

2018 年 08 月 08 日

中性

坚定看好 2 大独角兽赛道：内容付费与头部流量

——传媒互联网行业 2018 年下半年投资策略

相关研究

"《西虹市首富》票房过 9 亿，暑期档有望再迎投资机会-传媒互联网周报（含全球互联网&教育）20180730" 2018 年 7 月 30 日

"中报个股分化明显，关注流量整合及内容付费主线-传媒互联网周报（含全球互联网&教育）20180723" 2018 年 7 月 23 日

证券分析师

周建华 A0230517010001

zhoujh@swsresearch.com

顾晨 A0230517080004

gusheng@swsresearch.com

汪澄 A0230518070008

wangcheng@swsresearch.com

联系人

汪澄

(8621)23297818×010-66500570

wangcheng@swsresearch.com

本期投资提示：

- **5 大因素驱动内容付费崛起。**对比中美独角兽公司，美国传媒互联网类独角兽流量广告&内容付费是主赛道，中国传媒互联网独角兽更多是具有广阔的蓝海、独特的技术、可快速复制的产品/商业模式、强大竞争的壁垒、优秀的管理层、可持续现金流的公司，其产生在互联网技术与衣、食、住、行、社交&通讯、娱乐等领域的结合。我们认为随着(1)优质内容平台化、IP 化、垂直化；(2) 80/90 后付费意愿和付费能力增强，70 后加入付费大军；(3) 微信、支付宝等移动支付带来的便捷的支付体验；(4) 全球知识产权保护增强趋势下带来的正版化加速；(5) 4G、5G 时代到来带来的更快捷的移动体验等五大因素，将驱动内容付费领域不断崛起壮大。在线内容付费领域包括：视频、图片、阅读、声音、虚拟物品、音乐等领域。
- **视频付费、在线阅读、图片付费市场等全面发力。**(1) 视频付费领域，三大视频网站 17 年内容投入都超百亿并有望保持 30%以上增长，通过持续优质内容投入实现用户数的增长和用户付费的快速提升，同时版权分销也为视频网站带来全新收入增量。(2) 在线阅读领域，2017 年中国数字阅读总规模 152 亿同比增长 27%，用户愿意为电子书付费的意愿从 2016 年的 60.3%上升到 2017 年的 63.8%，愿意为单本电子书支付的平均金额为 13.6 元，相较于 2016 年的 8.9 元增长了 52.8%，未来在正版化、移动支付助力和影视游戏多渠道变现支持下，行业将继续保持高增长。(3) 图片付费市场，参照国外商业图库市场规模计算，国内视觉内容版权潜在市场空间超 150 亿，而目前我国视觉版权素材付费市场规模仅在 15 亿左右，随着自媒体市场不断扩容、数字版权保护不断强化和区块链等新型技术的支持，图片付费市场将持续高增。
- **流量变现，后红利时代加速。**(1) 截止 2018Q1 微信月活达 10.4 亿，公众号数量超 2000 万，微信小程序也已经实现日活 1.7 亿，月活过 4 亿的超大流量入口，微信流量生态正当时，依托强大流量，微信生态可实现广告、内容付费、游戏、电商等多种形式的低成本高效变现。(2) 2018 年 3 月，短视频在移动端使用总时长占比达 7.4%，相较 17 年 3 月提升 5.9pct，成为仅次于即时通讯、在线视频和综合资讯外的第四大应用领域，短视频 APP 合计月活达 4.6 亿，用户渗透率达 42%，短视频的快速爆发形成新的流量蓝海，广告等变现模式价值凸显。(3) 院线构成线下流量入口。2018 年 1-5 月，三/四/五线城市票房同比增速 24%/33%/39%，高于一/二线城市 13%/18%的增速，渠道下沉带动新观影流量；电影线上化率也达 72%，在线票务平台切入线上宣发对接制作方、广告主、影院和观众等，实现流量价值最大化。院线下沉、票务线上化率基本完成，院线流量价值增加。(4) 楼宇、影院的流量广告价值凸显。新潮等公司加入竞争，整体版位数增长，带动市场空间扩容。
- **投资建议：关注内容付费+头部流量两条主线。**结合中美传媒互联网独角兽商业模式对比和中国传媒公司发展现状认为，内容付费和头部流量是 18 年下半年传媒投资的两条核心主线。1)在内容付费主线下，重点推荐：捷成股份（网络视频分发唯一龙头）、完美世界（A 股影游互动稀缺龙头）、视觉中国（A 股图片版权付费唯一独角兽）、百洋股份（A 股视觉职业教育龙头）、新经典（为经典内容付费）。2)在头部流量主线下，重点推荐分众传媒（电梯媒体行业唯一上市的独角兽）、光线传媒（线上线下电影发行绝对龙头）、中国电影（电影进口及全产业链唯一上市龙头）、快乐购（A 股在线视频付费稀缺的独角兽）、平治信息（微信生态百足模式变现）。



投资案件

结论和投资建议

下半年行业重点关注内容付费及头部流量两大主线。内容付费主线中，我们看好在线视频、在线阅读、视觉内容、游戏内容、教育五大领域景气向上，龙头平台级公司用户规模及版权付费持续增长。头部流量主线中，我们看好微信流量生态圈（公众号及小程序）商业机会、短视频行业、电影院线行业、楼宇广告营销行业龙头把握流量加速变现机会。

在内容付费主线下，我们重点推荐**捷成股份**（网络视频分发唯一龙头）、**完美世界**（A股影游互动稀缺龙头）、**视觉中国**（A股图片版权付费唯一独角兽）、**百洋股份**（A股视觉职业教育龙头）、**新经典**（为经典内容付费）。在头部流量主线下，我们重点推荐**分众传媒**（电梯媒体行业唯一上市的独角兽）、**光线传媒**（线上线下电影发行绝对龙头）、**中国电影**（电影进口及全产业链唯一上市龙头）、**快乐购**（A股在线视频付费稀缺的独角兽）、**平治信息**（微信生态百足模式变现）。

原因及逻辑

用户红利衰退，互联网增值向用户付费转型。2017年全球及国内新增网民数均较2015及2016年下滑，但用户上网时间增长，应用场景拓宽，付费意愿及付费能力增强。移动支付、4G高速网络（未来5G网络）的普及带来更便捷的内容消费体验。全球知识产权保护增强，互联网内容正版化加速。

龙头平台+垂直应用生态成型，内容订阅+个性化营销成为主流商业模式。和传统链条式生态不同，当前前端用户、应用端视频的分发和制作，底层的云和硬件终端都在头部平台上完成。作为基础设施的龙头平台通过订阅模式提升用户生命周期价值，头部流量整合利好个性化广告营销增长。在龙头平台的基础上，面向差异化细分人群的垂直行业应用（Airbnb、Uber、Lyft、Linkedin等）蓬勃发展。

有别于大众的认识

市场上对于中美互联网龙头公司的比较分析较为缺乏。我们回顾美股不同时期互联网千亿市值巨头发展历史，提取出流量广告&内容付费两大主赛道。相比之下，中国传媒互联网独角兽变现方式更加多元：广告、内容付费、游戏、虚拟打赏、社交会员、信息流、个性化引擎、消费信贷、社交电商，付费空间更加广阔。

市场可能担忧院线及楼宇广告行业前景。我们认为和线上头部流量整合相对照，覆盖核心消费人群的院线、楼宇等线下流量入口将同样经历头部流量整合过程，未来有望与线上平台联合，受益内容付费及广告变现大趋势。另外，从2008年经验看，经济下行时，广告主通常只会压缩长尾媒体广告，加大或保持对头部媒体广告投放。

目录

1. 传媒互联网独角兽主要分布在内容付费和头部流量赛道 ...	6
1.1 五大因素驱动内容付费爆发	6
1.2 美国传媒互联网独角兽主赛道：流量广告和内容付费	9
1.3 中国传媒互联网独角兽：变现方式更加多元	12
2. 推荐内容付费五大高景气领域	15
2.1 在线视频内容：内容自制拉动会员数与会员 ARPU	15
2.2 在线阅读：正版化、移动支付助力行业发展，IP 变现空间大	16
2.3 视觉内容：正版付费成为共识，新媒体市场空间大	17
2.4 游戏内容：稳中求变，精品内容带动 ARPU 提升；小程序游戏创新带来全新增量市场	18
2.5 教育：提供优质教育内容的标的涌现，看好非学历职业教育	20
3. 流量见顶关注后红利时代加速变现	21
3.1 微信流量生态正当时，多渠道变现享受微信生态红利	21
3.2 短视频新流量蓝海形成	23
3.3 院线下沉，龙头公司形成院线头部流量入口；票务线上化龙头集中，寻求流量多元变现	24
3.4 楼宇广告：广告主青睐头部流量	27
4. 投资建议：双线布局独角兽主赛道	28

图表目录

图 1: 全球互联网用户数及渗透率稳步增长 (单位: 亿用户)	6
图 2: 中国互联网用户数及渗透率稳步增长	6
图 3: 五大因素促进内容付费领域崛起	7
图 4: 中国移动支付市场规模快速增长	8
图 5: 美国互联网趋势: 从链式生态到平台生态	10
图 6: 美国网络广告市场规模 (十亿美元)	10
图 7: 美国社交广告市场规模 (十亿美元)	10
图 8: 美国传媒互联网行业图谱: 流量广告&内容付费是主赛道	11
图 9: 2017 年新晋独角兽中涉及文化娱乐产业占比达 22%	12
图 10: 中国独角兽变现方式更加多元 (1)	12
图 11: 中国独角兽变现方式更加多元 (2)	13
图 12: 2017 年网络视频行业总规模达 952 亿	15
图 13: 2017 年网络视频行业用户总规模 5.8 亿人	15
图 14: 爱奇艺会员和内容分发收入增长迅速	15
图 15: 爱奇艺会员和内容分发收入占比不断提升	15
图 16: 2017 年中国数字阅读市场总规模 152 亿	16
图 17: 2018Q1 中国手游实际销售收入 310 亿	18
图 18: 耐克在“跳一跳”3 天投放 2000 万广告	19
图 19: K12 培训龙头好未来、新东方营收持续高增长 (营收单位: 百万美元)	20
图 20: IT 专业培训规模及增速远超行业 (单位: 亿元)	20
图 21: 2017 年非学历职业教育市场占比	20
图 22: 2018Q1 微信活跃用户 10.4 亿	21
图 23: 2018Q1 小程序月活破 4 亿	21
图 24: 公众号营销广告	22
图 25: 小程序电商	22
图 26: 小程序游戏	22
图 27: 2018 年 3 月中国移动二级细分热门行业总使用时长占比	23
图 28: 2017 年 3 月-2018 年 3 月短视频 APP 行业月活跃用户规模及渗透率	23

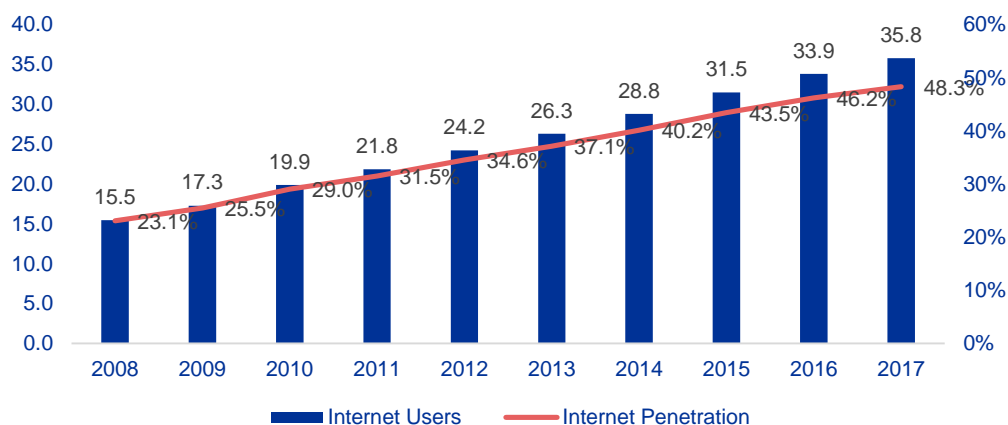
图 29：2011-2018 年 1-6 月票房对比.....	24
图 30： 3-5 线城市增速超全国平均	24
图 31：全国银幕数及增长率保持中低速扩张（单位：块）	24
图 32：全国单银幕产出及其增长率趋向稳定.....	25
图 33： 2017 年前十大影投公司单荧幕产出	25
图 34：国内在线票务市场收入与内地票房对比	25
图 35： 2016 年在线票务平台用户年龄结构	25
图 36：在线票务网站商业模式.....	26
图 37：2017Q3 在线票务平台市占率.....	27
图 38：2018 年 5 月广告媒体刊例费同比增速.....	27
 表 1：美国互联网千亿市值巨头发展史回顾	9
表 2：海外市场传媒互联网公司估值对比.....	14
表 3：公众号图片版权付费空间测算.....	17
表 4：2018Q1 游戏流水排名	19
表 5：2018 年 5 月楼宇电梯电视十大品牌广告主	28
表 6：重点公司估值表	29

1. 传媒互联网独角兽主要分布在内容付费和头部流量赛道

1.1 五大因素驱动内容付费爆发

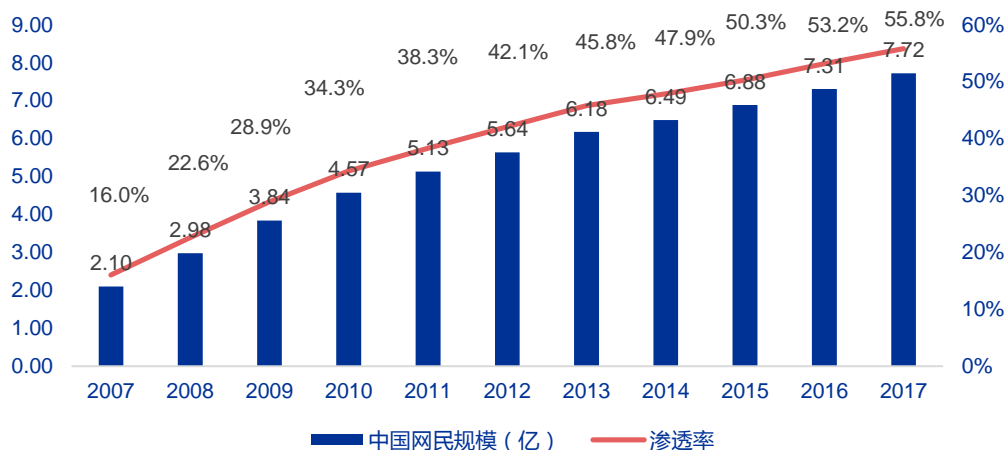
流量红利衰退，用户使用场景加强，互联网行业将进入付费驱动时代。2017 年全球互联网新增用户数自 2011 年后首度降至 2 亿以下，总用户数达 35.8 亿。同年中国网民规模达 7.72 亿，渗透率达到 55.8%，超过全球平均水平，但全年新增网民数仅 4074 万，较 2015 及 2016 年下滑。随着宽带网络和智能手机的普及，未来互联网用户规模将持续平稳增长趋势，但用户对于网络的使用时间增长，应用场景拓宽。2017 年中国网民平均每周上网时长 27 小时，较 2010 年的 18.3 小时增长 48%。互联网产业增长的核心，已经从用户增长向用户付费增长转型。

图 1：全球互联网用户数及渗透率稳步增长（单位：亿用户）



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

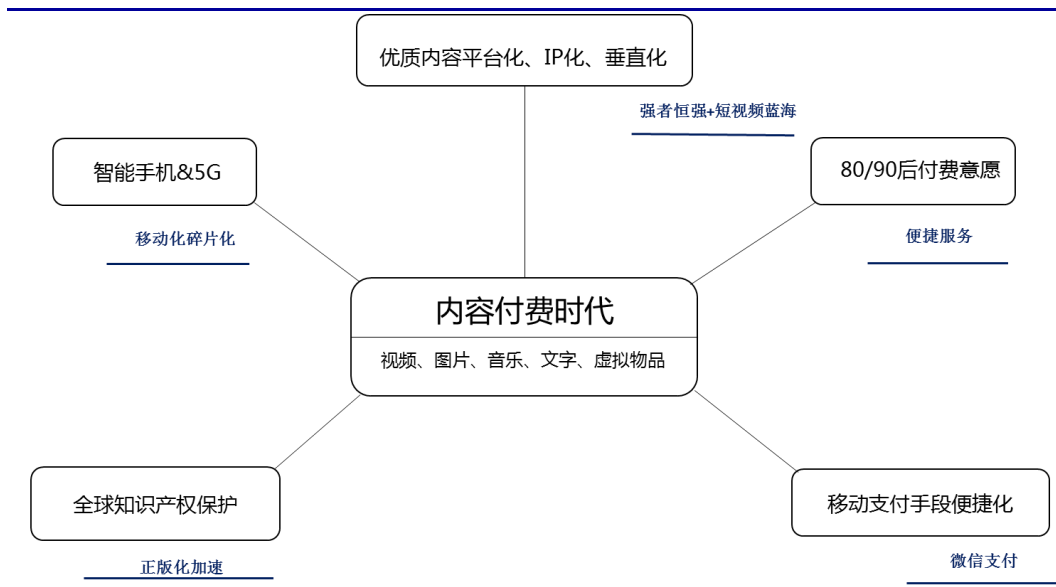
图 2：中国互联网用户数及渗透率稳步增长



资料来源：CNNIC，申万宏源研究

内容付费是传媒互联网产业的核心主线。我们将内容付费定义为用户在网络平台，通过为视频、图片、音乐、文字、虚拟物品等付费从而获得更好的内容和体验。以下五大因素驱动内容付费领域不断崛起壮大：

图 3：五大因素促进内容付费领域崛起



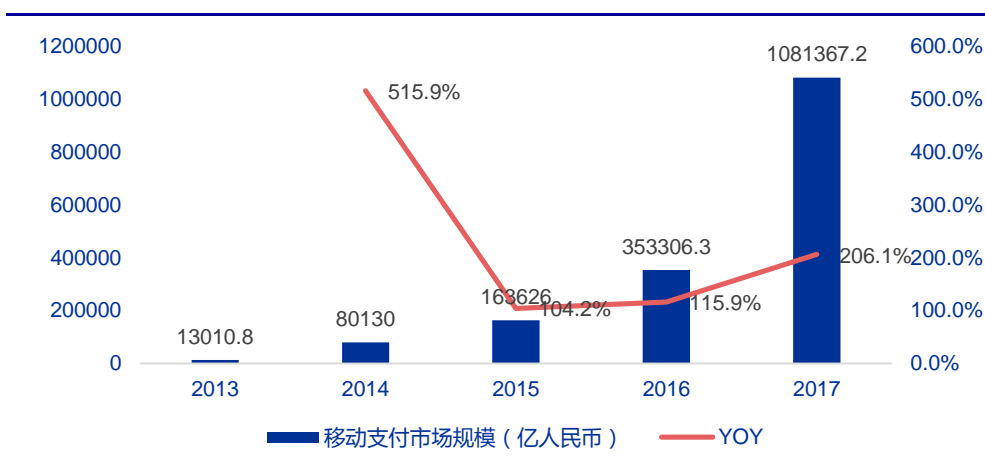
资料来源：申万宏源研究

(1) 优质内容平台化、IP 化、垂直化：互联网社交平台的发展放大了爆款作品的头部效应，娱乐内容制作高度依托于具有独有形象、精神内核和粉丝群体的大 IP 产品。同时，优质 IP 的多品类（影视、动漫、游戏、出版、衍生品等）开发一方面依托于专业化内容团队，一方面依托于具备社群粘性的互联网平台。

(2) **80/90 后付费意愿和付费能力增强**：根据艾瑞咨询报告¹及哔哩哔哩招股书，截至 2016 年底，中国有 6.36 亿在线娱乐消费者，平均每天在线娱乐消费 1.4 小时。当前中国 1990 年后出生的人群中有 2.84 亿互联网用户，互联网渗透率高达 86.7%，平均每天线上娱乐时间达 1.6 小时。和前一世代相比，大量 80/90 后在受过良好教育的家庭成长，对于文化产品有更高的需求，同时有强烈的个性和自我表达意愿，对于内容的生产、消费、互动更为活跃。

(3) **微信、支付宝等移动支付带来的便捷的支付体验**：据易观统计，中国移动支付交易规模自 2013 年的 1.3 万亿元快速增长为 2017 年的 108 万亿元。移动支付的发展提升了内容付费的便捷度。

图 4：中国移动支付市场规模快速增长



资料来源：易观智库，申万宏源研究

(4) **知识产权保护增强**：2017 年年末，国家大数据战略中明确强调完善数据产权保护制度，加大对技术专利、数字版权、数字内容产品及个人隐私等的保护力度。国家版权局、工信部、公安部和国家网信办等机构联合开展的“剑网行动”中，网络版权已成为监管重点，平台盗版内容受打击，促进正版内容付费。

(5) **4G、5G 时代带来的更快捷的移动体验**：根据工信部数据²，2018 年一季度 4G 用户总数达 10.5 亿户，占移动电话用户总数的 72.2%，占全球 20 亿 4G 用户数量的一半以上。2015 年三大运营商 4G 用户合计共 4 亿，2015-2017 年用户复合增长率 59%。目前 5G 网络进入试验阶段，2019 年起有望部分商业化，进一步推动流媒体等泛娱乐内容发展。

¹ “Z 世代崛起后，90 后们的二次元之路走向何方”，艾瑞网，<http://news.iresearch.cn/content/2018/04/273904.shtml>

² “2018 年一季度工业通信业发展情况发布会”，工信部网站，<http://www.miit.gov.cn/n1278117/n4310819/n4310832/c6147519/content.html>

1.2 美国传媒互联网独角兽主赛道：流量广告和内容付费

美国历代传媒互联网巨头突破千亿美金市值时点（见表 1）：

第一代巨头——雅虎：通过门户广告成为第一代巨头。雅虎是全球第一家提供因特网导航服务的网站，于 1994 年成立，并于 1996 年上市，1998 年每月约有 4000 万人登录雅虎，同年雅虎终止亏损开始盈利。1999 年突破千亿市值，历时 5 年。

第二代巨头——谷歌：通过搜索广告和 AI 成为第二代巨头。谷歌成立于 1998 年，同年发明 Google PageRank 技术，在 2000 年底首度推出 AdWords 产品，使得商家可以购买与搜索词相关的广告，并于 2004 年上市，目前 google 是世界访问量最大的网站。2005 年突破千亿美元市值，历时 7 年。

第三代巨头——Facebook：通过个性化广告成为第三代巨头。Facebook 成立于 2004 年，2007 年 Facebook 开始提供免费分类广告计划，到 2008 年 Facebook 访问用户达到 1.24 亿，页面浏览量达到 500 亿。2013 年突破千亿美金市值，历时 9 年。

第四代巨头——Netflix：通过内容付费成为第四代巨头。Netflix 成立于 1997 年，早起通过影片租赁获取收入，2007 年推出网络观影模式，2013 年投身原创，至 2018 年 1 季末，已拥有 1.2 亿付费用户。2018 年突破千亿美金市值，历时 21 年。

复兴的传统巨头——迪士尼&康卡斯特：也通过收购转型、IP 工业化生产和线下乐园等业务实现复兴。迪士尼和康卡斯特分别成立于 1926 年和 1963 年，早起分别通过动画产业和有线电视服务起步，近年来迪士尼及康卡斯特纷纷加强内容制作，并通过兼并收购方式获取更多 IP 迎接“内容付费”浪潮。突破千亿市值年份分别为 2013 年和 2012 年。

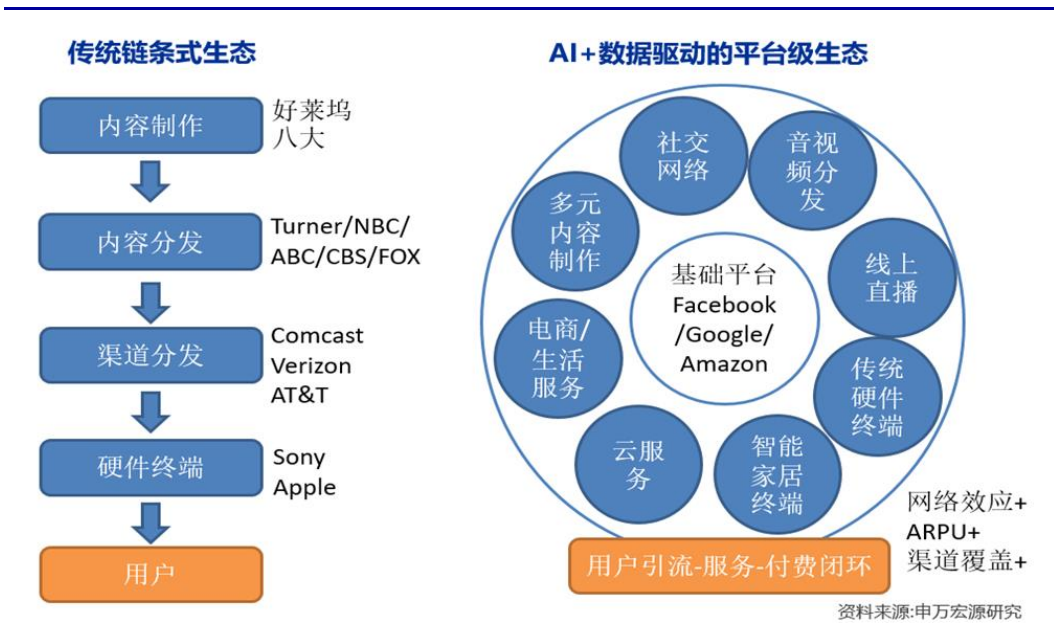
表 1：美国互联网千亿市值巨头发展史回顾

证券代码	公司	简介	上市时间	突破千亿市值时间	市值突破原因	当前市值（亿美元）
AABA.O	Yahoo	互联网门户网站	1996-04-1	1999/12/21	自 1998 年公司月流量达 4000 万，并于同期终止亏损开始盈利	710.5
GOOGL.O	Google	搜索引擎巨头，科技创新公司	2004-08-1	2005/10/24	流量迅速提升，广告收入不断增长	8,717.4
FB.O	Facebook	互联网社交网络巨头	2012-05-1	2013/8/26	用户数带动收入迅速增长，毛利率净利率持续提升	6,213.9
NFLX.O	Netflix	在线视频内容提供巨头	2002-05-2	2018/1/23	原创内容备受认可，付费用户持续增长带动收入利润提升	1,556.0
DIS.N	Disney	全球消费娱乐、媒体巨头	1957-11-1	2013/3/4	通过收购皮克斯、漫威、卢卡斯影业持续布局内容端获持续增长动力	1,650.0
CMCSA.O	Comcast	有线电视巨头	1972-06-0	2012/12/18	收购整合体育内容，2012 年奥运会转播大获成功	1,541.7

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

美国互联网行业四大发展趋势：（1）从链条式生态到平台式生态。过去的生态是从内容的制作、分发、渠道、终端触及用户，属于链条式生态。现在的生态是将前端的用户、应用端视频的分发和制作，底层的云和硬件终端都是在一个平台上完成，属于平台式生态。

图 5：美国互联网趋势：从链式生态到平台生态



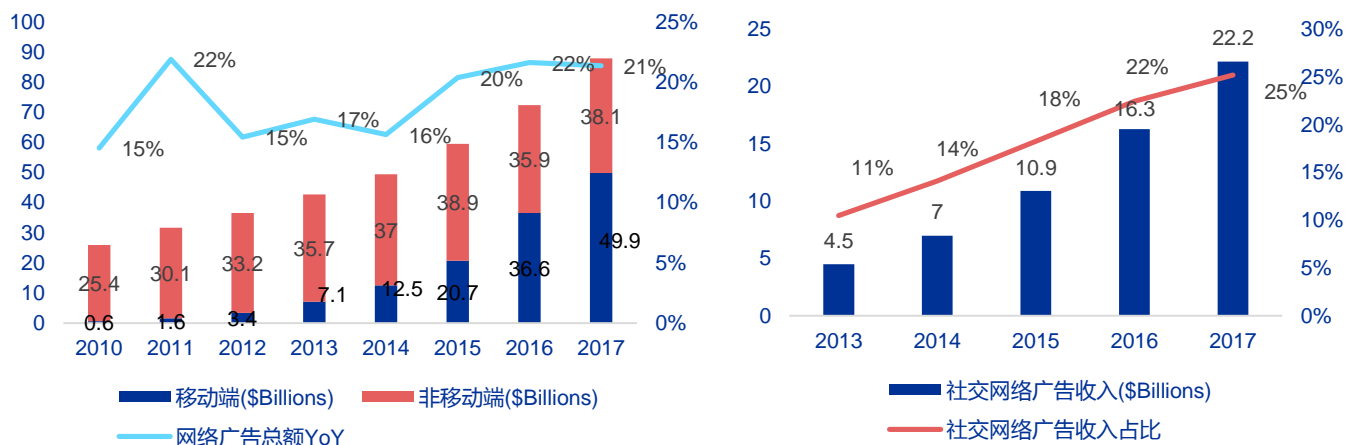
资料来源：申万宏源研究

（2）**优质内容驱动订阅模式：**硬广弹窗用户不堪其扰，传统“内容引流-广告及增值变现”模式难以为继。在互联网红利逐渐减退的情况下，只有不断为用户提供优质内容，才能提升用户生命周期价值。

（3）**个性化广告驱动增长。**美国网络广告市场保持 20% 的增长，移动端占比提升至 57%，其中社交及视频广告增速领先，社交网络广告规模 222 亿美元（增速 36%），视频广告规模 119 亿美元（增速 33%）。同时，流量迅速向头部平台集中，Google+Facebook 合计 85% 市场份额。

图 6：美国网络广告市场规模（十亿美元）

图 7：美国社交广告市场规模（十亿美元）



资料来源：iad&PwC Internet Advertising Revenue Report，申万宏源研究

资料来源：iad&PwC Internet Advertising Revenue Report，申万宏源研究

(4) 在传统互联网基础设施平台的基础上，面向细分人群的差异化平台和垂直应用逐渐发展。如差异化的平台（Snap、Tumblr、Pinterest、Twitter），行业垂直应用（Airbnb、Uber、Lyft、Linkedin）。

图 8：美国传媒互联网行业图谱：流量广告&内容付费是主赛道

独角兽

对标上市公司

社交网络

公司	业务简介	估值	公司	业务简介	市值
 Pinterest	图片社交网站	123	 Facebook	美国社交网络服务公司	5615
 LinkedIn	全球最大职业社交网站	269	 Snap	阅后即焚图片分享软件“snapchat”	146
 Tumblr	著名轻博客网站	11	 Twitter	美国社交网络及微博服务公司	276

流媒体

公司	业务简介	估值	公司	业务简介	市值
 Hulu	流媒体视频公司	58	 Netflix	在线影片租赁提供商	1565
 HBO GO HBO NOW	面向移动端和电视端的视频流媒体平台	-	 Spotify	流媒体音乐服务平台	284

搜索 & 资讯

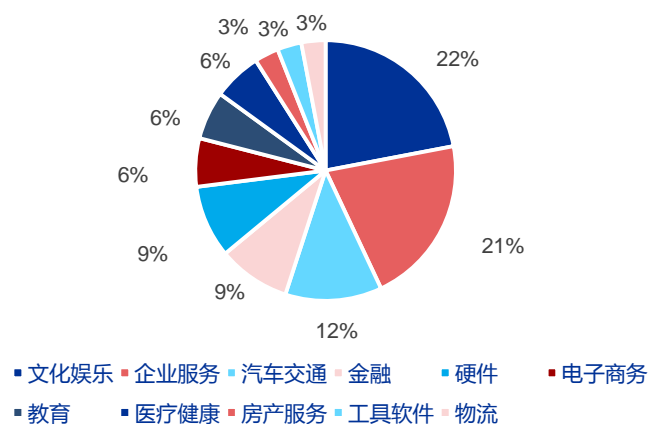
公司	业务简介	估值	公司	业务简介	市值
 Vice Media	面向年轻人的媒体文化平台	57	 谷歌	谷歌控股公司，涉足互联网搜索、云计算和投资	7829
 Vox Media	以科技、运动、游戏为核心的垂直媒体	10	 Roku	美国流媒体平台服务商	39
 BuzzFeed	美国社交化新闻聚合网站	17			

资料来源：WIND，36 氪，虎嗅，华尔街见闻，申万宏源研究

1.3 中国传媒互联网独角兽：变现方式更加多元

在中国，独角兽更多是指具有广阔的蓝海、独特的技术、可快速复制的产品或商业模式、强大竞争的壁垒、优秀的管理层、可持续现金流的公司。商业模式方面，中国传媒独角兽变现方式更加多元：广告、内容付费、游戏、虚拟打赏、社交会员、信息流、个性化引擎、消费信贷、社交电商。根据 IT 桔子的统计，2017 年新晋独角兽共有 34 家，受益于国内市场需求的提升和资本市场对内容变现的认可，其中分布在文化娱乐业以内容变现为主的独角兽占比达到 22%，TOP3 行业占比高达 55%。

图 9：2017 年新晋独角兽中涉及文化娱乐产业占比达 22%



资料来源：IT 桔子，申万宏源研究

互联网应用平台方面同样为三层次结构：在以 BATJ 和头条为代表的基础设施平台占据了大量流量入口和用户时长的情况下，其他独角兽平台纷纷选择了在资本的支持下，向差异化和垂直化多元发展，吸引用户并增强变现能力。其中，基础设施平台（BATJ+头条）、差异化平台（微博、美团点评、B 站、陌陌、欢聚时代、虎牙、知乎）和行业垂直应用（滴滴、摩拜、VIPKid）。

图 10：中国独角兽变现方式更加多元（1）

独角兽			对标上市公司		
公司	业务简介	估值	公司	业务简介	市值
豆瓣	以书影音为核心的社区网站	13	腾讯	中国最大互联网服务提供商	39437
知乎	中国网络问答社区	64	微博	中国最大微博社交平台	1472
小红书	生活方式分享社区+电商	192	陌陌	基于地理位置的移动视频社交应用	640
公司	业务简介	估值	公司	业务简介	市值
腾讯音乐	在线音乐服务商，业务包含音乐流媒体、音乐社区和演艺直播	1600	爱奇艺	高品质视频娱乐服务网站	1286
阿里音乐	包括虾米音乐和阿里星球的在线音乐服务商	192			
公司	业务简介	市值	公司	业务简介	估值
虎牙	中国领先的互动直播平台	378	快手	中国最大的短视频社区	1152
哔哩哔哩	面向年轻人的在线娱乐平台	301	Acfun	专注于二次元的网络弹幕视频平台	10
YY	中国最大的互联网语音平台提供商	474	斗鱼	游戏直播平台 and 弹幕式直播分享网站	250

资料来源：WIND，36 氪，IT 橘子，申万宏源研究

图 11：中国独角兽变现方式更加多元（2）

独角兽			对标上市公司		
公司	业务简介	市值	公司	业务简介	估值
头条	基于数据挖掘的推荐引擎产品	1408	百度	全球最大的中文搜索引擎	5843
一点资讯	基于个性化推荐技术的资讯客户端	64	搜狗	中国移动查询的第二大搜索引擎	237
36氪	科技创业媒体和服务提供商	35	58同城	中国最大的分类信息网站	781
公司	业务简介	估值	公司	业务简介	市值
蚂蚁金服	中国最大的互联网综合金融服务平台	9000	宜人贷	互联网理财平台	98
陆金所	互联网理财平台	3600	趣店	互联网小贷平台	199
京东金融	互联网综合金融服务平台	1000			
公司	业务简介	估值	公司	业务简介	市值
美团点评	互联网餐饮外卖服务平台	2400	阿里巴巴	中国最大的电子商务平台	33814
拼多多	互联网社交电商	900	京东	电子商务平台	3557
饿了么	互联网外卖服务平台	540	携程网	在线旅行服务平台	1617

资料来源：WIND，36 氪，IT 橘子，申万宏源研究

长期来看，中国内容付费市场空间更加广阔：（1）视频：Netflix 1.25 亿订阅用户，爱奇艺 1.26 亿日活，6130 万订阅用户，转化空间大；（2）图片：微博、微信、搜索、电商等的大量正版图片需求；（3）音乐：Spotify 1.4 亿日活，QQ 音乐 3 亿日活；（4）直播：游戏直播和视频直播；（5）在线阅读：网络文学形式在国际独一无二，多层次的一二三四五线需求。

中外互联网公司估值具备可比性，社交网络公司 PS 倍数最高。对比中外互联网龙头平台估值，社交网络平台 2018 年平均市销率（PS）为 10.1X，高于流媒体（6.4X）及搜索平台（6.5X），体现社交网络高用户粘性带来的竞争壁垒及“AI+大数据”结合下的精准营销变现潜力（电商平台中阿里巴巴与京东收入确认方式不同，因此市销率不可比）。从 PE 角度看，商业模式成熟、盈利水平较高的 Facebook、腾讯、谷歌、百度等龙头 2018 年 PE 倍数在 24X-32X 区间内，对于国内爱奇艺、虎牙直播、哔哩哔哩等尚未盈利的流媒体&直播平台，由于行业竞争格局尚未稳定，其市值/MAU 倍数略低于 Netflix、Spotify 等全球性平台。整体看中外龙头 PS、PE 倍数具备可比性，社交网络、搜索等行业格局较稳定，国内流媒体&直播行业龙头若能进一步整合，具备估值提升空间。

表 2：海外市场传媒互联网公司估值对比

公司	市值（亿美元） 2018/8/6	MAU（百万）	DAU（百万）	营收（亿美元） 2017FY	2018FY E	净利润（亿美元） 2017FY	2018FY E	PS 2018E	PE 2018E	市值/MAU	市值/DAU
社交网络											
Facebook	5361	2196	1449	406.5	567.0	159.3	226.1	9.5	24	244	370
腾讯	4283	1040		364.3	531.3	110.9	132.4	8.1	32	412	
Snap	164		191	8.2	11.8	(34.5)	(14.8)	13.9			86
Twitter	250	336		24.4	29.0	(1.1)	2.2	8.6	114	74	
微博	185	411	184	11.5	18.1	3.5	5.8	10.2	32	45	101
流媒体&直播											
Netflix	1528	125		116.9	161.0	5.6	12.9	9.5	118	1222	
Spotify	324	170		40.9	60.9	(12.4)	(3.8)	5.3		190	
爱奇艺	206	489	87	26.6	37.3	(5.7)	(7.9)	5.5		42	237
陌陌	80	103		13.2	19.7	3.2	4.5	4.1	18	78	
虎牙直播	63	93		3.3	6.9	(0.1)	(3.9)	9.0		67	
哔哩哔哩	31	72	22	3.8	6.6	(0.3)	(0.3)	4.7		44	143
搜索											
谷歌	8565			1108.6	1085.0	126.6	310.8	7.9	28		
百度	816			129.8	159.9	28.0	32.4	5.1	25		
电商 020											
AMAZON	9012			1778.7	2373.2	30.3	60.8	3.8	148		
阿里巴巴	4594			229.4	378.2	97.7	96.7	12.1	48		
京东	512			554.5	738.5	(0.0)	2.6	0.7	200		

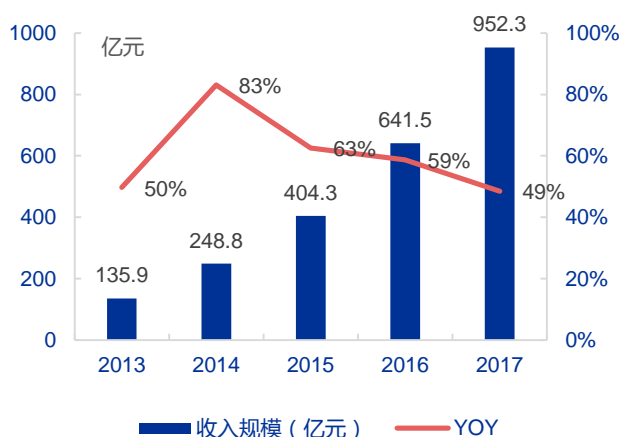
资料来源：Bloomberg（盈利预测采用彭博分析师预测），Wind，申万宏源研究

2. 推荐内容付费五大高景气领域

2.1 在线视频内容：内容自制拉动会员数与会员 ARPU

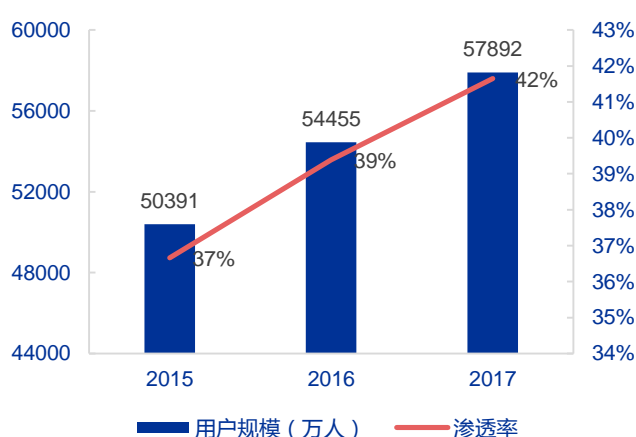
在线视频内容潜在 1500 亿市场规模，三大领跑者内容投入带动收入提升。2017 年中国网络视频行业总规模 952 亿元，同比增长 49%，预计未来保持 30% 以上的增速。目前国内在线视频总用户数达 5.8 亿，付费用户数超过 1.2 亿人次，以 3 亿付费用户，单个用户付费 500 元测算，未来远期市场规模将达 1500 亿元。根据财务报告及公司披露信息，爱奇艺、腾讯视频、优酷三大视频内容平台 17 年内容投入都超百亿，并有望保持 30% 以上增长，持续优质内容的投入促使视频网站实现用户数用户付费的快速提升，同时版权分销也为视频网站带来全新收入增量。

图 12：2017 年网络视频行业总规模达 952 亿



资料来源：艾瑞咨询，国家统计局，申万宏源研究

图 13：2017 年网络视频行业用户总规模 5.8 亿人



资料来源：艾瑞咨询，国家统计局，申万宏源研究

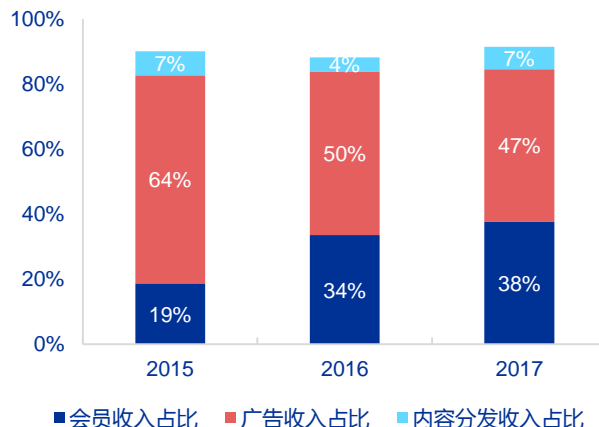
腾讯视频、爱奇艺订阅用户数突破 6000 万，体现视频内容付费高景气。以独立上市的爱奇艺为例，2017 年会员收入 65 亿元，同比增长 73.7%，占总收入比重从 34% 上升至 38%；订阅用户数从 2016 年末的 3020 万增长到 5080 万，同比增长 68%。截至 2018 年 3 月底，爱奇艺订阅用户数达 6130 万，较 2017 年年末增长 1050 万，持续高增速。

图 14：爱奇艺会员和内容分发收入增长迅速

图 15：爱奇艺会员和内容分发收入占比不断提升



资料来源：爱奇艺年报，申万宏源研究

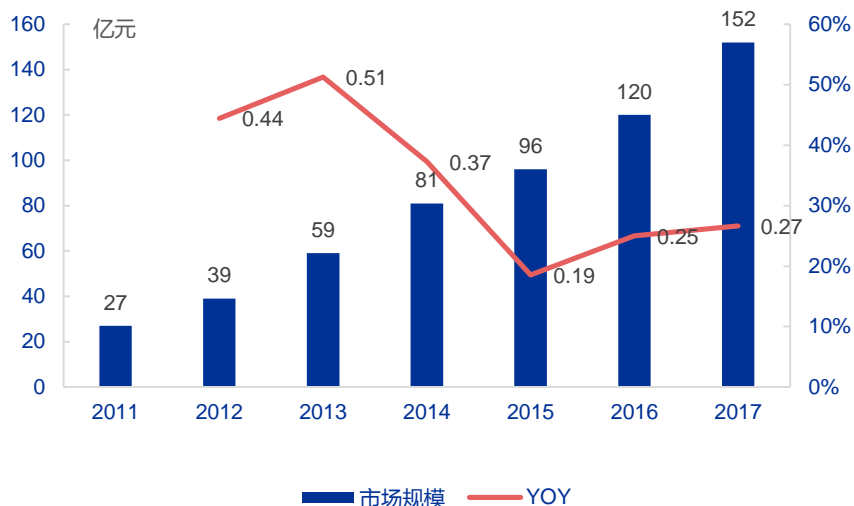


资料来源：爱奇艺年报，申万宏源研究

2.2 在线阅读：正版化、移动支付助力行业发展，IP 变现空间大

在线阅读市场规模超 150 亿，年增速超 20%，内容正版化带动用户付费提升。2017 年中国数字阅读总规模 152 亿同比增长 27%，用户愿意为电子书付费的意愿从 2016 年的 60.3% 上升到 2017 年的 63.8%，愿意为单本电子书支付的平均金额为 13.6 元，相较于 2016 年的 8.9 元增长了 52.8%。自 2014 年开展剑网行动以来，国家加大对数字阅读领域版权问题和内容问题的整治。艾瑞咨询数据显示，相比 2015 年，2016 年移动阅读用户中，不清楚看的是正版还是盗版的用户占比下降至 21%。同时以微信支付、支付宝为代表的移动支付便捷性带动用户付费提升，公众号、小程序等微信生态组成部分为移动阅读带来新的流量渠道，结合微信生态内的支付方式，为移动阅读用户打造便捷阅读生态。

图 16：2017 年中国数字阅读市场总规模 152 亿



资料来源：《2017 年度中国数字阅读白皮书》，申万宏源研究

头部在线阅读平台打通 IP 开发全产业链。根据《2017 年度中国数字阅读白皮书》，2017 年电视剧网络覆盖前十位中，通过文学改编的电视剧占 6 成。未来在正版化、移动支付助力和影视游戏多渠道变现支持下，行业将继续保持高增长。影游联动和 IP 全产业链打通目前只有个案成功，未来 3-5 年会出现稳定的打通 IP、影视、游戏，形成垂直一体化链条的公司。

2.3 视觉内容：正版付费成为共识，新媒体市场空间大

国内图片内容版权行业潜在市场规模超百亿。当前国内视觉版权素材付费市场规模 15 亿左右，参与者包括新华社等国有通讯社，以及视觉中国、全景网络、东方 IC 等商业图库及版权交易平台。参照国外商业图库市场规模计算，图片版权市场占全球广告市场开支约 2.7%。2017 年全国广告经营额 6896 亿元，按此计算国内图片版权市场规模约 180 亿。

互联网自媒体是市场增量空间来源。目前视觉中国采用打包形式与公众号合作，假设每个公众号年用途在 300-1000 张，按照一张图 50-100 元打包单价，单个公众号每年合作费用可达 1.5 万至 10 万元。不考虑公众账号数目本身的增长，假设至 2020 年，350 万活跃公众账号中 5% 为付费用户（当前近 5% 公众账号粉丝过十万），且每个账号平均年付费 5 万元，则仅公众号自媒体平台市场规模可达 87.5 亿元。

表 3：公众号图片版权付费空间测算

市场规模（亿）		平均付费金额（元）				
公众号月活：350 万		10000	30000	50000	70000	90000
公众号付费渗透率	1%	3.5	10.5	17.5	24.5	31.5
	3%	10.5	31.5	52.5	73.5	94.5

5%	17.5	52.5	87.5	122.5	157.5
7%	24.5	73.5	122.5	171.5	220.5
9%	31.5	94.5	157.5	220.5	283.5

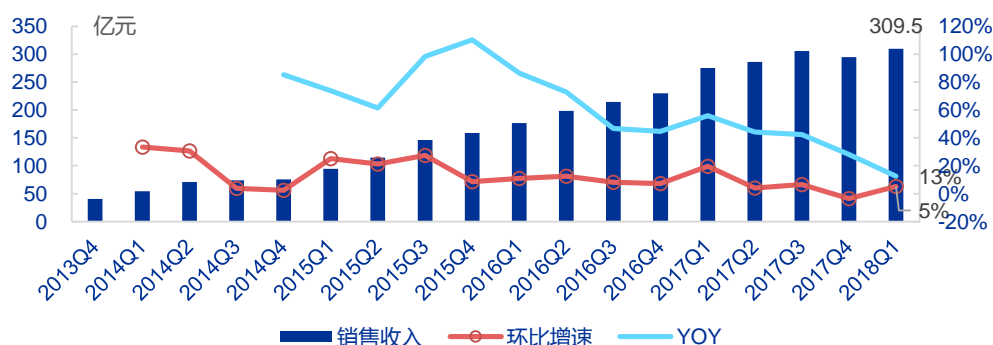
资料来源：2017 微信数据报告，申万宏源研究

国家大数据战略强调数字版权保护。2015-2017 年中北京海淀法院图片著作权案件每年均翻番，平均单幅作品赔偿金额提升至 2500 元。时间戳、区块链技术等可运用于侵权取证。2017 年，视觉中国“鹰眼”系统发现潜在客户数量较 2016 年超 84% 的增长。互联网平台方面，微信公众号月活数量已达 350 万个，约 2% 粉丝过百万。60% 以上自媒体在创作中使用图片素材。其他如百度、阿里、头条、微博、360 等互联网平台均提供正版素材接口，利好视觉内容正版化普及。

2.4 游戏内容:稳中求变，精品内容带动 ARPU 提升；小程序游戏创新带来全新增量市场

根据游戏工委数据, 2018Q1 中国移动游戏实际销售收入 309.5 亿元, 同比增长 12.5%, 环比增长 5.1%, 扭转 2017Q4 环比下滑趋势。《王者荣耀》虽然热度相比 17 年有所下降, 但一季度仍然霸占榜单第一, 预计季度流水破 40 亿, FPS 游戏由于吃鸡的大热在 18Q1 出现数量的明显增长, 腾讯的《QQ 飞车》和《QQ 炫舞》获得市场认可, 《QQ 飞车》流水一季度预计破 20 亿, 《青蛙旅行》、《恋与制作人》等轻度游戏依托社交媒体的推广获得超高关注, 社交媒体话题效应对游戏推广作用明显。

图 17: 2018Q1 中国手游实际销售收入 310 亿



资料来源：游戏工委，申万宏源研究

表 4：2018Q1 游戏流水排名

排名	游戏名称	排名变动	第一季度全平台流水测算（亿元）
1	王者荣耀	----	40+
2	QQ 飞车	New	20+
3	梦幻西游	-1	14+
4	奇迹 MU：觉醒	New	10+
5	楚留香	New	8+
6	倩女幽魂	-3	7+
7	大话西游	-2	5+
8	乱世王者	-1	5+
9	Fate/Grand Order	+8	5+
10	穿越火线：枪战王者	+10	5+
11	恋与制作人	+59	5+

资料来源：伽马数据、申万宏源研究

在传统游戏稳定增长的同时，微信小程序游戏创新带来全新增量市场。2017 年 12 月 28 日正式开放的微信小游戏。根据微信公开课，小游戏上线短短 20 多天用户就突破了 3.8 亿，日活超过了 1.7 亿。知名度最高的“跳一跳”，次留 65%、第三天留存为 60%，第七日的留存为 52%，DAU 超 1 亿，月流水超千万。《头脑王者》的最高 DAU 达到了 4000 万，《物理弹球》月入 1400 万流水，《海盗来了》4 月底的日流水已突破 200 万。同时，微信小游戏开发商在微信生态巨大流量红利和社交属性的支持下，能够以更低的宣发成本获得更高的收入分成（预计研发商流水分成在 60%）。同时通过腾讯的广点通能够获得更多的广告分成。

图 18：耐克在“跳一跳”3 天投放 2000 万广告



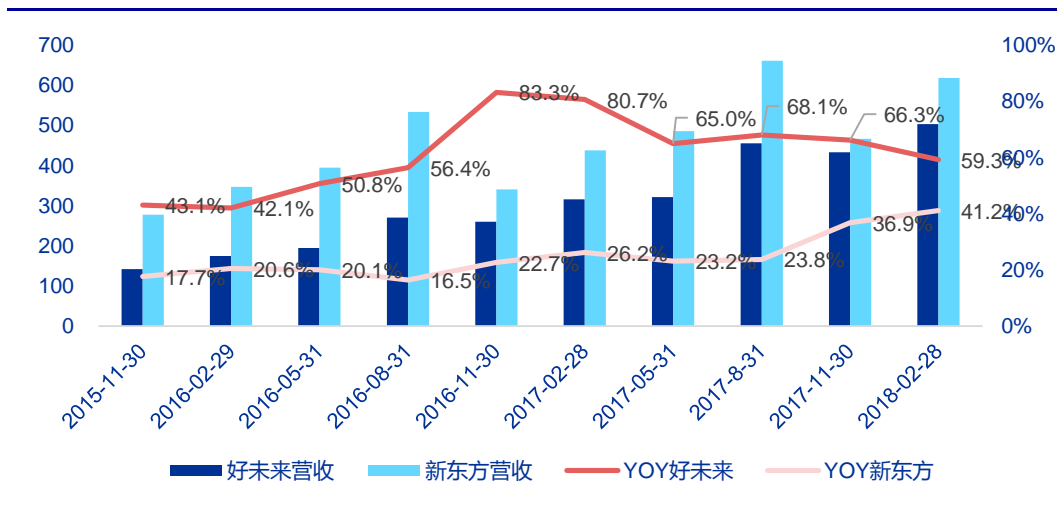
资料来源：微信小游戏，申万宏源研究

2.5 教育：提供优质教育内容的标的涌现，看好非学历职业教育

家庭消费是教育行业最核心驱动力。安永调查显示，中国家庭愿意将 20% 的税后可支配收入用于单个孩子的教育，一千万家庭有实力为孩子选择中高端民办教育。传统学科辅导之外，外语、素质（艺术/体育/科学/大语文）教育、科技等细分赛道增速均超越行业平均水平。2017 年教育行业一级市场投资额 130 亿美元，较 2016 年增长近一倍，以精锐、尚德为代表的优质民办 K12 学校、民办高等教育学校、培训机构持续登陆海外市场。

K12 学科辅导行业龙头整合加速。K12 培训行业龙头好未来、新东方等品牌优势突出，推进异地扩张，线上渠道获客进一步强化竞争优势。2018 年，教育部展开对于学科培训机构的整顿行动，提高行业准入门槛，促进行业良性发展。

图 19：K12 培训龙头好未来、新东方营收持续高增长（营收单位：百万美元）

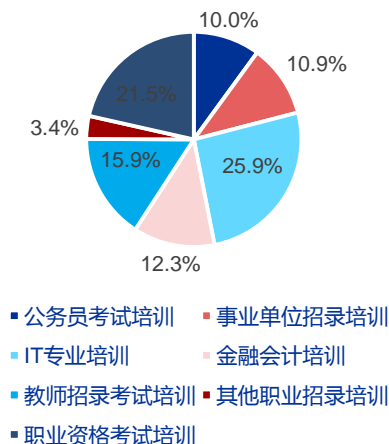
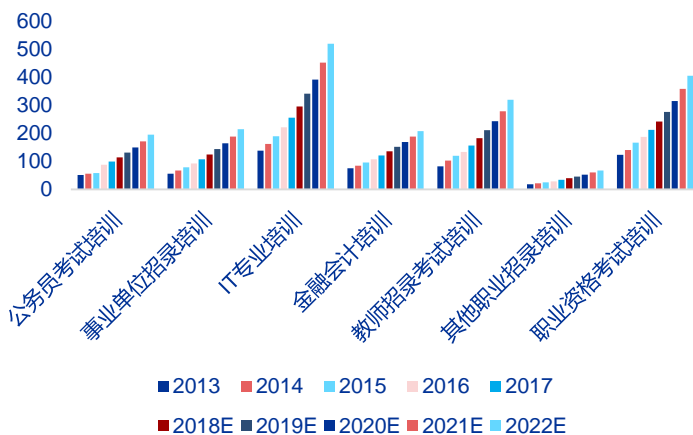


资料来源：公司年报，申万宏源研究

A 股市场关注非学历职业教育行业表现。以公务员、事业单位、教师为主的招录培训、以金融会计为主的职业资格培训和以 IT 技术为主的职业技能培训高速发展，市场规模已达 987 亿，其中 IT 技术培训达 256 亿元占比最多。在普通本专科毕业生数稳定增长就业压力不断提升情况下，预测行业渗透率将逐步提升，市场规模不断增长。

图 20：IT 专业培训规模及增速远超行业（单位：亿元）

图 21：2017 年非学历职业教育市场占比



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

3. 流量见顶关注后红利时代加速变现

3.1 微信流量生态正当时，多渠道变现享受微信生态红利

截止 2018Q1 微信月活达 10.4 亿，至 2017 年年末微信公众号数量超 2000 万，月活账号达 350 万，活跃账号数量同比增长 14%，月活跃粉丝 7.97 亿，同比增长 19%。另一方面，微信小程序自迅速发展，截止 2018 年 1 月，已推出 58 万个小程序，日活跃账号超 1.7 亿，月活过 4 亿，自 2018 年 1 月推出微信小游戏以来，微信小程序进一步发展，3 月底向第三方游戏开发商开放小游戏平台后，已有超 500 个小游戏上线。

图 22：2018Q1 微信活跃用户 10.4 亿

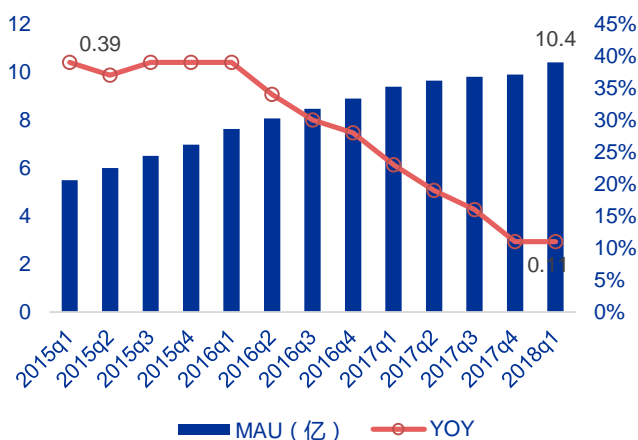
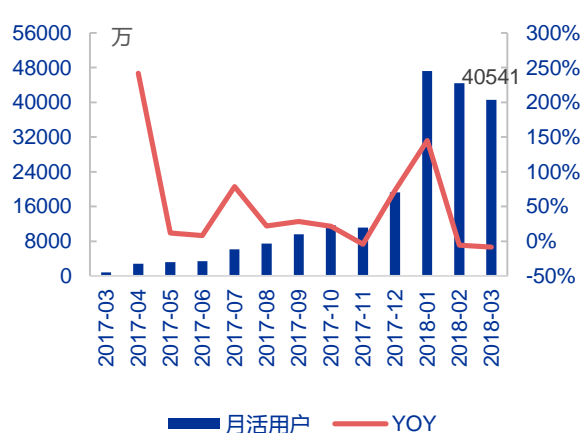


图 23：2018Q1 小程序月活破 4 亿



资料来源：腾讯年报，申万宏源研究

资料来源：Questmobile，申万宏源研究

公众号和小程序的快速增长，生态衍生多种变现形式，如：公众号内的广告、内容变现，小程序下的游戏、电商等。公众号自从 2012 年上线以来，已经成为微信生态下重要的自媒体平台，公众号运营方通过每日内容推送和营销活动来吸引粉丝并保持粉丝日常关注，优质公众号的粉丝量级甚至达上千万。目前公众号的变现形式主要还是以广告和内容付费为主，其中广告业务主要包括公众号自接的广告（放置在公众号各条内容中的软文广告）和广点通广告（公众号每篇文章最后的贴片广告），内容付费则主要以阅读、课堂等知识付费形式呈现。作为流量来源的公众号运营方在公众号生态内处于较为强势地位，一般和内容提供方的收入分成在 7:3 甚至更高。

小程序自 17 年初上线时候获得微信平台的大力支持快速发展，因其方便使用和功能强大而迅速受到商家的推崇，并借此延伸出了众多业态。传统小程序定义“免安装的 APP”是为方便用户在微信生态内享受各种专业服务而推出的。基于小程序强大的流量支持和完善的功能支持（包括定位、支付等），小程序逐渐脱离原来附属于 APP 的特点，开始独立发展，目前衍生出了电商（拼多多等）、游戏等多种变现模式，依托微信社交强大的流量支持和社交属性，缩短和用户距离，变产生快速变现。

图 24：公众号营销广告



资料来源：微信，申万宏源研究

图 25：小程序电商



资料来源：微信，申万宏源研究

图 26：小程序游戏

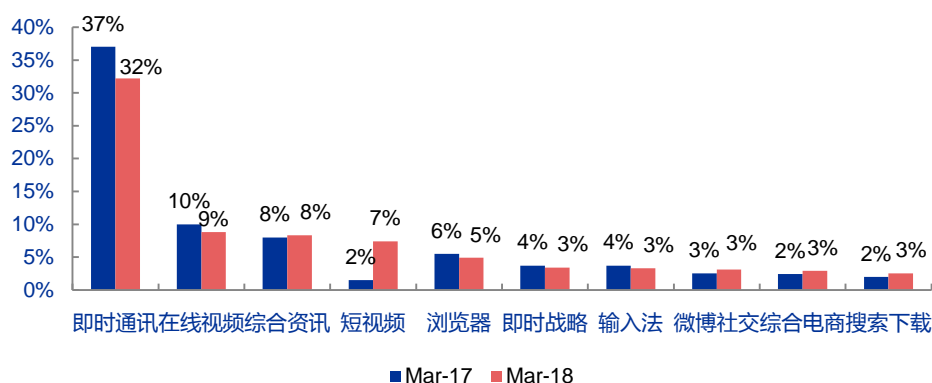


资料来源：微信，申万宏源研究

3.2 短视频新流量蓝海形成

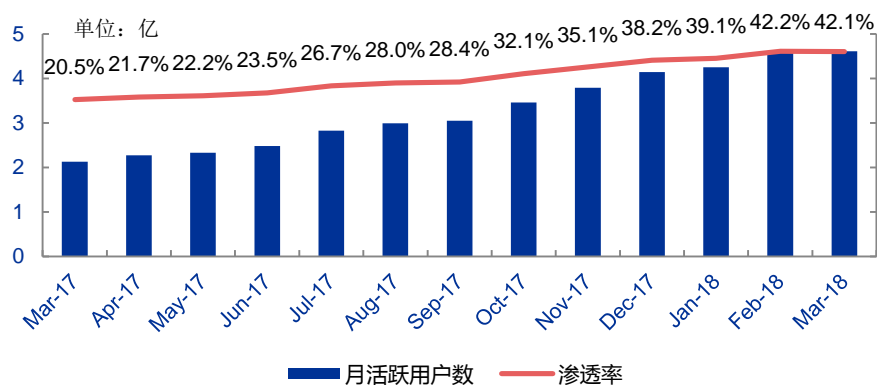
短视频新流量蓝海形成：2018 年 3 月，短视频在移动端使用总时长占比达 7.4%，相较于 17 年 3 月提升 5.9pct,成为仅次于即时通讯、在线视频和综合资讯外的第四大应用领域。2018 年 3 月，短视频 APP 合计月活达 4.6 亿，用户渗透率达 42%。

图 27：2018 年 3 月中国移动二级细分热门行业总使用时长占比



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 28：2017 年 3 月-2018 年 3 月短视频 APP 行业月活跃用户规模及渗透率



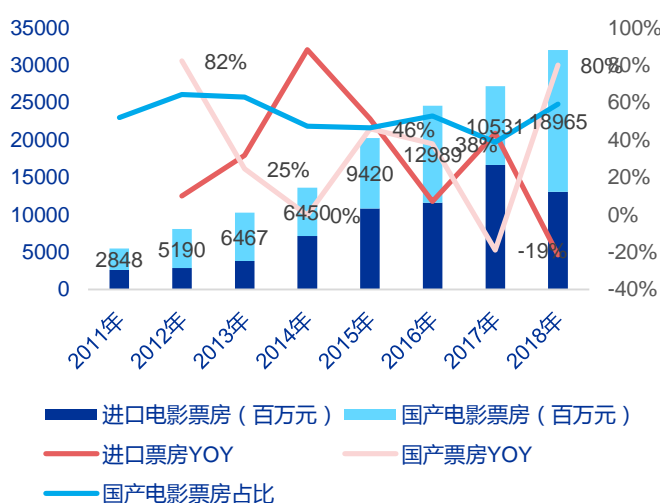
资料来源：Questmobile，申万宏源研究

广告、电商为目前短视频主要的直接变现模式，为其他合作平台导流也是重要作用。目前短视频的直接变现形式还是广告和电商。其中广告以投放短视频为主，广告主目前集中在对视频展示需求较旺的家居、设计、购物等领域。而电商则是近期短视频领域尝试的新的变现模式，以抖音为例，抖音通过在内容展示界面直接添加抖音主展示的商品内容的购物按钮和在个人主页添加“TA 的商品橱窗”按钮的形式直接和电商平台合作，进而获得分成。同时抖音作为巨大的流量入口，也成为众多其他平台的流量来源，例如抖音主可以在个人主页提供自己的微博、淘宝店、微信等信息，从而将用户间接导流至其他平台。

3.3 院线下沉，龙头公司形成院线头部流量入口；票务线上化龙头集中，寻求流量多元变现

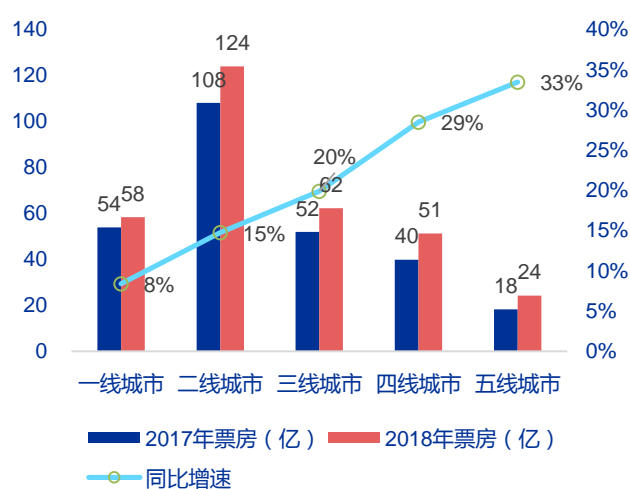
2018 年 1-6 月票房 320.3 亿元，同比增长 18%，其中国产片票房同比增 59%，院线成为线下娱乐最重要的流量入口，拉动广告、卖品增长，三/四/五线城市票房同比增速 20%/29%/33%，高于一/二线城市 8%/15%的增速，渠道下沉带动新观影流量。

图 29：2011-2018 年 1-6 月票房对比



资料来源：1905 电影网，申万宏源研究

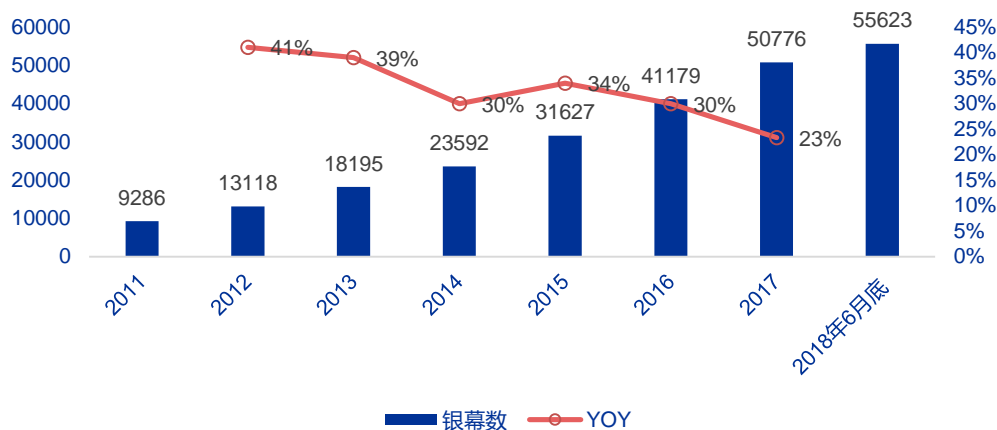
图 30：3-5 线城市增速超全国平均



资料来源：艺恩智库，申万宏源研究

银幕建设持续 20%+ 的增长也印证了院线的下沉逻辑，预计 2018 年单屏产出趋于稳定。参照美国经验，市场成熟后将开始横向整合，利好盈利能力强，现金流充沛的龙头公司。

图 31：全国银幕数及增长率保持中低速扩张（单位：块）

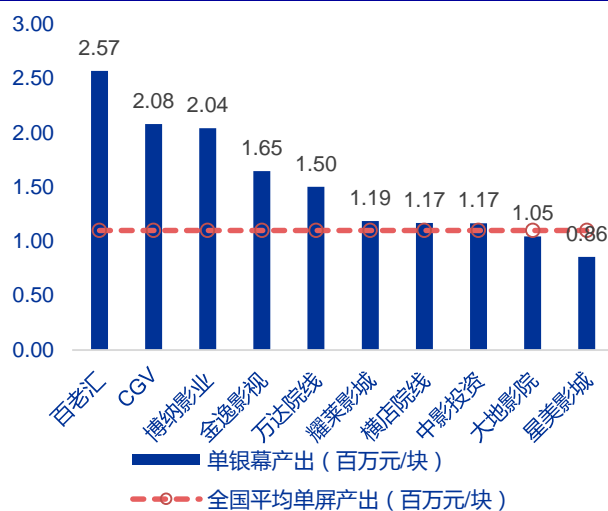


资料来源：中商产业研究院，中国电影报，申万宏源研究

图 32：全国单银幕产出及其增长率趋向稳定



图 33：2017 年前十大影投公司单荧幕产出



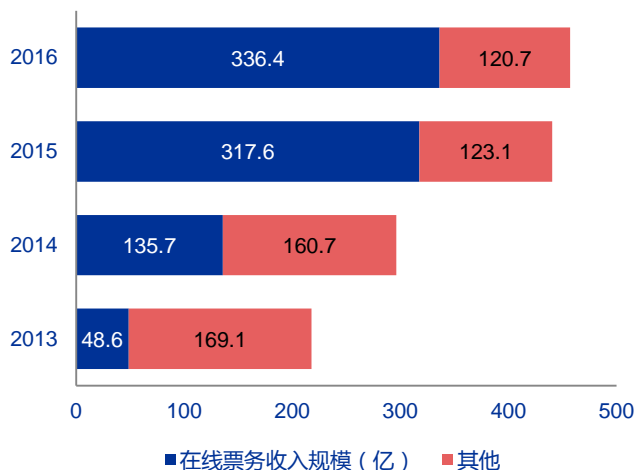
资料来源：中商产业研究院，中国电影报，申万宏源研究

资料来源：猫眼专业版，申万宏源研究

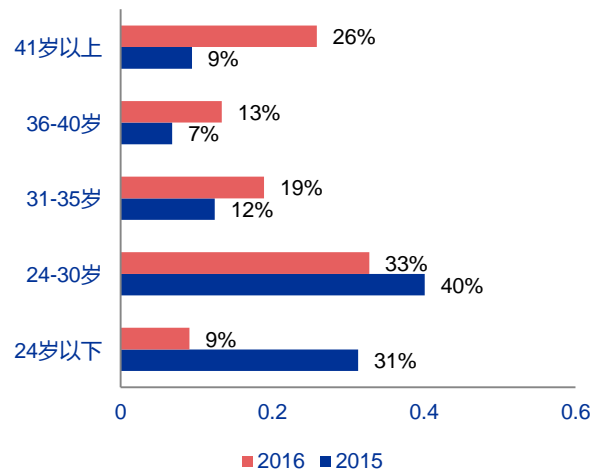
票务线上化方面，根据易观数据，2017 年在线票务平台的票务收入 424 亿元，用户达 1.5 亿，中国电影线上化率达 76%，相比 2017 年提升 2.4pct，在线票务平台已经成为中国电影市场不可缺少的组成部分。用户年龄结构看，在继续保持对 30 岁以下核心人群覆盖的同时，30 岁以上人群用户占比提升明显，其中 41 岁以上人群占比达 25.9%。

图 34：国内在线票务市场收入与内地票房对比

图 35：2016 年在线票务平台用户年龄结构



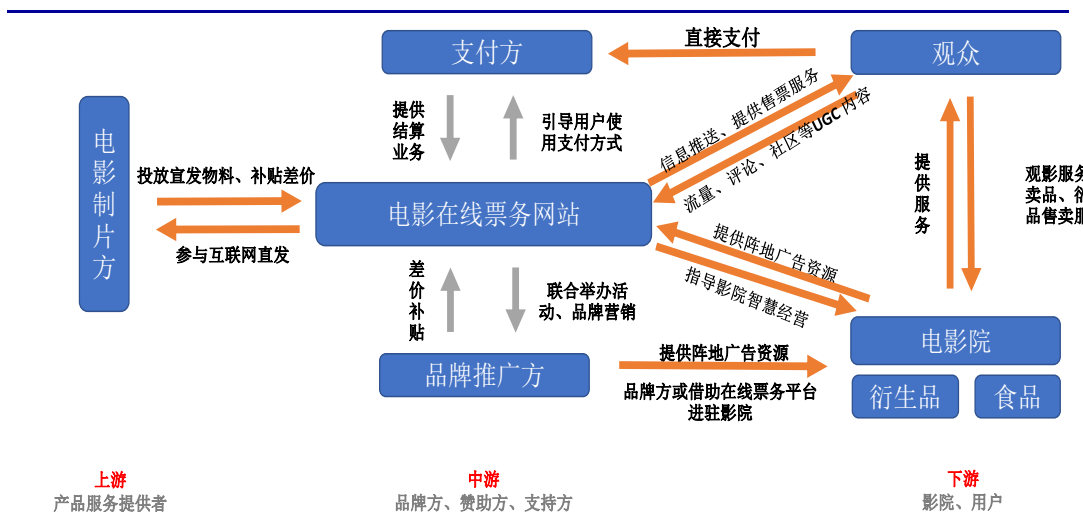
资料来源：易观咨询，申万宏源研究



资料来源：易观咨询，申万宏源研究

除提供传统的在线票务服务外，在线票房平台不断延伸产业链，寻求流量多元变现切入，如互联网宣发，通过对接电影制作方、广告主、观众和影院等，实现资源的最大利用，帮助电影制作方精准覆盖更多用户。

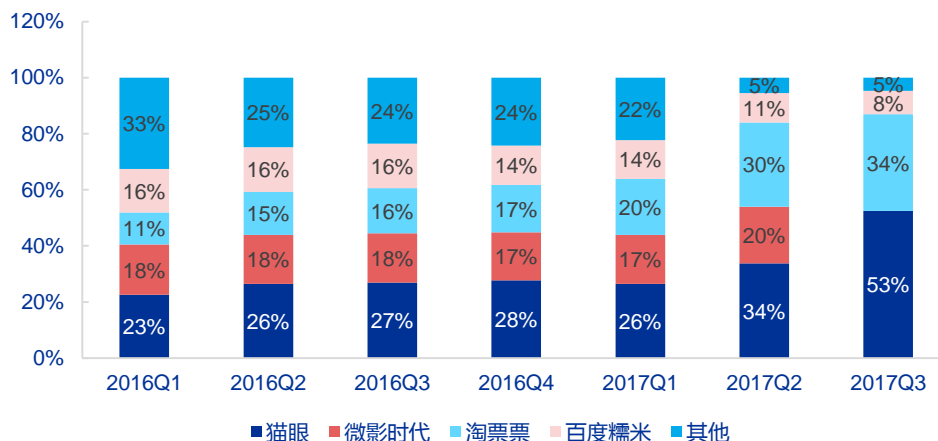
图 36：在线票务网站商业模式



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

在票务线上化不断加速的环境下，行业集中度不断提高。2017Q3 前，微影时代（腾讯）、猫眼电影（光线）、淘票票（阿里）背靠产业资本和大量资金，在在线票务市场持续竞争，三家市占率不断提升。2017 年 9 月，微影时代将票务业务出售给猫眼，换得猫眼 27.59% 股权，在线票务市场进入猫眼微影和淘票票两强争霸阶段。2017Q3，猫眼微影市占率 53%，淘票票市占率 34%，两家合计市占率接近 90%。

图 37：2017Q3 在线票务平台市占率

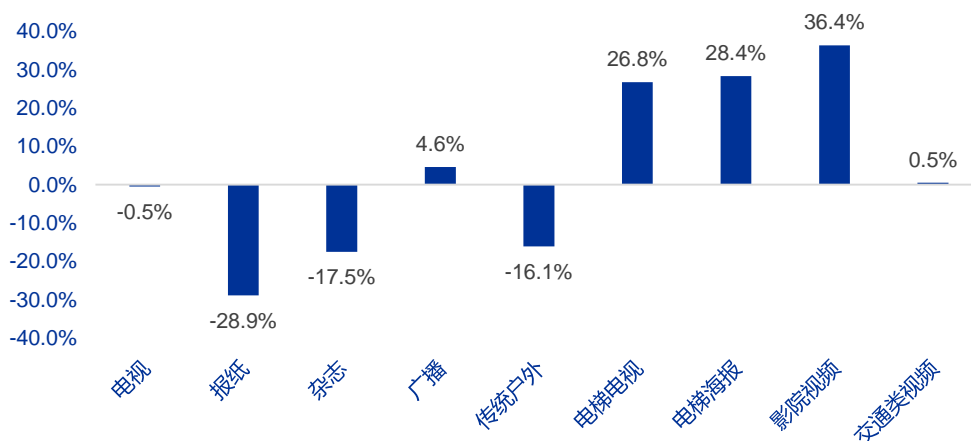


资料来源：艾瑞咨询，Questmobile，申万宏源研究

3.4 楼宇广告：广告主青睐头部流量

楼宇广告市场持续 20% 以上增速，新潮等竞争者加入促进市场扩容。2018 年 5 月，电梯电视、电梯海报的刊例收入分别同比增长 26.8%、28.4%，大幅超出行业刊例价 4.6% 的增速，体现线下场景营销对于核心消费人群的覆盖，对于品牌广告主仍有很强的吸引力。随着新潮等公司加入竞争，楼宇及电梯广告整体版位数增长，带动市场空间扩容。

图 38：2018 年 5 月广告媒体刊例费同比增速



资料来源：CTR，申万宏源研究

楼宇流量入口持续获得大客户品牌推广青睐。根据分众传媒 2017 年年报，公司已签订重大销售合同的客户包括淘宝（合同金额合计 7.1 亿）、京东（合同金额合计 6.2 亿）、优信二手车（合同金额合计 5.5 亿等）根据 CTR 数据，2018 年 5 月，楼宇电梯电视品牌

广告主涉及电商（京东、拼多多）、快消（农夫山泉、蒙牛）、餐饮（肯德基、瑞幸）、金融（小黑鱼、人人贷）等多个领域，大消费及新兴品牌客户广告需求延续，利好全国性覆盖的头部流量平台。

表 5：2018 年 5 月楼宇电梯电视十大品牌广告主

2018 年 5 月电梯电视媒体刊例花费前十品牌		
排名	品牌	花费环比
1	京东商城	255.4%
2	农夫山泉	27.0%
3	小黑鱼	New
4	肯德基	43.4%
5	人人贷	New
6	蒙牛	>1000%
7	瑞幸	2.1%
8	妙优车	-5.7%
9	拼多多	6.2%
10	弹个车手机软件	-29.8%

资料来源：CTR，申万宏源研究

阿里战略入股分众，体现互联网平台对于楼宇流量入口的重视。2018 年 7 月，阿里网络及关联方以 151 亿元投资分众传媒，投资完成后将累计持有分众 10.32% 股份，标志着线上流量平台与线下场景化营销流量入口的整合，利好线上平台进一步发挥大数据分析能力，探索新零售场景精准营销机会。

4. 投资建议：双线布局独角兽主赛道

关注内容付费+头部流量两条主线。我们结合中美传媒互联网独角兽商业模式对比，以及中国传媒公司发展现状，我们认为内容付费和头部流量是 18 年下半年传媒投资的两条核心主线。1) 在内容付费主线下，重点推荐：捷成股份（网络视频分发唯一龙头）、完美世界（A 股影游互动稀缺龙头）、视觉中国（A 股图片版权付费唯一独角兽）、百洋股份（A 股视觉职业教育龙头）、新经典（为经典内容付费）。2) 在头部流量主线下，重点推荐分众传媒（电梯媒体行业唯一上市的独角兽）、光线传媒（线上线电影发行绝对龙头）、中国电影（电影进口及全产业链唯一上市龙头）、快乐购（A 股在线视频付费稀缺的独角兽）、平治信息。

表 6：重点公司估值表

证券代码	股票简称	市值(亿元)	股价 (元/股)	EPS(元)			PE		
		2018/8/7	2018/8/7	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002027.SZ	分众传媒	1,563	10.65	0.45	0.53	0.62	24	20	17
002739.SZ	万达电影	611	52.04	1.04	1.29	1.54	50	40	34
002602.SZ	世纪华通	474	32.50	1.09	1.33	1.60	30	24	20
600637.SH	东方明珠	356	13.46	0.93	1.01	1.08	14	13	12
002624.SZ	完美世界	353	26.88	1.43	1.70	1.99	19	16	14
600977.SH	中国电影	252	13.50	0.67	0.80	0.93	20	17	15
300251.SZ	光线传媒	272	9.26	0.84	0.41	0.48	11	23	19
002555.SZ	三七互娱	219	10.29	1.00	1.18	1.29	10	9	8
300418.SZ	昆仑万维	202	17.53	1.15	1.37	1.64	15	13	11
300182.SZ	捷成股份	168	6.53	0.60	0.75	0.92	11	9	7
600373.SH	中文传媒	160	11.64	1.23	1.41	1.56	9	8	7
000681.SZ	视觉中国	178	25.41	0.56	0.73	0.93	45	35	27
002174.SZ	游族网络	152	17.10	1.35	1.74	2.18	13	10	8
300133.SZ	华策影视	165	9.32	0.44	0.56	0.71	21	17	13
603533.SH	掌阅科技	102	25.41	0.44	0.60	0.77	58	42	33
002292.SZ	奥飞娱乐	98	7.21	0.33	0.44	0.54	22	16	13
300113.SZ	顺网科技	116	16.68	0.94	1.15	1.36	18	14	12
603096.SH	新经典	105	77.65	2.23	2.86	3.62	35	27	21
600986.SH	科达股份	72	5.41	0.51	0.63	0.80	11	9	7
300571.SZ	平治信息	73	60.74	1.64	2.25	2.99	37	27	20
300364.SZ	中文在线	48	6.22	0.40	0.55	0.78	16	11	8
300031.SZ	宝通科技	53	13.25	0.76	0.98	1.18	18	13	11
002696.SZ	百洋股份	41	10.33	0.48	0.58	0.69	21	18	15
平均数							23	19	15
中位数							19	16	13

资料来源：申万宏源研究,Wind（除中国电影、完美世界、中文传媒、顺网科技、宝通科技、华策影视、东方明珠、三七互娱、分众传媒、万达电影、游族网络、百洋股份、捷成股份之外采用万得一致预测）

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。