

传媒互联网行业

行业研究/投资策略报告

行业景气分化看好 5G 应用，板块估值低位建议主抓龙头

——2019 年传媒行业中期策略报告

传媒互联网行业

2019 年 7 月 1 日

报告摘要：

● 传媒严监管环境未变，《重组办法》释放并购重组积极信号

2017 年来传媒相关政策监管整体趋严，站在当下时点，我们认为 2019 年行业整体严监管风向未变，行业在政策端仍处“寒冬期”，但我们认为严监管政策对传媒公司的边际影响正在变小。6 月 20 日晚，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》向社会公开征求意见，拟提高上市公司重组办法的“适应性”和“包容度”，我们认为《重组办法》的颁布意在鼓励上市公司通过并购重组方式推动公司业绩增长，中长期看好政策出台对传媒行业的积极影响。

● 传媒板块 19H1 涨幅 7.79% 垫底估值处于低位，看好板块触底反弹

年初以来，传媒申万指数涨幅 7.8%，相对沪深 300 涨幅-19.1%，在申万 28 个行业中排名倒数第三。在传媒子板块中，广电板块涨幅 17% 领涨，而其他板块表现较为平淡。目前传媒板块估值处于历史低位水平，商誉等风险因素已经基本释放，游戏等细分板块景气度边际改善，《重组办法》等事件提升板块信心及投资情绪，我们看好传媒板块估值及业绩双修复，我们认为目前传媒板块具备战略配置价值。

● 影视：严监管环境未变，上游制作公司供给侧改革持续，推平台型公司

截至目前（2019 年 6 月 26 日），19 年上半年票房（不含服务费）累计 279 亿元，同比-5.4%，票价提升同时观影人次较大幅下滑。19 年作为“主旋律”大年，行业在监管影响下景气度下滑。影视行业内容供给侧改革持续，看好下游平台公司内容成本下降带来的盈利预期改善，建议关注垂直型细分龙头平台芒果超媒。另外建议关注 OTT 龙头新媒股份，以及进口片发行龙头中国电影。

● 游戏：版号恢复景气度改善，看好 5G 场景下游戏新趋势及游戏出海

2018 年底游戏版号恢复，游戏行业景气度出现拐点，随着 5G 元年的开启，我们中长期看好云游戏，VR/AR 游戏等新趋势，另外继续看好游戏出海。目前游戏板块处于估值底部，建议重点关注。关注：完美世界，三七互娱，吉比特，昆仑万维等。

● 传统媒体：建议重点关注广电板块“整合+5G”主题行情

上半年广电板块涨幅 17% 领涨传媒板块，我们认为 19 年将成为广电行业关键一年，全国一网整合大势所趋，5G 商用牌照落地后，对广电行业带来较大边际变化，继续看好广电行业主题行情。

● 营销：受宏观影响继续承压，建议关注壁垒高的细分龙头

19 年上半年受宏观经济影响，营销板块继续承压。截止到今年 5 月全媒体广告规模下降 5%，生活圈广告保持微涨。中长期看好细分领域龙头分众传媒。

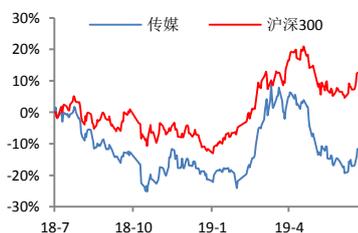
● 风险提示

版号政策风险；影视监管政策风险；公司业绩不及预期等。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号：S0100519030001

电话：010-85127513

邮箱：liuxin_yj@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：021-60876718

邮箱：zhongqi@mszq.com

相关研究

目录

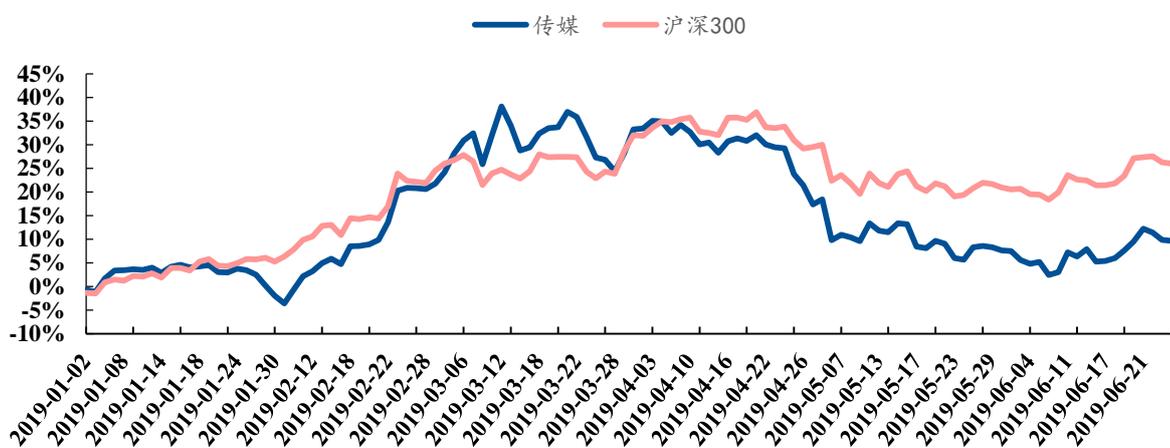
一、传媒板块概览：19 年 H1 传媒涨幅垫底，广电板块领涨	4
二、目前传媒板块现状：商誉风险基本出清，基金持仓历史低位具备反弹基础	5
(一) 业绩：18 年底商誉减值致年报利润大幅下滑，看好 19 年业绩触底反弹	5
(二) 商誉：商誉减值风险基本释放，未来商誉风险基本可控	5
(三) 权质押：股权质押情况开始好转，总体风险可控	6
(四) 基金持仓：基金配置比例处于低位，未来具备反弹基础	7
三、影视板块：严监管环境未变，上游制作公司供给侧改革持续，推平台型公司	8
(一) 政策：影视内容严监管环境未变，中长期看好《重组办法》修改意见对上市公司并购重组的积极影响	8
(二) 内容端：“主旋律”大年，监管影响下行业景气度下滑	10
1、剧集市场：受监管影响行业整体景气度下滑，政策引导下“主旋律”题材大年	10
2、电影市场：截至目前上半年电影票房同比-5%，票价提高与观影人次下滑共振	13
(三) 渠道端：院线新建影院速度并未明显放缓，互联网视频平台月活增长持续放缓	15
1、院线：新建影院日期集中于重要档期之前，上半年新建银幕数同比+9.8%	15
2、互联网视频：主流视频平台月活增长逐渐停滞，芒果月活持续高增	16
(四) 上市公司业绩：行业趋冷影响 Q1 业绩，优先推荐平台型公司	17
1、影视制作公司：一季度利润下滑毛利率走低，预计 19 年行业整体难出“寒冬期”	18
2、院线公司：受电影市场影响 19 年一季度业绩下滑，静待单银幕产出拐点	21
(1) 业绩表现：营收同比微降主因电影市场表现平淡，毛利率下滑进一步影响净利润增速	21
(2) 新建影院：万达和横仍保持较高速扩张趋势，19 年新建影院数同比 18 年下降 20%	21
(3) 主营拆分：放映、广告、卖品收入同比增速均逐渐放缓	22
(五) 投资建议：	23
四、游戏板块：版号恢复，景气度有所改善，出现复苏现象，看好 5G 时代云游戏以及游戏出海	24
(一) 游戏版块总览：游戏版块 19 年上半年涨幅落后传媒板块，盈利情况回暖	24
(二) 政策端：游戏版号申报重启，版号审批发放逐渐步入正轨	25
(三) 人口红利接近尾声，未来需深耕用户 ARPU/LTV	27
(四) 游戏云化是未来游戏发展大趋势，5G 时代看好云游戏	27
(五) 游戏人口红利末期，海外游戏市场广阔，看好游戏出海前景	29
五、传统媒体板块：出版行业安全边际较高；看好 5G 时代广电板块主题性行情	31
(一) 传统版块总览：广电行业领涨传媒版块，出版行业上半年表现较为平淡	31
(二) 出版板块均有较强防御属性，安全边际较高	32
(三) 5G 商用牌照落地，看好广电板块主题性行情	34
六、营销：维持存量市场竞争，关注新媒体商业化的推进及户外媒体竞争格局的变化	35
(一) 广告行业波动与宏观经济周期相关性较大，市场增长整体趋稳	35
(二) 互联网广告媒体头部效应较为明显，新兴互联网公司产品和商业化持续推进	37
(三) 户外媒体：生活圈媒体对新品牌吸引力增强，受宏观经济及市场竞争的影响有所下滑	38
(四) 分众传媒：竞争加剧及点位扩张使得成本大幅提升；耐用消费品类成主要营收来源	40
(五) 投资建议	42
七、风险提示	43
插图目录	44

表格目录46

一、传媒板块概览：19年H1传媒涨幅垫底，广电板块领涨

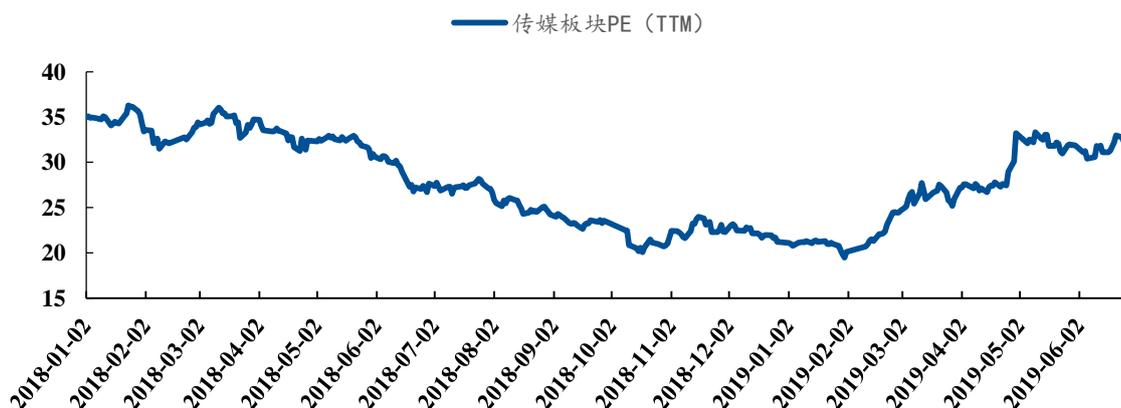
传媒板块 19H1 微涨 7.8%，跑输大盘 19%。年初以来，传媒申万指数涨幅 7.8%，相对沪深 300 涨幅-19.1%，在申万 28 个行业中排名倒数第三。当前估值 PE-TTM（6 月 28 日）为 31.8 倍，估值水平自 19 年初开始修复，目前基本与 18 年初持平。我们认为传媒行业不利因素以及风险基本已被市场消化，看好传媒行业下半年边际改善机会。

图 1：传媒指数 19H1 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：传媒指数 PE (TTM)



资料来源：Wind，民生证券研究院

传媒子版块 19H1 广电行业表现最好，主要受益于 5G 政策不断催化。从传媒子版块来看，2019 上半年广电板块领涨，19 年初至今涨幅达到 17%，主因 5G 政策催化对于广电板块有较大的边际改善。其他板块表现较为平淡，游戏板块 19 年年初至今涨幅分别为 7.3%，主要受益于版号政策重启，从供给端带动行业发展；出版板块涨幅 7.6%，主要由于其自身防御属性，表现相对稳定；营销板块涨幅为 1.0%，主要受宏观经济下滑影响较大；影视板块涨幅为-4.7%，主要因为 19 年影视行业政策端监管整体仍较严格，同时上游制作公司内容供给下滑，毛利率下降。

二、目前传媒板块现状：商誉风险基本出清，基金持仓历史低位具备反弹基础

（一）业绩：18 年底商誉减值致年报利润大幅下滑，看好 19 年业绩触底反弹

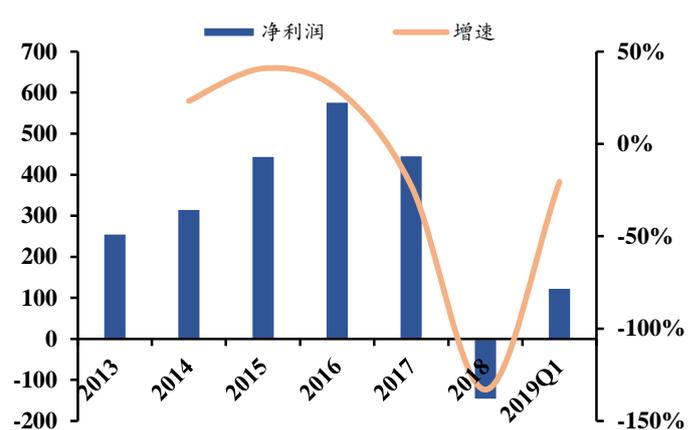
18 年底商誉减值致年报利润大幅下滑，看好 19 年业绩触底反弹。从盈利能力方面来看，行业整体盈利增速放缓，受 2018 年末商誉减值的影响，18 年业绩下滑明显。根据我们传媒行业标的池统计，18 年整体营收 6264 亿元，同比增加 11.5%，19Q1 营收 1356 亿元，同比下降 0.05%。18 年净利润-148 亿元，19Q1 净利润 124 亿元，同比下滑 21%，跌幅收窄，看好 19 年板块触底反弹估值与业绩双修复。

图 3：传媒行业营收及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：传媒行业净利润及同比增速



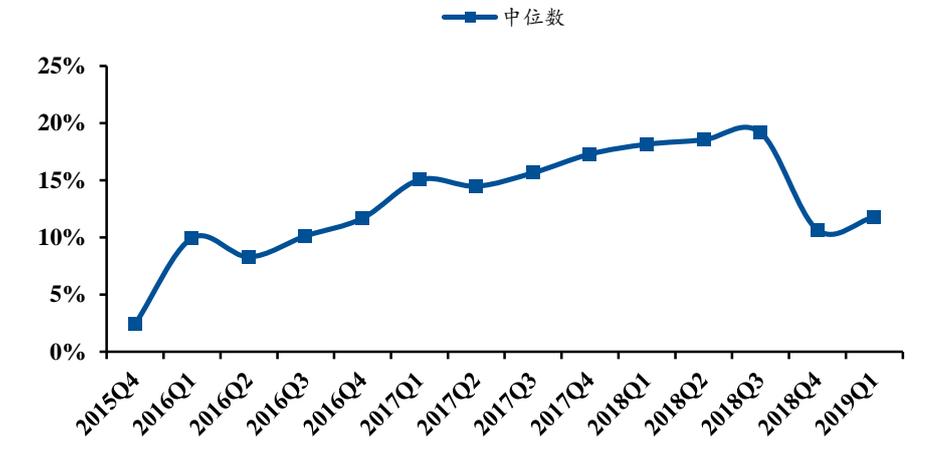
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）商誉：商誉减值风险基本释放，未来商誉风险基本可控

18 年底商誉减值较大释放商誉风险，整体商誉风险可控。18 年底传媒公司进行巨大

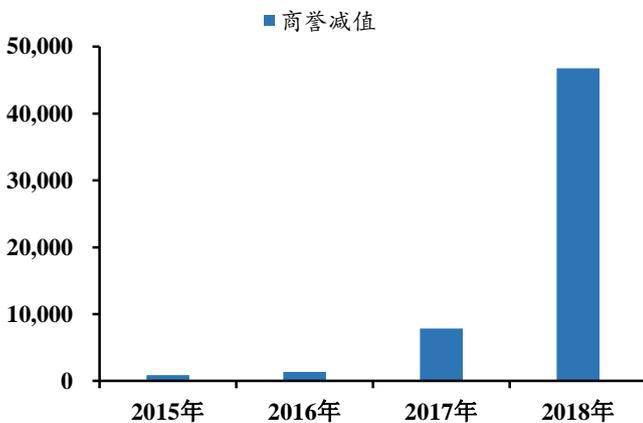
商誉减值，达到 46.8 亿元，占总商誉 30.3%，商誉所有者权益比中位数从 18Q3 的 19.2 迅速下降至 18Q4 的 10.7%，19Q1 小幅回升至 11.8%，18 年底商誉减值较大释放商誉风险，整体商誉风险可控。

图 5：传媒板块商誉所有者权益比中位数



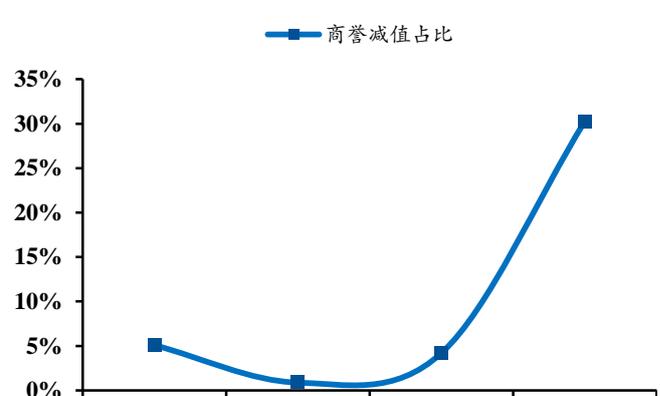
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：商誉减值规模（百万）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：商誉减值占总商誉比例

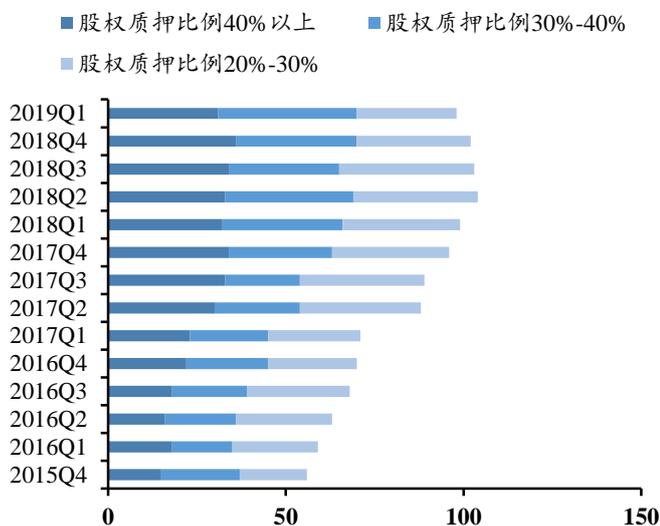


资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）股权质押：股权质押情况开始好转，总体风险可控

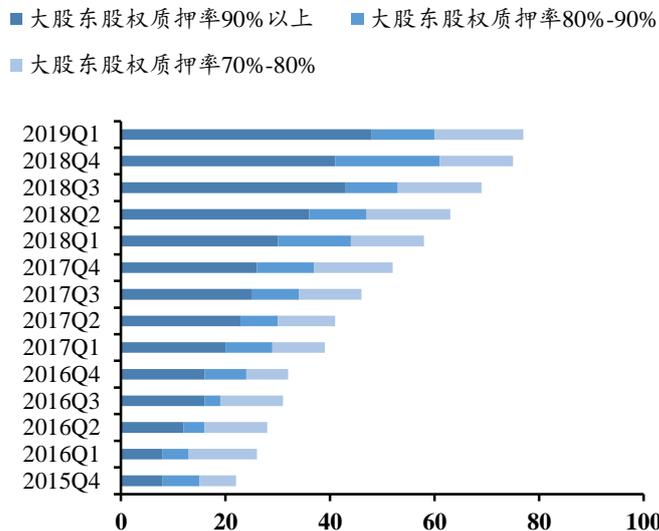
股权质押情况开始好转，总体风险可控。传媒板块股权质押率超过 40% 以上的公司，从 18Q4 的 36 家下降到 19Q1 的 31 家，超过 20% 的公司从 18Q4 的 102 家下降到 19Q1 的 98 家。大股东质押率超过 70% 的从 18Q4 的 75 家，小幅上升到 77 家，超过 90% 以上的从 41 家上升到 48 家，总体股权质押风险可控。

图 8：传媒行业不同区间股权质押率的公司数量



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：传媒行业不同区间大股东股权质押率的公司数量

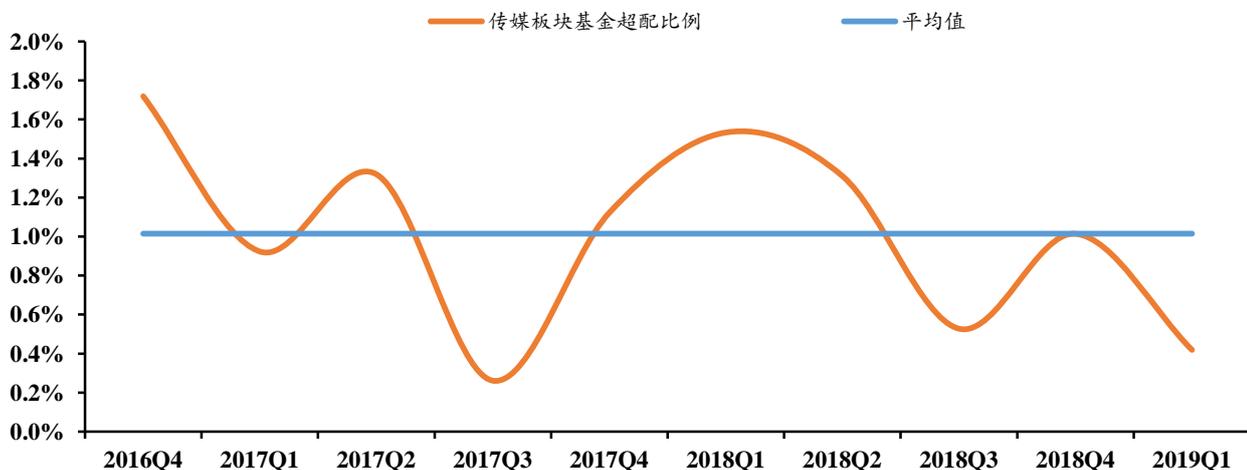


资料来源：Wind，民生证券研究院

(四) 基金持仓：基金配置比例处于低位，未来具备反弹基础

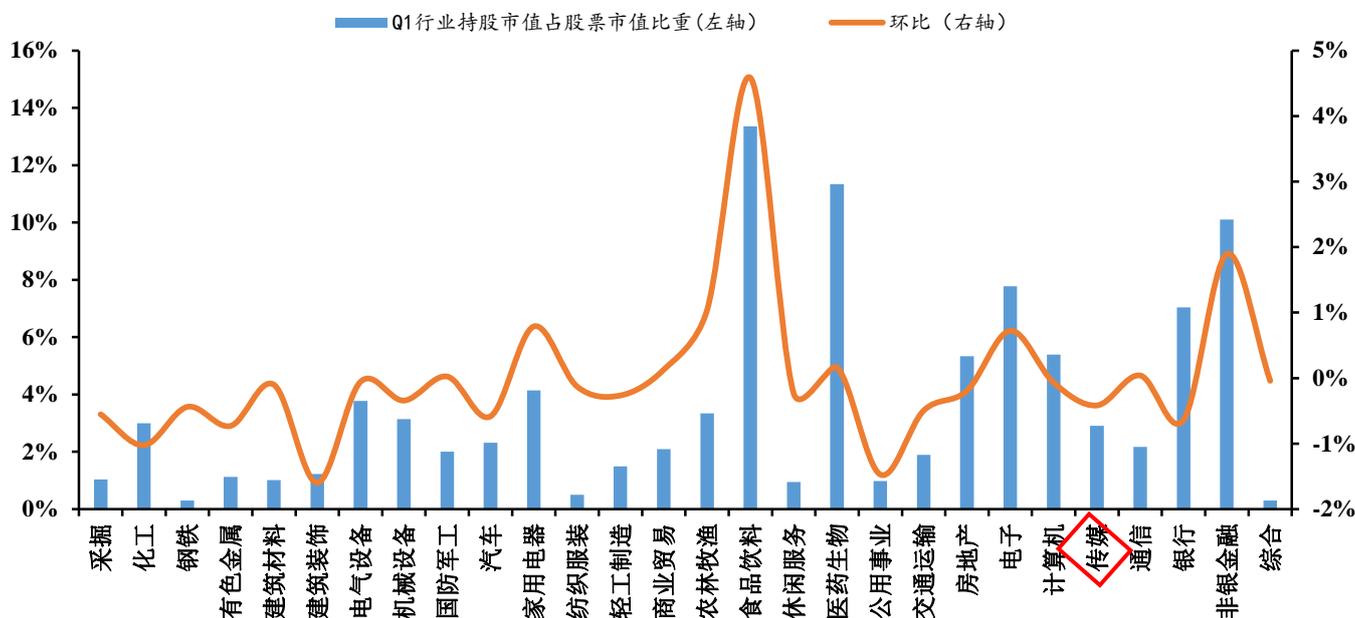
基金配置传媒行业比重持续降低，未来具备反弹基础。2019Q1，基金配置传媒行业市值占总股票市值 2.9%，环比下降 0.4%；传媒行业超配 0.53%，最近 10 个季度传媒行业超配平均值为 1.01%，超配比率为近 10 个季度来第二低。我们认为机构投资者对整个传媒板块预期偏向悲观，未来传媒板块边际弹性较大。

图 10：传媒板块基金超配比例



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 2019Q1 基金各行业持股市值占比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、影视板块：严监管环境未变，上游制作公司供给侧改革持续，推平台型公司

（一）政策：影视内容严监管环境未变，中长期看好《重组办法》修改意见对上市公司并购重组的积极影响

2019 年严监管环境未变，《重组办法》释放并购重组积极信号。监管政策是传媒板块的外部“风向标”，回溯历史：2017 年来传媒相关的政策监管整体趋严，2018 年，随着对明星税收片酬监管等政策出台，监管环境进入最严周期。站在当下时点，我们认为 2019 年影视行业整体严监管风向未变，具体表现如“限古令”政策——《封神》停播、《九州缥缈录》撤档，电影撤档或改名——《八佰》《少年的你》撤档，《伟大的愿望》（原名）改名等，行业在政策端仍处“寒冬期”。

6 月 20 日晚，证监会发文表示拟提高上市公司重组办法的“适应性”和“包容度”，包括拟取消净利润指标、缩短企业借壳上市的认定期限、有限度放开创业板借壳上市，并拟恢复借壳上市募集配套资金等内容，我们认为《重组办法》的颁布意在鼓励上市公司通过并购重组方式推动公司业绩增长，中长期看好政策出台对传媒行业上市公司并购重组的积极影响。

表 1: 2018 年至今影视及行业相关政策梳理

时间	相关部门	政策	简要内容
2018.1	国家广播电视总局	《关于进一步加强广播电视节目备案管理和违规处理的通知》	明确 <u>综艺节目提前两个月备案的要求以及违规的处理规定</u> ， <u>停播节目不可复播</u>
2018.1	国家税务总局	《国家税务总局关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	从 18 年 10 月 10 日起，各地税务机关通知本区的影视制作公司等企业及行业高收入人员， <u>对 2016 年以来的申报纳税情况自查自纠</u>
2018.1	证监会	《再融资审核财务知识问答》与《再融资审核非财务知识问答》	上市公司募集资金 <u>不得跨界投资影视或游戏</u>
2018.2	国家广播电视总局	《严肃整治网上低俗炒作、不良有害视听节目》	<u>严肃整治</u> 歪曲演绎红色经典、恶意拼接经典卡通形象、散布血腥暴力、炒作明星绯闻和炫富享乐类视听节目
2018.3	国家广播电视总局	《国家新闻出版广电总局办公厅关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》	<u>规范</u> 网络视听，管理节目剪辑、预告片等
2018.6	中央宣传部、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家电影局等	《通知》	加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理：每部电影/电视剧/网络视听节目全部演员、嘉宾总片酬不得超过制作总成本的 <u>40%</u> ，主要演员片酬不得超过总片酬的 <u>70%</u> 。
2018.7	国家广播电视总局	《关于做好暑期网络视听节目播出工作的通知》	<u>规范</u> 偶像养成类节目，歌唱才艺节目
2018.7	国家广播电视总局	《学习宣传贯彻〈中华人民共和国英雄烈士保护法〉的意见》	鼓励英雄烈士题材
2018.8	国家广播电视总局	《未成年人节目管理规定（征求意见稿）》	<u>防止</u> 未成年人节目出现商业化、成人化和过度娱乐化倾向
2018.8	腾讯视频、优酷、爱奇艺等	《联合声明》	控制不合理的片酬，三家视频网站和六大影视制作公司采购或制作的所有影视剧， <u>单个演员的单集片酬不得超过 100 万</u> ， <u>总片酬不得超过 5000 万元</u>
2018.9	国家广播电视总局	《境外视听节目引进、传播管理规定（征求意见稿）》	<u>拟规定境外电视节目的播出总量和播出时间</u>
2018.11	国家广播电视总局	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	综艺节目提前报备嘉宾姓名/片酬/成本等信息，每个节目/电视剧全部嘉宾/演员总片酬不得超过节目总成本的 40%，主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的 70%， <u>坚决打击收视率（点击率）造假行为</u>
2018.11	北京市广播电视局	《网络视听监管新规》	网剧/网大/网络动画等网生内容由省广电审核， <u>网络平台只能采购广电过审后、取得上线备案号的视听内容</u> 。网络视听内容审查与电视台内容审查 <u>19 年 2 月即将并轨</u>
2018.12	国家电影局	《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》	各级部门对影院建设提供审批便利，对中西部地区以及乡镇地区新建影院提供资助，目标为到 <u>2020 年全国城市院线银幕数超过 8 万块</u>
2018.12	国务院办公厅	《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的规定》和《进一步支持文化企业发展的规定》	推进国有经营性文化事业单位 <u>转企改制</u> ； <u>鼓励</u> 有条件的文化企业利用资本市场发展壮大； <u>鼓励</u> 符合条件的企业并购重组和上市融资等
2019.02	中共北京市委办公厅	《关于推动北京影视业繁荣发展的实施意见》	推动文化领域“ <u>投贷奖</u> ” <u>投融资全过程联动衔接</u> ；优化做大做强 IP(知识产权)产业链的软环境；加大金融支持影视业发展力度；推动京津冀影视业协同发展

2019.04	国家广播电视总局	《网络视听庆祝建国 70 周年宣传活动》	各视听新媒体机构要把牢政治方向， 突出庆祝新中国成立 70 周年网络视听宣传主线 ，大力推出 现实题材 作品，充分展现 70 年来特别是党的十八大以来 的历史性变革和成就 ，营造浓厚庆祝氛围
2019.06	国家广播电视总局	《庆祝新中国成立 70 周年部分省级卫视播出调度》	要求各台扎实做好推荐剧目的编排播出工作 ：高度重视播出 政治导向 问题，始终把正确的政治方向摆在第一位；切实增强媒体阵地意识，全力做好编排播出；努力实现播出效益最大化；四要进行全时段宣传期播出调控，确保编排播出剧目与宣传期整体氛围相协调

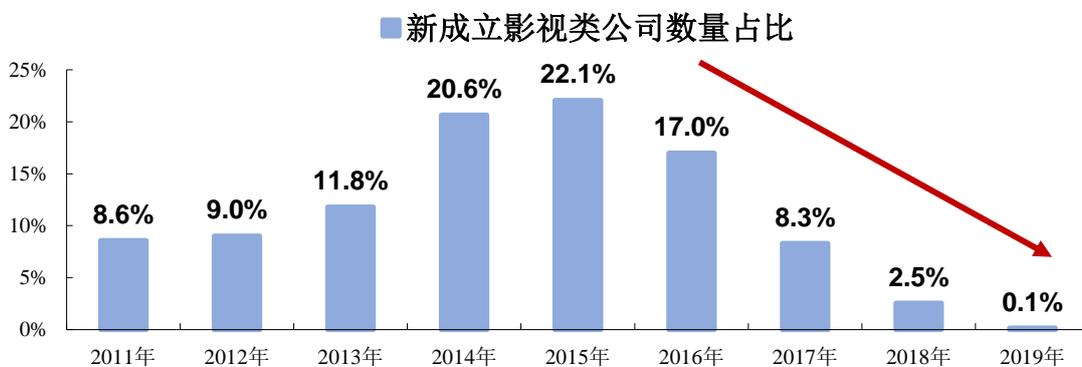
资料来源：广电总局，国务院，税务总局，证监会，国家电影局，北京市委办公厅，民生证券研究院

（二）内容端：“主旋律”大年，监管影响下行业景气度下滑

1、剧集市场：受监管影响行业整体景气度下滑，政策引导下“主旋律”题材大年

我们认为目前电视剧电影市场已走过“渠道红利”时代（互联网视频渠道月活用户步入个位数低增速/影院渠道城市银幕扩张接近饱和），因此未来驱动电视剧和电影市场增速中枢的核心因素在于供给侧的优质内容，18 年下半年来，为整治诸多行业乱象，影视行业内容监管趋严，影视投资不确定性提高，与此同时一级市场资金纷纷撤离影视行业，影视制作公司投资新项目积极性下降，行业整体景气度下滑。

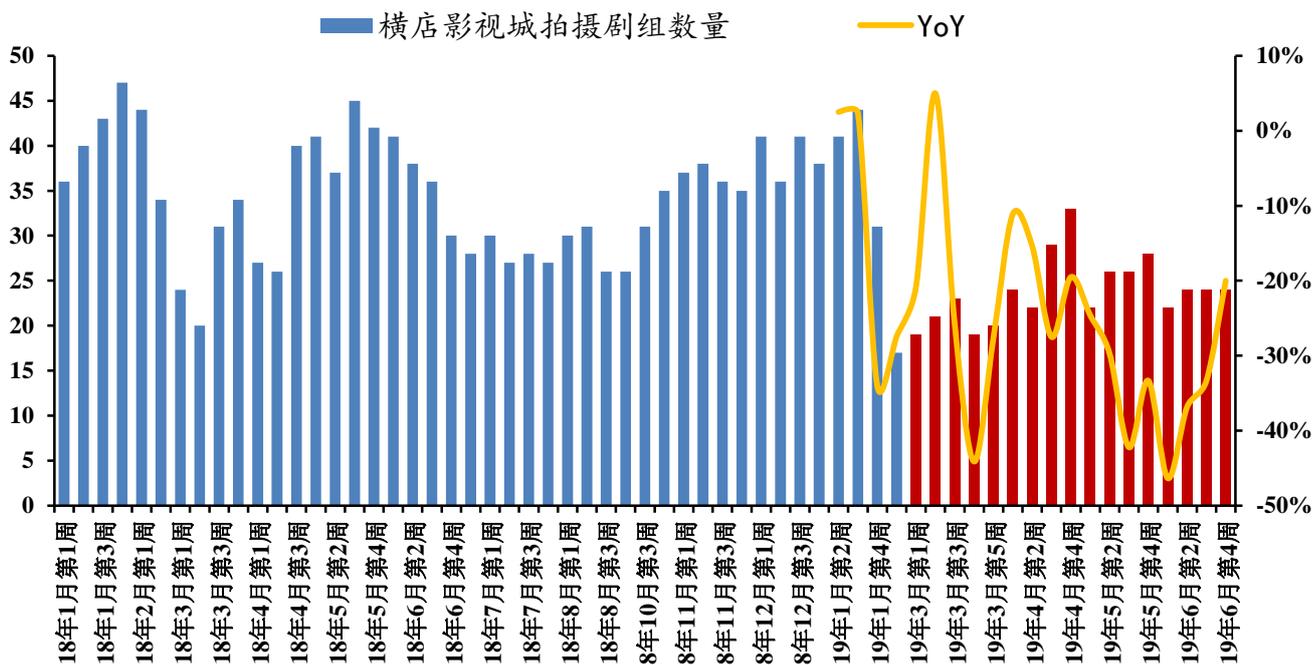
图 12：2011 年来一级市场新成立影视类公司占比示意图



资料来源：IT 桔子，民生证券研究院

从影视城剧组数量看行业景气度：19 年至今横店影视城周在拍剧组数量下滑 20%。横店影视城每周在拍剧组数量是反映影视行业供给侧景气度的一项指标，从数据看，2019 年每周在拍剧组数量大幅下降，平均每周数量同比 2018 年同期下滑 20% 以上。

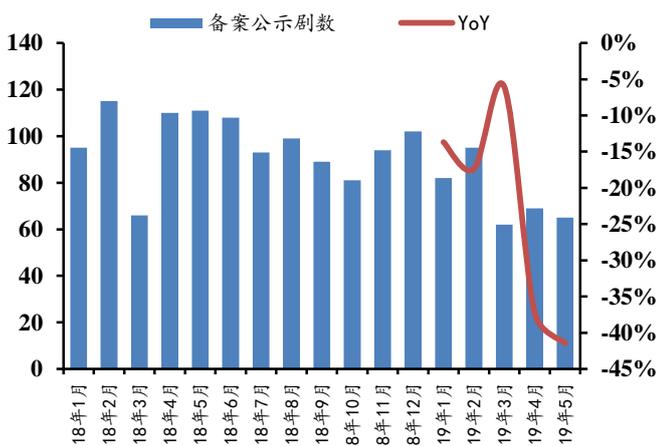
图 13：横店影视城拍摄剧组数量及同比增长



资料来源：横店影视城公众号，民生证券研究院

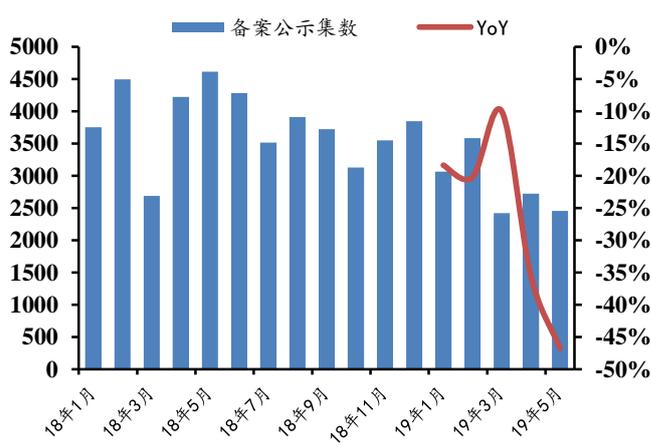
从电视剧备案公示剧集数看行业景气度：19年来电视剧整体备案剧集数大幅下滑。电视剧从备案→开机→杀青→上映，备案数为反映行业拍摄积极性的重要指标。整体来看，2019年1~5月备案公示剧集数同比去年同期下滑明显，且降幅从1月~5月逐渐扩大，其中2019年5月备案公示剧数65部（YoY-41.4%），集数2456集（YoY-46.8%）。

图 14：2018 年 1 月-2019 年 5 月备案公示剧数及同比增长



资料来源：国家广播电影电视总局，民生证券研究院

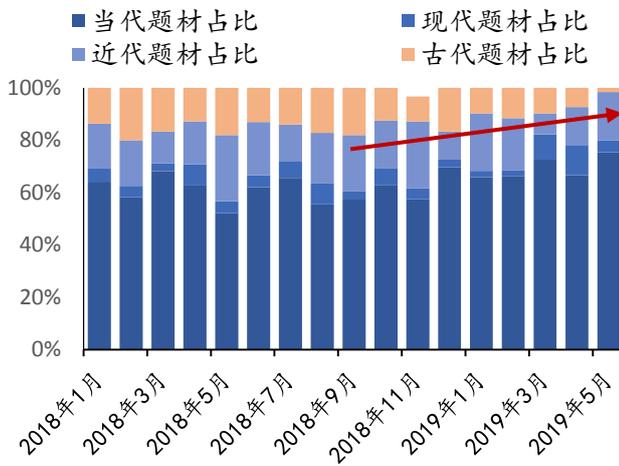
图 15：2018 年 1 月-2019 年 5 月备案公示集数及同比增长



资料来源：国家广播电影电视总局，民生证券研究院

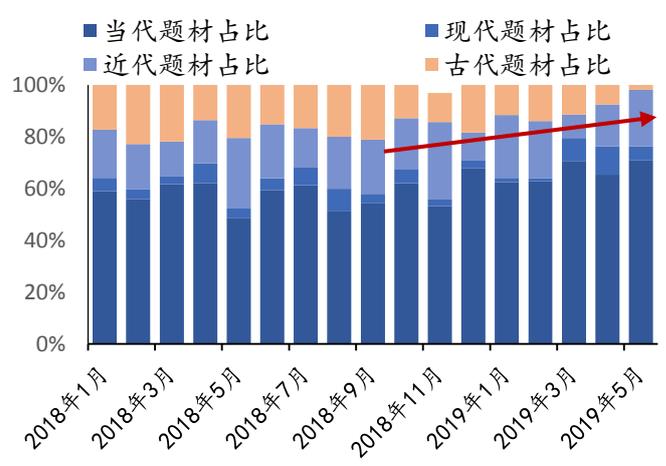
从备案题材看监管动向：古代题材占比大幅下降，宏观背景下19年或为“主旋律”大年。从2019年来备案公示剧集题材看：当代题材占比最大且呈小幅度上升趋势，受广电“限古令”影响，新备案古装题材大幅下降，同时已有完成拍摄的多部古装题材电视剧也遭撤档或停播。

图 16：2018 年 1 月-2019 年 5 月备案公示各题材剧数占比



资料来源：国家广播电影电视总局，民生证券研究院

图 17：2018 年 1 月-2019 年 5 月备案公示各题材集数占比



资料来源：国家广播电影电视总局，民生证券研究院

表 2：2019 年来电视剧电影撤档案例

电视剧撤档案例		
名称	原档期	撤档原因
《九州缥缈录》	6.3	介质原因
《封神演义》	6.3 (中途停播, 剩余 12 集未播出)	介质原因
《半生缘》	5.10	不详
电影撤档案例		
名称	原档期	撤档原因
《风中有朵雨做的云》	4.4	不详
《妈阁是座城》	5.7	某些内容需要修改
《少年的你》	6.27	考虑影片的制作完成度和市场预判
《八佰》	7.5	不详

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 3：2019 年来电视剧电影改名案例

电影电视剧改名案例	
原名	现名
《巨匠》	《筑梦情缘》
《艳势番之新青年》	《热血传奇》
《悲伤逆流成河》	《流淌上幸福时光》
《伟大的愿望》	《小小的愿望》
《大明皇妃孙若微传》	《大明风华》

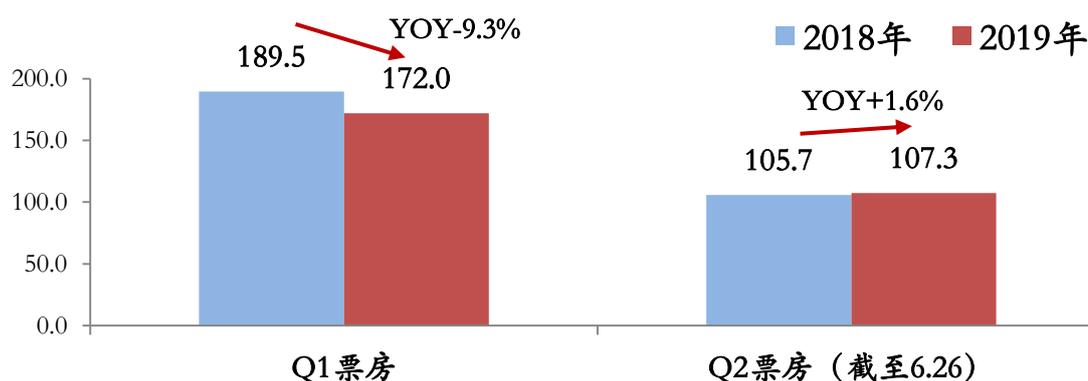
《蜜汁炖鱿鱼》	《亲爱的，热爱的》
《白发王妃》	《白发》
《资深少女的初恋》	《资深少女的幸福生活》
《在纽约》	《我在北京等你》

资料来源：Wind，民生证券研究院

2、电影市场：截至目前上半年电影票房同比-5%，票价提高与观影人次下滑共振

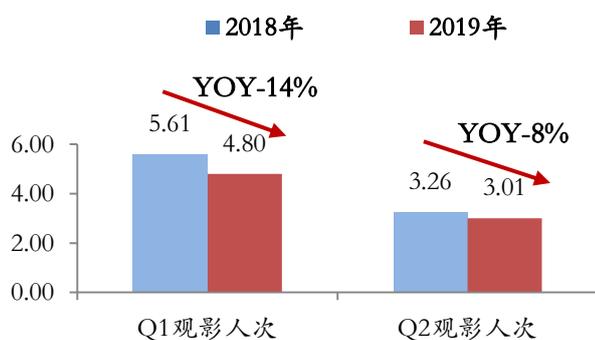
上半年票房同比微降，票价提升同时观影人次较大幅下滑。截至目前(2019年6月26日)，19年上半年票房(不含服务费)累计279亿元，同比去年-5.4%。拆分人次和票价看：Q1和Q2票价分别上涨6%和10%，Q2高涨预计主因《复联4》高票价拉动；票价提升的同时是观众逃离影院：19年上半年观影人次出现较大幅下滑，Q1和Q2观影人次同比18年分别下滑14%和8%，上半年整体下滑12%。

图 18：2018 年-2019 年 Q1、Q2* 电影票房(不含服务费)及同比增长



资料来源：灯塔专业版，民生证券研究院（注：为使数据可比，2018年和2019年Q2均为截至6.26号数据）

图 19：2018 年-2019 年 Q1&Q2 观影人次(亿)及同比



资料来源：灯塔专业版，民生证券研究院

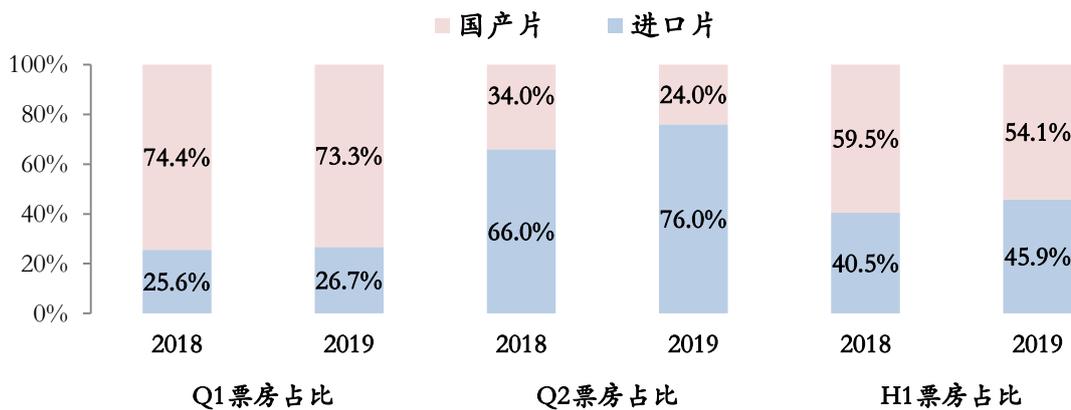
图 20：2018-2019 年 Q1&Q2 平均票价(不含服务费)及同比



资料来源：灯塔专业版，民生证券研究院

看单片：春节档撑起一季度，《复联4》撑起二季度，头部影片马太效应更加显著。从电影类型来看，19年H1进口片同比18年+4.1%，在国产片表现不佳背景下（YOY-16.4%）贡献46%票房收入。从单片看，19年头部影片的马太效应更加明显：《流浪地球》单部影片收割Q1 35%的票房占比，显著高于2018年《红海行动》；而二季度《复联4》票房更是占进口片49%比重，同样显著高于18年《复联3》表现。

图 21：2018 年-2019 年 Q1、Q2 及上半年进口和国产片电影票房占比对比



资料来源：猫眼专业版，民生证券研究院（注：为使数据可比，2018年和2019年Q2均为截至6.26号数据）

表 4：2018 年 Q1-Q2 头部进口片及国产片对比

2018 年 Q1				2018 年 Q2			
国产片：140.2 亿		进口片：48.3 亿		国产片：37.4 亿		进口片：72.5 亿	
影片名称	票房占比	影片名称	票房占比	影片名称	票房占比	影片名称	票房占比
红海行动	24%	神秘巨星	14%	后来的我们	24%	复仇者联盟 3：无限战争	31%
唐人街探案 2	23%	黑豹	13%	超时空同居	23%	侏罗纪世界 2	19%
捉妖记 2	15%	环太平洋：雷霆再起	11%	幕后玩家	15%	头号玩家	15%
前任 3：再见前任	11%	勇敢者游戏	10%	猛虫过江	11%	狂暴巨兽	13%
无问西东	5%	古墓丽影：缘起之战	9%	动物世界	5%	超人总动员 2	3%
CR5	78%	CR5	57%	CR5	78%	CR5	81%
2019 年 Q1				2019 年 Q2			
国产片：122.8 亿		进口片：44.8 亿		国产片：25.6 亿		进口片：80.2 亿	
影片名称	票房占比	影片名称	票房占比	影片名称	票房占比	影片名称	票房占比
流浪地球	35%	大黄蜂	24%	反贪风暴 4	29%	复仇者联盟 4：终局之战	49%
疯狂的外星人	17%	惊奇队长	21%	最好的我们	14%	哥斯拉 2：怪兽之王	10%
飞驰人生	13%	绿皮书	10%	何以为家	13%	大侦探皮卡丘	7%
比悲伤更悲伤的故事	7%	阿丽塔：战斗天使	10%	追龙 II	11%	X 战警：黑凤凰	5%
熊出没·原始时代	5%	驯龙高手 3	7%	老师·好	5%	阿拉丁	4%
CR5	77%	CR5	71%	CR5	71%	CR5	75%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

展望 19 年暑期档: 不乏高期待单片, 但预计政策影响下整体表现平淡。“国产片”是 18 年暑期档关键词: 《药神》(29 亿)《西红柿首富》(23 亿)《一出好戏》(12 亿)等票房口碑皆佳的国产片撑起了 2018 年 162 亿的票房和 17 年高基数(主因《战狼 2》)基础上 6% 的同比增长。展望 2019 年, 进口片《蜘蛛侠》《狮子王》/国产片《扫毒 2》《银河补习班》(光线出品)《跳舞吧大象》(北京文化出品)或将收获较高票房和口碑, 但由于高期待影片《八佰》《少年的你》撤档, 预计今年暑期档整体票房同比去年 162 亿高基数、实现正增仍有难度。

图 22: 2018 年暑期档影片一览



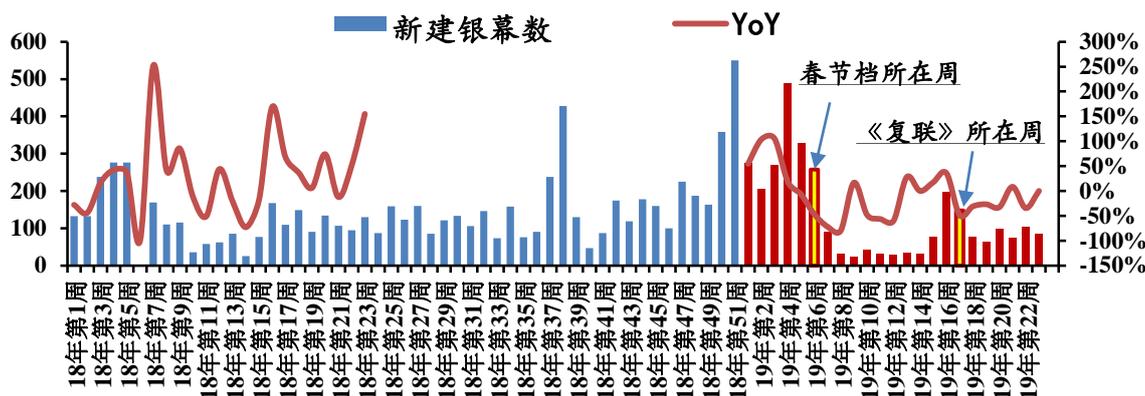
资料来源: 易观千帆, 民生证券研究院

(三) 渠道端: 院线新建影院速度并未明显放缓, 互联网视频平台月活增长持续放缓

1、院线: 新建影院日期集中于重要档期之前, 上半年新建银幕数同比+9.8%

新建影院集中于春节档和复联上映前, 上半年新建银幕数 3045 块同比+9.8%。根据艺恩数据, 19 年上半年新建影院及银幕数主要集中在春节档和《复联》上映前期, 19 年上半年整体新增银幕数 3045 块, 同比 2018 年+9.8%。

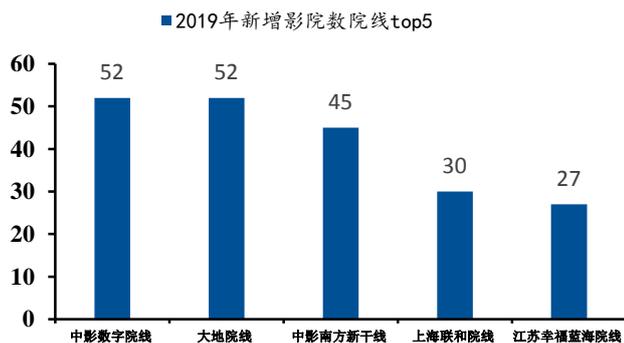
图 23: 2018 年-2019 年第 23 周新建银幕数及同比增长



资料来源：艺恩，民生证券研究院

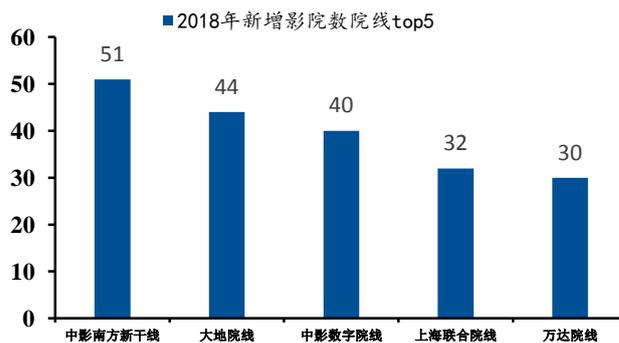
新增影院数 top5 院线中影数字院线与大地跃居第一。2019 上半年中影数字院线与大地院线并列第一新增共 52 家影院。而 2018 年新增影院数第一的中影南方新干线位列第三。

图 24：2019 年前 23 周新增影院数 top5



资料来源：艺恩，民生证券研究院

图 25：2018 年前 23 周新增影院数 top5

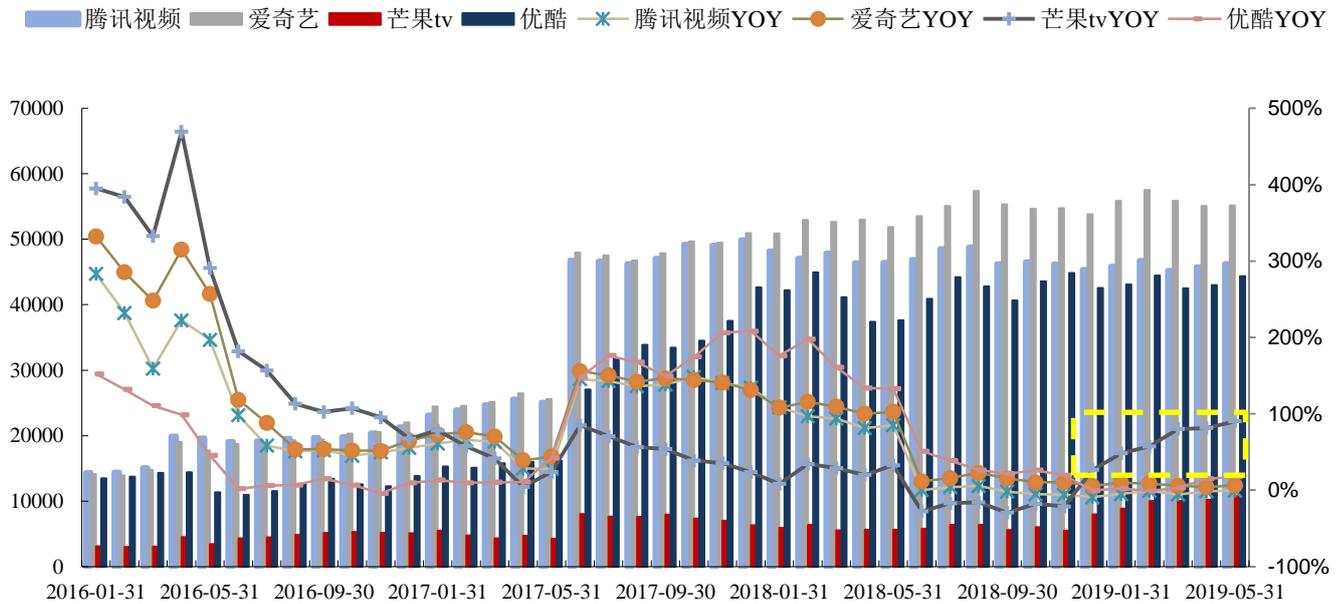


资料来源：艺恩，民生证券研究院

2、互联网视频：主流视频平台月活增长逐渐停滞，芒果月活持续高增

根据易观千帆数据，主流视频平台月活增速逐渐停滞：腾讯视频 2019 年前五个月平均月活增速-2.6%，爱奇艺 2019 年前五个月平均月活增速 7.0%，优酷视频 2019 年前五个月平均月活增速 7.5%。我们预计头部互联网视频平台未来增长主要靠付费率提高带来会员收入增长，靠流量红利下活跃用户快速增长已不再现实。相比 BAT，芒果 TV 2019 年来活跃用户平均增速仍维持较高增长水平，前五个月平台增速达 71.5%，芒果 TV 作为背靠湖南广电的主流视频平台，综艺制作能力突出，自制内容护城河逐渐形成，看好未来会员广告双驱动下平台收入高增。

图 26：2016 年来腾讯视频/优酷/爱奇艺/芒果 TV 月活跃用户数（万）及同比变化



资料来源：易观千帆，民生证券研究院

(四) 上市公司业绩：行业趋冷影响 Q1 业绩，优先推荐平台型公司

我们将影视板块相关公司分成影视制作公司、院线公司、互联网视频公司三大类，公司市值及盈利情况表现如下。

表 5：影视公司估值表

股票代码	公司名称	股价	本周涨幅	年初以来涨幅	总市值	流通市值	PE				EPS			
		2019/6/28	2019/6/28	2019/6/25	(亿元)	(亿元)	2018LY R	2018TT M	2019 E	2020 E	2018LY R	2018TT M	2019 E	2020 E
801760.SI	传媒(申万)	604.88	-3.9%	9.9%	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
852242.SI	影视动漫(申万)	2856.07	-4.0%	-2.9%	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
院线公司														
002739.SZ	万达电影	18.44	-4.5%	-14.3%	383.3	125.3	25.1	32.5	21.43	19.0	0.74	0.57	0.86	0.97
600977.SH	中国电影	15.66	1.4%	5.7%	292.4	88.5	19.6	19.4	20.44	18.6	0.80	0.81	0.77	0.84
603103.SH	横店影视	15.84	-13.3%	6.8%	100.5	11.8	22.3	34.5	28.93	25.8	0.71	0.46	0.55	0.61
601595.SH	上海电影	14.3	0.8%	18.9%	53.4	15.2	22.7	22.4	19.47	16.1	0.63	0.64	0.73	0.89

002905.SZ	金逸影视	17.75	-2.9%	45.7%	47.7	11.9	30.1	35.6	23.61	18.4	0.59	0.50	0.75	0.96
300528.SZ	幸福蓝海	7.62	-2.4%	-7.0%	28.4	10.1	-5.3	-5.0	--	--	-1.43	-1.51	0.00	0.00
影视制作公司														
300251.SZ	光线传媒	6.8	-1.6%	-9.1%	199.5	57.0	14.5	-37.8	24.26	20.4	0.47	-0.18	0.28	0.33
300133.SZ	华策影视	6.73	-2.2%	-25.3%	118.2	63.7	56.1	55.9	20.70	18.0	0.12	0.12	0.33	0.37
300027.SZ	华谊兄弟	4.91	-13.1%	16.4%	137.2	77.6	-12.6	-9.5	21.13	18.1	-0.39	-0.52	0.23	0.27
000802.SZ	北京文化	10.07	-2.4%	-8.0%	72.1	31.2	22.3	25.2	16.46	14.4	0.45	0.40	0.61	0.70
000892.SZ	欢瑞世纪	3.7	-8.6%	-17.4%	36.3	18.0	11.2	11.1	6.72	5.7	0.33	0.33	0.55	0.65
002343.SZ	慈文传媒	7.56	-8.9%	-11.5%	35.9	23.8	-3.3	-3.1	11.15	9.5	-2.30	-2.47	0.68	0.80
603721.SH	中广天择	16.55	-2.1%	58.9%	21.5	7.6	61.3	205.8	--	--	0.27	0.08	0.00	0.00
300426.SZ	唐德影视	6.34	-3.9%	-2.3%	26.2	13.6	-2.7	-2.6	--	--	-2.32	-2.41	0.00	0.00
600715.SH	文投控股	3.87	-4.4%	-11.8%	71.8	25.7	-10.5	-9.3	--	--	-0.37	-0.42	0.00	0.00
000673.SZ	当代东方	3.84	-4.2%	-16.0%	30.4	18.5	-1.9	-1.8	--	--	-2.02	-2.17	0.00	0.00
互联网视频公司														
300413.SZ	芒果超媒	41.05	1.1%	9.9%	429.9	84.4	44.6	33.8	35.78	28.2	0.92	1.21	1.15	1.46
IQ.O	爱奇艺(美股)	20.65		21.1%	1032.1	448.8	-8.5	-10.0	--	--	-2.43	-2.07	--	--

资料来源: Wind, 民生证券研究院

1、影视制作公司：一季度利润下滑毛利率走低，预计 19 年行业整体难出“寒冬期”

(1) 业绩表现：一季度归母净利润大幅下滑，预计全年影视行业仍处“寒冬”

在我们选取的十家影视制作公司中，2019 年 Q1 总营收 31.7 亿 (YOY-19.9%)，归母净利润合计-0.5 亿，归母净利润为正的仅有光线传媒 (0.92 亿)、华策影视 (0.36 亿)、欢瑞世纪 (0.11 亿)、慈文传媒 (0.06 亿)、文投控股 (0.03 亿) 五家。我们进一步拆分影视制作公司利润表构成，十家公司 2019Q1 平均毛利率为 19.4%，同比 2018Q1 毛利率 43.7% 大幅下滑，公司层面除北京文化和欢瑞世纪外其他公司毛利率均出现较大幅下滑，这与 2018 年下半年来影视行业遇冷、单剧价格下滑的趋势较为一致。展望 2019 年，目前来看政策层面“限古令”、题材审查趋严的趋势并未缓和，预计 19 年影视行业“寒冬期”仍将持续。

表 6：影视制作公司 2019 年 Q1 业绩一览

股票代码	公司名称	2019Q1 营收	2018Q1 营收	营收同比	2019Q1 毛利率	2018Q1 毛利率	2019Q1 归母净利润	2018Q1 归母净利润	净利润同比
002905.SZ	金逸影视	17.75	18.2	-2.9%	45.7%	47.7	11.9	30.1	35.6
300528.SZ	幸福蓝海	7.62	7.8	-2.4%	-7.0%	28.4	10.1	-5.3	-5.0
300251.SZ	光线传媒	6.8	6.9	-1.6%	-9.1%	199.5	57.0	14.5	-37.8
300133.SZ	华策影视	6.73	6.8	-2.2%	-25.3%	118.2	63.7	56.1	55.9
300027.SZ	华谊兄弟	4.91	5.6	-13.1%	16.4%	137.2	77.6	-12.6	-9.5
000802.SZ	北京文化	10.07	10.4	-2.4%	-8.0%	72.1	31.2	22.3	25.2
000892.SZ	欢瑞世纪	3.7	4.1	-8.6%	-17.4%	36.3	18.0	11.2	11.1
002343.SZ	慈文传媒	7.56	8.4	-8.9%	-11.5%	35.9	23.8	-3.3	-3.1
603721.SH	中广天择	16.55	16.8	-2.1%	58.9%	21.5	7.6	61.3	205.8
300426.SZ	唐德影视	6.34	6.6	-3.9%	-2.3%	26.2	13.6	-2.7	-2.6
600715.SH	文投控股	3.87	4.1	-4.4%	-11.8%	71.8	25.7	-10.5	-9.3
000673.SZ	当代东方	3.84	4.5	-4.2%	-16.0%	30.4	18.5	-1.9	-1.8
300413.SZ	芒果超媒	41.05	40.5	1.1%	9.9%	429.9	84.4	44.6	33.8
IQ.O	爱奇艺(美股)	20.65	19.5		21.1%	1032.1	448.8	-8.5	-10.0

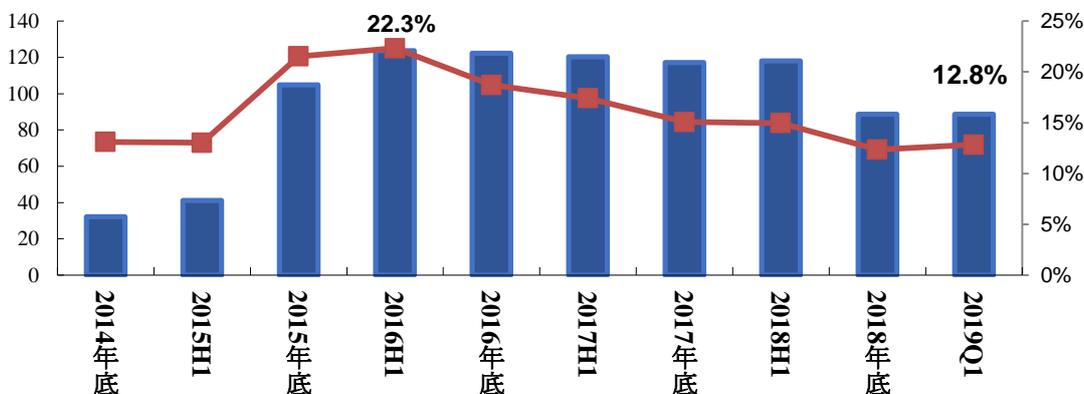
影视制作公司										
300251.SZ	光线传媒	9.16	4.01	128.6%	5.9%	37.8%	0.92	19.93	-95.4%	
300133.SZ	华策影视	7.35	5.94	23.8%	25.9%	36.0%	0.36	0.36	-0.1%	
300027.SZ	华谊兄弟	5.92	14.16	-58.2%	15.6%	57.9%	-0.94	2.59	-136.3%	
000802.SZ	北京文化	0.32	1.50	-78.9%	85.1%	36.2%	-0.27	0.13	-312.7%	
000892.SZ	欢瑞世纪	0.58	0.79	-26.8%	93.1%	40.0%	0.11	0.08	29.6%	
002343.SZ	慈文传媒	1.54	2.86	-46.1%	15.3%	19.4%	0.06	0.87	-92.8%	
603721.SH	中广天择	0.66	0.57	15.0%	9.8%	32.5%	-0.09	0.08	-204.0%	
300426.SZ	唐德影视	0.33	1.86	-82.1%	18.5%	45.8%	-0.44	0.24	-280.4%	
600715.SH	文投控股	4.83	5.54	-12.8%	26.7%	35.6%	0.03	0.88	-96.3%	
000673.SZ	当代东方	1.02	2.35	-56.7%	31.3%	44.0%	-0.25	0.93	-127.3%	
合计		31.70	39.57	-19.9%	19.4%	43.7%	-0.51	26.10	-102.0%	

资料来源：Wind，民生证券研究院

(2) 商誉：18年底行业计提大额商誉减值，部分公司商誉账面值仍高企

看历史：十家影视制作公司商誉在2015年大幅增长，2016年H1达到高峰（占总资产比重22.3%），2016H1之后，影视制作公司商誉以产生资产减值损失的形式逐渐消化，2018年末大幅下降，目前十家影视制作公司商誉合计88.7亿，占总资产比为12.8%。

图 27：2014-2019 年影视制作公司商誉（亿元）及占总资产比重（%）变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

分公司：当前影视制作公司中商誉资产比重仍较高的公司有华策影视（13.2 亿）/华谊兄弟（21 亿）/北京文化（16 亿）/文投控股（36 亿）。其中，华策影视/华谊兄弟/北京文化构成商誉的子公司均为影视制作公司，目前华策/北京文化收购子公司业绩承诺期已过，未来建议关注子公司业绩表现及与主业协同效应。

表 7：影视制作公司 2014-2019 年商誉一览

股票代码	公司名称	2014 年底	2015H1	2015 年底	2016H1	2016 年底	2017H1	2017 年底	2018H1	2018 年底	2019Q1	备注
300251.SZ	光线传	3.6	3.6	6.9	8.4	6.6	5.7	2.3	2.4	0.2	0.2	

	媒											
300133.SZ	华策影视	12.4	12.4	12.4	13.0	13.3	13.3	13.3	13.3	13.2	13.2	主要为克顿文化传媒 11.2 亿
300027.SZ	华谊兄弟	14.9	14.9	35.7	35.7	35.7	30.3	30.5	30.6	21.0	21.0	主要为东阳美拉 7.4 亿+东阳浩瀚 7.5 亿
000802.SZ	北京文化	1.3	1.3	1.3	16.4	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	世纪伙伴 8.3 亿+星河文化 6.4 亿+摩天轮 1.1 亿
000892.SZ	欢瑞世纪	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
002343.SZ	慈文传媒	0.0	0.0	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	1.3	1.3	
603721.SH	中广天择	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
300426.SZ	唐德影视	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	
600715.SH	文投控股	0.0	0.0	29.8	31.6	31.5	35.2	35.2	36.2	36.3	36.3	主要为耀莱影城 17.5 亿+都玩网络 12.3 亿
000673.SZ	当代东方	0.0	8.9	8.8	8.8	9.5	9.8	10.1	9.6	0.9	0.9	
合计		32.2	41.1	104.8	123.8	122.3	120.3	117.2	118.0	88.7	88.7	

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 8: 华策影视/华谊兄弟/北京文化/文投控股商誉主要构成公司业绩承诺及业绩表现示意

公司名称	商誉账面 (亿元)	收购年份		业绩 (净利润) 承诺情况						
				2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
华谊兄弟-东阳浩瀚	7.49	2015 年	承诺金额		0.9	1.04	1.19	1.37	1.57	
			实际金额		0.51	1.01	1.56	1.95		
华谊兄弟-东阳美拉	7.44	2015 年	承诺金额			1	1.15	1.32	1.52	1.75
			实际金额			0.55	1.17	0.65		
华策影视-克顿文化	11.2	2014 年	承诺金额	1.82	2.37	2.43				
			实际金额	1.87	2.4	2.78				
北京文化-世纪伙伴	8.3	2014 年	承诺金额	0.9	1.1	1.3	1.5			
			实际金额		1.13	1.35	1.5	1.45		
北京文化-星河文化	6.4	2014 年	承诺金额	0.50	0.65	0.84	1.00			
			实际金额		0.69	0.88	0.85	0.7		
北京文化-摩天轮	1.1	2014 年	承诺金额	0.15	0.24	0.30	0.40			
			实际金额	0.42	0.09	0.32	0.35			
文投控股-耀莱影城	17.5	2014 年	承诺金额	1.45	2.20	3.10	3.38			
			实际金额	1.47	2.25	3.95	3.28	-6.4		
文投控股-都玩网络	12.3	2014 年	承诺金额	1.02	1.32	1.63	1.93			
			实际金额	1.08	1.36	1.77	1.99	1.35		

资料来源：Wind，民生证券研究院

2、院线公司：受电影市场影响 19 年一季度业绩下滑，静待单银幕产出拐点

(1) 业绩表现：营收同比微降主因电影市场表现平淡，毛利率下滑进一步影响净利润增速

在六家院线公司中，2019 年 Q1 总营收 84.69 亿 (YOY-3.3%)，归母净利润合计 10.32 亿 (YOY-14.9%)，营收同比下降主因 19Q1 电影市场表现不佳所致 (2019Q1 电影票房 172 亿，同比-9.3%)。我们进一步拆分院线公司利润表，六家公司 2019Q1 三费率持平，而平均毛利率 28.5%，同比 2018Q1 31.3% 下降 2.8pct，主因单银幕产出持续下降，而单影院租金人力等成本并未下滑，导致单影院毛利降低所致。

表 9：院线公司 2019 年 Q1 业绩一览

股票代码	公司名称	2019Q1 营收	2018Q1 营收	营收同比	2019Q1 毛利率	2018Q1 毛利率	2019Q1 归母净利润	2018Q1 归母净利润	净利润同比	2019Q1 销售+财务+管理费用率	2018Q1 销售+财务+管理费用率
院线公司											
002739.SZ	万达电影	39.13	42.50	-7.9%	29.5%	32.4%	4.26	5.41	-21.1%	13.7%	14.2%
600977.SH	中国电影	22.26	21.97	1.3%	26.8%	28.2%	3.55	3.40	4.5%	5.1%	4.7%
603103.SH	横店影视	8.74	9.31	-6.2%	28.4%	33.0%	1.59	1.89	-15.8%	3.0%	3.3%
601595.SH	上海电影	2.85	2.99	-4.7%	20.4%	25.4%	0.46	0.43	8.2%	7.2%	7.3%
002905.SZ	金逸影视	5.62	5.89	-4.5%	24.3%	28.0%	0.32	0.56	-42.6%	16.0%	16.8%
300528.SZ	幸福蓝海	6.10	4.91	24.3%	35.9%	39.7%	0.13	0.45	-70.6%	32.4%	32.1%
合计		84.69	87.57	-3.3%	28.5%	31.3%	10.32	12.13	-14.9%	11.6%	11.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院

(2) 新建影院：万达和横仍保持较高速扩张趋势，19 年新建影院数同比 18 年下降 20%

我们统计了六家院线公司旗下影投 2019 年上半年及 2018 年同期新建影院和银幕数情况，整体来看，横店和万达仍保持高速扩张步伐。横店 2019 年上半年新建影院数 22 家，银幕数 131 块 (年报计划新开影院 60 家、银幕 390 块，关停影院 5 家、银幕 30 块)；万达 2019 年上半年新建影院数 24 家，银幕数 201 块 (目标新增 30 家公司)。六家公司新建影院数较 18 年下降 20%：19 年六家影投公司合计新建影院数 66 家，同比 18 年 84 家下滑 21%。

表 10：六家院线公司对影投新建影院情况概览

2019 年			
影投名称	影院数	银幕数	地域分布
横店院线	22	131	一二/三四五线城市新增影院数为 6 家/16 家
金逸影视	9	67	一二/三四五线城市新增影院数为 9 家/0 家
上影影院	1	8	一二/三四五线城市新增影院数为 1 家/0 家
万达电影	24	201	一二/三四五线城市新增影院数为 20 家/4 家
中影影院投资	7	57	一二/三四五线城市新增影院数为 5 家/2 家
幸福蓝海	3	24	一二/三四五线城市新增影院数为 2 家/1 家
合计	66	488	
2018 年			

影投名称	影院数	银幕数	地域分布
横店院线	30	187	一二/三四五线城市新增影院数为 5 家/25 家
金逸影城	10	70	一二/三四五线城市新增影院数为 8 家/2 家
上影影院	3	22	一二/三四五线城市新增影院数为 3 家/0 家
万达电影	29	249	一二/三四五线城市新增影院数为 19 家/10 家
幸福蓝海	2	15	一二/三四五线城市新增影院数为 2 家/0 家
中影影院投资	10	80	一二/三四五线城市新增影院数为 6 家/4 家
合计	84	623	

资料来源：艺恩，民生证券研究院

(3) 主营拆分：放映、广告、卖品收入同比增速均逐渐放缓

院线公司营收主要由电影放映收入/广告收入/卖品收入三部分组成，我们汇总了几家院线公司营收构成及增速（*中国电影与幸福蓝海没有详细拆分影院业务营收，所以未统计在内*），整体来看：放映/广告/卖品收入近几年增速均有所放缓。其中：四家公司 18 年电影放映收入同比+7.3%，一方面由于全国电影市场近年来增速逐渐放缓，另一方面供给侧扩建新影院速度不减，导致单银幕产出逐渐下滑；18 年广告收入同比+0.9%，主因 18 年来整体广告行业不景气所致；18 年卖品收入同比+1.4%，预计未来卖品收入增速将维持较低增速水平。

表 11：院线公司 2015~2018 年业绩一览

时间	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
	营业收入				毛利率			
万达电影	80.01	112.09	132.29	140.88	34.6%	32.8%	32.1%	30.3%
票房	63.88	75.25	83.34	90.68	34.6%	32.8%	32.1%	30.3%
广告	4.63	16.92	24	25.2	25.0%	17.4%	12.1%	10.3%
卖品	9.23	13.26	18.08	18.69	79.8%	66.6%	67.5%	68.6%
横店影视	21.13	22.81	25.18	27.24	28.7%	26.7%	24.0%	21.1%
电影放映	17.28	17.86	19.3	20.34	16.9%	10.0%	4.7%	0.0%
广告	0.6	1.13	1.57	1.99	100.0%	99.9%	100.0%	99.9%
卖品	2.46	2.38	2.47	2.49	72.2%	73.8%	75.2%	76.8%
上海电影	9	10.46	11.22	10.56	35.4%	31.2%	27.1%	15.8%
电影放映	5.79	6.11	6.58	8.05	17.7%	4.3%	0.0%	0.8%
广告			1.3	1.03	0.0%	0.0%	84.2%	80.4%
卖品	0.51	0.54	0.66	0.63	72.7%	70.3%	66.3%	64.7%
金逸影视	23.25	21.56	21.91	20.1	26.4%	25.4%	27.4%	26.9%
电影放映	19.63	16.74	16.57	15.89	10.3%	2.2%	10.6%	12.7%
广告	1.57	2.64	2.98	1.9	98.5%	98.7%	96.9%	99.5%
卖品	1.83	1.67	1.87	1.6	71.7%	70.3%	54.0%	53.1%
合计	133.39	166.92	190.6	198.78	32.3%	30.9%	30.2%	27.9%
电影放映	106.58	115.96	125.79	134.96	26.3%	23.3%	23.4%	21.9%
YOY		8.8%	8.5%	7.3%				
广告	6.8	20.69	29.85	30.12	48.6%	32.2%	28.3%	24.3%

YOY		204.3%	44.3%	0.9%				
卖品	14.03	17.85	23.08	23.41	77.2%	68.0%	67.2%	68.3%
YOY		27.2%	29.3%	1.4%				

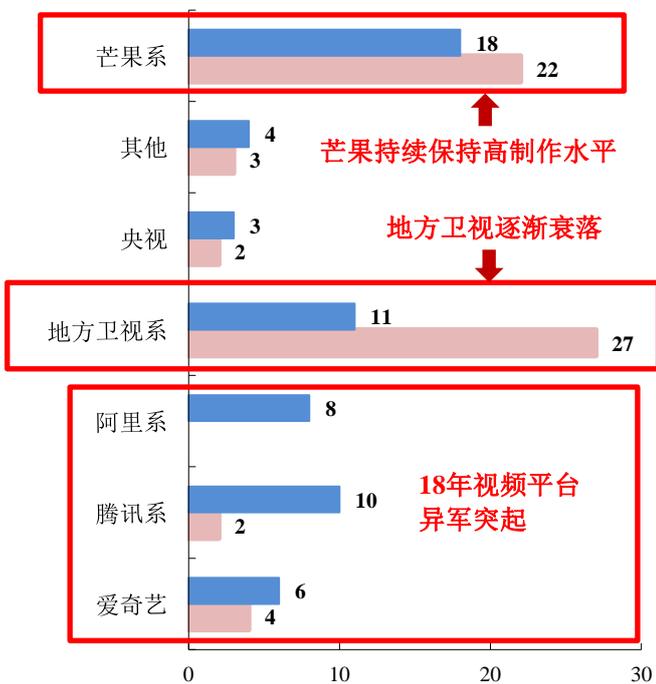
资料来源：Wind，民生证券研究院

(五) 投资建议：

1、聚焦年轻女性核心用户群：优质的内容平台芒果超媒

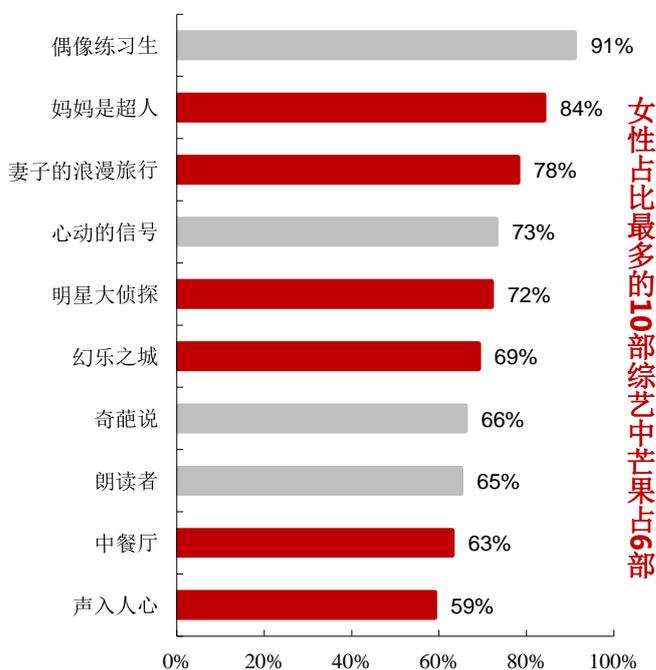
精准定位年轻女性核心用户群，高水平内容制作能力构建核心竞争力。相比背靠 BAT 资金优势的腾讯、优酷、爱奇艺，芒果超媒的核心竞争力在于稳定且高质量的内容制作能力，根据艺恩 APP 数据，17-18 年月热播综艺中，芒果旗下团队制作节目占比近 1/3，综艺制作能力稳居第一。同时，芒果旗下节目精准匹配年轻女性群体偏好，用户粘性 & 忠诚度。根据 Questmobile 数据，芒果 TV18 年 9 月月活达 1.04 亿 (+31%)，增速显著高于爱奇艺 (15%) 和腾讯 (12%)。目前芒果 TV 月活相比爱奇艺仍有 5 倍以上差距，这既是差距更是未来潜在空间，预计公司依托其独有的内容制作能力及对年轻女性用户群的精准定位能力，未来业绩将继续实现高速增长。

图 28：2017-2018 年月排名 TOP5 的 120 个综艺 1 制作公司一览



资料来源：艺恩 APP，民生证券研究院（注：这里统计的是 17-18 年共 24 个月排名 TOP5 的综艺所属制作公司的上榜次数，并没有对相同的一部综艺去重<如 A 综艺 4-6 月均进入 TOP5，则其制作公司上榜次数为 3>）

图 29：18 年月排名 TOP5 的所有综艺中男女占比一览

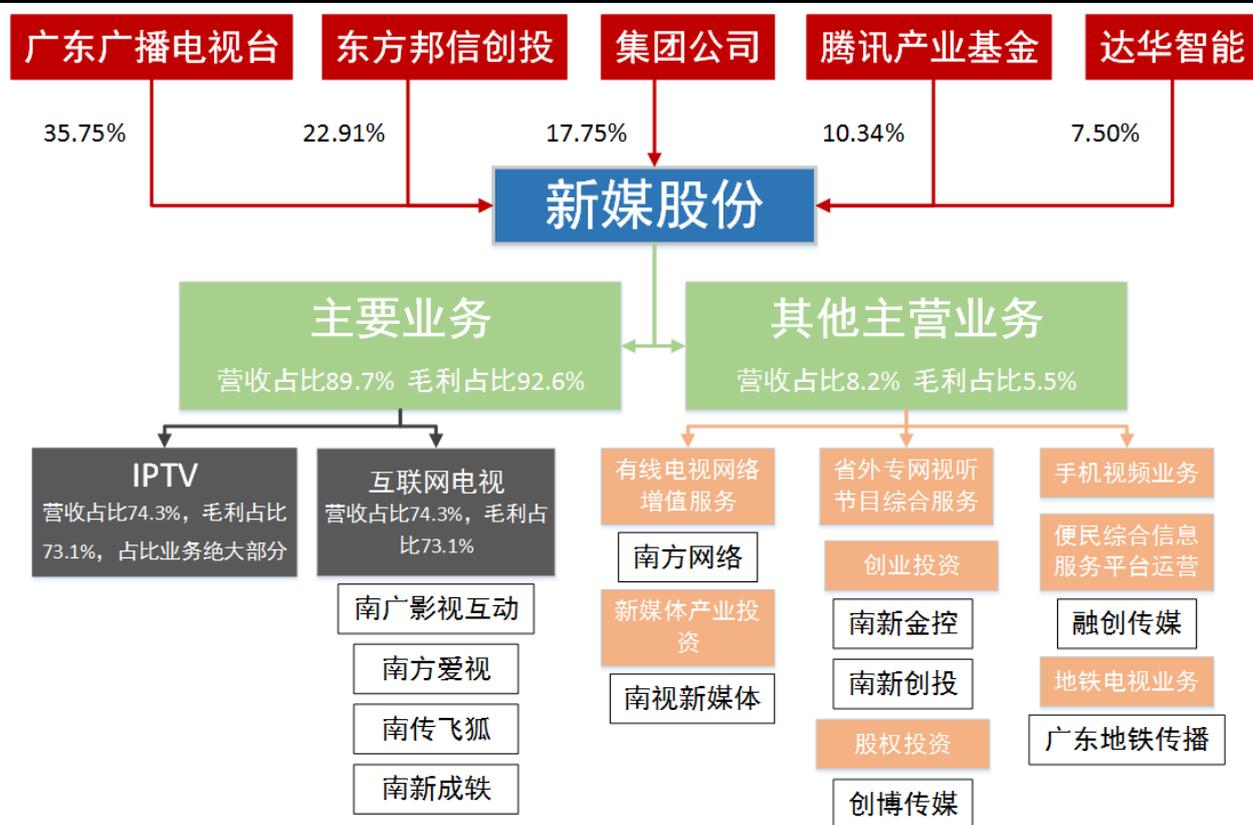


资料来源：极光大数据，民生证券研究院

2、搭乘行业高增红利，IPTV&OTT 牌照优势明显：新媒体运营商新媒股份

新媒股份成立于 2010 年，2019 年 4 月于创业板挂牌上市，核心主业为 IPTV 和互联网电视业务。公司是广东省内唯一一家获得牌照授权的 IPTV 运营商，2018 年营收 4.78 亿(YOY+56.7%)，目前公司与三大运营商移动/电信/联通合作的用户数分别为 736 亿/713 亿/26 亿；公司 OTT 业务主要基于“云试听”业务开展，依托公司持有的 OTT 行业资质，与腾讯、哔哩哔哩等公司开展业务合作，目前“云试听极光”“云试听 More TV”两款 OTT 产品位居 2018 年日均到达率第二/第五名。我们认为未来 IPTV 和 OTT 将逐步取代有线电视成为主流电视收视方式，公司依托 IPTV 和 OTT 双业务的稀缺牌照资源，预计未来业绩将实现快速增长。

图 30：新媒股份主营业务概览



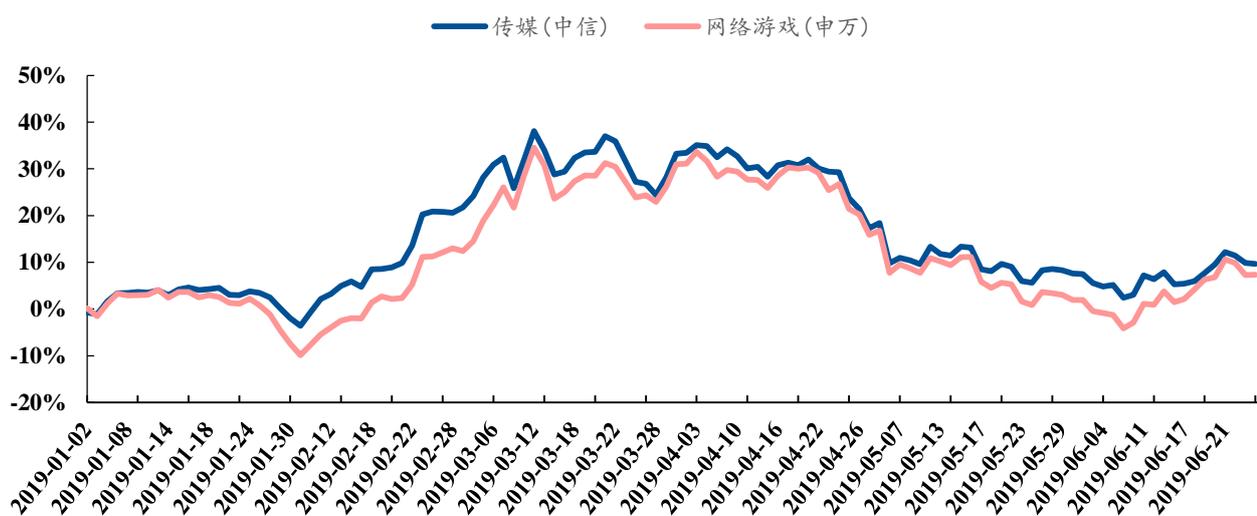
资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、游戏板块：版号恢复，景气度有所改善，出现复苏现象，看好 5g 时代云游戏以及游戏出海

(一) 游戏版块总览：游戏版块 19 年上半年涨幅落后传媒板块，盈利情况回暖

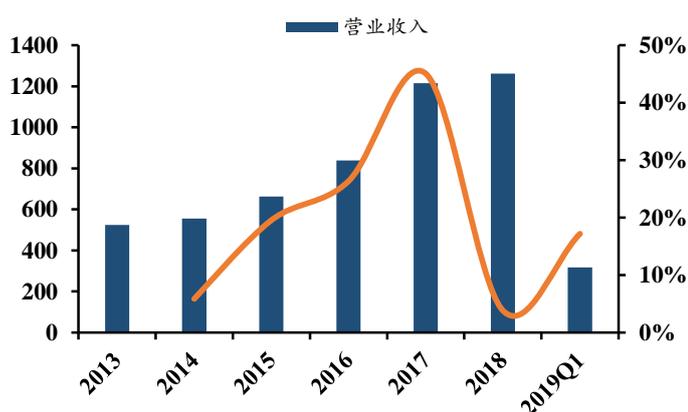
游戏版块 19 年上半年涨幅落后传媒板块，盈利情况回暖。19 年年初至今，游戏板块涨幅 7.3%，落后传媒指数涨幅 2.3%，总体上半年表现不佳。2018 年游戏行业整体营收 801.46 亿元，同比增长 10%，归母净利润-82.8 亿元，同比下滑 145%，净利润下滑主要是 18 年底游戏公司商誉计提较多；2019Q1 游戏行业整体营收 203.0 亿元，同比增长 9%，归母净利润 40.0 亿元，同比下滑 6%，总体业绩情况回暖。未来看好看好 5g 时代云游戏以及游戏出海对整体游戏版块带来的边际弹性。

图 31：游戏行业 19H1 走势



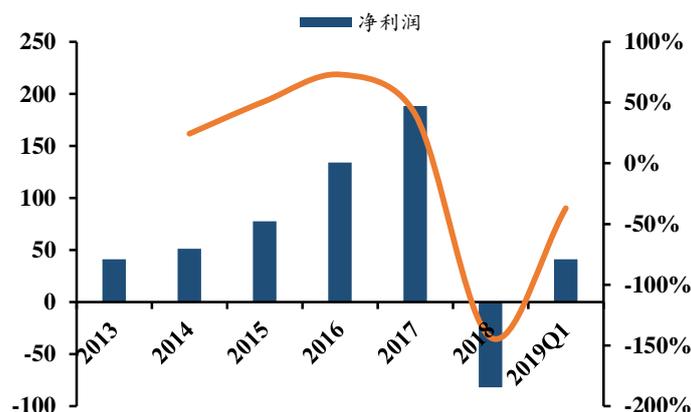
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 32：游戏版块营收（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 33：游戏版块净利润（亿元）



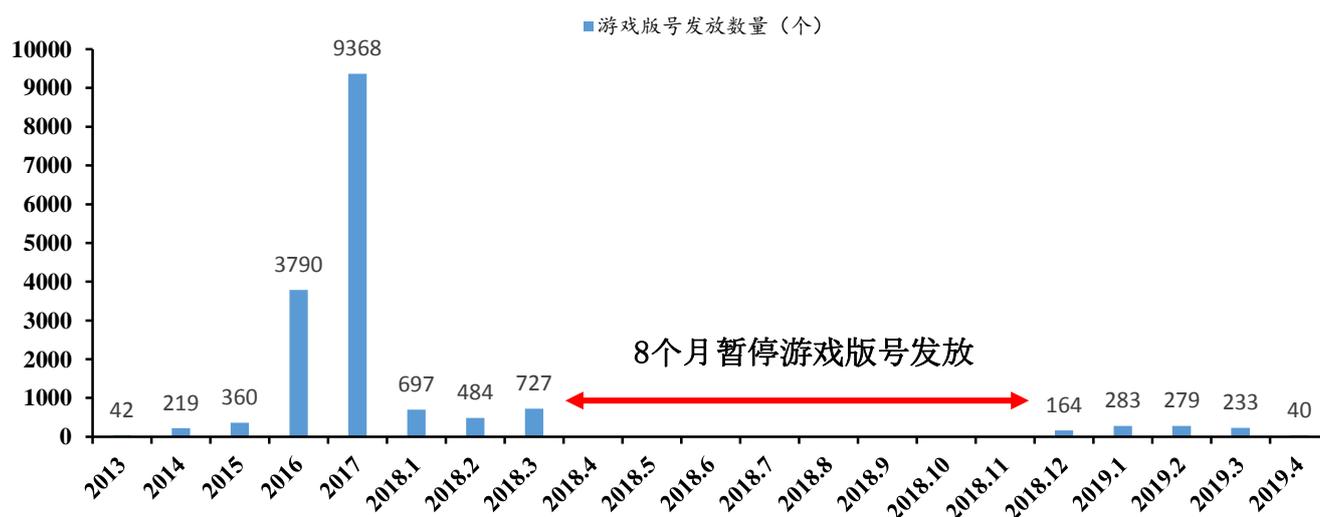
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）政策端：游戏版号申报重启，版号审批发放逐渐步入正轨

游戏版号申报重启，版号审批发放逐渐步入正轨。2017 年一年发放 9000 多个相对放松式的监管方式基本不可能重现，游戏行业作为青少年意识形态塑造的“根据地”，新格局下监管将趋于专业化和精细化。但是，国产游戏版号自 2018 年 4 月暂停 8 个月后，于 2018 年 12 月重启版号发放，2019 年 4 月，游戏版号申报重启，标致版号审批发放逐渐步入正轨。

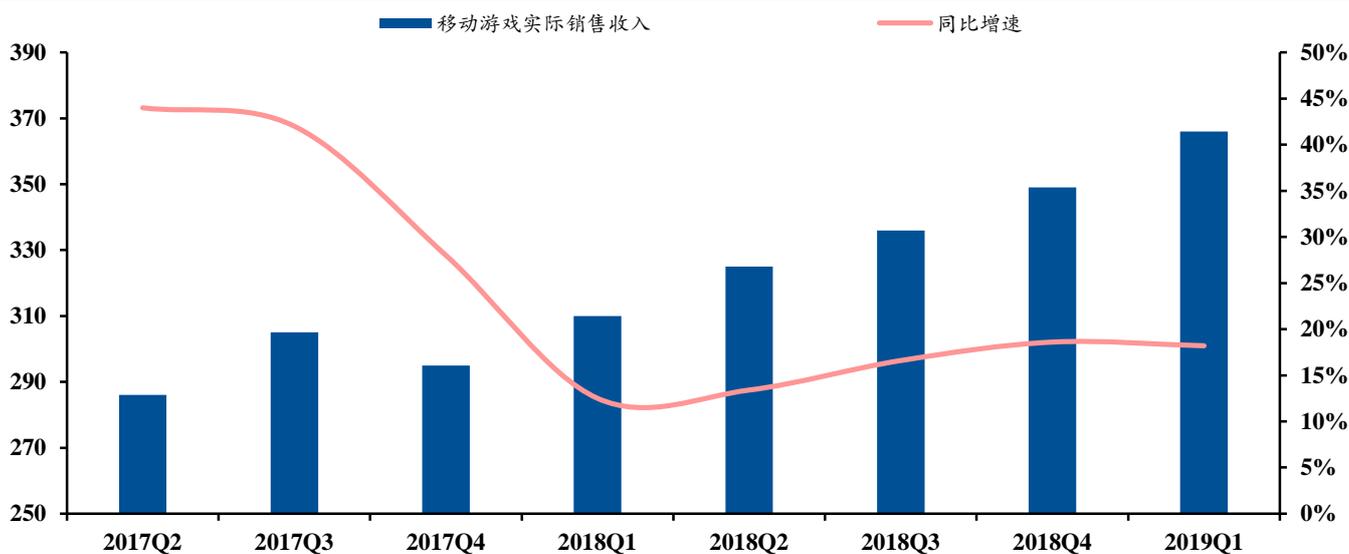
游戏销售收入和版号发放相关性较大，19 年版号政策对于游戏行业增长有较大的边际改善。游戏销售收入和游戏供给端相关性较大，供给端，高质量多元化游戏越多，玩家投入在游戏时间以及花费越多。自 18 年 4 月-18 年 11 月停止发放版号，移动游戏销售收入同比增速下滑较为明显，17 年全年移动游戏实际销售收入同比增速为 23%，18 年同比增速仅为 5.3%。18 年年底版号放开后，18Q4 和 19Q1 同比增速开始回升，分别达到 18%。19Q1 中国移动游戏市场实际销售收入达 366 亿元，创单季历史新高。

图 34：国产游戏版号发放数量



资料来源：广电总局，民生证券研究院

图 35：2017Q2-2019Q1 中国移动游戏市场实际销售收入与增长率



资料来源：伽马数据，民生证券研究院

(三) 人口红利接近尾声，未来需深耕用户 ARPU/LTV

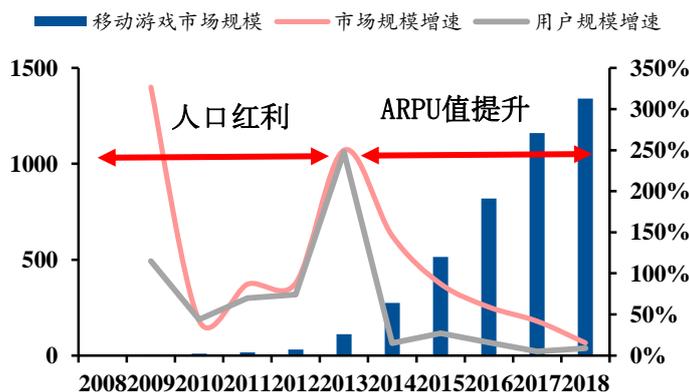
游戏用户增长接近天花板，未来需深耕用户 ARPU/LTV 值。2018 年中国游戏市场用户达到 6.26 亿人 (+7%)，游戏用户增长接近天花板，整体渗透率提升至较高水平。我们判断游戏人口红利已经接近尾声，未来在存量市场环境下需要深挖用户价值，深耕用户 ARPU/LTV 值，告别过去粗放模式，精品化产品才能在激烈的市场竞争中获取优势。和美国、日本等发达国家相比，国内产品的 ARPU/LTV 值还有继续上升的空间，游戏公司需要从产品和运营两个方面不断深挖用户价值。

图 36: 中国游戏市场用户规模及增长率



资料来源：GPC, CNG, IDC, 艾瑞咨询，民生证券研究院

图 37: 移动游戏市场规模及增速与移动游戏用户增速



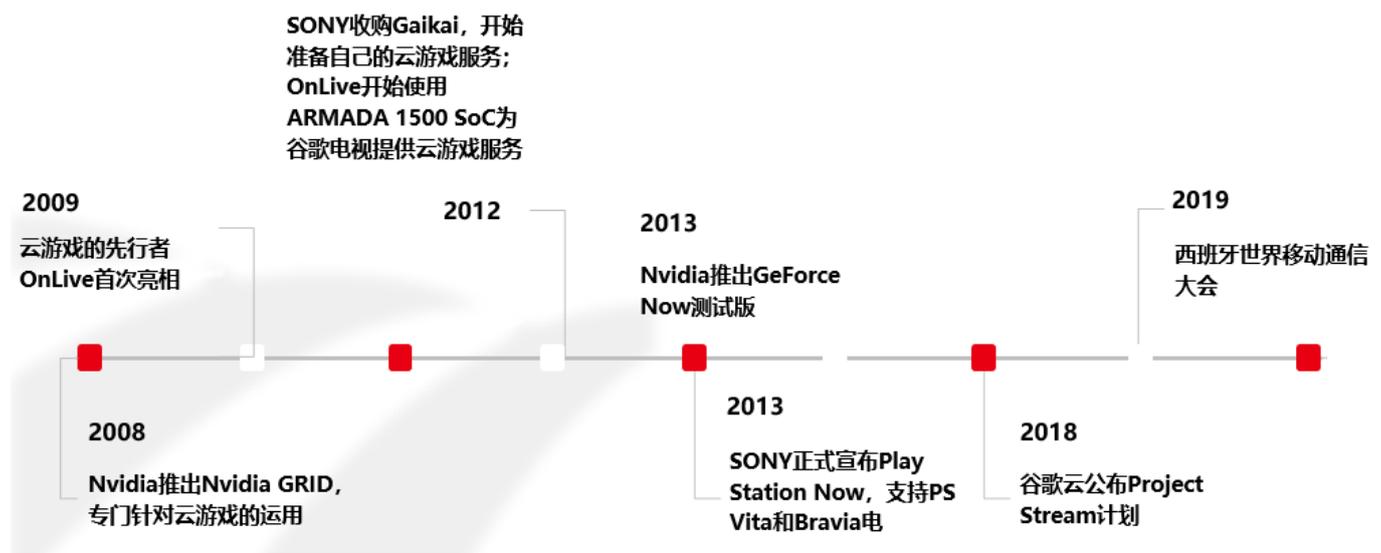
资料来源：GPC, CNG, IDC, 艾瑞咨询，民生证券研究院

(四) 游戏云化是未来游戏发展大趋势，5G 时代看好云游戏

云游戏经过 10 年沉淀，随着巨头介入，云游戏将在 5G 时代达到成熟。从 2009 年

Nvidia 开始推出专门针对云游戏应用 Nvidia GRID，云游戏行业开始了长达 10 年的技术积淀。云游戏对网络传速度的要求极高，导致之前 10 年云游戏一直未能落地，随着进入 5G 时代，网速问题会得到较大地解决，巨头公司开始迅速进入云游戏市场，云游戏将在 5G 时代达到成熟。

图 38：云游戏发展历程



资料来源：大麦云游戏官网、公开数据整理、民生证券研究所

图 39：主要公司云游戏平台及业务概况

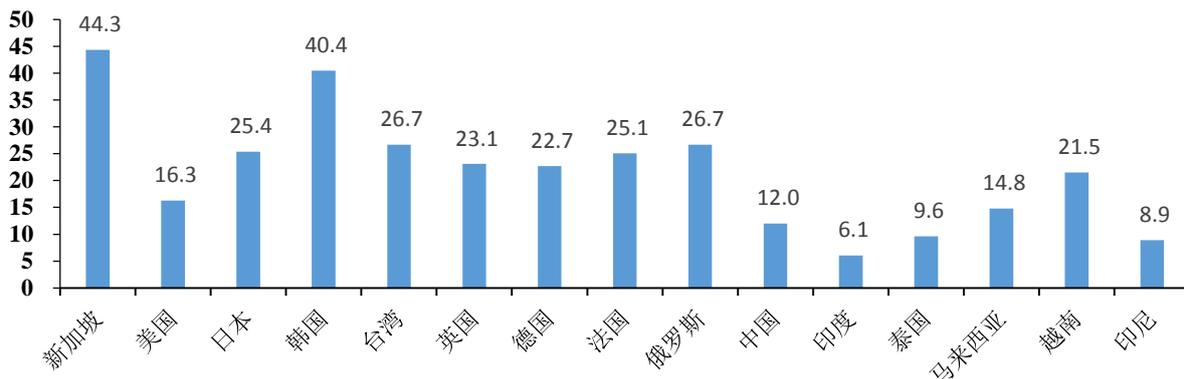
公司名称	产业链及运营模式	云游戏平台	业务
腾讯控股	计算：云服务；研运一体：开发和代理境内外端游	腾讯即玩	"腾讯即玩"是腾讯与英特尔推出云游戏平台，将适用于PC和智能手机
光一科技	计算：云服务	无	移动云应用服务
东方明珠	5G传输；代理商：境外段游戏或主机游戏代理商	索尼PS（目前仅在北美地区）；视博云1+云游戏平台	索尼PS、微软Xbox主机中国区独家代理运营商；视博云1+云游戏平台已覆盖东方有线用户
歌华有线	5G传输	视博云1+云游戏平台	视博云1+云游戏平台已覆盖歌华有线用户
迅游科技	传输：跨国、地区网络加速	无	迅游国际网游加速器

资料来源：公司官网及年报、公开数据整理、民生证券研究所

云游戏网络传输速度是关键核心，未来有望迅速发展。云游戏对于网速级网络延迟的要求便非常高，从云游戏的运行逻辑来看，云端负责游戏运营将游戏画面压缩后发送给

用户，用户所看到的是一串视频流。云游戏游戏质量类似于实体游戏，而这种高科技的运行方式可以促使更多需要高硬件配置的游戏触及更多普通用户群体，进而带动高硬件需求游戏的普及化。云游戏 2018 年全球市场规模为 0.66 亿美元，未来迅速发展，预计 2023 年云游戏市场规模达到 4.5 亿美元。

图 40：世界各主要国家 4G Speed:Mbps



资料来源：opensignal (2018.02)，民生证券研究所

图 41：云游戏网速要求

	项目	网速要求
云游戏	谷歌 Project Stream	25Mbps, 15Mbps的稳定下载速度；网络延迟 < 40ms
	索尼 Playstation Now	不低于5Mbps

资料来源：mushroom networks，民生证券研究所

图 42：5G 技术网速速度及延迟

	网络速度	网络延迟
5G技术	预期可达 1Gbps, 下载速度约125MB/s	预期 < 1ms

资料来源：engadget，民生证券研究所

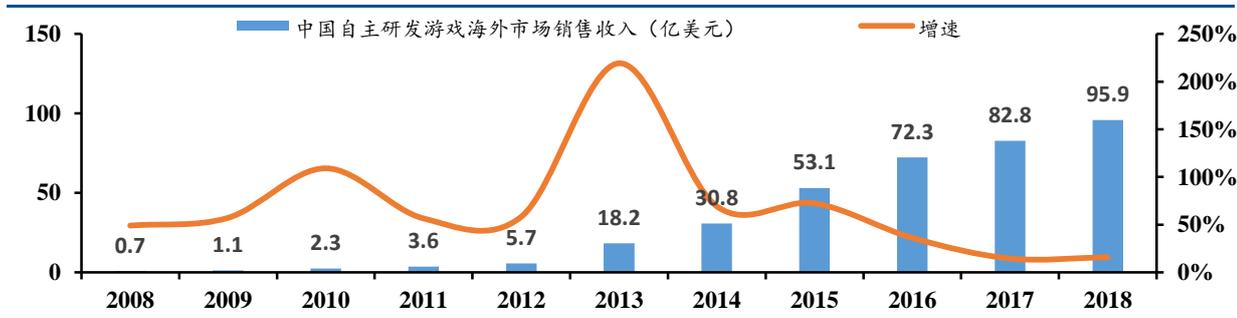
(五) 游戏人口红利末期，海外游戏市场广阔，看好游戏出海前景

海外游戏持续快速增长，空间巨大。2008，中国自主研发游戏海外市场销售收入仅为 0.7 亿美元，之后十年发展迅速，2010 年、2013 年增速甚至达到 109%和 219%，最近两年增长趋于平稳，但是也保证了 15%以上的增速，2018 年中国出海游戏海外市场收入达 96 亿美元。

根据 App Annie，中国移动出海游戏在海外 App 商店游戏综合下载量从 2012 年 7 月至 2018 年 6 月超过 140 亿人次，综合用户收入达到 160 亿美元，海外 App 商店出海游

戏的数量超过 4400 款 APP，海外 App 商店市场用户支出超过 100 万美元的移动出海游戏数量从 2012 年 7 月至 2018 年 6 月有将近 900 款。12 月 21 日在 2018 年中国游戏产业年会上，中宣部出版局副局长冯士新表示要推动游戏海外传播，鼓励游戏出海政策未来有望进一步催化。我们认为海外游戏市场长期都有巨大增量空间，未来可期。

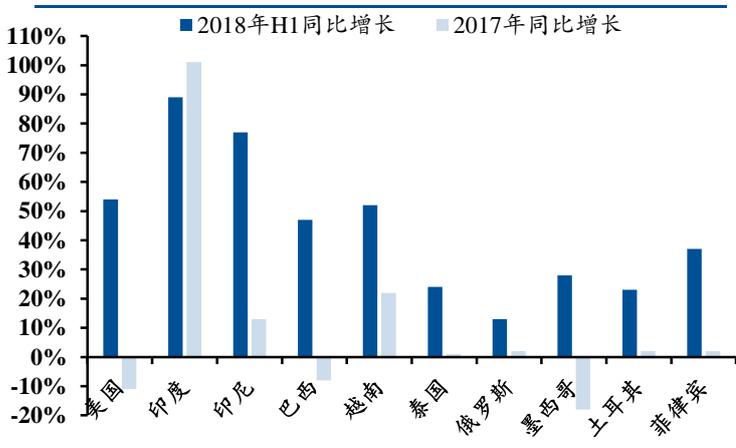
图 43：中国自主研发游戏海外市场销售收入趋势（包括手游、端游、页游等）



资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)，伽马数据(CNG)，国际数据公司(IDC)，民生证券研究院

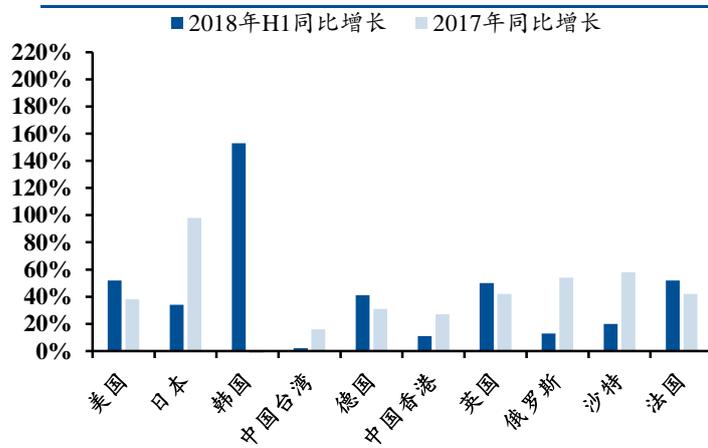
传统移动游戏出海的东南亚等新兴市场增长依然强劲，成熟市场进入提速明显。2018 H1，中国游戏出海海外下载量及收入最高的市场是美国。下载量同比增长 54%，收入同比增长 52%。中国移动游戏发行商收入主要来自日本、韩国、德国等成熟市场国家和地区。前 10 名市场中，收入同比增速最快的市场为韩国，增幅达到 153%，移动出海游戏进入成熟市场的节奏正在提速。在海外下载量榜单前 10 大市场排名中，新兴市场占据多数席位。这些地区大多为人口密集型区域，而且移动互联网发展较慢，网民增长有较大的人口红利，对优质移动游戏需求也较大，其中，出海的移动游戏在印度的下载量 2018H1 同比增长达到 89%，2017H1 同比增长 101%，都为前 10 名中最高。

图 44：2018H1 主要市场中国移动出海游戏下载量排名



资料来源：App Annie，民生证券研究院

图 45：2018H1 主要市场中国移动出海游戏用户收入排名



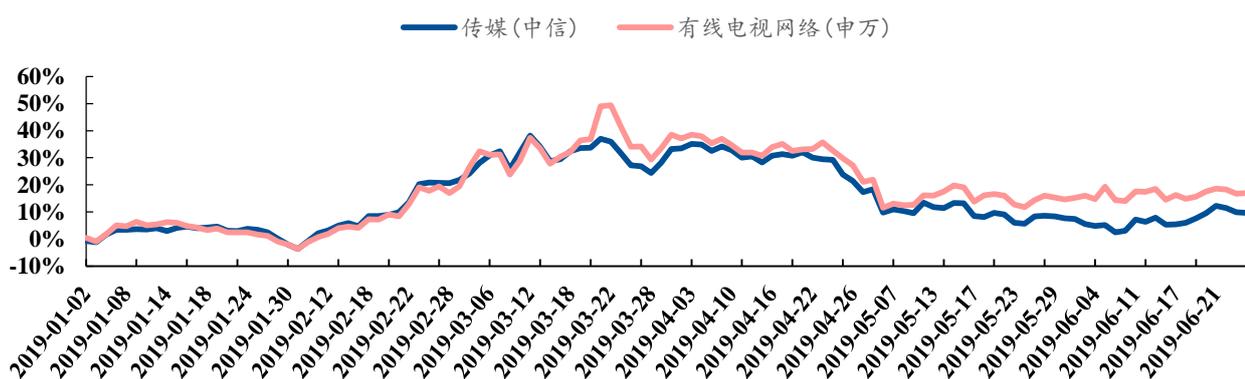
资料来源：App Annie，民生证券研究院

五、传统媒体板块：出版行业安全边际较高；看好 5G 时代广电板块主题性行情

（一）传统版块总览：广电行业领涨传媒版块，出版行业上半年表现较为平淡

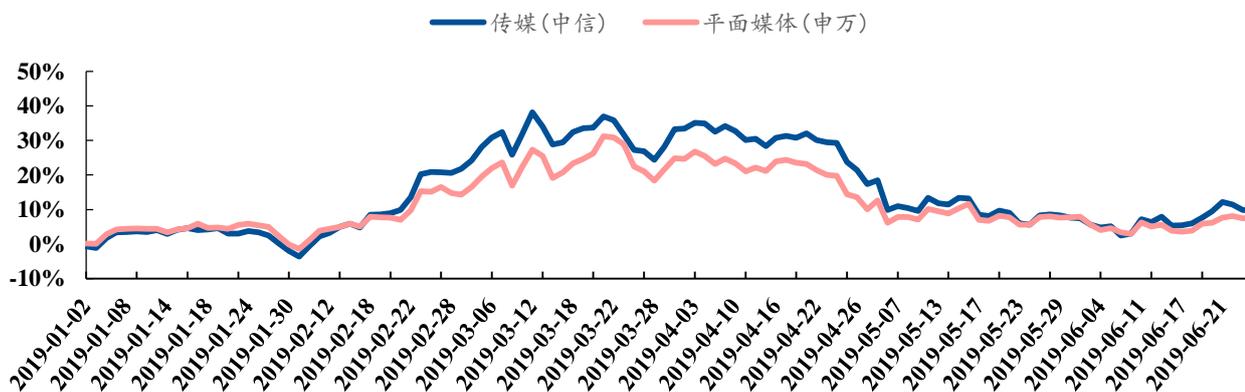
广电行业领涨传媒版块，出版行业上半年表现较为平淡。5G 政策不断催化，19 年年初至今，广电版块涨幅 17%，领先传媒指数涨幅 7.3%，是 19 年上半年表现最好的传媒子版块。出版行业上半年表现相对平淡，涨幅 7.6%。落后传媒指数涨幅 2.1%。

图 46：广电行业 19H1 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 47：出版行业 19H1 走势

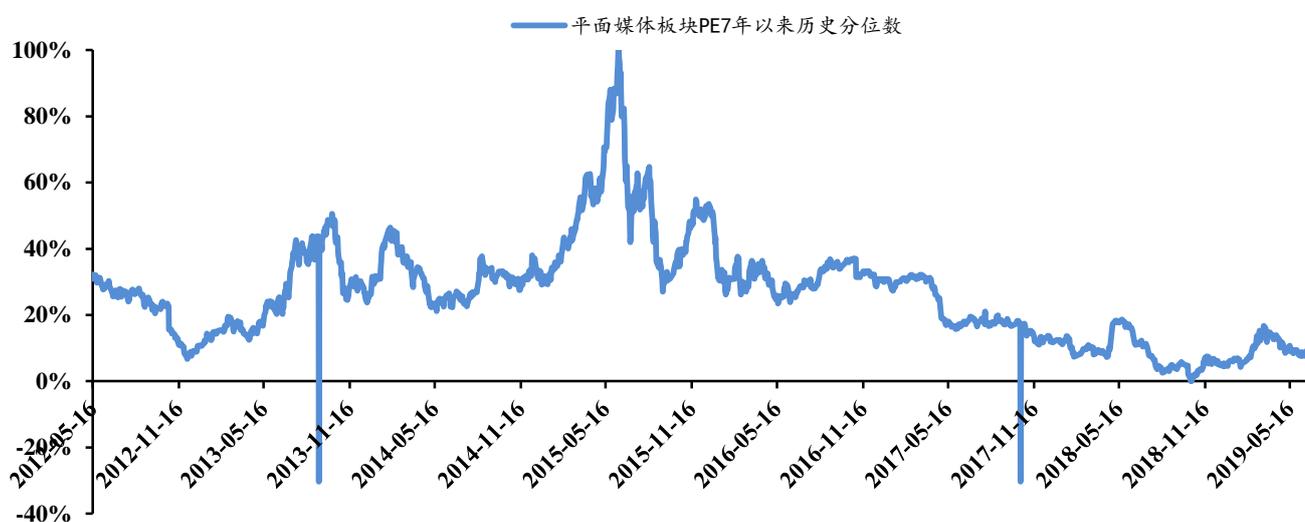


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）出版板块均有较强防御属性，安全边际较高

出版板块处于历史估值底部，安全边际较高。目前传统平面媒体估值（PE，TTM）历史分位数在 8.5%，处于相对历史估值较低底部，安全边际较高。

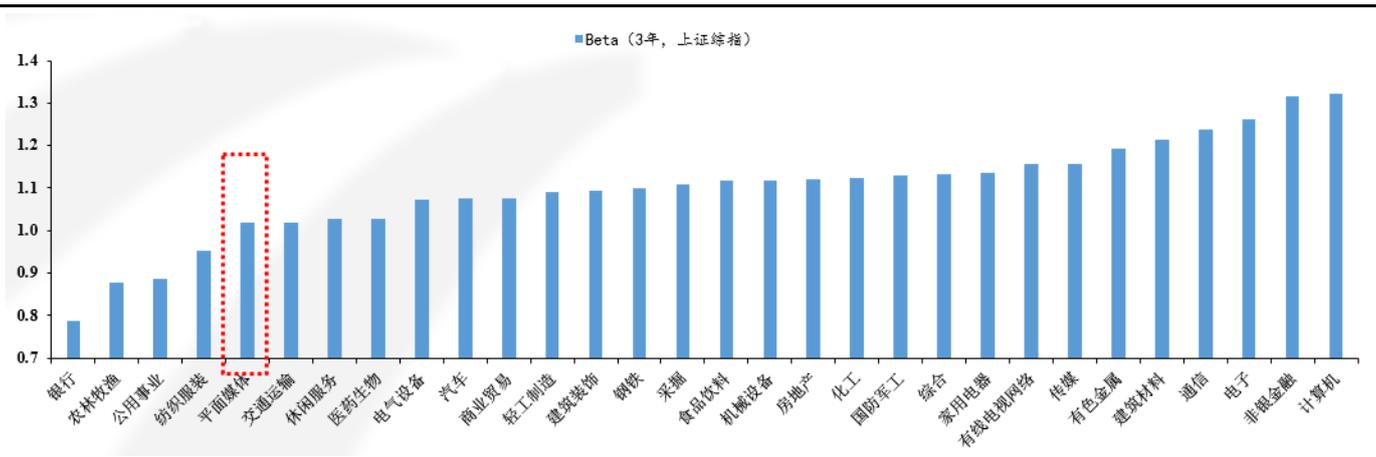
图 48：广电板块及出版板块 PE（TTM）历史分位数



资料来源：wind，民生证券研究所

出版行业 Beta 值较低，防御属性强。Beta 值是最好衡量行业防御性的指标，我们通过测算各行业和上证综指近 3 年的 Beta 值，可以发现平面媒体指数 Beta 值为 1.02，在所有行业中排名第 5 低，防御属性较强。当上证综指下跌 1%，出版指数下跌 1.02%。

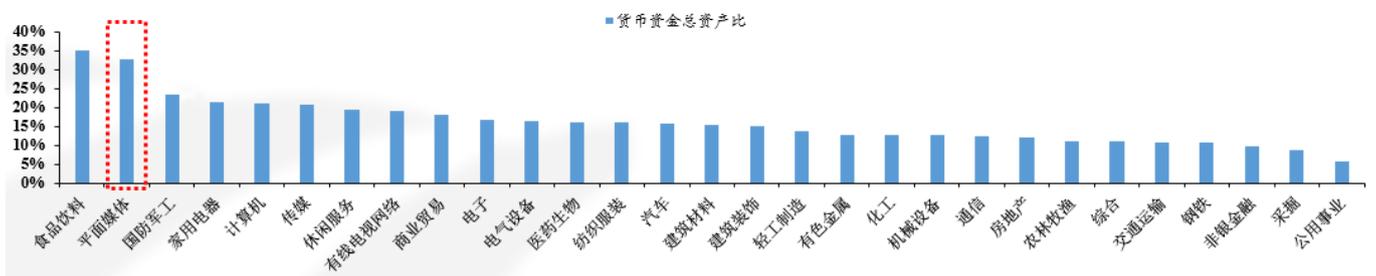
图 49：行业 Beta 对比



资料来源: wind, 民生证券研究所

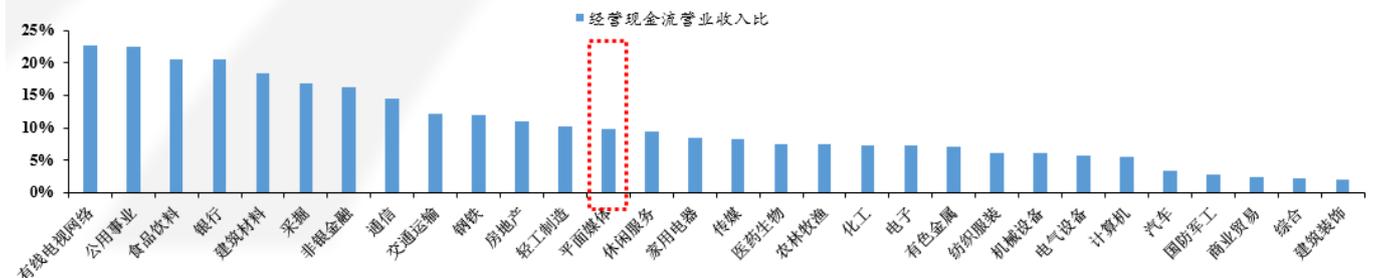
出版行业现金流情况良好, 货币资金总资产比全行业排名第二。目前, 文化传媒子版块公司中, 出版行业拥有较为充裕的现金流, 出版行业货币资金总资产比全行业排名第二, 2018 年为 31%; 经营现金流营业收入比排名第 13, 2018 年为 10%, 稳定的经营现金流是企业很好的安全边际。

图 50: 行业货币资金总资产比



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 51: 行业经营现金流营业收入比

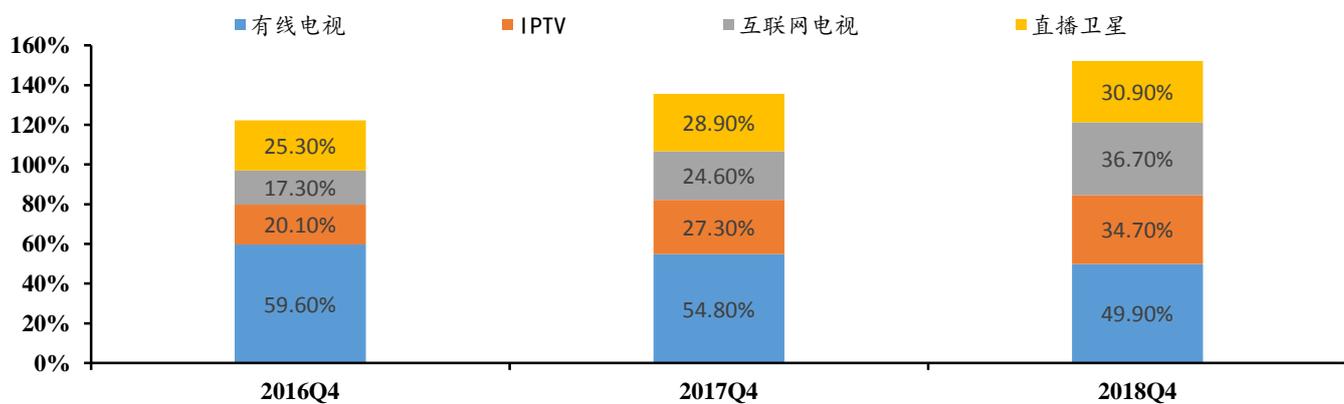


资料来源: wind, 民生证券研究所

(三) 5G 商用牌照落地，看好广电板块主题性行情

5G 商用牌照落地，广电行业整合节奏继续加快。从中国家庭电视收视格局看，有线电视收视率正在逐年下滑，而 IPTV、OTT 以及直播卫星的渗透率在逐年上升。随着 5G 商用牌照发放给广电系三网融合以及国网整合的主体中国广电，政策端自上而下推动强力，同时广电网络有关公司自身业绩承压，我们认为国网整合节奏会继续加快，广电系各自为政的割裂情况有望继续改善，未来给广电系带来规模效应以及协同效应。

图 52：中国家庭电视收视格局（渗透率）



资料来源：新华社，民生证券研究所

全国一网整合大势所趋，看好广电板块主题性行情。2016 年 11 月 25 日，中宣部、财政部、广电总局发布的《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》，提出到 2020 年，“十三五”规划末期，全国有线电视网络整合要基本完成。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、阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议，标志“全国一网”融合发展再进一步。19 年将成为广电行业关键一年，全国一网整合大势所趋，5G 商用牌照落地后，对广电行业带来较大边际变化，看好广电板块主题性行情。

表 12：2018 年广电行业 5G 进程

时间	事件	内容
2018/4/20	无线交互广播电视工作组成立会议	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
2018/5/22	总局广科院成功加入 3GPP	广电总局科广播科学研究院成功加入国际移动通信标准化组织
2018/11/22	全国“智慧广电”建设现场会	中宣部副部长、国家广电总局党组书记、局长聂辰席宣布工信部已经同意广电网参与 5G 建设，国网公司正在申请移动通讯资质和 5G 牌照
2019/1/8	国网公司和中信集团进行 5G 合作	广电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宜进行会谈，共同探索广电 5G 网络顶层设计、共建共享和运营模式
2019/1/9	北方广电网络公司加入 5G 建设	北方广电宣布，将以省级运营商的身份加入到全国的广电 5G 建设和运营中

2019/2/15	网络整合发展领导小组	审议了《全国有线电视网络整合实施方案》
2019/3/4	中国全面深化改革委员会	正式将整合和升级改造列入到 2019 年工作要点
2019/3/20	CCBN2019 主题报告会	广电总局党组成员、副局长张宏森表示：将前面推动全国有线电视网络的整合和升级改造，未来 5G+4K 是重点
2019/3/21	CCBN2019 主题报告会	中国广电和中信集团、阿里巴巴签署全国有线电视网络融合发展战略合作协议
2019/6/6	工信部发放 5G 商用牌照	工信部今日向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照

资料来源：广电总局，CCBN，工信部，民生证券研究院

六、营销：维持存量市场竞争，关注新媒体商业化的推进及户外媒体竞争格局的变化

（一）广告行业波动与宏观经济周期相关性较大，市场增长整体趋稳

我国的广告行业的发展与广告营业额的整体增长较为健康，近五年增长形式基本趋稳，根据国家工商总局统计的信息，2017 年我国广告业营业额达到 6896 亿元，同比增长 6.3%，2014-2017 三年 CAGR 为 7.2%，以此增速预测 2018 和 2019 年的广告营业额数据分别是 7390 亿元和 7922 亿元。近五年来，广告市场规模占 GDP 比重约为 0.9% 左右。对历史的复盘我们可以看到，政策的推出、产业技术的更新与市场容量和规模的变化决定了营销广告行业发展的方向。

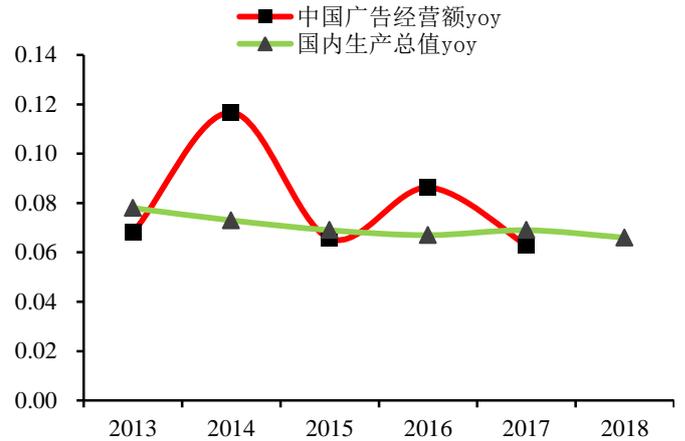
将分众传媒营收增速与 GDP 增速进行对比分析，分众传媒营收增速表现出与宏观经济较强的相关性。对广告公司的需求，尤其是以品牌建设为主的广告公司需求与经济存在较强相关性，这种形式在一定程度上决定了营销广告行业的经济周期性。

图 53：中国广告经营额及增长情况

图 54：中国广告经营额增速与 GDP 增速的比较

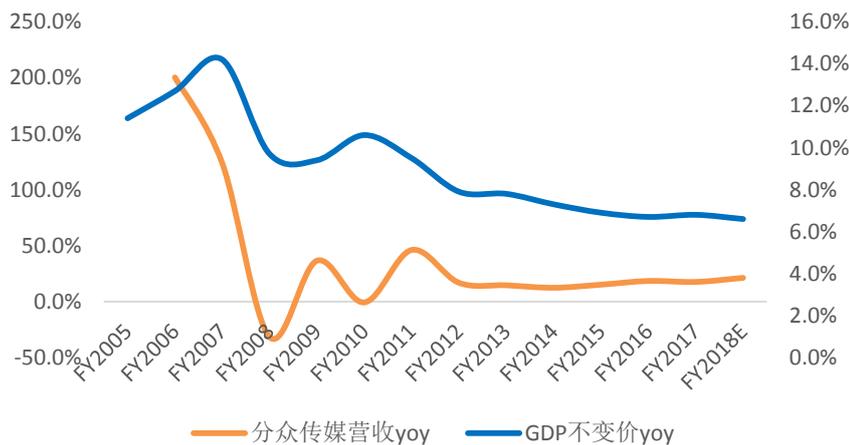


资料来源: CTR, 民生证券研究院



资料来源: CTR, 民生证券研究院

图 55: 分众传媒营收同比增长及 GDP (不变价) 同比增长对比



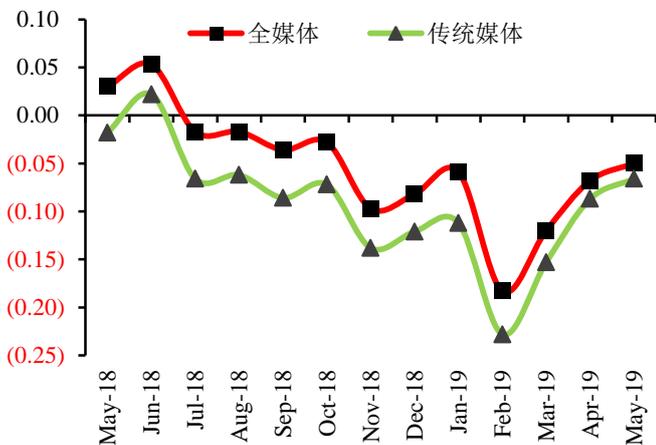
资料来源: CTR, wind, 民生证券研究院

互联网广告及户外广告持续发展, 整体增长势头良好, 广告主费用分配比例的变化意味着线上线下广告结合的战略重要性, 边际变化值得关注。根据 CTR 的数据显示, 2019 年 5 月, 全媒体广告刊例花费同比下滑 5.0%, 传统媒体广告花费同比减少 6.6%。传统媒体和全媒体的广告花费月度降幅连续四个月逐步收窄。从近五年的趋势来看, 互联网广告保持最快增速, 并且在 2015 年成为广告行业绝对额占比最多的广告业务, 此外, 户外广告的增速在 2019 年的增速有所回落, 2019 年 5 月电梯电视、电梯海报和应援视频的增速分别为 1.2%、2.1%和 3.2%, 相比于 2018 年的增速有所回落, 我们认为, 线下途径是能够最直接的接触消费者的广告途径, 线上线下营销的结合也是大势所趋, 分众传媒作为户外媒体的龙头, 在户外广告领域持续的战略推进, 市场份额的逐渐提升值得期待。

从 2016-2018 广告主对各媒体广告费用的预期分配比例变化中可以看出, 随着移动互联网的兴起以及线下流量价值的提升, 广告主对“互联网+户外媒体”的预算分配比重持续加大, 互联网预算占比份额第一, 2018 年达到 38%, 而户外媒体的占比也从 2016

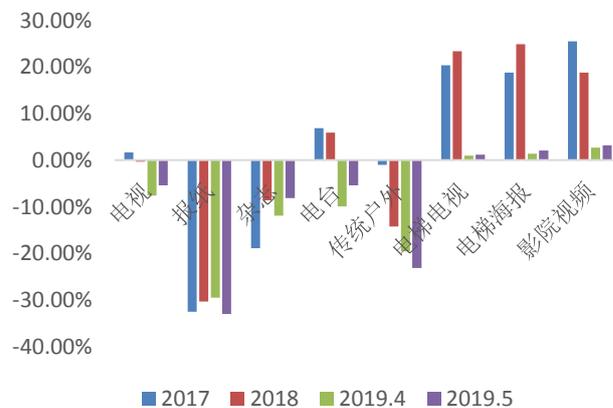
年的 12%提升到 2018 年的 20%，这体现了广告主越来越重视线下流量，以及线上线下的结合和品牌的推广。

图 56：全媒体及传统媒体广告花费同比增速变化情况



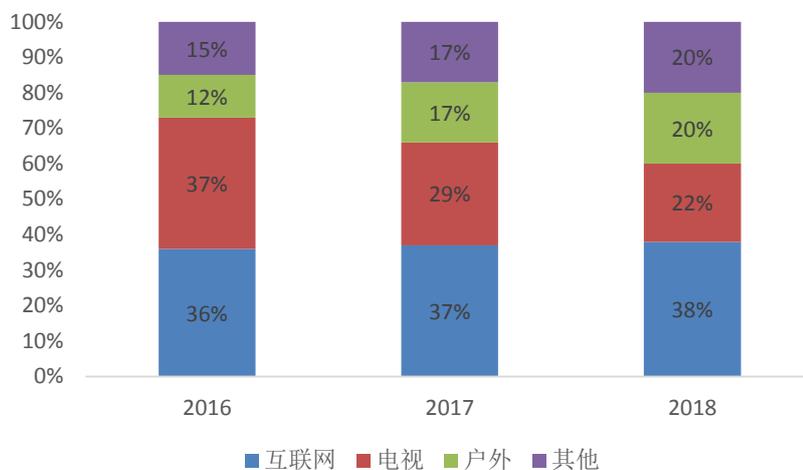
资料来源：CTR，民生证券研究院

图 57：全媒体广告刊例花费同比变化情况



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 58：2016-2018 广告主对各媒体广告费用的预期分配比例变化



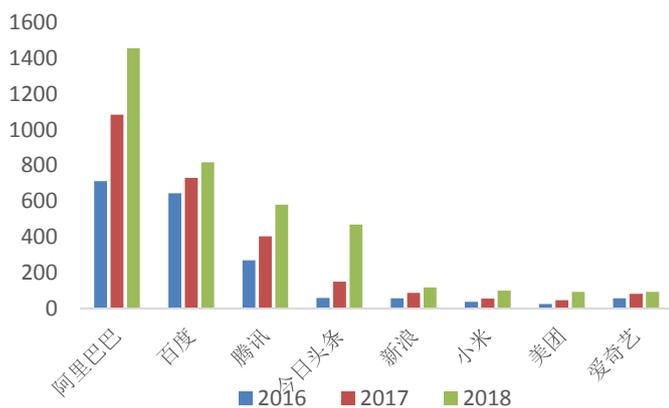
资料来源：CTR，公司公告，民生证券研究院

（二）互联网广告媒体头部效应较为明显，新兴互联网公司产品和商业化持续推进

互联网广告媒体端头部较为集中，互联网流量竞争进一步加剧，广告推荐算法的优化和程序化购买的推进优势逐渐体现，美团和今日头条等新兴互联网公司的产品和商业化进程大幅推进。从广告绝对值与份额来看，阿里巴巴、百度、腾讯和今日头条占据龙头地位，占整体 16 家公司广告规模的 84%，其中阿里以其 1459 亿元的绝对额占据第一，市场份额为 38%，百度其次以 819 亿元的绝对额占据 21% 的市场份额。从广告营收增速

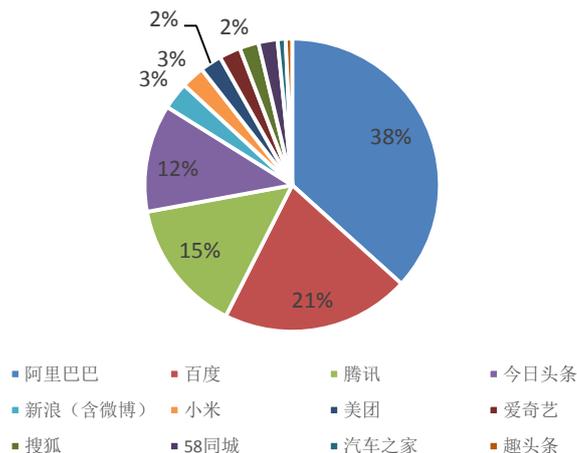
来看，今日头条、美团、小米的增速最高，其 2015-2018 年三年 CAGR 分别为 186%、150%和 78%，而三大互联网巨头阿里、腾讯和百度的三年复合增速分别为 41%、49%和 9%，百度近几年的发展势头逐渐减弱，产品的商业化模式逐渐固化创新不足，而美团和今日头条等新兴互联网公司的产品和商业化进程则大幅推进，其广告营收也如市场预期大幅增加，年均营收增速均超过 100%。

图 59：主流互联网公司近三年广告营销收入总额：亿元



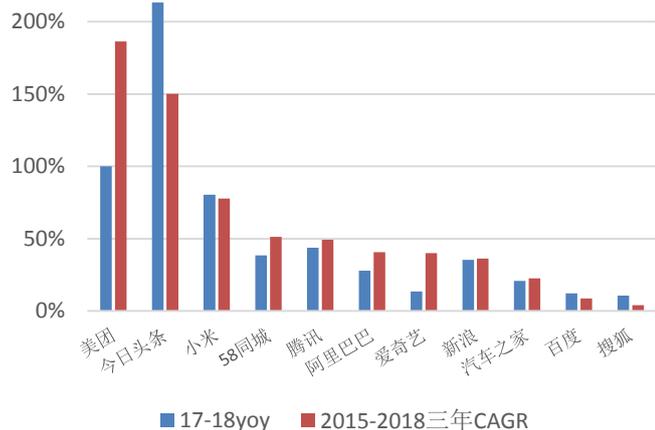
资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

图 60：2018 年中国主流互联网公司广告营收占比



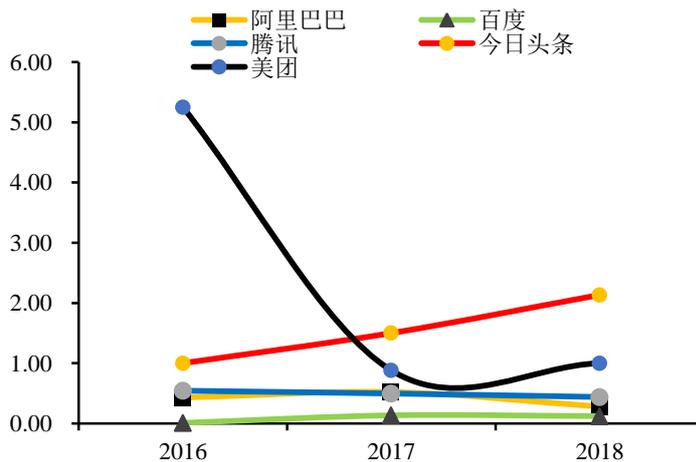
资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

图 61：主流互联网公司近三年广告营销收入增速情况



资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

图 62：互联网公司广告营销 2016-2018 收入同比增速情况



资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

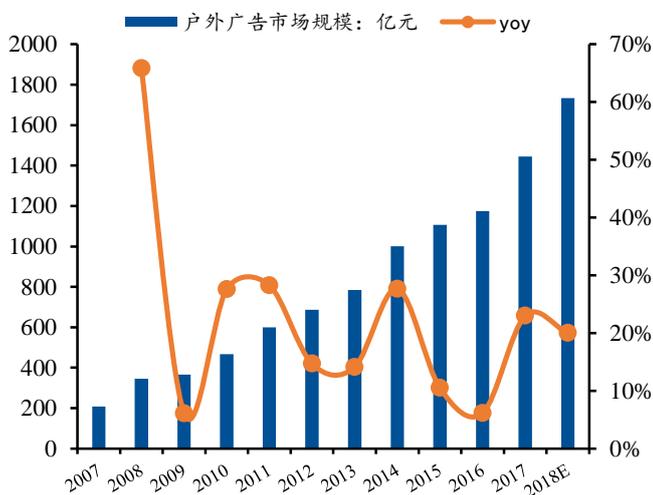
(三) 户外媒体：生活圈媒体对新品牌吸引力增强，受宏观经济及

市场竞争的影响有所下滑

户外媒体与宏观经济增长相关，呈现持续波动增长；持续关注营销广告渠道投放的结构变化，户外媒体持续保持两位数增长，生活圈媒体对新品牌吸引力增强，传统媒体向新媒体转移明确，但受宏观经济及市场竞争的影响刊例花费增速有所下滑。纵观近五年数据，我国 2013-2017 年户外媒体广告复合增速为 16.5%。18 年影院（18.8%）、互联网（7.3%）、电梯海报及电视（23.4%、24.9%）三大新媒体渠道保持不同程度增长；仅交通类视频广告刊例花费持续下滑。

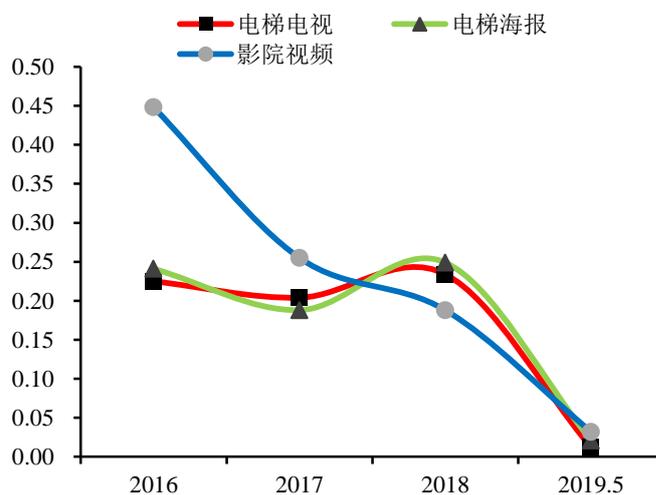
生活圈媒体广告刊例花费 2016-2018 保持双位数增长，2019 年受宏观经济及竞争格局变化的影响有所下滑。2016-2018 电梯电视、电梯海报的增速分别为 22.5%/20.4%/23.4 和 24.1%/18.8%/24.9%，同时影院视频刊例花费 2016-2018 三年增速分别为 44.8%/25.5%/18.8%，相较于传统媒体生活圈媒体广告刊例花费的持续增加体现出广告主越来越重视线下流量的价值，生活圈媒体广告的市场规模的提升潜力仍在。但是户外广告的增速在 2019 年的增速有所回落，2019 年 5 月电梯电视、电梯海报和应援视频的增速分别为 1.2%、2.1%和 3.2%，相比于 2018 年的增速有所回落。另一方面，生活圈媒体对新品牌吸引力增强，电视媒体新品牌数量逐年减少。2018 年生活圈媒体的品牌数量提升至 5271 个，而电视媒体品牌数量下降至 10842 个。

图 63：中国户外广告市场规模及增速情况



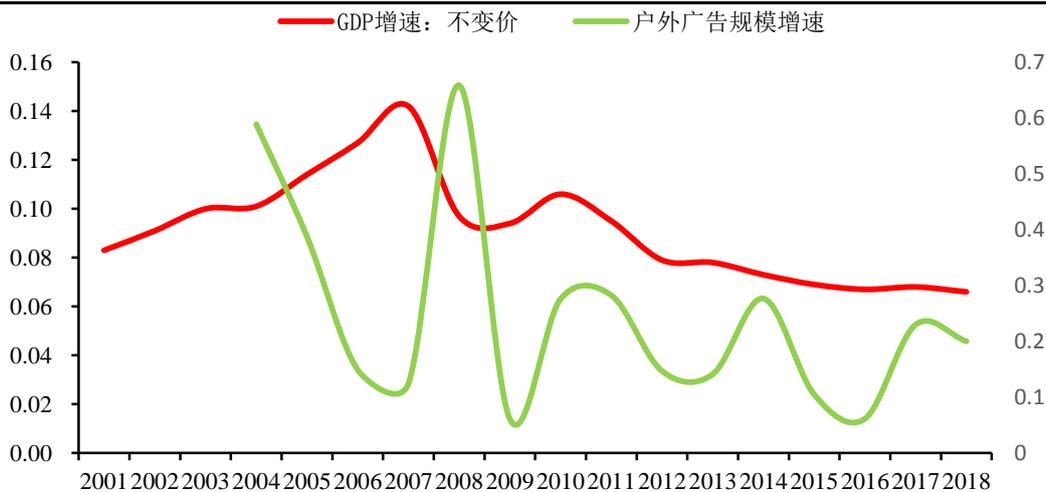
资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

图 64：16-19 年户外媒体广告刊例花费同比变化



资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院

图 65：我国 GDP 增速与户外广告规模增速对比情况



资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院

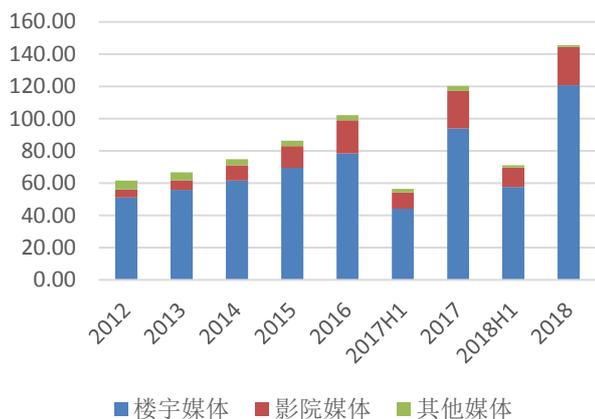
(四) 分众传媒: 竞争加剧及点位扩张使得成本大幅提升; 耐用消费品成主要营收来源

二、三线及以下城市媒体资源点位快速扩张, 中长期战略明确, 进一步扩大市场份额, 稳固行业龙头地位。为实现公司中长期战略目标, 自2018年第二季度起, 公司大幅扩张电梯类媒体资源。截至2018年末, 公司自营电梯电视媒体72.4万台, yoy+134.6%; 一线/二线/三线及以下城市楼宇电视媒体同比增长幅度分别为73.45%/189.21%/186.11%。自营电梯海报媒体点位193.8万个, yoy+60.2%; 一/二/三线及以下城市楼宇海报媒体同比增长分别为29.77%/51.33%/176.82%。快速扩张导致成本大幅增长, 利润率有所下降, 但费用率控制较好。公司综合毛利率下滑6.5pct至66.2%, 净利率下滑9.9pct至39.8%。楼宇媒体毛利率下滑6.6pct至70.1%, 影院媒体毛利率下滑9.0pct至48.6%。

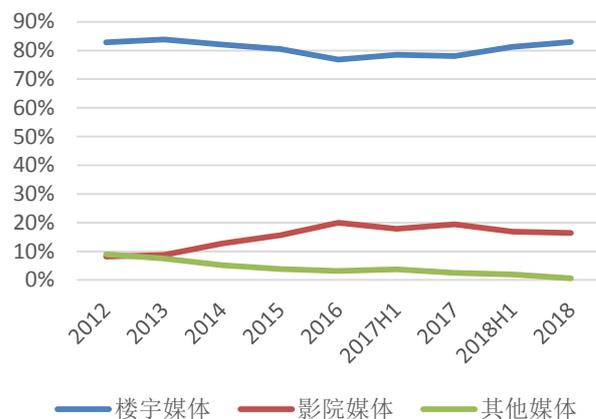
楼宇媒体贡献最多营收增量, 从行业角度, 营收增长主要来源日用消费品、通讯类和交通类, 受宏观经济影响, 互联网类及房产家居类广告增幅较小。日用消费品类同比增长43.8%至34.13亿元, 超过互联网类成为贡献分众传媒营收最大的广告品类, 而互联网类广告同比增长仅5.0%至28.84亿元; 其次, 通讯类同比增长43.3%至21.69亿元, 成为增长速度第二的广告品类; 交通类同比增长26.0%至21.73亿; 商业及服务类同比增长29.39%至9.21亿元; 房产家居类同比增长0.5%至10.40亿元。

图 66: 分众传媒各业务营收情况

图 67: 分众传媒各业务收入占比



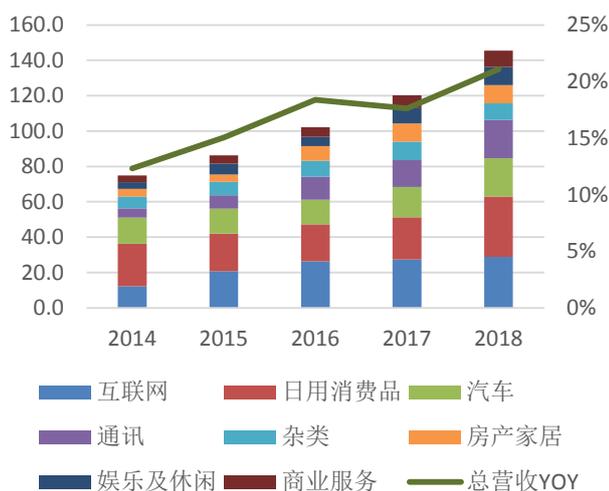
资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 68：分众传媒分行业类别营收概况

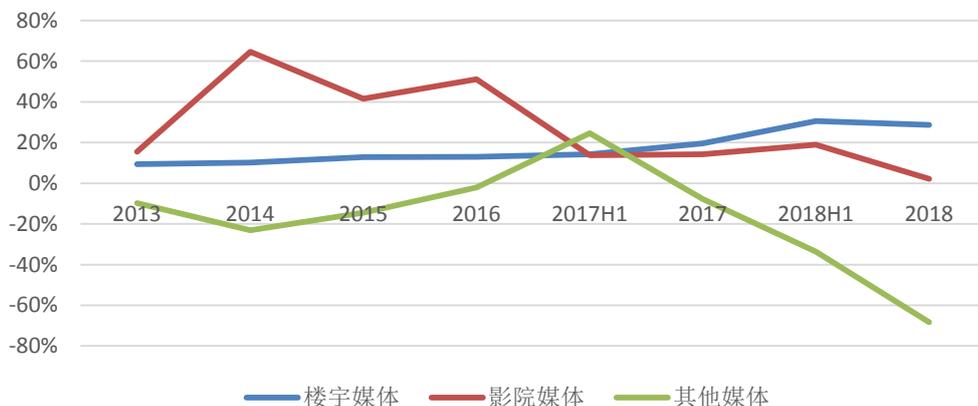
图 69：分众传媒各行业类别营收增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 70：分众传媒各业务收入增速



资料来源：公司年报、民生证券研究院

（五）投资建议

广告营销行业与宏观经济相关性较强，整体行业维稳，18年净利润受商誉减值影响大幅下滑，重点关注高渠道及广告平台壁垒和新内容业务开展、商业模式持续推进和创新的龙头公司。

重点个股：分众传媒（电梯媒体广告龙头，关注竞争格局的边际变化）；蓝色光标（海外业务迅速发展，智能营销龙头）；利欧股份（数字营销龙头）。

表 13：主流营销广告公司营收及净利润情况

	营业收入：亿元					归母净利润：亿元				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
分众传媒	75.0	86.3	102.1	120.1	145.5	24.2	33.9	44.5	60.0	58.2
蓝色光标	59.8	83.5	123.2	152.3	231.0	7.1	0.7	6.4	2.2	3.9
利欧股份	28.7	43.9	72.9	105.7	122.5	1.8	2.3	5.6	4.2	18.6
省广集团	63.4	96.3	109.2	113.0	121.1	4.3	5.5	6.1	-1.8	1.9
科达股份	11.2	24.2	70.3	94.7	142.1	0.5	1.2	4.2	4.6	2.6
华扬联众	30.2	51.8	66.4	82.2	107.5	0.9	0.8	1.0	1.3	1.3
天龙集团	9.1	17.1	52.9	68.8	79.7	0.0	0.5	1.4	-3.1	-9.1
智度股份			23.6	63.8	76.7	-0.7	0.0	3.2	5.3	7.1
佳云科技	1.7	9.0	28.2	27.1	56.1	0.0	0.6	1.8	1.9	12.5
数知科技	6.4	7.7	9.8	27.5	54.5	0.5	0.6	1.1	4.9	6.3
思美传媒	21.5	24.9	38.2	41.9	52.8	0.7	0.9	1.4	2.3	0.3
万润科技	5.2	8.4	15.7	30.4	45.8	0.4	0.6	1.4	1.4	11.3
联建光电	9.6	14.9	27.8	39.5	40.5	1.3	1.6	2.6	1.0	28.9
华谊嘉信	15.6	32.5	34.5	35.0	34.2	0.7	1.3	1.3	-2.8	-7.7
引力传媒	14.2	18.6	17.3	25.8	31.5	0.5	0.3	0.3	0.7	0.6
浙江富润	9.6	8.0	8.8	19.3	27.7	-0.7	0.2	1.0	1.7	2.2
腾信股份	8.4	14.5	13.5	16.2	13.3	0.9	1.5	-2.7	-1.4	0.2
表达数字	5.5	4.2	8.0	9.4	10.4	0.1	0.2	1.5	0.8	-3.7
宣亚国际	2.7	3.9	4.7	5.0	3.7	0.1	0.5	0.6	0.7	0.2

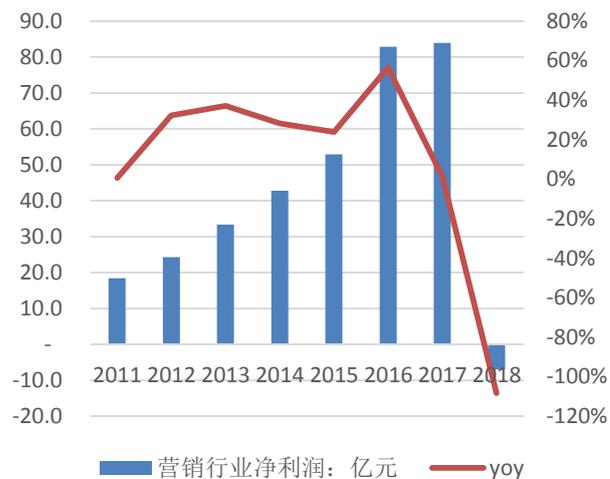
资料来源：公司年报、民生证券研究院

图 71：主要营销行业上市公司总营收及增速情况

图 72：主要营销行业上市公司归母净利润及增速情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

七、风险提示

版号政策风险; 影视监管政策风险; 公司业绩不及预期等。

插图目录

图 1: 传媒指数 19H1 走势	4
图 2: 传媒指数 PE (TTM)	4
图 3: 传媒行业营收及同比增速	5
图 4: 传媒行业净利润及同比增速	5
图 5: 传媒板块商誉所有者权益比中位数	6
图 6: 商誉减值规模 (百万)	6
图 7: 商誉减值占总商誉比例	6
图 8: 传媒行业不同区间股权质押率的公司数量	7
图 9: 传媒行业不同区间大股东股权质押率的公司数量	7
图 10: 传媒板块基金超配比例	7
图 11: 2019Q1 基金各行业持股市值占比	8
图 12: 2011 年来一级市场新成立影视类公司占比示意图	10
图 13: 横店影视城拍摄剧组数量及同比增长	11
图 14: 2018 年 1 月-2019 年 5 月备案公示剧数及同比增长	11
图 15: 2018 年 1 月-2019 年 5 月备案公示集数及同比增长	11
图 16: 2018 年 1 月-2019 年 5 月备案公示各题材剧数占比	12
图 17: 2018 年 1 月-2019 年 5 月备案公示各题材集数占比	12
图 18: 2018 年-2019 年 Q1、Q2* 电影票房 (不含服务费) 及同比增长	13
图 19: 2018 年-2019 年 Q1&Q2 观影人次 (亿) 及同比	14
图 20: 2018-2019 年 Q1&Q2 平均票价 (不含服务费) 及同比	14
图 21: 2018 年-2019 年 Q1、Q2* 及上半年进口和国产片电影票房占比对比	14
图 22: 2018 年暑期档影片一览	15
图 23: 2018 年-2019 年第 23 周新建银幕数及同比增长	16
图 24: 2019 年前 23 周新增影院数 top5	17
图 25: 2018 年前 23 周新增影院数 top5	17
图 26: 2016 年来腾讯视频/优酷/爱奇艺/芒果 TV 月活跃用户数 (万) 及同比变化	17
图 27: 2014~2019 年影视制作公司商誉 (亿元) 及占总资产比重 (%) 变化	19
图 28: 2017-2018 年月排名 TOP5 的 120 个综艺 1 制作公司一览	23
图 29: 18 年月排名 TOP5 的所有综艺中男女占比一览	23
图 30: 新媒股份主营业务概览	23
图 31: 游戏行业 19H1 走势	24
图 32: 游戏版块营收 (亿元)	25
图 33: 游戏版块净利润 (亿元)	25
图 34: 国产游戏版号发放数量	26
图 35: 2017Q2-2019Q1 中国移动游戏市场实际销售收入与增长率	26
图 36: 中国游戏市场用户规模及增长率	27
图 37: 移动游戏市场规模及增速与移动游戏用户增速	27
图 38: 云游戏发展历程	27
图 39: 主要公司云游戏平台及业务概况	28
图 40: 世界各主要国家 4G Speed:Mbps	29
图 41: 云游戏网速要求	29
图 42: 5G 技术网速速度及延迟	29
图 43: 中国自主研发游戏海外市场销售收入趋势 (包括手游、端游、页游等)	30
图 44: 2018H1 主要市场中国移动出海游戏下载量排名	30
图 45: 2018H1 主要市场中国移动出海游戏用户收入排名	30
图 46: 广电行业 19H1 走势	31

图 47: 出版行业 19H1 走势.....	31
图 48: 广电板块及出版板块 PE (TTM) 历史分位数.....	32
图 49: 行业 Beta 对比.....	32
图 50: 行业货币资金总资产比.....	33
图 51: 行业经营现金流营业收入比.....	33
图 52: 中国家庭电视收视格局 (渗透率).....	33
图 53: 中国广告经营额及增长情况.....	35
图 54: 中国广告经营额增速与 GDP 增速的比较.....	35
图 55: 分众传媒营收同比增速及 GDP (不变价) 同比增速对比.....	35
图 56: 全媒体及传统媒体广告花费同比增速变化情况.....	36
图 57: 全媒体广告刊例花费同比变化情况.....	36
图 58: 2016-2018 广告主对各媒体广告费用的预期分配比例变化.....	37
图 59: 主流互联网公司近三年广告营销收入总额: 亿元.....	38
图 60: 2018 年中国主流互联网公司广告营收占比.....	38
图 61: 主流互联网公司近三年广告营销收入增速情况.....	38
图 62: 互联网公司广告营销 2016-2018 收入同比增速情况.....	38
图 63: 中国户外广告市场规模及增速情况.....	39
图 64: 16-19 年户外媒体广告刊例花费同比变化.....	39
图 65: 我国 GDP 增速与户外广告规模增速对比情况.....	39
图 66: 分众传媒各业务营收情况.....	40
图 67: 分众传媒各业务收入占比.....	40
图 68: 分众传媒分行业类别营收概况.....	41
图 69: 分众传媒各行业类别营收增速.....	41
图 70: 分众传媒各业务收入增速.....	41
图 71: 主要营销行业上市公司总营收及增速情况.....	42
图 72: 主要营销行业上市公司归母净利润及增速情况.....	42

表格目录

表 1: 2018 年至今影视及行业相关政策梳理.....	9
表 2: 2019 年来电视剧电影撤档案例.....	12
表 3: 2019 年来电视剧电影改名案例.....	13
表 4: 2018 年 Q1~Q2 头部进口片及国产片对比.....	15
表 5: 影视公司估值表.....	18
表 6: 影视制作公司 2019 年 Q1 业绩一览.....	18
表 7: 影视制作公司 2014~2019 年商誉一览.....	19
表 8: 华策影视/华谊兄弟/北京文化/文投控股商誉主要构成公司业绩承诺及业绩表现示意.....	20
表 9: 院线公司 2019 年 Q1 业绩一览.....	20
表 10: 六家院线公司对应影投新建影院情况概览.....	21
表 11: 院线公司 2015~2018 年业绩一览.....	22
表 12: 2018 年广电行业 5G 进程.....	34
表 13: 主流营销广告公司营收及净利润情况.....	42

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，2019年1月加入民生证券。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记