



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
游族网络	002174.SZ	23.40	买入
吉比特	603444.SH	222.78	买入
完美世界	002624.SZ	30.48	买入
中国电影	600977.SH	18.66	买入
芒果超媒	300413.SZ	41.90	买入
北京文化	000802.SZ	13.40	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年4月12日当地货币收市价为标准

传媒行业2019年一季报前瞻

子行业及个股分化加快，把握政策方向，寻找高成长个股

截至2019年3月底，申万传媒行业指数年初至今涨幅达到28.00%，市盈率(TTM)为26倍，均排名全行业中游位置。2018年底，在资产减值、行业政策趋严的情况下，行业整体业绩和估值双双触底；2019年受资本市场大环境影响，行业估值回升，但个股业绩及子行业分化日趋明显。在部分个股及子行业出现明显业绩回升的情况下，我们维持年度策略中对行业整体2019年强于大市的板块评级。

支撑评级的要点

- 影视板块：2019年严监管政策延续，个股分化加大。板块大部分上市公司均已发布业绩预告，在内容监管趋严的情况下，部分公司在2018年末计提大额资产减值后，一季度并未出现业绩回暖迹象；但行业季度业绩波动较大的属性使得部分上市公司全年业绩仍待观望。
- 院线板块：一季度全国票房总额同比下滑7.94%，除春节档期外单周电影票房均低于2018年同期水平，在票补减少，票价提升的情况下，预计全年电影票房将同比减少，院线行业进入整合发展期。
- 游戏板块：版号审批重启带动行业情绪回暖，部分老游戏流水超预期推动游戏板块整体一季度业绩较为亮眼，热门新游戏逐步上线有望贡献业绩增量。游戏行业上市公司虽然在2018年底计提了一定比例的资产减值，但整体核心竞争力没有削弱，从一季度业绩预告来看，凯撒文化、姚记扑克、电魂网络、宝通科技等部分公司增速预计超过50%，板块整体业绩增速预计也较高，原因包括部分老游戏流水逆势增长且超市场预期以及2018年四季度一些公司上线了新游戏，一季度进入业绩兑现期。随着版号审批常态化，我们预计行业整体2019年同比增速将超过2018年，从一、二月份统计数据来看，老游戏仍是行业收入主要来源，新游戏尚处培育期，预计一季度整体业绩增长将在15%左右。
- 营销板块：2019年板块整体业绩预计继续下滑。一季度业绩预告方面，营销板块上市公司业绩分化及波动情况较为明显，部分上市公司业绩增速的提升主要来自于期间费用占比的减少。行业整体来看，1月和2月全行业及传统媒体刊例花费增速下滑幅度继续扩大，广告主对广告投放更加谨慎，预算收缩较为明显，我们预计行业增速在2019年将继续下滑。

重点推荐

- 游戏板块：游族网络、吉比特、完美世界；影视板块：中国电影、芒果超媒、北京文化。

评级面临的主要风险

- 行业政策环境趋严，公司业绩不达预期，解禁及重要股东减持风险。

主要催化剂/事件

部分板块政策面开始放宽松，国有传媒企业得到政府支持

相关研究报告

《传媒行业2019年年度策略》20190102
《传媒互联网2018年三季报综述》20181102

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

方光照

(8621)20328348
guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519010001

刘昊涯

(021)20328304
haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006



目录

行业概况.....	4
重点行业解析	6
影视板块：行业政策监管力度未变，板块业绩持续波动待观望.....	6
游戏板块：上市公司核心竞争力犹在，行业龙头效应进一步显现	9
营销板块：行业整体进一步放缓，上市公司加速分化	12
总结.....	15



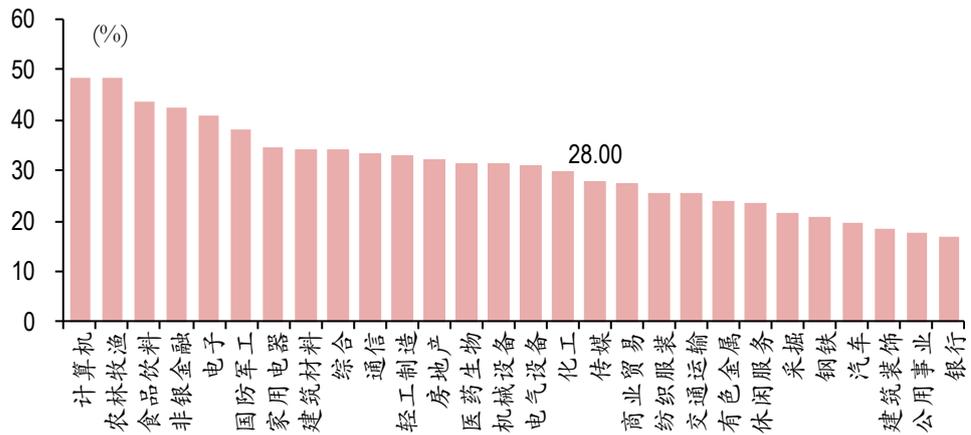
图表目录

图表 1.2019 年至今申万行业指数涨幅情况	4
图表 2.2019 年至今申万子行业市盈率 (TTM) 情况	4
图表 3.2019 年已预告上市公司归母净利润分布	5
图表 4.2019 年已预告上市公司归母净利润增速分布	5
图表 5. 影视行业重点上市公司业绩情况	6
图表 6.2017Q1—2019Q1 单季度板块净利润变化	6
图表 7.2019 年截至目前影视产业政策	7
图表 8.2018 年一季度和 2018 年一季度票房对比	7
图表 9.2018 年一季度和 2018 年一季度观影人次对比	7
图表 10.2018 年和 2019 年一季度单周电影票房收入变化	8
图表 11.2019 年一季度和 2018 年一季度 TOP10 电影对比	8
图表 12.2019 年上半年预计上映的重点电影	9
图表 13. 游戏行业重点上市公司一季度预告情况	9
图表 14.2017Q1—2019Q1 单季度板块净利润变化	10
图表 15.2019 年 1 月和 2 月移动游戏收入排名	10
图表 16.2016Q1-2018Q4 中国移动游戏市场收入变化情况	11
图表 17.2019 年 1 月和 2 月新上线移动游戏收入排名	11
图表 18.2018 年 12 月 29 日-2019 年 4 月 10 日主要上市公司游戏版号获得情况	12
图表 19. 营销行业重点上市公司业绩情况	12
图表 20.2017Q1-2019Q1 板块上市公司业绩变化情况	13
图表 21. 2017Q1-2019Q1 板块上市公司业绩变化情况	13
图表 22.2018 年 1 月-2019 年 2 月全媒体广告和传统广告刊例花费同比变化情况	13
图表 23.2018 年 1 月和 2019 年 1 月各媒介刊例花费对比	14
图表 24. 2018 年 2 月和 2019 年 2 月各媒介刊例花费对比	14
图表 25.2018-2019 年 2 月电梯电视、电梯海报、影院视频刊例花费同比变化情况	14
附录图表 26. 报告中提及上市公司估值表	16

行业概况

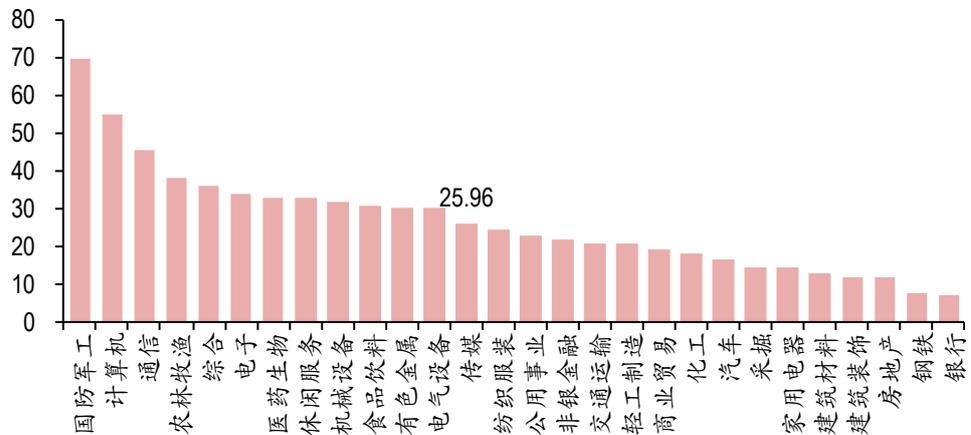
截至2019年3月底，申万传媒行业指数年初至今涨幅达到28.00%，表现排名全行业第17位，行业表现强于上证综指(+23.93%)，弱于创业板指(+35.42%)，并弱于电子元器件、计算机和通信TMT相关子领域。估值方面，行业整体市盈率(TTM)为26倍，排名全行业第13位，处于中段区域。

图表 1.2019 年至今申万行业指数涨幅情况



资料来源：万得，中银国际证券

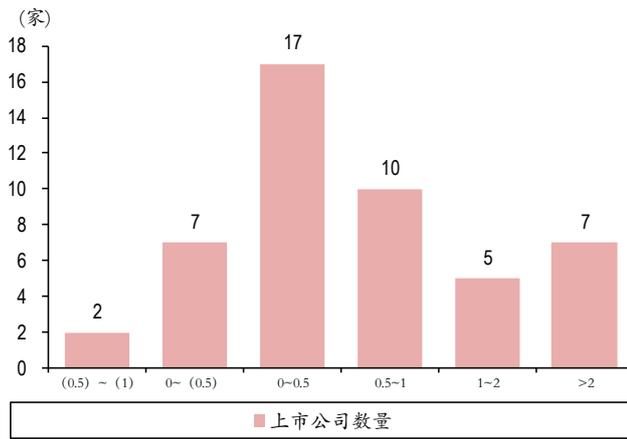
图表 2.2019 年至今申万子行业市盈率 (TTM) 情况



资料来源：万得，中银国际证券

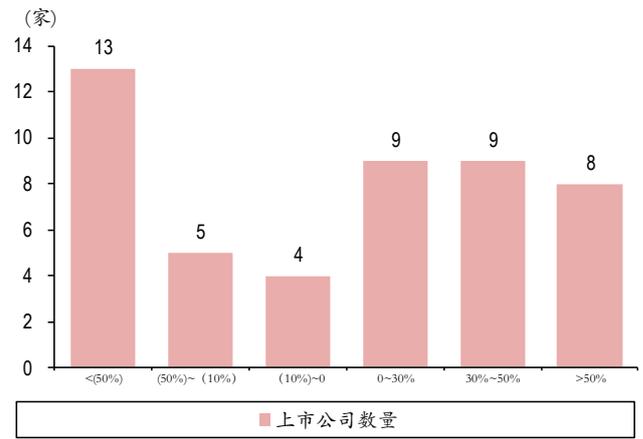
整体盈利情况良好，增速分化较为明显。截至2019年4月12日，已有48家传媒板块重点上市公司发布一季度业绩预告，其中39家上市公司盈利为正，业绩主要集中在0-1亿之间。业绩增速方面，23家上市公司同比增速中值为正，20家上市公司同比增速中值为负；11家业绩中值同比下滑超50%，15家业绩增速中值在30%以上。

图表 3. 2019 年已预告上市公司归母净利润分布



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 2019 年已预告上市公司归母净利润增速分布



资料来源：万得，中银国际证券

重点行业解析

影视板块：行业政策监管力度未变，板块业绩持续波动待观望

影视行业主要上市公司均已发布业绩预告，受到去年“影视行业缴税”、“片酬限制”等政策的影响，行业主要上市公司业绩均有不同程度下滑。芒果超媒作为板块唯一的国有背景+新媒体标的，业绩相对稳定且净利润增速符合预期；光线传媒由于2018年1季度出售新丽传媒股权确认了22亿元的投资收益而2019年1季度没有类似项目处置，因此业绩下滑较多；北京文化虽然春节档《流浪地球》上映能确认2.3-2.6亿元收益，但由于电影仍在上映中，因此无法在一季度确认。

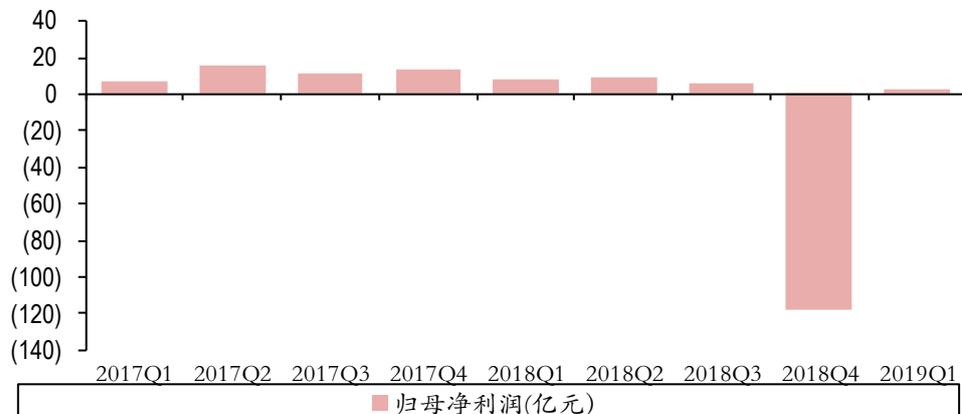
图表 5. 影视行业重点上市公司业绩情况

公司简称	归母净利润下限(亿元)	归母净利润上限(亿元)	同比增速下限(%)	同比增速上限(%)
新文化	0.34	0.54	(50.00)	(20.00)
华录百纳	0.05	0.10	110.73	121.45
华谊兄弟	(0.92)	(0.87)	(135.48)	(133.55)
奥飞娱乐	0.56	0.65	20.00	40.00
华策影视	0.30	0.40	(16.87)	10.84
骅威文化	(0.30)	(0.20)	(585.59)	(423.73)
芒果超媒	3.50	4.20	3.83	24.60
光线传媒	0.78	1.05	(96.09)	(94.73)
慈文传媒	0.05	0.15	(94.28)	(82.83)
捷成股份	1.60	1.90	(20.76)	(5.90)
唐德影视	(0.45)	(0.40)	(283.02)	(262.55)
凯撒文化	1.05	1.28	80.00	120.00
幸福蓝海	0.10	0.23	(77.79)	(48.92)
北京文化	(0.30)	(0.24)	(335.24)	(288.19)

资料来源：万得，中银国际证券

若剔除光线传媒2018年一季度大额投资收益的影响及芒果传媒业绩的贡献，同时2019年一季度归母净利润以预告业绩中值来代替，板块一季度整体归母净利润较2018年同期下滑65.43%，处于2017年以来最低点。部分上市公司在2018年四季度计提了大额资产减值，但一季度业绩并没有企稳回升迹象。但影视内容公司在收入确认方面一直季度波动较大，因此单季度业绩无法代表全年变化。

图表 6. 2017Q1—2019Q1 单季度板块净利润变化



资料来源：万得，中银国际证券

影视内容监管政策未放松，国有媒体迎来利好。通过梳理一季度主要影视产业政策，网络视听内容监管预计将是2019年的监管重点领域，新发布的政策包括《国家广播电视总局办公厅关于网络视听节目信息备案系统升级的通知》、《网络短视频内容审核标准细则》、《网络短视频平台管理规范》等。国有媒体政策方面，广电总局发布了《县级融媒体中心省级技术平台规范要求》、《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，表明监管层对国有传媒企业的支持将持续加强。

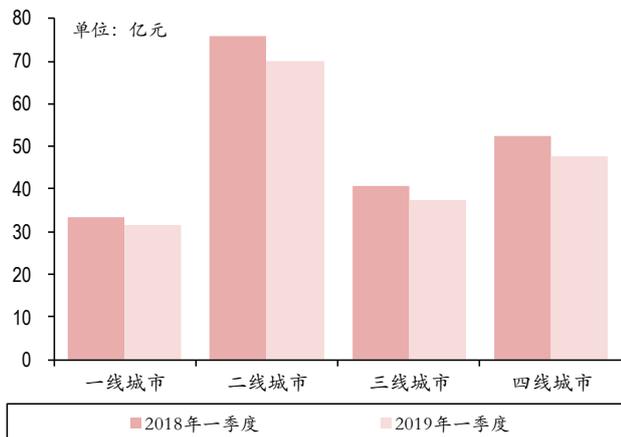
图表 7.2019 年截至目前影视产业政策

发布时间	文件、事件名称	内容概要
4月3日	国家广播电视总局《未成年人节目管理规定》	不得制作、传播利用未成年人或者未成年人角色进行商业宣传的非广告类节目制作、传播未成年人参与的歌唱类选拔节目、真人秀节目、访谈脱口秀节目应当符合国务院广播电视主管部门的要求
3月1日	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》的通知	按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2022年，我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元，4K产业生态体系基本完善，8K关键技术研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。
2月15日	《国家广播电视总局办公厅关于网络视听节目信息备案系统升级的通知》	将新增“重点网络影视剧信息备案系统”模块 《通知》要求，在重点网络影视剧拍摄制作完成后，包括演员片酬、实际投资、拟播出平台在内的相关信息需要在备案系统中登记
2月14日	北京市委、市政府《关于推动北京影视业繁荣发展的实施意见》	在完善全产业链方面，北京将推动“投资奖”投融资全过程联动衔接，研究设立面向影视园区和企业的产业引导基金，优化做大做强IP产业链的软环境，打造具有国际影响力的影视园区品牌，开展影视企业“走出去”奖励扶持工作
1月15日	《县级融媒体中心省级技术平台规范要求》《县级融媒体中心建设规范》	《县级融媒体中心建设规范》以业务需求为引导，对县级融媒体中心技术系统的总体架构、功能要求、网络安全、运行维护和监测监管进行规范，对配套基础设施、关键指标和验收测试提出要求
1月9日	中国网络视听节目服务协会《网络短视频内容审核标准细则》	明确了网络播放的短视频节目，及其标题、名称、评论、弹幕、表情包等，其语言、表演、字幕、背景中不得出现的21类、100项内容，其中包括美化反面和负面人物形象，以及宣传自杀游戏以及“丧文化”“一夜情”“非主流婚恋观”等。
1月9日	中国网络视听节目服务协会《网络短视频平台管理规范》	要求网络短视频平台应当积极引入主流新闻媒体和党政军机关团体等机构开设账户，提高正面优质短视频内容供给。原则上，审核员人数应当在本平台每天新增播出短视频条数的千分之一以上
1月3日	国家网信办启动网络生态治理专项行动	针对网络生态问题频发、各类有害信息屡禁不止等突出问题，为积极回应民众关切，国家网信办启动网络生态治理专项行动

资料来源：广电总局文件，艺恩网，中银国际证券

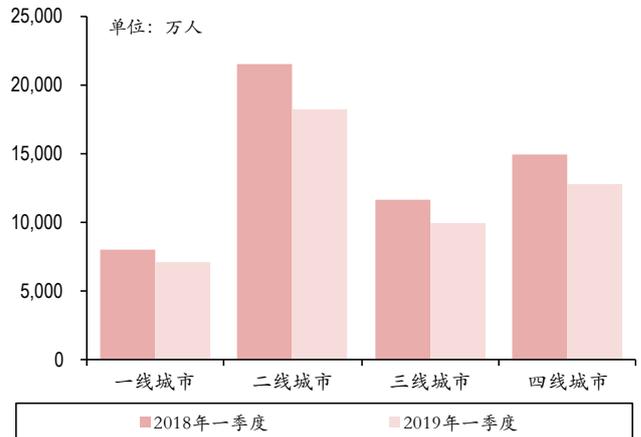
电影票房有所下滑，院线产业转型开始。2019年一季度全国电影票房总额达到186.16亿元，同比下滑7.94%；观影人次4.80亿人，同比下滑14.47%；放映场次达到3139.9万场，同比增长20.13%；平均票价38.81元，同比增长7.64%。从城市划分方面来看，四线城市票房回落幅度最大，同比下降9.2%；二、三、四线城市的观影人次均同比下滑15%左右，一线城市下滑较少，同比下滑11.5%，因此我们推断，2019年一季度票补的减少提升了整体电影票价水平，使得二至四线城市整体受到了一定的影响。

图表 8.2018 年一季度和 2019 年一季度票房对比



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

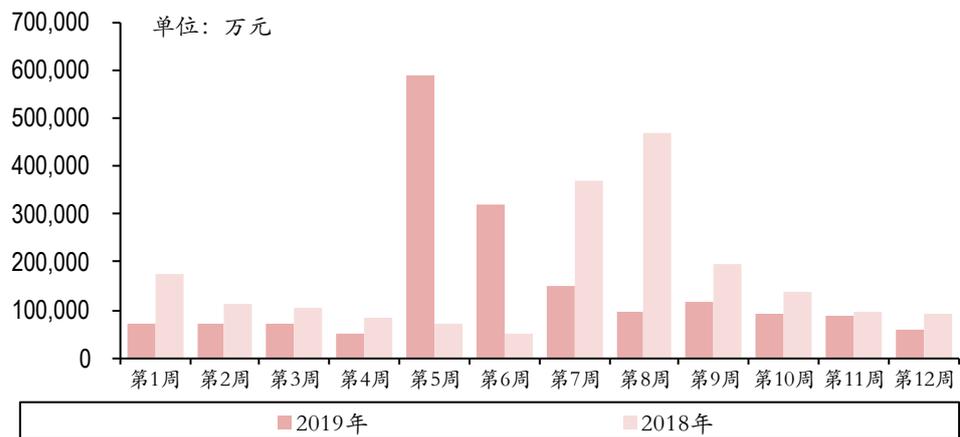
图表 9.2018 年一季度和 2019 年一季度观影人次对比



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

根据猫眼数据显示，截至 2018 年底，我国影院数量已达到 10416 家，较 2017 年底 9319 家同比增长 11.77%，影院数量增速低于一季度电影放映场次增速；从周票房来看，除了春节档两周变化明显外，其余单周票房成绩方面 2019 年均低于 2018 年同期水平。因此我们认为在票补退潮，票价提升的大背景下，若无具有超级票房号召力的电影上映的情况下，2019 年中国电影总票房或将低于 2018 年水平，影院公司可能通过增加电影放映场次的方式来缓解下滑的速度。

图表 10.2018 年和 2019 年一季度单周电影票房收入变化



资料来源：万得，中银国际证券

从票房 TOP10 来看，2019 年一季度 TOP10 电影票房总额达到 143.54 亿元，略低于 2018 年同期水平；2019 年春节档《流浪地球》开创中国硬科幻电影元年，累计票房达到 46.48 亿元，是一季度电影市场的最大亮点，也造成了一定“虹吸效应”，使得其他头部电影表现略逊往期。

图表 11.2019 年一季度和 2018 年一季度 TOP10 电影对比

2019 年一季度电影 TOP10			2018 年一季度电影 TOP10		
电影名称	累计票房	上市公司	电影名称	累计票房	上市公司
流浪地球	46.48	北京文化、中国电影	红海行动	35.99	博纳影业
疯狂的外星人	22.02	光线传媒	唐人街探案 2	33.92	万达电影
飞驰人生	17.17	博纳影业	捉妖记 2	22.37	中国电影、横店影视、金逸影视
大黄蜂	11.48	派拉蒙影业	前任 3: 再见前任	16.47	华谊兄弟
惊奇队长	10.2	漫威影业	无问西东	7.54	中国电影、幸福蓝海
比悲伤更悲伤的故事	9.14	-	神秘巨星	7.47	印度阿米尔·汗影视
阿丽塔: 战斗天使	8.94	二十世纪福斯电影	西游记女儿国	7.27	-
熊出没·原始时代	7.14	万达电影、金逸影视、横店影视	黑豹	6.61	漫威影业
新喜剧之王	6.24	中国电影、新文化、金逸影视、横店影视	熊出没·变形记	6.03	光线传媒、万达电影、横店影视、金逸影视
绿皮书	4.73	梦工厂影业	环太平洋: 雷霆再起	5.5	环球影片

资料来源：猫眼电影，中银国际证券

院线类上市公司数据方面，根据猫眼电影数据显示，万达电影、横店影视、金逸影视单季度票房收入分别为 22.18 亿元、6.62 亿元和 4.49 亿元，同比分别减少 10.6%、11.0%和 4.9%。因此，我们预计主要的院线类上市公司一季度业绩或将下滑 5%-10%。

图表 12.2019 年上半年预计上映的重点电影

电影名称	上映日期	想看人数 (人)	有关上市公司	导演	主演
转型团伙	2019/4/19	91,391	爱奇艺	吴镇宇	吴镇宇/乔杉
如影随心	2019/4/19	84,910	万达电影	霍建起	陈晓/杜鹃
狗眼看人心	2019/4/20	27,237	英皇	吴楠	黄磊/闫妮
复仇者联盟 4:终局之战	2019/4/24	2,623,411	迪士尼、中国电影、上海电影	乔·罗素	小罗伯特·唐尼
九龙不败	2019/4/30	32,875	博纳影业	陈果	张晋、安德森·席尔
雪暴	2019/4/30	37,849	和力辰光、光线传媒	崔斯韦	张震/廖凡/倪妮
动物出击	2019/4/30	34,872	中国电影	冯小宁	景熙童
冰雪女王 4: 魔镜世界	2019/4	93,831		阿列克谢·特斯蒂斯林	
碟仙实录	2019/4	39,270		程中豪	李漫荻/齐炫宇
罗马	2019/4	27,393		阿方索·卡隆	雅利扎·阿巴西西奥
本回家了	2019/4	15,258		彼得·赫奇斯	茉莉娅·罗伯特茨
下一任: 前任	2019/5/1	308,511		陈鸿仪	郭采洁/郑恺
港珠澳大桥	2019/5/1	42,004	中国电影	闫东	
悟空奇遇记	2019/5/1	13,861		殷玉麒	张震/李珊珊
大侦探皮卡丘	2019/5/10	377,092		罗伯·莱特曼	瑞安·雷诺兹
一个母亲的复仇	2019/5/10	12,147		拉维·伍迪沃	希里黛玉
妈阁是座城	2019/5/17	4,491	博纳影业、北京文化	李少红	白百何/黄觉
双生	2019/5/18	182,381		金振成	陈都灵/刘昊然
哥斯拉 2: 怪兽之王	2019/5	263,508		迈克尔·道赫蒂	米莉·博比·布朗
冰海陷落	2019/5	80,427		多诺万·马什	杰拉德·巴特勒
人尽皆知	2019/5	16,121		阿斯哈·法哈蒂	哈维尔·巴登
回到过去拥抱你	2019/6/28	3,738	文投控股	花明	侯明昊/彭昱畅
画皮前传	2019/6	53,939	华谊兄弟		陈坤
麦子的盖头	2019/6	13,099		鲁坚	徐岑子/王挺

资料来源: 灯塔专业版, 百度百科, 中银国际证券

游戏板块: 上市公司核心竞争力犹在, 行业龙头效应进一步显现

板块整体较为亮眼, 部分个股表现亮眼。目前主要游戏板块上市公司大多已经发布业绩预告, 整体业绩较 2018 年同期增长 15.77%, 部分上市公司如宝通科技、姚记扑克、凯撒文化、电魂网络预计一季度业绩增速均在 50% 以上, 取得良好的业绩表现。在 2018 年游戏版号审批一度暂停的情况下, 部分老游戏流水逆势增长且超市市场预期是游戏板块整体业绩较为亮眼的重要原因, 而 2018 年 4 季度部分游戏公司新上线的游戏在一季度也进入业绩兑现期。姚记扑克在 2018 年完成蹊科技 (持股 53.45%) 并表, 新增棋牌类游戏业务, 因此 2019 年一季度净利润较 2018 年同期大幅增长; 电魂网络依靠《梦三国》端游及手游的同时发力, 收入显著提升。

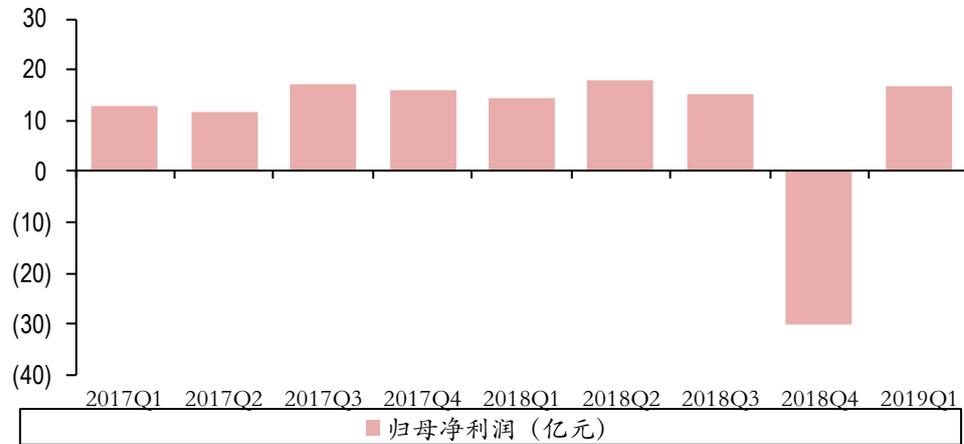
图表 13. 游戏行业重点上市公司一季度预告情况

公司简称	归母净利润下限 (亿元)	归母净利润上限 (亿元)	同比增速下限 (%)	同比增速上限 (%)
完美世界	4.45	4.85	23.57	34.67
恺英网络	0.45	0.67	(82.00)	(73.00)
迅游科技	0.68	0.82	31.16	58.16
掌趣科技	1.75	2.10	33.01	59.61
星辉娱乐	0.29	0.35	0.00	20.00
昆仑万维	2.58	3.17	30.00	60.00
宝通科技	0.80	0.97	50.00	80.00
金科文化	2.40	3.27	(17.38)	12.61
凯撒文化	1.05	1.28	80.00	120.00
姚记扑克	0.43	0.57	200.00	300.00
电魂网络	0.38	0.43	64.30	85.73

资料来源: 万得, 中银国际证券

在单季度业绩变化趋势方面，虽然部分上市公司在 2018 年四季度确认的大额资产减值，但一季度净利润反弹力度非常明显，游戏行业高毛利率的特征使得上市公司依旧保持较强的核心竞争力。

图表 14.2017Q1—2019Q1 单季度板块净利润变化



资料来源：万得，中银国际证券

老游戏仍然是收入主要贡献点，新游戏尚处培育期。根据伽马数据显示，1-2 月移动游戏收入排行方面，王者荣耀、QQ 飞车和梦幻西游始终霸占了前三位置，收入前十的游戏仍然是运营时间已超过 1 年的老游戏。虽然版号在 2018 年 12 月底重新放开，但新游从获取版号到上线运营再到进入获利期尚需时日。部分上市公司上线超过 3 年甚至 4 年的老游戏流水持续稳定，甚至逆势增长，如吉比特《问道手游》、游族网络《少年三国志》等，仍然是上市公司业绩的重要支撑。

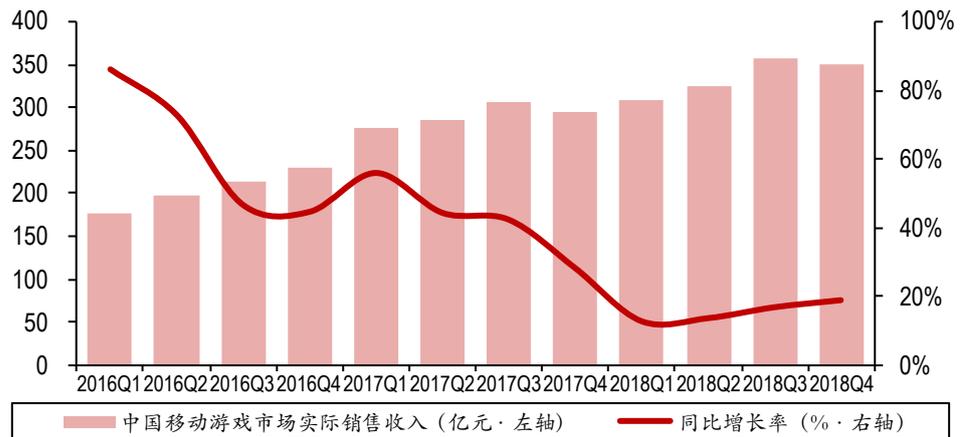
图表 15.2019 年 1 月和 2 月移动游戏收入排名

2019 年 1 月					2019 年 2 月				
排名	游戏名称	研发商	游戏类型	排名变化	排名	游戏名称	研发商	游戏类型	排名变化
1	王者荣耀	腾讯游戏	MOBA 类	-	1	王者荣耀	腾讯游戏	MOBA 类	-
2	梦幻西游	网易游戏	回合制 RPG 类	-	2	QQ 飞车	腾讯游戏	竞速类	1
3	QQ 飞车	腾讯游戏	竞速类	2	3	梦幻西游	网易游戏	回合制 RPG 类	(1)
4	乱世王者	腾讯游戏	SLG	10	4	阴阳师	网易游戏	回合制 RPG 类	6
5	大话西游	网易游戏	ARPG	3	5	Fate/Grand Order	DELIGHTWORKS	卡牌类	7
6	明日之后	网易游戏	ARPG	(3)	6	QQ 炫舞	永航科技	休闲类/音舞类	1
7	QQ 炫舞	永航科技	休闲类/音舞类	5	7	明日之后	网易游戏	生存类	(1)
8	红警 OL	有爱互动	SLG	(1)	8	乱世王者	腾讯游戏	策略类	(4)
9	火影忍者	腾讯游戏	竞速类	21	9	穿越火线: 枪战王者	腾讯游戏	射击类	8
10	阴阳师	网易游戏	ARPG	(4)	10	大话西游	网易游戏	回合制 RPG 类	(5)

资料来源：伽马数据，中银国际证券

从移动游戏市场季度规模变化来看，2018 年二季度开始，单季度行业规模的同步增速呈现缓慢回升趋势。虽然 2018 年版号暂停审批使得新游戏上线速度减慢，但是游戏用户的消费在成熟游戏上更加集中，大型游戏厂商依靠老游戏始终维持稳健的营收水平。

图表 16.2016Q1-2018Q4 中国移动游戏市场收入变化情况



资料来源：伽马数据，中银国际证券

新上线游戏方面，三七互娱的《斗罗大陆》、盛大游戏和三七互娱合作的《一刀传世》、吉比特的《螺旋英雄谭》在1月和2月成功进入新游戏收入榜前十名，预计将在2019年对上市公司经营业绩产生积极影响。

图表 17.2019 年 1 月和 2 月新上线移动游戏收入排名

2019 年 1 月					2019 年 2 月				
排名	新游名称	研发商	游戏类型	IP 类型	排名	新游名称	研发商	游戏类型	IP 类型
1	侍魂：胧月传说	腾讯游戏	ARPG	单机/主机游戏 IP	1	疯狂原始人	爱奇艺	角色扮演	影视
2	斗罗大陆	三七互娱	MMORPG	端游 IP	2	龙珠觉醒	中手游	策略	动漫
3	风暴魔域	腾讯游戏	MMORPG	无	3	斗罗大陆	三七互娱	角色扮演	小说
4	一刀传世	盛大游戏	MMORPG	动漫 IP	4	命运歌姬	盛大游戏	角色扮演	无
5	王牌御史	英雄互娱	ARPG	移动游戏 IP	5	王牌御史	英雄互娱	动作	动漫
6	螺旋英雄谭	Kumora Games	战棋	-	6	-	-	-	-
7	权力与纷争	网易游戏	SLG	-	7	-	-	-	-
8	闹闹天宫	蓝港互动	MOBA 类	-	8	-	-	-	-
9	封龙战纪	中手游	MMORPG	-	9	-	-	-	-
10	诺亚传说	尚游网络	MMORPG	-	10	-	-	-	-

资料来源：伽马数据，中银国际证券

游戏版号方面，从2018年12月29日版号重启到4月10日最新一批版号发布，新闻出版总署共发布了12批999个过审版号，部分上市公司的重点游戏如游族网络的《权力的游戏：凛冬将至》已获得版号，但游戏表现情况仍需进一步跟踪。

图表 18.2018 年 12 月 29 日-2019 年 4 月 10 日主要上市公司游戏版号获得情况

上市公司	游戏名称	上市公司	游戏名称	上市公司	游戏名称
吉比特	永不言弃：黑洞！	游族网络	权力的游戏：凛冬将至	三七互娱	神魔血脉
	使魔计划		一球超神		盛世红颜
	探灵	腾讯	冠军盛典		大唐文明
	失落城堡		榫接卯和	迅游科技	云墨剑舞
	美食兄妹—海岛餐厅		折扇	星辉娱乐	战沙霸业
	异化之地		浪漫玫瑰园		九州幻境城
	子弹军团		寻仙 2		御龙战国
	糖糖机场		和平精英		盛唐幻夜
	糖糖蛋糕店	网易	迷室 3		少年歌行
	下一把剑		绘真·妙笔千山	巨人网络	激斗火柴人
	多线程		堡垒前线		猫咪别追我
	照顾熊猫宝宝璐璐	金科文化	甜品连锁店		月圆之夜
	公主小马冲冲冲		异域争霸		征途世界
	跳跃战士之超越极限		枪神破甲		龙珠时空传说
	公主宠物城堡皇家小狗		青灵御剑诀	电魂网络	野蛮人大作战
	糖糖小镇		头号英雄	姚记扑克	水浒连线
完美世界	洪潮之焰		热血街头足球	恺英网络	原始传奇
	完美世界		求和之路		蜀山传奇 H5
	迷失之夜		合并大作战		口袋喵喵
掌趣科技	一拳超人：最强之男		藏刀		我在三国有座城
	冷械岛		疯狂飞行大战		暗夜破晓
	纽扣兄弟		全民泡泡泡		

资料来源：广电总局文件，艺恩网，中银国际证券

营销板块：行业整体进一步放缓，上市公司加速分化

营销板块行业性下滑趋势未变。截至目前，分众传媒、蓝色光标、腾信股份等营销板块主要上市公司已发布一季度业绩预告，行业整体并未出现回暖迹象，分众传媒由于 2018 年梯媒资源大幅扩张，使得 2019 年一季度在媒体资源租金等成本方面涨幅较高，对净利润影响较大；蓝色光标通过减少期间费用开支等方式，使得一季度业绩同比增速较高。

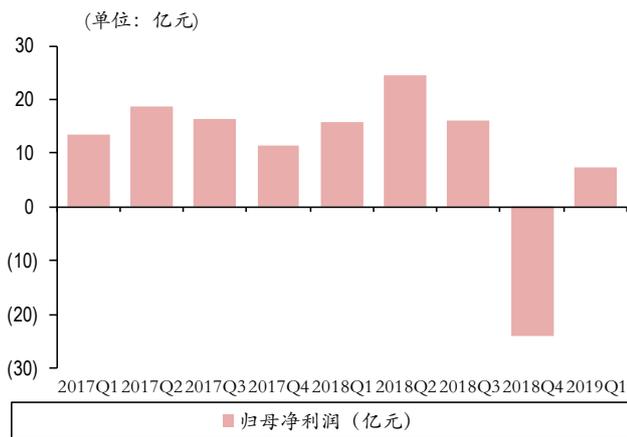
图表 19. 营销行业重点上市公司业绩情况

公司简称	归母净利润下限 (亿元)	归母净利润上限 (亿元)	同比增速下限 (%)	同比增速上限 (%)
腾信股份	0.02	0.02	(11.07)	18.58
华谊嘉信	(0.43)	(0.38)	(238.70)	(222.57)
麦达数字	0.46	0.62	42.55	92.13
蓝色光标	2.00	2.30	30.58	50.16
佳云科技	0.18	0.26	(28.12)	1.83
思美传媒	0.97	1.26	0.00	30.00
分众传媒	3.02	4.23	(75.00)	(65.00)
天龙集团	0.19	0.25	(6.31)	23.28

资料来源：万得，中银国际证券

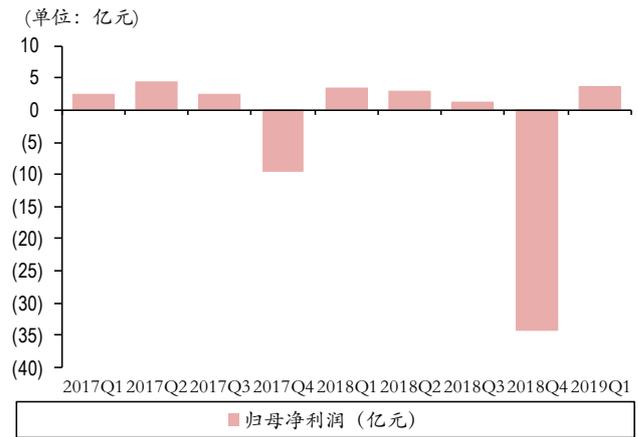
单季度归母净利润方面，受到分众传媒业绩下滑影响，已公告上市公司整体一季度净利润下滑 52.29%；若剔除分众传媒影响，由于蓝色光标利润增速较高，整体同比增长 6.97%。从趋势来看，板块上市公司盈利能力较弱的情况并未有明显改善。

图表 20. 2017Q1-2019Q1 板块上市公司业绩变化情况



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

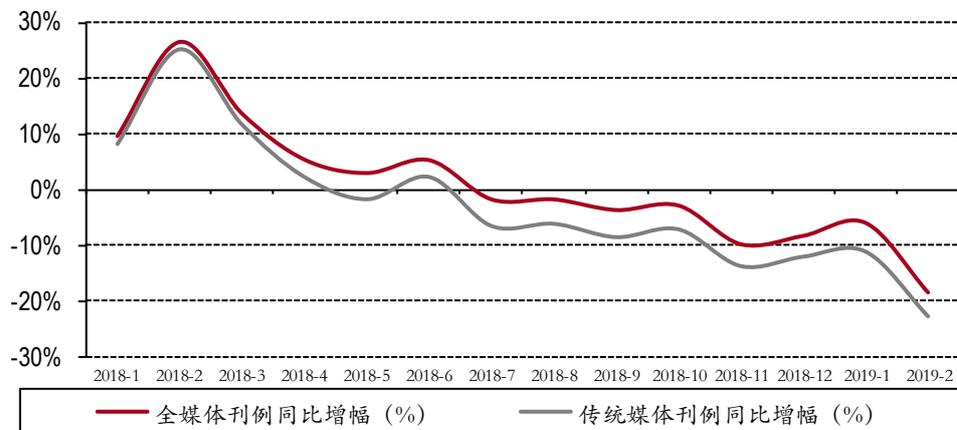
图表 21. 2017Q1-2019Q1 板块上市公司业绩变化情况



资料来源：猫眼电影，中银国际证券（剔除分众传媒业绩影响）

广告行业整体增速呈放缓趋势。根据 CTR 数据显示，2019 年 1 月和 2 月，全媒体广告刊例花费同比减少 5.9%和 18.3%，传统媒体广告刊例花费同比减少 11.2%和 22.8%。从 2018 年 7 月开始，广告行业花费同比下滑趋势持续扩大。2019 年开始，广告主的投资较以往更加谨慎，广告预算进一步缩减，同时，一些中小型新增媒体也开始分流主流媒体的业务，使得主流媒体的广告收入下滑，新形态媒体经历市场爆发式增长后也进入了平稳发展阶段。

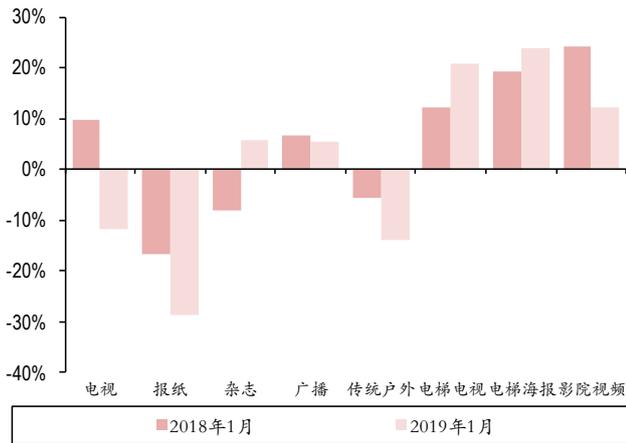
图表 22. 2018 年 1 月-2019 年 2 月全媒体广告和传统广告刊例花费同比变化情况



资料来源：CTR 媒介动量，中银国际证券

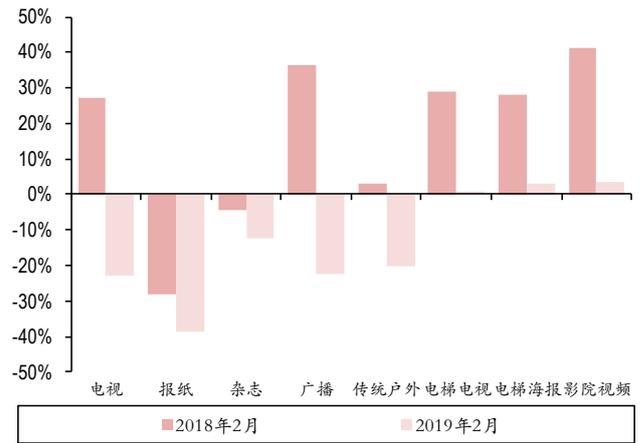
各类媒介刊例花费增幅方面，电梯电视、电梯海报、影院视频在一月份仍有较高的同比增速，其中梯媒广告花费同比增速高于 2018 年同期，但在 2 月份，三个子版块大幅下滑，同比增速不到 5%。部分一月表现稳定的传统媒体领域如杂志、广播等，在 2 月也出现了反转情况。

图表 23.2018 年 1 月和 2019 年 1 月各媒介刊例花费对比



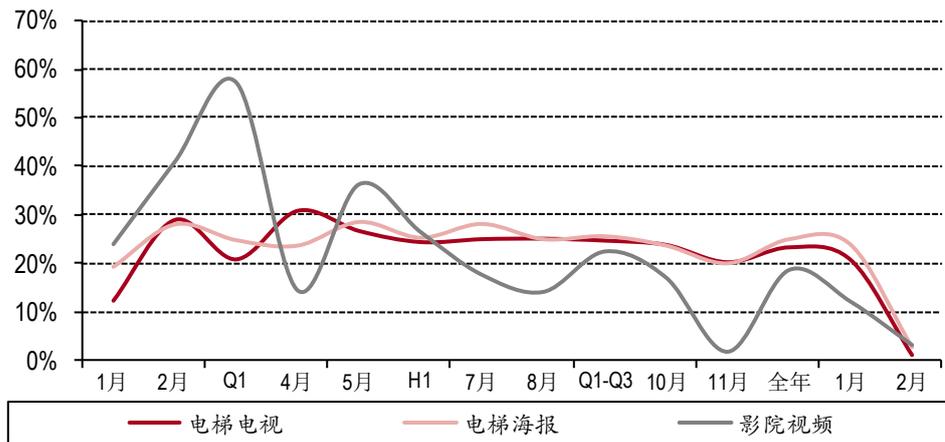
资料来源：猫眼电影，中银国际证券

图表 24.2018 年 2 月和 2019 年 2 月各媒介刊例花费对比



资料来源：猫眼电影，中银国际证券 (剔除分众传媒业绩影响)

图表 25.2018-2019 年 2 月电梯电视、电梯海报、影院视频刊例花费同比变化情况



资料来源：CTR 媒介动量，中银国际证券



总结

截至2019年3月底，申万传媒行业指数年初至今涨幅达到28.00%，市盈率（TTM）为26倍，均排名全行业中游位置。从一季度业绩预告情况来看，游戏行业在老游戏表现超预期、版号审批重启的推动下，整体业绩较为亮眼，部分公司增速超预期；影视行业严监管政策未变，公司业绩分化持续加大，但行业由于季度业绩波动较大的特性，因此基于一季度情况难以预测全年表现；营销行业整体盈利能力较弱的情况未变，行业在2019年开始持续收缩，公司之间的分化将持续。从目前行情展望，我们维持年度策略中对行业整体2019年**强于大市**的板块评级。

影视板块：2019年严监管政策延续，国内票房预计将同比下滑，个股分化加大。主要板块上市公司均大多已发布业绩预告，在内容监管趋严的情况下，部分公司在2018年末计提大额资产减值后，一季度并未出现业绩回暖迹象；但行业季度业绩波动较大的属性使得部分上市公司全年业绩仍待观望。一季度全国票房总额同比下滑7.94%，除春节档期外单周电影票房均低于2018年同期水平，在票补减少，票价提升的情况下，预计全年电影票房将同比减少，院线行业预计进入整合发展期。标的方面，看好国有背景的内容及平台方，以及具备爆款打造能力的内容出品公司，推荐：**中国电影、芒果超媒、北京文化**。

游戏板块：版号审批重启带动行业情绪回暖，部分老游戏流水超预期推动游戏板块整体一季度业绩较为亮眼，热门新游戏逐步上线有望贡献业绩增量。游戏行业上市公司虽然在2018年底计提了一定比例的资产减值，但整体核心竞争力没有削弱，从一季度业绩预告来看，凯撒文化、姚记扑克、电魂网络、宝通科技等部分公司增速预计超过50%，板块整体业绩增速预计也较高，原因包括部分老游戏流水逆势增长且超市场预期以及2018年四季度一些公司上线了新游戏，一季度进入业绩兑现期。随着版号审批常态化，我们预计行业整体2019年同比增速将超过2018年，从一、二月份统计数据来看，老游戏仍是行业收入主要来源，新游戏尚处培育期，预计一季度整体业绩增长将在15%左右。我们看好预计2019年有重点游戏项目上线，业绩弹性较大的精品游戏研发运营商，推荐：**游族网络、吉比特、完美世界**。

营销板块：营销板块2019年整体业绩预计继续下滑。一季度业绩预告方面，营销板块上市公司业绩分化及波动情况较为明显，部分上市公司业绩增速的提升主要来自于期间费用占比的减少。行业情况方面，1月和2月全行业及传统媒体刊例花费增速下滑幅度继续扩大，广告主对广告投放更加谨慎，预算收缩较为明显，我们预计行业增速在2019年将**继续下滑**。

风险提示：行业政策环境趋严，公司业绩不达预期，解禁及重要股东减持风险。

附录图表 26. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	(元/股)
002174.SZ	游族网络	买入	23.40	208	0.74	1.13	31.6	20.7	4.65
603444.SH	吉比特	买入	222.78	160	8.5	10.06	26.2	22.1	34.78
002624.SZ	完美世界	买入	30.48	401	1.14	1.29	26.7	23.6	6.50
600977.SH	中国电影	买入	18.66	348	0.52	0.81	35.9	23.0	5.55
300413.SZ	芒果超媒	买入	41.90	415	0.07	1.16	598.6	36.1	5.40
000802.SZ	北京文化	买入	13.40	96	0.43	0.46	31.3	29.5	6.71

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 4 月 12 日

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371