

吹尽狂沙始见金 把握行业龙头成长机会

——A股传媒互联网行业 2018 年报及 2019Q1 季报总结

行业动态

◆**2018 年和 2019Q1 A 股传媒互联网行业分析。**1) 受 2018 年资产减值损失影响，传媒行业估值水平创近 5 年新高。2018 年传媒行业的商誉减值风险集中释放，导致全行业业绩大幅下滑，行业估值水平被动提升。当前传媒行业估值水平 PE (TTM) 为 393X；2) 2018 年 A 股传媒全行业收入增幅放缓，净利润出现大幅下滑；2019Q1 行业整体收入同比增长 3.6%，净利润同比下滑 21.2%。2018 年股传媒行业实现收入 4,521.15 亿元 (+11.6%)，净利润 77.9 亿元 (-86.7%)，剔除商誉减值后扣非净利润 254.6 亿元 (-43.2%)；3) 2018 年平均毛利率净利率双降，销售、管理、财务费用率小幅升高：2018 年 A 股传媒行业平均毛利率为 36.62% (-2.66pcts)，净利率为 6.94% (-9.63pcts)；销售费用率 11.26% (+1.51pcts)，管理费用率 14.11% (+0.69pcts)；财务费用率 1.08% (+0.40pcts)；4) 行业资产负债率进一步升高，整体偿债能力下降。2018 年 A 股传媒行业平均 ROE 为 9.29% (-1.76pcts)、资产负债率 35.50% (+3.20pct)、流动比率 2.61 (-0.20)；6) 行业性资产大额减值，商誉余额下降，大股东高比例质押情况普遍且 19Q2 面临 223.9 亿解禁规模：2018 年行业资产减值损失 507.91 亿元 (+359.2%)；行业商誉总额为 1063.76 亿元 (-19.4%)；大股东质押率超过 50% 的有 66 家，近传媒公司数量的一半；19Q2 解禁规模达到 223.9 亿元。

◆**传媒行业细分板块分析。**1) 游戏板块收入平稳增长，19Q1 起净利润率明显恢复：2018 年营业收入同比增长 11.7%，净利润降幅达 114.6%；19Q1 净利率 39.6% (+9.21pct)；2) 影视板块利润率受内容价格下降影响，应收账款及存货周转率下降：2018 年平均毛利率 26.2% (-10.4pcts)，净利率为 4.37% (-14.93pcts)；应收账款周转率 9.84 (-0.57)，存货周转率 11.52 (-0.48)；3) 广告板块收入增速高但毛利率下滑，净利润受资产减值影响大，现金流情况好转：行业 2018 年收入增幅 33.4%，净利润下滑 83.6%，毛利率同比下降 2.9pcts；经营性现金流量净额同比增长 30.1%；4) 互联网行业营收仍保持高速增长，盈利能力强：互联网板块 6 家公司收入增长 35.1%，毛利率 40.7%，净利率 21.0%；5) 广电行业收入小幅增长，盈利能力继续下降：2018 年行业整体营收 293.9 亿元 (+1.9%)，毛利率同比下降 2.0pct，净利率同比下降 2.4pct；6) 出版行业营业收入小幅增长 (+2.3%)，剔除华闻传媒后净利润增长 4.9%；7) 综合媒体和动漫板块营收能力持续下降：综合媒体营业收入为 324.4 亿元 (-6.0%)，动漫板块营业收入为 43.4 亿元 (-18.9%)。

◆**投资建议。**吹尽狂沙，始见真金，关注优质龙头公司。寒冬中有御寒能力（现金储备充裕）并活下来、有魄力逆势扩张、有全产业链抗风险能力的大船（上下游完善）：光线传媒、芒果超媒、分众传媒、中国电影。

◆**风险分析。**影视内容产业政策变动的风险；动漫行业内容创新不足的风险；游戏行业监管政策的的风险；广告行业宏观经济波动的风险；出版行业侵犯著作权的风险；广电行业市场萎缩的风险。

买入（维持）

分析师

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebsec.com

联系人

乐济铭

021-52523797

lejiming@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 传媒互联网行业共 135 家公司 游戏、广告、影视、出版占比较大.....	5
1.1、 受 2018 年资产减值损失影响，传媒行业估值水平创近 5 年新高.....	5
2、 2018 年及 2019Q1A 股传媒互联网行业财务分析：商誉及资产减值冲击巨大，等待盈利底出现.....	7
2.1、 成长能力：2018 行业整体收入同比增长 11.6% 净利润同比下滑 86.7% 19Q1 净利润同比下滑 21.2%.....	7
2.2、 盈利能力：行业整体净利率大幅下滑 游戏、互联网服务盈利能力强 传统媒体盈利能力较弱.....	13
2.3、 行业整体销售、管理、财务费用率小幅上升.....	15
2.4、 资本结构与偿债能力：行业资产负债率进一步升高 整体偿债能力下降.....	16
2.5、 营运能力：整体应收、应付账款及存货周转率下降 经营性现金流量净额 2018 年有所增加.....	18
2.6、 传媒公司大股东高比例质押情况多 2018 行业大额资产减值 解禁规模二季度达 223.9 亿.....	20
3、 投资建议：吹尽黄沙 真金始现 把握行业龙头成长机会.....	24
4、 风险分析.....	25

图表目录

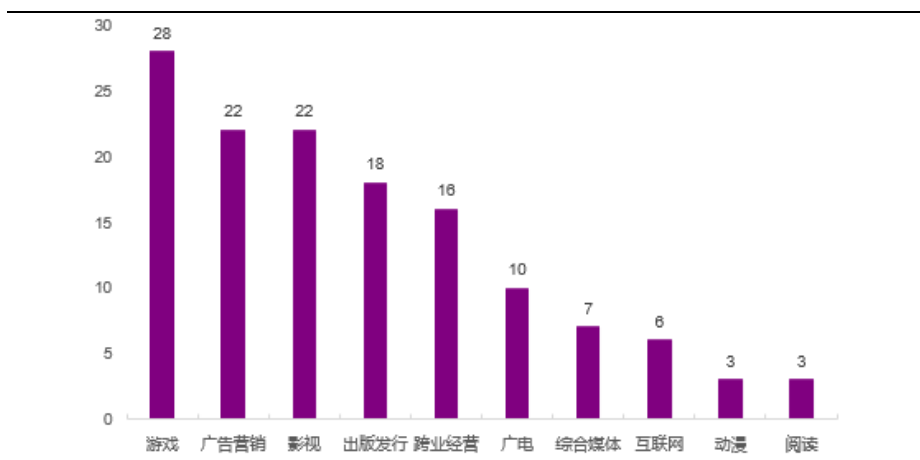
图 1：A 股传媒行业各细分子行业数量.....	5
图 2：中信传媒板块总体估值水平（PE TTM）.....	6
图 3：2012-2018Q3A 股传媒行业子版块 PE 水平.....	6
图 4：A 股传媒行业市值 TOP20 公司（单位：亿元）.....	6
图 5：2018Q1-Q3A 股传媒行业盈利概况（单位：个）.....	10
图 6：A 股传媒行业持续亏损公司（单位：百万元）.....	10
图 7：A 股传媒行业扭亏为盈公司（单位：百万元）.....	11
图 8：2018A 股传媒各细分板块收入增长率情况（单位：百万元）.....	12
图 9：2018A 股传媒各细分板块净利润增长率情况（单位：百万元）.....	12
图 10：2014-2019Q1 股传媒各细分行业毛利率（单位：%）.....	13
图 11：2014-2019Q1 股传媒行业毛利率及其增速（单位：%）.....	13
图 12：2014-2019Q1 股传媒各细分行业净利率（单位：%）.....	14
图 13：2014-2019Q1 股传媒行业净利率及其增速（单位：%）.....	14
图 14：A 股传媒行业 2018 年盈利能力散点气泡图.....	15
图 15：2014-2019Q1A 股传媒行业整体费用率情况（单位：%）.....	16
图 16：2014-2019Q1A 股传媒各细分板块销售费用率情况（单位：%）.....	16
图 17：2014-2019Q1A 股传媒各细分板块管理费用率情况（单位：%）.....	16
图 18：2014-2019Q1A 股传媒各细分板块财务费用率情况（单位：%）.....	16
图 19：2014-2019Q1A 股传媒行业 ROE 情况.....	17
图 20：2014-2019Q1A 股传媒各细分行业 ROE（单位：%）.....	17
图 21：2014-2019Q1A 股传媒行业资产负债率情况（单位：%）.....	17
图 22：2014-2019Q1A 股传媒各细分行业资产负债率（单位：%）.....	17
图 23：2014-2019Q1A 股传媒行业流动比率.....	18
图 24：2014-2019Q1A 股传媒各细分行业流动比率.....	18
图 27：2015-2019Q1A 股传媒行业应收账款周转率及其变动情况（单位：次）.....	18
图 28：2015-2019Q1A 股传媒各细分行业应收账款周转率（单位：次）.....	18
图 29：2015-2019Q1A 股传媒行业应付账款周转率及其变动情况（单位：次）.....	19
图 30：2015-2019Q1A 股传媒各细分行业应付账款周转率（单位：次）.....	19
图 31：2015-2019Q1A 股传媒行业存货周转率及其变动情况（单位：次）.....	19
图 32：2015-2019Q1A 股传媒各细分行业存货周转率（单位：次）.....	19
图 33：2015-2019Q1A 股传媒行业经营性现金流量净额及其增速（单位：百万元）.....	20
图 34：2015-2019Q1A 股传媒各细分行业经营性现金流量净额（单位：百万元）.....	20
图 35：2015-2019Q1 传媒行业资产减值损失情况（单位：百万元）.....	21
图 36：2018 年资产减值损失分行业情况.....	21
图 37：2018 年资产减值损失分类型情况（单位：百万元）.....	21

图 38 : 传媒行业商誉情况 (单位:百万元)	22
图 39 : 2018 年底商誉总额分行业情况	22
图 40 : A 股传媒行业大股东累计质押比例分布 (单位:%)	23
图 41 : A 股传媒行业各板块质押比例及大股东累计质押比例情况	23
图 42 : 2019Q2 A 股传媒行业解禁规模 TOP5 (单位:百万元)	23
表 1 : 2018 年传媒行业营收与净利润情况 (单位:百万元)	7
表 2 : 2019 年一季度传媒行业营收与净利润情况 (单位:百万元)	8
表 3 : A 股传媒板块 2018 收入 Top20 企业列表	8
表 4 : A 股传媒板块净利润 Top20 企业列表	9
表 5 : A 股传媒板块扣非净利润 Top20 企业列表	9
表 6 : 2018 由盈转亏公司 (单位:百万元)	10
表 7 : 2018 年亏损超 10 亿传媒公司资产减值情况梳理	12
表 8 : A 股传媒行业大股东质押比例 TOP20 (单位:百万股)	22
表 9 : 2019Q2 A 股传媒行业解禁规模 TOP20	24

1、传媒互联网行业共 135 家公司 游戏、广告、影视、出版占比较大

我们筛选了 135 家传媒公司进行分析，其中游戏、影视、广告、出版是传媒行业数量最多的四大板块，跨业经营的公司有 16 家。我们筛选出 A 股传媒业务收入占比超过 20% 的公司，并进行如下划分：**1) 传媒行业公司：传媒业务收入占比大于 80%**；按照主营业务的属性划分为广告营销类、游戏类、影视类、出版发行类、广电类、互联网服务类、动漫类、阅读类和综合媒体类 9 个子板块；**2) 跨业经营公司：传媒业务收入占比 20%-80%**；这类公司主要由其他行业公司跨界涉足传媒业务形成。

图 1：A 股传媒行业各细分子板块公司数量（单位：家）



资料来源：光大证券研究所

1.1、受 2018 年资产减值损失影响，传媒行业估值水平创近 5 年新高

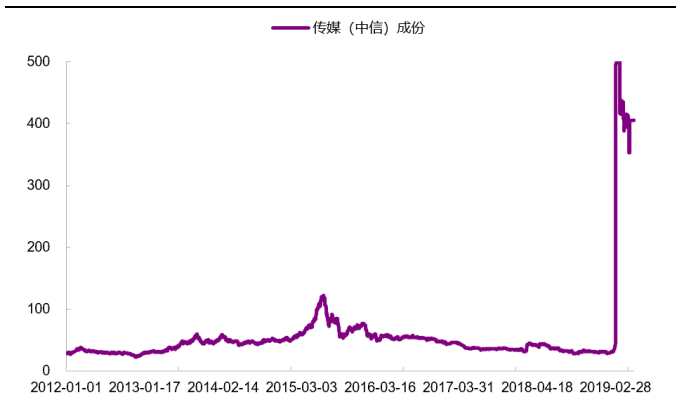
2012 年传媒文化产业迎来大发展，估值水平经历了 2015 年牛市后达到高点；2016 年起市场开始回调，估值水平随之下降。2018 年传媒行业资产减值损失风险集中释放，导致全行业业绩大幅下滑，行业估值水平因此被动提升。当前传媒行业估值水平 PE (TTM) 为 393X，PE (2018A) 为 30X。

1) 2012-2015 年传媒行业迎来大发展，估值水平持续上升，2015 年股灾前 PE(TTM) 最高达 120X (中信传媒指数)；2) 2015-2017 年，市场开始消化前期传媒大发展中带来的多面影响，传媒行业估值逐步下移；3) 2018 年资产 (含商誉) 减值风险集中爆发导致全行业业绩下滑，行业估值被动升高；截至 2019 年 5 月 6 日，中信传媒行业 PE (TTM) 为 393X，PE (2018A) 为 30X。

细分板块中，互联网、阅读行业估值水平较高，出版、广电行业 PE 水平最低；影视游戏行业估值水平持续下降。1) 2012-2015 年间，为广告行业并购频繁，跨界并购广告类轻资产案例较多，2015 年 PE 水平达到最高水平，后由于并购引发的商誉减值风险引发市场担忧，估值水平持续下降，当前广告行业 PE (2018A) 为 26X；2) 影视行业被视为新媒体资产，估值水平一路上升，2015 年估值达顶峰，是当年估值水平最高的细分板块。近年

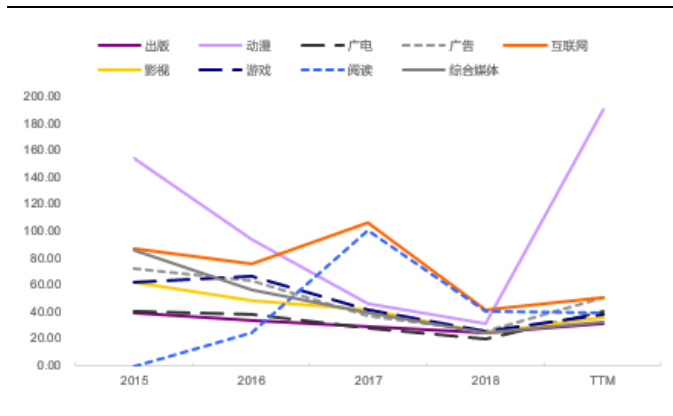
由于内容行业业绩波动性较大，且受政策收紧、资产隐含风险大等因素的影响，估值下降较多，当前影视行业 PE (2018A) 为 25X；4) 2017 年随着掌阅科技、平治信息及港股阅读平台公司阅文集团登陆资本市场，引得资本市场更多的关注，板块估值水平较高，目前 PE (2018A) 41X；5) 出版和广电板块由于被视为传统媒体，估值一直为传媒中较低水平，目前 PE (2018A) 分别为 24X 和 20X；6) 游戏行业被视为具成长性且盈利能力较强的板块之一，由于移动游戏已过人口红利期和快速发展时期，流量成本高且聚于少数巨头手中，中小游戏厂商生存空间受到挤压；加之受到国内游戏版号总量控制等政策的影响，估值水平进一步下降，当前估值 PE (TTM) 为 26X。

图 2：中信传媒板块总体估值水平 (PE TTM)



资料来源：wind，光大证券研究所

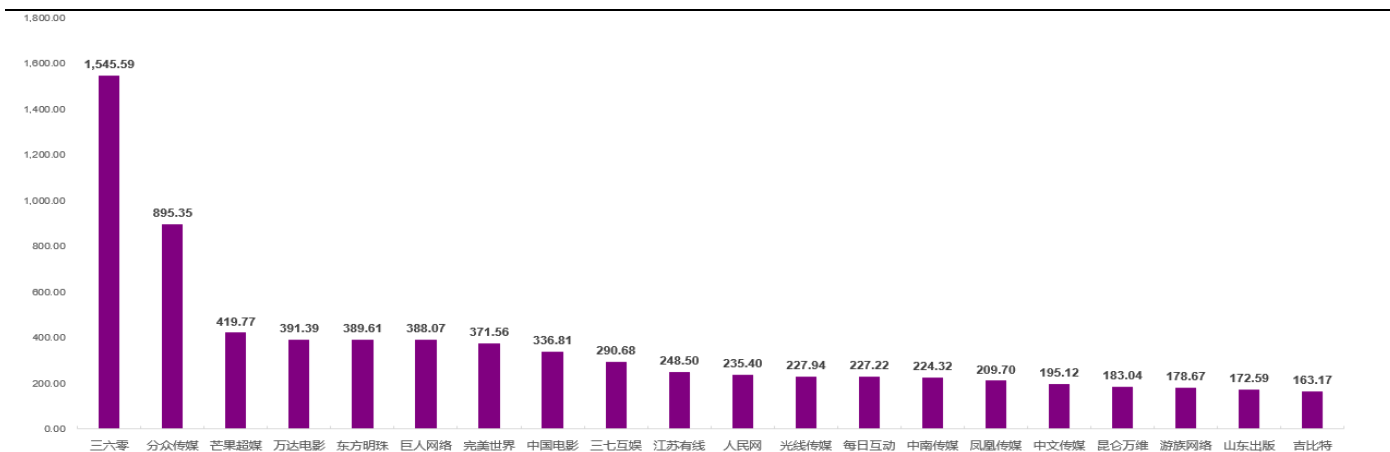
图 3：2012-2018Q3A 股传媒行业子版块 PE 水平



资料来源：wind，光大证券研究所 注：剔除了 PE 水平小于等于 0 和大于 200 的公司；

三六零和分众传媒是 A 股传媒互联网行业市值最大的两家公司。截至目前，A 股传媒行业市值前三名的公司分别是三六零（互联网，1545.59 亿元）、分众传媒（广告，895.35 亿元）、芒果超媒（互联网，419.77 亿元）。

图 4：A 股传媒行业市值 TOP20 公司 (单位：亿元)



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：股价为 2018 年 4 月 30 日收盘价

2、2018 年及 2019Q1A 股传媒互联网行业财务分析：商誉及资产减值冲击巨大，等待盈利底出现

2.1、成长能力：2018 行业整体收入同比增长 11.6% 净利润同比下滑 86.7% 19Q1 净利润同比下滑 21.2%

2.1.1、2018 年 A 股传媒全行业收入增幅放缓 剔除商誉减值后扣非净利润同比下滑 43.2%

根据我们的统计和梳理，A 股传媒互联网行业共有 135 家公司。其中广告类 22 家、游戏类 28 家、影视类 22 家、出版类 18 家、广电 10 家、互联网服务类 6 家、动漫类 3 家、阅读类 3 家、综合媒体类 7 家及跨业经营 16 家。

剔除跨业经营类公司，2018 年传媒行业整体收入同比增长 11.6%，净利润同比降低 86.7%，剔除商誉减值损失后扣非净利润同比降低 43.2%；19Q1 行业整体收入同比增长 3.6%，净利润同比下滑 21.2%。1) 根据财报信息披露完全的 135 家 A 股传媒行业公司，剔除 16 家跨业经营的公司，A 股传媒行业 2018 年总体营业收入 4521.15 亿元，同比增长 11.6%；总体净利润 77.9 亿元，同比降低 86.7%；剔除行业商誉减值损失后扣非净亏损 254.6 亿元，同比下滑 43.2%。2) 2019Q1 行业总体营业收入 1002.47 亿元，同比增长 3.6%；净利润 118.05 亿元，同比下滑 21.2%；扣非净利润 90.51 亿元，同比下滑 13.5%。

从各细分行业的营收占比来看，广告营销（28.2%）占比最大，出版（24.5%）为第二名；影视占 13.9%、游戏占 11.7%、综合媒体占 7.2%、广电占 6.5%、互联网占 6.2%、动漫占 1.0%、阅读占 0.8%。

表 1：2018 年传媒行业营收与净利润情况（单位：百万元）

子行业	家数	家数占比	营收	营收占比	YoY	净利	YoY	扣非且剔除商誉减值净利	YoY
出版发行	18	15.1%	110,571.33	24.5%	2.3%	7,338.78	-39.5%	6,527.22	-34.2%
动漫	3	2.5%	4,338.18	1.0%	-18.9%	-1,917.11	-659.7%	-831.41	-1242.7%
广电	10	8.4%	29,385.63	6.5%	1.9%	3,590.95	-18.3%	2,623.04	-24.7%
广告营销	22	18.5%	127,679.96	28.2%	33.4%	1,575.56	-83.6%	7,542.23	-8.6%
互联网	6	5.0%	28,167.72	6.2%	35.1%	3,292.63	-18.0%	3,393.60	0.9%
影视	22	18.5%	62,885.78	13.9%	3.1%	-4,179.81	-141.7%	-87.61	-101.2%
游戏	28	23.5%	52,997.32	11.7%	11.7%	-2,183.72	-114.6%	6,431.60	-40.6%
阅读	3	2.5%	3,650.59	0.8%	10.8%	-1,147.13	-469.0%	-388.92	-256.8%
综合媒体	7	5.9%	32,438.47	7.2%	-6.0%	1,423.02	-52.2%	249.38	-76.8%
合计	119	100.0%	452,114.98	100.0%	11.6%	7,793.17	-86.7%	25,459.11	-43.2%

资料来源：wind，光大证券研究所

表 2：2019 年一季度传媒行业营收与净利润情况（单位：百万元）

子行业	营收	YoY	净利	YoY	扣非净利	YoY
出版发行	23,339.33	6.0%	2,879.00	6.8%	2,284.83	13.6%
动漫	943.11	-8.8%	95.63	-12.5%	85.56	38.9%
广电	6,564.04	-0.2%	896.44	-1.7%	552.09	-13.6%
广告营销	29,259.12	8.1%	1,393.21	-38.0%	925.85	-51.4%
互联网	5,994.10	32.1%	1,059.58	158.6%	1,059.32	143.2%
影视	13,897.90	-8.5%	1,076.59	-74.6%	999.59	-52.0%
游戏	13,796.22	8.3%	3,711.67	0.0%	2,841.29	-4.1%
阅读	767.96	-9.1%	13.66	-76.8%	1.80	-96.2%
综合媒体	5,684.87	-15.1%	679.59	13.8%	300.26	-7.1%
合计	100,246.65	3.6%	11,805.37	-21.2%	9,050.59	-13.5%

资料来源：wind，光大证券研究所

2018 年 A 股传媒行业 1) 营业收入规模前五的公司是蓝色光标（广告，231.04 亿元，+51.7%）、分众传媒（广告，145.51 亿元，+21.1%）、科达股份（广告，142.09 亿元，+50.1%）、万达电影（影视，140.88 亿元，+6.5%）、东方明珠（综合媒体，136.34 亿元，-16.2%）；**2) 净利润规模前五的公司**是分众传媒（广告，57.92 亿元，-3.0%）、三六零（互联网，35.08 亿元，+2.5%）、东方明珠（综合媒体，22.05 亿元，-8.0%）、完美世界（游戏，17.59 亿元，+20.5%）、中文传媒（出版，14.16 亿元，+12.0%）；**3) 扣非净利润规模前五的公司**是分众传媒（广告，50.26 亿元，+3.58%）、三六零（互联网，34.19 亿元，+24.2%）、中文传媒（出版，14.63 亿元，+7.47%）、完美世界（游戏，14.47 亿元，+3.54%）、山东出版（出版，13.38 亿元，+6.28%）。

表 3：A 股传媒板块 2018 收入 Top20 企业列表

公司简称	公司代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	2018 总收入(百 万元)	2018 收入增长 率 (%)	2018 净利润 (百万元)	2018 净利润增长 率 (%)	18PE
蓝色光标	300058.SZ	115.40	4.84	23,103.97	51.7%	412.32	66.3%	30
分众传媒	002027.SZ	895.35	6.10	14,551.29	21.1%	5,792.23	-3.0%	15
科达股份	600986.SH	66.15	4.99	14,209.50	50.1%	286.19	-41.2%	25
万达电影	002739.SZ	391.39	22.22	14,088.13	6.5%	1,292.49	-14.7%	30
东方明珠	600637.SH	389.61	11.35	13,633.68	-16.2%	2,205.17	-8.0%	19
三六零	601360.SH	1,545.59	22.85	13,129.26	7.3%	3,508.30	2.5%	44
利欧股份	002131.SZ	141.99	2.15	12,250.04	15.9%	-1,851.95	-524.8%	N/A
凤凰传媒	601928.SH	209.70	8.24	11,788.70	6.7%	1,389.48	14.8%	16
中文传媒	600373.SH	195.12	14.16	11,512.67	-13.5%	1,626.25	12.0%	12
华扬联众	603825.SH	31.52	13.70	10,747.71	30.8%	116.22	-6.3%	25
电广传媒	000917.SZ	111.70	7.88	10,510.71	20.2%	271.77	215.1%	128
长江传媒	600757.SH	88.23	7.27	10,362.68	-7.7%	754.64	19.1%	12
皖新传媒	601801.SH	134.27	6.75	9,831.96	12.9%	1,105.82	-2.5%	12
芒果超媒	300413.SZ	419.77	42.40	9,660.66	223.8%	927.57	1354.3%	48
中南传媒	601098.SH	224.32	12.49	9,575.58	-7.6%	1,370.97	-15.0%	18
山东出版	601019.SH	172.59	8.27	9,350.82	5.1%	1,475.74	8.6%	12
中国电影	600977.SH	336.81	18.04	9,037.70	0.6%	1,621.77	42.8%	23
中原传媒	000719.SZ	83.29	8.14	9,001.12	10.1%	741.26	5.8%	11
新华文轩	601811.SH	128.87	13.43	8,186.58	11.4%	926.72	1.1%	18

完美世界	002624.SZ	371.56	28.26	8,033.77	1.3%	1,759.39	20.5%	22
------	-----------	--------	-------	-----------------	------	----------	-------	----

资料来源: wind, 光大证券研究所 注: (1) 股价为 2018 年 4 月 30 日收盘价; (2) 标 * 数字对应的公司, 由于业务并购转型、重组、借壳、业务转型等原因其数值高不具同期可比性

表 4: A 股传媒板块净利润 Top20 企业列表

公司简称	公司代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	2018 总收入(百 万元)	2018 收入增长 率 (%)	2018 净利润(百万 元)	2018 净利润增长 率 (%)	18PE
分众传媒	002027.SZ	895.35	6.10	14,551.29	21.1%	5,792.23	-3.0%	15
三六零	601360.SH	1,545.59	22.85	13,129.26	7.3%	3,508.30	2.5%	44
东方明珠	600637.SH	389.61	11.35	13,633.68	-16.2%	2,205.17	-8.0%	19
完美世界	002624.SZ	371.56	28.26	8,033.77	1.3%	1,759.39	20.5%	22
中文传媒	600373.SH	195.12	14.16	11,512.67	-13.5%	1,626.25	12.0%	12
中国电影	600977.SH	336.81	18.04	9,037.70	0.6%	1,621.77	42.8%	23
昆仑万维	300418.SZ	183.04	15.89	3,577.18	4.1%	1,497.46	5.6%	18
山东出版	601019.SH	172.59	8.27	9,350.82	5.1%	1,475.74	8.6%	12
凤凰传媒	601928.SH	209.70	8.24	11,788.70	6.7%	1,389.48	14.8%	16
中南传媒	601098.SH	224.32	12.49	9,575.58	-7.6%	1,370.97	-15.0%	18
光线传媒	300251.SZ	227.94	7.77	1,491.53	-19.1%	1,366.12	66.4%	17
万达电影	002739.SZ	391.39	22.22	14,088.13	6.5%	1,292.49	-14.7%	30
巨人网络	002558.SZ	388.07	19.17	3,779.55	30.0%	1,161.03	-15.3%	36
三七互娱	002555.SZ	290.68	13.68	7,632.68	23.3%	1,151.43	-37.3%	29
皖新传媒	601801.SH	134.27	6.75	9,831.96	12.9%	1,105.82	-2.5%	12
游族网络	002174.SZ	178.67	20.11	3,581.25	10.7%	1,011.36	52.3%	18
芒果超媒	300413.SZ	419.77	42.40	9,660.66	223.8%	927.57	1354.3%	48
新华文轩	601811.SH	128.87	13.43	8,186.58	11.4%	926.72	1.1%	18
吉比特	603444.SH	163.17	227.00	1,654.70	14.9%	918.36	25.1%	23
江苏有线	600959.SH	248.50	5.04	7,884.98	-2.6%	801.46	-27.4%	40

资料来源: wind, 光大证券研究所 注: (1) 股价为 2018 年 4 月 30 日收盘价; (2) 标 * 数字对应的公司, 由于业务并购转型、重组、借壳、业务转型等原因其数值高不具同期可比性

表 5: A 股传媒板块扣非净利润 Top20 企业列表

公司简称	公司代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	2018 扣非净利润 (百万元)	2018 扣非净利润增 长率 (%)	2018 营业收入 (百万元)	2018 营业收入增 长率 (%)	18PE
分众传媒	002027.SZ	895.35	6.10	5,025.53	3.58%	14,551.29	21.1%	15
三六零	601360.SH	1,545.59	22.85	3,418.50	24.22%	13,129.26	7.3%	44
中文传媒	600373.SH	195.12	14.16	1,462.76	7.47%	11,512.67	-13.5%	12
完美世界	002624.SZ	371.56	28.26	1,447.01	3.54%	8,033.77	1.3%	22
山东出版	601019.SH	172.59	8.27	1,338.41	6.28%	9,350.82	5.1%	12
万达电影	002739.SZ	391.39	22.22	1,128.75	-8.95%	14,088.13	6.5%	30
中南传媒	601098.SH	224.32	12.49	1,098.91	-21.95%	9,575.58	-7.6%	18
巨人网络	002558.SZ	388.07	19.17	1,069.02	-14.08%	3,779.55	30.0%	36
凤凰传媒	601928.SH	209.70	8.24	1,007.69	29.89%	11,788.70	6.7%	16
东方明珠	600637.SH	389.61	11.35	969.56	-0.13%	13,633.68	-16.2%	19
昆仑万维	300418.SZ	183.04	15.89	948.28	-4.12%	3,577.18	4.1%	18
中国电影	600977.SH	336.81	18.04	889.94	7.99%	9,037.70	0.6%	23
新华文轩	601811.SH	128.87	13.43	867.59	19.49%	8,186.58	11.4%	18
游族网络	002174.SZ	178.67	20.11	736.72	23.05%	3,581.25	10.7%	18

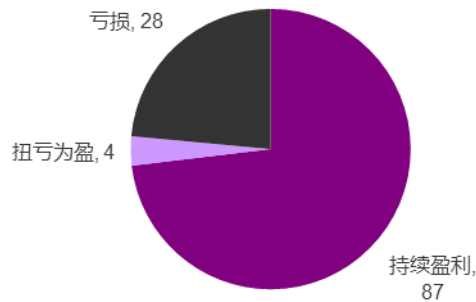
中原传媒	000719.SZ	83.29	8.14	717.72	11.87%	9,001.12	10.1%	11
智度股份	000676.SZ	100.47	9.85	678.81	43.76%	7,673.79	20.4%	14
吉比特	603444.SH	163.17	227.00	651.26	14.75%	1,654.70	14.9%	23
数知科技	300038.SZ	130.66	11.15	611.47	26.20%	5,454.09	98.2%	21
长江传媒	600757.SH	88.23	7.27	598.94	21.57%	10,362.68	-7.7%	12
皖新传媒	601801.SH	134.27	6.75	569.54	-2.73%	9,831.96	12.9%	12

资料来源: wind, 光大证券研究所 注: (1) 股价为 2018 年 4 月 30 日收盘价; (2) 标 * 数字对应的公司, 由于业务并购转型、重组、借壳、业务转型等原因其数值高不具同期可比性

2018 年样本公司中有 87 家公司持续盈利, 28 家公司亏损, 4 家公司扭亏为盈。

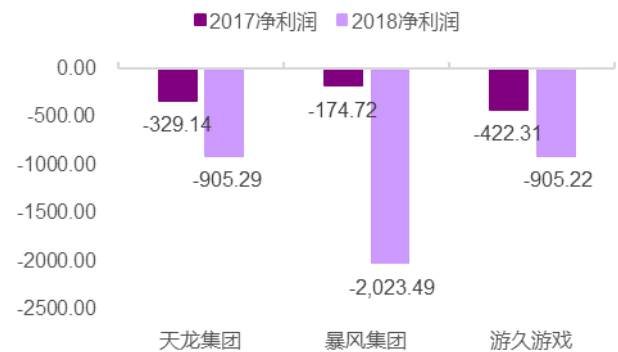
1) 从亏损公司的构成来看, 天龙集团、暴风集团和游久游戏出现持续亏损; 2) 华闻传媒、美盛文化等 28 家公司由盈转亏; 3) 实现盈利的 87 家公司中, 腾信股份、惠程科技、富春股份和电广传媒 4 家公司扭亏为盈。

图 5: 2018Q1-Q3A 股传媒行业盈利概况 (单位: 个)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 6: A 股传媒行业持续亏损公司 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 光大证券研究所

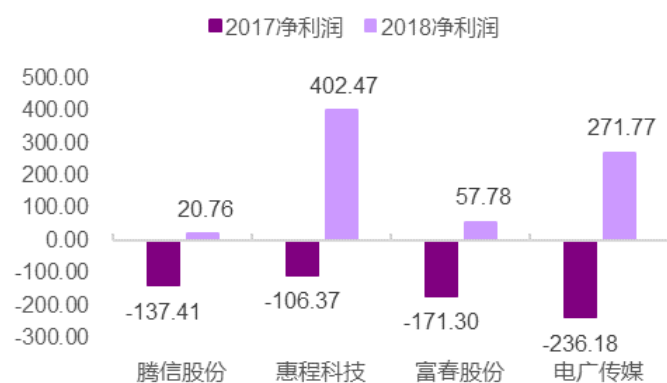
表 6: 2018 由盈转亏公司 (单位: 百万元)

名称	代码	2018 净利润	2017 净利润
华闻传媒	000793.SZ	-4,934.31	422.67
美盛文化	002699.SZ	-238.14	181.54
奥飞娱乐	002292.SZ	-1,691.70	68.55
国旅联合	600358.SH	-65.23	53.52
长城影视	002071.SZ	-371.00	219.07
博瑞传播	600880.SH	-843.49	23.74
佳云科技	300242.SZ	-1,244.76	193.07
利欧股份	002131.SZ	-1,851.95	436.00
联创互联	300343.SZ	-1,897.62	392.93
文投控股	600715.SH	-696.58	440.86
幸福蓝海	300528.SZ	-622.17	114.70
唐德影视	300426.SZ	-951.75	191.85
慈文传媒	002343.SZ	-1,100.27	411.68
华谊兄弟	300027.SZ	-908.92	987.05
骅威文化	002502.SZ	-1,278.62	370.82
当代东方	000673.SZ	-1,602.09	155.35

华录百纳	300291.SZ	-3,419.09	112.02
晨鑫科技	002447.SZ	-637.54	357.95
迅游科技	300467.SZ	-802.81	100.75
大晟文化	600892.SH	-1,127.79	302.03
掌趣科技	300315.SZ	-3,095.45	292.23
天神娱乐	002354.SZ	-6,977.96	1240.32
中文在线	300364.SZ	-1,504.93	81.09
长城动漫	000835.SZ	-448.67	127.67
天舟文化	300148.SZ	-1,087.65	137.54

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：A 股传媒行业扭亏为盈公司（单位：百万元）



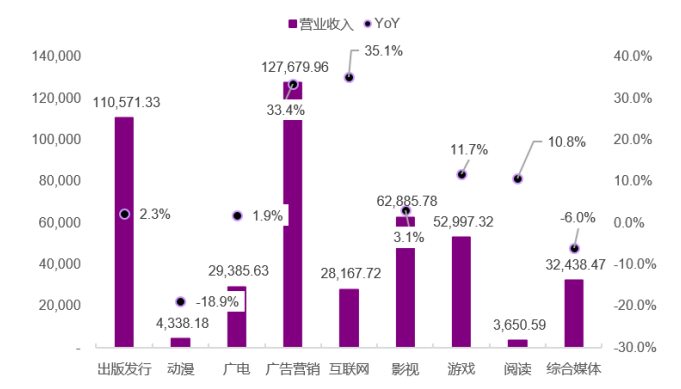
资料来源：wind，光大证券研究所

2.1.2、互联网、广告收入增速较高 受资产减值损失影响全行业净利润下滑

1) 2018 年互联网服务行业收入增幅最高达 35.1%、动漫行业收入下降 18.9%：出版行业收入增速 2.3%、广电收入增速为 1.9%、广告行业收入增速为 33.4%、影视行业收入增速为 3.1%、游戏行业收入增速为 11.7%、阅读行业收入增速为 10.8%、综合媒体行业收入下滑 6.0%；

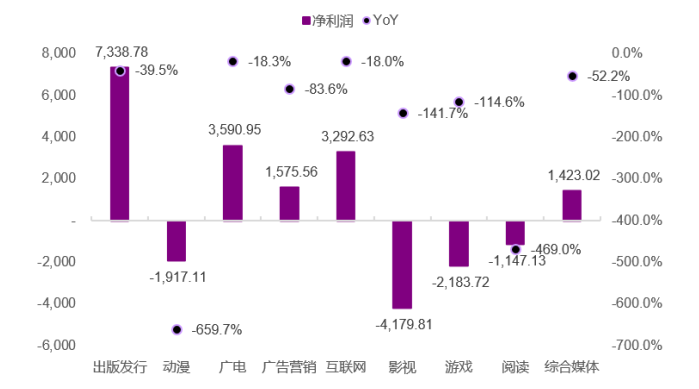
2) 受大规模商誉等资产减值损失及业务下滑影响，2018 年传媒各子行业净利润均出现明显下滑，动漫、影视、游戏、阅读板块整体亏损。互联网服务行业净利润下滑幅度最小为-18.0%(受暴风集团亏损 20.2 亿影响较大)、动漫行业净利润增速降幅最高达-659.7%（受奥飞娱乐亏损 16.9 亿影响较大）、出版行业净利润增速为-39.5%（受华闻传媒亏损 49.3 亿影响较大）、广电净利润增速为-18.3%、广告行业净利润增速为-18.3%、影视行业净利润增速为-141.7%（慈文传媒、骅威文化、当代东方、华录百纳均因计提大额商誉减值损失导致亏损超 10 亿）、游戏行业净利润增速为-114.6%（受天神娱乐亏损 69.8 亿、掌趣科技亏损 31.0 亿影响较大）、阅读行业增速为-469.0%（受中文在线亏损 15.0 亿影响较大）、综合媒体行业净利润增速为-52.2%（受天舟文化亏损 10.9 亿影响较大）。

图 8: 2018A 股传媒各细分板块收入增长率情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 9: 2018A 股传媒各细分板块净利润增长率情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 光大证券研究所

3) 2018 年 A 股传媒互联网行业大规模的资产减值导致部分公司出现净利润大额异常亏损。2018 年 A 股传媒互联网行业亏损额超 10 亿的公司达 15 家, 合计亏损额达 348.38 亿元; 15 家公司计提资产减值损失总额达 313.07 亿元, 可见资产减值损失为巨额亏损的主要原因。在资产减值损失中, 商誉减值达 222.94 亿元, 占比 71.2%; 坏账损失 28.22 亿元, 占比 9.0%; 存货减值损失 6.67 亿元, 占比 2.1%; 其他资产减值损失 55.24 亿元, 占比 17.6%。

表 7: 2018 年亏损超 10 亿传媒公司资产减值情况梳理 (单位: 百万元)

名称	代码	子板块	净利润	yoy	商誉减值	存货减值	坏账损失	其他资产减值损失	资产减值损失
1 华闻传媒	000793.SZ	出版发行	-4,934.31	-1267.4%	1,955.80	5.61	550.33	1,457.30	3,969.04
2 奥飞娱乐	002292.SZ	动漫	-1,691.70	-2567.7%	943.87	122.75	205.54	223.05	1,495.22
3 佳云科技	300242.SZ	广告营销	-1,244.76	-744.7%	1,190.14	0.00	23.33	40.34	1,253.81
4 利欧股份	002131.SZ	广告营销	-1,851.95	-524.8%	1,809.03	7.68	137.25	86.87	2,040.84
5 联创互联	300343.SZ	广告营销	-1,897.62	-582.9%	2,071.44	0.00	40.24	2.59	2,114.27
6 暴风集团	300431.SZ	互联网	-2,023.49	-1058.1%	20.70	111.39	341.25	294.55	767.89
7 慈文传媒	002343.SZ	影视	-1,100.27	-367.3%	866.07	-0.07	-17.77	5.73	853.96
8 骅威文化	002502.SZ	影视	-1,278.62	-444.8%	1,296.90	0.00	19.37	78.43	1,394.69
9 当代东方	000673.SZ	影视	-1,602.09	-1131.3%	948.10	348.40	222.32	0.00	1,518.81
10 华录百纳	300291.SZ	影视	-3,419.09	-3152.2%	442.30	42.57	970.26	43.46	1,498.59
11 大晟文化	600892.SH	游戏	-1,127.79	-473.4%	900.17	26.79	47.46	251.41	1,225.83
12 掌趣科技	300315.SZ	游戏	-3,095.45	-1159.2%	3,380.36	0.00	39.68	261.50	3,681.55
13 天神娱乐	002354.SZ	游戏	-6,977.96	-662.6%	4,059.62	0.00	174.69	2,140.93	6,375.25
14 中文在线	300364.SZ	阅读	-1,504.93	-1955.8%	1,254.21	0.00	63.21	496.34	1,813.77
15 天舟文化	300148.SZ	综合媒体	-1,087.65	-890.8%	1,155.40	1.68	4.97	141.02	1,303.07
合计			-34,837.67		22,294.12	666.82	2,822.12	5,523.53	31,306.59

资料来源: wind, 光大证券研究所整理

2.2、盈利能力：行业整体净利率大幅下滑 游戏、互联网服务盈利能力强 传统媒体盈利能力较弱

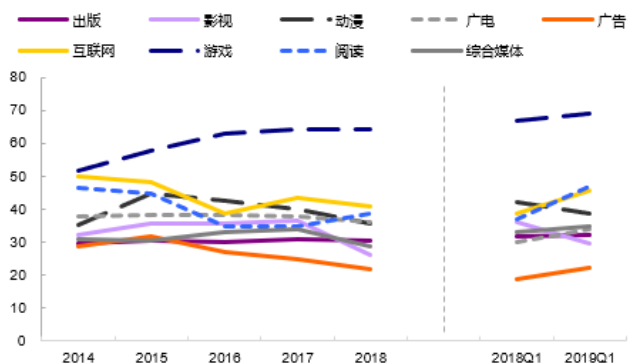
2.2.1、2018 年行业毛利率、净利率显著下滑 2019Q1 游戏行业净利率回升

2018 年 A 股传媒行业平均毛利率为 36.62%，同比下降 2.66pct；剔除净利率小于-100%的异常情况平均净利率为 6.94%，同比下降 9.63pct。2019Q1 整体毛利率为 39.08%，同比上升 0.57pct；整体净利率为 13.94%，同比下降 4.08pct。

1) 2018 年游戏毛利率最高、互联网服务次之；传统传媒板块如广告、出版毛利率较低，游戏行业毛利率 Q1 继续提升。A 股传媒各细分行业毛利率水平较为稳定，2018 年行业平均毛利率为 36.62%，同比下降 2.67pct。其中游戏行业平均毛利率为 64.33%，为行业最高水平，2019Q1 继续提高至 68.99%；广告板块平均毛利率为 21.97%，在行业中处于最低水平。

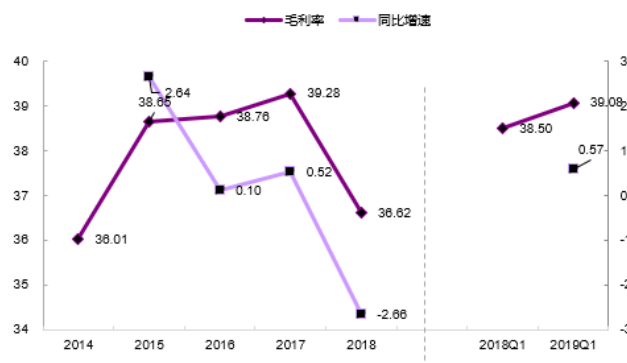
2) 2018 年游戏净利率最高、互联网服务次之，广告、出版净利率较低；2019Q1 游戏行业净利率明显提升，影视、阅读、动漫、广告行业净利率下滑。2018 年 A 股传媒行业受商誉及资产减值影响较大，净利率下滑明显。剔除净利率小于-100%的异常情况，2018 年行业平均净利率为 6.94%，同比下降 9.63pcts。2019Q1，游戏行业 (39.63%，+9.21pct) 净利率有明显回暖迹象，影视、阅读、动漫、广告板块净利率下滑。

图 10：2014-2019Q1 股传媒各细分行业毛利率（单位：%）



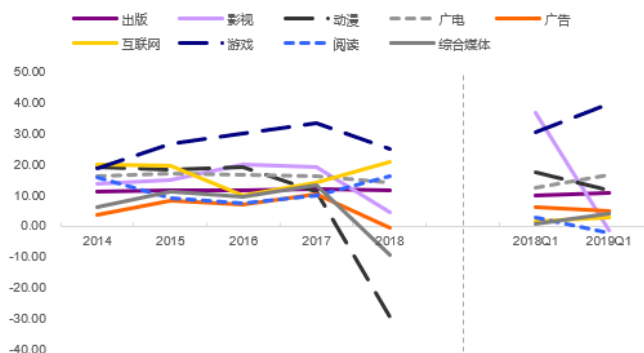
资料来源：wind，光大证券研究所

图 11：2014-2019Q1 股传媒行业毛利率及其增速（单位：%）



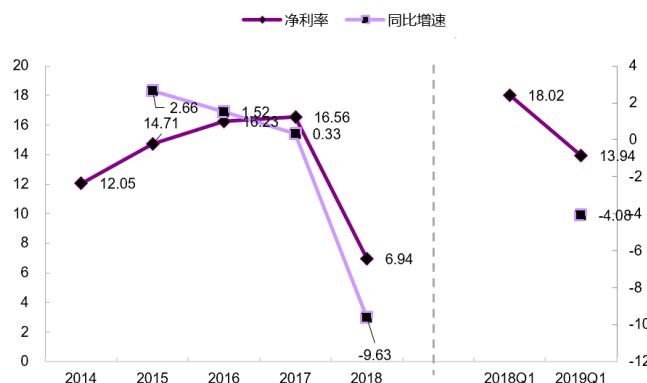
资料来源：wind，光大证券研究所

图 12: 2014-2019Q1 股传媒各细分行业净利率 (单位: %)



资料来源: wind, 光大证券研究所 注: 剔除净利率小于-100%的异常情况

图 13: 2014-2019Q1 股传媒行业净利率及其增速 (单位: %)



资料来源: wind, 光大证券研究所注: 剔除净利率小于-100%的异常情况

2.2.2、游戏、互联网服务盈利能力较强 广告、出版、广电等传统媒体盈利能力较弱

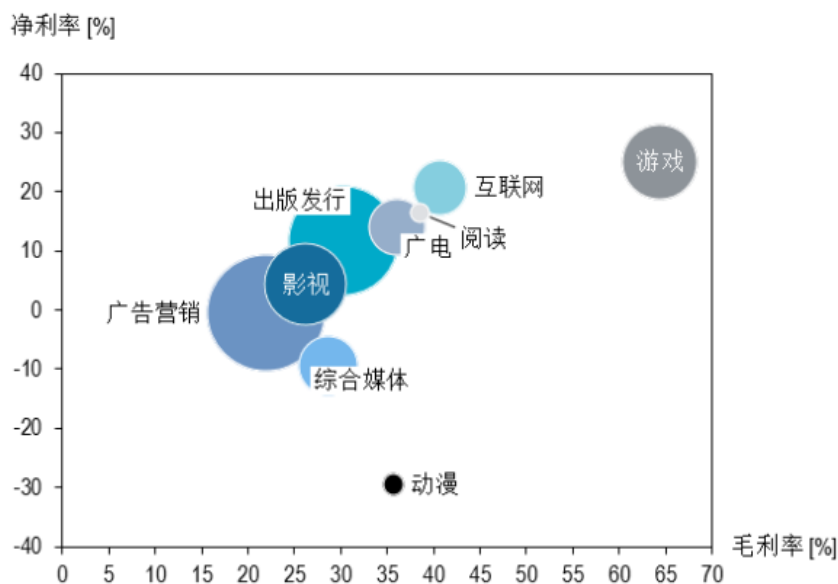
互联网服务和游戏行业的毛利率和净利率较高, 广告、出版、广电等传统传媒毛利率净利率均处于行业较低水平。

1) 2018 年互联网服务行业和游戏行业的毛利率和净利率最高, 毛利率分别为 40.67%、64.33%, 净利率分别为 20.75%、25.05%; 互联网、游戏等轻资产行业边际成本低, 毛利率净利率处于较高水平。

2) 2018 年出版行业、广电行业和阅读行业毛利率和净利率处于行业中等水平, 毛利率分别为 30.33%、36.01%、38.55%, 净利率分别为 11.74%、14.02%、16.44%。传统媒体资产重、成本高, 行业日趋衰落、且面临来自新媒体的竞争。

3) 2018 年广告行业和影视行业毛利率和净利率较低, 毛利率分别为 21.97%、26.21%, 净利率分别为 -0.44%、4.37%。广告行业里尤其是传统广告代理、公关等细分领域, 行业极为分散门槛低、处于充分竞争状态; 影视行业受内容采购价格下降影响利润空间收窄。

图 14: A 股传媒行业 2018 年盈利能力散点气泡图



资料来源: wind, 光大证券研究所

2.3、行业整体销售、管理、财务费用率小幅上升

A 股传媒互联网行业 2018 全年平均销售费用率为 11.26%，上升 1.51pcts；平均管理费用率为 14.11%，上升 0.69pcts；平均财务费用率为 1.08%，上升 0.40pcts。

1) 互联网渠道推广成本高，互联网服务、阅读、游戏板块销售费用率最高；广告、影视行业销售费用率较低。

A 股传媒行业整体销售费用率 2018 全年为 11.26%，上升 1.51pcts。其中出版行业销售费用率为 10.16%；动漫行业销售费用率为 9.54%；广电行业销售费用率为 9.36%；广告行业销售费用率为 5.02%；互联网服务行业销售费用率为 19.26%；影视行业销售费用率为 7.36%；游戏行业销售费用率为 17.92%；阅读行业销售费用率为 17.28%，综合媒体行业销售费用率为 13.31%。（均剔除销售费用率绝对值超过 50% 的异常公司）

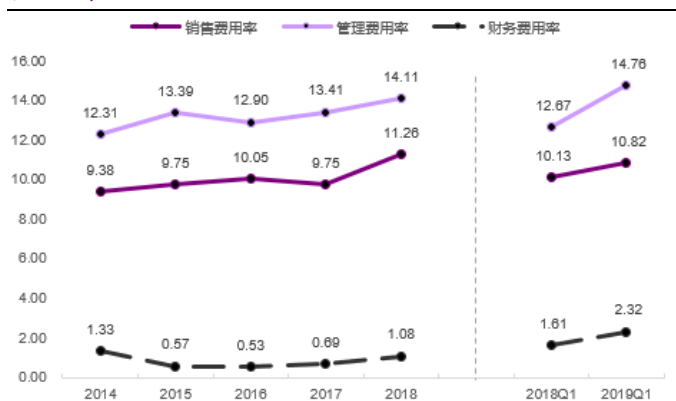
2) 游戏、动漫行业管理费用率较高，广告行业管理费用率较低。

A 股传媒互联网行业 2018 全年平均管理费用率为 14.11%，上升 0.69pcts。其中出版行业管理费用率为 10.71%；动漫行业管理费用率为 20.74%；广电行业管理费用率为 14.82%；广告行业管理费用率为 8.23%，广告行业人力密集，管理费用率较低；互联网服务行业管理费用率为 15.33%；影视行业管理费用率为 10.61%；游戏行业管理费用率为 22.57%；阅读行业管理费用率为 15.72%，综合媒体行业管理费用率为 15.43%。（均剔除管理费用率绝对值超过 50% 的异常公司）

3) 2016-2018 年，传媒类上市公司缺乏有效融资工具，内容行业面临资金难，寻求其他方式进行融资包括银行借款等融资方式导致财务成本上升，其中，影视、动漫、游戏行业财务费用率高；出版、广电、阅读传统媒体现金流较好，产生利息净收入，财务费用率为负。

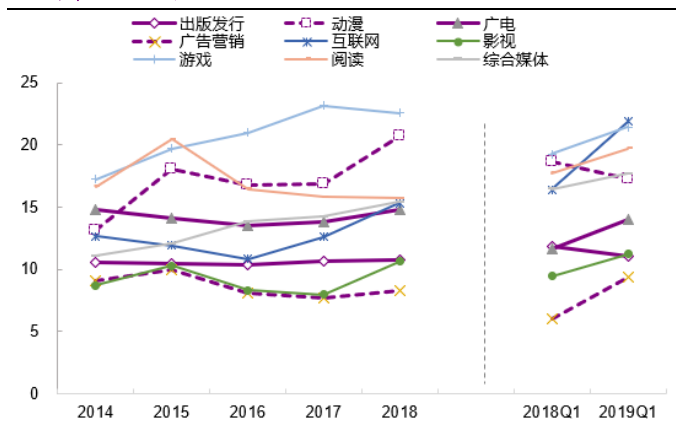
2018 全年传媒行业平均财务费用率为 1.08%，上升 0.40pcts。其中出版行业财务费用率为-0.61%；动漫行业财务费用率为 1.98%；广电行业财务费用率为-0.65%；广告行业财务费用率为 0.74%；互联网服务行业财务费用率为 1.49%；影视行业财务费用率为 2.93%；游戏行业财务费用率为 1.82%；阅读行业财务费用率为-0.82%，综合媒体行业财务费用率为 0.22%。（均剔除财务费用率绝对值超过 50%的异常公司）

图 15: 2014-2019Q1A 股传媒行业整体费用率情况 (单位: %)



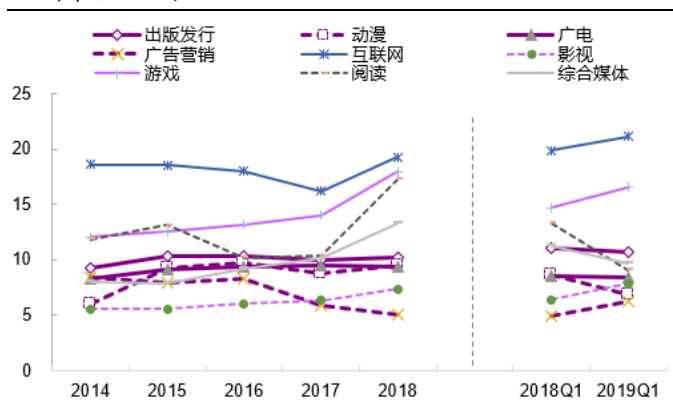
资料来源: wind, 光大证券研究所 注: 剔除费用率绝对值超过 50%的异常公司

图 17: 2014-2019Q1A 股传媒各细分板块管理费用率情况 (单位: %)



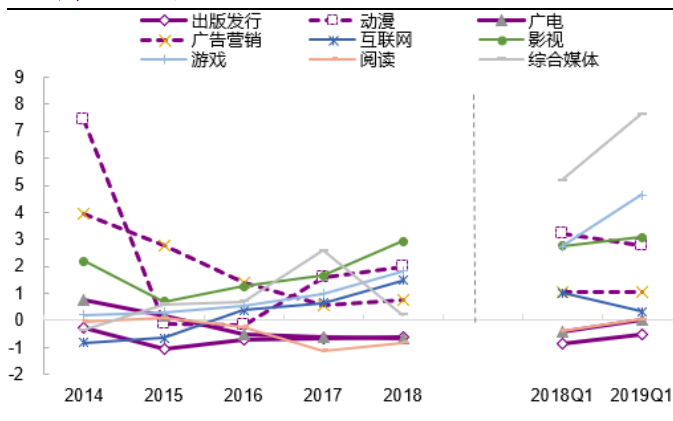
资料来源: wind, 光大证券研究所 注: 剔除管理费用率绝对值超过 50%的异常公司

图 16: 2014-2019Q1A 股传媒各细分板块销售费用率情况 (单位: %)



资料来源: wind, 光大证券研究所 注: 剔除销售费用率绝对值超过 50%的异常公司

图 18: 2014-2019Q1A 股传媒各细分板块财务费用率情况 (单位: %)



资料来源: wind, 光大证券研究所 注: 剔除财务费用率绝对值超过 50%的异常公司

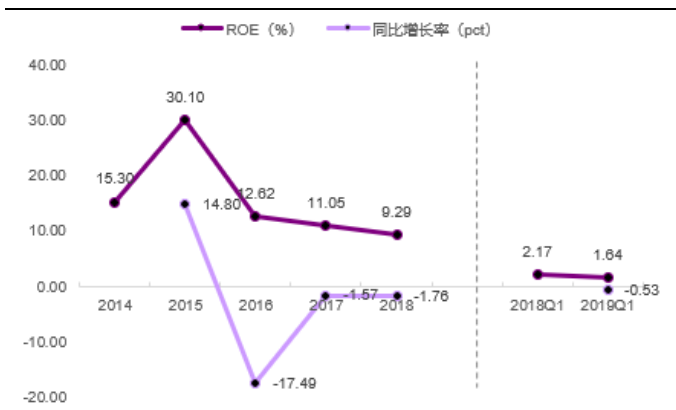
2.4、资本结构与偿债能力：行业资产负债率进一步升高 整体偿债能力下降

剔除 ROE 小于-20%的公司, 2018 年 A 股传媒行业平均 ROE 为 9.29%，同比下降 1.76pcts；资产负债率为 35.50%，同比上升 3.20pcts；流动比率为 2.61，下降 0.20pcts。

1) 剔除 ROE 小于-20%的公司后, 行业整体 ROE 水平同比回落 1.76pct 至 9.29%；互联网行业 ROE 最高达 14.15%，动漫板块 ROE 为负。出版行

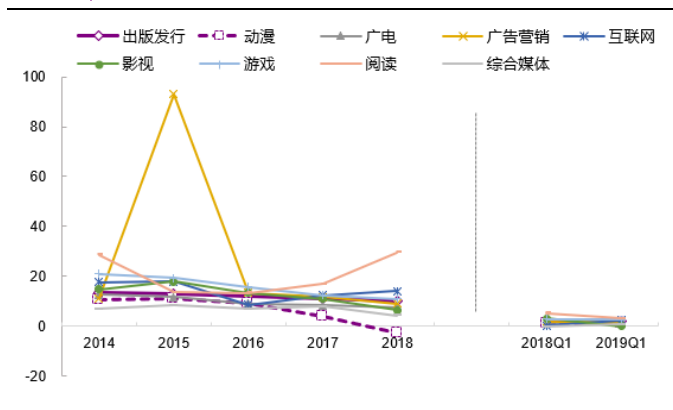
业 ROE 为 10.34%；动漫行业 ROE 为-3.01%；广电行业 ROE 为 7.61%；广告行业 ROE 为 8.98%；互联网服务行业 ROE 为 14.15%；影视行业 ROE 为 6.44%；游戏行业 ROE 为 10.89%；阅读行业 ROE 为 29.53%，综合媒体行业 ROE 为 4.23%。

图 19: 2014-2019Q1A 股传媒行业 ROE 情况



资料来源: wind, 光大证券研究所

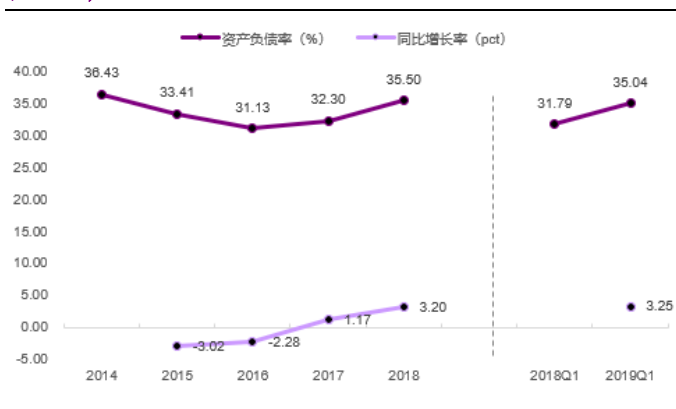
图 20: 2014-2019Q1A 股传媒各细分行业 ROE (单位: %)



资料来源: wind, 光大证券研究所

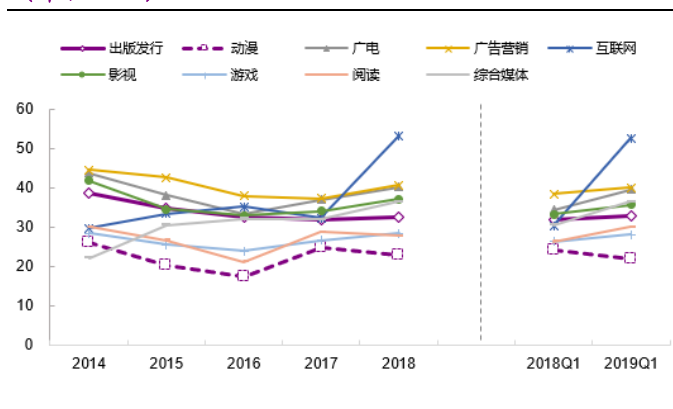
2) 行业整体资产负债率有所上升, 互联网板块资产负债率较高, 动漫、游戏行业资产负债率较低。截至 2018 年底行业整体资产负债率为 35.50%, 同比上升 3.20pcts。其中出版行业资产负债率为 32.56%; 动漫行业资产负债率为 23.01%; 广电行业资产负债率为 40.22%; 广告行业资产负债率为 40.67%; 互联网服务行业资产负债率为 53.27%; 影视行业资产负债率为 37.13%; 游戏行业资产负债率为 28.50%; 阅读行业资产负债率为 37.77%; 综合媒体行业资产负债率为 36.43%。

图 21: 2014-2019Q1A 股传媒行业资产负债率情况 (单位: %)



资料来源: wind, 光大证券研究所

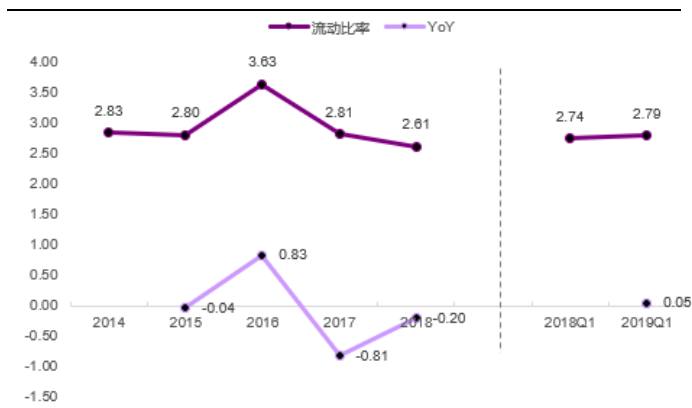
图 22: 2014-2019Q1A 股传媒各细分行业资产负债率 (单位: %)



资料来源: wind, 光大证券研究所

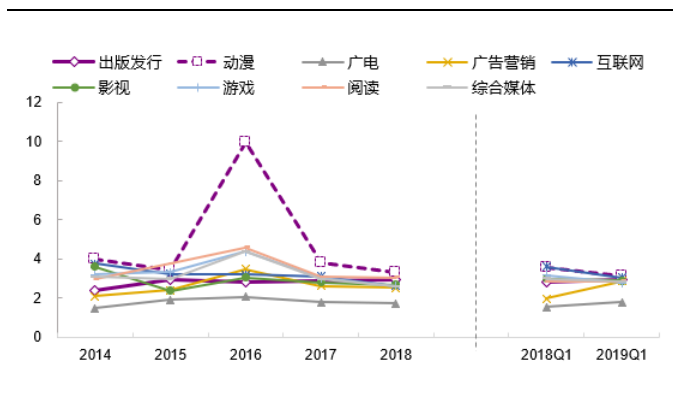
3) 整体流动比率有所下降, 短期偿债能力下降。动漫、阅读行业流动比率高, 广电行业流动比率较低。2018 年行业整体流动比率为 2.61, 同比下降 0.20。截至 2018 年底, 出版行业流动比率为 2.92; 动漫行业流动比率为 3.33; 广电行业流动比率为 1.75; 广告行业流动比率为 2.52; 互联网服务行业流动比率为 2.61; 影视行业流动比率为 2.67; 游戏行业流动比率为 2.62; 阅读行业流动比率为 3.04; 综合媒体行业流动比率为 2.59。

图 23：2014-2019Q1A 股传媒行业流动比率



资料来源：wind，光大证券研究所

图 24：2014-2019Q1A 股传媒各细分行业流动比率



资料来源：wind，光大证券研究所

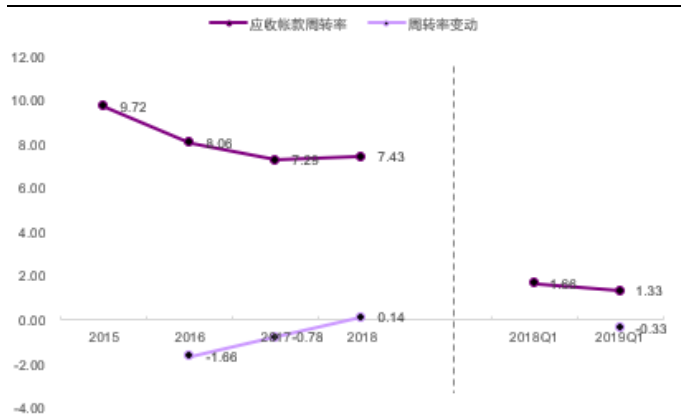
2.5、营运能力：整体应收、应付账款及存货周转率下降 经营性现金流量净额 2018 年有所增加

2.5.1、应收账款、应付账款、存货周转率下降

剔除各类周转率超过 100 的情况后：2018 年 A 股传媒行业应收账款周转率为 7.43，同比上升 0.14；应付账款周转率为 6.38，同比上升 0.28；存货周转率为 11.74，同比下降 0.13。

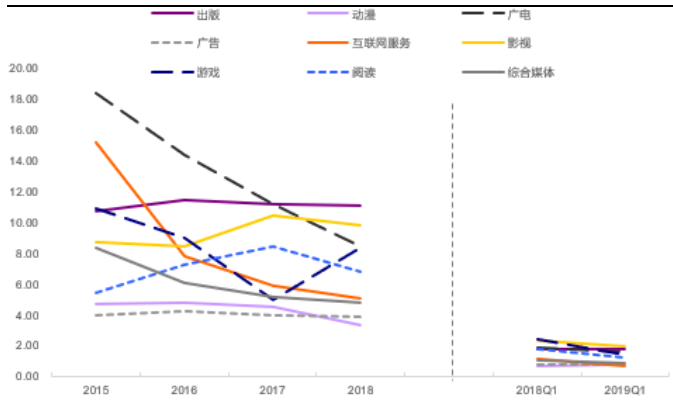
1) 2018 年整体应收账款周转率下降。其中出版板块的应收账款周转率较高，动漫板块的应收账款周转率较低。2018 年应收账款周转率为 7.43，同比上升 0.14。出版行业应收账款周转率为 11.08；动漫行业应收账款周转率为 3.36；广电行业应收账款周转率为 8.40；广告行业应收账款周转率为 3.89；互联网服务行业应收账款周转率为 5.05；影视行业应收账款周转率为 9.84；游戏行业应收账款周转率为 8.38；阅读行业应收账款周转率为 6.82；综合媒体应收账款周转率为 4.77。

图 25：2015-2019Q1A 股传媒行业应收账款周转率及其变动情况（单位：次）



资料来源：wind，光大证券研究所 注：剔除应收账款周转率超过 100 的情况

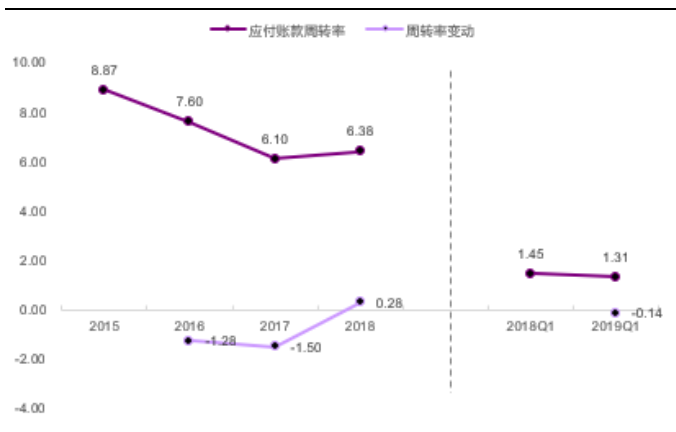
图 26：2015-2019Q1A 股传媒各细分行业应收账款周转率（单位：次）



资料来源：wind，光大证券研究所 注：剔除应收账款周转率超过 100 的情况

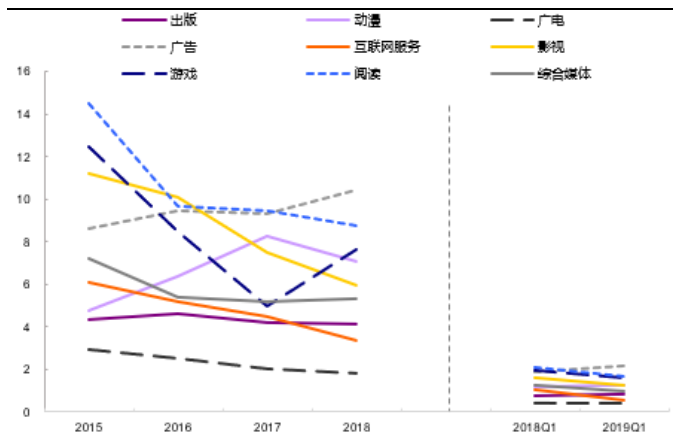
2) 2018 年整体应付账款周转率上升。其中广告板块的应付账款周转率较高，广电板块的应付账款周转率较低。2018 年应付账款周转率为 6.38，同比上升 0.28。出版行业应付账款周转率为 4.09；动漫行业应付账款周转率为 7.08；广电行业应付账款周转率为 1.79；广告行业应付账款周转率为 10.43；互联网服务行业应付账款周转率为 3.35；影视行业应付账款周转率为 5.95；游戏行业应付账款周转率为 7.60；阅读行业应付账款周转率为 8.76；综合媒体应付账款周转率为 5.29。

图 27: 2015-2019Q1A 股传媒行业应付账款周转率及其变动情况 (单位: 次)



资料来源: wind, 光大证券研究所 注: 剔除应付账款周转率超过 100 的情况

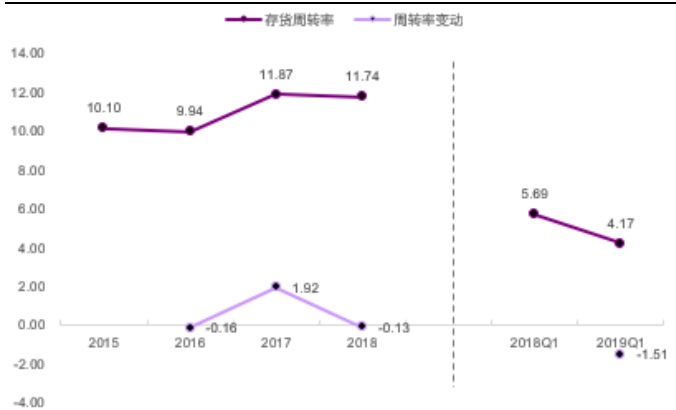
图 28: 2015-2019Q1A 股传媒各细分行业应付账款周转率 (单位: 次)



资料来源: wind, 光大证券研究所注: 剔除应付账款周转率超过 100 的情况

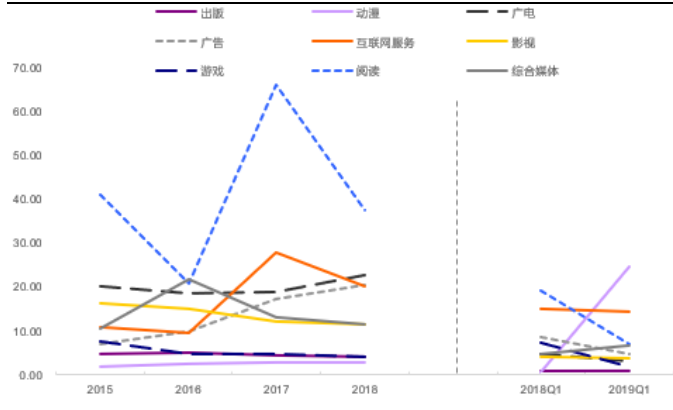
3) 2018 年整体存货周转率小幅下降。其中阅读板块的存货周转率较高，动漫板块的存货周转率较低。2018 年存货周转率为 11.74，同比下降 0.13。出版行业存货周转率为 4.15；动漫行业存货周转率为 2.17；广电行业存货周转率为 22.68；广告行业存货周转率为 20.58；互联网服务行业存货周转率为 20.20；影视行业存货周转率为 11.52；游戏行业存货周转率为 4.24；阅读行业存货周转率为 37.43；综合媒体存货周转率为 11.38。

图 29: 2015-2019Q1A 股传媒行业存货周转率及其变动情况 (单位: 次)



资料来源: wind, 光大证券研究所 注: 剔除存货周转率超过 100 的情况

图 30: 2015-2019Q1A 股传媒各细分行业存货周转率 (单位: 次)



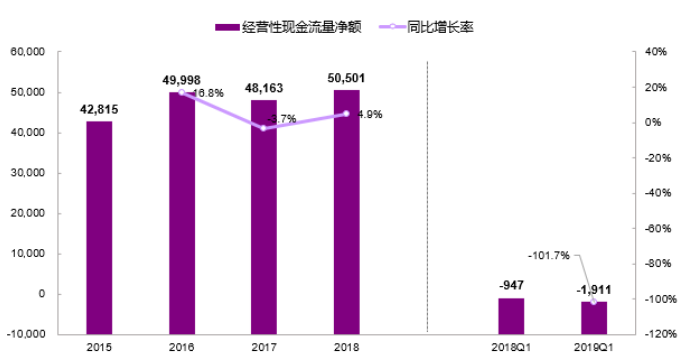
资料来源: wind, 光大证券研究所 注: 剔除存货周转率超过 100 的情况

2.5.2、经营性现金流量净额：行业总体经营性现金流量净额 2018 年有所增加 广电行业经营性现金流量净额最高

剔除跨业经营公司，2018 年行业整体经营性现金流量净额为 505.01 亿元，同比增长 4.85%。其中，出版、游戏、广电板块的经营性现金流量净额较高。

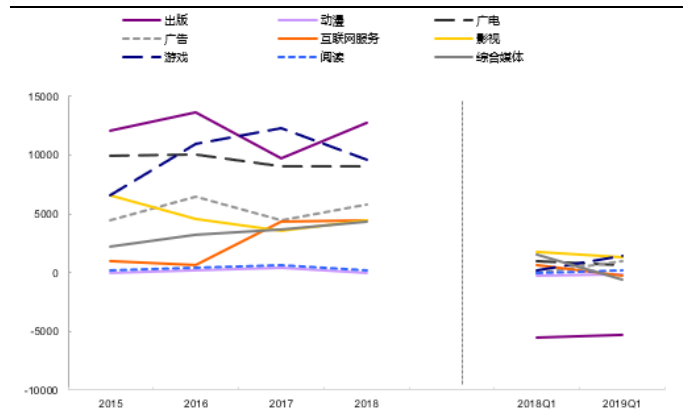
2018 年出版行业经营性现金流量净额为 127.21 亿元；动漫行业经营性现金流量净额为-0.07 亿元；广电行业经营性现金流量净额为 89.94 亿元；广告行业经营性现金流量净额为 57.72 亿元；互联网服务行业经营性现金流量净额为 43.86 亿元；影视行业经营性现金流量净额为 44.84 亿元；游戏行业经营性现金流量净额为 95.96 亿元；阅读行业经营性现金流量净额为 0.79 亿元；综合媒体经营性现金流量净额为 2.36 亿元。

图 31：2015-2019Q1A 股传媒行业经营性现金流量净额及其增速（单位：百万元）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 32：2015-2019Q1A 股传媒各细分行业经营性现金流量净额（单位：百万元）



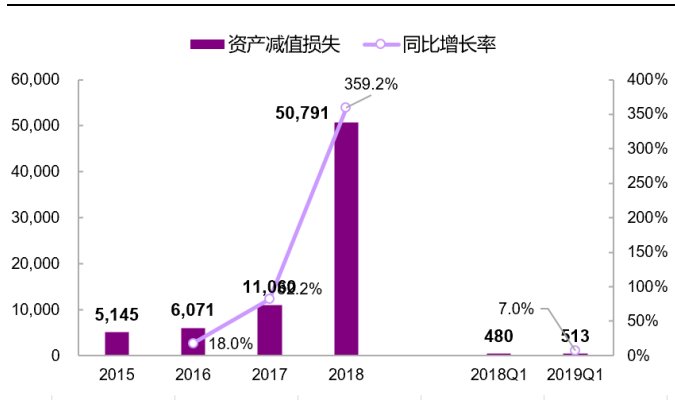
资料来源：wind，光大证券研究所

2.6、传媒公司大股东高比例质押情况多 2018 行业大额资产减值 解禁规模二季度达 223.9 亿

2.6.1、行业资产减值损失总额为 507.91 亿元，整体商誉同比下降 19.4%

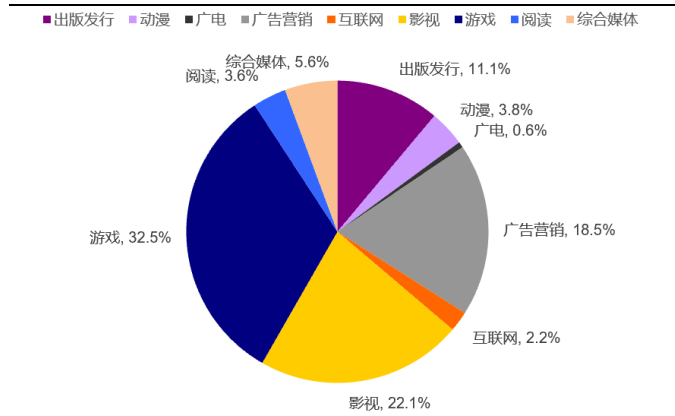
1) 资产减值损失：2018 年 A 股传媒互联网行业（剔除跨业经营公司）商誉、应收账款、存货、投资等资产项集中计提减值导致资产减值损失大幅提高；共计提资产减值损失 507.91 亿，同比增长 359.2%。其中 1) 分板块看，游戏、影视和广告板块计提资产减值损失较多，分别计提 165.08 亿元、112.16 亿元和 93.85 亿元，占行业整体减值额的 32.5%、22.1%和 18.5%；2) 分类型看，商誉减值损失达 319.94 亿元，占比 63.0%，是最主要的资产减值类型；坏账损失 86.55 亿元，占比 17.0%；其他资产（如可供出售金融资产、持有至到期投资、固定资产等）减值损失 79.43 亿元，占比 15.6%；坏账损失 21.99 亿元，占比 4.3%。

图 33: 2015-2019Q1 传媒行业资产减值损失情况 (单位: 百万元)



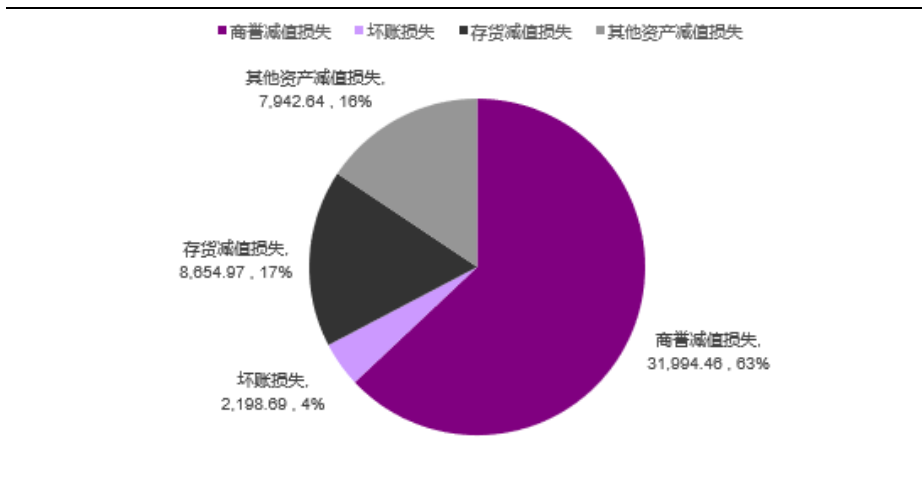
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 34: 2018 年资产减值损失分行业情况



资料来源: wind, 光大证券研究所

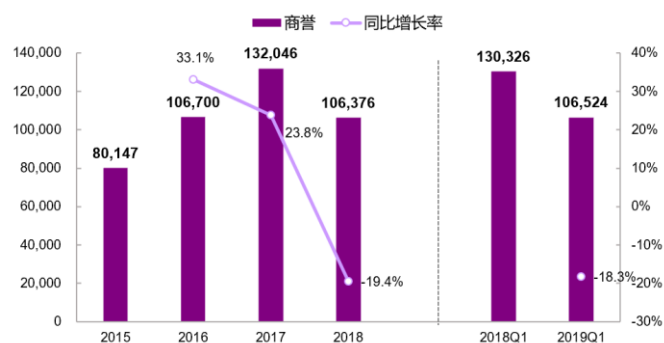
图 35: 2018 年资产减值损失分类型情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 光大证券研究所

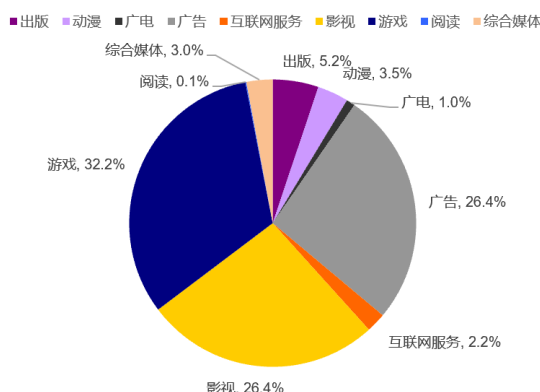
2) 商誉: 伴随着大额的资产减值 (含商誉减值), A 股传媒互联网行业的商誉余额截至 2018 年底降低至 1063.76 亿元, 同比下降 19.4%。分行业来看, 游戏、影视和广告行业是商誉余额最多的板块, 2018 年底商誉余额分别为 342.75 亿元 (占比 32.2%)、281.09 亿元 (占比 26.4%) 和 281.33 亿元 (占比 26.4%)。出版行业商誉总额为 54.93 亿元; 动漫行业商誉总额为 37.21 亿元; 广电行业商誉总额为 10.43 亿元; 互联网服务行业商誉总额为 23.49 亿元; 阅读行业商誉总额为 1.14 亿元; 综合媒体商誉总额为 31.40 亿元。

图 36：传媒行业商誉情况（单位：百万元）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 37：2018 年底商誉总额分行业情况



资料来源：wind，光大证券研究所

2.6.2、半数传媒上市公司大股东高比例股权质押

传媒行业上市公司质押比例较高，十二家总体质押比例超过 50%，其中游戏公司较多。在传媒行业质押比例前二十家公司中，游戏行业、影视行业和广告行业较多，分别有 7 家、3 家、3 家。其中质押比例前三名的公司分别是三六零 (601360.SH，互联网，75.74%)、美盛文化 (002699.SZ，动漫，68.48%)、金科文化 (300459.SZ，跨业经营，67.85%)。

传媒行业大股东质押现象普遍，大股东质押率超过 50% 的有 66 家。1) 在筛选出的 135 家传媒行业公司样本中，大股东累计股权质押比例小于 20% 的有 60 家；介于 20%-50% 之间的有 9 家；介于 50%-70% 之间的有 13 家；大股东累计质押比例超过 70% 的有 53 家；2) 全行业大股东平均质押比例为 40.03%。其中动漫行业大股东累计质押比例最高，达 87.54%；游戏行业次之，为 64.10%；影视行业为 52.27%，位列第三。

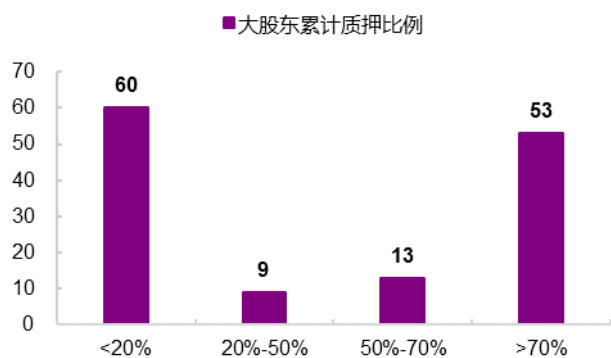
表 8：A 股传媒行业大股东质押比例 TOP20（单位：百万股）

公司简称	股票代码	子行业	质押比例	第一大股东	大股东累计质押比例	大股东累计质押数量
三六零	601360.SH	互联网	75.74%	天津奇信志成科技有限公司	100%	3296.74
美盛文化	002699.SZ	动漫	68.48%	美盛控股集团有限公司	97%	333.80
金科文化	300459.SZ	跨业经营	67.85%	王健	92%	325.33
巨人网络	002558.SZ	游戏	65.81%	上海巨人投资管理有限公司	91%	513.04
盛讯达	300518.SZ	游戏	63.69%	陈湧锐	100%	41.75
大晟文化	600892.SH	游戏	61.95%	周镇科	99%	220.60
艾格拉斯	002619.SZ	游戏	60.54%	日照义聚股权投资中心(有限合伙)	100%	222.68
当代明诚	600136.SH	影视	53.67%	武汉新星汉宜化工有限公司	85%	68.56
邦讯技术	300312.SZ	跨业经营	52.36%	张庆文	100%	116.33
唐德影视	300426.SZ	影视	51.44%	吴宏亮	100%	151.84
完美世界	002624.SZ	游戏	51.25%	完美世界控股集团有限公司	76%	348.39
联建光电	300269.SZ	跨业经营	49.51%	刘虎军	99%	116.55
腾信股份	300392.SZ	广告营销	47.46%	徐炜	100%	124.22
奥飞娱乐	002292.SZ	动漫	47.16%	蔡东青	90%	519.75
瀚叶股份	600226.SH	跨业经营	46.03%	沈培今	100%	978.03
恺英网络	002517.SZ	游戏	41.53%	王悦	100%	461.57

众应互联	002464.SZ	游戏	40.98%	宁波冉盛盛瑞投资管理合伙企业(有限合伙)	100%	35.00
长城影视	002071.SZ	广告营销	40.80%	长城影视文化企业集团有限公司	87%	170.09
中昌数据	600242.SH	广告营销	40.48%	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	100%	122.46
骅威文化	002502.SZ	影视	39.74%	郭祥彬	100%	131.66

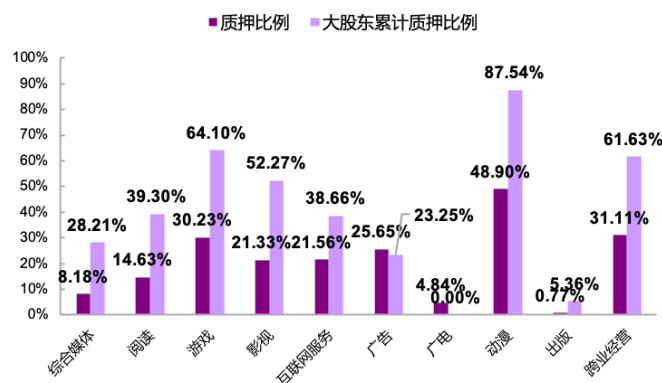
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 38: A 股传媒行业大股东累计质押比例分布 (单位: 家)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 39: A 股传媒行业各板块质押比例及大股东累计质押比例情况



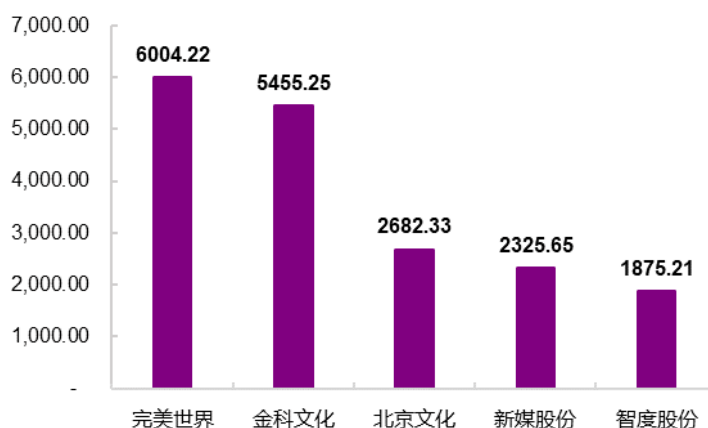
资料来源: wind, 光大证券研究所

2.6.3、2019Q2 大宗解禁规模达 223.9 亿

2019Q2 A 股传媒行业解禁公司共有 20 家, 解禁规模达到 223.9 亿元。近年来许多传媒公司进行并购、借壳等转型, 并通过定增等融资手段进行资本运作, 伴随形成了较大规模的限售股份和大小非股东, 大宗解禁压力也成为压制行业板块的因素之一。

2019Q2 解禁规模较大的 5 家公司分别为完美世界 (002624.SZ, 游戏, 60.04 亿元)、金科文化 (300459.SZ, 跨业经营, 54.55 亿元)、北京文化 (000802.SZ, 影视, 26.82 亿元)、新媒股份 (300770.SZ, 广电, 23.26 亿元)、智度股份 (000676.SZ, 广告营销, 18.75 亿元)。

图 40: 2019Q2 A 股传媒行业解禁规模 TOP5 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 光大证券研究所

表 9：2019Q2 A 股传媒行业解禁规模 TOP20

公司简称	股票代码	子行业	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2019Q2 解禁股 (百万股)	2019Q2 解禁规模 (百万元)	2018 营业收入 (百万元)	2018 净利润(百 万元)
完美世界	002624.SZ	游戏	371.56	28.26	212.46	6004.22	8033.77	1759.39
金科文化	300459.SZ	跨业经营	180.37	9.15	596.20	5455.25	2725.15	903.61
北京文化	000802.SZ	影视	82.19	11.48	233.65	2682.33	1205.05	324.21
新媒股份	300770.SZ	广电	93.00	72.45	32.10	2325.65	643.16	204.74
智度股份	000676.SZ	广告营销	100.47	9.85	190.38	1875.21	7673.79	713.91
盛讯达	300518.SZ	游戏	24.19	25.92	46.55	1206.65	410.70	20.18
蓝色光标	300058.SZ	广告营销	115.40	4.84	166.15	804.17	23103.97	412.32
三维通信	002115.SZ	跨业经营	71.69	12.95	39.01	505.22	3553.61	228.49
当代明诚	600136.SH	影视	55.30	11.35	38.31	434.77	2668.39	80.85
佳云科技	300242.SZ	广告营销	30.46	4.80	64.39	309.07	5610.20	-1244.76
聚力文化	002247.SZ	跨业经营	35.48	4.17	52.61	219.40	3492.60	-2899.40
吉翔股份	603399.SH	影视	65.83	12.04	13.20	158.93	3730.38	189.57
联建光电	300269.SZ	跨业经营	29.93	5.04	14.17	71.41	4053.37	-2887.20
吉比特	603444.SH	游戏	163.17	227.00	0.30	67.85	1654.70	918.36
科达股份	600986.SH	广告营销	66.15	4.99	13.43	67.02	14209.50	286.19
凯撒文化	002425.SZ	游戏	56.96	7.00	9.21	64.49	744.66	278.05
万润科技	002654.SZ	跨业经营	39.99	4.43	10.69	47.36	4577.02	-1114.92
富春股份	300299.SZ	游戏	46.70	6.43	6.76	43.48	555.25	57.78
星辉娱乐	300043.SZ	游戏	66.19	5.32	4.82	25.67	2820.33	240.80
暴风集团	300431.SZ	互联网	26.89	8.16	2.20	17.94	1126.94	-2023.49

资料来源：wind，光大证券研究所注：(1) 股价为 2019 年 4 月 30 日收盘价；(2) 解禁区间为 2019 年 4 月 1 日-2019 年 6 月 30 日

3、投资建议：吹尽黄沙 真金始现 把握行业龙头成长机会

➤ 1) 传媒行业受资产减值损失的影响 2018 年整体净利润大幅下滑，行业估值被动抬升；2019Q1 行业营收增速转正，但净利润仍下滑，等待盈利底出现；2) 行业整体财务状况待改善：2018 年行业整体盈利能力下降、毛利净利率双降、运营能力下降、三费有所上升、偿债能力仍需关注；互联网、游戏、广告持续增长；3) 2019Q2 仍面临大宗解禁、商誉余额较高及传媒行业普遍大股东质押比例较高等压力，但整体增速已放缓，需要密切关注风险解除情况；4) 我们认为政策趋紧状态将长期维持，目前政策面即将迎来改善；监管职能部门职责重新划分，游戏版号虽总量有控制但审批逐步正常化；5) 行业待整顿出清，目前尚在转型期，出清后传媒互联网行业格局或将重构。

➤ 传媒行业资产减值风险集中释放，质押风险尚待逐步化解；娱乐需求不灭，真金更须火炼，规范出清利于行业格局重构及健康发展，迎来行业新格局，维持行业“买入”评级。

➤ 吹尽狂沙，真金始现。传媒行业子板块和公司或将持续分化，我们长期跟踪并看好现金流充沛、有魄力逆势扩张、全产业链布局的龙头公司。推荐猫眼娱乐、光线传媒、芒果超媒、中国电影、腾讯控股，关注阅文集团、分众传媒、完美世界、华策影视。

4、风险分析

- (1) **影视内容**：消费者需求减弱的风险，产业政策变动的风险。
- (2) **动漫**：内容创新不足的风险，技术发展不及预期的风险。
- (3) **游戏**：行业监管政策的风险，网络安全的风险，持续开发新游戏、新技术的风险。
- (4) **广告**：宏观经济波动的风险，创新能力不足的风险。
- (5) **文旅相关**：创新能力不足的风险，政策变动的风险。
- (6) **出版**：侵犯著作权的风险，产业政策变动的风险。
- (7) **广电**：政策变动的风险，市场萎缩的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼