

构造商誉减值新指标，衡量减值风险

——A股传媒行业商誉及商誉减值分析



事件：近期，证监会发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，强化商誉减值的会计监管，进一步规范上市公司商誉减值的会计处理及信息披露。

核心观点

- **商誉减值监管趋严，传媒行业商誉账面价值及减值金额位于前列。**本次《第8号文》对商誉减值的**严格性、合理性和披露详细程度**都做了不同程度的要求，商誉减值的会计监管趋严。我们总结各行业**商誉存量及占比、历史减值情况及占比**。无论从商誉的绝对值还是占总资产/净资产比重，或是商誉减值额及占净利润比重，传媒行业均在前列，**表现商誉减值风险较大**。从商誉账面价值角度，截止18年三季度，A股商誉账面价值总计14,252亿，其中**传媒行业商誉账面价值1,687亿**，占比11.8%，位列第一。从商誉减值角度，2017年A股商誉减值总额362亿，其中**传媒行业商誉减值62.6亿**，占比17.3%，商誉减值金额仅次于机械行业。
- **受宏观经济、监管及产品周期影响，游戏、营销等子行业商誉减值风险较大。****从商誉减值数量上看**，17年发生减值的公司中游戏行业共10家，占板块公司的40%；影视行业共8家，占板块公司44%。**从商誉账面价值上看**，截止2018年三季度，游戏行业商誉账面价值568.1亿，占传媒行业商誉账面价值的33.7%；营销行业商誉账面价值368.7亿，占传媒行业商誉账面价值的21.9%。**从商誉减值占净利润比例上看**，营销行业商誉减值占比高达38.8%（主要由于ST*巴士商誉减值较大所致，剔除后，商誉减值占比15.6%），游戏行业商誉减值占比达9.9%。综合来看，游戏和营销行业商誉减值风险较大。
- **构建“商誉账面价值/相关资产净利润”指标，衡量传媒重点公司减值风险，营销行业风险较大，游戏行业好于预期。**受宏观经济及消费增速下滑影响，广告行业承压，部分公司形成商誉子公司盈利表现欠佳。从营销行业龙头公司来看，除分众传媒外，蓝色光标、利欧股份、省广集团等公司商誉账面价值较大，且形成商誉子公司上半年盈利情况较差，共九家子公司存在“商誉减值风险”（相关指标大于10）。从游戏行业龙头公司来看，A股前9大游戏公司中存在相关风险的子公司较少，仅一家可能存在“商誉减值风险”（相关指标大于10），这主要由于游戏公司盈利能力较强，商誉多由并购重组时“借壳”游戏公司形成。

投资建议与投资标的

- 表现上看，除游戏、营销板块，传媒其他细分行业商誉风险较小。1) 再一进一步分析下，游戏行业尽管商誉账面价值最高（并购重组较多），**但实际形成商誉的子公司盈利能力强，商誉减值风险较小**，此外，随着版号放开预期增强及新一轮产品周期，行业有望迎来边际改善。建议关注：吉比特(603444，未评级)、游族网络(002174，未评级)、中文传媒(600373，买入)；2) 营销板块商誉减值风险较大，并且在宏观经济增速下行情况下明显承压，**建议关注细分行业景气度高、护城河深厚，商誉减值风险较小的公司**。建议关注：分众传媒(002027，买入)、视觉中国(000681，未评级)。

风险提示

- 宏观经济增速放缓、行业增速放缓

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A股
行业	传媒
报告发布日期	2018年11月30日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师	项雯倩 021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003
联系人	高博文 021-63325888-6089 gaobowen@orientsec.com.cn

目 录

1. 总体情况：商誉减值监管趋严，传媒行业存量靠前	4
1.1. 强化商誉减值的会计监管.....	4
1.2. 传媒行业商誉占比高，历史商誉减值量较大.....	5
2. 细分行业分析：游戏、营销商誉风险较大	7
2.1. 细分行业商誉占资产普遍偏高.....	8
2.2. 营销行业商誉减值明显，其他细分行业较高.....	9
3. 重点公司分析：营销风险较大，游戏好于预期	10
3.1. 营销行业：受宏观经济影响，公司标的存在减值风险.....	10
3.2. 游戏行业：实际减值风险远小于表观风险.....	11
3.3. 其他行业：并购标的较多，减值风险不确定.....	12
4. 投资建议与投资标的	13
风险提示	13

图表目录

表 1: 《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》主要内容.....	4
表 2: A 股各行业商誉及减值情况 (按 17 年商誉减值占比排序)	5
图 1: A 股各行业商誉账面价值 (18Q3, 亿)	6
图 2: A 股各行业商誉占比 (18Q3, %)	6
图 3: A 股各行业商誉减值金额 (2017, 亿)	6
图 4: A 股各行业商誉减值占比 (2017, %)	6
图 5: A 股传媒细分子行业发生商誉减值公司数 (2017) 及占比 (%)	7
图 6: A 股传媒细分子行业商誉账面价值 (18Q3)	8
图 7: A 股传媒细分子行业商誉减值 (2017)	8
表 3: 传媒细分子行业风险评估表	8
图 8: 传媒细分子行业商誉占总资产比例 (18Q3)	9
图 9: 传媒细分子行业商誉占净资产比例 (18Q3)	9
图 10: 传媒各细分行业商誉减值占净利润比例 (2017)	9
图 11: 传媒各细分行业“商誉减值/商誉账面价值”	9
表 4: A 股传媒营销行业重点公司商誉情况汇总	10
表 5: A 股传媒游戏行业重点公司商誉情况汇总	11
表 6: A 股传媒其他行业重点公司商誉情况汇总	12

1. 总体情况：商誉减值监管趋严，传媒行业存量靠前

1.1. 强化商誉减值的会计监管

近期，证监会发布《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，**强化商誉减值的会计监管**，进一步规范上市公司商誉减值的会计处理及信息披露，对商誉减值测试、信息披露和会计处理等多方面提出要求。

按照《企业会计准则第 20 号——企业合并》的规定，在非同一控制下的企业合并中，**购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额**，应当认为商誉。本次《第 8 号文》对商誉减值的**严格性、合理性和披露详细程度**都做了不同程度的要求，商誉减值的会计监管趋严。

- 1) **定期或及时进行商誉减值测试**：至少每年年终进行商誉减值，并且应当充分关注资产所处的宏观环境和行业环境；
- 2) **商誉分摊及减值测试的处理依据**：商誉需按照资产公允价值占比分摊；商誉减值中公允价值、现金流等预测应当具备合理性和充分证据支持；
- 3) **加强商誉减值的信息披露**：应在财务报告（季报、中报、年报）中披露商誉减值的关键信息，并且披露减值测试的过程与方法。

表 1：《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》主要内容

要点	主要内容
适用范围	上市公司、拟上市公司、新三板公司 等其他资本市场主体商誉减值事项的监管，参照本提示。
针对问题	旨在揭示 商誉后续计量环节 的有关会计监管风险。
会计处理及信息披露	（一） 定期或及时 进行商誉减值测试，并重点关注特定减值迹象；（至少每年年终进行商誉减值测试，充分关注资产的 宏观环境、行业环境 ，业绩补偿期间亦应进行商誉减值测试）
	（二） 合理将商誉分摊至 资产组或资产组组合进行减值测试；（确认商誉所在资产组或资产组合时，不应包括与商誉无关的不应纳入资产组的单独资产及负债；应充分考虑将商誉按资产组公允价值所占比例进行分摊）
	（三）商誉减值测试过程和会计处理，估计 资产组可收回金额 ；（可收回金额中预测公允价值、未来净现金流等预测应具备合理性、有充分证据支持）
	（四）商誉减值的信息披露；（应在财务报告中披露商誉减值相关关键信息；披露商誉减值金额时， 披露减值测试过程与方法 ；）
商誉减值事项审计	公司商誉账面价值占总资产、净资产比重越来越高，商誉减值风险随经济周期波动逐步显现。会计师事务所应高度重视相关风险，严格按照相关法律法规要求开展审计工作。
与商誉减值事项相关的评估	资产评估机构及其从业人员应按照相关法律法规要求勤勉执业。

资料来源：证监会，东方证券研究所

1.2. 传媒行业商誉占比高，历史商誉减值量较大

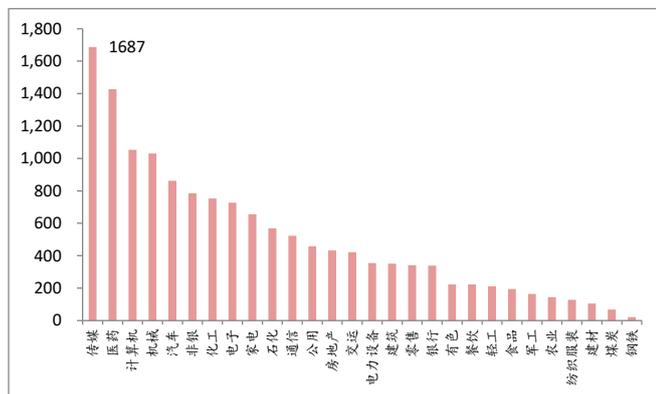
根据中信行业划分，我们总结各行业 **商誉存量及占比**、**历史减值情况及占比**。无论从商誉的绝对值还是占总资产/净资产比重，或是商誉减值额及占净利润比重，传媒行业均在前列，**表现商誉减值风险较大**。

表 2：A 股各行业商誉及减值情况（按 17 年商誉减值占比排序）

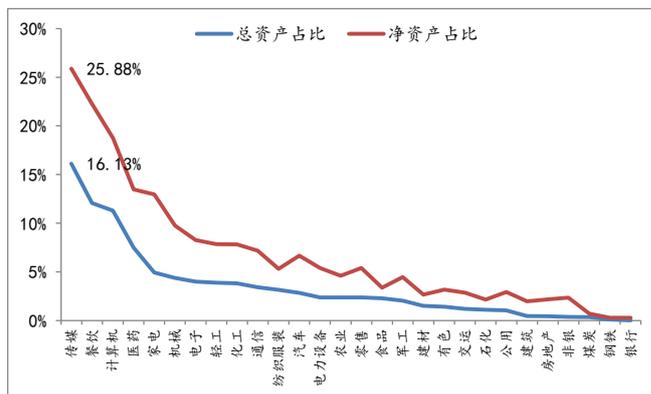
行业	18Q3 商誉 (亿)	18Q3 商誉占总资产比例 (%)	18Q3 商誉占净资产比例 (%)	17 年商誉减值额 (亿)	17 年商誉减值占净利润比例 (%)
传媒	1687	16.13%	25.88%	62.58	16.49%
机械	1030	4.37%	9.76%	69.66	11.84%
计算机	1053	11.30%	18.76%	27.68	7.06%
电子	728	4.00%	8.27%	31.14	4.79%
通信	523	3.42%	7.17%	16.27	4.28%
石化	569	1.12%	2.15%	37.09	3.04%
农业	144	2.38%	4.59%	4.46	2.28%
纺织服装	128	3.15%	5.31%	4.37	2.12%
医药	1427	7.49%	13.47%	22.40	1.94%
轻工	211	3.90%	7.84%	4.38	1.53%
军工	164	2.05%	4.47%	1.66	1.48%
化工	753	3.82%	7.82%	11.11	1.44%
餐饮	222	12.07%	22.27%	1.15	1.21%
建筑	351	0.46%	1.98%	14.26	0.90%
建材	106	1.52%	2.67%	3.84	0.90%
食品	195	2.30%	3.39%	6.24	0.71%
家电	655	4.94%	12.96%	5.16	0.66%
公用	457	1.04%	2.93%	6.16	0.63%
汽车	862	2.84%	6.68%	8.39	0.57%
电力设备	355	2.38%	5.40%	2.37	0.52%
零售	342	2.37%	5.41%	1.35	0.33%
房地产	432	0.44%	2.18%	6.23	0.29%
交运	422	1.20%	2.87%	3.68	0.27%
非银	784	0.37%	2.35%	8.12	0.25%
有色	223	1.41%	3.18%	0.87	0.21%
煤炭	69	0.36%	0.71%	1.67	0.16%
钢铁	21	0.12%	0.28%	0.08	0.01%
银行	339	0.02%	0.28%	0.00	0.00%

资料来源：wind，东方证券研究所

从商誉账面价值角度，截止 18 年三季度，A 股商誉账面价值总计 14,252 亿，其中**传媒行业商誉账面价值 1,687 亿**，占比 11.8%，位列 A 股所有细分行业第一位。传媒行业商誉账面价值占总资产比例 16.1%，占净资产比例 25.9%，远高于其他行业。

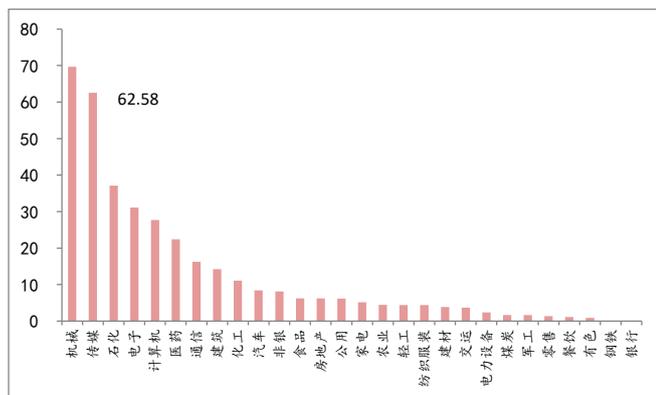
图 1：A 股各行业商誉账面价值（18Q3，亿）


资料来源：wind，东方证券研究所

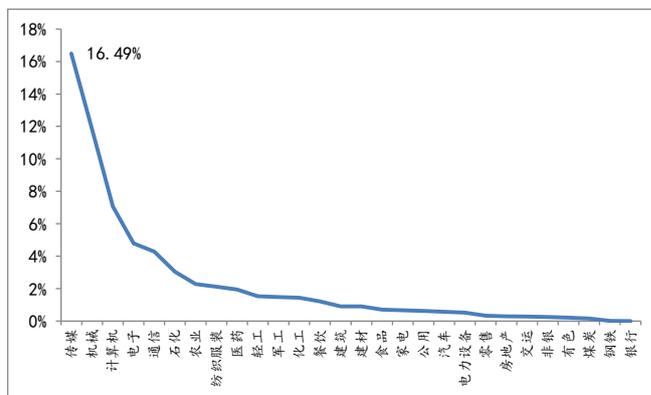
图 2：A 股各行业商誉占比（18Q3，%）


资料来源：wind，东方证券研究所

从商誉减值角度，2017 年 A 股商誉减值总额 362 亿，其中**传媒行业商誉减值 62.6 亿**，占比 17.3%，商誉减值金额仅次于机械行业。传媒行业商誉减值金额占 2017 年净利润比例高达 16%。

图 3：A 股各行业商誉减值金额（2017，亿）


资料来源：wind，东方证券研究所

图 4：A 股各行业商誉减值占比（2017，%）


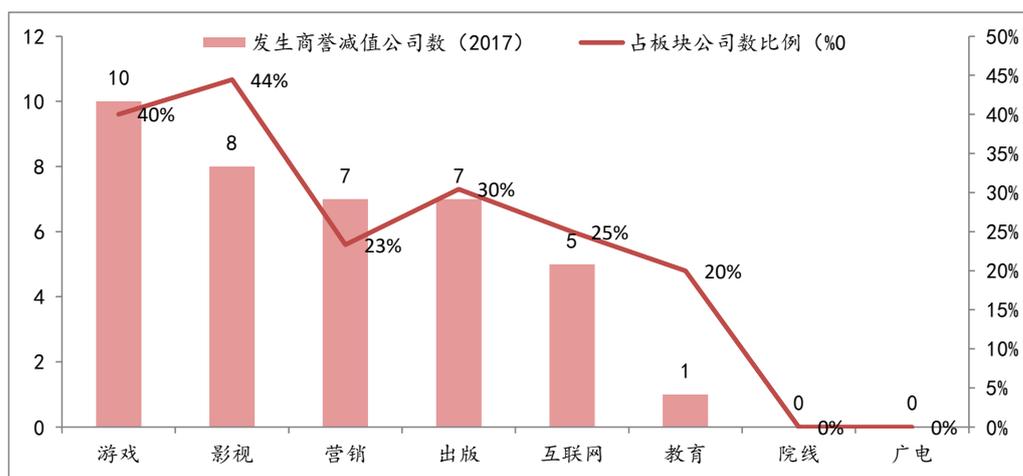
资料来源：wind，东方证券研究所

表现上看，**传媒行业商誉账面价值及商誉减值金额位列 A 股前列**，主要由于传媒行业中重组借壳及并购事件较多。随着商誉减值监管趋严及信息披露要求提高，**传媒行业公司存在着商誉减值增加的可能性**，接下来，我们将从细分行业和个股层面对风险进行深入分析。

2. 细分行业分析：游戏、营销商誉风险较大

受宏观经济、监管及产品周期影响，游戏、营销等子行业商誉减值风险较大。由于商誉减值测试普遍在年终，我们选取 2017 年传媒行业商誉减值情况进行分析。从 17 年发生减值的公司上看，游戏行业共 10 家，占板块公司的 40%；影视行业共 8 家，占板块公司 44%；营销行业共 7 家，占板块公司的 23%；出版行业共 7 家，占板块公司的 30%；互联网行业共 5 家，占板块公司的 25%；教育行业共 1 家，占板块公司 20%（以上标的选自中信传媒行业）。游戏、影视发生商誉减值数量和占比都远高于板块其他公司。

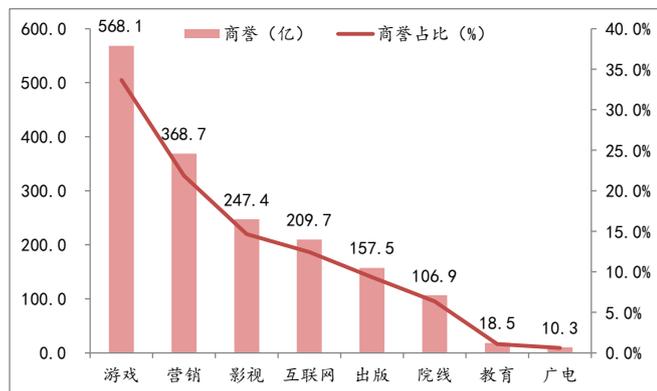
图 5：A 股传媒细分子行业发生商誉减值公司数（2017）及占比（%）



资料来源：wind，东方证券研究所

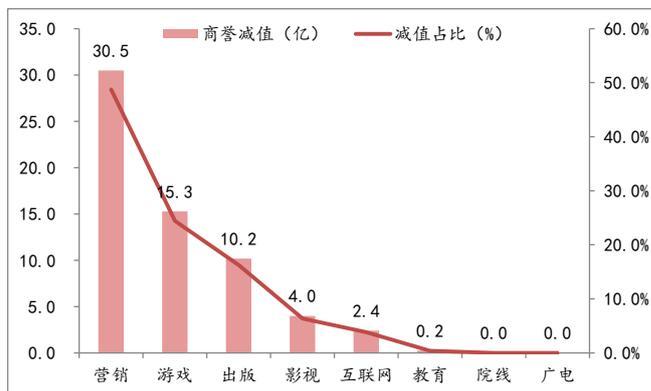
从商誉账面价值上看，截止 2018 年三季度，游戏行业商誉账面价值 568.1 亿，占传媒行业商誉账面价值的 33.7%；营销行业商誉账面价值 368.7 亿，占传媒行业商誉账面价值的 21.9%，主要由于板块并购重组数量较大。从商誉减值情况上看，2017 年营销行业商誉减值金额达 30.5 亿，减值占传媒行业总商誉减值额的 48.7%；游戏行业商誉减值金额达 15.3 亿，减值占传媒行业总商誉减值额的 24.4%；出版行业商誉减值金额达 10.2 亿，减值占传媒行业总商誉减值额的 16.3%。可以看到，商誉账面价值最高的游戏行业，商誉减值金额相对较低（商誉减值金额/商誉账面价值约 3%），而营销行业/出版行业占比较高（分别 8%/6%）。

图 6：A 股传媒细分子行业商誉账面价值（18Q3）



资料来源：wind，东方证券研究所（商誉占比为子行业占传媒行业商誉比例）

图 7：A 股传媒细分子行业商誉减值（2017）



资料来源：wind，东方证券研究所（商誉减值占比为子行业占传媒行业比例）

为了对行业内商誉风险进行更好衡量，我们选取**商誉占比**和**减值占比**作为衡量标准，从商誉风险由高至低分别为：营销（70.6 分）、游戏（58.1 分）、出版（25.6 分）、影视（21.1 分）、互联网（16.2 分）、教育（7.3 分）、院线（6.3 分）、广电（0.6 分）。

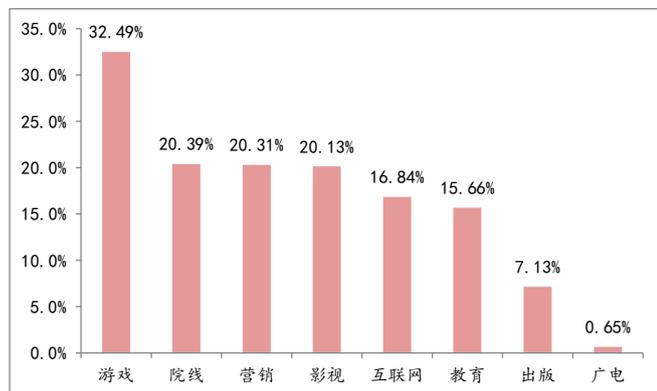
表 3：传媒细分子行业风险评估表

细分行业	游戏	营销	影视	互联网	出版	院线	教育	广电
商誉占比	33.7%	21.9%	14.7%	12.4%	9.3%	6.3%	1.1%	0.6%
减值占比	24.4%	48.7%	6.4%	3.8%	16.3%	0.0%	6.2%	0.0%
综合评分	58.1	70.6	21.1	16.2	25.6	6.3	7.3	0.6

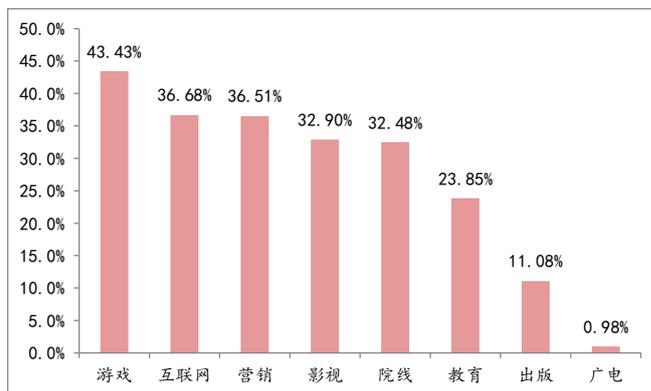
资料来源：wind，东方证券研究所（采用子行业商誉/减值占传媒行业商誉/减值的比例、减值占比*100 合计）

2.1. 细分行业商誉占资产普遍偏高

由于轻资产运营，传媒细分子行业商誉占总资产和净资产比例普遍偏高。商誉占总资产比例中，游戏行业占比最高，达 32.5%；营销/影视/院线商誉占比位于 20% 左右；教育及互联网行业分别占比 16.8% 和 15.7%；出版和广电行业占比较低，分别为 7.1% 和 0.7%。商誉占净资产比例中，游戏行业占比最高，达 43.4%；互联网/营销/影视/院线商誉占比均超 30%；教育和出版占比较小，分别为 23.9% 和 11.1%；广电行业商誉占比最低，仅 1.0%。

图 8：传媒细分子行业商誉占总资产比例（18Q3）


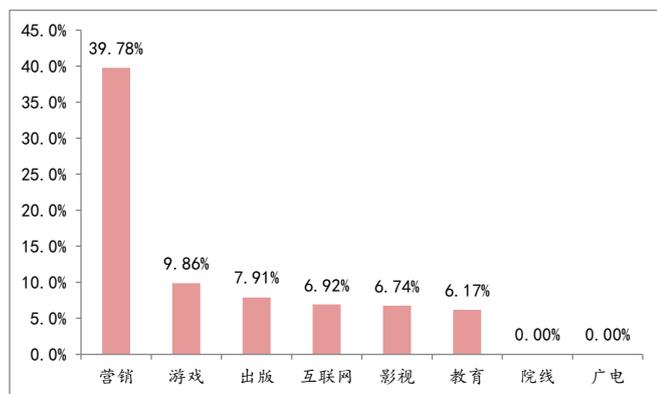
资料来源：wind，东方证券研究所

图 9：传媒细分子行业商誉占净资产比例（18Q3）


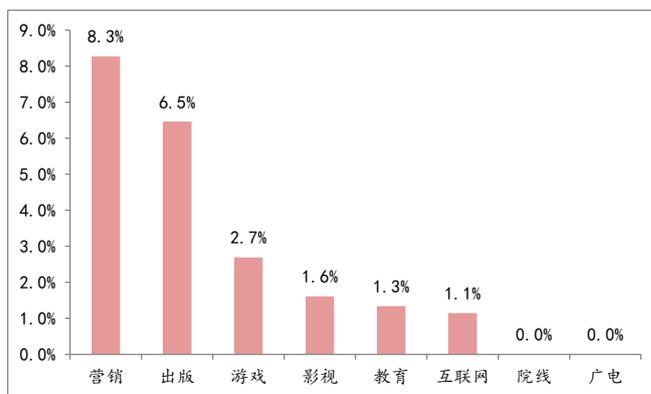
资料来源：wind，东方证券研究所

2.2. 营销行业商誉减值明显，其他细分行业较高

从减值占盈利角度，营销行业风险性最大，游戏行业盈利能力强，风险相对可控。从商誉减值占净利润比例上看，营销行业商誉减值占比高达 39.8%（主要由于 ST*巴士商誉减值较大所致，剔除后，商誉减值占比 15.6%），游戏行业商誉减值占比达 9.9%，出版/互联网/影视/教育商誉减值占比位于 6%-8%之间，院线和广电行业均未出现商誉减值。从“商誉减值/商誉账面价值”角度，营销行业仍位列第一，占比高达 8.3%，出版行业占比达 6.5%，值得注意的是，尽管游戏行业商誉账面价值最高，但其商誉减值比例相对较低，仅为 2.7%，商誉资产盈利能力仍较好。

图 10：传媒各细分行业商誉减值占净利润比例（2017）


资料来源：wind，东方证券研究所

图 11：传媒各细分行业“商誉减值/商誉账面价值”


资料来源：wind，东方证券研究所

经过我们分析，游戏和营销行业商誉减值风险较大。相比之下，游戏行业商誉账面价值最高，但资产质量和盈利能力相对较好。营销行业商誉账面价值高、历史减值额度大，商誉减值风险突出。

3. 重点公司分析：营销风险较大，游戏好于预期

商誉减值是指资产的可回收金额（公允价值或未来预期现金流折现）低于其账面价值所形成的价值减少。可回收金额受到未来盈利情况等影响，我们认为当期的盈利情况是商誉减值的重要依据之一，也是必要非充分条件。我们选取“相关标的商誉/相关公司年净利润”作为衡量指标（选取 2018 年年化净利，以中报净利润*2 估计），其数值比例小于 5，则基本无风险；其数值位于 5 至 10 之间，则风险较小；其数值大于 10，则填写具体数值（由于仅表示当期情况，未来盈利可能好转，并不意味商誉减值）。我们选取商誉风险较大的细分行业——营销、游戏，对重点公司进行分析。

衡量指标的说明：衡量商誉减值主要由可回收金额（公允价值与现金流折现孰高计）与账面价值相比较确认，而现金流折现存在较多假设预期，外部人员较难做出衡量，而公允价值可以与商誉账面价值&净资产合计相比较，公允价值是否高于“商誉账面&净资产”的必要非充分条件。根据我们统计 13-17 年传媒行业并购评估增值率，由于传媒行业属于轻资产行业，并购时增值率普遍较高，中位数位于 1000%（净资产与商誉相比较小，处理时忽略）。我们采用较为严格的衡量方法，用“相关标的商誉/相关公司年净利润”（商誉相关标的 18 年 PE）与沪深 300 指数动态市盈率比较（当前约为 10 X），衡量其账面价值是否高于公允价值，1) 大于 10 倍，即假设净利润平稳、不考虑折现的情况下，10 年以上回收投资额，填写具体数值；2) 同理，5-10 倍之间，风险较小；3) 5 倍以下，基本无风险，假设净利润平稳、不考虑折现的情况下，5 年可以回收投资额。

3.1. 营销行业：受宏观经济影响，公司标的存在减值风险

受宏观经济及消费增速下滑影响，广告行业承压，部分公司形成商誉子公司盈利表现欠佳。从营销行业龙头公司来看，除分众传媒外，蓝色光标、利欧股份、省广集团等公司商誉账面价值较大，且形成商誉子公司上半年盈利情况较差，可能存在着商誉减值风险。

表 4：A 股传媒营销行业重点公司商誉情况汇总

公司	商誉 (2018Q3)	被投单位或 形成商誉事项	商誉构成净额 (2018H1)	相关公司净利 (18H1)	减值风险评估
分众传媒	1.49 亿	楼宇屏幕媒体	1.15 亿	-	基本无风险
		LG Uplus Corp	950 万	-	
		Focus Media Korea	0.24 亿	-	
蓝色光标	47.14 亿	多盟智胜网络	14.48 亿	6137 万	11.8
		Vision 7	8.75 亿	423 万	103
		山南东方博杰广告	6.57 亿	5539 万	风险较小
		Madhouse	3.85 亿	6224 万	基本无风险
		We Are Very Social	3.49 亿	-	不确定
		北京今久广告	3.17 亿	-	不确定
		精准阳光传媒	1.29 亿	-	不确定
		北京恩恩客	1.12 亿	3428 万	基本无风险
利欧股份	37.40 亿	江苏万圣伟业	17.24 亿	1.3 亿	风险较小
		北京微创时代	6.83 亿	3391 万	10.1
		上海智趣广告	5.99 亿	492 万	60.9
		上海漫酷广告	3.25 亿	3039 万	风险较小

		银色琥珀文化传播	1.72 亿	170 万	50.6
		上海氩氟广告	1.05 亿	810 万	风险较小
省广集团	20.50 亿	上海晋拓文化	6.18 亿	1410 万	21.9
		上海传漾广告	5.20 亿	276 万	94.2
		上海拓畅信息技术	4.38 亿	1503 万	14.6
		上海韵翔广告	2.26 亿	1759 万	风险较小
		上海恺达广告	1.47 亿	-534 万	-

资料来源: wind, 东方证券研究所 (我们定义“商誉/相关公司净利润 (年化估计)”值 <5, 基本无风险; 5-10 之间, 风险较小; >10, 可能存在风险)

3.2. 游戏行业: 实际减值风险远小于表观风险

尽管游戏行业商誉账面价值较高, 由于商誉相关公司盈利能力较好, 商誉减值风险较小。我们统计 A 股前 9 大游戏公司中存在相关风险的子公司较少, 这主要由于游戏公司盈利能力较强。以三七互娱为例, 截止 18 年三季度, 公司商誉账面价值 25.40 亿, 其中 15.8 亿来自于上海三七互娱, 即重组时收购公司, 实际为公司游戏业务运营主体, 18H1 净利润 8.96 亿, “商誉账面价值/年净利润”仅为 0.88 X, 并不存在商誉减值风险; 子公司上海墨鹍由于《择天记》延期上线, 17 年未达预期导致商誉减值。**整体上看, A 股游戏龙头公司商誉账面价值多由核心业务组成, 盈利能力较为稳定, 实际风险远小于表观风险。**

表 5: A 股传媒游戏行业重点公司商誉情况汇总

公司	商誉 (2018Q3)	被投单位或形成商誉事项	商誉构成净额 (2018H1)	相关公司净利 (18H1)	减值风险评估
完美世界	8.68 亿	天津同心影视传媒	6.98 亿	-	不确定
		Global Inter Serv	1.11 亿	-	不确定
三七互娱	25.40 亿	上海三七互娱	15.78 亿	8.96 亿	基本无风险
		上海墨鹍	9.60 亿	承诺业绩 1.68 亿	由于《择天记》延期, 17 年商誉减值
游族网络	9.73 亿	广州掌淘	5.30 亿	18 年上半年收入 0.7 亿, 毛利率 94%	基本无风险
		Bigpoint	4.43 亿	5669 万	基本无风险
吉比特	381 万	雷霆科技	381 万	2.20 亿	基本无风险
掌趣科技	53.92 亿	北京天马时空	25.98 亿	2.06 亿	风险较小
		北京玩蟹科技	15.28 亿	6745 万	11.3
		海南动网先锋	6.67 亿	-	不确定
		上游信息科技	5.96 亿	-	不确定
世纪华通	70.72 亿	点点开曼	52.04 亿	5.06 亿	风险较小
		天游软件	7.59 亿	-	不确定
		七酷网络	7.44 亿	1.11 亿	基本无风险
		厦门趣游	2.93 亿	-	不确定
恺英网络	29.92 亿	浙江盛和	20.82 亿	1.98 亿	风险较小
		浙江九翎	8.97 亿	前三月 5730 万	基本无风险
中文传媒	24.38 亿	智明星通	24.38 亿	4.08 亿	基本无风险

昆仑万维	15.35 亿	闲徕互娱	9.56 亿	5.64 亿	地方棋牌 存在一定政策风险
		Grindr LLC	5.79 亿	—	不确定

资料来源：wind，东方证券研究所

3.3. 其他行业：并购标的较多，减值风险不确定

传媒其他行业重点公司中并购标的较多，减值风险并不确定。我们亦选取传媒其他细分行业中公募持仓较多、商誉价值较大的上市公司，由于并购标的较多，相关公司盈利情况披露并不详细，无法做出进一步判断。以奥飞娱乐为例，截止 18 年三季度，商誉账面价值 29.4 亿，由 7 家子公司形成，除 Baby Trend 披露盈利情况外（18 年上半年盈利 3680 万，对应商誉 4.74 亿，风险较小），其他子公司均未披露详细盈利情况，减值风险有待进一步确认。

表 6：A 股传媒其他行业重点公司商誉情况汇总

公司	商誉 (2018Q3)	被投单位或 形成商誉事项	商誉构成净额 (2018H1)	相关公司净利 (18H1)	减值风险评估
视觉中国	13.83 亿	反向收购合并商誉	9.24 亿	—	基本无风险
		亿迅资产组	1.78 亿	—	即将剥离
		500 PX	1.18 亿	—	不确定
立思辰	40.52 亿	北京康邦科技	15.1 亿	2411 万	31.3
		中文未来教育科技	4.73 亿	2086 万	11.3
		上海叁陆零教育投资	3.23 亿	1186 万	13.6
		百年英才	2.57 亿	855 万	15.0
		江南信安	3.57 亿	—	不确定
		北京敏特昭阳	3.28 亿	—	不确定
奥飞娱乐	29.43 亿	资讯港管理	4.88 亿	—	不确定
		北京爱乐游信息	3.50 亿	—	不确定
		上海方寸	2.80 亿	—	不确定
		Baby Trend	4.74 亿	3680 万	风险较小
		四月星空	8.28 亿	—	不确定
		东莞金旺儿童用品	1.78 亿	—	不确定
		Funny Fulx	2.25 亿	—	不确定

资料来源：wind，东方证券研究所

通过我们构建“商誉账面价值/相关公司年净利润”指标进行衡量，我们进一步发现，营销行业重点公司商誉减值风险较大，而游戏行业重点公司由于商誉相关公司盈利能力较强，实际商誉减值风险较小。

4. 投资建议与投资标的

表现上看，除游戏、营销板块，传媒其他细分行业商誉风险较小。1) 再一进一步分析下，游戏行业尽管商誉账面价值最高（并购重组较多），但实际形成商誉的子公司盈利能力强，商誉减值风险较小，此外，随着版号放开预期增强及新一轮产品周期，行业有望迎来边际改善。建议关注：吉比特(603444，未评级)、游族网络(002174，未评级)、中文传媒(600373，买入)；2) 营销板块商誉减值风险较大，并且在宏观经济增速下行情况下明显承压，建议关注细分行业景气度高、护城河深厚，商誉减值风险较小的公司。建议关注：分众传媒(002027，买入)、视觉中国(000681，未评级)。

风险提示

- 宏观经济放缓

宏观经济增速放缓对传媒行业整体增速有一定影响，可能进一步导致形成商誉公司业绩不达预期。

- 行业增速放缓

受行业增速放缓影响，相关标的资产盈利能力恶化，存在商誉减值计提风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有分众传媒(002027)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

