

传媒

商誉减值高发，超三成业绩预告现首亏

评级：增持（维持）

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：熊亚威

执业证书编号：S0740517090002

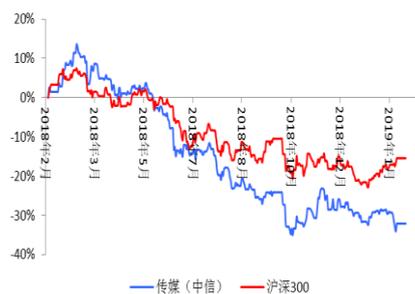
电话：

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	138
行业总市值(百万元)	1206745.7
行业流通市值(百万元)	868855.01

行业-市场走势对比



相关报告

<<【中泰传媒】电影春节档点评：提价抑制需求，上座率大幅下滑，《流浪地球》表现出色>>2019.02.11

<<【中泰传媒-周观点】流浪地球口碑逆袭，春节档票价大幅提升>>2019.02.10

<<【中泰传媒】CTR 数据点评：2018 年广告市场增速放缓，楼宇广告高景气延续>>2019.02.10

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
中文传媒	13.8	1.05	1.21	1.37	1.52	13.1	11.50	10.14	9.13	0.75	买入
吉比特	157.	8.48	9.77	10.50	11.92	18.5	16.07	14.95	13.17	2.00	买入
视觉中国	24.4	0.42	0.54	0.70	0.88	58.8	44.97	34.97	27.78	1.22	增持
分众传媒	6.20	0.41	0.42	0.48	0.56	15.1	14.65	13.05	11.13	1.06	买入
山东出版	8.40	0.65	0.73	0.80	0.88	12.8	11.51	10.50	9.55	1.10	买入
中南传媒	13.5	0.84	0.71	0.76	0.82	16.1	19.19	17.88	16.46	2.45	

备注：中南传媒 EPS 使用 wind 一致预期

投资要点

- 七成传媒公司发布 2018 业绩预告，超三成发布公司出现首亏。
 - 七成公司发布业绩预告，亏损公司大幅增长。近三年发布业绩预告公司数量基本稳定，预计亏损公司数量从 2017 年的 3 家大幅增长至 40 家。
 - 盈利能力下滑，预计增长公司占比近三年来逐年下降，而同比减少与亏损的公司数量占比则增长明显。2016-2018 年度业绩预告中，同比增长公司占比从 77.1% 下降到不足 30%。
 - 2018 年超三成业绩预告上市公司现首亏。首亏比例从 2017 年的 1.8% 大幅增加至 33.7%。
- 资产减值频发，费用压力上升。在发布业绩预告的 104 家上市公司中，受资产减值影响的公司占比达 52%，受费用增长影响的公司占 21%。
 - 商誉减值是最主要的资产减值形式，共有 45 家公司涉及商誉减值。其后依次是投资减值、应收账款减值等。
 - 预告首亏的 35 家公司全部涉及资产减值，多家公司进行大幅度商誉减值计提。25 家披露了具体商誉减值规模的公司，计提减值占存量商誉规模比例超 40% 的公司数量达到 19 家。
 - 影视是资产减值重灾区。从商誉、投资、应收账款、存货四大类减值来看，影视公司都是其中占比最高的。其中商誉减值公司中，影视公司占比达 40%。
 - 影视行业受财务费用影响较大，游戏行业销售费用影响更多。其中受财务费用影响的公司中，影视公司占比接近 60%。
- 近半数披露业绩增长公司受益于收购并表及投资收益。
 - 在业绩预告同比增长的 31 家公司中，有 17 家披露受益于收购并表、投资收益、政府补贴、资产减值好转等非经营性收益。
 - 三分之二的高增长公司受益于收购并表及投资收益。在 15 家预告业绩增速超 30% 的公司中，有 10 家受益于收购并表、投资收益，占比达 2/3。主要依靠业务内生增长的公司有 4 家，包括蓝色光标、人民网、平治信息等。
- 精选业务稳健、增长确定性高、商誉质押等风险小、现金流充沛、估值合理的行业及个股，建议关注商誉风险较小的出版行业及细分领域龙头。
 - 中文传媒：少儿类图书出版名列前茅，低估值手游出海龙头。公司拥有出版发行与游戏两块现金牛业务。旗下 21 世纪出版社少儿类图书出版排名前二，预计未来每年能为公司贡献上亿元的利润。子公司智明星通是国内手游出海龙头，继 COK 海外火爆之后，《使命召唤》、《全面战争》、《恋与制

作人》等 IP 大作有望陆续上线，公司逐渐从研发型公司升级为平台型公司。

- **吉比特：优质 CP，深耕 MMO、二次元、Roguelike 等垂直细分领域。**《问道手游》自 2016 年上线至今，仍保持稳定流水，近一年在 iOS 畅销排行榜中始终维持 TOP50 的水平。Q3 上线的《长生劫》、《奇葩战斗家》手游均获得不俗口碑，此前上线的《不思议迷宫》、《地下城堡 1、2》、《贪婪洞窟》等 Roguelike 类型游戏也为公司获得了不少忠实玩家和丰厚收益。拥有爆款游戏与 IP 的持续运营经验，在游戏类型上更加追求品质和创新。
- **视觉中国：乘新媒体之风，携技术之力，图片王者再起航。**公司是国内版权图片龙头，拥有稀缺的平台型商业模式，整合全球优质 PGC 内容资源，为全球海量用户在线提供超 2 亿张图片、1000 万条视频素材和 35 万首各种曲风的音乐或音效，建立起强大护城河。充分享受新媒体爆发及版权保护力度加强带来的红利，利用 AI 等技术不断提升获客能力及转化效率，市场空间广阔。
- **分众传媒：楼宇广告龙头，行业持续景气。**(1) 楼宇广告持续高景气，我们预计 2019 年行业刊例收入月均同比增速 20%+；(2) 公司通过点位扩张、服务升级等方式获得大客户的青睐，进入收获期有望带来盈利高增长；(3) 公司现金流充沛，股权质押率较低，具有良好自我造血能力。
- **山东文化出版龙头，纸价与人口变化有望带来业绩弹性。**业务稳定，盈利能力不断提升，现金状况优良，无商誉减值、债务偿还、质押等风险。教材教辅是公司支柱业务，毛利率不断提升，少儿图书实力强劲，明天社善于打造畅销书。纸价回调与人口增长有望带来业绩弹性。
- **中南传媒：教辅业务有望企稳，教育拓展持续深入。**“一教一辅”整治影响接近尾声，经历一个完整的“整治”年度，管制风险释放较为充分，下半年教辅业务有望企稳回升。作为现金储备最充足的出版公司，账面现金超过 120 亿元，股东回报不断提升。同时，公司不断在教育领域进行拓展，与培生教育成立合资公司，共同探索全球市场，打造数字教育产品。
- **风险提示：**商誉减值风险；行业不景气；竞争加剧；系统性风险。

内容目录

七成传媒公司发布 2018 业绩预告，超三成发布公司出现首亏.....	- 4 -
七成公司发布业绩预告，亏损公司大幅增长	- 4 -
盈利能力下滑，预计增长公司占比逐年下降	- 4 -
2018 年超三成业绩预告上市公司现首亏	- 5 -
商誉减值成影响业绩的主要负面因素	- 6 -
资产减值频发，费用压力上升	- 6 -
影视是资产减值重灾区，商誉减值占比最高	- 6 -
影视行业受财务费用影响较大，游戏行业销售费用影响更多	- 8 -
首亏公司全部涉及资产减值，多家公司进行大幅度商誉减值计提	- 9 -
近半数披露业绩增长公司受益于收购并表及投资收益	- 10 -
同比增长公司中近半受益于收购并表及投资收益	- 10 -
三分之二的高增长公司受益于收购并表及投资收益	- 10 -
关注商誉风险较小的出版行业及细分领域龙头	- 11 -
中文传媒：坐拥两大现金牛业务，游戏 IP 新作值得期待	- 11 -
吉比特：《问道》维持稳定，研发实力突出	- 12 -
视觉中国：乘新媒体之风，携技术之力，图片王者再起航	- 12 -
分众传媒：楼宇广告龙头，行业持续高景气	- 12 -
山东出版：山东文化出版龙头，纸价与人口变化有望带来业绩弹性.....	- 13 -
中南传媒：教辅业务有望企稳，教育拓展持续深入	- 13 -
风险提示	- 14 -

图表目录

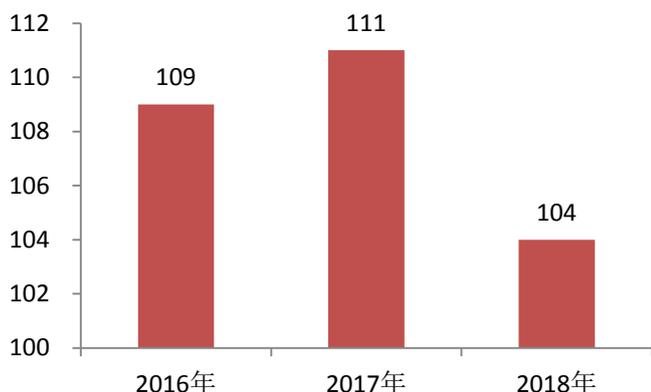
图表 1：发布年度业绩预告的公司数量.....	- 4 -
图表 2：预计亏损的公司数量.....	- 4 -
图表 3：年度业绩预告不同类型公司占比变化情况.....	- 5 -
图表 4：键入图表的标题.....	- 6 -
图表 5：不同负面因素影响业绩的公司数量及占比.....	- 6 -
图表 6：涉及不同形式资产减值公司的数量及占比.....	- 7 -
图表 7：涉及资产减值公司的行业分布.....	- 8 -
图表 8：涉及不同形式费用增加公司的数量及占比.....	- 8 -
图表 9：涉及费用增加公司的行业分布.....	- 9 -
图表 10：关于计提减值规模占原有商誉规模比例的公司数量分布.....	- 9 -
图表 11：受益不同非经营性收益类型的公司数量.....	- 10 -
图表 12：依靠不同增长驱动力的预增公司数量.....	- 11 -
图表 13：传媒公司 2018 年度业绩预告情况.....	- 15 -

七成传媒公司发布 2018 业绩预告，超三成发布公司出现首亏

七成公司发布业绩预告，亏损公司大幅增长

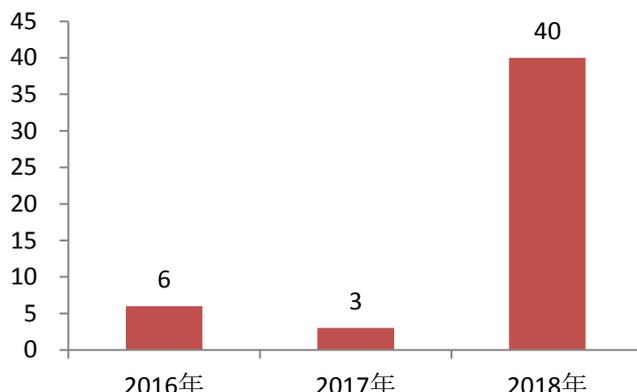
- 近三年发布业绩预告公司数量基本稳定，预计亏损公司数量大幅增长。截至 2019 年 2 月 1 日前，在中泰传媒 149 只标的中，累计 104 只发布业绩预告。相比于去年同期 111 家公司、前年同期 109 家公司发布业绩预告，发布公司数量基本稳定。其中，预计亏损公司数量在 2018 年大幅上升。

图表 1: 发布年度业绩预告的公司数量



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 预计亏损的公司数量

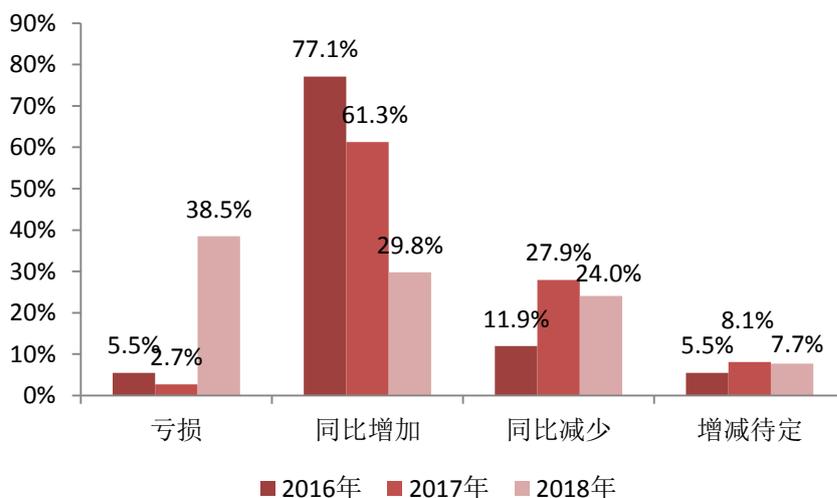


来源: wind, 中泰证券研究所

盈利能力下滑，预计增长公司占比逐年下降

- 预计增长公司 2016 年以来占比逐年下降，亏损及预计下滑公司占比上升。我们将发布业绩预告的公司先分为亏损与盈利两大类，盈利类中又可分为预计同比增加、同比减少、增减待定三类。2016-2018 年度业绩预告中，同比增长公司占比从 77.1% 下降到不足 30%，而同比减少与亏损的公司数量占比则增长明显。

图表 3: 年度业绩预告不同类型公司占比变化情况

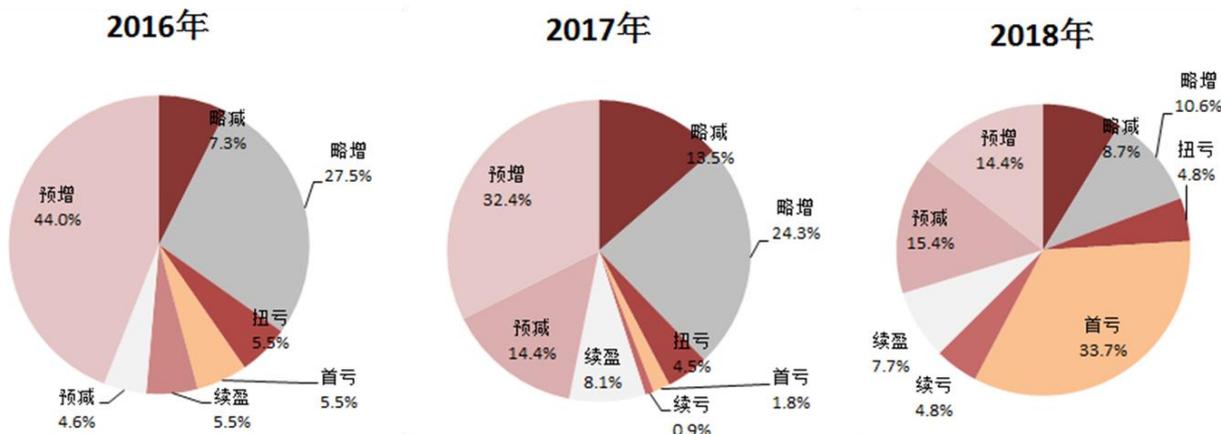


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2018 年超三成业绩预告上市公司现首亏

- 我们按照 wind 统计标准继续将亏损与盈利的公司分为以下几类:
 - 首亏: 近年来第一次出现亏损;
 - 续亏: 连续 2 年及以上出现亏损;
 - 扭亏: 上年度亏损, 本年度盈利;
 - 略增: 预计同比增长幅度在 30% 以内;
 - 预增: 预计同比增长幅度在 30% 以上;
 - 略减: 预计同比下滑幅度在 30% 以内;
 - 预减: 预计同比下滑幅度在 30% 以上;
 - 续盈: 预计本年度依然保持盈利, 但增减待定。
- 我们对 2016-2018 年发布的业绩预告进行统计梳理, 观察到如下现象:
 - **2018 年首亏比例跳涨, 大幅增加至 33.7%;**
 - **2016 年度业绩预告中, 还不存在续亏的情况, 而 2018 年占比增加至 4.8%;**
 - **预增公司与略增公司占比均发生较大幅度下滑。**

图表 4: 键入图表的标题



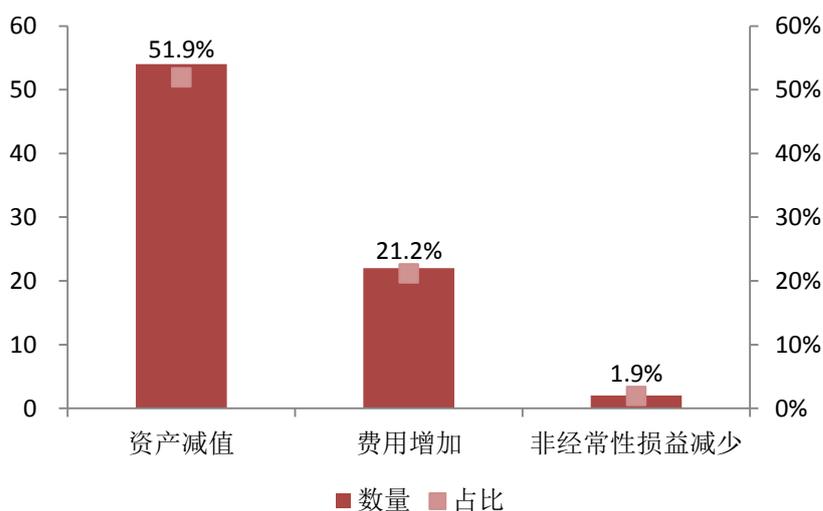
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

商誉减值成影响业绩的主要负面因素

资产减值频发, 费用压力上升

- 我们对 104 家公司披露的业绩变动原因进行详细梳理, 在影响公司业绩的负面因素中, 除了因经济环境、行业政策等因素造成的收入减少、成本增加外, 资产减值造成影响的公司共 54 家, 费用增长造成影响的公司有 22 家, 非经常性损益减少影响的公司有 2 家。

图表 5: 不同负面因素影响业绩的公司数量及占比



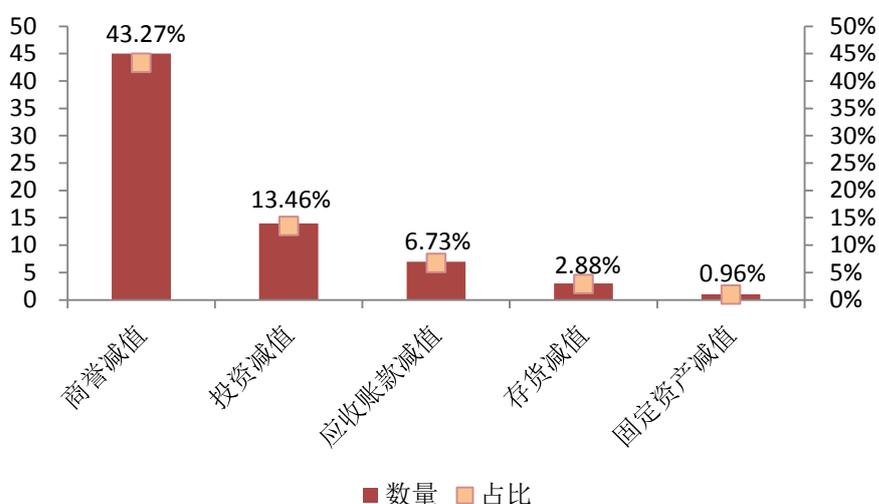
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

影视是资产减值重灾区, 商誉减值占比最高

- 本次业绩预告涉及的资产减值主要有如下五种方式:

- **商誉减值。**共有 45 家公司涉及商誉减值，在披露业绩预告的公司中占比高达 43.27%。
 - **投资减值。**包括长期股权投资、可供出售金融资产等。共有 14 家公司涉及，占比达 13.46%。
 - **应收账款减值。**共有 7 家涉及，占比达 6.73%。
 - **存货减值。**共有 3 家涉及，占比达 2.88%。
 - **固定资产减值。**共有 1 家涉及，占比仅 0.96%。
- **商誉减值是最主要的资产减值形式。**其后依次是投资减值、应收账款减值、存货减值。由于传媒行业的公司资产相对较轻，因此鲜有固定资产减值的情况出现。

图表 6: 涉及不同形式资产减值公司的数量及占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **影视是资产减值影响最大的行业。**从商誉、投资、应收账款、存货四大类减值来看，影视公司都是其中占比最高的。我们认为主要有以下几个原因：
- 影视行业政策收紧，融资难，行业不景气，部分公司出现经营困难。
 - 由于影视行业自身的商业模式，应收账款、存货相对较高。
 - 监管层提示商誉减值风险，影视商誉占比相对较高。证监会于 2018 年 11 月发布了《会计监管风险提示第 8 号—商誉减值》，对商誉减值的会计监管风险进行提示，而作为商誉占比相对较高的影视行业面临较高的减值压力。
 - 传媒行业前些年进行商誉减值的资产主要集中在营销与游戏行业，其中营销占比超 50%，游戏占比超 25%。游戏营销已释放了部分风险，而影视释放相对较少。

图表 7: 涉及资产减值公司的行业分布

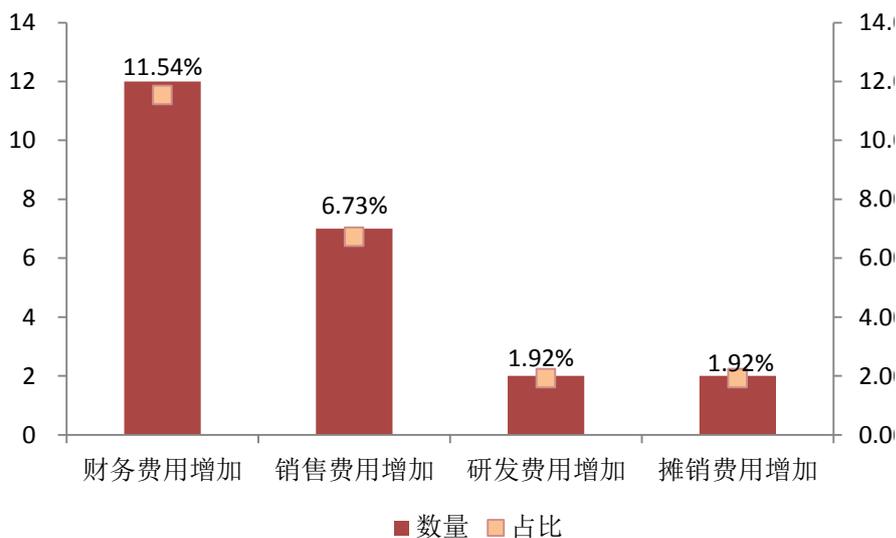
类型 \ 行业	影视	游戏	营销
商誉减值	18	13	12
投资减值	6	5	5
应收账款减值	3	2	1
存货减值	3		

来源：公司公告，中泰证券研究所

影视行业受财务费用影响较大，游戏行业销售费用影响更多

- 本次业绩预告涉及的费用增加主要有如下四种方式：
 - **财务费用增加。**共有 12 家公司涉及财务费用增加，在披露业绩预告的公司中占比高达 11.54%。
 - **销售费用增加。**共有 7 家公司涉及，占比达 6.73%。
 - **研发费用增加。**共有 2 家公司涉及，占比达 1.92%。
 - **摊销费用增加。**共有 2 家公司涉及，占比达 1.92%。

图表 8: 涉及不同形式费用增加公司的数量及占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **影视行业受财务费用影响较大，游戏行业销售费用影响更多。**
 - 从财务与销售两项费用来看，12 家受财务费用增加影响的公司中 7 家为影视行业公司，占比最高；而 7 家受销售费用增加影响的公司中游戏公司占比最高。
 - 我们认为影视公司由于本身的商业模式及溢价能力，回款周期较长，在受到行业不景气、股权融资难的情况下，财务费用面临较大压力；而游戏公司中，以发行为主的公司，则面临买量成本上升及用户转化率、留存率下降等问题，带来销售费用压力。

图表 9: 涉及费用增加公司的行业分布

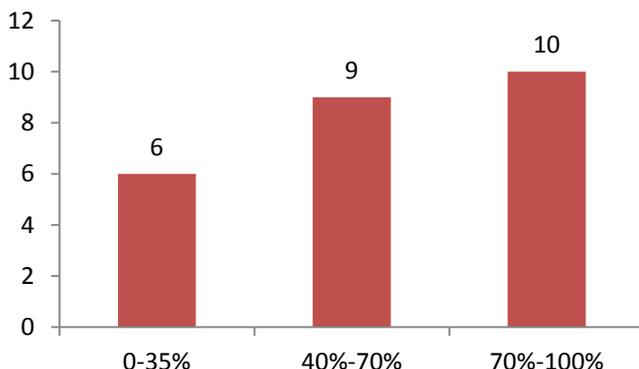
类型 \ 行业	影视	游戏	营销	广电
财务费用增加	7		3	
销售费用增加	2	3		1

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

首亏公司全部涉及资产减值, 多家公司进行大幅度商誉减值计提

- **预告首亏的 35 家传媒上市公司, 全部涉及资产减值。**其中, 涉及商誉减值的公司达到 32 家。我们认为有诸多公司因商誉减值出现首亏主要有以下几个因素(具体分析请参照我们此前发布的商誉专题报告:《传媒或迎商誉减值高发期, 关注出版行业及细分龙头》):
 - **传媒商誉领跑全市场。**传媒板块 2018 年 Q3 商誉规模占 A 股总商誉比重超过 12.5%, 远高于其他行业, 且商誉净资产比达 25%, 领跑全市场。
 - **监管层提示商誉减值风险。**证监会于 2018 年 11 月发布了《会计监管风险提示第 8 号—商誉减值》, 对商誉减值的会计监管风险进行提示, 商誉减值的处理后续将更加规范、严格。
 - **2017 年商誉减值规模已呈现加速上升态势, 同比增长近 550%。**被并购资产业绩承诺期大部分为 3 年, 2013-2014 年开启的并购潮业绩承诺集中到期的时间在 2016-2017 年。
 - **2018 年将成为业绩承诺到期的高峰时点。**将有超过 50 家被并购标的业绩承诺到期。业绩承诺到期高峰, 经常伴随商誉减值。
 - **行业景气度下行, 部分被并购公司面临经营压力。**一方面, 移动互联网带给传媒行业的红利逐步用尽, 行业增速放缓; 另一方面, 受政策变动、监管趋严、融资成本增加等影响, 部分被并购公司面临经营压力。
- **多家公司进行大幅度商誉减值计提。**在发布业绩预告的 104 家公司中, 有 25 家披露了具体商誉减值规模(区间), 根据 2018 年 Q3 的存量商誉规模, 此次商誉计提减值占存量商誉规模比例超 40% 的公司数量达到 19 家, 40% 以下的仅有 6 家。

图表 10: 关于计提减值规模占原有商誉规模比例的公司数量分布



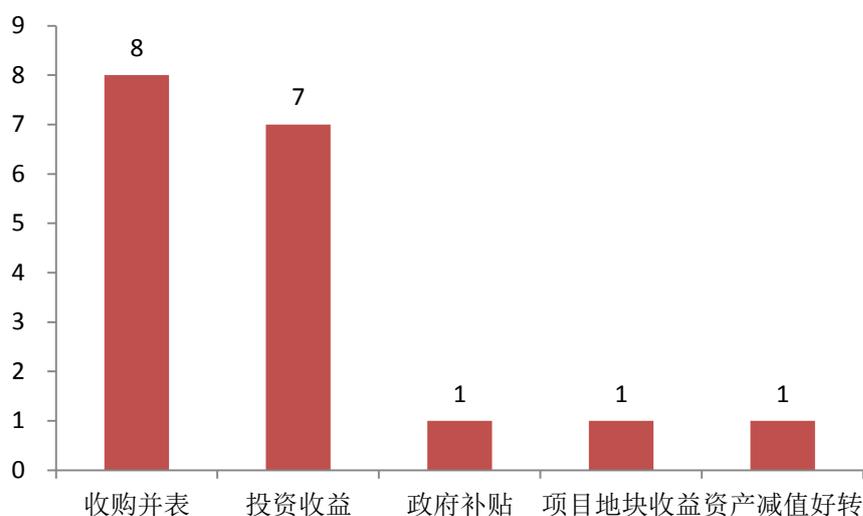
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

近半数披露业绩增长公司受益于收购并表及投资收益

同比增长公司中近半受益于收购并表及投资收益

- 业绩预告同比增长的 31 家公司中, 15 家属于增幅下限高于 30% 的预增, 11 家属于增幅下限低于 30% 的略增, 5 家属于扭亏。
- 在业绩预告同比增长的 31 家公司中, 有 17 家披露受益于收购并表、投资收益、政府补贴、资产减值好转等非经营性收益。

图表 11: 受益不同非经营性收益类型的公司数量

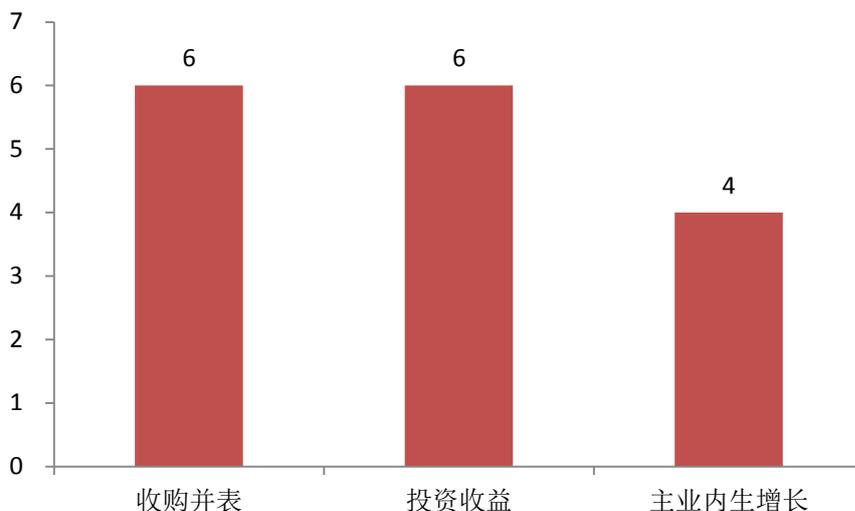


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

三分之二的高增长公司受益于收购并表及投资收益

- 在 15 家预告业绩增速超 30% 的公司中, 有 10 家受益于收购并表、投资收益, 占比达 2/3。主要依靠传媒业务内生增长实现预增的公司有 4 家, 包括蓝色光标、人民网、平治信息等。

图表 12: 依靠不同增长驱动力的预增公司数量



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

关注商誉风险较小的出版行业及细分领域龙头

- 我们认为当前传媒板块整体估值处于历史底部区间, 但部分公司仍然面临着商誉减值、股权质押爆仓、现金流断裂等方面的潜在风险及行业下行的压力, 因此应精选业务稳健、增长确定性高、商誉质押等风险小、现金流充沛、估值合理的行业及个股。主要从以下几个角度精选个股:
 - 政策支持, 业务稳健, 风险小, 现金流充沛, 估值及股息率有优势的出版行业。建议关注: 中文传媒、中南传媒、城市传媒、中原传媒。
 - 构筑了较高竞争壁垒的细分行业龙头。建议关注: 视觉中国。
 - 行业景气度较高, 在垂直领域中具有特色及竞争优势的公司。建议关注: 吉比特、平治信息。

中文传媒: 坐拥两大现金牛业务, 游戏 IP 新作值得期待

- **公司坐拥出版发行与手游两块优质的现金牛业务**。旗下 21 世纪出版社是少儿类图书出版排名前二的单位, 预计未来每年能为公司贡献上亿元的利润。公司出版发行业务稳中有升。子公司智明星通是国内手游出海龙头, COK 风靡全球。
- **IP 新作值得期待, 从研发型公司向平台型公司进化**。《使命召唤》、《全面战争》、《恋与制作人》等 IP 大作有望于 2018 年 Q4 或 2019 年初开始陆续上线, 同时公司也在强化代理发行业务, 逐渐从研发型公司升级为平台型公司。公司正加速布局二次元等新生代游戏, 有望引领下一个风口。
- **坚定转型升级大方向**。公司基于对宏观经济形势预判, 提前获取低成本资金, 在手现金充裕超过 64 亿元, 为后续在线教育、数字出版等新兴领域深化布局做储备。

- 我们预测中文传媒 2018-2020 年实现营收分别为 139.05 亿元、148.09 亿元、154.31 亿元，同比增长 4.5%、6.5%、4.2%；实现归母净利润分别为 16.34 亿元、18.55 亿元、20.79 亿元，同比增长 12.76%、13.47%、12.12%；对应 EPS 分别为 1.19 元、1.35 元、1.51 元。

吉比特：《问道》维持稳定，研发实力突出

- 《问道手游》自 2016 年上线至今，仍保持稳定流水，近一年在 iOS 畅销排行榜中始终维持 TOP50 的水平，足见公司对于精品游戏的长线运营能力。
- Q3 上线的《长生劫》、《奇葩战斗家》手游均获得不俗口碑，此前上线的《不思议迷宫》、《地下城堡 1、2》、《贪婪洞窟》等 Roguelike 类型游戏也为公司获得了不少忠实玩家和丰厚收益。后续公司还储备有《贪婪洞窟 2》、《螺旋英雄谭》、《魔法洞穴 2》等轻度手游以及代号《M68》系列的大型 MMO 手游，游戏类型涉及 Roguelike、二次元、MMO 等，内容梯队分布合理。
- 公司的核心竞争优势在于拥有爆款游戏与 IP 的持续运营经验，在游戏研发方面拥有良好基础，在游戏类型上更加追求品质和创新。
- 我们预计 2018~2020 年公司实现营收分别为 15.82 亿、17.07 亿、19.21 亿，同比增速为 9.83%、7.94%、12.51%，归母净利润分别为 7.01 亿、7.53 亿、8.55 亿，同比增速为 14.90%、7.55%、13.51%。

视觉中国：乘新媒体之风，携技术之力，图片王者再起航

- 图片行业迎高速增长。(1) 新媒体爆发，图片需求激增。(2) 版权环境日益改善，付费意识逐步增强。
- 稀缺的平台型商业模式，整合全球优质 PGC 内容资源，建立强大护城河，提高竞争壁垒。作为全球最大的视觉内容平台之一，公司上下游分散，内容与客户持续扩张，卡位优势明显。其中上游提供超过 2 亿张图片、1,000 万条视频素材和 35 万首音乐素材。
- 基于大数据与人工智能，构筑“数据、技术、服务”壁垒。“数据提升技术、技术驱动服务、服务回馈数据”的独特的闭环运营模式大大地提升了公司的核心竞争力。智能配图、自动标签、版权追踪等一些列智能服务大大提升获客效率及用户体验。
- “内容”与“流量”强强联合。与 BAT、微博、一点、凤凰等多家广告、自媒体、搜索等大型互联网平台战略合作，持续拓展新的应用场景。
- 我们预测视觉中国 2018-2020 年实现营收分别为 10.84 亿元、13.98 亿元、17.75 亿元，同比增长 33%、29%、27%；实现归母净利润分别为 3.85 亿元、4.99 亿元、6.30 亿元，同比增长 32.28%、29.76%、26.24%；对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.55 元、0.71 元、0.90 元。

分众传媒：楼宇广告龙头，行业持续高景气

- 楼宇广告持续高景气。我们预计 2019 年行业刊例收入月均同比增速 20%+；
- 公司通过点位扩张、服务升级等方式获得大客户的青睐，进入收获期有

望带来盈利高增长;

- 公司现金流充沛，股权质押率较低，具有良好自我造血能力。
- 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润 60.19、65.98、74.61 亿元，同比增长 0.24%、9.62%、13.08%。

山东出版：山东文化出版龙头，纸价与人口变化有望带来业绩弹性

- 山东文化出版龙头，业务稳定，盈利能力不断提升，现金状况优良，无商誉减值、债务偿还、质押等风险。近几年来看，利润率稳步提升，业绩增速高于行业平均水平。公司在手现金充裕，2017 年超 60 亿元，目前没有商誉、带息债务及质押的相关风险。
- 教材教辅是支柱业务，少儿图书实力强劲。2017 年公司教材教辅收入占比达 53.93%，而毛利占比达 69.21%。教材教辅毛利率近年来呈现上升趋势，2017 年已首次超越一般图书。明天社在少儿图书中具有极强竞争力，市占率连续多年名列前茅，2018 年前三季度少儿图书市占率达 3-4%。
- 纸价回调与人口增长有望带来业绩弹性。山东是全国前三的人口大省，生育意愿较强，2014 年开始新生儿人口明显增长，2016-2017 连续两年新生儿人口领跑全国，有望对公司 2020 年之后的教材教辅业务形成利好。纸价于 2018 年 4 月见顶后大幅回调，有望在后续逐步增厚公司利润。
- 我们预测山东出版 2018-2020 年归母净利润分别为 15.16 亿元、16.74 亿元、18.42 亿元，同比增长 11.05%、10.48%、10.02%。

中南传媒：教辅业务有望企稳，教育拓展持续深入

- 教辅业务有望企稳回升，一般图书业务稳健增长。“一教一辅”整治影响接近尾声，从 2017 年 Q3 到 2018 年 Q2 已经历一个完整的“整治”年度，管制风险释放较为充分，下半年教辅业务有望企稳回升。一般图书业务 2018 上半年实现了 20%左右的稳健增长。
- 资金充足，持续分红回报股东。作为现金储备最充足的出版公司，账面现金超过 120 亿元，公司具备完善的分红机制，上市以来不断提升股东回报，股息率具有较强的吸引力。
- 教育拓展持续深入，未来有望成为新增长点。公司旗下天闻数媒在数字教育领域保持领先地位，借助出版带来的优势不断加强竞争力。拟与培生教育成立合资公司，共同探索全球市场，在教育领域开展合作，共同打造数字教育产品。
- 根据 Wind 一致预期，公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.75 元、0.78 元、0.84 元。

风险提示

- **行业不景气。**部分行业可能受到经济下行等多因素冲击，导致行业整体低迷。
- **商誉减值风险。**传媒行业依然面临较为严峻的商誉减值风险。
- **市场竞争加剧。**市场上竞争者众多，有竞争加剧的不确定性。
- **市场风险偏好下行风险。**风险偏好有下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 13: 传媒公司 2018 年度业绩预告情况

证券简称	预告日期	预告净利润下限 (亿元)	预告净利润上限 (亿元)	同比增长 下限 %	同比增长 上限 %	预告类型
当代明诚	2019/1/26	1.70	2.00	32.68	56.09	预增
游族	2018/10/26	9.00	11.00	37.22	67.71	预增
数知科技	2019/1/26	6.82	8.28	40.00	70.00	预增
台基股份	2019/1/31	0.77	0.93	44.23	74.20	预增
中国电影	2019/1/30	13.99	15.44	45.00	60.00	预增
光线传媒	2019/1/31	12.60	15.00	54.57	84.01	预增
汉鼎宇佑	2019/1/25	1.45	1.71	70.31	100.30	预增
迅游科技	2019/1/31	1.75	2.05	70.90	100.19	预增
艾格拉斯	2018/10/26	7.22	8.83	74.42	113.18	预增
蓝色光标	2019/1/26	4.00	4.50	79.95	102.45	预增
人民网	2019/1/31	1.79	2.15	100.20	140.24	预增
平治信息	2019/1/24	2.06	2.35	112.31	142.20	预增
丝路视觉	2019/1/18	0.52	0.59	122.68	151.08	预增
恒信东方	2019/1/31	2.13	2.41	126.25	155.99	预增
紫天科技	2019/1/31	0.79	0.80	1641.34	1670.11	预增
文投控股	2019/1/31	0.12	0.14	(97.23)	(96.77)	预减
捷成股份	2019/1/29	0.50	2.50	(76.73)	(95.35)	预减
新文化	2019/1/31	0.25	0.99	(90.00)	(60.00)	预减
盛讯达	2019/1/30	0.07	0.17	(88.93)	(73.11)	预减
宣亚国际	2019/1/31	0.10	0.30	(86.66)	(59.98)	预减
联络互动	2019/1/31	0.10	0.40	(84.67)	(38.68)	预减
祥源文化	2019/1/31	0.15	0.23	(83.59)	(75.39)	预减
创业黑马	2019/1/31	0.08	0.17	(83.04)	(63.96)	预减
鹿港文化	2019/1/31	0.60	1.00	(79.54)	(65.89)	预减
浙数文化	2019/1/31	4.47	4.87	(73.00)	(70.60)	预减
北纬科技	2018/10/27	0.40	0.52	(69.15)	(59.90)	预减
华策影视	2019/1/31	2.00	3.00	(68.48)	(52.71)	预减
恺英网络	2018/10/29	5.17	6.42	(67.87)	(60.11)	预减
中潜股份	2019/1/31	0.17	0.27	(60.86)	(37.84)	预减
中广天择	2019/1/26	0.26	0.31	(60.00)	(52.00)	预减
众应互联	2019/1/30	0.90	1.30	(53.18)	(32.37)	预减
粤传媒	2019/1/31	0.44	0.80	(39.35)	10.27	续盈
金逸影视	2018/10/31	1.43	2.33	(32.40)	10.15	续盈
冰川网络	2019/1/31	0.78	1.07	(20.00)	10.00	续盈
星辉娱乐	2019/1/26	2.07	2.76	(10.00)	20.00	续盈
三六五网	2019/1/25	0.85	1.04	(10.00)	10.00	续盈
巨人网络	2018/10/30	12.26	13.55	(5.00)	5.00	续盈
欢瑞世纪	2019/1/31	4.00	4.80	(5.00)	14.00	续盈

分众传媒	2018/10/30	58.00	62.00	(3.41)	3.25	续盈
天龙集团	2019/1/31	(8.70)	(6.70)	(180.86)	(116.29)	续亏
华谊嘉信	2019/1/31	(7.75)	(7.70)	(179.66)	(177.86)	续亏
游久游戏	2019/1/31	(8.83)	(8.83)	(109.05)	(109.05)	续亏
东、方网络	2019/1/31	(4.90)	(4.10)	(80.15)	(50.74)	续亏
乐视网	2019/1/31	(6.13)	(6.08)	95.58	95.62	续亏
天润数娱	2019/1/30	(2.50)	(2.00)	(4740.89)	(3812.71)	首亏
*ST 富控	2019/1/31	(19.80)	(19.80)	(4413.00)	(4413.00)	首亏
华录百纳	2019/1/30	(33.34)	(33.29)	(3125.45)	(3120.91)	首亏
联建光电	2019/1/31	(28.07)	(28.02)	(2791.64)	(2786.85)	首亏
中文在线	2019/1/31	(18.50)	(15.00)	(2486.26)	(2034.81)	首亏
博瑞传播	2019/1/29	(8.20)	(6.90)	(2456.21)	(2082.66)	首亏
拓维信息	2018/10/27	(13.00)	(10.00)	(2059.32)	(1607.17)	首亏
华闻传媒	2019/1/31	(48.00)	(38.00)	(1832.20)	(1471.32)	首亏
暴风集团	2019/1/31	(9.25)	(9.20)	(1777.57)	(1768.50)	首亏
当代东方	2019/1/31	(14.00)	(12.00)	(1376.56)	(1194.19)	首亏
掌趣科技	2019/1/31	(31.70)	(31.65)	(1301.24)	(1299.34)	首亏
皇氏集团	2019/1/30	(6.50)	(5.70)	(1245.58)	(1104.58)	首亏
ST 中南	2019/1/30	(27.00)	(18.00)	(1021.94)	(714.63)	首亏
天舟文化	2019/1/29	(11.00)	(10.60)	(920.79)	(890.95)	首亏
天神娱乐	2019/1/31	(78.00)	(73.00)	(864.95)	(815.91)	首亏
佳云科技	2019/1/31	(12.55)	(12.50)	(750.04)	(747.45)	首亏
梦舟股份	2019/1/31	(9.00)	(7.00)	(698.28)	(565.33)	首亏
麦达数字	2019/1/30	(4.15)	(3.80)	(650.93)	(604.47)	首亏
万润科技	2018/10/30	(7.00)	(3.00)	(614.22)	(320.38)	首亏
大晟文化	2019/1/31	(15.00)	(10.00)	(599.81)	(433.20)	首亏
联创互联	2019/1/31	(18.30)	(17.20)	(592.57)	(562.96)	首亏
幸福蓝海	2019/1/31	(5.50)	(5.45)	(589.05)	(584.60)	首亏
印纪传媒	2019/1/31	(32.00)	(21.40)	(546.60)	(398.67)	首亏
聚力文化	2019/1/31	(23.20)	(17.50)	(522.49)	(418.69)	首亏
利欧股份	2019/1/31	(16.76)	(11.76)	(497.93)	(379.21)	首亏
骅威文化	2019/1/30	(13.50)	(11.20)	(469.59)	(406.63)	首亏
长城动漫	2019/1/31	(4.50)	(3.50)	(452.39)	(374.08)	首亏
唐德影视	2019/1/31	(5.65)	(5.60)	(393.36)	(390.77)	首亏
深大通	2019/1/31	(9.90)	(6.90)	(376.59)	(292.78)	首亏
国旅联合	2019/1/31	(0.88)	(0.72)	(372.39)	(322.86)	首亏
慈文传媒	2019/1/31	(11.00)	(9.50)	(369.33)	(332.60)	首亏
晨鑫科技	2019/1/30	(7.30)	(5.94)	(369.00)	(319.00)	首亏
长城影视	2019/1/31	(3.56)	(2.72)	(310.00)	(260.00)	首亏
三湘印象	2019/1/31	(3.20)	(3.20)	(220.69)	(220.69)	首亏
华谊兄弟	2019/1/31	(9.87)	(9.82)	(219.22)	(218.61)	首亏
金亚科技	2019/1/31	0.01	0.03	100.53	101.60	扭亏
腾信股份	2019/1/29	0.17	0.22	112.37	116.01	扭亏

电广传媒	2019/1/22	0.70	1.05	115.08	122.62	扭亏
安妮股份	2018/10/26	0.80	1.30	121.91	135.61	扭亏
省广集团	2018/10/25	1.60	2.20	186.91	219.50	扭亏
思美传媒	2018/10/27	2.31	3.47	0.00	50.00	略增
奥飞娱乐	2018/10/26	0.90	1.17	0.00	30.00	略增
世纪天鸿	2019/1/31	0.31	0.36	0.00	15.00	略增
昆仑万维	2019/1/25	10.00	12.00	0.13	20.16	略增
完美世界	2018/10/29	16.50	19.50	9.66	29.59	略增
凯撒文化	2018/10/17	2.93	3.44	15.00	35.00	略增
宝通科技	2019/1/23	2.65	3.09	20.00	40.00	略增
元隆雅图	2018/10/23	0.86	1.00	20.00	40.00	略增
芒果超媒	2019/1/31	8.60	9.60	20.28	34.27	略增
智度股份	2019/1/29	6.70	7.30	27.06	38.43	略增
世纪华通	2018/10/29	10.00	11.50	27.76	46.92	略增
焦点科技	2018/12/22	0.37	0.59	(50.00)	(20.00)	略减
盛天网络	2019/1/31	0.52	0.64	(40.00)	(25.00)	略减
三七互娱	2019/1/31	10.00	11.50	(38.29)	(29.04)	略减
美盛文化	2018/10/27	1.34	1.91	(30.00)	0.00	略减
顺网科技	2019/1/30	3.59	5.12	(30.00)	0.00	略减
天威视讯	2018/10/26	1.65	2.36	(30.00)	0.00	略减
中青宝	2019/1/31	0.35	0.50	(30.00)	0.00	略减
电魂网络	2019/1/30	1.25	1.35	(24.31)	(18.23)	略减
万达电影	2019/1/31	12.88	13.79	(15.00)	(9.00)	略减

来源：wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。