



与政策效应共振，中长期迎接 5G 红利

2019.07.05

强烈推荐 (维持)

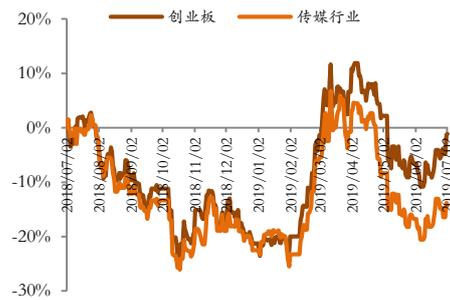
传媒行业

肖明亮(分析师) 叶轫(分析师)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310519040001

投资逻辑:

- **教育与文娱需求稳健，5G 红利在路上。**文化传媒行业的发展受需求增长与科技红利共同推动，居民教育与文娱支出稳定增长确保了教育与文娱需求的循序渐进发展，而技术的升级则推动文娱需求的结构变化与产业链结构的重构。我们认为，当前居民教育与文化娱乐支出的持续稳定增长与边际改善，奠定了教育与文化娱乐消费产业发展的坚实基础，而流量红利与网民红利接近尾声，短期将使得行业内部与企业之间的此消彼长效应更加明显。短期依然静待行业基本面好转，精选细分板块与个股，中长期迎接 5G 技术红利，文娱传媒行业有望迎来扩容和新一轮增长。
- **迈过行业“至暗时刻”，与政策共振自上而下精选赛道与个股，关注快速增长的大屏新媒体、边际改善的游戏龙头与稳健发展的出版板块，中长期迎接和关注 5G 红利。**传媒行业 2016 年以来历经曲折走过“至暗时刻”，当前估值水平处于历史低位，但板块整体基本面依然偏弱势：2018 年行业业绩大洗澡（商誉集中减值）之后，2019Q1 营收增长略有好转（+6.6%），毛利规模增速（+1.6%）不及营收增速，板块业务利润依然下滑 20.2%，显示板块盈利水平依然有待改善。结合行业发展态势与政策导向自上而下来看，出版发行板块稳健增长且现金充裕、分红效应明显且当前估值不高，推荐**中南传媒、南方传媒**，广电新媒体板块中短期受益于 IPTV、OTT 量价齐升迎来确定性可观增长，随着 5G 时代渐进，政策支持超高清视频产业发展，为广电新媒体带来技术红利与丰富内容资源，有望带动 OTT 业务中长期的快速增长。推荐**芒果超媒、新媒股份**。从政策导向来看，我们认为媒体融合作为中央意志，有望加快推动出版、广电等传统媒体与新媒体的融合发展，而游戏版号的放开以及“吃鸡”游戏的陆续变现，预期手游市场将逐步修复增速，龙头格局相对具有优势地位，推荐**三七互娱、完美世界**，关注**宝通科技、吉比特**；内容审核与规范依然是政策监管的常态，电视剧行业在消化供给积压与价格下降趋势下短期依然面临挑战压力，电影行业量价背离趋势下显示短期需求依然偏弱。**中长期来看，5G 运用场景将带动 AR/VR、超高清视频与云游戏板块的发展，有望成为文化传媒与娱乐行业新一轮增长引擎。**
- **教育板块：政策效应依然是主旋律，与政策共振，与刚性优质赛道共舞，中短期精选低估值个股。**政策监管依然是影响板块成长逻辑与资本市场反映的主旋律，我们认为依然需要与政策效应共振精选细分赛道与个股。**选股主线①：与政策共振，关注教育信息化与职业教育板块：**当前政策确定性最强的方向即是教育信息化升级与强化职业教育发展，中央和地方教育信息化专门配套资金供给奠定了下游需求的刚性，同时行业发展特征将呈现由硬件升级过渡到系统和平台升级的 2.0 阶段，推荐**视源股份、三爱富**，关注**天喻信息**；职业教育则是当前政府大力扶持的方

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
传媒行业	3.01	-16.98	10.65
创业板指	5.85	-10.47	25.59

相关报告

- *广证恒生-传媒行业-2019 年度策略报告-估值低位精选个股，关注政策与业绩边际改善板块-20190107
- *广证恒生-传媒行业-2018 年年度策略报告-大浪淘沙，关注估值低位细分龙头率先突围-20171211
- *广证恒生-传媒行业-2017 年年度业绩回顾-成长分化持仓集中，坚守细分龙头成长-20180521
- *广证恒生-传媒行业-2017 年年度业绩前瞻-板块成长分化，推荐游戏、内容、营销内生稳定龙头-20180206
- *广证恒生-传媒行业-2017 年中期业绩前瞻-基于中报前瞻推荐游戏、精品内容和细分龙头-20170703
- *广证恒生-传媒行业-2017 年中期策略报告-估值低位虚席以待，细分龙头率先回暖-20170616



向，致力于解决社会人才供需矛盾和提高从业人员技能素质的社会使命，具备政策支持与社会需求的基础，推荐**中公教育、中教控股**。**选股主线②：与刚性优质赛道共舞——K12 培训**。K12 培训依然是教育培训中受众基础广泛、市场规模大、社会需求刚性、市场化程度高的赛道，经历了过去一年多的整顿与规范之后，龙头企业值得持续关注。关注**新东方、好未来**。**选股主线③：自下而上结合成长性确定与估值低位的个股**。关注**科斯伍德**以及**自建扩张成效明显的睿见教育**。

■ **风险提示**：政策监管进一步收紧、商誉减值压力、行业内生增长承压。



目录

目录	3
图表目录	4
1. 历史行情回顾	6
1.1 市场行情回顾：迈过 3 年“至暗时刻”，板块估值处低位	6
1.1.1 年初至今，传媒板块收益率弱于大盘	6
1.1.2 板块估值依然处历史低位，估值水平位居各行业上下游	6
1.1.3 市场龙头偏好持续，细分龙头相对获得超额收益	7
1.2 行业整体业绩依然承压，出版、新媒体增长稳健	8
1.3 2018 年传媒商誉减值率 26.13%，出版、有线与新媒体内生发展为主	9
2. 行业基本面梳理及变化	10
2.1 人均教育与文娱支出 Q1 增长 16.7%，近 3 季度增速边际改善显著	10
2.2 细分行业：出版稳健增长，广电新媒体爆发，手游有望恢复增长	11
2.2.1 出版发行行业：增速边际下滑维持正向增长，现金充裕与股息率业内居前	11
2.2.2 电影行业：H1 票房下滑 2.7%，观影人次增长 14%，量价背离趋势明显	11
2.2.3 广电新媒体：大屏媒体收入量价继续增长，以 IPTV 和 OTT 为代表的电视新媒体增长强劲	12
2.2.4 广告行业：重人力资本型特征愈加明显，头部效应与长尾效应并存	13
2.2.5 电视剧行业：政策强化监管，供给积压，板块依然面临压力	14
2.2.6 游戏行业：版号放开+“吃鸡”变现有望带动手游增长修复，龙头效应依然显著	14
2.3 关注政策导向，5G 商用迎接新一轮红利	16
2.3.1 政策监管重视内容与规范管理，媒体融合贯穿产业	16
2.3.2 5G 时代渐近，新一轮技术红利蓄势待发	17
2.4 小结：与政策效应共振，中长期迎接 5G 红利	18
3. 至上而下看好媒体融合，国有媒体企业迎成长机遇	19
3.1 国家意志，政策确定性最高的传媒细分领域	19
3.2 重点看好新媒体&出版成长机会	20
3.2.1 新媒体：看好 IPTV 高速增长机会+国有视频平台	20
3.2.2 出版发行：行业维持 10% 左右稳定增长，关注基本面扎实+边际改善+中信出版 IPO 带来板块估值催化	22
3.3 投资逻辑：抓政策红利主线，把握多维度融媒体领域国企成长机会	24
4. 教育：与政策共振，与刚性优质赛道共舞	24
4.1 行情回顾：教育板块大幅波动，标的估值整体下滑	24
4.2 细分板块：至上而下看好职业教育和教育信息化	27
4.3 投资逻辑：关注具备政策红利的职教&信息化，长期看好 K12 培训	28
5. 游戏：政策影响消化，静待 5G 催化板块成长	29
5.1 版号通道开启行业边际改善，审批趋严，精品游戏方为突破口	29
5.2 游戏规模增速放缓，行业集中度提升呈现结构性机会	29
5.3 5G 高速网络将为游戏行业带来新机遇，游戏大厂入局云游戏	31
5.4 投资逻辑：板块估值回调充分，关注二线龙头确定性价值	32
6. 风险提示	33



图表目录

图表 1.	年初至今传媒行业收益率弱于大盘.....	6
图表 2.	传媒行业历史 PE 估值情况.....	7
图表 3.	传媒行业历史 PB 估值情况.....	7
图表 4.	基金持仓传媒规模及重仓 TOP10 个股行业占比 (亿元、%)	7
图表 5.	2019Q1 基金重仓传媒 TOP10 个股历史持仓规模和占比 (亿元、%)	7
图表 6.	传媒行业单季度营收、毛利以及业务利润增速情况.....	8
图表 7.	出版、互联网服务、新媒体营收分季度增速.....	9
图表 8.	出版、互联网服务、新媒体业务利润分季度增速.....	9
图表 9.	有线、营销服务、游戏业务利润分季度增速.....	9
图表 10.	影视剧、院线和体育板块业务利润分季度增速.....	9
图表 11.	传媒行业商誉规模及减值情况 (亿元)	10
图表 12.	传媒细分行业商誉规模及占业务利润比 (亿元、%)	10
图表 13.	全国人均教育文化娱乐服务支出增速情况.....	10
图表 14.	出版印刷发行产业营收增速	11
图表 15.	出版印刷发行产业利润增速	11
图表 16.	主要出版发行企业账面现金类资产占市值比 (左轴) 以及近 2 年股息率 (% , 右轴)	11
图表 17.	电影票房增速与票价及观影人次增长 (2018 年 8 月以来观影人次同比疲态)	12
图表 18.	IPTV、OTT 以及网络视听付费用户	13
图表 19.	全国广播电视新媒体业务收入 (亿元)	13
图表 20.	网络视听付费用户、IPTV 与 OTT 用户 ARPU 值 (元/年)	13
图表 21.	广告行业经营情况 (万元、%)	14
图表 22.	电视剧制作情况与发行许可情况 (部数、%)	14
图表 23.	电视剧投资与销售额情况 (亿元、%)	14
图表 24.	游戏行业规模及增速情况 (亿元、%)	15
图表 25.	游戏行业规模及增速情况 (亿元、%)	15
图表 26.	手游市场规模及主要龙头企业占比 (亿元、%)	16
图表 27.	三大运营商资本开支规模、移动互联网接入流量增速及手游市场增长情况 (亿元、%) ...	17
图表 28.	移动互联网爆发带来各类移动应用用户规模的快速增长 (万人、%)	17
图表 29.	5G 应用的主要技术场景.....	17
图表 30.	媒体融合政策梳理	19
图表 31.	全国 IPTV&OTT 用户数量快速增长.....	20
图表 32.	全国 IPTV&OTT 数渗透率不足 40%	20
图表 33.	对标成熟省份, 广东省 IPTV 渗透率还有 30% 左右提升空间.....	21
图表 34.	新媒股份多个 OTT 产品活跃度排名靠前.....	21
图表 35.	国内主要长视频平台活跃度对比	22
图表 36.	国内主要长视频平台付费用户对比.....	22
图表 37.	国内主要长视频平台付费率对比	22
图表 38.	短视频使用时长正在积压长视频	22
图表 39.	图书零售渠道码洋增速情况	23
图表 40.	图书零售榜上市公司上榜情况	23
图表 41.	2019 年 Q1 各类型图书销售码洋变动情况.....	23
图表 42.	出版传媒上市公司业务利润单季同比数据.....	23
图表 43.	核心标的估值表	24
图表 44.	A 股教育二级市场行情表现: 年初至今板块涨跌幅中信一级分类排名第 4.....	25



图表 45.	教育行业 2019 年涨幅前 15 名标的.....	25
图表 46.	细分龙头标的估值享有溢价	26
图表 47.	2013-2018 教育行业对赌业绩承诺完成率	26
图表 48.	2013-2018 教育细分行业对率完成情况	26
图表 49.	2018 年教育行业对赌业绩未实现子行业分布.....	27
图表 50.	核心标的估值表	28
图表 51.	2018 年 12 月之后获版号游戏数量.....	29
图表 52.	部分大游戏厂商获版号游戏一览	29
图表 53.	中国游戏市场实际销售收入	30
图表 54.	中国游戏用户规模	30
图表 55.	营收进入全球前 25 的中国游戏公司排名情况 (2015-2018)	31
图表 56.	2015 年 IOS 畅销榜前 50 游戏厂商分布	31
图表 57.	2019 年 IOS 畅销榜前 50 游戏厂商分布	31
图表 58.	部分游戏用户流失原因占比	31
图表 59.	云游戏处理过程	32
图表 60.	核心标的估值表	33

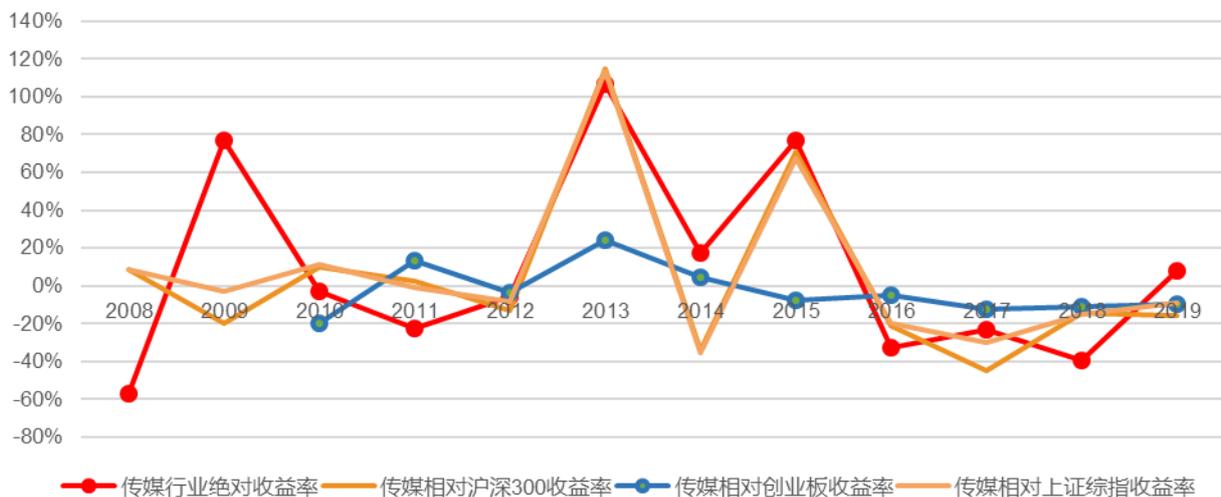
1. 历史行情回顾

1.1 市场行情回顾：迈过 3 年“至暗时刻”，板块估值处低位

1.1.1 年初至今，传媒板块收益率弱于大盘

迈过三年“至暗时刻”，年初至今板块相对收益率依然较弱：2008-2015 年传媒板块绝对收益率与相对上证综指的收益率有半数年份为正，期间除了 2012 年传媒行业绝对收益率与相对大盘收益率均为负外，每年在相对收益率与绝对收益率之间最少取其一。然而，2016-2018 年传媒行业板块市场表现急转急下，连续 3 年录得绝对收益率与相对收益率均为负，板块股性陷入“至暗时刻”。2019 年初以来至今（截止 6 月 20 日），传媒板块录得绝对收益率 7.77%，但是相对上证综指与创业板的收益率水平依然为负（分别为-9.22%和-9.77%）。

图表1. 年初至今传媒行业收益率弱于大盘

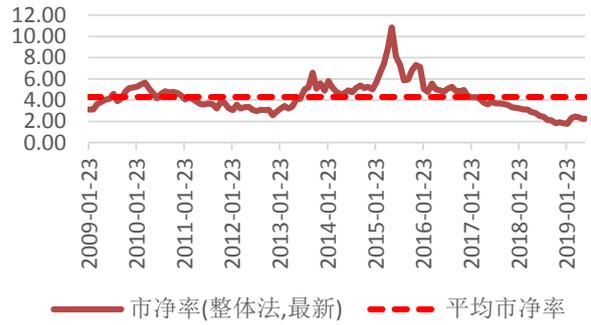


资料来源：WIND，广证恒生

1.1.2 板块估值依然处历史低位，估值水平位居各行业中上游

板块估值依然处于低位，估值水平横向比较位居各一级行业中上游：当前传媒板块整体动态估值（PE-TTM）约为 25.84 倍（剔除负值，近 10 年均值为 43.9 倍）；市净率水平为 2.25 倍（近 10 年均值为 4.28 倍）。板块估值年初以来有所回升，但整体依然处于近 10 年来的较低水平。横向比较来看，当前传媒板块 PE（整体法）水平位居 11/28（一级行业），PB（整体法）位居 10/28（一级行业）。

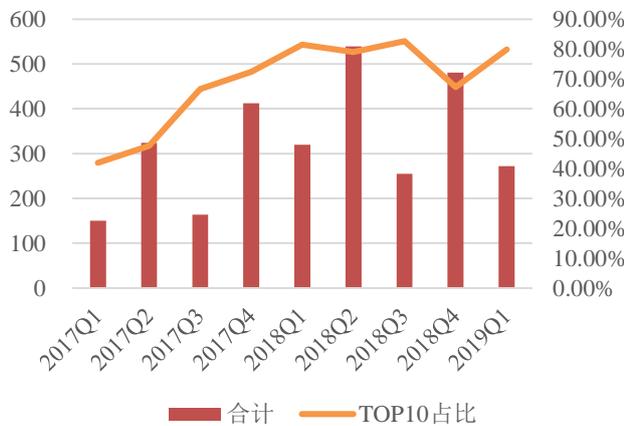
图表2. 传媒行业历史 PE 估值情况

图表3. 传媒行业历史 PB 估值情况


资料来源：WIND，广证恒生

1.1.3 市场龙头偏好持续，细分龙头相对获得超额收益

基金持仓偏好细分龙头，龙头个股相对跑赢所在细分行业。2019 基金重仓股披露来看，2019Q1 基金持仓传媒行业的市值 272 亿元，其中基金重仓的 SW 传媒 TOP10 个股占比 79.88%，依次为东方财富、芒果超媒、分众传媒、中公教育、完美世界、视源股份、视觉中国、上海钢联、吉比特、新经典。该 10 家公司自 2018Q1 以来合计基金持仓规模占行业比重也均保持在 66.9% 以上。2018 年持仓传媒细分行业龙头相对于细分板块以及传媒行业均录得显著超额收益。延续到 2019 年初至今，新媒体、教育以及互联网服务板块龙头企业相对于细分板块与传媒行业取得相对收益。

图表4. 基金持仓传媒规模及重仓 TOP10 个股行业占比 (亿元、%)

图表5. 2019Q1 基金重仓传媒 TOP10 个股历史持仓规模和占比 (亿元、%)


资料来源：Wind、广证恒生

资料来源：Wind、广证恒生

图表：传媒细分龙头表现与细分板块表现对比

细分板块	龙头 2018 涨跌幅	细分板块 2018 涨跌幅	龙头 2019 涨跌幅	龙头企业所在细分板块 2019 涨跌幅	龙头企业 2018 是否超过细分板块	龙头企业 2018 是否超过行业	龙头企业 2019 是否超过细分板块	龙头企业 2019 是否超过行业
院线	-21.05%	-36.98%	0.83%	5.36%	是	是	否	否
有线电视网络	-32.12%	-30.96%	19.74%	31.39%	否	是	否	是
游戏	-21.91%	-39.08%	-7.33%	8.18%	是	是	否	否



影视剧	-29.71%	-48.30%	-4.29%	3.95%	是	是	否	否
新媒体	14.63%	-3.83%	21.84%	9.23%	是	是	是	是
教育	20.77%	-28.20%	63.22%	24.52%	是	是	是	是
互联网服务	0.47%	-38.32%	88.00%	36.71%	是	是	是	是
出版发行	-14.23%	-23.58%	4.13%	13.39%	是	是	否	否
营销服务	-48.08%	-40.34%	16.81%	5.23%	否	否	是	是
传媒行业	-39.58%	-39.58%	11.47%	11.47%				

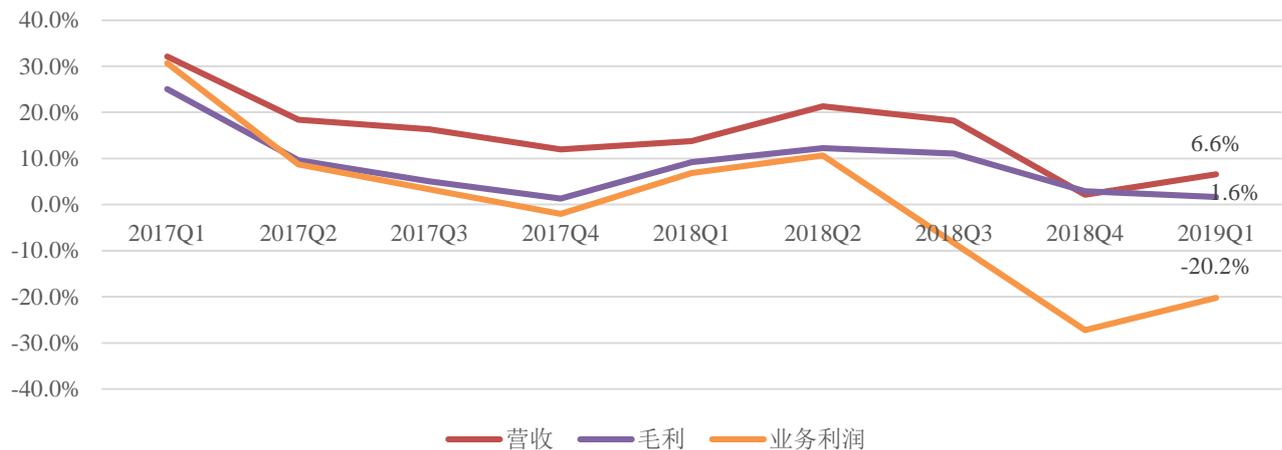
资料来源：WIND、广证恒生

备注：龙头企业取各细分领域市值规模前三的企业。

1.2 行业整体业绩依然承压，出版、新媒体增长稳健

成长性边际改善，盈利水平依然弱势：从行业单季度表现情况来看，2019Q1 数据呈现边际改善特征，营收增长 6.6%，毛利规模增长 1.6%，显示行业毛利率水平依然处于下降态势，业务利润规模增速为-20.2%，显示板块整体经营性业务盈利水平依然较弱，且自 2018Q3 以来连续 3 个季度增速为负。目前，板块业务增长虽然边际有所改善，但增速水平依然处于弱势，尤其是业务利润指标连续 3 个季度负增长显示业绩压力与盈利水平依然有挑战。

图表 6. 传媒行业单季度营收、毛利以及业务利润增速情况

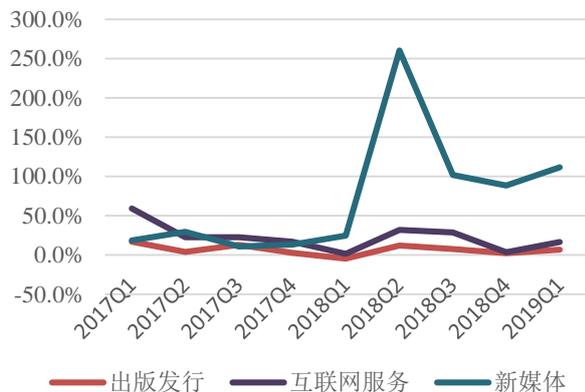


资料来源：WIND，广证恒生

备注：业务利润=营业收入-营业成本-税金附加-期间费用，用以衡量公司经营活动盈利情况。

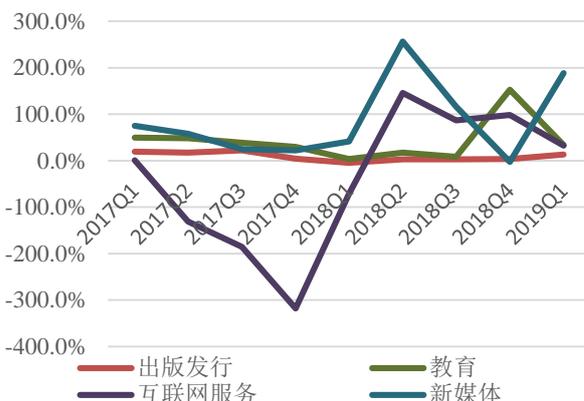
分板块来看，出版发行、新媒体板块增长稳健可观，其余细分板块依然相对弱势：相较于传媒板块整体成长性弱势，出版发行、新媒体等细分领域成长性稳健可观。近 3 个季度，出版发行行业的业务利润增速分别为：2.9%、3.9%、13.4%；新媒体板块近 3 个季度业务利润增速为 116.2%、-2.7%、188.1%（2018Q4 由于中文在线计提商誉减值 12.54 亿元）。互联网服务板块近 3 个季度业务利润的增速分别为 86.8%、98.4% 和 32.4%，但主要源于板块 2017 年度极度弱势导致基数较低，2018Q3 和 2018Q4 的板块业务利润规模依然是亏损；有线电视、影视剧、营销服务、游戏、院线板块的业务利润连续 3 个季度负向增长，2019Q1 业务利润增速分别为：-22.4%、-78%、-39.5%、-30.5%、-18.1%。

图表7. 出版、互联网服务、新媒体营收分季度增速



资料来源: Wind、广证恒生

图表8. 出版、互联网服务、新媒体业务利润分季度增速



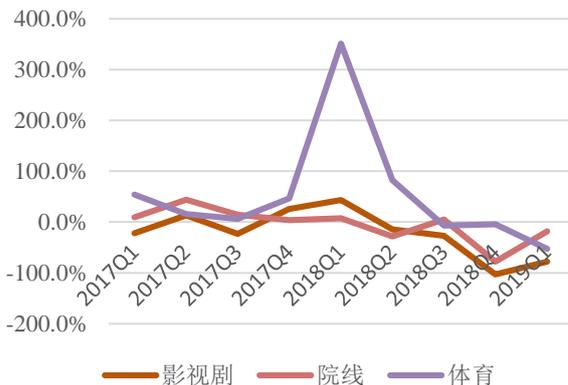
资料来源: Wind、广证恒生

图表9. 有线、营销服务、游戏业务利润分季度增速



资料来源: Wind、广证恒生

图表10. 影视剧、院线和体育板块业务利润分季度增速



资料来源: Wind、广证恒生

1.3 2018 年传媒商誉减值率 26.13%，出版、有线与新媒体内生发展为主

集中减持后板块商誉风险有所释放，出版、有线与新媒体内生发展特征明显：2014 年以来传媒行业进入连续 3 年的并购重组周期，板块商誉规模到 2017 年达到 1717.89 亿元，到 2018Q4 随着板块集中做商誉减值，2018 年板块合计计提商誉减值规模达到 481 亿元，截止 2018 年底板块商誉规模下滑到 1362.8 亿元，依然占当年板块业务利润规模的 2.95 倍。从细分板块来看，游戏、营销服务与院线板块商誉规模位居板块细分领域的前三，而商誉规模占细分板块业务利润比重前三的细分板块包括影视剧、体育板块以及游戏版块，商誉规模占细分板块业务利润的比重均在 3 倍以上。商誉规模较小且商誉占业务利润比重较低的板块包括出版发行、有线电视以及新媒体市场，商誉占业务利润比重分别为 34%、43% 以及 76%。

图表11. 传媒行业商誉规模及减值情况 (亿元)



资料来源: Wind、广证恒生

图表12. 传媒细分行业商誉规模及占业务利润比 (亿元、%)



资料来源: Wind、广证恒生

2. 行业基本面梳理及变化

2.1 人均教育与文娱支出 Q1 增长 16.7%，近 3 季度增速边际改善显著

教育与文化娱乐支出增长依然可观，近三季度人均教育与文娱支出增速改善明显：2019Q1 全国人均教育与文化娱乐支出为 706 元，同比增长 16.7%，近三个季度增速分别为 1.2%、6.7%、16.7%，显示全国人均教育与文化娱乐支出增速明显改善。我们认为，居民教育与文娱支出的整体稳健增长，为教育与文化娱乐的消费奠定了用户与需求基础。

图表13. 全国人均教育文化娱乐服务支出增速情况

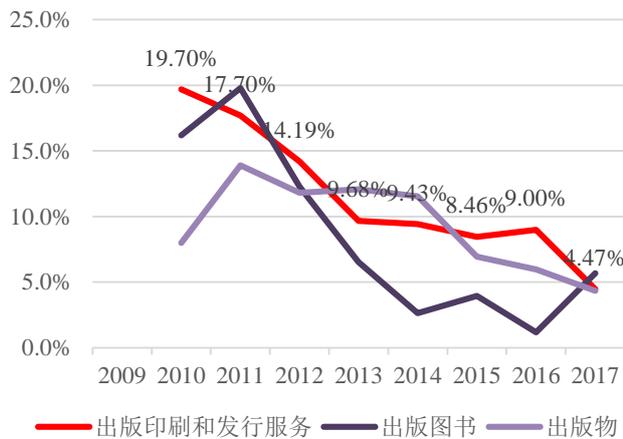


资料来源: WIND, 广证恒生

2.2 细分行业：出版稳健增长，广电新媒体爆发，手游有望恢复增长

2.2.1 出版发行行业：增速边际下滑维持正向增长，现金充裕与股息率业内居前

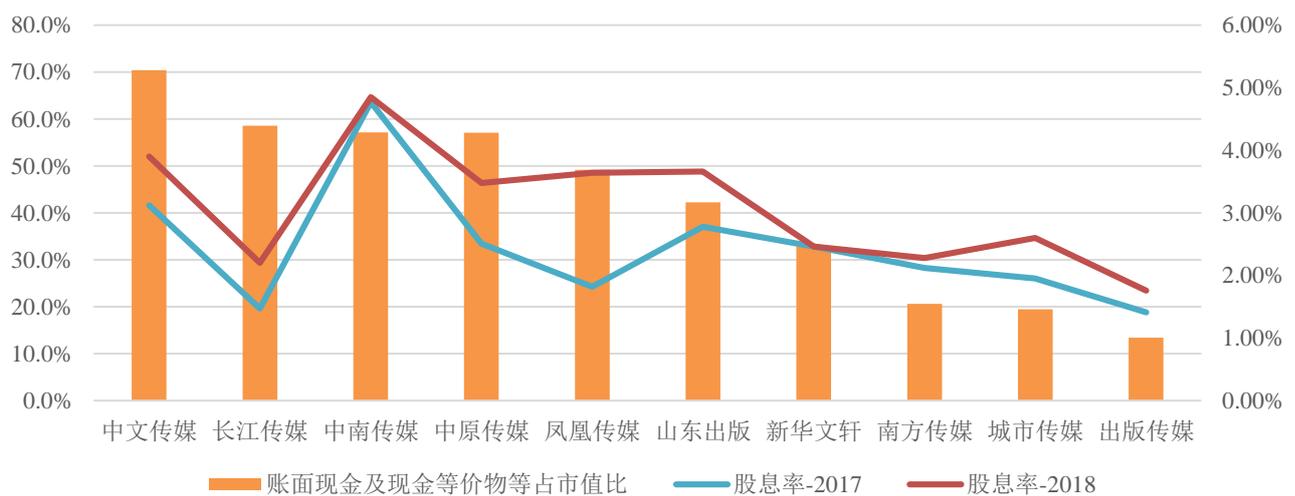
出版行业：行业增长边际下滑，营收与利润增速维持正向，现金充裕与股息率靠前特征显著。2010 年以来，出版印刷与发行行业的营收增长从 18% 下滑到 2017 年的 4.47%，利润总额增速从 20.4% 下滑到 2017 年的 2.7%。尽管板块整体营收与利润额的增速边际下滑明显，但整体依然维持正向增长。从板块内上市公司情况来看，出版发行企业普遍现金类资产充裕（货币资金、交易性金融资产以及其他流动资产金额），有 6 家出版传媒企业的现金类资产占市值比重在 40% 以上。分红效应方面，2018 年分红对应股息率超过 25% 的 17 个传媒个股中，有 11 家为出版发行类国有企业。

图表14. 出版印刷发行产业营收增速


资料来源：Wind、广证恒生

图表15. 出版印刷发行产业利润增速


资料来源：Wind、广证恒生

图表16. 主要出版发行企业账面现金类资产占市值比（左轴）以及近 2 年股息率（%，右轴）


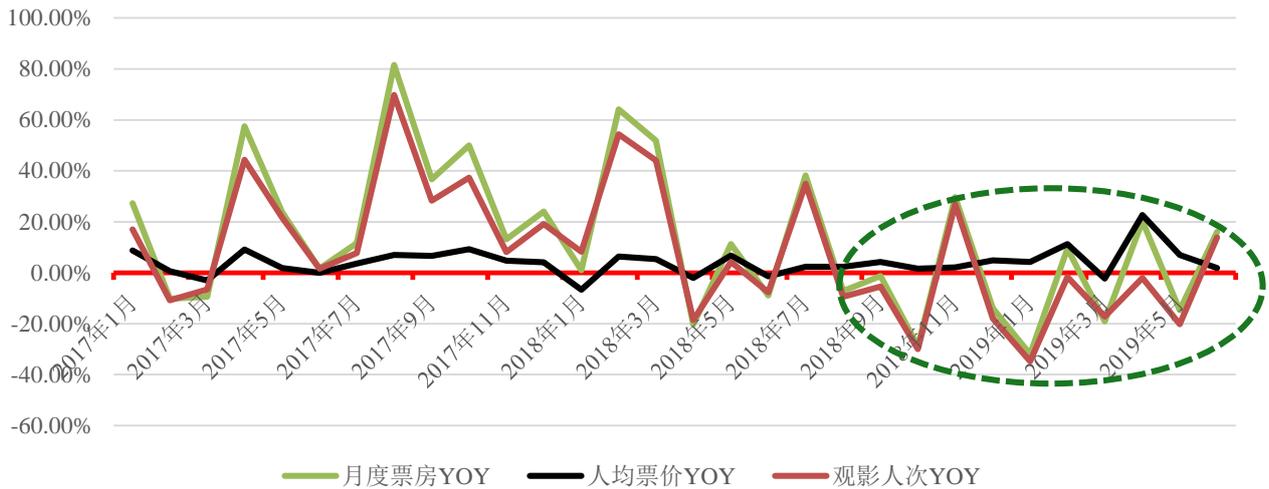
资料来源：WIND，广证恒生

2.2.2 电影行业：H1 票房下滑 2.7%，观影人次增长 14%，量价背离趋势明显

2019H1 电影票房累计下滑 2.7%，量价趋势背离，6 月观影人次显著增长：2019 年上半年全国整体票房（含服务费）在 311.6 亿元，较 2018 年同期规模下降 2.73%。2019H1 平均票价约为 38.59 元，较 2018

年同期的 35.57 元增长 8.5%，2019H1 的累计观影人次达到 8.08 亿人次，较 2018 年同期的 9 亿人次下降达 10%。从分月数据来看，自 2018 年以来基本每月的人均票价均保持同比攀升的态势，而观影人次则从 2018 年 8 月以来基本保持同比均下滑的态势，电影票房市场的量价数据呈现显著的背离趋势，显示观影需求并不强劲。值得关注的是今年 6 月份数据开始呈现积极变化，6 月单月票房同比增长 16%，主要得益于观影人次首次扭转了自去年 12 月以来的跌势，增长了 13.94%，票价同比增长 1.8%，近 3 个月以来电影票价的增长明显乏力且呈现增速边际下降特征。整体来看，票价与观影人次至今的趋势背离特征明显，我们认为当前电影观影需求整体趋缓，票价增长的动力较弱，依然需要观察观影人次的稳定回升，以及电影内容质量的提升。

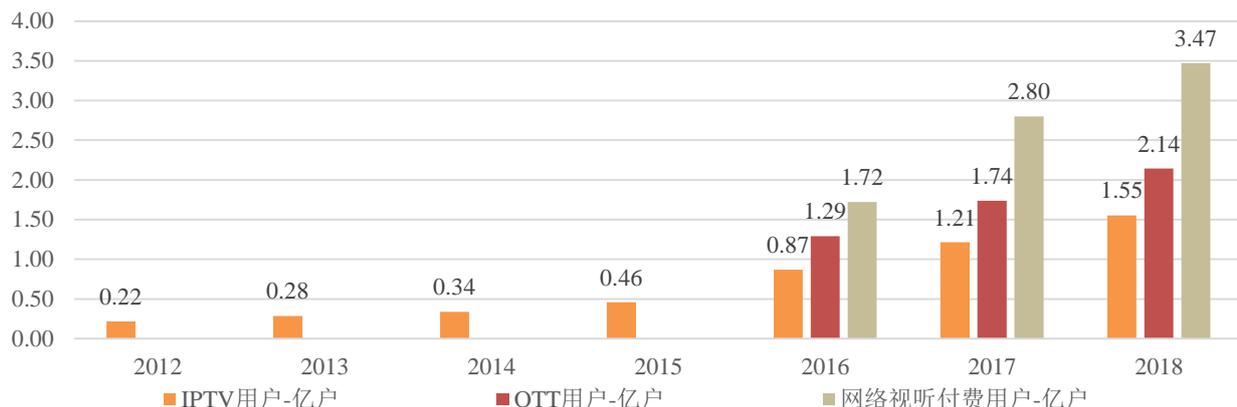
图表17. 电影票房增速与票价及观影人次增长（2018 年 8 月以来观影人次同比疲态）



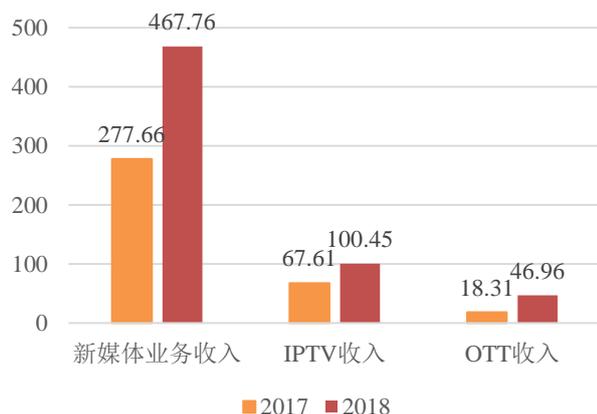
资料来源：Wind、广证恒生

2.2.3 广电新媒体：大屏媒体收入量价继续增长，以 IPTV 和 OTT 为代表的电视新媒体增长强劲

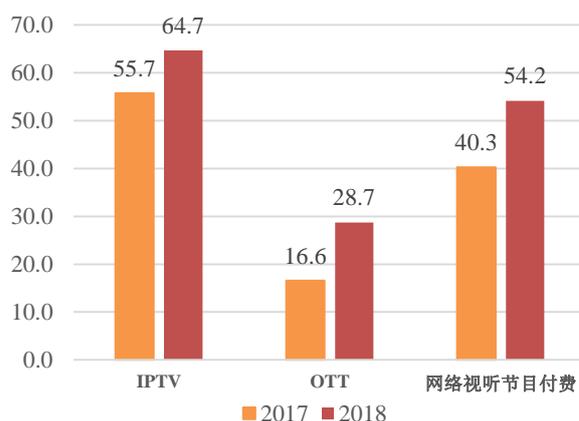
电视媒体结构性变化特征明显，大屏媒体收入量价继续增长，以 IPTV 和 OTT 为代表的电视新媒体增长强劲：2018 年全国电视传播通路情况来看，有线数字电视的市场份额约 51.6%，IPTV 约占 23.2%，OTT 约占 10.8%，卫星数字电视占比下降到 10.7%。随着光纤宽带用户的推广，带动 IPTV 与 OTT 分别成为第二和第三大电视传输通路。2018 年 IPTV 用户达到 1.55 亿 (+28.08%)，OTT 激活用户数达到 2.14 亿 (+23.4%)，IPTV 与 OTT 的单用户的 ARPU 贡献也分别达到 64.7 元 (+16%) 和 28.7 元 (+73.1%)，量价齐升背景下 IPTV 与 OTT 业务收入分别达到 100.45 亿元 (+48.6%) 和 47 亿元 (+156.5%)。我们认为，一方面，IPTV 与 OTT 的用户渗透依然具有空间，当前家庭宽带入户数约为 2.76 亿户，IPTV 用户数仅占 56% 左右，OTT 激活用户数占 77.6%，宽带用户转化依然具有较大空间，尤其是随着未来 5G 商用的推广，宽带与光纤入户数将进一步增长，也将带动 IPTV 和 OTT 用户的进一步增长；另一方面，网络视频媒体付费用户数与 ARPU 值的持续快速增长（网络视听节目付费用户从 2017 年的 2.8 亿人增长到 2018 年的 3.47 亿，增长 24%；付费用户的 ARPU 值从 40.3 元增长到 54.2 元/年，增幅 35%），为 IPTV 与 OTT 等大屏媒体的业务转好带来量化的用户付费习惯基础，当前 IPTV 与 OTT 用户的 ARPU 值依然不高，未来随着内容进一步丰富以及付费习惯的持续养成，用户 ARPU 值有望进一步增长。

图表18. IPTV、OTT 以及网络视听付费用户


资料来源：Wind、广证恒生

图表19. 全国广播电视新媒体业务收入 (亿元)


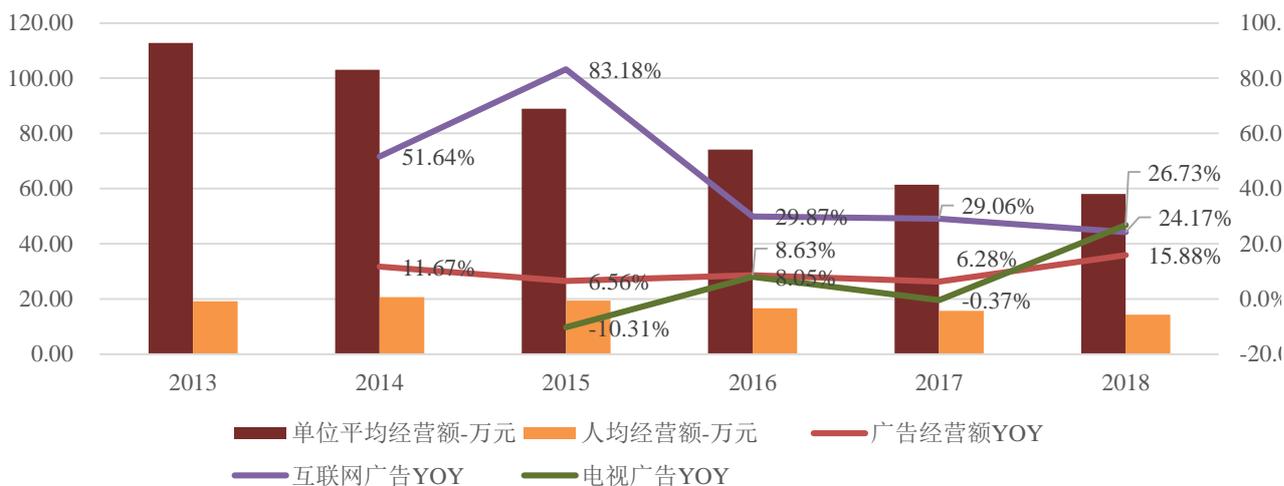
资料来源：Wind、广证恒生

图表20. 网络视听付费用户、IPTV 与 OTT 用户 ARPU 值 (元/年)


资料来源：Wind、广证恒生

2.2.4 广告行业：重人力资本型特征愈加明显，头部效应与长尾效应并存

广告行业：行业规模增长但竞争环境恶化，重人力资本型特征愈加明显，头部效应与长尾效应并存。截止到 2018 年全国广告经营额达到 7991 亿元，同比增长 15.9%，创下 6 年来最高增速，主要得益于电视广告增长 26.73% 与网络广告增长 24.17%。电视广告 2018 年的逆势增长，得益于品牌广告的回归以及电视媒体内容营销等的深化。然而，虽然 2018 年广告经营额取得快速增长，但是从业人员人均经营额 2018 年为 14.32 万元，经营单位平均经营额为 58.08 万元，自 2013、2014 年以来持续维持下降趋势，显示广告行业竞争愈加激烈，且越来越走向重人力资本型。此外，随着互联网流量红利接近尾声，互联网广告市场竞争也愈加激烈，2018 年 BAT 的互联网广告经营份额下降 2% 回落到 69%，而经营额前十的互联网企业市场份额从 91% 增长到 93%。我们认为，广告行业竞争的加剧，除了优势媒体资源外，诸多广告服务型企业面临更加强化的竞争环境，议价能力较难提高，使得诸多营销服务企业依然面临高额营收占款的局面，资金压力与坏账风险依然值得关注。

图表21. 广告行业经营情况 (万元、%)


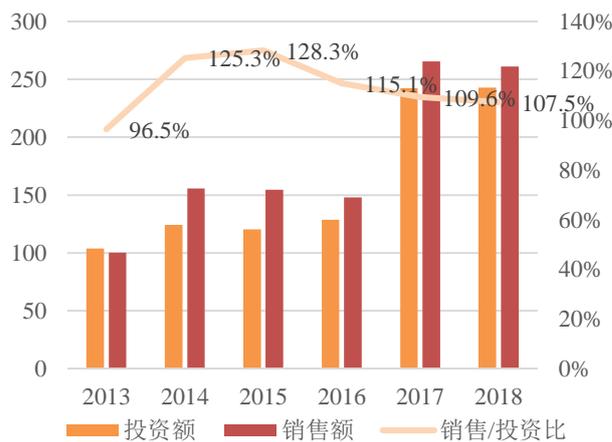
资料来源: WIND, 广证恒生

2.2.5 电视剧行业: 政策强化监管, 供给积压, 板块依然面临压力

电视剧行业: 政策强化监管, 供给积压, 板块依然面临压力。2018年是政府监管部门大力整顿电视剧行业乱象的一年, 针对“天价片酬”“偷逃税”“收视率造假”等乱象予以严厉打击, 影视剧行业经历了深刻的整顿和调整。2018年备案公示电视剧作品1163部, 获得发行许可323部, 占比27.8%, 当年电视剧投资260亿元左右, 但销售额由2017年的265亿元下降到2018年的260亿元左右, 销售额占投资额的比重下降到107.5%。进入到2019年上半年, 剧集上新数量显著压缩, 由2018H1的227部下降到2019H1的166部。在上游投资紧缩, 在项目减产、库存加剧的情况下, “限酬令”、“限古令”等政策整治加强, 影视市场依然面临调整, 电视剧制作企业面临占款周期延长, 融资压力加大、供给竞争强化导致价格下调等压力。

图表22. 电视剧制作情况与发行许可情况(部数、%)


资料来源: Wind, 广证恒生

图表23. 电视剧投资与销售额情况(亿元、%)


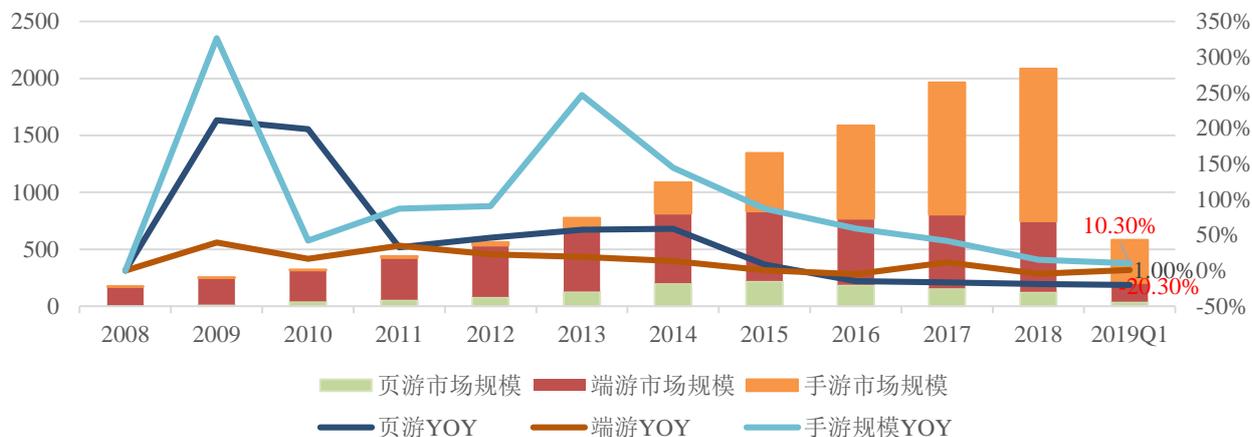
资料来源: Wind, 广证恒生

2.2.6 游戏行业: 版号放开+“吃鸡”变现有望带动手游增长修复, 龙头效应依然显著

游戏行业: 版号放开+“吃鸡”变现有望带动手游增长修复, 行业龙头效应依然显著。2018年手游市场规模近1440亿元, 增长15.4%, 端游市场规模达到620亿元, 下滑4.53%, 页游市场126.5亿元, 下滑

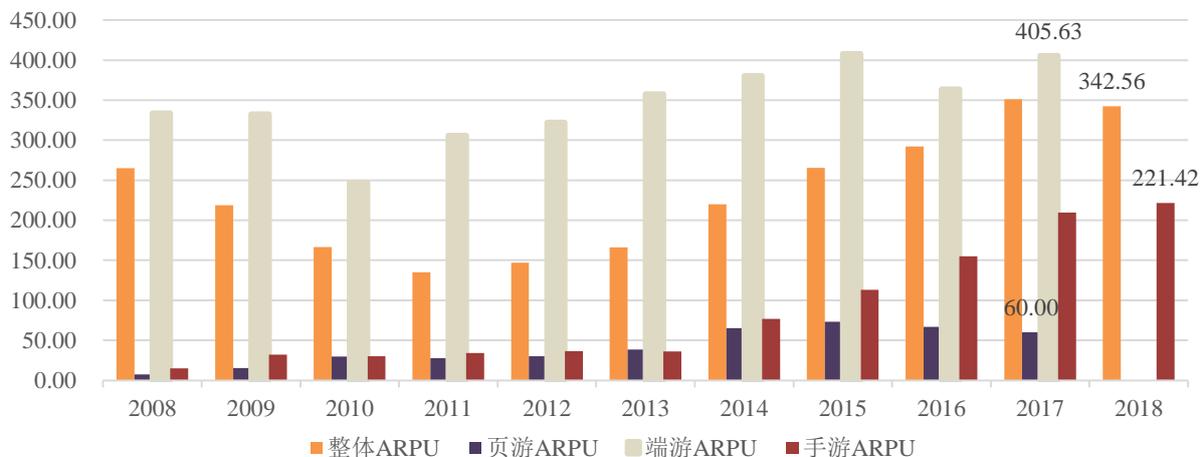
18.9%，页游市场维持自 2016 年以来的持续下滑且跌幅扩大。2018 年底游戏版号的恢复，使得行业受限版号影响逐步缓解，但其影响在 2019Q1 依然明显：2019Q1 手游增速约 10%，端游增速 1%，页游继续下滑 20% 左右。整体来看手游增长依然较为可观，用户数量与 ARPU 值在 2018 年依然分别保持 9.21% 和 5.64% 增幅。预期随着版号恢复以及和平精英 5 月开始变现，有望带动手游市场继续维持较高增长。

图表24. 游戏行业规模及增速情况 (亿元、%)

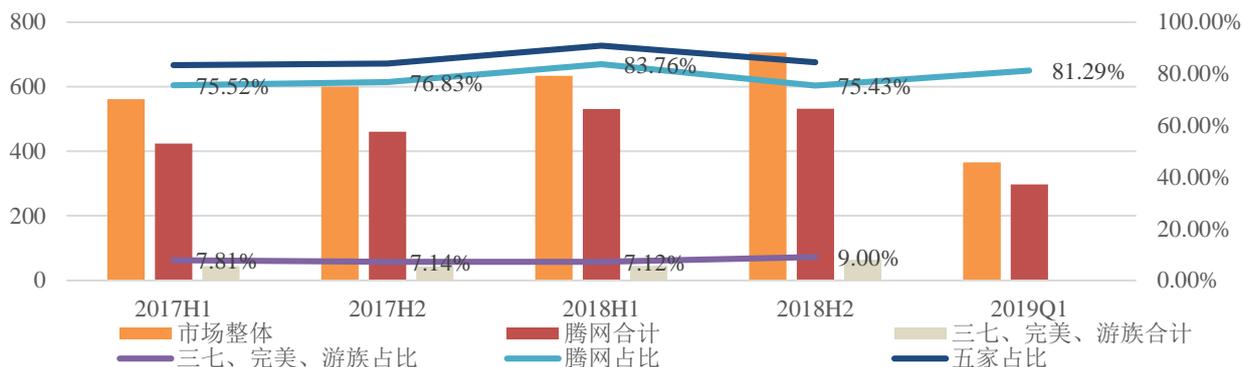


资料来源：IDC & GPC、WIND，广证恒生

图表25. 游戏行业规模及增速情况 (亿元、%)



资料来源：IDC & GPC、WIND，广证恒生

图表26. 手游市场规模及主要龙头企业占比 (亿元、%)


资料来源：IDC & GPC、WIND，广证恒生

2.3 关注政策导向，5G 商用迎接新一轮红利

2.3.1 政策监管重视内容与规范管理，媒体融合贯穿产业

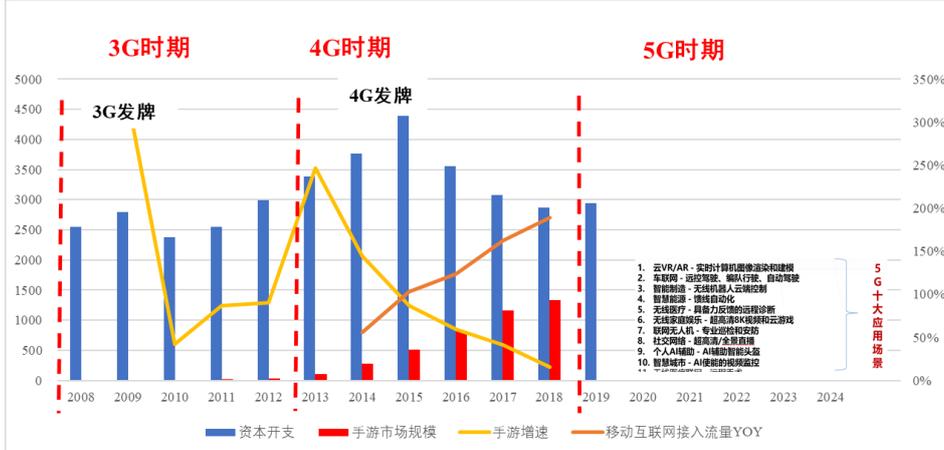
媒体融合趋势下出版与广电等媒体将积极拥抱互联网，传统媒体与新媒体加速融合，媒体审核与规范性将进一步增强：党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央作出推动传统媒体和新兴媒体融合发展的战略部署。2014年，中央深改组会议审议通过《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，2019年1月25日习近平总书记在中共中央政治局就全媒体时代和媒体融合发展举行第十二次集体学习会上强调：“推动媒体融合发展、建设全媒体成为我们面临的一项紧迫课题。要运用信息革命成果，推动媒体融合向纵深发展，做大做强主流舆论，巩固全党全国人民团结奋斗的共同思想基础，为实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦提供强大精神力量和舆论支持。”我们认为，强化媒体融合，打造全媒体的进程中，国有文化传媒企业将发挥更加重要的引领和变革作用，出版媒体与广电媒体等传统型媒体也将积极利用信息技术手段，强化向新媒体领域的拓展与布局，占领主流舆论阵地。同时随着媒体融合的推进与全媒体的打造，政府主管部门对于线上信息内容的审核与规范也将继续推进，部分领域将告别野蛮生长，走向规范成长。

政策支持超高清视频产业发展，广电授予5G牌照有望加快广电整合与业务转型：工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台于3月印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，致力于达成“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。超高清视频内容资源极大丰富，网络承载能力显著提高，制播、传输和监管系统建设协同推进，产业发展支撑体系基本健全，形成技术、产品、服务和应用协调发展的良好格局”的发展目标。要求到2020年实现“中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办4K频道，不少于5个省市的有线电视网络和IPTV平台开展4K直播频道传输业务和点播业务，实现超高清节目制作能力超过1万小时/年；4K超高清视频用户数达1亿；在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的应用示范”；到2022年实现“4K频道供给能力大幅提升，有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善，实现超高清节目制作能力超过3万小时/年，开展北京冬奥会赛事节目8K制播试验；超高清视频用户数达到2亿；在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用”。此外，随着中国广电被授予5G牌照成为我国第四大电信运营商，意味着全国广电资产整合有望加快，同时也为广电资产业务转型带来新动能。我们认为政策支持超高清视频产业发展以及授予广电5G牌照，有利于推动广电新媒体服务商发展以及有线电视服务商转型。

2.3.2 5G 时代渐近，新一轮技术红利蓄势待发

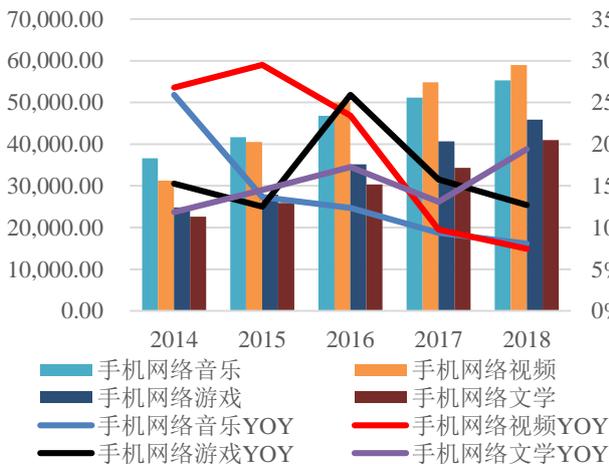
4G 到 5G，带动传媒娱乐行业规模扩容，AR/VR、超高清视频、云游戏等行业蓄势待发。2013-2018 年是中国通信网络的 4G 时代，2014-2015 年陆续发放 4G 牌照带来了移动互联网接入流量的爆发，移动互联网接入流量从 2013 年的 13.21 亿 G 增长到 2018 年的 711 亿 G，扩容 54 倍，与此相对应的是移动互联网产业的大爆发，其中典型的包括手游产业的快速崛起以及网络视频行业的高速增长。2012 年中国手游市场规模依然只有 32 亿元左右，到 2018 年中国手游的规模已经增长 40 倍达到 1340 亿元，手游用户数从 2012 年的 0.89 亿增长到 2018 年的 6.05 亿；而手机网络视频的用户数也从 2013 年的 3.1 亿增长到 2018 年的近 6 亿。按照政府的部署，我国将在 2020 年实现 5G 商用，将逐步迈入 5G 时代，带动传输效率与网络体验迎来 10 倍级的增长，有望带动社交娱乐产业的快速增长。根据 ABI 研究表明，5G 的十大核心运用场景主要包括云 AR/VR、车联网、智能制造、智慧能源、无线医疗、无线家庭娱乐、联网无人机、社交网络、个人 AI 辅助以及智慧城市等。我们认为，5G 应用场景的拓展，将带来文化传媒领域的 AR/VR、超高清 8K 视频以及云游戏产业的快速发展，对广电新媒体、云游戏服务厂商等带来实质利好。

图表27. 三大运营商资本开支规模、移动互联网接入流量增速及手游市场增长情况 (亿元、%)



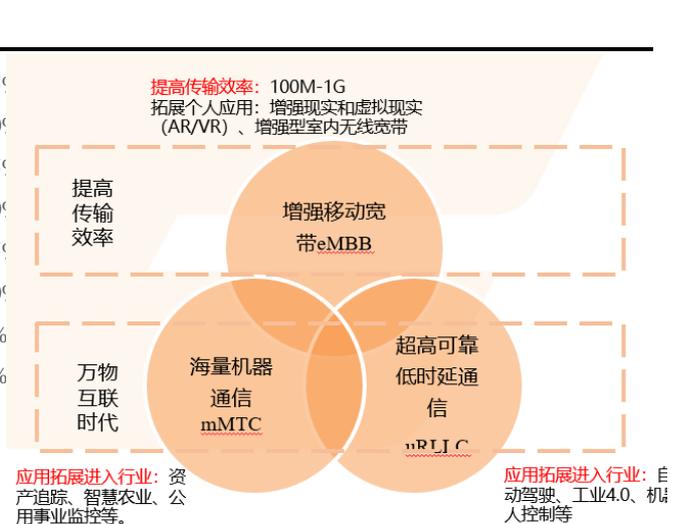
资料来源：《5G 时代十大应用场景白皮书》、WIND，广证恒生

图表28. 移动互联网爆发带来各类移动应用用户规模的快速增长 (万人、%)



资料来源：WIND，广证恒生

图表29. 5G 应用的主要技术场景



资料来源：WIND，广证恒生



2.4 小结：与政策效应共振，中长期迎接 5G 红利

教育与文娱需求稳健，技术红利尚在路上，细分行业以及企业之间的博弈效应加强，精选细分赛道与个股。文化传媒行业的发展受需求增长与科技红利共同推动，居民教育与文娱支出稳定增长确保了教育与文娱需求的循序渐进发展，而技术水平的升级则可能将重新分配居民教育、文娱支出的去向，实现产业链的重新整合，上一轮文化传媒行业的快速增长得益于居民消费需求崛起与技术红利的共振效应，一方面受益于居民文化消费需求的快速发展，使得付费消费意愿大幅提升（如电影票房的高速增长以及头部影片不断刷新单片记录），另一方面移动互联网的流量红利也带动了产业链竞争格局的重新划分（手游代替页游崛起；互联网营销代替传统广告的崛起；网络视频代替传统电视的崛起；数字阅读与线上图书销售带动线下图书的崛起等等）。我们认为，当前居民人均教育与文化娱乐支出的持续稳定增长与边际改善，奠定了教育与文化娱乐消费产业发展的坚实基础，而流量红利与网民红利接近尾声，将使得行业内部与企业之间的此消彼长效应更加明显。短期依然静待行业基本面好转，精选细分板块与个股，中长期迎接 5G 技术红利，文化传媒行业有望迎来扩容和新一轮增长。

迈过行业“至暗时刻”，短期与政策共振自上而下精选赛道与个股，关注快速增长的大屏新媒体、边际改善的游戏龙头与稳健发展的出版板块，中长期迎接和关注 5G 红利。传媒行业 2016 年以来历经曲折走过“至暗时刻”，当前估值水平处于历史低位，但板块整体基本面依然偏弱：2018 年行业业绩大洗澡（商誉集中减值之后，2019Q1 营收增长略有好转（+6.6%），但毛利规模增速依然边际下滑（+1.6%），业务利润水平依然下滑 20.2%，显示板块盈利水平依然有待改善。结合行业发展态势与政策导向自上而下来看，出版发行板块稳健增长且现金充裕、分红效应明显且当前估值不高；广电新媒体板块中短期受益于 IPTV、OTT 量价齐升迎来确定性可观增长，随着 5G 时代渐进，政策支持超高清视频产业发展，为广电新媒体带来技术红利与丰富内容资源，有望带动 OTT 业务中长期的快速增长。从政策导向来看，我们认为媒体融合作为中央意志，有望加快推动出版、广电等传统媒体与新媒体的融合发展，而游戏版号的放开以及“吃鸡”游戏的陆续变现，预期手游市场将逐步修复增速，龙头格局相对具有优势地位。内容审核与政策规范依然是政策监管的常态，电视剧行业在消化供给积压与价格下降趋势下短期依然面临挑战压力，电影行业量价背离趋势下显示短期需求依然偏弱。中长期来看，5G 运用场景将带动 AR/VR、超高清视频与云游戏板块的发展，有望成为文化传媒与娱乐行业新一轮增长引擎。

政策效应依然是主旋律，与政策共振，与刚性优质赛道共舞，中短期精选低估值个股。政策监管依然是影响板块成长逻辑与资本市场反映的主旋律，我们认为依然需要与政策效应共振精选细分赛道与个股。**选股主线①：与政策共振，关注教育信息化与职业教育板块：**当前政策确定性强的方向即是教育信息化升级与强化职业教育发展，中央和地方教育信息化专门配套资金供给奠定了需求的刚性，同时行业发展特征将呈现由硬件升级过渡到系统和平台升级的 2.0 阶段；职业教育则是当前政府大力扶持的方向，致力于解决社会人才供需矛盾和提高从业人员技能素质的使命，具备政策支持与社会需求的基础。**选股主线②：与刚性优质赛道共舞——K12 培训。**K12 培训依然是教育培训中受众基础广泛、市场规模大、社会需求刚性、市场化程度高的赛道，经历了过去一年的政府整顿与规范之后，龙头企业值得持续关注。**选股主线③：自下而上结合成长性确定与估值低位的个股。**

3. 至上而下看好媒体融合，国有媒体企业迎成长机遇

遇

3.1 国家意志，政策确定性最高的传媒细分领域

紧抓政策确定性受益领域：我们通过梳理融媒体相关政策文件材料发现，早在 2013 年官媒首次谈及媒体融合，要求聚合多元信息，向受众提供最现场化、最易理解、最易获取的新媒体化产品；随后逐渐把媒体融合提升至国家战略层面，并对媒体融合提出包括内容为本、重视互联网层面融合、三网融合、重视移动渠道、重视县级渠道等细化的政策布局；在 2019 年 1 月习主席在政治局会议上的讲话把媒体融合布局推向高潮，明确提出要运用新技术、新模式，打造具有强大竞争力的主流媒体，做大做强主流舆论，同时明确提出移动端的重要性。

我们认为：媒体融合是当下传媒领域政策确定性最高的领域，紧抓广电、出版、新媒体等国有龙头企业投资主线，有望获得充足政策面安全垫支撑。

图表30. 媒体融合政策梳理

时间	政策来源	主要内容
2013 年	人民日报发文：媒介融合之后	官媒首谈媒体融合： 传统媒体向新媒体转型，不仅是把报纸的内容搬到网络、平板电脑和手机上，而是应聚合多种信息元素、综合传统媒体的内容生产与新媒介技术的平台搭建，向受众提供最现场化、最易理解、最易获取的新媒体化产品
2013 年	全国宣传思想工作会议	掌握舆论战场主动权，不能被边缘化，必须正视这个事实，加大力量投入，尽快掌握这个舆论战场上的主动权，解决好“本领恐慌”问题，真正成为运用现代媒体新手段新方法的行家里手。
2014 年 8 月	中央深化改革领导小组会议通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	媒体融合首次提升至国家战略层面： 将推动传统媒体与新兴媒体融合发展上升到国家战略任务的层面，开启了我国媒介融合的序幕
2014 年 8 月	习近平在中央深化改革领导小组会议发表重要讲话	媒体融合内容为本： 明确提出以“先进技术为支撑、内容建设为根本”，推动传统媒体和新兴媒体深度融合的发展思路
2015 年 3 月	两会期间，李克强在政府工作报告中提出制定“互联网+”计划	重视互联网层面的融合： 从顶层设计层面敦促传统媒体充分融入互联网时代的浪潮之中
2015 年 9 月	国务院出台《三网融合推广方案》	要求总结推广试点经验，将广电、电信业务双向进入扩大到全国范围并实质性展开工作
2016 年 7 月	国家新闻出版广电总局《关于进一步加快广播电视媒体与新兴媒体融合发展的意见》	提出力争两年内，广播电视媒体与新兴媒体融合发展在局部区域取得突破性进展，形成几种基本模式的总体目标
2017 年 1 月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》	进一步重视移动渠道媒体： 大力推动传统媒体与移动新媒体深度融合发展,加快布局移动互联网阵地建设
2018 年 8 月 1 日	全国宣传思想工作会议	扎实抓好 县级融媒体中心建设 要把握正确舆论导向，提高新闻舆论传播力、引导力、影响力、公信力，巩固壮大主流思想舆论

		论。要加强传播手段和话语方式创新，让党的创新理论“飞入寻常百姓家”。要扎实抓好县级融媒体中心建设，更好引导群众、服务群众。
2018 年 12 月	国务院办公厅《关于推进政务新媒体健康有序发展的意见》	按照前台多样、后台联通的要求，推动各类政务新媒体互联互通、整体发声、协同联动，推进政务新媒体与政府网站等融合发展，实现数据同源、服务同根，方便企业和群众使用
2019 年 1 月	习近平总书记在中共中央政治局第十二次集体学习时的重要讲话	媒体融合推动至高潮： · 推动媒体融合向纵深发展，做大做强主流舆论。提出主流媒体要大胆运用新技术、新机制、新模式，加快融合发展脚步；通过技术支撑和内容建设，打造一批具有强大竞争力的新型主流媒体，从而掌握舆论场主动权和主导权。 · 要坚持移动优先策略，让主流媒体借助移动传播，牢牢占据舆论引导、思想引领、文化传承、服务人民的传播制高点。

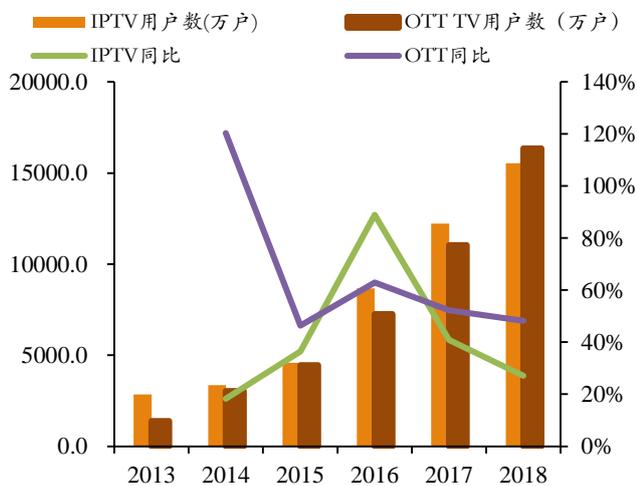
资料来源：公开资料整理、广证恒生

3.2 重点看好新媒体&出版成长机会

3.2.1 新媒体：看好 IPTV 高速成长机会+国有视频平台

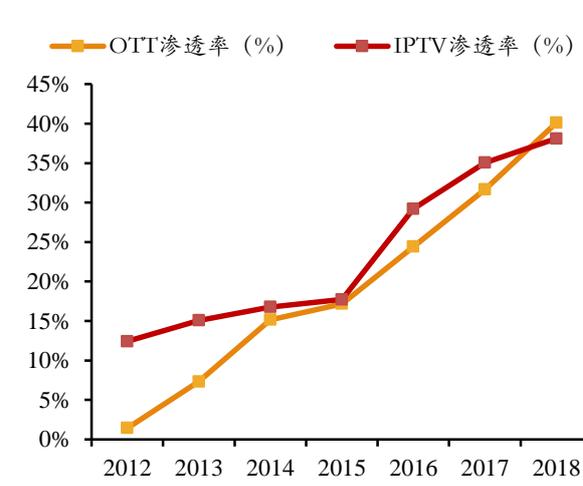
全国 IPTV 以及 OTT 用户数处于快速渗透期。2018 年全国拥有 IPTV 和 OTT 用户数分别为 1.5 亿和 1.6 亿户，同比增长分别为 27%和 48%；目前全国 IPTV 和 OTT 用户渗透率均在 40%左右，后续仍有较大的提升空间，短期关注用户数量的快速提升，长期关注用户 ARPU 值提升推动行业持续成长。

图表31. 全国 IPTV&OTT 用户数量快速增长



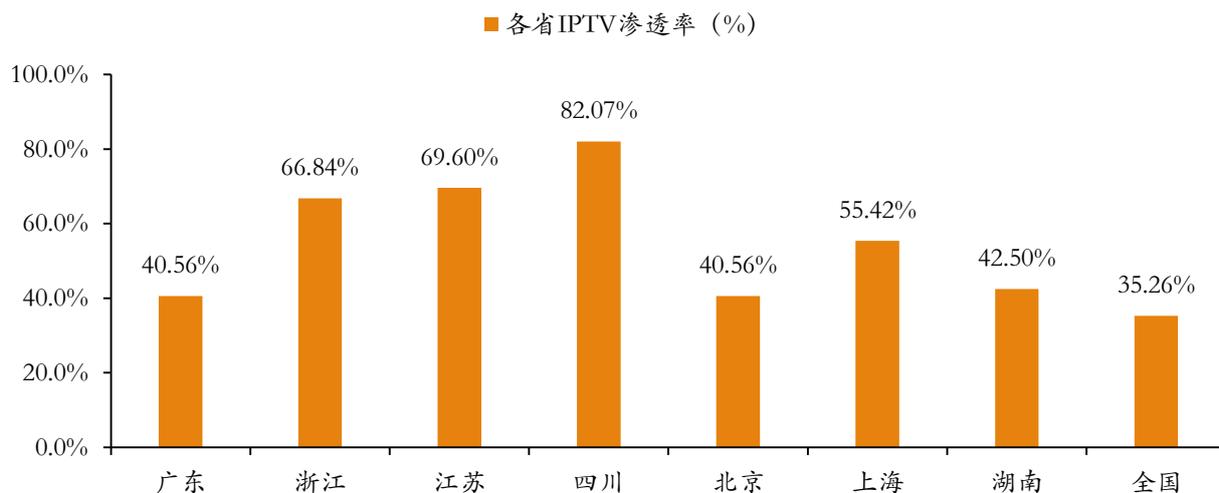
资料来源：2016-2018 年通信运营统计公报、广证恒生

图表32. 全国 IPTV&OTT 数渗透率不足 40%



资料来源：2016-2018 年通信运营统计公报、广证恒生

重点看好新媒股份：IPTV 渗透率提升坐享广东新媒体成长红利，OTT 产品处于行业领先。新媒股份拥有广东省内 IPTV 运营的稀缺资质，目前广东省 IPTV 渗透率在 40%左右，对比成熟省份仍有 30-40%的渗透率提升空间；同时短期考虑公司同移动合作的分成机制改变，有望在 2019 年起带来 ARPU 值的提升，长期看内容的完善带来用户习惯的变化带来长期 ARPU 的提升。OTT 方面，公司同腾讯等内容提供方进行合作，旗下拥有包括云视听机关、云视听-more 等 4 款全国 OTT 产品排名前十的 APP，且用户数量提升迅速，带来稳定的成长。

图表33. 对标成熟省份，广东省 IPTV 渗透率还有 30%左右提升空间


资料来源：2016-2018 年通信运营统计公报、广证恒生

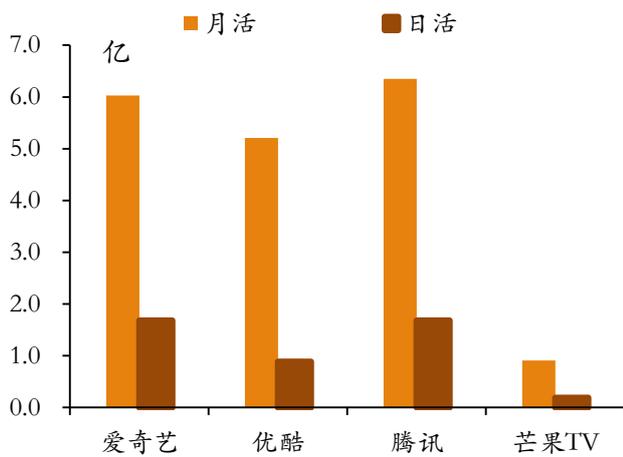
图表34. 新媒股份多个 OTT 产品活跃度排名靠前

名称	DAU (万台)	OTT 端排名	全 TV 端排名
银河奇异果	2569	1	17
CIBN 酷喵影视	2021	2	20
云视听极光	1800	3	24
芒果 TV	537	4	50
云视听 MoreTV	265	5	51
CIBN 高清影视	205	6	53
CIBN 聚体育	79	7	55
CIBN 巨精彩	52	8	56
云视听 泰捷	30	9	57
云视听悦厅 TV	12	10	58

资料来源：《2019 年中国 OTT 发展预测报告》、广证恒生

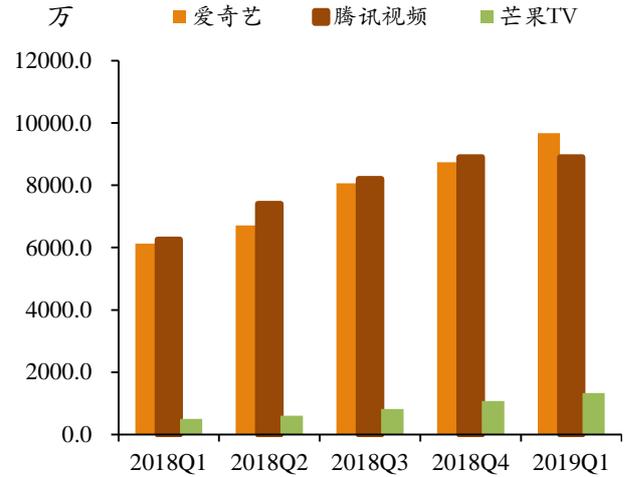
长视频领域 3 大巨头格局稳定，用户付费习惯逐渐养成。目前我国长视频领域 3 大巨头爱奇艺、优酷、腾讯月活用户均在 5 亿以上，日活在 1 亿-2 亿左右，芒果 TV 拥有 9000 万月活以及 2000 万的日活用户。从付费用户来看，各平台付费用户均在持续提升，爱奇艺 19Q1 付费用户在 9700 万、腾讯在 9000 万左右，芒果 TV 在 1300 万左右，且近几个季度付费用户数量持续提升；从付费率来看，我们按（付费用户/月活）口径得出爱奇艺、腾讯、芒果 TV 付费率分别为 16%/17%/12%，按（付费用户/城镇人口户数）来看，Netflix 真实的付费率在 45-50%左右，腾讯、爱奇艺在 30%左右，仍有提升空间。此外，相比短视频的高速增长，长视频受到短视频的一定挤压。

图表35. 国内主要长视频平台活跃度对比



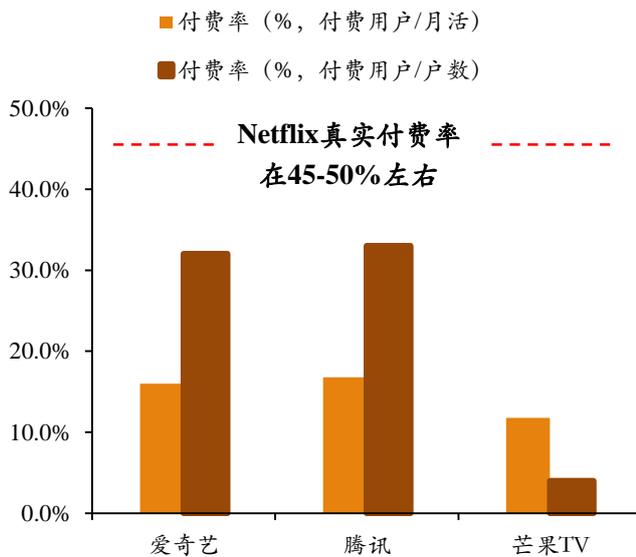
资料来源: 艾瑞咨询、公开数据整理、广证恒生

图表36. 国内主要长视频平台付费用户对比



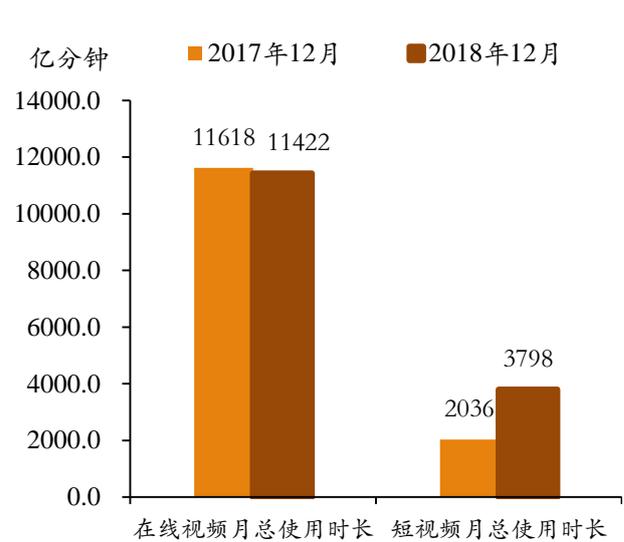
资料来源: 艾瑞咨询、广证恒生

图表37. 国内主要长视频平台付费率对比



资料来源: Questmobile、广证恒生

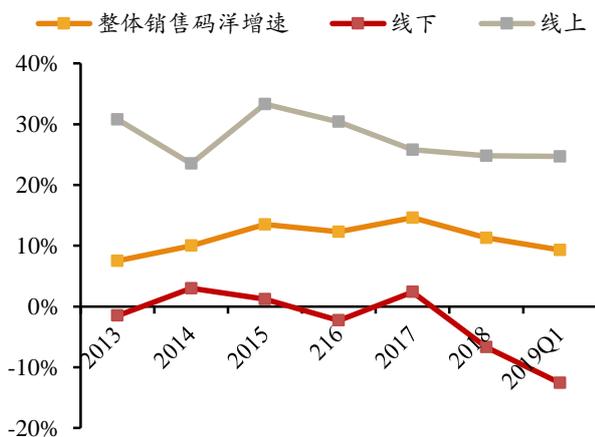
图表38. 短视频使用时长正在积压长视频



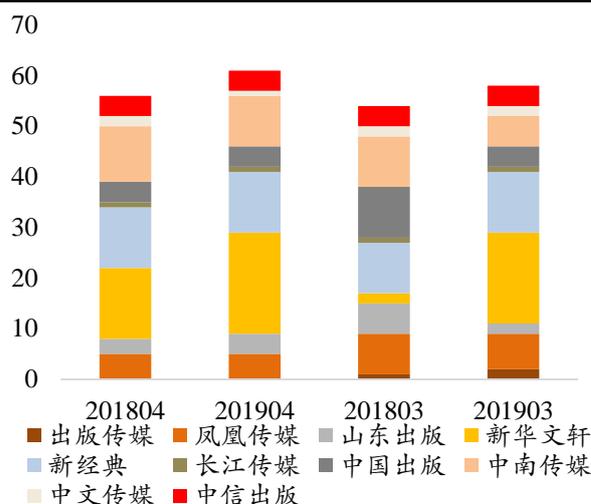
资料来源: 艾瑞咨询、广证恒生

3.2.2 出版发行: 行业维持 10% 左右稳定增长, 关注基本面扎实+边际改善+中信出版 IPO 带来板块估值催化

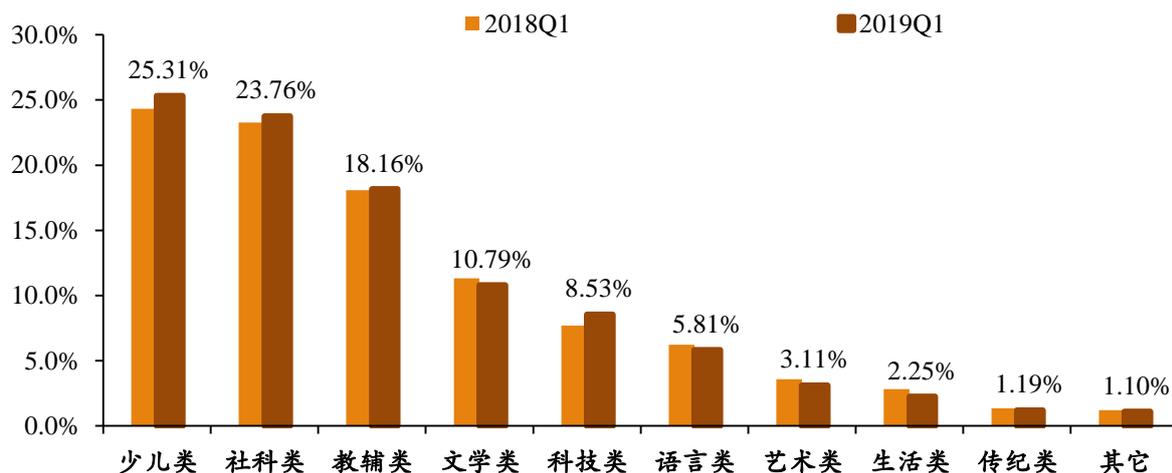
图书销售码洋保持 10% 左右成长, 上市公司占图书零售榜六成左右名额。近年来图书整体销售码洋增速均维持在 10% 左右, 其中线上均保持 20% 以上的增速成长, 线下销售码洋相对减少; 同时从图书零售榜来看, 约 6 成上榜名单为上市图书出版发行商, 精品图书集中度较高, 且有加速集中的趋势; 从细分类型图书市场来看, 少儿、社科、教辅为销售码洋占比最多的 3 类图书, 且 19Q1 销售码洋占比同比 18Q1 均有提升。

图表39. 图书零售渠道码洋增速情况


资料来源：开卷有益、广证恒生

图表40. 图书零售榜上市公司上榜情况


资料来源：开卷有益、广证恒生

图表41. 2019 年 Q1 各类型图书销售码洋变动情况


资料来源：开卷有益、广证恒生

关注业绩成长稳定+边际改善，重点关注中信出版 IPO 带来板块估值提振。我们剔除极端值后，图书出版行业平均估值为 17 倍，重点关注受教材教辅行业整顿后业绩边际改善标的的中南传媒，以及基本面稳健，投资收益逐步兑现，不断整合区域内发行资源的南方传媒，同时建议积极关注新股中信出版。

图表42. 出版传媒上市公司业务利润单季同比数据

证券简称	PE-TTM	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
新华传媒	182.8	15.3%	-1.4%	36.8%	45.4%	-46.3%	-18.1%	-66.0%	4.8%	-86.4%
世纪天鸿	60.0			-2.5%	6.0%	6.4%	11.4%	-13.0%	-16.7%	35.2%
新经典	31.3	36.5%	49.3%	43.9%	25.8%	12.9%	-0.3%	-9.1%	-3.9%	-2.2%
中国科传	22.6	36.6%	-1.7%	26.2%	2.8%	6.8%	37.2%	1.0%	32.9%	61.7%
出版传媒	19.2	17.9%	19.6%	60.7%	-24.4%	45.6%	12.9%	-7.6%	21.1%	28.6%
中南传媒	17.9	6.1%	1.8%	-17.0%	-33.4%	-18.4%	-22.9%	-5.2%	7.3%	1.4%
皖新传媒	16.7	-1.6%	21.5%	6.4%	58.4%	2.0%	14.2%	5.5%	41.6%	12.2%



中国出版	16.7	31.6%	2.6%	68.1%	7.0%	49.6%	26.1%	20.3%	-9.1%	72.7%
新华文轩	15.8	3.0%	1.6%	-1.7%	45.2%	-1.6%	33.5%	10.6%	22.1%	17.3%
凤凰传媒	15.0	-0.5%	-5.9%	12.1%	4.5%	-13.6%	6.7%	51.5%	4.7%	30.0%
城市传媒	14.8	13.6%	12.4%	13.3%	18.7%	18.4%	8.0%	7.3%	-4.3%	17.5%
时代出版	14.2	21.7%	-35.2%	19.2%	-19.0%	15.0%	5.0%	-17.3%	-12.5%	-3.4%
南方传媒	11.3	1.4%	13.2%	20.6%	15.1%	-1.7%	19.7%	2.9%	16.8%	11.6%
山东出版	10.9				58.5%	-2.8%	9.0%	-1.3%	12.7%	17.2%
长江传媒	10.5	3.0%	8.2%	16.4%	12.4%	10.9%	25.5%	-2.9%	-6.2%	13.3%
中原传媒	9.8	2.5%	7.7%	-3.4%	6.6%	-3.2%	12.1%	8.9%	-0.2%	2.3%
华闻传媒	-1.4	53.8%	-22.0%	-24.5%	-27.3%	-53.2%	-94.1%	-76.1%	-58.1%	-80.7%

资料来源：WIND、广证恒生

3.3 投资逻辑：抓政策红利主线，把握多维度融媒体领域国企成长机会

我们认为，媒体融合是当下传媒板块政策确定性较高的细分领域，建议把握融媒体多维度领域国企投资机会，甄选细分龙头+精品高成长标的。新媒体领域：看好背靠广东省广播电视台资源（IPTV 和 OTT 牌照授权运营），享受“量”&“价”续升的新媒股份（300770）以及具备优良内容制作实力，把握内容合规方向，精准定位于年轻女性用户，拥有新媒体全牌照、稀缺的国有视频媒体芒果超媒（300413）；出版领域：目前行业平均估值较低，板块标的基本面扎实，现金流充裕，分红效应较好。推荐关注行业政策影响结束，业绩边际拐点明确的中南传媒（601098），关注坐拥广东粤港澳大湾区背景资源、不断整合域内发行资源的省属文化企业南方传媒（601900），同时关注新股中信出版。

图表43. 核心标的估值表

代码	标的	总市值	归母净利润			PE		
			18	19	20	18	19	20
300770	新媒股份	115.04	2.05	2.96	3.90	56.06	38.80	29.53
300413	芒果超媒	437.76	8.66	12.01	15.26	50.58	36.44	28.68
601098	中南传媒	227.91	12.38	13.57	14.71	18.41	16.79	15.50
601900	南方传媒	87.26	6.55	7.25	7.97	13.32	12.04	10.95

资料来源：WIND、广证恒生

4. 教育：与政策共振，与刚性优质赛道共舞

4.1 行情回顾：教育板块大幅波动，标的估值整体下滑

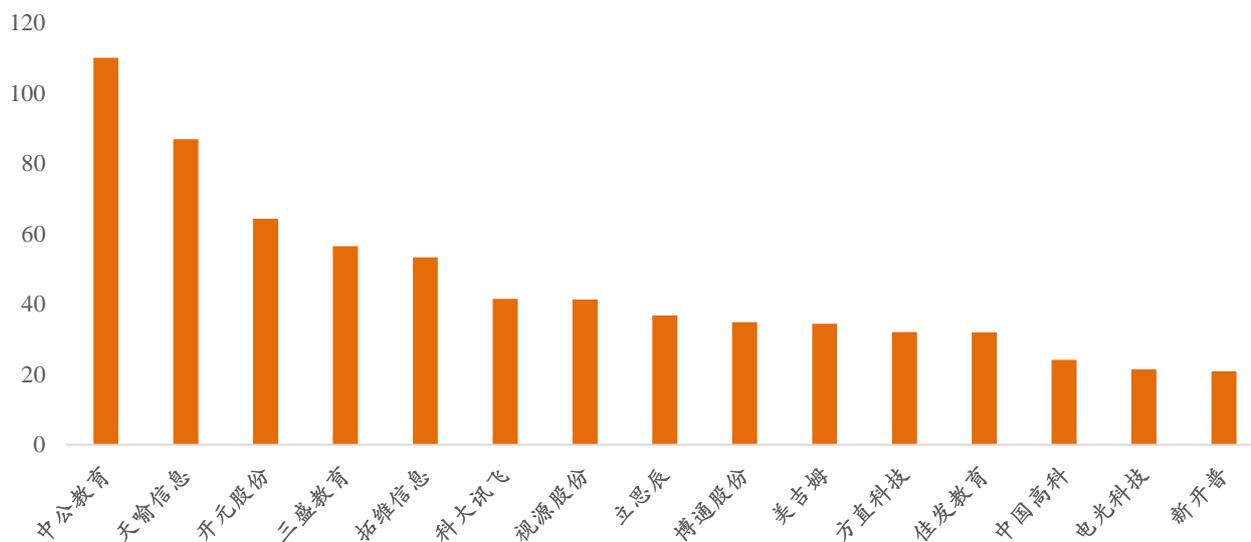
教育板块年初至今涨幅位居行业前列，龙头&边际改善标的涨幅显著。2019年初至7月1日，CS教育指数上涨38.75%，相对沪深300指数收益+9.39pct，位居中信一级行业第四名。个股方面，中公教育领涨110%，天喻信息、开元股份等因为基本面改善获得较高的成长。板块估值逐步回调，龙头享受估值溢价。2018年初至2019年7月1日，教育各标的估值均出现回调，目前龙头动态估值在40-60倍区间，高于行业平均估值水平。

图表44. A 股教育二级市场行情表现：年初至今板块涨跌幅中信一级分类排名第 4



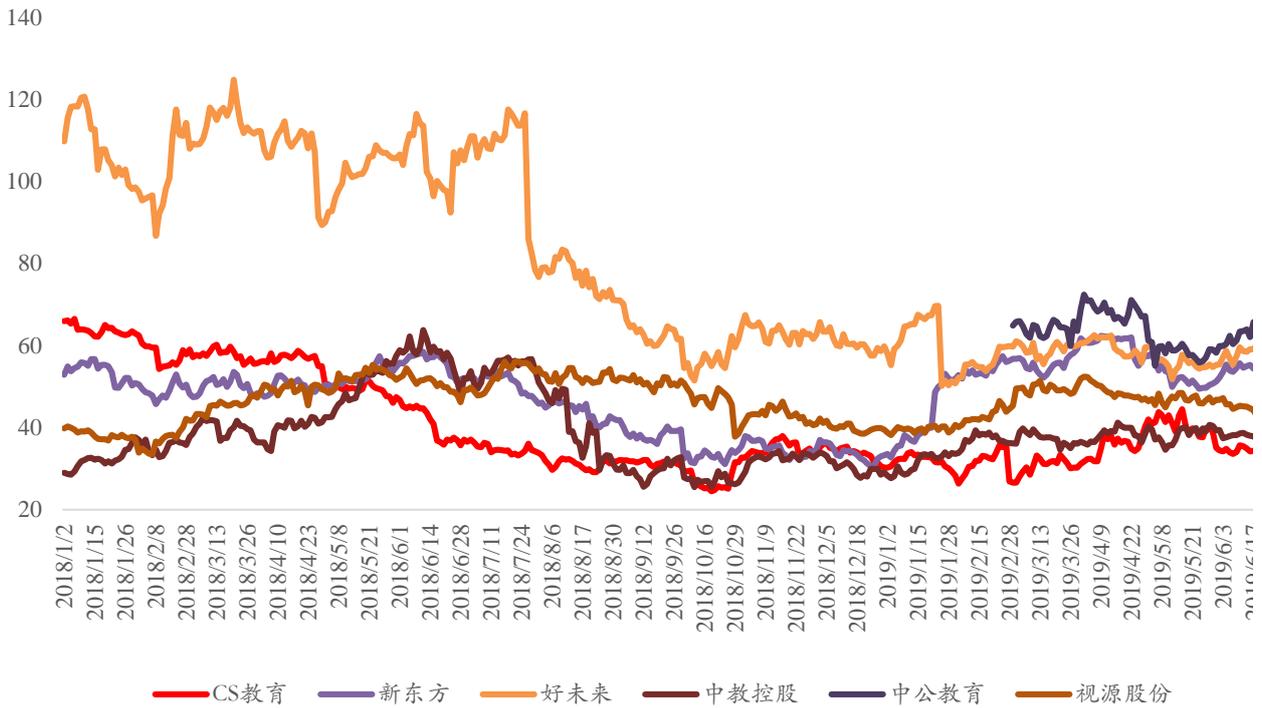
资料来源：Wind、广证恒生

图表45. 教育行业 2019 年涨幅前 15 名标的



资料来源：Wind、广证恒生

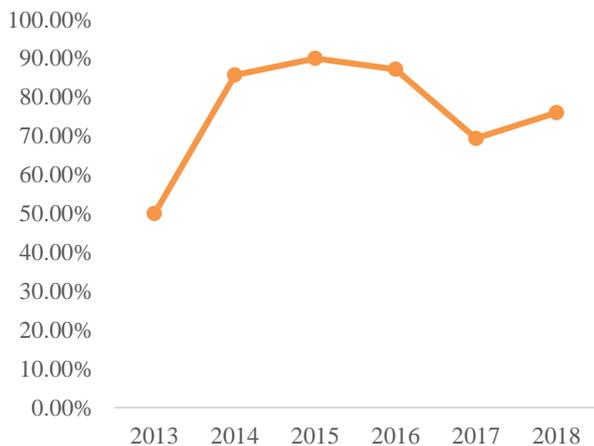
图表46. 细分龙头标的估值享有溢价



资料来源: Wind、广证恒生

教育行业业绩对赌案例: 历年来约八成对赌顺利完成, 总体实现金额接近对赌总金额。2013-2018年6年间我们统计了152例教育标的业绩承诺实现的情况, 其中121例承诺顺利完成, 完成率79.61%, 仍有31例对赌未顺利完成。从子行业来看, 国际学校、在线教育和民办学习虽然案例较少, 但目前所有对赌均顺利完成; 留学服务、教育信息化和幼儿教育业绩承诺完成率均在80%以上, 超过平均水平, 而K12教育和职业教育对赌完成率仅为75.00%和53.57%, 完成率相对较低, 业绩确定性有待增强。2018年末未完成业绩对赌的6起案例中, 教育信息化企业和职业教育企业各两家, 另有幼教和K12教育企业各1家, 较去年下降9起。政策是实现业绩承诺的主要原因, 6起案例中3起是受政策影响未能完成业绩对赌, 政策调整效应明显。

图表47. 2013-2018 教育行业对赌业绩承诺完成率



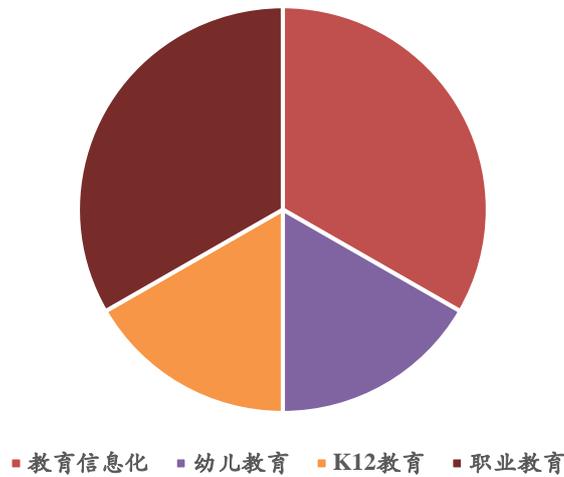
图表48. 2013-2018 教育细分行业对率完成情况



资料来源：Wind、广证恒生

资料来源：Wind、广证恒生

图表49. 2018 年教育行业对赌业绩未实现子行业分布



资料来源：Wind、广证恒生

4.2 细分板块：至上而下看好职业教育和教育信息化

➤ 职业教育：

2019 年来利好政策密集发布，经费+培训人次+改革方向利好明确。由于中国经济转型，同时为了避免高考带来千军万马过独木桥的风险，职教历来是国家大力支持发展的教育细分领域。2019 年以来职教利好政策密集发布：①1 月发布《国家职业教育改革实施方案》，要求 2022 年建立 50 所高水平职校和 150 个骨干专业，建设 300 个高水平产教实训基地，推动开启“1+X”试点工作；②2 月发布《中国教育现代化 2035》，要求构建全民终身学习体系；③3 月份 2019 年政府工作报告，要求职教扩招 100 万人，财政经费向职教倾斜；④5 月份发布《职业技能提升行动方案（2019—2021 年）》，要求 2019-2021 补贴培训 5000 万人次职业技能人才，2019 年在 1500 万人次以上。

细分品类龙头集中度提升&赛道扩充，三四线城市加速渗透。目前部分职教细分领域如公考类培训、烹饪等细分龙头逐渐显现，且近几年细分龙头市占率逐渐提升，部分成熟职教培训赛道龙头标的有望凭借自身成熟的培训体系以及经验，扩赛道降维打击，抬高成长天花板。中公教育和华图教育分别建立了 701 和 435 家培训中心，后续将重点开拓县级城市校区，加速三四线城市渗透发展。

➤ 教育信息化：

痛点分析：教学公平+教学效率。教育信息化行业主要由政府财政拨款，学校使用，学校层面具有一定的建议权，但是采购决定权在于政府机构，决定了这个行业的痛点在于政府和学校究竟需要解决的问题是什么？我们认为教育资源的分配不均以及如何提高教学效率为当下教育信息化核心痛点。①**教学资源分配不均：利好交互大屏、录播系统以及教育资源共享平台细分产品；**②**提高教育教学与管理效率：智慧校园、智能阅卷、监控、教学管理等。**

发展趋势：①区域平台化。教育信息化产品门槛不高，同质化相对严重，导致许多参差不齐的产品进入行业领域，对于各个校区、各个区县教育局等都是一个信息孤岛，资源传输共享等兼容性非常差，从长期来看实现统一的信息系统平台，从更高层级的部门进行市场化的统一招标势在必行，具备渠道资源以及产品整合服务能力的企业率先获益。②**产品多元化。**从单一硬件产品往多元化软件

+硬件协同组合，凭借过去渠道能力以及软件系统研发实力获得更多订单的企业。

➤ **K12 培训：**

细分赛道痛点清晰，市场化程度高，长期看好细分龙头成长。我们认为 K12 课外培训具备痛点清晰，市场化程度高，龙头企业新东方、好未来有望凭借品牌和标准化扩张快速提升市场份额，且具备相对较高的抗风险能力，线上+线下组合共同成长驱动公司长期发展。

行业整顿过后，门槛抬高，加速集中。经历 1 年多的行业整顿，加速不合规的长尾培训机构出清，抬高行业门槛，单店盈亏平衡周期延长；龙头标的凭借相对扎实的基本面，合规风险相对弱化且具备快速反应能力，且依然具备 40% 左右的营收速度增长，加速市场份额集中。

➤ **学校板块：**

高校关注并购推进，关注现金储备以及投后整合。2017 年以来，先后有 9 家主营高教的标的登陆港股市场，我们统计了主要的高教并购案例，平均被并购的标的估值为 5.63 亿元，部分大体量标的估值在 10 亿以上，全部案例均以现金支付方式完成。民促法出台后将限制公办学校品牌管理输出获利，将加速独立学院脱钩，独立学院并购标的将增加；2018 年 30% 以及 2019 年以来 50% 的案例均是独立学院并购。并购倾向于具有专升本预期，校舍面积扩容，生均收费较低，校舍利用率低或在外部帮助下学校效率能够快速提升的并购标的。目前中教控股、希望教育等在手现金相对充裕，关注上市公司融资成本以及融资能力。

K12 学校关注内生+自建。K12 学校标的受制于民促法影响并购成长道路被堵塞，但依然可以凭借内生+自建稳定成长，关注具备学校项目储备，目前利用率相对较低以及具备品牌实力标的。

4.3 投资逻辑：关注具备政策红利的职教&信息化，长期看好 K12 培训

我们从三条主线出发：**选股主线①：与政策共振，关注教育信息化与职业教育板块：**当前政策确定性最强的方向即是教育信息化升级与强化职业教育发展，中央和地方教育信息化专门配套资金供给奠定了需求的刚性，同时行业发展特征将呈现由硬件升级过渡到系统和平台升级的 2.0 阶段，推荐**视源股份、三爱富**，关注**天喻信息**；职业教育则是当前政府大力扶持的方向，致力于解决社会人才供需矛盾和提高从业人员技能素质的使命，具备政策支持与社会需求的基础，推荐**中公教育、中教控股**。**选股主线②：与刚性优质赛道共舞——K12 培训。**K12 培训依然是教育培训中受众基础广泛、市场规模大、社会需求刚性、市场化程度高的赛道，经历了政府整顿与规范之后，龙头企业值得持续关注。关注**新东方、好未来**。**选股主线③：自下而上结合成长性确定与估值低位的个股科斯伍德，关注自建扩张明显的睿见教育。**

图表50. 核心标的估值表

代码	标的	总市值	归母净利润			PE		
			18	19E	20E	18	19E	20E
002607	中公教育	869.60	11.53	16.51	22.50	75.43	52.66	38.66
002841	视源股份	523.36	10.04	13.70	18.48	52.11	38.20	28.33
600636	三爱富	50.91	5.43	2.29	2.70	9.37	22.19	18.84
300205	天喻信息	64.98	1.01	1.55	2.08	64.32	42.06	31.24
EDU.N	新东方	156.18	3.06	4.61	5.77	51.04	33.86	27.05
TAL.N	好未来	232.58	3.67	4.22	6.09	63.33	55.11	38.19
0839.HK	中教控股	246.46	-	7.49	9.04	-	32.92	27.26
6068.HK	睿见教育	84.96	3.10	4.08	5.09	27.37	20.84	16.69
300192	科斯伍德	24.69	0.28	1.02	1.28	88.18	24.21	19.30

资料来源：WIND、广证恒生 注：新东方、好未来为美元单位；中教控股、睿见教育为港元单位。

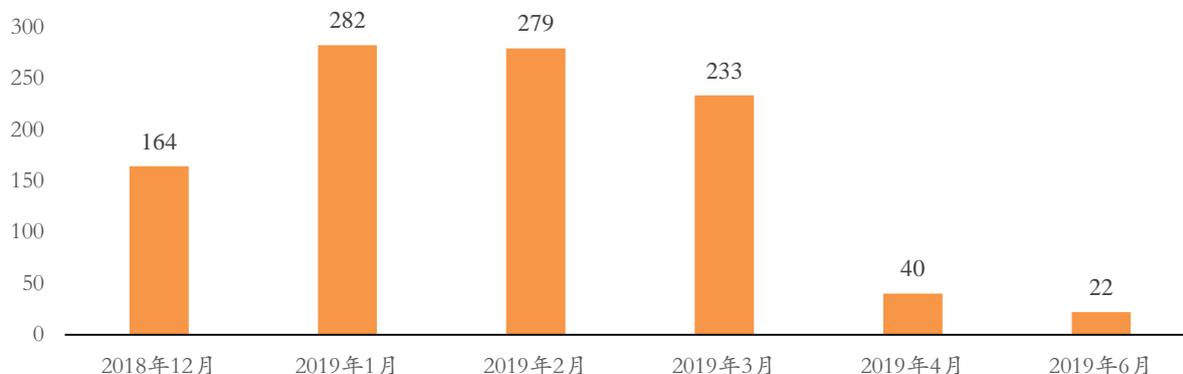
5. 游戏：政策影响消化，静待 5G 催化板块成长

5.1 版号通道开启行业边际改善，审批趋严，精品游戏方为突破口

版号重开获批游戏数量回升。 2018 年底版号重开以来，共 1020 款游戏过审获得版号，游戏运营商 568 家。其中 2018 年 12 月、2019 年 1 月过审游戏数量最多，录得 282 款，月均获批 170 款，4、6 月过审游戏数量大幅走低，预期未来游戏版号审批与发放依然处于趋严的态势。

审核较往年更加严格。 2017 年全年，过审游戏数量约为 9300 款，而 2018 年底版号重开以来的半年内仅有 1020 款游戏过审。我们认为，相比往年过审游戏数量大幅减少，过审速度放缓，审核政策更加严格，对过审游戏要求更高，只有符合政策导向的精品化游戏才能在较少游戏获得版号的背景下获得成长机会。

图表 51. 2018 年 12 月之后获版号游戏数量



资料来源：国家广电总局，广证恒生

棋牌、策略类游戏受整改力度大。 由于棋牌、策略类游戏容易涉及赌博行为，此次版号复开，已经对不合规游戏采取了清退措施，预期将来这类游戏过审难度加大，上架困难。

图表 52. 部分大游戏厂商获版号游戏一览

游戏商	名称	时间	类别	游戏商	名称	时间	类别
腾讯	和平精英	2019/4/9	移动	游族	一球超神	2019/1/13	移动
	寻仙 2	2019/2/28	客户端	完美世界	神雕侠侣 2	2019/6/28	移动
	浪漫玫瑰园	2019/1/22	移动		我的起源	2019/6/28	移动
	榫接卯和	2019/1/13	移动		完美世界	2019/1/13	移动
	折扇	2019/1/13	移动		量子特攻	2019/6/28	移动
三七互娱	大唐文明	2019/1/7	移动	网易	绘真·妙笔千山	2019/2/28	移动
	神魔血脉	2018/12/29	网页		堡垒前线	2019/2/28	移动
	盛世红颜	2018/12/19	网页		战春秋	2019/1/13	移动

资料来源：国家广电总局，广证恒生

5.2 游戏规模增速放缓，行业集中度提升呈现结构性机会

游戏行业规模扩张有所放缓。 2018 年中国游戏市场实际销售收入达 2144.4 亿元，同比增长 5.3%；2018

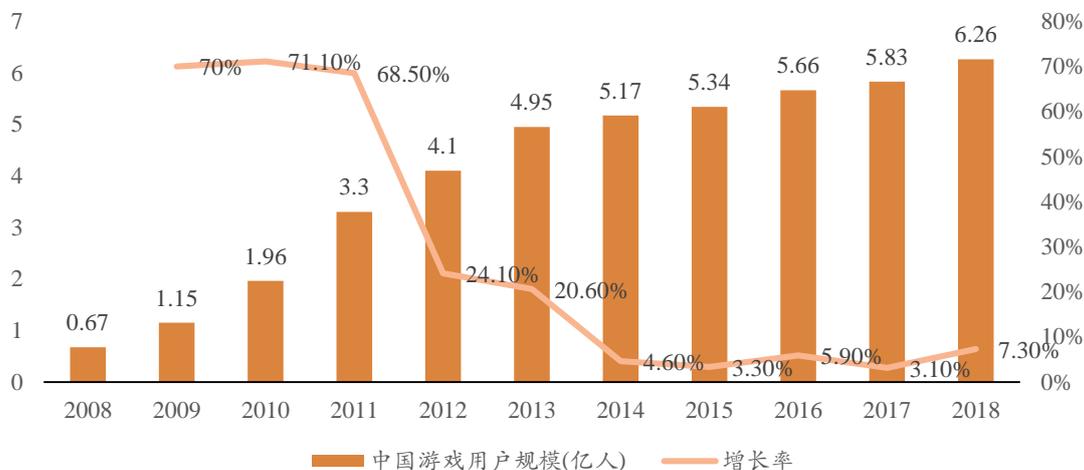
年中国游戏用户规模达 6.26 亿人，同比增长 7.3%。其中移动游戏的用户规模为 6.05 亿人，同比增长 9.2%。从中长期角度看，游戏用户数量的增长速度逐渐放缓，我们预测游戏市场流量红利结束，行业进入存量时代，市场规模扩张速度将持续放缓，并且国家开始调控网络游戏总量、加强对游戏监管，游戏行业将逐渐进入中低速、高品质发展的阶段。

图表53. 中国游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，广证恒生

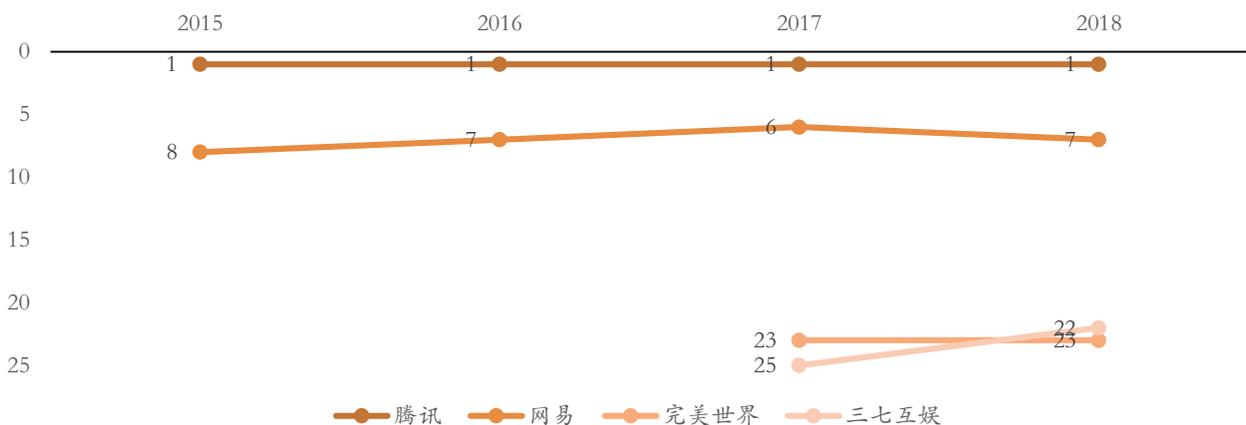
图表54. 中国游戏用户规模



资料来源：伽马数据，广证恒生

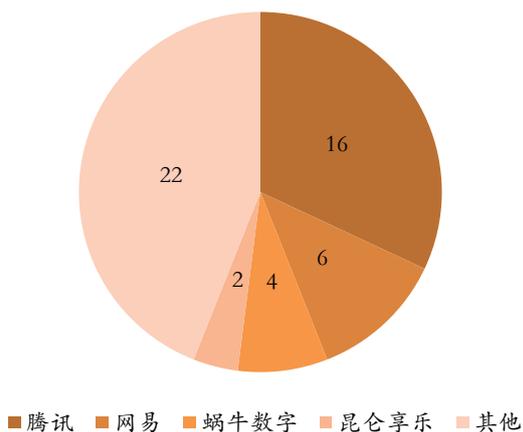
行业集中度提升，龙头获加速成长机会。根据 NEWZOO 展示的全球游戏公司营收排名 TOP25 来看，自 2015 年以来，腾讯一直稳居第一，网易稳居前十；2017 年完美世界和三七互娱分别以第 23 和第 25 的排名上榜。虽然我国游戏行业规模扩张速度放缓，但大型游戏公司持续发力。在 2015 年 APPStore 游戏畅销榜中，腾讯和网易旗下游戏分别占 32% 和 12%，2019 年分别占 50% 和 14%，游戏市场集中度提高，促进行业内部结构向着利好的方向调整，显示出行业内部结构性的投资机会。

图表55. 营收进入全球前 25 的中国游戏公司排名情况 (2015-2018)



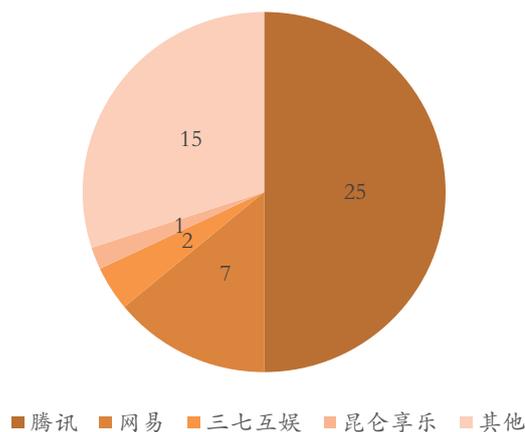
资料来源: NEWZOO, 广证恒生

图表56. 2015 年 IOS 畅销榜前 50 游戏厂商分布



资料来源: APPAnnie、广证恒生

图表57. 2019 年 IOS 畅销榜前 50 游戏厂商分布



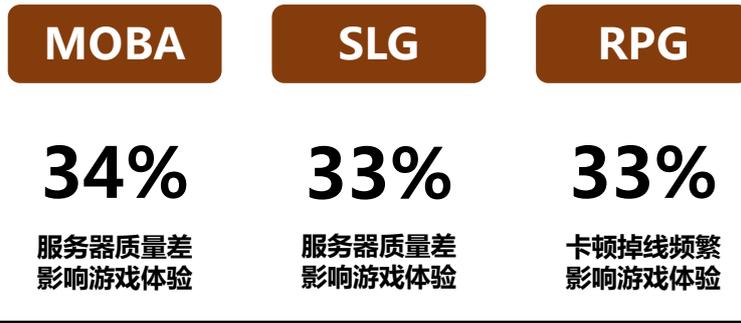
资料来源: APPAnnie、广证恒生

深度挖掘游戏市场，满足消费者更深层次需求。游戏公司已经开始走向发展高质量产品的阶段，深度研究客户对游戏体验的需求、丰富游戏玩法和内容、完善游戏内社交系统将成为游戏商提高游戏质量、满足消费者需求的主要方向。

5.3 5G 高速网络将为游戏行业带来新机遇，游戏大厂入局云游戏

5G 将刺激游戏产业发展。根据伽马数据测算，我国 2020 年 5G 正式投入商用，之后五年 5G 用户预计将超过 5 亿户。5G 具有更好的联合前后端的能力、更强的协同性，能够有效解决网络通信延迟的问题，提升消费者的体验。根据伽马数据，因为游戏卡顿掉线而流失的 RPG 用户占比流失用户高达 33%，因此拥有硬件和用户基础的奠定，网络速度有望大大提升，云游戏市场潜力将被释放。

图表58. 部分游戏用户流失原因占比



资料来源：伽马数据，广证恒生

腾讯谷歌布局云游戏发挥网速提升作用。在云游戏的运行模式下，所有游戏都在服务器端运行，并将渲染完毕后的游戏画面压缩后通过网络传送给用户。云端游戏对终端用户设备的要求较低，要求所有的处理都将在云端进行。腾讯联合英特尔推出了一款名为“腾讯即玩”的云游戏平台，互联网巨头谷歌也正式推出名为 Stadia 的新流媒体服务，通过这类云游戏平台消费者可以在不购买硬件设施情况下，在云端直接进行游戏操作。未来，优化云游戏用户体验，同时在产业模式的探讨上，探索更多的云游戏商业模式，建立良好的云游戏上下游生态将成为云端游戏发展方向。

图表59. 云游戏处理过程



资料来源：Wireless X Labs，广证恒生

5.4 投资逻辑：板块估值回调充分，关注二线龙头确定性价值

估值回调充分：目前板块龙头板块估值普遍在 15-20 倍左右，部分标的还是有 20% 左右的增长，看好具有长线运营能力以及精品化游戏打造实力标的，同时积极关注《完美世界》等重磅游戏上线带来业绩成长机会，推荐三七互娱、完美世界，关注宝通科技、吉比特。



图表60. 核心标的估值表

代码	标的	总市值	归母净利润			PE		
			18	19E	20E	18	19E	20E
002555	三七互娱	298.04	10.09	18.81	22.37	29.55	15.84	13.32
002624	完美世界	356.32	17.06	21.53	24.99	20.88	16.55	14.26
300031	宝通科技	50.07	2.72	3.59	4.40	18.43	13.95	11.37
603444	吉比特	165.40	7.23	8.35	9.67	22.88	19.82	17.11

资料来源：WIND、广证恒生

6. 风险提示

- 政策监管进一步收紧
- 商誉减值压力
- 行业内生增长承压。



团队成员介绍:

肖明亮: 江西高安人，武汉大学传媒+会计学复合背景，目前担任 TMT 副团队长，传媒和教育行业负责人，4 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析，致力于从产业供需分析以及产业链的边际变化挖掘投资价值，多次受邀参加全国性峰会论坛论坛交流、上市企业战略咨询交流以及企业战略咨询委托等。

叶锐: 广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近 3 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。