

## 2019 年度传媒行业策略

### 十年复盘，从“流量红利+媒介迭代”到“龙头溢价+监管轮回”

#### 核心观点：

**1) 历史复盘：媒介更迭和新资产证券化、监管周期构筑传媒行情十年主线** 我们对 2005 年来的“三起三落”的传媒行情复盘，显著跑赢沪深 300 指数的有 09Q1-10Q1：驱动力为第一批娱乐公司 IPO 更新了原本以传统媒体为主的结构；13Q1-15Q4：驱动力为移动互联网带来的媒介更迭。显著跑输大盘的系 16Q1-18Q3，主要因为移动互联网红利终结和监管收紧。当前板块估值处于历史底部，但技术新周期未开始，或仍以结构性估值修复为主。

#### 2) 细分子行业：过去发生了什么？2019 年可以期待什么？

**游戏：低估值构筑安全边际，静待版号恢复。** 17H1 盈利驱动的短牛行情，而今年因监管趋严和创新瓶颈跌幅较大。对照海外游戏公司，A 股龙头公司或已超跌，短可跟踪版号政策，长看出海新增量。

**影视内容：监管重塑竞争价值链，成本下降或者利于平台方。** 15-17 年单价提升逻辑对小公司弹性更大。18 年监管趋严后，小公司抗风险能力更弱，龙头估值溢价。这一轮监管效果仍需要时间传导验证，要素成本总体下降，但下游平台方在产业链的参与度与定价权均有望持续增强。

**院线行业：内容成票房驱动力，银幕增速下行。** 过去十年影投数量的增长主要受益于政策支持、城镇化和民营资本。而 2018 年开始银幕增速放缓，1-11 月相比去年同期少增 739 块银幕，票价和市场集中度 2019 有望提升。

**图书和版权：民营出版进入新阶段，版权正版化加速。** 教育出版估值处于底部，后续增长主要系在校学生数回暖和纸价上行驱动涨价。而纸质图书全球性回暖，国内线上渠道变革接近尾声或降低促销力度。稀缺和头部版权公司（图片、图书 IP 等）均有望受益于正版化进程。

**营销广告：宏观经济下行，行业景气度或承压。** 广告投放受宏观经济影响，经济下行期广告主或收紧投放预算。而广告中介公司业绩持续下滑，商誉资产仍维持高位；分众等楼宇媒体进入新一轮点位扩张期，成本端或承压。

**教育：板块跟随政策调整，政策面有望企稳。** 2018 年中以来教育板块主要经历“民促法送审稿”和“学前意见”引领的两次下跌。我们认为 2019 年政策有望明朗化，A 股随着新龙头资产注入板块关注度或提升。

**3) 投资建议：** 当前处于行业估值底部，我们并不悲观。2019 核心跟踪变量为政策因子，短期可跟踪游戏、教育等政策变化带来的边际改善，可关注估值较低的游戏龙头（完美世界、吉比特等）和出版龙头（中南传媒、凤凰传媒、新经典等）。长期看可关注平台型公司的市值成长：万达电影、芒果超媒、光线传媒、东方财富等。

**风险提示：** 监管收紧风险、商誉减值风险、公司盈利不及预期的风险

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2018-12-06

#### 相对市场表现



分析师：	旷实 S0260517030002
☎	010-59136610
✉	kuangshi@gf.com.cn
分析师：	杨艾莉 S0260517090002
☎	010-59136612
✉	yangaili@gf.com.cn
分析师：	朱可夫 S0260518080001
☎	0755-23942152
✉	zhukefu@gf.com.cn

#### 相关研究：

传媒行业评论周报第 43 期:18Q3 游戏行业数据略回暖；市场风险偏好提升利好中小超跌标的	2018-10-28
传媒行业评论周报第 42 期:三季报预告披露略低于预期 并购重组政策调整或重新刺激风险偏好提升	2018-10-21

联系人：	叶敏婷 021-60759783
	yeminting@gf.com.cn
	吴桐
	wutong@gf.com.cn
	谢淑颖
	xieshuying@gf.com.cn

## 目录索引

一、传媒历史复盘：媒介更迭和证券化是大行情的起点.....	6
1、传媒行业 2005 年以来复盘：当前估值处于历史低位.....	6
2、新资产证券化是驱动 A 股传媒上行的一大因素.....	7
3、传媒板块上行的另一大动力由媒介更迭驱动.....	9
4、外生因素主要系政策监管因子，2018 年或为行情最低迷的一年.....	11
二、游戏：低估值构筑安全边际，静待版号恢复.....	14
1、行情复盘：行业两次行情一次来自证券化高峰，一次来自盈利驱动.....	14
2、2018 年游戏之变局：监管和产业创新进入瓶颈期.....	16
3、2019 年展望：版号有望恢复审批，出海加速增长，估值向海外靠拢.....	19
三、影视：监管重塑竞争价值链，成本下降利于平台方.....	23
1、行情复盘：影视行业 2016 年后缺少独立行情.....	23
2、2018 年影视之变局：监管趋严，产品流量能力下降.....	24
3、2019 年展望：制作公司出现收缩迹象，视频渠道继续高歌猛进.....	27
四、院线：内容成票房驱动力，银幕增速下行.....	31
1、院线行业发展历程：政策春风，行业高速发展.....	31
2、票房的核心驱动力：从放映效果转向内容质量，从渠道扩张转向票价增长.....	33
3、院线行业竞争格局：头部票房集中度持续提升，非票收入成拓展重点.....	36
4、行业估值变动和个股情况.....	38
五、营销：宏观经济下行，行业景气度或承压.....	39
1、宏观经济下行，营销板块 2019 年景气度承压.....	39
2、行情复盘：经济不景气影响市场预期，板块盈利能力下滑.....	40
3、业绩表现：盈利能力下滑，2019 年预计不会有明显改善.....	41
六、教育：板块跟随政策调整，政策面有望明朗化.....	43
1、政策引导产业发展，政策持续完善带来产业阵痛.....	43
2、行情复盘：板块跟随政策调整，并购大幅增厚业绩.....	45
3、2019 展望：政策有望明朗化，板块效应在增强.....	48
七、图书：民营出版进入新阶段，版权日益规范.....	50
1、教育出版复盘：估值见底，在校学生回暖，纸价上行驱动涨价.....	50
2、一般图书复盘：纸质图书全球性回暖，线上渠道变革接近尾声.....	54
3、资本助力融资活跃，民营出版进入发展新阶段.....	57
八、知识产权：保护力度加强，成未来主线.....	58
1、立法与司法力度加强，速度明显加快.....	58
2、行政力量：剑网行动进行专项治理，惩戒措施进一步明确.....	59
3、正版化重塑行业格局，长期来看利于龙头公司发展.....	60
4、图片版权市场静待规范.....	61
投资建议.....	63
风险提示.....	64

## 图表索引

图 1: 2005Q1 以来单季度传媒 (中信) 收益率情况 .....	6
图 2: 2005Q1 以来单季度传媒 (中信) 相对于沪深 300 的超额收益率推移 .....	7
图 3: 2004 年以来传媒 (中信) 指数各个子行业数量占比分布推移 .....	8
图 4: 2004 年以来传媒 (中信) 指数各个子行业市值占比分布推移 .....	9
图 5: 按照网民规模计算各类媒介的网民渗透率情况推移 .....	10
图 6: 互联网渗透率在 2015 年之后开始逐渐进入成熟期 .....	10
图 7: 网民平均每周上网时间开始在 2016 年之后逐步触顶 .....	11
图 8: 2017 年以来传媒 (中信) 相对于 A 股和创业板指的收益率情况 .....	11
图 9: 2018 年以来下调营收预测的传媒公司数明显增多 .....	12
图 10: 2018 年以来下调净利润预测的公司数明显增多 .....	12
图 11: 2016 年之后对文化产业融资、税收等优惠出现了一个较大的转向 .....	13
图 12: 网络游戏指数 2010Q1 以来单季度收益率推移 .....	14
图 13: 游戏公司在 2017 年上半年走出了一次独立行情 .....	15
图 14: 游戏公司的 PE(forward)估值在 18Q1 之后开始低于 20X .....	16
图 15: 2011 年以来 A 股上市游戏公司的营收推移 .....	16
图 16: 2011 年以来 A 股上市游戏公司的净利润推移 .....	16
图 17: 移动游戏市场增速在 18Q1 之后骤降 .....	17
图 18: 行业政策逐步收紧, 总量控制促进供给侧改革 .....	18
图 19: 18Q1 开始起进入市场的新游戏数量显著变少 .....	18
图 20: 16Q3-18Q1 国产游戏版号批复情况推移 .....	19
图 21: 18Q2 和 18Q3 各个游戏细分领域 MAU 情况 .....	20
图 22: 18H1 头部游戏当中各个类别游戏的流水占比 .....	20
图 23: 动视暴雪 PE(forward)-Band 图表明最新暴雪估值在 25X 左右 .....	22
图 24: 2015 年证券化高峰期之后影视公司上涨多为单剧单价驱动 .....	23
图 25: 2018 年之后行业内部的估值出现了剧烈的分化 .....	24
图 26: 2010 年以来 A 股上市影视公司净利润推移 .....	25
图 27: 2010 年以来 A 股上市影视公司营收推移 .....	25
图 28: 2011 年以来 A 股上市影视公司扣非净利润推移 .....	25
图 29: Top10 影视剧播放量在 2018 年之后有所降低 .....	27
图 30: 18H1 末的长视频时长占比略有下降 .....	27
图 31: 爱奇艺的前三季度内容成本占比达到 83% 以上 .....	28
图 32: 从《择天记》可以看出演员片酬占总成本的 40% 以上 .....	28
图 33: 超级卡司 App 上剧组数量出现下降趋势 .....	29
图 34: A 股上市公司的存货周转率有所下降 .....	29
图 35: A 股上市公司的预收账款同比略有下降 .....	29
图 36: A 股上市公司的预付账款普遍仍有所上升 .....	29
图 37: 视频网站自制剧数量占比情况推移 .....	30
图 38: 视频网站自制剧点击量情况推移 .....	30
图 39: 院线行业重要政策梳理、院线数量 (条) 和影城数量 (家) 的变化情况 .....	31
图 40: 2018H1 全国影院分布和省级单位的影院数量 (家) .....	32
图 41: 影院银幕数量 (块) 及增速 (%) .....	32

图 42: 各城线银幕数量 (块) 和增速 (%)	32
图 43: 2005~2018 年国产电影数量占比 (%) 和票房占比 (%) 的变动情况	33
图 44: 国产和进口电影豆瓣加权平均分	34
图 45: 国产和进口电影猫眼加权平均分	34
图 46: 票房驱动力因子拆解	35
图 47: 2005~2017 年中美的人均票价走势 (单位: 美元)	36
图 48: 2017 年国内分城线银幕密度情况 (万人/块)	36
图 49: 2017 年全球市场银幕密度情况 (万人/块)	36
图 50: 国内院线/影投人均非票业务收入 (从左至右为 2013~2017 年, 单位: 元)	37
图 51: 院线行业主要上市公司的估值 (PE-TTM) 变动	38
图 52: 户外广告龙头德高集团营收情况	39
图 53: 楼宇广告龙头分众传媒营收情况	39
图 54: 发达经济体欧元区 GDP 增速	39
图 55: 中国 GDP 增速	39
图 56: A 股典型营销板块公司股价表现 (元)	40
图 57: A 股营销板块年初至今涨跌幅	40
图 58: A 股营销板块 2018/7/1 至今涨跌幅	40
图 59: A 股典型营销板块公司估值情况 PE(TTM)	41
图 60: A 股营销板块营收情况	41
图 61: A 股营销板块净利润	41
图 62: A 股营销公司盈利能力	42
图 63: A 股营销板块商誉资产	42
图 64: A 股营销公司应收账款及应付票据/营业收入	42
图 65: A 股营销公司预付账款/营业收入	42
图 66: 分众传媒应收账款及应付票据/营业收入	43
图 67: 分众传媒预付账款/营业收入	43
图 68: 民办教育资产证券化相关政策梳理	45
图 69: 港股学校涨跌幅	46
图 70: 枫叶教育股价表现 (港元)	46
图 71: 美股新东方好未来股价 (美元)	46
图 72: A 股教育公司涨跌幅	46
图 73: 港股教育股 PE(TTM)	47
图 74: 枫叶教育 PE(TTM)	47
图 75: 新东方及好未来 PE(TTM)	47
图 76: A 股教育股 PE(TTM)	47
图 77: A 股教育公司营收情况	48
图 78: A 股教育公司净利情况	48
图 79: A 股教育公司盈利能力	48
图 80: A 股教育公司商誉资产	48
图 81: 2010-2018 年平面媒体与传媒申万行业指数变化	51
图 82: 2007-2017 年全国新生儿人口与同比增长率 (%)	52
图 83: 2005-2016 年小初高在校学生人数与同比增长率 (%)	52

图 84: 2016-2018 年铜版纸价格日变化 .....	53
图 85: 2016-2018 年双胶纸价格日变化 .....	53
图 86: 2015-2018 年出版板块估值 (PE,TTM) .....	53
图 87: 2015-2018 年图书出版公司总体营收和净利润增长情况 .....	54
图 88: 2002-2018 年中国实体图书零售市场码洋规模与同比增长 (%) .....	54
图 89: 2010-2016 年美国纸质书与电子书销量 (百万册) .....	55
图 90: 2012-2017 年实体书店、网络书店渠道码洋 (亿元) .....	56
图 91: 2017 年第三季度中国 B2C 市场图书出版物品市场份额 .....	56
图 92: 2015-2017 年我国网络版权侵权案件类型分布情况 .....	62
表 1: 今年年初以来针对影视、游戏等传媒领域的主要监管措施 .....	12
表 2: 中国的游戏公司在各个地区出海收入增长加速 .....	21
表 3: 2018 年中国 App 发行商出海收入榜单 .....	21
表 4: 2017 年以来平台方和监管方影视剧行业主要政策一览 .....	26
表 5: 2018 和 2017 年第三季度 TOP10 的电影票房 (亿元) 和观影人次 (亿人) 情况 .....	34
表 6: 2014—2018Q3 全国 Top10 院线票房(不含服务费), 单位: 亿元 .....	37
表 7: A 股及港美股教育机构资本证券化梳理 .....	44
表 8: A 股图书板块构成情况 .....	50
表 9: 2011-2014 年各平面媒体公司新业务布局概览 .....	51
表 10: 各国纸质图书增长情况 .....	55
表 11: 2017-2018 年 618 大促销电商排名变化 .....	57
表 12: 2011-2014 年各平面媒体公司新业务布局概览 .....	57
表 13: 《著作权法》三次修订历程与主要内容 .....	58
表 14: 近三年来国家推动知识产权行业发展的政策 .....	59
表 15: 版权监管严格以后音乐平台的版权购买及合作 .....	60
表 16: 音乐版权监管标志性事件 .....	61

## 一、传媒历史复盘：媒介更迭和证券化是大行情的起点

本次策略报告我们首先从更长的时间维度复盘当前传媒行业到底处于什么位置？分析各个子行业各自的行情驱动力是什么？随后再展望2019年可能出现的变化。整体上我们认为传媒行业此前的行情主要由媒介更迭和新兴资产证券化驱动，当前由于监管趋严，传媒板块悲观情绪浓厚，估值处于历史低位，未来监管的趋缓、龙头公司集中度的提升等都会带来估值修复和估值分化的机会。

### 1、传媒行业 2005 年以来复盘：当前估值处于历史低位

通过指数对传媒进行复盘可以发现，**2016Q1-2018Q3**，我们经历了行业最长的一个熊市阶段。我们选取传媒（中信）单个季度的收益率进行比较，综合绝对收益率和相对于沪深300的超额收益率来说，可以分成三个牛市阶段和三个熊市阶段交替出现：

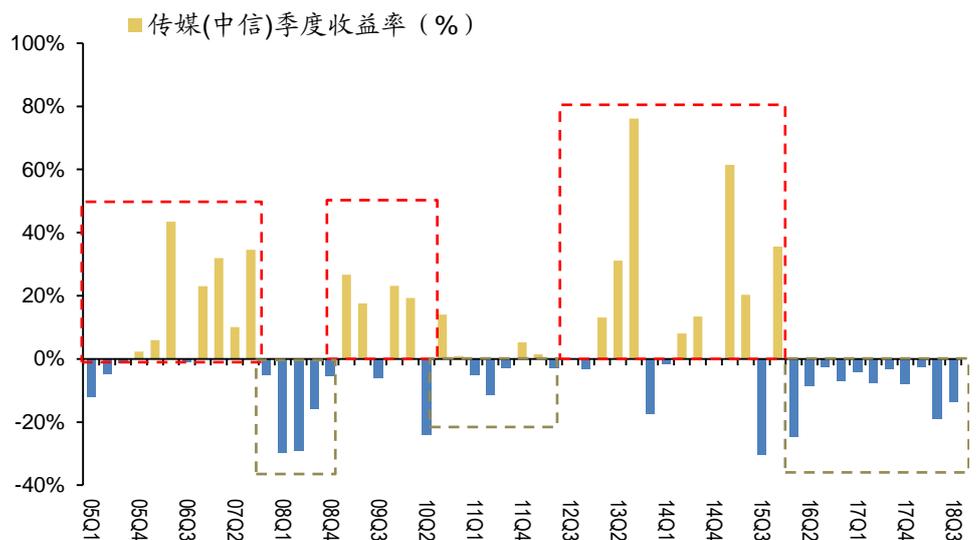
**1) 2005Q1-2007Q3:** 除了在05Q1和05Q2录得两次负收益率之外，传媒行业连续8个季度录得正收益率，累计上涨258%。但在这一期间沪深300甚至连续9个季度收益率飘红，累计收益率达到496%。这段传媒的牛市行情主要受到大盘整体上涨驱动。

**a) 2007Q4-2008Q4:** 07年大牛市终结，传媒板块整体跟随指数一起深度回调，连续5个季度录得负收益率，期间下跌幅度达到61%，相应沪深300下跌幅度达到67%。

**2) 2009Q1-2010Q1:** 传媒指数中加入了华谊兄弟和奥飞娱乐，在5个季度当中有4个季度保持正收益，同时累计涨幅101%，高于同期沪深300的82%涨幅，这是传媒板块第一次较大幅度的跑赢市场平均涨幅。

**b) 2010Q2-2012Q4:** 近三年的时间整体行情较为平淡，传媒（中信）下跌30%，沪深300下跌25%，值得一提的是，这一期间许多新兴传媒公司开始陆续登陆A股市场，如蓝色光标、东方财富、省广集团、顺网科技、华策影视等。

图1：2005Q1以来单季度传媒（中信）收益率情况

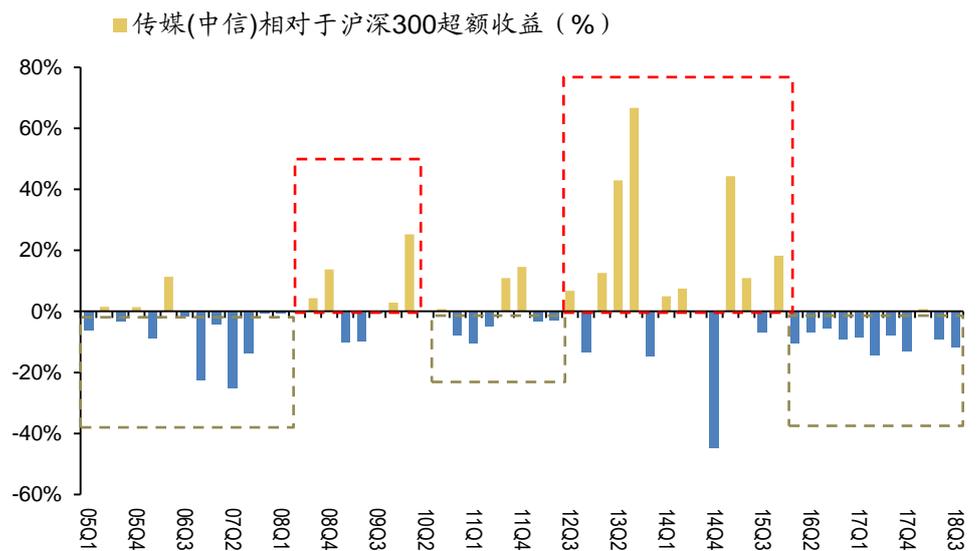


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**3) 2013Q1-2015Q4:** 这3年时间传媒迎来最大的一次牛市机会，整体传媒（中信）涨幅达到319%，期间指数有8个季度都飘红，期间仅有3个季度跑输沪深300指数；同期沪深300指数涨幅为50%，传媒指数相对沪深300有明显的相对收益，这次传媒牛市走出独立行情的核心驱动力主要来自产业端移动互联网崛起，媒介的底层更迭和新消费人口的卷入让A股上市公司盈利能力长足发展；同时相应的流量格局的不确定性削弱了马太效应，投资者对于A股传媒公司中诞生龙头公司的逻辑报以极高的预期，整体抬高了中小公司的市盈率。

**c) 2016Q1-2018Q3:** 而从2016年至今的3年正好与前3年构成了相反的映射，传媒经历了最漫长的熊市。整体传媒指数在此期间下跌超过68%，同期沪深300仅下跌9%；如果从2015年12月31日到截止11月26日计算，传媒（中信）下跌超过69%，同期沪深300仅下跌2%；传媒指数连续11个季度飘绿，除了18Q1与沪深300跌幅持平外无一季度跑赢沪深300。而在16Q1下跌24.8%后，中期呈现阴跌趋势，到18Q2和18Q3指数加速分别下跌19.1%和13.7%，18Q4截止11月26日下跌5.77%，略好于沪深300的8.65%跌幅。

**图2：2005Q1以来单季度传媒（中信）相对于沪深300的超额收益率推移**



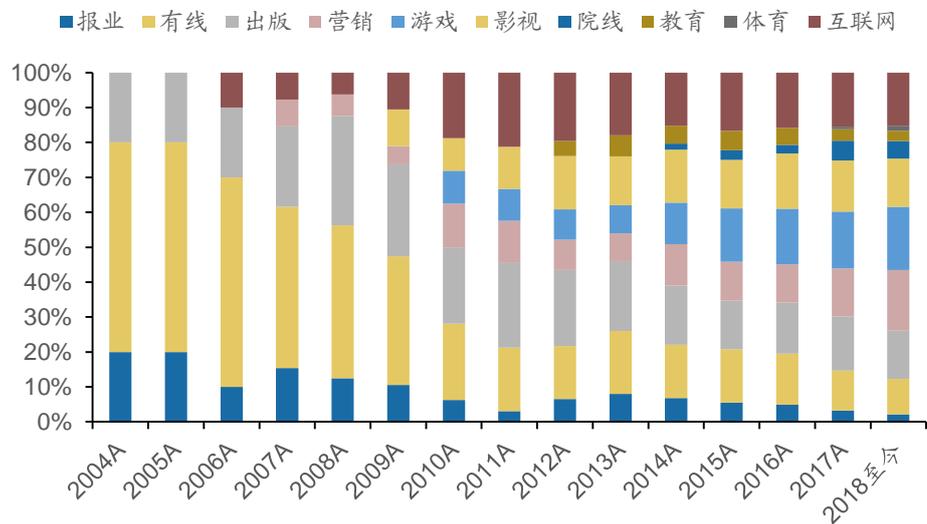
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 2、新资产证券化是驱动 A 股传媒上行的一大因素

我们对传媒行业经历的“三起三落”行情进行复盘，跑赢沪深300的两次（2009Q1-2010Q1和2013Q1-2015Q4）均伴随相应的新资产证券化过程。我们选取的指数标准为传媒（中信），我们对其指数标的池进行追溯。从总量来看，传媒指数标的池一直处于扩张过程当中，从2010年开始正式进入证券化的高峰期，在2010年-2012年期间扩张了超过27只股票，2013-2015年同样增加了26家公司，而2016-2018年至今不到3年间扩张的公司数达到了66家，2018年截至11月27日，传媒中信指数当中有138家公司。

总量上虽然呈现加速扩张的过程，但子行业的证券化进程并不均匀，09Q1-10Q1和13Q1-15Q4两个牛市阶段主要经历了新兴子行业的证券化。传媒中信指数在2004年刚刚设立之初其中仅有10只股票，主要包括2只出版股、6只有线股和2只报业股；这一构成结构基本维持到了2008年，2009年后标的池中加入了营销股（北巴传媒）和两只影视股（华谊兄弟和奥飞娱乐），其后在2010年游戏股进入标的池（顺网科技和中青宝），2012年开始大量的互联网公司、教育公司进入传媒标的池，2014年以万达院线上市为标志院线行业进入标的池；而从2014年开始起虽然总体公司数量有所扩张，但并无新的传媒子领域集体证券化，各个子行业的公司数量趋向稳定。截至2018年11月27日，138家传媒（中信）标的池中包括了3家报业公司、14家有线公司、19家出版公司、24家营销公司、25家游戏公司、19家影视内容公司、7家院线公司、4家教育公司、2家体育公司和21家互联网公司。

图3：2004年以来传媒（中信）指数各个子行业数量占比分布推移



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

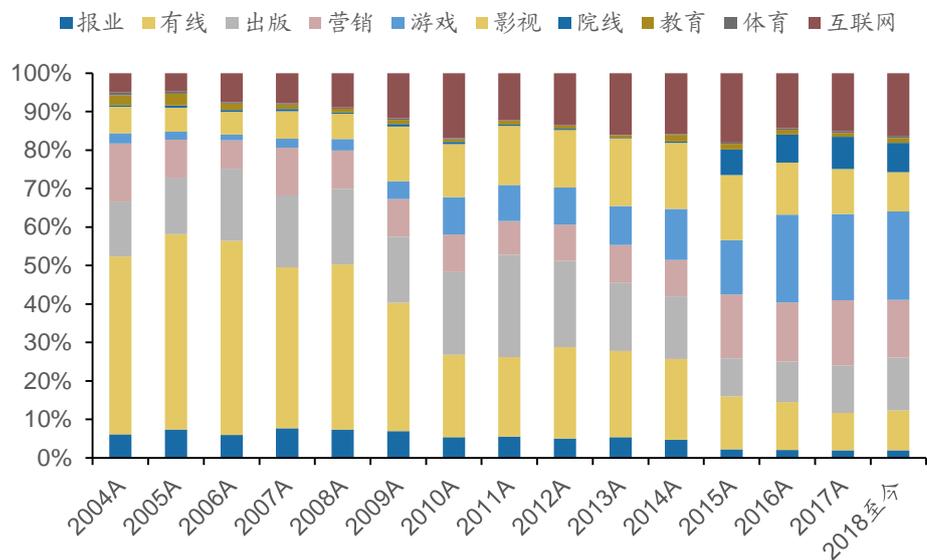
从市值的角度来看，新的证券化的行业市值占比往往更大，放大了证券化的效应。我们统计了传媒（中信）历年年底最后一天的市值分布，分行业来看：

- 传统媒体当中的报业和有线板块的市值占比在持续下降，报业在2004年前后占比6%左右，2007年前后达到峰值8%，而截至2018年11月26日，市值占比仅为2%。有线在传媒股中的市值占比在2005年前后达到了50%左右，之后一路走低至2018年的占比10%左右。
- 出版行业经历了先升后降低的过程，2004年前后出版行业的市值占比约为15%，2012年前后一路上行至22%左右，后市值占比逐渐回落至2018年的14%左右。
- 泛娱乐板块目前为A股市值当中占比最大的细分领域，截至2018年最新，游戏市值占比达到23%、影视内容市值占比达到10%、院线公司市值占比达到8%，三者合计约为41%。总体上游戏行业的市值占比在一路走高，而影视内容行业经历了从2008年之前7%的占比上升至2015年17%左右，其后回落至10%左右

的过程；而院线公司从2014年开始证券化以来，市值占比就一直维持在7-8%左右。

- 营销板块和互联网板块是第二大市值板块。营销公司的市值占比最高同样出现在2015年，达到17%左右，其后逐渐回落至15%。A股纯正的互联网标的较少，我们主要将传媒（中信）指数当中的东方财富、昆仑万维、视觉中国、新华网等22家公司归为互联网行业，其最新的市值占比约为16%左右。
- 教育和体育：传媒（中信）指数当中包括这两类公司的较少，教育约占据传媒指数1%的市值份额；体育分类中仅包括当代明诚和力盛赛车两家公司，市值占比同样约为1%。

图4：2004年以来传媒（中信）指数各个子行业市值占比分布推移



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

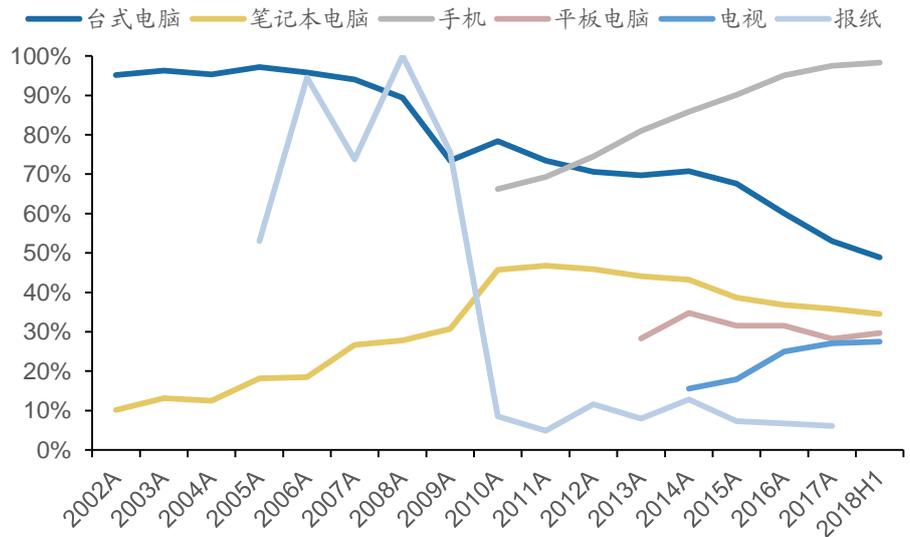
### 3、传媒板块上行的另一大动力由媒介更迭驱动

**2013-2015年传媒大牛市的一大驱动力为底层媒介的更迭。**我们前文中可以看到13Q1-15Q4期间迎来传媒行业最好的行情，但主要新注入的证券化领域如游戏、营销、影视其实在之前就已经登录A股上市。因此催生这一轮牛市的主要因素为底层媒介的更迭，即移动互联网时代来临。

根据CNNIC的统计，手机在网民当中的普及率在2012年后超过了电脑，成为用户的主力媒介；而此前PC互联网时代的电脑和笔记本电脑等开始下行，而2014年之后互联网电视的渗透率有所提升。我们选取报纸的销量作为其渗透率的依据，根据Wind的统计，可以发现报纸在2010年之后遭遇断崖式下滑，销量由峰值的1.6亿份左右逐步滑落至1000万份。

2013-2015年媒介的更迭历史刚好与A股的行情相映射，由移动互联网崛起提供新的流量滋养的电影、影视、游戏上涨较多，而电视、报纸等属于衰退的媒介形式，有线、报业整体表现偏弱。

图5：按照网民规模计算各类媒介的网民渗透率情况推移

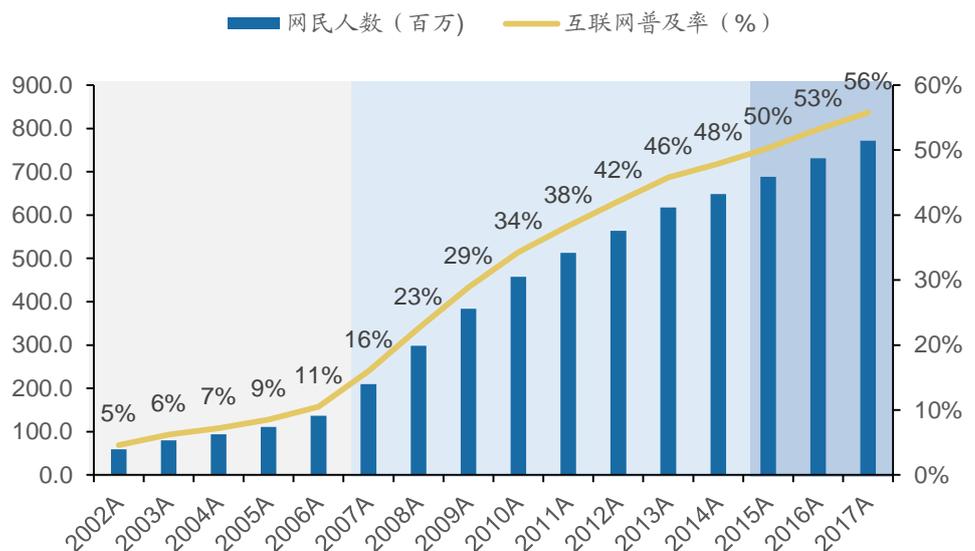


数据来源：Wind, CNNIC, 广发证券发展研究中心

注：报纸的渗透率我们假设2007年触顶，以此年销量计算渗透率情况

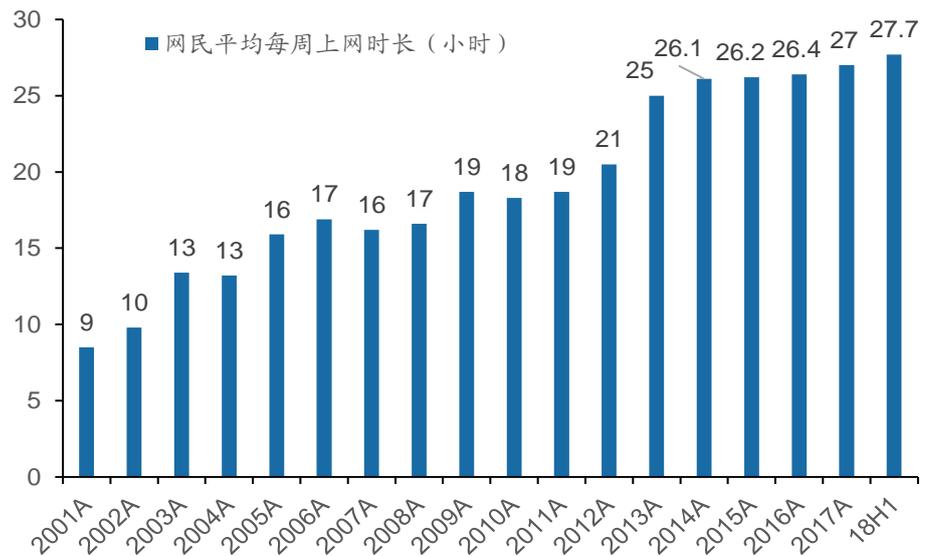
而我们回顾移动互联网的发展阶段，2015年之后智能手机的渗透率较高，移动互联网迎来下半场，流量红利的逐步枯竭预示着这一次媒介更迭过程的结束。我们在讨论流量红利的时候主要有3个层次：用户的绝对数量、单用户的使用时长、单位时长里面的价值强度。按照CNNIC对网民每周上网时间的跟踪来看，2013年智能手机的普及让网民平均每周上网时间上升至25小时，进入2016年之后，单人时间的增速也在逐渐下行，本次媒介的更替开始逐渐走入尾声。而与之相对应的是2015年之后传媒指数整体进入长达3年的熊市。

图6：互联网渗透率在2015年之后开始逐渐进入成熟期



数据来源：CNNIC, Wind, 广发证券发展研究中心

图7：网民平均每每周上网时间开始在2016年之后逐步触顶

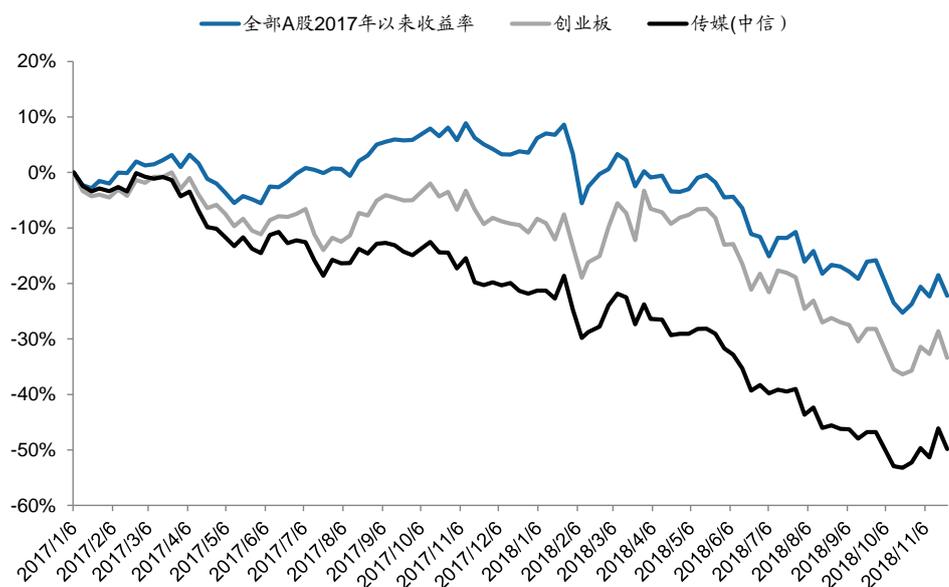


数据来源：CNNIC，广发证券发展研究中心

#### 4、外生因素主要系政策监管因子，2018年或为行情最低迷的一年

证券化主要系股市内部结构的变化，媒介更迭则是产业内部驱动的变化，而传媒行业的主要外部主导因素则主要系政策监管。从2018年以来，行业遭遇到了更为严格的政策监管（游戏、影视等尤为突出），今年年初以来跌幅达到36%，同期创业板和全A股指数下跌幅度约为25%。我们认为传媒公司录得超越市场的跌幅主要原因系外部监管明显收紧，进而影响到了公司的基本面，导致二级市场上出现“戴维斯双杀”的局面。

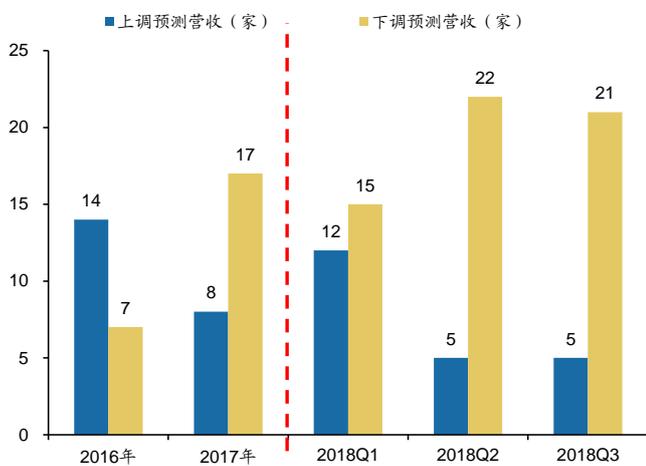
图8：2017年以来传媒（中信）相对于A股和创业板指的收益率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们通过回溯卖方研究整体对于公司的预期变化，可以发现18Q1之后市场对于传媒公司的预期降到了谷底。我们选取了板块合计27家典型公司进行对照分析，2016年行业仍处于流量红利的末端，有14家公司年底相对于年末上调了收入预期，但年末下调利润预期的公司数量已开始上升，行业本身的盈利能力开始逐渐回落。2017年行业的基本面开始出现显著恶化，下调收入预期的数量显著增多，而净利润预期在游戏板块爆发的情况下，反而上调数量较多。18Q1相较于2017年并未有变化，但从18Q1之后监管面显著收紧，因此下调收入预测和净利润增长的公司数在18Q2-18Q3显著增多。监管造成了成长逻辑的缺失和盈利的不确定性，因此我们认为今年行业主要下跌因素是因为监管造成了许多公司的成长逻辑消失，市场对于公司的盈利能力本身也存有质疑，因此经历了比2016-2017年更大幅度的下跌。

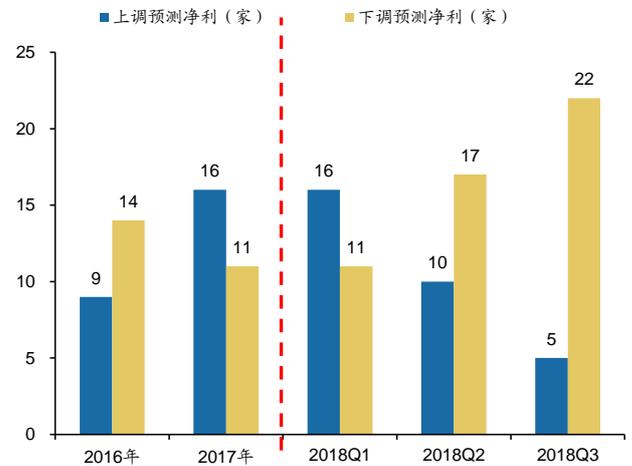
图9：2018年以来下调营收预测的传媒公司数明显增多



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

本文中提到的净利润均为归母口径，全文同

图10：2018年以来下调净利润预测的公司数明显增多



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们简单梳理了今年以来监管层出台的针对影视和游戏等传媒领域的政策文件，可以发现今年整体对于内容领域的管控总体趋严。针对影视、视频行业，广电总局先后先后发布了《国家新闻出版广电总局办公厅关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》等一系列通知，18Q2末中宣部等部门印发通知，对阴阳合同进行监管，自此政府和行业协会正式对明星的税收问题、高片酬问题进行了强有力的监管，行业原来“高演员成本→高成本→高电视剧售价”的逻辑链条被破坏，不确定性相应增多；而11月份又传网生内容（网剧、网络综艺、网络动画片等）均参考广电节目标准监管。而游戏行业方面，18Q1《深化党和国家机构改革方案》公布后，游戏产品的版号审核处于停滞状态，而另外暑期国家对于青少年的游戏使用时间和网游数量都进行了总量控制。

表1：今年年初以来针对影视、游戏等传媒领域的主要监管措施

日期	文件	政策	发布单位
2018/1/6	《进一步加强广播电视节目备案管理和违规处理的通知》	停播节目不可复播	广电总局
2018/2/8	《国家新闻出版广电总局严肃整治网上低俗炒作、不良有害视听节目》	网络节目低俗节目进行限制	广电总局

2018/3/16	《国家新闻出版广电总局办公厅关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》	规范网络视听,管理节目剪辑、预告片等	广电总局
2018/3/21	《深化党和国家机构改革方案》	网络游戏申办业务暂时停办	国务院
2018/6/27	印发关于阴阳合同的《通知》	行业管理,演员片酬限制	中宣部,文化部,国家税务总局,广电总局,电影局
2018/7/10	《关于做好暑期网络视听节目播出工作的通知》	规范偶像养成类节目,歌唱才艺节目	广电总局
2018/7/10	《国家广播电视总局关于学习宣传贯彻〈中华人民共和国英雄烈士保护法〉的意见》	鼓励英雄烈士题材	广电总局
2018/8/30	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	网络游戏总量调控	教育部,国家新闻出版署
2018/10/11	《关于印发完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)的通知》	规范网络游戏研发出版运营	国务院
2018/11/9	《国家广播电视总局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》	综艺节目参照电视剧限制演员薪水等	广电总局

资料来源: 国务院官方网站, 广电总局官方网站, 广发证券发展研究中心

如果梳理更长时间维度上的大传媒行业监管政策,则会发现2016年之后整体政策收紧是有迹象的。从2001年到2005年,行业处于初创期,政策以建立版权制度、规定行业准入条件为主。从2006-2015年,行业搭乘互联网进入发展快车道,此时监管层鼓励网生文化发展,并在融资、税收等方面都给予文化产业以优惠。2016年之后,网生内容已经十分丰富,监管层开始有意引导、监管行业向更加规范化的风向发展,加强思想理论水平建设,提高舆论引导水平。

图11: 2016年之后对文化产业融资、税收等优惠出现了一个较大的转向



数据来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

总结分析，过去10年多时间，传媒资产证券化（尤其是新兴标的）+媒介更迭（产业内部驱动，移动互联网带来游戏、影视、广告等行业流量和内容爆发）是驱动行业牛市的最核心因素；同样，2016-2018年的传媒大熊市，主要由于行业增长红利趋缓以及外部政策监管（包括并购重组政策的趋紧以及内容监管的趋严）。接下来，我们将按照细分子行业维度，逐一对于行业情况进行深度分析。

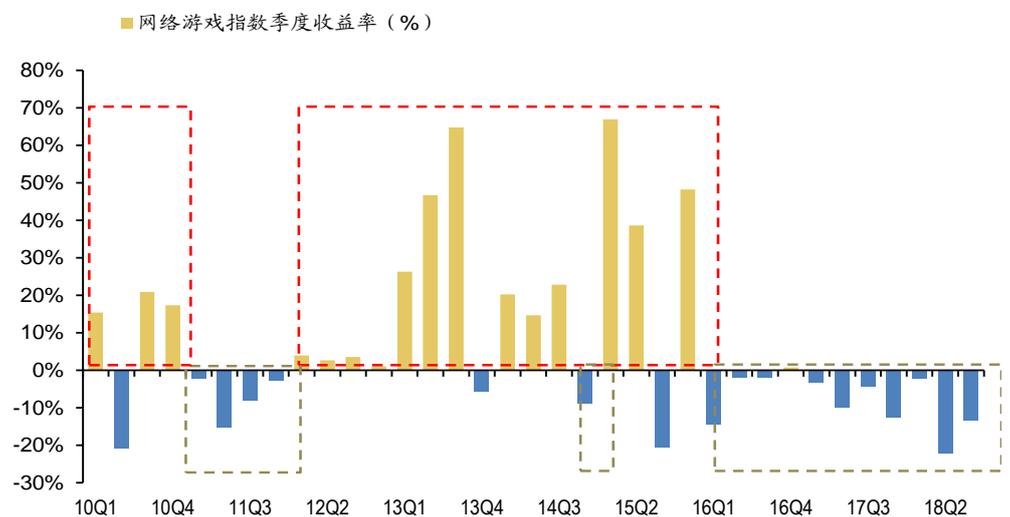
## 二、游戏：低估值构筑安全边际，静待版号恢复

通过对于游戏行业近8年来的行情复盘发现，游戏除了证券化时期和移动互联网时代红利时期，主要仍是依靠盈利驱动上行。当前受到监管和行业增速放缓的影响，行业整体估值已经处于历史低位，构筑了安全边际，我们预期随着版号恢复审核，行业中期的反转和出海攫取新的流量红利将成为游戏公司反转的主要驱动力。

### 1、行情复盘：行业两次行情一次来自证券化高峰，一次来自盈利驱动

我们按照Wind的网络游戏指数对行业整体涨跌进行复盘。指数上看，10Q1-10Q4期间，游戏行业跟随传媒板块集体上涨，而从2012年开始掌趣科技、中青宝等陆续登陆A股之后，游戏行业经历了长达4年左右的上涨牛市，指数上涨超过1130.2%；而16Q1之后，游戏行业同传媒整体一起进入熊市，从16Q1到18Q3网络游戏指数下跌超过61.2%。整体上游戏行业表现略好于传媒指数，但牛熊周期上并无二致。

图12：网络游戏指数2010Q1以来单季度收益率推移



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

由于整体指数可能存在部分失真，我们选取三家游戏公司进一步复盘游戏公司的行情。游族网络于2014年年中借壳上市，完美世界游戏于2015年以同一控股股东企业合并的形式回归A股，因此我们从2015年开始追溯三家公司的行情。2015年三家公司受到整体牛市情绪的影响上涨较多，也与当时移动互联网红利未消退、手游概念火热、游戏公司集体证券化有关。而2016年开始起游戏行业整体收益率回落，但回

调幅度相较其他传媒板块略小。并在2017年上半年三家龙头公司走出了亮眼的独立行情，主要系2017年“端转手”、“页转手”开始在公司盈利层面上体现出来，17H1游族网络和完美世界的归母净利润增速分别为44.8%和75.6%，手游的驱动力得以彰显，因此不同于此前2015年是PE和EPS双重驱动的行，17H1的游戏龙头独立行情主要系由EPS超预期驱动。

图13: 游戏公司在2017年上半年走出了一次独立行情

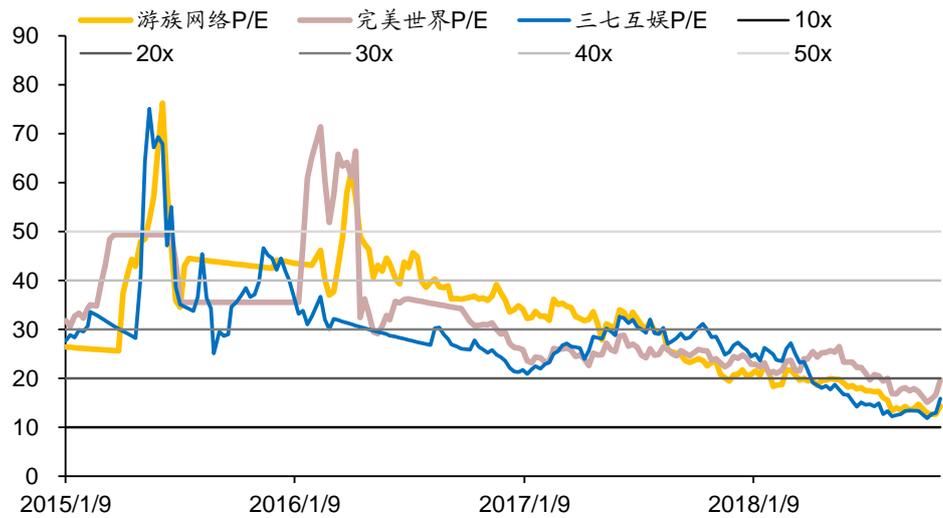


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们通过对PE的回溯可以得到2017年游戏龙头行情的特殊之处。我们可以将游戏公司的PE行情分为四个阶段:

- 2015年: 高PE阶段, 受到牛市情绪、手游资产证券化、注入资产高成长等因素驱动, 这个阶段的游戏公司PE(forward)估值普遍在50X以上。
- 2016年: 游戏公司的高估值开始回调, 对应当年预期净利润的PE(forward)普遍从40-50X回调至年底的20-30X区间。
- 2017年上半年: 估值稳定、股价上行, 这一期间完美世界、游族网络最高涨幅均超过30%, 有龙头上涨超过60%, 估值区间依然在22X到28X区间内震荡, 股价上行的主要驱动力系当年的净利润增速较快带动。
- 17H2之后: 行业估值进入深度回调期, 龙头公司对应当年预期净利润PE从最高的30X左右回落至2017年底的20X出头, 并从2018年开始跌破20X, 目前保持在15X左右, 估值水平触及历史低位。

图14: 游戏公司的 PE(forward)估值在18Q1之后开始低于20X



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 2、2018 年游戏之变局：监管和产业创新进入瓶颈期

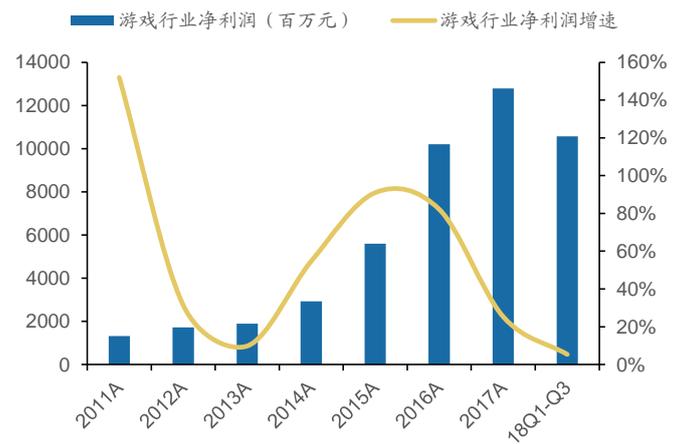
2018年的游戏行业由于监管等原因，市场整体增长降速明显。我们统计了24家上市的游戏公司2011年以来的收入和净利润情况，2018年前三季度游戏行业上市公司收入同比增长23%达到452.8亿元，相比2017年24%的增速略有回落，相对于2016年整体57%的收入增速下滑较多。净利润同比增长5%达到105.7亿元，相比2017年25%的增速下滑较多。

图15: 2011年以来A股上市游戏公司的营收推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 2011年以来A股上市游戏公司的净利润推移

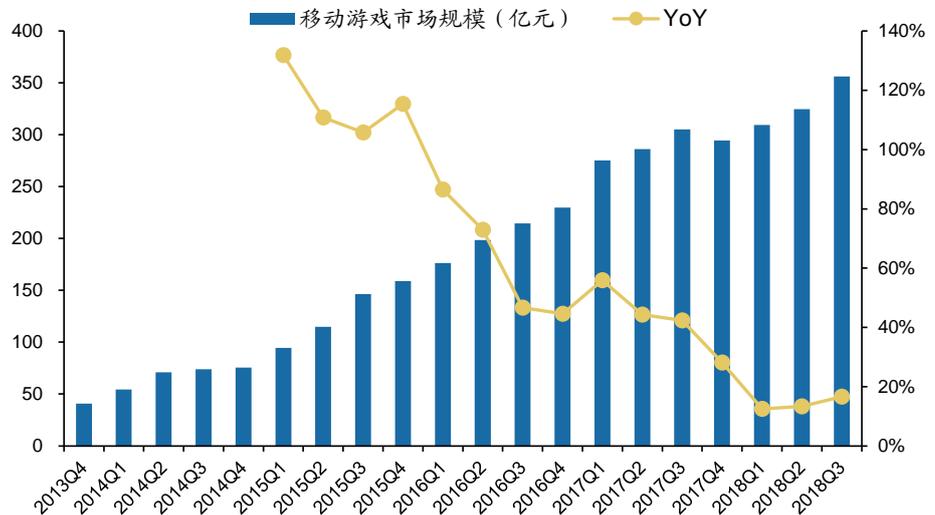


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止18Q3位置，手游行业累计增长14.2%至990.2亿元，远低于年初市场预期。2017年Q1-Q3的手游行业增速为47%，全年的手游市场增速为42%，而今年Q1、Q2和Q3的增速分别为12.5%、13.4%和16.6%。全年我们预计手游市场将同增12%-17%

达到1320-1360亿元的累计规模。整体市场增长降速或主要因为今年的监管整体收紧，以及去年老游戏流水基数较高、今年整体创新偏少等因素。

图17: 移动游戏市场增速在18Q1之后骤降

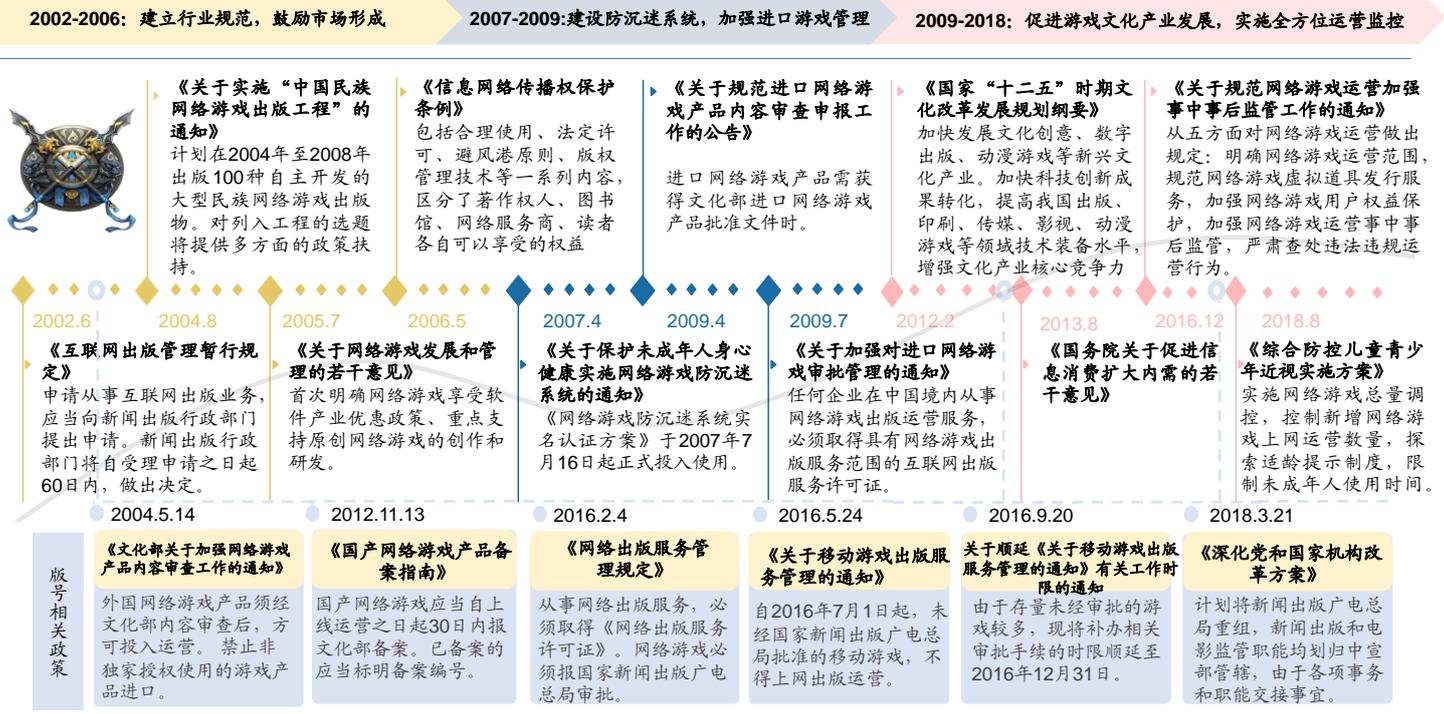


数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

**回溯整体游戏行业的监管脉络，主要可以明显分成三个阶段。**在2002-2006年国内游戏行业初创期，监管层从立法立规层面颁布了《互联网出版管理暂行规定》等，主要目的是建立行业规范、鼓励市场形成。2007-2009年期间，监管层主要针对进口游戏加强了监管，另外出台了相应政策保护未成年人身心健康。第三个阶段是2009-2017年，这期间国家的“十二五规划”强调要加强游戏等文化产业的核心竞争力，促进了游戏行业的繁荣。2018年以来，国家整体对游戏行业的监管又再次收紧，3月份之后停止了版号的批复，另外也强调需要关注未成年人沉迷、游戏内容等方面的问题。

**我们认为导致游戏行业今年降速明显的最重要因素主要系监管收紧。**游戏行业今年的监管整体明显收紧，整个行业向着更加健康规范的方向改进。今年3月《深化党和国家机构改革方案》中提出了计划将新闻出版广电总局重组，新闻出版和电影监管职能均划归中宣部管辖，由于各项事务和职能交接事宜，游戏的版号从3月份开始停止发放，截至11月为止，市面上发行的新游戏均为提前去的版号的游戏。这主要带来了两个方面的影响：1) 新游的发行数量同比减少，对玩家的引流能力下降，老游戏的板结效应明显；2) 厂商更多选择延长已有头部游戏的生命周期，在买量策略上更多选择召回而非拉新，市场因此变得非常保守，游戏行业的创新能力下降。除了版号政策的监管之外，2018年8月监管层也出台了相应政策预防游戏对于未成年人视力的负面影响，网络游戏未来将实行总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索适龄提示制度，限制未成年人使用时间；各大厂商旗下的游戏此前已经均上线了防沉迷系统和未成年人实名认证系统，后续执行力度或会加强。

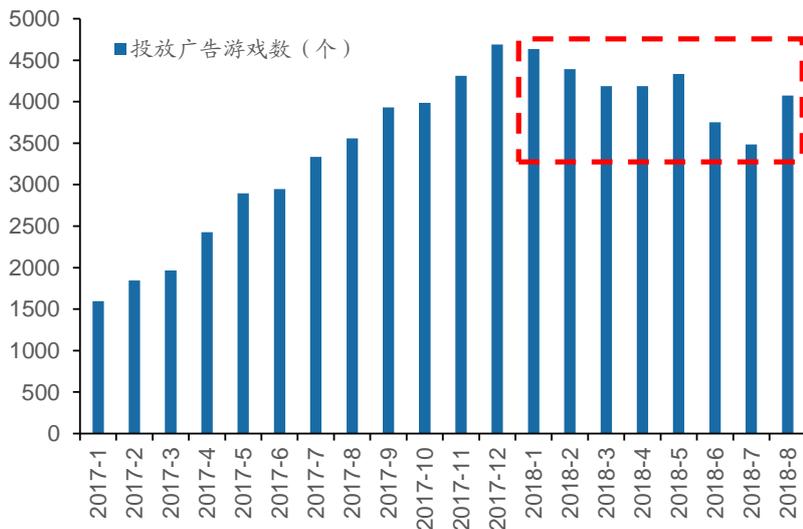
图18: 行业政策逐步收紧, 总量控制促进供给侧改革



数据来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

监管政策帮助行业做了一次供给侧改革。根据More Than Data的统计, 进入2018年之后, 整体进入游戏广告市场的游戏数量锐减。整个2017年, 投放广告的游戏数基本上翻了2倍, 年初有大约1600款游戏在市场投放广告, 峰值的12月份达到了近5000款, 期间每个新增游戏数量都在增多。而进入2018年后开始出现回落, 到2018年7月仅有3000多款游戏仍在投放广告, 8月回升至4073款游戏。如果我们考虑到一般老游戏不会停止广告的投放、且新游戏会不断进入到这个市场来的话, 那么整个游戏市场的产品供给情况应该比游戏广告市场更加糟糕, 大量游戏可能退出了市场。

图19: 18Q1开始起进入市场的新游戏数量显著变少



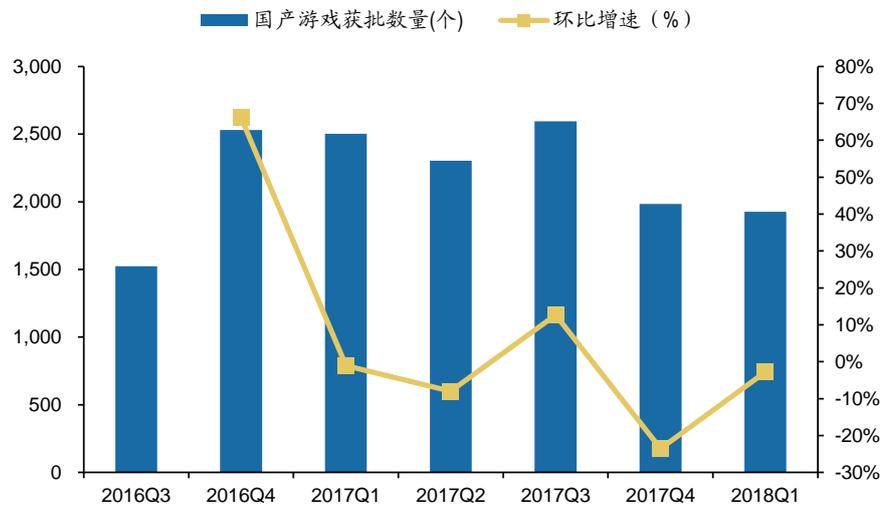
数据来源: More Than Data, 广发证券发展研究中心

### 3、2019 年展望：版号有望恢复审批，出海加速增长，估值向海外靠拢

我们仍对游戏行业2019年的整体形势持乐观态度。首先是游戏版号在国家机构改革完成后有望重新恢复，另外2018年的强监管也将缔造一个更加规范化的行业秩序；今年因为吃鸡游戏未能变现的时长有望部分转移至其他可变现游戏上带来流水增量票；最后是国内的游戏公司仍将在海外市场继续攫取更多份额。

在版号的展望上，目前仍需要等待机构改革的进一步明晰。3月29日《游戏申报审批重要事项通知》中提及“所有游戏版号的发放全面暂停”以来，版号的停发已经持续超过8个月，而10月《国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）的通知》中提到，要推进网络游戏转型升级，规范网络游戏研发出版运营。我们认为明年游戏版号的审批或随着游戏出版新规定和机构改革逐渐回归正常。但在总量管控的思路下，或许恢复审批的版号数量将大幅缩减。按照我们此前对国家广电总局的披露统计，18Q1国内有1927款游戏拿到了版号，平均每月有600-700款，而未来在棋牌、历史等题材领域或都将承受版号数量的缩减。

图20：16Q3-18Q1国产游戏版号批复情况推移



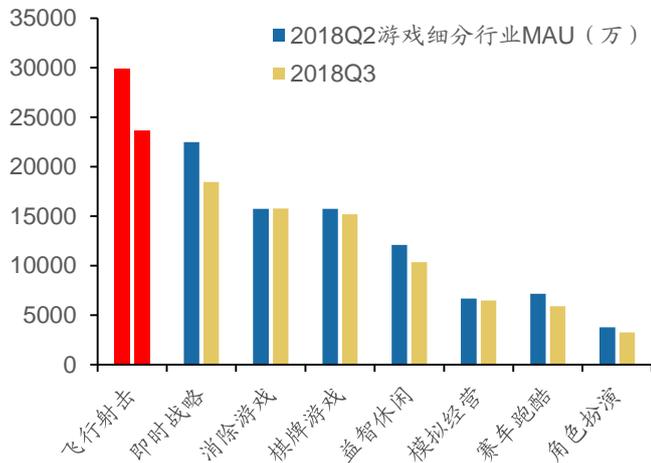
数据来源：国家广电总局，广发证券发展研究中心

**18Q4市场或将承受没有版号的阵痛。**根据伽马数据的统计，10月Top50的流水规模仅为114亿元，环比下降16亿，新游对Top50的贡献仅为3.6%，进入Top200的新游仅为14款，均创下新低。

**2019年如果能够恢复版号的审批，新游供给的增多或将解放部分此前吃鸡手游不能变现的用户时长，同时用更丰富的品类创新刺激市场的活力。**根据Quest Mobile的统计，游戏细分行业月活当中最高的2个子行业分别是飞行射击和即时战略，但根据伽马数据对于18H1头部游戏的统计，战术竞技类的游戏流水占比达到了17%，而活跃人数更高的射击类游戏流水占比却仅为6%。用户活跃规模和变现价值之间的不匹

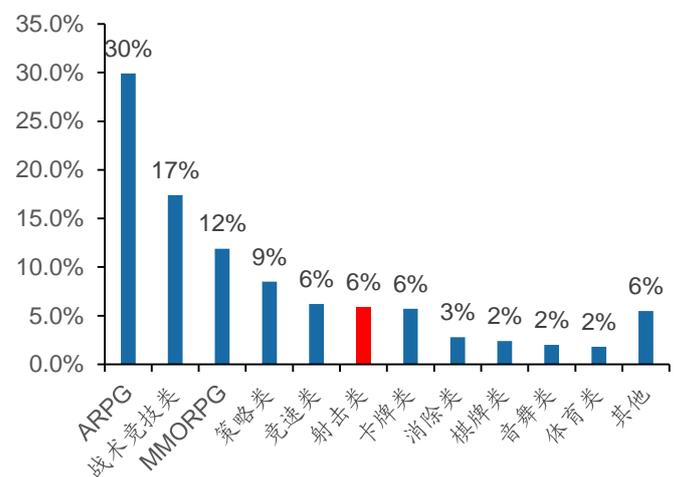
配主要系因为腾讯的两款“吃鸡”手游并未拿到版号不能做商业化。我们预计两款“吃鸡”手游占据了超过2亿月活用户的大量游戏时间，但对于市场规模却并无贡献，随着这类型手游的热度下降，部分用户在2019年将有望进入其他可以变现的游戏类型当中，提供一部分的流水增量，明年整体游戏市场的增速并不像市场想象的那么悲观。

图21: 18Q2和18Q3各个游戏细分领域MAU情况



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图22: 18H1头部游戏当中各个类别游戏的流水占比



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

而从长期市场的增量空间来看，我们认为海外其他国家地区有望成为国内游戏公司的下一个蓝海市场。中国国内市场复杂的渠道环境，激烈的竞争格局锻造了国内移动游戏公司强大的竞争力，国内版号受限后，国内游戏公司纷纷出海，海外市场呈现了加速成长的趋势。根据App Annie对于海外游戏市场的检测，中国移动游戏发行的海外IOS及Google Play 综合收入在18H1同比增长超过了40%，达到26亿美元；收入超过100万美元的移动游戏业已经增至243款。而12H2以来，海外玩家在中国移动游戏上的总支出也已经超过了160亿美元。

今年的出海市场有何不同，第一个体现在国内游戏公司进入成熟市场的进度在明显加快。此前我们主要的出海市场集中在东南亚、南亚、港澳台等非成熟市场，我们的优势是厂商规模更大、研发能力更强、运营经验更加丰富。在游戏行业较为发达的欧美日韩市场国内公司涉猎较少。而今年以来国内移动游戏发行商收入开始主要来自于日本、韩国、德国等成熟市场国家和地区。前十名的市场中，收入同比增速最快的市场为韩国，增幅达到153%，主要来自于《仙境传说RO》和《三国志M》等游戏的贡献；另外在美国市场国内游戏公司的收入增速高达52%，相比17H1的38%增长明显，日本市场的增速同样有34%；德国、英国、法国三个欧洲市场国家的主要增速分别为41%、50%和52%。

表 2: 中国的游戏公司在各个地区出海收入增长加速

中国游戏公司海外游戏下载量增速 iOS 与 Google Play 综合数据				中国游戏公司海外游戏收入增速 iOS 与 Google Play 综合数据			
排名	国家/地区	18H1	17H1	排名	国家/地区	18H1	17H1
1	美国	54%	-11%	1	美国	52%	38%
2	印度	89%	101%	2	日本	34%	98%
3	印尼	77%	13%	3	韩国	153%	-10%
4	巴西	47%	-8%	4	中国台湾	2%	16%
5	越南	52%	22%	5	德国	41%	31%
6	泰国	24%	1%	6	中国香港	11%	27%
7	俄罗斯	13%	2%	7	英国	50%	42%
8	墨西哥	28%	-18%	8	俄罗斯	13%	54%
9	土耳其	23%	2%	9	沙特阿拉伯	20%	58%
10	菲律宾	37%	2%	10	法国	52%	42%

数据来源: App Annie《2018年上半年中国移动游戏出海报告》, 广发证券发展研究中心

注: 中国应用市场只能统计 iOS 端的数据

而另外在出海上, 今年的第二个变化是大小游戏公司都在出海。此前我们主要的出海厂商主要仍以中小厂商为主, 但从2018年开始大厂在出海上也明显加快了节奏。根据App Annie来看, 腾讯出海收入的排名从2月份的22名, 迅速提升至4月份的前十, 然后稳定在5-7名左右, 而网易今年以来在出海排名中一直稳定在前三名, 在8月份甚至登顶了出海收入排行榜。

表 3: 2018 年中国 App 发行商出海收入榜单

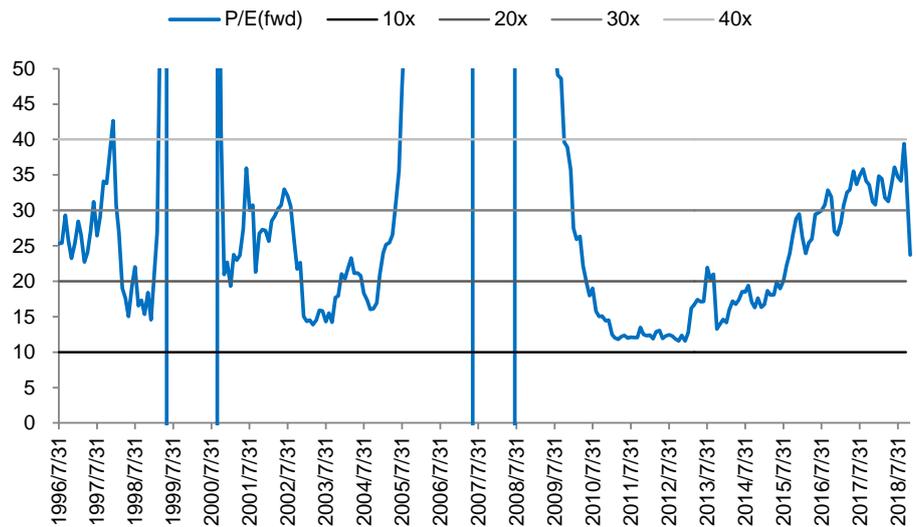
排名	2月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
1	IGG	FunPlus	FunPlus	FunPlus	FunPlus	网易	FunPlus	FunPlus
2	FunPlus	IGG	IGG	IGG	网易	FunPlus	网易	IGG
3	智明星通	网易	网易	网易	IGG	IGG	IGG	网易
4	网易	智明星通						
5	龙腾简合	龙腾简合	易幻网络	易幻网络	腾讯	腾讯	Game168	友塔游戏
6	卓杭网络	易幻网络	龙腾简合	腾讯	龙创悦动	龙创悦动	腾讯	腾讯
7	龙创悦动	游族	腾讯	卓杭网络	易幻网络	Game168	龙创悦动	龙创悦动
8	Tap4Fun	Tap4Fun	昆仑	龙创悦动	Game168	龙腾简合	创酷互动	莉莉丝游戏
9	沐瞳科技	龙创悦动	乐元素	昆仑	龙腾简合	创酷互动	龙腾简合	创酷互动
10	米哈游	腾讯	龙创悦动	Tap4Fun	Tap4Fun	散爆网络	游族	游族

数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

我们认为明年随着版号恢复、吃鸡时长转入可变现游戏时长和出海市场蓬勃发展, 当前超跌的游戏公司标的将有望迎来一定的机会。我们回顾海外游戏公司的历史可以发现, 以暴雪为代表的游戏公司的估值水平在持续提升中, 如暴雪公司在2000年和2008年前后都出现了较为严重的亏损, 公司在2013年之前PE(forward)一直在10-20X之间波动, 而2012年之后, 伴随着新的主机平台开始出货放量, 公司的软件

内容销量开始回升，另外公司在PC游戏上也取得了多个IP的进展，开始进军手游（《炉石传说》、收购King），本身手中游戏IP也有手游化改编预期，因此2012年之后公司估值稳步提升，目前暴雪的PE(forward)估值接近25X左右。相比之下，按照Wind一致预期计算，国内游戏公司的PE(forward)估值目前普遍在15X左右，市场给予了监管环境过多的悲观预期，我们预计后续有望逐步边际改善，可关注增长稳健、估值偏低、产品周期较好的游戏公司A股龙头。

图23: 动视暴雪PE(forward)-Band图表明最新暴雪估值在25X左右



数据来源：艺恩APP数据，广发证券发展研究中心

### 三、影视：监管重塑竞争价值链，成本下降利于平台方

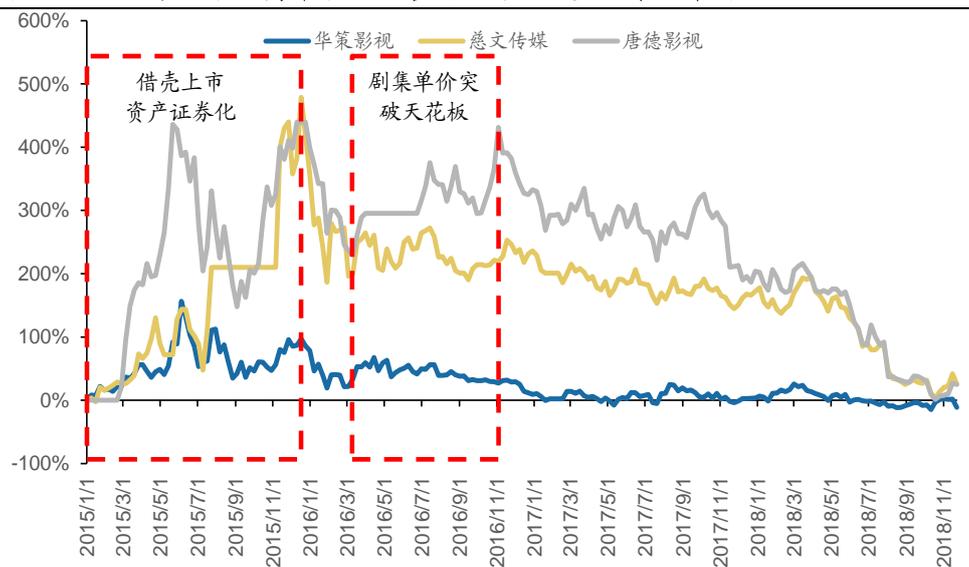
通过对于影视行业过去5年行情的复盘，我们发现影视行业整体缺少板块性的独立行情。受到监管影响，当前影视行业整体估值已经处于历史低位，但监管政策处于高压期，后续监管政策影响的传导机制尚未明晰，2018年以来已经出现了产品流量下降、制作公司呈现收缩趋势的迹象，我们预计2019年仍将是影视行业的调整年，制作公司的发展前景将在19H1之后逐渐清晰。随着监管日益规范和供给侧改革去产能，龙头公司有望中长期受益。

#### 1、行情复盘：影视行业 2016 年后缺少独立行情

影视行业2015年经历了大幅度的资产证券化行情（包括慈文传媒借壳上市、唐德影视IPO等），但其后缺少独立行情。因影视制作行业没有独立的板块指数，我们选取其中代表性的股票来复盘行情走势，主要的上涨行情发生在2015年，主要系当时视频网站仍处于跑马圈地、快速发展的时期，而本身对于行业的渗透能力尚处于较弱阶段，需要高价购买第三方影视公司的产品，剧集的单集价格屡创新高。而2015年2月唐德影视IPO上市、2015年10月慈文传媒正式完成借壳，众多影视剧公司完成证券化，资本面叠加基本面的催化让影视剧行业迎来了最大的一波上涨行情，慈文传媒、唐德影视最高涨幅均超过400%，行业龙头华策影视最高涨幅也超过100%。

2015年之后向上的个股行情居多，行业性机会偏少。复盘可以发现，16Q1的华策影视、16H2的唐德影视、16Q3和18Q1的慈文传媒等均出现过一定的上涨行情，但影视剧子行业的板块性行情却较少。我们认为上涨主要由单剧的单价突破天花板驱动，所以这样的行情会有几个特征：1）更多是预期驱动而非实际EPS驱动，由于单集价格并不会进行公开市场披露、确认时点不定，所以从单集预售到利润兑现需要较长时间且往往会低于预期；2）市值小的标的弹性更大；2016年之后精品剧逻辑要求制作公司缩减产能、提升单价，因此小公司更加受益于1、2部头部剧的爆发。

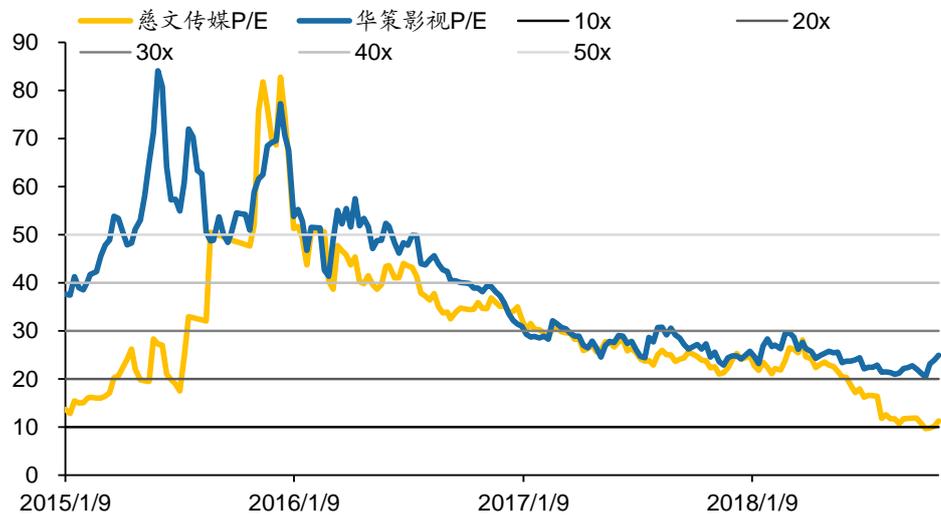
图24：2015年证券化高峰期之后影视公司上涨多为单剧单价驱动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2018年以来在行业的估值上出现了较为明显的分化。我们选取慈文传媒和华策影视对行业历史PE(forward)指标进行复盘,按照当年的净利润折算PE估值,可发现2016年以前影视剧公司的估值高达50X以上,16Q1之后开始迅速下行,在2017年跌破30X。2017年全年影视剧公司的估值都维持在20-30X之间,但从18Q1之后,监管政策频发,另外融资环境收紧,股权质押风险开始扩散,整体估值下杀严重,另外从结构上,小的影视公司资金流并不稳定,股权质押为融资最有效的手段,因此行业开始从原来“小体量影视剧公司单剧弹性大”的逻辑切换为“大体量的影视剧公司更加稳定”;估值开始出现剧烈的分化。截至2018年11月中旬,按照wind一致预期计算,慈文传媒、唐德影视等公司PE(forward)的估值已经下降至略高于10X;而行业龙头华策影视依然保持着着20X以上的高估值。

图25: 2018年之后行业内部的估值出现了剧烈的分化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 2、2018年影视之变局: 监管趋严, 产品流量能力下降

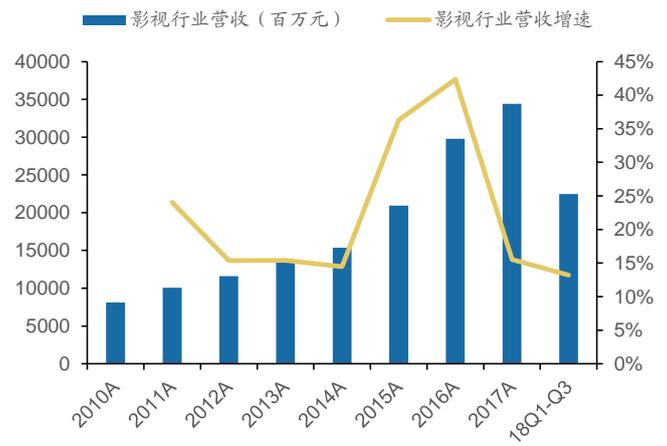
以A股上市影视公司的口径来看,收入增速基本企稳,但净利润增长持续下滑。我们统计了19家影视内容上市公司2011年以来的收入和净利润情况,需要注明的是其中未拆分出资产上市(IPO或者并购)带来的影响,可以发现2017年之后整体降速明显。2018年的前三季度收入同比增长13%至224.7亿元,相比去年同期的14%的增长基本持平,相较2017年全年的收入增速16%来说略有下降。净利润同比增长25%至46.9亿元(其中包含了光线传媒的投资收益);2017年的净利润增速为12%;但从扣非口径上来看,影视内容行业扣非归母净利润同比下滑9%至25.4亿元,2017年全年的扣非净利润增速为18%,而去年前三季度同期增速为2%。收入端增速下滑至低速区间企稳,我们认为主要因素系16H2之后影视内容公司并购门槛关闭,证券化红利消失,但行业内生仍不断由单集价格上涨驱动,因此收入增速仍能企稳在10%以上。而利润端增速走弱主要系影视剧投资份额的摊薄、明星成本的涨价等导致。

图26: 2010年以来A股上市影视公司净利润推移



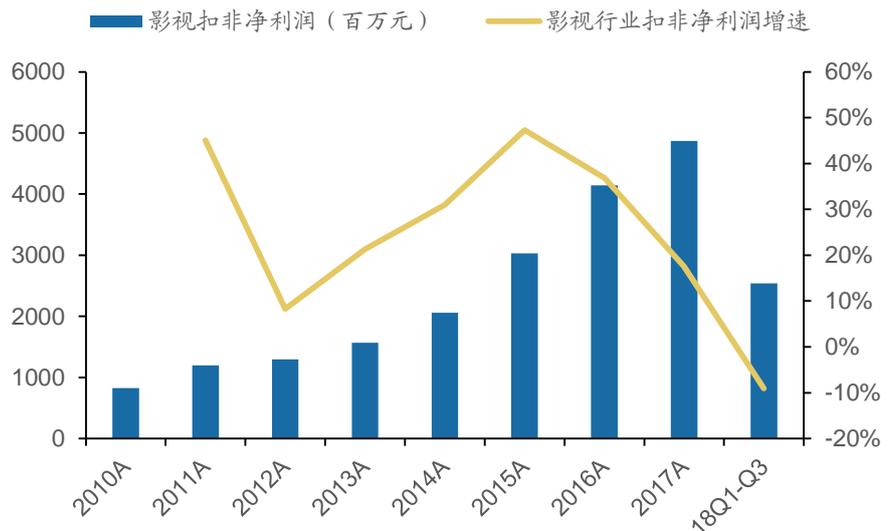
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图27: 2010年以来A股上市影视公司营收推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 2011年以来A股上市影视公司扣非净利润推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

今年影视剧行业面临的**最大变量**同样来自于监管端，以前主要针对内容端的监管逐步拓展到了上游要素和下游播放平台。我们整理了2017年以来主要的影视行业监管政策，可以发现主要脉络是“产业链全面监管，台端网端标准趋同”。首先在产业链上，以往主要针对影视剧作品的题材、内容、影响效果进行监管，而2017年7月份之后，从行业自治协会、广电总局、税务局等均针对演员高薪酬发声，争取达到“降低演员不合理片酬，艺人依法纳税”等标准；其次2016年之前，台端内容主要以自行审查为主，但最新11月份，根据证券日报的报道，监管层对于重点原创网络视听节目做出了新的备案规定，未来网生内容的审查与电视台内容审查即将并轨，遵循“网上网下一把尺子”。

**表 4: 2017 年以来平台方和监管方影视剧行业主要政策一览**

监管方/事件方	时间	简述
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	2017 年 9 月	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》中提到优化片酬分配机制，严禁播出机构以明星为唯一议价标准
中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会等	2017 年 9 月	联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》：规定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%。
腾讯、优酷、爱奇艺	2018 年 3 月	视频网站联合发布了倡议书，称要共同抑制不合理的高片酬现象，杜绝为突出个人指定合作导演、演员擅改剧本、决定番位等，建立劣迹演员名单库
国家广播电视总局	2018 年 4 月	全国电视剧创作规划会议上，国家广播电视总局局长、党组书记聂辰席强调：戏说历史类非现实类剧集将不受欢迎，另外强调市场价值要服从于社会价值
国家税务总局和江苏省等地方税务局	2018 年 6 月	依法对明星税务阴阳合同一事开展调查核实，如发现违反税收法律法规的行为，将严格依法处理
爱奇艺、优酷、腾讯视频、正午阳光、华策影视、柠檬影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒	2018 年 9 月	《联合声明》：将“共同抵制艺人‘天价’片酬现象”，“共同抵制偷逃税、‘阴阳合同’等违法行为”。
国家广播电视总局	2018 年 11 月	遏制影视圈追星炒星的不良倾向，严格控制综艺节目嘉宾片酬，加大网络剧治理力度。
北京市广播电视局	2018 年 11 月	监管对于重点原创网络视听节目做出了新的规定。主要包括网络视听内容审查与电视台内容审查即将并轨，遵循“网上网下一把尺子”；规定了重点原创网络视听节目的备案制度。

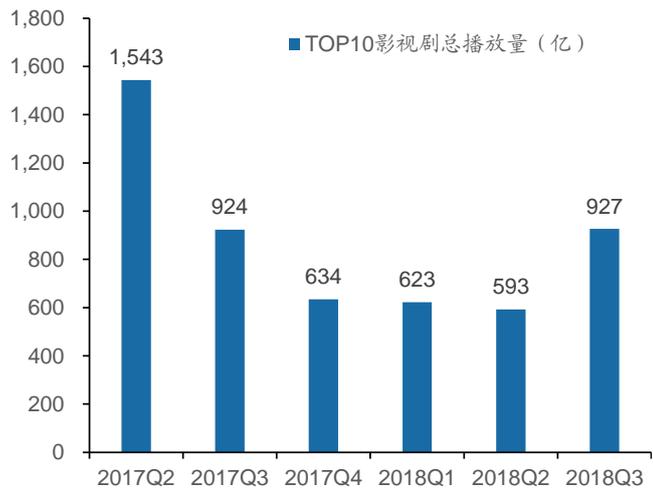
资料来源：新浪新闻，国家广电总局，广发证券研究发展中心

**监管趋严叠加行业本身正处于高速发展之后的换档期，整体2018年产业在产品端呈现的趋势是头部流量能力下降。**流量能力的下降主要可以体现在两个方面：1) 头部视频内容的绝对点击量略有下降；2) 被严控的长视频平台作为一种媒体形式对于用户的吸引力相对下降（体现在媒体使用时长比例上）。

1) 我们统计了17Q2以来单个季度前十名影视剧内容的总点击量情况，可以发现17Q2点击量阶段触顶（1543亿点击量）；而从17Q3开始影视剧前台点击量就呈现下行趋势，18Q2的前10部的点击量约为593亿。

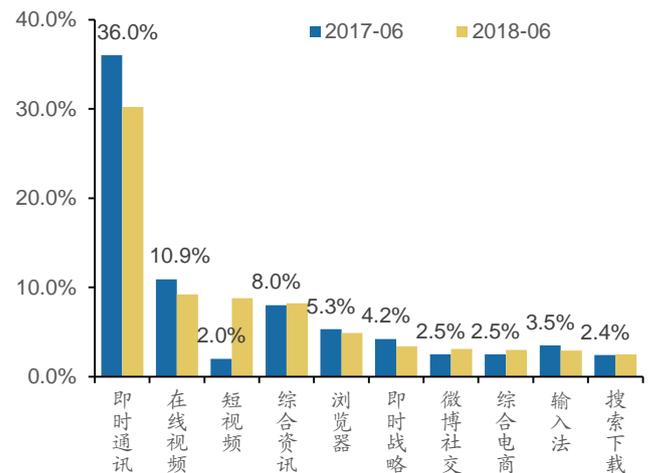
2) 从相对时长份额的角度，长视频同样也出现了流量回落的情况。根据Quest Mobile的统计，在线视频（主要指长视频）17H1末的时长份额约为10.9%，而18H1末时长份额占比约为9.2%。我们推测主要与长视频本身创新减弱、而短视频增长迅速相关。

图29: Top10影视剧播放量在2018年之后有所降低



数据来源: 艺恩咨询, 广发证券发展研究中心

图30: 18H1末的长视频时长占比略有下降



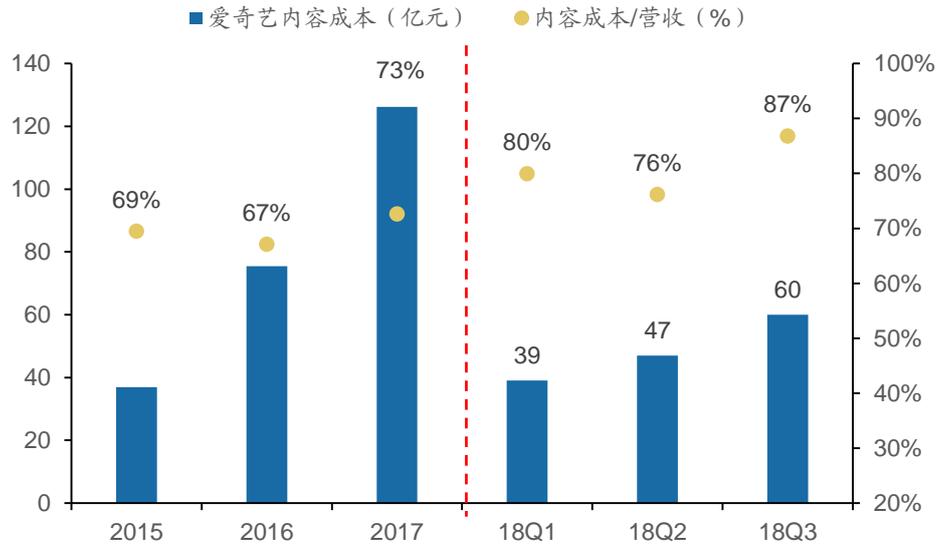
数据来源: 艺恩咨询, 广发证券发展研究中心

### 3、2019年展望: 制作公司出现收缩迹象, 视频渠道继续高歌猛进

我们在前文中总结了影视剧公司2018年面临的两大问题是监管和流量能力受到挑战。那么从2019年的情况来看, 我们认为有望呈现以下几个趋势: 1) 单集价格和成本结构同时面临不确定性, 影视剧公司的利润弹性将取决于在供应链的议价权; 2) 从资产负债表来看, 明年行业影视剧将是整体收缩、行业整编的一年; 3) 视频网站仍将全力发展自制和定制内容, 且下游视频网站在产业链中的定价权将进一步提升。我们预计整体渠道端的扩张速度仍快, 影视剧公司有望逐步切换到“集中度提升”的新逻辑, 但具体的业绩弹性有待全年的数据观察以及经济下行周期视频网站的预算约束情况。

从整个市场的规模增速来看, 我们认为明年渠道端的购置内容预算的增幅或会逐渐降速。根据财报, 爱奇艺18Q1-Q3的内容成本比营收的比例分别为80%、76%和87%, 前三季度综合为81.2%, 整体内容成本达到146亿元, 全年有望突破200亿元, 增速超过60%。展望明年, 一方面长视频网站的连年亏损让股东承受了较大的压力, 另一方面, 宏观经济的压力将带来广告主支出增速的下行, 未来收入端的约束也将制约内容成本的进一步扩张, 所以我们认为视频网站内容成本作为整个行业蓄水池的增长或许会有所放缓; 同时, 视频网站KPI考核将更加考量投入产出比, 对于纯粹的“资金驱动型”的内容版权扩张模式将有所收缩。但因为目前视频网站竞争格局也尚未明朗, 同时在会员上爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆、芒果TV等仍存在激烈的竞争关系, 头部内容的议价能力依然非常强劲, 因此我们认为未来几年视频网站内容支出增长将进入微妙的逐步减速节奏。

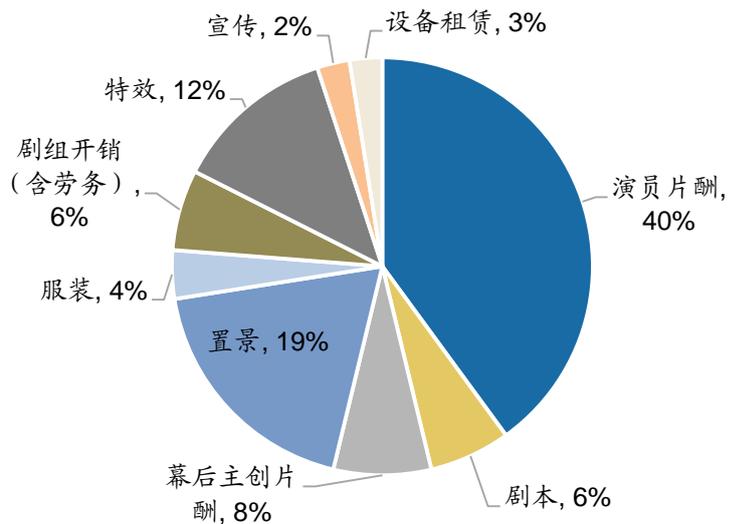
图31: 爱奇艺的前三季度内容成本占比达到83%以上



数据来源: Bloomberg, 公司财报, 广发证券发展研究中心

但对于制作公司而言，收入端的增长约束也同时伴随着成本端的调整。监管政策今年对于上游明星要素的整治力度明显加强，具体的措施主要集中在“限制演员高片酬”、“限制演员的阴阳合同”、“取消演员工作室的税收优惠”等方面，这些无疑都会造成要素成本的下降。根据网易财经对于代表性头部电视剧《择天记》的成本拆解，演员片酬占总投资成本的比重可以达到40%以上，而此前部分电视剧当中甚至可以达到50%以上；如今部分规定如“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%”将有望降低制作公司成本端的负担。收入与成本同时下行，哪边的弹性更大或许仍需要后续地跟踪验证。

图32: 从《择天记》可以看出演员片酬占总成本的40%以上



数据来源: 网易财经, 广发证券发展研究中心

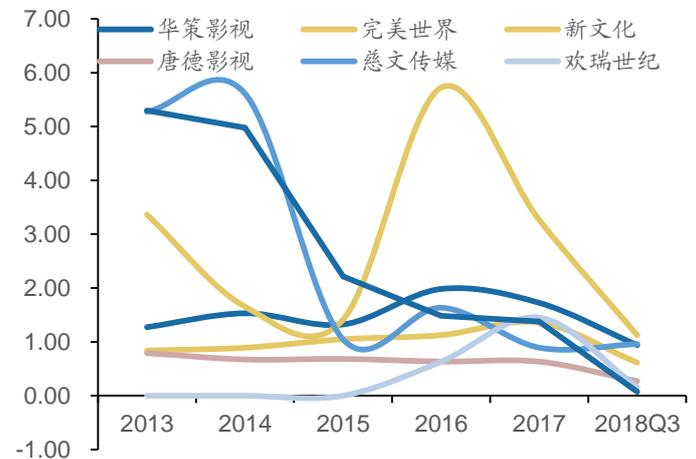
整体行业因为监管因素面临较大的不确定性，另外叠加融资困难，部分影视公司呈现收缩的迹象，明年下半年或面临剧荒。如最高片酬限额制度大大降低流量明星收入，短期内会导致演员接戏匹配的时间成本增加，产业链反馈来看，开机数受到限酬影响或将在短期有所下降。根据群众演员招募剧组网站“超级卡司”上的剧组数据，18Q3开始起开机的剧组数量开始明显减少，18Q3有合计约98个剧组招募群演，而18Q2有108个，17Q3同期有135个。从影视剧公司的制作播放周期来看，剧组开机数量减少的传导或要在明年的年中之后体现出来。从上市公司的资产负债表来看，普遍存货周转率和预收账款环比略有回调，说明视频网站订单预售款和形成存货的速度整体在放缓；但预付账款同比仍然有所增长，或许预示着上市公司上半年仍提前垫资开机了不少项目。总体上我们认为部分影视剧公司已经呈现收缩趋势，严格的监管环境下，影视行业或也将经历供给侧改革。

图33: 超级卡司App上剧组数量出现下降趋势



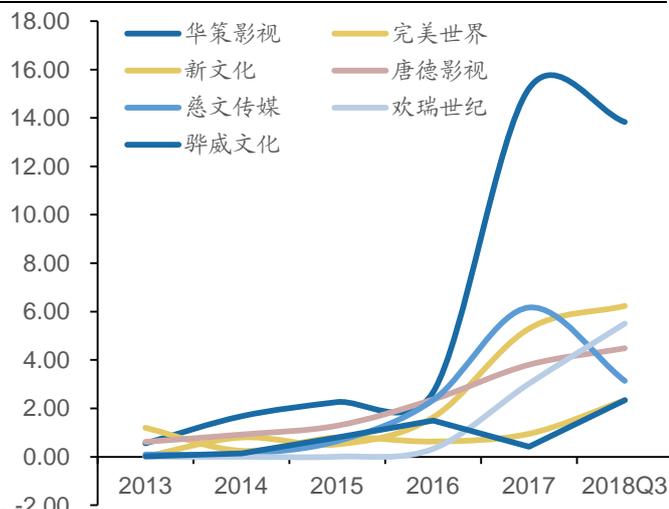
数据来源: 超级卡司App, 广发证券发展研究中心

图34: A股上市公司的存货周转率有所下降



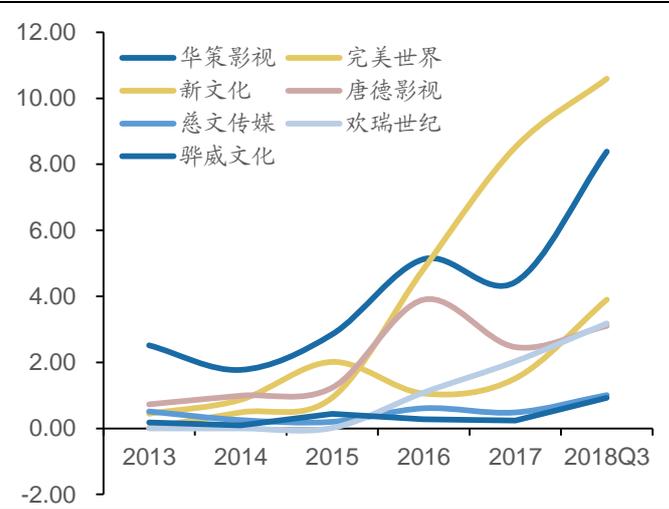
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图35: A股上市公司的预收账款同比略有下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

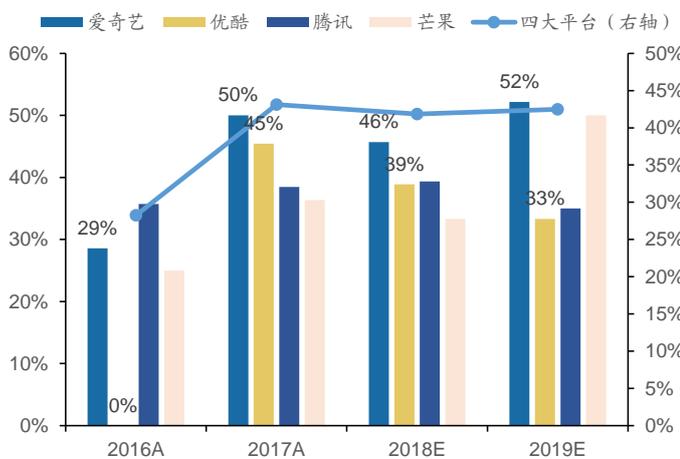
图36: A股上市公司的预付账款普遍仍有所上升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

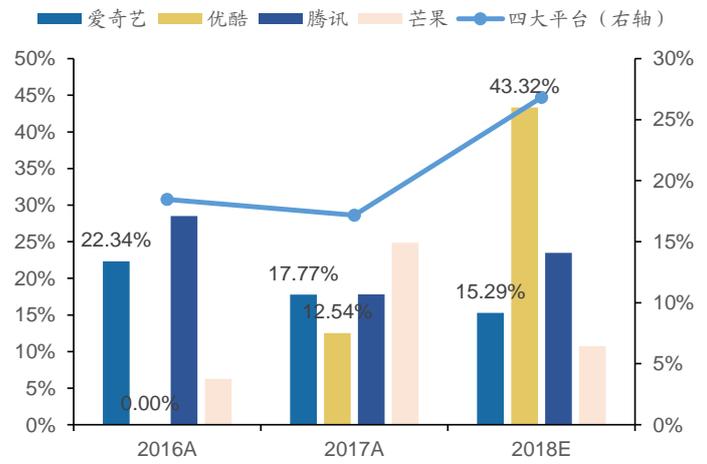
另外对于上市公司来说，其竞争者除了上市公司本身，还有视频渠道的自制能力。我们统计了各家视频网站自制占比的情况，发现爱奇艺、腾讯视频、优酷整体的自制比例仍在不断攀升，考虑到明年四大平台披露的片单，其自制剧的占比从2016年的28%提升至2019年的43%，提升明显，其中爱奇艺自制占比总体保持领先，2019年预计达到52%，优酷的自制剧占比在四大平台中最低。在会员收入成为视频网站关键收入驱动力的同时，独播自制越来越受到视频网站的重视，第三方网台剧的份额或会受到挤压。从影视剧（网剧）行业产业链来看，下游平台的参与度以及主导权在进一步强化，上游CP方的议价能力有边际弱化的趋势。

图37：视频网站自制剧数量占比情况推移



数据来源：艺恩网，广发证券发展研究中心

图38：视频网站自制剧点击量情况推移



数据来源：艺恩网，广发证券发展研究中心

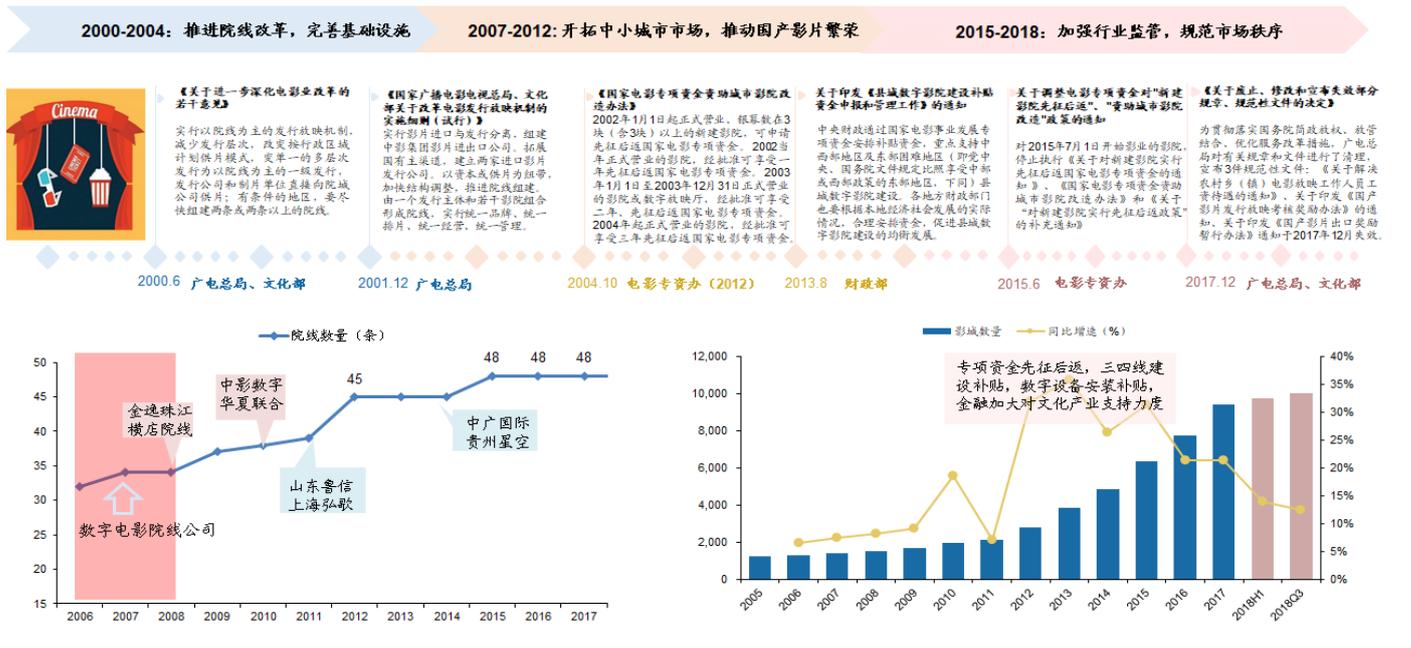
总结来看，我们认为视频产业链最值得投资的仍是渠道环节。会员收入和广告收入将成为视频网站长期增长的主动力，根据Bloomberg的统计，美国整体视频市场有2000亿美金以上（包括公共网、付费网、卫星电视、电信等收入），而其中付费的收入占比超过一半，相比之下，我国的整体视频付费或刚刚起步，未来空间较大。在内容的聚合上，视频网站相比电视台的集中度更高，头部视频网站的领先优势更大，因此首先在流量上更具马太效应，另外在会员业务上也更具定价权。如果监管成功让要素价格开始下降，那么整体产业链的价值就会开始向渠道方转移，之前溢价购买头部内容的情况或将减少，整体视频网站或将更快盈利。A股市场上，可关注芒果超媒，整体会员、广告和运营业务均具有较大的成长性。

## 四、院线：内容成票房驱动力，银幕增速下行

### 1、院线行业发展历程：政策春风，行业高速发展

院线制改革号角吹响，市场化竞争推动产业繁荣。2000年-2004年，广电总局和文化部相继发布《关于进一步深化电影业改革的若干意见》、《关于成立电影院线报批程序的通知》、《关于进一步推进电影院线公司机制改革的意见》等，鼓励跨省院线组建、完成院线公司制改革、鼓励民营资本进入，世纪环球，联合院线，中影南方新干线，万达院线等多家院线公司相继成立，院线公司数量推升至27条。2005年后，广电总局印发了《数字电影发行放映管理办法（试行）》通知，2007年8月印发《组建数字电影（中档技术）院线公司的实施办法（试行）》通知，在两轮数字化院线扩张政策的推动下，包括幸福蓝海院线、今典院线（现完美世界院线）、大地院线、金逸珠江院线、横店院线、中影数字院线、华夏联合院线等一大批优质的院线公司相继成立，不少院线公司迅速成长为行业的排头兵。截至2015年2月西安长安院线成立后，院线数量保持稳定，全国总计48条院线公司。

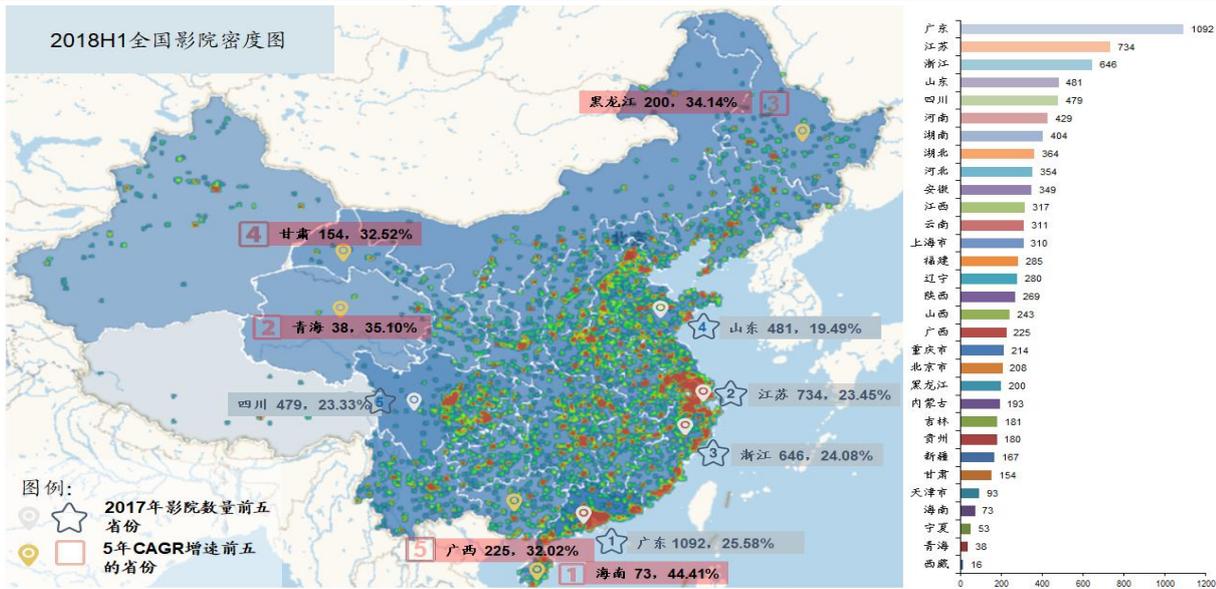
图39：院线行业重要政策梳理、院线数量（条）和影城数量（家）的变化情况



数据来源：国务院、广电总局、文化部、商务部、电资办，广发证券发展研究中心

影城作为院线的组成单位，其主要增长动力来自三个方面：1) 政策鼓励和扶持（准入门槛），2) 城镇化进程（建设条件），3) 影院盈利能力（投资意愿）。过去十年内，各因素在不同阶段对影院扩张起到了重要作用。2010年及以前影院数量主要增长动力来自准入门槛放开，包括鼓励民资和外资进入影院市场，并启动专项资金资助城市影院的改造，此期间影院数量年复合增速为8%~10%。2011~2015年，地产投资加速，综合购物中心、百货商场项目计划给影院投建提供丰富的选址机会。

图40: 2018H1全国影院分布和省级单位的影院数量(家)

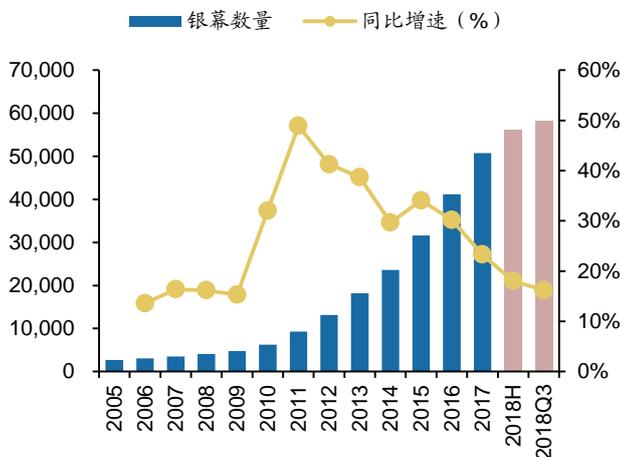


数据来源: 国务院、广电总局、文化部、商务部、电资办, 广发证券发展研究中心

一二线城市核心驱动力来自群众观影需求的迅速升温, 2015年一线城市单银幕产出达到263万元/年, 二线城市为154万/年, 影院盈利能力较强吸引大量资本进入。三四线城市则是政策驱动(包括影院建设补贴, 设备采购补贴, 专资返还等), 低线城市影院数量增长迅猛。总体来看, 2011~2015年影院数量增速提升至40%~60%水平, 截至2015年底影院数量达到6395家。2016至今, 随着政策补贴的逐步退出, 影院竞争加剧, 盈利能力下滑, 影院的增速也逐渐回落至15%~20%的增速水平。

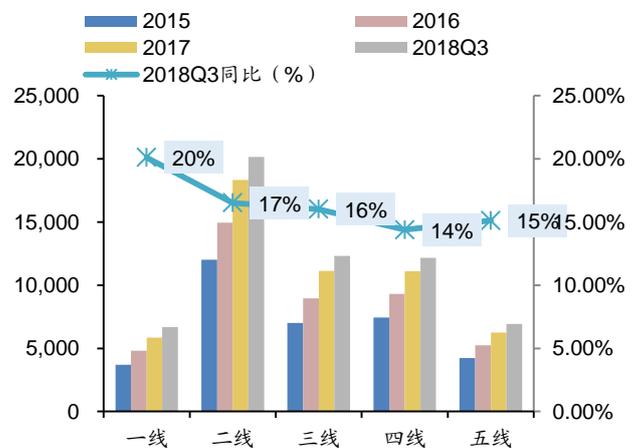
截至2018年9月30日, 根据艺恩数据显示, 全国影院数量成功突破1万家, 同比增长12.54%。全国银幕总量达到58240块, 同增16.14%。从不同城线来看, 2018Q3一线城市的银幕数量达到6688块(YOY+20.11%), 二线城市达到2.02万块(YOY+16.52%), 三四五线城市分别为1.23万块(YOY+16.02%), 1.22万块(YOY+14.38%), 6927块(YOY+15.12%), 一二线银幕扩张速度仍然快于三四线城市。

图41: 影院银幕数量(块)及增速(%)



数据来源: 中国电影放映协会, 广发证券发展研究中心

图42: 各城线银幕数量(块)和增速(%)



数据来源: 中国电影放映协会, 广发证券发展研究中心

2、票房的核心驱动力：从放映效果转向内容质量，从渠道扩张转向票价增长

2007~2012年，伴随特效厅的快速扩张，包括 3D、IMAX、巨幕电影体验感带来观影人群的迅速增长，进口片收入占比迅速提升从2008年40%至2012年的52%。2010年TOP1的进口电影《阿凡达》13.4亿元的票房收入超过TOP1国产片《唐山大地震》的2倍，2011年TOP1的进口电影《变形金刚3》10.7亿票房为TOP1国产片《金陵十三钗》的2倍。2012年后随着国产电影质量的改善，票房占比开始逐渐提升，在2015年重新回到61.5%的水平，并不断创下票房新高，2015年《捉妖记》24.4亿元，2016年《美人鱼》33.92亿元，2017年《战狼2》56.79亿元为同期进口电影。

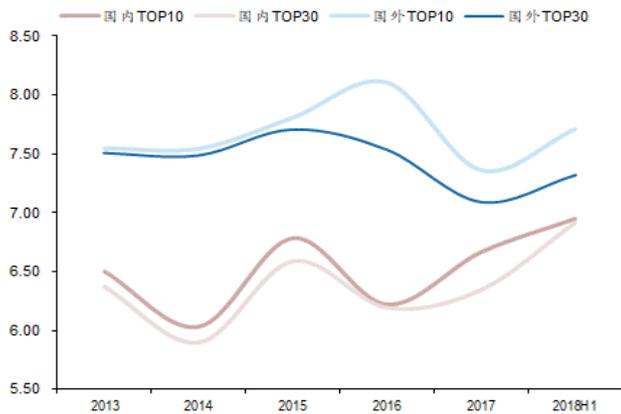
国产电影质量持续改善，豆瓣猫眼评分逐渐提升。从豆瓣评分来看，2017年以来18H1的豆瓣加权评分出现了明显的上升，Top10电影的豆瓣加权评分从2017年上升至18H1的7.18分，创下2013年以来评分的新高；Top100的电影豆瓣评分由2017年的6.57分上升至18H1的6.87分，同样是2013年以来的新高。如果我们只考虑国产影片，内容质量提升趋势更加明显，Top10当中的国产电影的加权评分达到6.94分，高于2017年的6.66分和2016年的6.22分；Top100当中的国产影片豆瓣加权评分达到6.77分，高于2017年的6.17分和2016年的5.85分。在票房评价拟合上，猫眼的评分往往表现更好，我们用猫眼的指标来看同样呈现出明显的影片质量改进趋势。2018H1Top10票房电影的猫眼加权评分约为8.99分，基本上与2017年的9.07分持平，相比2016年的8.69分有了比较明显的提高；而Top100票房电影的加权评分约为8.75分，相比2017年的8.66分和2016年的8.43分有比较明显的提升。如果从国产电影的角度来说，Top10中国产电影的9.06分相比2017年的9.1分基本持平，明显高于2016年的8.42分。

图43：2005~2018年国产电影数量占比(%)和票房占比(%)的变动情况



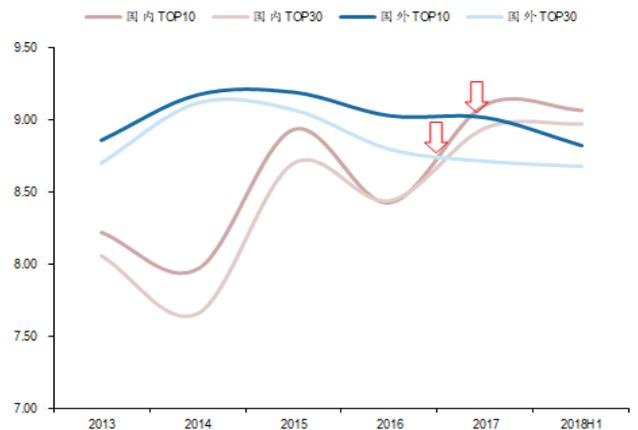
数据来源：中国票房网，猫眼专业版APP，广发证券发展研究中心

图44: 国产和进口电影豆瓣加权平均分



数据来源: 豆瓣评分, 广发证券发展研究中心

图45: 国产和进口电影猫眼加权平均分



数据来源: 猫眼评分, 广发证券发展研究中心

从“一枝独秀”到“百花齐放”，优质电影带动票房继续上行。去年暑期档票房TOP10电影中《战狼2》获得了9.7分的猫眼评分，以56.64亿元票房位列榜首，遥遥领先于第二名《神偷奶爸3》，在其带动下，2017Q3票房成功突破150亿元。今年暑期档虽然没有出现类似《战狼2》超过50亿票房的电影，但却呈现出百花齐放的态势，《我不是药神》获得9.6分豆瓣评分和9分的猫眼评分，成为近五年来首部猫眼豆瓣均上9分的电影，除此之外，《西红柿首富》的电影票房也达到25.46亿元，两者合计票房和《战狼2》持平，此外《一出好戏》、《碟中谍6：全面瓦解》、《巨齿鲨》等多部电影也获得了超过十亿的票房，在优质电影内容带动下，2018Q3票房成功超过去年同期达到168.71亿元，同比增长8.49%。CR10占总票房的74%，相比去年增加2.8pct，优质电影从数量上和质量上都有明显提升，国产电影表现亮眼。

表5: 2018和2017年第三季度TOP10的电影票房(亿元)和观影人次(亿人)情况

电影名称	2018Q3		电影名称	2017Q3	
	票房(亿元)	观影人次(亿人)		票房(亿元)	观影人次(亿人)
我不是药神	30.82	0.89	战狼2	56.64	1.59
西红柿首富	25.46	0.73	神偷奶爸3	10.38	0.30
一出好戏	13.51	0.39	蜘蛛侠: 英雄归来	7.69	0.22
碟中谍6: 全面瓦解	12.42	0.34	猩球崛起3: 终极之战	7.15	0.20
巨齿鲨	10.48	0.27	悟空传	6.97	0.19
蚁人2: 黄蜂女现身	8.29	0.23	三生三世十里桃花	5.35	0.15
摩天营救	6.70	0.19	杀破狼·贪狼	5.22	0.16
狄仁杰之四大天王	6.06	0.16	星际特工: 千星之城	4.09	0.12
邪不压正	5.83	0.16	建军大业	3.99	0.12
爱情公寓	5.55	0.16	变形金刚5: 最后的骑士	3.52	0.10

数据来源: 艺恩App, 广发证券发展研究中心

我们将票房增速按照银幕和单银幕产出进行拆解，测算渠道增速和产出增速对总票房增速的贡献情况。可以发现2010年前，票房增长同时受益于单银幕产出增长和银幕数量的增长，呈现“量价”齐升的态势，一方面由于存量渠道的观影人次增长，另一

方面则是新增渠道让更多的人走进影院。2011~2016年渠道高速增长带动票房继续上行，但是单银幕产出逐渐从163万元/块下降至105万元/块，单银幕盈利能力快速回落，说明新增渠道对新流量的“聚集效应”效应小于对旧流量的“分散效应”，即随着影院数量增加，存量影院分流显著。

图46: 票房驱动力因子拆解

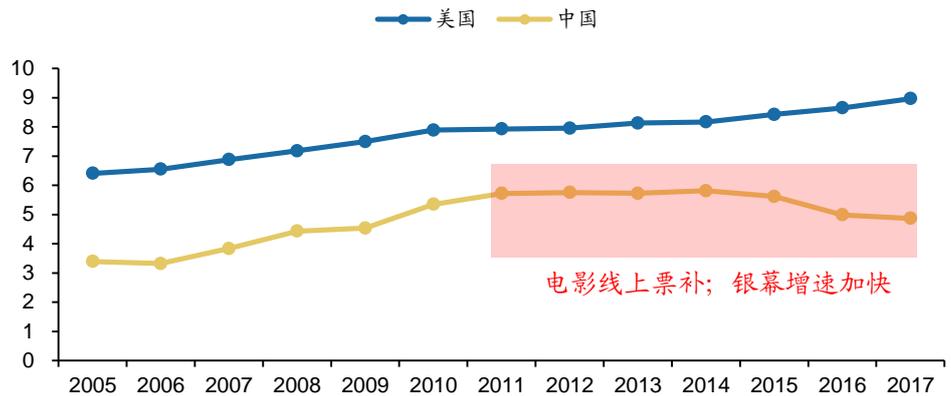


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

为了更准确地反映出单银幕产出的变化，我们将单银幕产出拆解为人均票价，单银幕场次，场均人次三个指标，分别体现影院的定价能力、产能利用率和获客能力。从增速贡献来看，2013~2017年，因为竞争加剧以及线上票补对票价的抑制，人均票价从35.75元下降至32.29元。但可以发现，2018年至今，得益于监管当局对线上票补的限制以及渠道扩张速度的放缓，影城定价能力得到边际改善，2018前三个季度的人均票价提升至33.10元，对票房增速贡献1.94%。单银幕场次方面，影院为了提高银幕的产能利用率，将银幕年放映次数由2012年的1311次提升至2017年的1789次。场均人次由2012年22.60人/场下降至2017年的17.21人/场，2018Q3继续下滑至16.98人/场，获客能力的持续恶化对票房增速有较大的负向影响。

**未来票房收入增长由什么指标驱动?** 人均票价上，2018年10月11日，国务院办公厅发布《关于印发完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)》，指出“推动“互联网+电影”业务创新，完善规范电影票网络销售及服务相关政策。我们相信，随着在线补贴逐步弱化，长期遏制票价增长因素将得以解除。北美市场的人均票价在过去20年每年增长3%~5%，未来票价增长或将是长期增长的重要动力。

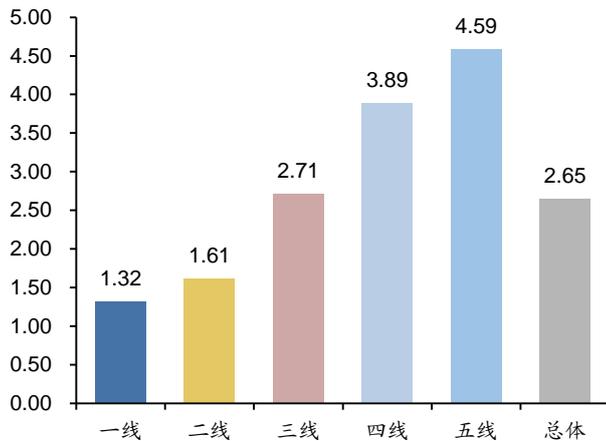
图47: 2005~2017年中美的人均票价走势 (单位: 美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

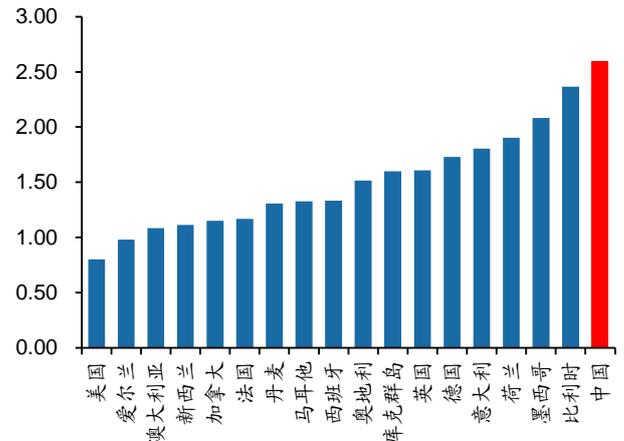
**银幕未来仍有少量扩张空间。**我们按照城市的常住人口/银幕数量测算银幕的密度情况, 截止2018年6月, 全国总体银幕密度为2.65万人/块, 从分城线来看, 一线城市为1.32万人/块, 二线城市为1.61万人/块, 三线城市为2.71万人/块, 四线城市为3.89万人/块, 五线城市为4.59万人/块。我们认为随着低线城市的人均收入水平的逐步提升, 文娱消费需求将逐步增加, 低线城市的银幕密度有望得到提升。

图48: 2017年国内分城线银幕密度情况 (万人/块)



数据来源: 中国电影放映协会, 广发证券发展研究中心

图49: 2017年全球市场银幕密度情况 (万人/块)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

### 3、院线行业竞争格局: 头部票房集中度持续提升, 非票收入成拓展重点

**2018Q3头部院线票房集中度仍有提升。**根据艺恩数据显示, 截止2018年9月30日, 我国前10名院线公司的平均票房为31.12亿元, 为11-20名平均票房8.93亿元的3.48倍, 21-30名院线平均票房3.32亿元的9.37倍, 相比2017年均有所提升。从CR票房集中度的指标来看, 2018Q3和2017年比, 前三大院线公司CR3从29.67%提升至31.13%, CR5从44.21%提升至45.70%, CR10从67.65%提升至68.53%。随着渠道扩张速度逐步趋缓, 总体单银幕产出下滑, 盈利难度加大的情况下, 院线运营能力和品牌优势将逐渐凸显。

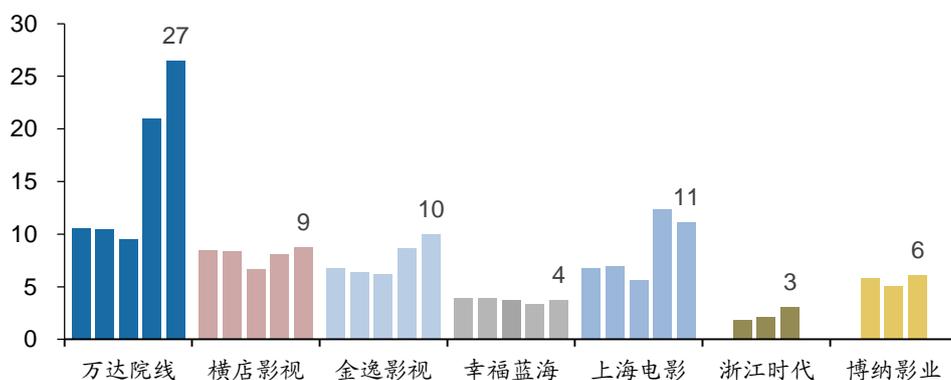
表6: 2014—2018Q3全国Top10院线票房(不含服务费), 单位: 亿元

院线名称	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018Q3
北京万达院线	42.09	59.66	61.03	68.37	40.43	61.05
广东大地院线	23.5	35.29	36.69	44.88	29.66	45.17
上海联和院线	22.2	31.39	36.07	42.13	22.92	35.43
深圳中影南方新干线	19.82	29.77	32.31	38.24	21.88	33.47
中影数字院线	11.05	21	29.17	37.94	21.97	32.82
中影星美院线	24.47	38.15	34.42	37.34	20.67	30.02
广州金逸珠江院线	20.83	28.84	27.65	28.18	14.51	22.17
浙江横店院线	10.6	19.77	20.71	22.72	13.34	20.04
华夏联合电影院线	6.78	11.91	14.42	17.67	10.4	15.76
江苏幸福蓝海院线	7.77	13.23	14.14	16.88	9.84	15.26
CR10 (前十家票房占比)	64.26%	65.86%	67.35%	67.65%	68.61%	68.53%
CR5 (前五家票房占比)	45.22%	44.27%	44.04%	44.21%	45.67%	45.70%
CR3 (前三家票房占比)	30.60%	30.33%	29.39%	29.67%	31.04%	31.13%

数据来源: 艺恩App, 广发证券发展研究中心

根据艺恩数据, 2017年我国电影观影人次为16.2亿, 同比增长18.08%, 已成为巨大线下流量资源。目前, 国内影院非票房业务流量变现模式可分为2B和2C两类, B端主要是向广告主收取广告费, 具体可分为阵地广告和映前广告。C端消费主要是针对观影人群在等候观影的空闲时间内进行消费活动和场景社交活动, 针对观影人群的消费也经历了三代: 食品饮料、衍生卖品、社交场景娱乐消费等。

图50: 国内院线/影投人均非票业务收入 (从左至右为2013~2017年, 单位: 元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

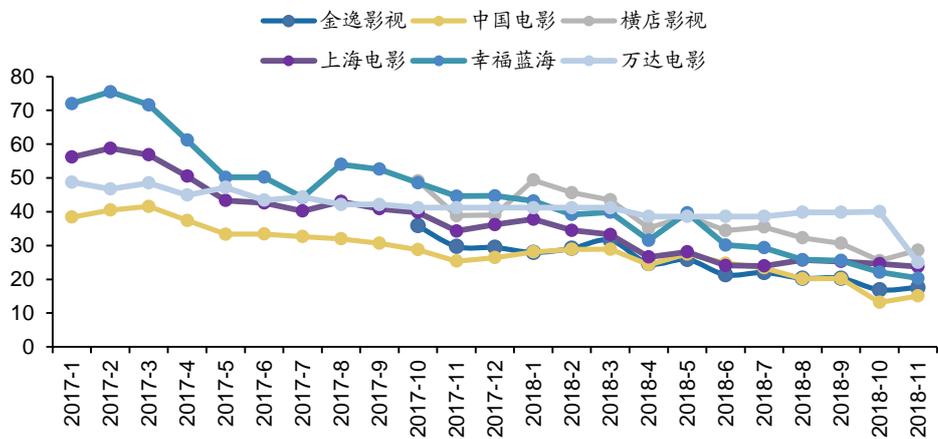
从国内院线/影投的人均非票收入来看, 2017年排名前四的公司分别为万达院线、上海电影、金逸影视、横店影视, 其人均非票收入分别为27元、11元、10元、9元。由此可以看出, 院线行业的头部公司中, 万达院线大幅高于行业平均水平, 与国外龙头院线公司的人均非票收入较接近。目前, 各家院线多元创新, 积极探索中国特色的非票业务。从传统卖品纯净水、爆米花、可乐等升级为多元品类的随机卖品如薯片, 饼干, 泡芙等, 再到引入热销品牌, 金逸影视引入了御茶、酷乐冰, 万达影视引入COSTA等, 并在衍生品业务上发展迅速, 从普通纪念玩具, 文具和生活用品, 升级为电影人物手办, 道具, 服饰等。横店推出高端品牌“纷腾”影院东南亚餐厅, 从

大众化服务升级为以休闲、商务会议为核心的贵宾服务，包括提供中餐、西餐等正餐服务。总体来看，国内院线卖品服务在推陈出新，不断升级，提升单客盈利能力。

#### 4、行业估值变动和个股情况

院线公司主要集中在2015~2017年完成上市，2015年万达电影率先登录中小板，随后中国电影、上海电影、幸福蓝海也在2016年完成上市，2017年最后两家上市院线公司为横店影视和金逸影视。从估值水平来看，截至2018年11月30日，院线行业总体估值水平为26.57x，主要上市公司的PE-TTM的估值如下：金逸影视17.85x，中国电影15.07x，横店影视28.65x，上海电影23.62x，幸福蓝海20.33x，万达电影24.98x。总体来看，院线行业估值为22.86x略高于传媒行业总体水平21.71x。按照2018年Wind一致预期净利润计算得到，横店影视25.50x，万达电影22x，金逸影视17.15x，上海电影21.23x，幸福蓝海17.88x，中国电影18.54x。

图51：院线行业主要上市公司的估值（PE-TTM）变动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

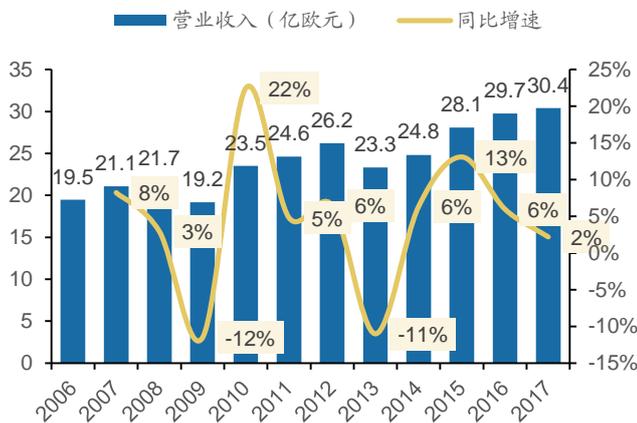
**后渠道扩张时代选股把握的核心特征：**1) 高自营。根据影院和院线的关系模式，资产联结型形成供片和资本双重绑定，关系紧密，便于高效管理。资产联结型影院可以获得更高的票房收入分成。此外，只有资产联结型影院才有非票业务的经营权。2) 深下沉。三线及以下的票房增速已经连续5年超过一二线城市。从单银幕产出来看，四五线单银幕产出仍保持上升趋势。所以三四线下沉比例高院线具有提前卡位优势，有望分享到渠道扩张时代最后的流量红利。3) 稳扩张。大多数影院投资决策都是顺周期的，电影市场景气度高时加快投资，电影市场低迷时减少投资。而从决策到影院建成时，市场环境已改变，项目收益可能出现较大波动。相比于大起打落的扩张计划，稳定扩张可以在渠道扩张时代保持市占率，同时减小公司财务波动，留存资金预防突发性负向冲击和随时出现的并购机会。4) 善创新。非票业务的开展需要很强的创新精神，尤其是目前国内整体非票收入占比较低，连锁食品和饮品对传统卖品业务持续冲击的情况下，更应当积极需求突破口，开创符合中国观影人群喜好的非票业务是关键。**横店影视和万达电影特征吻合度较高，建议关注。**

## 五、营销：宏观经济下行，行业景气度或承压

### 1、宏观经济下行，营销板块 2019 年景气度承压

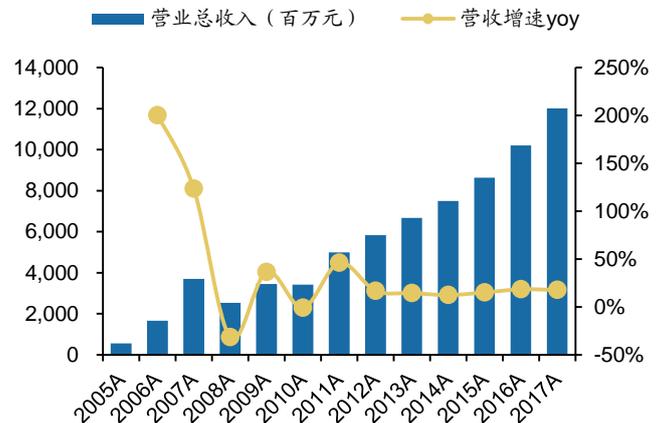
广告投放受宏观经济影响，经济下行，广告主收紧投放预算。我们通过梳理海外户外广告巨头德高集团以及国内楼宇广告龙头分众传媒的表现看宏观经济对于行业景气度以及对于龙头的影响。从海外户外广告龙头德高集团2006年至2017年的营收数据来看，公司营收总体呈现增长趋势，但在2009年和2013年出现了负增长，与发达经济体欧元区的GDP增速下滑的时间节点相符。当业务地区经济环境向好时，公司营收增速上扬；当业务地区经济环境恶化时，公司户外广告营收增速下滑。从楼宇广告龙头分众传媒的营收数据可以看出，2008年金融危机GDP增速明显下滑时，分众营收下滑明显（2018年叠加315垃圾广告风波、512汶川地震以及三聚氰胺事件带来的乳业广告投放骤减的影响），GDP增速企稳之后，营收恢复稳定增长。

图52：户外广告龙头德高集团营收情况



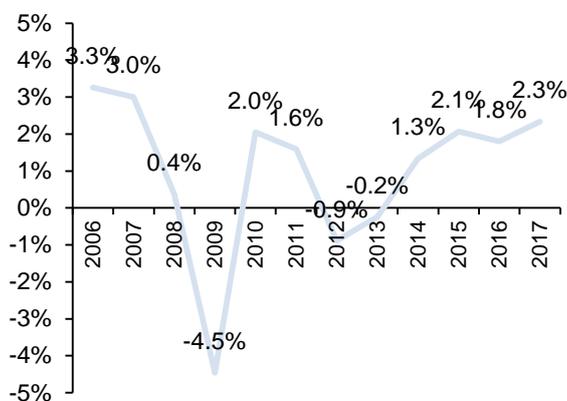
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图53：楼宇广告龙头分众传媒营收情况



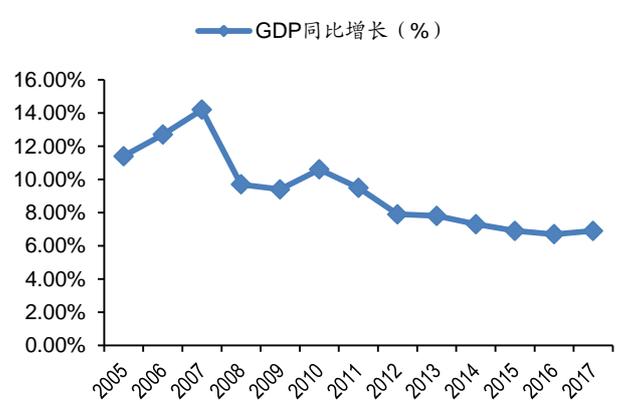
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图54：发达经济体欧元区GDP增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图55：中国GDP增速

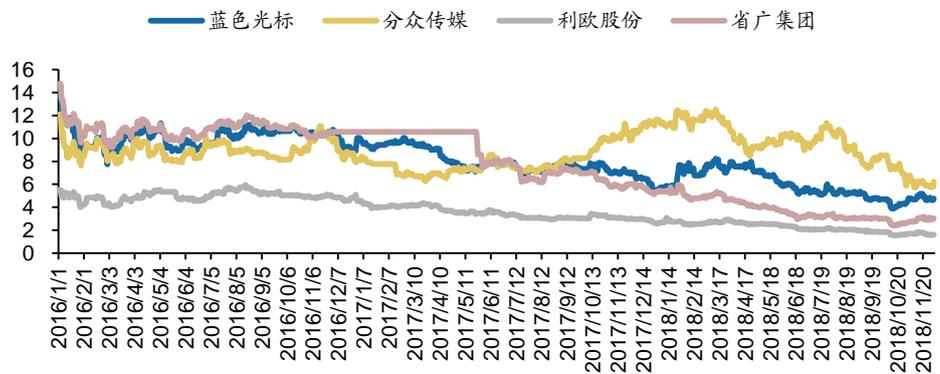


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 2、行情复盘：经济不景气影响市场预期，板块盈利能力下滑

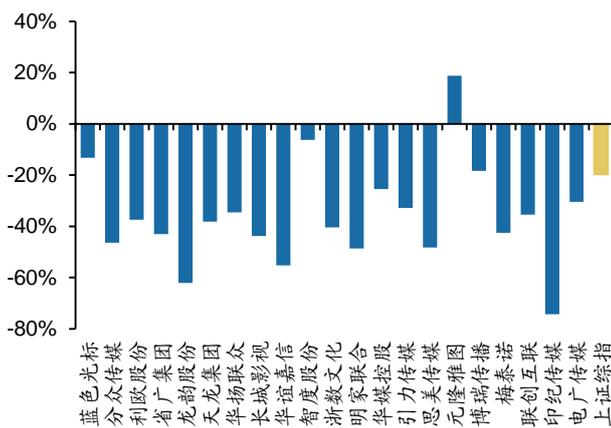
我们选取蓝色光标、分众传媒、利欧股份以及省广集团复盘营销板块市场表现，2016年以来，除分众传媒2017年走出一波独立行情外，蓝色光标、利欧股份以及省广集团持续下滑明显。而2018年以来营销板块整体进入下行通道，蓝色光标、分众传媒、利欧股份以及省广集团相比年初跌幅分别为13.3%、46.3%、37.4%、19.7%（上证综指同期下跌20%），相比2018/7/1跌幅分别为16.0%、34.8%、22.9%、5.9%（上证综指同期下跌6.8%）。分众传媒2017年虽然承受解禁压力，但业绩高速增长，行业绝对龙头地位受市场认可，EPS及PE双重驱动股价上涨；但2018年以来，受宏观经济不景气以及新潮传媒等竞争者加速追赶的影响，分众传媒被动加速布局，营收端以及成本端都有一定压力，2018年下半年跌幅明显。

图56：A股典型营销板块公司股价表现（元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

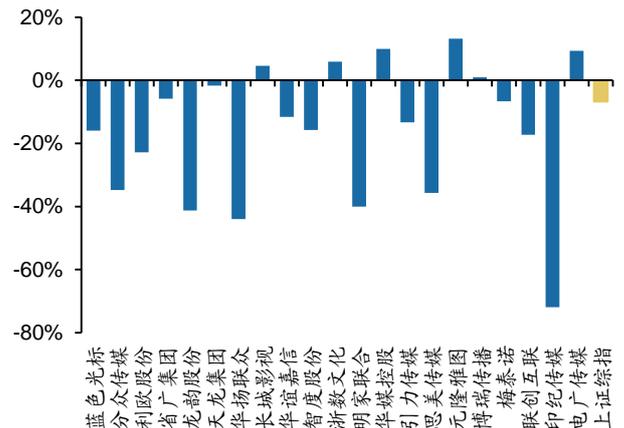
图57：A股营销板块年初至今涨跌幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（注：截至2018年12月3日）

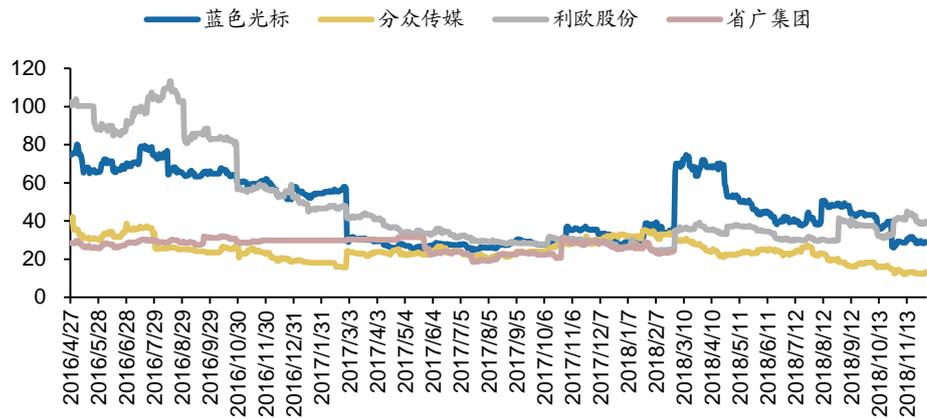
图58：A股营销板块2018/7/1至今涨跌幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（注：截至2018年12月3日）

图59: A股典型营销板块公司估值情况PE(TTM)

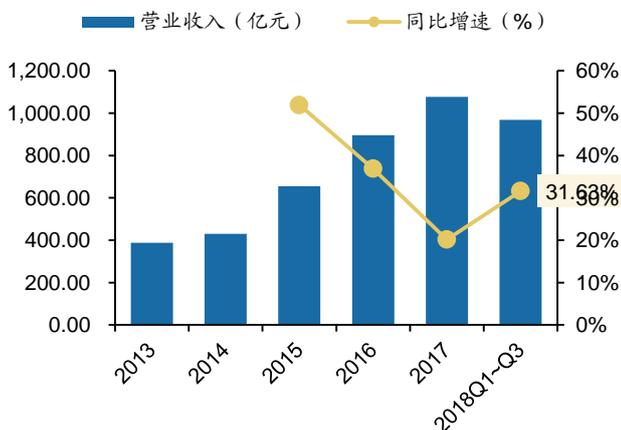


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3、业绩表现: 盈利能力下滑, 2019 年预计不会有明显改善

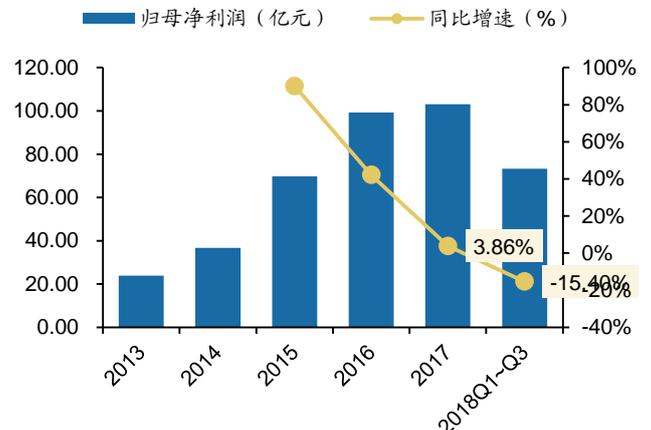
从盈利能力来看, 2015年是板块盈利能力高点, 主要是因为分众传媒毛利水平及净利率水平均高于行业水平, 对板块盈利能力增厚明显。而2015年之后板块整体盈利能力下滑, 2016年当年21家营销公司中14家公司出现毛利率下降, 其中智度股份2016年毛利率下降13pct, 主要系当年公司通过收购从传统制造业公司转型为一家聚合及经营移动互联网流量的公司, 而收购业务毛利水平低于传统业务, 毛利率整体下滑明显。

图60: A股营销板块营收情况



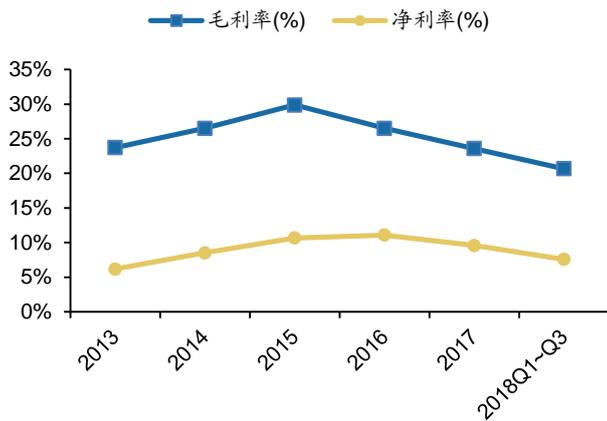
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图61: A股营销板块净利润



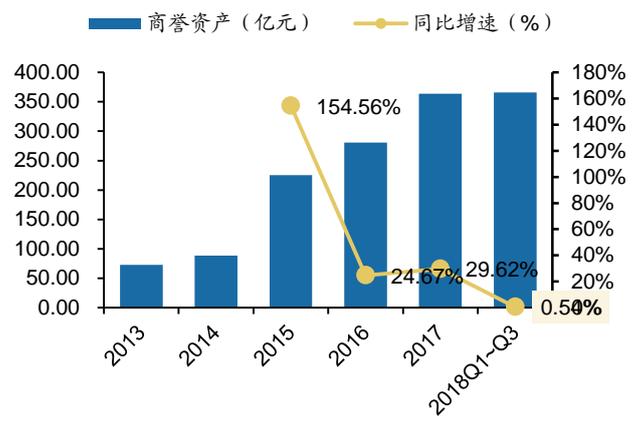
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图62: A股营销公司盈利能力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

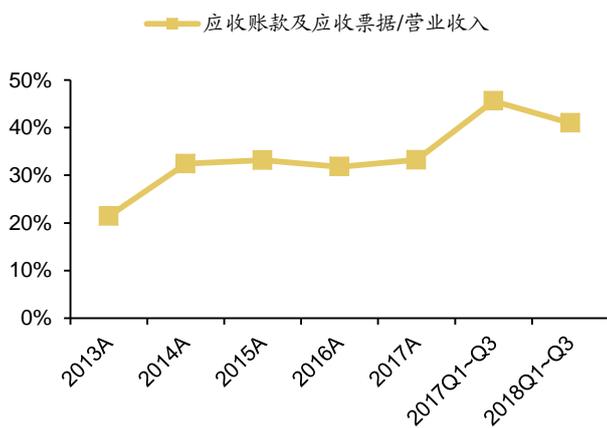
图63: A股营销板块商誉资产



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

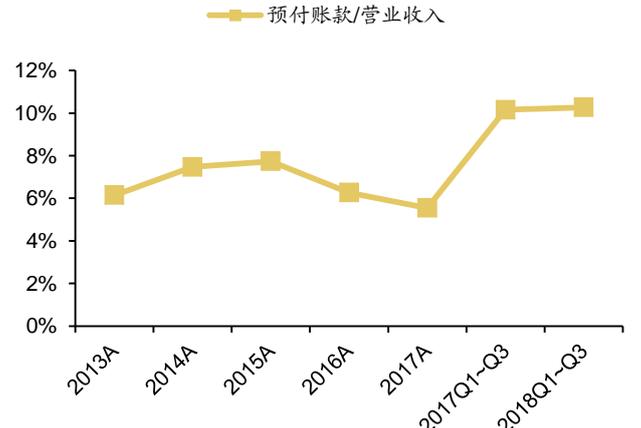
宏观经济不景气叠加竞争加剧,楼宇广告龙头应收账款及应收票据/营业收入以及预付账款/营业收入比例均有抬升。从营销行业整体来看,应收账款及应收票据/营业收入近几年较稳定,预付账款/营业收入比例逐年呈现下降。但从楼宇广告龙头分众传媒来看,今年以来两组数据均有一定程度的提升。2018年以来,受宏观经济形势影响,分众传媒核心客户回款周期普遍放慢。2018财年各季度末应收账款及应收票据/营业收入比例相比去年同期均有抬升。预付账款方面,媒体资源租金大部分为一季度或半年预付,2018年公司加快速度布局,导致预付租金及现有的媒体设备采购所需的预付款快速增长。

图64: A股营销公司应收账款及应付票据/营业收入



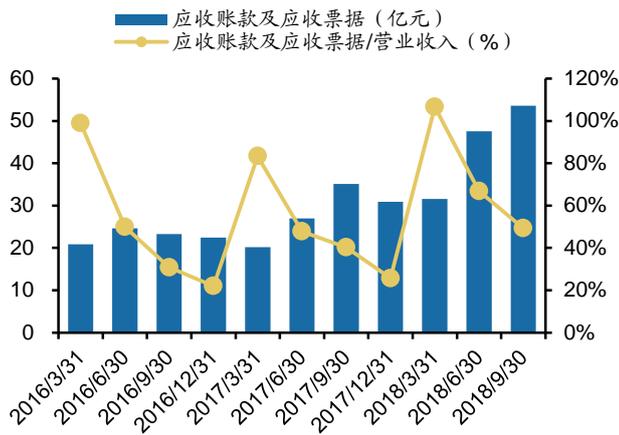
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图65: A股营销公司预付账款/营业收入



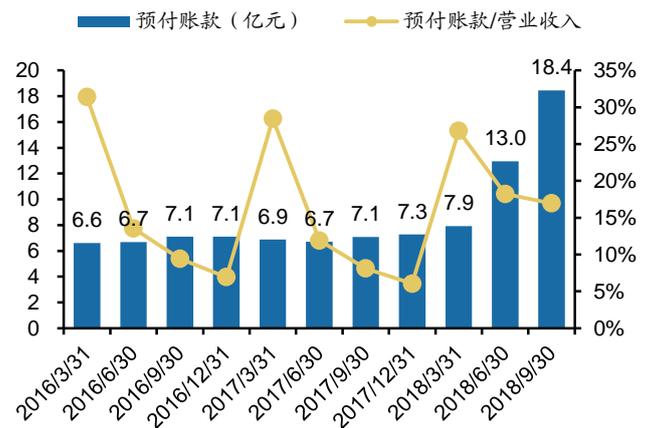
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图66: 分众传媒应收账款及应付票据/营业收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图67: 分众传媒预付账款/营业收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分众传媒作为营销板块龙头标的，我们认为其发展是行业的重要缩影。总结来看，分众传媒从创立至今，经历了几个重要时点：首创楼宇广告、通过兼并收购实现一家独大→纳斯达克上市、2008年经济危机叠加其他因素致使营收增速大幅下滑→遭遇浑水做空、分众保持营收高速增长侧面回击质疑→私有化回归A股、解禁压力下营收增长+绝对龙头地位稳固推动股价上涨→现阶段股价承压。我们认为目前影响分众传媒发展的最重要的两个因子为宏观经济以及行业竞争。从宏观经济来看，通过复盘海外龙头以及分众自身的发展我们看到宏观经济下行将直接影响营销板块的景气度，对广告营销公司营收端造成较大影响，2019年经济下行预期使目前市场对于明年广告投放增速较为担忧。从行业竞争来看，年初新潮传媒宣战以及近期新潮获百度投资，行业竞争者加速追赶。在竞争压力之下，分众将原本的扩张计划提速，点位的推进布局确保营收端受影响较小；从成本端来看，点位加速布局使成本端短期承压，新潮等竞争者的扰动将一定幅度提高租金成本。但从长期来看，现阶段的点位布局一定时间内可以为分众带来点位垄断，维持高市占率带来的高护城河，分众传媒行业绝对龙头地位稳固。

## 六、教育：板块跟随政策调整，政策面有望明朗化

### 1、政策引导产业发展，政策持续完善带来产业阵痛

我们梳理了目前已经登陆资本市场的教育标的，从2001年至今已有超过50家中概教育企业通过独立IPO以及并购或借壳的方式登陆A股及港美股。2015年开始，教育企业开始加速资产证券化，但因为政策限制，A股以并购为主，港美股以独立IPO为主。具体表现为学校集团以及培训类企业分别加速登陆港股及美股，港股学校类资产集群明显，而A股上市公司于2014年开始跨界转型，立思辰、威创股份、秀强股份等公司在2015年至2017年期间加速并购，但随着市场对于并购逻辑的认可度下降，A股公司并购教育标的日渐理性，2018年以来并购标的大多是细分赛道的龙头，A股教育纯正化开启。我们认为各个市场教育标的资产证券化方式以及开启的时点及密度不同主要是由产业相关政策催生的。

表7: A股及港美股教育机构资本证券化梳理

时间	A股	港股	美股
2001年		中国网络信息科技	
2004年		创联教育金融	
2006年			新东方集团
2008年			ATA 正保远程教育
2010年			好未来
2014年	昂立教育 立思辰	枫叶教育	达内科技
2015年	威创股份 紫光学大 秀强股份		海亮教育
2016年	勤上股份 东方时尚 佳发教育 文化长城	成实外教育	无忧英语
2017年	凯文教育 科斯伍德 开元股份 三垒股份 百洋股份	睿见教育 新高教集团 宇华教育 中教控股 民生教育	博实乐 瑞思学科英语 红黄蓝 四季教育
2018年	亚夏汽车(中公教育) 神州数码(失败)	新华教育 <u>华图教育</u> 希望教育 <u>中国科培教育</u> 博骏教育 <u>银杏教育</u> 中国春来 <u>卓越教育</u> 21世纪教育 <u>沪江教育</u> 天立教育 <u>新东方在线</u> 华立大学 <u>嘉宏教育</u>	尚德机构 精锐教育 朴新教育

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心(注: 下划线公司为正在排队企业, 其中沪江教育以及新东方在线已通过聆讯)

2018年以来教育板块经历港股板块效应渐显、全球学校资产类标的普涨到政策触发板块巨震, 今年以来主要有两个下挫时点, 第一个是2018年8月10日《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》(简称“送审稿”)发布之后, 另一个是2018年11月15日《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》(简称“学前意见”)发布之后。我们认为, 我国民办教育发展历史短, 相比海外而言政策面仍处不断推进完善的阶段, 监管发布虽短期会引起产业及板块调整, 但长期来看有利于行业规范。新《民促法》及实施条例以及各省相关配套政策发布之后, 营利性非营利性登记工作将会实质性展开, 教育板块资产证券化将有望加速展开。

根据目前已经发布的政策, 从行业细分领域来看, 我们认为培训类教育机构目前资产证券化不受限制, 包括早教机构、K12课外培训、素质类培训以及职业培训, 虽然近期关于培训机构的整顿政策频出, 但我们认为行业整顿力度加强有利于行业“落后产能”出清, 利于市场份额向行业龙头靠拢, 整顿政策不会影响资产证券化; 学历类民办学校目前所受监管力度较大, 民办幼儿园未来上市以及并购都将受限, K9阶段“送审稿”之后政策面未有变化, 但仍存不确定性。总结来看, 培训类机构以及高中高教类学校类资产目前资产证券化不受影响, 需求增长而供给端调整的情况下有利

于行业龙头的发展。

图68：民办教育资产证券化相关政策梳理



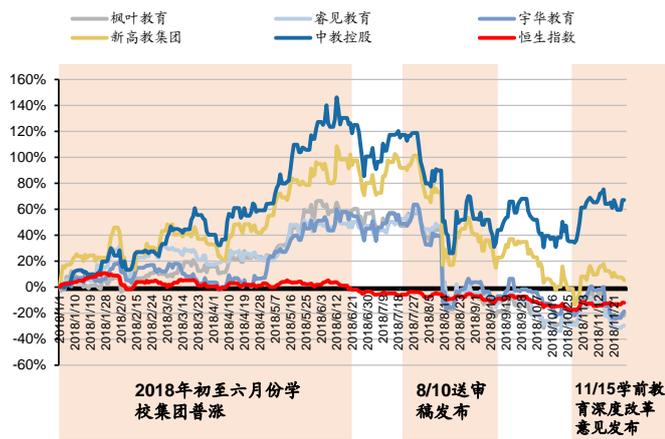
数据来源：国务院，教育部，各省教育局，广发证券发展研究中心

## 2、行情复盘：板块跟随政策调整，并购大幅增厚业绩

教育机构资产证券化历史较短，密集的登陆资本市场主要在两个时期，一是2015-2017年期间A股的并购潮，二是2017年以来的港股上市潮。港股市场来看，枫叶教育作为最早登陆港股的学校集团标的，经历了2016年11月新《民促法》过审到2017年9月新《民促法》落地再到2018年8月实施条例送审稿发布再到近期学前意见发布较长的民办教育政策完善周期，其他学校集团标的均是在2017年之后登陆。整体市场表现可以划分为三个时段，第一个阶段上半年板块效应渐显，港股学校业绩释放，叠加市场刚需提振以及港股通南下资金买入效应，港股学校类标的普涨；第二个阶段送审稿发布时期，市场对于学校集团架构以及外延并购逻辑的担忧，下挫明显；第三个阶段为送审稿发布后时期，市场对于高教标的担忧渐消除，但对实施条例最终版对于K9资产证券化的限制仍有较大担忧，学前意见发布后引发市场将VIE架构的担忧延伸至K9阶段，纯高教标的之外的港股教育标的小幅下挫。

而美股市场以K12课外辅导及线上培训机构为主，年初至今国内教培机构整顿工作持续推进，对中概教育股市场表现有一定的影响，新东方2018Q4以及好未来2019Q1业绩发布之后，好未来下调业绩预期引发市场对于监管影响力的担忧，叠加浑水做空好未来的影响，双巨头调整明显。我们认为，目前K12课外培训相关的监管主要集中在资质方面，包括机构本身的证照齐全以及文化课教师教师资格证的持有情况，大机构本身办学较为规范，抵御政策不确定性风险的能力相对较强，本轮整顿过程受影响相对较小，截至2018年年底不规范小机构整顿带来市场份额的集中，中长期来看将利好双巨头的发展。2019年预计双巨头的学生增量不仅来自于参培率的提升还有小机构市场份额的转移。双巨头前期扩张较快，未来会适当调整战略提高现有学习中心的利用率以及发力线上，短期扩张步伐放缓有利于管理效率的优化。

图69: 港股学校涨跌幅



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图70: 枫叶教育股价表现(港元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

A股市场, 我们认为到目前为止还未形成完整的教育板块, 但2019年会是教育板块发展的起步年。一是因为实施条例送审稿发布之后各省可执行的配套政策将会陆续出台, 四川省作为送审稿发布之后第一个发布实施意见的省份, 首次对市场最为关心的税收问题做了明确, 营利性及非营利性登记工作有望实质性开展, 为教育公司登陆A股扫清障碍; 二是转型上市公司陆续公告剥离传统业务, 2019年教育公司纯正性提高, 并且随着公考龙头中公教育借壳亚夏汽车过会, A股教育股关注度提升。从市场表现来看, 今年以来A股教育股受情绪面影响表现较疲软。截至2018年11月27日, 仅佳发教育、三垒股份以及百洋股份跑赢上证综指, 其中佳发教育相对年初涨幅73.6%。我们认为在市场情绪面受政策影响较大的情况下, 佳发教育作为学校的服务供应商, 不受学历学校资产证券化相关限制的影响, 2018年是各省进入新高考改革的爆发年, 学校对于教育信息化设备及系统需求增长。新高考改革持续推进的过程中, 佳发教育有望持续受益。

图71: 美股新东方好未来股价(美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图72: A股教育公司涨跌幅



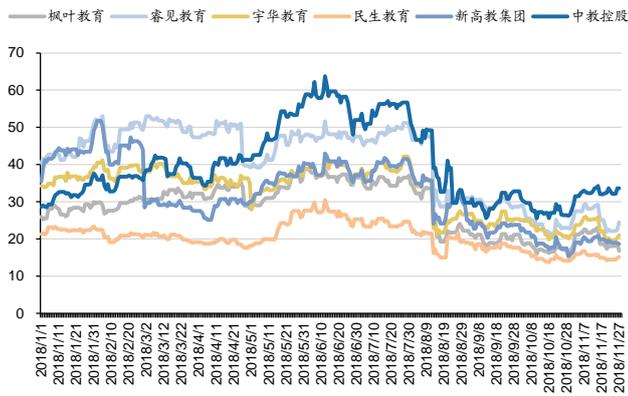
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

估值情况: 政策预期差, 年中开始“杀估值”

各个市场因为教育股所处细分领域不同、质地有所差异，估值水平也不尽相同。总体而言美股及A股教育股整体估值水平相对较高，港股相对较低。我们认为，未来三个市场同一细分领域的中概教育股估值将会趋同。

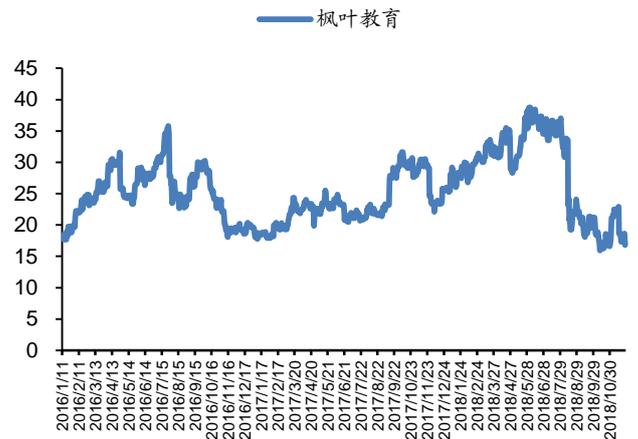
分市场看估值，送审稿发布后港股教育股估值下挫明显，具有一定的安全边际，但港股学校集团类资产密集，实施条例最终版未落地之前仍有一定的不确定性。A股教育股大多是转型股，主营业务包括原主业以及教育业务，享受较高的估值溢价，随着教育业务贡献提高，教育股纯正性增强，市场估值逐渐回到合理区间。而美股双巨头受业绩预期调整影响，估值下挫明显。

图73: 港股教育股PE(TTM)



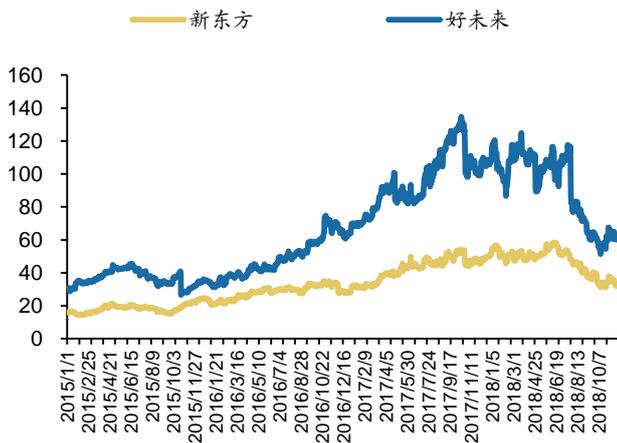
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图74: 枫叶教育PE(TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图75: 新东方及好未来PE(TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图76: A股教育股PE(TTM)

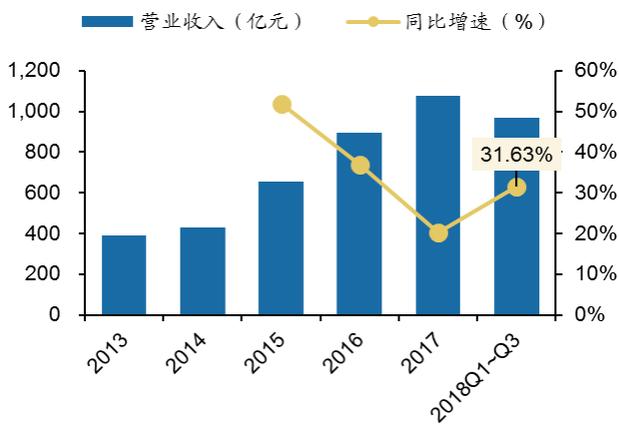


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**业绩:** 尽管政策层面的因素为教育资产证券化带来较大不确定性，但经营层面港股学校集团以及美股培训类机构目前受影响较小，业务持续推进。港股方面，K12学历学校内生强劲，高教并购校并表驱动营收净利增长；美股双巨头推进布局，虽然新东方与好未来均放缓业绩指引，但仍能保持20%以上的内生增速。而A股教育股大多是转型股，目前多数公司仍处于传统业务及教育业务双主业并行的状态。教育业务并表是营收增长的主要驱动力，但传统业务相对来说增长略显乏力。教育业务相

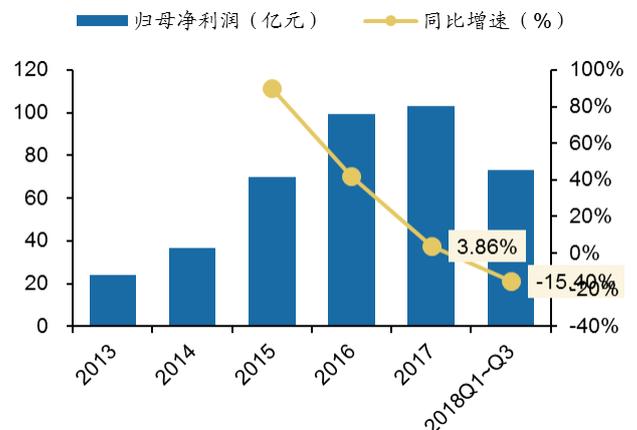
对传统业务盈利能力更强，随着教育业务占比扩大，A股教育概念股的毛利率有一定提升，2018年前三季度教育股的平均毛利率为38.3%，相比2017年35.98%的水平提高2.32pct。而净利率呈现略微下滑，我们认为一是因为教育业务相对传统业务需要更多的营销投入，在费用端会有一些的上升；并且并购转型期当中，管理运营的整合也会带来一定的管理费用率的提升，随着教育业务与上市公司传统业务逐渐磨合，或上市公司对传统业务的剥离，盈利能力还有一定的提升空间。除此之外，并购也为上市公司账上增加了大量的商誉资产，截至2018财年三季度末，A股教育公司账上商誉资产达173.27亿元。随着并购潮退却，商誉资产增速有所放缓，2018年三季度末商誉同比增速为10.95%，相比2016及2017财年商誉资产同比增速大幅下降。但目前大部分并购标的仍处于业绩承诺期，A股教育股仍有商誉减值风险。

图77: A股教育公司营收情况



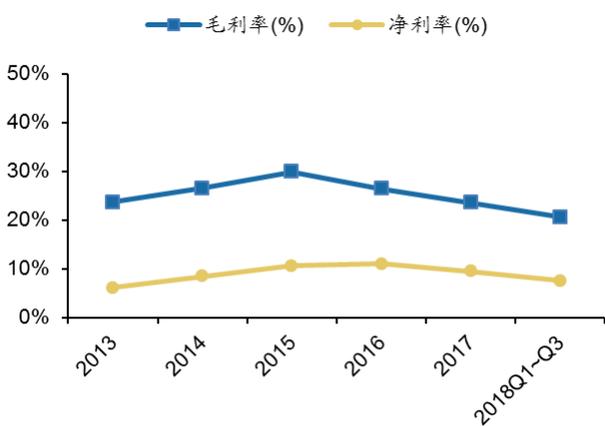
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图78: A股教育公司净利情况



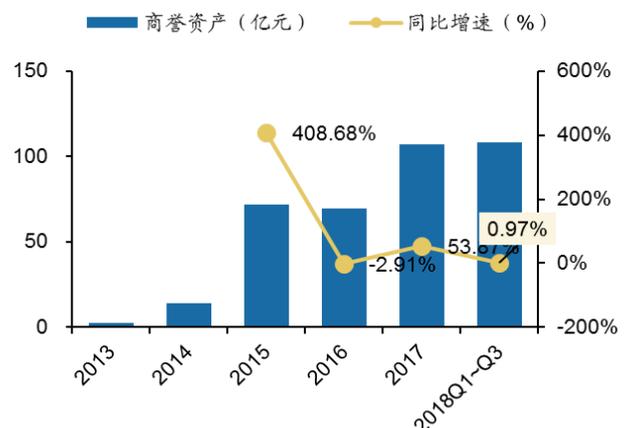
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图79: A股教育公司盈利能力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图80: A股教育公司商誉资产



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3、2019 展望：政策有望明朗化，板块效应在增强

目前阶段对于教育板块来说影响最大的因素仍是政策因子，2018年教育板块各个细

分领域监管政策密集发布，市场对于产业未来发展环境的担忧较多。我们预计2019年政策面的不确定性将有望被消除，教育板块发展有望明朗化。A股随着中公教育借壳亚夏汽车、三垒股份收购美吉姆落地，板块纯正性增强，关注度在持续提升。

分细分领域来看：

1) K12课外辅导行业：K12课外辅导机构从严管理的基调不会改变，经过2018年的行业整顿，行业环境得以肃清，2019年行业龙头将持续从线下利用率提升以及加码线上的方式获得增长；同时新高考改革将带来行业参培率持续提升。建议关注K12课外辅导龙头新东方、好未来以及大语文培训领先品牌立思辰。

2) 学历教育：学历教育行业主要包括K9阶段以及高中及高教阶段，K9阶段我们认为目前政策不确定性较大，有待民促法实施条例的落地；高中及高教阶段目前资产证券化以及上市公司外延并购暂不受影响，未来3~5年外延并购步伐有望提速。建议关注K9国际学校领先品牌枫叶教育，以及高教标的中教控股及希望教育。

3) 早幼教行业：早幼教行业主要包括早教中心以及幼儿园。根据《意见》，民办幼儿园未来资产证券化之路全线受限，并且现存的幼儿园资产涨价逻辑也受到一定的限制。但早教中心不属于幼儿园，不受此次政策影响，此次意见中对于高端幼儿园的限制或会促使家长将高端早幼教的需求转移至早教中心。

4) 在线教育：随着2018年新东方在线以及沪江教育通过港股聆讯，我们认为在线教育行业发展已经到了新阶段，资产证券化开启；但随着行业规模持续扩大，政策监管力度也在持续加大，我们认为未来线上监管将与线下监管趋同，在线教育行业将逐渐规范化。

5) 职业教育：职业教育行业近期鼓励政策频出，在国家日渐重视技能型人才的背景下，职业教育将迎政策春风。相比与其他细分领域，A股市场职业教育标的有一定的集群效应，并且随着中公教育借壳亚夏汽车，A股职业教育板块效应增强。

6) 教育信息化：相比于其他细分领域，教育信息化产业受目前的政策影响最小，新高考改革带来教学系统需求，建议关注佳发教育。

## 七、图书：民营出版进入新阶段，版权日益规范

### 1、教育出版复盘：估值见底，在校学生回暖，纸价上行驱动涨价

#### 1) A股图书出版行业主要由教育和民营出版构成

A股图书板块主要分为国家级出版机构、省市级教育出版发行集团、以及民营出版公司。图书出版行业在过去经历了2轮上市周期。1) 第一轮是在2010年前后，包括中南传媒、凤凰传媒等地方龙头出版企业整体上市；以及中文传媒、长江传媒等多家公司的借壳上市。2) 第二轮则是在2016年开始，地方出版龙头，民营出版公司以及国家级出版集团纷纷上市。包括新经典、中国出版、中国科传、南方传媒、新华文轩等公司均实现上市。

表 8：A股图书板块构成情况

分类	证券简称	实际控制人名称	第一大股东	第一大股东持股比例	上市/借壳上市年份
国家级	中国出版	中华人民共和国国务院	中国出版集团公司	76.05	2017
	中国科传	中国科学院控股有限公司	中国科技出版传媒集团有限公司	73.66	2017
省级	中文传媒	江西省人民政府	江西省出版集团公司	54.83	2010年（借壳）
	新华文轩	四川省人民政府国有资产监督管理委员会	四川新华发行集团有限公司	49.11	2016
	新华传媒	上海市人民政府国有资产监督管理委员会	上海新华发行集团有限公司	28	2006年（借壳）
	凤凰传媒	江苏省人民政府	江苏凤凰出版传媒集团	46.08	2011
	皖新传媒	安徽省人民政府	安徽新华发行(集团)控股有限公司	54.95	2010
	中南传媒	湖南省人民政府	湖南出版投资控股集团有限公司	61.46	2010
	南方传媒	广东省人民政府	广东省出版集团有限公司	69.96	2016
	山东出版	山东出版集团有限公司	山东出版集团有限公司	76.81	2017
	长江传媒	湖北省国有文化资产监督管理局与产业发展领导小组办公室	湖北长江出版传媒集团有限公司	56.46	2011年（借壳）
	出版传媒	辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会	辽宁出版集团有限公司	67.52	2007
	时代出版	安徽省人民政府	安徽出版集团有限责任公司	58.45	2008年（借壳）
	读者传媒	甘肃省人民政府	读者出版集团有限公司	57.8	2015
	中原传媒	河南省人民政府	中原出版传媒投资控股集团	77.13	2011年（借壳）
	市级	城市传媒	青岛市财政局	青岛出版集团有限公司	53.3
民营	新经典	陈李平,陈明俊	陈明俊	53.16	2017
	世纪天鸿	任志鸿	北京志鸿教育投资有限公司	46.71	2017

数据来源：Wind，招股说明书，广发证券发展研究中心

2016年民营及国家级出版公司上市前，平面媒体中主要是地方教育类出版发行集团和部分报业集团。整体来看，平面媒体板块的涨跌幅与整体传媒指数涨跌幅趋于一致，2013年之前板块整体较为平淡。2013年内板块上涨较多，板块指数整体上涨53%。2012年开始，伴随着移动互联网的兴起，各家出版与报业集团也开始相关布局。与影视上市公司类似，一部分公司开始对市场热点的游戏、影视相关资产进行布局；另一方面，一部分公司依靠自身的出版发行优势，在数字教育、数字出版相关领域开展业务扩张。市场对平面媒体板块的关注，也主要集中在新业务布局、跨行业整合上。

图81：2010-2018年平面媒体与传媒申万行业指数变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 9：2011-2014 年各平面媒体公司新业务布局概览

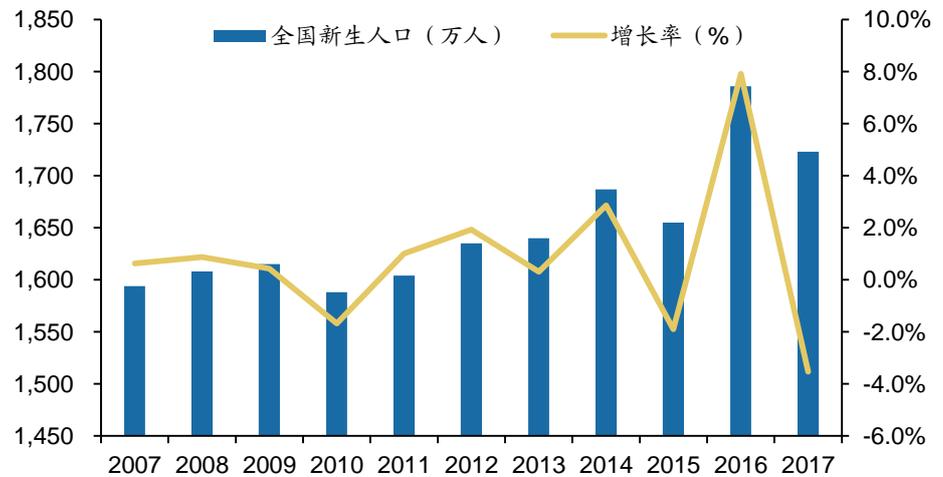
公司名称	布局领域	相关情况
中南传媒	数字教育	与华为共同增资天闻数媒，开发电子书包；云课堂拓展
	一般图书	收购民营出版公司博集天卷
凤凰传媒	移动互联网	并购游戏公司，设立手游并购基金；入股天翼阅读
	数字出版、数字教育	凤凰学科网；职教虚拟软件；
	影视	投拍影视剧，收购凤凰传奇影业
	文化 Mall	南京、苏州等地文化 mall
时代出版	移动互联网	TimeFace 社交+内容聚合平台
	影视	推动图书与影视的互动，参与投资电影（《甲午大海战》）、电视剧《老爸驾到》《江山风云几多情》等
	数字出版、数字教育	推出“时代 E 博”数字出版平台；云课堂、电子书包、智慧校园等数字教育项目
博瑞传播	移动互联网	收购手游公司

数据来源：上市公司 2011-2014 年年报，广发证券发展研究中心

传统的报业受到互联网和移动互联网的巨大冲击，经营压力明显。而以教材教辅的出版和发行为核心的教育类出版公司，经营上呈现出稳健增长的态势。基本上教育类的出版公司有三大逻辑：第一是人口和在校生数量回暖；第二是纸价上涨驱动新一轮书本提价；股票上业绩稳定增长，而估值触底。

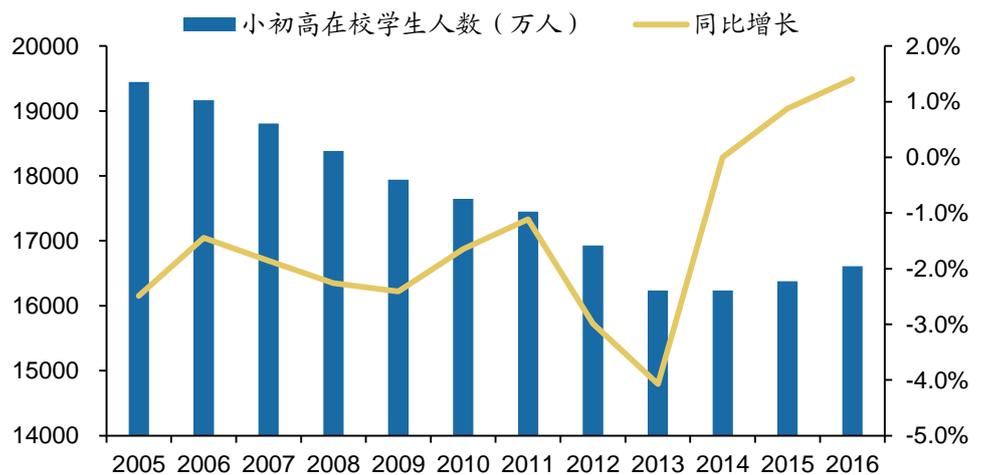
**a) 人口与在校生回暖：**2013年开始，全国小初高在校学生数量下跌至低点，在校生同比增速由负转正。2013年末，政策上首次放开二胎，实行“单独二胎”政策；2015年全年放开二胎。2016年全国新生儿人口同比增长达到7.9%，是过去10年中首次同比增长超过3%。

图82：2007-2017年全国新生儿人口与同比增长率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图83：2005-2016年小初高在校学生人数与同比增长率（%）

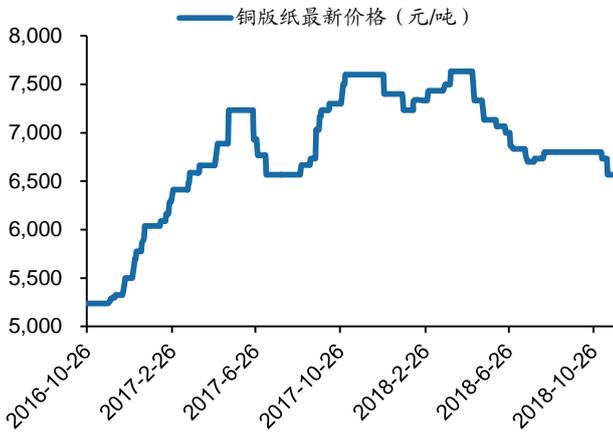


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**b) 纸价上涨驱动新一轮提价：**2017年1季度开始，原本稳定在5000元/吨的纸张价格，逐渐开始上涨。图书产品主要的用纸种类为双胶纸和铜版纸。根据卓创资讯，双胶纸由2017年年初的5683元/吨上涨至年末的7217元/吨，价格涨幅达到27%。铜

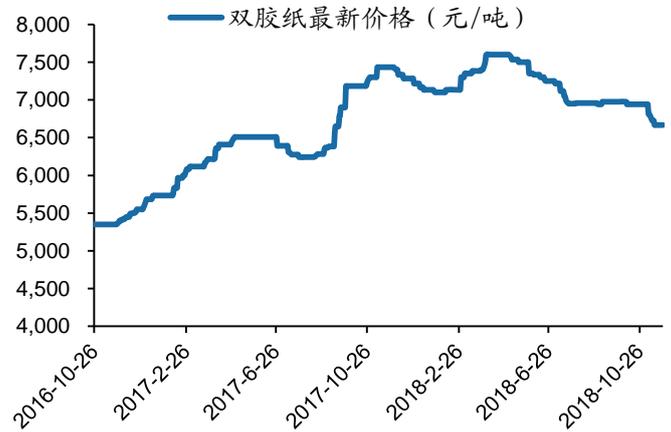
版纸：由2017年初的5700元/吨上涨至年末的7400元/吨，涨幅达到30%。纸价的上涨也驱动了省级物价部门对教材产品进行了一轮新的调价，包括湖南、江苏、江西、湖北等省份均提高了教材的定价。2018年11月27日，纸浆期货在上海期货交易所上市，上市首日交易的6个品种均跌停。纸浆期货是造纸业的上游原材料，纸浆期货价格的走低，也使得短期纸张价格不具备持续提升的动力。

图84: 2016-2018年铜版纸价格日变化



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

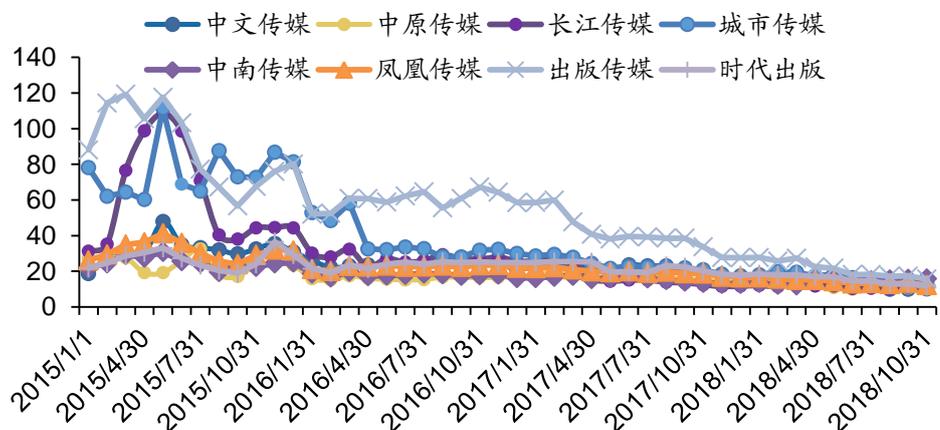
图85: 2016-2018年双胶纸价格日变化



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

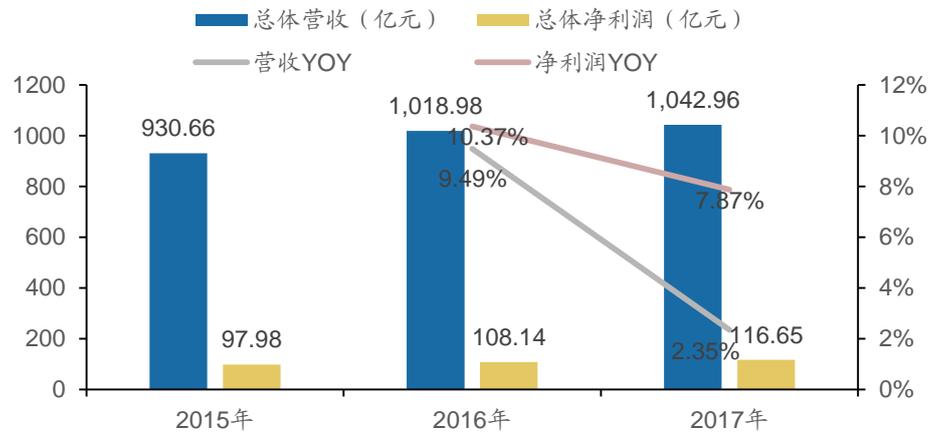
**c) 业绩稳定增长，估值持续下行：**2016年以来出版板块的整体估值持续下跌，截止2018年11月板块平均估值仅为8.0x。从板块经营情况来看，平面媒体板块2014-2016年收入、利润均保持了正向增长，2017年出现一定下滑，这主要是由于报业公司（华闻传媒、粤传媒）等下滑所致。从我们监测的17家图书出版类上市公司来看，2016-2017年板块整体收入增长分别为9%和2%，净利润增长分别为10.4%和7.9%。整体图书类公司显示出较强的经营能力，在整体传媒行业的波动中，依然稳健增长。

图86: 2015-2018年出版板块估值（PE,TTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图87：2015-2018年图书出版公司总体营收和净利润增长情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 2、一般图书复盘：纸质图书全球性回暖，线上渠道变革接近尾声

**1) 纸质图书全球性回暖：**2017年，伴随着民营出版公司新经典的上市，在教育类出版之外的一般图书市场开始受到关注。教育类出版产品主要以系统发行为主，零售为辅，而一般图书产品则主要是以零售市场为主。根据开卷信息数据库，可以看到2002-2017年，全国实体图书零售市场的码洋规模由不足200亿元增长到2017年的803亿元，年复合增长率10%。电子书诞生后，对于纸质图书是否会被电子书替代，一直存在争议。从结果来看，中国的纸质图书市场仍然保持稳健增长。纸质图书也从单一的信息获取功能逐渐增加了文化体验的功能。如《故宫日历》、《狄修斯之船》等产品的推出，图书的内涵被扩大，成为一种文化消费品。2013年以来，中国大众图书零售市场的码洋数据在逐步回暖，并连续4年保持了10%以上的同比增速。

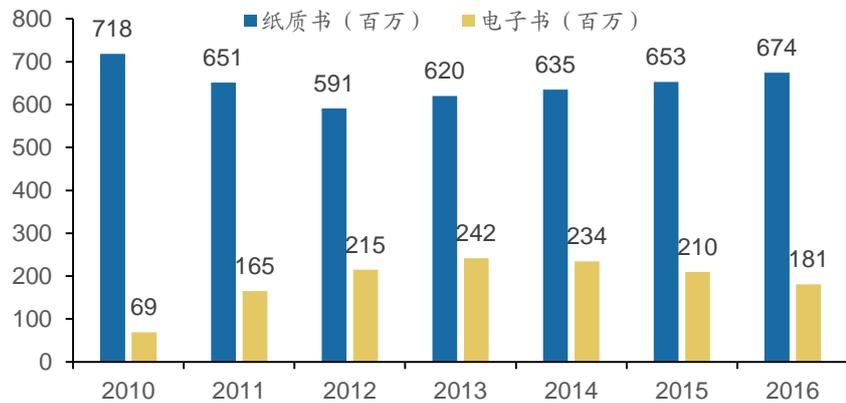
图88：2002-2018年中国实体图书零售市场码洋规模与同比增长 (%)



数据来源：开卷信息图书数据库，广发证券发展研究中心

从全球来看，纸质图书不仅未受到电子书的影响，而且销售回暖，都成为趋势。根据尼尔森的数据，2017年在多个海外国家中除西班牙之外，其他国家的纸质图书均回到了同比正向增长的轨道。美国市场中，2011-2014年电子图书销量经历快速增长过程，年度销量最高达到2.4亿册，相应的纸质图书销量下滑。从2015年开始电子书销量开始回落。而纸质图书重新开始了正向的增长过程。

图89：2010-2016年美国纸质书与电子书销量（百万册）



数据来源：开卷信息图书数据库，广发证券发展研究中心

表 10：各国纸质图书增长情况

美国	巴西	爱尔兰	意大利	西班牙
+1.9%	+8.1%	+1.3%	+1.4%	-9.7%
英国	印度	澳大利亚	新西兰	南非
+2.6%	+2.7%	+1.6%	+10.3%	+1.4%

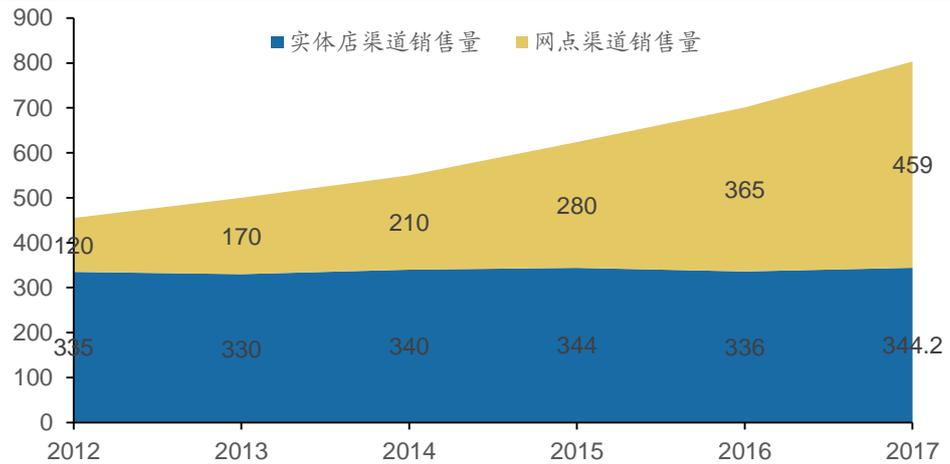
数据来源：开卷图书信息数据库，广发证券发展研究中心

## 2) 中国市场零售渠道变革接近尾声，电商打折促销力度或减缓

2010年京东上线图书频道，京东平台上原本主打3C类产品，一直与当当、亚马逊等图书类产品的电商有明显的差异，京东上线图书频道时，曾宣称每一本都比竞争对手再便宜20%。随着京东进入图书行业，线上图书销售从此进入白热化的价格竞争局面。

根据开卷信息图书数据库，2012年线上渠道的图书码洋是130亿元，线下渠道是335亿元，2016年线上渠道与线下渠道的码洋占比已经持平并略微超过，到了2017年线上码洋达到459亿元，而同期线下仅有344亿元。可以说，线上渠道的快速增长驱动了中国图书零售市场的整体增长。

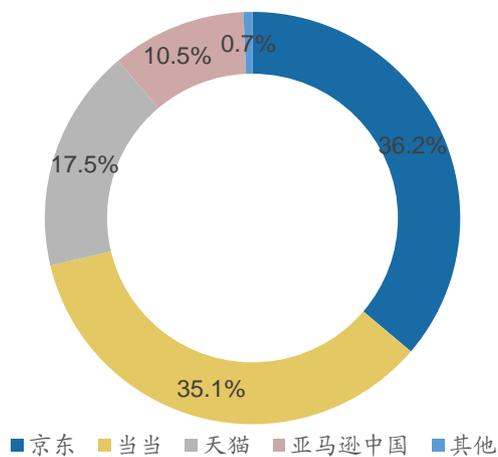
图90：2012-2017年实体书店、网络书店渠道码洋（亿元）



数据来源：开卷信息图书数据库，广发证券发展研究中心

根据《出版人》杂志报道，2016年京东图书的线上销售增速达到60%，高于线上渠道的整体增长。2017年1-9月京东图书码洋190亿元，销售总册数5亿册。根据易观国际的数据，2017Q3京东在B2C市场的份额已经超过当当，达到36%，京东成为线上图书销售的老大。除此之外，亚马逊中国在线上图书市场的份额近10%。以第三方入驻为主的天猫平台市场份额达到17.5%。

图91：2017年第三季度中国B2C市场图书出版物品市场份额



数据来源：易观国际，广发证券发展研究中心

对京东而言，作为综合性的电商平台，图书品类在公司整体GMV中占比并不高，但图书带有的传播属性、人群的普适性，却可以为平台进行低成本的引流。从京东进入图书行业开始，京东不断以各种类型的图书促销活动吸引用户，同时将图书与其他品类商品进行联动销售或跨界营销。同时，京东拓展电子图书、京东共读等阅读相关的产品。随着京东在图书领域成为行业第一，线上图书市场或将进入新的阶段。与在线票务平台类似，线上化率提升到80%后，各家平台迅速降低票补并拓展产业链上下游。类似的，线上零售渠道中，京东是最具资本的参与者，随着线上渠道码

洋占比超过线下渠道以及京东市占率的提升，依靠打折促销拉动图书码洋增长的模式或将难以持续。图书的打折促销的频次将逐渐降低，市场重回有序竞争。

根据星图数据，2018年618电商大促期间，以图书为核心品类的电商亚马逊排名下滑，取而代之的是拼多多、唯品会、网易等非图书电商的排名上升。根据开卷信息的统计，2017年网络书店渠道的码洋增幅在25%以上，2018上半年网店渠道码洋同比增长为22%，增幅有所回落。

**表 11：2017-2018 年 618 大促销电商排名变化**

排名	2017 年	2018 年	排名变化
1	京东	京东	-
2	天猫	天猫	-
3	苏宁易购	拼多多	↑+N
4	国美在线	苏宁易购	↓-1
5	一号店	唯品会	↑+N
6	亚马逊	网易电商	↑+N
7	其他	其他	-

数据来源：星图数据，广发证券发展研究中心

### 3、资本助力融资活跃，民营出版进入发展新阶段

2017年随着民营出版公司龙头新经典的上市，民营出版公司再次受到一二级市场的关注。相对于2010年以来火热的影视、游戏板块，出版行业的融资相对不活跃。

根据IT桔子的数据库，磨铁图书在过去10年的时间内，共计进行了四轮融资，前三轮的融资金额在几千万到1亿元左右，2017年磨铁图书进行了C轮融资，融资金额达到了3亿元，投资方也多达6家。与此类似的，知名出版人路金波创立的果麦文化2012年成立时获得了天使轮和A轮融资，2016-2017年接连进行了B/C轮融资。读客图书也在2017年进行了A轮融资。

可以看到，民营的图书公司在过去2年频繁进行了融资，获得一级市场资本的青睐。投资方中既有纯粹的财务投资者，也有如博纳影业、优酷等战略投资者。磨铁图书参与电影《从你的全世界路过》、《悟空传》，并在2017年将自身储备的100个IP分为10大类别，如主旋律IP、都市话题IP、网络文学IP、悬疑探案IP等，寻求与影视行业的深度联动。

民营图书公司在发掘优质作家作品、创造社会热点话题上积淀更加深厚，各家公司从纸质图书出版向内容运营进行转变。作为源头的图书行业，也可以为影视、游戏等泛娱乐行业输出更多内容。

**表 12：2011-2014 年各平面媒体公司新业务布局概览**

公司名称	融资时间	融资轮次	融资金额 (人民币)	投资方
新经典	2011/04/26	A 轮	数千万	挚信资本 (领投)
	2012/07/28	B 轮	7130 万	红杉资本中国 (领投)
	2017/04/25	IPO 上市	亿元及以上	
磨铁图书	2008/04/15	A 轮	5000 万	基石资本

	2010/08/15	B 轮	1 亿	鼎晖投资
	2016/02/27	战略投资	1.53 亿	优酷 (领投)
	2017/07/04	C 轮	3 亿	中银粤财/五牛基金/千毅资本/中信聚信/东海是道/远海明华
果麦文化	2012/06/19	天使轮	未透露	小村资本
	2012/08/30	A 轮	数千万	经纬中国/普华资本/小村资本
	2016/03/30	B 轮	8500 万	孚惠资本 (领投)/浅石创投/华盖资本/小村资本
	2017/12/04	C 轮	2.12 亿	IDG 资本 (领投)/博纳影业 (领投)/华盖资本/经纬中国/浅石创投
读客图书	2017/06/23	A 轮	1.28 亿	君联资本 (领投)/华夏知合/内向基金

数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

## 八、知识产权: 保护力度加强, 成未来主线

### 1、立法与司法力度加强, 速度明显加快

2001年至今《著作权法》经历了3次修订。目前,《著作权法》正处于第三次修订过程中,此次修订主要是为了适应科学技术发展对传统著作权制度的冲击和挑战,并增加惩罚性赔偿的规定。与此同时,国内著作权相关的案件也在不断增加,其案件数量由2013年的5万件上升到2017年的13万,年均复合增速达到22%。其占整体知识产权案件的比重也从2013年的60%增加到了2017年的68%。对著作权的侵犯,仍然是知识产权案件的重灾区。

表 13: 《著作权法》三次修订历程与主要内容

修订次序	时间	修订目的	主要修订内容
第一次修订	2001 年 10 月 27 日	为满足加入世贸组织的基本要求	著作权保护客体的调整与扩大;对著作权集体管理组织作出规定;著作权权利归属与权利保护期;对邻接权主体的权利调整;权利限制的调整与;网络环境下著作权保护;著作权司法保护
第二次修订	2010 年 2 月 26 日	为履行世界贸易组织有关中美知识产权争端专家组裁定	一、将第四条修改为:“著作权人行使著作权,不得违反宪法和法律,不得损害公共利益。国家对作品的出版、传播依法进行监督管理。” 二、增加一条:“以著作权出质的,由出质人和质权人向国务院著作权行政管理部门办理出质登记。”
第三次修订	2011 年 7 月至今	为适应科学技术发展对传统著作权制度的冲击和挑战	一、关于著作权客体:概括式加列举式规定 二、关于著作权内容:人身权与财产权分设 三、关于著作权限制:引入“三步检验法” 四、关于相关权制度:统一命名和完善权利 五、关于著作权集体管理:从条例规定到立法条文 六、关于著作权保护:增加惩罚性赔偿规定

数据来源:全国人大常委会官网,广发证券发展研究中心

## 2、行政力量：剑网行动进行专项治理，惩戒措施进一步明确

“剑网行动”是国家版权局联合国信办、工信部和公安部自2005年开始的打击网络侵权盗版的专项治理工作。行动开展的14年中，其整治范围涵盖网络文学、音乐、视频、游戏、动漫、云存储、应用软件等多个领域。其中较为知名的案件包括“番茄花园”网站侵权案、以及百度、快播播放器侵权案等。剑网行动的主要整治范围，也随着移动互联网的内容形式不断变迁。

2018年12月4日，根据每日经济新闻网报道，发改委在网站上发布，发改委等38个部委印发《关于对知识产权（专利）领域严重失信主体开展联合惩戒的合作备忘录》通知。此次涉及的相关部门数量多且范围广。包括财政部、人民银行、银保监会、证监会、中组部、中宣部、海关总署、中央网信办、广电总局等多个部门。

《备忘录》要求，对知识产权（专利）领域严重失信行为的主体实施者进行联合惩戒。联合惩戒分为两个层面：首先是国家知识产权局，对失信主体进行监管，并对违法行为进行重处；第二个层面是跨部门的联合惩戒，包括财政部、发改委各地人民政府对失信主体降低支持力度，限制政府性支持资金；人民银行，银保监会向金融机构提供融资授信时的审慎参考；国家发改委对失信企业申请发行债券不予受理；广电总局对失信主体限制广告发布等33条跨部门的执行措施。根据要求，38个部委将在12月底之前实现对知识产权领域失信主体的联合惩戒。此次《备忘录》的推出，涉及范围广、联合执行时间快、惩戒力度加强。过去知识产权保护主要由国家知识产权局进行，这次的38部委联合，在此前较为少见。

随着国家对知识产权保护的法律手段、行政干预的不断深入，知识产权保护将在未来成为重要的主线。

表 14：近三年来国家推动知识产权行业发展的政策

时间	政策/事件	相关内容
2015 年	《深入实施国家知识产权战略行动计划（2014-2020 年）》	加强重点领域行政执法，加强执法和司法保护，推进预防与调解工作，强化知识产权管理
2015 年	《知识产权局等单位深入实施国家知识产权战略行动计划（2014—2020 年）的通知》	加强对网络平台的监管，提高监管的技术手段
2015 年	《国务院关于新形势下加快知识产权强国建设的若干意见》	加大知识产权犯罪打击力度、惩治力度，推进知识产权管理体制机制改革
2016 年	《关于加快建设知识产权强市的指导意见》	到 2020 年，在长三角、珠三角、环渤海等重点发展区域建成 20 个知识产权引领型创新驱动发展城市
2017 年	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》	研究完善商业模式和使用艺术品等知识产权保护制度；研究“互联网+”、电子商务、大数据的新业态、新领域知识产权保护规则
2017 年	《版权工作“十三五”规划》	提出加快版权强国建设，为建成中国特色、世界水平的版权强国奠定坚实基础。推进《著作权法》修改，加大版权执法监管力度，持续推进软件正版化工作。
2017 年	《知识产权人才“十三五”规划》	完善知识产权人才培养、使用制度机制
2017 年	十九大报告	倡导创新文化，强化知识产权创造、保护、运用
2017 年	中共中央政治局第二次集体学习	在国家大数据战略中要制定数据资源确权、开放、流通、交易

的相关制度，完善数据产权保护制度。加大对技术专利、数字产权、数字内容产品及个人隐私的保护力度

强化知识产权保护，实行侵权惩罚性赔偿制度

2018 年 2018 政府工作报告  
 发改委等 38 个部委《关于对知识产权（专利）领域严重失信主体开展联合惩戒的合作备忘录》

发改委联合 38 个部委，对知识产权领域的失信主体进行联合、跨部门惩戒。范围广，惩戒力度大。

数据来源：国家知识产权局，人民政府网，发改委，新华网，广发证券发展研究中心

### 3. 正版化重塑行业格局，长期来看利于龙头公司发展

在互联网内容行业中，经过对版权的整治，长视频、音乐及网络小说，逐渐走向了规范。对于重塑行业格局，龙头公司的内容经营和盈利提升都起到了关键的作用。

以音乐行业为例，实体唱片衰落，网络盗版曾经是困扰音乐产业的重要问题。上游唱片公司和歌手难以通过音乐创作获得收益，也同时抑制行业内容发展。自2015年开始，国家相继下达相关文件，对音乐版权的管理日益严格。2015年7月，国家版权局发布《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品》的通知，16家服务商下线了220多万首未经授权的音乐作品，20余家主要网络音乐服务商和版权公司签署并发布了《网络音乐版权保护自律宣言》，被要求严格遵守“先授权、后使用”的原则。

表 15：版权监管严格以后音乐平台的版权购买及合作

时间	事件
2015.10	QQ 音乐以预付+分成的合作方式向网易云音乐转授音乐版权 150 万首
2016	腾讯收购酷我音乐和酷狗音乐，拥有两家音乐平台的版权资源
2017.5.16	腾讯音乐娱乐集团与环球音乐集团签订中国大陆地区数字版权分销战略合作协议
2017.9	阿里音乐集团与腾讯音乐娱乐集团共同宣布，阿里音乐集团与腾讯音乐娱乐集团双方达成版权转授权合作
2017.9	腾讯音乐与索尼音乐续签中国大陆地区数字版权分销战略合作协议
2018.2	腾讯和网易在版权局建议下互相授权
2018.2.28	网易云音乐购买华研国际的音乐独家授权
2018.3.6	阿里音乐和网易云音乐达成版权互授合作

数据来源：Techweb，腾讯科技，广发证券发展研究中心

在此之后，版权成为音乐平台争夺市场的重要资源。2016年，腾讯收购酷我音乐和酷狗音乐，获得两家音乐平台的版权资源；至2017年，腾讯已拥有世界三大唱片公司环球音乐、索尼音乐、华纳音乐的独家版权。网易云音乐通过和腾讯进行“转授权合作”并购买华研国际独家版权获得资源。2017年网易云音乐和腾讯在版权问题上未达成一致而导致歌曲下架，直至2018年2月份国家版权局调节才达成互相授权的决

议。

**表 16: 音乐版权监管标志性事件**

时间	事件
2015 年 7 月	国家版权局发布《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》
2015 年 9 月	国家版权局下发《关于开展网络音乐版权重点监管工作的通知》
2015 年底	国家新闻出版广电总局出台了《关于大力推进我国音乐产业发展的若干意见》
2017 年 9 月	版权局约谈网络音乐服务商，要求对网络音乐作品全面授权、避免独家授权，引导网络音乐市场健康有序发展
2018 年 2 月	腾讯和网易在版权局建议下重新互相授权

数据来源：国家版权局，国家广电总局，广发证券发展研究中心

根据腾讯音乐招股书，2016-2017年公司分别投入了25亿和61亿元购买音乐版权，版权投入达到公司总收入的50%以上。根据《中国数字音乐产业发展报告》，购买了世界三大唱片公司版权的QQ音乐曲库数量为1700万，位居行业第一。正版内容的持续投入换来的是腾讯音乐用户的增长。腾讯音乐付费会员用户从2016Q3的1220万人增长到2018Q2的2330万人，付费率从2.1%提升至3.6%。

音乐市场盗版问题治理叠加龙头公司在版权持续投入，行业格局逐渐出清。2017年根据第三方咨询公司的数据，腾讯音乐旗下的QQ音乐、酷狗、酷我音乐成为市场上渗透率最高的三大在线音乐APP，其次是网易云音乐和阿里系的虾米音乐。

2018年11月，根据网易官网，网易云音乐进行了新一轮的融资，融资金额超6亿美元，其主要的战略投资者是百度。此次同时公布了网易云音乐的用户数量，目前其注册用户达到6亿，过去1年新增用户2亿。

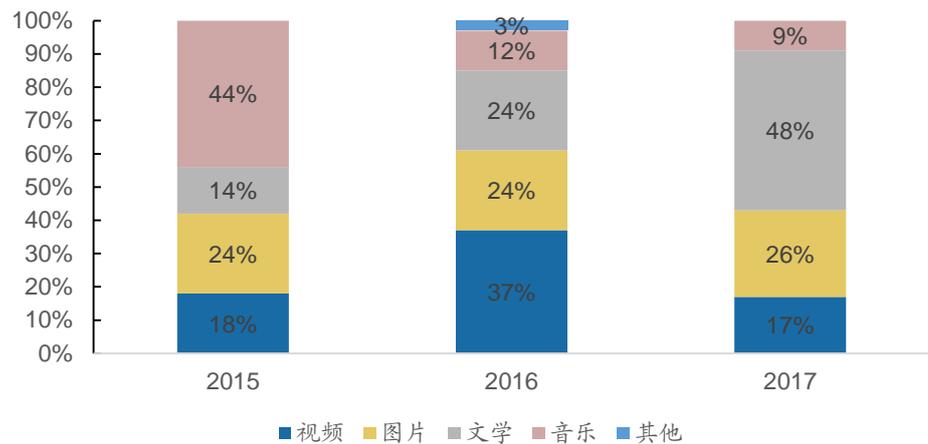
可以看到的是，类似于视频行业的，版权规范为在线音乐市场带来了一轮行业出清。真正拥有正版音乐版权的平台在新用户获取、付费率上都得到了提高。促进了行业的规范发展，也保护了上游音乐版权制作方的利益。

#### 4、图片版权市场静待规范

相较于长视频、音乐、小说等版权内容，图片版权是版权内容中更加细分和专业的市场。首先，图片版权主要购买者和使用者是B端客户，而其他版权内容是直接面向C端；其次，长视频等版权内容的供应商是制片公司、唱片公司，图片版权的供应商可以是个人摄影师、摄影图片社、大型新闻机构等，图片版权的所有人更加分散。在传播上，图片版权的复制、盗版更加容易。

图片版权的特征也导致对其侵权更加严重。根据国家版权局2015-2017年连续三年发布的《中国网络版权保护年度报告》，在网络版权侵权案件类型中，图片版权侵权案件始终占比超过20%，2015-2017年分别占比达到24%、24%和26%占比有不断提升的趋势。反而是过去侵权案件高发于网络音乐、网络视频在2017年占比有所下降，侧面反映了这两个领域的版权保护力度的成果。而图片版权的侵权，仍然是网络侵权的重灾区。

图 92：2015-2017 年我国网络版权侵权案件类型分布情况



数据来源：《中国网络版权保护年度报告》，广发证券发展研究中心

近年来，自媒体兴起和便利网络转载方式，使得图片版权被侵权数量迅速增加。以微信公众号为例，根据很快公众号统计，2017年微信公众号数量可达2100万，达到2013年数量的十倍。微信公众号等自媒体平台对图片的需求量大，但盗图等侵权现象严重，这同时为正版图片提供大量潜在客户。

图片版权分销平台自在国内已经诞生近20年。过去，图片版权分销平台的主要客户是新闻媒体、广告公司。而随着移动互联网技术设施与内容生态的逐渐完善，越来越多企业、自媒体、互联网平台成为了图片版权分销平台的新客户。

2018年7月，百度APP发布一则公开声明，拒绝图片版权机构东方IC的勒索式维权，并对其提起上诉。这则声明主要是源于，东方IC起诉百度APP中的图片涉嫌侵权，法院判决百度赔偿东方IC共计21.4万元，单张图片赔偿金额在2000-5000不等。百度在声明中认为，东方IC充当了字节跳动（今日头条）的马前卒，对百度APP的正常运营进行骚扰。

2018年的“剑网行动”集中整治“网络转载、短视频、网络动漫”等侵权盗版较多的行业，同时对网络直播、知识分享、有声读物等平台的版权进行规范。根据国家版权局官网的文章显示，网络转载版权专项整治，主要是以网站、应用程序、自媒体、新闻聚合类平台为重点，打击未经授权转载新闻作品的侵权行为。新闻作品的侵权转载中，不仅涉及的对原有文字的侵权，也包括了对图片的侵权。随着以信息流为载体的内容传播形式日渐普及，对网络转载内容及其图片的规范和管理，也将更加的严格。

## 投资建议

我们整体对2005年来的“三起三落”的传媒行情复盘，形成了较大行情的09Q1-10Q1和13Q1-15Q4两个阶段，主要系由新娱乐内容资产证券化上市和移动互联网带来的媒介更迭驱动。而我们目前正处于的16Q1-18Q3阶段，传媒行业主要因为移动互联网红利终结和监管收紧进入了最长时间的熊市。展望未来，我们认为技术新周期如5G、VR/AR等仍未完全开始，但当前估值已经处于历史低位，我们判断后续的行​​情或仍以结构性估值修复为主。

从投资思路上，我们认为核心跟踪变量为政策因子，短期可跟踪游戏、教育等政策变化带来的边际改善，估值较低的游戏龙头和出版龙头或有相对收益。长期可关注平台型公司下跌带来的左侧机会：如万达电影、芒果超媒、光线传媒、新经典、东方财富等。从各个细分领域来说：

- 游戏：低估值构筑安全边际，静待版号恢复。部分龙头公司已经超跌，短期可沿着产品周期较好和版号恢复弹性较强的主线寻找标的，可关注完美世界、吉比特、宝通科技等公司。
- 影视：监管重塑竞争价值链，成本下降或者利于平台方。我们认为渠道方将逐渐受益于这一轮明星限价，更快的进入盈利周期，会员和广告收入仍然有较大的增量空间，可关注芒果超媒。
- 院线行业：2018年开始银幕增速放缓，1-11月相比去年同期少增739块银幕，短期院线是票房波动的行情放大器，明年春节档内容较多或有一定的弹性，长逻辑可看票价和集中度的提升。可以关注万达院线、横店影视。
- 图书和版权：民营出版进入新阶段，版权正版化发展迅速。A股图书出版行业中，教育出版估值开始见底，后续两条逻辑主要系在校学生数回暖和纸价上行驱动涨价。纸质图书全球性回暖，国内线上渠道变革接近尾声或降低促销力度。可关注新经典、中南传媒、中文传媒等。
- 营销广告：宏观经济下行，行业景气度或承压。广告投放受宏观经济影响，经济下行期广告主或收紧投放预算。而广告中介公司业绩持续下滑，商誉资产仍维持高位；分众等楼宇媒体进入新一轮点位扩张期，成本端或承压。
- 教育：板块跟随政策调整，政策面有望企稳。2018年中以来教育板块主要经历“民促法送审稿”和“学前意见”引领的两次下跌；目前受政策影响较小的细分领域主要有培训类机构以及高中高教类学校类资产。我们认为2019年政策有望明朗化，A股随着新龙头资产注入板块关注度或提升。

## 风险提示

- 1) 行业监管进一步收紧的风险。传媒行业属于对政策最为敏感的行业,上半年影视、游戏、教育等政策显著压制了行业股价,后续政策的风向变化有待进一步观察。
- 2) 商誉减值的风险。2014-2015年为传媒行业并购高峰期,2018和2019年部分资产将完成最后一年的对赌,在行业增速放缓的情况下,并购资产或有盈利能力不达预期,出现商誉减值的风险。
- 3) 消费需求不及预期的风险。传媒行业属于价格较低的可选消费品,居民收入增速放缓或将导致消费需求不及预期。
- 4) 行业集中度过高,互联网公司攫取大部分利润的风险。目前传媒各个行业均有互联网公司深度参与,其平台型的卡位决定了赢家通吃的效应,后续或许出现平台在市场份额加大,挤压其他资产盈利空间的情况

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨艾莉：资深分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 谢淑颖：联系人，上海财经大学金融硕士，厦门大学电子工程学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

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

## 广发证券—公司投资评级说明

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

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。