

传媒

行业分析

商誉减值风险释放，子板块分化下，游戏、互联网板块有望率先回暖

投资要点

◆ **传媒行业营收增速下行，资产减值损失导致 2018 年板块业绩大幅下滑：**2018 年传媒板块营收 5,818 亿元 (+13%)，归母净利润-169 亿元 (-130%)，业绩大幅下滑主要系商誉、应收账款等资产减值损失所致。由于收购标的业绩不达预期现象较多，同时证监会对商誉减值计提要求加严，传媒公司 2018 年末商誉减值计提金额较大。2019 年 Q1 传媒板块营收 1,297 亿元 (+5%)，归母净利润 114 亿元 (-24%)。受游戏版号波动、影视公司税收、片酬等政策影响，传媒行业经历强监管的一年，营收增速继续放缓；2019Q1 受影视动漫、院线及营销行业业绩拖累，传媒行业归母净利润仍有所下滑。

◆ **影视、院线、营销行业业绩仍承压，游戏、互联网板块有望率先回暖：**分子行业看，受政策影响影视行业 2019Q1 营收、归母净利润同比下滑幅度仍然较大；票房下滑使得院线行业业绩承压；受宏观经济增速下滑以及行业竞争加剧影响，营销板块业绩下滑幅度较大。游戏板块 2019Q1 营收同比增长 15%，环比提升 7 个百分点，归母净利润同比下降 5%，降幅收窄至较小水平，随着游戏版号审批放开且进入常态化，游戏板块业绩有望进一步回暖；互联网板块，互联网+金融标的东方财富、国家互联网标的人民网、新华网业绩增长较快，带动互联网板块 2019Q1 归母净利润同比增长 41%。

◆ **投融资力度略有减弱，经营有望更加稳健：**2017 年以来，传媒行业呈现出经营性现金流改善、投资性现金净流出收窄、融资性现金净流入减少甚至转负的情况，体现了供给侧改革推动行业去芜存菁略有成效，传媒公司对外投融资力度有所减弱，其经营有望更加稳健。

◆ **继续关注商誉减值风险：**2014-2015 年，传媒行业并购重组频繁，导致 2015 年末传媒行业商誉同比增长 177%，商誉占总资产的比重由 2014 年末的 7.76% 提升 6.6 个百分点至 14.36%。2018 年末，由于收购标的业绩不达预期现象较多，同时证监会对商誉减值计提要求加严，传媒公司商誉减值计提金额较大，2018 年计提商誉减值损失约 435 亿元。截至 2018 年末，传媒公司商誉总额 1,274 亿元 (-15%)，占总资产的比重仍有 13.05%，仍需继续关注商誉减值风险，尤其是商誉占总资产比重较高的游戏、院线、营销、影视动漫板块。

◆ **投资建议：1. 首推估值低位业绩确定的游戏龙头：**根据目前国产游戏的审批节奏，预计全年游戏审批数量约 3,000-4,000 款，总量控制趋势下，游戏产品长线精品化运营的重要性凸显，内容商继续向头部集中。另外，未来 5G 商用将破除云游戏传输速度、云储存瓶颈，降低用户进入成本，具备核心研发和运营能力的大厂有望产出更多爆款产品。我们推荐【游族网络】【星辉娱乐】【完美世界】【三

投资评级 领先大市-B 维持

首选股票		评级
002174	游族网络	买入-A
002624	完美世界	买入-A
002555	三七互娱	买入-B
002739	万达电影	增持-A
600977	中国电影	买入-B
603000	人民网	增持-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.31	3.26	-20.72
绝对收益	-8.27	24.64	-16.29

分析师

付宇婕
 SAC 执业证书编号：S0910517090002
 fuyudi@huajinsec.cn
 021-20377039

分析师

宋怡萱
 SAC 执业证书编号：S0910518070002
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

传媒：版权风险暴露业务模式漏洞，国家互联网趋势下官媒受益 2019-04-12

传媒：猫眼娱乐：在线电影票务市占率维持第一，内容出品发行优势增强 2019-03-27

传媒：收入利润增速放缓，期待手游增速回升及产业互联网增长潜力 2019-03-22

传媒：藏器于身，待时而动 2019-03-19

传媒：超高清+5G 协同发展，有望推动移动互联网流量持续高增长 2019-03-04

七互娱】等重点公司，海外建议关注【腾讯控股】和【网易】。**2.供给侧改革引导下，行业资源重新配置带来的投资机会：**2017-2018 年影视行经历一轮供给侧改革，加速了中小公司的出清，供需向上拐点有望出现，建议关注内容制作龙头【华策影视】【光线传媒】，海外建议关注【阅文集团】。院线行业：我们预计 2019 年全国票房大盘增速约在 5%-10%之间，票房低速增长背景下，影院加速出清，单银幕产出拐点有望出现，有利于提振院线公司盈利水平，建议关注院线龙头【万达电影】，以及受益于进口片单的【中国电影】。**3.国家互联网趋势催生新需求：**全媒体融合趋势下，官媒承担的社会责任角色进一步凸显，其业务增量可能来源于知识产权付费、内容监测及审核以及平台价值变现等多个渠道。建议继续关注相关标的：【人民网】【新华网】【宣亚国际】【光一科技】。

◆ **风险提示：**政策风险、影视/游戏项目进度不及预期、商誉价值/应收账款坏账风险、竞争加剧风险、宏观经济风险、市场大幅波动风险

内容目录

一、传媒行业：营收增速下行，商誉减值风险释放	4
二、影视、院线、营销业绩承压，游戏、互联网板块有望率先回暖	5
三、投融资力度略有减弱，经营有望趋于稳健	6
四、继续关注商誉减值风险	8
五、投资建议	9
六、风险提示	10
（一）宏观经济不达预期	10
（二）内容供给不达预期	11
（三）政策风险	11
（四）商誉减值、应收账款坏账的风险	11
（五）市场大幅波动的风险	11

图表目录

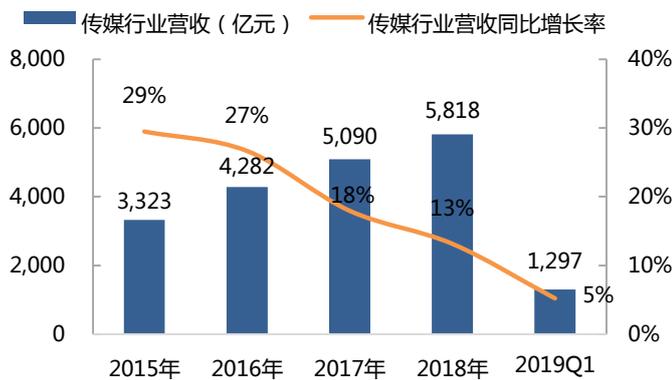
图 1：传媒行业营收增速明显放缓	4
图 2：资产减值损失导致 2018 年板块业绩大幅下滑	4
图 3：传媒行业单季度营收增速继续放缓	4
图 4：2018Q4、2019Q1 传媒行业业绩下滑	4
图 5：2018 年传媒行业净利率为负	5
图 6：传媒行业费用率变动情况	5
图 7：传媒行业单季度盈利水平	5
图 8：子板块单季度毛利率波动情况	5
图 9：细分板块 2015 年以来营业收入同比增速	6
图 10：细分板块 2015 年以来归母净利润同比增速	6
图 11：各细分板块毛利率水平比较	6
图 12：传媒行业 2015 年以来经营性现金净流量（亿元）	7
图 13：传媒行业 2015 年以来投资性现金净流量（亿元）	7
图 14：传媒行业 2015 年以来筹资性现金净流量（亿元）	7
图 15：传媒行业单季度经营性现金净流量（亿元）	7
图 16：传媒行业单季度投资性现金净流量（亿元）	7
图 17：传媒行业单季度筹资性现金净流量（亿元）	8
图 18：传媒行业商誉变动情况（亿元，%）	9
图 19：细分板块商誉占总资产的比例	9
图 20：传媒行业估值水平	10
图 21：传媒行业基金持股比例和 QFII 持股比例	10
表 1：细分板块资产负债率情况	8
表 2：重点公司盈利预测及估值（收盘价及总市值截至 2019 年 4 月 30 日收盘）	9

一、传媒行业：营收增速下行，商誉减值风险释放

传媒行业营收增速下行，资产减值损失导致 2018 年板块业绩大幅下滑：上市公司 2018 年年报以及 2019 年一季报已披露完毕，我们采用整体法对传媒行业及细分板块（共 137 家上市公司）的业绩增长情况、盈利能力变动情况进行测算，2018 年传媒板块营收 5,818 亿元（+13%），归母净利润-169 亿元（-130%），业绩大幅下滑主要系商誉、应收账款等资产减值损失所致。2019 年 Q1 传媒板块营收 1,297 亿元（+5%），归母净利润 114 亿元（-24%）。受游戏版号波动、影视公司税收、片酬等政策影响，传媒行业经历强监管的一年，营收增速继续放缓；2019Q1 受影视动漫、院线及营销行业业绩拖累，传媒行业归母净利润仍有所下滑。

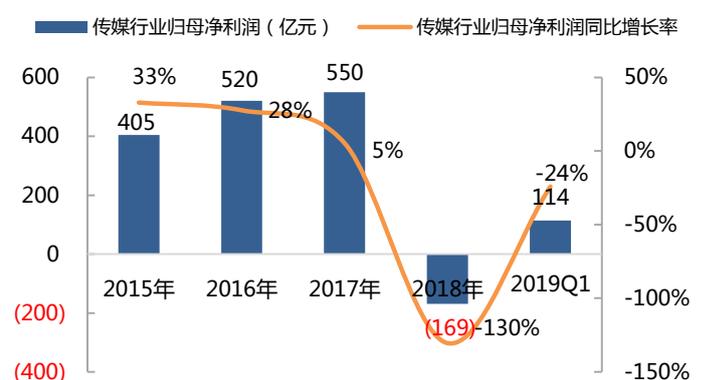
由于收购标的业绩不达预期，同时证监会对商誉减值计提要求加严，传媒公司 2018 年末商誉减值计提金额较大：①2018 年影视行业在内容题材、税收、片酬、收视率各方面经历强监管，导致诸多项目处于暂停观望状态，收入确认不及预期，导致收购标的不能完成业绩承诺，而 2018 年是业绩承诺到期的高峰时点，可能需计提商誉减值损失。②2018 年 11 月证监会发布《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，指出目前公司商誉减值计提中存在的问题：比如简单以并购重组相关方有业绩补偿承诺、尚在业绩补偿期间为由不进行商誉减值测试等，证监会对商誉减值的计提提出更严格的要求。

图 1：传媒行业营收增速明显放缓



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：资产减值损失导致 2018 年板块业绩大幅下滑



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：传媒行业单季度营收增速继续放缓



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：2018Q4、2019Q1 传媒行业业绩下滑

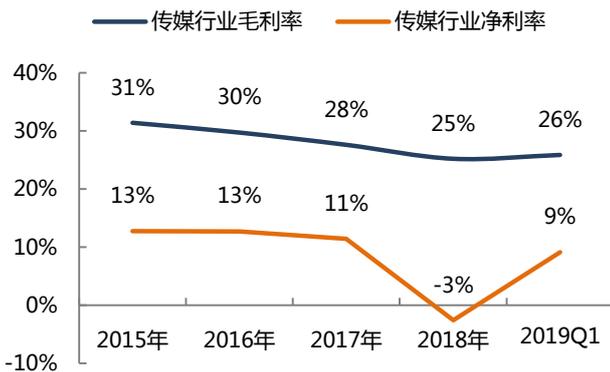


资料来源：Wind，华金证券研究所

盈利能力方面，2018年传媒行业毛利率25%，同比下降2.4个百分点，净利率-3%；2019Q1毛利率26%，同比下降2.3个百分点（主要由于影视动漫、院线、营销行业毛利率下滑幅度较大），环比提升1.8个百分点（平面媒体、广播电视、影视动漫、院线、游戏行业毛利率提升，营销、互联网行业毛利率下降）。

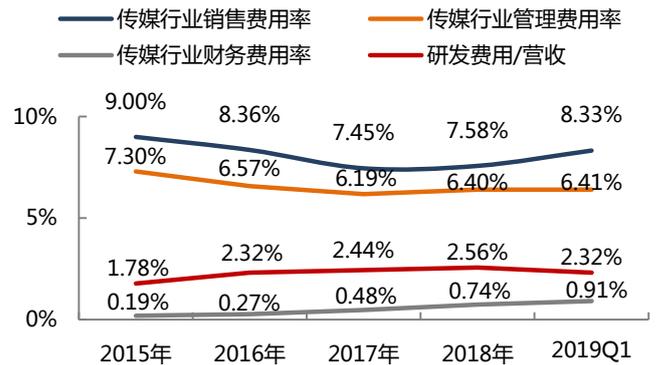
费用率方面，2018年全年及2019年Q1传媒行业销售费用率有所抬升，主要来源于游戏行业销售费用率的提高；管理费用率（不含研发费用）较为平稳；财务费用率逐步提高至接近1%的水平；2015-2018年研发费用占营收的比重呈微幅攀升趋势。

图 5：2018 年传媒行业净利率为负



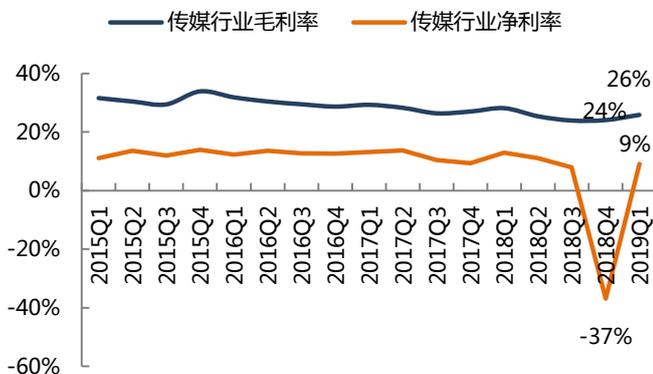
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：传媒行业费用率变动情况



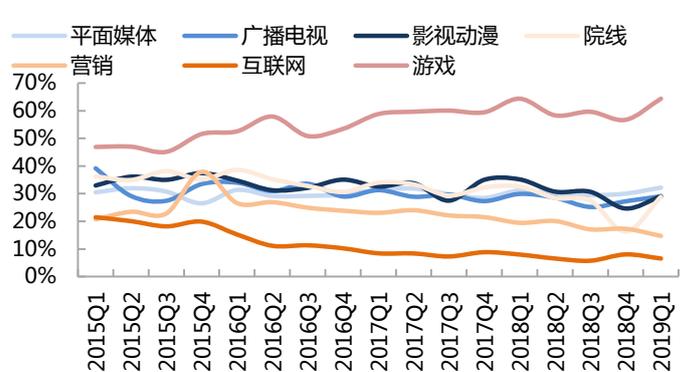
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：传媒行业单季度盈利水平



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：子板块单季度毛利率波动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

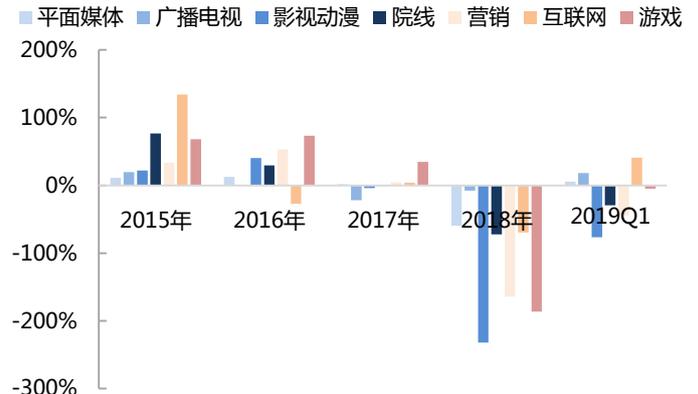
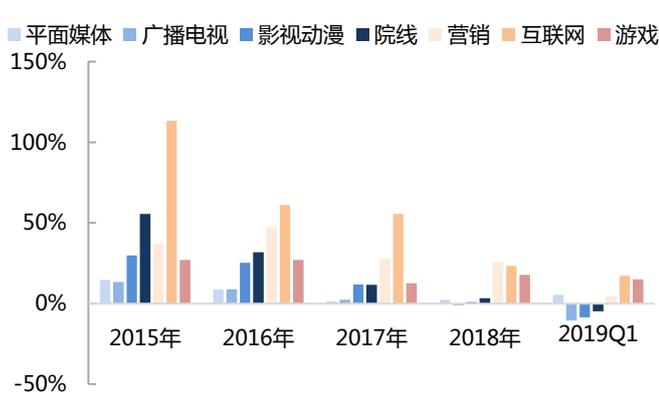
二、影视、院线、营销业绩承压，游戏、互联网板块有望率先回暖

影视、院线、营销行业业绩仍承压，游戏、互联网板块有望率先回暖：2018年子板块营收同比增速依次为平面媒体(+2%)、广播电视(-1%)、影视动漫(+1%)、院线(+3%)、营销(+26%)、互联网(+23%)、游戏(+18%)，归母净利润同比增速依次为平面媒体(-60%)、广播电视(-8%)、影视动漫(-232%)、院线(-72%)、营销(-165%)、互联网(-69%)、游戏(-186%)。2019年Q1子板块营收同比增速依次为平面媒体(+5%)、广播电视(-10%)、影视动漫(-9%)、院

线 (-5%)、营销 (+5%)、互联网 (+17%)、游戏 (+15%)，归母净利润同比增速依次为平面媒体 (+5%)、广播电视 (18%)、影视动漫 (-77%)、院线 (-29%)、营销 (-45%)、互联网 (41%)、游戏 (-5%)。受政策影响影视行业 2019Q1 营收、归母净利润同比下滑幅度仍然较大；票房下滑使得院线行业业绩承压；受宏观经济增速下滑以及行业竞争加剧影响，营销板块业绩下滑幅度较大；游戏板块 2019Q1 营收同比增长 15%，环比提升 7 个百分点，归母净利润同比下降 5%，降幅收窄至较小水平，随着游戏版号审批放开且进入常态化，游戏板块业绩有望进一步回暖；互联网板块，互联网+金融标的东方财富、国家互联网标的人民网、新华网业绩增长较快，带动互联网板块 2019Q1 归母净利润同比增长 41%。

图 9：细分板块 2015 年以来营业收入同比增速

图 10：细分板块 2015 年以来归母净利润同比增速

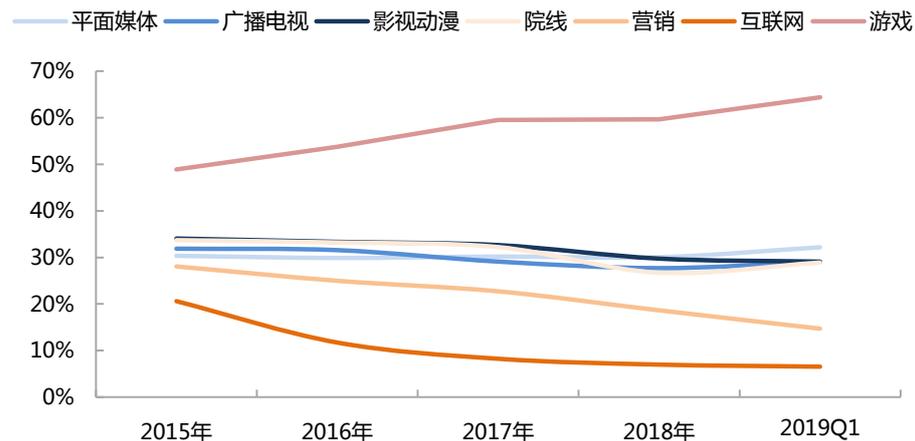


资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

我们主要关注的七大板块 2018 年毛利率由高到低依次为游戏 (60%)、平面媒体 (30%)、影视动漫 (29.8%)、广播电视 (27.7%)、院线 (26.7%)、营销 (18.6%)、互联网 (7%)。

图 11：各细分板块毛利率水平比较



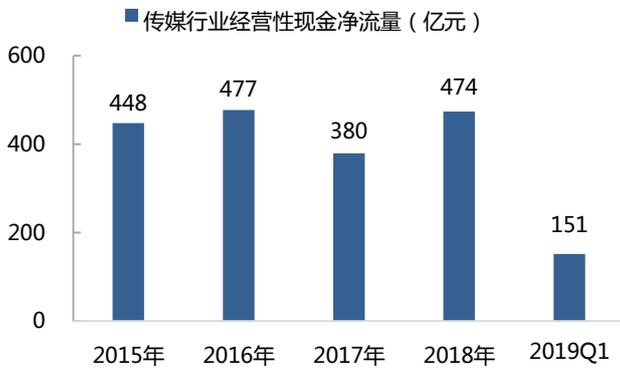
资料来源：Wind，华金证券研究所

三、投融资力度略有减弱，经营有望趋于稳健

传媒行业 2018 年经营性现金净流量 474 亿元，同比增长 22%，2019Q1 经营性现金净流量 151 亿元，同比由负转正且增幅较大；2018 年投资性现金净流出 415 亿元，同比减少约 30%，

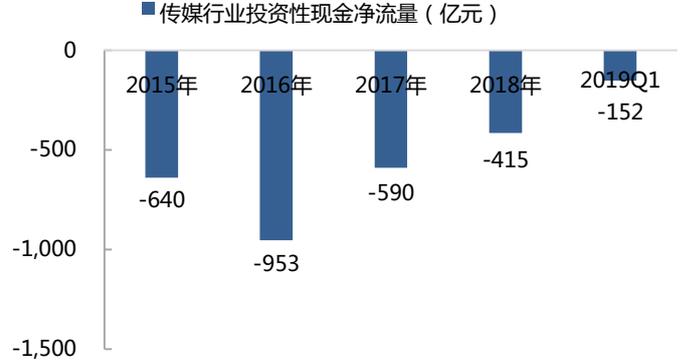
2019Q1 投资性现金净流出 152 亿元，同比减少约 50%；2018 年筹资性现金净流出 188 亿元，2019Q1 筹资性现金净流入 34 亿元。2017 年以来，传媒行业呈现出经营性现金流改善、投资性现金净流出收窄、筹资性现金净流入减少甚至转负的情况，体现了供给侧改革推动行业去芜存菁略有成效，传媒公司对外投融资力度有所减弱，其经营有望更加稳健。

图 12: 传媒行业 2015 年以来经营性现金净流量 (亿元)



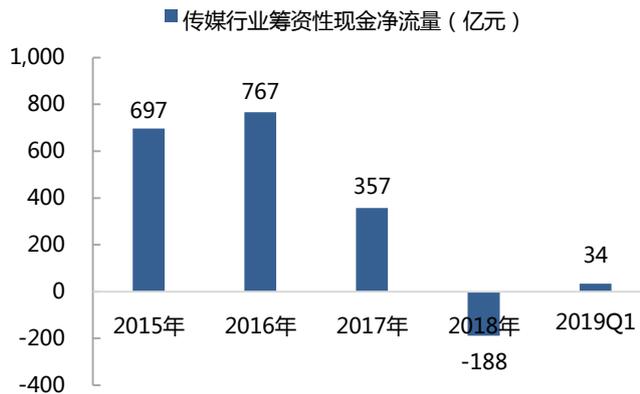
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 传媒行业 2015 年以来投资性现金净流量 (亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 传媒行业 2015 年以来筹资性现金净流量 (亿元)



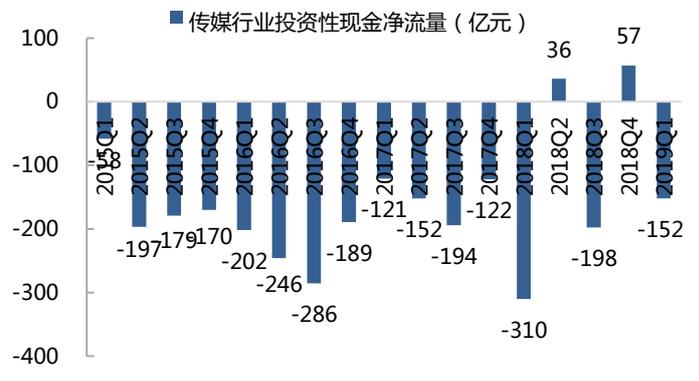
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 传媒行业单季度经营性现金净流量 (亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 传媒行业单季度投资性现金净流量 (亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 传媒行业单季度筹资性现金净流量 (亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 1: 细分板块资产负债率情况

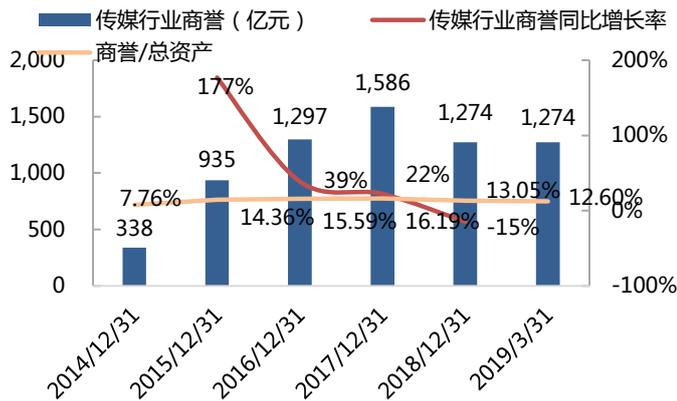
板块名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
传媒	37%	34%	36%	39%	39%
平面媒体	36%	34%	33%	34%	35%
广播电视	33%	32%	34%	36%	36%
影视动漫	34%	34%	37%	42%	40%
院线	42%	42%	42%	40%	39%
营销	49%	40%	39%	42%	41%
互联网	44%	41%	50%	49%	55%
游戏	31%	26%	28%	35%	34%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、继续关注商誉减值风险

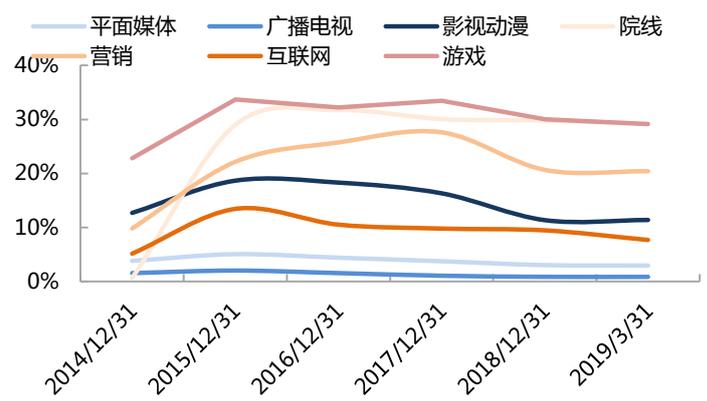
2014-2015 年, 传媒行业并购重组频繁, 导致 2015 年末传媒行业商誉同比增长 177%, 商誉占总资产的比重由 2014 年末的 7.76% 提升 6.6 个百分点至 14.36%。2018 年末, 由于收购标的业绩不达预期现象较多, 同时证监会对商誉减值计提要求加严, 传媒公司商誉减值计提金额较大, 2018 年计提商誉减值损失约 435 亿元。截至 2018 年末, 传媒公司商誉总额 1,274 亿元(-15%), 占总资产的比重仍有 13.05%, 仍需继续关注商誉减值风险。

图 18: 传媒行业商誉变动情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 细分板块商誉占总资产的比例



资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、投资建议

估值低位业绩确定, 首推游戏龙头: 根据目前国产游戏的审批节奏, 预计全年游戏审批数量约 3,000-4,000 款, 总量控制趋势下, 我们预计 2019 年游戏行业增速将继续稳中略降, 中性假设下 2019 年手游市场收入规模同比增长约 12%。游戏产品长线精品化运营的重要性凸显, 内容商继续向头部集中。另外, 未来 5G 商用将破除云游戏传输速度、云储存瓶颈, 降低用户进入成本, 具备核心研发和运营能力的大厂有望产出更多爆款产品。我们推荐【游族网络】【星辉娱乐】【完美世界】【三七互娱】等重点公司, 海外建议关注【腾讯控股】和【网易】。

供给侧改革引导下, 行业资源重新配置带来的投资机会: 2017-2018 年影视行经历一轮供给侧改革, 加速了中小公司的出清, 供需向上拐点有望出现, 建议关注内容制作龙头【华策影视】【光线传媒】, 海外建议关注【阅文集团】。院线行业: 我们预计 2019 年全国票房大盘增速约在 5%-10% 之间, 票房低速增长背景下, 影院加速出清, 单银幕产出拐点有望出现, 有利于提振院线公司盈利水平, 建议关注院线龙头【万达电影】, 以及受益于进口片单的【中国电影】。

国家互联网趋势催生新需求: 全媒体融合趋势下, 官媒承担的社会责任角色进一步凸显, 其业务增量可能来源于知识产权付费、内容监测及审核以及平台价值变现等多个渠道。建议继续关注相关标的:【人民网】【新华网】【宣亚国际】【光一科技】。

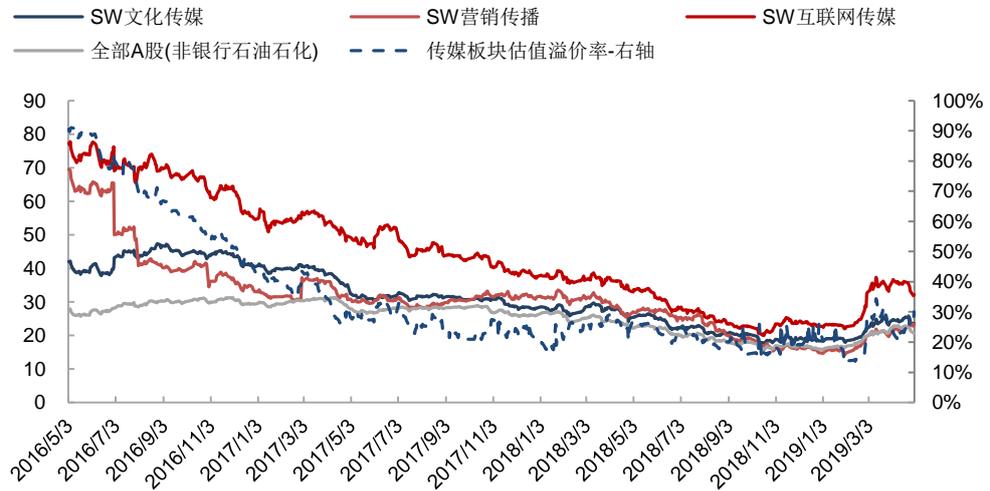
表 2: 重点公司盈利预测及估值 (收盘价及总市值截至 2019 年 4 月 30 日收盘)

重点公司盈利预测及估值	总市值 (亿元, 原始币种)	EPS (元, 原始币种)				PE		收盘价 (元, 原始币种)
		2017	2018E	2019E	2020E	2019E	2020E	
002174.SZ 游族网络	178.67	0.76	1.15	1.25	1.38	16.09	14.57	20.11
300043.SZ 星辉娱乐	66.19	0.18	0.19	-	-	-	-	5.32
002624.SZ 完美世界	371.56	1.14	1.30	1.66	1.93	17.02	14.64	28.26
002555.SZ 三七互娱	290.68	0.76	0.47	0.87	1.10	15.72	12.44	13.68
603444.SH 吉比特	163.17	8.53	10.12	11.73	13.40	19.35	16.94	227
002739.SZ 万达电影	391.39	1.29	0.74	0.81	0.93	27.43	23.89	22.22
600977.SH 中国电影	336.81	0.52	0.80	0.68	0.79	26.53	22.84	18.04
002292.SZ 奥飞娱乐	98.67	0.07	-1.20	0.16	0.20	45.78	35.94	7.27
002027.SZ 分众传媒	895.35	0.49	0.40	0.23	0.30	26.52	20.33	6.10

603000.SH	人民网	235.40	0.08	0.19	0.30	0.41	70.97	51.93	21.29
0700.HK	腾讯控股	36,939.25	7.60	8.34	9.59	11.87	46.55	40.44	388.00
BILI.O	哔哩哔哩	55.48	-8.17	-2.64	-2.17	0.31	-55.13	382.53	17.80

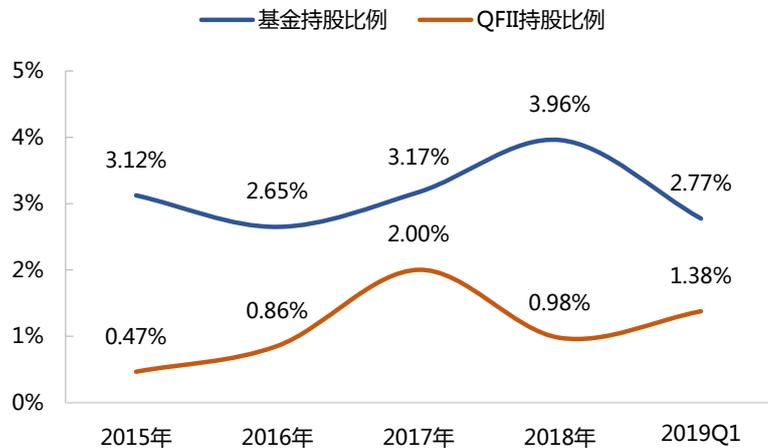
资料来源: Wind, 华金证券研究所 (加阴影个股盈利预测为华金预测)

图 20: 传媒行业估值水平



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 传媒行业基金持股比例和 QFII 持股比例



资料来源: Wind, 华金证券研究所

六、风险提示

(一) 宏观经济不达预期

可选消费行业的居民可支配收入是重要指标, 2019 年如果经济增速不达预期, 对居民可支配收入影响将较大, 也将影响传媒行业的增速情况

（二）内容供给不达预期

传媒行业在渠道转换结束后转化为内容增长。内容供给缺乏会导致行业整体增速回落。

（三）政策风险

传媒行业作为表达意识形态的行业，收到政策较强的管控，2018 年的影视税收政策、游戏版号政策都一定程度对行业产生一定冲击。

（四）商誉减值、应收账款坏账的风险

（五）市场大幅波动的风险

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com