

# 传媒重新出发 商誉风险仍需关注

——传媒行业 2018 年报及 2019 年一季报总结



## 投资摘要:

2018 年, 传媒行业总营收同比增长 9.55%, 扣非归母净利润同比大幅下滑 126%, 大规模商誉减值加速传媒行业触底, 我们认为商誉减值有三个原因:

- ◆ 监管层对商誉风险的关注;
- ◆ 部分子行业增长失速导致未来创造现金流预期降低, 从而无法通过商誉减值测试。剔除商誉影响后, 传媒行业扣非归母净利润仍同比下降 40.82%;
- ◆ 行业高速增长期大量产生并购重组推高了商誉风险, 以及行业特点造成的单笔交易产生商誉相对其他行业更高。

我们认为行业高速增长期进行的并购在估值以及业绩承诺方面将会更加激进, 在行业增速放缓时, 这部分商誉减值的风险也越大。2014-2016 年共新增商誉 1122 亿元, 这部分商誉目前仍剩余 706 亿元商誉未减值。考虑到传媒行业商誉仍有 1360 亿元, 我们认为虽然未来难以同时满足上述三个因素, 但是, 若整体行业增长持续低迷, 传媒板块仍然存在大规模商誉减值的风险。

进入 2019 年, 传媒板块有所企稳, 营业收入同比微降 0.13%, 扣非归母净利润同比降幅收窄至 23.51%, 但各子版块产生分化。出版、游戏仍有较为确定性的增长, 广电板块也存在政策性支持改善, 对于其他板块来说, 则需要自下而上选择投资机会。

**投资策略:** 我们重点推荐游戏、出版等板块以及其他具有细分优势的公司。

- ◆ 游戏: 受到版号重启以及政策面边际宽松的影响, 2019 年手游行业增速有望超过 20%, 我们认为版号仍会控制总量, 推荐关注具有精品游戏研发能力公司以及估值较低存在修复空间的公司完美世界以及吉比特;
  - ◆ 出版: 出版行业是增速稳定、业绩确定性强、行业格局稳固的行业, 我们推荐关注教育、人口大省的省级出版公司中南传媒以及中原传媒。
  - ◆ 有线电视: 行业将受到持续的政策刺激利好, 优先关注专注于广电业务, 被整合难度较低的公司, 以及目前业务与未来 5G、4K 等新业务匹配程度来筛选。推荐关注天威视讯以及贵广网络。
  - ◆ 互联网: 推荐关注细分领域龙头, A 股互联网视频平台唯一标的芒果超媒
- 风险提示:** 内容制作板块管制过严; 票房增速不及预期; 广电整合不及预期; 版号发放不及预期; 宏观经济表现不及预期。

## 行业重点公司跟踪

证券简称	EPS(元)			PE			PB	投资评级
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
分众传媒	0.4	0.28	0.35	13	18	15	5.54	增持
中国电影	0.8	0.76	0.84	17	19	17	2.31	增持
万达电影	0.73	0.84	0.94	29	18	7	2.49	增持
芒果超媒	0.87	1.23	1.55	42	33	26	6.74	买入
华扬联众	0.56	1.13	1.56	24	11	8	1.92	买入
贵广网络	0.3	0.37	0.46	21	23	19	1.95	买入
中南传媒 i	0.69	0.76	0.82	6	6	6	1.65	增持
中原传媒	0.72	0.78	0.86	10	9	8	0.97	增持
完美世界	1.3	1.64	1.91	21	15	13	3.67	买入
吉比特	10.06	11.61	13.45	14	16	14	1.8	增持

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

评级 增持 (维持)

2019 年 6 月 1 日

曹旭特

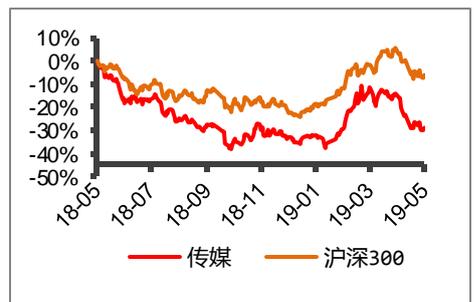
分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 行业基本资料

股票家数	141
行业平均市盈率	-50.84
市场平均市盈率	17.79

## 行业表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、申港证券传媒行业周报——看好电视端娱乐消费机会



## 内容目录

1. 传媒板块概览：商誉减值加速业绩触底.....	5
2. 商誉减值分析 仍需注意风险.....	9
3. 影视内容：行业逐步规范 关注龙头公司.....	11
4. 院线：单银幕产出拐点未至 成本压力显现.....	13
5. 游戏：版号恢复看好未来增长.....	15
6. 广告营销：行业面临下行压力.....	18
7. 出版：现金流充裕 业绩稳中有升.....	20
8. 有线电视：政策推动主题投资机会.....	23
9. 互联网：关注高增速细分领域龙头.....	25
10. 结论及投资建议.....	27

## 图表目录

图 1： 2018 年申万一级子行业涨跌幅情况 (%) .....	5
图 2： 2018 年申万一级子行业归母净利润增速情况 (%) .....	5
图 3： 2019 年至今申万一级行业涨跌幅情况 (%) .....	5
图 4： 2019 年一季度申万一级子行业归母净利润增速情况 (%) .....	6
图 5： 样本池中标的近两年盈利/亏损数量.....	7
图 6： 传媒板块近五年营业收入（剔除芒果超媒）.....	8
图 7： 传媒板块近五年归母净利润/扣非归母净利润（剔除芒果超媒）.....	8
图 8： 传媒板块近五年毛利率/净利率/扣非归母净利率.....	8
图 9： 传媒板块近五年期间费用率.....	8
图 10： 传媒板块近五年经营性现金流净额.....	8
图 11： 传媒板块近五年商誉.....	8
图 12： 2018 年、2019 年 Q1 各子行业营收增速.....	9
图 13： 2018 年、2019 年 Q1 各子行业调整商誉影响后扣非归母净利润增速.....	9
图 14： 2012-2018 年申万传媒板块商誉总额与商誉减值情况.....	9
图 15： 排除商誉减值影响后传媒板块净利润情况.....	10
图 16： 2011-2018 年中国电影票房.....	10
图 17： 2008-2018 年中国游戏市场实际销售收入.....	10
图 18： 影视内容近五年营业收入情况.....	11
图 19： 影视内容近五年归母净利润/扣非归母净利润情况.....	11
图 20： 影视内容近五年毛利率/净利率情况.....	12
图 21： 影视内容近五年期间费用情况.....	12
图 22： 影视内容近五年经营性现金流情况.....	12
图 23： 影视内容近五年商誉情况.....	12
图 24： 2016 年到 2019 年 3 月影视剧备案数公示情况.....	12
图 25： 院线近五年营业收入情况.....	14
图 26： 院线近五年归母净利润/扣非归母净利润情况.....	14
图 27： 院线近五年毛利率/净利率情况.....	14
图 28： 院线近五年期间费用情况.....	14
图 29： 院线近五年经营性现金流情况.....	14
图 30： 院线近五年商誉情况.....	14

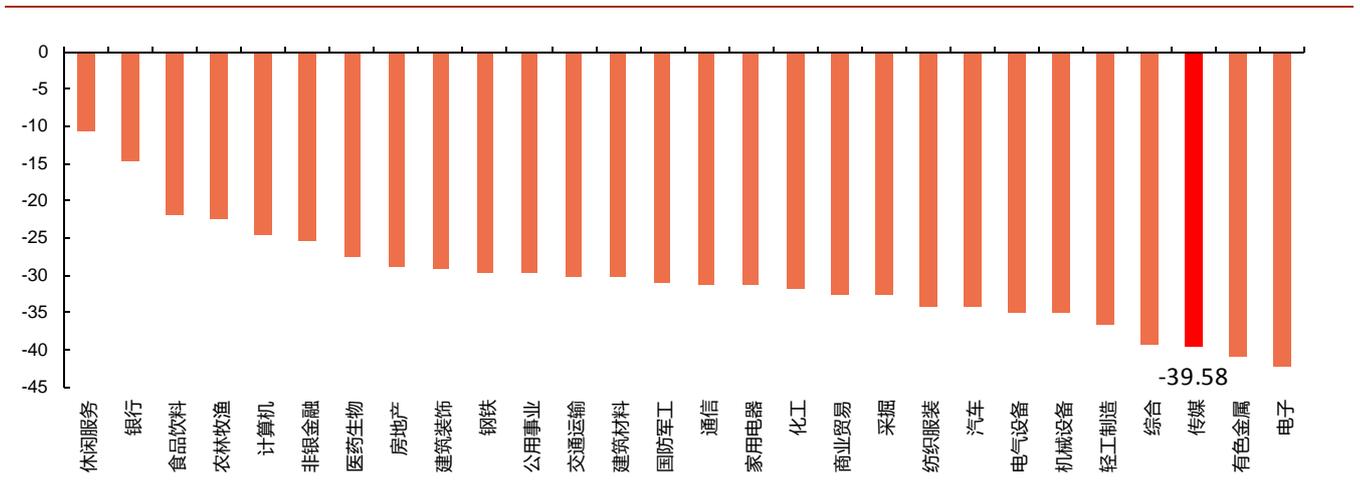
图 31: 2012-2018 年银幕数与单银幕产出.....	15
图 32: 游戏近五年营业收入情况.....	16
图 33: 游戏近五年归母净利润/扣非归母净利润情况.....	16
图 34: 游戏近五年毛利率/净利率情况.....	16
图 35: 游戏近五年期间费用率情况.....	16
图 36: 游戏近五年经营性现金流情况.....	17
图 37: 游戏近五年商誉情况.....	17
图 38: 2017-2019 年 3 月每月获批版号数.....	17
图 39: 2014-2019Q1 获批版号数.....	17
图 40: 2012-2018 年移动游戏市场实际销售收入.....	17
图 41: 2017-2018 年游戏细分市场占比.....	17
图 42: 广告营销近五年营业收入情况.....	19
图 43: 广告营销近五年归母净利润/扣非归母净利润情况.....	19
图 44: 广告营销近五年毛利率/净利率情况.....	19
图 45: 广告营销近五年期间费用率情况.....	19
图 46: 广告营销近五年经营性现金流情况.....	19
图 47: 广告营销近五年商誉情况.....	19
图 48: 2018-2019Q1 年各媒介广告刊例花费变化.....	20
图 49: 2017-2019 各年一季度全媒体广告刊例花费增速.....	20
图 50: 出版近五年营业收入情况.....	21
图 51: 出版近五年归母净利润情况.....	21
图 52: 出版近五年毛利率/净利率情况.....	21
图 53: 出版近五年期间费用率情况.....	21
图 54: 出版近五年经营性现金流情况.....	22
图 55: 出版近五年商誉情况.....	22
图 56: 2013-2018 年出版行业货币资金情况.....	22
图 57: 2014-2017 年出版行业分红情况.....	22
图 58: 广电近五年营业收入情况.....	23
图 59: 广电近五年归母净利润/扣非归母净利润情况.....	23
图 60: 广电近五年毛利率/净利率情况.....	23
图 61: 广电近五年期间费用率情况.....	23
图 62: 广电近五年经营性现金流情况.....	24
图 63: 广电近五年商誉情况.....	24
图 64: 2012-2018 年有线电视、IPTV、OTT 用户数.....	24
图 65: 2014-2018 年中国家庭收视格局 (收视普及率).....	24
图 66: 互联网近五年营业收入情况 (剔除芒果超媒).....	26
图 67: 互联网近五年归母净利润/扣非归母净利润情况 (提出芒果超媒).....	26
图 68: 互联网近五年毛利率/净利率情况 (剔除芒果超媒).....	26
图 69: 互联网近五年期间费用率情况 (剔除腾讯超媒).....	26
图 70: 互联网近五年经营性现金流情况 (剔除芒果超媒).....	26
图 71: 互联网近五年商誉情况 (剔除芒果超媒).....	26
图 72: 2016-2018 年芒果超媒营业收入/净利润.....	27
图 73: 芒果 TV 付费用户数.....	27

表 1: 2018 年及 2019 年 Q1 传媒板块财务指标 (剔除芒果超媒)	7
表 2: 传媒行业样本池	6
表 3: 2018 年及 2019 年 Q1 影视内容财务指标	11
表 4: 2018 年及 2019 年 Q1 院线财务指标	13
表 5: 2016-2018 年前十影投市占率情况	14
表 6: 2018 年及 2019 年 Q1 游戏行业财务指标	16
表 7: 样本池游戏公司 PE (排除亏损公司)	18
表 8: 2018 年及 2019 年 Q1 广告行业财务指标	18
表 9: 部分规模较大的营销公司 2018Q1、2019Q1 对比	20
表 10: 2018 年及 2019 年出版板块财务指标	21
表 11: 2018 年及 2019 年 Q1 有线电视财务指标	23
表 12: 2018 年下半年以来广电行业重大事件	25
表 13: 2018 年及 2019 年 Q1 互联网财务指标 (剔除芒果超媒)	25
表 14: 2019Q1 电视综艺、网络综艺艺恩播映指数排名	27

## 1. 传媒板块概览：商誉减值加速业绩触底

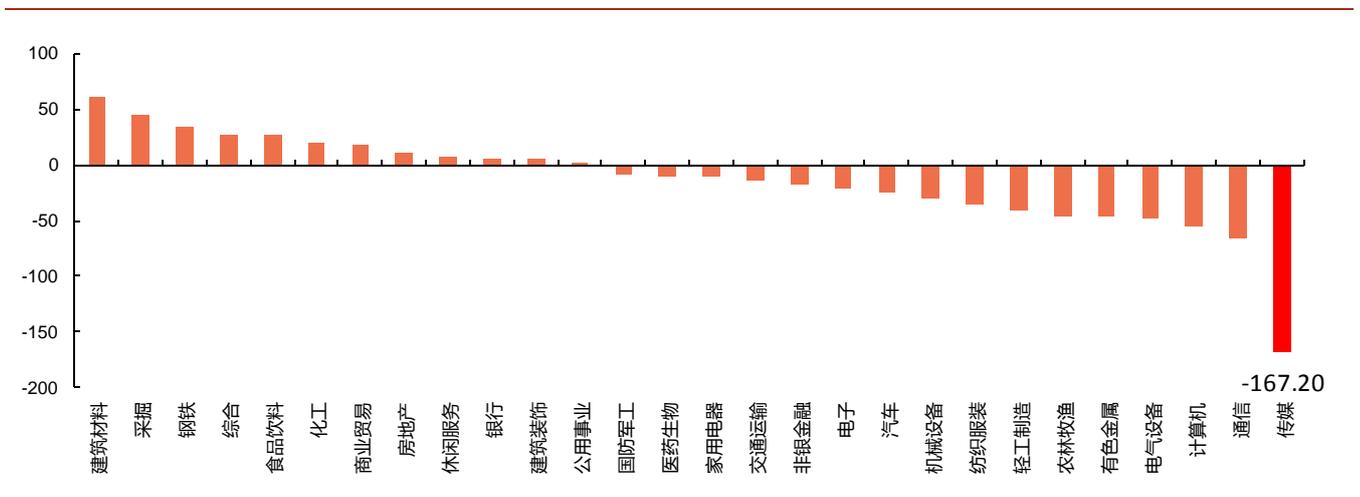
受市场大盘以及行业扰动因素影响，2018 年申万传媒指数收跌 39.58%，在所有一级行业中位列 26 名。受大规模商誉减值的影响，传媒板块 2018 年归母净利润同比下降 167%。

图1：2018 年申万一级子行业涨跌幅情况 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：2018 年申万一级子行业归母净利润增速情况 (%)

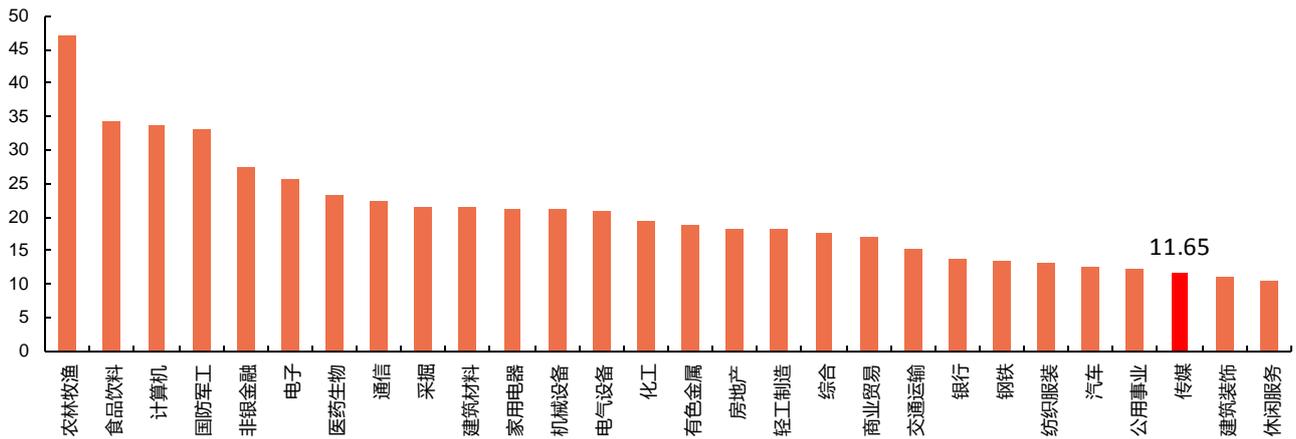


资料来源：Wind，申港证券研究所

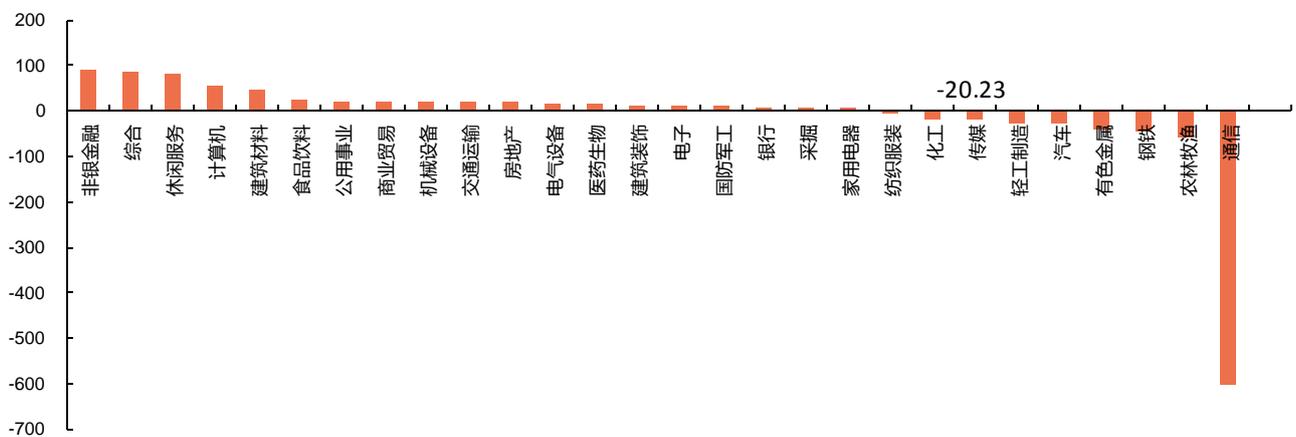
进入 2019 年，无论从业绩上还是股价上，传媒板块已有底部企稳的迹象，2019 年 Q1 传媒板块归母净利润同比下降 20.23%，全行业排名 22 位。从年初至今，行业指数有所回升，收涨 11.65%。

图3：2019 年至今申万一级行业涨跌幅情况 (%)





资料来源: Wind, 申港证券研究所

**图4: 2019年一季申万一级子行业归母净利润增速情况 (%)**


资料来源: Wind, 申港证券研究所

我们剔除部分跨行业的公司,并选取了97家主营业务相对集中在某一子行业的公司,将其分为游戏、影视内容、院线、广告营销、有线电视、出版、互联网七个子行业进行后续研究,此外,芒果超媒在2018年中完成重组,近两年财务数据不具有可比性,故在后续财务分析中将其剔除。2018年样本池中亏损公司24家,同比增长了18家,这24家公司无一例外都进行了商誉减值。

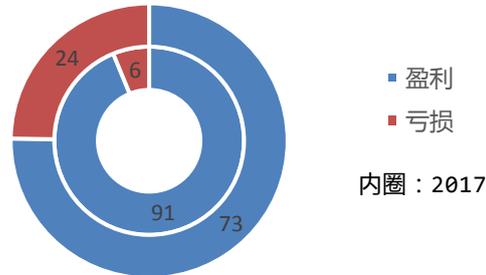
**表1: 传媒行业样本池**

游戏	影视内容	广告营销	广电网络	出版	互联网				
顺网科技	昆仑万维	当代东方	引力传媒	分众传媒	思美传媒	电广传媒	新华传媒	中国科传	中文在线
巨人网络	三七互娱	中国电影	长城动漫	利欧股份	天龙集团	天威视讯	时代出版	皖新传媒	平治信息
完美世界	凯撒文化	北京文化	唐德影视	蓝色光标	佳云科技	歌华有线	读者传媒	中南传媒	芒果超媒
吉比特	天舟文化	祥源文化	慈文传媒	省广集团	华谊嘉信	广电网络	粤传媒	新经典	视觉中国
冰川网络	聚力文化	文投控股	鹿港文化	科达股份	元隆雅图	广西广电	大地传媒	中国出版	掌阅科技
掌趣科技	艾格拉斯	ST中南	骅威文化	联建光电	引力传媒	江苏有线	博瑞传播	浙数文化	安妮股份
宝通科技	星辉娱乐	长城影视	华录百纳	深大通	龙韵股份	贵广网络	南方传媒	凤凰传媒	人民网
电魂网络	盛讯达	华谊兄弟	华策影视	宣亚国际	腾信股份	吉视传媒	城市传媒	长江传媒	新华网
	院线	光线传媒	新文化	麦达数字	华扬联众	东方明珠	新华文轩	出版传媒	

万达电影	上海电影	横店影视	欢瑞世纪			
幸福蓝海	文投控股					
金逸影视	横店影视					

资料来源：申港证券研究所

图5：样本池中标的近两年盈利/亏损数量



资料来源：Wind, 申港证券研究所

营收端仍在探底，2018年传媒板块实现营业收入3827亿元，同比增速9.55%，与2017年营收增速10.12%基本持平，2019Q1营收831亿，同比几乎无增长，板块营收增速仍在下探。

盈利能力企稳反弹，2018年实现归母净利润、扣非归母净利润分别25.96亿元、-84亿元，同比下降94%、126%，利润端的滑坡主要是受商誉减值影响，如去除商誉影响，则扣非归母净利润204亿元，同比仍下滑40.8%。进入2019年，利润端出现明显好转，2019Q1统一调整商誉减值影响后的扣非归母净利率为7.77%，虽同比下降2.38pct，但相较于2018年的5.35%改善明显。

表2：2018年及2019年Q1传媒板块财务指标（剔除芒果超媒）

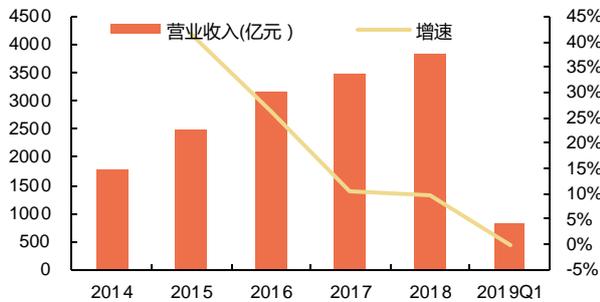
传媒	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
营业收入 (亿元)	3494.18	3827.98	9.55%	831.82	830.77	-0.13%
归母净利润 (亿元)	432.46	25.96	-94.00%	118.51	87.12	-26.48%
扣非归母净利润 (亿元)	314.29	-84.60	-126.92%	84.41	64.56	-23.51%
扣非归母净利润 (商誉减值转回) (亿元)	345.98	204.77	-40.82%	84.41	64.56	-23.51%
毛利率	31.22%	28.54%	-2.68%	31.29%	30.15%	-1.14%
净利率	12.38%	0.68%	-11.70%	14.25%	10.49%	-3.76%
扣非归母净利率	8.99%	-2.21%	-11.20%	10.15%	7.77%	-2.38%
扣非归母净利率 (商誉调整后)	9.90%	5.35%	-4.55%	10.15%	7.77%	-2.38%
销售费用率	8.46%	8.64%	0.18%	8.32%	10.24%	1.92%
管理费用率	8.61%	7.17%	-1.44%	7.86%	7.33%	-0.53%
财务费用率	0.45%	0.53%	0.08%	0.77%	0.66%	-0.12%
经营性现金流净额 (亿元)	397.47	367.38	-7.57%	-15.83	-14.37	-9.24%

资料来源：Wind, 申港证券研究所

销售费用涨幅较大，2018、2019Q1销售费用率分别为8.65%、10.24%，同比增

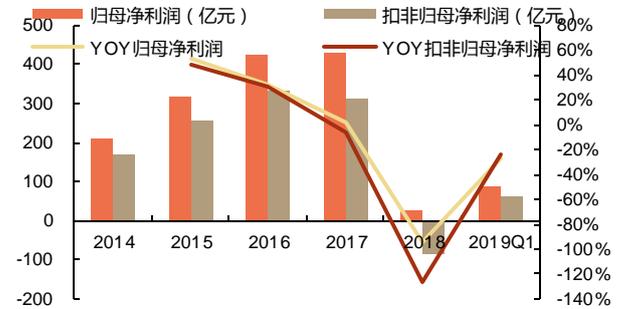
加 0.18pct、1.92pct，2019 年来销售费用增加较快。2018、2019Q1 管理费用率分别为 7.17%、7.33%，同比下降 1.44pct、0.53pct。财务费用则相对稳定，2018、2019Q1 分别为 0.53%、0.66%，同比变化 0.08pct、-0.12pct。

图6：传媒板块近五年营业收入（剔除芒果超媒）



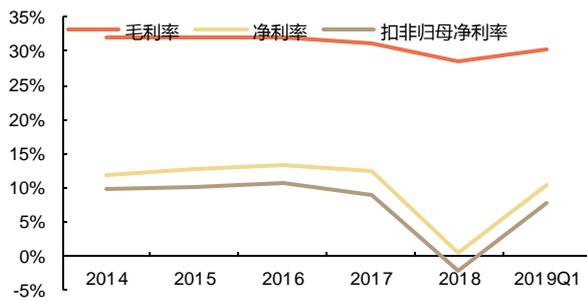
资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：传媒板块近五年归母净利润/扣非归母净利润（剔除芒果超媒）



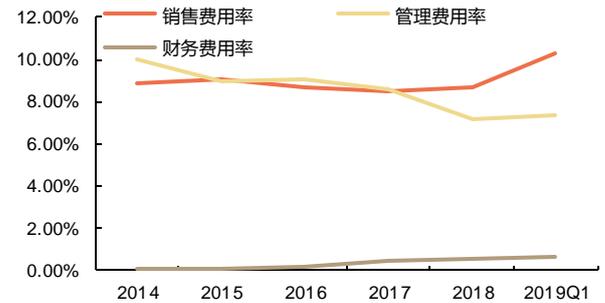
资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：传媒板块近五年毛利率/净利率/扣非归母净利率



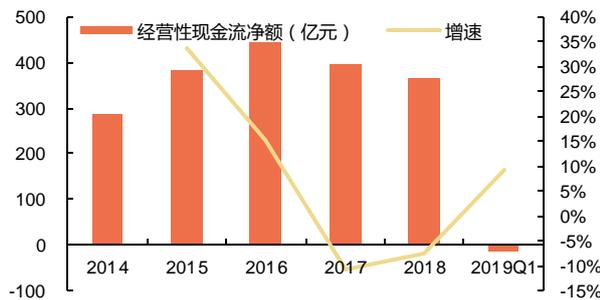
资料来源：Wind，申港证券研究所

图9：传媒板块近五年期间费用率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：传媒板块近五年经营性现金流净额



资料来源：Wind，申港证券研究所

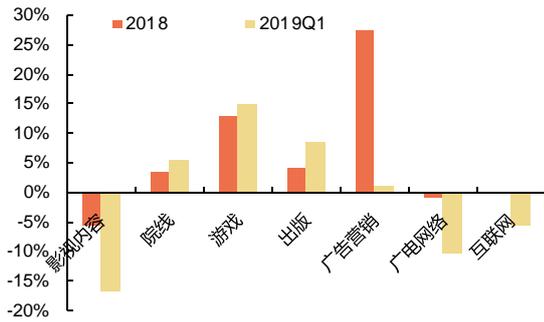
图11：传媒板块近五年商誉



资料来源：Wind，申港证券研究所

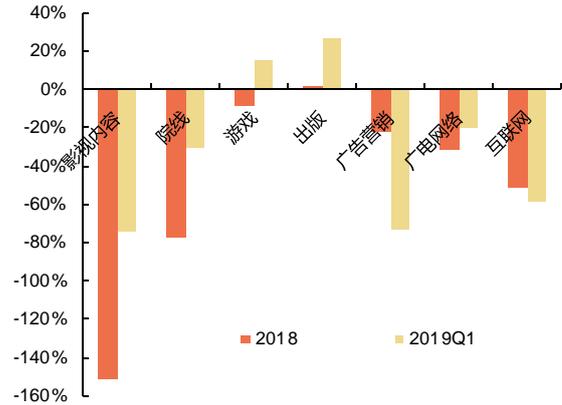
板块之间出现分化，出版、游戏率先重回增长轨道。对比营业收入与商誉转回调整后的扣非归母净利润两个指标，游戏和出版两个子板块在 2019Q1 重回正增长：游戏行业在 2018 年在无新游戏可变现的前提下实现营收增长 13.07%，扣非归母净利润则下滑 9.12%，受版号放开影响，进入 2019 年 Q1，营收与扣非归母净利润双双实现同比增长，分别为 15.13%、15.52%。出版行业作为传媒的防御性板块，增速保持稳定。

图 12: 2018 年、2019 年 Q1 各子行业营收增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 13: 2018 年、2019 年 Q1 各子行业调整商誉影响后扣非归母净利润增速

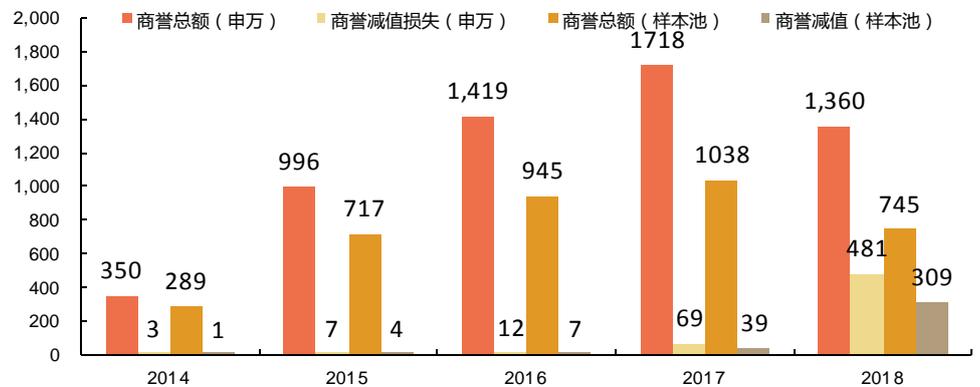


资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 2. 商誉减值分析 仍需注意风险

商誉减值是 2018 年传媒板块财报的一个关键词, 2018 年整体板块商誉减值损失达到 481 亿元, 同比增长 597%, 是造成板块归母净利润为负的最主要原因。

图 14: 2012-2018 年申万传媒板块商誉总额与商誉减值情况



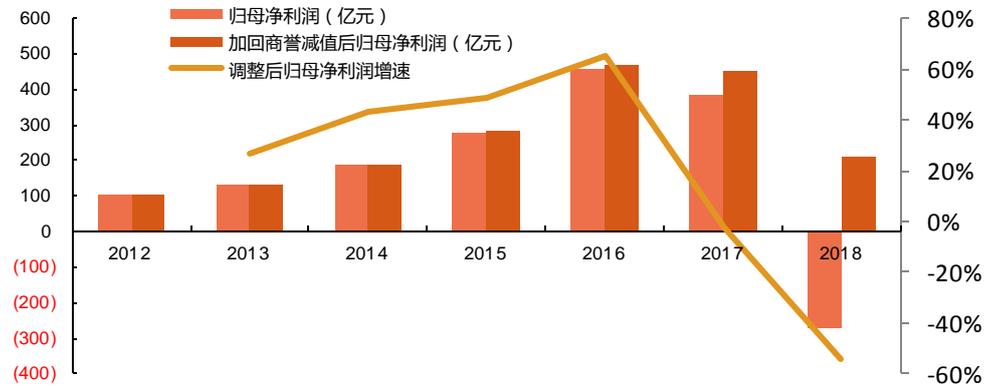
资料来源: Wind, 申港证券研究所

我们认为, 传媒板块 2018 年大规模的商誉减值主要是三方面因素综合导致的:

- ◆ **环境因素, 监管部门对商誉减值风险的重点关注。**2018 年 11 月 16 日, 证监会发布了《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》, 文件强化了上市公司对商誉风险披露的要求, 并强调了会计师严格按照规范流程进行商誉减值测试, 此举向市场传递了监管者对商誉所带来的财务风险的重视;
- ◆ **行业因素, 恰逢部分传媒子行业 2018 年业绩增速低迷。**除去商誉减值影响之后, 传媒行业 2018 年的业绩也难言满意, 调整后的归母净利润依然下滑 54%。原因有很多, 比如宏观经济的影响 (广告营销)、行业竞争的影响 (广电)、政策压制 (影视、游戏), 我们将会在下文各子行业内容中详细分析。总的来说, 行业增

速低迷导致会被收购公司无法获得足以支撑商誉的未来现金流预期，故而导致商誉减值；

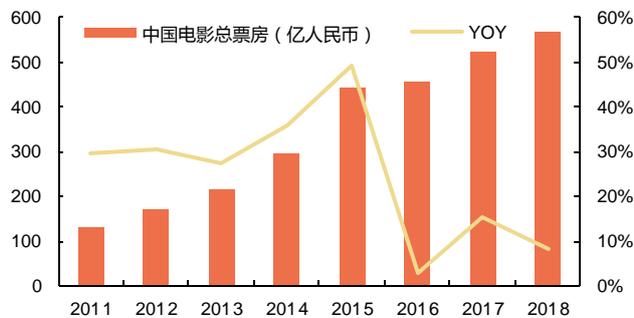
图 15：排除商誉减值影响后传媒板块净利润情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ **历史因素，行业高速增长期时并购猛增推高商誉风险。**根据上图 14，2015、2016 年是传媒板块商誉总额增加最快的年份，平均达到了每年 534 亿元，主要是因为传媒子行业中，影视、游戏等行业正处于高速增长期，叠加当时证券市场火热，投资者对高增速高风险的传媒行业较为偏好，直接导致 2014、2015 年传媒行业资产证券化如火如荼，并且商誉体现在 2015、2016 年。由于传媒行业标的具有高增速、高溢价、轻资产的特点，故传媒行业的并购重组单笔产生的商誉也是相对交易体量来说比较多的。

图 16：2011-2018 年中国电影票房



资料来源：艺恩，申港证券研究所

图 17：2008-2018 年中国游戏市场实际销售收入



资料来源：《2018 年中国游戏产业报告》，申港证券研究所

我们认为行业高速增长期进行并购由于整体环境相对乐观，故在估值以及业绩承诺方面将会更加激进，所以未来行业增速放缓时，商誉减值的风险也越大。我们分析了 2014-2016 年产生商誉在 2018 年的减值情况，2014-2016 年共新增商誉 1122 亿元，这部分商誉目前已经发生的减值为 416 亿元，仍剩余 706 亿元商誉未减值。同时，考虑到目前传媒行业商誉总额仍有 1360 亿元，我们认为虽然未来难以同时满足上述三个因素，但是，若整体行业增长持续低迷，传媒板块仍然存在大规模商誉减值的风险。

### 3. 影视内容：行业逐步规范 关注龙头公司

影视内容板块 2018 全年实现营收 434.7 亿元, 同比下滑 5.76%, 毛利率 24.19%, 同比下滑 6.77pct, 扣非归母净利润-101 亿元, 主要是商誉减值所致。若不考虑商誉减值影响, 则扣非归母净利润为-29 亿元, 同比下滑 151%, 我们认为, 商誉减值更多的时候是行业内生增长受阻所反映出的一个表象。

表3: 2018 年及 2019 年 Q1 影视内容财务指标

影视内容	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
营业收入 (亿元)	461.27	434.70	-5.76%	96.96	80.84	-16.63%
归母净利润 (亿元)	72.14	-88.52	-222.70%	32.59	4.86	-85.08%
扣非归母净利润 (亿元)	53.06	-101.74	-291.75%	12.83	3.35	-73.87%
扣非归母净利润 (商誉减值转回) (亿元)	56.18	-28.99	-151.60%	12.83	3.35	-73.87%
毛利率	30.96%	24.19%	-6.77%	33.39%	22.49%	-10.90%
净利率	15.64%	-20.36%	-36.00%	33.61%	6.01%	-27.60%
扣非归母净利率	11.50%	-23.40%	-34.91%	13.23%	4.15%	-9.08%
扣非归母净利率 (商誉调整后)	12.18%	-6.67%	-18.85%	13.23%	4.15%	-9.08%
销售费用率	5.24%	6.20%	0.96%	5.43%	5.14%	-0.28%
管理费用率	6.75%	7.12%	0.37%	7.42%	7.71%	0.29%
财务费用率	1.89%	2.71%	0.83%	2.96%	3.20%	0.24%
经营性现金流净额 (亿元)	24.17	4.82	-80.07%	7.14	-4.13	-157.87%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

2019 年 Q1 影视内容板块营收 80 亿元, 同比下降 16.63%, 毛利率进一步下滑至 22.49%, 同比降幅 10.9%, 扣非归母净利润 3.35 亿元, 同比下降 73.87%。行业仍在消化 2018 年产能暂停所带来的后果。不断攀升的财务费用率表明影视内容板块现金流的持续短缺, 至 2019 年 Q1 已经达到新高 3.2%。经营性现金流净额也与之相印证, 2018 年、2019 年 Q1 分别为 4.82、-4.13 亿元, 同比下滑 80%、157%。

图 18: 影视内容近五年营业收入情况

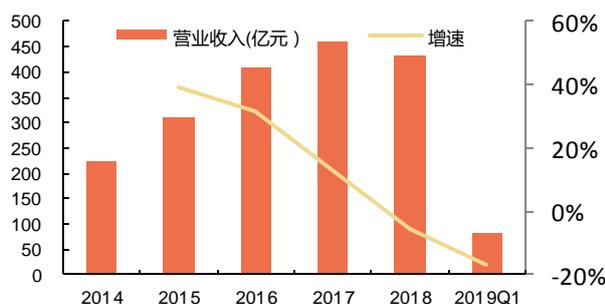
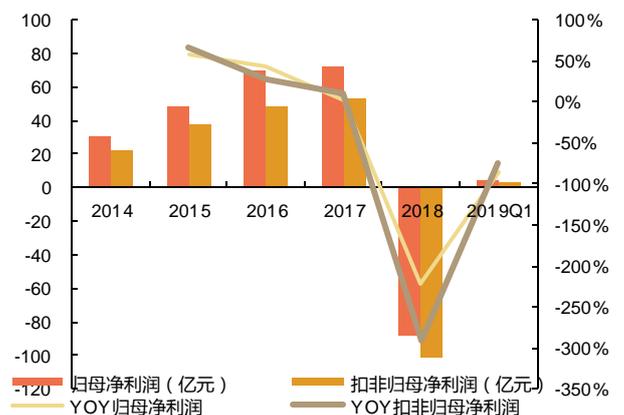
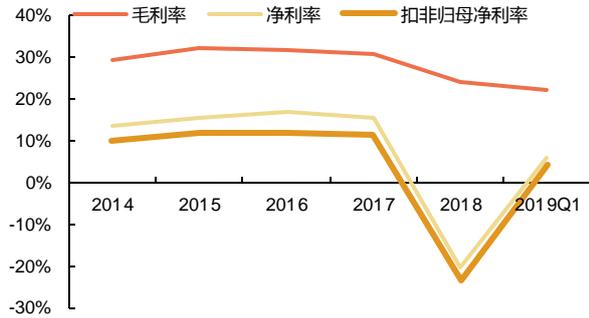


图 19: 影视内容近五年归母净利润/扣非归母净利润情况



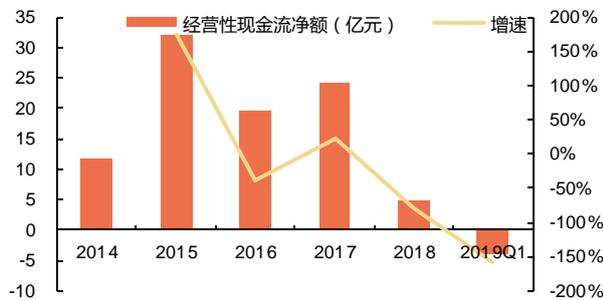
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图20: 影视内容近五年毛利率/净利率情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

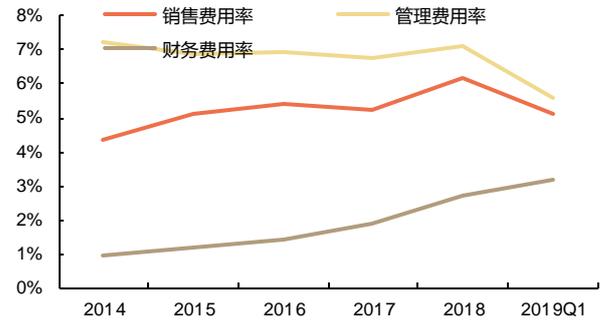
图22: 影视内容近五年经营性现金流情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

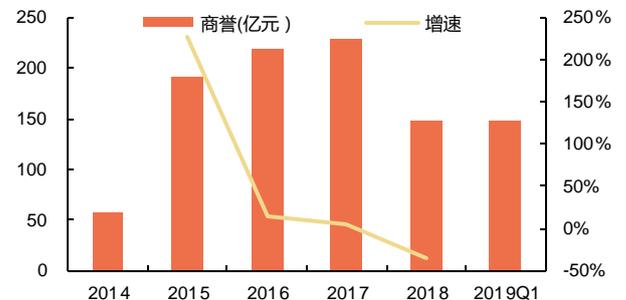
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图21: 影视内容近五年期间费用情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图23: 影视内容近五年商誉情况

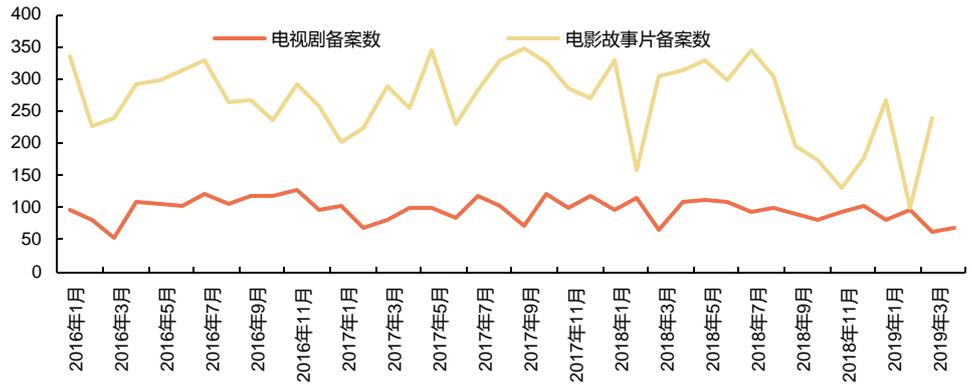


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2018 年是影视行业的多事之秋, 行业先后受到税收政策收紧、演员片酬控制等事件的压制, 前者让影视公司本就不宽松的现金流愈发感到压力, 后者则直接改变了影视项目的成本构成, 并且让演员与片方之间产生了一定的对峙。此外, 由于下游视频网站持续的无法盈利, 并且现金流出仍在逐年增加, 压力逐渐向上游传导, 目前行业前三的视频网站已经对影视剧的收购价格进行限制, 天价剧将不复存在。

目前来看, 行业信心仍在修复中, 无论是电影还是电视剧, 备案数仍在走低。我们认为, 影视内容方面的监管仍将持续严格, 未来两年均是重大的历史时间节点, 2019 年是建国 70 周年, 2020 年是全面建成小康社会, 2021 年是建党 100 周年, 但是整体行业已经适应严监管的风格, 未来边际上的影响不明显。演员逐渐接受新的定价模式, 片酬回归理性, 行业有望迎来供给侧的拐点, 目前正处于黎明前的黑暗, 在行业寒冬中未被出清的公司未来将享受市场集中度提升所带来的红利。

图24: 2016 年到 2019 年 3 月影视剧备案数公示情况



资料来源: 广电总局, 申港证券研究所

#### 4. 院线: 单银幕产出拐点未至 成本压力显现

2018 年院线行业营业收入 236.2 亿元, 同比增加 3.35%, 上市院线公司营收增速未跑赢票房大盘, 毛利率 26.73%, 同比减少 5.49pct, 扣非归母净利润-0.19 亿元, 同比下降 100.8%, 主要是因为幸福蓝海旗下笛女 4.8 亿商誉减值以及文投控股 3.7 亿元资产减值所致, 若不考虑此两家公司减值的影响, 则调整后的归母净利润同比仍然下降 62%, 主要是因为票房增速放缓, 收入端竞争激烈以及持续快速扩张导致的影院折旧摊销成本压力较大所致。

表 4: 2018 年及 2019 年 Q1 院线财务指标

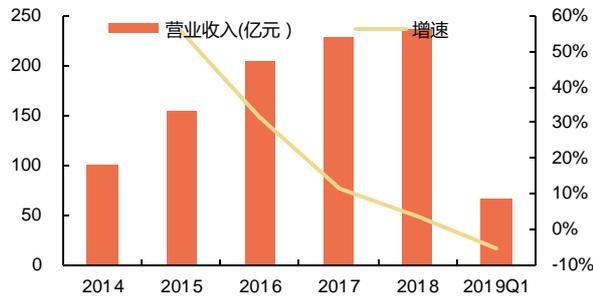
院线	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
营业收入 (亿元)	228.55	236.20	3.35%	71.14	67.27	-5.44%
归母净利润 (亿元)	28.61	7.90	-72.39%	9.61	6.80	-29.24%
扣非归母净利润 (亿元)	23.34	-0.19	-100.80%	9.10	6.31	-30.62%
扣非归母净利润 (商誉减值转回) (亿元)	23.39	5.18	-77.84%	9.10	6.31	-30.62%
毛利率	32.22%	26.73%	-5.49%	32.59%	28.90%	-3.69%
净利率	12.52%	3.34%	-9.17%	13.52%	10.11%	-3.40%
扣非归母净利率	10.21%	-0.08%	-10.29%	12.79%	9.39%	-3.41%
扣非归母净利率 (商誉调整后)	10.23%	2.19%	-8.04%	12.79%	9.39%	-3.41%
销售费用率	7.80%	7.98%	0.18%	6.87%	6.65%	-0.22%
管理费用率	5.78%	7.11%	1.33%	5.74%	5.98%	0.24%
财务费用率	1.49%	1.65%	0.16%	1.63%	1.60%	-0.03%
经营性现金流净额 (亿元)	38.33	18.86	-50.79%	9.01	10.73	19.13%

资料来源: 申港证券研究所

2019 年 Q1 院线行业营收 67.27 亿元, 增速转负为-5.44%, 毛利率 28.90%, 同比下降 3.69pct, 但相比起 18 年数据有所提升。扣非归母净利润 6.31 亿元, 同比下滑 30.62%。我们认为 2019 年 Q1 与 2018 年 Q1 在影片质量上基本持平, 业绩表现略为不佳的原因是 2017 年底的《前任三》以及《芳华》部分票房结算在 2018 年所致。2019 年 Q1 院线行业经营性现金流同比增长 19.13%, 主要系 2018 年同

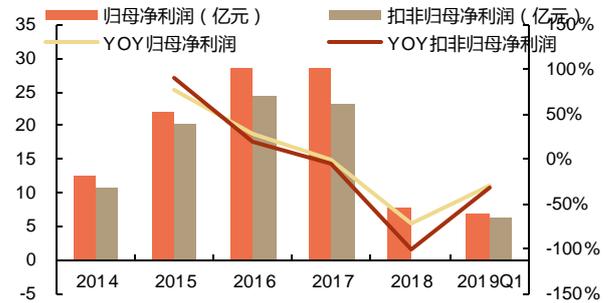
期投入控股经营性现金流净额-3.4 亿元影响，除此影响外，经营性现金流净额增速-8.6%，与营收增速成正比。

图25：院线近五年营业收入情况



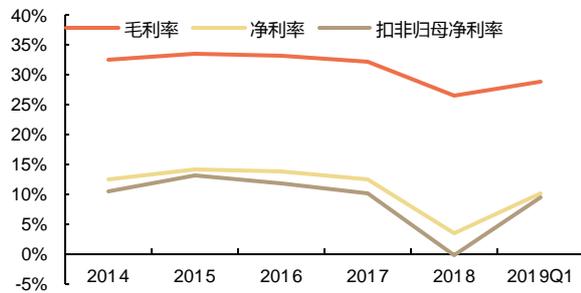
资料来源：Wind，申港证券研究所

图26：院线近五年归母净利润/扣非归母净利润情况



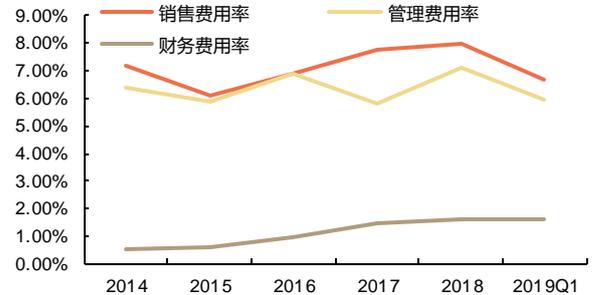
资料来源：Wind，申港证券研究所

图27：院线近五年毛利率/净利率情况



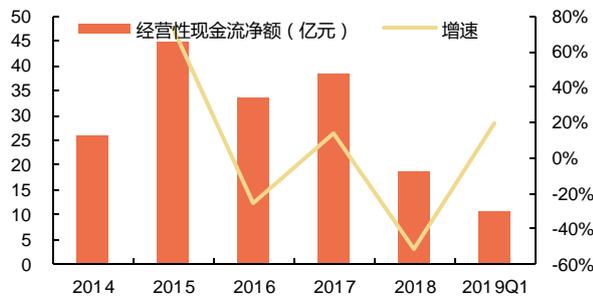
资料来源：Wind，申港证券研究所

图28：院线近五年期间费用情况



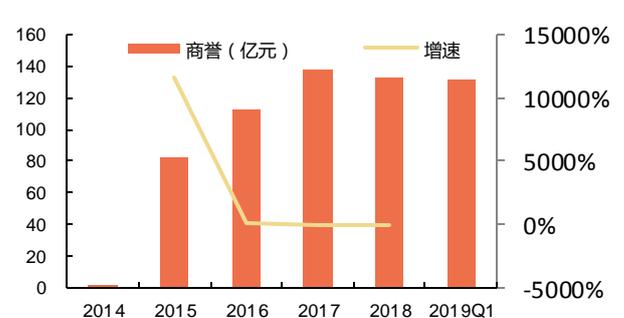
资料来源：Wind，申港证券研究所

图29：院线近五年经营性现金流情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

图30：院线近五年商誉情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

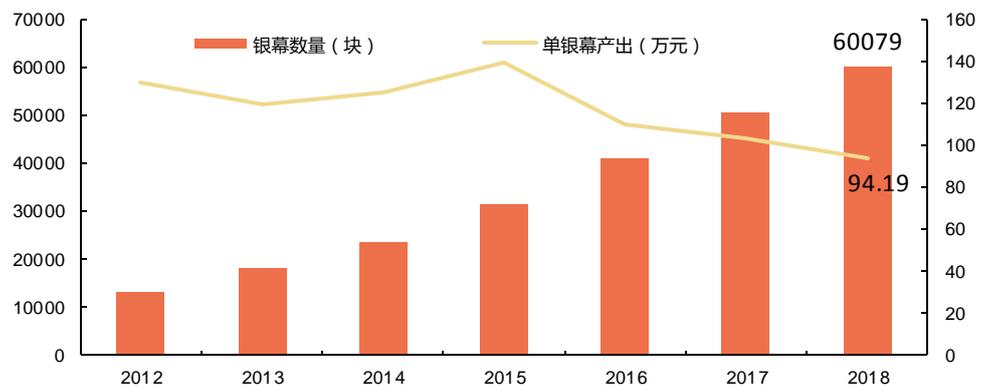
对于院线公司来说，其票房收入等于全国票房与其市占率的乘积，而成本绝大多数来自于旗下电影院的分账成本、折旧摊销与运营成本。可以看到，自2016年以来，影院市场新玩家持续加入，近五年银幕数CAGR为26.23%。国内前十的影院投资公司的扩张速度不及行业平均速度，市占率持续下滑，相应的票房收入增速也不及票房大盘的增速。而成本端则相对刚性，在单银幕产出持续下滑的情况下，院线公司的毛利率/净利率承压严重。

表5：2016-2018年前十影投市占率情况

排名	2016年			2017年			2018年		
	院线	票房 (亿元)	份额	院线	票房 (亿元)	份额	院线	票房 (亿元)	份额
<p>敬请参阅最后一页免责声明</p>									

排名	2016年			2017年			2018年		
	院线	票房(亿元)	份额	院线	票房(亿元)	份额	院线	票房(亿元)	份额
1	万达院线	61.3	13.50%	万达院线	68.67	13.11%	万达院线	75.45	13.33%
2	大地院线	21.98	4.84%	大地院线	24.23	4.63%	大地院线	26.45	4.67%
3	横店院线	18.24	4.02%	横店院线	19.7	3.76%	横店院线	21.01	3.71%
4	金逸影视	17.07	3.76%	金逸影视	16.41	3.13%	CGV影城	16.06	2.84%
5	中影投资	14.51	3.19%	星美影城	15.93	3.04%	金逸影视	15.25	2.70%
6	星美影城	14.2	3.13%	中影投资	15.27	2.91%	中影投资	14.27	2.52%
7	CGV影城	12.69	2.79%	CGV影城	14.5	2.77%	星美影城	11.04	1.95%
8	橙天嘉禾	7.60	1.67%	耀莱影城	8.55	1.63%	百老汇	8.96	1.58%
9	耀莱影城	7.16	1.58%	博纳影业	7.86	1.50%	耀莱影城	8.56	1.51%
10	博纳影业	6.86	1.51%	百老汇	7.53	1.44%	博纳影业	8.08	1.43%
	合计	181.61	39.98%	合计	198.65	37.92%	合计	205.13	36.25%

资料来源：猫眼，申港证券研究所

**图31：2012-2018年银幕数与单银幕产出**


资料来源：艺恩，申港证券研究所

就目前来看，在电影局《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》的鼓励下，截至2020年12月31日，全国将建成银幕80000块，在2018年底60079块的基础上2019、2020年复合银幕数增速也将会达到16%，银幕增速将继续超过票房增速，从而导致单银幕产出继续下滑，行业将静待淘汰出清后单银幕产出拐点的到来。

## 5. 游戏：版号恢复看好未来增长

2018年样本池中游戏公司在营业收入端同比增长13.07%达到409亿元，增速相比起2017年的22.93%有所下滑，但是考虑到版号停发了八个月时间，行业的增长尤为不易，同时也证明了游戏行业下游强劲的需求。毛利率61.74%，同比基本持平，2018年扣非归母净利润-11.76亿元，同比下滑了115.47%，主要是受商誉减值影响，样本池中商誉减值主要集中在个别公司：掌趣科技(-33.8亿元)、聚力文化(-29.65亿元)、天舟文化(-11.55亿元)、三七互娱(-9.59亿元)，若扣除商誉影响，2018年扣非归母净利润75.53亿元，同比降低9.12%，我们认为旧款游戏盈利能力下滑所致。

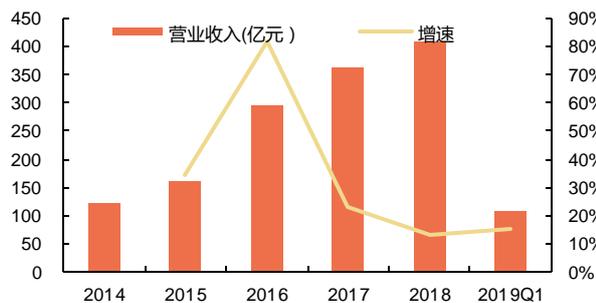
表6: 2018年及2019年Q1游戏行业财务指标

影视内容	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
营业收入(亿元)	362.27	409.62	13.07%	95.44	109.93	15.18%
归母净利润(亿元)	88.55	4.09	-95.38%	22.90	26.29	14.80%
扣非归母净利润(亿元)	76.04	-11.76	-115.47%	21.01	24.27	15.52%
扣非归母净利润(商誉减值转回) (亿元)	83.10	75.53	-9.12%	21.01	24.27	15.52%
毛利率	61.40%	61.74%	0.34%	63.25%	71.02%	7.77%
净利率	24.44%	1.00%	-23.45%	24.00%	23.92%	-0.08%
扣非归母净利率	20.99%	-2.87%	-23.86%	22.01%	22.08%	0.06%
扣非归母净利率(商誉调整后)	22.94%	18.44%	-4.50%	22.01%	22.08%	0.06%
销售费用率	15.61%	18.75%	3.14%	15.31%	28.88%	13.57%
管理费用率	8.25%	8.76%	0.61%	8.37%	6.82%	-1.55%
财务费用率	0.85%	0.97%	0.12%	1.54%	1.22%	-0.32%
经营性现金流净额(亿元)	92.22	65.98	-28.45%	-0.87	9.58	1204.99%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

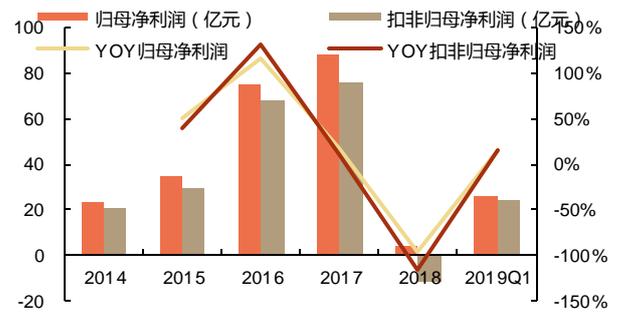
2019Q1 行业业绩表现有所提升, 营收109.9亿元, 同比提高15.13%, 毛利率71.02%, 同比上升7.77pct, 扣非归母净利润24.27亿元, 同比上升15.52%, 行业已有复苏之势。2019Q1 销售费用率大幅上升, 主要系三七互娱《斗罗大陆》H5等游戏于2018年末至2019年Q1陆续上线大规模推广所致, 同期三七互娱销售费用占总板块的67%, 若扣除三七互娱的影响, 则板块销售费用率为13.25%, 同比增长1.45pct。经营性现金流净额同比增长较大, 主要是2018Q1基数较低, 为-0.87亿元所致。

图32: 游戏近五年营业收入情况



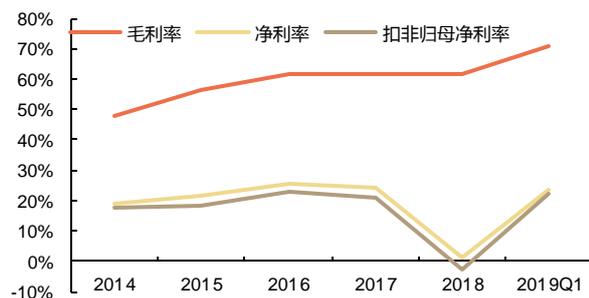
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图33: 游戏近五年归母净利润/扣非归母净利润情况



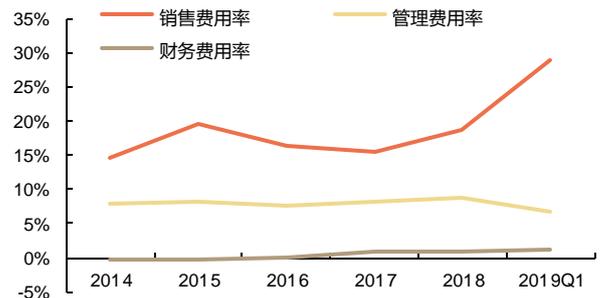
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图34: 游戏近五年毛利率/净利率情况



敬请参阅最后一页免责声明

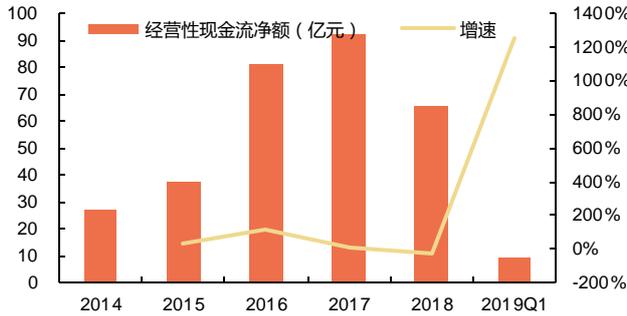
图35: 游戏近五年期间费用率情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

资料来源: Wind, 申港证券研究所

图36: 游戏近五年经营性现金流情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

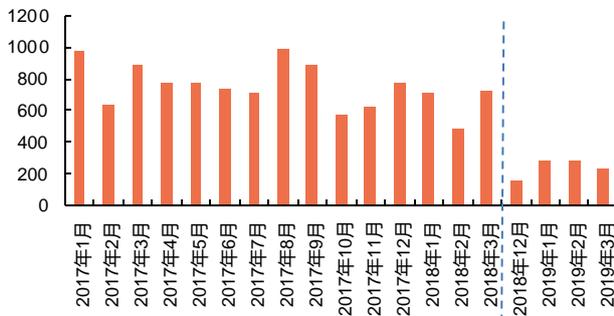
图37: 游戏近五年商誉情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

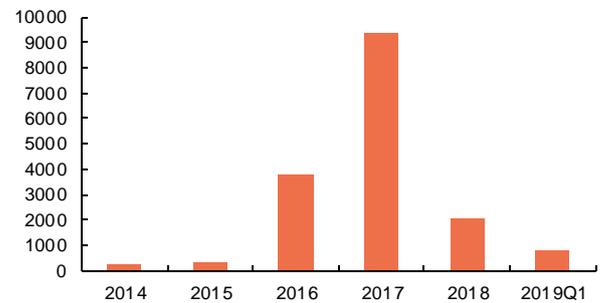
2018年3月之后国内游戏市场版号停止发放,影响了部分新品的推出进程。而2018年12月起版号的审批开始逐渐恢复,2019年4月份新版号的送审标准正式出炉。2018年12月-2019年3月分别审批通过了164、283、279、233个版号。虽然版号已经重新开始发放,但我们认为仍然会实行总量控制,在4月份公布新的版号申请流程以来,原还在排队中未受理的版号申请已被全部退回,预计全年版号在3000款左右,虽然无法回到2017年高峰期9384款,相比起2018年的2091款已经有了明显的改善。

图38: 2017-2019年3月每月获批版号数



资料来源: 广电总局, 申港证券研究所

图39: 2014-2019Q1 获批版号数



资料来源: 广电总局, 申港证券研究所

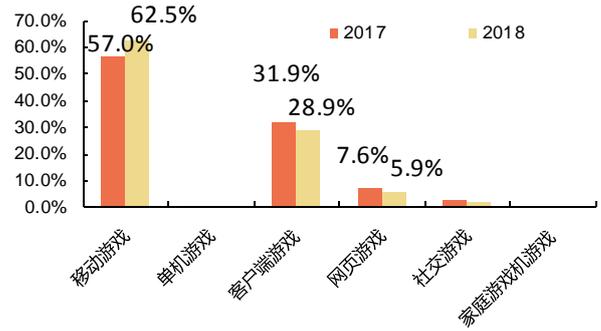
我们目前看好游戏行业,根据最新数据,2019Q1 手游行业实际销售收入环比增长4.7%,同比增长18%达到365.9亿元,增速相比2018年整体略有加速,且市场从2018Q2之后一直维持回暖状态。全年我们预计边际改善的势头将延续,手游的占比持续提升,我们预计2019年手游市场增速将大于20%,目前样本池中游戏公司平均PE为18.9X,我们认为与行业增速相比,板块估值较低。

图40: 2012-2018年移动游戏市场实际销售收入

图41: 2017-2018年游戏细分市场占比



资料来源：伽马数据，申港证券研究所



资料来源：中国产业信息，申港证券研究所

表7：样本池游戏公司 PE (排除亏损公司)

证券简称	PE(TTM) 截至 2019/5/23	证券简称	PE(TTM) 截至 2019/5/23
三七互娱	25.6327	宝通科技	15.9931
完美世界	17.7851	昆仑万维	14.1495
吉比特	17.8558	凯撒文化	14.2505
冰川网络	30.3309	艾格拉斯	10.0025
巨人网络	36.7057	星辉娱乐	23.1203
电魂网络	28.3613	盛讯达	87.7064
顺网科技	36.7391	加权平均 PE	18.9

资料来源：Wind，申港证券研究所

## 6. 广告营销：行业面临下行压力

2018 年广告营销公司营业收入 1240 亿元，同比增长 27.55%，毛利率 18.14%，盈同比下滑 4.36pct，扣非归母净利润-47.49 亿元，主要是受商誉减值影响，样本池中商誉减值超过 10 亿元的公司有：建联光电 (-27 亿元)、深大通 (-21 亿元)、利欧股份 (18 亿元)、佳云科技 (-11 亿元)。排除商誉影响后，板块扣非归母净利润 53.57 亿元，同比下降 22.11%。

2019 年 Q1 广告行业营业收入 265 亿元，同比仅增长 1.28%，毛利率 13.69%，盈利能力持续下滑，同比减少 5.43pct，扣非归母净利润 4.53 亿元，同比减少 73.4%。经营性现金流净额有所改善，2019 年 Q1 为 9.63 亿元，同比 2018Q1 增加 11.1 亿元。

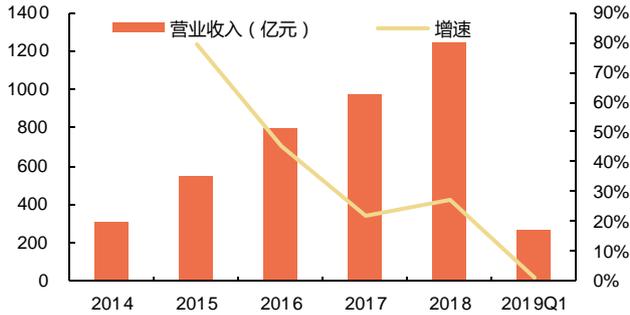
表8：2018 年及 2019 年 Q1 广告行业财务指标

广告营销	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
营业收入 (亿元)	972.36	1240.29	27.55%	261.92	265.28	1.28%
归母净利润 (亿元)	75.46	-33.58	-144.50%	19.64	9.45	-51.89%
扣非归母净利润 (亿元)	54.63	-47.49	-186.94%	17.04	4.53	-73.40%
扣非归母净利润 (商誉减值转回) (亿元)	68.77	53.57	-22.11%	17.04	4.53	-73.40%
毛利率	22.50%	18.14%	-4.36%	19.11%	13.69%	-5.43%
净利率	7.76%	-2.71%	-10.47%	7.50%	3.56%	-3.94%
扣非归母净利率	5.62%	-3.83%	-9.45%	6.51%	1.71%	-4.80%

广告营销	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
扣非归母净利率（商誉调整后）	7.07%	4.32%	-2.75%	6.51%	1.71%	-4.80%
销售费用率	6.32%	5.16%	-1.16%	5.67%	5.02%	-0.65%
管理费用率	5.56%	3.19%	-2.37%	4.09%	3.60%	-0.49%
财务费用率	0.50%	0.57%	0.06%	0.64%	0.75%	0.10%
经营性现金流净额（亿元）	40.11	55.17	37.54%	-1.47	9.63	-753.78%

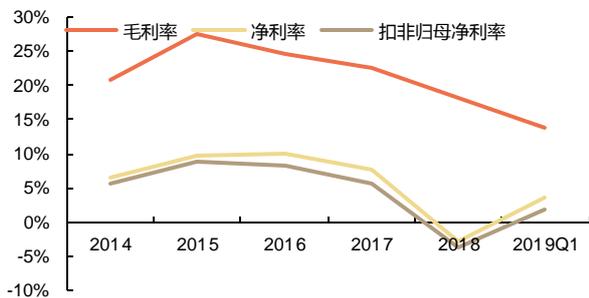
资料来源：Wind，申港证券研究所

图42：广告营销近五年营业收入情况



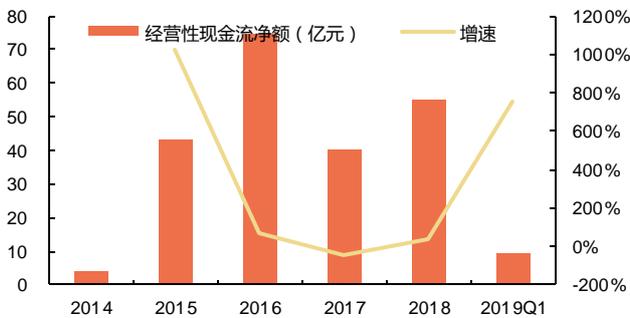
资料来源：Wind，申港证券研究所

图44：广告营销近五年毛利率/净利率情况



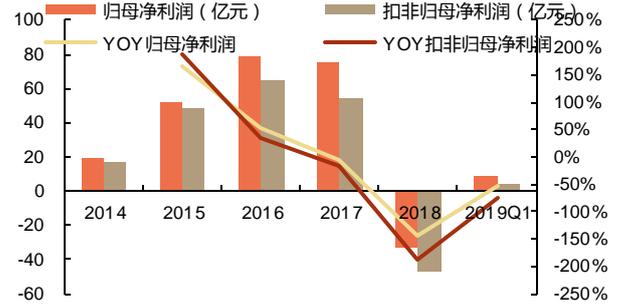
资料来源：Wind，申港证券研究所

图46：广告营销近五年经营性现金流情况



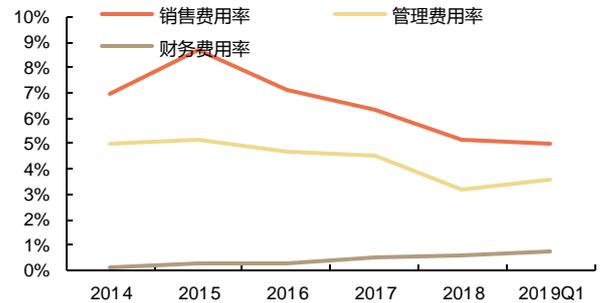
资料来源：Wind，申港证券研究所

图43：广告营销近五年归母净利润/扣非归母净利润情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

图45：广告营销近五年期间费用率情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

图47：广告营销近五年商誉情况

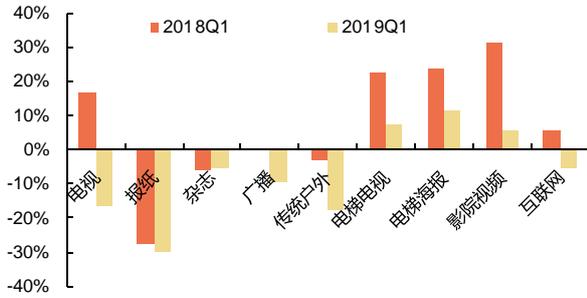


资料来源：Wind，申港证券研究所

2019 年广告主对整体经济市场的信心波动导致国内广告市场进入调整期，一季度国内广告市场整体下滑 11.2%，传统广告下滑更为严重，同比降幅达到 16.2%。从

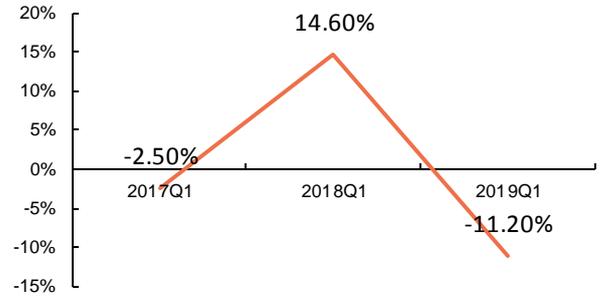
媒介角度看，无论是传媒媒体还是生活圈媒体都不容乐观，传统媒体全面下滑，电视、报纸、传统户外媒体的降幅分别达到-16.5%、-29.7%、-17.9%。生活圈媒体方面虽然电梯媒体与影院视频仍保持增长，但涨幅已经回落至10%左右，2018年同期电梯媒体于影院视频广告增速均可超过20%，同时互联网媒体本季度降幅5.6%。

图48：2018-2019Q1年各媒介广告刊例花费变化



资料来源：CTR媒介智讯，申港证券研究所

图49：2017-2019各年一季度全媒体广告刊例花费增速



资料来源：CTR媒介智讯，申港证券研究所

我们选取六家营收规模较大的广告营销公司来分析行业2019Q1的低迷。营业收入同比下滑的只有1家，而归母净利润同比下滑的达到了4家，其中分众传媒归母净利润同比减少的数额足以影响整个板块。由于三费率并未出现明显变化，我们认为问题应该出现在成本端。截至2019Q1，公司拥有电梯类媒体资源点位275.5万个，单季度增加9.3万个，从而导致2019Q1媒体资源租金、设备折旧、人工成本及运营维护成本等较2018Q1同期增长73%、245%、98%以及53%，公司2019Q1毛利率36.64%，同比大幅下降32pct。

由于宏观经济增速持续承压以及互联网等细分行业遭遇寒冬，行业层面的持续高增长不容乐观，建议持续关注宏观经济数据是否超预期，以及伴随超预期而来的风险偏好提升及估值修复空间。同时建议关注专注于保持高增速渠道如生活圈媒体以及数字化营销的公司。

表9：部分规模较大的营销公司2018Q1、2019Q1对比

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2018Q1	2019Q1	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
分众传媒	29.60	26.11	-11.78%	12.07	3.40	-71.81%
利欧股份	28.48	33.01	15.89%	1.10	1.35	23.01%
蓝色光标	50.24	55.95	11.36%	1.53	2.21	44.36%
省广集团	22.63	22.29	-1.51%	0.79	0.63	-20.45%
科达股份	29.01	37.79	30.24%	0.88	0.22	-74.55%
华扬联众	20.14	21.39	6.21%	0.04	0.00	-100.00%

资料来源：Wind，申港证券研究所

## 7. 出版：现金流充裕 业绩稳中有升

2018年出版行业营业收入892亿元，同比增加3.84%，毛利率29.57%，同比增

长 0.66pct，扣非归母净利润 59.25 亿元，同比下降 9.13%。出版行业因其大多为国有企业，扩张比较稳健且重资产的性质，在 2018 年受商誉减值影响较小。扣除商誉减值的扣非归母净利润为 68.9 亿元，同比增长 1.43%。

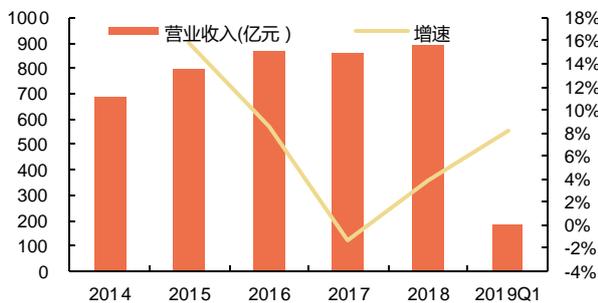
表 10: 2018 年及 2019 年出版板块财务指标

出版	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
营业收入 (亿元)	859.13	892.14	3.84%	173.42	187.59	8.17%
归母净利润 (亿元)	104.47	85.92	-17.76%	21.10	23.95	13.50%
扣非归母净利润 (亿元)	65.21	59.25	-9.13%	14.74	18.76	27.28%
扣非归母净利润 (商誉减值转回) (亿元)	67.92	68.90	1.43%	14.74	18.76	27.28%
毛利率	28.91%	29.57%	0.66%	30.87%	32.89%	2.02%
净利率	12.16%	9.63%	-2.53%	12.17%	12.77%	0.60%
扣非归母净利率	7.59%	6.64%	-0.95%	8.50%	10.00%	1.50%
扣非归母净利率 (商誉调整后)	7.91%	7.72%	-0.18%	8.50%	10.00%	1.50%
销售费用率	9.85%	10.15%	0.30%	10.28%	10.44%	0.16%
管理费用率	9.04%	10.06%	1.02%	11.24%	10.58%	-0.66%
财务费用率	-0.68%	-0.77%	-0.09%	-0.89%	-1.20%	-0.31%
经营性现金流净额 (亿元)	69.11	93.58	35.41%	-47.03	-42.64	-9.33%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

2019 年 Q1 出版行业业绩增速有所提升，营业收入 187 亿元，同比增加 8.17%，毛利率 32.89%，同比提升 2.2pct，扣非归母净利润 18.76 亿元，同比增加 27.28%。出版行业收入来源主要是图书的出版与发行，对于省级出版集团来说，教材教辅的出版与发行占据了 60%-70%收入比重，对于这部分业务，由于价格行政指导以及增速与学生人数相关，业绩波动性较低，所以出版行业各项财务指标均比较稳定。2019 年 Q1 出版行业经营性现金流为-45 亿元，主要是因为中国科传与中南传媒经营性现金流净额分别为-19 亿元、-14 亿元，主要系开展结构性存款所致，不具有持续性。

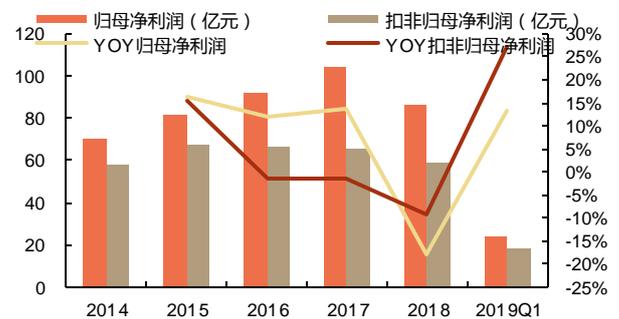
图 50: 出版近五年营业收入情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

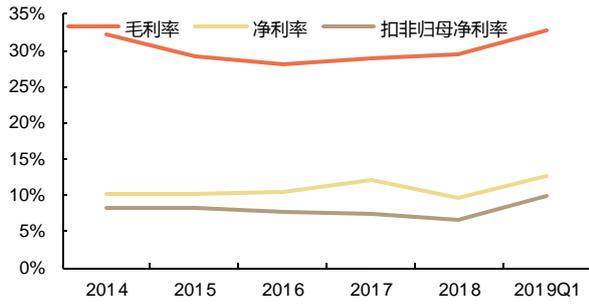
图 52: 出版近五年毛利率/净利率情况

图 51: 出版近五年归母净利润情况



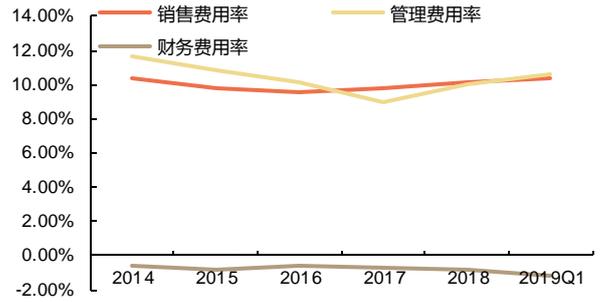
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 53: 出版近五年期间费用率情况



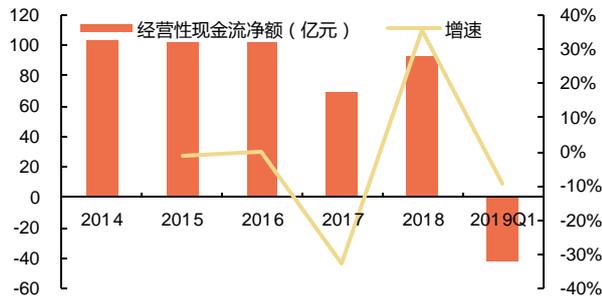
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图54: 出版近五年经营性现金流情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图55: 出版近五年商誉情况



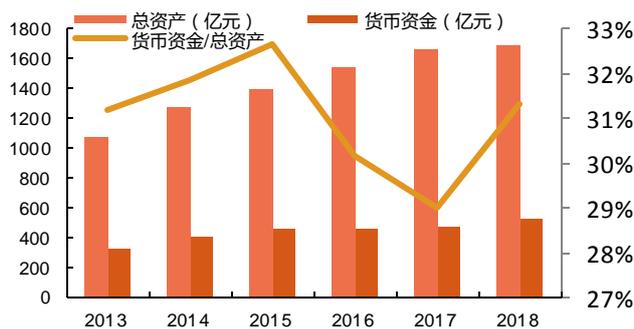
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

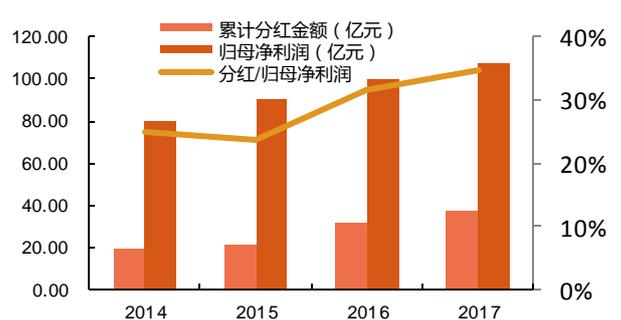
出版行业具有现金流充裕、分红率高等特点, 作为传媒板块中的防御板块。2018年整体行业货币资金 528 亿元, 占总资产的 31%, 同时出版行业财务费用率常年为负也可印证其现金充沛。出版公司往往重视现金分红, 2014-2017 年现金分红率持续提高, 到 2017 年整体行业向股东分配利润可达归母净利润的 34%。

图56: 2013-2018 年出版行业货币资金情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图57: 2014-2017 年出版行业分红情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

我们认为, 出版行业是增速稳定、业绩确定性强、行业格局稳固的行业。教材教辅遵从微利原则, 业绩有确定性的个数增长, 一般图书业务则可以市场化定价, 具有一定的提价空间, 相对来说会更加考验公司绑定优秀编辑和作者的能力, 目前部分出版公司也在积极依靠已有的优势资源开拓新业态, 比如教育培训、电商等等, 但是暂未形成足够的影响。我们推荐关注教育、人口大省的省级出版公司。

## 8. 有线电视：政策推动主题投资机会

有线电视板块 2018 年实现营业收入 528 亿元，同比微降 0.94%，毛利率 27.7%，同比下降 1.41pct，扣非归母净利润 26.33 亿元，同比下降 31.44%，与出版行业类似，广电行业受商誉减值影响小，利润下滑主要源自于经营压力。

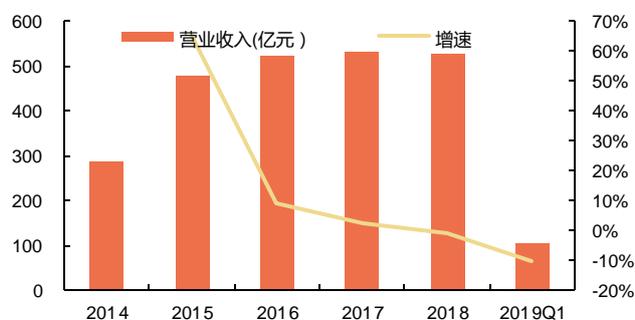
2019 年 Q1 广电行业收入加速下滑，营收同比减少 10.47%，毛利率 29.04%，同比下降 0.87pct，实现扣非归母净利润 7.08 亿元，同比下降 22%，同期归母净利润 13.97 亿元，差额主要是因为东方明珠与歌华有线在一季度分别处置非流动资产以及可交易性金融资产实现的投资收益所致，并无持续性。广电行业现金流持续下滑，2019 年 Q1 有加速态势，同比减少 85%。

表 11：2018 年及 2019 年 Q1 有线电视财务指标

有线电视	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
营业收入 (亿元)	533.91	528.87	-0.94%	115.87	103.74	-10.47%
归母净利润 (亿元)	57.25	52.92	-7.56%	11.82	13.97	18.25%
扣非归母净利润 (亿元)	38.41	26.33	-31.44%	9.08	7.08	-22.04%
扣非归母净利润 (商誉减值转回) (亿元)	39.38	27.05	-31.31%	9.08	7.08	-22.04%
毛利率	29.11%	27.70%	-1.41%	29.91%	29.04%	-0.87%
净利率	10.72%	10.01%	-0.72%	10.20%	13.47%	3.27%
扣非归母净利率	7.19%	4.98%	-2.21%	7.84%	6.83%	-1.01%
扣非归母净利率 (商誉调整后)	7.37%	5.11%	-2.26%	7.84%	6.83%	-1.01%
销售费用率	7.58%	7.57%	0.00%	7.85%	8.16%	0.31%
管理费用率	9.29%	10.27%	0.98%	11.71%	11.45%	-0.25%
财务费用率	0.31%	0.16%	-0.15%	0.68%	0.76%	0.07%
经营性现金流净额 (亿元)	119.50	119.68	0.15%	20.53	2.99	-85.44%

资料来源：申港证券研究所

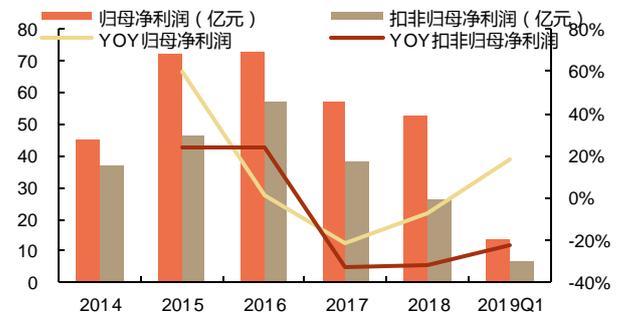
图 58：广电近五年营业收入情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

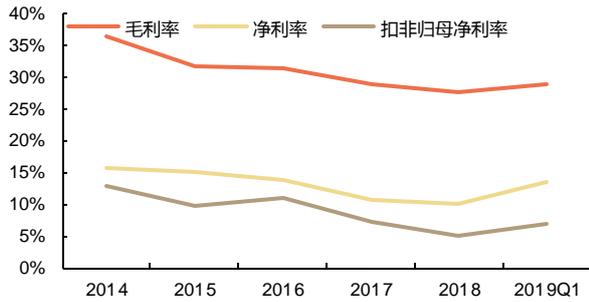
图 60：广电近五年毛利率/净利率情况

图 59：广电近五年归母净利润/扣非归母净利润情况



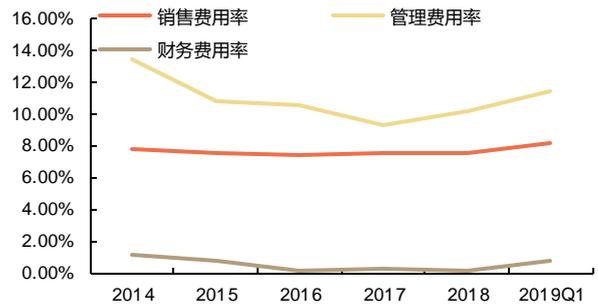
资料来源：Wind，申港证券研究所

图 61：广电近五年期间费用率情况



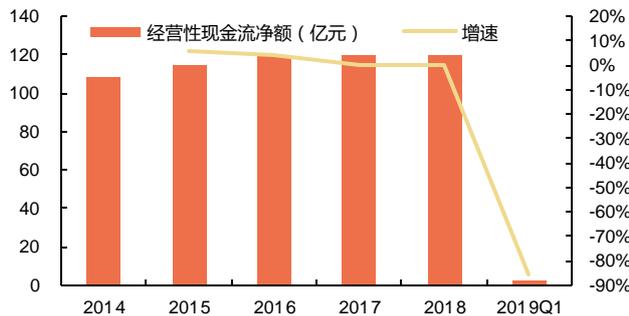
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图62: 广电近五年经营性现金流情况

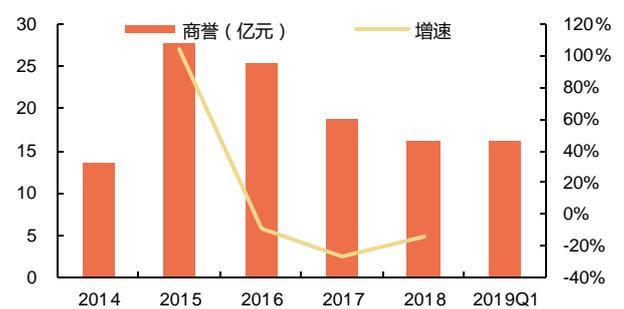


资料来源: Wind, 申港证券研究所

图63: 广电近五年商誉情况



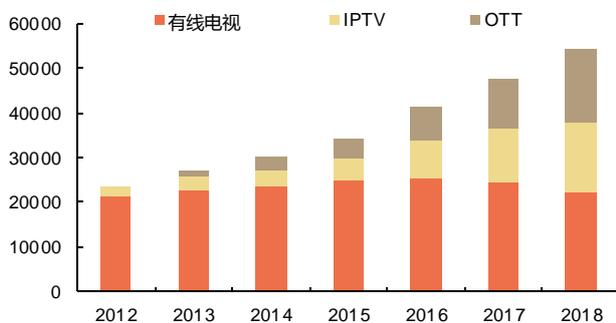
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

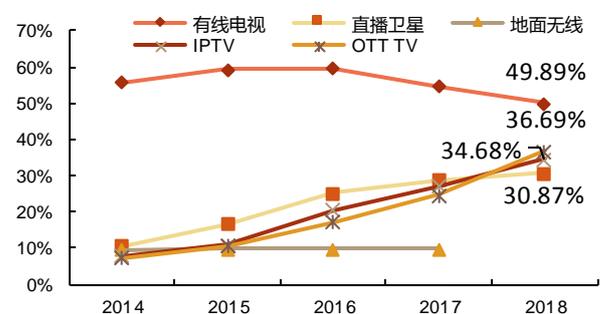
广电行业一直面对着非常激烈的行业竞争。从观看视频的终端上来说，整个电视屏幕的使用一直遭受着移动互联网的冲击。从电视服务行业内部来说，近年来广电用户大规模的向 IPTV、OTT 流失，从自身角度来说，向宽带业务、电视增值业务、集客业务转型并不顺利。自 2016 年后，全国的广电用户数出现了负增长，并且由于统计口径的问题，往年广电用户的增量往往更多来自于农村网络铺设所带来的用户，而流失的用户多是可以提供更高 ARPU 值城镇用户，问题远比数据显示的负增长要严重。

图64: 2012-2018 年有线电视、IPTV、OTT 用户数



资料来源: 中国有线电视行业发展公报, 申港证券研究所

图65: 2014-2018 年中国家庭收视格局 (收视普及率)



资料来源: 中国有线电视行业发展公报, 申港证券研究所

由于广电行业作为政府喉舌在舆论宣传领域的特殊性，再结合自 2018 年以来，政府出台的一系列措施。我们认为目前是广电行业的政策底，整个板块的投资逻辑还是受事件推动以及政策刺激为主，但是我们认为短中长期所需要跟踪关注的事件各

不相同：

- ◆ 从短期来说，主要关注全国一张网的整合，我们预计 19 年内将完成全国非上市省网的整合，甚至有可能在今年三季度就会完成。具体形式可能不限于文件中所说的增资扩股、换股等，有可能以资产划拨这种相对直接快捷的方式来完成。
- ◆ 中期来看，我们认为应该关注 5G 牌照发放的进度。
- ◆ 长期来看，我们认为是 4K 超高清产业链的进展。

**表 12：2018 年下半年以来广电行业重大事件**

时间	事件概述
2018 年 8 月	中宣部推动全国网络整合，成立全国有线电视网络整合领导小组，中宣部常务副部长王晓晖任组长
2018 年 8 月 15 日	广电总局组织召开全国有线电视网络整合发展片区座谈会，拟定全国有线电视网络发展实施方案，31 家省级有线电视网络公司分 5 个片区参加会议。座谈会之后，总局形成了修改意见并上报中宣部，方案获得原则同意。
2018 年 11 月	广电总局党组书记、局长聂辰席在全国“智慧广电”建设现场会上宣布，工信部已经同意广电网参与 5G 建设，国网正在申请移动通信资质和 5G 牌照。
2019 年 3 月	工信部、广电总局等部门联合发布《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》。广电 5G 发展与国网整合具有协同性，超高清计划提入日程，智慧广电引领广电网络升级，国网整合+5G+融媒体全面推动。
2019 年 3 月 21 日	中国广播电视网络有限公司与中国中信集团有限公司及阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议。全国一网整合提速

资料来源：广电总局，工信部，申港证券研究所。

## 9. 互联网：关注高增速细分领域龙头

互联网板块 2018 年实现营业收入 86.16 亿元，同比上升 12.34%，毛利率 41.8%，同比上升 2.9pct，扣非归母净利润-9 亿元，主要是由于中文在线确认 12.54 亿元商誉，扣除此影响则扣非归母净利润为 3.53 亿元，同比减少 51.2%。

2019 年 Q1 实现营业收入 16.13 亿元，同比降低 5.52%，毛利率 40.96%，同比增加 5.22pct，实现扣非归母净利润 0.25 亿元，同比降低 58.9%。由于互联网板块公司数量较少且除芒果超媒以外体量较小，行业财务指标容易波动。

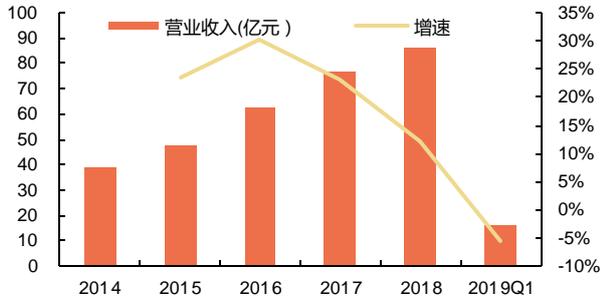
**表 13：2018 年及 2019 年 Q1 互联网财务指标（剔除芒果超媒）**

互联网	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
营业收入 (亿元)	76.70	86.16	12.34%	17.07	16.13	-5.52%
归母净利润 (亿元)	5.98	-2.76	-146.18%	0.85	1.80	112.42%
扣非归母净利润 (亿元)	3.61	-9.01	-349.24%	0.61	0.25	-58.90%
扣非归母净利润 (商誉减值转回) (亿元)	7.24	3.53	-51.20%	0.61	0.25	-58.90%
毛利率	38.39%	41.80%	3.41%	35.74%	40.96%	5.22%
净利率	7.80%	-3.21%	-11.01%	4.95%	11.13%	6.18%
扣非归母净利率	4.71%	-10.46%	-15.17%	3.57%	1.55%	-2.02%
扣非归母净利率 (商誉调整后)	9.44%	4.10%	-5.34%	3.57%	1.55%	-2.02%
销售费用率	13.55%	15.51%	1.96%	15.92%	20.83%	4.91%
管理费用率	19.99%	8.56%	-11.44%	13.95%	11.83%	-2.13%

互联网	2017	2018	YOY	2018Q1	2019Q1	YOY
财务费用率	-0.19%	-0.51%	-0.32%	0.02%	-0.42%	-0.44%
经营性现金流净额 (亿元)	14.02	9.28	-33.77%	-3.14	-0.52	-83.34%

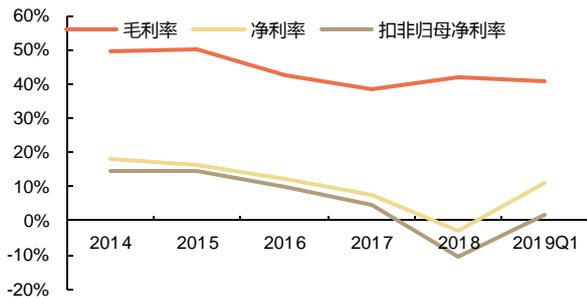
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 66: 互联网近五年营业收入情况 (剔除芒果超媒)



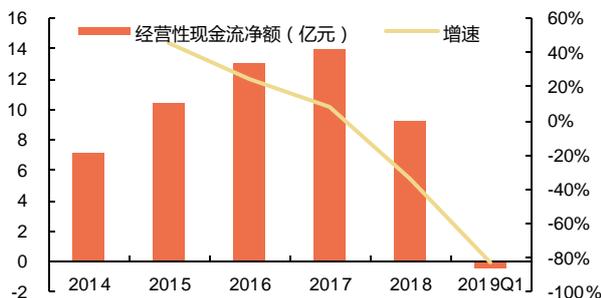
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 68: 互联网近五年毛利率/净利率情况 (剔除芒果超媒)



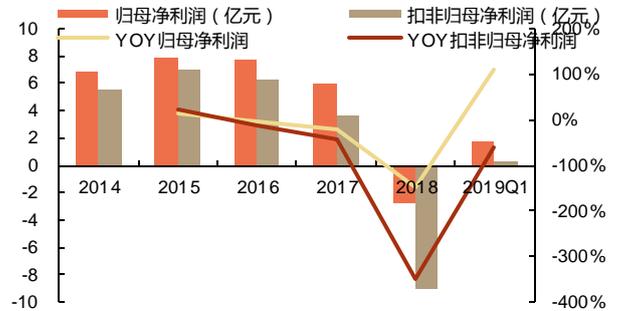
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 70: 互联网近五年经营性现金流情况 (剔除芒果超媒)



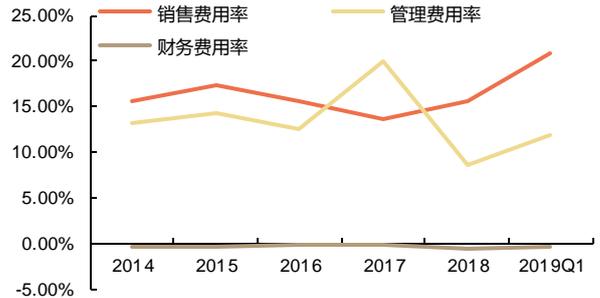
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 67: 互联网近五年归母净利润/扣非归母净利润情况 (提出芒果超媒)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 69: 互联网近五年期间费用率情况 (剔除腾讯超媒)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图 71: 互联网近五年商誉情况 (剔除芒果超媒)

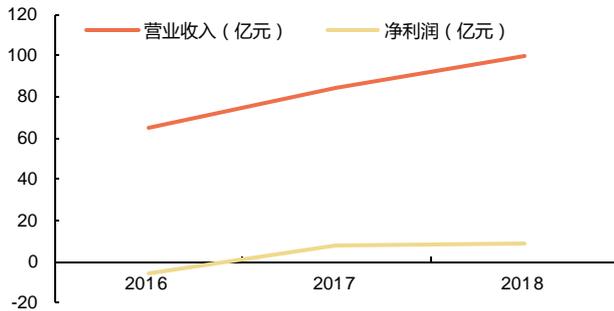


资料来源: Wind, 申港证券研究所

互联网板块包括视频平台、数字阅读、门户网站等多业态的公司，我们推荐关注 A 股唯一视频平台标的芒果超媒，公司核心指标付费会员数增长迅速，截至 2019 年 Q1，公司已拥有 1331 万付费会员。在内容制作上，公司直接承接湖南卫视的优势资源，截至 2019Q1，前十名电视综艺中有 4 档在芒果 tv 独播，网络综艺前十名中也有 3 档在芒果 tv 独播。并且其作为唯一的国有控股的视频平台，在网生内容监管

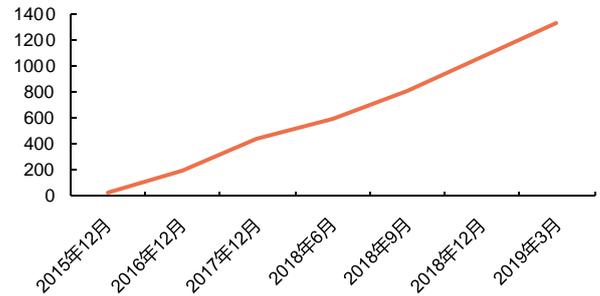
趋严之时更容易把握监管层的关注点。

图72：2016-2018年芒果超媒营业收入/净利润



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图73：芒果TV付费用户数



资料来源：公司公告，申港证券研究所

表14：2019Q1电视综艺、网络综艺艺恩播映指数排名

排名	电视综艺	播放量 (亿)	平台	排名	网络综艺	播放量 (亿)	平台
1	歌手2019	20.7	芒果tv	1	青春有你	/	爱奇艺
2	王牌对王牌第四季	18	腾讯	2	妻子的浪漫旅行第二季	11.6	芒果tv
3	我家那闺女	12.3	芒果tv	3	哈哈农夫	5.4	芒果tv
4	声临其境第二季	7	芒果tv	4	这！就是原创	/	优酷
5	最强大脑之燃烧吧	4.1	芒果tv/腾讯	5	以团知名	1.5	优酷
6	大冰小将	1.5	腾讯/优酷	6	我和我的经纪人	1.6	腾讯
7	快乐大本营2019	10.7	芒果tv	7	女儿们的恋爱	10	芒果tv
8	欢乐喜剧人第五季	0.62	优酷	8	横冲直撞20岁	3.7	腾讯
9	遇见你真好	2.3	腾讯/优酷	9	小姐姐的花店	/	爱奇艺
10	人世间第二季	0.57	腾讯	10	青春的花路	/	爱奇艺

资料来源：艺恩，申港证券研究所（注：爱奇艺不提供播放量数据）

## 10. 结论及投资建议

2018年传媒行业总体营业收入难以保持高增长，同时受大规模商誉减值的影响，整体行业归母净利润为负，我们认为商誉减值主要原因有三点：

- ◆ 监管层对商誉风险的关注；
- ◆ 部分子行业增长失速导致未来创造现金流预期降低，从而无法通过商誉减值测试；
- ◆ 行业高速增长长期大量产生并购重组推高了商誉风险，以及行业特点造成的单笔交易产生商誉相对其他行业更高。

我们认为2018年的大规模商誉减值已经基本上消除了未来行业继续商誉减值的风险。一方面未来难以满足上述三个因素；其次上市公司倾向于在2018年将商誉彻底减值处理掉，剩余的商誉背后均有良好的资产支撑。

进入2019年，传媒各子版块业绩产生分化，出版、游戏仍有较为确定性的增长，广电板块也存在全面行业性的政策性支持改善，但是，对于其他板块来说，则需要

自下而上选择投资机会。具体来说：

- ◆ **影视内容**：我们认为行业目前仍在消化 2018 年的变革中，但是行业已经对严监管适应，边际影响不明显，同时下游对优质内容的需求仍然旺盛，推荐作风稳健，全产业链经营的电影龙头中国电影（600977.SH）以及电影制片龙头光线传媒（300251.SZ）。
- ◆ **院线**：银幕数的高增速导致单银幕产出持续下滑，似乎院线将面对一种两难的境地：保持扩张速度则需要承受影院高折旧摊销的成本压力，不跟随扩张则银幕数占比降低，从而市占率降低导致收入减少。推荐关注深耕一二线城市院线龙头的万达电影（002739.SZ）。
- ◆ **游戏**：受到版号重启以及政策面边际宽松的影响，2019 年手游行业实际收入增速有望超过 20%，但是可以预见的是版号仍会控制总量，推荐关注具有精品游戏研发能力公司以及估值较低存在修复空间的公司完美世界（002624.SZ）以及吉比特（603444.SH）。
- ◆ **广告营销**：由于宏观经济增速持续承压以及互联网等细分行业遭遇寒冬，行业层面的持续高增长不容乐观，建议持续关注宏观经济数据是否超预期，以及伴随超预期而来的风险偏好提升及估值修复空间。同时建议关注专注于保持高增速广告发行渠道的公司华扬联众（603825.SH）以及楼宇广告龙头分众传媒（002027.SZ）。
- ◆ **出版**：出版行业是增速稳定、业绩确定性强、行业格局稳固的行业，我们推荐关注教育、人口大省的省级出版公司中南传媒（601098.SH）以及中原传媒（000719.SZ）。
- ◆ **有线电视**：我们需要遵从两条线来选股：第一条是被通过整合的难度来筛选，优先选择资产比较干净，专注于广电业务的公司。第二条是根据公司目前业务与未来 5G、4K 等新业务匹配程度来筛选。推荐关注天威视讯（002238.SZ）以及贵广网络（600996.SH）。
- ◆ **互联网**：推荐细分领域龙头，A 股互联网视频平台唯一标的芒果超媒（300413.SZ）

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上