

2019年05月06日

传媒

传媒行业 2018 年年报总结： 受外部冲击较大，2019 年板块逻辑指向新内容、 新媒介、营销科技

传媒板块因过往年份并购重组较多，我们年报首先拆分了板块内 83 家上市公司的内生数据（将收购标的的业绩回溯到过往年份，熨平并表影响）——备考收入增速、回溯后的毛利率；并剔除了个别数据极端异常的个股。

从回溯后的备考收入增速来看，游戏率先出清，影视明显受冲击，营销毛利率持续下滑、出版稳健：

1) 游戏板块 2018 年内生增速略有放缓（11.91%，2017 年内生增速为 15.66%），考虑到版号 2018 年停发 8 个月，我们判断该影响有约半年的滞后期，对板块 2018 年内生增速、毛利率略有影响；但这一政策变化最大的影响，我们判断为行业出清，龙头集中度提升，体现在板块整体财务数据上，“经营性现金流量净额-净利润”这一指标转正，具备一定的指引意义。

2) 影视受政策影响的财务数据变化最为剧烈，考虑到影视板块近几年来内生增速持续靓丽，2018 年内生增速大幅放缓至 1.74%，预计这一影响将持续至 2019 年；院线板块财务数据稳健，其中非票业务内生增速结束了过往大幅增长的态势，预计未来非票业务增速将持续整体性放缓。

3) 营销板块收入内生增速有提升，主要受益于传统营销部分的回暖；议价能力无改善，板块最为关键的毛利率指标加速下降（由 2017 年的 24.68% 下降至 18.2%，其中数字营销部分的毛利率由 2017 年的 16.95% 大幅下降至 11.08%），板块内个股分化最剧烈，行业出清力度预计较大，“经营性现金流量净额-净利润”这一指标转正。

4) 出版板块整体稳健，内生增速略有提升，毛利率基本稳定，从板块内结构来看，教辅教材相对稳健，一般图书内生增速由 2017 年的 7.96% 明显提升至 12.29%。

5) 广电板块内生增速放缓，毛利率基本稳定。

传媒互联网 2018 年外部冲击较大，部分财务指标变化剧烈，利润表均恶化，但资产负债表部分指标（商誉、应收账款周转率）已开始体现行业的加速出清。互联网红利见顶、政策收紧的冲击，是利润表恶化的主要原因，相较 2019 年行业回暖预期下的财务报表改善，我们更关注互联网下半场、5G 落地的预期下，传媒互联网板块 2019 年的逻辑巨变——未来已来，指向板块的β逻辑：

我们认为互联网的底层逻辑有二：1) 连接，实现信息提供与匹配；2) 连接后源源不断产生数据，进一步衍生出来各种通用技术。连接带来了消费互联网的大繁荣，人口红利见顶、移动互联网带来的数据量暴增、5G 与 IOT 未来带来的智能设备增加，产业互联网正走向繁荣。

行业深度分析

证券研究报告

传媒互联网

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.62	-8.26	-6.92
绝对收益	-6.28	12.25	-3.25

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

互联网下半场将逐步形成“数据信仰”，当企业将看待“流量”的视角由“入口”转变为“资产”后，“数据”的价值将迅速放大，而这部分数据资产潜在价值被充分开发的过程将引领未来互联网行业的蝶变——存量中的消费互联网博弈及重构（ARM 云服务有望重构消费互联网的规则）、增量中的产业互联网加速崛起（产业互联网以企业为用户，渗透领域广泛）。

基于以上推演，我们判断 5G 时代的巨变在传媒互联网行业体现为新内容、新媒介、营销科技，参考 4G 对内容迭代的显著作用，内容产业的升级迭代推演为：VR、AR 等新内容（基于计算机视效）、基于新智能终端的媒介形态升级及分发格局变化、营销科技（由服务商转型为运营商）；同时，多智能终端分发预期下的牌照（5G 牌照）、内容风控（流量思维向媒体思维转变）；此外，传统媒介作为企业用户，其内部及上下游的互联网化。

投资建议：未来已来，当下过渡阶段的β逻辑已清晰，重点关注以下逻辑线，1) 内容风控、新内容：光一科技、恒信东方；2) 内容分发：芒果超媒、吉比特、游族网络、完美世界；3) 营销科技：宣亚国际、每日互动、数知科技；4) 传统媒介互联网化：中国电影、万达电影、中国出版、北京文化；5) 5G 牌照：贵广网络、东方明珠。

风险提示：5G 落地速度低于预期、转型期财务数据滞后的风险。

内容目录

1. 2018 年年报：游戏率先出清，影视明显受冲击，营销毛利率持续下滑、出版稳健	5
1.1. 游戏：率先出清，内生增速相对稳健，研发投入持续增加	6
1.1.1. 经营性现金流量净额减净利润转正	6
1.1.2. 行业集中度提升，重点发力精品手游及自研出海	7
1.1.3. 板块内个股内生增速有分化，利润率水平差异较大	8
1.2. 影视：CP 内生收入均下滑，院线整体平淡	10
1.2.1. 2018 年板块收入与净利润增速整体下滑	10
1.2.2. 电视剧业务调整显著，电影业务相对平稳	11
1.2.3. 商誉减值影响板块利润，内部分化明显	12
1.3. 营销：利润率持续承压，营销公司亟待转型升级	13
1.3.1. 大额商誉减值计提后，出清与机遇并存	15
1.3.2. 数字营销、生活圈媒体引领行业发展	16
1.4. 出版：教材教辅业绩持续稳健，一般图书业务增速加快	17
1.5. 广电：有线业务趋稳，期待国网融合、5G、4K 等行业新变化	19
2. 2018 年传媒板块商誉减值情况	21
3. 传媒互联网 2019：未来已来，指向板块的 β 逻辑	22
3.1. 我们对互联网逻辑的再理解	22
3.2. 我们对互联网下半场的判断、5G 时代的内容产业推演	23
4. 投资建议	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：传媒板块 2018 年年报概况	5
图 2：2017、2018 年游戏板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率	6
图 3：2016-2019Q1 游戏板块营业收入及增速	6
图 4：2016-2019Q1 年游戏板块归母净利润及增速	6
图 5：2015-2018 年游戏板块毛利率及净利率	7
图 6：2015-2018 年游戏板块期间费用率	7
图 7：2017-2018 年游戏板块资产及现金流指标	7
图 8：2018 年游戏上市公司游戏业务内生毛利增速	8
图 9：2018 年游戏板块内各公司端游业务毛利率对比	9
图 10：2018 年游戏板块内各公司页游业务毛利率对比	9
图 11：2018 年游戏板块内各公司手游业务毛利率对比	9
图 12：2017、2018 年影视板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率	10
图 13：2016-2019Q1 影视板块营业收入及增速	11
图 14：2016-2019Q1 影视板块归母净利润及增速	11
图 15：2016-2019Q1 年影视板块毛利率及净利率	11
图 16：2016-2019Q1 年影视板块期间费用率	11
图 17：2016-2018 年电视剧业务营收及增速	12
图 18：2016-2018 年电影投资业务营收及增速	12
图 19：2016-2018 年电影放映业务营收及增速	12
图 20：2016-2018 年影院广告业务营收及增速	12
图 21：2017、2018 年营销板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率	14

图 22: 2015-2019Q1 营销板块营收及增速.....	14
图 23: 2015-2019Q1 营销板块归母净利润及增速.....	14
图 24: 2015-2019Q1 营销板块毛利率及净利率.....	15
图 25: 2015-2019Q1 年营销板块商誉及增速.....	15
图 26: 2015-2019Q1 营销板块商誉减值损失及增速.....	15
图 27: 2015-2018 营销板块应收账款及应付账款周转天数.....	16
图 28: 2017、2018 年出版板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率.....	17
图 29: 2016-2019Q1 出版板块营业收入及增速.....	18
图 30: 2016-2019Q1 出版板块归母净利润及增速.....	18
图 31: 2016-2019Q1 出版板块毛利率及净利率.....	18
图 32: 2016-2019Q1 出版板块期间费用率.....	18
图 33: 2016-2018 年教材教辅业务营收及增速.....	19
图 34: 2016-2018 年一般图书业务营收及增速.....	19
图 35: 2016-2018 年报纸期刊业务营收及增速.....	19
图 36: 2017、2018 年广电板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率.....	20
图 37: 2015-2019Q1 广电板块营收及增速.....	21
图 38: 2015-2019Q1 广电板块归母净利润及增速.....	21
图 39: 2015-2019Q1 广电板块毛利率及净利率.....	21
图 40: 2018 年各一级行业（申万）商誉净值对比（单位：亿元）.....	21
图 41: 2018 年各一级行业（申万）商誉减值损失（单位：亿元）.....	22
表 1: 2016-2018 年游戏板块上市公司研发支出金额及同比增速.....	8
表 2: 2017-2018 年影视板块资产及现金流指标.....	11
表 3: 影视上市公司 2018 年业绩情况.....	13
表 4: 2017、2018 年营销板块分业务报表及回溯备考收入与毛利润.....	16
表 5: 出版板块上市公司 2018 年业绩情况.....	17
表 6: 2017-2018 年出版板块资产及现金流指标.....	19
表 7: 2017、2018 年广电板块报表及回溯备考收入与毛利润.....	20
表 8: 2018 年计提大额商誉减值的传媒重点覆盖标的.....	22

1. 2018 年年报：游戏率先出清，影视明显受冲击，营销毛利率持续下滑、出版稳健

图 1：传媒板块 2018 年年报概况

	报表收入增速		回溯后的 备考收入增速		报表毛利率		回溯后毛利率		商誉增速		经营性现金流量净额 -净利润 (亿元)	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
游戏	4.90%	6.97%	15.68%	11.91%	48.24%	49.91%	68.08%	65.71%	30.58%	-8.18%	-20.72	98.56
影视	15.65%	0.84%	17.90%	1.74%	31.07%	28.03%	34.34%	31.59%	7.79%	-13.06%	-30.70	7.40
营销	28.11%	30.88%	19.09%	23.03%	22.10%	18.60%	24.68%	18.20%	53.17%	-19.84%	-44.07	45.96
出版	2.13%	4.24%	7.15%	7.92%	28.99%	29.45%	32.04%	31.58%	-11.65%	-10.78%	-24.77	91.60
广电	2.35%	-0.94%	8.98%	0.55%	28.77%	29.15%	32.18%	33.06%	-26.62%	-13.93%	56.68	45.36

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

传媒板块因过去年份并购重组较多，我们年报首先拆分了板块内 83 家上市公司的内生数据（将收购标的的业绩回溯到过去年份，熨平并表影响）——备考收入增速、回溯后的毛利率；并剔除了个别数据极端异常的个股。

从回溯后的备考收入增速来看，游戏率先出清，影视明显受冲击，营销毛利率持续下滑、出版稳健：

1) 游戏板块 2018 年内生增速略有放缓（11.91%，2017 年内生增速为 15.66%），考虑到版号 2018 年停发 8 个月，我们判断该影响有约半年的滞后期，对板块 2018 年内生增速、毛利率预计略有影响；但这一政策变化最大的影响，我们判断为行业出清，龙头集中度提升，体现在板块整体财务数据上，“经营性现金流量净额-净利润”这一指标转正，具备一定的指引意义。

2) 影视受政策影响的财务数据变化最为剧烈，考虑到影视板块近几年来内生增速持续靓丽，2018 年内生增速大幅放缓至 1.74%，预计这一影响将持续至 2019 年；院线板块财务数据稳健，其中非票业务内生增速结束了过往大幅增长的态势，预计未来非票业务增速将持续整体性放缓。

3) 营销板块收入内生增速有提升，主要受益于传统营销部分的回暖；议价能力无改善，板块最为关键的毛利率指标加速下降（由 2017 年的 24.68% 下降至 18.2%，其中数字营销部分的毛利率由 2017 年的 16.95% 大幅下降至 11.08%），板块内个股分化最剧烈，行业出清力度预计较大，“经营性现金流量净额-净利润”这一指标转正。

4) 出版板块整体稳健，内生增速略有提升，毛利率基本稳定，从板块内结构来看，教辅教材相对稳健，一般图书内生增速由 2017 年的 7.96% 明显提升至 12.29%。

5) 广电板块内生增速放缓，毛利率基本稳定。

各子板块均计提大额商誉减值：1) 18 年影视、游戏、营销子板块商誉增速首次转负，主要原因为 15-17 年部分并购标的业绩不达预期，个别公司出现大额亏损，致使 18 年影视、游戏、营销子板块整体净利润同比明显下降；2) 18 年影视子板块应收账款增速显著放缓，营销子板块应收账款回款周期拉长至 187 天，游戏、出版、广电基本持平。

内容产业的外部性强，监管政策收紧、资本市场去杠杆对行业冲击大，但出清效果已开始体现在财务报表中，如部分资产负债表的指标改善已逐步显现。

传媒互联网 2018 年外部冲击较大，部分财务指标变化剧烈，利润表均恶化，但资产负债表已开始体现行业的加速出清。互联网红利见顶、政策收紧的冲击，是利润表恶化的主要原因，相较 2019 年行业回暖预期下的财务报表改善，我们更关注互联网下半场、5G 落地的预期下，板块 2019 年的逻辑巨变（见正文）。

1.1. 游戏：率先出清，内生增速相对稳健，研发投入持续增加

图 2：2017、2018 年游戏板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率

游戏	报表收入增速		回溯后的备考收入增速		报表毛利率		回溯后的毛利率	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
合计	4.90%	6.97%	15.68%	11.91%	48.24%	49.91%	68.08%	65.71%
端游	22.59%	8.69%	-2.65%	-8.58%	67.20%	66.70%	81.16%	78.94%
页游	15.98%	7.97%	-22.24%	-27.58%	64.13%	68.80%	65.59%	67.65%
手游	11.39%	14.36%	26.39%	21.39%	55.46%	57.92%	52.57%	51.22%

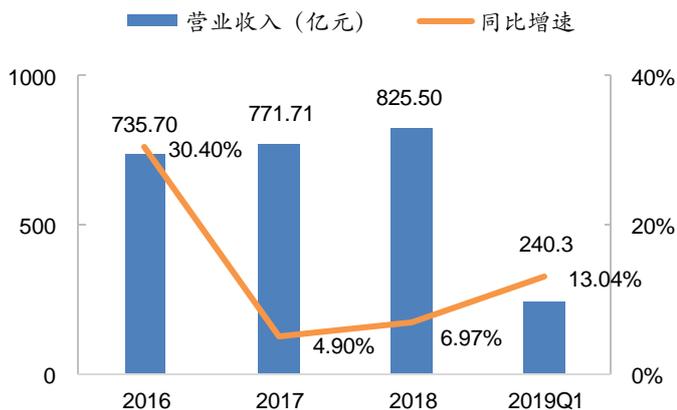
资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

1.1.1. 经营性现金流量净额减净利润转正

我们汇总了游戏板块 23 家上市公司的财务数据，2018 年游戏子板块整体收入增速放缓：1) 18 年版号政策变化较大，整体新产品总量有一定幅度减少；2) 端游、页游子行业内生增速明显下滑。2018 年游戏子板块净利润同比大幅下降，主要原因为掌趣科技、三七互娱、天舟文化等多家公司计提大额商誉。

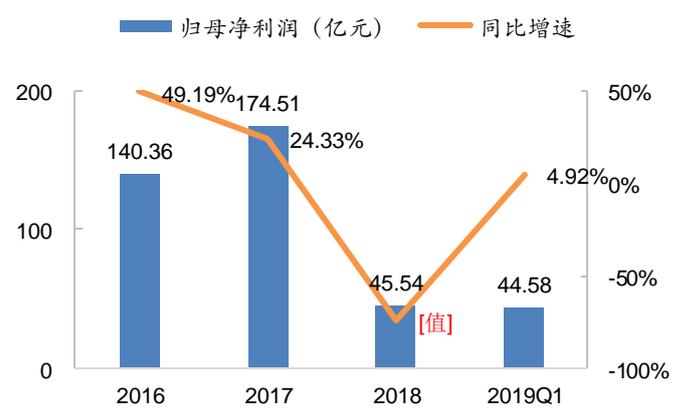
费用率方面，2018 年销售费用率明显上升 2.84pct，我们判断主要原因为：1) 存量市场博弈下，买国内量成本总体保持在较高位置（受新产品数量减少影响，18Q4 买量成本有一定下降）；2) 自研游戏出海快速发展，海外市场探索期营销费用普遍较高。

图 3：2016-2019Q1 游戏板块营业收入及增速



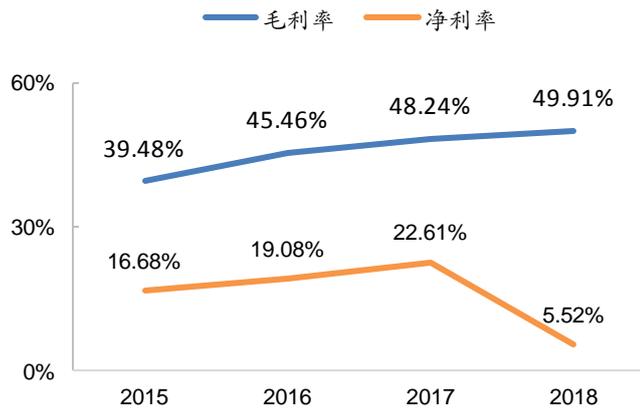
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2016-2019Q1 年游戏板块归母净利润及增速



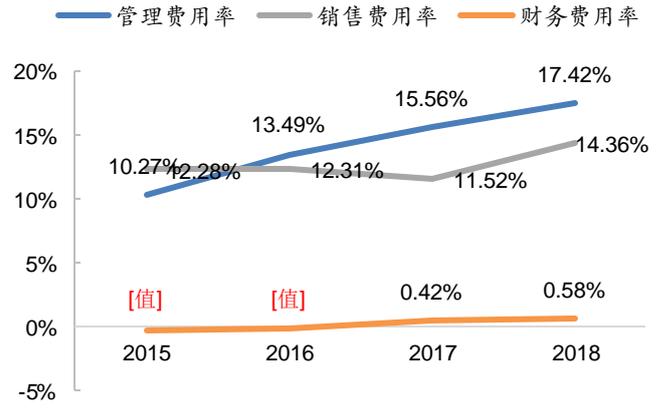
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2015-2018 年游戏板块毛利率及净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：2015-2018 年游戏板块期间费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

考虑到游戏行业过往几年的高速发展，从 17 年开始游戏子板块收入开始放缓，同时并购重组明显减少，18 年商誉首次出现同比下降。剔除商誉减值带来的净利润影响后，**2018 年游戏子板块经营性现金流量净额-净利润转正**，由 2017 年的-20.72 亿元转为 3.09 亿元，我们预判游戏行业在自然优胜劣汰及政策积极引导的双重驱动下，**逐步开始淘汰部分可持续经营能力较弱的中小厂商**，行业整体得到一定程度出清。

图 7：2017-2018 年游戏板块资产及现金流指标

指标	2017	2018
商誉 (亿元)	424.48	389.75
商誉同比增速	30.58%	-8.18%
应收账款 (亿元)	147.98	161.24
应收账款周转率	13.29	9.27
经营性现金流量净额 (亿元)	153.79	144.10
经营性现金流量金额-净利润 (亿元)	-20.72	98.56
经营性现金流量金额-净利润 (亿元) (剔除商誉减值带来的净利润影响后)	-20.72	3.09

资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.1.2. 行业集中度提升，重点发力精品手游及自研出海

2018 年游戏子板块整体内生收入增速 11.91%，对比游戏工委《2018 年游戏产业报告》数据（游戏总市场规模增速 5.3%，手游 15.4%、端游-4.5%、页游-18.9%），上市公司手游行业增速 21.39%明显高于行业平均水平，我们判断主要原因为：1) 从 16 年开始上市公司整体研发投入逐年加大，18 年开始步入阶段性收获期；2) 自研游戏出海 TOP1 厂商点点互动（世纪华通）2018 年正式登陆 A 股，其他头部出海厂商智明星通（中文传媒）、易幻网络（宝通科技）、三七互娱、游族网络等 2018 年均有较好表现。

具体来看，2018 年游戏子板块上市公司共投入研发费用 78.12 亿元，同比增长 18%，占总营收比例达到新高 9.46%，其中 15 家公司研发费用同比增长，按照 18 年研发投入总金额，排名前五的为完美世界、中文传媒、巨人网络、三七互娱、游族网络；按照 18 年同比增速，排名前五的为金科文化（并购 O7）、恺英网络、聚力文化、游族网络、世纪华通（并购点点互动）。

表 1: 2016-2018 年游戏板块上市公司研发支出金额及同比增速

证券代码	证券代码	研发支出(亿元)			同比增速	
		2016	2017	2018	2017	2018
002624.SZ	完美世界	1.01	13.11	14.13	1199%	8%
600373.SH	中文传媒	2.59	9.55	8.33	269%	-13%
002558.SZ	巨人网络	1.73	6.29	7.88	264%	25%
002555.SZ	三七互娱	2.27	4.39	5.40	93%	23%
002174.SZ	游族网络	1.93	3.21	4.94	66%	54%
002517.SZ	恺英网络	13.51	2.31	4.81	-83%	108%
300315.SZ	掌趣科技	3.76	4.51	4.47	20%	-1%
600633.SH	浙数文化	0.25	4.16	4.20	1568%	1%
300418.SZ	昆仑万维	3.18	2.83	3.89	-11%	37%
300459.SZ	金科文化	1.17	0.88	3.59	-25%	309%
603444.SH	吉比特	0.59	2.44	2.87	315%	18%
600637.SH	东方明珠	1.96	2.89	2.52	47%	-13%
300113.SZ	顺网科技	6.14	1.95	2.29	-68%	18%
002602.SZ	世纪华通	1.63	1.45	2.22	-11%	53%
300148.SZ	天舟文化	3.79	1.17	1.41	-69%	20%
002425.SZ	凯撒文化	0.35	1.02	1.00	188%	-2%
300533.SZ	冰川网络	0.59	1.03	0.99	73%	-4%
603258.SH	电魂网络	0.39	1.22	0.96	212%	-21%
300494.SZ	盛天网络	0.25	0.45	0.50	82%	11%
002247.SZ	聚力文化	5.00	0.31	0.49	-94%	60%
300518.SZ	盛讯达	0.10	0.51	0.46	386%	-10%
002445.SZ	中南文化	0.41	0.42	0.41	1%	-2%
300031.SZ	宝通科技	0.86	0.25	0.36	-71%	46%
	合计	53.47	66.34	78.12	24%	18%
	占总营收比例	7.27%	8.60%	9.64%		

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.1.3. 板块内个股内生增速有分化, 利润率水平差异较大

2018 年各家公司游戏业务的内生增速分化明显, 其中游戏业务毛利的内生增速高于 20% 的有 6 家, 内生增速落入 0%-20% 区间的有 6 家, 内生增速下滑的有 11 家。

图 8: 2018 年游戏上市公司游戏业务内生毛利增速

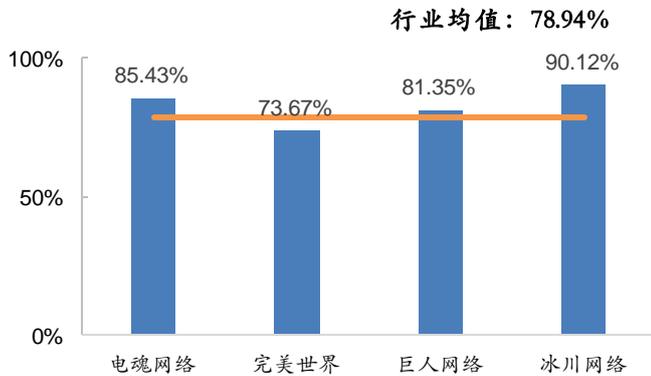
公司游戏业务内生增速		
高于 20%	0%-20%	低于 0%
金科文化	游族网络	完美世界
浙数文化	吉比特	昆仑万维
宝通科技	掌趣科技	盛讯达
三七互娱	巨人网络	天舟文化
盛天网络	顺网科技	电魂网络
世纪华通	冰川网络	中文传媒
		凯撒文化
		恺英网络
		ST*中南
		聚力文化
		东方明珠

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

各公司毛利率差异较大。对比端游、页游、手游的毛利率, 影响因素主要是渠道分成比例; 对比同一细分行业内的不同公司, 影响毛利率的主要因素在于公司商业模式(自研/代理/研

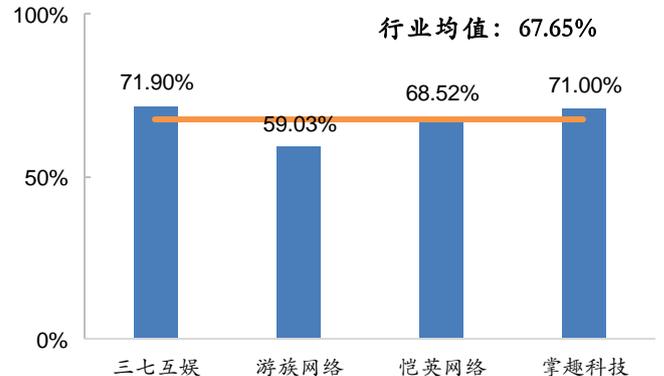
运一体)。对比端游标的毛利率，电魂网络/冰川网络的端游业务毛利率高于完美世界：1) 电魂网络/冰川网络的端游业务模式是研运一体化，但完美世界端游产品既有自研又有代理，代理分成拉低毛利率；2) 电魂网络/冰川网络端游收入主要来自 1-2 款爆款产品，完美世界端游产品种类相对丰富，单款产品的表现力度上有差异。对比页游标的毛利率，三七互娱/掌趣科技的页游业务毛利率相对较高，主要原因为自有平台具有一定规模优势。

图 9：2018 年游戏板块内各公司端游业务毛利率对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：2018 年游戏板块内各公司页游业务毛利率对比

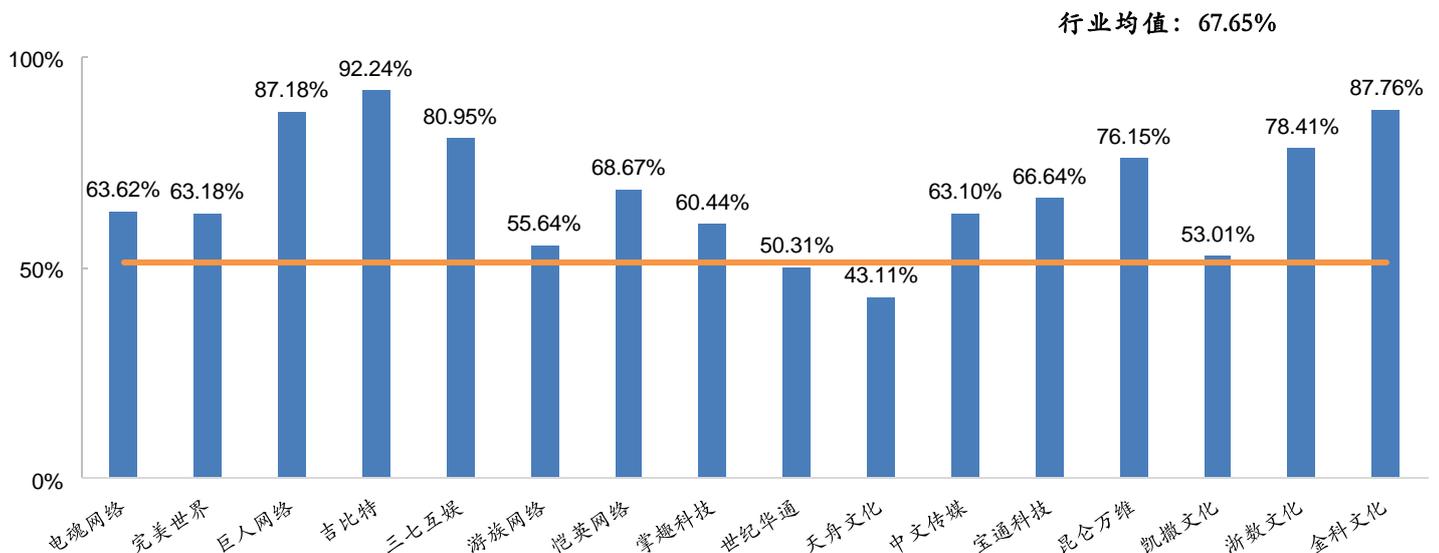


资料来源：Wind，安信证券研究中心

对比手游标的毛利率，差异最大，主要源于：1) 各家公司的手游业务模式差异化明显（自研/代理/研运一体）；2) 重点游戏对公司业绩影响较大；3) 个别公司损益表中手游业务的收入确认准则存在一定的差异性。

具体来看，1) 吉比特、巨人网络毛利率较高主要原因为公司贡献收益的主营产品《问道手游》、《征途 2》等已上线周期较长，对应的后期研发等成本相对较少，且均为自研自发自发；2) 金科文化毛利率较高主要原因为其《会说话的汤姆猫》IP 系列产品以休闲手游为主，核心变现方式来自内嵌广告而非道具收费；3) 浙数文化、昆仑万维毛利率较高主要原因为二者均主营棋牌类游戏，用户粘性较强，且游戏本身开发运维成本较低。

图 11：2018 年游戏板块内各公司手游业务毛利率对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2. 影视：CP 内生收入均下滑，院线整体平淡

图 12：2017、2018 年影视板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率

影视	报表收入增速		回溯后的备考收入增速		报表毛利率		回溯后的毛利率	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
合计	15.65%	0.84%	17.90%	1.74%	31.07%	28.03%	34.34%	31.59%
电视剧	20.93%	-0.42%	36.41%	-3.53%	29.95%	23.30%	27.01%	35.24%
电影	15.41%	-7.36%	4.17%	-0.28%	44.99%	43.12%	37.81%	33.67%
院线	13.41%	3.40%	14.20%	5.27%	28.25%	26.91%	32.01%	34.07%
电影放映			7.94%	6.75%			20.20%	22.31%
影院卖品			29.02%	1.12%			61.53%	61.65%
影院广告			44.28%	0.94%			73.01%	72.85%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

1.2.1. 2018 年板块收入与净利润增速整体下滑

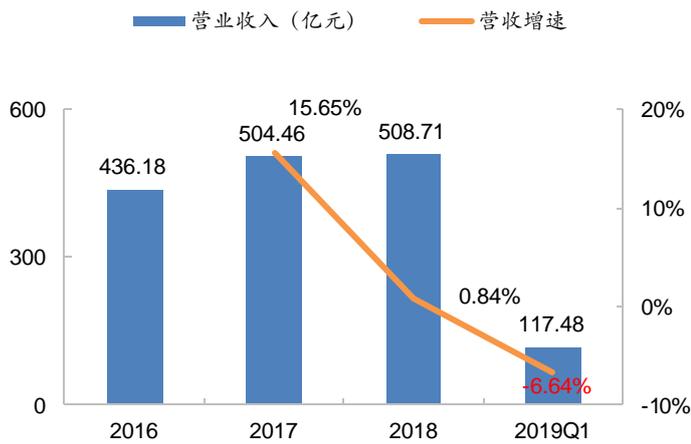
我们汇总了 15 家影视相关上市公司情况，对其 2016-2018 年财务数据进行整理、拆分，回溯各细分行业内生增长情况。经过自 2017 年下半年开始的行业监管趋严、影视项目投资总量缩窄，电影行业同样经历调整，需求增速下滑的同时终端建设新增保持惯性，头部公司盈利能力受到一定影响。**2018 年电视剧、电影业务营收均有小幅下滑，其中电视剧行业因售价下调先于成本要素价格下调表现出毛利率下滑较明显，电影投资毛利率稳中有升。**

2016-2018 年，影视板块报表营收分别为 436.18 亿元、504.46 亿元、508.71 亿元，2017、2018 年营收同比增速分别为 15.65%、0.84%；归母净利润分别为 66.47 亿元、72.97 亿元、21.48 亿元，2016、2017 年归母净利润同比增速分别为 9.78%、-70.56%；2019 年一季度影视板块的收入同比下滑 6.64%至 117.49 亿元，归母净利润同比下滑 72.60%至 10.21 亿元。

行业出现较为明显的出清调整主要由于政策与市场两方面原因。政策而言，2017 年下半年至 2018 年针对影视行业监管收严，限制制播题材、严查税收公司大量补税、限制演员薪酬影响原计划项目开机进度等；市场方面，内容质量参差不齐，整体数量供大于求，结构上能聚集流量形成超额收益的头部内容供给不足；随着受众观影水平提高，电影行业需求几乎完全由内容与口碑传播效应决定，整体需求增速放缓。与此同时，**电影行业终端建设速度在政策支持与市场惯性双重作用之下却依然保持相对于需求而言较高的增速，2018 年开始头部院线公司经营利润开始严重承压。**

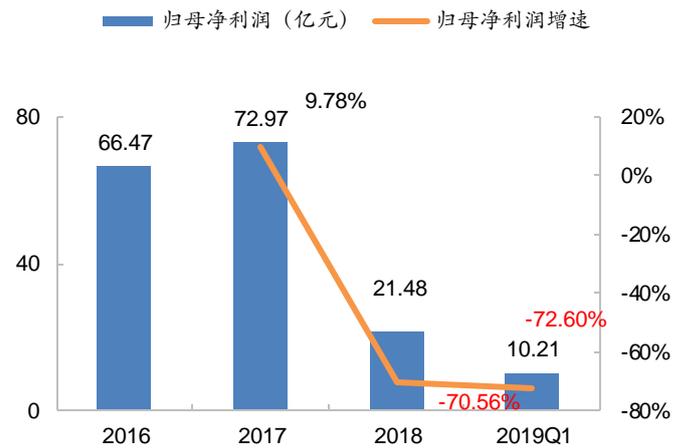
此外，各上市公司根据标的实际经营情况与减值测试，于 2018 年年报对前期部分并购项目计提大量商誉减值。

图 13: 2016-2019Q1 影视板块营业收入及增速



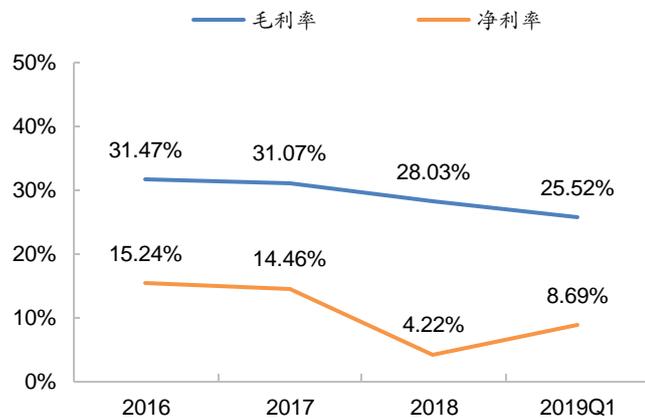
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 2016-2019Q1 影视板块归母净利润及增速



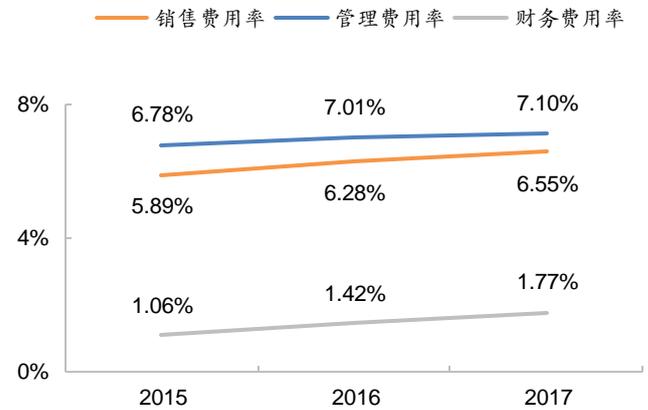
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 15: 2016-2019Q1 年影视板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 2016-2019Q1 年影视板块期间费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

针对重点财务指标而言,大量减值计提之后影视板块商誉余额近年来首次出现负增长情况。市场整体步伐放缓,上市公司对项目回款更加重视,2018年板块应收账款同比增长1.75%至165.19亿元,相较于2017年44.80%的涨幅大幅缩窄。影视子板块的经营性现金流净额28.88亿元,同比减少。

表 2: 2017-2018 年影视板块资产及现金流指标

指标	2017	2018
商誉 (亿元)	180.48	156.92
商誉同比增速	7.79%	13.06%
应收账款 (亿元)	162.35	165.19
应收账款同比增速	44.80%	1.75%
经营性现金流量净额 (亿元)	42.27	28.88

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.2.2. 电视剧业务调整显著, 电影业务相对平稳

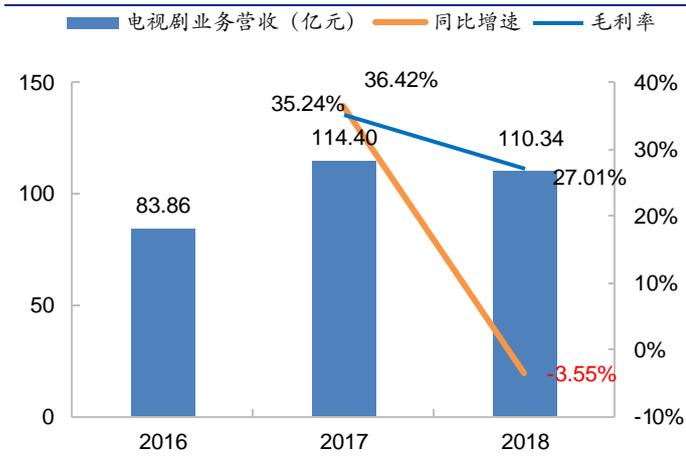
我们将影视子板块各家上市公司的电视剧、电影投资、电影放映、影院卖品业务进行了拆分分析。

电视剧业务方面,2016-2018年分别实现营业收入83.86亿元、114.40亿元、110.34元,

经历了 2016、2017 年由精品剧爆发、视频网站商业模式创新激励带来的行业高速增长期，监管因素与市场规律合力之下，行业迎来调整期。上市公司电影投资业务相对平稳，2018 年电影投资业务规模 66.19 亿元，同比下降 0.27%，但毛利率提升 4.14pct 至 37.81%。

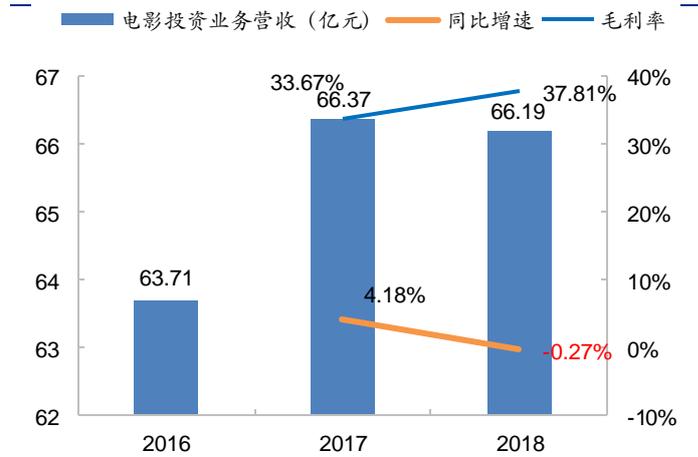
电影放映业务 2016-2018 年营业收入分别为 143.42 亿元、154.81 亿元、165.25 亿元，2017、2018 年增速分别为 7.94%，6.94%，受市场竞争影响，2018 年放映业务毛利率下滑 2.11pct 至 20.20%；此外基于观影人次的影院卖品业务与电影放映业务息息相关，2016-2018 年营收分别为 18.60 亿元、23.99 亿元、24.26 亿元，2017、2018 年同比增速由 29.02% 下滑至 1.12%，毛利率稳定在 61.5% 左右；影院广告行业高速增长期已过，2018 年影院广告行业营业收入 30.12 亿元，同比增长 0.94%。

图 17: 2016-2018 年电视剧业务营收及增速



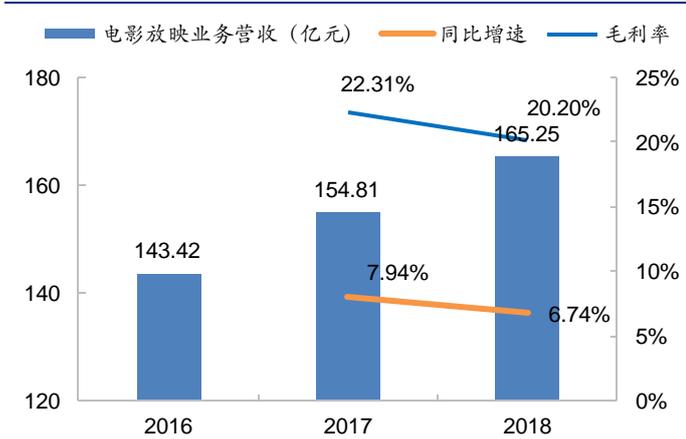
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 18: 2016-2018 年电影投资业务营收及增速



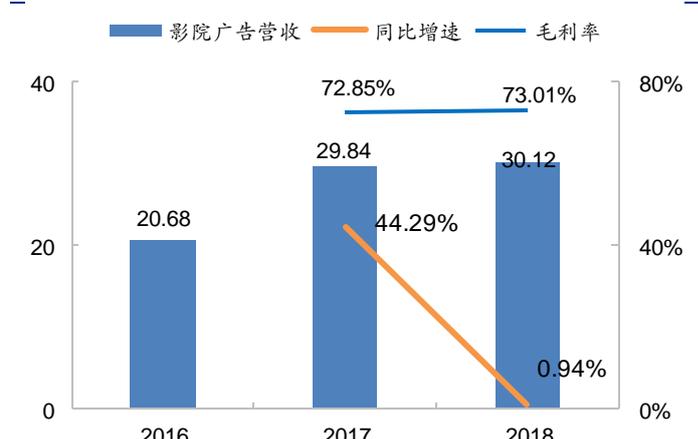
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 19: 2016-2018 年电影放映业务营收及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 20: 2016-2018 年影院广告业务营收及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2.3. 商誉减值影响板块利润，内部分化明显

板块内公司营收增速前五为鹿港文化 (16.27%)、华策影视 (10.52%)、幸福蓝海 (9.07%)、横店影视 (8.22%)、万达电影 (6.49%)；归母净利润增速前三为光线传媒 (68.47%)、中国电影 (54.86%)、北京文化 (4.99%)，受到集中计提商誉减值影响，其他公司归母净利润均有不同程度下滑，光线传媒与中国电影净利润增幅较大均有非经常性损益（投资收益）因素，北京文化 2018 年上映不止一部爆款电影作品，在行业调整期体现出较为强健的盈利能力。

表 3：影视上市公司 2018 年业绩情况

公司名称	证券代码	营业收入 (百万)	营收增速%	归母净利润 (百万)	归母净利润增速%
唐德影视	300426.SZ	371.52	-68.52	-927.44	-581.55
慈文传媒	002343.SZ	1435.03	-13.84	-1094.30	-367.93
鹿港文化	601599.SH	4779.66	16.27	56.09	-80.87
华策影视	300133.SZ	5797.21	10.52	211.22	-66.71
欢瑞世纪	000892.SZ	1328.47	-15.23	324.62	-23.09
北京文化	000802.SZ	1205.05	-8.78	325.82	4.99
光线传媒	300251.SZ	1491.53	-19.09	1373.29	68.47
华谊兄弟	300027.SZ	3890.84	-1.40	-1093.05	-231.97
横店影视	603103.SH	2724.49	8.22	320.69	-2.98
金逸影视	002905.SZ	2010.49	-8.24	158.03	-25.29
幸福蓝海	300528.SZ	1654.82	9.07	-531.71	-572.78
万达电影	002739.SZ	14088.13	6.49	1294.63	-14.58
中国电影	600977.SH	9037.70	0.55	1494.79	54.86
上海电影	601595.SH	1055.90	-5.93	234.94	-8.63

资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.3. 营销：利润率持续承压，营销公司亟待转型升级

2018 年营销板块上市公司历经整合，逐步消除并购遗留问题影响，且受益于 2018 年行业回暖，整体业绩增速回升。但 2019 年面临广告主需求下降及产业链议价能力削弱的威胁，营销板块公司商业模式亟待革新，即产业链整合。

我们认为按照资金流动顺序，目前营销行业产业链实际上可分为两类主线：1) 广告投放产业链：广告主、广告代理公司、媒体主、用户；2) 广告投后产业链（效果监测及评估、反馈并优化）：广告主/广告代理公司、第三方营销技术公司（评估、监测）。A 股营销公司主要为广告代理公司（分众除外），长期受到上游广告主账期挤压，下游媒体主利润空间挤压，毛利率/净利率承受下降压力。因此我们预计 2019 年将为营销公司及其商业模式革新元年，表现为产业链广度整合（上下游并购）或深度整合（转型为营销技术公司）两类。上下游并购以收购媒介为主，改变纯代理模式；转型为营销技术公司将构建技术壁垒，并提供高附加值服务或产品，两者本质为解决利润率下降问题。

我们汇总研究了 18 只营销个股并囊括具备营销业务的非营销个股（主要广电公司及院线公司），对其 2016-2018 年相关财务数据进行分拆、追溯（追溯调整合并的相关资产）、整理、分析，结果如下表所示。从整体数据上看，2018 年营销板块营收增速回升，同比提高约 4 个百分点，显示 2018 年营销公司业务整合/梳理初具成效；毛利率则同比下降 6.48 个百分点，主要系广告代理公司利润空间受上下游影响所致。

图 21：2017、2018 年营销板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率

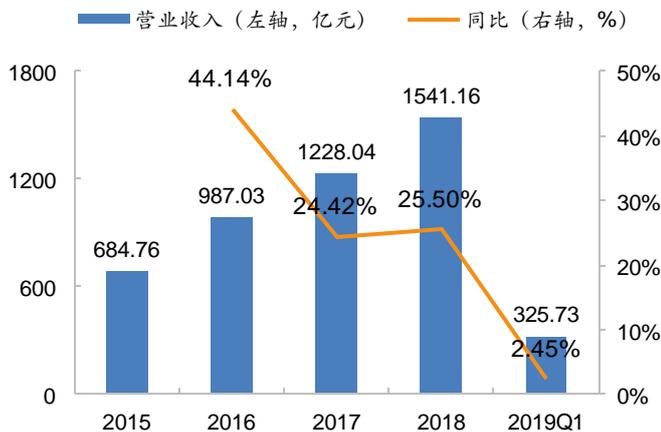
营销	报表收入增速		回溯后的备考收入增速		报表毛利率		回溯后的毛利率	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
合计	28.11%	30.88%	19.09%	23.03%	22.10%	18.60%	24.68%	18.20%
数字营销			35.38%	27.87%			16.95%	11.08%
传统营销			-8.75%	3.15%			14.11%	14.18%
按场景分			20.43%	20.77%			73.19%	67.46%
楼宇广告			16.00%	31.53%			76.02%	69.71%
内容营销			29.30%	1.44%			68.09%	62.23%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

从业绩上看（非备考口径），2018 年营销板块营收增速与 2017 年持平，归母净利润则受到大额商誉减值影响同比下降。2019 年一季度受宏观经济形势影响（广告主需求下降），营销板块营收及利润增速均降幅明显。根据申万营销一级行业分类（31 只个股），2018 年营销板块共计实现营业收入 1541.16 亿元，同增 25.50%（1.08pct）；归母净利润-83.04 亿元，同减 176.47%（-177.91pct）。

2018 年营销板块共计计提商誉减值 147.5 亿元，同比增加 131.26 亿元（其中深大通计提 21.23 亿元、联建光电计提 27.32 亿元、联创互联计提 20.71 亿元、利欧股份计提 18.09 亿元），若剔除商誉减值影响，2018 年实现归母净利润 64.46 亿元，同减 48.35%。2019 年一季度营销板块共计实现营业收入 325.73 亿元，同增 2.45%；归母净利润 12.51 亿元，同减 44.09%。

图 22：2015-2019Q1 营销板块营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

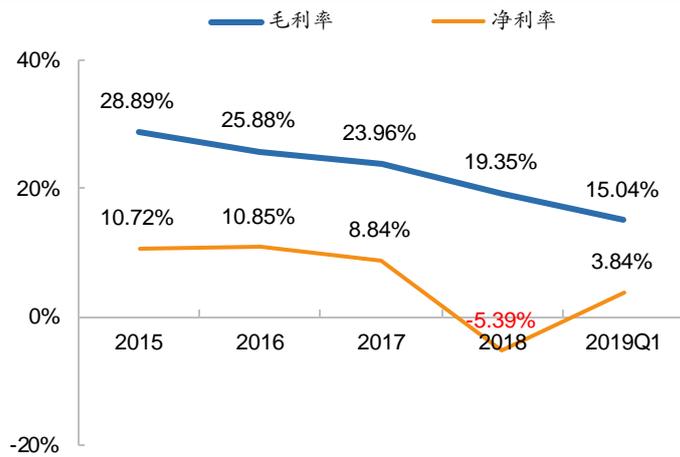
图 23：2015-2019Q1 营销板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

毛利率、净利率受媒体议价能力提高影响持续下降，预计 2019 年将为营销公司破局元年，主要为产业链广度及深度整合，提高业务利润率水平。2018 年营销板块毛利率、净利率分别为 19.35%、-5.39%，其中调整后净利率率约（剔除商誉减值影响）4.18%。2019 年一季度毛利率、净利率分别为 15.04%、3.84%，相比 2018 年年底进一步下降。我们认为 2019 年营销板块毛利率/净利率将持续受到下行压力，主要受广告主需求下降、产业链议价能力下降等影响。未来营销公司若成功进行产业升级（广度或深度整合），毛利率/净利率水平有望重新进入上升通道。

图 24：2015-2019Q1 营销板块毛利率及净利率

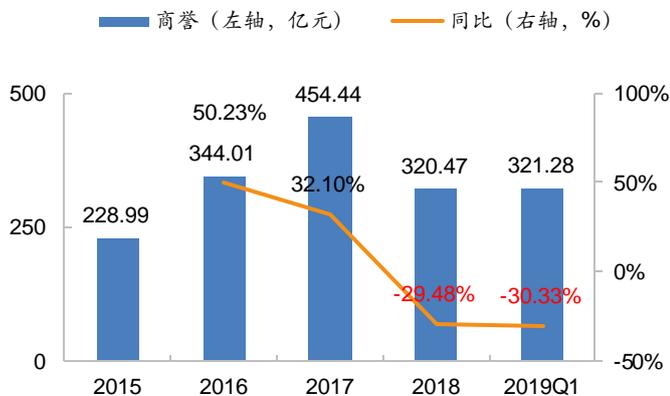


资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.3.1. 大额商誉减值计提后，出清与机遇并存

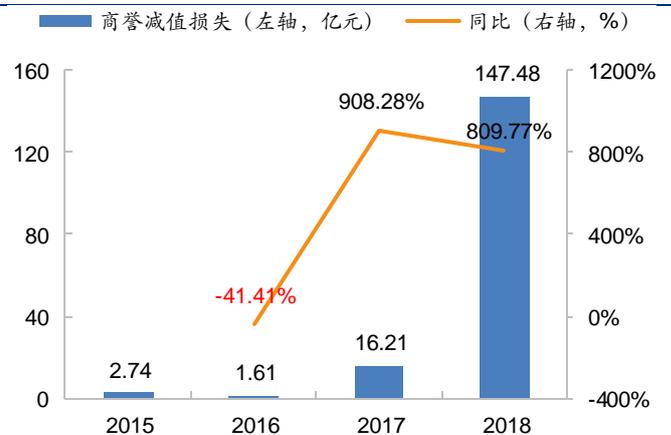
2018 年营销板块（申万一级）计提大额商誉减值（147 亿），已释放部分商誉减值风险（占 2017 年商誉净值的 32.35%）。截至 2018 年年底，营销板块商誉净值 320.47 亿元，同减 29.48%；商誉/营业收入，商誉/调整后净利润（剔除商誉减值）分别为 20.79%、496.43%，仍积累较高的商誉风险。未来营销板块将加快优胜劣汰速度，具备内生性增长能力及锐意创新、敢于破局的营销公司有望脱颖而出。

图 25：2015-2019Q1 年营销板块商誉及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：2015-2019Q1 营销板块商誉减值损失及增速

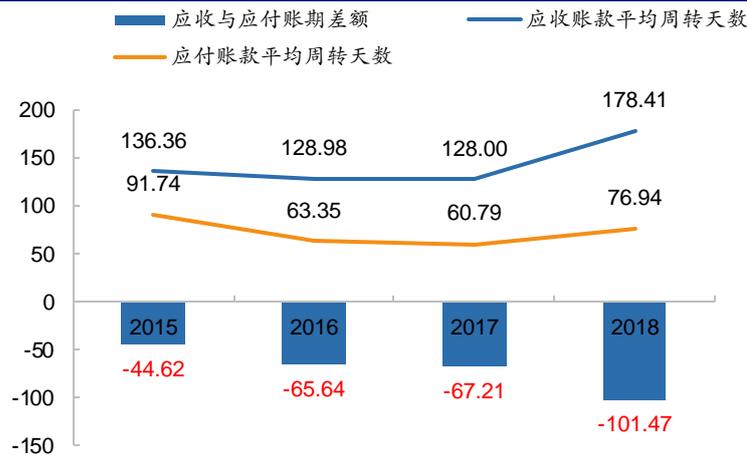


资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：2019Q1 商誉账面变动是 2019Q1 同 2018Q1 比较所得

营销板块上市公司受产业链议价能力弱化及广告主需求疲软影响，商业信用账期持续恶化。2018 年营销板块应收账款周转天数、应付账款周转天数分别为 178 天、77 天，同比增加 50 天、16 天，两者差额扩大至 101 天，同比下降 34 天，产业链地位进一步弱化。我们认为账期的恶化将倒逼营销公司转型升级，有利于改善竞争环境。

图 27：2015-2018 营销板块应收账款及应付账款周转天数



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.3.2. 数字营销、生活圈媒体引领行业发展

从内生性增长角度，2018 年备考营业收入 1242.08 亿元，同增 23.03%；备考毛利润 226.02 亿元，同增 1.22%。营收增速及毛利润增速出现分化，营收增速同比提高 3.94 个百分点，主要系 2018 年营销公司业务整合初具成效，收入触底回升；毛利润增速同比下降 12.54 个百分点，主要系营销公司纯代理商业模式利润空间不断受到挤压所致（主要体现在数字营销）。

表 4：2017、2018 年营销板块分业务报表及回溯备考收入与毛利润

	营销备考营收（百万）		营销备考营收增速%		营销备考毛利率		营销备考毛利（百万）		营销备考毛利增速%	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
营销合计	100959	124208	19.09%	23.03%	24.68%	18.20%	22330	22602	13.76%	1.22%
数字营销	67352	86126	35.38%	27.87%	16.95%	11.08%	10188	9544	24.51%	-6.32%
传统营销	14826	15293	-8.75%	3.15%	14.11%	14.18%	2477	2169	-25.11%	-12.44%
按场景分										
楼宇广告	9550	12561	16.00%	31.53%	76.02%	69.71%	7260	8756	18.09%	20.60%
影院广告	5318	5394	29.30%	1.44%	68.09%	62.23%	3621	3357	31.97%	-7.28%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

细分分子行业看：

1) 数字营销受媒体集中度提高及其他媒介价值重估影响。2018 年数字营销业务收入及利润增速出现明显分化，备考营收增速下降 7.51 个百分点至 27.87%，备考毛利增速首次为负，同减 6.32%。但数字营销仍为营销板块增长主要驱动力，数字营销营收规模占比、毛利润规模占比分别为 69.34%、42.22%，同比提高 6.87 个、-0.7 个百分点。以代理模式为主的数字营销收入规模易于做高，但利润率受产业链地位影响持续下降，营销公司已开启转型升级布局，期待 2019 年营销公司破局表现。

2) 传统营销营收增速触底回升，毛利润增速降幅收窄，2019 年受广告主需求下降影响仍需经历考验。2018 年传统营销备考营收增速转负为正，同增 3.15%。毛利润同减 12.44%，降幅同比收窄 12.67 个百分点。根据尼尔森，传统媒体主要包括电视媒体、报刊杂志、广播等，另外我们将户外广告并入传统营销（可归入生活圈媒体，但具开放性而区别于楼宇媒体广告）。2019 年 3 月，广播广告、电视广告、户外广告、杂志、报纸刊例花费分别同减 22.3%、22.9%、20.3%、12.1%、38.6%。

分营销场景来看：

1) 楼宇媒体广告收入规模继续保持较高增速, 但受行业竞争加剧影响, 行业利润率水平预计将受到下行压力。2018 年楼宇媒体业务备考营收增速、备考毛利润增速分别为 31.53%、20.6%。

2) 影院媒体受广告主需求及票房增速收窄影响, 2018 年收入增速及毛利润增速均承受较大压力, 分别同增 1.44%、-7.28%, 分别同比下降 27.86、39.25 个百分点。2019 年票房回暖预期下, 影院广告需求有望改善。

1.4. 出版: 教材教辅业绩持续稳健, 一般图书业务增速加快

我们统计了出版子板块 16 家公司的财务数据。2018 年整体实现营业收入 952.74 亿元, 同比增长 4.24%; 归母净利润 103.85 亿元, 同比增长 3.36%。营收增速较 2017 年有所回升, 归母净利润增速略有放缓。

我们对 16 家出版公司数据根据不同业务拆分, 将南方传媒于 2017 年并表省内发行渠道数据影响进行统一回溯, 分教材教辅、一般图书以及报纸期刊三部分回顾行业内生增速与盈利能力变化。其中教材教辅业务内生增速 6.52%, 与去年基本一致, 毛利率 30.58%, 微幅下滑, 主要由于教材教辅发行业务毛利率下滑所致; 一般图书业务在 2018 年出现较快增速, 分拆后备考增速达 12.29%, 相较于 2017 年的 7.96% 提升较多, 主要系优质一般图书资源出现向头部出版社集中, 同时毛利率也提升 1.39pct 至 33.85%; 报纸期刊业务增速下滑至 0.13%, 毛利率维持在 31.33%, 主要由于信息浏览习惯变迁对传统报媒进一步冲击, 但特定渠道的市场仍然存在。

图 28: 2017、2018 年出版板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率

出版	报表收入增速		回溯后的备考收入增速		报表毛利率		回溯后的毛利率	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
合计	2.13%	4.24%	7.15%	7.92%	28.99%	29.45%	32.04%	31.58%
教材教辅			6.90%	6.52%			31.92%	30.58%
一般图书			7.96%	12.29%			32.46%	33.85%
报纸期刊			5.70%	0.13%			31.06%	31.33%

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

板块内公司营收增速前五为中国科传 (21.08%)、读者传媒 (13.52%)、中国出版 (12.89%)、新华文轩 (11.44%)、城市传媒 (10.19%); 净利润增速前五为长江传媒 (19.45%)、新华传媒 (14.37%)、读者传媒 (13.35%)、凤凰传媒 (13.63%)、中国科传 (10.09%), 利润差异性明显高于营收差异。其中长江传媒、新华传媒净利润增速较高有非经常性损益原因, 凤凰传媒净利润增速较高由于 2018 年秋季学期教材提价所致。

表 5: 出版板块上市公司 2018 年业绩情况

公司名称	证券代码	营业收入 (百万)	营收增速%	归母净利润 (百万)	归母净利润增速%
凤凰传媒	601928.SH	11788.70	6.68	1324.90	13.63
南方传媒	601900.SH	5597.42	6.60	655.29	7.18
中南传媒	601098.SH	9575.58	-7.57	1237.88	-18.19
中原传媒	000719.SZ	9001.12	10.11	734.23	5.92
长江传媒	600757.SH	10362.68	-7.74	732.69	19.45
城市传媒	600229.SH	2170.17	10.19	348.01	5.66
新华文轩	601811.SH	8186.58	11.44	932.18	0.90
山东出版	601019.SH	9350.82	5.05	1484.94	8.80
中国出版	601949.SH	9831.96	12.89	1086.86	-2.67

中国科传	601858.SH	2338.01	21.08	177.33	10.09
皖新传媒	601801.SH	6436.65	-2.57	329.59	9.79
出版传媒	601999.SH	760.71	-8.42	42.47	-45.14
时代出版	600551.SH	1391.24	-2.52	31.66	-29.67
读者传媒	603999.SH	5331.41	13.52	601.49	13.35
新华传媒	600825.SH	2224.80	10.66	424.52	14.37
新经典	603096.SH	926.05	-1.90	240.81	3.66

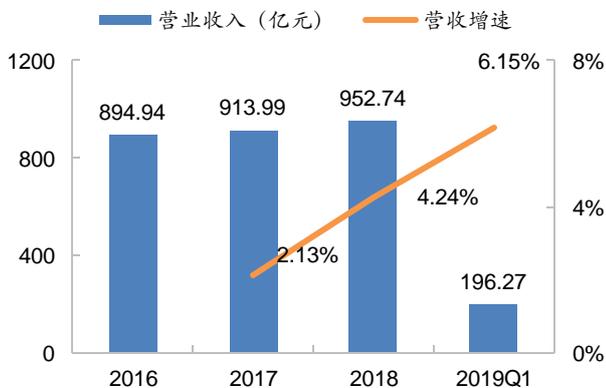
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

利润率方面, 2018 年板块整体毛利率及净利率分别为 29.45%、10.98%, 较 2017 年分别微升 0.46、0.53 个百分点。费用方面, 2018 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 9.50%、10.27%、-0.62%, 同比分别提高 0.2、0.38、-0.11 个百分点。

营运指标, 2018 年板块整体应收账款 105.97 亿元, 同比增长 15.26%, 应收账款同比增速下降至 7.21%。现金流方面较上一年有明显改善, 板块整体经营性现金流量净额为 104.76 亿元, 同比增长 38.38%; 经营性现金流净额与净利润差额转正, 为 91.60 亿元。期末商誉规模为 13.08 亿元, 同比减少 10.78%, 主要系凤凰传媒、皖新传媒、新华传媒分别计提不同程度商誉减值准备。

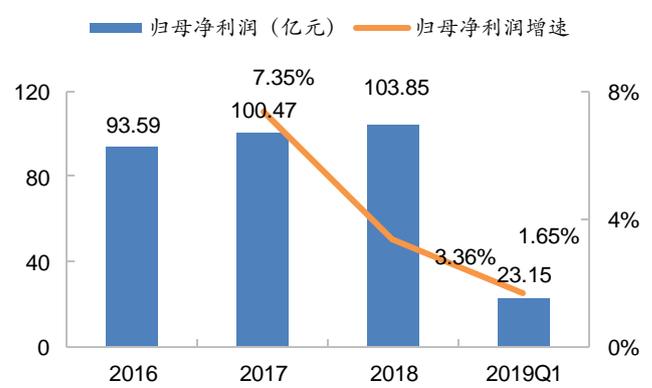
2019 年一季度板块实现营收 196.27 亿元, 同比增长 4.24%, 涨幅较前两年较为明显, 主要系凤凰传媒、中南传媒等行业龙头改善明显, 其中凤凰传媒由于 2018 年秋季学期教材提价, 中南传媒将省内政策影响基本消化; 实现净利润 23.15 亿元, 同比增长 1.65%。

图 29: 2016-2019Q1 出版板块营业收入及增速



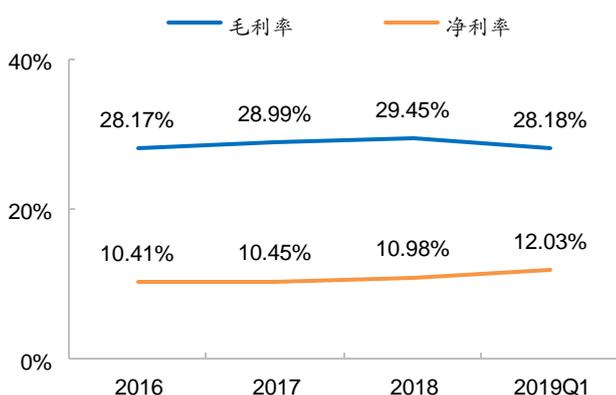
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 2016-2019Q1 出版板块归母净利润及增速



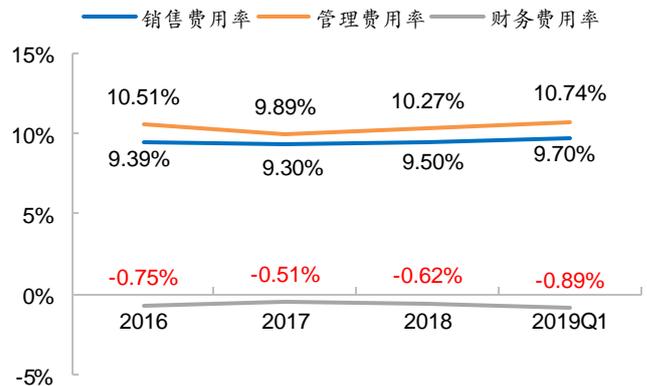
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 31: 2016-2019Q1 出版板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: 2016-2019Q1 出版板块期间费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

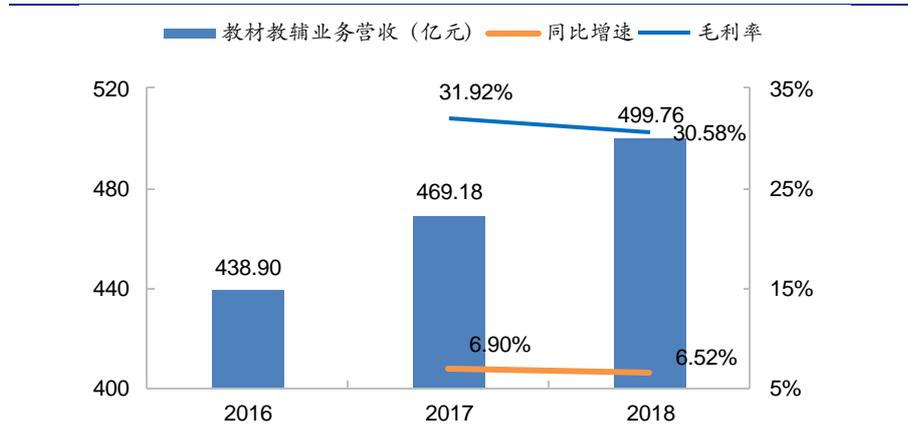
表 6：2017-2018 年出版板块资产及现金流指标

指标	2017	2018
商誉 (亿元)	14.66	13.08
商誉同比增速	-11.65%	-10.78%
应收账款 (亿元)	105.97	111.55
应收账款同比增速	15.26%	7.12%
经营性现金流量净额 (亿元)	75.70	104.76
经营性现金流净额增速	-28.65%	38.38%
经营性现金流量净额-净利润 (亿元)	-24.97	91.60

资料来源：Wind，安信证券研究中心

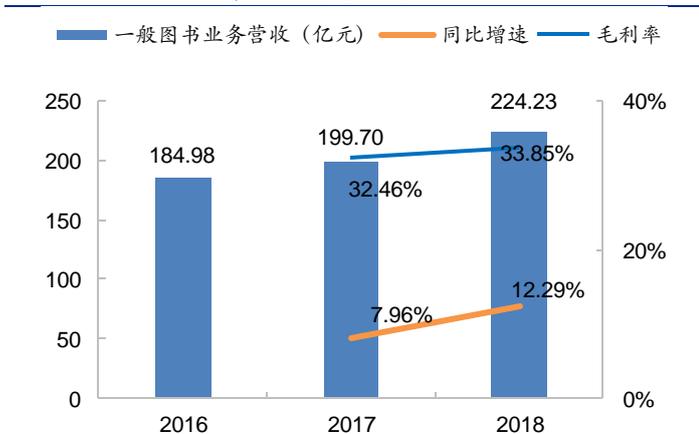
分业务看，出版板块以国企公司为主，同时开展教材教辅与一般图书的出版及发行业务，民营公司如新经典等仅经营一般图书发行业务。2018 年板块实现出版发行业务收入 790.28 亿元，同比增长 7.48%。其中教材教辅业务营收 408.11 亿元，同比增长 5.72%；一般图书业务营收 227.57 亿元，同比增长 8.29%。

图 33：2016-2018 年教材教辅业务营收及增速



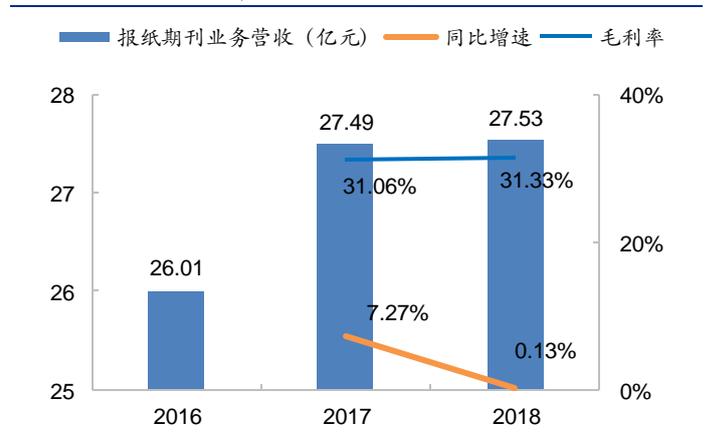
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 34：2016-2018 年一般图书业务营收及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 35：2016-2018 年报纸期刊业务营收及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.5. 广电：有线业务趋稳，期待国网融合、5G、4K 等行业新变化

广电有线电视业务逐步趋稳，但仍受电视用户流失影响（主要为城市用户，农村用户仍有较

大增长空间)。2019 年广电行业出现新变化，国网融合、5G、4K 均有望革新互联网时代广电行业的势微的业务模式。在“云管端”一体化思维下，实现从“看”电视向“用”电视转变。其中 4K 丰富上“云”内容，具备先发优势的广电公司有望率先提供丰富且高质的 4K 内容，提升用户粘性；国网融合解决“管”归属问题，未来广电固定资产归属于国网，由国网统一管理、规划、建造（包括 5G），最具价值的运营权利归属于地方；5G 解决“端”与“端”的物联问题，未来大屏将成为愈发重要的流量入口，从单向“看”电视向双向“用”电视转变。

我们汇总研究了 11 只广电个股，对其 2016-2018 年相关财务数据进行分拆、追溯（追溯调整合并的相关资产）、整理、分析，拆出有线业务及非有线业务，结果如下表所示。

图 36：2017、2018 年广电板块分业务回溯后备考收入增速与毛利率

广电	报表收入增速		回溯后的备考收入增速		报表毛利率		回溯后的毛利率	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
有线	2.35%	-0.94%	8.98%	0.55%	28.77%	29.15%	32.18%	33.06%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

表 7：2017、2018 年广电板块报表及回溯备考收入与毛利润

	有线备考营收（百万）		有线备考营收增速%		有线备考毛利率		有线备考毛利（百万）		有线备考毛利增速%	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
有线	33414.75	33598.39	8.98%	0.55%	32.18%	33.06%	11449.45	11105.96	-0.79%	-3.00%

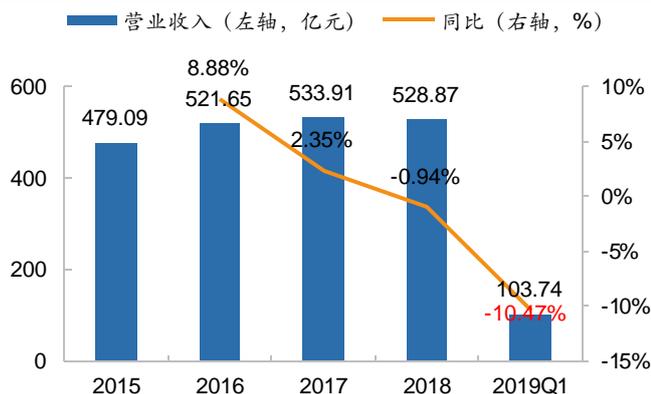
资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

从整体数据上看，2018 年广电板块共计实现营业收入 528.87 亿元，同减 0.94%(-3.29pct)；归母净利润 52.92 亿元，同减 7.56% (+14.21pct)。2019 年一季度实现营业收入 103.74 亿元，同减 10.47%；归母净利润 13.97 亿元，同增 18.25%。其中 2019 年一季度同比增幅大幅提高，主要系东方明珠 2018 年同期业绩低基数影响。

根据我们的备考统计口径，剔除外延影响（广电外延相对较少）及其他非有线业务业务，2018 年广电板块有线电视业务备考营业收入、备考毛利润分别为 335.98 亿元、111.06 亿元，分别同增 0.55%、-3%，业绩整体保持稳健。

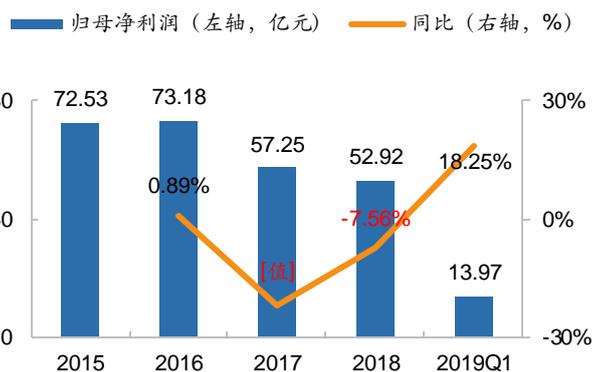
广电板块商业模式相对较为成熟。1) **非广电业务影响盈利能力，报表口径毛利率保持稳定，净利率略有下降。**2018 年、2019 年一季度报表口径毛利率、净利率分别为 27.7%、29.04% 及 10.01%、13.04%。根据我们的备考统计口径，广电板块 2018 年毛利率为 33.06%，高于报表口径毛利率水平。2) **并购较少，商誉较低**，2017 年广电板块商誉共 16.09 亿元，占营收比例仅 3.04%。

图 37: 2015-2019Q1 广电板块营收及增速



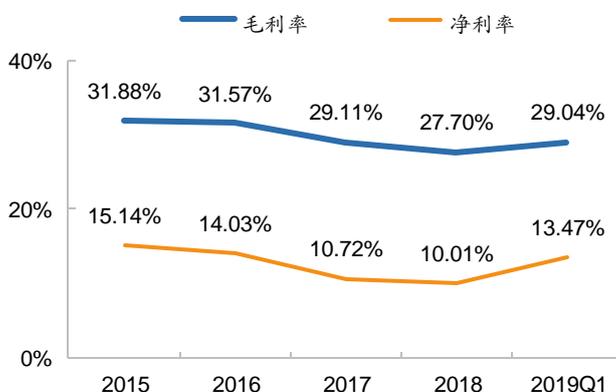
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 2015-2019Q1 广电板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

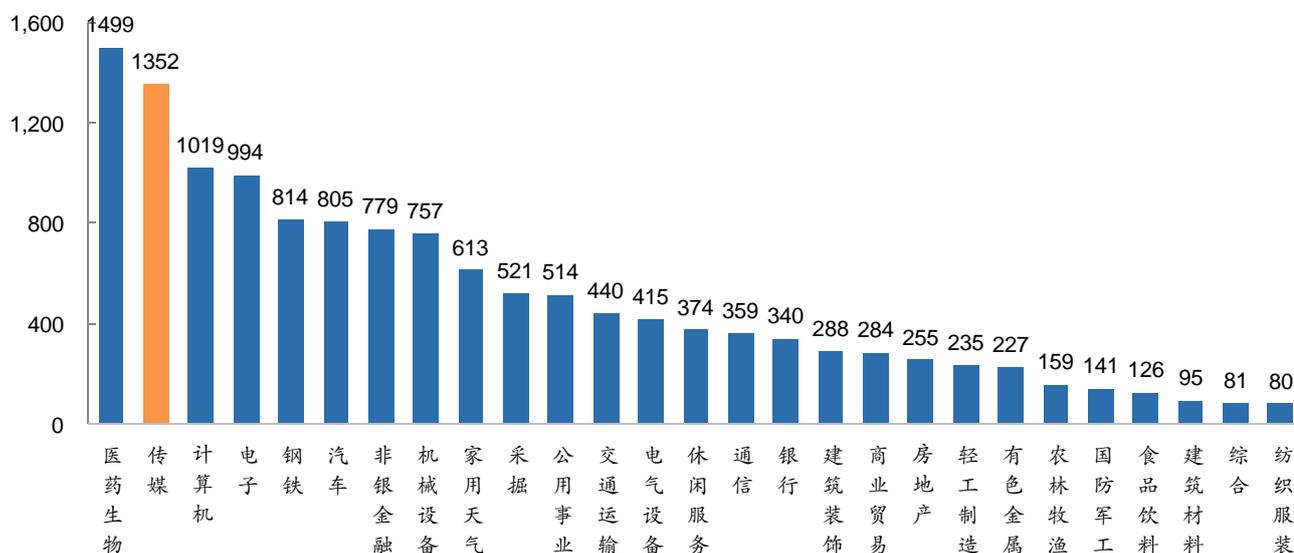
图 39: 2015-2019Q1 广电板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

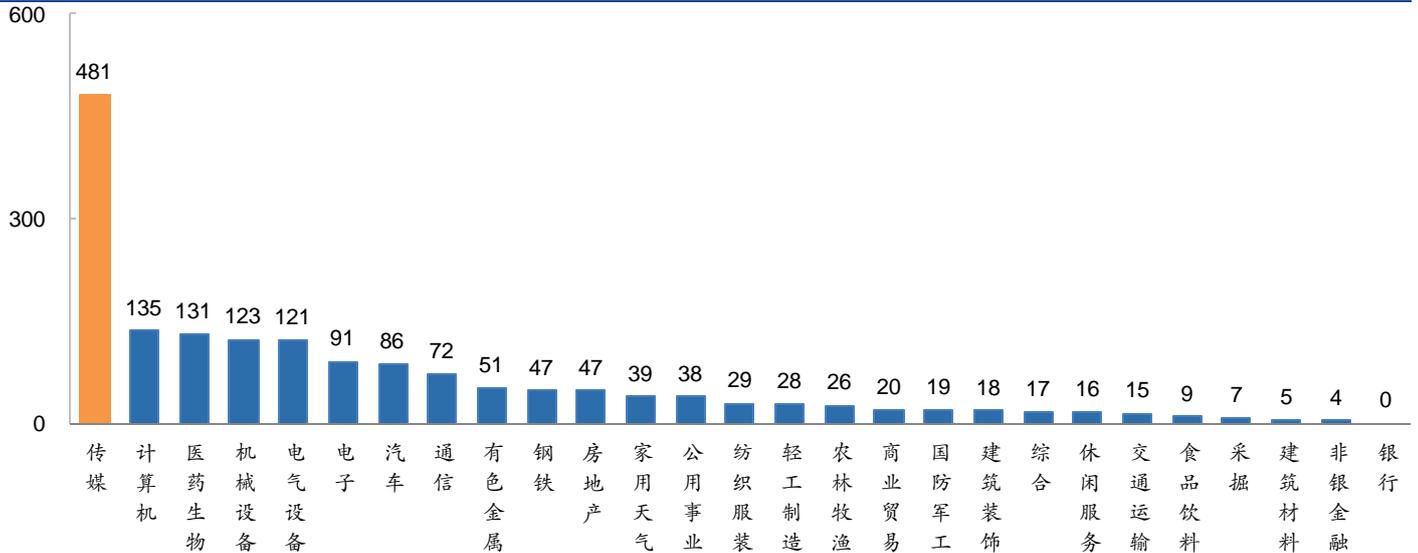
2. 2018 年传媒板块商誉减值情况

图 40: 2018 年各一级行业 (申万) 商誉净值对比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: 2018 年各一级行业 (申万) 商誉减值损失 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 8: 2018 年计提大额商誉减值的传媒重点覆盖标的

上市公司	2016 年 商誉净额 (亿元)	2017 年 商誉净额 (亿元)	2018 年 商誉净额 (亿元)	18 年商誉减值 (亿元)	同比
慈文传媒	9.94	9.94	1.28	8.66	-87.15%
幸福蓝海	0.26	5.07	0.24	4.82	-95.18%
万达电影	81.29	97.99	95.60	2.38	-2.43%
三七互娱	15.80	25.40	15.79	9.62	-37.86%
掌趣科技	56.09	53.92	20.11	33.80	-62.69%
天舟文化	26.85	25.97	16.88	9.09	-34.99%
聚力文化	30.43	30.43	2.75	27.67	-90.95%
顺网科技	10.99	10.99	9.79	1.21	-10.98%
电广传媒	9.44	8.47	6.02	2.45	-28.94%
深大通	22.84	23.09	1.86	21.23	-91.95%
利欧股份	38.51	37.40	19.31	18.09	-48.36%
省广集团	21.13	20.50	18.26	2.24	-10.93%
天龙集团	15.49	10.46	0.85	9.61	-91.87%
华谊嘉信	8.92	8.46	3.81	4.65	-55.00%
佳云科技	14.83	14.83	3.04	11.79	-79.52%
科达股份	24.83	40.20	37.37	2.83	-7.05%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 传媒互联网 2019: 未来已来, 指向板块的β逻辑

3.1. 我们对互联网逻辑的再理解

互联网的影响, 已经越来越体现为用数据的方法想问题, 而不是用传统统计的方法来想问题, 社会特征正从个人参与慢慢变成数据参与。

我们认为互联网的底层逻辑有二: 1) 连接, 实现信息提供与匹配; 2) 连接后源源不断产生数据, 进一步衍生出来各种通用技术。连接带来了消费互联网的大繁荣, 人口红利见顶、移

移动互联网带来的数据量暴增、5G 与 IOT 未来带来的智能设备增加,产业互联网正走向繁荣。

基于互联网搜集的是信息,各设备信息数据化、结构化以后,沉淀下来的才是数据,我们认为这是数据作为生产资料的重要特征。互联网之于数据,一方面让数据的沉淀与运用成本更低;另一方面互联网有能力产生双向在线的数据。数据沉淀后,计算(数据分析学)让交换数据(数据的使用及流通)产生价值。

基于数据的计算在成为公共服务。B 端、C 端用户一方面对计算的需求大幅增加,另一方面也需要随时随地获取计算能力,具备“够用、便宜、安全”的算力,规模化、大范围共享后,在垂直领域发行问题(望远镜、显微镜、雷达)、解决问题,从而释放数据价值。

数据作为生产资料,沉淀数据本身即核心竞争力,数据的处理能力也是核心竞争力,当数据越来越成为关键性的要素,我们认为如何有效利用数据来塑造新的企业经营策略,是企业未来竞争的关键;产品策略上,非互联网时代的产品,功能一定是它的价值所在,而互联网时代的产品,数据才是它的价值。

3.2. 我们对互联网下半场的判断、5G 时代的内容产业推演

互联网上半场反映的是“流量信仰”至上。追求增量,即以消费者需求为核心,通过提供更优质的服务与产品抢夺流量入口。在此后二十年的演进中,流量获取的方式由轻到重,背后是需求的不断复杂化、重度化,归根于上半场互联网公司遵从并膜拜于流量信仰,以至于这种“重”与“复杂”达到了临界点,流量信仰逐步开始崩塌,体现在共享单车、共享充电宝、无人货架等越来越多的“流量至上”的商业模式出现了困局。

互联网下半场将逐步形成“数据信仰”。当流量获取的方式越来越重、越来越复杂,必然要求互联网企业对已获取“流量”进行更深入的挖掘,即存量盘活,当企业将看待“流量”的视角由“入口”转变为“资产”后,“数据”的价值将迅速放大,而这部分数据资产潜在价值被充分开发的过程将引领未来互联网行业的蝶变——存量中的消费互联网博弈及重构、增量中的产业互联网加速崛起。

1) ARM 云服务有望重构消费互联网的规则

消费互联网的商业生态分为三层,智能手机等终端厂商把控的入口层、应用层、服务层(如小程序)。ARM 云服务的技术变革,有望在一定程度上改变智能终端的竞争形态——云端具备可以弹性分配的算力,用户不需要再为价格昂贵的高性能处理器买单,伴随大型游戏、软件从终端迁移到云端,媒介的存在形态也将迭代,进而挖掘出不同的用户需求,甚至是分发、研发的重新洗牌。

5G 时代的来临、IoT 产品的普及、人工智能的落地,预计将加速 ARM 云成为与终端并行的入口层。

2) 产业互联网以企业为用户,渗透领域广泛

中国互联网络信息中心(CNNIC)发布的《中国互联网络发展状况统计报告》显示,截至 2018 年 6 月 30 日,我国网民规模达 8.02 亿,互联网普及率为 57.7%;广告营销环节是最早互联网化的商业环节(互联网广告份额占比 28%),其次是零售环节的互联网化(占比 10.6%),再次是批发和分销环节的互联网化(约 1-2%),最后是生产制造环节。

在企业价值链层面上,表现为各环节的互联网化——从消费者在线开始,到广告营销、零售、到批发和分销、再到生产制造、一直追溯到上游的原材料和生产装备;从产业层面看,表现为一个个产业的互联网化——从广告传媒业、零售业、到批发市场,再到生产制造和原材料。

3) 5G 时代巨变在传媒互联网行业体现为新内容、新媒介、营销科技

内容随媒介升级而迭代。互联网之前的纸媒、出版、广电院线，在互联网上半场迭代为资讯类平台、在线阅读&音乐、在线视频平台，4G 的优势也催生出直播、短视频等新内容形态。

参考 4G 对内容迭代的显著作用，内容产业的升级迭代推演为：VR、AR 等新内容（基于计算机视效）、基于新智能终端的媒介形态升级及分发格局变化、营销科技（由服务商转型为运营商）；同时，多智能终端分发预期下的牌照（5G 牌照）、内容风控（流量思维向媒体思维转变）；此外，传统媒介作为企业用户，其内部及上下游的互联网化。

4. 投资建议

基于以上判断，未来已来，当下过渡阶段的β逻辑已清晰。基于互联网下半场的路径共识、5G 时代内容产业的推演，我们认为传媒互联网的未来已来——互联网下半场已开启、5G 在加速落地，当下正处于过渡阶段，基于日益清晰的行业未来，板块的β逻辑已清晰。

重点关注以下逻辑线，1) 内容风控、新内容：光一科技、恒信东方；2) 内容分发：芒果超媒、吉比特、游族网络、完美世界；3) 营销科技：宣亚国际、每日互动、数知科技；4) 传统媒介互联网化：中国电影、万达电影、中国出版、北京文化；5) 5G 牌照：贵广网络、东方明珠。

5. 风险提示

5G 落地速度低于预期的风险、转型期财务数据滞后的风险。

■ 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

焦娟声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034