

# 娱乐消费春风已至，产业腾飞主题活跃

2015 年 12 月 2 日

## 投资要点

- ❖ **经济结构转型升级，娱乐消费春风已至。**美国经验显示，当人均 GDP 达到 7000 美元时，娱乐消费开始兴起。经济结构的优化升级将极大的提升以文娱、医疗、教育为代表的现代消费服务业的 GDP 占比，娱乐消费产业增长近 20 倍。我国 2013 年人均 GDP 突破 7000 美元，行业春风已至。目前我国人均娱乐消费额仅为美国同期的四分之一，居民收入的持续增长将进一步释放需求，产业提升空间巨大。此外，在 80、90 后消费崛起和网络基础设施不断完善的背景下，迎合娱乐消费趋势的行业将迎来爆发。
- ❖ **新三板消费板块中，影视动漫、互联网、体育、旅游四大子领域投资价值显著。**通过梳理过去 7 年 A 股与美股中娱乐消费各细分领域盈利能力和收入增速的变化趋势，我们总结出两市行业景气度持续上升的四大子领域分别是影视动漫、互联网、体育和旅游。娱乐消费是新三板可选消费板块的重要组成，各细分行业估值整体低于主板。四大子领域内二八效应明显，2014 年盈利能力前 20% 的公司营收占到全行业的 73%。我们认为四大子领域中的优质企业投资价值显著，相关公司有望受益于新三板宽松的挂牌条件和良好的融资功能在未来持续成长。
- ❖ **娱乐消费大幕初启，新三板六大行业正待掘金：**
  - 1) **电影产业风起云涌，优质内容供给与映播技术升级双轮驱动发展。**当前电影行业蓬勃发展，影片供给质量提升，观影需求日益旺盛。拥有优质内容供给、宣发实力雄厚的制作发行商将在产业链中拥有更高的议价权，3D 和 IMAX 立体播映技术将成为影院观影模式的发展方向。
  - 2) **电视剧产业稳步增长，精品剧、网络剧成为未来制播发展方向。**电视剧行业市场规模稳步提升，“一剧两星”和“海外限剧令”推动行业向精品剧、网络端方向发展。拥有热门 IP 资源及原生 IP 孵化能力的公司将领先市场，网络平台参与电视剧的制作播映将成为行业新趋势。
  - 3) **动漫产业蓬勃发展，优质 IP 资源及新媒体平台引领发展新方向。**动漫产业发展迅猛，市场需求旺盛。海外作品影响深远，国产精品 IP 资源亟待发掘。热门 IP 将引领收视热潮，新媒体平台的崛起有望深化优质 IP 的价值挖掘能力，内容和平台价值的不断彰显将推动行业健康发展。
  - 4) **社交网络走向成熟，社交产品精细化、垂直化成为发展趋势。**我国社交应用覆盖率高，用户结构丰富多样，是娱乐商业变现的良好平台。“大而全”社交产品的信息噪声和个性化缺失弊端渐显，人群定位精细化、应用场景垂直化的“小而美”社交网络成为发展方向。
  - 5) **体育消费大幕开启，全民健身需求旺盛，竞技体育方兴未艾。**我国体育产业快速发展，对比发达国家产业结构落后，增长空间巨大。未来竞技体育产业和全民健身需求双轨并行，产业链上游逐步形成以竞技体育为核心的产业生态圈，而全民健身需求有望推动体育用品行业持续发展。
  - 6) **大众旅游时代来临，在线旅游发展迅猛，资源跨界带来高附加值。**旅游行业开启快速发展时代，收入增加与城镇化利好国内游，签证放宽与成本下降利好出境游。在线旅游发展迅猛，综合性 OTA 平台优势持续扩大，资源供应商依靠跨界经营打造泛娱乐生态有望带来新的业绩增长。
- ❖ **投资策略：看好市场投资前景，三大主线分享新三板娱乐消费盛宴。**我们针对各个行业发展趋势和商业模式梳理出了三大选股主线：1) 在产业上游具有优质 IP 以及研发实力的娱乐消费内容供应商；2) 在产业中游拥有强大渠道或平台优势的（线上）资源整合者；3) 提供娱乐消费用品及服务的细分行业龙头。基于以上主线我们筛选出 14 只股票作为中信证券新三板娱乐消费精选股票池，包括：基美影业、中视文化、青雨传媒、金天地、凯路仕、恒大淘宝、小白龙、中南卡通、盛成网络、景尚旅业等。
- ❖ **风险因素：**宏观经济下行引发小微企业经营困难，主板/创业板注册制推出不限流，产业政策发生变化，新娱乐形式替代效应。



## 中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

联系人：刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

## 相关研究

1. 青雨传媒（832698）新三板公司研究报告——深耕精品电视剧产业，打造跨屏幕、多品类的综合性内容提供商（2015-11-13）
2. 中视文化（430508）新三板公司研究报告——主营业务转型加速，乘行业春风稳坐海南电影票房龙头（2015-10-26）
3. 金天地（430366）新三板公司研究报告——立足于精品剧制作发行，探索外延并购扩张之路（2015-10-16）
4. 凯路仕（430759）新三板公司研究报告——“双品牌双渠道”战略带动凯路仕业绩腾飞（2015-10-09）
5. 新三板市场消费行业 2015 年下半年投资策略：消费升级带动新三板消费板块扬帆（2015-07-01）

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

## 目录

<b>投资聚焦</b> .....	<b>1</b>
报告缘起 .....	1
投资观点 .....	1
创新之处 .....	1
<b>经济结构转型升级，娱乐消费春风已至</b> .....	<b>2</b>
国际经验显示，人均 GDP 达到 7000 美元带动娱乐消费兴起 .....	2
我国娱乐消费产业将迎来爆发期 .....	4
<b>新三板热门娱乐消费细分行业梳理</b> .....	<b>7</b>
A 股与美股对比：影视动漫、互联网、体育、旅游子领域景气度上行 .....	7
新三板相关细分领域具备投资价值 .....	8
<b>娱乐消费大幕初启，六大行业正待掘金</b> .....	<b>10</b>
电影产业风起云涌，优质内容供给与映播技术升级双轮驱动发展 .....	10
电视剧产业稳步增长，精品剧、网络剧成为未来制播发展方向 .....	14
动漫产业蓬勃发展，优质 IP 资源及新媒体平台引领发展新方向 .....	18
社交网络走向成熟，社交产品精细化、垂直化成为发展趋势 .....	22
体育消费大幕开启，全民健身需求旺盛，竞技体育方兴未艾 .....	25
大众旅游时代来临，在线旅游发展迅猛，资源跨界带来高附加值 .....	29
风险因素 .....	33
<b>四大领域、三大主线构建新三板娱乐消费精选股票池</b> .....	<b>34</b>
<b>重点公司分析</b> .....	<b>36</b>
中视文化（430508）：主营业务转型加速，乘行业春风稳坐海南电影票房龙头 .....	36
青雨传媒（832698）：深耕精品电视剧产业，打造跨屏幕、多品类的综合性内容提供商 ..	37
金天地（430366）：立足于精品剧制作发行，探索外延并购扩张之路 .....	38
凯路仕（430759）：“双品牌双渠道”战略带动凯路仕业绩腾飞.....	39

## 插图目录

图 1：2013 年第三产业对 GDP 的拉动开始超过第二产业 .....	2
图 2：2011 年消费取代投资与出口成为推动经济发展的最大动力 .....	2
图 3：美国人均 GDP 达到 7000 美元后，服务业产业地位加速提高 .....	2
图 4：服务业步入升级周期后，各国服务消费占 GDP 比重平均约有 15% 的提升空间.....	3
图 5：服务业升级背景下，现代消费服务产业增长空间远超传统消费服务产业 .....	3
图 6：1974-2014 年美国现代服务业各细分产业产值变化情况 .....	4
图 7：2004-2014 年中国城镇与农村居民人均可支配收入增速与人均 GDP .....	4
图 8：我国城镇居民人均娱乐消费支出明显低于美国 .....	4

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

www.jztzw.net



www.jztzw.net

中国价值

图 9: 我国 80、90 后人口总量超过当前美国与西欧就业总人口数量 (单位: 百万) .....	5
图 10: 90 后人群整体成长于低出生率和家庭财富快速增长的大环境下 .....	5
图 11: 80、90 后人群的新消费观 .....	6
图 12: 2011-2015 年中国网民规模和互联网普及率 .....	6
图 13: 2011-2015 年中国手机网民规模及其在整体网民中的占比 .....	6
图 14: 娱乐消费加速“触网”(天猫双 11、哔哩哔哩、影院线上订票) .....	7
图 15: A 股行业中影视动画、体育、网络游戏、移动互联网、旅游行业景气度上升 .....	7
图 16: A 股行业中餐饮、休闲设施、住宿、广播电视行业景气度下降 .....	8
图 17: 新三板娱乐消费细分行业 2014 年估值整体低于主板 .....	9
图 18: 新三板娱乐消费细分行业 2013 与 2014 年 ROE 情况 .....	9
图 19: 新三板定增数量在短时间内超越主板水平 .....	10
图 20: 新三板融资增速也在短时间内超过主板 .....	10
图 21: 近年来我国电影票房规模稳步增长 .....	10
图 22: 中美两国电影票房比较 .....	10
图 23: 国产电影产量下降, 上映影片数量增加 .....	11
图 24: 2009-2014 票房过亿元的国产电影数量 .....	11
图 25: 2010-2014 年中国年度电影观影人次 .....	11
图 26: 我国影院与电影银幕数量持续保持高增长 .....	11
图 27: 2009-2014 年中国电影平均票价 .....	11
图 28: 电影产业链结构 .....	12
图 29: 电影产业链票房分账比例 .....	12
图 30: 2006-2014 年我国前十大影片票房及占总票房的比重 .....	13
图 31: 2011-2014 年万达院线各类影片票房占比 .....	14
图 32: 2014 年万达院线各类影片单场票房收入情况 .....	14
图 33: 中国电视剧行业整体规模走势 .....	15
图 34: 中国制作并获得发行许可证的电视剧数量 .....	15
图 35: 2014 年电视端播放的各类题材电视剧月均覆盖人数情况 (单位: 万人/月) .....	15
图 36: 2014 年网络端播放的各类题材电视剧月均覆盖人数情况 (单位: 万人/月) .....	15
图 37: 电视剧行业产业链 .....	16
图 38: 2013 年中国电视剧播出情况 .....	17
图 39: 2013-2014 电视端电视剧月度覆盖人数 .....	17
图 40: 2013-2014 网络端电视剧月度覆盖人数 .....	17
图 41: 2010-2015 我国动漫产业产值 .....	18
图 42: 移动端 app 中动漫映播占比达到 15% .....	18
图 43: 2009-2014 年中国动漫衍生品市场规模 .....	20
图 44: 动漫产业多渠道变现模式 .....	20
图 45: 2014 年 6 月美国 top25 移动 app 的独立用户数排行 .....	22
图 46: 社交和娱乐类应用占据 APP 使用总时间的 2/3 .....	22
图 47: 年轻人使用的移动应用时间占比达到 58.5% .....	22
图 48: 即时通信、社交网站和微博的网民覆盖率(%) .....	23
图 49: 我国三大类社交应用所涉及的变现模式 .....	24
图 50: 人群定位精细化、应用场景垂直化是差异化关键 .....	24

中国价值投资网 最多、最好用、最研究报告服务商



www.jztzw.net

中国价值

图 51: 我国居民消费水平呈不断上升趋势 .....	25
图 52: 中国体育产业经历快速发展, CAGR20% .....	25
图 53: 与体育产业强国相比, 中国体育产业占 GDP 比重较小, 提升空间巨大 .....	26
图 54: 中国人均体育消费较低, 落后于体育产业发达国家的整体水平 .....	26
图 55: 我国体育产业链结构 .....	27
图 56: 我国体育产业各结构占比 .....	27
图 57: 美国体育服务业占比 57%, 远高于我国 .....	27
图 58: 竞技体育商业模式 .....	28
图 59: 全民健身需求带动体育用品和运动 O2O 平台的发展 .....	28
图 60: 2014 年国内旅游人数创历史新高, 增速稳健 .....	29
图 61: 入境旅游正走出低谷, 游客接待人次降幅不断收窄 .....	29
图 62: 出境旅游保持强势增长态势, 近三年平均增速超过 30% .....	30
图 63: 农村居民人均旅游消费增速过去 5 年远超城镇居民, 差距逐渐缩小 .....	30
图 64: 国内旅游收入增长与城镇居民可支配收入增长高度相关 .....	30
图 65: 在线旅游产业链结构 .....	31
图 66: 在线旅游交易额和在线渗透率持续增长 .....	31
图 67: 2014 年在线旅游交易市场结构 .....	31
图 68: OTA、垂直搜索和 UGC 模式打造在线旅游产业生态 .....	32
图 69: 携程逐步发展成为“大而全”的 OTA .....	32
图 70: 去哪儿网布局移动端, 下载量全国第一 .....	32
图 71: 新三板娱乐消费四大子领域的三大选股方法 .....	34

## 表格目录

表 1: 1974 与 2014 年美国娱乐、教育、专业服务与医疗产业产值与增幅 .....	4
表 2: 美股行业中移动互联网、体育维持高增速, 影视动画、旅游、休闲设施与广播电视景气度上升 .....	8
表 3: 新三板相较创业板、主板和中小板的挂牌条件更为宽松 .....	9
表 4: 2001 年以来影视内容&渠道相关政策 .....	12
表 5: 中高档影片 (2-5 亿元级票房规模) 数量及总票房占比 .....	13
表 6: 新三板电影行业公司一览 .....	14
表 7: 2014 年以来影视内容和渠道相关政策 .....	16
表 8: 过去 5 年网络小说改编的热门电视剧一览 .....	17
表 9: 新三板电视剧行业公司一览 .....	18
表 10: 中国最受欢迎的十大动漫人物形象 .....	19
表 11: 我国动漫产业相关政策 .....	19
表 12: 优质/经典动漫 IP 具备极佳的品牌效应, 二次创作表现亮眼 .....	21
表 13: 部分热门新媒体动漫平台一览 .....	21

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商



新三板市场消费行业 2016 年投资策略

www.jztzw.net  
中国价值投资网 最好用研究报告 服务商

表 14: 新三板动漫行业公司一览.....	21
表 15: 新三板社交领域公司一览.....	25
表 16: 我国近年来体育产业相关政策 .....	26
表 17: 新三板体育行业公司一览.....	29
表 18: 部分热门出境旅游目的地签证政策.....	30
表 19: 新三板旅游行业公司一览.....	33
表 20: 新三板娱乐消费领域投资之精选股票池.....	34



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

## 投资聚焦

### 报告缘起

当前我国经济正经历结构转型，消费已取代投资与出口成为推动经济发展的最大动力。国际经验显示，随着人均 GDP 达到 7000 美元，消费升级将带动以文娱、医疗、教育为代表的现代消费服务业崛起，娱乐消费将迎来爆发式增长。2013 年我国人均 GDP 已突破 7000 美元，行业春风已至。与此同时，大量娱乐消费类企业登陆新三板市场。其涵盖的细分领域众多，成为新三板可选消费板块不可或缺的重要组成，市场红利和庞大需求也将助力企业未来持续成长。

国内娱乐消费市场中哪些细分领域具有更高的景气度？相关行业的商业模式和发展趋势是什么？产业链中哪个环节更具有投资价值？带着这一系列疑问，我们期望通过本篇研究报告对国内娱乐消费领域未来市场空间、各细分行业发展路径、产业驱动力、产业价值链分配结构等进行系统分析以回答上述问题，并以此为基础梳理发掘国内娱乐消费领域潜在投资机会。

### 投资观点

**三条主线布局新三板优质标的。**我们坚定看好国内娱乐消费产业的长期发展前景，并通过市场比较分析发现新三板中的影视动漫、互联网、体育、旅游四大子领域具备投资价值。我们针对六大相关行业的发展趋势和商业模式梳理出了三大选股主线：1) 在产业上游具有优质 IP 以及研发实力的娱乐消费内容供应商；2) 在产业中游拥有强大渠道或平台优势的(线上)资源整合者；3) 提供娱乐消费用品及服务的细分行业龙头。共筛选出 14 只股票作为中信证券新三板娱乐消费精选股票池，包括：基美影业、中视文化、青雨传媒、金天地、凯路仕、恒大淘宝、小白龙、中南卡通、盛成网络、景尚旅业等。

### 创新之处

**市场首篇系统梳理国内娱乐消费市场前景、各细分行业发展路径及产业价值链分配结构等关键要点的三板娱乐消费投资策略报告。**1) **市场前景：**持续看好国内娱乐消费行业的长期发展前景，并认为影视、动漫、社交网络、体育与旅游行业将迎来爆发式增长。2) **发展路径：**在影视动漫领域，优质 IP/内容资源与线上渠道的价值显著提升，双轮驱动产业发展；在社交领域，人群定位精细化、应用场景垂直化的社交产品将更受用户青睐；体育方面，未来竞技体育产业和全民健身需求双轨并行，推动行业持续发展；旅游行业中，中游在线旅游平台优势持续扩大，而上游资源供应商依靠跨界打造泛娱乐生态有望迎来新增长。

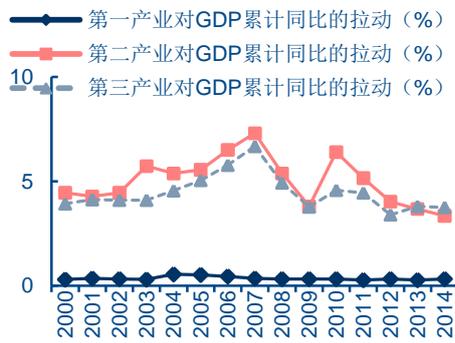
**国内新三板娱乐消费领域公司系统梳理。**我们对国内新三板娱乐消费相关 152 家公司进行了系统梳理，并从商业模式、产业价值链分配结构、行业发展趋势等角度梳理发掘当前产业时点下投资标的。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net  
中国价值投资网 经济结构转型升级，娱乐消费春风已至 服务商

**消费驱动我国经济结构转型。**受人口红利减少、粗放式增长的不可持续、资源配置及供给的效率下降等因素影响，我国经济增速持续放缓，经济结构正经历调整转型。从 2010 年开始，工业经济对 GDP 的拉动逐渐减弱，固定资产投资增速放缓，外贸增速也出现回落。然而在经济下行过程中，产业结构出现变化。2014 年数据显示，服务业已成为当前中国经济增长的最大引擎，其占 GDP 的比重首次超过第二产业。消费对 GDP 增长的贡献率已达 51.2%，未来将成为经济发展的最大动力。

图 1：2013 年第三产业对 GDP 的拉动开始超过第二产业



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 2：2011 年消费取代投资与出口成为推动经济发展的最大动力



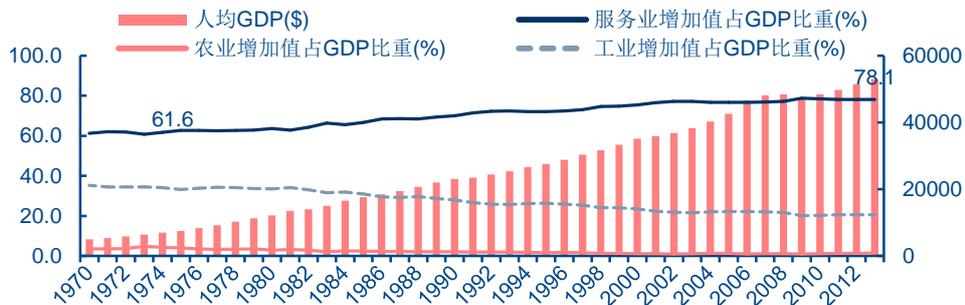
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

**国际经验显示，人均 GDP 达到 7000 美元带动娱乐消费兴起**

人均 GDP 达到 7000 美元时，服务业成为推动经济增长的第一引擎，服务消费景气度上升。按照国际经验，当一个国家的人均 GDP 达到 7000 美元水平时，经济的快速发展不仅会带来总量的提升，也会促进经济结构的优化升级，加速提高服务业在三大产业中的地位。美国人均 GDP 在 1974 年达到 6948 美元后，服务业开始步入升级周期。

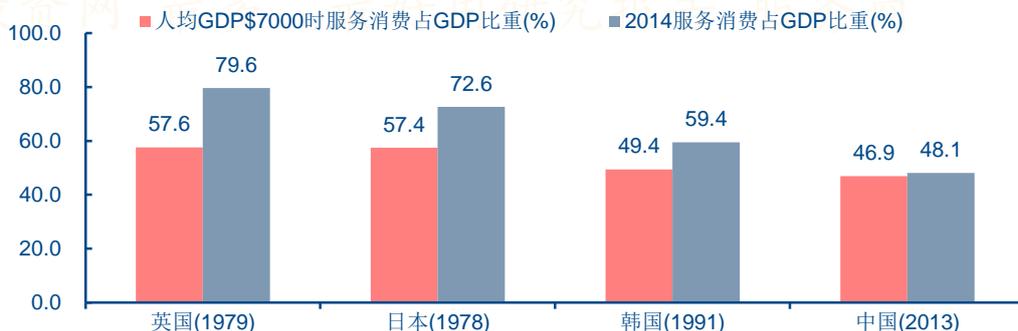
1974 年美国服务业增加值占 GDP 的比重为 61.6%，经过 40 年平稳增长至 2014 年已达到近 80%，而同期农业与工业的 GDP 占比持续萎缩。除美国外，英国、日本、韩国分别于 1979 年、1978 年和 1991 年实现人均 GDP7000 美元，当期服务消费占 GDP 比重分别为 57.6%、57.4%、和 49.4%，到 2014 年上述国家的服务消费占比均实现近 15% 的提升。由此可见，人均 GDP 达到 7000 美元是服务业起飞的门槛。伴随收入的不断提升，服务消费也将受益于行业发展而景气度上升。

图 3：美国人均 GDP 达到 7000 美元后，服务业产业地位加速提高



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

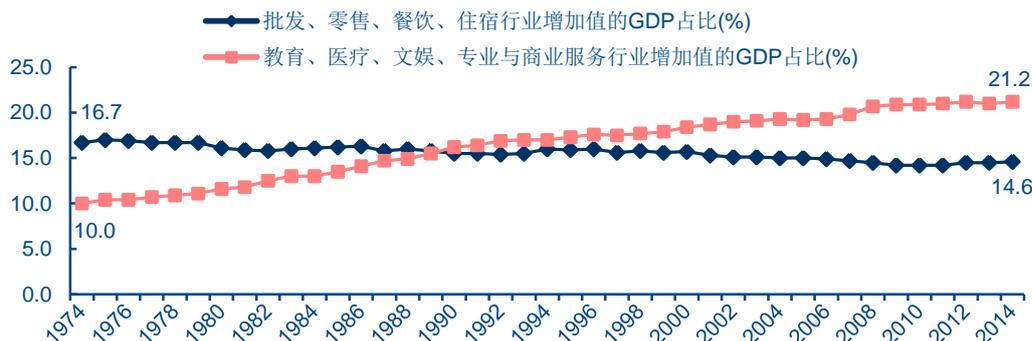
图 4：服务业步入升级周期后，各国服务消费占 GDP 比重平均约有 15% 的提升空间



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

在服务消费升级的背景下，现代服务产业增长空间远超传统服务产业。从对 GDP 的拉动来看，以教育、医疗、文娱以及专业和商业服务为代表的美国现代服务业在 1974 年至 2014 年间行业增加值占 GDP 的比重从 10% 增长至 21.2%，而以批发、零售、餐饮、住宿行业为代表的传统消费服务行业增加值的 GDP 占比在同期从 16.7% 下降至 14.6%。这说明服务业在快速发展的过程中，内部结构出现分化，消费升级对现代消费服务业的提振更大。

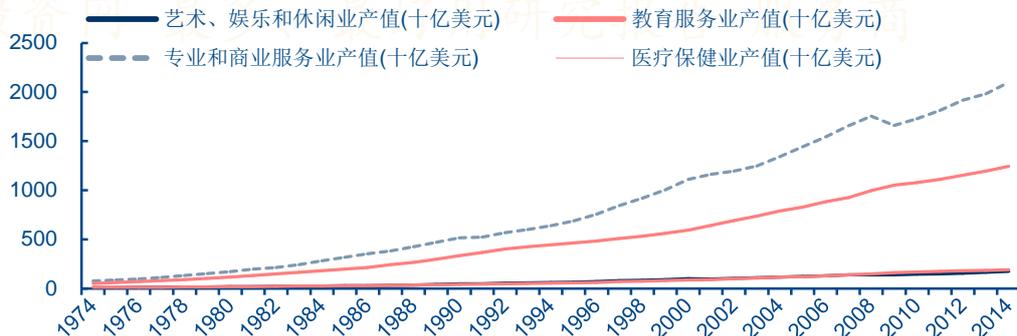
图 5：服务业升级背景下，现代消费服务产业增长空间远超传统消费服务产业



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

娱乐消费服务产业大有可为。在现代消费服务产业中，1974 年美国娱乐、教育、专业科技与医疗行业产值分别为 88、111、785 和 524 亿美元，而 2014 年以上各行业产值已增至 1746 亿美元、1911 亿美元、2.1 万亿美元和 1.2 万亿美元。美国过去 40 年的经验显示，现代服务业中娱乐、教育、专业科技与医疗产业产值分别增加 19.8 倍、17.2 倍、26.7 倍和 23.7 倍。这表明在收入提升和消费升级的大趋势下，娱乐消费产业拥有巨大的增长空间。

图 6：1974-2014 年美国现代服务业各细分产业产值变化情况



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

表 1：1974 与 2014 年美国娱乐、教育、专业服务与医疗产业产值与增幅

	艺术、娱乐和休闲行业产值(十亿美元)	教育服务行业产值(十亿美元)	专业和商业服务行业产值(十亿美元)	医疗保健行业产值(十亿美元)
1974 年	8.8	11.1	78.5	52.4
2014 年	174.6	191.1	2098.3	1244.3
增幅(倍)	19.8	17.2	26.7	23.7

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 我国娱乐消费产业将迎来爆发期

国民收入持续增长，娱乐消费提升空间巨大。受益于中国经济的高速发展，我国人均 GDP 在 2013 年成功突破 7000 美元，现已具备娱乐消费腾飞的基础。同时，城乡居民可支配收入持续上升，过去 10 年城乡居民人均可支配收入年均复合增速达到 12%，居民财富迅速累积，消费能力持续增强。然而对比发达国家，我国娱乐消费尚处在较低水平。当前我国服务消费性支出占 GDP 的比重仅为 48%，在产业结构上与以美国为代表的发达国家存在明显差距。尽管过去 10 年我国城镇人均娱乐消费支出呈现持续增长的态势，年均复合增速达到 10.7%，然而至 2014 年我国城镇居民人均娱乐消费支出不及美国同期的四分之一。随着未来人均可支配收入的持续提升，我国城乡居民的娱乐消费需求有望进一步释放，产业提升空间巨大。

图 7：2004-2014 年中国城镇与农村居民人均可支配收入增速与人均 GDP



资料来源：Wind，世界银行，中信证券研究部整理

图 8：我国城镇居民人均娱乐消费支出明显低于美国



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

消费新贵崛起，引领娱乐消费新趋势。消费新贵特指出生在 1980-1999 年之间的人群，即通俗意义上的 80、90 后。这个代际的人群从小生长于社会稳定、科技繁荣、经济持续发展的大环境中，在消费行为上与其父母一代有着显著差异。80、90 后是娱乐消费的主力群体，其消费理念和偏好对我国娱乐消费行业拥有极大的影响。

www.jztzw.net  
中国价值投资网

一方面，**80、90 后人口数量庞大，且消费能力正持续增强**。全国第六次人口普查数据显示，目前 80 后人口的总数为 2.28 亿，90 后人口总数为 1.74 亿，总体规模高达 4 亿，占全国总人口的近三成。其中 80 后已整体步入工作阶段，随着收入的增长消费能力持续增强；90 后的主体虽然是学生，然而受益于低出生率和家庭财富快速增长的大背景，其消费实力不容小觑。

图 9：我国 80、90 后人口总量超过当前美国与西欧就业总人口数量（单位：百万）



资料来源：Wind、Euromonitor，中信证券研究部整理

图 10：90 后人群整体成长于低出生率和家庭财富快速增长的大环境下



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

另一方面，**消费观念革新令 80、90 后人群的娱乐消费需求刚性化**。由于生长环境的差异，80、90 后不同于他们的父辈，是消费观念革新的一代人。80、90 后群体的教育程度普遍较高、自成年以来便生活在互联网与智能手机时代、父母一代已形成一定的财富积累、且更具有全球化意识，因此有着完全不同的消费理念：生活方式和饮食要求更健康、更西化；女性有化妆需求，服饰喜好多样化；更愿意花钱在娱乐活动上，包括电影、旅游、运动、游戏等；对奢侈品与传统一线品牌忠诚度降低。消费理念的变化令 80、90 后具备天然的娱乐消费基因，更加追求个性化精神享受。这为消费产业迎来了全新的需求，相关细分产业有望快速崛起。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

中国价值

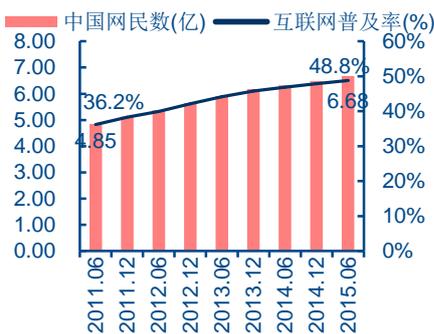
图 11：80、90 后人群的新消费观

个人消费支出占比	80、90后的父母	80、90后
吃的更好 (30%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>健康意识更多来自于食品安全问题</li> <li>菜式口味仍然中餐为主</li> <li>出去吃的更多了，但每餐在10-20美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>更看重健康安乐（瓶装水）</li> <li>口味更西化（红酒、巧克力）</li> <li>出去吃是很平常的事情</li> </ul>
穿的更美 (14%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>用护肤品，但不用化妆品</li> <li>黄金首饰依然很流行</li> <li>买服饰和鞋类仍然以百货商店为主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>护肤品和化妆品都用，偏爱韩国产品</li> <li>宝石（钻石）首饰很流行</li> <li>变得更喜欢运动，表现在鞋类产品的增长</li> </ul>
住得更好 (26%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>会帮孩子支付住房的首付款</li> <li>渴望升级住房</li> <li>装修仍然是传统风格</li> <li>没有DIY的文化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>买房需求更强劲；习惯更城市化，结婚了就会搬出去住</li> <li>缺少买得起的房子</li> <li>偏好西式和日式的装修</li> </ul>
移动和连接更多 (11%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>手机主要用来通信和看新闻</li> <li>想有车的愿望仍然很高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>有智能手机，但仍依赖WiFi</li> <li>拥有车辆的人少，更多在线上做事（购物）</li> </ul>
玩的更多 (9%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>普遍花更多钱在体验上（相比商品）</li> <li>出去吃饭和出城旅游很流行</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>更愿意花钱在娱乐体验上（影院）</li> <li>喜欢使用在线媒体</li> <li>在线游戏满足了心理需求</li> </ul>
福利（健康和教育） (11%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>孩子的教育总是最大的单项支出</li> <li>害怕为他和他们的父母在医疗健康上花钱</li> <li>买保险往往是为了储蓄</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>受教育更好的一代；会继续投资更多在孩子身上</li> <li>对保险更精明了，驱动了保障类保险</li> </ul>
奢侈品 (包含在其他各类中)	<ul style="list-style-type: none"> <li>是传统知名品牌的粉丝</li> <li>更愿意在当地购买</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>更喜欢小众和精致的风格</li> <li>品牌忠诚度更低，追逐流行趋势</li> </ul>

资料来源：中信证券研究部整理

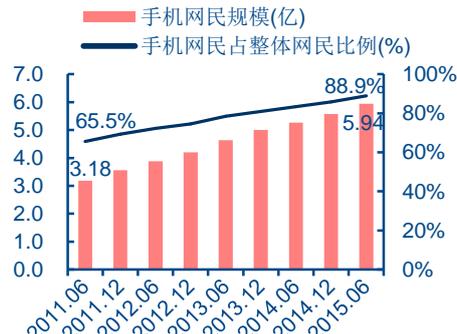
**网络基础设施的逐步完善助力娱乐消费升级。**当前我国网络覆盖率持续稳定提升，互联网作为新媒介正逐步融入居民的日常生活。截止到 2015 年 6 月，我国网民规模达到 6.68 亿人，互联网普及率达到 48.8%；而手机网民规模达到 5.94 亿，移动互联网在网民中的普及率达到 88.9%。互联网基础设施的进一步完善，有助于娱乐产业链从供方到需方整体升级。相关娱乐产业的上下游、渠道商都开始拥抱互联网，以积极迎合 80、90 后消费者的全新的消费习惯。

图 12：2011-2015 年中国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC，中信证券研究部整理

图 13：2011-2015 年中国手机网民规模及其在整体网民中的占比



资料来源：CNNIC，中信证券研究部整理

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

www.jztzw.net  
中国价值投资网

图 14：娱乐消费加速“触网”（天猫双 11、哔哩哔哩、影院线上订票）



资料来源：中信证券研究部整理

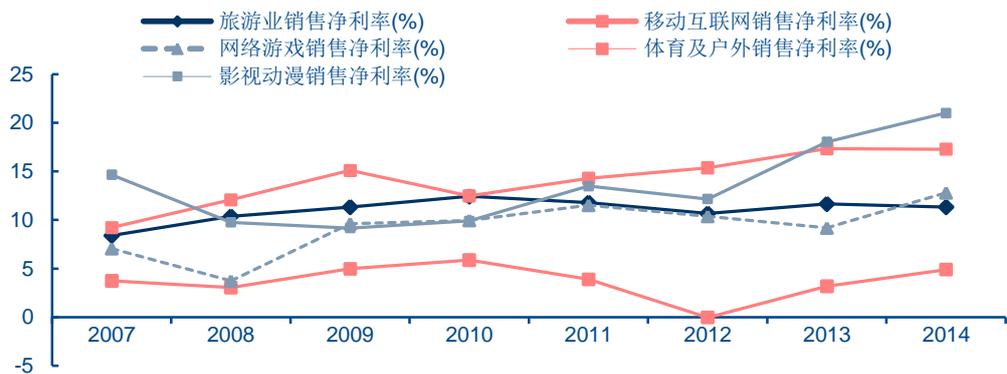
我们认为，未来随着中国经济结构的不断转型，消费将取代传统的投资和出口成为中国经济增长的新引擎，预计服务消费型支出将持续稳定提升。人均可支配收入的增长将进一步释放我国城乡居民的娱乐消费需求，在 80、90 后消费崛起和网络基础设施不断完善的背景下，娱乐消费相关细分行业将迎来爆发。

## 新三板热门娱乐消费细分行业梳理

### A 股与美股对比：影视动漫、互联网、体育、旅游子领域景气度上行

鉴于娱乐消费所涉及的相关子行业众多，为了更好的发掘和梳理细分领域的投资价值，我们通过 A 股与美股的行业比较来确立我国娱乐消费未来的发展方向。在 A 股方面，我们梳理了二级市场中与娱乐消费相关的 9 个子领域，通过比较 2007 年至 2014 年各子行业的销售净利率后发现，餐饮、休闲设施、住宿、与广播电视行业的盈利能力近年来出现下降，而影视动画、体育、网络游戏、移动互联网、和旅游行业的盈利能力持续增强，预计未来行业景气度还将提升。

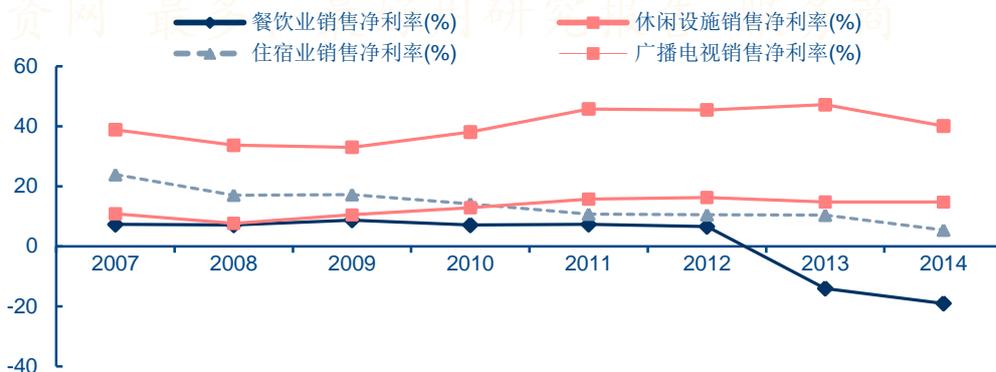
图 15：A 股行业中影视动画、体育、网络游戏、移动互联网、旅游行业景气度上升



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图 16: A 股行业中餐饮、休闲设施、住宿、广播电视行业景气度下降



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

在美股方面,我们筛选了罗素 3000 指数中在纳斯达克与纽交所上市的 189 只美国娱乐消费相关行业公司,通过比较 2007 年至 2014 年公司所在子行业的收入增速后发现,互联网和体育行业收入持续高增长,过去三年增幅分列前两位。而影视动漫、旅游、广播电视行业过去三年收入增速都超过 5%,景气度逐步上升。

表 2: 美股行业中移动互联网、体育维持高增速,影视动画、旅游、休闲设施与广播电视景气度上升

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
移动互联网	23.1%	26.4%	11.3%	18.2%	31.5%	20.5%	34.9%	25.1%
体育及户外	0.9%	-8.1%	-24.7%	10.4%	11.8%	16.0%	11.1%	9.4%
影视动画	10.3%	-3.2%	-3.5%	-10.8%	24.6%	-8.9%	4.8%	7.7%
旅游业	18.8%	4.7%	-12.3%	27.8%	11.1%	2.2%	4.7%	5.3%
休闲设施	4.3%	8.7%	-12.3%	56.4%	20.9%	-0.6%	4.0%	8.3%
广播电视	15.0%	12.2%	15.3%	-0.5%	28.2%	6.9%	6.5%	7.7%
住宿业	28.1%	2.2%	-13.5%	42.1%	9.4%	3.1%	6.0%	4.7%
餐饮业	20.3%	6.5%	-1.3%	16.3%	6.9%	6.9%	1.5%	3.5%

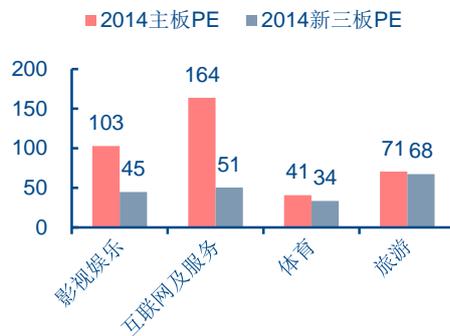
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部整理

综合 A 股与美股的行业对比,我们总结出两市在 2007-2014 年期间行业景气度持续上升的四大子领域:影视动漫、互联网、体育、旅游。随着我国未来娱乐消费需求的持续释放,国内相关行业发展有望持续。

## 新三板相关细分领域具备投资价值

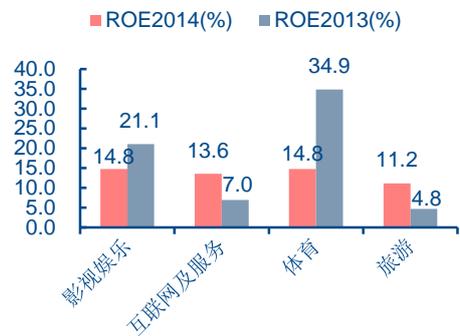
娱乐消费是新三板可选消费板块的重要组成部分。截至 2015 年 11 月 17 日,新三板娱乐消费类企业共有 152 家,选取标准为剔除了零售、汽车、家庭耐用消费品、纺织服装与综合消费者服务后的 Wind 可选消费一级行业。从财务数据看,根据 2015 年中报数据,新三板娱乐消费类企业总股本为 56.93 亿股、流通股总股数为 18.91 亿股、总资产 132.47 亿元、净资产 77.71 亿元,营收规模 46.38 亿元,净利润规模 3.21 亿元。新三板娱乐消费类企业内部分化明显,小体量公司占绝大多数,2014 年净利润小于 1000 万元的企业数量占公司总量的 63%;2014 年亏损企业数量占总量的 18%,且多集中于影视与体育行业,直接拉低了相关行业的 ROE;而盈利能力前 20%的公司 2014 年营收达到全行业的 73%,二八效应明显。此外,新三板娱乐消费细分行业的估值整体低于主板,影视动漫、互联网、体育、旅游行业中的优质企业值得关注。

图 17: 新三板娱乐消费细分行业 2014 年估值整体低于主板



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 18: 新三板娱乐消费细分行业 2013 与 2014 年 ROE 情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

宽松的挂牌条件和良好的融资功能令新三板成为消费新趋势下中小微企业的发展平台。不同于主板、中小板以及创业板在股本总额、股权分散程度、盈利能力、资产数额等方面的严格要求, 新三板对挂牌企业没有注册资本限制, 不设财务指标要求, 同时也不局限于高新技术行业。此外, 新三板的融资能力在短时间内持续增强。尽管新三板企业的融资规模无法与 A 股比肩, 但是从年初至今的定增数量和融资额增速来看, 新三板市场有着不亚于 A 股的融资能力。符合消费新趋势的中小微消费企业有望受益于制度红利实现持续发展。

表 3: 新三板相较创业板、主板和中小板的挂牌条件更为宽松

项目	新三板	创业板	主板、中小板
主体资格	非上市股份公司	依法设立且合法存续的股份有限公司	
经营年限	存续满 2 年	持续经营时间在 3 年以上	
盈利要求	具有持续经营能力	最近两年连续盈利, 最近两年净利润累计不少于 1000 万元且持续增长。(或)最近 1 年盈利, 且净利润不少于 500 万元, 最近 1 年营业收入不少于 5000 万元, 最近 2 年营业收入增长率均不低于 30%。	最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过 3000 万元
资产要求	无限制	最近一期末净资产不少于两千万	最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例不高于 20% 不存在未弥补亏损
股本要求	无限制	发行后股本总额不少于 3000 万元	发行前股本总额不少于人民币 3000 万元
主营业务	主营业务突出	最近 2 年内没有发生重大变化	最近 3 年内没有发生重大变化
实际控制人	无限制	最近 2 年内未发生变更	最近 3 年内未发生变更
董事及高管	无限制	最近 2 年内没有发生重大变化	最近 3 年内未发生重大变化
成长性及创新能力	中关村高新技术(逐步扩大到其他国家级高新技术产业开发区内)	重点推荐 9 大行业	无限制
审核制度	备案制	审核制	审核制

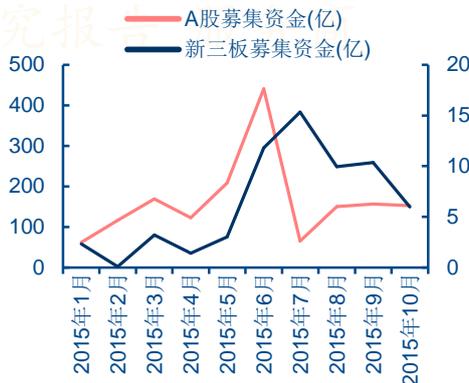
资料来源: 中信证券研究部整理

图 19：新三板定增数量在短时间内超越主板水平



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 20：新三板融资增速也在短时间内超过主板



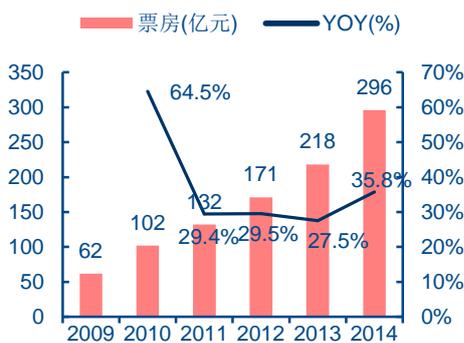
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 娱乐消费大幕初启，六大行业正待掘金

### 电影产业风起云涌，优质内容供给与映播技术升级双轮驱动发展

中国电影产业蓬勃发展，年底有望突破 400 亿元大关。近年来，随着人们物质生活水平的提高，对精神生活的需求日益旺盛，文化娱乐产业作为精神生活中不可或缺的一部分，在不断提升的消费水平推动下蓬勃发展。电影产业作为文化娱乐产业的重要组成部分，整体发展势头向好，处于高速成长期。我国电影票房规模自 2010 年突破百亿元大关后，以年均 31% 的复合增速稳步上升，2014 年达到 296 亿元。广电总局最新数据显示，2015 年前三季度中国电影票房已达到 330.09 亿元，同比增长 50.39%，年底票房有望突破 400 亿元高点。

图 21：近年来我国电影票房规模稳步增长



资料来源：广电总局，中信证券研究部整理

图 22：中美两国电影票房比较



资料来源：搜狐娱乐，中信证券研究部整理

产业步入良性发展，供给质量提升，需求日益旺盛。从供给端看，电影产量趋向下降，优质影片供给提升。根据 Wind 数据显示，我国国产电影产量自 2011 年达到 791 部的历史高点后开始逐渐下降，至 2014 年国产片总产量降为 618 部。尽管电影产量明显减少，上映影片数量却在逐步增加，上映比例从 2009 年的 19.3% 提升至 2014 年的 62.8%。单片票房上，国产片票房过亿的电影由 2009 年的 9 部增至 2014 年的 36 部，增幅达到 300%，这反映了优质影片的供给在持续增加。从需求端看，消费者的观影需求日益旺盛。2014 年我国年度观影人次达 8.3 亿人次，过去 5 年复合增速达 31.2%；全年新建影院 1230 家，同比增长 26.8%；新增银幕 5919 块，同比增长 32.2%。在人均可支配收入增加及电影票价相对稳

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

定带来的观影成本下降，加之观影本身所具备的休息和社交属性，预计 2015 年影院和银幕数量增速仍将维持在 20%以上的高速增长，未来观影需求的增长可期。

图 23：国产电影产量下降，上映影片数量增加



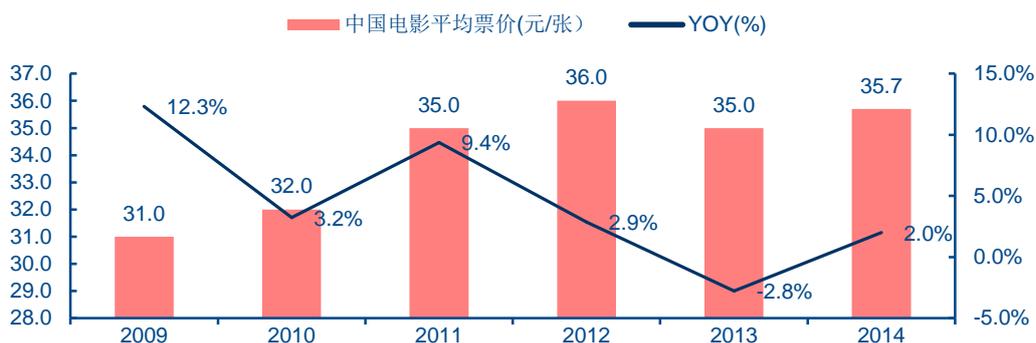
资料来源：Wind、艺恩咨询，中信证券研究部整理

图 25：2010-2014 年中国年度电影观影人次



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部整理

图 27：2009-2014 年中国电影平均票价



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部整理

**政策红利推动电影产业各环节加速发展。**随着国家对文化产业的扶持力度不断加强，电影产业的发展亦受益颇多。2010 年国家发布的《关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》中第一次将电影产业提升至战略高度。而近年来各职能部门陆续颁布扶持电影和院线行业发展的诸多优惠政策，其中包括：将电影产业的发展纳入国民经济和社会发展规划；按国产片票房分档执行电影发展专项资金先征后返政策；增加中国民营企业发布进口片的机会；取消

图 24：2009-2014 票房过亿元的国产电影数量



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部整理

图 26：我国影院与电影银幕数量持续保持高增长



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部整理

一般题材电影剧本审查，实行梗概公示等。在政策扶持与简政放权的背景下，我国电影产业将获得更加宽松的发展环境，产业规模将持续提升。

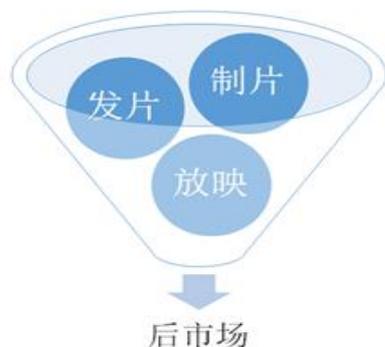
表 4：2001 年以来影视内容&渠道相关政策

时间	文件	主要内容
2001 年	《关于改革电影发行放映机制的实施细则（试行）》	开启我国电影市场运行机制的新模式，开始实施以院线为主的发行放映机制
2004 年	《数字化电影发展纲要》	确立了数字电影在电影产业中的战略地位
2010 年	《关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》	第一次明确将电影产业提升至战略产业高度
2011 年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	特别提出“加快中西部地区中小城市影院建设”以及增强中华文化国际竞争力和影响力，提升国家软实力的战略
2011 年	《广电总局电影局关于促进制片发行放映协调发展的指导意见》	明确了影院影片分账指导比例；明确影院地产租金指导比例；明确了电影广告放映权回归影院
2011 年	国务院公开征求对《中华人民共和国电影产业促进法（征求意见稿）》的意见	将电影产业的发展纳入国民经济和社会发展规划，以引导形成统一开放，竞争有序的电影市场
2012 年	中美双方就解决 WTO 电影相关问题的谅解备忘录达成协议	中国将在原每年引进美国电影配额约 20 部的基础上增加 14 部仅支持 3D 或 IMAX 放映方式的特种片；美方票房分账从原来的不超过 18% 升至 25%；增加中国民营企业发布进口片的机会，打破过去国营公司独大的局面
2012 年	《关于“对新建影院实行先征后返政策”的补充通知》	加大对国产电影的扶持力度，鼓励国产影片的创作生产，按国产片票房分档执行电影发展专项资金先征后返政策
2013 年	《国务院办公厅关于印发国家新闻出版广电总局主要职责内设机构和人员编制规定的通知》	取消一般题材电影剧本审查，实行梗概公示，被业内视为电影审核改革信号
2014 年	《关于支持电影发展若干经济政策的通知》	每年安排 1 亿元资金，用于扶持 5-10 部重点题材影片；从税收、资金、土地、金融等方面扶持电影产业
2015 年	《中华人民共和国电影产业促进法（草案）》	为鼓励企业、其他组织从事电影摄制活动，取消了《电影摄制许可证（单片）》；鼓励金融机构对从事电影活动以及改善电影基础设施提供融资服务；被视为“中国电影第一法”

资料来源：广电总局、政府网站，中信证券研究部整理

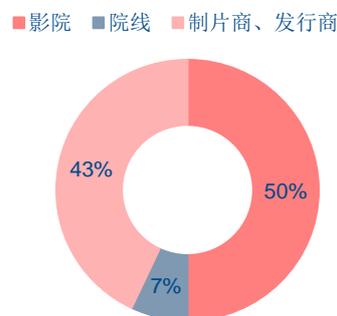
中国电影产业链主要由制作、发行、放映、电影后市场四个部分构成。制片商负责电影的拍摄、后期制作等程序；发行商可以从制片商处购买或代理影片发行权，通过制定并实施电影营销推广策略，以票房买断、按照既定比例获得营收分成的模式将电影推向院线；院线对旗下众多影院进行统一排片、管理影片的播放，获得的票房收入进行上下游分账；电影后市场是依照电影中的人物或相关情节所制作的电影衍生产品，院线公司通过衍生品销售获取收入。在电影产业各环节分账方面，制片商与发行商将获得近一半的票房收入，而院线和影院在获得一半票房收入之外，食品销售、广告业务及衍生品经营等收入也为院线带来 30% 左右的额外收入。根据产业链结构，我们梳理了电影行业未来三大发展趋势。

图 28：电影产业链结构



资料来源：电影票房网，中信证券研究部整理

图 29：电影产业链票房分账比例



资料来源：电影票房网，中信证券研究部整理

**趋势一：在制作端，国产优质内容供给增多推动观影消费增长。**过去国产电影主要依靠少数优质影片的出色表现来支撑票房，大多影视作品质量相对较低，对票房贡献较少。在居

www.jztzw.net  
中国价值投资网

民物质生活水平不断提高的基础上，精品 IP 的产出不断攀升，使人们观影消费能力增强的同时可以享受到高质量素材所带来的精神享受。艺恩咨询的数据显示，2006 年至今我国前十大影片的票房收入虽然增长极快，但所占总票房的份额却从 2006 年的 42.9% 下降至 2014 年的 30.9%。相比之下，2012 年票房在 2-5 亿元间的中高级规模影片数量仅 3 部，占总票房的 5% 左右，经过两年的增长，2014 年已达到 16 部，占总票房比重达到 17.1%。可见当前高质量的 IP 以及作品正不断涌现，人们对中高档影片的消费需求也在不断扩大，未来将成为拉动内容消费增长的原动力。

图 30：2006-2014 年我国前十大影片票房及占总票房的比重



资料来源：艺恩咨询、Wind，中信证券研究部整理

表 5：中高档影片（2-5 亿元级票房规模）数量及总票房占比

	2012	2013	2014
影片数量（部）	3	12	16
票房总计（亿元）	8.6	34.8	50.7
占总票房比重（%）	5.03%	15.99%	17.10%

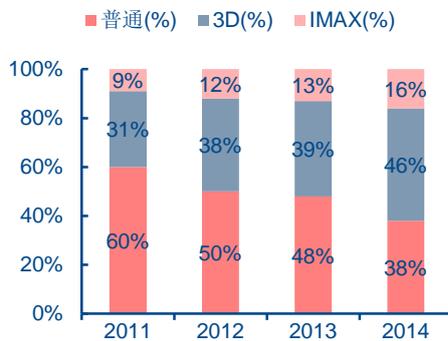
资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部整理

**趋势二：在发行端，国际合作日趋深化，宣发实力决定成败。**2014 年，中国进口电影发行共 68 部，其中分账片及批片各占一半。在票房方面，分账片占据了绝大部分的市场份额，但由于其发行推广的数量受限且由中影和华夏垄断，市场规模基本保持稳定。近年来，批片市场显现出良好的发展机遇。国内发行商与国际知名电影公司合作，通过引进优质片源获取高质量影片在中国的独家推广权，成为了新的商业热点。而拥有强大的营销推广团队以及与院线公司保持良好合作关系的发行商在影片推广和排片方面优势凸显，成为了票房收入强有力的保障。

**趋势三：在放映端，3D 和 IMAX 技术引领观影体验升级。**随着电影票房的猛增，人们对于观影体验提出了新的要求，以 3D 和 IMAX 为代表的立体影院映播技术更受观众青睐。与此同时，由于 3D 和 IMAX 电影的票价较高，影院也因此获得较高的票房收入。以院线行业龙头万达院线为例，旗下的立体影院每年票房表现不俗。2014 年万达 IMAX 影院单场票房收入是普通影片票房收入的 3.39 倍，3D 影片单场票房收入是普通影片的 1.53 倍。立体影院的票房贡献在万达院线的收入份额中不断上升，其中 IMAX 影片的票房贡献从 2011 年的 9% 增至 2014 年的 16%，3D 影片从 2011 年的 31% 增至 46%。3D 及 IMAX 等立体式映播技术未来将成为影院观影的发展方向。

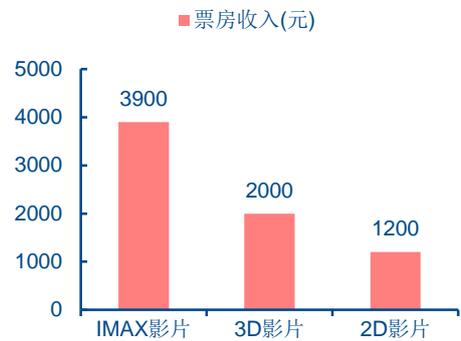
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图 31: 2011-2014 年万达院线各类影片票房占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

图 32: 2014 年万达院线各类影片单场票房收入情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

我们认为中国电影市场规模未来还将持续扩大, 供需两旺的现状有望延续。拥有优质 IP 资源、强大制作团队、宣发实力雄厚的制作发行商将在产业链中拥有更高的议价权, 而立体播映技术的推广将为院线影院带来更高的票房收入, 符合以上产业发展趋势的公司将具有更高的投资价值。经过财务筛选, 新三板电影行业中**具备强大宣发实力与优质内容的公司**建议关注**基美影业**; 在**放映端专注立体映播实现票房高速增长的公司**建议关注**中视文化**。

表 6: 新三板电影行业公司一览

代码	名称	2014 收入 (百万元)	2014 收入 YoY (%)	2014 利润 (百万元)	2014 利润 YoY (%)	市值 (亿元)	月日均成交额 (百万元)	四级行业	主营领域
430358.OC	基美影业	154.07	218.40	53.08	556.71	18.45	0.00	电影与娱乐	电影制作发行
833564.OC	乐华文化	130.03	6.89	30.07	46.53	35.20	0.49	电影与娱乐	电影、电视剧投资发行
833604.OC	南广影视	41.57	-18.57	16.56	-7.25	8.45	0.21	电影与娱乐	电影、电视剧制作
430508.OC	中视文化	153.35	13.10	12.56	103.11	4.23	0.31	广告	电影院投资管理
832024.OC	时代华影	54.34	18.01	9.78	-51.30	0.50	0.00	电影与娱乐	电影 3D 技术
832455.OC	传视影视	40.57	3.06	4.80	207.72	5.98	2.77	电影与娱乐	电影电视剧制作发行
832133.OC	天涌影视	15.54	6.03	2.11	37.77	0.27	1.00	电影与娱乐	电视剧、电影制作发行
832784.OC	好样传媒	10.88	296.86	2.06	58762.86	0.00	0.00	电影与娱乐	电影制作发行
834146.OC	时代电影	12.21	-55.98	0.64	-89.74	0.00	0.00	电影与娱乐	电影制作发行
833698.OC	中喜传媒	17.65	1865.76	-0.57	-85.27	0.00	0.00	电影与娱乐	电影院投资管理
833261.OC	中瑞影视	68.59	116.13	-2.96	13.42	0.00	0.00	电影与娱乐	电影播映、衍生品市场
831051.OC	春秋鸿	70.15	-58.60	-29.68	-298.17	2.08	0.06	电影与娱乐	电影、电视剧投资制作发行

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理 注: (1) 截止日期为 2015 年 11 月 27 日; (2) 收入、利润和成长性等财务数据使用 2014 年数据; (3) 日均成交额使用过去一个月的交易金额数据; (4) 使用净利润大小进行排序

### 电视剧产业稳步增长, 精品剧、网络剧成为未来制播发展方向

电视剧行业进入平稳增长期, 剧情、喜剧、爱情类题材剧更受青睐。近五年来我国电视剧行业市场规模持续增加, 以 20% 左右的复合年均增速稳步上升, 2014 年达到 130 亿元。从发行数量上看, 自 2010 年开始, 获得发行许可的电视剧数量在不断增加, 到 2012 年达到顶峰, 之后回落趋稳。在国家鼓励国产电视剧精品化、限制进口电视剧的政策转型、以及消费者观剧方式从电视端向网络端转移的背景下, 中国电视剧市场进入平稳增长期。从电视剧的题材覆盖规模来看, 剧情、喜剧和爱情三类题材占绝对优势。

图 33: 中国电视剧行业整体规模走势



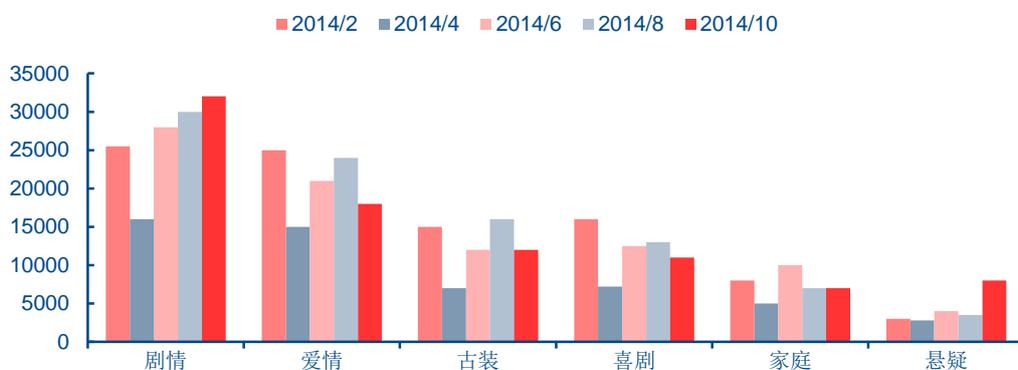
资料来源: 中商情报网, 中信证券研究部整理

图 34: 中国制作并获得发行许可证的电视剧数量



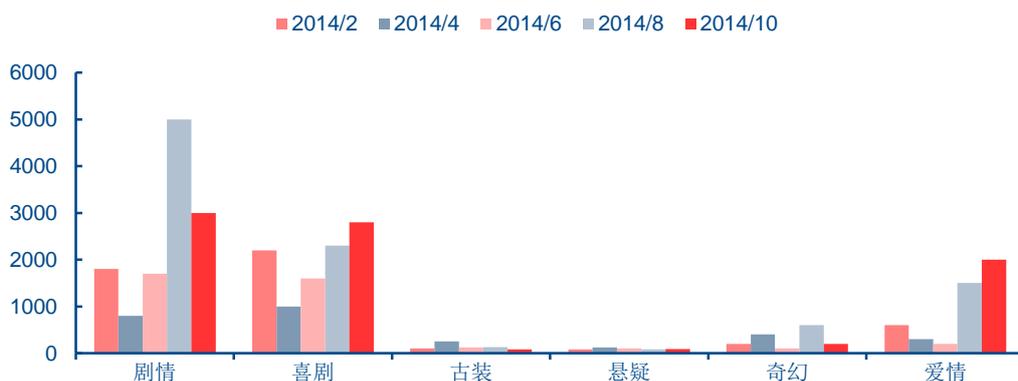
资料来源: 广电总局, 中信证券研究部整理

图 35: 2014 年电视端播放的各类题材电视剧月均覆盖人数情况 (单位: 万人/月)



资料来源: 艾瑞咨询《2014 年中国网络剧行业研究报告》, 中信证券研究部整理

图 36: 2014 年网络端播放的各类题材电视剧月均覆盖人数情况 (单位: 万人/月)



资料来源: 艾瑞咨询《2014 年中国网络剧行业研究报告》, 中信证券研究部整理

**政策推动电视剧行业向精品剧、网络端方向发展。**自 2003 年民营资本获准进入电视剧行业以来, 电视剧行业经历了十多年的繁荣。国家始终保持“监管审核”和“鼓励引导”的政策交叠中推进电视剧产业发展。2014 年 4 月, 广电总局推出“一剧两星”制度, 规定一部电视剧首轮播出最多只能在两个卫星频道上线, 每晚黄金时段播放集数不能超过两集。该政策促使电视台在购剧方面更加谨慎, 以确保由电视剧收视率带来的收益能够覆盖“一剧两星”带来的成本增加。同年 9 月, “海外限剧令”的推出使得引入国内的海外剧被延期半年播放, 国内视频网站争夺热门美剧、韩剧的现象降温, 令国产剧获得了更大的发展空间。

www.jztzw.net  
中国价值

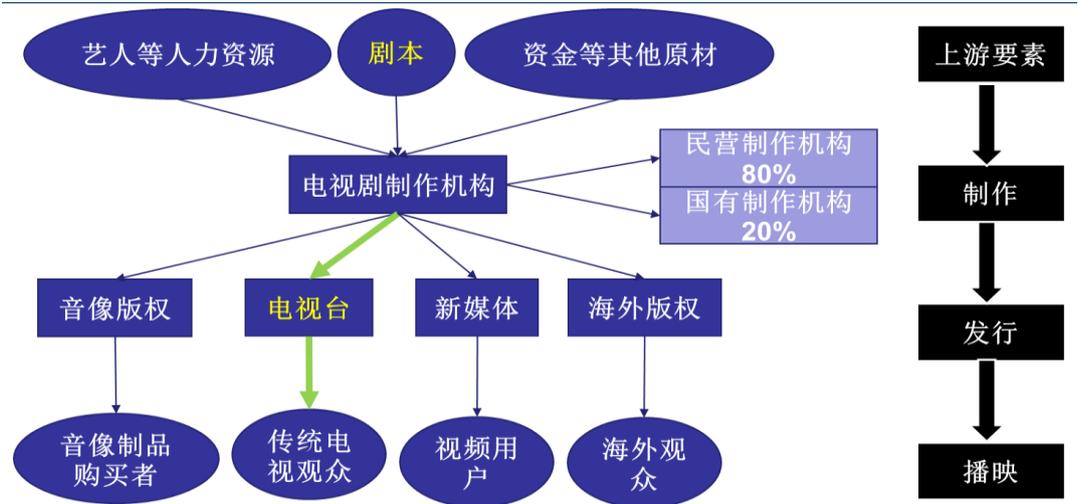
表 7：2014 年以来影视内容和渠道相关政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2014/03	广电总局	《关于进一步完善网络剧、微电影等网络视听节目管理的补充通知》	互联网视听节目服务单位不得播出未取得《广播电视节目制作经营许可证》机构制作的网络剧、微电影等网络视听节目；个人制作并上传的网络剧、微电影等网络视听节目，由转发该节目的互联网视听节目服务单位履行生产制作机构的责任。
2014/04	广电总局	“一剧两星”	同一部电视剧每晚黄金时段联播的综合频道不得超过两家，同一部电视剧在卫视综合频道每晚黄金时段播出不得超过两集。
2014/08	中央全面深化改革领导小组	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	遵循新闻传播规律和新兴媒体发展规律，强化互联网思维，推动传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面的深度融合，着力打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体，建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团，形成立体多样、融合发展的现代传播体系。
2014/09	广电总局	重申网上境外影视剧管理的有关规定	重申用于互联网等信息网络传播的境外影视剧，必须依法取得《电影片公映许可证》或《电视剧发行许可证》。未取得《电影片公映许可证》或《电视剧发行许可证》的境外影视剧一律不得上网播放。

资料来源：广电总局、政府网站，中信证券研究部整理

**电视剧产业链由三个环节构成：制作、发行、播映。**凭借剧本资源以及制作团队完成电视剧拍摄后，制作机构通过自主发行或者委托发行获得利润。优质剧本为整部电视剧带来的溢价效应远远大于演员等其他上游要素，通常成为电视剧制作机构重金购买的对象。集合优秀演员、导演、后期等要素的精品剧也能获得播出平台的高价购买。此外，随着智能手持设备的普及和观剧习惯的转变，除了电视台这一传统发行渠道外，视频网站、IPTV 等新媒体正呈蔚然发展之势。**根据产业链结构，我们梳理了电视剧行业未来两大发展趋势。**

图 37：电视剧行业产业链



资料来源：中信证券研究部整理注：图中百分比为 2014 年各类机构电视剧产量占比

**趋势一：热门 IP 成为制胜法宝，精品剧需求日益旺盛。**热门 IP 所改编的电视剧往往是大众所追逐和关注的焦点，2015 年尤其如此，年初的《何以笙箫默》以及近期的《花千骨》、《琅琊榜》等电视剧带来了持续的收视狂潮，可称得上热门网络 IP 成功变现的经典案例。此外，热门电视剧的二次创作（以电影和网剧形式为主）使热门 IP 经久不衰。各影视公司也因此争相购买优质 IP，至 2014 年底已有 114 部网络小说的版权被影视公司所购买，并且均价自 2012 年的 100 万元飙升至目前的 300 万元以上，未来围绕 IP 的横向运营有望带来极大的利润。此外，数据显示 2011-2012 年间每晚 19:30-21:30 黄金档播出的电视剧中，收视率小于 0.5% 的占总数的 70%。随着“一剧两星”政策的推出，电视台在购剧时出于成本考虑，对精品剧的收视率提出更高的要求，单价因此不断抬升，未来精品剧会在政策助推下需求日益旺盛。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

中国价值

表 8：过去 5 年网络小说改编的热门电视剧一览

电视剧名称	作者	上映时间	豆瓣评分	收视率	网络播放量 (亿次)
《步步惊心》	桐华	2011 年	8.1	1.72%	5.54
《甄嬛传》	流潋紫	2011 年	8.9	1.09%	69.80
《何以笙箫默》	顾漫	2015 年	6.4	1.48%	22.36
《花千骨》	唐七	2015 年	6.4	2.21%	68.68
《云中歌》	桐华	2015 年	3.5	0.88%	9.03
《琅琊榜》	海宴	2015 年	9.3	1.22%	22.28

资料来源：百度百科，豆瓣，中信证券研究部整理

**趋势二：网络端成未来电视剧主要播放渠道。**近年来，电视端已无法承载电视剧产业的巨大增量。根据广电总局的数据，2013 年拿到许可证的电视剧达到 15770 部，然而当年能够在电视上播放的电视剧仅一半左右，进入黄金档播放的仅为 20%左右。电视渠道应对观众多样化需求的能力有限，因此越来越多的人将观剧渠道从电视荧幕搬到了网络端。2013 年在电视端收看电视剧的人数每月稳定在 3.4 亿人次左右，而网络端自 2013 年初至 2014 年电视剧月度覆盖人数呈直线增长，增幅达 398%，到 2014 年 9 月覆盖人数已达 6547.5 万人。虽然网络端覆盖人数相对较少，但观剧群体主要为年轻人群，高速发展的互联网为年轻群体提供了更加自由、优质的观剧体验，待网上观剧的习惯更加普及后，网络端的用户量将会进一步增长。

图 38：2013 年中国电视剧播出情况



资料来源：广电总局，中信证券研究部整理

图 39：2013-2014 电视端电视剧月度覆盖人数



资料来源：艾瑞咨询《2014 年中国网络剧行业研究报告》，中信证券研究部整理

图 40：2013-2014 网络端电视剧月度覆盖人数



资料来源：艾瑞咨询《2014 年中国网络剧行业研究报告》，中信证券研究部整理

我们认为，中国电视剧市场未来将向精品剧、网络端方向发展。拥有热门 IP 资源及原生 IP 孵化能力的公司将领先市场，同时网络平台参与电视剧的制作及播映将成为行业新趋

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

势，符合以上发展趋势的公司将具有投资价值。经过财务筛选，新三板电视剧行业中**拥有热门 IP 及出色创作实力、同时布局网络端的公司**建议关注**青雨传媒和金天地**。

表 9：新三板电视剧行业公司一览

代码	名称	2014 收入 (百万元)	2014 收入 YoY (%)	2014 利润 (百万元)	2014 利润 YoY (%)	市值 (亿元)	月日均成交额 (百万元)	四级行业	主营领域
832698.OC	青雨传媒	186.13	52.93	40.68	78.13	18.77	0.94	电影与娱乐	电视剧制作发行
833564.OC	乐华文化	130.03	6.89	30.07	46.53	35.20	0.49	电影与娱乐	电影、电视剧投资发行
430366.OC	金天地	108.14	32.29	26.84	11.52	10.89	2.94	电影与娱乐	电视剧制作发行
833604.OC	南广影视	41.57	-18.57	16.56	-7.25	8.45	0.21	电影与娱乐	电影、电视剧制作
830798.OC	中外名人	499.32	-36.06	14.04	1424.51	14.45	1.20	广告	电视剧制作发行
830898.OC	华人天地	26.07	103.49	10.20	109.09	3.83	0.04	电影与娱乐	电视剧制作发行
832927.OC	顶峰影业	38.34	211.20	9.53	292.25	0.00	0.00	电影与娱乐	电视剧制作发行
833892.OC	艺能传媒	38.34	53.60	8.84	520.49	6.82	6.13	电影与娱乐	电视剧制作发行
832985.OC	必然传媒	22.66	0.58	4.98	156.34	0.00	0.00	电影与娱乐	电视剧投资制作发行
832455.OC	传视影视	40.57	3.06	4.80	207.72	5.98	2.77	电影与娱乐	电影电视剧制作发行
430194.OC	锐风行	20.94	55.17	2.16	46.75	0.00	0.00	广告	电视剧制作发行
832133.OC	天涌影视	15.54	6.03	2.11	37.77	0.27	1.00	电影与娱乐	电视剧、电影制作发行
834371.OC	新安传媒	10.95	-64.41	1.86	-82.15	0.00	0.00	电影与娱乐	电视剧制作发行
831051.OC	春秋鸿	70.15	-58.60	-29.68	-298.17	2.08	0.06	电影与娱乐	电影、电视剧投资制作发行

资料来源：Wind，中信证券研究部整理 注：（1）截止日期为 2015 年 11 月 27 日；（2）收入、利润和成长性等财务数据使用 2014 年数据；（3）日均成交额使用过去一个月的交易金额数据；（4）使用净利润大小进行排序

## 动漫产业蓬勃发展，优质 IP 资源及新媒体平台引领发展新方向

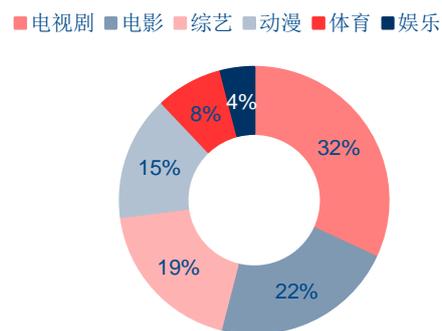
我国动漫产业快速发展，市场需求旺盛。近五年来，动漫产业持续快速发展。行业总产值从 2010 年的 470.84 亿元增长至 2014 年 1000 亿元，复合年均增速达到 19.17%，预计 2015 年底总产值将达到 1131.58 亿元。目前行业内已有 4600 多家企业、约 22 万从业人员，行业规模呈扩张趋势。作为动漫的主要受众，青少年群体构成了 3.67 亿人的庞大需求市场，占全国总人口的近 29%。CSM 的统计数据显示，2014 年全国电视台收视排行榜中，央视少儿频道位居第三，年度平均份额达到 4.12%。而移动端通过 app 应用观看动漫的比例达到 15%，仅次于电视、电影和综艺节目，可见我国动漫产业需求旺盛，未来互联网的发展将为该产业发展带来更多机遇。

图 41：2010-2015 我国动漫产业产值



资料来源：产业信息网，中信证券研究部整理

图 42：移动端 app 中动漫映播占比达到 15%



资料来源：集奥聚合，中信证券研究部整理

海外动漫作品影响深远，国产优质 IP 资源亟待发掘。根据《2015 年动漫行业分析报告》的调查显示，中国最具影响力的动漫作品中，国产动漫占 11%，6 成以上被日本动漫占据。此外，在最受欢迎的十大动漫形象中，国产动漫中仅孙悟空进入榜单，其他席位则被日美均分。这一现象反映了国产现有的 IP 资源在影响力方面无法与以日漫为代表的海外动漫作品相抗衡。因此我国动漫产业亟待孵化更多有影响力的原生 IP，国家政策也将在优质原创动漫领域给予更大程度的鼓励和扶持。

www.jztzw.net  
中国价值投资网

表 10：中国最受欢迎的十大动漫人物形象

排名	人物名称	原产地
1	蜡笔小新	日本
2	孙悟空	中国
3	哆啦 A 梦	日本
4	江户川柯南	日本
5	樱桃小丸子	日本
6	史努比	美国
7	唐老鸭	美国
8	米老鼠	美国
9	加菲猫	美国
10	樱木花道	日本

资料来源：日本经济产业省，中信证券研究部整理

**产业政策鼓励国产原创 IP 开发。**中国早期经典的动漫创作源于上海美术电影制片厂,《小蝌蚪找妈妈》、《神笔马良》等精品一直留在众多人的童年记忆中。随着海外动漫产业的高速发展,国内动漫市场逐步被进口作品所占据。为了振兴国漫,国家推出一系列政策致力于国产优质 IP 的培养。2006 年广电总局规定,所有频道黄金时段禁播境外动画作品,这为国产动漫创作提供了需求空间。此外国家还通过动画创作竞赛、政府补贴及税收减免等措施着力打造具有影响力的国际动漫品牌。在政策推动下,《喜羊羊与灰太狼》、《秦时明月》、《熊出没》等一系列国产精品动漫问世,在国内掀起收视热潮。然而我国目前具有国际影响力的动漫作品仍相对匮乏,未来还需要更多原创精品支持产业发展。

表 11：我国动漫产业相关政策

时间	发布单位	政策名称	具体内容
2008 年	国家广电总局	《广电总局关于加强电视动画片播出管理的通知》	规定自 2008 年 5 月 1 日起,全国各级电视台所有频道不得播出境外动画片的时段,由原来的 17:00 至 20:00 延长至 21:00
2009 年	国务院	《文化产业振兴规划》	提出动漫产业要着力打造深受观众喜爱的国际化动漫形象和品牌,成为文化产业的重要增长点。支持动漫等文化产业进入国际市场
2011 年	文化部、财政部、国家税务总局、海关总署	《动漫企业进口动漫开发生产用品免征进口税收的暂行规定》	对经认定的动漫企业进口动漫开发生产用品实施免征进口税收政策,免税税种包括进口关税及进口环节增值税
2012 年	文化部	《“十二五”时期国家动漫产业发展规划》	规划明确“十二五”期间,将着力打造 5 至 10 个知名国产动漫品牌和骨干动漫企业
2014 年	文化部	《关于贯彻落实<国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见>的实施意见》	提出扶持内容健康向上、富有创意的优秀原创动漫产品的创作、生产、传播、消费
2015 年	文化部	《2015 年扶持成长型小微文化企业工作方案》	重点扶持的成长型小微文化企业

资料来源：广电总局、政府网站，中信证券研究部整理

**动漫产业主要由制作、发行、播映以及衍生品市场四部分组成。**因动漫作品可延展性强、辐射面广,动漫形象相关的玩具、服装等销售所形成的衍生品市场占据了庞大的市场份额。Wind 数据显示,2014 年动漫衍生品市场规模达到 316 亿元,收益规模是播映市场的 1.5 倍,并仍将以近 20% 的速度持续增长,高于 14% 的行业整体增速,有望成为产业发展的主要增长源。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

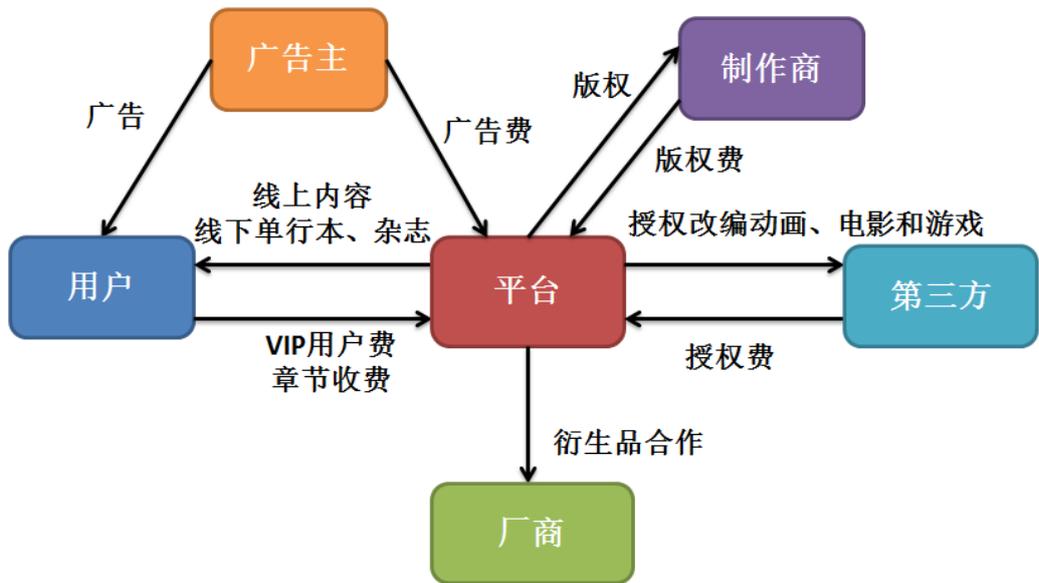
图 43：2009-2014 年中国动漫衍生品市场规模



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

**动漫产业变现渠道多样。**在动漫产业链中，产业链上游的漫画制作机构/个人将完成的漫画作品以销售版权的方式卖给动漫平台或发行商。获得漫画版权的平台或发行商主要通过三种渠道将内容资源变现。首先是授权给第三方拍摄动画、电影或改编成游戏，收取授权费；其次，平台直接在线上及线下渠道推送漫画。线上推送主要依靠会员费用及广告收入变现；线下则通过单行本、杂志等的销售获得收益；此外，平台还与厂商合作制造动漫衍生产品获取分成。对于具有高人氣的动漫作品，衍生品的销售将成为漫画平台的主要变现渠道。结合当前行业形势，我们认为**热门 IP 将引领收视热潮，新媒体平台的崛起有望深化优质 IP 的价值挖掘能力，内容和平台价值的不断彰显将带动行业发展。**

图 44：动漫产业多渠道变现模式



资料来源：中信证券研究部整理

**趋势一：精品 IP 将成为我国动漫产业链中的核心资源。**近年来，在优质 IP 作品的带领下，由动画片、电影至玩具衍生品的全产业链发展势不可挡。2005 年《喜羊羊与灰太狼》的火热映播令该漫画成为优质 IP 的典范，迄今已播放 500 余集，年度收视率最高曾达到 17.3%，成为我国动画片收视之首。该 IP 自 2009 年至今所改编的 7 部系列电影均获得市场热烈响应，2012 年票房曾达到 1.67 亿元。其衍生产品的种类覆盖范围广泛，2008 年仅主题图书销售额便达到 2000 万元。《喜羊羊与灰太狼》巨大的品牌效应引领了国产精品 IP 的

创作热潮,《熊出没》、《大圣归来》等优质 IP 的二次创作均取得不俗成绩。可见精品 IP 所形成的品牌效应将覆盖全产业链,推动行业持续发展。

表 12: 优质/经典动漫 IP 具备极佳的品牌效应,二次创作表现亮眼

电影名称	上映时间	豆瓣评分	电影票房
《喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年》	2012	5.4	1.67 亿元
《十万个冷笑话》	2014	6.4	1.2 亿元
《熊出没之雪岭熊风》	2015	7.3	2.91 亿元
《西游记之大圣归来》	2015	8.4	9.56 亿元

资料来源:豆瓣、电影票房网,中信证券研究部整理

**趋势二:互联网助力新媒体平台强化渠道端价值。**目前,传统的电视、报刊、图书等渠道已无法满足青年群体观看动漫的需求,动漫产业正不断探索互联网上传播渠道。随着 PC、手机及 PAD 等电子设备覆盖群体规模逐年扩大,独立动漫视频网站、在线漫画平台及众多 APP 应用成为竞争者争相开发的渠道。近年来独立动漫视频网站和在线漫画平台发展之势迅猛。Acfun 和 Bilibili 分别成立于 2007 年和 2009 年,目前的日访问量均达到数百万之多,尤其 Bilibili 在 Alexa 用户流量排名中已位居全球 333 名。此外,由有妖气动漫平台所原创的《十万个冷笑话》播放量上亿次,改编的电影作品票房达到 1.18 亿元。线上动漫平台的兴起将改变年轻受众的观漫方式,更丰富的内容提供和交互体验将增强观众粘性,巨大流量的导入也会强化新媒体渠道在产业链中的议价能力。

表 13: 部分热门新媒体动漫平台一览

网站名	Alexa 排名	日均 IP(万)	地址	简介
Acfun	942	357	www.acfun.tv	是中国大陆一家主要关于动画、游戏的弹幕式视频分享网站。AcFun 取意于 Anime Comic Fun。开设于 2007 年 6 月,最初为动画连载的网站,2008 年 3 月模仿日本视频分享网站 NICONICO 动画做出了类似的带字幕的弹幕式播放器
Bilibili	333	870	www.bilibili.com	Bilibili 是中国大陆动画、游戏相关的弹幕视频分享网站,也被称为哔哩哔哩、B 站,其前身为视频分享网站 Mikufans
有妖气	5544	48	www.u17.com	一家几乎没有营收的原创漫画平台公司,在坚持了三年后不得不考虑变现能力的问题。成立于 2009 年,原本定位做漫画的网站,如今已是原创类同人、耽美、少年、少女漫画的人气网站,官方宣称每月能更新 5000 章节的漫画
爱尚漫	3259	66	www.ishangman.com	中国原创漫画全媒体平台,中国数千优秀原创漫画作者加盟 i 尚漫,连载他们的最新原创漫画作品
动漫屋	3200	90	www.dm5.com	专注于今日漫画在线漫画阅读、将会为读者提供最新最全的今日漫画、《动漫屋》前身是你的我的在线漫画网
SF 动漫传媒网	9463	37.2	www.sfacg.com	国内领先的动漫新媒体

资料来源:Alexa,中信证券研究部整理

我们认为,中国动漫行业已进入快速发展阶段,未来有望培育出更多的国产原创精品 IP,新媒体平台的发展将凸显渠道端价值。动漫行业主要收入来源是衍生品市场,拥有优质 IP 资源的公司将掌握绝对议价权,具有长期投资价值。经过财务筛选,新三板动漫行业中致力于**优质 IP 制作开发的公司**建议关注**中南卡通**和**小白龙**;动漫新媒体平台类企业未来将随行业发展逐步在新三板市场涌现。

表 14: 新三板动漫行业公司一览

代码	名称	2014 收入 (百万元)	2014 收入 YoY (%)	2014 利润 (百万元)	2014 利润 YoY (%)	市值 (亿元)	月日均成交额 (百万元)	四级行业	主营领域
833745.OC	恐龙园	445.01	7.42	60.51	29.48	4.26	1.12	电影与娱乐	动漫制作、主题公园
833156.OC	中南卡通	139.56	49.85	16.15	-15.42	3.91	7.13	有线和卫星电视	动漫制作发行
831015.OC	小白龙	112.10	3.96	12.09	-7.69	2.34	0.63	休闲用品	动漫衍生品
833355.OC	崇德动漫	8.89	0.40	6.54	9.61	0.33	0.36	电影与娱乐	动漫衍生品
833377.OC	童石网络	88.55	34.20	6.40	-5.90	0.00	0.00	信息科技咨询与其它服务	动漫制作发行
833392.OC	民和影视	0.73	-4.56	1.88	-52.36	0.00	0.00	电影与娱乐	动漫制作发行
834333.OC	国是经纬	3.04	2466.61	1.58	-969.43	0.00	0.00	电影与娱乐	动漫制作
831252.OC	博润通	4.00	126.47	1.54	100.59	1.14	0.06	电影与娱乐	动漫制作发行

www.jztzw.net

832233.OC	阿法贝	4.75	-8.84	1.36	-67.91	0.00	0.00	电影与娱乐	动漫制作发行
833438.OC	鑫时空	2.62	60.82	1.29	-3258.19	0.00	0.00	电影与娱乐	动漫制作发行
832900.OC	紫荆股份	11.06	265.91	0.69	150.53	0.00	0.00	电影与娱乐	动漫制作发行
831398.OC	东联教育	3.92	-5.44	0.68	-127.92	11.51	0.00	电影与娱乐	动漫制作发行
430230.OC	银都传媒	31.24	35.45	0.32	-95.88	2.52	0.00	电影与娱乐	动漫制作发行
830801.OC	盈富通	5.16	-34.02	0.09	-86.74	0.00	0.00	电影与娱乐	动漫制作发行
430304.OC	每日视界	16.92	-9.89	0.05	-106.65	1.89	0.00	电影与娱乐	动漫制作发行
832030.OC	皆悦传媒	4.54	-33.80	-1.11	-198.40	0.00	0.00	电影与娱乐	动漫制作发行、衍生品生产
831721.OC	盛天彩	5.29	300.45	-2.01	295.37	0.00	0.00	广告	动漫制作发行
834161.OC	万象娱通	8.89	115.52	-4.20	1.97	0.00	0.00	综合类行业	动漫版权分销

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理 注: (1) 截止日期为 2015 年 11 月 27 日; (2) 收入、利润和成长性等财务数据使用 2014 年数据; (3) 日均成交额使用过去一个月的交易金额数据; (4) 使用净利润大小进行排序

## 社交网络走向成熟, 社交产品精细化、垂直化成为发展趋势

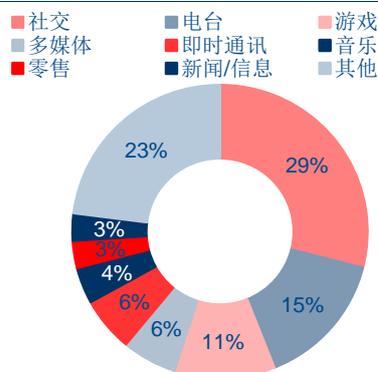
全球社交浪潮到来, 造就全新生活方式。以 Facebook 为代表的社交网络在最近十年改写互联网的发展历史, 全球迎来了社交化浪潮, 一改以往门户网站和搜索引擎当道的格局。社交网络对人们产生了无处不在的影响, 它超越了时空限制, 线上化社交实现了人间更快捷、广泛的沟通。社交网络通过提供低成本的人际交往、信息资源共享、娱乐、新闻工作、游戏等多样化服务, 将人们变为数字移民, 在全新的社会空间里, 以全新的生活和交往方式自由沟通。

图 45: 2014 年 6 月美国 top25 移动 app 的独立用户数排行



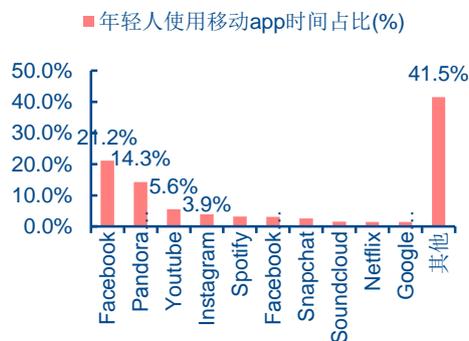
资料来源: comScore, 中信证券研究部整理

图 46: 社交和娱乐类应用占据 APP 使用总时间的 2/3



资料来源: comScore, 中信证券研究部整理

图 47: 年轻人使用的移动应用时间占比达到 58.5%



资料来源: comScore, 中信证券研究部整理

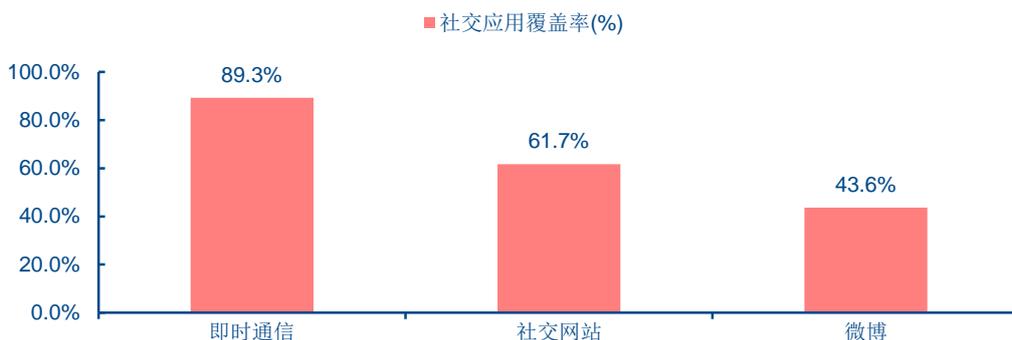
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

www.jztzw.net  
中国价值

我国网络基础设施完备，社交应用覆盖率高，已经成为日常工具。硬件上，互联网基础环境全面优化。据 CNNIC 发布的数据显示，我国固定宽带接入端口数达 4.07 亿个，覆盖到全国所有城市、乡镇和 93.5% 的行政村。网络基础资源更加丰富，网站总数 357 万，同比增长 86.9%，已初步建成快速便捷的网络环境。同时，移动互联网也得到快速发展，手机网民规模达 5.94 亿，移动宽带（3G/4G）用户达到 6.74 亿。软件上，社交应用已经达到高覆盖率。根据 CNNIC 的《2014 年中国社交类应用用户行为研究报告》显示，即时通信、社交网站和微博三大社交应用网民覆盖率已经达到 89.3%、61.7%、43.6%。腾讯、新浪、阿里巴巴等互联网巨头纷纷推出自己的社交应用，如微信、微博、旺旺等抢占社交市场，主流社交网络格局已经形成。

图 48：即时通信、社交网站和微博的网民覆盖率(%)



资料来源：CNNIC《2014 年中国社交类应用用户行为研究报告》，中信证券研究部整理

社交应用用户结构丰富多样，是娱乐商业变现的良好平台。根据 CNNIC 的调查报告显示，三大类主流社交产品中，微博的用户呈现年轻化、高收入、高学历的趋势；而社交网络用户的学历和收入相对较低；即时通信的用户年龄相对较大、收入相对较高。社交应用不分年龄，整体上覆盖了从 10 岁以下到 50 岁的用户；不分阶层，覆盖了无收入到收入 8000 元以上的用户；不分学历，覆盖了从小学生到博士生。这些背景多元的用户群普遍拥有较高的渗透率和使用频率，同时又多与社交娱乐消费用户群体有重合，因此如转发视频、听音乐、玩游戏、在线购物等社交“玩法”成为了娱乐消费变现的渠道。

电商、游戏、增值服务和广告是主流变现模式。目前整个社交领域的主要变现模式有三种：1) 服务价值变现，即通过虚拟道具、增值服务等方式变现。该途径依赖用户黏性，黏性越高使用频率越高。例如，陌陌的增值服务会员订阅收入从 2013 年 3 季度的 75.9 万美元，增长至 2014 年 3 季度的 910.9 万美元，同比增长 1100.1%，占当季收入 73.9%；2) 渠道价值变现，即通过用户引流量到电商、游戏等方式变现。该模式依赖用户数量，数量越多覆盖面越大。腾讯 2014 年网络游戏收入达到 119.64 亿元，同比增长 41%，主要是受益于微信和手机 QQ 用户数量的增加；3) 媒体价值变现，即通过广告、社会化营销等方式变现。该途径依赖用户活跃度，活跃度越高投放越精准，营销价值越大。Facebook 的移动月活跃用户数从 2013 年的 1.89 亿增长到 2014 年的 3.41 亿，其移动广告收入占总营收的比重由原来的 30% 增长到 59%。以上三种商业模式是当下最普遍的变现模式，“大而全”的微信实现了多种变现模式全覆盖。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图 49：我国三大类社交应用所涉及的变现模式

	社交网站	微博	微信
核心业务	<ul style="list-style-type: none"> <li>付费打游戏, 20.2%</li> <li>点击站内广告, 19.8%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在点击站内广告, 15.6%</li> <li>付费打游戏, 10.0%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>付费游戏, 12.9%</li> </ul>
非核心业务	<ul style="list-style-type: none"> <li>站内买商铺, 21.0%</li> <li>参与网站活动, 13.0%</li> <li>其他付费业务, 11.5%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>探索周边信息, 22.4%</li> <li>参与网站活动, 13.1%</li> <li>站内买商品, 12.0%</li> <li>付费开拓会员, 9.0%</li> <li>使用微博支付, 6.8%</li> <li>其他付费业务, 7.0%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>订阅公众号, 22.3%</li> <li>扫一扫购买商品, 21.7%</li> <li>使用微信支付, 19.0%</li> <li>付费购买聊天表情, 10.5%</li> </ul>

资料来源：CNNIC《2014 年中国社交类应用用户行为研究报告》，中信证券研究部整理

“大而全”的社交产品正面临信息噪声和缺乏个性化问题。大而全的社交产品虽然能满足大众社交需求，然而社交产品的热度更迭迅速，终将导致用户疲劳，其根本原因是大而全的社交产品容易导致信息过剩和个性化缺失。互联网社交碎片化、个性化的特征使得社交产品的长尾效应未被充分挖掘，社交需求将会逐步差异化。

人群定位精细化、应用场景垂直化的“小而美”社交网络成为发展方向。人群精细化和场景垂直化的优势在于参与者有明确目的性，因而信息沟通变得更加高效，用户黏性更高。例如，人群定位为求职者和招聘企业、场景聚焦于职场的美国职业社交网站 LinkedIn，通过两方用户所提供的海量精准的数据造就了丰富的商业模式。LinkedIn 在 2B 端着力于企业广告和人才招聘解决方案，在 2C 端则依靠用户账户管理与套餐升级保持稳定的盈利业绩。目前中国的垂直社区也在蓬勃发展，如人群定位为投资者、场景聚焦于金融产品交易的雪球社区，2011 年至今注册用户已超过 150 万，生产超过 10 万条信息，超过 70 万个投资组合，已经通过为券商导入新开户流量以及交易返佣获取收益。目前，越来越多的社交产品立足于细分需求如婚恋、娱乐、职场等，未来类似的“小而美”社区将迎来发展良机。

图 50：人群定位精细化、应用场景垂直化是差异化关键



资料来源：中信证券研究部整理

社交化 O2O 进行流量变现是未来趋势。社交产品通过打造“需求—产品—交易—服务—分享”的闭环，可以直接切入交易领域，其效率和价值远超广告等导流方式。社交产品在 O2O 方面的重要优势是积累了丰富的用户数据和 LBS 功能（位置信息），已经成为商家接触消费者的重要渠道。消费者习惯的改变使得 80、90 后远离海报、纸媒等传统文宣，而社交产品集中了大量年轻的消费者，是商家接触年轻消费者的重要途径。例如，社交应用 Line

www.jztzw.net  
中国价值投资网

将生活服务 O2O 引入社交关系中，通过“贴图-游戏-支付-生活服务”完善了商业体系，消费者更倾向于使用由 Line 所发布的电子优惠券，通过移动支付完成生活场景中的消费行为。由此可见，只要打通社交和商家的直接联系，O2O 将成为垂直社交领域主流流量变现模式。

我们认为，随着我国社交网络日益成熟，大而全社交平台的信息噪声和个性化缺失等弊端逐渐显现，社交需求逐渐向细分市场和应用场景垂直化发展。垂直化社交产品绑定 O2O 流量变现将成为发展趋势。经过财务筛选，新三板社交网络领域中用户定位精细化、应用场景垂直化的“小而美”社区建议关注盛成网络和一览网络。

表 15：新三板社交领域公司一览

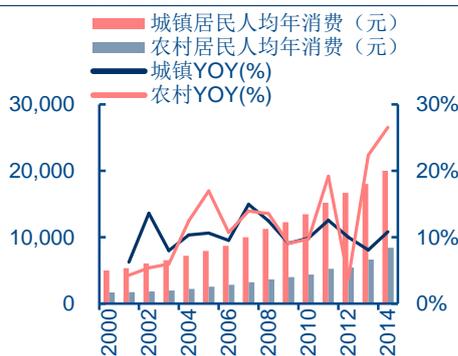
代码	名称	2014 收入 (百万元)	2014 收入 YoY (%)	2014 利润 (百万元)	2014 利润 YoY (%)	市值 (亿元)	月日均成交额 (百万元)	四级行业	主营领域
833680.OC	一览网络	68.22	-7.17	19.01	-19.09	0.00	0.00	互联网软件与服务	职业社区、线上招聘
834093.OC	盛成网络	102.96	81.74	10.86	22.48	0.00	0.00	广告	母婴社区
833399.OC	香哈网	2.55	225.67	0.07	26.57	0.00	0.00	互联网软件与服务	美食社区
834214.OC	百合网	298.70	33.71	-37.04	-12.02	0.00	0.00	互联网软件与服务	婚恋社区
833359.OC	天涯社区	104.10	-2.87	-44.66	-41.26	11.88	0.03	互联网软件与服务	平台型社区

资料来源：Wind，中信证券研究部整理 注：(1) 截止日期为 2015 年 11 月 27 日；(2) 收入、利润和成长性财务数据使用 2014 年数据；(3) 日均成交额使用过去一个月的交易金额数据；(4) 使用净利润大小进行排序

## 体育消费大幕开启，全民健身需求旺盛，竞技体育方兴未艾

我国体育产业正处于快速发展期，未来产业增长空间巨大。伴随我国居民消费水平的不断提升，消费升级推动健康娱乐等高质量现代服务需求崛起，过去 7 年我国体育产业增长迅速。国家体育总局数据显示，2006 年我国体育产业增加值仅为 983 亿元，2013 年已增至 3563 亿元，期间复合年均增速达到 20.2%。然而对比发达国家，我国体育产业尚处于发展阶段，增长空间巨大。从体育产业占 GDP 的比重来看，韩法美日德等体育产业发达国家的占比均不低于 2%，而中国当下仅为 0.6%，存在明显差距。我国 2014 年 GDP 实现 63.65 万亿元，以 GDP 2% 的占有率测算，中国体育产业拥有 9000 亿元的潜在市场。从人均体育消费来看，主要发达国家整体高于 5000 元，而中国人均体育消费仅为 645 元，存在约 17 倍的提升空间。随着国民健身意识增强、消费水平提高和国家政策大力的支持，我国体育产业未来有望迅猛发展。

图 51：我国居民消费水平呈不断上升趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 52：中国体育产业经历快速发展，CAGR20%



资料来源：国家体育总局，中信证券研究部整理

图 53: 与体育产业强国相比, 中国体育产业占 GDP 比重较小, 提升空间巨大



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 54: 中国人均体育消费较低, 落后于体育产业发达国家的整体水平



资料来源: Wind、国家体育总局, 中信证券研究部整理

**国家政策支持体育产业持续快速发展。**2014 年 10 月 20 日, 国务院印发了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》, 对我国体育产业发展提出了整体规划, 要求到 2025 年建立布局合理、完善、齐全的体育产业体系, 促进消费与经济结构转型, 届时产业总规模将超过 5 万亿元。根据中国行业咨询网数据, 2014 年体育产业产值为 4000 亿元, 如果到 2025 年实现 5 万亿元产业规模, 未来 10 年体育产业的年均复合增长率将达到 25.81%, 整个体育行业有望持续快速发展。

《意见》同时指出要进一步丰富市场供给, 允许和鼓励社会资本参与场馆建设、赛事经营和发展休闲健身项目。这将加速推进产业链生态的建立, 增强体育产业的活力。此外, 《意见》还将全民健身上升为国家战略, 令体育消费的主体从竞技体育扩充到全民参与。随着人均可支配收入的提升、健身健康观念的进一步普及, 集观赏娱乐和参与双重属性的体育需求将快速提升。

表 16: 我国近年来体育产业相关政策

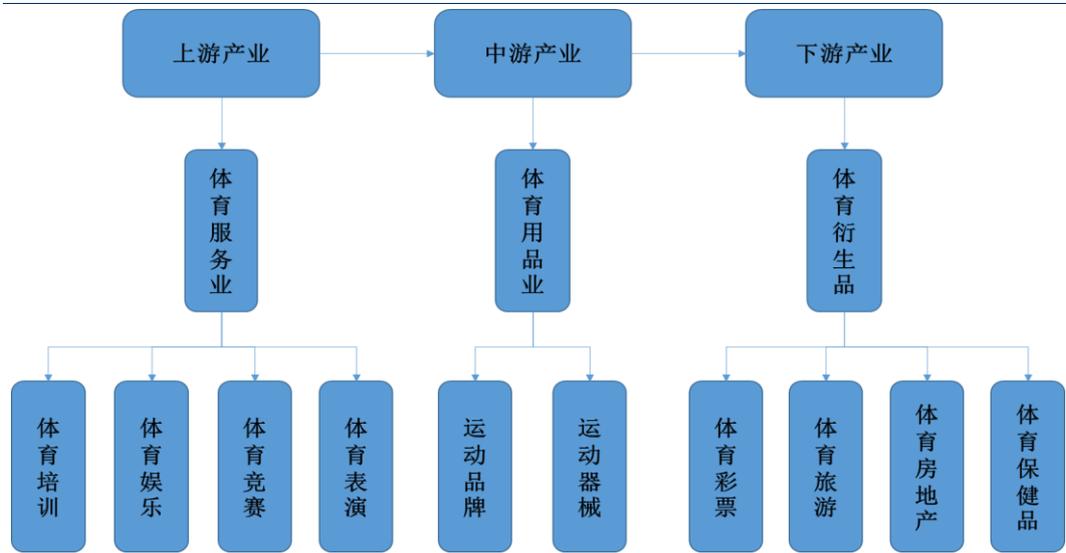
发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
1995.06	体育总局	《1995-2010 体育产业发展纲要》	中国体育产业要用十五年时间逐步建成适合社会主义市场经济体制, 符合现代体育运动规律、门类齐全、结构合理、规范发展的现代体育产业体系。
2010.03	国务院	《关于加快发展体育产业的指导意见》	到 2020 年, 培育一批具有国际竞争力的体育骨干企业和企业集团, 形成一批由中国特色和国际影响力的体育产品品牌。这是首次从产业角度确认体育产业发展规划, 为体育产业发展定下发展基调。
2011.02	国务院	《全民健身计划(2011-2015 年)》	到 2015 年, 城乡居民体育健身意识进一步增强, 参加体育锻炼的人数显著增加, 身体素质明显提高, 形成覆盖城乡比较健全的全民健身公共服务体系。
2011.05	体育总局	《体育产业“十二五”规划》	保持体育产业快速发展, 增加值以平均每年 15% 以上的速度增长, 到“十二五”末期, 体育产业增加值超过 4000 亿, 占国内生产总值的比重超过 0.7%, 从业人员超过 400 万, 体育产业成为国民经济的重要增长点之一。
2014.10	国务院	《国务院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, 体育产业总规模超过 5 万亿元, 成为推动经济社会持续发展的重要力量。同时要基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系, 体育用品和服务更加丰富, 市场机制不断完善, 消费需求愈加旺盛, 对其他产业带动作用明显提升。

资料来源: 政府网站, 中信证券研究部整理

**我国体育产业结构相对落后, 产业升级将至。**体育产业主要涵盖三个部分, 分别是上游的体育服务, 包括培训、经纪、赛事运营等; 中游的体育用品, 涉及运动所需的相关器械、装备和消耗品等; 下游的体育衍生品, 包括体彩、保健品等。根据前瞻产业研究院的数据, 我国体育产业的重心集中在中游的体育用品业, 产值占全行业的 58.54%。附加值更高的上游体育服务业在我国产值仅占全行业的 19.46%, 而发达国家的体育服务业占比则维持在近 60%, 这说明我国体育产业结构存在极大的提升空间, 产业链重心向盈利能力更强的上游体育服务领域升级将成为趋势。预计未来我国体育服务业将逐步形成以竞技体育为核心的产业

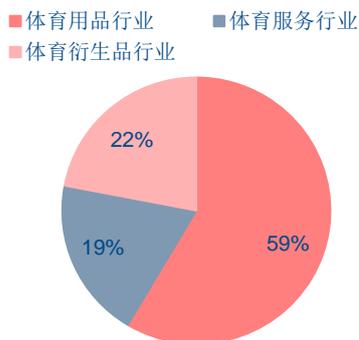
生态圈，而全民健身需求的逐步释放有望推动体育用品市场发展。竞技体育产业和全民健身需求双轨并行，成为推动体育产业升级的催化剂。

图 55：我国体育产业链结构



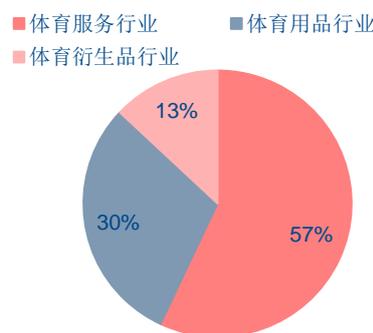
资料来源：中信证券研究部整理

图 56：我国体育产业各结构占比



资料来源：前瞻产业研究院等，中信证券研究部整理

图 57：美国体育服务业占比 57%，远高于我国

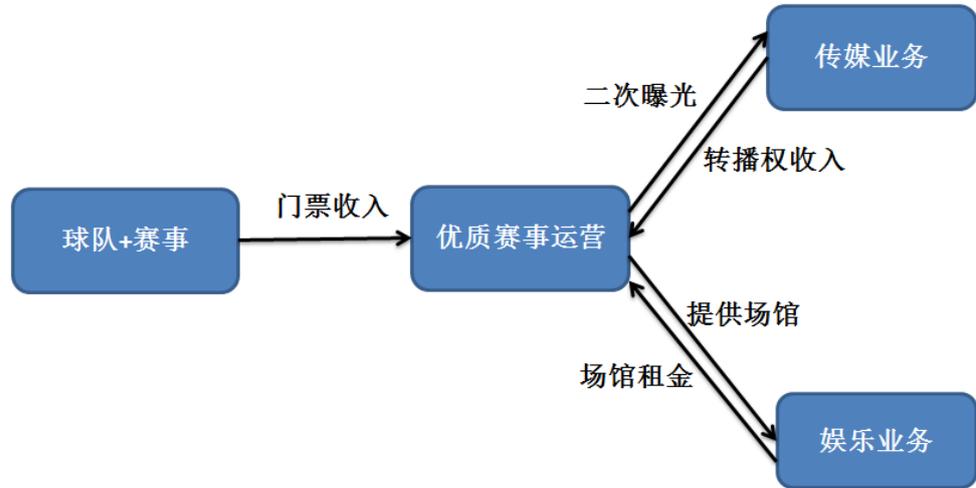


资料来源：Plunkett Research，中信证券研究部整理

**趋势一：赛事运营、媒体传播和场馆经营打造产业链上游生态圈。**竞技体育生态圈由赛事运营、媒体传播和场馆经营三方面构成。**赛事运营提供优质内容，是竞技体育生态圈的核心。**赛事运营商依靠与场馆运营商和联赛俱乐部的合作，经营赛事打造优质内容，通过转播权的转让、赞助收入、以及门票收入变现。优质赛事将会强化运营商的内容变现能力，是产业链上游的稀缺资源。**媒体传播将赛事价值最大化。**媒体传播平台是优质内容的主要变现渠道。通过向各电视媒体平台和新媒体平台分销，以广告、付费观看、新媒体平台会员等方式变现。赛事的二次曝光也更加有利于赛事推广，令优质内容的价值最大化。**场馆经营为赛事提供场地支持。**运营收入除了来自于体育项目的租金，还可通过多元化经营增加收入。

www.jztzw.net  
中国价值投

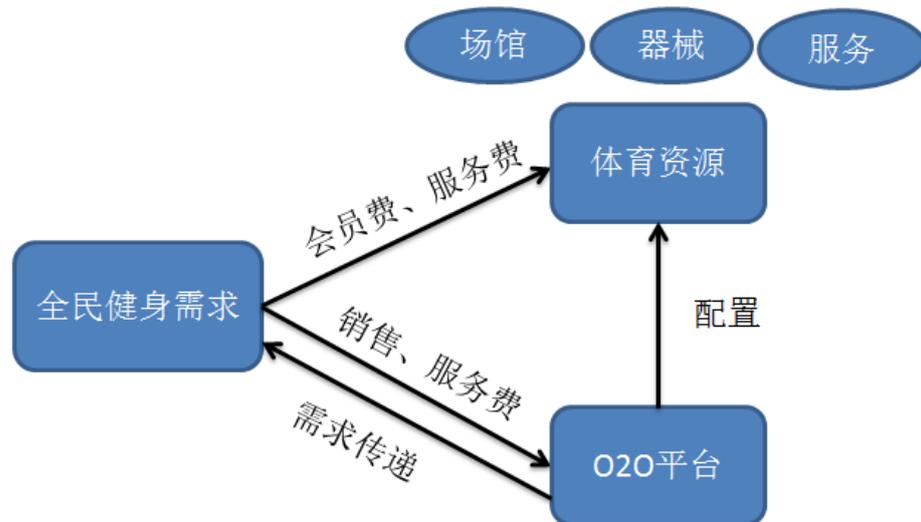
图 58：竞技体育商业模式



资料来源：中信证券研究部整理

**趋势二：全民健身需求释放助推体育资源及运动 O2O 平台发展。**随着大众对健康生活要求的不断提升，全民健身意识日益增长，运动文化的兴起使人们对体育资源的需求日趋旺盛，健身场馆、器材、教练、比赛视频等资源的供给不断丰富。由于人们对健身不断提出新的要求，传统的健身模式开始寻求互联网线上渠道的加入，O2O 运动健身模式应运而生，实现了线下体育资源的高效率配置。O2O 模式使人们在健身房的查询、预约、付款以及个人运动信息的记录等方面更加透明、便捷，并打破了场地的限制，让人们可以更加自由地选择运动方式及地点，在此基础上，线上 O2O 的社交功能还实现了运动健身的娱乐性。在盈利方面，O2O 平台可通过与厂商合作生产销售智能硬件设备，提供会员的定制化服务以及分析用户健康状况收取增值服务费等方式来获取收益。未来运动健身线上平台的消费群体将会不断扩大，市场会更加广阔。

图 59：全民健身需求带动体育用品和运动 O2O 平台的发展



资料来源：中信证券研究部整理

我们认为，我国体育产业增长空间巨大，产业结构的优化升级和全民健身的旺盛需求将成为行业增长的驱动因素。作为赛事运营的稀缺资源，优质的赛事和球队在上游竞技体育生态中起决定性作用。全民健身热潮将带动体育用品需求量激增，运动 O2O 有望凭借对运动

资源的高效配置获取进一步发展空间。经过梳理，新三板体育行业中上游产业结构升级驱动的优质内容供应商建议关注恒大淘宝；中游全民健身需求驱动的优质体育用品供应商建议关注凯路仕。

表 17：新三板体育行业公司一览

代码	名称	2014 收入 (百万元)	2014 收入 YOY(%)	2014 利润 (百万元)	2014 利润 YOY(%)	市值 (亿元)	月日均成交额 (百万元)	四级行业	主营领域
430759.OC	凯路仕	365.32	69.61	43.50	127.62	19.67	1.37	休闲用品	体育用品
832604.OC	中源欧佳	278.58	-5.98	17.83	0.62	2.86	11.42	休闲用品	体育用品
834274.OC	和嘉天健	34.84	4.89	0.51	-33.31	0.00	0.00	休闲用品	体育用品
831326.OC	三利达	37.71	3.08	0.47	-94.24	0.00	0.00	休闲用品	体育用品
830877.OC	康莱宝	50.11	-4.51	-2.65	-280.70	1.69	0.21	休闲用品	体育用品
834066.OC	大统体育	39.66	24.73	-3.07	-148.66	0.00	0.00	休闲用品	体育赛事承办及门票销售
834338.OC	恒大淘宝	342.95	-16.98	-482.64	4.35	0.00	0.00	休闲设施	体育赛事承办及门票销售

资料来源：Wind，中信证券研究部整理 注：（1）截止日期为 2015 年 11 月 27 日；（2）收入、利润和成长性财务数据使用 2014 年数据；（3）日均成交额使用过去一个月的交易金额数据；（4）使用净利润大小进行排序

### 大众旅游时代来临，在线旅游发展迅猛，资源跨界带来高附加值

三游市场总体向好，旅游行业开启快速发展时代。受益于消费升级、交通及信息服务的改善，2014 年“三游”市场持续增长。国内游人数达到 36.11 亿人次，创历史新高。增速维持在 10%，实现平稳增长；入境游正逐步走出低谷，接待人数的降幅正不断收窄；出境旅游正经历快速发展，2013 年出境游人数超过 2000 万，增速达到 30.4%。中国旅游研究院发布的数据显示，2015 年预计全年旅游总收入将达 3.9 万亿元。其中国内游人数有望实现 40 亿人次，收入达 3.6 万亿元；出境旅游预计将达 1.35 亿人次，维持高速发展。此外，收入水平的不断提高也带动了农村居民在旅游消费支出的增长。过去 6 年农村居民人均旅行消费增速都显著高于城镇居民，这也说明了旅游需求正逐渐向刚性化发展。

图 60：2014 年国内旅游人数创历史新高，增速稳健



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 61：入境旅游正走出低谷，游客接待人次降幅不断收窄



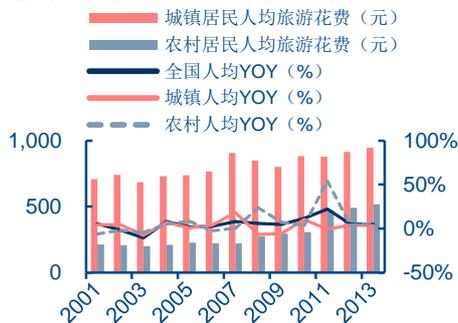
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 62: 出境旅游保持强势增长态势, 近三年平均增速超过 30%



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

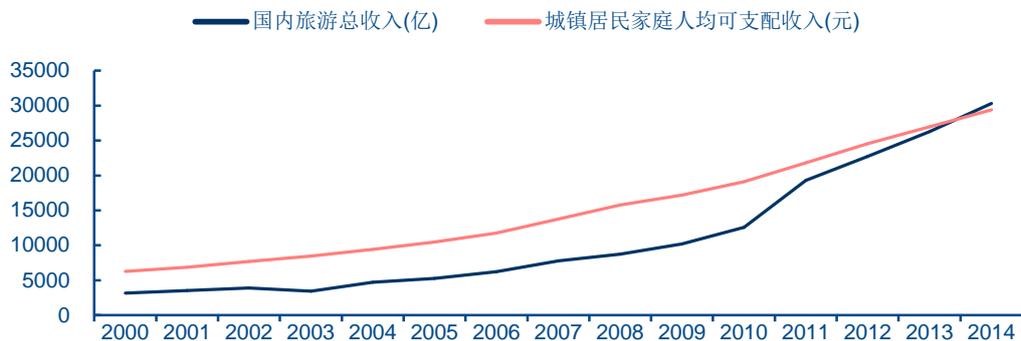
图 63: 农村居民人均旅游消费增速过去 5 年远超城镇居民, 差距逐渐缩小



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

可支配收入增加以及城镇化推进, 成为国内游消费动力。旅游作为可选消费, 其需求不但和人均可支配收入相关, 还与人群结构和消费偏好有关。近年来, 中国经济高速增长, 人均可支配收入持续性增加, 居民财富累积, 城市化进程加快。目前我国城镇常住人口 7.5 亿, 国家卫计委预计 2030 年我国城镇化率将达 70%, 有望新增 2.3 亿城镇人口。城镇居民相比农村居民, 拥有更高的收入、更高阶的消费偏好和更强烈的旅游意愿。城镇居民收入与国内旅游收入呈现高度正相关。

图 64: 国内旅游收入增长与城镇居民可支配收入增长高度相关



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

签证放宽与成本下降推动出境游持续升温。随着出境人数的增加及国外对中国游客强购买力的认可, 各国对华的签证政策正逐步放宽。截至 2015 年 1 月 20 日, 对我国大陆实施免签、落地签国家 (地区) 已增至 52 个。此外, 欧洲与日本的量化宽松政策令持续升值的人民币购买力进一步增强, 降低出境游成本。2014 年中国内地公民出境旅游达到 1.1 亿人次, 增幅达到 18.7%。联合国世界旅游组织预测, 到 2020 年中国年出境游客总数将超过 2 亿人次, 中国出境游市场将持续火爆。

表 18: 部分热门出境游目的地签证政策

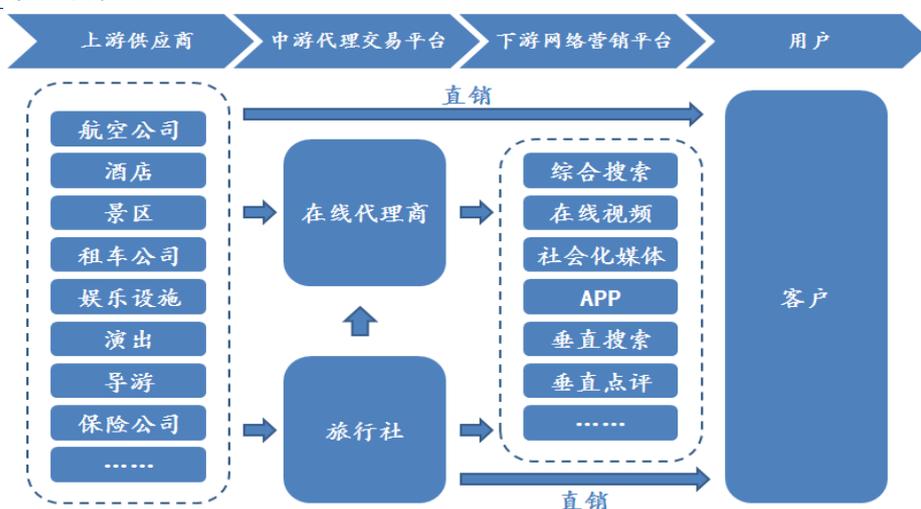
地点	签证要求	2014 出境游人数 (百万)	占比 (%)	距北京飞行时间 (小时)
中国香港	双方签注	47.2	40.3	3
澳门	双方签注	21.3	18.2	3
韩国	济州岛 30 天免签或 5 年多次入境签证	6.1	5.2	1.5
泰国	15 天落地签	4.5	3.8	4.5
中国台湾	两证一签注	4	3.4	3
日本	邮轮免签或签证	2.4	2.1	3
美国	10 年多次入境签证	2.2	1.9	14

新加坡	10 年多次入境签证	1.8	1.5	6
法国	2 个工作日内受理完申请	1.7	1.5	11
马来西亚	落地签或过境签	1.6	1.4	6
德国	3 个工作日内受理完申请	1.2	1	10
澳大利亚	10 年多次入境签证	0.8	0.7	10

资料来源：上海边检、携程网，中信证券研究部整理

移动互联网的介入也极大的优化了旅游产业链。根据艾瑞咨询的数据，2014 年中国在线旅游交易额达 3078 亿元、同比增长 38.9%，渗透率为 9.2%，预计未来交易额将持续增长，在线渗透率将持续提升。我国旅游产业链的上游主要涵盖了航空公司、酒店、景区、导游等目的地资源，中游主要包括在线代理商和线下旅行社在内的旅游中介领域，而下游涵盖的是网媒营销平台等服务类企业。中游代理交易平台是衔接用户和目的地资源的中介，作为产品的分销商，又是产业链的资源整合者。下游网络营销平台掌握了大量的游客信息，通过游客垂直搜索等方式直接面向客户。旅游行业在基本面持续走强的大背景下，上游资源、中游线上渠道和下游服务类企业都拥有较大的增长空间。

图 65：在线旅游产业链结构



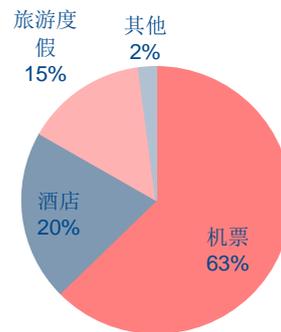
资料来源：中信证券研究部整理

图 66：在线旅游交易额和在线渗透率持续增长



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

图 67：2014 年在线旅游交易市场结构



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

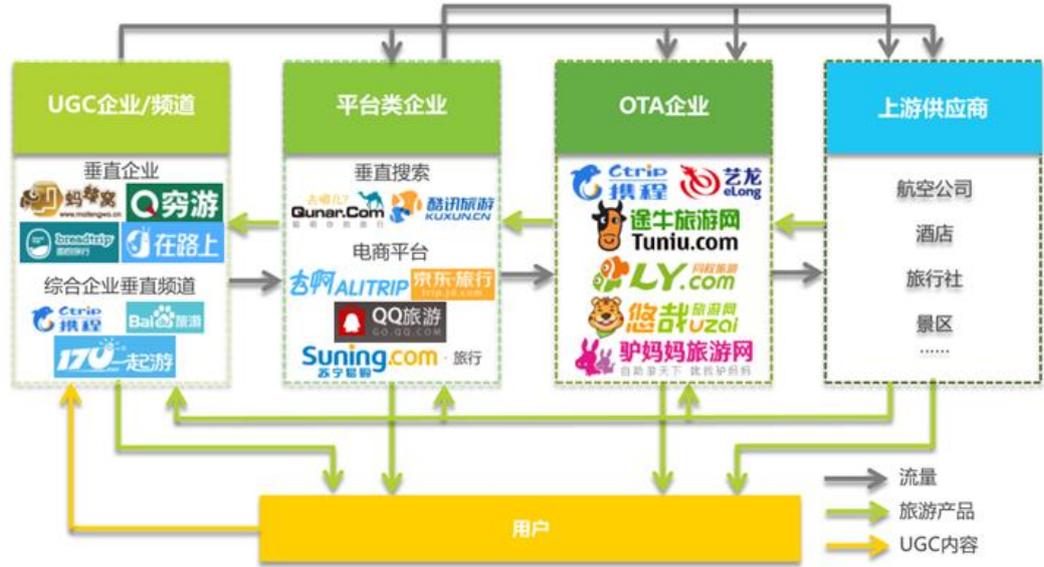
**OTA、垂直搜索和 UGC 构建在线旅游商业模式。**OTA（Online Travel Agent）即在线旅游产品代理商，通过在其互联网平台代理预定和销售上游供应商的旅游产品，依靠上游商家的佣金和广告收入变现。OTA 将原来传统的旅行社销售模式放到互联网平台上，有效降低了信息传播成本，提升了交互体验；**垂直搜索**是通过集合上游商家和中游渠道商等产品信

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net  
中国价值投资网

息，为用户提供查询和比较服务，主要依靠为 OTA 或上游商家导流变现；**UGC**（User Generated Content）即用户生成内容，是指用户分享原创旅游攻略或产品点评的网络平台。此模式的兴起主要是受旅游消费的散客化和个性化趋势影响，变现渠道依靠涵盖广告收入和电商接入。三种模式中，OTA 的变现能力最强，占据着在线旅游市场的较大份额；而垂直搜索模式的用户数量增长较快；UGC 类网站实现了结构化数据的现实应用，开拓了定制旅游的需求，但其依赖于广告收费，往往会成为 OTA 企业进行产业链整合过程中的模式补充。根据以上产业链和商业模式分析，我们梳理出了旅游行业未来两大发展趋势。

图 68：OTA、垂直搜索和 UGC 模式打造在线旅游产业生态



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

**趋势一：综合性 OTA 平台优势持续扩大，三大商业模式融合度提升。**随着在线旅游的迅猛发展，线上平台带来的交易和流量占比将逐步提升，渠道端在产业链中的议价能力将得到进一步强化。综合性 OTA 凭借上游丰富的产品和一站式、定制化的服务，在获取流量的同时增强用户粘性。也将通过与大型电商、垂直搜索引擎或 UGC 类企业合作整合产业链中下游，逐步渗透进各细分领域完善旅行服务体验，未来有望占领更多的市场份额。

图 69：携程逐步发展成为“大而全”的 OTA



资料来源：中信证券研究部整理

图 70：去哪儿网布局移动端，下载量全国第一



资料来源：中信证券研究部整理

**趋势二：上游供应商跨界经营成为趋势，逐步打造“旅游+影视/主题公园/演艺/体育”等多元化泛娱乐生态。**跨界经营的实质是依靠跨界资源做商业内容和变现模式上的创新，利用新的内容和产品吸引流量带动消费，目前已形成了诸多创新模式。“旅游+影视”模式主要

www.jztzw.net  
中国价值投资网

依靠热门影视作品的传播效应带动拍摄地旅游产业人气,《泰囧》与《非诚勿扰》曾成功引领清迈与北海道的出境游热潮。“旅游+演艺/体育”等模式则是依靠景区资源和优质演艺赛事内容的相互协作,实现商业价值的最大化,世界杯与迪士尼都是该模式的成功代表。这种泛娱乐新生态的崛起将为传统的资源供应商提供新的盈利点。

我们认为,在我国旅游行业快速发展的背景下,传统线下代理商的市场空间将逐步被线上旅游平台所挤占。综合性 OTA 平台将进一步融合垂直搜索和 UGC 模式,强化对细分领域的渗透,未来有望获得更多的市场份额。而“旅游+影视/主题公园/演艺/体育”的泛娱乐生态有望帮助传统上游供应商实现跨界经营,推动新的业绩增长点。经过财务筛选,新三板旅游行业中**在线旅游打造综合 OTA 平台的企业建议关注景尚旅业;打造泛娱乐生态的旅游资源供应商建议关注恐龙园、文旅科技和恐龙谷。**

表 19: 新三板旅游行业公司一览

代码	名称	2014 收入 (百万元)	2014 收入 YOY (%)	2014 利润 (百万元)	2014 利润 YOY (%)	市值 (亿元)	月日均成交额 (百万元)	四级行业	主营领域
833745.OC	恐龙园	445.01	7.42	60.51	29.48	4.26	1.12	电影与娱乐	动漫制作、主题公园
833775.OC	文旅科技	240.57	34.61	59.15	72.86	0.00	0.00	休闲设施	游乐园、专业咨询服务
832421.OC	恐龙谷	42.48	-3.69	10.01	70.52	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	旅游景点
830944.OC	景尚旅业	208.20	46.00	9.35	240.69	7.14	0.10	酒店、度假村与豪华游轮	旅行社、旅游景点、专业咨询服务
833216.OC	海涛股份	849.45	474.69	4.56	-44.65	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	旅游景点
833935.OC	明游天下	74.09	179.40	2.73	276.63	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	旅行社
834184.OC	秦皇旅游	12.56	177.53	2.08	606.20	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	旅游景点
833036.OC	山屿海	21.55		1.95	192.67	4.02	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	度假村
833809.OC	白山国旅	52.14	26.45	1.88	162.73	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	旅行社
833194.OC	碧螺塔	14.06	49.00	1.85	73.45	0.00	0.00	休闲设施	其他休闲用品
832461.OC	西域旅游	116.01	18.05	1.34	-256.59	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	公共服务、旅行社
833623.OC	胜高股份	36.17	98.39	1.16	-16.51	4.70	1.83	酒店、度假村与豪华游轮	酒店
833741.OC	山水股份	144.30	-3.86	0.81	324.18	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	旅行社
830812.OC	约伴旅游	38.16	91.20	-0.36	-694.91	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	广告代理、旅行社
831017.OC	星月股份	35.20	-14.40	-1.78	-234.17	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	酒店
833099.OC	乐旅股份	8.58	-37.01	-2.75	-645.59	0.00	0.00	酒店、度假村与豪华游轮	旅行社

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理 注: (1) 截止日期为 2015 年 11 月 27 日; (2) 收入、利润和成长性财务数据使用 2014 年数据; (3) 日均成交额使用过去一个月的交易金额数据; (4) 使用净利润大小进行排序

## 风险因素

宏观经济下行引发小微企业经营困难; 主板/创业板注册制推出不限流; 产业政策发生变化; 新娱乐形式替代效应。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net  
中国价值

## 四大领域、三大主线构建新三板娱乐消费精选股票池

**三大投资主线精选股票池。**经过对新三板娱乐消费四大子领域的分析，我们针对各个行业发展趋势和商业模式梳理出了三大选股主线，包括：

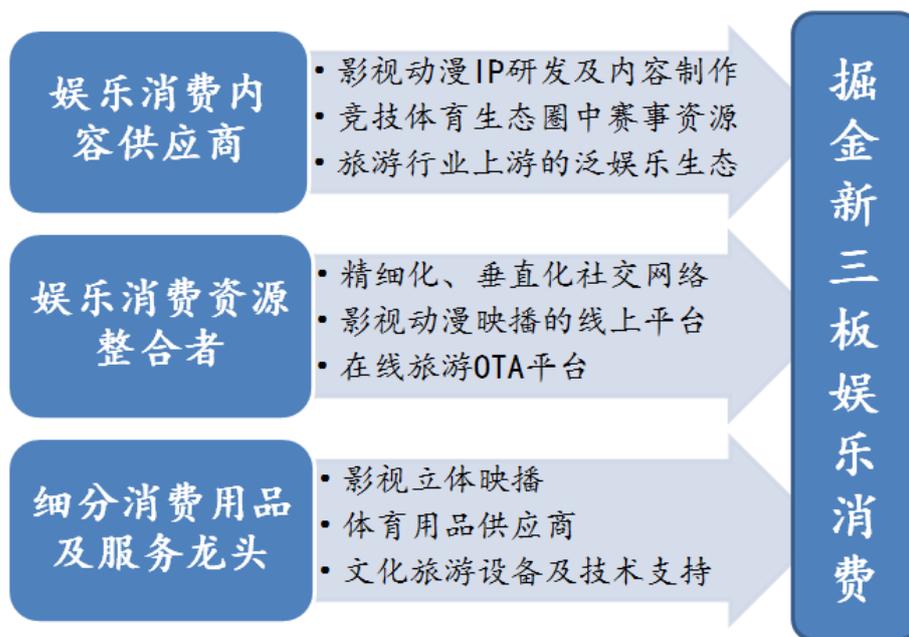
1) 在产业上游具有优质 IP 以及研发实力的娱乐消费内容供应商，建议关注基美影业、青雨传媒、金天地、中南卡通、小白龙、恒大淘宝、恐龙园、恐龙谷等。

2) 在产业中游拥有强大渠道或平台优势的（线上）资源整合者，建议关注基美影业、盛成网络、一览网络、景尚旅业等。

3) 提供娱乐消费用品及服务的优质企业，建议关注中视文化、凯路仕、文旅科技等。

基于这三大主线我们筛选出 14 只股票作为中信证券新三板娱乐消费精选股票池。

图 71：新三板娱乐消费四大子领域的三大选股方法



资料来源：中信证券研究部整理

表 20：新三板娱乐消费领域投资之精选股票池

	代码	名称	2014 收入 (百万元)	2014 收入 YoY (%)	2014 利润 (百万元)	2014 利润 YoY (%)	市值 (亿元)	月日均成交额 (百万元)	四级行业	主营
电影	430358.OC	基美影业	154.07	218.40	53.08	556.71	18.45	0.00	电影与娱乐	进口电影代理发行、电影制作
	430508.OC	中视文化	153.35	13.10	12.56	103.11	4.23	2.96	广告	立体影院映播
电视剧	832698.OC	青雨传媒	186.13	52.93	40.68	78.13	18.77	9.40	电影与娱乐	电视剧制作发行
	430366.OC	金天地	108.14	32.29	26.84	11.52	10.89	27.69	电影与娱乐	电视剧制作发行
动漫	833156.OC	中南卡通	139.56	49.85	16.15	-15.42	3.91	9.02	有线和卫星电视	动漫制作
	831015.OC	小白龙	112.10	3.96	12.09	-7.69	2.34	0.63	休闲用品	动漫制作、衍生品
社交	833680.OC	一览网络	68.22	-7.17	19.01	-19.09	0.00	0.00	互联网软件与服务	求职社区、线上招聘
	834093.OC	盛成网络	102.96	81.74	10.86	22.48	0.00	0.00	广告	母婴领域垂直社交
体育	430759.OC	凯路仕	365.32	69.61	43.50	127.62	19.67	1.37	休闲用品	体育用品
	834338.OC	恒大淘宝	342.95	-16.98	-482.64	4.35	0.00	0.00	休闲设施	竞技体育资源

www.jztzw.net

旅游	833745.OC	恐龙园	445.01	7.42	60.51	29.48	4.26	0.00	电影与娱乐	主题公园
	833775.OC	文旅科技	240.57	34.61	59.15	72.86	0.00	0.00	休闲设施	文化旅游
	832421.OC	恐龙谷	42.48	-3.69	10.01	70.52	0.00	0.00	酒店、度假村 与豪华游轮	景区、主题公园
	830944.OC	景尚旅业	208.20	46.00	9.35	240.69	7.14	0.10	酒店、度假村 与豪华游轮	OTA、旅行社

资料来源：Wind，中信证券研究部整理 注：（1）截止日期为 2015 年 11 月 27 日；（2）收入、利润和成长性等财务数据使用 2014 年数据；（3）日均成交额使用过去一个月的交易金额数据；（4）按梳理板块顺序使用净利润大小进行排序

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

www.jztzw.net

中国价值投资网 重点公司分析 最好用研究报告服务商

## 中视文化（430508）：主营业务转型加速，乘行业春风稳坐海南电影票房龙头

中视文化是一家起步于广告代理，逐步向影院经营转型的综合文化传媒公司。公司成立于 2003 年，现已形成广告代理、媒体运营、演艺经纪和影院经营四项业务并举的文化产业格局。2014 年公司主营收入实现 1.53 亿元，同比增加 13.10%，净利润实现 1256 万元，同比增长 103.11%。近年来公司的业务重心从广告代理逐渐向影院经营转移，影院经营业务将成为未来主要的业绩增长点。

我国广告行业发展减速，内生增长动力改变；电影产业风起云涌，供需两旺。尽管近年来我国广告行业市场规模持续增长，但自 2012 年开始增速开始放缓。其中纸媒、电视广播等传统广告市场出现下滑，互联网广告领域增长迅猛。而电影行业处于高速发展阶段，2020 年我国电影票房有望突破 800 亿元。供给上，电影产量趋向下降，优质影片供给提升，国产票房过亿的电影数量过去 5 年增长 360%；需求上，观影人次、影院和银幕数量增速都维持在 30% 左右。院线影院处于产业链下游放映环节，全行业呈现一超多强竞争格局，巨大的观影需求和政策支持持续推动产业发展。

二、三线城市布局开启增量空间，3D、IMAX 技术带动票房增长。我国影院之间的票房收入存在巨大差异，其中 20% 的影院取得了全国电影市场票房的 69%，二八效应明显。由于一线城市观影市场发展较早，单位银幕覆盖人数最低，影院票房竞争激烈。随着二、三线城市经济增长和居民文化消费需求的释放，其观影市场发展增速和空间均高于一线城市。此外，3D、IMAX 影片凭借更好的观影体验成为电影市场的新宠。随着 3D 和 IMAX 技术的在非一线城市影院逐步铺开，我国电影票房还将继续增长。

中视文化经营刻画：中视文化影院业务与媒体资源相辅相成，双轮驱动公司发展。（1）影院业务布局全省，拥有海南电影票房市场最大份额。公司依靠差异化策略树立中视影院品牌，通过三年经营取得岛内票房市场第一；（2）围绕优质自有媒体资源，打造区域广告传媒业务龙头。依靠优质的自有媒体资源成为海南本土最大的一站式媒体供应商，户外媒体资源具有稀缺性。

经营展望：省外影院市场持续拓展，自营媒体网络不断完善。（1）向大陆二、三线城市渗透，实现影院的规模经济效益。公司计划在海南岛内建成 7 座影城，巩固岛内票房收入最大份额后，以 IMAX 高端配置作为切入口，逐步向大陆二、三线城市高端影城空白市场渗透，5 年内建立中视电影院线；（2）通过搭建新媒体，完善自营传媒业务优势。公司将完善户外广告网络，推进西环高铁等项目。同时通过数字化杂志、移动 APP 与微信公众号搭建新媒体平台，增强流量与广告推送能力。

风险因素。监管政策风险；市场竞争加剧的风险；新媒体竞争的风险；影城选址的风险；战略转型期盈利能力下降的风险。

估值分析。我们选取了万达院线、省广股份和蓝色光标等作为估值参考。以 2015 年 11 月 27 日收盘价为参考，可比公司平均市值 532.9 亿元。公司股价 8.95 元和市值 5.8 亿元对应 2013/2014 年 PS 为 4.3/3.8X，2014PE 为 46X。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

## 青雨传媒（832698）：深耕精品电视剧产业，打造跨屏幕、多品类的综合性内容提供商

青雨传媒是一家专注于精品电视剧制作与发行的优质内容提供商。公司依靠强大的制作团队曾先后推出《不要和陌生人说话》、《潜伏》、《神断狄仁杰》等多部知名作品。经过近十年的发展，通过深耕精品剧的制作与发行树立起行业品牌，创作实力持续增强。公司近年来业绩快速增长，2014 全年实现营收 1.86 亿元、净利润 0.41 亿元；2015 年上半年实现营收 0.41 亿元，同比增长 214%；净利润实现 0.21 亿元，同比增长 439%。电视剧发行收入占公司主营收入的 97%。

我国电视剧市场平稳增长，精品剧和网络端播放是未来的发展方向。我国电视剧产业经过三十年的发展，现已进入成熟阶段，行业充分竞争，民营企业逐渐成为市场主流。过去 5 年，我国电视剧市场实现稳定增长，年均复合增速达 20.3%。电视剧发行数量在 2012 年达到高峰，之后回落趋稳，整体保持在年均 450 部、1.5 万集的水平。“一剧两星”以及“海外剧限外令”等政策推动电视剧行业向国产精品剧方向发展，传统电视台端发行的限制也为网络端发行带来机遇。

电视剧制作机构是产业链的核心主体，掌握优秀内容和渠道资源成为在激烈竞争中实现突围的关键因素。我国电视剧制作企业数量众多，自 2007 年以来一直呈逐年上升之势。然而市场集中度较低，2014 年前八大制片机构仅占全市场份额的 11.2%。内容和渠道成为了制片机构在激烈竞争中突围的关键。在内容上，围绕优质 IP 改编的精品剧正引领收视狂潮，凭借在收视率上的强大优势，版权售价水涨船高。而在渠道上，受传统电视端播放能力的限制和消费者观剧方式转变的影响，网络剧的快速发展将成为必然趋势，同时也为优质 IP 的二次创作打开空间。

**青雨传媒经营刻画：依靠优质稳定的创作团队专注于精品剧制作，引领市场热播热点。**

**（1）核心团队创作实力雄厚，合作稳定。**公司核心团队经验丰富，背靠业内顶级创作资源。管理层与核心创作骨干基本实现全员持股，合作关系长期稳定；**（2）专注精品电视剧制作，打造强情节剧市场领先品牌。**公司创作团队独立策划完成的 8 部精品剧在全国和地方卫视均取得较高收视率，斩获诸多奖项，单剧收入水平显著高于业内主要竞争对手。

**经营展望：坚持精品战略，利用“网络剧+大电影”模式打造 IP 生态圈。****（1）深耕精品剧制作。**公司正在打造《猎场》和《如果可以这样爱》两部重点剧目，凭借强大的明星阵容与原生 IP 的高人气引领观剧潮流；**（2）试水网络剧市场，培育原生 IP。**公司将依靠强大的创作团队，通过与新媒体平台合作制播两部网络剧，在培育原生 IP 的同时树立青雨的网剧品牌。**（3）借助原生 IP 资源，进军电影市场。**公司计划在网剧大热并形成大量粉丝群体的基础上推出同名电影，充分挖掘优质 IP 价值，丰富产品线。

**风险因素。**市场竞争加剧的风险；政策监管风险；影视剧适销性的风险；客户集中度较高的风险；知识产权纠纷的风险。

**估值分析。**我们选取了华策影视、新文化和华录百纳等作为估值参考。以 2015 年 11 月 27 日收盘价为参考，可比公司平均市值 256.1 亿元。公司股价 18.90 元和市值 19.7 亿元对应 2013/2014 年 PS 为 16.1/10.6X，2014PE 为 48X。

## 金天地（430366）：立足于精品剧制作发行，探索外延并购扩张之路

金天地以电视剧制作发行为核心，打造集制作、发行、投资以及衍生业务于一体的影视文化公司。公司坚持精品剧制作，依靠稳定的制作团队先后推出多部反响良好的电视剧。经过十余年的发展，已建立起相对完善的发行渠道。2014 年公司业绩稳健增长，实现营业收入 1.08 亿元，扣非后净利润 0.27 亿元。其中电视剧发行收入占主营收入的 93%。

我国电视剧市场平稳增长，精品剧和网络端播放是未来的发展方向。我国电视剧产业经过三十年的发展，现已进入成熟阶段，行业充分竞争，民营企业逐渐成为市场主流。过去 5 年，我国电视剧市场实现稳定增长，市场规模从 2010 年的 62 亿元增长至 2014 年的 130 亿元，年均复合增速达 20.3%。我国电视剧发行数量在 2012 年达到高峰，之后回落趋稳，整体保持在年均 450 部、1.5 万集的水平。“一剧两星”以及“海外剧限外令”等政策推动电视剧行业向国产精品剧方向发展，传统电视台端发行的限制也为网络端发行带来机遇。

电视剧制作机构是产业链的核心主体，掌握优秀内容和渠道资源成为在激烈竞争中实现突围的关键因素。我国电视剧制作企业数量众多，自 2007 年以来一直呈逐年上升之势。然而市场集中度较低，2013 年前十大制片机构仅占全市场份额的 17.85%。内容和渠道成为了制片机构在激烈竞争中突围的关键。在内容上，精品剧凭借在收视率上的强大优势，版权售价水涨船高，客观上反映了市场的旺盛需求。而在渠道上，受传统电视端播放能力的限制和消费者观剧方式转变的影响，网络端发行快速增长成为必然趋势。

金天地经营刻画：自主创作体系和稳定的核心技术团队助力公司稳健成长。（1）稳定的自主创作体系。公司依靠编剧团队自主创作剧本，并严控剧本质量，独立策划完成的 5 部电视剧在地方卫视台均取得了较高收视率；（2）稳定的核心技术团队。公司高管均曾就职于八一电影制片厂，拥有二十余年行业经验，核心团队自 2003 年公司设立以来未发生变化。

经营展望：“大电视、大电影、大网剧”分级发力，通过并购推进“影游一体化”战略。（1）“大电视、大电影、大网剧”分级发力。公司计划与湖南卫视、浙江卫视合作发行精品剧，同时还将加大在电影与网剧方面的投入力度；（2）计划通过并购推进“影游一体化”战略。预计公司将围绕优质 IP 资源，通过并购借助硕博科技的技术优势拓展游戏、动漫、网剧等业务，并依靠裕隆传媒的渠道优势强化发行能力，实现外延发展。

风险因素。收购失败的风险；制作成本上升风险；作品审查与投资收益不确定的风险；经营性现金流不足的风险；市场竞争加剧的风险。

估值分析。我们选取了华策影视、新文化和华录百纳等作为估值参考。以 2015 年 11 月 27 日收盘价为参考，可比公司平均市值 256.1 亿元。公司股价 5.35 元和市值 10.59 亿元对应 2013/2014 年 PE 为 44X/39X。若并购顺利完成，公司总股本增厚至 4.13 亿股，按照 2015 年并表后备考净利润 1.06 亿，对应 2015 年 PE 为 21X，总市值为 22.1 亿元。

## 凯路仕（430759）：“双品牌双渠道”战略带动凯路仕业绩腾飞

凯路仕是一家专注于设计、研发、制造、销售与品牌运营的全产业链一体化的运动休闲型自行车提供商。公司打造“CRONUS”和“TROPIX”两大系列品牌，致力于为中国及海外追求低碳健康生活的骑行者提供设计新颖、高品质的休闲运动型自行车产品，包含 200 余种型号和规格。2014 年公司收入 3.65 亿元，扣非后净利润 4240 万元。

我国体育产业正处于快速发展期，政策支持与需求释放推动产业增长。过去 7 年我国体育产业增加值从 983 亿元增长至 3563 亿元，期间复合年均增速达到 20.2%。然而对比其他体育产业发达国家，我国体育产业占 GDP 的比重依然偏低，人均体育消费仅为发达国家的 1/8。随着国家政策对体育消费的大力支持以及国民健身意识的增强，巨大的受众人群将推动我国体育产业的迅猛发展，2025 年产业规模有望达到 5 万亿元。

体育用品行业在产业链中规模最大，运动休闲型自行车市场空间广阔。当前我国体育产业结构中，体育用品行业增加值占比近 6 成，全民健身的需求将进一步带动运动器械的快速发展。自行车运动能够极大的改善心肺功能和耐力，现正逐渐成为受大众欢迎的主流健身休闲方式，市场需求也正从低端代步工具向高端休闲运动器械方向升级。过去三年运动休闲型自行车销量整体增长 3 倍，预计 2020 年需求量有望达到 1300 万辆，年均复合增长率将达 14.9%，市场空间巨大。

凯路仕经营刻画：自主研发优势与品牌效应雏形显现。（1）出色的自主研发能力。公司培养了一支精干的技术队伍并同时聘请国外研发团队，依托自主研发获得 5 项核心技术与 22 项专利；（2）中高端产品定位与品牌效应。公司两大核心品牌皆定位于中高端消费需求，产品毛利率是行业平均水平的 4 倍。伴随公司品牌推广与渠道扩张，凯路仕在产品定位上相比国内同行更集中于中高端，在规模上有望逐步缩小与业内双寡头间的差距，崛起成为运动休闲自行车领域第二梯队领头羊。

经营展望：供应链优化、线下门店扩张以及线上 O2O 平台有望助力公司业绩增长。（1）优化供应链，以零关税优势进入欧盟市场。公司凭借在柬埔寨取得的自行车工厂牌照，形成了国内设计、柬埔寨生产、欧盟体系内装配的生产流程；（2）大力扩展线下门店。公司目前拥有经销商门店 226 家，2016 年预计将扩展至 500 家，营收增长将进一步强化；（3）打造自行车领域 O2O 平台。公司打造“爱骑汇”线上社交生态圈，带动了自行车及相关领域的消费。

风险因素。市场竞争加剧的风险；原材料价格上涨风险；渠道扩张过程中库存和流动资金管理的风险；管理风险。

估值分析。由于新三板体育产业相关企业较为稀缺，我们参考 A 股体育产业相关公司，选取了探路者、贵人鸟、青岛双星和兰生股份等作为估值参考。我们以 2015 年 11 月 27 日收盘价为参考，可比公司平均市值 131.7 亿元。公司 2013/2014 年收入 2.15/3.65 亿元，2013/2014 年扣非后净利润 0.19/0.44 亿元，股价 16.71 元和市值 20.2 亿元对应 2013/2014 年 PS 为 9.4/5.5X，2014 PE 为 47X。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业金天地（430366）、小白龙（831015）、景尚旅业（830944），按照公司公告信息，上述企业股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。