

行业月度报告
传媒
中报业绩平淡，盈利分化明显，以精选个股为主

2018年09月13日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
传媒	-9.25	-21.10	-40.89
沪深300	-5.55	-15.48	-16.67

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

何颖

heying@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

0731-89955758

相关报告

- 《传媒: 传媒行业7月跟踪: 板块盈利有所改善, 关注中报高增长及超跌个股》 2018-08-06
- 《传媒: 传媒行业2018年6月跟踪: 估值底部, 关注中报和暑期档行情》 2018-07-06
- 《传媒: 传媒行业2018年5月跟踪: 短期板块承压, 中长期配置属性凸显》 2018-06-20

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
分众传媒	0.41	18.46	0.47	16.11	0.54	14.02	推荐
完美世界	1.14	21.84	1.42	17.54	1.80	13.83	推荐
华策影视	0.36	27.42	0.44	22.43	0.55	17.95	推荐
游族网络	0.91	16.79	1.23	12.42	1.56	9.79	推荐
光线传媒	0.28	27.82	0.83	9.39	0.34	22.91	谨慎推荐
视觉中国	0.42	65.86	0.54	51.22	0.70	39.51	谨慎推荐
新经典	1.73	41.50	2.01	35.72	2.52	28.49	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 8月传媒行业指数下跌10.67%，全行业排名第21。** 本月（8月1日-8月31日）市场，上证综指下跌5.25%，沪深300下跌5.21%，创业板指下跌8.07%，中小板指下跌7.99%。申万传媒指数下跌10.67%，跑输大盘5.42个百分点，在申万一级行业中涨跌幅位居第25位。
- 中位数估值24.69倍，位于2000年以来历史最低位。** 截至2018年8月31日，申万传媒行业整体估值21.45倍，中位数估值为24.69倍，均是自2000年以来的估值最低位，传媒板块相对沪深300的估值有所下降，处于1.38倍的水平，低于历史中位数2.38倍。
- 行业数据跟踪：** 电影市场，1-8月电影实际票房428.17亿元，同比增长15.3%，8月票房冠军《一出好戏》（12.26亿元）。7月电梯电视、电梯海报、影院广告市场延续高增长，增速分别为25.1%、28.0%和17.8%。手游TOP20的A股相关上市公司游戏包括《乱世王者》（top11，中文传媒）、《三国群英传》（top19，星辉娱乐），页游《蓝月传奇》（恺英网络）居开服榜第一。
- 投资策略：** 8月市场全面下跌，传媒板块跌幅靠前，基本上，中报盈利增速继续处于低位，收入增速放缓、毛利率下滑是主因，个股的盈利分化较大，部分细分领域龙头经营稳健，业绩增长出色。考虑到目前传媒行业监管趋严，尤其是游戏和影视两个子行业面临较大监管压力，小公司以及部分跨界转型进入传媒行业的标的业绩堪忧，年底商誉减值承压，我们对行业全年盈利增长保持谨慎。估值方面，板块估值均已降到自2000年以来的历史最低位，后续继续大幅下调的空间不大，维持对行业“同步大市”评级。在行业增速放缓，监管环境趋严的情况下，建议以精选个股为主，关注经营稳健、业绩增长持续性强、现金流良好的细分领域龙头，包括分众传媒、完美世界、华策影视、游族网络、光线传媒、视觉中国、新经典。
- 风险提示：** 行业监管趋严，公司业绩不达预期，商誉减值

内容目录

1 市场表现	3
1.1 整体情况.....	3
1.2 子行业情况.....	3
1.3 个股情况.....	4
2 行业估值	4
3 行业数据跟踪	4
3.1 电影、院线.....	4
3.2 广告.....	6
3.3 游戏.....	7
3.4 电视.....	9
3.5 网络视频.....	9
4 2018 年中报分析	10
5 行业观点	12

图表目录

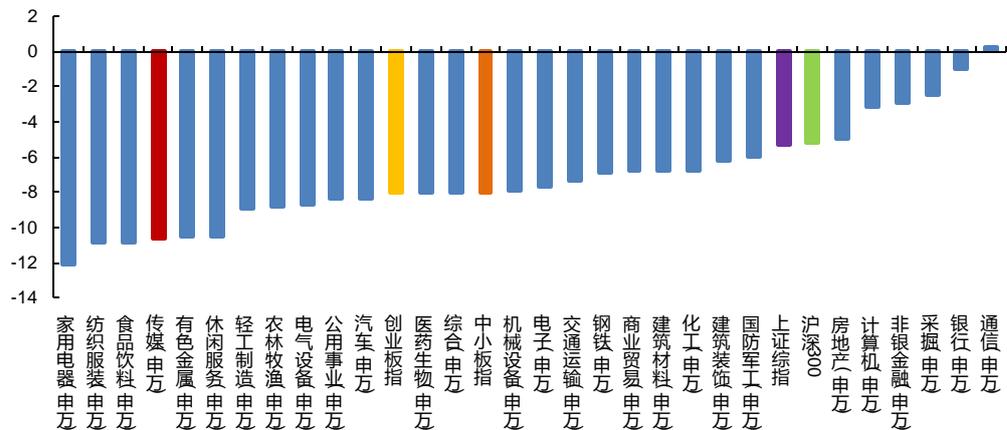
图 1: 2018 年 8 月 1 日-8 月 31 日申万一级子行业涨跌幅榜.....	3
图 2: 2018 年 8 月 1 日-8 月 31 日申万三级子行业涨跌幅榜.....	3
图 3: SW 传媒行业绝对估值 (历史 TTM_中值)	4
图 4: SW 传媒行业相对估值 (历史 TTM_中值)	4
图 5: 2012-2018 年 1-7 月电影实际票房情况.....	5
图 6: 2012-2018 年 1-8 月全国观影人次情况.....	5
图 7: 2018 年 8 月电影票房收入排名前十的影片.....	6
图 8: 国内全媒体广告市场刊例价同比增速.....	7
图 9: 各媒介刊例价同比增速变化.....	7
图 10: 楼宇框架和楼宇视频广告刊例价同比增速.....	7
图 11: 影院视频广告刊例价同比增速和电影票房增速.....	7
图 12: 8 月 31 日 IOS 游戏免费榜情况.....	8
图 13: 8 月 31 日 IOS 游戏畅销榜情况.....	8
图 14: 8 月 1 日-8 月 31 日页游开服数、平台数和研发商开服 top10.....	8
图 15: 2018 年 8 月 31 日 (周五) 电视剧台播收视率情况.....	9
图 16: 8 月 1 日-8 月 31 日电视剧播映指数排名.....	10
图 17: 8 月 1 日-8 月 31 日网络剧播映指数排名.....	10
图 18: 传媒行业营收和归母净利增长情况.....	11
图 19: 2018H1 传媒行业盈利能力和费用率情况.....	11
图 20: 2018H1 传媒子板块收入、利润增速情况.....	12
图 21: 2018H1 传媒子板块盈利能力情况.....	12
表 1: 8 月 1 日-8 月 31 日申万传媒行业个股涨跌幅榜.....	4
表 2: 8 月票房收入 (剔除服务费) 排名前五院线情况.....	6

1 市场表现

1.1 整体情况

本月(8月1日-8月31日)市场全面下跌。上证综指下跌 5.25%，沪深 300 下跌 5.21%，创业板指下跌 8.07%，中小板指下跌 7.99%。申万传媒指数下跌 10.67%，跑输大盘 5.42 个百分点，跑输沪深 300 指数 5.46 个百分点，跑输创业板指 2.6 个百分点，跑输中小板指 2.68 个百分点，在申万 28 个子行业中涨跌幅排名靠后，位居第 25 位。

图 1：2018 年 8 月 1 日-8 月 31 日申万一级子行业涨跌幅榜

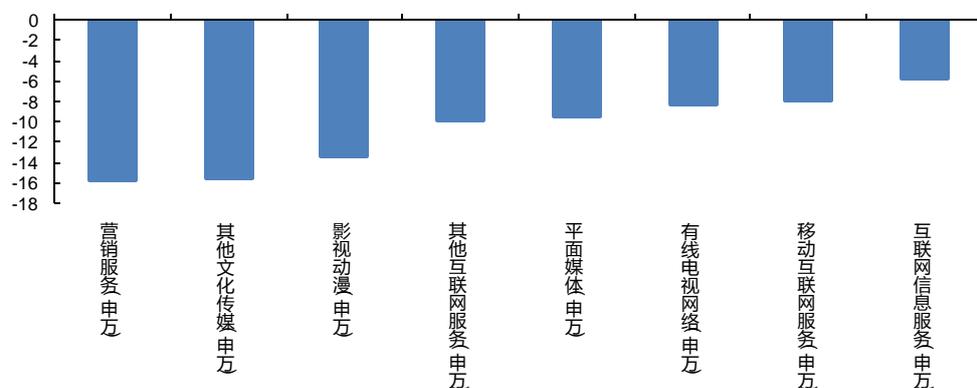


资料来源：财富证券，wind

1.2 子行业情况

本月(8月1日-8月31日)申万传媒三级子行业跌幅较深，跌幅前三的子行业为营销服务、其他文化传媒和影视动漫，跌幅分别为-15.67%、-15.46%和-13.36%，跌幅后三的子行业为互联网信息服务、移动互联网服务和有线电视网络，涨跌幅分别为-5.71%、-7.85%和-8.35%。

图 2：2018 年 8 月 1 日-8 月 31 日申万三级子行业涨跌幅榜



资料来源：财富证券，wind

1.3 个股情况

个股方面，8月150只个股中，仅13只个股上涨，7只个股停牌，130只个股下跌。去掉近期发行上市的新股后，涨幅前五的股票分别为乐视网、*ST富控、北纬科技、吉比特和晨鑫科技。个股跌幅方面，位于前五的分别为当代东方、印记传媒、南华生物、华扬联众和众应互联。

表 1：8月1日-8月31日申万传媒行业个股涨跌幅榜

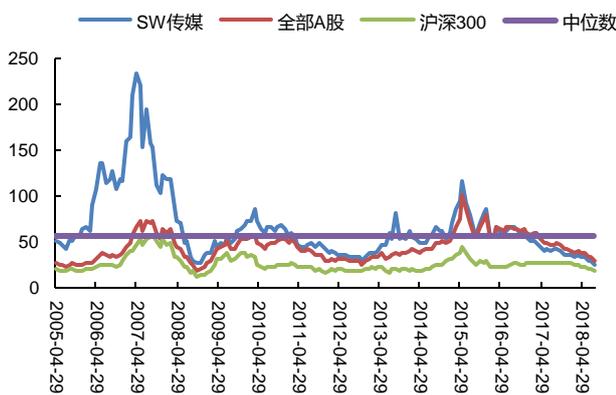
行业涨幅前五名			行业跌幅前五名		
股票名称	涨幅 (%)	关注点	股票名称	跌幅 (%)	关注点
乐视网	14.29	重组	当代东方	-66.74	实际控制人变更
*ST富控	13.62	证监会立案调查	印记传媒	-45.32	债务危机
北纬科技	7.96	回购	南华生物	-42.75	半年报亏损
吉比特	4.83	游戏	华扬联众	-36.04	次新股
晨鑫科技	4.20	转型游戏	众应互联	-33.40	质押风险

资料来源：财富证券，wind

2 行业估值

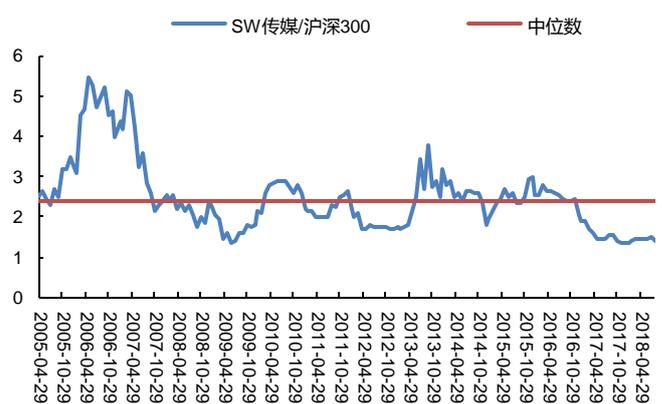
截至2018年8月31日，申万传媒行业的整体估值为21.45倍，是自2000年以来的估值最低位；中位数估值为24.69倍，较上月水平明显下降，首次进入历史最低位（自2000年以来）。从相对估值的角度来看，传媒板块相对沪深300的估值有所下降，处于1.38倍的水平，低于历史中位数2.38倍。

图 3：SW 传媒行业绝对估值（历史 TTM_中值）



资料来源：财富证券，wind

图 4：SW 传媒行业相对估值（历史 TTM_中值）



资料来源：财富证券，wind

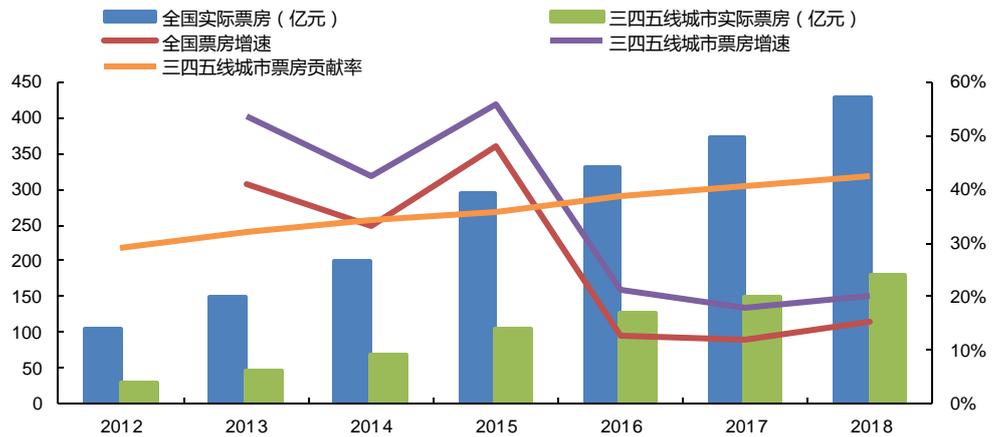
3 行业数据跟踪

3.1 电影、院线

2018年1-8月，电影市场增长平稳，三四五线城市增速继续快于全国。1-8月，全国电影票房总额（剔除服务费）为428.17亿元，同比增长15.3%，在去年同期《战狼2》

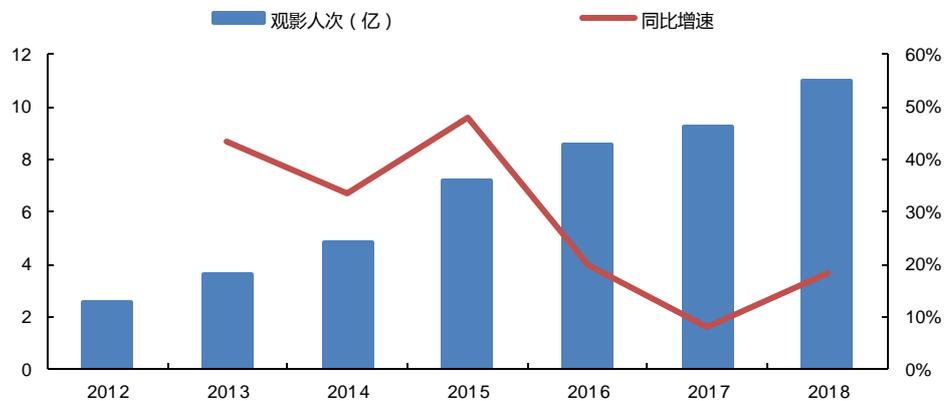
票房高基数的影响下依然取得稳定增长实属不易。三四五线城市电影票房总额（剔除服务费）为 181.61 亿元，同比上涨 20.14%。1-8 月，全国观影人次达 12.92 亿人，同比增加 13.23%。自 2012 年以来，三四五线城市票房贡献率呈现平稳上升态势，2018 年 1-8 月该数据同比提升 1.71 个百分点至 42.42%，体现出电影渠道继续保持向三四五线城市下沉的趋势。

图 5：2012-2018 年 1-7 月电影实际票房情况



资料来源：财富证券，艺恩数据

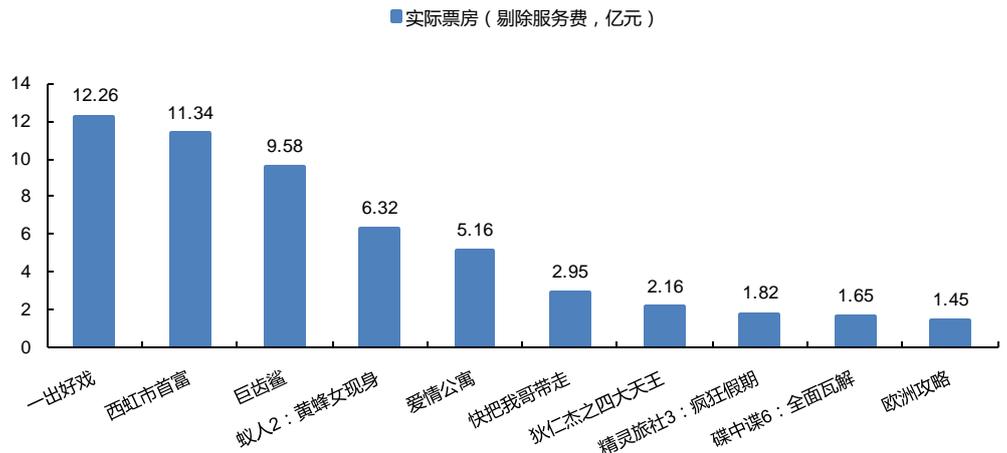
图 6：2012-2018 年 1-8 月全国观影人次情况



资料来源：财富证券，艺恩数据

8 月单月实际票房为 63.53 亿元，同比下降 7.79%，主要系去年同期《战狼 2》票房高基数影响，8 月票房表现前三名（剔除服务费）分别为：《一出好戏》（12.26 亿元）、《西虹市首富》（11.34 亿元）和《巨齿鲨》（9.58 亿元），票房总计 33.18 亿元，贡献当月实际票房的 52.23%；前十影片中有 5 部为进口片，票房总额 20.82 亿元，贡献当月实际票房的 32.77%。9 月上映的电影包括《反贪风暴 3》、《黄金兄弟》、《江湖儿女》、《悲伤逆流成河》、《李茶的姑妈》、《影》、《云南虫谷》等。

图 7：2018 年 8 月电影票房收入排名前十的影片



资料来源：财富证券，艺恩数据

院线方面，8 月票房收入（剔除服务费）排名前三的院线继续保持不变，分别为万达院线、大地院线和上海联合院线，分别录得 8.84 亿元、6.95 亿元和 5.31 亿元，相应的票房占比分别为 13.91%（环比上升 0.9 个百分点）、10.94%（环比提升 0.88 个百分点）和 8.36%（环比上升 0.3 个百分点）。8 月电影平均票价略有提升，全国上座率环比下降个百分点至 15.0%，票房前五院线上座率均有所下降。

表 2：8 月票房收入（剔除服务费）排名前五院线情况

排名	院线	票房 (亿元)	人次 (万)	平均票价 (元)	上座率
1	万达院线	8.84	2187	40	16.5%
2	大地院线	6.95	2063	34	15.6%
3	上海联合院线	5.31	1411	38	16.8%
4	中影南方新干线	5.26	1484	35	16.4%
5	中影数字院线	4.96	1450	34	13.2%
-	全国合计	63.53	19296	35	15.0%

资料来源：财富证券，艺恩数据

3.2 广告

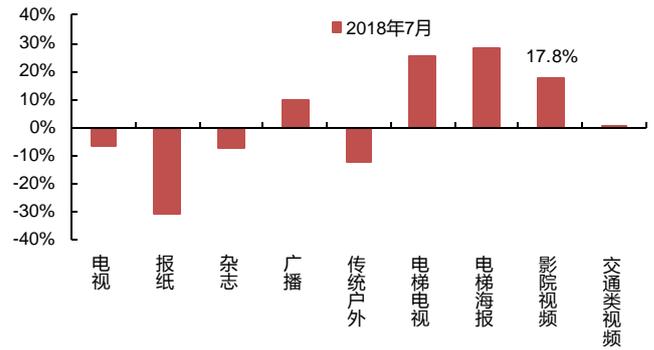
根据 CTR 数据。7 月广告市场出现明显分化，电梯电视、电梯海报和影院视频广告市场继续保持高景气度。具体来看，7 月全媒体广告市场刊例收入同比下降 1.4%，广告需求在经历 618 购物节后有所下滑，传统媒体广告市场刊例收入同比下降 6.6%。具体到 9 大媒介，电梯电视、电梯海报和影院视频刊例收入同比实现高增长，电视、报纸、杂志、传统户外广告同比下滑。

图 8：国内全媒体广告市场刊例价同比增速



资料来源：财富证券，CTR

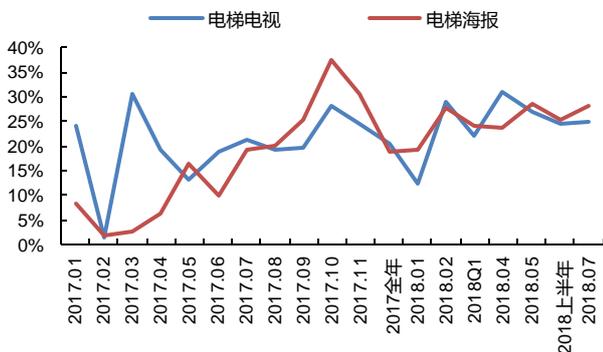
图 9：各媒介刊例价同比增速变化



资料来源：财富证券，CTR

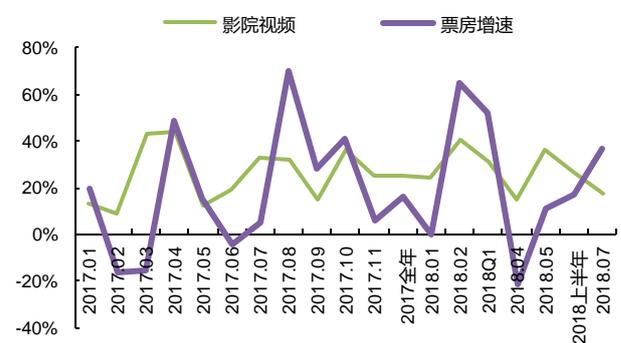
年初以来，楼宇媒体广告刊例收入增速呈现震荡上升趋势。2018年7月，电梯电视、电梯海报广告刊例收入同比增速分别为25.1%、28.0%，延续高增长，食品饮料等传统行业广告主对楼宇媒体广告的投放量不断增加。2018年7月影院视频广告延续增长态势，刊例收入同比增长17.8%，与票房高增速有所背离，主要原因是观影人次增速不算太高，为18.32%。长期来看，随着电影市场票房稳定增长，观影人次逐步提升，影院视频广告有望维持高增长。

图 10：楼宇框架和楼宇视频广告刊例价同比增速



资料来源：财富证券，CTR

图 11：影院视频广告刊例价同比增速和电影票房增速



资料来源：财富证券，CTR

3.3 游戏

手游：2018年8月31日，进入IOS畅销榜Top50的A股上市公司相关游戏包括：《乱世王者》(top11, 中文传媒)、《三国群英传：霸王之业》(top19, 星辉娱乐)、《大天使之剑 H5》(top22, 三七互娱)、《问道》(top33, 吉比特)、《新诛仙》(top35, 完美世界)、《龙之谷》(top39, 世纪华通)。

页游：2018年8月页游开服数量前三的游戏分别为蓝月传奇(恺英网络)、血盟荣耀(三七互娱)和传奇霸业(三七互娱)，平台方面，月开服数排名前三的平台分别为37游戏、360游戏和搜狗游戏，页游研发排名前三的厂商分别为上海三七互娱、浙江盛和与上海我要。

图 12: 8 月 31 日 IOS 游戏免费榜情况

#	免费排行	
1	Happy Glass Lion Studios	▲ 1
2	香肠派对 X.D. Network	▼ 1
3	绝地求生:刺激战场 Tencent	=
4	万王之王3D Tencent	▲ 1
5	Egg, Inc. Auxbrain	▲ 7
6	戮天之剑OL Lianjinshi	=
7	逍遥武林传-问鼎江湖风云榜 Logan Garcia	▲
8	腾讯广东麻将 Tencent	▼ 4
9	王者荣耀 Tencent	▼ 1
10	赤血:霸业-散人天堂, 兄弟来战 yuqing ye	▲

资料来源: 财富证券, APPAnnie

图 13: 8 月 31 日 IOS 游戏畅销榜情况

畅销排行		
王者荣耀 Tencent		=
梦幻模拟战 Zilong		=
梦幻西游 NetEase		=
我叫MT4 Tencent		=
楚留香 NetEase		▲ 9
圣斗士星矢 (腾讯) Tencent		▼ 1
QQ飞车 Tencent		▲ 5
万王之王3D Tencent		=
大话西游 NetEase		▼ 2
荒野行动:飓风突击 NetEase		▲ 63

资料来源: 财富证券, APPAnnie

图 14: 8 月 1 日-8 月 31 日页游开服数、平台数和研发商开服 top10

2018-08 月网页游戏开服排行榜	2018-08 月运营平台开服排行榜	2018-08 月研发商开服排行榜
<p> 第一名: 蓝月传奇 服务器: 1173 组 贪玩游戏 390组</p> <p> 第二名: 血盟荣耀 服务器: 1049 组 37游戏 433组</p> <p> 第三名: 传奇霸业 服务器: 869 组 37游戏 233组</p> <p>TOP4: 灭神 服务器: 838组 详情</p> <p>TOP5: 传奇世界 服务器: 781组 详情</p> <p>TOP6: 太极崛起 服务器: 718组 详情</p> <p>TOP7: 大天神 服务器: 644组 详情</p> <p>TOP8: 红月传说 服务器: 579组 详情</p> <p>TOP9: 天剑狂刀 服务器: 504组 详情</p> <p>TOP10: 寒刀行 服务器: 460组 详情</p>	<p> 第一名: 37游戏 服务器: 3205 组 大天神 514</p> <p> 第二名: 360游戏 服务器: 1328 组 灭神 131</p> <p> 第三名: 搜狗游戏 服务器: 1124 组 散人传说 62</p> <p>TOP4: 顺网游戏 服务器: 1042 组 详情</p> <p>TOP5: 4399 服务器: 969 组 详情</p> <p>TOP6: 飞火游戏 服务器: 808 组 详情</p> <p>TOP7: YY游戏 服务器: 761 组 详情</p> <p>TOP8: 贪玩游戏 服务器: 736 组 详情</p> <p>TOP9: 51游戏 服务器: 660 组 详情</p> <p>TOP10: 9377 服务器: 610 组 详情</p>	<p> 第一名: 上海三七互娱 服务器: 3572 组 血盟荣耀 1048</p> <p> 第二名: 浙江盛和 服务器: 1361 组 蓝月传奇 1171</p> <p> 第三名: 上海我妻 服务器: 952 组 红月传说 579</p> <p>TOP4: 趣酷科技 服务器: 839组 详情</p> <p>TOP5: 杭州盛游 服务器: 838组 详情</p> <p>TOP6: 杭州盛途 服务器: 779组 详情</p> <p>TOP7: 成都墨非科技 服务器: 718组 详情</p> <p>TOP8: 深圳战龙 服务器: 643组 详情</p> <p>TOP9: 成都畅动 服务器: 504组 详情</p> <p>TOP10: 上海游族 服务器: 466组 详情</p>

资料来源: 财富证券, 9k9k

3.4 电视

根据 CSM52 城数据，2018 年 8 月 31 日（周五）电视剧台播收视率排行榜中，电视剧《香蜜沉沉烬如霜》位居第一，《月嫂先生》分列第二、第三，收视率分别为 1.277%、0.934% 和 0.861%。

图 15：2018 年 8 月 31 日（周五）电视剧台播收视率情况

CSM52 4+ 2018年8月31日周五省级卫视黄金剧场电视剧				
排名	频道	名称	收视率%	市场份额%
1	江苏卫视	香蜜沉沉烬如霜	1.277	4.54
2	浙江卫视	月嫂先生	0.934	3.33
3	上海东方卫视	月嫂先生	0.861	3.07
4	北京卫视	那些年我们正年轻	0.811	2.89
5	安徽卫视	桃花依旧笑春风	0.536	1.91
6	山东卫视	我们的千阙歌	0.392	1.41
7	重庆卫视	我和她的传奇情仇	0.299	1.07
8	深圳卫视(新闻综合频道)	泡沫之夏	0.276	0.99
9	河北广播电视台卫视频道	我的体育老师	0.248	0.89
10	江西卫视	养母的花样年华	0.247	0.88
11	黑龙江卫视	养母的花样年华	0.236	0.84
12	天津卫视	远大前程	0.236	0.84
13	湖北卫视	远大前程	0.218	0.78
14	四川卫视	战火中的兄弟	0.208	0.74
15	吉林卫视	刺蝶	0.175	0.62
16	贵州卫视	桃花依旧笑春风	0.174	0.62
17	辽宁卫视	田姐辣妹	0.116	0.41
18	广西电视台卫星频道	胜利之路	0.116	0.41
19	广东卫视	猎毒人	0.104	0.37
20	山西卫视	你是我兄弟	0.093	0.33
	中央 中央电视台综合频道	最美的青春	1.252	4.37

资料来源：财富证券，tvtv

3.5 网络视频

8 月 1 日-8 月 31 日，电视剧网络播映指数排行榜中，《香蜜沉沉烬如霜》、《天盛长歌》和《新版流星花园》分列前三，播映指数分别为 91.0、80.6 和 73.4 亿次；网络剧播映指数排行榜中，《延禧攻略》、《镇魂》和《如懿传》分列前三，播映指数分别为 89.1、83.5 和 79.4。（注：播映指数反映某一影视内容播出后的综合价值，由媒体热度、用户热度、好评度和观看度（含播放量、播放热度及 OTT 收视率）数据加权算得）

图 16: 8 月 1 日-8 月 31 日电视剧播映指数排名

名称	播映指数	日播放量	平台
1 香蜜沉沉烬如霜 上线40天 (63集)	91.0	97.2亿	
2 天盛长歌 上线29天 (56集)	80.6	8.5亿	
3 新版流星花园 上线65天 (50集)	73.4	28.2亿	
4 甜蜜暴击 上线51天 (38集)	72.8	50.3亿	
5 扶摇 上线86天 (66集)	66.5	29.0亿	
6 一千零一夜 上线78天 (48集)	65.1	6.5亿	
7 爱情进化论 上线41天 (40集)	65.1	14.1亿	

资料来源: 财富证券, 艺恩数据

图 17: 8 月 1 日-8 月 31 日网络剧播映指数排名

名称	播映指数	日播放量	平台
1 延禧攻略 上线55天 (70集)	89.1	136.6亿	
2 镇魂 上线91天 (40集)	83.5	4.5千万	
3 如懿传 上线23天 (87集)	79.4	19.8亿	
4 武动乾坤 上线36天 (40集)	77.3	23.0亿	
5 媚者无疆 上线50天 (36集)	72.5	15.7亿	
6 沙海 上线54天 (52集)	71.6	25.6亿	
7 天坑鹰猎 上线13天 (40集)	65.5	1.5亿	

资料来源: 财富证券, 艺恩数据

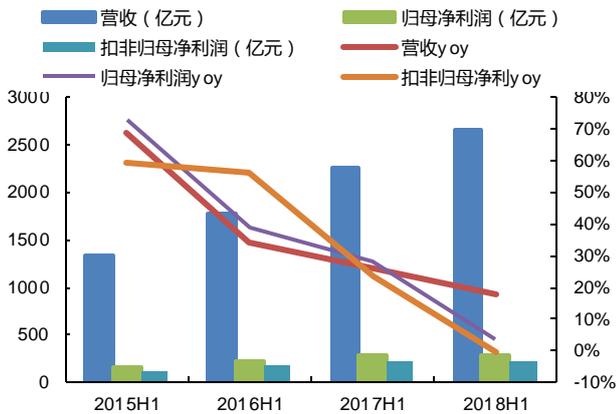
4 2018 年中报分析

截至 2018 年 8 月 31 日, 申万传媒 150 家上市公司已全部公布中报, 我们不考虑近期行业分类调整增加的 10 家公司, 且剔除乐视网、*ST 巴士和南华生物后, 剩余 135 家公司共实现营收 2655.54 亿元, 同比增长 17.88%, 归母净利润 297.92 亿元, 同比增长 3.43%, 扣非归母净利润 228.08 亿元, 同比下降 0.71%。从中位数角度来看, 2018H1 营收增速中位数 9.53%, 归母净利润增速中位数 4.51%, 扣非归母净利润增速中位数 3.41%。

无论是整体法还是中位数法, 板块业绩增速均处于低位, 且呈现明显增收不增利的特点, 主要原因是板块毛利率下降明显, 2018H1 传媒行业毛利率为 26.3%, 同比下降 2.51 个百分点, 毛利率下降也带动板块净利率下滑, 2018H1 传媒行业净利率为 11.22%, 同比下降 1.57 个百分点。费用率方面, 随着企业规模效应扩大、运营效率提升, 销售费用率和管理费用率有所下降, 2018H1 销售费用率 7.21%, 同比下降 0.43 个百分点, 管理费用率 8.32%, 同比下降 0.5 个百分点, 财务费用率 0.56%, 同比提升 0.18 个百分点, 近几年来财务费用率逐步上升, 体现出行业资金相对紧张, 上市公司融资压力加大。考虑到目前传媒行业监管趋严, 尤其是游戏和影视两个子行业面临较大监管压力, 小公司以及部分跨界转型进入传媒行业的标的业绩堪忧, 年底商誉减值承压, 我们对行业全年盈利增长保持谨慎。在行业增速放缓, 监管环境趋严的情况下, 建议关注经营稳健、业绩增长

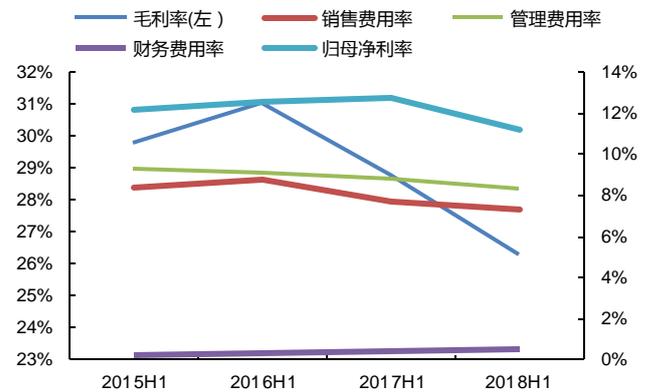
持续性强、现金流良好的细分领域龙头。

图 18：传媒行业营收和归母净利润增长情况



资料来源：财富证券，wind

图 19：2018H1 传媒行业盈利能力和费用率情况



资料来源：财富证券，wind

从子板块来看，营销板块收入增速最高，游戏板块次之，影视和出版板块收入增速偏低；营销板块扣非归母净利润增速最高，游戏次之，影视和出版板块增速均为负，归母净利润增速受非经常性损益影响较大，参考意义不大。

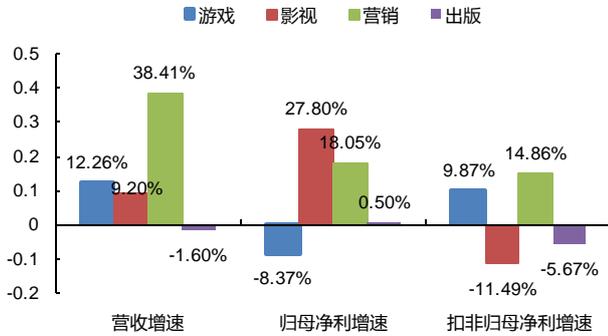
游戏：2018H1 营收 336.75 亿元，同比增长 12.26%，扣非归母净利润 70.78 亿元，同比增长 9.87%，增速下降主要原因是流量红利见顶后行业整体性放缓，端游和页游行业持续下滑，手游行业增速也降低。盈利能力方面，毛利率持续向上，2018H1 游戏板块毛利率 58.91%，同比提升 2.13 个百分点，三费率均有所提升，其中管理费用率提升明显，主要系研发费用增长较快所致，研发费用 36.51 亿元，同比增长 22.56%，远高于营收增速，上市公司更加注重研发的投入也从侧面反映出行业精品化的趋势。展望全年，在行业监管趋严、游戏版号收紧的情况下，我们认为小公司经营压力将加大，龙头受影响相对有限，未来行业集中度有望进一步提升，研发能力强的龙头企业享受品质红利。

影视：2018H1 营收 284.72 亿元，同比增长 9.2%，归母净利润 53.23 亿元，同比增长 27.8%，扣非归母净利润 31.2 亿元，同比下降 11.49%。剔除光线传媒（2018Q1 确认约 19 亿投资收益）后扣非归母净利润出现下降，收入增速明显放缓，我们推测主要原因可能是监管方面对影视剧的审核趋严，行业供给端有所收缩，另外毛利率略有下降，财务费用率上升较快导致扣非净利率下降明显。此外上半年影视板块应收账款增长迅速，2018H1 应收账款规模达 216.52 亿元，同比增长 25.97%，明显快于营收增速，体现出行业整体回款在变差，反映到上市公司现金流状况不佳。我们建议关注制作能力强、业绩增长稳健、现金流状况良好的龙头企业。

营销：2018H1 营收 761.16 亿元，同比增长 38.41%，归母净利润 63.97 亿元，同比增长 18.05%，扣非归母净利润 52.87 亿元，同比增长 14.87%。板块呈现收入增速明显大于利润增速的特点，主要原因是毛利率持续下行，2018H1 营销板块毛利率 20.15%，同比下降 3.85 个百分点，也拖累整个传媒板块盈利向下。龙头分众传媒保持稳健增长，2018H1 归母净利 33.47 亿元，同增 32.14%。

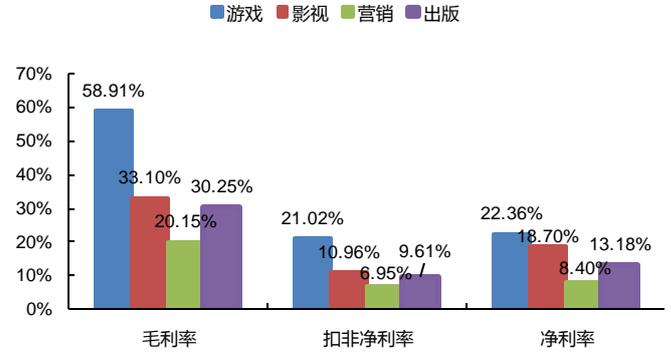
出版：2018H1 营收 576.12 亿元，同比下降 1.6%，归母净利润 75.96 亿元，同比增长 0.5%，扣非归母净利润 55.39 亿元，同比下降 5.67%。增速下降主要原因系行业增长乏力，叠加毛利率微降，期间费用率有所上升。

图 20：2018H1 传媒子板块收入、利润增速情况



资料来源：财富证券，wind

图 21：2018H1 传媒子板块盈利能力情况



资料来源：财富证券，wind

5 行业观点

8 月市场全面下跌，传媒板块跌幅靠前，基本上，中报盈利增速继续处于低位，收入增速放缓、毛利率下滑是主因，个股的盈利分化较大，部分细分领域龙头经营稳健，业绩增长出色。考虑到目前传媒行业监管趋严，尤其是游戏和影视两个子行业面临较大监管压力，小公司以及部分跨界转型进入传媒行业的标的业绩堪忧，年底商誉减值承压，我们对行业全年盈利增长保持谨慎。估值方面，目前传媒板块整体法估值和中位数估值均已降到自 2000 年以来的历史最低位，后续继续大幅下调的空间不太大，维持对行业“同步大市”评级。

在行业增速放缓，监管环境趋严的情况下，建议以精选个股为主，关注经营稳健、业绩增长持续性强、现金流良好的细分领域龙头。具体标的包括**分众传媒**（楼宇、影院媒体广告景气度高，阿里战略入股，扩张周期成本先行）、**完美世界**（中报业绩稳定增长，研发实力强）、**华策影视**（全网剧龙头、18 年大剧储备丰富）、**游族网络**（业绩高增长，《天使纪元》海外版上线，《权游》与腾讯签订独代协议）、**光线传媒**（电影龙头后续片单丰富，电视剧业务发力）、**视觉中国**（业绩稳健增长，稀缺的图片交易平台）、**新经典**（增值税优惠政策落地，优质版权资源和编辑人才资源铸就公司护城河，卡位少儿和文学高增长细分赛道）。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438