

传媒行业 18 年报&19Q1 季报总结

商誉集中减值致行业转亏，当前仍需跟踪政策因子变化

分析师： 旷实



SAC 执业证号: S0260517030002

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师： 朱可夫



SAC 执业证号: S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

本文统计分析的样本公司定义见正文

核心观点：

1) 2018 年受商誉减值拖累行业转亏，19Q1 互联网板块盈利能力反弹，游戏、有线稳定

盈利能力下滑明显，2018 年或为商誉减值的峰值之年。2018 年传媒行业营收同增 12.32%至 5121 亿元，而 19Q1 同增 4.73%至 1125.4 亿元。由于大量公司计提了商誉减值或者资产减值，2018 年我们的样本池归母净利润转亏 38.93 亿元，同比大幅下滑 106.9%；其中资产减值损失 630.1 亿元（商誉减值损失为 405.88 亿元）。但行业本身盈利能力也有所下滑。剔除掉资产减值损失，2018 年调整后的净利润为 463.7 亿元（同口径下滑 15.41%）。2019 年起预计商誉减值的影响会逐步减弱。另外 2018 年行业经营性现金流净额同比下滑 61.4%至 123.58 亿元。19Q1 经营性现金流净额为 158.17 亿元，同比大幅增长 680%（主要系东方财富 19Q1 净流入 167 亿经营性现金流）。

从结构上来说，19Q1 互联网板块（包括融媒体、视频网站标的）盈利能力反弹，游戏、有线板块稳定。2018 年营收增长前三的子板块分别为互联网（YOY +50.18%）、教育（YOY +25.99%）、广告营销（YOY +24.81%）。从净利润角度看，各个板块全线回落，其中，有线电视（YoY -5.78%）跌幅最小，广告、游戏、影视制作、教育均转亏。19Q1 营收增长前三的子板块分别为：互联网（YOY +36.94%）、教育（YOY +18.1%）、游戏（YOY +14.39%）；归母净利润增长较快的主要系互联网（YoY +103.58%）、有线电视（YoY +20.54%）。

2) 分行业来看，我们认为短期行业走出盈利颓势需要时间验证，因此观察外生的政策因子或具有一定的前瞻性：

- 互联网：2019 年关键词为出海和垂直领域；整体可持续关注视频网站的会员增长和当前监管下的融媒体标的。
- 游戏：监管逐步缓和，短期看射击类游戏有望带来行业反转；长期 5G 时代云游戏颠覆渠道，或最先在网吧场景落地；可关注三七互娱、完美世界、吉比特、游族网络、顺网科技等。
- 广电：政策推进或超出预期，全国一网整合提速下可关注弹性较大的龙头标的如贵广网络、广电网络。
- 院线：单银幕产出下滑，集中度略降；票房波动下可跟踪单片的产品周期，另外进口片大年可关注中国电影。
- 出版：整体较为平稳，后续龙头公司将以出版为核心多元化业务矩阵。
- 教育：行业龙头陆续登陆资本市场，A 股重点关注职教龙头标的。
- 影视内容：强监管下未来 1-2 个季度仍处于调整期，渠道端持续受益于上游监管和消费端会员增长。

风险提示：行业监管趋严的风险；文娱消费需求不及预期的风险。

相关研究：

芒果超媒（300413.SZ）：核心业务持续高增长，缔造内容工业化体系	2019-04-30
万达电影（002739.SZ）：票房疲软压制利润，重组获批提振长期信心	2019-04-30
传媒行业：19Q1 公募基金加仓融媒体&游戏&广电；国内版权市场同增 16.5%至 7423 亿元	2019-04-28

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 叶敏婷 021-60759783 yeminting@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	7.77	2019/4/25	增持	8.71	0.25	0.80	31.48	9.71	39.8	29.1	7.70	8.90
横店影视	603103.SH	人民币	22.81	2019/3/11	增持	27.38	0.72	0.80	31.63	28.51	17.1	15.1	13.00	12.50
芒果超媒	300413.SZ	人民币	42.40	2019/4/30	买入	45.5	1.23	1.51	34.43	28.04	6.7	4.9	18.10	18.52
视觉中国	000681.SZ	人民币	21.97	2019/1/16	买入	30.8	0.72	0.96	30.51	22.89	31.6	23.3	15.00	16.20
平治信息	300571.SZ	人民币	44.78	2018/10/29	买入	-	2.30	3.04	19.51	14.74	10.9	7.7	36.50	33.60
万达电影	002739.SZ	人民币	22.22	2019/4/30	买入	27.72	0.74	0.84	30.03	26.45	15.0	13.3	9.50	9.70
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.84	2019/4/30	买入	5.75	0.23	0.32	21.04	15.13	11.9	8.0	7.20	9.00
完美世界	002624.SZ	人民币	28.26	2019/4/30	买入	33.2	1.66	1.91	17.03	14.80	12.56	9.87	21.93	19.08
吉比特	603444.SH	人民币	227.00	2019/4/25	买入	231.8	11.59	13.08	19.59	17.35	12.6	10.6	24.60	23.70
三七互娱	002555.SZ	人民币	13.68	2019/4/27	买入	14	0.87	5.38	15.80	2.54	12.1	9.2	24.21	22.86
分众传媒	002027.SZ	人民币	6.10	2019/4/25	买入	7.26	0.29	0.36	21.29	17.01	17.6	12.6	22.70	21.20
新经典	603096.SH	人民币	63.60	2019/4/21	买入	71.5	2.17	2.67	29.31	23.82	22.9	17.7	16.20	15.20
中南传媒	601098.SH	人民币	12.49	2018/11/9	增持	-	0.70	0.75	17.84	16.65	4.8	3.4	8.00	7.80
美团点评	03690.HK	港元	55.50	2019/3/21	买入	62.4	-0.76	0.24	-	227	-	67.4	-8.70	3.00
爱奇艺	IQ.O	美元	23.01	2019/3/14	买入	30.52	-1.63	-7.40	-	-	-	-	-78	-110
网易	NTES.O	美元	285.44	2019/4/9	买入	295.2	7.47	54.00	38.21	5.29	21.2	18.0	12.01	11.30

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 1) 爱奇艺 2019 年预计亏损, 2019~2021 年参考 PS 估值分别为 3.8x、3.1x 和 2.6x ;
2) 网易的 EPS 分母为存托凭证 (ADR) 口径, ADR 和普通股的比例为 1: 25。

目录索引

样本筛选和行业分类:	7
一、总体: 资产减值损失侵蚀利润, 亏损比例超过两成	7
1.1 营收增速回落至个位数, 资产减值损失大幅侵蚀利润	8
1.2 管理费用下降, 销售、财务费用持续提升, 总体净利率下行	9
1.3 19Q1 经营性现金流改善, 净经营现金流占毛利润比重回升	10
二、各板块利润均有回落, 互联网、游戏板块边际向好	11
三、互联网: 2018 年是短视频和下沉之年, 我们预计未来的关键词将是出海+垂直	14
3.1 2018 年互联网的关键词: 下沉和短视频	14
3.2 我们预计出海将成为互联网公司的必由之路	15
3.3 财务数据: 整体收入净利润仍保持上升态势, 东财&芒果亮眼	17
四、游戏: 监管边际缓和, 5G 时代云游戏或为长逻辑	18
4.1 2018 年以来监管趋缓, 短期行业增速或有反转	18
4.2 5G 时代, 云游戏或将颠覆渠道格局	19
4.3 财务数据: 2018 年遭遇大规模商誉减值, 19Q1 普遍回暖	21
五、院线: 单银幕产出下滑, 短期业绩承压; 国产电影疲软, 优质进口片表现不俗	23
5.1 头部影投新建速度放缓, 单银幕产出持续回落	23
5.2 长尾扩张速度仍然较快, 集中度提升逻辑尚未兑现	24
5.3 整体财务表现弱于预期, 中国电影成为亮点	25
六、影视内容: 会员经济引领视频网站增长, 内容端等待行业重整价值分配	28
6.1 电影: 监管审核趋严, 上映率持续下滑, 板块景气度下降	28
6.2 视频网站: 会员经济方兴未艾, 资本开支预计保持稳健	28
6.3 影视剧: 内容监管高压延续, 产能下滑现实题材增多	30
6.4 影视内容毛利率显著缩窄,	31
七、出版行业: 政策利好打开长线增长空间, 头部图书价值提升	34
八、营销行业: 宏观经济下行影响开始体现, 出海需求驱动营收增长	38
九、教育: 行业龙头陆续登陆; 职教将是 A 股教育重点板块	43
十、广电: 有线业务增长疲软, 全国一网整合或将提高三网融合下广电竞争力	47

图表索引

图 1: 传媒行业指数的各行业成分数量 (个)	7
图 2: 2018 年传媒行业盈利分布图	7
图 3: 传媒样本公司亏损和盈利比例变化	8
图 4: 传媒行业营业收入 (亿元) 和增速 (%)	8
图 5: 传媒行业归母净利润 (亿元) 和增速 (%)	8
图 6: 各年份盈利公司的净利润增速分布 (家)	9
图 7: 传媒行业资产减值损失, 商誉减值损失 (亿元) 和资产减值损失同比 (%)	9
图 8: 传媒行业毛利率及净利率 (%)	10
图 9: 传媒行业期间费用率 (%) (财务在右轴)	10
图 10: 传媒行业负债规模 (亿元) 资产负债率 (%)	10
图 11: 传媒行业经营性现金流净额 (亿元) 和经营性现金流净额/毛利润	11
图 12: 2018 年分行业营业收入 (亿元) 和同比增速 (%)	11
图 13: 2019Q1 分行业营业收入 (亿元) 和同比增速 (%)	12
图 14: 2018 年分行业净利润 (亿元) 和同比增速 (%)	12
图 15: 2018 年各板块亏损公司数量 (家) 和亏损总额 (亿元)	13
图 16: 2019Q1 分行业净利润 (亿元) 和同比增速 (%)	13
图 17: 2007-2018 年移动互联网用户规模和增长情况	14
图 18: 中国移动互联网用户人均单日使用时长	14
图 19: 移动互联网分城市等级人均单日使用时长变化	14
图 20: 2018 年用户月时长增量占比 TOP10 细分行业	15
图 21: 全球人口已经过半接入了网络世界	15
图 22: 2018 年 H1 美国市场上中国免费 APP TOP10	16
图 23: 互联网板块营收 (亿元) 和同比增速 (%)	17
图 24: 互联网板块净利润 (亿元) 和同比增速 (%)	17
图 25: 互联网板块毛利率和净利率 (%)	17
图 26: 互联网板块费用率情况 (%)	17
图 27: 19Q1 移动游戏市场规模同增 18% 达到 365.9 亿元	18
图 28: 2018 年 4 月~11 月期间版号处于停止审批的状态	18
图 29: 2014 年~2018 年各个游戏类别时长份额推移图	19
图 30: 本地游戏和云游戏的两类解决方案	20
图 31: 全国互联网上网服务行业市场规模 (亿元)	20
图 32: 全国网吧数量总量情况推移	20
图 33: 游戏板块营收 (亿元) 和同比增速 (%)	21
图 34: 游戏板块净利润 (亿元) 和同比增速 (%)	21
图 35: 游戏板块毛利率和净利率 (%)	21
图 36: 游戏板块费用率情况 (%)	21
图 37: 游戏板块经营性现金流 (亿元) 及其增速 (%)	22
图 38: 游戏板块应收账款和周转天数推移	22
图 39: 单季电影票房 (亿元) 和同比增速 (%)	23
图 40: 全国总体影院数量 (家) 和同比增速 (%)	23

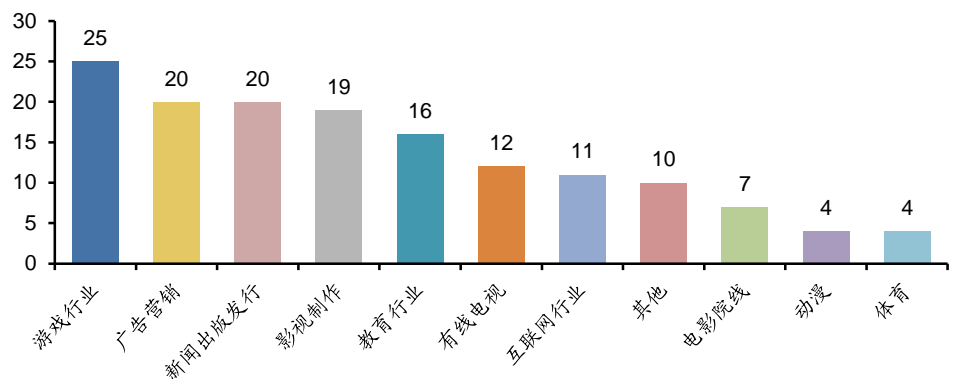
图 41: 全国总体银幕数量 (块) 和同比增速 (%)	23
图 42: 2019Q1 分城线单银幕产出 (万元/块) 和同比增速 (%)	24
图 43: 票房驱动因子拆解 (%)	24
图 44: 院线板块营业收入 (亿元) 和同比增速 (%)	25
图 45: 院线板块归母净利润 (亿元) 和同比增速 (%)	25
图 46: 院线板块毛利率和净利率 (%)	25
图 47: 院线板块三大期间费用率 (%)	25
图 48: 购建固定资产的现金流支出 (亿元) 和同比增速 (%)	26
图 49: 各院线公司非票收入 (亿元) 和营收占比 (%)	27
图 50: 各院线人均非票收入 (元/人) 和增速 (%)	27
图 51: 国产电影备案、产出和上映数量 (部), 产出率和上映率 (%)	28
图 52: 视频网站付费会员数量推移	29
图 53: 视频网站付费会员渗透率 (%) 推移	29
图 54: 爱奇艺 2018 年的内容成本约为 211 亿元, 占收入比重的 84%	29
图 55: 视频网站上线的现实主义题材数量上升	31
图 56: 视频网站上线的古装架空题材点击占比下降	31
图 57: 影视内容营收 (亿元) 和同比增速 (%)	31
图 58: 影视内容净利润 (亿元) 和同比增速 (%)	31
图 59: 影视内容板块毛利率和净利率 (%)	32
图 60: 影视内容板块费用率情况 (%)	32
图 61: 影视内容经营性现金流 (亿元) 及其增速 (%)	32
图 62: 影视内容账上现金 (亿元) 及其增速 (%)	32
图 63: 影视内容应收账款及其周转天数	33
图 64: 影视内容预收账款及其周转天数	33
图 65: 中国图书零售市场实体店和网店的码洋规模 (亿元)	34
图 66: 中国零售市场畅销书码洋贡献率 (%)	35
图 67: 中国零售市场的码洋占比结构	35
图 68: 出版行业营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	35
图 69: 出版行业净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	35
图 70: 出版行业毛利率和净利率 (%)	37
图 71: 出版行业期间费用率 (%)	37
图 72: 出版行业商誉资产 (亿元) 及同比增速 (%)	37
图 73: 出版行业商誉减值 (亿元)	37
图 74: CTR 广告数据	38
图 75: 广告主对当年营销推广费用占比的预期	38
图 76: 不同媒介广告投放花费占比	39
图 77: 广告营销行业营业收入及增速 (%)	40
图 78: 广告营销行业归母净利及增速 (%)	40
图 79: 广告营销行业 2018A 营业收入及增速	40
图 80: 广告营销行业 2019Q1 营业收入及增速	40
图 81: 广告营销行业 2018A 归母净利及增速	40
图 82: 广告营销行业 2019Q1 归母净利及增速	40
图 83: 广告营销行业商誉	41

图 84: 广告营销行业各企业商誉情况 (亿元)	41
图 85: 广告营销行业毛利率及净利率 (%)	42
图 86: 广告营销行业期间费用情况 (%)	42
图 87: 教育行业营业收入及增速 (%)	44
图 88: 教育营销行业归母净利及增速 (%)	44
图 89: 教育行业 2018A 营业收入及增速	44
图 90: 教育行业 2019Q1 营业收入及增速	44
图 91: 教育行业 2018A 归母净利及增速	44
图 92: 教育行业 2019Q1 归母净利及增速	44
图 93: 教育板块整体商誉	45
图 94: 教育行业各企业商誉情况 (亿元)	45
图 95: 教育行业毛利率及净利率 (%)	46
图 96: 教育行业期间费用情况 (%)	46
图 97: 各教育公司盈利能力	46
图 98: 2015~2018 年中国有线电视用户发展进程	47
图 99: 2015~2018 年中国直播卫星用户发展进程	47
图 100: 2015~2018 年中国 IPTV 用户发展进程	48
图 101: 2015~2018 年中国 OTT 用户发展进程	48
图 102: 有线电视用户数	49
图 103: 有线电视行业营业收入及增速 (%)	50
图 104: 有线电视行业归母净利及增速 (%)	50
图 105: 有线电视 2018A 营业收入及增速	50
图 106: 有线电视 2019Q1 营业收入及增速	50
图 107: 有线电视 2018A 归母净利及增速	50
图 108: 有线电视 2019Q1 归母净利及增速	50
图 109: 有线电视毛利率及净利率 (%)	51
图 110: 有线电视 2014-2019Q1 期间费用情况 (%)	51
图 111: 广电企业盈利能力	51
表 1: 中国移动互联网用户月人均单日使用时长	15
表 2: 2018 年各院线上市公司的影城扩张和改造计划	27
表 3: 2017 年以来主要影视剧行业监管政策一览	30
表 4: 2018 年和 2019 年 Q1 出版行业公司的业绩情况 (亿元, %)	36
表 5: 营销行业重要公司 2018A 及 2019Q1 业绩情况 (亿元, %)	42
表 6: 近期职业教育相关鼓励政策	43
表 7: 教育行业重要公司 2018A 及 2019Q1 业绩情况 (亿元, %)	47
表 8: 行政力量保障广电体系变革推进	48
表 9: 广电行业重要公司 2018A 及 2019Q1 业绩情况 (亿元, %)	52

样本筛选和行业分类:

首先，本文在中信传媒指数的基础上，根据公司主营业务构成，选择传媒类业务占比15%以上的公司作为精选样本，合计得到148传媒公司（传媒行业指数）。然后按照公司的传媒业务性质和类别进行行业划分，若经营多种传媒类业务则按照最高的收入来源占比作为划分基准。得到11个行业分类，按照公司数量从高到低为游戏行业、广告营销、新闻出版发行、影视制作、教育行业、有线电视、互联网行业、其他、电影院线、动漫和其他，年报汇总分析主要围绕着传媒行业指数标的和行业分类展开。

图1：传媒行业指数的各行业成分数量（个）

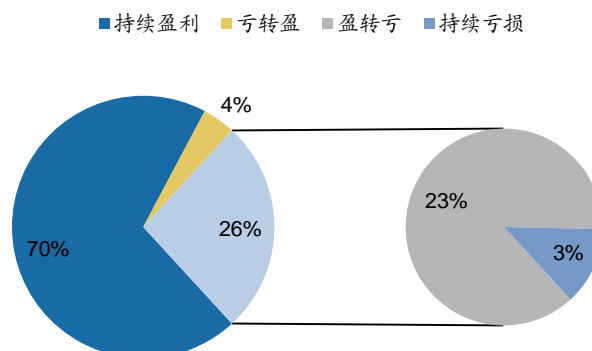


数据来源：公司半年报，广发证券发展研究中心

一、总体：资产减值损失侵蚀利润，亏损比例超过两成

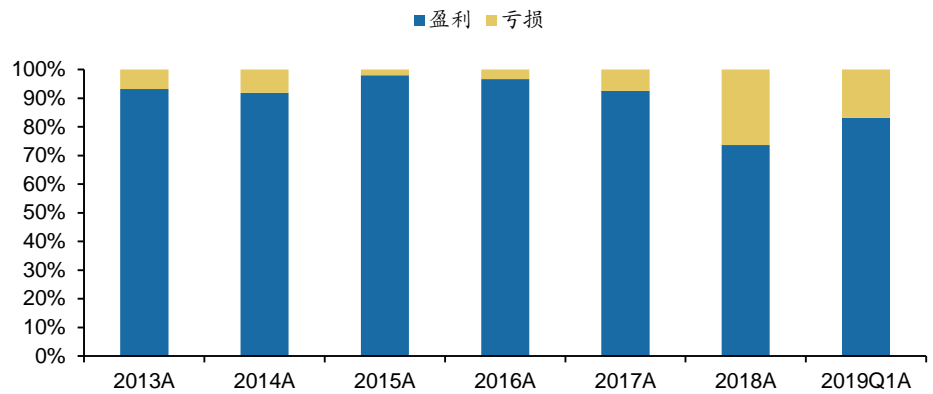
从归母净利润口径来看，2018年样本公司中109家公司盈利，39家公司亏损，亏损公司数量同比增加28家，占比增至26.4%。盈利公司中103家公司持续盈利，6家公司实现扭亏。2019Q1，123家公司实现盈利，25家公司亏损，亏损公司数量同比增加11家，亏损比例同比提升7.4%至16.9%。

图2：2018年传媒行业盈利分布图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3: 传媒样本公司亏损和盈利比例变化



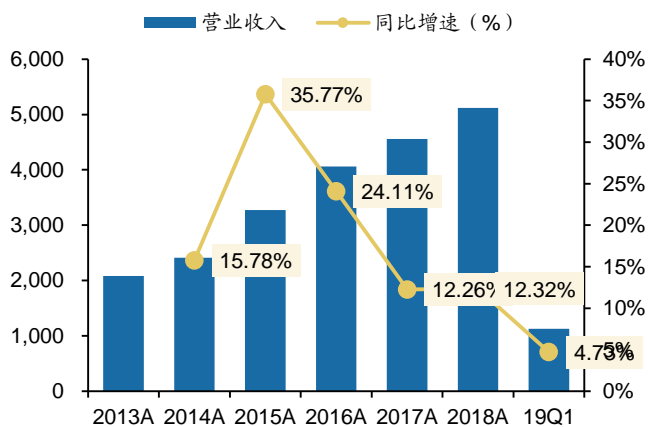
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.1 营收增速回落至个位数, 资产减值损失大幅侵蚀利润

2018年传媒行业实现营业收入5121亿元, 同比增长12.32%, 较2017年同期略有提升。2019Q1实现营业收入1125.4亿元, 同比增长4.73%, 近5年来增速首次回落至个位数水平。

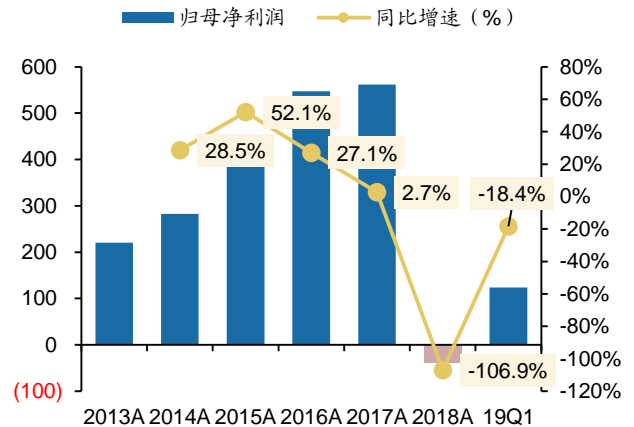
从净利润来看, 2018年传媒行业归母净利润亏损38.93亿元, 同比大幅下滑106.9%; 扣非归母净利润亏损166.4亿元, 同比下滑140.72%。2019Q1实现归母净利润123.65亿元 (YOY-18.44%), 扣非归母净利润为91.95亿元 (YOY-18.39%)。

图4: 传媒行业营业收入 (亿元) 和增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

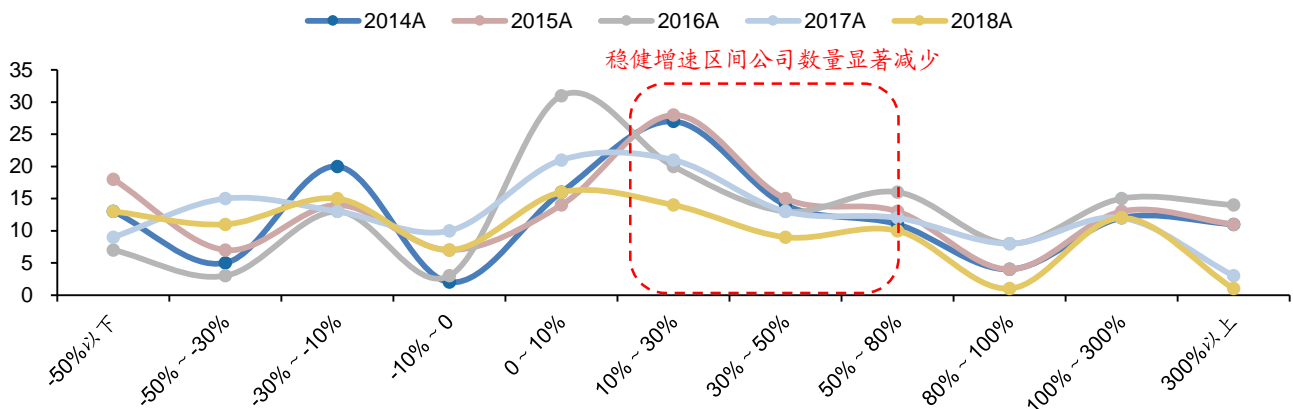
图5: 传媒行业归母净利润 (亿元) 和增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们统计得到2014~2018年样本池盈利公司的数量分布情况可以发现, 净利润增速在10%~50%的稳健增长区间的公司数量从2015年的44家逐年下降至2018年的23家。从盈利的持续性来看, 2016~2018年连续盈利, 且2018年净利润增速在10%~50%区间的公司数量为22家, 而2017年满足同样条件的公司数量则为33家, 持续盈利的公司数量明显减少。

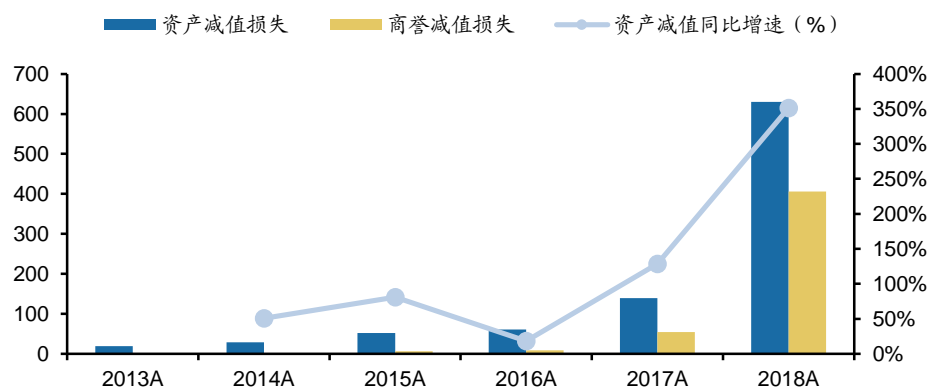
图6: 各年份盈利公司的净利润增速分布 (家)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

由于行业经营环境走弱, 标的资产的盈利能力下滑, 此前投资活动形成的长期股权投资或可供出售金融资产, 并购重组活动形成的商誉均面临较大的资产减值压力。此外, 随着产业链风险增大, 经营活动产生的存货/应收账款等减值风险也在提升。2018年, 样本池公司合计形成资产减值损失630.1亿元, 同比大幅增长351.4%; 其中, 商誉减值损失405.88亿元 (YOY+649.09%), 占总资产减值的64.42%。大幅的资产减值损失是导致2018年传媒行业整体利润陷入亏损的主要原因。若剔除资产减值损失的影响, 2018年调整后的净利润为463.7亿元, 2017年调整后净利润为548.2亿元, 2018年调整后净利润同比下滑15.41%。

图7: 传媒行业资产减值损失, 商誉减值损失 (亿元) 和资产减值损失同比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

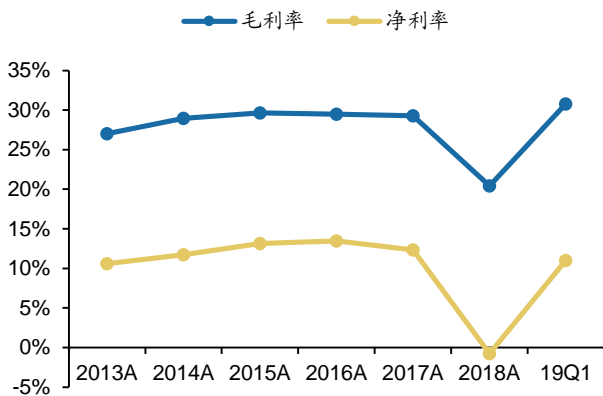
1.2 管理费用下降, 销售、财务费用持续提升, 总体净利率下行

2018年传媒行业总体实现毛利润1045亿元 (YOY-21.71%), 毛利率为20.41%, 同比减少8.87pct; 归母净利率-0.76%, 同比减少13.09pct。2019Q1毛利润346.31亿元 (YOY+3.53%), 毛利率30.77%, 同比减少0.36pct; 归母净利率14.11%, 同比减少3.12pct。

从三大期间费用来看, 2018年行业总体产生销售费用468.84亿元(YOY+21.13%), 销售费用率9.16%, 同比增加0.67pct; 产生管理费用397.51亿元(YOY-13.39%), 管理费用率7.76%, 同比减少2.3pct; 产生财务费用38.60亿元(YOY+52.18%), 财务费用率0.75%, 同比增加0.2pct。

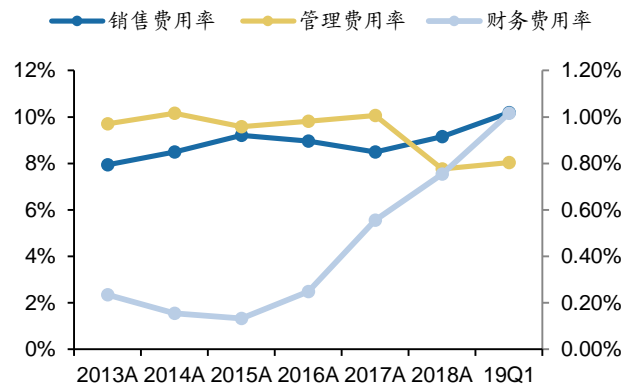
2019Q1行业总体产生销售费用114.68亿元(YOY+23.45%), 销售费用率10.19%, 同比增加1.55pct; 产生管理费用90.47亿元(YOY-18.59%), 管理费用率8.04%, 同比减少2.3pct; 产生财务费用11.44亿元(YOY+15.45%), 财务费用率1.02%, 同比增加0.09pct。

图8: 传媒行业毛利率及净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

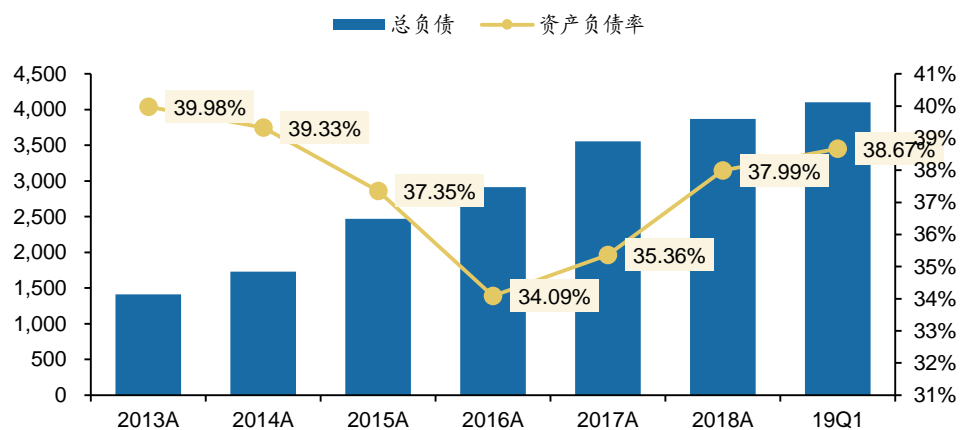
图9: 传媒行业期间费用率 (%) (财务在右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

财务费用持续增加的背后是总体负债率的提升, 2018年传媒行业总负债规模为3868亿元, 同比增长8.81%, 资产负债率38%, 2019Q1负债相比18年底增长6.07%至4103亿元, 资产负债率增加0.68pct至38.67%。

图10: 传媒行业负债规模 (亿元) 资产负债率 (%)



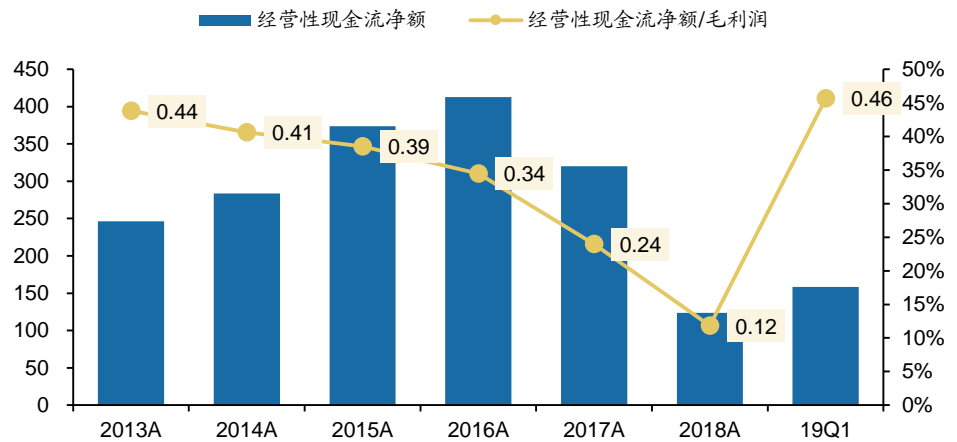
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.3 19Q1 经营性现金流改善, 净经营现金流占毛利润比重回升

2018年经营性现金流净额123.58亿元, 同比大幅下滑61.41%; 经营性现金流净额/

毛利润持续同比下降50.7%至0.12。2019Q1经营性现金流净额为158.17亿元，同比大幅增长680%，经营性现金流净额/毛利润大幅回升至0.46，盈利质量得到改善。

图11: 传媒行业经营性现金流净额(亿元)和经营性现金流净额/毛利润



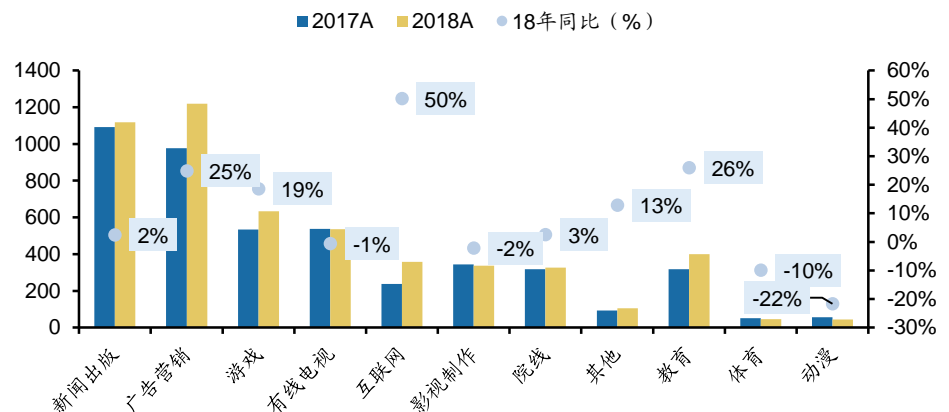
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、各板块利润均有回落，互联网、游戏板块边际向好

分行业总览: 2018年营收增长前三的子板块分别为互联网板块实现营收357.93亿元 (YOY+50.18%)、教育实现营收400.33亿元 (YOY+25.99%)、广告营销实现营收1218.47亿元 (YOY+24.81%)。此外，游戏行业实现营收632.73亿元，同比增长18.54%，影视板块实现营收336.72亿元，同比下滑2.16%，院线板块实现营收326.6亿元，同比微涨2.56%。

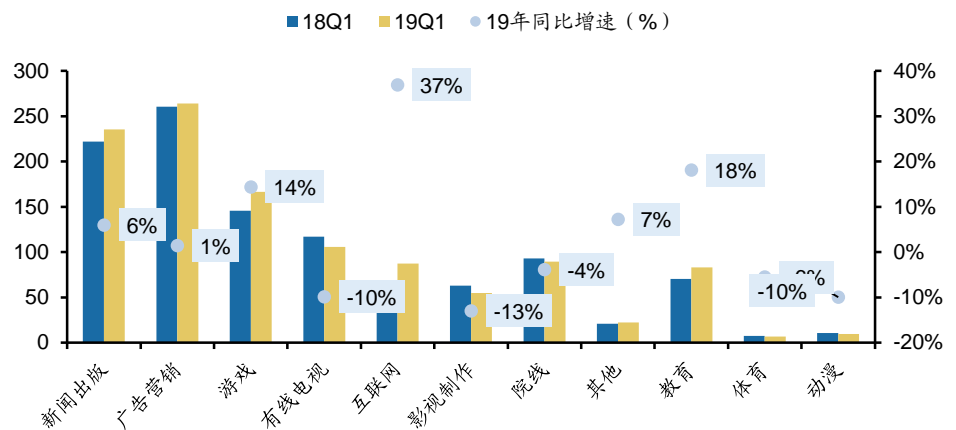
2019Q1营收增长前三的子板块分别为: 互联网 (YOY+36.94%)、教育 (YOY+18.1%)、游戏 (YOY+14.39%)。营收下滑幅度前三的子板块为影视制作 (YOY-12.98%)，动漫 (YOY-9.95%)、体育 (YOY-5.51%)。此外院线、广告、有线营收也有不同程度回落。

图12: 2018年分行业营业收入(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

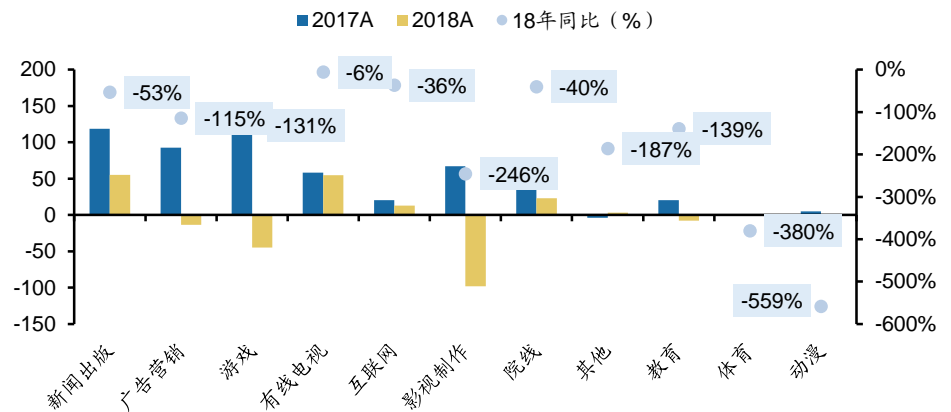
图13: 2019Q1分行业营业收入(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2018年各板块净利润全面回落, 游戏、广告、影视等跌幅居前。2018年净利润为正的子板块包括, 新闻出版归母净利润为55.37亿元, 同比下降53.42%, 有线电视归母净利润54.97亿元, 同比下降5.78%; 院线归母净利润22.85亿元, 同比下降40.29%; 互联网行业的归母净利润12.97亿元, 同比下降36.41%。体育、动漫、影视、教育、游戏和广告的归母净利润同比下滑幅度均超过100%。

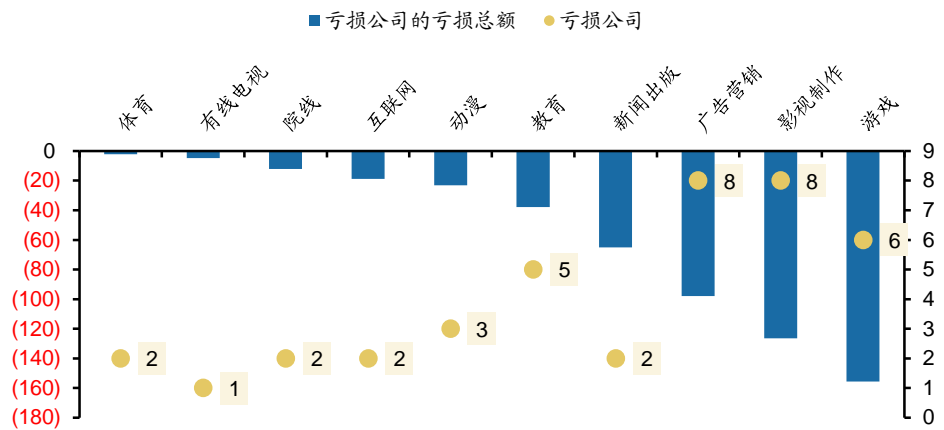
图14: 2018年分行业净利润(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2018年传媒行业主要板块的亏损情况如下: 游戏板块6家公司亏损(亏损比例24%), 合计亏损金额155.65亿元, 平均单家亏损金额25.94亿元。影视板块8家公司亏损(亏损比例42.11%), 合计亏损金额126.4亿元, 平均单家亏损金额15.8亿元。新闻出版2家公司亏损(亏损比例10%), 合计亏损金额65亿元, 平均单家亏损金额32.5亿元。院线行业2家公司亏损(亏损比例28.57%), 合计亏损金额12.18亿元, 平均单家亏损金额6.09亿元。

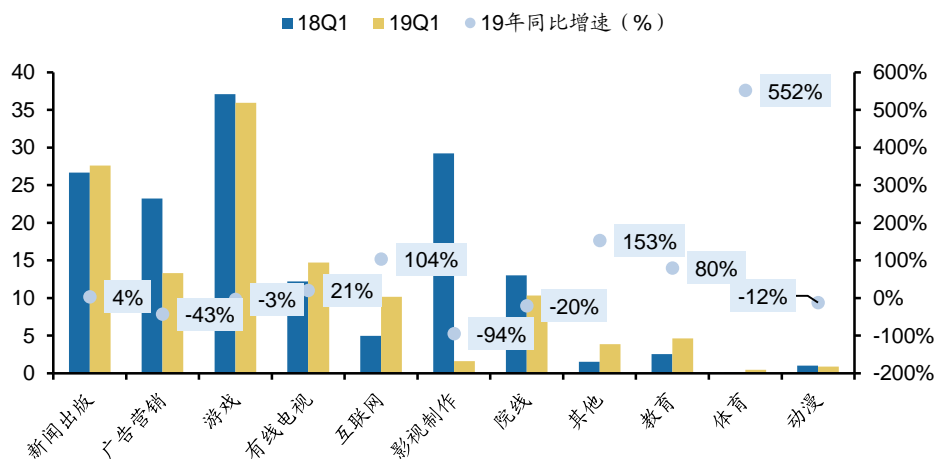
图15: 2018年各板块亏损公司数量(家)和亏损总额(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019Q1, 主要子板块中教育、互联网和有线电视的归母净利润增速排名靠前。其中, 教育板块归母净利润分别为4.63亿元, 同比增长80.25%; 互联网板块归母净利润10.17亿元, 同比增长103.58%; 有线电视归母净利润14.71亿元, 同比增长20.54%。游戏归母净利润同比下降3.04%至35.95亿元, 广告营销板块归母净利润同比下降42.67%至13.31亿元, 院线板块归母净利润下降20.43%至10.36亿元。影视板块归母净利润大幅回落94.4%至1.64亿元, 即使扣除18Q1光线传媒出售新丽的利润影响后, 影视板块的归母净利润的下滑幅度也超过80%。

图16: 19Q1分行业净利润(亿元)和同比增速(%)



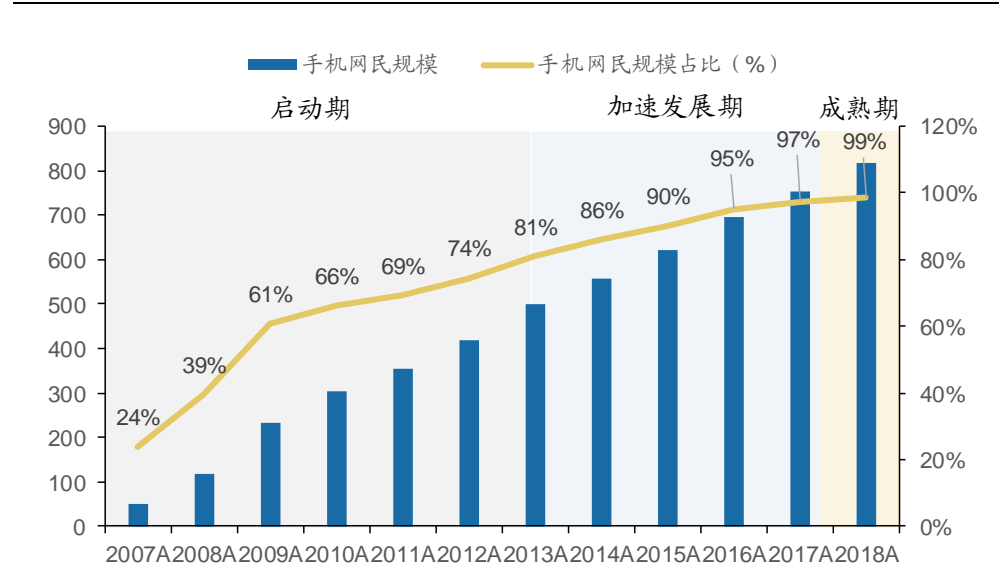
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、互联网：2018 年是短视频和下沉之年，我们预计未来的关键词将是出海+垂直

3.1 2018 年互联网的关键词：下沉和短视频

移动互联网用户进入个位数增长时代，精准寻找增量成最大挑战。2018年网民规模新增了5653万网民达到8.29亿人，同比增速7%略快于此前三年的6%，互联网普及率提升3.8pct达到59.6%。手机网民新增6433万人，网民当中的渗透率达到了99%，网民的接入行为已经彻底移动化。

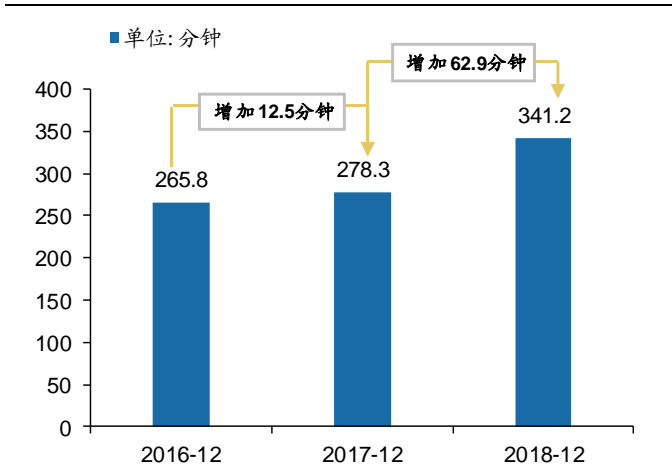
图17：2007-2018年移动互联网用户规模和增长情况



资料来源：CNNIC，广发证券发展研究中心

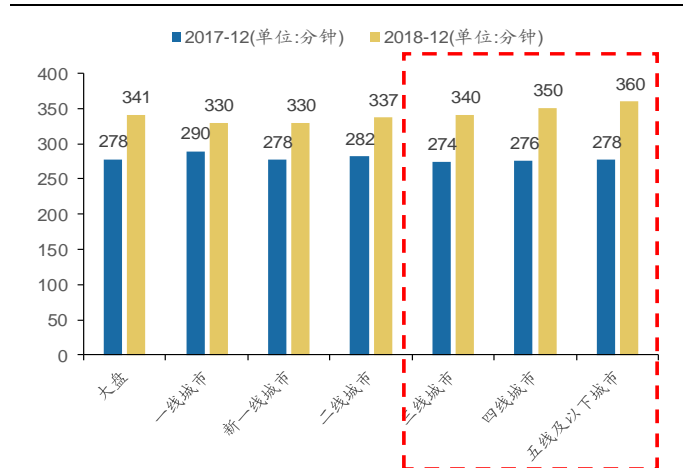
从流量地域的角度来看，移动互联网时长增长主要由低线城市推动。2018年受到短视频产品的推动，单人单日使用时长增长了62.9分钟，相比2017年的12.5分钟明显加速，而从地域分布来看则呈现出明显的下沉特征，三线城市及其以下的用户增长更快，同时单日的移动互联网媒体时长已经超过了一二线城市。

图18：中国移动互联网用户人均单日使用时长



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

图19：移动互联网分城市等级人均单日使用时长变化



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

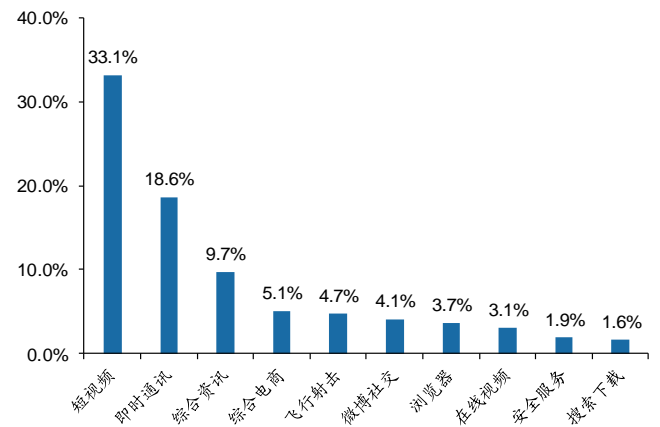
而从产品品类来看，短视频成为2018年的最大赢家。根据CNNIC的统计，2018年网民用户规模当中使用率前三的分别是即时通信、搜索引擎和网络新闻，而短视频仅用了一年的时间就吸引了6.5亿用户，使用率高达78.2%，超过了网络视频、网络购物等细分领域名列第四名。而根据Quest Mobile的统计，2018年全年时长增长增量中33%来自短视频，而即时通讯和综合资讯分别只有18.6%和9.7%。

表1: 中国移动互联网用户月人均单日使用时长

2018年中国网民各类互联网应用的使用率				
单位: 万	17H2		18H2	
应用	用户规模	使用率	用户规模	使用率
即时通信	72,023	93.3%	79172	95.6%
搜索引擎	63,956	82.8%	68132	82.2%
网络新闻	64,689	83.8%	67473	81.4%
短视频			64798	78.2%
网络视频	57,892	75.0%	61201	73.9%
网络购物	53,332	69.1%	61011	73.6%
网络音乐	54,809	71.0%	57560	69.5%
网络游戏	44,161	57.2%	48384	58.4%
网络直播	42,209	54.7%	39676	47.9%

数据来源: CNNIC, 广发证券发展研究中心

图20: 2018年用户月时长增量占比TOP10细分行业

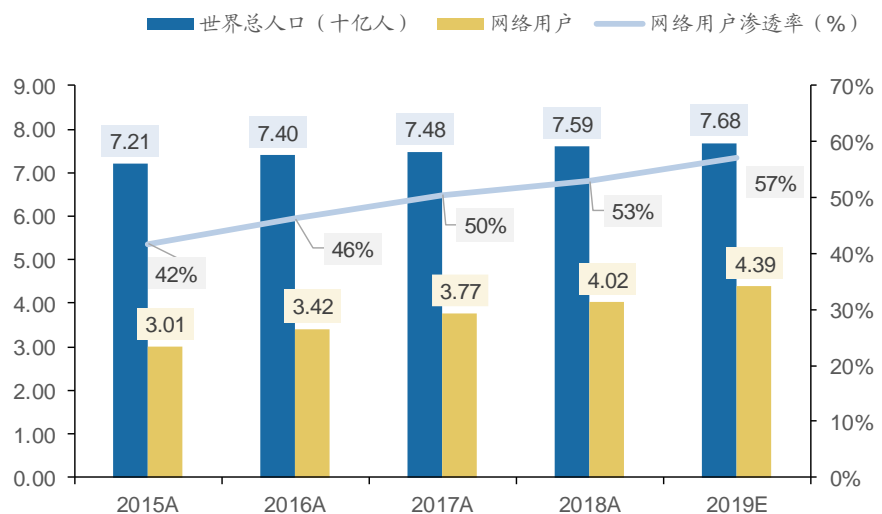


数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

3.2 我们预计出海将成为互联网公司的必由之路

国内的低线市场也开始逐渐饱和的情况下，我们预计未来3-5年互联网公司的流量红利将主要来自海外。根据Hootsuite的统计，2019年预计全球上网人口将同比增长9%至43.9亿人，渗透率提升至57% (+4pct)，而2016-2018年网络人口的增速分别为14%、10%和7%，远高于同期3%、1%和2%的人口增长。国内领先的业态有望复制至全球其他互联网的欠发达地区甚至是成熟地区。


图21: 全球人口已经过半接入了网络世界



资料来源: Hootsuite, 广发证券发展研究中心

而除了互联网欠发达地区，我们本身在成熟的欧美市场也积累了一定运营和商业化的优势。根据App Annie，18H1美国市场上中国免费排行榜中有5个产品来自中国厂商，其中有三款产品来自字节跳动，分别是Musical.ly、TopBuzz、BuzzVideo，分别位列第一、第二和第四。在短视频领域，中国产品的出海效果显著，2018Q1的Tik Tok全球下载量排名第一，这款抖音海外版覆盖了超过150个国家，在18H1末就已经实现了海外的MAU实现过亿，海外的MAU占比超过20%的成绩。

图22：2018年H1美国市场上中国免费APP TOP10

	名称	类型	发行商
1	 musical.ly	短视频	今日头条
2	 TopBuzz	新闻	今日头条
3	 Emoji Phone	输入法	Color Phone Studios
4	 BuzzVideo	新闻	今日头条
5	 MAX Cleaner	工具	ONE App Ltd
6	 No.Draw	娱乐	Eyewind
7	 CM Launcher 3D	桌面	猎豹移动
8	 APUS Security	工具	Apus Group
9	 Virus Cleaner	工具	TCL
10	 Live.me	直播	猎豹移动

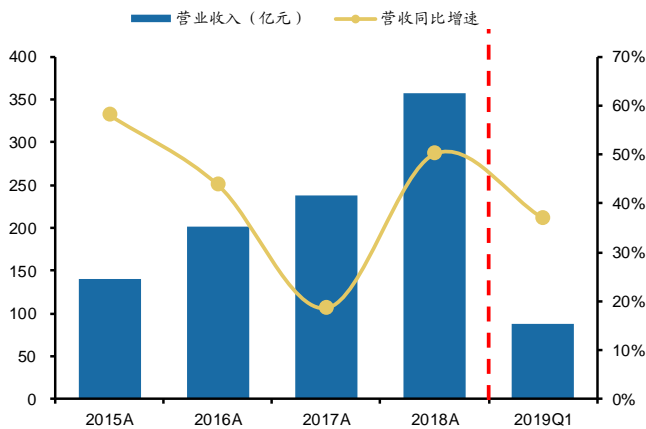
数据来源：App annie，36 氪，广发证券发展研究中心

在出海之外，2018年开始起移动互联网公司迎来了上市潮，其中以领域小巨头居多。包括小米、美团、拼多多、B站、爱奇艺等多个垂直领域巨头纷纷上市，更加细分的市场当中也包括宝宝树、汇量科技、新氧、蔚来、趣头条等互联网公司登陆二级市场。我们预计随着上市热潮的催动，各个移动互联网垂直领域的战斗或将更加白热化。

3.3 财务数据：整体收入净利润仍保持上升态势，东财&芒果亮眼

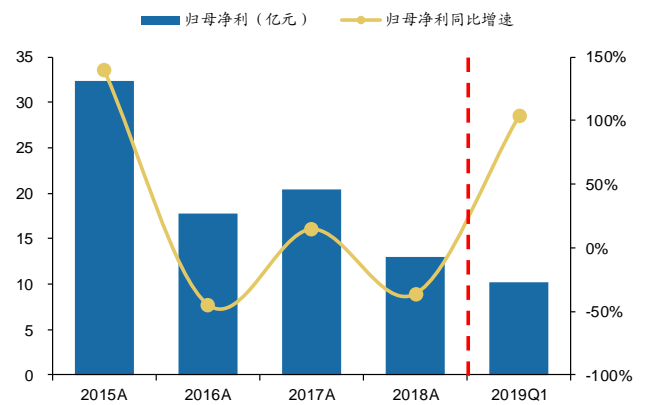
整体A股互联网板块收入同增50%达到358亿元。主要系迅游科技并表狮之吼、芒果超媒并表芒果TV带来的收入增量，另外增速较快的公司还包括科达股份（YoY+50%）、东方财富（YoY+23%）等。19Q1板块收入同比增长37%达到86.2亿元，主要来自芒果超媒并表贡献。归母净利润端，2018年互联网板块同比下滑36.4%达到12.97亿元，主要系暴风集团、迅游科技计提了大额资产减值准备所致，19Q1情况有所好转，板块净利润同比增长104%至10.2亿元，整体边际向好，除了芒果超媒并表因素之外，视觉中国（YoY+44.3%）、新华网（YoY+56.9%）、人民网（YoY+49.6%）等均录得较高增长，融媒体、内容版权以及互联网金融（东方财富）为板块增速最快子领域。

图23：互联网板块营收（亿元）和同比增速（%）



数据来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

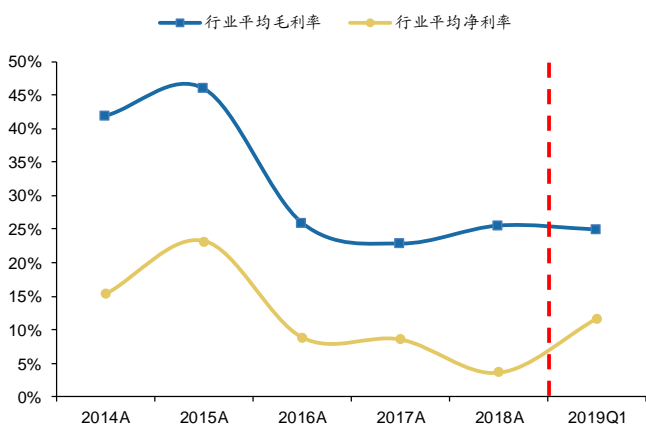
图24：互联网板块净利润（亿元）和同比增速（%）



数据来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

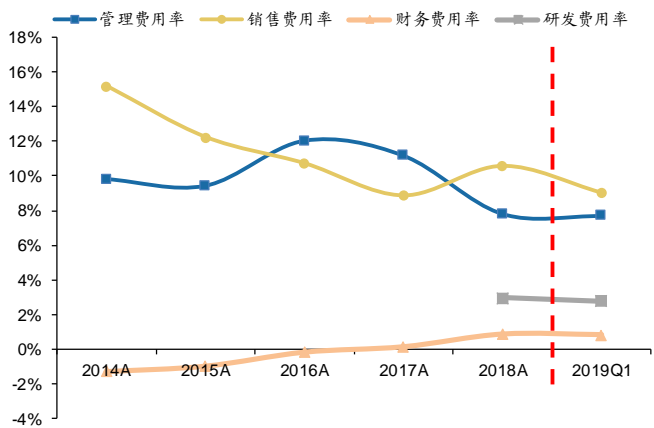
净利率受资产减值拖累，费用率整体保持平稳。剔除掉资产减值损失的影响，从毛利率指标上，互联网板块2018年提升2.7pct达到25.5%，19Q1也保持在24.9%左右，盈利能力并未出现明显下滑。而从各项费用率来看，2018年的销售费用率有所提升，但19Q1重新恢复9%左右的水平，我们预计费用率也将持续保持平稳。

图25：互联网板块毛利率和净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：互联网板块费用率情况（%）



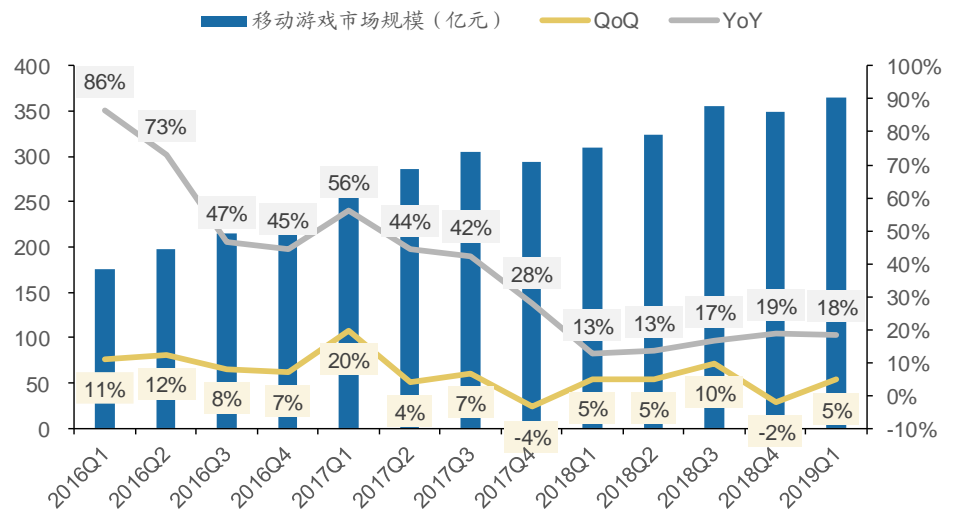
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、游戏：监管边际缓和，5G 时代云游戏或为长逻辑

4.1 2018 年以来监管趋缓，短期行业增速或有反转

根据最新的伽马数据，19Q1 手游行业同比增长 18% 达到 365.9 亿元，增速相比 2018 年整体略有加速，且市场从 18Q2 之后一直维持回暖状态。在版号暂停长达半年，当前游戏排期持续受到影响的情况下取得正增长，我们认为这反映了游戏市场需求仍然较旺盛，全年我们预计边际改善的势头将延续。

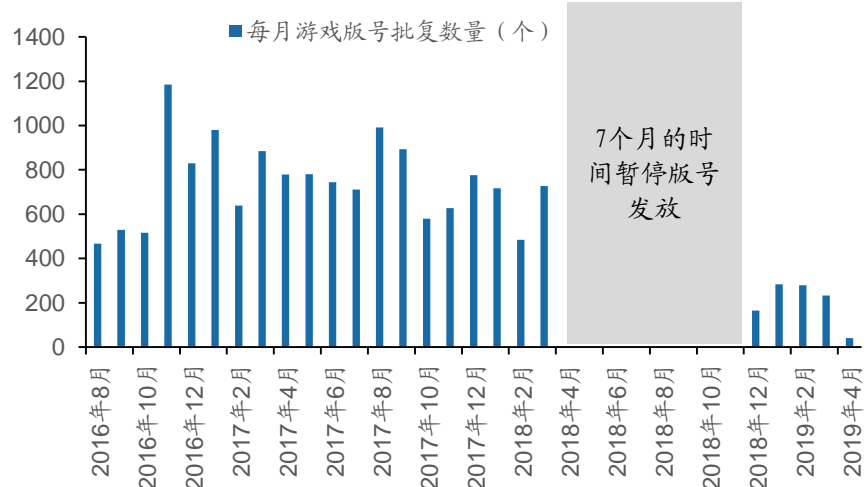
图 27：19Q1 移动游戏市场规模同增 18% 达到 365.9 亿元



资料来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

2018 年 3 月之后国内游戏市场版号停止发放，影响了部分新品的推出进程。而 2018 年 12 月起版号的审批开始逐渐恢复，2019 年 4 月份新版号的送审标准正式出炉。2018 年 12 月~2019 年 4 月分别审批通过了 164、283、279、166 和 40 个版号。

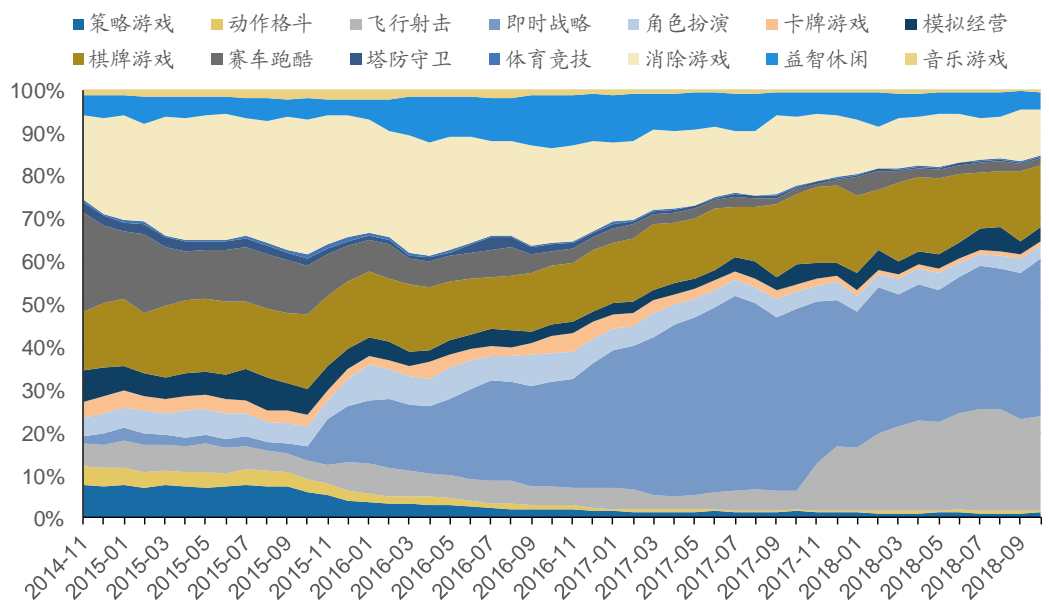
图 28：2018 年 4 月~11 月期间版号处于停止审批的状态



数据来源：广电总局官网，广发证券发展研究中心

因此我们短期持续看好射击类游戏的商业化空间，并将带动2019年的手游市场增速反转。根据艾瑞指数的统计，依靠《王者荣耀》目前在游戏时长中的占比达到了35%左右；飞行射击类游戏（如《荒野行动》、《终结者》、《刺激战场》、《全军出击》等）时长占比迅速提升至20%以上；而值得关注的是由于版号政策原因，飞行射击类几款头部大作并未进行商业化变现，未来政策若能放松或能提供较大的市场增量。

图29：2014年~2018年各个游戏类别时长份额推移图

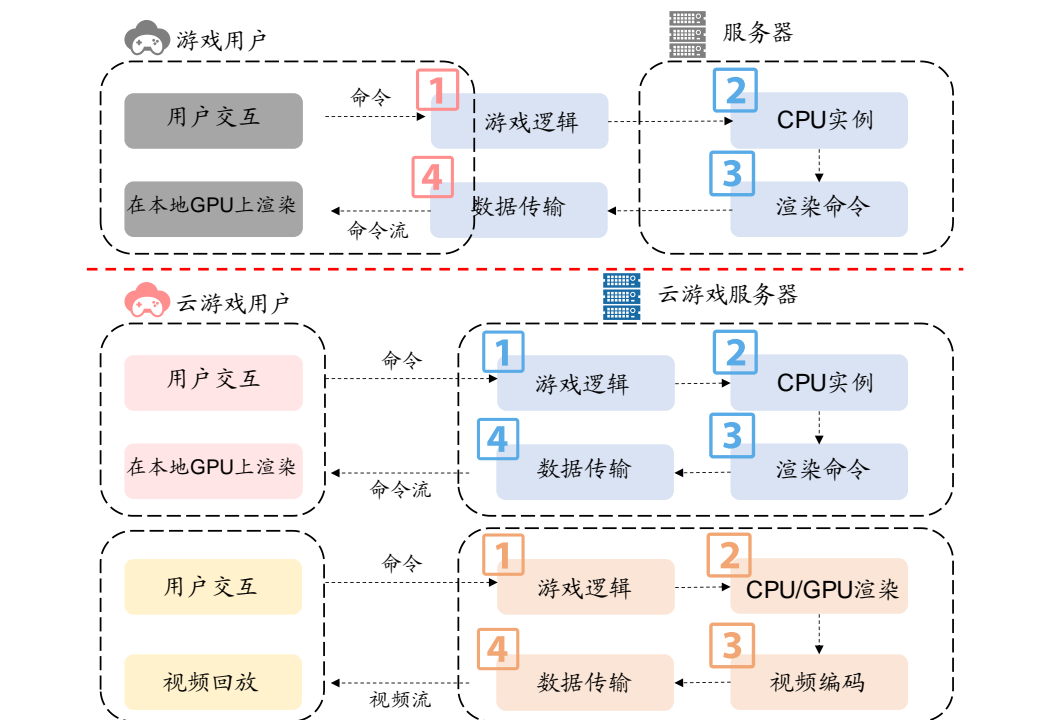


数据来源：艾瑞指数，广发证券发展研究中心

4.2 5G 时代，云游戏或将颠覆渠道格局

从长期逻辑来看，我们认为云游戏将成为5G时代游戏应用的核心场景。目前Google、腾讯大厂已经相继推出了自己的云游戏服务品牌：Stadia、腾讯即玩，未来一年预计将陆续有云游戏项目落地。对于市场来说，我们认为云游戏最大的想象空间有二：1)首先是拓展了游戏的易得性，因为只需要网络传输条件和显示设备即可以享受3A级游戏，无需本地空间，这将降低游戏的门槛吸引更多的蓝海玩家。2)新设渠道，且有可能颠覆目前游戏的渠道分发机制；原来依赖单一渠道做分发和粗暴买量的模式可能会转变为更加倚重游戏本身的口碑传播、社交传播和KOL的内容传播。

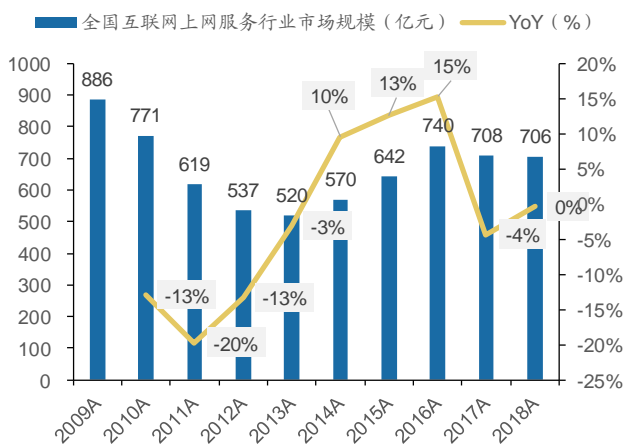
图30: 本地游戏和云游戏的两类解决方案



数据来源: Newzoo 《Cloud Gaming Report》, 广发证券发展研究中心

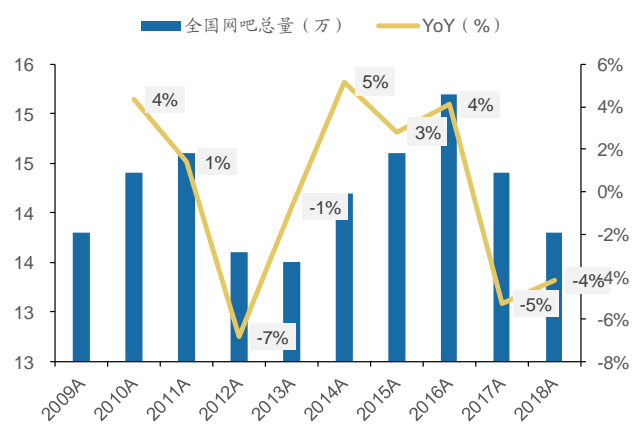
中期来看, 云游戏或有望最先在网吧这一场景落地。根据中国互联网上网服务行业的统计, 整体网吧行业2018年同比降低4%左右达到706亿的规模, 全国拥有各类上网服务营业场所13.8万家, 同比下降4.2%。全年的新增投资大约为45亿元, 主要为场所设备的更新换代, 而目前网吧仍有大量的成本集中在服务器端, 云游戏有望通过数据中心集成服务短期解决流量费的痛点, 长期来看, 云游戏对于本地设备的运算能力要求并不高, 能够有效延长设备的生命周期, 帮助网吧节省成本。

图31: 全国互联网上网服务行业市场规模 (亿元)



数据来源: 中娱智库, 广发证券发展研究中心

图32: 全国网吧数量总量情况推移

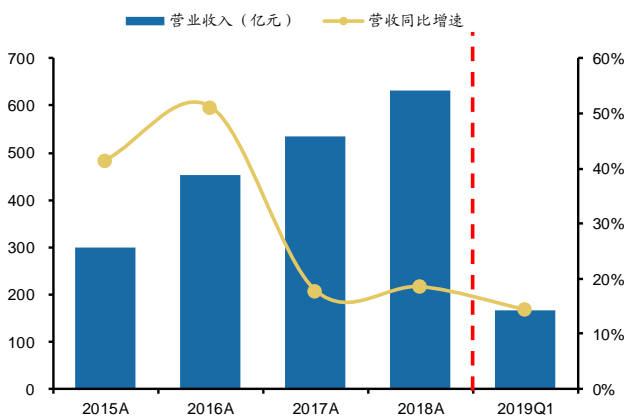


数据来源: 中娱智库, 广发证券发展研究中心

4.3 财务数据：2018年遭遇大规模商誉减值，19Q1 普遍回暖

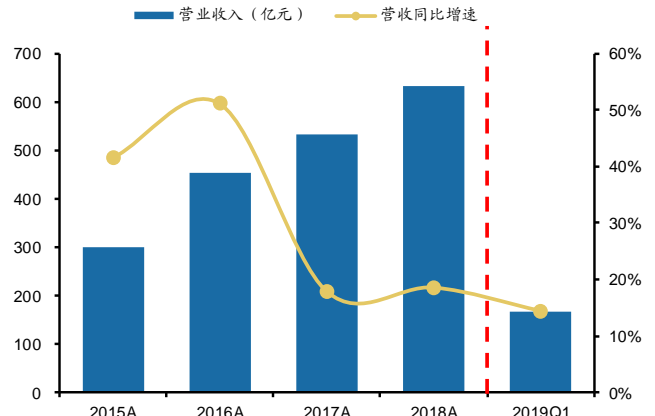
2018年A股主要的游戏公司在营业收入端同比增长19%达到632.7亿元，增速基本和2017年的18%持平，考虑到版号停发了半年时间，行业的增长尤为不易，主要系世纪华通的点点互动完成并表；金科文化18Q1末完成并表另外三七互娱（YoY+23.3%）、宝通科技（YoY+37.1%）等公司均录得较高的内生增长。19Q1行业整体略下滑至14%左右，我们预计随着版号放开有望逐步上行。净利润2018年主要系天舟文化、掌趣科技、天神娱乐、聚力文化等计提了大额的商誉减值导致板块整体亏损44.7亿元左右，19Q1与18Q1相比，净利润同比下滑3%达到35.95亿元。

图33：游戏板块营收（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

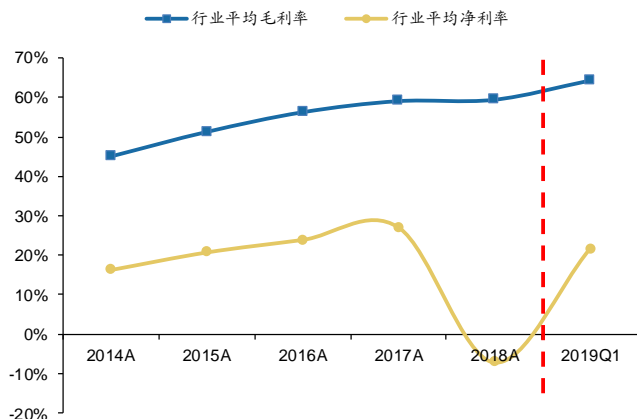
图34：游戏板块净利润（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

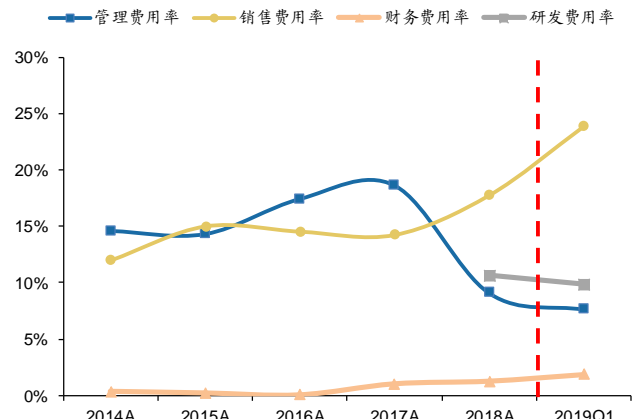
在盈利能力上，销售费用率上扬侵蚀了部分行业利润。毛利率上行业持续保持增长态势，2018年提升0.3%至59.4%，19Q1提升5pct至64.3%左右。而净利率端2018年主要系商誉减值影响为-7.1%，19Q1达到了21.6%左右，但仍低于2017年27%左右的净利率水平。从费用率上来看，主要系销售费用上升明显拉低净利率，这主要系三七互娱进行了大量的广告投放，其销售费用占全行业的53.9%。

图35：游戏板块毛利率和净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

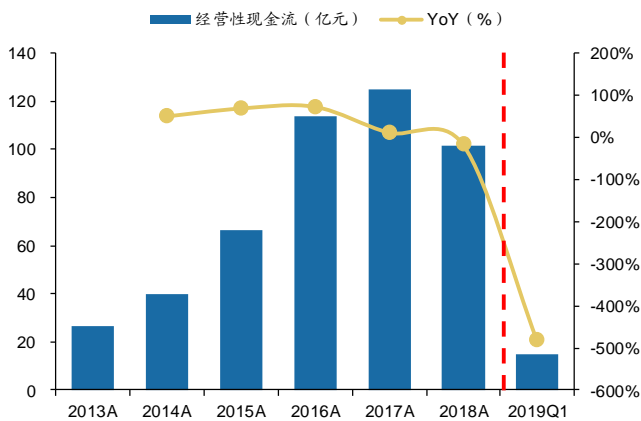
图36：游戏板块费用率情况（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

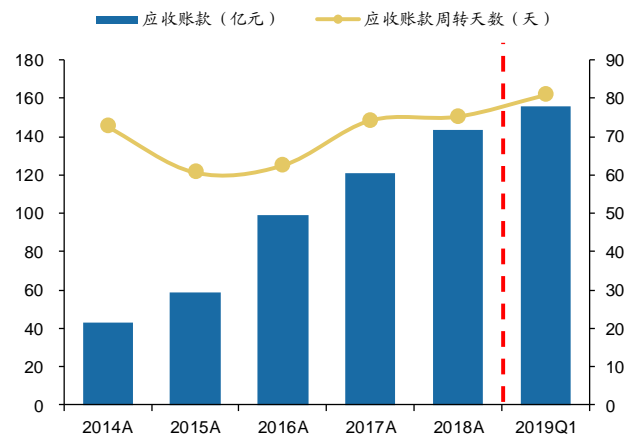
另外在财务指标上值得注意的是下游回款速度变慢，整体经营性现金流略有恶化。A股游戏板块的现金流情况在2018年也出现了边际恶化，经营性现金流同比降低19%达到101.6亿元左右。另外，在应收账款账期上，行业也面临回款变慢的问题，2018年回款天数约为75天左右，应收账款同比增长18.4%至144亿元。我们认为今年新产品数量增多，渠道端的新品供应充足或将帮助回款速度恢复正常。

图37: 游戏板块经营性现金流(亿元)及其增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 游戏板块应收账款和周转天数推移



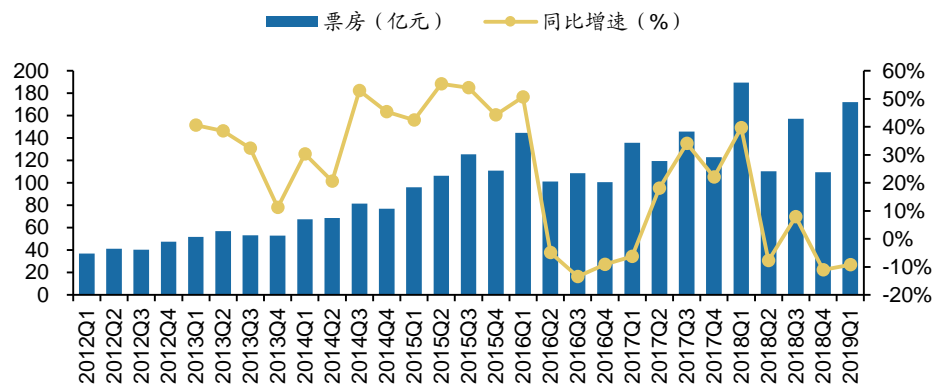
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、院线：单银幕产出下滑，短期业绩承压；国产电影疲软，优质进口片表现不俗

5.1 头部影投新建速度放缓，单银幕产出持续回落

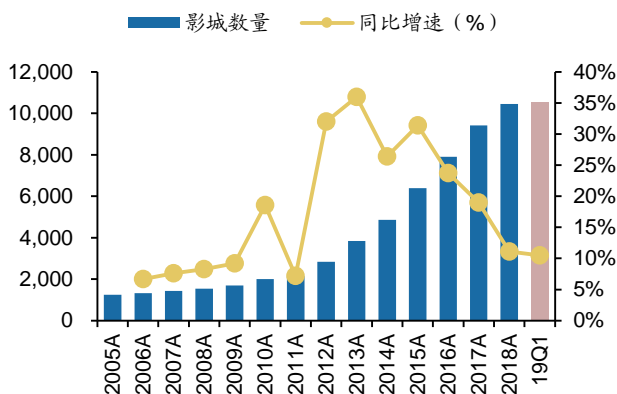
根据艺恩数据，2018年全国院线总票房为606.51亿元（YOY+8.63%），不含服务费票房565.39亿元（YOY+7.8%）。2019Q1累计实现票房186.09亿元（YOY-8.0%），不含服务费票房171.89亿元（YOY-9.3%）。截至2019年3月31日，全国运营影院数量为10532家，同比增长10.47%，银幕数量为62513块，同比增长13.19%。2线和4线城市为Q1扩张的主要方向，分别新建136座和137座影城，占全部新建影城数量的52.7%。新建银幕数量分别为987块和821块，同比增长3.89%和14.66%。1、3、5线的新建速度出现不同程度回落，分别同比回落10.5%、7.3%和14.8%。

图39：单季电影票房（亿元）和同比增速（%）



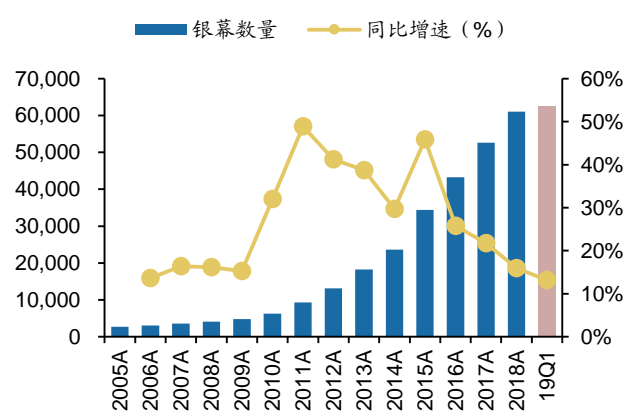
资料来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

图40：全国总体影院数量（家）和同比增速（%）



数据来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

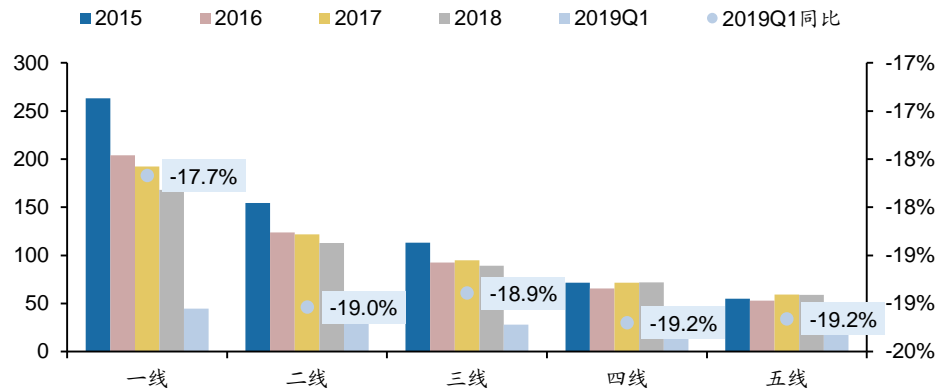
图41：全国总体银幕数量（块）和同比增速（%）



数据来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

2019Q1单银幕产出为29.77万元/块，同比下降18.68%，下滑幅度超过单银幕产出最大下滑年份2016年的17.51%。单银幕产出加速下行，将带来影院关停率继续提升，预计2019年的关停率将同比提升1~2pct。分城线来看，2019年1~3月一线城市单银幕产出为44.68万元/块，同比下降17.7%，二线城市单银幕产出32.35万元/块，同比下降19%，3~5线城市单银幕产出分别为28.02、24.56和20.53万元/块，同比降幅约19%。

图42: 2019Q1分城线单银幕产出(万元/块)和同比增速(%)

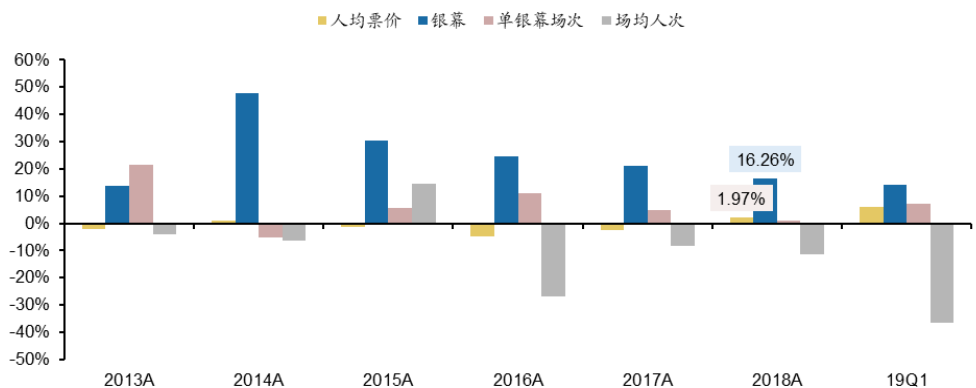


资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

5.2 长尾扩张速度仍然较快, 集中度提升逻辑尚未兑现

2019年1~3月, 影投公司的CR3、CR5、CR10的市占率分别为21.79%、27.26%和35.82%, 同比下降0.23pct、0.52pct和1.45pct。受影院关停影响, 星美影院的市占率下降从3.07%下降至0.84%, 此外大地影院的市占率也下滑0.11pct。值得注意的是, 在整体市占率下滑的情况下, CGV影城投资和金逸影视的市占率分别提升0.28pct和0.15pct。博纳影投获得院线牌照, 第二梯队院线竞争或将加剧。2018年12月13日, 国家电影局下发的《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》提出“院线制改革不断深化”的目标任务, 鼓励发展电影院线公司。2019Q1博纳影院投资有限公司已获得院线牌照。

图43: 票房驱动因子拆解(%)



数据来源: 艺恩APP, 广发证券发展研究中心

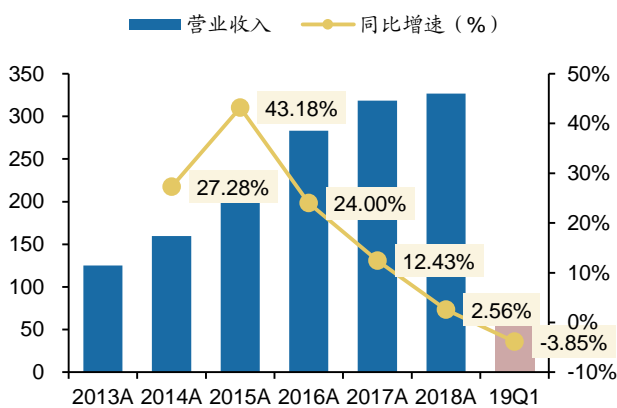
得益于线上票补减少以及渠道扩张速度放缓, 影城定价能力得到边际改善。2018年

人均票价提升至32.93元，2019Q1继续提升至35.85元，票房增速贡献6.09%。但由于2019Q1票价提升过快，影院的获客能力快速下滑，场均人次从2018Q1的21.5人/场下滑至15.3人/场，获客能力的快速下滑完全冲减了定价能力改善、渠道扩张和银幕利用率提升的正面影响。春节档后，电影片方和影院也开始重新调整定价策略，根据猫眼APP数据可以看到，3月份的平均票价已回落至34.1元/张。

5.3 整体财务表现弱于预期，中国电影成为亮点

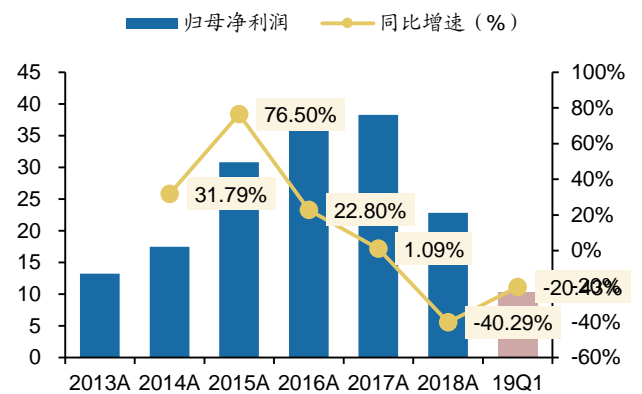
受行业竞争加剧和短期票房增速不及预期的影响，2018年院线板块营业收入326.57亿元，同比增长2.56%，归母净利润为22.85亿元，同比下滑40.3%；2019Q1实现营业收入89.52亿元，同比下滑3.85%，归母净利润10.36亿元，同比下滑20.43%。

图44: 院线板块营业收入(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

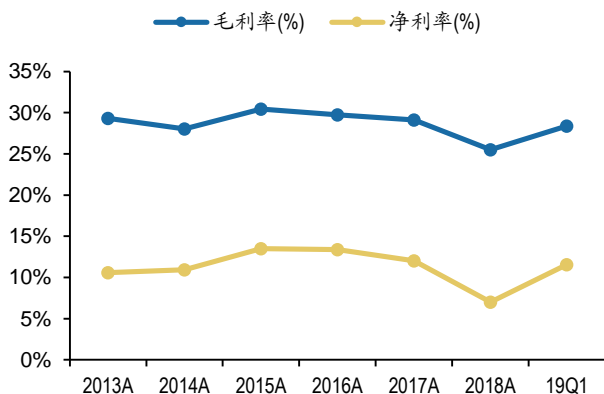
图45: 院线板块归母净利润(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

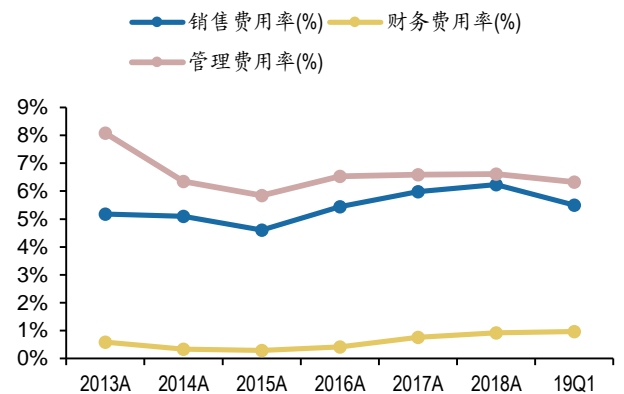
从个股层面来看,中国电影得益于国产电影发行业务优异表现和中影巴可并表,2018年实现归母净利润14.95亿元,同比大幅增长54.86%,是上市院线公司中唯一实现净利润正增长的公司。万达电影2018年实现归母净利润12.95亿元,同比下滑14.58%,横店影视2018年实现归母净利润3.21亿元,同比下滑2.98%。金逸影视2018年实现净利润1.58亿元,同比下滑25.29%。此外,幸福蓝海受收购资产笛女传媒的影响,形成8.58亿元的资产减值损失(商誉减值4.82亿元),归母净利润亏损5.32亿元;文投控股则出现3.74亿元资产减值(耀莱影城商誉减值5439万元),最终亏损6.87亿元。

图46: 院线板块毛利率和净利率(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图47: 院线板块三大期间费用率(%)



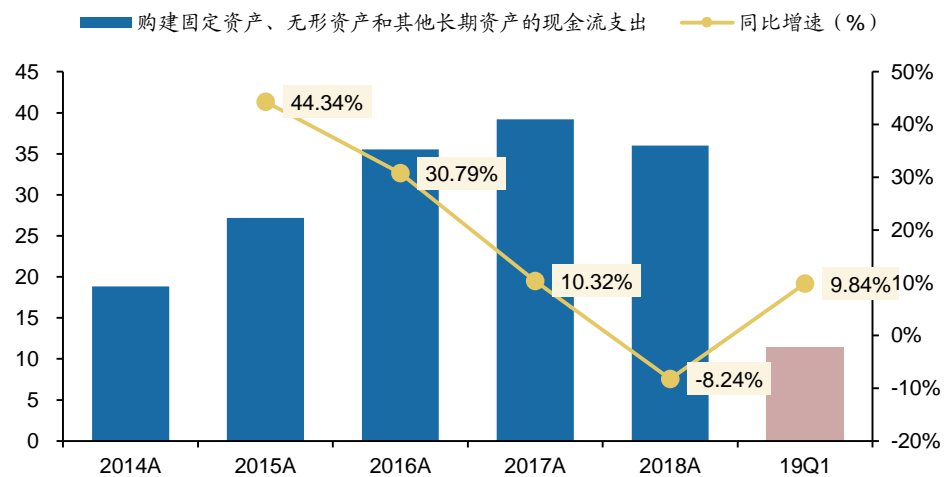
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

高自营比例较高的公司受短期票房下滑的冲击更大。2019Q1电影票房(不含服务费)同比下滑9.3%，以加盟型为主的中国电影和上海电影的期间归母净利润分别同比增长4.5%和8.22%，而以资产联结型为主的万达电影、横店影视和金逸影视的期间归母净利润分别同比下滑21.12%、15.76%和42.59%。

院线板块受单银幕产出持续下滑影响，2018年总体毛利率同比减少3.62pct至25.50%，2019Q1毛利率减少3.16pct至28.39%。2018和2019Q1板块净利润率分别为7%和11.57%，同比减少5.02pct和2.41pct。

从投资性现金流来看自建影城情况也可以发现上市院线公司的影城扩建增速在放缓，2018年购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金流支出合计35.99亿元，同比下滑8.24%；2019Q1合计支出11.38亿元，同比增长9.84%。2019Q1除了万达影城支出增长48.17%至7.71亿元，幸福蓝海同增17.74%外其余公司均有不同程度回落。

图48：购建固定资产的现金流支出（亿元）和同比增速（%）

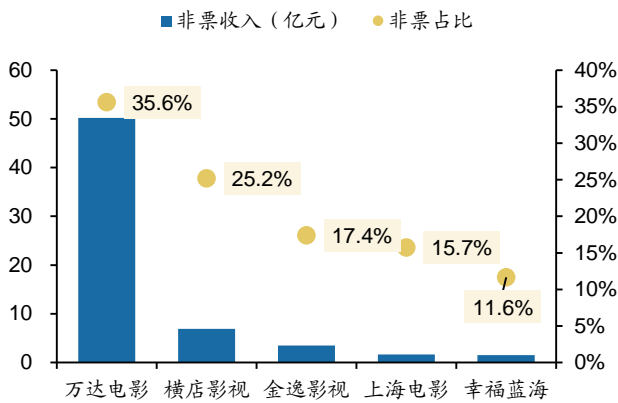


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

凭借国际化运营经验和集团资源优势，万达电影非票业务保持领先。万达电影的非票收入50.2亿元，同比增长2.55%，非票占比同比下滑1.37pct至35.63%。其中广告收入25.20亿元，同比增长5.03%，人均广告收入贡献10.96元，同比下降4.1%。餐饮销售收入18.69亿元，同比增长3.38%，人均卖品收入8.12元，同比下降5.61%。其他业务（场租、会员权益销售）收入同比下降8.3%至6.31亿元。

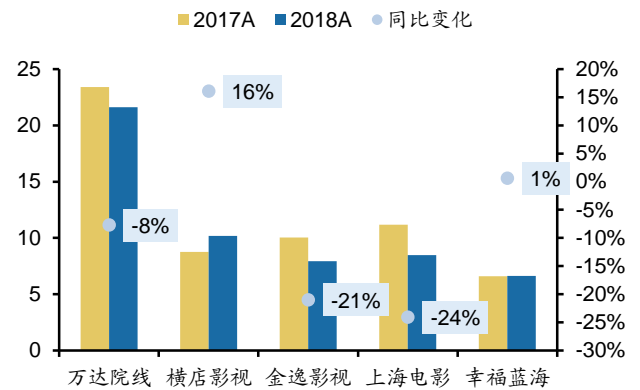
此外，横店影视的非票收入实现快速增长，2018年横店影视非票收入同比增长17.83%至6.86亿元，占营收比重达到25.2%，同比提升2.1pct。横店影视的人均广告收入为2.95元，同比增长24.15%；人均卖品收入为3.7元，同比持平。而金逸影视、幸福蓝海、上海电影的非票收入都有不同程度下滑。

图49: 各院线公司非票收入(亿元)和营收占比(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图50: 各院线人均非票收入(元/人)和增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 2018年各院线上市公司的影城扩张和改造计划

年份	中国电影	万达电影	横店院线	金逸影视	幸福蓝海	上海电影
2016	继续大力拓展中影控股影院数量,保障参控股院线的市场份额,推进中影票务云平台的建设,推广“中影国际影城”的品牌形象。	新增影城目标 100-150 家。				重点发力杭州、厦门、深圳、南昌、重庆、大连等空白市场。
2017		新增影城目标不低于 100 家。	新开影城 46 家。	加速影城拓展及项目建设,目标新增影城 40-50 家; 2018 底,实现自有全资影院规模达到 150-160 家左右。	拟新建的影城项目共计约 12 个影城 99 张银幕。	新加盟影院数超过 100 家,投资分公司力争完成 15-20 个新建影院项目。主力开发一、二线及三线经济发达城市的新建影院项目,稳中求进,三内拓展至少 25 家影院以上。
2018	在保持经营品质的基础上,继续拓展公司控股与加盟影院数量。2019 年,公司计划投资建设控股影院 10-15 家,新增银幕 80-120 块。	确保影城品质和收益的前提下积极扩张。	继续加快影院发展速度,计划新开影院 60 家,新增银幕 390 块左右;加大对“横影巨幕”的投入,增加特色厅、主题厅、点播厅的建设。对经营压力较大、经营效益较差的影院进行关停,2019 年计划关停影院 5 家左右。	加速影城拓展及项目建设,目标新增影城 30 家,提高市场份额和城市覆盖率。进行影城设施设备升级,根据影城特点和项目情况引进杜比影院、打造全激光影城、IMAX 影厅、杜比影院、4D 影厅,引进国际潮流设计理念,在全国范围内打造 8 家重点旗舰影城。未来将完成 1000 个影厅激光改造,实现公司普通影厅的全激光化。	拟新建的影城项目共计约 16 家影城 116 张银幕。	2019 年计划新开门店 6 家左右,主要位于上海、深圳、昆明、贵阳等城市、

数据来源: 各公司 16~18 年报, 广发证券发展研究中心

六、影视内容：会员经济引领视频网站增长，内容端等待行业重整价值分配

6.1 电影：监管审核趋严，上映率持续下滑，板块景气度下降

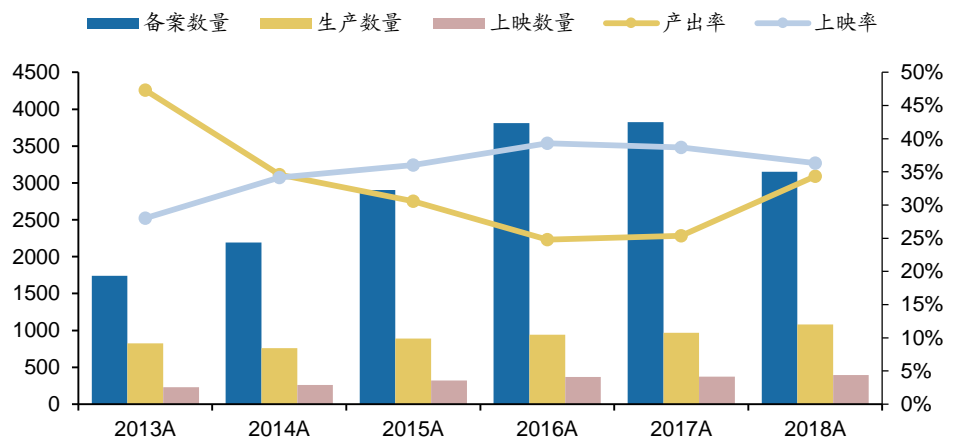
根据电影电子政务平台披露的电影备案数据统计得到，2018年完成至少一部国产影片报备的电影制作机构数量为2445家，同比下滑5.2%，全年备案电影数量同比下降17.64%至3150部，生产电影数量1082部，同比增长11.55%，上映电影数量4.8%。

我们定义市场景气度指标“产出率”=电影生产数/电影备案数，若该比例上升，则说明市场需求向好，有更多已备案电影作品完成生产。定义监管环境指标“上映率”=上映电影数/电影生产数，若该比例上升，说明获得公映许可证的审核约束放宽，反之，则说明监管约束约束收紧。

我们测算得到2018年产出率为34.35%，同比提升8.99pct，说明市场需求环境较好，2018年国产电影票房同比大幅增长25.89%，市占率提升至62.15%。国产电影的上映率为36.3%，同比减少2.34pct，已经连续两年下降，审核要求趋严。

我们认为在国产电影行业震荡调整期下，短期或将出现“审核趋严→上映率下降→内容丰富度减弱→国产电影票房回落→产出率走弱→投资风险放大→备案/生产数量进一步下降”。2019Q1国产片实现票房124.5亿元，同比下滑17.0%。2019年1~2月国产故事片备案数量分别为267部和107部，分别同比下降19.1%和31.85%。

图51：国产电影备案、产出和上映数量（部），产出率和上映率（%）



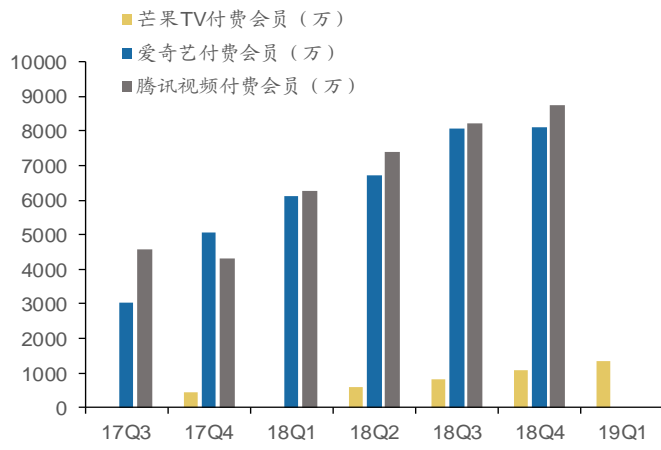
资料来源：国家广电总局，艺恩数据，广发证券发展研究中心

6.2 视频网站：会员经济方兴未艾，资本开支预计保持稳健

视频网站整体仍处于高速增长阶段，会员渗透率的提升仍有空间。我们从内容制作端的下游渠道来看，整体收入仍处于高速扩张期，但主要收入增长动力已经逐步由广告切换至会员。根据最新的年报和季报披露，爱奇艺2018年会员收入达到106亿，同比增长52%，订阅会员数量达到8740万人，全年净增加3660万人，同比增长72%，而腾讯视频的订阅会员增长至8900万人，按照移动月活计算的渗透率与爱奇艺共同达到约15%左右。芒果TV的付费会员19Q1的期末付费会员数达1331万（按移动端

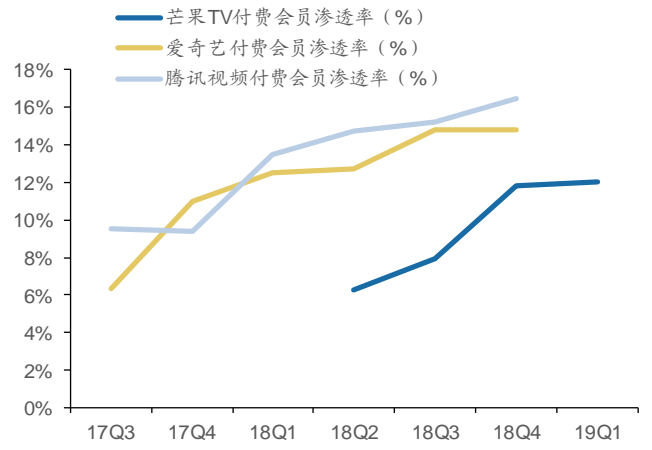
MAU计算渗透率为12%)，相比2017年底增长880万人。而目前我国视频网站的付费率普遍没有超过20%，我们预计后续仍有较高的提升空间。

图52: 视频网站付费会员数量推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

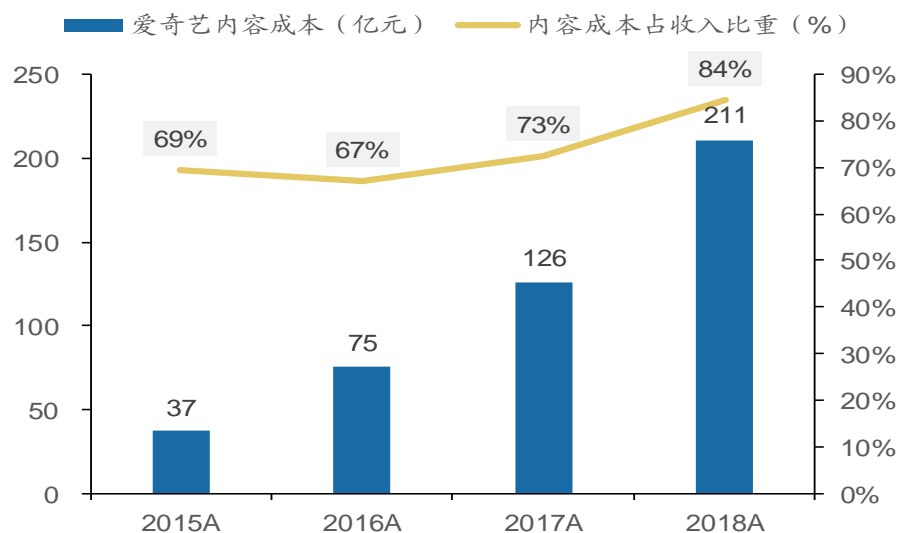
图53: 视频网站付费会员渗透率 (%) 推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

在收入端保持较高增速的情况下，视频网站的内容开支预计也将维持高位。2018年爱奇艺的内容成本同增67%到211亿元，内容占比收入大约为84%。相比2017年底的73%提升约11pct，我们预计随着限酬令等推出，未来内容成本开支的增速或将趋缓，但总体仍将保持增长。因此A股影视剧上市公司面临的采购盘子或不会迅速下滑。

图54: 爱奇艺2018年的内容成本约为211亿元，占收入比重的84%



资料来源: 爱奇艺财报, 广发证券发展研究中心

6.3 影视剧：内容监管高压延续，产能下滑现实题材增多

2018年以来影视剧行业遭到监管高压，2019年来看监管延续了此前的思路。在渠道端把控上架节目，要确立严格统一通行的事前、事后审查标准；在内容制作端需要从备案开始严格把控内容准入，限制部分题材；而在上游端，打压演员片酬泡沫、严查明星偷税漏税等行为。

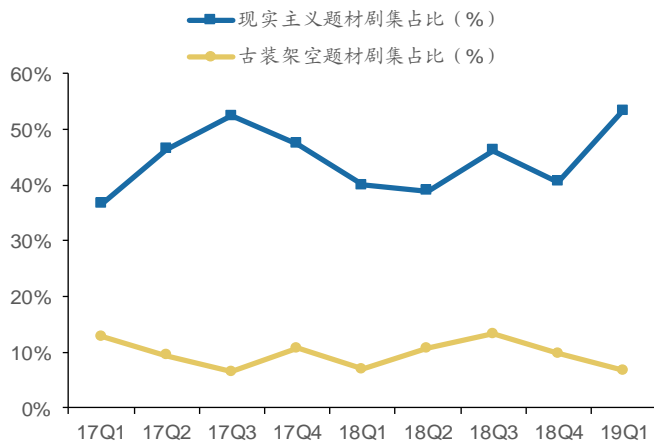
表 3：2017 年以来主要影视剧行业监管政策一览

政策	时间	内容简述
强化网络节目管理，下架视频不得再次上架	2017.1	规范各平台对网络节目的管理，确立严格、统一的审核标准。一旦被下架，就不能在任何地方再看到这个节目。
腾讯视频 107 部网剧因“无证”下架	2017.2	腾讯视频、爱奇艺等平台集中下架一批不符合备案登记制的网络试听节目。
强调网络视听节目与广播电视节目同一标准	2017.5	未通过审查的电视剧、电影，不得作为网络剧、网络电影上网播出。禁止在互联网上传播的节目，也不得在广播电视上播出。
中国网络视听节目服务协会发布《审核通则》	2017.6	在规定审核原则、导向要求等基础上，就坚持正确的政治导向、价值导向和审美导向，坚守节目内容底线，从多个方面做出详细规定。
视频平台自查低俗节目	2018.2	优爱腾密集清查删除相关视听节目及链接，关停涉事帐号节目上传功能，启动内部责任追究机制。共清理网上相关账号 1500 多个，彻底删除相关节目链接
中国广播电影电视社会组织等发布《意见》	2018.2	限定演员片酬比例，全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%。
内容上不欢迎虚构历史	2018.4	戏说历史类非现实类剧集将不受欢迎，另外强调市场价值要服从于社会价值
严查明星偷漏税	2018.6	依法对明星税务阴阳合同一事开展调查核实，如发现违反税收法律法规的行为，将严格依法处理。
出品方联合视频平台发布《联合声明》	2018.8	共同抵制艺人天价片酬现象，共同抵制偷逃税、阴阳合同等违法行为。
网剧、网大内容审核权收归广电	2018.11	包括网络视听内容审查与电视台内容审查即将并轨，遵循“网上网下一把尺子”；规定了重点原创网络视听节目的备案制度。

数据来源：广电总局，新浪新闻广发证券发展研究中心

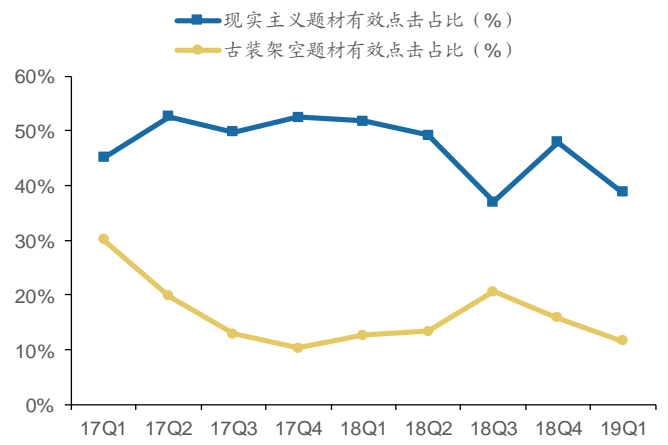
监管导致的直接后果是18Q4以来行业的开机项目略有下滑，视频网站19Q1起上架的剧集数量有所减少，另外在题材上的表现则是现实主义题材明显增多。根据云合数据系统的统计，我们将古装、武侠、架空、玄幻定义为古装架空类题材，将青春、都市、喜剧和军旅定义为现实主义题材，可以发现19Q1现实主义题材剧集的数量占比在19Q1超过了50%提升明显。但按照点击量来看，现实主义题材剧集的流量回报率并不高，点击量占比下滑至39%左右。古装架空题材的有效点击占比因为剧集上线减少而下降至12%左右。

图55: 视频网站上线的现实主义题材数量上升



数据来源: 云合, 广发证券发展研究中心

图56: 视频网站上线的古装架空题材点击占比下降

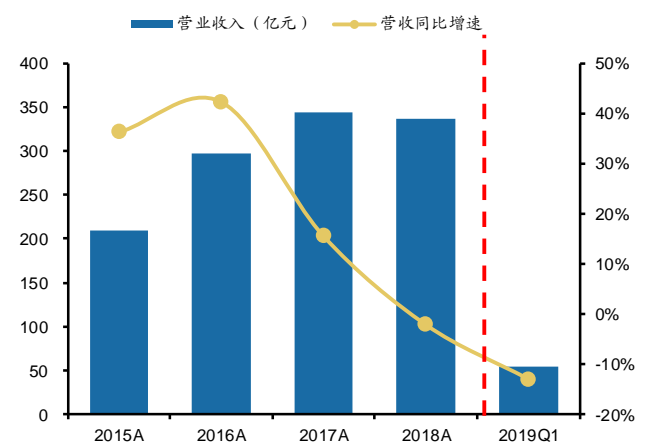


数据来源: 云合, 广发证券发展研究中心

6.4 影视内容毛利率显著下滑, 行业下行期关注现金储备

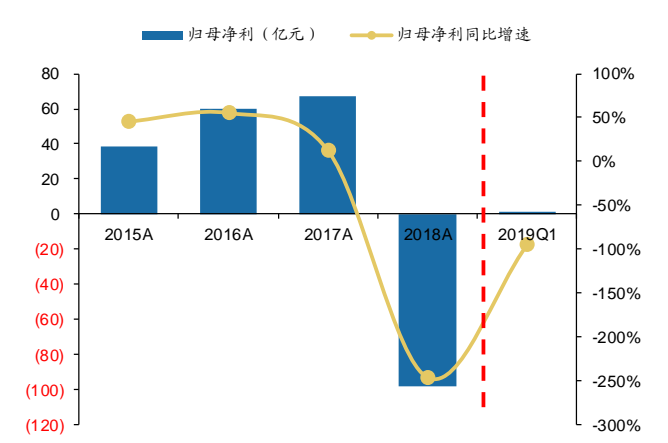
监管带来的财务压力从18Q4显现, 预计还将持续1-2个季度。由于影视剧的制作需要一定周期, 演员、制作、后期、宣发等费用在前期支出, 价格则是在后期与视频网站、电视台敲定, 因此限酬令推出之后, 影视剧公司普遍在收入端受到了较大的影响, 因为下游渠道要根据新的监管环境调整价格。在视频网站内容开支大幅度增长的情况下, A股影视上市公司收入同比下滑2%至337亿元, 净利润受商誉减值和资产减值的影响亏损98亿元。19Q1一般为行业淡季, 但业绩仍呈现了下滑趋势。收入同比下滑13%至54.9亿元, 净利润同比下滑94%达到1.6亿元。

图57: 影视内容营收(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图58: 影视内容净利润(亿元)和同比增速(%)

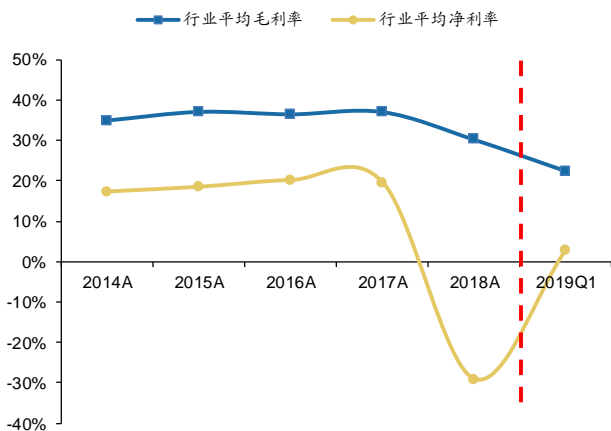


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从财务比率来看, 毛利率出现了较明显的下滑, 且19Q1并未有好转迹象。我们刚刚提到的成本前置、收入后置的逻辑叠加视频网站调价, 将直接反映在影视剧公司的毛利率上, 2018年行业平均毛利率下滑7pct至30.2%, 而19Q1毛利率继续下滑7.8pct

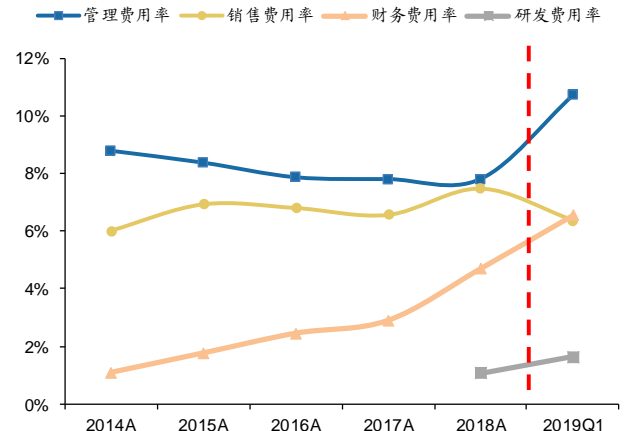
至22.4%。净利率2018年全年为-29.2%，19Q1约为3%左右，均创下近年来新低。

图59: 影视内容板块毛利率和净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

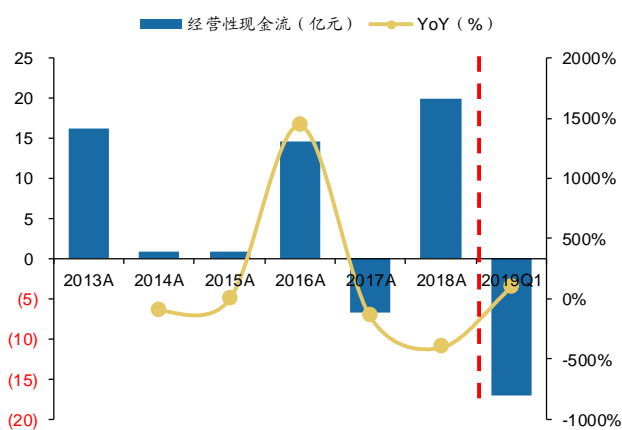
图60: 影视内容板块费用率情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

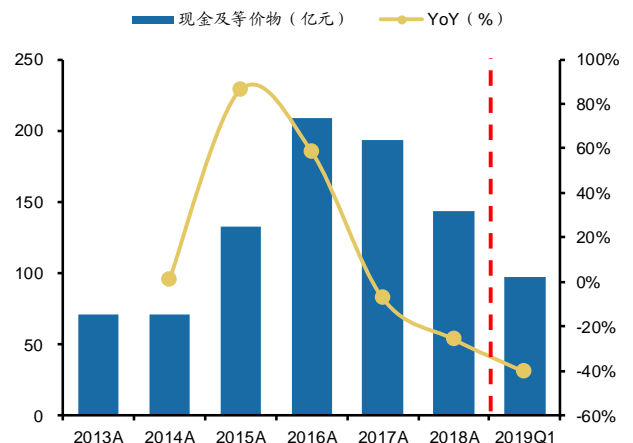
行业下行期将考验影视内容公司的现金储备, 19Q1仍处于下行状态。2018年整体由于捷成股份和华策影视现金流改善, 全年影视内容的经营性现金流转正为19.96亿元, 但19Q1经营性现金流净流出16.97亿元, 相比18Q1大幅度增加。而从现金储备上, 行业整体19Q1现金储备约为96亿元, 其中华谊兄弟 (18.17亿元)、华策影视 (17.7亿元) 和光线传媒 (9.4亿元) 为现金积累较充足的公司。

图61: 影视内容经营性现金流 (亿元) 及其增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图62: 影视内容账上现金 (亿元) 及其增速 (%)

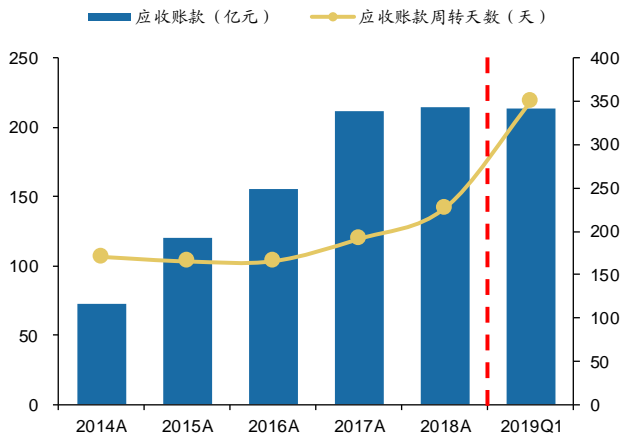


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

行业应收款账期略有拉长, 预收账款增长停滞或预示开工不足。过去影视剧公司的应收款高企, 而2018年行业平均的应收账款周转天数约为228天, 相比2017年提升约30天左右, 19Q1应收款账期约为350天, 相比18Q1略提升50天左右。另外由于当前定制剧集增多, 行业的预收款能够部分反映当前公司项目的开展进度和前期回款情况。2018年行业账上预收账款约为52.3亿元, 19Q1约为53.54亿元, 环比基本持平, 或整体反映渠道端仍较为保守, 并未大幅度向上市公司定制剧集。总体上我们

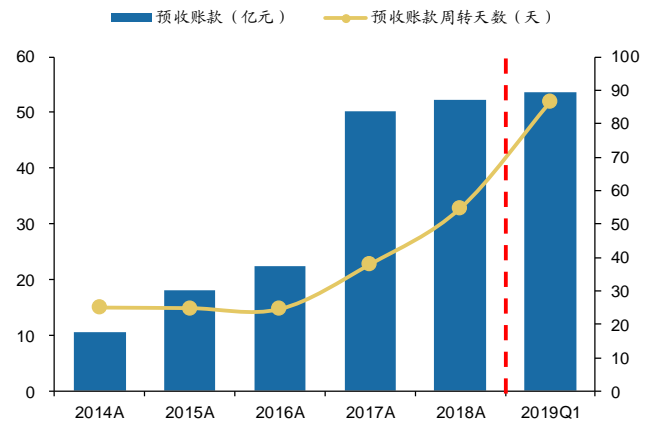
认为强监管的影响仍将持续1-2个季度，当前影视内容公司的核心竞争优势或在于比拼账上现金的储备丰厚程度。

图63: 影视内容应收账款及其周转天数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图64: 影视内容预收账款及其周转天数



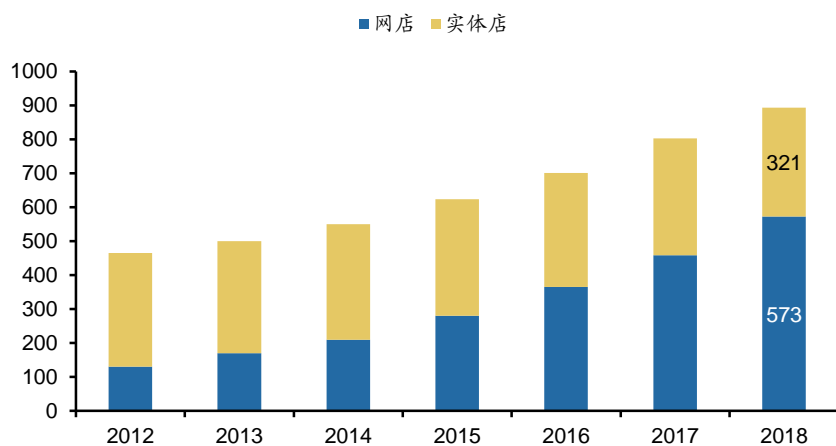
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

七、出版行业：政策利好打开长线增长空间，头部图书价值提升

政策利好打开出版行业长线增长空间，零售规模维持两位数增速。2019年3月“全民阅读”连续第六次写入政府工作报告，从国际比较的视野来看中国的国民阅读量仍远低于发达国家水平。根据第十六次全国国民阅读调查结果，2018年我国成年国民的综合阅读率为80.8%（同比提升0.5pct），人均年阅读纸质图书4.67本、阅读电子书3.32本；根据皮尤研究中心2016年的调查结果，美国年人均阅读书籍（包括纸质书和电子书）12本。因此，2018年以来国务院陆续发布《关于延续宣传文化增值税优惠政策的通知》、《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》、《进一步支持文化企业发展的规定》等利好政策，从税收政策、投资融资政策等方面促进出版行业发展。

据开卷信息统计，2018年中国图书零售市场总销售额达到894亿元，同比增长11.3%，实体店和网店的规模增速均有所放缓，但总体增长速度仍处于全球领先的地位。（1）实体店码洋规模达321亿元，同比下降6.7%（比去年同期减少9.1pct）；（2）网店码洋规模达573亿元，同比增长24.7%（比去年同期减少0.9pct）。（3）少儿类图书的码洋规模占比最大且增长潜力巨大，2018年码洋同比增长13.7%。

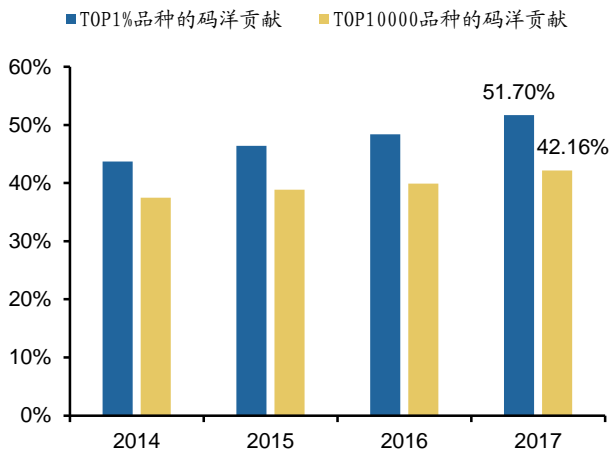
图65：中国图书零售市场实体店和网店的码洋规模（亿元）



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

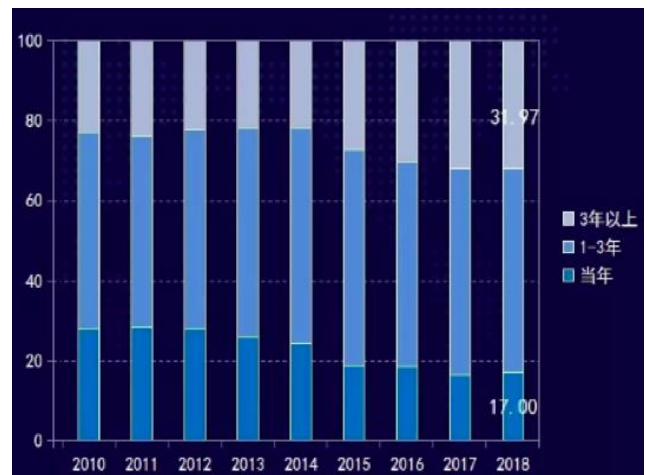
双向印证头部图书价值提升，出版社偏好精品战略。横向比较来看，我国图书零售市场的“头部效应”愈发显著，销量排名前1%品种的畅销书的码洋贡献率从2013年的43.73%提升至2017年的51.70%，销量排名前10000品种的畅销书的码洋贡献率从2013年的37.48%提升至2017年的42.16%；以时间维度纵望，老书的码洋贡献率从2013年的约75%提升至2018年的83%，其中出版3年以上的码洋贡献率为31.97%、出版1~3年的码洋贡献率为51.03%。另一方面，2018年我国图书零售市场累计出版新书20.3万种，新书品种小幅减少0.1万种、平均码洋提升，说明长尾市场竞争加剧导致出版社偏向“精品出版”战略。

图66: 中国零售市场畅销书码洋贡献率 (%)



数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

图67: 中国零售市场的码洋占比结构

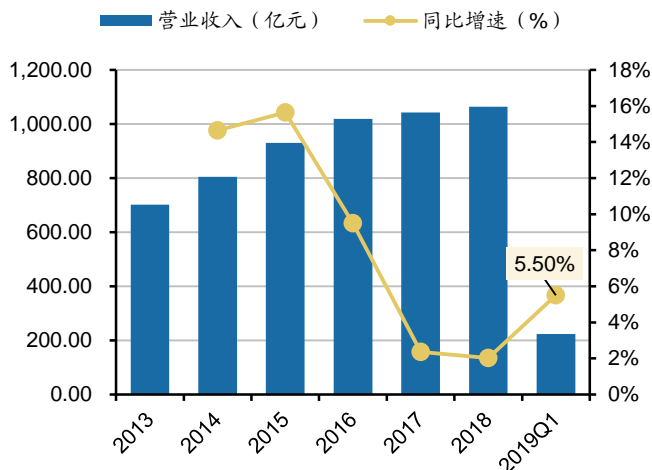


数据来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

龙头企业加速出版融合发展。互联网技术和知识付费助推出版行业驶入出版融合发展的快车道, 报告期内龙头企业纷纷以优质内容为核心加速开发新业务。(1) 转型知识服务业务, 例如中国科传建设专业学科知识库、数字教育云服务平台、医疗健康大数据平台, 中南传媒发展数字教育产品, 山东出版开发有声读物出版阅读平台。(2) 多方位运营IP, 例如新经典对外授权优质内容的游戏和影视版权, 中南传媒合作开发优质内容的有声产品、动画和影视剧。(3) 媒体融合发展, 例如中南传媒上线“红网云”、“时刻”、“观潮的螃蟹”等新媒体渠道, 凤凰传媒上线“凤凰易教”, 山东出版上线“小荷听书”。

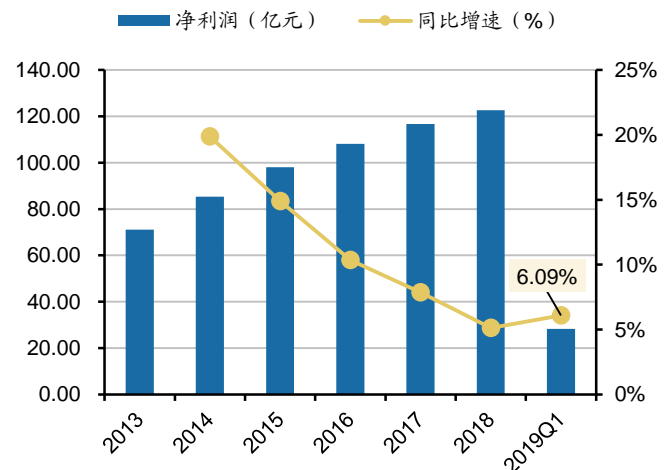
从营收和净利润来看, 2018年和2019年Q1出版行业的营业收入分别为1064.07亿元和223.68亿元, 同比增速分别为2.02%和5.50%; 出版行业的净利润分别为122.65亿元和28.30亿元, 同比增速分别为5.14%和6.09%。增速方面, 相比2014~2017年的营收增速(14.64%、15.64%、9.49%、2.35%)和2014~2017年的净利润增速(19.87%、14.89%、10.37%、7.87%), 2018年出版行业营收和净利润的增速跌幅收窄, 2019年Q1出版行业营收和净利润的增速呈现出显著回升态势。

图68: 出版行业营业收入(亿元)及同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图69: 出版行业净利润(亿元)及同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表4: 2018年和2019年Q1出版行业公司的业绩情况 (亿元, %)

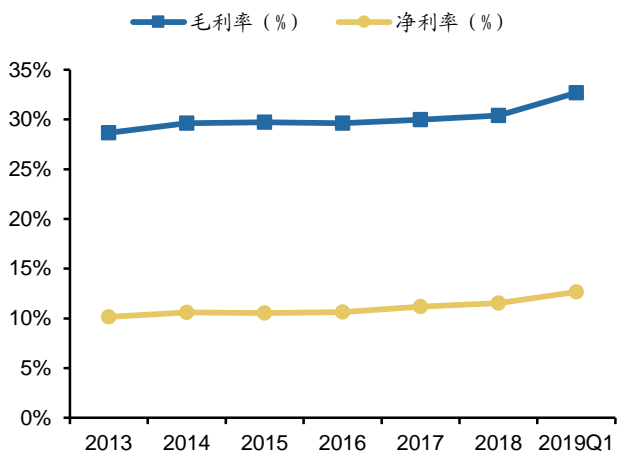
公司名称	报告期	营收收入	同比增速	毛利率	净利润	同比增速	业绩变动主要原因
中国出版	2018年	53.31	13.52%	33.25%	6.19	17.72%	一般图书的销量和收入维持较快增速; 2019年Q1管理费用改善, 计提0.66亿元利息收入。
	2019年Q1	8.76	32.11%	33.05%	0.56	N/A	
中国科传	2018年	22.25	10.66%	30.44%	4.26	18.25%	图书的售价提升、出版物进出口业务快速增长; 2019年Q1图书业务收入增长50%, 成本结构改善。
	2019年Q1	3.67	20.76%	34.58%	0.09	N/A	
新经典	2018年	9.26	-1.90%	46.33%	2.46	2.80%	2018年因头部作品影视热度衰减拖累收入增速。
	2019年Q1	2.21	5.55%	47.41%	0.57	0.92%	
中南传媒	2018年	95.76	-7.57%	38.72%	13.71	-15.01%	2018年因湖南省教辅专项整治行动、市场类教辅销售规模缩减, 2019年整治行动收尾后教辅业务全面企稳回升。
	2019年Q1	18.40	12.36%	44.18%	3.20	11.03%	
凤凰传媒	2018年	117.89	6.68%	36.30%	13.89	14.78%	与人教社就三科统编教材租型、教辅授权等在江苏省达成全面合作, 教材教辅业务营收同比快速上升。
	2019年Q1	23.50	14.91%	41.10%	3.25	26.08%	
山东出版	2018年	93.51	5.05%	35.87%	14.76	8.59%	山东省教材教辅业务收入稳定增长。
	2019年Q1	17.49	-5.05%	37.08%	2.18	5.86%	
南方传媒	2018年	55.97	6.60%	31.51%	6.63	2.00%	一般图书业务营收快速增长, 2019年Q1计提1.33亿元公允价值变动净收益。
	2019年Q1	14.72	15.35%	28.43%	2.73	62.76%	
中文传媒	2018年	115.13	-13.48%	37.66%	16.26	12.00%	出版发行业务稳定发展, 新业态业务营收增速下降、盈利能力保持稳定。
	2019年Q1	28.79	0.98%	37.06%	4.95	10.21%	

数据来源: 公司公告, 广发证券研究与发展中心

从毛利率和期间费用率来看, 2013年~2018年出版行业的毛利率由28.65%上升至30.40%, 净利率由10.13%上升至11.53%。其中, 销售费用率由8.50%上升至9.40%, 管理费用率由10.84%下降至9.94%, 财务费用率维持在-0.7%至-0.5%区间内。

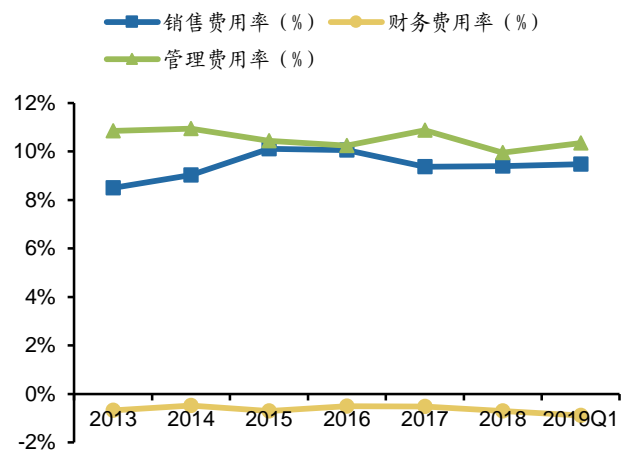
2019年Q1, 出版行业的毛利率为32.67%, 同比增加1.10pct; 净利率为12.65%, 同比基本不变(+0.07pct); 销售费用率为9.47%, 同比增加0.30pct; 管理费用率为10.35%, 同比减少1.38pct; 财务费用率为-0.89%, 同比减少0.27pct。

图70：出版行业毛利率和净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

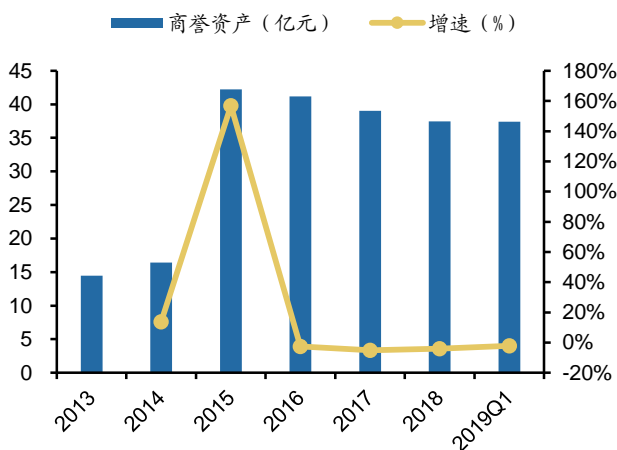
图71：出版行业期间费用率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

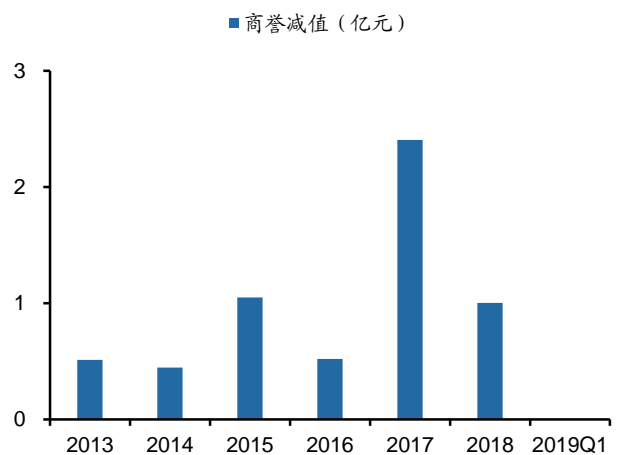
从商誉资产和减值来看，2013~2018年出版行业商誉资产由14.44亿元增加至37.46亿元，主要是因为中文传媒于2015年收购智明星通增加24.38亿元商誉，此后出版行业暂未发生大型并购事件。2018年行业商誉减值损失达1.00亿元，其中凤凰传媒对“童书”业务收购计提3939万元商誉减值准备，新华传媒对中润解放计提3600万元商誉减值准备，皖新传媒对大众书局计提1287万元商誉减值准备。

图72：出版行业商誉资产（亿元）及同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图73：出版行业商誉减值（亿元）

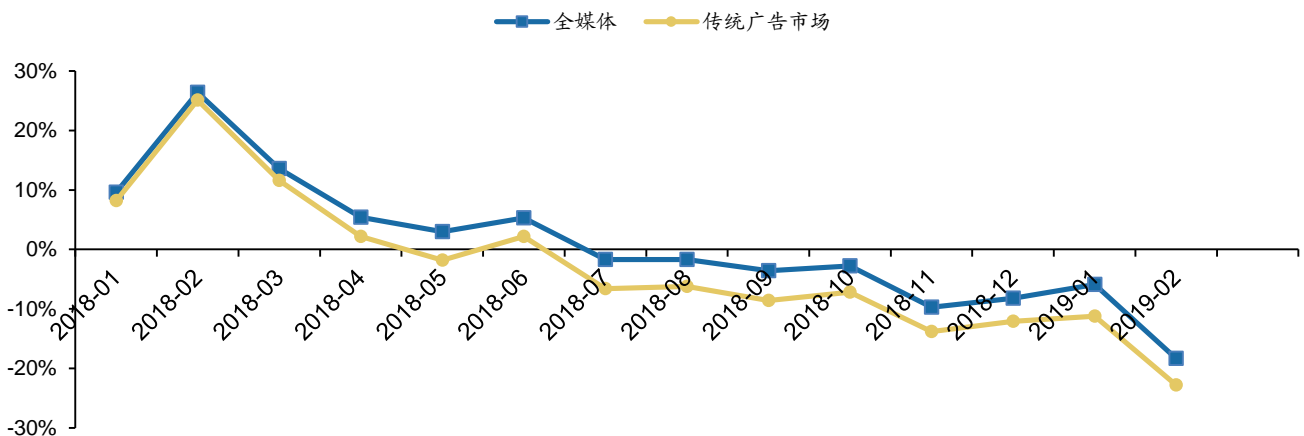


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

八、营销行业：宏观经济下行影响开始体现，出海需求驱动营收增长

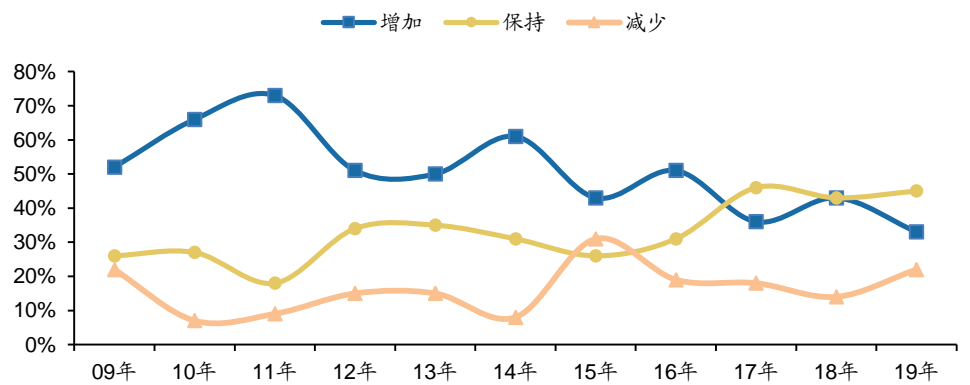
宏观经济下行影响开始体现；广告主信心冲高回落，更加看重广告ROI。受宏观经济不景气影响，自2018年7月开始，全媒体广告市场以及传统广告市场刊例花费开始持续同比下滑，并且降幅呈现进一步拉大的趋势。根据CTR最新的数据，2019年第一季度传统媒体以及全媒体广告刊例花费仍是双降。在市场大环境、企业自身经营状况以及产品周期等因素共同作用下，2019年广告主信心在2018年冲高后回落，广告主对于广告投放预算也更加谨慎。根据CTR《2019中国广告主营销趋势调查报告》，2019年仅33%的广告主会增加广告投放预算，占比创10年新低，22%的广告主预计将缩减广告投放预算，45%的广告主预计保持与之前一致的广告预算。我们认为在广告主对广告投放预算愈加谨慎的情况下，广告主在选择投放媒体会更加重视有限广告预算的最终投放效果，效果能够量化、ROI高的媒体能够吸引更多的广告主预算。

图74：CTR广告数据



数据来源：CTR，广发证券发展研究中心

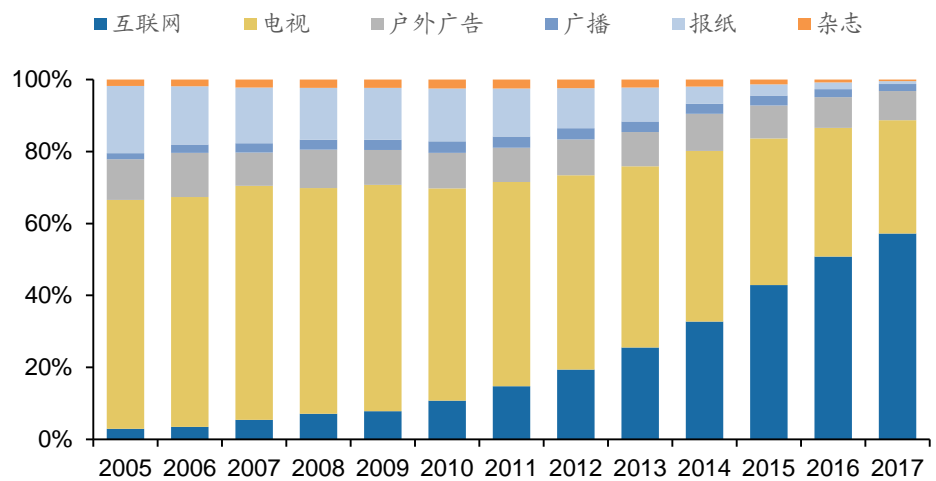
图75：广告主对当年营销推广费用占比的预期



数据来源：CTR，广发证券发展研究中心

互联网投放是趋势，企业出海需求驱动出海广告投放市场规模持续增长。相比于以CPM方式计价的传统媒体，以CPC、CPA等计价的互联网广告形式更有利于广告主以更接近实际获取的投放收益支付营销费用，换句话说，在经济下行背景下广告投放的收益比更高。根据群邑资讯，近十年来媒介结构发生了较大的变化，互联网广告投放花费已超过电视广告投放花费，成为最主要的广告投放渠道，并且占比持续提升。其中移动广告是互联网广告市场规模增长最主要的驱动力之一。根据eMarketer的数据，2017年全球移动广告支出为1,367亿美元，占互联网广告市场的65.4%，同比增长30%。移动广告市场规模增长的同时，市场份额也在逐渐向头部媒体集中，根据Statista的数据显示，2017年Facebook以及谷歌在全球互联网营销市场的市占率已经达到61%，相比2012年提高14pct。在流量逐渐向头部媒体集中、自身业务发展需求以及国内出海政策利好频出的叠加影响下，中国互联网科技企业积极拓展海外市场，中国企业强劲的出海需求将带来互联网广告行业收入的持续增长，尤其是出海广告投放的需求。但在互联网广告占比持续增加的同时，我们认为占据核心流量资源的传统广告，例如生活圈媒体等在广告市场中仍能占据一定份额的预算。

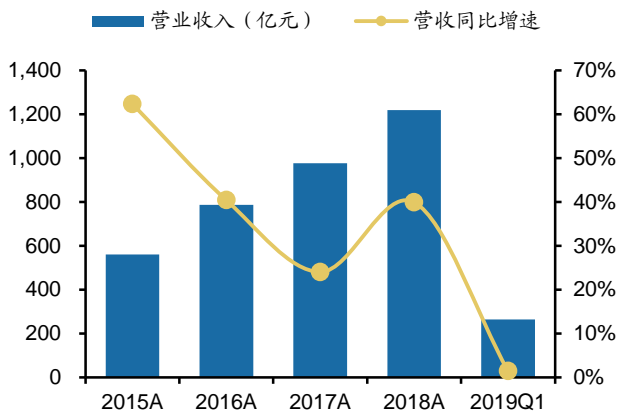
图76：不同媒介广告投放花费占比



数据来源：群邑，广发证券发展研究中心

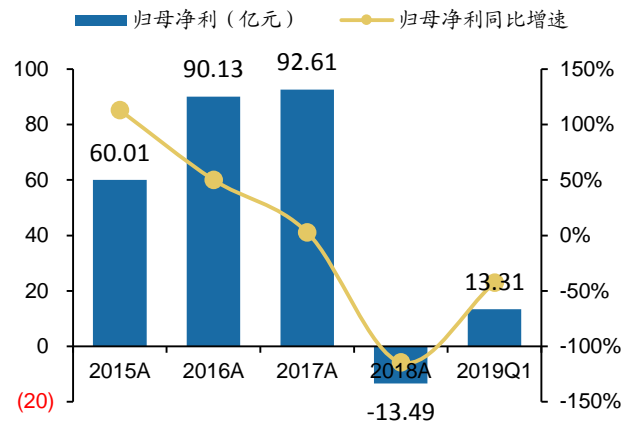
我们选取从A股20家广告营销上市公司作为标的池，以分析在宏观环境变化下广告营销行业的经营情况变化。从营收端来看，2018年20家广告营销公司营业收入合计1,218.5亿元，同比增长40%，平均每家创收60.9亿元。其中2018年总营收超过100亿的公司包括蓝色光标（231.0亿元）、利欧股份（122.5亿元）、省广集团（121.2亿元）、分众传媒（120.14亿元）、华扬联众（107.48亿元）5家。从2018年行业整体营收数据来看，广告营销行业整体增长较好，但进入2019年之后，开始呈现一定的疲软态势。宏观经济下行叠加春节效应，2019Q1 20家广告营销上市公司整体创收264.2亿元，同比仅增长1%。其中生活圈媒体龙头分众传媒2019Q1营业收入同比下降11.8%。从净利端来看，2018年广告营销行业整体呈现亏损。20家广告营销公司合计归母净利润为-13.5亿元，同比下滑114.6%。其中长城影视、印记传媒、天龙集团、佳云科技、联创互联、华谊嘉信以及博瑞传播业绩“变脸”明显。除了主营业务经营层面的影响因素之外，广告营销行业2018年亏损幅度较大另一个原因是商誉减值。

图77: 广告营销行业营业收入及增速 (%)



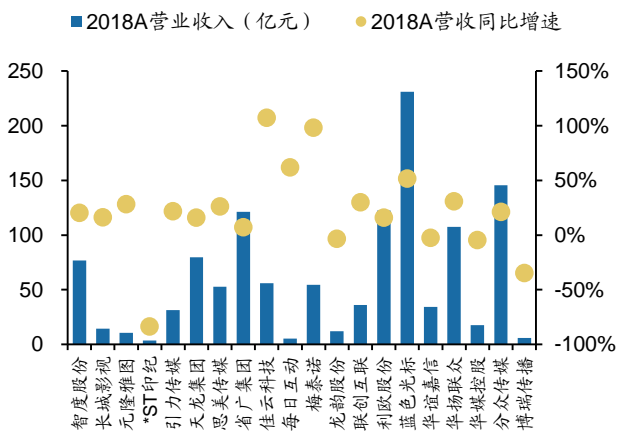
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图78: 广告营销行业归母净利润及增速 (%)



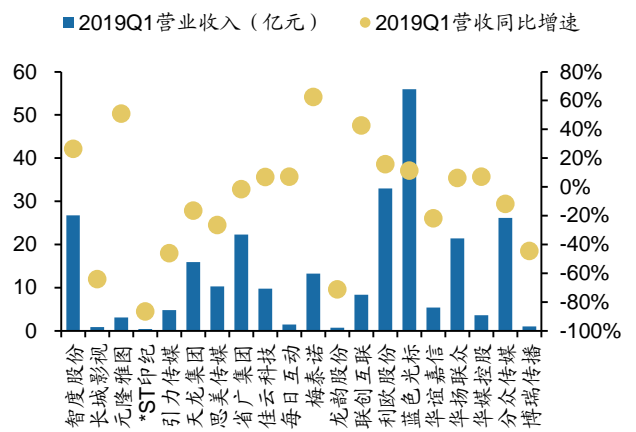
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图79: 广告营销行业2018A营业收入及增速



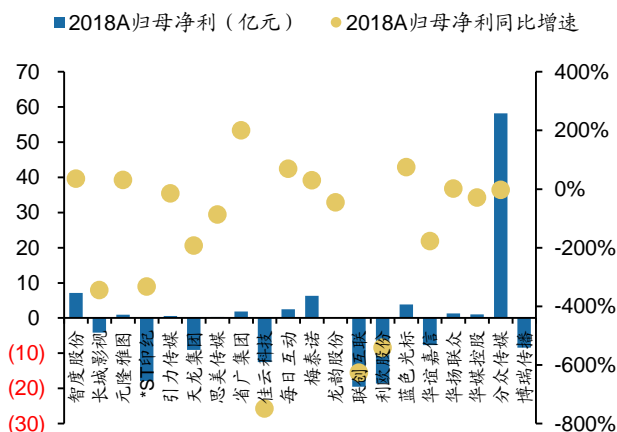
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图80: 广告营销行业2019Q1营业收入及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

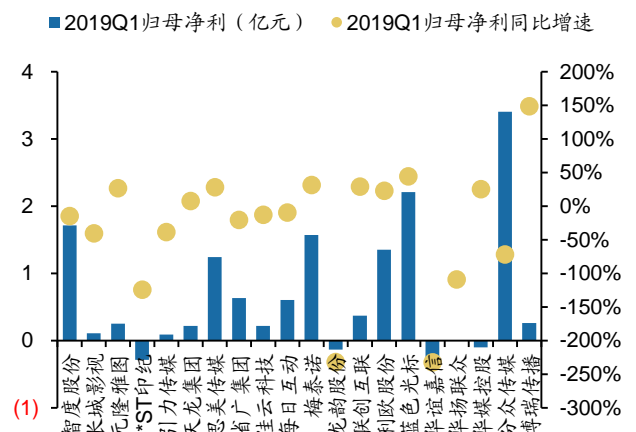
图81: 广告营销行业2018A归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(注: 其中博瑞传播2018年归母净利润同比增长率为-2517.4%)

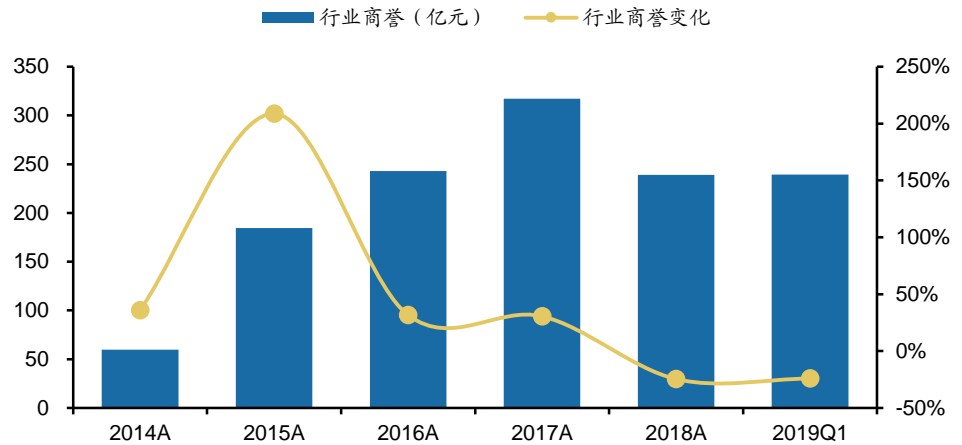
图82: 广告营销行业2019Q1归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

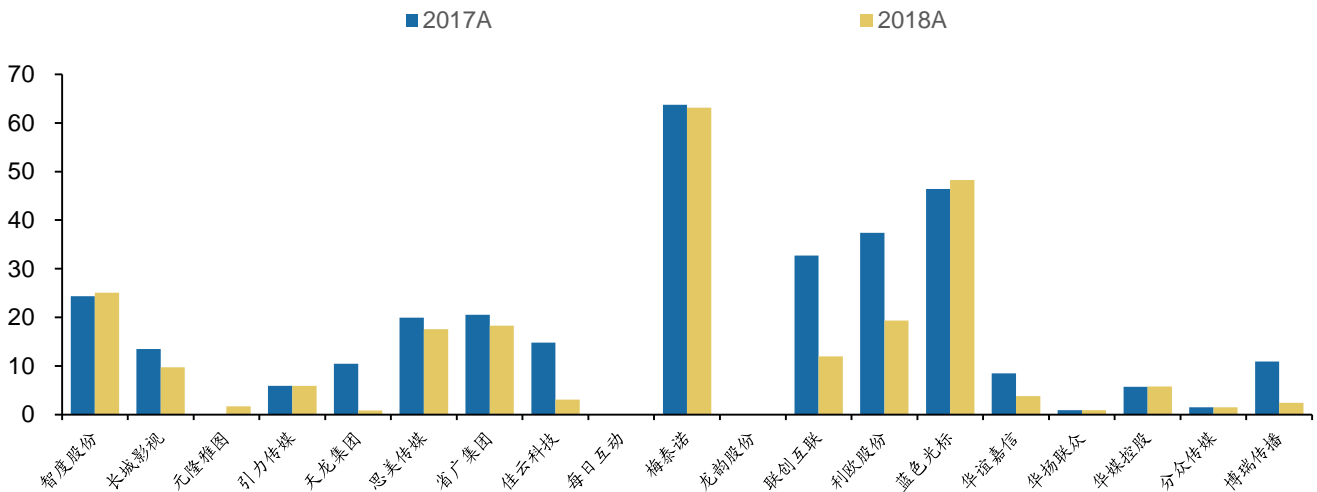
行业整体来看，随着并购的推进，2017年是整体商誉的高点，期末商誉合计317.11亿元，而2018年末期末商誉为239.13亿元。其中长城影视、*ST印记、天龙集团、思美传媒、佳云科技、省广集团、联创互联、华谊嘉信以及博瑞传播等均有一定程度的商誉减值，其中天龙集团计提了9.6亿的商誉减值，佳云科技计提11.9亿元，长城影视计提商誉减值9.73亿元。

图83：广告营销行业商誉



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

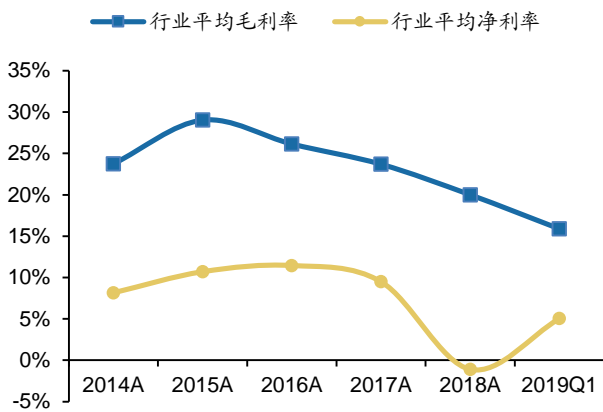
图84：广告营销行业各企业商誉情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

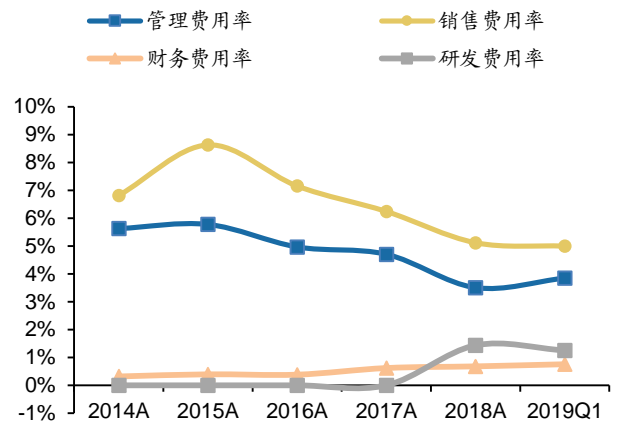
从具体的盈利能力来看，自2015年以来，行业平均毛利率持续下滑，2018年行业平均毛利率为20%，相比2017年下降3.7pct。2019Q1毛利率水平进一步下滑，单季度行业平均毛利率为15.9%（YoY-4.6pct）。受2018年行业公司商誉减值影响，2018年行业平均净利率为-1.1%，2019Q1净利率回正，为5.0%，但相比2018年同期行业净利率下降4.9pct。

图85: 广告营销行业毛利率及净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图86: 广告营销行业期间费用情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(注: 2017年及之前年份的管理费用包含研发费用, 2018年及之后财年管理费用不包含研发费用)

毛利率水平下滑明显主要是因为如分众传媒等龙头公司在行业竞争加剧的情况下加速扩张, 短期成本端有一定压力, 拉低毛利率, 我们认为长期来看随着近期布局的产能逐渐释放, 毛利压力将会有所缓解, 净利水平也将会有所提升。从期间费用来看, 行业整体费用率较稳定, 2018年行业整体销售费用率为5.1% (YoY-1.1pct), 管理费用率为3.5%, 研发费用率为1.4%。管理费用率与研发费用率合计4.9%, 相比2017年率提高0.2pct。财务费用率为0.7%。行业整体对于费用把控能力较强。

表5: 营销行业重要公司2018A及2019Q1业绩情况 (亿元, %)

公司名称	营业收入		增速		毛利率		净利润		增速		业绩变动主要原因
	18A	19Q1	18A	19Q1	18A	19Q1	18A	19Q1	18A	19Q1	
蓝色光标	231.04	55.95	51.7%	11.4%	11.7%	10.4%	3.89	2.21	75.0%	44.4%	中国企业出海广告投放需求驱动公司出海投放业务营收大幅增长 2018年点位加速扩张, 自2018Q4开始宏观经济下行对于公司营收端的负面影响开始显现, 叠加前期快速扩张带来的成本压力, 2019Q1盈利缩窄
分众传媒	145.51	26.11	21.1%	-11.8%	66.2%	36.5%	58.23	3.40	-3.0%	-72%	

数据来源: 公司财报, 广发证券研究与发展中心

九、教育：行业龙头陆续登陆；职教将是 A 股教育重点板块

A股教育股纯正化推进，实施条例落地在即，职业教育政策鼓励。2018年是A股教育板块纯正化逐步推进的一年。职业教育龙头标的中公教育借壳亚夏汽车成功上市；三垒股份完成收购早教中心领先品牌美吉姆，证券简称成功更改为“美吉姆”。在新《民促法》落地之后，越来越多的教育细分领域龙头标的开始登陆A股，A股教育板块效应有望推进形成。政策方面，2018年下半年以来，随着“实施条例”送审稿及早教政策对于教育机构资产证券化的限制，以及校外培训机构加强整治等行业整顿政策的出台，境外上市标的2018年下半年以来经历了估值下杀。但从A股来看，随着中公教育以及美吉姆的登陆，板块得到一定的提振，整体估值中枢上移。并且自2019年年初开始，鼓励职业教育发展的上层政策频出，A股相应的职业教育标的（多为非学历的职业培训机构）将直接受益。

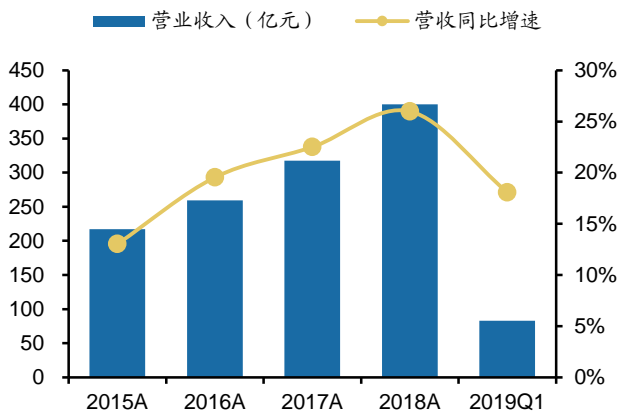
表6：近期职业教育相关鼓励政策

时间	部门	政策	内容
2019.02.13	国务院	《国家职业教育改革实施方案》	健全国家职业教育制度框架：提高中等、高等职业教育发展水平；完善高层次应用型人才培养体系；完善教育教学相关标准；启动1+X证书制度试点工作等
2019.3.5	国务院	《2019年政府工作报告》	改革完善高职院校考试招生办法，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考，今年大规模扩招100万人
2019.4.30	李克强	国务院常务会议	确定使用1000亿元失业保险基金结余实施职业技能提升行动的措施，提高劳动者素质和就业创业能力

数据来源：国务院，教育部，广发证券发展研究中心

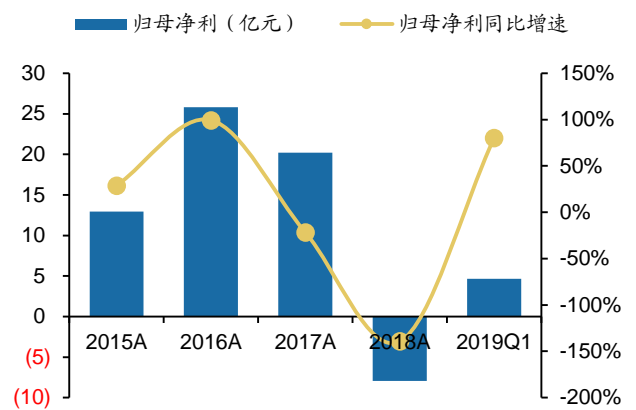
板块开始业绩分化，大幅计提商誉减值使板块整体2018年呈现亏损。因为A股教育概念公司多是通过并购切入教育赛道，根据教育业务在整体营收中的占比，我们筛选16家相关公司作为教育板块标的池。在板块效应渐形成，政策利好频出的背景下，A股教育标的开始出现业绩分化。2018年16家标的公司合计营收为400.33亿元，同比增长26%，教育业务的并表持续增厚上市公司营收。但净利端，2018年教育板块整体呈现亏损，合计亏损7.95亿元。个股来看，16家标的公司中2018年亏损的有全通教育、拓维信息、昂立教育、立思辰以及凯文教育。全通教育2018年亏损6.57亿元，大幅亏损主要是因为全通继教计提商誉减值6.09亿元；拓维信息2018年亏损13.66亿元，亏损主要原因是本期计提商誉减值13.7亿元；立思辰2018年亏损13.93亿元，亏损原因也是因为本期计提了10.77亿元的大额商誉减值。昂立教育2018年亏损2.67亿元，亏损原因主要是K12业务前期快速布点，营销投入加大，亏损增加。而凯文教育2018年亏损0.98亿元，随着旗下学校招生工作步入正轨，学校利用率持续提升，凯文教育有望在2019财年实现扭亏为盈。从盈利规模来看，归母净利排前的标的主要是主营显示板卡以及电子白板的视源股份，以及公务员考试培训龙头标的中公教育。

图87: 教育行业营业收入及增速 (%)



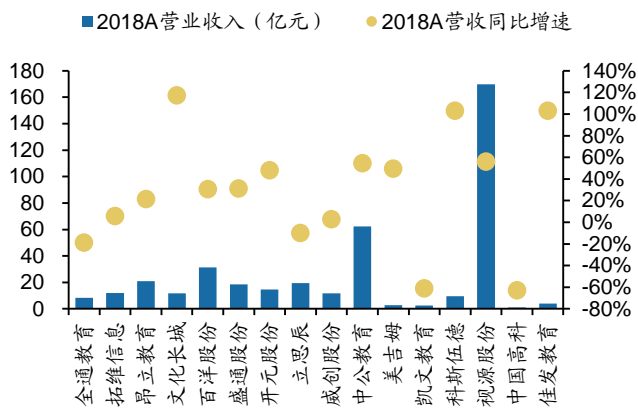
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图88: 教育营销行业归母净利润及增速 (%)



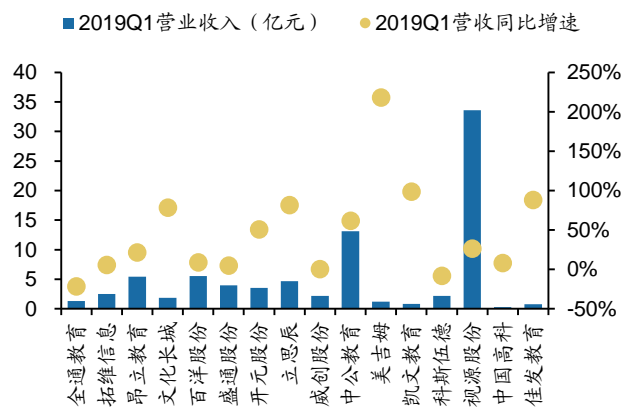
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图89: 教育行业2018A营业收入及增速



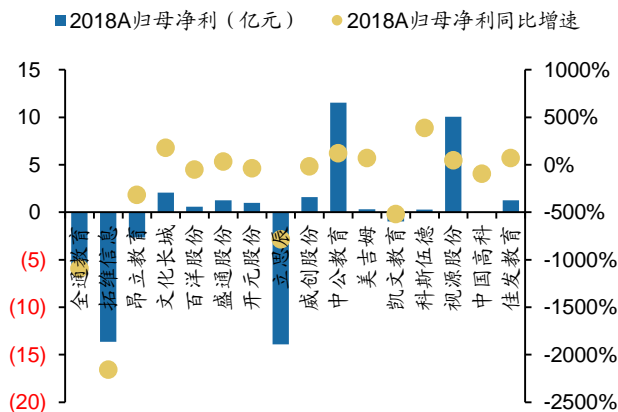
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图90: 教育行业2019Q1营业收入及增速



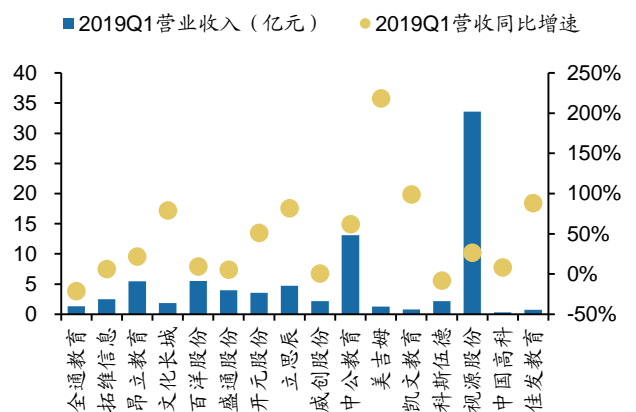
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图91: 教育行业2018A归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图92: 教育行业2019Q1归母净利润及增速

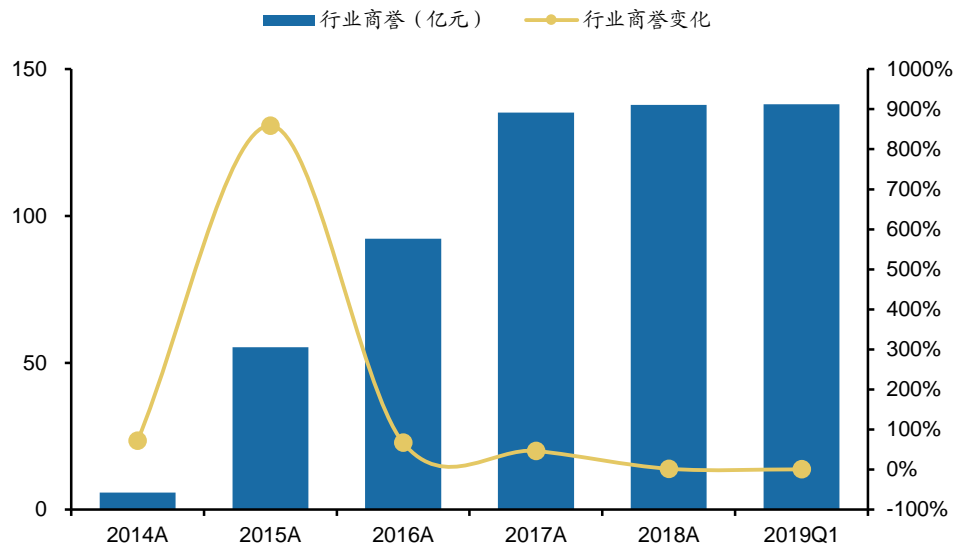


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

板块整体来看，2018年部分公司大幅商誉减值拉低板块整体盈利水平。

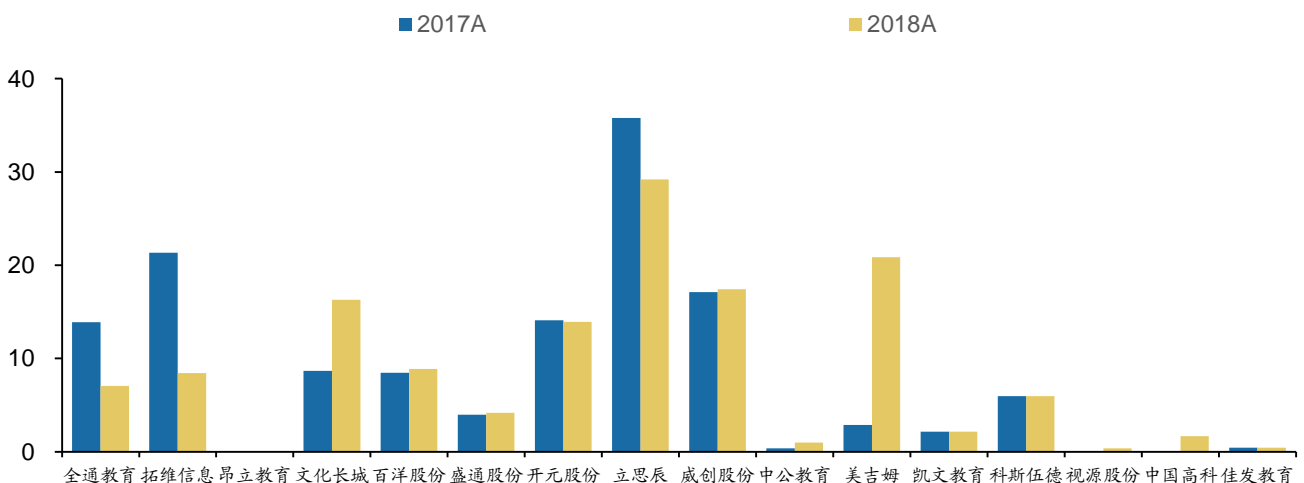
2015~2017年期间教育并购案例较多，板块商誉持续增加，到2017年末板块合计商誉135.2亿元。2018年，整体相比2017年同期变化不大。但从结构来看，部分公司商誉大额减值的同时有部分公司因为并购带来商誉大幅增加。立思辰、拓维信息以及全通教育均有大幅商誉减值，而美吉姆及文化长城则因教育并购带来商誉的大幅增加。其中美吉姆（原三垒股份）因为并购形成商誉17.97亿元，同比增加622.51%；文化长城因并购形成商誉7.61亿元。

图93：教育板块整体商誉



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图94：教育行业各企业商誉情况（亿元）

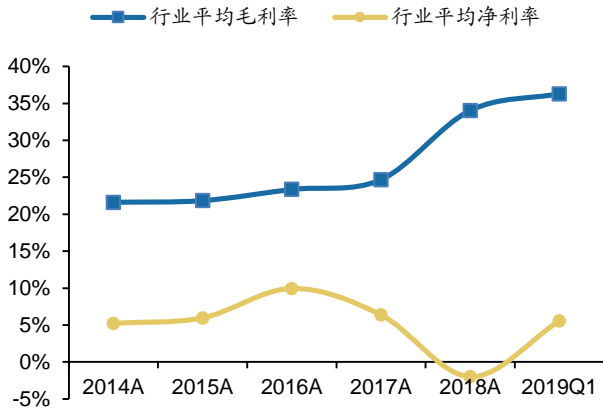


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

盈利能力来看，2018年行业平均毛利率为34%，相比2017年提高9.3pct，2019Q1毛利率为36.3%，随着教育业务占比逐渐提高，毛利水平进一步提高。净利来看，

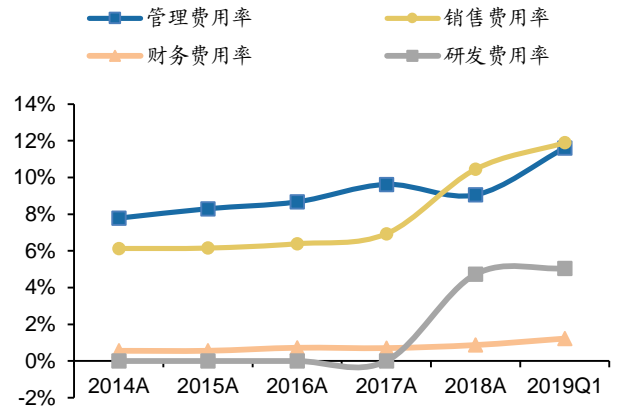
2018年受部分公司商誉减值影响，板块整体净利率为-2.0%；2019Q1扭正，单季度净利率为5.6%。期间费用来看，A股教育公司教育业务多为培训类，相比学历制学校而言，培训机构的获客成本较高，需要支出一定的销售费用。2018年板块销售费用率为10.4%，相比2017年提高3.5pct。

图95：教育行业毛利率及净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

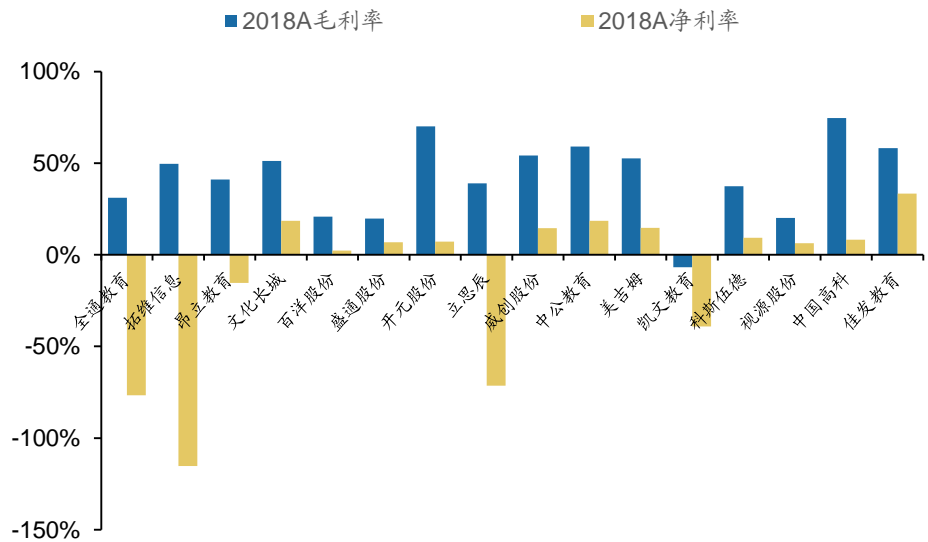
图96：教育行业期间费用情况（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（注：2017年及之前年份的管理费用包含研发费用，2018年及之后财年管理费用不包含研发费用）

图97：各教育公司盈利能力



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表7: 教育行业重要公司2018A及2019Q1业绩情况 (亿元, %)

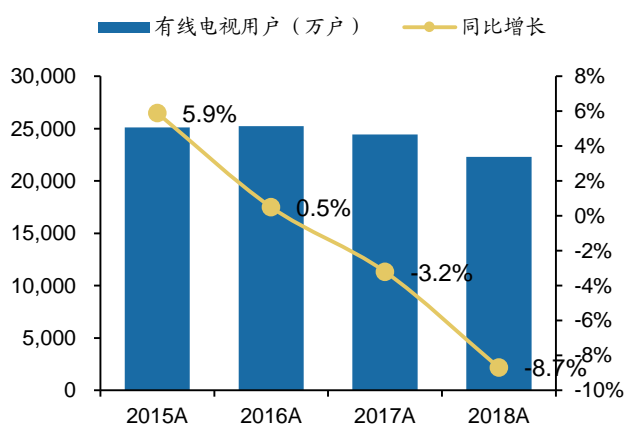
公司名 称	营业收入		增速		毛利率		净利润		增速		业绩变动主要原因
	18A	19Q1	18A	19Q1	18A	19Q1	18A	19Q1	18A	19Q1	
中公教育	62.37	13.12	54.7%	61.9%	59.1%	58.3%	11.53	1.06	119.7%	304.5%	全国网点布局持续推进, 公务员 考试、事业单位编制考试以及教 师序列培训报考人次持续增加
美吉姆	2.65	1.24	49.8%	218.1%	52.6%	67.7%	0.32	0.17	71.9%	875.3%	早教业务并表带来营收规模大幅 增厚

数据来源: 公司财报, 广发证券研究与发展中心

十、广电: 有线业务增长疲软, 全国一网整合或将提高 三网融合下广电竞争力

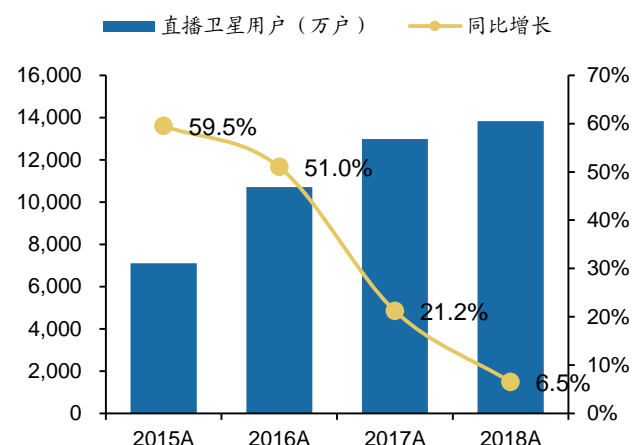
新媒体冲击下, 有线电视用户规模持续缩窄。我国电视用户接收广播电视节目的形式除有线广播电视外, 还主要包括直播卫星电视、地面数字电视、IPTV、OTT等, 但总体以有线广播电视为主。根据中国广播电视网络有限公司发布的《中国有线电视行业发展公报》, 2018年我国有线电视用户规模2.23亿户, 收视份额相比2017Q4有所下降, 下探至49.89%; OTT用户同比增长12.08%, 总量达到1.64亿户, 收视份额36.69%, 位居第二; IPTV用户同比增长7.39%, 总量达到1.55亿户, 收视份额34.68%, 位居第三; 直播卫星紧跟其后, 收视份额30.87%, 同比增长2.01%, 用户总量近1.4亿户。在有线电视收视份额下降的情况下, OTT、IPTV以及直播卫星的收视份额同比均呈现增长, 其中OTT增长最明显。新媒体对有线电视行业造成持续冲击, 有线电视用户规模缩窄。

图98: 2015~2018年中国有线电视用户发展进程



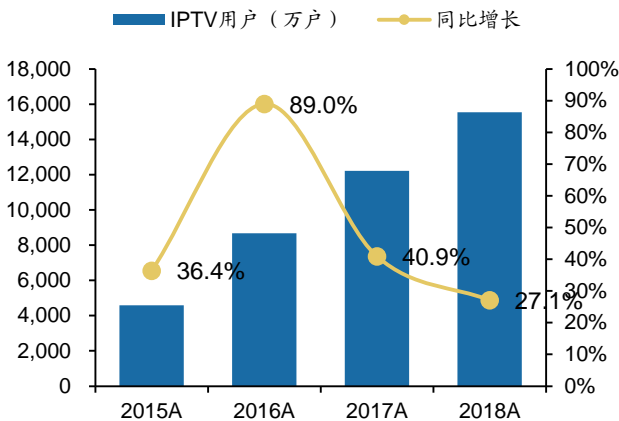
数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

图99: 2015~2018年中国直播卫星用户发展进程



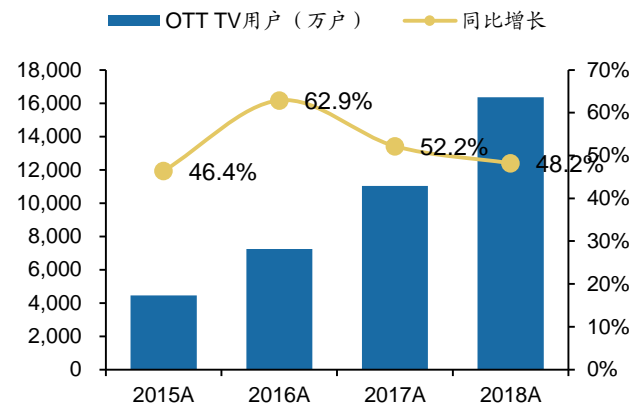
数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

图100: 2015~2018年中国IPTV用户发展进程



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

图101: 2015~2018年中国OTT用户发展进程



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

全国一网整合是广电应对竞争的基础, 2019年推进整合的行政力量全面加强, 广电企业有望突破发展瓶颈。目前广电行业进入了新的变革时期, 广电行业正经历一场由技术革命出发的、由消费端(市场)主导、由政策保驾护航的变革。在超高清视频内容发展和5G产业协同的推动下, 广电行业正迎来新的发展机遇。但因为我国广电系统存在较强的地域性, 并未形成具有竞争力的“全国一张网”以应对来自电信网和互联网的竞争。按照《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》的规划, 到“十三五”末期, 要基本完成全国有线电视网络整合, 成立由中国广播电视网络有限公司控股主导、各省级有线电视网络公司共同参股、按母子公司制管理的全国性股份公司, 实现全国一张网, 但目前推进进程仍处在第一步。目前行政力量上加大了全国一网的整合力度, 我们认为“全国一网”一经形成, 广电就奠定了三网融合的竞争基础。而2019年是整合工作全面加强的关键年。

表8: 行政力量保障广电体系变革推进

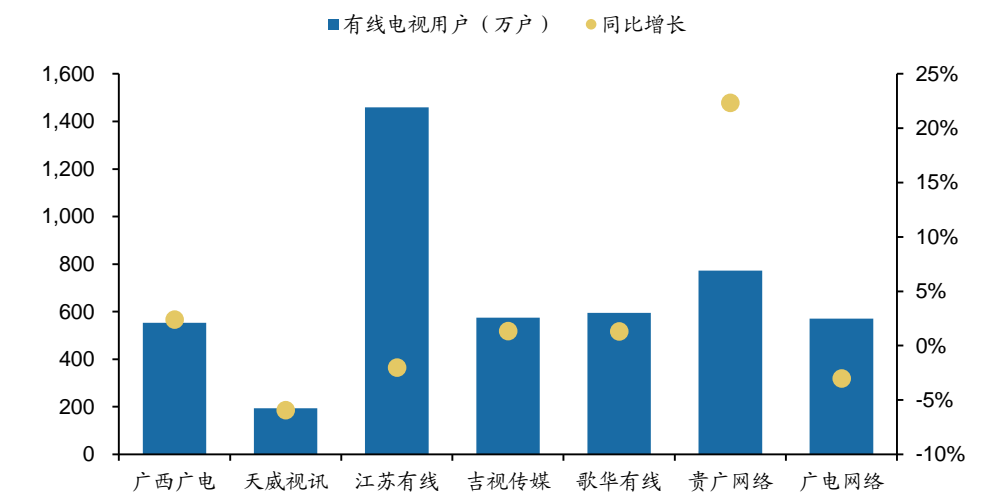
时间	部门	关键词	内容
2018.8	中宣部、国家广播电视总局	全国一张网	中宣部牵头成立全国有线电视网络整合发展领导小组, 部署《全国有线电视网络整合发展实施方案》, 进一步加大行政推动力度。
2018.8.15	国家广播电视总局	全国一张网	总局组织召开全国有线电视网络整合发展片区座谈会, 31家省级有线电视网络公司分5个片区参加会议。
2018.1	国家广播电视总局、第十六届媒体融合技术研讨会 (ICTC2018)	全国一张网	中国广播电视网络有限公司副总经理于保安做了演讲指出: 整合方面, 中宣部高度重视, 广电总局全力推动, 全面加强行政推动力量
2018.11.22	国家广播电视总局	智慧广电, 5G	在贵阳召开推进全国“智慧广电”建设现场会, 中宣部副部长、国家广播电视总局党组书记、局长聂辰席: 打造“智慧广电”媒体、发展“智慧广电”网络、培育“智慧广电”生态、加强“智慧广电”监管
2018.12.29	国家广播电视总局	5G	张宏森同志与中信集团董事长常振明就中信集团与国网公司合作有关事项进行会谈。中信集团表示愿意全力支持并积极参与广电网络转型升级的重大项目, 与国网公司进一步深化战略合作、加快工作推进。
2019.1.6	国家广播电视总局	智慧广电	2019年全国广播电视工作会议上, 聂辰席强调坚持创新, 以实施“智慧广电”

		建设工程为抓手，推动事业产业强起来	
2019.1.23	国家发展改革委、中宣部、工信部、财政部、广电总局等 18 部门	全国一张网	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量 促进形成强大国内市场的行动方案》中明确指出：“加快有线电视网络整合发展和互联互通。推动完成全国有线网络整合，形成全国一张网”、“加快智慧广电发展”。
2019.3.19	国家广播电视总局、有线数字电视运营商国际峰会	全国一张网，5G	中国广播电视网络有限公司副总经理曾庆军：强调网络整合与 5G 发力，在“全国一网”的条件下高质量的发展有线电视行业。
2019.3.20	国家广播电视总局、第 27 届中国国际广播电视信息网络展览会 (CCBN2019)	智慧广电，高清超高清，全国一张网，5G	张宏森发表题为《立足新时代 展现新气象 推动广播电视高质量发展和创新发展》的主旨演讲：要加快广电创新体系建设，促进技术创新体系建设，加快监管体系建设
2019.3.21	中宣部、国家广播电视总局	全国一张网	全国有线电视网络融合发展战略合作签约仪式在中国国际展览中心举行。中国广播电视网络有限公司与中国中信集团有限公司及阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议

数据来源：发展改革委网站、广电总局、ICTC2018，广发证券发展研究中心

从目前有线电视上市公司具体的用户数来看，广电企业基础业务有线电视用户数整体呈现增长疲软的态势，在披露用户数的公司中仅贵广网络有线电视用户总数实现了20%以上的增长。2018年贵广网络有线电视用户数为772.22万户，同比净增22.34%。天威视讯、江苏有线、广电网络等有线电视用户甚至出现同比下滑的趋势。有线电视增长趋缓下，各广电企业均积极开展其他业务谋求转型，包括宽带业务以及IPTV和OTT业务等。在广电板块12家上市公司中，新媒股份是首家在A股独立的新媒体公司，主营IPTV以及OTT等业务，不经营有线电视业务。

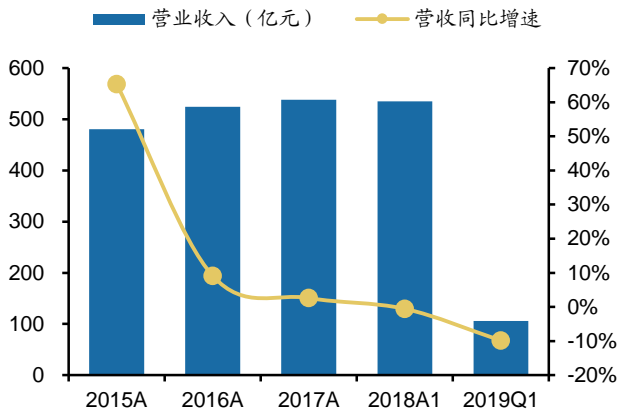
图102: 有线电视用户数



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

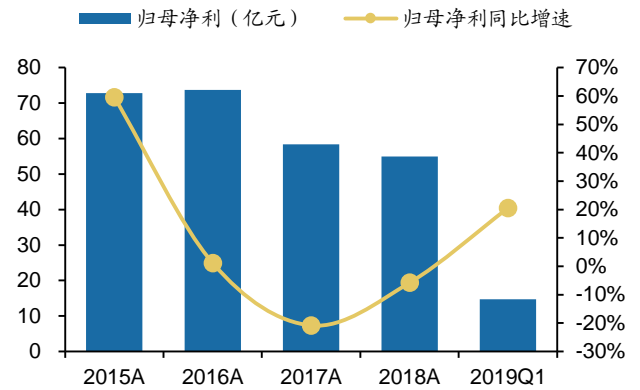
从具体的财务数据来看，12家上市公司2018年合计营收为535.3亿元，同比略下滑1%；2019Q1合计营收为105.6亿元，同比下滑10%。营收持续下滑主要是因为主营业务有线电视业务用户持续流失，随着广电企业业务转型推进，在三网融合背景下业务有望多元化发展以增厚营收。净利端来看，2018年行业合计归母净利润为54.97亿元，同比下滑5.8%；2019Q1合计归母净利润为14.71亿元，同比增长20.5%。

图103: 有线电视行业营业收入及增速 (%)



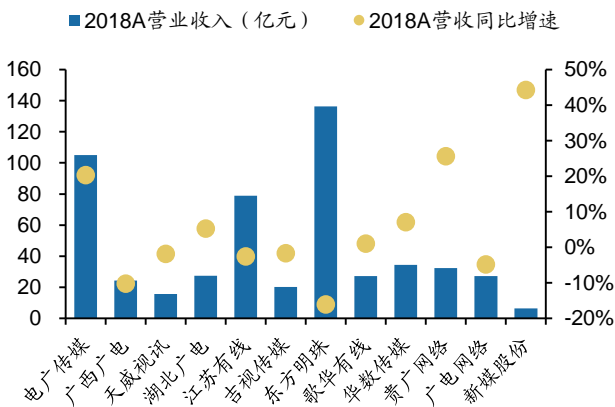
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图104: 有线电视行业归母净利润及增速 (%)



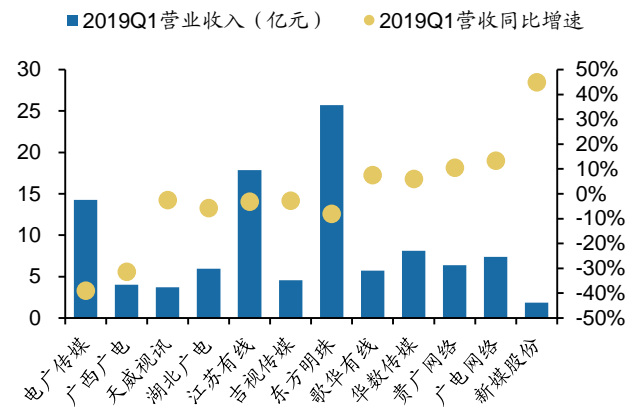
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图105: 有线电视2018A营业收入及增速



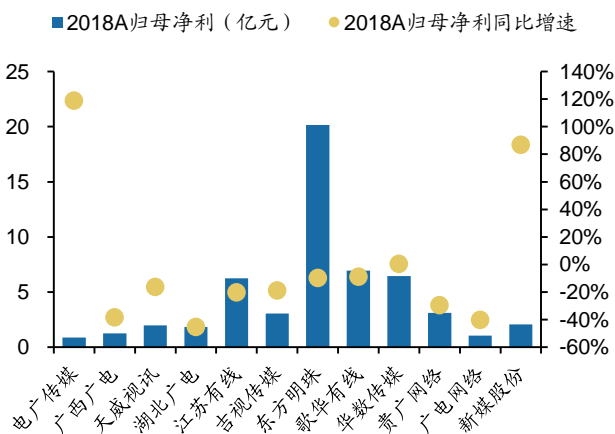
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图106: 有线电视2019Q1营业收入及增速



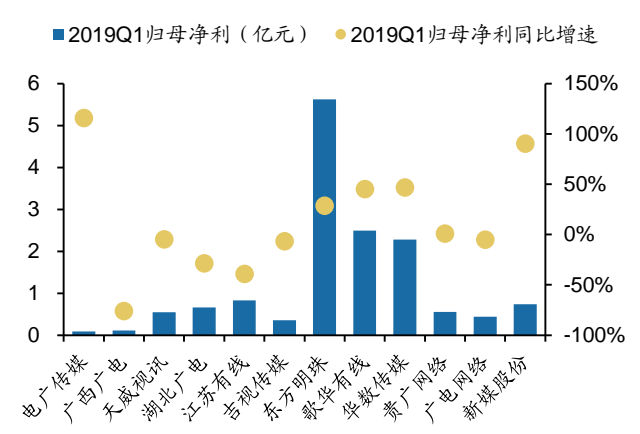
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图107: 有线电视2018A归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

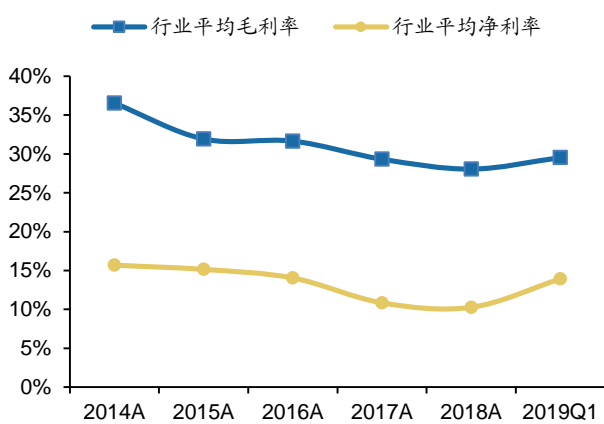
图108: 有线电视2019Q1归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

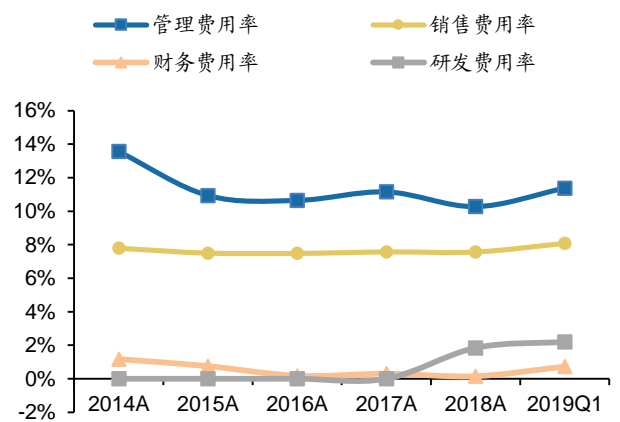
盈利能力来看，近几年广电行业平均毛利率以及净利率稳中略降。2018年行业整体毛利率为28.1%。广电企业由于行业特性，其边际成本较低，随着前几年大幅投资逐渐消化，未来整体毛利率水平有望提升。净利率方面，2018年行业整体净利率为10.3%。分企业来看，不同广电企业之间盈利水平有一定差别。作为新媒体代表的新媒股份盈利能力最强，2018年新媒股份毛利率为56.6%，净利率为31.8%。新媒股份盈利能力强于其他11家广电企业主要是因为新媒股份经营IPTV以及OTT业务为主，资本开支小于有线电视运营商。随着未来广电企业业务逐渐向IPTV以及OTT业务延伸，广电企业盈利能力将有进一步提高空间。

图109: 有线电视毛利率及净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

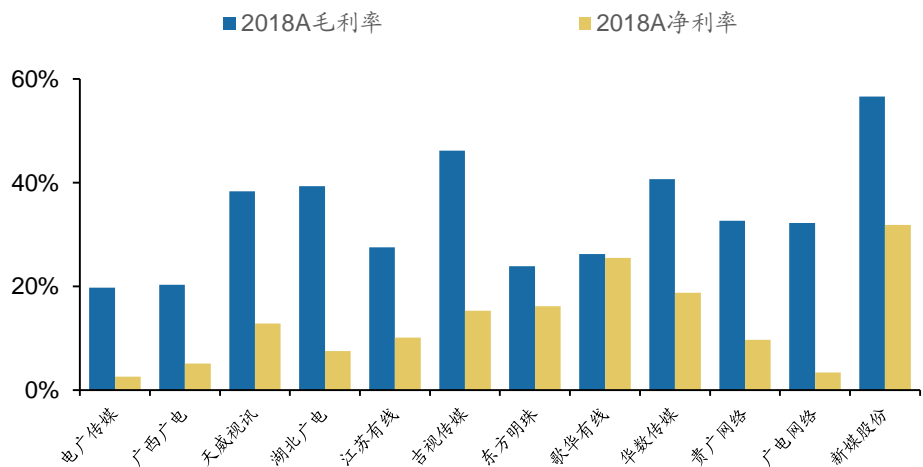
图110: 有线电视2014-2019Q1期间费用情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(注: 2017年及之前年份的管理费用包含研发费用, 2018年及之后财年管理费用不包含研发费用)

图111: 广电企业盈利能力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表9: 广电行业重要公司2018A及2019Q1业绩情况(亿元, %)

公司名称	营业收入		增速		毛利率		净利润		增速		业绩变动主要原因
	18A	19Q1	18A	19Q1	18A	19Q1	18A	19Q1	18A	19Q1	
贵广网络	32.31	6.38	25.6%	10.4%	32.6%	33.1%	3.12	0.56	-29.4%	1.0%	公司主业有线电视用户持续增长 凭借资质、地域以及技术优势，
新媒股份	6.43	1.86	44.2%	44.9%	56.6%	56.4%	2.05	0.73	86.9%	90.5%	公司 IPTV 业务以及 OTT 业务用 户持续增长，带动营收规模增长

数据来源: 公司财报, 广发证券研究与发展中心

风险提示

- 1) 行业监管进一步收紧的风险。传媒行业属于对政策最为敏感的行业, 上半年影视、游戏等政策显著压制了行业股价, 后续政策的风向变化有待进一步观察。
- 2) 商誉减值的风险。2014-2015年为传媒行业并购高峰期, 2018和2019年部分资产将完成最后一年的对赌, 在行业增速放缓的情况下, 并购资产或有盈利能力不达预期, 出现商誉减值的风险。
- 3) 消费需求不及预期的风险。传媒行业属于价格较低的可选消费品, 居民收入增速放缓或将导致消费需求不及预期。
- 4) 行业集中度过高, 互联网公司攫取大部分利润的风险。目前传媒各个行业均有互联网公司深度参与, 其平台型的卡位决定了赢家通吃的效应, 后续或许出现平台在场所占份额加大, 挤压其他资产盈利空间的情况。

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与华谊兄弟(300027)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。