

# 基本面处于盘整期，看好 5G+内容的持续落地

## ——传媒行业 2020 年投资策略报告

分析师：姚磊

SAC NO: S1150518070002

2019 年 12 月 12 日

### 证券分析师

姚磊

bhzyao@sina.cn

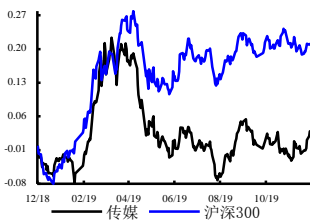
### 子行业评级

影视动漫	中性
平面媒体	中性
网络服务	看好
有线运营	中性
营销服务	中性
体育健身	中性

### 重点品种推荐

完美世界	增持
光线传媒	增持
华策影视	增持
芒果超媒	增持
广电网络	增持

### 最近一年行业相对走势



### 相关研究报告

《影视类个股表现活跃，看好细分龙头——文化传媒行业周报》2019/12/11

《云游戏概念有所表现，继续关注细分龙头——传媒行业月报》2019/12/5

《行情低迷，持续看好相关龙头股——文化传媒行业周报》2019/12/4

### 投资要点：

#### ● 2019 年文化传媒行业的整体业绩仍处于底部盘整阶段

通过分析 2019 年前三季度文化传媒行业的业绩情况，我们认为文化传媒 5 个子行业的运营情况有所分化，营收增长率方面，平面媒体子行业的营收增速也保持稳健，而广播电视和电影动画子行业依然受到行业景气度低迷影响使营收持续下滑。归母净利润增长率方面，除平面媒体外其他行业整体归母净利润增速情况仍不乐观。

#### ● 估值在中长期有提升空间

截至 2019 年 11 月 30 日收盘，剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 整体约为 25.57 倍，较沪深 300 的估值溢价率约为 222.41%。结合行业基本面和市场情绪进行分析，我们认为在长期内行业龙头个股的相对估值仍然存在一定的提升空间，因此建议投资者关注业绩成长性优秀的龙头个股的估值修复性行情，选择中长期具备持续竞争优势的龙头公司。

#### ● 5G+内容是 2020 年传媒行业的主要投资逻辑

具体投资策略来看，2020 年我国将正式进入 5G 商用应用期，其大带宽、低时延特性解决了高规格内容等大带宽业务传播的技术问题，推动了行业的发展。我们看好 5G+内容概念中的超高清视频、云游戏、VR/AR 三大领域：（1）超高清视频应用领域。超高清视频正成为现阶段运营商及 5G 商用相关方探索的亮点，有望成为 5G 前期部署的主要应用场景和业务拉动的重要驱动力；（2）云游戏领域。5G 将推动游戏方式发生革命性的变化，其中代表性的变革就是云游戏的发展。2019 年 5G 时代到来将推动云游戏迎来高速发展时期，5G 数据的低延时和高速的特性能够实现云游戏将服务器和画面分离，降低用户门槛，提升用户体验；（3）VR/AR 技术应用。VR/AR 技术重沉浸感和真实感，与游戏的情感体验目标相一致，速度画质均有大幅提升的云游戏将使其得到更为贴合的应用。综上所述，我们继续维持文化传媒行业“中性”的投资评级，推荐完美世界（002624）、光线传媒（300251）、华策影视（300133）、芒果超媒（300413）、广电网络（600831）。

#### ● 风险提示

宏观经济低迷；行业重大政策变化；行业经营数据不达预期；公司业绩不达预期。

## 目 录

1. 文化传媒行业运营情况与分析.....	5
1.1 电影市场：整体维持稳健增长.....	5
1.2 电视剧及网剧市场：调控效果初现，收视率基本持平.....	7
1.3 移动互联网：竞争趋于白热化，短视频增速领先.....	11
1.4 手游市场：增速回暖，集中度进一步提升.....	14
2. 行情概况：表现相对低迷，估值有所改善.....	17
2.1 2019 年至今行业表现相对中性.....	17
2.2 估值逐步平稳，机构持仓相对比例提升.....	18
2.3 整体基本面回顾：有所分化，整体竞争力不强.....	21
2.3.1 电影动画子行业：处于整合调整阶段.....	23
2.3.2 整合营销子行业：基本面同样下滑.....	24
2.3.3 平面媒体子行业：整体业绩增速在低位.....	25
2.3.4 广播电视子行业：归母净利润增速下滑幅度较大.....	26
2.3.5 互联网子行业：仍处于调整阶段.....	27
3. 行业投资逻辑：关注 5G+ 应用的中长期机会.....	28
3.1 超高清视频：行业进入关键机遇期.....	29
3.2 云游戏：5G+ 内容的重要阵地.....	31
3.3 VR/AR 应用：步入快速发展期.....	34
4. 投资策略.....	35
5. 风险提示.....	35

## 图 目 录

图 1: 电影票房市场进入稳步增长阶段 .....	5
图 2: 2019 年月度电影票房增长维持平稳 .....	5
图 3: 19 年全国电视剧发行数量同比下滑 .....	7
图 4: 19 年全国电视剧发行集数同比下滑 .....	7
图 5: 2019 年 H1 全天省级卫视收视率排名 .....	9
图 6: 2019 年 1-6 月移动互联网月活用户增长率逐步下滑 .....	11
图 7: 2019 年国内移动互联网用户使用时长对比 .....	11
图 8: 截止 2019 年 6 月移动互联网 APP 使用时长占比 .....	12
图 9: 截止 2019 年 6 月用户月总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业 .....	12
图 10: 2019 年 6 月移动互联网月活用户规模同比增长 TOP5 细分行业 .....	13
图 11: 2019 年 H1 国内移动游戏市场收入规模 .....	14
图 12: 2019 年 H1 国内移动游戏市场竞争格局 .....	15
图 13: 2019 年 Q1 国内移动游戏中新游戏首月流水 TOP5 .....	15
图 14: 曾进入 Ios 畅销榜 TOP200 发行商产品数量 .....	16
图 15: 2019 年年初至 12 月 4 日中信行业涨跌幅情况 .....	17
图 16: 剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 市盈率（整体法）变动情况 .....	18
图 17: 文化传媒行业机构持仓变动情况 .....	18
图 18: 文化传媒行业各机构持仓比例变动情况（%） .....	19
图 19: 文化传媒子行业各机构持仓比例变动情况（%） .....	19
图 20: 中信一级子行业的机构持仓比例变动情况（%） .....	20
图 21: 文化传媒子行业营收增长率（整体法）变动 .....	21
图 22: 文化传媒子行业归母净利润增长率（整体法）变动 .....	21
图 23: 文化传媒子行业销售毛利率（整体法）变动 .....	21
图 24: 文化传媒子行业销售净利率（整体法）变动 .....	21
图 25: 传媒行业扣除非经常损益后的净资产收益率（%）（整体法）变动情况 .....	22
图 26: 电影动画子行业营收和增长率变动情况 .....	23
图 27: 电影动画子行业归母净利润和增长率变动情况 .....	23
图 28: 电影动画子行业毛利率和净利率变动情况 .....	23
图 29: 电影动画子行业三费变动情况 .....	23
图 30: 整合营销子行业营收和增长率变动情况 .....	24
图 31: 整合营销子行业归母净利润和增长率变动情况 .....	24
图 32: 整合营销子行业毛利率和净利率变动情况 .....	24
图 33: 整合营销子行业三费变动情况 .....	24
图 34: 平面媒体子行业营收和增长率变动情况 .....	25
图 35: 平面媒体子行业归母净利润和增长率变动情况 .....	25
图 36: 平面媒体子行业毛利率和净利率变动情况 .....	25
图 37: 平面媒体子行业三费变动情况 .....	25
图 38: 广播电视子行业营收和增长率变动情况 .....	26
图 39: 广播电视子行业归母净利润和增长率变动情况 .....	26
图 40: 广播电视子行业毛利率和净利率变动情况 .....	26
图 41: 广播电视子行业三费变动情况 .....	26

图 42: 互联网子行业营收和增长率变动情况 .....	27
图 43: 互联网子行业归母净利润和增长率变动情况 .....	27
图 44: 互联网子行业毛利率和净利率变动情况 .....	27
图 45: 互联网子行业三费变动情况 .....	27
图 46: 5G+内容是 2020 年传媒行业的主要投资逻辑 .....	28
图 47: 5G 对 4K 视频的承载能力大大增强 .....	29
图 48: 2022 年预计智能电视生态产业规模 .....	30
图 49: 云游戏模式的示意图 .....	31
图 50: 云游戏的产业链分布 .....	32
图 51: 5G+VR 的制作架构 .....	34

## 表 目 录

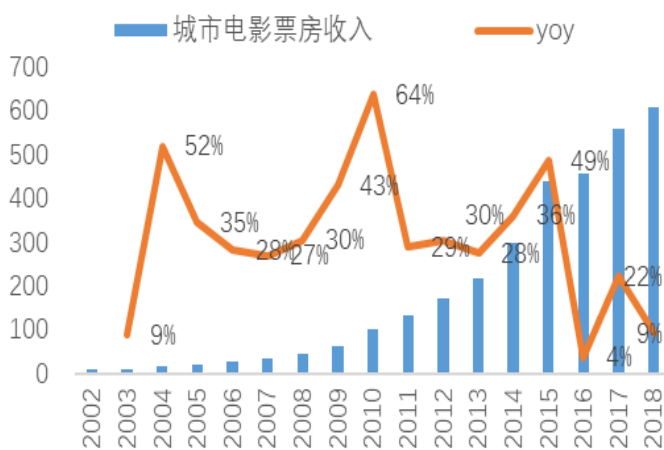
表 1: 2019 年 1-11 月 TOP15 国产片相较于 2018 年全年票房表现优异 .....	6
表 2: 2020 年将要上映的主要影片 .....	6
表 3: 2018-19 年电视剧行业主要调控政策梳理 .....	7
表 4: 2019 年上半年省级卫视黄金档 TOP .....	8
表 5: 2019 年年初至 12 月 4 日文化传媒行业个股涨跌幅 .....	17

## 1. 文化传媒行业运营情况与分析

### 1.1 电影市场：整体维持稳健增长

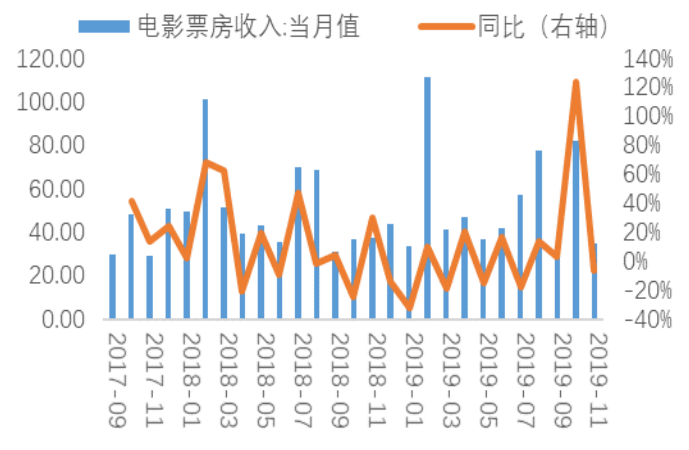
2019年1-11月国内电影票房市场维持稳步增速，预计全年维持稳健水平。1-11月国内电影总票房收入594.95亿元，同比下滑0.51%，整体表现基本符合预期。分月表现来看，在《流浪地球》、《疯狂的外星人》和《飞驰人生》三大国产片的带动下，2月份电影票房市场表现火热；此外7月份的国产影片《哪吒之魔童降世》表现超出预期，成为今年票房冠军，9月底在国产片《我和我的祖国》、《中国机长》的带动下当月票房又出现一拨高潮。我们预计2019年全年国内电影票房市场增速将维持在5%左右的区间，行业稳步发展的特征十分明显。

图1：电影票房市场进入稳步增长阶段



数据来源：Wind，渤海证券

图2：2019年月度电影票房增长维持平稳



数据来源：Wind，渤海证券

国产片同比表现优秀，整体竞争力有提升。2019年1-11月已经上映的影片票房收入中国产电影占据TOP15的10席，相较于2018年全年的9席进步明显；同时单片表现也更加优秀：本年度票房超过25亿的国产片有4部，同时有2部票房超过40亿元；科幻电影《流浪地球》和动画电影《哪吒之魔童降世》表现大超预期，显示出国产题材已经具备了一定的市场竞争力。因此整体看国内电影票房市场被优质内容驱动增长的趋势已经日渐明显，国产片在喜剧、剧情片两大题材方面也具备了很强的竞争力。我们依旧好看中长期内部分优质国产影片仍将具备持续的市场影响力。



表 1: 2019 年 1-11 月 TOP15 国产片相较于 2018 年全年票房表现优异

2019 年 1-11 月 TOP15 票房排名				2018 年 TOP15 票房排名			
排名; 影片名	类型	总票房 (亿元)	国家及地区	排名; 影片名	类型	总票房 (亿元)	国家及地区
1. 哪吒之魔童降世	动画	49.72	中国	1. 红海行动	动作	36.50	中国香港/中国
2. 流浪地球	剧情	46.54	中国	2. 唐人街探案 2	喜剧	33.97	中国
3. 复仇者联盟 4	剧情	42.40	美国	3. 我不是药神	剧情	31.00	中国
4. 我和我的祖国	剧情	29.78	中国	4. 西虹市首富	喜剧	25.47	中国
5. 中国机长	剧情	28.66	中国	5. 复仇者联盟 3	动作	23.90	美国
6. 疯狂的外星人	喜剧	22.01	中国	6. 捉妖记 2	喜剧	22.37	中国香港/中国
7. 飞驰人生	喜剧	17.16	中国	7. 毒液	动作	18.70	美国
8. 烈火英雄	剧情	16.89	中国	8. 海王	动作	15.52	美国
9. 少年的你	青春	15.42	中国	9. 侏罗纪世界 2	动作	16.95	美国
10. 速激: 特别行动	动作	14.29	美国	10. 前任 3	喜剧	16.46	中国
11. 蜘蛛侠: 英雄远征	动作	14.12	美国	11. 头号玩家	科幻	13.96	美国
12. 扫毒 2	剧情	12.95	中国香港/中国	12. 后来的我们	爱情	13.61	中国
13. 大黄蜂	动作	11.47	美国	13. 一出好戏	喜剧	13.55	中国
14. 攀登者	剧情	10.80	中国	14. 无双	动作	12.73	中国香港/中国
15. 惊奇队长	动作	10.33	美国	15. 碟中谍 6	动作	12.45	美国

数据来源: 艺恩网, 渤海证券

预计 2020 年全年票房继续保持平稳增长, 进口片的相对竞争优势更强。2020 年多部美国科幻电影陆续上映将为国内电影票房市场形成有力的支撑; 同时 2020 年春节档的众多国产贺岁电影也具备很强的竞争力, 因此我们认为 2020 年国内电影票房市场将继续保持平稳增速水平。

表 2: 2020 年将要上映的主要影片

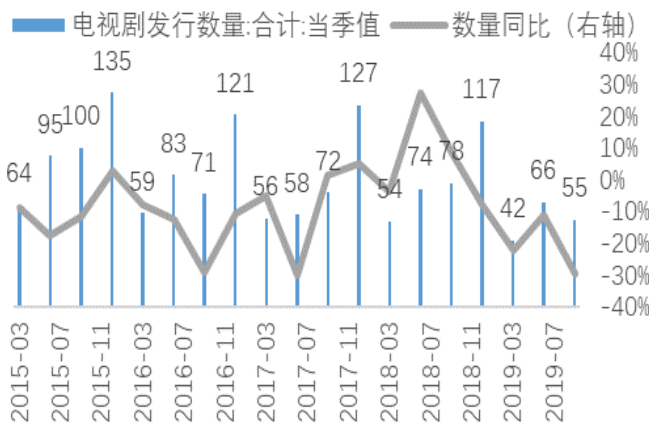
影片名	影片类型	拟上映时间	国家及地区
唐人街探案 3	喜剧/剧情	2020-01	中国
美人鱼 2	喜剧/剧情	2020-01	中国
囡妈	喜剧/剧情	2020-01	中国
三借芭蕉扇	动作/剧情	2020-01	中国
西游记 真假美猴王	动作/奇幻	2020-09	中国
影片名	影片类型	北美上映时间	国家及地区
牌皇	剧情/科幻	—	美国
银河护卫队 3	剧情/科幻	—	美国
哥斯拉大战金刚	剧情/科幻	—	美国
007: 无暇赴死	剧情/动作	—	美国
牌皇	剧情/科幻	—	美国

数据来源: 猫眼, 时光网, 渤海证券

## 1.2 电视剧及网剧市场：调控效果初现，收视率基本持平

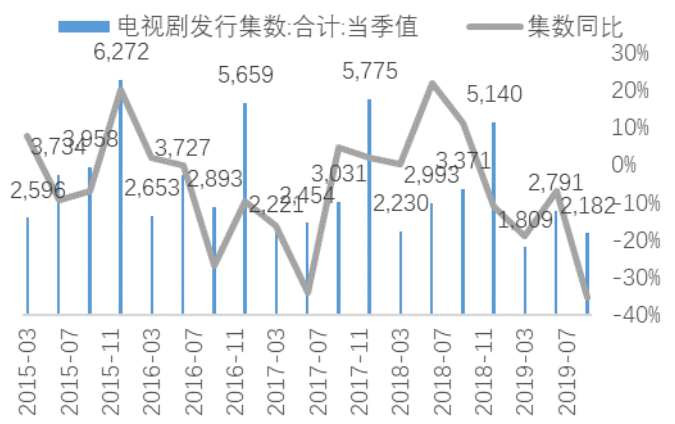
19年1-9月全国电视剧发行剧目和集数均同比下滑，其中一、二、三季度全国电视剧分别发行42、66、55部，同比下滑22.22%、10.81%和29.49%；发行基数分别为1809、2791和2182部，同比下滑18.22%、6.75%和35.27%。分类看，近现代题材在3月与7月同比正增长分别200%/33.33%，近代题材1月增加12.5%，其他题材剧目均为同比增速负增长。

图3：19年全国电视剧发行数量同比下滑



数据来源：Wind，渤海证券

图4：19年全国电视剧发行集数同比下滑



数据来源：Wind，渤海证券

政策对行业监管持续严格，预计2020年全年维持趋势。2018-19年是影视行业监管的大年，对于演员纳税和薪酬、内容审查制度和题材把控上均有重要政策推出，对行业的影响较大；2019年5月，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第八次会议，强调推进影视业改革，加强行业管理执法，对行业的建设发展指明了方向和趋势。我们预计2020年行业仍处于调整过程中，对于政策调控和市场需求的单向调整将倒逼行业产能持续出清，行业发展将进一步被严格和规范，具有规模优势和经营规范的公司将逐步具备更强的市场竞争力。

表3：2018-19年电视剧行业主要调控政策梳理

政策制定方	时间	主要内容
腾讯、优酷、爱奇艺	2018年3月	联合发布了倡议书，称要共同抑制不合理的高片酬现象，杜绝为突出个人指定合作导演、演员擅改剧本、决定番位等，建立劣迹演员名单库
广电总局	2018年4月	戏说历史类非现实类剧集将不受欢迎，另外强调市场价值要服从于社会价值
国家税务总局和江苏省地方税务局	2018年6月	依法对明星税务阴阳合同一事开展调查核实，如发现违反税收法律法规的行为，将严格依法处理

腾讯、优酷、爱奇艺、正午阳光、华策、柠萌影业、慈文、耀客传媒、新丽传媒	2018年9月	将“共同抵制艺人‘天价’片酬现象”，“共同抵制偷逃税、‘阴阳合同’等违法行为”
广电总局	2018年11月	遏制影视圈追星炒星的不良倾向，严格控制综艺节目嘉宾片酬，加大网络剧治理力度
北京市广播电视局	2018年11月	监管对于重点原创网络视听节目做出了新的规定。主要包括网络视听内容审查与电视台内容审查即将并轨，遵循“网上网下一把尺子”；规定了重点原创网络视听节目的备案制度
中央全面深化改革委员会第八次会议	2019年5月	推进影视业改革，要从完善创作生产引导机制、规范影视企业经营行为、健全影视评价体系、发挥各类市场主体作用、加强行业管理执法、加强人才队伍建设等方面统筹推进改革，既抓住当前群众普遍关心、反映强烈的具体问题，又聚焦影视行业标准、从业人员诚信建设等配套性强、影响长远的要害问题，形成管用的长效机制

数据来源：互联网，渤海证券

**19年收视率TOP20的电视剧整体收视整体表现优于18年同期，TOP3头部剧收视稍逊。**2019上半年收视率排名前五的作品依次是《少年派》（湖南卫视）、《芝麻胡同》（北京卫视）、《知否知否应是绿肥红瘦》（湖南卫视）、《带着爸爸去留学》（东方卫视）、《大江大河》（北京卫视），其中《少年派》平均收视率1.39%，成为2019上半年电视剧收视冠军，但这一收视率在2018年同期仅能排到第4；同时收视率第4至第20的作品收视情况均好于去年同期。

表4：2019年上半年省级卫视黄金档TOP

	剧目名	频道	收视率	主演
1	少年派	湖南卫视	1.39	张嘉译、闫妮
2	芝麻胡同	北京卫视	1.33	何冰、王鸥
3	知否知否	湖南卫视	1.29	赵丽颖、冯绍峰
4	带着爸妈去留学	东方卫视	1.27	孙红雷、辛芷蕾
5	大江大河	北京卫视	1.26	王凯、杨烁
6	逆流而上的你	湖南卫视	1.19	马丽、潘粤明
7	都挺好	浙江卫视	1.19	姚晨、倪大红
8	都挺好	江苏卫视	1.16	姚晨、倪大红
9	我们都要好好的	北京卫视	1.12	刘涛、杨烁
10	我的真朋友	东方卫视	1.09	杨颖、邓伦

数据来源：TVTV，渤海证券



电视台表现方面，湖南卫视保持第一，卫视平均收视率与 18 年基本持平，电视广告刊例收入和广告时长转为负增长。湖南卫视、浙江卫视、东方卫视、江苏卫视、北京卫视收视率领先，处于省级卫视的第一梯队。其中湖南卫视剧集收视率表现亮眼，头部优势进一步加强，所播剧目中 5 部收视率破 1%，高于 18 上半年的 3 部，包括《少年派》、《知否知否应是绿肥红瘦》、《逆流而上的你》、《如果可以这样爱》等。北京卫视所播剧目中有 3 部收视率破 1%，其中《芝麻胡同》跻身 19 上半年电视剧收视前二；东方卫视、江苏卫视、浙江卫视各有 2 部作品跻身收视 1%+ 的行列；此外 19 上半年省级卫视收视率与 18 年同期基本持平。广告刊例收入和电视广告时长方面，19 上半年电视广告刊例收入下降 12.4%，电视广告时长下降 17.2%，由 18 年的双正增长转为双负增长。

图 5：2019 年 H1 全天省级卫视收视率排名

CSM55 4+ 2019-1-1至2019-6-30省级卫视 全天 (0200-2600) 排名			
排名	频道	收视率%	市场份额%
1	湖南卫视	0.242	2.70
2	浙江卫视	0.222	2.48
3	上海东方卫视	0.208	2.32
4	江苏卫视	0.204	2.28
5	北京卫视	0.197	2.19
6	湖南电视台金鹰卡通频道	0.111	1.23
7	安徽卫视	0.091	1.01
8	北京卡酷少儿频道	0.090	1.01
9	深圳卫视(新闻综合频道)	0.083	0.92
10	天津卫视	0.081	0.90
11	黑龙江卫视	0.080	0.89
12	山东卫视	0.079	0.88
13	广东卫视	0.074	0.83
14	辽宁卫视	0.057	0.63
15	湖北卫视	0.056	0.63
16	江西卫视	0.049	0.55
17	重庆卫视	0.049	0.54
18	四川卫视	0.042	0.47
19	山西卫视	0.038	0.42
20	内蒙古卫视	0.037	0.39
21	河南广播电视台卫星频道(一套)	0.031	0.35
22	贵州卫视	0.030	0.34
23	河北广播电视台卫视频道	0.028	0.31
24	陕西卫视	0.025	0.28
25	广东广播电视台南方卫视	0.024	0.27
26	凤凰卫视中文台	0.024	0.27
27	吉林卫视	0.024	0.26
28	广西卫视	0.023	0.25
29	云南广播电视台卫视频道(一套)	0.021	0.24
30	东南卫视	0.020	0.23

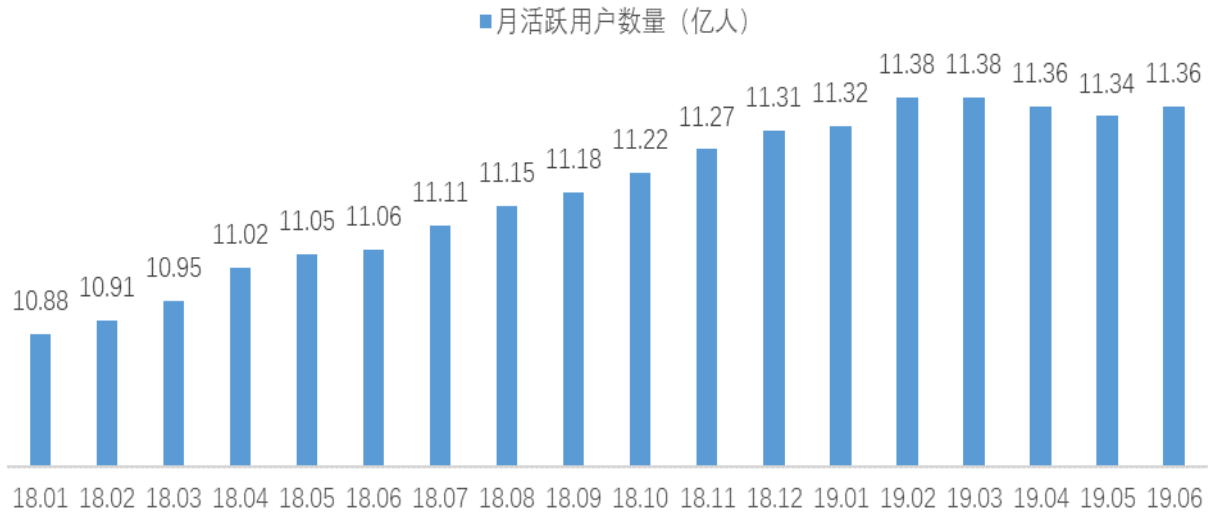
数据来源：卫视小露电，渤海证券

整体看，19年国内电视剧平均集数大幅缩减，8月备案公示的平均单部电视剧集数下降至39.5集；题材方面，现实主义题材质与量均提高，7-8月制作备案的题材中当代题材占比达77%；用户花在长视频上的时间进一步下降，在线视频花费的时长从18年6月的13.6小时下降至19年6月的12.8小时，同比下降5%。电视剧行业目前仍处于供给侧去产能、乱象整顿的阶段，行业政策方面创作题材导向明显，各项监管政策靴子落地（补税、明星电视剧&综艺限薪、网络剧监管）。在供需方面，由于播放渠道较为集中（头部电视台+优爱腾芒），以及视频平台内容自制化的影响，内容公司的剧集价格空间略受挤压。我们认为2020年电视剧行业的整体基本面相较于19年将有所缓和，行业顶级内容制作方的生存环境将有较为明显的改善。

### 1.3 移动互联网：竞争趋于白热化，短视频增速领先

截止 2019 年 6 月底，国内移动互联网月活用户数 11.38 亿人次，同比增长 1%；3-6 月月活用户净减 193 万人，整体看国内移动互联网用户饱和的趋势十分明显。

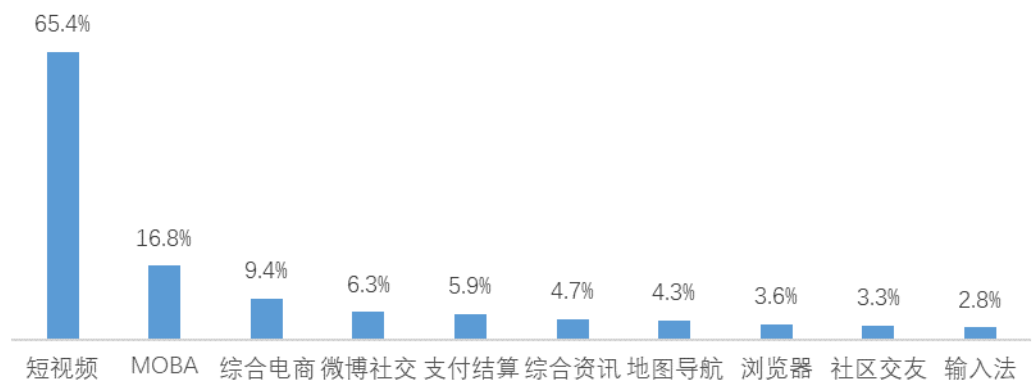
图 6：2019 年 1-6 月移动互联网月活用户增长率逐步下滑



数据来源：QuestMobile，渤海证券

用户使用时长方面，截止 2019 年 6 月底，国内移动互联网用户人均单日使用时长为 358.2 分钟，相较于 2019 年一季度和 2018 年年底均持续提升，说明国内用户对移动互联网的依赖度越来越强，每天使用时长为 6 小时左右，但使用时间的同比增幅有收窄趋势。

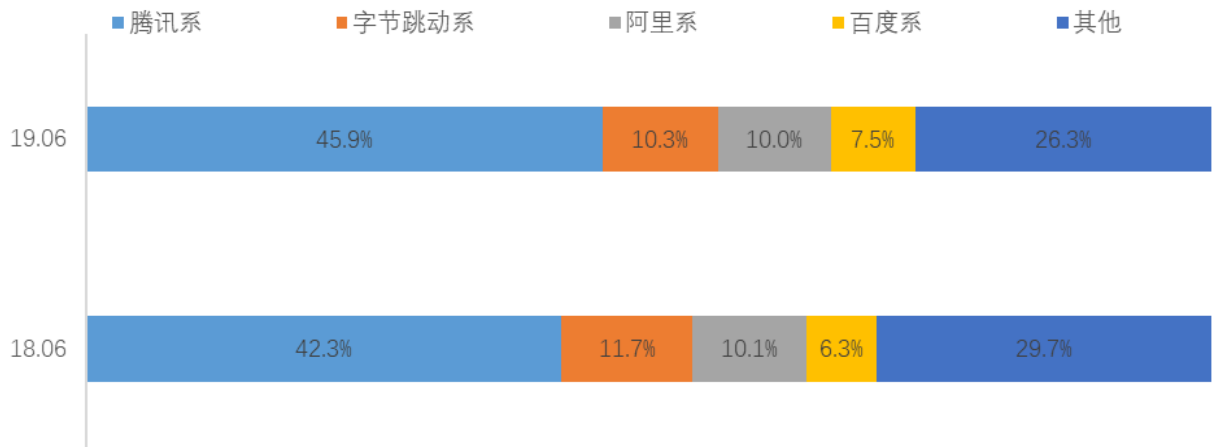
图 7：2019 年国内移动互联网用户使用时长对比



数据来源：QuestMobile，渤海证券

APP 使用时长占比方面，截止 2019 年 6 月底国内移动互联网巨头旗下 APP 的用户使用时长占比各有增减，其中字节跳动系的使用时长占比增至 11.7%，显示出短视频领域具备持续的竞争力，而腾讯系和百度系的用户使用时长占比有所下滑，其他长尾流量也出现了一定程度的增长。

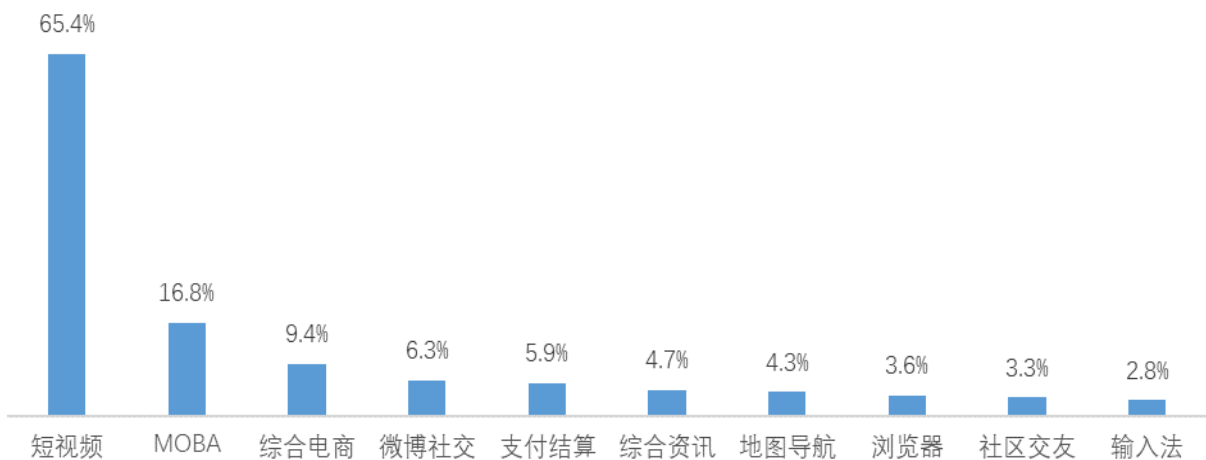
图 8：截止 2019 年 6 月移动互联网 APP 使用时长占比



数据来源：QuestMobile，渤海证券

APP 使用时长同比增速方面，2019 年 6 月短视频和综合资讯依然是用户使用时长同比增速最大的领域，两者贡献了整体时长增量的一半；以 MOBA 游戏为代表的细分品类出现明显增长，说明国内用户的娱乐需求一直保持旺盛的状态。

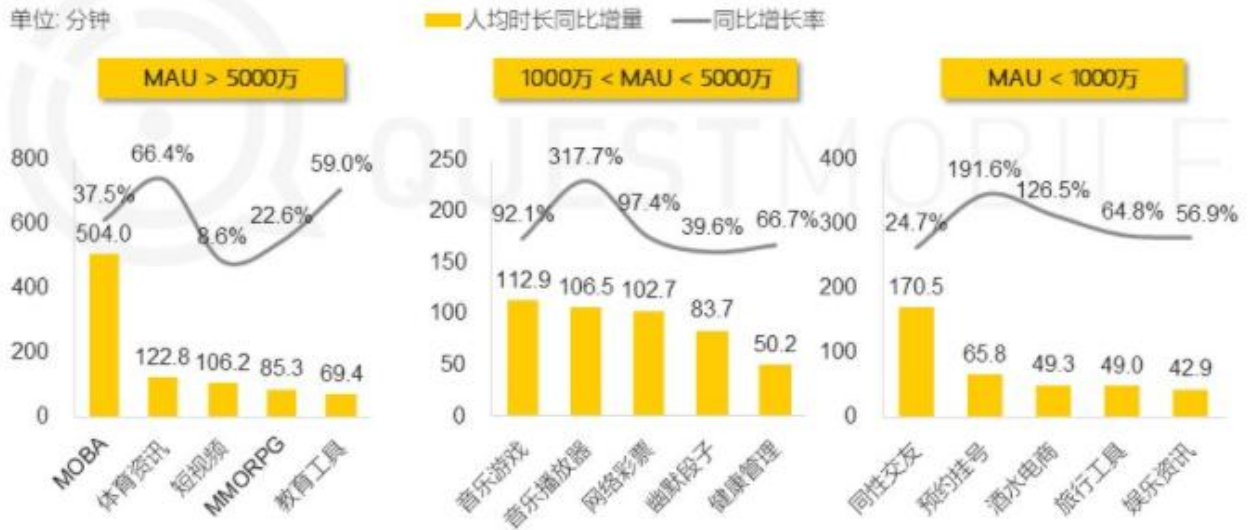
图 9：截止 2019 年 6 月用户月总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业



数据来源：QuestMobile，渤海证券

APP 用户规模增长细分来看，2019 年 6 月泛娱乐内容消费是用户时长增长的主要来源，其中以手机游戏、短视频、音乐等细分内容的人均使用时长增长显著。

图 10: 2019 年 6 月移动互联网月活用户规模同比增长 TOP5 细分行业



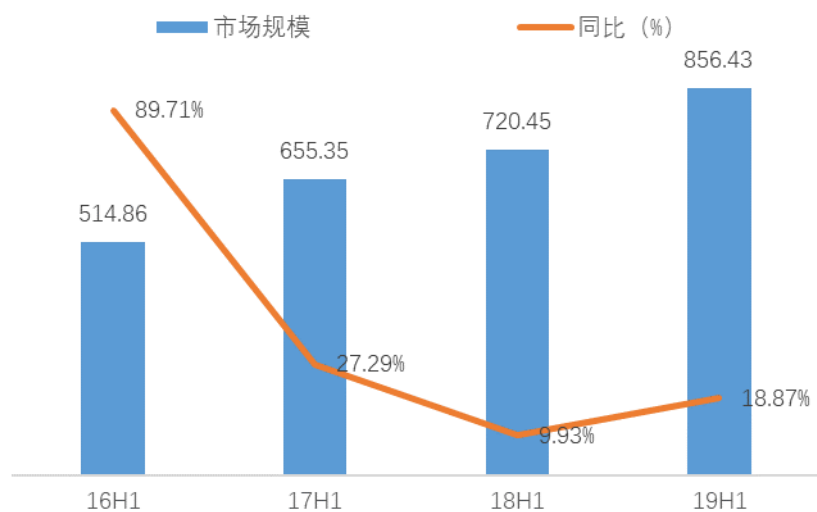
数据来源: QuestMobile, 渤海证券



## 1.4 手游市场：增速回暖，集中度进一步提升

2019 年 H1 国内移动游戏市场收入 856.43 亿元，同比增长 18.87%，增速较去年同期回暖趋势明显。移动游戏市场在进入 2019 年后开始逐渐回暖，不仅是因为版号审批开放促进了产品供应的增加，也得益于以 H5/小游戏等新兴市场的刺激，更重要的是经历了 2018 年的优胜劣汰之后，市场的精品化程度正在不断加深，直接表现为主流发行产品质量逐步提升。

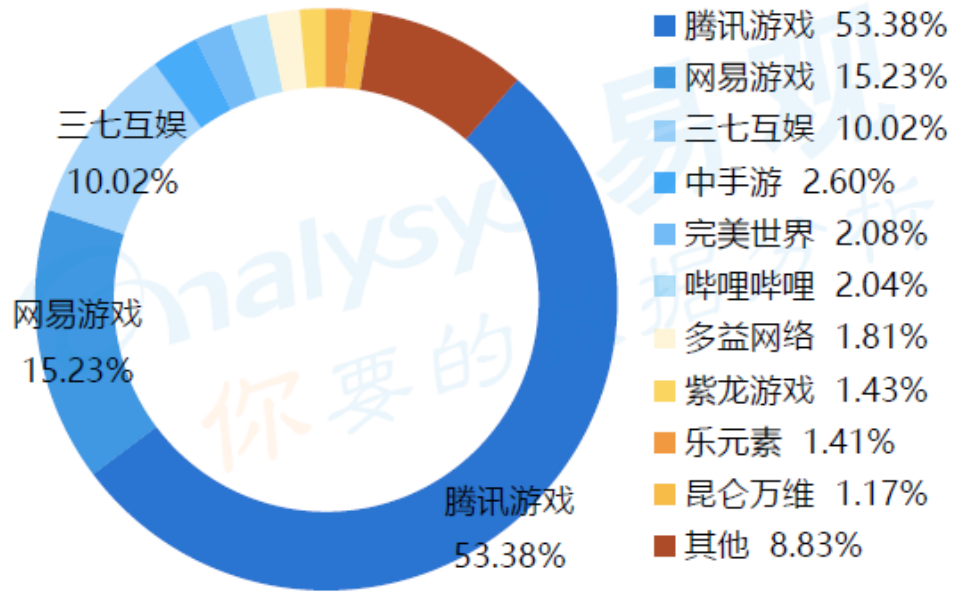
图 11：2019 年 H1 国内移动游戏市场收入规模



资料来源：易观，渤海证券

行业流水方面，2019 年 H1 腾讯游戏占据 53.38% 的市场份额，网易游戏占据 15.23%，两强的市占率持续保持强势，三七互娱则是 10.02% 排名第三。腾讯游戏作为市场领头羊，不仅拥有充足的研发储备，还在 2019 年上半年通过精品发行为完美世界、西山居等众多主流厂商的重点产品助力；相对而言，网易游戏在境内市场主要以长线产品运营为主；三七互娱则继续发挥研运一体优势，发行了众多高流水产品，整体业绩增长明显。整体看目前国内头部厂商市场份额的扩大，是精品化发展过程中的必然结果。

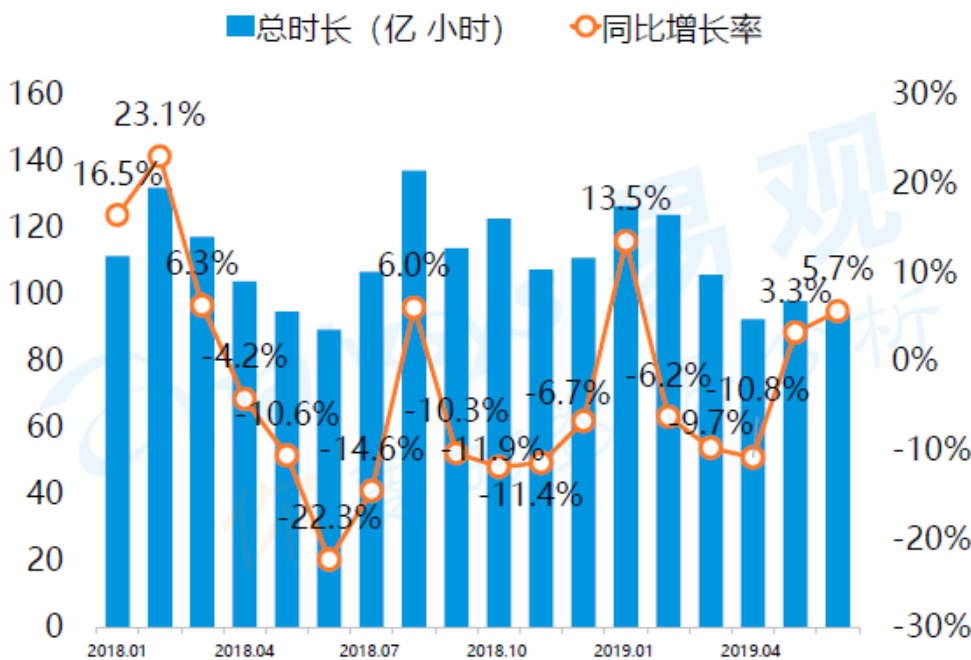
图 12: 2019 年 H1 国内移动游戏市场竞争格局



资料来源: 易观, 渤海证券

2019 年 Q1 首月收入 TOP5 新游中, 所有产品均拥有 IP, IP 对产品取得更佳成绩显得至关重要。端游 IP、动漫 IP、买量产品依然是新游增长主力, 完美世界研发的《完美世界》手游居首, 买量产品《疯狂原始人》、中手游发行的动漫 IP 产品《龙珠觉醒》, 分列新游首月流水测算榜第二、三名。本季度新游对 IP 的使用与最近一年来的整体趋势保持一致。

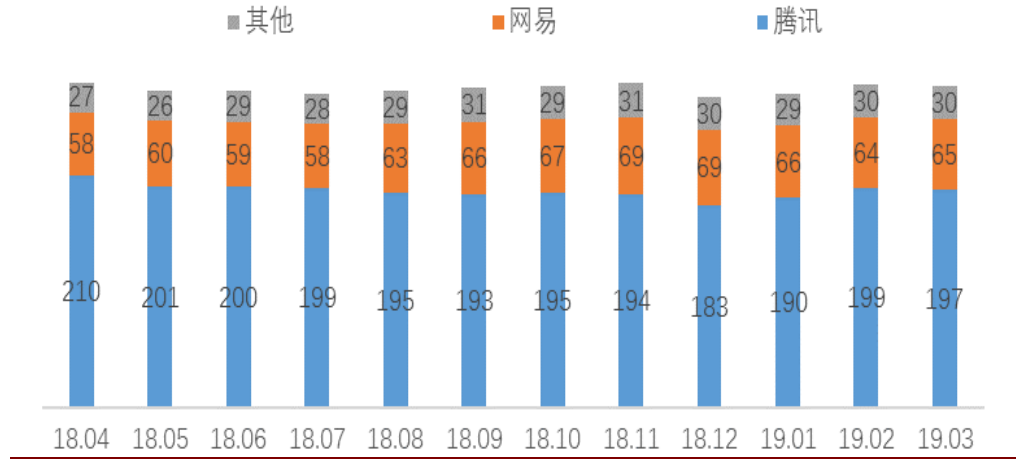
图 13: 2019 年 Q1 国内移动游戏中新游戏首月流水 TOP5



资料来源: CNG, 渤海证券

进入过 iOS 日畅销榜 TOP200 游戏产品的数据来看，腾讯网易整体份额依然较为稳定，整体波动并不大。

图 14: 曾进入 Ios 畅销榜 TOP200 发行商产品数量



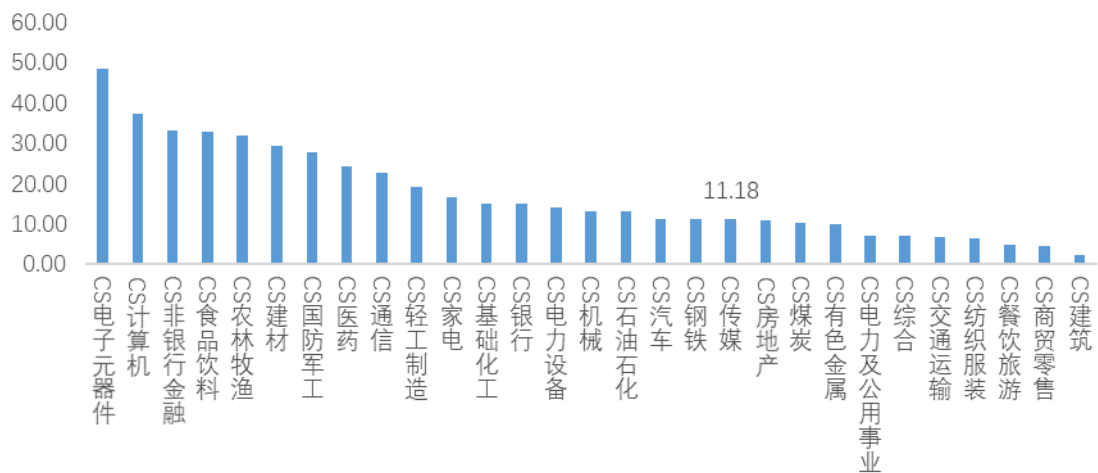
资料来源: CNG, 渤海证券

## 2.行情概况：表现相对低迷，估值有所改善

### 2.1 2019 年至今行业表现相对中性

2019 年传媒行业继续表现相对低迷。2019 年年初至 12 月 4 日，沪深 300 指数上涨 27.40%，文化传媒行业上涨 11.18%，位列中信 29 个子行业中游，其中平面媒体板块上涨 4.14%，广播电视上涨 14.69%，电影动画下跌 7.91%，互联网上涨 20.67%，整合营销上涨 12.60%。

图 15: 2019 年年初至 12 月 4 日中信行业涨跌幅情况



资料来源: wind, 渤海证券

个股方面，2019 年年初至 12 月 4 日，中潜股份、壹网壹创以及人民网领涨，暴风集团、\*ST 游久以及 ST 天润领跌。

表 5: 2019 年年初至 12 月 4 日文化传媒行业个股涨跌幅

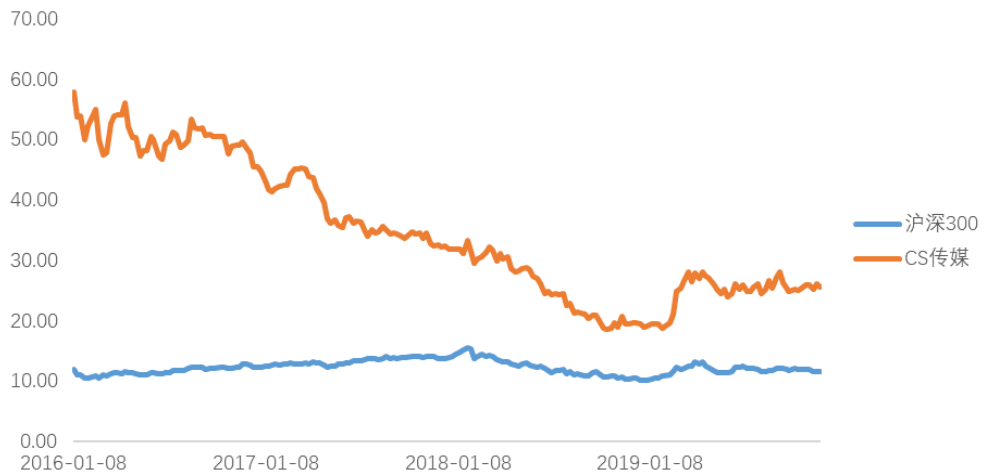
涨跌幅前五名	月涨跌幅 (%)	涨跌幅后五名	月涨跌幅 (%)
中潜股份	353.08	暴风集团	-61.39
壹网壹创	198.40	*ST 游久	-57.27
人民网	160.14	ST 天润	-54.40
值得买	159.53	天神娱乐	-50.00
三七互娱	141.96	长城影视	-38.90

资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.2 估值逐步平稳，机构持仓相对比例提升

截至2019年11月30日收盘,剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 整体约为 25.57 倍,较沪深 300 的估值溢价率约为 222.41%,绝对估值和估值溢价率小幅上扬。结合行业基本面和市场情绪进行分析,我们认为在长期内行业龙头个股的相对估值仍然存在一定的提升空间,因此建议投资者关注业绩成长性优秀的龙头个股的估值修复性行情,选择中长期具备持续竞争优势的龙头公司。

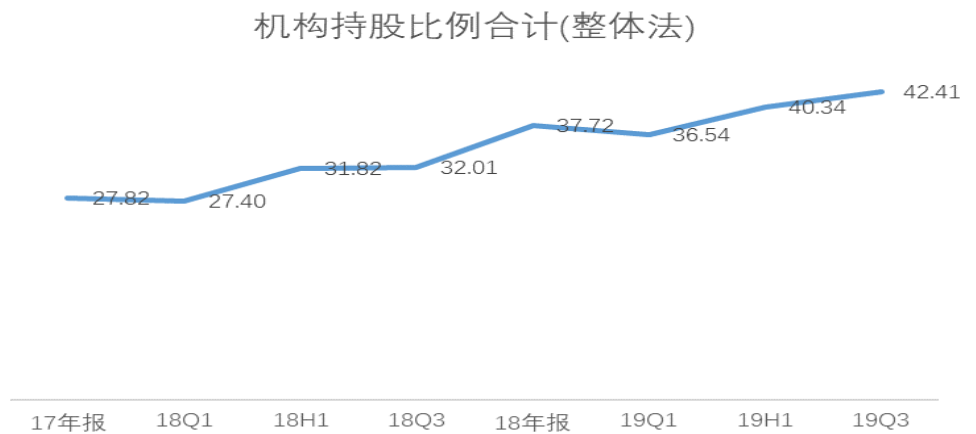
图 16: 剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 市盈率(整体法)变动情况



资料来源: wind, 渤海证券

**机构持仓比例持续提升。**截止 2019 年三季报,文化传媒行业机构持仓比例为 42.41%,位列中信 29 个一级子行业倒数第八位,但横向比较来看,行业机构持仓比例有所提升。子行业持仓情况方面,平面媒体(60.7%)>广播电视(49.01%)>电影动画(40.83%)>整合营销(40.22%)>互联网(31.44%)。

图 17: 文化传媒行业机构持仓变动情况

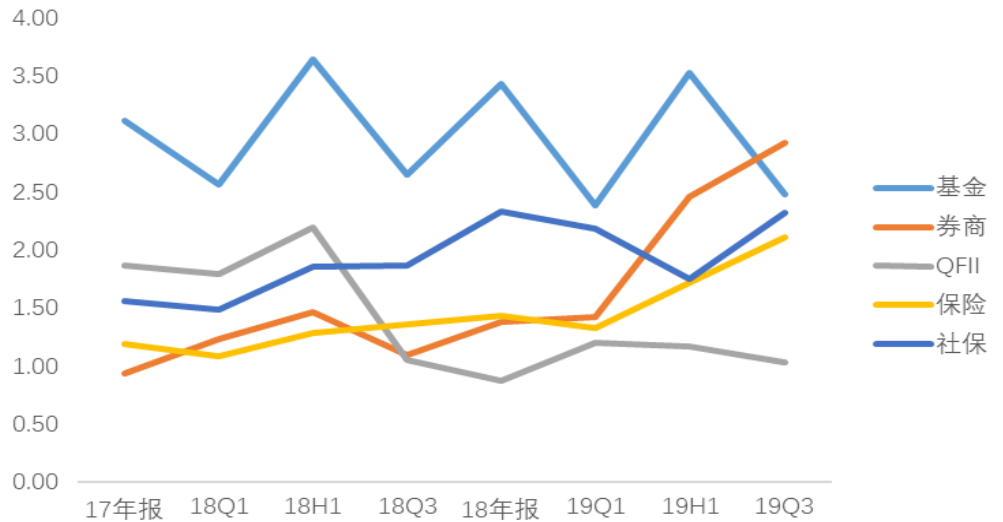


资料来源: wind, 渤海证券



部分机构有所增持，但绝对值仍然偏低。截止 2019 年三季报，券商、保险和社保对文化传媒行业进行一定程度的增持，其中券商增值比例相对最高，但绝对值仍处于相对偏低的水平；基金和社保则对行业进行了一定程度的减持。

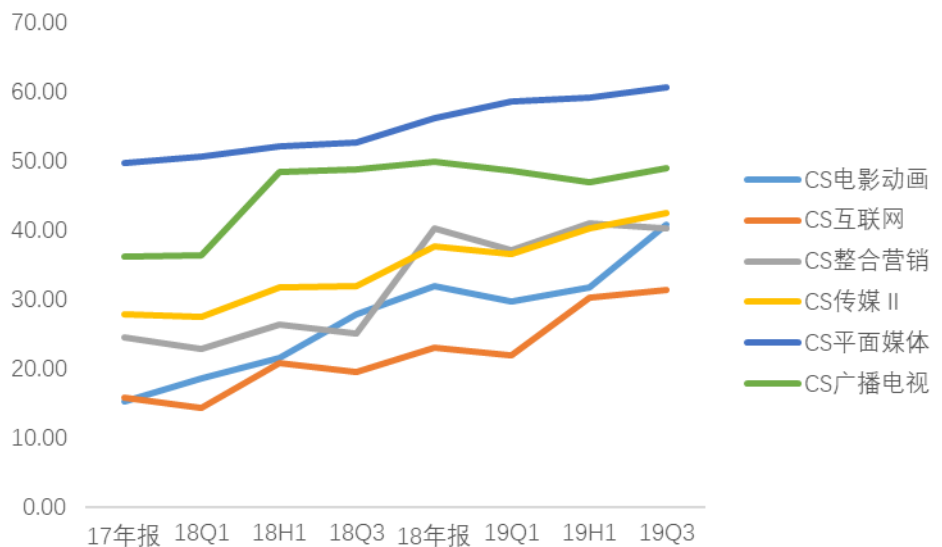
图 18: 文化传媒行业各机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

子行业中机构对电影动画的增持幅度相对最大。截止 2019 年三季报，机构对于文化传媒五个子行业中的平面媒体、电影动画、广播电视和互联网四个子行业的仓位配置均有所增加，其中对电影动画子行业的增持幅度最大，而整合营销子行业的出现小幅减持的情况。

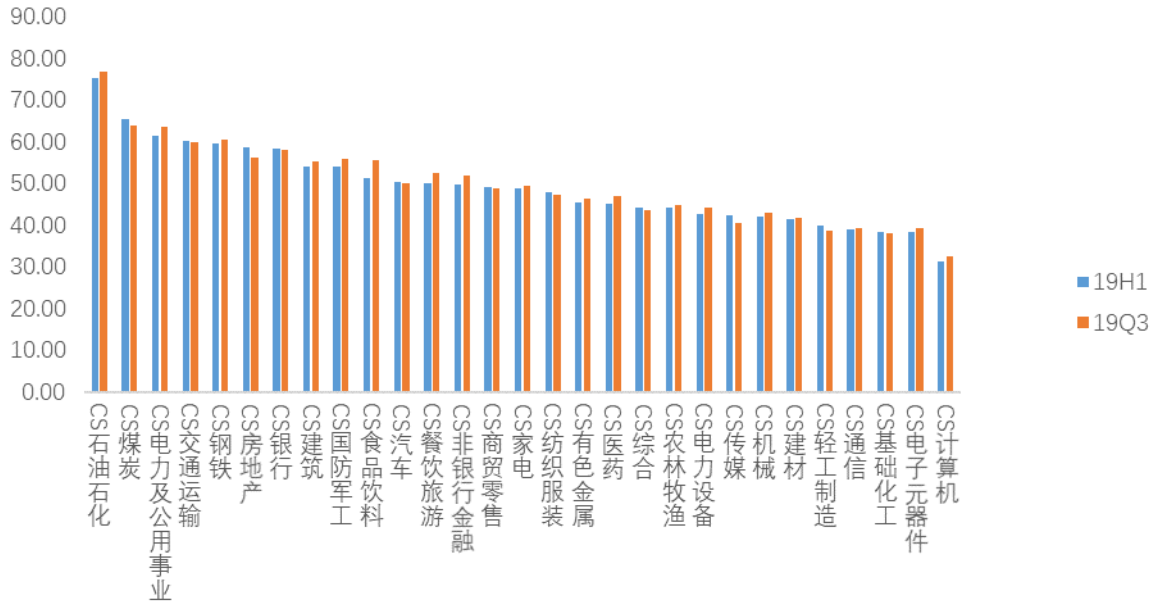
图 19: 文化传媒子行业各机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

横向比较，文化传媒的机构配置比例仍然偏低。截止 2019 年三季报，文化传媒的机构持仓比例位列中信 29 个一级子行业的后半部分，整体的持仓比例属于偏低水平。

图 20: 中信一级子行业的机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

截止 2019 年三季报，中信传媒所覆盖的 151 家上市公司中，共有 109 家公司遭受机构减持，39 家公司被机构增持。其中增值比例超过 30%的为上海电影、中国电影、新华文轩，而遭遇减持比例超过 20%的包括视觉中国、新媒股份。

表 6: 2019H1-Q3 文化传媒行业个股机构增减持变动 TOP5 (%)

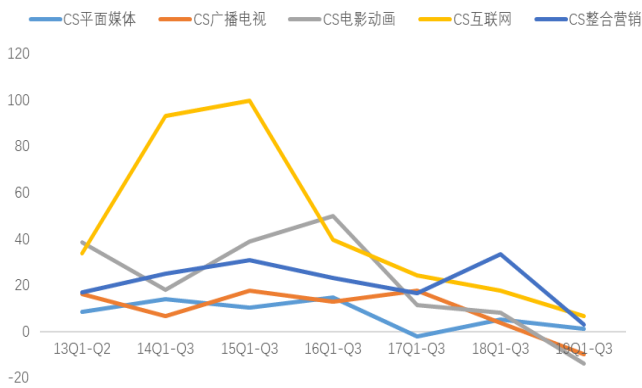
增持比例前五	增持比例	减持比例前五	减持比例
上海电影	59.77	视觉中国	-34.56
中国电影	46.50	新媒股份	-20.45
新华文轩	33.31	吉比特	-17.70
中信出版	28.03	中国科传	-16.24
幸福蓝海	19.19	完美世界	-15.38

资料来源: wind, 渤海证券

## 2.3 整体基本面回顾：有所分化，整体竞争力不强

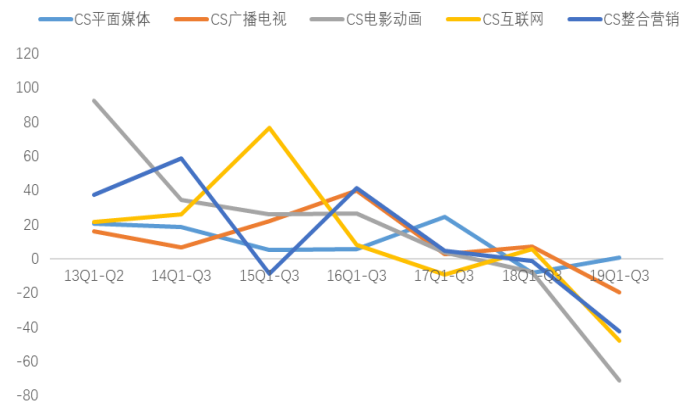
营收增长率整体低迷，归母净利润增长率有分化，整体表现不佳。2019Q1-Q3 文化传媒 5 个子行业的运营情况有所分化，营收增长率方面，互联网>营销>平面媒体>广播电视>电影动画。其中平面媒体子行业的营收增速也保持稳健，而广播电视和电影动画子行业依然受到行业景气度低迷影响使营收持续下滑。归母净利润增长率方面，除平面媒体外其他行业整体归母净利润增速情况仍不乐观。

图 21：文化传媒子行业营收增长率（整体法）变动



资料来源：wind, 渤海证券

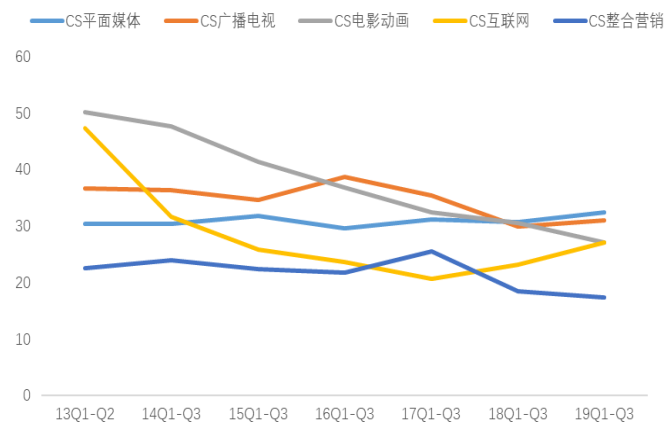
图 22：文化传媒子行业归母净利润增长率（整体法）变动



资料来源：wind, 渤海证券

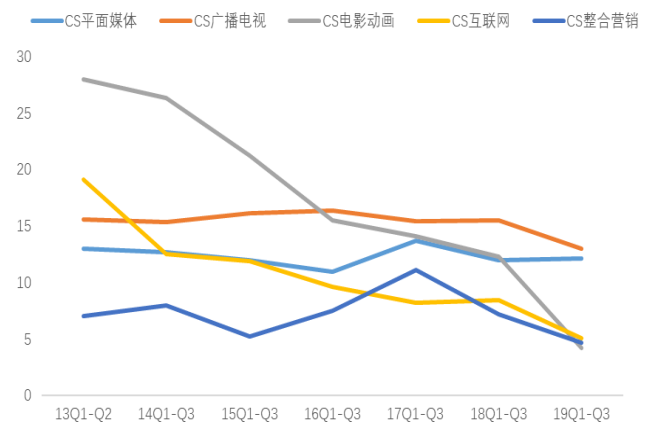
销售毛利率维持平稳，销售净利率整体下滑。2019Q1-Q3 文化传媒五个子行业的销售毛利率水基本维持稳健；但销售净利率除平面媒体行业外，其他四个子行业均有所下滑。

图 23：文化传媒子行业销售毛利率（整体法）变动



资料来源：wind, 渤海证券

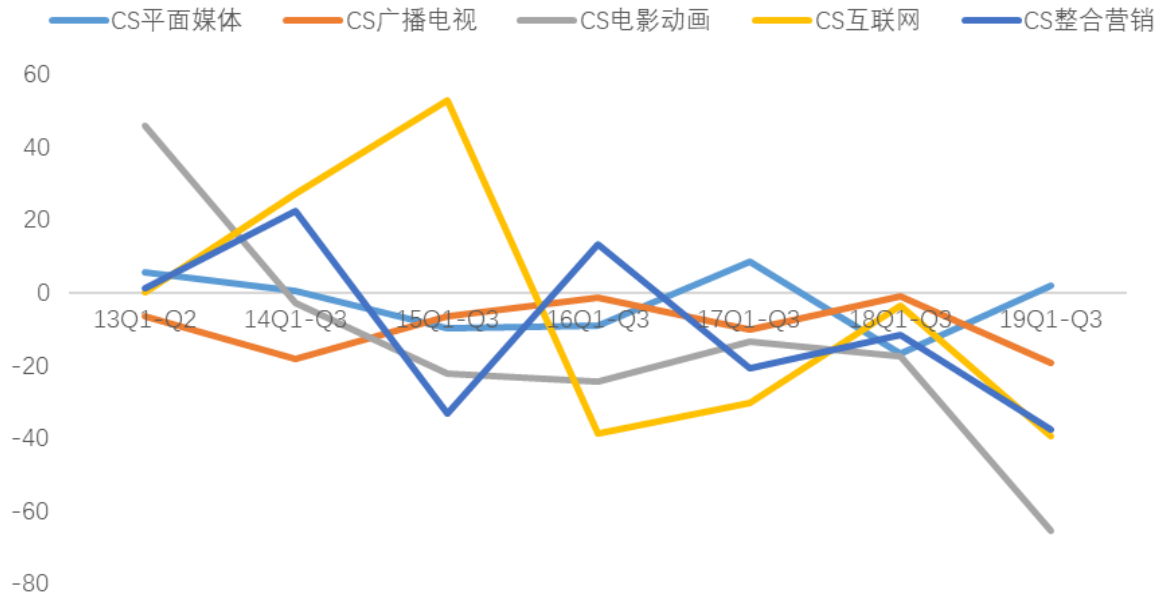
图 24：文化传媒子行业销售净利率（整体法）变动



资料来源：wind, 渤海证券

净资产收益率普遍表现不佳。2019Q1-Q3 文化传媒 5 个子行业净资产收益率除平面媒体子行业保持低位平稳外，其余四个子行业的净资产收益率均发生持续下滑，相对值处于较低水平。

图 25: 传媒行业扣除非经常损益后的净资产收益率 (%) (整体法) 变动情况

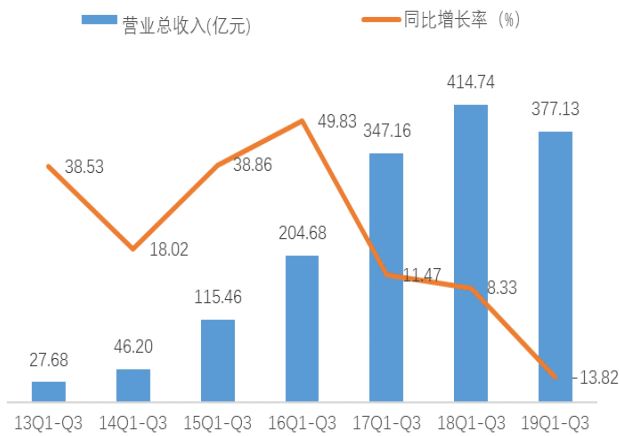


资料来源: wind, 渤海证券

### 2.3.1 电影动画子行业：处于整合调整阶段

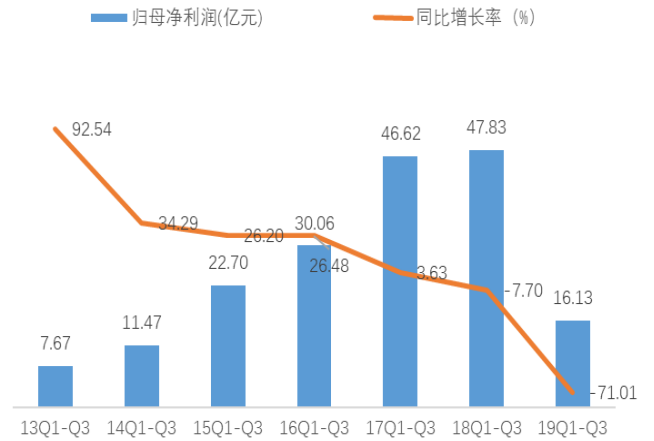
电影动画行业半年度业绩表现不佳。2019Q1-Q3 中信电影动画子行业总营收收入为 377.13 亿元，同比下滑 13.82%，行业增速由正转负；归母净利润总额为 16.13 亿元，同比下滑 71.01%，表现并不理想。

图 26：电影动画子行业营收和增长率变动情况



资料来源：wind,渤海证券

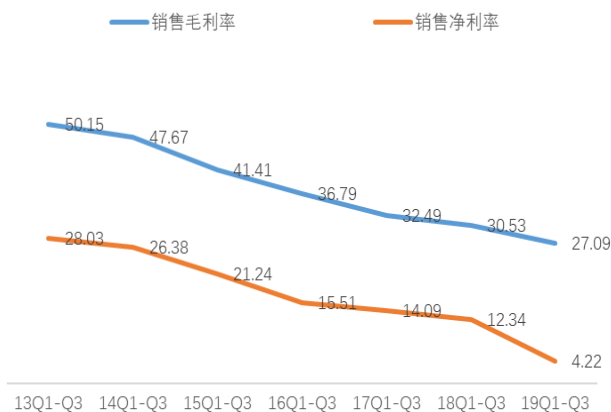
图 27：电影动画子行业归母净利润和增长率变动情况



资料来源：wind,渤海证券

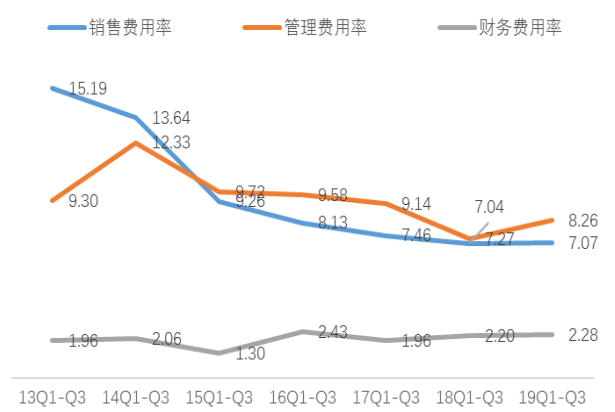
利润率下滑，费用压缩。2019Q1-Q3 电影动画子行业毛利率和净利率水平均呈现持续下滑趋势，行业的销售费用率也逐步降低，管理费用有了有所抬升，财务费用率水平微幅上升。整体从指标上来看，行业目前处于调整整合的特征较为明显。

图 28：电影动画子行业毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind,渤海证券

图 29：电影动画子行业三费变动情况



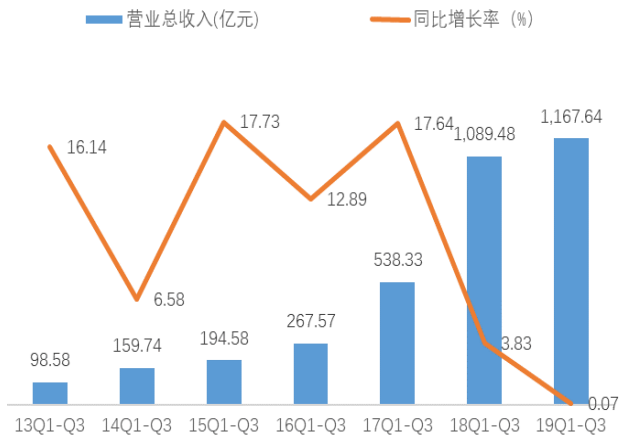
资料来源：wind,渤海证券



### 2.3.2 整合营销子行业：基本面同样下滑

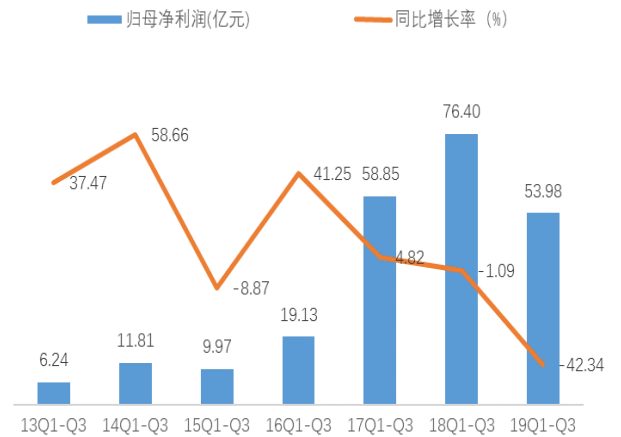
整合营销行业基本面同样表现不佳。2019Q1-Q3 整合营销子行业营业总收入为 1167.64 亿元，整体保持平稳；归母净利润总额为 53.98 亿元，同比下滑 42.34%，行业基本面同样表现不佳。

图 30：整合营销子行业营收和增长率变动情况



资料来源：wind,渤海证券

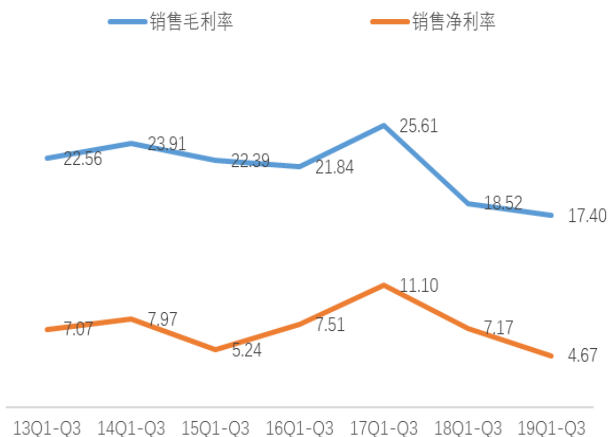
图 31：整合营销子行业归母净利润和增长率变动情况



资料来源：wind,渤海证券

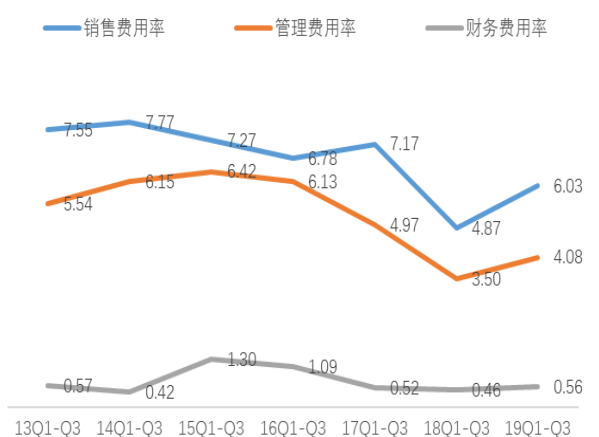
净利率虽然小幅下滑但仍处于相对高位水平。2019Q1-Q3 整合营销子行业的销售毛利率和净利率水平小幅下滑，但行业的管理费用率和销售费用率有所提升，财务费用率基本维持平稳。

图 32：整合营销子行业毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind,渤海证券

图 33：整合营销子行业三费变动情况

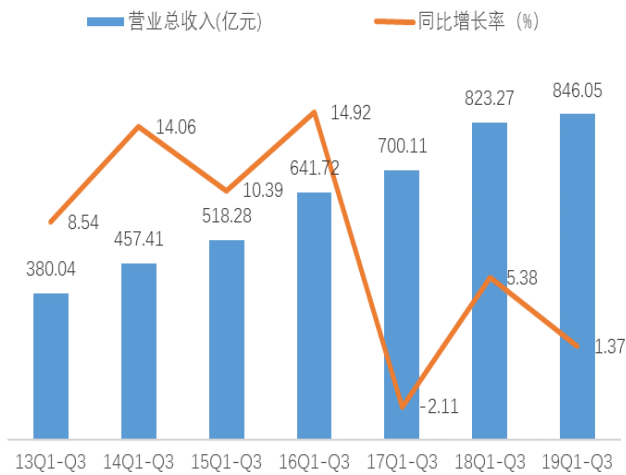


资料来源：wind,渤海证券

### 2.3.3 平面媒体子行业：整体业绩增速在低位

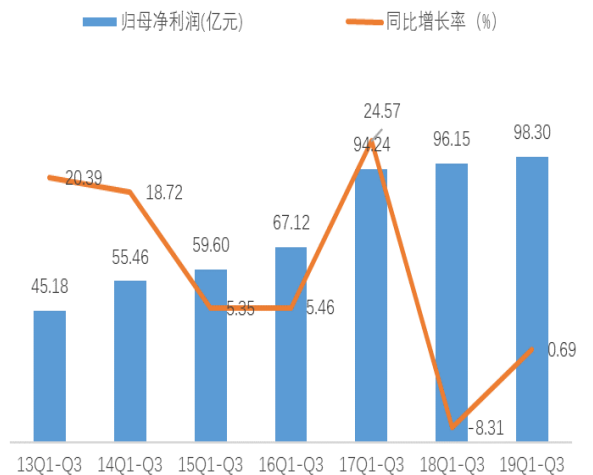
平面媒体行业半年度整体业绩维持低位。2019Q1-Q3 中信平面媒体子行业总营收收入为 846.05 亿元，同比增长 1.37%，增速水平在近年来处于低位区间；归母净利润总额为 98.3 亿元，同比增长 0.69%，增速同样处于历史低位水平。

图 34：平面媒体子行业营收和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

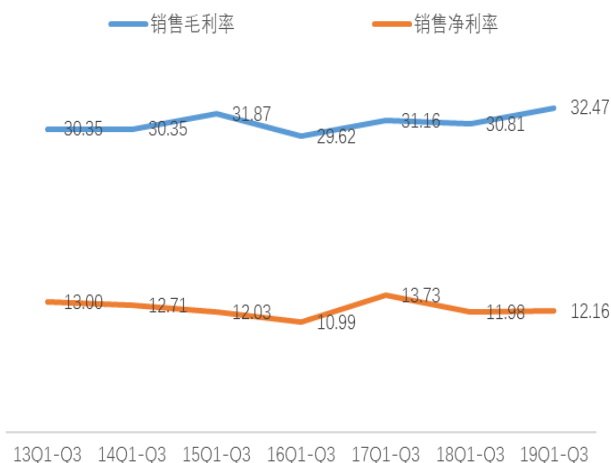
图 35：平面媒体子行业归母净利润和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

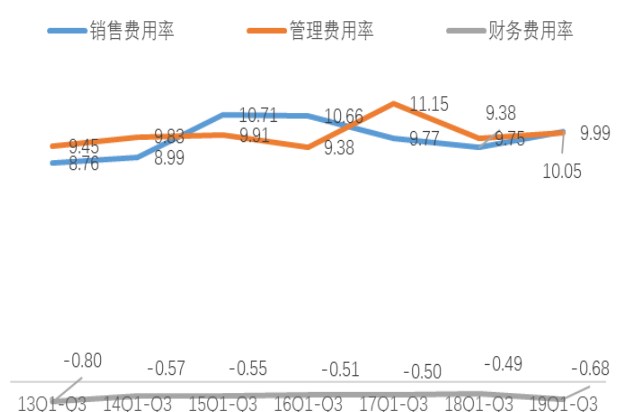
利润率和三费基本维持稳定。2019Q1-Q3 平面媒体子行业的毛利率和净利率水平平均有小幅增长；销售费用率和管理费用率也有小幅增长，财务费用率有所降低。

图 36：平面媒体子行业毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

图 37：平面媒体子行业三费变动情况

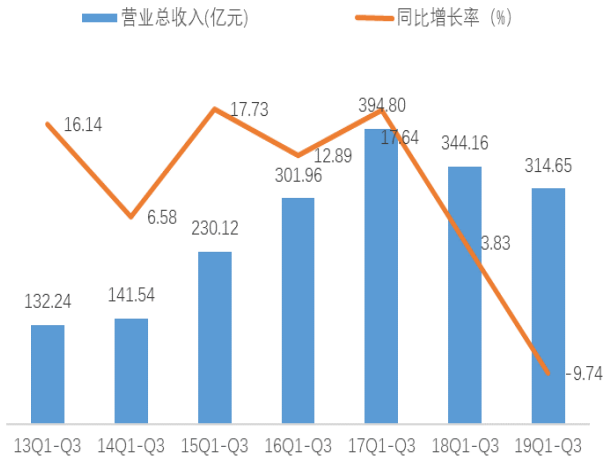


资料来源：wind, 渤海证券

### 2.3.4 广播电视子行业：归母净利润增速下滑幅度较大

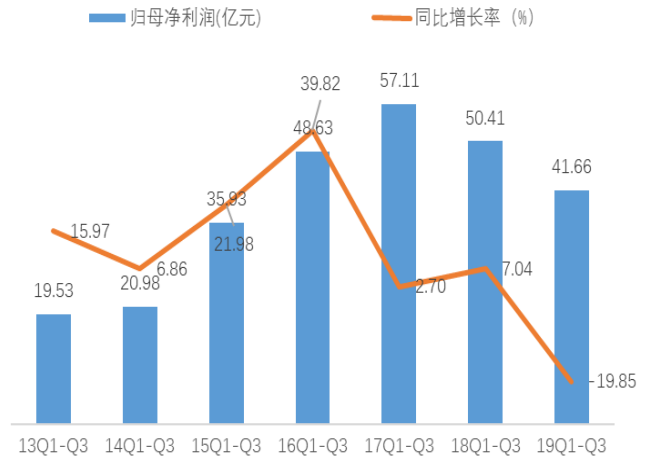
广播电视行业半年度业绩同样下滑明显。2019Q1-Q3 中信广播电视子行业总收入增速同样出现持续下滑；归母净利润总额为 41.66 亿元，下滑程度同样较大。

图 38：广播电视子行业营收和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

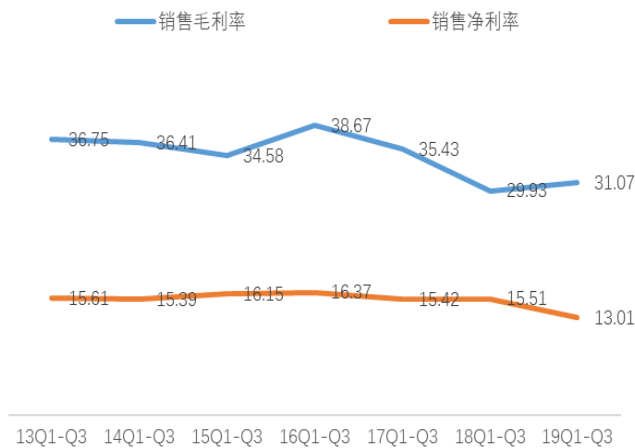
图 39：广播电视子行业归母净利润和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

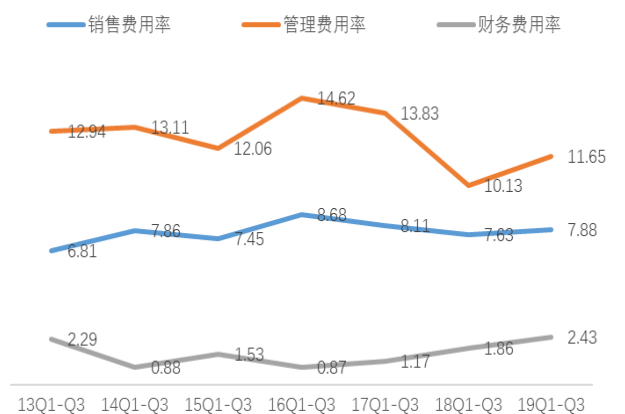
利润率互有升降和三费基本维持稳定。2019Q1-Q3 广播电视子行业的毛利率和净利率有所分化；销售费用率、管理费用率和财务费用率均小幅上升

图 40：广播电视子行业毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

图 41：广播电视子行业三费变动情况

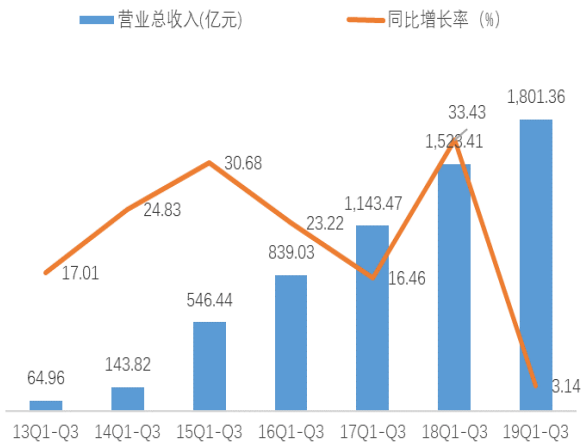


资料来源：wind, 渤海证券

### 2.3.5 互联网子行业：仍处于调整阶段

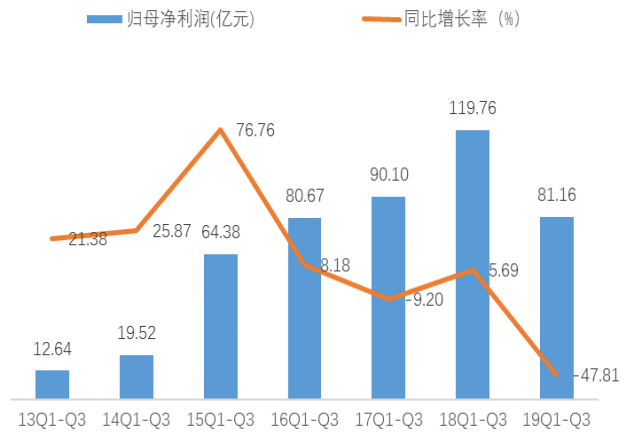
互联网行业半年度整体业绩表现不佳。2019Q1-Q3 中信互联网子行业总营业收入为 1801.36 亿元，同比增长 3.14%，增速是近 6 年来的最低水平；归母净利润增速为由正转负，主要系游戏行业增速下降、行业内公司商誉减值所致。

图 42：互联网子行业营收和增长率变动情况



资料来源：wind,渤海证券

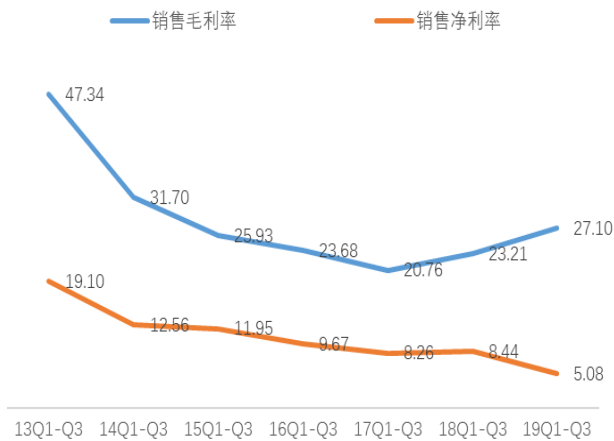
图 43：互联网子行业归母净利润和增长率变动情况



资料来源：wind,渤海证券

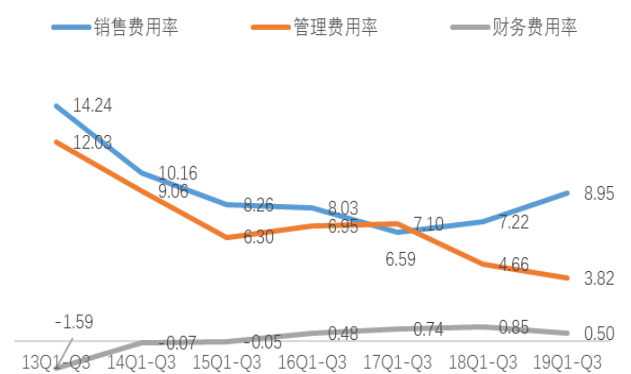
利润率出现分化，管理费用率下滑较为明显。2019Q1-Q3 互联网子行业的毛利率和净利率水平出现分化，净利率水平出现一定程度的下滑；销售费用率有小幅上扬，管理费用率有所下降。

图 44：互联网子行业毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind,渤海证券

图 45：互联网子行业三费变动情况



资料来源：wind,渤海证券

### 3.行业投资逻辑：关注 5G+应用的中长期机会

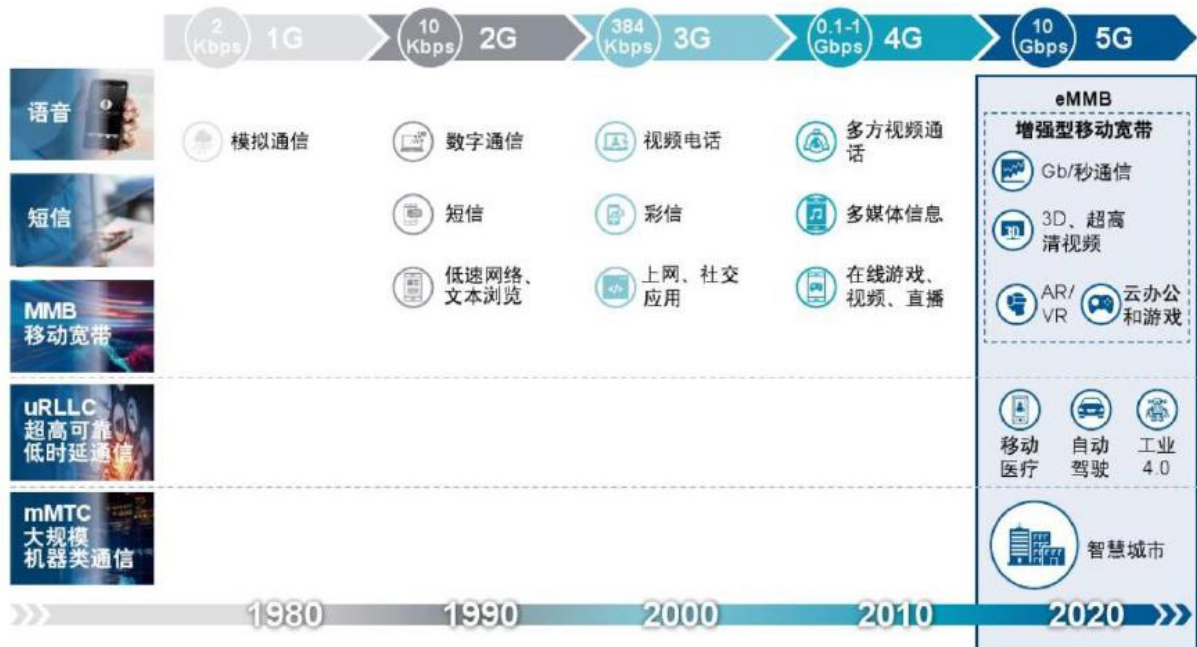
我们认为 5G+内容将成为 2020 年传媒行业的主要投资逻辑。2019 年 6 月我国正式进入 5G 商用元年。5G 以全新网络架构，提供 10Gbps 以上的带宽、毫秒级时延、超高密度连接，实现网络性能新的跃升，其大带宽、低时延特性解决了高规格内容等大带宽业务传播的技术问题，推动了行业的发展。我们看好 5G+内容概念中的超高清视频、云游戏、VR/AR 三大领域：

(1)超高清视频应用领域。超高清视频正成为现阶段运营商及 5G 商用相关方探索的亮点，有望成为 5G 前期部署的主要应用场景和业务拉动的重要驱动力；

(2)云游戏领域。5G 将推动游戏方式发生革命性的变化，其中代表性的变革就是云游戏的发展。2019 年 5G 时代到来将推动云游戏迎来高速发展时期，5G 数据的低延时和高速的特性能够实现云游戏将服务器和画面分离，降低用户门槛，提升用户体验；

(3)VR/AR 技术应用。VR/AR 技术重沉浸感和真实感，与游戏的情感体验目标相一致，速度画质均有大幅提升的云游戏将使其得到更为贴合的应用。

图 46：5G+内容是 2020 年传媒行业的主要投资逻辑



资料来源：Roland Berger, 渤海证券

### 3.1 超高清视频：行业进入关键机遇期

超高清视频正迎来关键机遇期，政策指导先行。2019年3月1日工信部、广电总局和中央广播电台联合下发《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》，提出了发展目标：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。目标到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。

5G网络对于4K乃至8K超高清视频有着良好的承载能力。目前我国4K超高清视频发展面临内容、标准、制作成本等方面的问题。此外，在网络架构方面，也难以支持高码流的大规模并发。5G的到来，恰恰可以进一步解决传输问题，带动整个采集、制作、播放内容的升级。

图 47：5G 对 4K 视频的承载能力大大增强



资料来源：产业经济信息网，渤海证券

超高清视频内容的渗透率较低，且有硬件先行的特点。据中国电子视像行业协会发布的数据，2019年1季度4K电视的渗透率已接近70%。其中，50英寸以上电视产品的4K渗透率已达100%，而4K视频点播用户仅占视频点播用户的24%，显著落后于硬件渗透率。

预计2022年智能电视产业规模有望达到3000亿元，其中广告营销（整合现有传统TV千亿规模及OTT/IPTV百亿规模）将达到1400亿元，内容付费（内容市场规范化后带来用户内容支出增加）将达到800亿元，用户增值（以教育、游戏、短视频、健康为代表的服务模式将衍生产业生态）将达到800亿元。预计2022



年 5G 将驱动智能电视应用及内容进化，同时 5G 传输速率、传输安全的优势将促使大屏在同一网络不仅可连接电视终端，也可连接其他人工智能、智能家居终端，为大屏除观看之外拓宽用户路径。5G 有可能打破内容分发模式，从物理网络入户+终端连接的内容传输模式，到自带 5G 模块的终端直接联网，将 DTV、IPTV 和 OTT 为代表有线电视网、电信网和互联网的三种模式合并。

图 48: 2022 年预计智能电视生态产业规模



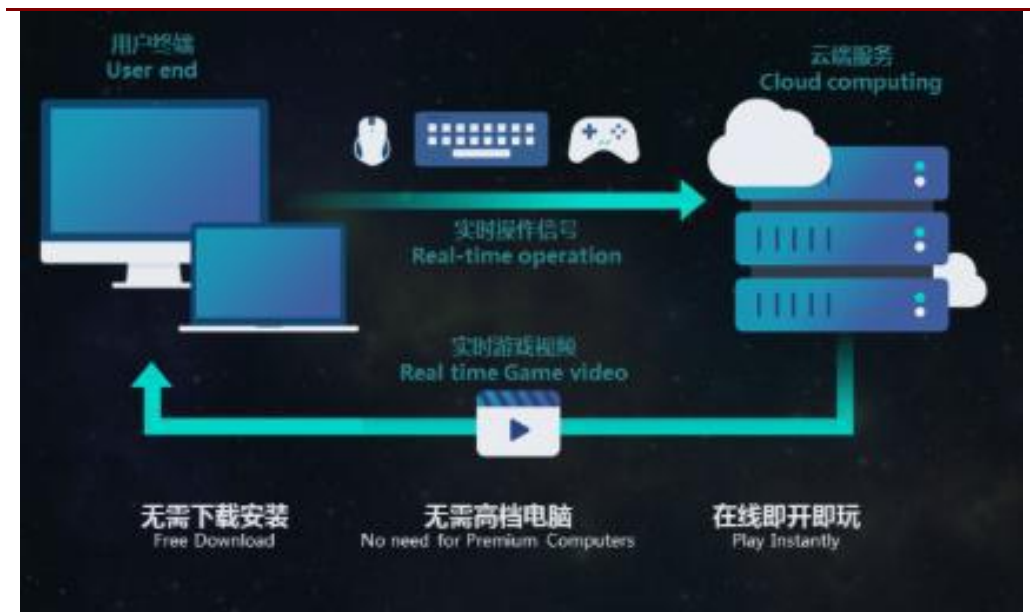
资料来源: miaozen system, 渤海证券



### 3.2 云游戏：5G+内容的重要阵地

云游戏是一种网络游戏运行的技术解决方案：将游戏的运行与画面渲染等对硬件算力要求较高的部分从玩家端转移至云服务器端，用户端只保留操作信号输入和画面解码显示。特点方面，（1）云游戏构想提出的初衷就是降低玩家的硬件投入成本，“用带宽换算力”，从而尽可能提高潜在玩家的转化率；（2）云游戏本身的技术架构不复杂，但它的实现需要通信技术、计算架构(云计算、边缘计算)、算法(AI、音视频解码)的共同配合，5G通信的全面落地将使云游戏走向现实。

图 49：云游戏模式的示意图



资料来源：腾讯，渤海证券

相较 4G，5G 提供了充足的带宽空间。目前商用 4G 服务在实际运营中，用户实际体验到的下行带宽在 10-30Mbps，且稳定性较差，难以满足云游戏的要求。5G 的理论带宽是 10Gbps，为目前商用 4G 带宽的 100 倍，满足 35-50Mbps 的云游戏要求难度大幅降低。

表 7：目前主流云游戏项目需要 5G 网速支持

公司	项目	网络要求
Nvidia	GeForce NOW	1080p/60FPS下至少25Mbps；720p /60FPS至少15Mbps
Sony	PlayStation NOW	至少5Mbps-12Mbps
微软	Project xCloud	10Mbps下行网速，5GHzWi-Fi或移动数据连接
EA	Project Atlas	5Mbps支持480p，30Mbps支持720p/1080p
Google	Stadia	35Mbps支持4K60fps,5.1立体声

资料来源：渤海证券

云游戏产业链主要包括游戏研发制作方、云服务提供方、网络通信方及设备商提供方四大部分。

(1) 产业链上游:

游戏开发商: 进行游戏开发制作, 提供优质内容(如腾讯、网易、暴雪游戏等);  
 云计算厂商: 提供云计算技术支持, 保障游戏的运行, 负责接收用户的游戏指令, 经处理后输出回客户端(如腾讯云、阿里云、华为云、顺网云等);  
 图形芯片提供厂商: 提供 CPU/GPU 硬件与软件配套解决方案(如英特尔、AMD 等)。

(2) 产业链中游:

云游戏运营商: 创建云游戏平台提供市面上的游戏产品给下游用户, 连接用户和游戏厂商(如 STADIA、腾讯即玩、中兴、谷歌、微软等); 这其中可以分为 to B 的云计算公司(如提供 IaaS PaaS 的云计算平台, 典型如还马云、视博云等)以及 to C 的云游戏服务平台(Google 的 Stadia、Nvidia 的 GeForce Now、国内的腾讯云游戏平台、达龙云等等)。

数据传输: 提供通信传输技术支持, 提供稳定的网络基础, 完成云端与终端之间的传输工作(国内主要为三大运营商: 移动、联通和电信)。

(3) 产业链下游:

终端设备厂商: 提供操作游戏的设备端口, 包括移动智能设备、电视、PC、和游戏主机的生产研发等(如小米、华为、Switch、XBOX 等)。

图 50: 云游戏的产业链分布



资料来源: Newzoo, 渤海证券

云游戏有助于进一步扩充用户基数、提升用户 ARPU 值。（1）当前游戏推广主要以图文及视频广告为主，云游戏技术有望带动游戏试玩模式成熟，有助于进一步降低用户获取成本，扩充用户基数；（2）云游戏的普及亦有助于高品质游戏的快速导入，从而提升用户游戏体验和付费意愿，提升用户 ARPU 值；（3）同时云游戏亦有助于催生更多游戏娱乐形态，提升游戏产品变现广度和深度。

### 3.3 VR/AR 应用：步入快速发展期

VR/AR 技术重沉浸感和真实感，与游戏的情感体验目标相一致，速度画质均有大幅提升的云游戏将使其得到更为贴合的应用。超高速、低延时的 5G 提供了超高清视频传输所需要的带宽能力，这势必催生更多的 4K 以上高清影视、直播、游戏等 VR 内容，更加清晰逼真的内容是 VR 体验质变的前提，而 5G 则提供了基础技术的支持。

图 51：5G+VR 的制作架构



资料来源：通信院，渤海证券

VR 业务应用场景丰富，产业潜力巨大。中国信通院、华为 iLab 在 VR 产业研究及海内外行业洞察过程中，将 Cloud VR 场景划分为 Cloud VR 2C 应用场景和 Cloud VR 2B 应用场景两大类，共 17 个场景，我们认为 VR 的普及将给传媒行业带来新一轮快速增长的动力。目前 VR 巨幕影院、VR 游戏、VR 360°视频、VR 直播四个场景已经支持云化，随着云业务平台与业务开展结合的深入，此类场景就能得到更快的规模化应用，这四个细分市场值得重点关注。

目前 VR 产业正处于稳步快速发展期。我们认为随着 VR 云化的推进以及与 5G 技术的融合，未来 VR 设备的渗透率将会迅速提升，并推动下游行业应用尤其是传媒行业的发展，彻底打开市场空间。建议投资者重点关注 VR 产业链上下游相关的企业，并持续跟踪 VR 在影视、游戏、直播、视频等领域的应用进程，把握相关投资机会。

## 4. 投资策略

行业的整体业绩仍处于底部盘整阶段。通过分析 2019 年前三季度文化传媒行业的业绩情况，我们认为文化传媒 5 个子行业的运营情况有所分化，营收增长率方面，平面媒体子行业的营收增速也保持稳健，而广播电视和电影动画子行业依然受到行业景气度低迷影响使营收持续下滑。归母净利润增长率方面，除平面媒体外其他行业整体归母净利润增速情况仍不乐观。

估值在中长期有提升空间。截至 2019 年 11 月 30 日收盘，剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 整体约为 25.57 倍，较沪深 300 的估值溢价率约为 222.41%。结合行业基本面和市场情绪进行分析，我们认为在长期内行业龙头个股的相对估值仍然存在一定的提升空间，因此建议投资者关注业绩成长性优秀的龙头个股的估值修复性行情，选择中长期具备持续竞争优势的龙头公司。

我们认为 5G+内容将成为 2020 年传媒行业的主要投资逻辑，推荐业绩确定性强的优质龙头个股。具体投资策略来看，2020 年我国将正式进入 5G 商用应用期，其大带宽、低时延特性解决了高规格内容等大带宽业务传播的技术问题，推动了行业的发展。我们看好 5G+内容概念中的超高清视频、云游戏、VR/AR 三大领域：（1）超高清视频应用领域。超高清视频正成为现阶段运营商及 5G 商用相关方探索的亮点，有望成为 5G 前期部署的主要应用场景和业务拉动的重要驱动力；（2）云游戏领域。5G 将推动游戏方式发生革命性的变化，其中代表性的变革就是云游戏的发展。2019 年 5G 时代到来将推动云游戏迎来高速发展时期，5G 数据的低延时和高速的特性能够实现云游戏将服务器和画面分离，降低用户门槛，提升用户体验；（3）VR/AR 技术应用。VR/AR 技术重沉浸感和真实感，与游戏的情感体验目标相一致，速度画质均有大幅提升的云游戏将使其得到更为贴合的应用。综上所述，我们继续维持文化传媒行业“中性”的投资评级，推荐完美世界（002624）、光线传媒（300251）、华策影视（300133）、芒果超媒（300413）、广电网络（600831）。

## 5. 风险提示

宏观经济低迷；行业重大政策变化；行业经营数据不达预期；公司业绩不达预期。



## 投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

餐饮旅游行业研究

杨旭  
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062  
张山峰  
+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
滕飞  
+86 10 6810 4686

非银金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845  
王磊  
+86 22 2845 1802

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
朱林宁  
+86 22 2387 3123  
张婧怡  
+86 22 2383 9130

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
马丽娜  
+86 22 2386 9129

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售·投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651



## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)