资料来源：2019 中国网络视听发展研究报告
图 45：腾讯的火锅剧分账模式与 B 站的 Vlog 星划



资料来源：互联网公开资料，山西证券研究所

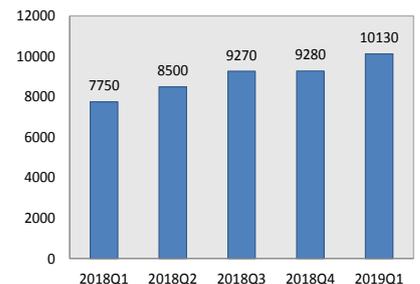
4) 圈层兴起，垂直领域价值待深度挖掘。针对视频平台的内容策略，除在细分领域形成海量覆盖外，我们认为圈层文化的兴起有望推动内容生产制作从传统用户结构的框架中跳出，聚焦于用户的精细化运营，深入了解用户属性及圈层文化。同样属于第二梯队的哔哩哔哩一直以来垂直化运营策略非常明晰，围绕二次元提供游戏、直播等以及 18 年以来布局的哔哩哔哩漫画、猫耳 FM 等 ACG 内容与用户属性高度匹配，走出一条不同于头部视频网站的盈利模式。尽管目前 B 站付费会员体量较小，但在垂直领域的活跃用户数据处于领先，2018 年四个季度 MAU 分别为 7750 万、8500 万、9270 万、9280 万，到 2019Q1 MAU 达 1.013 亿人，月均付费用户 570 万，同比增长 132%。

图 46：圈层兴起视频网站应聚焦用户精准化运营



资料来源：互联网公开资料，山西证券研究所

图 47：B 站月均活跃用户



资料来源：公司公告

5) 矩阵化服务产品强化用户粘性, 丰富盈利模式。除传统的剧集、综艺、网大、动画等内容产品, 视频网站还将通过提供多元化的服务矩阵满足用户的需求。在 2019 年爱奇艺世界大会上, 爱奇艺展示了其包括主站、爱奇艺泡泡、奇巴布、爱奇艺 VR 等 21 个应用服务品牌矩阵, 并通过多元化货币手段(付费、游戏、电商、打赏等)丰富盈利模式; 腾讯与阿里则是跨越了整个互联网内部生态的边界, 除了娱乐产品本身还包括社交、电商、支付等服务矩阵, 打通了各细分赛道的用户流量, 强化整个生态用户的粘性。

图 48: 2019 爱奇艺世界大会推出的品牌矩阵



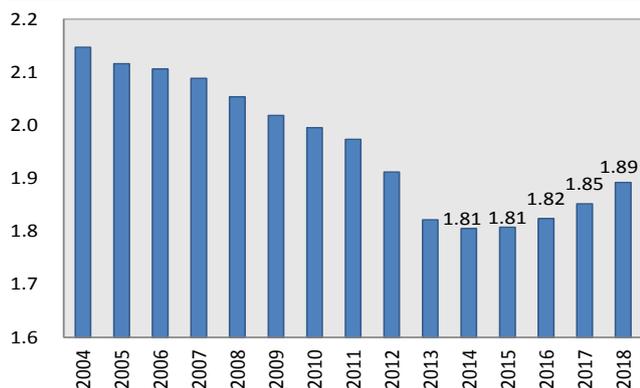
资料来源: 爱奇艺微博

最后, 技术进步将推动在线视频平台为用户提供更好的体验, AI 的广泛运用将提升视频网站的运营能力, 公开资料显示, 目前 AI 已经广泛应用于用户精准推荐、老旧影片修复甚至内容制作等网络视听领域, 5G 商用有望率先在内容视频行业实现。2019 年 6 月 6 日, 工信部已正式下发 5G 商用牌照。众所周知, 5G 具有大带宽、低延时、多连接的特点, 5G 商用落地将为 4K/8K 高清视频发展及 VR、AR 的普及提供技术支撑, 同时也有望推动超高清视频产业链的整体发展, 为用户提供更优质的视听体验。

2、出版行业：在校人数回暖带动教材教辅需求，大众图书消费不减

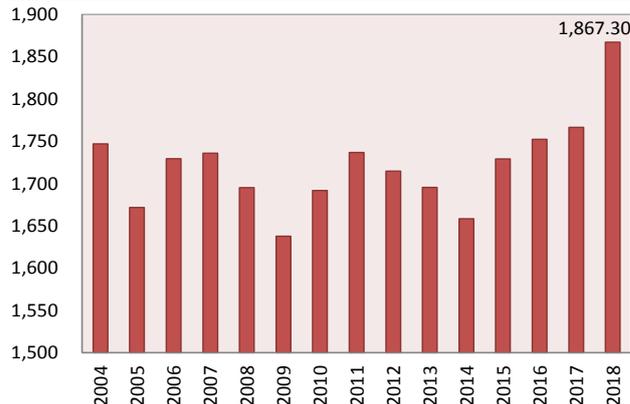
2014 年开始我国中小学在校人数出现明显的触底反弹, 并呈现出连续 5 年的增长态势, 到 2018 年中小学在校人数达到 1.89 亿, 其中以小学生人数增长最为明显, 小学生招生人数持续 5 年增长, 并在 2018 年达到 1867 万人, 为 2004 年以来的最高。而从人口增量来看, 2012 年以来全国每年出生人口数量呈现上升态势, 出生率维持在 12%左右, 按照一般 6-7 周岁为小学入学适龄的假设, 我们认为这一轮小学招生人数的增长周期可延续至 2023-2024 年, 并传导至更高年级。从上市出版公司所属省份的数据来看, 以河南、广东及山东等地的中小学生在人数规模最多, 且除辽宁省以外各省近三年均实现复合增长, 江苏、湖南、河南、湖北等增幅领先。

图 49：2004-2018 年中小学在校生人数（亿人）



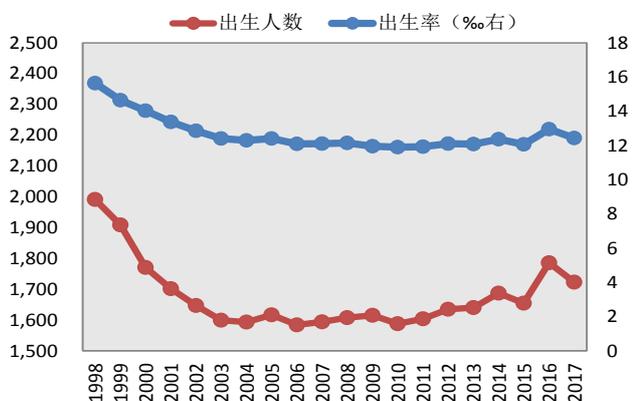
资料来源：国家统计局、教育部，山西证券研究所

图 50：2004-2018 年小学招生人数（万人）



资料来源：国家统计局、教育部，山西证券研究所

图 51：近 20 年全国人口出生情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 52：上市出版公司所属省份中小学在校生人数



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

教材教辅作为在校学生的必需品有着刚性需求，因此在校学生规模的增长将为教材教辅出版发行业务奠定坚实基础。通过对上市出版发行公司披露的 2018 年教材教辅出版及发行业务的统计，2018 年 12 家上市出版发行公司教材教辅出版业务销量为 27.34 亿册，同比增长 4.15%，实现销售码洋 266.33 亿元，同比增长 4.84%；教材教辅发行业务销量为 31.53 亿册，同比增长 2.48%，实现销售码洋 303.35 亿元，同比增长 3.55%；其中出版传媒、凤凰传媒、新华文轩等上市公司教材教辅出版业务实现快速增长，长江传媒、中文传媒、城市传媒等则在发行业务上增长较快。上市出版发行公司通过自编及代理方式对省内教材教辅市场形成较高覆盖率，部分自编实力强的出版公司如山东出版、中南传媒向全国其他省市拓展市场；教材教辅发行业务则掌握省内义务教育阶段教材独家发行资质，为上市出版发行公司建立高业务壁垒。

表 8：2018 年上市出版发行公司教材教辅相关业务销售数据

公司名称	出版：万册	YOY	发行：万册	YOY	出版：万元	YOY	发行：万元	YOY
长江传媒	15,375.00	3.24%	29,586.00	17.26%	139,786.00	2.33%	277,977.00	13.00%
中文传媒	20,226.29	-5.35%	23,170.73	14.54%	247,253.75	-6.98%	187,211.59	2.72%
城市传媒	8,877.00	11.17%	2,029.00	13.23%	88,189.55	9.57%	26,610.57	19.58%
凤凰传媒	39,400.57	23.26%	62,891.28	12.15%	367,219.04	17.13%	607,788.20	12.67%

山东出版	40,509.06	4.84%	56,129.37	7.26%	334,626.27	-0.38%	512,676.14	13.43%
新华文轩	27,802.41	12.36%	42,984.30	6.55%	238,023.87	12.00%	419,234.47	7.66%
出版传媒	10,113.64	37.19%	6,178.84	0.11%	102,434.71	39.33%	60,167.79	21.39%
南方传媒	36,705.08	11.03%	30,256.09	-0.61%	311,551.07	13.54%	257,268.34	8.73%
皖新传媒	——	——	14,927.90	-0.70%	——	——	165,017.47	1.07%
中国出版	9,789.04	5.31%	6,011.00	-8.51%	206,387.71	21.73%	53,593.13	-7.26%
中南传媒	42,367.99	-17.75%	41,113.65	-23.04%	407,600.34	-13.05%	465,941.26	-21.14%
时代出版	22,244.03	2.58%	——	——	220,206.81	5.21%	——	——

数据来源：上市公司年报，山西证券研究所

表 9：2018 年上市公司教材教辅出版发行业务情况

公司名称	教材教辅出版	教材教辅发行
长江传媒	取得人民教育出版社等 6 家出版单位在湖北省教材教辅产品的独家租型代理权，并获得人民教育出版社中小学教科书同步类公告教辅湖北省内独家出版授权，公司共出版 9 种国标教材，自编教材教辅品种计 4000 余种，以中小学教材教辅为主，主要在湖北省内发行。	享有湖北省独家教材发行业务资质。
中文传媒	取得人民教育出版社等出版社教材教辅产品在江西省的独家代理权。在本省积极推广本版教辅的同时，教辅公司不断加强对省外市场的开拓，在广西、河南、山西、湖南、河北等省开拓了新业务。	江西省全省义务教育阶段教材单一来源采购。
城市传媒	自主开发《小学数学》《小学科学》等国标教材，并形成相应的教育产品结构。目前公司共有四种教材进入国家目录，十数种进入地方目录。	公司具有中小学教科书发行业务资质，由青岛新华书店有限责任公司承担。
凤凰传媒	目前拥有课标教材总数为 23 种，从 2018 秋起在江苏代理统编义教三科、人教版非三科及高中教材，成为人教版教材在江苏的唯一代理单位；拥有 15 个中小学全学科的教辅出版资质。	为江苏、海南两省唯一具备教材发行资质的单位，承担着两省各地各校教辅材料的发行工作。
山东出版	开发鲁版国标学科教材 14 科、30 种、246 册。其中初中数学与北京师范大学出版社合编，小学英语是买断河北教育出版社著作权，其余学科均是与人教育出版社合编。因义教统编三科教材（道德与法治、语文、历史）在全国的统一使用。公司教材教辅的销售面向全国，已覆盖 16 个省份。	与山东省教育厅签订山东省义务教育阶段教科书、配套练习册、学生字典的采购合同。
新华文轩	公司旗下四川教育出版社具有图书出版许可，公司出版的教材教辅主要在四川省内销售。	四川省义务教育阶段中小學生教材单一来源采购的供货方。
出版传媒	公司拥有经国家教育部审定的音乐、美术等共 48 本原创国审教材及辽宁省内地方课程教材版权；已有自编教材教辅产品 688 种，主要以中小学教材教辅为主，在辽宁省内发行。	辽宁省政府采购义务教育阶段免费教材（除大连）单一来源。
南方传媒	于 2012 年 4 月 16 日取得中小学教辅材料出版资质。公司教材教辅主要在广东省内发行。	广东省从事中小学教科书发行业务的唯一合法机构。
中国出版	旗下八家出版社涉及教材教辅出版业务，其中教材以主要出版中小学、高中音乐教材、美术教材为主；教辅包括中小学教辅材料、作文、课外阅读等品类，科目涉及语文、数学、英语、历史、地理、政治、生物、化学、物理、文综、理综、体育、	发行高中、初中、小学教材，涉及历史、地理、思想品德、书法等。销售区域包括河北、广东、新疆、甘肃、云南、陕西等地区，

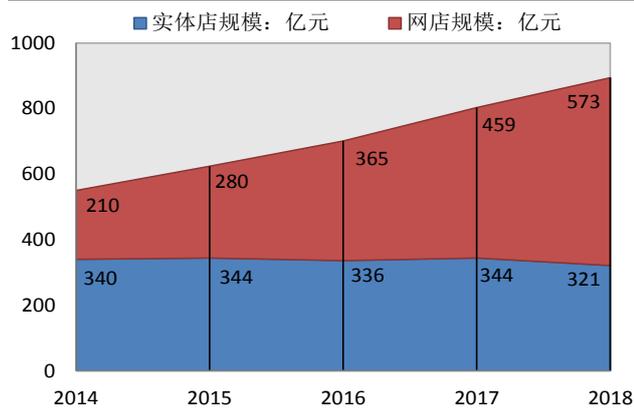
	综合实践等。	主要客户为各省的新华书店。
中南传媒	自主开发的 9 科 10 种“湘版”新课程标准实验教材通过教育部审定，公司教材教辅的销售面向全国，已覆盖 30 个省（区、市）。	湖南省教材单一来源采购的供货方。
皖新传媒	无出版业务	安徽省教材发行业务由公司承担，义务教育阶段单一来源采购。
时代出版	承担人民教育出版社等 15 家出版社基础教育教材在安徽省的授权推广。公司已有自编教材教辅品种 2706 个，租型教材教辅品种 536 种，以中小学教材教辅为主。教材教辅图书主要销售区域为安徽省。	无发行业务

数据来源：上市公司年报，山西证券研究所

2018 年图书零售市场规模 894 亿，同比增长 11.3%；其中网店与实体店码洋规模分别为 573 亿、321 亿，同比增长 24.7%、-6.69%；2018 年图书动销品种为 194 万种，同比增长 2.65%。我们认为图书零售市场规模近五年维持两位数增长是与全民阅读政策助推下国民对大众图书阅读需求不减有关。全国国民阅读调查报告数据显示，2014-2018 年我国成年国民综合阅读率居高位且不断提升，由 78.6%提升至 80.8%，其中图书阅读率由 58%提升至 59%，而人均纸质图书阅读量由 4.56 本/年/人增加至 4.67 本/年/人。根据第 16 次全国国民阅读调查结果显示，近 80%的国民认为自身的阅读数量一般或太少，且对当地举办全民阅读活动的呼声较高，能够从侧面反映国民对图书阅读热情不减，未来我国图书市场仍具有发展空间。

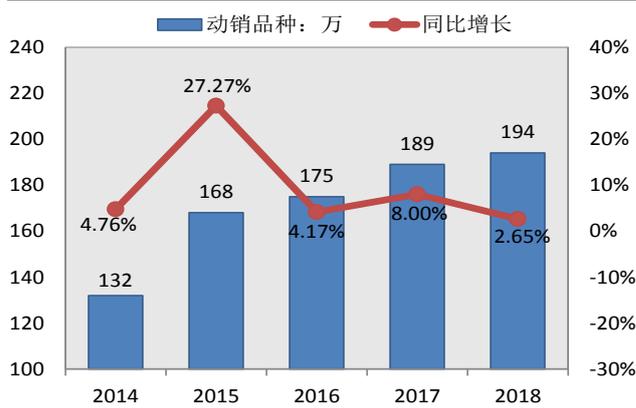
另一方面，少年儿童依旧为图书消费的主力，我国未成年人图书阅读率为 80.4%，平均年阅读量 8.91 本，远高于成年人；从图书零售市场来看，少儿类图书是图书零售市场码洋占比最大的细分品类，2018 年少儿类图书码洋规模为 225.20 亿，同比增长 13.74%，码洋规模占比由 2014 年的 17.65%提升至 25.19%。

图 53：2014-2018 年中国图书零售市场规模



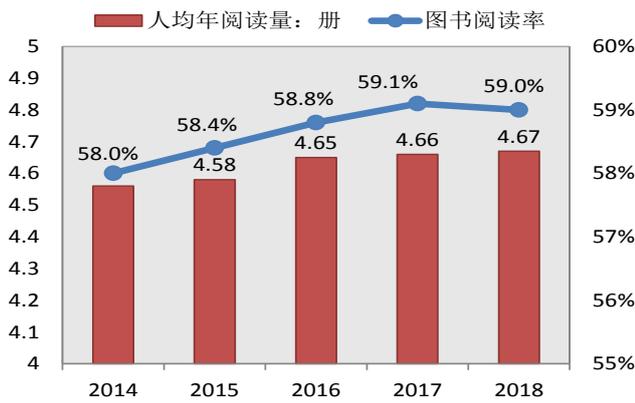
资料来源：北京开卷，山西证券研究所

图 54：2014-2018 年中国零售市场动销品种



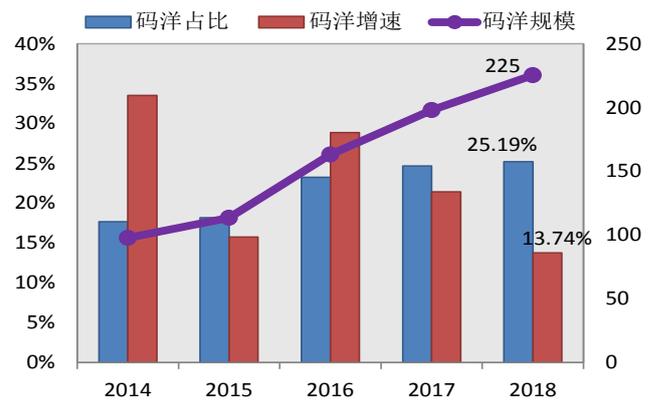
资料来源：北京开卷，山西证券研究所

图 55：2014-2018 年国民图书阅读量



资料来源：全国国民阅读调查报告

图 56：2014-2018 年中国少儿类图书市场规模



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

供给方面，近年来新书推出品种持续缩减，其市场的贡献度也逐步下降，与之相对应的是老书在市场上的占比提升，图书销量向头部畅销集中。数据显示，2018 年新书对整个市场的销量与码洋的贡献分别下降至 14.12% 和 17%，近 32% 码洋规模图书出版时间在 3 年以上。我们认为相较于此前依靠盲目增加新书品种提高市占率导致新书同质化严重的现象，图书出版市场的供给侧改革，推动出版商逐步转向精细化经营，而更加专注于畅销且长销图书的运营，将有利于整个图书市场的健康持续的发展，大型综合图书策划出版商整合内部资源形成专业分工，将在各细分领域建立自己的头部优势。

图 57：新书对市场贡献度在逐渐走低



资料来源：北京开卷

图 58：各畅销榜以长销图书构成为主



资料来源：北京开卷

表 10：上市图书策划及出版公司大众图书市场优势汇总

公司名称	一般图书业务排名及优势
中国出版	图书零售市场份额排名第一（2018：7.52%）
中南传媒	图书零售市场份额排名第二（2018：3.10%）所属湖南文艺社在出版社中排名第九，中南博集天卷在出版公司中排名第一。文学、传记、音乐等多个细分市场中排名前三。
凤凰传媒	图书零售市场份额排名第三（2018：3.03%）生活类排名第一、传记、科普和文学类排名第三。
中文传媒	图书零售市场份额排名第七，所属二十一世纪出版少儿图书市占率第一。
长江传媒	图书零售市场份额排名第九（2018：2.32%），所属长江少年儿童出版社、长江出版社少儿图书市占率第四、第九；美术类排名第一，传记类排名第六，文学类排名第七。
时代出版	图书零售市场份额排名第十一，所属安徽少年儿童出版社少儿图书市占率第三。
新华文轩	图书零售市场份额排名第十二，所属四川少年儿童出版社少儿图书市占率第七。

山东出版	所属明天出版社少儿图书市占率第六。
新经典	图书出版公司市占率排名第三，策划图书长期占据文学及少儿类畅销榜。

数据来源：上市公司年报，山西证券研究所

产业政策的扶持及技术的推动丰富了人们阅读的形式，使得数字阅读得到了快速发展。2018 年中国大众数字阅读市场规模达到 233.3 亿元，同比增长 20.7%，大众阅读用户规模达到 4.3 亿同比增长 13.76%。国民数字化阅读接触率由 2014 年的 58.1% 迅速攀升至 2018 年的 76.2%，人均电子书阅读量达到 3.32 本。其中有声阅读市场的兴起成为数字阅读新的增长点，2018 年国民听书率达到 26%，增长明显（3% 以上）。

图 59：2014-2018 年大众数字阅读市场规模



资料来源：中国数字阅读白皮书

图 60：2014-2018 年大众数字阅读用户规模



资料来源：中国数字阅读白皮书

图 61：国民数字化阅读接触率及年均电子书阅读量



资料来源：全国国民阅读调查报告

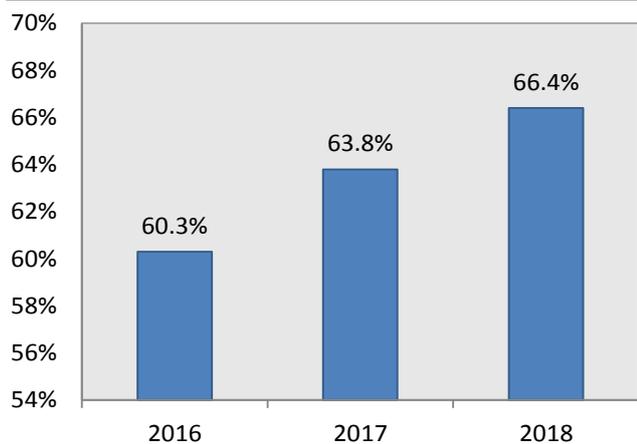
图 62：有声书用户规模及预测（亿人）



资料来源：艾媒咨询

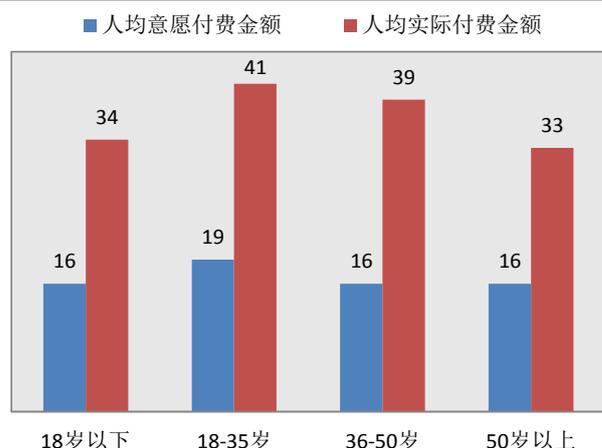
我们认为数字化阅读的快速发展对于纸质图书有冲击性但不具有完全替代性。尤其是随着用户对数字阅读付费的意愿不断增强，对于优质内容提供的出版商而言拓展了其版权变现及内容运营方式，促进媒介的融合发展。未来随着技术的不断升级，大众阅读也将在 5G、AI、VR/AR、区块链等技术的带动下不断丰富和升级，不仅可以向下游为用户提供智能化、个性化、多元化的体验，还能向上游应用于内容创作、分发、版权保护等环节，促进整个产业链的发展。

图 63：2016-2018 数字阅读用户付费意愿



资料来源：中国数字阅读白皮书

图 64：2018 年用户实际付费金额高于意愿金额

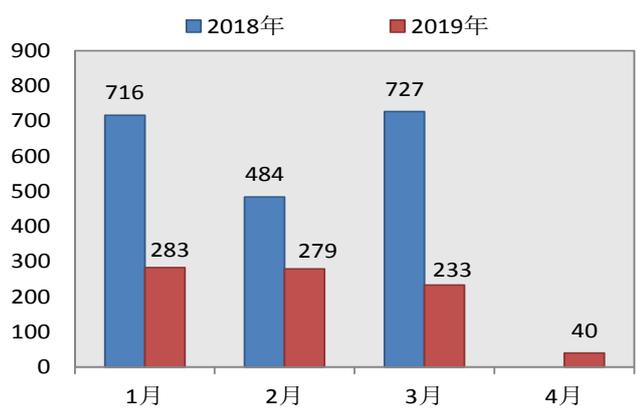


资料来源：中国数字阅读白皮书

3、游戏行业：新游复苏，出海加速，女性向、二次元、电竞等细分赛道持续增长

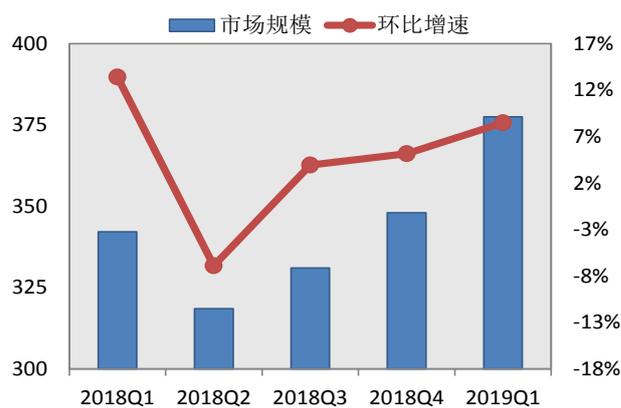
2018 年 12 月底停摆 9 个月的国产游戏版号审批重启，至 2019 年 4 月原广电网站先后公布了 12 批游戏版号的情况，共计 999 款，相较于 2018 年同期获批数量，总量控制趋势明显。与此同时，进口游戏审批也于 2019 年 3 月开闸，至 6 月 6 日共计 75 款进口产品获审批，已超过 2018 年获批数量（55 款）。腾讯、网易、完美、三七、巨人、吉比特等头部游戏公司产品均在不同批次获得版号，产品上线节奏逐渐回归常态。2019Q1 中国游戏市场实际销售收入为 584.4 亿元，同比增长 5.1%，环比增长 8.8%，其中移动游戏市场实际销售收入为 377.5 亿元，同比增长 10.3%，环比增长 8.5%；用户规模达 6.2 亿，同比增长 8.8%，环比增长 2.1%。4 月手游用户月人均使用时长同比增加 65.7 小时，同比增长率为 5.7%，仅次于短视频及游戏直播。据腾讯及伽马数据预测，2019 年我国移动游戏市场规模有望超过 1500 亿，用户规模则达到 6.4 亿人。

图 65：2019 年国产游戏审批数量



资料来源：国家新闻出版广电总局网站

图 66：2019 年 Q1 中国移动游戏市场销售规模



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

2019Q1 畅销手游产品呈现多元化，包括 MOBA、RPG、SLG、竞速等，但构成仍以经典老游为主，Q1 流水 TOP10 游戏中《王者荣耀》《梦幻西游》依旧位居前两位，《QQ 飞车》《阴阳师》《乱世王者》等也均为 2018 年热门游戏，版号审批开闸影响尚未显现。新游流水表现较佳产品以 IP 改编为主，尤其以端游及动

漫 IP 改编数量居多，同样延续 2018 年市场趋势。2019 年新游中尤以《完美世界手游》表现亮眼，发布首月 19 天占据 IOS 畅销榜第一，流水超 10 亿成为 Q1 新游流水第一、市场流水第四位；此外三七互娱推出的《斗罗大陆》也进入新游首月流水 TOP5。

4-5 月上线新产品增多，表现全面复苏。伽马数据显示进入过 IOS 日畅销 TOP200 的新游数量出现回升，达到 2018 年以来的月度新高。具有创新玩法的 AR 游戏《一起来捉妖》4 月公测便进入收入榜 TOP10，《和平精英》《明日方舟》作为 5 月新上线游戏便进入收入榜第二和第五位；《完美世界》则继续保持强势表现，坚守收入榜 TOP3，而由完美世界研发、腾讯独代的另一款《云梦四时歌》也进入新游收入榜的 TOP5。但进入 4 月中下旬后监管再无新国产游戏版号下发，因此我们认为自 2018 年内容监管政策不断走向规范化和精细化以来，控制产品总量、道德审查、未成年人防沉迷等游戏行业监管方向已较为明确，对于后续监管政策的调整变动及细化仍需关注。

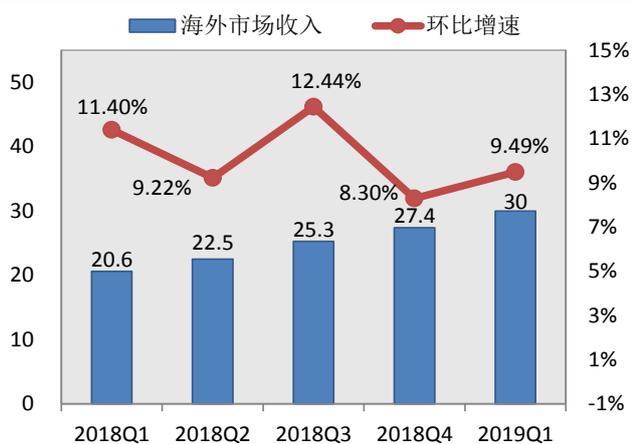
表 11：2019 年 1-5 月手游收入测算排行榜

排名	Q1	4 月	5 月
1	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀
2	梦幻西游	完美世界	和平精英
3	QQ 飞车	梦幻西游	完美世界
4	完美世界	一起来捉妖	梦幻西游
5	阴阳师	率土之滨	明日方舟
6	明日之后	QQ 飞车	阴阳师
7	乱世王者	大话西游	一起来捉妖
8	QQ 炫舞	开心消消乐	QQ 飞车
9	大话西游	阴阳师	乱世王者
10	FGO	红警 OL	开心消消乐

数据来源：伽马数据，山西证券研究所

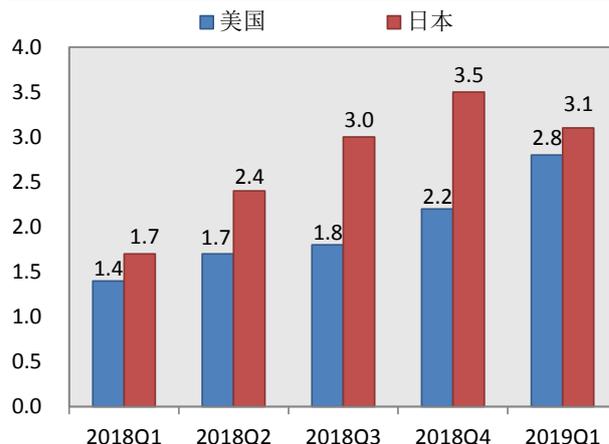
2019 年以来游戏产品加速出海，Q1 国产游戏海外收入规模为 30 亿美元，同比增长 45.6%，环比增长 9.5%，占游企收入比重由 2018Q1 的 24.7% 上升至 30.9%，成为游戏产业的重要来源。国产自研产品不仅继续在俄罗斯、南美、东南亚等新兴市场占领头部，同时在日本、美国等成熟市场中增长迅速，Q1 进入日美 TOP100 的中国游戏产品分别实现了 3.1 亿美元、2.8 亿美元的收入，同比增长高达 82%、100%。除了传统的 RPG、SLG、MOBA 等重度游戏受到海外市场青睐外，二次元、女性向、休闲类等同样在海外垂直细分市场彰显实力，例如《奇迹暖暖》《闪耀暖暖》《叫我官老爷》《崩坏 3》《江山美人》《Chapters: Interactive Stories》等。因此随着出海的深化以及细分领域的深度挖掘，中国游戏产品有望持续获得用户增量，游企也有望在 19 年继续扩张海外市场。

图 67：2019Q1 中国游戏海外市场收入（美元）



资料来源：SensoTower，游戏茶馆

图 68：2019Q1 进入日美 TOP100 中国游戏收入



资料来源：SensoTower，游戏茶馆

表 12：2019 年 1-5 月进入出海手游收入 TOP30 游戏及所属发行商

公司名称	出海游戏收入 TOP30	19 年海外市场储备
中文传媒 (智明星通)	列王的纷争、奇迹暖暖	恋与制作人、全面战争
世纪华通 (点点互动)	火枪纪元、阿隆索之王 Z Day: Hearts of Heroes	
游族网络	天使纪元	猎魂觉醒、圣斗士星矢、神都夜行录
中文在线	Chapters: Interactive Stories	
掌趣科技	拳皇 98 终极之战 OL (日本市场)	一拳超人：最强之男
三七互娱	江山美人 (日本)	日本：SNK 全明星、天鹅座、魔王计划；韩国：电击文库：零境交错、真龙霸业、暗黑后裔；侍魂：胧月传说、斗罗大陆等

资料来源：SensoTower，游戏大观，上市公司年报

此前我们较为关注的两个细分赛道：女性用户及二次元用户市场发展良好。2019Q1 游戏女性用户规模突破 2.9 亿人，同比增长 8.6%，其贡献实际销售收入达 129.2 亿元，同比增长 8.55%，人均游戏消费能力保持稳定为 44.25 元/季。2019Q1 中国游戏二次元用户规模达 1.07 亿人，同比增长 11.5%，实际销售收入达 50 亿，同比增长 6.7%。

近年来国内二次元文化已经发展成为重要的细分圈层，二次元玩家规模已连续五个季度环比增长，而实际销售收入自 18Q2 连续四个季度环比增长；2019 年 5 月首月流水过亿产品中二次元游戏的比重达到 46.9%，玩法也更加丰富对市场有明显的推动作用，新游中《明日方舟》《云梦四时歌》《妖精的尾巴：魔导少年》表现亮眼，有望继续带动二次元市场的整体表现；头部游企持续加码二次元游戏，例如网易将继续挖掘阴阳师 IP 价值，布局了包括《阴阳师：妖怪屋》《阴阳师：百闻牌》等四款游戏，游族也将在 19 年推出二次元游戏《山海花镜》。

图 69：2019Q1 女性游戏用户规模



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

图 70：2019 Q1 中女性玩家贡献销售收入



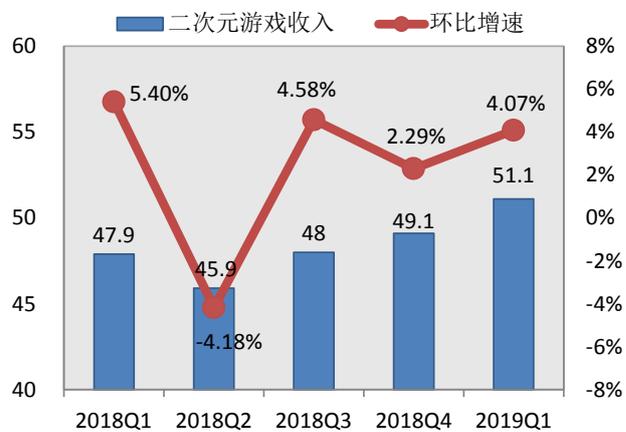
资料来源：游戏工委，山西证券研究所

图 71：2019Q1 二次元游戏用户规模



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

图 72：2019 Q1 二次元游戏市场销售规模



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

电子竞技游戏市场 2019 Q1 增速回暖,实际销售收入为 246.70 亿元,同比增长 21.05%,环比增长 10.4%,其中移动端电竞占比 56.71%,端游占比 43.29%。电竞向下延伸了游戏产业链,同时自身又向游戏直播、赛事、周边、经纪、综艺等多盈利模式衍生,兼具娱乐和竞技属性。2019 年以来我们注意到,国家及地方政府层面均对电子竞技产业的重视程度不断提升。6 月 13 日上海市政府出台促进电子竞技产业健康发展 20 条意见,称将从内容创作及研发、电竞赛事体系、媒体建设、人才培养体系等九个方面促进电竞产业发展,力争在 3-5 年内全面建成全球电竞之都。

图 73：2019Q1 中国游戏电竞市场收入



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

图 74：2019Q1 中国游戏电竞用户



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

技术进步尤其是 5G 的落地也将对游戏行业产生深刻影响。一方面对现有产品而言，网络提速将直接提升游戏产品体验，不仅能够解决游戏延迟、操作不流畅等现象还能带动游戏画面、场景美工品质的提升。另一方面，5G 技术的普及还给未来发展云游戏带来想象空间。根据游戏工委给出的定义，云游戏又称为游戏点播，即通过将游戏放在云端服务器运行，将渲染后的游戏画面压缩再通过网络传输给用户，在用户显示器上进行解码和显示，而用户的操作再通过网络传回云端服务器。

云游戏具有安全性，降低了对游戏硬件的要求，用户即玩即走，提升用户体验，而游戏跨平台、跨硬件、多场景的运营模式也将改变游戏的付费模式，即可采用游戏订阅付费。但基于目前网络条件，云游戏所需要的带宽和传输速度还未能满足，存在传输延迟等问题，5G 技术的发展则有望解决上述问题，且能够降低平台公司的带宽成本，有利于云游戏未来的推广和普及。

图 75：云游戏原理



资料来源：腾讯研究院

图 76：以 playstation 为例对比云游戏模式

	非云游戏模式	Remote Play本地模式 (本地串流)	PlayStation Now (远程串流)
是否需要拥有游戏主机?	是	是	否
是否可异地游玩?	否	否	是
是否可以通过手机或平板以更舒适的形式游戏?	否	是	是
游戏前是否需要下载或插入光盘?	是	是	否
游戏更新是否需要下载?	是	是	否
对网络质量的依赖?	极低	低	高

资料来源：腾讯研究院

五、投资建议

2019 年传媒行业的发展基本延续我们年初的判断：政策收紧与用户红利的衰退加速行业洗牌，内容产业正在由粗放式发展向精细化制作与运营的成熟阶段迈进，市场竞争的焦点由增量用户的获取转向垂直用户价值的挖掘，其中细分行业龙头公司在生产制作、品类覆盖、用户规模等方面优势明显，头部价值逐渐

凸显。从业绩角度来看，2018 年行业受到资产减值损失影响明显，首现整体亏损；但经过商誉减值集中计提，行业商誉规模及占比也有较为明显的收缩。2019Q1 行业整体业绩增长依旧承压，但细分中出版板块业绩表现最为稳健，游戏及互联网等业绩复苏较为确定。从政策角度来看，今年传媒行业的监管延续了 2018 年趋紧的态势，并逐步进行政策的细化和落地。另一方面，主流媒体在融媒体建设、内容监管、渠道整合等政策指引下有望迎来发展机遇，发挥传播阵地、树立价值导向的主体作用。从产业角度来看，活跃用户的增长持续放缓，但在用户粘性以及用户结构中仍存有增量红利，圈层文化崛起用户垂直领域价值有待进一步细化和挖掘。泛娱乐细分行业中我们看好景气度较高的在线视频、出版及游戏行业。在线视频行业付费会员已形成规模化，内容垂直化、服务多元化及用户精细化等运营带动 ARUP 值提升，优化商业模式；出版行业教材教辅需求端稳定增长，大众图书市场消费需求不减；游戏行业新品上线回归常态，出海加速，女性向、二次元、电竞等细分赛道带动市场持续增长。技术的进步，5G 商用落地都将对上述细分行业产生重要影响，尤其在提升用户体验、更好的内容呈现方面，并以此推动行业的发展升级。

投资建议关注两条主线：1) 关注行业下半年行业监管变动及产业发展政策推出落地带来的政策边际改善，建议关注国有传媒公司较为集中的广电、出版板块以及受政策影响较多的影视板块机会。2) 景气细分赛道在具有头部优势的龙头公司，包括芒果超媒、中南传媒、凤凰传媒、山东出版、新经典、完美世界、三七互娱、游族网络、吉比特、世纪华通等；下半年献礼片集中上映、国产影片供给有望复苏，关注院线龙头万达电影以及受益进口影片票房回暖的中国电影。

六、重点标的简析

完美世界 (002624.SZ)：公司游戏业务龙头优势明显，影视业务则凭借稳扎稳扎、聚焦精品的策略逆势中建立头部优势。公司 2019Q1 实现营业收入 20.42 亿，同比增长 13.26%，归母净利润 4.86 亿，同比增长 YOY34.95%。《完美世界手游》3 月上线以来表现强势，连续三个月位居手游收入 TOP5；另一款新游《云梦四时歌》由腾讯独代，首月进入新游收入 TOP5，储备《新神魔大陆》《神雕侠侣 2》《梦间集天鹅座》《新笑傲江湖》等手游及《新诛仙世界》《完美世界主机版》等端游及主机游戏，下半年协助《DOTA2》国际邀请赛等电竞赛事举办，进一步夯实公司在端游及电竞领域的先发优势。预计公司 2019-2021EPS 为 1.58/1.77/2.00，维持买入评级。

三七互娱 (002555.SZ)：2018Q3 以来公司收入回暖，2018 年剔除业绩补偿、商誉减值及偶发性股权处置收益后，公司实现归母净利润为 15.01 亿，同比实现正向增长 6.56%。转让汽车部件公司股权后更加聚焦主业。19Q1 在《一刀传世》《斗罗大陆 H5》等游戏良好表现的带动下，公司实现营业收入 32.47 亿 (YOY95.46%)，归母净利润 4.54 亿 (YOY10.80%)。在游戏版号审批重启后公司已有《大唐文明》《盛世红颜》等手游游产品获得版号，针对日韩等不同市场的游戏出海产品储备丰富，《江山美人》《SNK 全明星》等在日获头部排名，

后续产品上线有望驱动业绩继续增长。预计公司 2019-2021EPS 为 0.87/1.02/1.22，维持买入评级。

中南传媒 (601098.SH)：公司拥有龙头书商地位，主业挺拔，新业态推进稳健。2019Q1 公司实现营业收入 18.40 亿元，同比增长 12.36%，归母净利润 2.98 亿，同比增长 13.32%。湖南教辅市场逐步规范，公司教材教辅业务回归经营节奏；一般图书出版头部优势明显，综合零售码洋市占率及文学、传记、音乐等细分市场排名领先；数字出版、财务公司等创新业态继续优化，推动产业融合发展。预计公司 2019-2021EPS 为 0.73/0.77/0.82，维持增持评级。

新经典 (603096.SH)：公司作为民营图书策划发行商龙头地位稳固，长销产品市场优势，2018 年为图书出版公司市占率排名第三。2019Q1 公司实现营业收入 22116.28 万元，同比增长 5.55%，归母净利润 5582.43 万元，同比增长 1.65%；一般图书销售业务收入增长稳定，数字图书及图书零售业务收入增速达 100%以上。公司通过分拆发行渠道专注细分领域图书运营，建立新经典与爱心树品牌，据当当图书发布的 618 战报显示，新经典发行与爱心树童书馆分别拿下文化类图书和童书销售 TOP1 和 TOP10，再次彰显公司在文学虚构类及少儿童书头部优势。预计公司 2019-2021EPS 为 2.09/2.429/2.76，维持增持评级。

中国电影 (600977.SH)：公司作为国内电影头公司，产业链完备，在制作制片、发行、放映、影视服务全产业链业务上均具有规模优势及龙头地位，2018 年公司制作制片毛利贡献增加，发行及放映维持稳定。2019Q1 公司实现营业收入 22.26 亿元，同比增长 1.28%，归母净利润 3.55 亿，同比增长 4.5%。《流浪地球》累计票房超 46 亿预计于 Q2 贡献收益。上半年在国产大片缺乏下进口影片票房接力，截至 5 月底《复联 4》《大黄蜂》《惊奇队长》《阿丽塔》等进口影片已贡献票房 122.17 亿元，同比增长 16.03%；暑期档待上映的进口影片包括《蜘蛛侠：英雄远征》《爱宠大机密 2》《狮子王》《机动战士高达 NT》等，提振公司进口电影发行业务。预计公司 2019-2021EPS 为 0.74/0.82/0.87，维持增持评级。

芒果超媒 (300413.SH)：2018 年公司完成重大资产重组，主营业务拓展至新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作及媒体零售全产业链；快乐阳光、天娱传媒、芒果影视、芒果娱乐、芒果互娱 5 家收购标的业绩承诺完成率 104.49%/107.47%/107.75%/101.71%/602.44%。2019Q1 公司实现营业收入 24.85 亿元，同比增长 2.10%，归母净利润 4.18 亿元，同比增长 23.99%。芒果 TV 深耕垂直细分领域，聚焦年轻用户，在内容制作及资源协同方面极具优势，2018 年日均活跃用户 3588 万，会员用户达到 1075 万，同比增长 138%。2019 年 5 月芒果 TV 在春季招商会上公布近 30 部自制剧集、《明星大侦探 5》等现有网综 IP 续作以及数 10 部全新网综；定增 20 亿引入中国人寿及中移资本，募集资金将用于芒果 TV 版权库扩建项目和云存储及多屏播出平台项目，后续芒果 TV 还将与咪咕视频展开深度合作，进一步夯实平台与技术建设。预计公司 2019-2021EPS 为 1.11/1.42/1.72，给予增持评级。



七、风险提示

政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险；市场竞争加剧风险；盗版侵权及知识产权纠纷风险；单个文化产品收益波动性；商誉减值风险等。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

