



传媒

# 【联讯传媒】2019年中国传媒行业年度策略：关注细分领域领导者

2018年12月12日

投资要点

**增持(维持)**

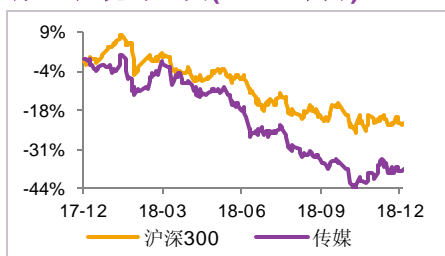
分析师：陈净娴

执业编号：S0300516090001

电话：021-51782239

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

◇ 2019年投资策略

随着中国移动红利时代的成熟，用户由PC端向移动端迁徙的趋势放缓，中国的移动互联网领域进入存量市场，与此对应的是买量成本上升，和头部化趋势的显现。因为移动端而新兴商业模式较多产生于移动端，随移动端内容的丰富，占据了用户更多的闲暇时间。传媒为可选消费属性，历史资料显示牛市后半场跑赢大势，此阶段，我们建议遵循如下几个投资原则：(1) 商业模式驱动型，如视频付费，音乐的爆发，该阶段具备戴维斯双击的条件，确认拐点是重点，而非过度关注估值；(2) 行业景气拐点型，如影视剧的大小年，该等类型投资机会重点在于盈利拐点的确认，估值想象空间有限，如电影的爆款，提供交易性机会；(3) 价值投资布局型，核心是确认商业壁垒和估值是否匹配，如遭遇低估则适宜中场线资金获取α。

◇ 电影：电影票房增速放缓，产业结构或将重新调整

电影方面，受经济大环境影响，今年电影票房增速明显放缓，预计未来将会保持平稳的增长。另外随着城镇化的推进、三线城市及以下城市观影人次增加和我国消费升级持续，居民娱乐消费支出增多，人均观影次数有望继续增长。因此，优质电影制作、发行商将显著受益。个股方面，我们推荐中国电影动漫内容领域龙头公司光线传媒(300251, 买入)。

◇ 院线：中国院线集中度将向头部集中

院线方面，目前院线市场进入产业调整期，行业热钱逐渐离场，尾部院线将加速出清，行业将进一步向头部集中，行业的龙头院线将率先受益。另外对比北美市场，中国院线市场还有较大的提升空间。个股方面，我们推荐既有平台又有优质丰富内容的万达电影(002739.SZ, 买入)

◇ 电视剧：“内容为王”逐步取代“渠道为王”，付费时代全面到来

电视剧方面，由于观剧习惯的互联网化、IP热潮的兴起、新媒体的迅速发展等因素的影响，2014年以来网生内容市场快速增长，网络剧“爆款”频现，影响力提升显著，市场规模也不断高速增长。此外，随着视频付费用户增长，未来中国视频付费市场想象空间巨大，从而也有望进一步带动网剧市场的发展。个股方面，我们推荐拥有精品剧制作能力的企业华策影视(300133.SZ, 买入)

◇ 游戏：移动游戏市场保持高速增长，电竞等细分领域助力行业保持稳定增速

游戏方面，目前受到国内游戏版号限制影响，游戏行业的整体增速有所放缓，但是随着移动互联网渗透率的提高和智能手机的普及，我国移动游戏的市场规模仍保持高速增长，是目前行业增长的主要驱动力。此外，随着我国游戏厂商纷纷出海拓展海外市场份额以及电竞游戏的逐渐兴起，我们认为游戏市



场规模有望继续保持增长。因此，具有游戏“研运一体”实力并且积极拓展海外市场的公司有望受益。

#### ◇ 广告营销：广告市场总体增速放缓，但生活圈媒体和互联网广告细分市场保持较高景气度

广告方面，由于传统广告媒体受到新媒体广告的冲击，市场规模逐步萎缩，导致市场整体增速放缓，但从细分领域来看，影院广告、电梯广告、互联网广告等新媒体仍具有增长空间。数据显示，1H18，影院广告、电梯广告、互联网广告增速分别为 19%、18.9%、14.5%，可见这些新媒体已取代传统媒体成为广告行业的增长动力。因此广告方面，我们建议关注影院广告、电梯广告、互联网广告等细分领域。个股方面，重点推荐电梯广告龙头股分众传媒（002027.SZ，买入）

#### ◇ 在线音乐：渠道变迁引发行业革命，付费推动音乐产业成长

音乐方面，中国在线音乐市场总体已经超过 300 亿元，但是音乐市场总体付费率较低，未来推动在线音乐市场增长的主要动力有版权保护提升、付费率提升等。2017 年在线音乐付费率 3.9%，远低于在线视频 22.5%的付费率，预计自 2020 年开始在线音乐付费率的提升将带动在线音乐产业全面发展。个股方面，推荐拥有雄厚互联网背景即将上市的腾讯音乐。

#### ◇ 风险提示

宏观经济增速下行，政策风险。



# 目 录

一、传媒板块已回归估值中枢，预计 2019 年市场表现将趋于平稳.....	6
(一) 市场回顾：传媒行业 18 年表现暗淡，消化前期高估值.....	6
二、电影：中国电影市场规模达到 761 亿，已位居世界第二.....	7
(一) 行业回顾：电影市场经过一轮爆发式增长后，18 年增速明显放缓.....	7
(二) 观影人次将成为行业主要驱动，票房仍具增长空间.....	8
三、院线：中国 TOP3、TOP10 院线集中度约为 30%、67%，集中度仍然处于低位.....	9
(一) 北美三大院线垄断半壁江山，呈现寡头垄断局面.....	9
(二) 中美院线集中度对比.....	10
(三) 院线兴起并购潮，巨头争取全产业链.....	10
四、电视剧：“内容为王”逐步取代“渠道为王”，付费时代全面到来.....	11
(一) 基于互联网化、IP 热潮的兴起，网生内容市场实现快速增长.....	11
1、18 年前两季度收视率不及去年同期，作品趋于同质化.....	12
2、头部网络剧达 6 分以上超 8 成.....	12
(二) 行业驱动：内容精品化带动视频付费用户增长，助力网剧进一步发展.....	13
1、伴随网生内容精品化的发展，视频付费市场进入高速发展期.....	13
2、“版权购买+自制”精品优质内容，吸引付费用户.....	13
五、游戏：移动游戏市场保持高速增长，电竞等细分领域助力行业保持稳定增速.....	14
(一) 中国网络游戏市场规模持续扩大，移动游戏成重要增长引擎.....	14
1、网游市场规模不断扩大，2017 年达 1489.2 亿元.....	14
(二) 国内游戏人口红利逐步消退，游戏出海、电子竞技等增量市场仍潜力巨大.....	15
1、PC 端游、移动游戏用户数趋于稳定，人口红利逐步消退.....	15
2、随着端游用户迁移，移动电竞游戏有望成为游戏最具潜力的细分领域.....	16
六、音乐：渠道变迁引发行业革命，付费推动音乐产业成长.....	17
(一) 中国在线音乐市场总体已经超过 300 亿元，未来 5 年复合增长率超过 35%.....	17
(二) 在线音乐细分市场.....	17
七、广告营销：广告市场总体增速放缓，但生活圈媒体和互联网广告细分市场保持较高景气度.....	18
(一) 市场整体增速略高于 GDP，新兴媒介快速增长.....	18
(二) 影院、电梯等生活圈媒体广告仍保持稳定增长，互联网广告细分领域有望爆发.....	19
1、影院广告：映前广告渗透率有较大提升空间，影院映前广告市场容量有望持续释放.....	19
(三) 拥有“被动收视+覆盖高消费人群”核心优势，电梯广告仍极具投放价值.....	20
(四) 互联网广告：整体市场规模放缓，但电商、信息流等细分领域仍保持高速增长.....	22
1、流量红利消失，互联网广告市场规模增速放缓.....	22
2、电商网站广告市场规模达 871.1 亿元 O2O 场景营销助力发展.....	23
3、信息流广告市场规模达 325.7 亿元，未来三年仍将保持 50%以上的增长.....	23
八、2019 年投资策略及重点公司推荐.....	25
(一) 2019 年投资策略：关注游戏、院线等高成长细分行业，布局行业内低估值、业绩优的龙头标的.....	25
(二) 重点个股推荐及盈利预测.....	26
1、光线传媒 (300251, 买入)：中国动漫电影领导者.....	26
2、万达电影 (002739.SZ)：票房收入稳定增加，非票收入打开增长空间.....	26
3、华策影视 (300133.SZ)：行业调整阶段，龙头竞争优势凸显.....	27
4、分众传媒 (002027.SZ, 未评级)：楼宇、影院等生活圈媒体龙重新估值，公司有望迎来新一轮增长.....	27



6、腾讯音乐：拥有四大音乐平台，在线音乐付费将成为公司业绩的增长引擎.....	28
九、风险提示 .....	29

## 图表目录

图表 1： 2018 年申万一级行业涨跌幅.....	6
图表 2： 2018 年申万一级行业估值.....	7
图表 3： 中国 2018 年 1-12 月票房同比增长 2%，票房放缓迹象明显.....	7
图表 4： 2018 年三线以下城市票房占比扩大至 39.1%，成为票房增长重要动力.....	8
图表 5： 2018 年 1-12 月中国观影人数.....	8
图表 6： 2017 年中国 TOP10 院线集中度.....	9
图表 7： 2017 年中国 CR3 及 CR10 集中度对比.....	9
图表 8： 2017 年北美院线票房收入分布.....	9
图表 9： 2011-2017 年北美三大院线集中度.....	9
图表 10： 2012-2017 年中国 TOP3 院线与北美 TOP3 院线集中度对比.....	10
图表 11： 电影行业产业链.....	10
图表 12： 近三年院线重大并购.....	11
图表 13： 2017、2018 年各季度上新网络剧数量.....	12
图表 14： 2017、2018 年上半年网剧播放量.....	12
图表 15： 2017-2018 年各季度有效播放量占比.....	12
图表 16： 2017-2018 年上半年电视剧题材.....	12
图表 17： 2018 年上半年网剧 TOP10.....	13
图表 18： 2018 年中国视频付费用户规模将达到 1.4 亿人次.....	13
图表 19： 2017H1、2018H1 豆瓣评分 TOP10 自制剧.....	14
图表 20： 2016Q1-2018Q1 中国网络游戏是市场规模.....	14
图表 21： 2018 年 Q1 客户端游戏营业收入约为 218.5 亿元.....	15
图表 22： 2011-2018 年中国移动游戏市场规模.....	15
图表 23： PC 端游、移动游戏用户数趋于稳定，人口红利逐步消退.....	16
图表 24： 2016 年移动电竞同比增长 187%，成为游戏最具潜力的细分领域.....	16
图表 25： 中国在线音乐市场规模.....	17
图表 26： 中国在线音乐和在线视频付费率比较.....	17
图表 27： 中国在线音乐服务市场规模.....	18
图表 28： 中国在线卡拉 OK 和音乐直播市场规模.....	18
图表 29： 中国发行音乐内容的其他媒体市场规模.....	18
图表 30： 中国在线音乐版权运营市场规模.....	18
图表 31： 2017 年广告行业规模达到 6896 亿元，同比增长 6.2%.....	18
图表 32： 2016 年影院映前广告收入规模 26.7 亿元，同比增长 19%.....	19
图表 33： 2016 年映前广告签约屏幕数达 10000 块，渗透率仅为 25%.....	20



图表 34: 电梯媒体仔细阅读占比 58%，远超其他媒体.....	21
图表 35: 楼宇视频广告受众收入高于城市平均水平 .....	21
图表 36: 2018 中国网络广告市场规模同比增长 15%，整体市场趋于成熟.....	22
图表 37: 2018 年移动广告规模达到 2970 亿元，依然保持高速增长.....	22
图表 38: 2018 年电商广告收入同比增长 48.1%，增速较去年持续上升 .....	23
图表 39: 信息流广告市场规模达 3906 亿元，未来三年仍将保持 50%以上的增长.....	24
图表 40: 重点公司盈利预测及估值.....	29

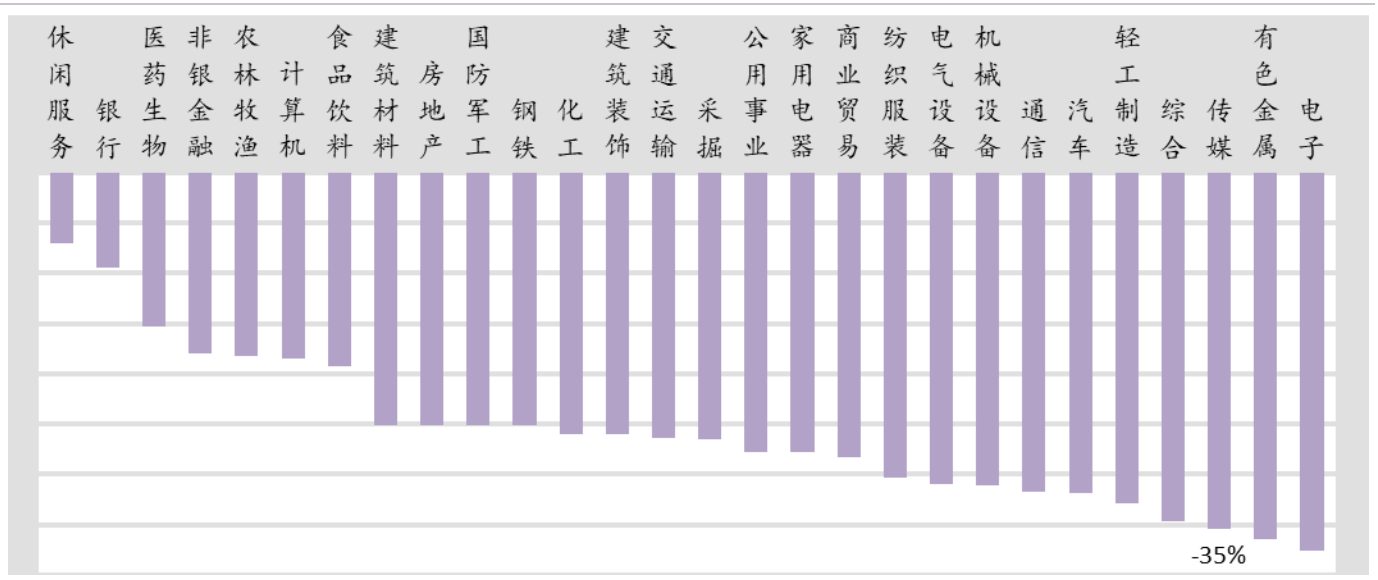


## 一、传媒板块已回归估值中枢，预计 2019 年市场表现将趋于平稳

### （一）市场回顾：传媒行业 18 年表现暗淡，消化前期高估值

截止到 2018 年 12 月 1 日，传媒板块累计下跌 35%，跑输同期沪深 300 及创业板指，同时在板块方面来看，传媒板块在申万 28 个一级子行业中排名倒数第三，表现不及预期。我们认为传媒板块指数下滑的主要原因在于两个方面：第一，今年股市呈现出二八分化行情，资金偏好于电器、食品饮料等传统型白马股，而对传媒类成长股则无明显偏好。第二，由于 15 年牛市导致传媒板块估值偏高，导致近两年处于回调阶段。

图表1： 2018 年申万一级行业涨跌幅



资料来源：联讯证券，wind

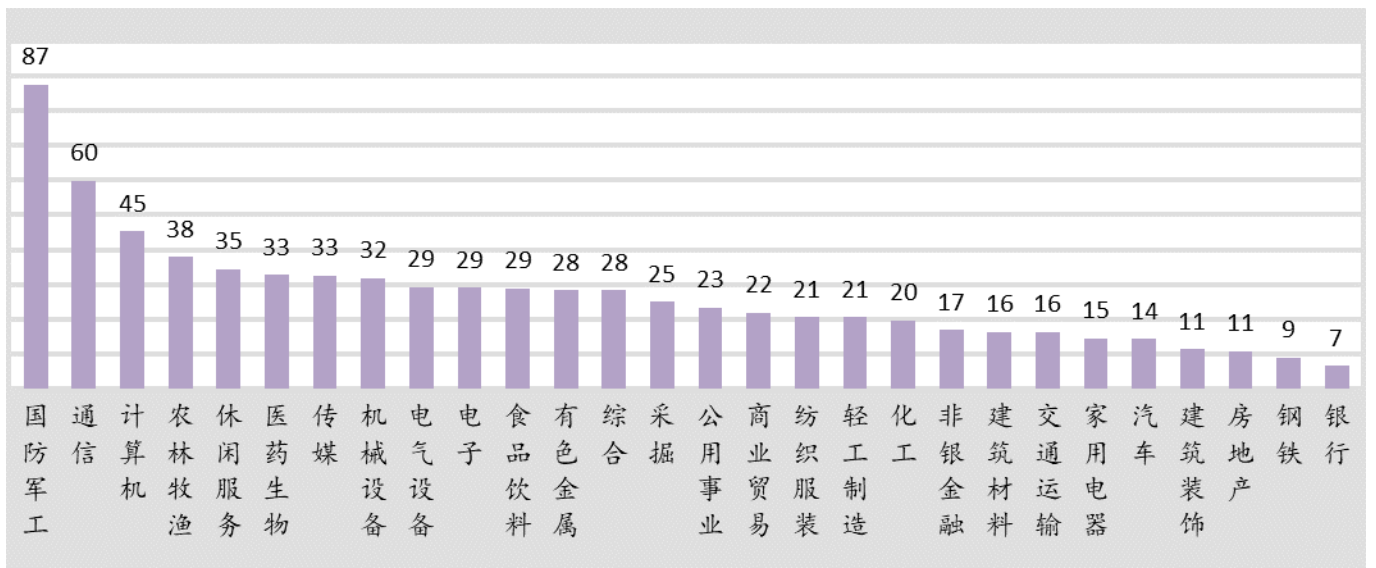
板块估值上来看，传媒板块经过两年调整，PE 估值已处于 5 年来最低水平，目前，对应 2018 年盈利估值 33X，远低于 2015 年的 70X。横向比较，传媒估值在 TMT 中最低，在申万 28 个一级行业中处于中上游水平。这也意味着传媒板块在近两年的调整中，已经基本消化了前期高估值。

展望 2019 年，我们认为由于板块已处于估值低点，下跌空间有限。但也由于传媒行业整体增速放缓，盈利能力下滑，并且市场向价值投资靠拢，资金偏好白马蓝筹，预计明年传媒板块行情同样上行空间有限，整体趋于稳定。





图表2： 2018 年申万一级行业估值



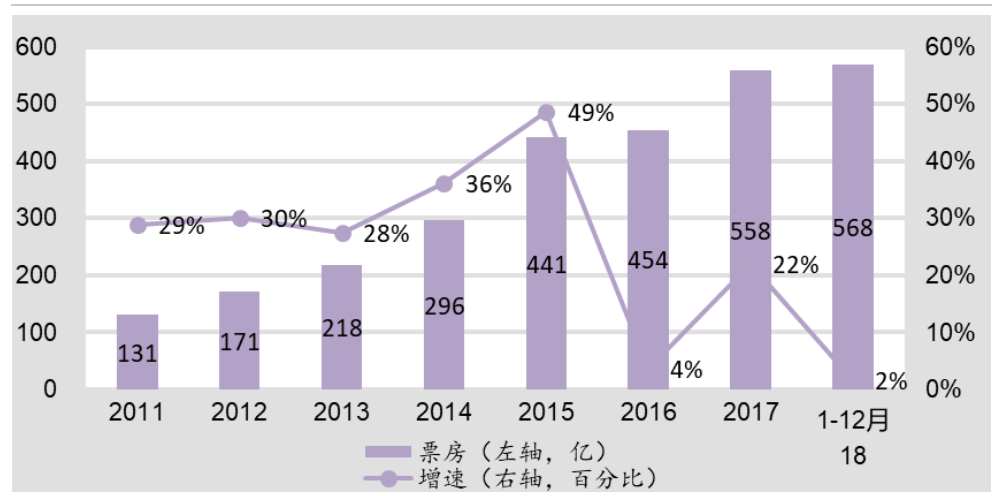
资料来源：联讯证券，wind

## 二、电影：中国电影市场规模达到 761 亿，已位居世界第二

### （一）行业回顾：电影市场经过一轮爆发式增长后，18 年增速明显放缓

截止到 2018 年 12 月 1 日，全国合计实现票房 568 亿元，按 2017 年可比口径同比增长 2%，此前 2012~2017 年票房复合增速 25.1%。全年实现观影人次 16.1 亿人次，较 2017 年同比增长 5%。根据艾瑞咨询报告，中国的电影市场规模已位居世界第二，仅次于美国达到 761 亿元，且预期将以 20.7% 的复合年增长率及近一步增长至 2022 年的人民币 1945 亿元。按票房计，中国将于 2019 年超越美国成为最大的电影市场。

图表3： 中国 2018 年 1-12 月票房同比增长 2%，票房放缓迹象明显



资料来源：联讯证券，wind

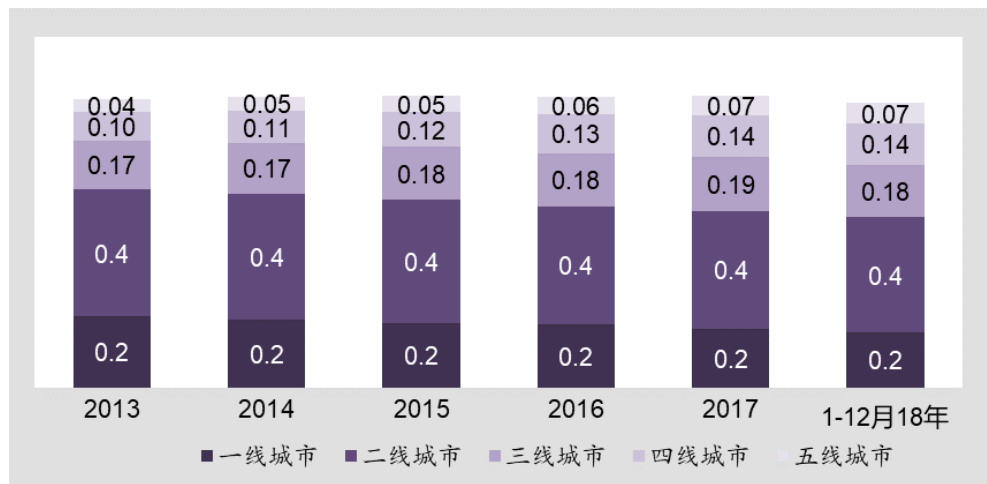


## （二）观影人次将成为行业主要驱动，票房仍具增长空间

短期来看，随着整体经济形势的严峻和行业的结构的分散，2019年电影市场仍然有可能保持今年的2%低增速。

中长期来看，我们认为，观影人次将成为行业主要驱动。目前，我国城市化率仅为57%，对比发达国家平均80%城市化率水平，我国城市化率仍有较大增长空间，伴随着城市化的推进，城市人口的增长，三线及以下城市的观影人次有望进一步增长。数据显示，截止到2018年12月，观影人次已达到16.1亿。此外，我们对比2016年及2017年国庆档城市票房分布，可以发现，一线城市票房占比持续下降，仅为18.9%；二线城市票房占比最大，但相比2016年也有所滑落，占比39.2%。三线及以下城市则继续扩张，票房占比从2016年的37.4%增长至39.1%，可见三线及以下城市的票房收入是支撑2018年票房增长的重要动力。随着城市化推进以及院线渠道下沉，预计三线及以下城市观影人次有望进一步增长，成为中长期票房主要增长动力。

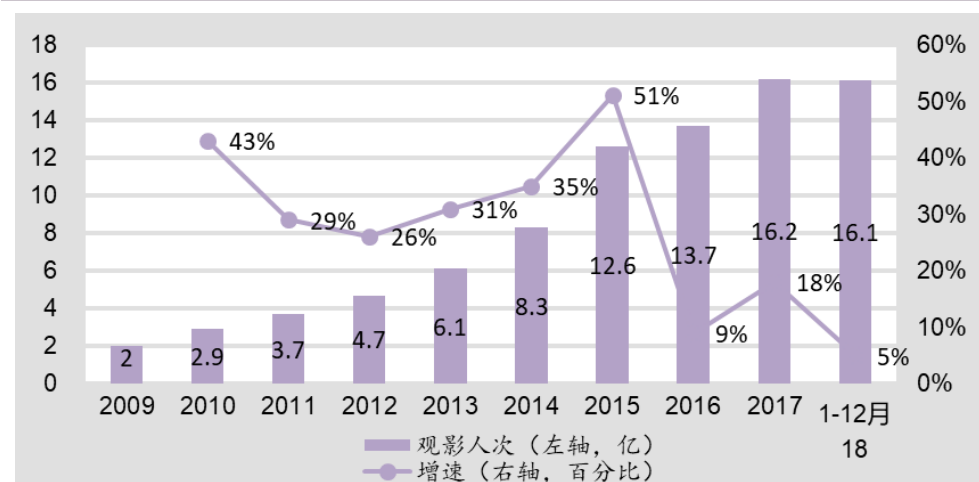
图表4：2018年三线以下城市票房占比扩大至39.1%，成为票房增长重要动力



资料来源：联讯证券，艺恩

观影人次方面，截止到2018年12月我国观影人次已经达到16.1亿人次，较去年同期增长5%。

图表5：2018年1-12月中国观影人数



资料来源：联讯证券，wind

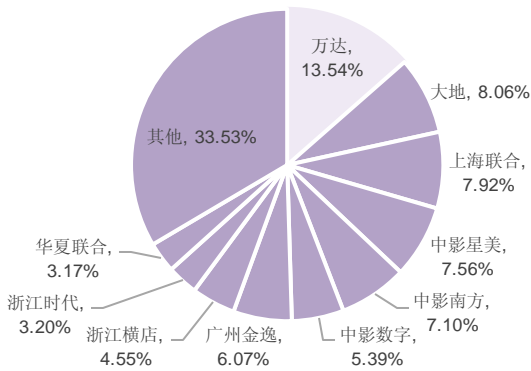




### 三、院线：中国 TOP3、TOP10 院线集中度约为 30%、67%，集中度仍然处于低位

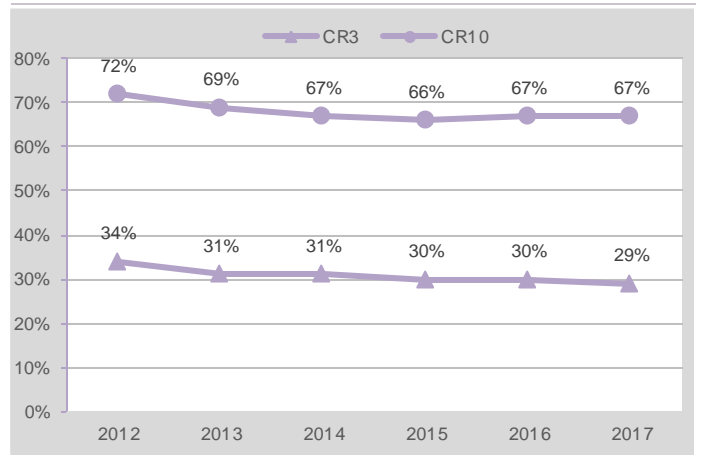
目前中国前十大院线控制市场份额的 67%左右，但是 CR4 或者 CR3 的份额只有 37%和 29%，市场处于充分竞争状态，万达院线占据市场第一，但是比例仅有 13.4%，其他院线的市场份额都未超过 10%。

图表6： 2017 年中国 TOP10 院线集中度



资料来源：猫眼电影、联讯证券研究院

图表7： 2017 年中国 CR3 及 CR10 集中度对比

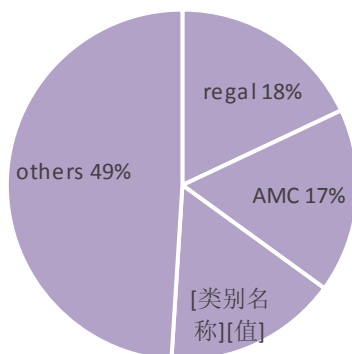


资料来源：猫眼电影、联讯证券研究院

#### (一) 北美三大院线垄断半壁江山，呈现寡头垄断局面

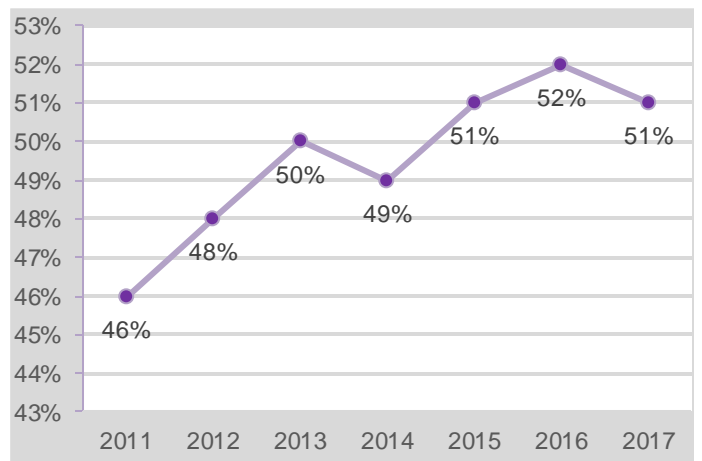
北美院线市场目前的格局是“三大院线+若干小院线”的寡头垄断阶段，市场前三院线分别是 Regal、AMC、Cinemark,从票房收入口径统计，三大院线 2017 年合计占有票房市场的 51.18%。

图表8： 2017 年北美院线票房收入分布



资料来源：中国产业信息网、联讯证券研究院

图表9： 2011-2017 年北美三大院线集中度



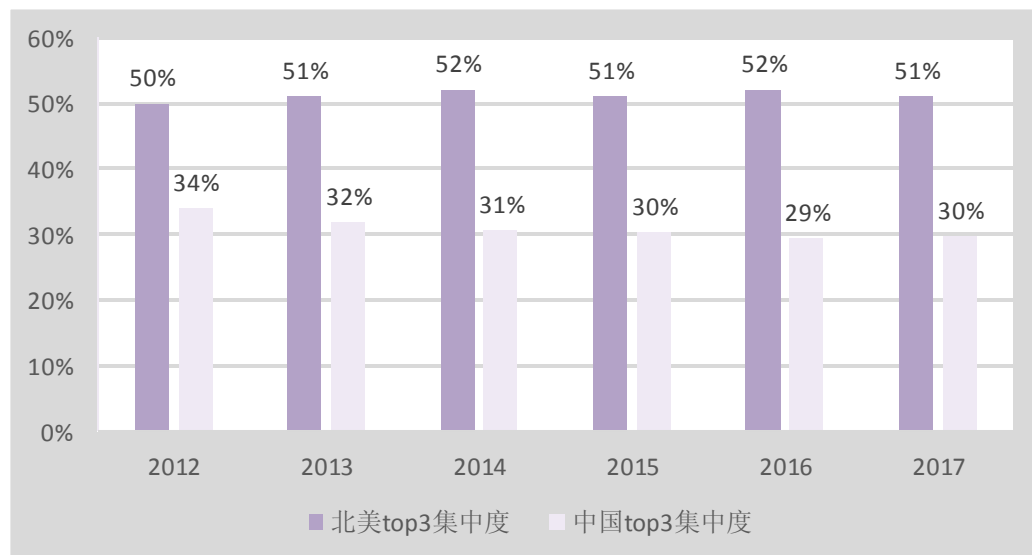
资料来源：中国产业信息网、联讯证券研究院



## （二）中美院线集中度对比

中国的 top3 集中度徘徊在 30%左右，而成熟的北美市场 top3 所占的市场份额大概在 50%左右，中国距成熟的北美市场仍然有较大的差距。

图表10： 2012-2017 年中国 TOP3 院线与北美 TOP3 院线集中度对比

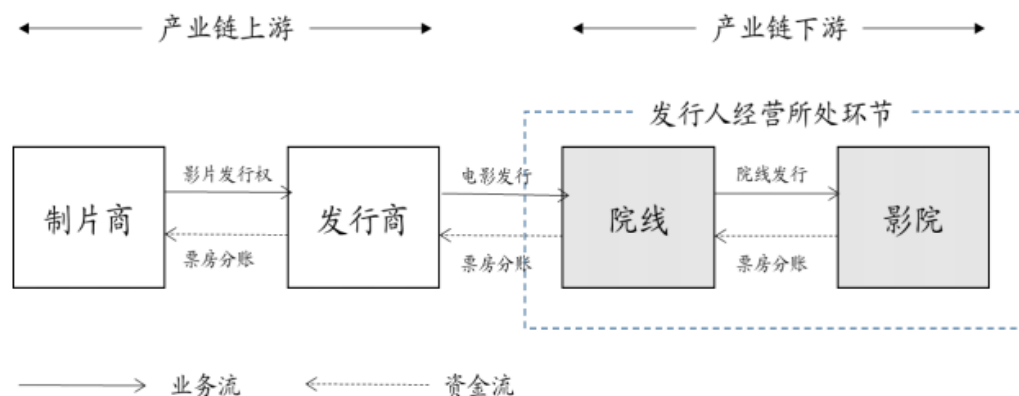


资料来源：猫眼专业版、中国产业信息网、联讯证券研究院

## （三）院线兴起并购潮，巨头争取全产业链

我国电影产业链的核心环节主要包括电影的投资、制作、发行、放映（院线、影院）。经过多年高速增长和市场化竞争，电影行业整合趋势明显，电影工业初见雏形。

图表11： 电影行业产业链



资料来源：万达电影招股说明书、联讯证券研究院

当前，我国院线行业的龙头纷纷上市，利用资本平台，通过收购兼并扩大市占率的路径已打通。一方面，并购整合可以提高院线的竞争力和综合实力，增强盈利能力。另



一方面，院线并购带来集中度提高，从而产业链中可以获得对制片方和发行方更高的议价能力。

图表12：近三年院线重大并购

序号	拟收购时间	投资方	标的
1	2015/6/2	万达电影	Hoyts(澳大利亚)
2	2015/6/26	万达电影	重庆世茂等15家公司
3	2015/11/30	当代东方	中广院线
4	2016/2/3	万达电影	大连奥纳影城、北斗星投资
5	2016/5/9	阿里影业	大地影院
6	2016/5/16	当代东方	华彩天地
7	2016/8/22	阿里影业	杭州星际
8	2016/9/13	完美世界	今典院线、今典影城、今典文化
9	2016/10/16	中影集团	大连华臣
10	2016/12/6	汉鼎宇佑	太平洋营业、乐清时代、杭州星影
11	2016/12/12	长城影视	博纳影业
12	2017/1/1	阿里影业	南京派瑞
13	2017/1/1	恒大	美嘉欢乐影城
14	2017/1/25	大地影院	橙天嘉禾
15	2017/3/9	大地院线	恩施高德
16	2017/3/7	保利文化	行星文化
17	2017/3/30	当代东方	威利斯影院
18	2017/7/1	华谊兄弟	大地院线
19	2017/9/1	华人文化	UME国际影城
20	2017/9/30	橙天嘉禾	嘉年华影业(新加坡)

资料来源：公开数据，联讯证券研究院

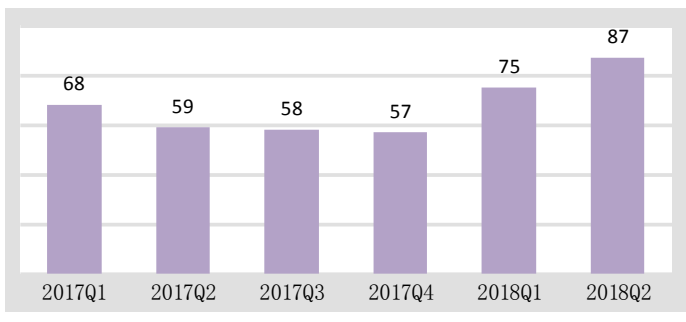
#### 四、电视剧：“内容为王”逐步取代“渠道为王”，付费时代全面到来

##### (一) 基于互联网化、IP 热潮的兴起，网生内容市场实现快速增长

由于观剧习惯的互联网化、IP 热潮的兴起、新媒体的迅速发展等因素的影响，2014 年以来网生内容市场快速增长，网络剧“爆款”频现，影响力提升显著。2008 至 2016 年间，网络剧的年产量始终保持稳步增长，尤其是 2014 年网络剧产量爆发式增长至 205 部，2015 年则超过电视剧产量。2018 上半年，网络剧上新数量、TOP10 网播量提升明显，播放量排名前十的作品流量较为平均，整体质量上行。根据云合数据的信息，2018 上半年共上新网络剧 162 部，同比提升 28%，环比提升 41%。根据艺恩咨询的数据，2018 上半年 TOP10 网剧播放量为 374 亿次，同比提升 88%，远高于 2017 上半年，且由于平均质量的提升，各部网剧的播放量较为平均。

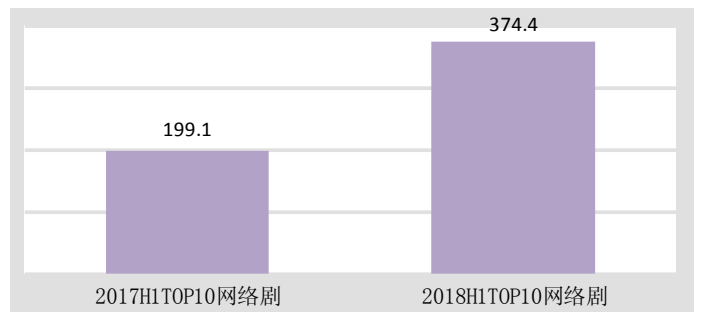


图表13: 2017、2018年各季度上新网络剧数量



资料来源: 联讯证券, 云合数据

图表14: 2017、2018年上半年网剧播放量

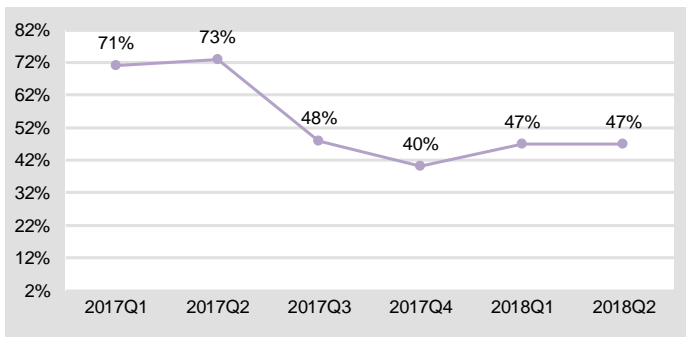


资料来源: 联讯证券, 艺恩

### 1、18年前两季度视率不及去年同期, 作品趋于同质化

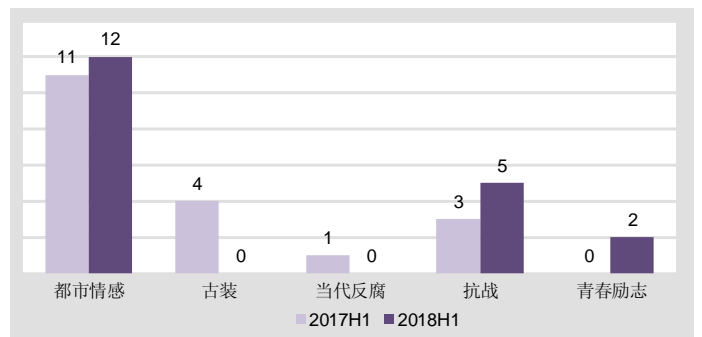
自2017上半年《三生三世十里桃花》、《人民的名义》热播后, 头部效应大幅度逐减弱, 而在无爆款出现的2018上半年, TOP10%剧集内容的有效播放占比已降至50%以下。2018年上半年收视率排名前二十的作品中有12部为都市情感题材, 占比达到60%, 较2017年同期增加1部, 都市情感仍是头部剧的主流题材, 典型代表是《恋爱先生》、《美好生活》; 2018年上半年谍战抗战剧集表现优异, 《风筝》在双台的收视率分别为1.62%和1.53%, 成为上半年收视率冠军。综合来看, 排名前20的剧集中, 2018上半年古装剧缺席是收视率冷淡的原因之一, 去年同期有古装玄幻《三生三世十里桃花》、《孤芳不自赏》、《择天记》等网台双丰收的大剧。

图表15: 2017-2018年各季度有效播放量占比



资料来源: 联讯证券

图表16: 2017-2018年上半年电视剧题材



资料来源: 联讯证券

### 2、头部网络剧达6分以上超8成

上半年网络剧口碑良好, 累计有效播放TOP10的网络剧豆瓣平均得分为6.1分, 优于头部电视剧, 且6分以上作品高达80%, 但由10000+人评论的《寻秦记》评分低至2.3, 创出国产网剧史上最低评分。



图表17： 2018年上半年网剧 TOP10

剧名	评分	评论人数
谈判官	3.4	26347
恋爱先生	5.9	19851
囚凤凰	3.3	26845
归去来	5.3	9930
南方有乔木	5.8	21520
和平饭店	8.4	19422
利刃出击	3.4	1410
远大前程	7.7	10691
我的青春遇见你	7.7	4823
好久不见	5	4359

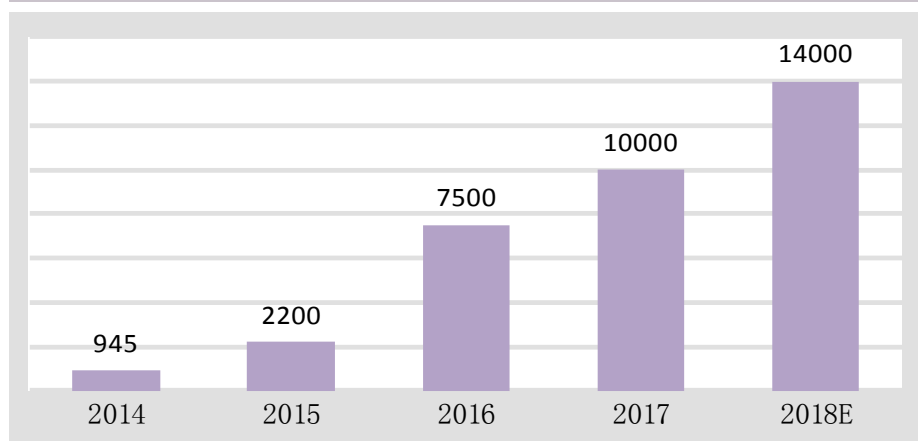
资料来源：联讯证券，云合数据，豆瓣

## （二）行业驱动：内容精品化带动视频付费用户增长，助力网剧进一步发展

### 1、伴随网生内容精品化的发展，视频付费市场进入高速发展期

根据艺恩咨询数据显示，2014年中国视频付费用户规模为945万；至2015年，在《盗墓笔记》等会员剧的带动下，付费用户规模迅猛增长，全年付费视频用户规模增长至2200万。数据显示，截止2016年12月，中国视频有效付费用户规模已突破7500万，增速为241%，其中爱奇艺占据行业用户规模的40%。2017年，爱奇艺、优酷、腾讯、乐视视频等主要视频网站付费会员数量均超过2000万，中国视频付费用户已经超过1亿。预计2018年中国付费会员数量将达到1.4亿

图表18： 2018年中国视频付费用户规模将达到1.4亿人次



资料来源：联讯证券，艺恩

### 2、“版权购买+自制”精品优质内容，吸引付费用户

视频网站自制剧竞争激烈，爱奇艺自制剧数量占据半壁江山，腾讯视频、优酷自制剧口碑至上。根据Vlinkage的统计，2018上半年全平台共上新自制剧142部，其中，爱奇艺、腾讯视频、优酷三大视频网站共有134部自制剧，占据整个市场94%的份额。相较



于 2017 年同期,三个视频网站自制剧数量有所增长,尤其是爱奇艺,同比增长了 27.6%。但从自制剧的口碑来看,2018 年豆瓣评分 TOP10 的自制剧腾讯视频有 8 部,优酷 2 部,爱奇艺 0 部,腾讯视频和优酷自制剧的口碑领先爱奇艺。

图表 19: 2017H1、2018H1 豆瓣评分 TOP10 自制剧

网剧名称	豆瓣评分	播放量 (亿次)	播放平台
忽而今夏	7.9	126.0	腾讯
结爱·千岁大人的初恋	7.3	80.4	腾讯
乡村爱情故事 10	6.9	78.1	腾讯
三国机密之潜龙在渊	6.4	66.9	腾讯
北京女子图鉴	6.3	63.2	优酷
萌妻食神	6.2	60.3	腾讯
宫心计 2 深宫计	6.2	60.0	腾讯
独孤天下	6.1	46.7	腾讯
飞虎之潜行极战	6.1	37.8	优酷
人生如若初相见	6	36.3	腾讯

资料来源: 联讯证券, 艺恩

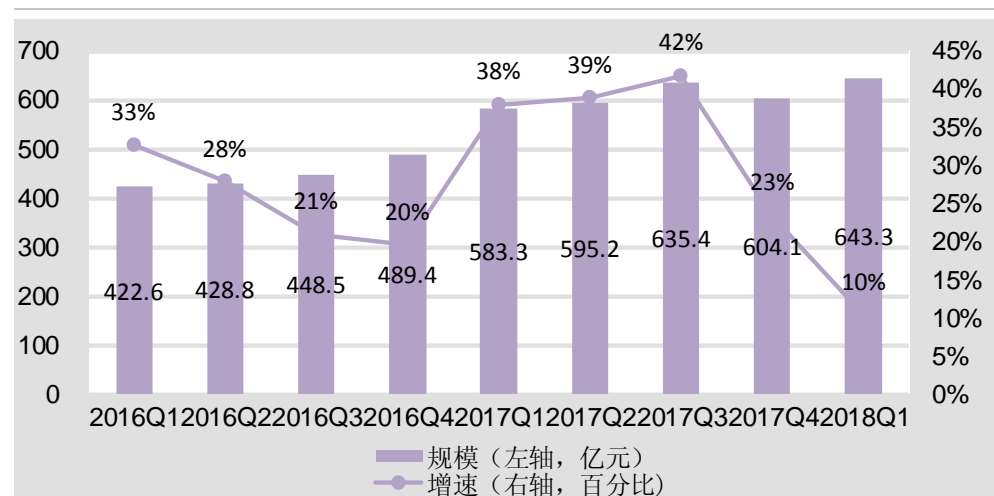
## 五、游戏: 移动游戏市场保持高速增长, 电竞等细分领域助力行业保持稳定增速

### (一) 中国网络游戏市场规模持续扩大, 移动游戏成重要增长引擎

#### 1、网游市场规模不断扩大, 2017 年达 1489.2 亿元

2018Q1, 中国网络游戏市场规模达 643.3 亿元, 环比增长 6.5%, 同比增长 10.3%。市场经历了 2017 年的快速成长后增速逐渐放缓, 一方面是因为在拓展增量市场时遇到瓶颈, 另一方面是因为国家针对游戏市场的政策监管再次趋紧。但总体而言, 市场的发展趋势仍然趋好。

图表 20: 2016Q1-2018Q1 中国网络游戏是市场规模



资料来源: 联讯证券, 艾瑞咨询

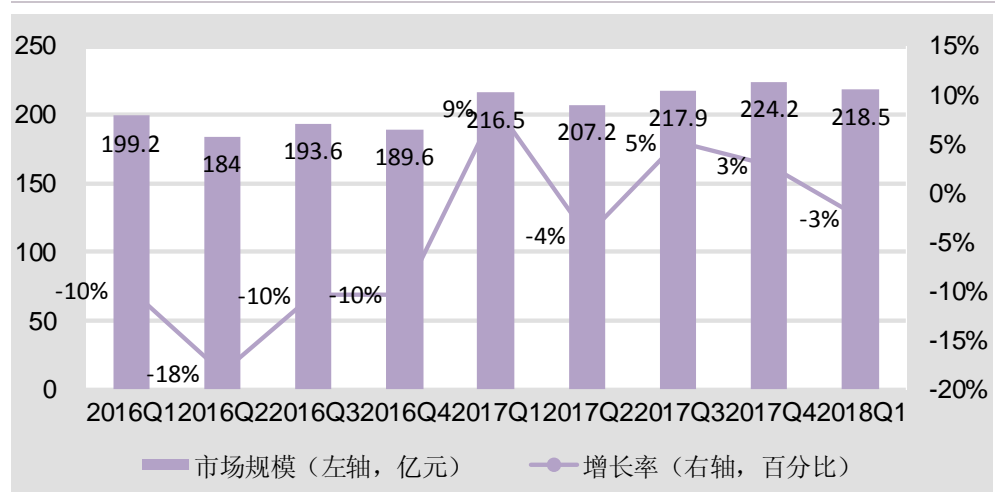
客户端游戏方面, 2018 年客户端游戏第一季度约为 696.6 亿元, 同比上升 0.9%, 表现





较为平稳。影响收入的主要因素为：第一，随着游戏品质和消费观念的升级，核心用户占总体比例不断增加，玩家人均消费大幅提高；第二，电子竞技的发展带动玩家消费热情；第三，传统热门游戏借鉴改进今年风靡的“大逃杀”玩法，有效增加玩家活跃度。

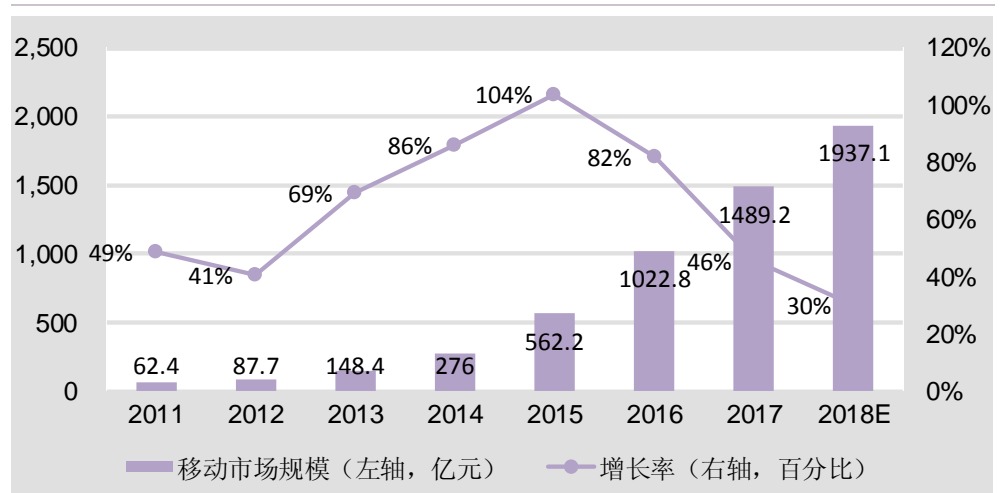
图表21： 2018年Q1客户端游戏营业收入约为218.5亿元



资料来源：联讯证券，艾瑞咨询

移动游戏方面，在过去的两年中，中国移动游戏用户增长约1亿人次，整体增幅约30.0%。而中国PC游戏用户则流失了约0.76亿人次，整体跌幅约15.4%。此外在2017年底，中国移动游戏玩家规模正式超越PC游戏玩家规模，智能手机及平板平台成为了中国玩家基数最大的网络游戏平台。

图表22： 2011-2018年中国移动游戏市场规模



资料来源：联讯证券，伽马数据

## （二）国内游戏人口红利逐步消退，游戏出海、电子竞技等增量市场仍潜力巨大

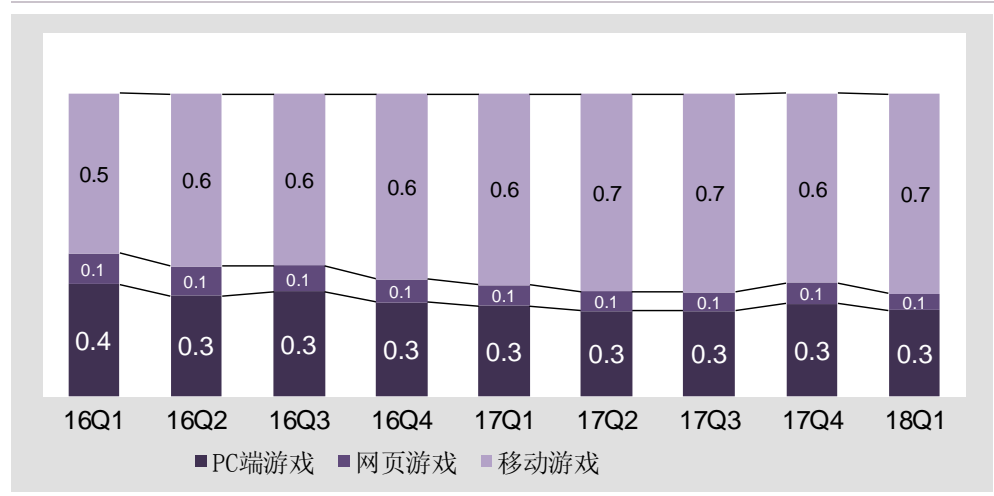
### 1、PC端游、移动游戏用户数趋于稳定，人口红利逐步消退

2018年Q1移动游戏市场份额占比达66.0%，PC端游市场份额占比28.5%。移动游戏经过前两年的爆发式增长，人口红利逐步消退，用户规模几乎达到天花板。而由于移动市场的冲击，PC游戏用户规模更是出现明显下滑，相比2015年，2016年的用户规模



下降了 12%。国内游戏市场用户规模进入平稳期，依靠高质精品游戏、精细运营进行存量博弈，开辟游戏出海、电子竞技等市场新增量，把握游戏变现逻辑和发展趋势，是未来国内游戏厂商之路。

**图表 23： PC 端游、移动游戏用户数趋于稳定，人口红利逐步消退**

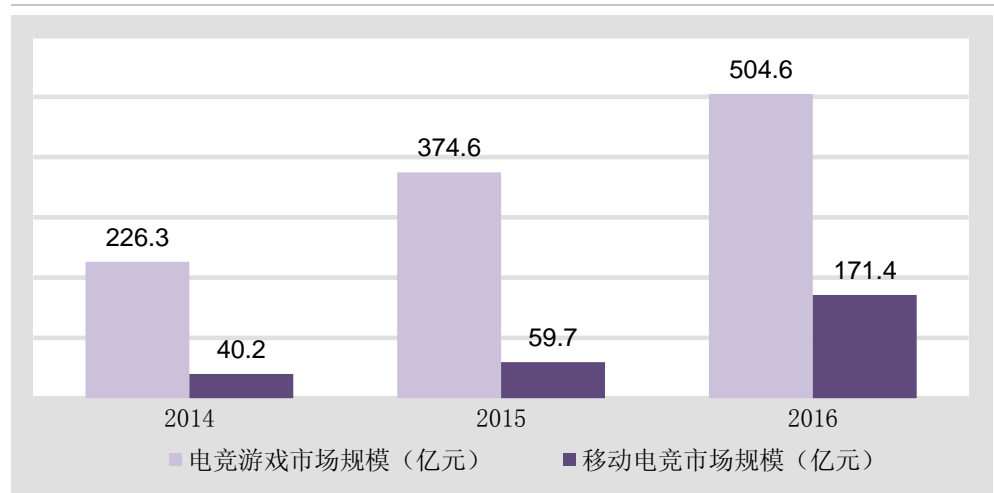


资料来源：联讯证券，艾瑞咨询

## 2、随着端游用户迁移，移动电竞游戏有望成为游戏最具潜力的细分领域

移动电竞在 2017 年发展飞速，《球球大作战》《王者荣耀》《QQ 飞车》《穿越火线：枪战王者》等移动电竞赛事，都已经逐步走上专业化体系化的正轨，在国内已形成了不小的规模。根据伽马数据的测算，2016 年中国电子竞技游戏的市场规模达到了 504 亿元，上涨 34.7%，其中移动电竞收入 171 亿元增幅达到 187%，超过 2016 年中国游戏市场实际销售收入增长率 8 倍，成为最具潜力的细分领域。

**图表 24： 2016 年移动电竞同比增长 187%，成为游戏最具潜力的细分领域**



资料来源：联讯证券，伽马数据

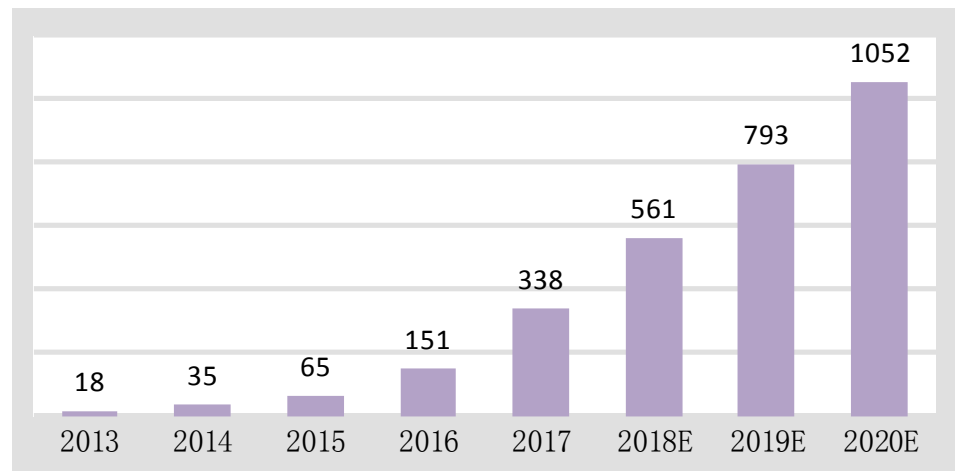


## 六、音乐：渠道变迁引发行业革命，付费推动音乐产业成长

### （一）中国在线音乐市场总体已经超过 300 亿元，未来 5 年复合增长率超过 35%

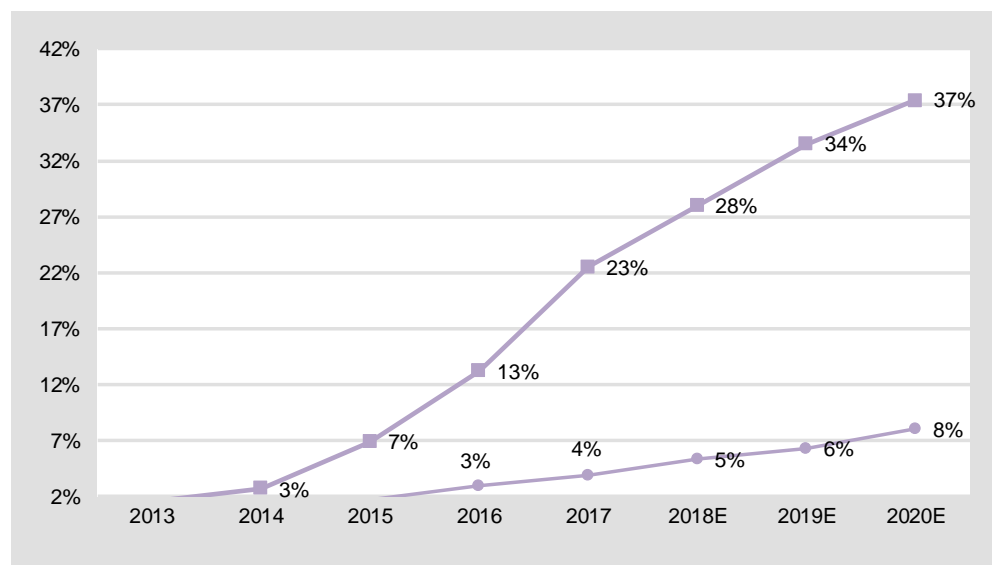
中国在线音乐市场总体已经超过 300 亿元，未来 5 年复合增长率超过 35%，目前音乐市场总体付费率较低，未来推动在线音乐市场增长的主要动力有版权保护提升、付费率提升等。2017 年中国在线音乐泛娱乐市场的总体规模 330 亿元，预计到 2023 年将达到 2152 亿元，2017-2023 年复合增长率达到 36.7%。2017 年在线音乐付费率 3.9%，远低于在线视频 22.5% 的付费率，预计自 2020 年开始在线音乐付费率将迎来快速提升，到 2023 年达到 28.7%。

图表25： 中国在线音乐市场规模



资料来源：联讯证券

图表26： 中国在线音乐和在线视频付费率比较



资料来源：联讯证券

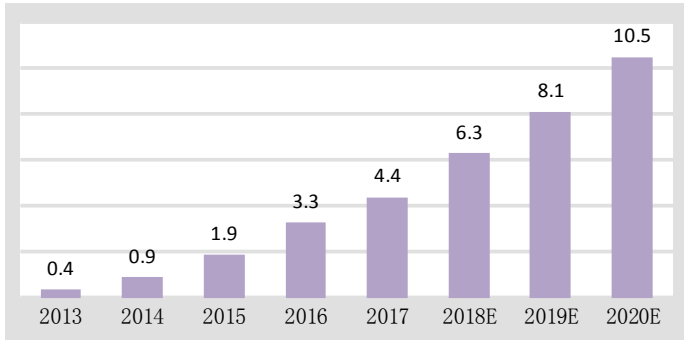
### （二）在线音乐细分市场

中国的在线音乐市场可以分为在线音乐服务、在线卡拉 OK 和音乐直播、发行音乐内容



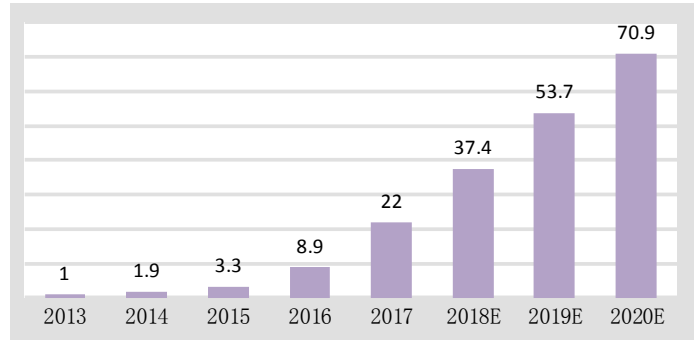
的其他媒体、在线音乐版权运营等 4 个细分市场。其中在线卡拉 OK 和音乐直播市场规模最大，2017 年达到 220 亿元，音乐版权运营市场规模最小，2017 年为 22 亿元，在线音乐服务和发行音乐内容的其他媒体 2017 年市场规模分别为 44 亿元和 45 亿元。

图表27: 中国在线音乐服务市场规模



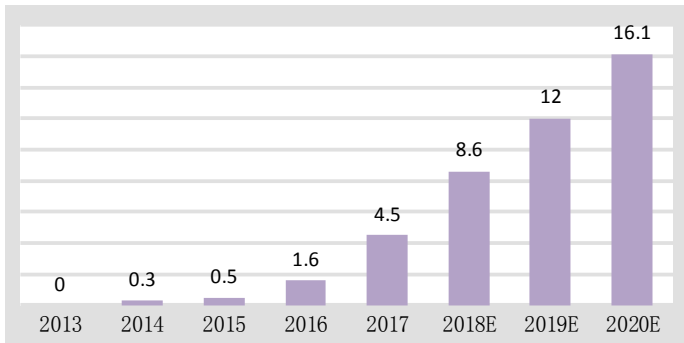
资料来源: 联讯证券

图表28: 中国在线卡拉 OK 和音乐直播市场规模



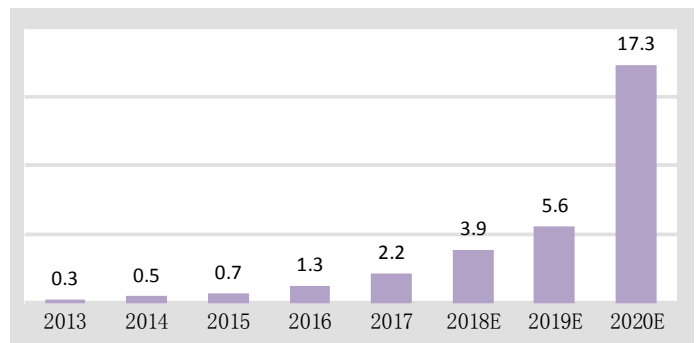
资料来源: 联讯证券

图表29: 中国发行音乐内容的其他媒体市场规模



资料来源: 联讯证券

图表30: 中国在线音乐版权运营市场规模



资料来源: 联讯证券

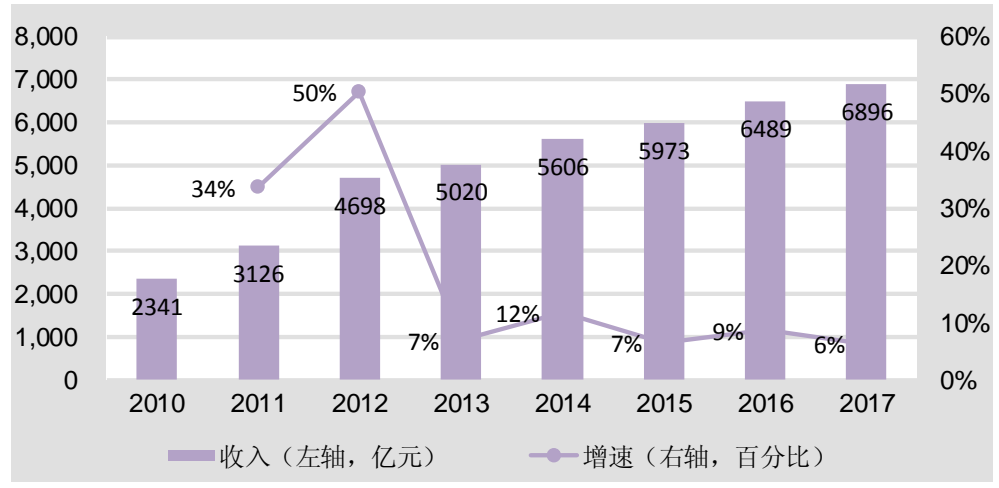
目前国内音乐平台同质化竞争严重，未来差异化运营模式和内容将成为决定性因素，各平台将通过上下游联动构建专属音乐生态链，在降低版权成本、丰富内容的同时充分发挥粉丝经济效应，以在数字音乐市场占据更大的份额，走向盈利之路。

## 七、广告营销：广告市场总体增速放缓，但生活圈媒体和互联网广告细分市场保持较高景气度

### （一）市场整体增速略高于 GDP，新兴媒介快速增长

根据数据，2017 年广告行业规模达到 6896 亿元，同比增长 6.2%。国内广告市场从 13 年开始增速放缓到个位数，一方面是因为 13 年市场规模达到 5000 亿之后，高基数后增速放缓，另一方面，广告行业与 GDP 历来高度相关，经济景气低迷时，广告主对未来收入预期不乐观，相应广告投入也会缩减。由于我国从 13 年开始，GDP 增速逐年放缓，也影响了企业的营销支出。

图表31: 2017 年广告行业规模达到 6896 亿元，同比增长 6.2%



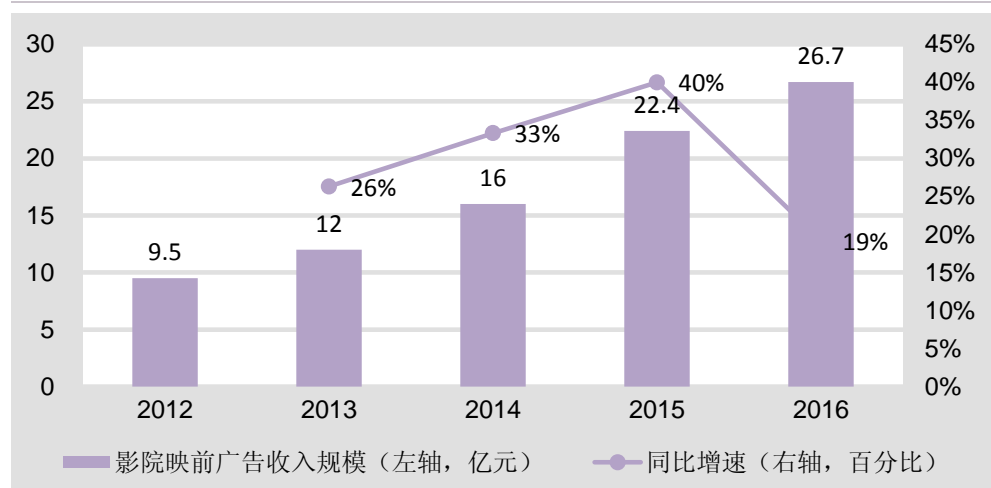
资料来源：联讯证券，艾瑞咨询

## （二）影院、电梯等生活圈媒体广告仍保持稳定增长，互联网广告细分领域有望爆发

### 1、影院广告：映前广告渗透率有较大提升空间，影院映前广告市场容量有望持续释放

影院视频广告是电影放映前播放的广告，包括两种形式：一种是映前广告，由影院委托第三方公司来进行招商和发布；另一种是贴片广告，由电影的制片方或发行方进行招商；目前我国影院广告的主流是映前广告。2015年，我国影院映前广告收入规模为22.4亿，同比增长40%，2016年我国影院映前广告收入规模为26.7亿，同比增长19%，增速稳定。

图表32：2016年影院映前广告收入规模26.7亿元，同比增长19%



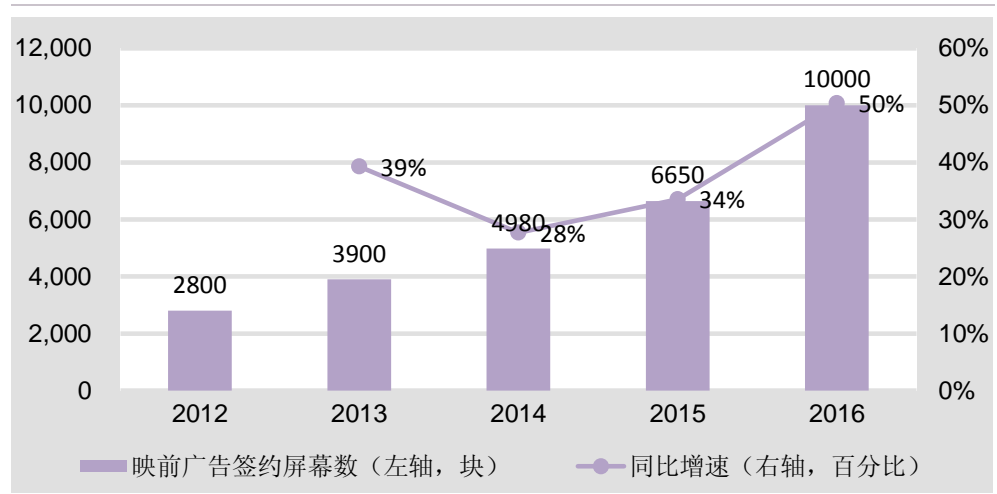
资料来源：联讯证券，智研咨询

数据显示，17年Q1银幕总数为4.4万块，同比增长40%，影院数量达到9182家，同比增长36%。随着向三四线城市下沉，银幕与影院仍有一定增长空间。此外，当前映前广告渗透率较低，从影院渗透率仅口径统计仅34%，从银幕渗透率口径统计约50%，存量市场渗透率有提升空间。17Q1全国影院数为9182家，而映前广告市场前四大主要参与者分众晶视、晶茂传媒、影时尚、乐幕合计仅覆盖约3117家，合计渗透率34%左右；17Q1中国银幕数量达到4.4万块，四大映前广告公司合计22019块银幕，渗透约为50%。



随着映前广告效果逐渐为市场认可，行业的渗透率将进一步提升。

**图表33： 2016年映前广告签约屏幕数达10000块，渗透率仅为25%**



资料来源：联讯证券，智研咨询

我们认为，影院映前广告市场的爆发一方面由于影院及银幕的高速增长，为电影广告产业的拓展奠定坚实基础；另一方面，也得益于电影票房、观影人群及观影频次的稳步提升带来涟漪效应。未来，随着一二线城市院线的巩固、三四线城市的开发，以及运营商对映前广告创新形式的探索，我国影院映前广告市场容量有望持续释放。

### （三）拥有“被动收视+覆盖高消费人群”核心优势，电梯广告仍极具投放价值

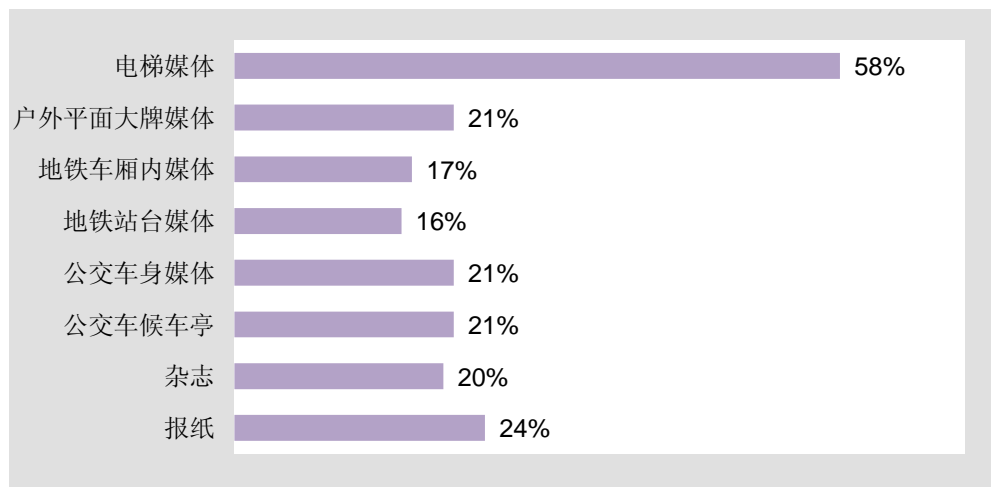
电梯广告主要分为电梯电视广告和电梯海报广告。数据显示，1Q18，我国电梯电视广告刊例同比上升 22.3%，超过互联网广告，成为行业增长重要驱动力，而电梯海报广告也同样增长 10.0%，远超传统户外广告。我们认为，电梯广告由于处在用户必经的封闭的生活空间中的媒体，以其强制性和不可选择性在移动互联时代受到了更多广告主的认同，未来仍具有一定的增长空间。

**被动收视：强制观看，没有选择就是最好选择。** 电梯广告处于受众必经的生活空间，封闭空间可以产生强制性的高频到达，具有品牌推广的引爆式效果。电梯内环境单纯干扰度极低，每周上下超 20 次，每周收视时间超 10 分钟，对电梯广告信息有充分的收视时间，使品牌与受众形成了深度的沟通。因此，电梯广告媒体具有广告阅读的强制性。也就是这种强制性成就了电梯广告的价值。





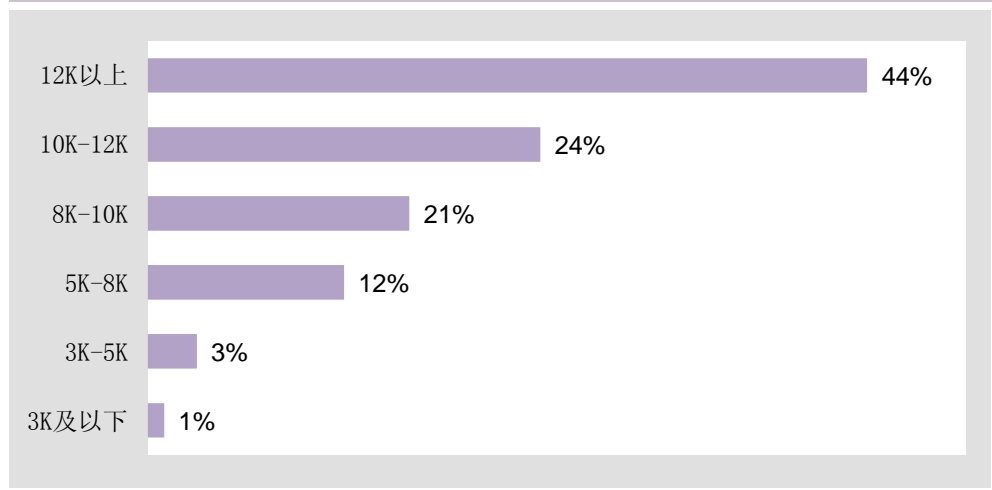
**图表34： 电梯媒体仔细阅读占比 58%， 远超其他媒体**



资料来源：联讯证券，智研咨询

**覆盖人群广：楼宇媒体广告目标人群覆盖了都市主要消费力。**数据显示，一般电梯电视广告针对 20-45 岁月收入 5000 元以上的受众，日均触达 2 亿城市主流人群，其单一频道到达率与各大电视频道和各大视频网站相比排名第一，68%的受众家庭收入在 1 万元以上，是中国财富最主要的创造者和消费者。而电梯海报的受众有 78%在 20-50 岁之间，71%的受众家庭月收入在 10000 元以上，70%的受众拥有大专以上学历，覆盖人群为消费能力和受教育水平都较高的高广告价值人群。基于目标人群的高广告价值，使得电梯广告仍是极具广告投放的场景，收到市场的认可，广告投放刊例也不断增长。

**图表35： 楼宇视频广告受众收入高于城市平均水平**



资料来源：联讯证券，智研咨询

总体观之，电梯广告拥有广告阅读强制性以及覆盖人群的高广告价值核心优势，使得电梯广告仍然是极具广告投放价值的场景，随着楼宇终端的持续增长以及电梯广告渗透率的不断提升，电梯广告有望保持稳定增长。

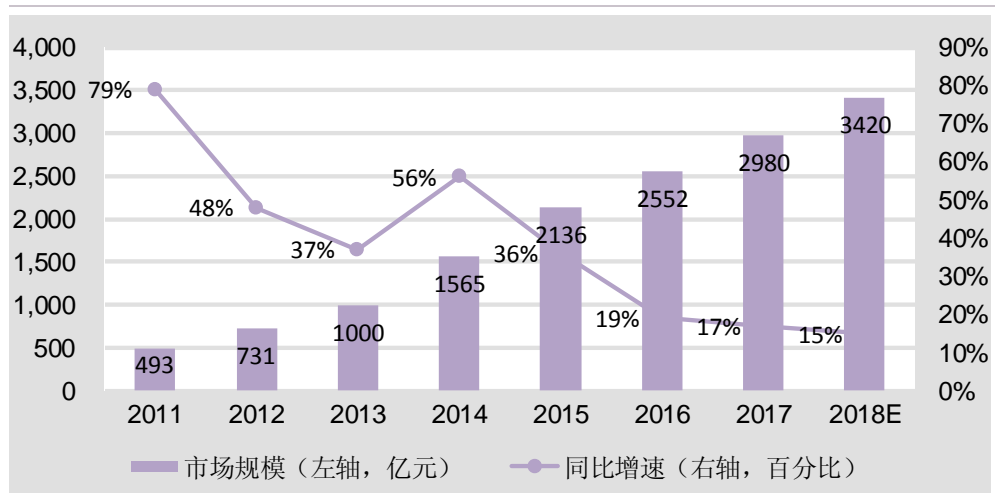


（四）互联网广告：整体市场规模放缓，但电商、信息流等细分领域仍保持高速增长

1、流量红利消失，互联网广告市场规模增速放缓

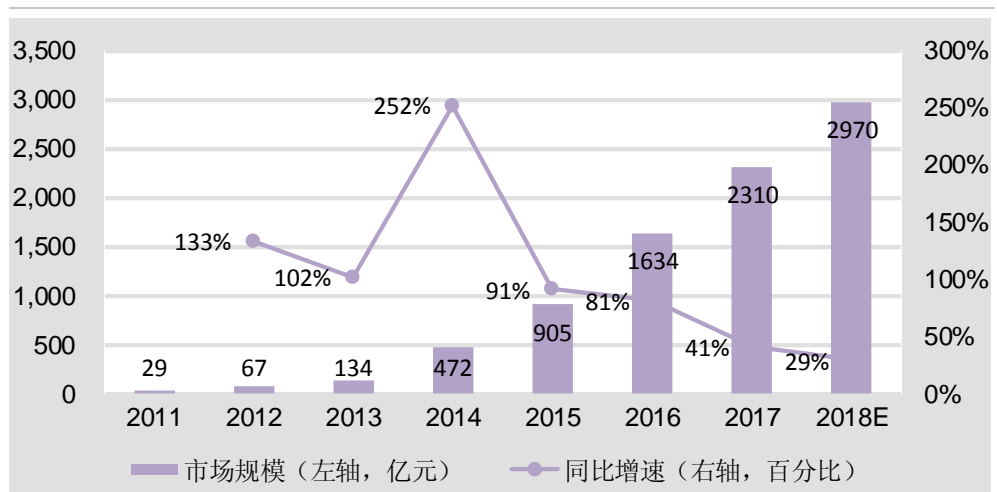
2018年，中国网络广告市场规模达到3420亿元，同比增长15%。在经过多年的高速发展之后，互联网广告市场趋于成熟，无论增速还是市场结构还是进一步趋于稳定。移动广告方面，2018年中国移动广告市场规模达到2970亿元，同比增长率为15%，发展势头依旧强劲，增速远远高于网络广告市场增速。伴随着用户注意力向移动端的转移和精准化投放技术的升级，移动广告的投放效率不断提高；此外，移动社交、移动视频、移动电商、移动资讯等平台近年来也加速广告变现探索，我们预计未来几年移动广告在整体网络广告中的占比将持续增大，2019年该占比将超过90%。

图表36：2018中国网络广告市场规模同比增长15%，整体市场趋于成熟



资料来源：联讯证券，易观咨询

图表37：2018年移动广告规模达到2970亿元，依然保持高速增长



资料来源：联讯证券，艾瑞咨询

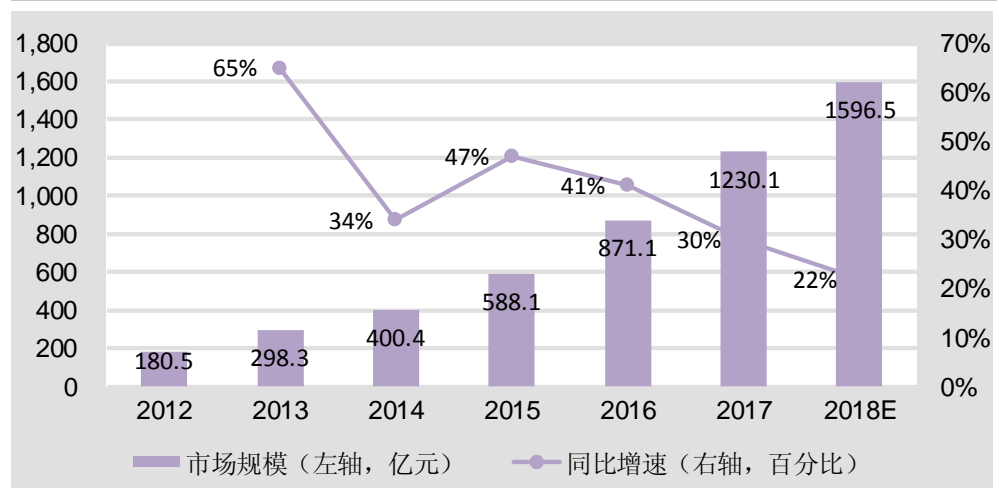
虽然由于流量红利逐渐退散，网络广告整体增速放缓，但行业细分来看，数据显示，信息流广告、电商广告等仍保持高速增长态势。



## 2、电商网站广告市场规模达 871.1 亿元 O2O 场景营销助力发展

在消费升级大背景下，品牌广告主对于自身品牌形象的打造和优化需求更加迫切；企业在扩展品类、布局跨境电商等过程中，需要不断提升自身的品牌影响力；此外，生活场景的精准推荐与智能化、多样化的广告形式，为不同广告主提供灵活的营销方式，获得了更好的效果，直播、VR 等多种新技术的不断落地，使电商广告形式更加丰富与多元，助力电商广告市场开拓新的增长点。2018 年电子商务（以网络购物为主）网站广告营收达到 1596.5 亿元，同比增长 22%，增速较去年增速放缓。

图表38： 2018 年电商广告收入同比增长 48.1%，增速较去年持续上升



资料来源：联讯证券，艾瑞咨询

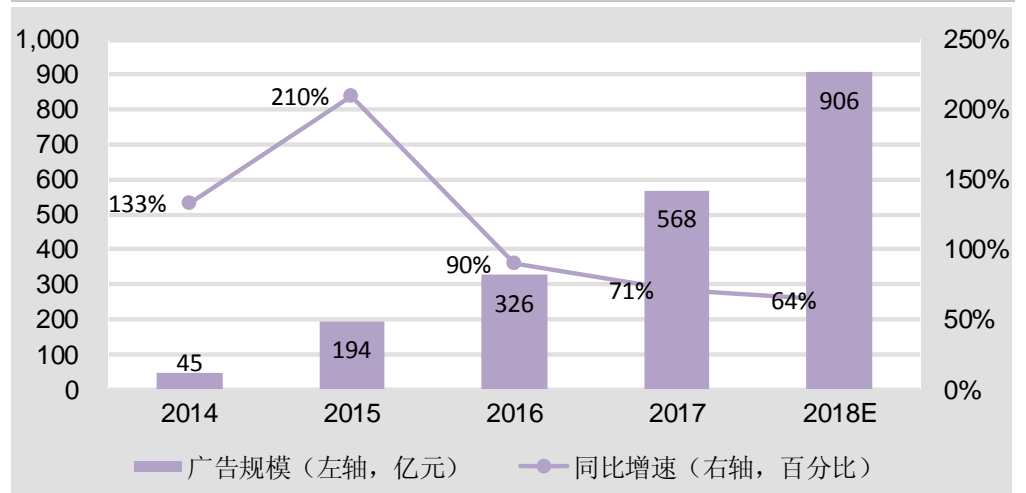
## 3、信息流广告市场规模达 325.7 亿元，未来三年仍将保持 50%以上的增长

2018 年的网络广告市场中，广告形式的创新与大数据分析及应用能力的提升成为主要特征。广告主对曝光与效果的双重需求促使效果广告迅速发展。而伴随着奥运会、娱乐圈大事件、全球公共政治事件等的爆发，社交媒体、新闻门户、视频媒体及垂直媒体纷纷推出信息流广告产品，中国原生信息流广告发展态势迅猛。

2018 年中国信息流广告规模为 906 亿元，同比增长率为 64%，预计未来三年仍将保持 50%以上的增长，到 2019 年将突破 1400 亿元。此外，2018 年热炒的网红概念、资本市场助推的直播平台等，都促进着网络广告的形式和创意不断变化，内生广告或也将成为未来的发展新趋势。



图表39: 信息流广告市场规模达 3906 亿元, 未来三年仍将保持 50%以上的增长



资料来源: 联讯证券, 艾瑞咨询



## 八、2019 年投资策略及重点公司推荐

### （一）2019 年投资策略：关注游戏、院线等高成长细分行业，布局行业内低估值、业绩优的龙头标的

随着国内用户红利逐渐消失，传媒行业从产业层面到资本层面都经历了一整年的消化期，整体增速有所放缓。但从行业细分领域看，由于用户内容付费意愿提升、互联网加速传媒企业的转型和并购等因素，传媒部分新兴细分行业仍保持高速增长。19 年我们建议关注影视、音乐、游戏、广告等具有成长性的传媒细分行业，并积极布局细分行业中低估值、业绩优的白马股。

**电影方面**，受经济大环境影响，今年电影票房增速明显放缓，预计未来将会保持平稳的增长。另外随着城镇化的推进、三线城市及以下城市观影人次增加和我国消费升级持续，居民娱乐消费支出增多，人均观影次数有望继续增长。因此，优质电影制作、发行商将显著受益。个股方面，我们推荐中国电影动漫内容领域龙头公司光线传媒（300251，买入）。

**院线方面**，目前院线市场进入产业调整期，行业热钱逐渐离场，尾部院线将加速出清，行业将进一步向头部集中，行业的龙头院线将率先受益。另外对比北美市场，中国院线市场还有较大的提升空间。个股方面，我们推荐既有平台又有优质丰富内容的万达电影（002739.SZ, 买入）

**网剧方面**，由于观剧习惯的互联网化、IP 热潮的兴起、新媒体的迅速发展等因素的影响，2014 年以来网生内容市场快速增长，网络剧“爆款”频现，影响力提升显著，市场规模也不断高速增长。此外，随着视频付费用户增长，未来中国视频付费市场想象空间巨大，从而也有望进一步带动网剧市场的发展。个股方面，我们推荐拥有精品剧制作能力的企业鹿港文化（601599.SH，买入）

**游戏方面**，目前受到国内游戏版号限制影响，游戏行业的整体增速有所放缓，但是随着移动互联网渗透率的提高和智能手机的普及，我国移动游戏的市场规模仍保持高速增长，是目前行业增长的主要驱动力。此外，随着我国游戏厂商纷纷出海拓展海外市场份额以及电竞游戏的逐渐兴起，我们认为游戏市场规模有望继续保持增长。因此，具有游戏“研运一体”实力并且积极拓展海外市场的公司有望受益。个股方面，我们推荐处于行业第二阶梯的龙头企业完美世界（002624.SZ，未评级）以及三七互娱（002555.SZ，买入）。

**音乐方面**，中国在线音乐市场总体已经超过 300 亿元，但是音乐市场总体付费率较低，未来推动在线音乐市场增长的主要动力有版权保护提升、付费率提升等。2017 年在线音乐付费率 3.9%，远低于在线视频 22.5%的付费率，预计自 2020 年开始在线音乐付费率的提升将带动在线音乐产业全面发展。个股方面，推荐拥有雄厚互联网背景即将上市的腾讯音乐。

**广告方面**，由于传统广告媒体受到新媒体广告的冲击，市场规模逐步萎缩，导致市场整体增速放缓，但从细分领域来看，影院广告、电梯广告、互联网广告等新媒体仍具有增长空间。数据显示，1H18，影院广告、电梯广告、互联网广告增速分别为 19%、18.9%、14.5%，可见这些新媒体已取代传统媒体成为广告行业的增长动力。因此广告方面，我们建议关注影院广告、电梯广告、互联网广告等细分领域。个股方面，重点推荐电梯广告龙头股分众传媒（002027.SZ，未评级）



## （二）重点个股推荐及盈利预测

### 1、光线传媒（300251，买入）：中国动漫电影领导者

**公司深耕中国电影内容领域。**公司设立之初主攻电视节目的制作和发行。公司于 2011 年 8 月在 A 股首次发行上市，并先后于 2012 年和 2013 年参股欢瑞世纪（000892.SZ）和新丽传媒，电视剧业务进一步巩固。公司的电影业务以发行开始，逐步切入投资和制作领域，目前已成为中国电影内容领域的领导者。2018 年前三季度公司的电视剧业务依然为亮点业务。前三季度公司电视剧主要确认了《新笑傲江湖》、《爱国者》、《盗墓笔记 2》的电视剧投资收入。其中，《盗墓笔记 2》主要为第三季度确认。

**公司于动漫领域的布局有待进一步反映至市值。**中国动画电影渗透率仍低，目前中国动画电影票房占比约为 5%，而同期美国和日本等成熟市场约为 15%，显示中国动画电影仍处于初期发展阶段。公司于动漫领域布局前瞻，与诸多中国优质的动漫公司有资本或业务上的合作，公司表示已覆盖约中国动漫 IP 超过半数的优质资源，为动漫产业爆发的受惠者。我们认为该点有待进一步反映至市值。

**拓展线上宣发渠道，进一步完善产业链布局。**公司目前业务已覆盖电影、电视剧（网剧）、艺人经纪等等影视全产业链，线下渠道优势明显。收购猫眼后，将整合猫眼线上的宣发渠道，有助于进一步完善公司影视产业链布局。而猫眼方面，在与光线重组后加速了生态布局，以“互联网+电影”综合平台为发展方向，从上游的投资制作到中间的宣发以及下游的院线、售票、用户、服务、结算做电影全产业链的长链条。两者在影视领域整合效应明显。

**盈利预测及估值。**我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年营业收入分别为 18.65 亿元，22.63 亿元，29.75 亿元，归属于母公司净利润分别为 8.20 亿元，9.97 亿元和 12.02 亿元，每股收益分别为 0.85 元，0.37 元，0.45 元。鉴于光线与内容领域（特别是动漫部分）布局有待进一步反应至市值，搭配猫眼微影盈利拐点已至，加之目前股价已即将触及我们前期设定的目标价 11.20 元，我们将目标价上修至 13.60（基于 2019 年 PE20.0x），重申「买入」的投资建议。

**风险提示。**电影票房不及预期。产业链整合不及预期

### 2、万达电影（002739.SZ）：票房收入稳定增加，非票收入打开增长空间

**中国院线行业的龙头公司。**根据公司披露的公告，公司 2018H1 实现票房 50.15 亿元，同比增长 15.8%，观影人次 1.19 亿，同比增长 18.3%，取得 13.57% 的市占率，公司票房、观影人次、市场占有率等指标继续保持全国领先地位。截止到 2018 年 10 月，万达电影在国内拥有直营影院 573 家，502 块银幕，计划将来以每年 80-100 家的速度扩建，同时公司引进阿里巴巴和文投控股作为公司战略投资者，在电影发行、影片投资、在线票务平台、广告、衍生品推广销售、院线加盟、影院设备管理运维等方面开展全面合作，显示出公司有能力在上电影产业继续领跑。

**拟收购万达影视，丰富产业内容，打通产业上下游。**2018 年 6 月公司发布公告，再次拟收购万达影视。万达影视主营电影、电视剧的投资、制作和发行，以及网络游戏发行和运营业务，若此次重大资产重组顺利完成，万达电影将成为以院线为基石，电影、电视剧、游戏三大板块共同发展的全产业链影视娱乐上市公司，同时万达院线将利用强大客流优势为其他业务提供更多的变现方式。





**行业或将重新洗牌，龙头院线将率先受益。**2018 年上半年中国电影市场票房增速为 17.82%，市场进入平稳增长期，一些中小影院将加速出清，院线集中度会进一步提升，万达作为行业的龙头将会率先受益。

**盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 146.8 亿元/166.1 亿元/189.5 亿元，分别同比增长 11.00%/13.10%/14.10%；归母净利润分别为 13.40 亿元/14.33 亿元/15.34 亿元，分别同比增长-4.19%/6.92%/7.01%。交易完成后，万达电影将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关系，维持买入评级。

**风险提示。**电影市场增速下滑；宏观经济下行影响；本次重组尚未过会。

### 3、华策影视（300133.SZ）：行业调整阶段，龙头竞争优势凸显

**行业进入调整期，向精品化方向发展。**行业进入调整期，精品化趋势确立，成本结构改善。1) 目前电视剧行业已告别高增长时代，进入调整阶段；2) 电视剧产能短期难以扩张，行业有效供给不足以及优质内容的稀缺性使得头部剧价格大概率继续上涨；3) 精品化趋势确立，行业成本结构有望改善，公司作为行业龙头市场份额将得到提升。

**拥有强大精品剧库存，探索多领域、全球化布局。**华策影视竞争优势突出，无论是电视剧产量还是质量均位居行业第一。从财务情况、经营能力来看，公司与同行业相比运营能力更强、品牌效应与产品力也更具优势。其率先建成的工业化生产体系，将大数据分析应用于内容 IP 收集评估、影视制片、渠道合作等各方面，保障精品内容的稳定输出。此外公司加快内容衍生领域布局，在电视剧出海、艺人经纪、广告营销等方面取得较快发展，未来有望逐步贡献业绩。

**盈利预测。**公司是稳健成长的全网剧龙头，业绩保持较快增长，具备完善的工业化制作体系，竞争优势明显优于同行业，未来看好公司受益于头部剧价格上涨、行业格局改善以及衍生业务布局带来的成长空间。我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入 65.57/79.34/93.29 亿元，归母净利润 7.82/10.02/11.82 亿元，EPS 为 0.44/0.55/0.67 元，当前股价对应 PE 为 20.16/16.00/13.08 倍。参考同行业估值水平并考虑公司龙头地位带来的估值溢价，给予公司 2019 年 20-22 倍 PE，对应合理价格区间为 11.2-12.32 元，给予“推荐”评级。

**风险提示。**行业监管进一步加强；库存剧质量不如预期。

### 4、分众传媒（002027.SZ，未评级）：楼宇、影院等生活圈媒体龙头重新估值，公司有望迎来新一轮增长

**竞争优势建立高护城河，龙头企业率先收割行业红利。**公司作为生活圈媒体的绝对龙头，在电梯电视、电梯海报以及影院广告领域的市占率分别为 95%、70%以及 60%。特别在媒体价值更高的核心商圈（广告媒体能够覆盖更多的人流量、更高的消费能力），公司具有同行难以企及的点位优势。以北京为例，公司在核心商圈点位数量在 10 万以上，领先所有同行竞争对手 5 万余个。核心商圈点位优势下，公司不断



获得大客户的广告投放,电梯媒体 72%的毛利率比行业第二名高出了 20 个百分点,竞争对手几乎不可能威胁到公司的护城河。我们认为,公司作为电梯媒体的绝地龙头,依靠核心点位优势不断获取大客户资源,规模优势使得毛利率远高于同行平均。点位以及客户资源构成了公司几乎无法被逾越的护城河,公司将率先收割行业加速增长带来的红利。

**外延及内生结合,覆盖主流消费人群布局线上线下整合传播。**由于中国正进入一个消费升级的通道,广告传播也进入了争夺用户心智为核心的品牌时代,线上线下整合传播成为中国数字传播的主导趋势。公司通过内生增长和外延式并购相结合的方式,发展成为国内领先的数字化生活圈媒体集团,集中覆盖了中国都市主流消费人群。而公司的楼宇媒体和影院银幕广告媒体继续牢牢掌握线下消费人群的常见生活场景,是驱动公司收入和利润增长的核心动能。

**盈利预测及估值:**考虑到考虑到公司正处于点位积极扩张时期,成本大幅上涨,预计公司 2018-2020 年净利润为 59.22、68.67 以及 86.60 亿元,对应 EPS 分别为 0.43/0.49/0.57 元,对应当前股价 13、12 以及 10 倍 PE。给予公司 2018 年 20 倍 PE,目标价 8.00 元/股,给予强烈推荐评级。

**风险提示。**电梯、影院广告市场竞争加剧。

## 6、腾讯音乐:拥有四大音乐平台,在线音乐付费将成为公司业绩的增长引擎

**中国最大的在线音乐平台,拥有强大的互联网流量。**腾讯音乐是中国最大的在线音乐娱乐平台,截至 2018 年第 3 季度的月活跃用户人数超过 8 亿。根据市场调研公司报告,中国用户人数最高的四个在线音乐产品—QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民 K 歌—全部都是腾讯音乐旗下的产品。腾讯(700.HK)是腾讯音乐的主要股东,将继续拥有上市后的腾讯音乐 57.6%股权,以及透过持有腾讯音乐 B 股拥有 61.5%股东投票权。

**市场占有率拥有绝对的优势,未来增长空间可观。**腾讯音乐的主要竞争对手是网易云音乐及其他中国在线音乐平台。腾讯音乐拥有中国用户人数最高的四个在线音乐产品,在市场占有率上具有优势。未来的增长潜力依赖中国在线音乐娱乐市场的整体增长。中国保持稳定而且较其他主要经济体快速的 GDP 增长,民众可支配收入年年上升,为娱乐消费行业的发展提供绝佳的土壤。据市场调研机构艾瑞的预测,中国在线音乐类型泛娱乐市场总收入将从 2017 年的 330 亿元人民币增长到 2023 年的 2,152 亿元人民币,复合年增长率 36.7%。

**财务数据,**2016 年、2017 年和 2018 年 9 月止 9 个月,腾讯音乐的收入分别为 43.6 亿元人民币、109.8 亿元人民币和 135.9 亿元人民币,2017 年和 2018 年 9 月止 9 个月的同比增速为 151.8%和 83.7%。2016 年-2018 年 9 月的收入增速比成本增速快,推动盈利利率上升。2016 年、2017 年和 2018 年 9 月止 9 个月,净利润分别为 0.85 亿元人民币、13.2 亿元人民币和 27.1 亿元人民币,盈利率分别为 1.9%、12.0%和 19.9%。

**风险提示:**宏观风险;新经济行业风险;竞争风险;法律风险。



图表40： 重点公司盈利预测及估值

股票简称	投资评级	收盘价	EPS (元)				PE (X)			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
万达电影	买入	22.49	0.72	0.99	1.16	1.36	26.07	22.66	19.33	16.48
光线传媒	买入	7.68	0.78	0.85	0.37	0.45	9.11	9.05	20.58	17.14
华策影视	买入	8.77	0.20	0.44	0.55	0.67	22.81	20.16	15.99	13.08
分众传媒	买入	5.88	0.33	0.43	0.49	0.57	12.51	13.70	12.04	10.32
腾讯音乐	未评级	N/A	0.83	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：联讯证券，wind

## 九、风险提示

宏观经济增速下行，政策风险。



## 分析师简介

陈净娴：2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)