

传媒行业 2018 年年报及 2019 年一季报综述

2019 年 05 月 07 日

增长已企稳信心筑底，分化加剧龙头显优势 增持（维持）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002

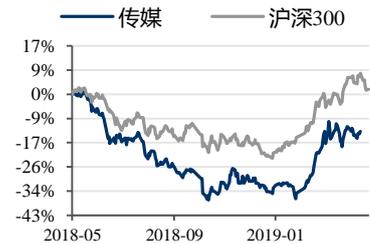
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

投资要点

- 整体收入增速底部企稳。**18Q4/19Q1 行业整体收入同比增长 0%/2%，Q1 增速环比有所改善，出版、游戏、影视、报刊收入增速环比提升（或降幅收窄）。2018 年行业面临更严的政策监管环境，叠加人口红利驱动的行业性高速增长结束，市场竞争加剧，期末行业整体确认了较多商誉减值，多重因素影响使得 18Q4 利润同比波动较大。19Q1 行业归母净利润 106 亿元，同比下滑 25%，主要受到影视及营销板块拖累，出版、广电、报刊等传统媒体板块逆势获得增长。
- 游戏：产品向精品集中，优势向龙头集中。**18Q4/19Q1 游戏行业收入同比增长 14%/17%，三七互娱 19Q1 重磅新品上线驱动营收大幅增长 95%，贡献了行业收入主要增量，其他龙头企业完美世界、吉比特等季度收入整体保持稳中有升趋势。利润端分化明显，18Q4 受商誉减值影响波动较大，19Q1 行业净利与 18Q1 基本持平，完美世界、吉比特、宝通科技同比增长 56.8%/42.53%/64.7%，增速较高。虽然版号申报已经于 4 月正式重启，但无论是存量产品市场竞争力，还是新产品线的储备及发行能力，优质龙头企业正体现出更强的市场竞争力。**推荐标的：三七互娱、游族网络、完美世界、凯撒文化、宝通科技，建议关注：吉比特。**
- 出版分红整体提升，广电盈利仍然承压。**出版行业 18Q4/19Q1 收入同比增长 -4%/5%，波动主要来自非出版发行业务，长江传媒在 2018 年大幅压缩了大宗贸易业务，影响较大。盈利能力稳定，18Q4/19Q1 整体毛利率同比增长 5%/9%，归母净利同比增长 1%/5%。18 年年报披露的行业每股股利同比有较为明显增长，这与我们前期的判断相符，提高分红一方面提升了公司投资吸引力，也能在一定程度上缓解大股东资金压力，我们认为出版行业未来的分红比例中枢值仍有上行空间。**推荐标的：新经典、山东出版，建议关注：凤凰传媒、城市传媒、长江传媒。**18Q4/19Q1 广电行业收入分别为 159.8/103.7 亿元，同比增速分别为 2%/-10%。当前行业正处于业务转型升级、结构调整阶段，预计 2019 年广电行业利润端增长仍然面临压力，期待全国一张网取得进展及 5G 相关业务落地带来增量，**建议关注：广电网络、贵广网络。**
- 监管趋严竞争加剧，影视延续下滑趋势。**18Q4/19Q1 影视行业收入同比增长 -28%/-11%，仍处下降区间。政策调控和市场竞争加速了影视剧内容供给侧的改革，制作方不断洗牌，行业内上市公司普遍加强了项目的开发节奏及成本控制，未来建议关注政策层面的变化及优质产品驱动的行业复苏。电影行业，由于行业竞争加剧，单银幕产出下降，同时 18Q4、19Q1 行业票房同比负增长，院线行业上市公司收入增长承压，制作环节分化明显。**建议关注：万达电影、中国电影、光线传媒、北京文化。**
- 宏观经济环境影响，营销增长承压。**18Q4/19Q1 行业收入增速分别为 12%/6%，季度增速继续下滑。叠加消费互联网客户、融资型客户等主要品类客户失速影响，分众传媒业绩不及预期，鉴于我国消费市场长期增长趋势不变、公司覆盖 5 亿人潜力不变、楼宇渠道价值待充分挖掘不变，建议立足中长期，以“底部区域”思维进行布局。
- 其他推荐：**中公教育、视源股份、当代明诚、芒果超媒、平治信息等。
- 风险提示：**政策监管、行业竞争超预期，产品适销风险，系统性风险

行业走势



相关研究

- 《拼多多：一个基本盘两种可能性，C2M 是最大机会》2019-03-31
- 《广电行业专题研究：行业整合获更大支持，智慧赋能打开成长空间》2019-03-13
- 《云游戏系列报告——云游戏有望提升游戏行业空间和估值中枢》2019-03-11

内容目录

1. 整体：收入增速底部企稳	5
2. 游戏：产品向精品集中，优势向龙头集中	6
3. 出版：经营维持稳健，分红整体提升	8
4. 影视：监管趋严竞争加剧，延续下滑趋势	11
5. 广电：期待新业务增量，盈利继续承压	12
6. 营销：行业受经济影响，分众传媒略低预期	14
7. 其他推荐个股	16
8. 风险提示	19
9. 备注	20

图表目录

图 1: 行业整体收入及同比增速	5
图 2: 行业内细分板块 18Q4/19Q1 收入增速	5
图 3: 2019Q1 传媒板块收入构成 (亿元)	5
图 4: 传媒板块归母净利润情况	5
图 5: 2019Q1 传媒板块归母净利润情况	6
图 6: 2017Q1 至今游戏行业季度收入及同比增速	6
图 7: 行业内主要上市公司收入情况 (亿元)	6
图 8: 2017Q1 至今游戏行业毛利额及同比增速	7
图 9: 2017Q1 至今游戏行业毛利率及同比增减	7
图 10: 2017Q1 至今游戏行业销售费用及同比增长	7
图 11: 2017Q1 至今游戏行业销售费用率	7
图 12: 2017Q1 至今游戏行业归母净利润	8
图 13: 2017Q1 至今游戏行业净利率	8
图 14: 2017Q1 至今出版行业季度收入及同比增速	8
图 15: 2017Q1 至今出版行业毛利	9
图 16: 2017Q1 至今出版行业毛利率	9
图 17: 2017Q1 至今出版行业归母净利润	9
图 18: 2017Q1 至今出版行业净利率	9
图 19: 2017Q1 至今出版行业销售费用	9
图 20: 2017Q1 至今出版行业销售费用率	9
图 21: 出版行业资产负债率较为平稳	10
图 22: 2017Q1 至今出版行业季度 ROE (整体法)	10
图 23: 出版行业年报宣告的每股股利 (税前, 元/股)	10
图 24: 2017Q1 至今影视行业季度收入及同比增速	11
图 25: 2017Q1 至今影视剧制作上市公司收入 (亿元)	11
图 26: 2017Q1 至今电影院线上市公司收入 (亿元)	11
图 27: 2017Q1 至今影视行业毛利及同比增速	12
图 28: 2017Q1 至今影视行业毛利率及同比增减	12
图 29: 2017Q1 至今影视行业归母净利润及同比增速	12
图 30: 2017Q1 至今影视行业净利率及同比增减	12
图 31: 2015Q3 至今广电行业季度收入及同比增速	13
图 32: 2017Q1 至今广电行业毛利额及同比增速	13
图 33: 2017Q1 至今广电行业毛利率及同比变化	13
图 34: 2017Q1 至今广电行业归母净利润	13
图 35: 2017Q1 至今广电行业净利率	13
图 36: 2017Q1 至今营销行业季度收入及同比增速	14
图 37: 2017Q1 至今营销行业毛利及同比增长	14
图 38: 2017Q1 至今营销行业毛利率及同比增减	14
图 39: 2017Q1 至今营销行业归母净利润	15
图 40: 2017Q1 至今营销行业净利率	15
图 41: 2017Q1 至今营销行业销售费用	15

图 42: 2017Q1 至今营销行业销售费用率	15
图 43: 2017Q1 至今分众传媒季度收入及同比增速	16
图 44: 2017Q1 至今分众传媒归母净利及同比增速	16
表 1: 板块上市公司分类	20

1. 整体：收入增速底部企稳

收入是行业最重要财务指标,18Q4/19Q1 传媒行业整体收入 1,275.92/1,008.96 亿元,同比增长 0%/2%,19Q1 增长环比有所改善,广电、营销、互联网服务板块增速环比下降,出版、游戏、影视、报刊收入增速环比均有所提升(或降幅收窄)。

图 1: 行业整体收入及同比增速

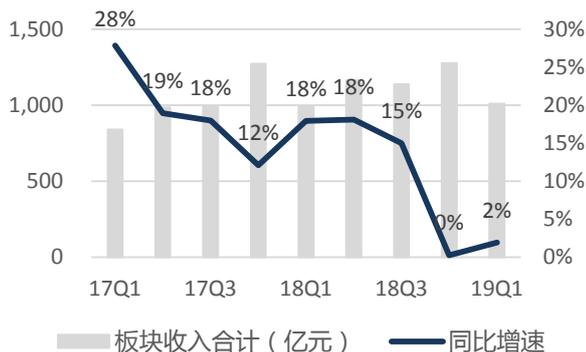
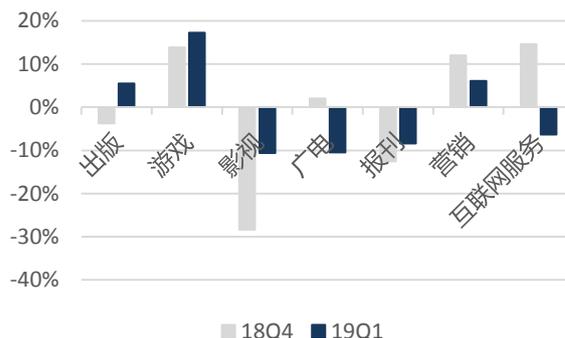


图 2: 行业内细分板块 18Q4/19Q1 收入增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所, 备注: 不包括综合类上市公司, 具体分类见文末备注

数据来源: wind, 东吴证券研究所

2018 年, 宏观经济增速下行, 传媒行业面临更严政策监管环境, 叠加人口红利驱动的行业性高增长结束, 市场竞争加剧, 同时在 2018 年期末确认了较多一次性商誉减值, 多重因素使得行业在 18Q4 利润同比增速出现较大波动, 19Q1 行业整体归母净利润 106 亿元, 同比下滑 25%。

图 3: 2019Q1 传媒板块收入构成 (亿元)

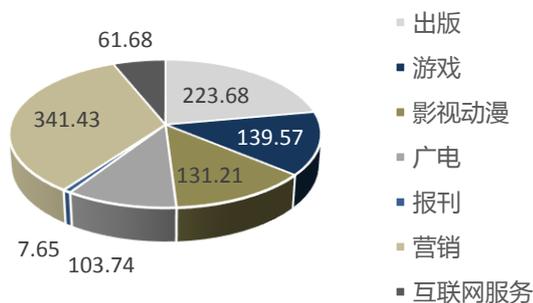


图 4: 传媒板块归母净利润情况

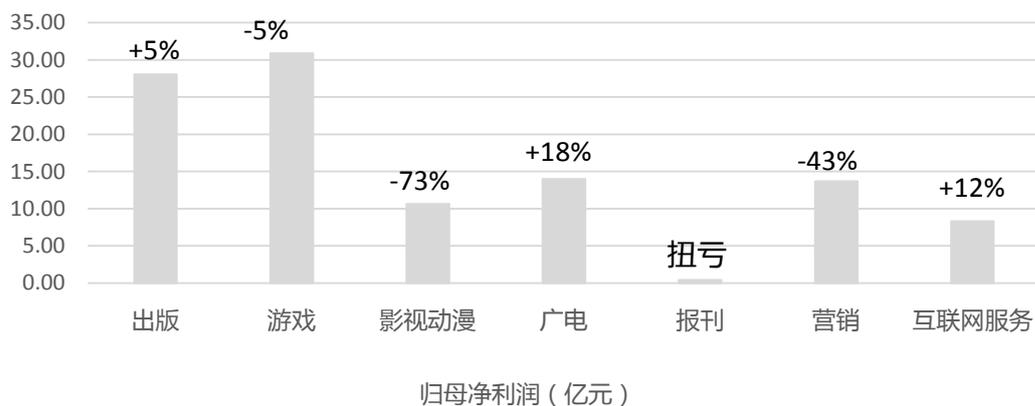


数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

行业 19Q1 利润主要受影视、营销板块拖累, 出版、广电、报刊等传统媒体板块逆势获得增长, 这也是 18Q4、19Q1 板块获得机构加仓的主要原因。

图 5：2019Q1 传媒板块归母净利润情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 游戏：产品向精品集中，优势向龙头集中

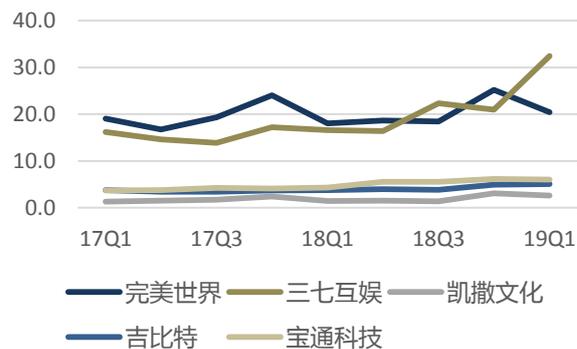
游戏行业维持较高收入增速，18Q4/19Q1 增速为 14%/17%，19Q1 收入增速环比提升 3pct，但分化较为明显，19Q1 在 20 家行业上市公司中，9 家收入同比下滑，11 家收入同比增长，三七互娱 19Q1 在新产品线（《一刀传世》、《斗罗大陆》助力下，营收同比大幅增长 95%，也贡献了行业收入的主要增量。其他龙头企业完美世界、吉比特等收入整体保持稳中有升趋势。

图 6：2017Q1 至今游戏行业季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

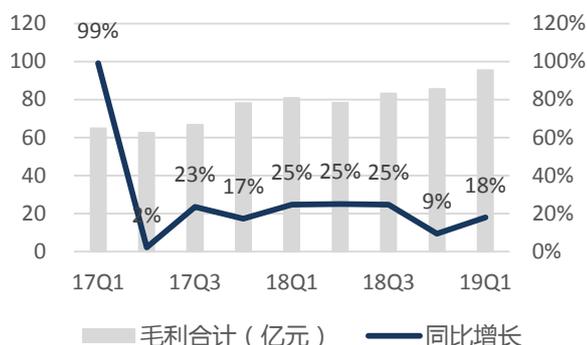
图 7：行业内主要上市公司季度收入情况 (亿元)



数据来源：wind，东吴证券研究所

毛利率维持在较高水平，18Q4/19Q1 分别为 61.3% 及 68.3%。

图 8：2017Q1 至今游戏行业毛利额及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

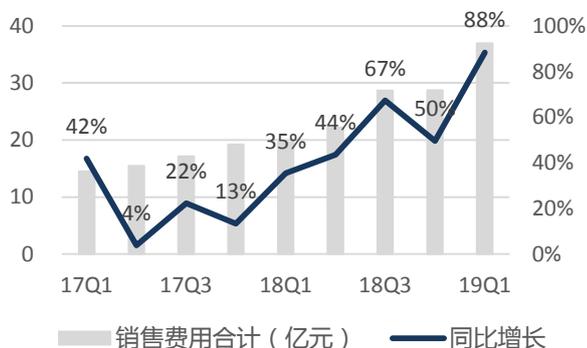
图 9：2017Q1 至今游戏行业毛利率及同比增减



数据来源：wind，东吴证券研究所

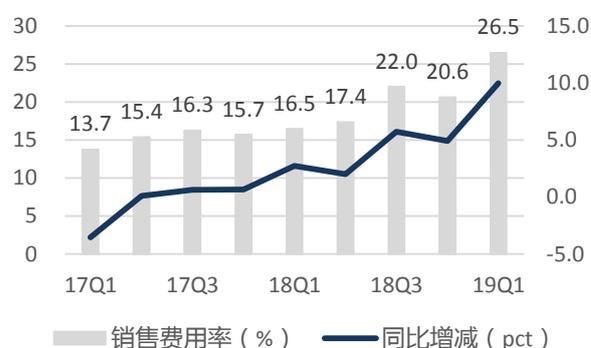
营销投入有所提升，主要受新产品发行推广影响，18Q4/19Q1 销售费用 28.7/37.0 亿元，同比增长 50%/88%，三七互娱、宝通科技销售费用增长较快、影响较大。由于销售费用支出增速高于收入增速，行业销售费用率走高，连续三个季度保持在 20% 以上，19Q1 达到 26.5%，同比 18Q1 提升 10pct。

图 10：2017Q1 至今游戏行业销售费用及同比增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 11：2017Q1 至今游戏行业销售费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

行业分化在利润端体现更加明显，18Q4 受商誉减值影响较大暂不考虑，19Q1 行业归母净利润 30.9 亿元，同比下滑 5%，扣除非经常性损益影响后 19Q1 与 18Q1 持平，完美世界 19Q1 扣非归母净利润 4.63 亿元，同比增长 56.8%；吉比特 19Q1 扣非归母净利润 2.00 亿元，同比增长 42.53%；宝通科技 19Q1 扣非归母净利润 0.87 亿元，同比增长 64.7%。

虽然版号申报已经于 4 月正式重启，但无论是存量产品市场竞争力，还是新产品线的储备及发行能力，优质龙头企业正体现出更强的市场竞争力，建议关注游戏行业当前的投资机会，推荐标的：三七互娱、游族网络、完美世界、凯撒文化、宝通科技，建议关注：吉比特。

图 12: 2017Q1 至今游戏行业归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 13: 2017Q1 至今游戏行业净利率

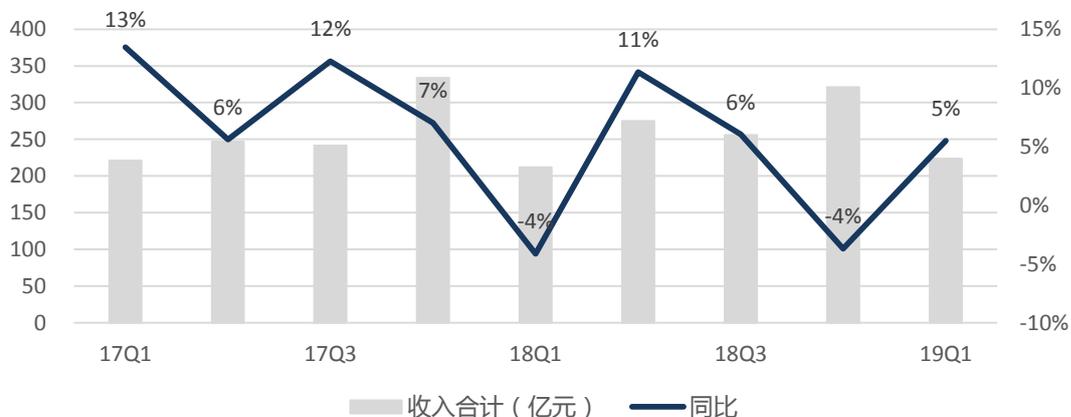


数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 出版: 经营维持稳健, 分红整体提升

出版行业表现依然稳健, 18Q4/19Q1 行业收入同比增长-4%/5%, 波动主要来自非出版发行业务, 长江传媒在 2018 年大幅压缩了大宗贸易业务, 影响较大, 行业核心出版、发行主业仍然保持较为稳健的增长。

图 14: 2017Q1 至今出版行业季度收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

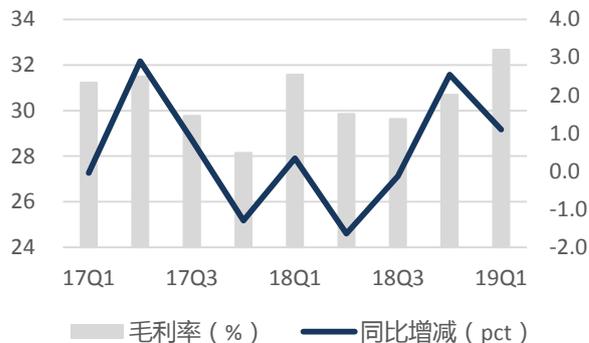
盈利能力稳定，18Q4/19Q1 出版行业整体毛利额 98.6/73.1 亿元，同比增长 5%/9%，归母净利润分别为 31.8/28.1 亿元，同比增长 1%/5%，行业销售费用率维持在 10% 中枢位置，18Q4/19Q1 同比增速较高，主要也是由于长江传媒收入结构的变化。

图 15: 2017Q1 至今出版行业毛利



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 16: 2017Q1 至今出版行业毛利率



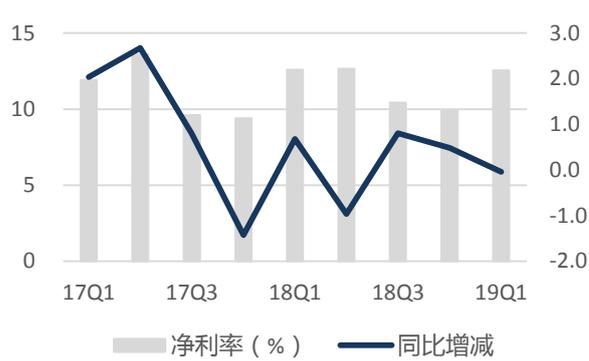
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 17: 2017Q1 至今出版行业归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 18: 2017Q1 至今出版行业净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 19: 2017Q1 至今出版行业销售费用



数据来源: wind, 东吴证券研究所

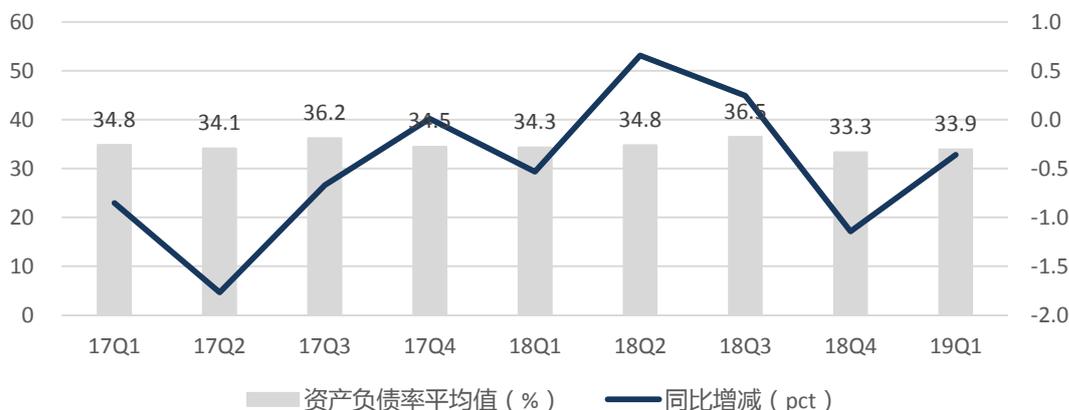
图 20: 2017Q1 至今出版行业销售费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

资产结构稳定，17Q1 至今资产负债率维持在 35% 的中枢位置。

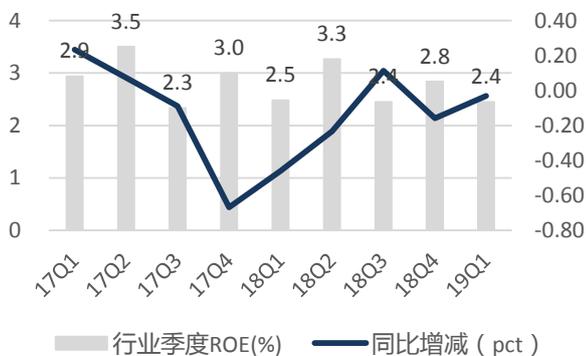
图 21：出版行业资产负债率较为平稳



数据来源：wind，东吴证券研究所

分红比例提升值得关注，18 年年报披露的行业每股股利同比明显增长，这与我们前期判断相符，提高分红一方面提升了公司对于投资人的吸引力，也能在一定程度上为大股东带来资金上的支持，我们认为，出版行业未来的分红比例中枢值仍有上行空间。基于个股盈利、分红及估值情况，当前推荐标的：新经典、山东出版，建议关注：凤凰传媒、城市传媒、长江传媒。

图 22：2017Q1 至今出版行业季度 ROE（整体法）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 23：出版行业年报宣告的每股股利（税前，元/股）

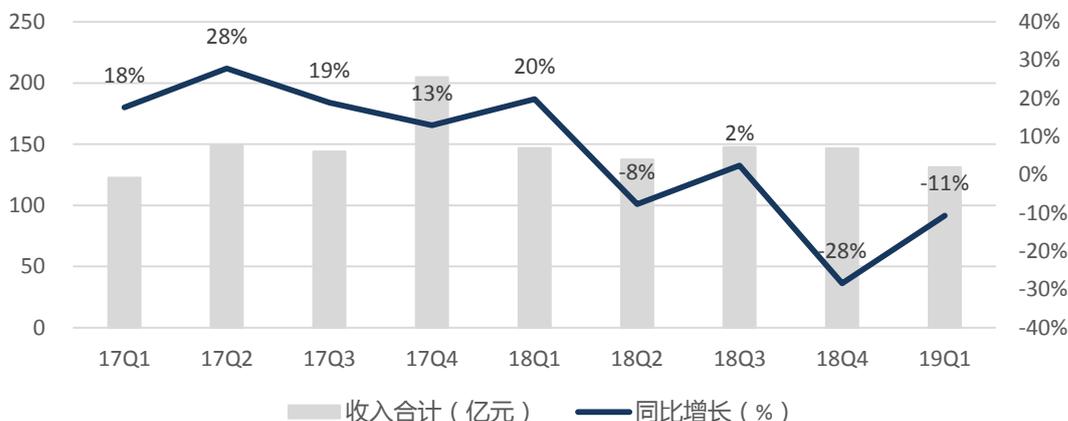


数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 影视：监管趋严竞争加剧，延续下滑趋势

18Q4/19Q1 影视行业收入同比增长-28%/-11%，行业收入仍处同比下降区间。

图 24：2017Q1 至今影视行业季度收入及同比增速

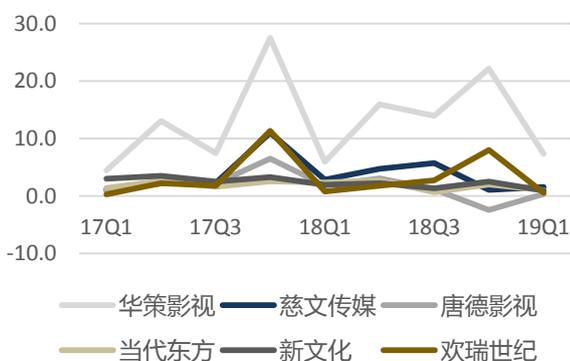


数据来源：wind，东吴证券研究所

影视剧行业，政策调控和市场竞争加速了影视剧内容供给侧的改革，制作方不断洗牌，行业内上市公司普遍加强了项目的开发节奏及成本控制，未来建议关注政策层面的变化及优质产品驱动的行业复苏。

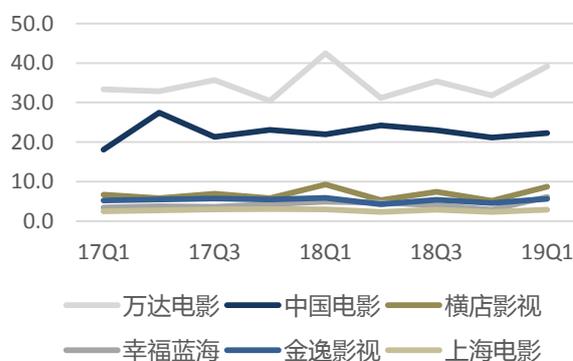
电影行业，由于：1) 行业竞争加剧，单银幕产出下降；2) 18Q4、19Q1 行业票房同比负增长，19Q1 全国总票房 186.16 亿，同比下滑 8%，单月票房除 2 月份较去年上涨 9.5% 外，1 月、3 月月度票房跌幅均在 20% 以上，观影人次下降明显。院线行业上市公司收入增长承压，电影制作环节业绩出现分化，光线传媒 18Q4 营收同比下滑 29.84%，19Q1 由于电影收入大幅增加，营业收入同比增加 128.56%；华谊兄弟 18Q4/19Q1 营收分别同比下滑 53.67%/58.21%；北京文化 18Q4/19Q1 营收分别同比下滑 21.03%/78.93%。

图 25：2017Q1 至今影视剧制作上市公司收入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

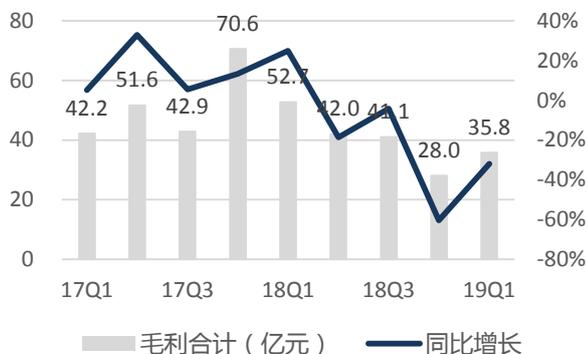
图 26：2017Q1 至今电影院线上市公司收入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

利润端,18Q4 除受到政策监管及行业竞争影响,同时还有资产减值影响,18Q4/19Q1 毛利同比下滑 60%/32%, 毛利率分别为 19.1%/27.3%, 同比均有所下降, 18Q4/19Q1 行业归母净利润同比下滑 757%/73%。

图 27: 2017Q1 至今影视行业毛利及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 28: 2017Q1 至今影视行业毛利率及同比增减



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 29: 2017Q1 至今影视行业归母净利润及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 30: 2017Q1 至今影视行业净利率及同比增减



数据来源: wind, 东吴证券研究所

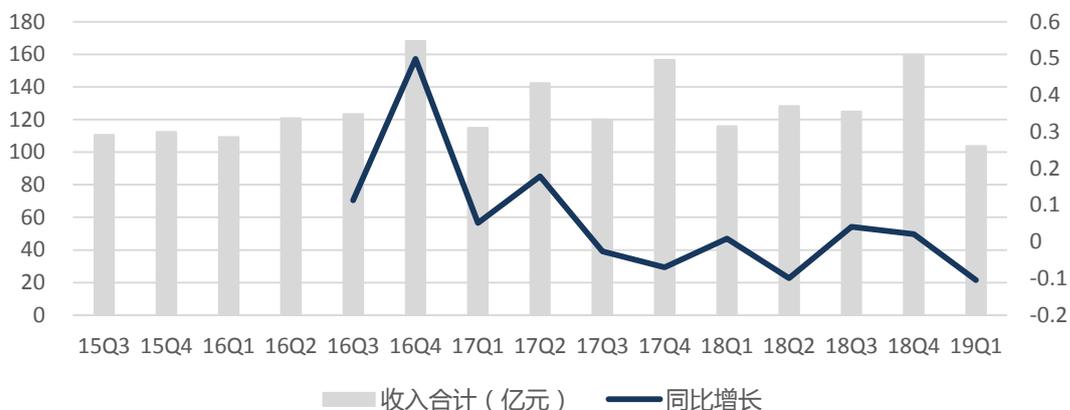
5. 广电: 期待新业务增量, 盈利继续承压

虽然面临来自通信运营商、OTT TV 的竞争, 通过在经营层面拓展家庭宽带业务、政府及企业业务等, 行业在 2018 年稳定了基本收入盘, 18Q4/19Q1 行业收入增速分别为 2%/-10%, 19Q1 收入下滑幅度较大, 主要受到电广传媒个股波动影响, 公司在 Q1 营收 14.2 亿元, 同比减少 39.0%, 合并报表范围变化及电影收入减少拖累公司收入增长。

由于在网络建设、业务拓展方面的持续投入, 以及费用端的刚性支出, 行业归母净利润自 17Q3 至今维持负增长, 但整体下滑幅度有所收敛。当前行业正处于业务转型升

级、结构调整阶段，预计 2019 年广电行业利润端增长仍然面临压力。期待全国一张网取得进展及 5G 相关业务落地带来增量，建议关注：广电网络、贵广网络。

图 31：2015Q3 至今广电行业季度收入及同比增速



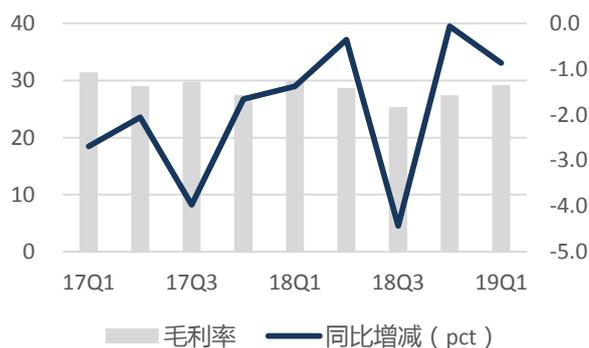
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 32：2017Q1 至今广电行业毛利额及同比增速



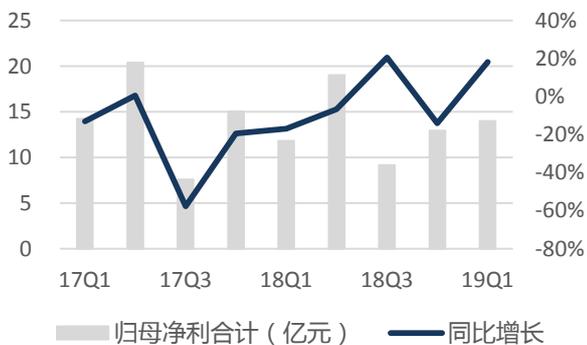
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 33：2017Q1 至今广电行业毛利率及同比变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 34：2017Q1 至今广电行业归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 35：2017Q1 至今广电行业净利率

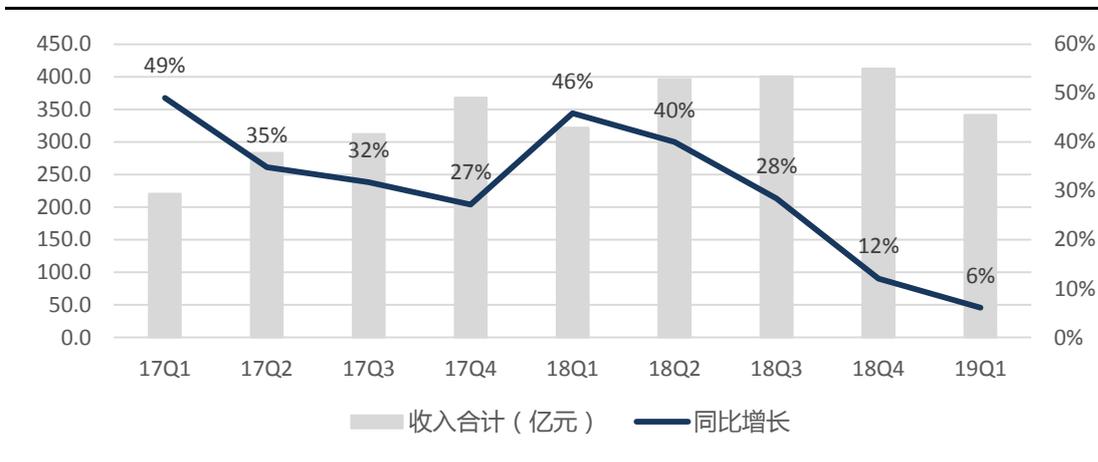


数据来源：wind，东吴证券研究所

6. 营销：行业受经济影响，分众传媒略低预期

18Q4/19Q1 营销行业收入同比增速分别为 12%/6%，季度同比增速继续下滑，19Q1，行业 24 家上市企业中 12 家收入同比增长，12 家收入同比下滑，各占一半。

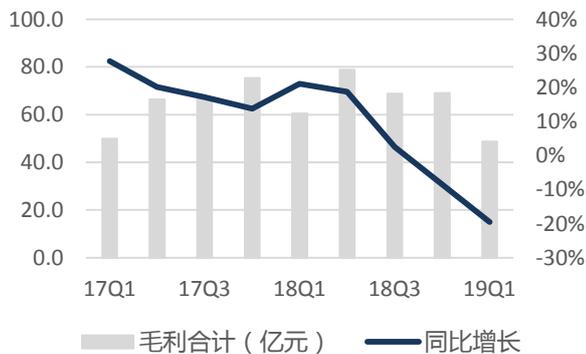
图 36：2017Q1 至今营销行业季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

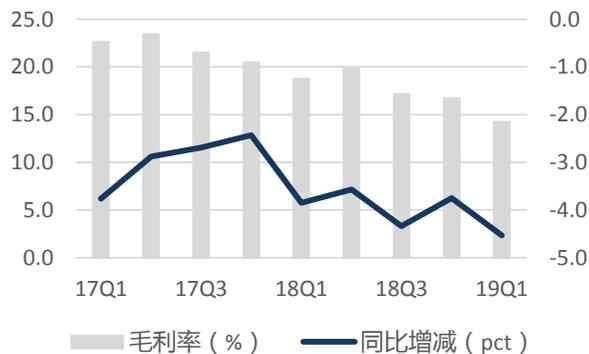
虽然收入延续增长，但毛利率从 17Q3 即开始下滑，18Q4、19Q1 延续了下滑趋势，18Q4/19Q1 营销行业总毛利额为 69.0/48.7 亿元，同比增速分别为 -8%/-19%，毛利率分别为 16.7%/14.3%。

图 37：2017Q1 至今营销行业毛利及同比增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 38：2017Q1 至今营销行业毛利率及同比增减



数据来源：wind，东吴证券研究所

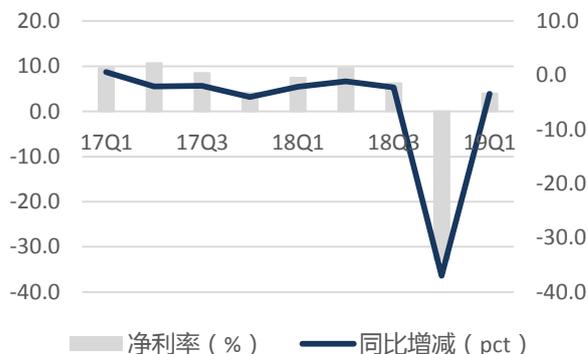
净利润在 2018Q4 受到商誉减值的影响，波动较大，销售费用增速与收入增速匹配，销售费用率整体保持平稳。

图 39：2017Q1 至今营销行业归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 40：2017Q1 至今营销行业净利率



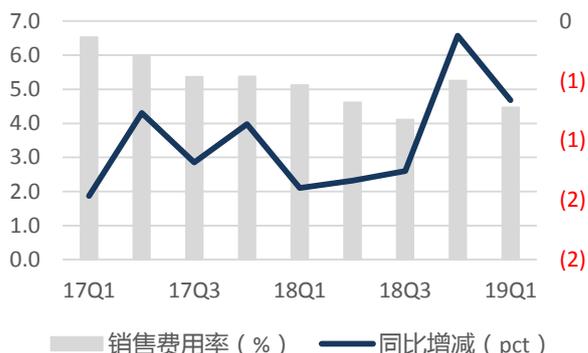
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 41：2017Q1 至今营销行业销售费用



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 42：2017Q1 至今营销行业销售费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

2018 年，公司实现收入 145.5 亿，同比增长 21.12%；实现归母净利润 58.23 亿，同比下滑 3.03%；实现扣非归母净利润 50.26 亿，同比增长 3.58%。2019Q1，公司实现收入 26.11 亿，同比下滑 11.78%；实现归母净利润 3.4 亿，同比下滑 71.81%；实现扣非归母净利润 1.16 亿，同比下滑 89.17%。同时，公司预期 2019 年上半年实现净利润 7.4—11 亿，同比下滑 77.88%—67.12%。

营收下滑的主要原因为宏观经济下行导致广告主预算缩减、且不确定性形势下广告主观望情绪较浓所致。除此之外，公司还叠加遭遇了消费互联网客户、融资型客户等主要品类客户失速的问题，这一问题部分归因于宏观经济，但负面影响更甚于宏观经济。基于一定的成本假设，根据净利润倒推，我们预计 19Q2 分众传媒收入增速为-18 至-31%。

鉴于我国消费市场长期增长趋势不变、公司覆盖 5 亿人潜力不变、楼宇渠道价值待

充分挖掘不变，建议立足中长期，以“底部区域”思维进行布局，我们对公司维持“买入”评级。

图 43：2017Q1 至今分众传媒季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 44：2017Q1 至今分众传媒归母净利润及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

7. 其他推荐个股

■ 中公教育：面授量价齐升，费用率下降明显

18 年实现营业总收入 62.37 亿元，同比增长 54.72%；归母于上市公司股东的净利润 11.53 亿元，同比增长 119.67%，扣除非经常性损益后归母于母公司股东的净利润 11.13 亿元，同比增长 124.79%。

19Q1 实现收入 13.12 亿元，同比增长 61.93%，归母净利润 1.06 亿元，同比增长 304.47%。一季度为公司业务的传统淡季，能确认收入的培训项目较少，但成本、费用则全年较为平均，公司在 Q1 实现了同比扭亏，成绩亮眼。

职业培训业当前是教育行业投资中最佳赛道之一，行业市场空间大、需求旺盛、市场化程度高、政策支持力度大。看好公司在管理标准化、服务精细化上的积累，近年来就业压力较大及行业监管趋严，使得职业培训行业门槛整体在变高，在未来市场规范过程中，行业集中度将持续提升，公司将持续获益，保持较高的产品定价能力及成本控制能力，增长方面，2019 年建议重点关注研招培训业务、线上业务。当前维持“买入”评级。

风险提示：跨赛道布局超预期；市场竞争超预期；公司在线业务低预期；招考政策变化；内部管理风险；市场系统性风险。

■ 视源股份：毛利率如期提升，交互智能产品增长潜力突出

2018年，公司实现营业收入1,698,368.98万元，同比增长56.28%，实现归母于上市公司股东的净利润为100,427.41万元，同比增长45.32%，实现归母于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为94,097.30万元，同比增36.13%。

2019年一季度，公司实现营业收入336,085.04万元，同比增长26.33%，实现归母于上市公司股东的净利润为18,843.77万元，同比增长47.39%，实现归母于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为17,251.38万元，同比增长31.68%。

看好智能交互产品市场潜力，预计公司2019/2020/2021年液晶显示主控板卡收入同比增长19.4%/17.6%/15.0%，交互智能平板收入同比增长30.6%/25.6%/19.5%；由于芯片等元器件库存过高，需求尚未回温，预计2019年元器件价格将维持跌势，叠加公司智能交互产品占比提升，预计毛利率有望提升。预计销售费用率略有增长，管理费用率平稳，其他成本及费用保持平稳，**维持“买入”评级。**

风险提示：元器件价格波动风险，汇率波动风险，需求低于预期，政策变动风险，行业竞争趋于激烈，系统性风险。

■ 平治信息：移动阅读业务稳定增长，布局智慧家庭产品和5G通信衍生市场

18年业绩基本符合预期，19Q1同比稳定增长。公司18年实现营业收入8.62亿元，同比减少5.28%，实现归母净利润1.97亿元，同比增长101.35%，认为18年业绩基本符合预期，公司依托高效、专业的运营管理团队，内容及营销推广上的优势，以及持续创新的业务模式，不断加大内容版权和研发投入，加快渠道拓展，不断打造价值IP，构建泛娱乐新生态，推动了公司业务的快速稳定增长。

公司19年Q1实现营业收入1.63亿元，同比减少30.14%，实现归母净利润0.58亿元，同比增长20.25%，实现稳定增长，营业收入同比下滑主要是CPS模式收入占比持续提升所致，归母净利润相较于之前业绩预告，略低于下限，主要由于受到了免费阅读模式的部分冲击。

公司以现金支付1.12亿元收购深圳兆能51%股权，布局智慧家庭产品和5G通信衍生市场，标的公司截至2019年2月末，在手订单超过26亿元，2019-2021年承诺扣非归母净利润分别不低于2850万、3750万、4320万，认为本次收购将助力公司1、拓宽渠道流量入口，帮助公司快速占据智慧家庭设备的流量入口，切入用户需求，增强公司竞争力；2、增加利润增长点，增强公司的盈利能力；3、有利于公司技术和市场积累，完善智慧家庭产品和5G通信衍生市场的布局，另外认为公司完成业绩情况有望持续超预期对赌，并购标的有望成为未来公司业绩的主要增长点，**维持“买入”评级。**

风险提示：移动阅读市场付费阅读模式受到免费模式冲击的风险；政策监管风险；并购公司业绩不达预期造生商誉减值的风险。

■ 芒果超媒：新媒体运营业务具高成长性，“内容+平台”战略持续推进

2018 年营收 96.61 亿元，同比增长 16.80%，主要受媒体零售业务下滑拖累，实现归母于上市公司股东的净利润 8.66 亿元，考虑到计提减值损失 1.04 亿元，认为公司业绩符合预期，依托“精品自制+芒果独播+优质精选”的独特内容策略，不断夯实“青春、都市、女性”的平台用户定位和创新广告产品体系，建立起了多维赋能的平台品牌溢价模式，持续推动了互联网视频业务板块下会员业务、广告业务、运营商业业务的快速发展。

19Q1 营收 24.85 亿元，同比增长 2.1%，实现归母净利润 4.18 亿元，同比增长 23.99%，处于业绩预告上限，营业收入放缓主要受影视剧排播周期影响使内容板块营收下降、媒体零售业务收入下滑等。

芒果 TV 以优质内容为基础并定位青春都市女性用户，粉丝会员化使得用户黏性强于其他视频网站，形成一定的竞争壁垒，截止一季度末，依靠《妻子的浪漫旅行第二季》《女儿们的恋爱》《明星大侦探第四季》等多款自制综艺的拉动，付费会员数达到 1331 万，另外对比海外视频平台，ARPU 提升空间较大；在广告方面，清晰的客户群体结合精准营销提高广告业务优势，获得高于流量模式的品牌溢价回报。看好公司所处赛道的高成长性及内容制作和资源支持的优势，**维持“买入”评级。**

风险提示：付费会员增长不及预期的风险，自制内容反响不及预期的风险，版权采购成本上升的风险。

■ 当代明诚：负债收缩财务费用改善

2018 年营收 266,838.57 万元，同比增长 192.61%，归母净利润 17,798.61 亿元，同比增长 38.91%，归母扣非净利润 14,760.00 亿元，同比增长 35.96%，经营活动产生的现金流量净额 21,668.21 亿元。

受新英新并表影响，公司 2019Q1 营收 51,893.28 万元，同比增长 79.34%，营业成本 38,063.79 万元，同比增长 151.11%，销售费用 874.37 万元，同比增长 71.79%，管理费用 7,732.12 万元，同比增长 98.99%。公司 2019Q1 财务费用 7,533.40 万元，同比增长 185.29%，主要系新增融资所致，但环比大幅下降，2018Q4 公司财务费用 1.51 亿元。2019Q1 公司归母净利润 5,612.41 万元，同比增长 1.93%。

公司在体育产业链上布局已经较为完善，包括球队球员经营、体育营销、体育版权、体育视频平台，壁垒更高，经营更加稳健。体育营销将在维护在手长期合同同时，为后续几年大型体育赛事做准备，经营有望在去年高基数基础上在 2019 年实现稳健增长。公司在手体育版权锁定时间较长，带来业绩保障，版权价格仍有持续上涨趋势，体育版权业务业绩确定性强，**维持“买入”评级。**

风险提示：增发进展低于预期进而影响财务费用，体育版权市场价格大幅波动，行业竞争激烈导致格局出现变化，市场系统性风险，影视行业政策风险等。

8. 风险提示

政策监管风险：行业受政策影响较大，当前行业监管趋严，若政策出现超预期变化，将对行业造成影响；

行业竞争超预期：若行业竞争格局恶化，将给行业内上市公司业绩带来不确定性；

产品适销风险：传媒行业属创意产业，产品市场销售具有不确定性；

市场系统性风险等。

9. 备注

表 1: 板块上市公司分类

游戏	三七互娱 世纪华通 中青宝 游族网络 电魂网络 吉比特 天神娱乐 完美世界 宝通科技 恺英网络 巨人网络 掌趣科技 昆仑万维 游久游戏 昆仑万维 冰川网络 金科文化 晨鑫科技 富春股份 艾格拉斯 凯撒文化	影视 动漫	当代东方 北京文化 长城影视 东方网络 奥飞娱乐 慈文传媒 中南文化 美盛文化 万达电影 金逸影视 华谊兄弟 华策影视 光线传媒 华录百纳 唐德影视 幸福蓝海 中视传媒 文投控股 中国电影 上海电影 横店影视 中广天择 长城动漫 新文化 欢瑞世纪	营销 服务	深大通 分众传媒 利欧股份 麦达数字 省广集团 万润科技 思美传媒 元隆雅图 数知科技 蓝色光标 天龙集团 华谊嘉信 佳云科技 联建光电 联创互联 腾信股份 宣亚国际 中昌数据 北巴传媒 科达股份 引力传媒 龙韵股份 华扬联众 智度股份	互联 网服 务	暴风集团 顺网科技 视觉中国 号百控股 众应互联 焦点科技 生意宝 三六五网 人民网 新华网 盛天网络 迅游科技 平治信息 掌阅科技 中文在线 芒果超媒
	出版		中原传媒 世纪天鸿 城市传媒 时代出版 长江传媒 新华传媒 山东出版 中南传媒 皖新传媒 新华文轩 中国科传 南方传媒 凤凰传媒 中国出版 出版传媒 新经典 中文传媒		报刊 杂志		博瑞传播 读者传媒 华媒控股 粤传媒

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

