

传媒行业

2020 年投资策略：PB-ROE 框架确认底部，5G 创新

成为行情核心因子

核心观点：

- 盈利能力和 PB 修复为行业 19 年主线，当前价格或仍未反映 5G 新技术周期溢价。行业分析框架：短期 PB 估值波动，长期取决于 ROE，传媒公司 ROE 多与净利率相关。长周期中需求端受限于人均收入和消费人口结构，供给侧变化主要是技术周期迭代和监管政策。16-17 年行业下跌反映需求端红利消失和技术逼近创新末期；18 年下跌反映监管趋严；19 年以来上涨则是超跌后伴随 ROE 回升的小幅修复。20 年行情驱动力切换为 5G 技术创新周期，行情演绎或为：前期重新议定资产价格（PE、PB 提升），中后期应用端落地后利润端和 ROE 共同加速扩张以夯实资产价格。当前估值下，行业启动位置比 12-13 年更低，但行业景气向上动力或欠佳。5G 新浪潮与资产的超跌反弹为明确的 2 条主线，景气度向上子行业可适当放松选股标准：
- 互联网&大屏：5G 带动的超高清视频创新将带来大屏场景价值回归，长视频明年将迎会员提价逻辑的兑现，IPTV/OTT 广告、会员等仍将高增长，20 年体育大年带来增值业务机会，关注新媒股份、芒果超媒。
- 游戏：中短期渠道让利夯实 EPS，而云游戏或将成为 5G 应用核心场景，增厚市场空间，关注：三七互娱、掌趣科技、完美世界、吉比特等。
- 电影&院线：院线 PB 触及历史低点，19Q4 和 20Q1 春节档票房有保证，20Q2 后或见到单银幕产出增速转正拐点，综合考虑 ROE 向上的弹性和龙头地位，关注万达电影、横店影视和光线传媒。
- 营销：广告主投放需求将体现韧性，分众为代表的线下梯媒场景广告主体结构持续改善，传统品牌广告主对这一媒介形式的认可将成为其未来 3 年收入端持续扩张，进而带动 ROE 上行的主要驱动力。
- 出版：资产运作效率改善或提升 ROE，教育出版选股逻辑取决于 K12 学生增速、经营效率提升和分红率；大众出版选股逻辑取决于存量图书资源和畅销新书的开发能力。关注中信出版、新经典和凤凰传媒。
- 影视：18-19 年行业仍在消化商誉、库存和应收账款减值，监管趋缓之后明年或迎来内容层面复苏。储备现金决定的开机能力、计提损失的冲回可能性和估值安全垫决定了中型公司弹性或大于行业龙头。
- 教育：关注职业教育及在线教育赛道，前者国考&考验热持续，后者竞争激烈景气度高，未来将产生新的教育行业巨头。
- 风险提示：行业监管超预期趋严的风险；5G 创新周期不及预期的风险；行业竞争格局进一步恶化的风险。

行业评级

买入

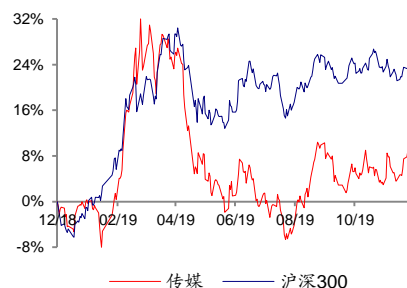
前次评级

买入

报告日期

2019-12-16

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

朱可夫



SAC 执证号：S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

传媒行业:中美贸易战缓和提 2019-12-15

 升市场风险偏好；北京市政
府 13 条举措促游戏产业发展

传媒行业:监管回暖下视频内 2019-12-08

 容渠道有望双回暖；5G 应用
主线行情扩散值得关注

联系人： 叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

联系人： 徐呈隽 010-59136612

xuchengjun@gf.com.cn

联系人： 吴桐 021-60759783

wutong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	11.34	2019/10/25	买入	10.62	0.43	0.30	26.37	37.80	30.2	46.5	12.6	8.0
横店影视	603103.SH	人民币	17.55	2019/10/30	买入	20.9	0.51	0.66	34.41	26.59	20.3	15.0	11.2	13.4
芒果超媒	300413.SZ	人民币	32.33	2019/10/29	买入	32.64	0.69	0.85	46.61	37.83	9.4	7.3	15.0	15.6
视觉中国	000681.SZ	人民币	15.50	2019/10/29	买入	24	0.44	0.60	35.49	25.92	31.6	22.1	9.8	11.6
平治信息	300571.SZ	人民币	49.41	2019/10/31	买入	65.27	2.61	3.10	18.93	15.94	11.6	9.5	37.6	30.8
万达电影	002739.SZ	人民币	16.65	2019/10/31	买入	19.86	0.58	0.97	28.71	17.16	10.9	8.6	6.7	10.0
新媒股份	300770.SZ	人民币	118.13	2019/11/20	买入	140.17	2.82	4.00	41.89	29.50	28.4	20.7	16.2	18.7
蓝色光标	300058.SZ	人民币	5.31	2019/10/22	买入	6.5	0.30	0.26	17.70	20.42	11.4	10.3	9.5	7.6
完美世界	002624.SZ	人民币	37.60	2019/10/28	买入	32.60	1.63	1.89	23.07	19.89	18.6	14.9	21.3	18.8
吉比特	603444.SH	人民币	299.70	2019/10/23	买入	320.23	12.81	14.97	23.40	20.01	15.3	12.5	26.5	25.7
三七互娱	002555.SZ	人民币	23.75	2019/10/31	买入	19.96	1.00	1.11	23.80	21.36	19.2	16.4	26.8	23.7
美吉姆	002621.SZ	人民币	11.36	2019/10/24	买入	13	0.25	0.27	45.98	42.79	26.8	23.4	10.8	10.4
视源股份	002841.SZ	人民币	85.12	2019/10/27	买入	98.4	2.46	2.86	34.56	29.73	26.9	22.8	31.2	26.6
鸿合科技	002955.SZ	人民币	56.37	2019/8/16	买入	74	2.92	3.52	19.32	16.03	11.7	9.2	13.0	13.6
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.80	2019/10/31	买入	6.6	0.13	0.22	43.46	26.74	29.2	19.3	12.1	16.4
新经典	603096.SH	人民币	56.97	2019/10/29	买入	64.26	1.96	2.26	29.13	25.26	24.2	20.3	13.8	14.4
中南传媒	601098.SH	人民币	11.85	2019/10/30	增持	14.03	0.74	0.79	15.98	15.03	5.3	4.4	9.4	9.7
中信出版	300788.SZ	人民币	49.25	2019/11/10	买入	56.99	1.31	1.58	37.47	31.11	30.2	24.6	14.5	15.3
中国科传	601858.SH	人民币	11.03	2019/10/29	买入	14.92	0.62	0.69	17.92	15.98	11.9	9.3	12.6	12.8
凤凰传媒	601928.SH	人民币	9.88	2019/11/5	买入	9.88	0.59	0.66	16.76	15.05	5.2	4.1	10.8	11.4
中国出版	601949.SH	人民币	6.12	2019/10/31	买入	7.77	0.37	0.41	16.70	14.98	9.1	7.7	9.9	10.3
国联股份	603613.SH	人民币	63.96	2019/10/25	增持	79.23	1.07	1.65	60.01	38.75	36.4	23.3	13.4	17.2
掌趣科技	300315.SZ	人民币	6.14	2019/10/28	买入	5.46	0.18	0.39	34.24	15.88	25.6	15.7	13.4	17.2
猫眼娱乐	01896.HK	港元	13.40	2019/8/18	买入	17.38	0.38	0.62	31.28	19.29	19.7	13.2	7.1	10.3
美团点评-W	03690.HK	港元	101.10	2019/11/24	买入	112.38	0.61	1.90	148.63	47.72	84.0	34.8	1.3	9.8
新东方在线	01797.HK	港元	20.55	2019/12/13	买入	22.51	-0.05	-0.03	-	-	-	-	-1.9	-1.2
爱奇艺	IQ.O	美元	20.40	2019/11/10	买入	22.49	-15.86	-11.01	-	-	-	-	-174.2	579.6
网易	NTES.O	美元	304.00	2019/8/9	买入	310	73.31	81.44	29.09	26.19	16.6	14.1	16.8	15.3
趣头条	QTT.O	美元	3.00	2019/9/8	买入	7.45	-7.61	-4.15	-	-	-	-	-175.3	-57.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

(注: 猫眼娱乐、美团点评-W、爱奇艺、网易业绩为 GAAP 口径; 趣头条业绩为 Non-GAAP 口径。鸿合科技 2019/11/22 实施股权激励, 股本变动, 根据最新股本 1.39 亿股计算 EPS)

目录索引

一、传媒：PB-ROE 定底，5G 技术创新带来向上弹性	7
(一) 行情复盘：前低后高，子行业互联网、游戏涨幅领先	7
(二) 行业整体处于底部，ROE 在 2019 年呈现回升迹象	8
(三) 用 PE、PB 指标锚定各个子行业的估值水平：当前仍处于历史底部	10
(四) 我们认为行业 ROE 的决定因素将逐步由监管切换至技术新周期	14
二、游戏：今年向上行情的本质来源于监管放松下的 ROE 上升驱动，明年 5G 将引领底层媒介迭代	17
(一) 行业复盘：ROE 在 2019 年回升明显，当前估值仍处于历史底部	17
(二) 整体行业增速稳健，未来预期 5G 核心应用场景云游戏将提振估值	18
三、影视：监管决定短期行业走势，内容制作侧静待行业环境回暖	22
(一) 行业复盘：当前 PB 处于绝对底部，ROE 核心依赖毛利率改善	22
(二) 长视频行业：监管+短视频+广告疲软让 2019 年行业整体平淡	24
(三) 展望未来：5G 或带来超高清视频的变革，2020 年制作公司有望迎来部分剧集减值的冲回	24
四、营销：媒介更迭将持续进行，回归广告主本质需求	27
(一) 板块行情：PB 已跌至 2013 年以来最低水平，静待业绩回暖	27
(二) 行业：媒介端看，更迭持续进行；需求端看，快消品投放可持续挖掘	30
五、院线：单屏拐点驱动盈利回升，ROE 有望改善	33
(一) 院线板块 PB-ROE 变化趋势回顾	33
(二) 单银幕产出下降是导致院线资产 ROE 下滑的主要因素	34
(三) 院线板块即将迎来供给侧驱动的单银幕产出拐点	37
(四) ROE 持续改善，PB 估值得到修复，短期关注春节档催化	40
六、教育：优选好赛道龙头标的，关注在线教育行业	44
(一) 板块行情：优质稀缺标的强者恒强	44
(二) 行业：关注职业教育及在线教育赛道，优选好赛道绝对龙头	45
七、广电新媒体：大屏场景价值回归，体育大年驱动增长	48
(一) 板块行情：有线电视板块 ROE 短期难提，新媒体运营商盈利水平高于有线	48
(二) 行业：大小屏体验差异化驱动回归大屏，体育大年关注 IPTV/OTT	49
八、出版：ROE 拐点取决于资产运作效率，三条主线挑选龙头公司	52
(一) 行情复盘：估值位于历史底部，ROE 拐点取决于资产运作效率	52
(二) 在线阅读：免费阅读模式带来增量用户，短期面临盈利阵痛	54
(三) 投资建议	57
风险提示	59

图表索引

图 1: 年初以来传媒行业行情可以分为四个阶段.....	7
图 2: 年初以来行业涨幅传媒行业整体排名中游.....	7
图 3: 各传媒子行业分阶段行情走势推移.....	8
图 4: 传媒(中信)行业 PE(TTM)-Band 走势图.....	9
图 5: 传媒(中信)行业 PB(LF)-Band 走势图.....	9
图 6: 传媒行业 2019 年净利润有望重回正增长.....	10
图 7: 剔除商誉减值传媒行业 2019 年 ROE 有望大幅回升.....	10
图 8: 当前传媒各个子行业相对于传媒的 PE(Forward)估值溢价比例情况推移..	11
图 9: 当前传媒各个子行业的 PE(Forward)-Band 估值推移.....	11
图 10: 当前传媒各个子行业相对于传媒的 PE(TTM)估值溢价比例情况推移.....	12
图 11: 当前传媒各个子行业的 PE(TTM)-Band 估值推移.....	12
图 12: 当前传媒各个子行业相对于传媒的 PB(Forward)估值溢价比例情况推移	13
图 13: 当前传媒各个子行业的 PB(Forward)-Band 估值推移.....	13
图 14: 当前传媒各个子行业相对于传媒的 PB(LF)估值溢价比例情况推移.....	14
图 15: 当前传媒各个子行业的 PB(LF)-Band 估值推移.....	14
图 16: 传媒行业在供给和需求上的核心因子驱动模型.....	15
图 17: 13Q1-19Q3 传媒行业季度 ROE 推移.....	15
图 18: 13Q1-19Q3 传媒各个子行业行业季度 ROE 推移.....	16
图 19: 13Q1-19Q3 传媒各个子行业行业季度 ROE 推移(未剔除商誉减值) ...	16
图 20: 游戏行业的 PE(LF)-Band 估值推移.....	17
图 21: 游戏行业的 PB(LF)-Band 估值推移.....	17
图 22: 游戏行业的 ROE 或有望在 2019 年创下新高.....	17
图 23: 行业 ROE 恢复的核心原因是净利率的重新回升.....	17
图 24: 17Q2-19Q3 手游行业的增长情况推移.....	18
图 25: 每月投放游戏的广告数 19Q1 之后不断上升.....	18
图 26: 2019 年版号恢复后国产游戏已审批通过千款游戏.....	18
图 27: 官网包+买量模式兴起将倒逼渠道让利中上游公司构成短期利好.....	19
图 28: 云游戏或为 5G 的核心应用场景之一.....	20
图 29: 云游戏未来的业务场景主要集中在分发平台、互动广告、即点即玩等方面.....	20
图 30: 云游戏当前普及的核心约束仍在成本端.....	21
图 31: 影视行业的 PE(TTM)-Band 估值推移.....	22
图 32: 影视行业的 PB(LF)-Band 估值推移.....	22
图 33: 影视行业的 ROE 或有望在 2019 年恢复正值.....	23
图 34: 影视行业的 ROE 核心仍取决于净利率.....	23
图 35: 13Q1 到 19Q3 的互联网行业与影视制作行业季度 ROE 情况推移.....	23
图 36: Top300 点击量内容中各季度各题材电视剧数量推移(单位: 部).....	24
图 37: 短视频头部 App 的日活已经超过长视频平台的日活.....	24
图 38: 14Q2 时搜狐视频不同网络下的视频清晰度套餐.....	25

图 39: 3G 到 4G 常用画质的提升速度远超预期.....	25
图 40: 5 大影视公司历年资产减值计提推移.....	26
图 41: 广告营销行业 PE-Band (PE forward 口径)	27
图 42: 广告营销行业 PB-Band (PB forward 口径)	27
图 43: 广告营销行业 ROE.....	27
图 44: 广告营销行业 ROE 拆解.....	28
图 45: 广告营销行业毛利率水平	28
图 46: 广告营销行业各公司毛利率水平	28
图 47: 分众传媒营收同比增速、成本同比增速以及毛利率、净利率变迁	29
图 48: 2019 年前三季度各类型广告主在不同渠道的投放占比 (不包含互联网移动端)	31
图 49: 各类型广告主在电梯电视中的投放占比	31
图 50: 各类型广告主在电梯海报中的投放占比	31
图 51: 2013 年 1 月~2019 年 11 月单银幕产出 (万元/块) 和同比增速 (%) ...	38
图 52: 教育行业 PE-Band.....	44
图 53: 教育行业 PB-Band.....	44
图 54: 教育行业 ROE	44
图 55: 中公教育 PE-Band.....	45
图 56: 新东方在线 PS-Band	45
图 57: 职业教育领域划分	47
图 58: 国考总招录人数及报名过审人数	47
图 59: 考研报考人数 (万人)	47
图 60: 广电新媒体行业 PE-Band.....	48
图 61: 广电新媒体行业 PB-Band.....	48
图 62: 广电新媒体行业 ROE	48
图 63: 有线电视运营商与新媒体运营商 ROE 对比	49
图 64: 中国 IPTV 用户数	49
图 65: OTT 激活量走势 (万台)	49
图 66: OTT 日均活跃终端数 (万台) 及日均每终端开机市场 (小时/天)	50
图 67: 头部内容平台 VS 头部直播频道日活规模均值 (万台)	50
图 68: 各 OTT 平台日活终端数据 (万台)	50
图 69: 2013-2019 年出版样本池和传媒 (中信) 成分的月均收盘价 (总股本加权平均)	52
图 70: 2013-2019Q3 出版样本池的营收情况.....	52
图 71: 2013-2019Q3 出版样本池的利润情况.....	52
图 72: 2013-2018 年出版样本池的出版业务增速.....	53
图 73: 2013-2018 年出版样本池的发行业务增速.....	53
图 74: 2013-2019 年出版样本池的 PE 和 PB 估值推移 (单位: 倍)	53
图 75: 2013-2018 年出版样本池的 ROE 推移.....	54
图 76: 2013-2018 年出版样本池的净利率推移 (%)	54
图 77: 2013-2018 年出版样本池的权益乘数推移.....	54
图 78: 2013-2018 年出版样本池的总资产周转率推移	54
图 79: 2017 年 9 月至 2019 年 9 月在线阅读行业的 MAU 和活跃渗透率	55

图 80: 2014 年 12 月至 2019 年 10 月在线阅读 APP 的使用时长	55
图 81: 2018 年 9 月至 2019 年 9 月阅读 APP 的净增用户 Top10	56
图 82: 2018 年 9 月至 2019 年 9 月在线阅读净增用户的城市结构	56
图 83: 数字阅读行业的主要参与者及其商业模式	57
图 84: 2017-2019H1 阅文集团的 MAU 和付费情况	57

表 1: 各主要互联网公司广告业务营收情况	30
表 2: 电梯电视各月度投放 TOP10 品牌	32
表 3: 2020 年春节档定档影片、参与机构情况 (统计时间: 2019 年 12 月 15 日)	41
表 4: 2020 年春节档主要影片的票房预测 (亿元)	41
表 5: 电影院线行业重要个股的财务情况和盈利预测 (统计日期: 2019 年 12 月 15 日)	42
表 6: 近期教育相关鼓励及规范政策	45
表 7: 各家机构暑期广告投放以及获客情况	47

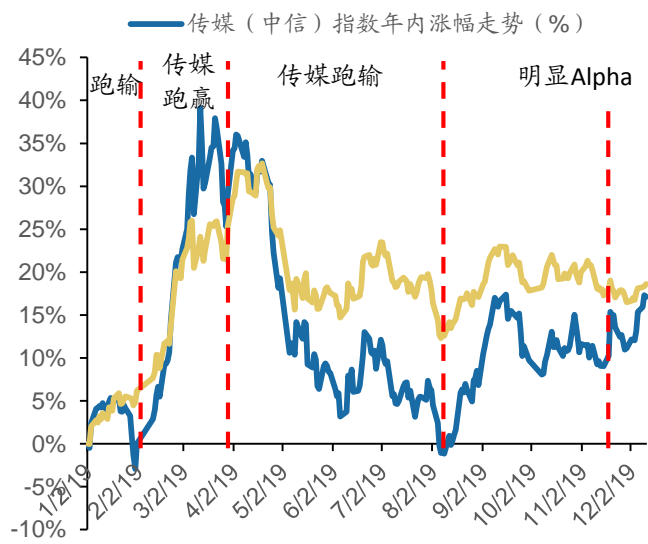
一、传媒：PB-ROE 定底，5G 技术创新带来向上弹性

我们曾在2019年中期策略报告当中复盘了传媒行业过去四年涨幅的核心驱动因子，并使用PB-ROE模型对整体行业行情的驱动因素进行了拆解。本篇策略报告中，我们对这一模型的解释框架进行了补充：1) 首先我们用PB (PE指标作为补充) 确认行业仍处于估值底部；2) 市场对于资产的估值核心取决于资产的盈利能力，因此我们的工作判断未来传媒行业的ROE是否会继续回升。3) 对于19H2下半年行业行情显著回暖，我们认为与监管改善和商誉减值后ROE改善紧密相关，而我们对于后续走势抱有信心，其核心支撑理由是5G引领的新一轮技术周期，将取代短期监管、盈利波动成为A股传媒公司更长久的ROE向上驱动力。

(一) 行情复盘：前低后高，子行业互联网、游戏涨幅领先

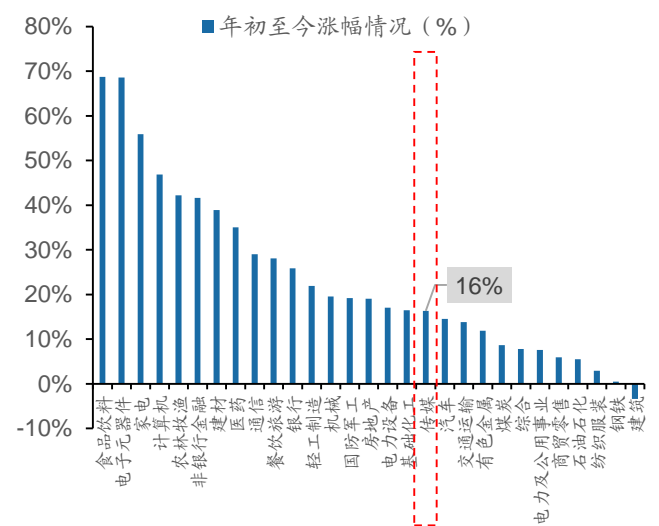
我们将年初以来传媒(中信)指数的走势分成四个阶段：1) 1-2月份传媒行业略跑输市场，大盘整体表现平淡；2) 2月-3月下旬，整体市场受流动性改善驱动经历了一波猛烈的上涨，传媒指数整体跑赢大盘，到阶段末涨幅近40%；3) 4月-7月，传媒指数与上证指数共同震荡，期间传媒行业跑输，回落至0涨幅；4) 8月以来，传媒行业跟随TMT补涨，相对于大盘明显走出了Alpha行情。截至2019年12月13日，传媒(中信)指数上涨16.35%，而同期上证指数上涨19.00%，创业板指上涨40.37%。

图1：年初以来传媒行业行情可以分为四个阶段



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：年初以来行业涨幅传媒行业整体排名中游



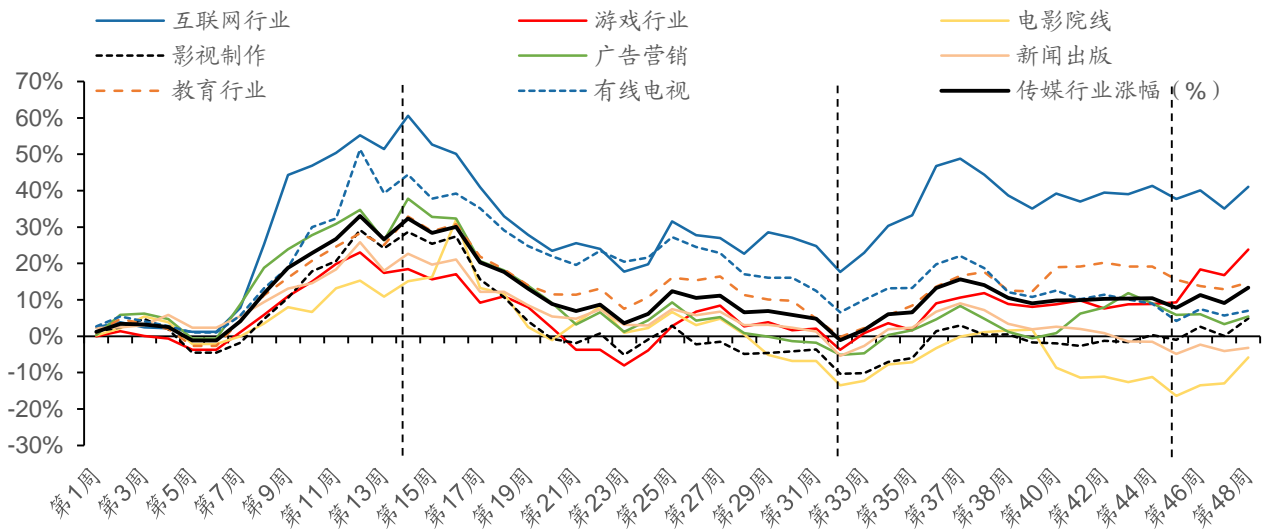
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们抽取了154家公司组成传媒指数，以方便利用整体法确认行业的估值情况。我们首先将子行业分成了互联网、游戏、电影院线、影视制作、广告营销、新闻出版、教育、体育、有线电视9个子行业以便分析更细分的行情走势。截至2019年12月13日，其中游戏行业市值占比最大达到23.5%，互联网行业占比约为17.5%，广告营销占比约为13.4%，为前三大子行业，另外还有新闻出版占比11.9%，有线电视占比9.6%，

影视制作占比10.0%，电影院线占比6.3%，教育行业占比6.7%左右。

从子行业的行情走势来看，互联网和游戏下半年发力领涨。截至2019年12月13日。对应子行业的累计涨幅上，互联网行业累计上涨43.5%，领跑全行业，其次为游戏行业上涨23.3%居于第二名，其最近2个月上涨15.7%在子行业中表现最为突出。另外今年电影院线行业整体下跌1.9%为表现最差的传媒子行业，新闻出版整体下跌0.9%其次，倒数第三位影视制作行业整体上涨11.8%，但值得关注的是其最近2个月上涨13.0%仅次于游戏，市场关注度有所提升。

图3: 各传媒子行业分阶段行情走势推移

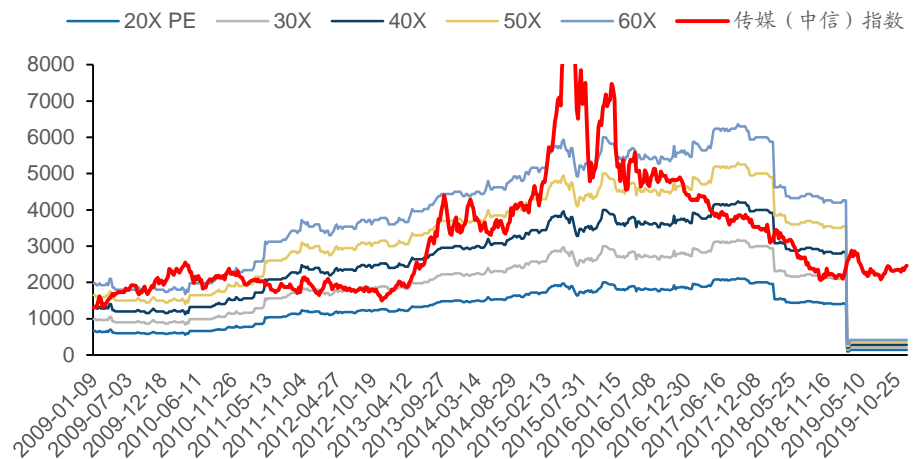


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 行业整体处于底部，ROE 在 2019 年呈现回升迹象

尽管最近一个月传媒行业相对大盘涨幅较多，但从更长的历史周期来看，目前传媒（中信）的点位数与2013年上半年基本趋同，在2000-2500区间震荡。我们通过对PE-Band和PB-Band（PE为TTM口径，PB为LF口径，下同）的回顾来看，2018年底传媒指数PE-TTM已经跌至30X左右，而2018年因为行业商誉减值转亏导致TTM估值为负数，我们如果简单加回商誉减值，2018年行业调整后净利润同比负增长40%达到367亿元，则调整后的PE-TTM应该在40-50X之间，与2013年下半年的估值水平相若；而考虑到2019年行业或不会出现2018年这么大幅度的商誉减值，整体净利润回升的情况下，我们认为当前行业的估值或处于30X左右，从历史情况来看处于最底部，估值水平与2012年末期相若。

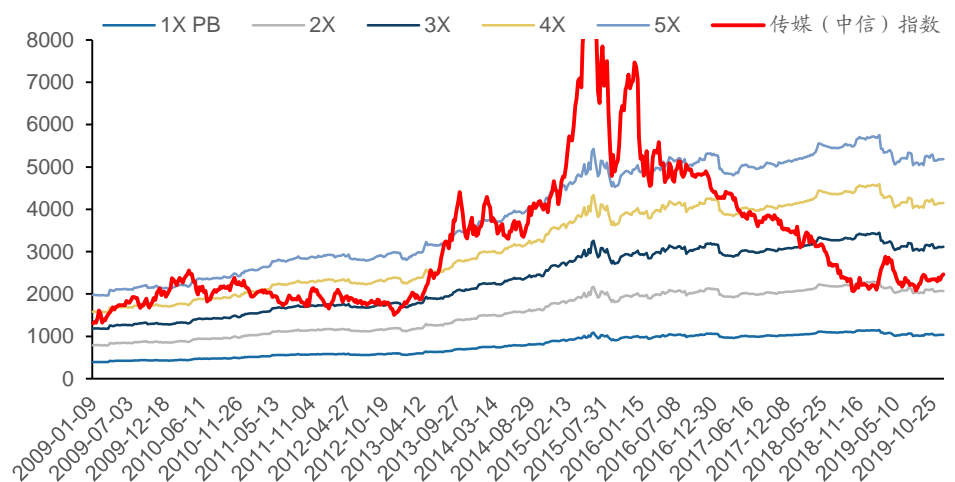
图4: 传媒（中信）行业PE（TTM）-Band走势图



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

考虑到净利润为负影响了我们对于估值位置的判断,我们不考虑ROE的变化,从PB-Band估值的角度来看行业当前的估值水平。当前传媒整体PB估值约为2.3X左右,相较此前历史最低水平2.1X略提升了10%左右,但仍然处于历史底部,点位相若的2013年上半年也是PB估值的阶段性底部(约为3X)。这6年来PB变化的趋势分别为: 1) 2013-2014年, PB估值从2013年的底部3X左右提升至2014年的5X左右, 2014年保持震荡态势一年时间; 2) 2014-16Q1, PB估值最高提升至10X左右; 3) 2016-2017两年期间, PB估值从10X左右回落至3X左右, 相当于2013年的底部水平; 4) 2018年以来伴随盈利能力的下滑, PB估值从3X左右下滑至2X左右的历史低位, 2019年整体并未出现PB估值的明显反弹, 而是在2X PB附近波动。

图5: 传媒（中信）行业PB（LF）-Band走势图



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

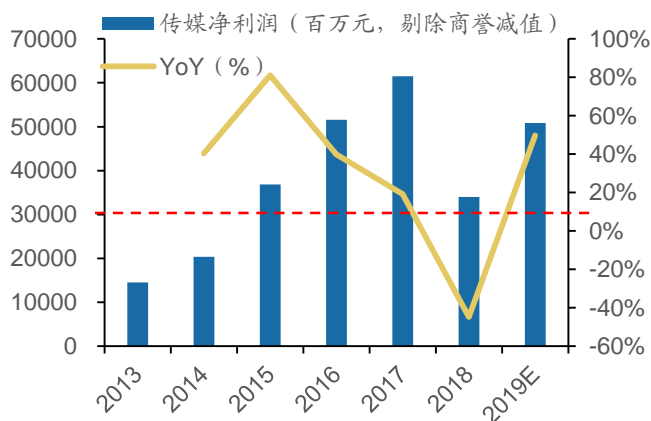
PE指标被拆分为PB估值和ROE水平，传媒行情的波动一方面是市场对于传媒资产的认知估价水平，另外一方面是传媒资产本身的盈利能力和未来盈利预期。如果我们分阶段来看2016年以来行业的跌幅原因：

1) 2016-2017年，这两年其实一直都是在用利润增长消化高估值(ROE保持在9-10%之间)，PE-TTM从高点的120X消化至2017年底的35X左右，净利润上2017年相当于2015增长了40%，股指两年下跌了60%左右。

2) 2018年的跌幅逻辑并不一样：资产的盈利能力下滑导致戴维斯双杀，剔除掉商誉减值的影响后，ROE从2017年的9.3%下滑至5.3%，PB下滑了50%至2X左右。2018年指数全年跌幅约为38.5%，而去掉商誉减值影响的净利润同样下滑了40%左右。

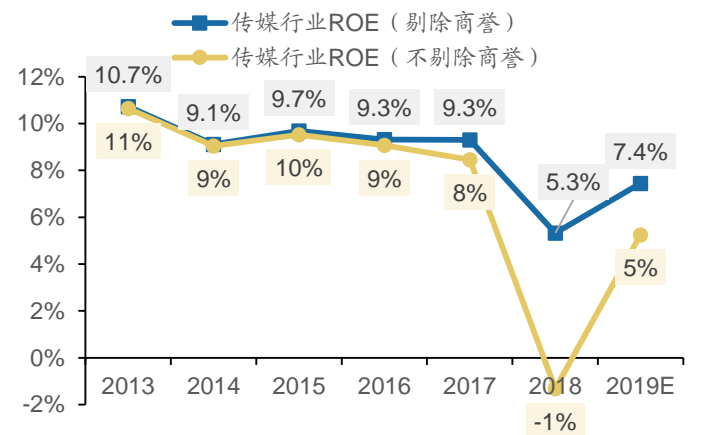
3) 2016-2019年完整的下跌周期中我们可以看出：a) 传媒公司的估值驱动属性远大于盈利驱动属性，PE倍数的变化决定了短周期的行情走势，市场通过“预期”这一工具放大EPS的变化。b) 市场在长周期中始终有效，ROE所代表的传媒公司盈利能力决定估值水平，而非简单的看净利润增速。c) 我们按照Wind一致预期预测行业的净利润水平发现剔除掉商誉减值后，行业2019年净利润水平有望会升到508.5亿元(+50% YoY)左右，同时预计ROE会有所回升，但仍不及行业的峰值水平，因此今年行业呈现的行情是温和的上涨。我们整体对未来行业ROE水平的判断是继续上行。

图6：传媒行业2019年净利润有望重回正增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：剔除商誉减值传媒行业2019年ROE有望大幅回升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）用 PE、PB 指标锚定各个子行业的估值水平：当前仍处于历史底部

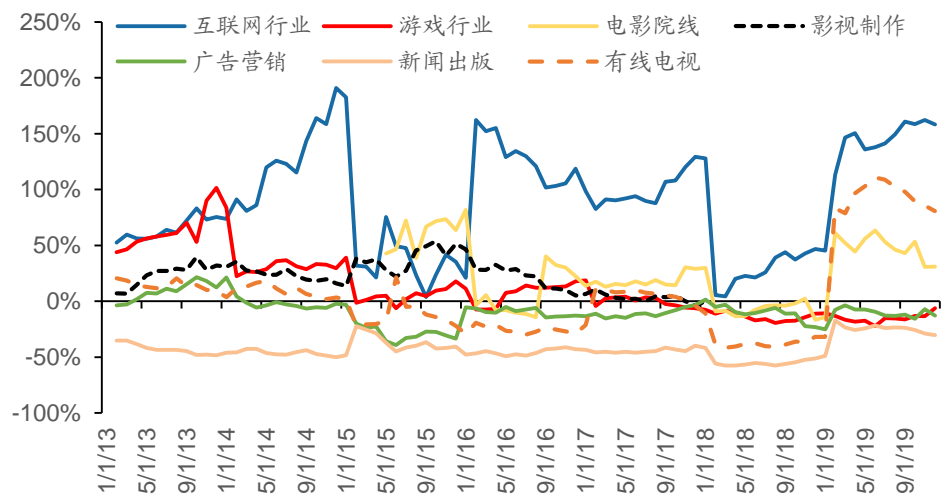
我们依照PE和PB的水平来锚定各个子公司当前的估值水平处于历史的什么位置，首先在PE估值指标上，几个关注度较高的子行业表现如下：

- 互联网：其中主要包括了人民网和芒果超媒，整体这一行业的盈利水平较好，利润增长性较好，因此市场一直给予了较高的PE估值溢价（一般50%以上）。当前PE(forward)估值约为40X上下。
- 游戏：按照当年的业绩进行计算的话，其实并没有明显的PE估值溢价，这也说明了今年行业涨幅驱动大都是由EPS预期从悲观到乐观贡献的，而非干拔估值。

当前PE(forward)估值约为20X上下，处于历史估值较低的位置。

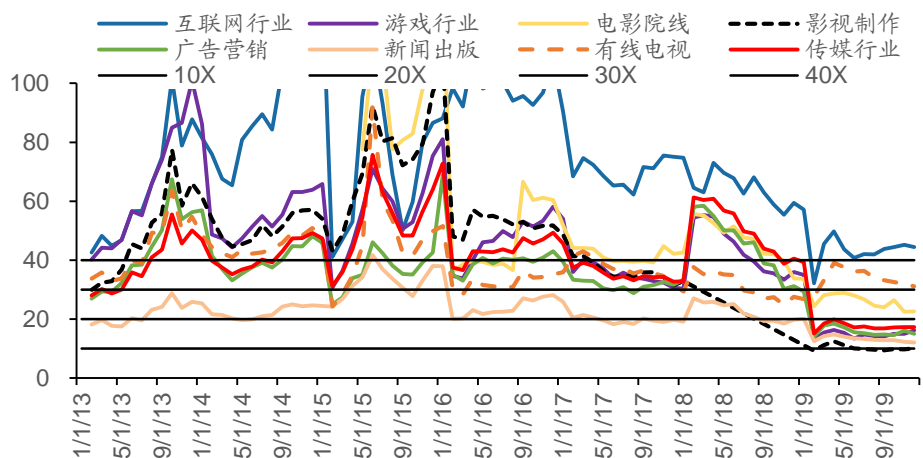
- 电影院线：整体的估值波动较大，在传媒行业中相对资产较重，具有一定周期股属性，因此在2017-2018年行业需求萎靡、供给过剩的情况下净利润波动幅度较大，因此PE的估值水平同样波动较大，当前PE(forward)估值约为25-30X上下。
- 影视制作：2016年之后PE估值并未明显高出传媒整体行业，但由于2018年的净利润转亏（即使剔除商誉减值也是负利润），PE估值较难确定当前水平。
- 广告营销：历史上并未给出明显高于传媒行业的估值溢价，当前考虑到分众传媒明年的Wind一致假设下，PE(forward)估值约为25X上下。
- 新闻出版：历史上一直给予比传媒总体估值低的估值折价，当前的PE(forward)估值水平进一步向10X左右靠拢。

图8：当前传媒各个子行业相对于传媒的PE(Forward)估值溢价比例情况推移



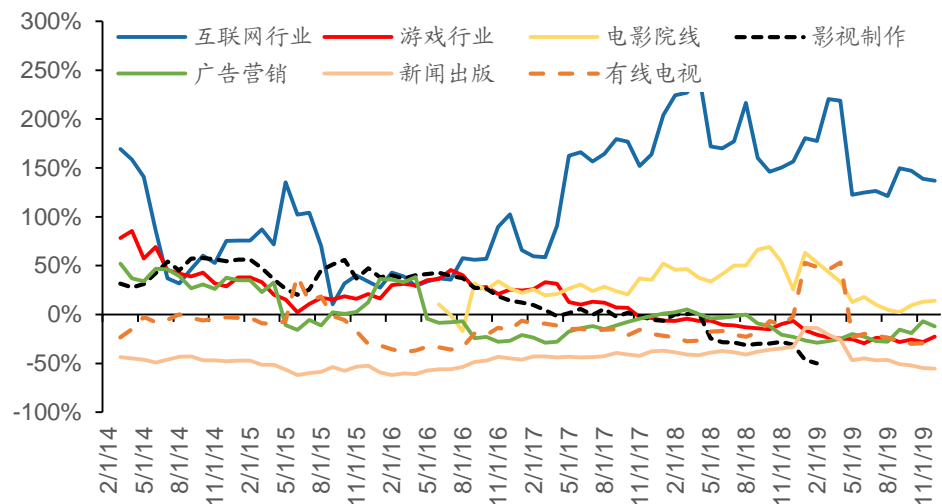
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：当前传媒各个子行业的PE(Forward)-Band估值推移



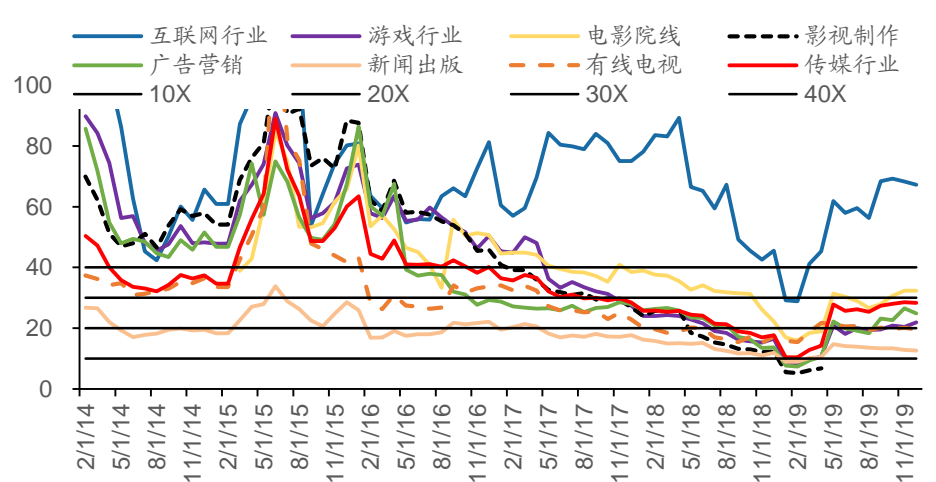
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10: 当前传媒各个子行业相对于传媒的PE(TTM)估值溢价比例情况推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 当前传媒各个子行业的PE(TTM)-Band估值推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

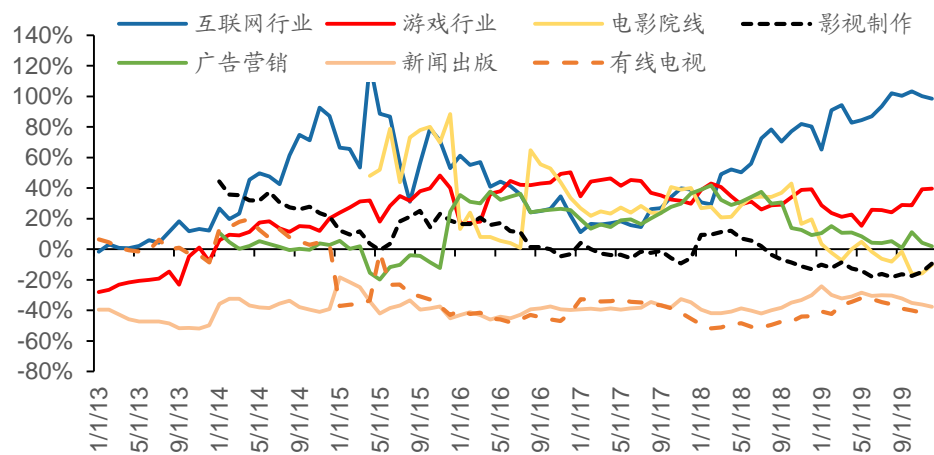
而从PB估值指标上，几个关注度较高的子行业表现如下：

- 互联网：主要包括了人民网和芒果超媒，由于行业的ROE较高，其PB一直享有较高的溢价，当前PB相较传媒行业的整体水平约溢价100%，从历史来看当前的PB估值在4-5X左右，相当于2017年行业的水平。
- 游戏：同样由于行业的ROE水平较高，市场给予PB以溢价，2016年以来游戏子行业相较传媒整体的PB溢价幅度就在30%-40%左右波动，从历史PB估值水平来看，游戏行业回升至3X左右的估值也仅仅相当于2018年年初的估值水平，仍处于历史下沿，但相较最底部2.5X PB估值提升了约20%左右。
- 电影院线：PB指标平滑了此前的PE指标带来的估值波动性，2018年之后电影市场需求疲软，院线行业的PB才出现了较为明显的下滑，当前相较传媒行业整体有估值折价，当前的PB水平约为1.9X，为历史最低值。
- 影视制作：PB估值能够解决净利润为负时无法进行PE估值的问题，影视制作行

业从2017年之后便基本和行业估值水平相仿，直到2018年中之后严监管周期后行业的PB出现了较为明显的下滑，当前相较行业平均的PB估值折价20%左右，估值水平约为1.8X处于历史底部。

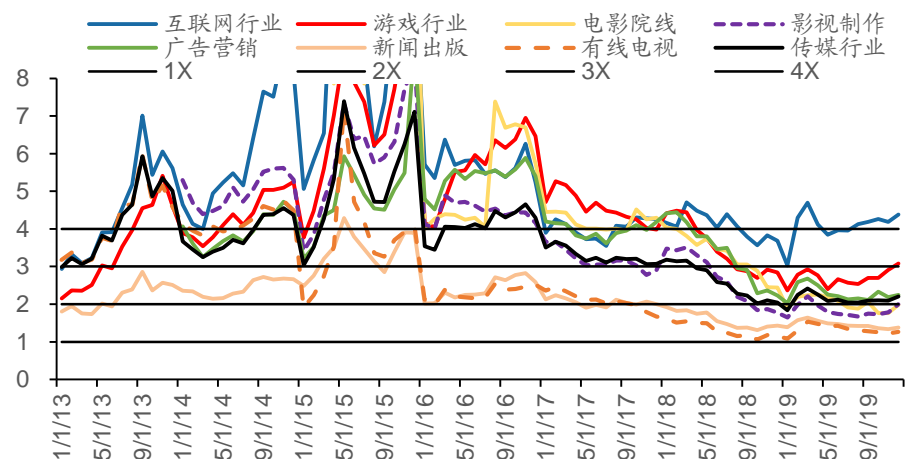
- 广告营销：由于历史上的盈利水平较好（尤其是2016年分众正式借壳上市后），因此在2018年之前行业持续给予估值高溢价，直到2018年年中梯媒市场竞争激烈导致分众整体的盈利预期下修，也带来的PB估值的下滑，当前基本与传媒行业PB估值相仿，当前2.5X的PB估值略高于行业的平均水平。
- 新闻出版：历史上一一直给予比传媒总体估值低的PB估值折价，折价水平除了在2018年由于行业本身估值收缩降低至20%左右之外，其余时间保持在折价30%-40%区间波动，当前出版行业PB估值约为1.35X，基本保持了过去2年的水平。

图12：当前传媒各个子行业相对于传媒的PB(Forward)估值溢价比例情况推移



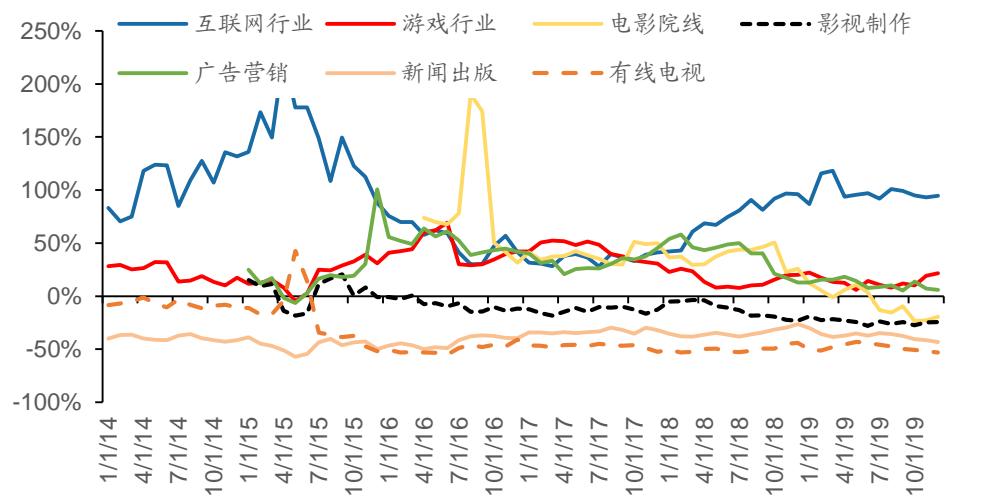
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：当前传媒各个子行业的PB(Forward)-Band估值推移



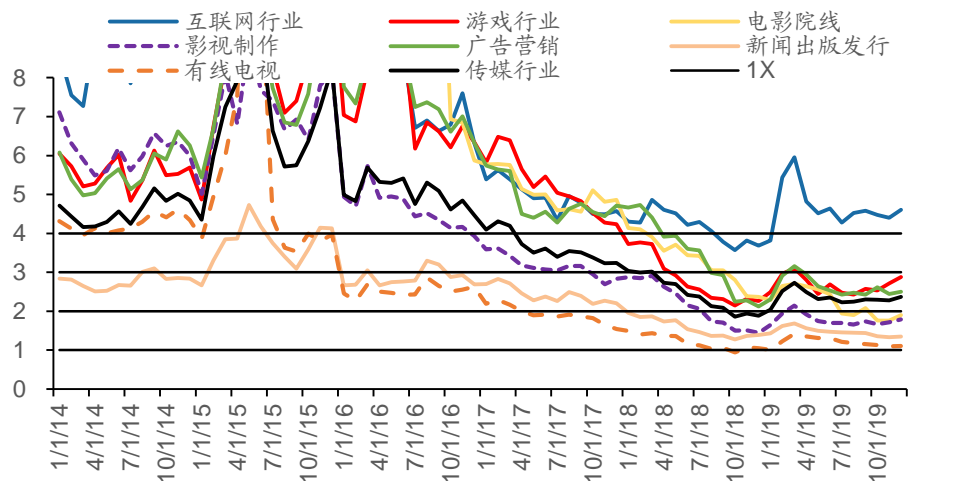
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图14: 当前传媒各个子行业相对于传媒的PB(LF)估值溢价比例情况推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 当前传媒各个子行业的PB(LF)-Band估值推移



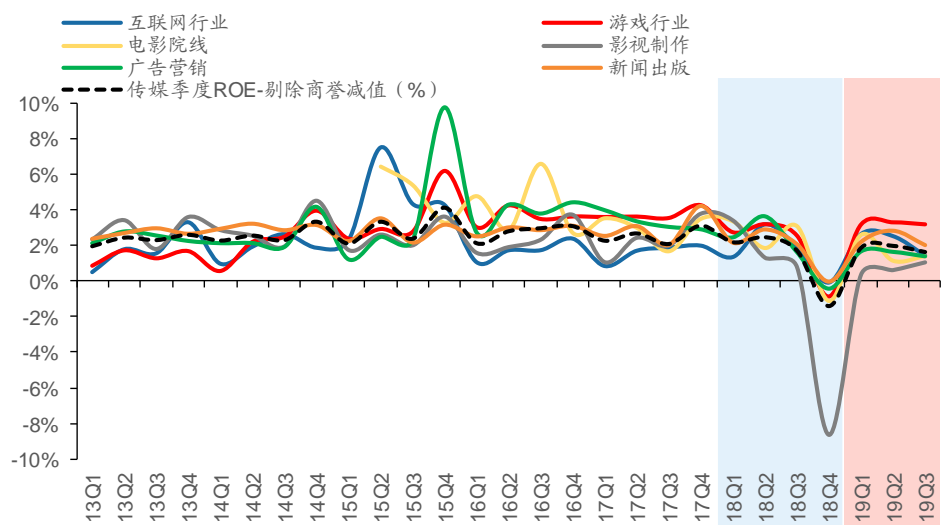
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 我们认为行业 ROE 的决定因素将逐步由监管切换至技术新周期

如何判断未来行业ROE的走势取决于我们对于产业端未来基本面变化的推测。在传媒行业的整体框架上,我们归纳了4个核心影响基本面的因子:1)行业在供给侧由技术创新周期和监管/资产证券化节奏影响,其中前者偏长周期,后者是每年都需要预判的短周期;2)而在需求端,行业受到人均可支配收入的约束,但中短期维度上也会因为社会结构(如年龄、城线结构等)而产生变化。依此判断过去几年的行情,我们认为2013-2015年,产业的主要主导因素是社会结构(90后)+技术迭代周期(移动互联网)。2016年开始的漫长下跌主要系因为资产证券化过程暂停(政策停止并购)。2018年开始的快速杀跌主要是因为监管。

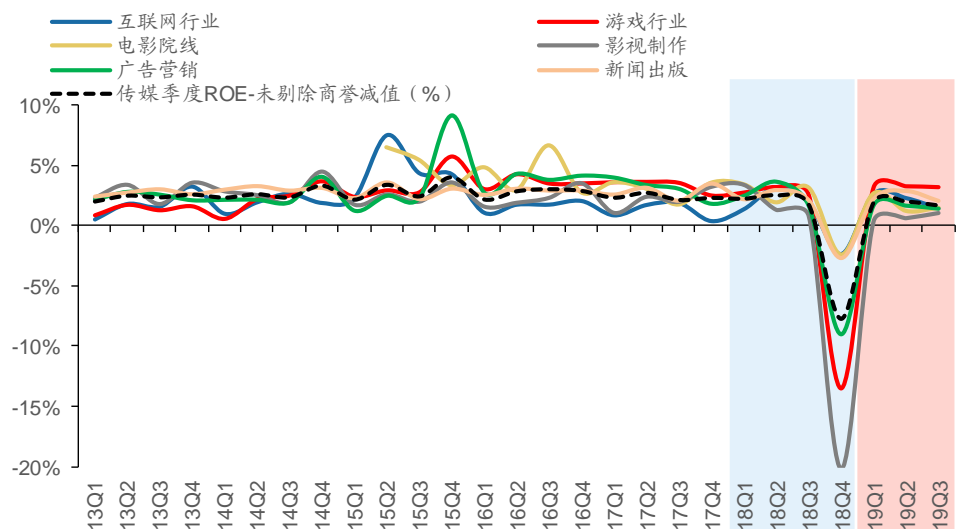
分行业来看，ROE水平最高的游戏行业录得第二的涨幅也说明了2019年的行情并非干扰估值。剔除商誉减值的影响，游戏行业录得了2019Q1-Q3最高的ROE水平分别是3.2%、3.3%和3.2%，相比18Q4的-0.9%提升明显。因此年初以来到现在游戏行业以EPS预期不断提升的估值修复为主，也并未反应了未来5G可能会产生的影响。此外值得关注的是影视行业的ROE虽然相较峰值回落巨大，但呈现逐季回升趋势（19Q1-Q3为0.3%、0.6%和1.0%）。另外出版行业（19Q1-Q3为2.2%、2.8%和2.0%）和互联网行业（19Q1-Q3为2.7%、2.5%和1.5%）整体水平也略高于其他行业。整体来看，各个行业仍处于ROE逐渐修复的通道中，5G所带来的技术新周期有望进一步提升传媒资产的未来盈利能力。

图18: 13Q1-19Q3传媒各个子行业行业季度ROE推移



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19: 13Q1-19Q3传媒各个子行业行业季度ROE推移（未剔除商誉减值）



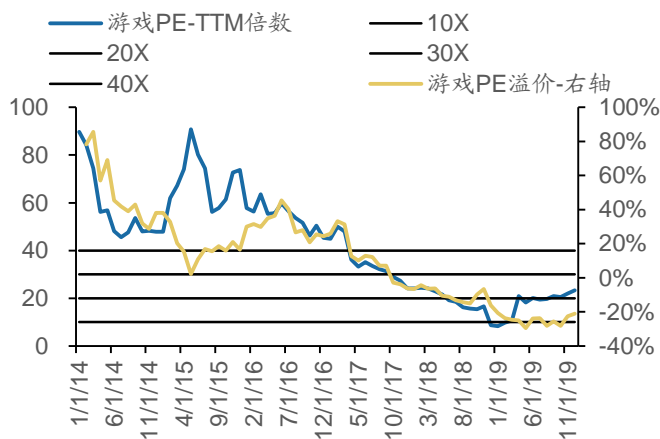
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、游戏：今年向上行情的本质来源于监管放松下的ROE 上升驱动，明年 5G 将引领底层媒介迭代

（一）行业复盘：ROE 在 2019 年回升明显，当前估值仍处于历史底部

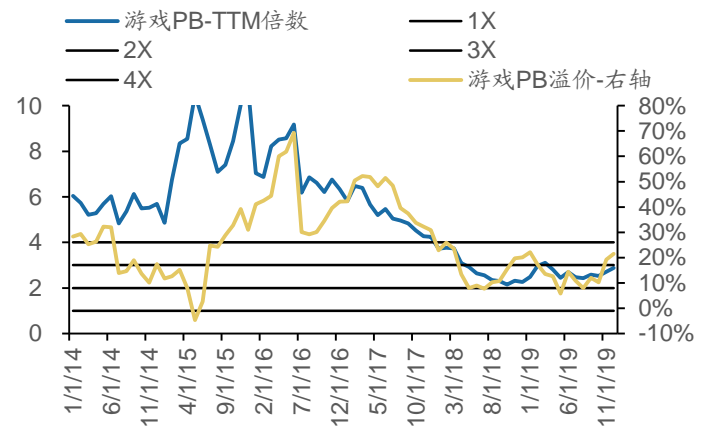
游戏行业当前从PE和PB均仍处于底部，但是ROE水平预计将迅速回升。19Q1-Q3 游戏行业的季度ROE约为3.2%、3.3%和3.2%，我们按照Wind一致预期和前三个季度情况线性外推，考虑到行业19Q4一般净利润释放较多且剔除掉商誉减值的影响，我们认为游戏行业今年的ROE有望达到14%以上，或创下历史新高，前三个季度行业内生的净利润同比增长3.9%至110.6亿元，也已经相比去年同期转正。而当前整体行业仍保持对应2019年20X出头的估值，相当于18Q2时水平，同样为历史底部，且相较传媒行业整体仍有20%的估值折价，另外从PB角度来看，行业当前约为3X PB左右，相当于18Q2的历史位置，而行业在进入17Q4开始才正式跌破4X PB。

图20：游戏行业的PE(LF)-Band估值推移



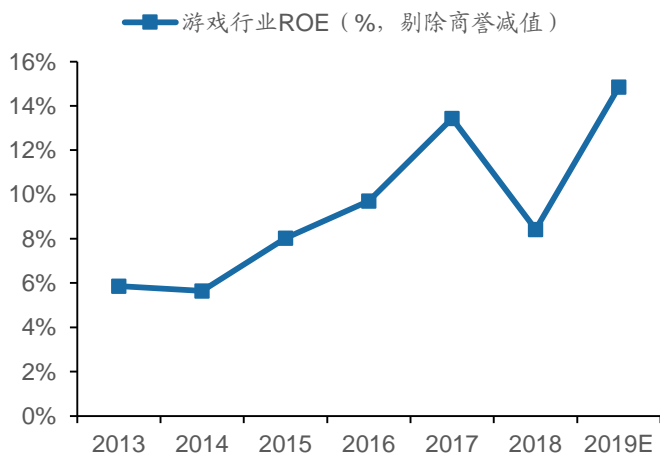
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图21：游戏行业的PB(LF)-Band估值推移



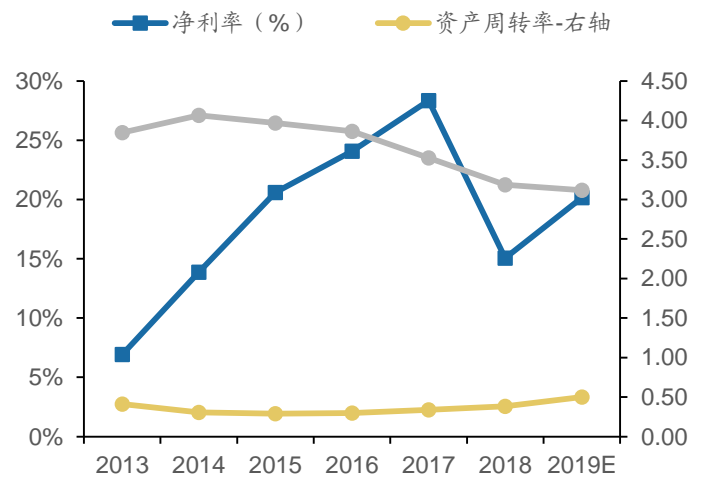
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图22：游戏行业的ROE或有望在2019年创下新高



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图23：行业ROE恢复的核心原因是净利率的重新回升

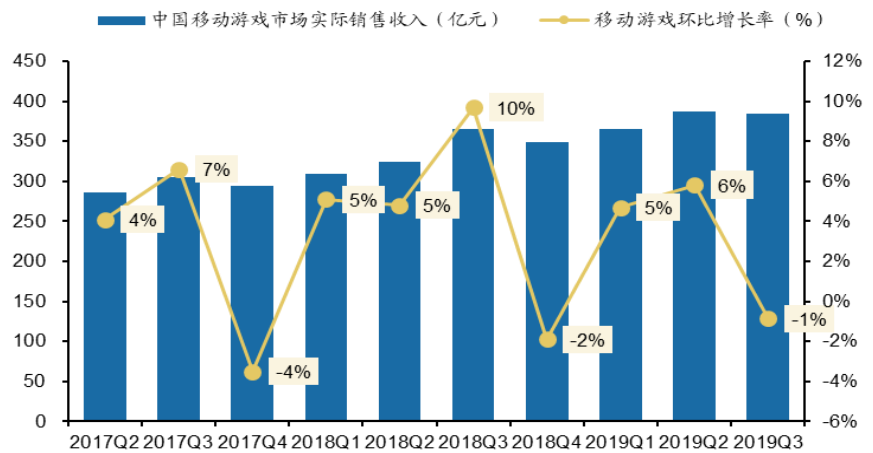


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

(二) 整体行业增速稳健，未来预期 5G 核心应用场景云游戏将提振估值

手游整体市场规模增速环比下降，但我们认为全年依然手游市场有望保持20%左右的增长。根据伽马数据的统计，19Q3整体游戏市场的收入达到383.8亿元，同比增长7.8%，新游上线流水表现较好。在手游实际销售收入排名中，三款由IP改编而成的新游挤进TOP10，系单季流水超20亿的《跑跑卡丁车官方竞速版》，流水已突破7亿元的《龙族幻想》和《精灵盛典》等。而19Q4行业推出了包括《梦幻西游3D版》、《不休的乌拉拉》、《阴阳师·百闻牌》等新品，市场增速有望回暖。综合前三个季度的增长来看，我们认为手游行业整体今年取得20%左右的增长仍有一定保证。

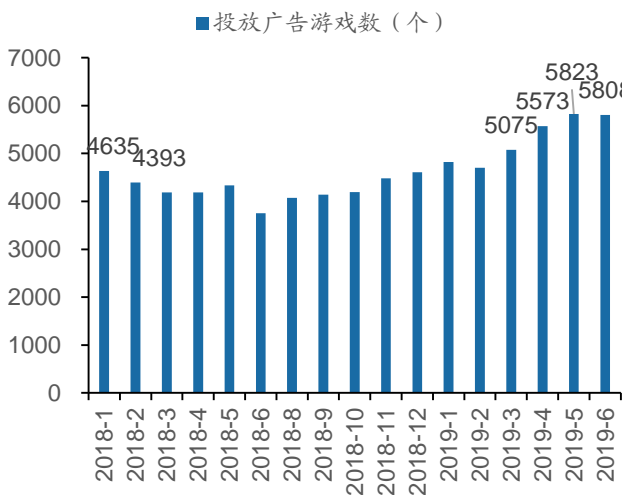
图24: 17Q2-19Q3手游行业的增长情况推移



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

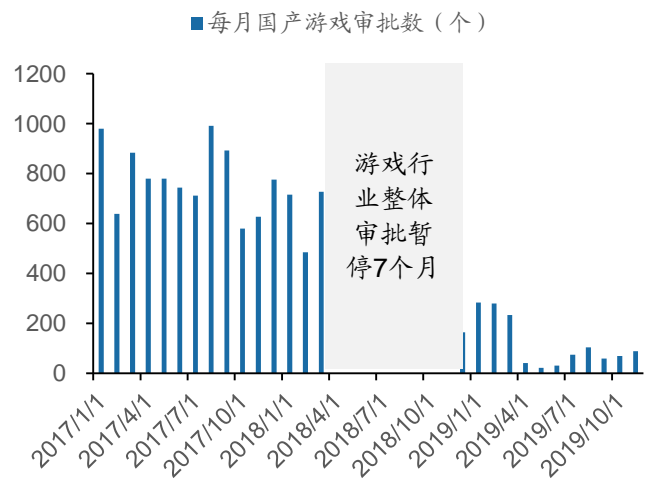
我们认为行业ROE的回升与版号监管节奏正相关。19Q1重新恢复版号审批之后，今年通过版号审批的游戏数量已经超过1000款，同时我们也可以看到整体市场买量游戏数量的增长，新游戏的顺利推出保证了自下而上公司的利润增长回到中速区间。

图25: 每月投放游戏的广告数19Q1之后不断上升



数据来源: 广电总局, 广发证券发展研究中心

图26: 2019年版号恢复后国产游戏已审批通过千款游戏



数据来源: 广电总局, 广发证券发展研究中心

而未来2年我们认为对以发行商和研发商为主的A股市场而言，能够体现在EPS上的核心因素将是产业链价值链的重新分配。当前，主要的手游渠道可以分成三种，分成模式各自不一：

- iOS渠道：苹果手机应用商店下载的游戏的充值流水需要分出30%给AppStore，另外的70%由发行商和研发商之间协定分成。
- Android渠道：在Android和第三方手机应用商店下载的游戏的充值流水需要分出50%给渠道商，另外的50%由发行商和研发商之间协定分成。
- APK官网包下载：Android端获取权限之后可以直接跳转官网包下载，此时用户充值直接全部变成发行商的收入，渠道端主要按照CPI或者CPA收费，成为发行商的销售费用。
- 我们常说的游戏广告投放是三类渠道均有涉及，只不过iOS和Android应用商店内部投放广告依然需要流水分成给渠道商，所以越来越多的发行商开始转向第三种下载模式（App需要取得系统安装权限）。而这在中期将导致下游渠道的进一步分散，倒逼安卓端调整目前50%左右偏高的分成比例。

图27：官网包+买量模式兴起将倒逼渠道让利中上游公司构成短期利好



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

而未来行业估值提升的空间则主要依靠云游戏产业的进程。5G对云游戏的促进体现在：1) 更快的传输速度降低传输中的时延；2) 更大的数据量的传输使高分辨率的图像传输和解析成为可能。其中最为重要的是时延问题：网络传输时延占比最高：占总时延的比例达70%以上，时延较高将会降低玩家的游戏体验，而我们认为5G+边缘计算节点的技术方案能够有效降低传输时延：前者改善接入侧的网络时延，后者改善核心网TTL时延。因此目前根据艾瑞数据的分析，5G时代ToC端的核心应用有望在云游戏这块最先爆发，这或许是消费级应用当中最具前景的方向之一。

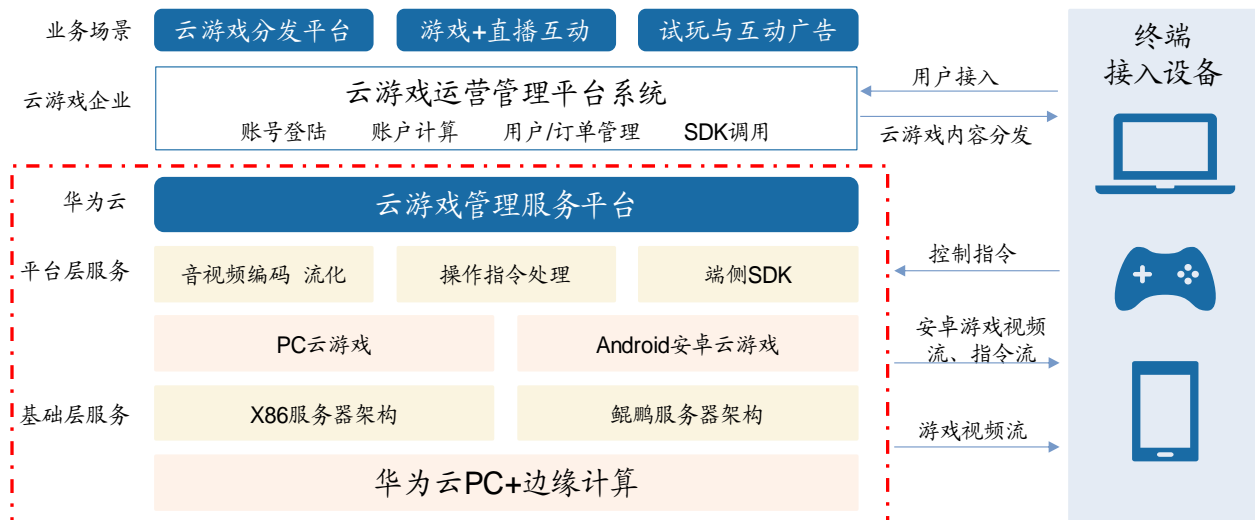
图28: 云游戏或为5G的核心应用场景之一



数据来源: 广发证券发展研究中心

我们认为云游戏的主要应用场景体现在三方面: 云游戏分发平台、游戏+直播、互动广告。而对于行业空间的提升来自3个方面: **1) 降低使用门槛: 提升ARPU值和引入订阅制**, 考虑到部分轻度玩家将转变为重度玩家, 以及引入会员订阅制度。**2) 硬件替代:** 主要针对游戏本市场和网吧市场而言, 云游戏将降低高配置硬件对于玩家带来的价值提升量(但并非是完全取代的关系)。**3) 互动式广告:** 考虑到图文素材演变为视频素材之后, 效果类广告市场的巨大增长, 我们认为云游戏素材正式商用之后将进一步加强效果类广告的竞争能力, 首先将转化部分非游戏玩家, 随后也有望成为其他广告主的通用素材形式。

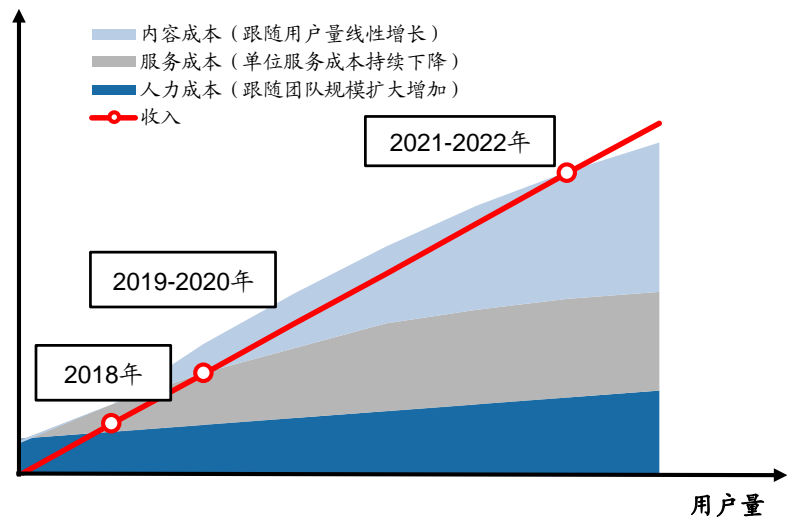
图29: 云游戏未来的业务场景主要集中在分发平台、互动广告、即点即玩等方面



数据来源: 华为开发者大会, 广发证券发展研究中心

而云游戏的商业化演进路径我们认为核心取决于成本端而非收入端。目前成本包括带宽成本、硬件成本和IDC成本三项，三项均随着云游戏规模的扩大有一定的规模效应，但我们认为其中最关键的指标是单人单小时的流量成本（目前约为2-5元/小时）何时下行，最值得观察的线索是运营商是否会降低资费标准。如果参考微信、快手、抖音的渗透率提升轨迹来看，我们认为2021年将出现日活过千万的杀手级5G应用，目前来看很有可能是某个云游戏App，届时整体的商业模式将完全跑通，龙头公司将开始制定标准和商业化体系。

图30：云游戏当前普及的核心约束仍在成本端



数据来源：广发证券发展研究中心

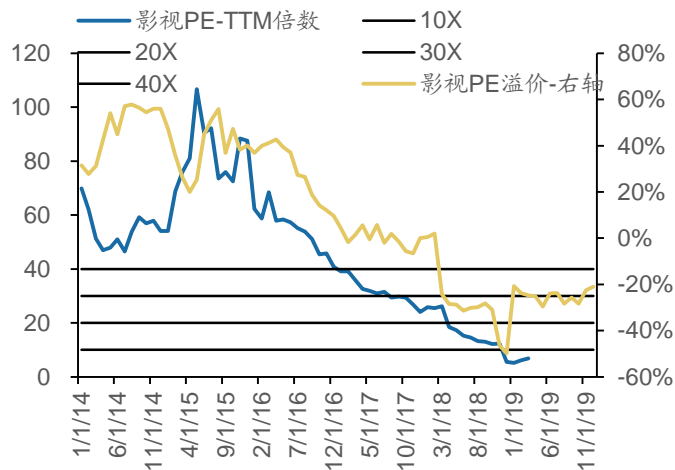
风险提示：云游戏发展进度不及预期的风险，国内新品无法打开增量市场空间的风险，买量成本进一步上升的风险。

三、影视：监管决定短期行业走势，内容制作侧静待行业环境回暖

（一）行业复盘：当前 PB 处于绝对底部，ROE 核心依赖毛利率改善

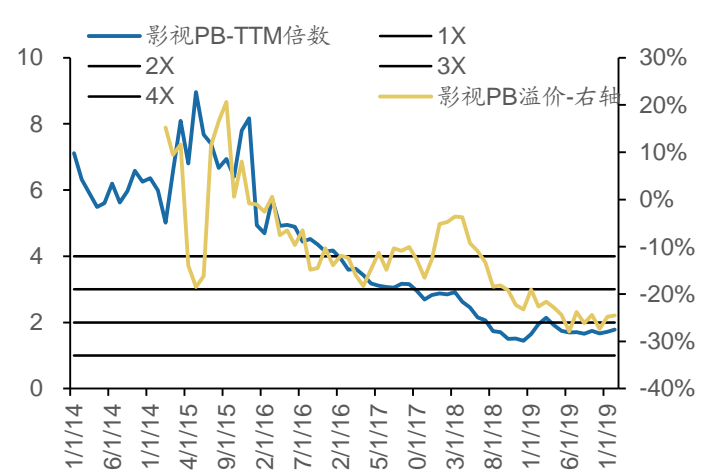
影视行业的净利润将在2019年转正，PB估值当前处于历史底部。即使剔除掉商誉减值的影响，整体影视内容行业的PE-TTM在2019年仍转负，主要系18Q4除了计提商誉减值之外还有部分应收账款和存货减值，以至整体转亏。因此2018年10X左右的PE-TTM估值实际上已经包含了资产减值计提的预期。我们从PB估值来看，行业当前保持在1.7X PB左右的位置，相当于2018年年中的水平，而如果对比影视行业相较传媒整体的估值溢价来看，估值折价仍在逐步扩大，当前PE (forward) 的估值折价约为20%左右，PB估值的折价约为30%左右。

图31：影视行业的PE(TTM)-Band估值推移



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

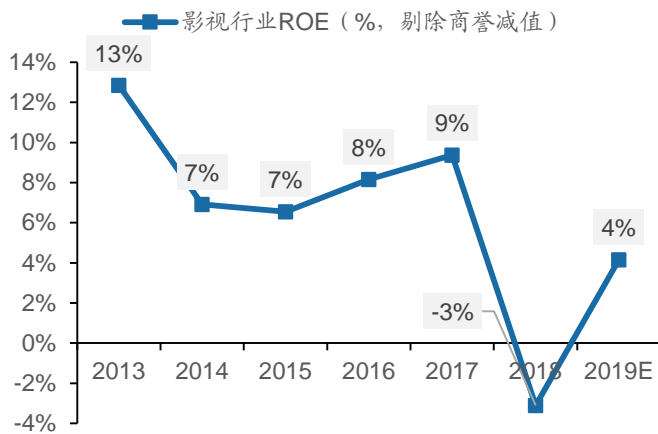
图32：影视行业的PB(LF)-Band估值推移



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

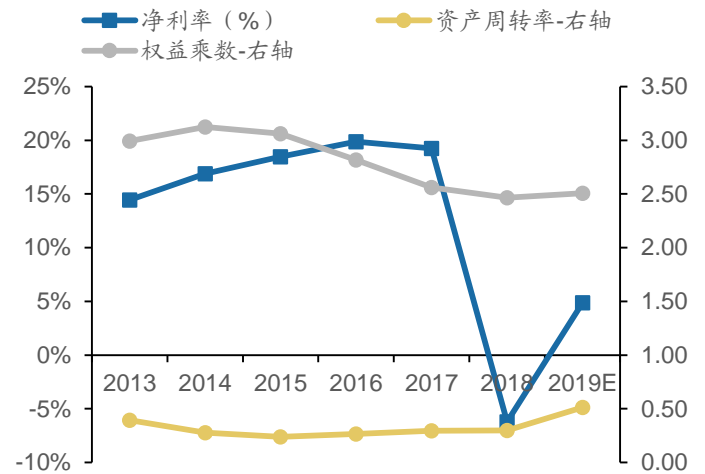
从行业的盈利能力上，剔除掉商誉减值后的ROE或将在2019年回到约4%的水平。我们如果按照杜邦分析拆解ROE，ROE的曲线基本由净利率贡献，而资产周转率在2019年有所上升，经营效率有所改善（与计提了商誉减值之后总资产变小有关），行业的权益乘数也下降至2.5左右，说明行业整体的杠杆率有所下降。但净利率目前仍面临着一定的不确定性，在2016年触及高点20%之后，2019年即使剔除了商誉减值，影视内容行业整体依然录得-6%的净利率，而我们按照Wind一致预期和前三个季度的经营情况线性外推得到的2019年预期净利率约为5%左右，虽然有所回升，但仍然远低于行业正常的水平。行业逻辑来看，影视内容的盈利能力下滑与电视剧售卖价格下压和此前签约演员成本高企形成了期限上的错配，随着供给侧改革缩减产能压缩了演员本身的议价权，我们预计演员成本的下行会让毛利率回到此前的水平。但值得注意的是在1-2年内挤压的库存减值或仍将决定当年度净利率的高低。

图33: 影视行业的ROE或有望在2019年恢复正值



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

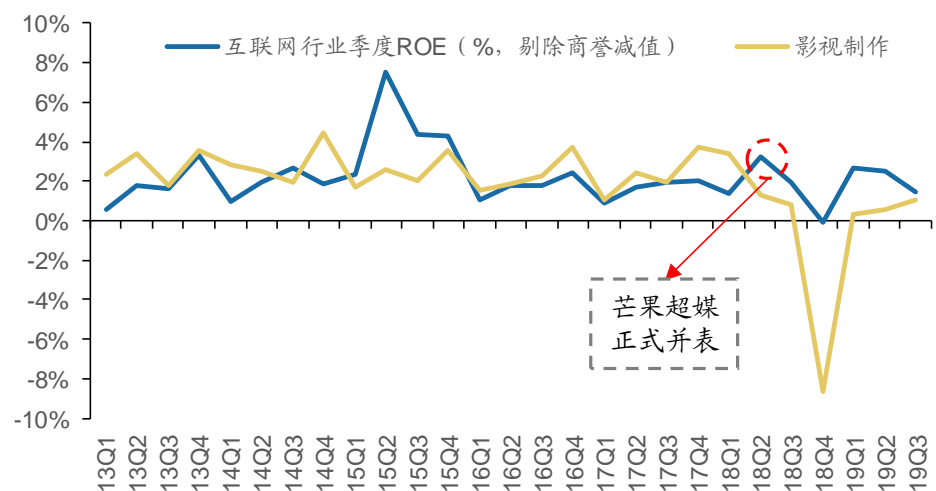
图34: 影视行业的ROE核心仍取决于净利率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

从季度高频ROE层面上, 芒果超媒为主的互联网渠道19H1盈利能力保持高位, 但在19Q3有所下滑, 影视制作略回升但仍处于历史低位。18Q2芒果超媒正式并表后, 互联网样本池的ROE迅速上升至3.2%创下2017年来的新高, 其后18Q4由于芒果超媒媒体电商业务快乐购等计提了老业务的损失, 18Q4录得0.1%的较低ROE, 19Q1-Q3渠道端保持了盈利能力, 季度ROE分别为2.7%、2.5%和1.5%。内容端影视公司的ROE剔除掉商誉减值影响在18Q4依然录得-8.6%的历史最低值, 只有19Q1-Q3分别录得0.3%、0.6%和1.0%, 略有回暖但依然远低于2016-18Q3期间平均2%左右的ROE水平。

图35: 13Q1到19Q3的互联网行业与影视制作行业季度ROE情况推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

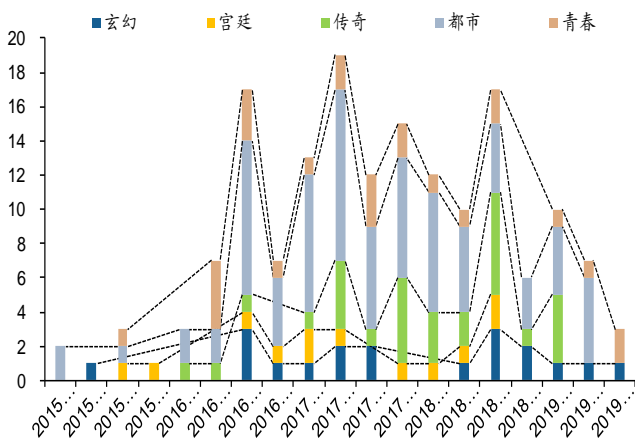
(二) 长视频行业：监管+短视频+广告疲软让 2019 年行业整体平淡

我们认为主要有三大方面因素造成了行业从渠道侧到内容侧的困境：政策监管趋严、短视频崛起分流用户注意力、广告预算收紧造成商业化艰难。

- 从监管脉络上，18Q3开始起有关部门对于影视行业的监管明显趋严。而产量的收缩会间接影响头部作品的产出效率，而题材、内容端的多项限制则更加明显地影响了长视频娱乐产品的竞争力。
- 短视频的强势崛起，直接对长视频流量造成了冲击。根据Quest Mobile的时长统计计算人均单日媒体形式消耗的时长数，发现长视频基本停留在20-25分钟左右，峰值出现在2019年7月的24.8分钟，而短视频则是一路上升，2018年7月约为24.9分钟/人/日，基本与长视频平台相当，但随后截至2019年10月单人日均消耗的短视频时长已经增长至37.1分钟。
- 今年整体宏观环境和广告环境偏弱。根据CTR的数据，全媒体广告投放刊例价变动从2018年7月开始正式转负，跌幅在2019年2月扩大至-18.3%，随后跌幅有缓慢爬升，截至2019年8月全媒体刊例价增幅约为-4.2%。

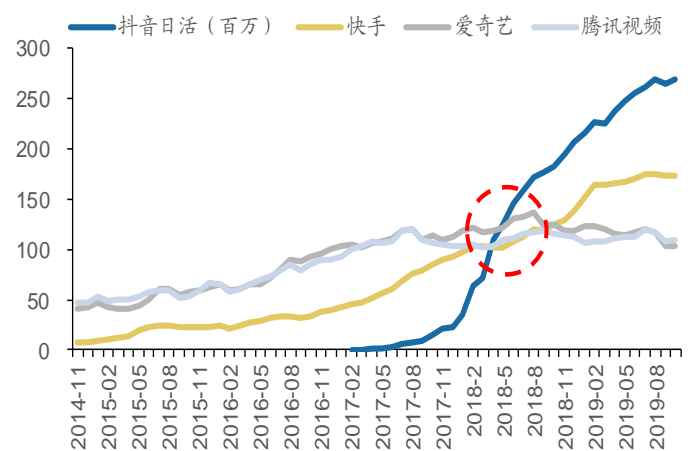
以上三个因素影响了渠道端的商业化变现能力，因此也进而影响到了内容制作公司从长视频网站处分得内容支出的能力，整体行业较为萧条。

图36: Top300点击量内容中各季度各题材电视剧数量推移 (单位: 部)



数据来源: 云合数据, 广发证券发展研究中心

图37: 短视频头部 App 的日活已经超过长视频平台的日活



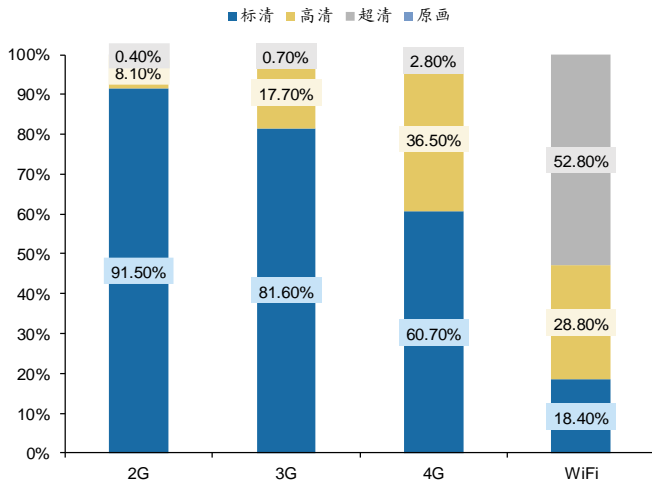
数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

(三) 展望未来: 5G 或带来超高清视频的变革, 2020 年制作公司有望迎来部分剧集减值的冲回

而我们认为, 考虑到明年5G网络即将开始建设, 网络带宽环境的改善也将给视频网站带来直接的影响。回顾3G转4G的前夕, 我们可以看到14Q2搜狐视频在不同网络条件下视频的观看清晰度有着巨大的差异。4G网络条件下有36.3%的人选择观看高清视频, 3G网络下只有17.7%。随着时间推移4G网络直接让手机视频进入了高清时代(850*480分辨率), 14Q2已经有75.7%的用户以观看高清视频为主。而目前超清视频(1280*720分辨率)也逐渐成为主流, 视频网站的会员套餐当中包含了享受原

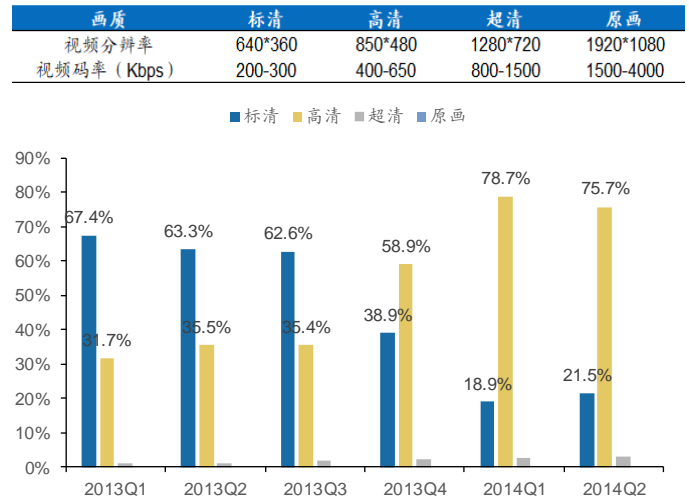
画（1920*1080分辨率）的权益。随着5G网络的成熟和5G设备渗透率的提升，我们判断未来超高清视频将逐步变成新的主流，视频网站或许会针对这一服务进行付费产品的再设计，有望持续提升用户的ARPU值。

图38：14Q2时搜狐视频不同网络下的视频清晰度套餐



数据来源：14Q3 移动视频洞察报告，广发证券发展研究中心

图39：3G到4G常用画质的提升速度远超预期



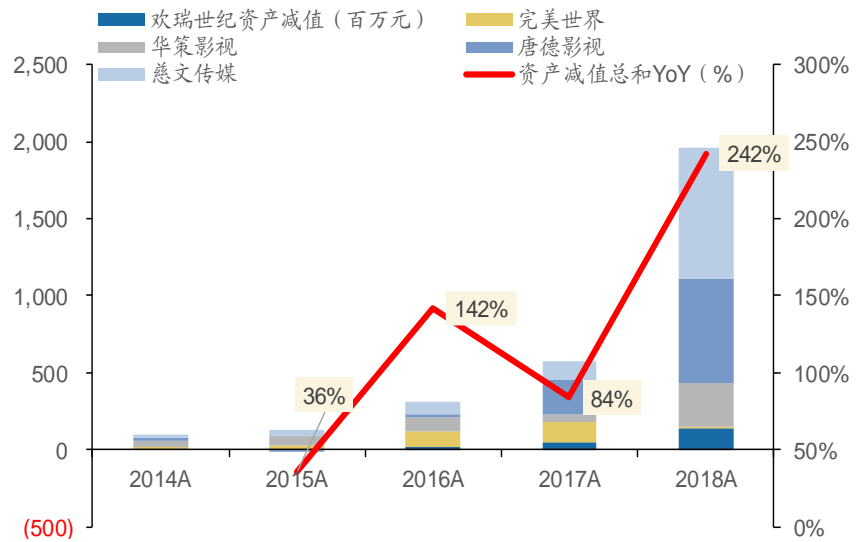
数据来源：14Q3 移动视频洞察报告，广发证券发展研究中心

虽然我们认为在长周期中，视频网站对于中上游的议价能力会逐步提升，纯内容制作公司或难以再次回到高增长轨道，但考虑到2018政策监管的极端情况，2019年放松之后或许对于部分优质内容制作公司而言仍有超跌反弹的机会。我们认为主要应紧盯三个财务指标：现金（和短期债务）、存货（和存货减值）、应收账款（和应收账款减值）。

- 现金和短期债务：二者之差反应了当前公司实际在账的现金情况，这决定了公司在行业复苏之时的开机能力和逆势扩张并入团队的能力。
- 存货和存货减值：由于部分题材禁播，因此上市公司有部分剧集已经拍摄完毕计入库存商品（或完成拍摄影视剧）但仍未能出售，或许已经计提了一轮存货减值。在政策回暖之际，行业或许并没有那么多可以上线的新内容，因此优质上市公司的剧集或将重新得以出售，冲回部分减值。
- 应收账款和应收账款减值：逻辑类似存货。部分影视剧公司的剧集已经交付母带，但由于政策原因持续排播，因此计入了营业收入但未能回收现金流，政策趋缓之后如能延期播出，则视频网站和电视台将履约回款，此时按照年限计提的坏账有可能冲回，充实上市公司的经营性现金流。

从当前的5大影视公司减值情况来看，2018年同比增长了242%至19.6亿元，此前2015-2017年的增速分别为36%、142%和84%。2018年主要系慈文传媒计提了赞成科技8.71亿元的商誉减值和唐德影视计提了5.8亿元的应收账款坏账减值。另外华策影视也计提了超过2.8亿元的资产减值。正如我们前文中提到的，我们认为2019年年报各大影视剧公司或仍将有一轮应收账款、存货减值计提的高峰期，但考虑到2019年11月开始古装剧陆续排播，2020年整体监管趋势回暖，部分优质剧集的重新排播上映或将带来利润冲回的投资机会。从弹性的角度来看，中小型影视剧公司或大于龙头公司在减值冲回上的弹性。

图40: 5大影视公司历年资产减值计提推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

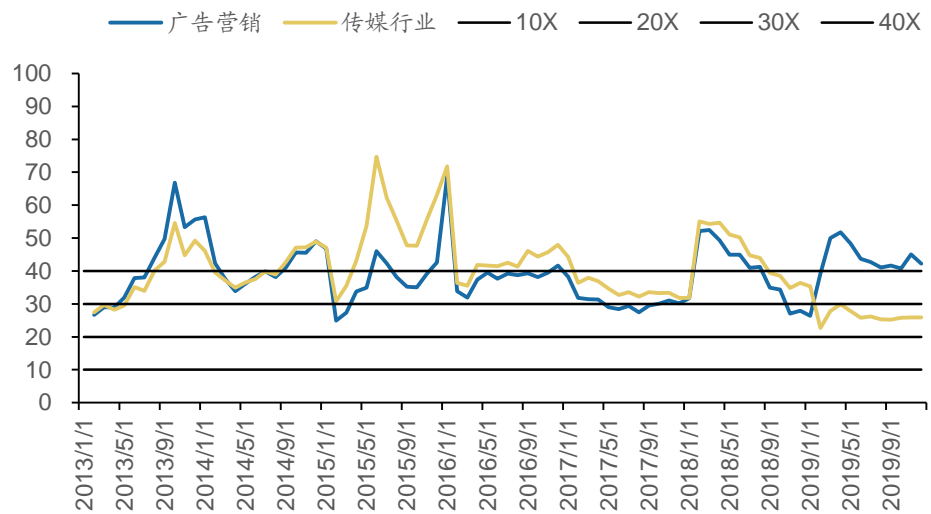
风险提示: 监管力度超预期的风险, 影视公司无法冲回计提利润的风险, 渠道端更加依赖自制的风险, 视频网站提价失败的风险。

四、营销：媒介更迭将持续进行，回归广告主本质需求

（一）板块行情：PB 已跌至 2013 年以来最低水平，静待业绩回暖

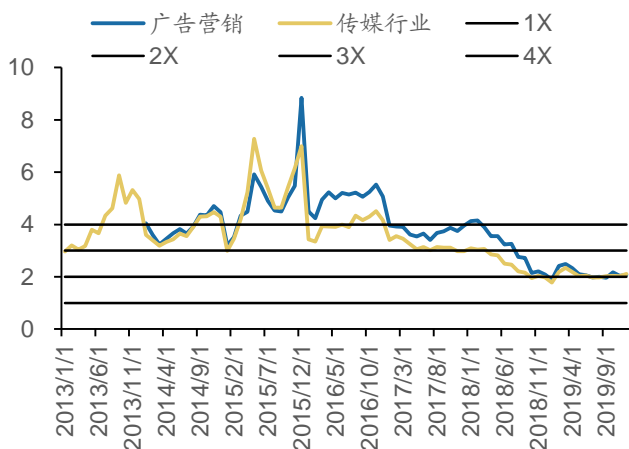
回顾广告营销行业PE-Band以及PB-band，以Wind一致预期为基数计算，当前广告营销行业PE估值在40X左右（PE forward口径，下同）。以PE=PB/ROE拆解分别看板块PB历史推移以及ROE水平。回顾2013年以来板块PB：（1）2013-2015年，板块PB在3X到6X之间波动，（2）2015年，分众传媒借壳上市推动板块整体市值大幅抬升；（3）2016-2018，分众传媒股价波动带动板块估值震荡；（4）2018年以来随着板块整体盈利能力下滑，PB估值从4X下滑至2X左右的历史低位。

图41：广告营销行业PE-Band（PE forward口径）



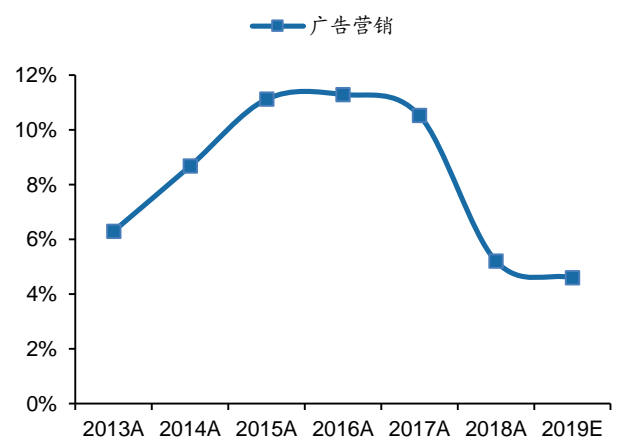
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42：广告营销行业PB-Band（PB forward口径）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图43：广告营销行业ROE

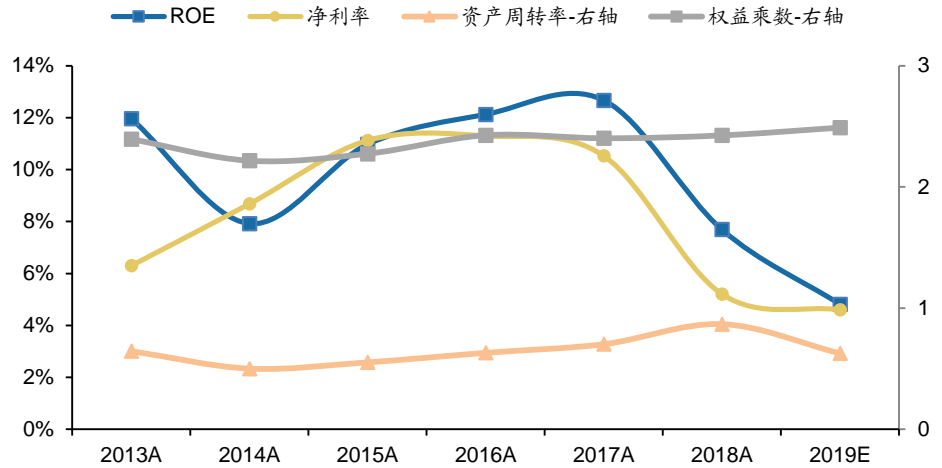


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

对ROE进一步拆解来看，板块资产周转率以及权益乘数相对稳定，ROE的波动主

要是因为净利率波动所引起的。2018年下半年以来，宏观经济下行，广告营销行业整体盈利能力下滑明显，2019年业绩继续承压。我们假定板块未来资产周转率以及权益乘数能保持稳定，ROE的抬升直接驱动来自净利率的提升。净利率=毛利率-期间费用率-其他费率，从营销板块期间费用率以及其他费率波动来看，近几年波动较小，毛利率下滑是2018年以来营销板块净利率下滑的最主要原因。

图44：广告营销行业ROE拆解

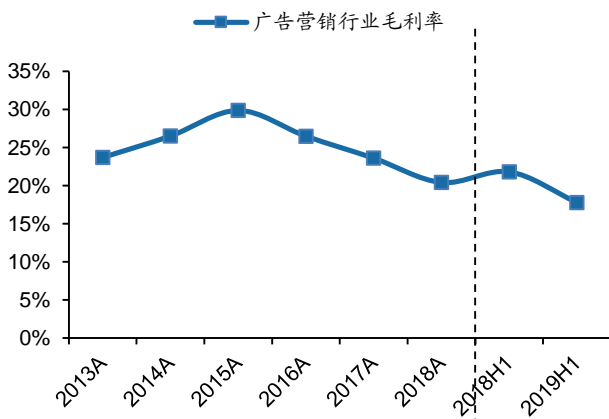


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(注：归母净利以剔除商誉减值影响计算)

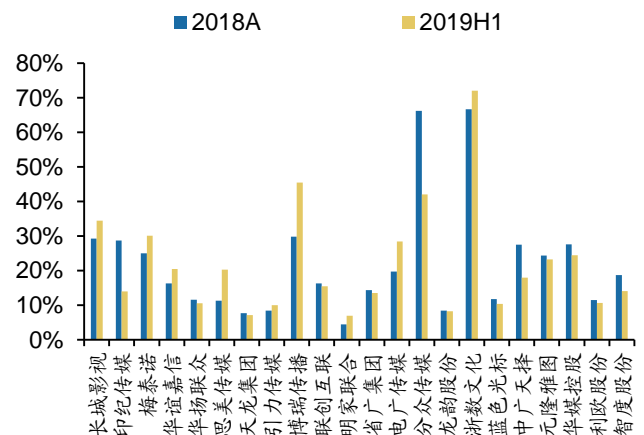
行业整体毛利率进入2018年以来持续下滑，盈利体量最大的分众传媒毛利率大幅下滑是板块整体毛利率下滑的最主要原因。分众传媒2018年下半年以来受宏观经济不景气影响收入端增长缩窄，2019年以来各季度呈现营收同比下滑；成本端自2018年下半年开始快速扩张带来点位租金成本以及设备折旧摊销成本的抬升。分众传媒毛利率受营收下滑以及成本提升的挤压下滑明显。未来板块毛利率波动受分众传媒毛利率波动影响较大，而板块毛利率的提升能直接带动板块ROE的回升。

图45：广告营销行业毛利率水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图46：广告营销行业各公司毛利率水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

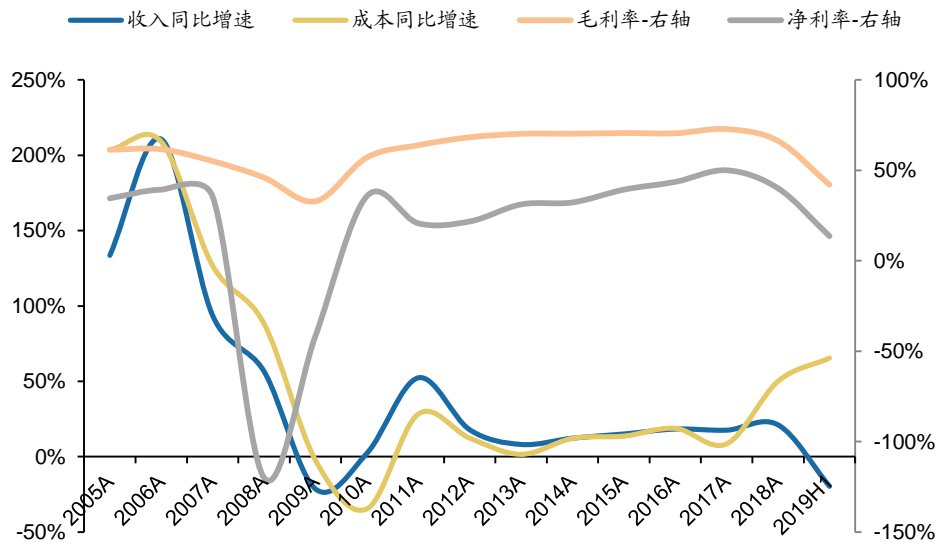
从分众传媒未来的发展来看，成本构成主要包括点位租金成本、人工成本以及设备折旧摊销等，人工成本相对稳定，点位租金成本及设备折旧摊销与公司点位扩张节奏直接相关，在广告主需求疲软、行业竞争格局相对稳定的情况下，预计分众传媒短期不会大规模扩张，预计分众传媒成本短期不会再大幅提升。同时在优化部分利用率不够高的点位之后整体点位租金成本略有下降空间。

营收端回暖是未来毛利率提升的关键。从客户结构来看，我们认为未来分众传媒营收端的弹性来自：（1）融资环境回暖带来的互联网类广告主投放恢复（当前水平是互联网广告主投放创收的底部），我们预计下一次回暖可能是在5G真正商用；

（2）快消类广告主持持续拓展，我们认为这个过程是持续推进的，分众通过调整销售团队，不断扩张快消类广告主，这一块的影响会持续体现在分众的营收上；

（3）乘用车销量回暖，汽车类广告主投放增加；（4）其他品牌广告主的拓展，包括部分电商起家的品牌等。从分众传媒2019/10/31发布的公告来看，2019年第三季度单季度总客户数超过4200个，同比增长约30%；单季度快消品的营收占比也提升至35%，快消品贡献的营收同比增速近20%。从供给端来看体现分众销售团队积极调整，更多的去接触互联网新经济企业以外的品牌商；从需求端来看，越来越多消费品广告主开始切分预算到楼宇媒体，波司登、妙可蓝多以及洽洽瓜子等成功的快消品投放案例将持续激发消费品公司的投放需求。

图47：分众传媒营收同比增速、成本同比增速以及毛利率、净利率变迁



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

快消品投放带来的增量将驱动分众传媒的营收回暖，从而驱动分众传媒的毛利率回升。我们认为当前分众传媒的毛利率水平将是底部，未来将持续回升，并有较大提升空间。对于板块来说，广告营销板块ROE有较大提升空间，当前点位将是阶段性历史低点。

(二) 行业：媒介端看，更迭持续进行；需求端看，快消品投放可持续挖掘

从广告营销行业的供给端（媒介平台）的营收变化来看，进入2019年以来不同媒介平台的广告收入变动情况分化明显，媒介更迭持续进行。同为视频网站，腾讯视频及爱奇艺因为宏观经济不景气叠加监管问题内容延迟上线整体视频广告收入同比下滑明显，而哔哩哔哩19Q3广告收入同比大增80%。以搜索广告为主的百度整体广告收入依旧较疲软，而搜狗搜索广告收入同比增速好于行业水平，Q3搜索广告相关营收同比增长13%，Q4给予正增长指引。新浪以及搜狐（不包括搜狗搜索广告收入，仅包含品牌广告）门户平台品牌广告收入下滑明显，搜狐品牌广告收入Q4预计同比降幅将进一步扩大。反观电商平台，阿里巴巴以及拼多多在Q3均保持高于行业平均的增速，阿里巴巴Q3广告相关收入同比增长25%，拼多多同比增长216%。

互联网平台之外，分众传媒楼宇广告以及影院广告Q3营收压力仍大，整体营收同比下滑15%，环比略有增长，Q4预计收入端仍有一定压力。蓝色光标受益于广告主出海需求强劲，出海投放业务驱动Q3整体营收同比大幅增长28%。综合看各平台给到的Q4业绩指引，我们认为广告营销行业整体仍未有明显回暖迹象，但广告主预算在各平台之间迁移将带来行业结构性机会。

表1：各主要互联网公司广告业务营收情况

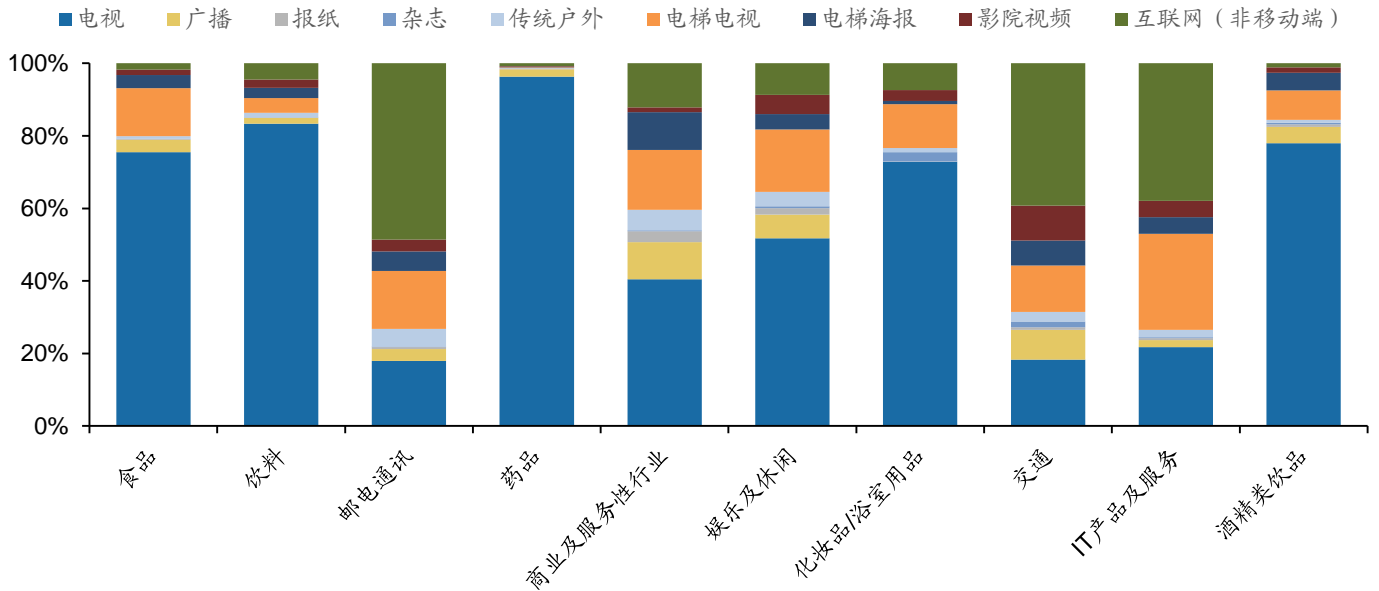
类型	企业	主要广告类型	广告收入同比增速					2019Q4 整体业绩指引
			18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	
互联网广告	腾讯	社交+视频	47%	38%	25%	16%	13%	Q4 整体营收同比变动幅度-2%~4%
	微博	社交	48%	25%	13%	0%	1%	
	爱奇艺	视频	-4%	9%	0%	-16%	-14%	Q4 整体营收同比变动幅度 67.1~71.4%
	哔哩哔哩	视频	179%	302%	61%	75%	80%	
	百度	搜索	12%	4%	3%	-9%	-9%	Q4 整体营收变动幅度-1%~6%
	搜狗	搜索	13%	12%	6%	2%	13%	
	网易	门户	2%	3%	-5%	-8%	-	Q4 品牌广告营收同比变动幅度-30%~-21%
	新浪	门户	33%	14%	6%	-5%	-5%	
	搜狐（不包括搜狗）	门户	-24%	-20%	-24%	-29%	-19%	
		阿里巴巴	电商	25%	28%	31%	27%	25%
生活圈广告	分众传媒	楼宇广告	22%	12%	-12%	-25%	-15%	Q4 归母净利润同比变动幅度-74.7%~-54.2%
整合营销	蓝色光标	整合营销	61%	28%	11%	7%	28%	

数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心（注：财年为自然财年，表中 19Q1 对应公司自然年度 2019/1/1~2019/3/31 业绩）

回归广告主本质需求，品牌曝光以及高ROI是选择投放渠道最直接的诉求，快消品在梯媒上的投放潜力可持续挖掘。不同广告主在产品不同阶段渠道选择的策略也有

差异，例如药品类广告主，需要具有公信力的平台做背书，整体广告投放预算就会大比例放在电视广播等传统渠道；而邮电通讯以及IT产品及服务，需要大规模的覆盖线上流量，自然在线上渠道投放的占比就会相对大。

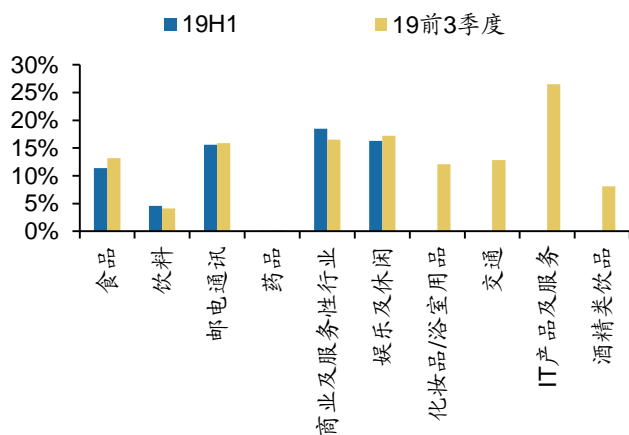
图 48: 2019 年前三季度各类型广告主在不同渠道的投放占比（不包含互联网移动端）



资料来源: CTR, 广发证券发展研究中心

从楼宇广告来看，目前IT产品及服务、商业及服务性行业、以及娱乐休闲类广告主分配的预算相对较多，主要是因为以上广告主以往更需要借助分众传媒的“引爆”功能；而食品饮料类及化妆品类企业预算分配仍小，如果考虑互联网移动端的投放，实际在楼宇媒介上分配的预算占比比图中列示数据更小。

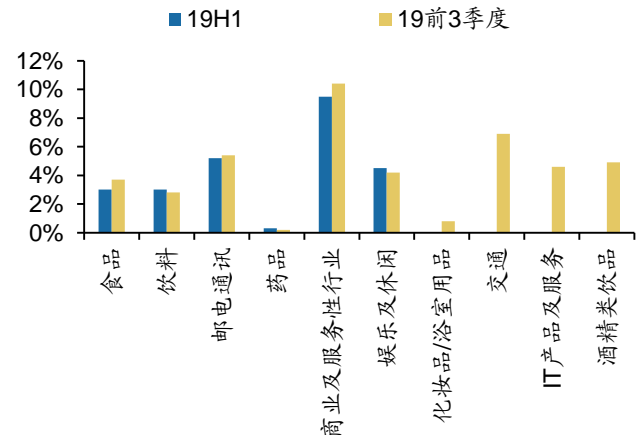
图 49: 各类型广告主在电梯电视中的投放占比



数据来源: CTR, 广发证券发展研究中心

(注: 刊例花费口径, 整体不包括互联网移动端)

图 50: 各类型广告主在电梯海报中的投放占比



数据来源: CTR, 广发证券发展研究中心

(注: 刊例花费口径, 整体不包括互联网移动端)

从分众传媒的广告主情况来看，快消品广告主数量在增加，同时部分快消品广告主的投放金额也在持续增加，妙可蓝多今年以来多个月份投放金额（刊例花费口径）排行业第一。西贝、洽洽、卡姿兰、波司登等快消类广告主也多次在电梯电视各月度投放花费的TOP10。从波司登的投放可以看到，当前处于品牌转型阶段，通过分众渠道能够将新的品牌形象迅速传递给目标受众。同样类似妙可蓝多以及洽洽等休闲食品类广告主，能够借助分众渠道宣传新品打造爆品，并且能够将产品信息通过全国覆盖的梯媒传达给各地经销商。结合这些快消品的投放案例，分众传媒在快消品市场仍能持续挖掘，刊挂率提升有较强支撑。

表2: 电梯电视各月度投放TOP10品牌

序号	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10
1	瓜子二手车直卖	饿了么	铂爵旅拍	铂爵旅拍	妙可蓝多	妙可蓝多	瑞幸	神州租车	妙可蓝多	闪送	新氧	瓜子二手车直卖
2	肯德基	步步高	良品铺子	良品铺子	BOSS直聘	唱吧	铂爵旅拍	铂爵旅拍	赛麟	新氧	妙可蓝多	西贝
3	京东商城	郎	天猫	瓜子二手车直卖	铂爵旅拍	佳贝艾特	妙可蓝多	宝沃	铂爵旅拍	妙可蓝多	铂爵旅拍	铂爵旅拍
4	郎	瓜子二手车直卖	郎	BOSS直聘	宝沃	婚礼纪	唱吧	京东商城	神州租车	58同城	58同城	天猫
5	弹个车	波司登	肯德基	弹个车	瓜子二手车直卖	卡姿兰	飞鹤	搜狐	58同城	洽洽	西贝	易车
6	波司登	掌门1对1	京东商城	妙可蓝多	天猫	妙优车	宝沃	瑞幸	瑞幸	土巴兔	好慷在家	洽洽
7	拼多多	华为	金六福	还呗	安居客	上汽大众	弹个车	天猫	肯德基	赛麟	步步高	新氧
8	瑞幸	瑞幸	搜狐	步步高	妙优车	腾讯	农夫山泉	肯德基	未来机械 城电影宣传片	肯德基	良品铺子	剑南春
9	天猫	OYO	必胜客	天猫	车置宝	大搜车	肯德基	蒙牛	步步高	步步高	洽洽	海豚家
10	饿了么	拼多多	弹个车	车置宝	长隆	京东商城	伊利	卡姿兰	小米有品	苏宁易购	土巴兔	波司登

数据来源：CTR，广发证券发展研究中心

风险提示：宏观经济不景气影响广告主投放需求；线上媒体持续切割线下广告平台的份额；楼宇广告行业竞争激烈。

五、院线：单屏拐点驱动盈利回升，ROE有望改善

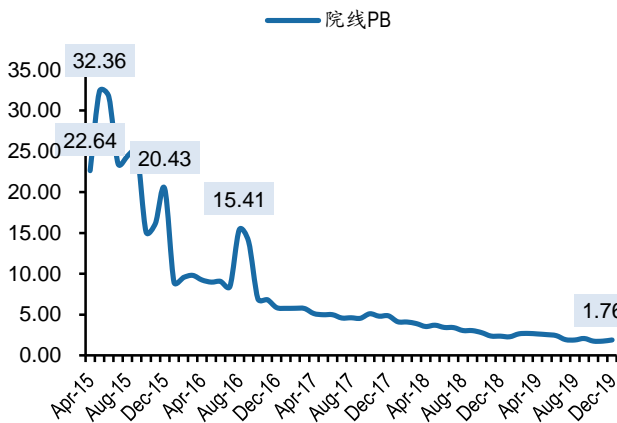
（一）院线板块 PB-ROE 变化趋势回顾

回顾：院线公司资产证券化的时间主要集中于2015~2017年：万达电影在2015年1月上市，耀莱影城2015年9月完成资产重组，成为2015年1月~2016年8月国内院线板块的成分股；2016年8月后，上海电影、幸福蓝海和中国电影完成IPO，板块标的得到扩容；2017年10月，横店影视、金逸影视相继登陆证券市场。

2015年全国票房市场实现440亿销售额，同比增长49%，增速同比提升13pct。万达电影也在2015年实现营收同增49.85%，归母净利润同增48%，资本对电影市场成长预期抬升，PB估值一度从22.64x提升至32.36x的峰值。

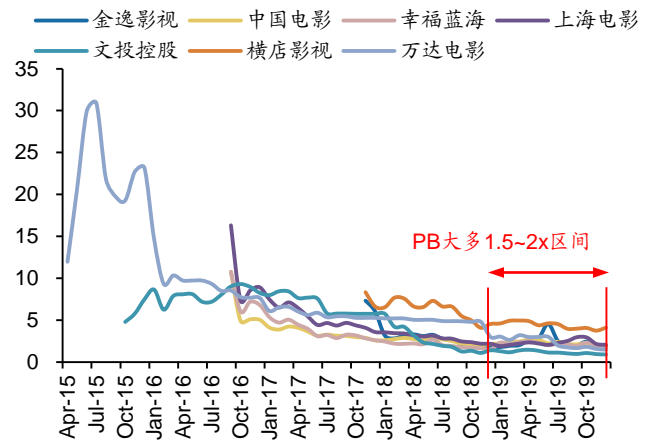
随着16~18年票房增速回落，竞争加剧，院线ROE从20%~25%快速下滑至5.44%，板块PB也随之从2016年峰值的15.41回落至2019年11月的1.76x，达到历史最底部。

图1：院线板块PB估值趋势



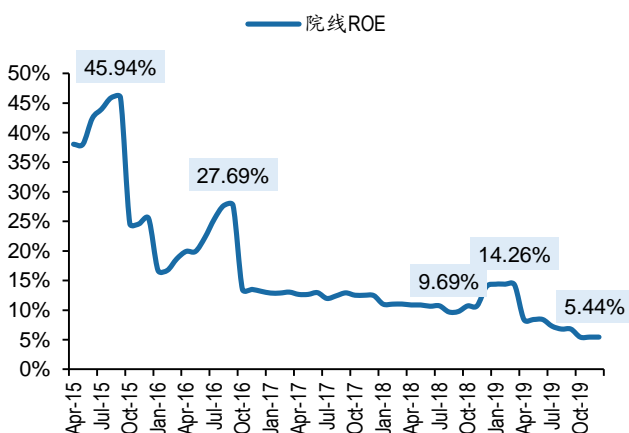
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：院线上市公司PB估值走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

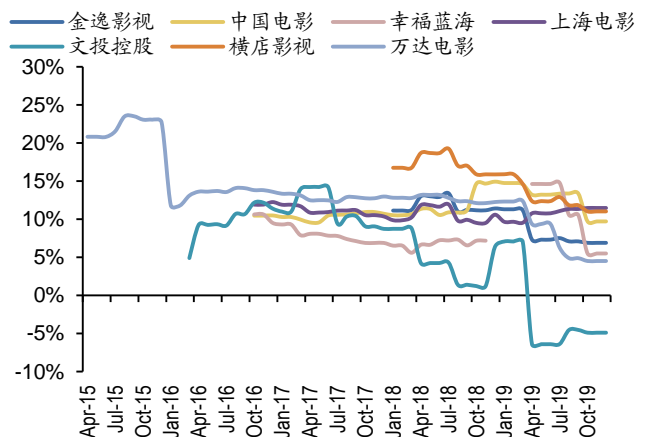
图3：院线板块ROE-TTM趋势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：ROE-TTM = 归母净利润-TTM扣除商誉减值/平均净资产

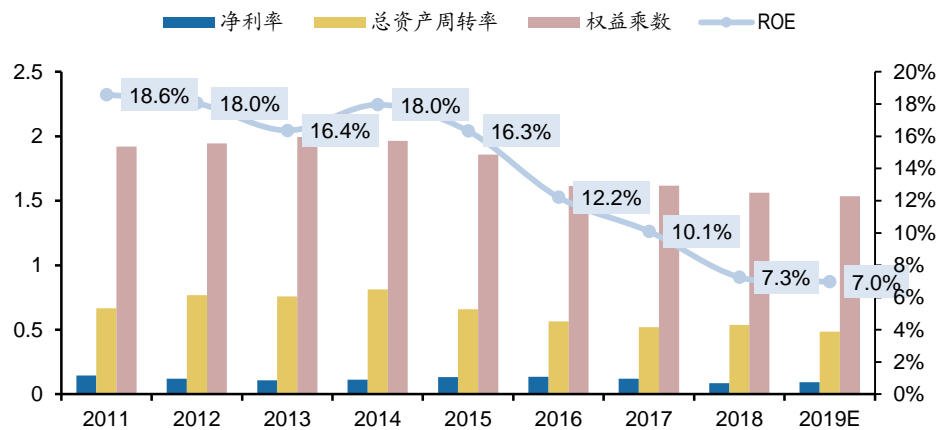
图4：院线板块上市公司ROE-TTM走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从上图可以看出ROE和PB历史走势高度一致，ROE为PB估值的核心驱动力。从杜邦拆解来看，2015年院线板块归母净利率为13.34%，总资产周转率为0.66，权益乘数为1.86x，而至2018年底，归母净利率同比减少4.7pct至8.64%，资产周转率减少0.12至0.66，权益乘数减少0.29至1.56，三因子都有不同程度下滑，从对ROE影响幅度来看，总资产周转率和净利率占据主影响地位。我们按照WIND一致预期得到院线板块的盈利预测算得，2019年板块的归母净利率预计实现0.59pct小幅回升（主要由于Q4票房增速较快以及万达电影并表影响），但资产周转率仍有0.75pct的回落，最终ROE微幅下降0.29pct，已有企稳迹象。

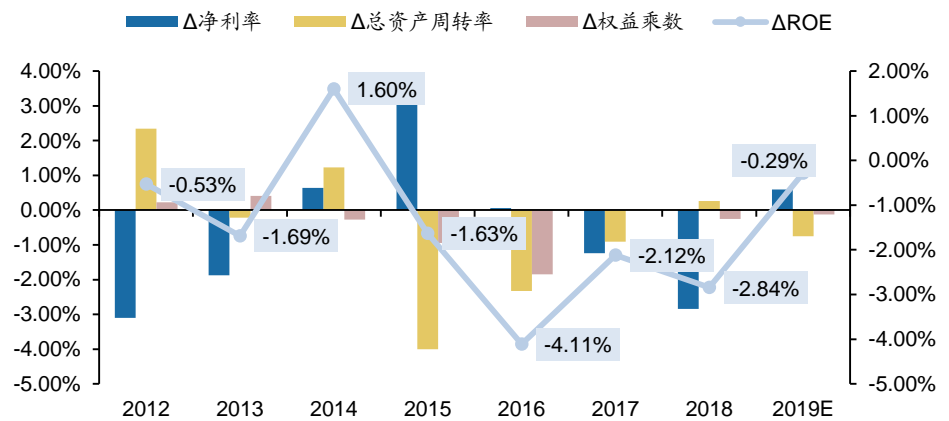
图5：院线板块ROE三因子拆解（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：归母净利润剔除商誉减值影响，预计净利润为Wind一致预期

图6：院线板块杜邦三因子变动贡献（左轴杜邦三因子变化，右轴ROE变化）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

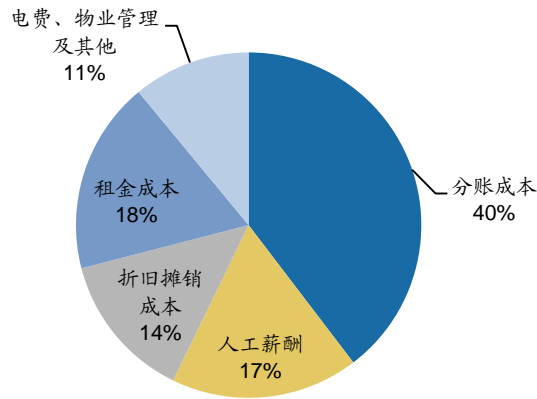
注：归母净利润剔除商誉减值影响，预计净利润为Wind一致预期

（二）单银幕产出下降是导致院线资产ROE下滑的主要因素

我们认为渠道扩张速度快于营收增长速度是导致院线板块过去4年ROE持续下滑的核心原因。渠道快速扩张（影院点位增加）→CAPEX支出快速增加→固定资产增长，如果收入增速无法跟上资产增长速度，会表现为固定资产周转率下降。

净利率下降包括内生和外生两方面因素，1) 内生因素：新影院成本构成包括可变成本和固定成本，固定成本随着CAPEX支出按照期限折旧摊销计入营业成本中，而新影院需要1~2年的培育期。2) 外生因素：由于影院竞争加剧，新影院对存量影院有分流效应，导致存量影院的盈利能力下滑。综上所述，对于院线资产，单银幕产出下降是导致总资产周转率、净利率下降的主要因素。

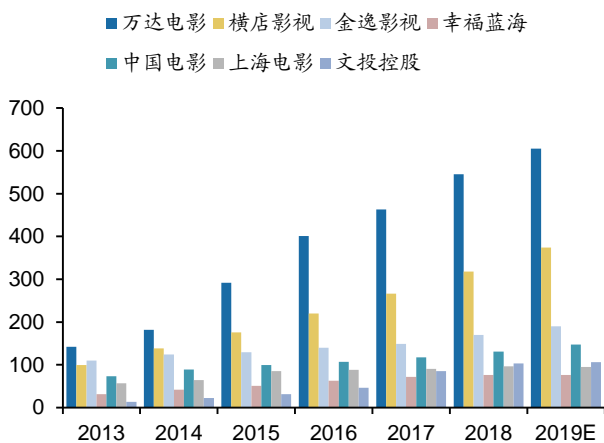
图7：院线放映业务的营业成本构成（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

上市院线的渠道增速已有明显收缩趋势。院线板块2015~2017年购建固定资产的现金流支出保持较快增长，达到39.22亿元，2018年增速略有回落，但绝对仍然保持在30亿以上的水平。2019年各家上市公司在年初纷纷下调了全年新建计划，除横店院线外，大部分院线公司最后完成数量与年初计划仍有不小差距，2019年前三季度院线板块CAPEX支出为20.9亿元，同比下滑27.22%。

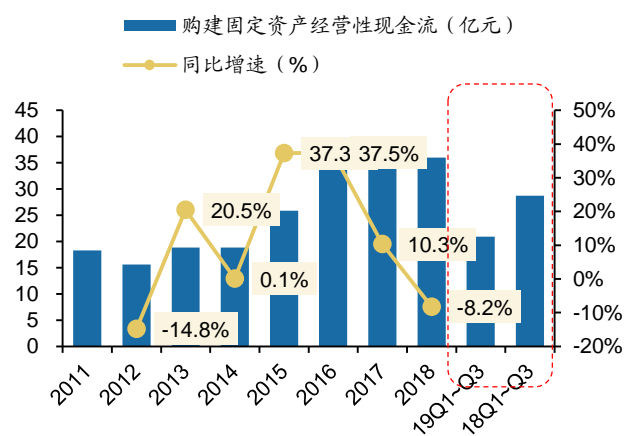
图8：院线上市公司资产联结型影院数量（家）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：万达电影资产联结型影院仅包含国内

图9：院线上市公司CAPEX支出（亿元）和增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

单银幕产出对归母利润率影响的传递机制：单银幕产出→放映毛利率→总体毛利率→营业利润率→归母净利率。通过营业利润率的分拆可以发现，单银幕产出对营业利润率的影响通过放映业务毛利率传导实现。从定义式计算推导可得：

注: α = 非票比率 = 非票业务收入/放映业务收入; β = 可变成本/放映收入

院线营业利润率 = 营业利润/营业收入

= (营业收入 - 营业成本 - 期间费用 - 各项减值) / 营业收入

= 毛利率 - 期间费用率 - 资产减值损失率

院线毛利率 = 1 - 营业成本/营业收入

= 1 - (放映业务成本 + 非票业务成本) / (放映业务收入 + 非票业务收入)

= 放映业务毛利率 / (1 + α) + (α × 非票业务毛利率) / (1 + α)

放映业务毛利率 = 1 - 放映业务成本/放映业务收入

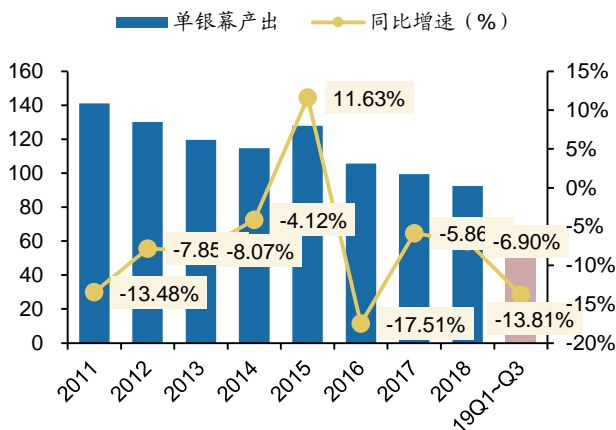
= 1 - (人力成本 + 折旧摊销成本 + (租金成本 + 片租成本 + 水电成本)) / 放映业务收入

= 1 - (人力成本 + 折旧摊销成本) / 放映业务收入 - β

= 1 - (单影院人力成本 + 单影院折旧摊销成本) / 单银幕产出 - β

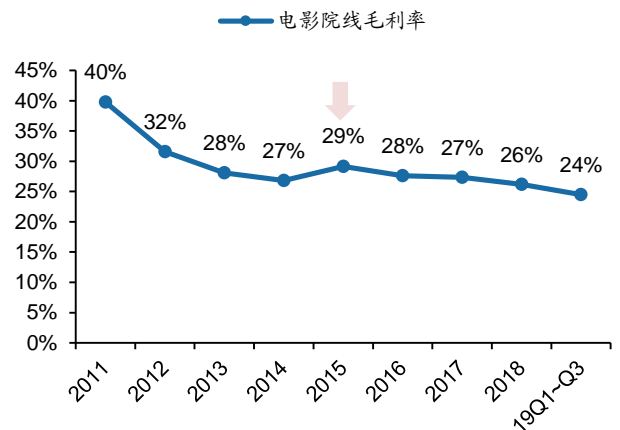
2011年以来,国内单银幕产出从141.23万元/块开始回落,2014年达到114.72万元/块,累计下滑幅度达到18.77%,导致影院毛利率从40%下降至29%。2015年在优质电影内容爆发推动下,票房增速偶发性高于银幕增速,单银幕产出同比增长11.63%,毛利率同比改善2pct至29%,随后跟随单银幕产出同步回落,截至2019年前三季度,院线总体毛利率为24%。根据两者的历史变动关系,我们初步估算得到院线总体毛利率的单银幕产出弹性为0.8,即单银幕产出同比增长1%,毛利率同比增长0.8%。

图10: 国内单银幕产出走势 (万元/块)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 院线上市公司影院业务毛利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 幸福蓝海毛利率统计口径与其他公司有较大差异, 计算板块毛利率时予以剔除。

此外, 根据前面的单银幕产出对盈利能力影响的推导公式, 还可以得到两个结论:

结论1: 在其他条件不变的情况下, 非票业务占放映业务收入的比重会影响放映业务毛利率对整体毛利率的弹性; 非票占比越低 (α 越小), 放映业务毛利率对总毛利率的影响越大。

结论2: 放映毛利率受影院单影院的固定成本和单银幕产出的比例影响, 单银幕产

出越高，放映业务毛利率越大，而固定成本的比例主要与投建影院的区位和折旧摊销的会计政策相关。

我们统计得到国内上市院线的院线相关业务核心经营参数指标如下表所示，得到在单银幕产出改善后拥有与更高业绩弹性的院线个股特征总结：

- 1) 纯粹的院线业务，中国电影、幸福蓝海的业务结构中院线业务占比相对其他院线公司较低，院线基本盘改善对整体业绩贡献弹性小。
- 2) 非票占比低，单银幕产出传导至总体毛利率的弹性更高，同时非票业务随着景气度回升仍有提升空间，将进一步带来弹性。
- 3) 前期新建影院数量较多，且采用相对激进的折旧摊销政策，即使单银幕产出不增长，随着成本回落，放映毛利率也将得到同比改善。
- 4) 低线城市占比较高，我们认为在国产内容复苏下，低线城市票房增速将再次领涨票房；同时，低线城市的渠道增速慢于高线城市，在低线城市占比高的院线公司单银幕产出增速将高于平均水平。
- 5) 单银幕产出带来的业绩弹性顺序依次为：横店影视 > 金逸影视 > 万达电影 > 其他院线公司。

表1：上市影院的核心经营指标（注：统计时间2019年12月8日）

2019年上市院线情况	万达电影	上海电影	金逸影视	横店影视	中国电影	幸福蓝海
I、影院产能相关参数						
影院数量（家）	563	60	172	340	136	77
银幕数量（块）	5054	438	1177	2124	1027	559
3-5线占比（%）	49.71%	16.31%	29.67%	70.34%	43.59%	43.83%
II、放映业务相关参数						
单厅员工数量（厅/人）	3.5	3.8	3.5	3	3.6	3.5
单厅人均薪酬（万元）	8	8.2	6.1	5.5	7.5	5.3
单影院薪酬开支（万元）	28.00	31.16	21.35	16.53	27.00	18.59
单影院折旧摊销成本（万元）	24.5	25.68	15.23	12.69	22.83	22.18
可变成本/放映收入（%）	72.0%	72.0%	71.0%	72.0%	68.0%	75.0%
III、非票业务相关参数						
非票收入/放映收入（%）	55.1%	23.76%	26.52%	35.0%	25.0%	26.51%
非票业务毛利率（%）	75.00%	74.47%	80.44%	89.19%	82%	71.03%

数据来源：各院线上市公司招股书、季报、年报，广发证券研究与发展中心

（三）院线板块即将迎来供给侧驱动的单银幕产出拐点

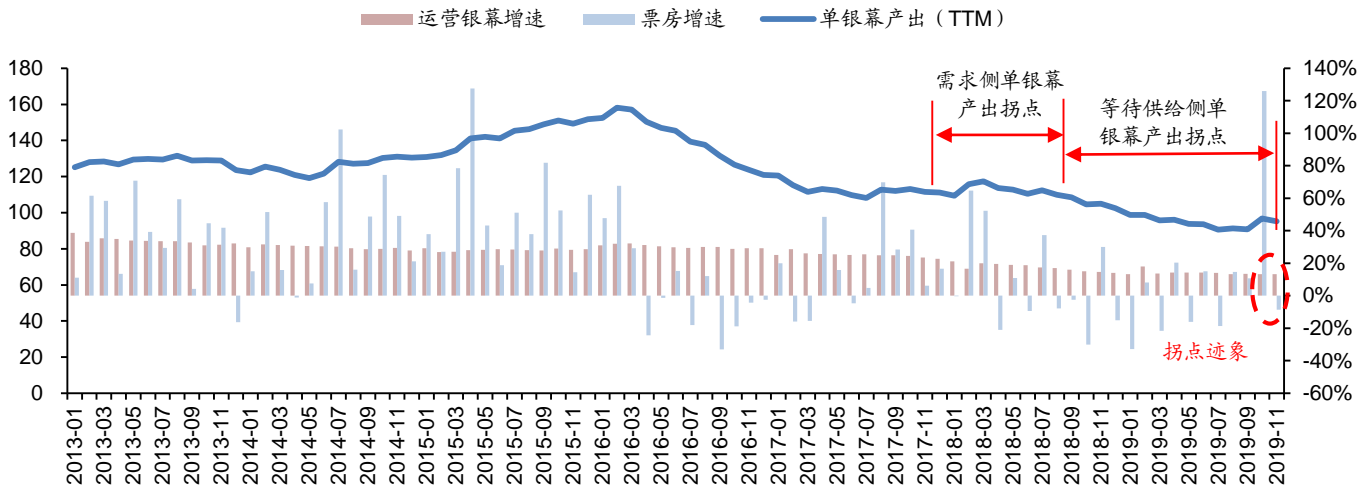
单银幕产出回暖是院线板块ROE改善的主要原因。根据计算公式，**单银幕产出增速 = 总票房增速 - 净银幕增速 = 总票房增速 - 新建银幕增速 + 累计关停率**。

19Q4季度性拐点已现，年度口径拐点尚未出现。2019年10~11月实现不含服务费票房107.93亿元，同比增长56.94%，预计12月份在多部进口大片和优质国产内容驱动下产出45~50亿票房，19Q4整体票房同比增长40%以上，Q4的运营银幕增速在12%~13%，单银幕产出预计同比改善超过20%。根据我们对院线数据的跟踪，预计截至2019年12月31日的全年票房增速预计为5~6%，新建银幕增速为15%，累计关

停率为5%，全年银幕净增长为10%，年度性单银幕产出拐点仍未出现。

高频数据能更快速把握边际变化，根据艺恩数据算得月频单银幕产出-TTM数据，截至2019年11月30日，全国运营银幕数为6.47万块，同增13.28%，单银幕产出(TTM)为95.26万元/块，已重新回到2019年3月份的水平。

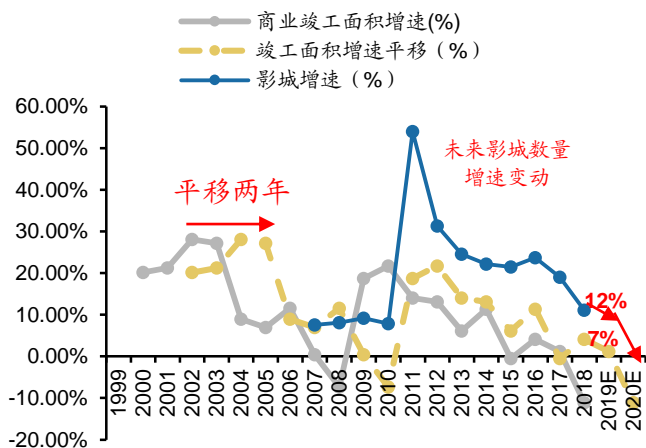
图51：2013年1月~2019年11月单银幕产出（万元/块）和同比增速（%）



数据来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

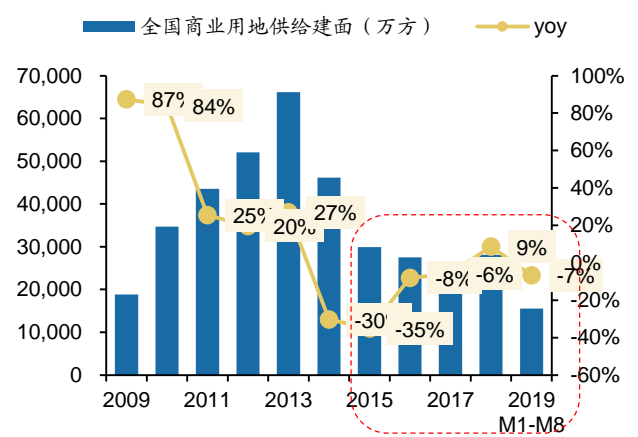
我们认为从票房和渠道扩张两个方面来判断明年开始出现单银幕产出拐点。由于商业地产竣工面积持续下滑，银幕供给侧收缩具有持续性，商业用地供给面积作为更为前瞻的指标，从“土地供应—成交—开发施工—竣工”需要2~3年时间，“竣工—装修—试运营”又需要1~2年时间，从2015~2017年开始全国商业用地供给建面出现断崖式下滑，该影响将在2019~2022年逐渐体现。初步拟合得到明年的影院新建增速预计为7%，纯银幕新建增速为9%，关停率预计为3%，预计全年票房增速高于6%即可出现单银幕产出拐点。2019年前三季度票房增速均处于低基数状态，同比负增长2.7%，低基数状态叠加国产内容恢复供应提升银幕产能利用率，预计票房增速有望实现10~15%，出现年度性单银幕产出拐点。

图12：商业竣工面积和影院增速走势（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：商业用地供应面积（万方）和增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

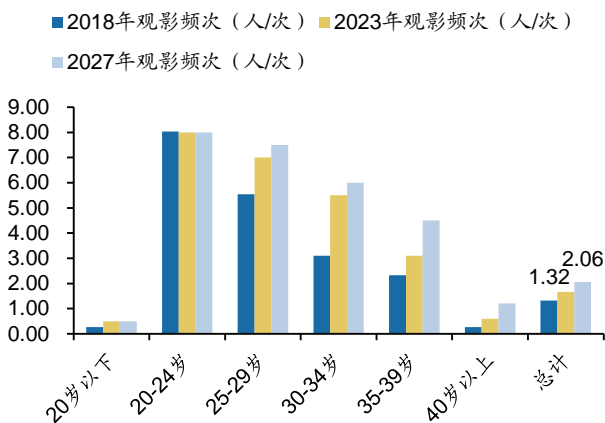
长期需求处于温和增长，银幕增速将进入低个位数增长时代。国内院线制改革本世纪初开始，主要影响了80后到00后三代人，根据猫眼专业版数据统计，20~40岁（人

口比例的30%)的人群占全国总观影群体比例的80%，具体来看20~24岁人群年观影频次达到8次，25~29岁人群年观影频次为5次，远高于其他年龄群体。

我们认为随着这批已培养了良好观影习惯的人群向高年龄层次迁移，同时新生代人群受父母观影习惯而增加去电影院的频次，整体人群观影习惯会增强。动画、科幻、现代、故事等多类型和题材内容逐渐丰富也有助于优化观影人群的年龄结构。对比来看，美国影院发展近百年，其全年龄段的观影频次相对均匀3~4次。

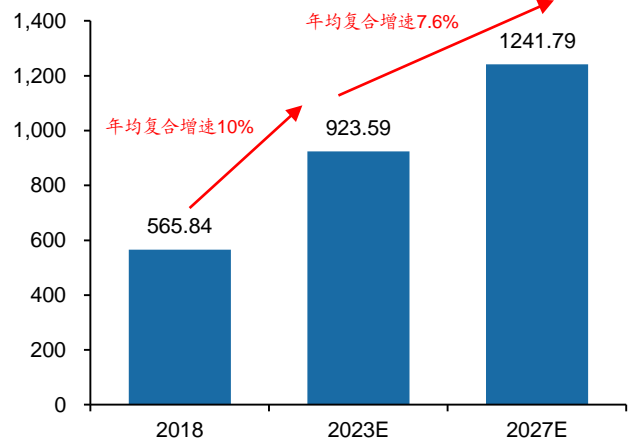
根据国家统计局和猫眼专业版的数据推算得到，假设观影频次在下一个年龄阶段得到保留，票价按照年化2%增长，按照年龄迭代推算得到2018~2023年票房年复合增速为10%，2023~2027年票房年复合增速为7.6%。

图14: 国内观影人群不同年龄段观影频次



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

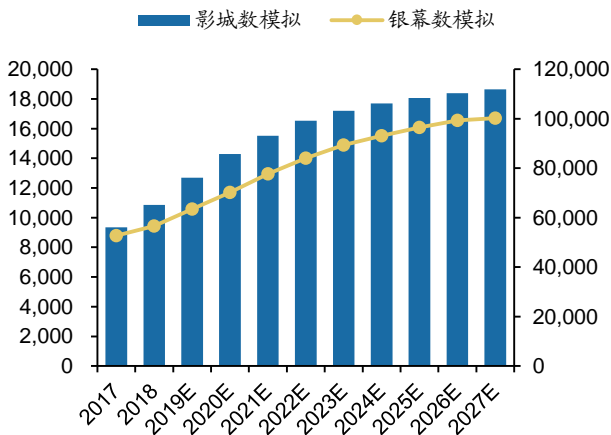
图15: 国内长期票房增长空间(亿元)和复合增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

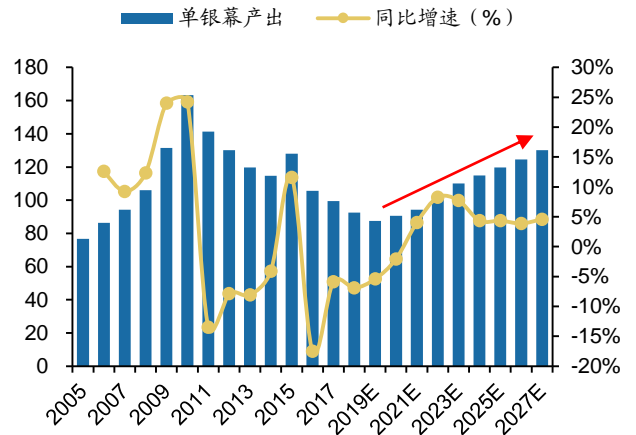
根据2018年全国各地区的常住人口数和银幕数汇总统计得到全国总体的银幕保有密度为2.28万人/块，1~5线城市的银幕保有密度为1.11万人/块、1.39万人/块，2.32万人/块，3.44万人/块和3.96万人每块。逐层对标测算长期空间，假设未来10年，各线城市向上1级对标，3线对标2线，2线对标1线，1线对标美国。我们模拟得到长期影院和银幕走势如下图所示。预计2027年，全国银幕数量达到10万块，复合增速为5%。结合票房长期增速和单银幕产出模拟测算得到单银幕产出将实现持续温和改善。

图16: 国内长期影院和银幕增长走势 (家/块)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 国内院线单银幕产出模拟测算 (万元/块)



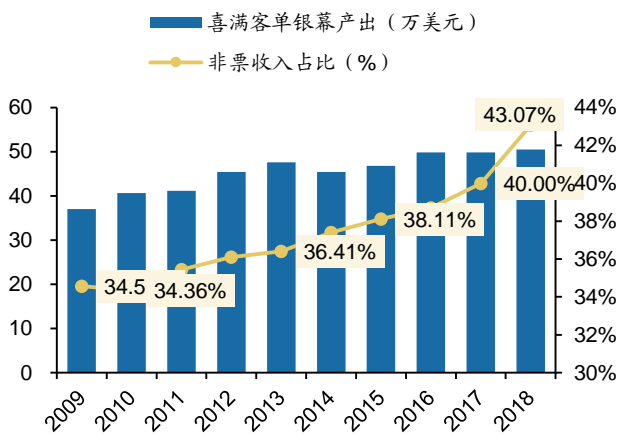
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) ROE 持续改善, PB 估值得到修复, 短期关注春节档催化

从历史周期来看, 院线板块的ROE和PB均处于历史低点, 有望迎来ROE长期改善和PB修复。对标海外发展历程来看, 2009~2016年, 海外院线公司CNK伴随单银幕产出增长以及非票占比提升, ROE进入持续改善期(从11.35%增长至21.60%), 同时PB估值同步修复, 从2010Q2的1.57x提升至2015Q1的4.82x。

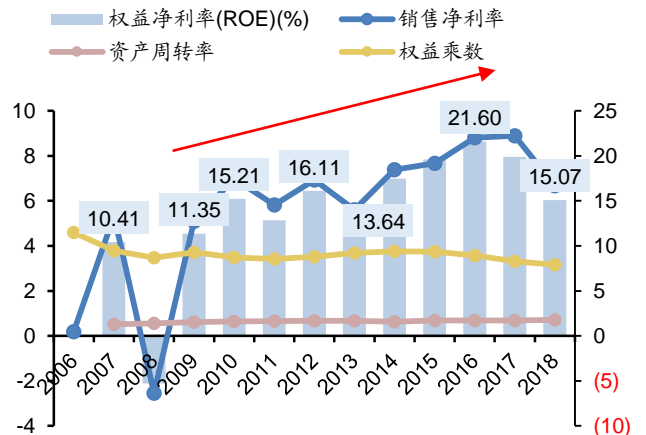
2016~2018年, 电影产业发展成熟, 单银幕产出增长停滞, CNK的ROE有所回落, 其PB估值仍然保持3.5x的中枢水平, AMC、Carmike和Cineplex PB为1.5~2.5x。

图18: CNK影城的单银幕产出和非票收入占比



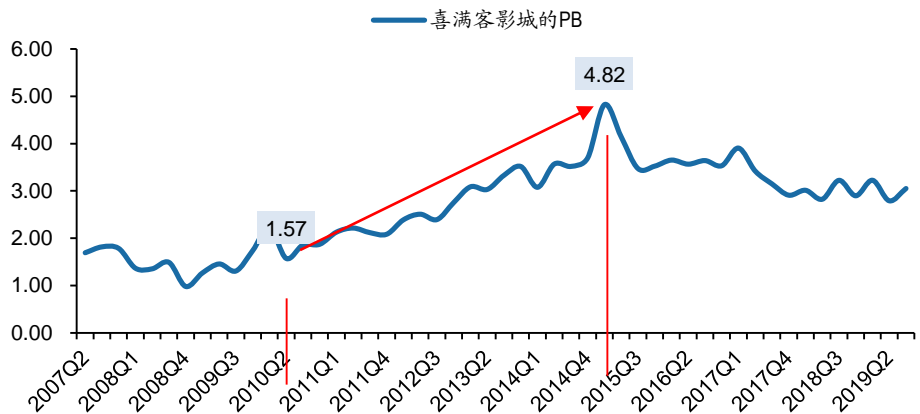
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: CNK影城的ROE及杜邦拆解 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: CNK的PB估值走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

短期来看, 春节档在众多优质内容推动下, 有望迎来票房大爆发。目前, 电影市场即将迎来2020年春节档, 目前定档热门影片包括《唐人街探案3》(万达主投), 《囡妈》(欢喜传媒主投主控, 横店影业24亿保底), 《中国女排》(欢喜传媒, 猫眼娱乐参与发行), 《姜子牙》(光线传媒主投主发), 《急先锋》(中国电影、腾讯影业), 《熊出没: 狂野大陆》(横店影业、猫眼娱乐)。

表3: 2020年春节档定档影片、参与机构情况 (统计时间: 2019年12月15日)

电影	上映日期	类型	发行公司	制作\出品公司	导演/主演
唐人街探案3	2020-01-25	喜剧	华夏发行/五洲电影	万达影视、中国电影	陈思诚; 王宝强、刘昊然
囧妈	2020-01-25	喜剧	横店影业	横店影业、欢喜传媒、上海真乐道影视文化工作室	徐峥; 徐峥、贾冰
急先锋	2020-01-25	动作		中国电影/腾讯影业	唐季礼; 成龙
姜子牙	2020-01-25	动画	光线传媒	光线传媒/中传合道	程腾; 李炜、李夏、王昕
紧急救援	2020-01-25	剧情	猫眼娱乐	中视时尚/人民交通出版/英皇影业/腾讯影业/博纳影视/猫眼娱乐	林超贤; 彭于晏、王彦霖、辛芷蕾
熊出没: 狂野大陆	2020-01-25	动画	猫眼娱乐、横店影业、方特动漫	方特动漫、猫眼娱乐、横店影业	丁亮; 张伟、张秉君、谭笑
中国女排	2020-01-25	剧情	猫眼娱乐	嘉美春天影业/嘉映春天影业/	陈可辛; 巩俐
大红包	2020-01-25	喜剧		嘉恒时代影业	李克龙
金禅降魔	2020-01-25	动作		豪颖影视	彭发
呆瓜兄弟之快乐冬天	2020-01-25	动画			刘志广/马雷克·贝奈斯
财迷	2020-01-29	喜剧		白鹿国际/麦丹影视/视点文化	董董; 六小龄童、马德华
阳光星旅团	2020-01-31	剧情	台州皇家影视	高蒙文化/台州皇家影视/大华影视	刘凌; 苏小妹、蔡佳妤

数据来源: 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心

根据犀牛娱乐、电影情报处、电影票房BAR等第三方对明年春节档主要影片平均预测数据, 算得2020年春节档上映影片票房为147亿元, 其中票房前三甲分别为《唐人街探案3》37.33亿元、《紧急救援》35.58亿元、《中国女排》31.33亿元。

按照同IP、同导演、同题材、同演员的可比影片票房, 按照档期系数调整后得到的预测得到春节档上映影片总票房为110亿元, 根据历史影片票房曲线得到, 春节档上映七日期间票房占影片总票房的60%~65%。综合第三方预测和自行预测结果估算得到2020年春节档扣服务费票房为67.4~82亿元, 同比增长23.11%~49.82%。

表4: 2020年春节档主要影片的票房预测 (亿元)

影片名称	淘票票想看人数	总票房预测(亿元)	第三方预测来源	预测时间	平均预测票房(亿元)	自行预测(亿元)
中国女排	956,396	27	犀牛娱乐	11.25	31.33	《芳华》 预估票房: 10亿
		42	电影情报处	11.25		
		25	电影票房 BAR	12.1		
急先锋	27,013	5.36	犀牛娱乐	11.25	5.62	《机器之血》、 《神探蒲松龄》 预估票房: 5亿
		5.5	电影情报处	11.25		
		6	电影票房 BAR	12.1		
姜子牙	212,976	10.25	犀牛娱乐	11.25	9.62	《哪吒之魔童降世》、《大圣归来》 预估票房: 8亿
		8.6	电影情报处	11.25		
		10	电影票房 BAR	12.1		
紧急救援	349,567	32.75	犀牛娱乐	11.25	35.58	《湄公河行动》、 《红海行动》
		32	电影情报处	11.25		

		42	电影票房 BAR	12.1		预估票房: 20 亿
唐人街探案 3	1,603,695	37.5	犀牛娱乐	11.25	37.33	《唐人街探案 2》 预估票房: 35 亿
		34.5	电影情报处	11.25		
		40	电影票房 BAR	12.1		
囡妈	201,283	19.75	犀牛娱乐	11.25	20.58	《泰囧》、《港囧》 预估票房: 25 亿
		22	电影情报处	11.25		
		20	电影票房 BAR	12.1		
熊出没·狂野大陆	6,944	6.63	犀牛娱乐	11.25	7.08	《熊出没之变形记》、《熊出没之原始时代》 预估票房: 7 亿
		7.6	电影情报处	11.25		
		7	电影票房 BAR	12.1		

数据来源: 犀牛娱乐、电影情报处、电影票房BAR公众号, 广发证券发展研究中心

投资建议: 根据前文分析, 我们认为国内院线板块符合单银幕产出带动业绩持续改善特征的上市公司主要包括**万达电影**、**横店影视**, 此外关注内容端公司**光线传媒**。

万达电影: 我们认为2020年公司即将迎来“院线基本盘边际改善+影视内容产品大年”。从院线供给侧来看, 新建增速放缓明显, 存量影院加速退出, Q4单银幕产出预计同比增长20%, 明年将出现年度性单银幕产出拐点。内容方面, 电影、电视剧、游戏等多项业务将进入排产大年, 包括春节档《唐人街探案3》、暑期档《寻龙诀2》等影片, 《唐人街探案》、《正阳门下年轻人》、《爱情高级定制》等电视剧, 以及《胡莱三国3D》、《镇魂记》、《全职法师》等手游, 影视业务有望在前期低基数下实现净利润高增长。我们预计19~21年归母净利润分别为12.2、20.1和22.4亿元, 每股合理价值为19.86元。

横店影视: “高自营, 深下沉, 稳扩张”的特征有望在存量运营时代脱颖而出, 国产片票房增速有望恢复将有效撬动下沉市场的观影需求, 2012~2014年新建的存量影城折旧摊销陆续到期, 缓释了营业成本上行压力, 而近三年新建约200家影城逐渐运营成熟, 非票业务占比持续提升 (19H1在影院广告整体下行情况下, 仍实现人均广告收入贡献正增长), 共同驱动盈利能力的改善, 预计19~21年归母净利润为2.86、3.93和5.30亿元, 每股合理价值20.9元/股。

光线传媒: 公司有望实现“动画电影+真人电影”双轮驱动, 尤其在动画电影领域产业链布局深、壁垒高、项目广, 具备极强的先发优势和后续业绩爆发力, 长期有望充分受益于国产动画电影的内容红利。其中, 与中传合道合作的《姜子牙》即将在2020年春节档 (1月25日) 上映, 作为首部在春节档上映的成人向动画电影, 票房表现值得期待。基于前三季度业绩超预期表现, 我们预计19年归母净利至12.5亿元, 20~21年净利润分别为8.7亿和13.4亿。

表 5: 电影院线行业重要个股的财务情况和盈利预测 (统计日期: 2019 年 12 月 15 日)

代码	行业	公司名称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)					P/E				
				(未覆盖公司按市场一致预期)									
				16A	17A	18A	19E	20E	16A	17A	18A	19E	20E
603103.SH	院线	横店影视	111.30	0.89	0.80	0.71	0.51	0.66	19.7	21.9	24.7	34.4	26.6

002739.SZ	万达电影	346.06	0.83	1.00	1.01	0.58	0.97	20.2	16.6	16.5	28.7	17.2
002905.SZ	金逸影视	43.36	0.73	0.79	0.59	0.00	0.00	22.2	20.5	27.4	—	—
601595.SH	上海电影	55.09	0.63	0.69	0.63	0.68	0.76	23.3	21.4	23.4	21.8	19.4
300528.SZ	幸福蓝海	25.08	0.30	0.30	-1.43	0.00	0.00	22.3	22.3	—	—	—
600977.SH	中国电影	283.78	0.49	0.52	0.80	0.68	0.75	30.9	29.4	19.0	22.3	20.1
300251.SZ	光线传媒	332.67	0.25	0.28	0.48	0.43	0.30	45.4	40.5	23.6	26.4	37.8
300027.SZ	影视内容 华谊兄弟	130.80	0.29	0.30	-0.39	0.21	0.31	16.2	15.8	—	22.7	14.9
000802.SZ	北京文化	66.94	0.73	0.43	0.46	0.59	0.66	12.8	21.6	20.5	15.9	14.2
01896.HK	在线票务 猫眼娱乐	135.91	-0.45	-0.07	-0.12	0.38	0.62	—	—	—	31.3	19.3

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 万达电影、横店影视、光线传媒、猫眼娱乐为覆盖标的, 盈利预测选用广发证券报告预测值。

风险提示:

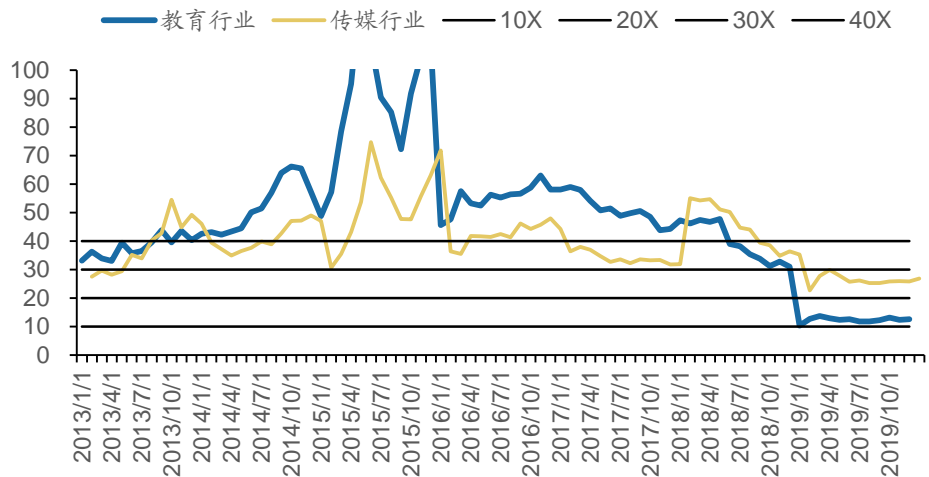
- 1) 竞争加剧, 成本提升的风险。随着龙头院线的跨区域扩张以及新兴投资主体陆续进入, 影院数量仍然保持两位数增长, 从而导致整体的单银幕产出持续下滑, 同时也推升了商业地产租金成本的上涨。
- 2) 优质内容匮乏, 票房不及预期的风险。即使在热门档期, 前期高期待度电影票房的最终表现也可能低于预期。
- 3) 影院现金流压力和资产减值风险。院线公司若持续保持高速扩张, 影城盈利能力不断下滑。而租金、人力成本存在刚性上涨的压力, 在目前投资回收周期不断延长的环境下, 可能出现现金流风险和资产减值风险。
- 4) 补贴退坡或停止的风险。目前政府补贴收入对院线公司在三四线城市投建院线的影响因素, 同时也是上市院线的利润构成项目, 税收优惠和政府补贴占上市院线净利润的10%~15%, 未来投建补贴逐步取消可能会对新建和改造影院的盈利产生一定程度影响。
- 5) 影片调档或撤档风险。可能由于题材或者档期拥挤等原因, 部分影片可能发生调档或者撤档的情况, 由此对相应的投资和宣发公司造成经济损失。

六、教育：优选好赛道龙头标的，关注在线教育行业

（一）板块行情： 优质稀缺标的强者恒强

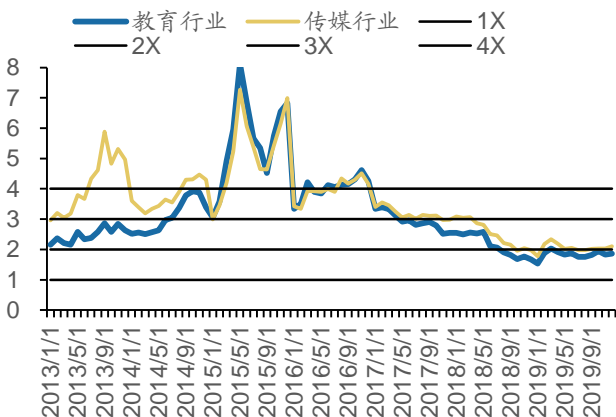
教育行业来看，2015年开始一批A股公司通过收购教育资产转型做教育业务，受市场对于并购的吹捧，转型做教育的企业PE高涨。而随着市场对于并购愈发理性，并且部分被收购的教育资产开始出现业绩跳水，自2017年起教育板块的PE持续下滑。当前教育板块整体PE水平在10X左右（剔除中公教育则在15X左右）。从PB估值来看，当前板块PB在2X左右，处于行业历史低点。ROE方面，基于Wind一致预期计算的2019年ROE相比2018年猛增，一是2018年以来逐渐有双主业运营的企业剥离资产较重的传统业务，二是因为中公教育在2018年年底实现了重大资产重组，2019年上市公司报表完全体现公司教育业务业绩，中公教育单家公司对于板块整体影响较大。

图52：教育行业PE-Band



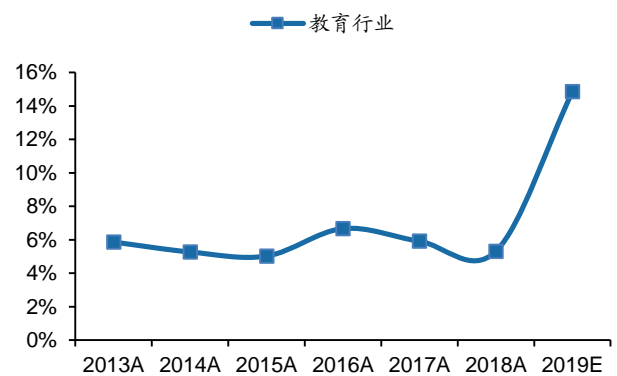
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图53：教育行业PB-Band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

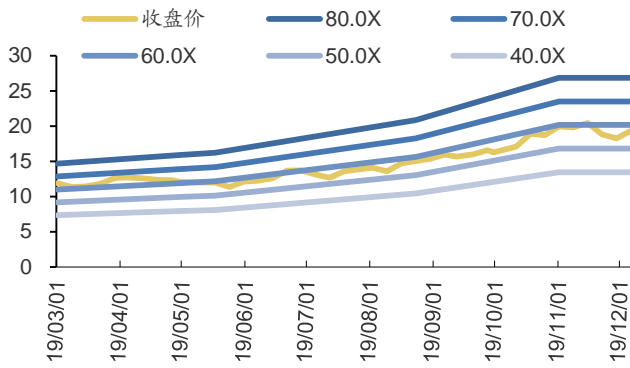
图54：教育行业ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

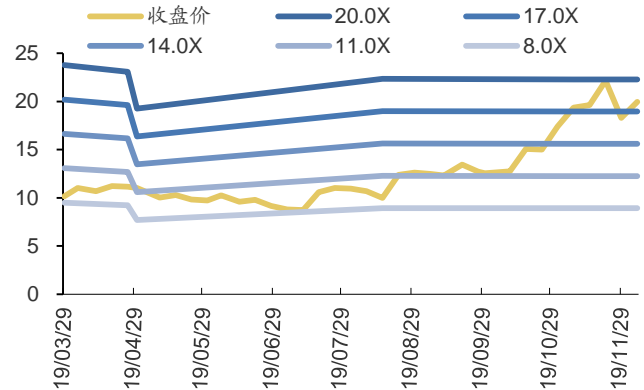
从具体公司市场表现来看，类似中公教育以及新东方在线等优质赛道的绝对龙头今年以来股价表现优异，体现市场对于赛道好、质地好、业绩增长确定的稀缺标的的认可，教育板块强者恒强。

图55: 中公教育PE-Band



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图56: 新东方在线PS-Band



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 行业: 关注职业教育及在线教育赛道, 优选好赛道绝对龙头

从板块行情也可以看到, 在教育资产证券化未完全放开, 优质标的主要集中在海外的时候, 市场对于稀缺的优质标的持续热捧。从赛道来看, 我们认为当前时点应该选择重点关注需求庞大且参培率能看到明显提升的行业, 外部环境方面资产证券化相对宽松并且产业发展受到政策鼓励的行业。政策方面, 梳理2019年出台的相关教育产业政策, 职业教育以及在线教育政策面利好相对较多, 而学历教育方面受资产证券化相关政策悬而未决的影响2018年下半年以来估值一直有所压制。政策方面, 我们认为教育板块政策面可关注三个方向: 1) 职业教育领域的利好政策, 产教融合实质推进的举措; 2) 在线教育的鼓励以及规范政策, 在线教育监管将与线下监管趋同, 利好龙头机构; 3) 教育机构资产证券化相关政策。需求方面, 教育行业整体底层需求庞大, 具体需要看各细分领域目前的参培率情况以看行业成长性。从机构自身出发, 如何能够实现标准化以及规模化以满足庞大的行业需求是关键。

表6: 近期教育相关鼓励及规范政策

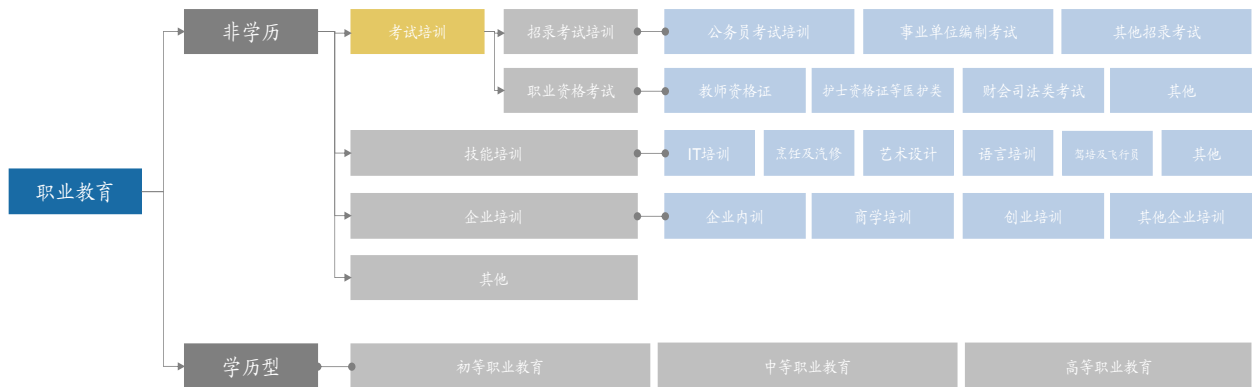
时间	部门	政策	内容
2019.02.13	国务院	《国家职业教育改革实施方案》	健全国家职业教育制度框架: 提高中等、高等职业教育发展水平; 完善高层次应用型人才培养体系: 完善教育教学相关标准; 启动1+X证书制度试点工作等
2019.3.5	国务院	《2019年政府工作报告》	改革完善高职院校考试招生办法, 鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考, 今年大规模扩招100万人
2019.4.30	李克强	国务院常务会议	确定使用1000亿元失业保险基金结余实施职业技能提升行动的措施, 提高劳动者素质和就业创业能力
2019.5.13	教育部等六部门	《高职扩招专项工作实施方案》	明确2019年高职扩招100万人的有关要求和主要任务
2019.5.24	国务院	《职业技能提升行动方案(2019-2021年)》	明确职业技能提升的具体方案, 计划到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达25%以上, 高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上

2019.7.8	国务院	《中共中央国务院关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》	中共中央、国务院印发的第一个聚焦义务教育阶段教育教学改革的重要文件，意见提出了全面提高义务教育质量的主要任务
2019.7.15	教育部	《教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见》	2019年12月底前完成对全国校外线上培训及机构的备案排查
2019.8.28	李克强	国务院常务会议	确定进一步促进体育健身和体育消费的措施；推进“互联网+教育”，鼓励符合条件的各类主体发展在线教育，为职业培训、技能提升搭建普惠开放的新平台
2019.8.30	教育部、商务部等	《关于做好外商投资营利性非学历语言类培训机构审批登记有关工作的通知》	外资语言类培训机构需申请办学许可、外籍教学人员应具备资质
2019.10.9	教育部	《关于教育支持社会服务产业发展，提高紧缺人才培养培训质量的意见》	鼓舞引导一般本科高校设置家政学、老年医学、护理学等相关专业，原则上每个省份至少有1所本科高校开设家政服务、养老服务、托育服务相关专业，另外每个省份要有若干所职业院校开设家政服务、养老服务类专业。全国建设培育100家以上产教融合型家政企业，推动50家优质企业与200所职业院校组建职业教育集团等
2019.10.10	发改委、教育部等	《国家产教融合建设试点实施方案》	通过5年左右的努力，试点布局建设50个左右产教融合型城市，在试点城市及其所在省域内打造形成一批区域特色鲜明的产教融合型行业，在全国建设培育1万家以上的产教融合型企业，建立产教融合型企业制度和组合式激励政策体系
2019.11.16	教育部	《关于成立国家职业教育指导咨询委员会的通知》	国家职业教育指导咨询委员会需要推进职业教育类型建设，协助教育部提升职业院校职业技能教育、培训能力；建设国家职业教育专家库，促进学分银行和征信网络系统建设，开展职业技能教育、培训后评价工作。
2019.11.18	教育部等十四部门	《职业院校全面开展职业培训促进就业创业行动计划》	到2022年，使职业院校成为就业创业培训的重要阵地，职业院校年承担补贴性培训达到较大规模，开展各类职业培训年均达到5000万人次以上

数据来源：国务院，教育部，广发证券发展研究中心

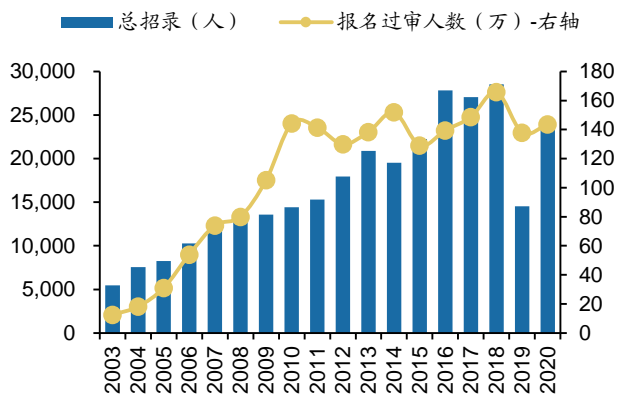
对于职业教育行业来说，国考以及考研热将持续，考研培训或将成为行业新爆点。根据国家公务员局发布的数据，中央机关及其直属机构2020年度公务员招录考试（简称“国考”）共有143.7万人通过了用人单位的资格审查，与总计划招录人数比例约为60:1。国考报名人数已经连续12年破百万。相比去年受招录人数断崖式下滑带来的报考人数下滑，今年国考报名人数同比呈现增长，国考竞争仍然激烈。考研方面，从教育部公布的数据来看，2019年全国考研报名人数达到了历史高点290万人，相比2018年增长21.8%，增速也是近几年来最高水平。以2019届全国普通高校毕业生834万人为基数计算，不剔除往届生考研报名情况，近35%的本科毕业生在毕业之后选择继续考研求学，预计随着社会对于学历要求以及就业压力持续提升，考研比例仍将进一步增长，考研培训或将成为职教培训的新爆点，推荐关注中公教育。

图 57: 职业教育领域划分



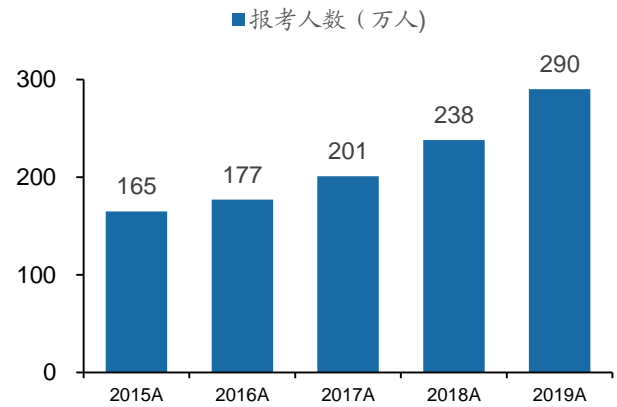
资料来源: 广发证券发展研究中心

图 58: 国考总招录人数及报名过审人数



数据来源: 中公教育官网, 广发证券发展研究中心

图 59: 考研报考人数 (万人)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

对于在线教育行业来说, 加速竞争, 未来线上或将产生教育新巨头。目前K12课外辅导行业整体线上化率还处于较低水平。随着网络基础设施日趋完善(网络稳定性以及直播技术等), 在需求以及竞争驱动之下, 在线教育行业在今年爆发。暑期促销大战中作业帮以及猿辅导等机构率先开始大规模投放广告抢占流量, 而学而思网校相对滞后一步, 失去了抢占入口的先机。我们预计寒假行业整体竞争将会加剧, 学而思网校等在暑期失去先机的机构将会在寒假发力。格局稳定之后, 将持续有在线教育企业跑出盈利, 长期来看K12在线教育行业有望孵化出新的教育巨头。推荐关注新东方在线。

表 7: 各家机构暑期广告投放以及获客情况

机构	2019 年暑期招生人次	暑期广告投放花费
学而思网校	约 150 万	12 亿
作业帮	超过 200 万	超过 5 亿
猿辅导	约 100 万	约 4-5 亿

数据来源: 36 氪, 广发证券发展研究中心

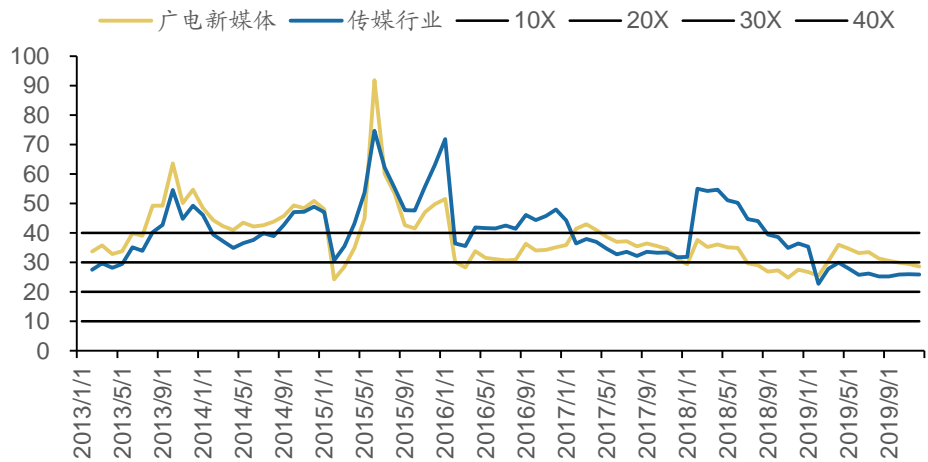
风险提示: 教育行业监管加严; 教育资产证券化相关政策落地不及预期; 在线教育行业竞争加剧。

七、广电新媒体：大屏场景价值回归，体育大年驱动增长

（一）板块行情：有线电视板块 ROE 短期难提，新媒体运营商盈利水平高于有线

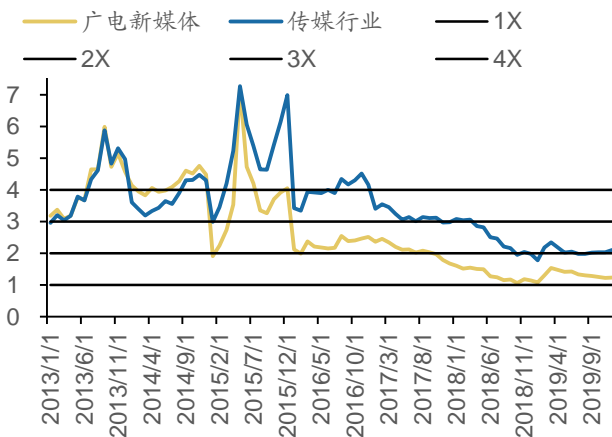
广电新媒体板块我们筛选12家有线电视企业以及新媒股份1家新媒体运营商合计13只标的。从板块估值来看，当前板块整体PE在30X，年初受广电板块政策面刺激略有提升。PB当前在1X左右，同样处于历史最低水平。ROE水平来看，2016年以来整体ROE持续走低，主要是因为随着有线电视用户持续流失，有线电视运营商营收以及盈利能力持续下滑，而智慧广电等项目目前还在持续资本投入，尚未到投资回收期。对于有线电视运营商来说，我们认为ROE短期不会明显回升。

图60：广电新媒体行业PE-Band



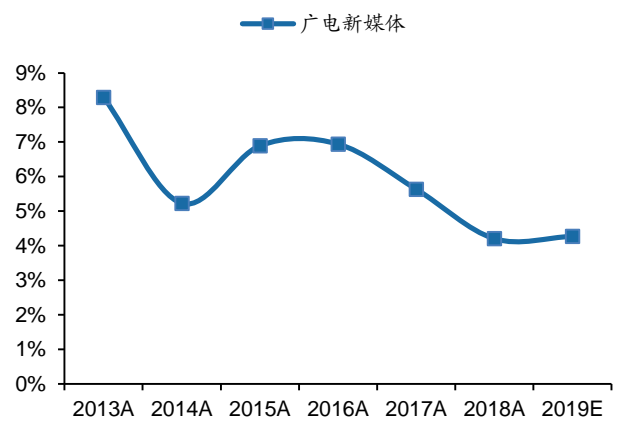
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图61：广电新媒体行业PB-Band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

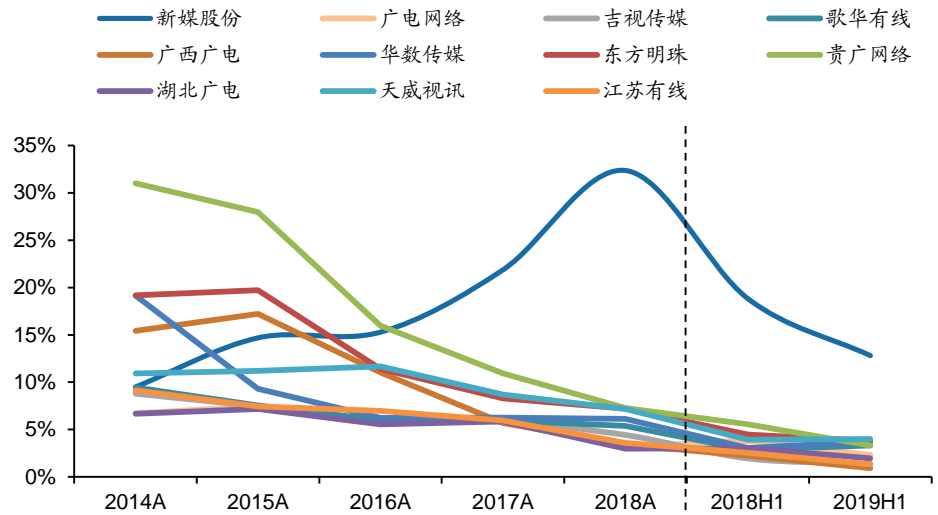
图62：广电新媒体行业ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

而对于新媒体运营商新媒股份来说，相比与其他有线电视企业，新媒股份依托广东广播电视台授权通过合作方式经营IPTV以及OTT业务，轻资产运营，ROE水平明显高于有线电视运营商，2018年ROE达32.35%，同期有线电视运营商ROE均在10%以下。

图63: 有线电视运营商与新媒体运营商ROE对比

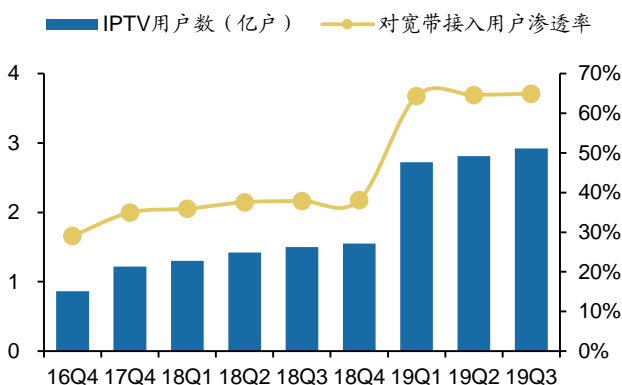


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 行业: 大小屏体验差异化驱动回归大屏, 体育大年关注 IPTV/OTT

IPTV用户持续增长, OTT头部平台日活接近央视头部平台及五大卫视, IPTV以及OTT用户基础已经奠定。根据工信部数据, 截至2019Q3末IPTV用户达2.92亿户, 相比2018年末进一步增长3704万户。以固定宽带接入用户为基数计算, 2019Q3末IPTV的渗透率已达64.9%, 相比Q2末提高0.3个百分点。OTT方面, 根据奥维互娱的数据, OTT激活量保持持续提升趋势, 主要增量来自于智能电视端。

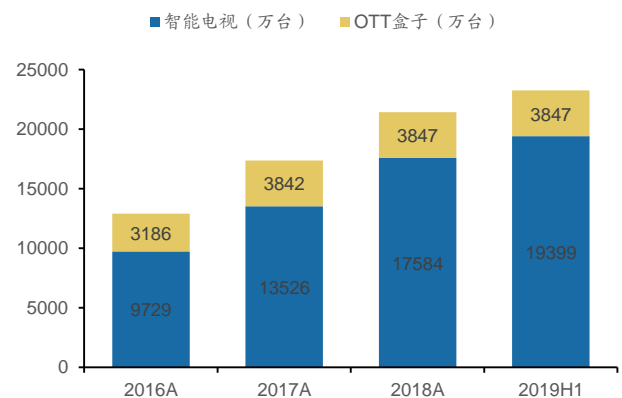
图64: 中国IPTV用户数



数据来源: 工信部, 广发证券发展研究中心

(注: 自2019年起统计口径发生变化, 开始包含移动IPTV用户)

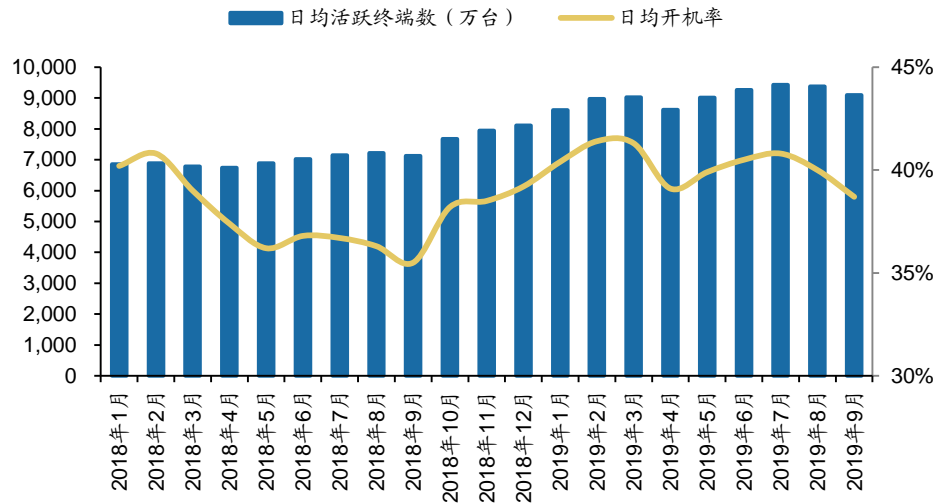
图65: OTT激活量走势 (万台)



数据来源: 奥维互娱, 广发证券发展研究中心

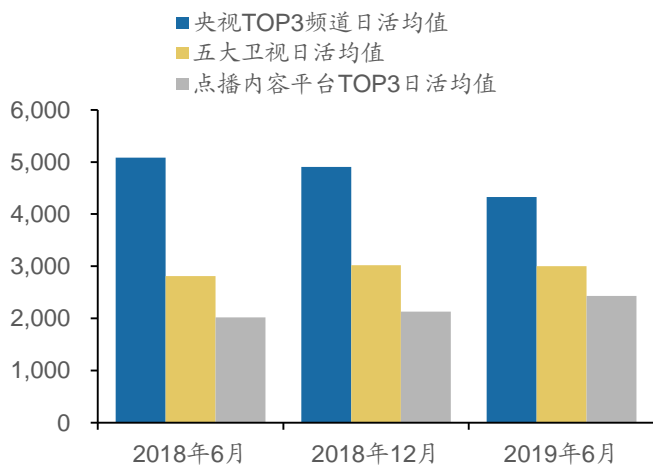
具体产品来看，OTT头部内容平台日活直逼头部直播频道，并且点播平台用户更活跃粘性更好。2019年6月数据显示，点播内容平台TOP3日活均值达2431万台，与央视TOP3频道之间的差距从18年同期的3062万台缩小至1899万台。从时长来看，TOP3点播内容平台用户月每终端使用天数高达11.4天，是TOP3直播频道的2.15倍。各类产品日活来看，头部平台银河奇异果、CIBN酷喵以及云视听极光始终排前，与第二梯队之间的差距有逐渐拉大的趋势。

图66: OTT日均活跃终端数(万台)及日均每终端开机市场(小时/天)



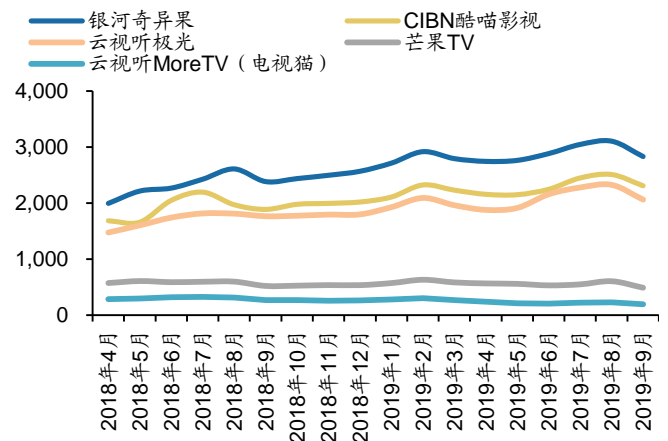
数据来源: 奥维互娱, 广发证券发展研究中心

图67: 头部内容平台VS头部直播频道日活规模均值(万台)



数据来源: 奥维互娱, 广发证券发展研究中心

图68: 各OTT平台日活终端数据(万台)



数据来源: 奥维互娱, 广发证券发展研究中心

从付费率角度来看，爱优腾以及芒果TV等头部平台小屏端的付费率呈现持续提升的趋势，目前会员付费率接近20%。大屏端来看，受投屏监管不严等影响，目前付费率仅有5%左右的水平（以月活为基数计算，以日活为基数在近10%的水平），IPTV增值包购买率也差不多在8-10%左右，相比小屏付费率仍有较大提升空间。从广告价值角度看，OTT端活跃度以及观看时长提升推动广告价值的提升，目前OTT

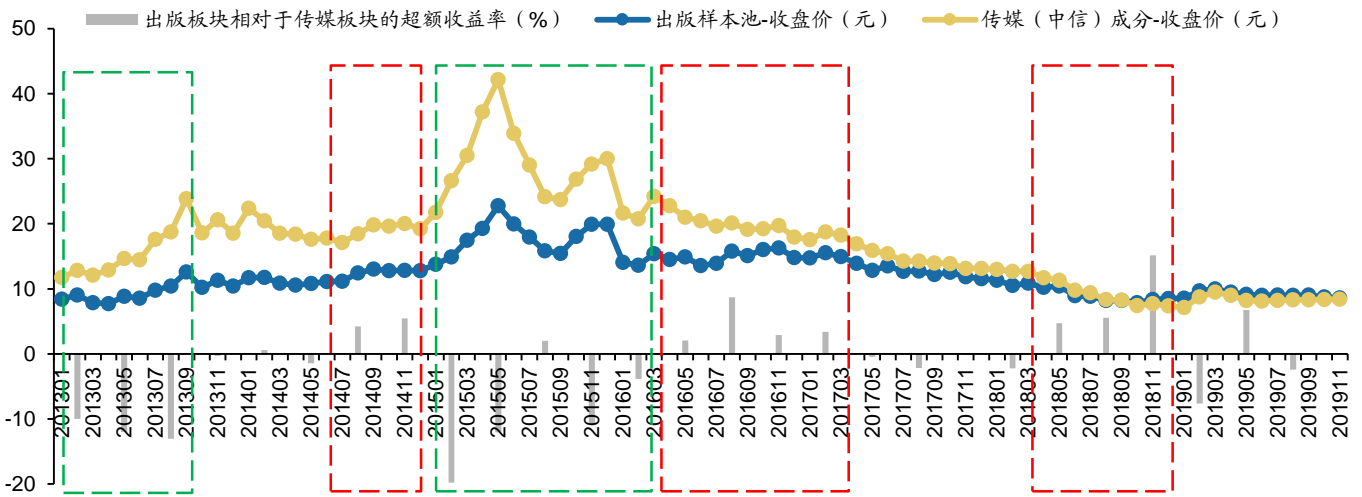
端可展现的广告形式超过30种，逐渐吸引品牌主的投放。根据奥维互娱的预测，19年OTT广告规模有望达109亿元，在广告大盘疲软的情况下，OTT广告同比保持高增速。而IPTV端，目前广告市场尚未开发，未来空间大。基于以上，我们长期看好IPTV以及OTT行业增长空间。并且2020年是体育大年，体育赛事的观看需求将会驱动大屏收视率以及相关内容的付费率提升。推荐关注新媒股份。

风险提示：IPTV以及OTT授权变化风险；竞争因素致使IPTV以及OTT业务APRU值下降的风险；IPTV基础业务用户数增长不及预期。

八、出版：ROE 拐点取决于资产运作效率，三条主线挑选龙头公司

（一）行情复盘：估值位于历史底部，ROE 拐点取决于资产运作效率
复盘2013年至2019年11月出版类上市公司的股价表现，出版板块呈现出明显的防御属性，其股价波动相对传媒板块平滑。具体来说，2013Q1-Q3、2015Q1-2016Q1出版板块的负超额收益行情均出现在传媒板块股价上涨或是高位行情期间，2014Q3-Q4、2016Q2-2017Q1、2018Q2-Q4出版板块的超额收益行情均出现在传媒板块下跌或是震荡的行情期间。

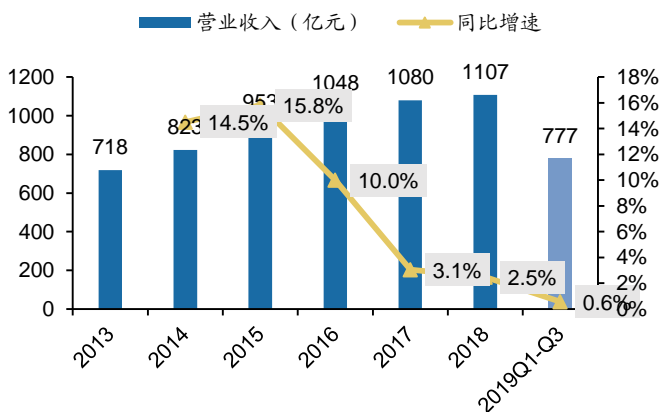
图69：2013-2019年出版样本池和传媒（中信）成分的月均收盘价（总股本加权平均）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

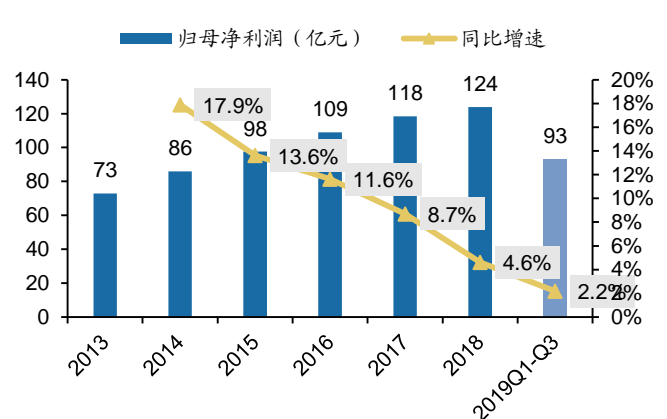
复盘2013年至2019年Q3出版类上市公司的盈利表现，出版板块的营收增速于2015年到达高点15.8%、此后一路下滑至2018年的2.5%，归母净利润增速从2014年的17.9%对应下滑至2018年的4.6%。

图70：2013-2019Q3出版样本池的营收情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图71：2013-2019Q3出版样本池的利润情况

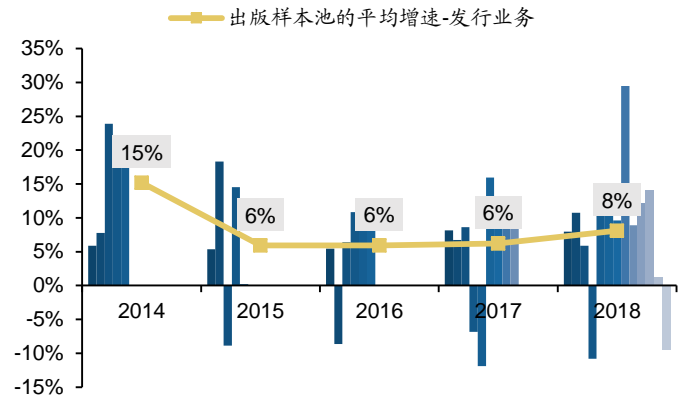
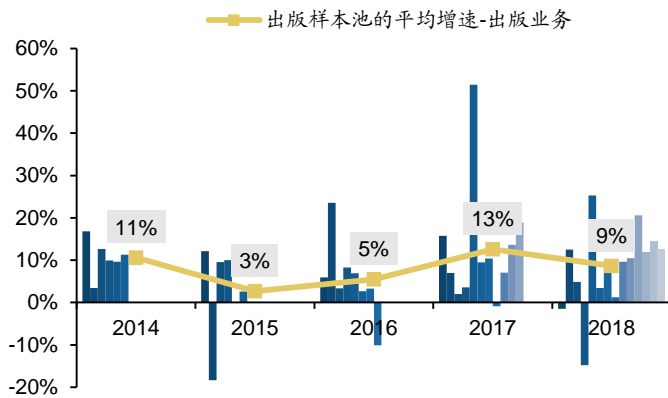


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

事实上，出版类上市公司的核心业务——出版业务和发行业务——在2014至2018年并未呈现出持续下滑的颓势。2015年，出版类上市公司通过收并购等方式大力拓展其他业务，导致出版和发行业务的营收增速分别下滑至3%和6%；此后上市公司的发展重心回收，出版业务的平均营收增速逐步回升至2017年的13%，2018年维持在9%，发行业务的平均营收增速回升至2018年的8%。这说明出版类上市公司在出版发行领域的核心竞争力和盈利能力保持稳定。

图72：2013-2018年出版样本池的出版业务增速

图73：2013-2018年出版样本池的发行业务增速

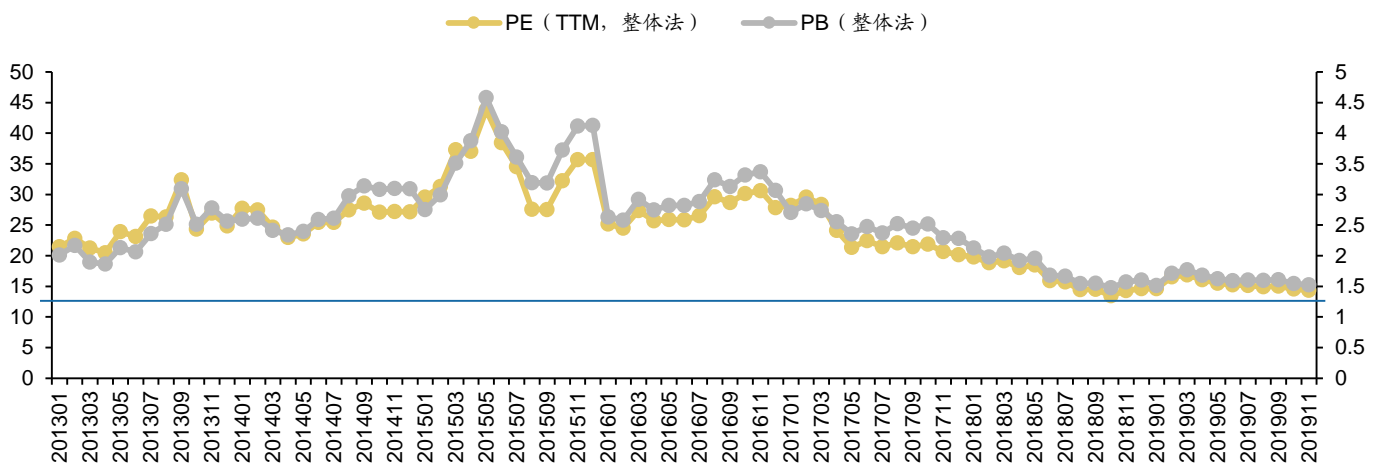


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

估值水平位于过去7年的历史底部。复盘2013年至2019年11月出版板块的PE和PB估值。根据整体法计算，出版样本池的PE和PB估值在2015年到达高位PE (TTM)=44倍、PB=4.6倍，经过2016年的一轮小幅上升行情，在2017年至2018年期间基本处于下行通道，2019年保持在低位震荡，2019年11月29日收盘价对应的PE (TTM)为14倍、PB为1.5倍。

图74：2013-2019年出版样本池的PE和PB估值推移（单位：倍）

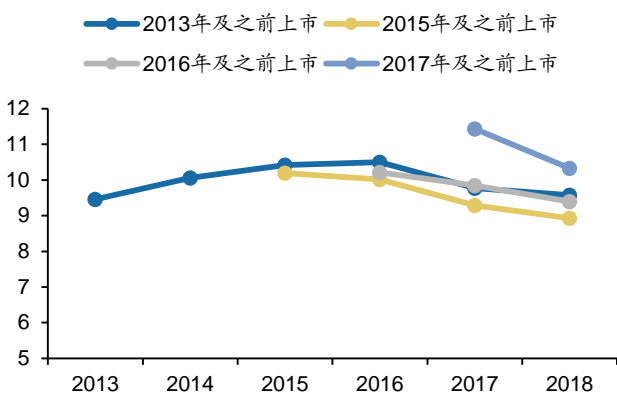


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

提高资产运作效率，有望打开ROE上行空间。复盘2013年至2018年出版类上市公司的ROE表现。根据公司的上市时间拆分出4个样本池，分别计算已上市公司的平

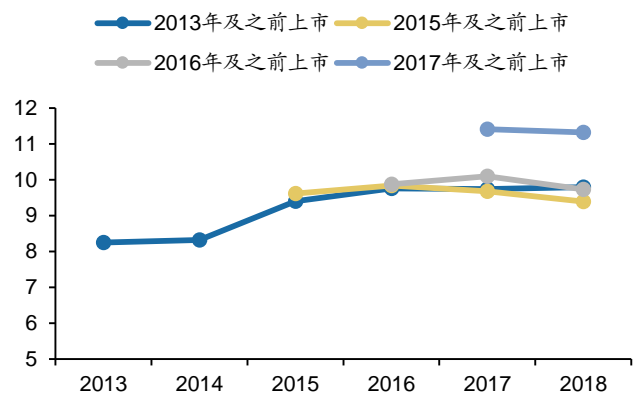
均ROE推移，由下图可见，出版样本池的平均ROE波动较小、ROE水平于2016年到达高点，2017至2018年ROE降低主要是因为权益乘数和总资产周转率的下跌，而出版样本池的净利率水平基本保持稳定。由于出版行业的业务特性，出版发行公司大多现金充沛、资产负债率低，2018年出版板块的整体资产负债率为34%，显著低于传媒（中信）的39%和沪深300的87%；另一方面，2015年前后出版类上市公司通过收并购开拓新业务板块，总资产周转率对应提升，此后并购资产的增长表现一般，公司纷纷将重心收回至出版发行主业，截至2018年底出版样本池平均拥有32亿货币资金，大量闲置资金导致2017至2018年总资产周转率持续下滑。我们判断，在整合完上一轮并购资产之后，出版类上市公司将会提升闲置资金的运作效率，有望再次打开ROE的上行空间。

图75: 2013-2018年出版样本池的ROE推移



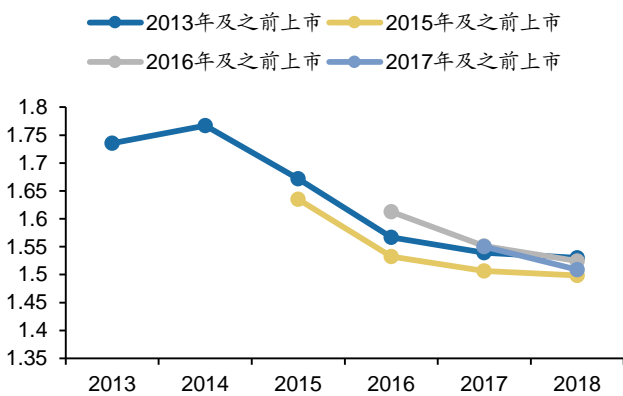
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图76: 2013-2018年出版样本池的净利率推移 (%)



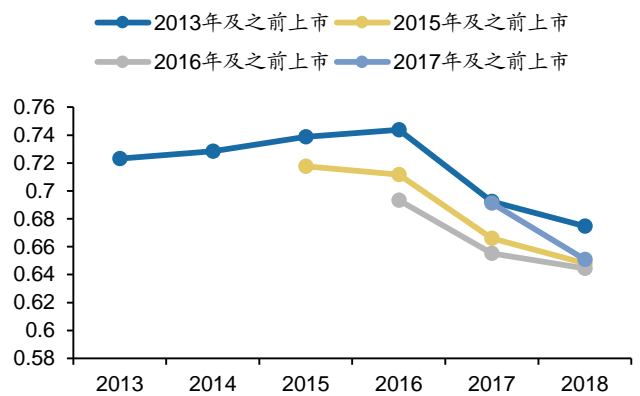
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图77: 2013-2018年出版样本池的权益乘数推移



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图78: 2013-2018年出版样本池的总资产周转率推移

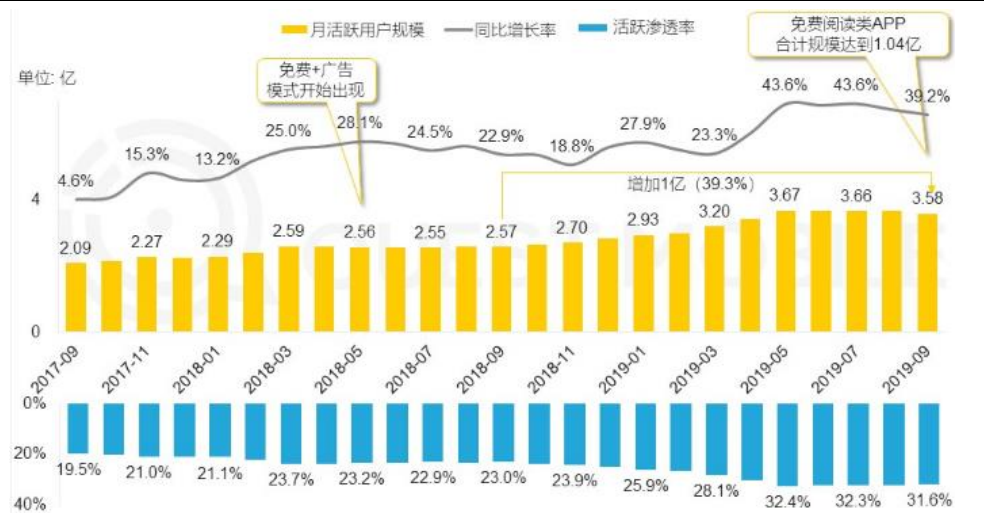


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 在线阅读: 免费阅读模式带来增量用户, 短期面临盈利阵痛

从移动互联网视角, 在移动端人口和时长红利减微的存量竞争市场中, 在线阅读板块逆势迎来用户数量的大幅增长。根据Questmobile的统计数据, 在线阅读行业的MAU从2018年9月的2.57亿人增长至2019年9月的3.58亿人, 同比增速高达39.3%, 对应的活跃渗透率从2018年9月的23.0%提升至2019年9月的31.6%。

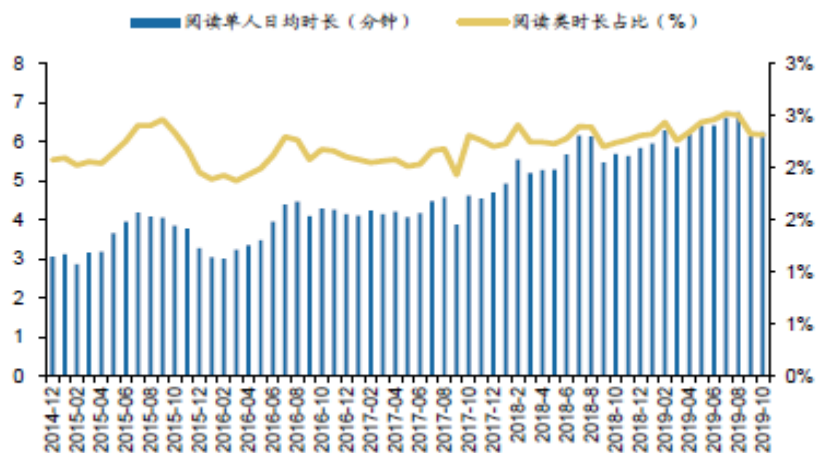
图79: 2017年9月至2019年9月在线阅读行业的MAU和活跃渗透率



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

与此同时,在线阅读APP的单人使用时长在短视频的冲击下保持稳定。根据Questmobile的统计数据,2019年10月人均使用阅读类APP的时长约为6.3分钟/天,占比约为2.3%,与去年同期基本持平。

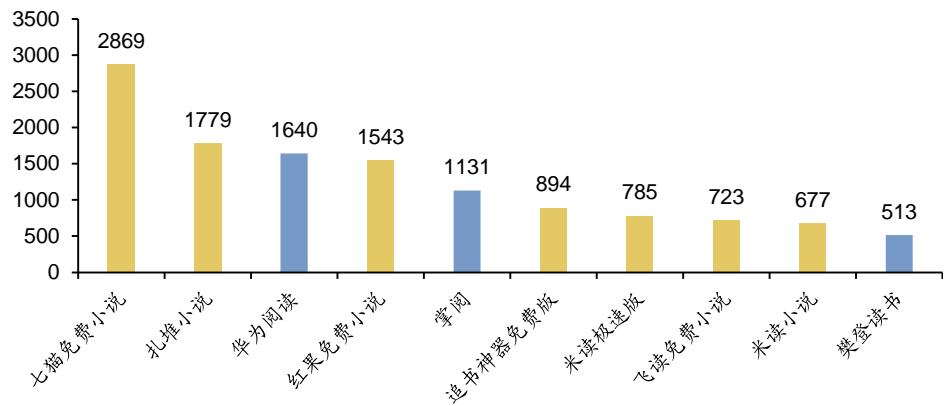
图80: 2014年12月至2019年10月在线阅读APP的使用时长



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

在线阅读板块的增量用户主要来自免费阅读APP。根据Questmobile的统计数据,2018年9月至2019年9月增量用户规模Top10 APP中,有7个是免费阅读APP、仅有3个是付费阅读APP。

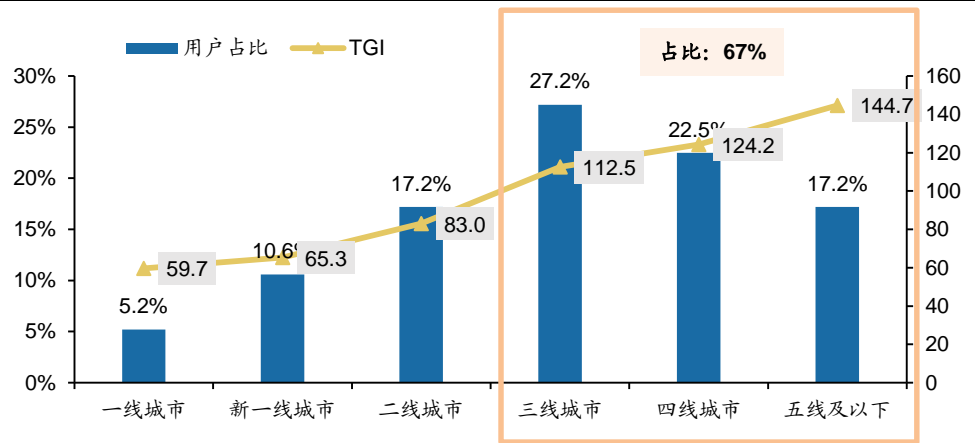
图81：2018年9月至2019年9月阅读APP的净增用户Top10



数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

免费阅读APP的商业模式契合下沉市场的用户需求，在线阅读净增用户的城市结构明显向下倾斜。根据Questmobile的统计数据，2018年9月至2019年9月在线阅读行业的净增用户有67%来自于三线及以下城市的下沉市场。

图82：2018年9月至2019年9月在线阅读净增用户的城市结构



数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

从数字阅读行业的竞争格局来看。在PC时代，在线阅读网站主要依靠头部作品吸引用户；随着数字阅读的主战场从PC端转移至移动端，由于手机能够装载的APP数量有限，阅读产品的核心竞争力从内容转变为渠道；现阶段线上流量红利逐步消退，流量的价值不断提升，数字阅读APP的盈利模式从内容付费转向流量变现，腾讯（阅文）和字节跳动分别推出免费阅读APP番茄小说和飞读免费小说。

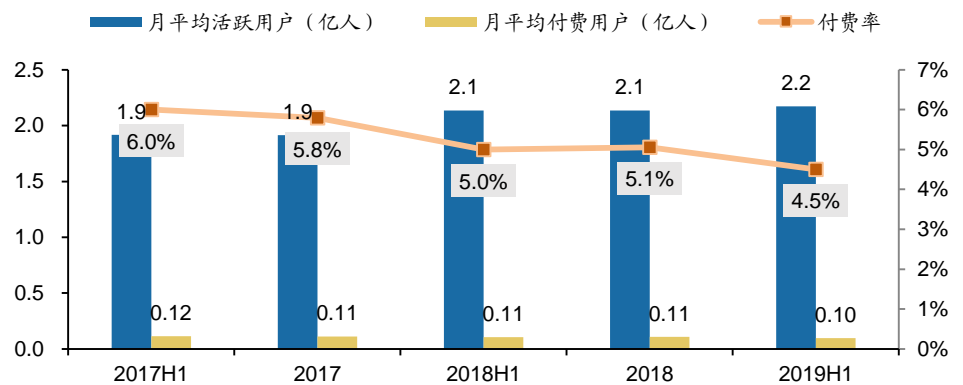
图83: 数字阅读行业的主要参与者及其商业模式



数据来源: 广发证券发展研究中心

在线阅读行业面临盈利阵痛。一方面, 免费阅读APP目前的用户体量尚未能撑起流量变现的盈利平衡点, 其图书内容大多是低质量或完结已久的网文, 只能通过网赚、广告导流等低成本方式吸引用户。另一方面, 腾讯内部的渠道资源更多地向免费阅读APP及其他应用倾斜, 导致阅文集团的付费人数下滑; 根据阅文集团的财报数据, 2019年H1阅文集团的月平均付费用户数量同比减少9.3%, 对应的付费率从2018H1的5.0%下降至2019H1的4.5%。

图84: 2017-2019H1阅文集团的MAU和付费情况



数据来源: 阅文集团财报, 广发证券发展研究中心

(三) 投资建议

教育出版的选股逻辑为: 1) K12学生增速; 2) 经营效率提升; 3) 分红率。

凤凰传媒: 从核心增长驱动因素来看, 江苏省K12学生数量以4%左右的速度增长, 同时普高扩招带动学生结构向高年级倾斜; 公司去年处置大量低效资产, 今年全面迭代EPR系统, 运营效率明显提升; 在手现金充沛可支撑公司持续高分红。我们预计2019-2021年, 公司的营业收入为127.08/135.65/144.44亿元, 归母净利润为15.00/16.71/18.56亿元, 对应的EPS为0.59/0.66/0.73元/股。

大众出版的选股逻辑为：1) 存量图书资源；2) 畅销新书开发能力。

中信出版：公司在大众图书市场的成长能力突出，根据公司财报数据：1) 内容获取方面：2019H1出版新书同比增长60%；2) 市占率方面：经管图书维持全国第一、少儿图书2019H1营收增速高达61%；3) 渠道方面，2019年1-9月书店业务营收增长40%以上，仅19H1就减亏628万元，预计下半年减亏幅度将继续增大。我们预计2019-2021年，公司营业收入为20.06/24.45/29.24亿元，归母净利润为2.50/3.01/3.62亿元，对应的EPS为1.31/1.58/1.90元/股。

新经典：公司的畅销书存量丰富、运营能力已经验证。2019年1-9月，新经典每月平均有11本书进入开卷零售渠道畅销榜Top30。根据我们的测算，长销书（累计上榜超过10次）占据开卷虚构类畅销月榜Top10的份额在2015-2019年保持在80%左右，因此公司丰富的长销书资源和运营能力形成竞争壁垒。我们预计公司2019-2021年的归母净利润分别为2.65亿元/3.05亿元/3.50亿元，对应的EPS分别为1.96元/股、2.26元/股、2.59元/股。

中国出版：中国出版集结了兼具专业性和全面性的出版社国家队。从经济效益来看，公司连续7年位居全国图书零售市场码洋占有率的首位，拥有稀缺的长销书资源，在创新不足、经典图书表现强劲的行业背景下预计将持续提升市占率。从社会效益来看，公司出版的图书频频获奖，2018年底拥有涉及政策补贴的递延收入8.60亿元。短期催化剂在于公司通过集团化运营有效整合资源，利息收入大幅提升。我们预计公司2019-2021年的归母净利润分别为6.68亿元/7.45亿元/8.28亿元，对应的EPS分别为0.37元/股、0.41元/股、0.45元/股。

专业出版的选股逻辑：1) 作家资源；2) 品牌权威性。

中国科传：公司通过储蓄科研人才资源构筑专业出版禀赋的护城河，报告期内公司核心期刊的SCI影响因子和CiteScore排名持续提升。根据2019年6月科睿唯安公布的2018年度期刊引证报告，公司共有53种刊物入选SCI，其中14种刊物位居国际同领域期刊排名的Q1区。我们预计2019-2021年，公司的营收为25.10/27.96/31.00亿元，归母净利润为4.86/5.46/6.09亿元，对应的EPS为0.62/0.69/0.77元/股。

风险提示：图书线上渠道折扣加剧，纸价波动，畅销书开发进度不及预期，免费阅读APP短期难以盈利，图书市场竞争加剧。

风险提示

- (1) 游戏行业：云游戏发展进度不及预期的风险，国内新品无法打开增量市场空间的风险，买量成本进一步上升的风险。
- (2) 影视行业：监管力度超预期的风险，影视公司无法冲回计提利润的风险，渠道端更加依赖自制的风险，视频网站提价失败的风险。
- (3) 广告营销行业：宏观经济不景气影响广告主投放需求；线上媒体持续切割线下广告平台的份额；楼宇广告行业竞争激烈。
- (4) 院线：竞争加剧，成本提升的风险；优质内容匮乏，票房不及预期的风险；影院现金流压力和资产减值风险；补贴退坡或停止的风险；影片调档或撤档风险。
- (5) 教育行业：监管加严；教育资产证券化相关政策落地不及预期；在线教育行业竞争加剧。
- (6) 广电新媒体：IPTV以及OTT授权变化风险；竞争因素致使IPTV以及OTT业务APRU值下降的风险；IPTV基础业务用户数增长不及预期。
- (8) 出版行业：图书线上渠道折扣加剧，纸价波动，畅销书开发进度不及预期，免费阅读APP短期难以盈利，图书市场竞争加剧。

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。