

# 去伪存真，聚焦龙头

## ——2019年度投资策略报告

传媒行业

推荐 维持评级

### 核心观点:

#### ● 行业股价回调较深，估值中枢继续下移

2018年传媒行业大盘及行业股价下探，行业估值中枢下移。截至2018年12月28日，行业平均市盈率为25.59倍，创下2011年以来的同期新低。机构持仓有所下滑，集中度提升；由于政策变化较大，行业整体面临较大调整。

#### ● 政策面收紧，影视行业向精品化发展

在政策持续收紧的背景下，行业渐入困局，整体项目储备呈持续下滑趋势，但头部公司目前项目储备仍较丰富。在人民群众文化娱乐需求不断提升的推动下，行业市场空间仍具备较大潜力。在规范化的进程中，集中度提升和精品化将成为未来的趋势。

#### ● 版号审批恢复，游戏行业有望迎来业绩修复行情

游戏行业监管收紧下行业承压，头部公司项目版号数大幅下滑；行业增速较往年下降较多。随着审批逐渐恢复，2019年有望迎来业绩修复行情。

#### ● 出版行业减量提质，行业兼具防御和成长优势

行业经营壁垒较高，尽管受到外部多重因素冲击导致整体增速放缓，但细分品类的刚性需求属性不会发生变化。同时由于行业本身具备商誉较低和流动性较好的特点，因此在当前市场环境下兼具防御和成长优势。

#### ● 配置建议

影视和游戏行业：由于2018年政策影响，跌幅均较大，估值处于历史低位，而在2019年都有两方面催化剂，一方面政策边际改善，另一方面低端娱乐需求仍快速增长。影视板块推荐标的：光线传媒(300251.SZ)、华谊兄弟(300027.SZ)、北京文化(00802.SZ)、中国电影(600977.SH)、万达电影(002739.SZ)、幸福蓝海(300528.SZ)。游戏板块推荐标的：三七互娱(002555.SZ)、完美世界(002624.SZ)。

出版阅读行业：现金流较为充裕，一方面需求复苏带动业绩增长，另一方面在市场流动性不宽松的背景下，充裕的现金流将为企业提供更多元化发展的机会。出版板块推荐标的：中文传媒(600373.SH)、新经典(603096.SH)。

#### ● 风险提示

商誉减值风险，行业政策趋严，作品收入不及预期，行业竞争加剧等。

### 分析师

杨晓彤

☎: 010-83571329

✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518020001

特别鸣谢

穆歌

☎: 010-66561812

✉: muge\_yj@chinastock.com.cn

### 相关研究

银河传媒行业点评 1214: 电影局新规明确院线规范和扶持政策，行业集中度将进一步提升  
银河传媒行业点评 1221: 游戏版号审批工作恢复，行业有望迎来业绩修复行情  
银河传媒周观点 0107: 2018年中国电影总票房突破600亿大关，院线市场集中度进一步提升

## 目录

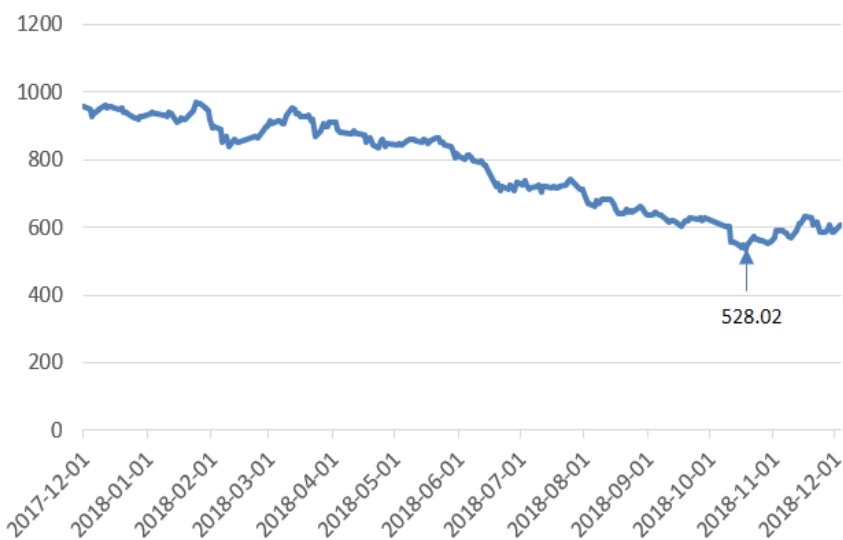
<b>一、传媒行业基本情况回顾：行业股价回调较深，估值中枢继续下移</b> .....	<b>2</b>
(一) 股价回调较深，盈利能力下行.....	2
(二) 行业估值处于历史低位.....	4
(三) 政策面变化大，行业财务成本上涨.....	5
<b>二、影视行业：政策面收紧，影视行业向精品化发展</b> .....	<b>8</b>
(一) 政策持续收紧，行业渐入困局.....	8
(二) 头部公司项目储备仍较丰富.....	13
(三) 文化娱乐需求不断提升，行业市场空间仍可挖掘.....	14
(四) 规范化推动行业集中度提升，精品化趋势愈加明显.....	20
<b>三、游戏行业：版号审批恢复，游戏行业有望迎来业绩修复行情</b> .....	<b>23</b>
(一) 版号审批一度暂停，监管收紧下行业承压.....	23
(二) 上市公司项目储备具备优势.....	26
(三) 版号重发有望修复行业业绩，“IP+自研”双擎驱动发展.....	27
<b>四、图书出版发行行业：出版行业减量提质，行业兼具防御和成长优势</b> .....	<b>33</b>
(一) 行业具备较高经营壁垒，书号缩减影响有限.....	33
(二) 多重因素冲击图书零售市场需求，整体增速放缓.....	35
(三) 商誉及流动性风险较低，兼具防御和成长优势.....	37
(四) 头部效应明显，行业未来向精细化发展.....	39
<b>五、投资建议</b> .....	<b>43</b>
(一) 光线传媒：“内容+渠道”全产业链布局，结构持续优化.....	43
(二) 华谊兄弟：内容为王打造“大娱乐生态圈”，国际化战略加速.....	44
(三) 北京文化：打造口碑型冷门爆款，走创新型影视产业化道路.....	45
(四) 中国电影：主营业务稳健增长，全产业链布局凸显龙头优势.....	46
(五) 万达电影：行业拐点在即，先发优势将成突破关键.....	47
(六) 幸福蓝海：电视剧业务新起，影视双栖效应可期.....	48
(七) 三七互娱：手游、页游市场持续发力，业务股权结构双优化.....	49
(八) 完美世界：影游结合，建立完美“大生态圈”.....	50
(九) 中文传媒：出版游戏两开花，公司治理受海外机构认可.....	51
(十) 新经典：“畅销+长销”战略助推图书市场化，复合业态拓展海外业务.....	52
<b>六、风险提示</b> .....	<b>53</b>

## 一、传媒行业基本情况回顾：行业股价回调较深，估值中枢继续下移

### (一) 股价回调较深，盈利能力下行

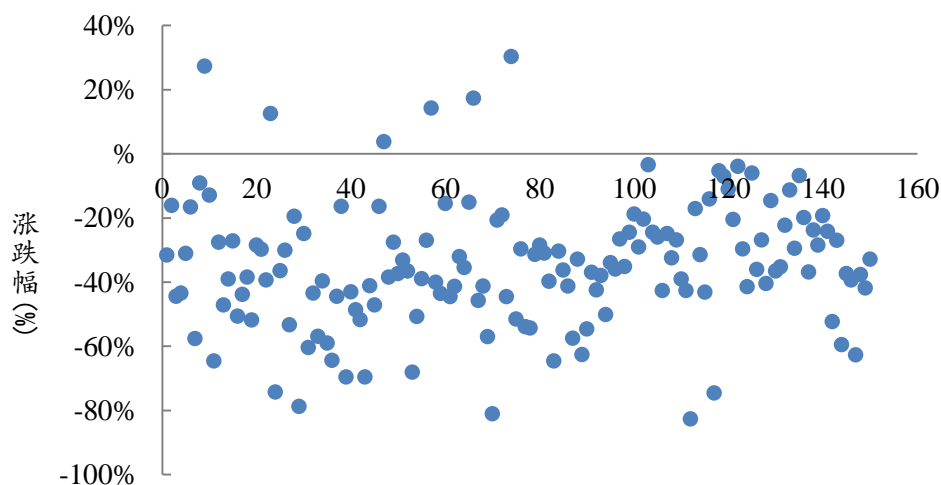
2018 年传媒行业经历了回撤的一年，申万传媒指数从年初的 930 点一路回落至 12 月 28 号的 528.18 点，一度触及最低 10 月 18 日的 535.32 点，最大回撤达 42.37%。通过散点图可以看出，150 家行业公司中仅有 6 家在过去一年里实现了股价的正增长，同时还出现了 31 家跌幅超过 50% 的公司，占比超过 20%。

图 1：申万传媒指数 2018 年走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

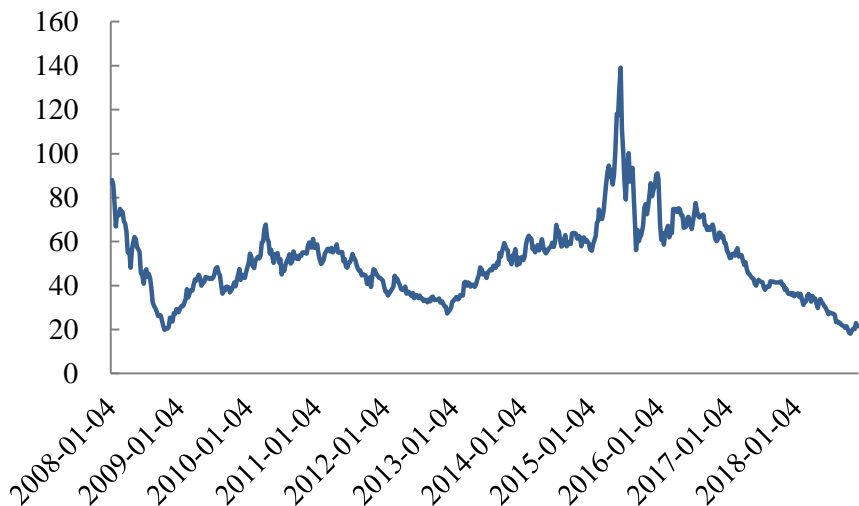
图 2：传媒行业年涨跌幅分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

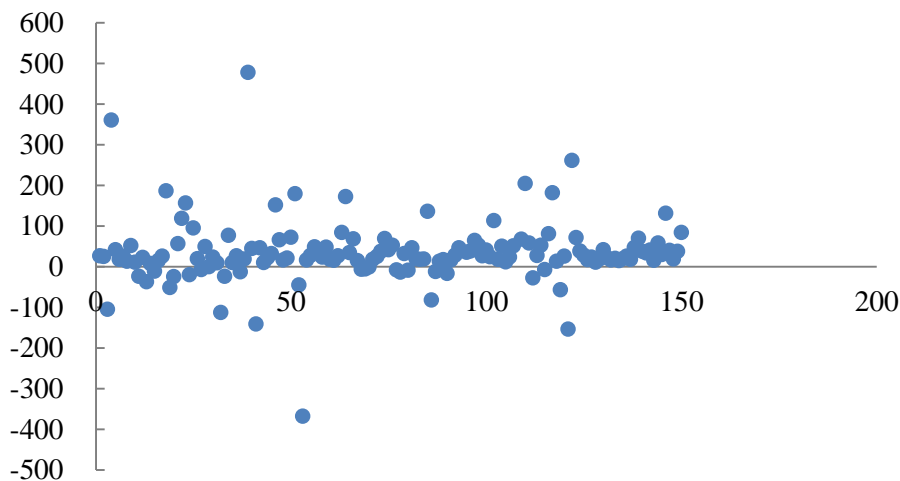
截至2018年12月28日，行业平均市盈率为25.59倍，创下2011年以来的同期新低，其中，平均期间最大市盈率（期间最高市盈率-期间最低市盈率/期间最高市盈率）减少力度平均达48.11%。

图3：申万传媒行业历史市盈率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

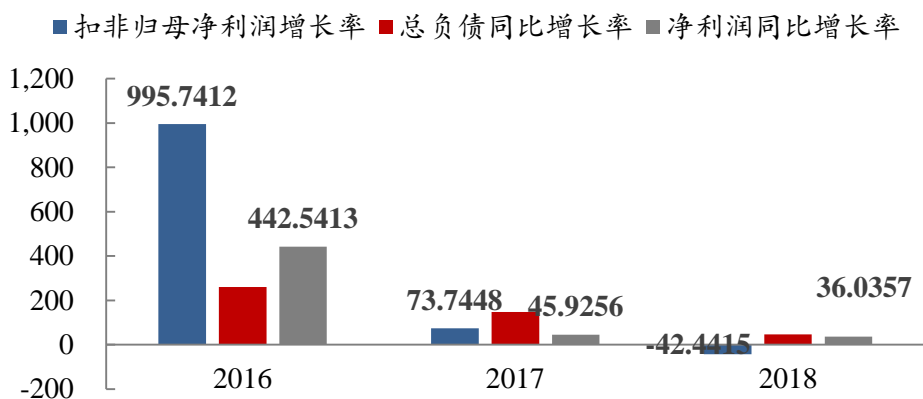
图4：传媒行业公司市盈率分布图（排除极端个值博通股份（1338）、盛讯达（-3944））



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

与行业估值同时下行的还有整体行业的经营盈利能力：将16年至18年行业中报公司的营收、扣非归母净利润、净利润和负债同比增长率进行对比即可发现，行业扣非归母净利润首次出现中报同比负增长的情况，同时，2018年整体行业的负债增长率较17年同期显著下降，从侧面显示行业在整体环境恶化的情况下扩张逐渐趋于理智。

图 5：传媒行业公司近年经营指标表

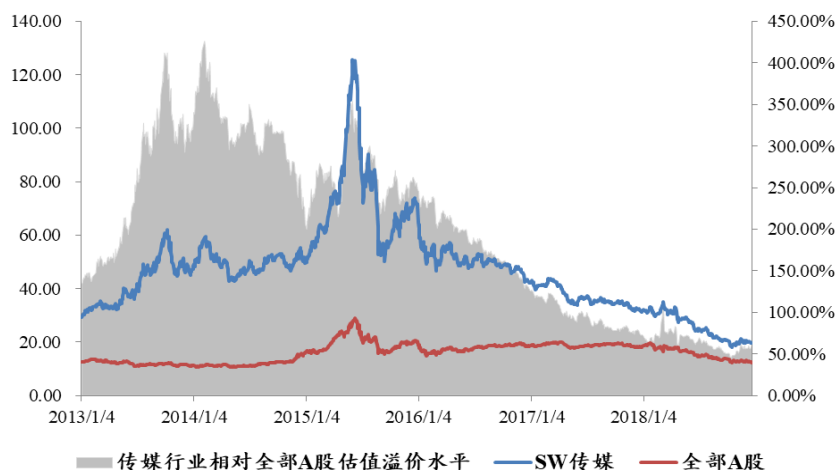


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）行业估值处于历史低位

行业估值溢价率方面，截至 2018 年 12 月 28 日，传媒股的估值溢价率较历史平均水平低 139.11 个百分点。当前值为 57.31%，历史均值为 196.42%。

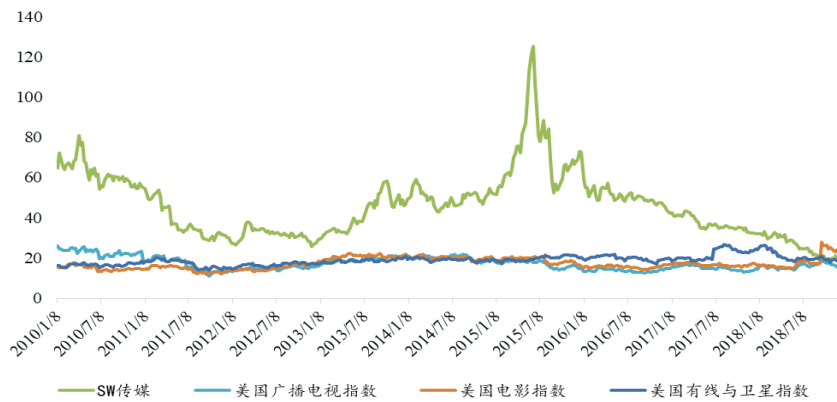
图 6：传媒股估值及溢价分析



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国内传媒板块市盈率高于美国广播电视板块和有线与卫星板块，低于电影板块。以 2018 年 12 月 28 日收盘价计算，国内传媒板块的动态市盈率为 19.16 倍。同期美国广播电视板块为 12.66 倍，电影板块为 22.13 倍，有线与卫星板块为 16.98 倍。以 SW 传媒对美国传媒各子板块的 PE 溢价率计算，国内相对美国广播电视子板块的溢价率较历史平均水平低 113.45 个百分点，当前值为 51.34%，历史均值为 164.80%。国内相对美国电影子板块的溢价率较历史平均水平低 181.79 个百分点，当前值为-13.41%，历史均值为 168.38%。国内相对美国有线与卫星子板块的溢价率较历史平均水平低 130.29 个百分点，当前值为 12.84%，历史均值为 143.13%。

图 7：美国传媒子板块 PE 比较



资料来源：Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

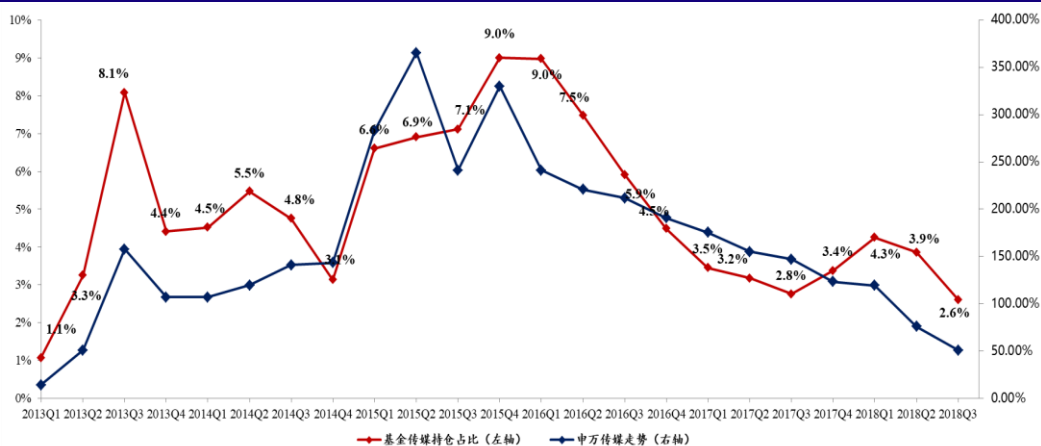
### （三）政策面变化大，行业财务成本上涨

#### 1. 机构持仓有所下滑，集中度提升

从机构持仓情况来看，2018 年基金传媒重仓股持仓占比持续回落，处于历史低位。截至 2018Q3，基金传媒重仓股持仓占比为 2.6%，较 Q2 的 3.9% 的占比继续有所回落，受到传媒行业各子行业政策监管层面的影响，整个行业股价回调严重，公募对传媒行业投资情绪受挫，自 2016Q1 达到 9.2% 的历史高位后，目前持仓占比处于历史较低位置。

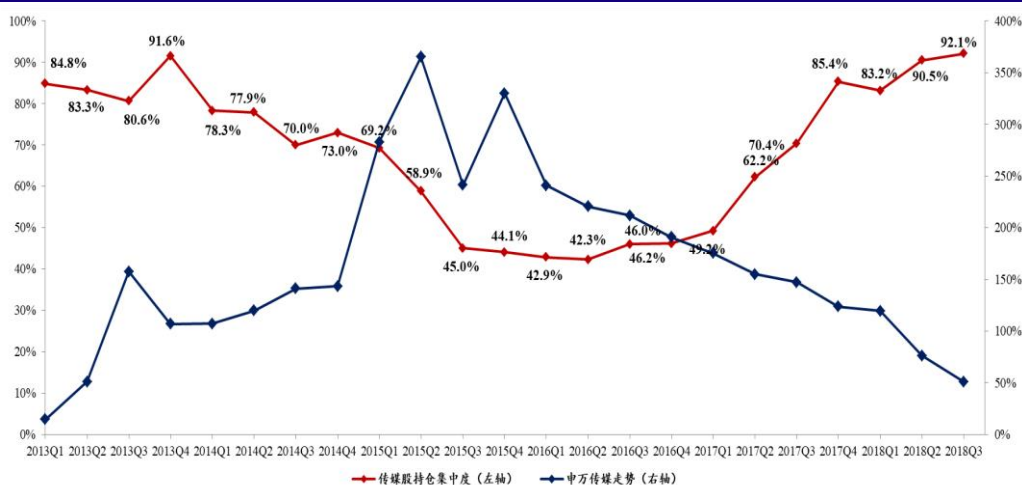
与此同时，机构持股集中度持续提升，高达 92.1%。我们统计了传媒行业前十大重仓股与基金重仓股市值总和的比值，2018Q3 传媒重仓股集中度增长至为 92.1%。自 2013Q4 起，首次超过 90%，集中度自 2016Q2 以来持续提升。其中 2018Q3 传媒行业前十大重仓股为：分众传媒、视觉中国、东方财富、新经典、完美世界、上海钢联、慈文传媒、万达电影、凯文教育和歌华有线，其中分众传媒占比高达 49.28%。

图 8：传媒行业 2013-2018 年基金传媒持仓占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 9：传媒行业 2013-2018 年传媒重仓股持仓集中度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2. 政策变化较大，行业整体面临较大调整

表 1：宏观与行业政策

时间	简介	事件概要
2018 年 3 月	新闻出版广电总局被撤销，版号申报彻底暂停	因为新闻出版总署的调整，自 2018 年 3 月起，游戏版号申办业务直接停办。相关部门更是提出新的监控内容，理由是为加强新时代儿童青少年近视防控工作
2018 年 3 月	国家新闻出版总署限制书号审批数量	国务院机构改革方案推出，新闻出版工作划归中共中央宣传部，由中宣部统一管理。中宣部针对出版现状，加强了对新闻出版的管理工作，主要体现在两个方面：1、严格控制出版图书质量，抽查各社出版新书，对抄袭和质量差的单位进行严厉处罚；2、控制全国出版总量，2018 年在 2017 年基础上缩减 30%。
2018 年 4 月 25 日	央行定向降准 1%	央行决定，从 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的 MLF。
2018 年 9 月 6 日	证监会发布公司法修正案草案 鼓励上市公司回购	修正案草案对《公司法》股份回购的规定作出以下修改：一是增加股份回购情形，包括用于员工持股计划，上市公司为配合可转换公司债券、认股权证的发行用于股权激励的，上市公司为维护公司信用及股东权益所必需的，法律、行政法规规定的其他情形等。二是完善实施股份回购的决策程序，简化公司因实施员工持股计划或者股权激励，上市公司配合可转换公司债券、认股权证发行用于股权激励，以及上市公司为维护公司信用及股东权益等情形

实施股份回购的决策程序。三是建立库存股制度，明确公司因特定情形回购的本公司股份，可以以库存方式持有。

**2018年10月2日 影视行业税收政策进一步规范落实**

从2018年8月一日起，影视公司将执行新的税率，明星个人所得税征收率统一调整提高到35%，增值税税率为6%，加上各种附加税大约1%，在执行新税率情形下，明星的税收征收率将达到42%左右。从2018年10月10日起，各地税务机关通知本地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠。凡在2018年12月底前认真自查自纠、主动补缴税款的影视企业及从业人员，免予行政处罚，不予罚款。

**2018年10月20日 证监会将IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月**

20日晚间，证监会新闻发言人常德鹏就IPO被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易相关政策答记者问，常德鹏指出，证监会将IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月。

**2018年11月5日 习近平：将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制**

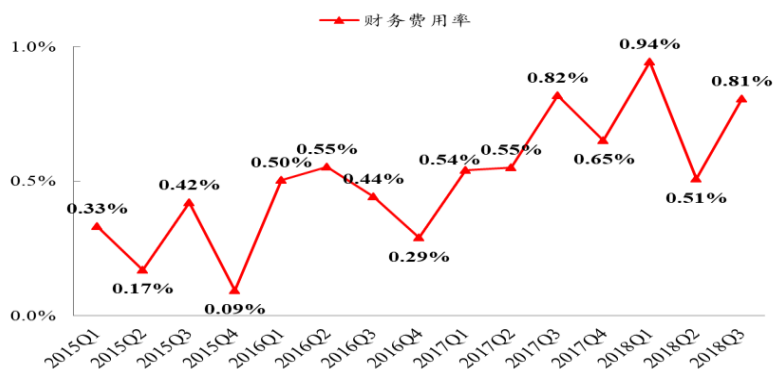
习近平表示，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。三是将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略，着力落实新发展理念，构建现代化经济体系，推进更高起点的深化改革和更高层次的对外开放，同“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设相互配合，完善中国改革开放空间布局。

资料来源：中国银河证券研究院整理

### 3. 财务成本上涨，面临较大资金压力

在经济整体流动性收紧的大背景下，以民营企业为主传媒行业面临着融资困境，再叠加子行业监管政策收紧的影响，行业规模承压，企业融资难度升高，财务费用率逐步升高。传媒行业的财务费用率自2017年Q1的0.54%已上升至2018年Q3的0.81%，面临较大的资金压力。

图 10：2015-2018 年传媒行业财务费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



## 二、影视行业：政策面收紧，影视行业向精品化发展

### (一) 政策持续收紧，行业渐入困局

#### 1. 片酬治理、税务自查，监管部门出手严抓

##### (1) 税收政策收紧

2014年以来，国家发展改革委国家税务总局、新闻出版广电总局等多部门共同发布的《关于支持电影发展若干经济政策的通知》和财政部、海关总署、国家税务总局《关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策的通知》等文件给予影视产业部分税收优惠政策。

表 2：国家税务总局对影视行业税收政策演变

时间	政策
2013年8月1日起	交通运输业和部分现代服务业营改增试点将在全国范围内推开，广播影视服务将作为部分现代服务业税目的子目，一次性全部纳入试点范围。营改增后，广播影视业将采用6%的低档税率。
2014年6月19日	多部门联合发布《关于支持电影发展若干经济政策的通知》明确对电影制片企业销售电影拷贝（含数字拷贝）、转让版权取得的收入，电影发行企业取得的电影发行收入，电影放映企业在农村的电影放映收入，自2014年1月1日至2018年12月31日免征增值税。一般纳税人提供的城市电影放映服务，可以按现行政策规定，选择按照简易计税办法计算缴纳增值税。
2014年11月27日	《财政部、海关总署、国家税务总局关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策的通知》明确2014年1月1日至2016年12月31日，对广播电视运营服务企业收取的有线数字电视基本收视维护费和农村有线电视基本收视费，免征增值税；对从事文化产业支撑技术等领域的文化企业，按规定认定为高新技术企业的，减按15%的税率征收企业所得税。

资料来源：国际税务总局网站，中国银河证券研究院

但2018年来爆出“阴阳合同”、偷逃税款等风波，严重破坏社会公平正义和行业形象，影响行业健康发展，国家税务部门出手规范影视行业税收征管秩序。

2018年10月2日，国家税务总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》（税总发[2018]153号），要求从2018年10月10日起到2019年7月底前结束，各地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠。

表 3：2010年以来地方对影视行业税收优惠政策及近期政策变动

地区	优惠政策	近况
浙江省 东阳市	2010年《关于进一步加快横店影视产业实验区发展的若干意见》影视文化企业可享受文化产业发展专项基金奖励十年，前二年企业营业税、	2018年8月28日，东阳市税务局发布通知，依据《个体工商户税定期定额征收管理办法》，影视工作室已不符合个体工商户税收定期定额管理条件，2018年6月30日

城建税留市部分按 100%，后八年按 60% 每年度财政分二次给予奖励；实验区内影视文化企业，从入区之年起前二年增值税留市部分按 100%，后八年按 60% 每年度给予一次性奖励；从获利之年起前二年企业所得税留市部分按 100%，后八年按 60% 每年度给予一次性奖励。

2017 年 1 月《市政府关于支持无锡国家数字电影产业园建设发展若干意见(2016-2020 年)》电影产业园每年以完成 1 亿元税收为基数，超基数市级留成部分的 80% 以产业资金形式支持园区发展。实行税收贡献度奖励，前 3 年，其征收的增值税、所得税按照市级留成部分的 80% 由专项资金进行奖励，后两年按 50% 进行奖励。

**江苏省  
无锡市**

起将终止定期定额征收方式，要求影视工作室 45 天内，按照定额终止前执行期内每月实际发生的经营额、所得额向主管税务机关进行分月汇总申报，未按规定期限如实申报缴纳税款的，税务机关将依法处理。

**新疆霍  
尔果斯**

2011 年“一带一路”战略提出以来，霍尔果斯获权成为新经济特区，实行税收优惠政策即“5 免 5 减半”政策，并提供公司快速注册的“绿色通道”，吸引大量影视公司入驻。2016、2017 年市场主体总量同比增 177.7%、202.5%

2018 年 4 月 3 日，霍尔果斯税务局公告要求霍尔果斯 2017 年度公司企业利润占营业收入比重超过 50% 以上的企业进行税务自查。涉及的企业共 2118 家，大量影视文化公司榜上有名。一周后，自治区工商局下令暂停霍尔果斯和喀什同一个地址可办理多个营业执照的政策。

2018 年 6 月，霍尔果斯此前的增值税返还、个人所得税减免政策已经暂停，霍尔果斯将对涉及“一址多证”、没有具体经营活动等违规注册和经营行为会坚决予以清理。据《伊犁日报》统计，6 月至 10 月初至少已有 102 家霍尔果斯影视公司进行了注销。

资料来源：各地税务局网站，中国银河证券研究院

## (2) 规范影视人员片酬制度

近两年，在一些影视作品的总成本中，主演明星片酬所占比例很高，严重压缩了剧本创作、摄像、后期、服装、音效等创作环节的投入。以号称制作成本 3 亿元的《如懿传》为例，据悉主演，两位主演（周迅 9500 万元、霍建华 7200 万元）片酬超过总成本一半。据 2017 年 11 月 13 日香港《南华早报》援引的“中国明星片酬权力榜 TOP100”，杨幂、吴亦凡、李易峰等影视明星也开出了 1 亿元的电视剧片酬。据报道，2017 年全年明星片酬平均涨了 2.5 倍之多。

2018 年 5 月以来，监管层对影视行业天价片酬乱象再次出手治理，政策层面规定全部演员的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%。

表 4：影视明星薪酬政策对比

时间	政策文件	片酬政策
2016 年 9 月	国家新闻出版广电总局办公厅发布《国家新闻出版广电总局办公厅关于进一步加强电视剧购播工作管理的通知》	各级电视播出机构在电视剧购播过程中不得指定演员、划定明星演员范围、以明星演员为议价标准。
2017 年 9 月 8 日	国家新闻出版广电总局、发展改革委、财政部、商务部、人力资源和社会保障部等五部委下发《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	要建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制，严禁播出机构以明星为唯一议价标准，综艺节目、网络剧参照电视剧的规定执行。
2017 年 9 月 22 日	中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会、中国广播电影电视社会组织联合会演员委员会、中国电视剧制作产业协会、中国网络视听节目服务协会联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内，全部演员的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%
2018 年 6 月	中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发《通知》	除“40%、70%”之外，规定影视制作机构、电影院线、互联网视听网站、民营影视发行放映公司，不得恶性竞争、哄抬价格购买播出影视节目，坚决纠正高价邀请明星、竞逐明星的不良现象；明确政府资金、免税的公益基金等不得参与投资娱乐性、商业性强的影视剧和网络视听节目、助长过高片酬。

资料来源：国家广电总局，中国银河证券研究院

## 2. 政策加重困局，行业整体承压

在大市场环境紧迫、整体消费需求后劲不足的大背景下，2018 年对重点整治天价片酬、阴阳合同政策频出，对行业而言无疑是巨大的冲击。

### (1) 税费补缴，大幅加高费用

国家税务总局发文要求从 2018 年 10 月 10 日起到 2019 年 7 月底前结束，各地区的影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对 2016 年以来的申报纳税情况进行自查自纠，自觉补缴或有的通过“拆分合同”等手段逃漏缴的税款。

除自查补缴之外，税费的压力还体现在对影视明星影视工作室个人所得税的适用税制改变，从定额定期征收方式改为查账征收。这对于影视行业原来的几大“税收洼地”影响重大，过去注册在上述地区而享受优惠的明星工作室税负或将加重 4-6 倍。

表 5：“查账征收”前后影视明星个税缴纳方式对比

	定额定期征收	查账征收
应纳税额	应纳税额=收入总额×核定征收率	应纳税额=(收入总额-支出总额)×适用税率
税率	如注册在无锡，个税征收率 3%，无企业所得税；如注册在江苏徐州，个税征收率 0.5-3.5%	适用税率 35%（超过 10 万）
综合税率（粗略计算）	如注册在霍尔果斯，免除头五年企业所得税，综合税率 6.78%（6% 增值税+0.78% 附加增值税）；如注册在无锡，综合税率约 9.78%（6% 增值税+0.78% 附加增值税+3% 个人所得税），无企业所得税；	影视演员个税适用税率 35%，增值税按照 6% 计算，0.78% 的增值附加税，合计 41.78%

资料来源：《国家税务总局东阳市税务局税务事项通知书》，中国银河证券研究院

2018 年 8 月 28 日下发的《国家税务总局东阳市税务局税务事项通知书》中明确，依据《个体工商户税收定期定额征收管理办法》，影视工作室已不符合个体工商户税收定期定额管理条件，2018 年 6 月 30 日起将终止定期定额征收方式，要求影视工作室 45 天内，按照定额终止前执行期内每月实际发生的经营额、所得额向主管税务机关进行分月汇总申报，未按规定期限如实申报缴纳税款的，税务机关将依法处理。终止定期定额后，征收方式将改为查账征收。影视行业中的大多数工作室都将面临巨大税负压力。

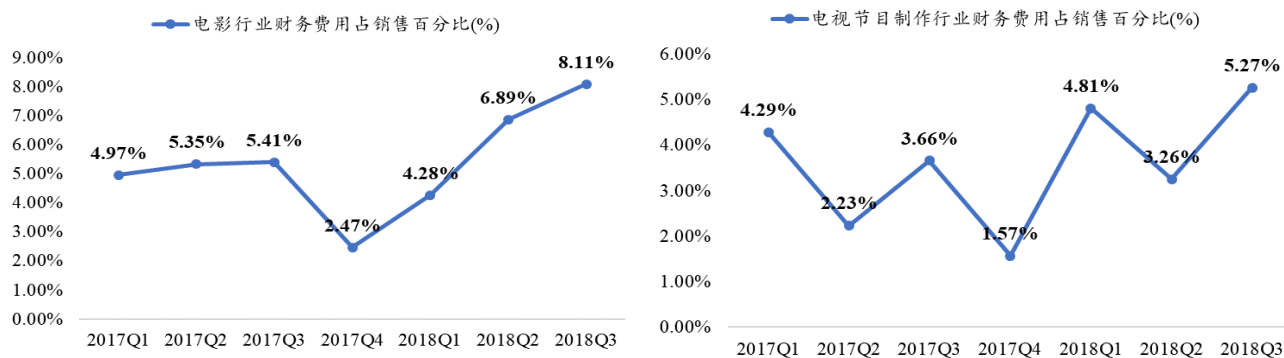
## （2）融资成本提高，经营压力加大

税务风波带来成本的高企和更大的不可控风险，都将引致融资成本的提高。一方面在艺人签订的合同中常常约定艺人所得酬劳为税后净额，缴纳税款者为制片方而非艺人，影视从业人员新税制实施后制片方负担或大幅加重；另一方面如果投资项目中有潜在的涉事人员参演，或会使得影视剧被无限期延迟播出，这让外部资本不得不更加谨慎而不敢入局。

限制明星高片酬也是造成融资困难的一大原因。对于大部分影视项目投资者而言，影响力号召力的明星仍旧是撬动其投资的最主要跳板，投资者对其认知度远超于剧本本身。严格的税务自查和片酬限制下，明星参演积极性受到打击，要请他们加盟项目更为困难，作品号召力难以发挥。

受上述政策影响，影视行业财务费用占销售费用百分比 2018Q2、Q3 呈明显走高趋势，高于 2017 年同期水平。

图 11：电影行业、电视节目制作行业 2017Q1 至 2018Q3 财务费用占销售百分比趋势

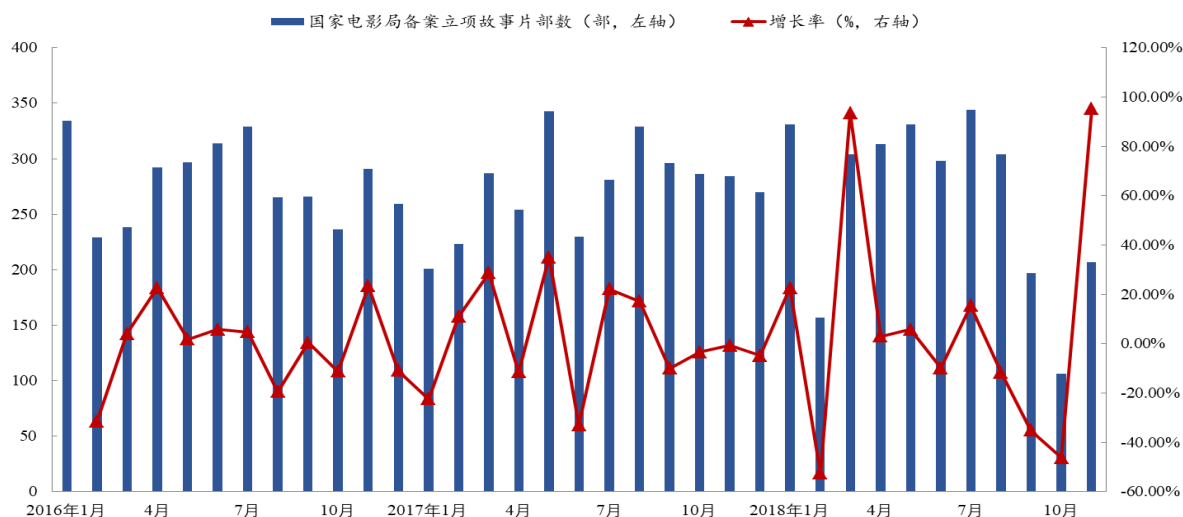


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### (3) 受外部环境影响，项目数量减少

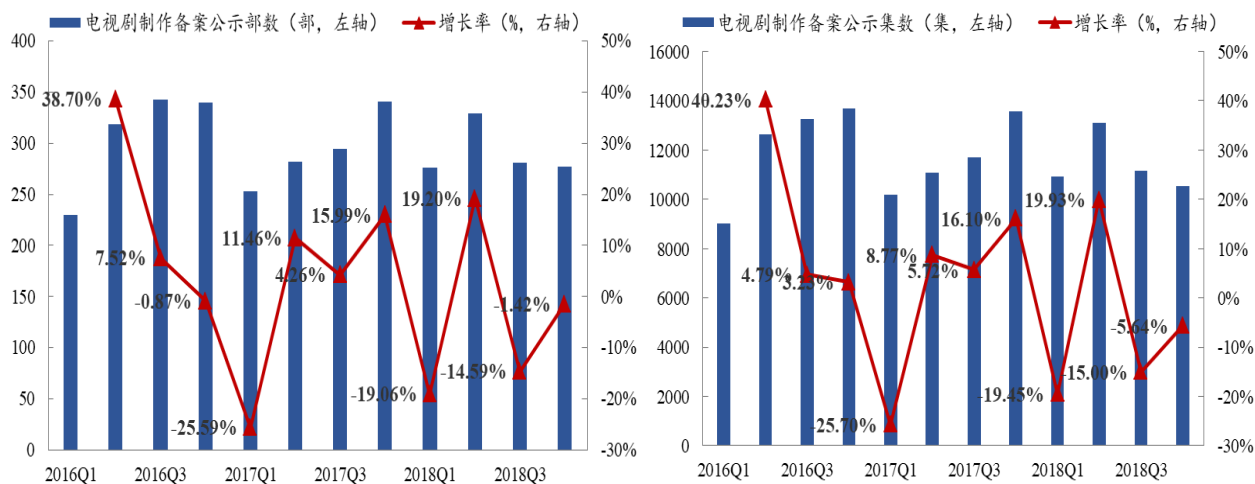
在多重因素影响下，2018年4月起，内地影视剧备案立项呈现一路下滑的趋势，9月的立项数字缩减到影视剧整体不足三百部，比较之前的超四百部已经减少许多。

图 12：2016 年 1 月-2018 年 11 月国家电影局处理备案立项故事片部数走势及增长率



资料来源：广电总局，中国银河证券研究院

图 13：2016 年-2018 年国家广电总局电视剧备案公示剧目数、集数走势及增长率



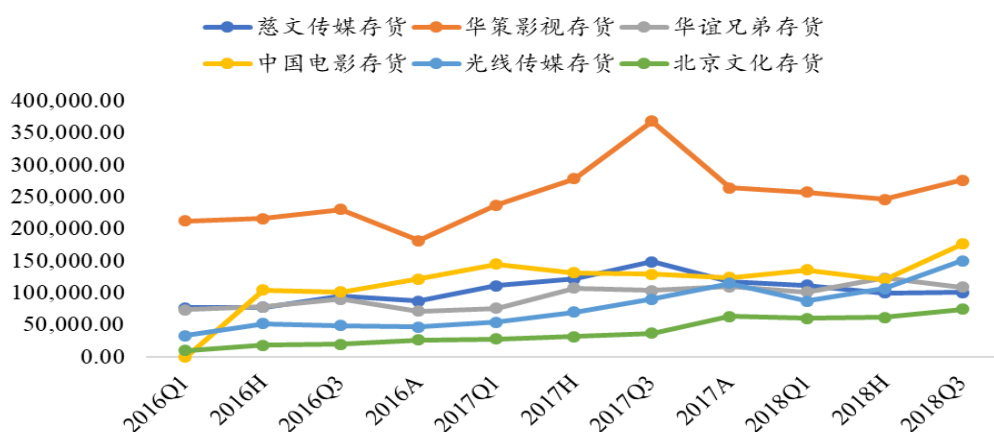
资料来源：广电总局，中国银河证券研究院

## (二) 头部公司项目储备仍较丰富

### 1. 头部公司储备充足、去库存进度不一

截至 2018Q3，行业主要上市公司去库存进度不一。2018Q3 华谊兄弟、华策影视、慈文传媒存货余额较为平稳或小幅增长；中国电影、光线传媒、北京文化库存大幅高于去年同期。

图 14：2016A-2018Q3 影视行业主要上市公司存货余额（万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

截至 2018Q3，行业主要上市公司优质项目储备仍较为丰富：

表 6：截至 2018Q3 主要影视公司项目储备情况

主要公司	储备情况
中国电影 (600977)	18 年参与出品并投放市场影片尚有 14 部未上映；《流浪星球》《中国合伙人 2》等 20 余部影片有望于 19 年投放
华谊兄弟 (300027)	《云南虫谷》等 2018 年将上映，2019 储备项目《八佰》(已杀青，进入后期制作阶段)《阴阳师》《画皮 3》《摸金校尉》
光线传媒 (300251)	年出品影片数量保持 10-20 部水平，电影储备包括《保持沉默》、《三体》《冰海陷落》等；后续电视剧储备项目(已进入后期制作阶段)包括知名 IP 改编的《我在未来等你》《八分钟的温暖》《无法直视》等
北京文化 (000802)	10 部影片在后期制作中，2 部电影在拍摄中，8 部筹备中，超级 IP《封神三部曲》于 9 月 5 日开机；电视剧方面《我在未来等你》《八分钟的温暖》《无法直视》《沧海丝路》《爱我就别想太多》《欢喜猎人》《我爱你，这是最好的安排》将在计划时间内陆续播出
华策影视 (300133)	多部储备影视作品进入拍摄或后期制作阶段，包括《绝代双骄》、《完美芯机人》、《宸汐缘》、《平凡的荣耀》等
慈文传媒 (002343)	剧集《风暴舞》已确定 2019 年在爱奇艺播出；《盗墓笔记重启》已于 10 月开机，储备的《脱骨香》、《弹痕》、《紫川》等重点剧目有望陆续开机

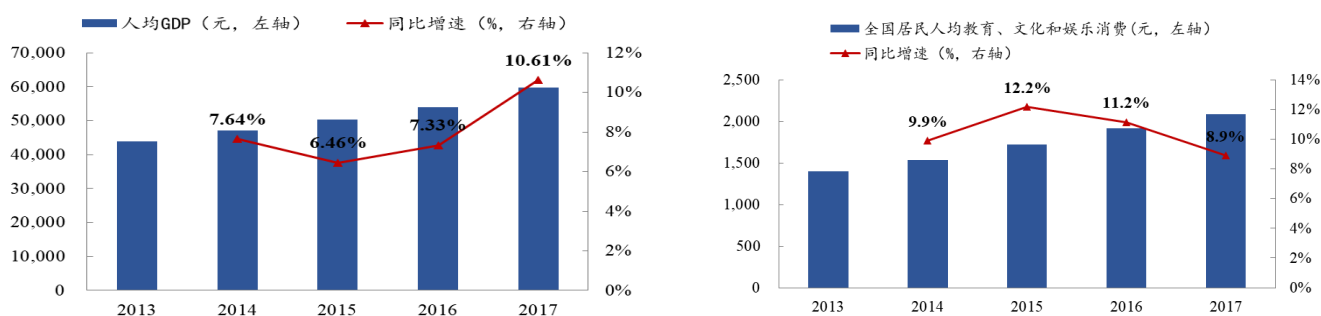
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### (三) 文化娱乐需求不断提升，行业市场空间仍可挖掘

#### 1. 文化娱乐需求不断提升

文化娱乐作为服务业的重要组成部分，在居民的日常消费中占有重要地位，我国居民文化娱乐消费占消费支出比重呈逐年增长态势。美国文娱产业发展经验显示，当人均 GDP 达到 7000 美元时，文娱消费开始兴起。2013 年中国人均 GDP 已达到 43900 元，中国文娱产业快速发展的基础条件已经具备。

图 15：全国人均 GDP 及增速、全国居民人均教育文化娱乐消费及增速

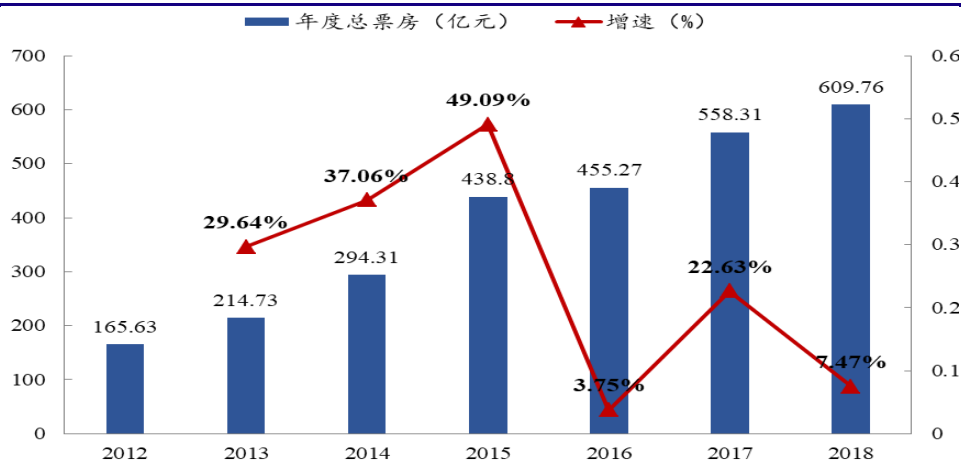


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2013-2017 年我国居民用于教育、文化、娱乐的人均消费支出不断上升，其占全部消费的比例也从 10.60% 扩大到 11.40%。全国电影票房收入规模逐年扩大，电视剧在线播放量也呈现不断增长趋势，2018 年票房超过 600 亿元大关，我们预计 2019 年全年票房将稳中有升，随着荧幕数的持续提升，同比增速有望达到 10%。

在线视频方面，自 2015 年视频付费市场驶入快车道以来，平台会员数量高速增长：截至 2018 年 2 月底，爱奇艺会员规模突破 6010 万、腾讯视频同期会员规模达 6259 万；2018Q3，腾讯和爱奇艺则分别在季报中披露会员数量达 8020 万、8070 万。

图 16：2011-2018 年全国电影总票房



资料来源：猫眼专业版、艺恩数据，中国银河证券研究院

消费者的消费行为正从传统的生存型物质性消费逐步转向发展型、服务型等新型消费，泛娱乐领域消费规模快速增长。在文娱消费需求提升大背景下，影视行业既拥有着借东风扩大市场规模的机遇，又面临着来自其他新兴泛娱乐形式的竞争和挑战。我们认为，影视行业规模未来仍存在较大空间，对行业成长进行有效挖掘将是行业未来的主流。

## 2. 电影行业仍存在较大发展空间

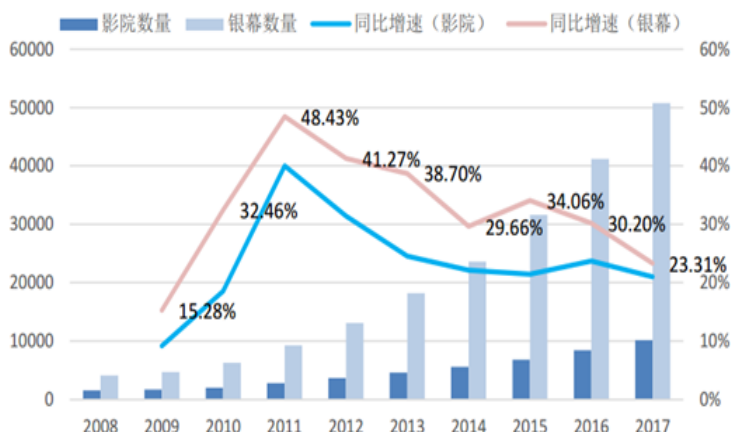
### (1) 院线票房总量将不断突破前高

按照票房收入的因子拆分，其主要影响因素是总座位数、场次、上座率与平均票价。

#### ① 新增座位数边际作用减小

新增座位数受新增银幕数制约。2018Q3 我国总体市场银幕数量达到 58240 块，同比增长 16.14%，增速相比 2018H1 有所回落；从不同城线渠道扩张来看，18Q3 银幕数量增长但增速均有下滑：一线城市的银幕数量达到 6688 块（YOY+20.11%），二线城市达到 2.02 万块（YOY+16.52%），三四五线城市分别为 1.23 万块（YOY+16.02%），1.22 万块（YOY+14.38%），6927 块（YOY+15.12%）。

图 17：2008-2017 年我国院线影院数量和银幕数量



资料来源：国家广电总局电影局，中国银河证券研究院

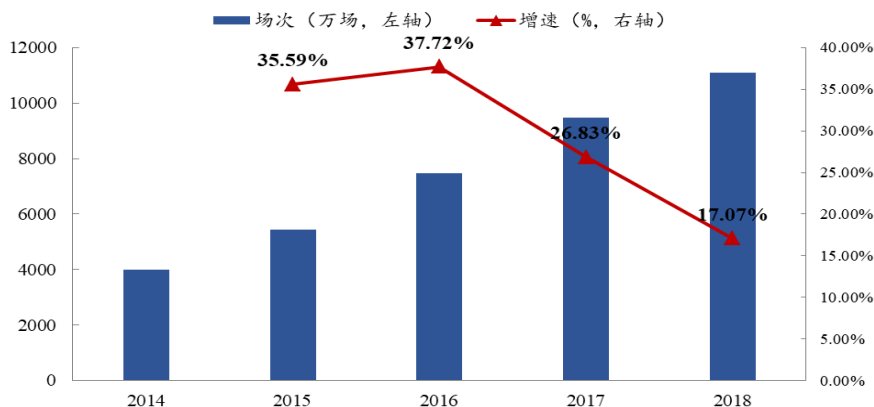
根据《2017 全球电影产业研究报告》数据，银幕数对观影人群的拉动力在降低，2017 年观影人数增长不及银幕数增长，全国票房 2012-2017 年的 5 年复合增长率为 25.10%，也低于银幕数同期 5 年复合增长率 31.09%，说明了观影人次和银幕数的上升并没有提升上座率，也拉低了单银幕产出。这说明新增银幕数对扩大市场的边际作用已呈现降低态势，已经不是未来增大市场规模的最主要推动力。

#### ② 放映场次结构仍存优化空间

近年来放映场次增速较快，到 2017 年增速放缓但仍在 25% 以上。主要归因于近年新增银幕数的快速增长，预计未来放映场次的增长也将减速。但排片场次的优化尚存潜力，例如为高口碑低成本影片安排更多排片，使得场次结构更适应观众需求。



图 18：2014 年-2018 年我国电影放映场次和增长率

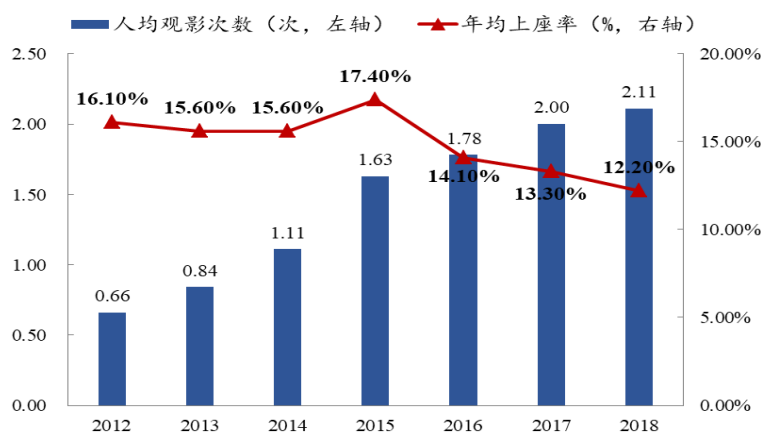


资料来源：淘票票专业版，中国银河证券研究院

### ③上座率将成为扩展的重心

由于放映一场电影成本固定，提高单场次收入离不开人均观影次数和上座率的提高。归根结底将观众拉回银幕前的还是“爆款”内容、口碑佳作。伴随新一代消费群体的崛起和互联网社群的发展，消费者观看影视剧的选择依据在发生改变，单靠“IP+流量”的套路组合已经不能轻易斩获高票房。据调研，73%受访者以电影评分/口碑作为自己择片的最核心因素。随着口碑越来越成为影响消费者意愿的重要因素，行业重心若能更向打磨剧本故事、提高拍摄制作能力上倾斜，将会在提高上座率上释放更大潜力。

图 19：2012 年-2018 年我国人均观影次数和年均上座率

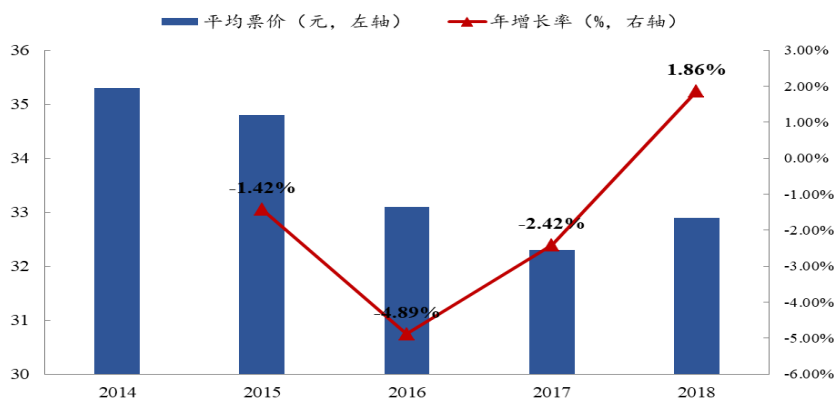


资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

### ④平均票价受票补取消影响缓慢提高

2014-2017 年来平均票价逐步降低，但由于票补取消政策，2018 年票价趋势扭转。短期内，票补取消、票价提高会减弱原本看重观影优惠的消费者观影意愿，但长期利好于行业：会留下真正有需求、有诉求的观众，有利于电影内容水平提升；可以降低上游用于影片宣传的营销费用，有利于成本控制。

图 20：2014 年-2018 年我国电影平均票价（元）和增长率

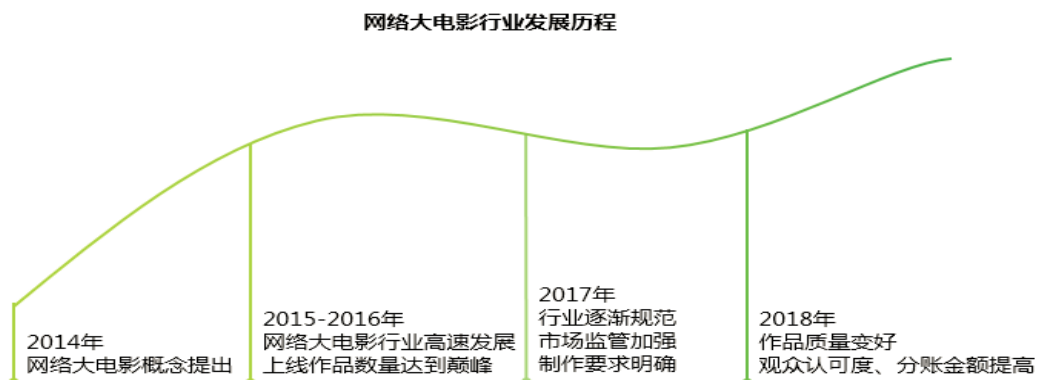


资料来源：淘票票专业版，中国银河证券研究院

## (2) 网络大电影开辟新市场

相较于传统院线电影，网络大电影因其制作周期和制作成本相对较低而受到众多行业新秀的青睐，同时依托于各类视频平台也使其曝光量和商业价值有所保障。

图 21：网络大电影行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

从 2014 年到 2017 年，网络大电影市场规模从 1 亿发展到约 20 亿，网络大电影数量从 450 部提升到 1892 部，分账票房收入从 2014 年爱奇艺分账票房冠军《成人记 2》的 63.4 万到 2017 年冠军《斗战胜佛》所带来的 2600 万。网络大电影可谓发展迅速，并且未来可预见地具有较广阔的发展空间，主要在于：

### ① 监管规范下作品质量提升

通过对网络大电影提出基金传统院线电影水准的制作要求、增加宣传与发行等环节审查、及时处罚不符合要求的作品进行等方式将逐渐促进整体行业形成良性循环，不断产出优秀的作品，市场规模也将随着优秀作品的不断产出而继续扩大。

### ② 明星、资本进入提高制作水平

随着行业的不断发展，众多明星、导演以及影视制作公司加入网络大电影的制作拍摄，

对于尚处于发展阶段的网络大电影行业来说，为整个市场带来更多的流量和资金，同时也将成熟的电影制作、宣发手段引入。这也将促进网络大电影的内容和制作逐渐优质化。

③加大营销力度是提升网大影响力的有力抓手

有效地营销将带来网大收入的可观提升。据统计，对 A 级网大而言，参与营销后所获得的单部票房相较于未参与营销将提高 119%，而此提升效果对于 B 级网大来说更是达到了 324%。

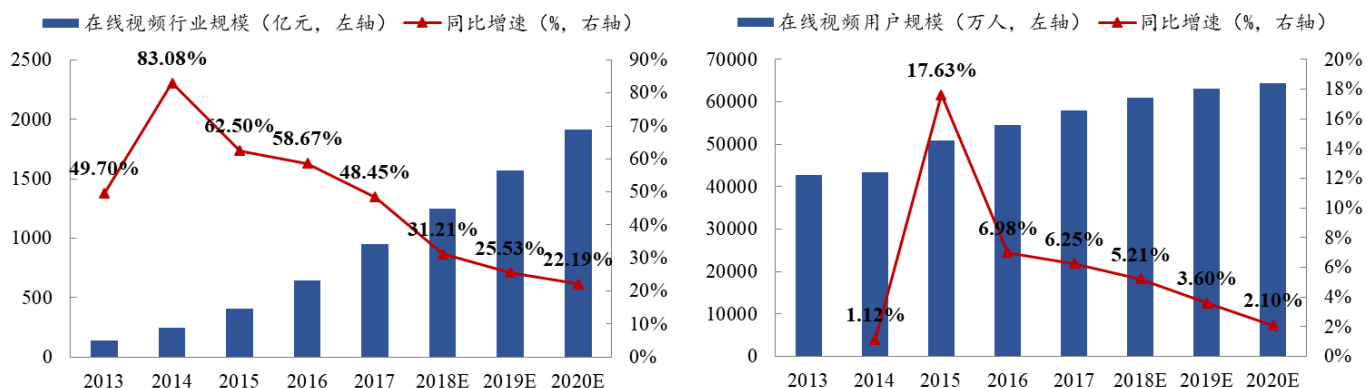
3. 在线视频市场仍具潜力

(1) 市场规模处于扩张期

2018 年 6 月，在线视频用户规模达到 6.09 亿，较去年末增加 3014 万，占网民总体的 76.0%。手机网络视频用户规模达到 5.78 亿，较去年末增加 2929 万，占手机网民的 73.4%。

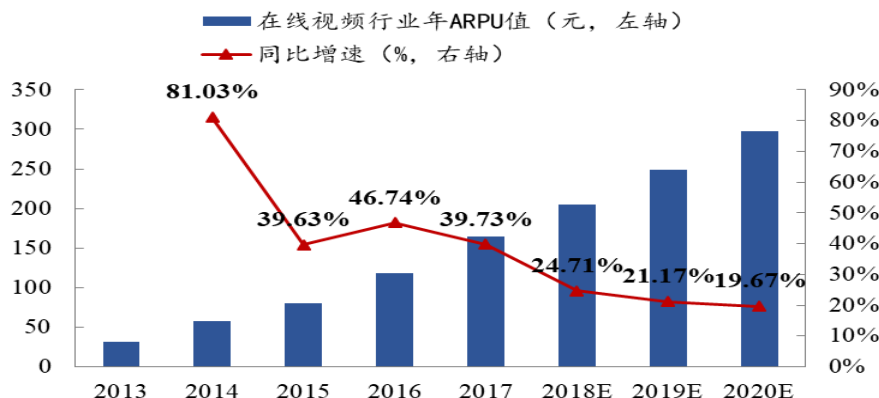
截至 2017 年底，我国在线视频行业总收入 952.3 亿元，用户 5.79 亿户，ARPU 约为 164.47 元。经过近 10 年的发展，中国在线视频行业的市场规模总量发生很大增长，已居世界第二，仅次于美国。

图 22：在线视频行业市场规模和用户规模发展历程



资料来源：中国产业信息网、中国互联网络信息中心，中国银河证券研究院

图 23：在线视频行业年 ARPU 值测算



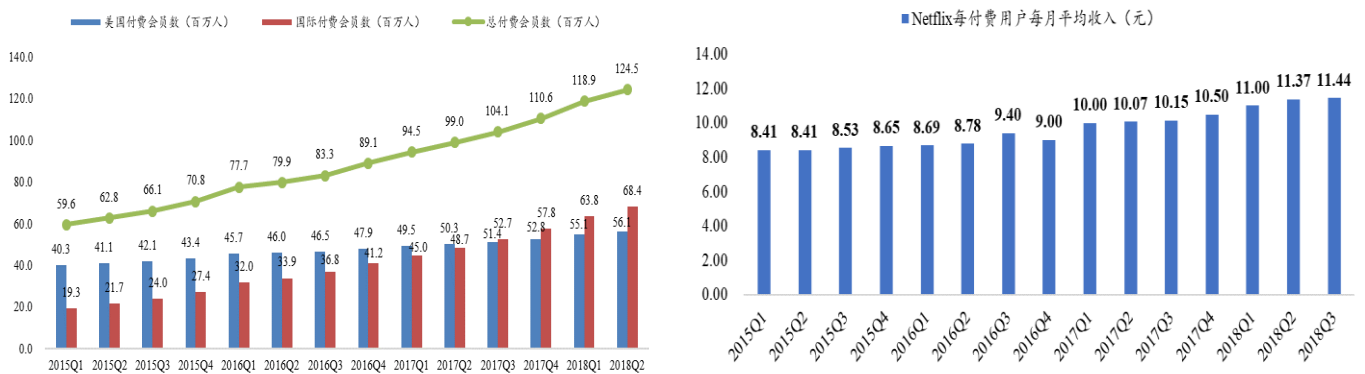
资料来源：中国产业信息网、中国互联网络信息中心，中国银河证券研究院

### (2) 付费会员数量仍具有提升空间

与有线电视对比，在线视频除了具有使用场景多样、内容丰富、互动便捷、自由度高等优势之外，还因其“会员模式+广告模式”比电视台的单独广告模式有了更大的变现能力，所以视频网站出得起比电视台更高的价钱，能将头部内容先网后台或网络独播，进而更加抢夺广告客户和高端用户，进一步形成良性循环。目前，在线视频在行业总收入、活跃用户规模、渗透率等方面已呈现追平赶超之势。在线视频已经成为重要的收视方式。

我们认为，我国在线视频市场规模仍具较大发展空间，一方面，除用户规模仍在增长之外仍具有增长潜力，另一方面，对比美国行业巨头 Netflix 的会员数与每月会员消费情况，粗略计算 2017 年 ARPU 值在 40.72 美元(约合 280.97 元人民币)高出国内 164.5 元的行业年 ARPU 约 70%，不难发现我国在线视频用户付费率和 ARPU 值仍具有较大提升空间。

图 24：近年来美国行业巨头 Netflix 会员数与每付费用户每月平均收入季度走势

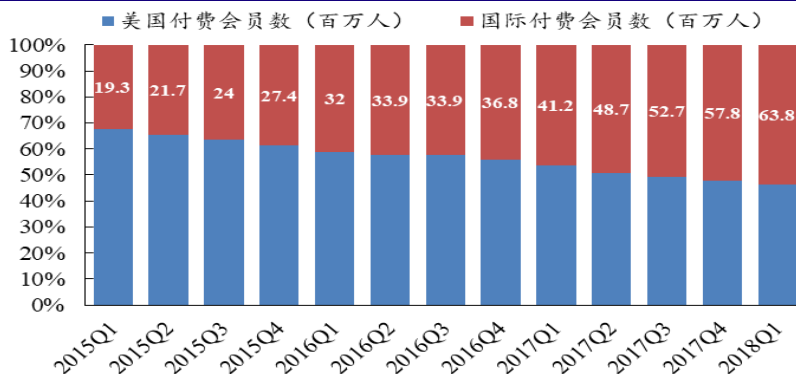


资料来源: QuestMobile, 中国银河证券研究院

### (3) 海外市场前景可期

在国内用户规模增速放缓的背景下，从用户规模上进行突破的途径是将目光投向海外、开发新市场。借鉴国外优秀视频平台的经验，Netflix 凭借稀缺性的精品内容，对于全球用户享有较强的溢价权，未来将享受量价齐增的成长，2017 年已实现海外付费用户数超过美国本土付费用户数，海外市场的扩大给 Netflix 带来了新的发展空间。

图 25：Netflix 美国及海外付费会员数比例变化图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

头部平台进行了内容出海的积极尝试，获得一定成果。优酷制作《北京女子图鉴》《上海女子图鉴》时，采用版权付费、自主原创的合作模式将日本 IP“女子图鉴”引入中国，解决文化差异引发的水土不服，以精彩的原创剧情充分体现并释放本土文化。女子图鉴系列剧集体登陆马来西亚地区最大跨媒体公司 Astro 旗下高清中文频道 HD 全佳台。《北京女子图鉴》于 5 月 9 日起在马来西亚 Astro 全佳频道周一至周五每日一集播出，获得当地媒体和华人观众的极大关注。《上海女子图鉴》也于 6 月 6 日起周一至周五每天一集播出。2017 年底，Netflix 一举买下了优酷独播剧《白夜追凶》的海外发行权，并在全球多个国家和地区播出，实现了国内首部网络剧集在海外大范围播出的突破，代表中国输出了好内容。

爱奇艺出品、新浪微博联合出品的超级网综《热血街舞团》于 2018 年 3 月 17 日登陆马来西亚 Astro 实现海外同步直播，在当地取得不俗的播放成绩。节目播出后，《热血街舞团》便一举拿下 HD 全佳台综艺节目 Top3 收视率，并登上马来西亚星洲日报、光明日报等多个媒体。《热血街舞团》作为爱奇艺 2018 年倾力打造的首档热血系街舞竞技剧情真人秀，凭借其创新的综艺垂直题材品类、超强的制作水准、丰富的故事线所展现出的中国新青年潮流文化态度，一举成为中国首档实现海外同步播出的超级网综。

#### （四）规范化推动行业集中度提升，精品化趋势愈加明显

在影视行业走入重税时代、明确从业人员薪酬上限之际，监管部门多项整治的“霹雳手段”短期内会加剧行业阵痛，如税收补缴压力巨大、融资面临困境、新增项目停滞、去库存压力加大等等。就行业发展现状而言，优势公司与中小公司在内容生产、项目运营能力上的分化也日趋明显。不管是监管的倒逼还是行业发展的内在要求，都将加速影视行业出清的过程。我们推测，行业格局将呈现以下几个特征：

##### 1. 行业朝精品化方向发展

通过整理 2018 年影视剧爆款，可以观察到行业精品化趋势更加明显。电影方面，高分口碑佳作《红海行动》《我不是药神》分别斩获全年票房第一、第三名，开心麻花喜剧电影《西虹市首富》斩获 23.6 亿票房，大 IP 高票房电影续作同样占有一席之地。

表 7：2018 年票房前五国产电影

排名	影片	分账票房（万元）	分账票房占比	上映时间	豆瓣评分
1	红海行动	342238.06	6.00%	2018-2-16	8.3
2	唐人街探案 2	318858.89	5.60%	2018-2-16	6.7
3	我不是药神	288542.75	5.00%	2018-7-5	9.0
4	西虹市首富	236175.60	4.10%	2018-7-27	6.6
5	捉妖记 2	212136.39	3.70%	2018-2-16	5.0

资料来源：猫眼专业版，中国银河证券研究院

电视剧方面，不乏播放量与评分双高的剧集《延禧攻略》《如懿传》《香蜜沉沉烬如霜》等，在题材、选角、拍摄、制作方面均有较高水平的精良作品更受到消费者青睐，吸引到更多观众观看的同时赢得良好口碑。

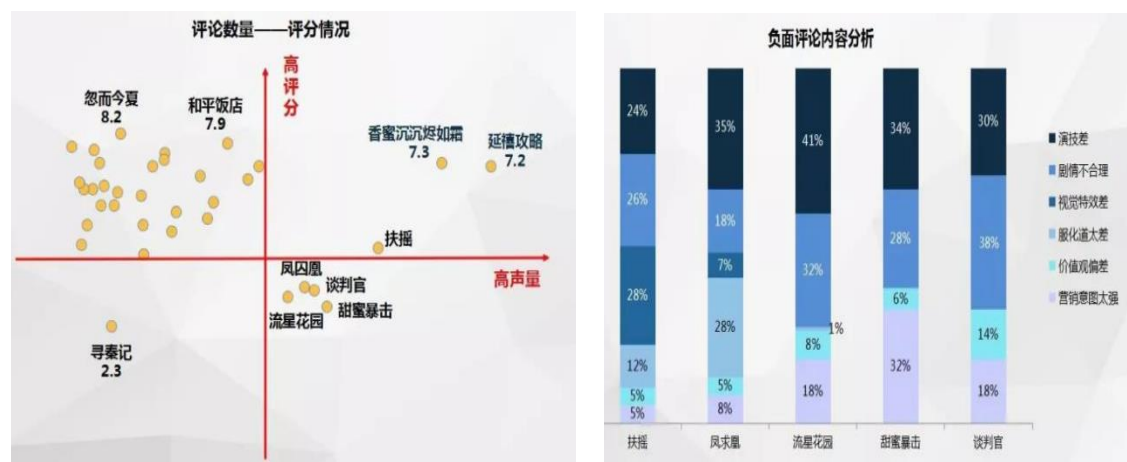
表 8：2018 年以来爆款剧集

排名	剧集	播放量	首播时间	豆瓣评分
1	延禧攻略	181.8	2018-07-19	7.2
2	如懿传	162.6	2018-08-20	7.4
3	恋爱先生	160.6	2018-01-12	5.8
4	香蜜沉沉烬如霜	151.4	2018-08-03	7.8
5	扶摇	142.4	2018-06-18	4.7
6	谈判官	122	2018-02-05	3.4
7	猎毒人	91.9	2018-07-07	4.5
8	归去来	87.5	2018-05-15	5.5
9	温暖的弦	81.1	2018-05-01	4.8
10	烈火如歌	79.5	2018-03-01	5.9

资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

拥有过百亿播放量的《扶摇》（143.6 亿）、《谈判官》（129.9 亿）等剧则遭遇“叫座不叫好”的问题。根据对豆瓣评论内容分析，“演技差”成为上述剧集评分低的首要通病，其次是“剧情不合理”，只靠流量但制作不精的剧集已经难以满足观众不断提升的审美与偏好。

图 26：2018 高关注低评分剧集及其负面评论内容分类



资料来源：豆瓣、首都影视发展智库、首都广播电视节目制作业协会，中国银河证券研究院

在观众的自主选择、行业的有序化发展下，影视项目的风险性加剧，制作、营销等方面不具备竞争力的项目越发难以出头。行业的竞争真正回归内容质量的竞争。在政策趋严、消费者趋于理性的背景下，走精品化投资制作之路是影视行业形成竞争力的根本途径。

## 2. 优胜劣汰，行业规范后集中度提升

税务风波、明星限酬实质上也是揭示行业痼疾、挤出泡沫、加速行业整合的过程。

上市公司作为行业中纳税等操作较为规范的企业，在监管严抓下受到冲击最小。在相对轻资产的影视行业里，不合规公司在巨额补税和罚款后，可能面临资不抵债被迫破产。行业优

胜劣汰、去芜存菁，一方面为上市影视公司发挥其竞争力创造了更好的环境；另一方面，降低了行业龙头并购优质标的的成本。这两方面都指向了行业集中度的提升、头部公司优势的凸显。

### 3. 网络平台逐渐成为收视重要媒介，网剧影响力提升，精品网络剧成为未来的方向

2017年，影视剧占据网络视频总流量的75%左右，电视剧流量占比超过6成，全网剧占比超过10%。网络渠道播出的作用越来越不可忽视：2017年播出的425部新剧中，台网联动剧占比48%，网络剧占52%；从集数看，台网联动剧占56%，网络独播剧占44%。“台网联动”日渐普遍的当下，网络剧占比仍然明显升高，其作用越来越不可忽视。

网剧影响力日益扩大，在线视频平台自制剧比例提高：

表 9：优酷、腾讯、爱奇艺 2018 年影视剧自制剧、版权剧占比

平台	片单数	自制剧	版权剧	自制剧占比
优酷	58	19	39	32.76%
腾讯视频	67	26	41	38.81%
爱奇艺	79	40	39	50.63%

资料来源：优酷、腾讯、爱奇艺 2018 年影视剧播出计划，中国银河证券研究院

同时，在线视频平台对外采电视剧的要求不断提高，“买头部版权剧+发展自制剧”成为平台在内容方面较为普遍的战略。随着 2018 年以来优酷自制的《镇魂》、爱奇艺自制的《延禧攻略》网剧的火爆，体现了精品自制网络剧将成为未来另一发展趋势。

### 三、游戏行业：版号审批恢复，游戏行业有望迎来业绩修复行情

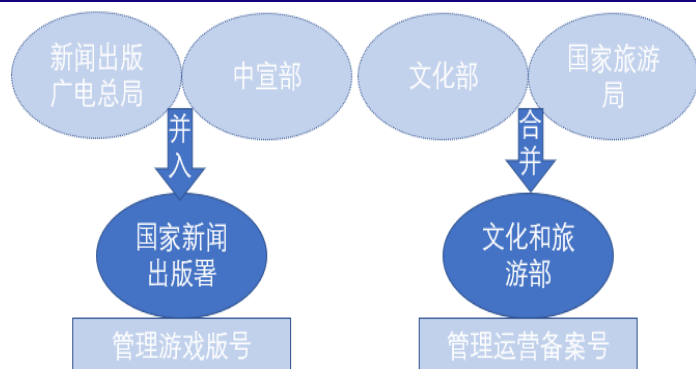
#### (一) 版号审批一度暂停，监管收紧下行业承压

##### 1. 游戏行业监管政策回顾

自2016年1月以来，国家有关部委对游戏行业的监管日益趋严，整体来看，自《网络出版服务管理规定》发布开始，监管走过了一条从版号必需化向版号审核严格化发展，最终暂时停放版号之路。而随着曾经的新闻出版广电总局被撤销，原国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责被划归中宣部，后者加挂国家新闻出版署（国家版权局）牌子。文化部也将与国家旅游局的职责整合，组建文化和旅游部，不再保留文化部、国家旅游局，游戏监管正式进入了下半场，长期来看，中国游戏行业的监管力度预计将会越来越大，将会对游戏行业的发展产生深远的影响。

从历史数据上不难发现，运营备案文号自2004年6月21日首次发放以来波动率较大，从2011年起发放数量逐渐上升，经历过16年6月至12月的发放低潮，也经历过17年7月至18年3月的发放高峰，但完全停止的状况自2011年以来尚属首次，可见此次监管的特殊性。

图 27： 游戏版号和运营备案号审批部门



资料来源：广电总局，中国银河证券研究院整理

表 10： 游戏行业监管大事件汇总

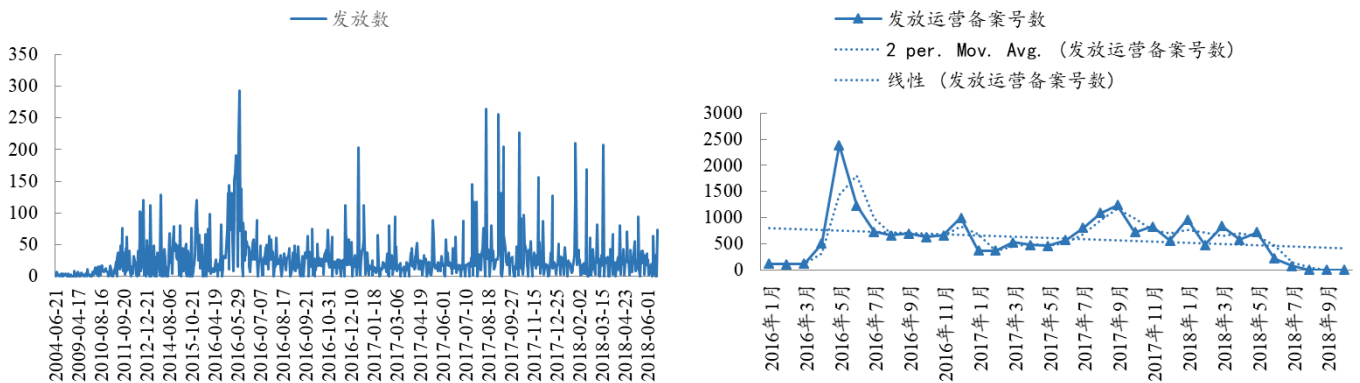
时间	简介	事件概要
2016年2月	新闻出版广电总局、工信部发布《网络出版服务管理规定》	规定从事网络出版服务，必须依法经过出版行政主管部门批准，取得《网络出版服务许可证》。网络游戏上网出版前，必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请，经审核同意后，报国家新闻出版广电总局审批。
2016年5月	新闻出版广电总局《关于移动游戏出版服务管理的通知》（新广出办发【2016】44号）	进一步明确移动游戏出版服务的管理规定以及具体流程，移动游戏包含在网络出版服务管理范畴，与网络游戏出版流程基本一致，需经国家新闻出版广电总局前置审批，才能上线运营；对已经批准出版的移动游戏的升级作品及新资料片，视为新作品，需重新审批。



2016年6月	<p>新闻出版广电总局 (系新闻出版总署 与广电总局合并) 发布《关于移动游 戏出版服务管理的 通知》</p>	<p>“未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营”，此前已经上网出版运营的手游“要求于2016年10月1日前到属地省级出版行政主管部门补办相关审批手续”，对未按要求经过审批及上网出版运营的手游，“一经发现，相关出版行政执法部门将按非法出版物查处”。</p>
2018年3月	<p>新闻出版广电总局 被撤销，版号申报 彻底暂停</p>	<p>因为新闻出版总署的调整，自2018年3月起，游戏版号申办业务直接停办。相关部门更是提出新的监控内容，理由是为加强新时代儿童青少年近视防控工作</p>
2018年8月	<p>《综合防控儿童青 少年近视实施方 案》</p>	<p>教育部会同国家卫生健康委员会等八部门制定了《综合防控儿童青少年近视实施方案》，并经过国务院同意。方案中提到“国家新闻出版总署将对网络游戏行业实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，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。”</p>

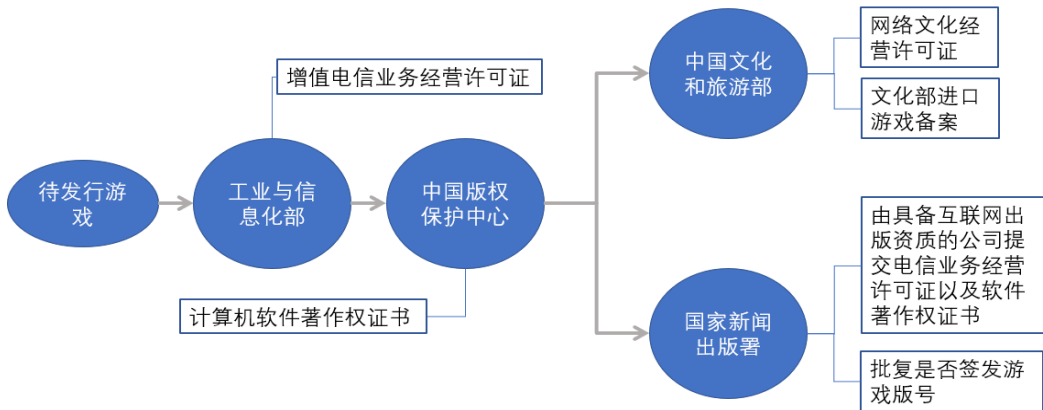
资料来源：国家部委网站，中国银河证券研究院

图 28：运营备案号历史发放情况、运营备案号发放数时间序列图



资料来源：中国文化市场网，中国银河证券研究院

图 29：游戏发行许可流程



资料来源：广电总局，中国银河证券研究院整理

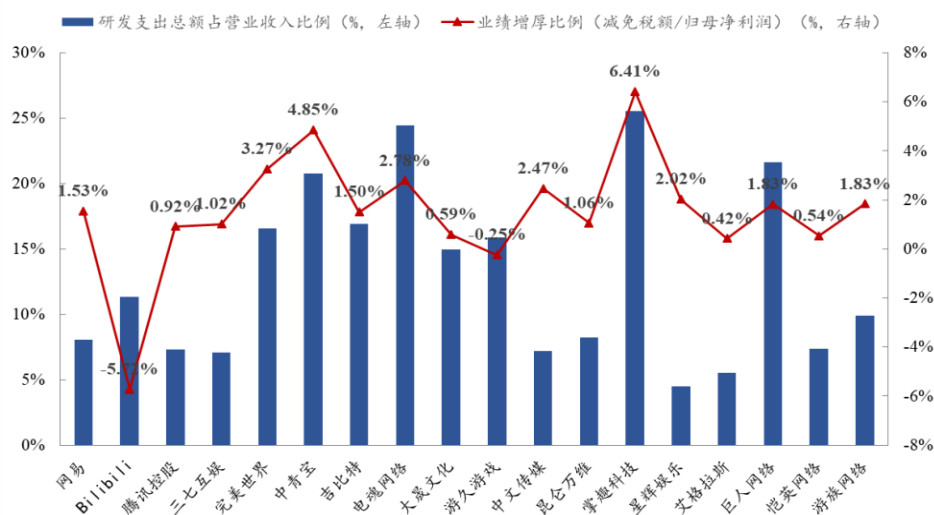
## 2. 研发费用抵扣减负明显

尽管监管对行业施压较大，有关部委在税费上的减免对游戏开发业的利好仍不容忽视。游戏行业的新游戏开发和测试需要大量前期投入，包括研发费用、服务器购置费用等，其中，研发费用主要由游戏策划、程序开发和美术设计等研发人员的薪酬福利、培训费用等开支组成，包括研发期间和持续研发期间的支出。

9月20日，财政部、国家税务总局、科技部三部门联合发布《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》《通知》指出，企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在2018年1月1日至2020年12月31日期间，再按照实际发生额的75%在税前加计扣除；形成无形资产的，在上述期间按照无形资产成本的175%在税前摊销。旧的研发费用抵扣政策为：研发支出当期费用化的按照实际发生额的50%在税前扣除，研发支出当期资本化的按照实际发生额的150%在扣除。采用新办法后，不管是当期费用化还是当期资本化的研发支出，均有25%的额外扣除税费抵扣，或将利好网络游戏行业。

据2017年年报显示，申万传媒行业中的15家网游概念公司以及腾讯控股、网易、Bilibili的平均研发支出总额占营业收入比例为12.96%，其中，包括掌趣科技在内的四家公司比例在20%以上。在此，我们假设企业所得税率为15%，保守估计，将所有研发费用全部计入当期损益，即不考虑研发产生无形资产的情况下，各家公司受研发费用抵扣影响，平均业绩增厚比例（减免税额/归属母公司股东的净利润）将达1.5%，而研发投入占比较大的掌趣科技或将增厚6.41%。政策对整体研发支出占比稳定可观的游戏行业利好明显，在一定程度上减轻游戏公司的研发压力。

图 30：研发费用税前加计扣除比例提高对各游戏公司的盈利影响（基于 2017 年年报数据）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 上市公司项目储备具备优势

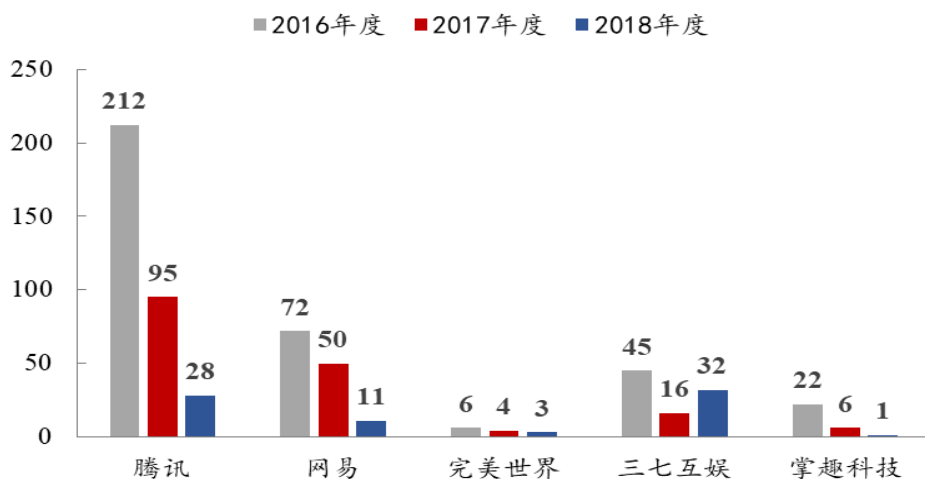
截至三季度，行业上市公司优质项目储备仍较为丰富：腾讯、网易、Bilibili 以及 15 家申万网络游戏行业上市公司已披露的储备手游核心产品接近百款，除去未披露或披露较少的公司，平均上市公司发行计划中的核心手游产品数量为 7 款，其中，腾讯游戏存货质量领先明显，近期计划发行的九款处于公测预约阶段的手游平均预约测试人数已突破 500 万人次（截至 2018 年 11 月）；Bilibili，在存货数量上领跑各上市公司，自研或代理的待发行游戏超过 20 款，未来产品类型丰富，在二次元领域布局深远。

在版号方面，各家公司短期内计划发行的游戏版号覆盖率较高，行业 25% 以上的待发行核心手游产品都已获得了运营备案文号以及出版备案文号，接近 50% 的已披露待发行核心手游已至少具备上述文号的其中一个。

然而，主要上市公司中，除三七互娱因为在 18 年 3 月申报了大部分存货的批号，获得备案文号数量较往年差距较小外，腾讯、网易等主要手游发行商获批的运营备案文号数量缩水明显。其中，掌趣科技在 2018 年度的获批版号数较 16 年最为明显，仅为前量的 4.5%，其他游戏公司如腾讯的获批版号数也出现了 80% 以上的缩水。

因此，短期内新上线游戏数量虽然受版号审批政策的影响急剧下降，主要上市公司受监管政策影响的程度依然有限，短时间内依然能保持一定的发行规模，然而，从长期来看，主要公司的版号发放受政策抑制显著，自 2018 年 7 月 25 日以来，版号进入完全停发状态，整个游戏行业的长期存货变现依然很大程度上受未来政策变动的的影响。

图 31：主要游戏公司年度获取游戏版号数



资料来源：中国文化产业网，中国银河证券研究院

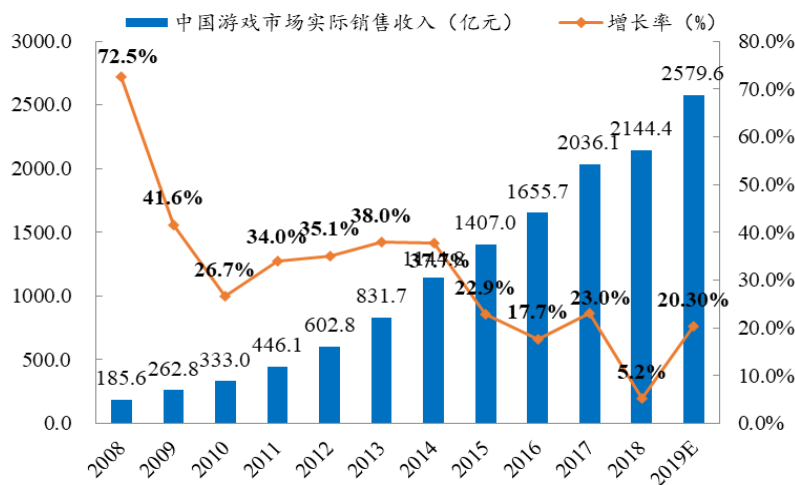
### (三) 版号重发有望修复行业业绩，“IP+自研”双擎驱动发展

截至 2018 年 9 月，中国互联网用户规模增速较去年同期下降了 40%，互联网人口红利正在逐渐消退，与此同时，手游用户尤其是重度手游用户的付费率持续提高，手游用户的消费习惯正在慢慢养成，行业潜力仍然具备开发空间，据伽马数据《2018 年 7~9 月移动游戏市场简报(内参版)》，2018 年 7~9 月，中国移动游戏市场实际销售收入达到 356.1 亿元，同比增长率为 16.6%，环比增长率为 9.7%，两个指标均出现了一定程度的回升，整体游戏市场仍然具备巨大潜能。2018 年 11 月 15 日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第五次会议中会议审议通过了《关于加强和改进出版工作的意见》，会议进一步强调了“加强内容建设，深化改革创新，完善出版管理”，展示了国家游戏内容精品化，审核严格化的大方向。在趋严的监管大环境下，整体游戏行业承压仍然明显：行业尾部的公司在版号审批趋严、行业竞争进入注重质量、生命周期的新阶段下，未来营收可预测性进一步受限，中小体量公司融资难度加剧，在对企业兼并新规限制行业外收购的条件下，将进一步促进行业优质资源整合；而头部公司在产品变现愈加困难，买量成本急速上升的当下，告别以量博收的开发风格，寻觅以精品游戏冲出国内甚至海外市场的方法也成为了未来的主要方向，整体行业未来趋势有：

#### 1. 游戏行业 2019 年有望迎来业绩修复行情

因受国家机构改革影响，游戏版号审批自 2018 年 3 月末开始处于暂停状态，国产游戏备案也已于 6 月份关闭。截止目前，版号审批已暂停九个月，按此前总局 700 款左右单月版号审批量，暂停发放版号期间游戏行业预计缺失约 6000 款获准进入市场的新游戏。12 月 21 日，“2018 年中国游戏产业年会”大会在海南省海口市举行。在会议上，中宣部出版局副局长冯士新在表示首批部分游戏已经完成审核，正在抓紧核发版号。此次产业年会宣布恢复版号核发，行业政策面得到边际改善，2019 年业绩有望迎来修复行情。根据中国音数协最新游戏产业报告显示，中国游戏市场实际销售收入 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，整体收入增幅明显放缓。我们预计 2019 年中国游戏市场同比增速有望恢复到 20%左右的合理增速，规模或将达到 2579.6 亿。

图 32：中国游戏市场实际销售收入及增速



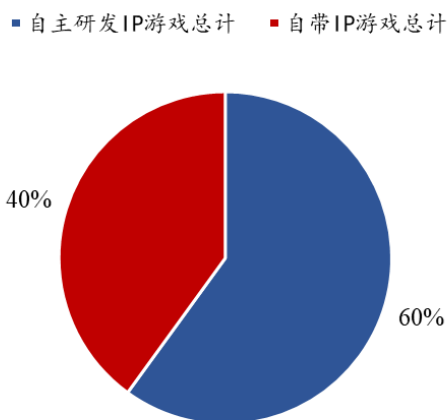
资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC) 和伽马数据 (CNG) 历年中国游戏产业报告，中国银河证券研究院

## 2. 优质 IP 将成为重要发展力

随着市场新游发行成本逐渐上行，长生命周期的优质手游所享有的独特优势被逐步放大，优质 IP 对游戏生命周期以及用户热度的加成价值因此得到了充分的体现。根据伽马数据报告显示，2018 年移动游戏市场腰部产品格局呈现固化的特征。相较于 2017 年，进入 iOS 日畅销榜 TOP200 的游戏数量同比减少较多，整体也呈现出下降趋势。这主要是因为，第一，游戏产品越发精品化，头部产品长期霸榜，新品竞争强度增高；第二，游戏用户红利逐渐消失，进入“存量”时代，新游获取用户需从“存量”用户中挖掘，提高了用户获取难度。市场格局的固化，也是导致移动游戏市场增长率下降的原因。破局新品打造难的困境，诉诸于 IP 自带价值的方式越来越成为行业整体的发展方向。腾讯计划发行的高人气游戏几乎全部具备 IP 背景，其中，日前预约人数已破千万的游戏《火影忍者 OL》、《侍魂-胧月传说》，预约人数超过 900 万的《完美世界》无一例外的具备用户忠诚度高、用户基数广大的优质 IP。

实现既有 IP 在手机游戏上的转换动力主要来源于两方面，其一是优质的游戏内容，其二则是核心的圈层文化。前者是游戏的立足之基，后者则是游戏产业与 IP 生态圈的联结桥梁。游戏圈层文化能引发用户与用户、用户与产品、产品与产品之间的协同效应，因此 IP 在游戏上的价值输出主要是建立在圈层文化的运营与挖掘之上的。目前，优质 IP 的开发空间依然是一片蓝海，可见，随着行业继续发展，优质 IP 也将成为游戏公司竞争力的重要组成部分。

图 33：主要上市公司核心在研游戏 IP 情况



资料来源：网络披露资料整理，中国银河证券研究院

## 3. 游戏自研能力将成核心竞争力

2018 年以来，随着游戏监管的日益趋严，包括 Apple Store 在内的平台对低劣内容的审核逐渐严格，平台审核周期延长、游戏下架风险提高已成为游戏厂商面临的巨大挑战。仅 2018 年 11 月 11 日一天，Apple Store 就下架了 13403 款应用，其中超过 50% 属于游戏，大量的“马甲包”游戏下线。所谓“马甲包”游戏，是指同一款游戏通过借助不同图标名字等通过 Apple Store 的审核上架，达到以较低成本扩展导流渠道的目的，“马甲包”被封，印证了当前游戏行业精品化、高品质化的趋势是不可逆转的。因此，随着连续数月 Apple Store 下架游戏数量远大于上线新游的局面持续，传统买量市场的衰退必将导致未来以品质论胜负的市场风格。

从 2016 年度以及 2017 年度的年度 top20 手游榜单可以看出，从 16 年起，国内手游市场头部游戏中国产自研游戏的比重逐年上升，2017 年度的自研游戏占比首次超过了 70%，而在 2018 年的第一季度中下载量排名前十的手游中除《旅行青蛙》是由海外公司 Hit-Point Co., Ltd 研发的外，其余九款都是由上市公司自行研发的产品。值得注意的是，每一款游戏的好评率都保持较高的水平，说明当前国内进入头部的游戏正通过越来越高的自研质量获得更长的生命周期和更强的盈利能力，从而降低获取流量的成本的同时博得了更高的收益。

同时，据伽马数据报告显示，虽然游戏研发企业数量逐年增加，在 17 年超过了 6000 家大关，单季度有自研游戏进入畅销榜前 200 的企业数却没有明显地增加，甚至在随季度缓慢减少。这揭示了当前市场对自研游戏品质的高要求化和市场竞争的激烈化。因此，在游戏行业人口红利逐渐褪去的当下，自研能力将成为事关厂商生存发展的重要能力。

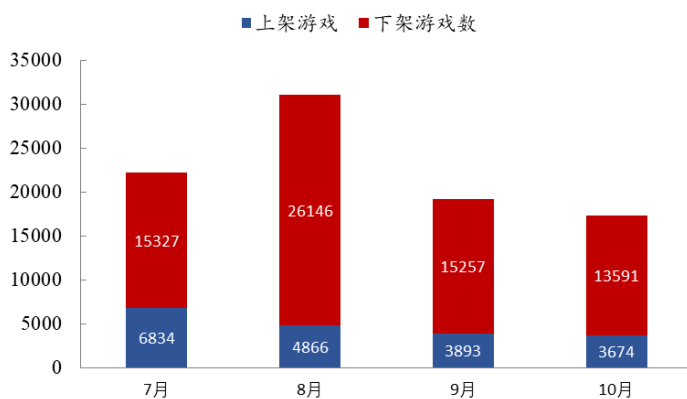
而随着研发费用抵扣政策的落地，国家对手游国产化、自研化的鼓励力度也在不断加大。头部游戏公司如网易、掌趣科技依靠自身极其出色的研发能力，始终享有不错的口碑。其中，网易凭借精品化的自研理念，其拳头产品《第五人格》、《楚留香》在下载量霸榜的同时好评率都达到了 95% 左右，展示了其极强的自研品控能力。在国内游戏厂商中研发商收入已经占比超过 60% 的条件下，观察 2018 年上半年度 IOS 收入榜前 20 名的手游，发现全部由游戏厂商自行或联合开发，游戏自研能力对手游公司的盈利能力以及其 IP 开发能力的重要性可见一斑。

图 34: AppleStore 日下架应用量



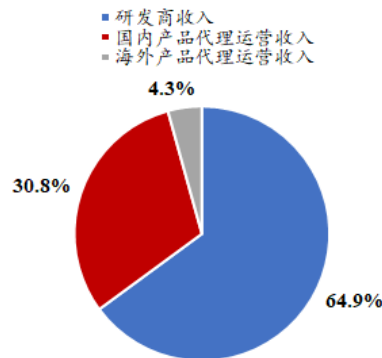
资料来源：七麦数据，中国银河证券研究院

图 35: Apple Store 2018 年 7-10 月上下架游戏数



资料来源：七麦数据，中国银河证券研究院

图 36：2017 年度 Q1-Q3 中国移动游戏市场实际销售收入构成



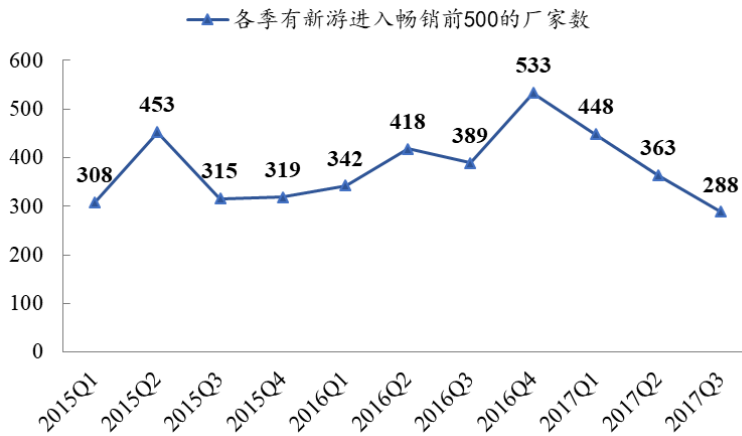
资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

表 11：2016 及 2017 年度手游排行榜 TOP20

1	王者荣耀 Tencent Mobile Games	深圳市腾讯计算机系统有限公司	1	开心消消乐	深圳市腾讯计算机系统有限公司
2	欢乐斗地主 Tencent Mobile Games	深圳市腾讯计算机系统有限公司	2	王者荣耀	深圳市腾讯计算机系统有限公司
3	开心消消乐® 乐元素	乐元素科技（北京）股份有限公司	3	钢琴块2™	Cheetah Technology Corporation
4	腾讯欢乐麻将全集 Tencent Mobile Games	深圳市腾讯计算机系统有限公司	4	QQ欢乐斗地主	深圳市腾讯计算机系统有限公司
5	贪吃蛇大作战®-等你来战 Wuhan Weipai Network Technology Co., Ltd.	武汉微派网络科技有限公司	5	球球大作战	巨人网络科技有限公司
6	穿越火线:枪战王者 Tencent Mobile Games	深圳市腾讯计算机系统有限公司	6	贪吃蛇大作战	武汉微派网络科技有限公司
7	跳舞的线 (Dancing Line) Cheetah Technology Corporation Limited	北京猎豹网络科技有限公司	7	JJ斗地主-欢乐棋牌休闲合集	北京竞技世界公司
8	钢琴块2™ Cheetah Technology Corporation Limited	北京猎豹网络科技有限公司	8	穿越火线	深圳市腾讯计算机系统有限公司
9	汤姆猫跑酷 Outfit7 Limited	-	9	天天酷跑	深圳市腾讯计算机系统有限公司
10	狂野飙车8: 极速凌云 Gameloft	北京万盛和泰科技有限公司	10	天天爱消除	深圳市腾讯计算机系统有限公司
11	滚动的天空 Cheetah Technology Corporation Limited	北京猎豹网络科技有限公司	11	我的世界	网易移动游戏
12	JJ斗地主-欢乐棋牌休闲合集 JJWorld(BEIJING) Network Technology Company Limited	竞技世界（北京）网络技术有限公司	12	宾果消消乐	柠檬微趣
13	天天爱消除 Tencent Mobile Games	深圳市腾讯计算机系统有限公司	13	部落冲突	Supercell
14	神庙逃亡2 DreamSky	深圳市创梦天地科技有限公司	14	My Talking Tom	Outfit7 Limited
15	节奏大师 Tencent Technology (Shanghai) Co., Ltd.	深圳市腾讯计算机系统有限公司	15	欢乐麻将全集	深圳市腾讯计算机系统有限公司
16	地铁跑酷 - 官方中文版 DreamSky	深圳市创梦天地科技有限公司	16	My Talking Angela	Outfit7 Limited
17	荒野行动:飓风突击 网易移动游戏	网易（杭州）网络有限公司	17	Subway Surfers	Kiloo
18	阴阳师-炼狱豪拳 网易移动游戏	网易（杭州）网络有限公司	18	节奏大师	深圳市腾讯计算机系统有限公司
19	天天酷跑 Tencent Mobile Games	深圳市腾讯计算机系统有限公司	19	Temple Run 2	DreamSky
20	魂斗罗:归来-新锦标赛 Tencent Mobile Games	深圳市腾讯计算机系统有限公司	20	奇迹暖暖	深圳市腾讯计算机系统有限公司

资料来源：中国银河证券研究院整理

图 37: 各季度有新游进入畅销榜前 500 的厂家数



资料来源: 伽马数据, 中国银河证券研究院

图 38: 2018 年第一季度手机游戏 APP 下载量排行榜 TOP10、2018 年度前三季度热门手游口碑

排名	App 名称	类别
1	绝地求生:刺激战场	游戏
2	QQ飞车	动作游戏
3	王者荣耀	动作游戏
4	旅かえる	模拟游戏
5	荒野行动	策略游戏
6	绝地求生 全军出击	动作游戏
7	欢乐斗地主	卡牌游戏
8	开心消消乐®	益智解谜
9	腾讯欢乐麻将全集	娱乐场游戏
10	穿越火线	策略游戏

排名	名称	好评率	评分总数
1	第五人格	95.50%	30w+
2	楚留香	94.50%	14w+
3	QQ炫舞	78.90%	2w+
4	绝地求生: 全军出击	77.10%	22w+
5	绝地求生: 刺激战场	75.30%	45w+

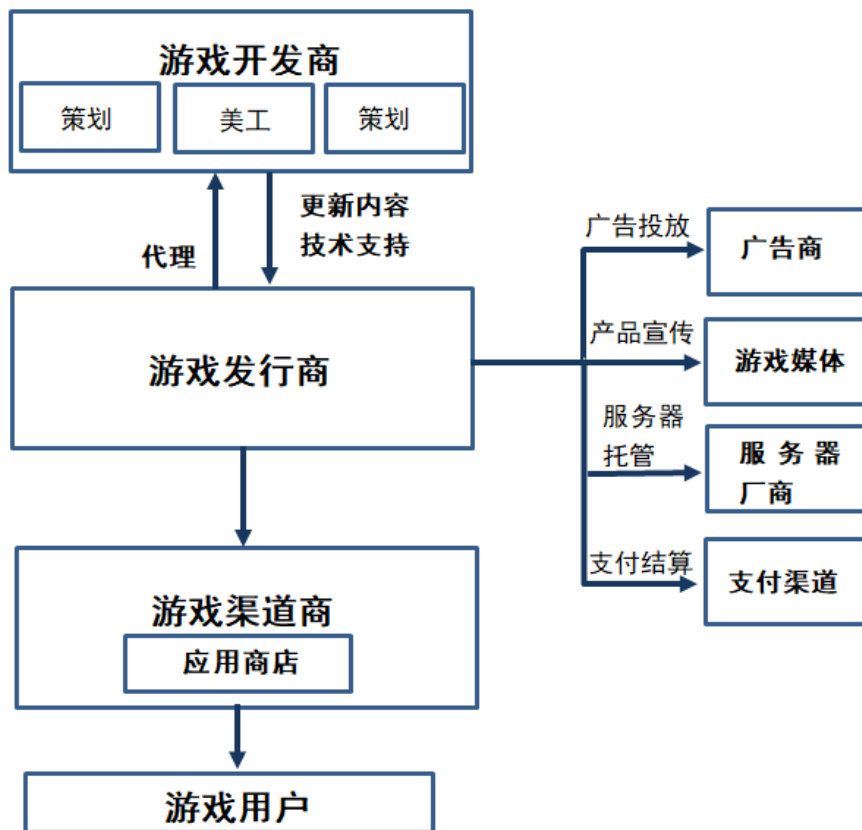
资料来源: 七麦数据, 中国银河证券研究院

#### 4. 优质渠道发行方将领先行业复苏

随着监管机构调整的逐步落地, 版号审批工作恢复后, 将有大量新游戏涌入市场, 未来游戏产品的竞争将更加激烈。而优质的发行商将成为众多游戏厂商寻求合作的对象, 完美世界的重要 IP 产品《完美世界》、游族网络的重要企划《权力的游戏 凛冬将至》、巨人网络的《龙珠最强之战》等都无一例外地选择与腾讯合作的重要原因就在于腾讯基于微信、QQ 等通讯端的渠道优势, 这样的发行方式在对委托发行方带来更高回报的同时, 也为腾讯这一稀缺发行渠道占有者的快速崛起奠定了基础。因此, 有理由相信优质渠道方将在行业复苏阶段处于领先地位。



图 39：游戏行业产业链



资料来源：中国银河证券研究院整理

## 四、图书出版发行行业：出版行业减量提质，行业兼具防御和成长优势

内容出版发行板块作为传统的媒体行业，是传媒行业的重要组成部分之一。按照出版载体进行分类，内容出版主要包括图书、报纸、期刊、音像制品及电子出版物等出版物，五个细分领域 2017 年营业收入分别为 879.60、196.54、578.25、28.36 及 14.95 亿元。其中，图书出版占比达 51.81%，贡献了内容出版行业半数以上的收入。在公司层面，目前 A 股 23 家内容出版发行公司中，有 17 家图书出版发行公司（不包括转型游戏业务的天舟文化），其他 5 家以报纸为主营业务（包括华闻传媒、新华传媒、华媒控股、博瑞传播和粤传媒）。我们以主营业务为图书出版发行的 18 家公司为基础，结合行业数据，对国内图书出版行业的经营现状和未来发展进行分析。

### （一）行业具备较高经营壁垒，书号缩减影响有限

书号，即为我国合法出版书籍的统一编号。根据现有《出版管理条例》规定，我国报纸、期刊、图书、音像制品和电子出版物等应当由出版单位出版。书号由中国国际标准书号(ISBN)中心发放，由中国版本图书馆加挂新闻出版总署条码中心牌子。自我国施行标准书号以来，行政管理部门掌握着书号的发放和控制权，由于我国出版机构的设立为审批制，因此只有出版社才可能获得书号申领权。

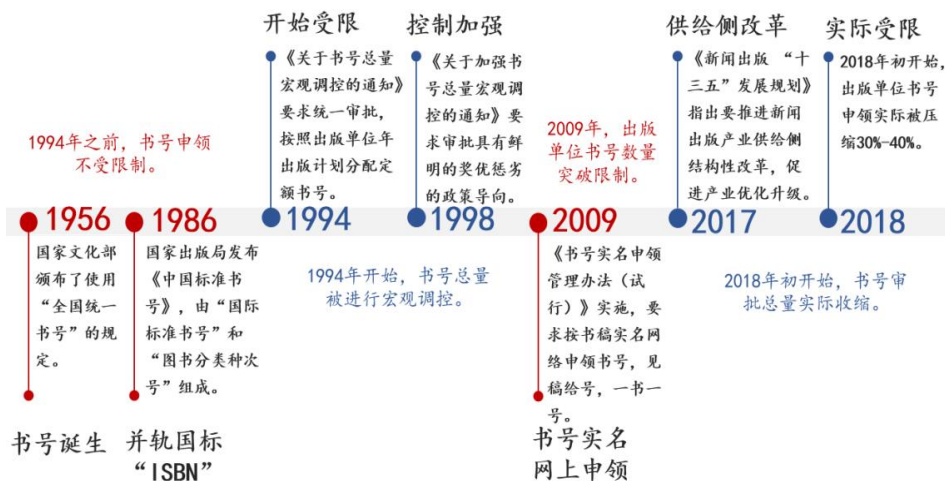
#### 1. 书号缩减行业承压，国企书商具有相对优势

1994 年以前，书号的申领使用不受限制，导致书号使用数量激增，书号买卖现象泛滥，图书质量受损，出书结构不合理，行业秩序混乱。新闻出版署从 1994 年开始书号通过统一审批制度进行总量调控，要求 1994 年新书书号使用总量在前三年平均数基础上减少 10%，并按照出版社的年计划分配定额书号。此举抑制了图书出版物数量的盲目增长，出书结构得到优化，市场的规范管理得到强化。但同时也造成市场集中度低、产品差异化不足、行业进入和退出壁垒高、降低市场资源配置效率等问题。

2009 年 1 月，书号网上实名申领全面开展，结束此前摊派式的书号分配制度。网上实名申领打破对出版单位书号数量的限制，提高了行政效率，鼓励图书出版量的增长。

然而，自 2018 年年初开始，书号总量再次收缩。在此情况下，行业规模整体承压，控制图书种数增长率，减少重复品种的出版成为 2019 年的管理主题。国企显露优势，民营书商因不具有书号申请权或将进一步分化，大书商在较强发行能力的支持下，获取书号方面议价能力较高。

图 40：中国出版行业书号制度变迁

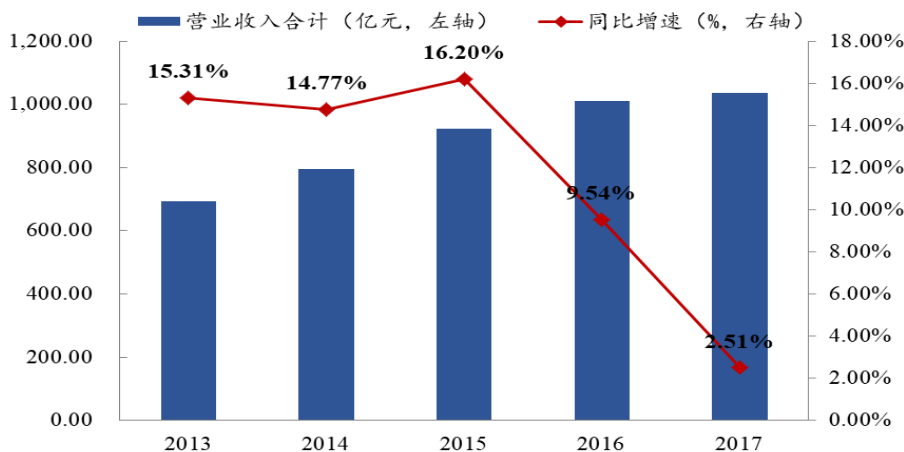


资料来源：国家新闻出版总署、国家新闻出版广播电视总局文件，中国银河证券研究院整理

## 2. 行业规模增速受冲击放缓，经营性壁垒仍较高

2017年图书出版发行行业营业收入1036.59亿元，同比增长2.51%。在2013至2015年期间，图书出版发行行业保持约15%的平均增速，自2015年以来，在数字阅读、新媒体等冲击下，图书出版行业营业收入增速逐步减缓。

图 41：图书出版发行行业 2013-2017 营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图书出版发行作为重要的传统媒体行业之一，具有较其他传媒行业更强的意识形态属性，因此也具有较高的政策壁垒。国内的图书出版施行书号制度，需要出版社提前备案和申请书号，而出版社只有国有出版企业可以设立，民营企业只能从事策划和发行业务，其出版业务只可采用与出版社合作的模式。因此在出版方面，国有企业具备较高的经营性壁垒。

除出版业务外，国企在细分图书品类上也有政策优势。在大众图书市场，民营资本可从事图书发行，然而对课本而言，根据1995年2月原国家教委等部门《普通中小学教材出版发行

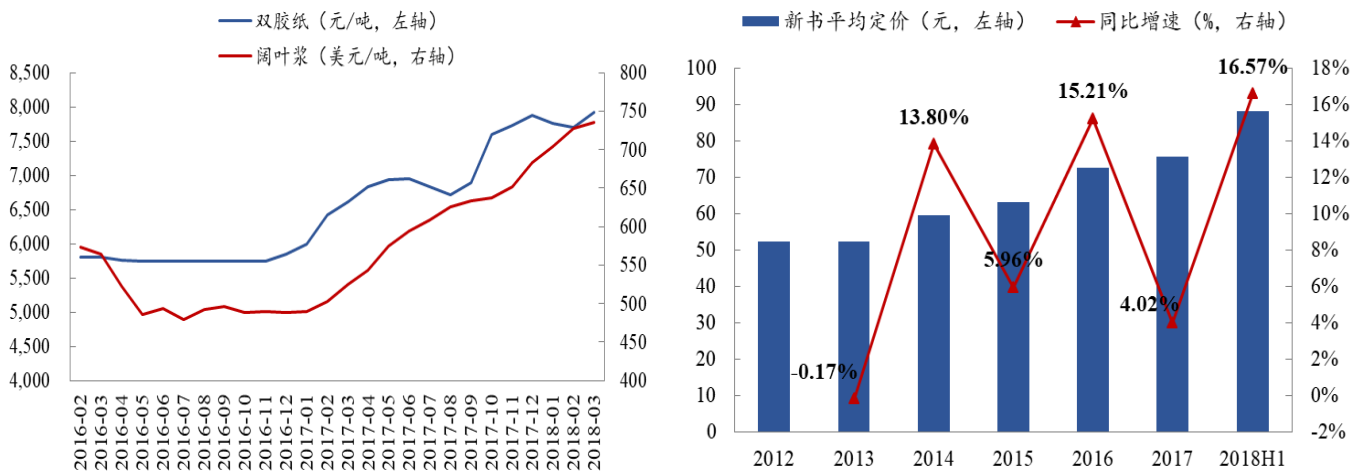
管理规定》，中小学教材由新华书店统一征订和发行，而各级新华书店也均由国有控股，民企只可参与市场化教辅材料的销售发行。

## （二）多重因素冲击图书零售市场需求，整体增速放缓

### 1. 纸价上涨、数字阅读新业态等冲击行业需求

图书出版物主要的两个品类为书籍（大众图书）和课本（教材征订目录内的教材和教辅材料）。其中，大众图书的销量主要由市场的供求关系决定，码洋是其需求量的重要影响因素之一。近年来，由于大气污染问题，国家环保部门加强了对造纸业等污染行业的直接干预，导致纸张价格大幅上涨，图书印刷成本增加。2016年2月至2018年3月，双胶纸价格增长近40%，直接推升新书定价（2018年上半年新书平均价格为88.15元，同比增长16.57%），影响消费者的消费欲望，增加大众图书的销售压力。相比之下，由于课本主要采用征订的方式，价格不完全由市场决定，因此纸价上涨对课本码洋的影响较为滞后，课本具有刚性需求属性。

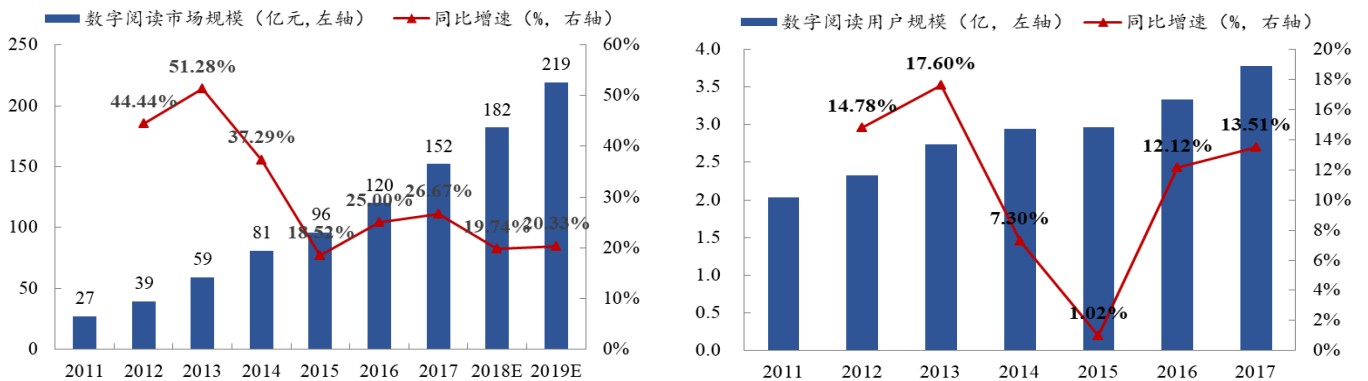
图 42：2016 年 2 月-2018 年 3 月纸张价格、2012-2018H1 中国图书零售市场新书平均定价及增速



资料来源：Wind、北京开卷，中国银河证券研究院

伴随着互联网发展以及智能手机、平板电脑和电子书阅读器等智能终端的普及，自2010年以来，中国人均数字化阅读方式接触率、手机阅读接触率等指标增长较快。截至2017年，中国数字阅读市场规模增至152亿元，用户规模已达3.78亿，预计2019年其市场规模将超过200亿。数字阅读逐渐成为居重要的阅读形式之一，对图书出版行业造成一定冲击。但纸质图书仍然是国民阅读的主要形式。纸质阅读多为知识和文学等内容的“深阅读”，而数字阅读主要为网络文学和新闻资讯等内容的“浅阅读”，两种阅读介质互相补充，满足不同人群的阅读需求，纸质书将持续吸引深阅读用户群体。

图 43: 2011-2017 数字阅读市场规模、用户规模及增速

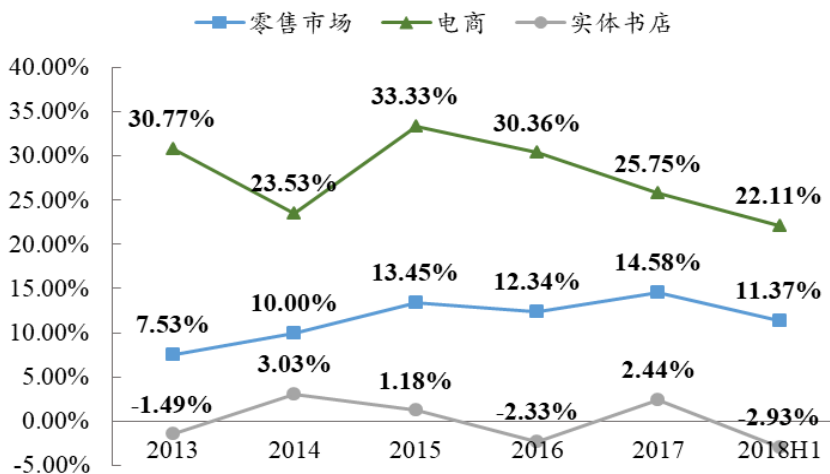


资料来源: 2018 年中国数字阅读白皮书, 中国银河证券研究院

## 2. 图书零售增速放缓, 线下渠道再次出现负增长

根据北京开卷发布的图书零售市场数据, 图书零售市场 2018 上半年同比增长 11.37%, 增速有所回落。其中电商渠道增速有所下滑, 但仍保持 22.11% 的高速增长。相比之下, 实体书店则再次出现负增长, 同比下降 2.93%。由此可见, 两种渠道分化明显, 图书的线上零售比线下更具优势。电商平台对线下书店的分流作用明显, 主要由于其价格低廉、品种丰富、配送便捷、活动促销刺激消费作用强等特点, 同时线上渠道还具有无租金成本、信息化程度高、采购仓储物流的规模效应等优势。

图 44: 2013-2018H1 图书零售市场增速



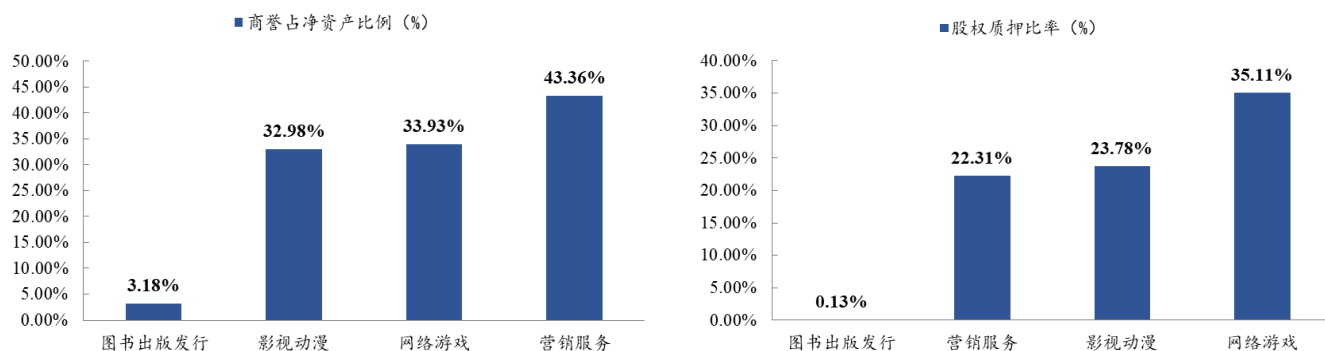
资料来源: 北京开卷, 中国银河证券研究院整理

### (三) 商誉及流动性风险较低，兼具防御和成长优势

#### 1. 商誉减值风险低，经营现金流较为充足

近年来，受国家政策扶持、居民文化消费结构升级等因素驱动，传媒行业并购重组迎来快速发展期。轻资产并购造成行业商誉高企，2018Q3 总商誉占总净资产比重达 28%，影视及游戏行业通过并购扩大经营，获得较高增速的同时，也面临较高的商誉减值风险。相比之下，图书出版发行行业具有业态传统和经营稳健的特点，虽受到数字阅读及新媒体等新业态的冲击，行业承受转型压力，但对并购重组一直较为谨慎。截至 2018 年 Q3，行业商誉占净资产比重仅 3.18%，在传媒子行业中比重最小，商誉减值风险较低。另外，图书出版行业股权质押率在传媒子行业中最低，仅为 0.13%，股权质押风险较低。

图 45：2018 年 Q3 传媒子行业商誉占净资产比重及股权质押率

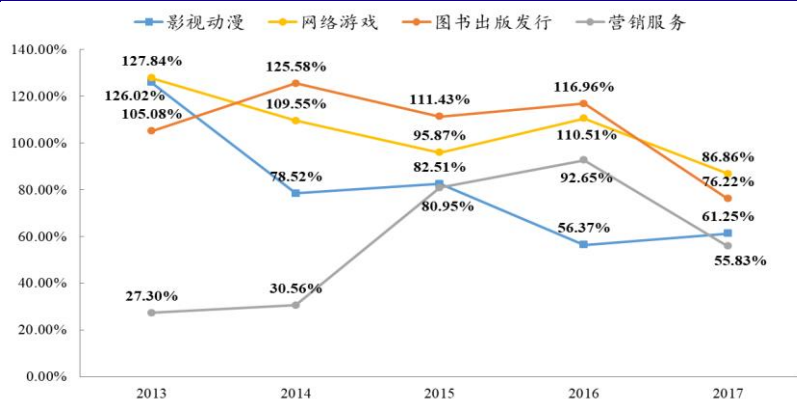


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

同时，行业内公司现金流较为充足，在 2013 至 2017 年期间，图书出版发行行业的经营活动现金流与净利润的比重在子行业局前，流动性较好。

另外，从公司类型角度看，图书出版发行类公司以国企为主，民企书商只有新经典和世纪天鸿（天舟文化已转型游戏）。而影视及游戏公司以民营企业为主。国企经营策略相对谨慎，在当前大盘相对较弱的情况下具有一定优势。

图 46：2013-2017 年传媒子行业经营活动产生的现金流量净额占净利润比例

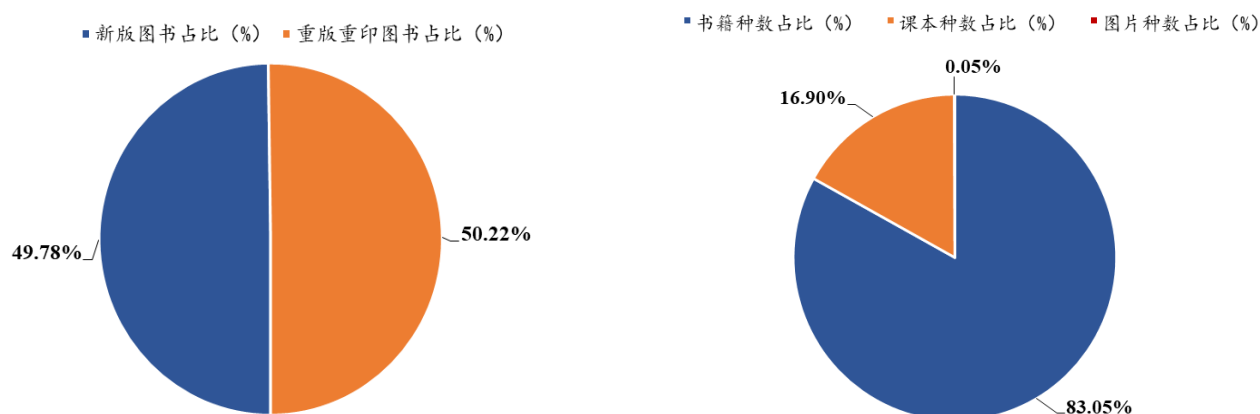


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2. 图书出版结构不断优化，细分品类具有刚需属性

在出版图书的产品结构上，版次结构方面，主要包含新版图书和重版重印图书，2017 年全国出版新版图书 255,105 种，重印图书品种 257,381 种，新版的种数和印数首次双双下降，重版重印图书种数首次超过新书，图书品种结构控制有效。种类数量方面，主要包括书籍（大众图书）、课本（教材征订目录内的教材和教辅材料）和图片（美术图片）三类，其 2017 年的种数分别为 425,616、86,591 和 280 种（包含新版和重版重印），占比分别为 83.05%、16.90% 和 0.05%，大众图书的比重较大。

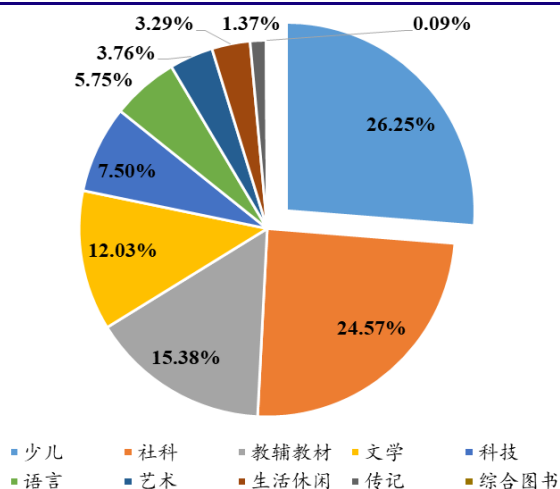
图 47：2017 年图书出版行业版次结构及品类结构



资料来源：国家新闻出版署《2017 年新闻出版产业分析报告》，中国银河证券研究院

大众图书出版物可细分为少儿、社科、教辅材料及文学等多个品类。根据北京开卷的数据，2018 上半年码洋占比最高的大众图书品类为少儿（26.25%），教辅材料位列第三（15.38%）。虽然受到数字阅读及短视频等新娱乐的影响行业增速减缓，但码洋占比较高的少儿和教辅图书具有刚需属性，其需求受新媒体冲击较小。图书市场仍有望保持稳健增速。

图 48：2018H1 大众图书出版物品类码洋比重



资料来源：北京开卷《2018 上半年图书零售市场报告》，中国银河证券研究院

### 3. 行业享有财税优势，税收优惠政策稳定

自 2006 年起，出版行业一直享受文化增值税及营业税优惠政策，单次政策生效时间在 1 年到 5 年之间。国家从 2006 年开始，已经对文化增值税优惠政策进行了 4 次延续，历时长达 15 年，足以见国家对文化产业的重视。

根据 2018 年最新政策，到 2020 年底，出版行业将继续享受相关税惠。预计文化增值税及营业税优惠政策将长期延续，可成为出版行业的可持续性利好，可为出版单位及个人减轻税负压力、增强盈利能力。

另外，根据财税[2014]84 号《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》，规定 1.出口图书、报纸、期刊及电子出版物享受增值税退税政策；2.允许扣除库存呆滞出版物作为税前损失；3.文化事业单位转制为企业，将享受免征企业所得税、房产税、发行印刷收入增值税等相关优惠。此优惠政策生效时间至 2018 年底，后续政策待 2019 年发布。但根据历年税惠变化趋势，我们对利好延续持积极态度。

图 49：国家出版行业增值税和营业税优惠政策变迁

<p><b>2006</b> 《关于宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》 生效时间：2006年1月1日至2008年12月31日</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 电子出版物增值税税率由17%下降至13%</li> <li>• 党政机关、科技、少年儿童、少数民族、盲文等七大领域在出版环节实行增值税先征后退政策</li> <li>• 少数民族区域在制作、印刷、销售环节实行增值税先征后退政策</li> <li>• 农村地区新华书店在销售环节免收增值税</li> </ul>
<p><b>2009</b> 继续实行优惠政策 生效时间：2009年1月1日至2010年12月31日</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取消科技领域在出版环节的先征后退</li> <li>• 扩大出版环节先征后退范围：对除100%先征后退的六大领域以外的其他图书、期刊和音像制品及列表报纸实行50%先征后退。</li> <li>• 将增值税款专向用于重点出版物的引进开发</li> </ul>
<p><b>2011</b> 继续执行优惠政策 生效时间：2011年1月1日至2012年12月31日</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取消科技领域在出版环节的先征后退</li> <li>• 扩大出版环节100%先征后退范围：将对老年人出版物加入七大领域</li> </ul>
<p><b>2013</b> 延续优惠政策 生效时间：2013年1月1日至2017年12月31日</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 免征图书批发、零售环节增值税。</li> </ul>
<p><b>2018</b> 延续优惠政策 生效时间：2018年1月1日至2020年12月31日</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 维持、延续2013年政策意志。</li> </ul>

资料来源：国家财政部文件，中国银河证券研究院整理

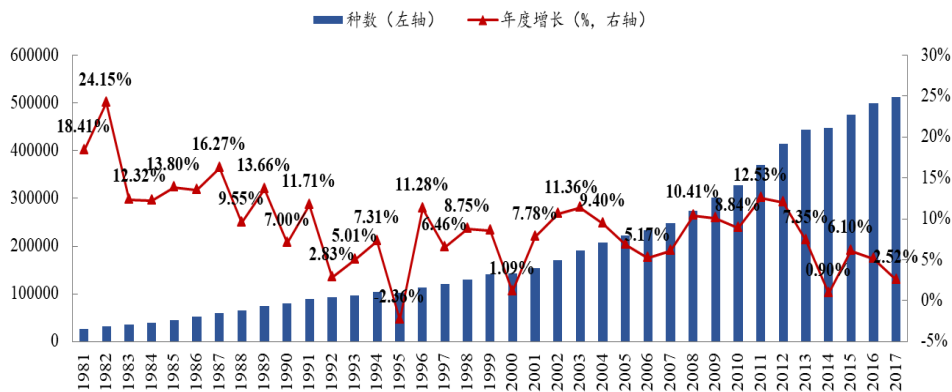
## （四）头部效应明显，行业未来向精细化发展

### 1. 减量提质，行业向精细化转型

在图书种数上，根据国家新闻出版总署、国家新闻出版广播电视总局各年度的《新闻出版业报告》数据，自 1981 年以来，除 1995 年下降外，我国图书种数一直保持增长趋势，数量从 1981 年的 25,601 种增至 2017 年的 512,487 种，在不到四十年里增长 20 倍。期间图书种数增速变动并不规律，但在总量调控后，虽图书种数的数量上升，但增速逐渐放缓，增长回归理性。



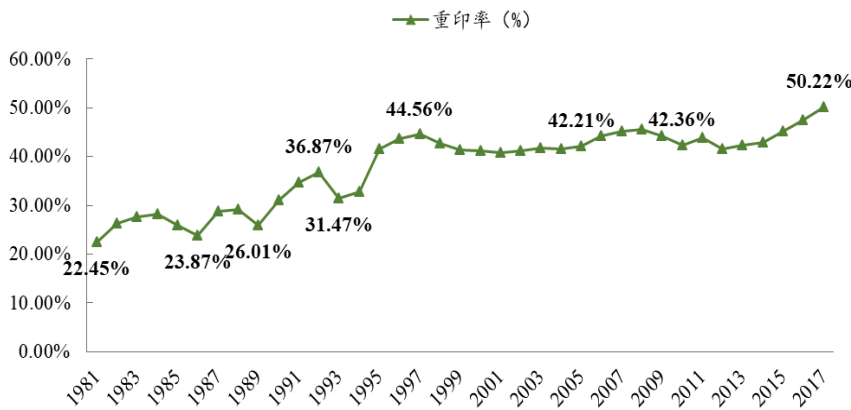
图 50：1981-2017 年我国图书出版种数及增速



资料来源：国家新闻出版总署、国家新闻出版广播电视总局各年度《新闻出版业报告》，中国银河证券研究院整理

在出书结构上，1981 至 2017 年，我国图书重印率总体逐步上升，尤其在实行总量调控后的 1995 年，同比增长近 10%。2017 年，图书重印率为 50.22%，占比首次超过半数。主要原因是书号总量调控政策的实施，加大了出版社获取书号的成本，促进出版公司挖掘现有图书品种，从追求“数量规模”转向提升“内容质量”，出版发行企业的经营效率得到提高，出版行业的出书结构得到优化，行业整体“减量提质”，由发力图书品种数的粗放式增长，逐步向着重选题的精细化增长转型。

图 51：1981-2017 年我国图书重印率趋势



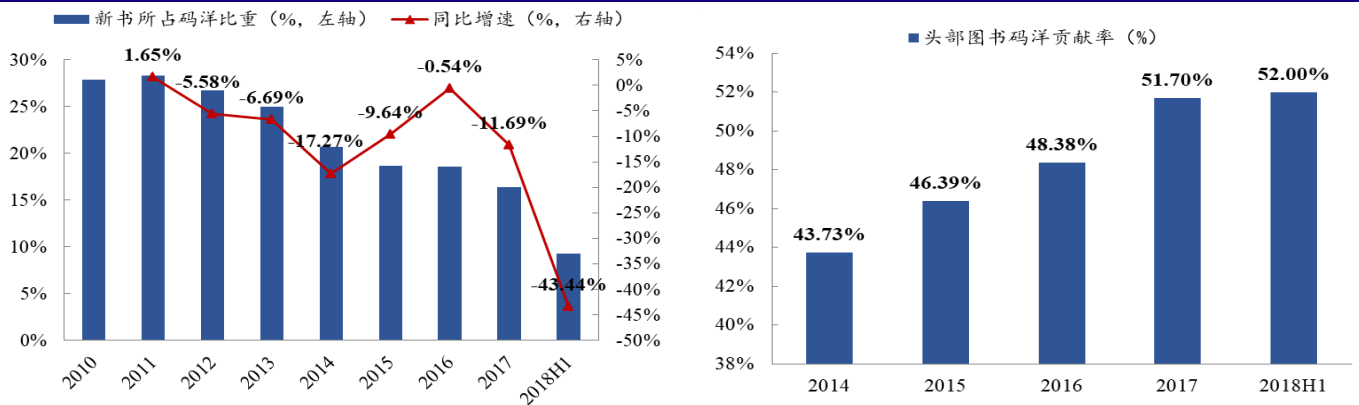
资料来源：国家新闻出版总署、国家新闻出版广播电视总局各年度《新闻出版业报告》，中国银河证券研究院整理

## 2. 新书码洋比重走低，图书产品头部效应明显

在图书发行市场，呈现出与影视和游戏两个行业相似的发展趋势，头部效应愈加明显。根据北京开卷的数据，头部图书的码洋贡献率在 2017 年首次超过 50%，意味着 2017 年图书市场中半数以上的码洋来自于前 1% 的产品，图书产品的头部效应凸显，渠道向头部集中。

同时，新的优质内容有效供给不足，经典作品持续霸榜。根据北京开卷数据，新书所占码洋比重由 2011 年的 28.33% 降至 2017 年的 16.39%，2018 年上半年仅有 9.27%。2018 年上半年虚构类图书的前十名中没有新书入榜，非虚构类图书也仅有一本新书《梁家河》进入了前十名，亦说明行业原创出版能力有待提高。

图 52: 2010-2018H1 新书所占码洋比重, 2014-2018H1 头部图书码洋贡献 (Top1%的品种)



资料来源: 北京开卷, 中国银河证券研究院

表 12: 2018H1 虚拟类图书 Top10

排名	书名	出版社	出版时间
1	活着	作家出版社	2010年6月
2	解忧杂货店	南海出版公司	2014年4月
3	追风筝的人	上海人民出版社	2006年4月
4	三体	重庆出版社	2008年1月
5	三体II—黑暗森林	重庆出版社	2008年5月
6	三体III—死神永生	重庆出版社	2010年11月
7	我在未来等你	北京联合出版有限责任公司	2017年9月
8	摆渡人	百花洲文艺出版社有限责任公司	2015年5月
9	百年孤独 (50周年纪念版)	南海出版公司	2017年8月
10	摆渡人 (2)-重返荒原	百花洲文艺出版社有限责任公司	2017年9月

资料来源: 北京开卷 2018 上半年图书零售市场报告, 中国银河证券研究院

表 13: 2018H1 非虚拟类图书 Top10

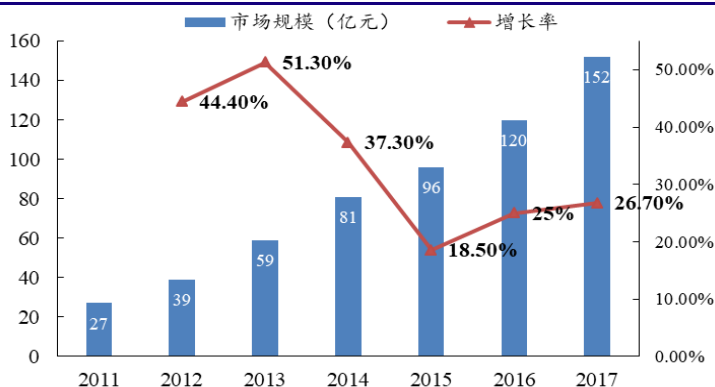
排名	书名	出版社	出版时间
1	习近平的七年知青岁月 (平装)	中共中央党校出版社	2017年8月
2	天才在左 疯子在右	北京联合出版有限责任公司	2015年11月
3	浮生六记	天津人民出版社有限公司	2015年9月
4	原则	中信出版集团股份有限公司	2017年12月
5	我们仨	生活·读书·新知三联书店有限公司	2012年9月
6	我不	湖南文艺出版社有限责任公司	2017年8月
7	梁家河	陕西人民出版社有限责任公司	2018年4月
8	时间简史 (插图本)	湖南科学技术出版社有限责任公司	2001年11月
9	自控力: 斯坦福大学受欢迎心理学课程 (新版)	文化发展出版社有限公司	2017年9月
10	所有失去的都会以另一种方式归来	九州出版社	2016年3月

资料来源: 北京开卷 2018 上半年图书零售市场报告, 中国银河证券研究院

### 3. 在线阅读市场规模将继续扩大

2011-2017 年我国在线阅读市场规模快速增长，近三年增速达到 18.5%、25%、26.7%。

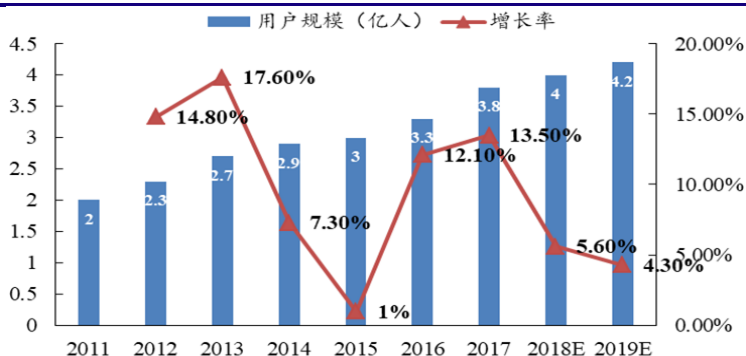
图 53：2011-2017 我国在线阅读市场规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

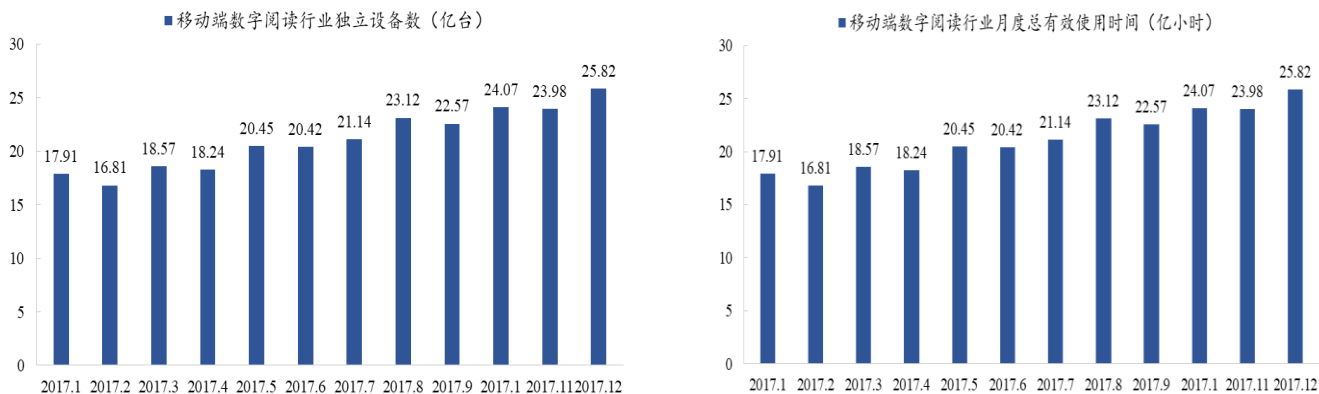
2011-2017 年中国网络文学用户逐年扩大，从 2011 年的约 2 亿增长到 2017 年的 3.8 亿，预计 2019 年超过 4 亿，为在线阅读提供丰富的用户基础。各月移动端在线阅读月独立设备数及月度使用时长不断增长，反映用户规模扩大、单个用户贡献扩大。

图 54：2011-2019E 中国网络文学用户规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 55：2017 各月移动端在线阅读月独立设备数、2017 各月移动端在线阅读月使用时长



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

## 五、投资建议

影视和游戏由于 2018 年的政策影响，两个板块跌幅均较大，且估值处于历史绝对低位，而两个板块在 2019 年都具有两个方面的催化剂，一方面是政策的边际改善，影视板块税收政策逐步落地，行业逐渐朝着规范化方向发展，而游戏行业监管机构调整也接近尾声，预计 2019 年行业也将逐渐恢复正常秩序。另一方面，低端娱乐需求仍处于快速增长期，需求的增长和供给的短缺，将短期内给行业带来超额利润。而出版行业本身现金流较为充裕，一方面需求复苏会带动业绩增长，另一方面在市场流动性不宽松的背景下，充裕的现金流将为企业提供更多元化发展的机会。具体配置建议如下：

**影视板块：**建议关注业绩具备弹性的内容公司：光线传媒(300251.SZ)、华谊兄弟(300027.SZ)、北京文化(00802.SZ)，全产业链布局的中国电影(600977.SH)、万达电影(002739.SZ)、幸福蓝海(300528.SZ)。

**游戏板块：**建议关注渠道运营能力较强的三七互娱(002555.SZ)、完美世界(002624.SZ)。

**出版板块：**建议关注现金流较为充裕且业绩具备弹性的中文传媒(600373.SH)、新经典(603096.SH)。

### (一) 光线传媒：“内容+渠道”全产业链布局，结构持续优化

光线传媒成立于 1998 年，经过近 20 年的发展，目前业务已覆盖电影、电视剧(网剧)、动漫、视频、音乐、文学、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域，成为国内覆盖内容领域全面、产业链纵向延伸完整，以内容为核心、以影视为驱动，在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度同时布局的综合内容集团。影视内容领域覆盖面最广且实现了产业链的完整布局的传媒娱乐集团之一。

#### 1. 公司以内容制作为导向，影视 IP 资源储备丰富

电影方面，2018 年公司电影数量和质量都有提升，2018 年新上映影片数量预计为 18 部，比 2017 年多 3 部，2017 年缺少爆款，2018 年片单中有《一出好戏》、《昨日青空》、《动物世界》等的高质量影片，其中公司参投的电影《一出好戏》成绩不俗，分账票房达 12.55 亿，公司主投主控的电影《悲伤逆流成河》分账票房达 3.27 亿元。

电视剧方面，公司已将电视剧业务提升至主要发展业务之一，2018 年的电视剧营收规模将有较大的突破，一改以往小规模投入的方式，主投主控的项目会逐渐增多，单下半年计划制作、播出的电视剧和网剧项目已达 30 个。其中《新笑傲江湖》是公司全额投资项目，已上映。

#### 2. 投资新丽传媒获得丰厚收益

2018 年 3 月，公司将持有新丽传媒的全部股权(27.642%)以现金交易方式出售给腾讯，交易价格 33.17 亿元，获得扣税前投资收益 22.66 亿元，对公司全年净利润产生重大影响，随着与新丽传媒的关联关系解除，公司未来将与新丽合作开发更多影视剧项目。

#### 3. 布局在线票务平台，业务结构持续优化

猫眼作为国内市场份额排名第一的电影在线票务平台，占据最大票房流量入口，拥有电影

线上发行优势。光线传媒内容+发行+渠道的模式，有望不断扩大公司在国内电影市场的份额占比。

2017年猫眼与微影合并，市场占有率提升至60%以上。2018年9月3日猫眼娱乐向港交所递交招股说明书，光线传媒及其关联方持股比例达48.80%，为猫眼娱乐第一大股东。猫眼娱乐上市或为光线传媒带来较为可观的投资收益。

公司是国内电影投资发行的龙头，收购猫眼股权后使得公司业务从纯内容走向“内容+渠道”，业务结构持续优化；2018年开始，公司电视剧业务成为主要业务之一，营收规模有望实现突破；公司出售新丽传媒股权之后拉升了公司全年的净利润，短期内关注猫眼的盈利能力和资本化预期，长期看好公司的行业龙头地位。

预计公司2018/19年归母净利润分别为24.81亿元(含非经常性损益18.81)、11.54亿元，同比增长204.36%、-53.49%，对应PE分别为9.73x、20.92x，给予推荐评级。

## **(二) 华谊兄弟：内容为王打造“大娱乐生态圈”，国际化战略加速**

华谊兄弟是中国影视行业首家上市公司，被称为“中国影视娱乐第一股”。目前，华谊兄弟投资及运营四大业务板块：以电影、电视剧、艺人经纪等业务为代表的影视娱乐板块；以电影城、电影世界、电影小镇、文化城等业务为代表的品牌授权与实景娱乐板块；以游戏、新媒体、粉丝社区等业务为代表的互联网娱乐板块以及第四大业务板块产业投资板块。2014年，阿里巴巴、腾讯公司、中国平安联袂入股华谊，成为华谊兄弟突破行业边界限制的强大后盾。

### **1. “强内核”战略驱动创新平台，持续开发及储备顶尖内容**

公司通过创新激励机制和提供具有吸引力的平台，集合了国内外顶尖的创意人才，持续储备和开发优质内容。

2018年，公司影视娱乐业务收入大幅增长，公司影片质量普遍优于行业水平：公司18年前三季度影视娱乐业务实现收入29.95亿元，同比增长94.09%，主要受Q1《芳华》《前任3》等高票房影片拉动。公司共计划出品电影《小偷家族》、《江湖儿女》、《找到你》等12部，发行电视剧及网剧《嗨！前任》、《快递侠》等16部，参与综艺节目《王牌对王牌第三季》、《奔跑吧第二季》等7部。

### **2. “大娱乐生态圈”战略覆盖全产业链，为IP流转及增值能力续航**

公司覆盖电影、电视剧、网络大电影、网剧、漫画、动画、游戏、综艺、直播等多种娱乐内容形式，着力构建“大娱乐生态圈”，未来将继续提升全产业链IP流转和增值能力。

公司以积极扩张的姿态进行业务布局，在原有电影、电视和艺人经纪等业务为主的影视娱乐板块基础上，进一步扩展至包括电影公社、文化城、电影世界等业务为主的品牌授权、实景娱乐板块及互联网娱乐业务板块。2018年，华谊兄弟电影世界（苏州）已于7月23日开业，国庆7日游客人次达到30万，大众点评中评价达到五星。华谊兄弟（长沙）电影小镇已于9月29日试运营，在国庆期间持续刷新接待游客记录，连续三天日均人流量达3万，7天共近20万人打卡电影小镇。同时，华谊兄弟电影世界（苏州）、海口观澜湖华谊冯小刚电影公社、华谊兄弟（长沙）电影小镇三地七天游客总数达到30万人次，获得市场肯定。

### 3. 国际化步伐加速，整合全球娱乐资源

公司将从国际化战略角度继续在内容端发力布局，以内容流转为增长原动力，以海内外的投资布局延展产业链，把握新兴机遇，实现有机增长和外延增长双线并行，全力打造中国首屈一指的“全娱乐创新工厂”，以娱乐产品为媒介助力中国文化走向世界。

2016年8月，公司和《美国队长》系列导演罗素兄弟合作，共同开发全球性超级系列电影。在资本层面，公司已拥有对接海外资本运作的国际平台——华谊腾讯娱乐，将进一步整合全球优质娱乐资源、融通海内外娱乐市场。

公司2018年前三季度实现营业收入31.83亿元，实现归母净利润为3.28亿元，实现扣非净利润2.70亿元（YOY+133.76%）。

预计公司2018/19年归母净利润分别为7.50亿元、8.80亿元，同比增长-9.45%、17.33%，对应PE分别为17.18x、14.64x，给予推荐评级。

## （三）北京文化：打造口碑型冷门爆款，走创新型影视产业化道路

2015年公司积极推进公司战略转型向影视文化行业转型。公司目前已形成了旅游及影视文化业务协同发展的模式，将继续开展业务整合，在原有影视业务的基础上，进一步拓展和增强电视剧、电影、综艺栏目、艺人经纪、新媒体等业务，从而打造全产业链文化传媒集团。

### 1. “一横一竖”产业链协同发展，纵深孵化大量优质IP

公司业务在横向拓展上，涵盖了传统电影、电视剧网剧投资制作、艺人经纪以及旅游文化业务。公司业务在纵向延伸上，上游通过内容制作储备孵化了大量优质IP资源，中游强化自身管理及宣发等服务体系的建设，下游在多领域布局及丰富长尾收益。通过横纵结合，构建了公司“一横一竖”的整体战略，打造品牌和口碑。

公司发布2018年三季度报实现营业收入3.53亿元，同比增长45.80%；归属于母公司股东的净利润0.46亿元，同比增长144.55%；扣非后净利润0.45亿元，同比增长215.22%；基本每股收益0.06元。第三季度单季度实现营业收入0.50亿元，同比下降34.24%；归属于母公司股东的净利润0.02亿元，同比增长110.25%；扣非后净利润0.02亿元，同比增长109.21%；基本每股收益0.003元。

### 2. 打造口碑型冷门爆款，走创新型影视产业化道路

影片《战狼II》、《九州海上牧云记》、《我不是药神》等均收获了火爆票房与极佳口碑，给公司财务带来正面意义，同时彰显公司敏锐的市场洞察能力及制作宣发能力。公司将在此基础上结合人才优势，未来将在保证质量的基础上继续以工业化模式稳定产出具规模效应的优质内容。

### 3. 原生优秀IP项目储备丰富，口碑与市场表现皆可期

据公司最新季报，公司储备电影、电视剧及网剧储备项目共超过40部，其中不乏有中国著名科幻小说家刘慈欣作品改编电影等优秀原生IP衍生项目，2019年的口碑与市场表现均值得期待。

预计公司 2018/19 年归母净利润分别为 3.91 亿元、4.69 亿元，同比增长 25.99%、19.95%，对应 PE 分别为 20.63x、17.20x，给予推荐评级。

#### **(四) 中国电影：主营业务稳健增长，全产业链布局凸显龙头优势**

公司涵盖影视制片制作、电影发行营销、电影放映及影视服务业务四大业务板块，涉及影视制片、制作、发行、营销、院线、影院、器材生产与销售、放映系统租赁、演艺经纪等众多业务领域。公司 2010 年由原中影集团主体业务改制，并由中影集团、中国国际电视、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通共同发起设立。公司拥有全国最大的数字电影发行管理平台，在数字影片发行领域占据市场主导地位，近年来发行了近千部国内外影片。公司下辖七条控、参股院线及百余家控股影院，形成了覆盖电影上中下游的全产业链龙头公司。

##### **1. 电影发行业务优势明显，保持行业主导地位**

电影发行作为公司的主营业务，贡献过半营业收入。截至 2018 年中报，公司电影发行业务营收为 26.71 亿，占总营收的 57.83%。母公司中国电影集团是国内唯一拥有进口影片引进权的公司，有极高的市场竞争力和政策壁垒，中影股份的发行业务将持续受益于海外电影市场优质内容的加持，同时其电影放映业务也将持续受益于中国电影票房整体的上行趋势。根据公司中报，2018 年上半年，公司共主导或参与发行国产影片 175 部，累计票房 64.94 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 36.66%。公司发行进口影片 67 部，实现票房 71.27 亿元，市占率 59.16%，相比 2017 年同期上升 11%，票房表现优于同期进口片大盘数据。我们持续看好公司在电影发行业务上的龙头地位，在中国电影行业的向大向好发展的基础上，持续为公司贡献稳定业绩。

##### **2. 公司并表中影巴可，推动影视服务业务带来业绩增量**

公司影视服务业务形成中国自主知识产权的产品矩阵，将持续受益于数字放映设备的国产化进程。经过六年精心打造，公司已形成包括“中国巨幕”系统、“中影巴可”数字放映机、“中影光锋”ALPD 激光放映技术和国产 3D、座椅、银幕、氙灯、售票系统、TMS、NOC 等全系列中国自主知识产权技术的影视设备产品矩阵。正式投入运营的“中国巨幕”影厅已达 310 家，覆盖全国 140 个城市。2018 上半年，制作中国巨幕母版影片共 45 部，中国巨幕影厅放映场次总计超过 30 万场，观影人次超过 990 万人次。公司全资子公司中影器材于 2018 年三季度以人民币约 1.76 亿元收购中影巴可 9% 的股权，完成股权交割后公司间接持有中影巴可 51% 的股权，纳入合并报表。中影巴可作为国内数字放映机领域的绝对龙头，2017 年市场占有率即超过 51%。随着影视行业的快速发展，数字放映设备的国产化进行加快，中国巨幕和中影巴可的销量进入快速发展阶段，推动影视服务业务高速增长，有望为公司带来业绩增量。

##### **3. 影视制片业务扭亏为盈，项目储备丰富有望持续丰收**

2018 上半年，公司制片业务表现亮眼，毛利为 0.92 亿，较 2017 年年报扭亏为盈，毛利率大幅提升至 22.75%，为 2014 年以来最高水平。中影股份旗下国家中影数字制作基地技术先进、设施完善，拥有包括世界级规模的 5,000 平方米摄影棚在内的摄影棚 16 座，全数字化的电影后期中心具备电影声音制作、画面剪辑、数字中间片制作、视觉特效制作、动漫制作等完

善的电影制作能力。2018 年公司主导或参与出品的主要影片包括《无问西东》、《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》、《西游女儿国》等，票房表现均居前列。2019 年公司项目储备丰富，主投主控的科幻电影《流浪地球》已定档大年初一。此外，公司积极参投电视剧、动画等影视剧制作。整体来看公司具有充足的项目资源储备，制片业务有望实现持续丰收。随着影视制片业务的逐步提升，公司全产业链优势将进一步加强。

预计公司 2018/19 年归母净利润分别为 11.20 亿元、11.70 亿元，同比增长 16.03%、4.46%，对应 PE 分别为 25.17x、24.10x，给予推荐评级。

## **(五) 万达电影：行业拐点在即，先发优势将成突破关键**

公司主营业务为影院投资建设、院线电影发行、影院电影放映及相关衍生业务(卖品销售、广告发布等)。至 2018 年 10 月，国内+海外共计拥有 573 家影院，5062 块银幕，观影人次达到 1.97 亿，累计票房 81.5 亿，国内票房占比全国总票房达到 13%~14%。

### **1. 核心业务保持行业领先地位，经营能力创新发展**

关键影院业务方面，公司背靠国内知名商业地产开发商，拥有快速的跨区域扩张能力、连锁经营能力，同时掌握领先的放映工艺技术，依靠优质的放映服务坐稳行业第一。

2018 年，公司票房收入、观影人次、市场占有率等指标继续保持全国第一。公司依托万达地产建立一流的影院，特殊影院占比达到 80%，2018 年 1-11 月，以 5154 块银幕（行业第三）收获 13.4%的票房（行业第一）。

### **2. “内容+渠道”稀缺标的潜力巨大，收购万达影视形成产业闭环**

公司拟收购万达影视形成产业闭环，持续完善泛娱乐化平台建设，将既有的庞大院线终端和会员体系的显著优势，与万达影视所积累的 IP 资源和集电视剧、电影、游戏于一体的业务资源形成良性互动。

同时，公司引入文投、阿里战投并战略投资博纳，整合全球资源，将具备无可比拟的“线下渠道优势+优质内容+娱乐全产业链协同”优势，具有成为世界级电影平台和传媒集团的发展潜力，助力公司持续地建设泛娱乐化平台。

### **3. 国产电影质量提升，有利于进一步扩大市场份额**

全年票房过亿元影片 82 部，其中国产电影 44 部，其前 3 名均为超 30 亿票房的国产电影。2018 年国产电影总票房为 378.97 亿元，同比增长 25.89%，市场占比为 62.15%，比去年提高了 8.31 个百分点，市场主体地位更加稳固。国产片质量提升以及进口片的内容井喷将提振国内票房，公司坐拥国内一流的影院，有望率先实现业绩复苏、引领行业增长。

公司万达院线头部优势明显，市占率上升至 13.59%，继续位列我国院线行业第一。同时，万达院线经营效率仍然领跑，场均人次和平均票价均高于其他院线。公司积极拓展公司业务领域，不断提升非票房收入。上半年，公司实现非票房收入 25.31 亿元，其中衍生品业务同比增长 118%，非票房收入保持稳定增长。广告方面，刊例价以每年 20% 以上的速度提升。公司影院集中于一二线城市的繁华商圈，消费者价格敏感性较低，公司卖品享有高溢价，公司在非票



业务上具有较强的议价权，资产的变现能力有望进一步提升，进一步扩大市场份额。

国家电影局去年年底下发《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》。此次扶持政策或在中长期提振电影行业景气度，监管新规将促进行业得到更加明确的规范和整治，长期看好行业良性健康发展。新规将推动我国电影行业整体规模的发展，内容公司单片产出能力有望不断提升，院线产业整合有望提速。

根据公司公告，公司拟以发行股份方式收购万达影视 96.8% 股权，下调后股权交易价格为 106.51 亿元，发行价格 33.20 元/股，发行股份 3.21 亿股，发行后公司总股本增加至 20.82 亿股。业绩承诺方面，万达投资等承诺万达影视 2018-21 年净利润分别不低于 7.63 亿/8.88 亿/10.69 亿/12.74 亿元。若不考虑并购重组，预计公司 2018/19 年归母净利润分别为 15.46 亿元、16.39 亿元，同比增长 2.00%、6.02%，对应 PE 分别为 24.36x、22.98x；若重组成功，并以业绩承诺为基准，公司 2018/19 年备考归母净利润为 23.09 亿元、25.27 亿元，同比增长 52.34%、9.44%，对应 PE 分别为 19.28x、17.62x，给予推荐评级。

## （六）幸福蓝海：电视剧业务新起，影视双栖效应可期

幸福蓝海影视文化集团股份有限公司前身为江苏蓝海传媒营销有限责任公司公司主要从事电视剧的制作、发行和电影全产业链业务，其中电影全产业链业务涵盖了制作、院线、发行和影城放映整个完整的电影全产业链结构。公司于 2016 年 7 月 26 日 A 股上市。

### 1. 收购笛女传媒，电视剧业务高速扩展

公司 2018 年前三季度公司电视剧业务营收 2.33 亿元，同比增长 201.35%，公司于 2017 年底收购笛女传媒，助益电视剧收入规模高速增长。作为内容制作公司，笛女传媒承诺，2018/2019/2020/2021 年为公司创造累计净利润分别不少于 1.60 亿/2.55 亿/3.55 亿/4.60 亿。2018 年 1-9 月，公司投资电视剧《香蜜沉沉烬如霜》《法网追凶》《突击再突击》《回家的路有多远》等 9 部，电视剧业务高速增长。

### 2. 电影业务收入稳健增长，在营影院经营效率较高

公司 2018 年前三季度在建工程期末数为 7511 万元，较 2018 年年初增加 41.48%，院线规模的扩大助力放映业务收入规模的进一步提升，公司前三季度电影业务营收为 11.32 亿元，同比增长 12.05%。根据艺恩数据显示，2018 年前三季度全国综合票房共 489.03 亿，同比增长 14.43%，同期幸福蓝海综合票房达 16.34 亿，同比增速 18.06%，超过大盘。公司在运营影院经营结构不断优化，2018 年前三季度上座率为 14.6%，场均人次为 19 人，在全国前十大院线中均列第四位，经营效率继续保持高位。

### 3. 储备项目丰富，影视协同发展

据公司 2018 年中报，公司储备电视剧项目《猎隼》、《海上繁花》、《一号文件》《铁家伙》《我要和你在一起》《我们的四十年》等，电影项目《两个人的海岛》《昆仑决》《假如没有遇见你》等，资源较为丰富。同时，公司未来协同电视剧和电影的双栖效应值得期待。

预计公司 2018/19 年归母净利润分别为 1.95 亿元、2.24 亿元，同比增长 73.39%、14.87%，对应 PE 分别为 16.64x、14.49x，给予推荐评级。

## **(七) 三七互娱：手游、页游市场持续发力，业务股权结构双优化**

三七互娱业务以手机游戏和网页游戏的研发、发行和运营为主同时布局影视、动漫、音乐、VR 等文化创意业务。公司在国内手机游戏发行市场维持优势地位，2018 年，公司围绕 IP 稳步推进“平台化、全球化”的发展战略，综合实力位于中国互联网百强第 23 位，在榜单 A 股游戏公司中位列第一。

### **1. 国内市场洞察敏锐，海外发行经验丰富，差异化竞争优势突出**

公司业务结构研运一体，同时自主建立了大数据分析系统，在手机游戏发行市场保持领先地位，据艾瑞咨询数据，公司在 2018 年 Q3，以 16.50 亿元位列中国上市游戏企业移动游戏营收第三，仅次于腾讯与网易。《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等头部作品运流稳定，同时受益于 7 月新游《屠龙破晓》的优秀市场表现，Q3 营收达到 61.16% 高增长，创单季度营收历史新高。据第三季度报告，前三季度公司实现营收 55.35 亿元，同比增长 23.99%。

同时，在港澳台、东南亚、欧美等海外地区，公司在手机和网页游戏发行业务具有强劲的市场优势。

### **2. “ARPG+多品类”产品策略持续发力，“传奇+X”IP 布局逐渐深入**

公司实行“ARPG+多品类”的产品策略，在 ARPG、SLG、回合制 RPG 等品类的既有优势上，不断突破新的研发边界，上半年上线仙侠、卡牌及二次元等不同类型的手机游戏共 25 款，进一步增加市场份额。

公司持续挖掘优质 IP 以打造精品游戏。公司新增《阿童木》、《希望 OL》2 个 IP 储备和 IP 合作项目《斗罗大陆 H5》。截止报告期末已进入开发阶段的 IP 包括奇迹 MU（页游《奇迹 X（暂定名）》）、手游《大天使之剑》（客户端版）以及斗罗大陆（手游《斗罗大陆 H5》）。除直接购买优质 IP 外，公司与世纪华通签署了战略合作协议，双方将在游戏研发及运营、IP 改编资源方面进行战略合作。游戏产业以外，公司通过投资原创动画公司艺画开天、国内第一的真人漫画平台剧能玩、国内第一线上瑜伽平台 Wake，以及国内人气偶像男团，业务领域覆盖了数以千万计的年轻一代用户，利于流量辐射及深度战略协同发展。

### **3. 股权结构持续优化，政策落地利好丰富储备项目利润释放**

2018 年公司以 8.91 亿元现金出售了持有的芜湖顺荣汽车部件有限公司，将聚焦以网络游戏为核心的文化创意产业，优化了公司股权与业务结构。

公司游戏项目储备丰富，正在研发《血盟荣耀》和《奇迹 X（暂定名）》2 款页游，以及《大天使之剑》（客户端版）、《斗罗大陆 H5》、《手游项目 S》、《手游项目 X》（传奇类）、《超能萌球（暂定名）》、《手游项目 T》、《手游项目 E》、《手游项目 F》、《H-Game》等手机游戏。近期游戏版号审批恢复，有利于公司充分释放储备项目利润。

预计公司 2018/19 年归母净利润分别为 16.50 亿元/19.00 亿元，同比增长 1.82%、15.15%，对应 PE 分别为 13.06x、11.34x，给予推荐评级。

## （八）完美世界：影游结合，建立完美“大生态圈”

完美世界于2014年12月19日通过重大资产重组登陆深圳证券交易所中小板，并于2016年4月28日成功收购大股东旗下游戏资产上海完美世界网络技术有限公司。至此，完美世界通过两次重大资产重组实现游戏、影视两大块业务的分步上市，成为中国最大的影游综合体。公司是完美世界控股集团下属子公司，完美世界控股集团是全球领先的文化娱乐产业集团。长期以来，完美世界控股集团旗下产品遍布美、欧、亚等全球100多个国家和地区。目前，完美世界控股集团拥有影视、游戏、动画、漫画、文学、媒体、教育等业务板块。

### 1. 端游+手游+主机+电竞，构建游戏生态圈

在端游业务整体增长放缓的行业背景下，完美世界端游仍然保持着稳定的增长，端游毛利率较高，目前仍然是保持公司整体游戏业务毛利的主力。同时公司利用IP优势，聚焦手游领域，改编研发多款优质手游产品，为公司业绩创造新增长点。主机游戏虽暂时不是行业主流，但随着自贸区的解禁，主机游戏已逐渐渗透入国内市场，这一领域前景不可估量。公司研发多款优质主机游戏，对这一领域做出前瞻性布局。除此之外，完美世界在电竞领域占有较大优势，公司将以此推进全产业链布局，构建完美游戏生态圈。

目前我国手游市场与其他游戏市场有着较大的区别中，除去腾讯、网易两大“巨无霸”厂商之外，市场中的手游业务前10名的头部厂商综合占比仅为10%，其中仍然以完美世界占比最高，占二线厂商总数的21.6%。

### 2. 影视业务IP储备丰富，毛利率处于行业较高水平

近三年间，完美世界影视业务收入迅速增长，加权平均增长率达到42.07%。其中，2017年完美世界实现影视业务收入22.79亿元，同比增长56.54%，同行业排名第二，仅次于华策影视。虽然其影视业务收入与行业龙头华策影视相比还有一定距离，但从盈利能力来看，完美世界的影视业务毛利率在39.28%左右，显著高于同行业中处于较高地位其他公司。

完美世界通过收购形式与业内知名导演、编剧、制片人建立合作、获得控制权，通过签订排他协议的方式实现利益绑定。目前，完美世界旗下囊括导演赵宝刚的鑫宝源、导演滕华涛的华美时空、导演刘江的完美蓬瑞、导演郭靖宇的完美建信、制片人何静与吴玉江的江河工作室以及导演丁仰国、编剧梁振华的青春你好文化传媒有限公司。

完美世界与优秀导演、编剧的合作模式已经取得了显著成效。滕华涛导演的《失恋33天》首周票房达到1.89亿，夺得当周票房冠军，总票房为3.2亿元人民币，当年票房排名第8，是中小成本电影中的一匹黑马。完美建信制作的网剧《灵魂摆渡》虽然没有流量明星参与，但依然取得了三季总播放量超过45亿、豆瓣评分均在7.0分以上的优异成绩。

### 3. 影游结合，建立完美“大生态圈”

完美世界以游戏、影视两大业务为主引擎，近年来又增加文学、动漫等领域的布局，公司通过发挥各业务的协同效应，建立泛娱乐生态圈，以实现IP内部流转增值。公司财务健康，毛利率提升，费用率控制较好。

游戏方面，作为老牌端游大厂，具备出色的精品游戏运营能力，在运营游戏表现稳定，保

持较大收入价值。新游《武林外传》表现良好，三季度平均月流水接近1亿，同时核心IP《诛仙手游》三季度月均流水也为1亿左右，两款游戏持续贡献收入。目前中宣部出版局已恢复版号审批流程，行业政策面乐观，公司研发能力强大，优质游戏项目储备充足，包括由腾讯游戏代理发行的《完美世界》《云梦四时歌》，预计2019年初发布，长线运营IP《神雕侠侣2》也预计2019年上线，品质较高，另有《梦间集天鹅座》《我的起源》等涵盖RPG、二次元、沙盒等多种游戏类型的项目在研。流水表现值得期待，2019年收入有望释放活力。

影视方面，公司成本控制方面优势显著，完美制作的影视剧多采用二三线明星，因此每部电视剧毛利率都能达到50-60%。截至三季度期末，公司存货为23.80亿，较2018年初上升51.05%。根据公司2018年秋季北京电视节目交易会参展剧目名单，储备电视剧包括《西夏死书》《我的健身教练》《不婚女王》《神犬小七第三季》等；正拍摄制作电视剧包括《七月与安生》《霍元甲》《勇敢的心2》《河山》等。储备项目或在未来拉动公司影视业务收入规模。

预计公司2018/19/20年归母净利润分别为19.00亿元、23.70亿元、28.90亿元，同比增长26.27%、24.74%、21.94%，对应PE分别为18.00x、14.43x、11.83x，给予推荐评级。

## **(九) 中文传媒：出版游戏两开花，公司治理受海外机构认可**

中文天地出版传媒股份有限公司原名为江西鑫新实业股份有限公司，2010年，鑫新股份向江西省出版集团公司发行379,745,018股股份，其中出版集团持股份额为419,745,018股，持股比例为74%。2010年12月7日，公司名称由“江西鑫新实业股份有限公司”更名为“中文天地出版传媒股份有限公司”。公司主营业务包括书刊和音像电子出版物编辑出版、印刷发行、物资供应等传统出版业务；国内外贸易、现代物流和物联网技术应用等产业链延伸业务；新媒体、在线教育、互联网游戏、数字出版、影视剧生产、艺术品经营、文化综合体和投融资等新业态业务，是一家具有多介质、平台化、全产业链特征的大型出版传媒公司。

### **1. 传统图书主业挺拔，编、印、发、供全产业链壁垒坚固**

据公司2018年第三季度报告，前三季度，公司出版业务实现营收19.97亿元，同比减少3.81%；发行业务实现营收26.93亿元，同比增长10.50%，传统出版领域业务稳健增长。公司拥有覆盖江西全省的出版物发行渠道和物流体系，教材教辅业务市场稳定，基础扎实；新兴出版领域已初步形成现代物流、物联网技术应用、新媒体、在线教育、互联网游戏、数字出版、文化综合体等协同发展的产业布局，产业壁垒坚固。

### **2. 游戏业务海外开花，顶级IP进一步释放利润**

2014年，公司购买智明星通100%股权。据公司2018年第三季度报告，公司互联网游戏业务实现营收25.33亿元，旗下大热游戏《列王的纷争》游戏月流水达1.68亿，代理游戏《恋与制作人》《奇迹暖暖》等在海外表现出色，进入欧美超50个国家游戏畅销榜，实现千万级流水。同时，公司手握《Total War》《使命召唤》等世界级顶级IP，项目储备资源丰富，结合公司完善的海外发行渠道和经验，游戏业务利润将进一步释放。

### **3. 现金流稳定，公司治理结构不断优化**

据公司2018年第三季度报告，公司持有人民币现金达44.29亿，现金流充裕，财务状况

健康、分红潜力瞩目。同时，公司纳入 MSCI 新兴市场指数，受到各大海内外投资机构的更多关注。据公司公告，公司拥有 23 家全资和控股子公司，拟组建企业集团，公司治理结构将进一步优化，助推未来战略发展。

预计公司 2018/19 年归母净利润分别为 16.64 亿元、18.80 亿元，同比增长 14.62%、12.98%，对应 PE 分别为 10.29x、9.11x，给予推荐评级。

## **（十）新经典：“畅销+长销”战略助推图书市场化，复合业态拓展海外业务**

新经典文化股份有限公司前身为新经典文化有限公司，设立于 2009 年。2017 年 4 月 25 日，公司首次公开发行人民币普通股（A 股）3,336 万股，在上海证券交易所上市交易。公司的主要业务包括图书策划与发行、数字图书、图书零售，以及影视剧策划等版权延伸业务。近年来，公司围绕图书主业加强产业链协同发展，构建新型复合业态模式。

### **1. 图书主业策划选题能力雄厚，版权资源丰富**

公司图书业务优势明显，内容策划能力强，图书发行体系建设完善，自有版权图书策划与发行业务收入稳健增长，维持行业领先地位。2015 年底，公司陆续剥离分销业务，将精力集中于自有版权图书的策划与发行业务中，2018 年上半年，公司自有版权图书策划与发行实现收入 34,106.08 万元，占主营收入 78.87%，较去年增长 2.18%。2018 年上半年，公司新增自有版权图书 138 种，其中《假面山庄》《偶遇》《勇气》《黎明之街》《橘子不是唯一的水果》《正见》等图书先后登上各类图书榜单。《百年孤独》《窗边的小豆豆》《活着》《霍乱时期的爱情》《牧羊少年奇幻之旅》《第七天》《倾城之恋》《一粒种子的旅行》等长销品种持续表现良好。同时，公司将紧抓重点项目，持续探索延长长销图书生命周期的路径。

### **2. 复合业态增强盈利能力，海外拓展布局加快**

2015 年，公司设立尔马影业、美国新经典，同时收购美国凯恩出版社。2017 年 10 月，公司收购叶一堂在内地的 PageOne 实体书店。2018 年上半年，Pageone 对传统的图书零售业务改造升级，尝试引入和开发多样化的内容产品和服务功能，实现营业收入 788.76 万元，占比主营收入 1.82%。

### **3. 免税政策落地利好改善回款，市场需求稳定增加**

国家财政部、税务总局于 2018 年 6 月 5 日滞后发布《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》，其指出，自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日，免征图书批发、零售环节增值税。中长期政策利好有利于主营业务深入发展。2018 年上半年，全国图书零售市场增长了 11.37%，居民图书需求稳定提升。公司主营大众文化业务，注重开发作品市场价值，稳定发力。

预计公司 2018/19 年归母净利润分别为 2.53 亿元、3.16 亿元，同比增长 8.90%、24.90%，对应 PE 分别为 34.50x、27.62x，给予推荐评级。

## 六、风险提示

商誉减值风险，行业政策趋严，作品收入不及预期，行业竞争加剧等。

## 插图目录

图 1: 申万传媒指数 2018 年走势 .....	2
图 2: 传媒行业年涨跌幅分布 .....	2
图 3: 申万传媒行业历史市盈率 .....	3
图 4: 传媒行业公司市盈率分布图 (排除极端个值博通股份 (1338)、盛讯达 (-3944)) .....	3
图 5: 传媒行业公司近年经营指标表 .....	4
图 6: 传媒股估值及溢价分析 .....	4
图 7: 美国传媒子板块 PE 比较 .....	5
图 8: 传媒行业 2013-2018 年基金传媒持仓占比 .....	5
图 9: 传媒行业 2013-2018 年传媒重仓股持仓集中度 .....	6
图 10: 2015-2018 年传媒行业财务费用率 .....	7
图 11: 电影行业、电视节目制作行业 2017Q1 至 2018Q3 财务费用占销售百分比趋势 .....	11
图 12: 2016 年 1 月-2018 年 11 月国家电影局处理备案立项故事片部数走势及增长率 .....	12
图 13: 2016 年-2018 年国家广电总局电视剧备案公示剧目数、集数走势及增长率 .....	12
图 14: 2016A-2018Q3 影视行业主要上市公司存货余额 (万元) .....	13
图 15: 全国人均 GDP 及增速、全国居民人均教育文化娱乐消费及增速 .....	14
图 16: 2011-2018 年全国电影总票房 .....	14
图 17: 2008-2017 年我国院线影院数量和银幕数量 .....	15
图 18: 2014 年-2018 年我国电影放映场次和增长率 .....	16
图 19: 2012 年-2018 年我国人均观影次数和年均上座率 .....	16
图 20: 2014 年-2018 年我国电影平均票价 (元) 和增长率 .....	17
图 21: 网络大电影行业发展历程 .....	17
图 22: 在线视频行业市场规模和用户规模发展历程 .....	18
图 23: 在线视频行业年 ARPU 值测算 .....	18
图 24: 近年来美国行业巨头 Netflix 会员数与每付费用户每月平均收入季度走势 .....	19
图 25: Netflix 美国及海外付费会员数比例变化图 .....	19
图 26: 2018 高关注低评分剧集及其负面评论内容分类 .....	21
图 27: 游戏版号和运营备案号审批部门 .....	23
图 28: 运营备案号历史发放情况、运营备案号发放数时间序列图 .....	24
图 29: 游戏发行许可流程 .....	24
图 30: 研发费用税前加计扣除比例提高对各游戏公司的盈利影响 (基于 2017 年年报数据) .....	25
图 31: 主要游戏公司年度获取游戏版本号 .....	26
图 32: 中国游戏市场实际销售收入及增速 .....	27
图 33: 主要上市公司核心在研游戏 IP 情况 .....	28
图 34: AppleStore 日下架应用量 .....	29
图 35: Apple Store 2018 年 7-10 月上下架游戏数 .....	29
图 36: 2017 年度 Q1-Q3 中国移动游戏市场实际销售收入构成 .....	30
图 37: 各季度有新游进入畅销榜前 500 的厂家数 .....	31
图 38: 2018 年第一季度手机游戏 APP 下载量排行榜 TOP10、2018 年度前三季度热门手游口碑 .....	31

图 39: 游戏行业产业链.....	32
图 40: 中国出版行业书号制度变迁.....	34
图 41: 图书出版发行行业 2013-2017 营业收入及同比增速.....	34
图 42: 2016 年 2 月-2018 年 3 月纸张价格、2012-2018H1 中国图书零售市场新书平均定价及增速.....	35
图 43: 2011-2017 数字阅读市场规模、用户规模及增速.....	36
图 44: 2013-2018H1 图书零售市场增速.....	36
图 45: 2018 年 Q3 传媒子行业商誉占净资产比重及股权质押率.....	37
图 46: 2013-2017 年传媒子行业经营活动产生的现金流量净额占净利润比例.....	37
图 47: 2017 年图书出版行业版次结构及品类结构.....	38
图 48: 2018H1 大众图书出版物品类码洋比重.....	38
图 49: 国家出版行业增值税和营业税优惠政策变迁.....	39
图 50: 1981-2017 年我国图书出版种数及增速.....	40
图 51: 1981-2017 年我国图书重印率趋势.....	40
图 52: 2010-2018H1 新书所占码洋比重, 2014-2018H1 头部图书码洋贡献 (Top1%的品种).....	41
图 53: 2011-2017 我国在线阅读市场规模及增长率.....	42
图 54: 2011-2019E 中国网络文学用户规模及增长率.....	42
图 55: 2017 各月移动端在线阅读月独立设备数、2017 各月移动端在线阅读月使用时长.....	42

## 表格目录

表 1: 宏观与行业政策.....	6
表 2: 国家税务总局对影视行业税收政策演变.....	8
表 3: 2010 年以来地方对影视行业税收优惠政策及近期政策变动.....	8
表 4: 影视明星薪酬政策对比.....	10
表 5: “查账征收”前后影视明星个税缴纳方式对比.....	11
表 6: 截至 2018Q3 主要影视公司项目储备情况.....	13
表 7: 2018 年票房前五国产电影.....	20
表 8: 2018 年以来爆款剧集.....	21
表 9: 优酷、腾讯、爱奇艺 2018 年影视剧自制剧、版权剧占比.....	22
表 10: 游戏行业监管大事件汇总.....	23
表 11: 2016 及 2017 年度手游排行榜 TOP20.....	30
表 12: 2018H1 虚拟类图书 Top10.....	41
表 13: 2018H1 非虚拟类图书 Top10.....	41



## 评级标准

### 中国银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**杨晓彤，传媒行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn