

证券研究报告：行业深度报告
增持（维持）



传媒行业2020年年度策略： 基本面筑底反转，5G引领历史性机遇

证券分析师：张良卫
执业证书编号：S0600516070001
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖
执业证书编号：S0600517110002
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理：郭天瑜
联系邮箱：guoty@dwzq.com.cn

研究助理：李赛
联系邮箱：lis@dwzq.com.cn

2013-2015年传媒板块爆发由4G移动互联网作为核心驱动力，资产证券化加速作为重要推动因素，而2015-2019年进入五年调整期，由移动互联网人口红利殆尽及资产证券化收紧共同所致，同时2019年内容行业监管政策趋严对行业供给侧改革起到了推进作用。但站在当前时点，我们看到了监管政策或将边际放松以鼓励内容行业发展迹象，同时传媒板块经历2018年大幅商誉减值后，商誉减值风险有望在2019年基本释放完毕，行业整体基本面筑底反转，而此时传媒板块历史估值已回到2013年爆发前水平，经过2013-2019年此轮大周期，传媒板块却诞生了一大批具有行业定价能力的优质公司。

展望2020年，我们或已站在新一轮大周期的起点，随着5G应用落地，我们或将重新具备2013-2015年传媒板块爆发时的核心驱动力，而2019年6月科创板的正式开板体现了国家对优质高新技术企业打开融资通道的支持，并创新在该板块内进行注册制试点。在国家政策的引导下，资产证券化环境或逐渐向宽松方向发展。且随着5G应用落地，或将有更多创新型公司进入市场，出现各细分行业龙头引领估值提升，从而带动板块整体估值提升。

行业基本面筑底反转，5G引领历史性机会，站在当前时点，我们坚定看好2020年传媒板块，强烈建议加大传媒行业配置力度，全面超配传媒板块，并重点推荐具有行业定价能力的细分赛道优质公司！

■ 风险提示：市场竞争加剧；政策监管风险；宏观经济风险；市场系统性风险等。

- 1、**游戏行业**：行业进入成熟期，推荐优质公司**三七互娱、完美世界、吉比特、游族网络、顺网科技、腾讯控股**，建议关注**掌趣科技**。
- 2、**出版行业**：龙头集中加速，推荐**中信出版、新经典**。
- 3、**教育行业**：公务员招录反弹，培训市场潜力凸显，推荐**中公教育、中国东方教育、新东方在线**。
- 4、**院线行业**：2020年单银幕票房拐点或将出现，推荐**万达电影、横店影视**。
- 5、**影视行业**：供给继续出清，成本结构优化，推荐**光线传媒**，建议关注**华策影视、慈文传媒、欢瑞世纪**。
- 6、**虚拟现实**：5G技术相关度最高、市场潜力最大的应用场景。
- 7、**超清视频**：超高清视频5G应用有望在短期内形成商业成效，推荐**新媒股份、芒果超媒**。
- 8、**其他重点推荐个股**：**分众传媒**。
- 9、**其他建议关注个股**：**奥飞娱乐**。

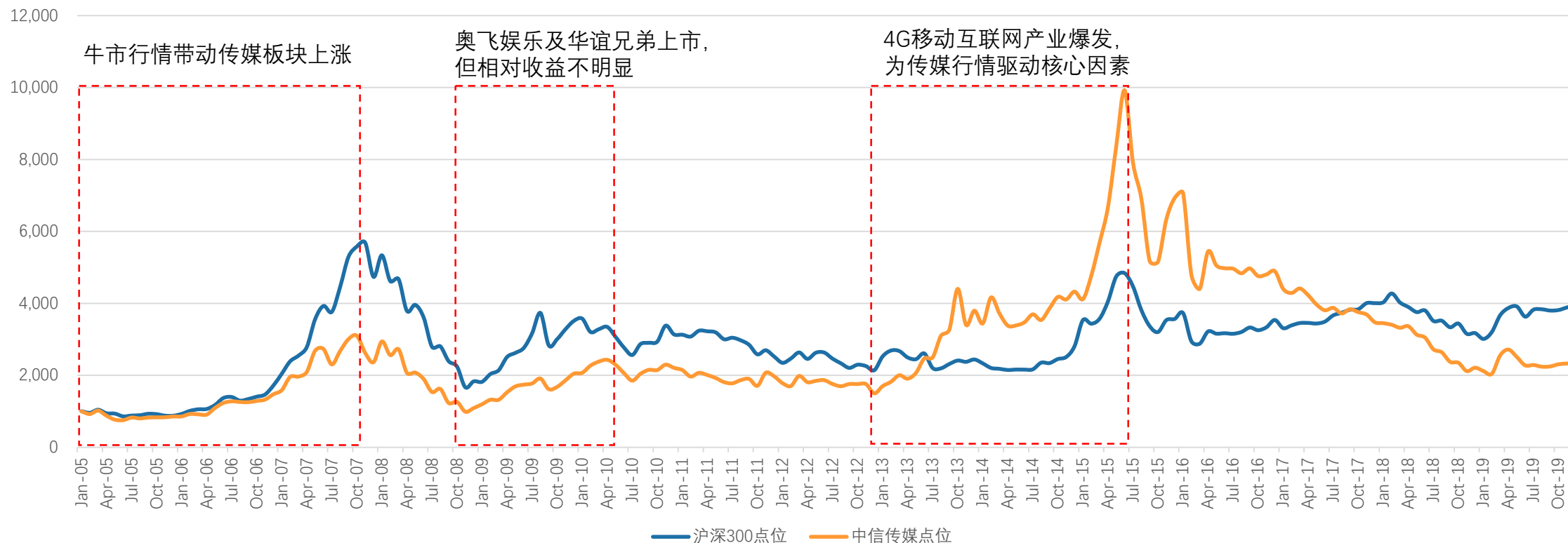
■ 风险提示：市场竞争加剧；政策监管风险；用户需求及行业增速不及预期；宏观经济风险；市场系统性风险等。

一、5G落地及资产证券化将带来行业历史性机遇

1.1 历史性机会构成要素一：4G移动互联网核心驱动力

- 2013Q1-2015Q4传媒行业迎来历史性爆发，而核心驱动因素为4G产业链升级带来智能手机出货量爆发，从而推动移动互联网产业爆发，同时新兴行业爆发期，对未来行业格局及细分赛道的不确定性整体提升了中小传媒公司的市盈率，引发了传媒行业的整体行情。

图表：2005年初至今传媒中信指数相对沪深300变化

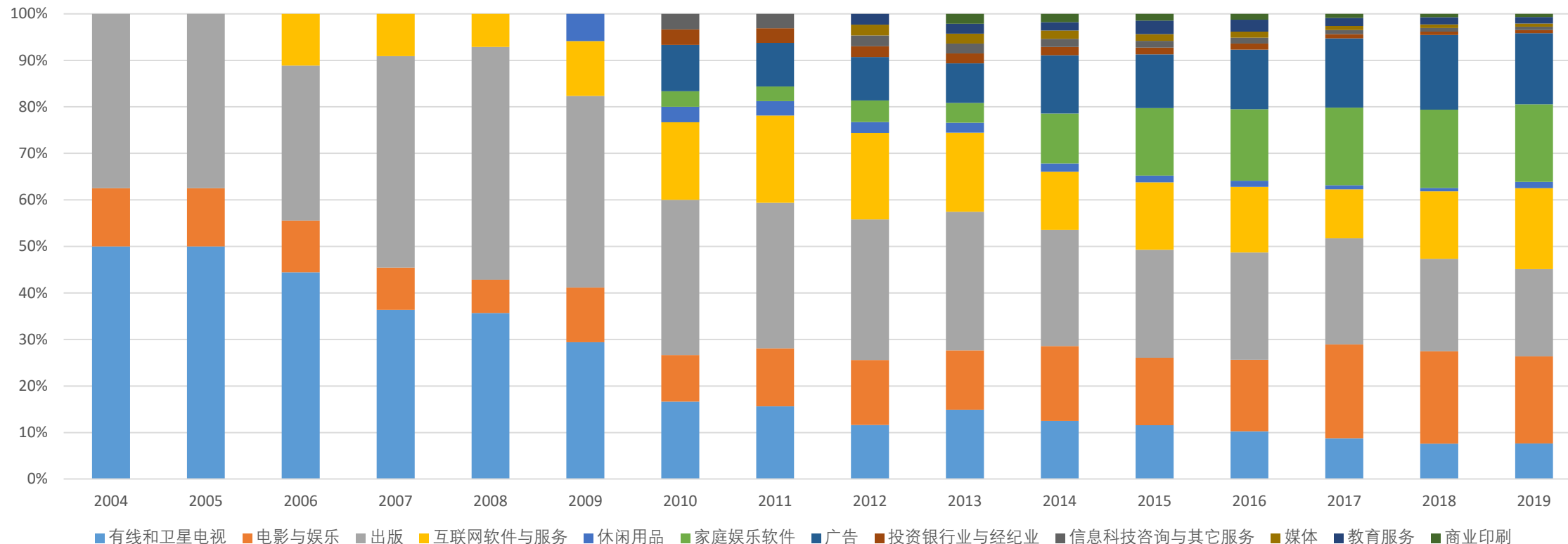


1.2 历史性机会构成要素二：资产证券化推进

- 随着2009年底奥飞娱乐及华谊兄弟上市，传媒板块开启了资产证券化之路，直至2015年行业结构占比趋于稳定，资产证券化的持续推进为传媒板块爆发提供了有力支持。

图表：2004年至今传媒Wind四级行业结构变化

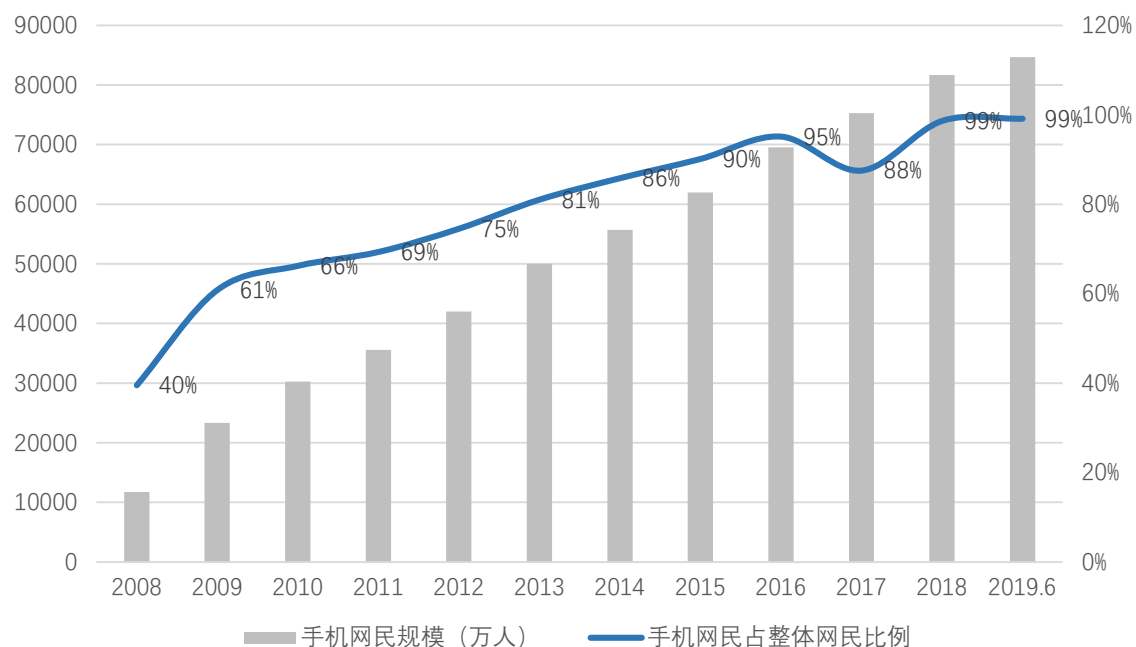
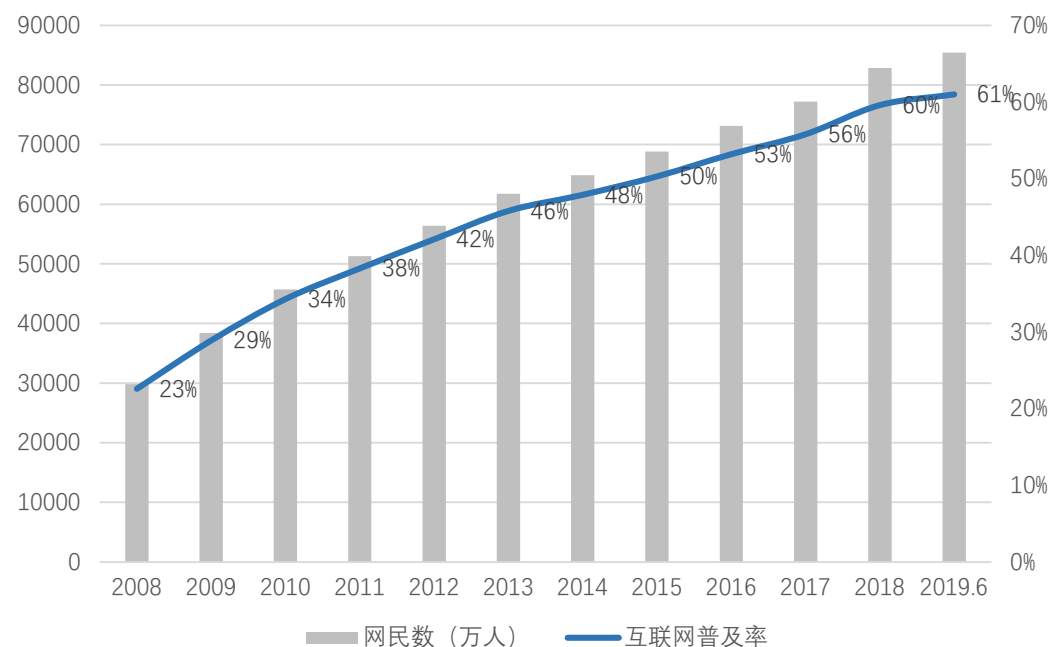
传媒细分板块标的数量占比 %



1.3 五年行业调整：4G红利殆尽，兼并收购收紧

- 2016年后，中国互联网人口已突破7亿，互联网普及率超过50%，而互联网人口中手机网民规模渗透率也已超过90%，流量人口红利逐渐褪去，流量市场也逐渐随之进入了存量整合时代，行业出现分化马太效应加剧，头部优质企业实现高质量稳定增长的同时大量中小互联网公司生存愈发艰难，细分赛道竞争格局愈发明显使得不确定性降低，从而整体降低了中小互联网企业估值水平。
- 而2016年后，政策端对兼并收购的收紧也提高了行业资产证券化门槛，中小互联网传媒企业融资渠道减少，优质标的较少，成为了行业进入数年调整期的重要因素。

图表：2008年至今中国互联网人口及移动互联网渗透率变化



1.4 内容监管持续加强，行业供给侧改革加速

- 2014年后，内容监管逐渐加强，2019年政策密度及监管强度均边际加强，内容行业公司早期现金投入回收周期延长，导致行业供给侧改革加速，而互联网传媒行业的本质为供给驱动需求，优质内容供给减少导致行业增速下滑，部分细分行业出现负增长现象。
- 2019年至今中信传媒指数涨幅 10.7%，万得全A指数涨幅 28.4%，沪深300指数涨幅 32.9%，传媒板块依旧相对弱势，主要由于板块基本面仍处于下行周期，**且我们预期2020年内容监管强度或将边际放松，也意味着板块基本面的企稳。**
- 传媒板块 2015年至今已连续下跌五年，站在当前时点我们也看到了相似于 2013年板块爆发时的必要条件。

图表：2014年至今传媒板块的主要政策梳理

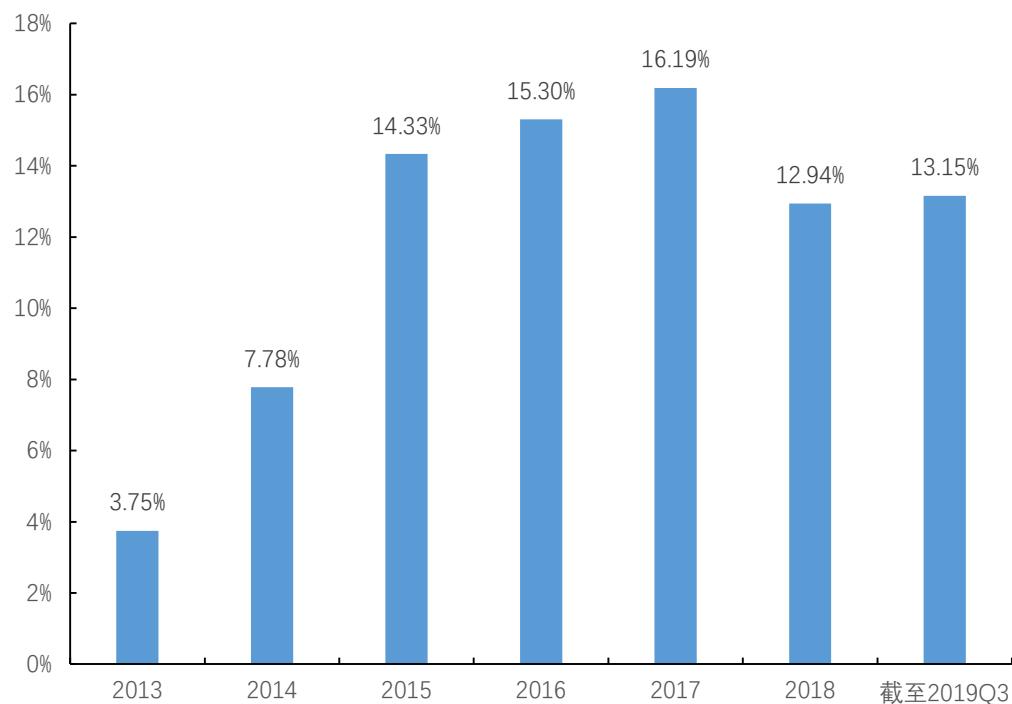
时间	政策	解读
2014年4月15日	一剧两星	提升内容生产的多样性，加速一线卫视分化
2014年4月16日	《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的规定》	促进传媒行业体制机制的改革
2015年6月11日	国家新闻出版广电总局就《互联网等信息网络传播视听节目管理办法（修订征求意见稿）》公开征求意见	进一步规范网络视听市场
2016年3月18日	电影市场专项治理办公室针对影片《叶问3》上映后媒体曝光的票房不实问题分别约谈了该片发行方及相关机构	电影票房造假监管首例，开始引导行业良性发展
2018年6月7日	范冰冰涉税问题被实名举报	影响行业开机，影响艺人定价及格局
2018年6月7日	国产游戏在文化部的备案通道被暂时关闭	影响游戏产品上线节奏
2018年9月12日	取消网络售票平台票补	短期会导致票价提升，长期利好行业健康发展
2018年11月9日	《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》	限制综艺节目数量、明星薪酬
2018年12月29日	广电总局公布审核恢复后首批游戏版号	游戏行业复苏，倡导优质游戏产品
2019年4月3日	《国家广播电视总局第3号令：未成年人节目管理规定》	完善内容监管，加强对青少年的保护
2019年4月19日	上线新的游戏作品申请规定，游戏版号申报正式重启	细化游戏监管内容，加强监管
2019年6月6日	中国广电获工信部发放5G商用牌照	推动广电网络技术革新与转型升级
2019年6月11日	部署国庆70周年电视剧排播	特殊时点对于意识形态行业监管趋严
2019年7月10日	发布《视音频内容分发数字版权管理技术规范》为广播电视行业标准	规范数字版权管理
2019年8月19日	《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》	鼓励高质量内容发展，推动科技创新与产业融合
2019年10月28日	《国家广播电视总局2019-2028年立法工作规划》	规范行业秩序，完善相关法律制度
2019年11月1日	《关于加强“双11”期间网络视听电子商务直播节目和广告节目管理的通知》	加强直播、广告节目监管力度

资料来源：国家新闻出版广电总局，国务院，新浪网，东吴证券研究所

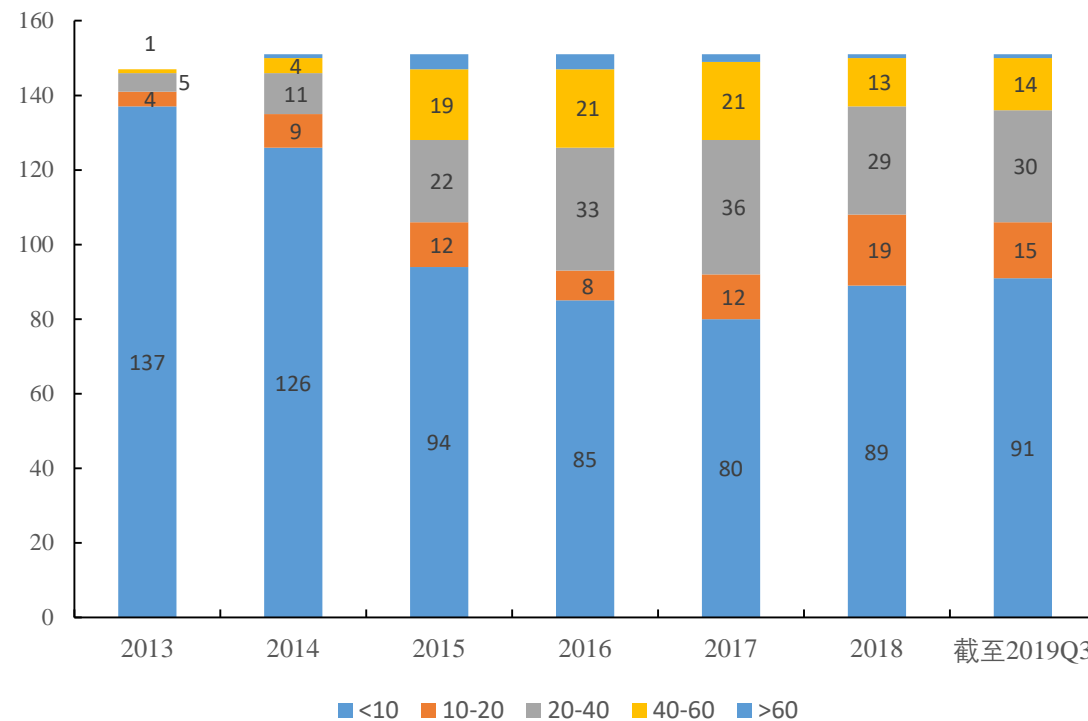
1.5 商誉减值风险有望在2019年基本释放完毕

■ 2014-2015年为传媒行业的重组并购高发期，商誉占比总资产比例快速提升，但实际行业景气度开始下行，随着2017-2018年三年业绩对赌期进入尾声，商誉减值风险逐渐释放，我们判断2019年可能成为行业大幅商誉减值的最后一年，商誉风险有望在19年基本释放完毕，2020年行业将轻装上阵。

图表：中信传媒行业总商誉占总资产比例情况



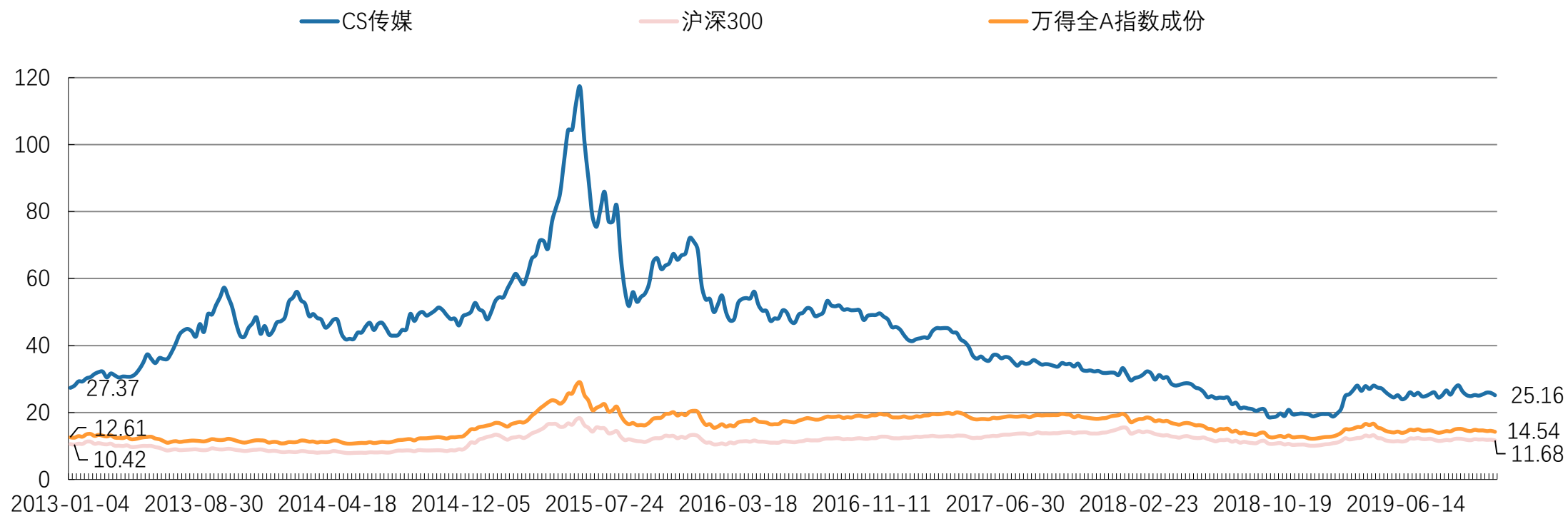
图表：传媒公司商誉占总资产比例分布情况（单位：家）



1.6 传媒行业估值已处历史低位

- 从 2015年下半年以来，传媒行业一直处于估值消化的过程中，当前估值水平已回到 2013年行业爆发前，但经过本轮大周期后，行业主要资产结构从广电和出版公司为主已变成了多元化结构，且筛选出了一批优质公司。展望 2020年，行业有望在景气度改善的同时迎来戴维斯双击，而从当前看 2020年已具备 2013年行业爆发的要素。

图表：2013年至今传媒中信及沪深300、万得全A指数估值情况（TTM，整体法，剔除负值）



1.7 历史新机会构成要素：5G落地或带来应用端爆发

- 2019年6月，工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发布5G商用牌照，深圳市政府发布了《深圳市人民政府印发关于率先实现5G基础设施全覆盖及促进5G产业高质量发展若干措施的通知》，鼓励推进5G基础设施全覆盖及5G相关产业高质量发展。
- 2019年8月，科技部、中央宣传部、中央网信办、财政部、文化和旅游部、广播电视总局共同研究制定了《关于促进文化和科技深度融合的指导意见》，意见中提到推动超高清内容制作、交易、版权保护全链条体系建设，利用VR/AR技术实现内容传播精细化与沉浸化，明确鼓励超高清、VR/AR板块的发展。
- 5G手机也开始落地，或即将带来应用端创新的爆发，而率先布局5G的互联网行业龙头或将迎来一轮估值提升，从而带动板块整体行情。

图表：当前主流5G手机

手机型号	上市时间	主屏尺寸（英寸）	屏幕分辨率	前置摄像头像素	后置摄像头像素	ROM容量
华为Mate 30 Pro (5G)	2019.11	6.62	2400*1080	3200万	4000万	512GB
华为Mate 20 X (5G)	2019.7	7.2	2244*1080	2400万	4000万	256GB
Vivo NEX3 (5G)	2019.9	6.89	1080*2256	1600万	6400万	256GB
SAMSUNG Note 10+	2019.9	6.8	3040*1440	1000万	1600万	256GB
SAMSUNG Galaxy A90	2019.1	6.7	1090*2400	3200万	4800万	128GB
小米 9 Pro 5G	2019.9	6.39	2340*1080	2000万	4800万	512GB
中兴天机 Axon 10	2019.7	6.47	2340*1080	2000万	4800万	128GB

资料来源：华为商城，苏宁易购，东吴证券研究所

1.8 历史新机会构成要素：资产证券化或重新加速

- 指数涨跌与投融资市场环境有一定相关性，2016年之后监管全面收紧文化传媒行业融资，19年相关条例发布，影视、游戏行业融资政策开始出现松绑迹象，融资环境逐渐宽松。
- 2019年6月13日，科创板正式开板，7月22日科创板首批公司上市，国家以科创板的形式对优质高新技术企业提供了融资通道，并创新在该板块内进行注册制试点。
- 在国家政策的引导下，资产证券化环境逐渐向宽松方向发展，随着5G应用逐渐落地，或有更多创新型公司进入二级市场，带来行业整体性机会。

图表：2014年至今传媒板块投融资的主要政策梳理

时间	政策	解读
2014年3月24日	国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	放松管制政策，培育企业兼并重组市场环境
2014年10月23日	《上市公司重大资产重组管理办法》以及《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》正式施行	并购政策的持续变暖，释放制度红利
2014年	3月至11月密集出台11个文化产业相关扶持政策	利好文化产业政策
2016年3月	唐德影视、暴风集团等收购爱美神、稻草熊被深交所叫停	收紧传媒产业的跨界并购重组和定增
2016年6月22日	证监会重点核查影视、VR等热门虚拟经济并购重组	加大监管力度
2017年2月17日	证监会修订《上市公司非公开发行股票实施细则》，并发布了“再融资新规”	限制再融资及并购重组，冲击传媒行业
2017年5月27日	证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》	增大定增融资难度，抑制投机、套利行为
2017年7月27日	监管层对并购重组的业绩承诺进行调整	监管企业套利，规范行业秩序
2018年1月	《再融资审核财务知识问答》与《再融资审核非财务知识问答》上市公司募集资金不得跨界投资影视或游戏	细化再融资审核，助力行业规范发展
2018年12月25日	国务院发布《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》和《进一步支持文化企业发展的规定》	鼓励相关企业并购重组和上市融资
2019年3月25日	证监会发布《首发业务若干问题解答》，首次公开解答影视公司IPO发审问题	明确影视公司IPO原则，提供权威的规范指引
2019年7月5日	中国证监会官方网站发布“再融资30条”，规定上市企业募集资金“原则上不得跨界投资影视或游戏”	细化融资审核标准，防范资金“脱实向虚”
2019年8月8日	证监会发布《关于重大资产重组行政许可申请材料规范性的说明》	允许并购游戏公司，但需经过严格审核
2019年10月18日	中国证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	放开创业板借壳限制，并购重组规模将出现回升

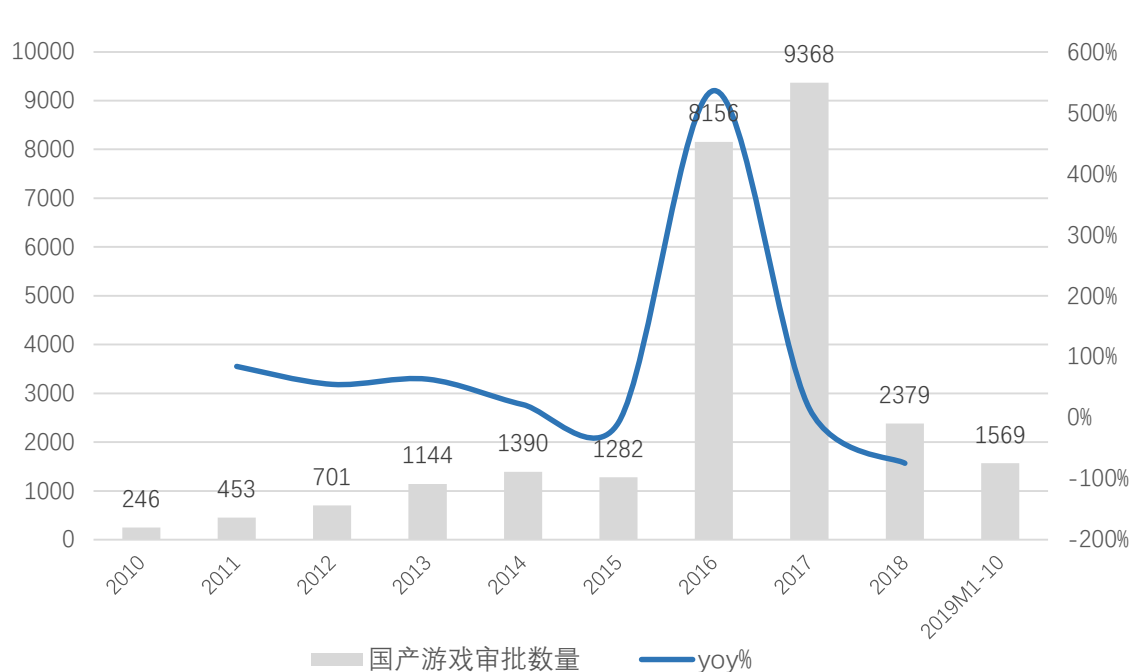
资料来源：证券监督管理委员会，国务院，新浪网，东吴证券研究所

二、游戏：优质公司投资机会出现，云游戏将打开天花板

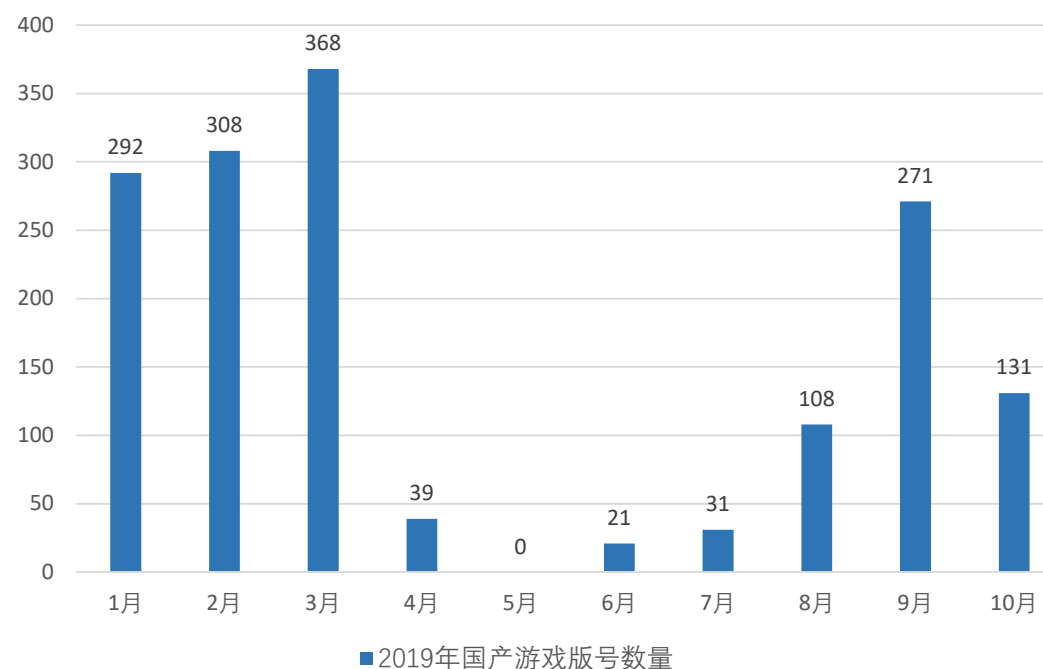
2.1 版号审批从“大水漫灌”到“矫枉过正”

- 2016年3月，《网络出版服务管理规定》实施，网络游戏出版前，必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请，经审核同意后，报国家新闻出版广电总局审批，审批权下放地方后国产网络游戏数量出现井喷式增长，导致手游行业迅速成为红海，并出现各种行业乱象。
- 2018年4月起版号暂停发放，配合国家机构调整，版号审批权上收至中宣部，至2018年12月才重新放开，但2019年以来版号供给量呈现不稳定态势，版号数量无法满足全市场需求，大量中小游戏厂商因无法拿到版号面临倒闭。

图表：2010-2019年至今国产网游版号数量



图表：2019年至今国产网游版号数量



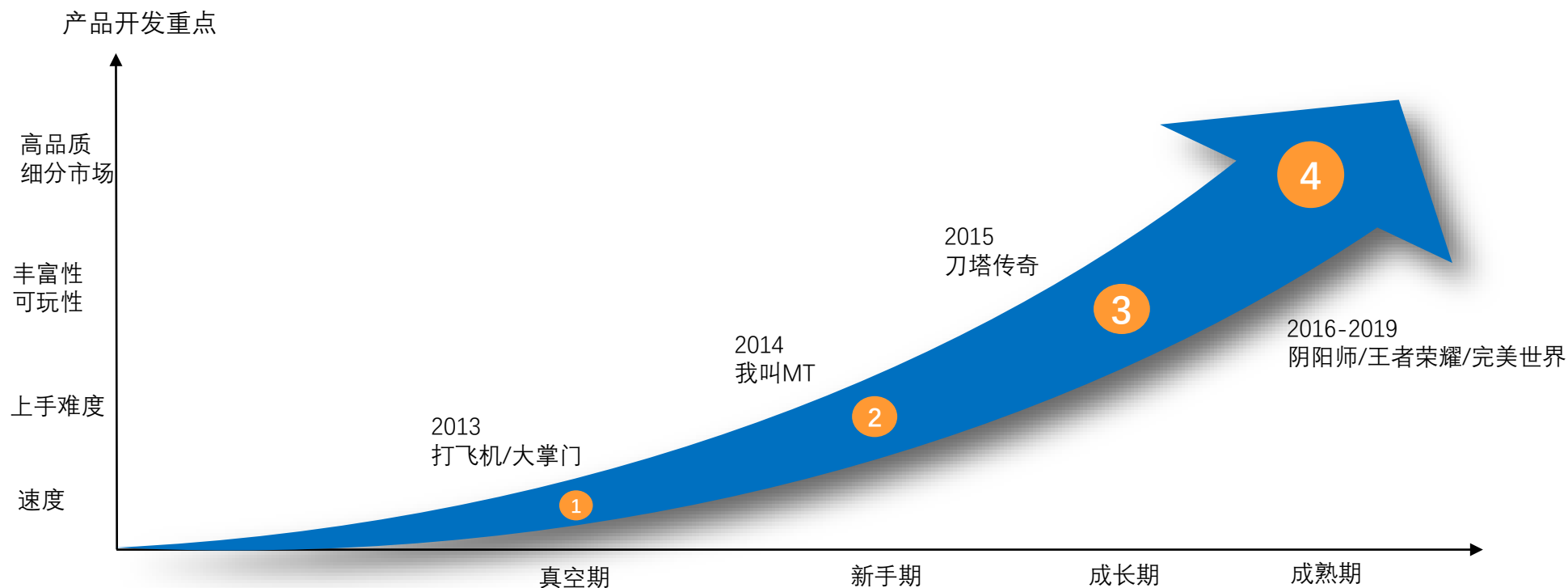
2.2 手游市场增速回升，带动游戏整体市场回暖

- 截至2019上半年，手游市场占比游戏整体市场65%，为游戏行业增长主要动力，2019上半年手游市场由于版号重新放开，增速重新恢复至19%，带动游戏整体市场增速回暖至11%。
- 端游市场规模已连续5年保持在600亿左右水平，页游市场不断萎缩，主机游戏及其他市场体量较小且稳定。

单位：亿元	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
游戏市场总收入	185.6	262.8	333	446.1	602.8	831.7	1144.8	1407	1655.7	2036.1	2144.4	1163.1
yoy%		42%	27%	34%	35%	38%	38%	23%	18%	23%	5%	11%
手游市场	1.5	6.4	9.1	17	32.4	112.4	274.9	514.6	819.2	1161.2	1339.6	753.1
yoy%		327%	42%	87%	91%	247%	145%	87%	59%	42%	15%	19%
端游市场	167.1	233.2	271.6	366.9	451.2	536.6	608.8	611.6	582.5	648.6	619.6	322.7
yoy%		40%	16%	35%	23%	19%	13%	0%	-5%	11%	-4%	2%
页游市场	4.5	14	41.8	55.4	81.1	127.7	202.7	219.6	187.1	156	126.5	59.5
yoy%		211%	199%	33%	46%	57%	59%	8%	-15%	-17%	-19%	-18%
主机游戏及其他	12.5	9.2	10.5	6.8	38.1	55	58.3	61.2	66.9	70.3	58.7	27.8
Yoy%		-26%	14%	-35%	460%	44%	6%	5%	9%	5%	-17%	0%

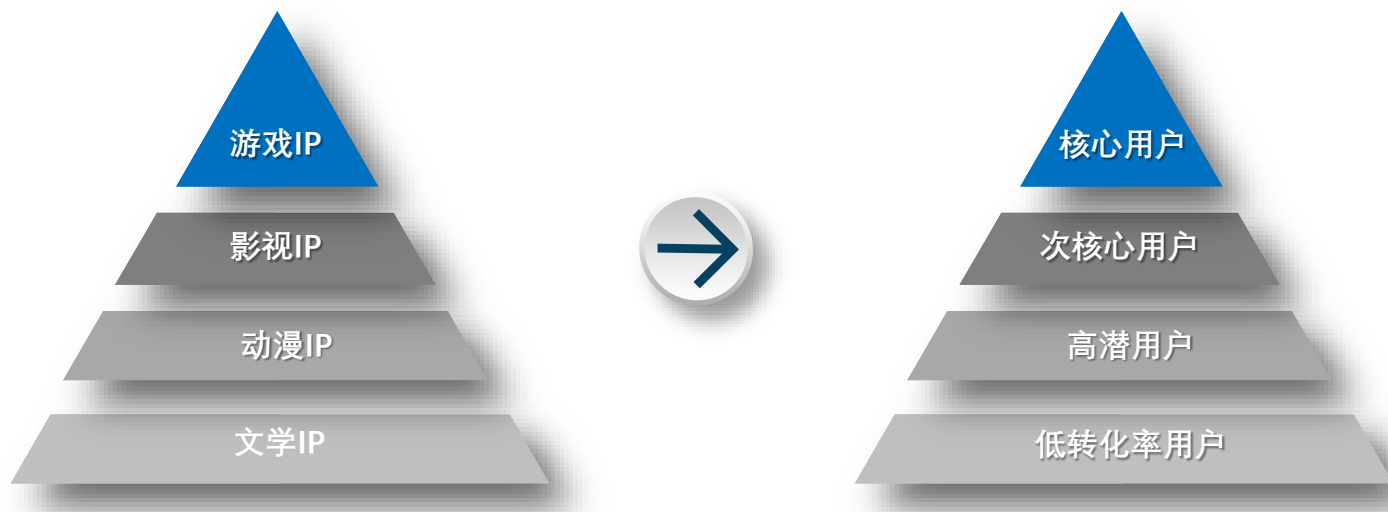
2.3 产品端：玩家需求不断提高，聚焦高品质细分市场

- 据app annie数据统计，当前新上市移动游戏平均7日留存率仅4%，平均游戏时长仅为6分钟，新游上线成功率较低。
- 行业前15%头部游戏平均单用户付费约50美金，较行业平均7美金高出6倍。
- 市场成熟，玩家需求不断提高，倒逼研发商提高研发成本，竞争高品质细分市场。



2.4 渠道端：玩家获取成本高企，经典游戏IP吸量

- 玩家获取成本高企，而微信拥有11.3亿月活用户，与腾讯合作的厂商有机会实现快速发展。
- 经典端游IP转手游，能带来大量高转化率核心用户，影视IP-动漫IP-文学IP能带来的核心用户依次递减



- 随着《完美世界手游》于2019Q1上线，市场上大端游IP已基本手游化，行业格局进入稳态期。

2.5 趋势判断：中小厂持续出清，集中度提升趋势不变

图表：腾讯网易游戏市场市占率

单位：%	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
腾讯游戏市占率 %	14.9%	24.3%	33.2%	40.9%	43.3%	40.7%	40.2%	38.8%	40.0%	45.1%	45.7%	44.2%
网易游戏市占率 %	13.1%	12.5%	14.2%	13.9%	11.3%	8.2%	6.8%	9.8%	13.0%	13.9%	14.3%	14.9%
两家合计市占率 %	28.0%	36.7%	47.4%	54.8%	54.7%	48.9%	47.0%	48.6%	53.0%	59.0%	60.0%	59.1%

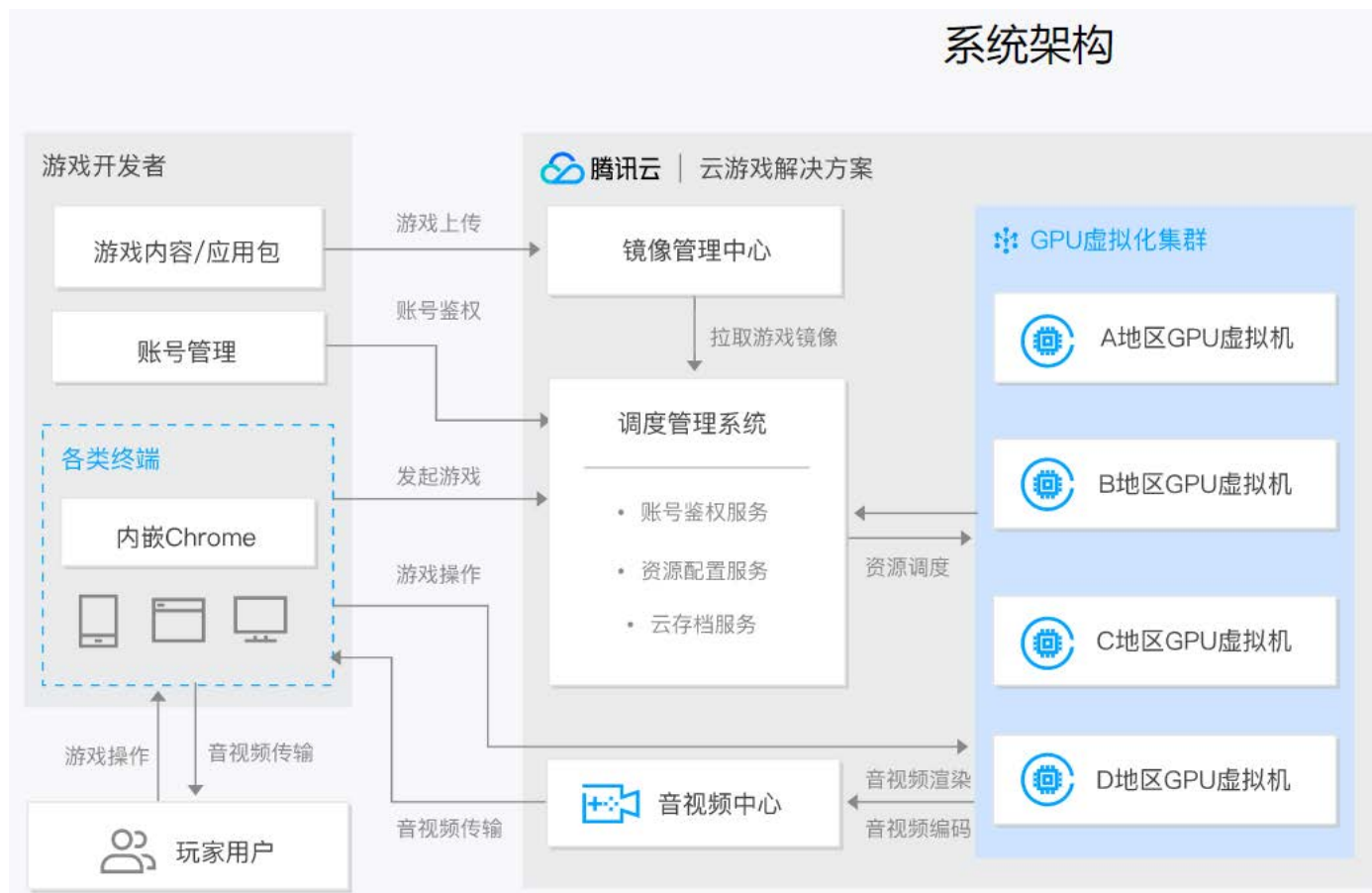
- 2013年手游爆发，腾讯与网易在行业爆发后开始战略转型手游，从2014年起市占率逐年提升，至今市占率稳定在60%左右，当前版号政策对公关能力强的大厂有利，中小厂商持续出清中，给龙头提高市占率留出了更多空间。

图表：除腾讯网易外游戏市场规模及增速

单位：%	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
除腾讯网易外市场规模	137	171	184	213	291	490	720	912	1014	1070	1123
yoy%		25%	7%	16%	37%	68%	47%	27%	11%	6%	5%

- 剔除腾讯网易外游戏市场规模增速逐年下滑，马太效应持续增强，中小厂商与大厂不论在IP、研发能力及渠道发行能力差距不断扩大，所以我们判断行业集中度提升这一趋势将持续。

2.6 5G云游戏，将带领游戏行业突破现有天花板



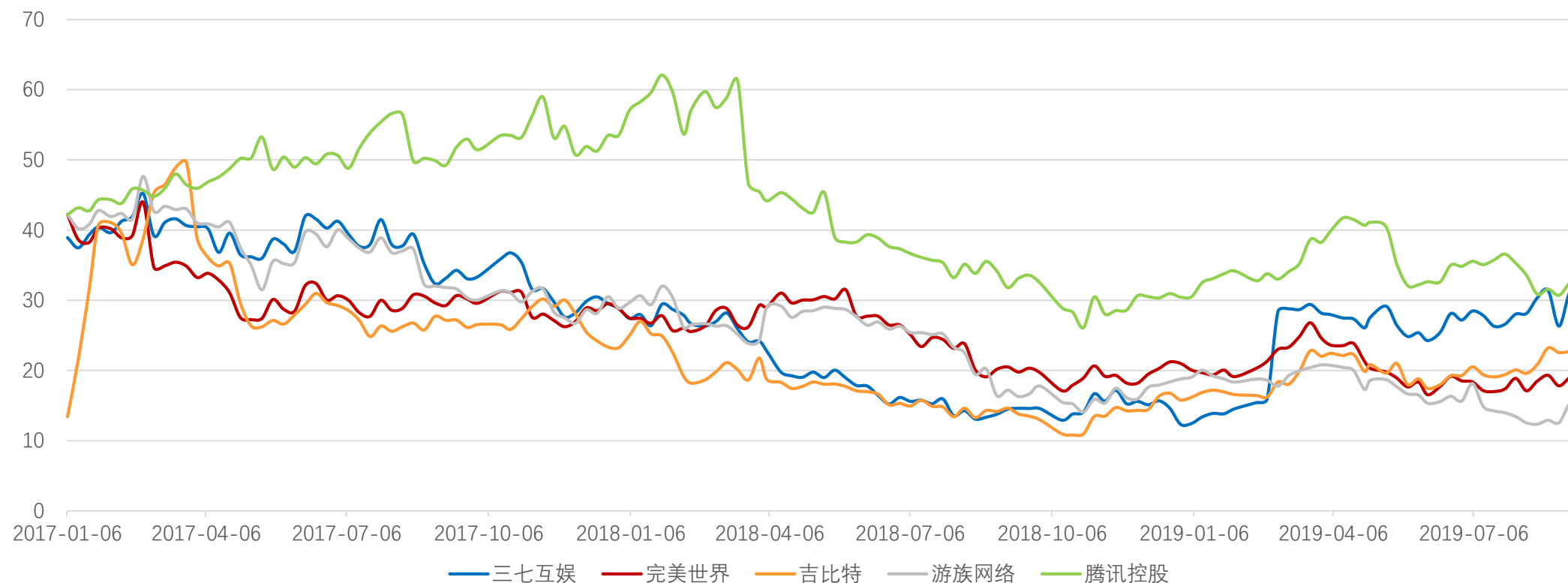
■ 云游戏为什么会是新方向？

- 1、建立在5G智能手机普及的基础上，用户基数巨大。
- 2、用户不需要额外购买设备而能在手机上得到主机游戏体验，且不占用手机内存，手机将不受到游戏负载限制，无限装载游戏。
- 3、游戏用户渗透率将突破现有天花板，带来用户数量大幅增长。
- 4、游戏内容高质量将带来付费创新，带来客单价提升。

2.7 当前估值低位，优质公司投资机会出现

- 通过前文分析，游戏市场当前格局下，我们认为投资游戏标的应选择中大型优质公司。
- 而优质游戏标的均处于近年来估值最低区间（三七互娱因年底商誉减值会计调整TTM估值有所上升，实际估值仍处低位），当前手游行业增速回暖，版号政策有利于中大型公司提高市场份额，未来云游戏爆发将打开行业收入天花板，游戏研发商将直接受益。

图表：主要游戏公司TTM估值



2.8 优质公司稳定盈利，产品梯队保证持续增长

重点公司重点产品情况：

- 1) 三七互娱：盈利稳定性强，《斗罗大陆》、《一刀传世》等游戏表现稳定，2020年产品线丰富；
- 2) 完美世界：《完美世界》已经上线，预计全年流水30亿元，后续重点产品《我的起源》、《新笑傲江湖》等；
- 3) 吉比特：《问道》月流水稳定，《M68》有望2020年上线；
- 4) 游族网络：《权力的游戏》上线，预计首月流水3亿左右，稳定期1-2亿流水，后续《山海镜花》等产品；
- 5) 腾讯控股：《王者荣耀》、《和平精英》、《跑跑卡丁车》等游戏稳定贡献流水，后续《英雄联盟》、《地下城与勇士》等大作。

图表：重点公司估值情况

代码	公司	2018年收入 (亿元)	2018年利润 (亿元)	2019H1利润 (亿元)	2019H1同比增长	净利润 (亿元)		PE	
						2019E	2020E	2019PE	2020PE
002555.SZ	三七互娱	76.33	10.09	10.3	29%	21.3	25.3	19	16
002624.SZ	完美世界	80.34	17.06	10.2	31%	21.3	24.6	19	16
603444.SH	吉比特	16.55	7.23	4.7	39%	9.0	10.5	22	19
002174.SZ	游族网络	35.81	10.09	4.1	-17%	12.1	14.4	11	9
700.HK	腾讯控股	3126.9	787.2	513.5	25%	926.5	1159.3	33	26

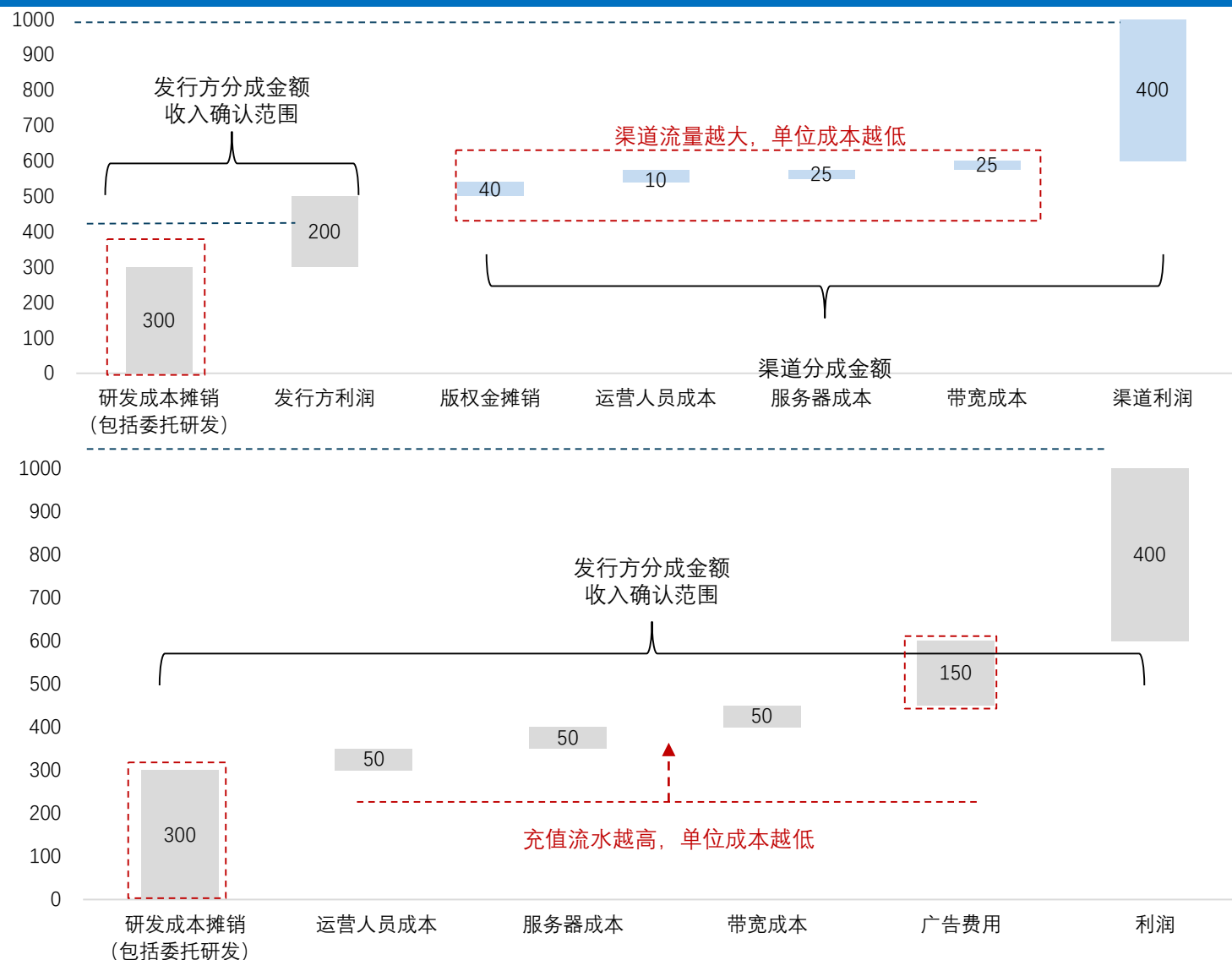
2.9 三七互娱：长期规模效应利润率提升

■ 外发联运：

- 对于走外发渠道的游戏，提高自研产品比例，或提高游戏变现能力（品质）为提高利润率途径；
- 但走外发渠道无法控制运营，不利于长期变现。

■ 独代自发：

- 对于不走渠道发行自己买量的模式，首先可提高自研比例以提高利润率；
- 其次总流水越大，固定成本摊薄越多，单位广告费用也越低；
- 目前仍是渠道利润率高，右图为流水总盘子高时的理想状态；
- 不断提升自发流水盘子将使成本摊薄，利润率上升。
- 风险提示：行业政策收紧；新品表现不及预期；海外市场进展不及预期



2.10 《完美世界手游》盈利稳定，后续多产品梯队

- 《完美世界手游》于2019年3月上线后流水爆款，首月流水近10亿，当前经过半年运营，核心玩家群已形成，流水进入稳定波动区间，预计未来1年月流水将在3亿左右波动。
- 除了流水支柱产品外，后续多自研产品梯队保证公司盈利能力，其中《我的起源》与腾讯合作有望爆款。
- 风险提示：游戏产品上线节奏不及预期的风险；头部产品流水持续下滑的风险；影视剧坏账计提的风险



游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
我的起源	沙盒/生存	自研	预计2019年11月上线
梦见集天鹅座	经营/养成	自研	预计2020年初上线
新笑傲江湖	MMORPG	自研	
奈奥格之影	Rougelike	自研	
梦间集2	经营/养成	自研	
新梦幻诛仙	沙盒/MMO	自研	
新神魔大陆	MMORPG	自研	
战神遗迹	ARPG	自研	

2.11 吉比特：《问道》稳定，拓展Roguelike产品线

- 《问道》手游经过多年运营，当前月流水仍过亿元且保持稳定，为公司稳定贡献利润。
- Roguelike是一种RPG游戏类型，具有游戏世界每次随机生成、角色永久死亡、回合制及全新探索发现等设定。
- 公司积累了较强的游戏运营能力，通过对大量Roguelike游戏玩家的行为数据的挖掘和分析，公司在该游戏品类运营上积累了独到的经验。
- 风险提示：单一产品营收占比较大；行业政策趋严；新游研发运营失败

MMORPG类型



问道



斗仙

目前MMORPG类型包括端改手
《问道》，未来可能推出《斗仙》

Roguelike类型



不思议迷宫



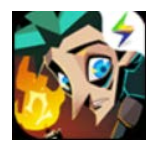
地下城城堡



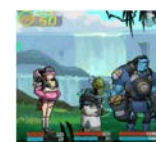
地下城城堡2



贪婪洞窟



贪婪洞窟2



跨越星弧

目前主要游戏类型集中在Roguelike，
包括各类Roguelike元素结合

其他



永不言弃：黑洞



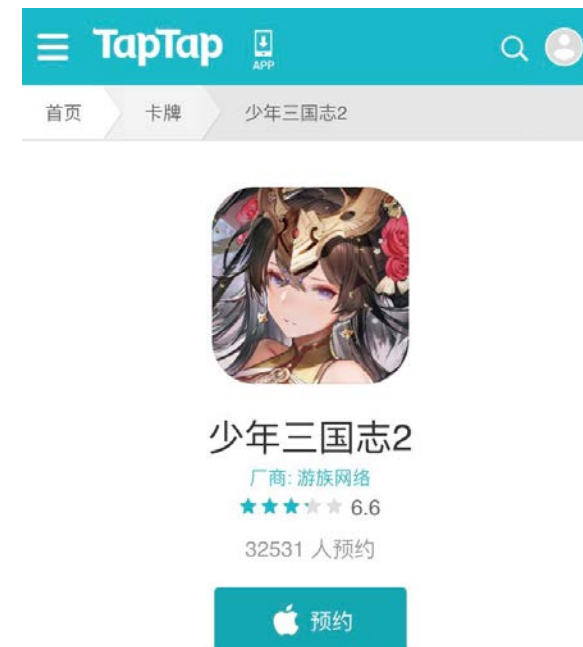
螺旋英雄谭

M68

M68不是具体产品，而是一种游戏开
发框架，是IP系列化开发过程

2.12 游族网络：《权力的游戏》稳定，新产品值得期待

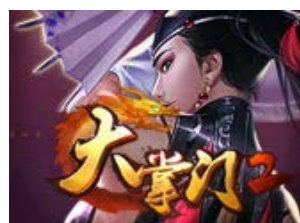
- 《权力的游戏》手游流水已进入稳定期，预计后续月流水保持在1-2亿。
- 公司多年来积累了大量海外研发经验，并具有长线产品运营经验。
- 后续二次元产品《山海镜花》获得TapTap 8.5分高分好评有望爆款，《少年三国志2》为公司核心产品《少年三国志》续作，而《少年三国志》经过多年运营，当前月流水仍超过 5000万，为公司贡献稳定利润。
- 风险提示：行业政策趋严；新品表现不及预期；海外市场扩张不及预期



2.13 掌趣科技：历史积淀丰厚，重新走出底部，建议关注

- 公司历史上有多款爆款产品《奇迹：觉醒》、《大掌门》、《拳皇98》等，研发及IP积累丰厚，并拥有奇迹类IP版权。
- 2016年原董事长减持，2017年原天马时空创始人刘惠城接任后开始了长达三年的调整期，当前不论在管理团队、研运体系、技术积累方面都已到位，在2019年6月发行成功的《一拳超人》手游上得到充分验证。
- 当前商誉计提已较充分，2020年或将迎来产品爆发期，预计将有10款左右产品上线，且有重点产品《虚幻奇迹》（暂定名）与《街霸》支撑流水。
- 风险提示：新品表现不及预期；行业监管趋严

图表：公司历史产品及已上线产品《一拳超人》IOS畅销榜排名情况

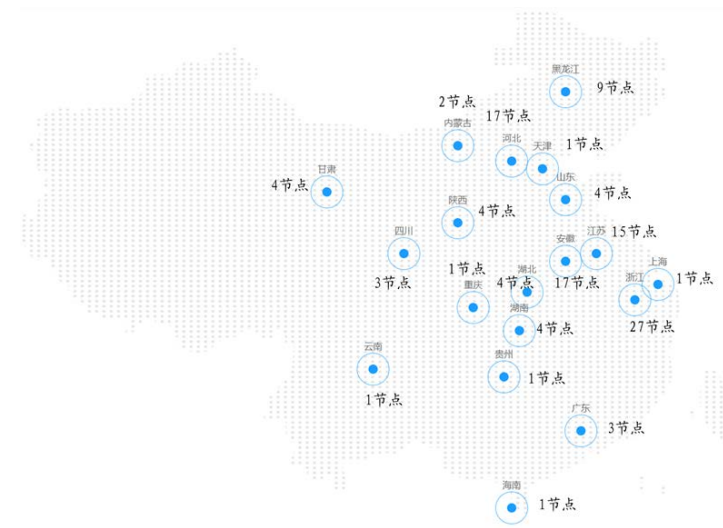
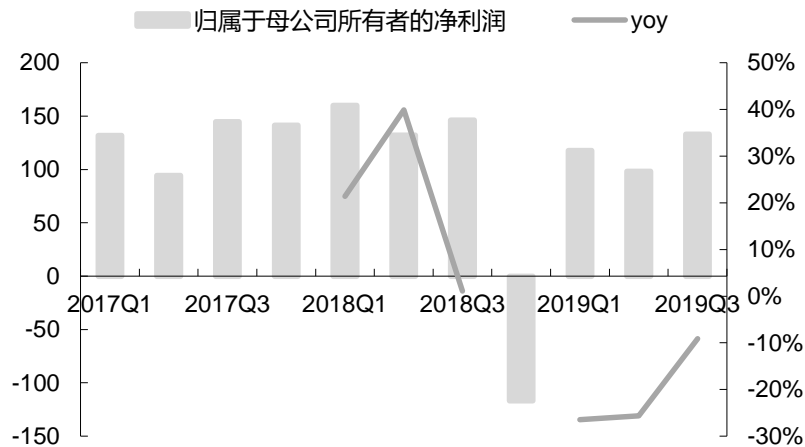


2.14 顺网科技：云化服务将全面强化娱乐运营平台价值

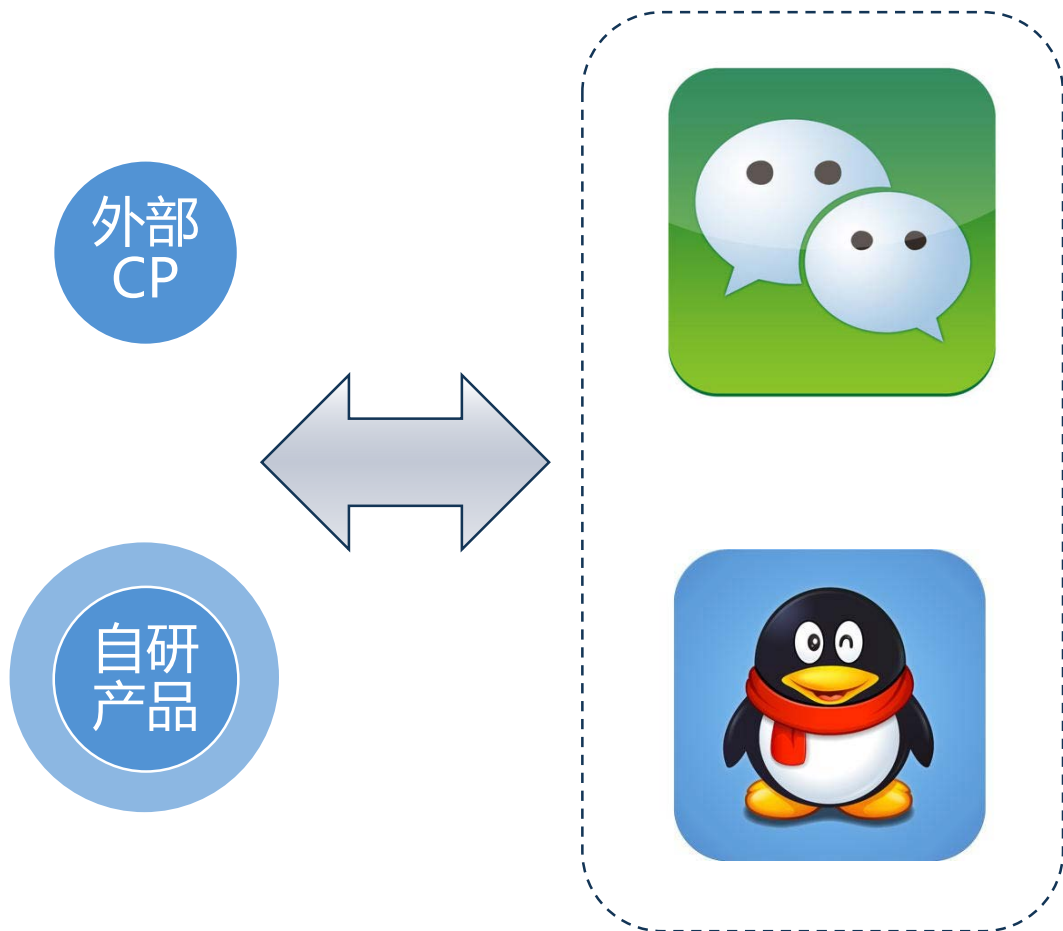
- 广告行业低迷致H1业绩承压，后续已开始改善：公司2019H1上半年收入同比下滑27.6%，主要源于广告行业整体低迷的影响，Q3随着ChinaJoy的业绩并入以及广告行业和增值业务的改善，整体业绩有所回暖。
- 以“云”为战略中心，“顺网云”项目持续推进：公司持续推进“顺网云”建设，基于边缘节点持续为用户提供了优质稳定的云产品及云服务。在网吧场景中，顺网云提供存储上云服务，大大降低了IDC运维的成本，为客户提供更好的性能和实时性体验，在边缘节点建设方面，截止目前顺网的云平台在全国19个省的55个城市建立起了百余个云计算POP节点机房，目前已接入网吧1900余个，近17万终端。
- 推出顺网云电脑及云游戏解决方案，深耕5G互动娱乐：公司在边缘计算云产品“顺网云”的基础上发布了顺网云电脑及云游戏解决方案。顺网云电脑是基于顺网云算力平台的云服务产品，用户借助本地瘦终端“顺网云盒”可按需向云端算力池调取算力，在本地显示设备上获得与高性能电脑相同的使用体验；顺网云游戏解决方案则使用户不再受限于终端设备性能、平台等因素，无需下载、安装、更新等动作即可畅玩全网海量游戏，在顺网云环境下，顺网可为用户提供电竞级的云游戏服务。
- 风险提示：网吧用户流失的风险；资本投入过高；5G落地低于预期

图表：顺网归母净利润变化情况（百万元）

图表：顺网云边缘数据节点建设情况



2.15 腾讯控股：游戏行业长期霸主，估值历史低点



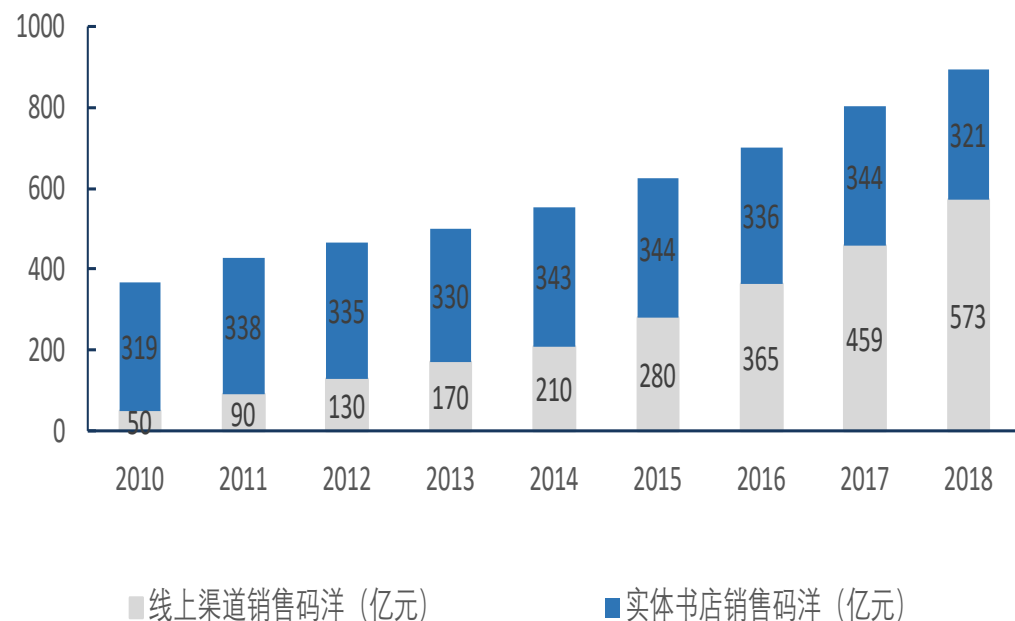
- 腾讯拥有中国最大流量社交APP
- 依靠自有流量不断实验内部与外部产品，已形成一套非常成熟的流量变现模式
- 腾讯将有限的用户池进行最大商业化变现，所以对于外部CP，优质产品给腾讯运营如虎添翼
- 除网易外所有大厂均与腾讯合作，随着不断拿全市场最好产品运营经验的累计，腾讯自研能力不断提升，良性循环
- 目前腾讯产品自研能力已不比网易弱，且依靠丰富运营数据，产品成功率更高
- 腾讯对于云游戏积极布局，抓住了行业未来，长期看好，且当前估值处于历史低点
- 风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期

三、出版：线上增长红利明显，龙头集中趋势将延续

3.1 线上红利延续，龙头集中加速

- **线上渠道驱动大众出版行业保持较快增长**，2019上半年中国图书零售市场规模继续保持增长，同比上升10.82%。其中，网店渠道尽管增速有所放缓，但继续保持较高的增长速度，同比上升了24.19%，实体书店同比下滑11.72%。
- 2019年上半年，图书零售市场的各大板块之间没有发生结构性变化，少儿依旧是码洋比重最高、成长最快的板块。码洋比重位列第二、第三的社科图书和教材教辅也呈现出上涨态势。

图表：近些年图书零售市场销售码洋情况



资料来源：开卷图书，东吴证券研究所

图表：2019H1分品类码洋及动销情况

	码洋比重	同比变动 (pct)	动销品种数/种	比重
传记	1.25%	-0.12	29,614	1.77%
教材教辅	15.79%	0.28	291,559	17.45%
科技	8.07%	0.57	291,084	17.42%
少儿	27.38%	1.22	256,860	15.37%
社科	25.57%	0.89	400,569	23.97%
生活休闲	2.63%	-0.62	74,883	4.48%
文学	10.84%	-1.13	148,270	8.87%
艺术	3.17%	-0.57	102,966	6.16%
语言	5.23%	-0.51	74,918	4.48%
综合图书	0.07%	-0.02	497	0.03%

资料来源：开卷图书，东吴证券研究所

3.1 线上红利延续，龙头集中加速

■ 2019年上半年，社科及科技类图书在线上增速领先，分别为33.76%及33.82%，其次为教材教辅及少儿，增速分别为29.72%及26.55%，线上仅生活类图书出现负增长。社科及科技类图书线下销售出现较大幅负增长，分别为-26.87%及-27.57%，线下仅教材教辅出现正增长。线上渠道不仅驱动了行业的增长，同时由于线上渠道集中度高，在营销资源上，头部图书享有更高权重，这加速了行业向头部的集中。

图表：2019H1图书零售市场销售码洋情况



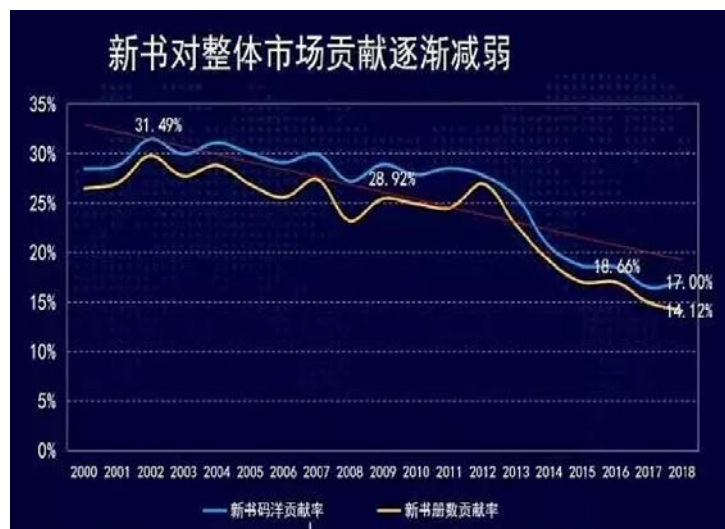
3.1 线上红利延续，龙头集中加速

- **新书贡献减弱**，新书动销品种数已近十年未增长，2012-2016年维持在20万左右，2019年上半年更下滑了6.22%，我们预计全年全市场新增版号将下滑约10%，一批靠量驱动的出版企业将逐渐退出市场。
- **头部图书码洋占比进一步提升**，销量排名前1%的图书，码洋占比从2014年的43.73%提升至2017年的51.70%；另一个维度数据显示，当年新出图书码洋比重下降至17%，三年以上老书码洋占比提升至31.97%，新书品种贡献率下降至14%（新书品种效率仍然高于平均）。
- **进入头部图书的难度进一步提升**，从虚构、非虚构、少儿三大榜总榜前100名来看，2018年上半年有5本新书进入到前100名中，这5本新书对整个总榜前100名的码洋贡献是5.67%，而2019年上半年只有3本新书进入前100名中，这3本新书对整个总榜前100名的码洋贡献是4.35%，码洋贡献有所下降。

图表：近些年综合零售市场新书情况（万种）



图表：新书对整体市场贡献逐渐减弱



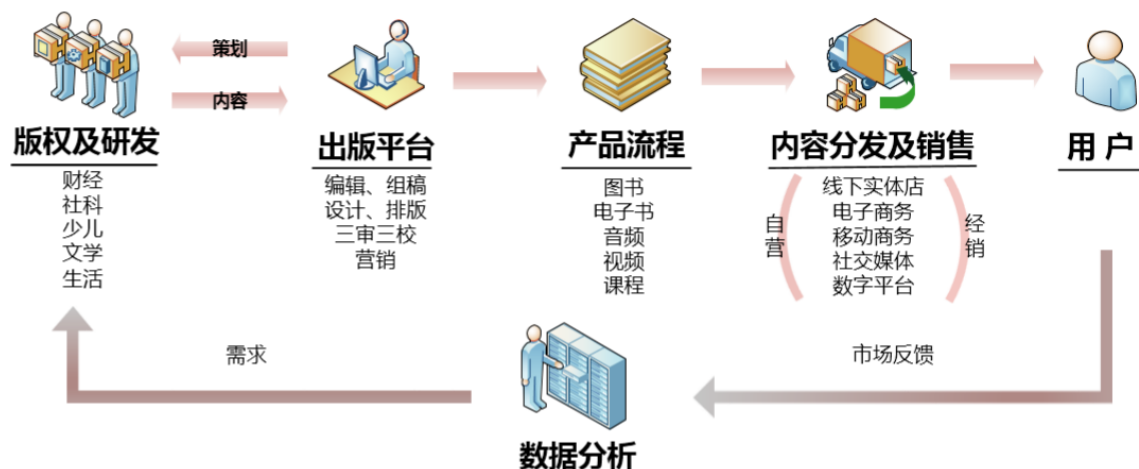
图表：老书在市场中所占码洋比重进一步增大



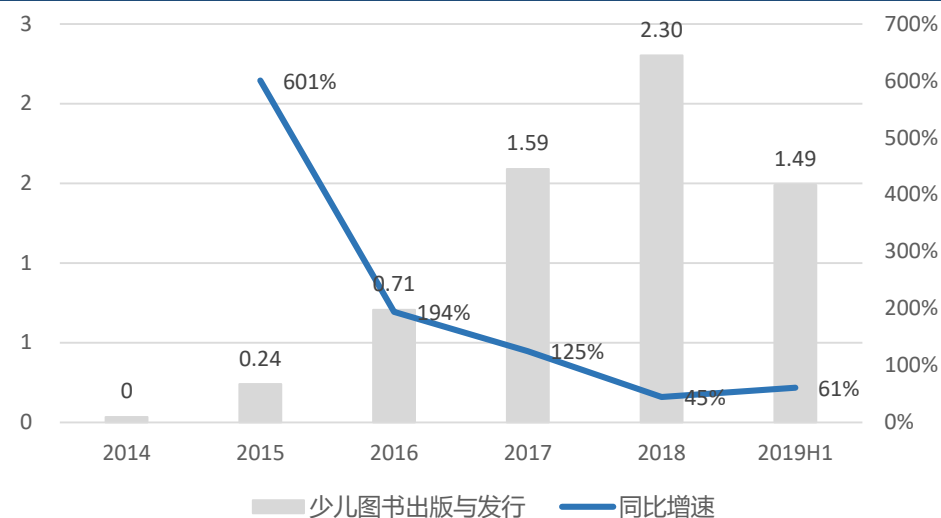
3.2 中信出版：书店收入高增长利润改善，出版业务保持强势地位

- **书店业务减亏，零售业务实现良性扩张。**2019年8月，中信书店上海仲盛店开业，9月，中信书店北京大兴国际机场（6家）、上海浦东机场（1家）及福州机场（5家）三城共12家机场店陆续开业，机场店运营经验成熟、人流量大，将为后续公司零售业务带来新的增长点。2019Q3公司销售费用率同比提升3pct，但管理费用率同比有所下降，未来持续看好公司渠道端运营的改善。
- **出版发行业务保持领先优势，区块链主题相关图书有望在四季度重获增长。**公司在经管、学术文化等传统领域继续保持强势地位，7月、8月、9月，中信出版社共有14本、16本、19本图书进入京东图书经管类畅销榜前六十。此外，最新出版新书《这里是中国》位居京东科普读物销量榜第1位。少儿图书板块保持快速增长，我们认为少儿图书的高增长在四季度仍然能够延续，长期来看由于少儿的行业性红利，预计仍将保持公司各细分板块增长领头羊地位。
- **风险提示：渠道减亏不及预期；新品类拓展不及预期**

图表：公司全产业链一体化经营优势明显



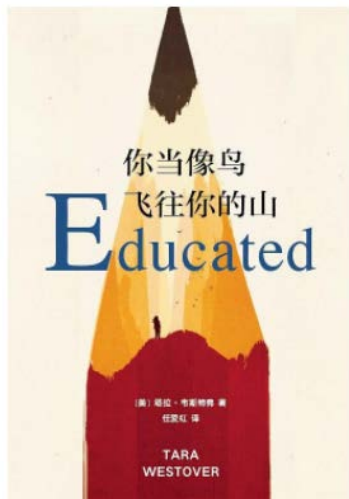
图表：公司成功拓展至少儿等新品类（单位：亿元）



3.3 新经典：多部重磅作品上线，架构调整激发团队活力

- **三季度头部作品密集上线，后续值得期待。**东野奎吾头部图书《解忧杂货店》、《白夜行》等依然在畅销榜中居前，但由于基数效应，传统头部畅销图书当前或较难重拾高增长，三季度新书《人生海海》贡献主要头部产品的增量。近期新出版图书《你当像鸟飞往你的山》曾登顶《纽约时报》畅销榜 80 余周，未来国内销量可期。此外，《你想活出怎样的人生》当前也正在热销中，看好长线生命力。我们看好公司在 2018/2019 年的版权储备及新上产品，预计有望在 2020/2021 年贡献新的增量。
- **组织架构调整落地，期待人才及版权价值释放。**公司在2018、2019年进行了编辑及发行团队较为积极的扩充，以应对优质作品编辑及维护工作，同时在上半年已基本完成文学团队架构调整，给予更多中层核心业务团队更大的自主权及激励。
- **风险提示：新品销售不及预期；渠道拓展不及预期**

图表：公司重点图书产品情况



- ◆ 上市第一周即登上《纽约时报》畅销榜，至今已累计80周



- ◆ 茅盾文学奖得主麦家作品
- ◆ 60天发行量突破60万册



- ◆ 各版本总销量登顶日本2018年图书总榜，宫崎骏同名电影制作中



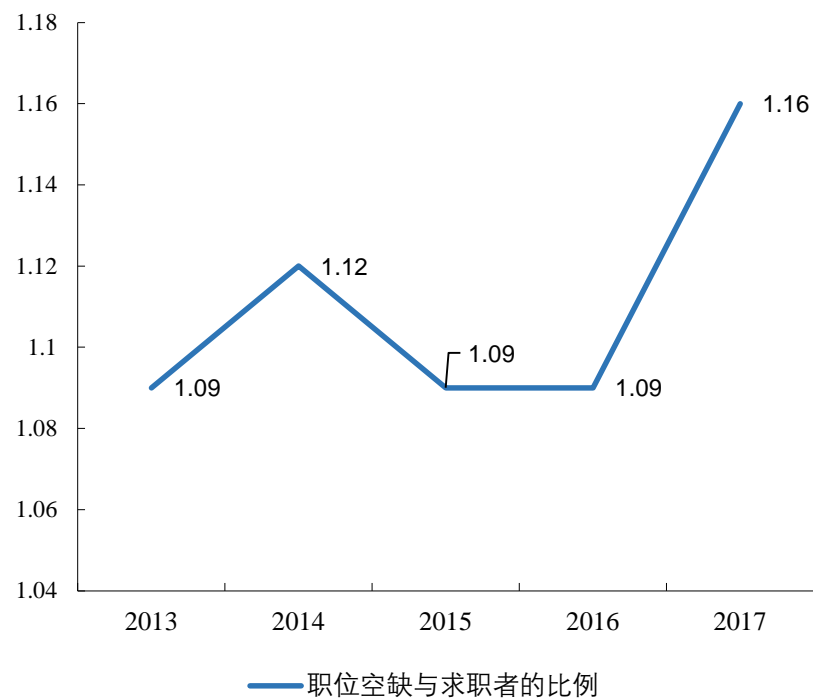
- ◆ 第九届茅盾文学奖最高票获奖作品

四、教育行业：看好职业培训赛道

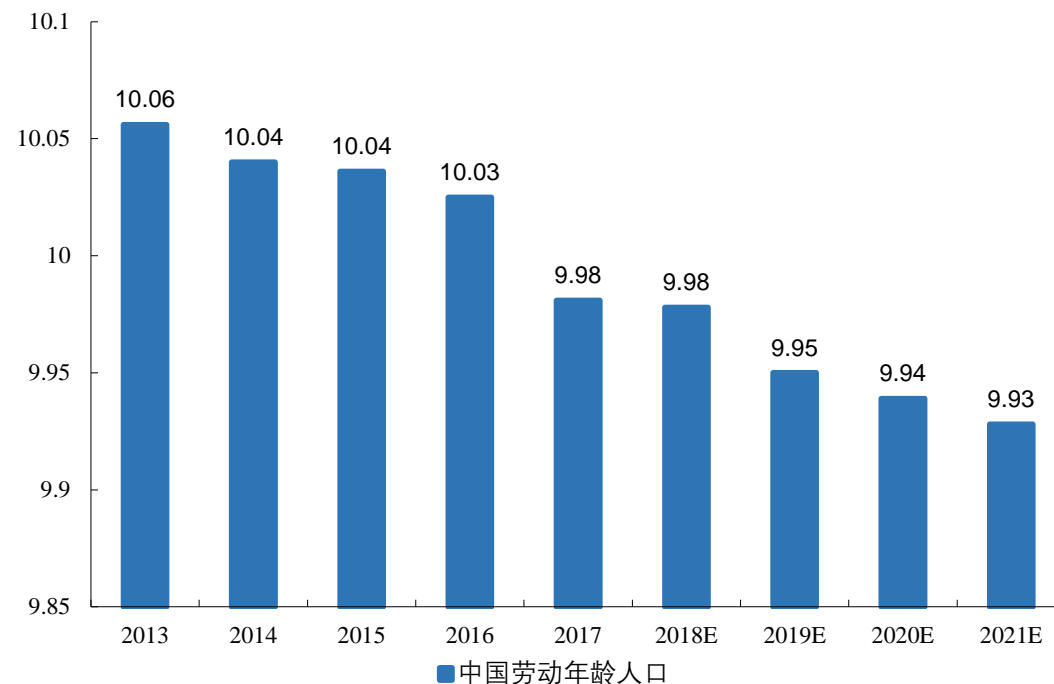
4.1 技能人才缺口扩大，培训市场潜力凸显

- **职位供求缺口扩大。**根据中国人力资源和社会保障部的数据，市场职位空缺与求职者的比例从2013年的1.09扩大至2017年的1.16，熟练技术型人员还依然缺乏，供不应求。同时，老龄化也导致我国劳动力人口从2013年的10.06亿逐步减至2017年的9.98亿，预计2022年将进一步减少至9.93亿，市场劳动力供给不足，预计2022年职位空缺与求职者的比例预计会进一步增长至1.20，职业技术教育的市场迎来发展机遇。

图表：职位空缺与求职者的比例



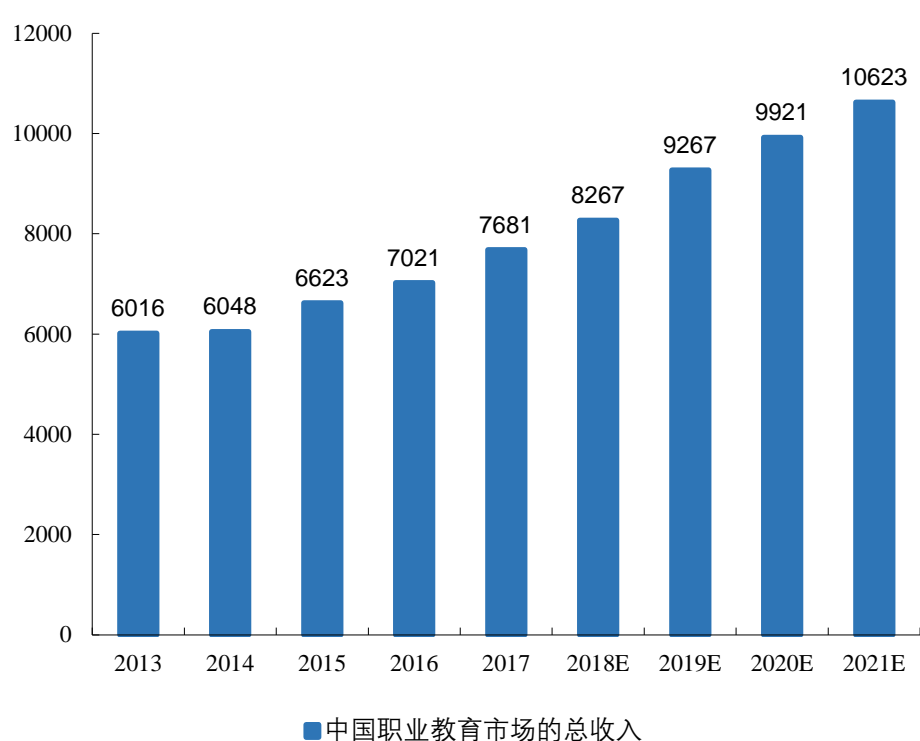
图表：中国劳动年龄人口(百万人次)



4.1 技能人才缺口扩大，培训市场潜力凸显

- **技能类培训行业维持双位数增长。**近年来市场上对于技能型人才的需求增大,职教市场的收入规模和培训人数增长明显。职教市场行业收入从2013年的6,016亿元增至2017年的7,681亿元,年复合增长率为6.30%,预计于2022年将达到人民币10,623亿元。其中职业技能教育行业总收入从2013年的630亿元增至2017年的980亿元,年复合增长率为11.70%,2018年步入千亿,预计2022年将增至1,614亿元。

图表：中国职业教育市场的总收入（亿元）



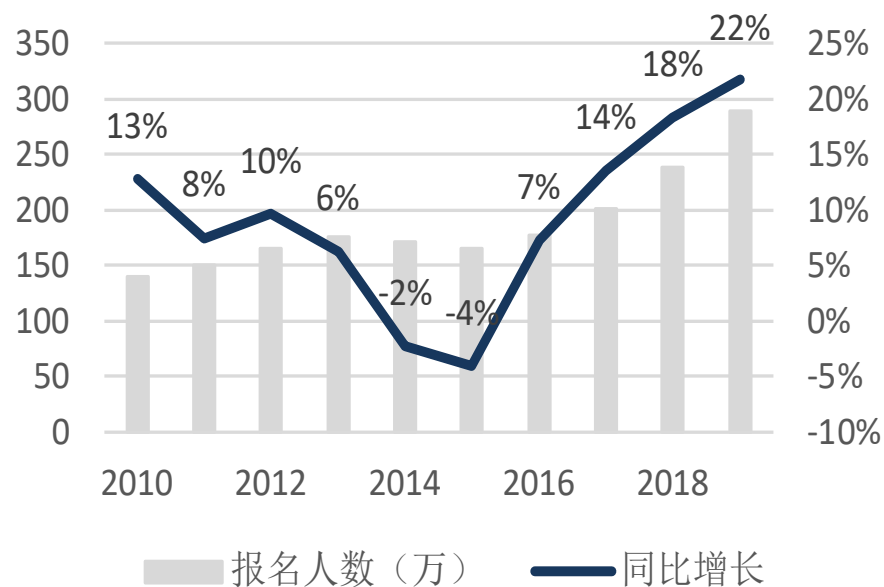
图表：中国职业技能教育行业总收入（亿元）



4.2 公务员招录反弹，公职招录培训预计将持续回暖

- **考研：**2019年考研报考人数达到290万，较2018年238万增长52万，增幅达21.8%，2015年至今，考研报名人数同比增速逐年提升，预计2020年考研报名人数将超过300万。
- **公务员：**2020年国考招录人数24,128人，同比增长66%，共有143.7万人通过用人单位的资格审查，同比增长4.2%。近期，江苏、四川、辽宁、上海等多地省考招录人数也出现不同程度反弹，预计后续基层招录人数也将陆续反弹，认为公职类序列培训高增长趋势将延续。

图表：研究生招生考试报名人数及同比增速



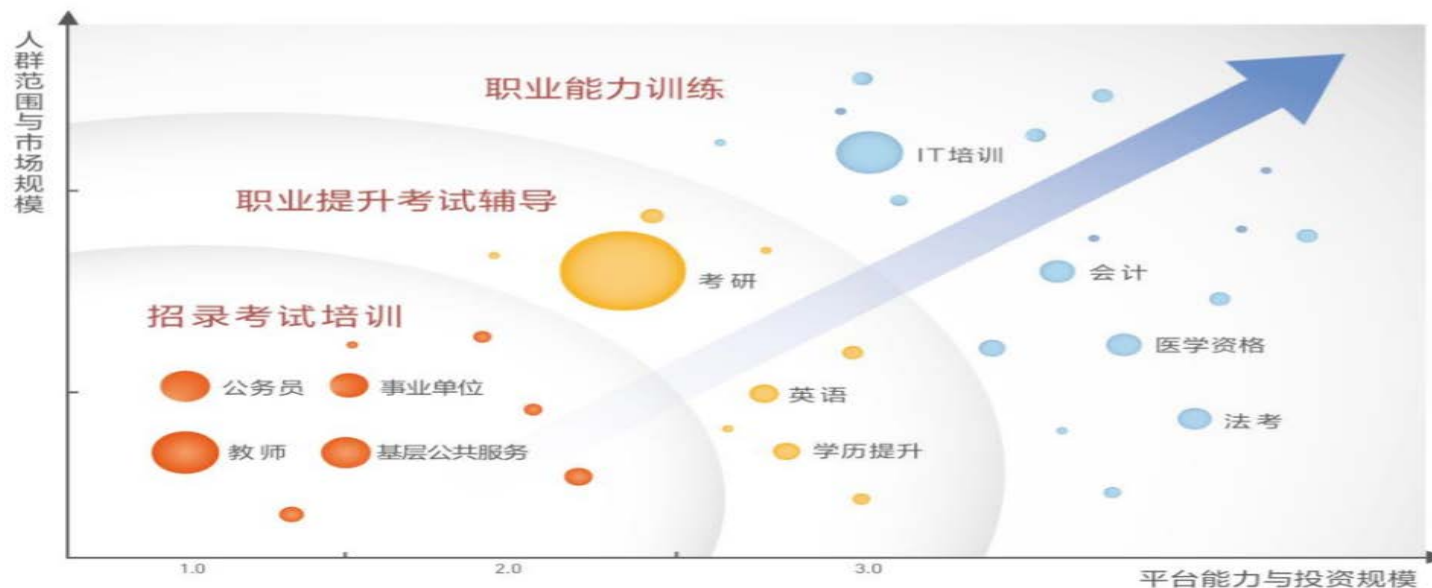
图表：2015年至2020年国家公务员招录职位、人数及审核通过人数

年份	招录职位 (个)	招录人数 (人)	审核通过 (万人)	平均竞争比
2020	13849	24128	143.7	60
2019	9657	14537	137.9	95
2018	16144	28533	166.0	58
2017	15589	27061	148.6	55
2016	15659	27817	139.5	50
2015	13474	22248	140.9	63

4.3 中公教育：预计将持续受益于公职招录反弹

- **公职体系招录人数次第反弹，预计趋势将延续：**教师、基层公共服务招录逐步成为招录培训市场发展的主导力量，考研培训赛道产品精细化及服务提升实现快速增长，公司职业教育等新赛道布局也逐渐完善。公司一直坚持对下沉市场和基层招录考试新品类进行布局，当前已进入加速回收期，并通过新品类的创新大幅扩大了整体领先优势，市占率持续提升。
- **看好中公教育在考研培训市场及未来其他职业教育培训领域持续拓赛道的能力：**公司在公务员招录考试培训领域积累的研发、管理、销售垂直一体模式，在扩张中具有显著的可复制性及竞争力，未来将有望成为持续驱动公司增长的核心引擎。
- **风险提示：**管理边界，线上竞争趋于激烈而公司在线业务低于预期，招考政策出现超预期变化，市场系统性风险，校区安全事故等

图表：中公教育增长模型：“多品类增长飞轮效应”逐级放大增长愿景



4.4 中国东方教育：将继续积极扩校，新赛道值得关注

- 公司不断的增加和丰富公司的课程体系，以应对行业趋势和市场需求。例如新东方烹饪教育的日本和韩国美食、营养膳食、甜点和西餐及酒店管理课程等，新华电脑教育拟开发3D建模和打印、智能物联网和新零售、数码文创等新课程，万通汽车教育拟开发商用汽车技术、网联汽车、工业机器人及汽车制造和焊接等新课程。
- 公司正在为美业、AI及康养等服务业及新经济的职业技能教育进行市场开发。公司计划为需要更灵活学习计划的成年学生提供更多短期课程。建议关注美业市场，包括美发、面部护理及身体护理、指甲护理、睫毛美容等。美业从业人员数保持稳定增长，2013年至2017年的年复合增长率为7.5%。由于指甲护理、睫毛美容、男士美容等新兴子市场的迅猛发展，对职业美容师、美发师及从事美业的其他专业技术人员的需求迅猛增长。美容职业教育市场高度分散，且集中在东部发达地区，地区发展不平衡，美容专业人员职业技能教育市场具有市场潜力。
- 风险提示：政策风险、教学效果下降或教学事故、竞争趋于激烈等

图表：公司预计未来扩张计划（个）

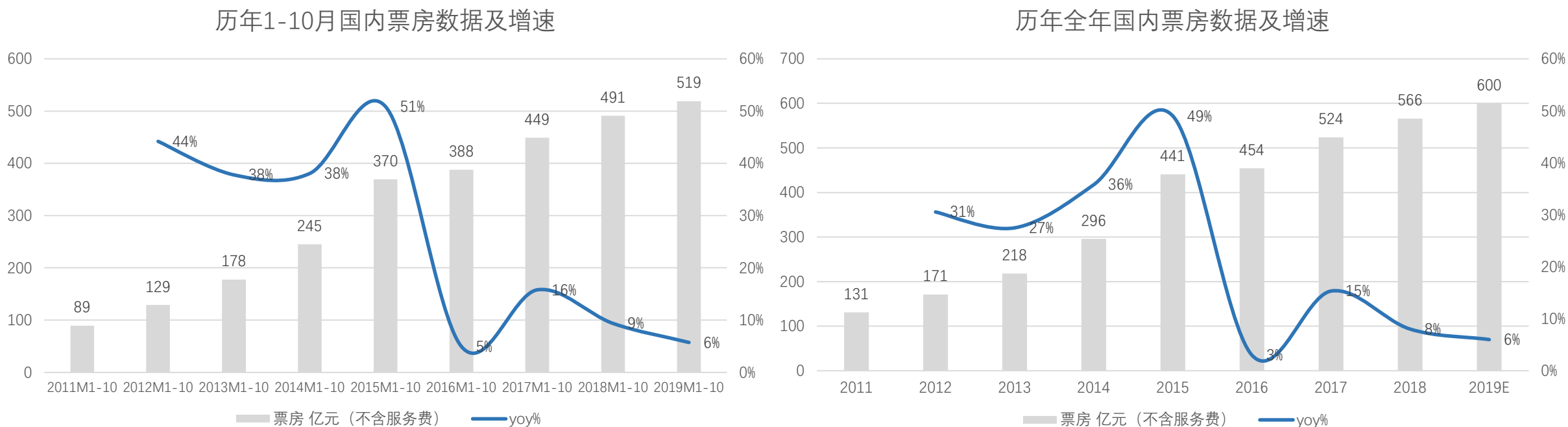
	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
烹饪技术							
新东方	39	41	46	50	59	63	69
新增		2	5	4	9	4	6
欧米奇			17	23	29	34	38
新增			17	6	6	5	4
信息技术及互联网技术							
新华电脑	19	19	21	24	26	29	32
新增		0	2	3	2	3	3
华信智原		16	20	22	22	22	22
新增		16	4	2	0	0	0
汽车服务							
万通	13	14	22	26	29	32	35
新增		1	8	4	3	3	3
合计							
新增		90	126	145	165	180	196
美味学院			6	18	18	20	24
新增			6	12	0	2	4

五、院线行业：2020年单银幕票房拐点或将出现

5.1 监管趋严影响票房增速，优质内容仍能引爆票房

- 2019年1-10月，国内电影票房总计519亿（不含服务费），同比增长6%，预计2019年全年票房将达到600亿元。
- 2019年电影行业监管趋严，6月底多部高期待电影撤档，包括易烱千玺主演的《少年的你》，管虎导演的《八佰》以及王大陆主演的《小小的愿望》，影响2019年1-10月国内票房市场增速下滑至6%。
- 2019年国漫崛起，截至2019年11月8日《哪吒》票房达到49.7亿，电影市场优质内容供给依旧能创造票房奇迹。

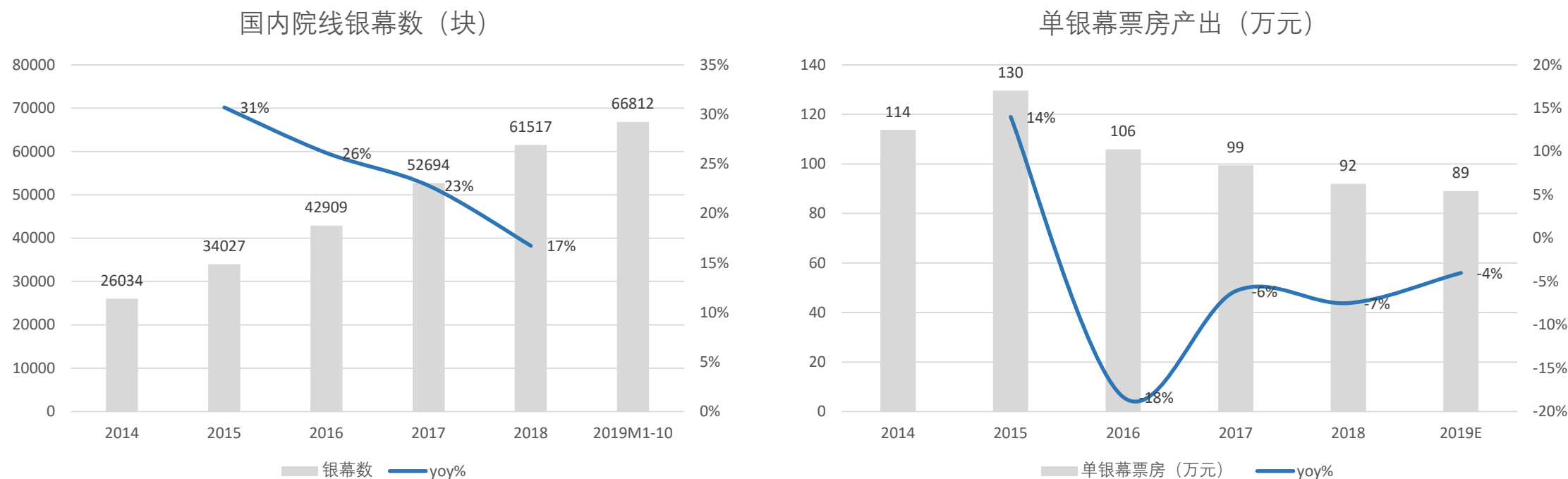
图表：2011年至今国内票房数据及增速



5.2 2020年院线单银幕产出或将出现拐点

- 2019年1-10月，国内院线银幕数达到 66812块，同比增长 9%，快于票房 6%增速，也意味着单银幕产出仍在下滑。
- 预计2019年，国内院线单银幕产出89万元，同比下滑 4%，但下滑幅度已开始企稳，且考虑到6月电影撤档影响，实际下滑幅度可能小于 4%。
- 2020年内容监管或将边际放松，在内容供给充足条件下，票房增速超过银幕增速或将实现，也意味着国内院线市场单银幕或将出现拐点。

图表：2014年至今国内院线及银幕及单银幕产出及增速



5.3 2020年贺岁档及春节档内容供给充足

图表：2019-2020年贺岁档及春节档电影片单

贺岁档影片名称	导演	主演
一生有你2019	卢庚戌	徐娇, 谢彬彬
两只老虎	李非	葛优, 乔杉, 赵薇, 范伟, 闫妮
冰峰暴	余非	张静初, 林伯宏
衣柜里的冒险王	Ken Scott	Dhanush
平原上的夏洛克	徐磊	徐朝英, 张占义
天地水怪	朱东贤	
魔音谷	林智辉	王嘉, 李宁
撼山谣	马雍	曾格格
南方车站的聚会	刁亦男	胡歌, 桂纶镁, 廖凡
吹哨人	薛晓路	雷佳音, 汤唯
网络凶铃	鹤田法男	孙伊涵
迷局伏香	孔瑞良	林家栋
小中年	王洋	宋禹
兰心大剧院	娄烨	巩俐, 赵又廷
老伴, 让我们再爱一次	何森	韩家训, 周锦华
天火	Simon West	王学圻
危险记忆	郭大群	甘婷婷
西河恋歌	杨润华	弓孝兮
勇敢者游戏2: 再战巅峰	Jake Kasdan	Dwayne Johnson (强森)
被光抓走的人	董润年	黄渤, 王珞丹
叶问4	叶伟信	甄子丹
凌晨两点半2	王赛	彭剑雄
误杀	何汶利	肖央, 谭卓
只有芸知道	冯小刚	黄轩, 杨采钰, 徐帆
向日葵	闫国喜	李丞峰, 宋宁
囧男进化论	金少丽	罗翔, 江兰萱
妈妈我想你	康锐	曹颖
站住! 小偷	郑云	梁小龙, 尤勇
中华熊猫	王鹏程	
魔法学院	卢勇, Jorgen Klubien	
宠爱	杨子	于和伟, 吴磊
杀人魔画	孙晓杰	李刚, 姜潮

春节档影片名称	导演	主演
唐人街探案3	陈思诚	王宝强, 刘昊然
姜子牙	程腾, 李炜	
紧急救援	林超贤	彭于晏
囧妈	徐峥	袁泉, 沈腾
中国女排	陈可辛	巩俐, 丁霞, 朱婷
急先锋	唐季礼	成龙, 杨洋, 艾伦
金禅降魔	彭发	释小龙, 胡军
大红包	李克龙	包贝尔
熊出没, 狂野大陆	丁亮	

- 根据猫眼统计，2019年年贺岁档（2019.11.29-2019.12.31）将上线32部影片，较2018年贺岁档25部影片数量有明显提高，且多名知名导演及演员参与，质量保证度高。
- 2020年春节档（2020.1.24-2020.1.30）将有9部影片上线，较2019年春节档（2019.2.4-2019.2.10）8部影片较多，且有万达影视与中国电影联合出品的《唐人街探案3》以及光线传媒出品的国漫电影《姜子牙》，另有《紧急救援》、《中国女排》、《囧妈》、《急先锋》、《金禅降魔》作为票房有力保障，总体而言春节档不论影片数量还是质量均有所提高。

5.4 投资观点：市场反转，龙头院线率先体现弹性

- 院线市场出现单银幕拐点之际，国内院线龙头将率先享受市场红利，且院线行业属高经营杠杆商业模式，单银幕出现拐点后利润弹性巨大，且目前国内龙头院线公司估值已处于历史低位，进入合理的配置区间。
- 核心推荐标的：万达电影（单银幕票房优势明显，全产业链布局逐渐完善）、横店影视（率先卡位布局三四五线城市）、中国电影（资产优质，政策壁垒明显）。

图表：截至2019年10月国内院线主要经营指标

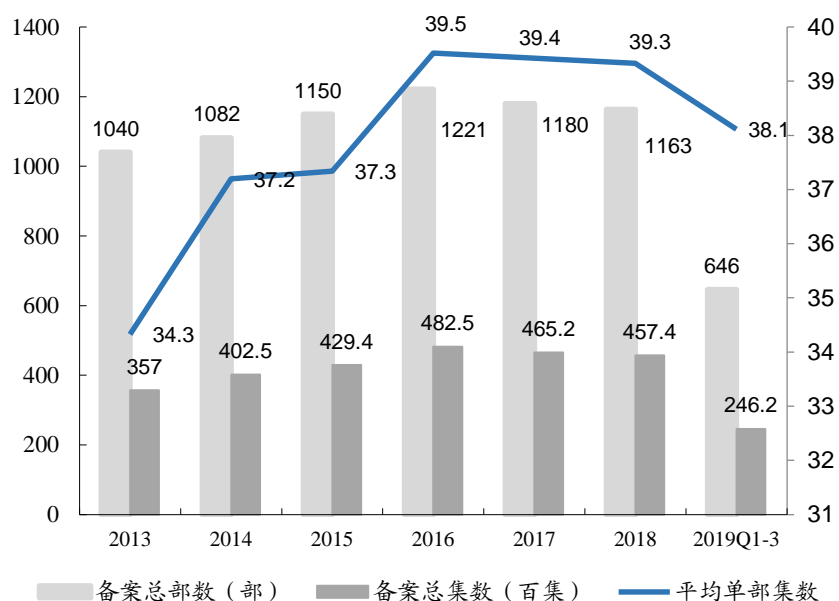
	万达电影	横店影视	中国电影	幸福蓝海	金逸影视	上海电影
影院数	590	429	2823	372	434	91
票房 (亿元)	77.33	23.44	115.52	21.46	27.05	4.39
人次 (亿人)	1.73	0.66	3.2	0.58	0.7	0.12
平均票价 (元)	44.7	35.3	36.5	37.1	38.4	35.3
ROE (18年)	10.6%	15.5%	13.8%	-32.5%	8.3%	10.7%

六、影视行业：供给继续出清，成本结构优化，行业有望触底回升

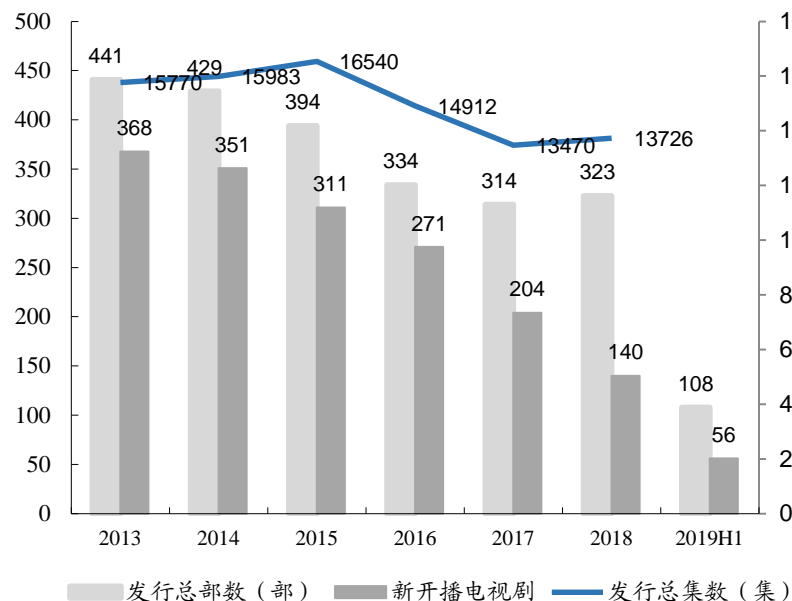
6.1 剧集库存进一步消化，行业集中度迎来提升

- 剧集供给：**行业库存进一步消化，从备案数来看，2019Q1-3备案电视剧646部，去年同期为886部，同比下降27.1%；从发行数来看，2019上半年共发行108部，去年同期为128部，同比下降15.6%；从新开播数来看，2019Q1-3新开播90部，去年同期为109部，同比下降17.4%。19年由于处于监管的特殊时点，剧集及电影等一些古装等其他题材内容有一定的积压，“百日展播”期过后，即11月之后，相关政策有所松动，优质库存有望释放。
- 行业格局：**内容行业经过一轮洗牌，龙头公司的集中度有望得到提升，目前持有甲证的电视剧制作的机构从18年的113家到目前的73家，降幅高达35%，同时一些中小的企业由于现金流等方面的因素逐步退出，行业出清明显，龙头制作公司经过这轮洗牌之后产能方面有望有所突破。我们预计20年剧集行业将加速精品化和向头部集中。

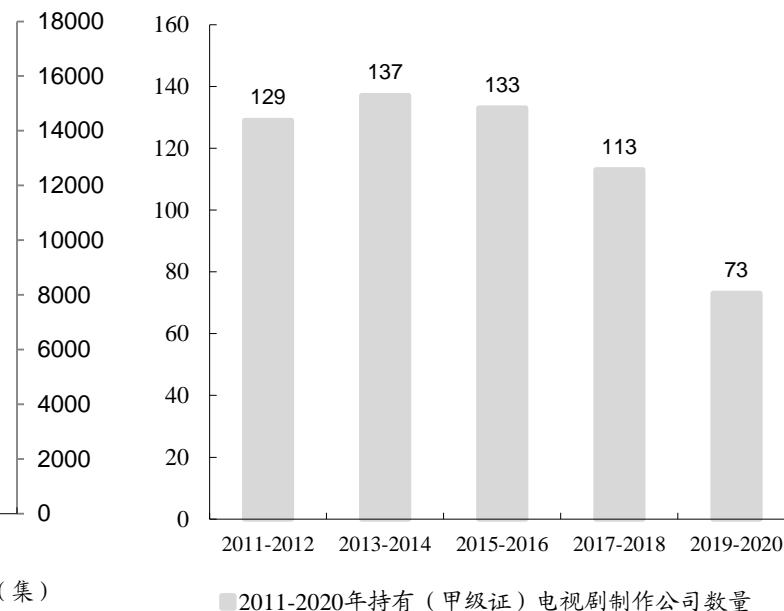
图表：2013-2019Q1-3年电视剧备案情况



图表：2013-2019H1年国内电视剧发行及开播情况



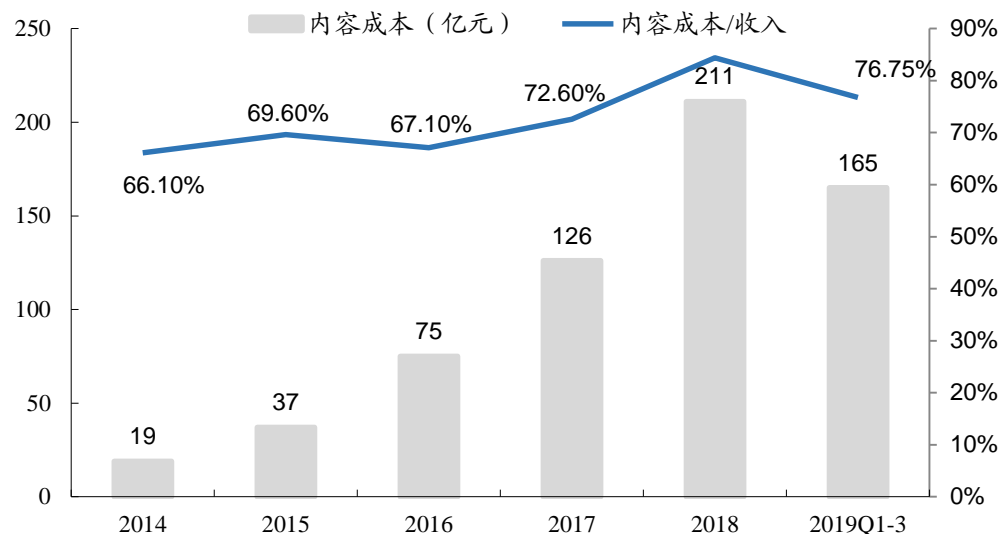
图表：2011-2020年甲级制作公司数量



6.2 最严监管时点已过，成本优化控制，价格触底回升

- 监管端：**行业经历了演员限薪、查税、单部剧集的集数限制及剧集题材等方面的一系列监管，2019年对于意识形态的监管进一步趋严，目前随着“百日展播期”的结束，我们认为行业最严监管时点已过，政策端有望边际改善；同时此前以主旋律题材为主，该类题材的毛利率较低，11月之后之前积压的一些优质内容有望逐步播出，剧集公司盈利能力有望提升。
- 成本端：**演员成本得到有效控制，头部艺人的价格从1-1.5亿的片酬下降到6000万，部分腰部演员的价格下降20%-30%，之前是头部艺人不愿降价，从而不接戏，现在陆陆续续开始接戏，大项目的开机陆续恢复正常，成本压力有所缓解以及成本的结构有所改善，整体成本下滑接近20%-30%，且由演员成本逐步往制作、编剧等方面成本转移。
- 价格端：**目前几大视频平台内容采购金额高位维稳，2018年爱奇艺内容投入211亿元，2019年前三季度内容投入165亿，预计全年超200亿，爱奇艺首席内容官王晓晖表示2020年爱奇艺内容投入仍然不低于200亿。之前由于政策方面压制，剧集价格在5-6月份触底，目前有所回升，部分剧集会实行联合购买的方式，真正的头部剧仍然独家为主，头部剧集的单集价格上网络端差不多回到800万左右。

图表：爱奇艺内容成本及其收入占比



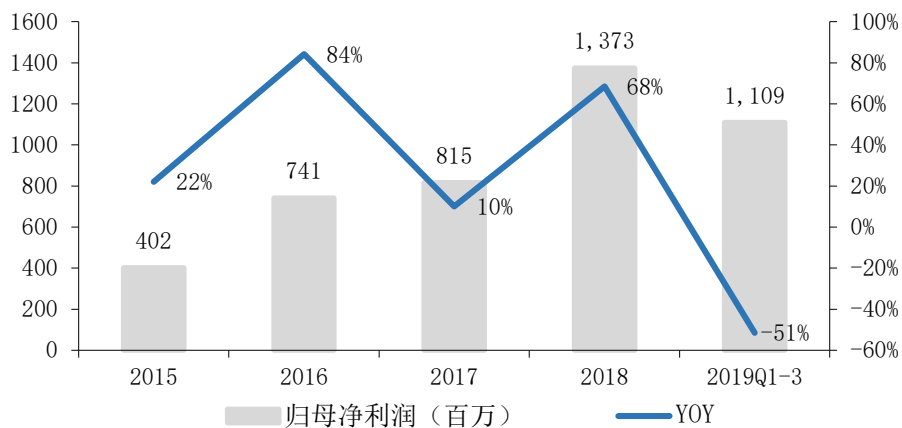
图表：头部剧集近年网络端单集售价情况

时间	电视剧	网络端价格
2019	《江山永乐》	预计800-900万
2019	《美人鱼》	840
2019	《爵迹》	600-700万
2018	《听雪楼》	约500万
2018	《盗墓笔记2》	600万
2017	《天盛长歌》	1000万
2017	《孤芳不自赏》	700万
2017	《凉生，我们可不可以不忧伤》	1000万
2017	《人民的名义》	360万
2017	《赢天下》	800万

6.3 光线传媒：龙头地位稳固，动画产业布局成效初显

- 暑期档《哪吒》表现超预期，拉高前三季度整体业绩：**《哪吒》实现总票房49.72亿元，位居中国电影总票房第二位，直接拉高公司三季度业绩。2019前三季度公司实现总收入24.61亿元，同比增长91.5%，其中Q3收入12.90亿元，同比增长129%。公司前三季度毛利率为45.1%，同比上升4.8个百分点，其中Q3毛利率84.3%，同比上升51.4个百分点。前三季度期间费用率大幅下降至3.4%，下降5.3个百分点。前三季度归母净利润11.09亿元，其中Q3实现10.04亿元。2019Q3公司业绩表现靓丽，在电影制片投资上表现出了爆款电影的孵化能力。
- 龙头地位稳固，优质内容有望持续推出：**2019前三季度公司共投资发行了14部影片，票房共计94.17亿元，其中第三季度共发行7部影片，票房共计66亿元。同时公司项目储备丰富，《八佰》《南方车站的聚会》《墨多多谜境冒险》等影片即将上映，在制作中的影片包括《坚如磐石》《姜子牙》《破阵子》《深海》《大鱼海棠2》等，电视剧方面包括《长河落日》《新世界》《我在未来等你》《无法直视》《也平凡》《盗墓笔记2》等项目即将上映，丰富的项目储备有望为公司带来更多业绩增量。
- 动画产业布局成效初显，期待公司更多平台化转变：**作为动画电影先行者，公司成立彩条屋动画品牌，已投资20余家动漫产业链上下游公司，积累了丰富的IP与制作资源，中国神话系列三部曲中的《姜子牙》已定档明年春节档。同时在渠道端公司与猫眼合作紧密，有望借助互联网渠道推进行生品的开发和发行。
- 风险提示：**票房表现不及预期；动漫产业发展不及预期；监管风险

图表：近年公司归母净利润及同比增长



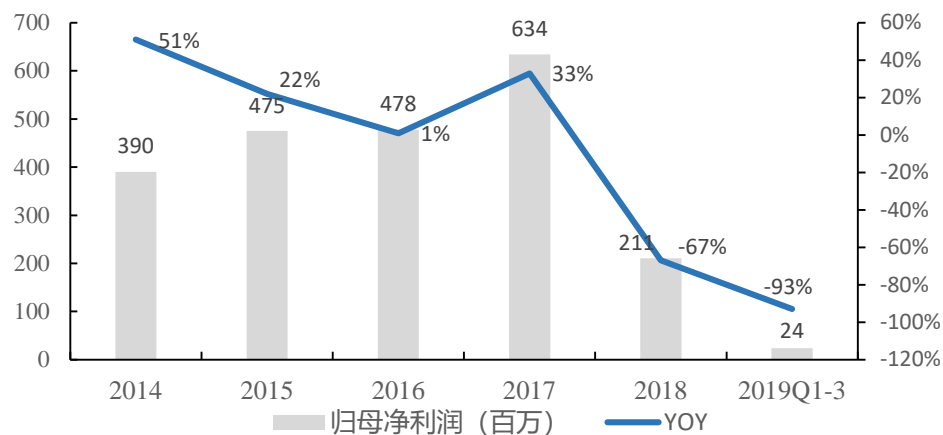
图表：公司储备项目

类别	名称	进度	类别	名称	进度
电影 (除动画)	《八佰》	待上映	电视剧	《无法直视》	制作中
	《南方车站的聚会》	待上映		《也平凡》	制作中
	《两只老虎》	待上映		《恨君不似江楼月》	制作中
	《误杀》	待上映		《江山纪》	制作中
	《墨多多谜境冒险》	待上映	动画电影	《姜子牙》	已定档
	《坚如磐石》	制作中		《深海》	制作中
	《破阵子》	制作中		《大鱼海棠2》	制作中
电视剧	《长河落日》	制作中	《西游记之大圣闹天宫》	制作中	
	《新世界》	待上映	《星游记之冲出地球》	制作中	
	《我的健身教练》	待上映	《哪吒之魔童降临2》	制作中	

6.4 华策影视：储备剧集丰富，行业调整凸显龙头价值

- 2019Q1-3业绩低迷，行业底部致业绩承压：**公司2019年Q1-Q3完成营业总收入13.10亿元，同比下滑63.4%，实现归母净利润2424.41万元，同比下降93.18%。主要系自当前文化影视行业仍处于调整周期，产业链上下游价格逐步回归理性，导致公司部分项目出现了前期投入处于相对高成本阶段，播出则处于价格相对理性阶段的情况，该部分项目的利润空间受到较大影响。
- 项目储备丰富，业绩拐点可期：**行业调整期公司的项目情况并未受太大影响，项目层面储备丰富，目前存货22.7亿元，相比较前两年并未出现大幅下滑。公司19年上半年开机《爱情公寓5》等5部全网剧，下半年已开机《有翡》，预计开机《追光者》、《遇见你，遇见爱》等剧集，储备项目丰富，行业上行时利润释放潜力较大。
- 长期增长逻辑不变，龙头集中+海外版权费提高+广告收入，有望成为未来公司主要看点：**在主业稳步推进的基础上，公司不断练内功，优结构，从多个维度进一步巩固自身的核心竞争力。认为未来业绩增长主要来自龙头集中、海外售卖体量增加及广告收入的提升，公司在16年开始推进SIP战略，产量呈现持续下滑趋势，未来随着公司团队的完善，能力的提高，以及行业的出清，剧集数量有望得到提升，另外随着这两年国内精品大剧质量的提高以及一些系列剧集的热播，海外销售逐步从韩国、日本、东南亚等延伸到奈飞等主流渠道，预计在未来将形成较大体量；植入和中插广告随着公司头部剧数量的增多，开始形成一定体量，未来弹性较大。
- 风险提示：**项目进度不及预期的风险；视频平台投入不及预期的风险

图表：14-19年公司归母净利润及同比增长



图表：19年公司预计开机剧集

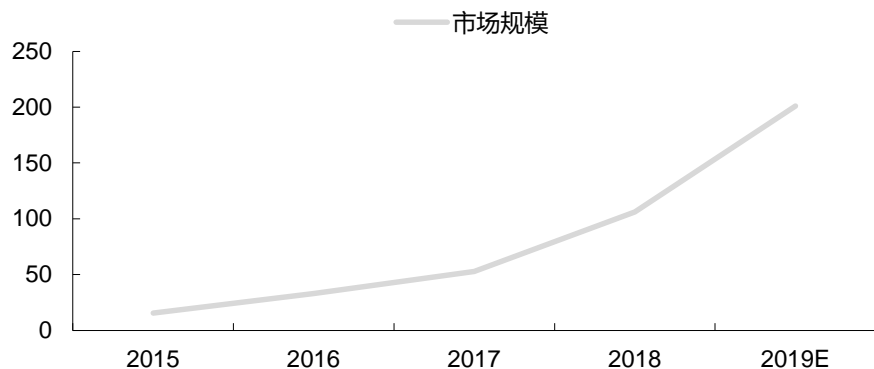
时间	电视剧	集数	时间	电视剧	集数
2019Q1开机	《热血神探》	40	2019Q4开机	《向风而行》	40
2019Q1开机	《锦绣南歌》	65	2019Q4开机	《你是我的城池营垒》	34
2019Q1开机	《鹿鼎记》	60	2019Q4开机	《以家人之名》	40
2019Q2开机	《绝境铸剑》	36	2019Q4开机	《少爷与我的罗曼史》	24
2019Q2开机	《爱情公寓5》	36	2019Q4开机	《追光者》	40
2019Q3开机	《遇见你，遇见爱》	24	2019Q4开机	《十面埋伏》	45
2019Q3开机	《暖暖，请多指教》	24	2019Q4开机	《人味》	40
2019Q4开机	《我和我们在一起》	30	2019Q4开机	《初礼来了》	30
2019Q4开机	《有翡》	60	2019Q4开机	《长歌行》	50
2019Q4开机	《拾光里的我们》	28			

七、虚拟现实：5G技术相关度最高、市场潜力最大的应用场景

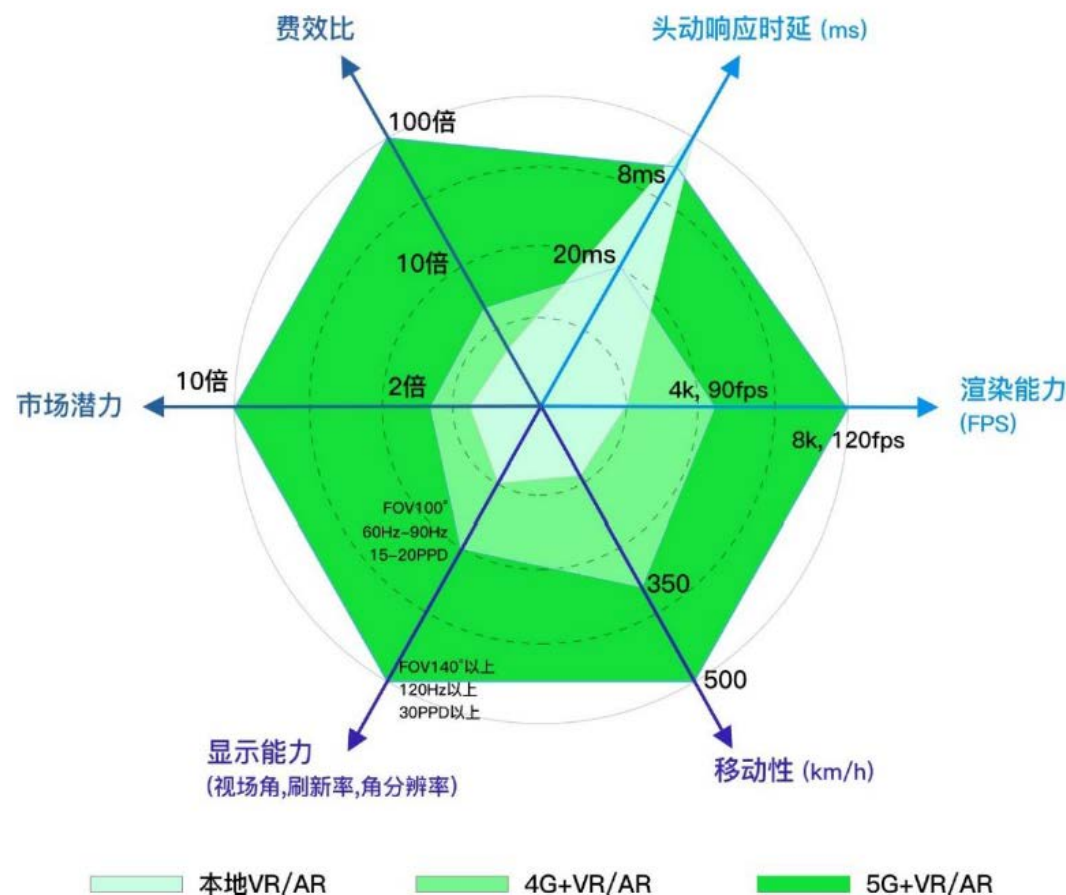
7.1 虚拟现实是移动网络中最有潜力的大流量业务

- 华为《5G时代十大应用场景白皮书》中指出，VR/AR是十大应用场景中5G技术相关度最高、市场潜力最大的应用场景，是移动网络中最有潜力的大流量业务，华为在万物互联生态中也重点发力VR/AR。
- 2018年，中国VR产业规模已经突破了100亿元，未来两年依然可以维持40%以上的增长。ABI Research预测，至2025年，全球AR和VR的市场规模将分别达到1510亿美元和1410亿美元。根据GIV预测，2025年，全球VR/AR用户将增长至3.37亿，采用VR/AR技术的企业占比达到10%。
- 5G的商用将显著改进虚拟现实技术在体验、性能、成本等方面的问题，促进行业快速发展。
- 韩国5G已开始商用，2019Q2，虚拟现实业务贡献了全部5G流量的20%。

图表：我国虚拟现实产业市场规模（亿元）



图表：5G虚拟现实解决方案与4G和本地方案的性能对比



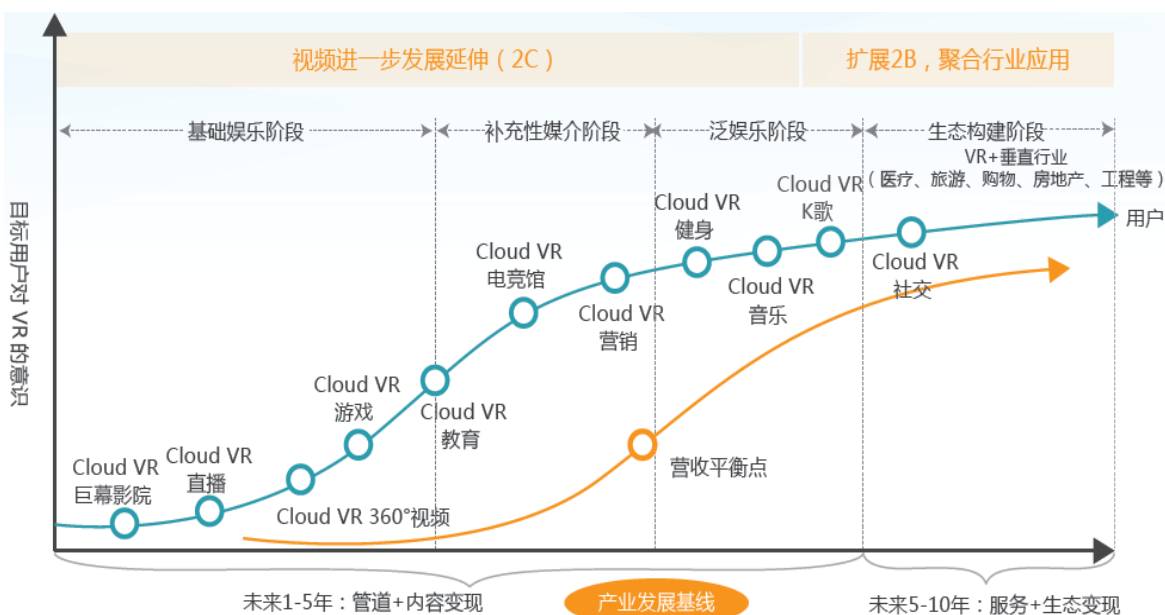
资料来源：中商产业研究院，中国信通院，东吴证券研究所

7.2 VR/AR行业应用开始落地，作为工具的实用性开始显现

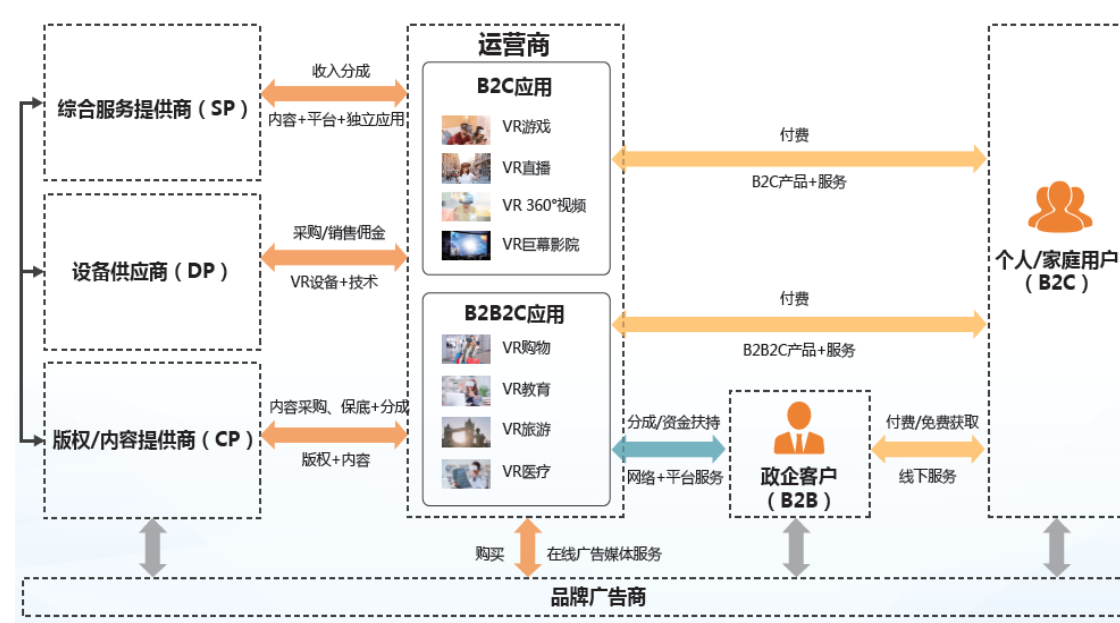
◆ 虚拟现实产业发展有着清晰的逻辑脉络

- 当前VR/AR+视频类、游戏类等基础娱乐与VR/AR结合的场景已经出现，这些初步应用的场景一般产业成熟度高，有比较好的用户基础，用户使用频度高，终端种类丰富，VR的引入既有传统内容的新体验，又有高沉浸感和强临场感的体验；
- 随着技术的成熟，VR/AR的应用场景会朝教育、营销、电竞馆、健身、音乐、K歌、医疗等产业技术较为成熟但内容丰富度不够、终端难以完全无绳化的场景发展。内容缺乏、终端成本过高，影响了这些使用频度高的场景的普及。一旦内容和渲染上云，好的内容会得到高效循环使用，可降低用户的消费门槛，促进用户消费；
- 对于那些专业化程度高、对体验的要求高的场景，属于VR/AR技术引入并实现云化的后期阶段。包括医疗、旅游、房地产等等。

图表：VR/AR行业应用演变



图表：VR+行业应用的商业模式

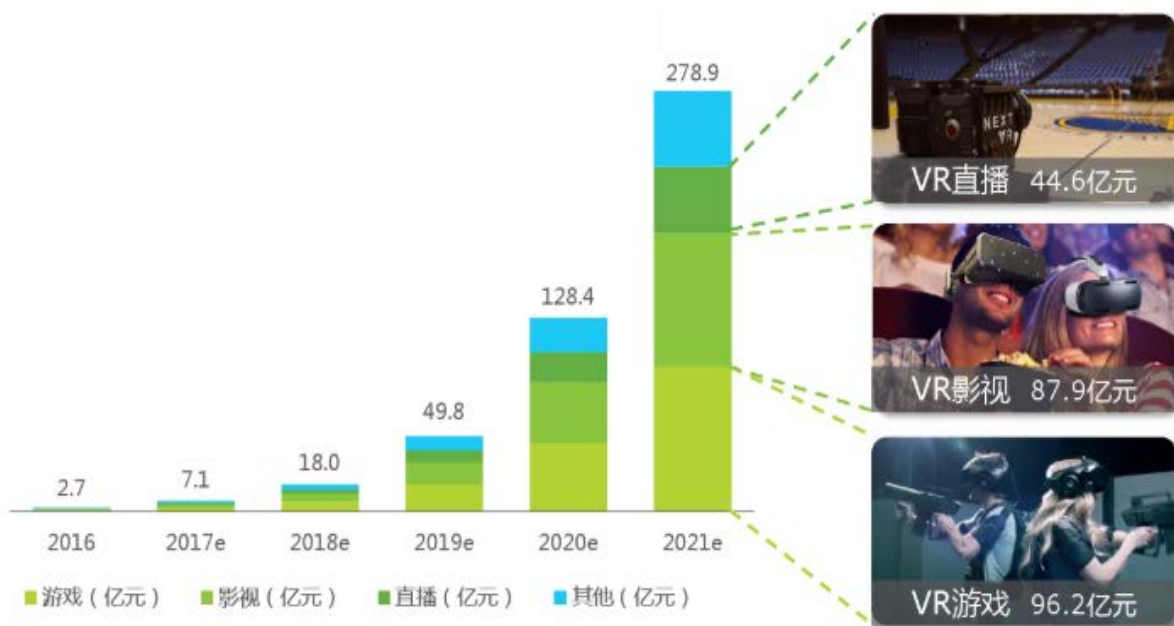


7.3 视频行业：颠覆传统，“内容”为主，VR为辅

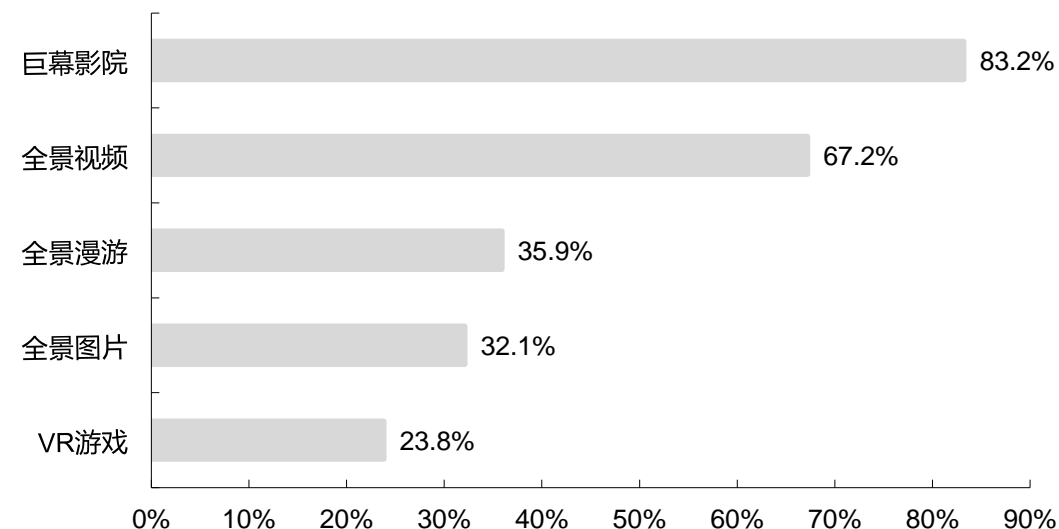
◆ VR+视频市场潜力大：突破宣发渠道限制，促进“内容创作”蓬勃发展

- 在内容制作领域，未来随着宣发手段和效率改善，将进一步促进“内容创作”蓬勃发展，影视行业有望再次迎来百花齐放状态；
- 院线发展侧重“真实感”和“沉浸感”，改变传统运营模式。影院以“体验”为核心，扩大提供影片范围，可能以类似“网吧式”的单对单VR观影方式，进一步满足消费者不同内容需求，提升消费水准；
- 根据艾瑞咨询的测算，视频内容（直播+影视）将成为国内VR内容消费领域重要的组成部分，至2021年，国内VR视频内容的规模可以达到132.5亿元，占全部消费级内容市场的比例为47.5%。

图表：中国VR消费级内容市场规模（亿元）



图表：中国VR重度用户偏好的应用类型

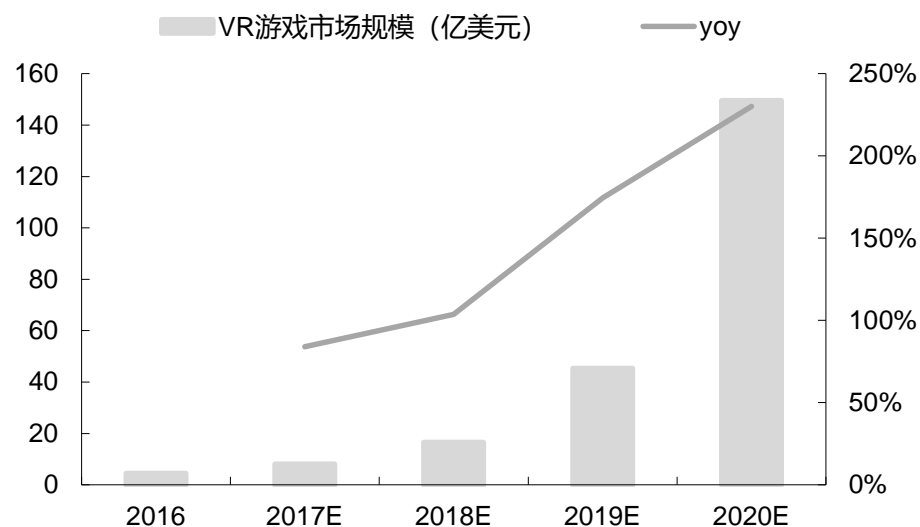


7.4 游戏产业将率先受益，科技提升游戏趣味

◆ 5G+ VR/AR 将进一步推动游戏的“趣味性”和“互动性”

- 风靡全球的AR游戏Pokemon GO，2018年收入7.95亿美元，同比增长35%，上线2年，依旧保持快速增长；
- Pokemon的成功充分验证了优质AR游戏的长期价值，未来5G技术更新，其中游戏角色可以和用户加深“互动性”，比如捉迷藏，交流，玩游戏等进一步提升趣味性，加强体验感；
- VR/AR游戏内容丰富，也是用户最愿意付费体验的应用场景之一，未来随着硬件价格降低，VR/AR游戏将驶入快车道。根据易观的预测，到2020年，全球VR游戏市场将达到149.5亿美元的市场规模。

图表：全球VR游戏市场规模（百万美元）



图表：pokemon 游戏

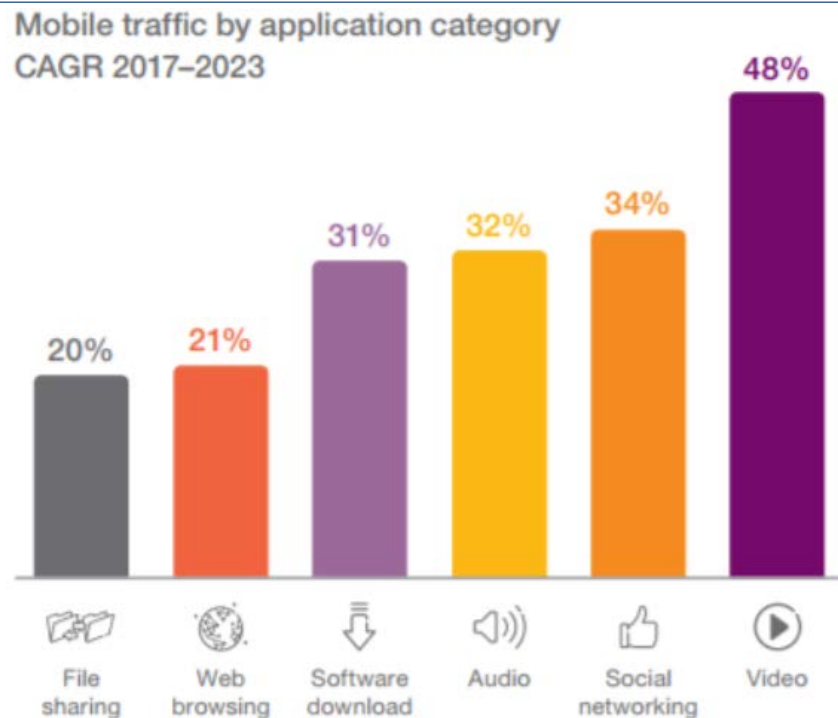


八、超清视频：超高清视频5G应用有望在短期内形成商业成效

8.1 5G是超高清视频发展的基础设施

- 超高清视频指的是分辨率在4K以上，同时具有高帧率、高色深、宽色域、高动态范围和三维声等特征的视频，目前提到的超高清视频主要指的是4K视频。（越高的分辨率会配置在越大的屏幕上）
- 根据Sandvine《全球互联网现象报告》中所述，**2018年全球互联网下行流量中，视频流量占到总量的58%，是互联网最主要的流量传播形式。**爱立信2017移动报告指出，到2023年全球将有10亿5G移动宽带订户，未来6年5G将覆盖全球20%的人口，5G的推动将使移动视频流量未来6年的复合增长率达到约48%，到2023年将占据全部移动数据流量的75%。

图表：细分媒介形式流量变化情况



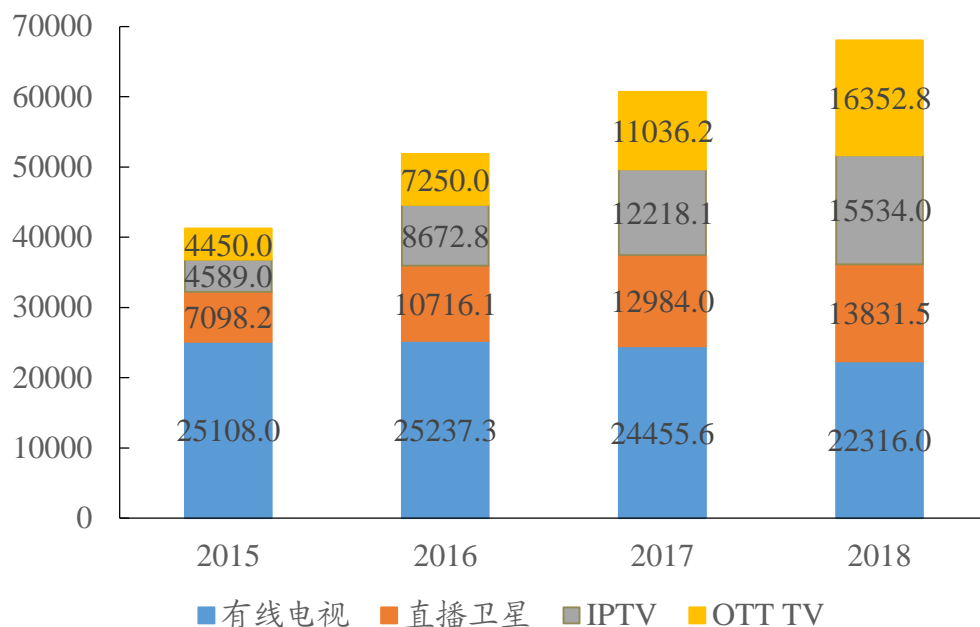
图表：4K视频示意图



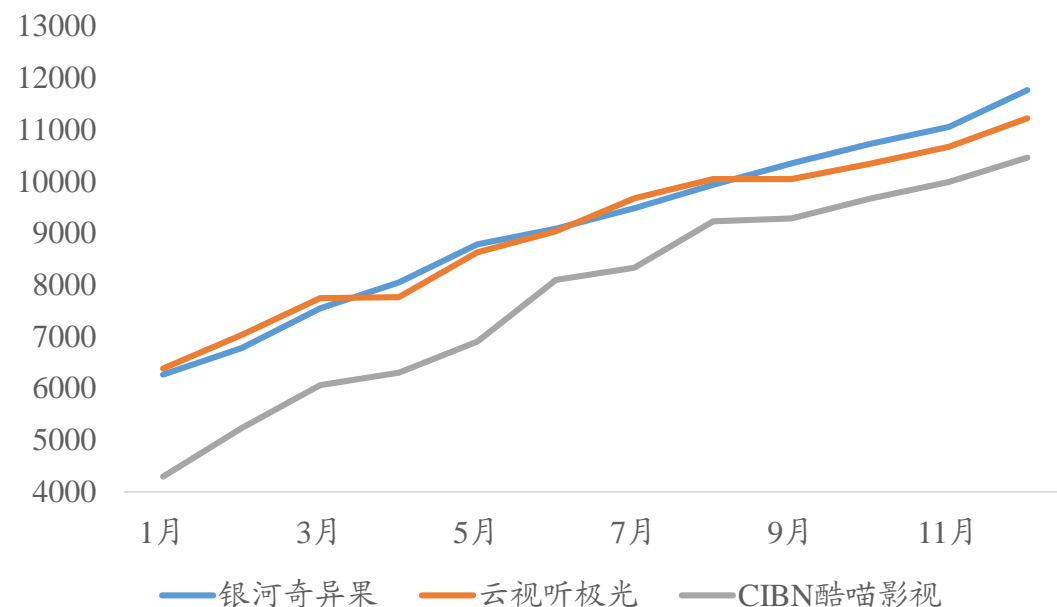
8.2 OTT受益大屏超清化：付费用户数增多

- 超清化提高用户大屏粘性，付费用户数提高
- 当前OTT TV用户付费渗透率及绝对值较低，相比移动端的付费会员比例要低很多，爱奇艺2018年末付费会员在MAU中的渗透率仅为16.24%，OTT付费会员渗透率仅约2.45%。当前市场上普遍采用与优爱腾等视频大厂打通多屏会员体系的做法，以拉动TV端会员付费，我们认为超清化有望增加大屏对受众的吸引力，另外在绑定销售带动下，会员规模及收入保持较快增速的确定性高。

图表：不同电视用户规模（万户）



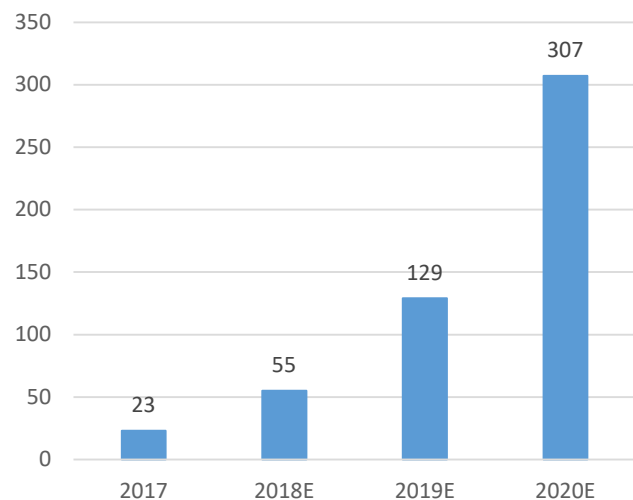
图表：2018年爱优腾在智能电视端的累计装机量（万台）



8.3 OTT受益大屏超清化：释放广告价值潜力

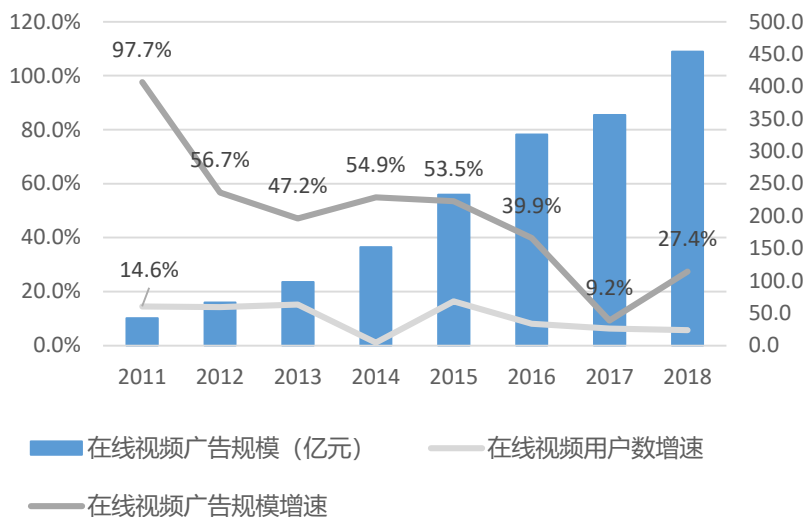
- OTT TV当前家庭渗透率已经逐渐接近有线电视，但广告规模仍有较大差距。根据《2018年全国广播电视行业统计公报》，2018年电视广告收入958.86亿元，根据勾正数据统计，2018年OTT广告投放规模仅为55亿元。广告属于注意力经济，收入规模主要基于用户量及使用市场，随着未来渗透率提升，OTT TV广告收入未来有较大提升空间。
- 即使在线视频用户增速降至15%（2011年），在线视频行业的广告收入规模仍有98%的增速，我们认为当前OTT TV广告市场仍处于早期阶段，未来几年均降保持较快增长。勾正数据预计2019年OTT TV广告市场仍有翻倍增长，达到129亿规模。
- 拆分广告收入的结构，内容层广告收入占主导，2018年上半年，系统层广告收入规模7.0亿，内容层16.5亿元。

图表：OTT广告投放规模及预测



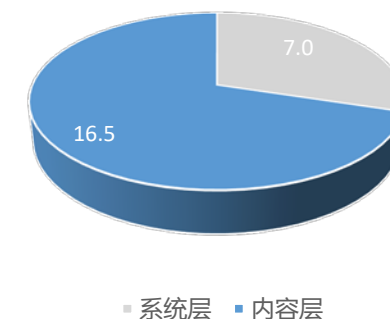
资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

图表：在线视频行业广告规模、增速及用户规模增速



资料来源：CNNIC，艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表：2018H1OTT TV广告收入构成 (亿元)



资料来源：勾正数据，东吴证券研究所

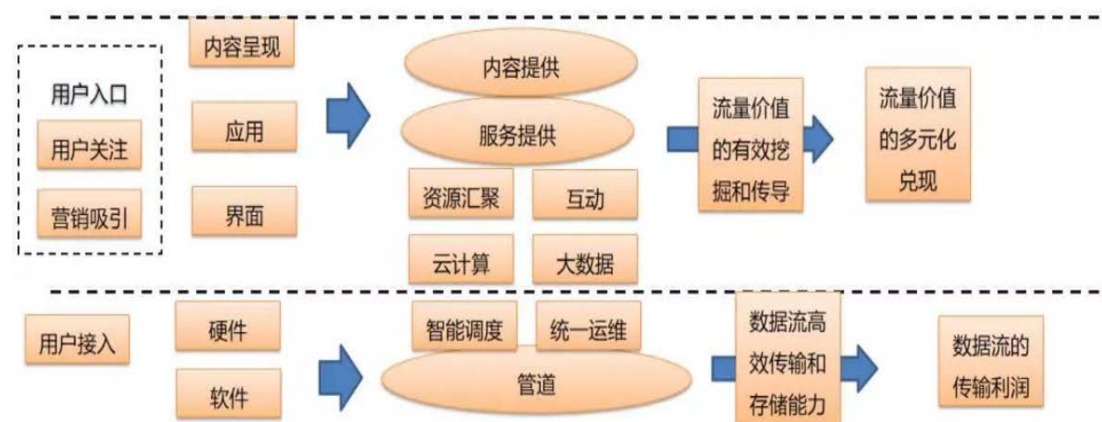
8.4 新媒股份：增值业务潜力仍被低估

- 我们认为IPTV未来有望成为视频行业的重要变量。大屏产品体验的天花板显著高于PC及移动，当前除了独家内容，次头部的内容大部分都会和手机端同时上线，例如《哪吒之魔童降世》于10月11日在全网同步上线。公司优势不仅仅是来自于牌照，更重要的是，大屏端形成了从内容供给到流量运营再到销售获客的成熟产业链，且全国各省独立投资导致天然分散，客户获取及产品销售都非常本土化，转化、留存效率高，运营方在产业链中占据有利位置。
- IPTV增值业务快速增长中，未来也将成为行业重点发力点。TV端尤其在体育内容及高清、超高清内容方面优势明显，公司增值业务转化率截止2019Q3期末提升至7%左右，预计未来仍有较大提升空间，增值业务当前ARPU值为8元/月，远高于基础业务ARPU值（3-4元），预计未来增值业务收入将保持强劲增长，基于我们对于市场前景和行业格局的判断，我们认为市场仍然低估了这一块业务的增长潜力。
- 风险提示：客户群拓展不及预期；行业监管风险；增值市场拓展不及预期

图表：公司IPTV主要功能及内容

业务类别	节目内容	版权内容提供方	结算方式	财务核算
直播节目	中央各频道及各省卫视视频版权内容	爱上传媒	电信运营商将用户付费分成直接支付给爱上传媒	不计入公司的版权内容采购成本
	广东省本地地面频道版权内容	广东广播电视台及广东省内各地市广播电视台等	一次性买断或营运收入分成方式采购	计入公司的版权内容采购成本
	数字及特色频道版权内容	中央数字电视传媒有限公司等	一次性买断或营运收入分成方式采购	计入公司的版权内容采购成本
点播节目	影视剧、少儿、纪实、网络大电影、音乐、戏曲、生活等节目内容	华数传媒、华泓文化、环球合一、广东广播电视台等	主要采用营运收入分成方式采购	计入公司的版权内容采购成本

图表：大屏端的流量运营策略

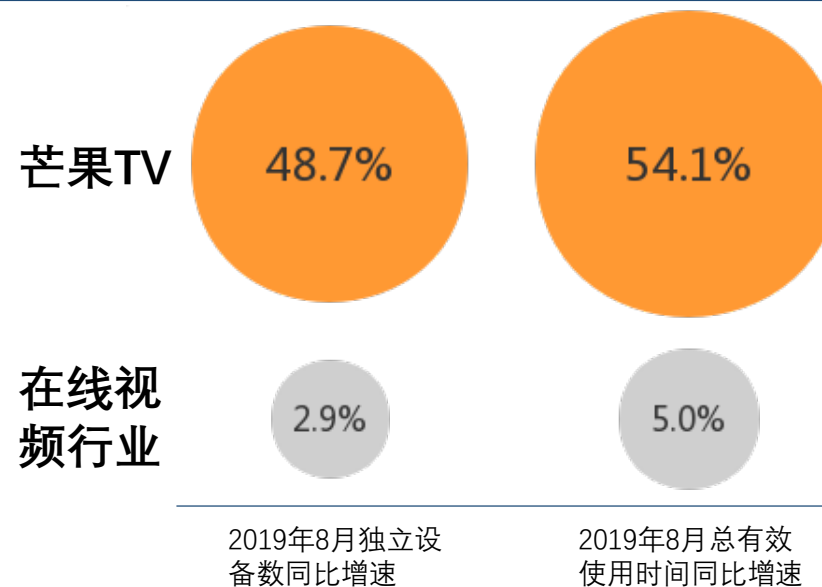


8.5 芒果超媒：自制构筑壁垒，Q4头部内容集中上线

- **自制构筑壁垒，内容矩阵逐步完善，Q4头部内容集中上线有望拉动收入高增。**预计Q4将上线《明星大侦探5》《妻子3》《亲爱的客栈3》《野生厨房2》等多部头部综艺，同时储备有多部新类型综艺及《向往的生活》《歌手》等IP的综N代；剧集方面，根据湖南卫视2020年招商会，将采购《有匪》、《余生请多指教》等多部高关注度剧集。预计公司全年广告收入维持在30-35亿，会员数量1800-2000万，长期看付费率仍远未达天花板，差异化竞争使广告变现效率高于其他视频平台。
- **新业务布局持续推进，打开内容多样化运营空间。**公司加大了新技术研发和新业务拓展的力度，在大屏业务、5G、VR、AR技术方面都进行了前瞻性的战略布局，19年5月引入中移资本作为公司第二大股东在渠道和内容方面进行合作，与华为在新技术应用方面展开深度合作。5G时代客厅场景和大屏流量有望成为新的市场增长点，公司拥有牌照和渠道合作优势，有望在新一轮渠道变更中实现领先
- **风险提示：**视频平台竞争加剧；产品节奏不及预期；内容监管趋严

图表：芒果TV移动端月独立设备数&月度总有效使用时间趋势

图表：芒果TV2019年8月同比增速



8.5 芒果超媒：2020年片单储备丰富

图表：芒果TV 2020年综艺&电视剧项目储备

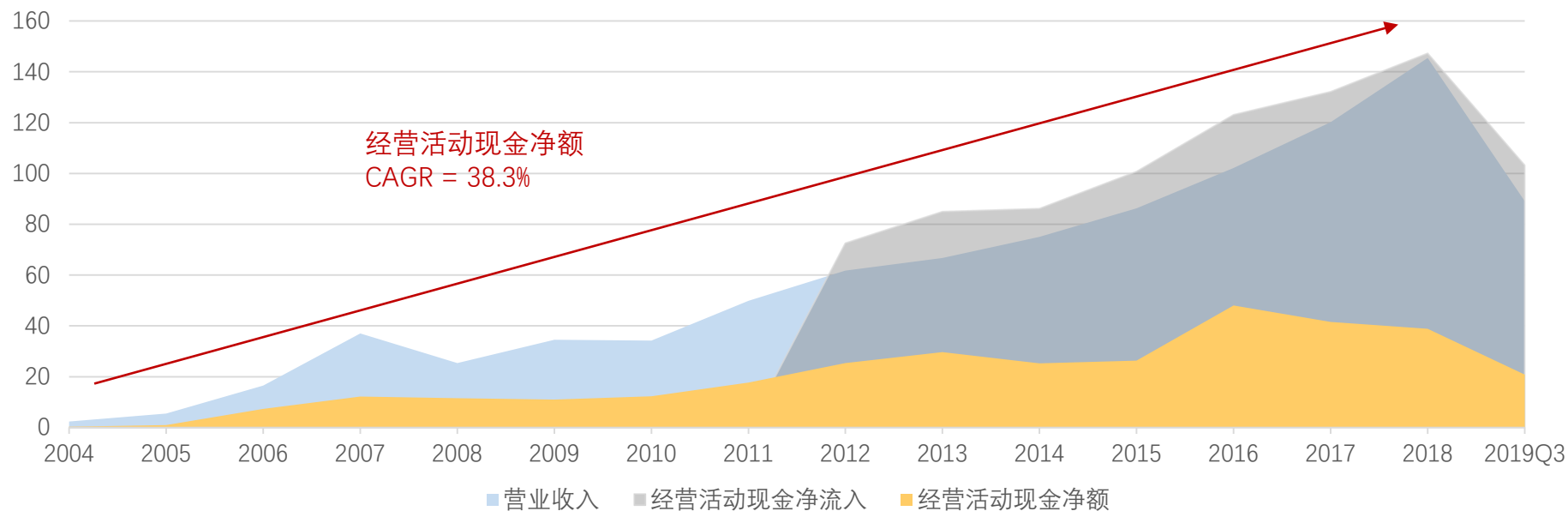
类别	类型	节目系列	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
综艺	疗愈综	治愈解压系列	《朋友请听好》（S级）	《你怎么这么好看2》（S级）	《一路成年2》（S级）	《奇妙小森林》（S级）
			《小葱秀》	《新生日记2》（A级）	《小小的追球2》（S级）	《谁来帮帮我》
	发烧综	烧脑益智系列	《头号玩家》	《密室大逃脱2》（S级）	-	《明星大侦探6》（S级）
	她综	女性成长系列	《我最爱的女人们2》（S级）	《妻子的浪漫旅行4》（S级）	《乘风破浪的姐姐们》	-
			《婚前21天》（A级）	-	《女儿们的恋爱3》（S级）	-
	乐活综	居家生活系列	-	《在当地吃得开》（S级）	《哎呀好身材2》	《跟着老板去团建》
			-	《初次见面》	《唱给世界听》	《野生厨房3》
	燃综	年少有为系列	-	《全职高考》（S级）	《少年的法则》（S级）	《青春合唱团》（S级）
			-	-	《变形记20》	
	Z世代综	青春热血系列	《八英里》（S级）	-	《欢迎来到我们的世界》	-
	青春狂欢盛典	《红人节》	-	《青春芒果节》（S级）	-	
	全年常规综艺		《甜蜜的任务》《芒果捞星闻》			
	纪录片、专题片		《石榴花开2》《行走的铜锅》《跟上中国考古队》《建党百年微纪录片》《以律师之名》 《穿越你，塔克拉玛干》《大秀青春派》《中国志愿者》《中国》等			
电视剧	重磅剧集	台网剧	《尚食》《心爱的戎装》《下一站幸福》《热血传奇》《八零90》《掌中之物》《我和我们在一起》《以家人之名》 《起跑线》《蜗牛与黄鹌鸟》《都是好时光》《因为相爱才上演》《少年巴比伦》			
		网剧	《奈何BOSS又如何》《六爻》《刀上糖心上霜》《喜欢的少年是你》《我的妄想症男友》			
	精品剧集	台网剧	《隐秘而伟大》《锦衣之下》《瞄准》《初晨，是我故意忘记你》《如果岁月可回头》《爱我，你敢吗》 《海上繁花》《秋蝉》《我不是购物狂》《这就是生活》《那时的我们》			
		网剧	《拾光的秘密》《拜托拜托请你爱我》《头号嫌疑人2》《谢谢让我遇见你》《我有特殊的沟通技巧》《那小子来自冰箱》 《彗星来的那一夜2》《韞色过浓》《心动的瞬间》《良辰多喜欢》《完美先生和差不多小姐》《贺少的闪婚暖妻》《地球上线》			

九、其他重点推荐个股

7.1 分众传媒：负面影响集中体现，长期戴维斯双击

- 分众 2018-2019年股价大幅回撤，一方面由于广告市场疲软，互联网客户大幅减单，且分众传媒为高经营杠杆商业模式，出现了2019年业绩的大幅下滑，另一方面市场对未来广告投放需求的不确定性以及对竞争格局的不确定性导致了估值大幅下跌。
- 但在当前时点看，分众已处于历史底部区域，高经营杠杆的商业模式导致了未来广告市场回暖其利润弹性也会非常大。同时我们认为分众的竞争壁垒并没有被打破，相反即使2019年利润大幅下滑，分众仍然处于现金净流入状态，企业经营短期遇到困难并非坏事，将更有助于企业内部降本增效，而竞争对手当前现金流已处于非常紧张状态，等待竞争格局拐点及市场需求拐点到来。
- 风险提示：宏观经济超预期波动；竞争加剧；回款不利

图表：截至2019年10月国内院线主要经营指标

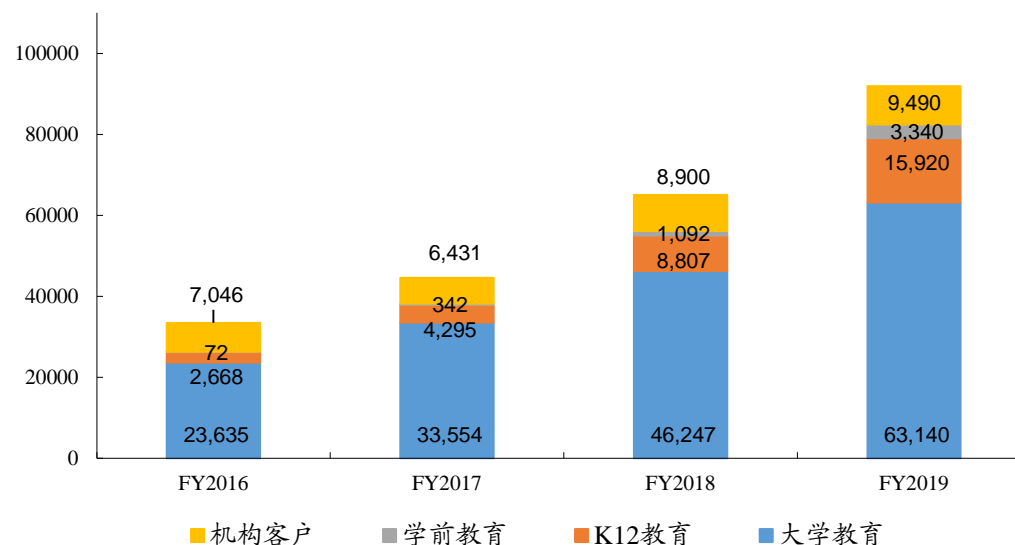
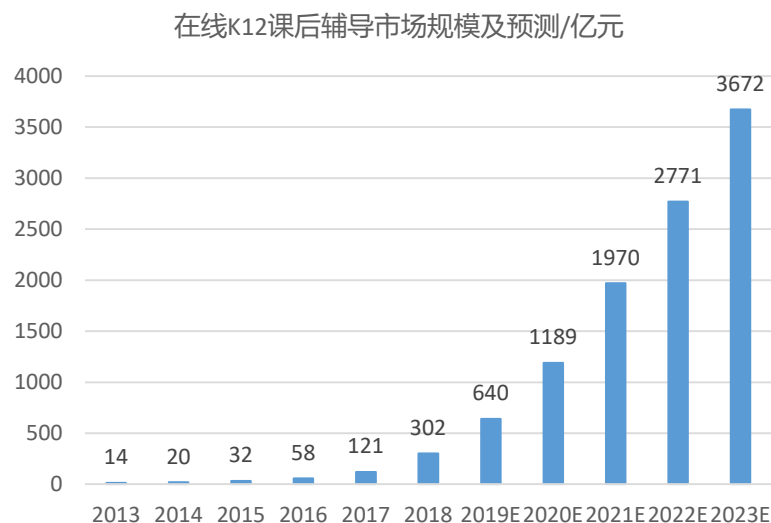


9.2 新东方在线：在线K12需求爆发，小班模式值得期待

- 2018年，中国在线教育市场总规模约为1,432亿元，2013-2018年，CAGR为31.4%，预计2018-2023年CAGR为37.2%，2023年全市场规模将达到6,963亿元。随着近年来用户习惯的逐渐养成，以及课外培训市场的刚需特点，在线K12课后辅导市场的渗透率持续快速提升，已从2013年的1%提升至2018年的9.5%，预计2023年将进一步提升至45.0%。对应的市场规模方面，国内在线k12课外辅导市场规模从2013年的14亿元增长到2018年的302亿元人民币，CAGR为85.2%，预计2023年将进一步增长到3,672亿元人民币，预计2018年-2023年CAGR达到64.8%。
- **看好东方优播下沉市场未来成长潜力。** FY2020公司加速了低线城市东方优播扩张节奏，东方优播当前获客、转化、留存等指标表现较好，已经形成比较健康的盈利模型。从一对一到大班再到小班，是教培行业产品及服务逐渐打磨、深化的必然路径，我们认为当前阶段，线上小班相比线上大班在提升单用户服务价值方面具有自身独特的竞争力，看好未来成长潜力，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：市场竞争趋于激烈，教育产品培训效果不及预期等

图表：2013-2023E在线K12课后辅导市场规模及预测

图表：新东方在线营业收入情况 (单位:万元)



十、其他建议关注个股

10.1 奥飞娱乐：IP及产业链沉淀丰厚，重新走出底部，建议关注

- 公司IP沉淀丰厚，具有《超级飞侠》、《喜羊羊与灰太狼》、《萌鸡小队》、《大卫贝肯熊》、《巴啦啦小魔仙》、《铠甲勇士》、《菲梦少女》、《战斗王之飓风战魂》、《火力少年王》、《爆裂飞车》、《巨神战击队》、《奥飞Q宠》等系列IP，并围绕IP矩阵进行全产业链布局。
- 公司在2017-2018年经历业绩下滑后，管理团队变更后重新聚焦挖掘体系内IP价值，并制定了充分的管理团队激励政策，重新进入增长轨道，建议重点关注。
- 风险提示：IP开发不及预期；销售不及预期

图表：公司IP矩阵介绍



图表：公司产业链布局



附：2020年重点标的盈利预测及估值

图表：2020年重点推荐标的盈利预测及估值

代码	上市公司	股价	EPS/2019E	EPS/2020E	PE/2019E	PE/2020E	评级
002624.SZ	完美世界	30.35	1.64	1.9	19	16	买入
002174.SZ	游族网络	15.21	1.36	1.62	11	9	买入
002555.SZ	三七互娱	18.98	1.01	1.2	19	16	买入
603444.SH	吉比特	277.35	12.53	14.65	22	19	买入
300770.SZ	新媒股份	111.00	2.96	4.3	38	26	买入
002739.SZ	万达电影	13.90	0.66	0.84	21	17	买入
603103.SH	横店影视	14.83	0.49	0.58	30	26	买入
002027.SZ	分众传媒	5.84	0.14	0.23	42	25	买入
300413.SZ	芒果超媒	31.39	0.68	0.86	46	37	买入
300251.SZ	光线传媒	9.58	0.4	0.33	24	29	增持
002607.SZ	中公教育	20.46	0.28	0.4	73	51	买入
0667.HK	中国东方教育	16.20	0.36	0.51	45	32	买入
1797.HK	新东方在线	19.62	-0.06	-0.02	-	-	买入
300788.SZ	中信出版	46.49	1.36	1.67	34	28	买入
603096.SH	新经典	57.62	1.96	2.32	29	25	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所

备注：股价为2019.11.15 收盘价，万达电影及横店影视采用Wind一致预期，其他公司均为东吴证券研究所预测

- 市场竞争加剧风险；
- 政策监管风险；
- 用户需求及行业增速不及预期；
- 宏观经济风险；
- 市场系统性风险等。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园