



2018年07月24日

增持(维持)

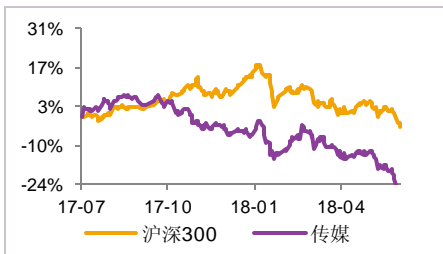
分析师：陈净娴

执业编号：S0300516090001

电话：+86-021-51782239

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯新三板 2018 年传媒行业投资策略】新三板传媒公司并购加速成长，关注影视游戏等细分行业》2018-01-30

《【联讯传媒周报】板块仍处于起长点，低估值的市场份额领导者为首选股》2018-01-30

《【联讯传媒】重申坚定看多之观点，市场份额领先，质地纯正，管理层诚信且解禁风险低为首选股》2018-02-01

传媒

【联讯传媒】2018 下半年前瞻：龙头个股中报预期普增，估值底部投资机会显现

投资要点

✧ 传媒板块整体表现偏弱，指数和估值已接近十年最低点

截止 2018 年 7 月 6 日，今年以来申万传媒指数下跌 22.3%，弱于沪深 300 的-14.4%，在 A 股所有板块涨跌幅中位居第 19 位。申万传媒板块总股本加权平均收盘价为 9.58 元，与 2012 年底的 9.4 元持平，接近十年来最低点位 5.57 元；PE (TTM, 中值) 为 26.8x，接近十年来最低水平 22.8 倍。我们认为目前行业估值处于历史底部，价值投资布局机会已显现。

✧ 板块个股走势分化，各子行业龙头企业基本实现业绩预增

影视（含院线）、游戏、营销、互联网和教育子板块的龙头企业基本均实现业绩预增。涉及重大资产重组的科斯伍德、百洋股份和光线传媒净利润预增达数倍以上，慈文传媒等影视公司、完美世界等游戏公司、分众传媒等营销公司净利润预计稳步增长，部分游戏公司和处于转型过程中的公司预计净利有所下滑。当前 22 个传媒板块重点标的，2018 年平均 PE 为 22.4 倍，2017-2020 年 EPS 的平均 CAGR 为 40.5%，2018 年平均 PEG 为 0.8 倍，平均股息率为 0.8%。

✧ 投资建议

自 2015 年 6 月达到的近 120 倍 PE 顶点以来，传媒板块历经 3 年的估值下挫，基本触及十年来历史最低点位，贸易战的整体性冲击和市场的避险情绪带来传媒行业的整体性波动，部分优质公司已进入估值底部区间，剔除互联网板块后，影视（含院线）、游戏、营销和教育版块 20 个龙头标的 PE 均值为 18.6 倍，已经低于近十年来申万传媒 22.8 倍的最低点位。考虑到当前部分优质公司基本面向好对市场信心的提振和未来风险偏好的提升，优质公司必将迎来估值修复。

我们认为在当前超跌反弹的市场大环境下，当前主要投资逻辑：1、短期内避免“踩雷”，关注业绩确定性强，成长性较高的低估值、高壁垒超跌公司的反弹机会；2、长期好各子行业处于市场领导者地位的龙头企业。我们持续推荐分众传媒、华策影视和光线传媒，重点关注慈文传媒、完美世界、顺网科技、快乐购和科斯伍德等。

✧ 风险提示

1、行业估值继续下行风险；2、影视游戏等内容表现不及预期风险；3、政策风险；4、并购商誉风险等。



目 录

一、传媒板块整体表现偏弱，指数和估值已接近十年最低点	3
（一）2018 上半年申万传媒板块跌幅 22.3%，表现弱于沪深 300 指数.....	3
（二）申万传媒板块市盈率（TTM，中值）为 26.8 倍，接近十年最低 22.8 倍.....	3
二、板块个股走势分化，各子行业龙头企业基本实现业绩预增.....	4
（一）影视（含院线）	4
（二）游戏.....	5
（三）营销.....	5
（四）互联网	5
（五）教育.....	5
三、投资建议	6
四、风险提示	6

图表目录

图表 1： 今年以来申万传媒指数下跌 22.3%，涨跌幅排名第 19 位.....	3
图表 2： 当前申万传媒指数总股本加权平均周收盘价 9.58 元.....	3
图表 3： 当前申万传媒指数 PE（TTM,中值）为 26.8 倍.....	4
图表 4： 22 个重点公司中期预告汇总.....	7

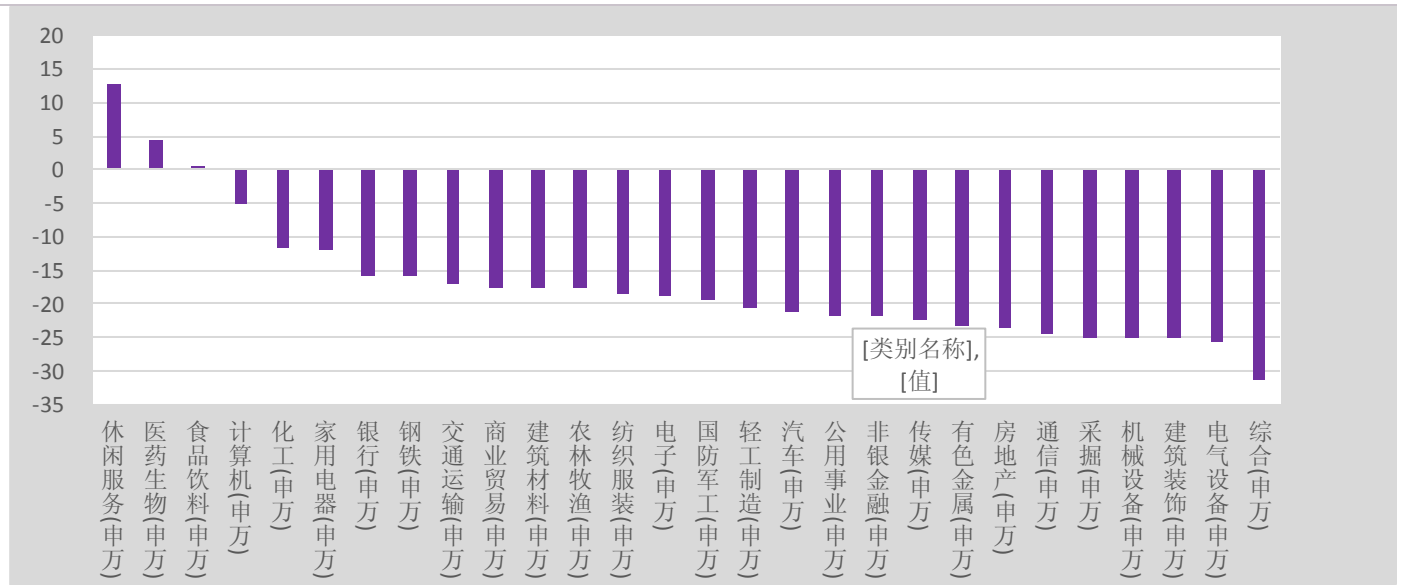


一、传媒板块整体表现偏弱，指数和估值已接近十年最低点

（一）2018 上半年申万传媒板块跌幅 22.3%，表现弱于沪深 300 指数

截止 2018 年 7 月 17 日，今年以来传媒行业指数下跌 22.3%（申万传媒指数），弱于沪深 300 的-14.4%，在 A 股所有板块涨跌幅中位居第 19 位。

图表1： 今年以来申万传媒指数下跌 22.3%， 涨跌幅排名第 19 位

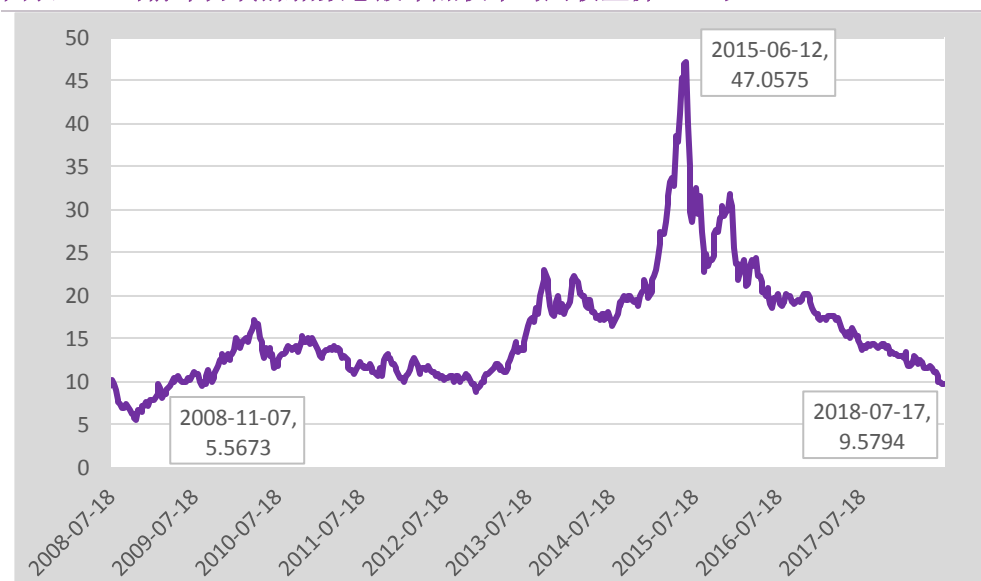


资料来源：Wind，联讯证券

（二）申万传媒板块市盈率（TTM，中值）为 26.8 倍，接近十年最低 22.8 倍

根据我们的统计，从 2008 年 7 月至今，十年的时间里，历史最低点出现在 2008 年的 11 月 7 日的 5.57 元，而历史最高点出现在 2015 年 6 月 12 日的 47.06 元。自 2015 年股灾以来，传媒板块表现低迷，三年来一路震荡下行，截止 2018 年 7 月 17 日，申万传媒板块总股本加权平均收盘价为 9.58 元，与 2012 年底的 9.4 元持平。

图表2： 当前申万传媒指数总股本加权平均周收盘价 9.58 元

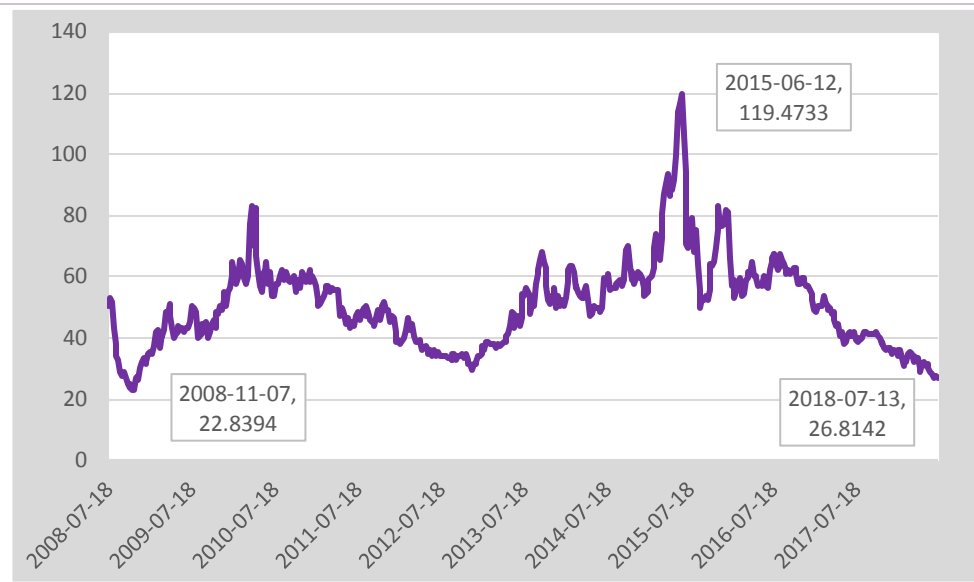




资料来源: Wind, 联讯证券

从申万传媒板块的市盈率(TTM, 中值)来看, 从2008年7月至今, 历史最低PE为2008年11月7日的22.8x, 最高PE为2015年6月12日的119.5x。经历三年估值下杀, 截止2018年7月17日, 申万传媒板块PE为26.8x, 接近历史最低水平。

图表3: 当前申万传媒指数PE(TTM,中值)为26.8倍



资料来源: Wind, 联讯证券

我们认为目前行业估值处于历史底部, 价值投资布局机会已显现。

二、板块个股走势分化, 各子行业龙头企业基本实现业绩预增

截止2018年7月17日, 180只联讯传媒自选股中已有150家以上披露了中期业绩预告。影视、游戏、营销、互联网和教育等子板块中龙头个股基本实现业绩预增, 与腰部和尾部公司差距进一步拉大。

(一) 影视(含院线)

据国家电影局的数据显示, 截至6月30日, 全国总票房达到320.31亿元, 较上年同期的271.85亿元增长17.82%。总观影人次为9.01亿, 同比增长15.34%。其中, 国产影片票房为189.65亿元, 同比增长80.1%, 占总票房份额的59.21%, 占据市场主体地位。

影视行业龙头个股中, 除光线传媒(300251.SZ)因一季度33亿元出售新丽传媒, 致上半年业绩预增400%以上外, 慈文传媒(002343.SZ)净利预增近2亿元, 华策影视(300133.SZ)净利预增约2.5-3亿元。唐德影视(300426.SZ)尽管受到“高云翔案”和“《巴清传》撤档”等事件的影响, 但上半年仍能保持持续盈状态, 净利预增近1亿元。

院线方面, 中国电影(600977.SH)和上海电影(601595.SH)尚未披露业绩预告, 万达电影(002739.SZ)和幸福蓝海(300251.SZ)净利预增幅中位数在20%左右

当前8个影视(含院线)标的2018年平均PE为19.3倍, 2017-2020年EPS的平均CAGR为25.9%, 2018年平均PEG为0.9倍, 平均股息率为0.8%。



（二）游戏

根据 Sensor Tower 最新的数据报告，2018 上半年，全球应用营收同比增长 27.8% 至 344 亿美元。其中，苹果 App Store 独占近 2/3，营收额达到 226 亿美元。其中手机游戏成为 2018 上半年的吸金之王，同比增长了 19.1%，达到 266 亿美元。今年前两个季度，App Store 移动游戏支出达到 163 亿美元，同比增长 15.1%。Google Play 在游戏上花费了 103 亿美元，同比增长了 26%。腾讯的《王者荣耀》成为最受欢迎的游戏。

目前，A 股游戏行业公司产品主要集中在手游和页游上，游族网络(002174.SZ)、顺网科技(300113.SZ)和昆仑万维(300418.SZ)净利预增幅达 20%以上，完美世界(002624.SZ)净利预增中位数为 15.5%，三七互娱(002555.SZ)和恺英网络(002517.SZ)预计净利增长下降。

当前 6 个游戏标的 2018 年平均 PE 为 15.3 倍，2017-2020 年 EPS 的平均 CAGR 为 22.1%，2018 年平均 PEG 为 0.7 倍，平均股息率为 1.1%。

（三）营销

根据 CTR 媒介智讯研究显示，2018 年 5 月中国广告市场（不含互联网）同比增长 3.0%，传统媒体广告同比减少 1.8%。经历了一季度向好的趋势后，二季度的广告市场进入稳定期。其中电视广告刊例花费同比下降 0.5%，**省级地面台**和**省会城市台**的广告刊例花费和时长均同比下降。**中央级频道**和**省级卫视**的广告刊例花费保持上涨趋势，分别涨幅为 19.5%和 12.8%。电梯电视、电梯海报、影院视频的刊例收入分别同比增长 26.8%、28.4%和 36.4%，其中影院视频本月达到今年以来的涨幅最大值。广告营销向头部资源集中的趋势愈加明显。

分众传媒(002027.SZ)作为户外广告当之无愧的龙头，覆盖 150 个城市的 150 万电梯终端和 1750 家影院，预计今年上半年净利增长达 30 亿元以上，主营公关业务的蓝色光标(200869.SZ)因近期频现公关危机，今年上半年净利预增幅中位数为 8.5%，思美传媒(200596.SZ)预增幅较大，达 45%。

当前 3 个营销标的 2018 年平均 PE 为 20.7 倍，2017-2020 年 EPS 的平均 CAGR 为 34.5%，2018 年平均 PEG 为 0.8 倍，平均股息率为 0.7%。

（四）互联网

快乐购(002027.SZ)由于通过重大资产重组的方式获得湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司、上海芒果互娱科技有限公司、上海天娱传媒有限公司、芒果影视文化有限公司及湖南芒果娱乐有限公司 100%股权，上市公司主营业务将由媒体零售业务拓展至新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作及媒体零售全产业链，同时拟更名为“芒果超媒”。预计今年上半年净利增幅中位数为 63.5%。

截止 2018 年 7 月 17 日，视觉中国(000681.SZ)尚未披露中报预期。

当前 2 个互联网标的 2018 年平均 PE 为 49.4 倍，2017-2020 年 EPS 的平均 CAGR 为 105%，2018 年平均 PEG 为 1.0 倍，平均股息率为 0.1%。

（五）教育

2018 上半年教育子版块在所有子版块中涨幅居首，业内并购重组频发，市场空间广



阔，根据桃李资本的预测，2020 年教育行业市场规模将达到 3 万亿，幼教、K12、国际教育和职业教育为当前投资市场主流赛道。

科斯伍德(300192.SZ)2018 年成功并表龙门教育。龙门教育作为 K12 教育龙头立足于陕西，具有较强口碑壁垒和运营能力壁垒，2018H1 利润约 5,645 万元，超过 2018Q1 预告中的 5,200 万元，有望超预期完成 2018 全年 1.3 亿的业绩承诺。因而科斯伍德 2018 上半年预计净利增幅达 600%以上。百洋股份(002696.SZ)旗下火星时代业务发展迅速，学员数量和客单价稳步提升，预计 2018 上半年净利增幅达 200%以上。立思辰(300010.SZ)教育板块营业收入和净利润较去年同期相比有所上升，其中 C 端教育服务业务收入较上年同期大幅增长，但由于公司处于转型期，预计 2018 上半年亏损 5,000 万元以上

当前 3 个教育标的 2018 年平均 PE 为 22.4 倍，2017-2020 年 EPS 的平均 CAGR 为 79.1%，2018 年平均 PEG 为 0.6 倍，平均股息率为 1.0%。

三、投资建议

自 2015 年 6 月达到的近 120 倍 PE 顶点以来，传媒板块历经 3 年的估值下挫，基本触及十年来历史最低点位，贸易战的整体性冲击和市场的避险情绪带来传媒行业的整体性波动，部分优质公司也已进入估值底部区间，剔除互联网板块后，影视（含院线）、游戏、营销和教育版块 20 个龙头标的 PE 均值为 18.6 倍，已经低于近十年来申万传媒 22.8 倍的最低点位。考虑到当前部分优质公司基本面向好对市场信心的提振和未来风险偏好的提升，优质公司必将迎来估值修复。

我们认为在当前超跌反弹的市场大环境下，当前主要投资逻辑：1、短期内避免“踩雷”，关注业绩确定性强，成长性较高的低估值、高壁垒超跌公司的反弹机会；2、长期看好各子行业处于市场领导者地位的龙头企业。

四、风险提示

1、行业估值继续下行风险；2、影视游戏等内容表现不及预期风险；3、政策风险；4、并购商誉风险等。

图表4： 22个重点公司中期预告汇总

	公司	代码	股价	总市值	中报预计披露日期	预告类型	预告摘要	EPS (元)			PE(x)			2017-2020F	2018年PEG	Dvd Yld
			截止7月16日收盘 元					亿元	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	EPS的CAGR	
影视(含院线)																
1	万达电影	002739.SZ	52.04	611	2018/8/29	略增	约88,727万元~106,472万元,增长0%~20%	1.59	1.91	2.30	32.8	27.2	22.6	21.3%	1.5	0.0
2	中国电影	600977.SH	15.44	288	2018/8/29			0.61	0.73	0.87	25.4	21.1	17.8	19.0%	1.3	0.0
3	上海电影	601595.SH	15.80	59	2018/8/29			0.81	0.90	0.94	19.6	17.6	16.8	11.0%	1.8	1.6
4	幸福蓝海	300528.SZ	10.87	41	2018/8/29	略增	约7,600万元~9,500万元,增长16%~45%	0.56	0.66	0.72	19.4	16.6	15.1	33.7%	0.6	0.9
5	光线传媒	300251.SZ	9.55	280	2018/8/30	预增	约204,000万元~214,000万元,增长409%~434%	0.94	0.42	0.49	10.2	23.0	19.5	21.0%	0.5	2.0
6	慈文传媒	002343.SZ	16.66	79	2018/8/27	预增	约17,000万元~20,000万元,增长123%~163%	1.18	1.40	1.61	13.9	11.8	10.2	23.4%	0.6	1.0
7	华策影视	300133.SZ	9.70	172	2018/8/30	续盈	约24,726万元~31,595万元,增长-10%~15%	0.44	0.57	0.71	21.6	17.0	13.6	25.6%	0.8	0.4
8	唐德影视	300426.SZ	12.47	50	2018/8/30	预增	约8,500万元~9,500万元,增长41%~58%	1.10	1.38	1.70	11.3	9.0	7.3	52.1%	0.2	0.4
	影视平均										19.3	17.9	15.4	25.9%	0.9	0.8
游戏																
9	完美世界	002624.SZ	29.70	390	2018/8/30	略增	约72,000万元~83,000万元,增长7%~24%	1.46	1.76	2.04	20.4	16.9	14.6	21.3%	1.0	0.6
10	游族网络	002174.SZ	19.46	173	2018/8/29	预增	约43,500万元~52,500万元,增长28%~55%	1.22	1.56	1.88	15.8	12.4	10.2	36.5%	0.4	0.0
11	顺网科技	300113.SZ	17.55	122	2018/8/30	略增	约27,139万元~31,662万元,增长20%~40%	0.92	1.07	1.21	19.1	16.4	14.5	17.9%	1.1	1.1
12	三七互娱	002555.SZ	11.73	249	2018/8/27	续盈	约76,000万元~86,000万元,增长-11%~1%	0.96	1.15	1.33	12.3	10.2	8.9	20.3%	0.6	0.8
13	恺英网络	002517.SZ	6.48	139	2018/8/27	略减	约36,000万元~41,000万元,下降1%~13%	0.86	0.96	1.11	7.6	6.8	5.9	13.9%	0.5	3.4
14	昆仑万维	300418.SZ	19.18	221	2018/8/6	预增	约50,000万元~61,500万元,增长30%~60%	1.16	1.40	1.59	16.6	13.8	12.1	22.4%	0.7	0.4
	游戏平均										15.3	12.7	11.0	22.1%	0.7	1.1
营销																
15	分众传媒	002027.SZ	10.13	1,487	2018/8/29	略增	约322,000万元~342,000万元,增长27%~35%	0.52	0.61	0.72	22.2	19.0	16.0	20.7%	1.1	1.0
16	蓝色光标	200869.SZ	5.13	112	2018/8/30	续盈	约30,000万元~35,000万元,增长0%~17%	0.27	0.34	0.43	19.1	14.8	11.8	61.7%	0.3	0.4
17	思美传媒	200596.SZ	17.87	61	2018/8/23	预增	约16,236万元~23,001万元,增长20%~70%	0.87	1.06	1.20	20.7	16.9	14.9	21.1%	1.0	0.6
	营销平均										20.7	16.9	14.3	34.5%	0.8	0.7
互联网																
18	快乐购	002027.SZ	45.20	447	2018/8/30	预增	约49,500万元~59,000万元,增长49%~78%	0.95	1.20	1.62	47.5	37.5	27.9	180.4%	0.3	0.1
19	视觉中国	000681.SZ	28.39	199	2018/8/30			0.55	0.71	0.90	51.3	40.0	31.3	29.6%	1.7	0.1
	互联网平均										49.4	38.7	29.6	105.0%	1.0	0.1
教育																
20	科斯伍德	300192.SZ	10.30	25	2018/8/30	预增	约7,210万元~7,497万元,增长655%~685%	0.32	0.40	0.48	31.6	25.5	21.2	172.6%	0.2	0.0
21	立思辰	300010.SZ	10.36	90	2018/8/30	首亏	约-5,700万元~-5,200万元,下降249%~263%	0.34	0.40	0.48	30.0	25.4	21.4	27.3%	1.1	0.0
22	百洋股份	002696.SZ	11.60	46	2018/8/24	预增	约4,657万元~5,384万元,增长220%~270%	0.49	0.60	0.74	23.8	19.1	15.6	37.2%	0.6	3.0
	教育平均										28.5	23.3	19.4	79.1%	0.6	1.0
	传媒互联网平均										22.4	19.0	15.9	40.5%	0.8	0.8

资料来源: Wind, 联讯证券

分析师简介

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

研究院销售团队

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

分析师声明

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

与公司有关的信息披露

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

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

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

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

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

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

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

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

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

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

联系我们

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

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com