

整体向上但分化明显，静待监管政策落地 ——2018年半年报分析

最近一年行业指数走势



联系信息

陶冶

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

汪哲健

联系人

wangzhejian@ctsec.com

吕祎

联系人

lvyi@ctsec.com

相关报告

- 《网游总量调控政策推出，游戏行业监管趋严明显:传媒行业周报(第35周)》
2018-09-03
- 《中报密集期将临，创造价值的优质标的估值或将修复:传媒行业周报(第34周)》
2018-08-27
- 《经济数据不及预期催生悲观情绪，阅文集团拟全资收购新丽传媒:传媒行业周报(第33周)》
2018-08-20

投资要点:

● 传媒总体:营收端保持稳健增长，利润端增速明显趋缓

2018 Q2 年传媒板块(合计 150 家上市公司)合计实现营收 1582.16 亿元，同比增加 18.87%，环比增加 22.05%，实现归母净利润 149.88 亿元，同比减少 2.16%，环比增加 7.40%。行业总体营收端保持稳健、利润端增速趋缓明显，细分子板块分化趋势加剧。此外，传媒板块商誉减值风险犹存，行业质押比例略有提升。

● 细分行业:内部分化加剧，广告营销企稳回暖数据靓丽

传媒板块中各细分行业分化加剧。电影大盘 Q2 相对冷淡，院线行业标的业绩增长有所放缓;电视剧板块 H1 整体业绩靓丽，头部内容公司营收增速显著;广告板块整体(包含传统营销行业)回暖，行业龙头优势显著;由于版号审批暂停及移动人口用力殆尽，游戏板块业绩增速整体放缓明显;平面媒体板块业绩靓丽，财务数据稳健。

● 基金持仓分析:传媒配置比例略有下降，持仓集中度持续提升

受传媒板块业绩增速放缓、政策趋严和相关负面事件的影响，导致风险偏好持续下降，传媒板块基金重仓持股总市值和持仓比重环比下降，体现机构配置传媒板块意愿略有下降。分众传媒连续五个季度稳居基金重仓榜第一的位置，基金持仓的集中度进一步提升，前五大重仓股的持仓市值占传媒板块持仓市值的比重从 2018Q1 的 71.5% 上升至 81.6%，龙头聚集效应明显。

● 行业观点:继续看好电影行业，持续推荐内生稳健标的

传媒行业总体企稳态势明显，依靠内生稳健增长，但我们认为 18 年业绩改善并非基本面系统性修复，减值压力仍在存在。传媒行业是受政策监管影响最为明显的行业之一，此轮影视剧与游戏行业严监管便是验证。受监管超预期影响可能性最小的便是长期处在强监管态势中并茁壮成长的中国电影行业。我们认为，基于目前的外部环境及市场预期，具备内生增长能力的优质标的有望脱颖而出，我们持续推荐生活圈媒体龙头【分众传媒】、优质院线标的【横店影视】、【幸福蓝海】以及电影行业全产业链龙头【中国电影】。

● 风险提示:政策监管风险;商誉减值风险;质押风险;部分子行业竞争态势恶化。

表 1:重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (十亿元)	收盘价 (09.04)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
603103	横店影视	11.3	25.03	0.73	0.95	1.14	34.3	26.4	22.0	买入
002027	分众传媒	126.4	8.61	0.41	0.49	0.57	21.0	17.6	15.1	买入
600977	中国电影	24.8	13.30	0.52	0.61	0.70	25.6	21.8	19.0	买入
002905	金逸影视	4.0	14.96	0.79	0.81	0.93	18.9	18.5	16.1	增持
300251	光线传媒	24.9	8.50	0.28	0.81	0.42	30.4	10.5	20.2	买入

数据来源:Wind,财通证券研究所

内容目录

1、行业整体：营收端延续增长态势，利润端 2018 年 Q2 增速趋缓.....	4
1.1 行业整体营收稳步增长，扣非归母净利润底部企稳回暖.....	4
1.2 传媒各细分子版块分化明显，广告营销企稳回暖数据靓丽.....	5
1.3 净资产收益率小幅下降，资产负债率保持稳定.....	8
2、2018 年半年报总结：电影行业 Q2 蛰伏，出版行业增长稳健.....	10
2.1 电影：Q2 电影大盘相对冷淡，院线行业标的业绩增长有所放缓....	10
2.2 电视剧：H1 整体业绩靓丽，头部内容公司营收增速显著.....	11
2.3 广告营销：广告市场整体回暖，龙头优势显著.....	11
2.4 游戏：由于版号暂停及移动人口用力殆尽，业绩增速整体放缓明显.	12
2.5 广播电视：业绩小幅区间震荡，利润端压力有所表现.....	13
2.6 平面媒体：H1 整体稳健增长，财务数据稳健.....	14
2.7 互联网及其它：板块内部分化显著，顺网科技与东方财富业绩改善亮眼	15
3、商誉减值风险犹存，行业质押比例略有提升.....	17
4、基金持仓分析：传媒配置比例略有下降，持仓集中度持续提升.....	20
4.1 公募基金配置传媒板块意愿下降.....	20
4.2 持仓集中度持续提升，加仓营销互联网减仓游戏.....	20

图表目录

图 1：传媒板块 2014-2018 年 Q2 单季度营业收入状况.....	4
图 2：传媒板块 2014-2018 年 Q2 单季度营业收入状况.....	5
图 3：细分子行业营业收入一览.....	5
图 4：细分子行业营收 yoy 一览.....	6
图 5：细分子行业归母净利润一览.....	6
图 6：细分子行业归母净利润 yoy 一览.....	7
图 7：传媒行业整体 ROE 状况.....	8
图 8：细分子版块 ROE 状况一览.....	8
图 9：传媒行业资产负债率状况.....	8
图 10：细分子版块资产负债率状况一览.....	9
图 11：2008-2018H1 传媒板块商誉情况.....	17
图 12：2008-2017 年商誉减值损失.....	17
图 13：2017Q1-2018Q2 传媒板块质押情况.....	17
图 14：不同质押比例的公司数量.....	17
图 15：传媒板块基金重仓持股变化.....	20
表 1：电影行业上市公司半年报数据一览.....	10
表 2：电视剧行业上市公司半年报数据一览.....	11
表 3：广告营销行业上市公司半年报数据一览.....	11
表 4：游戏行业上市公司半年报数据一览.....	13
表 5：广播电视行业上市公司半年报数据一览.....	14
表 6：平面媒体行业上市公司半年报数据一览.....	14
表 7：互联网及其他行业上市公司半年报数据一览.....	15
表 8：大股东质押比例高于 90% 的个股（截止 2018.9.3）.....	18

表 9：公司股权质押比例超过 50%的个股（截止 2018.9.3）	19
表 10：基金前十大重仓股	20
表 11：2018 年二季度公募基金重仓股情况	21

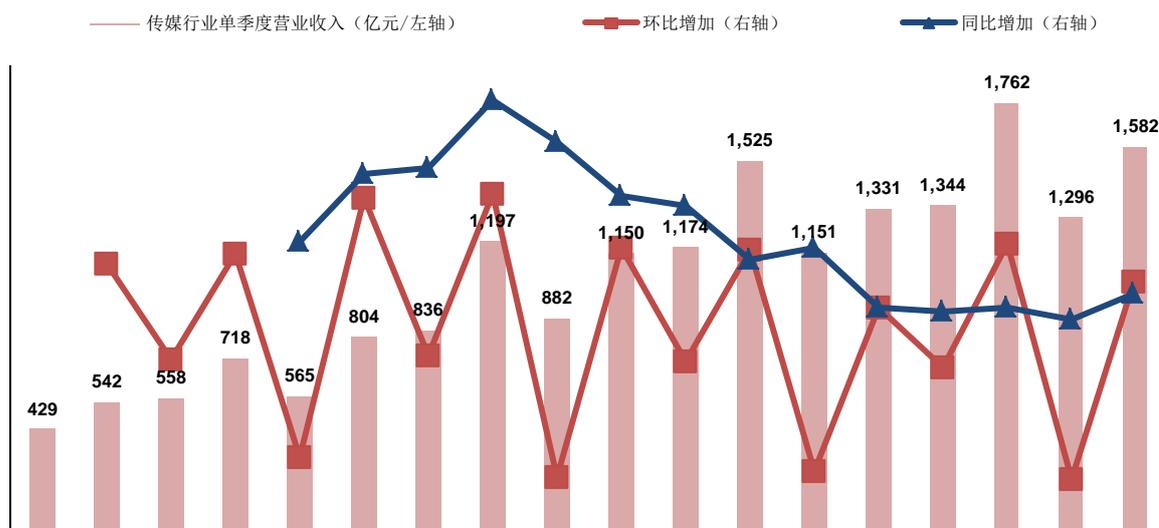
1、行业整体：营收端延续增长态势，利润端增速趋缓明显

2018年Q2传媒板块(合计150家上市公司)合计实现营业收入1582.16亿元,同比增加18.87%,环比增加22.05%,实现归母净利润149.88亿元,同比减少2.16%,环比增加7.40%。行业总体营收端保持稳健、利润端增速趋缓,细分子板块分化趋势明显。我们选取营业收入、归母净利润、ROE和资产负债率四个指标,以所属细分子行业及控股股东性质(国企、民企)进行分类,对传媒行业全部150家上市公司的2018年半年报进行总结点评。

1.1 行业整体营收稳步增长,归母净利润保持平稳

行业整体Q2营收稳步增长:2018年2季度行业整体实现营业收入1582亿元,同比增加18.87%,环比增加22.05%。在经历2015年-2016年并购重组潮带来的高峰后行业营业收入同比增速稳定在15%上下,Q2营收整体高于近期平均水平。此外注意的是,传媒行业近五年(2010年-2017年)行业整体复合增长率约25%(该增速包含外延性并购),该数值明显高于目前内生增速。

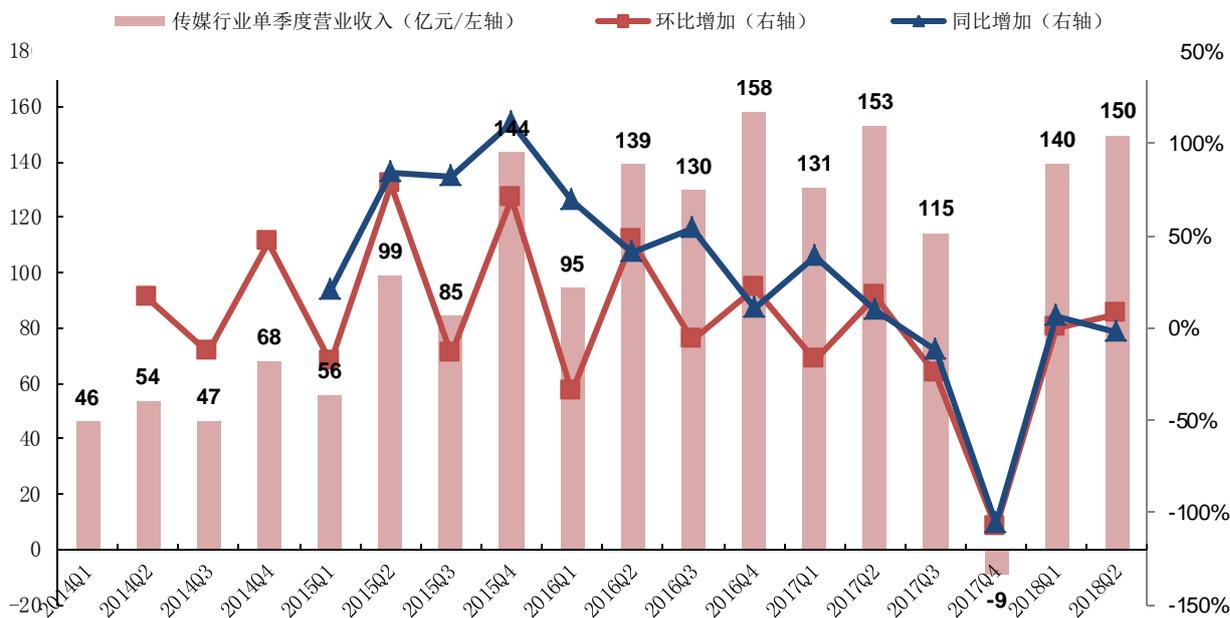
图1：传媒板块2014-2018年Q2单季度营业收入状况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2018年Q2单季度归母净利润较为平稳:2018年Q2传媒板块实现归母净利润150亿元,同比减少2.16%,环比增加7.40%。由于商誉减值集中释放,2017年Q4传媒板块单季度归母净利润为-6亿,这一态势在2018年Q1有所好转,行业归母净利润企稳回暖,并且该趋势在二季度得以保存;但若考虑传媒行业明显存在的季节性(Q2、Q4为行业高峰),则18年Q2的增速则明显偏低。此外,我们认为2018年以来的业绩改善并非由于基本面系统性修复,减值压力仍在存在。

图 2：传媒板块 2014-2018 年 Q2 单季度营业收入状况

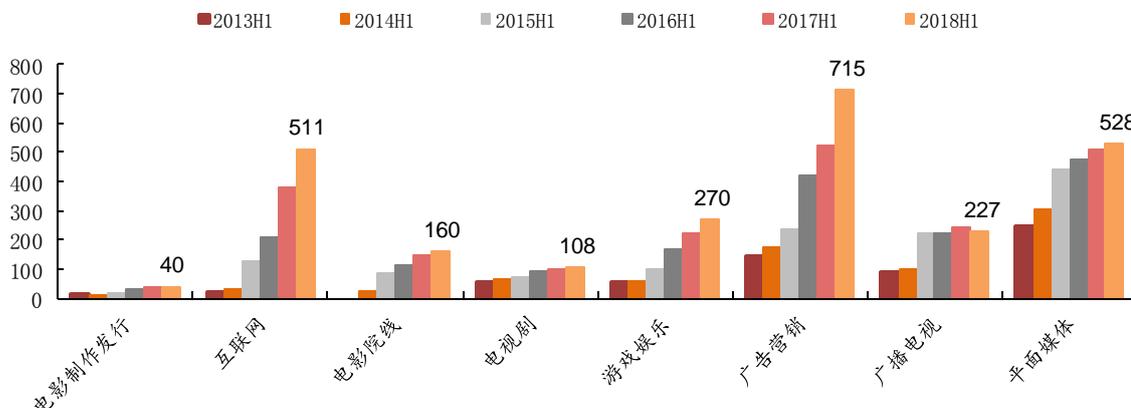


数据来源：Wind, 财通证券研究所

1.2 传媒各细分子版块分化明显，广告营销企稳回暖数据靓丽

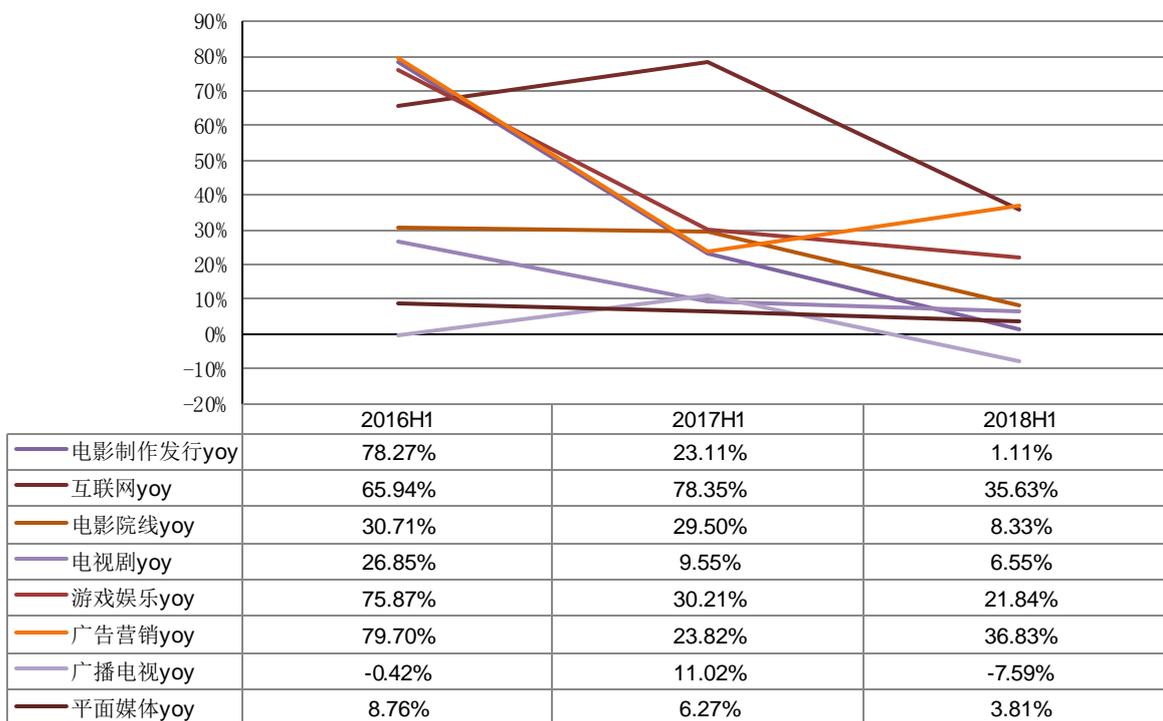
在各细分子行业中，广告营销行业景气度较高，2018 年 H1 实现营业收入 715 亿元，同比增长达 36.83%（2018 年 Q1 同比增长率为 38.31%）；A 股游戏行业因受行业严格监管政策影响营收增长趋势放缓，实现营业收入 270 亿，同比增速迅速下滑；电视剧行业实现营业收入 108 亿元，同比增加 6.55%；由于 Q2 电影市场相对冷淡，电影内容行业、电影院线行业营收增速趋缓，2018 年 H1 板块营业收入同比分别增长 1.11%、8.33%。广播电视与平面媒体作为传统的传媒行业，营收水平平稳，波动范围较窄。

图 3：细分子行业营业收入一览



数据来源：Wind, 财通证券研究所
注：图中单位为亿元

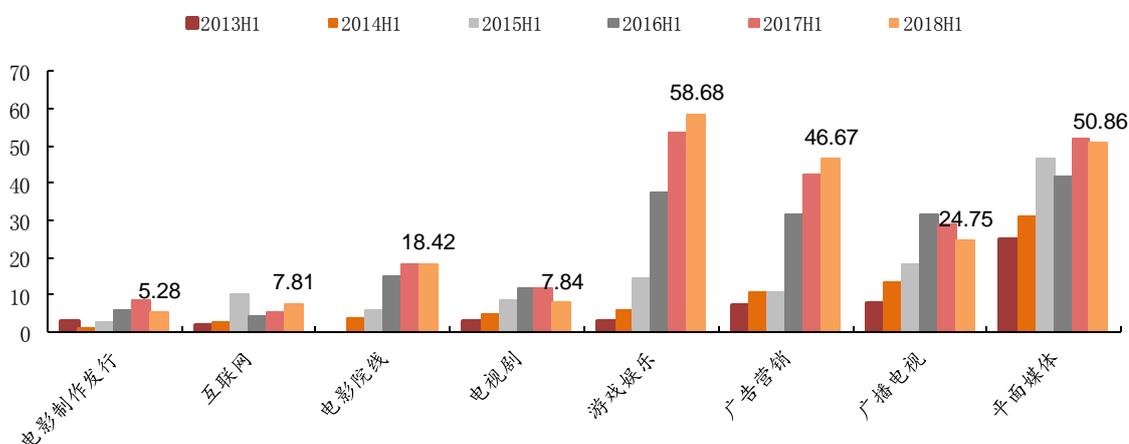
图 4：细分子行业营收 yoy 一览



数据来源：Wind, 财通证券研究所

关于各细分子行业的归母净利润状况，广告营销行业持续景气，2018 年 H1 归母净利润为 46.67 亿，同比增加 10.15%。电视剧行业与电影内容行业波动较大，同比增长率分别为-33.01%与-37.69%。游戏行业方面，在移动游戏人口红利殆尽、买量成本飙升以及由于版号的暂停导致新游无法变现，A 股游戏板块利润增速放缓明显，由 2017 年 H1 的 42.34%减少至 2018 年 H1 的 9.74%；平面媒体的利润端表现较为平稳，均在较小的范围内波动。广播电视行业受新媒体冲击较为明显，2018 年 H1 归母净利润同比下降 15.30%。

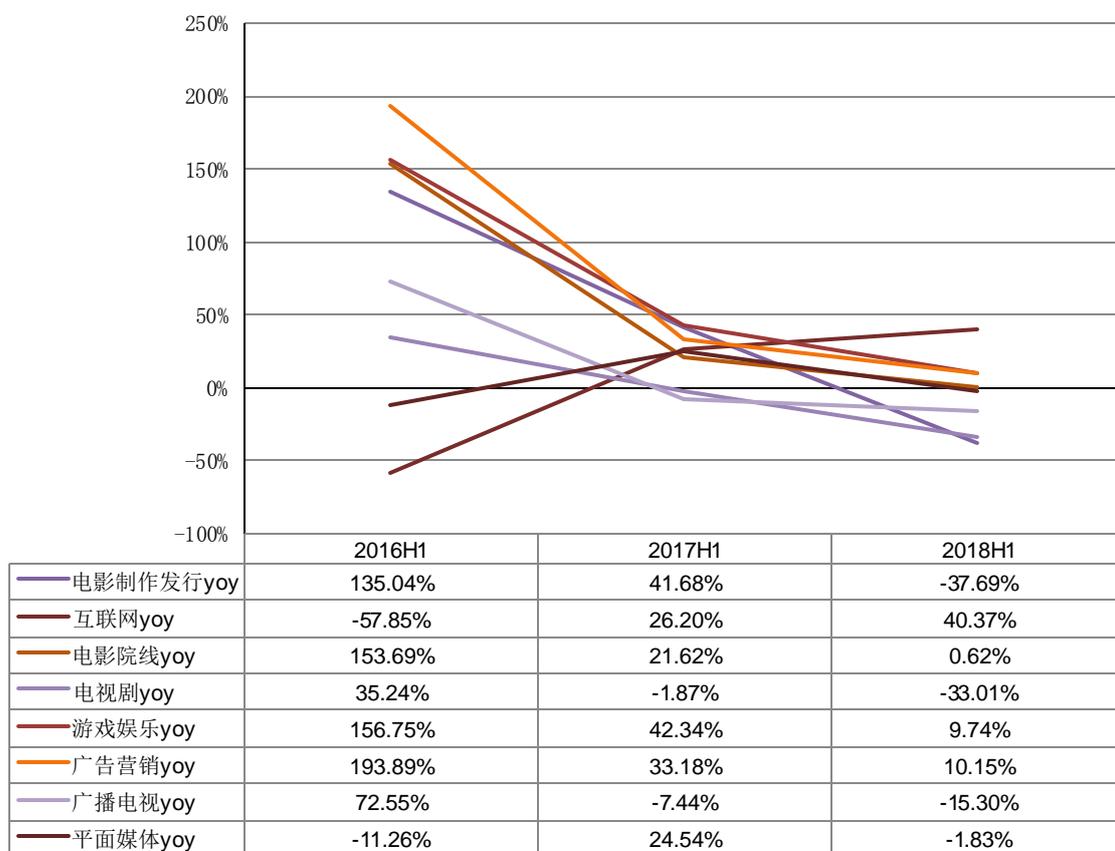
图 5：细分子行业归母净利润一览



数据来源：Wind, 财通证券研究所

注：图中单位为亿元

图 6：细分子行业归母净利润 yoy 一览

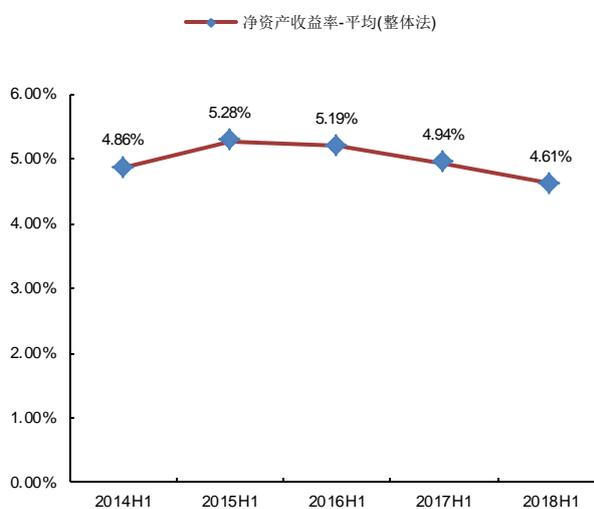


数据来源：Wind, 财通证券研究所

1.3 净资产收益率小幅下降，资产负债率保持稳定

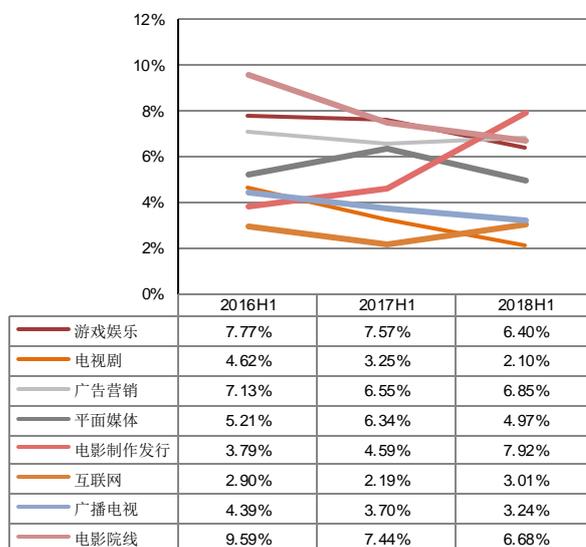
18年上半年整体法测算行业ROE为4.61%(-0.33pct)，较17年H1小幅下降。子板块中，除广告营销(由于广告行业整体回暖)、电影内容(由于光线传媒出售新丽传媒股权)、互联网(较多标的盈利水平提升明显)小幅提升，游戏、电影院线、电视剧、平面媒体、广播电视在2018年上半年ROE均有不同程度的下滑。2018年H1电影院线板块ROE为7.92%(-1.17pct)，电影内容板块ROE为6.68%(-0.76pct)，电视剧板块ROE为2.10%(-1.15pct)，广告营销板块为6.85%(+0.30pct)，游戏板块为6.40%(-1.17pct)，平面媒体为4.97%(-1.37pct)，广播电视为3.24%(-0.46pct)。

图7：传媒行业整体ROE状况



数据来源：Wind，财通证券研究所

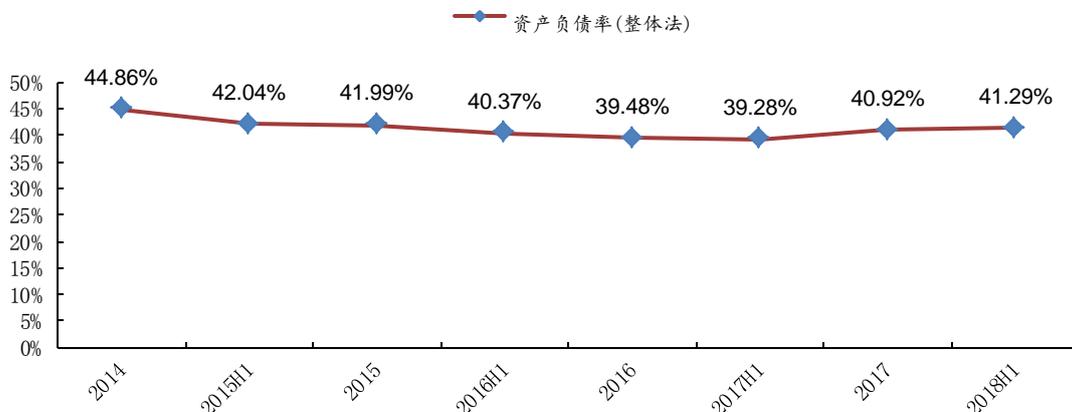
图8：细分子版块ROE状况一览



数据来源：Wind，财通证券研究所

传媒行业2018年H1资产负债率41.29%(+0.37ct)，该指标连续多年保持平稳水平。

图9：传媒行业资产负债率状况



数据来源：Wind，财通证券研究所

关于各行业的资产负债率，电视剧行业资产负债率攀升较快（由于电视制作的成本逐年上升）；游戏行业资产负债率保持各子版块中最低水平（游戏行业汇款较快、现金流稳定），目前有逐步走低的趋势；互联网行业资产负债率攀至高位后保持平稳（由于互联网行业是由众多业务无关联的标的累加，故整体资产负债率指标意义较小）；其他各细分子版块资产负债率较为平稳。

图 10：细分子版块资产负债率状况一览



数据来源：Wind，财通证券研究所

2、2018 年半年报总结：电影行业 Q2 蛰伏，出版行业增长稳健

2.1 电影：Q2 电影大盘相对冷淡，院线行业标的业绩增长有所放缓

在一季度观影大潮之后，电影行业二季度相对淡季，2018 年二季度电影大盘票房及观影人次均有所回落。2018 年一季度中国电影市场实现票房（含服务费）201.29 亿元，同比增长 39.31%，环比增长 53.09%；观影人次达 5.57 亿人次，同比增长 53.09%，环比增长 43.56%。2018 年二季度中国电影市场实现票房（含服务费）110.66 亿元，同比减少 7.29%，环比减少 45.02%，观影人次为 3.39 亿人次，同比减少 8.29%，环比减少 39.14%。此外，18 年暑期档票房已经再创新高：2018 年 7-8 月票房达 128.31 亿元，在面对 2017 年现象级电影《战狼 2》导致的高基数下仍旧同比增加 9.98%；此外，我们预计 18 年国庆票房同比增速有望突破 15%，详情请参考我们团队的票房预测报告。

由于二季度电影大盘的冷淡，院线标的增速有所放缓，其中万达电影实现营收 73.67 亿（+11.38%），中国电影实现营收 46.19 亿（+1.48%），横店影视实现营收 14.65 亿（+18.02%），金逸影视实现营收 10.14 亿（-5.07%），幸福蓝海实现营收 9.60 亿（+31.72%），上海电影实现营收 5.34 亿（+1.21%）。电影内容制作及发行公司由于项目收入确认时间不同将对业绩产生较大的波动性，业绩波动明显，华谊兄弟实现营收 21.22 亿元，同比增加 44.77%，文投控股实现营收 8.36 亿元，同比减少 34.54%，北京文化实现营收 3.04 亿元，同比增加 82.04%，光线传媒实现营收 7.21 亿元，同比减少 29.96%。

表 1：电影行业上市公司半年报数据一览

证券简称	属性	营业收入 (亿元)	营收 yoy	归属母公 司股东的 净利润 (亿元)	归母净利 润 yoy	资产负债 率 (%)	同比上升 (pct)	ROE (%)	同比上升 (pct)
万达电影	民企	73.67	11.38%	9.00	1.46%	44.59	-4.73	7.24	-0.73
中国电影	国企	46.19	1.48%	6.67	10.97%	33.13	1.64	6.43	0.39
横店影视	民企	14.65	18.02%	2.27	13.14%	30.80	-17.27	10.84	-7.90
金逸影视	民企	10.14	-5.07%	0.87	-11.13%	35.16	-23.61	4.66	-5.55
幸福蓝海	民企	9.60	31.72%	0.86	31.96%	37.64	18.14	4.37	0.89
上海电影	民企	5.34	1.21%	0.59	-45.04%	26.97	-1.66	2.84	-2.66
华谊兄弟	民企	21.22	44.77%	2.77	-35.54%	46.02	-1.23	2.81	-1.74
文投控股	国企	8.36	-34.54%	0.07	-97.94%	31.54	4.15	0.10	-4.80
北京文化	民企	3.04	82.04%	0.44	14.43%	11.18	-3.86	0.92	0.04
光线传媒	民企	7.21	-29.96%	21.07	426.05%	23.38	2.85	21.86	16.25

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.2 电视剧：H1 整体业绩靓丽，头部内容公司营收增速显著

电视剧板块 H1 业绩靓丽，但是由于电视剧行业的行业特质（即电视剧作品收入确认时间不同将对业绩产生较大的波动性，尤其是对于产量较小的公司）季度数据往往无法真实反映公司状况。行业基本面上，在线视频对优质内容抢夺的逻辑仍在存在，在线视频行业监管趋严，高产量的头部内容公司将会相对受益。其中高产量头部内容公司华策影视 2018 年 H1 实现营收 21.87 亿，同比增长 24.89%，归母净利润为 2.89 亿元，同比增加 5.28%。

表 2：电视剧行业上市公司半年报数据一览

证券简称	属性	营业收入 (亿元)	营收 yoy	归属母公 司股东的 净利润 (亿元)	归母净利 润 yoy	资产负债 率 (%)	同比上升 (pct)	ROE (%)	同比上升 (pct)
华策影视	民企	21.87	24.89%	2.89	5.28%	43.44	3.10	4.09	-0.07
鹿港文化	民企	18.27	13.93%	0.71	-3.47%	59.66	5.21	2.65	-0.08
奥飞娱乐	民企	13.95	-21.58%	1.03	-23.80%	33.28	-9.89	1.84	-0.95
当代明诚	民企	8.73	299.34%	1.08	426.02%	66.29	28.02	4.19	3.34
慈文传媒	民企	7.58	127.37%	1.93	153.43%	42.39	-22.65	6.98	1.50
中南文化	民企	5.89	-7.48%	0.46	-65.52%	44.25	4.46	1.05	-2.11
长城影视	民企	5.75	118.53%	0.66	2.40%	73.49	8.90	9.24	2.02
当代东方	民企	5.07	25.45%	1.14	360.14%	42.11	16.54	5.01	3.95
唐德影视	民企	4.95	59.03%	0.90	50.00%	62.79	0.36	7.05	1.47
印纪传媒	民企	3.90	-49.36%	0.22	-91.90%	30.61	-2.65	0.75	-10.26
祥源文化	民企	3.46	9.53%	0.41	4.51%	12.81	-1.72	2.11	0.03
华录百纳	国企	3.26	-62.77%	-2.67	-513.53%	9.20	-2.07	-4.35	-5.35
欢瑞世纪	民企	2.56	0.61%	0.50	-226.44%	26.72	7.30	1.58	3.07
中广天择	国企	1.57	-17.55%	0.24	-46.22%	13.56	-4.07	4.45	-7.27
骅威文化	民企	0.75	-80.65%	0.33	-78.37%	9.73	3.12	0.95	-3.72

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 广告营销：广告市场整体回暖，龙头优势显著

广告市场整体回暖，生活圈媒体持续向好。根据 CTR，2018 年 H1 广告市场同比增长 9.3%（2017 年 H1 0.4%），其中传统广告市场有回暖迹象（2018 年 H1 +7.2%，2017 年 H1 -4.1%）。电梯电视、电梯海报、影院视频的刊例收入分别同比增长 24.5%、25.2%、26.6%，持续保持高景气度。龙头公司业绩稳健增长，分众传媒 H1 实现营业收入 71.10 亿元，同比增长 26.05%，蓝色光标 H1 实现营业收入 107.79 亿元，同比增长 62.89%。

表 3：广告营销行业上市公司半年报数据一览

证券简称	属性	营业收入 (亿元)	营收 yoy	归属母公 司股东的 净利润 (亿元)	归母净利 润 yoy	资产负债 率 (%)	同比上升 (pct)	ROE (%)	同比上升 (pct)
蓝色光标	民企	107.79	62.89%	3.15	4.84%	62.20	3.05	5.09	0.97

分众传媒	民企	71.10	26.05%	33.47	32.14%	27.37	-23.91	26.77	-9.84
科达股份	民企	69.12	83.32%	3.84	87.90%	42.84	1.77	6.06	2.58
利欧股份	民企	65.63	43.35%	1.70	-46.57%	50.14	13.50	2.06	-2.11
省广集团	国企	53.80	20.27%	1.23	-35.12%	45.75	2.78	2.40	-1.15
华扬联众	民企	49.22	40.23%	0.39	40.74%	77.68	-6.28	3.22	-1.33
电广传媒	国企	46.37	22.40%	-0.35	-128.96%	52.34	4.86	-0.36	-1.47
天龙集团	民企	38.14	29.40%	0.77	3.59%	43.23	4.04	3.94	0.65
智度股份	民企	37.77	48.46%	4.37	100.42%	23.40	-7.25	7.95	3.40
思美传媒	民企	25.88	43.47%	1.74	28.67%	32.34	-9.74	5.05	-0.52
佳云科技	民企	22.41	72.50%	0.49	-53.45%	29.28	8.83	2.10	-2.65
北巴传媒	国企	20.54	13.36%	0.40	-11.63%	61.03	15.12	2.19	-0.32
引力传媒	民企	17.56	79.24%	0.35	71.03%	75.00	42.71	6.59	3.20
华谊嘉信	民企	14.81	-2.41%	0.39	5.96%	70.85	7.06	4.21	1.15
深大通	民企	12.33	44.77%	1.19	-35.23%	6.63	-7.30	2.25	-1.28
中昌数据	民企	11.45	20.05%	0.41	-29.98%	36.36	8.39	2.01	-2.05
广博股份	民企	9.64	-10.99%	0.43	-32.87%	34.52	-4.93	2.48	-1.22
华媒控股	国企	7.52	-1.53%	0.34	9.49%	34.51	2.94	1.88	0.14
腾信股份	民企	6.52	-14.66%	-0.49	-922.67%	73.54	16.40	-11.43	-12.39
麦达数字	民企	5.76	41.99%	0.67	86.53%	18.05	4.97	3.77	1.62
龙韵股份	民企	5.73	47.40%	0.14	305.73%	45.95	33.38	1.64	1.22
元隆雅图	民企	4.44	26.09%	0.49	33.32%	26.37	3.18	9.01	1.43
新文化	民企	4.22	-35.15%	1.58	7.61%	37.84	-4.81	5.10	0.03
中视传媒	国企	3.24	-0.49%	0.54	8.13%	19.89	-0.81	4.81	0.14
三六五网	民企	2.27	1.03%	0.51	6.49%	24.71	8.41	4.42	-0.06
宣亚国际	民企	1.76	-16.34%	0.03	-90.45%	21.69	5.47	0.61	-5.70

数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.4 游戏：由于版号暂停及移动人口用力殆尽，业绩增速整体放缓明显

受游戏行业监管政策趋严（部分新游因版号暂停而无法上线及变现）、移动游戏人口红利殆尽、吃鸡类手游占用大量游戏时长却无法变现等因素影响，游戏行业规模 2018 年 H1 增速明显放缓。根据中国音数协游戏工委、伽马数据共同推出的《2018 年 1-6 月中国游戏产业报告》，2018 年 1-6 月，中国游戏市场实际销售收入达到 1050.0 亿元，同比增长 5.2%。

A 股游戏板块上市公司业绩增速总体放缓。其中，世纪华通实现营收 38.95 亿元，同比增加 138.53%，归母净利润为 7.11 亿元，同比增加 14.93%；完美世界实现营收 36.67 亿元，同比增加 2.20%，归母净利润为 7.82 亿元，同比增加 14.46%；三七互娱实现营收 33.03 亿元，同比增加 7.24%，归母净利润为 8.01 亿元，同

比减少 5.78%。

表 4：游戏行业上市公司半年报数据一览

证券简称	属性	营业收入 (亿元)	营收 yoy	归属母公 司股东的 净利润(亿 元)	归母净利 润 yoy	资产负债 率(%)	同比上升 (pct)	ROE(%)	同比上升 (pct)
世纪华通	民企	38.95	138.53%	7.11	14.93%	11.57	-7.77	5.05	-7.31
完美世界	民企	36.67	2.20%	7.82	16.46%	45.10	-1.94	9.15	0.57
三七互娱	民企	33.03	7.24%	8.01	-5.78%	30.94	3.67	13.44	-0.23
巨人网络	民企	19.99	42.52%	7.10	1.87%	27.86	14.41	7.98	-0.83
帝龙文化	民企	18.51	57.11%	3.12	52.63%	21.30	10.97	5.88	1.53
游族网络	民企	17.87	6.38%	4.93	45.21%	39.27	-8.85	11.92	0.73
昆仑万维	民企	17.68	1.79%	5.63	46.52%	37.84	-8.16	8.57	-1.15
天神娱乐	民企	12.34	-22.34%	2.09	-58.73%	28.62	-8.63	2.23	-4.04
掌趣科技	民企	11.44	38.39%	3.80	42.39%	13.49	-3.14	4.29	1.19
恺英网络	民企	11.06	-14.91%	3.71	-10.36%	21.66	2.96	7.38	-3.77
宝通科技	民企	9.89	32.55%	1.42	33.30%	27.08	3.54	5.95	1.07
吉比特	民企	7.78	7.95%	3.35	11.91%	22.28	-0.21	13.40	-1.90
天舟文化	民企	4.05	11.66%	1.37	24.04%	12.19	4.97	3.18	0.69
迅游科技	民企	3.54	309.84%	1.04	236.70%	14.98	-5.23	3.30	-2.15
凯撒文化	民企	2.98	5.47%	1.17	18.94%	18.39	2.18	3.11	0.30
天润数娱	民企	2.88	214.94%	0.30	75.22%	17.74	8.95	1.11	-0.65
盛天网络	民企	2.26	19.85%	0.38	-10.82%	8.20	3.71	3.85	-0.74
电魂网络	民企	1.91	-13.83%	0.52	-39.83%	14.14	1.36	3.21	-2.40
盛讯达	民企	1.83	87.18%	0.02	-96.01%	26.67	10.07	0.16	-3.98
中青宝	民企	1.44	-13.40%	0.28	128.49%	30.94	-10.60	3.56	1.70
冰川网络	民企	1.22	-21.77%	0.46	-8.46%	12.79	0.81	3.04	-0.40
大晟文化	民企	1.01	0.96%	0.08	-75.66%	20.20	-8.86	0.43	-1.61
游久游戏	民企	0.60	-40.34%	0.17	-59.91%	12.53	0.65	0.97	-0.96
长城动漫	民企	0.59	-43.48%	0.06	-79.69%	67.35	-4.95	1.23	-6.39

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.5 广播电视：业绩小幅区间震荡，利润端压力有所表现

广播电视行业 H1 整体营收较为平稳，大多数标的业绩均在小幅区间内波动；利润端方面，广电系统持续收到新媒体冲击，利润端相对承压。其中，广电行业龙头东方明珠由于数字营销公司艾德思奇不再纳入合并报表导致收入发生下滑，2018 年 H1 实现营业收入 60.28 亿元，同比减少 31.49%，实现归母净利润 12.40 亿元，同比增加 1.35%。

表 5：广播电视行业上市公司半年报数据一览

证券简称	属性	营业收入 (亿元)	营收 yoy	归属母公司股东的净利润 (亿元)	归母净利润 yoy	资产负债率 (%)	同比上升 (pct)	ROE (%)	同比上升 (pct)
东方明珠	国企	60.28	-31.49%	12.40	1.35%	21.14	1.49	4.47	-0.09
江苏有线	国企	39.08	0.32%	3.43	-9.78%	30.51	-0.76	2.50	-0.43
华数传媒	国企	15.61	4.21%	3.17	2.97%	29.10	0.50	3.06	0.00
梦网集团	民企	15.49	29.77%	1.07	-31.15%	26.94	2.38	2.29	-0.73
广电网络	国企	15.35	13.08%	1.13	-4.56%	57.78	2.13	3.71	-0.34
贵广网络	国企	14.35	23.11%	2.40	-24.91%	56.71	13.58	5.41	-2.43
湖北广电	国企	12.99	12.79%	1.79	-8.61%	36.75	8.27	2.99	-0.43
歌华有线	国企	11.92	-1.40%	3.66	-3.43%	17.27	1.98	2.87	-0.14
广西广电	国企	10.93	-0.37%	0.82	-33.52%	54.68	8.21	2.26	-1.21
吉视传媒	国企	9.59	-1.57%	1.32	-17.04%	48.54	14.22	1.90	-0.59
天威视讯	民企	7.58	-3.80%	1.06	-18.81%	26.69	-0.84	3.96	-1.02
数码科技	民企	7.08	12.33%	0.62	5.50%	18.82	6.21	1.73	0.05
新华网	国企	5.92	5.22%	1.11	3.33%	24.36	-1.17	4.06	-0.23
东方网络	国企	1.06	-60.71%	-0.69	-335.05%	48.18	-2.50	-7.06	2.00

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.6 平面媒体：H1 整体稳健增长，财务数据稳健

2018 年 H1 平面媒体行业整体保持稳健增长，财务数据稳健。其中，南方传媒实现营收 22.84 亿元，同比增加 6.66%，归母净利润为 2.56 亿元，同比增加 16.21%，主要由于业务规模稳健增长及收购少数股东权益的影响。

表 6：平面媒体行业上市公司半年报数据一览

证券简称	属性	营业收入 (亿元)	营收 yoy	归属母公司股东的净利润 (亿元)	归母净利润 yoy	资产负债率 (%)	同比上升 (pct)	ROE (%)	同比上升 (pct)
中文传媒	国企	60.08	0.27%	8.52	7.22%	40.99	3.23	6.82	-0.09
凤凰传媒	国企	53.76	0.86%	7.77	-0.58%	35.67	0.69	6.08	-0.22
长江传媒	国企	52.36	15.30%	4.84	27.19%	38.30	-1.14	7.52	1.02
山东出版	国企	44.02	11.08%	7.46	10.51%	34.33	-10.63	8.34	-4.23
皖新传媒	国企	43.77	15.59%	8.74	5.27%	24.47	4.36	8.89	-0.27
中南传媒	国企	41.61	-15.70%	6.36	-28.00%	32.54	1.90	4.94	-2.03
中原传媒	国企	40.98	7.64%	3.44	6.38%	35.82	1.54	4.69	-0.06
新华文轩	国企	35.78	12.29%	4.49	-9.84%	38.11	5.33	5.51	-0.72
时代出版	国企	29.50	-16.58%	1.71	11.60%	28.95	-2.29	3.65	0.62
南方传媒	国企	22.84	6.66%	2.56	16.21%	45.58	-2.10	5.16	-0.76

中国出版	国企	20.48	18.53%	0.87	123.73%	41.83	-2.98	1.53	0.61
华闻传媒	国企	14.37	-2.47%	0.82	-77.23%	38.83	17.61	0.83	-2.82
出版传媒	国企	10.61	16.49%	0.63	9.64%	39.42	-0.67	3.06	0.10
城市传媒	国企	10.45	12.49%	1.60	15.57%	29.40	3.66	6.46	0.32
中国科传	国企	9.20	14.31%	1.13	26.02%	27.94	3.36	3.49	0.48
盛通股份	民企	8.51	62.15%	0.50	67.02%	38.82	5.81	3.20	1.10
浙数文化	国企	7.64	-10.86%	3.06	-76.81%	12.27	9.70	3.88	-13.52
新华传媒	国企	6.12	-8.37%	0.22	3.47%	31.37	-1.96	0.84	0.02
新经典	民企	4.45	-3.19%	1.09	0.97%	11.54	2.10	7.00	-0.81
粤传媒	国企	3.80	-11.94%	0.40	-179.66%	7.68	-10.64	1.01	2.35
博瑞传播	国企	3.28	-19.34%	0.18	-158.64%	9.27	-2.39	0.49	1.35
读者传媒	国企	3.08	-4.68%	0.14	-59.94%	12.23	-1.19	0.83	-1.29
世纪天鸿	民企	1.09	6.55%	0.07	46.57%	32.08	-10.20	1.72	-0.24

数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.7 互联网及其它: 板块内部分化显著, 顺网科技与东方财富业绩改善亮眼

互联网板块中各标的的所属细分行业相关性较小, 内部分化明显。其中, 顺网科技受益与网吧行业流量整体上行以及增值广告业务的扩展, 2018年H1业绩稳健增长; 东方财富作为互联网券商低成本优势明显, 上半年经纪业务市占率大幅提升, 证券和基金代销业务展示出较好的成长性和业绩弹性, 净利润同比大增114.77%; 平治信息凭借其优秀的商业模式, 持续享受微信生态圈流量变现红利, H1实现归母净利润1.10亿元, 同比大增118.72%; 视觉中国作为细分行业龙头, 具备较高的行业护城河, 随着图片正版化的进程公司业绩将持续增长, 2018年H1实现营业收入4.82亿元, 同比增加25.85%, 实现归母净利润1.37亿元, 同比增加43.26%。

表 7: 互联网及其他行业上市公司半年报数据一览

证券简称	属性	营业收入 (亿元)	营收 yoy	归属母公 司股东的 净利润(亿 元)	归母净利 润 yoy	资产负债 率(%)	同比上升 (pct)	ROE (%)	同比上升 (pct)
上海钢联	民企	445.72	39.81%	0.60	164.96%	75.52	-8.14	6.79	2.47
东方财富	民企	16.35	49.44%	5.59	114.77%	66.12	5.74	3.66	1.66
顺网科技	民企	10.04	46.35%	2.92	29.12%	16.35	-3.80	9.55	1.41
掌阅科技	民企	9.37	18.20%	0.78	15.33%	30.37	1.86	7.45	-1.07
暴风集团	民企	7.92	-4.21%	-1.06	-775.45%	71.63	0.92	-10.61	-12.35
人民网	国企	6.03	7.33%	-0.23	-18.77%	17.72	3.33	-0.84	0.21
视觉中国	民企	4.82	25.85%	1.37	43.26%	36.05	1.45	5.10	1.11
平治信息	民企	4.66	11.21%	1.10	118.72%	37.60	8.42	25.75	8.44
中文在线	民企	4.24	42.66%	0.52	140.81%	18.55	9.63	1.40	0.55
焦点科技	民企	4.17	-34.25%	0.34	1.85%	23.61	1.07	1.89	0.09
金力泰	民企	3.62	-1.98%	0.05	-79.25%	22.05	0.24	0.60	-2.38

生意宝	民企	2.08	16.66%	0.28	102.62%	25.16	12.47	3.25	1.58
三五互联	民企	1.18	-25.44%	0.16	-46.55%	27.89	0.90	1.57	-1.51
博通股份	国企	0.87	6.57%	-0.01	-43.54%	69.77	-0.44	-0.65	0.55

数据来源: Wind, 财通证券研究所

3、商誉减值风险犹存，行业质押比例略有提升

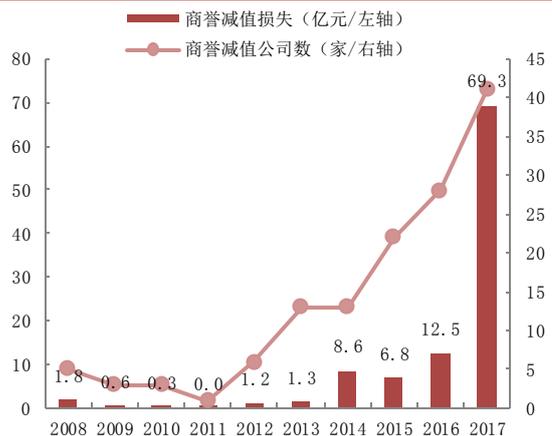
传媒行业商誉维持高位，警惕并购承诺到期后业绩出现下滑。随着并购重组审核数量减少，商誉同比增速逐渐放缓，传媒板块的商誉继续增长，截至 2018 年 6 月 30 日，传媒板块上市公司（申万传媒）的商誉总额高达 1797.5 亿元，同比增长 9.9%，商誉占净资产的比重为 26.8%，环比增加了 0.53pct。随着商誉的大幅增加，商誉减值的风险快速增长，计提商誉减值损失的公司数量和总额迅速攀升，2017 年共有 41 家公司在年报计提商誉减值损失，商誉减值总额达 69.3 亿元。

图 11：2008-2018H1 传媒板块商誉情况



数据来源：wind、财通证券研究所

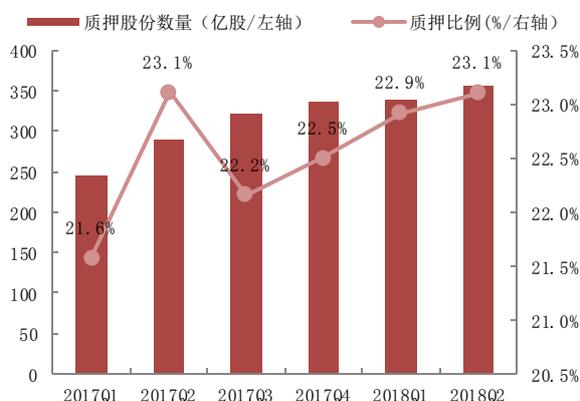
图 12：2008-2017 年商誉减值损失



数据来源：wind、财通证券研究所

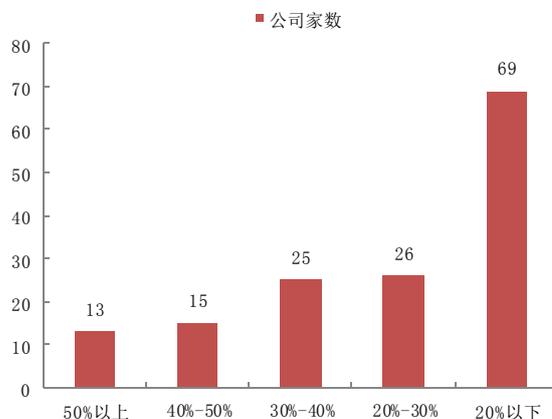
随着 A 股市场震荡下行，股权质押的风险不断累积，高位质押或高比例质押的个股可能存在一定风险，对大股东高比例质押和总质押比例较高的个股保持警惕。传媒行业的整体质押比例自 2017 年下半年缓慢提升，2018Q2 传媒板块所有上市公司质押股份数量合计为 355.1 亿股，质押比例为 23.1%，环比增加了 0.18 个百分点。截止 2018 年 9 月 3 日，传媒板块共有 13 家公司的股票质押占总股本比例是超过 50%，有 16 家公司的股票质押比例在 40%-50% 区间，另外，传媒板块中有 34 家公司大股东的股权质押比例超过其自身持股数的 90%。

图 13：2017Q1-2018Q2 传媒板块质押情况



数据来源：wind、财通证券研究所

图 14：不同质押比例的公司数量



数据来源：wind、财通证券研究所

表 8：大股东质押比例高于 90%的个股（截止 2018.9.3）

证券代码	证券简称	大股东质押比例 (%)	大股东质押数量 (万股)	质押比例 (%)	质押股份数量 (万股)
002143.SZ	印纪传媒	100.0	77,946	77.72	137,548
002464.SZ	众应互联	100.0	3,500	50.32	16,410
000673.SZ	当代东方	100.0	17,556	42.51	33,649
300242.SZ	佳云科技	100.0	13,523	33.99	21,566
300291.SZ	华录百纳	100.0	10,194	26.28	21,355
000802.SZ	北京文化	100.0	11,384	34.95	25,277
000835.SZ	长城动漫	100.0	6,862	25.77	8,422
600242.SH	中昌数据	100.0	12,251	46.75	21,350
300392.SZ	腾信股份	99.9	12,422	32.47	12,467
300518.SZ	盛讯达	99.9	4,175	63.71	5,946
002619.SZ	艾格拉斯	99.8	22,224	65.70	121,202
002247.SZ	帝龙文化	99.7	13,011	42.25	35,966
300269.SZ	联建光电	99.5	11,660	54.42	33,378
300359.SZ	全通教育	99.5	18,421	44.24	28,035
600634.SH	*ST 富控	99.1	15,650	33.13	19,074
002354.SZ	天神娱乐	98.9	12,922	36.25	33,962
000892.SZ	欢瑞世纪	98.9	10,550	36.78	36,080
600892.SH	大晟文化	98.7	22,060	63.39	35,466
300148.SZ	天舟文化	98.1	16,224	36.12	30,519
002123.SZ	梦网集团	97.9	16,052	34.46	27,935
300426.SZ	唐德影视	97.2	14,760	57.77	23,108
000793.SZ	华闻传媒	96.5	15,880	11.43	22,874
600136.SH	当代明诚	96.3	7,726	55.40	26,992
002174.SZ	游族网络	95.7	29,273	42.44	37,703
002113.SZ	天润数娱	95.5	8,946	49.01	75,114
002517.SZ	恺英网络	95.4	44,037	44.35	95,471
300431.SZ	暴风集团	95.3	6,705	21.34	7,033
300467.SZ	迅游科技	95.1	2,121	29.72	6,736
600652.SH	游久游戏	93.4	14,251	36.46	30,362
002445.SZ	中南文化	92.6	22,492	35.48	50,044
002502.SZ	骅威文化	91.8	21,231	43.29	37,223
300051.SZ	三五互联	91.0	12,613	34.42	12,616
002558.SZ	巨人网络	90.9	51,304	61.26	124,014
300299.SZ	富春股份	90.4	12,447	38.21	28,313

数据来源：wind、财通证券研究所

表 9：公司股权质押比例超过 50% 的个股（截止 2018.9.3）

证券代码	证券简称	质押比例 (%)	质押股份数 (万股)	大股东质押 比例 (%)	大股东质押 数量 (万股)
002143.SZ	印纪传媒	77.72	137,548	100.0	77,946
000038.SZ	深大通	68.66	35,896	73.9	3,276
002619.SZ	艾格拉斯	65.70	121,202	99.8	22,224
300459.SZ	金科文化	64.63	127,392	78.8	27,740
300518.SZ	盛讯达	63.71	5,946	99.9	4,175
600892.SH	大晟文化	63.39	35,466	98.7	22,060
002558.SZ	巨人网络	61.26	124,014	90.9	51,304
002602.SZ	世纪华通	60.77	88,681	81.1	22,136
002699.SZ	美盛文化	58.08	52,830	74.9	25,739
300426.SZ	唐德影视	57.77	23,108	97.2	14,760
600136.SH	当代明诚	55.40	26,992	96.3	7,726
300269.SZ	联建光电	54.42	33,378	99.5	11,660
002464.SZ	众应互联	50.32	16,410	100.0	3,500

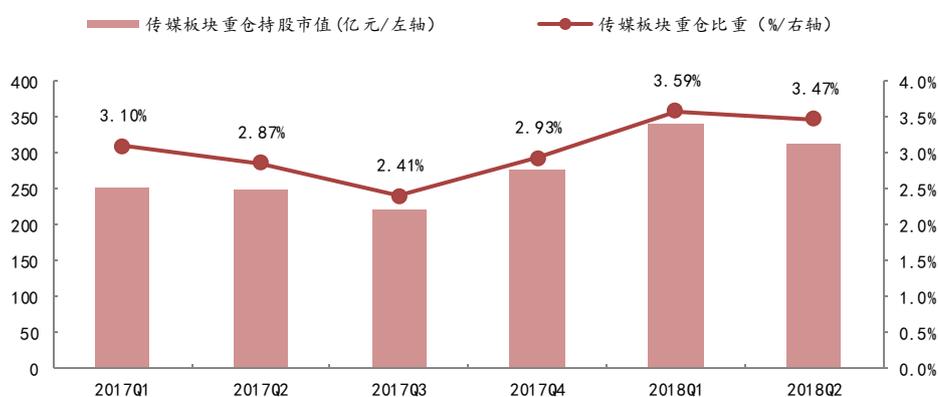
数据来源：wind、财通证券研究所

4、基金持仓分析：传媒配置比例略有下降，持仓集中度持续提升

4.1 公募基金配置传媒板块意愿下降

受传媒板块业绩增速放缓、政策趋严和相关负面事件的影响，导致风险偏好持续下降，传媒板块基金重仓持股总市值和持仓比重环比下降，体现机构配置传媒板块意愿略有下降。2018年上半年公募基金重仓传媒板块的总市值为314.12亿元，环比下降7.62%，传媒板块基金重仓比重为3.47%，环比下降0.11个百分点。基金重仓持有分众传媒17.04亿股，剔除分众传媒后板块的重仓持股市值和比重环比下降显著，传媒板块重仓持股市值环比下降21.52%，板块重仓比重下降了0.36个百分点。

图 15：传媒板块基金重仓持股变化



数据来源：wind、财通证券研究所

4.2 持仓集中度持续提升，加仓营销互联网减仓游戏

基金十大重仓股持股集中度再创新高，2018Q2 前五大重仓市值占比高达81.6%。传媒板块基金二季度前五大重仓股分别是分众传媒、东方财富、完美世界、慈文传媒和上海钢联，分众传媒连续五个季度稳居基金重仓榜第一的位置，基金持仓的集中度进一步提升，前五大重仓股的持仓市值占传媒板块持仓市值的比重从2018Q1的71.5%上升至81.6%，龙头聚集效应明显。

表 10：基金前十大重仓股

排名	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
1	乐视网	分众传媒	分众传媒	分众传媒	分众传媒	分众传媒
2	万达电影	乐视网	完美世界	完美世界	东方财富	东方财富
3	慈文传媒	游族网络	乐视网	慈文传媒	慈文传媒	完美世界
4	中文在线	完美世界	慈文传媒	东方财富	完美世界	慈文传媒
5	昆仑万维	昆仑万维	东方财富	三七互娱	光线传媒	上海钢联
6	东方网络	慈文传媒	昆仑万维	光线传媒	昆仑万维	新经典
7	蓝色光标	三七互娱	广博股份	广博股份	生意宝	视觉中国
8	省广集团	东方网络	宣亚国际	新经典	上海钢联	生意宝
9	利欧股份	中南传媒	三七互娱	万达电影	新经典	万达电影

10	中南传媒	中文在线	新经典	省广集团	蓝色光标	光线传媒
CR5	28.4%	37.0%	57.0%	75.4%	71.5%	81.6%
CR10	48.7%	59.5%	71.8%	84.6%	82.8%	90.6%

数据来源: wind、财通证券研究所

分众传媒依旧是传媒板块基金持股总市值最大、持股数量最多、持有基金数量最多的上市公司,分众传媒亦是二季度基金加仓最高的公司,季持仓增量达 5.66 亿股。从基金仓位变动情况来看,二季度基金大幅加仓广告营销和互联网板块,东方财富、视觉中国、完美世界获得了基金的加仓,而游戏板块持续遭到基金减仓。

表 11: 2018 年二季度公募基金重仓股情况

排名	持股总市值		持股总量		持股占流通股比重		持有基金数		二季度加仓		二季度减仓	
	公司	总市值(万元)	公司	持股(万股)	公司	持股比重(%)	公司	基金数(家)	公司	持仓变动(万股)	公司	持仓变动(万股)
1	分众传媒	1619155	分众传媒	170,391	分众传媒	24.46	分众传媒	267	分众传媒	56,629	光线传媒	-4,827
2	东方财富	541830	东方财富	41,110	新经典	20.86	东方财富	187	东方财富	13,775	昆仑万维	-2,970
3	完美世界	168905	慈文传媒	6,690	慈文传媒	20.41	完美世界	56	视觉中国	2,060	广博股份	-2,880
4	慈文传媒	125572	完美世界	5,447	华扬联众	16.35	视觉中国	46	完美世界	1,133	蓝色光标	-2,213
5	上海钢联	107571	蓝色光标	4,792	上海钢联	11.92	慈文传媒	38	华扬联众	861	中国电影	-1,851
6	新经典	91967	光线传媒	3,410	完美世界	11.68	万达电影	36	上海钢联	791	中文在线	-1,848
7	视觉中国	83076	视觉中国	2,895	视觉中国	10.34	光线传媒	29	慈文传媒	603	掌趣科技	-1,316
8	生意宝	36964	广博股份	2,618	东方财富	9.90	新经典	24	乐视网	333	三七互娱	-1,059
9	万达电影	36502	凯文教育	1,998	广博股份	6.99	顺网科技	18	新经典	321	歌华有线	-720
10	光线传媒	34713	上海钢联	1,797	凯文教育	6.42	横店影视	13	梅泰诺	317	金科文化	-704
11	凯文教育	27713	歌华有线	1,600	迅游科技	4.50	上海钢联	11	中文传媒	277	恺英网络	-685
12	蓝色光标	27315	游族网络	1,230	生意宝	4.09	凯文教育	10	凯文教育	238	生意宝	-636
13	游族网络	24106	新经典	1,098	新南洋	3.82	昆仑万维	8	华闻传媒	225	新南洋	-622
14	新南洋	24027	生意宝	1,030	开元股份	3.39	长江传媒	8	顺网科技	92	华录百纳	-614
15	华扬联众	18968	新南洋	990	横店影视	2.94	华策影视	8	华谊兄弟	72	奥飞娱乐	-520
16	昆仑万维	17742	中国电影	984	蓝色光标	2.88	中国电影	7	唐德影视	69	当代明诚	-440
17	迅游科技	16711	华谊兄弟	970	当代明诚	2.17	中文传媒	7	游族网络	54	开元股份	-232
18	歌华有线	16512	万达电影	957	游族网络	1.99	游族网络	6	智度股份	39	世纪华通	-147

19	中国电影	15785	昆仑万维	940	中国电影	1.74	当代明诚	6	长江传媒	38	巨人网络	-126
20	广博股份	13716	华扬联众	915	顺网科技	1.64	世纪华通	6	吉比特	24	横店影视	-82

数据来源: wind、财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。