



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
完美世界	002624.SZ	24.51	买入
游族网络	002174.SZ	15.76	买入
吉比特	603444.SH	214.43	买入
芒果超媒	300413.SZ	38.80	未有评级

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年7月16日当地货币收市价为标准

### 主要催化剂/事件

监管政策变化，影视、游戏公司重点项目的推出

# 传媒行业 2019 年中报前瞻

## 游戏或边际改善，影视、营销仍需等待拐点

截至7月16日，申万传媒指数年初以来上涨5.91%，板块表现弱于上证综指（上涨17.79%）和创业板指数（上涨23.57%），在所有板块中涨幅靠后。基于申万一级传媒行业88家上市公司（剔除ST公司）发布的2019年半年度业绩预告情况，我们对于A股传媒行业2019年上半年业绩做了梳理分析，并对后续业绩做了展望。从公告的业绩预告来看，传媒板块2019年上半年及二季度整体业绩未出现反转，政策及宏观经济整体环境仍然是影响业绩的重要因素，板块之间、公司之间分化依然明显。游戏板块二季度业绩或较一季度出现边际改善，部分公司因具体项目业绩超预期；影视、营销板块整体业绩仍未出现拐点。

### 支撑评级的要点

- **游戏板块：**2019年二季度整体业绩同比增速预计较一季度提升。2019年，在游戏版号审批重启之后，新游戏上线有望带来增量，我们看好行业收入增速维持回升的趋势。另一方面，在“总量控制、鼓励精品”的游戏版号审批新政以及用户对于游戏品质要求越来越高双重因素推动下，游戏行业增长将更依赖于长线运营的精品游戏，头部化有望加剧，且行业整体推广营销费用率有望下降，游戏行业盈利能力或将提升。头部精品游戏研发运营商市场份额有望提升，业绩增长的确定性相对更强。
- **影视板块：**2019年二季度及上半年整体业绩预计仍将大幅下降。2018年以来的“行业税收补缴”、“明星限薪”、内容题材审核趋严等政策使得部分公司的相关剧目延期或未能取得发行许可证，进而导致的营收不及预期、回款放慢以及坏账损失增加等因素仍然是影响2019年影视上市公司业绩的重要因素，影视行业当前仍然在经历调整期，影视板块整体业绩的边际改善仍然需要等待。内容题材储备丰富且符合政策鼓励的方向、精品内容打造能力突出的公司，我们认为在经历行业调整后仍然具有较大成长空间。
- **营销板块：**2019年二季度及上半年整体业绩预计将继续下降。从已经预告的营销板块上市公司业绩来看，宏观经济环境导致的广告行业整体增速放缓、国内竞争加剧导致代理毛利率进一步下行、部分公司为追求盈利主动缩减降低毛利率的业务等成为业绩下滑的主要原因，广告营销行业整体尚未出现业绩反转。从全媒体广告刊例花费增速来看，2019年2月以来同比降幅已逐步收窄，但广告刊例花费增速是否已经触底反转仍需观察。2018年刊例花费同比增速较高的电梯电视、电梯海报、影院视频媒体，2019年增速下降也比较明显。相较于2018年梯媒点位的大幅扩张，分众传媒计划2019年不再大幅扩张点位，成本端压力有望得到缓解，收入端的边际改善仍需观察。

### 重点推荐

- 游戏板块推荐吉比特、完美世界、游族网络；影视板块建议关注芒果超媒。

### 评级面临的主要风险

- 行业监管政策持续趋严；商誉减值风险；解禁及重要股东减持风险。

### 相关研究报告

- 《传媒行业 2018 年报及 2019 年一季报综述》  
20190509
- 《传媒行业 2019 年一季报前瞻》 20190415
- 《传媒互联网 2018 年报前瞻》 20190303

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 传媒

方光照

(021)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519010001



## 目录

概况.....	4
各子板块业绩前瞻——游戏或边际改善，影视、营销仍需等待拐点.....	6
总结.....	15
风险提示.....	16



## 图表目录

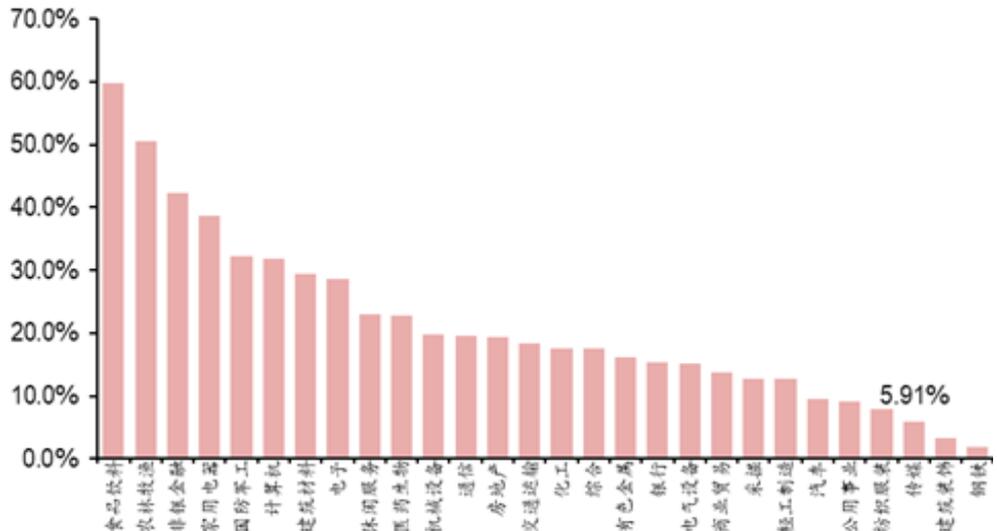
图表 1.各行业板块收益表现 (2019.1.1-2019.7.16)	4
图表 2.各主要指数表现情况 (2019.1.1-2019.7.16)	4
图表 3.各行业市盈率 (TTM) 情况	5
图表 4.传媒板块整体业绩与往期对比	5
图表 5.2019H1 传媒行业上市公司预告归母净利润分布	5
图表 6.2019H1 传媒行业上市公司预告归母净利润增速分布	5
图表 7.传媒各子板块 2019 年中报业绩预期	6
图表 8. 游戏板块已公告 2019 年半年度业绩预告情况梳理	7
图表 9.2016Q1-2019Q1 中国移动游戏市场实际销售收入及增速	8
图表 10.2019Q1 中国移动游戏实际销售收入前十位	8
图表 11.2019 年 5 月游戏收入测算榜前十位	8
图表 12.影视板块已公告 2019 年半年度业绩预告情况梳理	9
图表 13.2016Q1-2019Q2 影视板块上市公司归母净利润变化	9
图表 14.2012-2019Q1 年完成并取得发行许可的电视剧总量	10
图表 15.2016-2019Q1 取得发行许可证的电视剧题材分布	10
图表 16.2018 年行业政策性事件整理	10
图表 17.2019 年行业政策性事件整理	11
图表 18.2012-2019H1 国内电影票房变化情况	11
图表 19.2012-2019H1 国内观影人次变化	11
图表 20.2018Q1-2019Q2 国内电影票房变化情况	12
图表 21.2018Q1-2019Q2 国内观影人次变化情况	12
图表 22.2019Q1 和 2018Q1 电影票房对比	12
图表 23.2019Q1 和 2018Q1 观影人次对比	12
图表 24.2012-2019H1 年国内银幕数量变化	12
图表 25.2012-2019H1 年国内影院数量变化	12
图表 26. 营销板块已公告 2019 年半年度业绩预告情况梳理	13
图表 27.2018 年 6 月-2019 年 5 月全媒体广告和传统广告刊例花费同比增速	14
图表 28.2018-2019Q1 各媒介刊例花费同比增速	14
图表 29.2019 年 5 月和 2018 年 5 月各媒介刊例花费增速	14
附录图表 30.报告中提及上市公司估值表	17

## 概况

### 市场概况

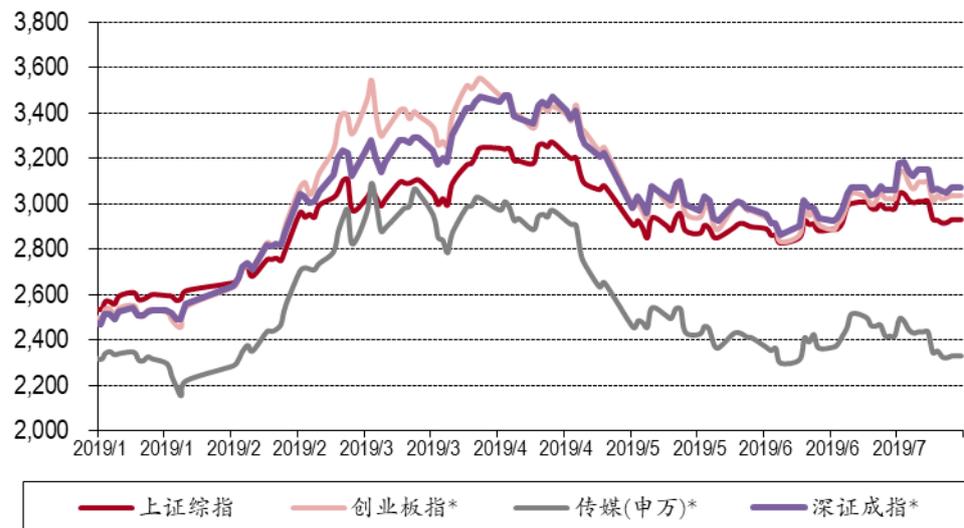
截至7月16日，申万传媒指数年初以来上涨5.91%，板块表现弱于上证综指（上涨17.79%）和创业板指数（上涨23.57%）。传媒板块走势在3月份达到高点后，回落较多，2019年以来涨幅位于全行业靠后位置。

图表1.各行业板块收益表现（2019.1.1-2019.7.16）



资料来源：万得，中银国际证券

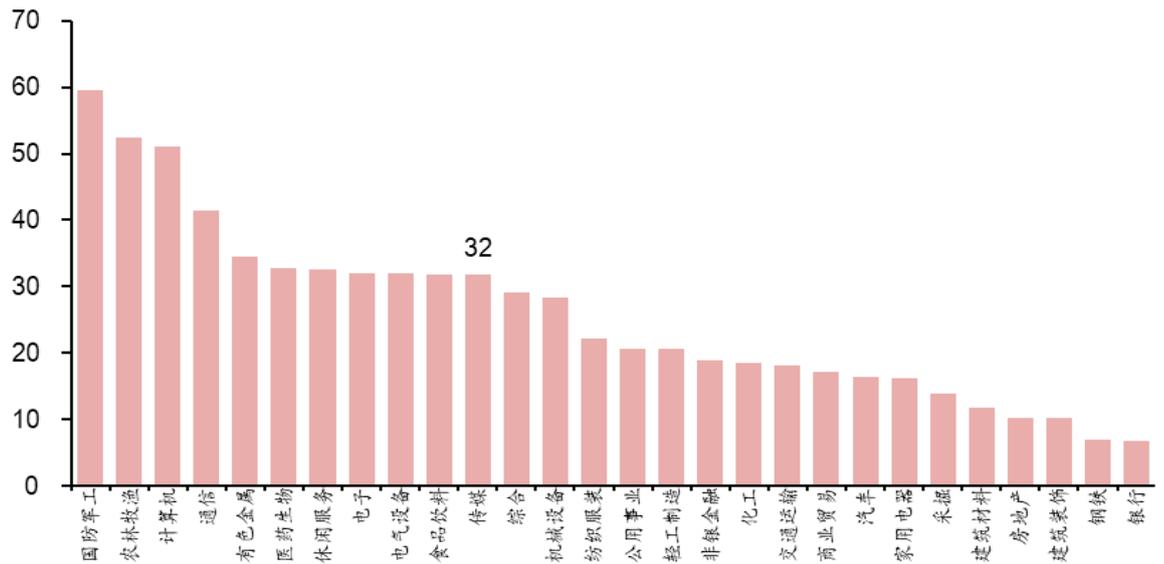
图表2.各主要指数表现情况（2019.1.1-2019.7.16）



资料来源：万得，中银国际证券（创业板指、深证成指、申万传媒指数相应做等比调整）

估值方面，传媒行业动态市盈率（TTM）位于各行业前列，因商誉减值等资产减值损失的影响，板块整体净利润在2018年出现大幅下滑，使得行业TTM估值依旧偏高。

图表 3. 各行业市盈率 (TTM) 情况



资料来源: 万得, 中银国际证券 (注: 按照 2019 年 7 月 16 日收盘数据)

**中报业绩预告整体概况: 基于已公告业绩预告的公司计算, 二季度业绩降幅扩大**

我们梳理了 A 股中万一级传媒行业中已公告 2019 年半年度业绩预告的 93 家上市公司, 剔除 5 家 ST 公司, 共 88 家; 基于其公告的业绩预告中归母净利润的中位数加总计算, 传媒行业 2019 年二季度整体归母净利润同比下降 35.0%, 降幅较 2019 年一季度扩大; 2019 年上半年整体归母净利润同比下降 32.3%。

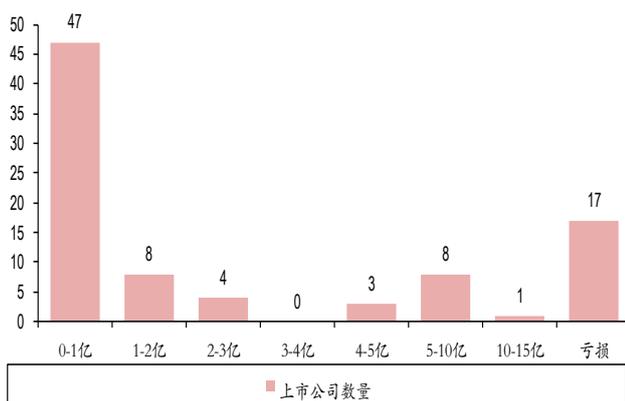
图表 4. 传媒板块整体业绩与往期对比

(%)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1	2019Q2*	2019H1*
营业总收入同比增速	33.4	27.9	14.2	11.2	5.0	-	-
归母净利润同比增速	28.1	20.6	(27.6)	(167.2)	(24.1)	(32.3)	(35.0)

资料来源: 公司财报, 中银国际证券 (注: 2019H1 及 2019Q2 数据基于已公告的上市公司 2019 年半年度业绩预告中归母净利润的中位数计算)

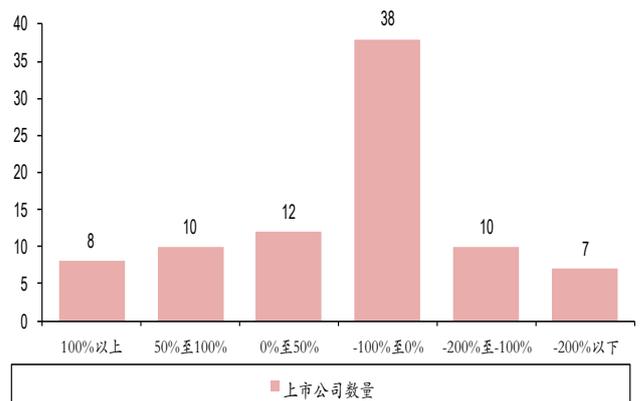
按照公告的 2019 年半年度业绩预告中的归母净利润区间的中位数来划分, 上半年有 17 家亏损、47 家公司盈利在 0-1 亿之间、盈利超过 1 亿的 24 家; 按照归母净利润增速区间的中位数来划分, 88 家公司中剔除增速不可比的 3 家, 剩余 85 家中实现同比正增长的由 30 家, 其中增速超过 100% 的由 3 家, 55 家公司业绩同比下滑。

图表 5. 2019H1 传媒行业上市公司预告归母净利润分布



资料来源: 万得, 中银国际证券 (注: 按业绩预告区间中位数)

图表 6. 2019H1 传媒行业上市公司预告归母净利润增速分布



资料来源: 万得, 中银国际证券 (注: 按业绩预告区间中位数)

## 各子板块业绩前瞻——游戏或边际改善，影视、营销仍需等待拐点

已经公告 2019 年半年度业绩预告的 88 家传媒行业上市公司包括游戏板块 27 家、影视板块 16 家、营销板块 18 家、出版板块 4 家、广电有线网络板块 2 家、教育板块 11 家、互联网板块 9 家及体育板块 1 家。

按照公告的业绩预告中归母净利润的中位数计算，剔除样本过少的出版、广电有线网络及体育板块，其余细分板块中，剔除影视板块中的异常值光线传媒（2018 年一季度一次性确认投资收益较高）、互联网板块中的异常值乐视网（连续亏损较高）及新上市的值得买（缺乏 2018 年二季度财务数据）、营销板块中的因赛集团（缺乏 2018 年二季度财务数据）之后，2019 年上半年教育板块整体业绩增速最高，其次互联网板块，影视板块增速最低；若再剔除营销板块中占比较大的分众传媒以及教育板块中因为并表因素占比较大的中公教育之后，则只有互联网板块 2019 年上半年整体业绩实现增长，增速其次为营销板块，影视板块仍然增速最低。2019 年二季度与一季度相比，所有板块中，只有游戏板块出现了单季度增速的环比提升。教育板块公司由于大多为通过外延并购转型进入教育行业的公司，公司之间可比性相对较低；而互联网板块公司具体业务涉及的细分领域差异较大。基本可比性考虑，我们重点分析游戏、影视及营销板块。

图表 7. 传媒各子板块 2019 年中报业绩预期

(%)	2019Q1 归母净利润 yoy	2019Q2 归母净利润 yoy	2019H1 归母净利润 yoy
游戏	(12.5)	(10.3)	(11.4)
影视	(34.8)	(82.2)	(61.8)
营销/营销 (剔除分众传媒后)	(45.9)/8.2	(55.2)/(15.3)	(51.8)/(4.1)
教育/教育 (剔除中公教育后)	85.1/(10.0)	62.1/(57.5)	68.1/(45.1)
互联网	34.1	(8.5)	10.8

资料来源：万得，中银国际证券（注：取已公告的 2019 年半年度业绩预告中归母净利润的中位数加总后计算，影视板块剔除异常值光线传媒，互联网板块剔除异常值乐视网及新上市的值得买，营销板块剔除新上市的因赛集团）

### 游戏板块：业绩增速环比提升，龙头公司业绩确定性更强

游戏板块我们统计了 27 家主要 A 股上市公司 2019 年半年度业绩预告情况，可以看到公司之间业绩分化明显。剔除并表及非经常性损益等因素的影响，2019 年上半年和二季度冰川网络、电魂网络、凯撒文化预告归母净利润实现较大幅度增长，主要原因包括运营的老游戏流水持续增长（如冰川网络 2018 年 6 月上线的《远征手游》、电魂网络端游产品《梦三国》）以及报告期内上线新游戏带来的增量贡献（如电魂网络《梦三国手游》《梦塔防手游》）；龙头公司三七互娱和完美世界 2019 年上半年预告归母净利润也实现平稳增长，其中三七互娱预计二季度归母净利润同比增速较一季度提升，两家公司报告期内新上线的游戏（三七互娱《一刀传世》《斗罗大陆》H5、完美世界《完美世界手游》）都成为贡献业绩的重要来源。而受到自身研发、版号政策等因素的影响，恺英网络、北纬科技等公司新游戏未能如期上线，成为预告业绩大幅下滑的重要原因。

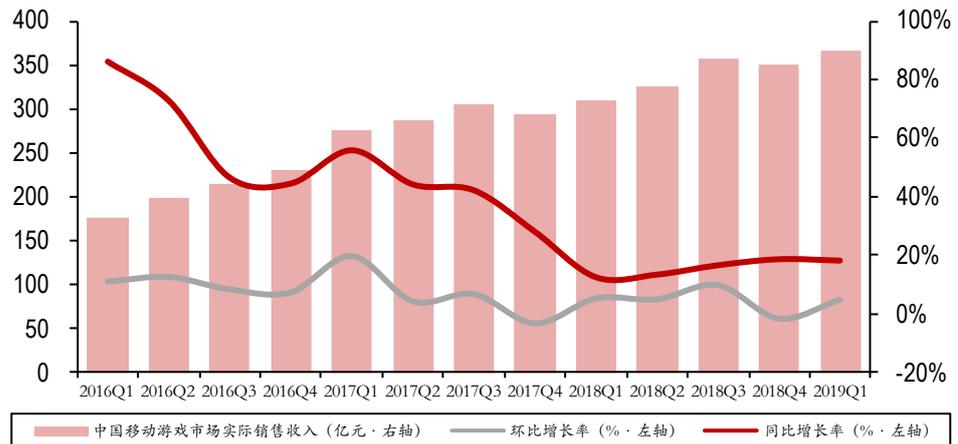
图表 8. 游戏板块已公告 2019 年半年度业绩预告情况梳理

证券代码	证券简称	预告净利润 上限	预告净利 润下限	预告净利润	预告净利	2019H1 归母 净利润(按预 告中位数)	2019Q1 归母 净利润增速 %	2019Q2 归母净 利润增速(按 预告中位数) %	2019H1 归母净 利润增速(按 预告中位数) %
				同比增长上 限 %	润同比增 长下限 %				
002602.SZ	世纪华通	11.50	9.40	61.90	32.30	10.45	(37.40)	113.80	47.08
002555.SZ	三七互娱	10.00	9.00	24.80	12.30	9.50	10.80	26.70	18.55
002624.SZ	完美世界	10.00	9.60	27.90	22.80	9.80	34.90	17.10	25.34
300459.SZ	金科文化	6.11	4.46	10.30	(19.50)	5.29	(13.70)	5.60	(4.56)
300418.SZ	昆仑万维	6.50	5.50	15.40	(2.30)	6.00	91.30	(39.50)	6.56
300315.SZ	掌趣科技	2.60	1.50	(31.60)	(60.60)	2.05	41.90	(92.70)	(46.10)
002425.SZ	凯撒文化	2.58	1.99	120.00	70.00	2.28	100.60	89.40	95.00
300113.SZ	顺网科技	2.48	1.90	(15.00)	(35.00)	2.19	(26.50)	(23.20)	(25.00)
300043.SZ	星辉娱乐	1.48	1.20	5.00	(15.00)	1.34	12.80	(9.60)	(5.00)
300533.SZ	冰川网络	0.87	0.73	88.00	58.10	0.80	54.60	85.50	73.03
603258.SH	电魂网络	0.87	0.77	67.60	48.30	0.82	75.00	43.90	57.91
300148.SZ	天舟文化	0.99	0.69	(27.70)	(49.60)	0.84	(8.90)	(61.10)	(38.66)
002447.SZ	晨鑫科技	0.09	0.00	(89.50)	(100.00)	0.05	(83.30)	(144.00)	(94.73)
002292.SZ	奥飞娱乐	1.29	1.08	25.00	5.00	1.18	27.20	5.00	15.00
300031.SZ	宝通科技	1.99	1.57	40.00	10.00	1.78	63.20	1.90	25.00
300518.SZ	盛讯达	0.15	0.14	721.00	693.00	0.14	383.80	84.70	707.27
300494.SZ	盛天网络	0.13	0.10	(65.30)	(73.30)	0.12	(77.70)	(59.70)	(69.33)
002354.SZ	天神娱乐	(1.30)	(2.30)	(162.30)	(210.30)	(1.80)	(125.00)	(541.80)	(186.32)
300052.SZ	中青宝	0.28	0.19	0.00	(30.00)	0.23	(16.60)	(13.30)	(14.99)
002517.SZ	恺英网络	0.68	0.45	(82.00)	(88.00)	0.56	(64.20)	(125.80)	(84.84)
000835.SZ	长城动漫	(0.25)	(0.35)	(520.90)	(689.20)	(0.30)	(61.70)	(198.00)	(604.77)
002699.SZ	美盛文化	0.27	0.18	(46.90)	(64.60)	0.23	(76.70)	493.10	(55.78)
300299.SZ	富春股份	0.23	0.19	10.00	(10.00)	0.21	(36.40)	383.10	0.00
002148.SZ	北纬科技	0.12	0.08	(58.10)	(72.10)	0.10	(70.10)	(57.70)	(65.06)
300467.SZ	迅游科技	1.14	1.04	10.00	0.00	1.09	39.80	(29.80)	5.00
002247.SZ	聚力文化	0.60	0.40	(80.80)	(87.20)	0.50	(79.00)	(89.60)	(83.96)
002168.SZ	惠程科技	0.75	0.50	(70.00)	(80.00)	0.63	(83.00)	(61.70)	(74.99)

资料来源：公司公告，中银国际证券

根据伽马数据发布的报告，2019 年一季度中国移动游戏实际销售收入达到 1,339.6 亿元，同比增长 15.4%，增速与 2018 年四季度基本持平。移动游戏行业尽管 2018 年经历了长达 9 个月的版号暂停发放，但行业收入增速从 2018 年二季度开始逐步回升，已上线的老游戏、尤其是长线运营的精品游戏仍能带来用户和时长的增量及 ARPU 值的提升。**2019 年，在游戏版号审批重启之后，新游戏上线有望带来增量，我们看好行业收入增速维持回升的趋势。另一方面，在“总量控制、鼓励精品”的游戏版号审批新政以及用户对于游戏品质要求越来越高双重因素推动下，游戏行业增长将更依赖于长线运营的精品游戏，头部化有望加剧，且行业整体推广营销费用率有望下降，游戏行业盈利能力或将提升。头部精品游戏研发运营商市场份额有望提升，业绩增长的确性相对更强。**

图表 9.2016Q1-2019Q1 中国移动游戏市场实际销售收入及增速



资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

图表 10.2019Q1 中国移动游戏实际销售收入前十位

排名	游戏名称	研发商	游戏类型
1	王者荣耀	腾讯游戏	战术竞技类
2	梦幻西游	网易游戏	回合制角色扮演类
3	QQ飞车	腾讯游戏	竞速类
4	完美世界手游	腾讯游戏/完美世界	MMORPG
5	阴阳师	网易游戏	回合制角色扮演类/卡牌类
6	明日之后	网易游戏	生存类
7	乱世王者	腾讯游戏	策略类
8	QQ炫舞	永航科技	休闲类/音舞类
9	大话西游	网易游戏	回合制角色扮演类
10	Fate/Grand Order	DELIGHTWORKS	卡牌类

资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

图表 11.2019 年 5 月游戏收入测算榜前十位

排名	游戏名称	研发商	游戏类型
1	王者荣耀	腾讯游戏	战术竞技类
2	和平精英	腾讯游戏	射击类
3	完美世界手游	腾讯游戏/完美世界	MMORPG
4	梦幻西游	网易游戏	回合制角色扮演类
5	明日方舟	鹰角网络	策略类
6	阴阳师	网易游戏	回合制角色扮演类/卡牌类
7	一起来捉妖	腾讯游戏	AR 探索类
8	QQ飞车	腾讯游戏	竞速类
9	乱世王者	腾讯游戏	策略类
10	开心消消乐	乐元素	消除类

资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

**影视板块：监管政策趋严背景下，业绩边际改善仍需等待**

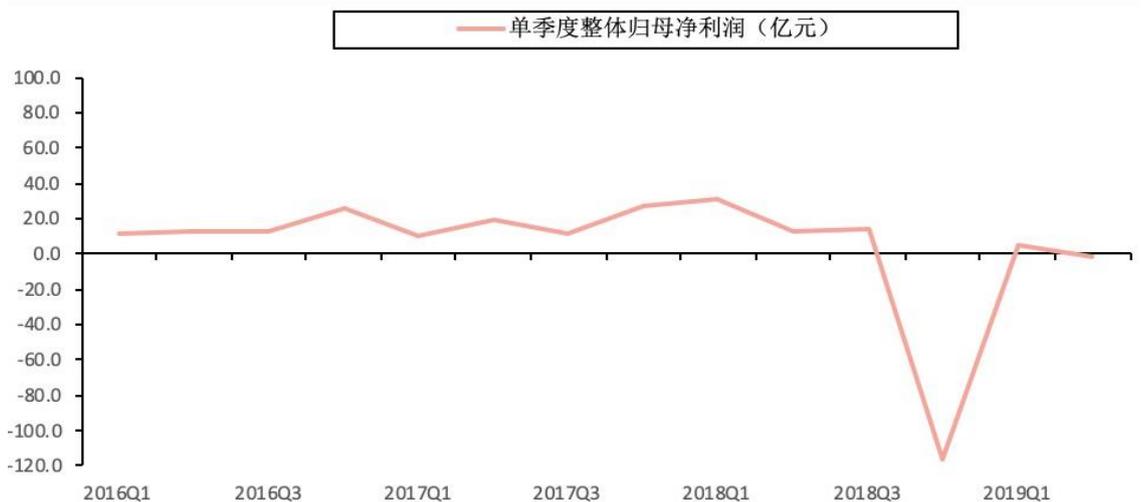
影视板块我们统计 16 家 A 股上市公司公告的 2019 年半年度业绩预告情况。在内容题材等政策监管趋严背景下，部分公司由于此前项目延期等因素导致回款放慢，进而影响现金流和后续项目进度；部分公司基于政策变化主动进行战略调整，缩减影视业务规模。多方面因素综合影响下，影视板块上市公司 2019 年上半年预告归母净利润大多出现同比下降，只有芒果超媒实现增长；而从 2019 年二季度情况看，基于业绩预告的归母净利润中位数推算，二季度预告业绩均同比下降。**2018 年以来的“行业税收补缴”、“明星限薪”、内容题材审核趋严等政策使得部分公司的相关剧目延期或未能取得发行许可证，进而导致的营收不及预期、回款放慢以及坏账损失增加等因素仍然是影响 2019 年影视上市公司业绩的重要因素，影视行业当前仍然在经历调整期，影视板块整体业绩的边际改善仍然需要等待。而内容题材储备丰富且符合政策鼓励的方向、精品内容打造能力突出的公司，我们认为在经历行业调整后仍然具有较大成长空间。**

图表 12. 影视板块已公告 2019 年半年度业绩预告情况梳理

证券代码	证券简称	预告净利润 上限	预告净利润 下限	预告净利润 同比增长上 限 %	预告净利润 同比增长下 限 %	2019H1 归母 净利润(按预 告中位数)	2019Q1 归母 净利润增速 %	2019Q2 归母净 利润增速(按 预告中位数) %	2019H1 归母净 利润增速(按 预告中位数) %
300413.SZ	芒果超媒	8.30	7.30	44.90	27.50	7.80	3048.82	(35.30)	36.20
300182.SZ	捷成股份	2.45	2.25	(57.10)	(60.60)	2.35	(32.16)	(73.50)	(58.87)
002343.SZ	慈文传媒	0.95	0.75	(50.80)	(61.20)	0.85	(92.85)	(25.50)	(55.97)
300027.SZ	华谊兄弟	(3.25)	(3.30)	(217.10)	(218.90)	(3.27)	(136.33)	(1338.10)	(218.00)
300251.SZ	光线传媒	1.05	0.85	(95.00)	(96.00)	0.95	(95.40)	(97.00)	(95.49)
000892.SZ	欢瑞世纪	0.20	0.15	(60.00)	(70.00)	0.18	29.55	(84.20)	(65.08)
300528.SZ	幸福蓝海	0.10	0.00	(88.40)	(100.00)	0.05	(70.65)	(119.90)	(94.21)
002071.SZ	长城影视	(0.15)	(0.30)	(122.60)	(145.10)	(0.23)	(40.60)	(169.60)	(133.85)
000802.SZ	北京文化	(0.48)	(0.68)	(208.50)	(253.70)	(0.58)	(312.73)	(198.10)	(231.12)
300133.SZ	华策影视	(0.55)	(0.60)	(119.00)	(120.70)	(0.58)	(0.11)	(137.00)	(119.88)
300426.SZ	唐德影视	(0.73)	(0.78)	(180.50)	(186.00)	(0.75)	(280.41)	(147.10)	(183.23)
000673.SZ	当代东方	(0.45)	(0.60)	(140.80)	(154.40)	(0.53)	(127.33)	(229.90)	(146.08)
300336.SZ	新文化	0.95	0.47	(40.00)	(70.00)	0.71	(45.14)	(62.30)	(55.00)
002502.SZ	骅威文化	0.05	(0.05)	(84.80)	(115.20)	0.00	(482.93)	(11.80)	(100.00)
300291.SZ	华录百纳	0.66	0.61	124.70	122.90	0.64	(120.94)	(124.40)	(123.80)
002739.SZ	万达电影	6.19	4.81	(55.00)	(65.00)	5.50	(21.12)	(65.60)	(38.90)

资料来源：公司公告，中银国际证券

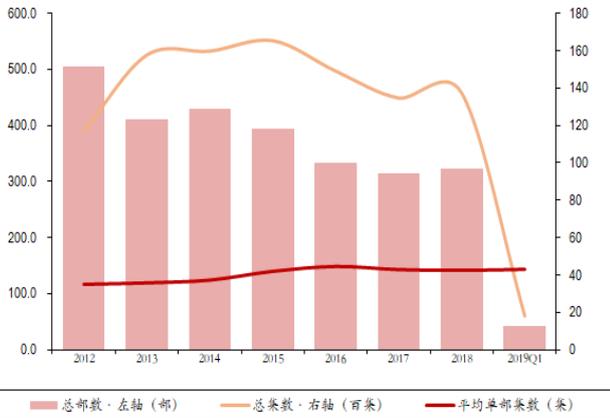
图表 13. 2016Q1-2019Q2 影视板块上市公司归母净利润变化



资料来源：万得，中银国际证券（注：2019Q2 净利润基于已公告 2019 年半年度业绩预告中的归母）

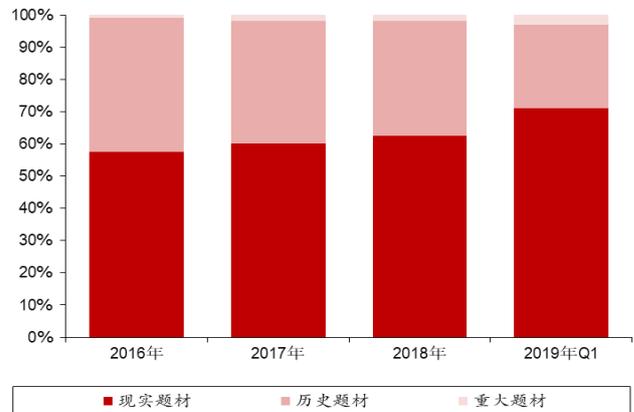
剧集方面，总量整体呈下降趋势，历史题材占比不断下降。根据《中国电视剧产业发展报告 2019》的数据显示，2018 年完成并获得发行许可证的电视剧 323 部，共计 13,726 集，均较 2017 年小幅回升；平均单部集数为 42.5，与 2017 年基本持平。2018 年，现实题材依旧占据最大比重，达到 63.16%，历史题材则相应下降，占比 35.91%，重大题材占比 0.93%。2019 年一季度完成并获得发行许可证的电视剧共 42 部，共计 1809 集，平均单部集数为 43.07，其中现实题材依旧占据最大比重，达到 71%，历史题材达到 26%的比重，重大题材占比上升至 3%。

图表 14.2012-2019Q1 年完成并取得发行许可的电视剧总量



资料来源：万得，广电总局，中银国际证券

图表 15.2016-2019Q1 取得发行许可证的电视剧题材分布



资料来源：万得，广电总局，中银国际证券

图表 16.2018 年行业政策性事件整理

时间	事件
1月24日	全国广播电视宣传管理工作会议召开，把庆祝改革开放40周年宣传作为贯穿全年的重大主题、重要任务；提前部署选题策划、评审扶持等工作，做到规划一批、创作一批、播出一批、储备一批；源源不断推出讴歌党、讴歌祖国、讴歌人民、讴歌英雄的精品力作。
2月8日	广电总局严肃整治网上歪曲演绎经典、低俗炒作、不良有害视听节目。
2月8日	国台办出台《关于促进两岸经济文化交流合作的若干措施》，放开两岸影视合作在人员参与、生产数量、立项审批等方面的限制。
3月16日	《国家新闻出版广电总办公厅关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》，坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为；加强网上片花、预告片等视听节目管理。
4月4日	广电总局在宁波召开首次全国电视剧创作规划会议。要求电视剧创作以现实主义为主体；市场价值要服从于社会价值；整治高片酬弊病。
6月27日	中宣部等五部门下发治理影视行业天价片酬“阴阳合同”偷逃税等问题的《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，控制不合理片酬，推进依法纳税，促进影视业健康发展。
8月13日	爱奇艺、优酷、腾讯视频三家视频网站联合正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大影视制作公司，共同发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》。
10月31日	《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》。要求坚决遏制追星炒星、泛娱乐化等不良倾向，严格控制嘉宾片酬，加大电视剧网络剧（含网络电影）治理力度，坚持同一标准、同一尺度，坚决打击收视率（点击率）造假行为。

资料来源：百度百科，中银国际证券

图表 17.2019 年行业政策性事件整理

时间	事件
1月9日	《网络短视频内容审核标准细则》和《网络短视频平台管理规范》。加大了对短视频的审核和监管力度。网络短视频平台实行节目内容先审后播制度。平台上播出的所有短视频均应经内容审核后方可播出，包括节目的标题、简介、弹幕、评论等内容。其中一大亮点是将“弹幕”划入“先审后播”的范围，进行“实时管理”。
1月24日	《关于做好2019年度<广播电视节目制作经营许可证>和<电视剧制作许可证（甲种）>换证工作的通知》。除“制作、经营内容导向偏差、低俗庸俗、社会广泛差评、产生不良社会影响的节目”、“以各种方式租借、转让、出售《广播电视节目制作经营许可证》”、“制作、经营或向境外提供含有法律法规或相关规定禁止内容的节目”等广发〔2010〕70号中明确的审查标准外，通知还点明了有两种情况不予换发新许可证：一是违反60号文件相关规定，参与违规买卖收视率或参与收视率造假等；二是违反153号文件相关规定，未按要求规范、及时缴纳税款等。
2月5日	《关于网络视听节目信息备案系统升级的通知》。总局对“网络剧、微电影等网络视听节目信息备案系统”进行了升级，并对相关信息报备方式做了调整。重点网络影视剧包含投资总额超过500万元的网络剧（网络动画片），超过100万元的网络电影；节目在正式与观众见面之前，需要经历两次备案和两次公示，分别获得规划备案号和上线备案号。
3月22日	从即日起至6月，包括武侠、玄幻、历史、神话、穿越、传记、宫斗等在内的所有古装题材网剧、电视剧、网大都不允许播出。已播出的撤掉所有版面，未播出的全部择日再排。
4月4日	广电总局在宁波召开首次全国电视剧创作规划会议。要求电视剧创作以现实主义为主体；市场价值要服从于社会价值；整治高片酬弊病。
5月29日	《关于深化影视业综合改革促进我国影视业健康发展的意见》。针对当前影视产业存在的典型问题，提出了完善创作生产引导机制、规范影视企业经营行为、发挥各类市场主体作用等一系列具体举措。推进影视业改革，要从完善创作生产引导机制、规范影视企业经营行为、健全影视评价体系、发挥各类市场主体作用、加强行业管理执法、加强人才队伍建设等方面统筹推进改革，既抓住当前群众普遍关心、反映强烈的具体问题，又聚焦影视行业标准、从业人员诚信建设等配套性强、影响长远的要害问题，形成管用的长效机制。

资料来源：百度百科，中银国际证券

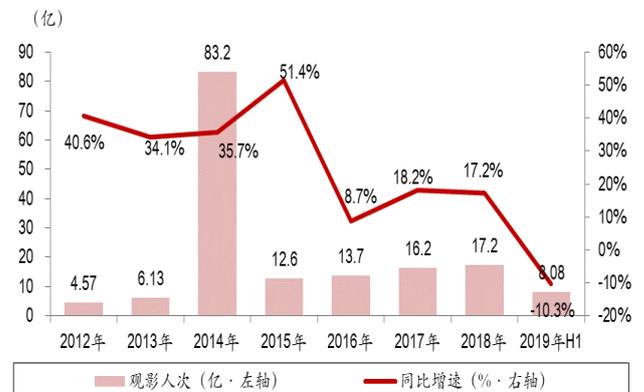
电影方面，观影人次下降导致票房增速放缓，进而导致电影产业链公司业绩增速下滑。国内电影票房增速自2017年以来不断下降。根据艺恩数据，2019年上半年国内电影票房311.7亿元，同比下降2.7%，自2011年以来首次实现上半年票房下降。具体来看，2019年一季度票房为186.16亿元，同比下滑7.94%；观影人次4.80亿人，同比下滑14.47%；平均票价38.81元，同比增长7.64%。2019年二季度票房为125.52亿元，同比增长6.31%；观影人次3.27亿人，同比下滑3.82%；平均票价38.39元，同比增长11.99%。2019年以来，平均票价上涨导致三线及以下城市对票价较敏感的群体的观影意愿降低，从而导致总观影人次下降，成为票房下降的重要原因之一；此外，除了春节档《流浪地球》之外，缺少现象级头部影片的带动，也是票房下降的重要原因。

图表 18.2012-2019H1 国内电影票房变化情况



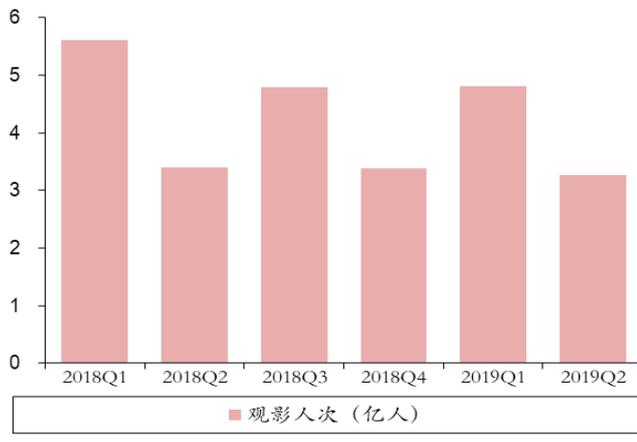
资料来源：艺恩数据，中银国际证券

图表 19.2012-2019H1 国内观影人次变化



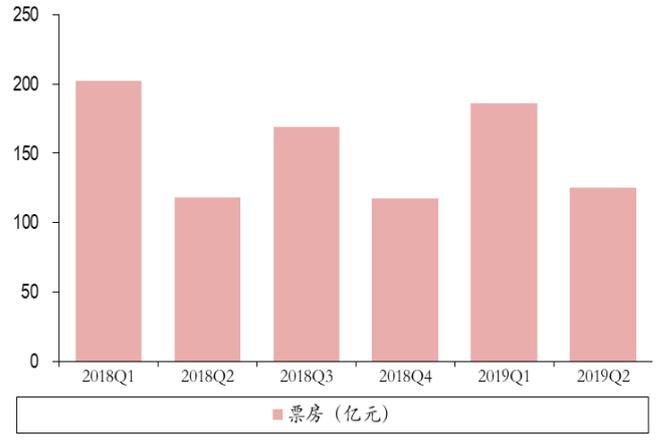
资料来源：艺恩数据，中银国际证券

图表 20.2018Q1-2019Q2 国内电影票房变化情况



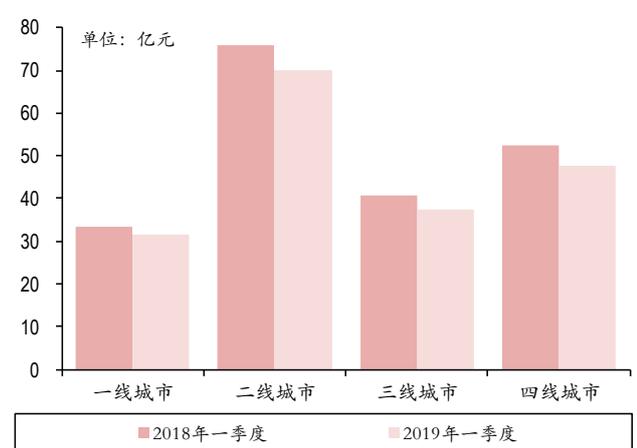
资料来源：艺恩数据，中银国际证券

图表 21.2018Q1-2019Q2 国内观影人次变化情况



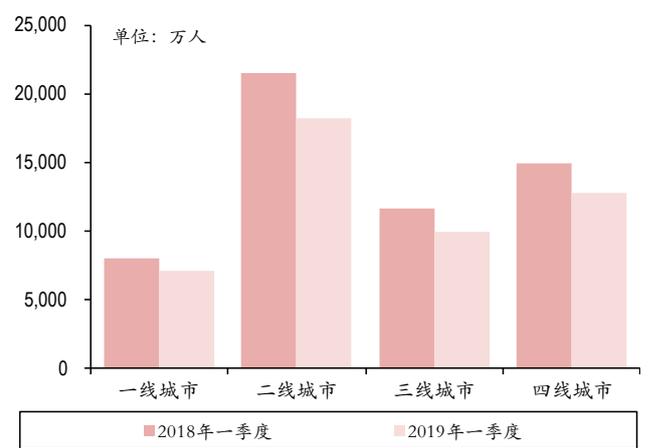
资料来源：艺恩数据，中银国际证券

图表 22.2019Q1 和 2018Q1 电影票房对比



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

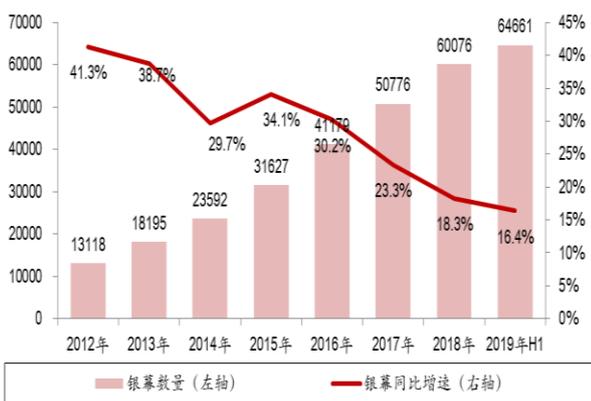
图表 23.2019Q1 和 2018Q1 观影人次对比



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

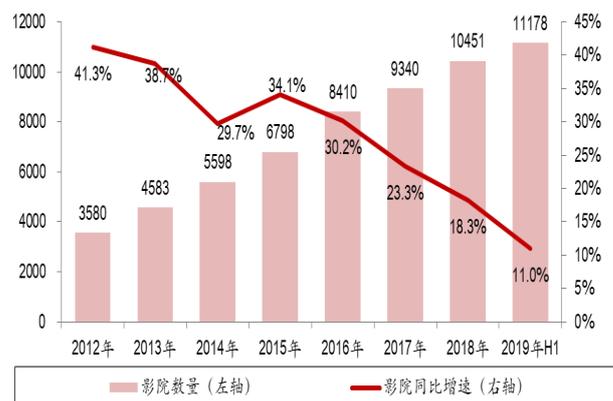
院线扩张速度近年来逐步放缓，但仍高于票房增速。2018 年国内银幕数量突破 6 万块，成为全球第一，同比增长 18.3%；影院数量突破 1 万家，同比增长 12.0%。从 2016 年开始，国内院线扩张开始逐年放缓，2019 年上半年银幕数量同比增速下降至 16.4%，但 2017 年以来，银幕数量增速仍持续高于观影人次和票房增速，单银幕产出仍然呈下行趋势，院线公司的盈利能力向上拐点仍需等待。

图表 24.2012-2019H1 年国内银幕数量变化



资料来源：艺恩数据，中银国际证券

图表 25.2012-2019H1 年国内影院数量变化



资料来源：艺恩数据，中银国际证券

## 营销板块：板块整体业绩未反转，出海有望成突破口

营销板块我们统计了18家A股上市公司公告的2019年半年度业绩预告情况。生活圈媒体龙头分众传媒在营销板块中利润体量较大，根据分众传媒公告的2019年上半年业绩预告，由于受宏观经济影响导致广告行业整体增速下滑，同时公司从2018年开始加快电梯电视和电梯海报点位的扩张导致成本上升较快，预计公司2019年上半年归母净利润将大幅下滑。从板块内部来看，扣除非经常性损益因素影响，蓝色光标2019年上半年预告归母净利润增长较快，我们判断这与公司加大海外市场拓展，海外广告收入增长较快有关。因此，从已经预告的营销板块上市公司业绩来看，宏观经济环境导致的广告行业整体增速放缓、国内竞争加剧导致代理毛利率进一步下行、部分公司为追求盈利主动缩减低毛利率的业务等成为业绩下滑的主要原因，营销行业整体尚未出现业绩反转。

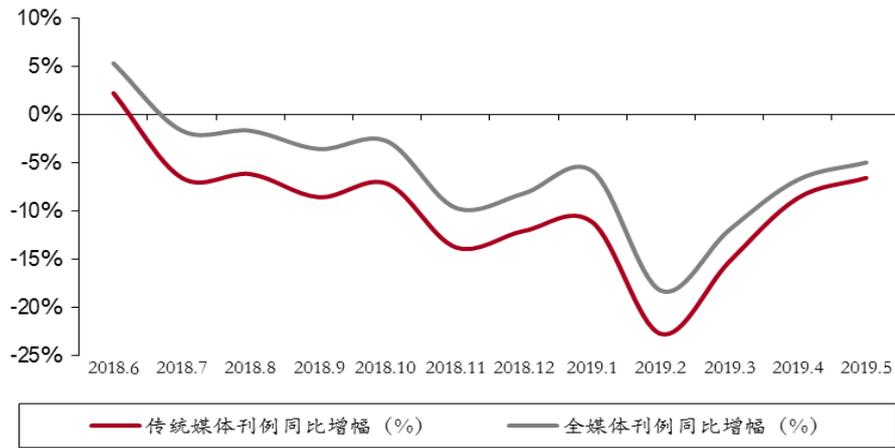
图表 26.营销板块已公告 2019 年半年度业绩预告情况梳理

证券代码	证券简称	预告净利润上限	预告净利润下限	预告净利润同比增长上限 %	预告净利润同比增长下限 %	2019H1 归母净利润(按预告中位数)	2019Q1 归母净利润增速 %	2019Q2 归母净利润增速(按预告中位数) %	2019H1 归母净利润增速(按预告中位数) %
300058.SZ	蓝色光标	5.00	4.50	58.80	42.90	4.75	44.40	57.00	50.83
300038.SZ	数知科技	4.69	3.61	30.00	0.00	4.15	31.40	6.80	15.00
002103.SZ	广博股份	0.15	0.10	(65.10)	(76.80)	0.13	4.40	(104.30)	(70.94)
000038.SZ	深大通	0.10	0.10	(91.20)	(91.20)	0.10	(91.90)	(90.70)	(91.19)
002137.SZ	麦达数字	1.60	1.10	140.30	65.20	1.35	68.50	134.90	102.72
300343.SZ	联创股份	1.10	0.85	11.40	(14.00)	0.98	29.00	(13.60)	(1.29)
300292.SZ	吴通控股	1.00	0.71	3.40	(26.60)	0.86	61.80	(87.50)	(11.64)
300269.SZ	联建光电	0.35	0.10	(77.90)	(93.70)	0.23	(316.10)	(61.30)	(85.76)
300280.SZ	紫天科技	0.35	0.30	6.10	(9.00)	0.33	1102.90	(41.20)	(1.44)
300781.SZ	因赛集团	0.35	0.34	4.60	1.60	0.35	2.30	-	-
300392.SZ	腾信股份	0.08	0.04	116.50	108.20	0.06	7.90	(107.50)	(112.34)
300242.SZ	佳云科技	0.29	0.15	(40.90)	(69.40)	0.22	(12.90)	(99.30)	(55.17)
300612.SZ	宣亚国际	(0.07)	(0.12)	(349.80)	(542.00)	(0.09)	(474.30)	(587.20)	(445.92)
002027.SZ	分众传媒	11.00	7.40	(67.10)	(77.90)	9.20	(71.80)	(72.90)	(72.50)
300071.SZ	华谊嘉信	(0.38)	(0.43)	(197.60)	(210.50)	(0.41)	(232.70)	(92.00)	(204.07)
300063.SZ	天龙集团	0.69	0.47	(10.80)	(39.20)	0.58	7.60	(36.60)	(25.00)
002591.SZ	恒大高新	0.70	0.57	349.30	265.80	0.64	304.50	310.10	307.54
300061.SZ	康旗股份	0.50	0.35	(50.00)	(65.00)	0.43	121.00	(119.60)	(57.47)

资料来源：公司公告，中银国际证券

从全媒体广告刊例花费增速来看，2月以来同比降幅已逐步收窄。根据CTR数据显示，2018年6月后全媒体和传统媒体刊例花费增速逐步下降，至2019年2月增速达到低点，全媒体和传统媒体刊例花费分布同比下降18.3%和22.8%，但从3月出现回升，3-5月全媒体广告刊例花费分别同比下降12%、6.8%和5%，传统媒体广告刊例花费分别同比下降15.3%、8.7%和6.6%。由于广告行业的经济后周期属性，2018年下半年开始广告主纷纷缩减广告预算，营销行业公司的业绩变化滞后于刊例花费的变化。当前广告刊例花费增速是否已经触底反转仍需观察，若确认反转，营销板块上市公司业绩有望逐步触底。

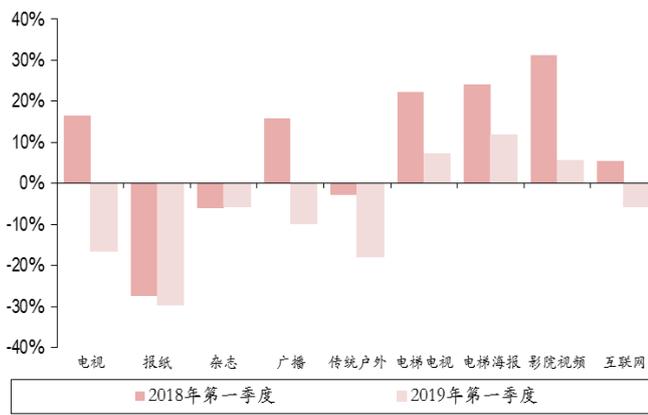
图表 27.2018 年 6 月-2019 年 5 月全媒体广告和传统广告刊例花费同比增速



资料来源: CTR 媒介动量, 中银国际证券

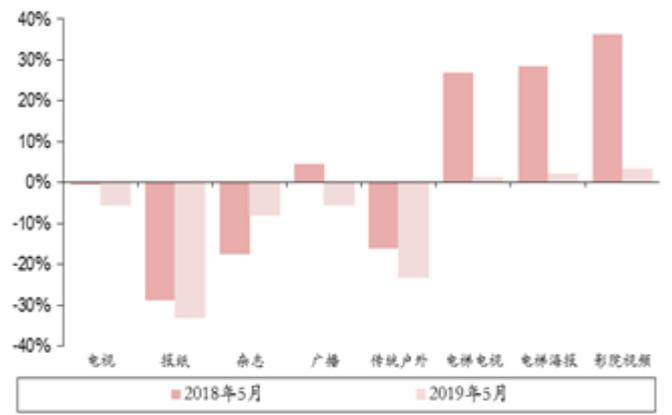
从各类媒介刊例花费增速来看方面, 2018 年同比增速较高的电梯电视、电梯海报、影院视频媒体, 2019 年增速下降也比较明显。梯媒及影院媒体的投放广告主多为代表新经济的互联网类公司, 由于一级市场的降温, 2019 年广告预算下降较明显。相较于 2018 年梯媒点位的大幅扩张, 分众传媒计划 2019 年不再大幅扩张点位, 成本端压力有望得到缓解, 收入端的边际改善仍需观察。

图表 28.2018-2019Q1 各媒介刊例花费同比增速



资料来源: CTR 媒介动量, 中银国际证券

图表 29.2019 年 5 月和 2018 年 5 月各媒介刊例花费增速



资料来源: CTR 媒介动量, 中银国际证券

## 总结

基于申万一级传媒行业 88 家上市公司（剔除 ST 公司）发布的 2019 年半年度业绩预告情况，我们对于 A 股传媒行业 2019 年上半年业绩做了梳理分析，并对后续业绩做了展望。从公告的业绩预告来看，传媒板块 2019 年上半年及二季度整体业绩未出现反转，政策及宏观经济整体环境仍然成为影响业绩的重要因素，板块之间、公司之间分化依然明显，游戏板块二季度业绩或较一季度出现边际改善，部分公司因具体项目业绩超预期；影视、营销板块整体业绩仍未出现边际拐点。

**游戏板块：**2019 年二季度整体业绩同比增速预计较一季度提升。2019 年，在游戏版号审批重启之后，新游戏上线有望带来增量，我们看好行业收入增速维持回升的趋势。另一方面，在“总量控制、鼓励精品”的游戏版号审批新政以及用户对于游戏品质要求越来越高双重因素推动下，游戏行业增长将更依赖于长线运营的精品游戏，头部化有望加剧，且行业整体推广营销费用率有望下降，游戏行业盈利能力或将提升。头部精品游戏研发运营商市场份额有望提升，业绩增长的确定性相对更强。**推荐：吉比特、完美世界、游族网络。**

**影视板块：**2019 年二季度及上半年整体业绩预计仍将大幅下降。2018 年以来的“行业税收补缴”、“明星限薪”、内容题材审核趋严等政策使得部分公司的相关剧目延期或未能取得发行许可证，进而导致的营收不及预期、回款放慢以及坏账损失增加等因素仍然是影响 2019 年影视上市公司业绩的重要因素，影视行业当前仍然在经历调整期，影视板块整体业绩的边际改善仍然需要等待。内容题材储备丰富且符合政策鼓励的方向、精品内容打造能力突出的公司，我们认为在经历行业调整后仍然具有较大成长空间。**建议关注：芒果超媒。**

**营销板块：**2019 年二季度及上半年整体业绩预计将继续下降。从已经预告的营销板块上市公司业绩来看，宏观经济环境导致的广告行业整体增速放缓、国内竞争加剧导致代理毛利率进一步下行、部分公司为追求盈利主动缩减低毛利率的业务等成为业绩下滑的主要原因，广告营销行业整体尚未出现业绩反转。从全媒体广告刊例花费增速来看，2019 年 2 月以来同比降幅已逐步收窄，但广告刊例花费增速是否已经触底反转仍需观察。2018 年刊例花费同比增速较高的电梯电视、电梯海报、影院视频媒体，2019 年增速下降也比较明显。相较于 2018 年梯媒点位的大幅扩张，分众传媒计划 2019 年不再大幅扩张点位，成本端压力有望得到缓解，收入端的边际改善仍需观察。



## 风险提示

- 1、**行业监管政策持续趋严**；若内容题材监管政策持续趋严，影视、游戏行业上市公司的项目完成进度存在不确定性，进而收入确认存在不确定性。
- 2、**商誉减值的风险**；若上市公司过去收购的标的公司未能完成业绩承诺或者持续经营能力出现变化，存在商誉减值的风险。
- 3、**解禁及重要股东减持风险**；解禁及重要股东减持，对投资者信心或将产生影响。

附录图表 30.报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2018A	2019E	2018A	2019E	资产 (元/股)
002624.SZ	完美世界	买入	24.51	322	1.30	1.57	18.9	15.6	6.4
002174.SZ	游族网络	买入	15.76	140	1.15	1.41	13.7	11.2	5.1
603444.SH	吉比特	买入	214.43	154	10.12	11.74	21.2	18.3	40.4
300413.SZ	芒果超媒	未有评级	38.8	406	0.87	1.14	42.3	34.2	5.7

资料来源: 万得, 中银国际证券, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预测

注: 股价截止日 2019 年 7 月 16 日

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371