



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
完美世界	002624.SZ	28.08	买入
游族网络	002174.SZ	19.59	买入
吉比特	603444.SH	218.46	买入
中国电影	600977.SH	15.58	买入
芒果超媒	300413.SZ	40.20	买入
北京文化	000802.SZ	10.20	买入
长江传媒	600757.SH	7.21	买入
万达电影	002739.SZ	20.13	未有评级

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年5月8日当地货币收市价为标准

### 主要催化剂/事件

关注个子板块政策变化，行业驱动热点

### 相关研究报告

《传媒行业2019年一季报前瞻》20190415  
《传媒互联网2018年报前瞻》20190303

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 传媒

#### 方光照

(021)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519010001

#### 刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

# 传媒行业2018年报及 2019年一季报综述

## 资产减值下子板块加速分化，国有传媒抗风险能力凸显

截至4月底，申万传媒指数年初以来上涨18.2%，板块表现弱于上证综指（上涨23.4%）和创业板指数（上涨29.8%）。估值方面，行业整体市盈率（TTM）为33.2倍，在各行业中处于较高位置。受资产减值风险影响，2018年全行业归母净利润较2017年同期大幅下滑，一季报数据显示，部分行业或个股已走出2018年底的颓势，板块及个股间分化进一步加大。建议配置核心竞争力突出、业绩增长确定性较强、财报质量较高的子板块及个股，维持传媒行业强于大市评级。

### 支撑评级的要点

- 游戏板块：游戏板块的营收增速与行业规模变化基本一致。2018年受版号审批暂停影响，上市公司整体业绩增速放缓，但成熟游戏的稳健运营甚至流水逆势增长使得整体毛利率进一步提升，表明行业环境并未恶化，上市公司继续保持良好的竞争力。一季度业绩情况显示，成熟游戏仍然是主要盈利来源，新游戏上线及培育尚需时日。
- 影视板块：监管政策影响仍在，行业调整持续。2018年受到影视行业薪酬、缴税等监管政策影响，全行业上市公司整体营收及净利润均出现明显下滑，整体毛利率自2015年以来持续下滑，表明行业竞争压力在不断加大。一季报数据显示，行业整体仍未走出政策监管带来的阵痛期，仍然处于调整阶段。部分上市公司依靠优秀的作品取得了一定的市场和社会影响力，重点影视剧项目对上市公司的业绩能产生显著影响。
- 院线板块：业绩受票房表现影响非常明显，非票房业务大幅降速。院线类上市公司2018年整体增速下降较多，整体表现与票房增速基本一致；2018年院线扩张增速仍高于票房增速及观影人次，使得单影院产出和人流继续下降，造成上市公司的非票房业务及广告业务下滑较多。一季度受票房下滑原因，院线类上市公司业绩整体同比下滑，票价上涨有望使得在一、二线城市布局较多的上市公司业绩相对稳定。
- 出版板块：图书提价及销售渠道拓展推动板块业绩增长。出版板块由于业务模式非常成熟稳定，因此受资产减值影响很小，是2018年唯一营收和净利润均同比增长的子板块。板块毛利率和净利率近年来整体保持稳中有增，一季度经营数据显示，重点出版类上市公司由于图书提价原因，营收增速高于销售码洋增幅；部分上市公司如长江传媒等依靠非教材品类图书业务的发展取得了明显的业绩增长。
- 营销板块：由于资产减值影响，净利润连续两年大幅下滑。龙头公司增加了数字营销业务比重，整体营收增速保持稳定，但该业务毛利率较低，对业绩推动影响较少。一季度数据显示，受宏观经济影响，广告行业整体同比明显下滑，梯媒类原强势子领域降速明显，行业回暖仍有待观望。

### 重点推荐

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

### 评级面临的主要风险

- 行业政策环境趋严，公司业绩不达预期，解禁及重要股东减持风险。



## 目录

概况.....	6
各子板块业绩汇总——部分子行业持续调整，个股间加速分化.....	11
总结.....	33
风险提示.....	34



## 图表目录

图表 1. 2019 年 1-4 月各行业板块收益表现.....	6
图表 2. 2019 年 1-4 月各主要指数表现情况.....	6
图表 3. 2019 年 1-4 月各行业板块动态市盈率情况.....	7
图表 4. 2018 年报和 2019 年一季报整体财务数据与往期对比.....	7
图表 5. 2015-2018 年板块营业收入同比增速.....	7
图表 6. 2015-2018 年板块归母净利润同比增速.....	7
图表 7. 2016Q1-2019Q1 三大板块单季度营业收入同比增速.....	8
图表 8. 2016Q1-2019Q1 三大板块单季度归母净利润同比增速.....	8
图表 9. 2015-2018Q1 板块 ROE 变化情况.....	9
图表 10. 2014-2018 年传媒板块并购规模及数量.....	9
图表 11. 2014-2018 年传媒板块商誉总额.....	9
图表 12. 2014-2018 年传媒板块资产减值损失情况.....	10
图表 13. 2014-2018 年传媒板块坏账损失和商誉减值损失.....	10
图表 14. 2014-2018 年传媒板块整理毛利率和净利率变化.....	10
图表 15. 2014-2018 年传媒板块期间费用率变化.....	10
图表 16. 2018 年传媒重点上市公司营收分布.....	11
图表 17. 2019 年 1 季度传媒重点上市公司营收分布.....	11
图表 18. 2018 年传媒重点上市公司归母净利润分布.....	11
图表 19. 2019 年 1 季度传媒重点上市公司归母净利润分布.....	11
图表 20. 归母净利润同比增速区间分类.....	12
图表 21. 传媒分行业年度业绩情况.....	12
图表 22. 2015-2018 年游戏板块营收及净利润同比增速.....	13
图表 23. 2015-2018 年游戏子板块与传媒板块营收对比.....	13
图表 24. 2016Q1-2019Q1 游戏类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化.....	13
图表 25. 2016Q1-2019Q1 游戏类上市公司归母净利润同比增速及环比增速变化.....	13
图表 26. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度游戏子版块毛利率及净利率变化.....	14
图表 27. 中国移动游戏市场实际销售收入.....	14
图表 28. 中国移动游戏实际销售收入占全市场比例.....	14
图表 29. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度游戏子版块毛利率及净利率变化.....	15
图表 30. 2019 年一季度中国移动游戏实际销售收入前十位.....	15
图表 31. 2015-2018 年游戏板块重点上市公司研发支出情况.....	16
图表 32. 2015-2018 年影视板块营收及净利润同比增速.....	16
图表 33. 2015-2018 年影视子板块与传媒板块营收对比.....	16



图表 34. 2016Q1-2019Q1 影视类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化.....	16
图表 35. 2016Q1-2019Q1 影视类上市公司归母净利润变化 .....	17
图表 36. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度影视子板块毛利率及净利率变化 .....	17
图表 37. 2012-2018 年完成并取得发行许可的电视剧总量 .....	18
图表 38. 2015-2018 年影视子板块与传媒板块营收对比.....	18
图表 39. 2018 年行业政策性事件整理 .....	18
图表 40. 2015-2018 年院线板块营收及净利润同比增速.....	19
图表 41. 2015-2018 年院线子板块与传媒板块营收对比.....	19
图表 42. 2016Q1-2019Q1 院线类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化.....	19
图表 43. 2016Q1-2019Q1 院线类上市公司归母净利润同比增速和环比增速变化 .....	20
图表 44. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度游戏子版块毛利率及净利率变化 .....	20
图表 45. 2012-2018 年国内票房变化情况.....	21
图表 46. 2012-2018 年国内观影人数变化.....	21
图表 47. 2018Q1-2019Q1 国内票房变化情况 .....	21
图表 48. 2018Q1-2019Q1 国内观影人次变化情况.....	21
图表 49. 2012-2018 年国内银幕建设数量.....	21
图表 50. 2012-2018 年国内影院建设数量.....	21
图表 51. 万达电影、横店影视、金逸影视业务结构及变化 .....	22
图表 52. 2019 年一季度和 2018 年一季度票房对比 .....	22
图表 53. 2019 年一季度和 2018 年一季度观影人次对比.....	22
图表 54. 2015-2018 年出版板块营收及净利润同比增速.....	23
图表 55. 2015-2018 年出版子板块与传媒板块营收对比.....	23
图表 56. 2016Q1-2019Q1 出版类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化.....	23
图表 57. 2016Q1-2019Q1 出版类上市公司归母净利润同比增速及环比增速变化 .....	23
图表 58. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度出版子版块毛利率及净利率变化 .....	24
图表 59. 2010-2018 年图书零售市场总规模 .....	24
图表 60. 2012-2018 年实体书店和网上书店销售额对比.....	24
图表 61. 2018 年上半年实体书店和网上书店各类图书的码洋比重 .....	25
图表 62. 2017 年公司业务结构 .....	25
图表 63. 2018 年公司业务结构 .....	25
图表 64. 2012-2018 年公司主要产品数据.....	25
图表 65. 2015-2018 年营销板块营收及净利润同比增速.....	26
图表 66. 2015-2018 年营销子板块与传媒板块营收对比.....	26
图表 67. 2016Q1-2019Q1 营销类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化.....	26
图表 68. 2016Q1-2019Q1 营销类上市公司归母净利润整体变化.....	27



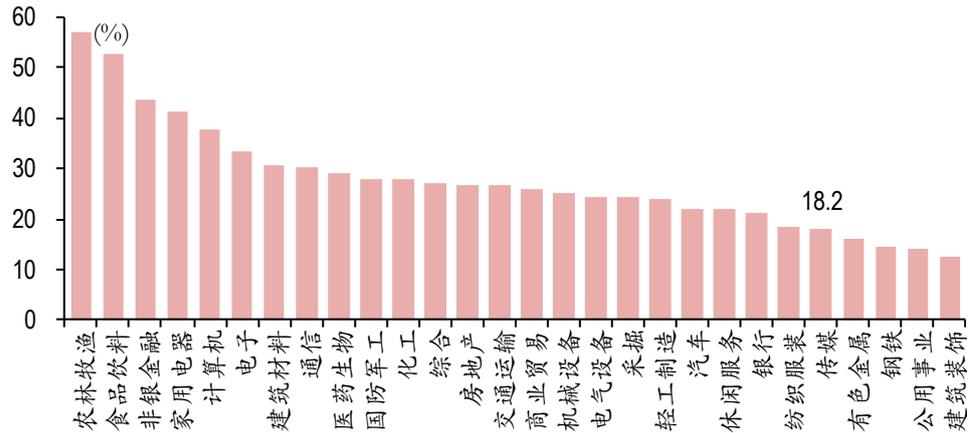
图表 69. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度营销子版块毛利率及净利率变化 .....	27
图表 70. 2018 年 1 月-2019 年 2 月全媒体广告和传统广告刊例花费同比变化情况 .....	28
图表 71. 2017 和 2018 年各媒介广告刊例花费变化 .....	28
图表 72. 2019 年 1 月和 2018 年 1 月各媒介刊例花费对比 .....	28
图表 73. 2019 年 2 月和 2018 年 2 月各媒介刊例花费对比 .....	28
图表 74. 2012-2018 年公司主要产品数据 .....	29
图表 75. 2017 年和 2018 年分城公司主要设备数据情况 .....	29
图表 76. 2015-2019Q1 公司毛利率和净利率变化 .....	29
图表 77. 2015-2018 年公司销售费用和管理费用变化情况 .....	29
图表 78. 2015-2018 年有线网络板块营收及净利润同比增速 .....	30
图表 79. 2015-2018 年有线网络子板块与传媒板块营收对比 .....	30
图表 80. 2016Q1-2019Q1 有线网络子版块营业收入同比增速和环比增速 .....	30
图表 81. 2015-2019 年 1 季度有线网络板块毛利率及净利率变化 .....	31
图表 82. 2018Q4 和 2017Q4 中国家庭收视格局 .....	31
图表 83. 2017Q4-2018Q4 中国有线电视用户发展情况 .....	31
图表 84. 2018 年行业政策性事件整理 .....	32
附录图表 85. 报告中提及上市公司估值表 .....	35

## 概况

### 市场概况

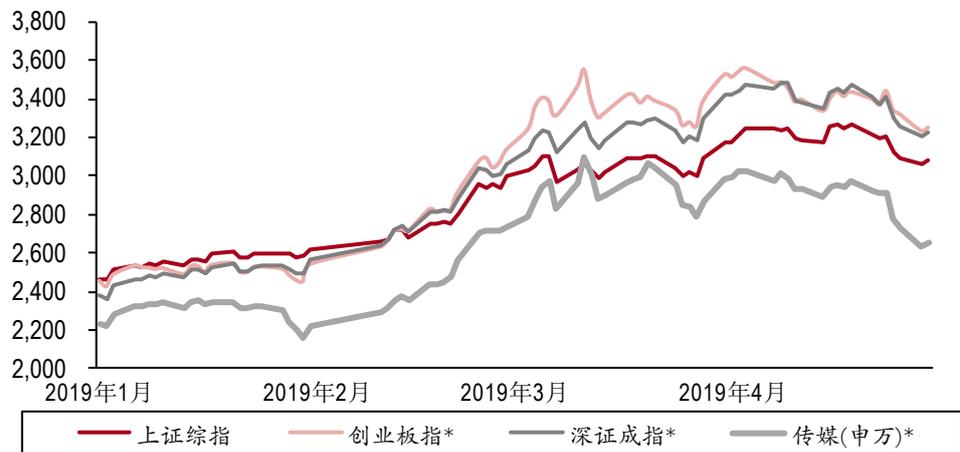
截至4月底，申万传媒指数年初以来上涨18.2%，板块表现弱于上证综指（上涨23.4%）和创业板指数（上涨29.8%）。板块表现在3月份达到高点后，回落较多，目前整体位于全行业靠后位置，在TMT4个行业中处于末位。

图表 1. 2019 年 1-4 月各行业板块收益表现



资料来源：万得，中银国际证券

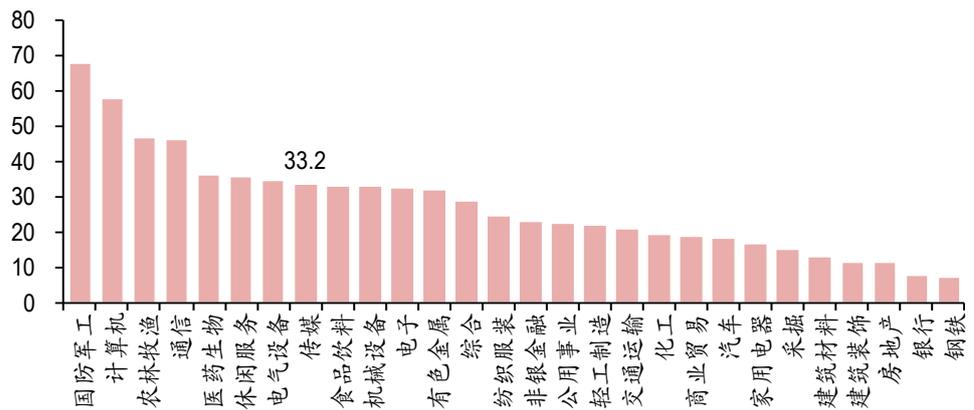
图表 2. 2019 年 1-4 月各主要指数表现情况



资料来源：万得，中银国际证券（创业板指、深证成指、申万传媒指数相应做等比调整）

估值方面，传媒版面动态市盈率（TTM）位于行业前列，板块整体净利润在2018年出现大幅下滑使得行业估值依旧偏高。

图表 3. 2019 年 1-4 月各行业板块动态市盈率情况



资料来源：万得，中银国际证券

### 年报及一季报概况：整体净利润受资产减值影响大幅下滑，行业拐点有待观望

我们整理了传媒板块 103 家上市公司经营数据，剔除了已经被降为 ST 的上市公司如乐视网等。

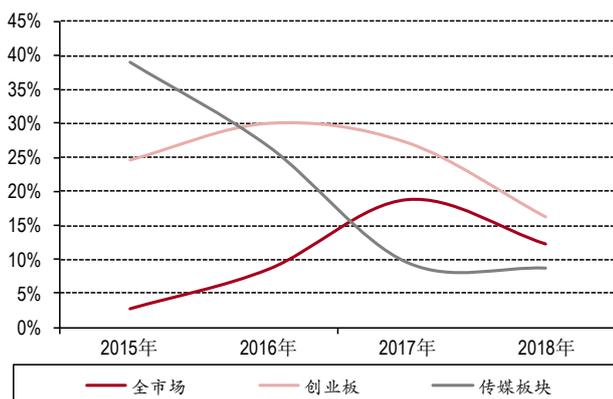
图表 4. 2018 年报和 2019 年一季报整体财务数据与往期对比

(%)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1
营业总收入同比增速	39.0	26.6	9.5	8.7	54.7	26.7	11.0	2.4
归母净利润同比增速	59.5	24.7	(19.8)	(144.4)	69.2	10.1	10.0	(23.6)
扣非后归母净利润同比增速	55.6	23.2	(37.2)	(217.7)	75.0	29.9	7.0	(24.3)
毛利率	33.3	32.7	31.7	30.5	34.0	33.6	33.3	31.5
净利率	13.0	12.8	9.4	(3.8)	17.7	15.4	10.6	10.3
销售费用率	9.6	9.4	9.1	9.1	10.2	9.2	8.9	10.0
管理费用率	9.7	9.8	10.5	10.8	9.8	10.4	10.6	10.9
财务费用率	0.2	0.4	0.7	0.9	0.5	0.5	1.1	1.1
应收账款周转率	5.6	5.1	4.5	4.5	-	-	-	-
应付账款周转率	3.5	3.6	3.5	3.5	-	-	-	-

资料来源：公司财报，中银国际证券

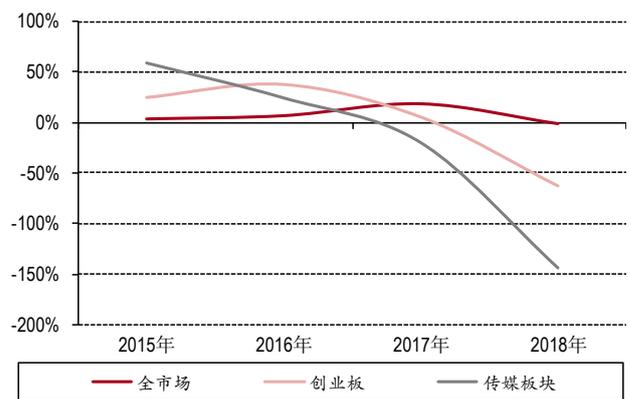
传媒板块 2018 年延续了 2016 年以来的发展趋势，整体表现不及创业板及 A 股全市场。2018 年营业收入同比增长 8.70%，较 2017 年下滑 0.83 个百分点；归母净利润由于部分公司计提大额资产减值准备，使得整体归母净利润由正转负，同比下滑 144.42%。

图表 5. 2015-2018 年板块营业收入同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

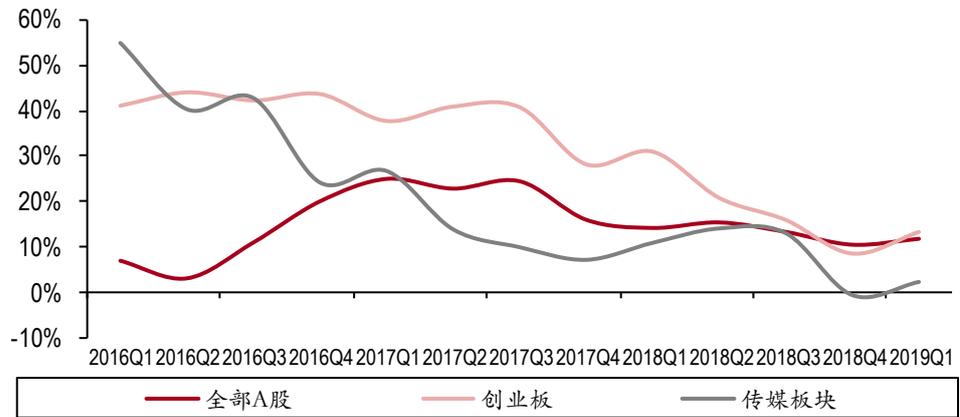
图表 6. 2015-2018 年板块归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

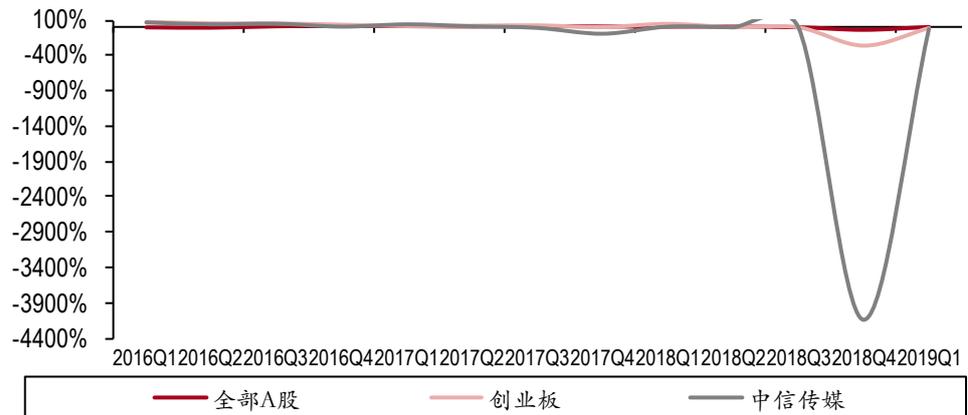
单季度业绩方面，传媒板块 2018Q4 和 2019Q1 的营业收入同比增速分别为-0.50%和 2.39%，与创业板和整体 A 股营收增速相比出现了“断档”迹象；归母净利润方面，由于 2018Q4 的大量资产减值，同比大幅下滑，在 2019Q1 仍跑输创业板和整体 A 股。

图表 7. 2016Q1-2019Q1 三大板块单季度营业收入同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

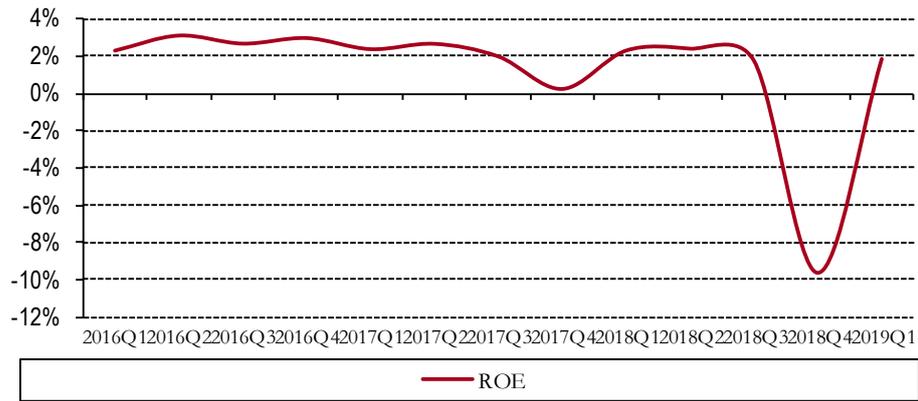
图表 8. 2016Q1-2019Q1 三大板块单季度归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

净资产收益率方面，在 2016 年到达高点后，传媒板块整体资产收益率下滑趋势未变，2019 年 1 季度 ROE 为 1.85%，较 2018 年 1 季度减少了 0.46 个百分点。

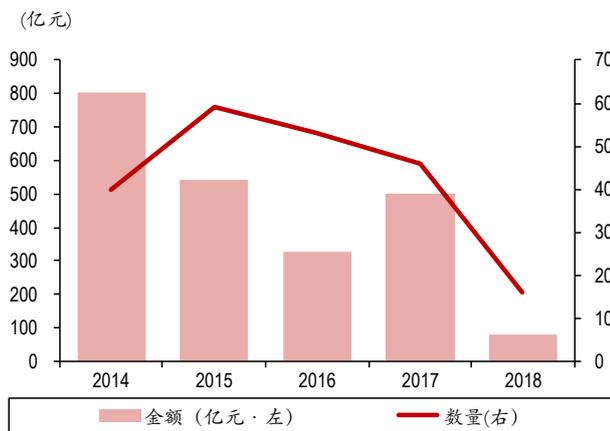
图表 9. 2015-2018Q1 板块 ROE 变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

2018 年是传媒板块上市公司经营风险集中暴露的一年。传媒上市公司的经营风险集中在商誉和应收账款两个方面，2014 年-2016 年并购政策的放松为板块带来业绩并表的同时也带来大量商誉，2017 年板块商誉总额接近 1,700 亿元，为历史最高；而随着 2018 年行业经营环境的整体恶化，并购标的大面积出现业绩承诺未来完成的情况，上市公司则采取集中计提商誉减值的方式将风险充分释放。

图表 10. 2014-2018 年传媒板块并购规模及数量



资料来源：万得，中银国际证券

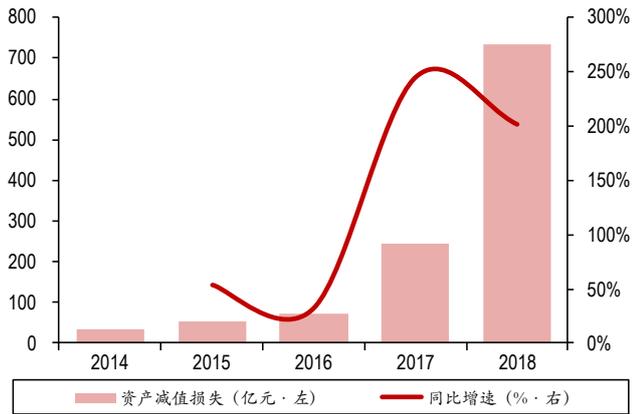
图表 11. 2014-2018 年传媒板块商誉总额



资料来源：万得，中银国际证券

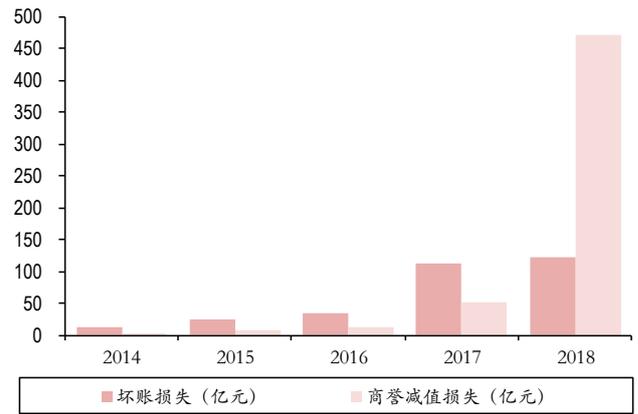
数据显示，2018 年传媒板块主要上市公司资产减值总额达到 733.30 亿元，同比增长 201.2%；其中坏账损失 121.87 亿元，同比增长 9.05%，商誉减值损失 471.86 亿元，同比增长 838.65%。从变化趋势可知，2017 年开始，传媒板块上市公司的坏账和商誉风险已经开始暴露，而在 2018 年则充分释放。

图表 12.2014-2018 年传媒板块资产减值损失情况



资料来源：万得，中银国际证券

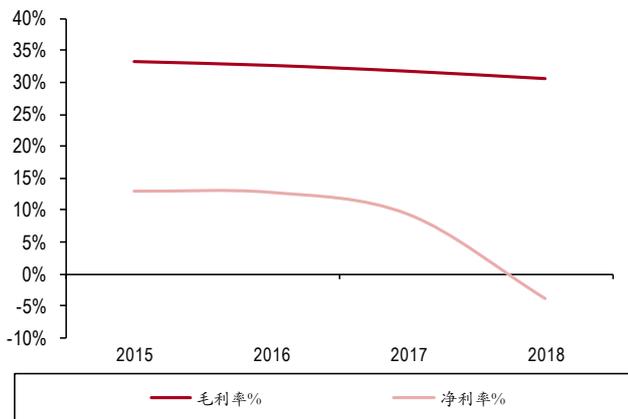
图表 13.2014-2018 年传媒板块坏账损失和商誉减值损失



资料来源：万得，中银国际证券

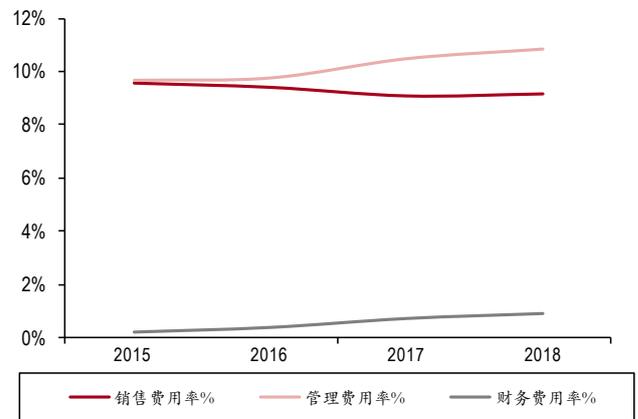
行业景气度下降影响企业经营效率。盈利能力方面，2018 年传媒板块整体毛利率为 30.5%，整体净利率为-3.8%，较 2017 年继续下滑；2019Q1 毛利率和净利率较 2018Q1 亦有下滑，说明行业整体发展环境面临一定压力；期间费用方面，2015 年以来，行业销售费用率持续下降，说明在大环境不利的情况下，企业率先削减营销方面的开支，而管理费用率和财务费用率的持续提升，意味着企业面临着一定的债务压力，内部经营压力正在加大。

图表 14.2014-2018 年传媒板块整理毛利率和净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 15.2014-2018 年传媒板块期间费用率变化



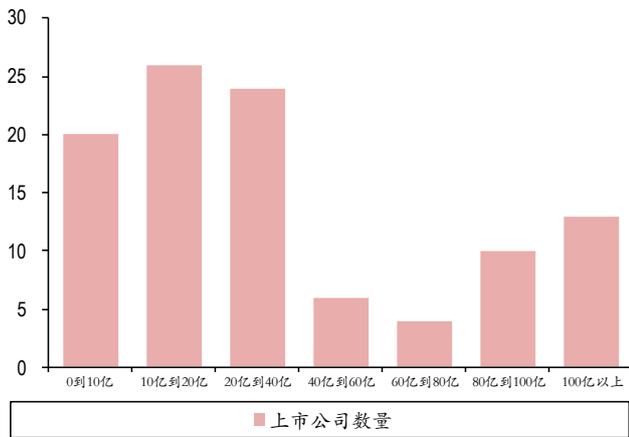
资料来源：万得，中银国际证券

## 各子板块业绩汇总——部分子行业持续调整，个股间加速分化

细分板块方面，我们整理了传媒板块主要 103 家上市公司，其中影视制作公司 17 家，游戏板块 18 家，广告营销板块 14 家，互联网板块 18 家，传统出版行业子板块 19 家，有线网络板块 11 家和院线板块 6 家。

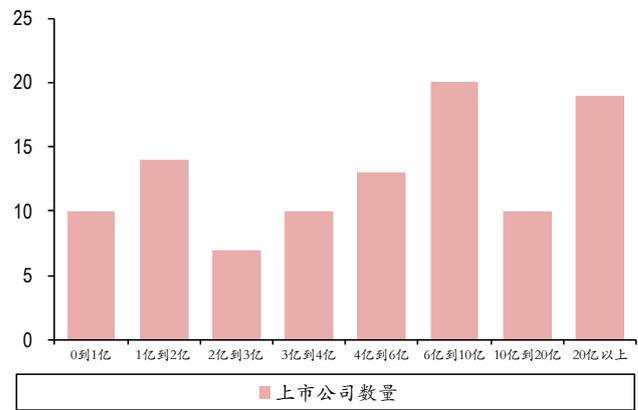
营业收入方面，传媒板块上市公司营收主要集中在 0 到 40 亿的区间中，其中 0 到 10 亿的公司共有 20 家，10 亿到 20 亿的公司有 26 家，20 亿到 40 亿的公司有 24 家，另外，有 13 家公司营收超过 100 亿，其中包括 6 家营销公司、4 家传统媒体公司和 1 家院线公司。2019 年 1 季度板块上市公司的营收则较为分散，6 亿到 10 亿区间公司最多，20 亿以上公司也有 19 家。

图表 16.2018 年传媒重点上市公司营收分布



资料来源：万得，中银国际证券

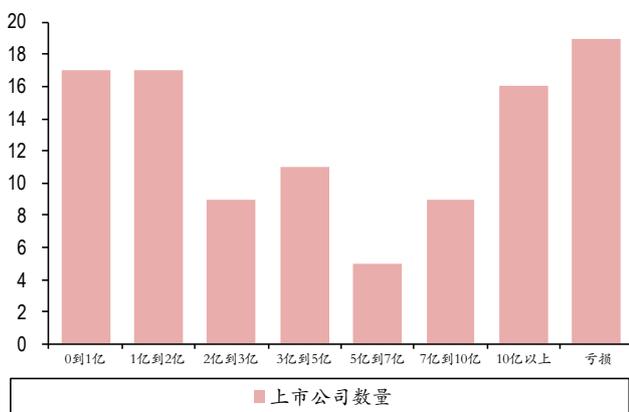
图表 17.2019 年 1 季度传媒重点上市公司营收分布



资料来源：万得，中银国际证券

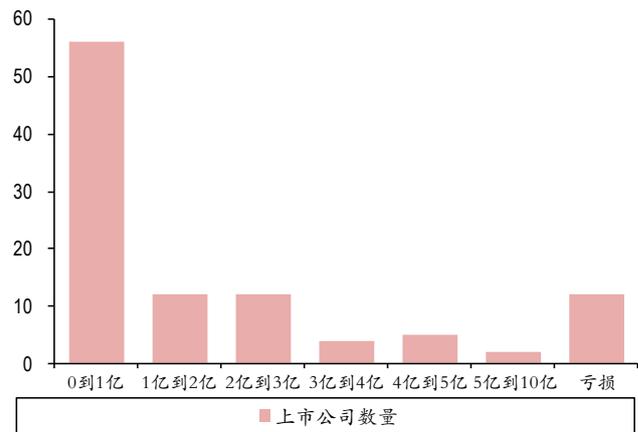
净利润方面，受到大额资产减值影响，2018 年板块上市公司有 19 家全年净利润为负，归母净利润主要集中在 0-2 亿之间；2019 年 1 季度有 12 家上市公司归母净利润为负，其余主要集中在 0-1 亿元。

图表 18.2018 年传媒重点上市公司归母净利润分布



资料来源：万得，中银国际证券

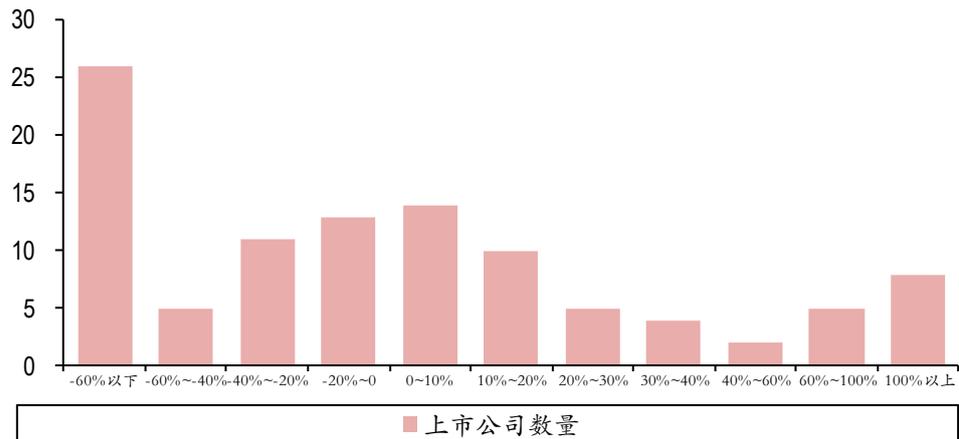
图表 19.2019 年 1 季度传媒重点上市公司归母净利润分布



资料来源：万得，中银国际证券

归母净利润增速方面，2018 年受到部分子行业重大变化以及资产减值的影响，上市公司整体净利润增速普遍弱于往年，接近 30 家上市公司归母净利润同比下滑超过 60%；13 家公司净利润增速超过 60%，其中 8 家公司同比增长超过 100%。

图表 20. 归母净利润同比增速区间分类



资料来源：万得，中银国际证券

从细分板块来看，由于全行业大部分上市公司均计提了超出往年的资产减值，除出版行业外，其他子行业归母净利润增速均为负值；影视行业受到监管政策影响，营收和净利润均出现同比下滑；游戏行业虽然归母净利润同比下滑，但整体毛利率超过 60%，为全行业最高，显示出较强的经营稳定性和竞争力。

图表 21. 传媒分行业年度业绩情况

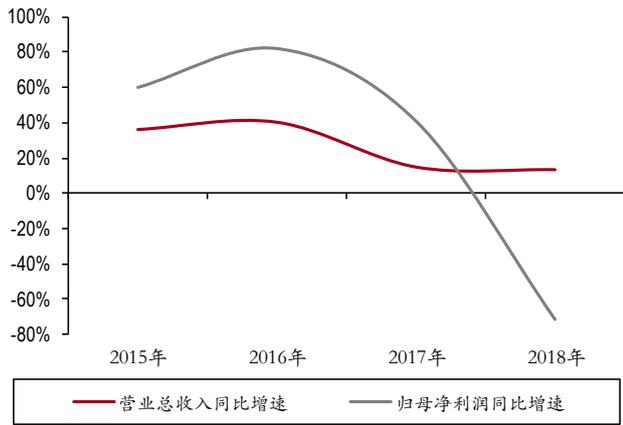
(%)	2018 营业总收入同比增速	2018 归母公司净利润同比增速	毛利率	净利率
影视内容制作	(6.22)	(186.94)	29.80	(15.81)
游戏	12.96	(71.36)	64.71	10.75
广告&营销	29.03	(226.56)	12.67	(1.65)
互联网	9.80	(48.33)	47.58	5.70
出版	1.88	4.00	29.85	11.25
有线网络	(0.02)	(5.53)	28.30	11.19
院线	3.35	(72.39)	26.73	2.89

资料来源：万得，中银国际证券

### 游戏板块：毛利率回升彰显板块竞争力，新游戏有望提供业绩弹性

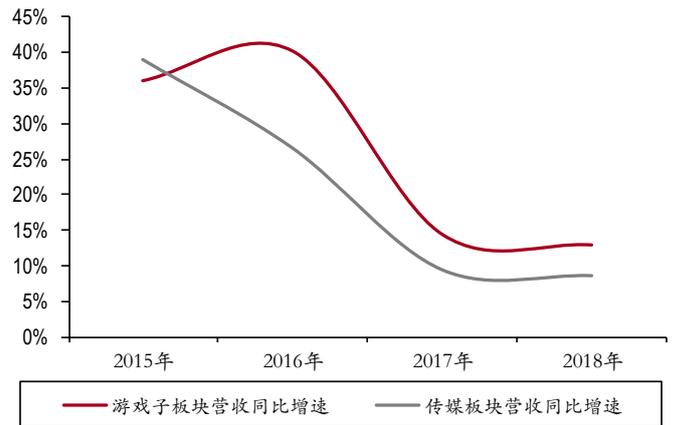
游戏板块我们统计了 18 家主要 A 股上市公司业绩情况，在整体统计时剔除世纪华通重大资产重组影响。2018 年重点游戏类上市公司整体营业收入同比增速为 12.96%，超过传媒板块 4.26 个百分点；归属于母公司股东净利润由于部分公司出现大额商誉减值，因此整体同比下滑 71.4%。

图表 22.2015-2018 年游戏板块营收及净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

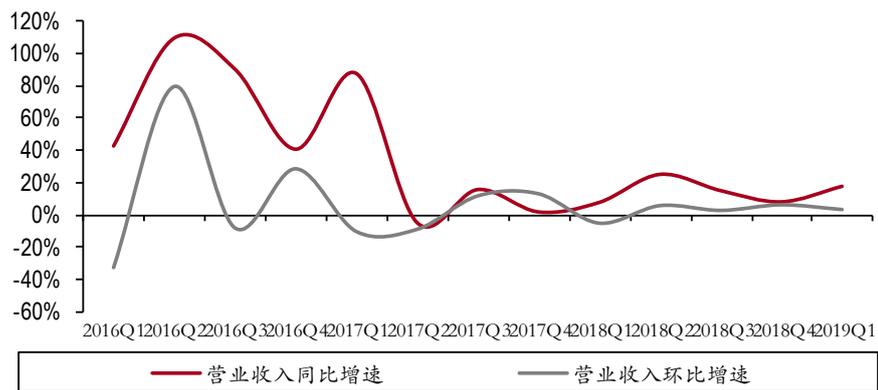
图表 23.2015-2018 年游戏子板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券

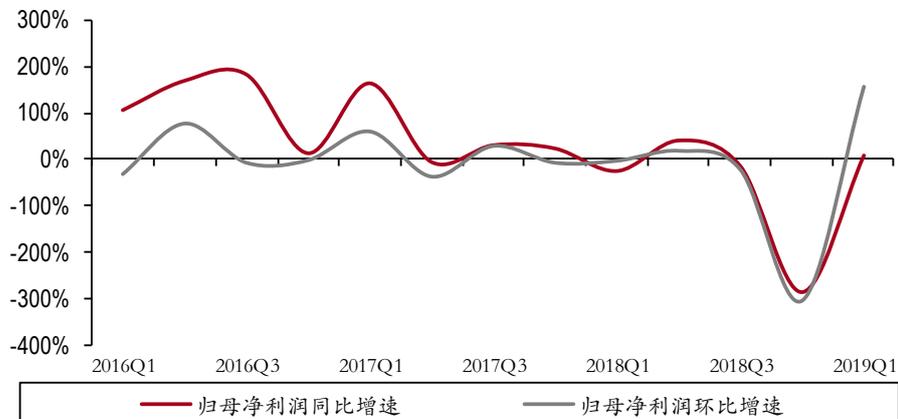
单季度业绩方面，板块营收单季度同比增速在 2018 年 4 季度到达低谷后，于 2019 年 1 季度出现反弹；而营收环比增速自 2018 年 Q1 开始就维持在 5% 左右，表明行业整体进入稳健增长阶段。

图表 24. 2016Q1-2019Q1 游戏类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

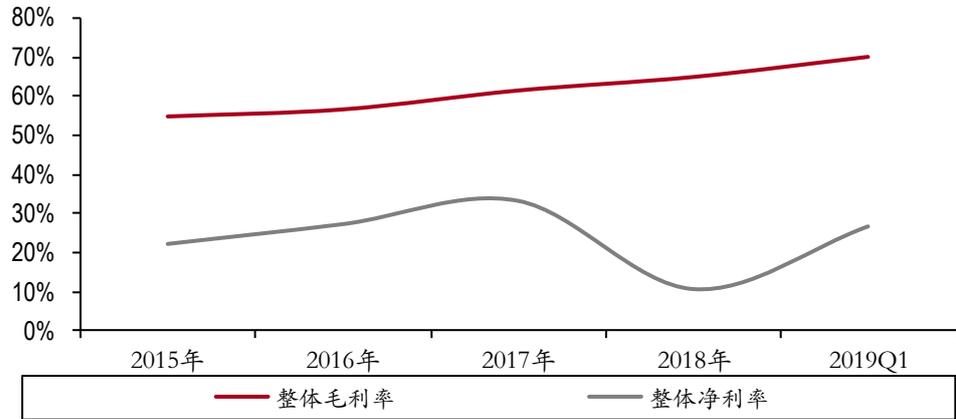
图表 25. 2016Q1-2019Q1 游戏类上市公司归母净利润同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，重点游戏类上市公司 2018 年整体毛利率为 64.71%，从 2015 年以来持续提升，2019 年 1 季度整体毛利率达到 69.83%；2018 年由于资产减值原因，整体净利率仅为 10.75%，但在 2019 年 1 季度迅速回升至 26.57%，但逊于 2017 年的净利率表现。

**图表 26. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度游戏子版块毛利率及净利率变化**

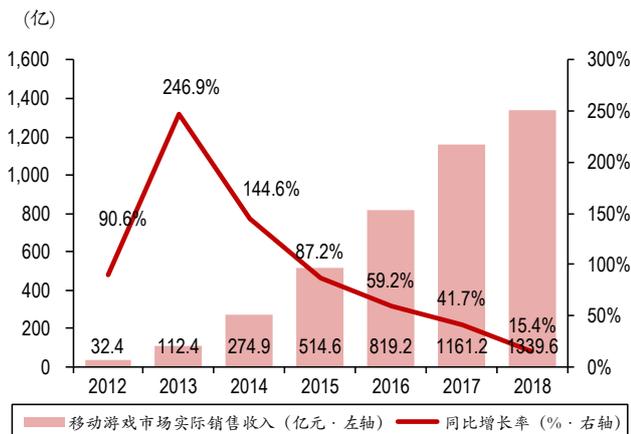


资料来源：万得，中银国际证券

游戏类上市公司虽然部分计提了一定比例的资产减值，或是并购标的业绩未达标，如三七互娱（墨鹏科技），但整体毛利率近年来稳步提升，表明重点游戏类上市公司的核心竞争力及整体行业盈利状况仍然良好。部分上市公司如吉比特、姚记扑克、浙数文化、完美世界等，得益于老游戏流水逆势提升且盈利性持续提升，以及新游戏上线的贡献，2019 年 1 季度归母净利润增长超预期。

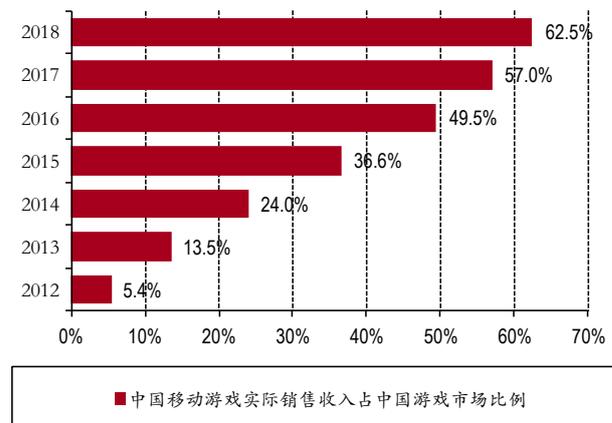
根据伽马数据发布的行业报告，2018 年中国移动游戏实际销售收入达到 1,339.6 亿元，同比增长 15.4%，该增速与重点上市公司整体营收增速基本一致；移动游戏销售收入占游戏整体销售收入的比重已经超过 60%，自 2012 年以来持续提升，因此，移动游戏收入增速大幅放缓是 2018 年游戏整体收入增速下滑的最主要原因。

**图表 27. 中国移动游戏市场实际销售收入**



资料来源：伽马数据，中银国际证券

**图表 28. 中国移动游戏实际销售收入占全市场比例**



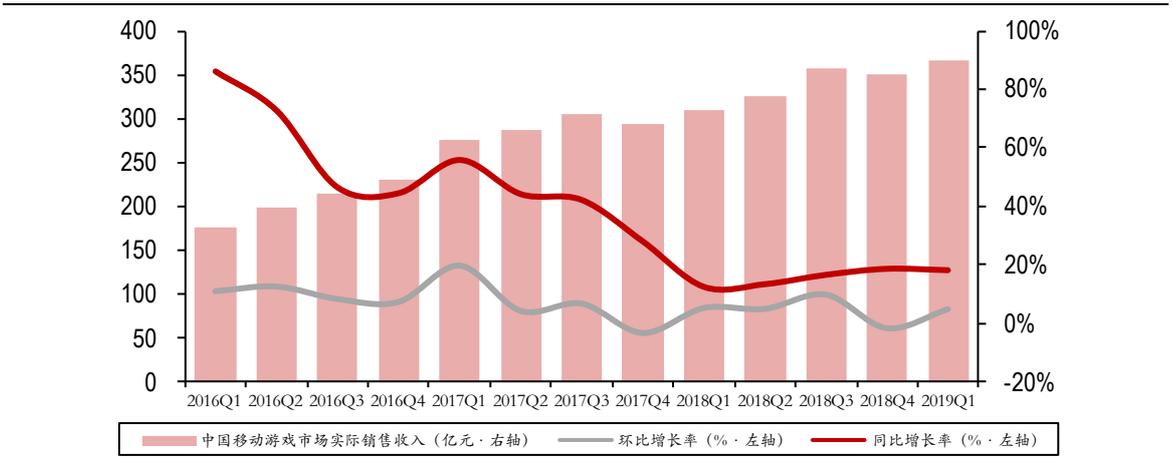
资料来源：伽马数据，中银国际证券

游戏版号的审批重启有望带来行业整体回暖。2018 年游戏行业整体收入增速下滑的主要原因是 2018 年 3 月由于职能部门的调整从而游戏版号审批工作暂停，导致部分公司无法上线新游戏带来增量收入，因此收入增速大幅下滑。另一方面，版号审批的暂停也使得游戏公司不需要为新游戏投入过多营销及渠道费用，因此整体毛利率持续提升。

2018年12月29日，国家广电总局公布新一批游戏版号发放结果，标志着游戏版号审批的再度放开。截至4月10日最新一批版号发布，新闻出版总署共发布了12批999个过审版号，部分上市公司的重点游戏如游族网络的《权力的游戏：凛冬将至》、完美世界的《完美世界手游版》（已上线）等已获得版号。

成熟游戏仍然是利润贡献的主要动力点。根据伽马数据显示，2019年1季度移动游戏市场规模达到365.9亿元，同比增长18.2%，环比增长4.7%，单季度同比增速与2018年4季度基本持平，表明游戏行业自2018年下半年开始回暖后，已经进入平稳增长阶段；2019年第一季度，进入TOP50的新游戏数量（共3款）较2018年（共8款）出现大幅下滑也表明虽然版号放开，新游戏开始逐渐上线，但新游戏的推广培育需要时间，大部分对上市公司的业绩贡献在一季度还未能体现。

图表 29. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度游戏子版块毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 2019 年一 季度中国移动游戏实际销售收入前十位

排名	游戏名称	研发商	游戏类型
1	王者荣耀	腾讯游戏	战术竞技类
2	梦幻西游	网易游戏	回合制角色扮演类
3	QQ飞车	腾讯游戏	竞速类
4	完美世界手游	腾讯游戏/完美世界	MMORPG
5	阴阳师	网易游戏	回合制角色扮演类/卡牌类
6	明日之后	网易游戏	生存类
7	乱世王者	腾讯游戏	策略类
8	QQ炫舞	永航科技	休闲类/音舞类
9	大话西游	网易游戏	回合制角色扮演类
10	Fate/Grand Order	DELiGHTWorks	卡牌类

资料来源：伽马数据，中银国际证券

随着行业的发展，版号审批的放开，精品游戏研发商的市场地位将更加稳固。2018年版号审批的暂停淘汰了一部分小游戏厂商，使得中大型游戏开发商获得了更多的市场空间；另一方面，随着行业的发展，同质化的加大，用户对游戏的品质要求更高，需要游戏开发商投入更多的研发费用去提升游戏质量。从年报中可以看到，自2015年以来，如完美世界、游族网络等A股龙头游戏类上市公司的研发投入逐年增长，研发投入的提升是上市公司能否巩固核心竞争力的关键指标，因此，我们认为，未来游戏行业的头部效应将更加明显。

图表 31.2015-2018 年游戏板块重点上市公司研发支出情况

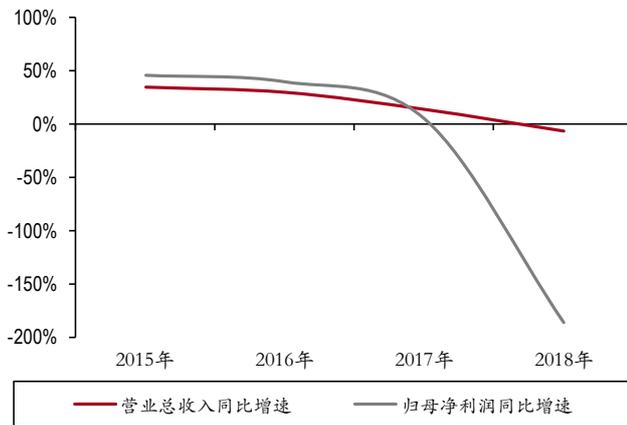
单位 (亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
游族网络	1.33	1.73	3.21	3.70
三七互娱	2.70	3.18	4.39	5.38
完美世界	0.00	13.51	13.11	14.13
吉比特	0.49	1.93	2.44	2.87
金科文化	0.17	0.41	0.88	1.73

资料来源：公司财报，中银国际证券

### 影视内容板块：监管政策趋严迫使行业进入阵痛调整期

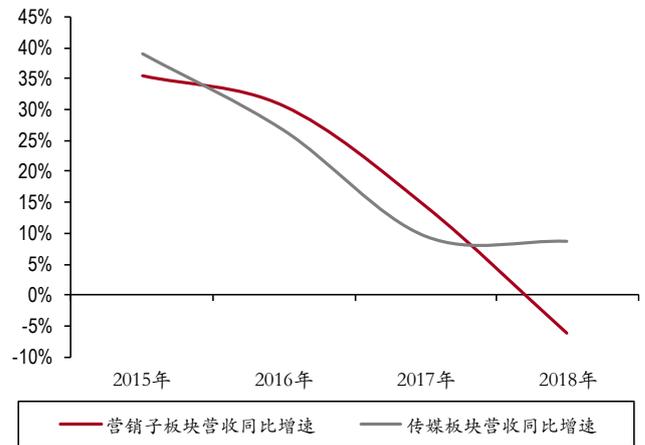
影视板块我们统计整理了 17 家主要影视类上市公司业绩情况。2018 年影视内容板块（剔除芒果超媒并表影响）营业收入同比增速为-6.22%，较 2017 年大幅下滑并由正转负；受到资产减值影响，整体归母净利润为负值，同比下滑 186.94%。2018 年“行业税收补缴”、“明星限薪”等政策使得部分公司的相关剧目项目营收不及预期，坏账损失增加等因素使得行业整体营收和净利润水平大幅下滑。

图表 32.2015-2018 年影视板块营收及净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

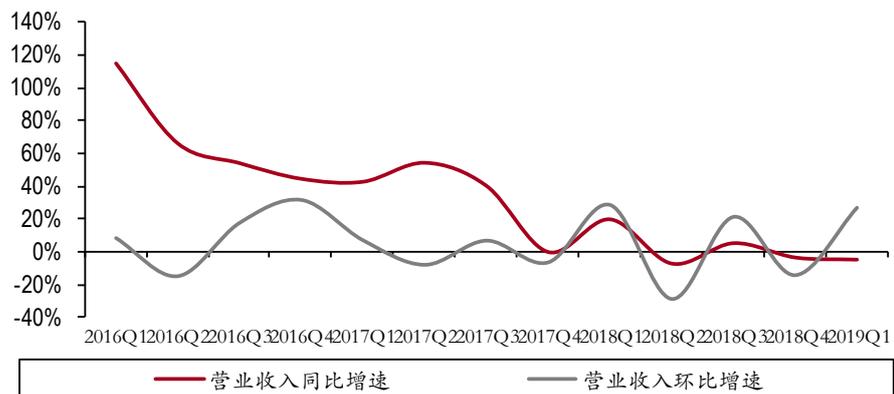
图表 33.2015-2018 年影视子板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券

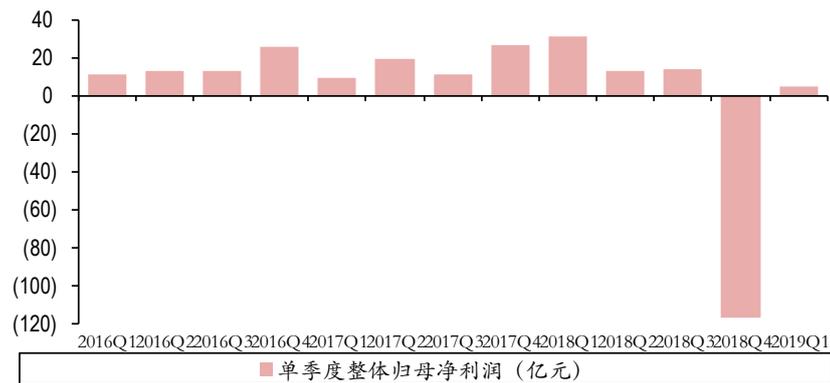
单季度业绩方面，2018 年 2 季度开始，影视行业整体营收呈现下滑趋势。2019 年 1 季度，影视板块整体营收同比下滑 16.03%，环比下滑 40.84%；虽然影视行业单季度营收波动较大，但从整体业绩表现来看，行业并未走出政策监管导致的阵痛期。

图表 34.2016Q1-2019Q1 影视类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

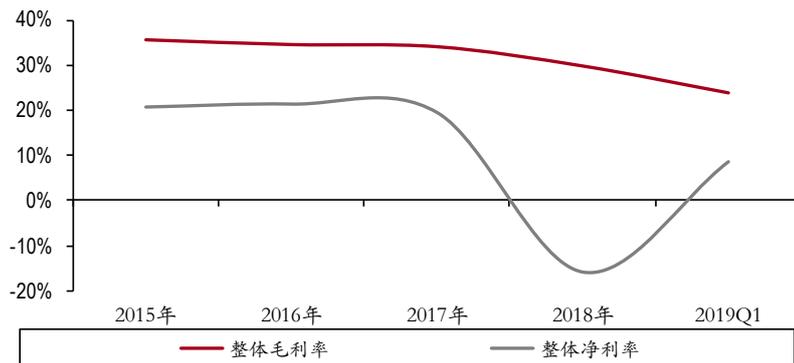
图表 35. 2016Q1-2019Q1 影视类上市公司归母净利润变化



资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，影视类上市公司 2018 年整体毛利率为 29.80%，较 2017 年下滑 4.22 个百分点；部分公司由于剧目题材、所合作剧目的演员等因素导致剧目无法销售或播出，因此无法如期确认收入或产生大额应收账款的坏账计提；另外，播放平台改变影视剧采购政策，压缩影视剧价格，成为电视剧公司毛利率下滑的主要原因。

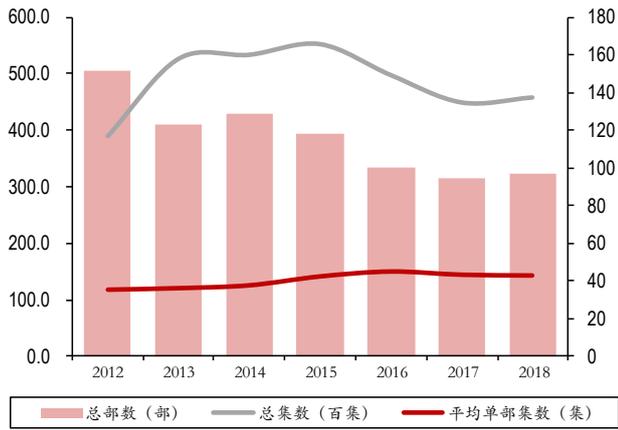
图表 36. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度影视子板块毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

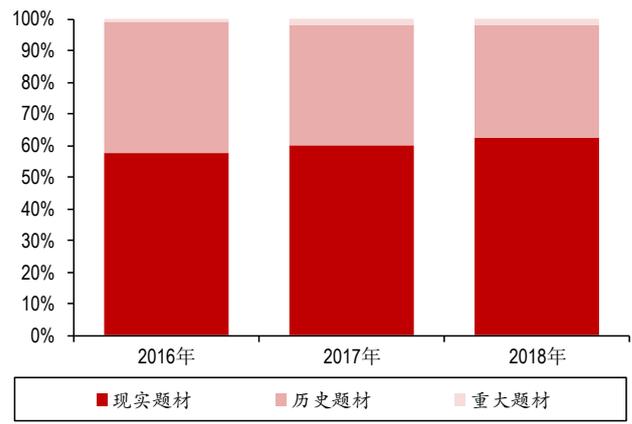
行业方面，根据《中国电视剧产业发展报告 2019》的数据显示，2018 年完成并获得发行许可证的电视剧 323 部，共计 13,726 集，均较 2017 年小幅回升；平均单部集数为 42.5，与 2017 年基本持平。2018 年，现实题材依旧占据最大比重，达到 63.16%，历史题材则相应下降，达到 35.91%的比重，同样下降还有重大题材，由 2017 年的将近 1.91%的占比下降到 0.93%。

图表 37. 2012-2018 年完成并取得发行许可的电视剧总量



资料来源：万得，中银国际证券

图表 38. 2015-2018 年影视子板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券

在电视剧播出方面，2018 年上星剧总量为 113 部，较 2017 年（123 部）有所下滑，网络剧播出数量达到 260 部，较 2017 年增长 23% 以上。上星剧数量的下降也一定程度上限制了电视剧公司的发行节奏。非上市公司如正午阳光、柠萌影业等优秀电视剧公司的不断发展也加大了电视剧上市公司的竞争压力，以正午阳光为例，《大江大河》以 8.9 的豆瓣评分，成为 2018 年口碑最好的国产剧，2019 年的《都挺好》也引发了社会热议，从内容制作实力来看，上市公司并不具备绝对的优势。

政策因素是 2018 年行业最重大的影响因素。2018 年下半年开始，中宣部等五部门下发了治理影视行业天价片酬“阴阳合同”偷逃税等问题的《通知》；加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理。一系列政策的出台在整治行业规范的同时也造成了一定数量影视剧的停拍，对影视公司的经营造成了一定影响。如唐德影视由于种种原因，电视剧《巴清传》、《北部湾人家》等项目未能如期播出或确认收入，使得公司计提大额坏账损失或减少相应营业收入等。

图表 39. 2018 年行业政策性事件整理

时间	事件
1 月 24 日	全国广播电视宣传管理工作会议召开，把庆祝改革开放 40 周年宣传作为贯穿全年的重大主题、重要任务；提前部署选题策划、评审扶持等工作，做到规划一批、创作一批、播出—批、储备—批；源源不断推出讴歌党、讴歌祖国、讴歌人民、讴歌英雄的精品力作。
2 月 8 日	广电总局严肃整治网上歪曲演绎经典、低俗炒作、不良有害视听节目。
2 月 8 日	国台办出台《关于促进两岸经济文化交流合作的若干措施》，放开两岸影视合作在人员参与、生产数量、立项审批等方面的限制。
3 月 16 日	《国家新闻出版广电总办公厅关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》，坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为；加强网上片花、预告片等视听节目管理。
4 月 4 日	广电总局在宁波召开首次全国电视剧创作规划会议。要求电视剧创作以现实主义为主体；市场价值要服从于社会价值；整治高片酬弊病。
6 月 27 日	中宣部等五部门下发治理影视行业天价片酬“阴阳合同”偷逃税等问题的《通知》。加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理，控制不合理片酬，推进依法纳税，促进影视业健康发展。
8 月 13 日	爱奇艺、优酷、腾讯视频三家视频网站联合正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大影视制作公司，共同发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》。
10 月 31 日	《国家广播电视总局关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》。要求坚决遏制追星炒星、泛娱乐化等不良倾向，严格控制嘉宾片酬，加大电视剧网络剧（含网络电影）治理力度，坚持同一标准、同一尺度，坚决打击收视率（点击率）造假行为。

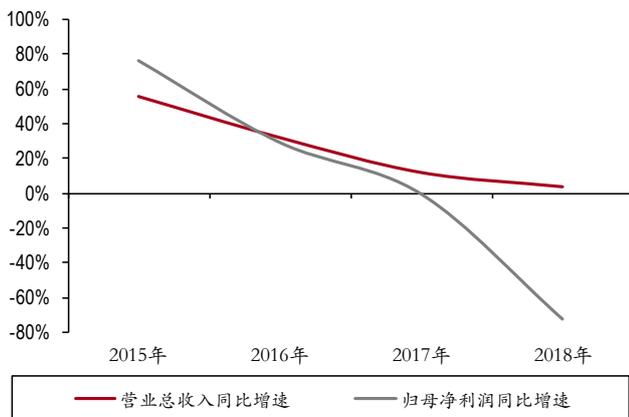
资料来源：百度百科，中银国际证券

重点项目的成功与否对上市公司的业绩将产生重大影响。虽然 2018 年开始，行业政策的趋严使得影视公司的经营承受重大不确定性，但是部分上市公司仍推出了具有较强社会影响力的作品。以北京文化为例，公司主控并发行的电影《我不是药神》在创造 31 亿票房的同时，对现实社会的关照和探讨也引发社会各界热议和赞扬；2019 年春节档，公司主控宣发的电影《流浪地球》取得了 46.56 亿的票房成绩，位列国产电影票房榜第二，根据公告显示，公司来源于该影片的收益在 2.3-2.6 亿元。

### 电影院线板块：非票业务大幅放缓，行业更依赖票房表现

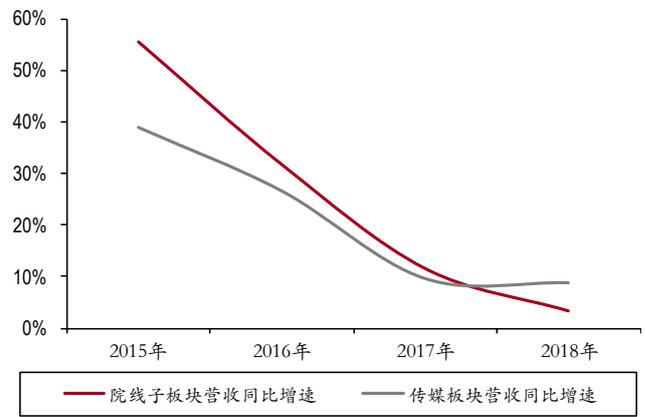
院线板块我们统计整理了 6 家以电影放映为主营业务的上市公司业绩情况。2018 年营业收入同比增速为 3.35%，连续三年出现增速不断下降；由于文投控股和幸福蓝海的资产减值影响，整体归母净利润同比下滑 72.39%。

图表 40.2015-2018 年院线板块营收及净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

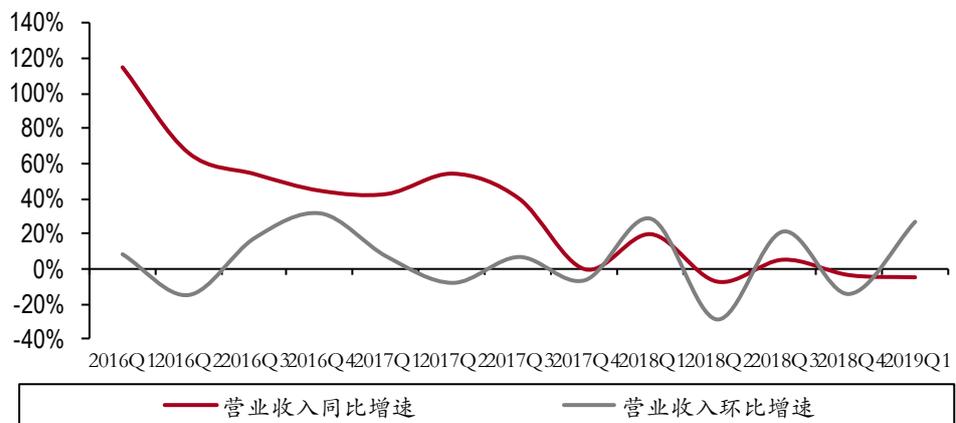
图表 41.2015-2018 年院线子板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券

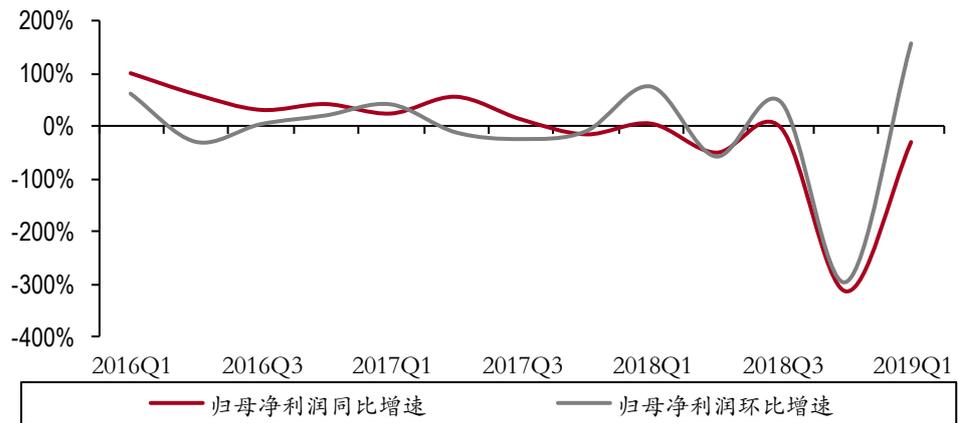
单季度业绩方面，整体业绩变化与季度票房变化基本一致。2017Q4 开始整体业绩出现明显降速，季度环比增速与票房波动密切相关。以 2019 年一季度为例，2019 年一季度全国电影票房总额达到 186.16 亿元，同比下滑 7.94%，环比增长 58.31%，上市公司整体营收同比下滑 5.44%，环比增长 27.29%。

图表 42. 2016Q1-2019Q1 院线类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

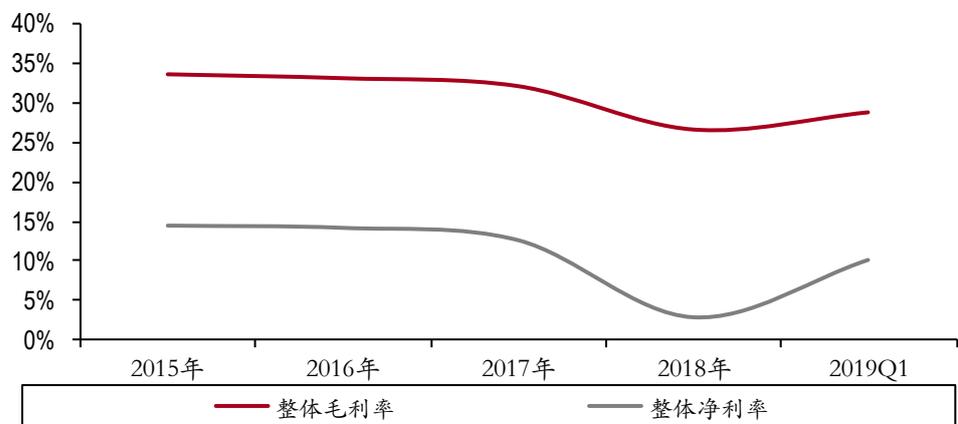
图表 43. 2016Q1-2019Q1 院线类上市公司归母净利润同比增速和环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，重点院线类上市公司 2018 年整体毛利率为 26.73%，较 2017 年出现明显下滑，而在 2019 年 1 季度略有回升。2018 年重点院线公司高毛利率的非票房业务收入增速放缓，业绩表现更加依赖于低毛利率的电影放映收入，是整体毛利率下滑的主要原因。以万达电影为例，公司影院广告业务和商品销售业务的营收增速分别从 2017 年的 41.86%和 36.33%下滑至 5.03%和 3.38%。

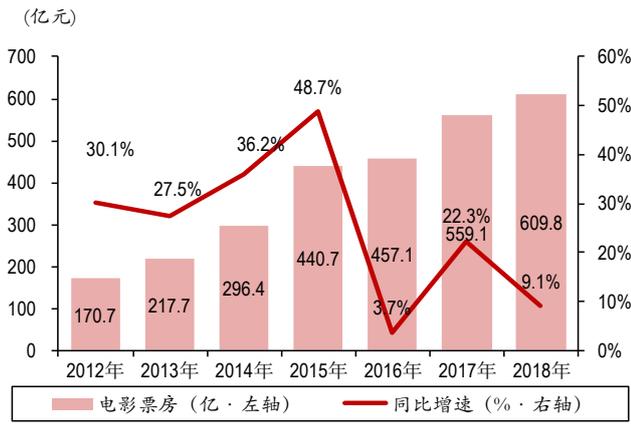
图表 44. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度游戏子版块毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

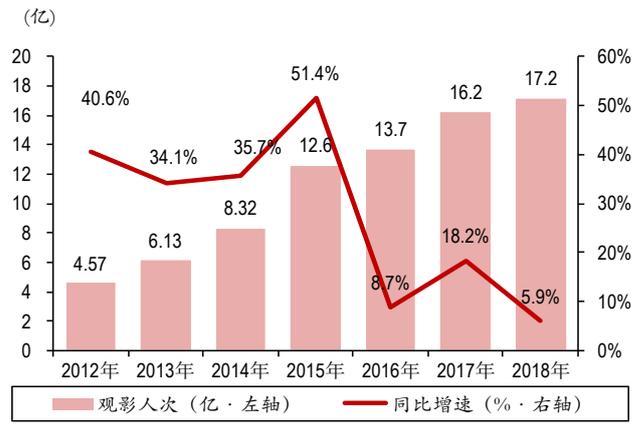
票房增速放缓和行业竞争加剧是上市公司业绩增速下滑的主要原因。2018 年国内电影票房总额为 609.8 亿元，同比增长 9.06%，增长率低于 2017 年的 13.45%，是 2016 年 (3.73%) 之后第二次回到个位数增速；观影人次达到 17.16 亿，同比增长 5.93%，略低于票房增速水平；2019 年 1 季度全国电影票房总额达到 186.16 亿元，同比下滑 7.94%；观影人次 4.80 亿人，同比下滑 14.47%；平均票价 38.81 元，同比增长 7.64%。

图表 45. 2012-2018 年国内票房变化情况



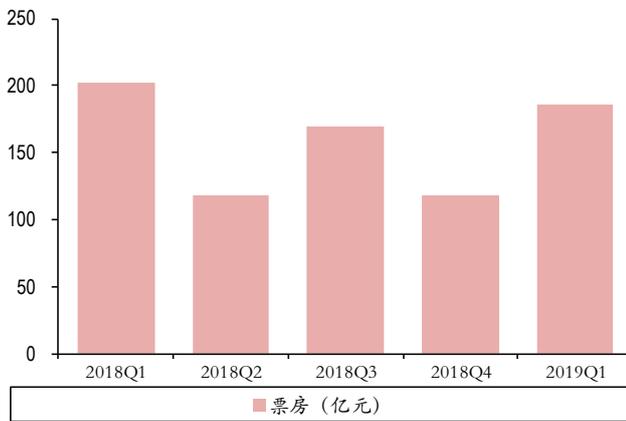
资料来源：猫眼电影，中银国际证券

图表 46. 2012-2018 年国内观影人数变化



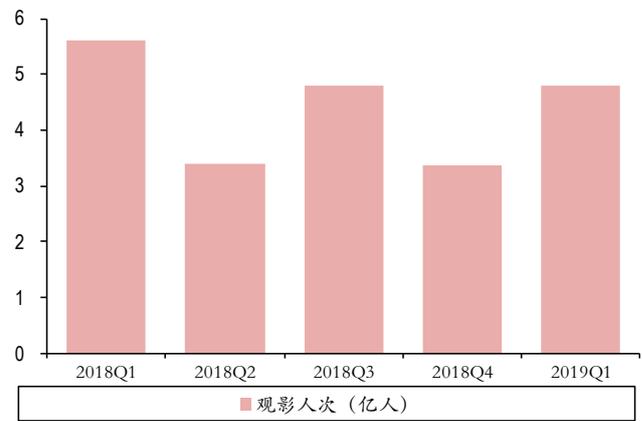
资料来源：猫眼电影，中银国际证券

图表 47. 2018Q1-2019Q1 国内票房变化情况



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

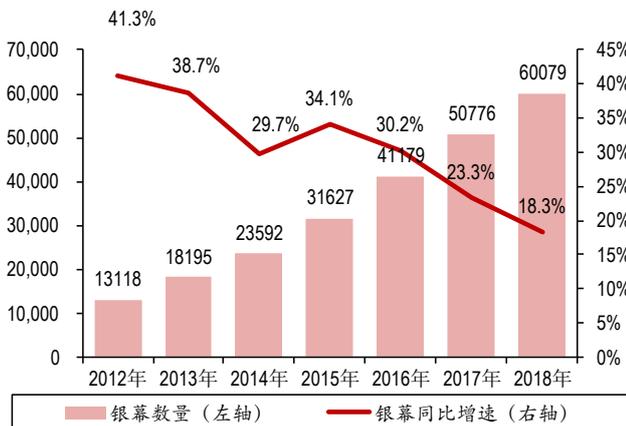
图表 48. 2018Q1-2019Q1 国内观影人次变化情况



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

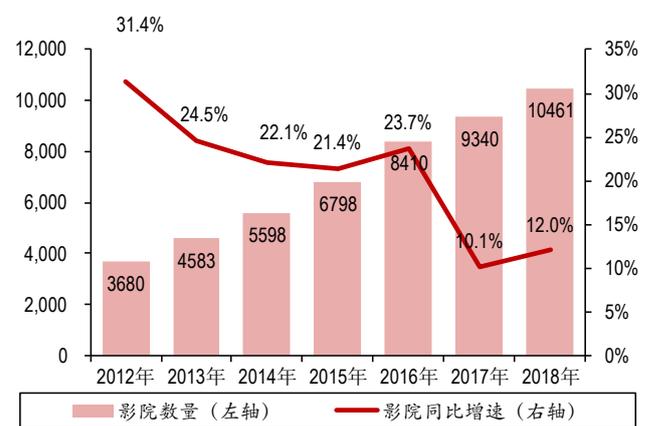
院线扩张速度近年来逐步放缓，但仍高于票房增速。2018 年国内银幕数量突破 6 万块，同比增长 18.3%；影院数量突破 1 万家，同比增长 12.0%，自 2016 年以来稳居全球第一。从 2016 年开始，国内院线扩张增速开始逐年放缓，但从 2013 到 2018 年，国内银幕建设的复合增速为 28.9%，高于票房增速表现。

图表 49. 2012-2018 年国内银幕建设数量



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

图表 50. 2012-2018 年国内影院建设数量



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

院线扩张增速高于票房增速对上市公司的影响来自于两方面。一方面，影院数量的扩张增加了院线公司的营业成本，降低了院线公司的毛利率水平；另一方面，部分院线公司的扩张速率低于行业平均水平，使得其放映收入被行业整体分流。2019年1季度观影人次的下滑则会对院线公司的非票房业务产生影响，广告业务收入和商品销售收入可能随观影人次的下滑而减少。

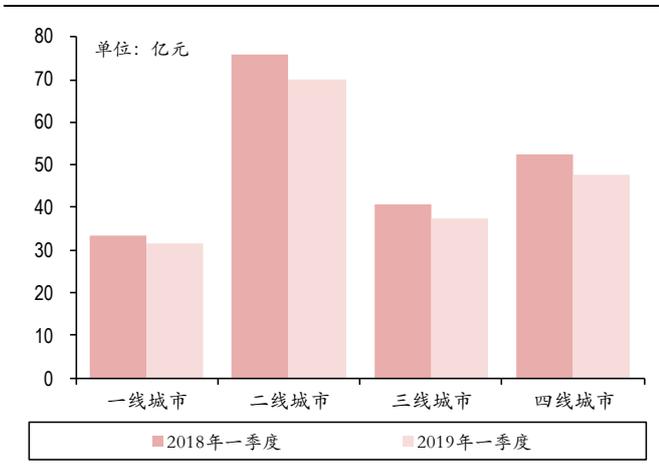
图表 51. 万达电影、横店影视、金逸影视业务结构及变化

		2018年	2017年	2016年	2015年
万达电影	观影人次 (亿人)	1.96	1.82	1.60	1.49
	电影放映 (亿元)	90.68	83.34	75.25	63.88
	广告服务 (亿元)	25.20	24.00	16.92	4.63
	商品销售 (亿元)	18.69	18.08	13.26	9.23
横店影视	观影人次 (亿人)	0.67	0.66	0.60	0.49
	电影放映 (亿元)	20.34	19.30	17.86	17.28
	广告服务 (亿元)	1.99	1.57	1.13	0.60
	商品销售 (亿元)	2.49	2.47	2.38	2.46
金逸影视	观影人次 (亿人)	0.44	0.48	0.49	0.52
	电影放映 (亿元)	15.89	16.57	16.74	19.63
	广告服务 (亿元)	1.90	2.98	2.64	1.57
	商品销售 (亿元)	1.60	1.87	1.67	1.83

资料来源：公司财报，中银证券

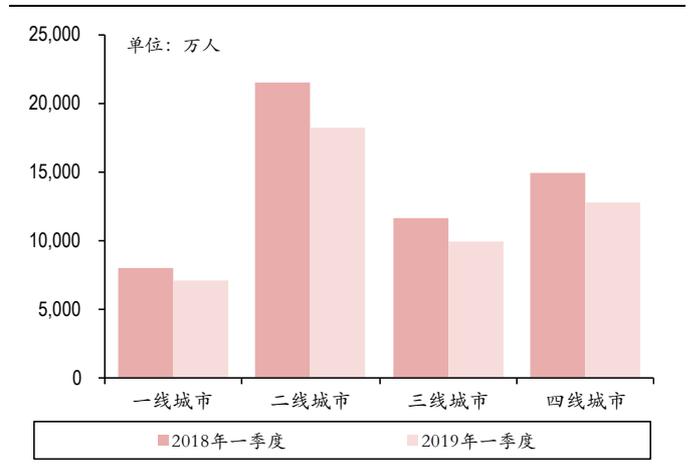
另一方面，观影人次的减少来源于电影票价的整体提升。数据显示，1季度观影人次的下滑主要受二至四线城市观影人次下降的影响，尤其是三、四线城市人们的观影行为对票价的敏感度更高；基于这个角度，在一、二线人口相对密集城市拥有较多布局的院线类上市公司有望保持业绩的相对稳定。

图表 52. 2019 年一季度和 2018 年一季度票房对比



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

图表 53. 2019 年一季度和 2018 年一季度观影人次对比

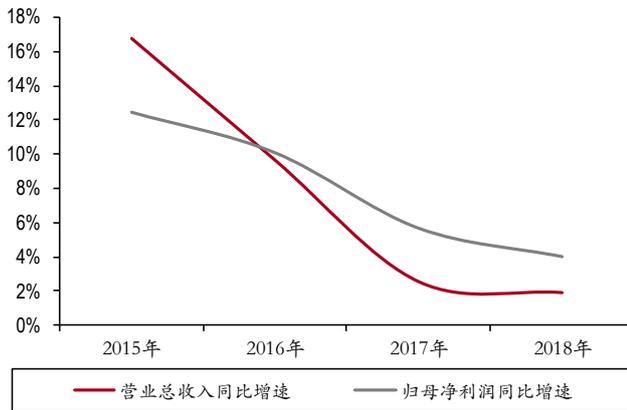


资料来源：猫眼电影，中银国际证券

### 出版板块：营收、净利润保持双增长，图书提价及渠道拓展有望助推板块业绩提升

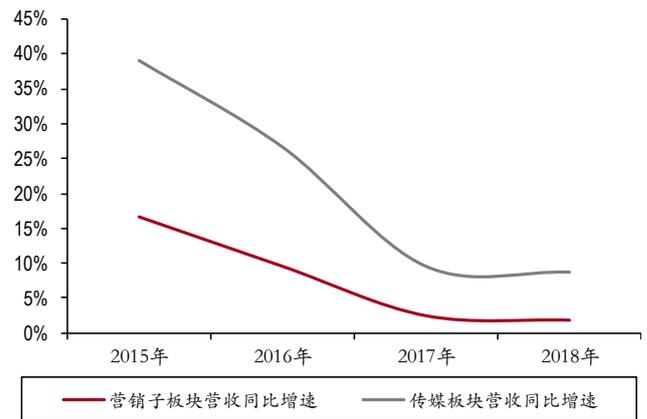
出版板块我们统计了 19 家上市公司的业绩情况，在计算整体业绩过程中剔除华闻传媒和天舟文化的业绩（大额资产减值）影响。整体 2018 年营业总收入同比增速为 1.88%，较 2017 年下降 0.64 个百分点；归母净利润同比增速为 4.00%，较 2017 年下降 1.66 个百分点，由于传统出版以图书教材教辅销售业务为主，因此整体基本保持稳定且没有资产减值风险。

图表 54.2015-2018 年出版板块营收及净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

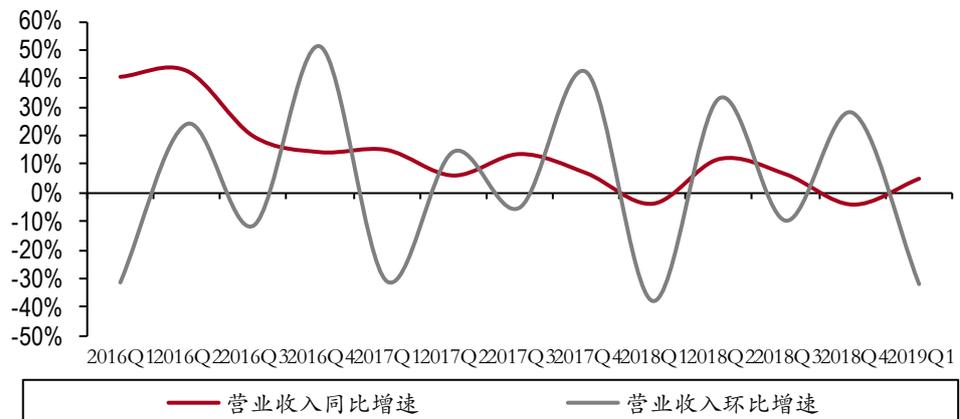
图表 55.2015-2018 年出版子板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券

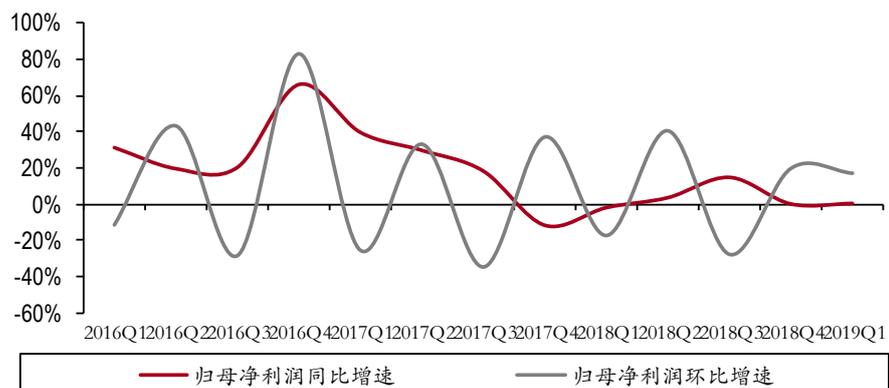
单季度业绩方面，出版板块营业收入单季度同比增速从 2017 年 4 季度开始明显下降，而环比增速则由于教材教辅销售的时点主要集中在二、四季度而呈现显著波动规律。归母净利润方面，由于出版板块上市公司业务相对单一，主要以图书销售为主，因此波动变化与营业收入基本保持一致。2019 年 1 季度出版板块归母净利润环比上升，我们判断与部分上市公司一季度图书存在提价销售有关。

图表 56. 2016Q1-2019Q1 出版类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 57. 2016Q1-2019Q1 出版类上市公司归母净利润同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，出版类上市公司 2018 年整体毛利率为 29.65%，2015 年以来基本维持稳定，2019 年 1 季度毛利率达到 32.19%，较 2018 年全年水平提升较多，但全年影响仍待观望；2018 年整体净利润率为 11.25%，较 2017 年同期基本一致。

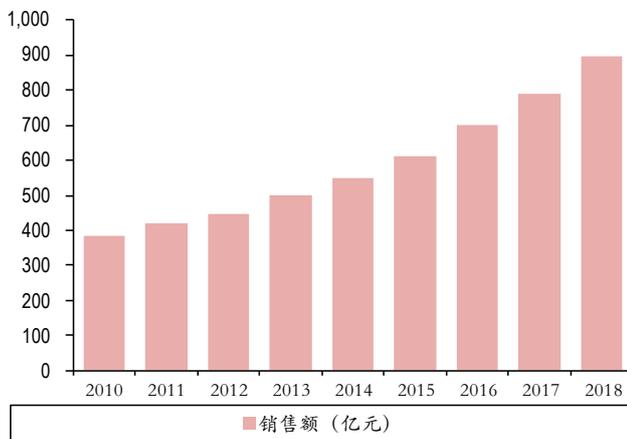
图表 58. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度出版子版块毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

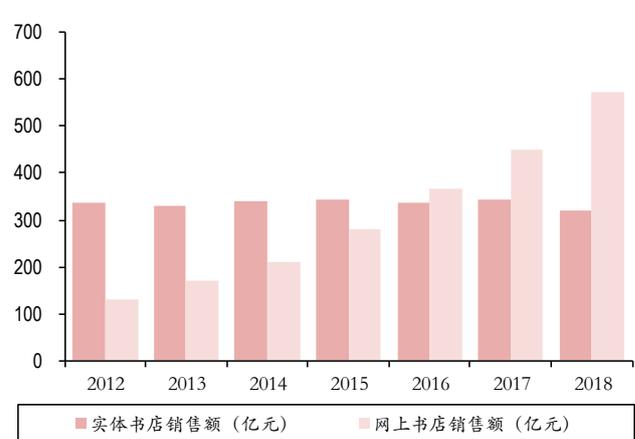
行业方面，2018 年中国图书零售市场码洋规模达到 894 亿元，同比增长 11.3%，规模较 2017 年进一步提升；线上销售码洋规模达 573 亿元，同比增长 24.7%，继续保持较线下更高的增速，但增速较 2017 年有所放缓；实体店出现负增长，同比下降 6.69%，码洋规模达 321 亿元。

图表 59. 2010-2018 年图书零售市场总规模



资料来源：开卷信息，中银国际证券

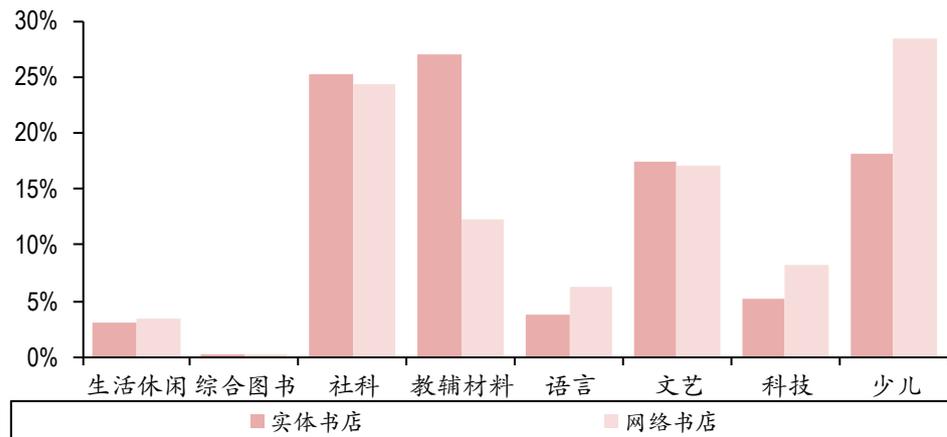
图表 60. 2012-2018 年实体书店和网上书店销售额对比



资料来源：开卷信息，中银国际证券

码洋比重方面，实体书店中，占比最大的是教辅材料，占比 26.97%；其次为社科和少儿类，分别占比 25.28%和 18.17%；占比最少的是综合图书，仅占 0.06%。网络书店中，少儿类占比最大，达到 28.44%，其次为社科类，占比 24.37%。从不同渠道细分类占比的不同可以看出，与孩子的教育直接相关的教辅材料书籍，大多数家庭倾向于去线下亲自挑选、对比；而较休闲娱乐的少儿书籍，网络选购则更为方便，快捷。

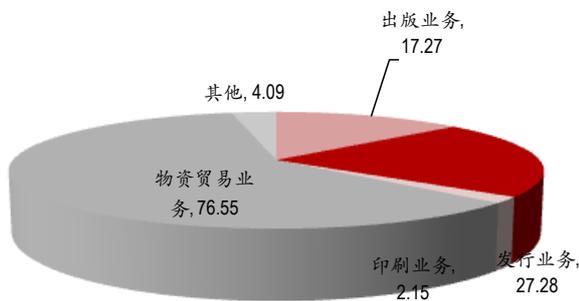
图表 61. 2018 年上半年实体书店和网上书店各类图书的码洋比重



资料来源：开卷信息，中银国际证券

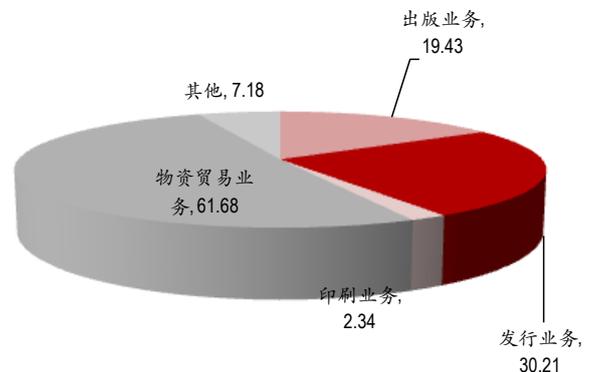
教材教辅提价和渠道拓展带来的图书发行业务的提升是出版板块业绩提升的重要原因。重点出版类上市公司在各自省份拥有教材教辅销售的独家经营权，是其所处行业的天然优势，业务模式相对简单且非常稳定，因此业务的增速主要来自于图书价格的提升；另外，公司的超行业增速发展的更依赖于其他业务的增长。以长江传媒为例，公司 2018 年和 2019 年 1 季度归母净利润分别同比增长 19.45% 和 33.20%，主要来自于其加快渠道拓展后，一般图书业务发行增长较快。

图表 62. 2017 年公司业务结构



资料来源：万得，中银国际证券

图表 63. 2018 年公司业务结构



资料来源：万得，中银国际证券

从长江传媒、凤凰传媒、中文传媒等重点出版类上市公司的 1 季度经营数据可以看出，出版、发行业务的营业收入增速普遍高于销售码洋增速，进一步说明存在图书提价因素。

图表 64. 2012-2018 年公司主要产品数据

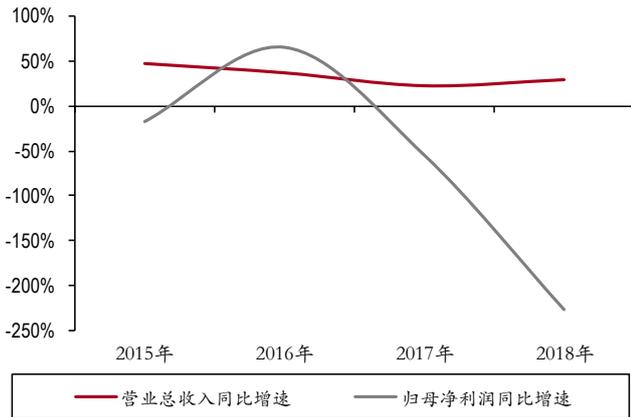
		销售码洋			营业收入		
		2018Q1	2019Q1	增长率%	2018Q1	2019Q1	增长率%
凤凰传媒	出版业务	16.83	18.30	8.73	8.48	9.07	6.96
	发行业务	21.36	23.55	10.25	14.86	17.06	14.80
长江传媒	出版业务	7.87	8.70	10.55	2.94	3.66	24.49
	发行业务	13.24	14.96	12.99	8.22	9.13	11.07
中文传媒	出版业务	16.17	15.73	(2.72)	7.73	7.79	0.78
	发行业务	10.31	10.18	(1.26)	8.96	9.29	3.68

资料来源：公司财报，中银国际证券

**广告营销行业：行业增速下滑趋势未变，板块增量不增利现象依旧**

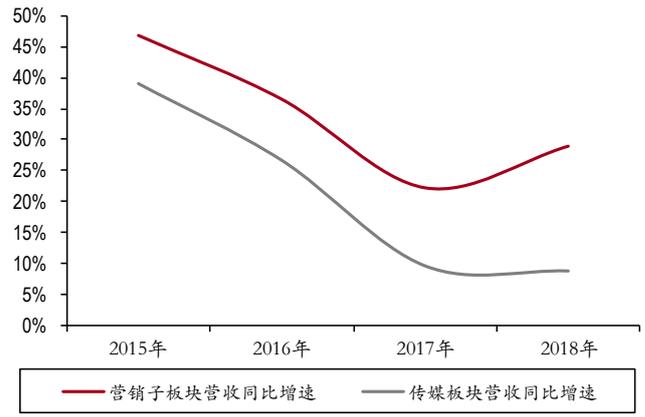
营销板块我们统计了 14 家上市公司业绩。2018 年主要广告营销上市公司（剔除分众传媒的业绩影响）整体营收同比增长 29.03%，归母净利润同比下滑 226.56%。科达股份、华扬联众、蓝色光标等营销类龙头在 2018 年营业收入均大幅提升，主要得益于数字营销类业务的增长，以蓝色光标为例，公司出海广告投放业务收入达到 121.01 亿元，同比增长 178.75%，但该业务毛利率仅为 1.11%，对公司的毛利贡献仅为 1.34 亿元。

**图表 65.2015-2018 年营销板块营收及净利润同比增速**



资料来源：万得，中银国际证券（剔除分众传媒业绩影响）

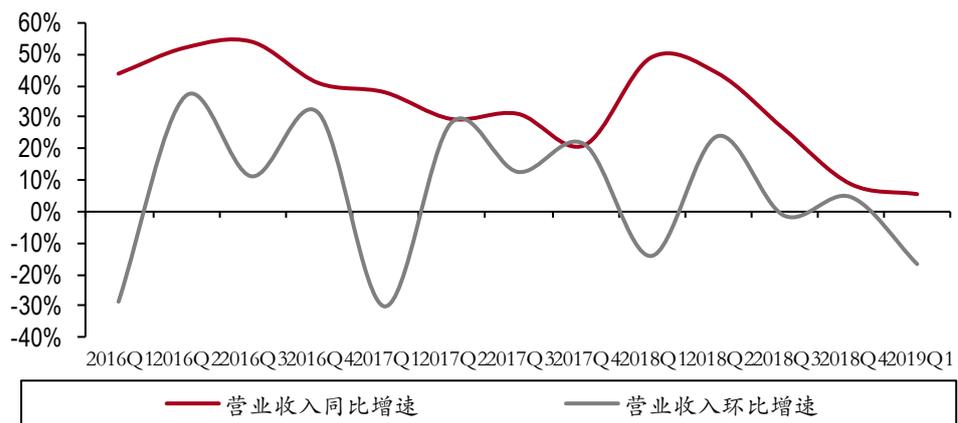
**图表 66.2015-2018 年营销子板块与传媒板块营收对比**



资料来源：万得，中银国际证券（剔除分众传媒业绩影响）

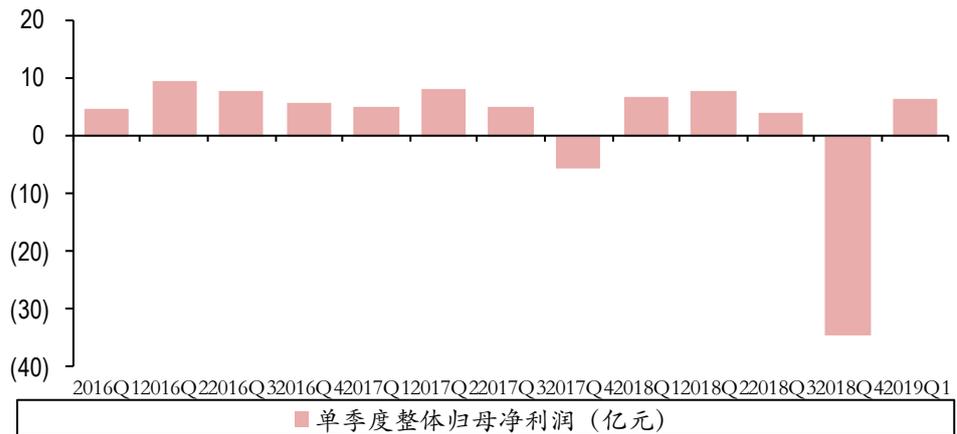
单季度业绩方面，营销板块从 2018 年下半年开始，营业收入的同比和环比增速均出现明显下滑，2019 年 1 季度营收环比下滑 17.00%；归母净利润方面，营销板块由于行业景气度受宏观经济影响而下降，已连续两年有上市公司因为并购标的业绩不达标计提大额资产减值，整体全年净利润由正转负。

**图表 67. 2016Q1-2019Q1 营销类上市公司营业收入同比增速及环比增速变化**



资料来源：万得，中银国际证券（剔除分众传媒业绩影响）

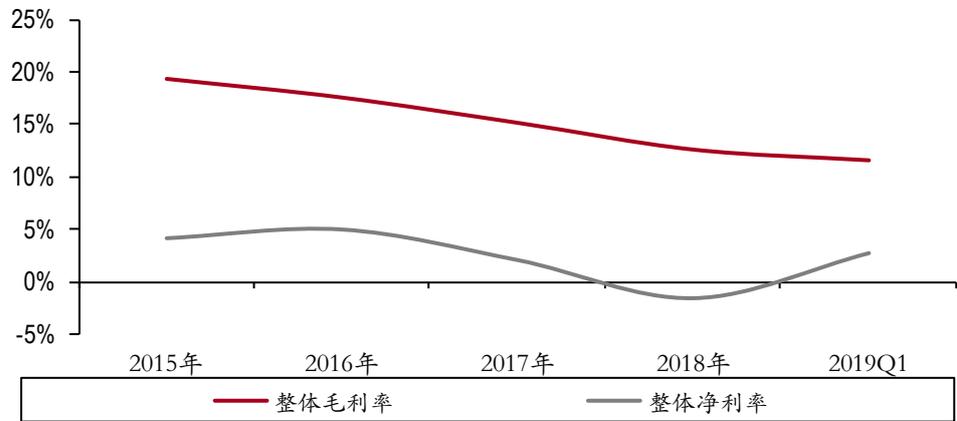
图表 68. 2016Q1-2019Q1 营销类上市公司归母净利润整体变化



资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，重点营销类上市公司 2018 年整体毛利率为 12.67%，从 2015 年以来持续下降，2019 年 1 季度整体毛利率为 11.67%；由于互联网营销业务的扩张，行业近年来保持了良好的营收增速，但该业务主要以媒介代理类渠道业务为主，对上下游的议价能力较弱，因此业务毛利率较低，拖累公司整体毛利率水平，以科达股份为例，公司 2018 年互联网营销服务业务实现营业收入 138.42 亿元，但毛利率仅为 9.64%，说明处于产业链中游的互联网营销公司的核心竞争力仍需要加强。

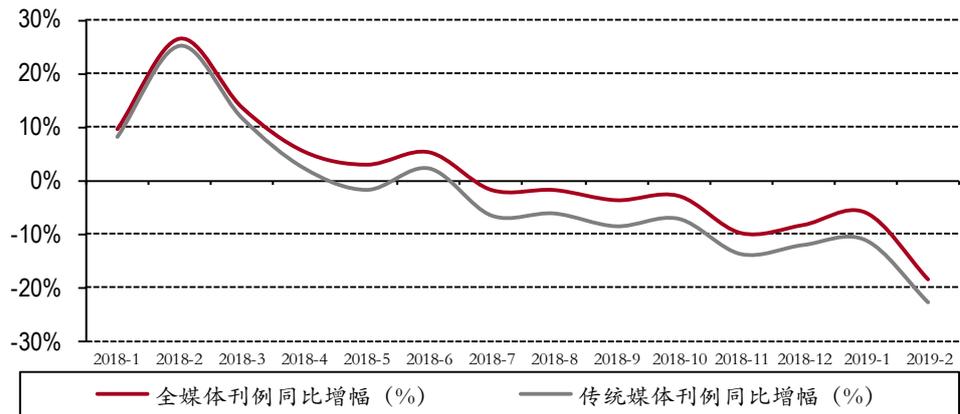
图表 69. 2015-2018 年及 2019 年 1 季度营销子版块毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

广告行业整体增速呈放缓趋势。根据 CTR 数据显示，2018 年全媒体广告刊例花费同比增幅为 2.9%，传统广告刊例花费同比增幅为-1.5%，两项指标较 2017 年均有所减少；同时在 2019 年 1-2 月该趋势并未改变，全媒体广告刊例花费同比减少 5.9%和 18.3%，传统媒体广告刊例花费同比减少 11.2%和 22.8%。从 2018 年下半年开始，广告主的广告预算进一步缩减，投放更加谨慎，新形态媒体经历市场爆发式增长后也进入了平稳发展阶段。上市公司整体营收的季度表现也基本印证了行业的发展变化。

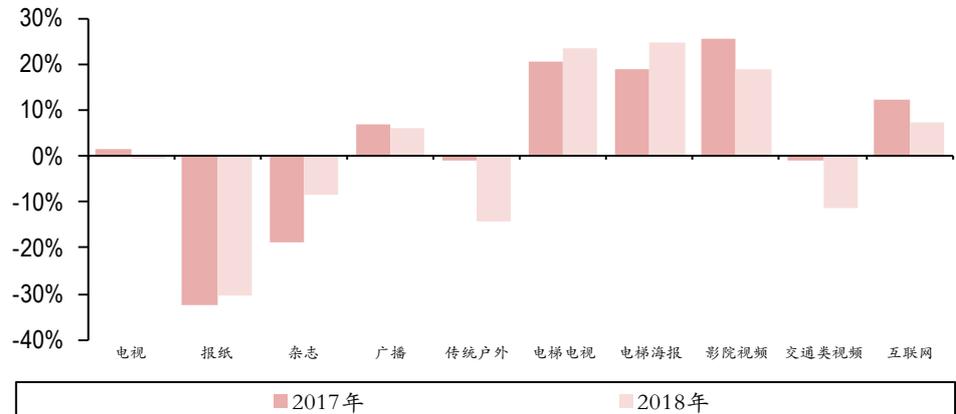
图表 70.2018 年 1 月-2019 年 2 月全媒体广告和传统广告刊例花费同比变化情况



资料来源: CTR 媒介动量, 中银国际证券

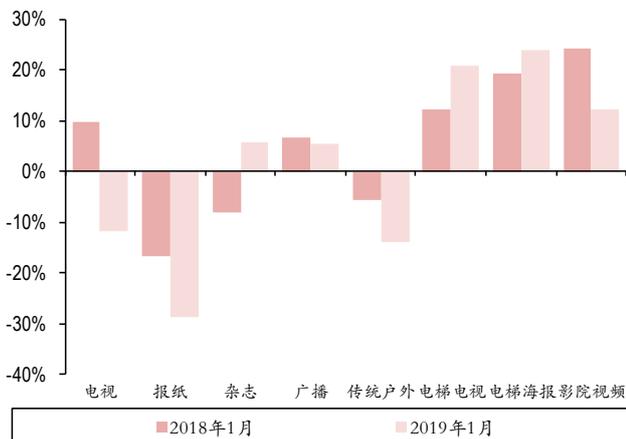
各类媒介刊例花费增幅方面, 电梯电视、电梯海报、影院视频是增幅最高的三个子类别, 分别达到 23.4%、24.9%和 18.8%, 传统媒介如报纸、杂志等整体下滑非常明显; 而 2019 年 1、2 月数据显示, 梯媒广告花费在 1 月仍能有较高增速, 而在 2 月份却出现大幅下滑, 同比增速不到 5%, 部分 1 月表现稳定的传统媒体领域如杂志、广播等, 在 2 月也出现了反转情况。

图表 71.2017 和 2018 年各媒介广告刊例花费变化



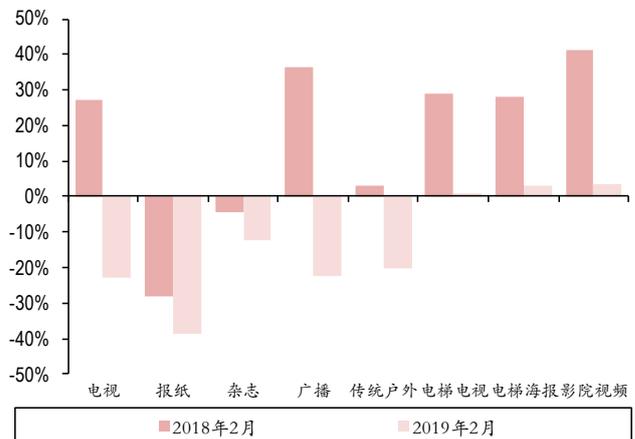
资料来源: CTR 媒介动量, 中银国际证券

图表 72.2019 年 1 月和 2018 年 1 月各媒介刊例花费对比



资料来源: CTR 媒介动量, 中银国际证券

图表 73.2019 年 2 月和 2018 年 2 月各媒介刊例花费对比



资料来源: CTR 媒介动量, 中银国际证券

逆行业周期大幅扩张致分众传媒毛利率出现明显下滑。分众传媒从2018年二季度开始进行了大规模的媒体资源扩张。电梯媒体资源点位数由2018年一季度末的160.0万个增加至2019年第一季度末275.5万个；从自营电梯电视媒体和电梯海报媒体布局来看，公司此轮扩张主要是向二、三线城市下沉，自营电梯电视媒体在二、三线城市的增幅均超过180%。

图表 74.2012-2018 年公司主要产品数据

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
楼宇视频媒体 (万台)	12.62	12.25	13.37	13.88	22.5	30.3	72.4
自营框架总和 (万台)	57.74	73	96.01	106.94	115.8	121.1	193.8
签约影院数量 (家)	966	590	770	820	1530	1750	1900
银幕数量 (块)	64.93	3950	4990	5410	10000	11700	12700

资料来源：公司财报，中银国际证券

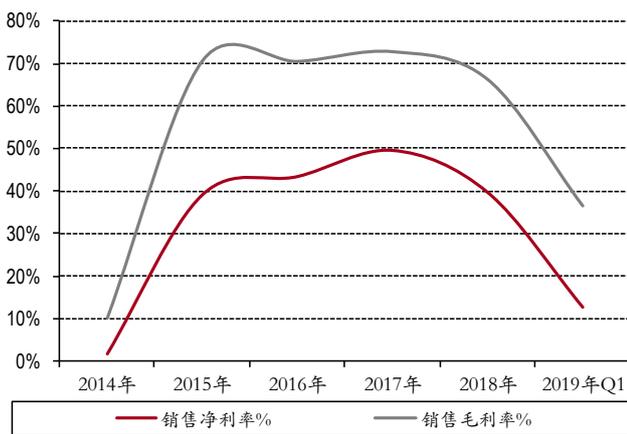
图表 75. 2017 年和 2018 年分城公司主要设备数据情况

	2017 年	2018 年	同比增幅%
自营电梯电视媒体			
一线城市	11.3	19.6	73.5
二线城市	13.9	40.2	189.2
三线城市	3.6	10.3	186.1
自营电梯海报			
一线城市	38.3	49.7	29.8
二线城市	67.6	102.3	51.3
三线城市	15.1	41.8	176.8

资料来源：公司财报，中银国际证券

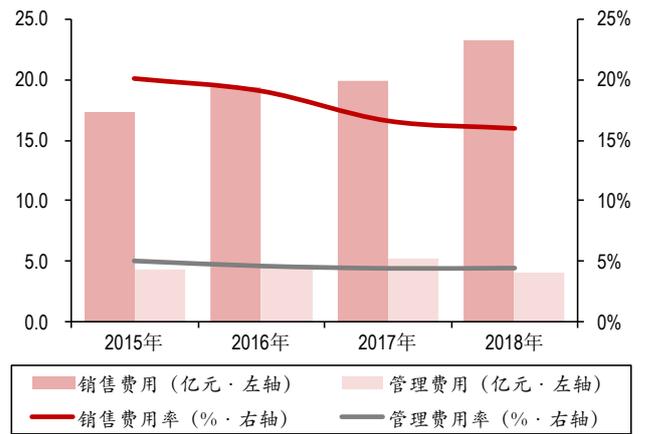
此轮大幅扩张使得公司毛利率出现明显下滑。公司2018年整体毛利率为66.21%，同比减少6.51个百分点；一季度整体毛利率为36.54%，较2018年下滑30.33个百分点。但公司有效控制管理费用和销售费用，整体期间费用率保持相对稳定。

图表 76. 2015-2019Q1 公司毛利率和净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 77. 2015-2018 年公司销售费用和管理费用变化情况



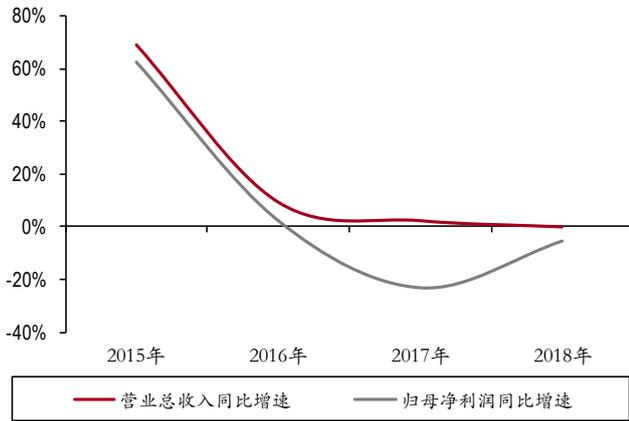
资料来源：万得，中银国际证券 (2018 年管理费用加回研发费用)

从公司单季度营业成本的变化来看，2019年1季度公司营业成本环比增速为5.47%，我们预计此轮媒体资源扩张已基本结束，未来策略将转向新增点位的同时，舍弃一些投放效果较差的媒体点位。但广告行业整体随经济环境下行的趋势下，公司二、三线城市的大幅扩张策略成效仍有待观望。

**有线网络板块：行业下行趋势暂未变，5G有望带动行业回暖**

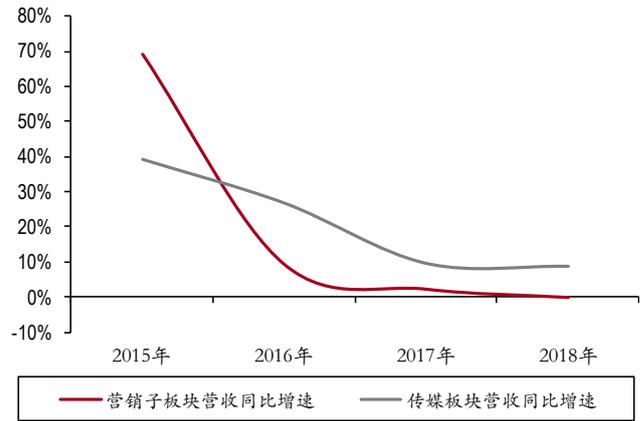
有线网络板块我们统计了11家上市公司业绩情况。2018年有线网络上市公司整体营业收入同比下滑0.02%，较2017年下滑2.36个百分点；归母净利润同比下滑5.53%，降幅较2017年大幅收窄。单季度业绩方面，2018年4季度和2019年1季度的板块营收同比增速分别为5.73%和-8.77%，整体趋势来看，行业发展仍然面临比较明显的天花板。

**图表 78.2015-2018 年有线网络板块营收及净利润同比增速**



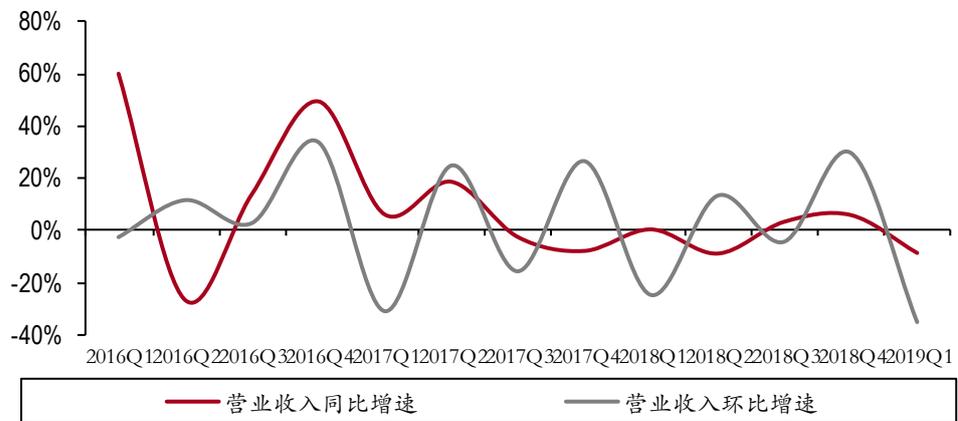
资料来源：万得，中银国际证券

**图表 79.2015-2018 年有线网络子板块与传媒板块营收对比**



资料来源：万得，中银国际证券

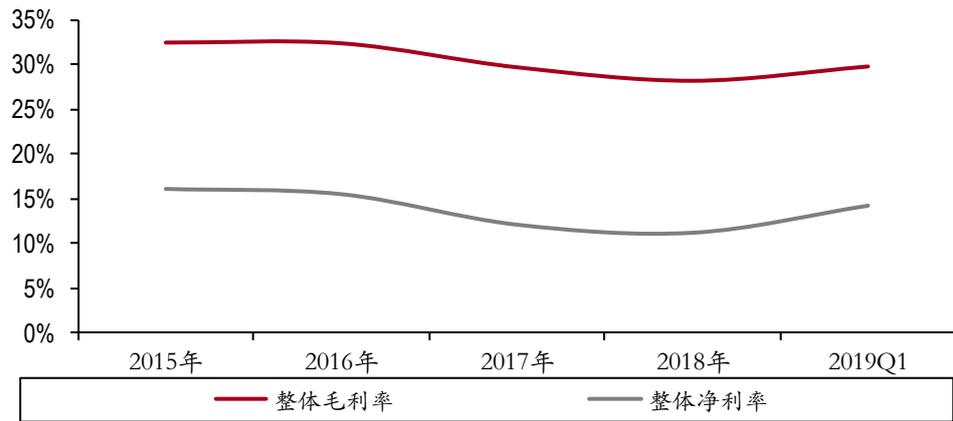
**图表 80. 2016Q1-2019Q1 有线网络子版块营业收入同比增速和环比增速**



资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，2018年子板块整体毛利率及净利率分别为28.30%和11.19%，较2017年均有所下滑。

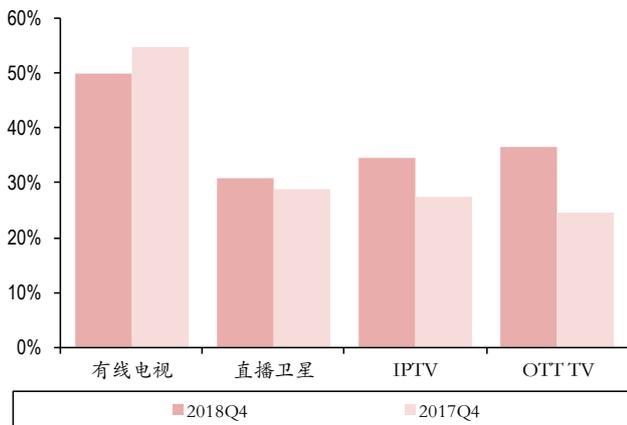
图表 81. 2015-2019 年 1 季度有线网络板块毛利率及净利率变化



资料来源：公司财报，中银国际证券

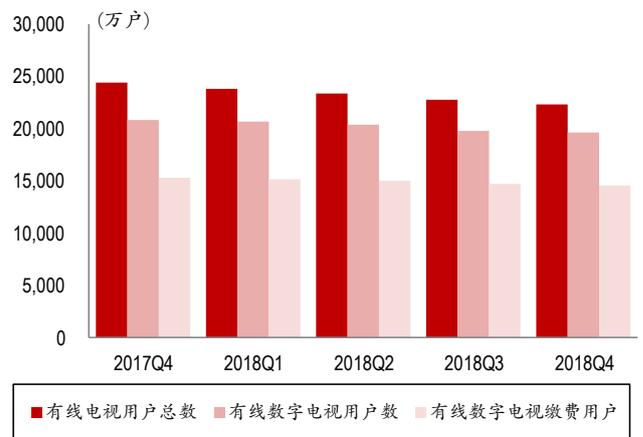
有线电视行业下行趋势暂未变。行业方面，截至 2018 年 4 季度有线电视在家庭收视格局中的份额持续降至 49.89%；直播卫星收视份额提升至 30.87%；IPTV 保持快速增长，收视份额提升至 34.68%；OTT TV 收视份额增长至 24.61%。2018 年第 4 季度，我国有线电视用户总量 2.23 亿户，用户总数、缴费用户总量等指标逐季下降的趋势仍未改变。

图表 82. 2018Q4 和 2017Q4 中国家庭收视格局



资料来源：《中国有线电视行业发展公报》，中银国际证券

图表 83. 2017Q4-2018Q4 中国有线电视用户发展情况



资料来源：《中国有线电视行业发展公报》，中银国际证券

5G 时代下，“三网融合”重回发展焦点。2018 年 11 月底，国家广播电视总局在贵阳召开推进全国“智慧广电”建设现场会上表示，在更高层次高度重视和亲自推动下，工信部已经同意广电网参与 5G 建设，国网公司正在申请移动通信资质和 5G 牌照。这也标志着文化产业在政策推动下开始进入 5G 内容的规划建设阶段。2019 年 3 月 21 日，中国广电网络公司与中信集团、阿里巴巴签署全国有线电视网络融合发展战略合作协议。三者将共同努力广电网打造成新型的媒体融合传输网、数字文化传播网、数字经济基础网和国家战略资源网。



图表 84. 2018 年行业政策性事件整理

时间	事件
2014 年 4 月 17 日	中国广播电视网络有线公司注册成立, 作为我国有线电视网络的市场主体参与“三网融合”竞争。
2016 年 3 月 7 日	中国广电向工信部申请在全国范围内经营互联网国内数据传送业务、国内通信设施服务业务。
2016 年 5 月 5 日	中国广电获得了工信部颁发的《基础电信业务经营许可证》。
2017 年 4 月 28 日	工信部将中国广电纳入全国电信基础设施共建共享领导小组及其办公室。
2017 年 6 月 20 日	中广移动网络有限公司正式注册成立, 负责广电 700M 频段业务的运营。
2017 年 7 月 18 日	中国广电、中国有线、重庆有线、东方有线、云广互联 (湖北)、山东广电设立“中国广电宽带运营有限公司”。
2017 年 8 月 9 日	地方广电企业与中广投签订了战略合作协议。
2018 年 1 月 12 日	国家新闻出版广电总局发布了《关于规范和促进 4K 高清电视发展的通知》, 明确指出“优先坚持高清电视发展较好的省份和机构开展 4K 超高清电视试点。”
2019 年 3 月 1 日	工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台联合印发《超高清视频产业发展行动计划 (2019-2022 年)》, 计划按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线, 大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。
2019 年 3 月 21 日	中国广播电视网络有限公司与中信集团、阿里巴巴签署全国有线电视网络融合发展战略合作协议。三者将共同努力广电网络打造成新型的媒体融合传输网、数字文化传播网、数字经济基础网和国家战略资源网。此举标志着有线电视网络“全国一网”融合发展向前迈进了重要一步。
2019 年 3 月 27 日	国家广播电视总局在北京召开全国 IPTV 建设管理工作会议。会议要求, 认真开展 IPTV 专项治理工作。广电总局决定自 4 月份开始在全国统一开展 IPTV 专项治理 (包括以互联网电视形式开展的 IPTV 业务), 严查各种违法行为和违规内容。

资料来源: 百度百科, 新浪科技, 中银国际证券

随着 5G 的发展, 省级公司的集客业务将进一步升级。集客业务 (集团客户业务) 主要指互联网集团专线业务, 这些业务受到国家政策的影响很大, 如“智慧城市”、“天网工程”、“智慧党建”、“公共文化服务”等的都是为广电量身打造的优质项目, 广电运营商作为党和政府的喉舌, 拥有最纯净和安全的传输网络, 所以广电的政治属性, 赋予了它们建设政府政策性项目的天然优势。5G 的发展将带来数据类型和数据容量的全面爆发, 政府层面的专网项目也会随着 5G 的发展进一步升级。



## 总结

2018 年传媒行业受到资产减值影响，整体营收及净利润增速大幅下滑。上市公司在行业及经济增速下行阶段，通过集中计提资产减值等方式，将商誉及坏账风险充分暴露。2018 年报和 2019 年 1 季报数据显示，游戏、出版等行业由于其行业稳定性等因素，上市公司始终保持较强的竞争力，整体业绩出现回升迹象，部分个股业绩出现超预期表现；部分行业由于政策因素仍然处于调整阶段。

**游戏板块：**游戏板块的营收增速与行业规模变化基本一致。2018 年受版号审批暂停影响，上市公司整体业绩增速放缓，但成熟游戏的稳健运营甚至流水逆势增长使得整体毛利率进一步提升，表明行业环境并未恶化，上市公司继续保持良好的竞争力。一季度业绩情况显示，成熟游戏仍然是主要盈利来源，新游戏上线及培育尚需时日。推荐：**游族网络、吉比特、完美世界。**

**影视板块：**监管政策影响仍在，行业调整持续。2018 年受到影视行业薪酬、缴税等监管政策影响，全行业上市公司整体营收及净利润均出现明显下滑，整体毛利率自 2015 年以来持续下滑，表明行业竞争压力在不断加大。一季报数据显示，行业整体仍未走出政策监管带来的阵痛期，仍然处于调整阶段。部分上市公司依靠优秀的作品取得了一定的市场和社会影响力，重点影视剧项目对上市公司的业绩能产生显著影响。推荐：**中国电影、芒果超媒、北京文化**

**院线板块：**业绩受票房表现影响非常明显，非票房业务大幅降速。院线类上市公司 2018 年整体增速下降较多，整体表现与票房增速基本一致；2018 年院线扩张增速仍高于票房增速及观影人次，使得单影院产出和人流继续下降，造成上市公司的非票房业务及广告业务下滑较多。一季度受票房下滑原因，院线类上市公司业绩整体同比下滑，票价上涨有望使得在一、二线城市布局较多的上市公司业绩相对稳定。个股方面，建议关注在一、二线城市有大规模影院布局的上市公司：**万达电影。**

**出版板块：**图书提价及销售渠道拓展推动板块业绩增长。出版板块由于业务模式非常成熟稳定，因此受资产减值影响很小，是 2018 年唯一营收和净利润均同比增长的子板块。板块毛利率和净利率近年来整体保持稳中有增，一季度经营数据显示，重点出版类上市公司由于图书提价原因，营收增速高于销售码洋增幅；部分上市公司如长江传媒等依靠非教材品类图书业务的发展取得了明显的业绩增长。推荐：**长江传媒。**

**营销板块：**由于资产减值影响，净利润连续两年大幅下滑。龙头公司增加了数字营销业务比重，整体营收增速保持稳定，但该业务毛利率较低，对业绩推动影响较少。一季度数据显示，受宏观经济影响，广告行业整体同比明显下滑，梯媒类原强势子领域降速明显，行业回暖仍有待观望。



## 风险提示

行业政策持续趋严；

上市公司业绩不达预期；

解禁及重要股东减持风险。

附录图表 85. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	资产 (元/股)
002624.SZ	完美世界	买入	28.08	369	1.30	1.57	21.6	17.9	6.8
002174.SZ	游族网络	买入	19.59	174	1.15	1.41	17.0	13.9	5.3
603444.SH	吉比特	买入	218.46	157	10.12	11.74	21.6	18.6	43.5
600977.SH	中国电影	买入	15.58	291	0.80	0.73	19.5	21.3	6.3
300413.SZ	芒果超媒	买入	40.20	398	0.92	1.52	43.7	26.4	6.1
000802.SZ	北京文化	买入	10.20	73	0.45	0.56	22.5	18.2	7.1
600757.SH	长江传媒	买入	7.21	88	0.60	0.71	12.0	10.2	5.7
002739.SZ	万达电影	未有评级	20.13	355	0.74	1.00	27.4	20.1	7.4

资料来源: 万得, 中银国际证券 (未有评级上市公司盈利预测来自万得一致盈利预期)

注: 股价截止日 2019 年 5 月 8 日

## 披露声明

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

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

## 评级体系说明

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

### 公司投资评级：

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

### 行业投资评级：

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

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

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

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

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

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

### 中银国际证券有限公司

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

### 中银国际控股有限公司北京代表处

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

### 中银国际(英国)有限公司

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

### 中银国际(美国)有限公司

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

### 中银国际(新加坡)有限公司

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