

传媒行业 2018 年中报综述

2018 年 09 月 04 日

存量竞争致整体增速继续放缓，影视及营销 盈利能力下滑

增持（维持）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

投资要点

- **行业增速放缓，PE_TTM 降至 24 倍。**18Q2 传媒行业共实现营收 1,175.5 亿元 (yoy+17%)，归属净利 152.8 亿元 (yoy+1%)，17Q3-18Q2 行业共实现营收 4,538.0 亿元 (yoy+17%)，归属净利 529.5 亿 (yoy+1%)。板块样本池标的总市值为 12,767.4 亿元，对应 PE_TTM 为 24 倍。
- **娱乐消费存量竞争，游戏及影视增长承压。**游戏行业 18Q2 共实现营收 127.8 亿元 (yoy+27%)，归属净利 34.3 亿元 (yoy+11%)，外延并购及部分企业 H1 新游戏上线推广，驱动行业收入增速较高。行业红利趋尽，政策带来扰动，游戏行业当前整体面临增长压力。影视动漫行业 18Q2 实现收入 137.6 亿元 (yoy-8%)，过去两年首次出现季度同比负增长，归属净利 13.5 亿元 (yoy-42%)，增速中枢持续下行，行业增长压力较大。由于 2B 的影视公司更加依赖头部项目，下游客户集中度高，且政策影响波及面较大，相比游戏行业依然较为稳健的现金流而言，影视行业当前仍面临应收账款周转变慢及市场流动性紧张带来的现金流压力。
- **分众传媒维持亮眼增速：**18H1 营收同比增长 26.05%，净利润同比增长 32.14%，增长符合预期，但扩张周期给公司短期利润率带来客观压力，预计后期有望逐步修复，长期看好。**其他营销企业：低毛利广告投放业务驱动总收入高增长，**18Q2 营业收入 355.0 亿元 (yoy+41%)，归属净利 16.6 亿 (yoy+4%)，18Q2 行业毛利率为 14% (yoy-3pct)，净利率整体也呈下降趋势。同时经营性现金流净额 Q2 也有下滑，造成现金占用。由于行业增速依然较高，数字营销行业当前仍处于较为进取的扩张中。
- **传统媒体趋势延续，出版稳健，广电加码投入增长继续承压。**18Q2 出版行业收入及归属净利增速分别为 11%、3%，盈利能力在过去两年整体保持平稳趋势。广电行业收入及归属净利分别下滑 10% 及 7%，受新媒体冲击及通信运营商竞争影响，广电行业持续加码网改升级，毛利率、净利率 17Q3 至今连续下滑，18Q2 同比下滑 0.4pct，下滑幅度有所收窄。
- **优质的互联网服务企业走出独立高增长趋势。**视觉中国、平治信息、迅游科技等基于独特商业模式及成长赛道，中报实现高增长表现亮眼。
- **投资观点：**行业增速整体缺少亮点，短期受政策、现金趋紧、行业红利趋尽增速换挡等多重因素的影响，因此我们建议当前仍以精选个股为主，推荐：分众传媒、新经典、视觉中国、平治信息、当代明诚、华策影视等。
- **风险提示：**政策风险，系统性风险，商誉减值风险，转型不及预期风险

行业走势



相关研究

- 1、《下半场微信生态崛起，关注线上线下流量龙头》2018-06-05
- 2、《传媒行业 2017 年年报及 2018 年一季报综述：分化延续，影视、院线及营销龙头表现亮眼》2018-05-04
- 3、《消费升级系列深度研究(5)：从好未来看 K12 培训行业——城市扩张、集中度提升及值得期待的在线业务》2018-04-13

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
002027	分众传媒	1,263.77	8.61	0.41	0.44	0.51	21.05	19.57	16.88	买入
000681	视觉中国	224.39	32.03	0.42	0.56	0.73	77.16	57.20	43.88	买入
603096	新经典	103.76	77.05	1.73	2.03	2.58	44.66	37.96	29.86	买入
300571	平治信息	72.16	59.95	0.81	1.85	2.28	74.37	32.41	26.29	买入
600136	当代明诚	54.47	11.18	0.26	0.91	1.11	42.51	12.29	10.07	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 行业整体：18Q2 营收同比增长 17%，归属净利同比增长 1%	5
2. 游戏：行业增速下行及政策因素叠加，增长趋势放缓	5
2.1. 利润：外延及新品驱动收入高增长，毛利率及净利率同比持平	5
2.2. 现金：经营性现金流整体持平，融、投资活动放缓	7
2.3. 资产：资产较快增长，负债率保持较低水平	8
3. 影视动漫：受行业及政策影响，收入首次出现季度负增长	9
3.1. 利润：收入首次出现季度负增长，净利率略有下滑	9
3.2. 现金：经营现金流净额处较低水平，筹资下降明显，投资活动回笼现金	10
3.3. 资产：负债率保持平稳，应收账款维持高增长，商誉占比稳定	11
4. 广告营销：收入快速增长，但盈利能力及回款情况有所下降	13
4.1. 分众传媒：维持亮眼增长，资源位快速扩张提升护城河	13
4.2. 其他企业：收入快速扩张，主要来源于广告投放业务，毛利率下滑	14
4.1. 现金：经营性现金流净额下滑明显，投资活动趋缓	15
4.1. 资产：应收账款快速增长，占资产比提升，商誉总量企稳	16
5. 出版：符合预期，各项经营指标保持平稳	18
5.1. 利润：收入及利润基本持平，盈利能力稳定	18
5.2. 现金：表现稳健，现金占比维持较高水平	19
5.3. 资产：资产负债率趋势下行	20
5.4. 新经典：长期成长逻辑仍清晰，关注新品推广情况	21
6. 广电：业绩增长承压，仍处于加码投入阶段	22
6.1. 利润：18Q2 收入及利润分别下滑 10% 及 7%	22
6.2. 现金：筹资活动现金流净额明显增长，H1 在手现金增加	23
6.3. 资产：资产保持增长，资产负债率呈上行趋势	24
7. 互联网服务板块重点标的的中报情况	25
7.1. 视觉中国：客户增长环比再提速，图片市场加速渗透	25
7.2. 平治信息：模式创新助盈利能力大幅提升，运营能力凸显	26
7.3. 迅游科技：业绩基本在预期之内，双主业协同发展	27
7.4. 当代明诚：表现出众，新英整合打开 C 端付费市场	27
8. 风险提示	28

图表目录

图 1: 2018Q2 行业营收同比增长 17%	5
图 2: 2018Q2 行业归属净利同比增长 1%	5
图 3: 游戏行业 18Q2 营收同比增长 27%	6
图 4: 游戏行业 18Q2 归属净利同比增长 11%	6
图 5: 游戏行业毛利率同比、环比保持平稳	6
图 6: 游戏行业净利率同比、环比保持平稳	6
图 7: 游戏行业销售费用率过去四个季度同比均有上涨	6
图 8: 游戏行业管理费用率同比基本持平, 环比下降	6
图 9: 游戏行业经营性现金流净额持续负增长	7
图 10: 游戏行业筹资活动现金流净额	7
图 11: 游戏行业投资活动现金流净额	7
图 12: 游戏行业现金及现金等价物整体保持平稳	7
图 13: 游戏行业 18Q2 总资产同比增长 27%	8
图 14: 游戏行业 18Q2 归母权益同比增长 26%	8
图 15: 游戏行业资产负债率整体保持较低水平	8
图 16: 游戏板块商誉占总资产比例维持稳定	9
图 17: 影视动漫行业营业收入首次出现季度负增长	9
图 18: 影视动漫行业归属净利增速中枢下行	9
图 19: 影视动漫行业毛利率保持平稳	10
图 20: 影视动漫行业净利率有所下滑	10
图 21: 影视动漫行业销售费用率保持平稳趋势	10
图 22: 影视动漫行业管理费用率保持平稳趋势	10
图 23: 影视行业 H1 经营现金流绝对值仍处较低水平	11
图 24: 影视动漫行业 H1 筹资活动现金流净额大幅下降	11
图 25: 影视动漫行业投资活动现金流净额	11
图 26: 影视动漫行业现金及现金等价物金额	11
图 27: 影视动漫行业总资产增速放缓	11
图 28: 影视动漫行业归母权益增速放缓	11
图 29: 影视动漫行业资产负债率整体保持平稳	12
图 30: 影视动漫行业库存增速趋势下行	12
图 31: 影视动漫行业应收账款增速保持在较高水平	12
图 32: 影视动漫行业商誉步入存量阶段, 占资产比例维持稳定	13
图 33: 18Q2 分众传媒营收同比增长 29%	14
图 34: 18Q2 分众传媒归属净利同比增长 50%	14
图 35: 18Q2 分众传媒销售毛利率达 73.87%	14
图 36: 18Q2 分众传媒销售净利率达 51.42%	14
图 37: 广告营销行业营收 18Q2 维持较高增速	14
图 38: 广告营销行业归属净利 18Q2 同比增长 4%	14
图 39: 广告营销行业毛利率持续下行	15
图 40: 广告营销行业净利率持续下行	15
图 41: 广告营销行业销售费用率持续下行	15
图 42: 广告营销行业管理费用率持续下行	15

图 43: 广告营销行业 17Q3-18Q2 经营性现金流下滑明显	16
图 44: 广告营销行业筹资活动现金流净额趋势下滑	16
图 45: 广告营销行业 18Q2 投资活动进一步放缓	16
图 46: 广告营销行业现金及现金等价物 18Q2yoy-2%	16
图 47: 广告营销行业 18Q2 总资产增速下降至 13%	16
图 48: 广告营销行业 18Q2 归属权益增速下降至 10%	16
图 49: 广告营销行业 18Q2 期末资产负债率为 43% 保持平稳	17
图 50: 广告营销行业 18Q2 应收账款同比增长 36%	17
图 51: 广告营销行业 18Q2 商誉同比增长 4%	17
图 52: 出版行业 18Q2 收入同比增长 11%	18
图 53: 出版行业 18Q2 归属净利同比增长 3%	18
图 54: 出版行业毛利率保持平稳趋势	18
图 55: 出版行业净利率保持平稳趋势	18
图 56: 出版行业销售费用率保持平稳趋势	19
图 57: 出版行业管理费用率保持平稳趋势	19
图 58: 出版行业过去两年经营性现金流净额	19
图 59: 出版行业过去两年筹资活动现金流净额	19
图 60: 出版行业过去两年投资活动现金流净额	20
图 61: 出版行业过去两年现金及现金等价物金额	20
图 62: 出版行业过去两年总资产保持平稳	20
图 63: 出版行业过去两年归母权益保持平稳	20
图 64: 出版行业资产负债率趋势下行	21
图 65: 新经典季度收入及归属利润情况 (单位: 万元)	22
图 66: 新经典毛利率及净利率情况	22
图 67: 广电行业 18Q2 收入同比下滑 10%	22
图 68: 广电行业 18Q2 归属净利同比下滑 7%	22
图 69: 广电行业毛利率整体呈下降趋势	23
图 70: 广电行业净利率整体呈下降趋势	23
图 71: 广电行业销售费用率保持平稳	23
图 72: 广电行业管理费用率保持平稳	23
图 73: 广电行业经营活动现金流净额情况	23
图 74: 广电行业现金及现金等价物情况	23
图 75: 广电行业投资活动现金流净额情况	24
图 76: 广电行业 18H1 现金及现金等价物增长明显	24
图 77: 广电行业 18Q2 总资产同比增长 9%	24
图 78: 广电行业 18Q2 归母权益同比增长 3%	24
图 79: 广电行业资产负债率持续上行	25
图 80: 平治信息季度营业收入及增长情况	26
图 81: 平治信息季度归属净利及增长情况	26
图 82: 迅游科技季度营业收入及增长情况	27
图 83: 迅游科技季度归属净利及增长情况	27
表 1: 重点公司估值	1

1. 行业整体：18Q2 营收同比增长 17%，归属净利同比增长 1%

18Q2, 传媒行业共实现营收 1,175.5 亿元(yoy+17%), 归属净利 152.8 亿元(yoy+1%)。

17Q3-18Q2, 传媒行业共实现营收 4,538.0 亿元 (yoy+17%), 归属净利 529.5 亿元 (yoy+1%)。

样本池标的总市值为 12,767.4 亿元 (9 月 3 日收盘价), 对应 PE_TTM 为 24 倍。

图 1: 2018Q2 行业营收同比增长 17%



图 2: 2018Q2 行业归属净利同比增长 1%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

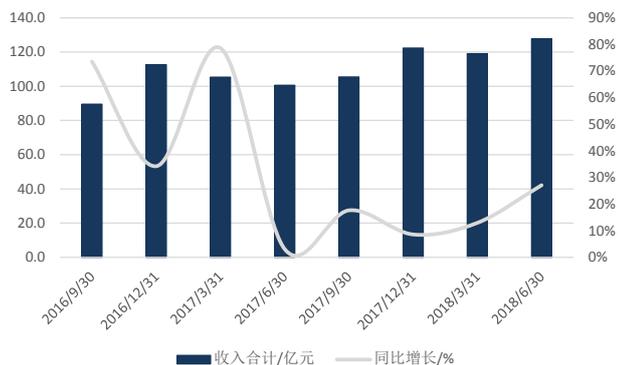
2. 游戏：行业增速下行及政策因素叠加，增长趋势放缓

2.1. 利润：外延及新品驱动收入高增长，毛利率及净利率同比持平

18Q2, 游戏行业共实现营收 127.8 亿元, 同比增长 27%, 归属净利 34.3 亿元, 同比增长 11%, 行业毛利率、净利率保持平稳, 18Q2 分别为 61% 及 29%。收入增速远超行业增速主要原因包括世纪华通、金科文化等公司存在外延并购, 同时部分企业在上半年迎来新产品周期。

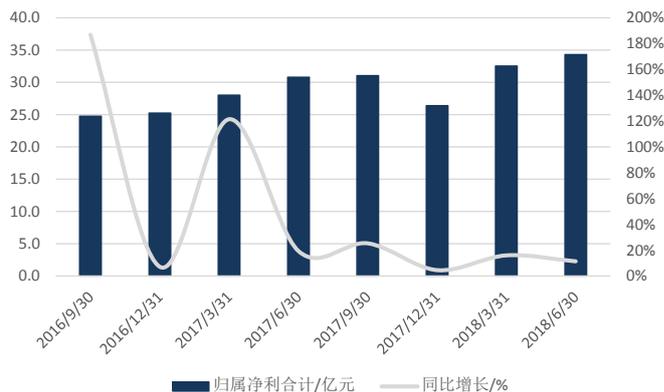
8 家游戏上市公司 18Q2 收入同比下滑, 数量占比 40%, 不考虑外延因素, 行业内上市公司经营分化明显, 龙头企业更偏稳健。

图 3：游戏行业 18Q2 营收同比增长 27%



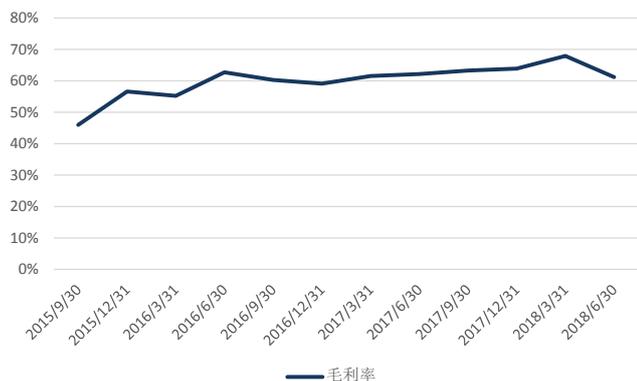
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：游戏行业 18Q2 归属净利同比增长 11%



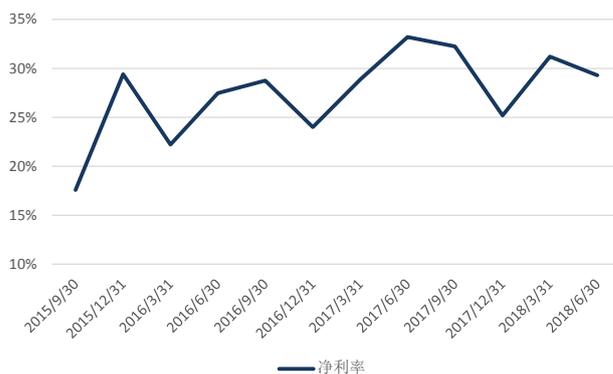
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：游戏行业毛利率同比、环比保持平稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

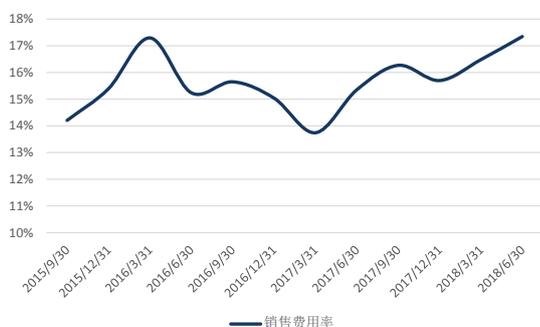
图 6：游戏行业净利率同比、环比保持平稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

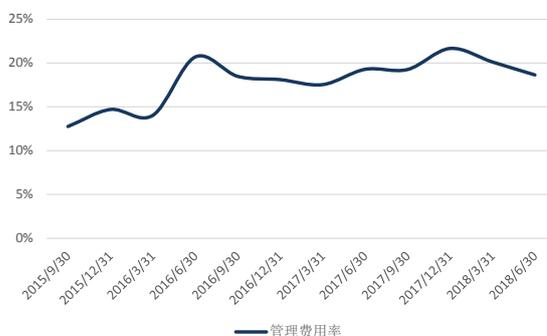
游戏行业上市公司销售费用率上涨，17Q3-18Q2 四个季度分别同比提升 1pct、1pct、3pct 及 2pct，18Q2 管理费用率环比 18Q1 略有下降，同比基本持平。

图 7：游戏行业销售费用率过去四个季度同比均有上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：游戏行业管理费用率同比基本持平，环比下降



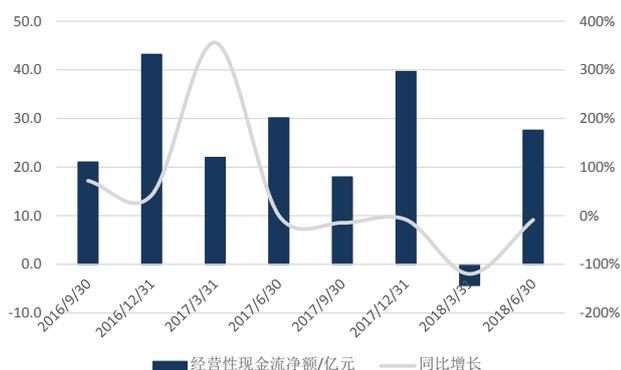
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 现金：经营性现金流整体持平，融、投资活动放缓

17Q3-18Q2 游戏行业经营性现金流净额分别为 18.0 亿、39.7 亿、-4.3 亿、27.6 亿，同比下滑-14%、-8%、-120%、-8%，连续四个季度同比下滑，且 18H1 下滑明显，合计经营性现金流净额为 23.3 亿元，同比下滑 55%，主要受到巨人网络非游戏业务的影响，主要龙头企业经营性现金流净额保持平稳。

筹资性现金流方面，18H1 仅有世纪华通由于外延并购有大额筹资活动，近年来并购监管及再融资政策收紧，行业筹资活动减缓。

图 9：游戏行业经营性现金流净额持续负增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：游戏行业筹资活动现金流净额

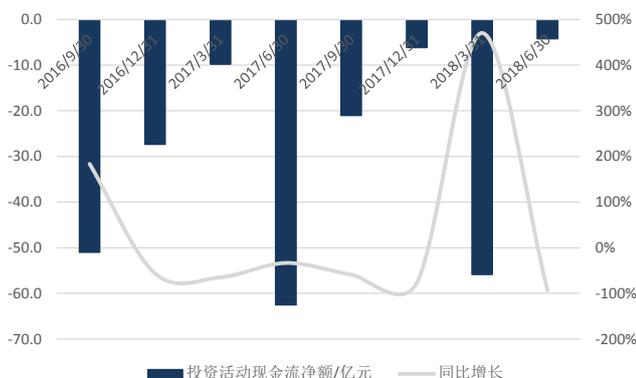


数据来源：Wind，东吴证券研究所

投资性现金流方面，17Q3-18Q2 游戏行业全部上市公司投资性现金流净额合计-87 亿元，相比 16Q3 至 17Q2 的-151 亿流出减少。

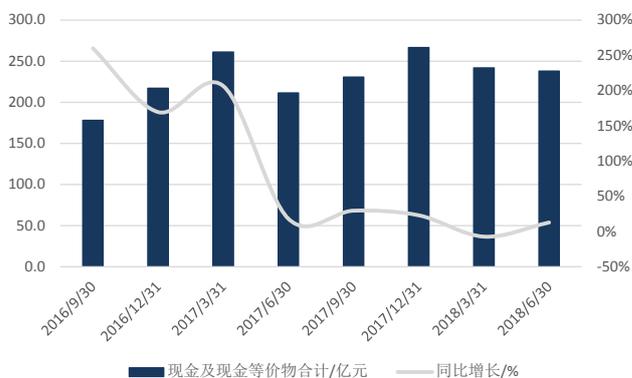
18Q2 期末，游戏行业全部上市公司在手现金及现金等价物共 238.0 亿元，同比增长 13%，17Q1 至 18Q2，整体保持平稳。

图 11：游戏行业投资活动现金流净额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：游戏行业现金及现金等价物整体保持平稳



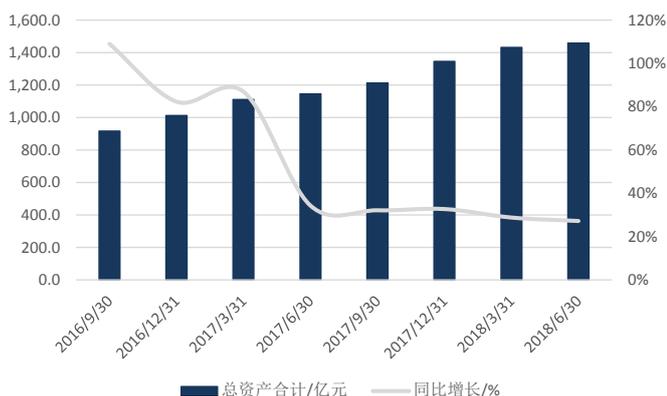
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 资产：资产较快增长，负债率保持较低水平

17Q3-18Q2 游戏行业总资产同比增速分别为 32%/33%/29%/27%，维持平稳较快增长，归属母公司权益同比增速分别为 23%/31%/37%/26%，资产增速整体高于收入及利润增速。

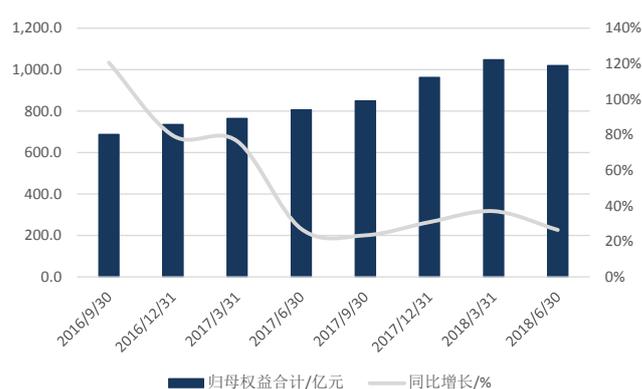
资产负债率整体维持在 20%-25%之间，过去一年基本保持平稳，处于较低水平。

图 13：游戏行业 18Q2 总资产同比增长 27%



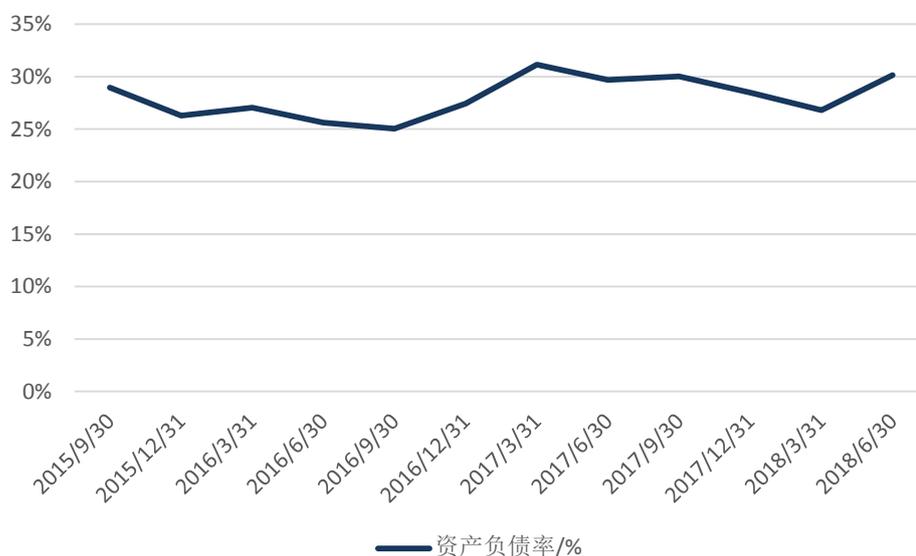
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：游戏行业 18Q2 归母权益同比增长 26%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

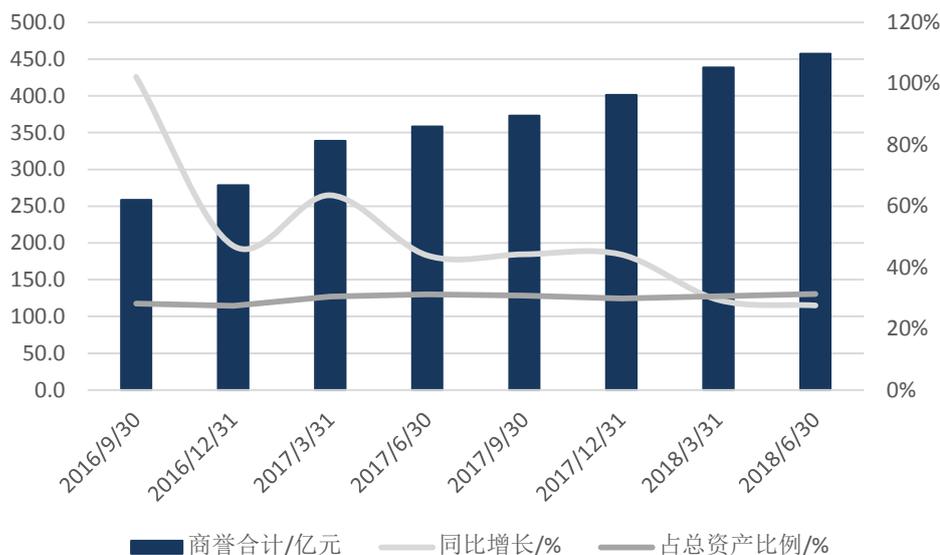
图 15：游戏行业资产负债率整体保持较低水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

商誉增速相比此前放缓，18Q2 期末游戏行业商誉合计 457.5 亿元，同比 17Q2 期末增长 28%，增速相比此前持续下降，占行业总资产比例为 31%，保持平稳。

图 16：游戏板块商誉占总资产比例维持稳定



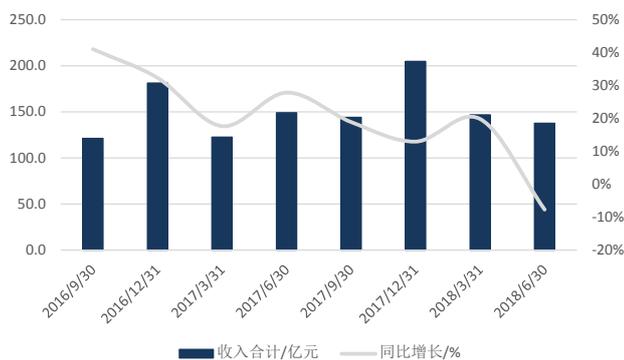
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 影视动漫：受行业及政策影响，收入首次出现季度负增长

3.1. 利润：收入首次出现季度负增长，净利率略有下滑

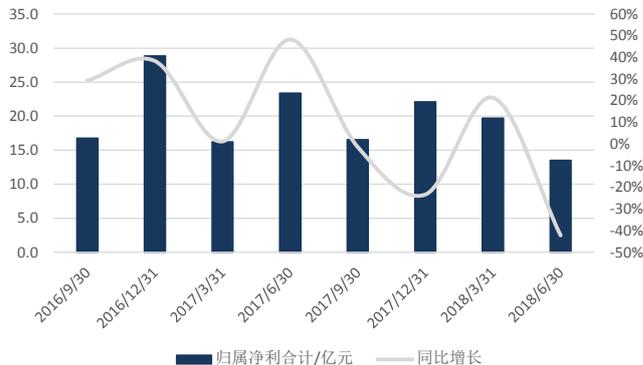
影视行业增长压力较大，18Q2 实现收入 137.6 亿元，同比下滑 8%，这是过去两年行业首次出现季度同比负增长。实现归属净利 13.5 亿元（剔除了光线传媒，上半年有较大幅度的投资收益），同比下滑 42%，影视动漫行业归属净利同比增速中枢下行。

图 17：影视动漫行业营业收入首次出现季度负增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：影视动漫行业归属净利增速中枢下行

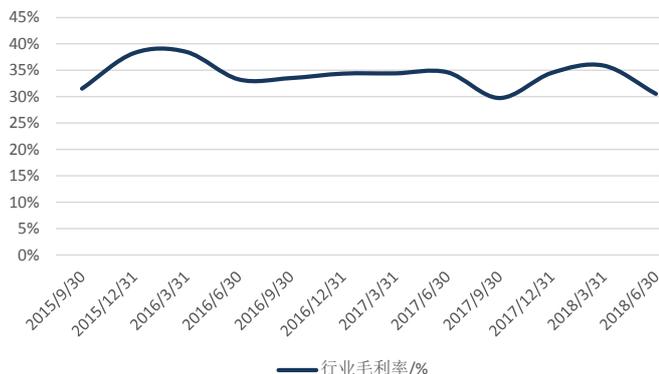


数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：剔除光线传媒）

影视动漫行业毛利率保持平稳，销售费用率、管理费用率整体保持平稳，不考虑

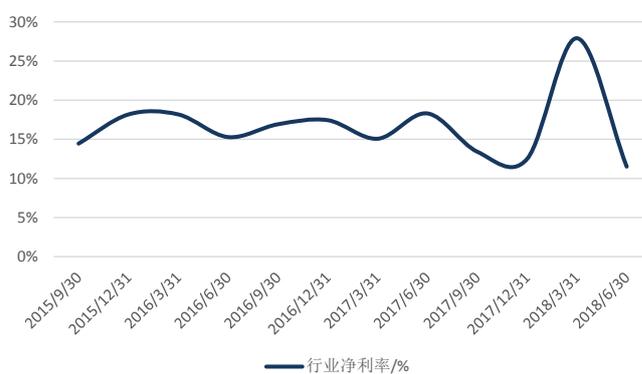
18Q1 由投资收益带来扰动，行业净利率在 18Q2、17Q4 均略有下滑趋势。

图 19：影视动漫行业毛利率保持平稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：影视动漫行业净利率有所下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：影视动漫行业销售费用率保持平稳趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：影视动漫行业管理费用率保持平稳趋势



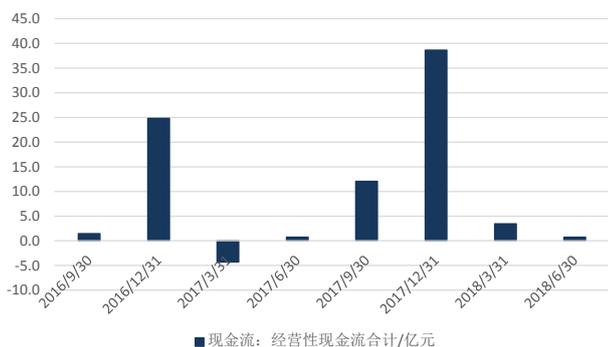
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 现金：经营现金流净额处较低水平，筹资下降明显，投资活动回笼现金

影视动漫行业经营活动现金流净额在 18Q2 绝对值较低，剔除中国电影后，18Q1 及 18Q2 分别为 3.5 亿及 0.8 亿，受影视项目回款节奏及票房周期影响，影视动漫行业经营性现金流的季节性明显。

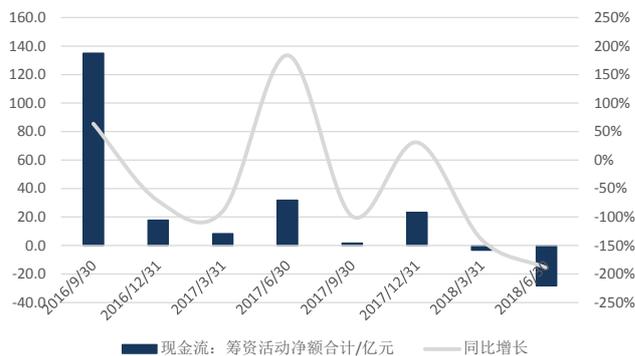
筹资活动方面，随着市场流动性趋紧，影视动漫行业 18H1 筹资活动现金流出明显下降，18H1 为 -31.7 亿元，18Q2 净额为 -28.4 亿元，过去两年首次出现净流出，上市公司层面当前正处于资金偏紧的阶段。

图 23: 影视行业 H1 经营现金流绝对值仍处较低水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 24: 影视动漫行业 H1 筹资活动现金流净额大幅下降

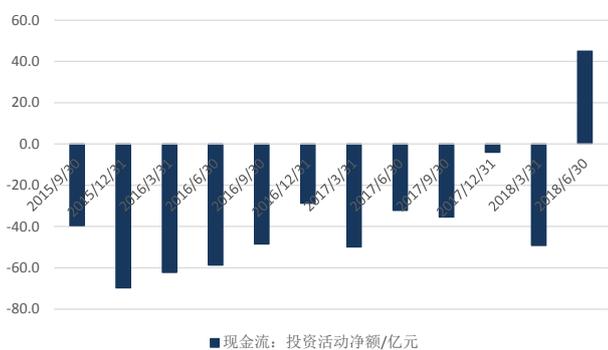


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资活动方面, 18Q2 影视动漫行业首次出现投资活动现金流的净流入, 净流入额为 45.0 亿元, 主要来自光线传媒 (+26.8 亿元) 及中国电影 (+19.6 亿元)。

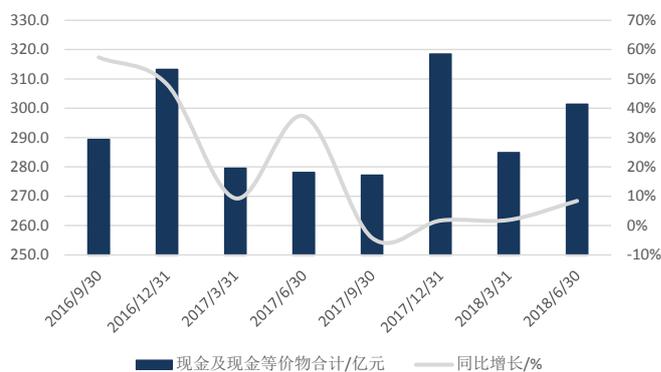
18Q2 期末, 影视动漫行业现金及现金等价物共 301.4 亿元, 在投资活动现金流净流入的支撑下, 同比实现 8% 增长, 环比实现 6% 增长。

图 25: 影视动漫行业投资活动现金流净额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 26: 影视动漫行业现金及现金等价物金额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 资产: 负债率保持平稳, 应收账款维持高增长, 商誉占比稳定

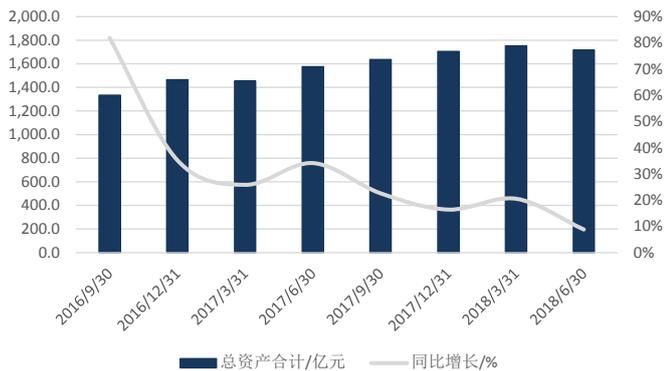
18Q2 期末行业总资产达 1,715.4 亿元, 同比增长 9%, 增速呈下行趋势;

行业归属权益合计 1,054.9 亿元, 同比增长 11%;

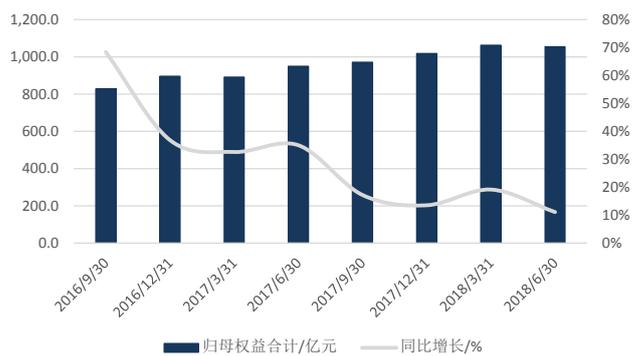
行业资产负债率整体保持平稳。

图 27: 影视动漫行业总资产增速放缓

图 28: 影视动漫行业归母权益增速放缓

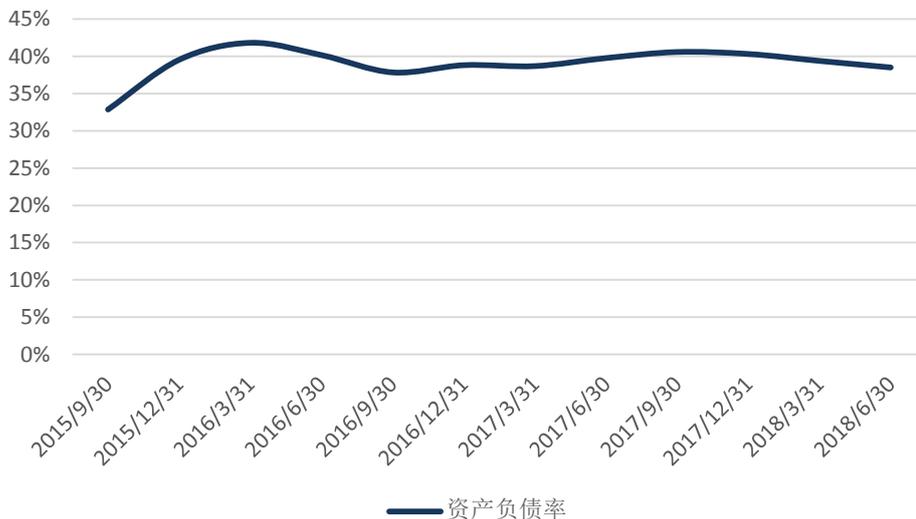


数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 29：影视动漫行业资产负债率整体保持平稳

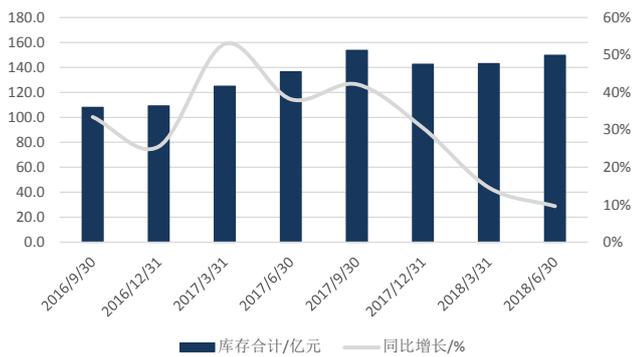


数据来源：Wind，东吴证券研究所

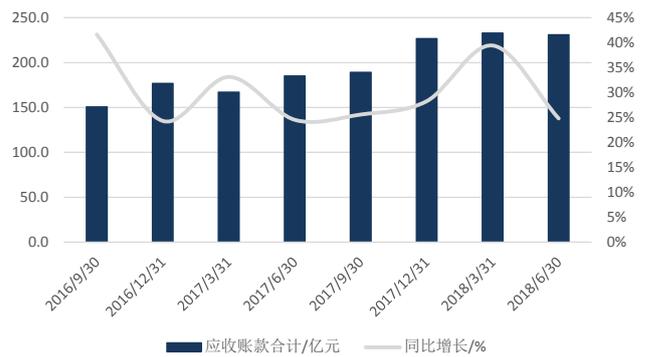
18Q2 期末，影视动漫行业存货合计达 149.7 亿元，同比增长 10%，增速连续下行，趋势向好。同时，应收账款合计达 231.0 亿元，同比增长 25%，增速仍保持在较高水平，占行业总资产比例为 13.5%，占比较高的主要为影视内容制作公司，前三分别为唐德影视、欢瑞世纪、慈文传媒，建议关注后期行业去库存情况。

图 30：影视动漫行业库存增速趋势下行

图 31：影视动漫行业应收账款增速保持在较高水平



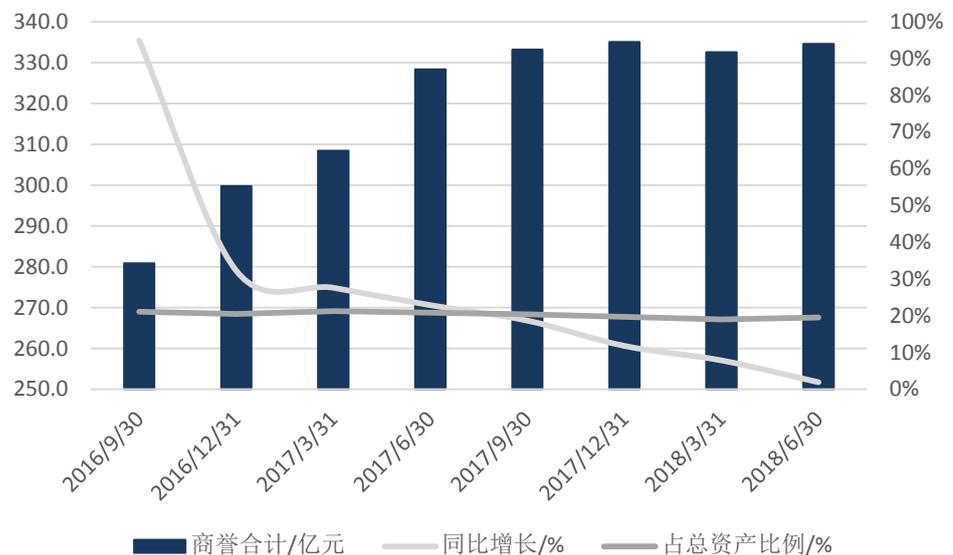
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

影视动漫行业商誉步入存量阶段，占资产比例维持稳定。

图 32：影视动漫行业商誉步入存量阶段，占资产比例维持稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 广告营销：收入快速增长，但盈利能力及回款情况有所下降

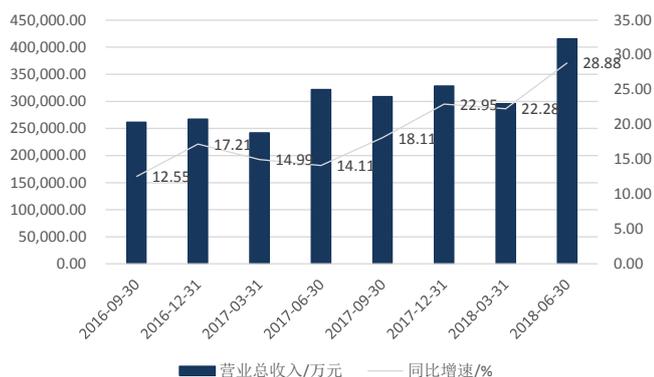
4.1. 分众传媒：维持亮眼增长，资源位快速扩张提升护城河

公司 18H1 实现营收 71.10 亿，同比增长 26.05%，净利润 33.47 亿，同比增长 32.14%，扣非净利润 28.18 亿，同比增长 33.69%。

线下流量重估叠加外部竞争扰动，公司 18H1 加速媒体资源扩张，截至 2018 年 7 月，媒体资源数量达 216.7 万，较 2018 年 3 月底增加 56.8 万个，增幅达 36%。

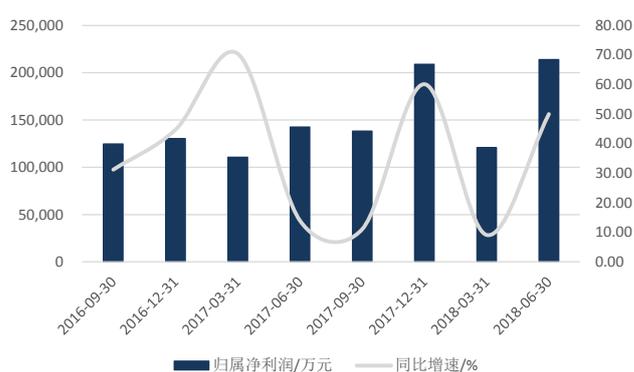
扩张周期给公司利润率带来客观压力，我们预计后期有望逐步修复。

图 33: 18Q2 分众传媒营收同比增长 29%



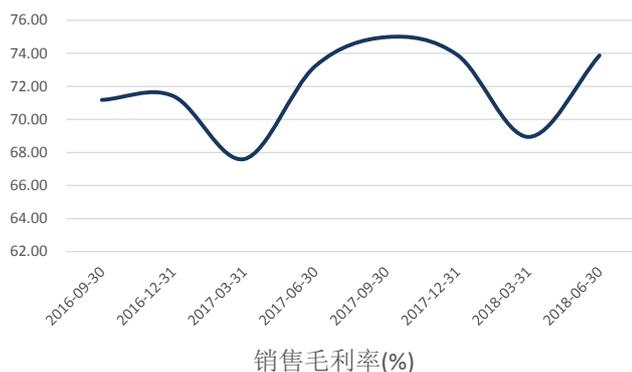
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 34: 18Q2 分众传媒归属净利同比增长 50%



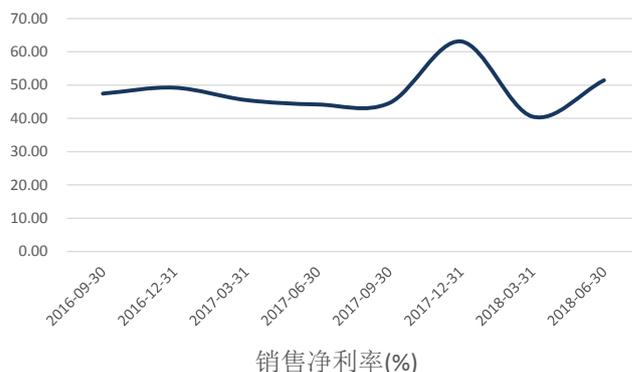
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 35: 18Q2 分众传媒销售毛利率达 73.87%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 36: 18Q2 分众传媒销售净利率达 51.42%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

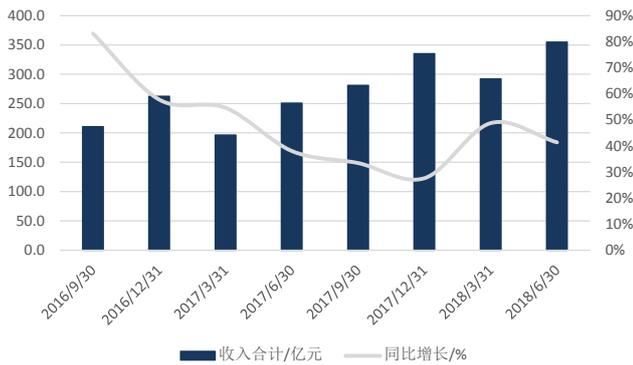
4.2. 其他企业: 收入快速扩张, 主要来源于广告投放业务, 毛利率下滑

剔除分众传媒后, 广告营销行业整体 18Q2 营业收入 355.0 亿元, 同比增长 41%, 增速较高。增长主要是来自数字营销广告投放业务, 增长绝对值最高的为蓝色光标, 18Q2 同比增长 20.8 亿元 (海外广告投放), 其次为科达股份, 18Q2 同比增长 18.1 亿元。

广告投放业务毛利率较低, 行业毛利率继续下行, 处于较低水平, 18Q2 为 14%, 同比下降 3pct, 净利率整体也呈下降趋势 (注: 图 38 中 17Q4 的异常数据主要是来自年底的商誉减值)。

图 37: 广告营销行业营收 18Q2 维持较高增速

图 38: 广告营销行业归属净利 18Q2 同比增长 4%



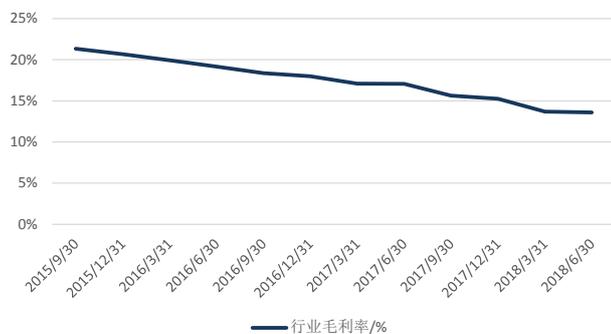
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 39: 广告营销行业毛利率持续下行



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 40: 广告营销行业净利率持续下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 41: 广告营销行业销售费用率持续下行



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 42: 广告营销行业管理费用率持续下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



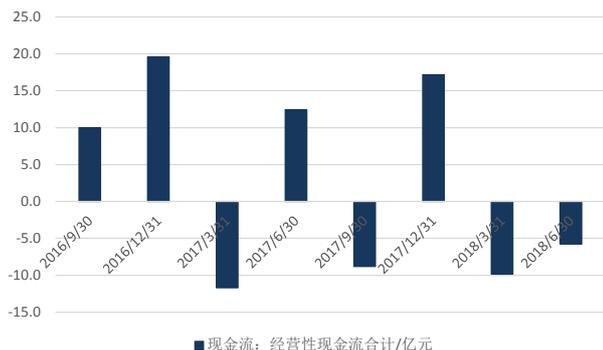
数据来源: wind, 东吴证券研究所

4.1. 现金: 经营性现金流净额下滑明显, 投资活动趋缓

17Q3-18Q2, 广告营销行业整体经营性现金流净额合计为-7.2 亿元, 相比 16Q3-17Q2 的 30.3 亿元下滑明显。媒体代理采购的快速增长, 在驱动行业收入增长同时, 应收账款亦增长明显, 造成上市公司现金占用。

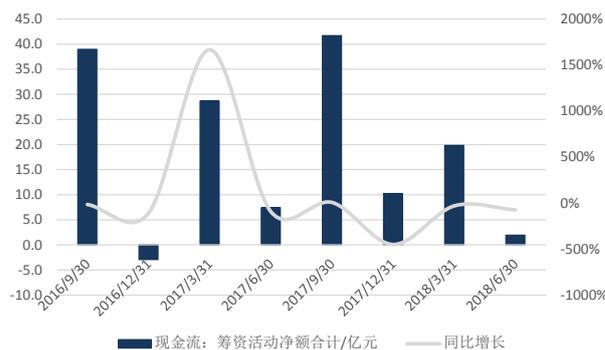
18Q2 广告营销行业现金及现金等价物 yoy-2%, 是过去两年首次出现季度性的负增长。

图 43: 广告营销行业 17Q3-18Q2 经营性现金流下滑明显



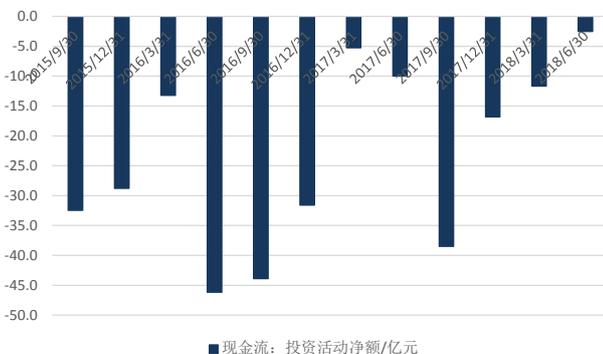
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 44: 广告营销行业筹资活动现金流净额趋势下滑



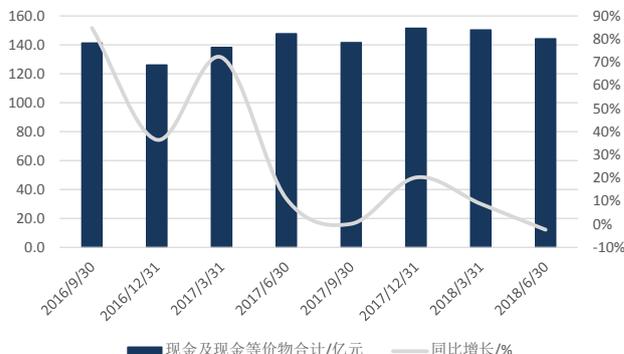
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 45: 广告营销行业 18Q2 投资活动进一步放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 46: 广告营销行业现金及现金等价物 18Q2yoy-2%



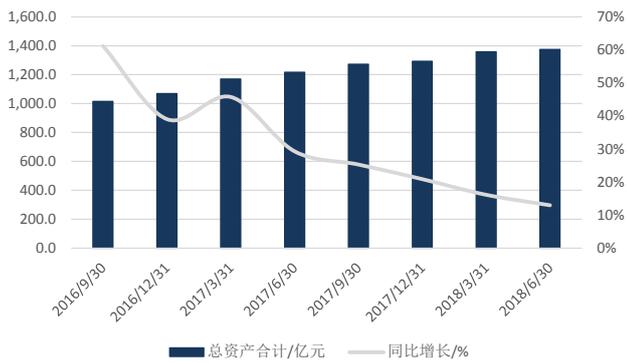
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.1. 资产: 应收账款快速增长, 占资产比提升, 商誉总量企稳

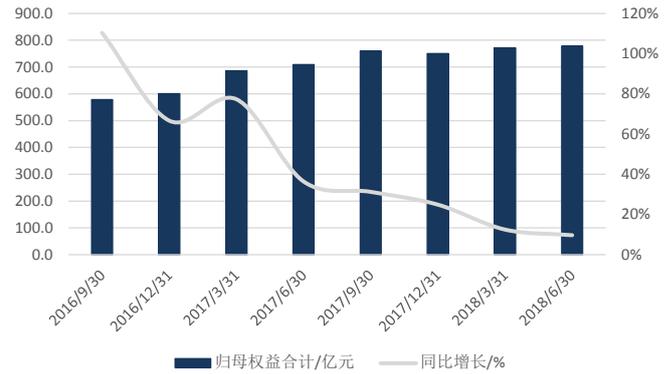
18Q2 广告行业总资产及总归属权益的增速进一步下降至 13% 及 10%, 分别至 1,374.1 亿元及 778.4 亿元。截止 18Q2 期末, 广告营销行业资产负债率为 43%, 环比 Q1 持平, 同比提升 2pct, 行业整体资产负债率走势平稳。

图 47: 广告营销行业 18Q2 总资产增速下降至 13%

图 48: 广告营销行业 18Q2 归属权益增速下降至 10%

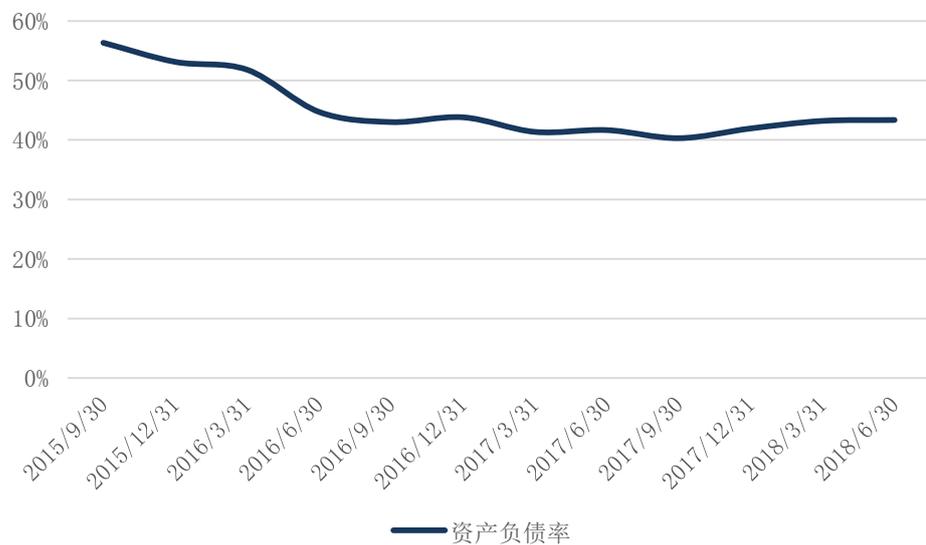


数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 49：广告营销行业 18Q2 期末资产负债率为 43%保持平稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

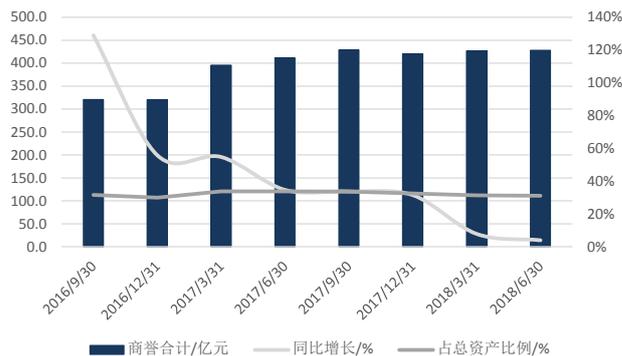
18Q2 期末广告行业应收账款总额 388.7 亿元，同比增长 36%，增速与收入增速匹配，应收账款在资产中占比进一步提升，截止 18Q2 期末为 28%，这一比例自 17Q1 至今呈持续上升趋势。

图 50：广告营销行业 18Q2 应收账款同比增长 36%

图 51：广告营销行业 18Q2 商誉同比增长 4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

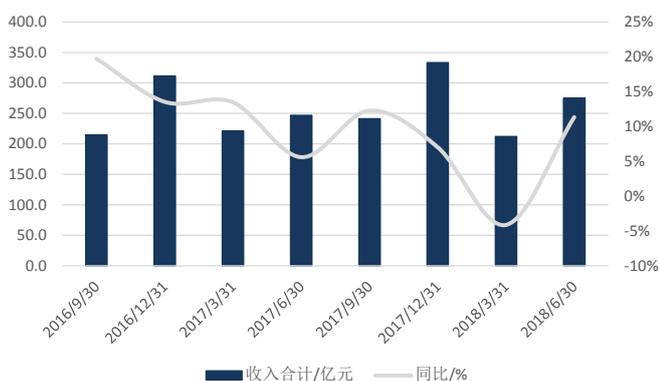
5. 出版: 符合预期, 各项经营指标保持平稳

5.1. 利润: 收入及利润基本持平, 盈利能力稳定

18Q2 出版行业共实现收入 275.0 亿元, 同比增长 11%, 归属净利 34.8 亿元, 同比增长 3%。

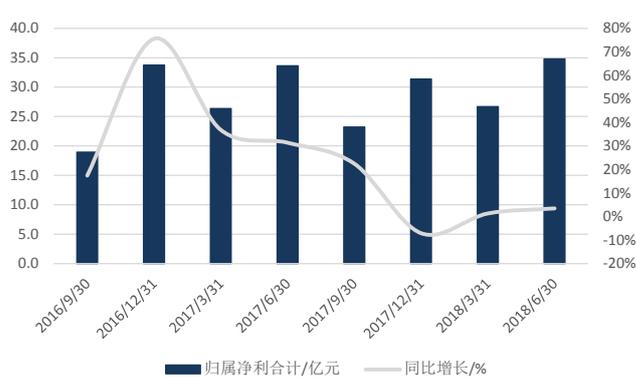
2018Q2 行业毛利率为 30%, 整体保持平稳, 个别企业业务结构调整带来扰动。净利率为 13%, 销售费用率、管理费用率分别为 9%、10%, 在过去两年间整体保持平稳趋势。

图 52: 出版行业 18Q2 收入同比增长 11%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 53: 出版行业 18Q2 归属净利同比增长 3%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 54: 出版行业毛利率保持平稳趋势

图 55: 出版行业净利率保持平稳趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 56: 出版行业销售费用率保持平稳趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 57: 出版行业管理费用率保持平稳趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

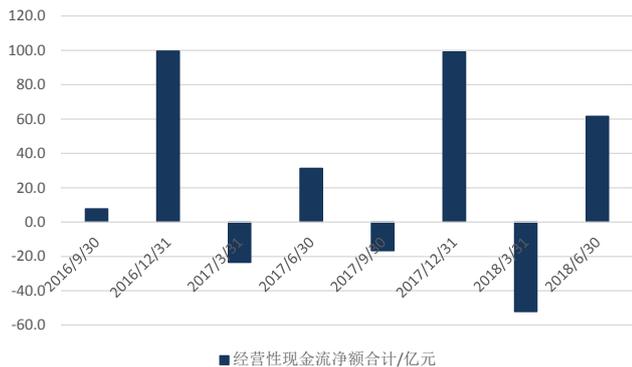
5.2. 现金: 表现稳健, 现金占比维持较高水平

出版行业经营性现金流存在季节性波动, 17Q3-18Q2, 出版行业实现经营性净现金流入 92 亿元, 同比 16Q3-17Q2 下滑 20%, 分拆主要受到中南传媒影响, 其他出版企业经营性现金流表现稳健。

18Q2 期末, 行业现金及现金等价物金额合计 477.2 亿元, 占资产比维持在较高水平。

图 58: 出版行业过去两年经营性现金流净额

图 59: 出版行业过去两年筹资活动现金流净额



数据来源：Wind，东吴证券研究所



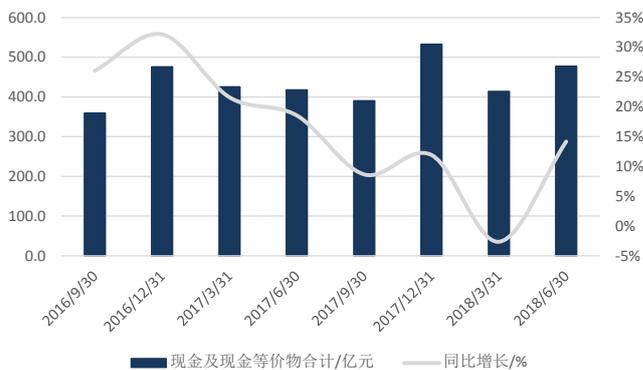
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 60：出版行业过去两年投资活动现金流净额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 61：出版行业过去两年现金及现金等价物金额



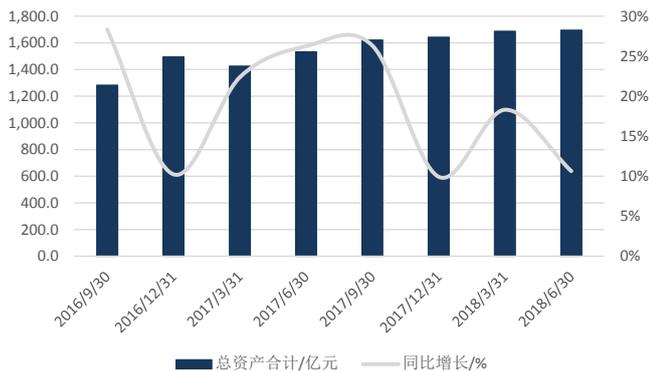
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.3. 资产：资产负债率趋势下行

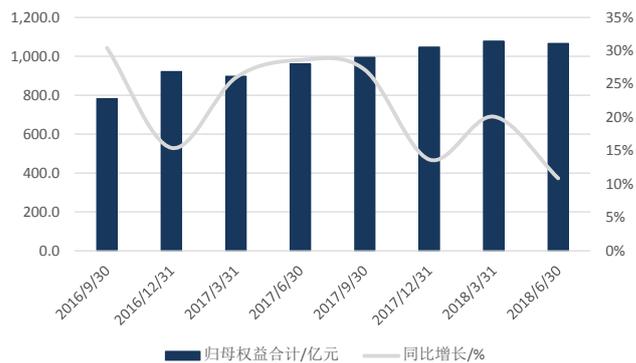
16Q3-18Q2，出版行业总资产及归母权益基本保持平稳。18Q2 期末，出版行业整体资产负债率为 37%，15Q3 至今，出版行业资产负债率趋势下行。

图 62：出版行业过去两年总资产保持平稳

图 63：出版行业过去两年归母权益保持平稳

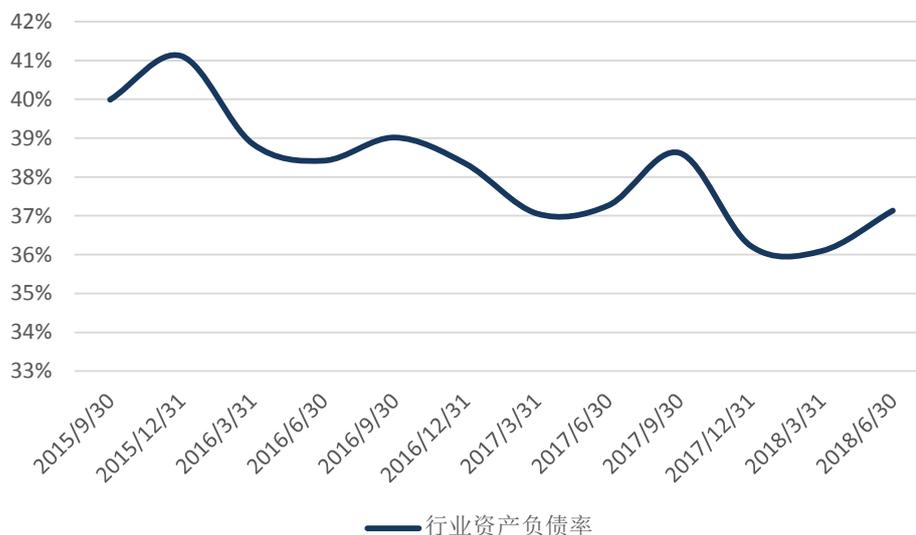


数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 64：出版行业资产负债率趋势下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.4. 新经典：长期成长逻辑仍清晰，关注新品推广情况

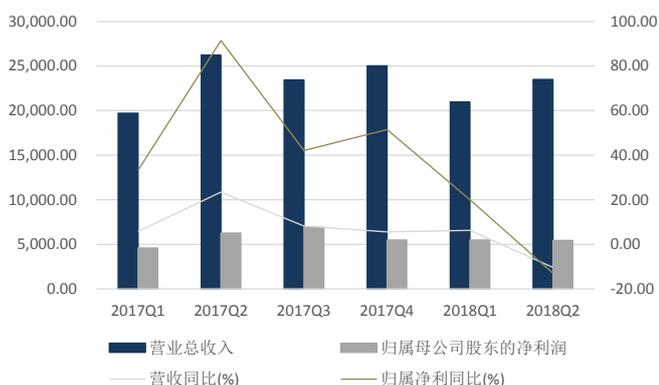
作为大众出版龙头企业，公司 18H1 实现营收 44,451.13 万元，同比下降 3.19%，归属净利 10,937.99 万元，同比增长 0.97%。分销业务 2017 年陆续剥离拖累整体收入增长；自有版权图书策划与发行实现收入 34,106.08 万元，较去年增长 2.18%；非自有版权图书的发行业务实现营业收入 5,668.33 万元，同比下降 15.30%，主要为去年同期热销产品《人民的名义》销量大幅下滑所致，后续预计该业务将走稳；数字图书实现营业收入 798.58 万元，增长迅猛但占比较低；Pageone 书店零售业务实现营收 788.76 万元，占主营收入 1.82%。

由于上半年新增股权激励摊销费 1214.5 万元，总部人力资源投入较去年同期增加

605.88 万元，零售业务受上半年改造整顿影响亏损 340.54 万元，上半年利润增速较低。

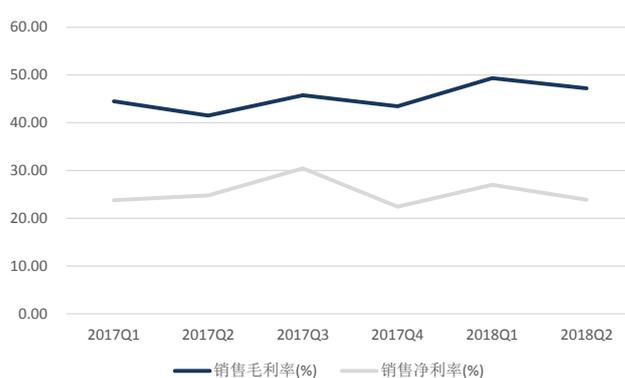
上半年图书免税政策滞后直接影响了公司上半年销售商品的结算，资金回笼及产品推广阶段性受到影响，认为这一影响是行业性的。随着税收优惠政策的落地，公司下半年经营有望回归正常，仍看好在全民阅读、阅读率提升等利好背景下，大众图书消费市场增长的潜力。

图 65：新经典季度收入及归属利润情况（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 66：新经典毛利率及净利率情况



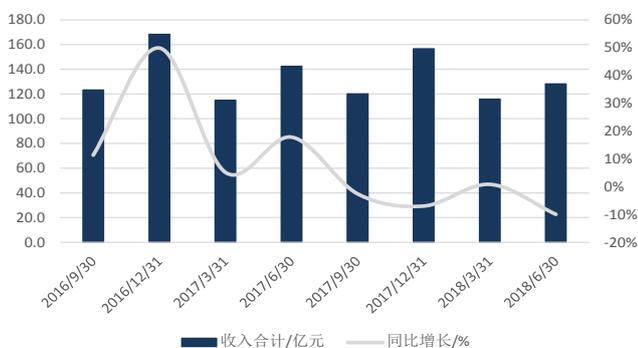
数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 广电：业绩增长承压，仍处于加码投入阶段

6.1. 利润：18Q2 收入及利润分别下滑 10%及 7%

18Q2 广电行业收入及归属净利分别下滑 10%及 7%。当前广电行业受到新媒体的冲击及通信运营商的竞争，各地广电企业均处于业务升级及结构优化中，收入及盈利能力均受到不同程度的影响。广电行业毛利率、净利率 17Q3 至今连续下滑，18Q2 同比下滑 0.4pct，但同比下滑幅度逐步收窄，行业销售费用率及管理费用率整体均保持平稳。

图 67：广电行业 18Q2 收入同比下滑 10%



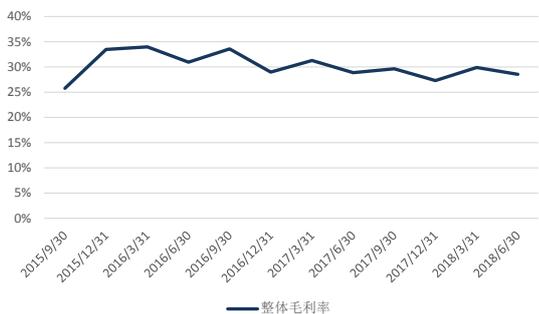
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 68：广电行业 18Q2 归属净利同比下滑 7%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 69：广电行业毛利率整体呈下降趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 70：广电行业净利率整体呈下降趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 71：广电行业销售费用率保持平稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 72：广电行业管理费用率保持平稳



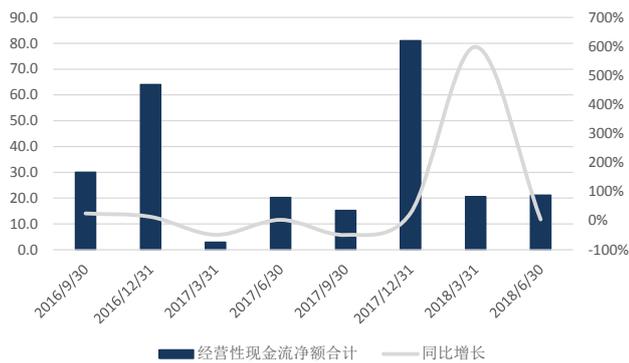
数据来源：Wind，东吴证券研究所

6.2. 现金：筹资活动现金流净额明显增长，H1 在手现金增加

广电行业经营性活动现金流净额维持平稳；筹资活动现金流净额明显增长，17Q3-18Q2 合计为 57.5 亿元，16Q3-17Q2 合计为 12.9 亿，同比增长幅度较大。

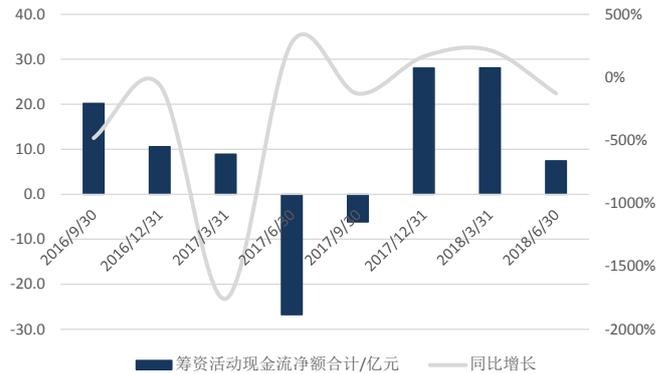
图 73：广电行业经营活动现金流净额情况

图 74：广电行业现金及现金等价物情况



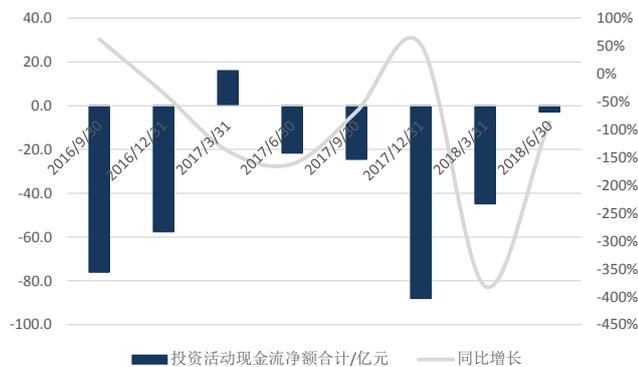
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 75: 广电行业投资活动现金流净额情况



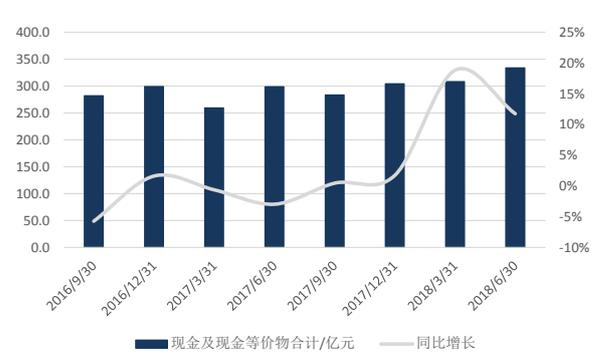
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 76: 广电行业 18H1 现金及现金等价物增长明显



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 77: 广电行业 18Q2 总资产同比增长 9%



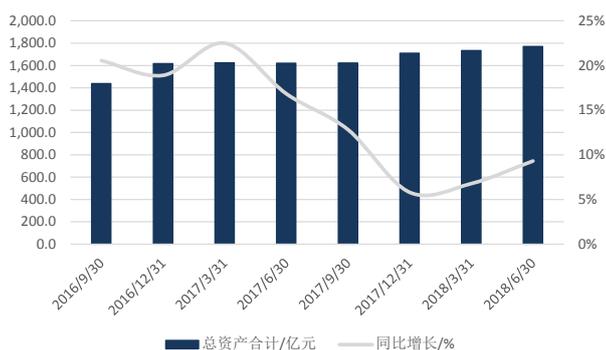
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 78: 广电行业 18Q2 归母权益同比增长 3%

6.3. 资产: 资产保持增长, 资产负债率呈上行趋势

行业总资产及归母权益保持增长, 17Q3-18Q2 总资产增速分别为 13%、6%、7%、9%, 归母权益增速分别为 5%、2%、2%、3%, 增速相比 16Q3-17Q2 均有所下滑。

行业资产负债率持续上升, 18Q2 期末达到 43%, 同比提升 4pct。

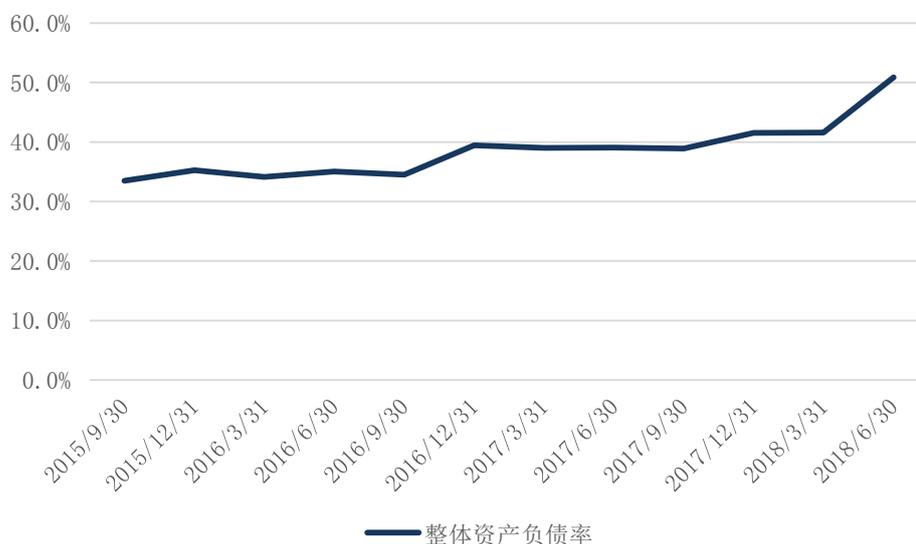


数据来源：东吴证券研究所



数据来源：东吴证券研究所

图 79：广电行业资产负债率持续上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 互联网服务板块重点标的中报情况

7.1. 视觉中国：客户增长环比再提速，图片市场加速渗透

公司上半年实现营业收入 48,155.97 万元，同比增长 25.84%，归属净利 13,679.82 万元，同比增长 43.26%，扣非归属净利 13,372.83 万元，同比增长 34.05%。其中核心主业“视觉内容与服务”收入占比达到 82.64%，同比增长 33.73%，毛利率保持稳定。公司整体经营情况、核心主营业务增速符合预期。

客户获取加速，年度协议客户占比提升，经营性现金流大幅改善。上半年公司互联网平台、媒体、广告营销与服务、企业客户等收入占比分别为 11%、29%、19%、41%，

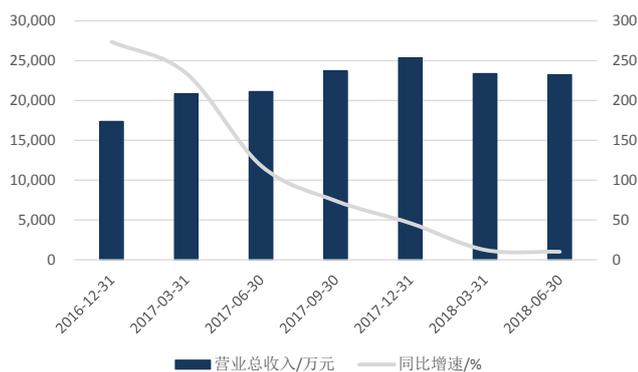
合作客户总数同比增长 48%，企业客户数实现了 76% 的同比增长，这一增速大幅高于 2017 年的 48.7%。在行业环境改善的背景下，公司当前业绩增长的确定性较高，而且随着外部的政策催化、付费意识培养、技术手段应用，以及内部公司自身服务水平的提升，客户付费意愿提升，公司获客难度也将逐渐降低。体现在公司现金周转层面，上半年超过 60% 的收入来自于有承诺的长期协议客户，占比增加，长协客户中约半数 of 预付款合作，这为公司带来愈发健康的现金流，上半年公司经营活动现金流量净额为 6,257.59 万元，同比大幅增长 158.53%。

经营效率提升，费用率下降助力业绩高增长。上半年公司销售费用率为 14.00%，同比下降 2.68pct，管理费用率为 12.55%，同比下降 2.31pct。从 2017 年数据来看，销售费用中占比最大的是工资薪酬，分析 2018H1 销售费用主要影响因素包括：1) 2018 年公司视觉内容与服务业务销售团队有扩张，带来销售费用的增长；2) 艾特凡斯业务剥离，有助于减少销售费用；3) 公司通过技术手段获客，有助于降低销售费用率。整体来看，我们预计随着技术成熟及环境改善，2018 年公司全年销售费用率也有望在 2017 年基础上有所降低。公司管理费用率降低，判断也主要是来自核心图片业务的占比提升，管理效率有所提升。

7.2. 平治信息：模式创新助盈利能力大幅提升，运营能力凸显

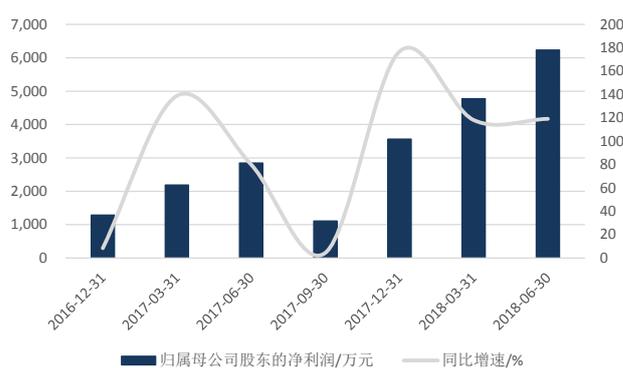
上半年公司共实现营收 46,621.47 万元，较去年同期增长 11.21%；实现归属净利润 11,006.40 万元，同比增长 118.71%。公司此前业绩预告盈利区间为 10,700 万元 - 12,200 万元，业绩整体符合此前预期，实现高速增长。

图 80：平治信息季度营业收入及增长情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 81：平治信息季度归属净利及增长情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

CPS 联运模式驱动收入增长，同时盈利能力大幅提升。CPS 模式是公司在 2017 年底拓展的新业务模式，通过收购“郑州麦睿登”和“杭州有书”各 51% 的股权，公司实现覆盖用户快速拓展。由于新联运模式以开放系统吸引大量自媒体公司入驻公司小说阅读平台，自媒体渠道可共享小说阅读系统及版权，开发成本及版权成本较低，因此

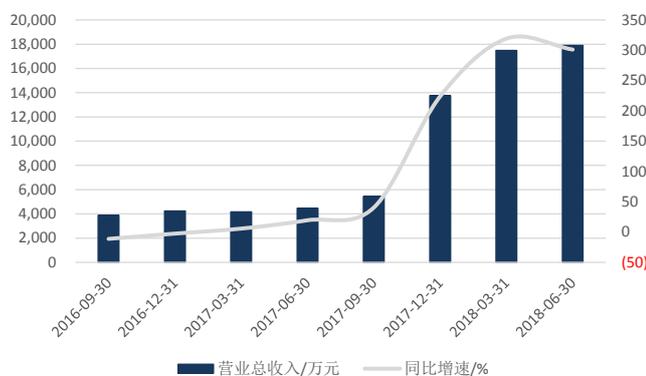
该业务模式净利率较高。截止中报披露，加入公司 CPS 模式的自媒体近 30 万家，模式推广顺利。在驱动公司整体收入持续增长同时，公司盈利能力大幅提升，2018 年上半年公司销售毛利率同比提升 23.2pct 至 46.89%，净利率同比提升 15.2pct 至 27.33%。自有阅读平台方面，公司已先后组建了近 100 个原创阅读站，数量上相比 2017 年底的 70 个也有较快增长。

7.3. 迅游科技：业绩基本在预期之内，双主业协同发展

公司 2018H1 实现营业总收入 3.54 亿元，较去年同期上升 309.84%，归母净利润 1.04 亿元，较去年同期增长 236.70%，其中狮之吼上半年完成净利润 0.76 亿元，认为 H1 业绩基本在预期之内，高增长主要来源于并购狮之吼，H2 业绩有望在加速业务和广告业务的带动下环比实现高增长。

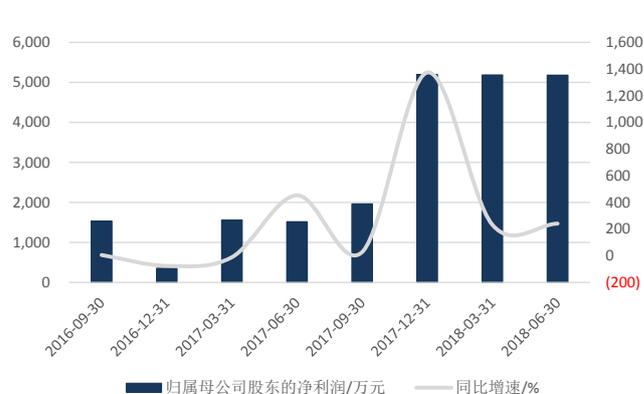
具体分析：（1）加速业务增资速宝科技，且产品矩阵不断完善；（2）公司互联网广告行业具有明显季节性特征，通常情况下，下半年的广告投放量和广告单价要明显高于上半年；（3）报告期内员工股权激励费用及合并狮之吼产生的无形资产摊销费用同比去年增长约 2200 万，导致归母净利润增长受到一定程度的影响。

图 82：迅游科技季度营业收入及增长情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 83：迅游科技季度归属净利及增长情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

7.4. 当代明诚：表现出众，新英整合打开 C 端付费市场

上半年公司实现营业收入 87,276.40 万元，同比增长 299.34%，归属净利 10,815.37 万元，同比增长 426.04%，扣非归属净利 10,707.10 万元，同比增长 1,716.82%。实际业绩落在前期预告中位，体育及影视业务均有出彩表现，驱动高增长。强视传媒实现营收 31,722.70 万元，净利润 12,477.84 万元；双刃剑实现营收 44,352.35 万元，净利润 7,456.91 万元。

影视业务正逐渐体现出更出众的产品能力，类型符合市场趋势。公司投资拍摄《猎毒人》（投资占比 50%）已在东方卫视、江苏卫视、爱奇艺以及各大视频网站播出，截止中报披露，该剧网络视频点播量已突破 60 亿，单日点播量已突破 4 亿，在线卫视收视率破 2，网、台排名均处于头部位置，在今年影视行业政策收紧的背景下，公司逆势奠定精品剧龙头地位，也为公司影视业务打开全新局面。双刃剑一举奠定国际体育营销行业的优势地位。获世界杯亚洲区独家市场销售代理合同标志着双刃剑体育从中国体育营销公司向国际型体育营销公司的升级，获亚足联赛事商务权益打破了海外公司对于亚足联赛事的长期垄断，进一步增强了公司在国际体育市场上的优势地位，且该权益也有助于公司业绩的长期稳定。

公司收购新英体育事项近期已完成，随着国内网络视频用户规模的不断扩大以及付费意识的逐步养成，未来公司将通过加大与视频平台的合作力度，深挖 C 端付费用户市场价值。

8. 风险提示

- 1、政策出现超预期变化，对板块及上市公司业绩造成影响；
- 2、市场系统性风险；
- 3、商誉减值风险；
- 4、转型不及预期；
- 5、行业竞争超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

