

传媒

板块继续业绩分化，关注政策变化

传媒互联网板块 18H1 整体表现偏弱，和年初预判符合，在分化格局中选择个股。

我们选取了 107 家公司作为研究样本，18H1 传媒板块整体表现欠佳，业绩表现弱于 A 股及创业板，并购效应减弱、报业&广电&转型公司内生性下滑以及乐视网等扰动是表现较弱的核心因素。剔除部分公司后，传媒板块 18H1 总营收同比增长 16.22%（增速同比提高 2.32pcpts.），总归母净利润同比增长 3.41%（增速同比下降 13.30pcpts.），扣非归母净利润同比增长 0.86%（增速同比下降 14.27pcpts.）。

从增速结构，营收与净利润增速 50%+ 公司在减少，同比下滑 30% 以上的公司在增多，表明分化加剧，与我们年初精选个股思路匹配，推荐的【东财】与【平治】等在板块中表现突出。

分行业看，18H1 电视剧、互联网平台板块在营收和利润指标上同比改善，营销和数字阅读板块营收增速提升，但其中也体现明显分化，如营销板块分众传媒（扣非后净利润 yoy33.7%）、数字阅读中平治信息（扣非后净利润 yoy131.4%）业绩显著高于板块整体；出版板块相对稳定；电影制片营收增速同比持平，但扣非后净利润增速下滑；游戏、院线板块 18H1 增速有所回落；报业和转型公司则面临明显业绩下滑压力。毛利率和净利率方面，游戏板块在细分行业利润率上仍领先；出版行业体现相对稳定性（具体细分行业成长能力、盈利能力、营运能力、现金流分布详见正文）。

应收及应付周转率均略降，需要重视各公司现金流情况。

剔除乐视，传媒板块 18H1 应收账款周转率为 2.23 次，同比下降 0.12 次；应付账款周转率为 1.88 次，同比基本持平。

传媒板块 18 年上半年经营性现金流方面，剔除大幅波动的东方财富、东方明珠和乐视网，18 年上半年经营性现金流净额同比下滑 22.5%，占营业收入比重从 17 年上半年的 5.9% 下滑至 3.8%，需要重视各公司现金流情况。细分行业中，游戏、院线、广电是经营性净现金流入板块。

商誉同比增速逐渐趋缓，时值年中资产减值损失尚未充分体现。

18H1 整体商誉 1303 亿元，同比增长 9%。随着并购整合逐渐退潮，商誉同比增速逐渐趋缓。18H1 资产减值损失尚未充分体现，17 年开始随着并购对赌陆续到期，行业因并购对赌带来的业绩增厚红利渐趋下降，需警惕板块隐藏的商誉减值风险。

年初至今行业指数跌幅靠前，估值继续下滑，配置水平处于低位。

年初至今传媒行业指数下跌 31.9%，跌幅靠前。2016 年至今估值持续下滑，处于 13 年以来的历史低位。基金文化、体育和娱乐业类别股票持仓市值较 18Q1 下降至 2010 亿，占净值比 0.16%，占股票投资市值比较 18Q1 下降至 1.12%。传媒板块核心个股除分众传媒、东方财富基金持股数量及比例有明显提升以外，其他个股基本持平或下降。

投资观点：重视龙头价值，积极把握政策变化寻找预期拐点：关注现金流龙头【东财、分众、万达、横店】、细分龙头及平台类公司【平治、视觉、芒果超媒】等；关注 Q3 单季度有望改善的游戏【完美、游族、三七、世纪华通】及影视超跌的【慈文】等，提示影视受政策变化更密切，观察是否有靴子落地的边际改善；业绩相对稳定的【出版】以及政策干扰小的【体育龙头】。

风险提示：行业增速下降，资产减值风险，文化内容监管趋严，再融资及并购政策收紧

证券研究报告

2018 年 09 月 03 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

宋雨翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080006
songyuxiang@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

周奕纯 联系人
zhouyichun@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《传媒-行业研究周报:九月策略:估值历史底部，等待监管清晰》 2018-09-02
- 2 《传媒-行业点评:网络游戏总量调控:行业供给侧改革，短期干扰情绪，长期利好质量取胜精品公司，继续等待监管全貌落地》 2018-08-31
- 3 《传媒-行业研究周报:一周观点:中报业绩逐步确认，超跌绩优股不悲观》 2018-08-26



内容目录

1. 传媒板块成长能力：板块整体乏力，分化趋势继续	4
1.1. 传媒板块整体成长性	4
1.2. 传媒互联网营收及归母净利润增速分布：步入增速新常态	7
1.3. 各细分行业成长能力对比	9
1.4. 2018 年三季报业绩预告	12
2. 传媒板块盈利能力：毛利率及净利率下降，财务费用率持续提升	14
2.1. 传媒板块整体盈利能力	14
2.1.1. 板块毛利率及净利率	14
2.1.2. 板块三项费用率	16
2.2. 各细分行业盈利能力对比	17
3. 传媒板块营运能力：应收及应付周转率均降	18
3.1. 传媒板块整体营运能力	18
3.2. 各细分行业营运能力对比	18
4. 传媒板块现金流量：经营性现金流量净额占营收比下降	19
5. 传媒板块商誉与资产减值损失：行业商誉总额增速逐渐趋缓	21
6. 传媒板块估值与基金持仓：估值继续下行，基金持仓处低位	23
6.1. 板块估值：2016 年起估值持续下行，目前处于历史地位	23
6.2. 基金持仓：18H1 文体娱乐行业基金持仓比重持续低迷	24
7. 投资建议及风险提示	25

图表目录

图 1：传媒互联网上市公司 2015-2018H1 营收增速对比（整体法）	4
图 2：传媒互联网上市公司 2015-2018H1 归母净利润增速对比（整体法）	4
图 3：传媒互联网上市公司 2015-2018H1 营收增速对比（剔除后）	5
图 4：传媒互联网上市公司 2015-2018H1 归母净利润增速对比（剔除后）	5
图 5：传媒上市公司 2015-2018H1 归母净利润和扣非后净利润总额（亿元）及同比增速	5
图 6：传媒上市公司 2015-2018H1 归母净利润和扣非后净利润总额（亿）及同比增速（剔除乐光浙迅）	6
图 7：传媒互联网上市公司单季度营收同比增速对比	6
图 8：传媒互联网上市公司单季度归母净利润同比增速对比	7
图 9：传媒互联网上市公司单季度营收、归母净利润调整后同比增速（剔除乐、迅）	7
图 10：传媒互联网上市公司中报营收增速分布	8
图 11：传媒互联网上市公司中报归母净利润增速分布	8
图 12：传媒互联网上市公司中报归母净利润增速分布	9
图 13：传媒互联网上市公司分行业 18 年半年报营收、归母净利润及扣非后净利润分布	9
图 14：传媒互联网上市公司分行业 18 年半年报营收、归母净利润及扣非后净利润占比分布	10
图 15：传媒互联网上市公司 2015-2017 年及 17H1-18H1 毛利率、净利率变化（剔除乐视	

网)(整体法)	15
图 16: 传媒互联网上市公司 2015-2017 年及 17H1-18H1 毛利率、净利率变化(剔除乐视网)(平均法)	15
图 17: 传媒互联网上市公司 2015-2017 年及 17H1-18H1 毛利率、净利率变化(剔除乐视网)(平均法)	15
图 18: 传媒互联网上市公司 2015-2017 年及 17H1-18H1 毛利率、净利率变化(剔除极值)(平均法)	16
图 19: 传媒互联网上市公司 2015-2017 及 17H1-18H1 三项费用率变化(剔除乐视网)(整体法)	16
图 20: 传媒互联网上市公司 2015-2017 及 17H1-18H1 三项费用率变化(剔除乐视网)(平均法)	17
图 21: 传媒互联网上市公司 201-18H1 应收账款周转率、应付账款周转率变化(剔除乐视网)(整体法)	18
图 22: 传媒互联网上市公司 2015-18H1 应收账款周转率、应付账款周转率变化(剔除乐视网)(算术平均法)	18
图 23: 传媒互联网上市公司 2015-2018H1 经营活动产生的现金流量净额变化情况(整体法)	20
图 24: 剔除异常值后传媒互联网上市公司 2015-2018H1 经营活动产生的现金流量净额变化情况(整体法)	20
图 25: 传媒互联网上市公司 2014-2018H1 商誉总额变化情况	22
图 26: 传媒互联网上市公司 2014-2018H1 资产减值损失总额变化情况	22
图 27: 传媒互联网上市公司 2014-2018H1 资产减值损失总额变化情况(剔除乐视 17 年、蓝标 15 年)	22
图 28: 传媒互联网行业板块市盈率	23
图 29: 目前各行业市盈率情况	23
图 30: 年初至今各行业指数涨跌幅	错误!未定义书签。
图 31: 2015Q1-2018H1 基金文体娱乐类股票持仓情况(统计范围为正在发行基金)	24
表 1: 传媒互联网上市公司分行业 2015-2017 年、2017 年上半年及 2018 年上半年营收增速(整体法)	11
表 2: 传媒互联网上市公司分行业 2015-2017 年、2017 年上半年及 2018 年上半年归母净利润增速(整体法)	11
表 3: 传媒互联网上市公司分行业 2015-2017 年、2017 年上半年及 2018 年上半年扣非后净利润增速(整体法)	12
表 4: 传媒板块已披露 2018 年三季报业绩预告公司列表	12
表 5: 传媒板块已披露 2018 年三季度单季度业绩预告公司列表	13
表 7: 传媒互联网上市公司分行业毛利率	17
表 8: 传媒互联网上市公司分行业净利率	17
表 9: 传媒互联网上市公司分行业应收账款周转率(整体法)	19
表 10: 传媒互联网上市公司分行业应付账款周转率(整体法)	19
表 11: 传媒互联网上市公司分行业样本经营活动产生的现金流量净额(亿元)	20
表 12: 传媒互联网上市公司分行业经营活动产生的现金流量净额同比增速	21
表 13: 传媒互联网上市公司分行业经营活动产生的现金流量净额占营业收入比重	21
表 14: 2018H1 传媒互联网行业基金持股数量前 30 个股&基金持股占流通股比例前 30 个股	24

1. 传媒板块成长能力：板块整体乏力，分化趋势继续

1.1. 传媒板块整体成长性

我们选取了 107 家公司作为研究样本，在进行总样本的分析时，剔除了 360、金逸、横店、芒果超媒等无 16H1 的同口径数据的公司，得到：

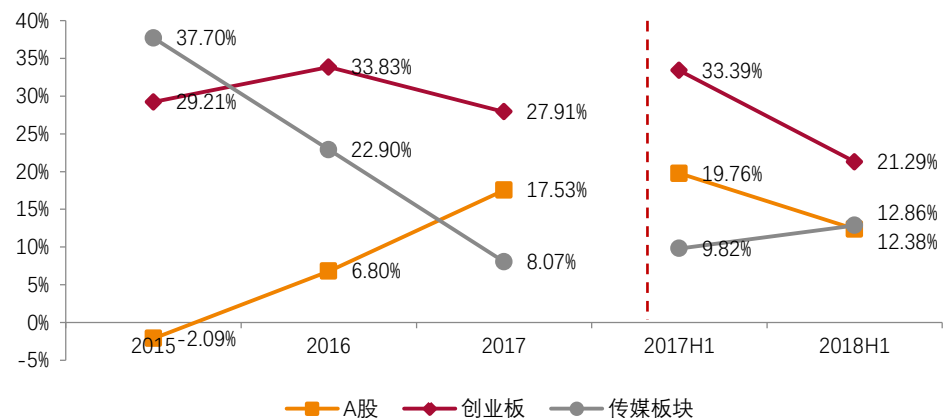
- 传媒板块 18H1 总营收同比增长 12.86%，增速同比 17H1 提高 3.04pcpts；
- 总归母净利润同比增长 4.42%，增速同比 17H1 下降 12.41pcpts；
- 扣非归母净利润同比下降 1.61%，增速同比 17H1 下降 11.08pcpts。

考虑到浙数文化（17H1 资产剥离）、光线（18H1 出售新丽）、迅游（18H1 并表狮之吼）、乐视网（消化风险中）等存在各自的特殊性，我们剔除后得到：

- 传媒板块 18H1 总营收同比增长 16.22%，增速同比 17H1 提高 2.32pcpts；
- 总归母净利润同比增长 3.41%，增速同比 17H1 下降 13.30pcpts；
- 扣非归母净利润同比增长 0.86%，增速同比 17H1 下降 14.27pcpts。

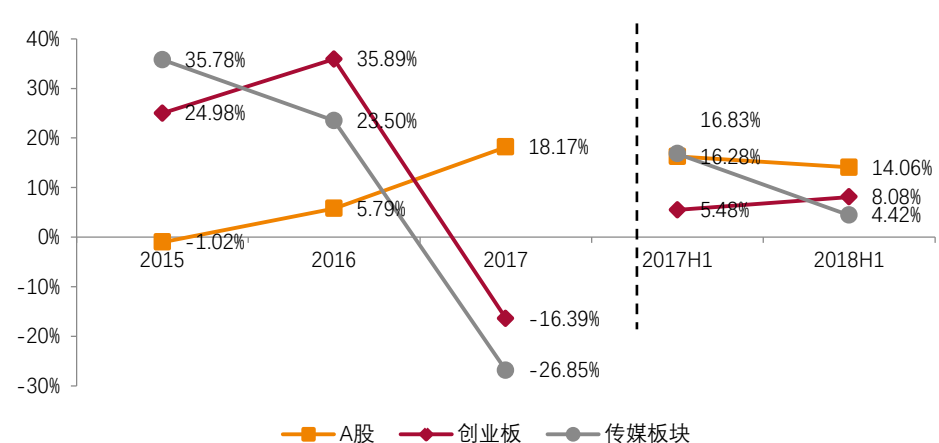
18H1 板块利润指标弱于 A 股及创业板，收入趋势好于利润趋势，板块整体表现欠佳，我们年初一直也来也维持板块无趋势机会寻找结构个股机会。

图 1：传媒互联网上市公司 2015-2018H1 营收增速对比（整体法）



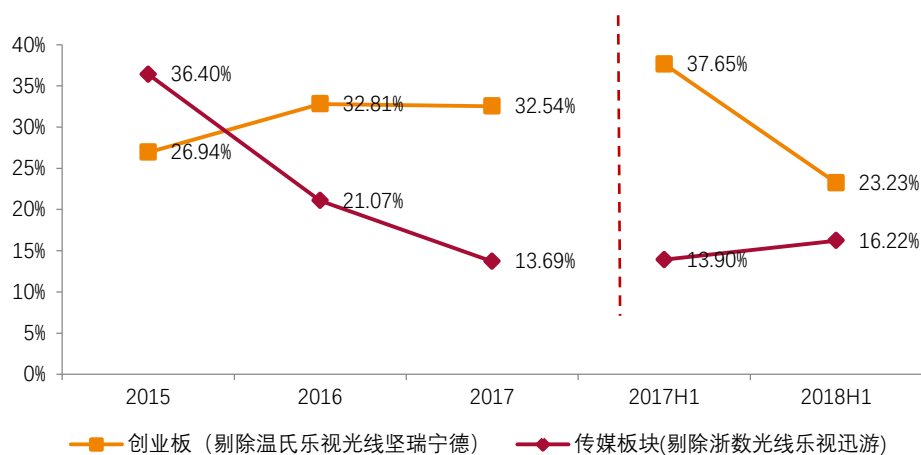
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：传媒互联网上市公司 2015-2018H1 归母净利润增速对比（整体法）



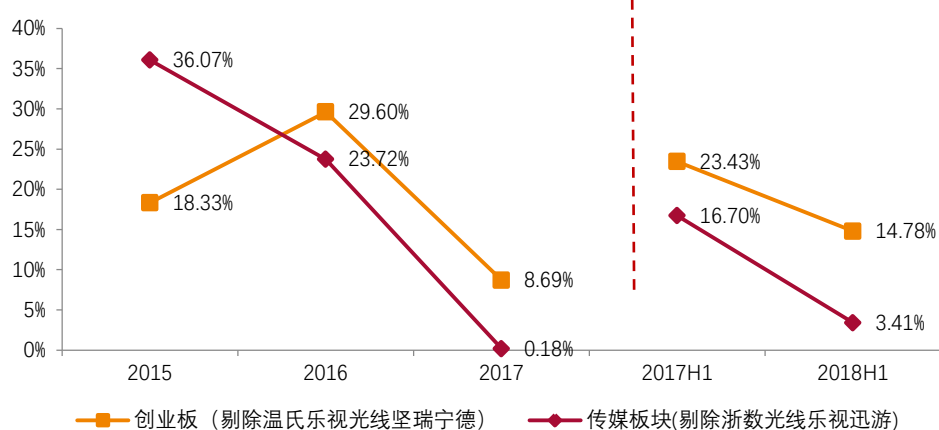
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：传媒互联网上市公司 2015-2018H1 营收增速对比（剔除后）



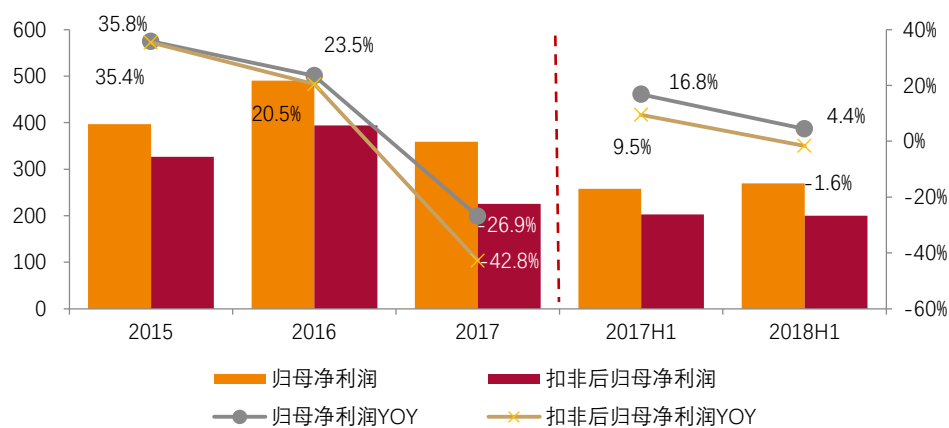
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：传媒互联网上市公司 2015-2018H1 归母净利润增速对比（剔除后）



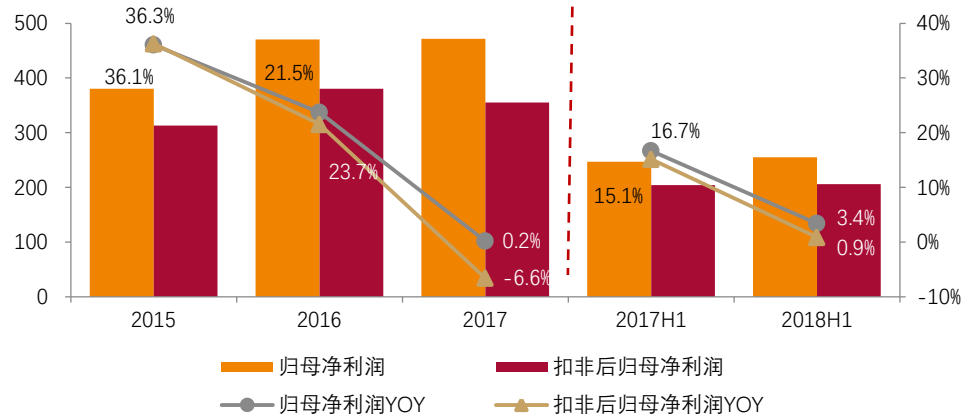
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：传媒上市公司 2015-2018H1 归母净利润和扣非后净利润总额（亿元）及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：传媒上市公司 2015-2018H1 归母净利润和扣非后净利润总额（亿）及同比增速（剔除乐光浙迅）



资料来源：天风证券研究所

单季度维度看，

单季度维度看，传媒板块有较强的季节性，故同比分析更有价值，18Q2 表现同样弱于创业板和 A 股。剔除了 360、金逸、横店、芒果超媒等无 16Q1 的同口径数据的公司，得到：

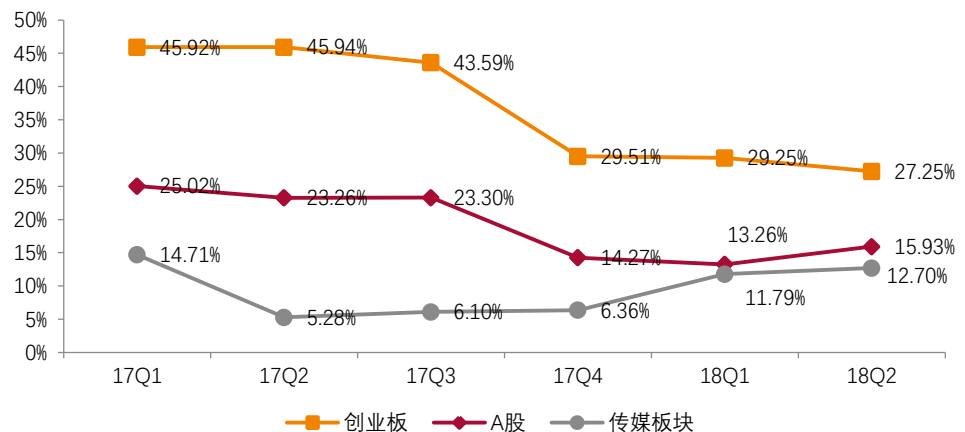
- 传媒板块 18Q2 营收同比增长 12.70%，增速同比提高 7.42pcpts；
- 归母净利润同比增长 0.92%，增速同比下降 3.70pcpts；

若进一步剔除乐视网（消化风险中）、迅游（并表狮之吼）等，得到：

- 传媒板块 18Q2 营收同比增长 13.72%，增速同比提高 3.22 pcpts；
- 归母净利润同比增长 0.86%，增速同比下降 11.03%；

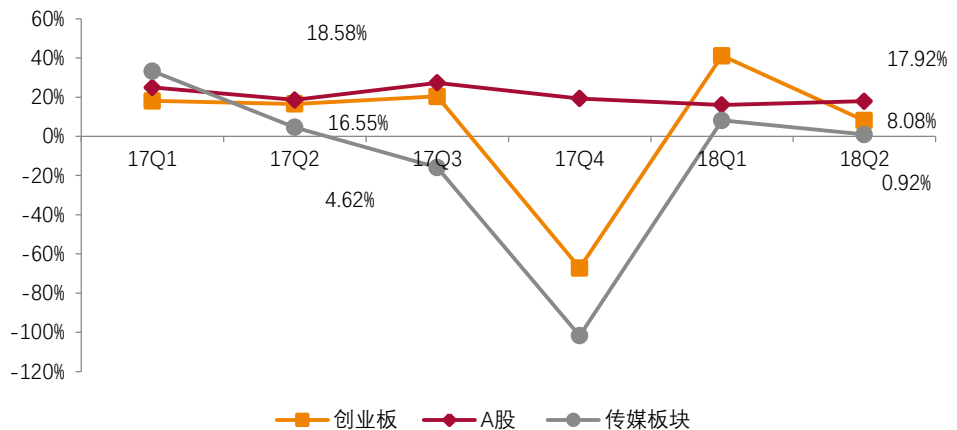
营收增速快于净利润核心为部分营收增速较快的公司（如蓝标、利欧、世纪华通等），其利润增速较慢。

图 7：传媒互联网上市公司单季度营收同比增速对比



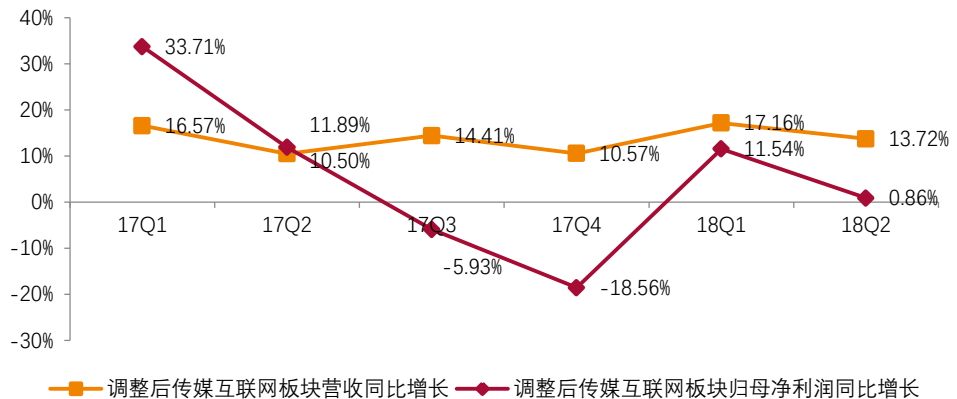
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：传媒互联网上市公司单季度归母净利润同比增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：传媒互联网上市公司单季度营收、归母净利润调整后同比增速（剔除乐、迅）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 传媒互联网营收及归母净利润增速分布：步入增速新常态

传媒互联网上市公司 18H1 年营收增速分布变化：

营收增速超过 100% 的上市公司数量由 17H1 的 3 家增加到 18H1 的 5 家；
 营收增速处于 50% 至 100% 区间由 17H1 的 11 家下降到 18H1 的 7 家；
 营收增速处于 30% 至 50% 区间由 17H1 的 14 家下降到 18H1 的 13 家；
 营收增速处于 0% 至 30% 区间由 17H1 的 46 家下降到 18H1 的 45 家；
 营收增速处于 -30% 至 0% 区间由 17H1 的 26 家增加到 18H1 的 27 家；
 营收增速处于低于 -30% 区间 17H1 的为 4 家增加到 18H1 的 7 家。

传媒互联网上市公司 18H1 归母净利润增速分布变化：

归母净利润增速超过 100% 的上市公司数量由 17H1 的 15 家增加到 18H1 的 16 家；
 归母净利润增速处于 50% 至 100% 区间由 17H1 的 15 家下降到 18H1 的 4 家；
 归母净利润增速处于 30% 至 50% 区间 17H1 的 9 家与 18H1 年的 9 家持平；

归母净利润增速处于 0%至 30%区间由 17H1 的 28 家增加到 18H1 的 36 家；

归母净利润增速处于-30%至 0%区间由 17H1 的 20 家下降到 18H1 的 18 家；

归母净利润增速处于低于-30%区间由 17H1 的 17 家增加到 18H1 的 21 家。

传媒互联网上市公司 18H1 年扣非归母净利润增速分布变化

扣非归母净利润增速超过 100%的上市公司数量由 17H1 的 15 家下降到 18H1 的 13 家；

扣非归母净利润增速处于 50%至 100%区间由 17H1 的 12 家下降到 18H1 的 8 家；

扣非归母净利润增速处于 30%至 50%区间由 17H1 的 11 家下降到 18H1 的 7 家；

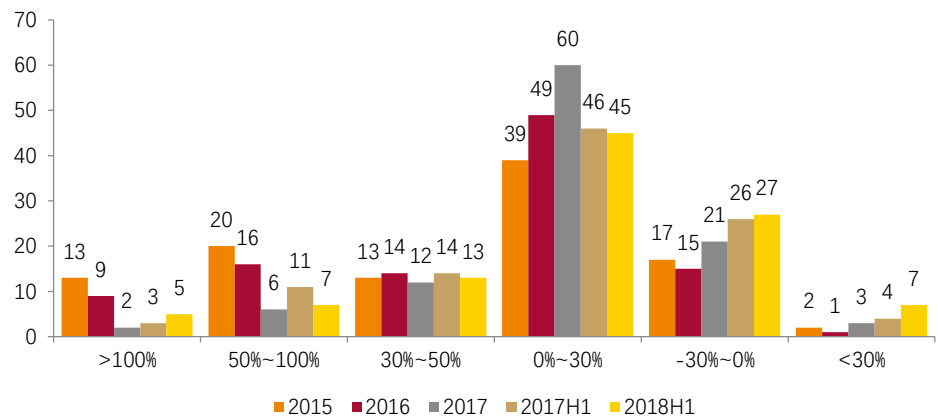
扣非归母净利润增速处于 0%至 30%区间由 17H1 的 26 家增加到 18H1 的 34 家；

扣非归母净利润增速处于-30%至 0%区间由 17H1 的 21 家下降到 18H1 的 16 家；

扣非归母净利润增速处于低于-30%区间由 17H1 的 19 家增加到 18H1 的 26 家。

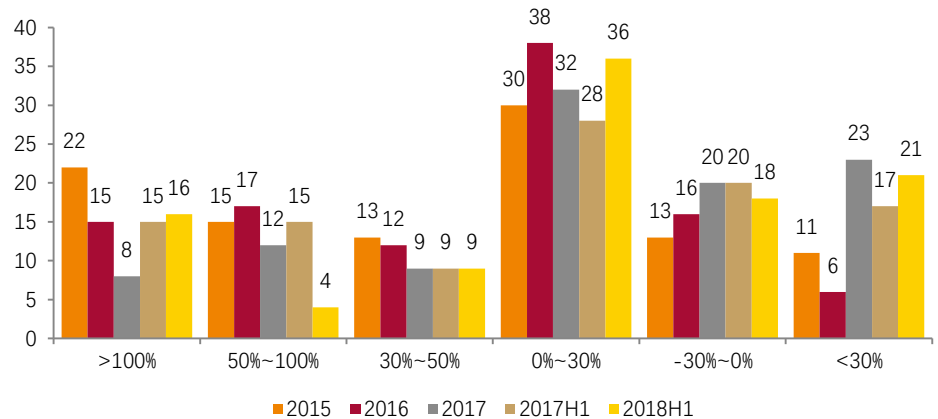
从分布看，无论营收还是净利润 50%以上高增速的公司减少，同时 18H1 同比下滑 30%以上的企业也增多，表明公司间分化正在加剧。

图 10：传媒互联网上市公司中报营收增速分布（个）



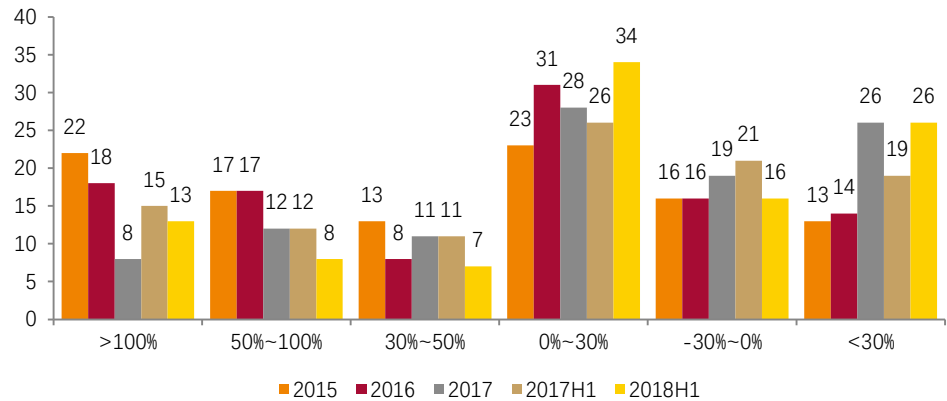
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：传媒互联网上市公司中报归母净利润增速分布（个）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：传媒互联网上市公司中报归母净利润增速分布（个）



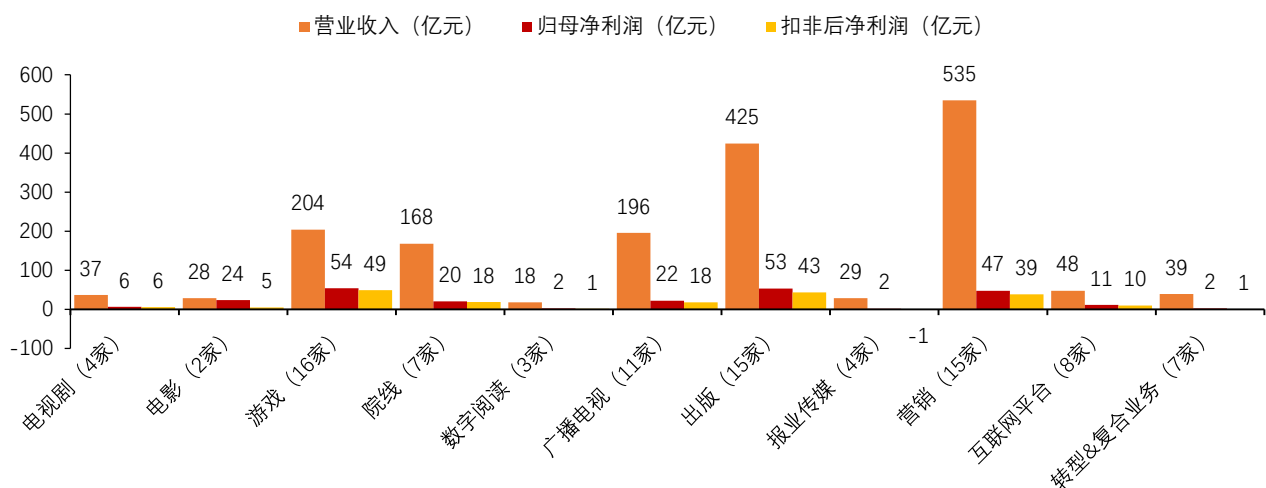
资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 各细分行业成长能力对比

我们按照子行业进行分类统计，选取共 92 家公司作为样本，其中电视剧 4 家（慈文传媒、华策影视等）、电影制片 2 家（华谊兄弟、光线传媒）、院线 7 家（万达电影、横店影视等）、游戏 16 家（完美世界、三七互娱等）、广播电视 11 家（歌华有线、广电网络等）、出版 15 家（中南传媒、新经典等）、营销 15 家（分众传媒、蓝色光标等）、互联网平台 8 家（东方财富、视觉中国等）、报业传媒 4 家（粤传媒、华媒控股等）、数字阅读 3 家（掌阅科技、平治信息等）、另有转型和复合业务公司 7 家（北京文化、骅威文化等）。

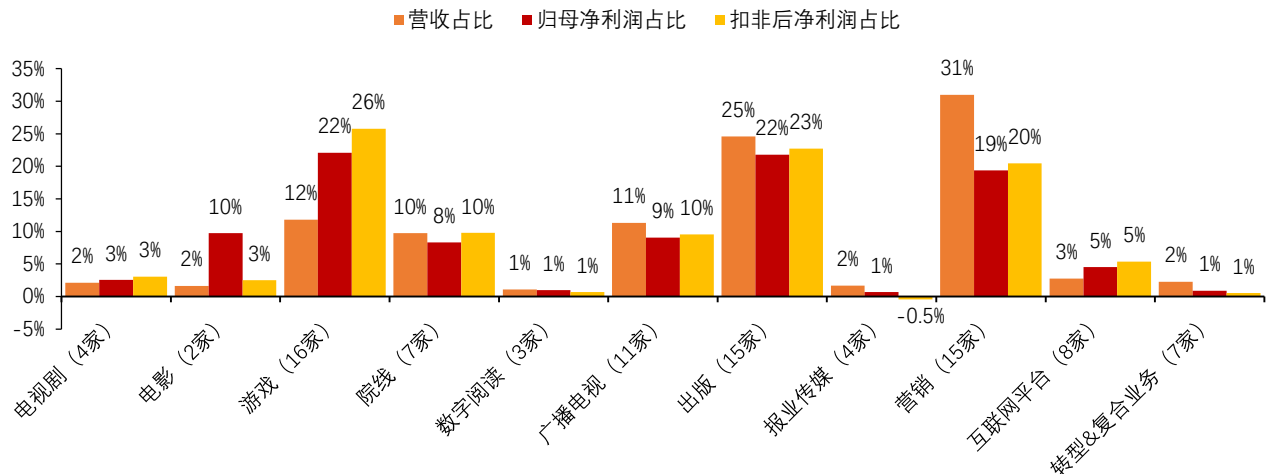
92 家样本公司 18 年上半年总营收 1,736 亿元，同比增长 15.0%，总归母净利润 245 亿元，同比增长 9.3%，总扣非后净利润 189 亿元，同比下降 1.0%。营收占比前三位的子行业分别为整合营销（31%）、出版（25%）、游戏（12%），归母净利润占比前三位板块为游戏（22%）、出版（22%）、整合营销（20%），扣非后净利润占比前三位板块为游戏（26%）、出版（23%）、整合营销（21%）。

图 13：传媒互联网上市公司分行业 18 年半年报营收、归母净利润及扣非后净利润分布



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：传媒互联网上市公司分行业 18 年半年报营收、归母净利润及扣非后净利润占比分布



资料来源：wind，天风证券研究所

各细分行业成长能力方面（按 18H1 营收增速由高到低排序）：

营销板块 18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 42.0%、18.3%、15.7%，三项增速相对 17 年全年增速均有提升；但需注意板块增速主要由体量较大的分众传媒（18H1 营收 yoy26%、归母净利润 yoy32%，扣非后净利润 yoy33.7%）带动，若剔除分众传媒后，营销板块 18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 20.9%、-5.5%、-14.9%；

电视剧板块 18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 39.5%、67.6%和 103.0%，相比 17H1 及 17 年均大幅增长，电视剧公司在各季度或半年度业绩波动主要受项目确认节奏影响，17H1 样本公司确认剧目较少，而 18H1 相对确认项目提升；

互联网平台板块，18H1 营收同比增速为 29.6%，归母净利润和扣非后净利润同比增速均由负转正分别为 48.2%和 50.2%；其中东方财富有所波动，17H1 归母净利润同比下滑 22.8%，18H1 归母净利润同比增长 114.8%；暴风集团 18H1 转亏，归母净利润同比下滑 775%，若剔除东财和暴风，板块 18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 32.1%、39.0%、38.0%，趋势不变；

数字阅读板块，18H1 营收、归母净利润同比增速分别为 21.1%和 71.9%，扣非后净利润同比增速转正为负，为-2.1%；板块样本 3 家数量较少，扣非后下降主要为中文在线扣非后净利润下滑较多，若拆分看，平治信息体现高速增长（18H 营收 yoy11.2%、归母净利润 yoy118.7%，扣非后净利润 yoy131.4%），掌阅科技平稳，但相比 17H1 和 17 年增速下滑（18H1 营收 yoy18.2%、归母净利润 yoy15.3%，扣非后净利润 yoy11.5%），中文在线新增并表，营收和归母净利润增长，但扣非后有较大下滑（18H1 营收 yoy42.7%、归母净利润 yoy141%，扣非后净利润 yoy-353%）；

电影制片板块，18H1 营收和扣非后净利润同比增速为 13.9%和 2.9%，归母净利润同比增速 187.0%。板块样本 2 家，拆分来看，华谊兄弟 18H1 归母净利润同比下降 35.5%，扣非后净利润同比增长 151.3%；光线传媒由于 18H1 收购新丽传媒产生投资收益，归母净利润同比增长 426.0%，扣非后净利润同比下降 38%；

广播电视板块，18H1 营收同比增速 7.9%，归母净利润同比增速与扣非后净利润同比则均有下降，分别为-15.5%、-24.0%，该板块 17 年净利润即呈现下降，18H1 则继续下滑；其中电广传媒 17 年计提 4.1 亿资产减值损失，净利润-4.6 亿，18H1 净利润-3533 万，剔除后电广传媒后，板块 18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 4.1%、-10%、-15.3%，板块毛利率和净利率均有下滑造成营收增长，但净利润下降；

游戏板块，18H1 营收、归母净利润及扣非净利润同比增速分别为 7.4%、7.5%和 6.6%，三者相对 15-17 年呈现较为明显下滑。由于完美世界、巨人网络体量较大，在 15-16 年游戏资产注入上市公司/借壳过程中，会产生财务数据波动，游久游戏则在 17 年有大幅亏损，剔除后再次对比，2017 年扣非后净利润增速 19.1%，相对有并表、手游增长等驱动的 15-16 年，已经体现回落，18H1 则继续回落至 6.7%，趋势与调整前相同；

院线板块，受到 18Q2 电影市场票房同比下滑 7%，18H1 电影票房同比增长 17.8%，但总银幕数同比依然在 20%以上影响，营收同比增速下降至 4.9%，归母净利润及扣非后净利润同比增速均出现负增长，分别为-11.9%和-15.2%，其中文投控股 18H1 增速下滑明显，且在 16 年由于耀莱等并表增速提升，波动较大，剔除后，板块 18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 8.3%、3.4%、0.6%；同时由于横店、金逸 16H1 数据缺失，导致 17H1 增速偏高，再次剔除调整，板块 18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 8.5%、3.1%、1.1%；

出版板块，18H1 营收和归母净利润同比增速为 2.7%和 0.2%，扣非后净利润分别同比下降 0.8%，其中时代出版 17 年扣非后净利润下滑明显，18H1 有所改善，拖累 17 年板块业绩；体量偏大的中南传媒则在 17 年和 18H1 业绩均下滑，若剔除中南传媒，板块 18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别 5.2%、5.8%、7.0%；

报业传媒，18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润均同比下降，分别为-6.1%、-43.9%、-181.9%；传统报业面对挑战，板块内公司也均进行多业务拓展；

转型&复合业务公司，18H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速均出现明显下滑，分别为-15.7%、-69.2%、-84.4%，主要为板块内公司 15、16 年并表带来较多业绩增量，17 年开始则面临业绩和商誉压力；板块内北京文化相对转型后业绩持续增长（18H1 营收 yoy82%、归母净利润 yoy14%，扣非后净利润 yoy28%）。

表 1：传媒互联网上市公司分行业 2015-2017 年、2017 年上半年及 2018 年上半年营收增速（整体法）

分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
营销（15 家）	40.9%	35.8%	20.4%	16.9%	42.0%
电视剧（4 家）	45.4%	72.3%	23.9%	17.8%	39.5%
互联网平台（8 家）	74.8%	19.3%	9.6%	11.3%	29.6%
数字阅读（3 家）	47.3%	89.3%	45.2%	73.0%	21.1%
电影（2 家）	49.6%	-3.0%	10.6%	13.9%	13.9%
广播电视（11 家）	12.4%	10.8%	12.6%	11.1%	7.9%
游戏（16 家）	62.0%	29.0%	23.7%	35.6%	7.4%
游戏-调整后（13 家）	59.2%	40.4%	23.1%	30.0%	5.5%
院线（7 家）	43.2%	24.0%	12.4%	30.9%	4.9%
院线-调整后（4 家）	37.1%	22.7%	14.9%	9.2%	8.5%
出版（15 家）	16.7%	10.3%	1.1%	-0.8%	2.7%
报业传媒（4 家）	-2.4%	0.2%	-16.3%	-9.7%	-6.1%
转型&复合业务（7 家）	37.1%	41.2%	8.7%	13.1%	-15.7%

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：“游戏-调整后”指剔除完美世界、巨人网络、游久游戏后样本（由于完美世界、巨人网络体量较大，在 15-16 年游戏资产注入上市公司/借壳过程中，会产生财务数据波动，游久游戏则在 17 年有大幅亏损）；“院线-调整后”指剔除文投控股、金逸影视、横店影视 3 家公司（文投控股 18H1 增速下滑明显，且在 16 年由耀莱等并表增速提升，横店影视及金逸影视 16H1 数据缺失），以下两表同。

表 2：传媒互联网上市公司分行业 2015-2017 年、2017 年上半年及 2018 年上半年归母净利润增速（整体法）

分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
电影（2 家）	12.4%	12.4%	6.1%	33.1%	187.0%
数字阅读（3 家）	-30.1%	85.5%	85.6%	162.6%	71.9%
电视剧（4 家）	47.9%	26.6%	36.7%	-11.7%	67.6%
互联网平台（8 家）	163.6%	-35.1%	1.0%	-13.9%	48.2%
营销（15 家）	14.4%	38.0%	4.8%	20.8%	18.3%
游戏（16 家）	18.3%	78.8%	31.3%	40.4%	7.5%

游戏-调整后 (13 家)	91.8%	40.1%	44.1%	35.2%	7.7%
出版 (15 家)	13.1%	13.5%	6.4%	19.7%	0.2%
院线 (7 家)	76.5%	22.8%	1.1%	25.5%	-11.9%
院线-调整后 (4 家)	53.0%	11.8%	8.3%	3.8%	3.1%
广播电视 (11 家)	16.0%	1.8%	-16.8%	-6.2%	-15.5%
报业传媒 (4 家)	13.8%	17.8%	-60.5%	13.4%	-43.9%
转型&复合业务 (7 家)	73.7%	94.3%	-17.3%	42.2%	-69.2%

资料来源: Wind、天风证券研究所

表 3: 传媒互联网上市公司分行业 2015-2017 年、2017 年上半年及 2018 年上半年扣非后净利润增速 (整体法)

分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
电视剧 (4 家)	54.4%	29.8%	39.6%	-25.0%	103.0%
互联网平台 (8 家)	174.5%	-39.6%	7.2%	-5.0%	50.2%
营销 (15 家)	21.4%	21.8%	0.1%	23.1%	15.7%
游戏 (16 家)	34.4%	84.1%	19.2%	48.0%	6.6%
游戏-调整后 (13 家)	72.1%	66.9%	19.1%	29.2%	6.7%
电影 (2 家)	-1.9%	-42.6%	23.8%	24.2%	2.9%
出版 (15 家)	15.1%	10.2%	-3.5%	9.5%	-0.8%
数字阅读 (3 家)	-6.8%	23.4%	99.7%	162.0%	-2.1%
院线 (7 家)	91.2%	14.7%	-0.4%	24.8%	-15.2%
院线-调整后 (4 家)	62.4%	3.8%	6.4%	4.0%	1.1%
广播电视 (11 家)	31.5%	6.3%	-22.4%	-4.5%	-24.0%
转型&复合业务 (7 家)	82.9%	67.1%	-6.5%	51.5%	-84.4%
报业传媒 (4 家)	45.8%	-18.6%	-77.3%	-20.7%	-181.9%

资料来源: Wind、天风证券研究所

1.4. 2018 年三季度业绩预告

从目前已披露的 30 家公司来看, 按照整体法增速区间在-3.85%~13.35%。

表 4: 传媒板块已披露 2018 年三季度业绩预告公司列表

证券代码	证券简称	预告净利润下限 2018 三季度 [单位] 亿元	预告净利润上限 2018 三季度 [单位] 亿元	预告净利润同比增长 下限 2018 三季度 [单位] %	预告净利润同比增长 上限 2018 三季度 [单位] %
电视剧					
002343.SZ	慈文传媒	2.40	2.80	60.53	87.29
游戏					
002602.SZ	世纪华通	8.50	10.00	18.98	39.97
002619.SZ	艾格拉斯	3.05	3.59	160.76	206.11
002174.SZ	游族网络	6.50	7.50	41.51	63.28
002425.SZ	凯撒文化	1.52	1.97	0.00	30.00
002624.SZ	完美世界	11.90	12.90	10.37	19.64
002558.SZ	巨人网络	9.91	10.95	-5.00	5.00
002555.SZ	三七互娱	11.50	13.50	-5.06	11.45
002517.SZ	恺英网络	4.91	5.71	-53.56	-46.00
002354.SZ	天神娱乐	2.50	6.20	-66.68	-17.38
报业传媒					
002181.SZ	粤传媒	0.00	0.28	100.00	149.76
营销					
002027.SZ	分众传媒	47.50	48.50	21.28	23.83

300058.SZ	蓝色光标	4.20	4.80	50.52	72.02
300392.SZ	腾信股份	0.00	0.05	-100.00	-72.64
002400.SZ	省广集团	1.30	1.50	-24.21	-12.55
002131.SZ	利欧股份	2.23	3.12	-50.00	-30.00
002712.SZ	思美传媒	1.90	2.85	0.00	50.00
院线					
002739.SZ	万达电影	12.64	15.17	0.00	20.00
002905.SZ	金逸影视	1.18	1.70	-17.97	18.18
广电					
002238.SZ	天威视讯	1.50	1.87	-20.00	0.00
转型&复合					
002502.SZ	骅威文化	0.46	1.60	-80.00	-30.00
002445.SZ	中南文化	0.16	1.03	-90.80	-40.80
300291.SZ	华录百纳	-3.51	-3.46	-399.20	-394.94
互联网					
300413.SZ	芒果超媒	7.50	8.50	26.76	43.66
其他					
002751.SZ	易尚展示	0.55	0.65	79.20	111.78
002280.SZ	联络互动	1.50	1.80	350.07	440.09
002315.SZ	焦点科技	0.62	0.81	0.00	30.00
002699.SZ	美盛文化	1.81	3.32	-40.00	10.00
002292.SZ	奥飞娱乐	0.63	1.58	-80.00	-50.00
002235.SZ	安妮股份	0.65	0.75	36.22	57.18

资料来源：wind，天风证券研究所

从目前已披露的 30 家公司来看，按照整体法增速区间-29.18%~18.96%。游戏板块不乏亮点：【世纪华通】18Q3 单季度净利润同比增长 44.56%~200.02%；【游族网络】18Q3 单季度净利润同比增长 31.01%~114.44%；【三七互娱】18Q3 单季度净利润同比增长 -3.37%~52.06%；【完美世界】18Q3 单季度净利润同比增长 0.31%~24.89%。

表 5：传媒板块已披露 2018 年三季度单季度业绩预告公司列表

证券代码	证券简称	2018 三季度单季度-预告净利润 下限[单位] 亿元	2018 三季度单季度-预告净利润 上限[单位] 亿元	2018 三季度单季度-预告净利润同比增长 下限 [单位] %	2018 三季度单季度-预告净利润同比增长 上限 [单位] %
电视剧					
002343.SZ	慈文传媒	0.47	0.87	-35.98%	18.58%
游戏					
002602.SZ	世纪华通	1.39	2.89	44.56%	200.02%
002619.SZ	艾格拉斯	0.42	0.95	-64.37%	-19.02%
002174.SZ	游族网络	1.57	2.57	31.01%	114.44%
002425.SZ	凯撒文化	0.35	0.80	-35.04%	50.48%
002624.SZ	完美世界	4.08	5.08	0.31%	24.89%
002558.SZ	巨人网络	2.81	3.85	-18.86%	11.29%
002555.SZ	三七互娱	3.49	5.49	-3.37%	52.06%
002517.SZ	恺英网络	1.20	2.00	-81.35%	-68.92%
002354.SZ	天神娱乐	0.41	4.11	-83.08%	67.81%
报业传媒					

002181.SZ	粤传媒	-0.40	-0.12	-680.27%	-143.16%
营销					
002027.SZ	分众传媒	14.03	15.03	1.41%	8.63%
300058.SZ	蓝色光标	1.05	1.65	592.64%	873.93%
300392.SZ	腾信股份	0.49	0.54	299.73%	340.52%
002400.SZ	省广集团	0.07	0.27	137.40%	246.75%
002131.SZ	利欧股份	0.52	1.41	-58.65%	11.85%
002712.SZ	思美传媒	0.16	1.11	-71.14%	102.92%
院线					
002739.SZ	万达电影	3.64	6.17	-3.44%	63.64%
002905.SZ	金逸影视	0.31	0.83	-32.68%	81.38%
广电					
002238.SZ	天威视讯	0.44	0.81	-22.75%	43.65%
转型&复合					
002502.SZ	骅威文化	0.13	1.27	-83.25%	66.52%
002445.SZ	中南文化	-0.30	0.57	-171.95%	38.57%
300291.SZ	华录百纳	-0.84	-0.79	-259.33%	-249.85%
互联网					
300413.SZ	芒果超媒	1.77	2.77	-39.71%	-5.71%
其他					
002751.SZ	易尚展示	0.34	0.44	50.03%	94.57%
002280.SZ	联络互动	-0.04	0.26	-289.30%	1314.97%
002315.SZ	焦点科技	0.29	0.48	-2.10%	61.91%
002699.SZ	美盛文化	0.67	2.18	-67.50%	5.33%
002292.SZ	奥飞娱乐	-0.40	0.55	-122.11%	-69.64%
002235.SZ	安妮股份	0.15	0.25	-40.70%	-1.45%

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 传媒板块盈利能力：毛利率及净利率下降，财务费用率持续提升

2.1. 传媒板块整体盈利能力

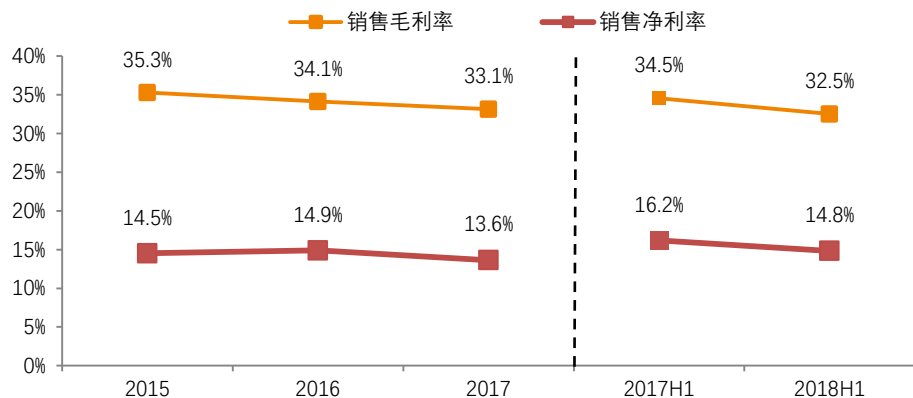
2.1.1. 板块毛利率及净利率

采用整体法计算（剔除乐视网），18H1 传媒板块整体销售毛利率为 32.5%，同比下降 2.0pcpts；销售净利率为 14.8%，同比下降 1.4pcpts，但相比 17 年全年水平有所提升。采用算数平均法计算，18H1 毛利率也呈现下降趋势，同比下降 1.1pcpts 至 39.3%，但净利率维持稳定，同比提升 0.1pcpts 至 18.4%。

我们剔除极值再次计算，极值包括 18H1 净利率小于-80%的华录百纳，以及 18H1 净利率大于 290%的光线传媒。剔除极值后，采用整体法，18H1 传媒板块整体销售毛利率为 32.6%，同比下降 2.0pcpts，相比 17 年度降低 0.5pcpts；销售净利率为 14.0%，同比下降 2.1pcpts，相比 17 年度提升 0.5pcpts。采用算术平均法，18H1 销售毛利率为 39.9%，销售净利率 16.8%，同比分别下降 0.7pcpts 和 1.3pcpts。

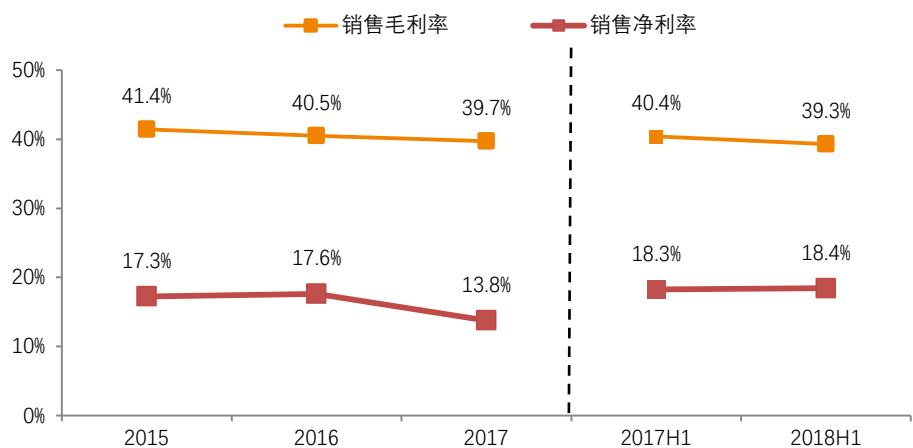
具体分行业毛利率及净利率趋势我们将在下一部分详细分析。

图 15: 传媒互联网上市公司 2015-2017 年及 17H1-18H1 毛利率、净利率变化 (剔除乐视网)(整体法)



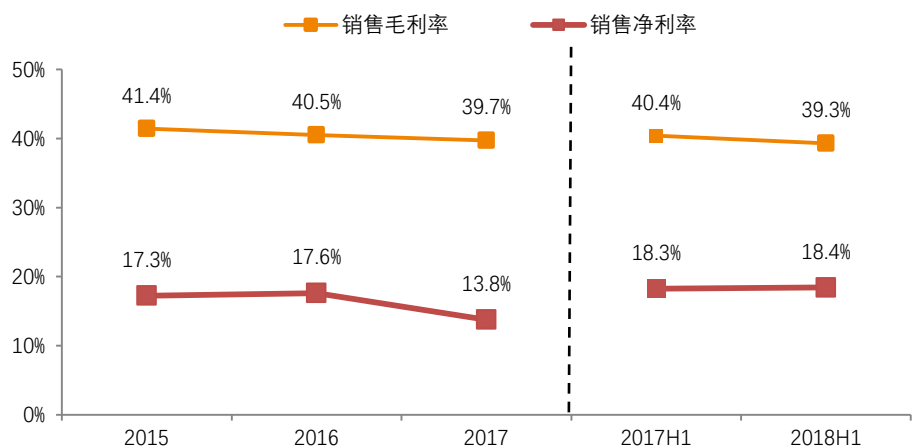
资料来源: wind、天风证券研究所

图 16: 传媒互联网上市公司 2015-2017 年及 17H1-18H1 毛利率、净利率变化 (剔除乐视网)(平均法)



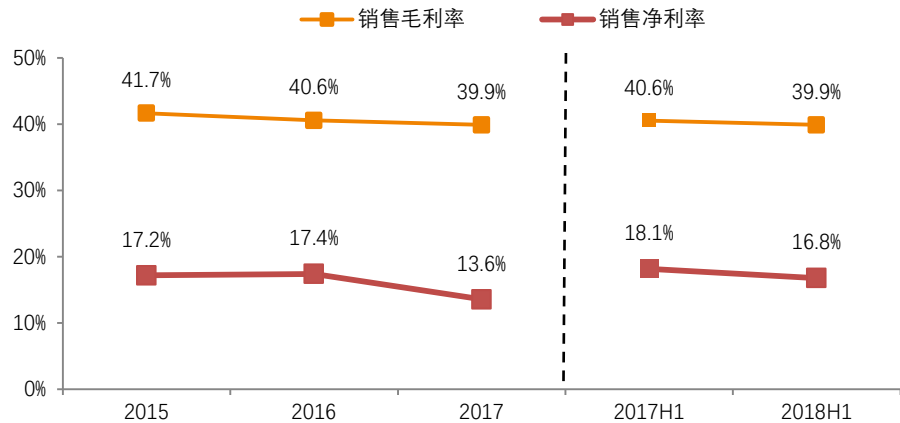
资料来源: wind、天风证券研究所

图 17: 传媒互联网上市公司 2015-2017 年及 17H1-18H1 毛利率、净利率变化 (剔除乐视网)(平均法)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 18：传媒互联网上市公司 2015-2017 年及 17H1-18H1 毛利率、净利率变化（剔除极值）（平均法）



资料来源：wind、天风证券研究所

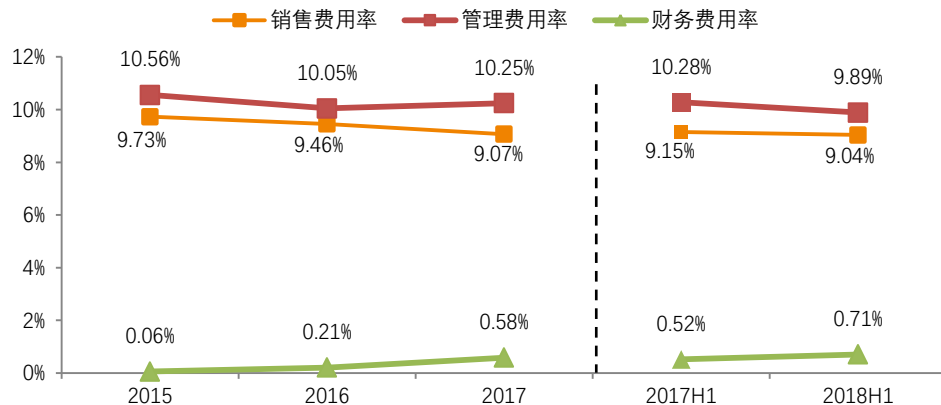
2.1.2. 板块三项费用率

三项费用率方面，剔除乐视网后，18H1 传媒板块销售费用率和管理费用率均同比下降，财务费用率则同比提升，反映出板块资金压力。

采用整体法计算，传媒板块 18H1 销售费用率为 9.04%，同比下降 0.11pcpts，管理费用率为 9.89%，同比下降 0.39pcpts，财务费用率为 0.71%，同比上升 0.19pcpts。

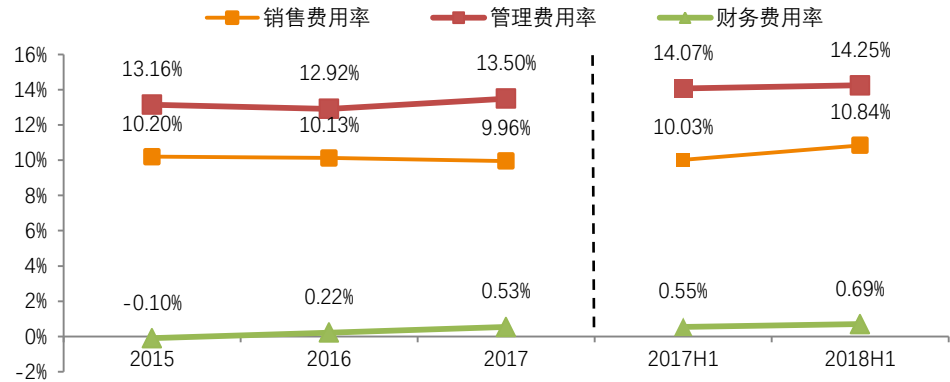
采用算术平均法计算，传媒板块 18H1 销售费用率为 10.84%，同比上升 0.81pcpts，管理费用率为 14.25%，同比上升 0.18pcpts，财务费用率为 0.69%，同比上升 0.14pcpts。

图 19：传媒互联网上市公司 2015-2017 及 17H1-18H1 三项费用率变化（剔除乐视网）（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 20：传媒互联网上市公司 2015-2017 及 17H1-18H1 三项费用率变化（剔除乐视网）（平均法）



资料来源：wind、天风证券研究所

2.2. 各细分行业盈利能力对比

毛利率方面，游戏板块在各细分行业中毛利率最高，18H1 为 67.0%，连续三年领跑细分行业，电影和电视剧板块毛利率分别为 52.8%和 32.8%，分别相对去年同期提升了 3.4 和 3.9 个百分点，数字阅读毛利率也有所提升，相对去年同期提升了 4.2 个百分点；互联网平台和图书出版板块毛利率相对稳定，分别持续保持在 56%和 30%左右；广播电视、营销毛利率小幅下滑，而报业及转型公司毛利率下滑明显。

净利率方面，电影板块受光线出售新丽影响，18H1 净利率提升不具备代表性；游戏、互联网平台、电视剧和数字阅读板块净利率均相对去年同期均有所提升，而出版、院线、广播电视、营销板块净利率相对 17H1 下滑，但高于 17 年全年，报业以及转型公司 18H1 净利率下滑明显。

表 6：传媒互联网上市公司分行业毛利率

分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
游戏	59.9%	60.8%	63.7%	62.6%	67.0%
互联网平台	71.6%	59.3%	55.5%	55.8%	56.4%
电影	45.6%	50.6%	44.1%	49.4%	52.8%
数字阅读	46.7%	35.0%	32.7%	34.1%	38.3%
电视剧	41.5%	32.4%	35.2%	28.9%	32.8%
出版	29.1%	29.1%	29.2%	30.8%	30.0%
广播电视	35.0%	34.2%	30.6%	33.3%	29.7%
院线	30.4%	29.8%	29.1%	31.1%	29.1%
报业传媒	38.1%	33.9%	33.1%	34.3%	27.8%
转型&复合业务	31.9%	33.0%	32.3%	31.9%	25.2%
营销	27.5%	24.5%	22.7%	24.5%	20.0%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 7：传媒互联网上市公司分行业净利率

分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
电影	30.3%	33.1%	31.2%	37.3%	88.6%
游戏	18.8%	25.8%	29.1%	29.0%	30.0%
互联网平台	40.1%	19.8%	18.4%	15.6%	17.3%
电视剧	18.0%	15.8%	17.2%	14.1%	16.7%
数字阅读	7.1%	7.2%	9.4%	9.2%	14.1%

出版	10.1%	10.3%	10.8%	13.1%	12.7%
院线	14.3%	13.9%	12.6%	14.9%	12.6%
广播电视	16.2%	15.4%	12.1%	15.9%	12.6%
营销	9.8%	9.9%	8.6%	10.8%	9.0%
报业传媒	14.6%	18.7%	10.3%	11.4%	7.0%
转型&复合业务	14.0%	19.7%	14.8%	15.5%	5.3%

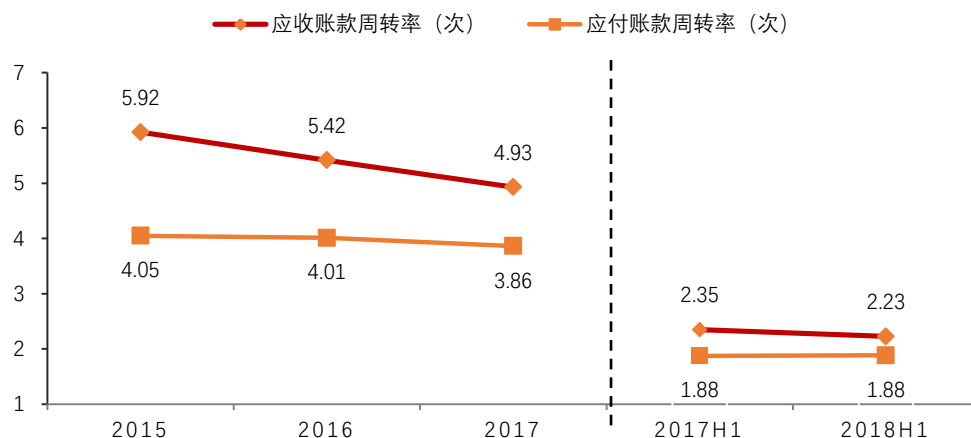
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 传媒板块营运能力：应收及应付周转率均降

3.1. 传媒板块整体运营能力

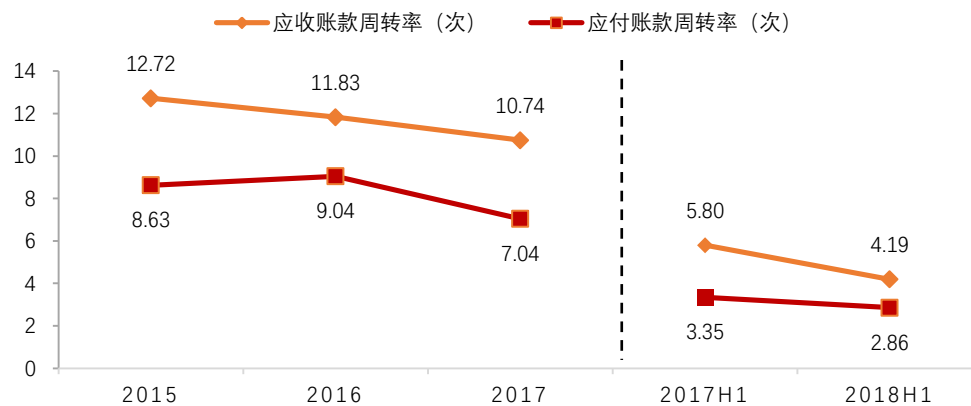
剔除乐视网，采用整体法计算，传媒板块 18H1 应收账款周转率为 2.23 次，同比下降 0.12 次；应付账款周转率为 1.88 次，同比基本持平。采用算数平均法计算，传媒板块 18H1 应收账款周转率为 4.19 次，应付账款周转率为 2.86 次，同比分别下降 1.61 次和 0.49 次。

图 21：传媒互联网上市公司 201-18H1 应收账款周转率、应付账款周转率变化（剔除乐视网）（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 22：传媒互联网上市公司 2015-18H1 应收账款周转率、应付账款周转率变化（剔除乐视网）（算术平均法）



资料来源：wind、天风证券研究所

3.2. 各细分行业营运能力对比

应收账款周转率方面，采用整体法计算，出版及院线板块应收周转率相对较高，数字阅读板块应收周转率 15-17 年提升，18H1 有小幅下降，电视剧板块应收账款周转率在细分

中最低。

从变化趋势看，出版公司、报业传媒、营销及互联网平台 18H1 应收账款周转率相比 17H1 提升，其他板块则均有下降，回收资金账期拉长，增加现金流压力。

表 8：传媒互联网上市公司分行业应收账款周转率（整体法）

分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
出版（15 家）	10.04	10.17	9.66	4.01	4.03
院线（7 家）	9.78	9.81	8.70	4.94	4.01
数字阅读（3 家）	4.87	6.77	8.45	3.74	3.53
广播电视（11 家）	15.09	11.66	8.65	4.42	3.22
游戏（16 家）	6.87	5.43	5.03	2.67	2.12
互联网平台（8 家）	5.04	4.51	4.21	1.78	2.01
报业传媒（4 家）	4.56	4.22	3.99	1.52	1.93
营销（15 家）	3.69	3.80	3.61	1.67	1.77
电影（2 家）	2.10	2.11	2.73	1.25	1.41
转型&复合业务（7 家）	2.49	2.35	1.95	0.79	0.61
电视剧（4 家）	1.47	1.73	1.42	0.50	0.42

资料来源：wind，天风证券研究所

应付账款周转率上，除营销和报业传媒外，其他各板块应付账款周转率均有所降低，在对上游供应商付款周期拉长，对现金流有相对改善。

表 9：传媒互联网上市公司分行业应付账款周转率（整体法）

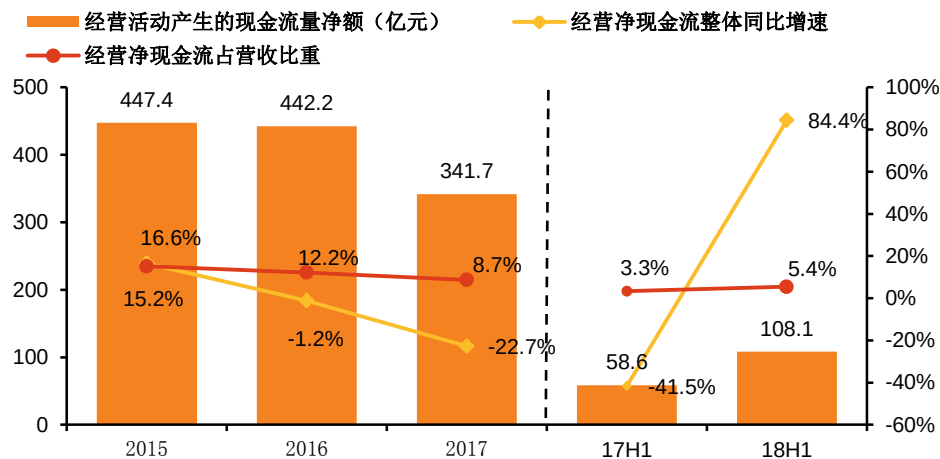
分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
广播电视（11 家）	2.9	2.57	2.28	1.13	0.98
电视剧（4 家）	4.35	4.86	3.47	1.28	1.18
电影（2 家）	3.2	2.38	3.12	1.33	1.24
互联网平台（8 家）	4.89	3.79	2.95	1.33	1.27
出版（15 家）	3.47	3.51	3.22	1.47	1.33
转型&复合业务（7 家）	5.37	5.84	4.67	2.21	1.53
游戏（16 家）	5.97	4.47	3.93	1.92	1.76
院线（7 家）	3.66	4.49	5.51	2.67	2.58
营销（15 家）	5.09	5.13	5.12	2.36	2.78
数字阅读（3 家）	6.38	7.77	8.2	3.66	3.51
报业传媒（4 家）	7.65	7.6	7.4	2.88	3.74

资料来源：wind，天风证券研究所

4. 传媒板块现金流量：经营性现金流量净额占营收比下降

采用整体法计算，传媒板块 18 年上半年经营性现金流净额总计 108.1 亿元，同比上涨 84.4%，经营性现金流量净额占营业收入比重从 17 年上半年的 3.3%提升至 5.4%。整体来看 2018 年上半年经营性现金净额绝对值以及占营收比重相比去年大幅改善，但若剔除经营性现金流大幅波动的东方财富、东方明珠和乐视网，18 年上半年经营性现金流净额总计 72.8 亿元，同比下滑 22.5%，经营性现金流量净额占营业收入比重从 17 年上半年的 5.9%下滑至 3.8%，2018 年上半年经营性现金净额绝对值以及占营收比重均有所下滑，这与应收账款周转率同比下滑以及应付账款周转率同比上升趋势一致（若剔除上述 6 家公司，18H1 板块整体应收账款周转率同比下滑 0.17 至 2.09，应付账款周转率同比提升 0.02 至 1.76），表明传媒板块上市公司在资金压力加大。

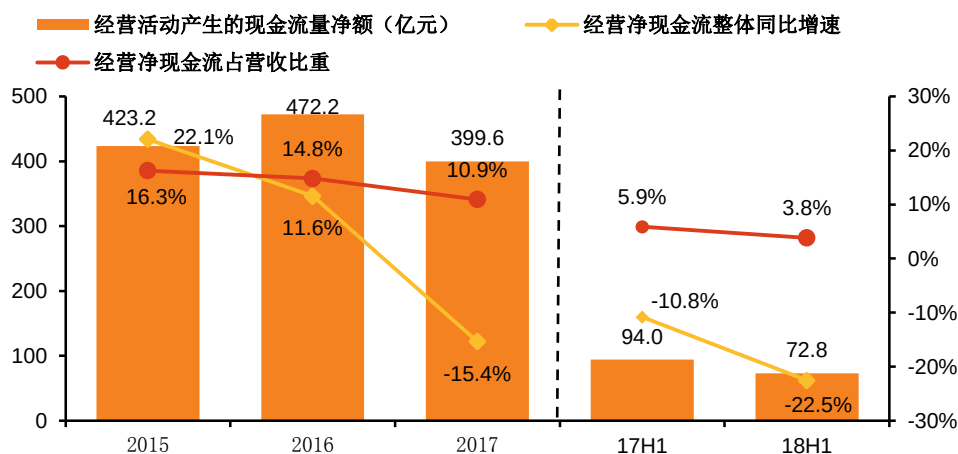
图 23：传媒互联网上市公司 2015-2018H1 经营活动产生的现金流量净额变化情况（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

注：剔除数据缺失的横店影视、金逸影视、中广天择

图 24：剔除异常值后传媒互联网上市公司 2015-2018H1 经营活动产生的现金流量净额变化情况（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

注：剔除数据缺失的横店影视、金逸影视、中广天择，以及极值东方财富、东方明珠和乐视网

从细分行业现金流情况看，在绝对数额方面，游戏、院线、广电仍是经营性净现金流入的板块。

从经营性净现金流变化看，18 年上半年，互联网平台和电影板块经营性现金流净额增速较高，分别为 986.1%和 267.6%，互联网平台板块经营性现金流净额大幅增长主要是因为东方财富、暴风集团等波动较大。

电视剧公司 18H1 经营性现金流有所改善，净流出收窄；数字阅读板块经营性现金流略降 4.8%，广电、出版、院线、游戏、报业、营销 18H1 经营性净现金净额同比均下滑，其中游戏、报业、营销下滑超过 60%。

表 10：传媒互联网上市公司分行业样本经营活动产生的现金流量净额（亿元）

分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
游戏（16 家）	60.18	81.67	103.41	29.51	49.39
广播电视（11 家）	117.73	108.40	100.04	28.46	35.79
院线（7 家）	65.03	37.21	53.06	16.70	32.13
营销（15 家）	41.95	68.23	38.00	12.95	13.83

出版（15 家）	100.86	113.22	80.73	20.90	8.68
数字阅读（3 家）	1.73	4.44	6.54	1.09	2.15
电影（2 家）	9.25	15.06	-2.46	12.98	-1.45
报业传媒（4 家）	13.17	14.65	6.47	-4.80	-2.60
互联网平台（8 家）	19.94	-27.84	-50.70	-6.39	-3.77
转型&复合业务（7 家）	6.39	3.96	0.53	-5.02	-11.93
电视剧（4 家）	-7.94	-7.23	2.55	-8.04	-18.74

资料来源：wind，天风证券研究所

表 11：传媒互联网上市公司分行业经营活动产生的现金流量净额同比增速

分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
互联网平台（8 家）	-41.7%	-239.6%	-82.1%	41.0%	986.1%
电影（2 家）	989.8%	62.9%	-116.4%	-111.1%	267.6%
转型&复合业务（7 家）	780.5%	-38.0%	-86.7%	-137.6%	82.7%
电视剧（4 家）	-271.8%	8.9%	135.3%	-133.2%	53.9%
数字阅读（3 家）	37.1%	156.6%	47.3%	98.3%	-4.8%
广播电视（11 家）	7.6%	-7.9%	-7.7%	25.8%	-11.3%
出版（15 家）	13.2%	12.3%	-28.7%	-58.5%	-19.6%
院线（7 家）	81.5%	-42.8%	42.6%	92.3%	-25.7%
游戏（16 家）	34.1%	35.7%	26.6%	67.4%	-62.5%
报业传媒（4 家）	-17.2%	11.2%	-55.9%	45.8%	-80.6%
营销（15 家）	30.5%	62.6%	-44.3%	6.8%	-98.8%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 12：传媒互联网上市公司分行业经营活动产生的现金流量净额占营业收入比重

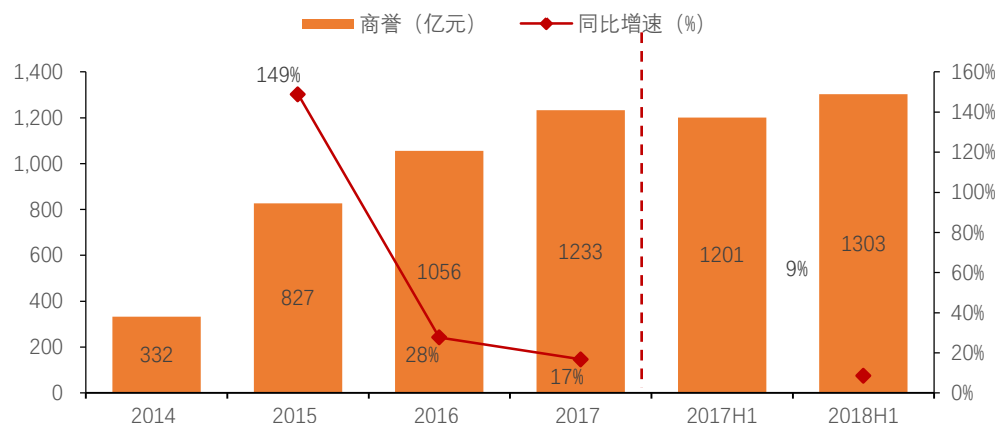
分行业	2015	2016	2017	17H1	18H1
互联网平台（8 家）	24.5%	-28.6%	-47.6%	-8.6%	58.7%
广播电视（11 家）	36.9%	30.6%	25.1%	19.7%	16.2%
院线（7 家）	28.5%	13.1%	16.7%	20.1%	14.2%
数字阅读（3 家）	14.5%	19.6%	19.9%	14.3%	11.2%
游戏（16 家）	24.1%	25.4%	26.0%	26.0%	9.1%
电影（2 家）	17.1%	28.8%	-4.3%	-5.8%	8.5%
出版（15 家）	12.4%	12.6%	8.9%	2.1%	1.6%
营销（15 家）	7.8%	9.3%	4.3%	3.7%	0.0%
转型&复合业务（7 家）	8.1%	3.6%	0.4%	-25.5%	-5.2%
报业传媒（4 家）	15.7%	17.5%	9.2%	-8.5%	-16.3%
电视剧（4 家）	-17.5%	-9.3%	2.6%	-70.7%	-23.4%

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 传媒板块商誉与资产减值损失：行业商誉总额增速逐渐趋缓

传媒板块 2017 年整体商誉为 1233 亿元，同比增长 17%，2018H1 整体商誉 1303 亿元，同比增长 9%。随着并购整合逐渐退潮，商誉同比增速逐渐趋缓。其中商誉最高的前五家传媒公司分别为万达电影（96 亿，主要来自 15 年收购影城和传媒资产）、天神娱乐（65 亿）、捷成股份（55 亿）、掌趣科技（54 亿）、蓝色光标（46 亿）。

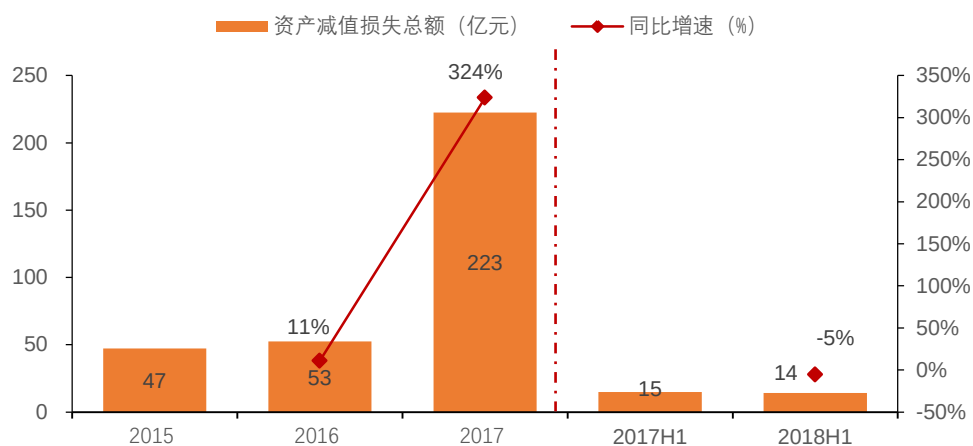
图 25：传媒互联网上市公司 2014-2018H1 商誉总额变化情况



资料来源：wind、天风证券研究所

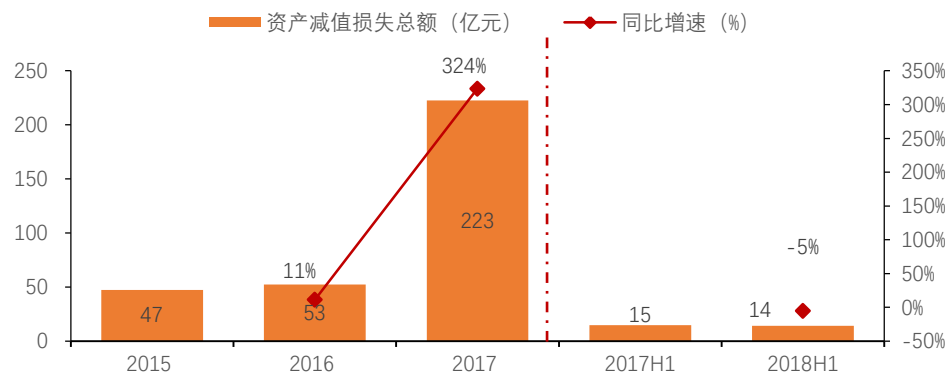
传媒板块 2017 年资产减值损失总额为 223 亿元，同比增长 324%，由于乐视网 2017 年计提资产减值损失 108.81 亿元，导致 17 年资产减值总额提升较多，若剔除乐视网，2017 年资产减值损失同比增速高达 117%。18H1 资产减值损失尚未充分体现，17 年开始随着并购对赌陆续到期，行业因并购对赌带来的业绩增厚红利渐趋下降，需警惕板块隐藏的商誉减值风险。

图 26：传媒互联网上市公司 2014-2018H1 资产减值损失总额变化情况



资料来源：wind、天风证券研究所

图 27：传媒互联网上市公司 2014-2018H1 资产减值损失总额变化情况（剔除乐视 17 年、蓝标 15 年）



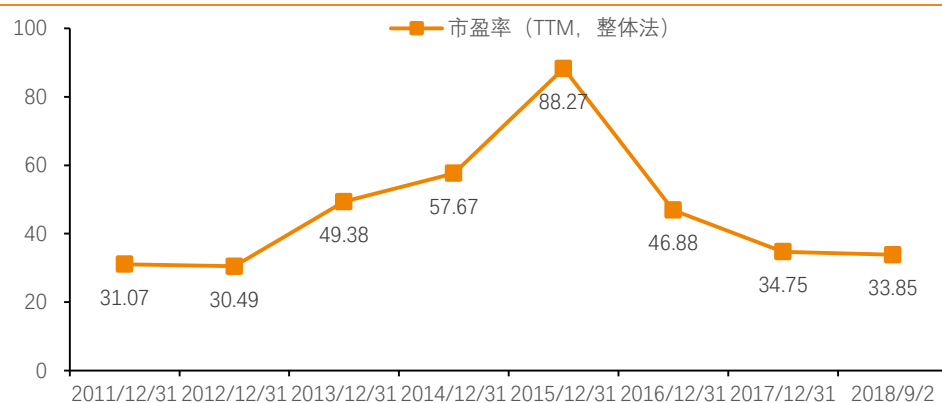
资料来源：wind，天风证券研究所；注：2015 年剔除蓝色光标 9.83 亿元，2017 年剔除乐视 108.81 亿元

6. 传媒板块估值与基金持仓：估值继续下行，基金持仓处低位

6.1. 板块估值：2016 年起估值持续下行，目前处于历史地位

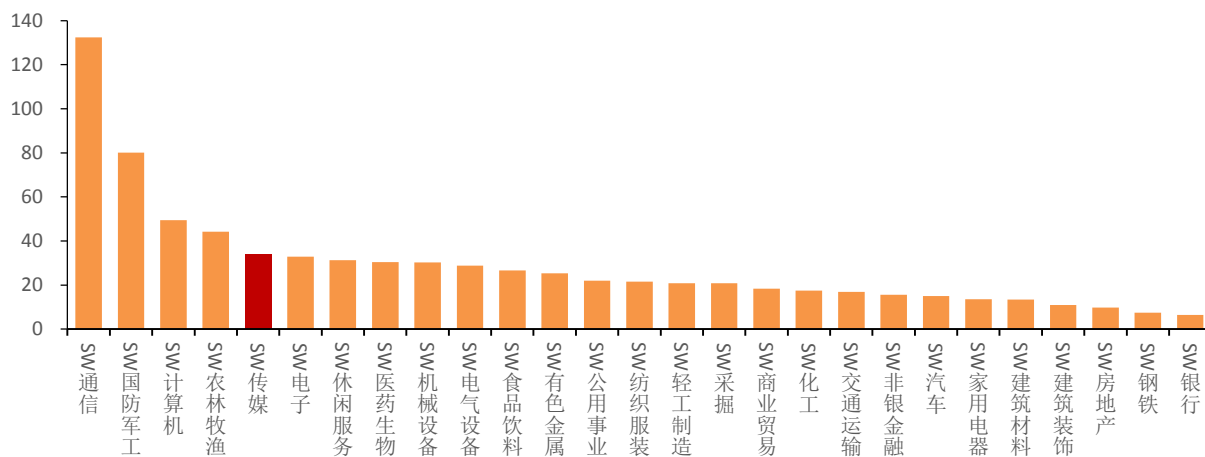
估值继续下滑，年初至今行业指数跌幅靠前。传媒互联网板块估值从 2012 年到 2015 年一路攀升，2016 年至今估值持续下滑，到 2018 年 9 月 2 日，采用整体法和 TTM 计算的传媒互联网板块市盈率已经降至 33.85 倍，处于 13 年以来的历史低位，估值水平位于各行业上游。年初至今传媒行业指数下跌 31.9%，跌幅靠前。

图 28：传媒互联网行业板块市盈率



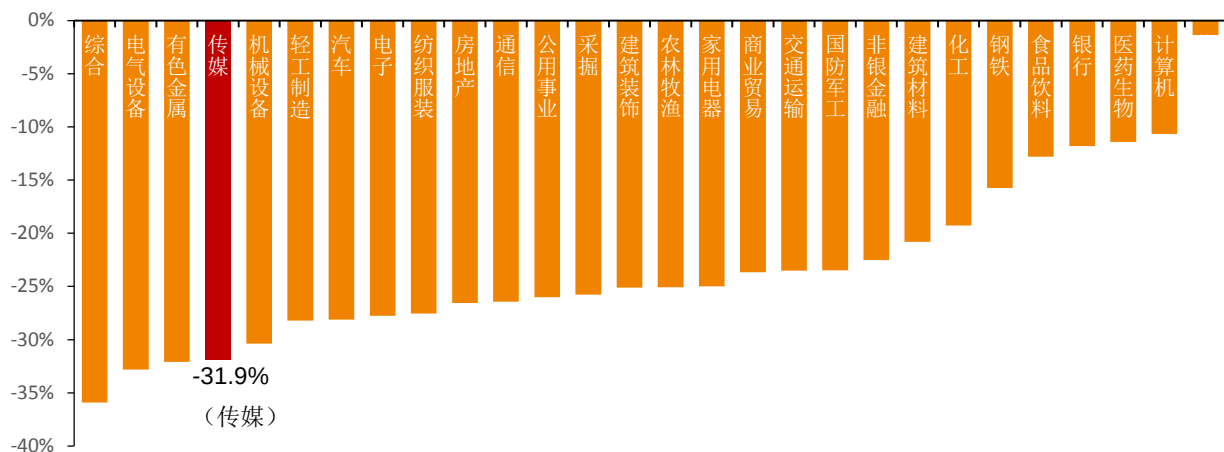
资料来源：wind，天风证券研究所 注：采用申万一级行业指数，采用 TTM 和整体法计算市盈率

图 29：目前各行业市盈率情况



资料来源：wind、天风证券研究所 注：截至 2018 年 8 月 31 日收盘，采用申万一级行业指数，采用 TTM 和整体法计算市盈率

图 30：年初至今各行业指数涨跌幅

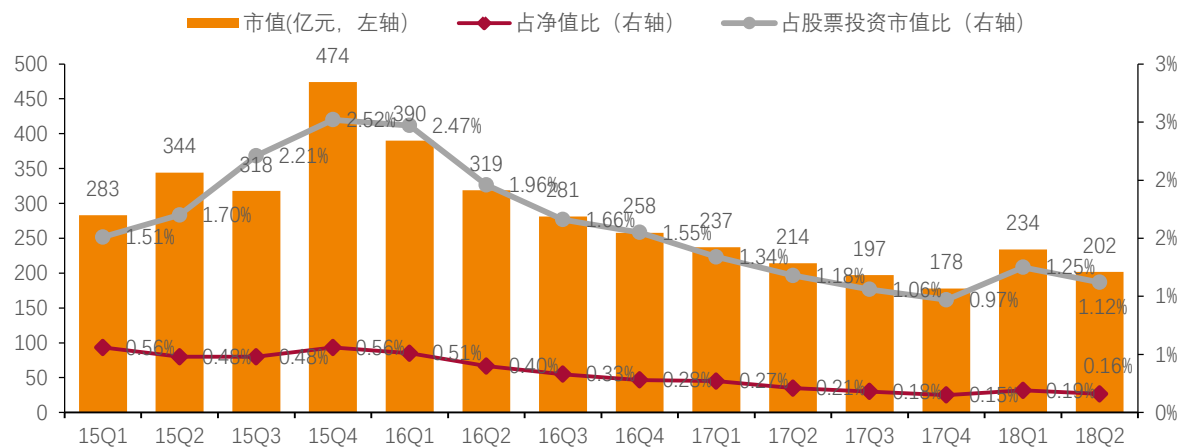


资料来源：wind、天风证券研究所 注：截至 2018 年 8 月 31 日收盘，采用申万一级行业指数

6.2. 基金持仓：18H1 文体娱乐行业基金持仓比重持续低迷

18H1 传媒行业基金配置比重相较 18Q1 有所减少。根据基金股票组合行业分布汇总，截至 17Q4，基金文化、体育和娱乐业类别股票持仓市值 178 亿，占净值比为 0.15%，占股票投资市值比为 0.97%，三项指标从 2015 年底起逐期下降。在经历 18Q1 传媒板块配置比重经过 2 年连续下滑后轻微上行后，基金文化、体育和娱乐业类别股票持仓市值较 18Q1 下降至 2010 亿，占净值比 0.16%，占股票投资市值比较 18Q1 下降至 1.12%。传媒板块核心个股除分众传媒、东方财富基金持股数量及比例有明显提升以外，其他个股基本持平或下降，板块景气持续低迷。

图 31：2015Q1-2018H1 基金文体娱乐类股票持仓情况（统计范围为正在发行基金）



资料来源：wind、天风证券研究所

表 13：2018H1 传媒互联网行业基金持股数量前 30 个股&基金持股占流通股比例前 30 个股

公司	18H1 数量 (亿股)	17 年报数量 (亿股)	16 年报数量 (亿股)	公司	18H1 比例 (%)	17 年报比例 (%)	16 年报比例 (%)
分众传媒	21.75	14.58	0.74	快乐购	51.84	39.79	2.95
东方财富	6.00	1.98	1.51	慈文传媒	33.26	38.79	32.33
二三四五	2.16	0.88	0.68	分众传媒	31.23	25.12	2.08
光线传媒	1.98	2.08	0.60	视觉中国	30.54	18.47	9.38
宋城演艺	1.78	1.35	1.66	上海钢联	19.71	9.81	11.02

掌趣科技	1.33	0.65	0.85	平治信息	17.65	0.27	0.01
蓝色光标	1.28	1.21	2.35	完美世界	15.97	28.62	11.49
慈文传媒	1.09	0.90	0.71	宋城演艺	15.44	11.72	14.74
快乐购	1.07	0.79	0.06	东方财富	14.45	5.74	5.72
华谊兄弟	0.98	0.47	0.64	生意宝	12.44	6.58	2.75
视觉中国	0.85	0.52	0.18	奥飞娱乐	10.33	3.79	4.14
奥飞娱乐	0.79	0.29	0.28	游族网络	9.60	9.94	5.74
利欧股份	0.76	0.72	1.34	盛通股份	9.32	8.00	25.71
完美世界	0.75	0.96	0.36	顺网科技	9.05	6.22	20.49
省广股份	0.74	1.28	1.30	迅游科技	8.22	5.40	12.83
苏宁环球	0.65	0.44	0.71	昆仑万维	8.03	8.97	14.01
游族网络	0.59	0.57	0.16	蓝色光标	7.70	7.70	14.71
东方明珠	0.59	0.37	0.67	中文在线	7.65	14.21	37.92
华策影视	0.51	0.75	0.51	光线传媒	7.20	7.55	2.20
歌华有线	0.50	0.45	0.56	中国电影	5.33	4.89	3.60
昆仑万维	0.50	0.40	0.62	掌趣科技	5.18	2.47	4.41
江苏有线	0.45	0.44	0.49	华谊兄弟	5.10	2.45	3.37
顺网科技	0.42	0.29	0.90	二三四五	5.09	2.83	7.71
中文在线	0.41	0.64	0.51	南方传媒	4.78	1.73	0.49
中南传媒	0.41	0.48	0.71	唐德影视	4.60	10.37	15.32
三七互娱	0.38	1.03	0.34	省广股份	4.46	7.79	11.88
乐视网	0.34	1.96	1.11	歌华有线	4.30	3.85	4.83
长江传媒	0.33	0.25	0.24	上海电影	4.28	4.01	10.47
生意宝	0.31	0.17	0.07	华策影视	4.22	6.29	4.44
中国电影	0.30	0.28	0.17	暴风集团	3.98	1.75	3.79

资料来源：wind、天风证券研究所

7. 投资建议及风险提示

上半年，传媒板块整体表现不佳，我们认为后续应积极把握政策变化带来的预期拐点，重视价值龙头：

- 1) 现金流龙头【分众】(短期成本端受压，但与阿里合作增长空间，关注宏观消费数据的影响以及年底解禁压力)、【东财】(后续关注市场景气度影响公司季度环比变化)，以及等待复牌的【万达】以及院线中的【横店】，重视平台类及细分龙头公司【平治】(与 vivo 预装)、视觉、芒果超媒】等；
- 2) 从政策扰动看，以电视剧、游戏为代表的娱乐板块受到了来自行业监管的较多扰动：1) 由于基数原因，电视剧板块 18H1 扣非归母净利润增长 103%；2) 游戏板块 18Q3 单季度预告【世纪华通】、【游族网络】、【三七互娱】、【完美世界】相对改善。目前影视与游戏板块龙头公司部分如【慈文】已经到了十几倍的水平，我们建议积极关注政策变化，把握预期拐点。
- 3) 此外，还可以关注业绩相对稳定的【出版】以及政策干扰小的【体育龙头】。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com