

盈利筑底回升，5G 催生行业发展新机遇

2019 年 12 月 24 日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
传媒	5.48	3.70	13.27
沪深 300	3.04	1.69	30.57

何颖

执业证书编号: S0530519070004
heyinq@cfzq.com

分析师

0731-89955758

相关报告

- 1 《传媒：游戏行业深度报告：手游增速回升，云游戏引领行业变革》 2019-12-10
- 2 《传媒：传媒行业 2019 年 11 月跟踪：关注云游戏、贺岁档电影行情》 2019-12-04
- 3 《传媒：传媒行业 2019 年 10 月跟踪：业绩筑底，板块盈利分化，关注细分龙头》 2019-11-08

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
完美世界	1.32	31.97	1.61	26.21	1.86	22.69	推荐
三七互娱	0.48	56.06	0.92	29.25	1.08	24.92	推荐
游族网络	1.14	20.70	1.28	18.45	1.52	15.55	推荐
光线传媒	0.47	25.23	0.41	28.93	0.40	29.65	谨慎推荐
横店影视	0.51	34.90	0.49	36.33	0.59	30.17	谨慎推荐
中公教育	0.19	91.53	0.27	64.41	0.35	49.69	谨慎推荐
分众传媒	0.40	15.83	0.13	48.69	0.19	33.32	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点:

- **回顾历史，传媒行业连续三年深度回调后，2019 年迎来改善。**过去三年，在政策收紧、监管趋严、行业洗牌等因素影响下，板块进行了长达三年多的估值泡沫消化，期间申万传媒指数跌幅最深达 78%。2019 年有所改善，截至 2019 年 12 月 19 日，申万传媒指数上涨 22.09%，跑赢上涨综指 1.11pct，跑输沪深 300 指数、创业板指 11.68 pct、21.09 pct，在申万 28 个子行业中位居第 14 位，12 月以来在市场环境转暖、板块业绩好转预期以及云游戏概念催化下，游戏、影视板块表现出色，带动传媒指数加速上涨。
- **展望未来，政策、技术、盈利三方面因素共振。**从传媒行业历史走势中发现，政策变化、技术进步以及行业基本面演绎对板块影响明显。站在当前时点来看上述三项影响因素：政策层面，监管常态化，对行业的边际影响逐步降低；技术层面，2019 年进入 5G 建设元年，通信网络升级推动传媒内容和应用创新，5G 商用为行业带来云游戏、VR/AR、超高清视频等新的发展机会；盈利层面，传媒板块 2017 至 2019 连续三年盈利承压，2019Q3 业绩降幅收窄，2019Q4 在低基数效应下业绩增速将大幅回正。短期盈利边际改善预期较强，中长期娱乐消费需求长期稳定存在，板块增长动力充足。
- **维持行业“同步大市”评级。**截至 2019 年 12 月 19 日，申万传媒行业中位数估值（历史 TTM，剔除负值）38.37 倍，位于历史后 24.86% 的分位，目前绝对估值水平较前期低位修复不少，但仍处于历史低位区间，具有一定安全边际。维持行业“同步大市”评级，建议关注三条投资主线：1) 基本面良好，5G 重要应用云游戏催化估值提升的游戏板块；2) 行业低谷、负面因素逐步出清、盈利边际改善的影视板块；3) 行业景气向上、政策大力支持职业教育板块；以及细分领域优质龙头。重点公司包括完美世界、三七互娱、游族网络、中公教育、分众传媒、光线传媒、横店影视。
- **风险提示：监管趋严，行业竞争加剧，商誉减值，5G 落地不及预期**

内容目录

1 板块回顾	5
1.1 行情回顾	5
1.2 估值情况	5
2 展望未来	6
2.1 政策监管常态化，行业边际影响降低	7
2.2 技术升级催生产业发展新机遇	8
2.3 基本面触底，盈利改善可期	9
3 子板块概述	12
3.1 游戏：手游延续较快增长，云游戏催化估值	12
3.1.1 手游延续较快增长，后续产品储备丰富	12
3.1.2 出海加速，成为新的增长机遇	15
3.1.3 云游戏重塑游戏产业链，利好估值提升	16
3.1.4 游戏板块投资逻辑	17
3.2 影视：负面逐步出清，盈利改善可期	18
3.2.1 电视剧：市场加速出清，盈利修复可期	18
3.2.2 电影：票房增速回正，渠道仍待整合	21
3.2.3 影视板块投资逻辑	23
3.3 职业教育：政策加码，行业景气向上	24
3.3.1 市场空间大，行业景气向上	24
3.3.2 政策频繁加码	25
3.3.3 细分赛道成长性较好，关注龙头	27
3.3.1 职教板块投资逻辑	29
4 投资策略	29
5 风险提示	30

图表目录

图 1：年初至今申万传媒指数上涨 22.09%，在申万 28 个子行业中位居第 14 位	5
图 2：年初至今传媒指数涨跌幅情况	5
图 3：年初至今传媒行业单月涨跌幅	5
图 4：申万传媒绝对估值	6
图 5：申万传媒相对估值	6
图 6：申万传媒指数与上证综指走势对比（2013.01-2019.12）	6
图 7：监管政策三个阶段变化	7
图 8：手机出货量及增速	9
图 9：移动互联网用户快速增加	9
图 10：5G 技术关键指标较 4G 提升明显	9
图 11：技术进步带来新的产业机遇	9
图 12：传媒板块营收规模及增速	10
图 13：传媒板块归母净利润、扣非归母净利润规模及增速	10
图 14：传媒板块单季度营收规模及增速	10

图 15: 传媒板块单季度归母净利润规模及增速	10
图 16: 传媒板块商誉规模及增速	11
图 17: 商誉分布情况	11
图 18: 移动互联网月活增量大多在下沉市场	11
图 19: 手游单用户收入稳步增长	11
图 20: 典型泛娱乐平台付费用户规模	12
图 21: 典型泛娱乐平台付费用户收入情况 (单位: 亿元)	12
图 22: 单季度手游市场规模及增速	12
图 23: 国产网络游戏版号发放情况 (截至 2019.11)	13
图 24: 中国自研手游海外销售收入及增速	15
图 25: 中国移动游戏海外收入占比仍有较大提升空间	15
图 26: 2018 年海外移动游戏市场构成	16
图 27: 2014-2018 年几大主要地区游戏市场增速	16
图 28: 2018 年游戏玩家不在 PC 端和游戏机上玩游戏的原因分布情况	16
图 29: 订阅用户游戏内月均花费明显高于非订阅用户	17
图 30: 国内游戏单用户收入处于较高水平	17
图 31: 持有电视剧制作甲证机构数量大幅下降	19
图 32: 电视剧制作备案数下降	19
图 33: 四家上市公司电视剧业务毛利率情况	19
图 34: 2019 前三季度存货水平有所下降	20
图 35: 存货周转天数大幅增加	20
图 36: 应收账款周转天数大幅增加	21
图 37: 坏账损失增加	21
图 38: 票房增速呈放缓趋势	21
图 39: 2019 年票房增速已由负转正	21
图 40: 1-11 月全国观影人次变化情况	22
图 41: 1-11 月电影平均票价变化情况	22
图 42: 人均观影次数和平均票价对比	22
图 43: 人均观影次数和分城市平均票价变化情况	22
图 44: 我国影院数量和银幕数量规模及增速	23
图 45: 全国单银幕产出水平持续下降	23
图 46: 职业教育分类	24
图 47: 职业教育市场空间	25
图 48: 学历职业教育市场规模	25
图 49: 非学历职业教育市场规模	25
图 50: 2020 年国考招录人数大幅回暖	27
图 51: 国考参考人数小幅回升, 录取率略有升高	27
图 52: 近四年教师资格证报名人数逐年上升	27
图 53: 2020 年考研报考人数达 340 万, 延续较快增长	28
图 54: 人均考研支出占比情况	28
图 55: 约 31% 的考研学生选择报班复习	28
表 1: 传媒行业政策变化情况	7
表 2: A 股重点游企后续产品储备和排期	14
表 3: 演员限薪政策变化	19

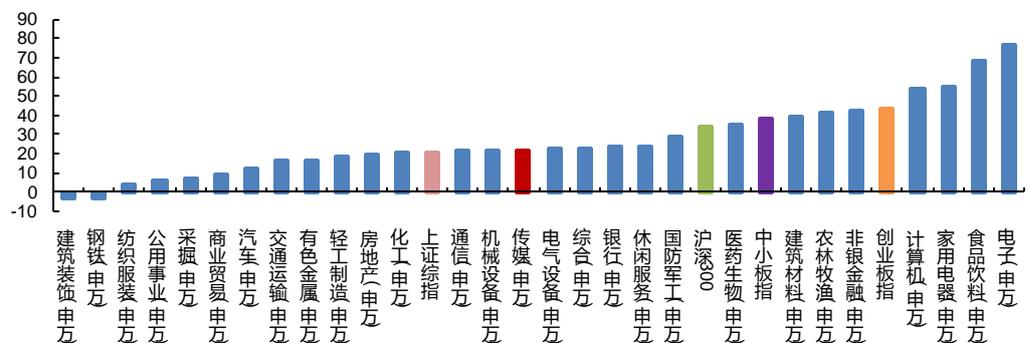
表 4: 重点电视剧公司应收账款账龄结构恶化.....	21
表 5: 职业教育相关政策、法律法规梳理.....	25
表 6: 考研市场规模测算.....	29

1 板块回顾

1.1 行情回顾

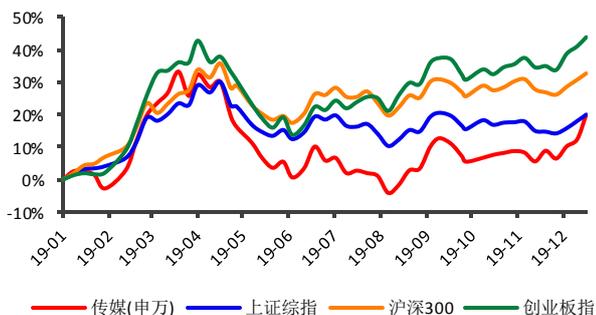
年初至今(截至2019年12月19日),申万传媒指数上涨22.09%,跑赢上涨综指1.11pct,跑输沪深300指数、创业板指、中小板指11.68pct、21.09pct、16.73pct,在申万28个子行业中位居第14位,表现优于往年(2016-2018年板块涨跌幅为-32.39%/-23.10%/-39.58%,连续三年在申万28个子行业中排名倒数前三位)。从单月表现看,全年仅2月、3月和12月赚钱效应显著,12月以来在市场环境转暖、板块业绩好转预期以及云游戏概念催化下,游戏、影视板块表现出色,带动传媒指数加速上涨。

图1:年初至今申万传媒指数上涨22.09%,在申万28个子行业中位居第14位



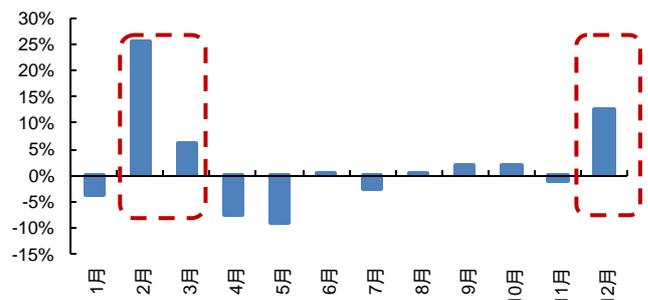
资料来源:wind, 财富证券

图2:年初至今传媒指数涨跌幅情况



资料来源:wind, 财富证券 注:截至12月19日

图3:年初至今传媒行业单月涨跌幅



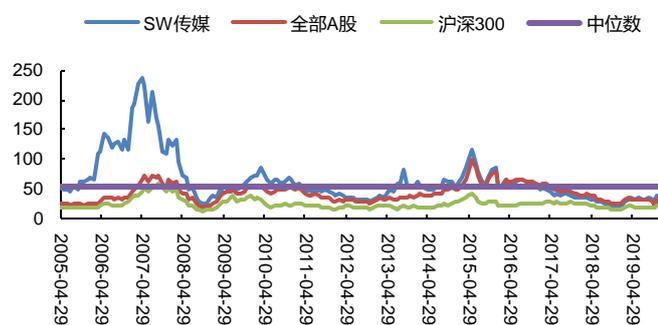
资料来源:wind, 财富证券 注:12月数据截至12月19日

1.2 估值情况

传媒指数的持续回调带动板块估值不断收敛,申万传媒行业中位数估值最低回调至21倍(2005年来最低水平),2019年指数反弹带动板块估值有所修复。截至2019年12月19日,申万传媒行业中位数估值(历史TTM,剔除负值)38.37倍,位于历史后24.86%的分位,目前绝对估值水平较前期低位修复不少,但仍处于历史低位区间,具有一定安全边际。从相对估值的角度来看,传媒板块相对沪深300的估值震荡下降,处于1.79倍

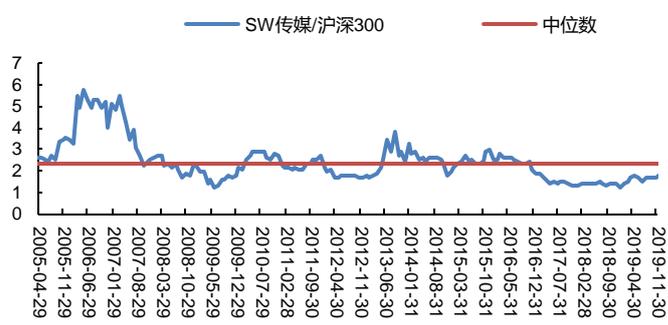
的水平，低于历史中位数 2.32 倍。

图 4：申万传媒绝对估值



资料来源：wind，财富证券

图 5：申万传媒相对估值

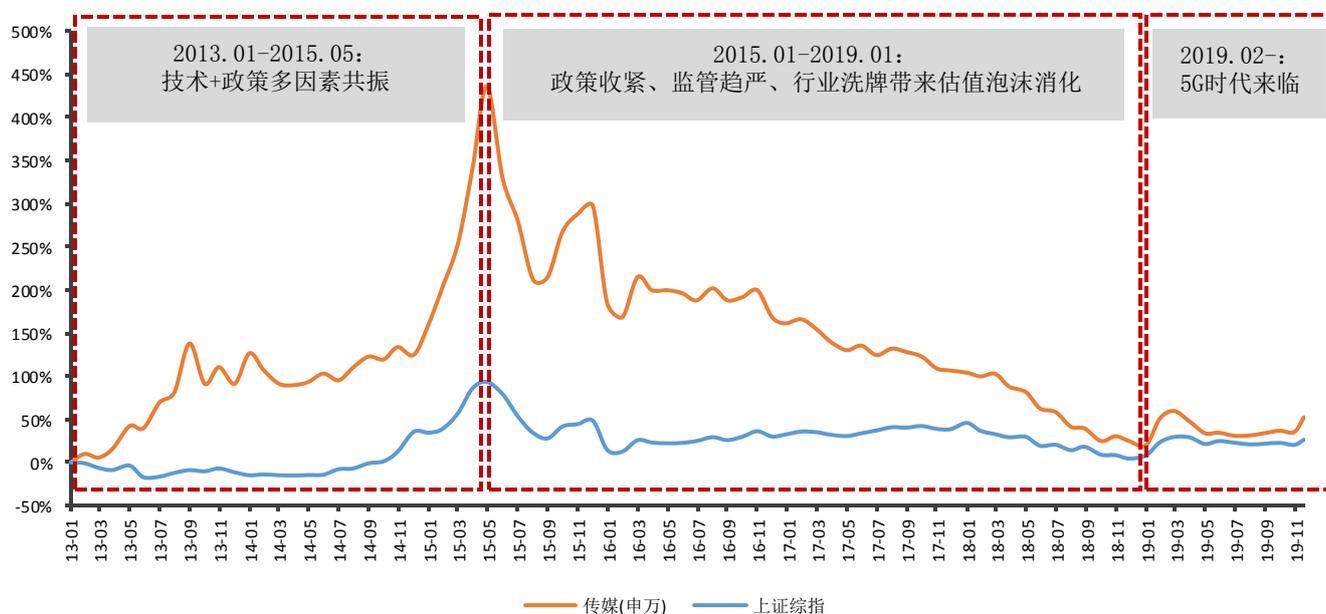


资料来源：wind，财富证券

2 展望未来

回顾传媒行业历史走势，我们可以清晰发现，政策变化、技术进步以及行业基本面演绎对板块走势影响明显。2013-2015 年在智能设备普及、4G 商用、政策宽松等因素共振下，迎来一波大的行情，期间申万传媒指数涨幅最高达 540%，远超同期各大指数。此后，在政策收紧、监管趋严、行业洗牌等因素影响下，板块进行了长达三年多（2015.06-2019.01）的估值泡沫消化，期间申万传媒指数跌幅最深达 78%。2019 年 2 月以来，市场情绪回暖，流动性变得宽松，指数重回上涨。

图 6：申万传媒指数与上证综指走势对比（2013.01-2019.12）



资料来源：wind，财富证券

站在当前时点，我们继续从政策、技术和盈利三个层面分析板块当前的情况，我们认为政策层面，监管常态化，对行业的边际影响逐步降低；技术层面，2019 年进入 5G 建设元年，通信网络升级有望为传媒内容和应用端带来新的发展机遇，行业表现值得期待。

待；盈利层面，传媒板块 2017 至 2019 连续三年盈利承压，2019Q3 业绩降幅收窄，2019Q4 在低基数效应下业绩增速将大幅回正。短期盈利有望改善，中长期板块增长动力充足。

2.1 政策监管常态化，行业边际影响降低

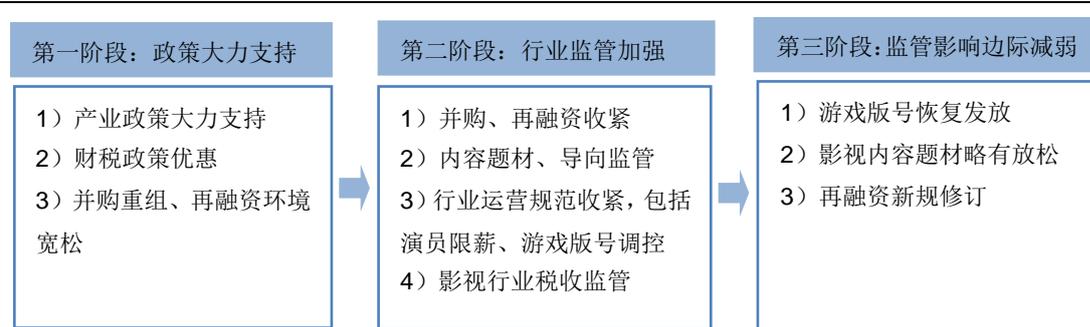
政策监管对传媒行业发展影响深远，梳理近年来传媒行业政策监管变化情况可知，行业政策变化大体可分为三个阶段。

第一阶段（2006-2015 年）：政策大力支持传媒文化产业发展，从中央到地方出台一系列产业、财税政策，同时资本市场并购重组和再融资政策环境宽松，许多公司通过借壳、跨界并购等方式实现上市或业务扩张。这一时期叠加技术进步、移动互联网兴起，传媒影视、游戏、营销等细分行业均迎来快速发展。

第二阶段（2016-2018 年）：一方面，2016 年以来资本市场政策收紧，监管出台政策提高并购重组门槛，传媒企业并购重组降温。另一方面，传媒行业前期发展过热导致乱象丛生，内容题材、价值导向监管加强。剧集方面，穿越剧、宫斗剧等题材审核从严，更加重视正能量、价值观的弘扬；游戏方面，加强对涉赌、含暴力血腥色情等游戏内容的查处。同时行业运营规范明显收紧，包括视听节目网台统一标准、演员限薪、游戏版本号总量控制以及版本号申报要求提高等。这一时期传媒板块经历政策收紧、产业发展红利式微双重影响，基本面持续向下，估值大幅下降。

第三阶段（2019 年-以后）：传媒行业监管将成为常态，但经历第二阶段的行业严监管后，传媒行业面临政策监管的不确定性大幅降低。而随着企业逐步适应新的监管环境，并主动调整业务至符合政策导向，监管对企业发展的影响逐步减弱。同时我们也观察到 2019 年以来，部分领域监管有所放松，例如，游戏版本号恢复审批，游戏内容供给保持稳定，虽然版本号总量减少但质量更优，有助于市场集中度提升；剧集方面，2019 年国庆后内容题材监管略有放松，多部古装剧陆续在网络端播出。

图 7：监管政策三个阶段变化



资料来源：各部门网站，财富证券

表 1：传媒行业政策变化情况

发布时间	发布机构/平台	核心内容/具体行动
2008 年 3 月	国务院发布《关于非公有	鼓励和支持非公有资本进入动漫游戏、广告、电影电视剧制作发行、电影院

	资本进入文化产业的若干决定》	和电影院线等领域
2009年4月	财政部等出台《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》	1) 电影集团公司、电影制片厂及其他电影企业取得的销售电影拷贝收入、转让电影版权收入、电影发行收入以及在农村取得的电影放映收入免征增值税和营业税；2) 文化高新技术企业减按15%征收企业所得税等
2009年7月	国务院通过《文化产业振兴规划》	支持有条件的文化企业进入主板、创业板上市融资，鼓励已上市文化企业通过公开增发、定向增发等再融资方式进行并购和重组，迅速做大做强。支持符合条件的文化企业发行企业债券等
2014年	证监会修订《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》	1) 大幅取消对上市公司重大购买、出售、置换资产的审批；2) 进一步丰富并购重组支付工具，为上市公司发行优先股、可转债、定向权证作为并购重组支付预留制度空间
2016年6月	证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》修订内容	完善全流程监管机制，进一步规范重组上市行为，遏制虚假重组、“忽悠式”重组，严厉查处信息披露不真实
2017年2月	证监会修订再融资新规	1) 市场化定价，明确定价基准日为本次非公开发行股票发行期的首日；2) 限制定增规模，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%；等
2016年3月	广电总局发布《电视剧内容通则》	明确规定电视剧中不能出现如“宣扬灵魂附体、轮回转世、巫术作法等封建迷信思想”、“展示和宣扬不健康的婚恋观和婚恋状态”、“表现未成年人早恋、抽烟酗酒、打架斗殴等不良行为”等内容
2017年6月	网络视听节目服务协会发布《网络视听节目内容审核通则》	互联网视听节目服务相关单位在网络视听节目内容审核方面，坚持先审后播、审核到位原则，审核要素包括政治导向、价值导向和审美导向，情节、画面、台词、歌曲、音效、人物、字幕等
2017年9月	中广电联等联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	1、全部演员总片酬不超过制作总成本的40%，其中主要演员不超过总片酬的70%，其他演员不低于总片酬的30%；2、超出40%的情况需向相关部门备案说明等。
2018.02.08	国家广电总局联合地方广电局	严肃整治网上低俗炒作、不良有害视听节目。开展针对网络平台上歪曲红色经典、散布血腥暴力等视听节目的整治行动，持证视听网站清理相关账号，彻底删除相关节目链接。
2018年7月	国税总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	各级税务机关加强影视行业税收监管，包括自查自纠、督促纠正、重点检查、总结完善四个步骤
2018.02	中宣部等八部委联合印发关于严格规范网络游戏市场管理的意见	《意见》强调，各相关部门要重点排查用户数量多、社会影响大的网络游戏产品，对价值导向严重偏差、含有暴力色情等法律法规禁止内容的，坚决予以查处；对内容格调低俗、存在打擦边球行为的，坚决予以整改。
2018.08	教育部等八部委联合发布综合防控儿童青少年近视实施方案	实施网络游戏版号总量条款；探索符合国情的适龄提示制度；采取措施限制未成年人使用时间。

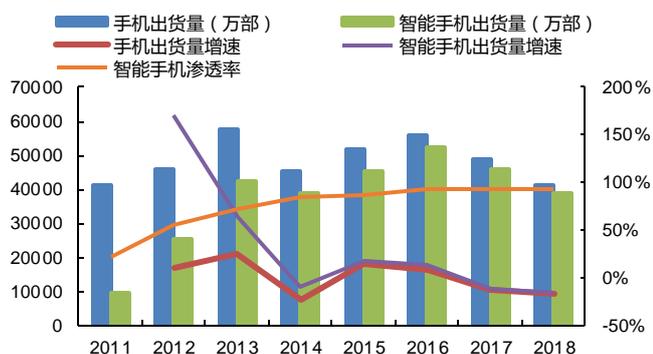
资料来源：国务院、财政部、国家广电总局、国家税务总局等，财富证券

2.2 技术升级催生产业发展新机遇

技术进步推动传媒产业发展。互联网发展历史进程中，硬件升级和通信网络代际更替对传媒内容和应用的发展影响巨大。2013年手机出货量爆发，对应的移动互联网用户

快速增加，推动轻休闲手游、应用商店等快速发展；2014、2015 年智能手机质量升级，叠加 4G 网络成熟，推动重度手游、视频网站、直播、短视频等娱乐方式兴起并快速发展；2016 年移动互联网红利逐渐进入尾声，流量成本高速上涨，移动营销公司迎来快速发展；2017 年之后，流量红利基本结束，行业龙头份额持续提升。由此可见，技术进步在传媒产业发展的过程中起到至关重要的作用。

图 8：手机出货量及增速



资料来源：wind，财富证券

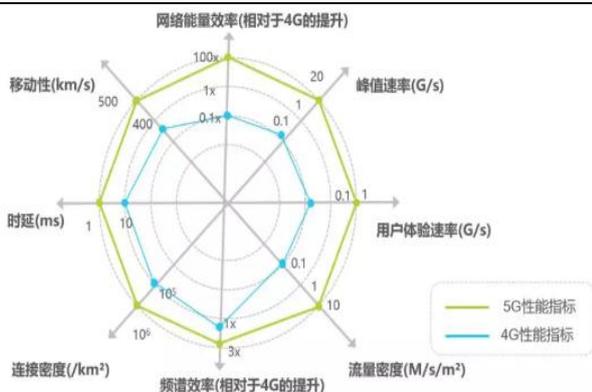
图 9：移动互联网用户快速增加



资料来源：wind，财富证券

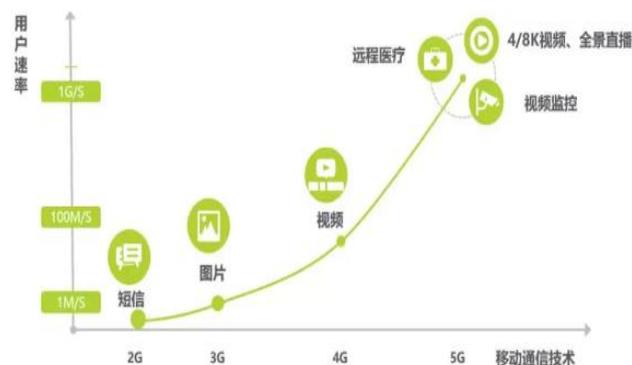
5G 带来行业发展新机遇。5G 是最新一代蜂窝移动通信技术。其主要特征是高速率、低延迟、连接密度大。与 4G 相比，5G 的传输速率、时延、移动性及连接密度等指标均有质的提升。根据 ITU 的取值，5G 的峰值速率高达 20Gbps，体验速率可达 1Gbps，空口时延小于 1ms，每平方千米可连接百万设备，可支持每小时 500km 以上的移动速度。目前 5G 已进入建设期，市场普遍预计 2020 年可实现商用，传媒行业潜在应用场景包括云游戏、超高清视频、VR/AR 等。目前云游戏已有多方巨头布局，近期谷歌云游戏平台 Stadia 上线，带动游戏板块热度显著提升，预计随着 5G 正式商用，云游戏有望迎来快速普及。

图 10：5G 技术关键指标较 4G 提升明显



资料来源：艾瑞咨询，财富证券

图 11：技术进步带来新的产业机遇



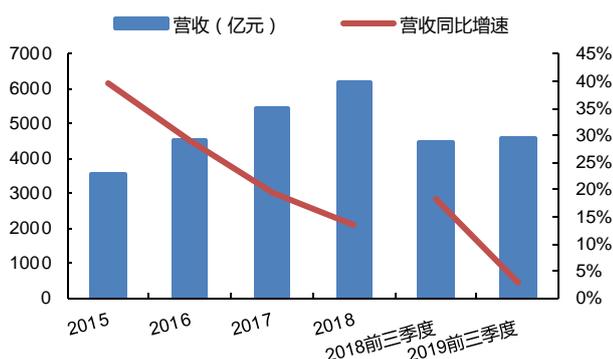
资料来源：艾瑞咨询，财富证券

2.3 基本面触底，盈利改善可期

传媒板块基本面触底，盈利持续承压。受政策监管趋严、融资趋紧、行业出清、商

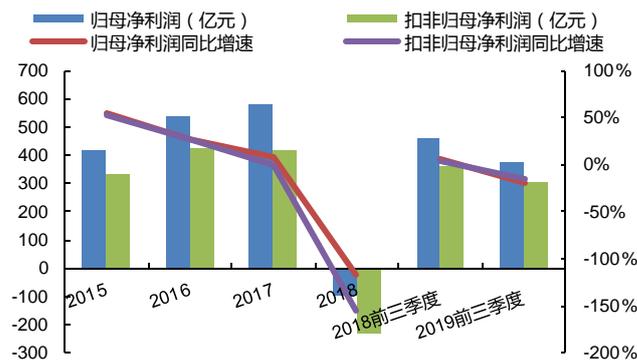
誉清理等影响，传媒板块基本面触底。2019 年前三季度板块实现营收 4582.95 亿元，同增 2.75%，实现归母净利润 376.81 亿元，同减 18.57%，实现扣非归母净利润 307.86 亿元，同减 15.58%。外延并购受限、内生增长放缓、毛利率下滑是盈利走低的主要原因。（统计样本为申万传媒上市公司，剔除了乐视网、印纪退、*ST 巴士、暴风集团、*ST 富控、*ST 游久、*ST 东网和 6 家 2019 年上市的新股，下文涉及板块财务情况分析均采用该样本）

图 12：传媒板块营收规模及增速



资料来源：wind，财富证券

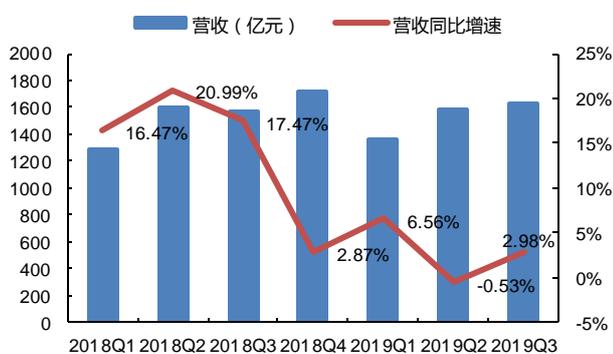
图 13：传媒板块归母净利润、扣非归母净利润规模及增速



资料来源：wind，财富证券

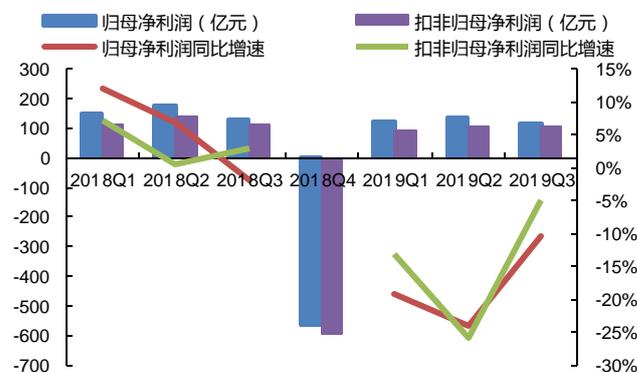
2019Q3 业绩降幅收窄，2019Q4 在低基数效应下业绩增速将大幅回正。分析单季度业绩变化，2019Q3 传媒板块营收同比增长 2.98%，增速环比提高 3.51pct，扣非归母净利润同比下降 4.91%，降幅环比收窄 20.86pct，业绩连续四个季度下滑后降幅出现明显收窄。预计 2019Q4 业绩增速大概率回正，主要原因是去年同期由于大额商誉、应收款等资产减值损失计提导致板块盈利大幅亏损(2018Q4 单季度利润为-561.58 亿元)，业绩基数极低。而分析目前板块商誉情况，虽然商誉绝对值仍较高（2019 年三季度末为 1581.32 亿元），但从构成来看，商誉低于 10 亿元的公司占比超 70%，商誉占净资产比重低于 50%的公司占比超 80%。且多数公司 2018 年为一次性全额计提商誉减值，商誉风险得到有效化解，因此我们认为 2019Q4 板块继续大面积商誉减值的概率不大。但值得注意的是，对于具体个股商誉风险仍需具体分析，部分企业并购标的持续经营不善，存在继续减值的风险。

图 14：传媒板块单季度营收规模及增速



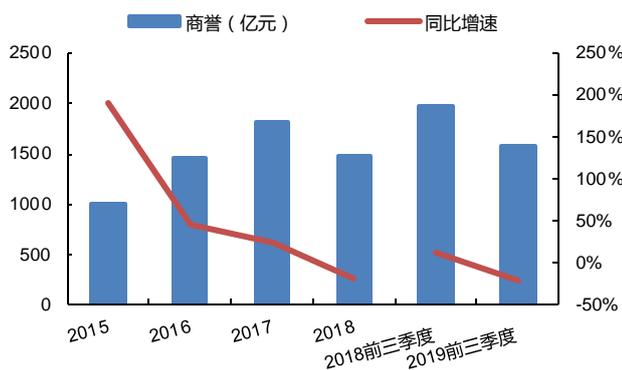
资料来源：wind，财富证券

图 15：传媒板块单季度归母净利润规模及增速



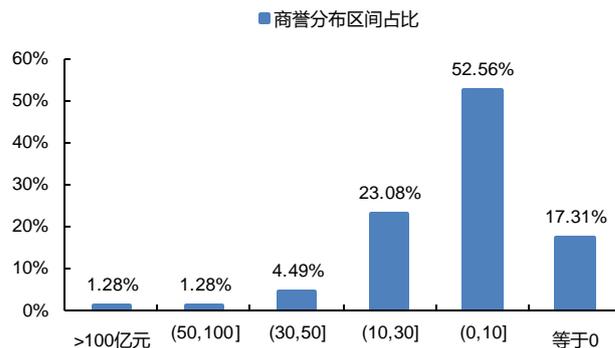
资料来源：wind，财富证券

图 16：传媒板块商誉规模及增速



资料来源：wind，财富证券

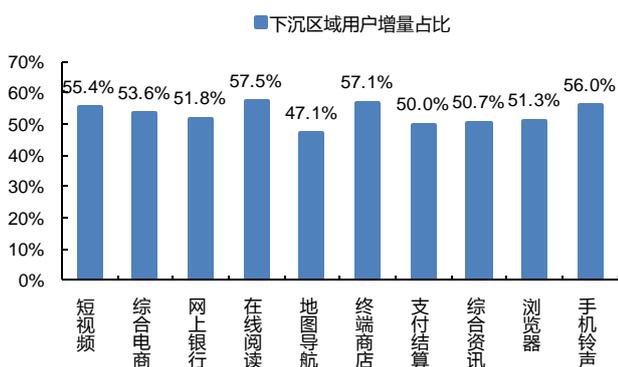
图 17：商誉分布情况



资料来源：wind，财富证券

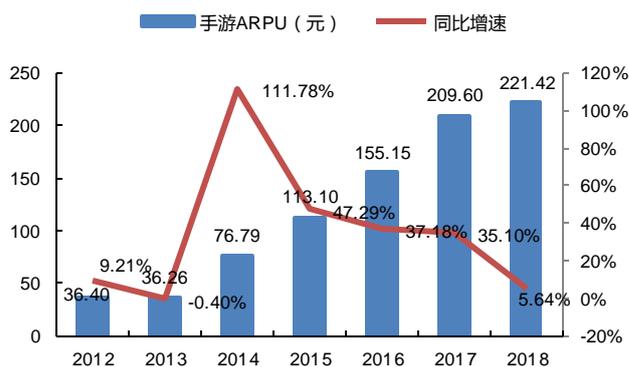
短期盈利有望改善，中长期板块增长动力充足。传媒行业经历过去几年外延并购受限、内生增长放缓、政策监管趋严等影响后，基本面处于底部。展望未来，短期政策监管对行业的负面影响边际减弱，且前期盈利下滑导致业绩基数较低，后续业绩增长压力较小。中长期看，传媒板块内生增长动力充足。1) 需求端，用户对优质内容的需求长期存在，体现为越来越多的用户愿意为优质内容付费，付费用户收入持续提升，同时，渠道下沉使得低线城市娱乐消费需求逐步得到挖掘。根据 QuestMobile 报告数据，当前下沉市场（三线及以下城市的移动网民）渠道下沉红利仍然存在，2019年6月中国移动互联网月活跃用户规模同比增量 TOP10 细分行业中，有9个在下沉市场获得更多用户，其中短视频下沉市场用户增量过亿，未来用户渗透率和用户时长均有提升空间；2) 供给端，一方面，行业加速洗牌，内容精品化趋势确立，更多优质内容涌现，另一方面，技术升级带来媒介变化，推动传媒内容和应用创新，5G 商用为行业带来云游戏、VR/AR、超高清视频等新的发展机会。

图 18：移动互联网月活增量大多在下沉市场



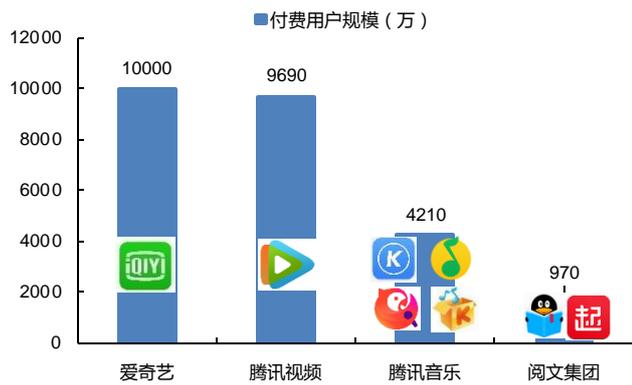
资料来源：QuestMobile，财富证券

图 19：手游单用户收入稳步增长



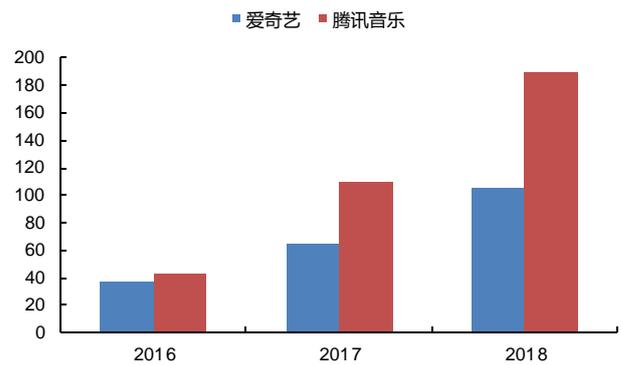
资料来源：伽马数据，财富证券

图 20：典型泛娱乐平台付费用户规模



资料来源：QuestMobile，财富证券

图 21：典型泛娱乐平台付费用户收入情况（单位：亿元）



资料来源：QuestMobile，财富证券

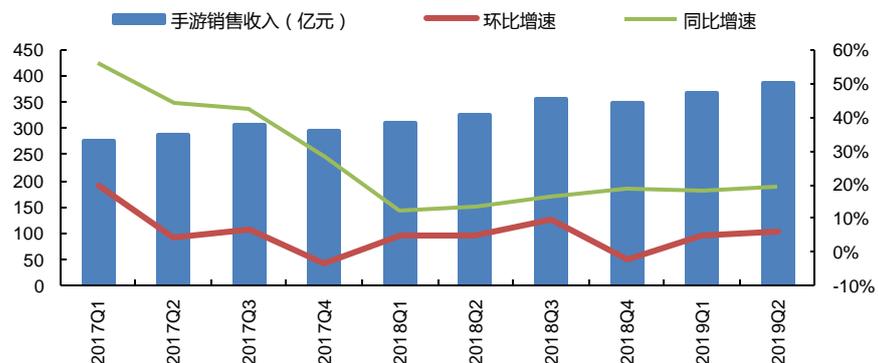
3 子板块概述

3.1 游戏：手游延续较快增长，云游戏催化估值

3.1.1 手游延续较快增长，后续产品储备丰富

手游市场延续较快增长。伽马数据报告显示，2019年上半年中国手游市场规模达753.1亿元，同增18.80%。单季度看，2019Q1/Q2手游市场同比增速分别为18.22%/19.29%，环比增速分别为4.72%/5.82%。而根据中国音数协游戏工委与IDC联合发布的最新数据显示，2019Q3手游市场规模408.1亿元，同增20%，环比增长4.1%，延续较快增长。增长回暖主要原因是部分经典老游戏流水回升，以及版号发放重启后，市场产品供给增加，上半年多款新品手游表现优异。

图 22：单季度手游市场规模及增速

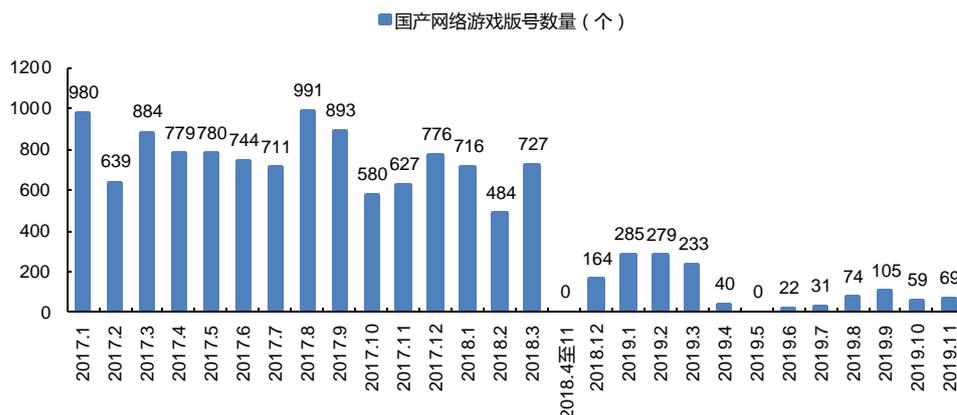


资料来源：伽马数据，财富证券

版号发放常态化后，产品供给稳定，未来龙头获取版号更有优势。2018年12月29日版号恢复审批，2019年4月因游戏版号申请材料修改停发2个月，6月底重启后进入有序发放状态，发放节奏基本为每月2-4批共计约100个版号，截至2019年11月，已发

放 1353 个版号(含进口游戏), 预计未来每年版号容量在 1000 个左右, 供给端量减质升, 整体保持较稳定的状态。此外, 在新的审核标准下, 大厂研发实力更为突出, 且对内容风险把控更强, 相应的产品获批概率更大。根据我们统计, 6 月底更新申报材料以来至 11 月发放的 360 个国产游戏版号中, 接近 30% 的版号为大厂出品 (包括腾讯、网易、完美、三七、巨人、中手游、吉比特、游族等)。未来供给端大概率为强者恒强, 市场集中度有望提升。

图 23: 国产网络游戏版号发放情况 (截至 2019.11)



资料来源: 国家新闻出版广电总局, 财富证券

2020 年手游产品储备丰富。游戏公司产品储备和排期一定程度决定了公司未来业绩走势, 了解目前重点游企游戏储备情况有助于判断未来几个季度游戏市场大致表现以及上市公司业绩变化。我们统计 A 股几家重点游企后续产品储备情况, 整体储备较为丰富。

完美世界: 公司是国内为数不多实现手游、端游、主机游戏全平台覆盖的研发厂商, 2019 年已上线《完美世界》手游、《神雕侠侣 2》、《我的起源》、《新笑傲江湖》等精品游戏, 业绩实现较快增长。后续产品覆盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌等多种类型, 包括端转手产品《新神魔大陆》、《战神遗迹》等、公司原创 IP《梦间集》系列手游、以及次时代端游大作《新诛仙世界》等, 总体看, 2020 年公司游戏产品弹药充足。

三七互娱: 公司是国内领先的游戏发行厂商, 近年来不断增强研发实力, 加强研运一体布局。公司产品线包括自研和代理游戏, 涵盖 ARPG、MMO、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型的, 在国内和海外市场同步发力。2019 年已上线《斗罗大陆》、《剑与轮回》、《精灵盛典》等自研手游, 后续产品储备包括《超能球球》、《斗罗大陆 3D》、《暗黑后裔》等自研手游, 以及针对海外市场的西方魔幻 SLG《代号 MH》、中世纪 SLG《Ocean Wars》等代理发行手游。2019 年上半年公司以 1700 万元投资了知名 SLG 游戏出海企业北京羯磨科技 10% 股权, 未来公司游戏出海速度持续加快, 看好公司后续 SLG 产品出海表现。

游族网络: 公司近年快速扩张研发人员, 增强研发实力, 2019 年上线 IP 大作《权力的游戏: 凛冬将至》, 近期上线经典 IP 续作《少年三国志 2》, 表现优异, 稳居畅销榜 TOP10,

同时公司加大海外市场布局, 预计《权游海外版》将于 2020Q1 上线, 此外, 公司还储备了重点 IP 手游《盗墓笔记》、自研二次元手游《山海镜花》等。

世纪华通: 公司于 2019 年 6 月完成收购盛跃网络 100% 股权, 获得旗下盛大游戏网游经营资产和核心人才团队, 代表作品包括《热血传奇》系列、《传奇世界》系列、《龙之谷》系列等, 2019 年公司陆续推出《命运歌姬》、《RWBY 瑰雪黑阳》、《辐射: 避难所 online》等精品代理游戏为公司带来良好收益。后续产品储备涵盖 MMORPG、偶像养成、ARPG、音乐、卡牌等多种类型, 具体包括《龙之谷 2》、《庆余年》、《传奇英雄版》、《彩虹岛手游》、《小森生活》、《樱桃湾之夏》、《代号: 远征》、《Lapis Re: LiGHTs》、《月夜狂想曲》等。

表 2: A 股重点游企后续产品储备和排期

公司名称	游戏名称	游戏类型	自研/代理	当前进度
完美世界	新笑傲江湖	MMORPG	自研	有版号, 测试中
	梦间集天鹅座	模拟经营+恋爱养成	自研	有版号, 测试中
	奈奥格之影	Roughlike	自研	无版号, 9月封测
	新神魔大陆	MMORPG	自研	无版号
	新梦幻诛仙	MMORPG	自研	无版号
	战神遗迹	ARPG	自研	无版号
	梦间集 2	二次元国风赛博	自研	无版号
三七互娱	混沌起源	西方魔幻 RPG		不删档内测
	超能星球	休闲竞技	自研	有版号, 预计 Q4 上线
	大唐文明	ARPG	自研	有版号
	代号 NB	ARPG	自研	无版号
	代号 DG	模拟经营类	自研	无版号
	代号 YZD	-	自研	无版号
	暗黑后裔		自研	无版号
游族网络	斗罗大陆 3D	ARPG	自研	无版号
	盗墓笔记	ARPG	自研	无版号
	山海镜花	二次元	自研	有版号
	权力的游戏海外版	SLG	自研	-
世纪华通	狂暴之翼 2	ARPG	代理	-
	龙之谷 2	MMORPG	自研	无版号
	樱桃湾之夏-AKB48	偶像经营养成	自研	有版号
	小森生活	模拟养成	自研	有版号
	庆余年	MMORPG	自研	无版号
	彩虹岛手游	横版动作	自研	无版号
	通感纪元	ARPG	代理	无版号
	传奇英雄版	ARPG	自研	无版号
	代号: 远征	MMORPG	自研	无版号
lapis Re: LiGHTs	RPG	自研	无版号	

资料来源: 公司官网、游戏茶馆, 财富证券

3.1.2 出海加速，成为新的增长机遇

受国内游戏市场竞争加剧和政策限制的影响，近年来游戏厂商出海节奏明显加快，主要体现在出海厂商增加、出海区域由传统的港澳台、东南亚居多向日韩、欧美等地扩张以及出海游戏品类由 SLG、ARPG 向二次元、MOBA、FPS 等全品类覆盖。国内游戏出海市场规模不断扩大，根据伽马数据统计，2018 年我国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达 95.9 亿美元，同增 15.8%，其中手游出海规模为 69.2 亿元，同增 23%。未来几年游戏出海是许多国内优质研发和运营厂商的重要发展机遇。

国内手游出海渗透率有较大提升空间。近几年国内手游出海取得较快发展，中国移动游戏海外收入占整体海外移动游戏市场比重稳步提升，由 2015 年的 11% 增长至 2018 年的 15.8%，整体比例并不高。目前日韩、美国和西欧是海外移动游戏的主力市场，规模占比超过 70%，增长基本稳定。中东、非洲及东南亚等新兴市场，规模占比虽小，但增速非常快，随着国内游企海外发行团队的扩张以及优质产品的持续输出，未来新兴市场有望贡献更多收入增量。

出海竞争格局优于国内。目前国内手游出海领先企业包括 Funplus、IGG、智明星通、易幻网络、游族网络等老牌出海厂商，腾讯、网易等近两年也开始加大精品自研出海力度，并取得较快发展。总体看，国内游戏出海仍处于充分竞争过程中，尚未形成绝对的龙头，同时游戏出海不受国内政策监管影响且流量成本较国内具有一定优势。

政策大力支持优秀游戏海外传播。2018 年海南游戏产业年会上，中宣部出版局领导发言中明确提出要推动优秀游戏海外传播，加强产品研发和市场推广力度，积极拓展国际市场空间，并指出目前我国游戏企业创新能力不足，产品类型较单一，讲故事的水平还有待提高。政府将加大指导力度，支持中国游戏企业与原创游戏精品更好地走出去，提高中国游戏的国际影响力，把中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌。

图 24：中国自研手游海外销售收入及增速



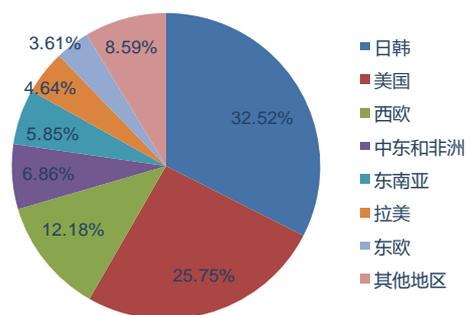
资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 25：中国移动游戏海外收入占比仍有较大提升空间



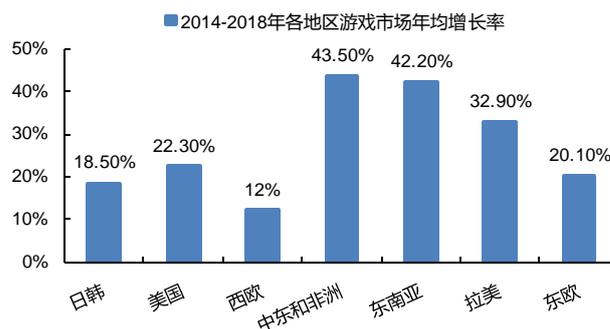
资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 26：2018 年海外移动游戏市场构成



资料来源：GPC&CNG，财富证券 注：海外指除中国内地以外手游市场

图 27：2014-2018 年几大主要地区游戏市场增速



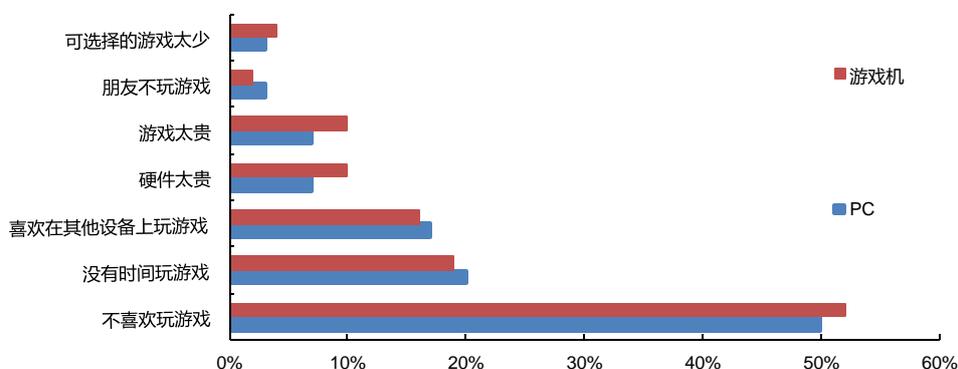
资料来源：GPC&CNG，财富证券

3.1.3 云游戏重塑游戏产业链，利好估值提升

云游戏是 5G 重要应用之一，对传统游戏产业链的影响较深：1) 云游戏可扩大用户规模（基数增加、转化率提高）；2) 推动盈利模式升级、付费粘性增强；3) 产业链地位和利益分配或将发生改变。中短期优质内容方议价能力有望提升，中长期持续分化；发行方买量成本下降，发行方式更为多元；平台方抢占充分市场份额后，话语权逐渐增强，长期变现空间大。

硬件门槛降低、游戏方式更为便捷，用户规模有望扩大。高品质的 PC 和主机游戏硬件门槛较高，一般来说，目前游戏机和游戏电脑的硬件配置价格在 2000 元以上，对于普通用户来说，价格并不便宜。根据前瞻产业研究院报告显示，有 10% 的玩家不玩主机游戏的原因是认为硬件太贵，另外 10% 的玩家认为游戏内容太贵，由此可以看出，硬件和游戏内容价格是限制主机/PC 用户规模扩大的原因之一。云游戏可以有效降低硬件门槛，为玩家提供更便捷、高效、丰富的游戏服务，过去受制于主机游戏硬件价格昂贵的玩家将较为容易地成为新的游戏用户，因此云游戏普及一定程度上有助于带来用户增量。但另一方面，对于手游来说，手游用户渗透率已处于较高水平，手游云化对用户影响相对有限。

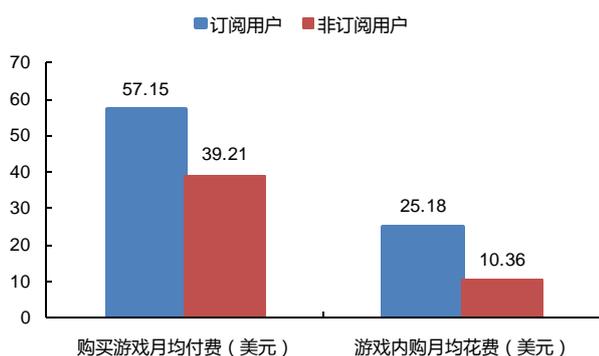
图 28：2018 年游戏玩家不在 PC 端和游戏机上玩游戏的原因分布情况



资料来源：前瞻产业研究院，财富证券

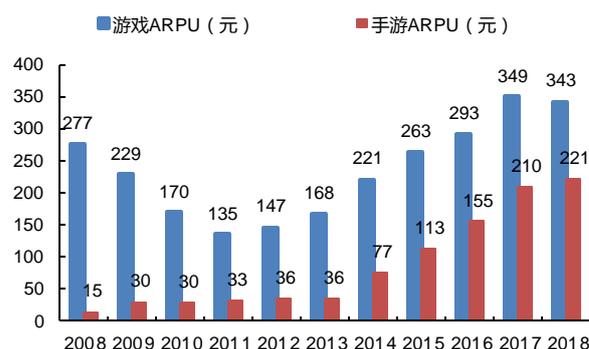
盈利模式升级，付费粘性增强。对于主机游戏而言，主机游戏上云后，付费模式由一次性买断制转变为订阅制与免费、买断、时长计费相结合的方式。用户则从买断游戏的使用权转变为定期、长期“租赁”游戏的使用权，优点在于可以用低得多的价格体验到原本要花费较大的游戏同时降低游戏试错成本，由此实现用户体验改善，进而增强用户粘性和用户付费意愿。根据 SuperData 研究报告显示，订阅用户在游戏内购、DLC 等内容上的花费是非订阅用户的 2.4 倍。但对于国内以免费为主的移动游戏来说，游戏内道具付费模式的变现效率非常高，游戏上云对当前付费模式难以产生有太大变化。

图 29：订阅用户游戏内月均花费明显高于非订阅用户



资料来源：SuperData，财富证券

图 30：国内游戏单用户收入处于较高水平



资料来源：伽马数据，财富证券

产业链价值分配有望重塑。云游戏顶层运行环节有三大参与方，游戏研发商、游戏发行方和云游戏平台方。1) **对于游戏研发商来说，议价能力有望提升。**过去传统游戏分成比例大头被渠道和发行占据，研发商分成比例相对有限。而在云游戏时代，云游戏平台方的竞争力和差异化靠独占精品游戏来实现，因此平台发展初期，平台方为争夺更多优质独占内容会进行适当让利，优质内容研发商产业链议价能力有望提升，具体体现为分成比例提高（逻辑类似于互联网视频平台前期为争夺用户花重金购买独占内容版权）。2) **对于游戏发行商来说，买量转化效率提升，成本有望降低。**云游戏即点即玩的特点可大幅缩短用户转化流程，使得游戏买量转化效率大幅提升，有效降低买量成本，同时云游戏便捷分享等特点可增加游戏发行入口。使得游戏发行方式更加多元。3) **对于云游戏平台方来说，长期变现空间大，优质内容+用户体验是核心竞争所在。**云游戏平台发展初期重在跑马圈地争夺更多用户，丰富的精品内容和好的用户体验必不可缺。中长期行业发展成熟，平台方获得足够市场份额后，产业链议价权可能开始向头部平台方转移，平台盈利能力逐步增强，同时前期获取的用户盘将带来较大的增值变现空间。

总体来看，云游戏作为 5G 时代的重要应用之一，具有诸多优点且对产业链影响较深，但同时也需注意到国外优质游戏引进国内存在内容审核和版号的问题以及网速和延迟的问题。目前国内云游戏仍处于发展早期，初期营运成本较高以及用户规模较小导致行业难以盈利，短期更多是对估值的催化作用；中长期看，云游戏为产业链带来发展机遇，各环节优质龙头竞争优势更为突出。

3.1.4 游戏板块投资逻辑

我们认为游戏行业主要受益于政策、行业、技术三方面改善：

1) 政策层面。首先版号进入有序发放状态，确保游戏供给稳定；其次，游戏行业监管已成为常态，未来监管两大主要方向为版号控量、提质，优化行业供给和强化对未成年人的监管保护。长远看，监管有利于规范行业秩序，加强行业精品化趋势，利好研发实力强、能持续输出精品的龙头企业。

2) 行业层面。短期受益于版号恢复，Q2 以来手游新品陆续上线，多款产品表现优异，带动行业增速回暖。游戏工委数据显示，2019Q3 中国手游市场收入同比和环比分别增长 20%、4.1%，延续良好增长势头。后续大厂产品储备丰富，为 2020 年增长奠定基础。中长期看，游戏内容品类创新、品质持续提升将带动 ARPU 提高，同时国内游戏加速出海带动海外市场成为行业新的增长点。

3) 技术层面。随着 5G 商用临近，下游 5G 应用和内容将迎来快速发展。云游戏作为 5G 重要应用之一，对当前游戏产业链有着深远影响。我们认为短期对游戏行业估值提升具有催化作用，中长期看，优质的游戏研发商受益于持续生产精品内容而具备较强议价权，可享受不错的分成比例。游戏买量发行厂商有望受益于买量转化率提高带来的成本下降。平台方则受益于大量云游戏用户，带来较大的增值变现空间。

从估值角度来看，近期游戏板块估值在云游戏推动下修复明显，当前游戏板块 PE (TTM) 中位数提升至 25 倍左右，估值较为合理。建议关注业绩增长稳健、核心竞争优势突出、产品表现优异、新品储备丰富的游戏龙头，**推荐完美世界、三七互娱、游族网络，建议关注吉比特、世纪华通、顺网科技。**

3.2 影视：负面逐步出清，盈利改善可期

3.2.1 电视剧：市场加速出清，盈利修复可期

2018 年以来，影视行业经历阵痛调整期。一方面，政策监管处于持续较严的状态，影视内容题材受限，导致部分剧集积压严重，行业处于去库存阶段；另一方面，产业链格局重塑，视频平台议价权显著上升。电视剧版权价格回归理性，电视剧制作公司毛利率普遍下降，且应收账款账期变长，企业现金流恶化。经历一年多的调整后，内容供给端改革明显，市场加速出清，随着新开机项目收入成本逐渐匹配，电视剧毛利率有望回升，叠加应收账款风险释放，明年板块盈利修复可期。

影视内容供给端加速出清。根据政策规定，连续两年内制作完成 6 部以上单本剧或 3 部以上连续剧（每部 3 集以上），且无违规行为的制作机构，可向国家广电总局申请《电视剧制作许可（甲证）》，甲证有效期两年，对持证机构制作的所有电视剧均有效，而乙证仅限于该证所标示剧目使用。广电总局数据显示，过去近十年，我国持有电视剧制作甲证机构数量稳定在 130 家左右，2017-2018 年两年有所下降，稳定在 113 家，而 2019 年持有甲证机构数量同比大幅减少 40 家至 73 家，同比下降 35.4%。同时从电视剧制作备案情况来看，2019 年前三季度电视剧制作备案数量 646 部，同比下降 37.15%。整体看，

电视剧内容供给端加速出清，产能有所收缩。

图 31：持有电视剧制作甲证机构数量大幅下降



资料来源：广电总局，财富证券

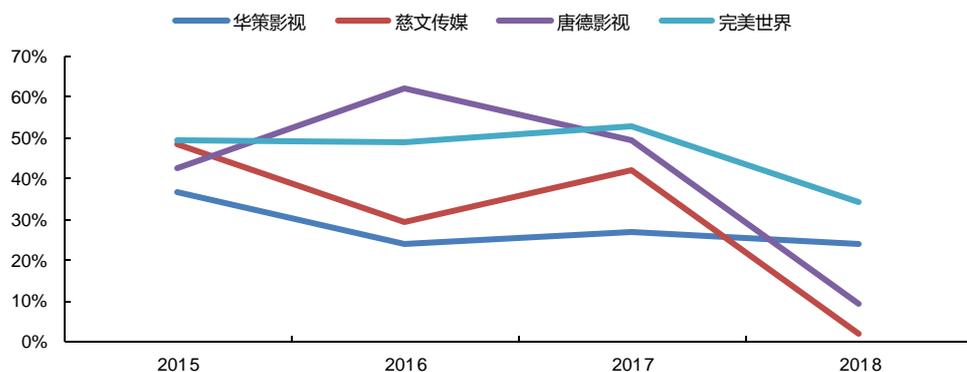
图 32：电视剧制作备案数下降



资料来源：广电总局，财富证券

收入成本逐渐匹配，毛利率有望回升。收入端，电视剧版权销售价格已回归理性，爱奇艺财报电话会议中提到目前平台采购剧集价格从过去最高单集 1500 万元下降至 800 万元以下。成本端，在演员限薪政策落地前，明星片酬畸高导致内容制作成本高企，收入成本结构错配导致库存剧毛利率大幅下降。近一年来随着制片方和平台方合力推动“限薪令”落地，一线演员片酬已出现下降，根据市场信息跟踪反馈，2019 年下半年开机的新项目中，演员薪酬水平已处于较为合理的水平。一般来说，电视剧从制作到获得发行许可的周期在 6 到 12 个月，因此今年下半年开机的项目大概率可于明年上半年确认收入，新的项目收入成本结构基本匹配，预计销售毛利率将回归至正常水平。

图 33：四家上市公司电视剧业务毛利率情况



资料来源：wind，财富证券

表 3：演员限薪政策变化

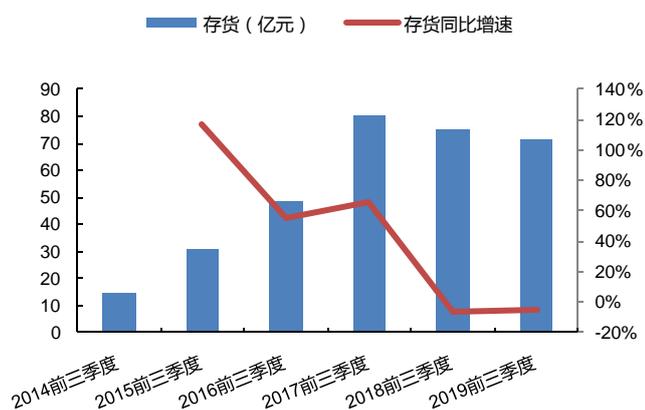
时间	政策/事件	内容
2017 年 9 月	中广联电视制片委员会等发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	《意见》明确指出在电视剧和网剧的制作里，全部演员片酬不超过总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%
2018 年 8 月	优爱腾联合正午阳光、华策影视等六家头部影视公司发表《关于抑制不合理片酬，抵制行业	《声明》表示采购或制作的所有影视剧，单个演员的单集片酬（含税）不得超过 100 万元人民币，

	不正之风的联合声明》	其总片酬(含税)最高不得超过5000万元人民币
2018年11月	国家广电总局发布《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	《通知》要求坚决遏制追星炒星、泛娱乐化等不良倾向,严控片酬,坚决打击收视率造假行为
2019年4月	中广联电视制片委员会发布《关于严格执行电视剧网络剧制作成本配置比例规定的通知》	再度重申“限薪令”

资料来源:国家广电总局、中广联等,财富证券

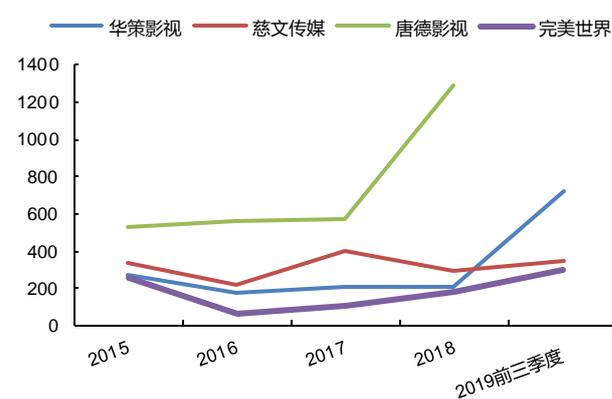
电视剧库存水平有所下降,虽然存货周转较慢,但近期政策边际宽松下,库存消化在加快。统计四家主要电视剧制作上市公司(华策影视、慈文传媒、唐德影视、完美世界)存货情况,2019年前三季度四家公司合计存货规模71.37亿元,同比下降4.85%,整体库存水平有所下降。但受内容题材限制等影响,部分库存剧播出受限,存货周转较慢,四家公司2019年前三季度存货周转天数均大幅增加。近期古装剧播出逐渐宽松,重点宣传窗口期结束后,前期积压的古装大剧如《鹤唳华亭》、《从前有座灵剑山》、《庆余年》等陆续在网端播出,预计2020年内容题材监管环境相对友好,库存消化有望加快。

图 34: 2019 前三季度存货水平有所下降



资料来源:wind, 财富证券

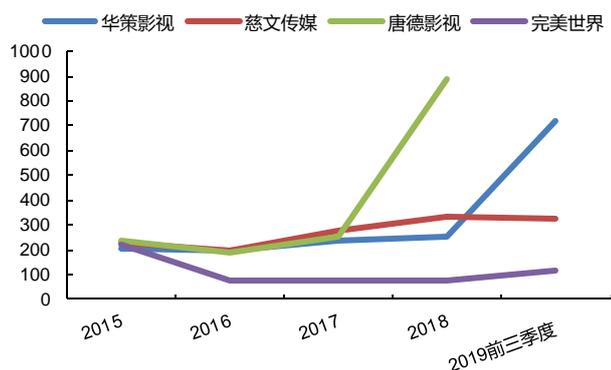
图 35: 存货周转天数大幅增加



资料来源:wind, 财富证券

随着电视剧渠道议价权上升,电视剧制作公司应收款账期普遍拉长,账龄结构变差,2019年前三季度四家公司2年以上应收账款占比均有所提高,相应的坏账风险也大幅增加。2018年四家电视剧公司坏账损失合计达7.77亿元,同比大幅增加294.42%,其中唐德影视和华策影视一次性分别计提5.86、2亿元坏账损失,一定程度上释放了应收账款风险。截至2019年三季度末,四家电视剧公司合计应收账款规模70.28亿元,同比下降24.28%,应收账款水平有所下降,但整体规模仍较高,2019Q4存在计提坏账损失的风险,若顺利计提坏账,高应收账款情况可得到有效缓解,2020年板块将轻装上阵。

图 36: 应收账款周转天数大幅增加



资料来源: wind, 财富证券

图 37: 坏账损失增加



资料来源: wind, 财富证券

表 4: 重点电视剧公司应收账款账龄结构恶化

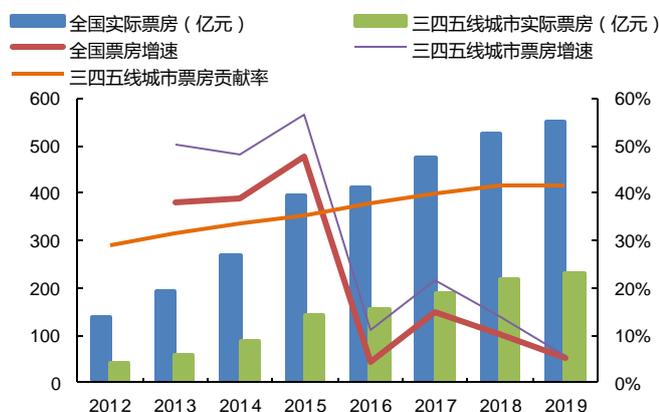
	1 年期应收账款占比		1-2 年应收账款占比		2-4 年应收账款占比		4 年以上应收账款占比	
	2018	2019H1	2018	2019H1	2018	2019H1	2018	2019H1
华策影视	58.71%	60.17%	22.04%	13.25%	7.52%	9.10%	1.32%	1.81%
慈文传媒	30.70%	41.66%	40.88%	32.03%	16.24%	15.00%	2.40%	2.47%
唐德影视	15.64%	17.61%	21.38%	24.02%	7.09%	10.48%	7.18%	3.24%
完美世界	72.27%	86.72%	9.32%	3.06%	0.59%	7.14%	3.46%	3.08%

资料来源: wind, 财富证券, 注: 唐德影视、完美世界分类为 2-3 年应收账款占比和 3 年以上应收账款占比

3.2.2 电影: 票房增速回正, 渠道仍待整合

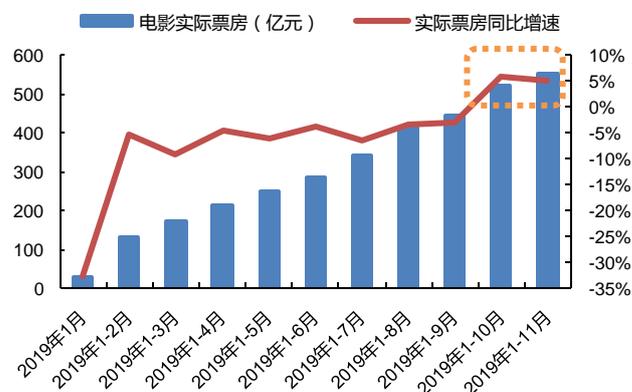
2019 年我国电影票房呈现前低后高走势, 前九个月累计票房同比连续下滑, 1-10 月票房增速首次转正, 观影人次亦恢复正增长, 主要原因是暑期档和国庆档出现《哪吒》、《我和我的祖国》、《中国机长》等多部票房、口碑兼具的爆款电影, 拉动票房和观影人次回暖。此后电影票房延续增长态势, 截至 11 月, 累计电影票房(剔除服务费)达 550.79 亿元, 同比增长 5.06%, 分拆票房增长因素, 1-11 月观影人次 16.03 亿, 同比增长 0.75%; 电影平均票价 37.11 元(含服务费), 同比提高 4.84%, 票价上升仍是主要拉动因素。

图 38: 票房增速呈放缓趋势



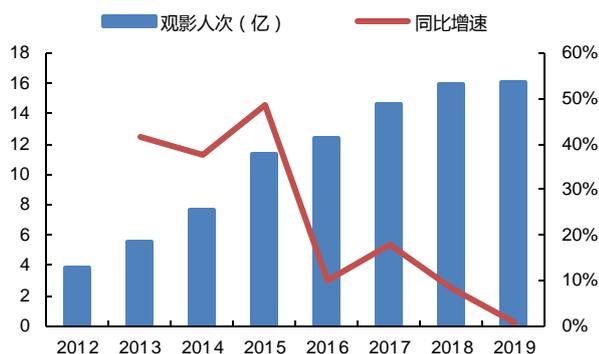
资料来源: wind, 财富证券

图 39: 2019 年票房增速已由负转正



资料来源: wind, 财富证券

图 40：1-11 月全国观影人次变化情况



资料来源：艺恩数据，财富证券

图 41：1-11 月电影平均票价变化情况

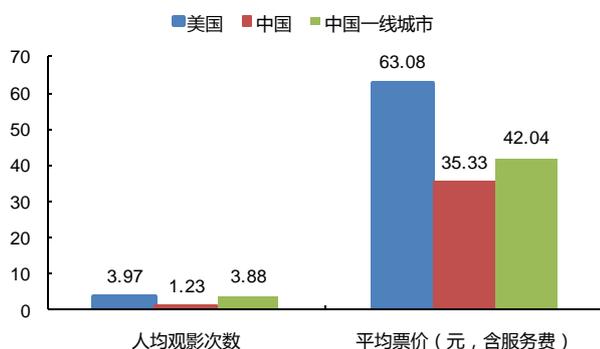


资料来源：艺恩数据，财富证券，注：2017-2019 年含服务费

未来电影票房的增长主要由优质内容增加带动观影人次提升驱动，而优质内容增加是长期积累提升的过程，且电影票房的表现与电影本身质量并非完全一致，导致短期票房增长具有一定波动性，例如 2016 年缺乏爆款电影内容，当年票房增速下降至 3.75%，而 2017 年在多部爆款电影加持下，票房增速回升至 14.94%。

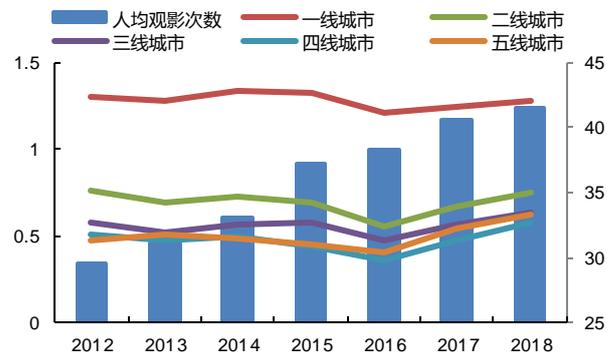
从长期角度看，我国电影市场仍存在较大增长空间。一方面，国内人均观影次数与海外发达国家相比并不高，2018 年美国人均观影次数接近 4 次，而同期国内人均观影次数约 1.23 次，虽然较 2017 年略有增加，但整体仍有提升空间，值得注意的是，2018 年国内一线城市人均观影次数为 3.88 次，与美国水平相当，未来观影人次提升更多来自低线城市观影需求的崛起。另一方面，国内电影平均票价水平并不算太高，2018 年全国电影平均票价 35.33 元，分城市看，一/二/三/四/五线城市平均票价分别为 42.05/34.97/33.51/32.71/33.22 元，未来二三线城市电影票价具备提升空间，但我们同时考虑线上票补取消导致居民实际承担票价已有一定程度提升，因此短期票价上涨动力不大，更多是长期伴随人均可支配收入提升而缓慢增加。

图 42：人均观影次数和平均票价对比



资料来源：艺恩数据，财富证券

图 43：人均观影次数和分城市平均票价变化情况

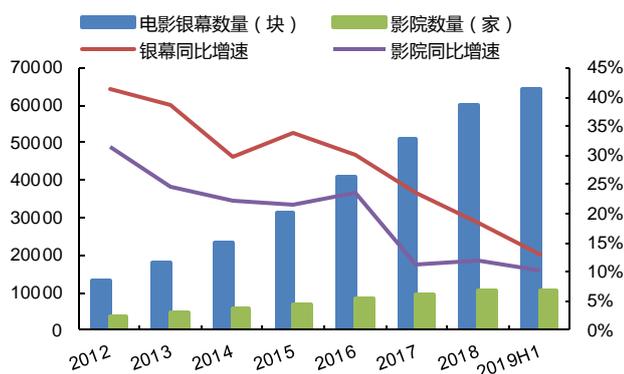


资料来源：艺恩数据，财富证券，注：2017、2018 年票价包含服务费

电影渠道仍处于整合阶段，单银幕产出拐点短期难以到来。影院行业经历了前几年的快速扩张，在去年监管加强、行业增速放缓双重压力下，供给端开始出清，尾部影院

因经营不善持续亏损，陆续有一部分影院在关停，或主动寻求整合。但是由于盈利较差、且估值并未消化充分，因此整合进度低于预期。而此前针对院线设立门槛以及鼓励院线并购的政策更多是指导性文件，在实际操作过程中，影投公司还是会考虑盈利和估值两方面因素来决定是否进行并购。此外，近几年银幕扩张速度均明显快于票房增长速度，导致单银幕产出持续下降。2019年银幕扩张速度有所放缓，但上半年银幕增速仍有12.87%，而收入端，电影票房增速放缓至个位数，预计未来银幕扩张速度进一步放缓，但短期不会停滞，而电影票房增速大概率在5%-10%，因此短期单银幕产出难以扭转下滑态势。

图 44：我国影院数量和银幕数量规模及增速



资料来源：wind，财富证券

图 45：全国单银幕产出水平持续下降



资料来源：wind，财富证券

3.2.3 影视板块投资逻辑

电视剧板块：行业方面，我们认为电视剧行业经历一年多的调整，监管不确定性下降，行业负面因素逐渐出清，板块底部企稳，有望迎来盈利复苏。一方面，近期内容题材监管略有放松，多部积压的古装剧陆续播出，过去高成本库存剧逐渐消化，另一方面，演员限薪基本落地，新开机项目收入成本逐渐匹配，并大概率于2020年确认收入，毛利率有望回升。公司方面，头部内容制作公司优势更为突出，其与平台合作关系稳固，积压剧相对较少，且资金更为充裕，可以更好地推进新项目。**建议关注完美世界、慈文传媒、华策影视。**

电影板块：内容端，短期在国庆档、贺岁档的影响下，2019Q4票房增速由负转正并逐渐向上，后续元旦档和春节档片单丰富，短期票房增长无忧；中长期看，电影市场增长的核心驱动在于电影内容质量整体提升，优质影片产出增加，带来人均观影人次提升，进而带动票房增长，同时，IP衍生、商品销售等非票业务有望打开电影市场增长空间。具体而言，单部影片表现不确定性较大，爆款可遇不可求，这直接导致电影制作公司业绩的稳定性和持续性较差，因此我们更倾向于关注电影产出丰富，通过提高整体影片投资收益率来平滑单部项目制作风险的龙头企业，**建议关注光线传媒。****渠道端，**以院线和影院为主，相对而言业绩稳定性更好，但由于银幕扩张速度快于票房增速导致单银幕产出持续下降，盈利承压。票房增速向上带动院线、影投公司业绩短期好转，中长期业绩拐点须等待供给端整合完毕、单银幕产出企稳回升。建议关注资本实力雄厚，市场份额

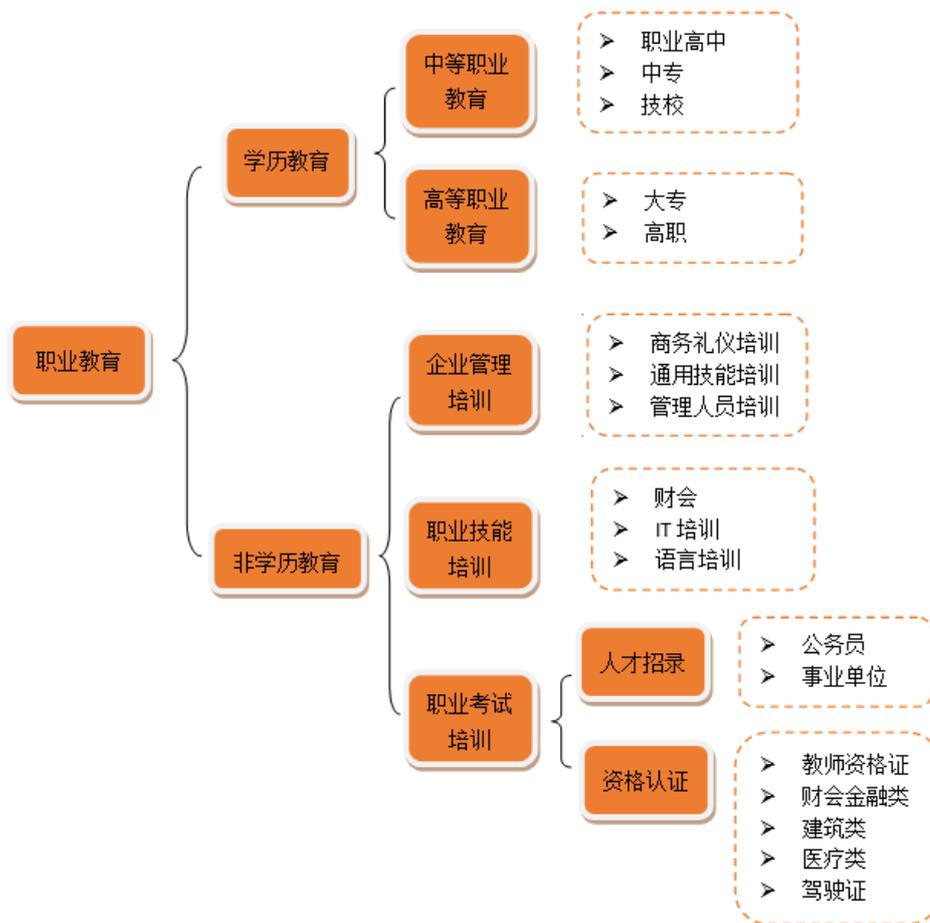
领先、具备经营管理优势的龙头院线公司，关注横店影视、万达电影。

3.3 职业教育：政策加码，行业景气向上

3.3.1 市场空间大，行业景气向上

根据是否颁发学历证书可将职业教育分为学历教育和非学历教育。学历职业教育是指受教育者在职业学校里学习，具体包括中等职业教育（职业高中、中专、技校）和高等职业教育（大专、高职）；非学历职业教育是指向劳动者提供与求职岗位或所在岗位对应的职业技能的培训活动，包括适用于在岗员工的企业管理培训（To B）和面向个人的职业考试和职业技能培训（To C），其中 To C 模式下的职业考试培训可分为人才招录和资格认证考试培训，职业技能培训可分为财会类、IT 应用类、财会类、语言类培训等。

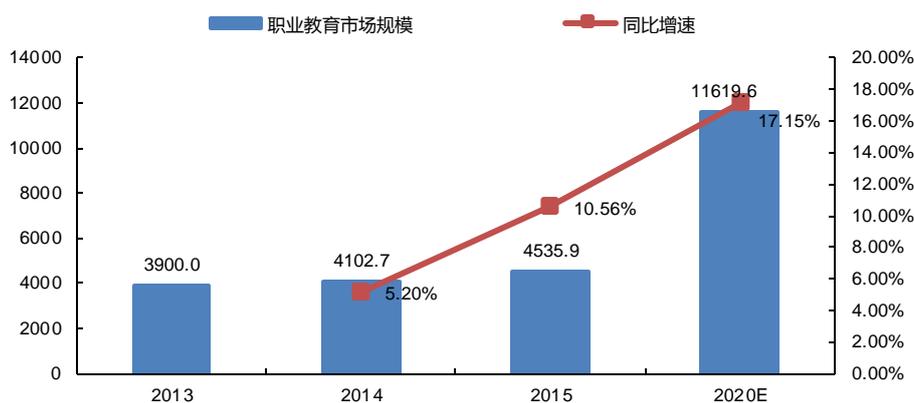
图 46：职业教育分类



资料来源：财富证券

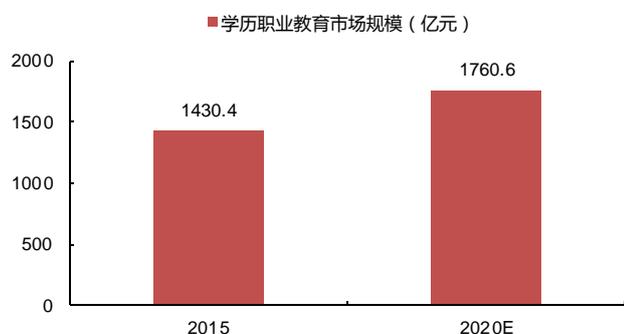
职业教育市场空间庞大，剑指万亿市场。 职业教育市场规模是学历教育和非学历教育市场规模之和。根据产业信息网报告，2015 年我国职业教育市场空间为 4536 亿元，预计 2020 年将达到 11620 亿元，五年复合增速达 17.15%。其中，学历职业教育市场规模为 1430 亿元，预计 2020 年将达到 1761 亿元，五年复合增速为 4.25%；非学历职业教育市场规模为 3106 亿元，预计 2020 年将达到 9859 亿元，五年复合增速达 25.99%。

图 47：职业教育市场空间



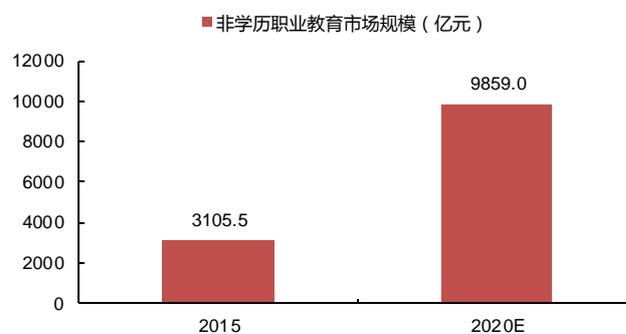
资料来源：财富证券，产业信息网

图 48：学历职业教育市场规模



资料来源：产业信息网，财富证券

图 49：非学历职业教育市场规模



资料来源：产业信息网，财富证券

3.3.2 政策频繁加码

职教相关政策频繁出台，为职教行业提供良好的发展环境。近期，职教相关利好政策陆续出台。政策重点在于加速完善现代职业教育体系，加强工学结合、校企合作，鼓励民间资本开办职业院校，强调职业技能培训和创业培训的重要性，鼓励发展多样化培训服务机构。具体举措包括鼓励社会资本参与职教办学，促进校企合作、产教融合，提高职业技能（“1+X”证书制度），个税抵扣优惠+失业保险基金结余支持等。

表 5：职业教育相关政策、法律法规梳理

序号	相关政策、法律法规	出台时间	出台部门	主要内容
1	关于大力推进职业教育改革与发展的决定	2002.8	国务院	明确提出增加教育经费投入：城市教育费附加用于职业教育的比例不低于 15%，已普及九年义务教育的地区不低于 20%，一般企业按照职工工资总额的 1.5% 足额提取教育培训经费，从业人员技术素质要求高、培训任务重、经济效益较好的企业可按 2.5% 提取。
2	关于实施职业院校制造业和现代服务业技能型紧缺	2003.12	国务院	明确对技能型紧缺人才的培养和培训实行学历证书、培训证书和职业资格证书相结合。

人才培养培训工程的通知

3	关于大力发展职业教育的决定	2005.10	国务院	大力推行 工学结合、校企合作 的新模式，推进各地高职、中职院校的建设，完善职业资格证书制度，多渠道增加经费投入。
4	关于全面提高高等职业教育教学质量的若干意见	2006	教育部	逐步构建专业认证体系，开展职业技能鉴定工作，推行“ 双证书 ”制度。
5	关于职业院校试行工学结合、半工半读的意见	2006	教育部	积极推进“ 校企合一 ”，鼓励“前厂(店)后校”或“前校后厂(店)”，进一步 鼓励行业企业举办职业院校 ，同时鼓励职业院校依托专业发展产业。
6	国家中长期人才发展规划纲要(2010-2020年)	2010.6	国务院	提出完善高技能人才培养培训体系，支持发展各类专业化培训机构。
7	高技能人才队伍建设中长期规划(2010-2020)	2011.6	中组部、人社部	以实施国家高技能人才振兴计划为龙头， 加大高技能人才培训力度 ，建立健全面向全体劳动者的职业培训制度，健全高技能人才评价选拔制度。
8	国家教育事业第十二个五年规划	2012.7	教育部	强调职业技能培训和创业培训的重要性，鼓励发展多样化培训服务机构。
9	关于加快发展现代职业教育的决定	2014.6	国务院	首次提出 企业要发挥“重要办学主体作用” ，并将以 政府购买服务或税收优惠等方式给予支持 。
10	现代职业教育体系建设规划(2014-2020)	2014.6	教育部、发改委等	鼓励企业举办或参与举办职业院校，提出到2020年大中型企业参与职业教育办学的比例达到80%以上的目标。
11	民促法三审修订版	2016.11	全国人大常委会	明确 民办学校的举办者可自主选择设立非营利性或营利性民办学校 ，但不得设立义务教育阶段的营利性民办学校。
12	依法治教实施纲要(2016-2020)	2016	教育部	设立地方教育立法改革试点项目，建立专家咨询和经费支持机制 ，鼓励各地在终身学习、校企合作、家庭教育等教育法律规范尚存空白的领域，先行先试，以教育立法推动教育改革，为全国教育立法积累经验。
13	《关于全面推行企业新型学徒制的意见》	2018.11	人社部、财政部	从今年起到2020年底，努力形成政府激励推动、企业加大投入、培训机构积极参与、劳动者踊跃参加的职业技能培训新格局，力争培训50万以上企业新型学徒。2021年起，继续加大工作力度，力争年培训学徒50万人左右。
14	《教育部2019年工作要点》	2019.2	教育部	保持高中阶段教育职普比大体相当。启动实施1+X证书(学历证书+职业技能等级证书)制度试点。启动高等职业教育专业评估。实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划。建设一批高水平职业教育实训基地，开展产教融合建设试点。继续推进职业教育国家教学标准体系建设。总结现代学徒制试点经验，全面推广现代学徒制。

资料来源：各部委网站，财富证券

3.3.3 细分赛道成长性较好，关注龙头

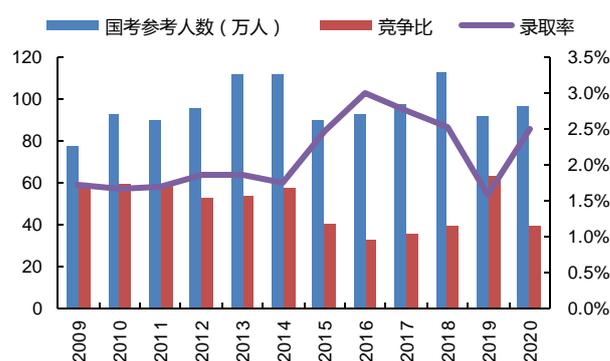
国考招录：2020 年国考招录回暖利好公考培训。2019 年国务院下属机构改革，国税和地税单位合并，导致当年公务员招录人数大幅下降，2019 年国家公务员招录人数为 1.45 万人，较 2018 年同期减少约 1.3 万人，降幅达 49%。2020 年国考是多数国家机构完成改革调整后的首次全国招考，招录人数大幅回暖，较 2019 年增加近 1 万人至 2.42 万人，增幅达 66%。总体看，公务员考试需求较为稳定，短期招录人数回暖，可扩大用户基础，中长期仍需关注参培率和客单价提升驱动行业增长。

图 50：2020 年国考招录人数大幅回暖



资料来源：中公教育，财富证券

图 51：国考参考人数小幅回升，录取率略有升高



资料来源：中公教育，财富证券

教师招聘：教师资格证和教师编制考试培训热度依旧。2015 年教师资格证考试改革正式实施，师范类学生也需要通过教师资格证考试方能从事教师职业；2018 年国务院下发《关于规范校外培训机构发展的意见》，《意见》要求校外培训机构的老师必须有教师资格证才可以授课。受上述政策影响，教师资格证报名人数快速增加，2019 年全年报考人数达 870 万，较 2018 年增加 229 万，带动教师相关考试培训需求向上。

图 52：近四年教师资格证报名人数逐年上升



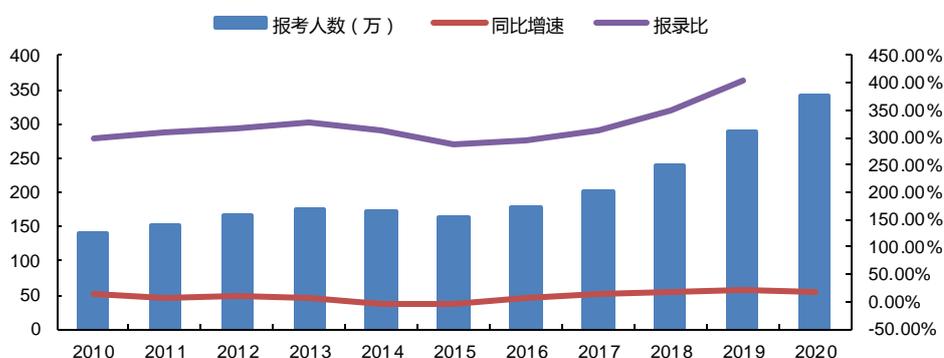
资料来源：中公教育、腾讯网，财富证券

考研：考研培训市场处于快速成长期，未来五年复合增速达 27%。近年来就业竞争加大，社会压力增加等因素导致越来越多毕业生选择考研来提高学历水平进而提升就业竞争力。2016 年以来，考研报名人数呈加速上涨趋势，由 2016 年的 177 万人增加至 2020

年的 341 万人，四年复合增速达 17.81%，2020 年报名人数创下历史新高。考研人数快速增加，但招生人数保持缓慢增长，导致报录比快速提升，2019 年报录比为 4.03，较去年增加 0.47，考研竞争明显加大，催生考研培训市场快速发展。

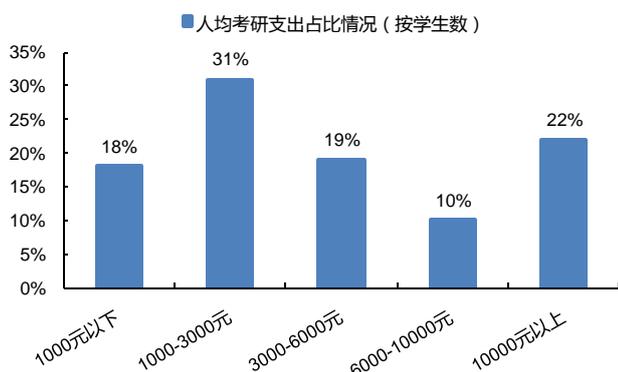
我们认为目前考研培训市场处于快速成长期。根据中国教育在线数据统计，参培人数方面，2019 年约 31% 的考研学生选择报考培训班复习，即目前考研参培率约 30%；人均考研支出方面，31% 的学生考研支出在 1000-3000 元之间，22% 的学生考研支出超过 10000 元，简单测算得平均考研支出约 4470 元。根据计算模型：考研培训市场规模=报名人数*参培率*生均考研支出，初步测算得 2019 年考研培训市场规模约 40 亿元，若假设 2021 年报考人数增速为 10%，之后逐年下降两个百分点，参培率每年提高 2 个百分点，生均考研支出保持每年 10% 的增速，则可测算出到 2024 年考研培训市场规模达 131.81 亿元，2020-2024 五年复合增速达 26.81%。

图 53：2020 年考研报考人数达 340 万，延续较快增长



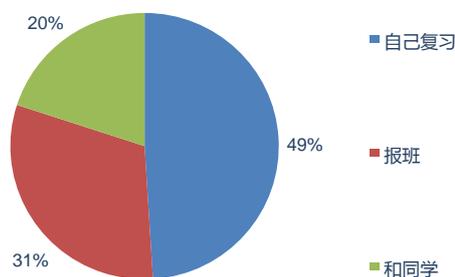
资料来源：教育部、考研帮，财富证券

图 54：人均考研支出占比情况



资料来源：中国教育在线，财富证券

图 55：约 31% 的考研学生选择报班复习



资料来源：中国教育在线，财富证券

表 6：考研市场规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
报名人数（万）	290.00	341.00	375.10	405.11	429.41	446.59
YOY	21.85%	17.59%	10%	8%	6%	4%
参培率	31%	33%	35%	37%	39%	41%
生均考研支出（元）	4470.00	4917.00	5408.70	5949.57	6544.53	7198.98
YOY		10%	10%	10%	10%	10%
考研市场规模（亿元）	40.19	55.33	71.01	89.18	109.60	131.81
YOY		37.69%	28.33%	25.59%	22.90%	20.27%

资料来源：财富证券

3.3.1 职教板块投资逻辑

职教行业增长较快，人才供需缺口加大、就业竞争加剧的背景下，行业需求持续且稳定，未来职教行业长期增长空间大。考虑到职教行业细分赛道众多，经营管理能力和跨赛道复制能力对于企业发展至关重要，这决定了企业能否打开长期增长空间，龙头更具备发展优势。职教培训龙头中公教育具备垂直一体化的快速响应能力，具体体现在前端渠道覆盖广（覆盖了几乎所有的地级市，可快速响应招考信息）、中端教研团队实力较强（每年超过 7% 的教研投入不断提高课程研发能力）、后端运营能力强（超过 20 年的管理经验，旗下网点绝大部分都是直营网点，总部的管控能力强）。建议关注。

4 投资策略

从基本面看，2019 年传媒板块主营业绩继续承压，Q3 业绩降幅略有收窄，考虑 2018Q4 大额资产减值损失计提导致业绩低基数，2019Q4 业绩增速将大幅转正，2020 年业绩增长压力较小。分子板块看，游戏、教育、出版板块盈利表现较好，影视、广告、有线电视网络盈利表现较差。中长期看，传媒板块内生增长动力充足，娱乐消费需求长期稳定存在，新一轮通信网络升级，推动传媒内容和应用创新，5G 商用为行业带来云游戏、VR/AR、超高清视频等新的发展机会。

估值方面，传媒指数的持续回调带动板块估值不断收敛，申万传媒行业中位数估值最低回调至 21 倍（2005 年来最低水平），2019 年指数反弹带动板块估值有所修复。截至 2019 年 12 月 19 日，申万传媒行业中位数估值（历史 TTM，剔除负值）38.37 倍，位于历史后 24.86% 的分位，目前绝对估值水平较前期低位修复不少，但仍处于历史低位区间，具有一定安全边际。

维持行业“同步大市”评级，建议关注三条投资主线：1) 基本面良好，5G 重要应用云游戏催化估值提升的游戏板块；2) 行业低谷、负面因素逐步出清、盈利边际改善的影视板块；3) 行业景气向上、政策大力支持职业教育板块；以及细分领域优质龙头。重点公司包括完美世界、三七互娱、游族网络、中公教育、分众传媒、光线传媒、横店影视。

5 风险提示

- 1、政策监管进一步趋严，导致细分行业发展受限；
- 2、行业竞争进一步加剧，导致企业发展不及预期；
- 3、宏观经济持续下行，导致需求低迷；
- 4、5G 商用进展低于预期；
- 5、商誉继续减值的风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438