

传媒

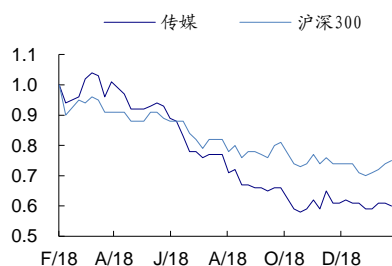
传媒行业 2 月投资策略

中性

(维持评级)

2019 年 02 月 01 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《行业重大事件快评: 多闪: 醉翁之意不在酒?》——2019-01-21
- 《电影行业动态: 历年春节档复盘兼 2019 春节档前瞻: 影片上映集中, 高基数下档期票房增速或将放缓》——2019-01-21
- 《行业重大事件快评: 游戏版号审核重启, 期待景气度持续回升》——2019-01-04
- 《传媒行业 2019 年投资策略: 不破不立, 边际向好》——2018-12-26
- 《AI 系列专题报告: 字节跳动: AI 时代互联网新贵》——2018-11-28

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160  
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

联系人: 董博雄

电话: 010-88005318  
E-MAIL: dongboxiong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

持续推荐游戏板块, 关注春节档主题机会

● 市场层面: 2018 至今传媒板块持续走低, 基金配置进一步下降

2018 年传媒板块整体下跌, 估值已到达历史底部。2018 年, 传媒板块 (中信) 整体下跌 38.9%, 跑输沪深 300 (-25.30%), 跑输创业板指 (-28.65%); 在中信一级 29 个板块中, 传媒板块排名倒数第 4 位。2019 年 1 月, 传媒板块 (中信) 整体下跌 0.1%, 跑输沪深 300 (6.1%), 跑输创业板指 (-0.6%); 在中信一级 29 个板块中, 传媒板块排名倒数第 6 位。目前传媒板块估值水平 (PE-TTM) 为 19 倍, 2018 年板块整体动态市盈率为 17 倍。相对 TMT 乃至制造业等行业仍有明显差距。与中信一级子板块的各个行业相比较, 传媒板块 TTM-PE 显著低于 TMT 成长板块通信、计算机板块, 同时亦低于机械、国防军工等制造业板块。

Q4 板块配置进一步下降, 细分板块分化显著。2018Q4 传媒板块 (中信) 公募基金重仓市值为 150.66 亿元, 较 2018Q3 环比下降 35.94%。重仓比例方面, 2018Q4 传媒板块重仓比例为 1.98%, 至 2013Q2 以来新低, 2018Q4 传媒板块占 A 股整体市值比重为 2.97%, 传媒持仓占比低于传媒占 A 股整体市值比重 0.99pct。

● 业绩层面: 业绩预告喜忧参半, 商誉减值纷至沓来

2018 年度传媒公司业绩预告: 板块业绩趋衡, 超五成公司业绩同比上升。截至 2019 年 1 月 27 日, 国信传媒股票池 130 家公司中已经披露年度业绩预告的公司为 48 家。业绩预计上升的有 25 家 (占比 52%), 其中有 6 家公司业绩增速 >100%, 7 家公司业绩增速在 30%-100% 之间, 12 家公司业绩增速在 0%~30% 之间。

谨防商誉减值风险。1) 2014-2015 年间传媒行业出现并购高峰, 基于 3-5 年对赌期, 2018 年对赌开始大规模到期, 同时叠加影视、游戏行业处于阶段性下行周期且大多数领域属于轻资产行业、对管理团队的依赖性较为明显, 在收购到期后被收购标的经营稳定性面临考验, 商誉减值风险逐渐暴露; 2) 中长期来看, 商誉监管力度加强一方面有效约束并购路径, 提升并购质量, 促进传媒板块长期良性发展; 另一方面相关公司商誉若得到有效计提, 也有助于解决板块一直以来悬而未决的商誉风险, 有助于降低传媒板块相关投资风险。

● 投资建议: 把握春节档主题投资机会, 关注游戏板块情绪回暖

1) 连续三年超跌之后, 板块客观上具备向上可能。关注春节档影片上映的主题性投资机会 (北京文化、光线传媒、万达电影、横店影视), 及前期受政策压制明显、现期版号审批常态化的游戏板块 (三七互娱、游族网络); 同时从防风险的角度建议关注国有出版板块; 同时继续推荐市场格局良好、具备持续成长能力的视觉中国、芒果超媒等标的; 2) 中长期关注 AI、大数据、5G 在文娱互联网等领域应用所带来的投资机会。我们的一月投资组合视觉中国/中南传媒本月涨幅为 -1.5%/4.8%, 表现优于创业板 (-2.0%) 与传媒指数 (-7.4%)。本月投资组合为视觉中国/光线传媒/三七互娱。

● 风险提示: 谨防商誉减值致业绩承压的风险; 关注政策风险、流动性风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
000681	视觉中国	买入	24.90	17,440	0.57	0.73	44.0	33.9
300251	光线传媒	增持	8.61	25,258	0.81	0.31	10.6	28.0

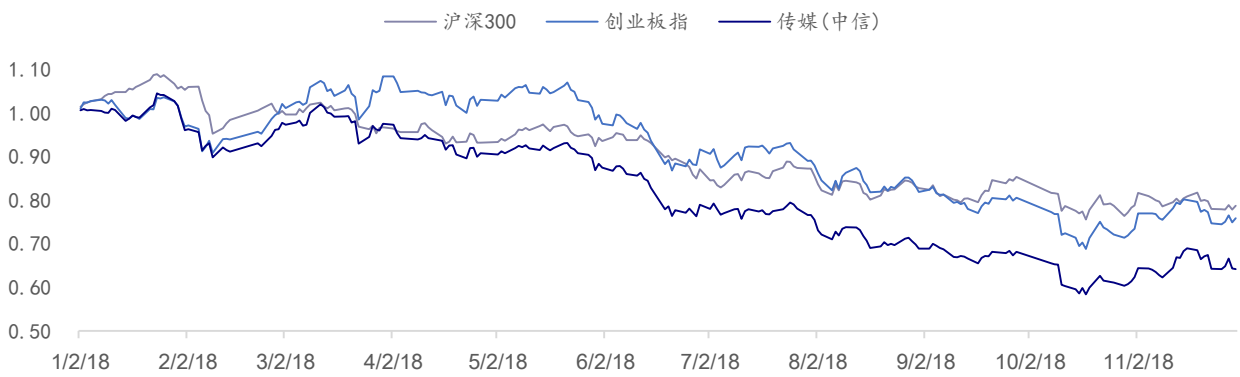
002555 三七互娱 增持 10.45 22,205 0.78 0.92 13.5 11.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 2018 年回顾：估值及机构配置处于历史底部

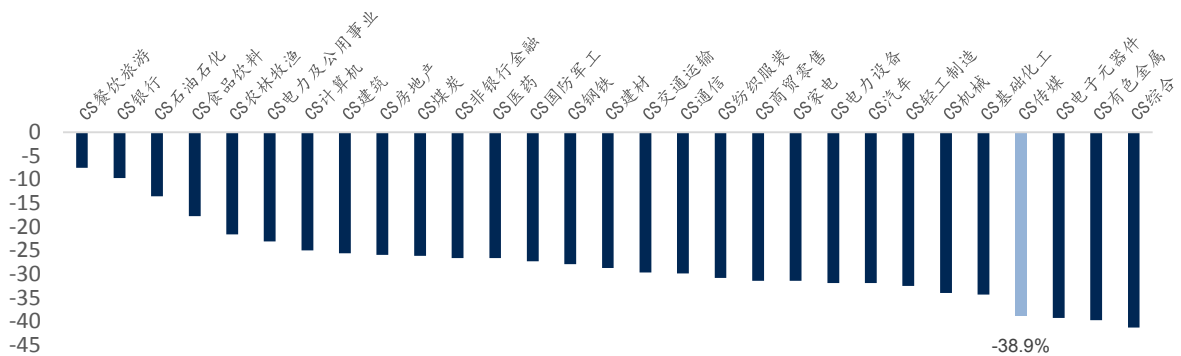
1) 2018 年，传媒板块（中信）整体下跌 38.9%，跑输沪深 300（-25.3%），跑输创业板指（-28.7%）；在中信一级 29 个板块中，传媒板块排名倒数第 4 位。2) 2019 年 1 月，传媒板块（中信）整体下跌 0.1%，跑输沪深 300（6.1%），跑输创业板指（-0.6%）；在中信一级 29 个板块中，传媒板块排名倒数第 6 位。

图 1：2018 年传媒板块与重要指数涨跌幅情况



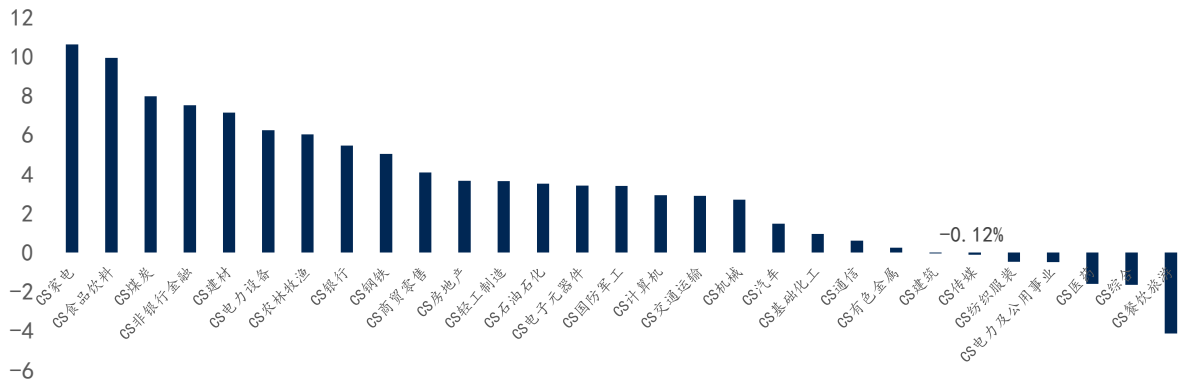
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中信一级行业 2018 年涨跌幅排序（按市值加权平均）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

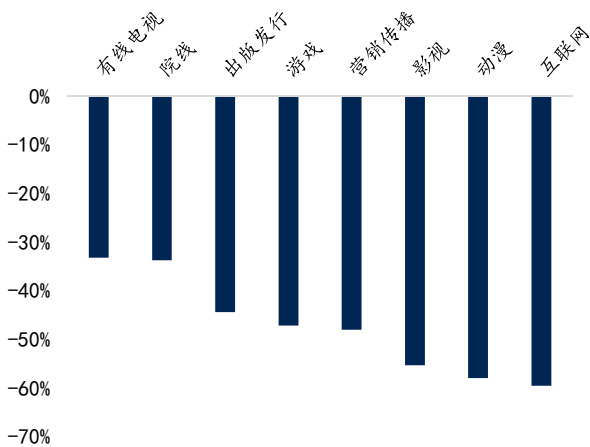
图 3：中信一级行业 2019 年 1 月涨跌幅排序（按市值加权平均）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**传媒板块普遍下跌，2018 年仅 7 家公司股价实现上涨。**2018 年，出版局收紧游戏版号审批，8 月末教育部、国家新闻出版署等八部门联合印发了《综合防控儿童青少年近视实施方案》，指出应“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量”，互联网手游受到较大冲击。国内互联网人口红利殆尽，导致互联网板块显著下行，2018 年全年下跌 60%。有线电视、院线、出版发行、游戏、营销传播、影视及动漫板块全年涨跌幅分别为-33%、-34%、-44%、-47%、-48%、-55%及-58%。平治信息、芒果超媒、上海钢联、视觉中国、元隆雅图、东方财富、凤凰传媒成为传媒板块仅有的在 2018 全年实现上涨的标的，平均涨幅为 19.61%。另外，乐视网下跌最大，跌幅达到-83.76%。

图 4：2018 年传媒各细分板块涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1：传媒行业全年涨跌幅 TOP 标的

序号	证券代码	证券简称	区间涨跌幅
涨幅榜	1	300571.S Z	平治信息 41.73%
	2	300413.S Z	芒果超媒 24.13%
	3	300226.S Z	上海钢联 21.41%
	4	000681.S Z	视觉中国 19.77%
	5	002878.S Z	元隆雅图 17.96%
	6	300059.S Z	东方财富 12.28%
	7	601928.S H	凤凰传媒 0.42%
		平均涨幅	19.61%

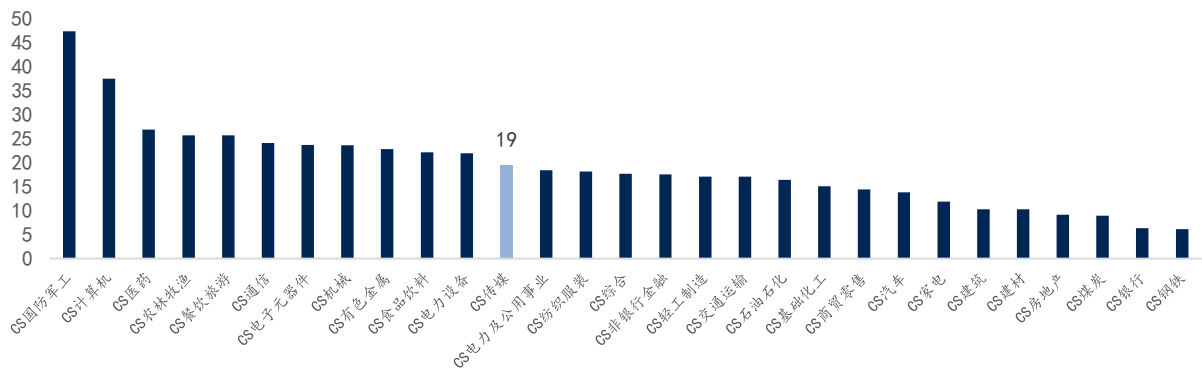
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**2) 估值处于底部：**目前传媒板块估值水平 (PE-TTM) 乐视网 19 倍，2018 年板块整体动态市盈率为 17 倍。

横向比较，传媒估值相对 TMT 乃至制造业等行业仍有明显差距。与中信 9 个电子板块的各个行业相比较，传媒板块 TTM-PE 显著低于 TMT 成长板块通信、计算机板块，同时亦低于机械、国防军工等制造业板块，在传媒一级板块中排名第 17 位。

4	002517.S Z	恺英网络	-74.73%
5	002445.S Z	全球视野 ST 中南	-74.10%
		平均	-78.13%

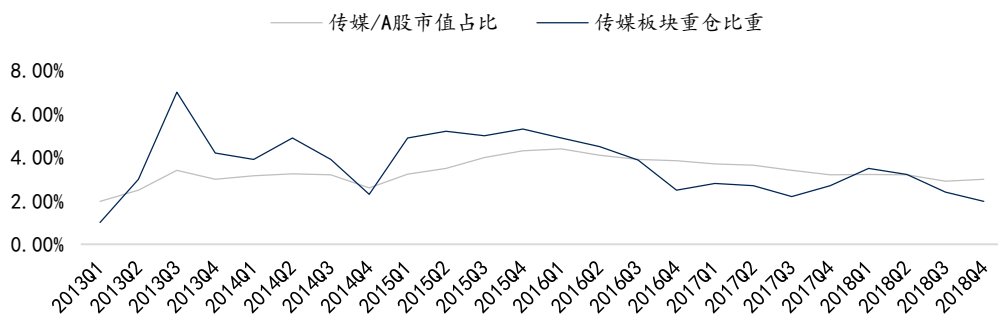
图 5: 传媒板块与中信一级板块 TTM 市盈率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

传媒板块基金重仓持仓市值及占重仓比重环比下降。2018Q4, 传媒板块(中信)公募基金重仓市值为 150.66 亿元, 相比于 2018Q3 的 235.17 亿元环比下降 35.94%。在重仓比例方面, 2018Q4 传媒板块重仓比例为 1.98%, 达到 2013Q2 以来的新低水平, 2018Q4 传媒板块占 A 股整体市值比重为 2.97%, 传媒板块持仓占比低于传媒板块占 A 股整体市值比重 0.99pct。传媒板块持仓总市值环比下降主要受分众传媒基金减仓影响, 剔除分众传媒影响后传媒板块持仓总市值环比变化较小。

图 6: 2013Q1-2018Q4 中信一级传媒板块重仓比重及传媒/A 股市值占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018Q4, 国信传媒股票池基金持股总量相对于 2018Q3 大幅下降。2018Q4, 国信传媒股票池基金持股总量为 16.08 亿股, 相比于 2018Q3 减少 8.54 亿股, 占 2018Q3 重仓持股总量的比重为 34.69%。季报持股变动数量排名第一的为东方财富, 2018Q4 其季报持仓增加 3132.85 万股, 基金持股总量为 50833.28 万股。分众传媒季报持股数量下降最多, 持仓减少 2628.62 万股, 持股总量为 41851.12 万股。慈文传媒、中南传媒、恒信东方、光线传媒等传媒龙头个股 18Q4 基金持仓数量均有所下降。

表 2: 2018Q4 传媒板块基金重仓季报持股变动 Top10

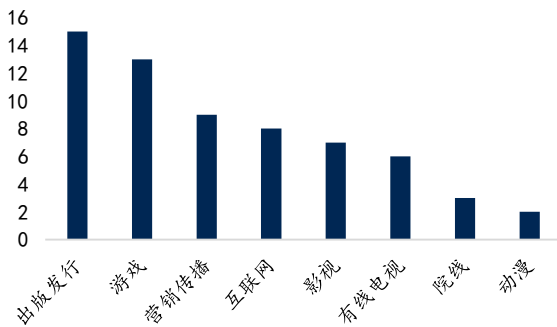
排名	公司名称	季报持仓变动 (万股)	持股总市值 (万元)	持股总量 (万股)
1	东方财富	3132.85	615082.72	50833.28
2	分众传媒	-2628.62	219299.86	41851.12
3	视觉中国	778.81	186034.64	7977.47
4	芒果超媒	445.11	307145.57	8298.99
5	慈文传媒	-321.28	41087.07	4555.11

6	完美世界	317.78	184114.22	6610.92
7	中南传媒	-303.26	48416.30	3873.30
8	恒信东方	-274.33	6047.53	679.50
9	光线传媒	-242.67	28959.77	3810.50
10	新经典	235.58	103847.25	1682.55

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

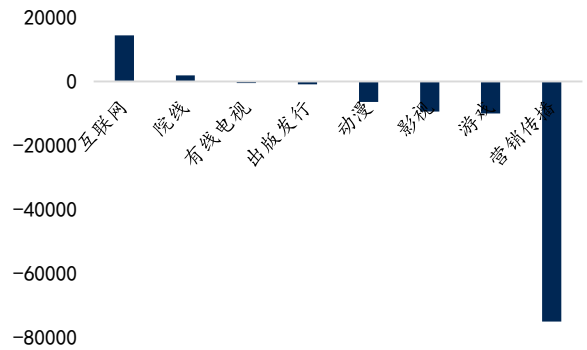
**板块分析:** 行业内部配置意愿普遍下降, 细分板块分化显著。2018Q4, 国信传媒股票池 130 只股票中, 公募基金持股个数为 63 只, 较 2018Q3 减少 6 只 (2018Q3 传媒板块重仓股票数为 69 只)。行业内部分化显著, 出版发行板块公募基金持仓数量最多达 15 只, 达到 1.23 亿股。受分众传媒机构减仓影响, 营销传播持仓下降最大, 较 18Q3 减少 7.52 亿股。此外, 有线电视、出版发行等板块持仓量较为稳定。

图 7: 2018Q4 各板块基金持仓股票数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2018Q4 各板块持仓变动 (万股)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**持有基金数最多的 10 家公司为:** 东方财富, 万达电影, 芒果超媒, 分众传媒, 完美世界, 游族网络, 视觉中国, 中文传媒, 新经典, 吉比特。

**持股总量最多的 10 家公司为:** 东方财富, 分众传媒, 芒果超媒, 视觉中国, 完美世界, 慈文传媒, 万达电影, 中南传媒, 光线传媒, 游族网络。

**持股总市值最多的 10 家公司为:** 东方财富, 芒果超媒, 分众传媒, 视觉中国, 完美世界, 上海钢联, 新经典, 万达电影, 游族网络, 中南传媒。

**持股占流通股比例最高的 10 家公司为:** 芒果超媒, 新经典, 视觉中国, 上海钢联, 完美世界, 东方财富, 慈文传媒, 元隆雅图, 分众传媒, 吉比特。

表 3: 2018Q4 国信传媒股票池基金持股情况

排名	公司	持有基金数	公司	持股总量 (万股)	公司	持股总市值 (亿元)	公司	持股占流通股比例 (%)
1	东方财富	241	东方财富	50833.28	东方财富	615082.72	芒果超媒	40.35
2	万达电影	88	分众传媒	41851.12	芒果超媒	307145.57	新经典	31.21
3	芒果超媒	81	芒果超媒	8298.99	分众传媒	219299.86	视觉中国	25.70
4	分众传媒	79	视觉中国	7977.47	视觉中国	186034.64	上海钢联	15.36
5	完美世界	79	完美世界	6610.92	完美世界	184114.22	完美世界	13.56
6	游族网络	53	慈文传媒	4555.11	上海钢联	106131.17	东方财富	12.24
7	视觉中国	49	万达电影	3910.62	新经典	103847.25	慈文传媒	11.33



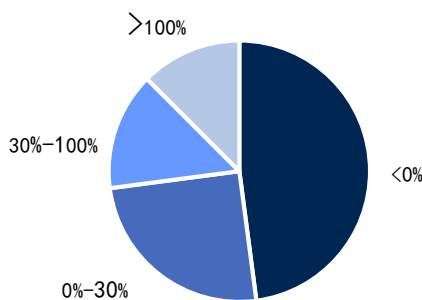
8	中文传媒	32	中南传媒	3873.30	万达电影	85368.81	元隆雅图	11.10
9	新经典	32	光线传媒	3810.50	游族网络	57080.24	分众传媒	6.01
10	吉比特	30	游族网络	3070.48	中南传媒	48416.30	吉比特	5.63
11	凤凰传媒	26	凤凰传媒	2723.17	慈文传媒	41087.07	广博股份	4.81
12	中国电影	22	上海钢联	2331.02	吉比特	34399.05	游族网络	4.80
13	中南传媒	22	蓝色光标	1996.02	光线传媒	28959.77	横店影视	2.72
14	光线传媒	20	歌华有线	1802.29	中文传媒	23240.63	中国电影	2.68
15	上海钢联	14	广博股份	1800.00	中国电影	21695.93	万达电影	2.29
16	慈文传媒	13	中文传媒	1786.37	凤凰传媒	21621.93	中南传媒	2.16
17	山东出版	12	新经典	1682.55	歌华有线	15481.65	恒信东方	2.15
18	中原传媒	11	中国电影	1515.08	元隆雅图	10284.54	山东出版	2.12
19	长江传媒	11	捷成股份	1368.91	蓝色光标	8662.74	光线传媒	1.38
20	横店影视	10	山东出版	907.06	广博股份	7416.00	中文传媒	1.30

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 2018 年度业绩预告分析--板块业绩趋衡, 超五成公司 业绩预告同比上升

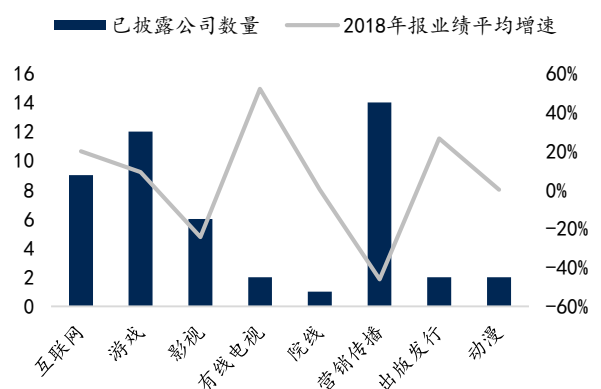
**整体情况:** 传媒板块业绩预计上升公司超五成。截至 1 月 28 日, 国信传媒股票池 130 家公司中已经披露年度业绩预告的公司为 48 家。业绩预计上升的有 25 家 (占比 52%), 其中有 6 家业绩同比增幅 >100%, 包括电广传媒、省广集团、华斯股份等; 7 家公司业绩同比增幅在 30%-100% 之间, 包括顺利办、艾格拉斯、游族网络等; 12 家公司业绩同比增幅在 0%~30% 之间, 包括世纪华通、宝通科技等。

图 9: 52 家传媒公司 18 年报预告业绩同比增速分布



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 传媒各板块 2018 年报业绩增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**分板块角度:** 板块内部业绩分化明显。2018Q4, 影视板块业绩增速为-24.37%, 在已经披露业绩预告的 6 家公司中, 仅有 1 家预计实现利润同比增长; 在营销板块已经披露业绩预告的 14 家公司中, 有 9 家预计实现利润同比增长; 互联网板块业绩平均增速为 19.80%, 有 5 家业绩实现同比增长; 游戏板块业绩平均增速为 9.13%; 院线板块仅万达电影一家公司披露业绩预告, 业绩增速中值为 0%; 有线电视板块仅有电广传媒及天威视讯两家公司披露了 2018 年度业绩预告, 其中天威视讯业绩略减, 电广传媒业绩预告中值为 118.85%; ; 出版发行板块有粤传媒及平治信息两家公司披露了 2018 年度业绩预告, 其中粤传媒业绩预减, 平治信息业绩预告中值

为 127.26%。

**重点关注商誉减值风险。**截至 2019 年 1 月 29 日，已有 3 家传媒行业公司计提大额商誉减值，对年度业绩产生显著影响。其中，天舟文化扣除商誉减值影响，归母净利润为 2-2.4 亿元，计提 12-14 亿元商誉减值后，归母净利润降至-10.6 至-11 亿元；博瑞传播扣除商誉减值影响，归母净利润为-0.2 至 1.1 亿元，计提 8 亿元商誉减值后，归母净利润降至-6.9 至-8.2 亿元；捷成股份扣除商誉减值影响，归母净利润为 9.5-11.5 亿元，计提 7-9 亿元商誉减值后，归母净利润降至 0.5-4.5 亿元。

2014-2015 年间传媒行业迎来外延并购高峰，基于 3-5 年对赌期，从 2017 年开始被收购标的对赌开始大规模到期，同时叠加影视、游戏等行业处于阶段性下行周期且大多数领域属于轻资产行业、对管理团队的依赖性较为明显，在收购到期后被收购标的经营的稳定性和可持续性面临考验，从 16 年开始部分早期并购企业开始进行商誉减值逐步暴露了相关风险；证监会于 2018 年 11 月 16 日发布第 8 号风险提示文件，对商誉减值审查等方面进行了更加严格的约束，短期内将对传媒行业高商誉企业带来较大的商誉减值风险，从而对业绩带来较大压力；但中长期来看，商誉监管力度加强一方面有效约束传媒行业上市公司并购路径，提升外延并购质量，促进二级市场传媒板块长期良性发展；另一方面相关公司商誉若能得到有效计提，也有助于解决板块一直以来悬而位居的商誉风险，从中长期来看有助于降低传媒板块相关投资风险。

**我们对传媒行业各子版块进行了商誉现状梳理：**

#### 互联网板块

互联网板块公司商誉统计情况如下表所示，板块包含 18 家上市公司，商誉总值 208 亿元，商誉体量排名前三位的公司分别为顺利办（43 亿元）、东方财富（29 亿元）、梦网集团（25 亿元），商誉占板块比重为 47%。乐视网近四个季度亏损 178 亿元，偏离值过高；三六零商誉占互联网板块为 5%，市值体量占板块比重为 45%，对板块整体商誉比重产生较大影响。

剔除乐视网、三六零影响，互联网板块商誉/净利润 TTM 总值为 394%，排名前三名的企业分别为全通教育（1368%）、众应互联（68%）、迅游科技（60%）；商誉/总资产总值为 19%，排名前三名的企业分别为顺利办（70%）、联创互联（64%）、科达股份（56%）；商誉/当前市值总值为 10%，排名前三名的企业分别为顺利办（70%）、众应互联（55%）、梦网集团（40%）。

**表 4：互联网板块商誉统计**

公司代码	公司简称	商誉	净利润 TTM	总资产	当前市值	商誉/ 净利润 TTM	商誉/ 总资产	商誉/ 当前市值
000606.SZ	顺利办	43	5	61	62	934%	70%	68%
002464.SZ	众应互联	21	2	31	39	1231%	68%	55%
002123.SZ	梦网集团	25	2	63	63	1309%	40%	40%
300467.SZ	迅游科技	23	2	38	63	952%	60%	36%
300359.SZ	全通教育	14	1	27	43	1368%	51%	32%
002530.SZ	金财互联	18	3	51	73	660%	36%	25%
002447.SZ	晨鑫科技	9	3	27	50	289%	33%	18%
300113.SZ	顺网科技	11	7	40	108	157%	28%	10%
000681.SZ	视觉中国	14	4	43	189	378%	32%	7%
300104.SZ	乐视网	7	-178	164	144	-4%	5%	5%

300059.SZ	东方财富	29	10	398	718	299%	7%	4%
002315.SZ	焦点科技	0	1	24	33	51%	2%	1%
601360.SH	三六零	11	34	258	1,669	32%	4%	1%
300226.SZ	上海钢联	0	2	113	87	18%	0%	0%
002095.SZ	生意宝	0	0	15	64	45%	1%	0%
300295.SZ	三六五网	0	1	19	26	1%	0%	0%
300413.SZ	芒果超媒	0	9	119	369	0%	0%	0%
总值（排除乐视网三六零）		208	53	1,106	2,079	394%	19%	10%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 游戏板块

游戏板块公司商誉统计情况如下表所示，板块包含 20 家上市公司，商誉总值 512 亿元，商誉体量排名前三位的公司分别为世纪华通（75 亿元）、天神娱乐（65 亿元）、金科文化（64 亿元），商誉占板块比重为 40%。

对整体游戏板块而言，商誉/净利润 TTM 总值为 348%，排名前三名的企业分别为掌趣科技（1219%）、天神娱乐（862%）、世纪华通（785%）；商誉/总资产总值为 33%，排名前三名的企业分别为掌趣科技（56%）、艾格拉斯（55%）、金科文化（53%）；商誉/当前市值总值为 18%，排名前三名的企业分别为天神娱乐（101%）、聚力文化（64%）、艾格拉斯（46%）。

表 5：游戏板块商誉统计

公司代码	公司简称	商誉	净利润 TTM	总资产	当前市值	商誉/ 净利润 TTM	商誉/ 总资产	商誉/ 当前市值
002354.SZ	天神娱乐	65	8	133	65	862%	49%	101%
002247.SZ	聚力文化	32	6	67	50	579%	48%	64%
002619.SZ	艾格拉斯	38	5	69	83	722%	55%	46%
300315.SZ	掌趣科技	54	4	97	118	1219%	56%	46%
002425.SZ	凯撒文化	22	3	47	51	780%	48%	44%
300459.SZ	金科文化	64	9	121	154	687%	53%	42%
600633.SH	浙数文化	39	6	99	116	624%	40%	34%
002517.SZ	恺英网络	29	12	65	105	247%	45%	28%
300031.SZ	宝通科技	12	3	33	50	406%	37%	25%
600652.SH	游久游戏	8	-5	19	40	-169%	41%	19%
002602.SZ	世纪华通	75	10	161	509	785%	46%	15%
002555.SZ	三七互娱	25	18	92	280	141%	28%	9%
300418.SZ	昆仑万维	15	17	96	174	92%	16%	9%
002174.SZ	游族网络	10	9	69	154	112%	14%	6%
002558.SZ	巨人网络	12	13	130	425	93%	9%	3%
002624.SZ	完美世界	9	18	153	337	48%	6%	3%
300052.SZ	中青宝	0	1	12	26	52%	3%	1%
603444.SH	吉比特	0	8	36	99	0%	0%	0%
300533.SZ	冰川网络	0	1	18	36	0%	0%	0%



603258.SH	电魂网络	0	1	19	40	0%	0%	0%
	总值	512	147	1538	2910	348%	33%	18%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 影视板块

影视板块公司商誉统计情况如下表所示，板块包含 18 家上市公司，商誉总值 301 亿元，商誉体量排名前三位的公司分别为捷成股份（55 亿元）、当代明诚（38 亿元）、文投控股（37 亿元），商誉占板块比重为 43%

对整体影视板块而言，商誉/净利润 TTM 总值为 416%，排名前三名的企业分别为文投控股（4728%）、ST 中南（2475%）、当代明诚（1800%）；商誉/总资产总值为 22%，排名前三名的企业分别为大晟文化（52%）、骅威文化（48%）、祥源文化（41%）；商誉/当前市值总值为 22%，排名前三名的企业分别为当代明诚（67%）、ST 中南（66%）、长城影视（44%）。

**表 6: 影视板块商誉统计**

公司代码	公司简称	商誉	净利润 TTM	总资产	当前市值	商誉/ 净利润 TTM	商誉/ 总资产	商誉/ 当前市值
600136.SH	当代明诚	38	2	108	56	1800%	35%	67%
002445.SZ	ST 中南	24	1	77	36	2475%	31%	66%
002071.SZ	长城影视	13	2	38	31	604%	35%	44%
300291.SZ	华录百纳	20	-4	66	46	-552%	30%	43%
300182.SZ	捷成股份	55	11	173	142	508%	32%	39%
600715.SH	文投控股	37	1	104	97	4728%	36%	38%
002502.SZ	骅威文化	18	2	38	50	1090%	48%	37%
600576.SH	祥源文化	9	1	22	31	990%	41%	30%
600892.SH	大晟文化	13	2	25	52	601%	52%	25%
300336.SZ	新文化	10	3	52	42	365%	19%	23%
300027.SZ	华谊兄弟	31	8	203	153	385%	15%	20%
601599.SH	鹿港文化	5	3	69	31	187%	7%	16%
002343.SZ	慈文传媒	10	5	45	63	194%	22%	16%
300133.SZ	华策影视	13	7	131	183	183%	10%	7%
002175.SZ	东方网络	2	-4	20	29	-50%	10%	7%
300251.SZ	光线传媒	2	25	119	236	10%	2%	1%
300426.SZ	唐德影视	0	2	35	33	9%	0%	0%
000892.SZ	欢瑞世纪	0	6	48	52	0%	0%	0%
总值		301	72	1374	1362	416%	22%	22%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 有线电视板块

有线电视板块 12 家公司当中仅录得 5 家拥有商誉, 商誉合计 19 亿元, 商誉/净利润 TTM 总值为 30%, 商誉/总资产总值为 1%, 商誉/当前市值总值为 1%, 商誉减值风险较低。

**表 7: 有线电视板块商誉统计**

公司代码	公司简称	商誉	净利润 TTM	总资产	当前市值	商誉/ 净利润 TTM	商誉/ 总资产	商誉/ 当前市值
000665.SZ	湖北广电	5	3	110	48	177%	5%	11%
000917.SZ	电广传媒	8	-5	241	92	-171%	4%	9%
601929.SH	吉视传媒	1	4	130	69	41%	1%	2%
000156.SZ	华数传媒	3	7	146	136	41%	2%	2%
600959.SH	江苏有线	1	9	319	183	10%	0%	0%
600637.SH	东方明珠	0	29	378	364	0%	0%	0%
600936.SH	广西广电	0	2	81	73	0%	0%	0%
600037.SH	歌华有线	0	7	156	133	0%	0%	0%
002238.SZ	天威视讯	0	2	39	39	0%	0%	0%
600831.SH	广电网络	0	2	81	36	0%	0%	0%
600088.SH	中视传媒	0	1	15	36	0%	0%	0%
600996.SH	贵广网络	0	4	117	71	0%	0%	0%
总值		19	62	1813	1280	30%	1%	1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 院线板块

院线板块 5 家公司当中，3 家公司拥有商誉，其中万达电影商誉达 97 亿元，占整体板块比重近 91%，其商誉/净利润 TTM 比重为 635%，商誉/总资产比重为 43%，商誉/当前市值总值为 23%。此外，幸福蓝海商誉 5 亿元，三项指标分别为 326%、16%、14%；中国电影商誉风险较低。

**表 8：院线板块商誉统计**

公司代码	公司简称	商誉	净利润 TTM	总资产	当前市值	商誉/ 净利润 TTM	商誉/ 总资产	商誉/ 当前市值
002739.SZ	万达电影	97	15	224	415	635%	43%	23%
300528.SZ	幸福蓝海	5	2	32	36	326%	16%	14%
600977.SH	中国电影	5	17	178	262	29%	3%	2%
601595.SH	上海电影	0	2	29	50	7%	1%	0%
603103.SH	横店影视	0	3	32	106	4%	0%	0%
	总值	107	39	495	869	272%	22%	12%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 动漫板块

隶属动漫板块 4 家公司均拥有商誉，其中奥飞娱乐商誉达 30 亿元，占板块比重达 58%，且近四季度业绩出现亏损；美盛文化商誉 10 亿元，近四季度业绩亦出现亏损，两家公司商誉减值风险较高。

对整体影视板块而言，商誉/净利润 TTM 总值为 4356%，商誉/总资产总值为 30%，商誉/当前市值总值为 24%，板块整体商誉减值风险较高。

**表 9：动漫板块商誉统计**

公司代码	公司简称	商誉	净利润 TTM	总资产	当前市值	商誉/ 净利润 TTM	商誉/ 总资产	商誉/ 当前市值
000835.SZ	长城动漫	7	1	14	18	897%	46%	36%
002292.SZ	奥飞娱乐	30	-2	85	91	-1729%	35%	33%
002699.SZ	美盛文化	10	0	44	63	-16876%	24%	17%
300081.SZ	恒信东方	5	2	28	47	209%	17%	10%
	总值	52	1	171	219	4356%	30%	24%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 营销传播板块

营销传播板块公司商誉统计情况如下表所示，板块包含 29 家上市公司，商誉总值 378 亿元，商誉体量排名前三位的公司分别为蓝色光标（47 亿元）、科达股份（40 亿元）、联建光电（38 亿元），三公司商誉占板块比重为 33%。分众传媒商誉 1 亿元，商誉/净利润 TTM 仅 2%，而其市值体量占板块比重为 42%，对板块整体商誉比重产生较大影响。

剔除分众传媒影响，互联网板块商誉/净利润 TTM 总值为 1387%，排名前三名的企业分别为联建光电（8248%）、佳云科技（1906%）、利欧股份（1614%）；商誉/总资产总值为 26%，排名前三名的企业分别为联创互联（54%）、中昌数据（51%）、联建光电（50%）；商誉/当前市值总值为 30%，排名前三名的企业分别为联建光电（95%）、联创互联（63%）、佳云科技（53%）。营销板块公司多通过并购整合渠道提升市场份额，故板块整体商誉减值风险较高。

**表 10: 营销传播板块商誉统计**

公司代码	公司简称	商誉	净利润 TTM	总资产	当前市值	商誉/ 净利润 TTM	商誉/ 总资产	商誉/ 当前市值
300269.SZ	联建光电	38	0	77	41	-8248%	50%	95%
300343.SZ	联创互联	33	4	61	52	892%	54%	63%
300242.SZ	佳云科技	15	1	34	28	1906%	44%	53%
600986.SH	科达股份	40	6	112	77	657%	36%	52%
002712.SZ	思美传媒	20	2	52	43	805%	39%	46%
002654.SZ	万润科技	19	2	59	44	1157%	32%	42%
300058.SZ	蓝色光标	47	4	165	113	1200%	29%	42%
300063.SZ	天龙集团	10	-3	36	27	-319%	29%	39%
002131.SZ	利欧股份	37	2	163	100	1614%	23%	37%
002400.SZ	省广集团	20	-1	91	54	-1339%	22%	37%
600242.SH	中昌数据	21	1	42	60	1613%	51%	36%
000038.SZ	深大通	23	3	59	67	743%	39%	35%
300071.SZ	华谊嘉信	8	-4	33	26	-228%	26%	32%
002103.SZ	广博股份	7	1	26	26	949%	28%	29%
000676.SZ	智度股份	25	8	78	110	323%	32%	23%
603598.SH	引力传媒	6	1	20	28	589%	30%	21%
002137.SZ	麦达数字	5	1	22	49	578%	25%	11%
603825.SH	华扬联众	1	1	54	38	58%	2%	2%
002494.SZ	华斯股份	0	-1	26	22	-50%	2%	2%
300392.SZ	腾信股份	0	-2	17	28	-11%	1%	1%
603729.SH	龙韵股份	0	0	17	17	11%	0%	0%
002027.SZ	分众传媒	1	69	185	913	2%	1%	0%
300612.SZ	宣亚国际	0	1	6	28	2%	0%	0%
002858.SZ	力盛赛车	0	1	5	20	0%	0%	0%
002143.SZ	印纪传媒	0	-3	39	65	0%	0%	0%
600455.SH	博通股份	0	0	7	15	0%	0%	0%
600386.SH	北巴传媒	0	1	45	30	0%	0%	0%
002889.SZ	东方嘉盛	0	1	72	40	0%	0%	0%
002878.SZ	元隆雅图	0	1	7	32	0%	0%	0%
总值 (剔除分众传媒)		378	27	1427	1281	1387%	26%	30%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 出版发行板块

出版发行板块公司商誉统计情况如下表所示, 板块商誉/净利润 TTM 总值为 100%, 排名前三名的企业分别为华闻传媒 (57291%)、天舟文化 (1533%)、中文在线 (1485%); 商誉/总资产总值为 6%, 排名前三名的企业分别为天舟文化 (57%)、中文在线 (30%)、博瑞传播 (27%); 商誉/当前市值总值为 6%, 排名前三名的企业分别为天舟文化 (73%)、华闻传媒 (50%)、中文在线 (28%)。

板块包含 24 家上市公司, 商誉总值 129 亿元, 商誉集中于 5 家公司, 分别为华闻传媒 (37 亿元)、天舟文化 (28 亿元)、中文传媒 (25 亿元)、中文在线 (13 亿元)、博瑞传播 (11 亿元), 五家公司商誉占板块比重为 88%。剔除上述 5 家公司, 出版发行板块商誉风险整体较低。

**表 11: 出版发行板块商誉统计**

公司代码	公司简称	商誉	净利润 TTM	总资产	当前市值	商誉/ 净利润 TTM	商誉/ 总资产	商誉/ 当前市值
300148.SZ	天舟文化	28	2	50	39	1533%	57%	73%
000793.SZ	华闻传媒	37	0	183	74	57291%	20%	50%
300364.SZ	中文在线	13	1	42	46	1485%	30%	28%
600880.SH	博瑞传播	11	1	41	49	1127%	27%	22%
600373.SH	中文传媒	25	16	235	171	157%	10%	14%
600825.SH	新华传媒	3	0	40	52	946%	8%	6%
601811.SH	新华文轩	5	8	134	99	59%	4%	5%
300571.SZ	平治信息	1	2	8	53	24%	7%	1%
601928.SH	凤凰传媒	2	14	224	196	14%	1%	1%
601801.SH	皖新传媒	1	12	139	153	12%	1%	1%
603096.SH	新经典	1	2	19	80	27%	4%	1%
601949.SH	中国出版	1	6	115	86	8%	0%	1%
600229.SH	城市传媒	0	3	37	60	7%	1%	0%
601098.SH	中南传媒	1	13	200	219	5%	0%	0%
601900.SH	南方传媒	0	7	100	74	2%	0%	0%
601019.SH	山东出版	0	15	142	168	1%	0%	0%
603533.SH	掌阅科技	0	1	16	85	3%	0%	0%
000719.SZ	中原传媒	0	7	117	81	0%	0%	0%
600551.SH	时代出版	0	3	68	45	0%	0%	0%
600757.SH	长江传媒	0	7	110	81	0%	0%	0%
601999.SH	出版传媒	0	2	36	32	0%	0%	0%
603999.SH	读者传媒	0	1	20	30	0%	0%	0%
002181.SZ	粤传媒	0	2	42	43	0%	0%	0%
600386.SH	北巴传媒	0	1	45	30	0%	0%	0%
总值		129	128	2,166	2,045	100%	6%	6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议: 把握春节档主题投资机会, 关注游戏板块情绪回暖

1) 连续三年超跌之后, 板块客观上具备向上可能。关注春节档影片上映的主题性投资机会 (北京文化、光线传媒、万达电影、横店影视), 及前期受政策压制明显、现期版号审批常态化的游戏板块 (三七互娱、游族网络); 同时从防风险的角度建议关注国有出版板块; 同时继续推荐市场格局良好、具备持续成长能力的视觉中国、芒果超媒等标的; 2) 中长期关注 AI、大数据、5G 在文娱互联网等领域应用所带来的投资机会。我们的一月投资组合视觉中国/中南传媒本月涨幅为 -1.5%/4.8%, 表现优于创业板 (-2.0%) 与传媒指数 (-7.4%)。本月投资组合为视觉中国/光线传媒/三七互娱。

### 视觉中国: 图片行业龙头, 受益版权价值持续提升

1) 公司为互联网图片市场龙头, 具备资源垄断优势; 收购整合知名摄影师社区 500px, 强化公司图片资源优势, 并赋能 500px 图片变现力、带



来业绩增量；2) 读图时代、正版化推进，图片行业方兴未艾；公司在内容资源、技术、交付方面综合优势显著，互联网模式下的高效服务能力构筑核心竞争力；3) 商业模式升级，与 BAT、微博等互联网平台合作向长尾客户渗透，同时企业大客户数增长迅速（18 年前三季度公司大企业客户增速均超过 40%），业绩有望持续较高增长；4) 预计公司 18/19 年 EPS 为 0.53/0.68 元，当前股价对应 18/19 年 48/37 倍动态 PE，维持“买入”评级。

### 光线传媒：国产电影制作及发行龙头，受益电影市场向上

1) 公司为国内电影投资发行龙头，参股猫眼提升“线上+线下”发行实力及影片内容选材能力，进一步构筑护城河；公司年出品影片数量保持着 10-20 部水平，对影视投资波动性的控制力较强。2) 公司再度确认电视剧/网剧业务战略地位，电视剧市场加速出清下公司加速布局，电视剧业务有望出现向上拐点；后续电视剧板块储备项目包括知名 IP 改编的《我在未来等你》《八分钟的温暖》《无法直视》等。3) 预计公司 18/19 年 EPS 分别为 0.82/0.38 亿元，当前股价分别对应同期 PE 分别为 10/21 倍，维持“增持”评级。

### 三七互娱：研运一体实力雄厚，新作表现亮眼，海外逐渐发力

1) 游戏研运实力强，着力打造生命周期长、符合市场需求的 game，如《传奇霸业》、《永恒纪元》等，获得高活跃度玩家与良好口碑，建立品牌壁垒；2) 《仙灵觉醒》《鬼语迷城》《屠龙破晓》等新游戏流水表现亮眼，iOS 畅销榜排名前列；3) 公司注重海外发行，亚太地区市场持续巩固，欧美市场逐步深入。我们预计公司 18/19 年 EPS 分别为 0.77/ 0.84 元，当前股价分别对应同期 14.8/13.7 倍 PE，维持“增持”评级。

表 12: 重点公司预测估值评级表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2018E
000681	视觉中国	买入	24.90	17,440	0.57	0.73	44.0	44.0
600413	芒果超媒	买入	35.01	34,660	1.08	1.41	32.5	32.5
000802	北京文化	增持	13.00	9,307	0.50	0.59	26.0	26.0
300251	光线传媒	增持	8.61	25,258	0.81	0.31	10.6	10.6
002739	万达电影	增持	21.32	37,554	0.86	0.94	24.9	24.9
603103	横店影视	增持	23.00	10,419	0.80	0.90	28.7	28.7
002555	三七互娱	增持	10.45	22,205	0.78	0.92	13.5	13.5
002174	游族网络	增持	18.27	16,230	1.13	1.46	16.2	16.2
601098	中南传媒	增持	13.25	23,800	0.70	0.75	19.0	19.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

谨防商誉减值致业绩承压的风险；关注政策风险、流动性风险。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032