

# 传媒行业研究框架及投资逻辑

钟 奇 (传媒行业首席分析师)	SAC 号码: S0850513110001
郝艳辉 (传媒行业分析师)	SAC 号码: S0850516070004
孙小雯 (传媒行业分析师)	SAC 号码: S0850517080001
刘 欣 (传媒行业分析师)	SAC 号码: S0850517110001
许樱之 (传媒行业分析师)	SAC 号码: S0850517050001

联系人: 毛云聪、强超廷、陈星光

2018年07月16日

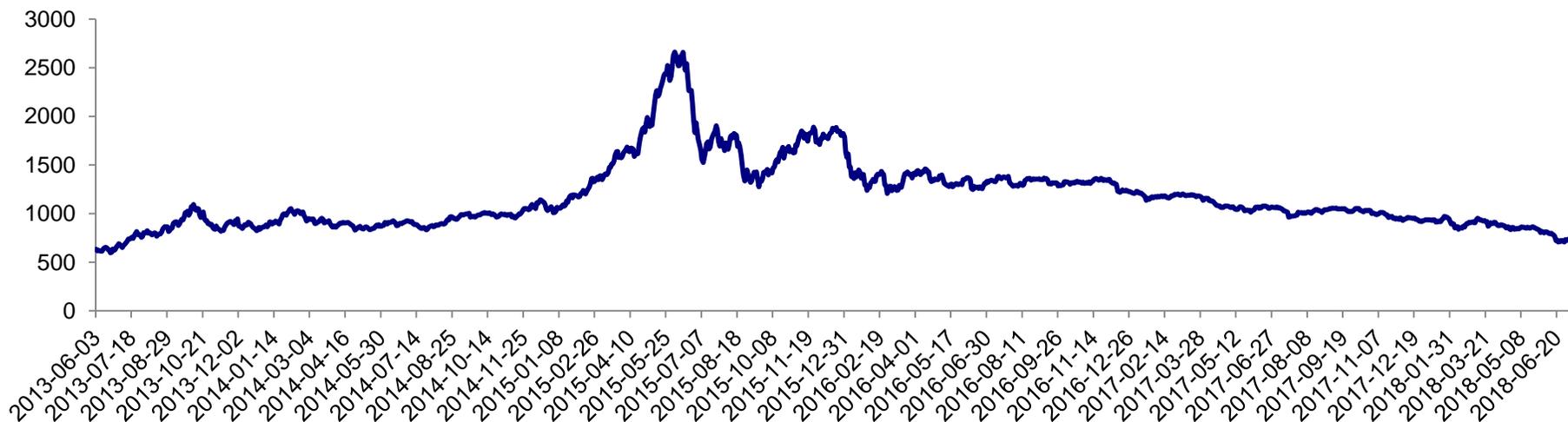
## 传媒板块：连续10个季度负收益，深度回调创5年历史新低

- ▶ 传媒板块自2016年以来，持续回调，申万传媒指数已经连续10个季度呈现负收益，总跌幅达56%。
- ▶ 目前申万传媒指数已深度回调，创5年来历史新低，传媒板块整体估值已处于低位水平。

表：2016年至2018年6月30日申万传媒指数季度涨跌幅（连续10个季度负收益）

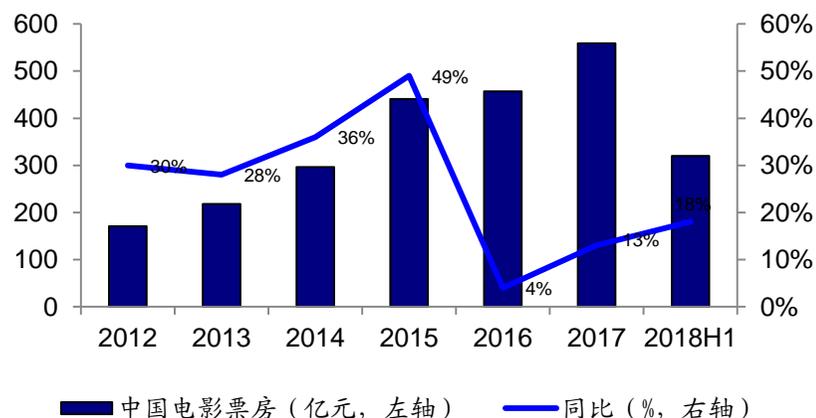
涨跌幅	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
申万传媒指数	-22%	-7%	-3%	-7%	-5%	-7%	-3%	-10%	-2%	-20%

图：2013年6月以来5年内申万传媒指数走势图

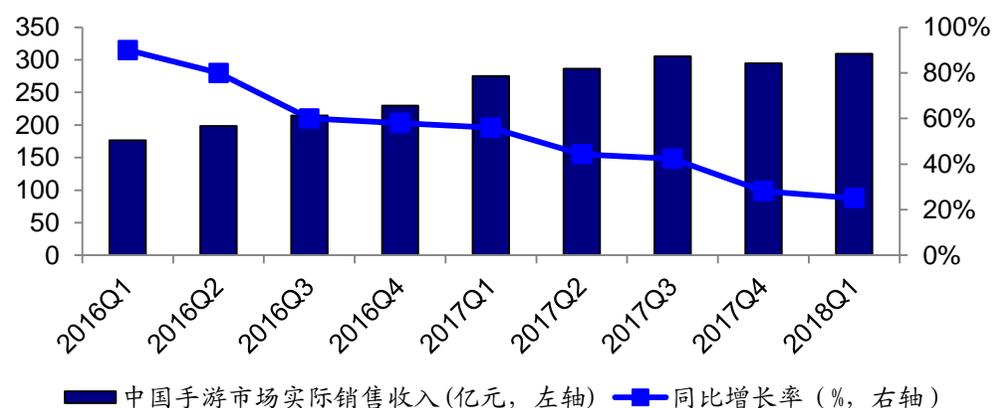


- 机制决定市场偏好。
- 娱乐行业的特性：短期利润爆发力强；反之中长期盈利持续能力存疑。
- 行业景气度并未下降。

图：2012年-2018年H1电影票房（不含服务费）及增速



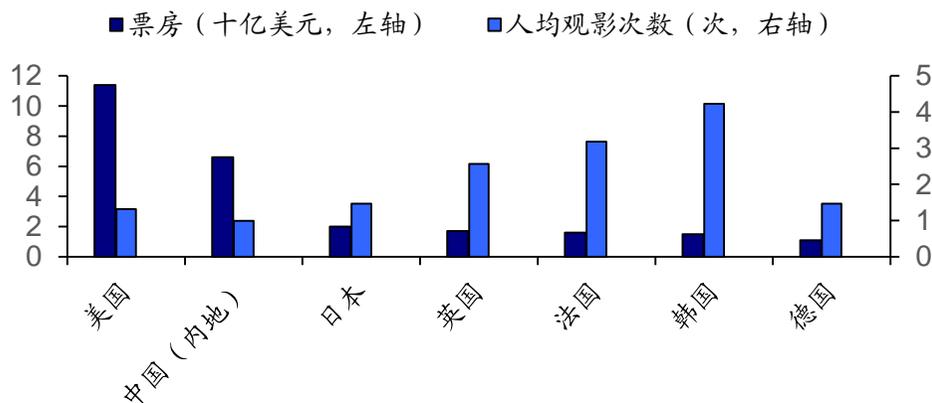
图：2016年-2018年Q1中国手游市场实际销售收入及增速



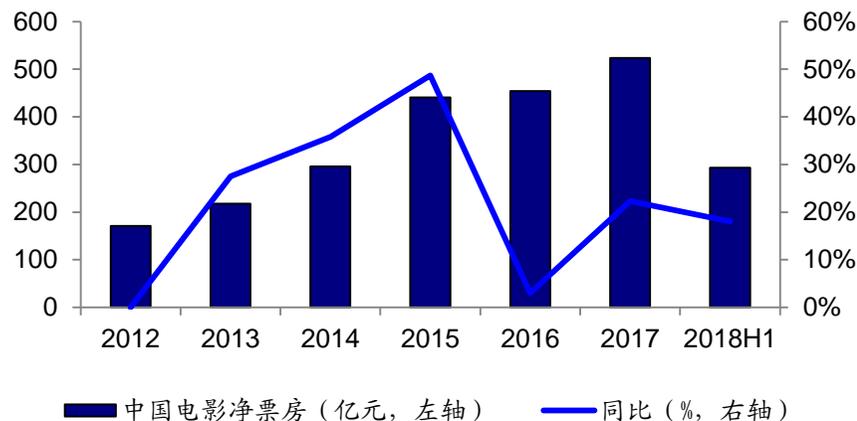
# 影视板块研究框架及投资逻辑

- 横向和纵向概况分析：**从行业结构来看，影视产业包括电影、电视剧、综艺节目、动画等，其中电影和电视剧在影视市场的占比最大。电影是影响整个行业的最大变量，票房指标也是整个传媒板块的情绪指标。过去5年中国电影票房复合增速约25%，2016年我国电影票房454亿元（+3%），2017年实现总票房523.86亿元（+22%），中国电影产业正在经历从野蛮成长期向结构优化的高原增长期转化的过程。在内容质量逐渐提升，付费及IP衍生等新兴商业模式逐渐兴起的大环境下，我们认为未来5年影视产业将依然保持两位数以上的增速，影视产业长期增长趋势不变。
- 外部重点关注要素：**中国恩格尔系数降低；政策大力扶持（如最高意识形态重视、如进口片限额制度放开）；影院屏幕等硬件设备提升；移动互联网、VR等新技术渠道带动；人才红利等。中国影视行业外部发展环境优越，可持续发展性强。

图：2016年全球主要地区票房及观影人次



图：2012-2018H1国内票房及增速



➤ 从电影产业链行业上下游看，可以分为IP、内容制作、渠道发行、衍生品环节。IP作为最上游以小说、漫画等为表现形式，优质IP能够为后期作品带来天然粉丝流量；内容制作单片项目风险较大，盈利的二八原则明显，头部作品是制胜点；渠道方则相对现金流稳定。

表：电影产业链上下游分成比例

产业链上下游	制片	发行	院线	影院
国产片	38%-43%	4%-6%	3%-7%	50%-52%
进口批片	数十-数百万元不等	43%	3%-7%	50%-52%
进口分账片	13%-20%	22%-28%	3%-7%	50%-52%

备注：进口批片一般由国内发行公司以数十万到数百人民币不等的价格买断内地发行权，制片方并不参与票房分成

资料来源：海通证券研究所

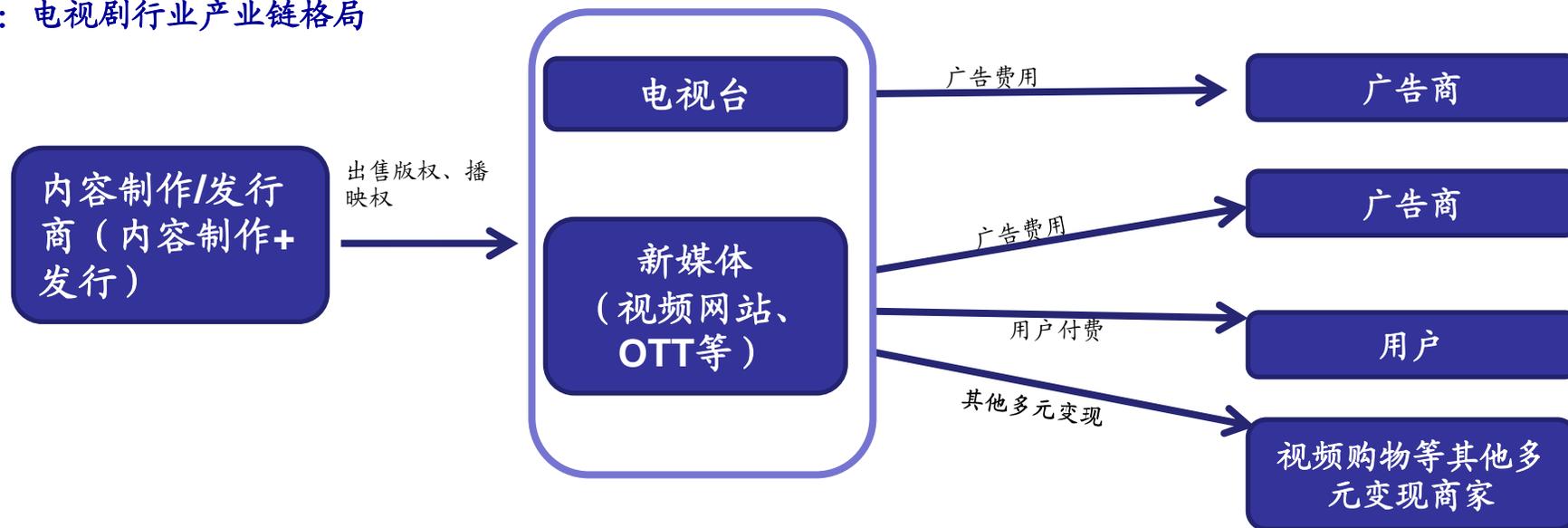
图：电影产业链格局



资料来源：wind，猫眼，海通证券研究所

- ▶ 电视剧产业链较电影产业链短，电视剧的内容方一般直接将作品销售给下游渠道方。目前，下游渠道方的主力已经逐渐由电视台转变为视频网站等新媒体。
- ▶ 内容方2B业务模式的属性决定了电视剧制作公司收入模式相对稳定，近年来下游渠道端视频网站的竞争格局加剧，带来电视剧尤其是头部剧的单片售价持续走高。目前下游视频网站的竞争并未缓和，因此头部剧涨价逻辑预计仍将在中短期内持续。
- ▶ 付费视频大趋势的快速发展为优质内容公司带来C端收费预期，盈利模式的改变预计将打开电视剧行业2B业务模式的天花板。

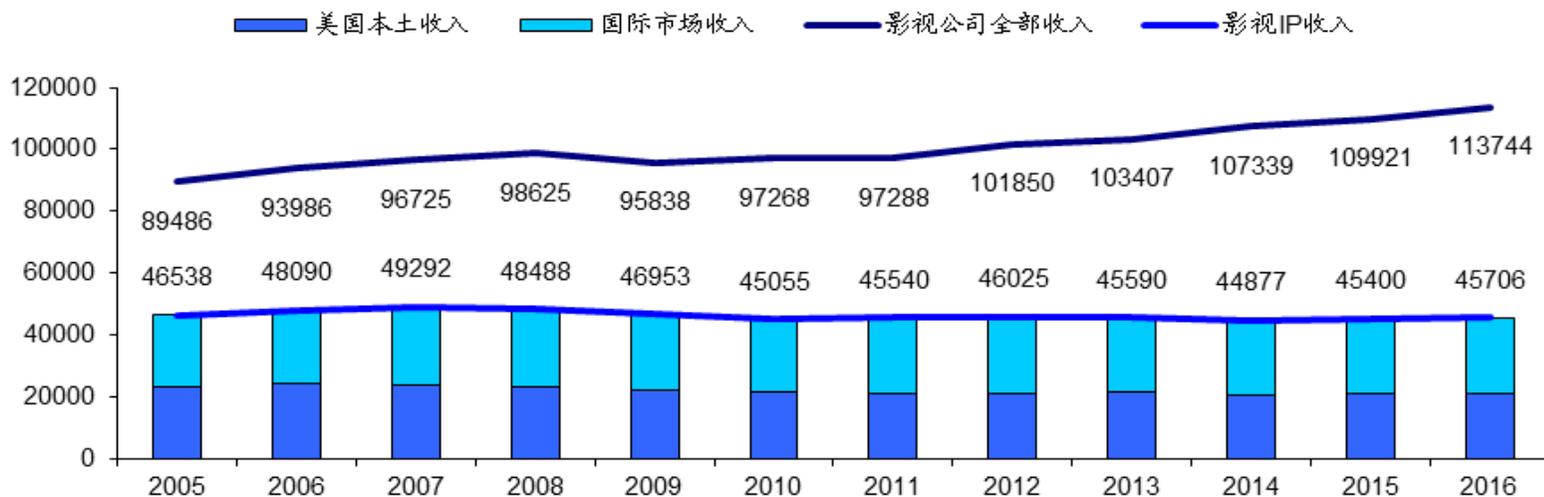
图：电视剧行业产业链格局



# 趋势研究：结构优化，新兴产业方向是重点

- ▶ 影视行业经历了2012-2015的高速成长期，2016年-2017年的调整过渡，回归新常态。我们认为行业将进入内部结构调整的持续优化阶段。原先单纯依赖票房、依赖新增院线的野蛮高速增长将被摒弃，而行业内部基于更规范的产业链运作、更多元化的商业变现模式和渠道、更新兴的产业方向探索将被更多聚焦，新的消费升级将带来产业颠覆与重生。
- ▶ 从产业背景来看，消费升级如火如荼，而处于顶端精神层面的消费升级比如传媒行业，尚处于萌芽阶段，对标海外发达国家的发展路径，我们预计未来步入相对成熟期的中国影视产业增长点将来自三个方向：付费视频、IP衍生品以及龙头院线并购后的整合升级。

图：美国国产IP内容影视公司IP内容收入构成（百万美元）



数据名称	数据来源	数据意义	数据时间值
电影票房大盘	时光网/艺恩/猫眼等	直接反应电影市场冷暖指标	日/周/月
新上影片首日票房	时光网/艺恩/猫眼等	预测单片票房总数据重要依据	日
上映影片排片场次	时光网/艺恩/猫眼等	反应影片热度指标	日
上映影片排片率	时光网/艺恩/猫眼等	判断影片热度指标	日
上映影片上座率	时光网/艺恩/猫眼等	判断影片热度指标	日
单片累计票房	时光网/艺恩/猫眼等	判断影片收益情况指标	日/周/月
电影票房量级分布	时光网/艺恩/猫眼等	判断头部和长尾流量分析	月
电影上映日历	时光网/艺恩/猫眼等	判断未来电影票房情况指标	日/周/月
电视收视率	CSM官网 /CSM34/CSM50	反应影视剧热度指标	日/周/月
网络视频点击率	艺恩数据	影视剧热度指标	日

## 影视行业风险要素研究

- 低盈利率风险
- 行业政策监管风险
- 供给端优质内容缺失风险

## 影视个股风险研究

- 影视单片项目性风险
- 核心人才流失风险（对赌到期核心团队流失风险）
- **IP**版权风险

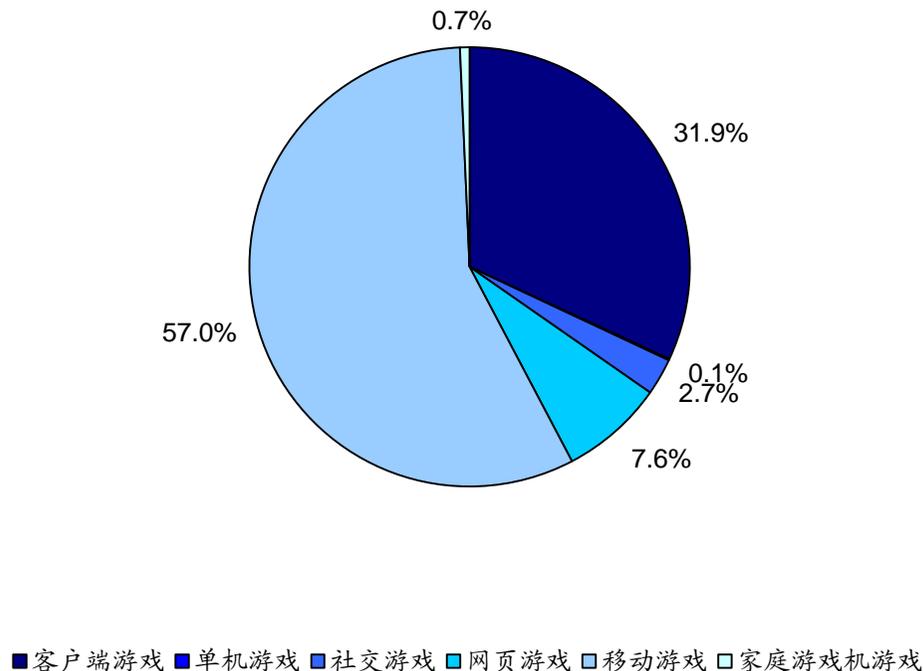
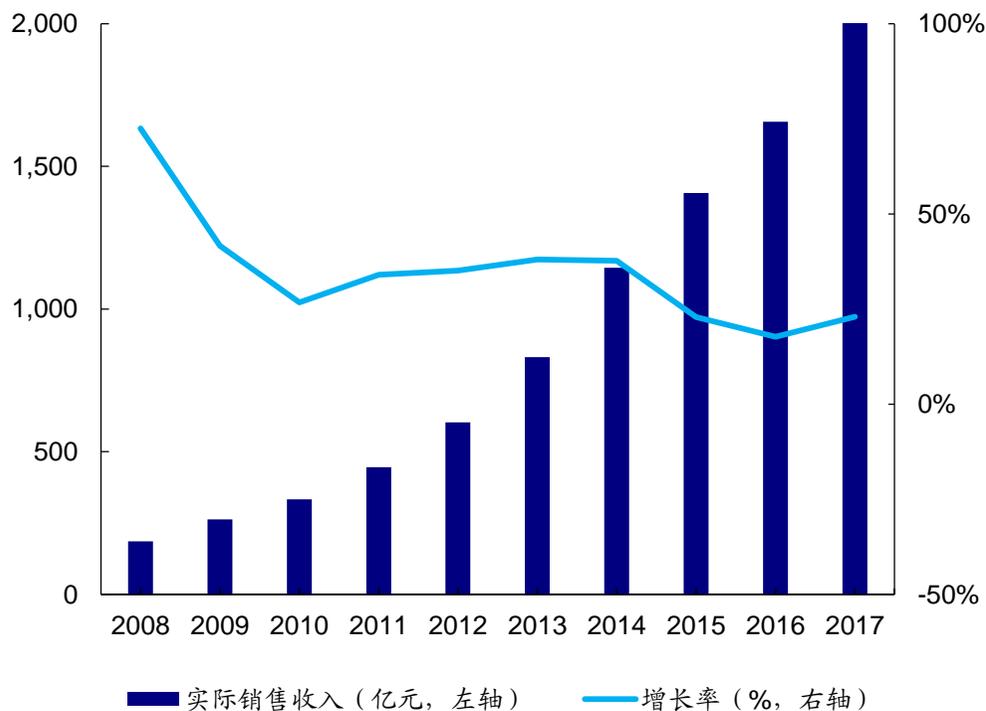
- 优质内容制作（包括主旋律等题材）
- 渠道优质（线上/线下渠道资源）
- 投资能力
- 非票（衍生业务）拓展
- 风险提示：关注应收账款坏账风险

# 游戏板块研究框架及投资逻辑

# 行业进入稳定增长期，手游占比接近60%

国内网络游戏行业（端游、页游、手游等）近5年复合增长率接近30%，维持稳健增长态势。2017年中国游戏市场销售收入达2036亿元（+23%），其中移动游戏市场规模1161亿元（+42%），占整体收入比重达57%。

图：2008~2017年中国游戏市场销售收入与增长率 图：2017年中国游戏产业结构占比

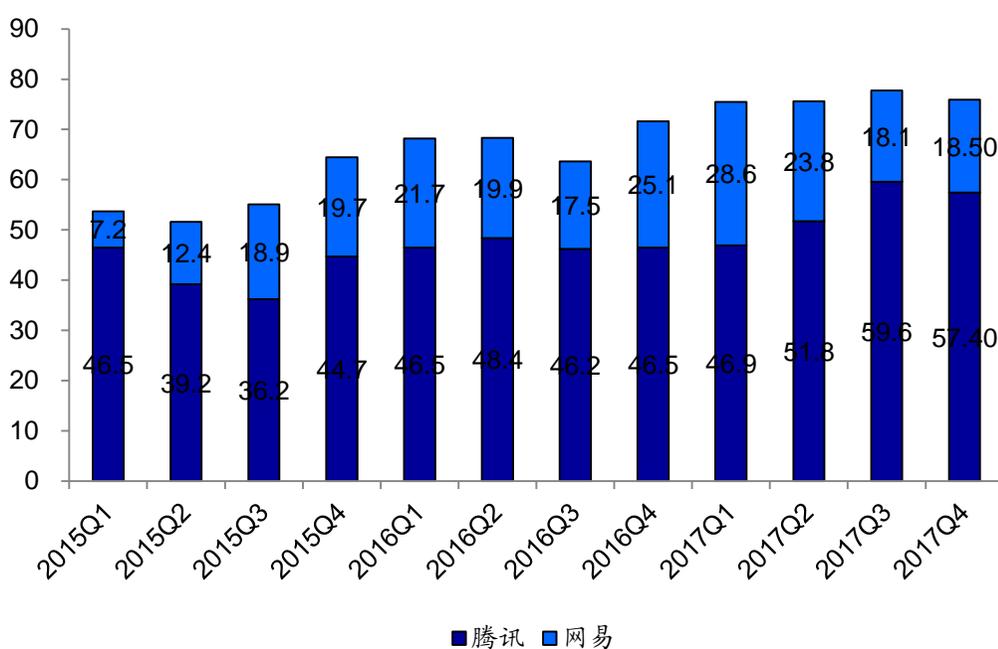
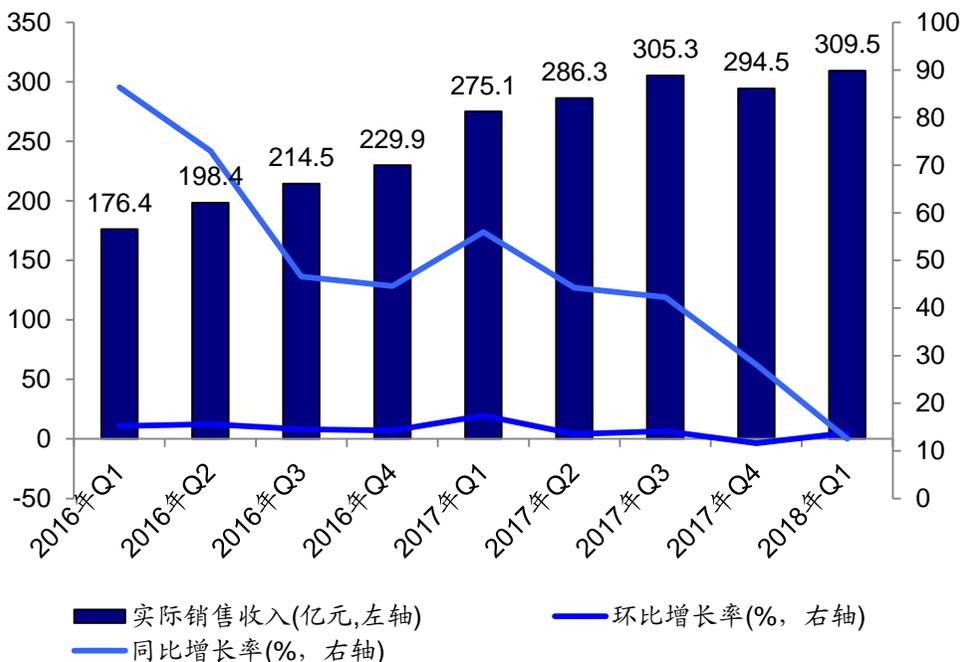


# 手游季度增速趋于放缓，龙头份额持续集中

**2018年Q1中国手游市场规模为309.5亿元（同比+12.5%，环比+5.1%），增速有所放缓。我们判断行业人口红利接近尾声，行业门槛提高使得供给端有缩减趋势，在此背景下资源和份额进一步向头部集中。**

**腾讯网易的手游市占率从2015年Q1的54%提升至2017年Q4的76%，二线公司也呈现集中度提升趋势，龙头公司“强者恒强”趋势明显。**

图：2016Q1-2018Q1年中国手游收入及增长率 图：2015Q1-2017Q4腾讯网易移动游戏市占率（%）



# 移动游戏未来重点在于ARPU值的提升

我们预计2018年中国移动游戏市场规模有望达到1581.4亿元，较2017年同比增长36.2%。用户ARPPU值的提升将驱动移动游戏产业在未来三年仍保持较快增速增长，预计2018-2019年行业平均增长率为32%。

图：2013-2019年我国游戏市场规模及预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
移动游戏用户规模 (亿人)	3.1	3.6	4.6	5.3	5.5	5.8	6.0
YOY (%)	248.3	15.5	27.1	16.0	4.9	4.5	4.0
付费率 (%)	9.8	28.0	57.5	75.0	78.8	82.0	84.5
YOY (%)	—	186.9	105.4	30.4	5.0	4.0	3.0
ARPPU (元)	371.5	274.2	196.7	206.9	266.0	332.5	399.0
YOY (%)	—	-26.2	-28.3	5.2	28.6	25.0	20.0
移动游戏市场规模 (亿元)	112.4	274.9	514.6	819.2	1161.2	1581.4	2022.9
YOY (%)	246.9	144.6	87.2	59.2	41.7	36.2	27.9

资料来源：CNG，Talking Data，CNNIC，企鹅智库，游戏工委，海通证券研究所

注：因无2015年全年游戏付费率数据，故选用2015H1和2016H1进行简单平均，近似估计2015年全年付费率，下同。

# 游戏行业盈利模式与分成比例

- 目前网络游戏盈利模式主要有四种。1) 收费游戏。2) 增值业务收费。3) 广告收费。4) 周边产品。其中以增值业务收费（道具）模式为主要模式。
- 在移动游戏产业链中，国内游戏流水的整体分成比例大体为渠道（50%）、发行（25%）、研发（25%）。而产品的投放运营策略体现在营销费用率上，影响整体净利水平。

表：游戏行业主要盈利模式

盈利模式	主要特征	常见游戏类型	代表产品
收费游戏	出售游戏版权；销售游戏点卡、包时收费等	端游、页游、手游、主机、VR游戏等	仙剑奇侠传；魔兽世界
增值业务收费	游戏内道具、装备收费等	端游、页游、手游等	梦幻西游；王者荣耀
广告收费	在游戏内植入广告	页游、手游	英雄联盟；DOTA2
周边产品	开发线下衍生品，获取授权收入	端游、页游、手游	阴阳师、花千骨

资料来源：海通证券研究所

表：手游行业游戏流水分成比例一览

平台	研发商	发行商	渠道
IOS	15%~30%	30%~50%	30%
Android	15%~30%	20%~50%	30%~40%
海外市场	35%左右	35%左右	30%

资料来源：海通证券研究所

- 分析一个游戏公司主要从游戏产品入手，通过考察游戏产品的数据、指标等来判断游戏的生命力和竞争力，游戏产品的好坏决定着游戏公司的盈利能力和核心竞争力，是分析游戏公司的基础方法。具体说来有以下几个重要指标。
- **月流水**：指游戏每月从用户端产生的收入总量。相应的还有日流水、年流水等。
- **流水分成比例**：研发、发行环节分游戏总流水的比例，落实到具体公司的营收水平。目前并没有统一的分成比例口径，因产品而异。
- **累计注册用户数**：游戏产品的总用户规模，决定产品的受欢迎程度和总体量。
- **活跃用户数（MAU\DAU等）**：MAU即月活，30天内登陆过游戏的用户数；DAU即日活，为每日登陆过游戏的用户数。活跃用户衡量产品的用户粘性与稳定性。
- **每用户平均收入（ARPU）**：主要判断平均每个付费用户的付费金额，注重的是一个时间段内运营商从每个用户所得到的利润。ARPU值高则产品的吸金能力强。
- **付费率**：指付费用户占总注册用户的比例。付费率越高说明有越多的玩家有意愿为游戏产品充值消费。
- **销售费用率**：即销售费用占总营收的比例。发行产品时需要投入宣传推广费用，可通过该指标了解当前产品所处生命周期和未来利润释放潜力。

# 游戏行业重点关注数据及要素

指标名称	数据来源	数据意义	数据时间值	备注
月流水	公司公告	每月从用户端产生的收入总量	月度/季度/年度	指标
流水分成比例	公司公告	落实到具体公司的营收水平		指标
累计注册用户数	公司公告	落实到具体公司的营收水平	月度/季度/年度	指标
活跃用户数 (MAU/DAU)	公司公告	每月、每日登陆游戏的用户数	月度/季度/年度	指标
每用户平均收入 (ARPU值)	公司公告	一个时间段内运营商从每个用户所得到的利润	月度/季度/年度	指标
付费率	根据公告计算	付费用户占总注册用户的比例	月度/季度/年度	指标
销售费用率	根据公告计算	付费用户占总注册用户的比例	月度/季度/年度	指标
游戏排名	App Annie	对手游产品下载量和热度的监测	日度	
页游开服数	9K9K	页游产品生命力、活跃度	周度	
手游行业规模	CNG	手游行业规模变化趋势，宏观指标	季度/年度	

## 游戏行业风险提示

- 页游市场持续萎缩、端游回暖可持续性弱，手游增速开始放缓
- 行业政策监管风险，对游戏题材和内容的限制
- 市场集中度高，腾讯网易手游市占率接近80%，余量市场空间有限

## 游戏个股风险提示

- 游戏产品上线时间延期
- 游戏产品流水较难预测，业绩难以准确把握
- 买量成本不断攀升

- IP储备
- 运营能力
- 品牌
- 投资能力
- 外延开发

# 营销板块研究框架及投资逻辑

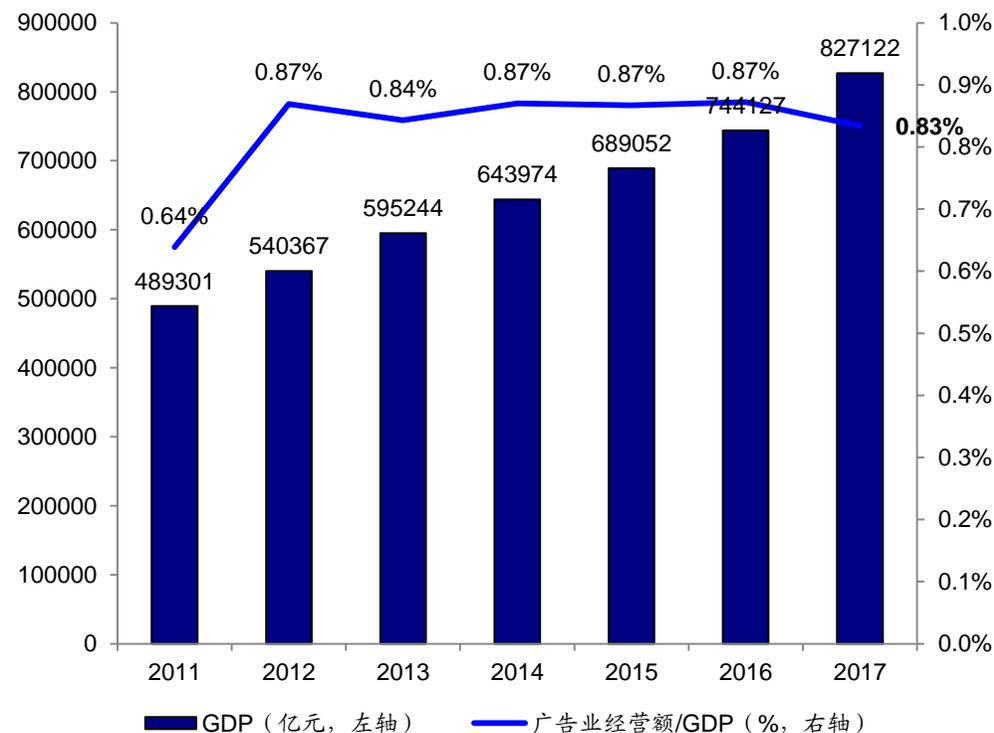
# 营销：上游端广告主，和经济高度相关

- 广告行业为中间环节，上游广告主（与经济相关），下游媒介渠道。
- 中国整体广告市场经营额占GDP比重稳定，2017年占比为**0.83%**。

图：2011-2017年中国广告业经营额及增速情况



图：2011-2017年广告经营额占GDP比重情况 (%)



资料来源：国家工商总局广告司，CTR，海通证券研究所

## ➤ 渠道分类：

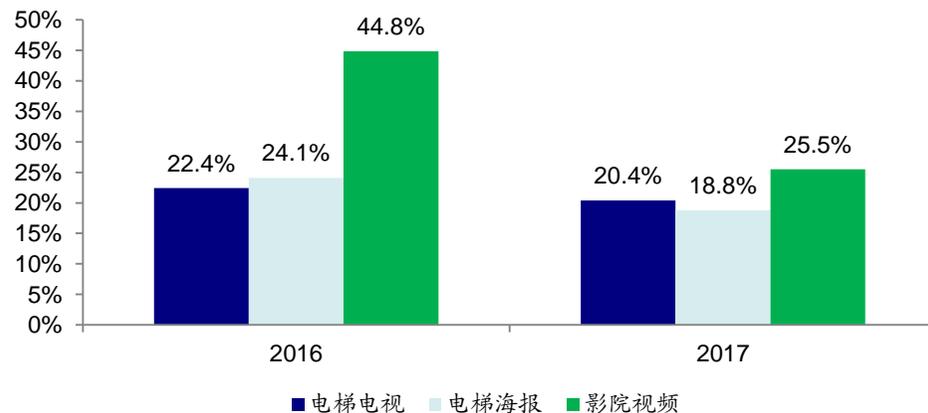
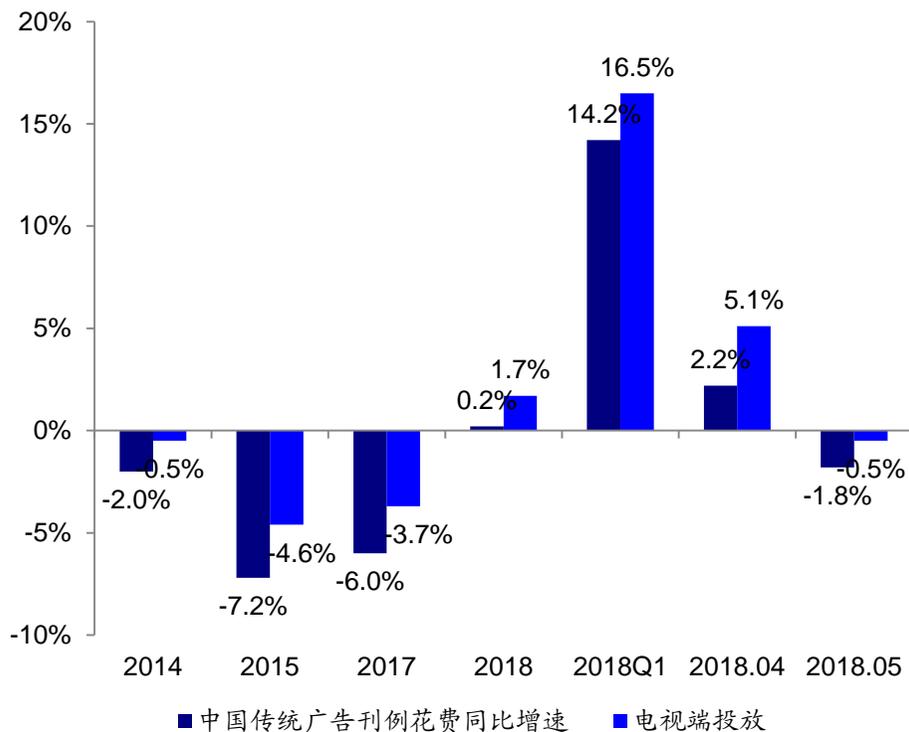
- 传统媒体：电视、报纸、杂志、电台、传统户外
- 新渠道：电梯海报、电梯电视、影院视频
- 互联网：找重点细分高增速渠道，电商类、社交类和视频类

# 营销：从下游端渠道选择看，当前电梯电视、电梯海报、影院映前投放高增速

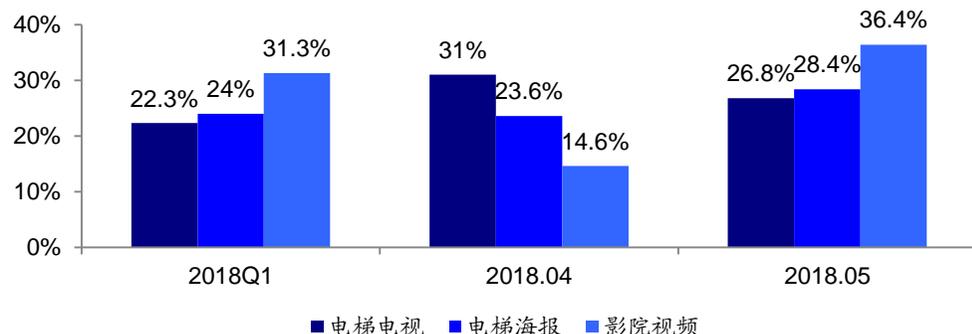


- ▶ 传统媒体刊例投放整体止跌维稳，其中重点电视端投放。
- ▶ 重点电梯电视、电梯海报、影院映前广告投放高增速，我们预计未来将持续保持双位数高增长。

图：2014-2018年5月整体传统广告市场及电视端刊例花费同比增速（%） 图：2016-2017年主要新渠道广告刊例花费同比高增速（%）



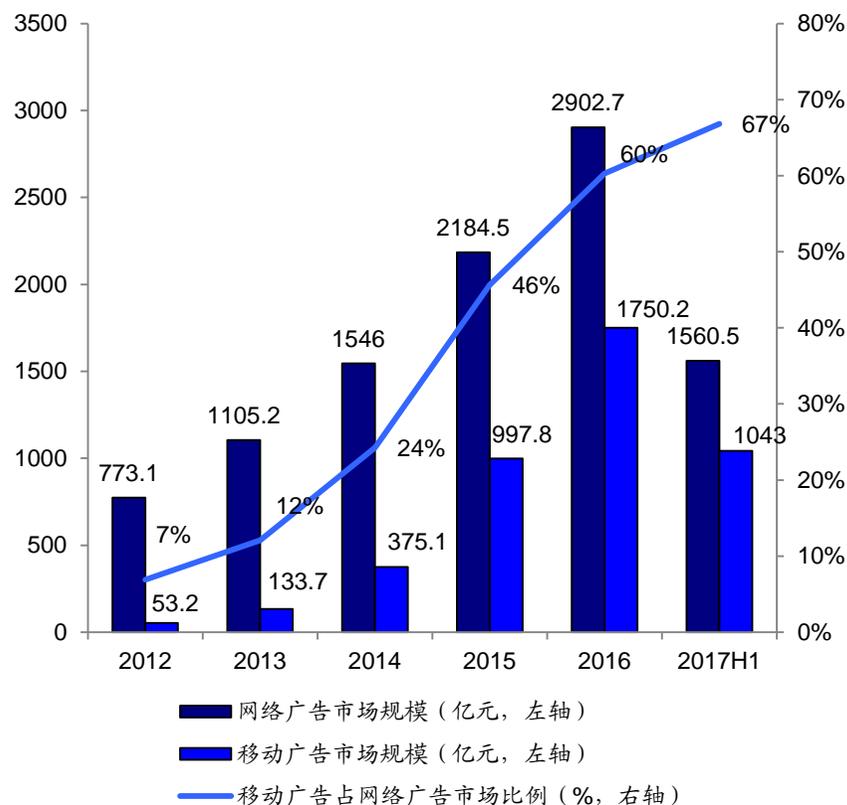
图：2018年1-5月主要新渠道广告刊例花费同比持续相对高增长（%）



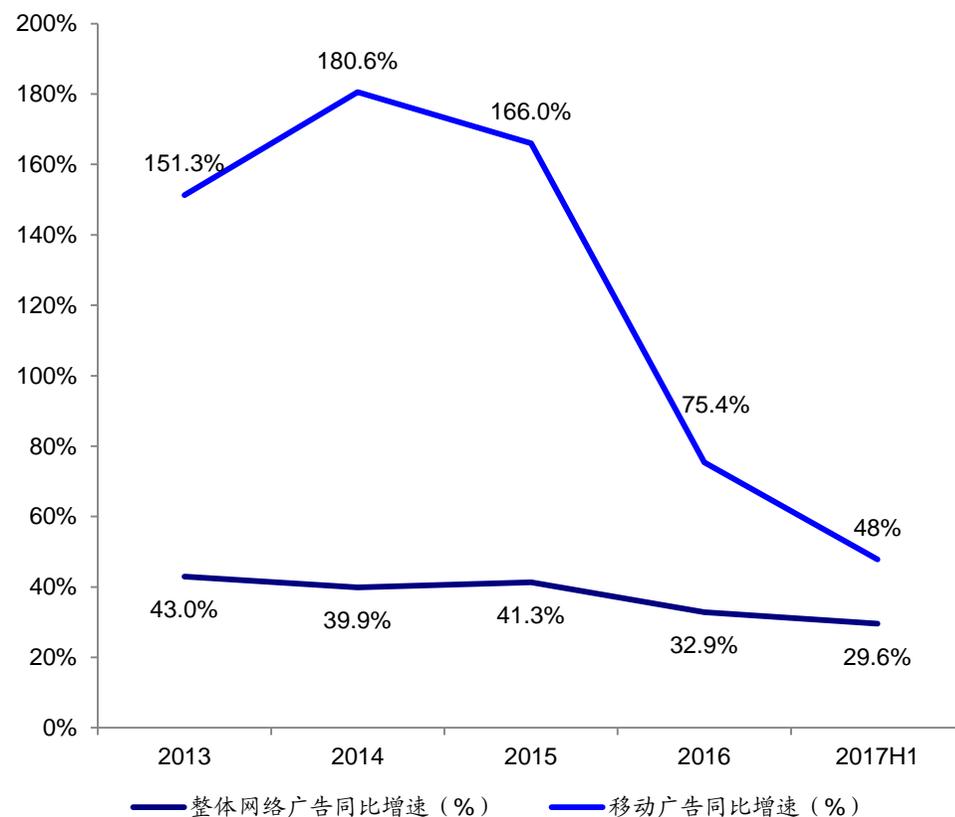
# 营销：从下游端渠道选择看，网络广告市场投放仍保持高增长，重点在移动端

➤ 艾瑞咨询数据：网络广告市场整体增速仍近30%，增量来自于移动端，移动端占比7成；

图：移动广告已占整体网络广告市场近7成



图：网络广告市场增长来自于移动端，PC端整体下滑



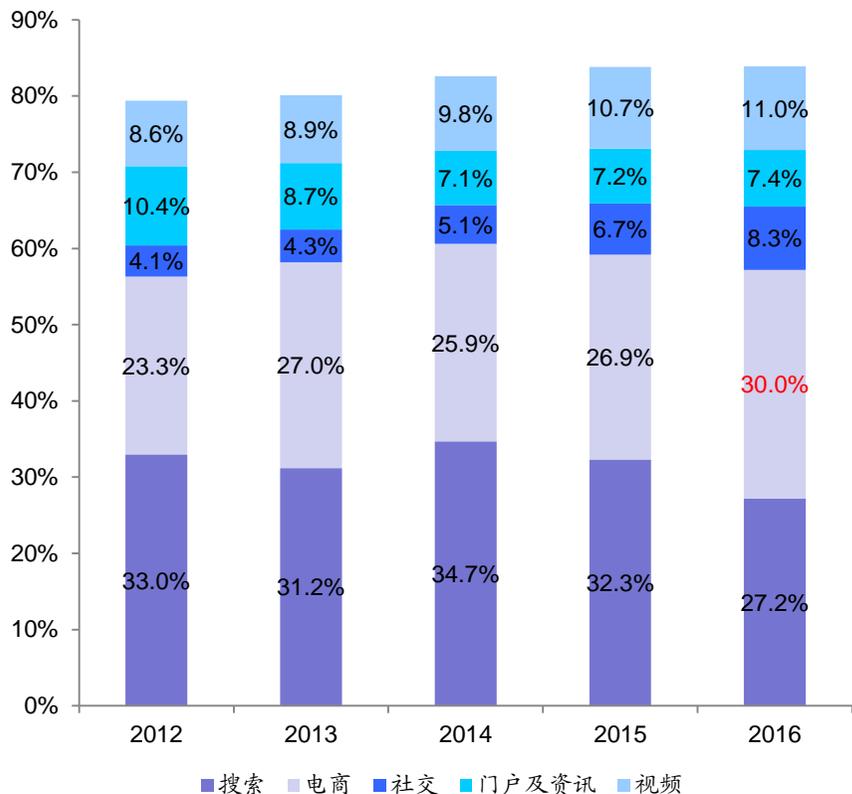
资料来源：艾瑞咨询《2017年中国网络广告市场年度检测报告（简版）》，海通证券研究所

# 营销：网络广告市场找细分快增速渠道，发现重点来自电商类、社交类和视频类

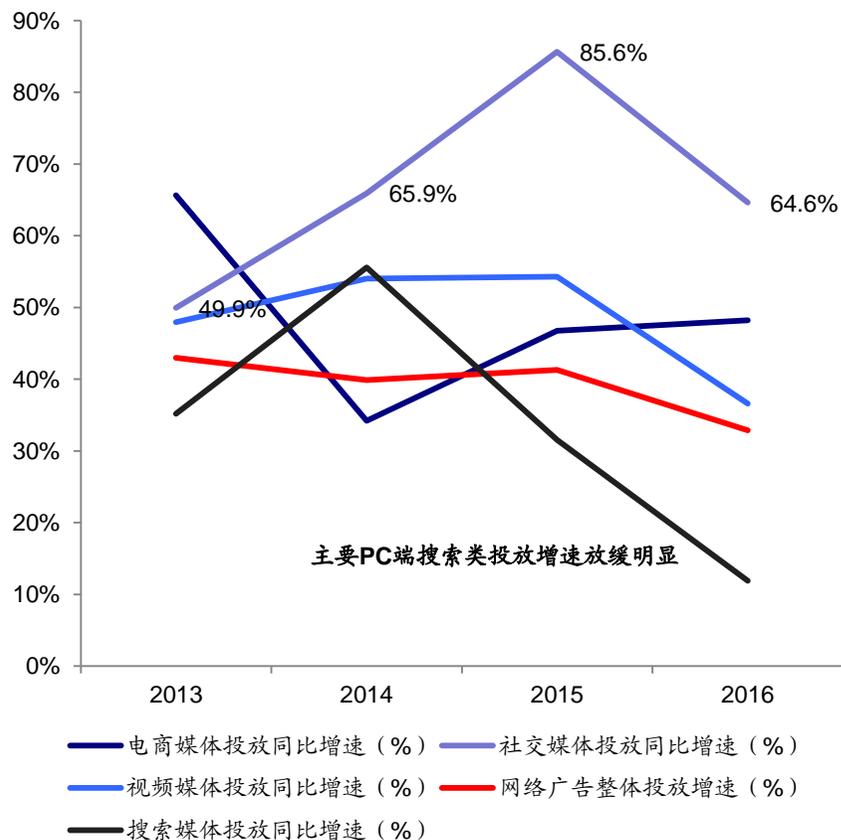


➤ 根据艾瑞咨询数据统计发现：网络广告市场增量主要来自电商类投放（规模大）、社交类和视频类投放（高增速）。

图：整体网络广告：电商渠道投放规模占比提升至第一



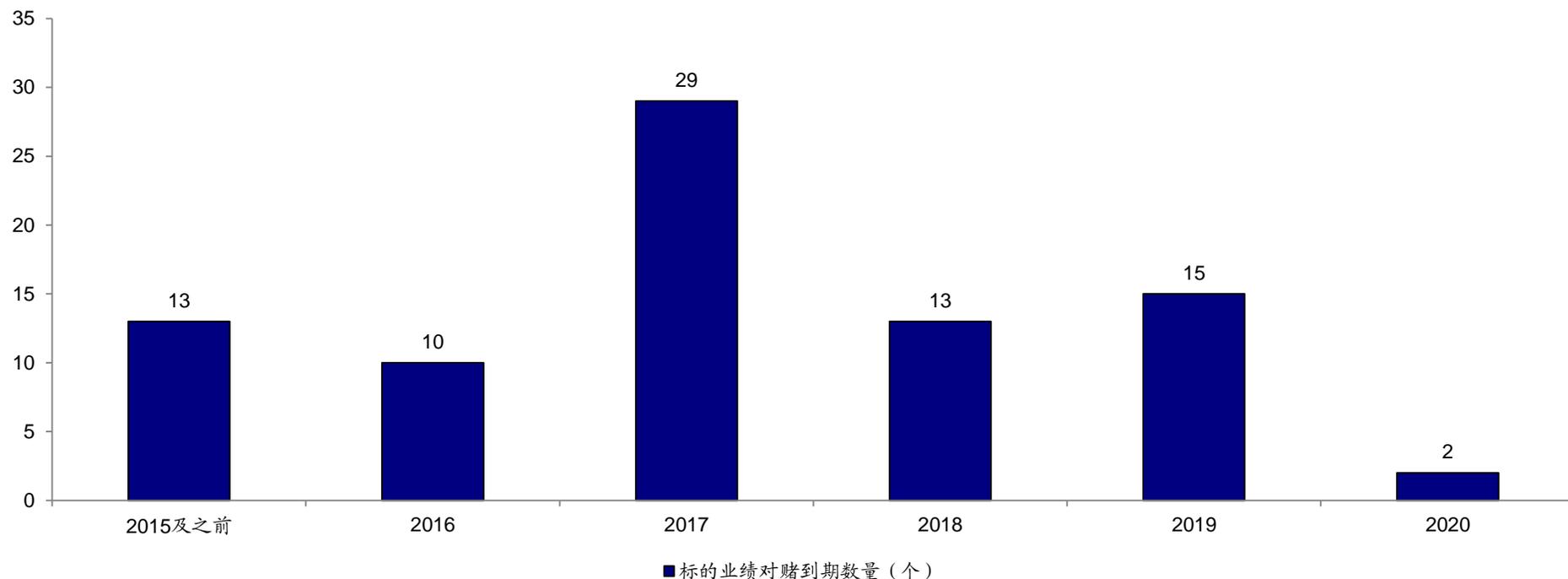
图：整体网络广告：社交类媒体投放增速第一



资料来源：艾瑞咨询《2017年中国网络广告市场年度检测报告（简版）》，海通证券研究所

➤ 2017年A股主要20家营销公司共有29个标的结束业绩对赌；提示关注之后商誉减值风险。

图：82家有业绩承诺收购标的对赌期完成时间汇总（个）

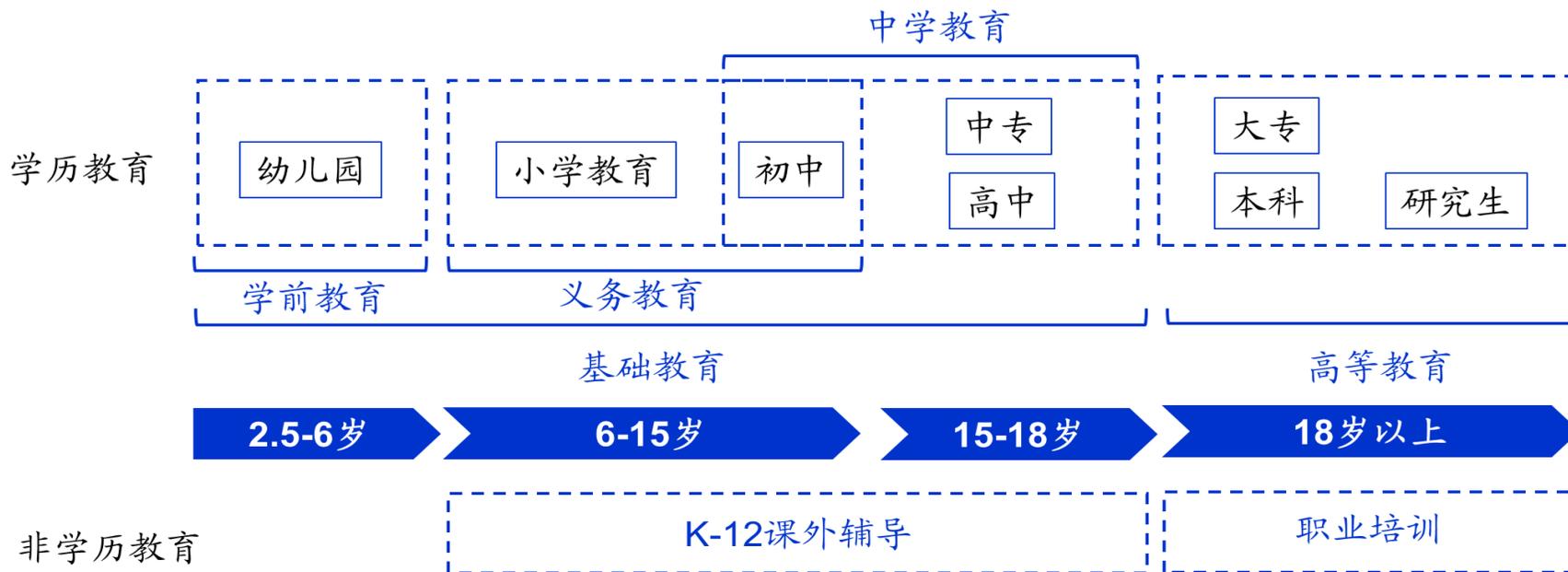


- 客户资源及粘性
- 渠道优势
- 管理能力及成本控制
- 风险提示：关注商誉减值风险、应收账款坏账风险

# 教育板块研究框架及投资逻辑

教育行业：我国教育行业目前已初具规模，但行业集中度较低，行业仍处于资产证券化早期阶段，行业格局尚未形成，产业化发展将成为大势所趋。

图：教育产业链



# 教育行业：行业空间影响因素

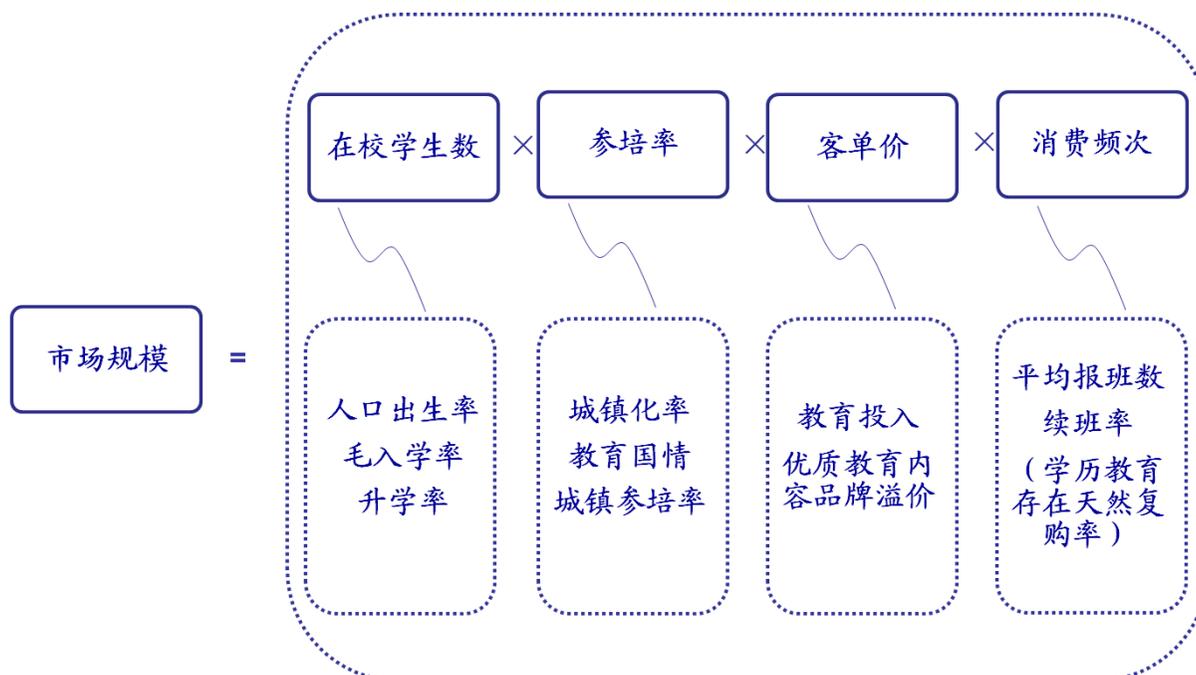
教育行业行业空间受到以下因素的影响：1) 人口结构变化，2) 参培率，3) 客单价，4) 消费频次。其中，人口结构变化是通过观察各阶段在校生人数，入园率（特指幼儿园），大学生报到率等。

**参培率：**参培率受教育国情影响（高考指挥棒，减负等），城镇人口对教育多样化需求更为显著（如课外培训，素质教育等），行业参培率与全国城镇化水平有着密不可分的关系。

**客单价：**教育支出水平，家庭是教育服务的重要付费者，2018年政府工作报告中指出：1) 提高个人所得税起征点；2) 增加了专项扣除，重点是子女教育、大病医疗。若子女教育支出计入个人所得税专项费用扣除之中，利于减轻家庭教育费用负担。

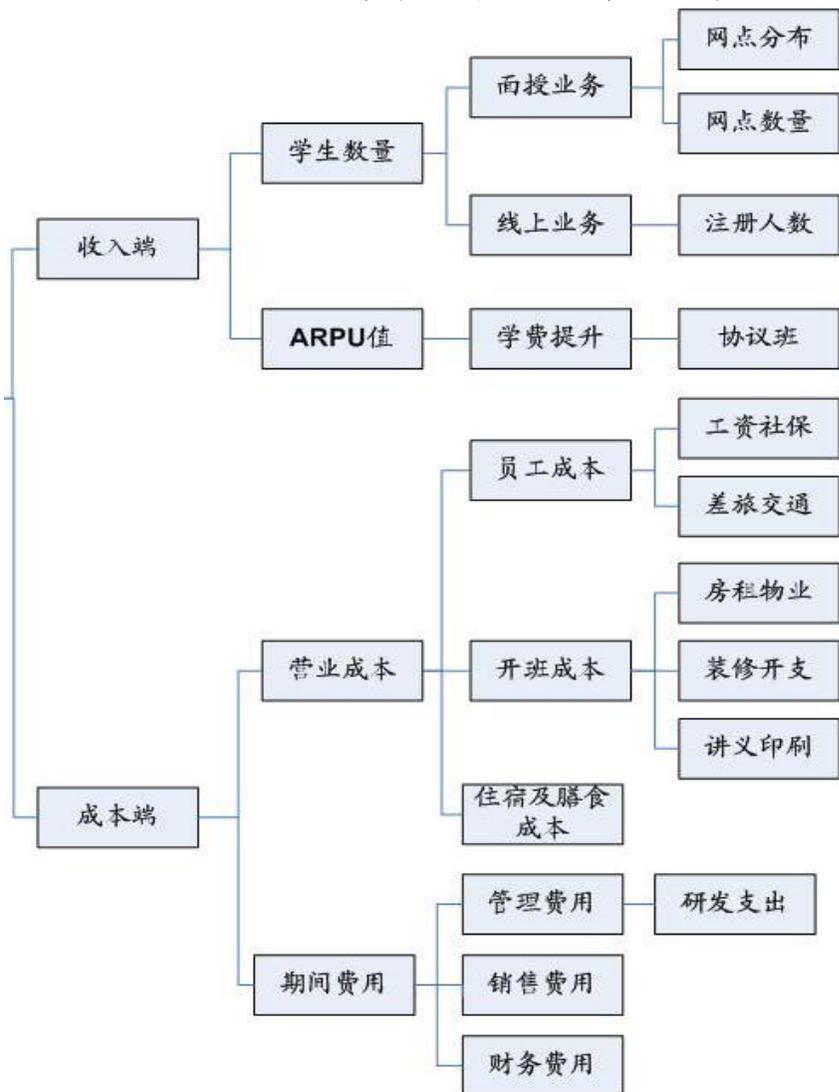
**消费频次：**对于学历教育（小学，初中，高中，大学），消费频次是固定，有天然复购率。对于非学历教育，消费频次受消费习惯影响。

图：教育行业空间影响因素

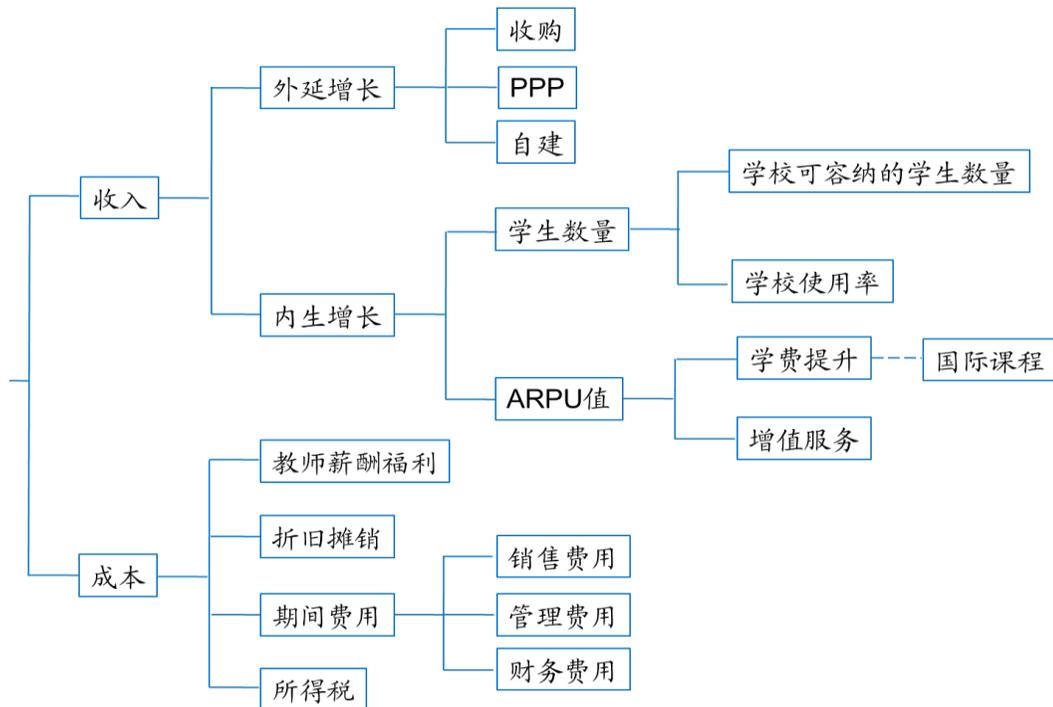


# 教育企业盈利能力影响因素

图：培训类企业（如好未来、新东方、中公教育）



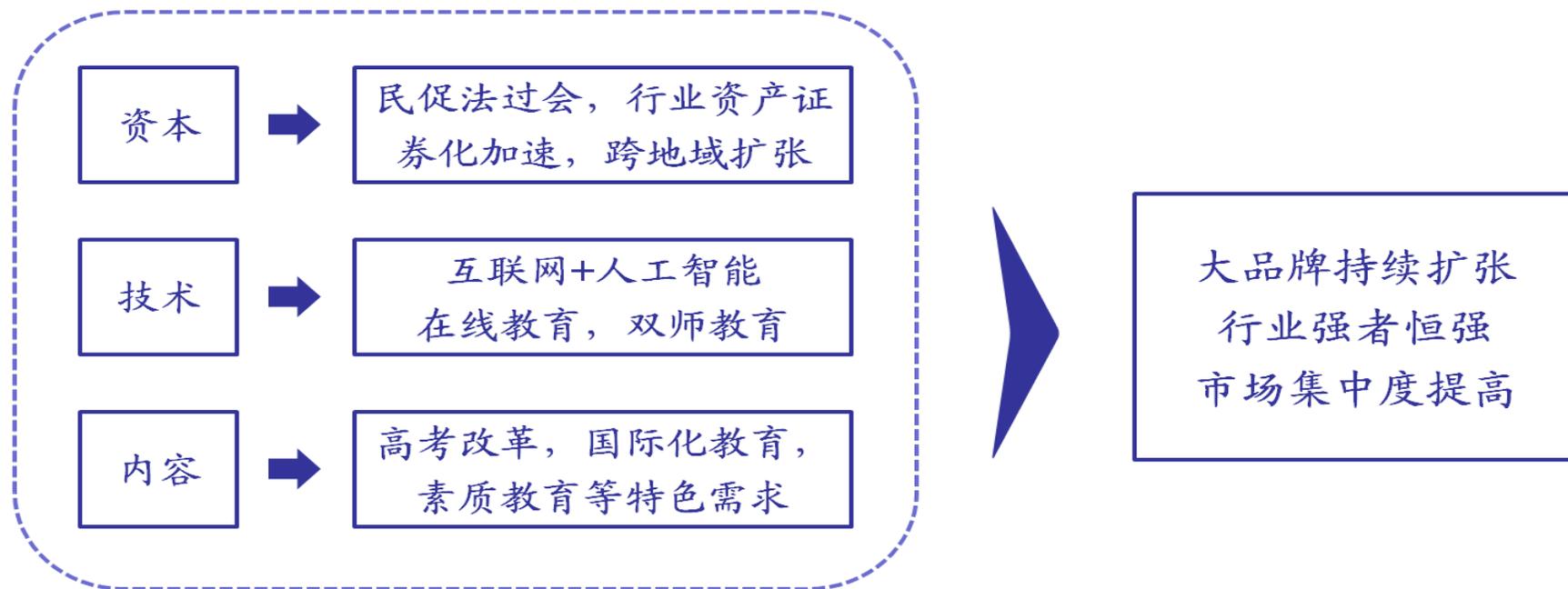
图：学校类企业（如中教控股、枫叶教育、成实外教育）



资料来源：枫叶教育、中教控股等招股说明书，海通证券研究所

民促法落地，行业资产证券化加速，定价权自由度更高，优质教育资源享有品牌溢价：民促法修正案于2017年9月已经正式实施，地方省份民促法细则陆续出炉。民办学校（包括全日制的民办幼儿园、高中、大学；非全日制从早教、幼儿培训、K12课外培训、职业培训）等机构将逐步可以注册成经营性实体。选择营利办学的教育机构，等同于普通工商登记企业，在融资及资产证券化（国内A股等）方面将不再存在障碍，在定价和收费上，自由度也有望提高。获得融资方面的诸多便利。值得注意的是，对于义务教育阶段全日制学校这块，新法仍然不允许选择成经营性，资产证券化难度加大。

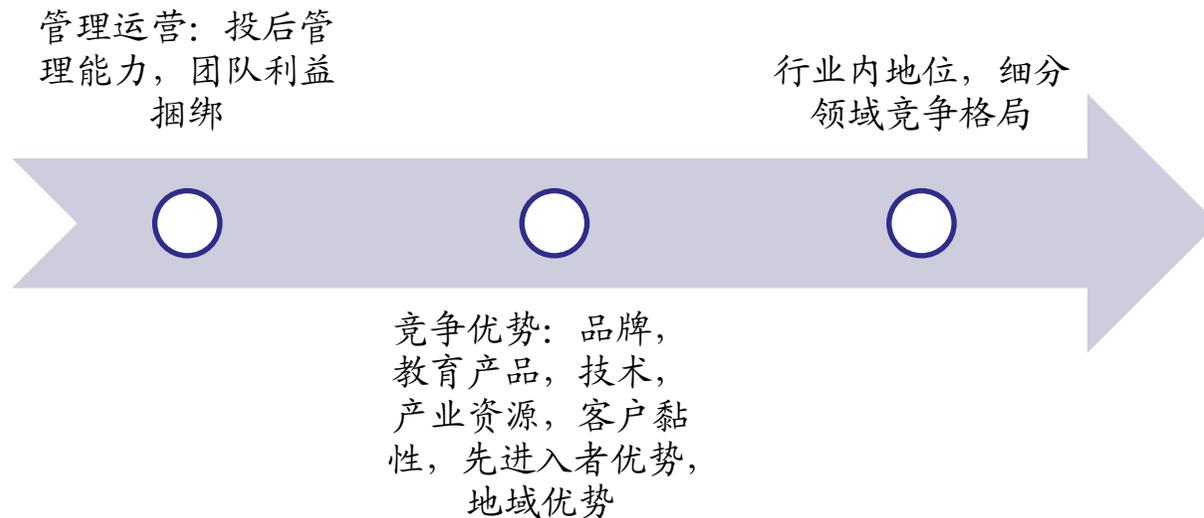
图：行业竞争格局影响因素



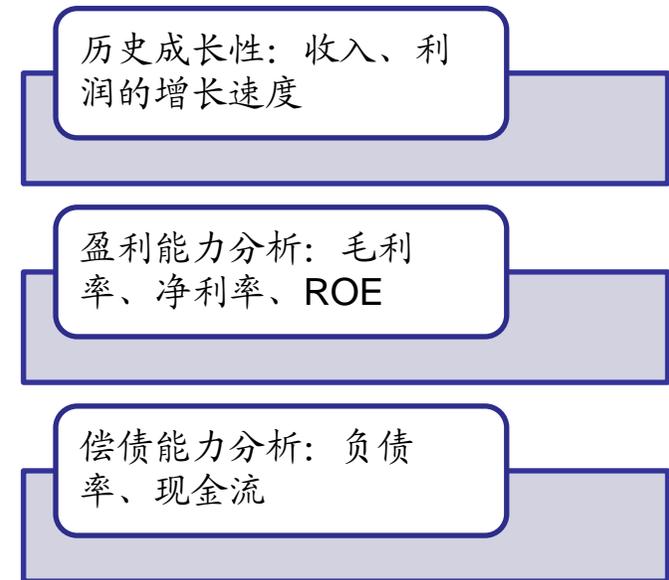
- 品牌
- 渠道（地域）优势
- 管理与成本优势

- ▶ 单个企业的分析，既取决于所处的行业现状，也取决于相对和绝对的个股指标。相对指标包括市场地位、竞争格局等。个股指标包括管理能力、品牌运营、财务状况、盈利能力四个主要维度。由于大部分A股上市公司是通过并购形式逐步布局教育产业，形成双主业格局，需重点关注原始管理团队与教育管理团队利益绑定。此外，并购所产生的大额商誉也需重点跟踪。

图：企业非财务指标



图：财务数据



➤ 分析教育产业，自上而下，可以从需求决定因素出发，到具体的产业数据，消费者人像分析。具体的产业数据，根据统计频次，我们分为周度、月度及年度数据。需求因素包括政策、宏观、经济、城市化率等。消费者人像，可以通过咨询机构及独立调研获得。

图：主要数据指标

数据名称	数据来源	数据意义	数据时间值
A股教育板块估值水平	WIND	反应板块估值，衡量个股估值合理性	日/周/月
美股、港股教育板块估值	WIND	反应板块及龙头企业估值	日/周/月
国内教育板块融资情况	芥末堆等媒体公开资料，海通统计	反应资本市场热度	月/季/年
教育文化和娱乐类居民消费价格指数	国家统计局	反应服务及产品价格变化	月
国家教育经费支出	国家统计局	反应国家财政拨款，政府补助	年
出国学生人数	国家统计局	反应出国需求	年
民办学校数量及在校学生人数	国家统计局	反应民办教育供给及需求	年
各阶段民办学校招生情况	国家统计局，教育部，WIND	反应K12，中等职业学校，高校各个阶段学校供给情况	年
出生人口数量	国家统计局	反应早幼教需求	年
入园率	教育局	反应国家学前教育发展情况	年

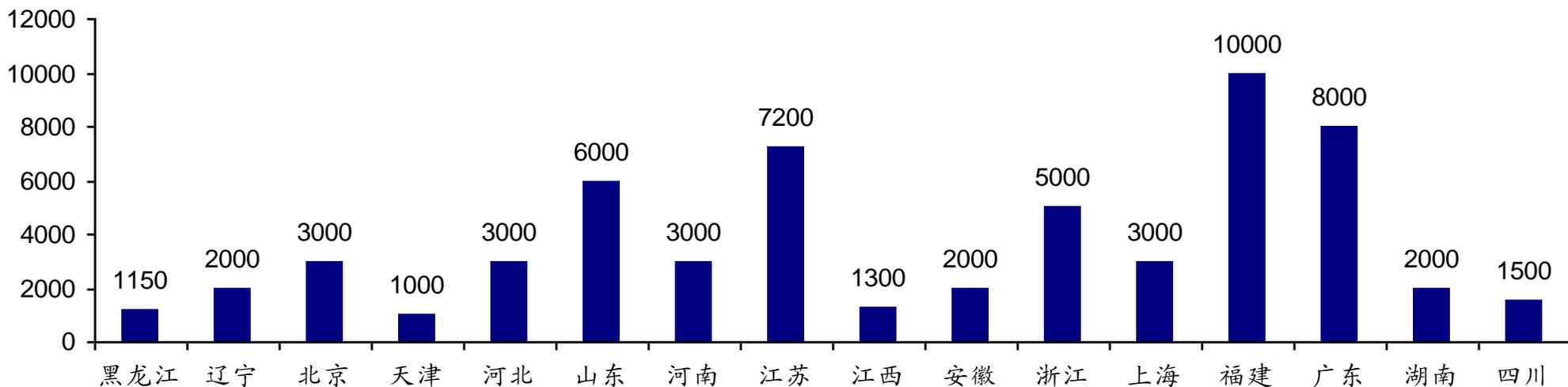
- 政策风险
- 个股业绩风险
- 商誉减值风险等

# 体育板块研究框架及投资逻辑

《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》指出到**2025年**我国体育产业总规模超过**5万亿元**。

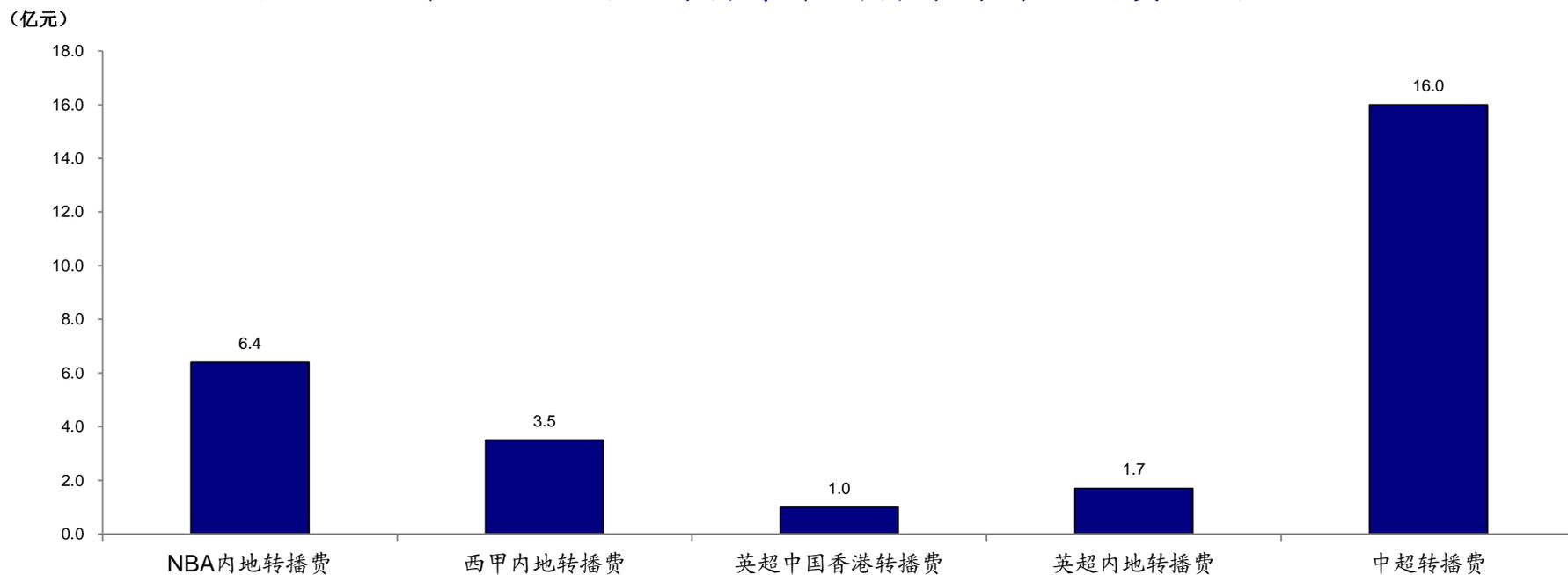
根据各地方政府**2025年**体育产业规模目标加总估算，共计**6.6万亿元**。

图：各地方政府**2025年**体育产业规模目标（亿元）



体育改革足球先行，中国足球是最先受到资本市场青睐的领域。以中超为例，体奥动力以5年80亿元的总价拿下中超版权。前两年每年10亿元，后三年每年20亿元，平均每年16亿元相当于NBA在国内版权的2.5倍。

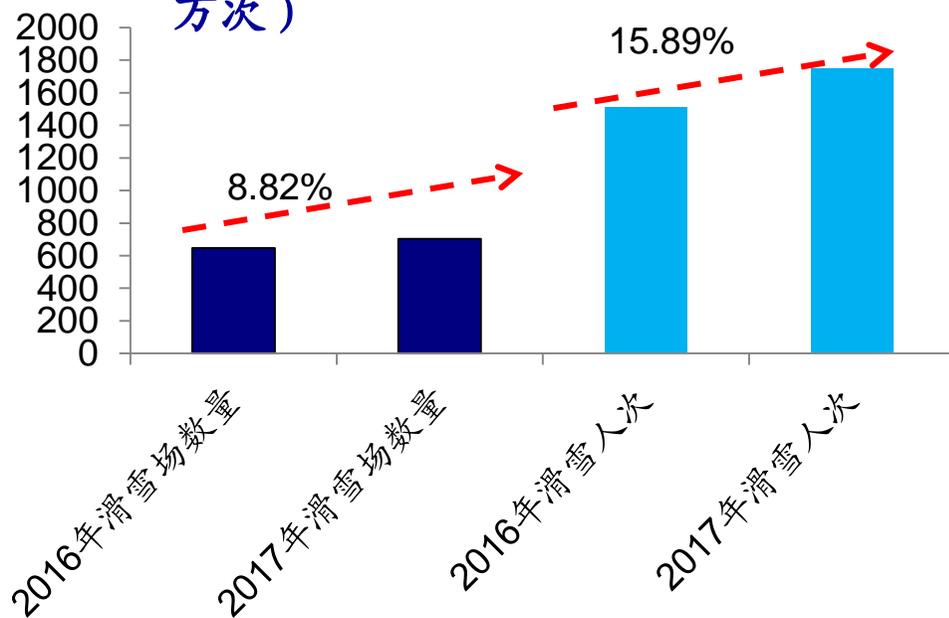
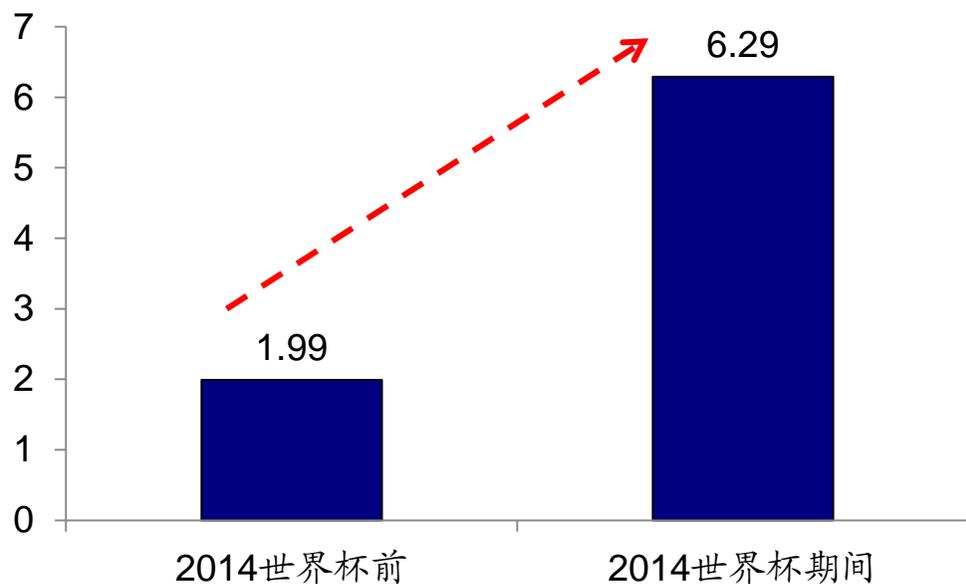
图：2017年国际重要体育赛事最新赛季每年转播费用对比



体育板块投资逻辑更偏重事件性驱动，国际顶级赛事市场关注度高，主题投资机会大，是体育板块最重要催化因素。

体育板块最强催化剂之一——国际顶级赛事。短期关注**2018年世界杯**，中长期关注**2022年北京冬奥会**。

图：2014世界杯前和世界杯期间CCTV-5收视份额（%）图：国内滑雪场和滑雪人次情况（个，万次）

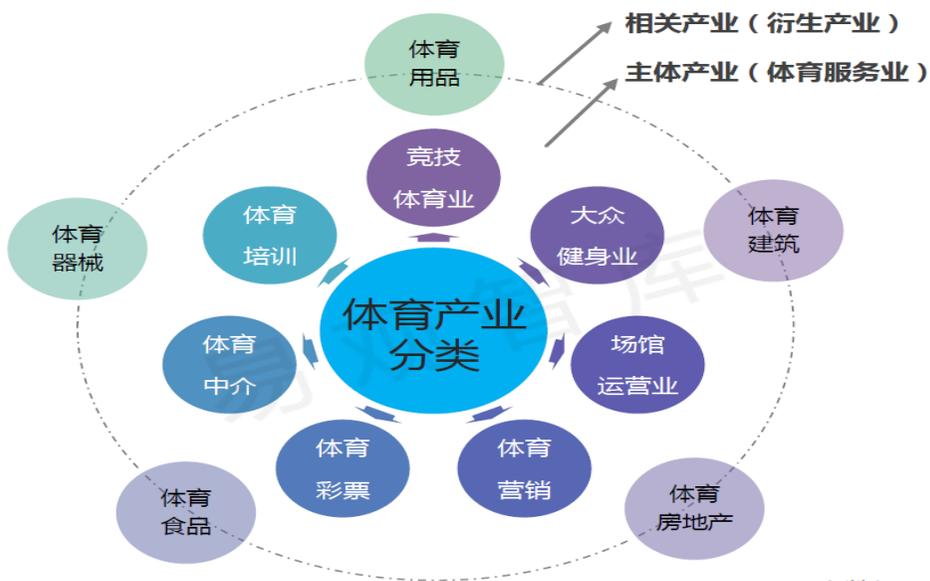


# 产业特点：体育核心产业规模尚小，未来弹性更大

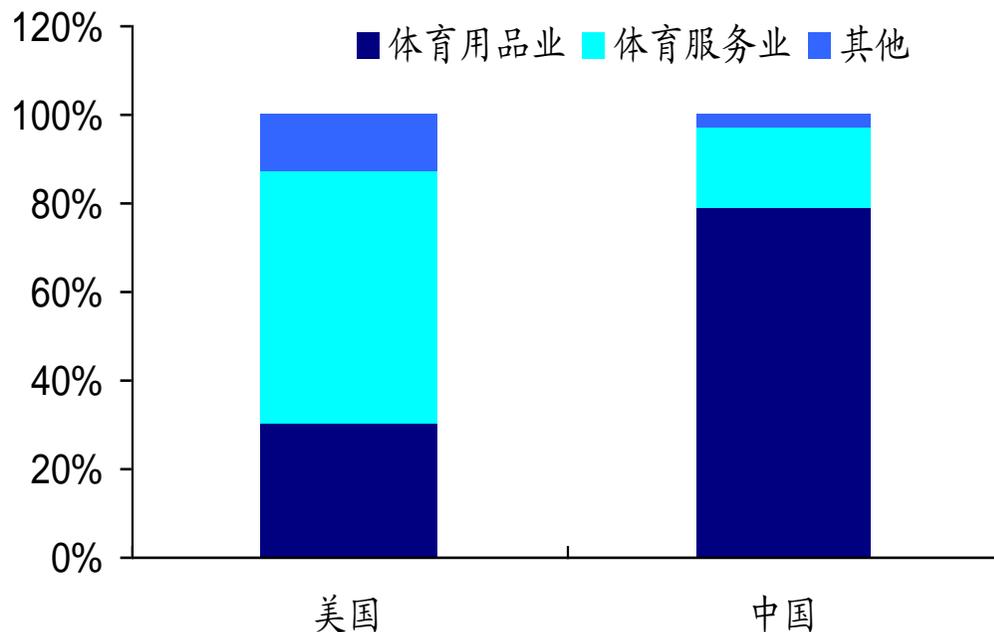
我国体育衍生品产业占比约80%，而相关服务业仅占20%，在未来体育产业总体规模大幅增长的逻辑下，我们认为相关主体产业（IP、营销、经纪、传媒等）的弹性会更大。

体育产业下游需求旺盛，而上游赛事内容（IP）和中游体育营销、赛事运营等体育服务业严重缺乏。近年来我国企业频繁布局产业中上游，在一定程度上弥补了我国上游资源的短缺，带动体育产业整体的有效提升。

图：体育产业分类情况，核心产业仍是重头戏



中国与美国体育产业结构对比情况



# 产业概况——产值不断增长，GDP占比接近1%



国家体育总局最新数据：2016年国家体育产业总规模达1.9万亿元，增加值6475亿元，占GDP比例为0.9%，增加值增长17.8%。

我们预计体育产业2025年5万亿产值目标达成概率大，未来十年仍有1.5倍以上增长空间。GDP占比逐年提升，已接近一个百分点，有望成为新的经济增长点。

图 2010-2016年国内体育产业增加值

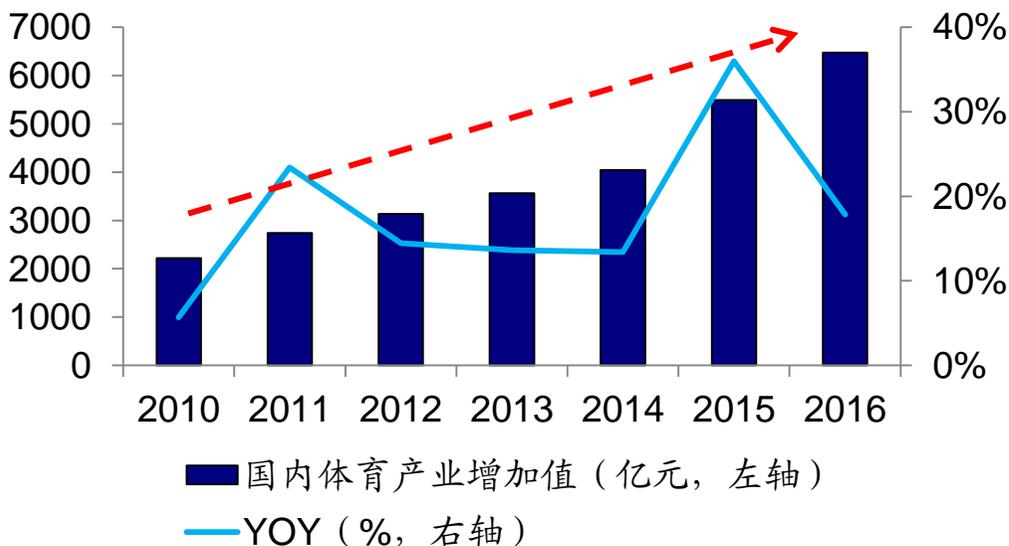
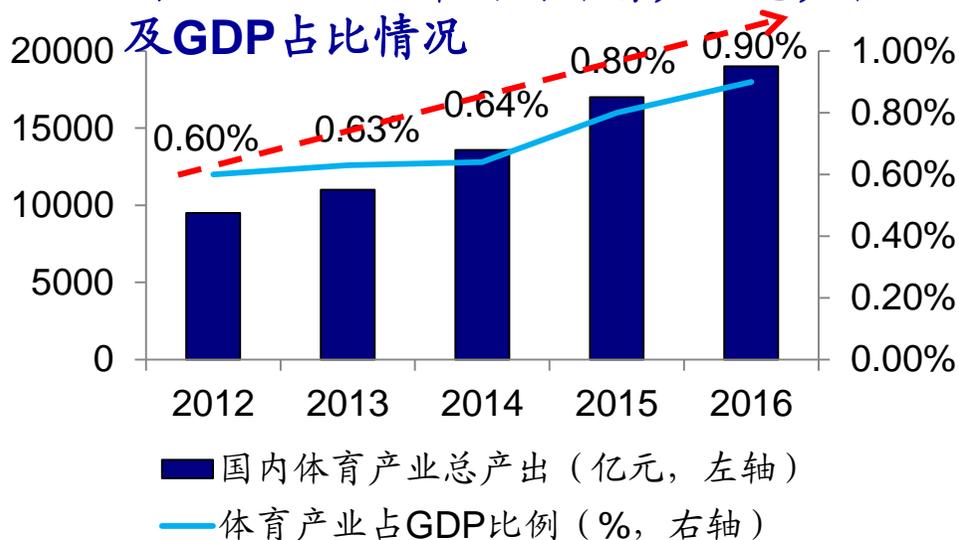


图 2012-2016年国内体育产业总产值及GDP占比情况



数据名称	数据来源	数据意义	数据时间值
体育产业产值	Wind	资本市场体育产业热度	年
体育产业规模占GDP比重	世界银行	衡量当前中国体育市场规模及未来增长预期	年
中超/中甲/中乙联赛场均观众数	Asaikana新浪微博、未来广告	通过主要赛事的关注度分析，了解体育核心产业的供需状况、判断体育外延产业的发展机会	轮/年
CCTV5收视率	CSM官网/CSM34/CSM5	体育赛事关注度	日
马拉松比赛数量及参赛人数	中国田径协会	衡量当前户外运动受众程度及热度	年

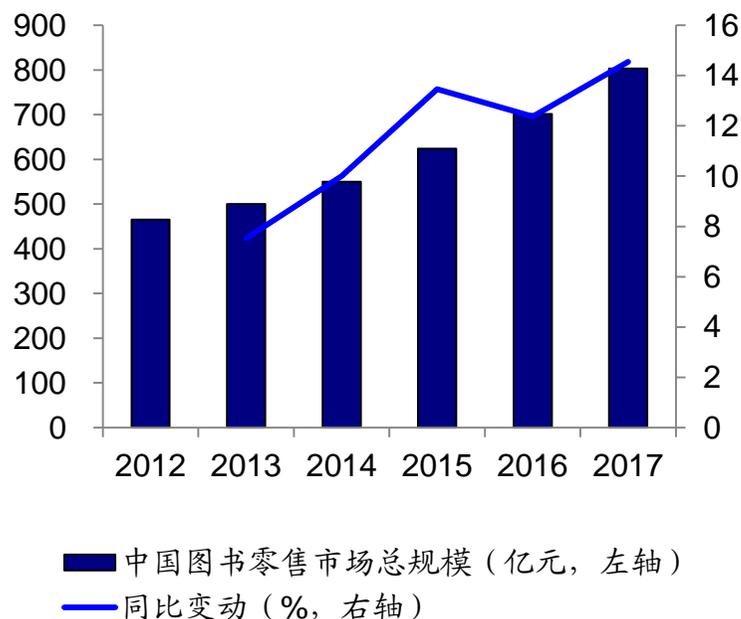
- 政策风险
- 业绩不及预期风险
- 商誉减值风险等

# 传统媒体板块研究框架及投资逻辑

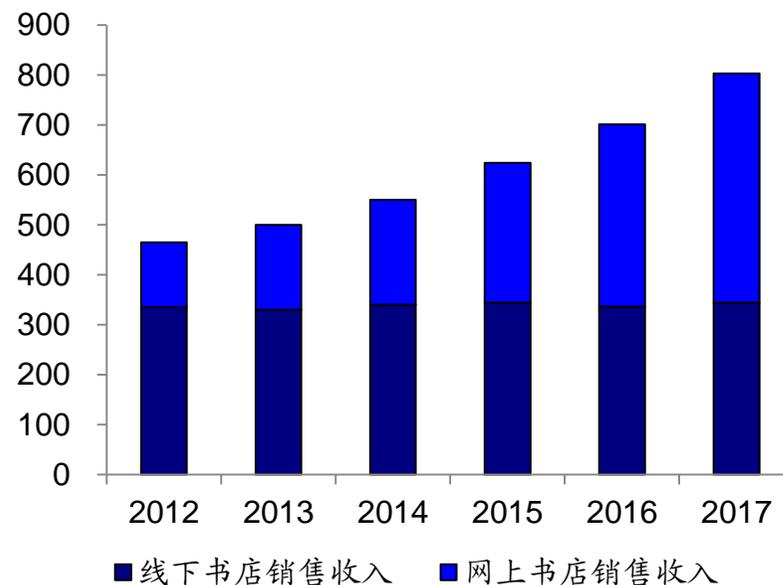
# 行业概况：图书销售增速稳健 线上占比超线下

根据北京开卷发布的数据显示，2017年中国图书零售市场总规模达803.2亿元，同比增长14.55%。其中，网上书店销售规模超越传统实体书店（占比57%），现已成为图书市场最主要的销售渠道。

图：2012-2017 图书销售市场规模及增速



图：2012-2017年图书销售市场销售收入（亿元）

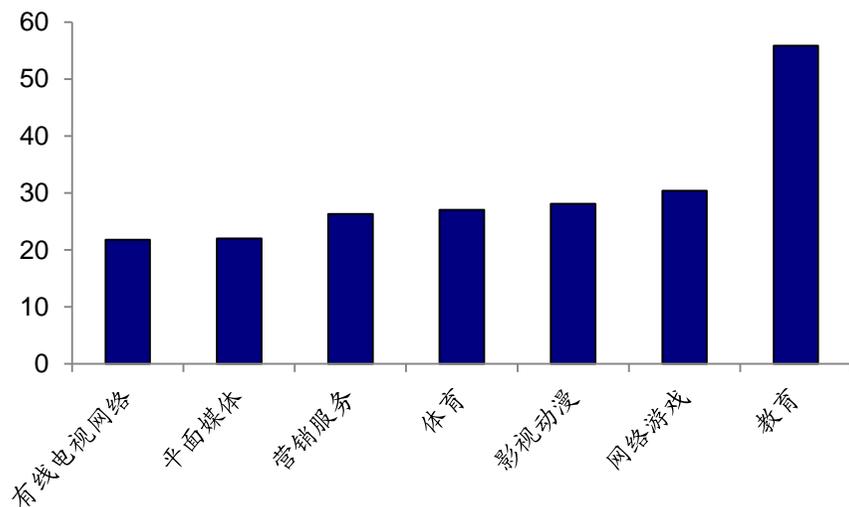


资料来源：《2017年中国图书零售市场报告》，海通证券研究所

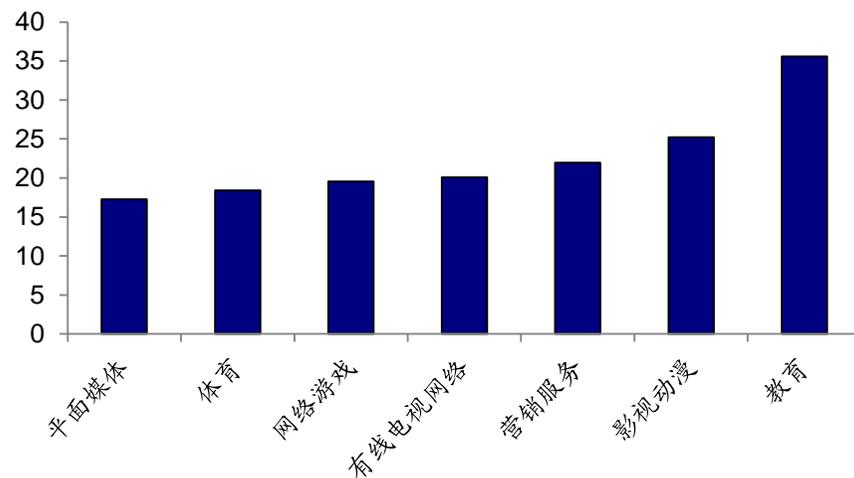
## 特点一：低PE、安全边际较高

➤ 在低风险偏好的市场环境下，低估值和确定性对于投资更为重要。目前传统平面媒体和有线电视网络媒体估值（PE，TTM）均为22倍，在传媒各子板块中处于最低估值位置。长江传媒、中南传媒、大地传媒等部分传统媒体公司PE（TTM）甚至在15倍以下，具有高安全边际的传统媒体在弱势行情中是较好的投资品种。

图：文化传媒各子板块PE估值（TTM，倍）



图：文化传媒各子板块PE估值（2018E，倍）



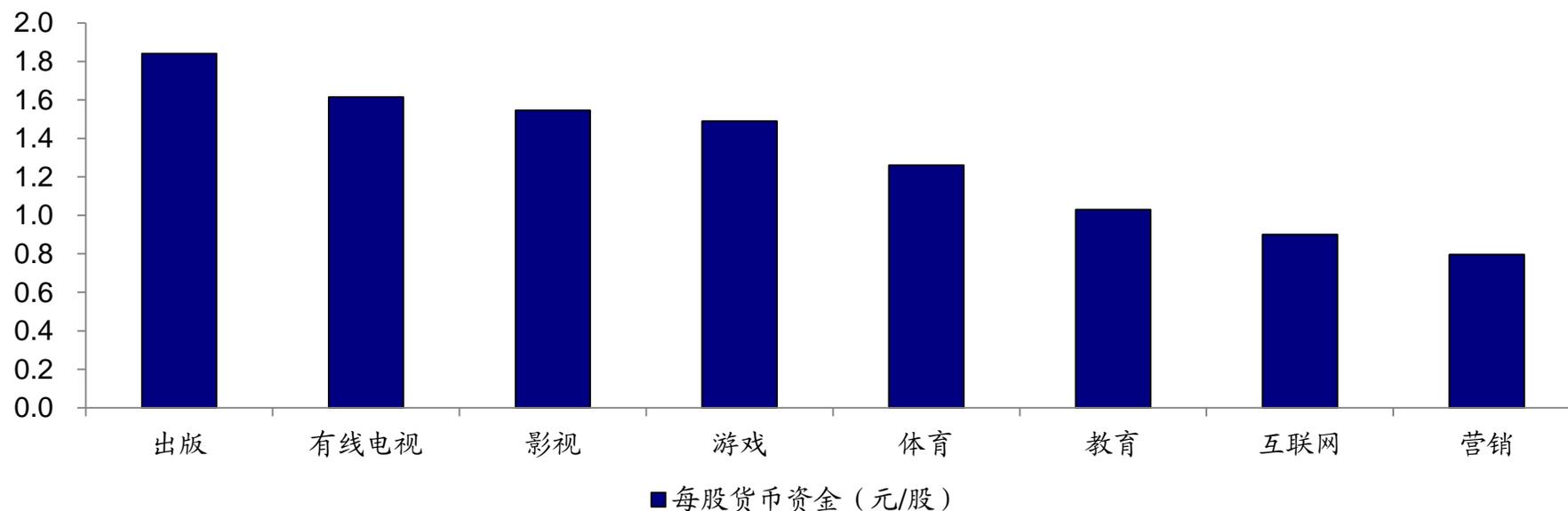
资料来源：wind（2018年7月13日收盘价），海通证券研究所

注：有线电视、平面媒体、影视动漫和营销服务指数选自申万三级行业指数，体育选自中证指数，其余指数选自wind概念指数

## 特点二：国企背景，有望承接新媒体、新资源

- ▶ 传统媒体公司大部分为国企背景，且库存货币资金在传媒各子板块中最为充沛。我们认为，未来传统媒体企业，有望通过现金收购新媒体、承接新业务，以实现新旧媒体的融合。

图：文化传媒各子板块公司平均每股货币资金量（元/股）



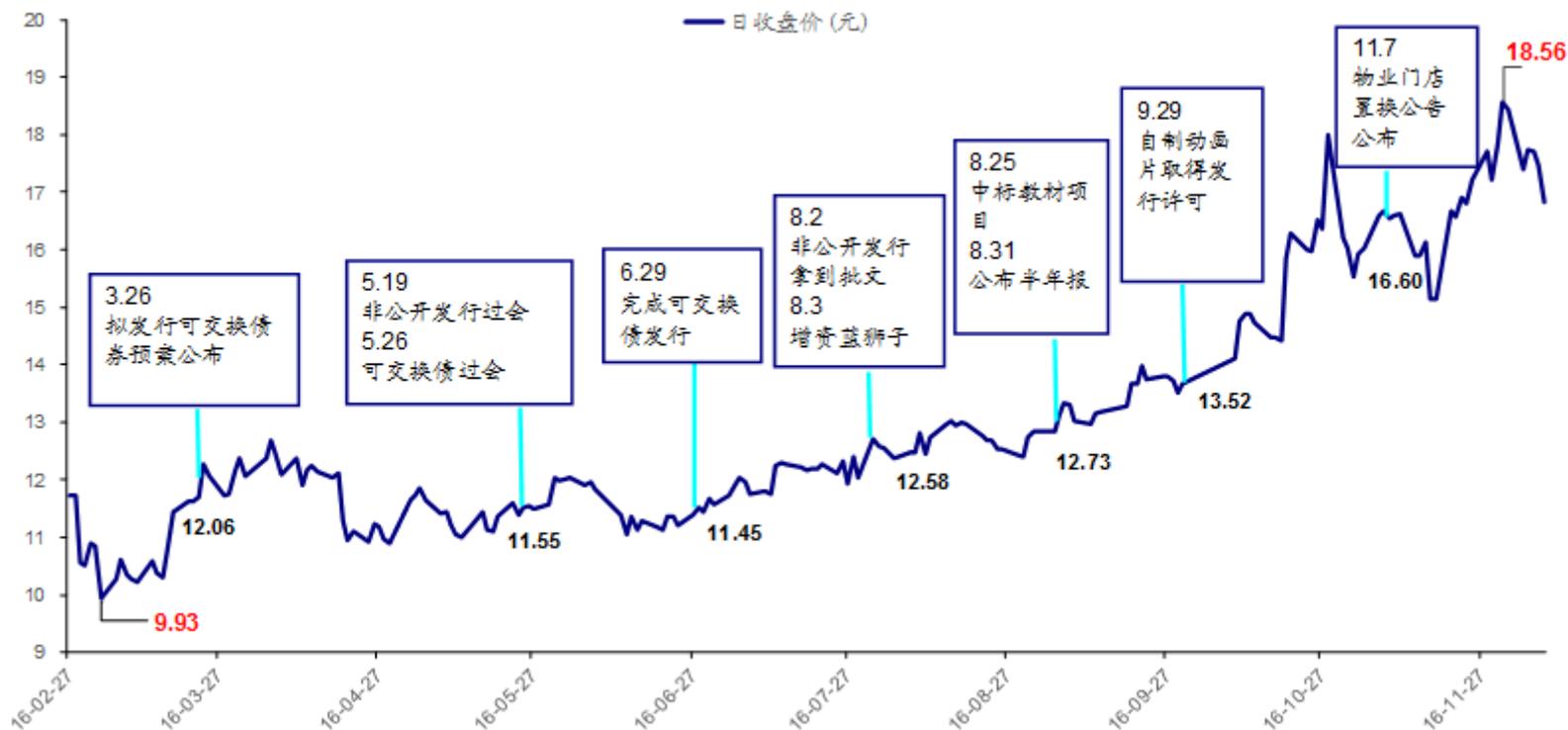
注：每股货币资金量按照2017年年报资产负债表货币资产/2018年7月13日股本数得出

资料来源：wind，海通证券研究所

## 特点三：行业下行倒逼改革转型

► **国企改革，执行力是关键。**以皖新传媒为例，2016年，公司管理层在业务运营和资金管理上运营高效，妙招频出。公司5月非公开发行过会，6月完成可交换债券发行，募集大量现金。而后，公司借产权中心转让优质物业资产，高溢价回笼现金的轻资产创新运作模式更是反映了管理层推进转型的能力和决心。公司股价也在2016年全年获得了大幅上涨。

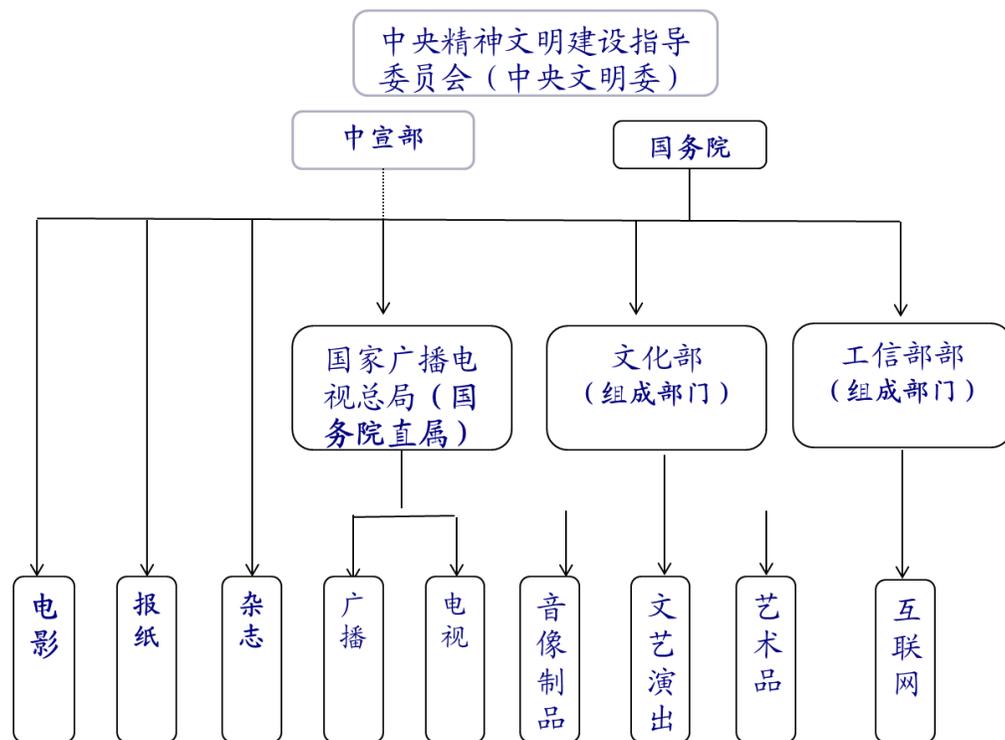
图：皖新传媒2016年股价走势图



## 注意：监管敏感性叠加国企背景 转型难度较大

- 纸媒及广电传统媒体公司的实际控制人均为中央及地方国资委，受国家掌控。因此其在自身经营性需求之外，还附带有一定的社会属性。如传媒类国企均在广电总局监管范围内，由于所处行业较为敏感，公司要担负起舆论方向掌控及对外文化传播的社会责任，因此传媒国企的转型无论是速度还是多元化转型方向都步履维艰。

图：我国文化传播监管示意图



- 传统媒体行业未来转型升级是关键。投资传媒国企板块，主要把握以下两个维度：
  - （1）自上而下看转型升级的难易程度。传统媒体包括广电、纸媒、出版发行。广电影响力最强，但最敏感。出版发行类公司转型升级更灵活。现阶段处于改革初期，因此应当抓住出版发行类公司的机会。
  - （2）自下而上看公司的转型动力。第一看管理层改革的执行力，如皖新传媒、湖北广电。第二看现金流及转型预期，如中南传媒等。
- 风险提示：改革力度不及预期风险，业绩不及预期风险等

## 指标分析：传统媒体行业重点关注数据及要素



数据名称	数据来源	数据意义	数据时间值
实体书店指数	北京开卷	反映实体书店经营的景气程度	月
书报刊杂志销售额	国家统计局	反映实体平面媒介的销售情况	月
有线电视费用	国家统计局	反映有线电视行业收费情况	月
宽带费用	国家统计局	反映有线电视网络收费情况	月
线上图书交易规模	易观智库	反映线上图书交易景气程度	季
新闻出版业收入	新闻出版广电总局	反映新闻出版业的总体收入规模及增速	年
新闻出版业利润	新闻出版广电总局	反映新闻出版业的总体盈利规模及增速	年
有线电视用户数	新闻出版广电总局	反映有线电视总体用户规模	年
数字电视用户数	新闻出版广电总局	反映数字电视总体用户规模及数字化率	年

- 国企背景、资金实力强：承接新媒体和新资源
- 转型方向：教育或新媒体
- 管理层：执行力是关键

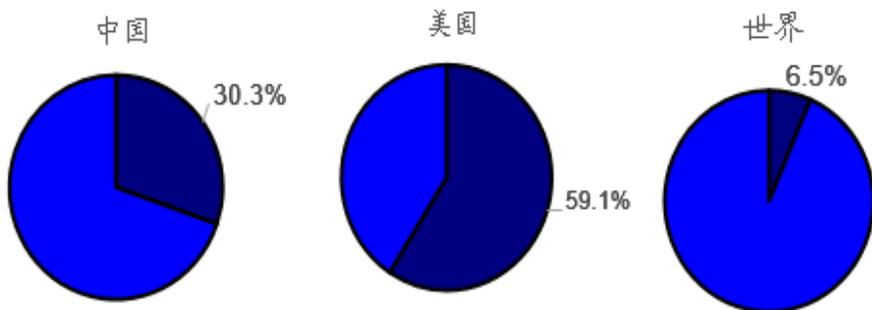
# 海外互联网板块研究框架及投资逻辑

# 互联网成为全球GDP增长引擎，中国互联网增速迅猛

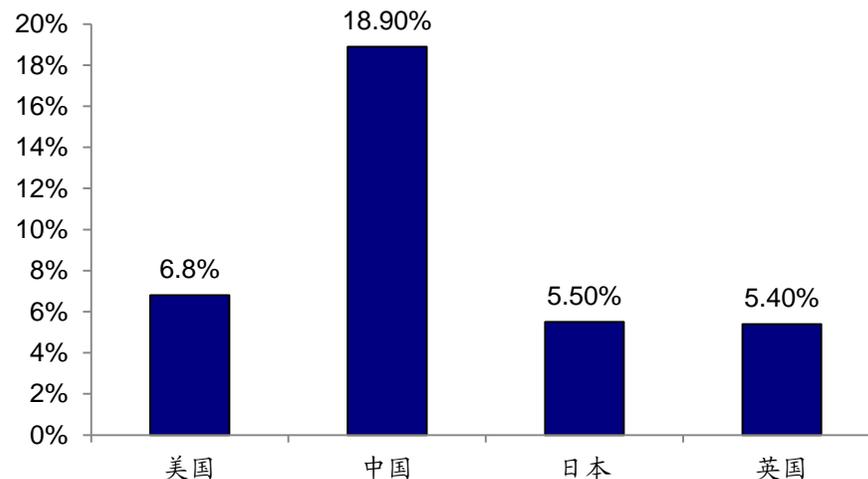
▶数字互联网经济已然成为世界主要经济体发展的强劲引擎，中美两国数字经济规模占GDP比重分别为30.3%和59.1%，远高于全球6.5%的水平。

▶2016年，中国数字经济规模总量达22.58万亿元，占GDP比重达30.3%，居全球第二，同比增长18.9%，对当年GDP增速的贡献达到70%，领先全球。

图：中美数字经济规模占GDP比重对比



图：2016年主要国家数字经济增速对比

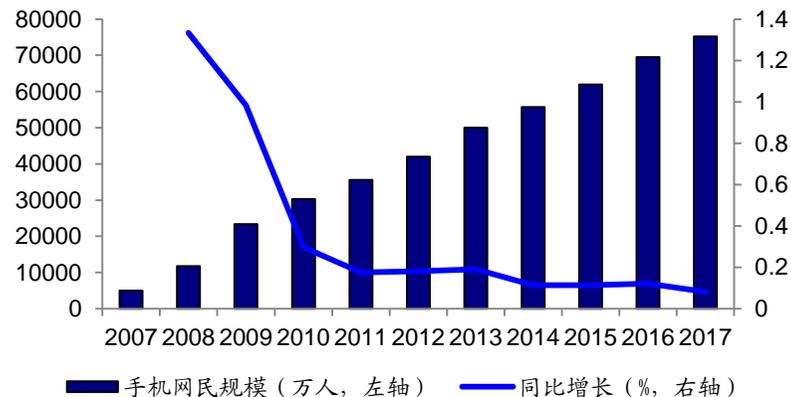


# 人均上网时长增速减缓，人口红利逐步减弱

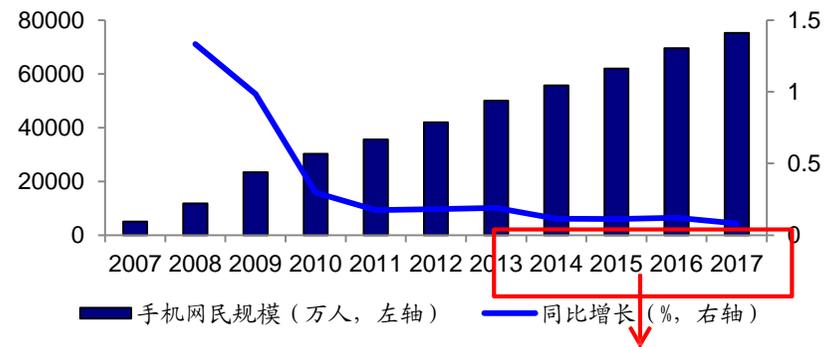
截至2017年上半年，中国互联网络信息中心的统计数据表明，我国的网民总数已达7.51亿人，手机互联网网民人数达到7.24亿人，其中城镇互联网普及率为69.4%，农村互联网普及率为34.0%，近年来网民规模趋于稳定，人口红利逐步减弱。过去十年，移动设备接入的互联网的网民占比已从2007年的24%提升到了2017年的96.33%，增速逐渐放缓进入稳健发展期。近四年来网民平均上网时长稳定在每周27小时，即每日3.8小时。

由人口红利和移动设备技术红利带来的移动互联网规模增长已经接近尾声，对存量用户的深入挖掘成为产业竞争的核心。

图：上网用户数（万人）及互联网普及率



图：手机网民人数（万人）及同比增长



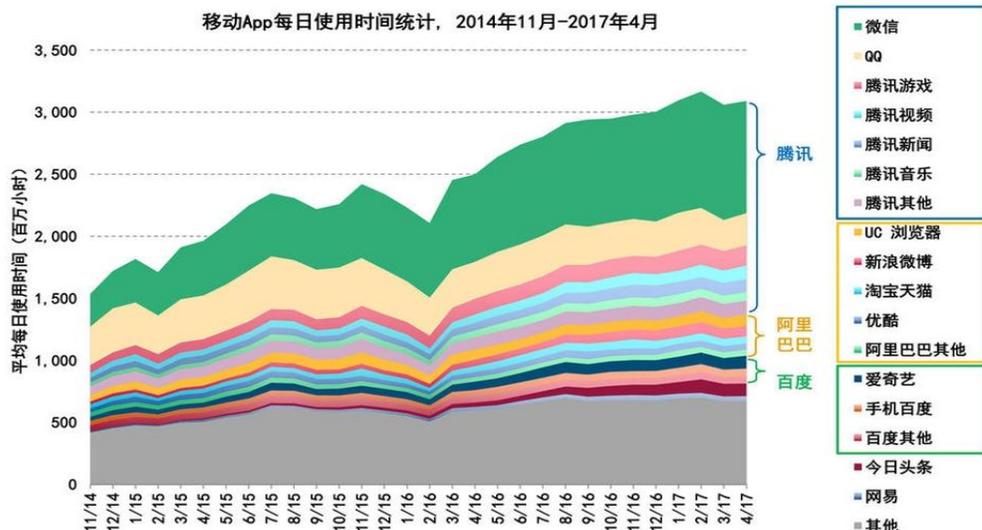
2014年以来增速放缓维持10%左右的增长

# 流量持续向头部集中，龙头企业赢者通吃

龙头企业在原有用户的基础上，不断开拓新的业务领域，在竞争中优势地位明显，马太效应显著。截止到2017年4月，用户在BAT旗下App的总使用时长约占全部时长的70%左右。

同时，互联网巨头均未放慢其投资脚步，继续在互联网各赛道继续布局；2017年下半年阿里腾讯先后布局盒马鲜生和永辉超市，巨头赢者通吃以互联网的方式重塑线下新零售行业格局。

图：2014.11-2017.04移动App每日使用时间统计



图：腾讯和阿里巴巴收购或投资的部分公司



资料来源：IT桔子，QuestMobile，海通证券研究所

# 互联网：从赚“流量”的钱到赚“变现”的钱

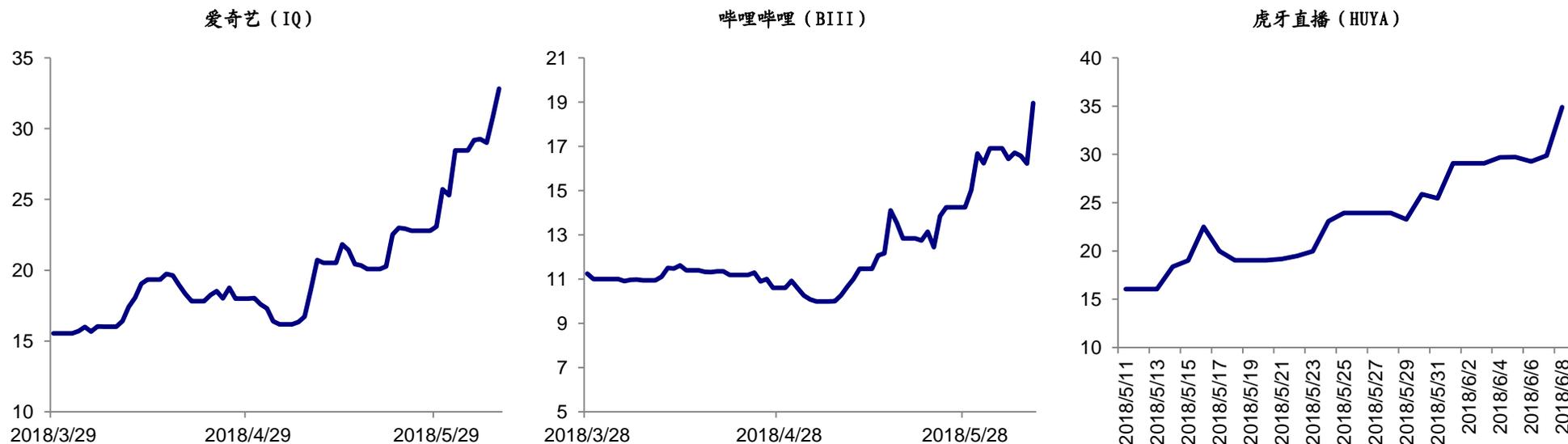
➤ 互联网公司：营收=MAU\*付费转化率\*ARPU值（利润由行业竞争格局决定）

过去：人口红利，MAU高速爆发，寻找能快速获取流量的标的。关键指标：MAU

现在：MAU增速变缓，付费转化率高速提升的，寻找变现能力强的公司。关键指标：付费转化率/付费用户数

未来：平台粘性为不同平台核心竞争力差异的关键，未来赚ARPU值提升的钱。关键指标：ARPU值

图：爱奇艺/哔哩哔哩/虎牙上市后股价表现（单位：美元）



- ▶ 在互联网竞争的下半场，巨头赢者通吃的逻辑已逐步被验证。我们认为寻找有业绩支撑的龙头公司仍是投资重点。
- ▶ 我们建议关注各细分领域业绩增长确定性强的龙头或者潜在细分龙头公司。

- 政策风险
- 系统性风险
- 个股业绩风险
- 商誉减值风险等

## 分析师声明

钟奇、郝艳辉、孙小雯、刘欣、许樱之

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 互联网与传媒研究团队:

分析师

钟奇

SAC执业证书编号: S0850513110001

电话: (021)23219962

Email: zq8487@htsec.com

分析师

孙小雯

SAC执业证书编号: S0850517080001

电话: (021)23154120

Email: sxw10268@htsec.com

联系人: 陈星光

电话: 021-23219104

Email: cxg11774@htsec.com

分析师

刘欣

SAC执业证书编号: S0850517110001

电话: (010) 50949921

Email: lx11011@htsec.com

分析师

许樱之

SAC执业证书编号: S0850517050001

电话: 18688989863

Email: xyz11630@htsec.com

联系人: 毛云聪

电话: (010)58067907

Email: myc11153@htsec.com

分析师

郝艳辉

SAC执业证书编号:

S0850516070004

电话: (010)58067906

Email: hyh11052@htsec.com

联系人: 强超廷

电话: (021)23154129

Email: qct10912@htsec.com

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。