

盈利仍待筑底，板块分化中寻找确定性机会

2019年05月31日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
传媒	-8.52	-10.45	-24.53
沪深300	-6.37	-0.15	-1.60

何晨

执业证书编号: S0530513080001
hechen@cfzq.com

何颖

heyinying@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

0731-89955758

相关报告

- 1 《传媒：传媒行业2019年4月跟踪：板块业绩表现低迷，关注游戏、出版及细分龙头》 2019-05-09
- 2 《传媒行业2019年3月跟踪-年报、一季报密集披露，关注业绩增长确定性资产》 2019-04-02
- 3 《传媒行业2019年2月跟踪-超高清政策提振情绪，关注风险释放后的优质资产》 2019-03-06

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
完美世界	1.30	19.15	1.58	15.76	1.83	13.61	推荐
三七互娱	0.47	26.64	0.87	14.39	1.02	12.27	推荐
游族网络	1.14	15.35	1.31	13.36	1.59	11.01	推荐
新经典	1.78	33.15	2.07	28.50	2.38	24.79	谨慎推荐
中文传媒	1.18	11.30	1.30	10.25	1.44	9.26	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **资产减值致业绩亏损，19Q1业绩尚未出现好转。**2018/2019Q1 传媒板块营收增速 12.49%/5.1%，归母净利润增速-139.27%/-24.86%。2018年传媒行业经营环境变差，监管压力加强，导致板块营收增速进一步放缓，叠加商誉减值风险释放，业绩出现大幅亏损。19Q1 板块整体盈利尚未出现好转，多个子板块仍受行业、政策的影响，业绩承压。
- **子板块表现分化，游戏弹性大，出版防御强。**1) **游戏行业低谷过去，全年盈利修复可期。**2019Q1 手游市场规模同增 18.25%，环增 4.7%，版号恢复后第一季度增长较为稳健。展望未来，监管最严时刻已经过去，行业运行回归正常，国产、进口版号全面恢复后，下半年产品上线节奏有望加快，板块盈利修复可期。2) **出版板块增长稳健、低商誉、高现金，具备较好的防御属性。**出版发行下游需求稳定，行业增长稳健，在市场环境变差时，出版企业盈利表现出较强的韧性，此外板块现金流良好、商誉风险低，具备较强的防御属性。3) **影视行业仍处于调整期，短期未见改善。**电视剧行业基本面未发生明显改善，政策趋严、资本退潮、平台限价等因素加速行业供给侧改革，头部内容制作公司抗风险能力更强。电影方面，票房表现平淡，观影人次首次出现下降，由于渠道持续扩张导致单银幕产出继续下降，短期院线公司盈利承压，后续在政策支持下，渠道端整合有望加速。4) **广告行业受宏观影响景气度下降，静待行业复苏。**受宏观低迷影响，全媒体广告市场自 18 年 7 月以来增速连续为负，且降幅有扩大趋势。目前广告行业仍处于下行阶段，广告企业盈利增长压力较大，短期对行业持谨慎态度，中长期静待经济回暖带动行业复苏，细分行业龙头有望重回增长。
- **投资建议：**当前传媒板块估值处于历史底部，具备一定安全边际，但盈利仍处于筑底阶段，维持行业“同步大市”评级，建议关注三条投资主线：1) 游戏板块盈利修复可期，估值相对具备吸引力，推荐完美世界、三七互娱、游族网络，关注吉比特、宝通科技；2) 出版板块具备较好的防御属性，建议关注新经典、中文传媒、山东出版；3) 立足中长期，关注行业低谷期优势突出的优质龙头，待行业复苏业绩有望回升，关注分众传媒、万达电影、中国电影、光线传媒、华策影视。
- **风险提示：**监管趋严，行业竞争加剧，经济持续下行，商誉减值

内容目录

1 资产减值致亏损，板块盈利仍处于筑底阶段	5
1.1 整体情况：营收增速进一步放缓，业绩大幅亏损	5
1.2 个股表现：亏损企业明显增多，收入和利润增速下滑	6
1.3 子板块表现：出版盈利韧性较强，游戏 Q1 表现稳健	8
2 游戏：手游增速稳健，盈利修复可期	8
2.1 Q1 手游增速稳健，游企盈利修复可期	8
2.2 政策监管边际趋缓，行业精品化趋势确立	9
2.3 双强格局持续，研发商加强与渠道合作	11
2.4 加大出海力度，拓展收入增长空间	12
2.5 游戏板块投资逻辑	13
3 出版：需求稳定、增长稳健、资产优良的防御性板块	14
3.1 图书零售市场增长平稳，畅销书更为长销	14
3.2 板块盈利稳健，毛利率改善明显	15
3.3 现金流良好，资产优良，负债水平低，安全边际较高	16
3.4 出版发行板块投资逻辑	17
4 影视：行业仍处于调整期，短期未见改善	17
4.1 电视剧：行业低谷阶段供给端加速出清	18
4.2 电影：票房表现平淡，电影渠道整合有望加快	20
4.3 影视板块投资逻辑	22
5 营销：宏观下行致行业景气度下降，广告市场持续下滑	23
5.1 宏观影响超出预期，全媒体广告市场连续下滑	23
5.2 广告需求复苏滞后于经济变化，谨慎看待行业增长	24
5.3 营销板块投资逻辑	25
6 投资策略及重点公司	25
6.1 投资策略	25
6.2 重点个股介绍	25
6.2.1 完美世界（002624.SZ）	25
6.2.2 三七互娱（002555.SZ）	26
6.2.3 游族网络（002174.SZ）	26
6.2.4 新经典（603096.SH）	27
6.2.5 中文传媒（600373.SH）	27
7 风险提示	28

图表目录

图 1：传媒板块营收及增速	5
图 2：传媒板块归母净利润及增速	5
图 3：传媒板块资产减值损失明细	6
图 4：传媒板块商誉及增速	6
图 5：传媒板块盈利能力变化情况	6
图 6：传媒板块三费率变化情况	6
图 7：传媒板块盈利和亏损情况	6
图 8：申万传媒行业上市公司营收增速分布情况	7

图 9: 申万传媒行业上市公司归母净利润增速分布情况	7
图 10: 手游市场规模及增速	9
图 11: 游戏板块收入增速回暖, 盈利能力改善	9
图 12: 国产网络游戏版号发放情况	10
图 13: 王者荣耀和吃鸡手游青少年用户占比均超过 20%	10
图 14: MOBA 和飞行射击类游戏用户时长占比较高	10
图 15: 游戏市场主要参与者	11
图 16: 国内手游市场份额情况	11
图 17: 首月流水 TOP30 新游 (近一年上线) 企业份额分布情况	11
图 18: 中国自研手游海外销售收入及增速	13
图 19: 中国移动游戏海外收入占比仍有较大提升空间	13
图 20: 2018 年海外移动游戏市场构成	13
图 21: 2014-2018 年几大主要地区游戏市场增速	13
图 22: 近几年全国图书零售市场增长情况	14
图 23: 图书零售市场线上线下渠道增长情况	14
图 24: 我国图书零售市场新书品种数量保持稳定	15
图 25: 我国图书零售市场新书价格 (中位数) 逐年上升	15
图 26: 近几年来新书对整体市场贡献逐渐减弱	15
图 27: 近几年来老书在市场中所占码洋比重	15
图 28: 出版发行企业盈利增长表现出较强韧性	16
图 29: 出版发行板块毛利率连续两个季度回升	16
图 30: 近几年来出生人数呈波动上升态势	16
图 31: 小初高在校生人数 (亿) 开始回暖	16
图 32: 出版发行企业现金回收能力较强	17
图 33: 出版板块盈利质量较高	17
图 34: 出版板块资金充足、负债水平较低	17
图 35: 出版发行板块商誉风险较低	17
图 36: 电视剧产业链	18
图 37: 全国国产电视剧备案公示和发行许可情况	19
图 38: 各视频平台 2019 年片单数量统计	19
图 39: 重点电视剧公司毛利率呈下降趋势	19
图 40: 华策影视现金流质量最佳	19
图 41: 我国电影实际票房同比首次出现下滑	20
图 42: 观影人次增速首次出现下滑	20
图 43: 分城市观影人次变化	20
图 44: 人均观影次数和平均票价对比	21
图 45: 人均观影次数和分城市平均票价变化情况	21
图 46: 我国电影银幕数量增长情况	21
图 47: 单银幕产出逐年降低	21
图 48: 全媒体广告市场自 18 年 7 月以来持续下滑	23
图 49: 2018、2019 年 Q1 各媒介刊例价同比增速变化	23
图 50: 近五个季度 BAT 广告业务增速	23
图 51: 爱奇艺与分众近五个季度广告收入增速	23
图 52: 广告主对整体经济形势的打分 (1-10 分制)	24
图 53: 广告主对当年营销推广费用占比的预期变化	24

图 54: 全媒体广告刊例花费 TOP5 行业增速变化	24
表 1: 细分领域优质公司业绩表现.....	8
表 2: 子板块业绩表现.....	8
表 3: 腾讯代理产品不断增加 (含未上线)	12
表 4: 2018 年出版机构市占率排名.....	14
表 5: 重点电视剧公司销售回款变慢, 部分公司存货存在积压现象	19
表 6: 我国电影市场渠道端前十院线和影投公司市占率	22

1 资产减值致亏损，板块盈利仍处于筑底阶段

1.1 整体情况：营收增速进一步放缓，业绩大幅亏损

2018 年传媒行业营收增速进一步放缓，归母净利润出现较大幅度亏损，且 2019Q1 板块业绩尚未出现好转，资产减值、盈利能力下滑、费用率提升是业绩表现低迷的主要原因。

申万传媒行业共 151 家上市公司，考虑剔除乐视网、*ST 巴士、南华生物，选取剩余 148 家公司作为研究样本。2018/2019Q1 传媒板块实现营收 5821.14/1290.86 亿元，同比增长 12.49%/5.1%，增速较去年同期下降 6.87/12.28pct，实现归母净利润-221.82/112.95 亿元，同比下降 139.27%/24.86%，增速较去年同期下降 145.97/37.88pct，从中位数角度来看，2018/2019Q1 营收增速中位数 6.2%/1.67%，同比下降 4.71/5.11pct，归母净利润增速中位数-27.84%/1.5%，同比下降 33.19/5.11pct。

图 1：传媒板块营收及增速



资料来源：wind，财富证券

图 2：传媒板块归母净利润及增速

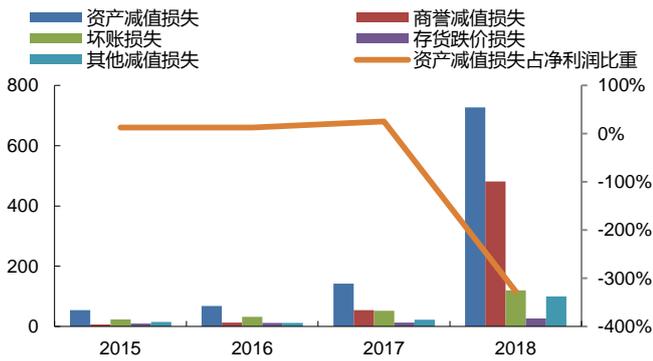


资料来源：wind，财富证券

2018/2019Q1 营收增速均出现放缓态势，主要系过去流量红利带来的行业高增长结束，且 2018 年传媒行业经营环境整体变差，多个子行业面临较强监管压力，这一影响延续至 19Q1。2018 年板块业绩亏损的主要原因是商誉风险释放导致资产减值损失大幅增加，侵蚀利润，2018 年传媒板块资产减值损失达 726.38 亿元，同增 412.18%，是归母净利润的 -3.27 倍，其中商誉减值损失 481.21 亿元，同增 791.79%，另外坏账损失、存货跌价损失和其他减值损失同比均大幅增加。从 19Q1 业绩表现来看，板块盈利尚未出现好转，多个子板块仍然受到经济环境、行业环境调整影响，收入表现低迷，盈利仍处于筑底阶段。

截至 2019Q1，传媒板块商誉规模为 1351.53 亿元，较 2017 年下降约 21%，目前商誉绝对规模仍较大，但商誉减值风险一定程度上已得到有效释放，未来大面积减值的概率相对较小，此外部分优质标的在 18 年一次性计提大额商誉减值后轻装上阵，业绩有望逐步改善。

图 3: 传媒板块资产减值损失明细



资料来源: wind, 财富证券

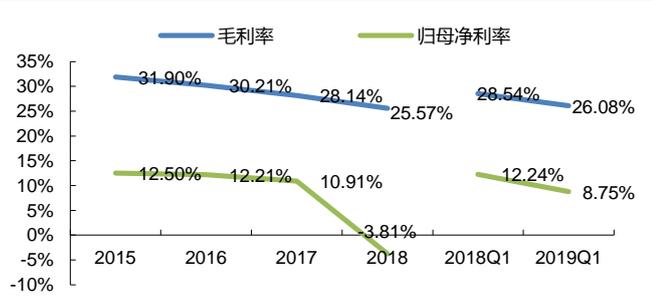
图 4: 传媒板块商誉及增速



资料来源: wind, 财富证券

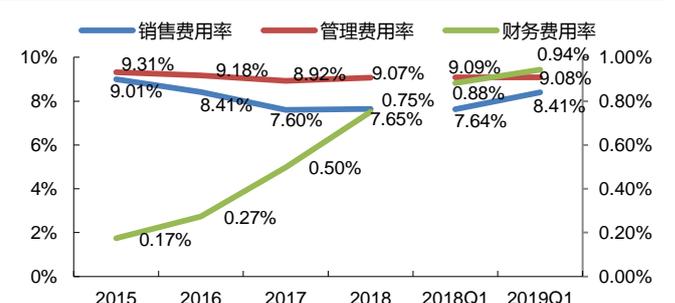
盈利能力方面, 2018/2019Q1 板块综合毛利率 25.57%/26.08%, 同比下降 2.57/2.46pct, 归母净利率 -3.81%/8.75%, 同比下降 14.72/3.49pct。期间费用率呈小幅上升趋势, 其中管理费用率 (含研发费用) 9.07%/9.08%, 同比上升 0.15/-0.01pct, 销售费用率 7.65%/8.41%, 同比上升 0.05/0.77pct, 财务费用率 0.75%/0.94%, 同比上升 0.25/0.06pct。

图 5: 传媒板块盈利能力变化情况



资料来源: wind, 财富证券

图 6: 传媒板块三费率变化情况



资料来源: wind, 财富证券

1.2 个股表现: 亏损企业明显增多, 收入和利润增速下滑

从个股盈利来看, 申万传媒 148 家上市公司中, 2018 年盈利企业 102 家, 亏损企业 46 家, 亏损数量较 2017 年增加 38 家, 亏损企业占比达 31.08%。盈利企业中持续盈利企业数量明显减少, 98 家企业续盈, 4 家企业扭亏, 亏损企业中, 42 家首亏, 4 家续亏。

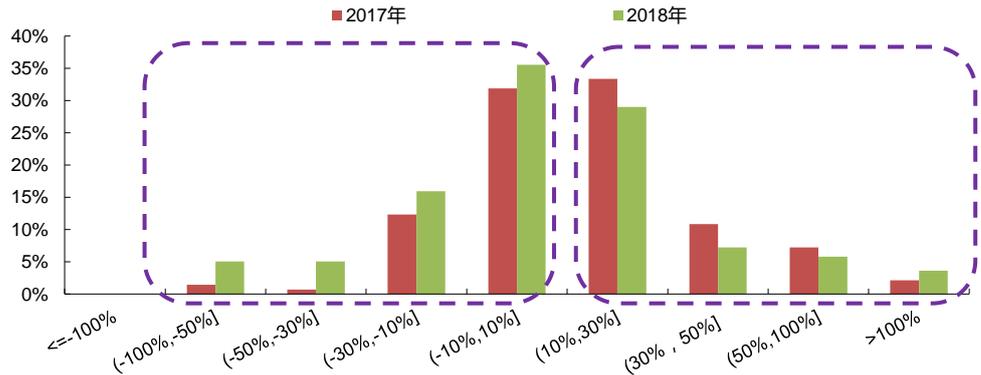
图 7: 传媒板块盈利和亏损情况



资料来源: wind, 财富证券

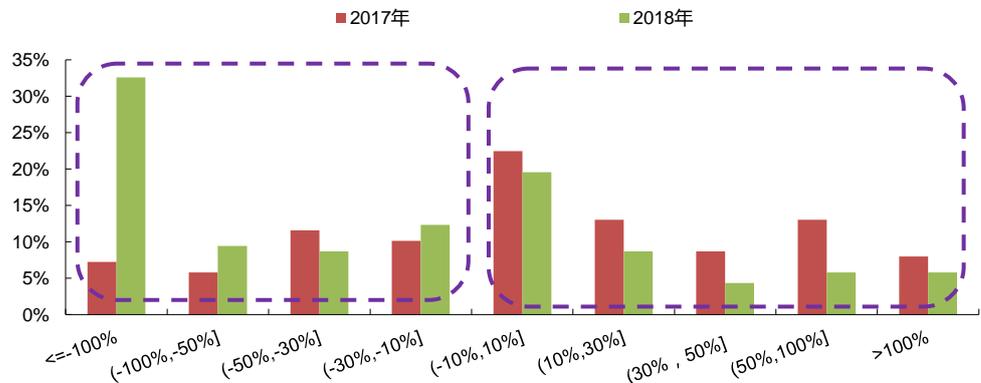
从增速分布来看,2018年传媒上市公司营收增速和归母净利润增速整体呈下滑态势。收入端,营收增速大于10%的公司数量明显减少,占比由53.62%下降至45.66%,低于-10%的公司大幅增加,占比由14.49%提升至26.08%,体现出板块整体创收能力变弱。利润端,归母净利润增速在10%至50%稳健增速区间的公司数量亦显著减少,占比由21.74%下降至13.05%,而归母净利润增速低于-100%的公司数量大幅增加,占比由7.25%上升至32.61%。

图8: 申万传媒行业上市公司营收增速分布情况



资料来源: wind, 财富证券

图9: 申万传媒行业上市公司归母净利润增速分布情况



资料来源: wind, 财富证券

但同时我们可以看到部分细分领域优质龙头和小而美的公司业绩表现出较强的持续性和确定性,例如18年游戏行业版号暂停、政策监管趋严之际,龙头业绩表现出相对较强的韧性,完美世界、吉比特、游族网络2018年业绩增长均较为稳健,而在版号恢复审批后,多家游企19Q1业绩回暖。此外,促销品龙头元隆雅图和视觉内容服务龙头视觉中国均表现出较强的抗周期性,业绩实现稳健增长。

表 1: 细分领域优质公司业绩表现

主营业务		2018 年 营收同 比增速	2018 年归母 净利润同比 增速	2018 年扣非 归母净利润 同比增速	2019Q1 营收同 比增速	2019Q1 归母 净利润同比 增速	2019Q1 扣非 归母净利润 同比增速
完美世界	游戏、影视	1.31%	13.38%	3.54%	13.26%	34.95%	56.77%
游族网络	游戏	10.68%	53.85%	23.05%	-4.03%	-22.20%	-21.24%
三七互娱	游戏	23.33%	-37.77%	-54.70%	95.46%	10.80%	6.41%
吉比特	游戏	14.91%	18.58%	14.75%	33.09%	38.87%	42.53%
宝通科技	手游海外发行	37.12%	22.96%	23.81%	38.82	63.17%	64.74%
元隆雅图	促销品服务	28.36%	30.92%	24.60%	50.90%	26.57%	40.00%
视觉中国	图片交易平台	21.27%	10.45%	15.59%	5.53%	44.22%	47.99%

资料来源: wind, 财富证券

1.3 子板块表现: 出版盈利韧性较强, 游戏 Q1 表现稳健

子板块业绩表现分化明显。受资产减值、行业监管等影响, 游戏、影视、营销板块 2018 年归母净利润均出现亏损, 盈利大幅下滑, 子板块中仅出版板块盈利增长稳健, 在行业低谷时表现出较强的盈利增长韧性, 2018/2019Q1 归母净利润增速为 4.20%/6.11%。此外, 游戏板块 19Q1 收入增长稳健, 利润受销售费率增加影响表现平淡, 预计全年游戏板块盈利将呈企稳回升态势, 影视和营销板块盈利则继续承压。

表 2: 子板块业绩表现

	2018 年				2019Q1			
	营收 YOY	归母净利润 YOY	毛利率	期间费用率	营收 YOY	归母净利润 YOY	毛利率	期间费用率
游戏	6.59%	-192.62%	57.33%	38.00%	7.30%	-6.28%	63.16%	41.89%
影视	-2.22%	-195.04%	27.89%	20.17%	-8.11%	-72.06%	27.21%	17.63%
营销	26.53%	-174.74%	19.12%	11.07%	5.70%	-37.40%	15.22%	11.17%
出版	1.87%	4.20%	30.33%	19.91%	5.34%	6.11%	32.62%	19.93%

资料来源: wind, 财富证券

2 游戏: 手游增速稳健, 盈利修复可期

2.1 Q1 手游增速稳健, 游企盈利修复可期

Q1 手游市场增长稳健, 新品上线有望带动手游增速进一步向上。近期中国音数协、伽马数据联合发布 2019Q1 手游市场数据, 2019Q1 手游市场销售收入 365.9 元, 同增 18.25%, 环增 4.7%, 增长整体较为稳健。从新品供应来看, 版号恢复初期手游市场新品供给仍然偏紧, 19Q1 仅 3 款新游进入收入 TOP50 榜单, 去年同期有 8 款, 但上线的新游表现较突出, 为 19Q1 贡献流水增量, 同时受益于春节以及部分老游流水提升也为市场增长提供支撑。我们认为随着时间推移, 更多新游获得版号并测试完毕, 手游市场“产品荒”将逐步得到缓解, 带动手游市场全年增速上行, 此外近期腾讯类吃鸡手游上线并

开启商业化，有望接力《王者荣耀》成为手游市场重要推动力。

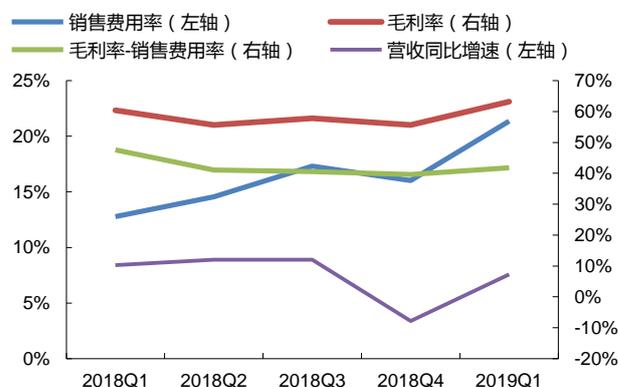
对对应到 A 股游戏公司，由于销售费用快速增加，盈利能力承压，预计未来随着产品成熟、收入稳定，盈利将得到修复。我们统计 2019 年一季度 28 家上市游企盈利情况，共实现营收 169.49 亿元，同增 7.3%，环增 0.75%，收入增长平稳，但由于游戏推广力度加大导致销售费用快速增加，19Q1 游戏板块销售费用达 36.19 亿元，同增 79.43%，环增 34.34%，销售费用率达 21.35%，同比和环比分别提高 8.58/5.34pct，其中三七互娱单个公司 Q1 销售费用达 21.42 亿元，占板块整体的 59.19%，是游戏板块单季度销售费用率大幅提升的主要原因。若考虑毛利率与销售费用率的差值，19Q1 游戏板块该比率为 41.80%，同比下降 5.77pct，环比上升 2.23pct，盈利能力环比有所改善。我们认为销售费用率上升更多是短期现象，随着产品进入成熟期，收入持续增加，费用率将被逐步平滑，全年板块盈利修复可期。

图 10：手游市场规模及增速



资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 11：游戏板块收入增速回暖，盈利能力改善



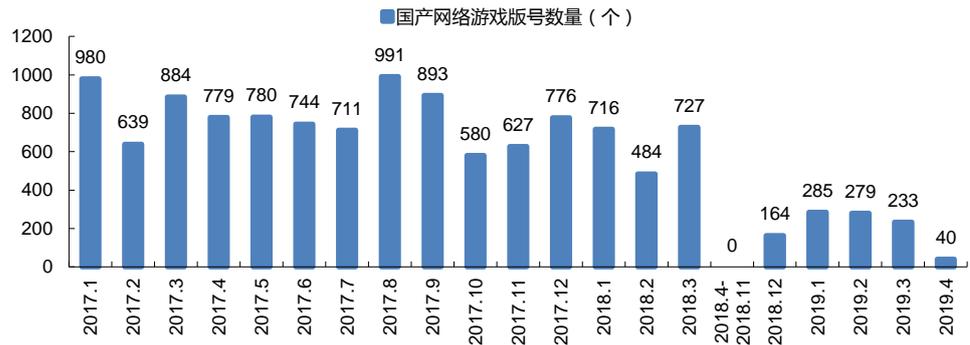
资料来源：wind，财富证券

2.2 政策监管边际趋缓，行业精品化趋势确立

政策监管最严时刻已经过去，后续监管集中于游戏版号总量控制、未成年保护和游戏内容监管。目前游戏版号已全面恢复审批，行业回归正常运营，监管最严时刻已经过去，后续行业监管主要集中在三方面：游戏版号总量控制、未成年人保护以及游戏内容审核监管。

1、游戏版号总量控制意在提高产品质量，推进游戏行业供给侧改革。2018 年 8 月国家新闻出版署表示要实施版号总量控制，2018 年底游戏产业年会上中宣部领导发言也提出要加快推进游戏供给侧结构性改革，控制产品数量过快增长，聚焦提高产品品质。我们认为，版号总量控制对行业影响有限，一方面游戏产品头部化趋势明显，top50 的游戏贡献 70% 的收入，因此总量调控对行业整体收入影响不大，另一方面，版号数量控制主要针对棋牌类游戏和大量换皮、蹭 IP 的低品质游戏，精品游戏是受政策支持的，未来用户将继续向精品内容集中，利好具备精品研发优势的头部企业。

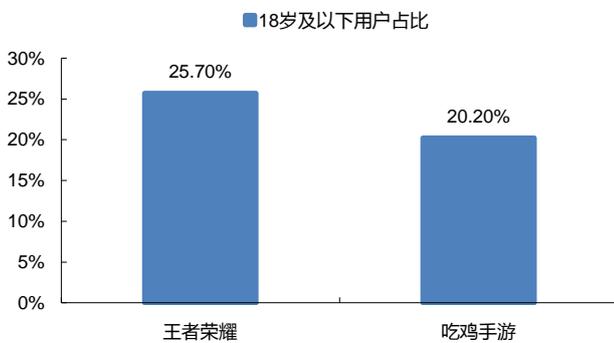
图 12: 国产网络游戏版号发放情况



资料来源: 国家新闻出版广电总局, 财富证券

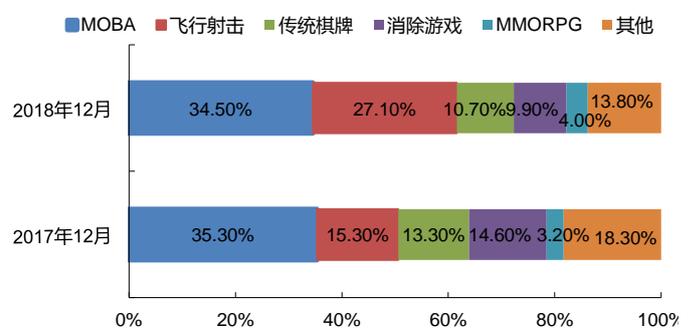
2、限制青少年游戏时长, 规范青少年沉迷和过度消费问题。对青少年游戏时长和消费限制的影响可从两方面来解读, 一方面是目前国内游戏付费玩家中青少年占比较低, 仅部分高 DAU (日活跃用户) 热门游戏如《王者荣耀》、“吃鸡游戏”的青少年用户占比超过 20%, 这类游戏一定程度受到时长限制的影响, 目前腾讯等龙头厂商已积极推出未成年保护系统来应对监管; 另一方面, A 股大部分游企的主要品类是传统 MMORPG (多人在线角色扮演游戏)、SLG (策略游戏)、卡牌等, 这类游戏 DAU 较低、ARPU (单用户收入) 较高, 整体用户时长占比不足 20%, 且目标用户大多为付费能力较强的成年人, 因此受政策影响较小。

图 13: 王者荣耀和吃鸡手游青少年用户占比均超过 20%



资料来源: 极光大数据, Mobdata, 财富证券

图 14: MOBA 和飞行射击类游戏用户时长占比较高



资料来源: QuestMobile, 财富证券

3、加强游戏内容监管, 提高审核标准。对于游戏内容的监管一方面体现在事前加强对游戏版号的审批, 包括申报材料要求更为细致等, 以及去年底中宣部成立网络游戏道德委员会, 主要针对存在较大争议或可能引发道德风险的游戏作品(包括上线后的游戏)进行评议, 评议意见作为审批管理的重要参考。未来对游戏内容的监管将趋于常态, 产品的审核标准也会提高, 过去大量换皮、蹭 IP、不符合价值观导向的游戏将难以获批, 而内容健康、制作精良的游戏则更容易获得监管和市场的认可。

综合来看, 伴随版号全面恢复审批, 政策监管最严的阶段已经过去, 行业运行回归正常, 而版号总量调控以及游戏内容审批趋严, 将加速推动供给端出清, 行业精品化趋势确立, 利好具备精品研发能力的龙头厂商。

2.3 双强格局持续，研发商加强与渠道合作

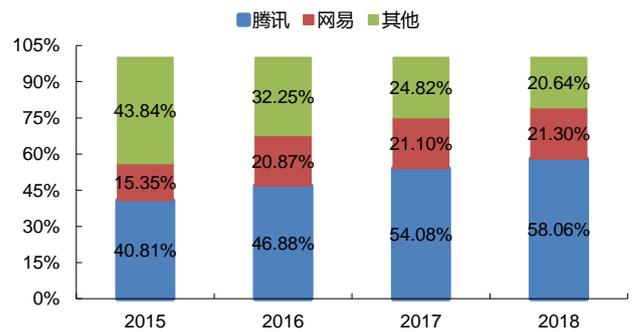
腾讯网易两家总体市场份额进一步提升。目前手游市场腾讯网易两家独大，稳居第一梯队，第二梯队参与者主要包括完美世界、三七互娱、世纪华通、巨人网络、吉比特、游族网络等，这些公司大致可分为两类，以研发为主的游戏 CP 厂商和以买量为主要的游戏发行厂商。近几年来腾讯网易两家手游市场份额持续提升，2018 年份额合计达 79.36%，同比提升近 4pct。

图 15：游戏市场主要参与者



资料来源：财富证券

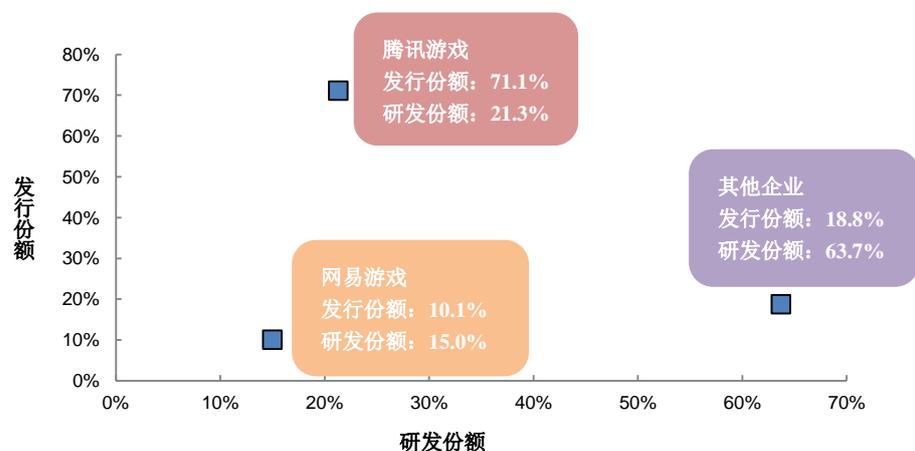
图 16：国内手游市场份额情况



资料来源：GPC&CNG，公司公告，财富证券

新形势下，越来越多的优质研发商选择合作腾讯，共享渠道优势。去年以来在版号暂停以及部分热门手游无法商业化变现的情况下，各类游戏企业均受到一定冲击，腾讯作为行业龙头游戏收入增速亦明显放缓。在新的形势下，越来越多的研发商选择加强与腾讯的合作，借助腾讯强大的流量生态，来实现产品的最大化变现，而腾讯亦愿意通过代理其他厂商自研精品，来扩大自身产品线。根据伽马数据发布的 2019Q1 手游报告，在最近一年上线且首月流水进入 TOP30 手游产品中，腾讯发行的产品占比超过七成，显著超出其自研产品 21.3% 的份额，其他企业自主发行份额占比不足 20%，远低于研发份额 63.7%，主要原因是大量的优质产品交由腾讯代理发行，这也体现出腾讯流量生态的市场竞争优势以及优质研发商的精品研发优势。

图 17：首月流水 TOP30 新游（近一年上线）企业份额分布情况



资料来源：GPC&CNG，财富证券

表 3: 腾讯代理产品不断增加 (含未上线)

手游名称	研发商	游戏类型	发布日期
龙族幻想	祖龙娱乐	RPG	-
剑侠情缘: 短歌行	西山居	MMORPG	-
我的起源	完美世界	沙盒 MMO	-
权力的游戏凛冬将至	游族网络	SLG	2019.6.27
剑网3: 指尖江湖	西山居 (金山软件)	MMO	2019.6.6
云梦四时歌	完美世界	RPG、卡牌	2019.5.21
完美世界	完美世界	MMORPG	2019.3.6
侍魂: 胧月传说	乐道互动	ARPG	2018.12.1
红警 OL	有爱互娱	SLG	2018.10.16
万王之王 3D	祖龙娱乐	MMORPG	2018.8.20
我叫 MT4	乐动卓越	MMORPG	2018.7.25
云裳羽衣	西山居 (金山软件)	换装 RPG	2018.6.26

资料来源: APPAnnie, UP2019 腾讯新文创生态大会, 财富证券

2.4 加大出海力度, 拓展收入增长空间

受国内游戏市场竞争加剧和政策限制的影响, 近年来游戏厂商出海节奏明显加快, 主要体现在出海厂商增加、出海区域由传统的港澳台、东南亚居多向日韩、欧美等地扩张以及出海游戏品类由 SLG、ARPG 向二次元、MOBA、FPS 等全品类覆盖。国内游戏出海市场规模不断扩大, 根据伽马数据统计, 2018 年我国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达 95.9 亿美元, 同增 15.8%, 近 10 年复合增速高达 95.9%。目前国内游戏出海市场规模增速有所放缓, 但增长总体平稳。我们认为未来几年游戏出海仍然是许多国内优质研发和运营厂商的重要发展机遇。主要原因有以下几点:

1、国内手游海外收入占比仍有较大提升空间。近几年国内手游出海取得较快发展, 中国移动游戏海外收入占整体海外移动游戏市场比重稳步提升, 由 2015 年的 11% 增长至 2018 年的 15.8%, 整体比例并不高。目前日韩、美国和西欧是海外移动游戏的主力市场, 规模占比超过 70%, 增长基本稳定, 中东、非洲及东南亚等新兴市场, 规模占比虽小, 但增速非常快, 随着国内游企海外发行团队的扩张以及优质产品的持续输出, 未来新兴市场有望贡献更多收入增量。

2、国内游戏出海领域尚未形成绝对龙头, 出海竞争格局优于国内。目前国内手游出海领先企业包括 Funplus、IGG、智明星通、易幻网络、游族网络等老牌出海厂商, 腾讯、网易等近两年也开始加大精品自研出海力度, 总体看, 国内游戏出海仍处于充分竞争过程中, 尚未形成绝对的龙头, 同时游戏出海不受国内政策监管影响且流量成本较国内具有一定优势。

3、政策大力支持优秀游戏海外传播。2018 年海南游戏产业年会上, 中宣部出版局领导发言中明确提出要推动优秀游戏海外传播, 加强产品研发和市场推广力度, 积极拓展国际市场空间, 并指出目前我国游戏企业创新能力不足, 产品类型较单一, 讲故事的

水平还有待提高。政府将加大指导力度，支持中国游戏企业与原创游戏精品更好地走出去，提高中国游戏的国际影响力，把中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌。

图 18：中国自研手游海外销售收入及增速



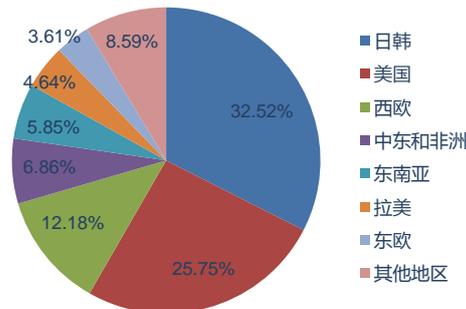
资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 19：中国移动游戏海外收入占比仍有较大提升空间



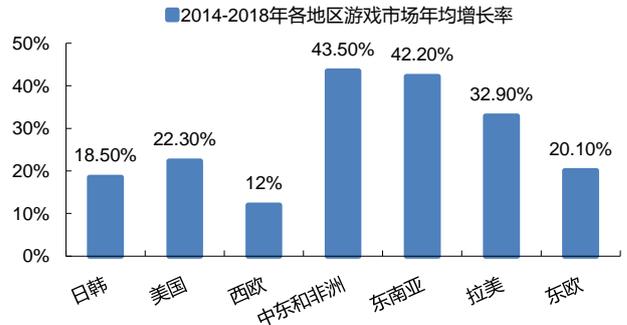
资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 20：2018 年海外移动游戏市场构成



资料来源：GPC&CNG，财富证券 注：海外指除中国内地以外手游市场

图 21：2014-2018 年几大主要地区游戏市场增速



资料来源：GPC&CNG，财富证券

2.5 游戏板块投资逻辑

从政策层面看，游戏版号全面放开后，行业运行回归常态，后续政策监管引导方向为推动供给侧改革，加强行业精品化，研发实力强、能持续输出精品的龙头具备竞争优势；从行业层面看，一方面，游戏行业双强格局持续，其他游戏研发商与腾讯渠道的合作不断加强，谋求共赢，另一方面，政府鼓励游企对外输出优质作品，游戏出海成为行业重要发展方向；从盈利层面看，Q1 重点上市游企业绩表现稳健，国产和进口版号放开后，越来越多大厂作品获得版号，下半年将迎来新一轮产品上线周期，核心企业盈利修复可期。另外从估值来看，当前游戏板块 PE (TTM) 中位数已回调至 16 倍左右，部分优质个股估值具备吸引力。

投资上建议关注两条主线：1) 研发或运营能力较强、具备持续输出精品的龙头厂商，同时绑定腾讯渠道，下半年产品线丰富，业绩有支撑。建议关注完美世界、吉比特、三七互娱、游族网络；2) 游戏出海领先企业，具备较强的海外发行能力，建议关注宝通科技、中文传媒。

3 出版：需求稳定、增长稳健、资产优良的防御性板块

3.1 图书零售市场增长平稳，畅销书更为长销

近几年来国内图书零售市场保持平稳增长，线上渠道保持较快增长，线下渠道震荡走低，增速转负。2018年全国图书零售市场规模达894亿元，同比增长11.33%，增速较去年同期下降3.22pct，但仍保持双位数增长，增长总体平稳。其中网上书店销售码洋573亿元，同比增长24.84%，增速较去年同期下降0.91pct，实体书店销售码洋321亿元，同比下降6.69%，增速较去年同期下降9.07pct。值得关注的是，网店快速增长的重要原因之一是存在销售折扣，根据开卷首次发布网店折扣数据，2018年网店渠道折扣为62折，其中并不包括满减、满赠、优惠券等活动，若剔除折扣影响，网店实际销售额为355亿元，与实体店相差并不大。

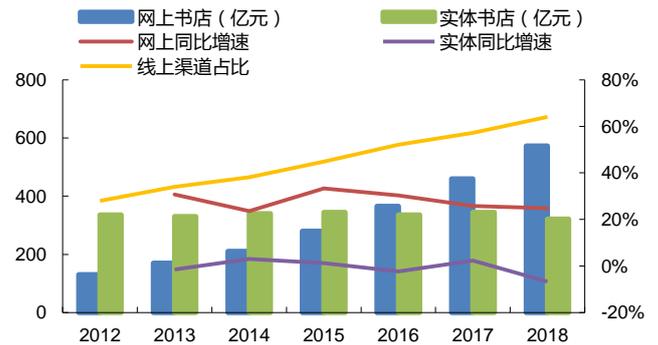
从市场格局看，2018年出版机构市占率排行榜中，中国出版、中南传媒、凤凰传媒分列前三，出版公司市占率排行榜中，中南博集天卷、北京磨铁、新经典分列前三，整体看市场分布相对稳定，格局变化不大。

图 22：近几年全国图书零售市场增长情况



资料来源：开卷，财富证券

图 23：图书零售市场线上线下渠道增长情况



资料来源：开卷，财富证券

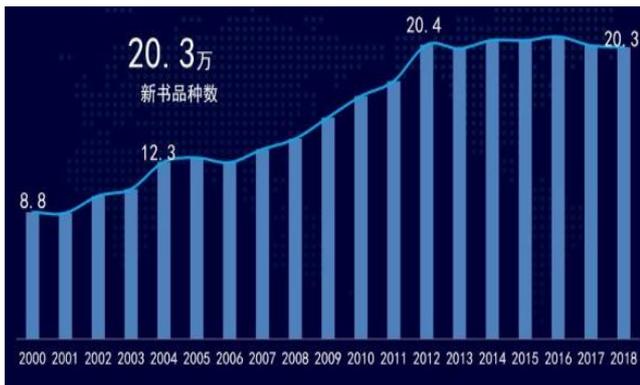
表 4：2018 年出版机构市占率排名

排名	出版单位	出版公司
1	中国出版集团	中南博集天卷文化传媒有限公司
2	中南出版传媒集团股份有限公司	北京磨铁图书有限公司
3	凤凰出版传媒集团有限公司	新经典文化股份有限公司
4	中国国际出版集团	北京华章图文信息有限公司
5	吉林出版集团	读客文化股份有限公司
6	北京联合出版有限责任公司	荣信教育文化产业发展有限公司
7	中国工信出版传媒股份有限公司	海豚传媒股份有限公司
8	中文天地出版传媒有限公司	果麦文化传媒股份有限公司
9	中信出版集团股份有限公司	湖北惠成出版传媒有限公司
10	浙江出版联合集团	后浪出版咨询（北京）有限责任公司

资料来源：开卷，财富证券

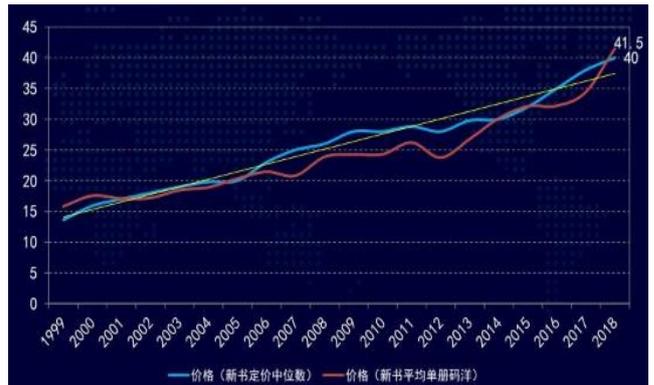
新书品种数保持稳定，价格持续上升，畅销书更为长销。2018年图书零售市场新书品种数 20.3 万种，数量小幅收缩但总体维持稳定，近几年新书品种数量基本稳定在 20 至 21 万种之间。价格方面，新书价格保持逐年上升趋势，2018 年新书平均定价为 41.5 元（单册码洋）。通过观察新书占比情况，发现市场结构在发生变化，新书对市场的贡献不断下降，码洋贡献率从 2006 年的 30% 左右下降至 2018 年的 17%，老书贡献则持续增强，上市三年以上的图书销售码洋占比达 32%，总体看呈现畅销书更为长销的特点，行业中编辑能力出色、擅于打造畅销书的出版企业具备较强优势。

图 24：我国图书零售市场新书品种数量保持稳定



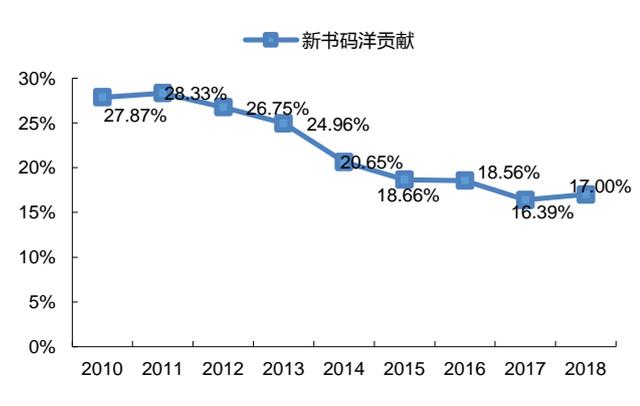
资料来源：开卷，财富证券 注：2014 年之前是实体店数据

图 25：我国图书零售市场新书价格（中位数）逐年上升



资料来源：开卷，财富证券 注：2014 年之前是实体店数据

图 26：近几年来新书对整体市场贡献逐渐减弱



资料来源：开卷，财富证券

图 27：近几年来老书在市场中所占码洋比重



资料来源：开卷，财富证券

3.2 板块盈利稳健，毛利率改善明显

在其他传媒子板块业绩受行业调整、政策监管、商誉减值等诸多因素大幅下滑时，出版板块盈利增长表现出较强的韧性。2018/2019Q1 板块营收增速 1.87%/5.34%，归母净利润增速 4.20%/6.11%，其中 2019Q1 扣非归母净利润同比增速达 17.92%。毛利率连续两个季度出现回升，主要由于文化用纸价格自 2018 年 5 月以来明显回落，成本端压力下降。

图 28：出版发行企业盈利增长表现出较强韧性



资料来源：wind，财富证券

图 29：出版发行板块毛利率连续两个季度回升



资料来源：wind，财富证券

展望未来，图书零售市场有望延续稳定增长。图书行业下游需求较为稳定，教育类图书（教材教辅）属于刚需，价格由政府指导定价，各省均指定唯一的国有出版发行商进行教材教辅图书发行，因此增长最为稳定、确定，而直接影响教育出版市场规模的小初高在校生人数已开始回暖，2012-2016 年新生儿人口增加将成为未来几年在校生人数增长的支撑。一般图书方面需求受到居民消费水平、消费习惯的影响，但总体较为平稳。

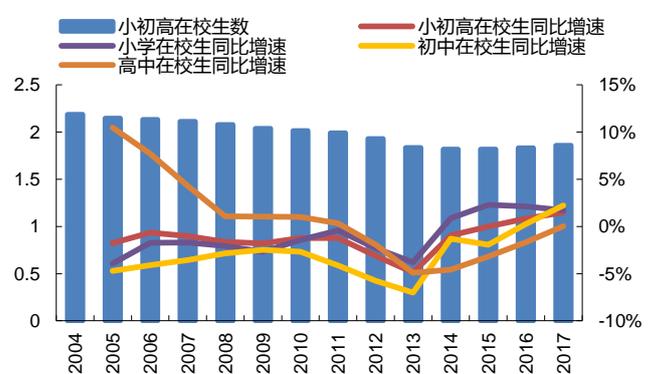
对应到 A 股出版发行企业，收入端保持平稳，成本端压力有所下降，虽然今年年初以来文化用纸价格略有提升，但较去年同期水平仍有较大降幅，同时在前期纸价等成本上涨的刺激下，图书定价不断上涨，预计全年板块毛利率有望进一步改善。

图 30：近几年来出生人数呈波动上升态势



资料来源：wind，财富证券

图 31：小初高在校生人数（亿）开始回暖



资料来源：wind，财富证券

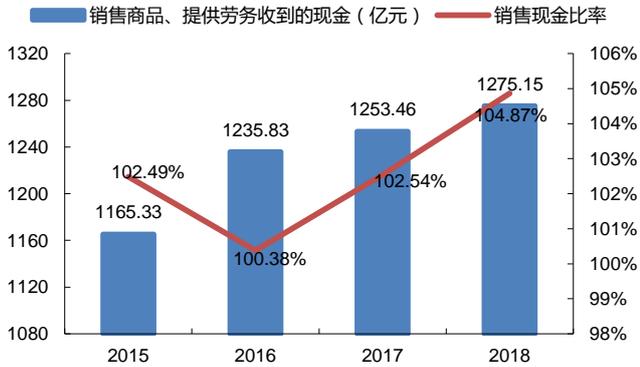
3.3 现金流良好，资产优良，负债水平低，安全边际较高

出版发行企业盈利质量较高、现金回收能力较强。出版板块大多为国有出版企业，旗下业务主要为教材教辅和一般图书业务，其中教材教辅业务受经济环境影响较小，且由于教材和部分教辅由政府采购，因此可带来稳定的收入和现金流。近几年板块销售现金比率持续大于 1，当期销售全部变现，2018 年经营性现金流净额占归母净利润比重为 111.4%，盈利质量较去年同期明显改善。同时出版发行板块账上现金充盈，以理财产品为主的其他流动资产亦保持较高规模，较其他传媒子板块而言具备明显的资金优势。此

外，板块整体负债水平较低，资产负债率稳步下降，2018年板块资产负债率为31.02%。

商誉方面，2018年出版板块商誉仅37.49亿元，占出版板块总资产和净资产比重分别为1.71%、2.48%，这两个数值远低于与传媒板块整体水平（传媒板块商誉占传媒总资产和净资产比重分别为13.51%、21.93%），出版板块商誉减值风险相对较低。

图 32：出版发行企业现金回收能力较强



资料来源：wind，财富证券

图 33：出版板块盈利质量较高



资料来源：wind，财富证券

图 34：出版板块资金充足、负债水平较低



资料来源：wind，财富证券

图 35：出版发行板块商誉风险较低



资料来源：wind，财富证券

3.4 出版发行板块投资逻辑

总体看，出版发行板块经营稳健、现金流良好、商誉风险较低，具备较高的安全边际，在市场风险偏好较低时表现出较强的防御属性。具体个股投资策略，建议从两条主线精选标的：1) 运营机制灵活，图书编辑、发行能力领先的民营图书出版发行龙头，建议关注新经典（版权和人才资源储备丰富）；2) 教材教辅市场受益新生人口、在校人数回暖，有望延续稳定增长，建议关注具备学龄人口优势，未来增长潜力大，兼具低估值、高股息率的公司，建议关注中文传媒、山东出版。

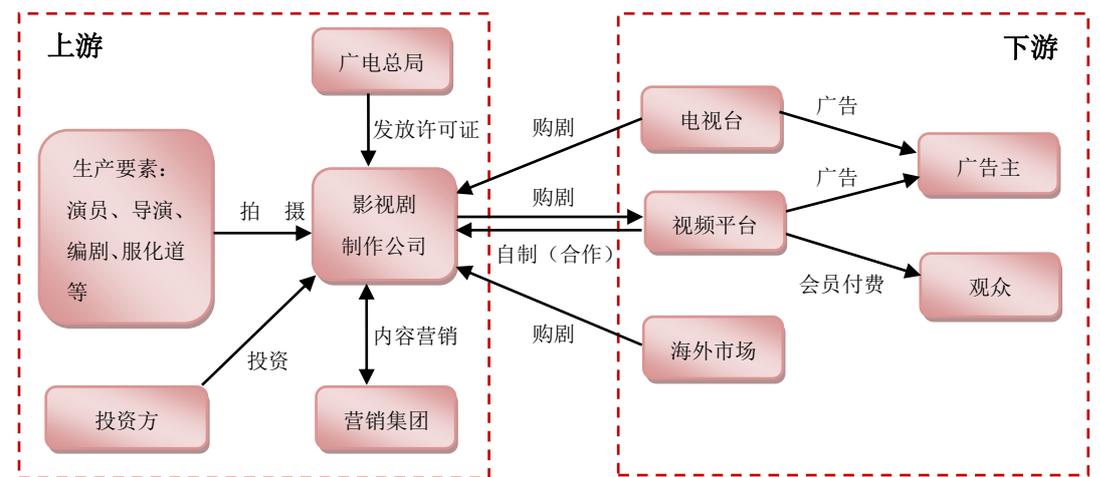
4 影视：行业仍处于调整期，短期未见改善

4.1 电视剧：行业低谷阶段供给端加速出清

2018 年影视内容板块经历资本和政策寒冬，产业链格局和行业供需情况发生较大变化。

产业链格局方面，政策限制演员薪酬，理论上生产要素成本得以下降，但实际过程中薪酬成本切实下降是长期动态下降的过程，因此，2018 年片方内容制作成本仍然较高，而根据最新产业信息反馈，2019 年新开拍电视剧的演员薪酬成本已得到较好控制，从最高单剧 1.5 亿元回落至 5000 万元以下。下游渠道方面，首先台网关系逆转，网络视频平台地位大幅提升，成为电视剧销售和播放的重要渠道，其次，优爱腾三足鼎立的格局确定后，平台发展的逻辑发生变化，由过去烧钱争夺市场份额转变为寻求内容更稳定的输出和用户更高的留存，目的是实现从内容吸引转变为平台吸引，同时平台有了盈利的诉求，通过加大自制和降低版权采购价格来优化内容成本，这种转变的直接结果是电视剧销售价格出现较大幅度下降，爱奇艺财报电话会议中也提到目前平台采购剧集价格从过去最高单集 1500 万元下降至 800 万元以下。

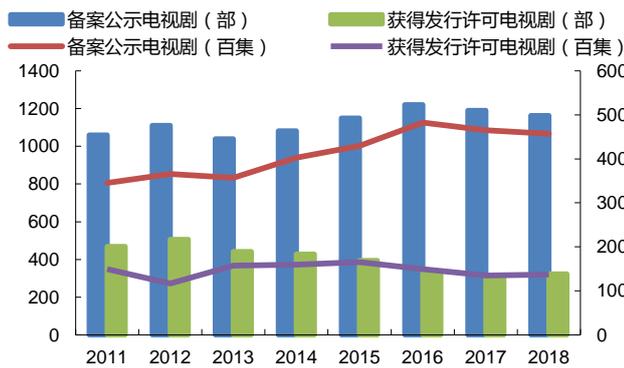
图 36：电视剧产业链



资料来源：财富证券

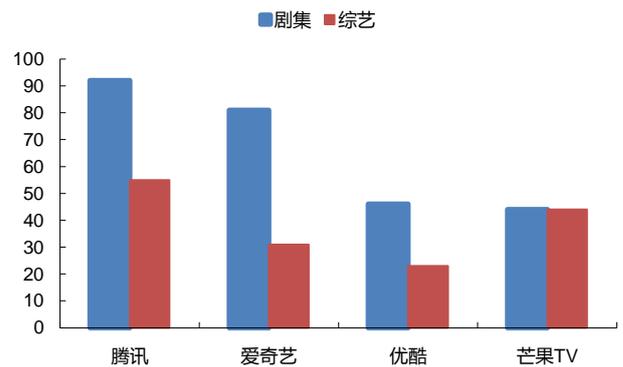
行业供需格局方面，供给端，前几年资本涌入带来电视剧产量大幅提升，受政策、行业调整等多方面影响，2018 年下半年以来版权剧开机率下降明显，但整体看，视频平台仍处于消化库存剧的过程中，且视频平台自制剧处于爆发的状态，开机率居高不下，导致供给端整体仍然过剩，电视剧播出市场竞争激烈；需求端，根据《中国电视剧产业发展报告 2019》数据统计，2018 年上星播出的剧集 113 部，网络播出的剧集 260 部，考虑到大部分上星剧会同步在网络播出，2018 年实际能播出的电视剧约 260 部，低于近三年年均 324 部获得发行许可证的电视剧数量。同时根据统计，四大视频平台 2019 年片单数量合计约 260 部，播出渠道并未出现明显扩容。

图 37：全国国产电视剧备案公示和发行许可情况



资料来源: ifind, 财富证券

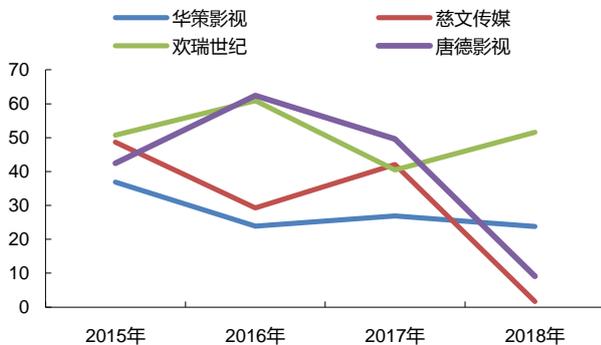
图 38：各视频平台 2019 年片单数量统计



资料来源: 新剧观察, 财富证券

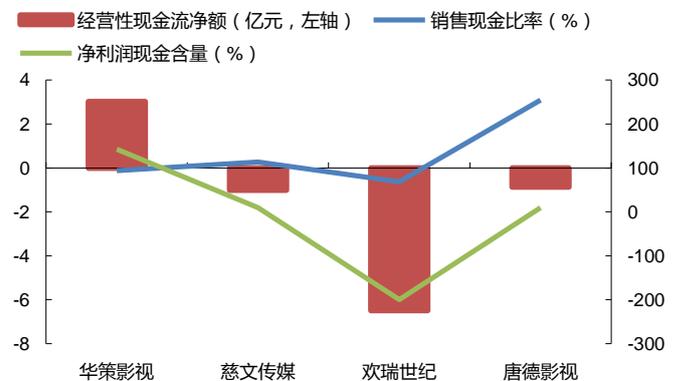
产业链格局和供需变化带来的影响是：1) 平台降低电视剧版权采购价格，而上游内容方制作成本短期存在刚性，因此体现在报表上是内容方销售毛利率下降，利润空间收缩，未来随着行业成本结构优化完毕，内容方毛利率有望回归至合理水平；2) 平台地位提升导致电视剧销售回款周期变长，内容方应收账款增加，经营性现金流情况变差。这两点已经在大部分影视公司财务报表中体现，2018 年华策、慈文和唐德电视剧业务毛利率均出现较大幅度下降，而体现营运能力的应收账款周转和存货周转情况均出现恶化，华策作为电视剧龙头表现优于行业。

图 39：重点电视剧公司毛利率呈下降趋势



资料来源: wind, 财富证券

图 40：华策影视现金流质量最佳



资料来源: wind, 财富证券

表 5：重点电视剧公司销售回款变慢，部分公司存货存在积压现象

	应收账款周转天数		存货周转天数		经营性现金流净额 (亿元)		预收款项 (亿元)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
华策影视	236.7	256.9	208.6	206.0	7.1	3.0	15.2	8.7
慈文传媒	279.0	336.0	403.0	300.1	1.6	-1.0	6.2	4.2
欢瑞世纪	284.6	547.6	247.9	663.3	-4.3	-6.5	3.0	2.7
唐德影视	256.0	892.6	568.7	1290.3	-1.8	-0.9	3.8	3.7

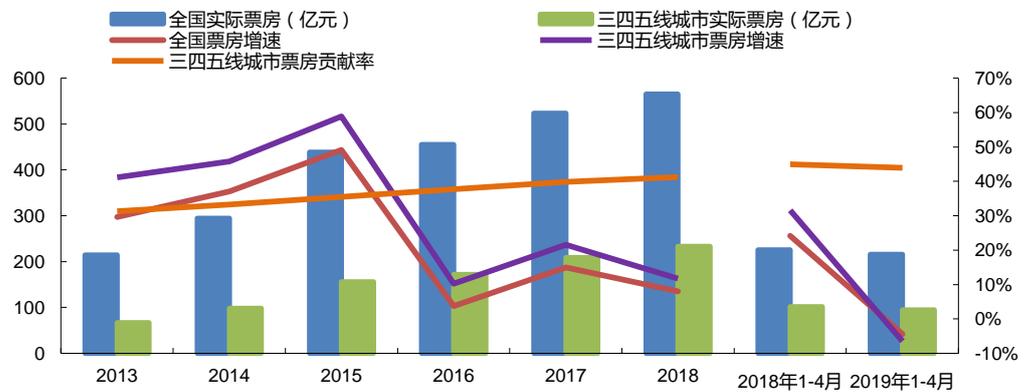
资料来源: wind, 财富证券

4.2 电影：票房表现平淡，电影渠道整合有望加快

2019 年以来我国电影票房表现平淡，1-4 月全国电影实际票房 215.97 亿元，同比下降 4.38%，增速较去年同期下降 28.54pct。三四五线城市实际票房 94.84 亿元，同比下降 6.5%，增速较去年同期下降 38.09pct，低线城市票房增速首次低于全国整体增速。

拆分票房增长影响因素可知，观影人次下降是票房下滑的主要原因。1-4 月全国观影人次 5.92 亿，同比下降 12.3%，其中一二和三四五线城市观影人次同比分别下降 12.15% 和 12.46%。观影人次主要受电影内容质量和居民消费水平共同影响，19 年以来电影爆款内容较少，除了春节档《流浪地球》以及 4 月进口片《复联 4》外，其他影片表现一般，缺乏优质内容来吸引更多观影人次，另一方面，今年春节档电影票价大幅上升，影响价格敏感型观影人群流失。

图 41：我国电影实际票房同比首次出现下滑



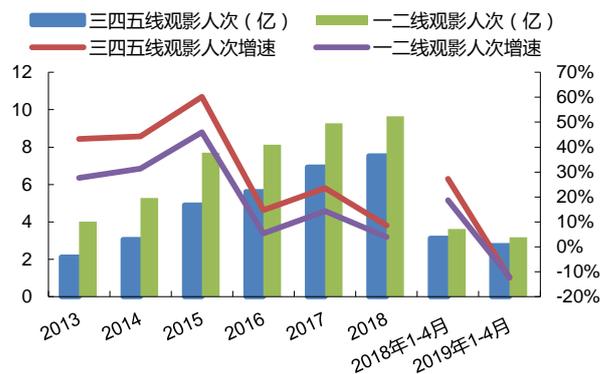
资料来源：艺恩数据，财富证券

图 42：观影人次增速首次出现下滑



资料来源：艺恩数据，财富证券

图 43：分城市观影人次变化

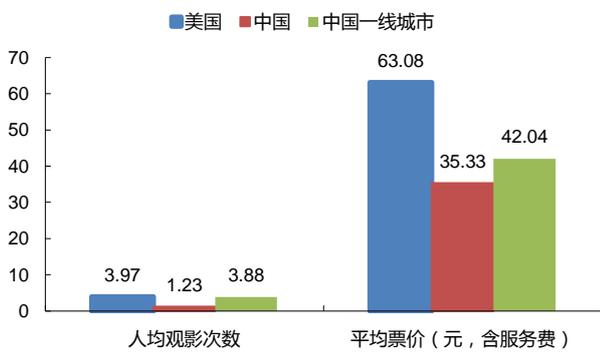


资料来源：艺恩数据，财富证券

我们认为电影票房的增长主要由优质内容增加带动观影人次提升驱动，而优质内容增加是长期积累提升的过程，且电影票房的表现与电影本身质量并非完全一致，导致短期票房增长具有一定波动性，例如 2016 年缺乏爆款电影内容，当年票房增速下降至 3.75%，

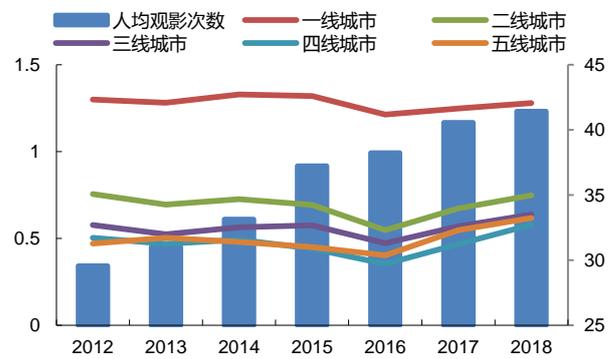
而 2017 年在多部爆款电影加持下，票房增速回升至 14.94%。从长期角度看，我国电影市场仍存在较大增长空间。一方面，国内人均观影次数与海外发达国家相比并不高，2018 年美国人均观影次数接近 4 次，而同期国内人均观影次数约 1.23 次，虽然较 2017 年略有增加，但整体仍有提升空间，值得注意的是，2018 年国内一线城市人均观影次数为 3.88 次，与美国水平相当，未来观影人次提升更多来自低线城市观影需求的崛起。另一方面，国内电影平均票价水平并不算太高，2018 年全国电影平均票价 35.33 元，分城市看，一/二/三/四/五线城市平均票价分别为 42.05/34.97/33.51/32.71/33.22 元，未来二三线城市电影票价提升空间较大，但我们同时考虑线上票补取消导致居民实际承担票价已有一定程度提升，因此短期票价上涨动力不大，更多是长期伴随人均可支配收入提升而缓慢增加。

图 44：人均观影次数和平均票价对比



资料来源：艺恩数据，财富证券

图 45：人均观影次数和分城市平均票价变化情况



资料来源：艺恩数据，财富证券，注：2017、2018 年票价包含服务费

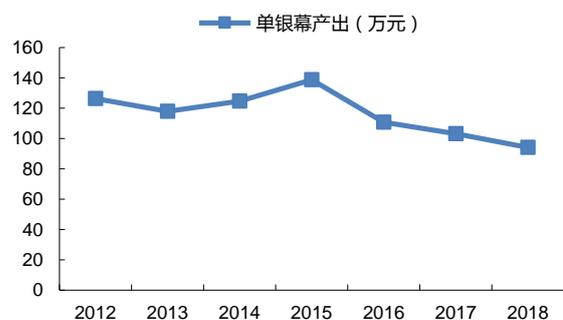
渠道端来看，电影银幕数量持续增长，2018 年我国电影银幕数量达 60079 块，同比增长 18.32%，高出全国票房增速 10.27pct，由于近三年来银幕扩张速度持续快于电影票房增速，导致单银幕产出持续下降，影院经营效率亦随之下降，到 2019 年一季度电影票房出现下滑，多家院线、影投公司盈利承压。根据国家电影局发布的《关于加快电影院建设，促进电影市场繁荣发展的意见》，预计到 2020 年我国银幕总数达到 8 万块以上，以此估计未来两年银幕数有望保持 15% 以上的增速扩张，而未来票房增速预计将延续低速平稳增长态势，因此短期难言单银幕产出拐点。

图 46：我国电影银幕数量增长情况



资料来源：wind，财富证券

图 47：单银幕产出逐年降低



资料来源：wind，财富证券

渠道格局方面，目前我国院线市场较为分散，2018年TOP3院线分别为万达院线、大地院线和上海联合院线，合计市占率33.93%，影院投资管理公司集中度也偏低，TOP3影投公司分别为万达影院、大地影院和横店院线，合计市占率仅21.91%，行业集中度较低且缺乏行业巨头，与国外相比仍存在较大整合空间。目前相关政策也提出要加快院线制改革，支持院线公司进行并购扩张，鼓励涌现出一批实力较强、经营规范、资产联结型为主的大型骨干电影院线，未来具备资本实力的院线龙头可加快并购扩张步伐，市场集中度有望提高。

表 6：我国电影市场渠道端前十院线和影投公司市占率

	院线	票房占比	影投公司	票房占比
1	万达院线	14.68%	万达电影	13.48%
2	大地院线	10.66%	大地影院	4.70%
3	上海联合院线	8.59%	横店院线	3.73%
4	中影南方新干线	8.04%	CGV 影城投资公司	2.84%
5	中影数字院线	7.87%	中影影院投资	2.84%
6	中影星美	6.92%	金逸影视	2.67%
7	广州金逸珠江	5.29%	星美影院	2.06%
8	横店院线	4.70%	太平洋影管	1.66%
9	华夏联合	3.76%	香港百老汇	1.60%
10	江苏幸福蓝海院线	3.72%	耀莱管理公司	1.52%
	合计	74.24%	合计	37.09%

资料来源：艺恩数据，财富证券

4.3 影视板块投资逻辑

电视剧板块：我们认为电视剧行业仍处于调整阶段，政策趋严、资本退潮、平台限价等因素加速行业供给侧改革，头部内容制作公司抗风险能力更强，一方面与平台合作关系稳固，积压剧相对较少，另一方面资金相对充裕，可以更好地应对回款变慢、现金流吃紧的问题，相较而言，中小内容公司将面临较大的生存压力。目前来看，A股电视剧公司基本面尚未发生明显改善，后续须关注电视剧项目推进及成本端变化情况，待行业成本结构优化完毕，龙头企业毛利率有望回升至合理水平，盈利将得到改善，市场份额进一步提升，关注华策影视、慈文传媒。

电影板块：我们认为中短期电影市场增长的核心驱动在于电影内容质量整体提升，优质影片产出增加，带来人均观影人次提升，进而带动票房增长，长期看，IP衍生、商品销售等非票业务有望打开电影市场增长空间。具体到内容端，单部影片表现不确定性较大，爆款可遇不可求，这直接导致电影制作公司业绩的稳定性和持续性较差，因此我们更倾向于关注电影产出丰富，通过提高整体影片投资收益率来平滑单部项目制作风险的龙头企业，建议关注光线传媒。渠道端以院线和影院为主，相对而言业绩增长更为稳定，但银幕扩张速度快于票房增速导致院线单银幕产出持续下降，短期盈利承压。后续在政策支持下，行业整合有望加速，龙头有望通过自建影院和外延并购方式进一步抢占市场份额，建议关注资本实力雄厚、市场份额高、具备经营管理优势的龙头院线公司，

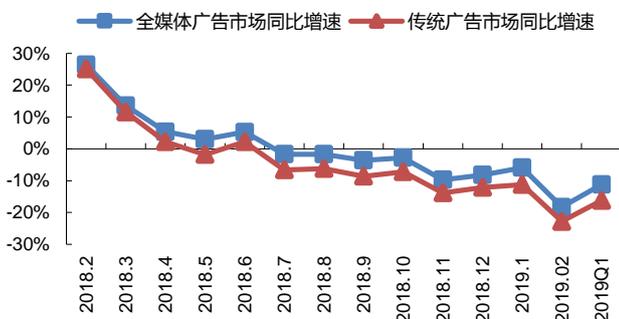
建议关注万达电影、中国电影。

5 营销：宏观下行致行业景气度下降，广告市场持续下滑

5.1 宏观影响超出预期，全媒体广告市场连续下滑

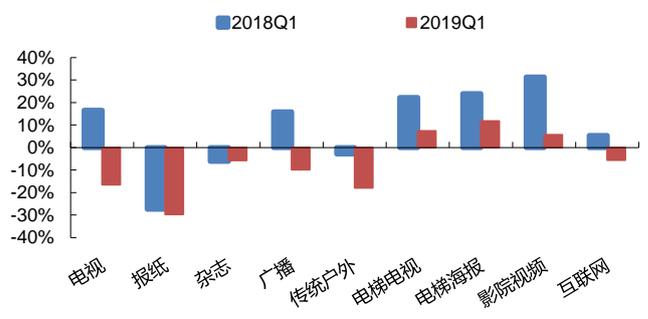
受宏观经济下行影响，全媒体广告市场自 18 年 7 月以来增速连续为负，且降幅有扩大趋势。2019 年一季度全媒体广告市场刊例花费同比下降 11.2%，增速较去年同期下降 25.8pct，这是国内广告市场过去 11 年以来最大降幅，传统媒体广告花费同比下滑 16.2%。各细分媒介中，生活圈媒体广告增速一季度出现断崖式下跌，增速降至个位数，互联网广告、电视、报纸、杂志等其他媒介均呈现不同程度下滑。

图 48：全媒体广告市场自 18 年 7 月以来持续下滑



资料来源：CTR 媒介动量，财富证券

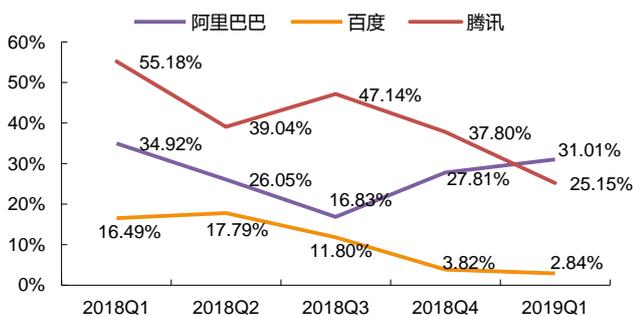
图 49：2018、2019 年 Q1 各媒介刊例价同比增速变化



资料来源：CTR 媒介动量，财富证券

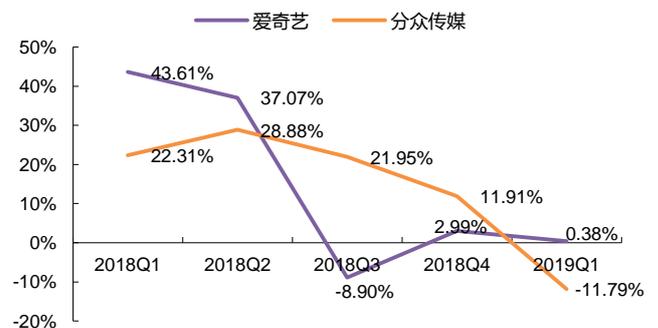
行业龙头广告业务增速出现明显放缓或下滑，品牌类广告下滑幅度大于效果类广告。从国内细分媒介广告龙头近五个季度增长看，广告业务增速自去年下半年起呈现下降趋势，以分众传媒为代表的品牌类广告下滑最明显，19Q1 收入下滑 11.79%，增速同比和环比均大幅下降，而以腾讯为代表的互联网广告增速放缓，但仍保持正增长，腾讯广告 2019Q1 同增 25.15%，增速下台阶，BAT 中仅阿里 Q1 广告增速环比有所回升，19Q1 增速为 31.01%，表明在宏观下行、下游广告预算收紧的情况下，广告主更倾向于减少纯品牌推广类广告预算，转而保留以销售转化为主、性价比更高的效果类广告。

图 50：近五个季度 BAT 广告业务增速



资料来源：wind，财富证券

图 51：爱奇艺与分众近五个季度广告收入增速



资料来源：wind，财富证券

5.2 广告需求复苏滞后于经济变化，谨慎看待行业增长

广告需求很大程度由广告主对市场环境、行业发展、自身发展等多方面因素的判断所决定，若企业经营环境恶化，发展受限，则广告主对未来发展的信心不足，进而影响后续广告的预算。根据 CTR 发布的《2019 年广告主营销趋势调查报告》显示，受市场环境、企业自身经营状况、产品周期等多重因素影响，2019 年广告主信心在 2018 年冲高后有所回落，广告主对整个经济发展、行业发展以及自身发展的打分均呈现下降趋势，表明广告主对于外部经济环境的信心在波动。同时广告主未来预算投入更趋谨慎，2019 年增加预算的广告主占比为 33%，同比下降 10pct，占比创 10 年新低，减少预算的广告主占比 22%，同比增加 8pct，保持预算的广告主占比基本持平。

另外从广告主的结构来看，2019 年第一季度全媒体广告花费的前五行业由食品、邮电通讯、药品、饮料、商业及服务性行业组成，其中食品行业的广告花费同比上涨 11.8%，其他几个行业均有不同程度下滑。展望后续，智能手机出货量以及汽车销量的下滑，导致邮电通讯和汽车广告花费短期难以恢复增长。

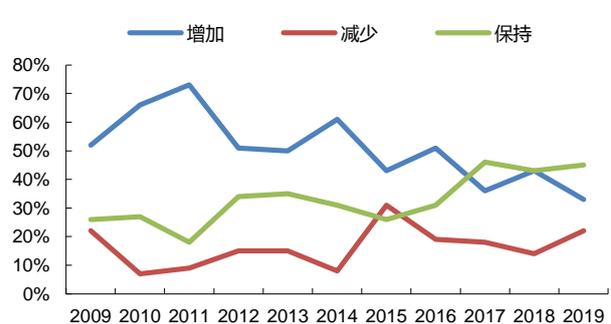
同时，广告主的信心恢复需要时间消化，通常广告主会等到经济环境、企业实际经营情况出现好转后才开始加大投放，因此行业增速拐点难以判断，谨慎看待行业增长。

图 52：广告主对整体经济形势的打分（1-10 分制）



资料来源：CTR 媒介动量，财富证券

图 53：广告主对当年营销推广费用占比的预期变化



资料来源：CTR 媒介动量，财富证券

图 54：全媒体广告刊例花费 TOP5 行业增速变化



资料来源：CTR 媒介动量，财富证券

5.3 营销板块投资逻辑

目前广告行业仍处于下行阶段，全媒体广告刊例花费增速持续下滑，宏观等因素尚未出现明显改善，相应的广告企业盈利增长压力较大，短期对行业持谨慎态度，中长期看，互联网以及生活圈媒体的广告价值没有发生变化，细分行业龙头仍具备较强的竞争优势，待经济回暖、行业复苏，龙头企业重回增长可期，可立足中长期，关注具备核心竞争优势、估值处于底部的优质龙头标的。

6 投资策略及重点公司

6.1 投资策略

从基本面看，2018年传媒板块受资产减值损失增加、盈利能力下降等影响业绩大幅亏损，19Q1板块业绩未出现好转，子板块中仅出版表现较为稳健，游戏板块19Q1收入增速有所回暖，而影视和营销板块仍受经济环境、行业环境调整的影响，盈利表现较差。展望未来，2019年板块业绩在上年低基数情况下增长压力明显减轻，但同时我们需注意部分并购标的本身经营不善，在行业竞争加剧的情况下，对赌结束后的业绩增长压力仍然较大，总体而言，当前板块仍处于盈利筑底阶段。

估值方面，传媒板块经历三年深度回调，已处于历史底部区间，截至目前，板块中位数估值34.9倍，位于历史后14%的分位，整体法估值24.9倍，位于历史后5%分位，部分优质个股在行业阵痛期竞争优势和估值优势凸显，多个细分子板块龙头估值在15倍左右，投资性价比逐步提升。

总体而言，当前传媒板块估值处于历史底部，具备一定安全边际，但盈利仍处于筑底阶段，维持行业“同步大市”评级，建议关注三条投资主线：

- 1、游戏板块是当前时点盈利较优且估值相对具有吸引力的板块，版号全面放开后优质游戏标的产品逐步上线，具备精品研发实力或较强运营能力、产品储备丰富的龙头在新品推动下业绩稳步提升，推荐完美世界、三七互娱、游族网络，建议关注吉比特和宝通科技。
- 2、出版板块盈利增长稳健、现金流良好且分红率逐步提高，具备较好的防御属性，建议关注新经典、中文传媒、山东出版。
- 3、立足中长期，关注受行业调整影响盈利处于低谷，但经营能力强、竞争优势突出的细分行业龙头，待行业复苏后业绩有望触底回升，关注分众传媒、万达电影、中国电影、光线传媒、华策影视。

6.2 重点个股介绍

6.2.1 完美世界 (002624.SZ)

公司是国内优质内容提供方，无论在游戏还是影视领域均具备较强的研发、制作能力。上市以来业绩实现稳健增长，2018 年实现营收 80.34 亿元，同增 1.31%，归母净利润 17.06 亿元，同增 13.38%，2019Q1 实现营收 20.42 亿元，同增 13.26%，归母净利润 4.86 亿元，同增 34.95%，全年业绩增长确定性高。

投资逻辑：1) 游戏：老游戏流水表现稳定，2019 年上线新品《完美世界手游》、《云梦四时歌》均表现优异，位于 IOS 畅销榜前列，后续储备多品类、多平台优质产品，有望带来业绩催化，合作 V 社共建 Steam 中国，打开长期增长空间；2) 影视：公司绑定优质导演和编剧，电视剧业务迎来量质齐升，在手资金充裕，多个影视项目稳步推进中；3) 游戏、影视行业阵痛期，行业集中度加速提升，利好深耕内容的优质 CP 厂商。

盈利预测与评级。预计公司 2019/2020 年归母净利润分别为 20.75/24.08 亿元，对应 EPS 分别为 1.58/1.83 元，当前股价对应 2019/2020 年 PE 为 15.76/13.61 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：行业监管趋严，新游延迟上线或上线表现不及预期，限售股解禁压力

6.2.2 三七互娱 (002555.SZ)

公司游戏研运实力持续增强，业绩逐步走出低谷。2018 年实现营收 76.33 亿元，同增 23.33%，归母净利润 10.09 亿元，同减 37.77%，2019Q1 实现营收 32.47 亿元，同增 95.46%，归母净利润 4.54 亿元，同增 10.8%，短期销售费用增加影响利润率，预计随着产品进入成熟期利润将持续释放，全年业绩有望维持较快增长。

投资逻辑：1) 理顺业务结构和股权结构，公司迎来新的发展期。业务方面，2018 年处置盈利较弱的汽车零部件业务，集中精力发展游戏主业，同时计提商誉减值损失释放商誉风险，股权方面，实际控制人变更为游戏公司创始人李卫伟，新的董事会和管理团队建立；2) 游戏产品储备多元化，自研和代理齐头并进，同时加大海外市场布局，确保业绩实现持续稳健增长。

盈利预测与评级。预计公司 2019/2020 年归母净利润分别为 18.40/21.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.02 元，当前股价对应 2019/2020 年 PE 为 14.39/12.27 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：行业监管趋严，新游延迟上线或上线表现不及预期，推广费用继续大幅增加

6.2.3 游族网络 (002174.SZ)

公司游戏研运实力较强，业绩快速增长。2018 年实现营收 35.81 亿元，同增 10.68%，归母净利润 10.09 亿元，同增 53.85%，2019Q1 实现营收 8.33 亿元，同减 4.03%，归母净利润 1.73 亿元，同减 22.2%，新游上线和推广节奏影响 Q1 业绩，盈利短期下滑，预计随着产品流水逐步确认以及新品陆续上线，公司业绩增速将得到回升。

投资逻辑：1) 主力游戏表现稳定，19 年产品储备丰富。公司 IP 和产品储备均处于

行业领先水平，包括《权利的游戏手游》（腾讯独代）、《山海镜花》等精品游戏。《权游手游》多轮测试数据良好，上线在即，预计将为全年贡献稳定业绩；2）员工股权激励实现利益绑定（占公司总股比 1.8%），业绩考核目标（扣除股权激励摊销后，2018-2020 年业绩增速 41%/25%/32%）彰显公司未来增长信心；3）公司战略调整顺利，去年以来公司加强研发投入，向精细化运营模式转变，同时优化内部组织架构，提高运营效率。

盈利预测与评级。预计公司 2019/2020 年归母净利润分别为 11.62/14.16 亿元，对应 EPS 分别为 1.31/1.59 元，当前股价对应 2019/2020 年底估值分别为 13.36/11.01 倍，给予公司“推荐”评级。

风险提示：游戏上线延迟，新游上线表现不及预期，大股东质押风险

6.2.4 新经典（603096.SH）

新经典致力于经典文学、高品质少儿图书等大众图书的策划与发行，是国内为数不多的优质民营图书公司之一。2018 年实现营收 9.26 亿元，同减 1.9%，归母净利润 2.41 亿元，同增 3.65%，2019Q1 实现营收 2.11 元，同增 5.55%，归母净利润 0.56 亿元，同增 1.65%，营收和利润增速逐季改善。

投资逻辑：1）图书零售市场保持平稳增长，公司作为民营图书策划发行龙头，经营稳健，增长平稳，资产及现金流质量较高；2、拥有丰富的版权储备和强大的编辑团队，同时不断加大版权和人才的投入，确保未来 3-5 年图书作品持续输出；3、加强渠道建设和品类扩张，2019 年出版新书表现良好，业绩逐步改善。

盈利预测与评级。预计公司 2019/2020 年归母净利润分别为 2.8/3.22 亿元，对应 EPS 分别为 2.07/2.38 元，当前股价对应 2019/2020 年底估值分别为 28.50/24.79 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。

风险提示：老书销量下滑，新书表现不及预期，核心人才流失

6.2.5 中文传媒（600373.SH）

公司是积极向新媒体业务转型的国有控股出版集团，传统出版发行和游戏双主业运行，2018 年实现营收 115.13 亿元，同减 13.48%，归母净利润 16.19 亿元，同增 11.53%，2019Q1 实现营收 28.79 元，同增 0.98%，归母净利润 4.97 亿元，同增 10.18%，业绩增长稳健。

投资逻辑：1）出版发行业务保持平稳增长，贡献稳定现金流，纸张价格回落利好毛利率提升；2）游戏出海行业翘楚，产品储备丰富，自研 IP 大作和精品代理手游预计将于 2019 年上线，带来业绩增长弹性；3）资产结构优良，账上现金充足，分红率逐年提升，具备较强防御属性。

盈利预测与评级。预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 17.98/19.82 亿元，对应 EPS 为 1.30/1.44 元，当前股价对应 2019/2020 年底 PE 分别为 10.25/9.26 倍，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：游戏上线延迟，传统业务下滑。

7 风险提示

政策监管进一步趋严，行业竞争加剧，宏观经济持续下行，公司发展不及预期，商誉减值风险等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438