

传媒

行业动态分析

2018年中报总结：行业供给侧改革下业绩增速放缓，竞争格局改善，关注龙头

投资要点

- ◆ **传媒行业业绩增速有所下滑，盈利能力基本持平：**2018H1 传媒行业实现营业收入 2,714 亿元，归母净利润 305 亿元（剔除乐视网），分别同比增长 17%、5%。盈利能力方面，报告期内传媒行业毛利率 26%，较 2017 年全年下降 1 个百分点；净利率 12%，基本与 2017 年全年水平持平；期间费用率方面，2018H1 财务费用率略有抬升，销售费用率和管理费用率则略有下降。
- ◆ **子板块之间业绩增速有所分化：**2018H1 细分板块归母净利润同比增速由高到低依次为影视动漫(+61%)、互联网(+17%)、营销(+15%)、平面媒体(+1%)、游戏(-8%)、广播电视(-11%)、院线(-20%)。影视动漫板块，受光线传媒出售新丽传媒贡献大额投资收益带动，2018 年上半年业绩增速较高；游戏板块，由于流量红利减弱、版号审批自 3 月起暂停，上半年业绩增速下滑 8%。**盈利水平方面**，我们主要关注的七大板块 2018 年上半年毛利率由高到低依次为游戏(61%)、影视动漫(32%)、院线(31%)、平面媒体(30%)，广播电视(29%)、营销(20%)、互联网(6%)。净利率方面，2018 年上半年净利率由高到低依次为游戏(26%)、影视动漫(21%)、广播电视(14%)、平面媒体(12%)、院线(11%)、营销(9%)、互联网(2%)。可见，游戏、影视动漫公司作为内容制作方门槛较高，盈利水平高于其他板块。
- ◆ **供给侧改革背景下，对外投资力度减弱：**传媒行业 2017 年经营性现金净流量 361 亿元，同比下降 23%，2018H1 经营性现金流量 93 亿元，同比微增 5%；2017 年投资性现金净流出 609 亿元，同比减少 42%，2018H1 投资性现金净流出 279 亿元，基本与上年同期持平；2017 年筹资性现金净流入 388 亿元，同比减少 55%，2018H1 筹资性现金净流入 62 亿元，同比减少 54%。可见，2017 年以来，受宏观经济形势影响，传媒公司经营性现金净流量有所下降；同时，传媒行业供给侧改革导致行业对外投资力度减弱，2017 年以来，投资性现金净流出、筹资性现金净流入规模均有所下降，行业对外投资力度减弱。
- ◆ **关注商誉减值风险：**2014-2015 年，传媒行业并购重组频繁，导致 2015 年末传媒行业商誉同比增长 177%，商誉占总资产的比重由 2014 年末的 7.81% 提升至 6.62 个百分点至 14.43%。2016 年以来，商誉同比增速放缓，2017 年全年商誉减值损失 52.50 亿元，同比增长 5.8 倍。2017 年下半年以来，受宏观经济影响及传媒行业供给侧改革引导，预计 2018 年及 2019 年行业面临较大的商誉减值风险。
- ◆ **估值处于低位，推荐关注细分板块龙头：**截至 2018 年 8 月 31 日收盘，申万传媒 PE (TTM) 约 21.45 倍，处于历史低位，建议关注细分板块龙头。

投资评级 同步大市-B 维持

首选股票		评级
002624	完美世界	买入-A
300133	华策影视	买入-B
002027	分众传媒	买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.09	-9.69	-25.32
绝对收益	-4.51	-21.25	-38.27

分析师

 付宇婕
 SAC 执业证书编号：S0910517090002
 fuyudi@huajinsec.cn
 021-20377039

分析师

 宋怡萱
 SAC 执业证书编号：S0910518070002
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

- 传媒：网游拟实施总量调控，有利于行业精品化发展，头部公司受益 2018-09-02
- 传媒：腾讯发布 2018Q2 财报，阅文集团拟收购新丽传媒 2018-08-20
- 传媒：IP 闭环的奠基之路：阅文集团收购新丽传媒点评 2018-08-14
- 传媒：视频网站和制作公司联发声明，抵制影视行业不合理片酬及偷逃税等不正之风 2018-08-13
- 传媒：供给侧改革推动行业回归理性，龙头受益 2018-08-06

影视行业供给侧改革短期内可能导致一些公司加速出清,但长期有利于行业进一步回归理性,使得有更强政治敏感性、及内容制作能力的公司取得头部地位。同时对于片酬和剧集价格的要求可能使得优质内容向平台方进一步聚集。个股方面,推荐完美世界,建议关注华策影视、吉翔股份、快乐购,以及视频平台爱奇艺、腾讯、阿里巴巴。

游戏方面,国家新闻出版署针对教育部等八部门印发的《综合防控儿童青少年近视实施方案》,提出:将对网络游戏实施总量调控,控制新增网络游戏上网运营数量,探索符合国情的适龄提示制度,采取措施限制未成年人使用时间。游戏版号审批自今年 3 月暂停,目前积压待审批产品逾 6,000 款,其中同质化产品众多,尤其是棋牌类游戏。目前尚不清楚总量控制的具体数量和细节,总量调控可能导致游戏产品总数下降,短期内可能对游戏行业情绪和业绩压力,但长期看,游戏版号更显稀缺,游戏精品化、长周期运营成为必然,游戏产业长期趋于集约化、专业化。行业去芜存菁趋势下,产品价值将进一步凸显,对既有厂牌生态产生强化,研发大厂对渠道的议价能力提升,市占率及分成比例有望提升。我们看好具有龙头地位的公司如腾讯、网易、完美世界等,另外,国内的总量控制可能使得中小游戏厂商选择出海发行,利好游戏海外发行商,如游族网络、宝通科技、三七互娱等。

- ◆ **风险提示:** 影视、游戏等内容表现不及预期、行业整体下行风险、政策风险、商誉减值风险、流动性风险、市场变动的风险

内容目录

一、传媒行业：业绩增速下降，子板块间有所分化	4
二、供给侧改革背景下，传媒行业对外投资规模有所收缩	5
三、关注商誉减值风险	6
四、估值处于低位，推荐关注细分板块龙头	7

图表目录

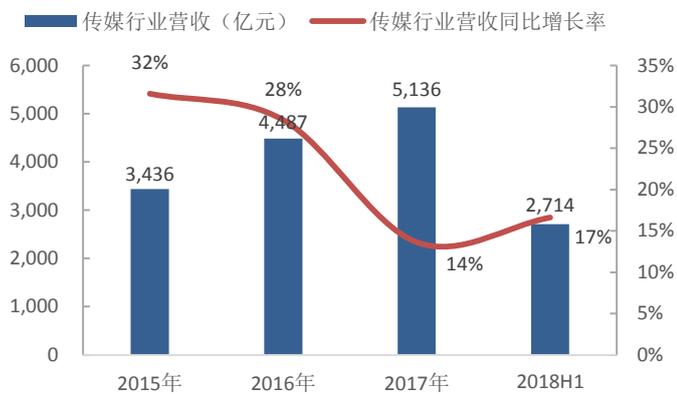
图 1：传媒行业 2018 年 H1 营收增速 17%	4
图 2：传媒行业 2018 年 H1 归母净利润同比增速 5%	4
图 3：2018 年 H1 传媒行业盈利水平基本与 2017 年持平	4
图 4：传媒行业期间费用率变动情况	4
图 5：细分板块 2015 年以来营业收入同比增速	5
图 6：细分板块 2015 年以来归母净利润同比增速	5
图 7：各细分板块毛利率水平比较	5
图 8：传媒行业 2015 年以来经营性现金净流量（亿元）	6
图 9：传媒行业 2015 年以来投资性现金净流量（亿元）	6
图 10：传媒行业 2015 年以来筹资性现金净流量（亿元）	6
图 11：传媒行业资产负债率变动情况	6
图 12：传媒行业商誉变动情况（亿元，%）	7
图 13：细分板块商誉占总资产的比例	7
图 14：近三年传媒子板块 PE（TTM）走势及行业估值溢价率	8
表 1：细分板块资产负债率情况	6
表 2：传媒行业及细分板块商誉变动情况	7
表 3：重点覆盖公司盈利预测	8

一、传媒行业：业绩增速下降，子板块间有所分化

传媒行业上市公司 2018 年半年报已披露完毕，我们采用整体法对行业整体及细分子板块的业绩增长情况、盈利能力变动情况进行测算可得：受供给侧改革影响，2017 年以来传媒行业业绩增速有所下滑，2018H1 盈利水平基本与 2017 年持平；子板块之间业绩增速分化明显。

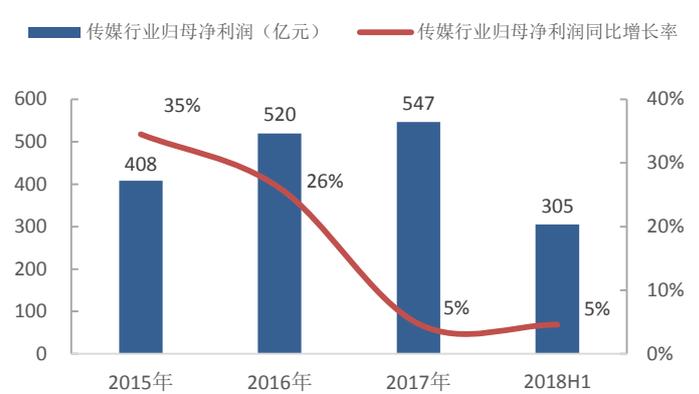
传媒行业业绩增速下滑，盈利能力基本持平：2018H1 传媒行业实现营业收入 2,714 亿元，归母净利润 305 亿元（剔除乐视网），分别同比增长 17%、5%。盈利能力方面，报告期内传媒行业毛利率 26%，较 2017 年全年下降 1 个百分点；净利率 12%，基本与 2017 年全年水平持平；期间费用率方面，2018H1 财务费用率略有抬升，销售费用率和管理费用率则略有下降。

图 1：传媒行业 2018 年 H1 营收增速 17%



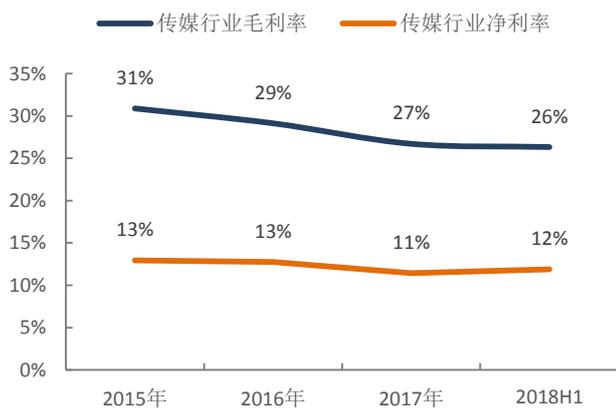
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：传媒行业 2018 年 H1 归母净利润同比增速 5%



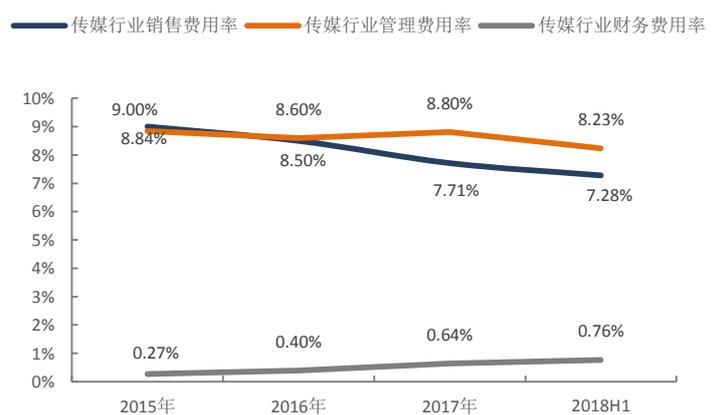
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：2018 年 H1 传媒行业盈利水平基本与 2017 年持平



资料来源：Wind，华金证券研究所

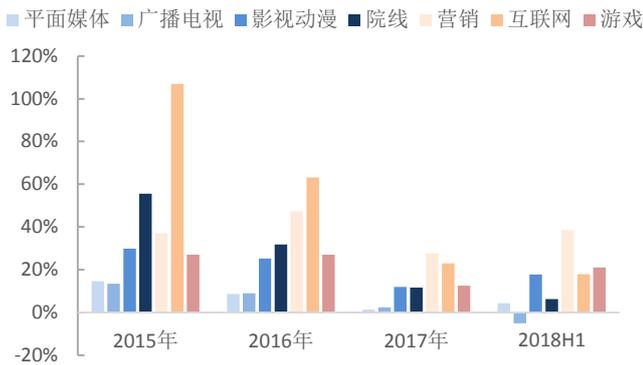
图 4：传媒行业期间费用率变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

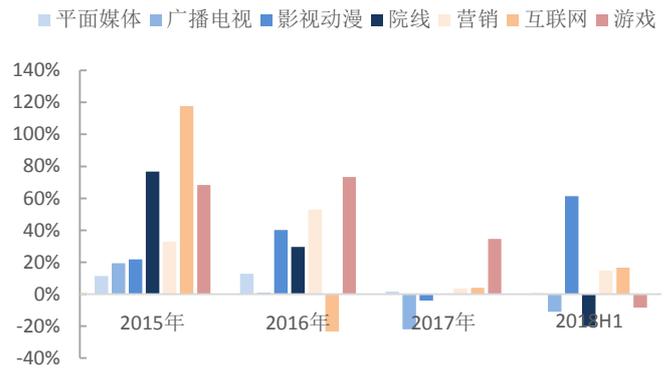
子板块之间业绩增速有所分化：2018H1 细分板块归母净利润同比增速由高到低依次为影视动漫(+61%)、互联网(+17%)、营销(+15%)、平面媒体(+1%)、游戏(-8%)、广播电视(-11%)、院线(-20%)。影视动漫板块，受光线传媒出售新丽传媒贡献大额投资收益带动，2018 年上半年业绩增速较高；游戏板块，由于流量红利减弱、版号审批尚未放开，上半年业绩增速下滑 8%。

图 5：细分板块 2015 年以来营业收入同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

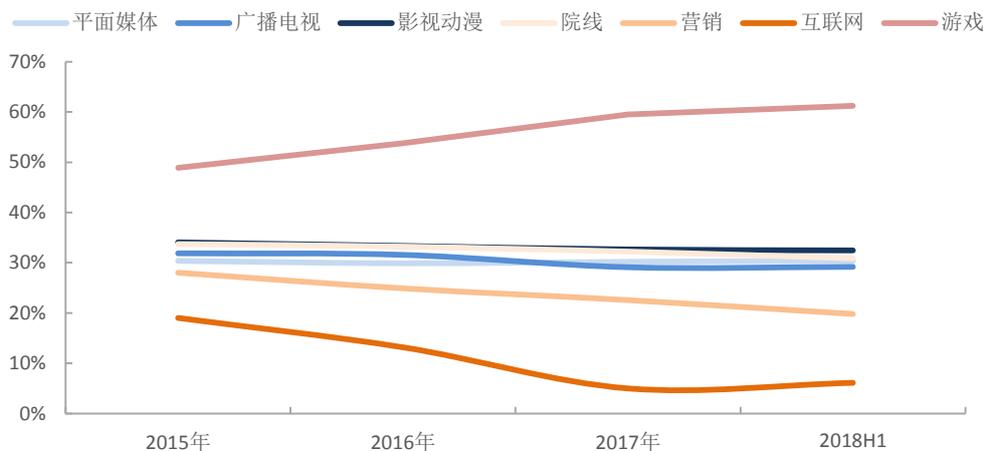
图 6：细分板块 2015 年以来归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

我们主要关注的七大板块 2018 年上半年毛利率由高到低依次为游戏（61%）、影视动漫（32%）、院线（31%）、平面媒体（30%），广播电视（29%）、营销（20%）、互联网（6%）。净利率方面，2018 年上半年净利率由高到低依次为游戏（26%）、影视动漫（21%）、广播电视（14%）、平面媒体（12%）、院线（11%）、营销（9%）、互联网（2%）。可见，游戏、影视动漫公司作为内容制作方门槛较高，盈利水平高于其他板块。

图 7：各细分板块毛利率水平比较

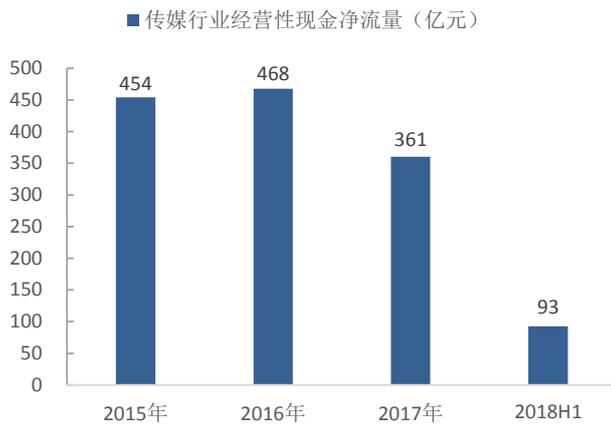


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、供给侧改革背景下，传媒行业对外投资规模有所收缩

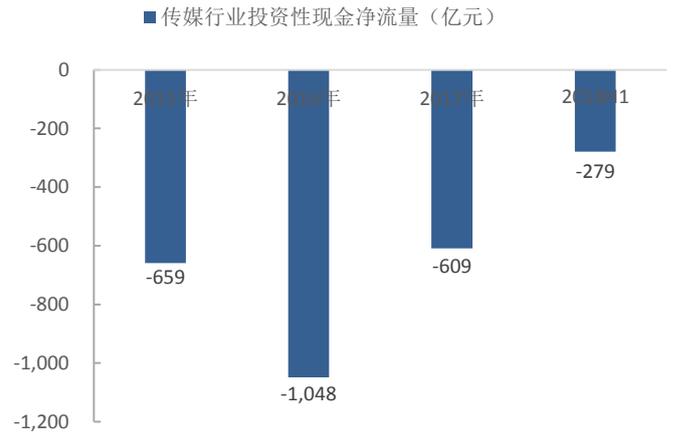
传媒行业 2017 年经营性现金净流量 361 亿元，同比下降 23%，2018H1 经营性现金流量 93 亿元，同比微增 5%；2017 年投资性现金净流出 609 亿元，同比减少 42%，2018H1 投资性现金净流出 279 亿元，基本与上年同期持平；2017 年筹资性现金净流入 388 亿元，同比减少 55%，2018H1 筹资性现金净流入 62 亿元，同比减少 54%。可见，2017 年以来，受宏观经济形势影响，传媒公司经营性现金净流量有所下降；同时，传媒行业供给侧改革导致行业对外投资力度减弱，2017 年以来，投资性现金净流出、筹资性现金净流入规模均有所下降，行业对外投资力度减弱。

图 8：传媒行业 2015 年以来经营性现金净流量（亿元）



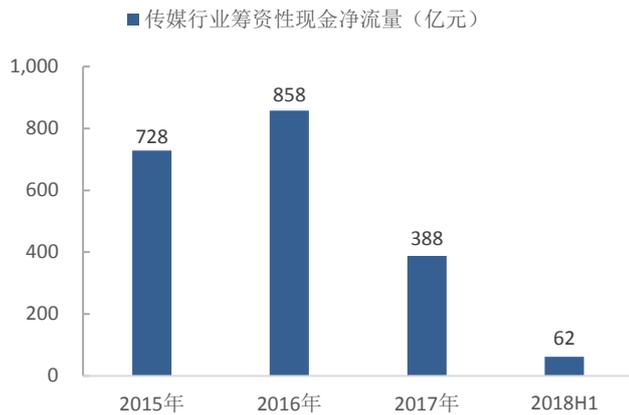
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：传媒行业 2015 年以来投资性现金净流量（亿元）



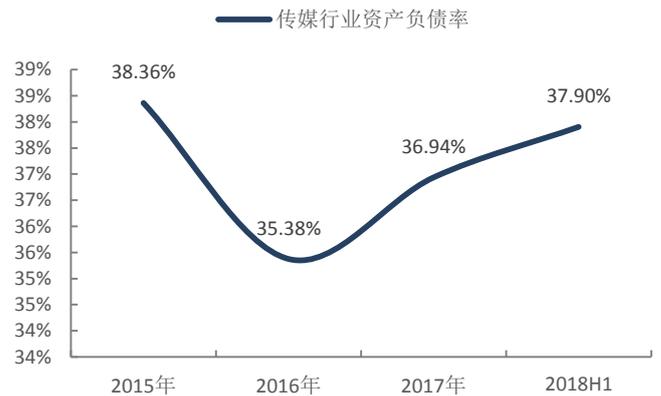
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：传媒行业 2015 年以来筹资性现金净流量（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：传媒行业资产负债率变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 1：细分板块资产负债率情况

板块名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
传媒	38%	35%	37%	38%
平面媒体	36%	34%	33%	34%
广播电视	33%	32%	34%	36%
影视动漫	34%	34%	37%	38%
院线	42%	42%	42%	38%
营销	49%	41%	39%	40%
互联网	52%	50%	58%	59%
游戏	31%	26%	28%	29%

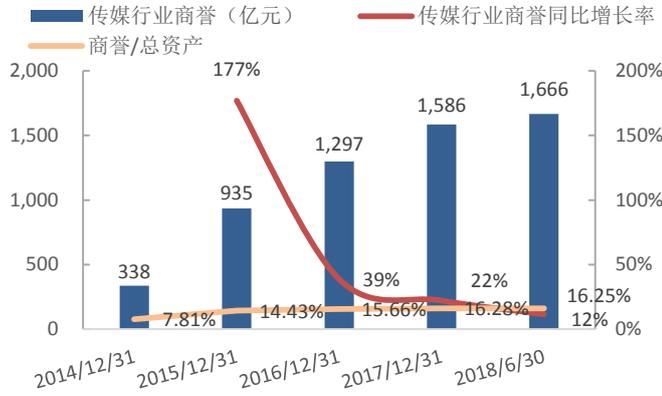
资料来源：Wind，华金证券研究所

三、关注商誉减值风险

2014-2015 年，传媒行业并购重组频繁，导致 2015 年末传媒行业商誉同比增长 177%，商誉占总资产的比重由 2014 年末的 7.81% 提升 6.62 个百分点至 14.43%。2016 年以来，商誉同

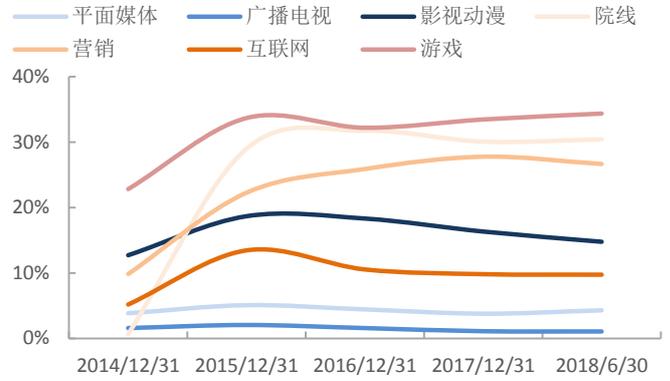
比增速放缓，2017 年全年商誉减值损失 52.50 亿元，同比增长 5.8 倍。2017 年下半年以来，受宏观经济影响及传媒行业供给侧改革引导，我们预计 2018 年及 2019 年行业面临较大的商誉减值风险。

图 12: 传媒行业商誉变动情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 细分板块商誉占总资产的比例



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 2: 传媒行业及细分板块商誉变动情况

商誉	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/6/30
传媒	337.74	935.28	1297.47	1585.76	1665.9
同比增长率		176.92%	38.73%	22.22%	11.57%
平面媒体	55.25	81.84	78.79	73.88	87.36
同比增长率		48.13%	-3.73%	-6.23%	4.34%
广播电视	13.66	27.85	25.47	18.69	18.69
同比增长率		103.88%	-8.55%	-26.62%	-4.93%
影视动漫	68.46	159.2	212.16	213.76	213.42
同比增长率		132.54%	33.27%	0.75%	0.18%
院线	0.7	82.15	113.32	138.56	137.59
同比增长率		11635.71%	37.94%	22.27%	4.25%
营销	53.67	225.45	345.98	449.74	457.2
同比增长率		320.07%	53.46%	29.99%	3.24%
互联网	14.39	72.7	70.2	92.22	93.71
同比增长率		405.21%	-3.44%	31.37%	34.80%
游戏	131.62	286.08	451.53	598.9	657.92
同比增长率		117.35%	57.83%	32.64%	23.58%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、估值处于低位，推荐关注细分板块龙头

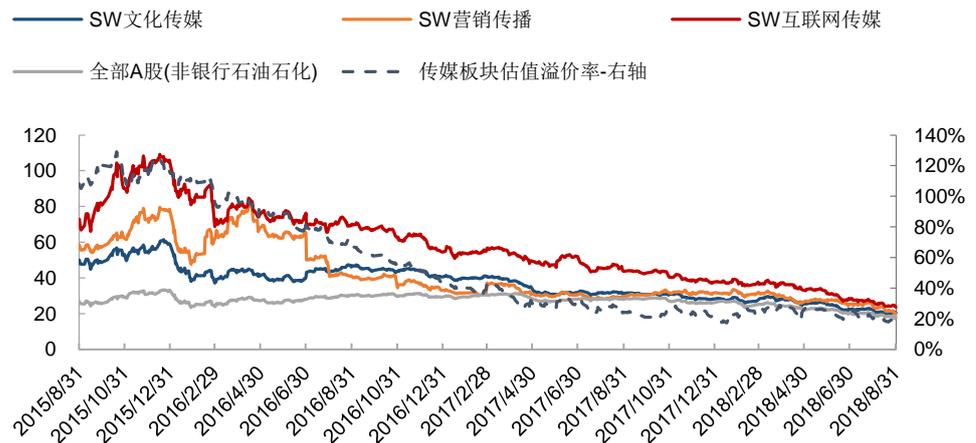
截至 2018 年 8 月 31 日收盘，申万传媒 PE (TTM) 约 21.45 倍，处于历史低位，建议关注细分板块龙头。我们从去年年末开始坚定不移地认为正能量价值观会成为近期政策方向的主导，今年以来在各大政策风向中得到印证。

影视行业供给侧改革短期内可能导致一些公司加速出清，但长期有利于行业进一步回归理性，使得有更强政治敏感性、及内容制作能力的公司取得头部地位。同时对于片酬和剧集价格的要求

可能使得优质内容向平台方进一步聚集。我们认为短期的政策导向将会加速行业的整合与重塑，中国文化产业明天将至，曙光初现。个股方面，推荐完美世界，建议关注华策影视、吉翔股份、快乐购，以及视频平台爱奇艺、腾讯、阿里巴巴。

游戏方面，国家新闻出版署针对教育部等八部门印发的《综合防控儿童青少年近视实施方案》，提出：将对网络游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。游戏版号审批自今年3月暂停，目前积压待审批产品逾6,000款，其中同质化产品众多，尤其是棋牌类游戏。目前尚不清楚总量控制的具体数量和细节，总量调控可能导致游戏产品总数下降，短期内可能对游戏行业情绪和业绩压力，但长期看，游戏版号更显稀缺，游戏精品化、长周期运营成为必然，游戏产业长期趋于集约化、专业化。行业去芜存菁趋势下，产品价值将进一步凸显，对既有厂牌生态产生强化，研发大厂对渠道的议价能力提升，市占率及分成比例有望提升。我们看好具有龙头地位的公司如腾讯、网易、完美世界等，另外，国内的总量控制可能使得中小游戏厂商选择出海发行，利好游戏海外发行商，如游族网络、宝通科技、三七互娱等。

图 14: 近三年传媒子板块 PE (TTM) 走势及行业估值溢价率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 3: 重点覆盖公司盈利预测

公司名称	股票代码	收盘(元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
华策影视	300133.SZ	9.21	163.43	111.20	0.36	0.44	0.53	25.18	20.93	买入-B
万达电影	002739.SZ	34.56	608.75	591.07	1.29	0.98	1.21	39.82	35.27	增持-A
分众传媒	002027.SZ	8.59	1,260.83	598.28	0.49	0.44	0.52	18.49	19.52	买入-B
完美世界	002624.SZ	24.78	325.81	115.59	1.14	1.40	1.74	20.17	17.70	买入-A

资料来源: Wind, 华金证券研究所

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com