

传媒行业

报告原因：专题报告

2019年5月23日

年报&一季报综述

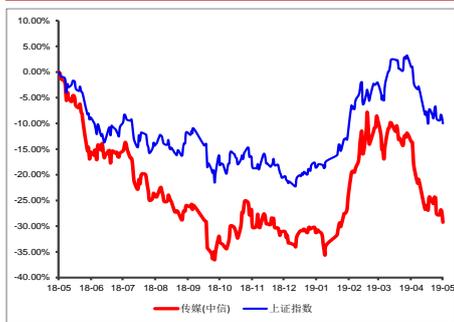
减值拖累整体业绩，表现分化关注景气细分

维持评级

中性

行业研究/专题报告

传媒板块近一年市场表现



分析师：徐雪洁

执业证书编号：S0760516010001

电话：0351-8686801

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

联系人：徐雪洁

电话：0351-8686801

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

报告要点：

➤ **2018年营业收入增速回落，归母净利润首亏。**1) 127家传媒上市公司作为统计，合计实现营业收入5623.55亿元，同比增长14.01%，实现归属母公司净利润-66.09亿元，同比减少112.24%。2) 单季度营收均实现正向增长，但归母净利润增速波动明显，商誉减值影响致Q4出现明显亏损。3) 传媒上市公司中营业收入以10-30亿规模的公司数量最多，公司营收分布向50亿以上规模转移；归母净利润同比减少公司达78家，其中32家亏损。4) 毛利率基本呈现逐年逐季下降趋势，2018年为25.35%，19Q1企稳回升至26.06%，但同比仍下降；行业费用率保持稳定水平。

➤ **资产减值损失规模攀升是导致行业2018年业绩大幅下降的主要原因。**1) 127家传媒上市公司资产减值损失规模合计为602.56亿元，占营业收入的比重达10.71%，其中商誉减值损失占绝对比例，2018年商誉减值规模为402.98亿元，同比增长9.45倍，占比整个资产减值损失的比例达66.88%。2) 行业此前商誉规模及占比较高，前期大批并购业绩对赌期已过，并购标的逐渐质地暴露，加之2018年传媒产业中影视、游戏、营销等多个细分行业遭遇发展问题，基本面增长承压，继而标的公司出现减值迹象以及应收账款回款问题等。3) 集中计提减值过后，行业商誉规模已减少至1140.68亿，占总资产及净资产下降至11.83%、19.23%。

➤ **低迷中仍有亮点，细分行业分化各不相同。**1) 2018年营销、互联网、游戏及数字阅读收入均实现两位增长，游戏、出版发行、广电基本呈现逐季增长的良好态势；归母净利润方面由于出版发行、广电、院线等板块整体受资产减值损失影响较小实现盈利，影视、营销、游戏等板块则是受到资产减值损失的影响明显亏损规模较大。除商誉减值是共因外，其他资产减值对细分板块的影响各有不同。2) 2019年Q1互联网、游戏板块营业收入同比增速较高，归母净利润增长方面则分化加剧，互联网、出版发行、广电、游戏等板块较18Q1同期增速向好，影视、院线、营销等板块业绩同比下滑。3) 游戏板块则依旧保持较高的毛利率水平；游戏、互联网等研发支出持续增加；营销板块商誉占比缩减最为明显；在行业经营现金流量整体改善下，出版行业收益质量较高，互联网板块经营现金流净额/营业收入提升最为明显。

➤ **投资建议：**2018年传媒行业受商誉等资产集中计提减值影响，利润端首



现整体亏损。此外，2018 年内容行业经历的监管政策调整、增量用户减少 & 存量用户偏好转换及内容资源竞争加剧等多重因素的变化均对行业基本面产生影响，主要体现在收入增速及毛利率水平的下降，且从 2019Q1 业绩来看，行业整体基本面尚未恢复。但另一方面，通过商誉减值集中计提，行业商誉规模及占比有较为明显的收缩，在一定程度上释放了风险。4 月以来受市场波动、风险偏好转换以及行业业绩表现不佳等因素影响，传媒指数回调较为明显，年涨幅已收窄至 5.98%。因此我们继续建议关注景气度较高的细分行业龙头公司。1) 游戏板块：2019 年 Q1 中国移动游戏市场实际销售收入 365.9 亿元，同比增长 18.2%，环比增长 4.7%。版号重启后新游陆续上线，公司业绩持续造好，建议关注完美世界、三七互娱、游族网络、吉比特等。2) 出版发行板块：受资产减值损失影响较小，2018 年整体现金分红比达 43.05%；教材教辅业绩稳健，图书零售市场景气度高，建议关注中南传媒、凤凰传媒、山东出版、中国出版等。3) 此外，受到电影市场票房疲软影响，电影及院线板块短期内业绩承压，但受益于进口影片表现回暖影响，建议继续关注产业链完善的电影龙头中国电影以及万达电影。

➤ **风险提示：**政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险；市场竞争加剧风险；盗版侵权及知识产权纠纷风险；单个文化产品收益波动性；商誉减值风险等。

目录

一、 传媒行业整体情况：资产减值拖累，行业现首亏	5
1、2018 年营业收入增速回落，归母净利润首亏	5
2、公司营收中等规模集中，亏损公司数量增加	6
3、资产减值大幅提升，商誉增长规模得以控制	8
4、其他财务指标：毛利率下降，费用率依旧控制良好	10
二、 细分行业：低迷中仍有亮点，表现各不相同	11
1、出版发行、广电等四板块 18 年盈利，互联网等 19Q1 增速向好	11
2、游戏维持高毛利率，研发支出持续增加	14
3、细分商誉均有回落，营销板块最为明显	16
4、经营活动现金流量改善，游戏、出版等收益质量高	16
三、投资建议	17
四、风险提示	19

图表目录

图 1：近三年及一期传媒行业营业收入及增速	5
图 2：近三年及一期传媒归母净利润及增速	5
图 3：行业单季度营业收入及增速情况	5
图 4：行业单季度归母净利润及增速情况	5
图 5：上市公司 2018 年营业收入规模分布统计	6
图 6：上市公司 2018 年营业收入增速分布统计	6
表 1：2018 年营收规模及增速 TOP10 的传媒上市公司（单位：亿元）	6
表 2：2019 年 Q1 营收规模及增速 TOP10 的传媒上市公司（单位：亿元）	6
图 7：上市公司 2018 年归母净利润规模分布统计	7
图 8：上市公司 2018 年归母净利增速分布统计	7
表 3：2018 年归母净利润规模及增速 TOP10 的传媒上市公司（单位：亿元）	7
表 4：2019 年 Q1 归母净利润规模及增速 TOP10 的传媒上市公司（单位：亿元）	7
图 9：近三年及一期传媒行业资产减值损失规模	8
图 10：行业单季度资产减值损失规模	8
图 11：传媒行业 2016-2018 年资产减值损失构成	9
图 12：传媒行业商誉规模（亿元）及占比（%）	9
图 13：传媒行业主要资产减值损失规模及增速	9
图 14：传媒上市公司商誉规模分布（家）	10
图 15：传媒上市公司商誉/总资产分布（家）	10
图 16：传媒上市公司商誉/净资产分布（家）	10
图 17：传媒上市公司 2018 年商誉减值损失 TOP20	10
图 18：传媒 2016-2018 年毛利率及 ROE 情况	11
图 19：传媒单季度毛利率及 ROE 情况	11
图 20：传媒行业近三年及一期费用率情况	11
图 21：传媒细分板块 2018 年营收及增速	12
图 22：传媒细分板块 2018 年归母净利润及增速	12
表 5：2017Q1-2019Q1 细分板块营业收入变动情况（单位：亿元）	12



表 6: 2017Q1-2019Q1 细分板块归母净利润变动情况（单位：亿元）	13
图 23: 传媒细分板块 2018 年资产减值损失	14
图 24: 细分板块加回资产减值后的利润总额情况	14
图 25: 传媒细分板块毛利率变动情况	14
图 26: 传媒细分板块 ROE 变动情况	14
图 27: 传媒细分板块销售费用率变动情况	15
图 28: 传媒细分板块财务费用率变动情况	15
图 29: 传媒细分板块管理（研发）费用率变动情况	15
图 30: 传媒细分板块研发费用变动情况	15
图 31: 细分板块商誉规模与 17 年末对比情况	16
图 32: 细分板块商誉占比变动情况	16
图 33: 2018 年传媒细分板块经营现金流净额	17
图 34: 2019 年 Q1 传媒细分板块经营现金流净额	17
图 33: 2018 年细分板块经营现金流净额/营业收入	17
图 34: 2019Q1 细分板块经营现金流净额/营业收入	17

一、传媒行业整体情况：资产减值拖累，行业现首亏

1、2018 年营业收入增速回落，归母净利润首亏

2018 年以 127 家传媒上市公司（剔除 st 及*st）作为统计，合计实现营业收入 5623.55 亿元，同比增长 14.01%，实现归属母公司股净利润-66.09 亿元，同比减少 112.24%。行业收入整体实现稳定增长，但利润端受商誉减值等资产减值损失影响，实现首亏。2019 年一季度，行业实现营业收入 1255.17 亿元，同比增长 6.89%；归母净利润虽然扭亏为 114.20 亿元，但较 2018 年同期减少 20.84%。

图 1：近三年及一期传媒行业营业收入及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

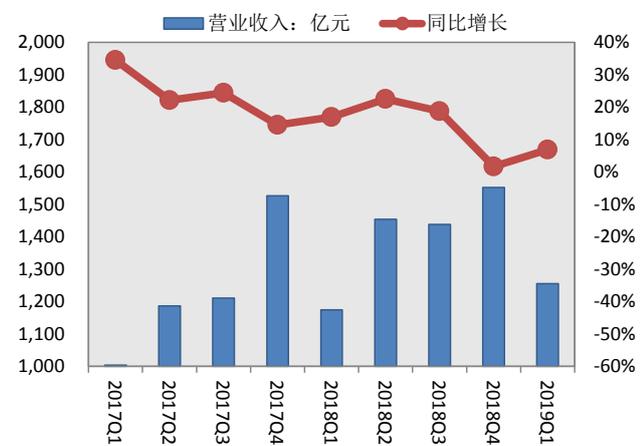
图 2：近三年及一期传媒归母净利润及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

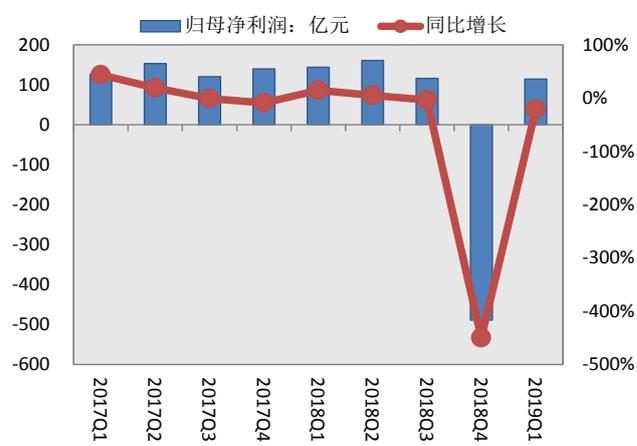
从单季度业绩来看，行业营业收入均实现正向增长，但归母净利润增速波动明显：2018Q1-2018Q4 行业分别实现营业收入 1174.26 亿、1454.07 亿、1437.82 亿、1552.26 亿，同比增长 16.96%、22.55%、18.76%、1.67%；分别实现归母净利润 144.27 亿、161.03 亿、116.09 亿和-489.02 亿，18Q1-Q2 实现同比增长 14.49%、5.33%，18Q3/Q4 增速则连续下滑，分别同比减少 3.61%、449.99%；由于 Q4 资产减值损失的确认远高于其他季度，尤其以商誉减值损失均在 Q4 确认，因此行业业绩在 18Q4 出现明显亏损。

图 3：行业单季度营业收入及增速情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：行业单季度归母净利润及增速情况

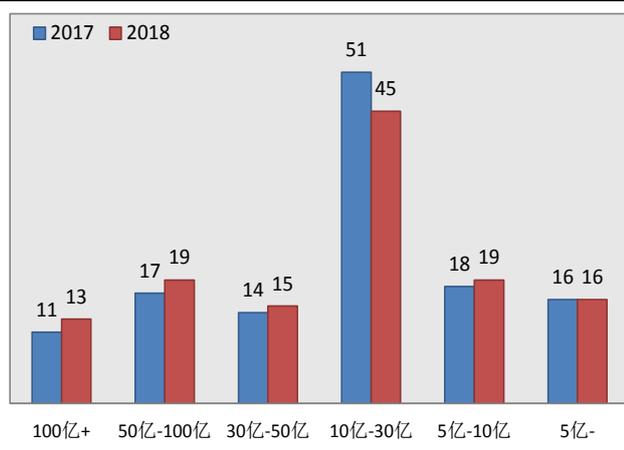


资料来源：wind，山西证券研究所

2、公司营收中等规模集中，亏损公司数量增加

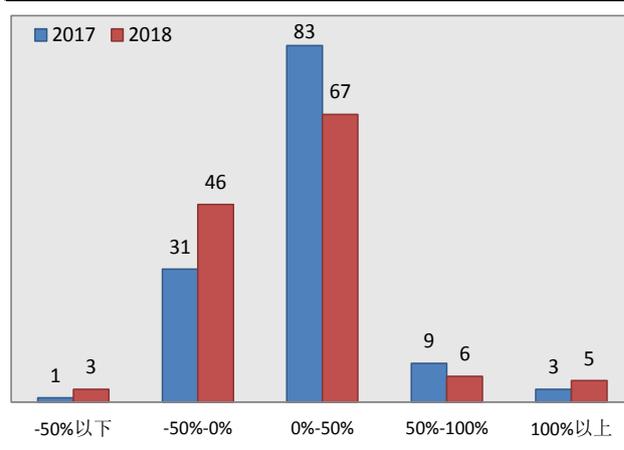
2018年上市公司收入分布方面，127家传媒上市公司中营业收入以10-30亿规模的公司数量最多，数量达45家，较2017年减少6家，其次分别为50亿-100亿及5-10亿规模公司，均为19家，5亿以下、30亿-50亿及100亿规模以上的公司分别有16家、15家和13家；随着上市公司的业务发展，公司营收分布向50亿以上规模转移。2018年营收增速方面，以实现同比增长的上市公司居多达半数以上，分布上主要集中在同比增减0-50%区间，大幅减少及增加的公司数量较少。

图5：上市公司2018年营业收入规模分布统计



资料来源：wind，山西证券研究所

图6：上市公司2018年营业收入增速分布统计



资料来源：wind，山西证券研究所

表1：2018年营收规模及增速TOP10的传媒上市公司（单位：亿元）

公司名称	营业收入	营业增速	公司名称	营业增速	营业收入
上海钢联	960.55	30.34%	芒果超媒	223.77%	96.61
蓝色光标	231.04	51.69%	当代明诚	192.61%	26.68
分众传媒	145.51	21.12%	迅游科技	162.76%	7.31
科达股份	142.09	50.05%	世纪华通	132.72%	81.24
万达电影	140.88	6.49%	佳云科技	107.31%	56.10
东方明珠	136.34	-16.16%	金科文化	95.17%	27.25
利欧股份	122.50	15.87%	深大通	70.11%	25.69
省广集团	121.15	7.26%	盛讯达	68.83%	4.11
凤凰传媒	117.89	6.68%	众应互联	56.78%	7.92
中文传媒	115.13	-13.48%	蓝色光标	51.69%	231.04

资料来源：wind，山西证券研究所

表2：2019年Q1营收规模及增速TOP10的传媒上市公司（单位：亿元）

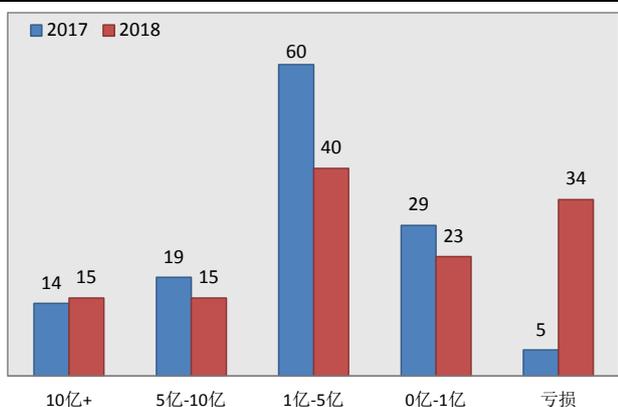
公司名称	营业收入	营业增速	公司名称	营业增速	营业收入
上海钢联	217.99	21.65%	芒果超媒	239.67%	24.85
蓝色光标	55.95	11.36%	骅威文化	138.96%	0.73
万达电影	39.13	-7.92%	光线传媒	128.56%	9.16
科达股份	37.79	30.24%	三七互娱	95.46%	32.47

利欧股份	33.01	15.89%	当代明诚	79.34%	5.19
三七互娱	32.47	95.46%	凯撒文化	78.54%	2.60
中文传媒	28.79	0.98%	浙数文化	76.61%	6.60
智度股份	26.72	26.54%	冰川网络	73.81%	1.02
分众传媒	26.11	-11.78%	世纪华通	57.76%	21.72
东方明珠	25.71	-8.15%	中昌数据	57.66%	7.89

资料来源：wind，山西证券研究所

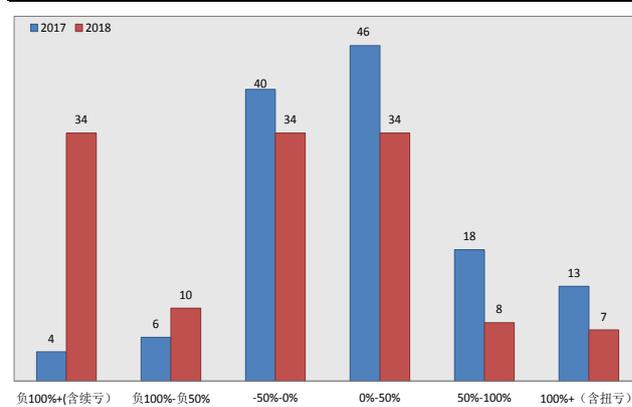
2018 年上市公司归母净利润分布方面，127 家传媒上市公司中归母净利润以 1-5 亿规模的公司数量最多，数量达 40 家，较 2017 年减少 20 家，与此同时亏损的上市公司数量增加至 34 家，17 年同期仅为 9 家；而 1 亿规模以下、5 亿-10 亿、10 亿以上规模的数量分别为 23 家、15 家和 15 家。2018 年归母净利润增速方面，以实现同比减少的上市公司居多达 78 家，其中 32 家上市公司由于亏损导致归母同比大幅下降。

图 7：上市公司 2018 年归母净利润规模分布统计



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：上市公司 2018 年归母净利润增速分布统计



资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：2018 年归母净利润规模及增速 TOP10 的传媒上市公司（单位：亿元）

公司名称	归母净利	归母净利增速	公司名称	归母净利增速	归母净利
分众传媒	58.23	-3.03%	芒果超媒	1093.27%	8.66
东方明珠	20.15	-9.90%	上海钢联	151.00%	1.21
完美世界	17.06	13.38%	人民网	139.23%	2.14
中文传媒	16.19	11.53%	金科文化	113.76%	8.42
中国电影	14.95	54.85%	省广集团	101.00%	1.86
山东出版	14.85	8.80%	电广传媒	101.00%	0.88
光线传媒	13.73	68.47%	腾信股份	101.00%	0.20
凤凰传媒	13.25	13.63%	新媒股份	86.86%	2.05
万达电影	12.95	-14.58%	生意宝	81.79%	0.35
中南传媒	12.38	-18.19%	蓝色光标	74.99%	3.89

资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：2019 年 Q1 归母净利润规模及增速 TOP10 的传媒上市公司（单位：亿元）

公司名称	归母净利	归母净利增速	公司名称	归母净利增速	归母净利
东方明珠	5.62	28.63%	芒果超媒	3048.82%	4.18

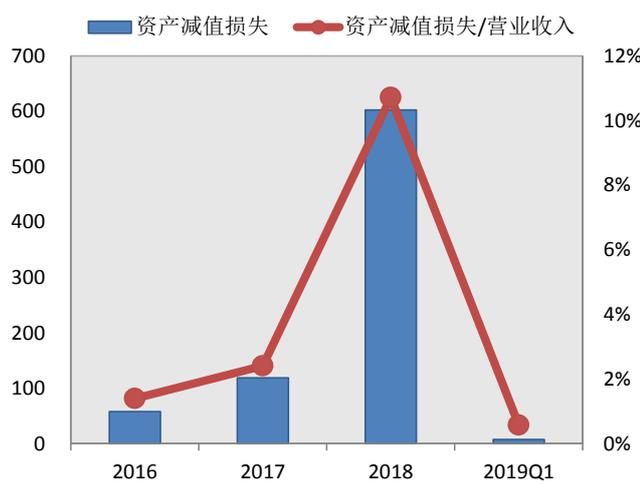
中文传媒	4.97	10.18%	焦点科技	588.49%	0.66
完美世界	4.86	34.95%	盛讯达	383.75%	0.18
三七互娱	4.54	10.80%	浙数文化	183.25%	2.51
万达电影	4.26	-21.12%	博瑞传播	148.45%	0.26
芒果超媒	4.18	3048.82%	凯撒文化	100.63%	1.17
东方财富	3.86	28.14%	昆仑万维	91.30%	3.79
昆仑万维	3.79	91.30%	新媒股份	90.54%	0.73
中国电影	3.55	4.50%	电魂网络	74.95%	0.41
分众传媒	3.40	-71.81%	麦达数字	68.52%	0.54

资料来源：wind，山西证券研究所

3、资产减值大幅提升，商誉增长规模得以控制

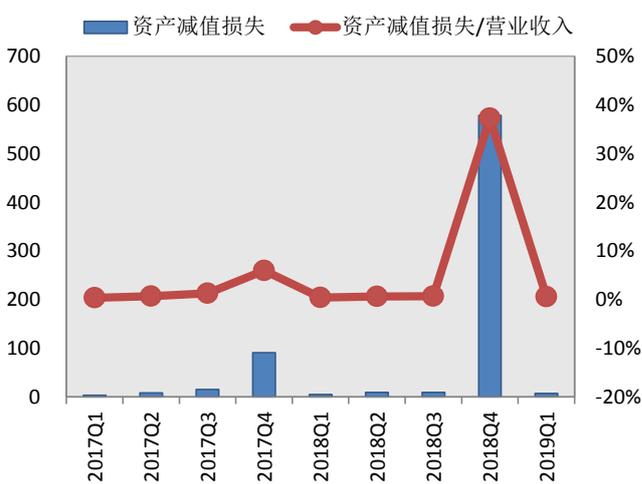
此前，我们已有提到资产减值损失规模攀升是导致行业 2018 年业绩大幅下降的主要原因。根据我们的统计，2018 年 127 家传媒上市公司资产减值损失（含信用减值损失）规模合计为 602.56 亿元，占营业收入的比重达 10.71%，2017 年同期值仅为 118.64 亿、占比 2.41%。从单季度的情况来看，2018Q4 资产减值规模明显高于 1 至 3 季度，且明显高于 2017 年同期规模：2018Q1-Q4 资产减值损失规模分别为 5.03 亿、9.20 亿、9.64 亿、578.23 亿，同比变动 43.48%、8.78%、-37.61%、537.07%，营收占比分别为 0.43%（YOY+0.08%）、0.63%（YOY-0.08%）、0.67%（YOY-0.61%）、37.25%（YOY+31.28%）。如若剔除资产减值损失影响，127 家上市公司 2018 年利润总额将从 21.69 亿增至 624.25 亿，较 2017 年可比数据同比减少 96.58% 变动至同比减少 17.15%。（考虑到公司实际税率不同，因此仅做税前调整）。

图 9：近三年及一期传媒行业资产减值损失规模



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：行业单季度资产减值损失规模



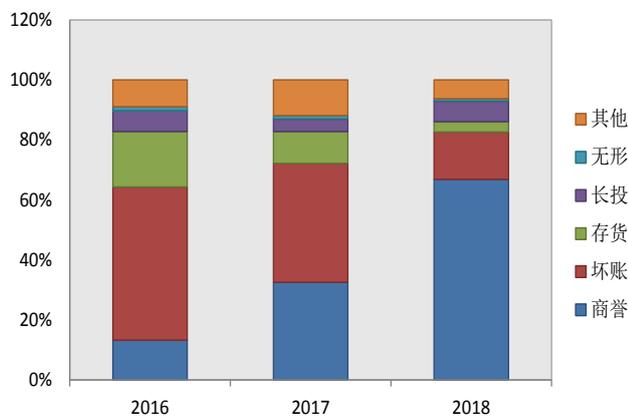
资料来源：wind，山西证券研究所

从资产减值损失的构成来看，商誉减值损失占绝对比例，2018 年商誉减值规模为 402.98 亿元，同比增长 9.45 倍，占比整个资产减值损失的比例达 66.88%；其次为坏账损失，规模为 94.85 亿，同比增长 1.01 倍，占比为 15.74%；长期股权投资减值损失虽然在占比上并不显著（6.86%），但相较于 17 年同期规模上已有明显增加，达到 41.36 亿、同比增长 7.5 倍；存货跌价损失所占比例较小，减值损失规模为 20.60 亿，

同比增加 63.54%，占比 3.42%。

传媒行业商誉规模及占比较高，前期大批并购业绩对赌期已过，并购标的逐渐质地暴露，加之 2018 年传媒产业中影视（税收；阴阳合同；项目减少）、游戏（版号审批暂停；棋牌类游戏下线；总量调控等）、营销（经济下行压力广告投放减少）等多个细分行业遭遇发展问题，基本面增长承压，继而标的公司出现减值迹象以及应收账款回款问题等。但由于 18 年商誉的集中计提减值，行业商誉规模压力有所缓解，截至 2018 年 12 月 31 日，127 家上市公司合计商誉规模为 1140.68 亿，较 2017 年底减少 284.54 亿；截至 2019 年 3 月 31 日，行业商誉规模仅增加 1.39 亿；商誉占总资产及净资产的比例由 2017 年末的 15.33%、23.83%，下降至 18 年末的 12.25%、19.76%，到 2019Q1 末，该比例降至 11.83%、19.23%。

图 11：传媒行业 2016-2018 年资产减值损失构成



资料来源：wind, Chioce, 山西证券研究所

图 12：传媒行业商誉规模（亿元）及占比（%）



资料来源：wind, 山西证券研究所

图 13：传媒行业主要资产减值损失规模及增速

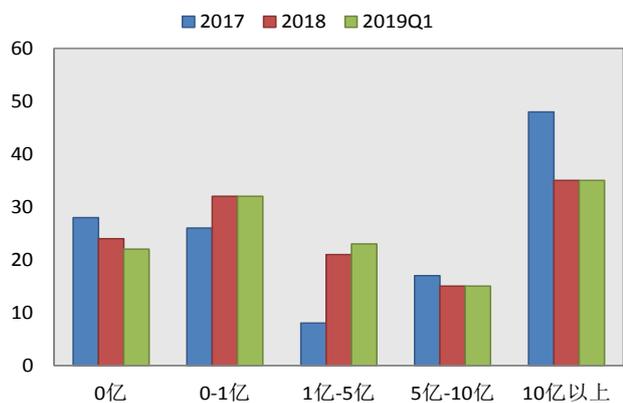
	2016	2017	2018
商誉减值损失	7.63	38.56	402.98
YOY	13.56%	405.59%	945.03%
坏账损失	29.54	47.09	94.85
YOY	42.39%	59.42%	101.40%
存货跌价损失	10.70	12.60	20.60
YOY	21.21%	17.76%	63.54%
长期股权投资减值损失	3.98	4.85	41.36
YOY	2797.45%	22.01%	752.07%
无形资产减值损失	0.76	1.42	5.05
YOY	-90.30%	85.38%	256.98%

资料来源：wind, Chioce, 山西证券研究所

截至 2019 年一季度末，127 家传媒上市公司中 10 亿规模以上商誉的公司数量已减少至 35 家，5 亿规模以下的公司数量增加至 77 家，且主要集中在 1 亿规模以下。商誉占总资产比例 50% 以上的上市公司数量

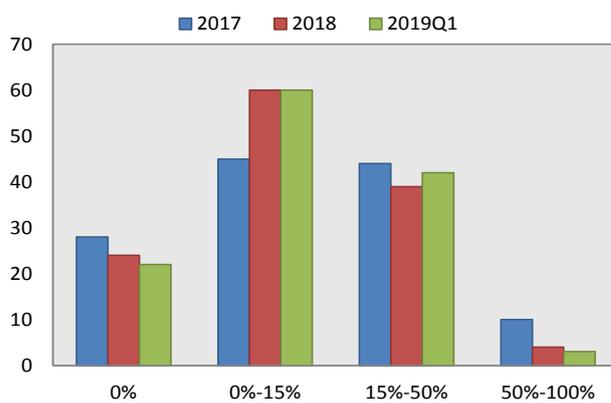
减少至 3 家，占比 0%-15% 的上市公司数量明显增加，达到 60 家；商誉占净资产的比例主要集中在 20% 以内，但 100% 以上占比的公司由 17 年末的 3 家增加至 6 家。整体而言，我们认为随着行业内并购案的减少，商誉增长规模得以控制，并且公司发展相应的资产规模也在提升，商誉所占资产及净资产比例有望逐渐向低比例分布集中。

图 14：传媒上市公司商誉规模分布（家）



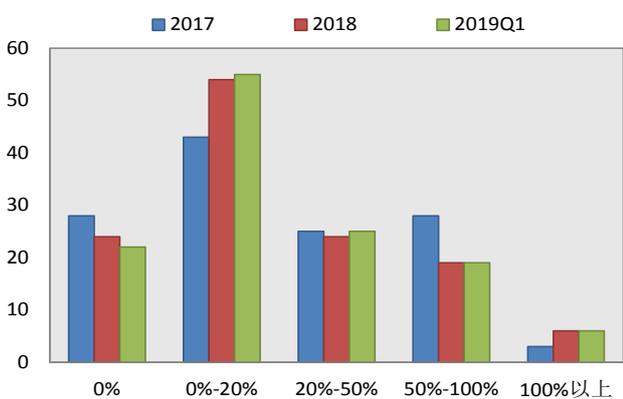
资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：传媒上市公司商誉/总资产分布（家）



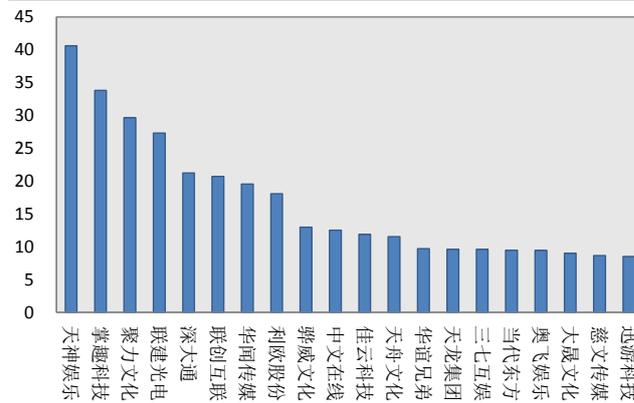
资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：传媒上市公司商誉/净资产分布（家）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：传媒上市公司 2018 年商誉减值损失 TOP20



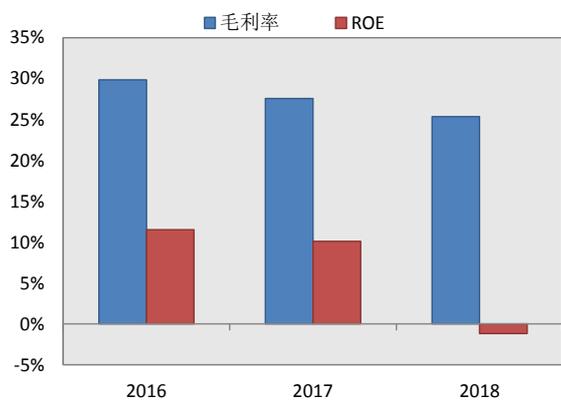
4、其他财务指标：毛利率下降，费用率依旧控制良好

盈利指标方面，2018 年行业综合毛利率为 25.35%，较 2017 年同比下降 2.21%；2019 年 Q1 行业综合毛利率企稳回升至 26.06%，但较 2018 年 Q1 下降 2.13%。分季度来看，2018Q1-Q4 行业毛利率分别为 28.18%（YOY-0.98%）、25.23%（YOY-2.88%）、24.10%（YOY-2.24%）、24.36%（YOY-2.60%），从毛利率的变化来看，基本呈现逐年逐季下降的趋势。我们认为随着传媒产业发展日趋完善，内容版权、用户、人才等运营成本攀升，与此同时收入规模则由高速增长进入稳健增速通道，二者相互作用导致行业毛利率水平走低。

2018 年 ROE 指标受行业亏损影响显示为负值，为 -1.17%，而 2016-17 年行业整体 ROE 水平在 10%-11.5% 左右；分季度来看，18Q1-19Q1 行业单季度 ROE 分别为 2.48%（YOY-0.02%）、2.72%（YOY-0.23%）、1.93%

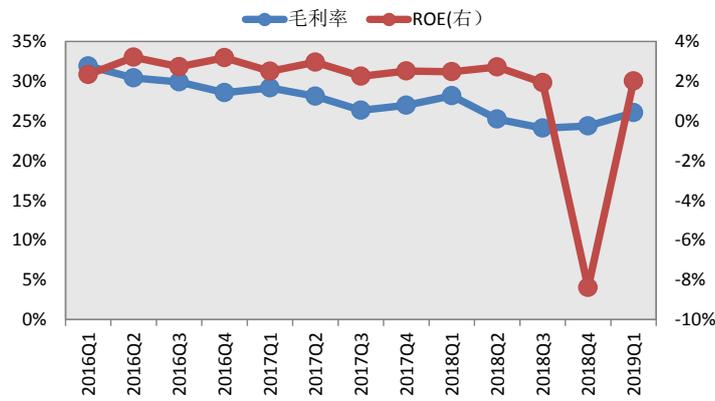
(YOY-0.32%)、-8.93% (YOY-10.90%)、2.02% (YOY-0.47%)。

图 18：传媒 2016-2018 年毛利率及 ROE 情况



资料来源：wind，山西证券研究所

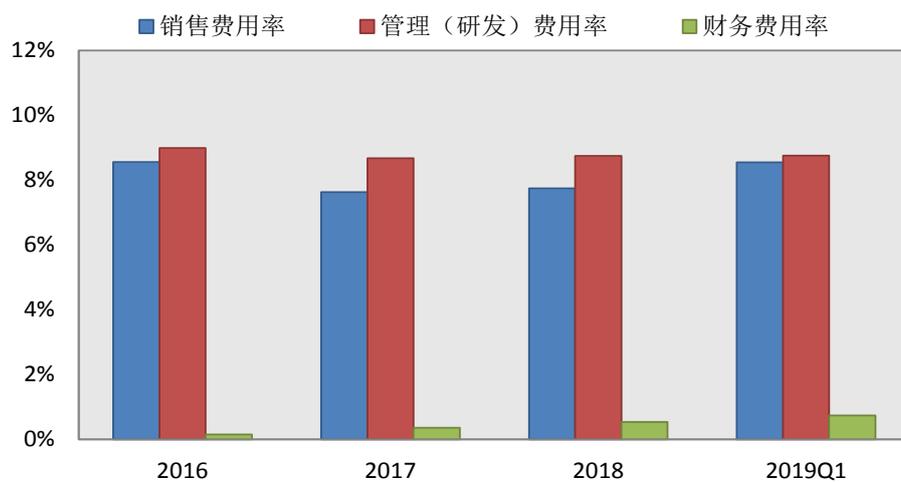
图 19：传媒单季度毛利率及 ROE 情况



资料来源：wind，山西证券研究所

费用率方面行业保持稳定水平：2018 年行业整体销售、管理(研发合并口径)、财务费用率分别为 7.75%、8.75%、0.54%，较 2017 年同期相比变动+0.11%、+0.07%、+0.18%；2019Q1 行业整体销售、管理(研发合并口径)、财务费用率分别为 8.55%、8.76%、0.74%，较 2017 年同期相比变动+0.93%、-0.02%、+0.03%。

图 20：传媒行业近三年及一期费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

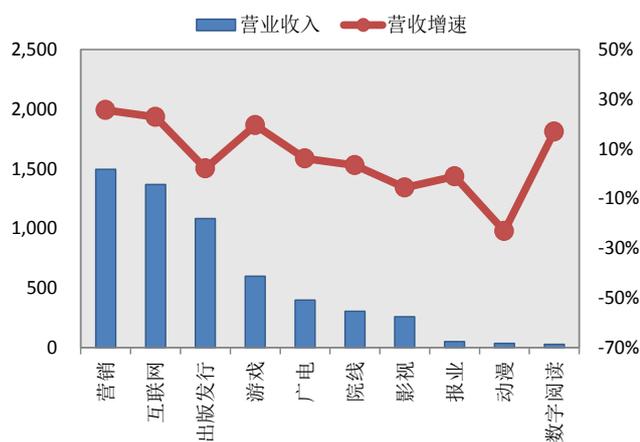
二、细分行业：低迷中仍有亮点，表现各不相同

1、出版发行、广电等四板块 18 年盈利，互联网等 19Q1 增速向好

我们将 127 家传媒上市公司划分为营销、互联网、出版发行、游戏、广电、院线、影视、报业、动漫、数字阅读等 10 个细分领域进行分析。2018 年上述 10 个细分板块分别实现营业收入 1495.26 亿(YOY25.68%)、1368.98 亿(YOY22.87%)、1082.94 亿(YOY2.14%)、598.09 亿(YOY19.51%)、398.96 亿(YOY6.17%)、305.72 亿(YOY3.40%)、258.08 亿(YOY-5.61%)、51.28 亿(YOY-1.11%)、36.35 亿(YOY-23.06%)、27.89 亿(YOY16.98%)，其中营销、互联网、游戏及数字阅读板块收入均实现两位增长。归母净利润方面，由于出版发行、广电、

院线等板块整体受资产减值损失影响较小，因此上述三个板块均实现盈利，归母净利润分别为 109.50 亿（YOY-6.13%）、34.82 亿（YOY-3.22%）、29.71 亿（YOY-12.42%），互联网板块中则由于绝大多数公司实现盈利而使得板块盈利，归母净利润规模为 23.51 亿（YOY-49.19%）；影视、营销、游戏等板块则是受到资产减值损失的影响明显，归母净利润亏损 79.25 亿、51.72 亿、40.56 亿，其余板块也未能实现盈利。

图 21：传媒细分板块 2018 年营收及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 22：传媒细分板块 2018 年归母净利润及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

单季度业绩来看：营收方面，2018Q1-Q4 游戏、出版发行、广电基本呈现逐季增长的良好态势，营销板块较为平稳；归母净利润方面，绝大部分细分板块归母净利润高点出现在 Q2，Q3-Q4 利润的波动较为明显，其中出版发行与广电板块最为稳定。

2019 年 Q1 互联网、游戏板块营业收入同比增速较高，分别为 21.07%（302.11 亿）、15.08%（159.44 亿），出版发行、报业及营销等板块实现营业收入稳健增长，分别为 5.81%（227.58 亿）、5.28%（11.45 亿）、5.19%（333.69 亿）；归母净利润增长方面则分化加剧，互联网、出版发行、广电、游戏等板块较 18Q1 同期增速向好，影视、院线、营销等板块业绩同比下滑。

表 5：2017Q1-2019Q1 细分板块营业收入变动情况（单位：亿元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营销	225.80	283.60	312.71	367.61	317.23	388.53	393.79	395.70	333.69
同比增长	46.71%	30.92%	28.54%	23.54%	40.49%	37.00%	25.93%	7.64%	5.19%
互联网	218.30	283.13	283.25	329.48	249.53	385.40	368.56	365.51	302.11
同比增长	62.79%	46.68%	47.28%	23.09%	14.30%	36.12%	30.11%	10.93%	21.07%
出版发行	223.90	251.16	244.99	340.17	215.09	279.12	260.43	328.30	227.58
同比增长	13.89%	5.76%	12.29%	6.82%	-3.94%	11.13%	6.30%	-3.49%	5.81%
游戏	119.61	113.49	122.64	144.71	138.55	147.98	153.74	157.83	159.44
同比增长	69.27%	-0.55%	14.61%	5.06%	15.84%	30.40%	25.35%	9.07%	15.08%
广电	77.84	91.42	86.10	115.94	89.17	95.90	92.47	116.28	79.89
同比增长	5.46%	18.35%	17.97%	12.39%	14.55%	4.90%	7.39%	0.30%	-10.40%
影视	42.02	57.00	54.73	119.68	50.89	58.46	60.96	87.77	41.90

同比增长	7.77%	19.44%	6.43%	13.42%	21.11%	2.57%	11.39%	-26.66%	-17.68%
院线	69.26	78.07	76.18	72.15	87.57	72.03	78.19	67.93	84.69
同比增长	21.87%	37.10%	39.04%	15.42%	26.44%	-7.74%	2.64%	-5.85%	-3.28%
报业	11.51	11.51	12.13	16.71	10.87	10.41	13.06	16.95	11.45
同比增长	-4.64%	-23.29%	-21.04%	-27.31%	-5.56%	-9.55%	7.62%	1.44%	5.28%
动漫	10.93	11.05	11.83	13.44	9.25	8.74	8.95	9.40	8.38
同比增长	31.64%	-3.17%	-8.55%	17.99%	-15.36%	-20.90%	-24.30%	-30.02%	-9.43%
数字阅读	4.84	6.06	6.12	6.82	6.11	7.50	7.68	6.60	6.05
同比增长	564.89%	292.47%	27.60%	12.47%	26.11%	23.88%	25.44%	-3.22%	-1.00%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：2017Q1-2019Q1 细分板块归母净利润变动情况（单位：亿元）

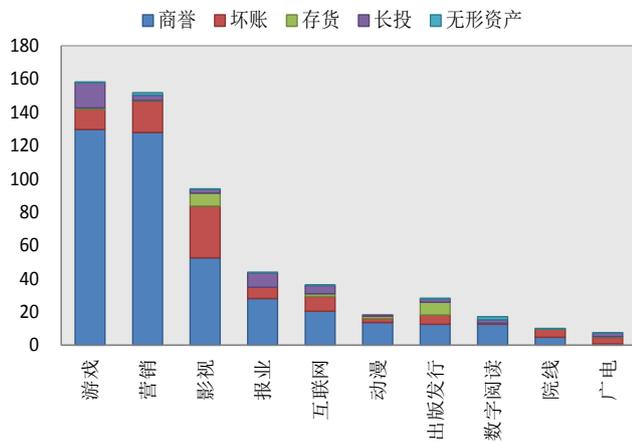
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
出版发行	27.09	34.35	23.69	31.52	27.34	35.67	27.31	19.19	28.65
同比增长	39.03%	30.04%	20.35%	-10.56%	0.90%	3.86%	15.29%	-39.13%	4.81%
广电	9.93	12.44	9.70	2.79	7.83	10.99	6.44	7.88	9.09
同比增长	-23.08%	13.85%	-14.93%	-67.51%	-21.15%	-11.67%	-33.56%	182.16%	16.02%
院线	9.69	9.90	6.85	7.48	12.13	8.13	12.06	-2.61	10.32
同比增长	16.18%	29.44%	39.30%	18.62%	25.15%	-17.84%	76.06%	-134.91%	-14.91%
数字阅读	0.27	0.63	0.45	0.67	0.05	1.26	0.23	-15.23	-0.50
同比增长	-288.07%	183.06%	42.91%	26.98%	-82.21%	100.56%	-49.21%	-2384.17%	-1137.12%
互联网	6.79	14.57	4.50	20.42	9.46	20.77	11.47	-18.18	17.09
同比增长	-3.31%	-4.49%	-61.98%	21.33%	39.30%	42.52%	154.75%	-189.06%	80.67%
动漫	0.94	1.09	2.24	-1.18	0.53	0.97	-0.12	-21.89	0.78
同比增长	27.56%	-32.06%	24.88%	-205.02%	-43.68%	-11.64%	-105.38%	1752.59%	47.35%
报业	-0.19	2.98	0.56	0.50	0.28	1.12	-0.66	-58.51	0.79
同比增长	-115.36%	211.26%	-86.26%	-89.64%	-244.16%	-62.45%	-218.85%	-11828.72%	185.20%
影视	7.86	13.73	8.89	22.72	27.35	6.14	5.60	-118.33	0.75
同比增长	-14.69%	75.29%	-26.41%	-4.62%	247.92%	-55.28%	-37.01%	-620.78%	-97.26%
营销	20.87	29.22	26.21	14.63	22.34	36.21	23.68	-133.95	12.12
同比增长	59.50%	7.84%	0.94%	-41.59%	7.07%	23.93%	-9.65%	-1015.50%	-45.75%
游戏	42.76	33.96	37.36	40.17	36.96	39.77	30.09	-147.38	35.11
同比增长	172.58%	12.90%	28.48%	30.27%	-13.55%	17.10%	-19.46%	-466.88%	-5.01%

资料来源：wind，山西证券研究所

我们对各细分板块资产减值损失进行了拆分，其中除院线、出版发行和广电板块外，其余各板块商誉减值损失占资产减值损失的比重都超过 50%，尤其以游戏和营销板块占比影响最为明显，商誉减值规模均超百亿；院线、广电及影视板块的坏账损失占比也相对明显；出版发行板块虽然存货跌价损失占比也较为突出，但与 17 年相比该损失已同比减少近 12%；广电板块受电广传媒影响，长投损失的比例提升较明显。如若我们剔除 2018 年资产减值损失对各板块利润的影响，游戏、出版发行、营销、互联网、广电、院线、影

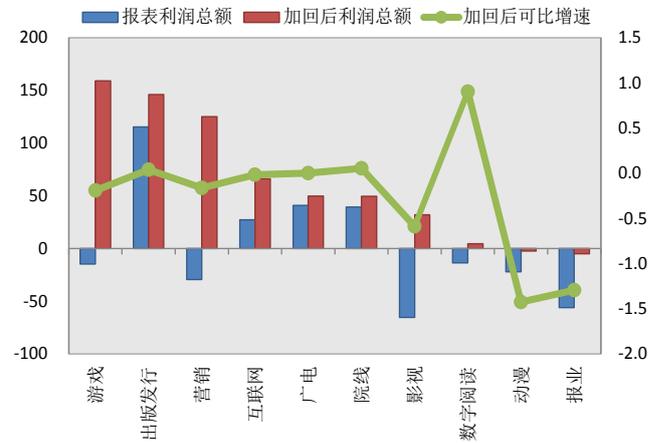
视、数字阅读、动漫、报业板块利润总额分别为 159 亿 (YOY-19.15%)、146.04 亿 (YOY3.79%)、125.01 亿 (YOY-19.15%)、66.27 亿 (YOY-16.28%)、49.68 亿 (YOY-1.75%)、49.43 亿 (YOY0.15%)、31.97 亿 (YOY-58.69%)、4.43 亿 (YOY90.24%)、-2.46 亿 (YOY-142.59%)、-5.13 亿 (YOY-129.57%)。

图 23：传媒细分板块 2018 年资产减值损失



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：细分板块加回资产减值后的利润总额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

2、游戏维持高毛利率，研发支出持续增加

盈利指标毛利率方面，各板块横向比较显示，游戏板块仍旧是毛利率最高的细分板块，2018 年-2019Q1 分别达到 60.58%和 65.56%，其次为动漫、数字阅读、出版发行，毛利率均达到 30%以上；纵向比较毛利率变动来看，出版发行是 2018 年唯一一个毛利率同比上升的细分板块，2018 年毛利率同比上升 0.3%，游戏和互联网板块则是小幅下降，分别为 0.5%和 0.25%；2019Q1 情况分化，数字阅读、出版发行等板块的毛利率同比有所回升，但影视、营销等板块的毛利率则继续下滑。

ROE 指标方面，2018 年仅有院线、出版发行、广电及互联网等四个板块为正，2019Q1 游戏、院线等板块 ROE 指标向好，出版发行、互联网等则继续维持稳定。

图 25：传媒细分板块毛利率变动情况

毛利率	2016	2017	2018	2019Q1
游戏	57.38%	61.06%	60.56%	65.47%
动漫	47.07%	42.57%	38.00%	48.84%
数字阅读	38.09%	35.78%	32.73%	35.50%
出版发行	29.82%	30.12%	30.42%	32.75%
影视	38.74%	38.18%	30.17%	21.51%
广电	34.88%	31.08%	29.48%	30.37%
院线	28.53%	28.25%	26.91%	28.48%
报业	34.48%	35.91%	26.19%	26.09%
营销	24.50%	22.11%	18.50%	14.36%
互联网	15.30%	10.72%	10.46%	11.11%

资料来源：wind，山西证券研究所

图 26：传媒细分板块 ROE 变动情况

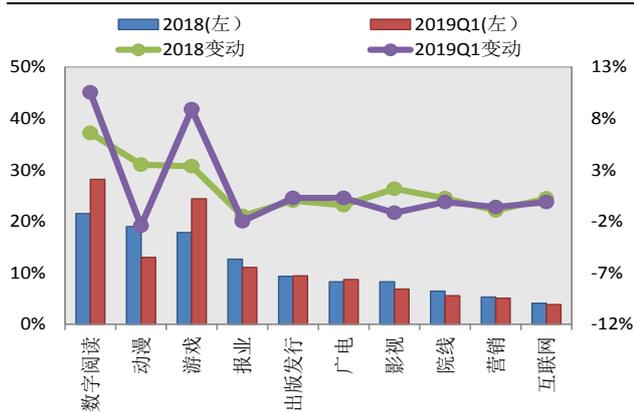
ROE	2016	2017	2018	2019Q1
互联网	8.49%	6.72%	3.15%	2.19%
数字阅读	5.06%	5.82%	-39.43%	-1.52%
院线	14.79%	12.19%	9.67%	3.21%
出版发行	12.05%	11.18%	9.63%	2.42%
广电	6.56%	4.96%	4.44%	1.08%
游戏	15.70%	15.35%	-3.75%	3.35%
营销	16.57%	12.35%	-6.89%	1.67%
影视	10.58%	8.91%	-13.38%	0.14%
报业	6.74%	2.25%	-40.20%	0.69%
动漫	8.73%	4.38%	-31.89%	1.33%

资料来源：wind，山西证券研究所

费用率方面，1) 细分板块中数字阅读、动漫、游戏、报业销售费用率较高，2018 年分别为 21.52%、

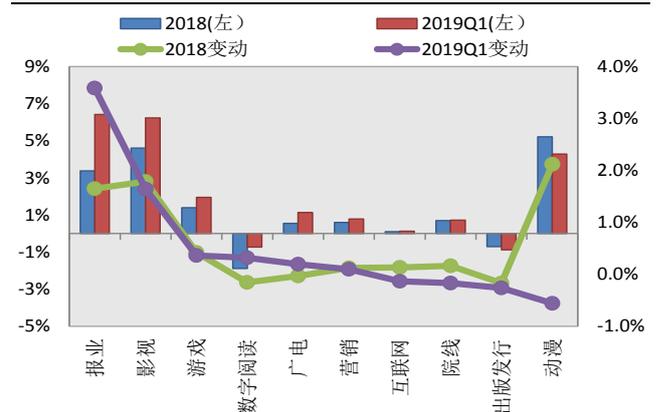
18.96%、17.84%、12.63%，互联网、营销、院线等板块所需销售推广费用对较低，因此横向比较销售费用率较低，2018年分别为4.09%、5.27%、6.43%；销售费用率变化方面，数字阅读、动漫、游戏2018年同比上升幅度较大，报业、广电及营销板块销售费用率同比下降；2019Q1数字阅读及游戏行业销售费用率进一步提升，我们认为主要与新产品上线至推广费用增加有关。2)管理及研发合并统计口径，动漫、游戏、报业、数字阅读、广电、出版发行板块2018年管理费用率均超10%，互联网、营销、院线及影视板块管理费用率较低；管理费用率变化方面，2018年除动漫板块管理费用率提升明显，其余板块均小幅变动，2019Q1则是数字阅读、广电及影视板块管理费用率上升2%以上，游戏等板块管理费用率控制良好。3)研发支出较多的游戏、营销及互联网板块研发费用继续保持增长态势，2018年研发费用分别为65.40亿、18.10亿、15.97亿，同比增长22.80%、11.73%、23.24%。4)2018年动漫、影视、报业板块的财务费用率较为明显的高于其他细分板块，同比上升的2.12%、1.79%、1.65%；出版发行及数字阅读板块依旧较低的融资成本及较高的现金储备，财务费用率保持负数；2019Q1报业、影视板块融资成本增加，财务费用率提升至6%以上，其余板块财务费用率同比变动幅度不大。

图 27：传媒细分板块销售费用率变动情况



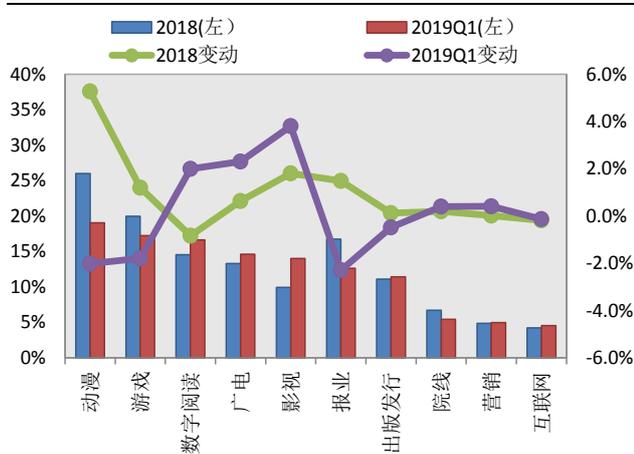
资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：传媒细分板块财务费用率变动情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 29：传媒细分板块管理（研发）费用率变动情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：传媒细分板块研发费用变动情况

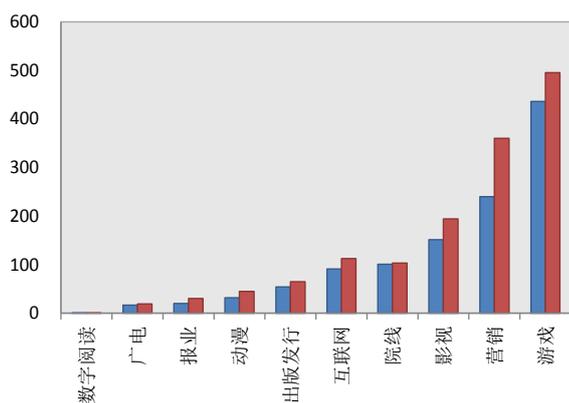


资料来源：wind，山西证券研究所

3、细分商誉均有回落，营销板块最为明显

截至 2019 年 3 月 31 日，细分板块中游戏、营销、影视及院线板块商誉规模仍超百亿，分别为 436.11 亿、240 亿、151.42 亿、100.72 亿，互联网及出版发行板块商誉超 50 亿，分别为 91.23 亿、54.31 亿；相较于 2017 年末，除数字阅读板块商誉规模未有变化外，各细分板块商誉规模均有缩减，其中报业、营销、动漫商誉规模减少 30%左右，影视、互联网等也均有减少 20%左右。商誉占比方面，截至 2019 年 Q1 末，数字阅读、广电、出版发行、互联网、报业行业商誉/总资产比重较低，均未超过 10%，分别为 0.91%、1.12%、2.91%、5.73%、9.62%，动漫、游戏商誉/总资产比例相对较高，分别为 33.83%、28.07%；数字阅读、广电、出版发行行业商誉/净资产比例均为超 5%，分别为 1.18%、1.88%、4.42%，动漫板块商誉/净资产比例超 50%，游戏、营销、院线板块商誉/净资产比例在 30%左右，分别为 39.50%、31.66%、29.87%。但与 2017 年末相比，各板块商誉占比指标已有明显下降，营销板块总资产占比降幅达 8.15%、净资产占比降幅占比达 13.23%，为细分板块内最大降幅，动漫、院线、互联网等也均有明显降幅。

图 31：细分板块商誉规模与 17 年末对比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：细分板块商誉占比变动情况

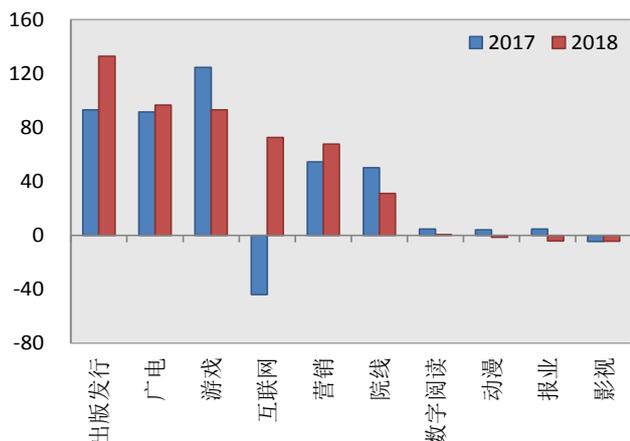
	商誉/总资产			商誉/净资产		
	2017	2018	2019Q1	2017	2018	2019Q1
数字阅读	0.89%	0.92%	0.91%	1.05%	1.17%	1.18%
广电	1.42%	1.14%	1.12%	2.29%	1.92%	1.88%
出版发行	3.80%	3.00%	2.91%	5.71%	4.53%	4.42%
互联网	8.49%	6.64%	5.73%	14.49%	11.42%	10.83%
报业	12.53%	9.68%	9.62%	17.11%	16.12%	15.91%
影视	18.63%	15.57%	15.98%	29.56%	26.53%	26.40%
院线	20.31%	19.77%	18.78%	33.64%	31.12%	29.87%
营销	25.98%	17.88%	17.83%	44.89%	32.65%	31.66%
游戏	31.48%	28.80%	28.07%	42.13%	40.82%	39.50%
动漫	37.30%	33.11%	33.83%	61.51%	53.85%	53.08%

资料来源：wind，山西证券研究所

4、经营活动现金流量改善，游戏、出版等收益质量高

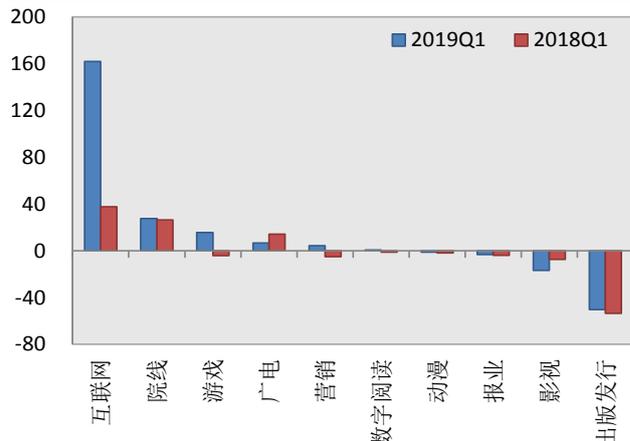
根据我们对 127 家传媒上市公司的统计，2018 年传媒行业经营活动产生的现金流量净额为 483.98 亿，较 2017 年增长 28%，且各季度经营活动产生的现金流量净额均高于 2017 年同期。细分板块中，出版发行、营销、广电及互联网板块 2018 年经营活动产生的现金流量净额同比均有所增加；分单季度来看，出版发行、营销、广电及互联网板块 2018Q4 经营活动产生的现金流量净额同比增加，2019Q1 游戏、互联网、院线等现金流量净额同比 2018Q1 也有所增加，经营活动现金流改善较为明显。从收益质量来看，2018 年广电、游戏、出版发行、院线板块经营活动产生的现金流量净额与营收相比的水平较高，且该比例较 2017 年提升较明显的行业为互联网和出版发行；2019Q1 指标较高的行业为互联网、院线及游戏板块，与 2018Q1 相比提升较为明显的为互联网、数字阅读及游戏。

图 33：2018 年传媒细分板块经营现金流净额



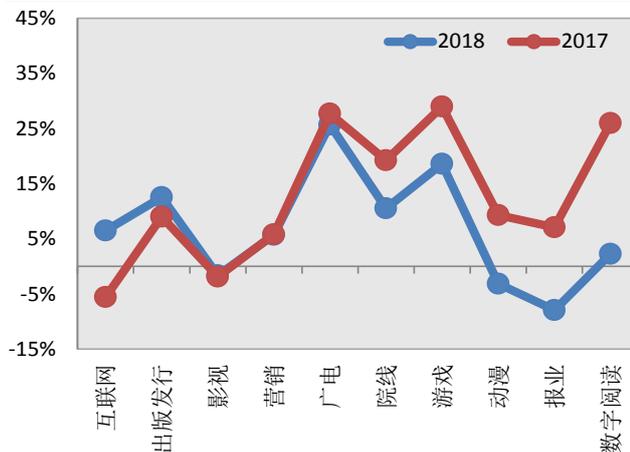
资料来源：wind，山西证券研究所

图 34：2019 年 Q1 传媒细分板块经营现金流净额



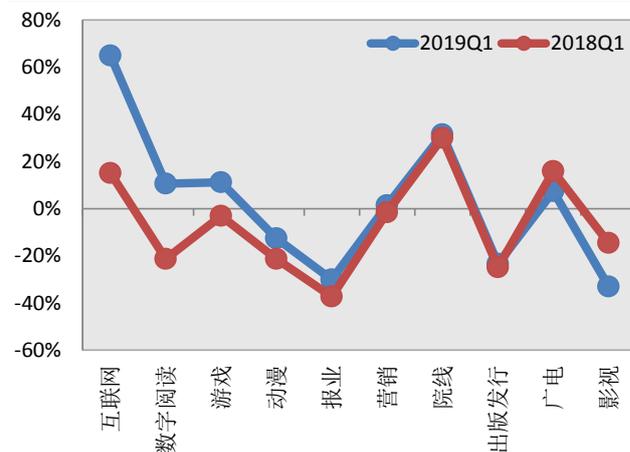
资料来源：wind，山西证券研究所

图 33：2018 年细分板块经营现金流净额/营业收入



资料来源：wind，山西证券研究所

图 34：2019Q1 细分板块经营现金流净额/营业收入



资料来源：wind，山西证券研究所

三、投资建议

2018 年传媒行业受商誉等资产集中计提减值影响，利润端首现整体亏损。此外，2018 年内容行业经历的监管政策调整、增量用户减少&存量用户偏好转换及内容资源竞争加剧等多重因素的变化均对行业基本面对产生影响，主要体现在收入增速及毛利率水平的下降，且从 2019Q1 业绩来看，行业整体基本面尚未恢复。但另一方面，通过商誉减值集中计提，行业商誉规模及占比有较为明显的收缩，在一定程度上释放了风险。

细分行业方面，通过 10 个细分板块的横向及纵向比较发现，出版发行板块受风险因素影响较小，业绩表现最为稳健；游戏板块则依旧保持较高的毛利率水平，且 2019Q1 以来业绩复苏较为确定；营销板块商誉占比缩减最为明显；在行业经营现金流量整体改善下，出版行业收益质量较高，互联网板块经营现金流净额/营业收入提升最为明显。

4 月以来受市场波动、风险偏好转换以及行业业绩表现不佳等因素影响，传媒指数回调较为明显，年涨

幅已收窄至 5.98%。因此我们继续建议关注景气度较高的细分行业龙头公司。

游戏板块：2019 年 Q1 中国移动游戏市场实际销售收入 365.9 亿元，同比增长 18.2%，环比增长 4.7%。

版号重启后新游陆续上线，公司业绩持续造好，建议关注完美世界、三七互娱、游族网络、吉比特等。

重点推荐标的

完美世界 (002624.SZ)：公司游戏业务龙头优势明显，影视业务则凭借稳扎稳扎、聚焦精品的策略逆势中建立头部优势。公司 2019Q1 实现营业收入 20.42 亿，同比增长 13.26%，归母净利润 4.86 亿，同比增长 YOY34.95%。《完美世界手游》上线表现强势，3 月进入 iOS 下载榜第三、收入榜第二位，储备《新神魔大陆》（5 月开测）《神雕侠侣 2》《梦间集天鹅座》《新笑傲江湖》等手游及《新诛仙世界》《完美世界主机版》等端游及主机游戏。预计公司 2019-21 年 EPS 1.58/1.77/2.00，维持买入评级。

三七互娱 (002555.SZ)：2018Q3 以来公司收入回暖，2018 年剔除业绩补偿、商誉减值及偶发性股权处置收益后，公司实现归母净利润为 15.01 亿，同比实现正向增长 6.56%。19Q1 在《一刀传世》《斗罗大陆 H5》等游戏良好表现的带动下，公司实现营业收入 32.47 亿（YOY95.46%），归母净利润 4.54 亿（YOY10.80%）。在游戏版号审批重启后公司已有《大唐文明》《盛世红颜》等手游产品获得版号，后续产品上线有望驱动业绩继续增长。转让汽车部件公司股权，更加聚焦主业。预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.87/1.02/1.22，维持买入评级。

出版发行板块：受资产减值损失影响较小，2018 年整体现金分红比达 43.05%；教材教辅业绩稳健，图书零售市场景气度高，建议关注中南传媒、凤凰传媒、山东出版、中国出版等。

重点推荐标的

中南传媒 (601098.SH)：公司拥有龙头书商地位，主业挺拔，新业态推进稳健。2019Q1 公司实现营业收入 18.40 亿元，同比增长 12.36%，归母净利润 2.98 亿，同比增长 13.32%。湖南教辅市场逐步规范，公司教材教辅业务回归经营节奏；一般图书出版头部优势明显，综合零售码洋市占率及文学、传记、音乐等细分市场排名领先；数字出版、财务公司等创新业态继续优化，推动产业融合发展。预计公司 2019-2021EPS 分别为 0.73/0.77/0.82，维持增持评级。

此外，受到电影市场票房疲软影响，电影及院线板块短期内业绩承压，但受益于进口影片表现回暖影响，建议继续关注产业链完善的电影龙头中国电影以及万达电影。

重点推荐标的

中国电影 (600977.SH)：公司作为国内电影头公司，产业链完备，在制作制片、发行、放映、影视服务全产业链业务上均具有规模优势及龙头地位，2018 年公司制作制片毛利贡献增加，发行及放映维持稳定。2019Q1 公司实现营业收入 22.26 亿元，同比增长 1.28%，归母净利润 3.55 亿，同比增长 4.5%。《流浪地球》



累计票房超 46 亿预计于 Q2 贡献收益。上半年在国产大片缺乏下进口影片票房接力，《复联 4》票房已超 40 亿，《X 战警：黑凤凰》《黑衣人：全球追缉》《玩具总动员 4》《蜘蛛侠：英雄远征》等已在 6 月内地定档，提振公司电影发行业务。预计公司 2019-21 年 EPS 为 0.74/0.82/0.87，维持增持评级。

四、风险提示

政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险；市场竞争加剧风险；盗版侵权及知识产权纠纷风险；单个文化产品收益波动性；商誉减值风险等。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

