

趋势向好，优选游戏、平面媒体头部企业



——传媒行业四季度策略

核心观点

❖ 传媒板块估值逐步修复，游戏及平面媒体业绩企稳

截止 2019 年 10 月 11 日，传媒板块上涨 8.01%，PE(TTM) 估值为 35.72 倍，处于历史中枢位置并逐步修复；2019H1 传媒行业营业收入同比增长 3.15%、净利润同比减少 22.15%，游戏、平面媒体、互联网、教育等子板块相对来说业绩逐步企稳。

❖ 版号审批开放，带动游戏行业回暖

1) 自 2018 年 12 月游戏恢复审批以来，行业发行数量持续低迷，但新游整体质量上升；2) 2019H1 中国游戏市场收入规模为 1163.1 亿元，同比增长 10.8%，我们认为随着经济的好转，个人消费支出提升能够使得整体游戏市场受益；3) 截止 2019 年中报，A 股游戏上市公司商誉账面价值 653 亿，占游戏上市公司总资产 26%，整体风险可控；4) 5G 助推云游戏的终端应用向轻量化、小型化和低成本发展，优质游戏内容提供商将在产业链中占据更为重要的位置。

❖ 平面媒体处于稳定增长期，少儿图书增速亮眼

1) 中国图书零售额从 2010 年的 370 亿元提升至 2018 年的 894 亿元，期间复合增速 11.66%，行业整体处于稳定增长期。分渠道来看，网上书店渠道依然是市场增长的主要推动力，而实体店销售额较为稳定；2) 销量排名前 1% 图书的市场份额从 2014 年的 43.73% 提升至 2018 年的 54.36%，考虑到拥有 Top10 畅销书的出版商持续为当前市场头部企业，这意味着头部出版商能够获得的码洋在持续增加，市场集中度逐步提升；3) 少儿图书市场规模从 2010 年的 50 亿元快速提升至 2018 年的 225 亿元，期间复合增速 13.64%，当前少儿图书占比高达 27.38%，分渠道来看实体店、网店均保持高增长。我们认为，中国少儿图书市场规模持续增长得益于未成年人的阅读量提升、家长对少儿阅读的重视程度提高以及价格持续提高。

❖ 投资策略：维持行业“增持”评级，优选游戏及平面媒体行业

维持行业“增持”评级。目前中国传媒行业整体估值较为合理，平面媒体以及游戏在行业格局、业绩以及 ROE 上都较为优秀，游戏行业政策边际改善明显，商誉风险得到明显释放，平面媒体经营壁垒高、现金流充沛在当前市场情况下凸显防御属性，我们建议投资者从中筛选优质标的进行布局，建议布局已经具备优秀商业模式以及竞争优势的细分行业头部企业。

相关标的：完美世界、三七互娱、吉比特、中信出版、中国出版、新经典、中南传媒。

❖ 风险提示：并购标的业绩不达预期风险；内生不达预期风险；政策风险。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 文化传播
报告时间 | 2019/10/26

📄 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

📄 联系人

郭晓东
证书编号：S1100119080011
021-68595118
guoxiaodong@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、板块回顾：估值逐步修复，行业趋势向好	5
1.1 传媒行业估值逐步修复	5
1.2 传媒行业盈利趋势向好	6
1.3 游戏以及平面媒体业绩逐步企稳	7
二、游戏版号恢复带动行业回暖	9
2.1 版号审批放开，新游推动行业发展	9
2.2 行业格局稳定，头部企业优势明显	10
2.3 目前商誉风险已大幅减少	11
2.4 5G有望带给游戏产业新活力	13
三、平面媒体：整体稳定，少儿图书增速亮眼	14
3.1 受益网店渠道高增长，图书零售额稳定增长	14
3.2 集中度逐步提升，头部出版社强者恒强	15
3.3 少儿图书保持快速增长，持续扩容	17
3.4 量价齐升带动少儿图书市场规模持续增长	18
四、投资建议	20
风险提示	21

图表目录

图 1:	2019 年年初至今传媒板块上涨 8.01%.....	5
图 2:	传媒板块年涨跌幅靠后.....	5
图 3:	传媒行业估值处于历史中枢位置.....	5
图 4:	传媒行业 PE (TTM) 处于中上游.....	5
图 5:	年初以来影视动漫估值上升.....	6
图 6:	年初以来互联网信息服务估值逐渐企稳.....	6
图 7:	2019H1 年传媒行业营业收入同比增长 6.5%.....	6
图 8:	2019H1 年传媒行业归属母公司股东的净利润转为正数.....	6
图 9:	2019H1 传媒行业毛利率为 26.70%.....	7
图 10:	传媒行业 ROE 持续下降.....	7
图 11:	各细分板块 ROE (TTM) 情况.....	8
图 12:	各细分板块 ROE (TTM) 情况.....	8
图 13:	各细分板块净利率情况.....	8
图 14:	各细分板块净利率情况.....	8
图 15:	各细分板块资产周转率情况.....	8
图 16:	各细分板块资产周转率情况.....	8
图 17:	各细分板块资产负债率情况.....	9
图 18:	各细分板块资产负债率情况.....	9
图 19:	游戏版号重启发放.....	9
图 20:	游戏行业已进入成熟阶段.....	10
图 21:	手游整体 ARPU 增速提升.....	10
图 22:	市场格局已较为稳定.....	10
图 23:	人均消费支出有望提升.....	10
图 24:	游戏行业商誉/总资产比重为 26%.....	11
图 25:	部分优质公司商誉比重并不高.....	11
图 26:	部分公司商誉情况.....	12
图 27:	三大美股公司商誉占比并不低.....	12
图 28:	云游戏处理流程.....	13
图 29:	全国图书零售市场规模处于持续增长期.....	14
图 30:	2018 年实体店市场规模同比减少 6.69%.....	14
图 31:	2018 年网店市场规模同比增长 24.84%.....	14
图 32:	2014-2018 年头部码洋占比持续提升.....	15
图 33:	CR10 出版社码洋市占率为 16.65%.....	15
图 34:	开卷信息排行榜畅销书出版社集中度较高.....	16
图 35:	出版市场头部企业极具竞争力.....	16
图 36:	出版市场头部企业极具竞争力.....	16
图 37:	少儿图书占比高达 27.38%.....	17
图 38:	少儿图书市场规模快速提升.....	17
图 39:	少儿图书增长迅猛.....	17
图 40:	少儿图书在实体书店、网店均保持高增长.....	18
图 41:	家长对少儿阅读的重视程度持续提高.....	18

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

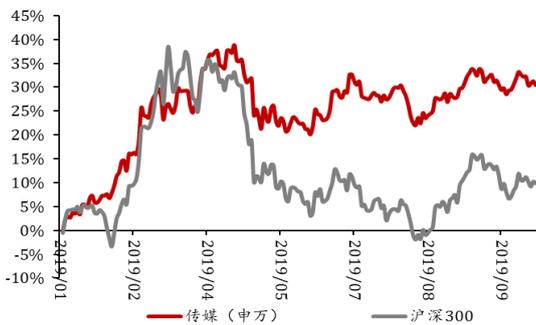
图 42:	0-8 岁少年儿童图书阅读量持续提升	18
图 43:	少儿图书单品种定价持续提高	19
图 44:	少儿图书单册定价持续提高	19
表格 1.	营业收入同比增速波动较大	7
表格 2.	净利润同比增速回落明显	7
表格 3.	2019H1 中国移动游戏收入 TOP10	11
表格 4.	主要游戏公司云游戏平台及业务概况	13
表格 5.	相关标的估值一览	20

一、板块回顾：估值逐步修复，行业趋势向好

1.1 传媒行业估值逐步修复

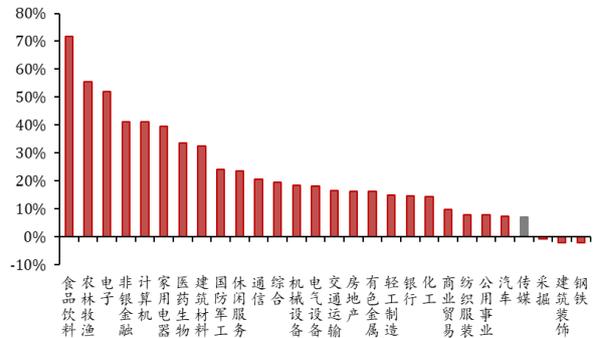
截止 2019 年 10 月 11 日，传媒指数上涨 8.01%，同期沪深 300 指数上涨 24.04%。横向比较来看，传媒行业年涨跌幅在 28 个子行业中位居倒数第 4 位。从估值角度来看，当前传媒行业的 PE(TTM) 估值为 35.72 倍，处于历史中枢位置，与其他一级行业相比处于中上游位置。

图 1：2019 年年初至今传媒板块上涨 8.01%



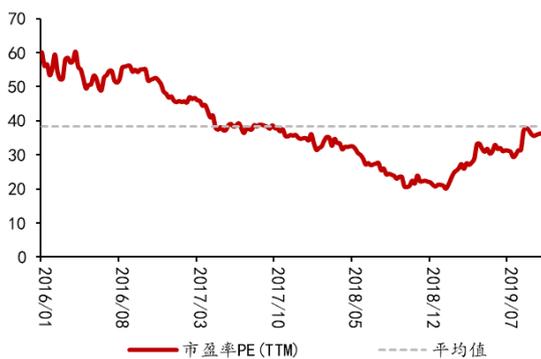
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 11 日

图 2：传媒板块年涨跌幅靠后



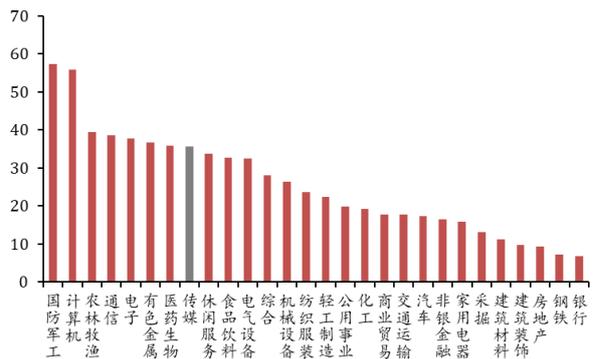
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 11 日

图 3：传媒行业估值处于历史中枢位置



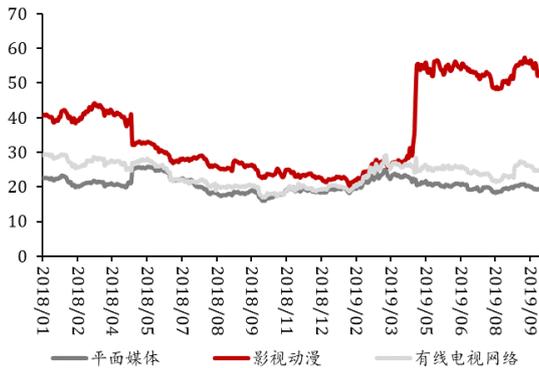
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 11 日

图 4：传媒行业 PE (TTM) 处于中上游



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：日期为 2019 年 10 月 11 日

图 5：年初以来影视动漫估值上升



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 11 日

图 6：年初以来互联网信息服务估值逐渐企稳

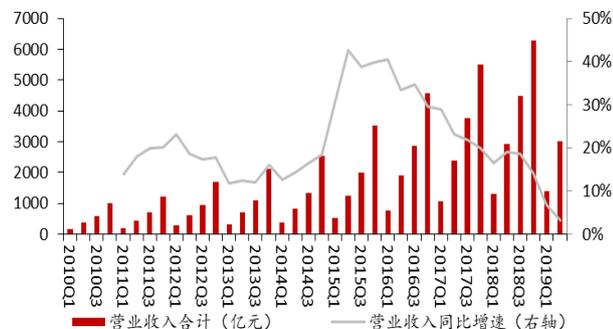


资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 11 日

1.2 传媒行业盈利趋势向好

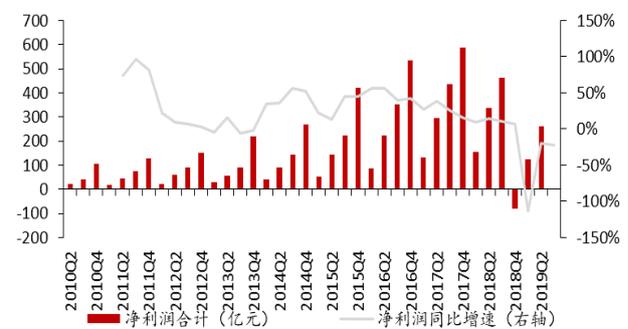
传媒行业逐渐恢复。2019H1 传媒行业营业收入为 3010.18 亿元，同比增长 3.2%；归母净利润为 262.11 亿元，同比减少 22.1%，但归母净利润已经由 2018 年下半年的大幅度亏损转正。2019 年 H1 营收增速环比持续下降，归母净利润同比增速长期为负，较 2018 年同期增幅回落较为明显。经历 2018 年行业整顿后，传媒行业影视剧过审及游戏版号审批逐渐恢复正常，行业整体盈利情况有向好趋势。盈利方面，2019H1 传媒行业盈利能力逐渐回暖，行业毛利率为 26.70%，净利率由 2018 年的-1.3%提升为 2019H1 的 8.7%，但行业 ROE 尚未见底。

图 7：2019H1 年传媒行业营业收入同比增长 6.5%



资料来源：Wind，川财证券研究所

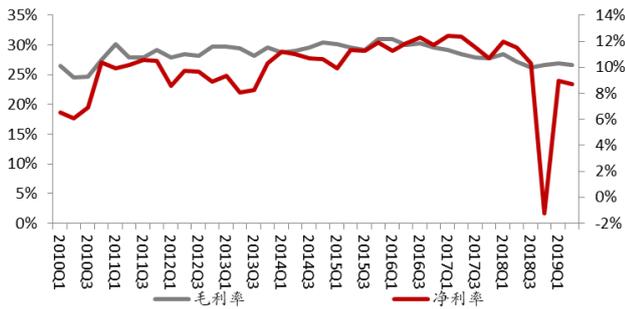
图 8：2019H1 年传媒行业归属母公司股东的净利润转为正数



资料来源：Wind，川财证券研究所

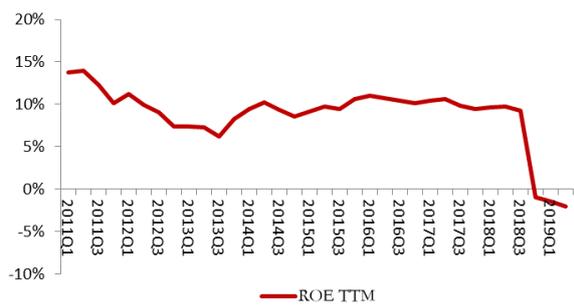
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 9：2019H1 传媒行业毛利率为 26.70%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：传媒行业 ROE 持续下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 游戏以及平面媒体业绩逐步企稳

传媒行业业绩波动较大，当前逐步企稳。截至 2019H1 传媒行业营业收入同比增长 3.15%、净利润同比减少 22.15%。分行业来看，游戏、平面媒体、互联网、教育等子板块相对来说业绩逐步企稳。

表格 1. 营业收入同比增速波动较大

营收同比增速	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	增速环比增幅
游戏	8.65%	15.41%	15.83%	11.48%	12.22%	12.84%	0.61%
互联网	26.70%	32.67%	31.49%	24.80%	16.86%	10.02%	-6.84%
教育	-16.85%	-18.82%	-17.44%	-13.87%	1.78%	8.22%	6.44%
平面媒体	-5.89%	3.84%	5.38%	4.42%	7.85%	3.69%	-4.16%
营销服务	43.65%	40.91%	35.28%	29.25%	4.89%	1.02%	-3.88%
电影	25.25%	6.73%	6.73%	0.77%	-7.19%	-0.69%	6.50%
影视动漫	28.01%	38.68%	34.31%	17.32%	14.79%	-9.22%	-24.01%
有线电视网络	0.84%	-5.12%	-2.20%	-0.94%	-10.47%	-9.55%	0.92%
传媒行业合计	16.56%	19.07%	18.57%	14.20%	6.83%	3.15%	-3.67%

资料来源：Wind，川财证券研究所

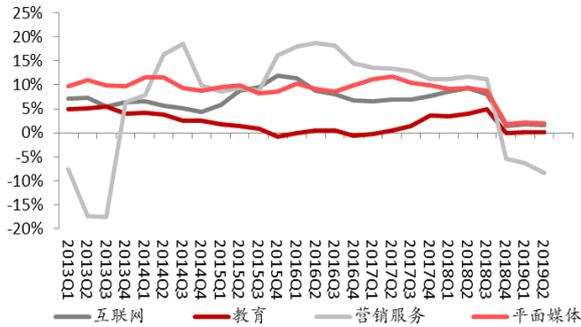
表格 2. 净利润同比增速回落明显

净利润同比增速	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	增速环比增幅
教育	3.59%	40.52%	64.99%	-111.26%	14.74%	3.91%	-10.83%
互联网	79.57%	53.96%	26.89%	-67.98%	22.60%	1.58%	-21.02%
平面媒体	-31.52%	-14.40%	-10.77%	-82.63%	10.54%	-0.13%	-10.67%
游戏	2.99%	5.51%	0.68%	-126.96%	-7.20%	-3.46%	3.74%
有线电视网络	-16.95%	-10.90%	-5.26%	-7.56%	18.25%	-8.85%	-27.11%
影视动漫	38.73%	35.79%	9.83%	-276.97%	-6.08%	-18.77%	-12.69%
营销服务	13.21%	20.52%	10.57%	-151.89%	-40.40%	-48.40%	-8.00%
电影	181.42%	44.02%	42.76%	-53.95%	-75.46%	-76.39%	-0.93%
传媒行业合计	14.36%	10.33%	6.41%	-113.39%	-20.24%	-22.15%	-1.91%

资料来源：Wind，川财证券研究所

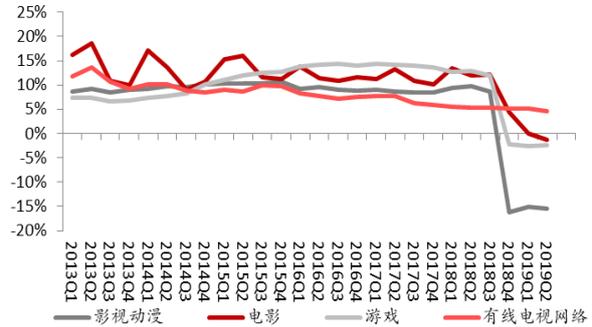
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 11: 各细分板块 ROE (TTM) 情况



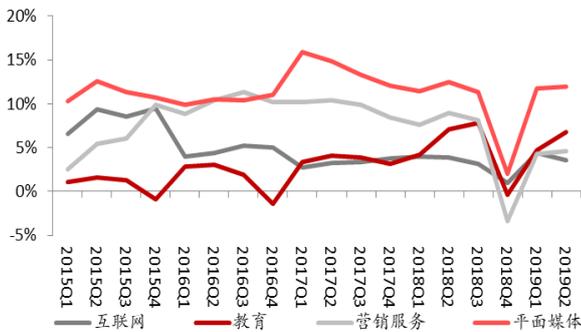
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 12: 各细分板块 ROE (TTM) 情况



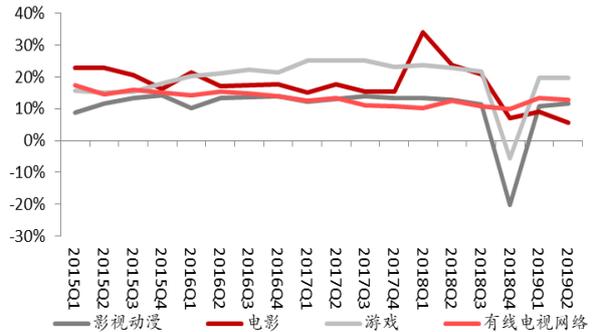
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 各细分板块净利率情况



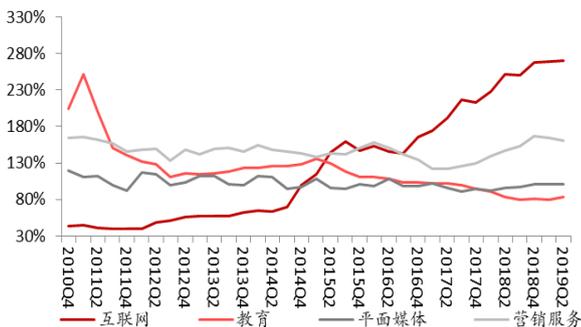
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 14: 各细分板块净利率情况



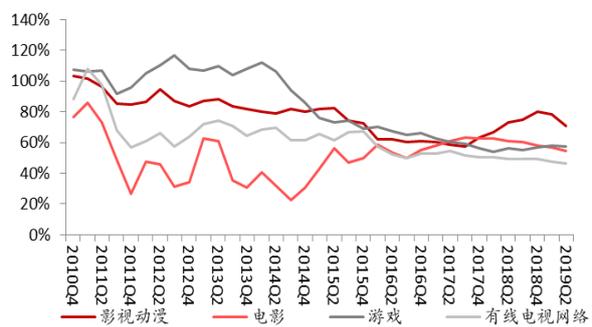
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 15: 各细分板块资产周转率情况



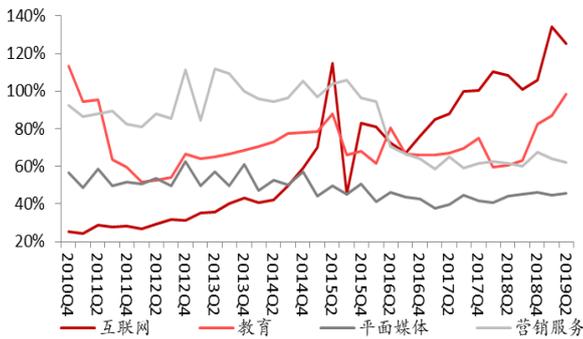
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 各细分板块资产周转率情况



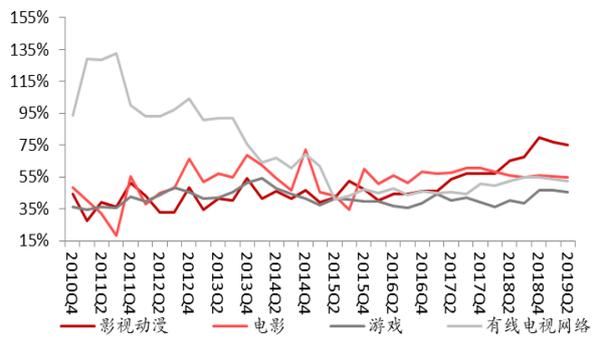
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17：各细分板块资产负债率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18：各细分板块资产负债率情况



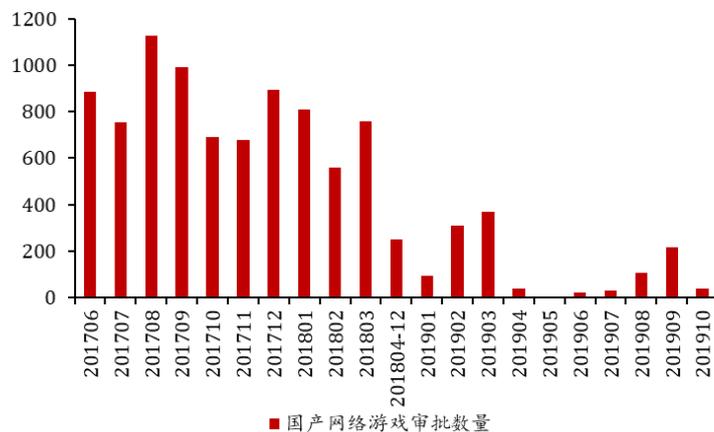
资料来源：Wind，川财证券研究所

二、游戏版号恢复带动行业回暖

2.1 版号审批放开，新游推动行业发展

一般来说游戏在开发阶段就申请版号，现阶段优质厂商的新一代产品，大多在版署暂停接收新申报材料之前就已经递交，未来优质新游戏将推动行业发展。自 2018 年 12 月游戏产业年会，中宣部领导正式宣布游戏恢复审批以来，行业发行数量持续低迷，2019 年 6 月到 9 月，网络游戏审批数量分别为 21 款、30 款、108 款、217 款。一方面审批数量有恢复趋势，另一方面腾讯、网易、完美世界、三七互娱、游族网络、吉比特等头部厂商相关产品均有在列，带动新游整体质量上升。

图 19：游戏版号重启发放



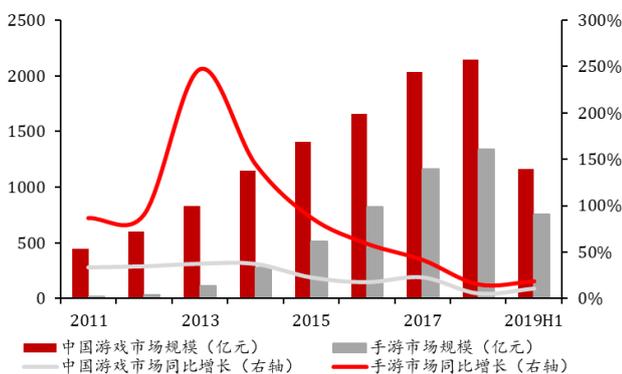
资料来源：广电总局，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2 行业格局稳定，头部企业优势明显

2019H1 中国游戏市场收入规模为 1163.1 亿元，同比增长 10.8%，手游整体 ARPU 为 121.4 元，同比增长 15.9%，整体市场以及行业格局趋于稳定，头部企业优势明显，同时参照美国游戏行业大周期，我们认为随着经济的好转，个人消费支出提升能够使得整体游戏市场受益。

图 20：游戏行业已进入成熟阶段



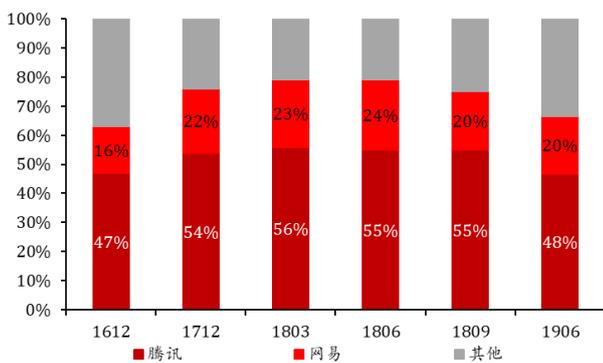
资料来源：伽玛游戏，川财证券研究所

图 21：手游整体 ARPU 增速提升



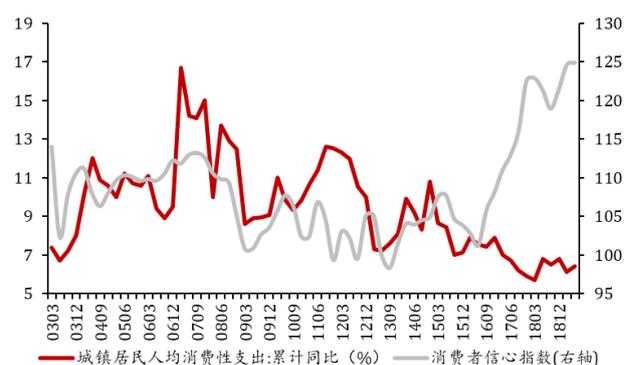
资料来源：伽玛游戏，川财证券研究所

图 22：市场格局已较为稳定



资料来源：伽玛游戏，川财证券研究所

图 23：人均消费支出有望提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 3. 2019H1 中国移动游戏收入 TOP10

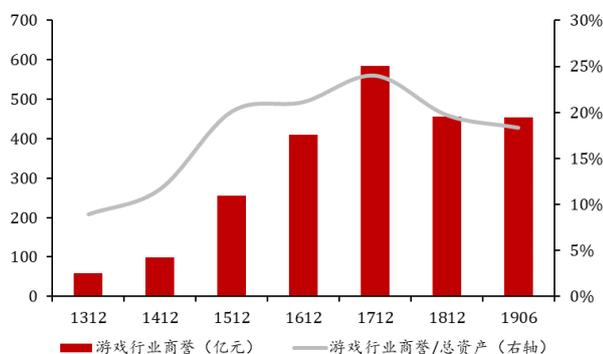
排名	游戏名称	开发商	发行商	游戏类型
1	王者荣耀	腾讯游戏	腾讯游戏	MOBA
2	梦幻西游	网易游戏	网易游戏	RPG
3	完美世界	完美世界	腾讯游戏	MMORPG
4	QQ飞车	腾讯游戏	腾讯游戏	竞速
5	和平精英	腾讯游戏	腾讯游戏	射击
6	阴阳师	网易游戏	网易游戏	RPG
7	大话西游	网易游戏	网易游戏	RPG
8	乱世王者	腾讯游戏	腾讯游戏	SLG
9	率土之滨	网易游戏	网易游戏	SLG
10	QQ炫舞	腾讯游戏	腾讯游戏	音舞

资料来源：伽马数据，川财证券研究所

2.3 目前商誉风险已大幅减少

截止 2019 年中报，A 股游戏上市公司商誉账面价值 653 亿，占游戏上市公司总资产 26%，整体风险可控。部分优质公司如吉比特、完美世界、游族网络以及三七互娱等公司商誉占比并不高，同时三七互娱等公司 2018 年已经将部分商誉减值，2019 年商誉风险大幅减少。参考美国三大游戏公司的商誉情况，他们通过不断的并购优秀的工作室能够获得优秀的研发能力以及经典的 IP，由此产生较多的商誉，但在成熟的游戏公司内商誉是可控的，通过并购有利于公司提升市场竞争力、增厚公司业绩。

图 24：游戏行业商誉/总资产比重为 26%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：部分优质公司商誉比重并不高

公司	商誉/总资产	公司	商誉/总资产
众应互联	68%	电魂网络	11%
金科文化	55%	中文传媒	10%
艾格拉斯	51%	元力股份	9%
迅游科技	50%	聚力文化	8%
世纪华通	49%	博瑞传播	7%
恺英网络	48%	巨人网络	7%
凯撒文化	44%	完美世界	6%
天舟文化	43%	游族网络	6%
富春股份	41%	慈文传媒	5%
浙数文化	40%	中青宝	2%
奥飞娱乐	33%	吉比特	0%
掌趣科技	33%	冰川网络	0%
天神娱乐	33%	北纬科技	0%
美盛文化	32%	卧龙地产	0%
展鑫科技	31%	盛天网络	0%
姚记科技	30%		
大晟文化	30%		

资料来源：Wind，川财证券研究所

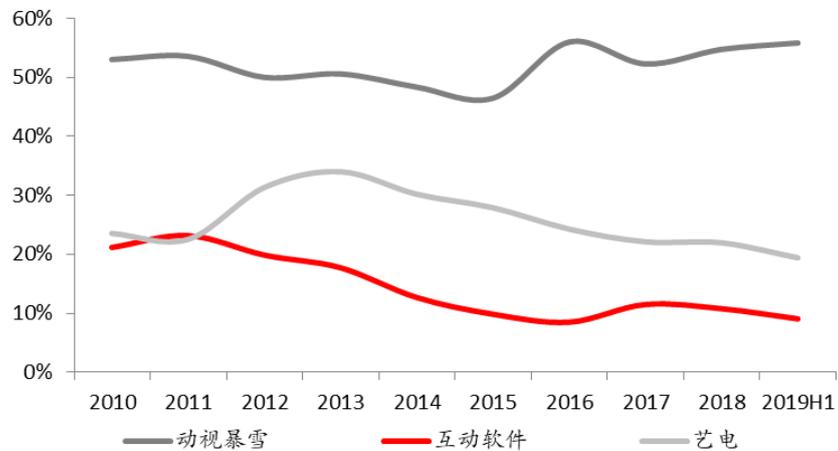
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 26：部分公司商誉情况

公司	商誉 (2019H1)	被投单位名称	商誉构成
掌趣科技	55.95亿	富姆乐	1198万
		玩蟹科技	15.28亿
		动网先锋	7.20亿
		上游科技	7.21亿
三七互娱	15.78亿	上海三七	15.78亿
中文传媒	24.68亿	百分在线	2046万
		智明星通	24.38亿
昆仑万维	15.35亿	Grindr LLC	5.79亿
		闲徕互娱	9.56亿
游族网络	4.52亿	Bigpoint	4.52亿
		C&C Media	1.21亿
		Cryptic Studios	1.85亿
完美世界	13.58亿	GlobalInter	1.11亿
		同心影视	6.98亿
吉比特	381万	雷霆股份	381万

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 27：三大美股公司商誉占比并不低

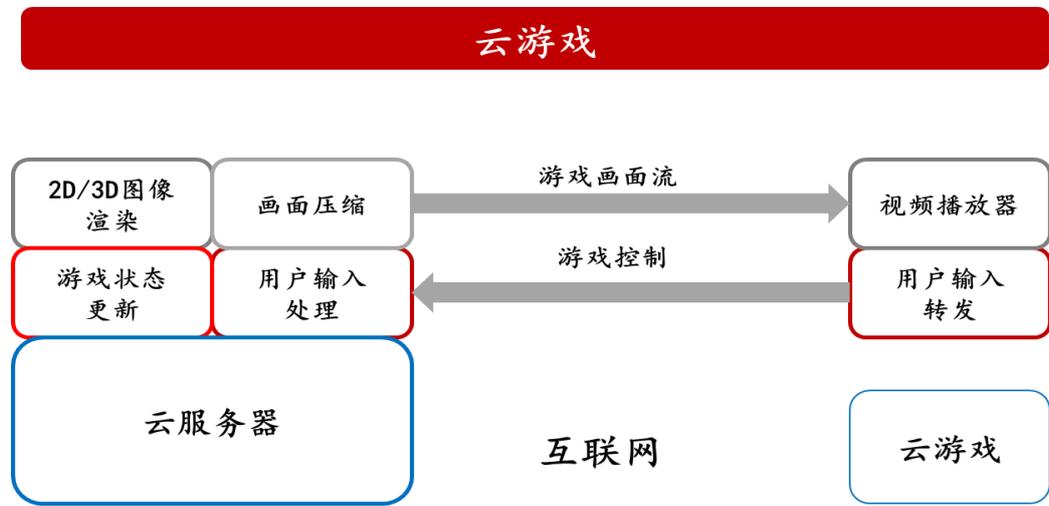


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.4 5G 有望带给游戏产业新活力

5G 逐步将移动互联网应用的存储、运算和处理功能推向云端，助推云游戏的终端应用向轻量化、小型化和低成本发展，进而推动云游戏的迅速发展。具体到公司层面，国内主要游戏公司加快布局云游戏产业链，云游戏的发展有望丰富传统游戏产业链的参与者，优质游戏内容提供商将在产业链中占据更为重要的位置。

图 28：云游戏处理流程



资料来源：《华为 5G 时代十大应用场景白皮书》，川财证券研究所

表格 4. 主要游戏公司云游戏平台及业务概况

公司名称	产业链及运营模式	云游戏平台	业务
腾讯控股	计算：云服务；研运一体：开发和代理境内外端游	腾讯即玩	“腾讯即玩”是腾讯与英特尔推出云游戏平台，将适用于PC和智能手机
光一科技	计算：云服务	无	移动云应用服务
东方明珠	5G传输；代理商：境外段游戏或主机游戏的代理商	索尼PS（目前仅在北美地区）；视博云1+云游戏平台	索尼PS、微软Xbox主机中国区独家代理运营商；视博云1+云游戏平台已覆盖东方有线用户
歌华有线	5G传输	视博云1+云游戏平台	视博云1+云游戏平台已覆盖歌华有线用户
迅游科技	传输：跨国、地区网络加速	无	迅游国际网游加速器

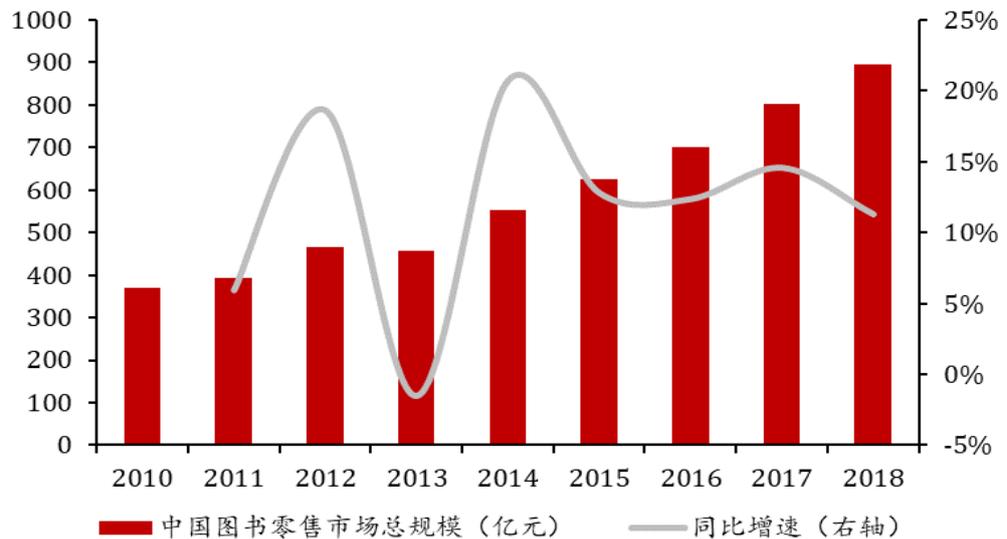
资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

三、平面媒体：整体稳定，少儿图书增速亮眼

3.1 受益网店渠道高增长，图书零售额稳定增长

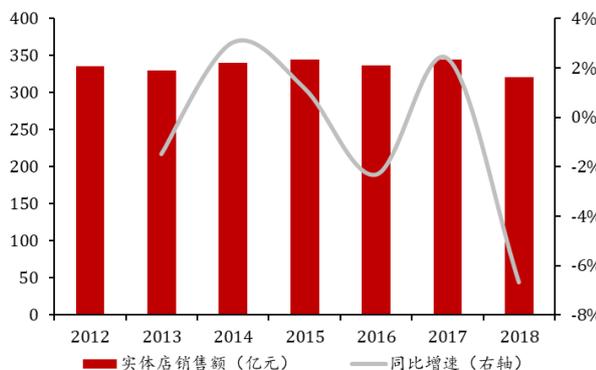
中国图书零售额从2010年的370亿元提升至2018年的894亿元，期间复合增速11.66%，行业整体处于稳定增长期。具体来看，网上书店渠道依然是市场增长的主要推动力，网店销售额从2012年的130亿元快速增长至2018年的573亿元，期间复合增速高达28.05%；实体店销售额较为稳定，基本维在340亿元左右，2018年下滑至321亿元，同比减少6.69%。

图 29：全国图书零售市场规模处于持续增长期



资料来源：开卷信息，川财证券研究所

图 30：2018 年实体店市场规模同比减少 6.69%



资料来源：开卷信息，川财证券研究所

图 31：2018 年网店市场规模同比增长 24.84%



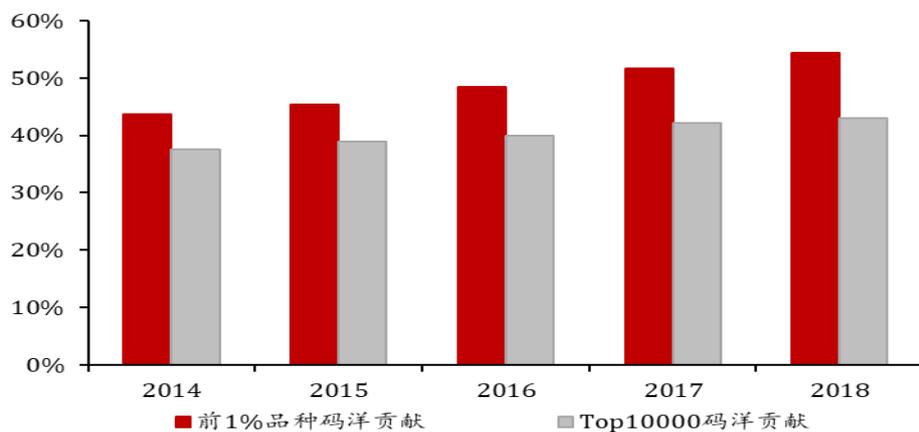
资料来源：开卷信息，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.2 集中度逐步提升，头部出版社强者恒强

据开卷信息数据显示，2014年销量排名前1%的图书贡献了43.73%的市场份额，随后贡献度都持续增加，2018年贡献度达到54.36%。此外，2018年Top10出版社市占率为16.65%，Top50出版社市占率高达48.61%，考虑到拥有Top10畅销书的出版商持续为当前市场头部企业，这意味着头部出版商能够获得的码洋在持续增加，市场集中度逐步提升。

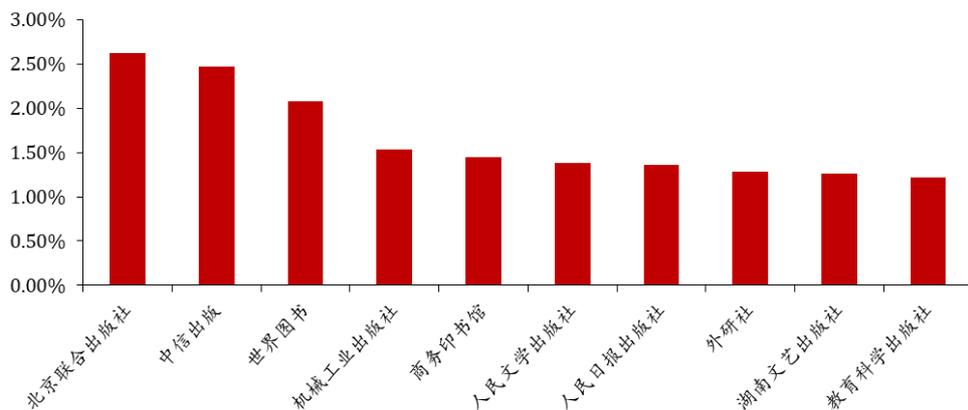
图 32：2014-2018 年头部码洋占比持续提升



资料来源：开卷信息，川财证券研究所，

注：数据截止至2018年全年，2018年全国图书零售市场动销品种数194万，1%即为1.94万

图 33：CR10 出版社码洋市占率为 16.65%



资料来源：开卷信息，川财证券研究所

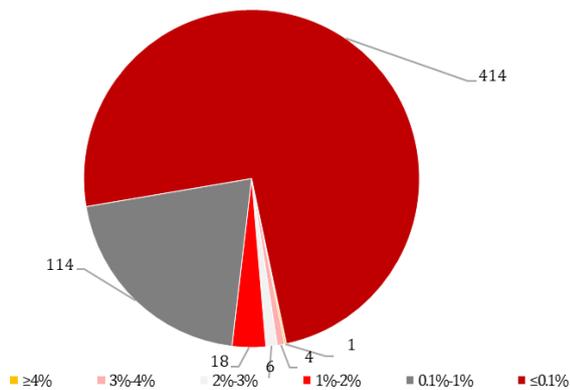
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 34：开卷信息排行榜畅销书出版社集中度较高

2015	2016	2017	2018
虚构类			
北京十月文艺出版社	百花洲文艺出版社有限责任公司	百花洲文艺出版社有限责任公司	百花洲文艺出版社有限责任公司
湖南文艺出版社	湖南文艺出版社有限责任公司	湖南文艺出版社有限责任公司	南海出版公司
南海出版公司	南海出版公司	南海出版公司	上海人民出版社
上海人民出版社	上海人民出版社	上海人民出版社	译林出版社
沈阳出版社	长江出版社	中国青年出版社	中国青年出版社
长江文艺出版社有限公司	中国青年出版社		
中国青年出版社	重庆出版社		
非虚构类			
北京十月文艺出版社	北京联合出版有限责任公司	北京联合出版有限责任公司	北京联合出版有限责任公司
广西师范大学出版社	北京十月文艺出版社	北京十月文艺出版社	广西师范大学出版社集团有限公司
湖南文艺出版社	广西师范大学出版社集团有限公司	广西师范大学出版社集团有限公司	湖南文艺出版社有限责任公司
四川人民出版社	湖南文艺出版社有限责任公司	湖南文艺出版社有限责任公司	生活·读书·新知三联书店有限公司
中信出版股份有限公司	江苏凤凰文艺出版社	生活·读书·新知三联书店有限公司	译林出版社
	译林出版社	浙江人民出版社有限公司	中信出版集团股份有限公司
	长江文艺出版社有限公司	中信出版集团股份有限公司	
少儿类			
江苏凤凰少年儿童出版社	接力出版社有限公司	接力出版社有限公司	春风文艺出版社有限责任公司
接力出版社	明天出版社有限公司	明天出版社有限公司	江苏凤凰少年儿童出版社
明天出版社	南海出版公司	南海出版公司	南海出版公司
南海出版公司	上海译文出版社	人民文学出版社有限公司	人民文学出版社有限公司
童趣出版有限公司	浙江少年儿童出版社有限公司	上海译文出版社	上海译文出版社
浙江少年儿童出版社有限公司	中国少年儿童出版社	浙江少年儿童出版社有限公司	浙江少年儿童出版社有限公司
		中华书局有限公司	

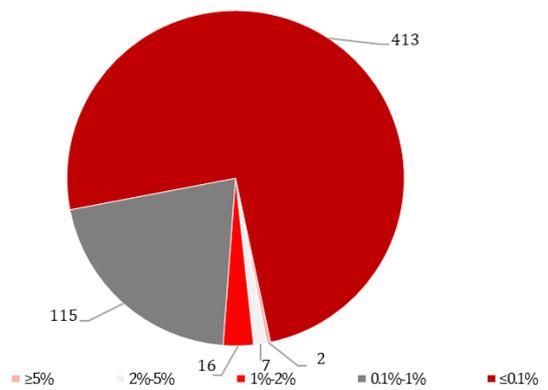
资料来源：开卷信息，川财证券研究所

图 35：出版市场头部企业极具竞争力



资料来源：开卷信息，川财证券研究所

图 36：出版市场头部企业极具竞争力

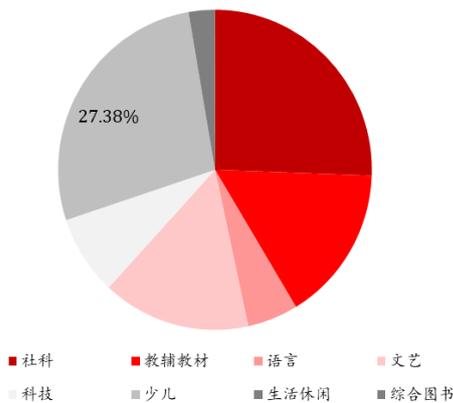


资料来源：开卷信息，川财证券研究所

3.3 少儿图书保持快速增长，持续扩容

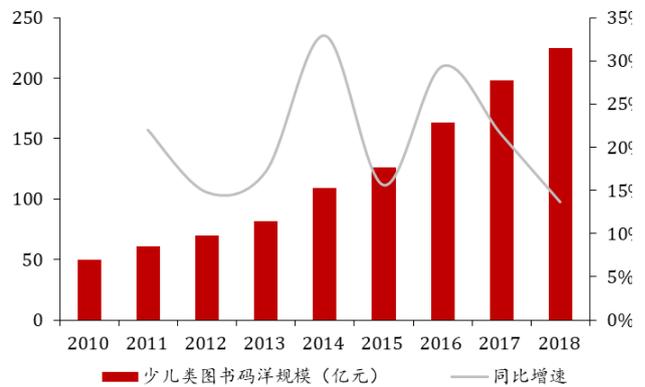
少儿图书占比高达 27.38%，仍处于快速增长期，市场规模持续扩容。据开卷信息数据显示，少儿图书市场规模从 2010 年的 50 亿元快速提升至 2018 年的 225 亿元，年均复合增速高达 13.64%，当前少儿图书占比高达 27.38%。此外，从具体渠道来看，少儿图书在实体书店、网店均保持高增长。

图 37：少儿图书占比高达 27.38%



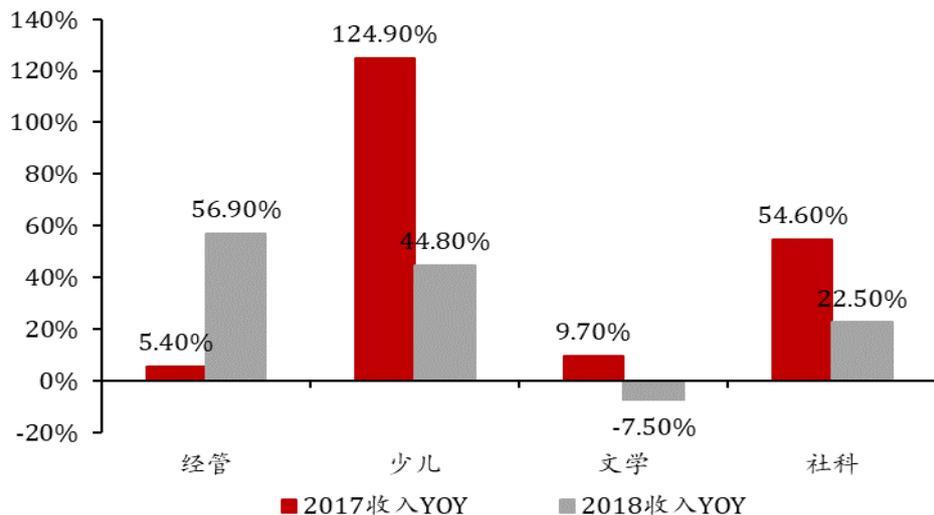
资料来源：开卷信息，川财证券研究所

图 38：少儿图书市场规模快速提升



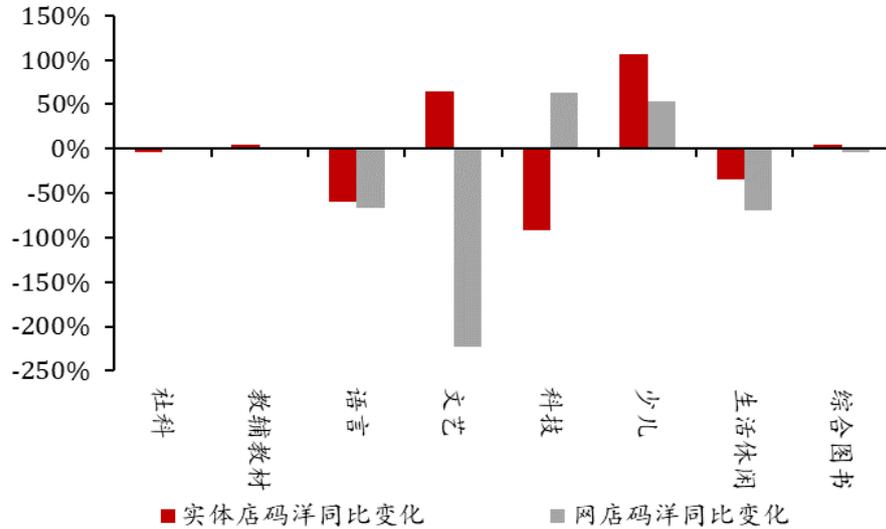
资料来源：开卷信息，川财证券研究所

图 39：少儿图书增长迅猛



资料来源：开卷信息，川财证券研究所

图 40：少儿图书在实体书店、网店均保持高增长

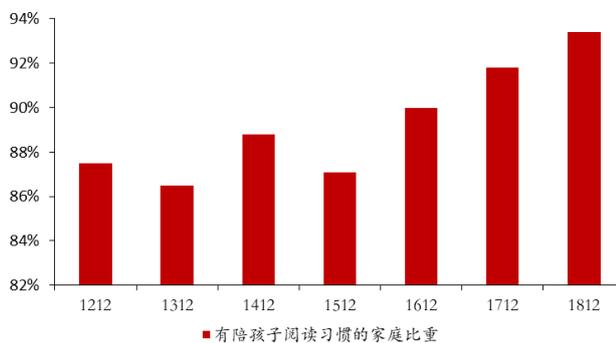


资料来源：开卷信息，川财证券研究所

3.4 量价齐升带动少儿图书市场规模持续增长

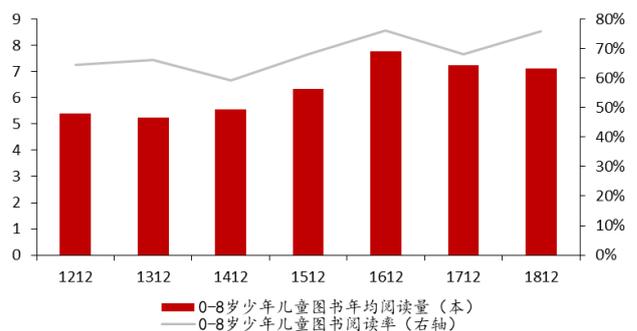
得益于未成年人的阅读量提升、家长对少儿阅读的重视程度提高以及价格持续提高，中国少儿图书市场规模持续增长。有陪孩子阅读习惯的家庭比例从 2012 年 87.5% 提升至 2016 年 93.4%，0-8 岁少年儿童年人均阅读量由 2012 年 5.4 本增加至 7.1 本，少儿图书单品种以及单册定价持续提高。

图 41：家长对少儿阅读的重视程度持续提高



资料来源：《第十六次全国国民阅读调查报告》，川财证券研究所

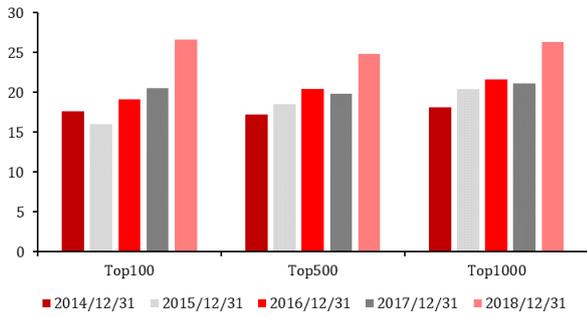
图 42：0-8 岁少年儿童图书阅读量持续提升



资料来源：《第十六次全国国民阅读调查报告》，川财证券研究所

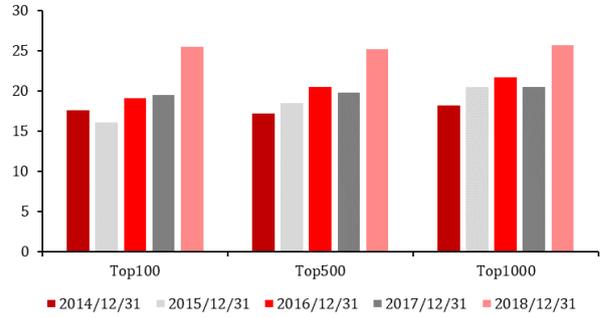
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43：少儿图书单品种定价持续提高



资料来源：开卷信息，川财证券研究所

图 44：少儿图书单册定价持续提高



资料来源：开卷信息，川财证券研究所

四、投资建议

维持行业“增持”评级。目前中国传媒行业整体估值较为合理，平面媒体以及游戏在行业格局、业绩以及 ROE 上都较为优秀，游戏行业政策边际改善明显，商誉风险得到明显释放，平面媒体经营壁垒高、现金流充沛在当前市场情况下凸显防御属性，我们建议投资者从中筛选优质标的进行布局，建议布局已经具备优秀商业模式以及竞争优势的细分行业头部企业。

相关标的：完美世界、三七互娱、吉比特、中信出版、中国出版、新经典、中南传媒。

表格 5. 相关标的估值一览

日期	2019/10/24	股价	总市值	EPS			PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
002624.SZ	完美世界	28.3	366.2	1.7	1.9	2.2	17.1	14.8	13.0
002555.SZ	三七互娱	16.7	351.9	0.9	1.1	1.3	17.7	15.0	13.2
603444.SH	吉比特	274.7	197.4	12.4	14.5	16.6	22.1	19.0	16.5
平均值							19.0	16.3	14.2
601098.SH	中南传媒	11.8	212.1	0.8	0.8	0.9	15.7	14.3	13.0
601949.SH	中国出版	6.2	113.5	0.4	0.4	0.5	16.5	14.9	13.4
300788.SZ	中信出版	46.4	88.3	1.3	1.6	1.9	35.7	29.5	24.9
603096.SH	新经典	57.1	77.3	2.0	2.4	2.8	28.0	23.9	20.4
平均值							24.0	20.7	17.9

资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

并购标的业绩不达预期风险

过去几年行业内发生大量并购，并购标的存在业绩不达预期风险

内生不达预期风险

传媒行业产品多为项目制，受不可控因素影响较多，存在不达预期风险

估值风险

行业估值水平处于市场中等偏高位置

政策风险

文化传播类行业属于国家重度监管行业，容易受到政策影响进而导致行业、公司发生较大变化

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004