

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

业绩内生增长进入瓶颈期, 持续关注监管政策变化

——传媒行业分析报告

证券研究报告-行业分析报告

同步大市 (维持)

传媒相对沪深 300 指数表现

发布日期: 2018 年 09 月 17 日



相关报告

- 1 《文化传媒行业月报: 网游监管再次收紧, 持续关注内生增长良好个股》 2018-09-07
- 2 《传媒行业点评报告: 视频网站与影视公司共同发声, 联合抵制“天价片酬”》 2018-08-17
- 3 《文化传媒行业月报: 暑期档电影市场持续景气, 电子竞技获体育总局认可》 2018-08-03

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **业绩增幅创新低, 内生动力不足。**从传媒行业整体营收情况看, 18 年上半年板块合计营业收入为 2185.36 亿元, 同比增长 16.79%, 增幅创 14 年以来新低。从净利润方面看, 实现归母净利润共计 298.30 亿元, 同比增长 7.06%, 增幅较 17 年同期出现较大程度回落, 也是自 14 年以来净利润同比增幅首次低于营业收入同比增幅, 说明板块盈利能力开始出现下滑。18 年 H1 扣非后净利润为 223.57 亿元, 同比仅增长 0.45%, 低于净利润 7.06% 的同比增幅, 说明 18 年上半年板块净利润的增长多依靠投资收益、政府补助等非经常性损益拉动, 板块内公司内生业绩增长动力几乎停滞。
- **营业收入增幅好于 A 股整体, 净利润增幅大幅低于 A 股与创业板。**对比整个 A 股整体市场和创业板的业绩增长情况, 18 年 H1 传媒板块营业收入增幅有所好转, 较 17 年同期相比, 营业收入增幅再次优于整体 A 股整体市场。而归母净利润和扣非后归母净利润增速在 18 年 H1 出现较大幅度下滑后已经远低于同期创业板和 A 股整体水平。
- **系统性风险与政策因素影响板块表现。**传媒板块自 18 年初开始持续低迷, 截止至 9 月 14 日收盘, 中信传媒指数下跌 33.41%, 位于中信 29 个行业分类中第 27 位, 跌幅居前, 跑输上证综指 14.5 个百分点, 跑输创业板指 11.38 个百分点, 其主要原因是: (1) 自 18 年以来, 受贸易战等外部环境的影响, A 股大市处于较为疲弱状态; (2) 对于游戏、影视的监管持续收紧, 打压行业盈利能力以及投资者信心。
- **密切关注行业政策变化, 建议“重个股”投资逻辑。**除了系统性因素之外, 政策监管原因依然是压制板块反弹的重要因素之一, 虽然整体下行空间较为有限, 但板块反转信号仍需观察政策监管的情势和板块业绩的改善。因此建议以重个股的逻辑选取业绩增长良好以及具备护城河优势的个股。游戏板块建议关注上半年净利润排名前二的 A 股龙头三七互娱和完美世界; 影视板块建议关注具备优秀影视项目生产能力的华策影视和光线传媒; 广告营销建议继续关注电梯广告龙头分众传媒; 互联网板块建议关注具备良好护城河以及业绩增长良好的视觉中国。

风险提示: 政策监管趋严; 系统性风险; 细分行业发展不及预期; 行业竞争加剧。

内容目录

1. 引言	4
2. 行业整体半年报情况：增速放缓，内生增长乏力	4
2.1. 业绩成长性分化明显	4
2.2. 行业面临“增收不增利”，内生业绩增长陷入停滞	5
2.3. 毛利率与净利率双双下行，总体趋势平稳	8
2.4. 费用率总体平稳，资金端面临压力	8
2.5. 经营活动现金流持续下行，盈利质量承压	8
3. 细分板块分析	9
3.1. 游戏：政策监管压力下公司业绩持续承压	9
3.2. 影视动漫：政策监管压力下公司业绩持续承压	12
3.3. 广告营销：增幅触底反弹，龙头公司价值得到体现	17
3.4. 教育出版：税收优惠政策迟滞导致行业增幅回落，下半年有望回升。	20
3.5. 广播电视：受 OTT 与 IPTV 冲击，板块业绩下行	24
3.6. 互联网：业绩分化明显，细分龙头业绩良好	27
4. 投资建议	30
5. 风险提示	31

图表目录

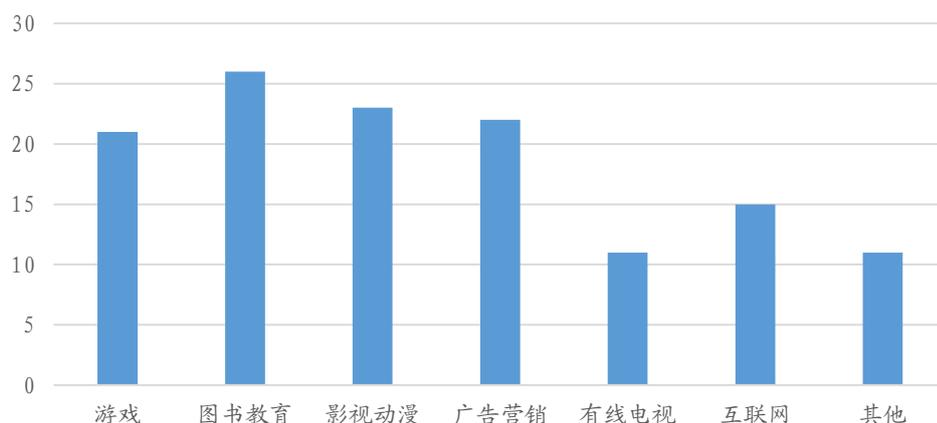
图 1: 传媒板块各细分行业公司分布数量	4
图 2: 13H1-18H1 传媒板块营业收入与同比增幅	5
图 3: 13H1-18H1 传媒板块归母净利润与同比增幅	6
图 4: 13H1-18H1 传媒板块扣非后净利润与同比增幅	6
图 5: 13H1-18H1 传媒板块、创业板与全部 A 股营业收入增幅对比	7
图 6: 13H1-18H1 传媒板块、创业板与全部 A 股归母净利润增幅对比	7
图 7: 13H1-18H1 传媒板块、创业板与全部 A 股扣非后归母净利润增幅对比	7
图 8: 13H1-18H1 传媒板块毛利率与净利率变化	8
图 9: 13H1-18H1 传媒板块三项费用率变化	8
图 10: 13H1-18H1 传媒板块经营活动产生现金流净额情况	9
图 11: 13H1-18H1A 股游戏公司营业收入与同比增幅	9
图 12: 13H1-18H1A 股游戏公司扣非后归母净利润与同比增幅	10
图 13: 13H1-18H1A 股游戏公司毛利率与净利率	10
图 14: 13H1-18H1A 股游戏公司主要费率	11
图 15: 13H1-18H1A 股游戏公司现金流情况	12
图 16: 13H1-18H1A 股影视动漫公司营业收入与同比增幅	13
图 17: 13H1-18H1A 股影视动漫公司归母净利润与同比增幅	13
图 18: 13H1-18H1A 股影视动漫公司扣非后归母净利润与同比增幅	14
图 19: 13H1-18H1A 股影视动漫公司毛利率与净利率	14
图 20: 13H1-18H1A 股影视动漫类公司主要费率	15
图 21: 13H1-18H1A 股影视动漫类公司现金流情况	16
图 22: 13H1-18H1A 股广告营销公司营业收入与同比增幅	17
图 23: 13H1-18H1A 股广告营销公司归母净利润与同比增幅	18
图 24: 13H1-18H1A 股广告营销公司扣非后归母净利润与同比增幅	18

图 25: 13H1-18H1A 股广告营销类公司毛利率与净利率	19
图 26: 13H1-18H1A 股广告营销类公司主要费率	19
图 27: 13H1-18H1A 股图书教育类公司营业收入与同比增幅	21
图 28: 13H1-18H1A 股图书教育类公司归母净利润与同比增幅	21
图 29: 13H1-18H1A 股图书教育类公司扣非后归母净利润与同比增幅	22
图 30: 13H1-18H1A 股图书教育类公司毛利率与净利率	22
图 31: 13H1-18H1A 股图书教育类公司主要费率	23
图 32: 13H1-18H1A 股广播电视类公司营业收入与同比增幅	24
图 33: 13H1-18H1A 股广播电视类公司归母净利润与同比增幅	25
图 34: 13H1-18H1A 股广播电视类公司扣非后归母净利润与同比增幅	25
图 35: 13H1-18H1A 股广播电视类公司毛利率与净利率	26
图 36: 13H1-18H1A 股广播电视类公司主要费率	26
图 37: 13H1-18H1A 股互联网公司营业收入与同比增幅	27
图 38: 13H1-18H1A 股互联网公司归母净利润与同比增幅	28
图 39: 13H1-18H1A 股互联网公司扣非后归母净利润与同比增幅	28
图 40: 13H1-18H1A 股互联网公司毛利率与净利率	29
图 41: 13H1-18H1A 股互联网公司主要费率	29
图 42: A 股各板块涨跌幅 (截止至 2018 年 9 月 14 日收盘)	30
图 43: 12 年-18 年 9 月 14 日传媒板块市盈率	31
表 1: 16H1-18H1 传媒板块营业收入、净利润、扣非后净利润增幅分布区间	5
表 2: A 股游戏公司 18 年 H1 业绩情况	11
表 3: A 股影视动漫公司 18 年 H1 业绩情况	15
表 4: A 股广告营销公司 18 年 H1 业绩情况	19
表 5: A 股图书教育公司 18 年 H1 业绩情况	23
表 6: A 股广播电视公司 18 年 H1 业绩情况	26
表 7: A 股互联网公司 18 年 H1 业绩情况	29

1. 引言

我们基于中信传媒行业指数中涉及的个股标的，剔除了部分主营业务与文化传媒行业相关性较小的个股以及 ST 巴士和乐视网两家业绩异常的公司，同时加入了芒果超媒，共选取了 129 家个股作为样本（文中统称“传媒板块”或“行业整体”）。我们再以主营业务收入占比为线索，将这 129 家个股细分为游戏、影视动漫、图书教育、互联网、广告营销、广播电视和其他 7 个子领域。

图 1：传媒板块各细分行业公司分布数量



资料来源：Wind，中原证券

2. 行业整体半年报情况：增速放缓，内生增长乏力

2.1. 业绩成长性分化明显

从我们选取的 129 家公司 18 年中报情况看，在营业收入分布方面，营业收入同比增幅超过 100% 的公司 9 家；增幅位于 50% 至 100% 区间的公司 10 家；增幅位于 20% 至 50% 区间的公司 28 家；增幅位于 0% 至 20% 区间的公司 40 家；增幅位于 -20% 至 0% 区间的公司 26 家；增幅位于 -50% 至 -20% 区间的公司 14 家；增幅低于 -50% 的公司 3 家。

净利润同比增幅超过 100% 的公司 19 家；增幅位于 50% 至 100% 区间的公司 8 家；增幅位于 20% 至 50% 区间的公司 17 家；增幅位于 0% 至 20% 区间的公司 36 家；增幅位于 -20% 至 0% 区间的公司 15 家；增幅位于 -50% 至 -20% 区间的公司 15 家；增幅位于 -100% 至 -50% 区间的公司 14 家；增幅低于 -100% 的公司 5 家。

扣非后净利润同比增幅超过 100% 的公司 15 家；增幅位于 50% 至 100% 区间的公司 11 家；增幅位于 20% 至 50% 区间的公司 18 家；增幅位于 0% 至 20% 区间的公司 31 家；增幅位于 -20% 至 0% 区间的公司 14 家；增幅位于 -50% 至 -20% 区间的公司 18 家；增幅位于 -100% 至 -50% 区间的公司 11 家；增幅低于 100% 的公司 11 家。

表 1: 16H1-18H1 传媒板块营业收入、净利润、扣非后净利润增幅分布区间

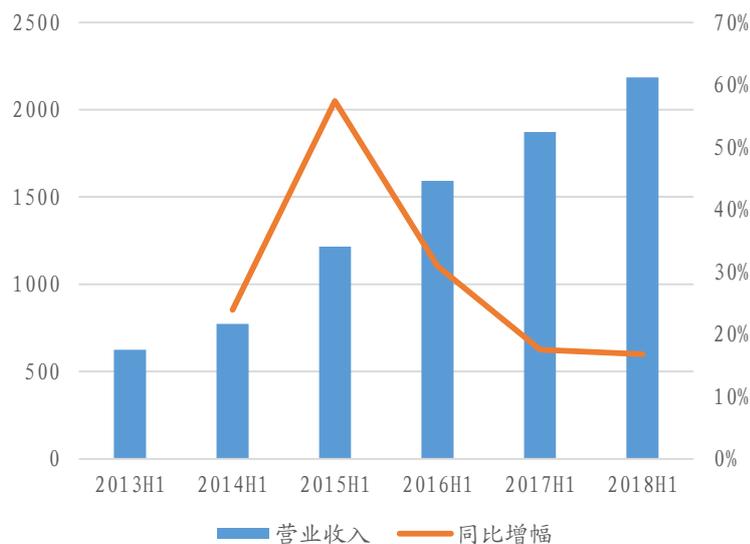
同比增幅区间	营业收入			净利润			扣非后净利润		
	16H1	17H1	18H1	16H1	17H1	18H1	16H1	17H1	18H1
>100%	20	5	9	27	18	19	31	20	15
50%至 100%	14	14	10	8	20	8	5	14	11
20%至 50%	16	21	28	20	17	17	20	17	18
0%至 20%	38	51	40	25	27	36	22	30	31
-20%至 0%	19	23	26	12	21	15	13	17	14
-50%至-20%	6	10	13	14	12	15	10	17	18
-100%至-50%	2	1	3	6	5	14	6	5	11
<-100%	0	0	0	4	5	5	8	6	11

资料来源: Wind, 中原证券

2.2. 行业面临“增收不增利”，内生业绩增长陷入停滞

从传媒行业整体营业收入来看，129 家公司合计营业收入为 2185.36 亿元，同比增长 16.79%，14-17 年同期增速分别为 23.88%、57.37%、30.91%和 17.51%，18 年上半年行业整体营业收入增速已经创 14 年以来新低。

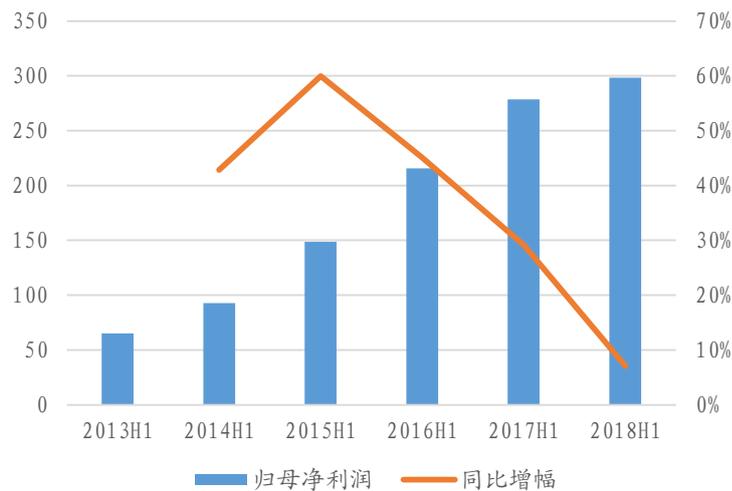
图 2: 13H1-18H1 传媒板块营业收入与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

从净利润方面看，129 家公司实现归母净利润共计 298.30 亿元，同比增长 7.06%，增幅较 17 年同期出现较大程度回落，也是自 14 年以来净利润同比增幅首次低于营业收入同比增幅，说明板块盈利能力开始出现下滑。

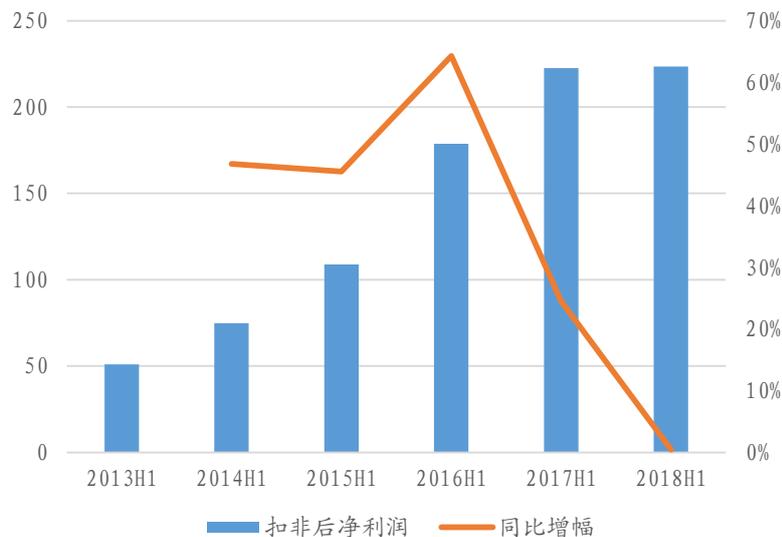
图 3: 13H1-18H1 传媒板块归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

18 年 H1 扣非后净利润为 223.57 亿元, 同比仅增长 0.45%, 低于净利润 7.06% 的同比增幅, 说明 18 年上半年板块净利润的增长多依靠投资收益、政府补助等非经常性损益拉动, 板块内公司内生业绩增长动力几乎停滞。

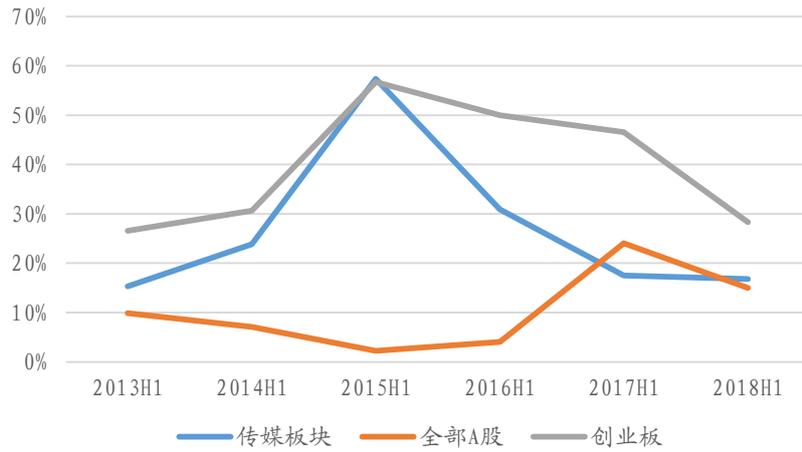
图 4: 13H1-18H1 传媒板块扣非后净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

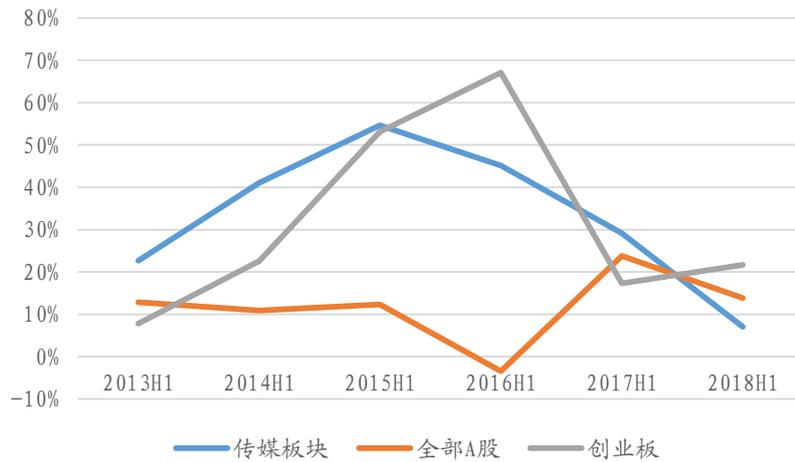
对比整个 A 股整体市场和创业板的业绩增长情况, 18 年 H1 传媒板块营业收入增幅有所好转, 较 17 年同期相比, 营业收入增幅再次优于整体 A 股整体市场。而归母净利润和扣非后归母净利润增速在 18 年 H1 出现较大幅度下滑后已经远低于同期创业板和 A 股整体水平。

图 5: 13H1-18H1 传媒板块、创业板与全部 A 股营业收入增幅对比



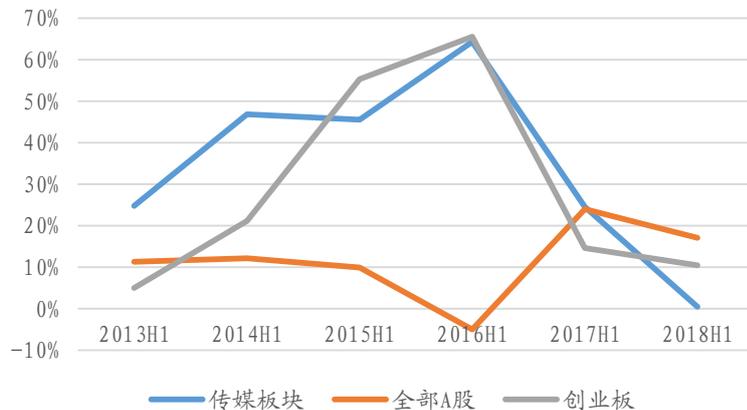
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 13H1-18H1 传媒板块、创业板与全部 A 股归母净利润增幅对比



资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 13H1-18H1 传媒板块、创业板与全部 A 股扣非后归母净利润增幅对比

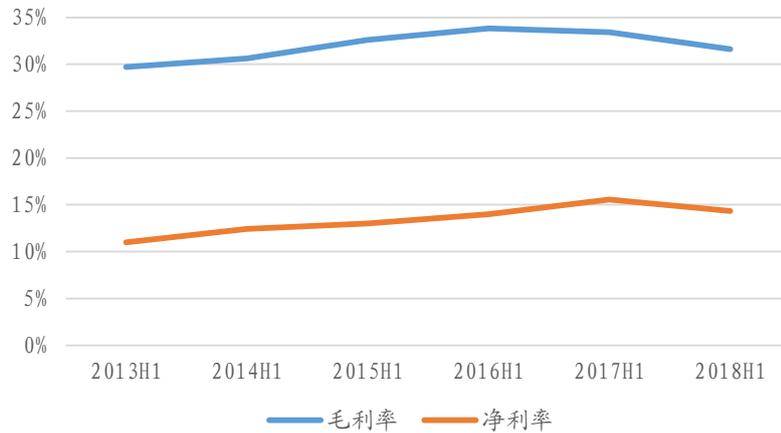


资料来源: Wind, 中原证券

2.3. 毛利率与净利率双双下行，总体趋势平稳

18年上半年行业整体毛利率为31.61%，较17年同期下降约1.82个百分点；净利率为14.35%，较17年同期小幅下降1.22个百分点。虽然板块毛利率与净利率均出现不同程度下滑，但从13年上半年以来的总体趋势看仍处于较为平稳的状态。

图 8: 13H1-18H1 传媒板块毛利率与净利率变化

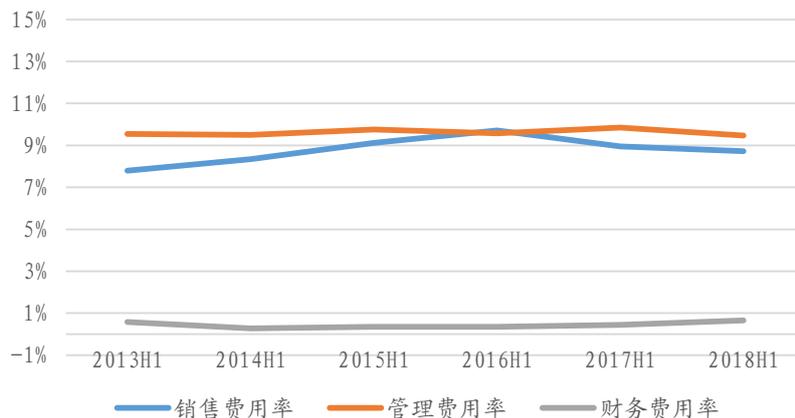


资料来源: Wind, 中原证券

2.4. 费用率总体平稳，资金端面临压力

板块三项费用率方面：18年H1销售费用率为8.73%，管理费用率为9.47%，较17年同期的8.95%和9.85%分别下降0.22和0.38个百分点；财务费用率从14年H1的0.28%一路上行至18年H1的0.65%，说明板块资金方面面临压力正在逐步加大。

图 9: 13H1-18H1 传媒板块三项费用率变化



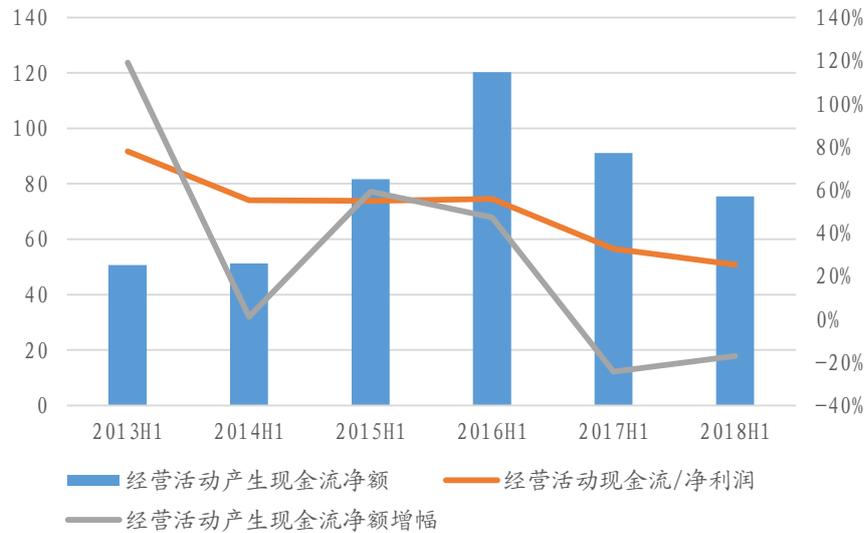
资料来源: Wind, 中原证券

2.5. 经营活动现金流持续下行，盈利质量承压

经营性现金流方面，18年H1板块经营活动产生现金流净额为75.49亿元，该数据自16年H1以来持续下降，主要原因是行业整体回款速度放缓，应收账款增加所致。从经营活动现金流净额与净利润的比值来看，该比值也同样处于持续下行状态，说明板块整体盈利质量正在

下降。

图 10: 13H1-18H1 传媒板块经营活动产生现金流净额情况



资料来源: Wind, 中原证券

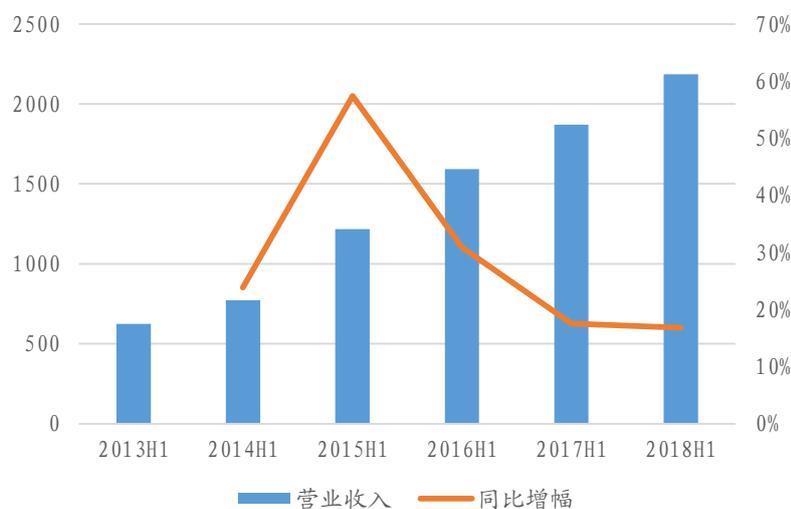
3. 细分板块分析

3.1. 游戏: 政策监管压力下公司业绩持续承压

根据伽马数据统计的 18 年上半年国内游戏市场发展情况, 18 年 H1 国内游戏市场实际销售收入为 1050.0 亿元, 同比增长 5.2%; 手游市场实际销售收入为 634.1 亿元, 同比增长 12.9%, 增幅均创近年来新低, 国内游戏市场正在逼近行业天花板, 增量市场转为存量市场。

而从 A 股游戏类上市公司营业收入来看, 合计营业收入为 241.95 亿元, 同比增长 16.73%, 增速与传媒板块几乎持平, 超过同期国内游戏市场整体销售增幅。

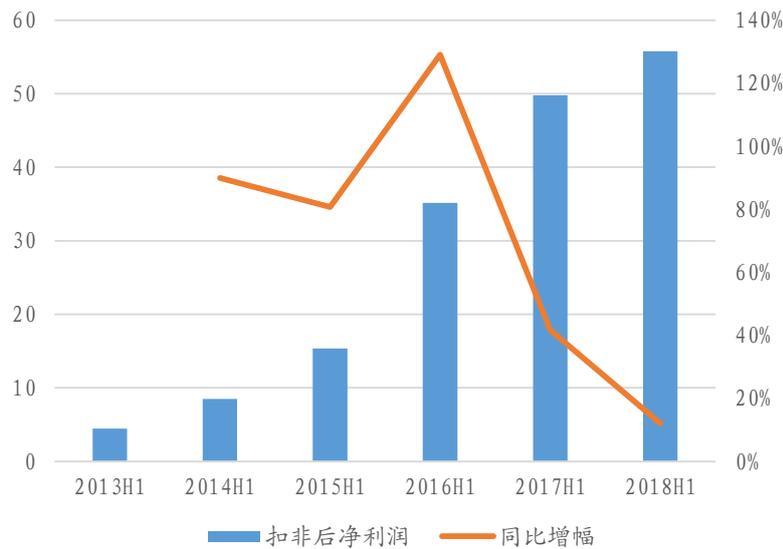
图 11: 13H1-18H1A 股游戏公司营业收入与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

从排除非经常性损益后的净利润方面看，游戏类上市公司实现扣非后归母净利润共计 55.76 亿元，同比增长 11.99%，增幅较 17 年同期下降了 29.74 个百分点。营业收入和扣非后净利润增幅出现大幅下滑的主要原因是：（1）在 18 年 3 月国家暂停了游戏版号的审批程序，大幅拖慢游戏公司上线新游戏项目的进度，新游项目无法进入商业运营过程；（2）游戏行业进入存量竞争状态，游戏公司买量成本大幅上行。

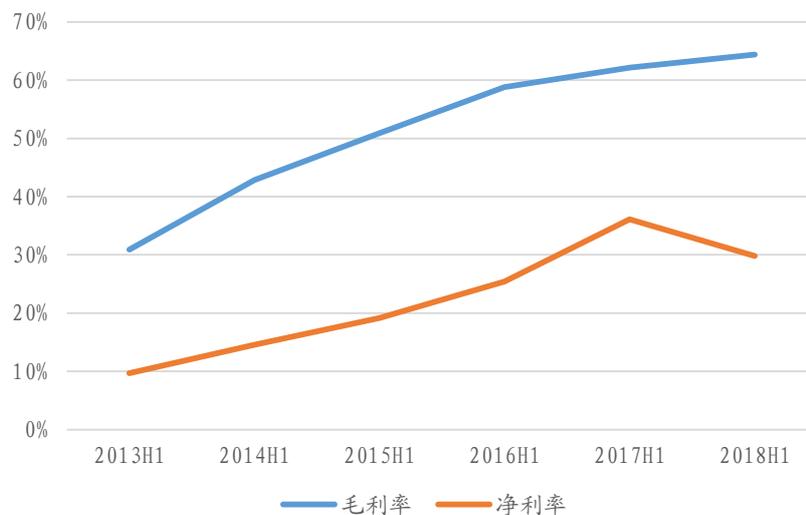
图 12: 13H1-18H1A 股游戏公司扣非后归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

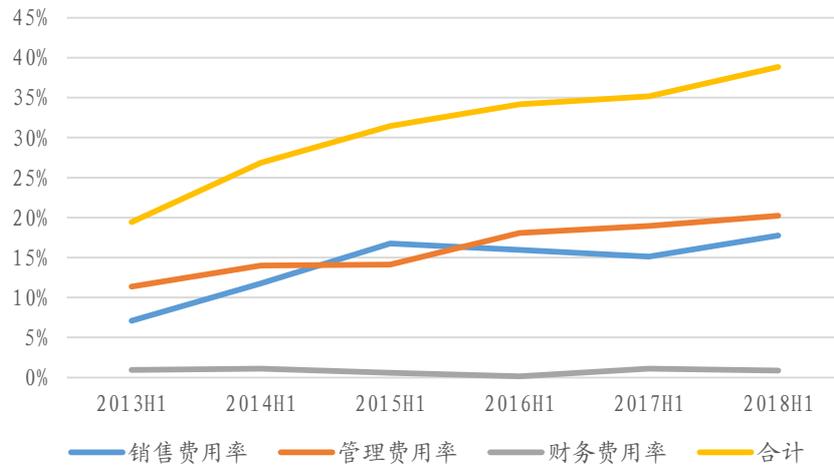
从游戏公司近年来盈利能力看，行业毛利率持续上行，但增幅同样面临收窄，净利率在 18 年出现大幅下滑情况，主要原因是世纪华通，完美世界和三七互娱等营业收入占比较高的二线龙头游戏厂商主要费用率出现不同程度上升。

图 13: 13H1-18H1A 股游戏公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 13H1-18H1A 股游戏公司主要费率



资料来源: Wind, 中原证券

从个股标的的经营业绩来看, 排除世纪华通并表因素引起的营业收入增长之外, 完美世界和三七互娱依然保持着 A 股游戏公司龙头地位, 以较大的营收优势领先排名第三的巨人网络约 13 亿元以上。净利润方面, 三七互娱和完美世界不论是在净利润还是扣非后净利润均保持第一名与第二名, 成为 A 股游戏上市公司“利润王”。

表 2: A 股游戏公司 18 年 H1 业绩情况

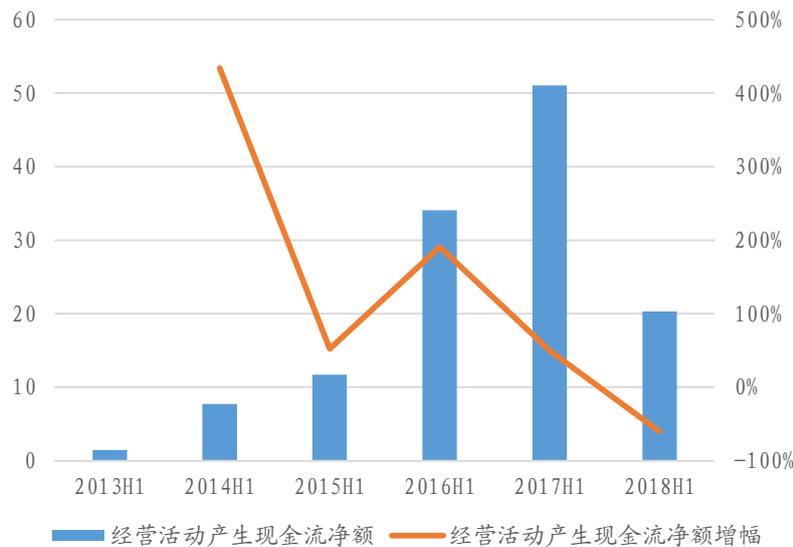
证券简称	营业收入(百万 元)	营业收入增 幅 (%)	归母净利润(百 万元)	归母净利润增幅 (%)	扣非后归母净利润 (百万元)	扣非后归母净利 润同比增幅 (%)
世纪华通	3,895.06	138.53	710.51	14.93	511.31	153.79
完美世界	3,666.89	2.19	781.86	16.46	706.77	16.76
三七互娱	3,302.49	7.24	801.37	-5.78	761.18	0.32
巨人网络	1,999.48	42.52	710.37	1.87	689.09	2.39
游族网络	1,786.78	6.37	492.98	45.21	379.49	16.24
昆仑万维	1,768.48	1.79	563.06	46.52	549.25	60.32
天神娱乐	1,234.15	-22.33	208.52	-58.72	135.11	-70.93
掌趣科技	1,144.43	38.39	380.35	42.39	374.98	66.80
恺英网络	1,105.55	-14.90	370.96	-10.36	357.40	-5.95
宝通科技	988.89	32.55	142.33	33.30	140.26	34.79
吉比特	777.59	7.95	334.99	11.90	302.70	2.36
浙数文化	764.04	-10.86	305.98	-76.81	141.25	12.11
艾格拉斯	346.39	15.19	263.70	122.34	222.65	89.76
凯撒文化	298.06	5.46	117.17	18.94	84.54	-12.18
天润数娱	287.78	214.94	30.04	75.15	24.95	46.32
晨鑫科技	210.84	42.77	88.83	140.82	83.65	180.43
电魂网络	191.33	-13.83	51.80	-39.82	43.55	-51.32
中青宝	144.21	-13.39	27.50	128.46	22.67	176.91
冰川网络	121.98	-21.76	46.23	-8.45	34.75	-32.93

大晟文化	100.55	0.96	8.46	-75.67	4.04	-83.40
游久游戏	60.24	-40.33	16.90	-59.91	5.62	-86.49

资料来源: Wind, 中原证券

从现金流情况看, 18年上半年游戏公司遭遇了经营性现金流大幅下降的情况, 经营活动产生现金流净额仅为 20.30 亿元, 同比下降 60.21%, 主要原因是巨人网络、完美世界以及天神娱乐等公司经营性现金流由正转负所致, 较大幅度的经营现金流下滑也使得行业盈利质量出现大幅下滑, 经营活动产生现金流净额与净利润的比值为 31.45%, 不足 17 年同期的一半。

图 15: 13H1-18H1A 股游戏公司现金流情况



资料来源: Wind, 中原证券

由于目前国内游戏版号审批程序仍处于停滞状态, 加上监管部门 8 月再次称要对游戏产品进行总量调控, 存量市场竞争将会继续加剧。目前市场已经积累数千款游戏产品亟待审批, 若短期内审批程序继续停滞, 预计下半年游戏公司业绩将持续承压, 业绩增长可能提前进入瓶颈期。

此外, 在国内监管愈加严苛的市场环境下, “出海” 或将成为行业重要的战略发展趋势以及驱动公司业绩再次增长的重要动力之一。

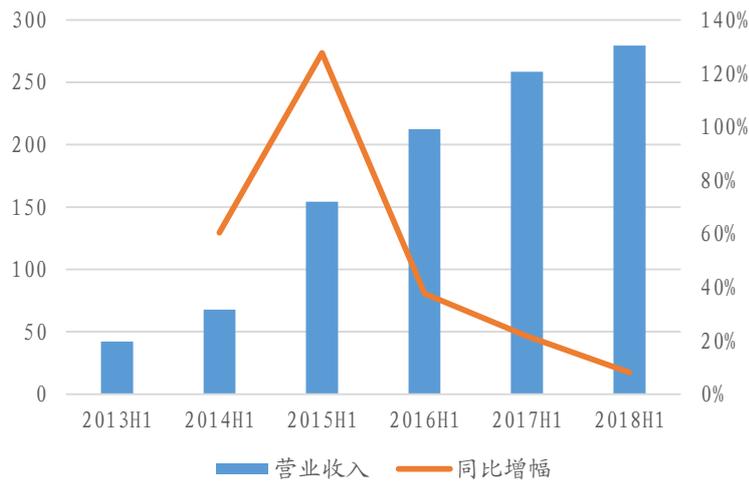
3.2. 影视动漫: 政策监管压力下公司业绩持续承压

根据猫眼专业版统计, 国内 18 年上半年电影市场票房为 320.29 亿元, 同比增长 17.99%。其中 2 月单月票房突破百亿元大关, 《红海行动》和《唐人街探案 2》进入国内电影票房总排行榜前三。国内电影银幕数量达到 55623 块, 居全球第一, 较 17 同期增加了 21.00%, 较 17 年底增加了 9.54%。从数据来看, 票房增长速度低于银幕增长速度, 单银幕产出销量面临下滑, 因此虽然电影市场良好的增长情况能够带动院线类公司营收增长, 但短期毛利率有可能面临下降, 盈利能力或受影响。

电视剧市场上半年整体表现平平，并未出现收视情况与讨论度较高的爆款产品。

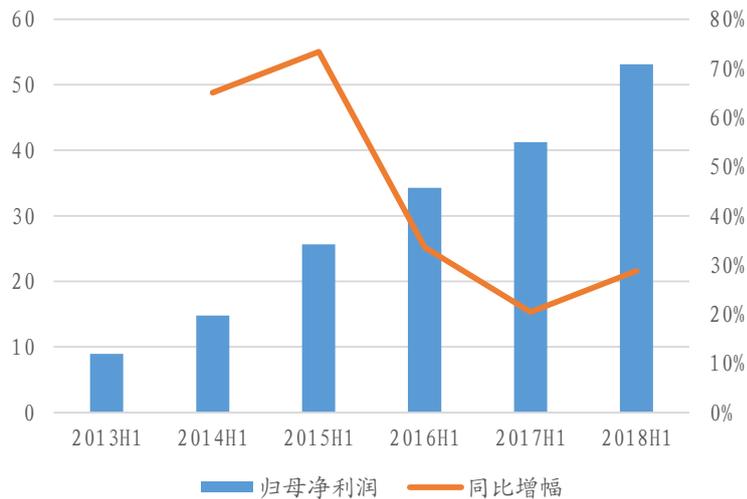
从A股影视动漫类上市公司营业收入来看，合计营业收入为279.48亿元，同比增长8.09%，净利润为53.13亿元，同比增长28.80%，扣非后净利润为30.94亿元，同比下降10.03%。行业非经常性损益较高的主要原因是光线传媒出售新丽传媒27.64%的股份确认了22.05亿元的投资收益。

图 16: 13H1-18H1A 股影视动漫公司营业收入与同比增幅



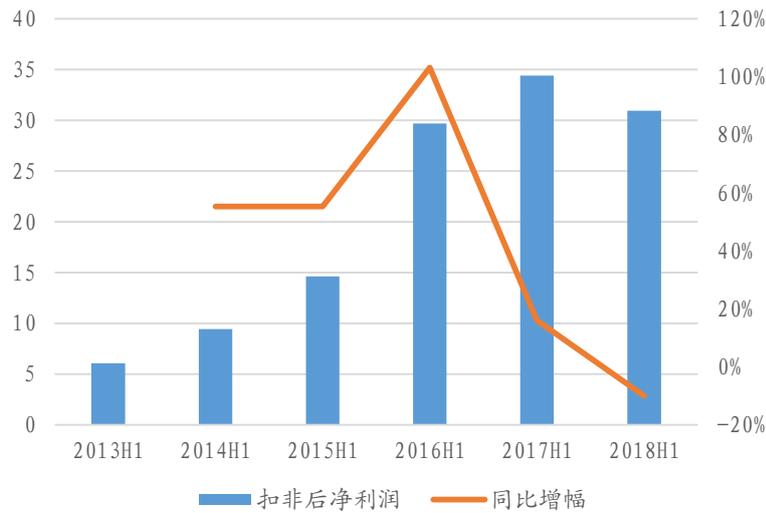
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 13H1-18H1A 股影视动漫公司归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

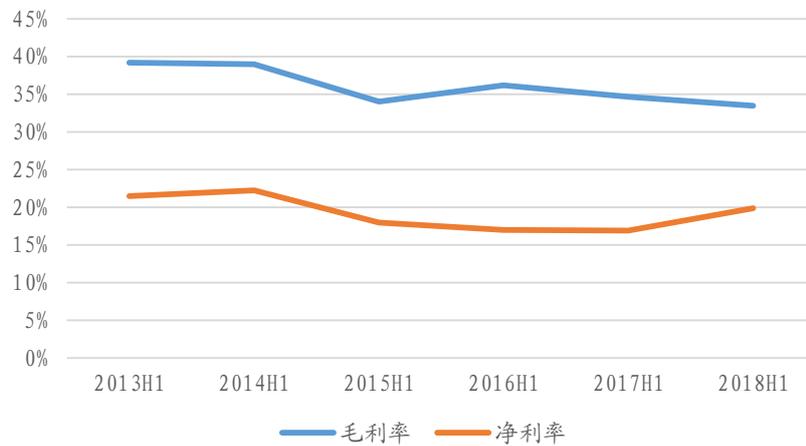
图 18: 13H1-18H1A 股影视动漫公司扣非后归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

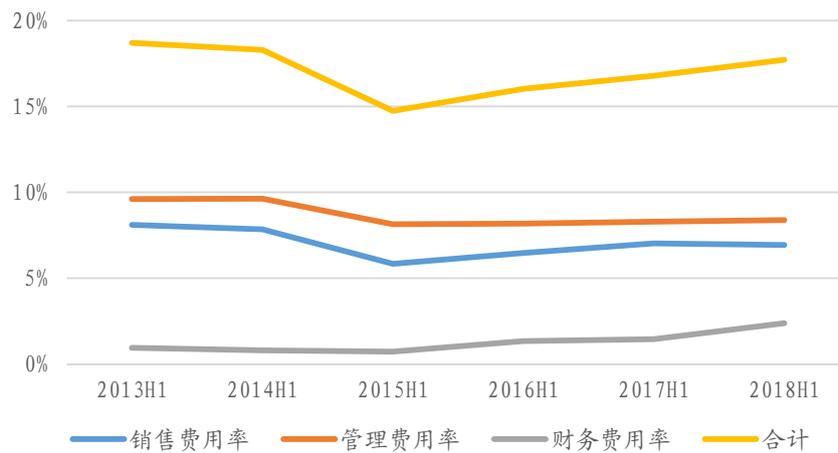
从影视动漫公司近年来盈利能力和费率情况看，毛利率正处于稳中小幅下滑状态，净利率同比上升 3 个百分点至 19.87%，主要原因是光线传媒出售新丽传媒确认大额投资收益所致。从费率方面看，销售费率和管理费率在 15 年 H1 之后仅出现小幅上行，总体平稳，但财务费率则出现比较大的涨幅。主要原因是政策收紧导致影视类公司融资渠道变窄，部分公司不得不转向财务费用成本较高的融资渠道。

图 19: 13H1-18H1A 股影视动漫公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 13H1-18H1A 股影视动漫类公司主要费率



资料来源: Wind, 中原证券

从个股标的的经营业绩来看, 万达电影以绝对优势排在营业收入第一名, 排除光线传媒大额投资收益对净利润的影响, 万达电影、中国电影、华策影视、华谊兄弟均排在净利润与扣非后净利润前四位置。但从业绩增长情况看, 虽然万达电影营业收入增幅超过 10% 以上, 但其净利润和扣非后净利润的增幅仅不足 2%。

表 3: A 股影视动漫公司 18 年 H1 业绩情况

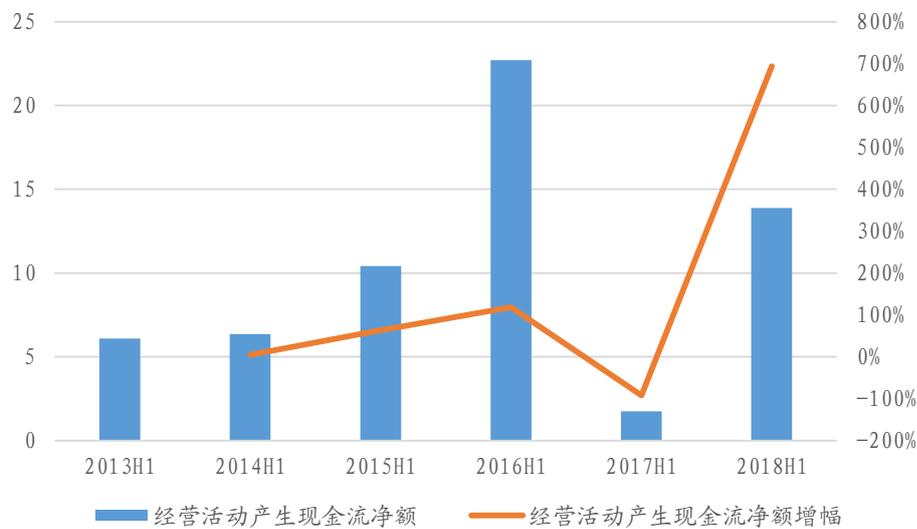
证券简称	营业收入(百万 元)	营业收入增 幅 (%)	归母净利润(百 万元)	归母净利润增幅 (%)	扣非后归母净利润 (百万元)	扣非后归母净利 润同比增幅 (%)
万达电影	7367.17	11.38	900.23	1.46	848.71	1.97
中国电影	4619.42	1.48	666.72	10.97	605.68	5.39
华策影视	2187.14	24.89	289.25	5.28	262.95	16.81
华谊兄弟	2122.11	44.77	277.37	-35.54	252.18	151.29
横店影视	1465.39	18.02	227.23	13.14	198.61	11.99
奥飞娱乐	1394.84	-21.58	102.96	-23.80	17.57	-81.60
金逸影视	1014.46	-5.07	87.31	-11.14	59.78	-31.69
幸福蓝海	959.52	31.72	86.37	31.96	77.53	18.55
当代明诚	872.76	299.34	108.15	426.04	107.07	1716.82
文投控股	835.69	-34.54	7.20	-97.94	6.60	-98.11
慈文传媒	757.54	127.37	193.06	153.40	189.14	192.17
光线传媒	720.93	-29.96	2107.14	426.05	225.98	-38.00
长城影视	575.02	118.53	66.47	2.41	63.77	3.42
上海电影	533.75	1.21	58.66	-45.04	51.63	-44.60
当代东方	507.00	25.44	113.93	360.04	108.45	358.22
唐德影视	494.77	59.03	90.12	50.00	89.32	72.75
祥源文化	345.92	9.53	40.51	4.52	44.99	20.65
华录百纳	325.68	-62.77	-266.77	-513.51	-222.32	-452.44
北京文化	303.51	82.03	44.24	14.43	43.51	28.34
欢瑞世纪	255.62	0.61	50.11	226.44	38.96	170.04
中广天择	156.56	-17.55	23.76	-46.22	19.87	-49.02

骅威文化	74.86	-80.65	32.99	-78.37	32.06	-75.81
长城动漫	58.83	-43.47	5.94	-79.67	-28.16	-268.48

资料来源：Wind，中原证券

从现金流情况看，自 17 年上半年开始，当年影视动漫类公司经营活动产生现金流净额出现断崖式下降，同比降幅高达 92.29%，仅为 1.75 亿元，但 18H1 又有大幅好转，盈利质量也有所提升。数值变动主要是欢瑞世纪、当代明诚、华谊兄弟等公司在 17 年 H1 经营活动现金流净额出现大幅下降后 18 年 H1 又实现大幅改善所致。主要原因是此类影视公司在 17 年 H1 支付影视项目投资款项大幅增加或出现合并报表范围，而在 18 年 H1 应收账款回款增加，影视项目销售情况良好，现金流出现好转。

图 21：13H1-18H1A 股影视动漫类公司现金流情况



资料来源：Wind，中原证券

上半年国内电影市场表现良好，截止 8 月底，国内电影市场票房同比增幅达到 15% 以上，对影视类公司业绩产生积极的影响，电影市场全年维持良好增长态势概率较高；银幕数量增幅超过票房增幅或将影响单银幕票房产出效率，短期对于院线类公司的毛利率造成一定冲击，部分中小型院线公司盈利能力难以达到预期，行业可能发生大型院线公司并购小型院线公司的情况，行业集中度进一步提升。

在电视剧市场，广电总局再次加强对古装系列电视剧的监管力度，限制古装剧播出数量，提倡推出现实主义题材电视剧，古装剧的缺席导致上半年爆款大剧缺位，较 17 年同期水平相差较远。下半年网播古装剧《延禧攻略》和《香蜜沉沉烬如霜》市场表现良好，播放量和社交媒体讨论度均出现火热的状态，有望带动下半年电视剧市场回暖。

8 月中旬，三大视频网站联合六家影视公司联合发布声明抵制“天价片酬”、“阴阳合同”等乱象并明确设定了演员参演电视剧片酬上限，引导成本预算由演员片酬向制作成本转移，让影视剧回归以质量为本。短期来看，若影视制作公司无法对上游具备高商业属性与强议价能力

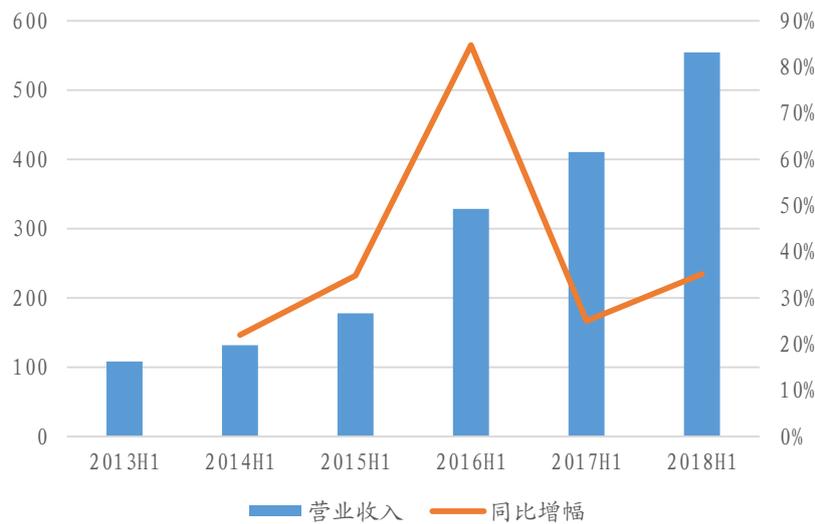
的一线明星片酬进行有效限制，下游又会面临视频网站采购成本价格限制，短期利润可能遭到挤压，盈利能力与盈利质量或受影响；但从中长期来看，降低明星片酬转而加大对制作方面的资源与资本投入，让品质成为影响影视项目的主导力量，对行业的健康有序发展仍是利好。

3.3. 广告营销：增幅触底反弹，龙头公司价值得到体现

根据央视市场研究（CTR）统计，18年上半年国内广告市场增幅为9.3%，较16年上半年0.1%和17年上半年0.4%的同比增幅有较大程度提高，主要原因是前几年广告投放量紧缩后的触底反弹，预计下半年增幅有一定回落。从各媒介的广告刊例花费变化情况看，电视、广播、互联网以及交通类视频增幅均处于10%以下；报纸、杂志以及传统户外广告则出现了负增长的情况；电梯电视、电梯海报和影院视频广告渠道则都能维持25%左右的同比增幅。

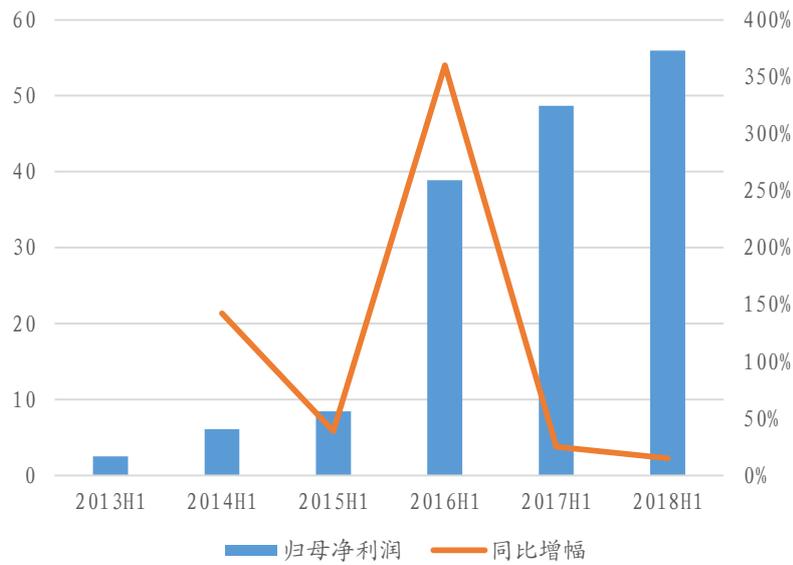
从A股广告营销类上市公司营业收入来看，合计营业收入为554.41亿元，同比增长35.15%，净利润为55.95亿元，同比增长14.91%，扣非后净利润为47.36亿元，同比增长14.62%。

图 22: 13H1-18H1A 股广告营销公司营业收入与同比增幅



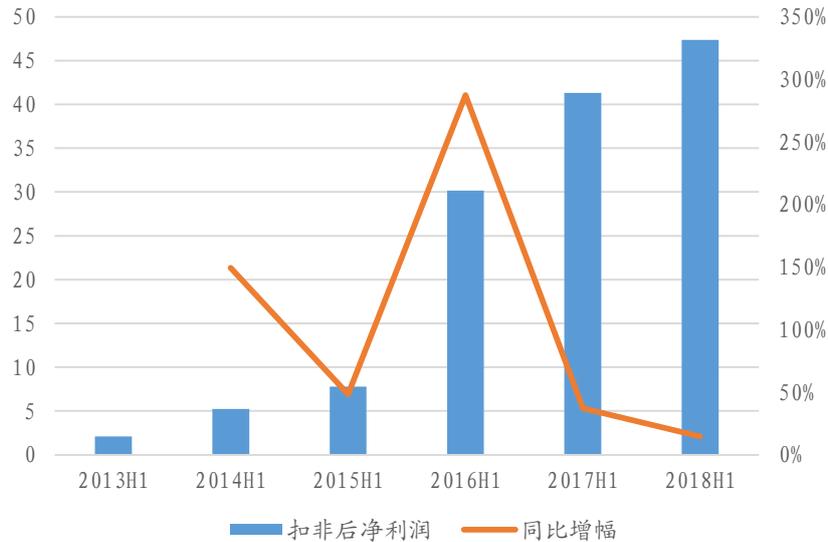
资料来源：Wind，中原证券

图 23: 13H1-18H1A 股广告营销公司归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

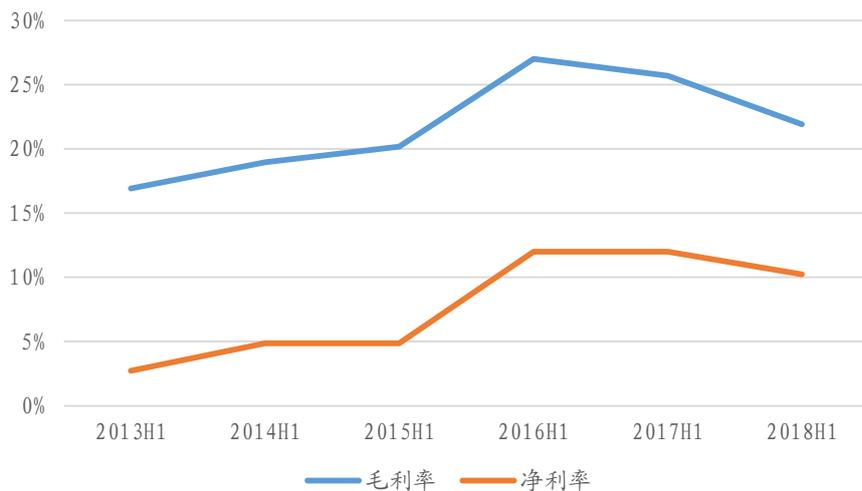
图 24: 13H1-18H1A 股广告营销公司扣非后归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

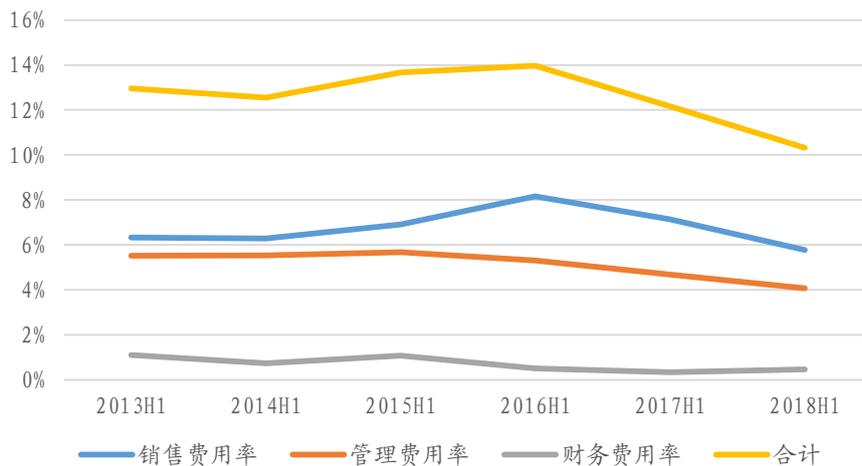
从广告营销类公司近年来盈利能力和费率情况看，毛利率与净利率均出现了自 15H1 后大幅上升又回落的情形。从费率方面看，整体费率自 16 年 H1 之后开始由较大幅度回落，行业整体对成本的把控能力渐渐增强。

图 25: 13H1-18H1A 股广告营销类公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图 26: 13H1-18H1A 股广告营销类公司主要费率



资料来源: Wind, 中原证券

从单个公司经营业绩来看, 蓝色光标营业收入最高, 为 107.79 亿元, 同比增长 62.89%, 但公司盈利能力较弱, 净利润仅为 3.15 亿元, 同比仅增长 4.84%。楼宇广告行业龙头分众传媒 18 年 H1 营业收入 71.10 亿元, 同比上升 26.05%, 净利润为 33.47 亿元, 扣非后净利润为 28.18 亿元, 盈利能力远超其他广告营销类上市公司。

表 4: A 股广告营销公司 18 年 H1 业绩情况

证券简称	营业收入(百万元)	营业收入增幅 (%)	归母净利润(百万元)	归母净利润增幅 (%)	扣非后归母净利润(百万元)	扣非后归母净利润同比增幅 (%)
蓝色光标	10,778.93	62.89	314.92	4.84	265.73	40.88
分众传媒	7,109.98	26.05	3,346.96	32.14	2,818.46	33.69
省广集团	5,380.11	20.27	123.16	-35.12	113.59	-36.85

华扬联众	4,922.38	40.23	38.59	40.76	45.33	48.38
天龙集团	3,813.69	29.40	77.33	3.59	76.11	4.41
智度股份	3,771.60	48.23	437.18	100.42	418.15	130.86
思美传媒	2,588.08	43.47	174.09	28.67	166.42	28.46
佳云科技	2,240.53	72.50	49.08	-53.45	43.52	-47.92
联建光电	1,913.05	12.46	158.00	-14.67	102.48	-41.81
帝龙文化	1,850.61	57.11	311.73	52.63	295.97	48.41
引力传媒	1,755.97	79.24	35.25	71.02	29.85	72.96
联创互联	1,583.07	53.32	98.77	-24.26	94.26	-19.62
华谊嘉信	1,480.52	-2.41	38.92	5.96	22.98	33.24
深大通	1,232.63	44.77	119.10	-35.23	109.77	-35.61
中昌数据	1,144.93	20.05	40.64	-29.98	40.38	-25.79
广博股份	963.69	-10.99	43.02	-32.87	40.17	-32.27
华媒控股	752.39	-1.93	34.14	9.72	32.15	17.00
麦达数字	576.24	41.99	66.59	86.52	13.69	-45.12
龙韵股份	573.05	47.40	14.16	305.34	12.99	272.68
元隆雅图	443.82	26.09	48.78	33.31	44.55	23.87
印纪传媒	390.46	-49.36	21.70	-91.89	-49.49	-121.74
宣亚国际	175.63	-16.34	2.60	-90.44	-0.99	-103.66

资料来源: Wind, 中原证券

上半年国内广告市场触底反弹,增幅创近年来新高,但从全年情况看,增幅下半年可能回落。传统纸媒广告与户外广告规模继续萎缩,楼宇广告与影院广告增幅继续提高,楼宇广告龙头地位的分众传媒优势明显,产业地位突出,盈利能力较强,在其快速扩张的战略下,公司的市占率有望继续保持,虽然快速的扩张带动了成本上行,对公司短期利润造成挤压,但中长期来看,媒体点位覆盖优势将有效提升公司价值。

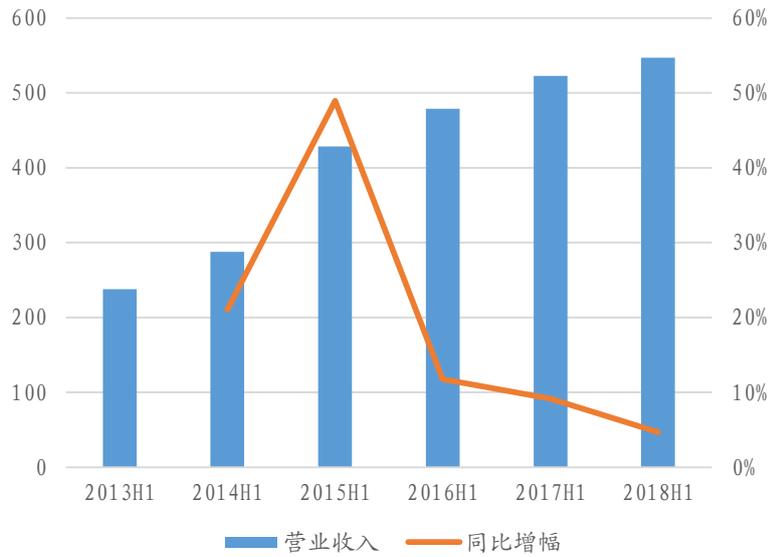
3.4. 教育出版: 税收优惠政策迟滞导致行业增幅回落, 下半年有望回升。

根据开卷信息统计,18年上半年国内图书零售市场同比增长11.37%,增幅较17年底的14.55%有所回落。其中网络书店增速维持在20%以上,实体书店出现负增长,为-2.93%。从图书品类来看,少儿类图书依然是整体零售市场中码洋比重最大的细分品类,占据整个市场的26.25%。但少儿类图书在2018年上半年同比增长14.47%,低于去年21.18%的水平。文学类图书也出现了增长率的大幅下降,由去年的12.94%下降到-1.21%;社科、传记类图书在2018年上半年实现了快速增长,增幅均超过15%。

受新的税收优惠政策落地时间较晚影响,各大出版社与经销商为等待政策靴子落地,纷纷放缓书籍的发布与铺货节奏,导致行业增速出现回落。自6月5日具体政策发布后,税收优惠可以延续至2020年12月31日,未来行业增速有望出现回升。

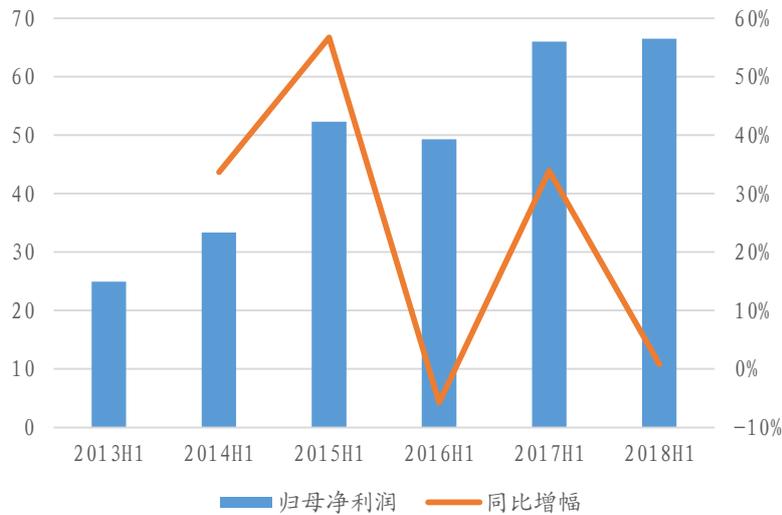
从A股图书教育上市公司营业收入来看,合计营业收入为554.41亿元,同比增长35.15%,净利润为55.95亿元,同比增长14.91%,扣非后净利润为47.36亿元,同比增长14.62%。

图 27: 13H1-18H1A 股图书教育类公司营业收入与同比增幅



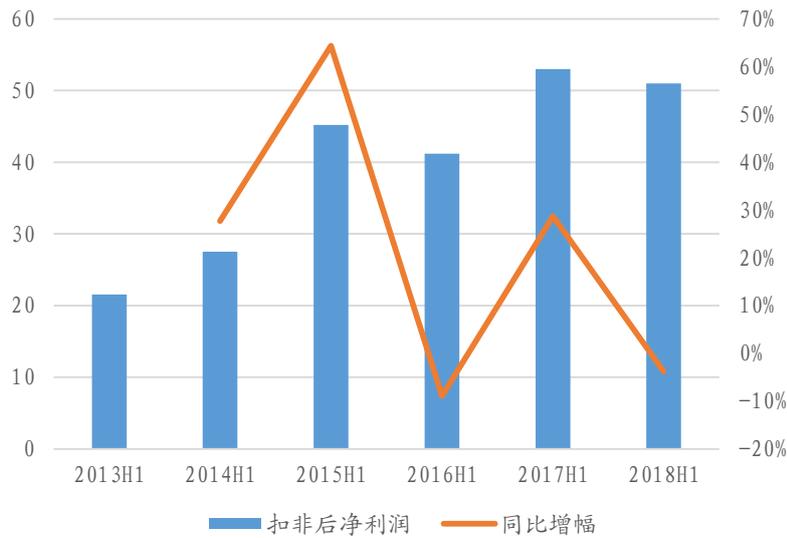
资料来源: Wind, 中原证券

图 28: 13H1-18H1A 股图书教育类公司归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

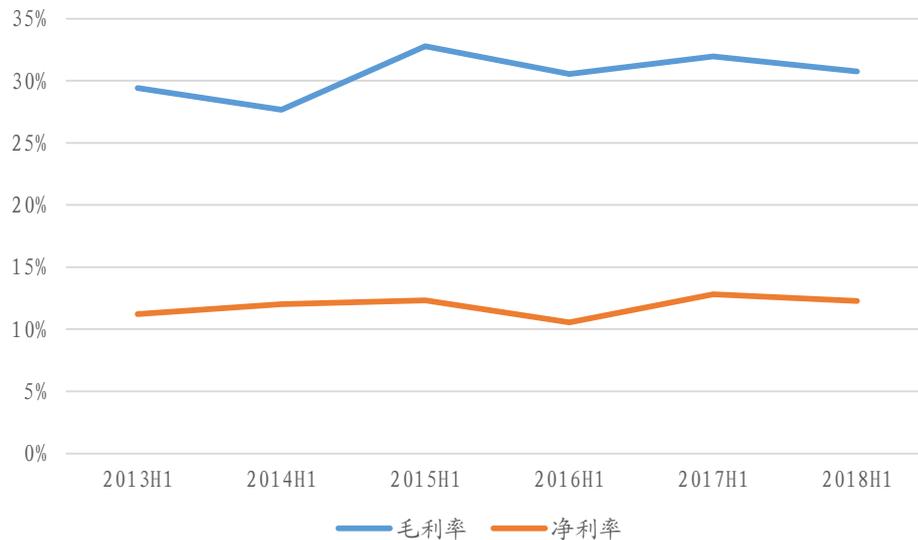
图 29: 13H1-18H1A 股图书教育类公司扣非后归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

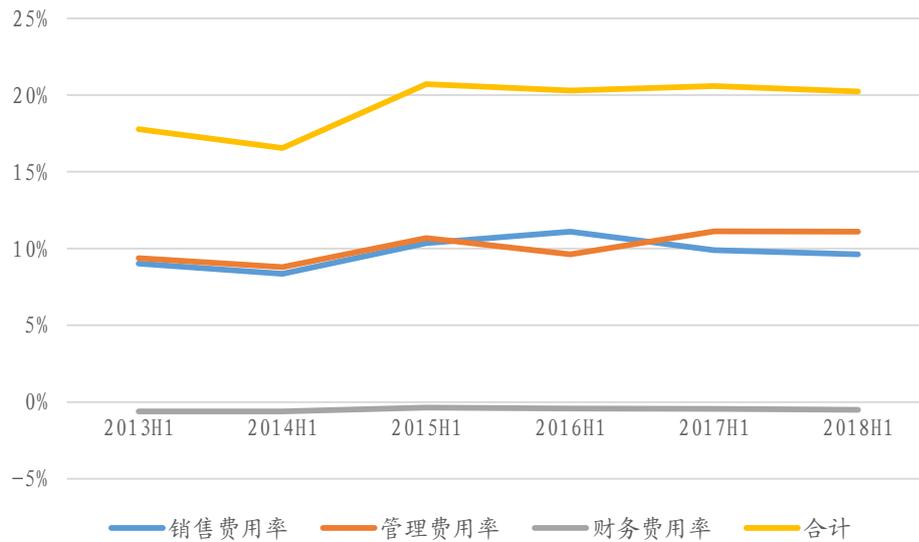
教育图书类公司近年来盈利能力和费率情况维持较为稳定状态,自 15 年 H1 之后行业毛利率维持在 31%左右波动,净利率维持在 12%左右水平,主要费用率维持在 20%左右,总体来看并未出现大幅波动的情况。

图 30: 13H1-18H1A 股图书教育类公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图 31: 13H1-18H1A 股图书教育类公司主要费率



资料来源: Wind, 中原证券

从单个公司经营业绩来看, 中文传媒营业收入最高, 为 60.08 亿元, 同比增长 0.27%, 部分地方性国有出版公司例如中原传媒、南方传媒、山东出版等具备教材教辅的政策垄断优势, 因此业绩整体维持稳定。

表 5: A 股图书教育公司 18 年 H1 业绩情况

证券简称	营业收入(百万 元)	营业收入增 幅 (%)	归母净利润(百 万元)	归母净利润增幅 (%)	扣非后归母净利润 (百万元)	扣非后归母净利 润同比增幅 (%)
中文传媒	6007.76	0.27	852.07	7.24	791.45	1.57
凤凰传媒	5375.92	0.86	777.23	-0.58	606.87	-9.06
长江传媒	5235.50	15.30	484.27	27.19	399.86	26.84
山东出版	4402.48	11.08	746.26	10.51	672.10	7.88
皖新传媒	4376.95	15.59	873.51	5.27	409.03	5.08
中南传媒	4161.06	-15.70	635.86	-28.00	598.66	-31.63
中原传媒	4097.95	7.64	343.95	6.38	327.93	6.55
新华文轩	3577.68	12.29	448.90	-9.85	407.61	13.60
时代出版	2950.02	-16.58	170.92	11.61	146.44	10.84
南方传媒	2283.58	6.66	255.56	16.20	220.71	30.13
中国出版	2047.64	18.53	86.54	123.75	44.43	503.24
华闻传媒	1437.14	-2.47	81.85	-77.23	-102.33	-175.99
出版传媒	1061.05	16.49	63.44	9.64	52.09	167.61
城市传媒	1045.35	12.49	160.11	15.57	155.71	14.91
新南洋	962.93	21.42	47.51	12.36	43.37	1.84
掌阅科技	937.15	18.20	78.46	15.33	71.31	11.48
中国科传	919.91	14.31	112.56	26.02	100.20	27.71
盛通股份	850.72	62.15	50.44	67.03	37.62	87.48
新华传媒	611.65	-8.37	22.07	3.47	-14.73	20.57
新经典	444.51	-3.19	109.38	0.97	97.39	-4.20
中文在线	423.94	42.66	52.16	140.80	-50.43	-353.44

天舟文化	404.95	11.66	136.62	24.05	80.34	-22.38
粤传媒	379.72	-11.94	39.95	179.65	-5.55	77.63
读者传媒	308.33	-4.68	14.02	-59.96	4.75	-83.26
全通教育	297.40	-32.95	0.28	101.56	-0.91	94.94
世纪天鸿	108.62	6.56	7.27	46.53	5.47	14.72

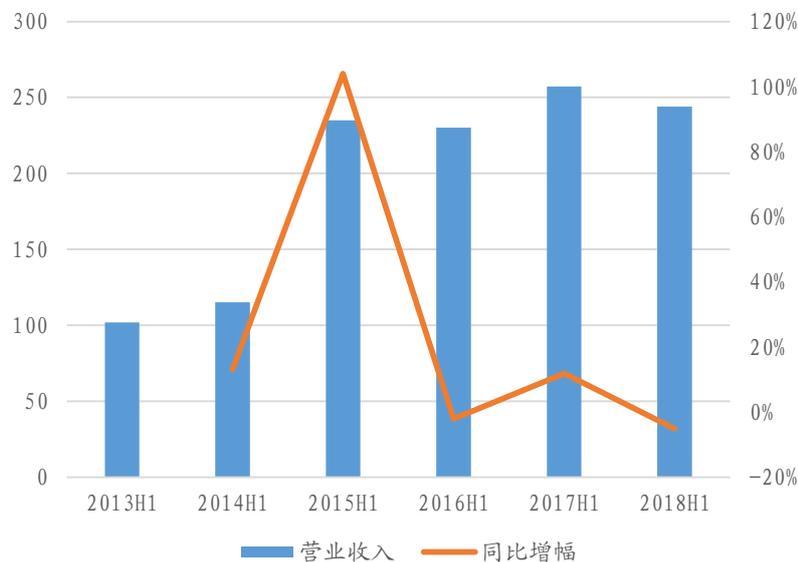
资料来源: Wind, 中原证券

上半年由于税收政策迟滞的影响导致出版公司书籍的推出和铺货节奏放缓,行业增速回落,部分公司营收和利润出现下滑。但政策在6月发布落地后,下半年行业增速有望回暖。虽然行业面临上游纸张成本提升,但可以通过提高图书价格将成本转移至下游消费者,行业内公司利润存在保障。行业中存在多家地方性国有出版企业,虽然在教材教辅的发行出版业务上具备政策垄断红利,能够保障公司营收,但公司缺乏自主调节此类出版物价格的权力,纸张成本的压力可能会对公司利润造成一定压力。

3.5. 广播电视: 受 OTT 与 IPTV 冲击, 板块业绩下行

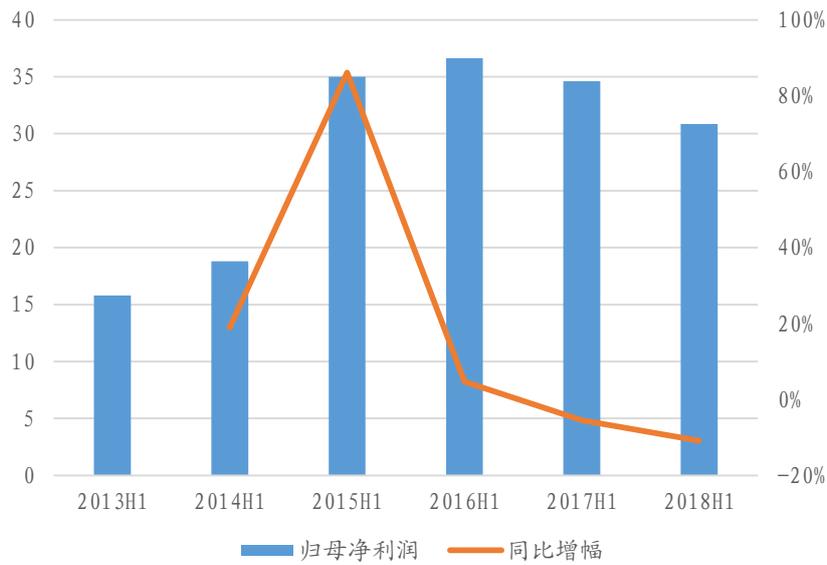
从A股广播电视类上市公司营业收入来看,合计营业收入为244.05亿元,同比下降5.12%,净利润为30.84亿元,同比下降10.89%,扣非后净利润为22.02亿元,同比下降23.25%。板块业绩下滑的主要原因是受OTT和IPTV在家庭收视格局中占比提升的冲击,有线电视用户数量出现流失。

图 32: 13H1-18H1A 股广播电视类公司营业收入与同比增幅



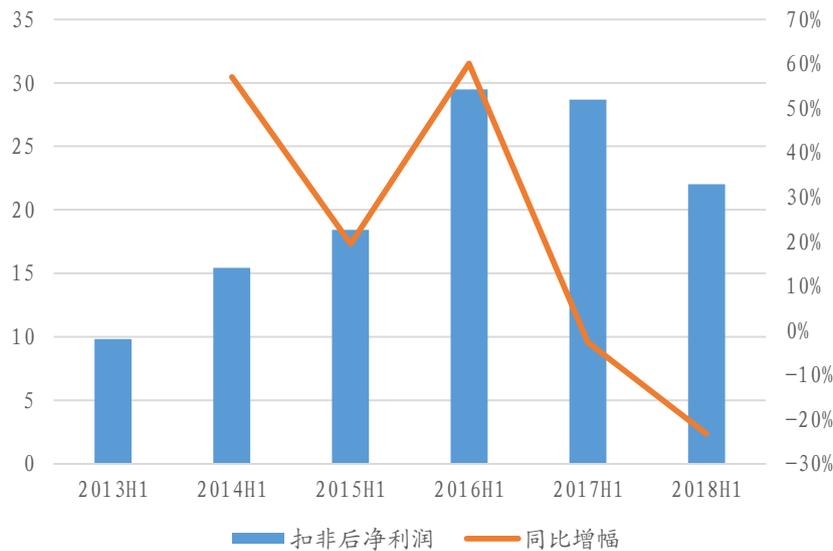
资料来源: Wind, 中原证券

图 33: 13H1-18H1A 股广播电视类公司归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

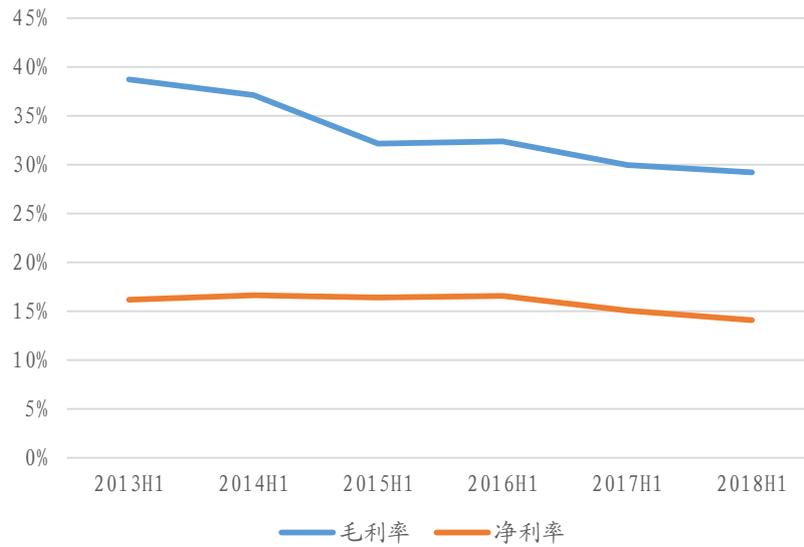
图 34: 13H1-18H1A 股广播电视类公司扣非后归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

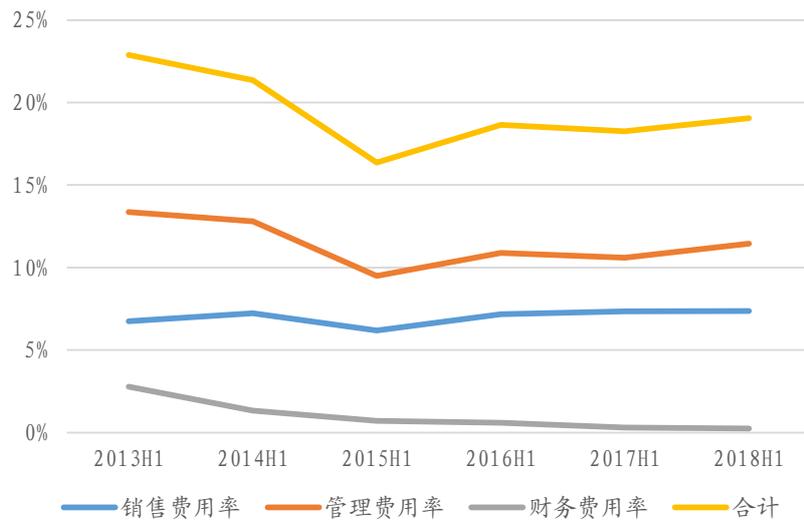
受用户减少数量减少影响, 自 15 年以来, 行业费用率逐步上行, 盈利能力下滑严重。18 年上半年毛利率为 29.19%, 较 15 年同期下降约 3 个百分点, 较 13 年同期下降约 10 个百分点; 净利率虽然有小幅下滑, 但总体维持平稳。合计主要费用率从 15H1 的 16.37% 上升至 18 年 H1 的 19.05%。

图 35: 13H1-18H1A 股广播电视类公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图 36: 13H1-18H1A 股广播电视类公司主要费率



资料来源: Wind, 中原证券

从单个公司经营业绩来看, 东方明珠营业收入最高, 为 60.27 亿元, 但受子公司艾德思奇不再并表影响, 营业收入下滑 31.49%, 扣非后净利润下降 16.53%。

表 6: A 股广播电视公司 18 年 H1 业绩情况

证券简称	营业收入(百万元)	营业收入增幅 (%)	归母净利润(百万元)	归母净利润增幅 (%)	扣非后归母净利润(百万元)	扣非后归母净利润同比增幅 (%)
东方明珠	6,027.51	-31.49	1,240.10	1.35	682.25	-16.53
电广传媒	4,636.55	22.40	-35.33	-128.96	-107.04	-191.48
江苏有线	3,908.31	0.32	342.98	-9.78	296.66	-15.68

华数传媒	1,560.57	4.21	316.92	2.97	256.74	-9.96
广电网络	1,535.30	13.08	112.75	-4.56	111.68	1.01
贵广网络	1,435.18	23.11	240.32	-24.91	227.53	-27.38
湖北广电	1,299.43	12.79	179.14	-8.61	172.52	-7.64
歌华有线	1,192.00	-1.40	365.82	-3.43	281.63	-11.29
广西广电	1,093.30	-0.37	82.44	-33.52	62.51	-37.93
吉视传媒	959.07	-1.57	132.35	-17.04	115.96	-18.07
天威视讯	758.24	-3.80	106.31	-18.81	101.38	-20.35

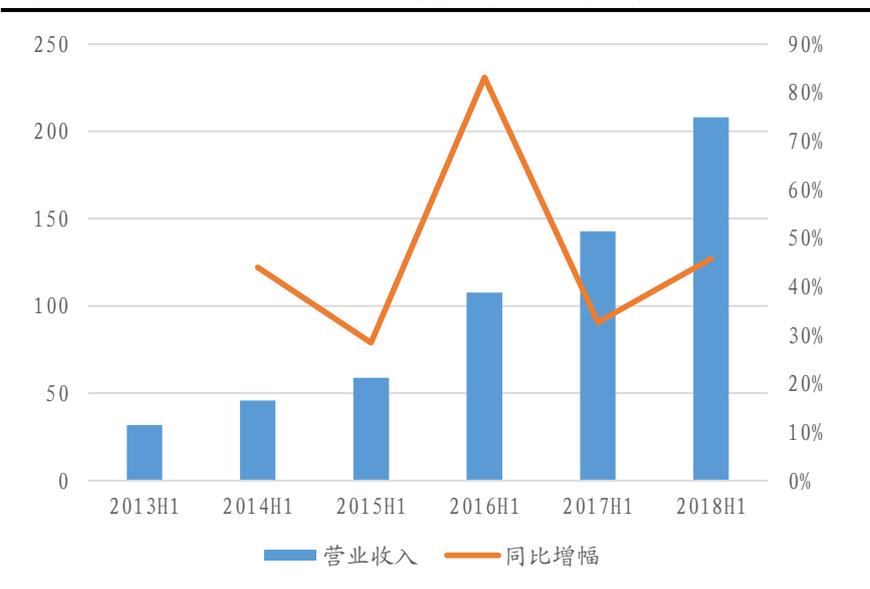
资料来源: Wind, 中原证券

受 OTT 与 IPTV 的影响,传统的有线电视行业用户数量持续负增长,根据 2018 年第二季度《中国有线电视行业发展公报》显示,有线电视在家庭收视格局中份额持续降至 52.35%,较 17 年底再下降 2.46 个百分点,行业盈利水平逐步走弱,预计行业仍存在继续小幅下行的可能。

3.6. 互联网: 业绩分化明显, 细分龙头业绩良好

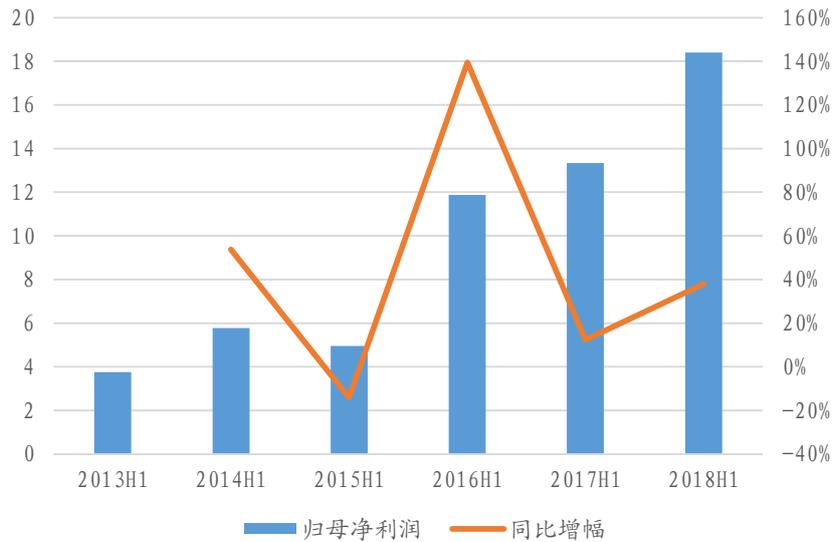
由于互联网板块个股标的业态较为特殊,彼此相关相似性较低,内部业绩分化明显。从总体营业收入来看,合计营业收入为 208.01 亿元,同比上升 45.75%,净利润为 18.40 亿元,同比上升 37.93%,扣非后净利润为 14.75 亿元,同比上升 28.82%。

图 37: 13H1-18H1A 股互联网公司营业收入与同比增幅



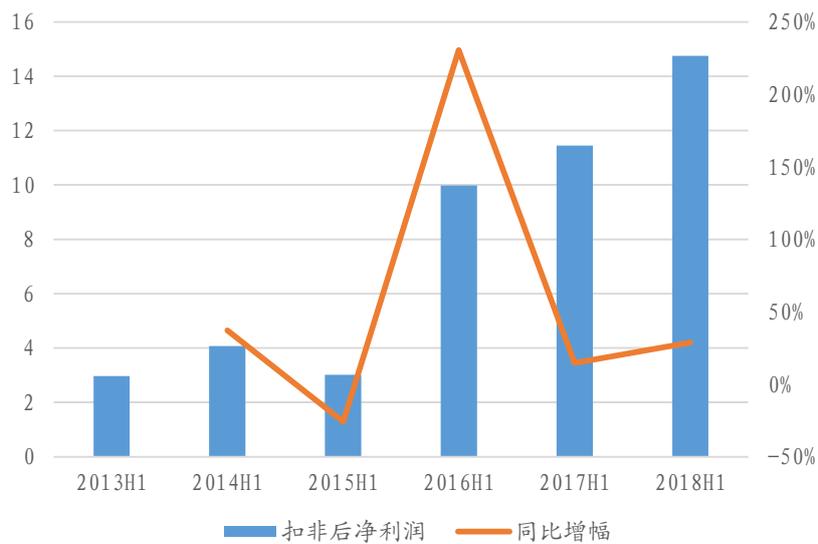
资料来源: Wind, 中原证券

图 38: 13H1-18H1A 股互联网公司归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

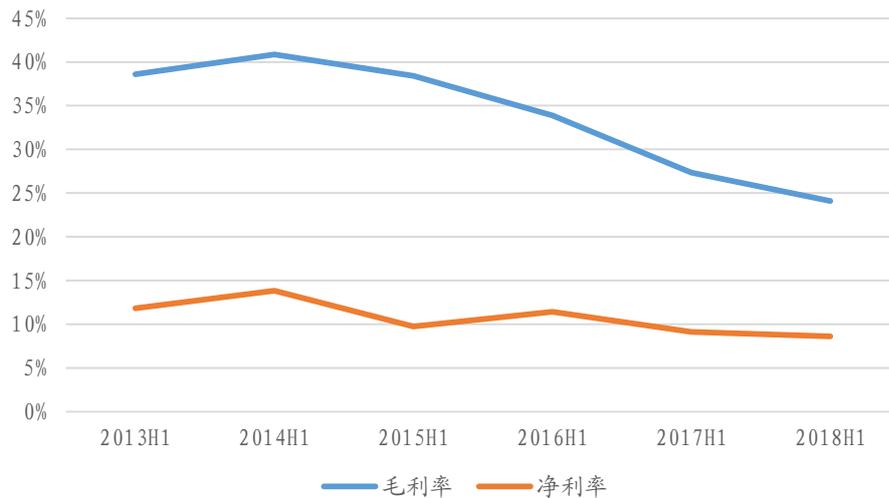
图 39: 13H1-18H1A 股互联网公司扣非后归母净利润与同比增幅



资料来源: Wind, 中原证券

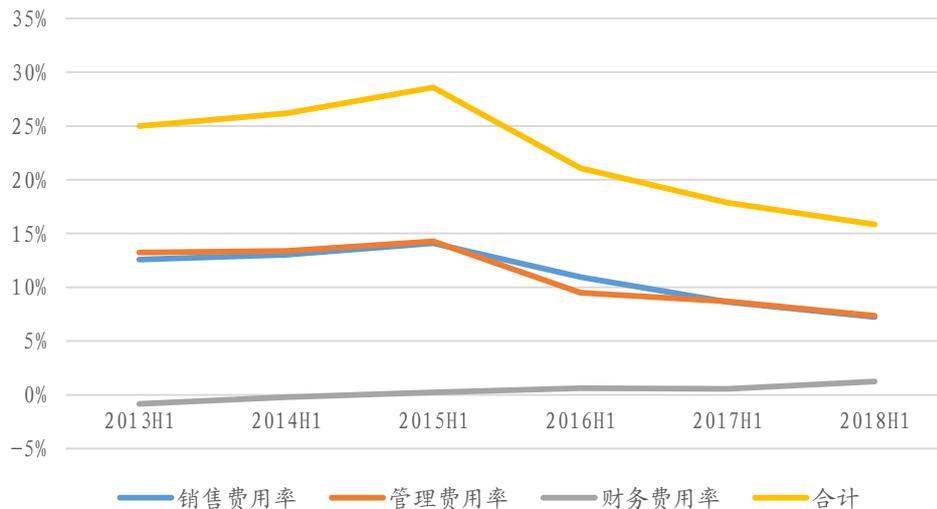
互联网板块毛利率持续下行，18 年 H1 毛利率为 24.11%，较 17 年同期下降 3.25 个百分点，净利率为 8.61%，较 17 年同期下降约 0.49 个百分点。三项费用率合计为 15.83%，同比下降 2.04 个百分点，其中管理费用率和销售费用率均下降超过 1 个百分点。

图 40: 13H1-18H1A 股互联网公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图 41: 13H1-18H1A 股互联网公司主要费率



资料来源: Wind, 中原证券

从单个公司经营业绩来看, 科达股份营业收入最高, 为 69.11 亿元; 迅游科技受并表狮之吼影响, 净利润和扣非后净利润涨幅均超过 230%以上; 视觉中国作为国内视觉版权行业龙头, 业绩增长快速, 实现净利润 1.37 亿元, 同比增长 43.26%。

表 7: A 股互联网公司 18 年 H1 业绩情况

证券简称	营业收入(百万 元)	营业收入增 幅 (%)	归母净利润(百 万元)	归母净利润增幅 (%)	扣非后归母净利润 (百万元)	扣非后归母净利 润同比增幅 (%)
科达股份	6,911.61	83.32	383.62	87.91	201.17	15.13
利欧股份	6,562.77	43.35	170.44	-46.57	116.53	-60.55
金科文化	1,379.87	111.60	553.81	171.28	549.41	173.59

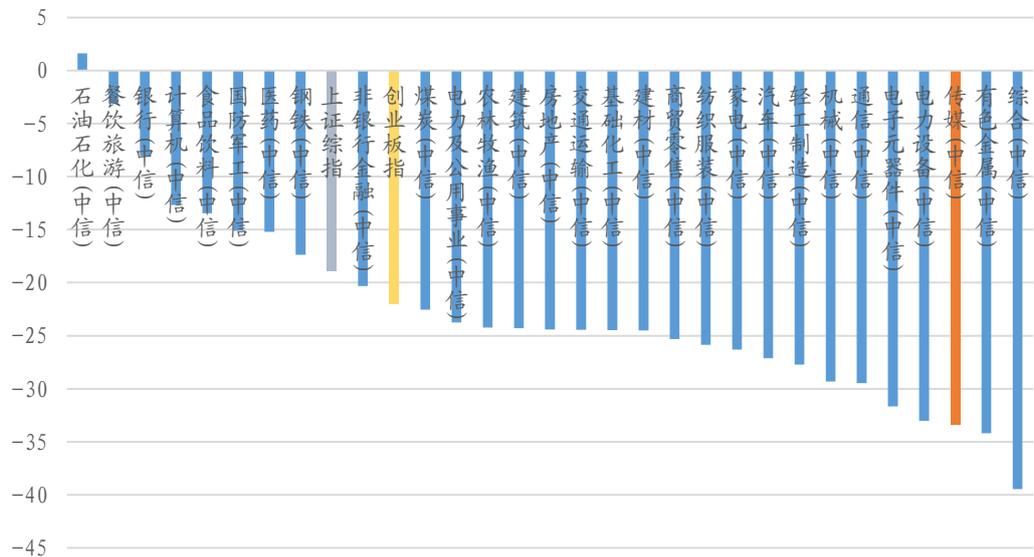
顺网科技	1,004.35	46.35	292.02	29.12	268.09	26.36
暴风集团	791.55	-4.21	-106.18	-775.22	-111.94	-6,016.64
腾信股份	651.97	-14.66	-48.62	-922.93	-49.69	-1,063.65
人民网	603.47	7.33	-23.24	18.78	-31.87	9.28
新华网	592.22	5.22	110.62	3.33	77.73	3.89
视觉中国	481.56	25.84	136.80	43.26	133.73	34.05
焦点科技	405.08	-35.79	33.65	1.86	13.55	-16.33
众应互联	387.72	141.15	106.88	29.64	106.25	94.40
迅游科技	353.90	309.84	103.67	236.70	102.79	288.25
顺利办	330.09	46.27	60.05	255.92	44.73	194.08
三六五网	227.38	1.03	51.23	6.49	42.23	11.88
三五互联	117.93	-25.43	15.58	-46.57	12.32	-56.32

资料来源: Wind, 中原证券

4. 投资建议

传媒板块自 18 年初开始持续低迷, 截止至 9 月 14 日收盘, 中信传媒指数下跌 33.41%, 位于中信 29 个行业分类中第 27 位, 跌幅居前, 跑输上证综指 14.5 个百分点, 跑输创业板指 11.38 个百分点。主要原因是: (1) 自 18 年以来, 受贸易战等外部环境影响, A 股大市处于较为疲弱状态。(2) 对于游戏、影视的监管持续收紧, 打压行业盈利能力以及投资者信心。

图 42: A 股各板块涨跌幅 (截止至 2018 年 9 月 14 日收盘)



资料来源: Wind, 中原证券

从动态市盈率角度看, 截止至 9 月 14 日, 传媒板块市盈率为 20.46 倍, 位于近 7 年来底部区间, 仅为 15 年峰值的 1/6。

图 43: 12 年-18 年 9 月 14 日传媒板块市盈率



资料来源: Wind, 中原证券

除了系统性因素之外，政策监管原因依然是压制板块反弹的重要因素之一，虽然整体下行空间较为有限，但板块反转信号仍需观察政策监管的情势和板块业绩的改善。因此建议以重个股的逻辑选取业绩增长良好以及具备护城河优势的个股。游戏板块建议关注上半年净利润排名前二的 A 股龙头三七互娱和完美世界；影视板块建议关注具备优秀影视项目生产能力的华策影视和光线传媒；广告营销建议继续关注电梯广告龙头分众传媒；互联网板块建议关注具备良好护城河以及业绩增长良好的视觉中国。

5. 风险提示

- 1、政策监管趋严
- 2、系统性风险
- 3、细分行业发展不及预期
- 4、行业竞争加剧

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。