

传媒

顺势而为，把握积极趋势  
-2019年下半年传媒互联网行业投资策略

评级：增持（维持）

分析师 康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

Email: kangyw@qlzq.com.cn

分析师 朱骏楠 S0740517080007

分析师 熊亚威 S0740517090002

分析师 夏洲桐 S0740518070003

基本状况

上市公司数	141
行业总市值(百万元)	1276171.64
行业流通市值(百万元)	946186.82

行业-市场走势对比



相关报告

<<【中泰传媒】传媒国企专题报告：新媒体赋能，传媒国企稳中求进>>2019.06.10

<<【中泰传媒一周观点】5G时代来临，广电获牌照，内容端迎新机遇>>2019.06.09

<<【中泰传媒】CTR数据点评：4月广告市场降幅收窄，建议关注营销板块>>2019.06.05

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
吉比特	190	10.0	11.53	13.19	15.55	19	16	14	12	0.92	买入
完美世界	23.0	1.3	1.64	1.86	2.04	18	14	12	11	0.76	买入
新媒股份	82.2	2.13	2.8	3.64	4.54	39	29	23	18	0.79	买入
芒果超媒	38.2	0.92	1.15	1.46	1.7	42	33	26	23	1.16	未评级
华扬联众	11.17	0.56	1.09	1.52	1.92	20	10	7	6	0.14	买入

备注：

投资要点

■ **板块回顾：2019年初至今传媒板块跑输大盘，表现相对较弱，估值持续磨底。**截止6月10日，2019年传媒板块指数整体上涨1.7%，跑输大盘和中小板、创业板，位居所有一级行业倒数第二位。传媒板块动态市盈率为19倍，目前仍处于估值底部。各子板块来看，2019年初至今股价涨跌幅排序：广电>出版>营销>院线>游戏>影视；PE涨跌幅排序：广电>营销>游戏>出版>院线>影视，其中游戏、出版、影视板块PE均跌破20倍。

■ **2019下半年重点关注：游戏、优质国企、在线视频、营销**

➤ **游戏：存量用户市场下，持续看好优质游戏研发运营商。**2019Q1游戏行业收入584.4亿，同比增长5.1%，移动游戏收入377.5亿，同比增长10.3%，均创下了单季度收入的新高，我国游戏用户数维持6.4亿左右。

我们认为移动游戏受人口、硬件、时间三维度影响，用户增长放缓，游戏行业的用户红利或已到达瓶颈，但我国游戏用户体量庞大，单款产品流水弹性依然非常高。

未来控量提质有望成为监管核心思路，利好拥有较强游戏研发能力的公司，同时市场用户红利消退，集中度提升将愈发明显，大厂拥有明显的资金和资源优势。建议关注：腾讯(港股)+网易(美股)+完美世界(A股)+吉比特(A股)。

➤ **优质国企：新媒体赋能，稳中求进。**传媒板块中国企上市公司占比达三成，营收和净利润增速较为稳定，在手现金充裕，现金流优良，经营状况稳健。2019年Q1，45家国企营收及净利增速高于传媒行业平均增长水平，传媒国企平均持有货币资金24.8亿元。

**广电行业：**未来看好IPTV与OTT快速崛起的趋势，同时5G的普及、智慧广电铺设有望给广电相关公司带来新的发展机遇；

**新媒体方向：**看好媒体融合大势所趋，政策助力有望促进国企传媒公司转型升级；

**出版发行：**行业平稳增长，整体现金流优良，偿债、质押等风险小，具有稳定分红预期。

我们建议精选受益于政策利好及行业趋势的优质公司，建议关注：广电(新媒股份、华数传媒、贵广网络)、媒体融合(人民网、新华网、浙数文化)、出版发行(山东出版、中南传媒、城市传媒)。

➤ **在线视频：移动用户使用时长增加，优质内容供给是核心。**2019年Q1我国移动互联网用户总量维持10.9亿，用户总量红利基本见顶的情

况下，月人均单日使用时长超过了 349.6 分钟，较去年 Q1 增长了 36.8 分钟。其中，短视频用户使用时长占比休闲娱乐 APP 继续提升，达到 36.4%，在线视频的用户时长占比受到挤压。

我们认为，优质内容供给是当前驱动在线视频平台 DAU 和付费用户增长的核心。经过了前期的高流量 APP 会员互导后，现阶段驱动增长的核心是提供优质的独占内容，付费用户的增长可以大幅提升营收规模，平衡内容成本支出与营收增长的关系，可以保证公司竞争力的持续性。  
建议关注：芒果超媒（A 股）、爱奇艺（美股）。

- **营销：广告行业下半年有望预期改善，关注数字营销龙头。** 广告作为经济的“晴雨表”，其行业增速与经济周期存在明显的相关性。2019 年前 4 个月累计新增社融规模 9.54 万亿元，同比增加 1.91 万亿元，M1、M2 震荡回升，预计政策有望持续刺激国内经济。通过日常消费习惯分析，下半年存在多个消费旺季时间节点，我们预计全年广告市场呈现前低后高的趋势，有望受益于预期改善。

数据赋能，数字营销市场有望维持高增趋势。 2018 年中国数字营销市场总体规模约为 3694.23 亿元，同比增长 24.21%，占中国总体广告市场的 46.23%。随着流量入口从 PC 端不断向移动端转移，2018 年移动数字营销广告收入占比 68%。快销、汽车和互联网行业在数字营销广告投放总量重超过 65%，数字营销媒体端 TOP10 的广告收入占比高达 93%，头部媒体高度集中，流量争夺进一步加剧。

我们看好数字营销行业下半年投资机会，认为广告市场全年表现前低后高，腾讯系、头条系等流量变现需求强，数字营销行业增速 25-30%，百亿级以上代理公司市占率有望提升，同时行业龙头毛利率企稳，财务状况有望改善。建议关注：华扬联众、蓝色光标、科达股份。

#### ■ **投资建议：顺势而为，把握积极趋势**

- 传媒行业在二级市场中经历三年半调整后，板块估值处于历史底部区间，安全边际相对较高。同时，2019 年初至今，受政策利好带动的游戏、广电等子领域，其股价均在不同时期具有不俗表现。我们认为，传媒行业于 2018 年受到监管严厉、资金压力增大等影响，市场预期及行业本身运营均经历了最为严峻的阶段，目前最悲观的时期已慢慢过去。时下行业监管等问题带来的供给侧改革可加速市场出清，中长期有望利好行业规范及基本面优良的传媒公司发展，同时市场对文化传媒需求仍持续增长，未来行业有望逐渐走出悲观预期，向好发展。

- **我们 2019 年下半年建议重点关注游戏、优质国企、在线视频及营销子板块投资机会；建议静待影视内容、电影院线、在线阅读等子版块行业调整后的发展机会。我们结合公司基本面及细分行业趋势，重点推荐：吉比特、完美世界、新媒股份、芒果超媒、华扬联众。**

- **风险提示：**经济增长持续放缓；文化政策趋紧；内容创新能力不足；市场规模测算不及预期。

## 内容目录

<b>板块回顾：2019 年初至今跑输大盘，估值持续磨底</b> .....	<b>- 6 -</b>
传媒板块整体表现相对较弱.....	- 6 -
传媒板块动态市盈率为 19 倍，目前仍处于估值底部.....	- 6 -
<b>2019 年下半年重点关注：游戏、优质国企、在线视频、营销</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>游戏：存量用户市场下，持续看好优质游戏研发运营商</b> .....	<b>- 8 -</b>
2019Q1 游戏市场规模创单季度新高，用户数基本维持稳定.....	- 8 -
版号审核重启，新游戏供给增加，但榜单依旧固化明显.....	- 8 -
移动游戏受人口、硬件、时间三维度影响，用户增长放缓.....	- 9 -
6 亿存量用户提供单品高流水弹性.....	- 12 -
估值中枢下移，寻求低估值稳增长标的.....	- 12 -
投资建议：紧抓龙头的同时寻找细分领域优质标的.....	- 14 -
<b>优质国企：新媒体赋能，稳中求进</b> .....	<b>- 15 -</b>
传媒板块国企上市公司占比达三成，经营状况稳健.....	- 15 -
广播电视：IPTV 与 OTT 快速崛起，5G、智慧广电带来新机遇.....	- 17 -
新媒体：全媒体时代，媒体融合大势所趋.....	- 21 -
出版发行：行业平稳，财务状况优良.....	- 22 -
投资建议：精选受益于政策利好及行业趋势的优质公司.....	- 26 -
<b>在线视频：移动用户使用时长增加，优质内容供给是核心</b> .....	<b>- 26 -</b>
移动互联网用户总量维持稳定，使用时长不断增加.....	- 26 -
短视频用户使用时长占比大幅提升.....	- 27 -
在线视频优质内容供给不足，付费转化有一定分化.....	- 28 -
优质内容供给是驱动视频平台增长的核心.....	- 30 -
投资建议：关注优质内容资源储备及用户持续增长.....	- 30 -
<b>营销：广告行业下半年有望预期改善，关注数字营销龙头</b> .....	<b>- 30 -</b>
广告行业与经济周期关系密切，预期改善带来板块风险偏好提升.....	- 30 -
数据赋能，数字营销市场有望维持高增趋势.....	- 32 -
投资建议：看好数字营销行业下半年投资机会.....	- 36 -
<b>投资建议：顺势而为，把握积极趋势</b> .....	<b>- 36 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 36 -</b>

## 图表目录

<b>图表 1：2019 年初至今各板块涨跌幅统计（%，中信一级口径）</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 2：传媒板块估值情况比较（PE、TTM 中值）</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 3：2019 年初至今传媒行业各子板块涨跌幅情况</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 4：2019 年初至今传媒行业各子板块 PE(TTM)情况</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 5：游戏市场及移动游戏市场规模（亿）</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 6：游戏行业用户数量统计（亿）</b> .....	<b>- 8 -</b>

图表 7: 2019 年 1~5 月排名 iOS 游戏畅销榜前 50 新上线游戏.....	- 9 -
图表 8: 国内 15~59 岁年龄人口数量变化趋势.....	- 9 -
图表 9: 2011~2018 年国内 15~59 岁人口数量.....	- 9 -
图表 10: 2008~2018 年全国游戏人口及移动游戏人口同比增速.....	- 10 -
图表 11: 2018 年国内智能手机出货量及同比增速.....	- 10 -
图表 12: 各国智能手机普及率对比 (%).....	- 10 -
图表 13: 2016~2018 年内容相关领域 APP 月人均使用时长.....	- 11 -
图表 14: 2014~2018 年中国网民每周上网时长统计.....	- 11 -
图表 15: 全球游戏 TOP10 规模的国家.....	- 12 -
图表 16: 全球游戏规模 TOP10 国家玩家数量.....	- 12 -
图表 17: A 股各游戏公司 2018-2019 年 PE (TTM) 情况.....	- 13 -
图表 18: 应收账款与现金流波动率的情况计算.....	- 13 -
图表 19: 游戏公司控股股东质押情况一览.....	- 14 -
图表 20: 游戏公司商誉/净资产情况一览.....	- 14 -
图表 21: 腾讯、网易游戏储备情况一览.....	- 15 -
图表 22: 传媒公司所有制构成情况.....	- 16 -
图表 23: 上市传媒国企数量与市值占比.....	- 16 -
图表 24: 国有传媒上市公司整体营收利润情况.....	- 16 -
图表 25: 传媒国企与其他板块现金情况对比.....	- 16 -
图表 26: 有线电视及数字电视用户数量及变动趋势.....	- 17 -
图表 27: IPTV 用户数及增速.....	- 17 -
图表 28: OTT 用户数及增速.....	- 17 -
图表 29: 有线电视用户、IPTV 及 OTT 用户规模对比.....	- 18 -
图表 30: 全国有线电视网络整合发展领导小组及办公室成员.....	- 19 -
图表 31: 广电的转型升级方向.....	- 19 -
图表 32: 智慧广电主要发力的四个方向.....	- 20 -
图表 33: 智慧城市应用案例.....	- 20 -
图表 34: 广电布局 5G 的相关重要事件.....	- 21 -
图表 35: 媒体融合重要事件.....	- 22 -
图表 36: 图书零售市场规模及增速.....	- 23 -
图表 37: 电商销售渠道规模及增速.....	- 23 -
图表 38: 新书每年品种情况.....	- 23 -
图表 39: 新书每年定价情况 (元/册).....	- 23 -
图表 40: 出版上市公司整体营收利润增速情况.....	- 24 -
图表 41: 图书上市公司现金收入比.....	- 24 -

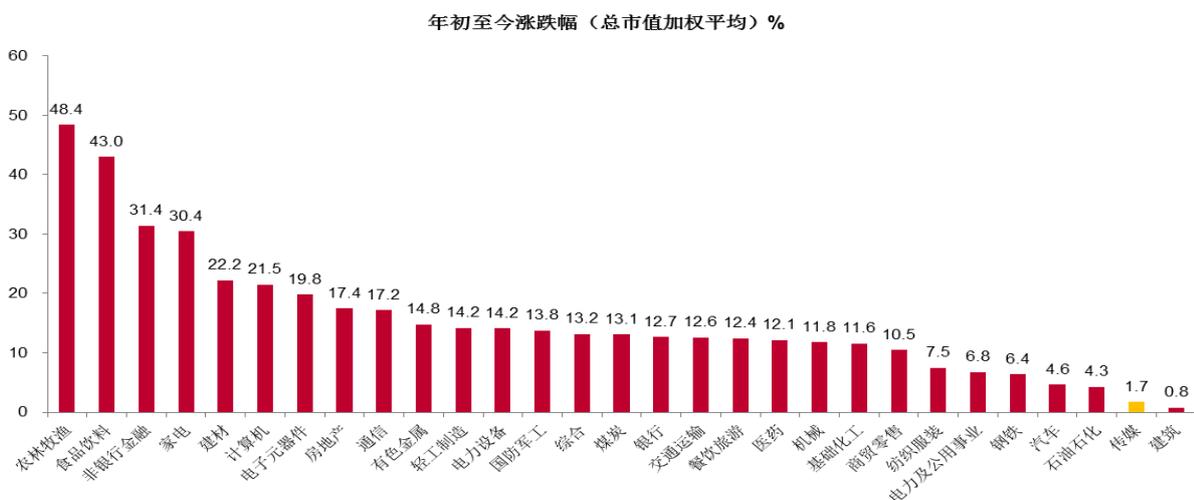
图表 42: 图书上市公司经营现金流与营业利润比 .....	- 24 -
图表 43: 图书上市公司货币资金情况 (单位: 亿元) .....	- 25 -
图表 44: 图书上市公司带息负债情况 (单位: 亿元) .....	- 25 -
图表 45: 板块带息负债率情况对比 .....	- 25 -
图表 46: 图书上市公司第一大股东持股比例 .....	- 26 -
图表 47: 图书上市公司质押比例 .....	- 26 -
图表 48: 国内移动互联网用户月人均单日使用市场统计 .....	- 27 -
图表 49: 移动视频行业月活跃用户规模及渗透率 .....	- 27 -
图表 50: 休闲娱乐 APP 用户使用时长内部分布 .....	- 28 -
图表 51: 2019 年 3 月用户月总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业 .....	- 28 -
图表 52: 《青春有你》爱奇艺开播后带动 DAU 迅速攀升 .....	- 29 -
图表 53: 2017Q2~2019Q1 爱奇艺内容成本开支情况 (百万元) .....	- 29 -
图表 54: 2017Q2~2019Q1 爱奇艺内容成本开支占比营业收入 (%) .....	- 29 -
图表 55: 2019 年 3 月在线视频 APP 渗透率情况 .....	- 30 -
图表 56: 2019 年 3 月在线视频 APP DAU 情况对比 .....	- 30 -
图表 57: 中国广告市场规模与名义 GDP 高速增长 .....	- 31 -
图表 58: 中国广告市场规模增速与实际 GDP 增速呈现正相关 .....	- 31 -
图表 59: 2016Q1-2019Q4 中国 M1、M2 情况 (%) .....	- 32 -
图表 60: 2016Q1-2019Q4 中国新增社融规模 (亿元) .....	- 32 -
图表 61: 2016-2018 中国互联网广告经营额 .....	- 33 -
图表 62: 互联网广告计价模式结构分析 .....	- 33 -
图表 63: 互联网广告广告主投放行业占比 .....	- 33 -
图表 64: 中国总体广告主投放行业占比 .....	- 33 -
图表 65: 2015Q1-2019Q4 中国社零总额同比增速 (%) .....	- 33 -
图表 66: 2015Q1-2019Q4 中国汽车销量同比增速 (%) .....	- 33 -
图表 67: 2018 年互联网媒体 top10 广告收入 (亿元) .....	- 34 -
图表 68: 2018 年互联网媒体 top10 广告收入占比 .....	- 34 -
图表 69: 数字营销整体产业链利润分配 .....	- 34 -
图表 70: 2018 年数字营销龙头数字营销收入 (亿元) .....	- 35 -
图表 71: 2018 年华扬联众各业务收入占比 .....	- 35 -
图表 72: 2018 年蓝色光标各业务收入占比 .....	- 36 -
图表 73: 2018 年科达股份各业务收入占比 .....	- 36 -

## 板块回顾：2019 年初至今跑输大盘，估值持续磨底

### 传媒板块整体表现相对较弱

- 截止 6 月 10 日，2019 年传媒板块指数整体上涨 1.7%，跑输大盘和中小板、创业板，位居所有一级行业倒数第二位。同期沪深 300(16.32%)、中小板指(13.95%)和创业板指(14.24%)。从板块走势分析，传媒一季度曾实现最大涨幅约 40%，但随二季度市场调整逐渐下调。
- 我们认为，传媒行业经历了过去三年政策压制、行业竞争恶化、商誉减值等问题后，板块整体仍处于底部磨底状态。

图表 1：2019 年初至今各板块涨跌幅统计（%，中信一级口径）



来源：Wind，中泰证券研究所，截止 6 月 10 日

### 传媒板块动态市盈率为 19 倍，目前仍处于估值底部

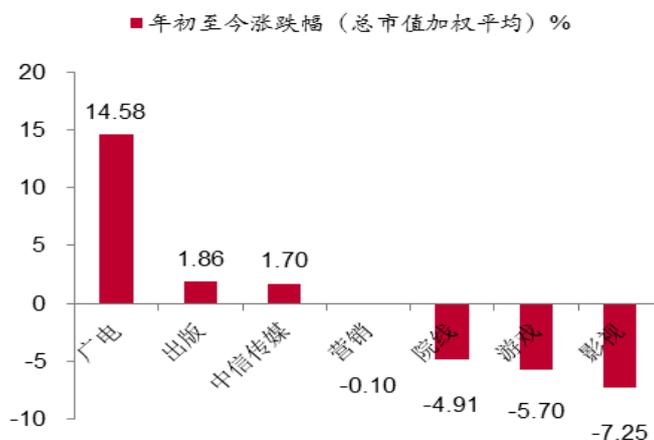
- 我们前期观察发现，2013-2018 年传媒板块动态市盈率基本位于创业板和深证成指之间波动。但自 2019 年起，深证成指出现明显上涨，传媒板块估值表现相对较弱，因此目前低于深证成指估值水平。我们认为传媒板块估值目前从绝对值及相对值角度分析，均处于历史底部区间，安全边际相对较高。

图表 2：传媒板块估值情况比较（PE、TTM 中值）

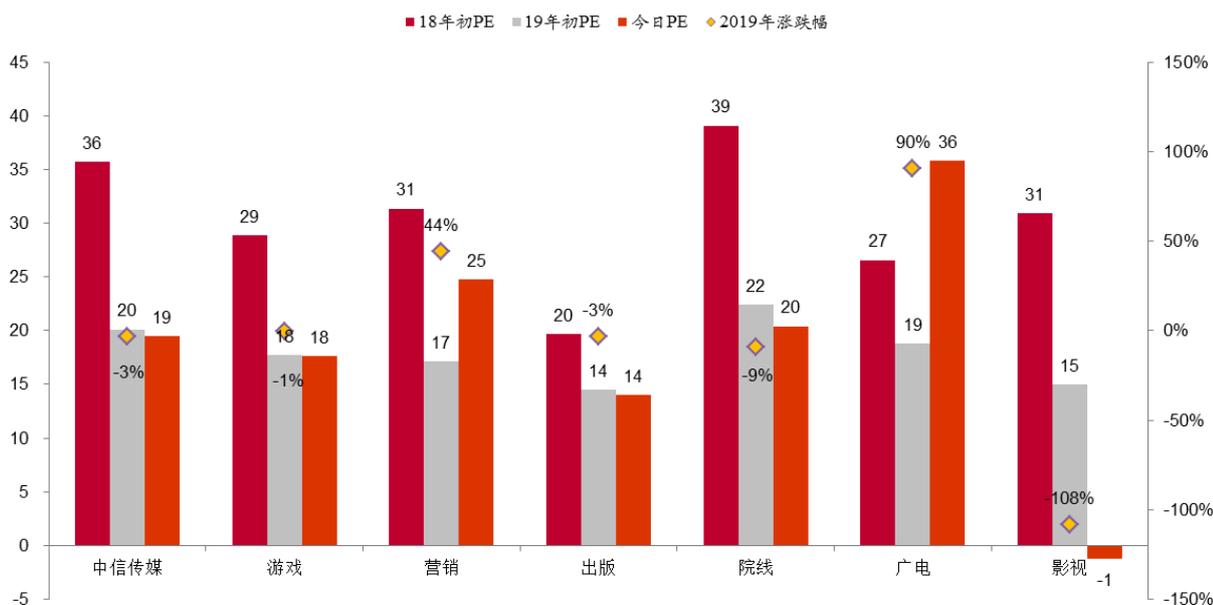


来源：Wind，中泰证券研究所，截止 6 月 10 日

- 广电子板块股价及估值上升最为显著，影视子板块股价及估值跌幅最大，多个子版块 PE 不足 20 倍。2019 年初至今，广电子板块受政策利好及 5G 热点带动，涨跌幅达到 14.58%，估值由 19 年初 19 倍上升至 36 倍，在传媒各子板块中独树一帜。影视板块仍然受去年政策收紧及资金紧缺等影响，今年年初至今板块下跌 7.25%。
- 各子板块来看，2019 年初至今股价涨跌幅排序：广电>出版>营销>院线>游戏>影视；PE 涨跌幅排序：广电>营销>游戏>出版>院线>影视。截至 2019 年 6 月 10 日，传媒子板块中游戏、出版、影视板块 PE 均跌破 20 倍。

**图表 3： 2019 年初至今传媒行业各子板块涨跌幅情况**


来源：Wind，中泰证券研究所，截止 2019 年 6 月 10 日

**图表 4： 2019 年初至今传媒行业各子板块 PE(TTM)情况**


来源：Wind，中泰证券研究所，截止 2019 年 6 月 10 日

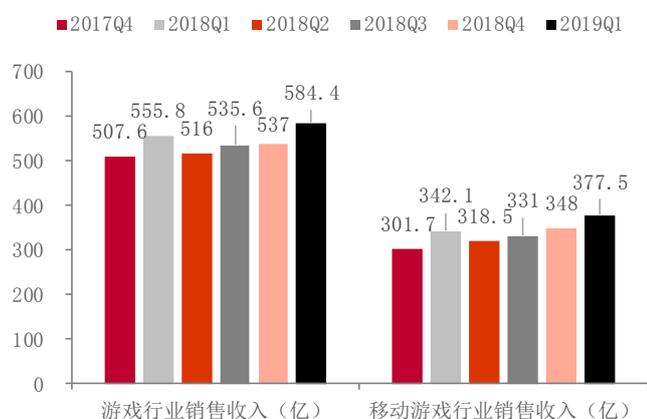
## 2019 下半年重点关注：游戏、优质国企、在线视频、营销

### 游戏：存量用户市场下，持续看好优质游戏研发运营商

#### 2019Q1 游戏市场规模创单季度新高，用户数基本维持稳定

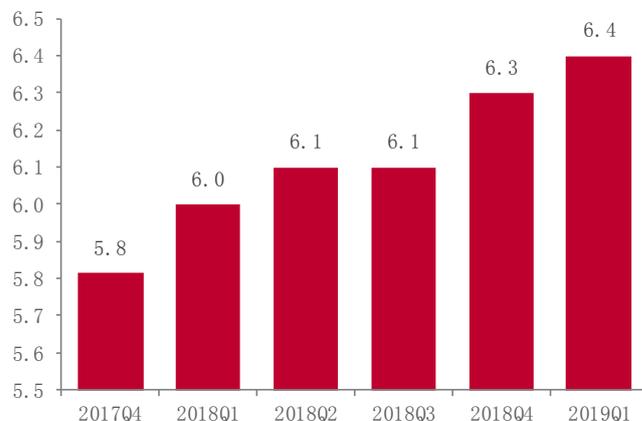
- 根据游戏工委发布的 2019Q1 的游戏行业报告数据显示，2019Q1 行业整体收入为 584.4 亿，同比增长 5.1%，移动游戏收入达到 377.5 亿，占游戏总收入的 64.6%，同比增长 10.3%，均创下了单季度收入的新高。游戏用户数继续维持 6.4 亿左右，整体变化不大，游戏行业用户的红利基本已经到达瓶颈。

图表 5：游戏市场及移动游戏市场规模（亿）



来源：游戏工委，中泰证券研究所

图表 6：游戏行业用户数量统计（亿）



来源：游戏工委，中泰证券研究所

#### 版号审核重启，新游戏供给增加，但榜单依旧固化明显

- 2018 年底游戏版号审核重启，结束了长达 9 个月版号停审，随着新版号发放，新游戏陆续在 2019 年上线，我们统计了 2019 年 1~5 月上线的进入 iOS 游戏畅销榜前 50 的新游戏，共计 12 款，其中 10 款维持在 5 月榜单前 50，对比上年初至今审核发放的上千款游戏来说，上榜游戏占比不到 1%，榜单固化依然非常严重。
- 腾讯系游戏表现出色，行业集中度进一步提升。新入榜的 12 款游戏中，有 7 款是来自于腾讯的发行，其中两款由完美世界研发（完美世界、云梦四时歌），此外三七互娱表现也较为出色，两款游戏进入榜单，而开发《明日方舟》的鹰角网络则是截至目前最大的亮点，作为非腾讯、网易系的中小游戏公司开发的游戏进入 iOS 畅销榜前 10。

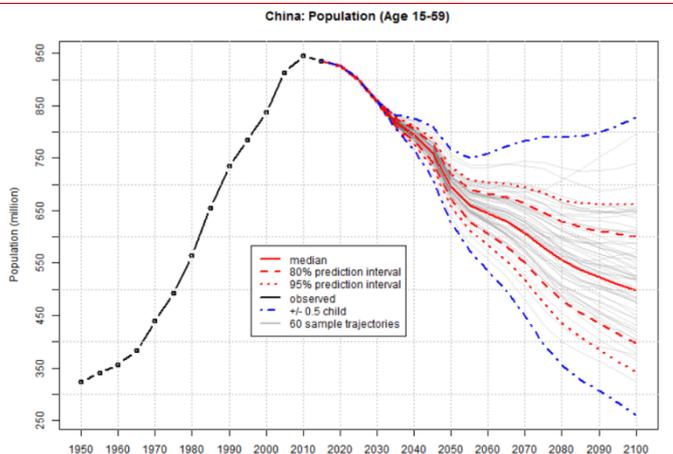
**图表 7: 2019 年 1~5 月排名 iOS 游戏畅销榜前 50 新上线游戏**

1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
龙珠觉醒	疯狂原始人	完美世界	一起来捉妖	和平精英
忍者必须死 3			蓝月传奇	妖精的尾巴: 魔导少年
一刀传世			明日方舟	云梦四时歌
斗罗大陆				

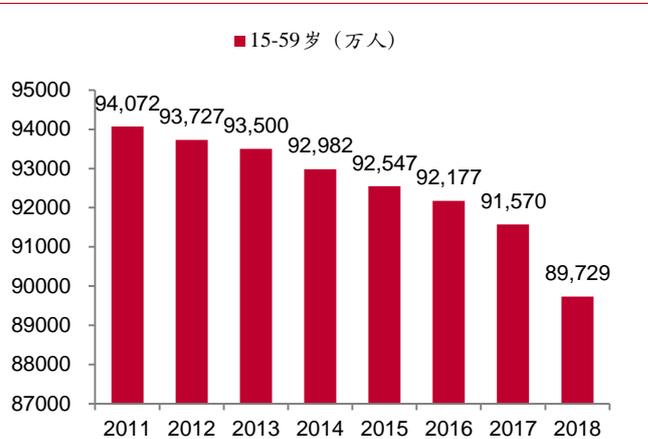
来源: 七麦科技, 中泰证券研究所 (注: 时间均取自 1~5 月月底)

**移动游戏受人口、硬件、时间三维度影响, 用户增长放缓**

- 影响一(人口): 游戏适龄人口呈下降趋势。**根据国家统计局数据, 2018 年国内 15~59 岁人口数量为 8.97 亿, 自 2010 年以来已经连续 8 年下滑, 同时根据联合国人口司的预测, **2020 年后中国 15~59 岁人口数量将会呈现加速下降态势。**按照目前游戏行业对于未成年人的强监管态势, 我们认为实际拥有消费能力的游戏适龄人群年龄应在 18~50 岁区间, 人数在 7.5 亿左右, 如果再考虑女性和男性游戏参与度的差异和不参与游戏的人数, 实际游戏潜在用户空间预计会更低一些。截止到 2018 年底, 根据伽马数据发布的《2018 年游戏产业报告》, 我国游戏人口规模为 6.26 亿(移动游戏用户为 6.05 亿), 占比适龄人口数在 83% 左右, **我们认为在适龄人口下降的大背景下游戏人口增长空间已经不大。**

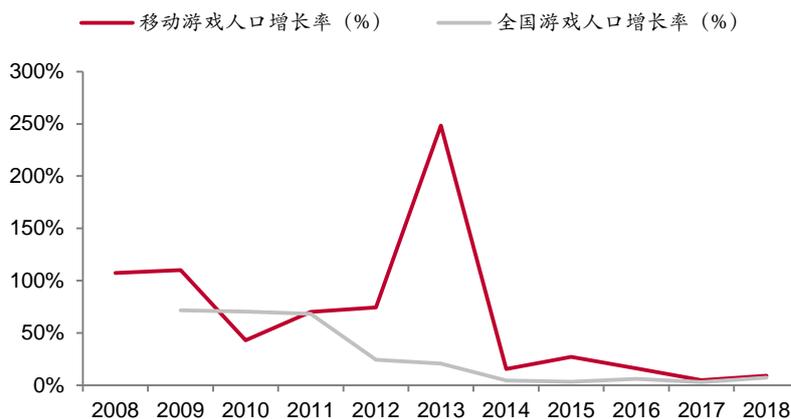
**图表 8: 国内 15~59 岁年龄人口数量变化趋势**


来源: 联合国人口司, 中泰证券研究所

**图表 9: 2011~2018 年国内 15~59 岁人口数量**


来源: 统计局, 中泰证券研究所

**图表 10: 2008~2018 年全国游戏人口及移动游戏人口同比增速**



来源：伽马数据，中泰证券研究所

- **影响二（硬件）：智能手机出货量下滑，渗透率已到较高水平。** 智能手机大规模普及+4G、5G 网络的铺设，带动了移动游戏行业的高速发展，但目前来看，国内智能机的渗透率已经达到较高位置。根据工信部的发布数据，2018年国内智能手机出货量为3.9亿部，同比大幅下降15.5%，移动电话普及率达到112.2部/百人。经过2015~2017年智能手机下沉销售高峰后，2018年国内智能手机出货量下滑明显，移动电话的普及率也超过1人1部的水平。

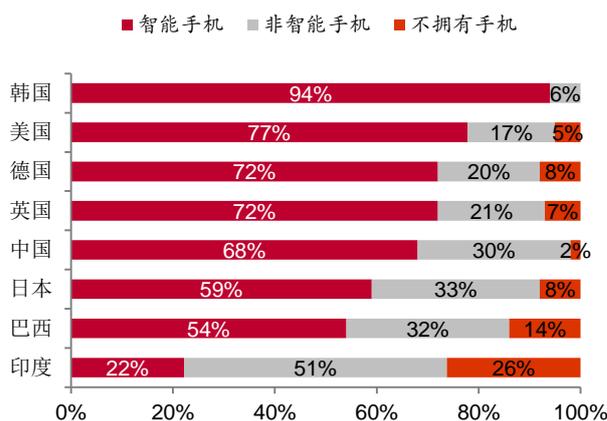
根据 Pew Research 公布的全球智能机普及率情况来看，中国智能机普及率为68%，普及率已到较高水平，超过日本的59%，接近德国、英国的72%，低于美国的77%。

**图表 11: 2018 年国内智能手机出货量及同比增速**



来源：工信部，中泰证券研究所

**图表 12: 各国智能手机普及率对比 (%)**



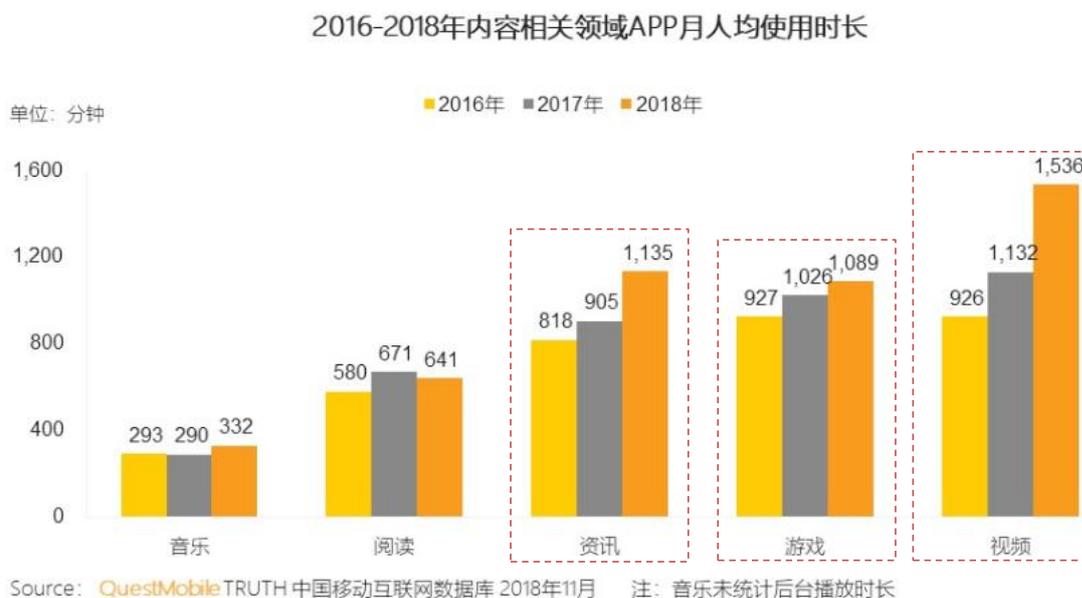
来源：Pew Research，中泰证券研究所

- **影响三（时间）：游戏时间受到其他娱乐方式挤压。** 游戏作为一种娱乐方式，需要耗费玩家多方面资源（体力、精力、时间、金钱），进而获得满足感，而其他娱乐内容，短视频、直播视频、在线视频则只需要消耗用户时间、小部分体力精力、小部分金钱，因此在这样一个碎片化、快节奏、高压的社会环境下，游戏的时间增长势必将会受到来自其他娱乐社交媒体的冲击。

根据 CNNIC 统计的数据显示,中国的网民从 2014 年~2018 年每周的平均的上网时间在 25.6 小时~27.7 小时之间,5 年来一直维持稳定,并未有明显提升。

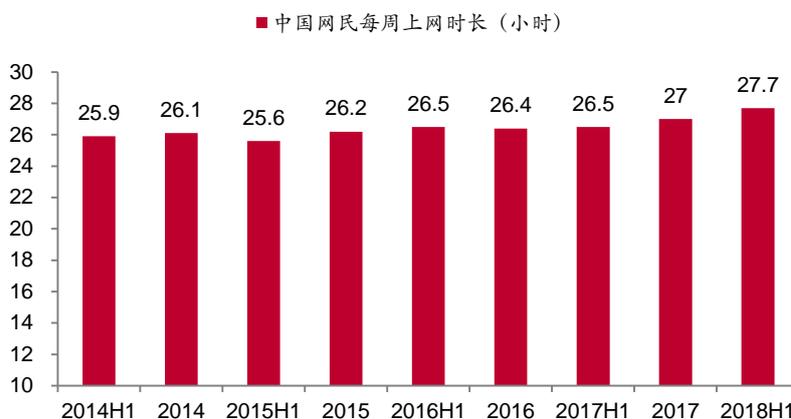
根据 Questmobile 统计的 2016 年~2018 年内容相关领域 APP 月人均使用时长数据,其中 2018 年资讯类 APP 月人均使用时长为 1135 分钟,同比增长 25.4%,视频类 APP 月人均使用时长为 1536 分钟,同比增长 35.7%,游戏类 APP 月人均使用时长为 1089 分钟,同比仅增长 6.1%。在人均上网时长较为稳定的情况下,视频类、资讯类 APP 使用时长的提升势必将会挤压游戏的时间。

**图表 13: 2016~2018 年内容相关领域 APP 月人均使用时长**



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

**图表 14: 2014~2018 年中国网民每周上网时长统计**

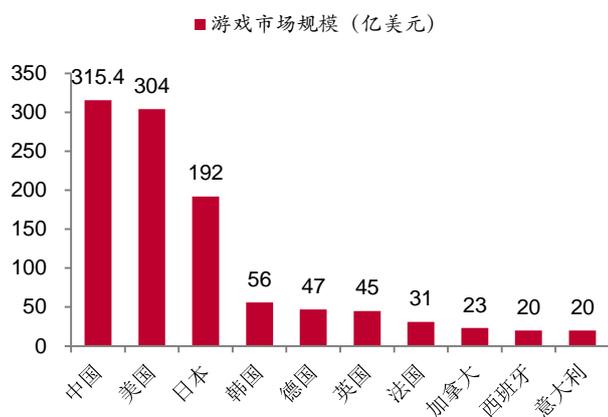


来源: CNNIC, 中泰证券研究所

### 6 亿存量用户提供单品高流水弹性

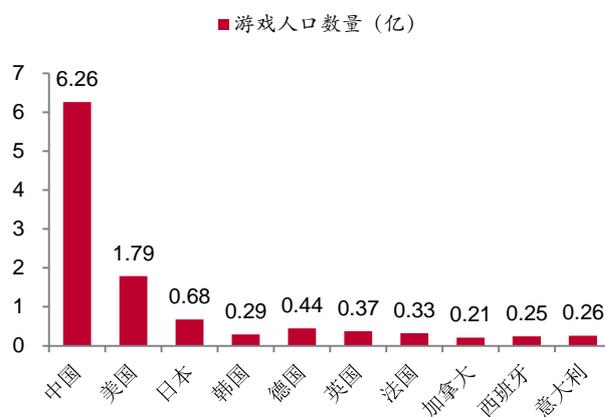
- 虽然进入存量用户的时代，但我国游戏用户体量庞大，单款产品流水弹性依然非常高。
- 2018 年国内游戏用户量达到 6.26 亿，市场规模 2144.4 亿，排名全球第一，游戏用户量是市场规模 2~10 名国家用户量之和的 1.35 倍。
- 国内拥有完善的网络与硬件基础，加上庞大的用户受众，单款游戏产品若获得玩家认可存在极高的流水弹性。研发能力突出的中小公司仍可凭借单款游戏的爆发实现业绩的大幅增长，而行业龙头公司则可依赖足够丰富的产品线将存量用户更多的转化为付费用户实现业绩的稳定增长。

图表 15: 全球游戏 TOP10 规模的国家



来源: Newzoo, 中泰证券研究所 (注: 1 美元 = 6.8 人民币)

图表 16: 全球游戏规模 TOP10 国家玩家数量

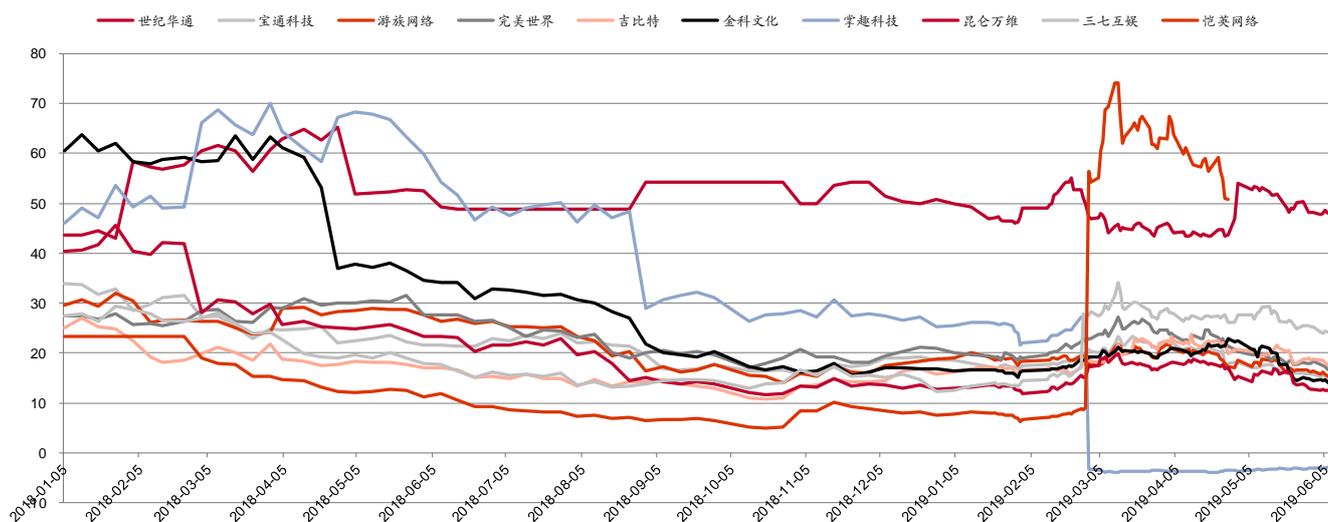


来源: Newzoo, 中泰证券研究所

### 估值中枢下移，寻求低估值稳增长标的

- 估值中枢持续下探，板块估值较低。2019 年 3 月以来，A 股重点游戏公司 PE (TTM) 的水平持续下探，从高点的 20~30 倍区间下探到当前的 10~20 倍区间 (排除部分因商誉减值亏损公司的异常情况)。行业版号审批放开，大作陆续上线，增速有望回暖，我们认为 A 股游戏公司估值目前处于低估状态。

图表 17: A 股各游戏公司 2018-2019 年 PE (TTM) 情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **应收账款、商誉、现金流、质押指标解析。**为了衡量游戏公司应收账款、经营性净现金流的表现和稳定程度，我们简单设计了一个计算方式，核心思路为： $(\text{应收账款}/\text{单季度营收}) / (\text{单季经营性净现金流}/\text{单季度归母净利润})$ 。

首先应收账款/单季度营收的值小说明回款越迅速，其次单季经营性净现金流/单季度归母净利润的值越大说明现金流情况越佳，因此公式计算得出的值越小越好，同时我们以标准差来衡量几家核心游戏公司近 7 个季度的波动，数值越小公司经营越稳定。

通过计算得出结论：吉比特与三七互娱的值较小且标准差较低，从财务指标上看相对出色，但三七互娱呈现出一定的上升趋势，吉比特则相对较为平稳。完美世界波动较大主要是由于其影视业务存在明显的季节性，除此之外波动率较大的公司包括 YZ 网络、恺英网络、金科文化、掌趣科技。

图表 18: 应收账款与现金流波动率的情况计算

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	标准差
世纪华通	2.87	0.65	-1.59	0.49	2.23	0.13	1.54	1.37
宝通科技	1.71	0.40	4.51	0.77	1.76	3.82	1.81	1.40
完美世界	-5.18	0.49	-0.89	6.72	-2.01	0.86	-3.45	3.55
吉比特	0.46	0.30	0.64	0.39	0.45	0.45	0.54	0.10
金科文化	-8.91	3.77	-23.64	0.70	1.64	0.82	1.54	9.07
掌趣科技	0.50	-0.28	1.27	0.24	0.29	-16.40	27.67	12.02
昆仑万维	0.37	0.6	-0.63	0.77	0.14	0.26	1.13	0.3
三七互娱	0.59	0.54	0.44	0.57	0.63	-0.23	1.40	0.44
恺英网络	3.38	4.04	7.99	1.17	0.77	-2.43	-37.75	14.39

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 根据我们对于游戏公司大股东质押情况的梳理来看，大股东整体质押率较高，平均质押其持有上市公司股份占比其总持股比例在 68% 以上。吉比特与三七互娱大股东质押率相对较低，分别为 9.14% 和 16.48%。而 YZ 网络、恺英网络、金科文化的大股东对比其持有股份的质押率均接近或超过 90%。
- 商誉方面，完美世界与吉比特情况相对较好，商誉/净资产的比例小于 10%，而金科文化商誉占比净资产超过 85%，世纪华通、宝通科技、恺英网络均超过 50%。但仅从商誉/净资产计算比例很难界定公司商誉减值的风险，还是需要从具体收购子公司的业务表现去判断其是否存在商誉减值的风险。

**图表 19: 游戏公司控股股东质押情况一览**

单位: 百万股	大股东持有股份	占公司总股本 (%)	合计质押股份	占其持有股份比例	占公司总股本比例
世纪华通	436.8	18.71%	346.10	79.23%	9.34%
宝通科技	90.3	22.75%	62.73	69.50%	15.81%
完美世界	460.9	35.06%	348.39	75.58%	26.50%
吉比特	21.6	30.09%	1.98	9.14%	2.75%
金科文化	351.9	17.85%	328.33	93.30%	16.66%
昆仑万维	188.3	17.00%	150.89	80.12%	13.10%
三七互娱	403.7	19.00%	66.53	16.48%	3.13%
恺英网络	461.6	21.44%	461.57	100.00%	21.44%

来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据出自 Wind, 与最新情况或有些许偏差, 昆仑万维数据取自周亚祥)

**图表 20: 游戏公司商誉/净资产情况一览**

商誉/净资产	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
世纪华通	36.4%	39. %	50.7%	50.1%	52.0%	56.9%	57.0%
宝通科技	53.9%	52.8%	52.1%	50.2%	54.4%	53.9%	50.4%
完美世界	25.4%	23.2%	9.5%	9.2%	9.6%	10.0%	10.0%
吉比特	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
金科文化	52.9%	66.8%	64.5%	94.6%	93.5%	94.2%	85.5%
掌趣科技	64.0%	62.7%	62.1%	60.7%	59.2%	39.2%	36.6%
昆仑万维	37.2%	17.3%	19.9%	23.3%	25.8%	28.9%	25.5%
三七互娱	41.7%	34.9%	40.7%	41.9%	39.9%	25.8%	24.4%
恺英网络	46.7%	41.3%	39.3%	54.2%	53.9%	57.7%	56.4%

来源: Wind, 中泰证券研究所

### 投资建议: 紧抓龙头的同时寻找细分领域优质标的

- 控量提质是监管核心思路，利好拥有较强研发能力的公司。监管部门 4 月以后并未开启新一轮游戏版号审核发放，旨在调整标准，控量提质，因此全年来看通过审核的游戏数量预计将明显减少，利好拥有较强研发能力的公司，一方面产品过审的概率更大，另一方面行业的竞争更加健康。

- 当前市场用户红利已经消退的情况下，集中度提升的趋势将愈发明显，大厂拥有明显的资金和资源优势，开启互相之间的合作，中小公司若没有具有明显优势的研发细分领域，将很难在市场上持久生存。
- 建议关注：腾讯（港股）+网易（美股），A股推荐关注完美世界（内容储备丰富，产品爆发年，国内游戏研发龙头）+吉比特（在MMO领域积累明显优势，Roguelike、二次元等细分垂直领域国内领先）。

图表 21：腾讯、网易游戏储备情况一览

公司	游戏名称	类型	平台	研发情况	公司	游戏名称	类型	平台	研发情况
腾讯	剑网3：指尖江湖	MMORPG	手游	代理	网易	宝可梦大探险	角色扮演	手游	代理
	王牌战士	MOBA+FPS	手游	自研		遇见逆水寒	恋爱 养成	手游	自研
	权力的游戏 凛冬将至	SLG	手游	代理		梦幻西游3D版	MMORPG	手游	自研
	桥梁建造师：中世纪	益智	手游	代理		青璃	单机	手游	自研
	猎人	冒险	手游	自研		轩辕剑龙舞云山	国风 角色扮演	手游	代理
	天天富翁	大富翁	手游	自研		花与剑	古风 角色扮演	手游	自研
	龙族幻想	角色扮演	手游	代理		天谕	MMORPG	手游	自研
	一人之下	动作	手游	自研		Sky光·遇	单机	手游	自研
	雪鹰领主	古风	手游	自研		星战前夜：无烬星河	科幻	手游	自研
	乐高®无限	射击	手游	自研		迷室：往逝	解密	手游	代理
	天涯明月刀	MMORPG	手游	自研		逗斗火柴人	联机 竞技	手游	代理
	拉结尔	动作	手游	代理		重装上阵	DIY	手游	自研
	堡垒之夜手机版	联机	手游	代理		阴阳师：妖怪屋	休闲	手游	自研
	仙境传说RO：爱如初见	MMORPG	手游	代理		阴阳师：百闻牌	卡牌对战	手游	自研
	狐妖小红娘	ACG	手游	自研		猎手之王	生存	手游	自研
	地下城与勇士 M	动作	手游	代理		绿茵之巅	足球	手游	自研
	我的起源	MMORPG	手游	代理		机动都市阿尔法	射击	手游	自研
	食物语	女性向	手游	代理		海岛纪元	RPG	手游	自研
	腾讯秦时明月手游	MMORPG	手游	自研		有杀气童话2	角色扮演	手游	自研
	代号LN	FPS	PC	自研		Nostos（故土）	开放世界	PC/VR	自研
使命召唤	FPS	手游	代理						
荒野乱斗	策略竞技	手游	代理						
元素地牢	RPG	手游	代理						
星露谷物语	模拟经营	手游	代理						
尖塔奇兵	卡牌	手游	代理						

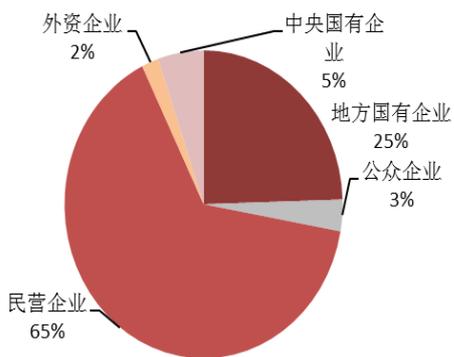
来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

## 优质国企：新媒体赋能，稳中求进

### 传媒板块国企上市公司占比达三成，经营状况稳健

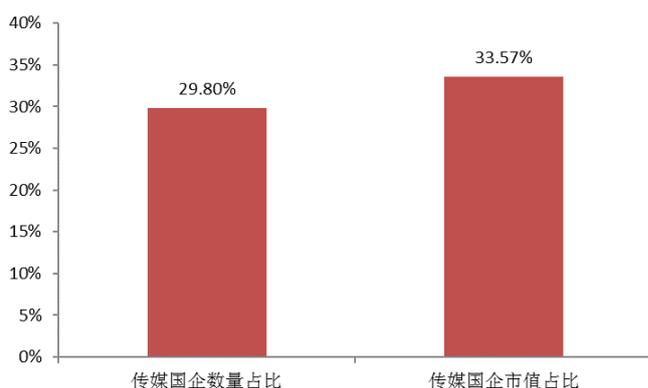
- 中泰传媒统计的 151 只传媒个股中，国有企业达 45 家，占比近 30%。其央企 8 家，地方国企 37 家。地方国企是国企中的主力军。从市值角度来看，截至 2019 年 6 月 6 日，上市传媒国企总市值超 4600 亿元，占传媒上市公司总市值的比重为 33.57%。国企市值占比略高于数量占比。

图表 22: 传媒公司所有制构成情况



来源: wind, 中泰证券研究所

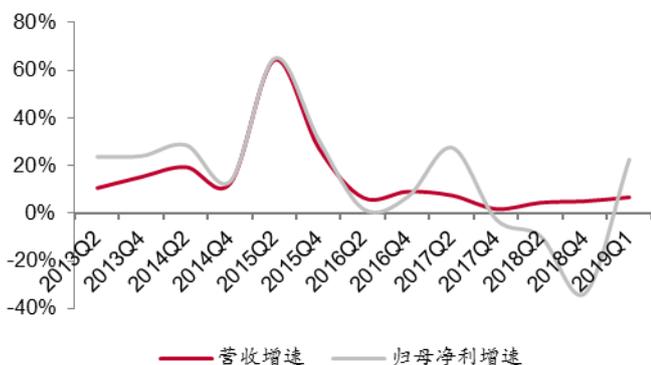
图表 23: 上市传媒国企数量与市值占比



来源: wind, 中泰证券研究所

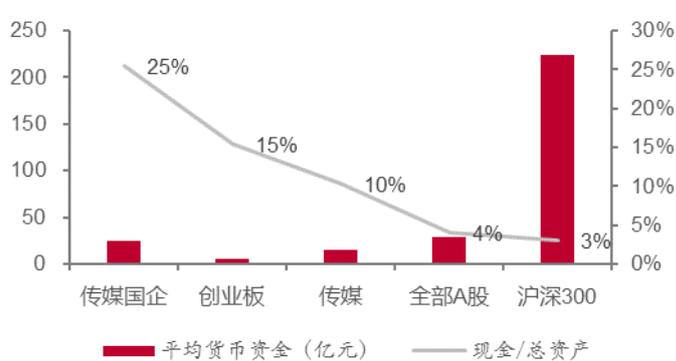
- **政策端诸多利好, 传媒国企经营状况稳健。** 传媒国企在获取用户资源、政府资源、教育资源、土地资源、牌照、公信力等方面拥有得天独厚的优势, 且国家重视文化体制改革持续推进。
  - 党的十九大报告、国企改革座谈会等多次强调做强做优做大国有企业;
  - 各部门、各地区也纷纷出台政策支持: 行业层面支持传统行业转型升级, 与新媒体融合共生;
  - 国企层面支持体制机制创新、深化改革, 做大国有企业。
- **传媒国企营收和净利润增速较为稳定, 在手现金充裕, 现金流优良。**
  - 45 家上市公司 2018 年整体营收增速 5.05%, 归母净利润同比增长 -33.65%。2019Q1 营收增速为 6.68%, 归母净利润增速 22.65%, 高于同期传媒行业平均增长水平。经历 2018 年商誉逐步出清, 行业后续将更加健康发展。
  - 2019Q1 传媒国企平均持有货币资金 24.8 亿, 远高于传媒行业平均值 15.33 亿元, 现金与总资产比高于传媒、中小创等板块。

图表 24: 国有传媒上市公司整体营收利润情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 25: 传媒国企与其他板块现金情况对比



来源: wind, 中泰证券研究所

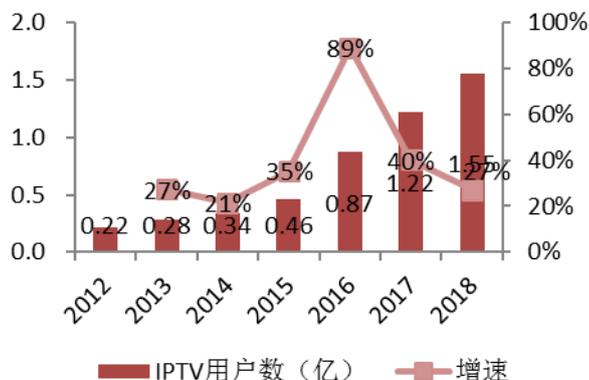
## 广播电视：IPTV 与 OTT 快速崛起，5G、智慧广电带来新机遇

- IPTV 与 OTT 快速崛起，有线电视受到明显冲击，份额持续下降。**有线电视用户数在 2016 年达到峰值后开始负增长，2018 年用户数为 2.23 亿户，同比下降 8.75%。行业盈利能力受到制约，利润率水平随用户数一同下滑。有线电视用户数在 2016 年达到峰值后开始负增长，2018 年用户数为 2.23 亿户，同比下降 8.75%。行业盈利能力受到制约，利润率水平随用户数一同下滑。

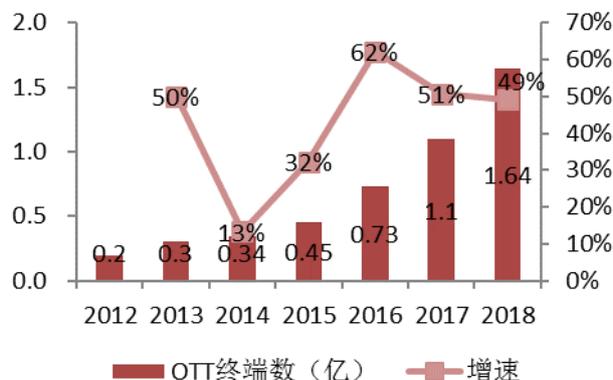
**图表 26：有线电视及数字电视用户数量及变动趋势**


来源：中国有线电视行业发展公报，国家统计局，中泰证券研究所

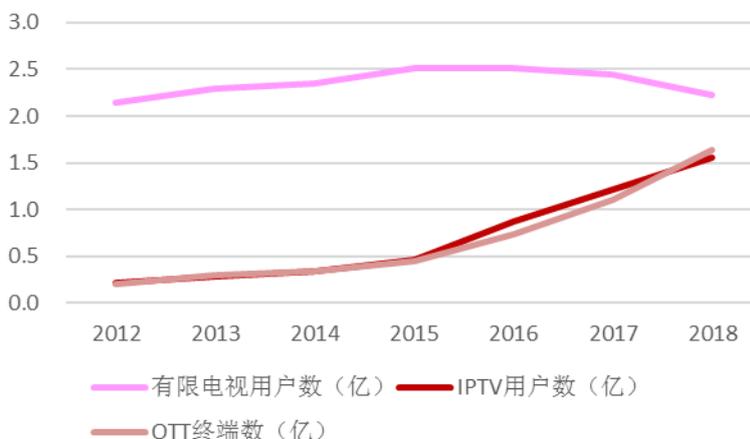
- IPTV 与 OTT TV 凭借良好用户体验，占据主动。**相比有线电视，IPTV、OTT 在传输方式、交互方式、技术成本、内容资源等方面整体占优。用户数近年来快速增长，截至 2018 年，IPTV 用户数达 1.55 亿，OTT 用户数达 1.64 亿。从增长趋势看，在不远的将来，IPTV 与 OTT 将超过有线电视用户数。

**图表 27：IPTV 用户数及增速**


来源：中国有线电视行业发展公报，中泰证券研究所

**图表 28：OTT 用户数及增速**


来源：中国有线电视行业发展公报，中泰证券研究所

**图表 29: 有线电视用户、IPTV 及 OTT 用户规模对比**


来源: 中国有线电视行业发展公报, 中泰证券研究所

- 国网公司成立, 深度整合加速推进, 整合力度显著增强。**广电从 2009 年开启新一轮整合, 虽然此前已有政策支持广电“全国一网”的整合, 但受制于财力不足和行政阻力, 全网整合进展缓慢。直到 2014 年国网公司正式成立, 通过这一公司实体各项措施才开始逐步落地。此次由国网公司作为重要实施载体发起的整合相比以前有如下特征: 目标明确、方式清晰(兼并收购的市场化方式)、政策支持力度空前(有望成为第四大电信运营商)、领导小组编制级别高(多位副部长级领导)、拥有明确的时间节点(2020 年)、资金有规划、各类合作不断落地(国网公司已与超过十省市签署整合协议)。

**明确的时间节点, 自上而下加速推进。**2016 年 12 月, 中宣部、财政部、广电总局联合印发《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》, 明确到“十三五”末期(2020 年)基本完成全国有线电视网络整合。2018 年 8 月, 中央领导批准成立全国有线电视网络整合发展领导小组; 同年 9 月, 中宣部同意成立全国有线网络整合发展领导小组办公室。高级别的领导班子, 有助于自上而下推动整合, 减小不同部门、不同区域的推动阻力。

**我们认为, 深度整合将推动广电转型升级, 发挥规模效应, 充分挖掘用户资源。**区域化分割使得规模化效应无法发挥, 网络端难以与全国性的电信运营商有效竞争, 内容端难以与视频平台竞争。而完成对各省的整合真正实现一张网, 过亿的用户将使得广电对上下游具备更高的溢价能力。

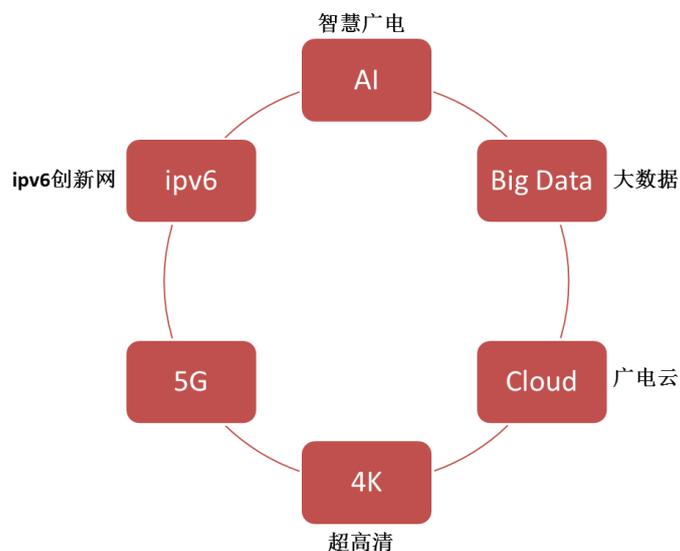
图表 30: 全国有线电视网络整合发展领导小组及办公室成员

全国有线电视网络整合发展领导小组				
职称	姓名	所属单位及职务	姓名	所属单位
组长	王晓晖	中央宣传部常务副部长		
副组长	聂辰席	中央宣传部副部长、国家广播电视总局局长		
成员	孙志军	中央宣传部副部长	吴宏耀	农业农村部党组成员
	陈肇雄	工业和信息化部副部长	孙瑞标	国家税务总局副局长
	余蔚平	财政部副部长	张宏森	国家广播电视总局副局长
	易军	住房和城乡建设部副部长	阎庆明	中国证监会副主席
全国有线电视网络整合发展领导小组办公室				
职称	姓名	所属单位及职务	姓名	所属单位及职位
主任	张宏森	全国有线电视网络整合发展领导小组成员、国家广播电视总局副局长		
副主任	黄志坚	中宣部文改办主任	徐家奇	广电总局科技司司长
	黄家玉	财政部文化司巡视员	赵景春	中国广播电视网络有限公司董事长
	孟冬	广电总局规划财务司司长		
成员	高书生	中宣部文改办副主任	张晨晓	广电总局网络司副司长
	刘杰	工信部信管局副局长	杨杰	广电总局科技司副司长
	钟爱兴	住建部标准定额司副司长	金北宁	广电总局财务司副司长
	何斌	农村农业部农产品加工司副司长	梁晓涛	中国广播电视网络有限公司总经理
	王世宇	国家税务总局政策法规司副司长	于保安	中国广播电视网络有限公司副总经理
	邓舸	证监会上市公司监管部副主任	吕建杰	中国广播电视网络有限公司副总经理
	戴振宇	广电总局传媒司副司长		

来源：国网公司官网，中泰证券研究所

- **转型升级，ABC456 为广电带来新机遇。**随着技术的发展，内容及应用呈现出越来越多的形态，也产生了更多的需求。作为拥有庞大用户基础及内容资源的广电，有望在技术带来的新时代抓住机遇实现转型升级，从而实现：以海量用户及内容资源为基础，以视听服务为核心，搭建有线、无线、卫星相融合的可管可控安全的传输网络，以及新旧媒体融合的全媒体平台，以云计算、大数据、物联网及 IPv6 等综合技术为支撑，通过家庭向社区、城市进行拓展覆盖，从而为用户提供优质、及时、权威的内容及服务。

图表 31: 广电的转型升级方向



来源：中泰证券研究所

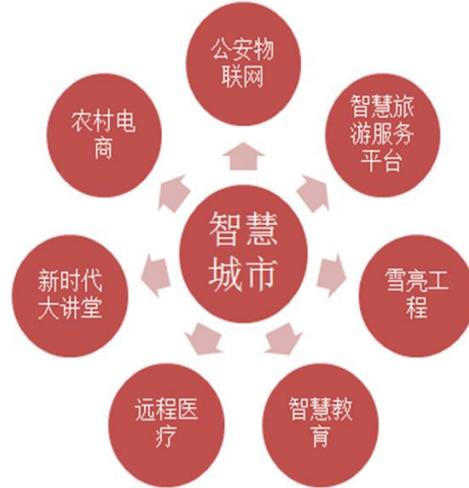
- 智慧广电赋能生态拓展。**我们认为智慧广电目前主要有四个发力方向：加快智能基础设施建设、普及家庭数字化应用、深度参与智慧城市建设、创新数字文化内容服务。智慧城市是目前智慧广电最重要的业务之一，依靠已有的用户及网络资源，为政府及企事业单位搭建互联互通、宽带交互、智能协同、可管可控的有线无线、宽带窄带融合传输覆盖专网。

图表 32：智慧广电主要发力的四个方向



来源：CCBN2019，中泰证券研究所

图表 33：智慧城市应用案例



来源：贵广网络公告，中泰证券研究所

- 5G 来临，有望与国网整合形成协同。**随着国网整合不断加速，5G 建设有望与其形成较强的协同性。广电拥有 700MHz 优质频段使用权，具有单基站覆盖更远、穿透力更强、建设成本更低等优势。2019 年 6 月 6 日，中国广电正式获发 5G 商用牌照，我们认为将为广电行业带来新的发展机遇：
  - 1) 有望建设新的内容分发平台；
  - 2) 有望切入移动互联网业务；
  - 3) 通过 5G 实现高清电视直播，在吸引新用户的同时，提升现存用户的 ARPU 值；
  - 4) 促进超高清产业发展；
  - 5) 助力有线与无线网络的融合，促进智慧广电、融媒体等新业务的发展。尤其在专网建设，打造可管可控的传输网络方面，广电系将更具优势。

**图表 34: 广电布局 5G 的相关重要事件**

时间	5G 相关重要事件
2018 年 4 月	广电总局科技司成立了无线交互广播电视工作组，工作组将制定与 5G 融合的新一代无线广播标准，并确定 2022 年北京冬奥会将提供基于 5G 的超高清电视广播服务
2018 年 5 月	总局广播科学研究院成功加入国际移动通信标准化组织
2018 年 11 月	在贵阳举办的“智慧广电”建设会上，中宣部副部长、国家广电总局党组书记、局长聂辰席公开表示：“在中央领导高度重视和亲自推动下，工信部已同意广电参与 5G 建设。”
2019 年 1 月	国家广播电视总局副局长张宏森与中信集团董事长常振明就中信集团与国网公司合作有关事项进行会谈，共同探索广电 5G 网络顶层设计、共建共享和运营模式，构建天地一体、有线无线融合覆盖的数字经济基础战略网络。
2019 年 6 月	工信部正式向三大运营商以及中国广电发放 5G 商用牌照

来源：公开信息整理，中泰证券研究所

### 新媒体：全媒体时代，媒体融合大势所趋

- **技术带来变革，新媒体快速发展。**新媒体是指网络技术在传媒行业应用以来新出现的、在传播领域产生重要影响的视听媒体形态。相比传统媒体，新媒体具有如下特性：
  - **非线性传播。**用户可以根据自己的时间、喜好等不同需求选择节目，拥有了更多自主权，用户体验大大提升。
  - **互动性。**一方面用户可以与内容播控平台进行互动，另一方面用户之间也可以进行互动。
  - **数字化。**视听内容资源的数字化，为视听新媒体内容的检索、传输、存储、分享提供了便利，也为原始内容资源的多次开发利用提供了可能。

广电运营商在媒体融合建设中具有天然优势，将在媒体融合中扮演重要角色。融媒体建设要求同时具有内容制作、媒体发布及综合服务功能，而广电运营商在网络、渠道、平台方面具有优势。

- **全媒体时代，“融合+”为传统国企带来新发展。**在全媒体时代，舆论生态、媒体格局、传播方式深刻变化，内容生产与信息传播的链条重组，传统媒体将从过往以报纸、广播、电视为主要信息传递方式中加速向全媒体、融合发展变革，迎来新的发展。
- **政策助力媒体融合，促进国企转型升级。**党的十八大以来，国家高度重视文化宣传工作，先后在党的新闻舆论工作座谈会、全国宣传思想工作会议、中共中央政治局第十二次集体学习等重要场合作出一系列重要论述。

**图表 35: 媒体融合重要事件**

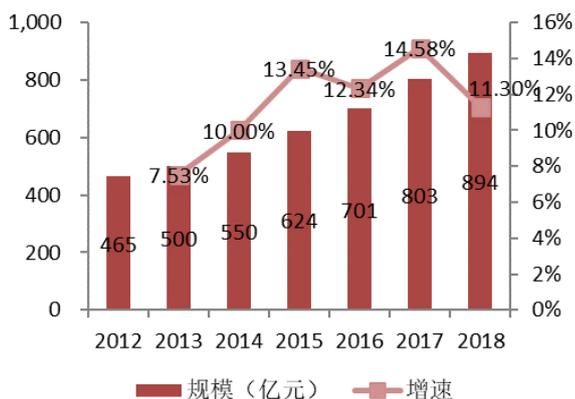
时间	事件
2014 年 8 月	中央全面深化改革领导小组第四次会议提出媒体融合：“推动传统媒体和新兴媒体融合发展，要遵循新闻传播规律和新兴媒体发展规律，强化互联网思维，坚持传统媒体和新兴媒体优势互补、一体发展，坚持先进技术为支撑、内容建设为根本，推动传统媒体和新兴媒体在内容、渠道、平台、经营、管理等方面的深度融合。”
2014 年 8 月	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》
2016 年 7 月	《关于进一步加快广播电视媒体与新兴媒体融合发展的意见》提出力争两年内，广播电视媒体与新兴媒体融合发展在局部区域取得突破性进展。
2018 年 8 月	全国宣传思想工作会议指出，“要扎实抓好县级融媒体中心建设，更好引导群众、服务群众。”
2018 年 9 月	中宣部召开县级融媒体中心建设现场推进会，对在全国范围推进县级融媒体中心建设做出部署安排，要求 2020 年底基本实现在全国全覆盖，2018 年先行启动 600 个县级融媒体中心建设。
2018 年 11 月	中央全面深化改革委员会第五次会议审议并通过了《关于加强县级融媒体中心建设的意见》
2019 年 1 月	中共中央宣传部和国家广播电视总局联合发布《县级融媒体中心建设规范》。
2019 年 1 月	中共中央政治局 1 月 25 日上午就全媒体时代和媒体融合发展举行第十二次集体学习。强调推动媒体融合向纵深发展，做大做强主流舆论，巩固全党全国人民团结奋斗的共同思想基础，为实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦提供强大精神力量和舆论支持。
2019 年 2 月	“媒体深度融合工作推进会”在京召开，中宣部部长黄坤明继续明确要做大做强主流舆论，更强调了要加快中央媒体融合的发展步伐，着力构建从中央到省市县的全媒体传播矩阵。

来源：人民网等公开资料整理，中泰证券研究所

### 出版发行：行业平稳，财务状况优良

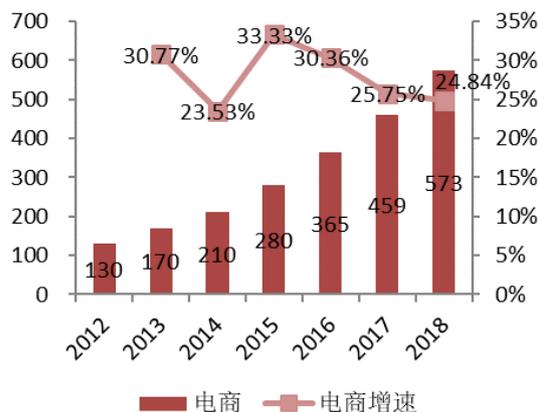
- 图书市场稳步增长，新书品种数维持平稳，新书定价持续上升。2018 年中国图书零售市场码洋规模达 894 亿，同比上升 11.3%。电商渠道继续保持较高速增长，2018 年销售规模为 573 亿元，增速达 24.7%。实体店渠道销售占比继续下滑至 35.91%，码洋规模达 321 亿，同比下降 6.74%。
  - 图书市场新书品种数 2012 年之前持续增长，2012 年达到 20.3 万种后多年来维持平稳，2018 年新书品种数为 20.3 万种。
  - 新书定价则呈现持续上升态势。2018 年新书平均单册码洋为 41.5 元。

图表 36: 图书零售市场规模及增速



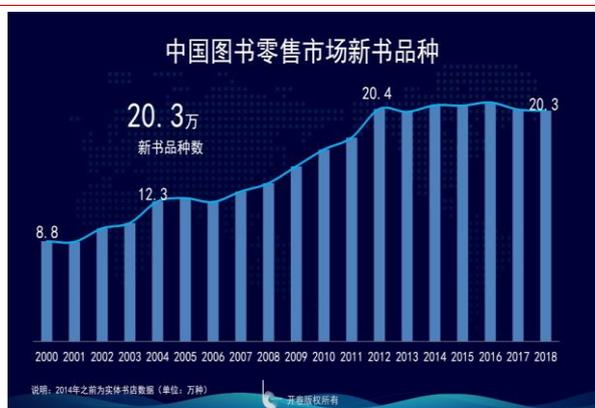
来源: 开卷信息, 中泰证券研究所

图表 37: 电商销售渠道规模及增速



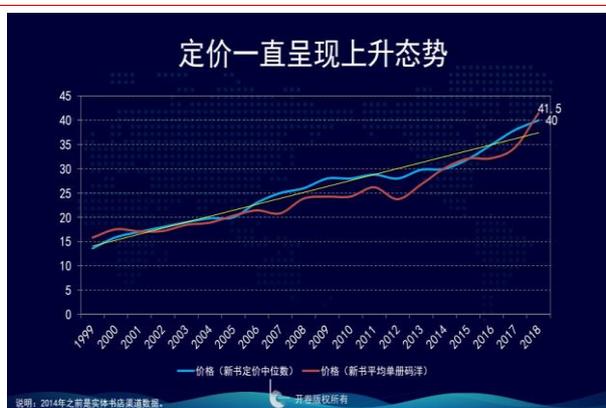
来源: 开卷信息, 中泰证券研究所

图表 38: 新书每年品种情况



来源: 开卷信息, 中泰证券研究所

图表 39: 新书每年定价情况 (元/册)

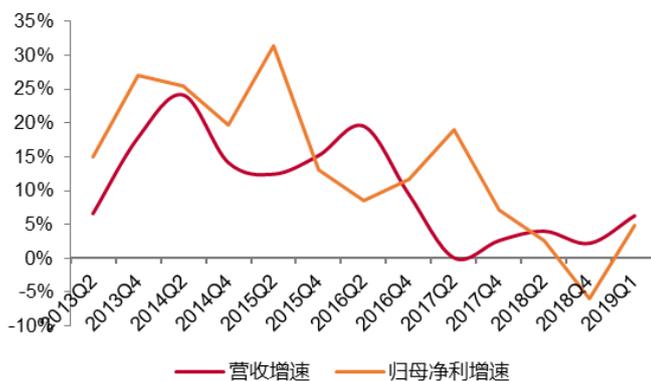


来源: 开卷信息, 中泰证券研究所

■ 出版上市公司营收增速放缓, 整体现金流优良。

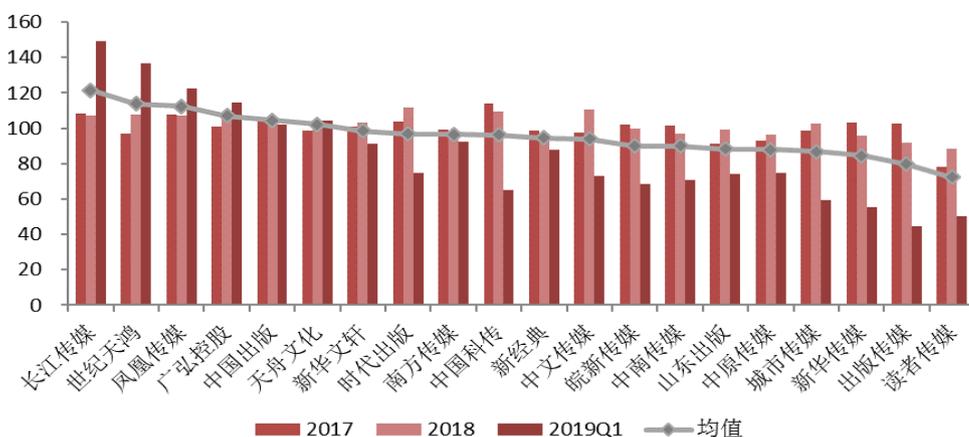
- 2018 年上市公司营业同比增长 2.27%，相比 2017 年变动-0.41pcts；归母净利润增速受到纸张人力等成本上升、“三教合一”、教辅规范化、商誉减值等影响较 2017 年下降 13.06pcts 至-5.95%。2019 年 Q1 营收增速为 6.33%，归母净利增速 4.9%。我们认为行业经历一系列调整更加规范化，同时叠加成本压力缓解、图书涨价预期、主题图书大年预期等利好，后续增速有望回暖。
- 图书出版发行公司整体现金流优良。20 家上市公司 2018 年现金收入比算术平均值为 102%，略高于全部 A 股的 101.26% 均值水平及创业板 98.67% 的均值水平；2019Q1 经营现金流与营业利润比为 152.87%，而同期传媒行业的均值为 109.97%。个股经营现金流与营业利润比的 3 年均值，50% 的公司在 80%-120% 之间，像新华传媒这种异常高的情况，主要是由于资产减值对当期营业利润造成了较大影响，但没有影响经营现金流。

**图表 40: 出版上市公司整体营收利润增速情况**



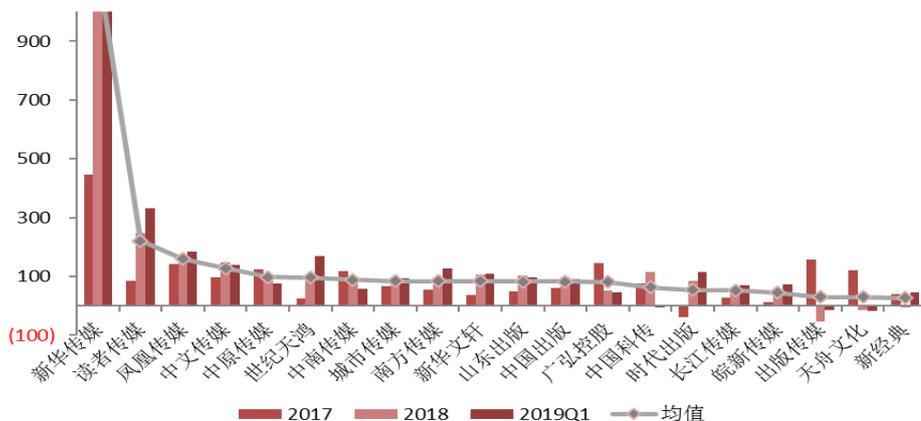
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 41: 图书上市公司现金收入比**



来源: wind, 中泰证券研究所

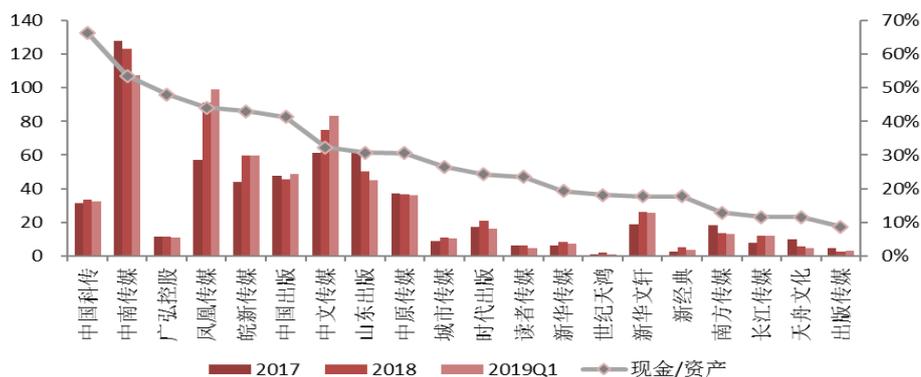
**图表 42: 图书上市公司经营现金流与营业利润比**



来源: wind, 中泰证券研究所

- 图书出版发行公司在抵御风险、并购、分红等方面更具优势。20 家公司 2019Q1 平均持有货币资金 31.21 亿, 远高于传媒行业加权平均值 15.33 亿; 现金与总资产比高于传媒、中小创等板块。

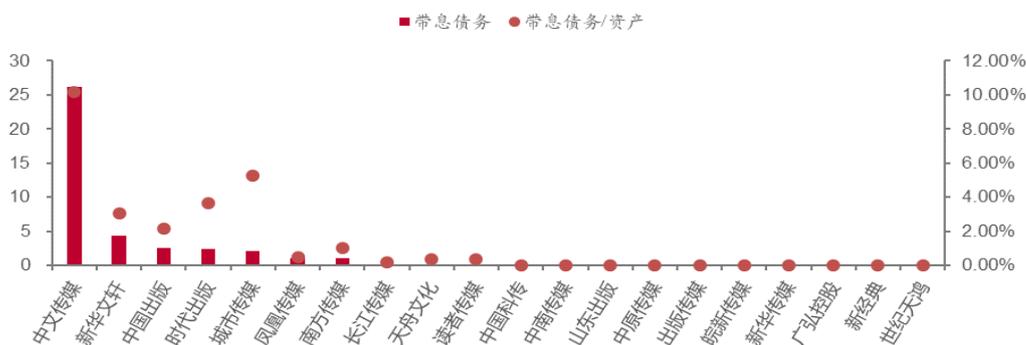
图表 43: 图书上市公司货币资金情况 (单位: 亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

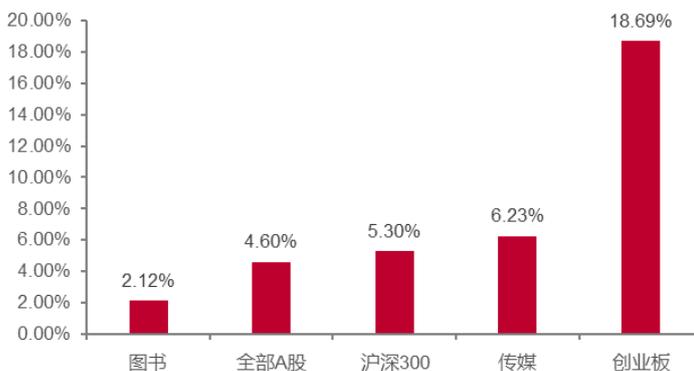
- 图书出版发行公司整体债务偿还风险小。主要体现在两个方面:
  - 债务体量小、负债率低。2019Q1, 20 家上市公司整体带息负债率为 2.12%, 远低于传媒行业平均水平及各大指数。
  - 偿付能力强。稳定的现金流及充足的现金储备使得图书公司拥有极强的债务偿付能力, 2019Q1, 20 家上市公司整体财务费用率为 -0.92%, 仅 2 家公司财务费用为正。

图表 44: 图书上市公司带息负债情况 (单位: 亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

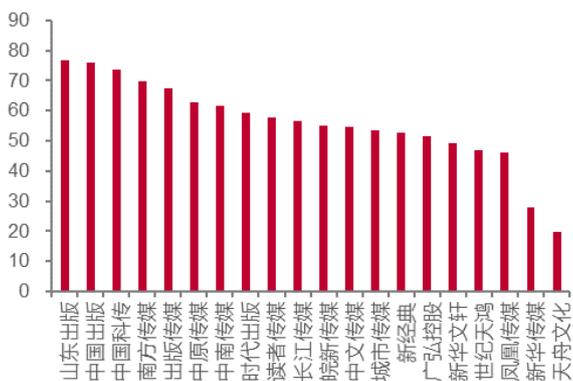
图表 45: 板块带息负债率情况对比



来源: wind, 中泰证券研究所

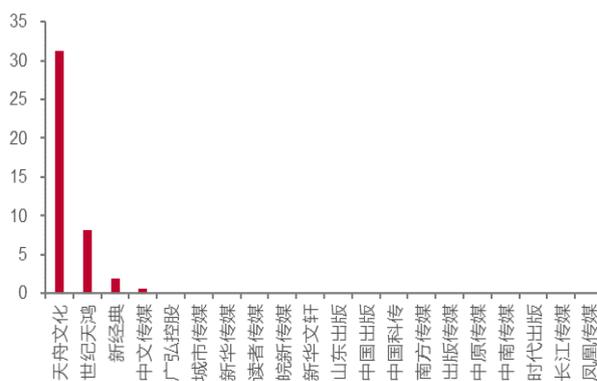
- 图书出版发行公司大股东减持压力小，质押风险小。15 家国企图书上市公司国资大股东持股比例在 50% 以上，近些年几乎没有进行过减持。同时由于国资大股东雄厚的资本实力，基本没有进行质押。质押比例大于 1% 的为 3 家民营企业，其中天舟文化达到了 31.31%。

图表 46: 图书上市公司第一大股东持股比例



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: 图书上市公司质押比例



来源: wind, 中泰证券研究所

投资建议：精选受益于政策利好及行业趋势的优质公司

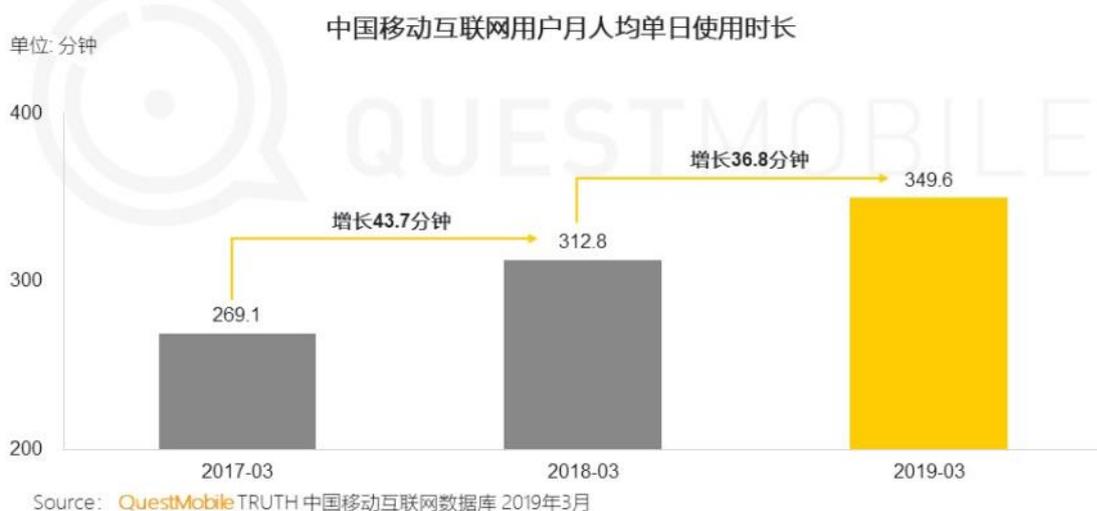
- 广电：关注在新兴业务方面相对领先且估值相对合理的公司。我们认为，IPTV&OTT、智慧广电等行业景气度相对较高，建议关注新兴业务方面相对领先且估值相对合理的公司。建议关注：新媒股份、华数传媒、贵广网络。
- 新媒体：把握媒体融合机遇，建议关注在媒体融合转型升级过程中，在细分领域具有先发优势及资源壁垒的国企。建议关注：人民网、新华网、浙数文化。
- 出版发行：我们认为出版行业相关国有企业具有业务稳健、风险小、低估值、分红潜力大等特点。建议关注：山东出版、中南传媒、城市传媒。

在线视频：移动用户使用时长增加，优质内容供给是核心

移动互联网用户总量维持稳定，使用时长不断增加

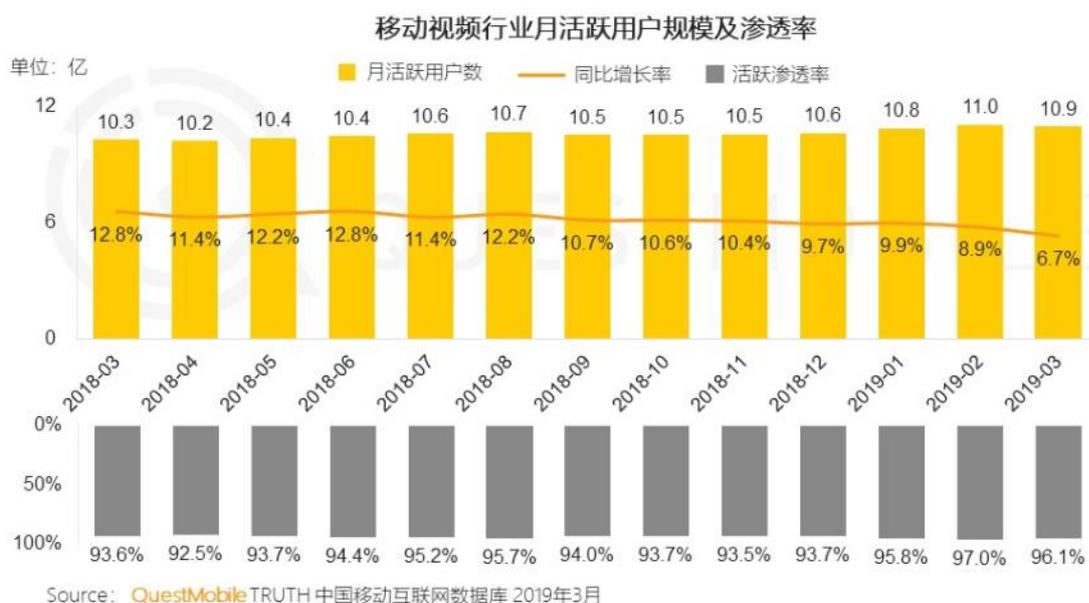
- 截至 2019Q1 末，全国移动互联网用户总量为 10.9 亿，3 月环比 2 月首次出现下降，同比增速也仅有 6.7%，但在移动用户总量红利基本见顶的情况下，用户时长仍有不错的增长，国内移动互联网月人均单日使用时长超过了 349.6 分钟，接近 6 小时/天，较去年 Q1 增长了 36.8 分钟。

图表 48: 国内移动互联网用户月人均单日使用市场统计



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

图表 49: 移动视频行业月活跃用户规模及渗透率

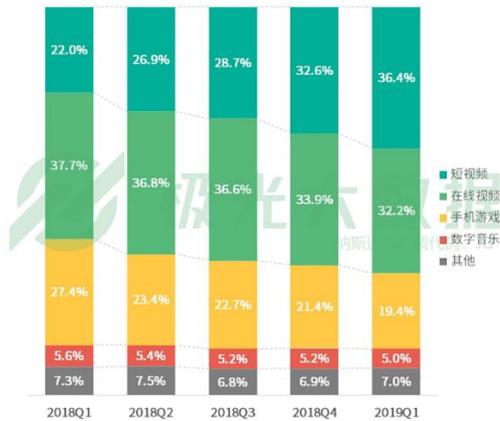


来源: Questmobile, 中泰证券研究所

### 短视频用户使用时长占比大幅提升

- 根据极光大数据统计显示, 2019Q1 短视频用户使用时长占比休闲娱乐 APP 继续提升, 达到 36.4%, 较去年同期增加 14.4 个百分点, 在线视频的用户时长占比进一步被挤压, 2019Q1 为 32.2%, 较去年同期下降 5.5 个百分点。对照 QuestMobile 数据统计结果来看, 基本验证了这个结论, 短视频 2019 年 3 月的时长同比增量达到 36.6%, 而在线视频仅为 5.9%。

图表 50: 休闲娱乐 APP 用户使用时长内部分布



来源: 极光大数据, 中泰证券研究所 (注: 休闲娱乐 APP 包括短视频、在线视频、网络直播、游戏直播、手机游戏、数字音乐、动漫等)

图表 51: 2019 年 3 月用户月总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

### 在线视频优质内容供给不足, 付费转化有一定分化

- 内容端: 电视剧方面, 受到一定政策限制, Q1 在线视频平台上线聚集多为外购版权剧, 多平台播出, 拉动付费用户效果一般, 《都挺好》(腾讯、爱奇艺、优酷)、《倚天屠龙记》(腾讯独播)、《东宫》(优酷独播)、《招摇》(爱奇艺独播)、《黄金瞳》(爱奇艺独播) 表现相对不错; 综艺方面, 芒果 TV 表现出色, 《歌手 2019》、《我家那闺女》、《声临其境第二季》、《妻子的浪漫旅行第二季》等均获得较大关注, 爱奇艺自制《青春有你》表现也相对不错, 腾讯视频与优酷并未有较大关注度自制综艺推出。
- 付费用户端: 出现一定分化。根据腾讯与爱奇艺披露的一季报显示, 腾讯 2019Q1 付费用户为 8900 万, 与去年四季度基本持平, 环比零增长, 而爱奇艺 2019Q1 付费用户为 9680 万, 环比新增 940 万人次, 继续保持健康增长。我们认为两家在线视频巨头付费用户增长在 Q1 出现明显分化, 主要原因还是在于付费用户的新增更多需要优质内容拉动, 一旦优质内容供给有所断档, 付费用户转化就会明显受阻。

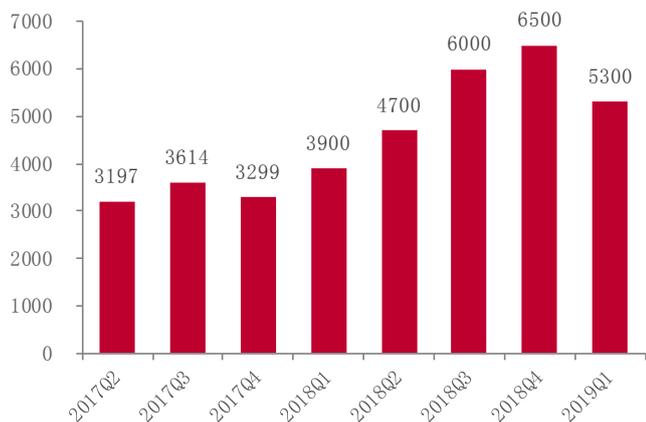
图表 52: 《青春有你》爱奇艺开播后带动 DAU 迅速攀升



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

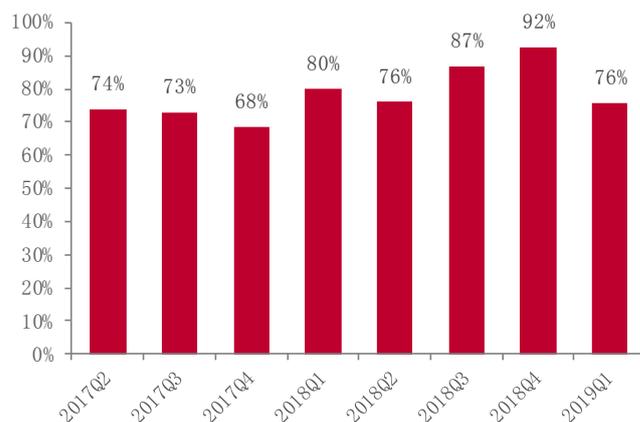
- 内容成本开支有一定收窄趋势。根据爱奇艺披露 2019Q1 财报显示, Q1 公司在内容端的开支为 53 亿元, 环比下降了 18.5%, 占比营收比例为 75.82%, 较四季度 92.5% 的占比下降了近 17 个百分点, 成本支出有一定下降趋势, 不过考虑到部分内容推迟上线的因素, 实际成本端下降情况仍需观察 2~3 季度的表现。

图表 53: 2017Q2~2019Q1 爱奇艺内容成本开支情况 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

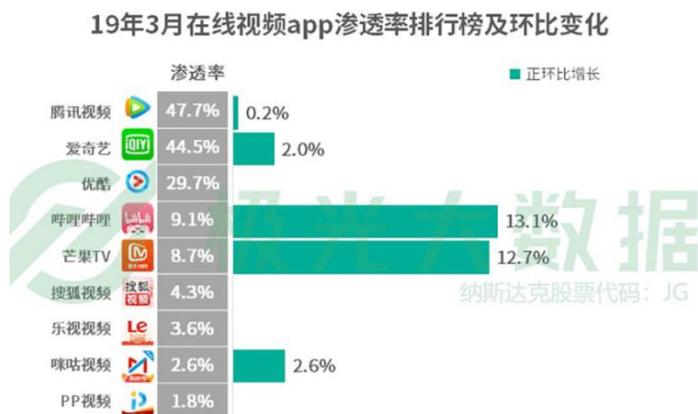
图表 54: 2017Q2~2019Q1 爱奇艺内容成本开支占比营业收入 (%)



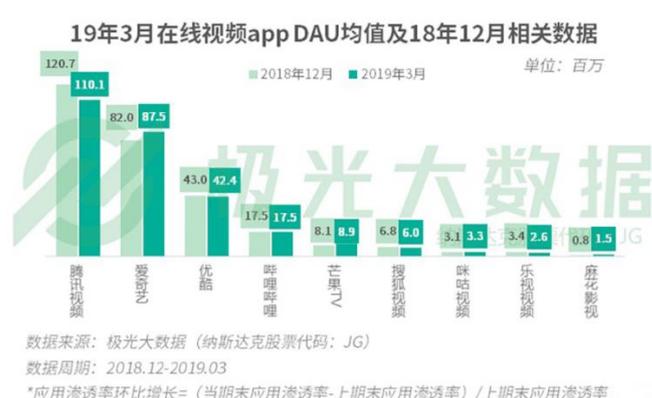
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 整体一季度来看, 爱奇艺与芒果 TV 表现更为出色。根据极光大数据的 app 渗透率数据统计来看, 芒果 tv 渗透率环比增长 12.7%, 爱奇艺也增长了 2%, 而腾讯视频仅为 0.2%, 优酷录得负增长。从 DAU 数据来看, 腾讯视频、优酷 2019Q1 DAU 环比有所下滑, 爱奇艺、芒果 tv 均有小幅增长。

图表 55: 2019 年 3 月在线视频 APP 渗透率情况



图表 56: 2019 年 3 月在线视频 APP DAU 情况对比



### 优质内容供给是驱动视频平台增长的核心

- 优质内容供给是当前驱动在线视频平台 DAU 和付费用户增长的核心。我们认为在行业用户渗透率已经逐渐接近饱和的背景下，如何提高存量用户付费转化率是在线视频平台最重要需要考虑的点，经过了前期的高流量 APP 之间的会员互导后，现阶段驱动增长的核心我们认为就是提供优质的独占内容，付费用户的增长可以大幅提升营收规模，而平衡好内容成本支出与营收增长的关系，则可以保证公司竞争力的持续性。

### 投资建议: 关注优质内容资源储备及用户持续增长

- 我们看好在线视频行业发展趋势，认为具有优质内容储备及供给的平台型公司未来有望更胜一筹，看好用户增长及 APP 渗透率持续提升的相关公司。建议关注：芒果超媒（A 股）、爱奇艺（美股）。

### 营销: 广告行业下半年有望预期改善，关注数字营销龙头

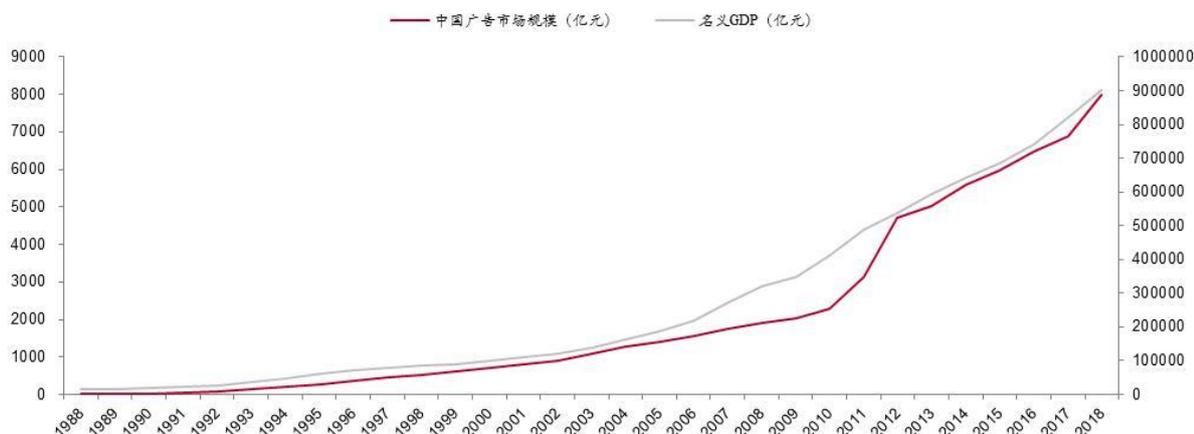
#### 广告行业与经济周期关系密切，预期改善带来板块风险偏好提升

- 中国广告市场规模与名义 GDP（现价，反映总量）在近三十年来同时保持高速增长。我们统计了从 1988 年到 2018 年中国国家统计局公布的名义 GDP 规模和国家工商行政管理总局公布的中国广告市场规模，发现两者经历了同样高速增长的过程。1988 年中国广告市场规模 16 亿元，同期国内名义 GDP 为 1.52 万亿元，2018 年中国广告市场规模 7991 亿元，复合年均增长率为 23.00%，同期国内名义 GDP 为 90.03 万亿元，复合年均增长率为 14.58%。
- 广告作为经济的“晴雨表”，其行业增速与经济周期存在明显的相关性。通过比较中国实际 GDP 增速和广告市场规模增速，我们发现在宏观经济繁荣时期，广告市场规模以比 GDP 更快的速度增长，在经济衰退期，广告主减少广告预算，广告市场增速也随之下滑。
- 宏观经济高速增长，广告规模同样高速增长。1992、1993 年国内经济

高速增长，实际 GDP 增速高达 14.2%和 13.9%，同时广告市场规模增速也高达 93%和 98%；2010、2011 年国内经济从金融危机中复苏，实际 DGP 增速重回 10.6%、9.5%，广告市场规模增速也回升到 12.69%、35.87%。

- **宏观经济增速放缓，广告规模增速也随之下滑。**1998、1998 年国内经济增速有所回落，实际 GDP 增速 7.8%和 7.7%，广告市场规模增速也下滑至 16%、16%；2008、2009 受到全球金融危机的波及，国内实际 GDP 增速下滑至 9.7%、9.4%，广告市场规模增速也萎缩至 9.08%、7.48%。

**图表 57：中国广告市场规模与名义 GDP 高速增长**



来源：中国国家统计局，中国广告业协会，中泰证券研究所

**图表 58：中国广告市场规模增速与实际 GDP 增速呈现正相关**

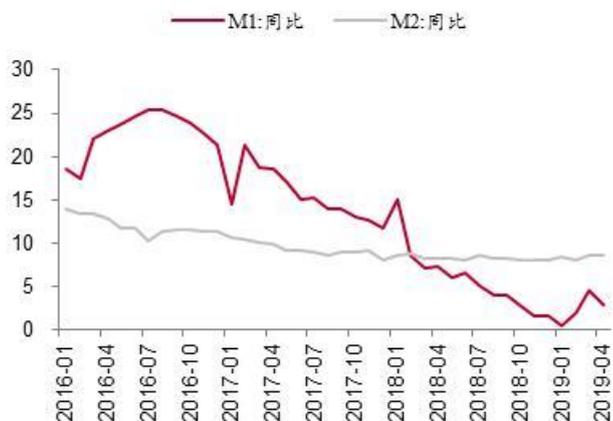


来源：中国国家统计局，中国广告业协会，中泰证券研究所

- **2019 年前 4 个月社融大幅增长，M1、M2 震荡回升。**2019 年 4 月份新增社融规模 1.36 万亿元，前 4 个月累计新增社融规模 9.54 万亿元，同比增加 1.91 万亿元。4 月份 M1 增速 2.90%，环比下滑 1.70 个百分点，M2 增速 8.50%，环比下滑 0.1 个百分点。总体来看，当前国际外部形势不确定因素加强，我们认为国内政策端有望向刺激国内经济倾斜，宽信用政策有望持续。
- **通过日常消费习惯分析，我们预计全年广告市场呈现前低后高的趋势。**一季度行业数据也集中体现了去年四季度大家对于经济的悲观预期，当

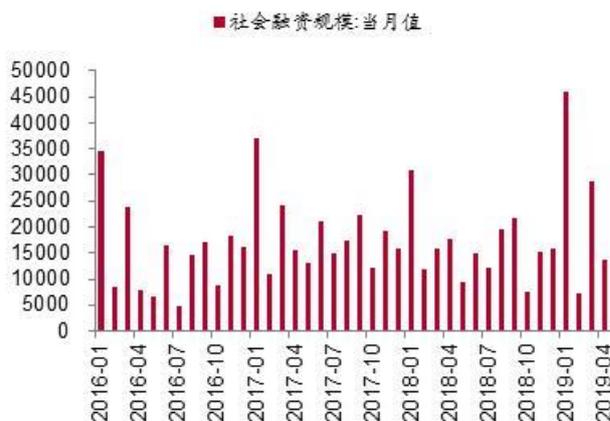
前整体社融数据趋势向上，广告营销行业受宏观经济预期影响较大，下半年存在多个消费旺季时间节点，广告有望受益于预期改善。

图表 59: 201601-201904 中国 M1、M2 情况 (%)



来源：中国人民银行、中泰证券研究所

图表 60: 201601-201904 中国新增社融规模 (亿元)



来源：中国人民银行、中泰证券研究所

### 数据赋能，数字营销市场有望维持高增趋势

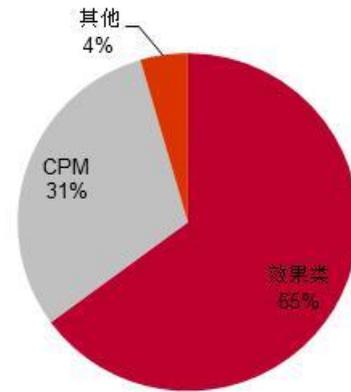
- **数字营销市场规模高速增长，效果类广告占比大于品牌类广告。**2018年中国数字营销市场总体规模约为 3694.23 亿元，同比增长 24.21%，增速较 2017 年下降 5.76 个百分点，占比中国总体广告市场的 46.23%。随着流量入口从 PC 端向移动端的不断转移，2018 年数字营销移动端广告收入占比 68%，较 2017 年上升 6 个百分点。从广告的计价模式来看，互联网广告中按效果类计价的占比 65%，按 cpm 模式计价的占比 30%。由于互联网广告可以通过算法优化来检测广告的 cpc、cpa 等转化率，所以在数字营销中按效果的计价模式更受广告主的青睐。
- **广告主端快销、汽车和互联网行业数字营销广告投放量超过总量的 65%，行业景气度分化。**广告主在选择媒体投放时的偏好有所不同，总体广告主投放行业前五分别是食品、房地产、汽车、化妆品及个护和家电，而数字营销广告主投放行业前五分别是食品饮料、化妆品及个护、汽车、互联网和房地产。其中快销、汽车和互联网行业广告主在数字营销的投放量占比超过 65%，我们通过跟踪行业销售的景气度可以大致预测该行业广告主的投放趋势，2019 年 4 月国内社零总额同比增加 7.2%，增速下滑 1.5 个百分点，国内汽车销量同比-14.61%，增速下滑扩大 9.43 个百分点，当前快销行业高景气度依然维持，但汽车行业仍未见景气复苏的趋势。
- **媒体端头部媒体高度集中，流量争夺进一步加剧。**随着互联网头部公司 BAT 各自生态圈的逐步建立，数字营销媒体端 TOP10 的广告收入占比高达 93%，TOP10 头部媒体依次分别为阿里巴巴、百度、腾讯、字节跳动、京东、新浪、360、小米、美团点评和爱奇艺。BAT 传统三强和新巨头的不断崛起也使得互联网的流量争夺进一步加剧，各家为了争夺更多的流量给予广告代理商更为优惠的媒体政策，同时效果类广告代理商通过算法优化提升了整体广告的精确定性和转化率，获得媒体更多的返点。

图表 61: 2016-2018 中国互联网广告经营额



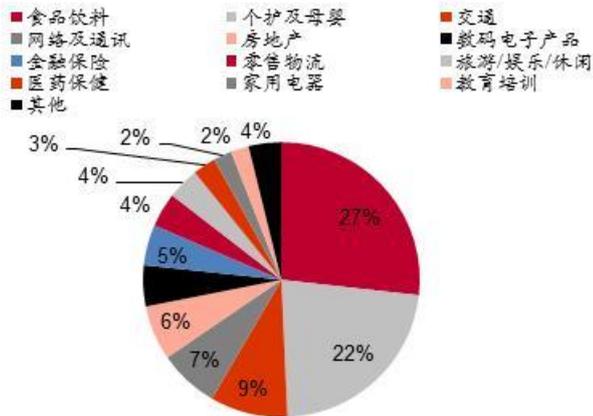
来源: 中关村互动实验室、中泰证券研究所

图表 62: 互联网广告计价模式结构分析



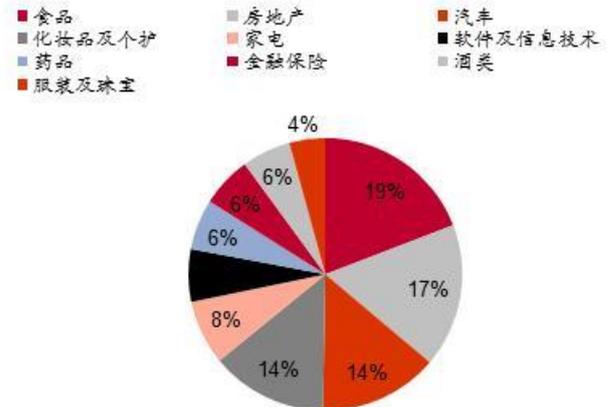
来源: 中关村互动实验室、中泰证券研究所

图表 63: 互联网广告广告主投放行业占比



来源: 中关村互动实验室、中泰证券研究所

图表 64: 中国总体广告主投放行业占比



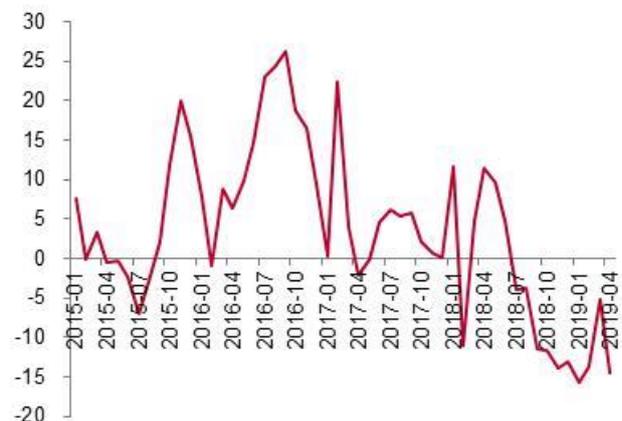
来源: 市场监管总局、中泰证券研究所

图表 65: 201501-201904 中国社零总额同比增速 (%)



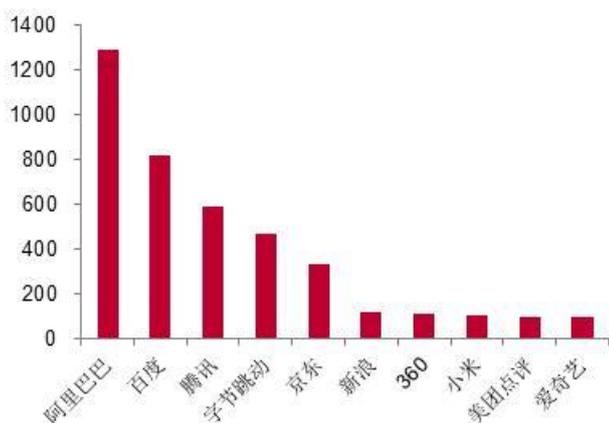
来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 66: 201501-201904 中国汽车销量同比增速 (%)



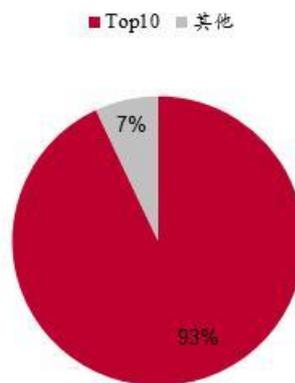
来源: 中汽协、中泰证券研究所

图表 67: 2018 年互联网媒体 top10 广告收入(亿元)



来源: 公司公告、公开信息、中泰证券研究所

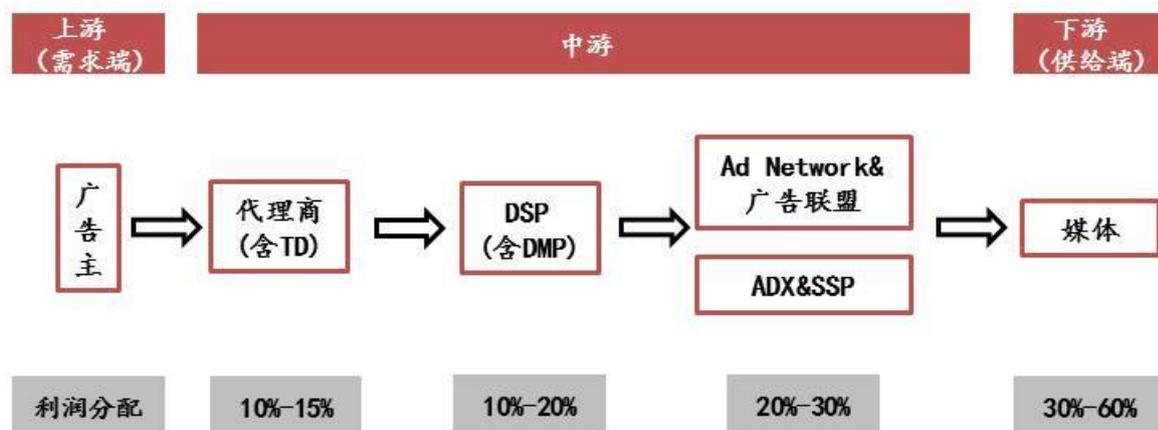
图表 68: 2018 年互联网媒体 top10 广告收入占比



来源: 中关村互动实验室、中泰证券研究所

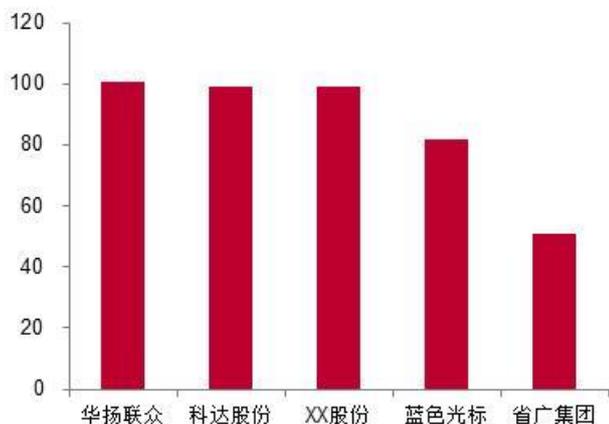
- **数字营销代理商毛利率趋于稳定在 10-15%。**从数字营销整体产业链利润分配上来看,媒体的利润分配最高(30-60%),但是不同媒体的议价能力差别较大;部分头部媒体自建 ADX 可以拿到更多的利润分配(20-30%),比如 360、阿里妈妈、腾讯等;继续往上游是 DSP 平台(10-20%),比如悠易互动、多盟亿动等,还有 DSP+Ad Network 的模式,比如汇量科技;在往上是直接与广告主对接的代理商(10-15%),比如华扬联众、蓝色光标等和国际 4A 公司,近年来埃森哲等咨询公司也进入了这个行业。
- **投放策略优化和数据分析能力成为代理商的核心竞争力。**从广告主角度来看,一方面受到人力成本限制,没有办法对接到在所有的传播媒体,另一方面在投放策略和数据分析上没有代理商那么擅长。从媒体角度来看,媒体也无法对接到所有的广告主资源,依然需要对接代理商来高效售卖自身所有的广告位资源。我们认为当前广告代理商的信息壁垒逐渐消失,在帮助广告主进行营销创意、媒体投放策略和大数据分析等方面的优势成为代理商的核心竞争能力,未来整体行业毛利率也将趋于稳定。

图表 69: 数字营销整体产业链利润分配

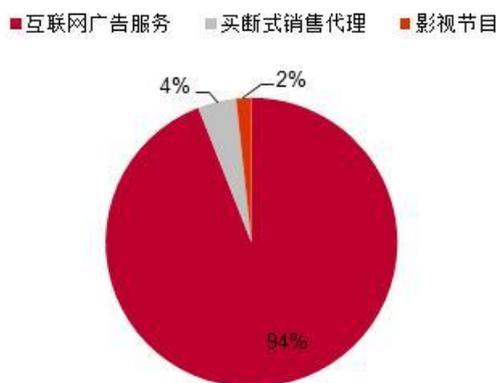


来源: iResearch、中泰证券研究所

- 数字营销代理商行业竞争格局逐渐清晰，龙头市占率有望进一步提升。**  
 目前已上市的数字营销代理公司如华扬联众、科达股份、蓝色光标、省广集团，其 2018 年数字营销收入分别为 101、99、82、51 亿元。我们认为代理商行业未来的竞争格局将形成几家收入过百亿龙头的第一梯队和其他中小型代理公司，主要逻辑在于随着媒体端集中度的不断提升，单个代理商的规模越大能够获得更加优惠的媒体政策，而规模的扩张又受制于公司的融资能力，所以已经上市的代理公司更具优势，龙头市占率有望进一步提升。
- 我们重点跟踪的三家数字营销龙头公司华扬联众、蓝色光标、科达股份的营业总收入均已突破百亿，但业务侧重点各有不同：**（1）华扬联众更加倾向于深耕广告主资源，在不断争取现有广告主数字营销预算之外不断开拓新广告主，2018 年前五大广告主占比 34.06%，分别为上汽通用、雅诗兰黛、东风标致、鑫诺科捷、东风日产。公司核心客户账期可控，股权激励业绩有望高增；（2）蓝色光标当前业务发展重心主要在于出海业务，公司 2018 年出海业务营收 121.00 亿元，同比+178.75%，毛利率 1.11%，成为 Facebook 首家过 10 亿美金合作伙伴和 Google 大中华区的“2018 年度精英代理商”；（3）科达股份更倾向于矩阵化的媒体资源布局，公司目前是腾讯的铂金服务商、今日头条战略合作伙伴、搜狗、阿里、网易、爱奇艺等核心合作伙伴。同时，公司的汽车事业部也增速明显，打造线上线下全维度的客户服务，2018 年实现营收 28.83 亿元，同比+46.72%，净利润 2.59 亿元，占比公司总体的一半。

**图表 70: 2018 年数字营销龙头数字营销收入 (亿元)**


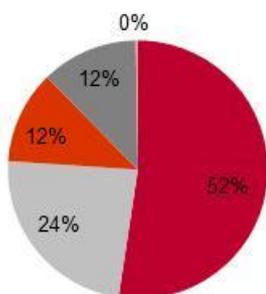
来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 71: 2018 年华扬联众各业务收入占比**


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 72: 2018 年蓝色光标各业务收入占比

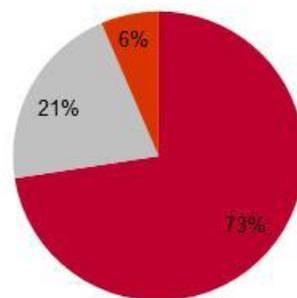
■ 出海广告投放 ■ 全案推广服务 ■ 全案广告代理  
■ 海外公司业务 ■ 数据产品服务



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 73: 2018 年科达股份各业务收入占比

■ 精准营销事业部 ■ 汽车营销事业部 ■ 互联网其他业务



来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 投资建议: 看好数字营销行业下半年投资机会

■ 我们当前看好数字营销行业的逻辑主要在于:

(1) 预计全年广告市场前低后高, 当前外部不确定因素增强, 政策端有望向刺激国内经济倾斜, 预期利好广告行业, 带来板块风险偏好提升和估值修复预期。

(2) 广告行业持续结构性分化, 腾讯系、头条系等流量变现需求强, 数字营销行业增速 25-30%, 竞争格局百亿级以上代理公司市占率不断提升。

(3) 行业龙头毛利率均企稳回升, 经营性现金流开始转正。

■ 建议关注: 华扬联众、蓝色光标、科达股份。

### 投资建议: 顺势而为, 把握积极趋势

■ 传媒行业在二级市场中经历三年半调整后, 板块估值处于历史底部区间, 安全边际相对较高。同时, 2019 年初至今, 受政策利好带动的游戏、广电等子领域, 其股价均在不同时期具有不俗表现。我们认为, 传媒行业于 2018 年受到监管严厉、资金压力增大等影响, 市场预期及行业本身运营均经历了最为严峻的阶段, 目前最悲观的时期已慢慢过去。时下行业监管等问题带来的供给侧改革可加速市场出清, 中长期有望利好行业规范及基本面优良的传媒公司发展, 同时市场对文化传媒需求仍持续增长, 未来行业有望逐渐走出悲观预期, 向好发展。

■ 我们 2019 年下半年建议重点关注游戏、优质国企、在线视频及营销子板块投资机会; 建议静待影视内容、电影院线、在线阅读等于版块行业调整后的发展机会。我们结合公司基本面及细分行业趋势, 重点推荐: 吉比特、完美世界、新媒股份、芒果超媒、华扬联众。

### 风险提示

■ 1) 经济增长持续放缓的风险

文化娱乐消费作为消费升级收益品种, 虽然具备一定的逆周期性, 但如

果经济增速持续放缓或下降速度超预期，那么可能会对居民消费升级造成负面影响，从而导致居民文化消费减少，对产业造成不利影响。

■ **2) 文化政策趋紧**

若国家在文化产业政策方面监管趋紧，可能对相关文化创新领域造成不利影响。

■ **3) 内容创新能力不足**

文化娱乐为创意为主导的产业，若产业内部企业、人才对内容创新理解不足，不能把握住内容创作发展趋势，也可能对产业发展造成不利影响。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。