

传媒行业 2019 年中报综述

游戏板块领衔增长，龙头企业表现优异 增持（维持）

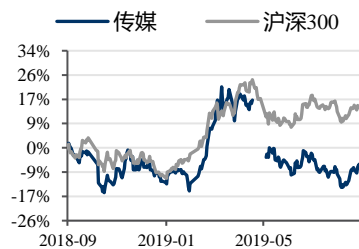
2019 年 09 月 02 日

投资要点

- 收入增速底部企稳，游戏领衔增长。**19Q2 传媒行业整体收入 1,144.61 亿元，与 18Q2 同比持平，综合过去三个季度数据，行业增长已经底部企稳，分子行业来看，游戏、互联网服务两个子行业收入实现正增长，尤其是游戏板块收入增速进一步提升至 20%，其他子行业收入同比略有下滑。利润方面，传媒行业 19Q2 合计实现归母净利润 111.35 亿元，同比减少 26%，分子行业来看，游戏、出版板块整体表现更为出色，其他板块当前仍处于行业调整阶段。
- 游戏：龙头业绩整体超出预期。**游戏行业连续三个季度收入增速抬升，18Q4/19Q1/19Q2 增速分别为 14%/17%/20%。正如我们此前观点，优势正逐渐向行业的龙头企业集中，随着版号审核恢复常态，我们持续看好游戏行业的增长前景。19Q2 游戏行业归母净利 33.5 亿元，同比下滑 2%，行业内部来看，龙头企业利润 Q2 增速整体超出此前预期，完美世界 19Q2 归母净利 5.3 亿元，同比增长 27%，吉比特 19Q2 归母净利 2.5 亿元，同比增长 39%，三七互娱 19Q2 归母净利 5.8 亿元，同比增长 48%。行业增长修复叠加行业格局改善，我们看好行业重点龙头公司基本面持续改善，当前估值具有吸引力，推荐标的：**三七互娱、吉比特、游族网络、完美世界**等。
- 大众出版经营亮眼，广电盈利仍然承压。**看好大众图书出版龙头的投资机会，**新经典**上半年已完成分销业务及书店业务剥离，聚焦核心主营业务，均实现了双位数以上增长，我们继续看好公司下半年的产品储备。**中信出版**在 Q3 成功上市，上半年收入及净利润均超过前期公告指引，少儿类图书增长提速，书店业务转型初见成效同比减亏，公司平台化的内容生产与营销模式优势明显，随着行业向头部集中，公司市场占有率有望持续提升。传统广电继续承压，19Q2 行业收入同比下滑 9%，由于在网络建设、业务拓展方面的持续投入，以及费用端的刚性支出，行业归母净利润持续承压，当前行业正处于业务转型升级、结构调整阶段，预计 2019 年广电行业利润端增长仍然面临压力，未来期待全国一张网取得进展及 5G 相关业务落地带来增量。
- 影视行业仍处于调整周期。**自 2018 年政策层面规范行业秩序以来，影视剧行业仍处于调整周期，行业龙头**华策影视** 19Q2 收入同比下滑 88%。电影市场总体表现较为低迷，2019 年上半年，全国电影市场票房 311.7 亿元，同比减少 2.7%，观影人次 8.1 亿，同比减少 10.3%。上市公司层面，光线传媒 19Q2 营收同比下滑 20%，华谊兄弟 19Q2 营收同比下滑 31%，万达电影的电影业务收入同比下滑 11.18%。
- 建议关注营销板块分众传媒投资价值。**公司上半年实现收入 57.17 亿，同比下降 19.59%，归母净利 7.78 亿，同比下降 76.76%，预计 Q3 归母净利同比下滑 54.2%-74.71%，下滑幅度收窄。我们判断公司毛利率当前已处底部区间，基于公司高收入弹性和高经营杠杆特性，根据毛利率的恢复程度划分悲观、中性、乐观三种情况对公司业绩和估值进行测算，我们认为公司股价处于被低估区间，维持公司“买入”评级。
- 其他推荐：新媒股份、芒果超媒、中公教育、视源股份等。**
- 风险提示：政策监管、行业竞争超预期，产品适销风险，系统性风险。**

证券分析师 张良卫
 执业证号：S0600516070001
 021-60199793
 zhanglw@dwzq.com.cn
 证券分析师 周良玖
 执业证号：S0600517110002
 021-60199793
 zhoulj@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 《传媒行业 2019Q2 期末公募持仓分析：整体配置比例环比略降，集中持仓特点明显》**
 2019-07-22
- 《传媒行业中期策略：增长企稳板块信心筑底，关注游戏、支付、视频、OTT 板块》**
 2019-06-10
- 《OTT TV 行业专题研究：渗透率仍有提升空间，广告及付费 19 年均有望保持高增长》**
 2019-05-19

内容目录

1. 整体：收入增速底部企稳，游戏领衔增长	4
2. 游戏：龙头业绩整体超出预期	5
3. 出版：经营维持稳健，大众出版经营亮眼	7
4. 影视：仍处于调整周期	9
5. 广电：传统运营商继续承压	11
6. 营销：建议重点关注分众传媒投资价值	12
7. 其他推荐个股	14
8. 风险提示	17
9. 备注：板块上市公司分类	18

图表目录

图 1: 行业整体收入及同比增速 (亿元)	4
图 2: 行业内细分板块 19Q2 收入 (亿元)	4
图 3: 2017Q1 至今出版行业季度收入及同比增速	4
图 4: 2019Q2 传媒板块合计归属净利	5
图 5: 传媒板块归母净利润情况 (单位: 亿元)	5
图 6: 2017Q1 至今游戏行业季度收入及同比增速	5
图 7: 行业内主要上市公司季度收入情况 (亿元)	5
图 8: 2017Q1 至今游戏行业毛利额及同比增速	6
图 9: 2017Q1 至今游戏行业毛利率及同比增减	6
图 10: 2017Q1 至今游戏行业销售费用及同比增长	6
图 11: 2017Q1 至今游戏行业销售费用率	6
图 12: 2017Q1 至今游戏行业归母净利润	7
图 13: 2017Q1 至今游戏行业净利率	7
图 14: 2017Q1 至今出版行业季度收入及同比增速	7
图 15: 2017Q1 至今出版行业毛利	8
图 16: 2017Q1 至今出版行业毛利率	8
图 17: 2017Q1 至今出版行业归母净利润	8
图 18: 2017Q1 至今出版行业净利率	8
图 19: 2017Q1 至今出版行业销售费用	8
图 20: 2017Q1 至今出版行业销售费用率	8
图 21: 2017Q1 至今影视行业季度收入及同比增速	9
图 22: 2017Q1 至今影视剧制作上市公司收入 (亿元)	10
图 23: 2017Q1 至今电影院线上市公司收入 (亿元)	10
图 24: 2017Q1 至今影视行业毛利及同比增速	10
图 25: 2017Q1 至今影视行业毛利率及同比增减	10
图 26: 2017Q1 至今影视行业归母净利润及同比增速	10
图 27: 2017Q1 至今影视行业净利率及同比增减	10
图 28: 2015Q3 至今广电行业季度收入及同比增速	11
图 29: 2017Q1 至今广电行业毛利额及同比增速	11
图 30: 2017Q1 至今广电行业毛利率及同比变化	11
图 31: 2017Q1 至今广电行业归母净利润	12
图 32: 2017Q1 至今广电行业净利率	12
图 33: 2017Q1 至今营销行业季度收入及同比增速	12
图 34: 2017Q1 至今营销行业毛利及同比增长	13
图 35: 2017Q1 至今营销行业毛利率及同比增减	13
图 36: 2017Q1 至今营销行业归母净利润	13
图 37: 2017Q1 至今营销行业净利率	13
图 38: 2017Q1 至今分众传媒季度收入及同比增速	14
图 39: 2017Q1 至今分众传媒归母净利及同比增速	14

1. 整体：收入增速底部企稳，游戏领衔增长

19Q2 传媒行业整体收入 1,144.61 亿元，与 18Q2 同比持平，综合过去三个季度数据，行业增长已经底部企稳，分子行业来看，游戏、互联网服务两个子行业收入实现正增长，尤其是游戏板块收入增速进一步提升至 20%，其他子行业收入同比略有下滑。

图 1：行业整体收入及同比增速（亿元）

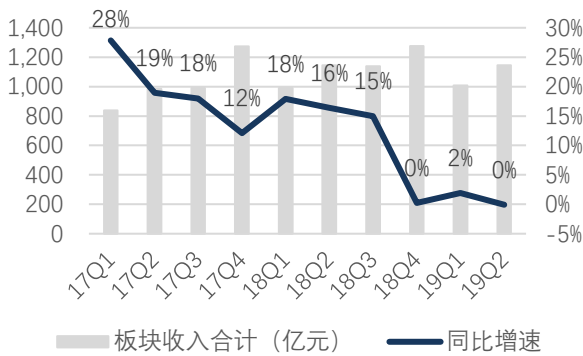
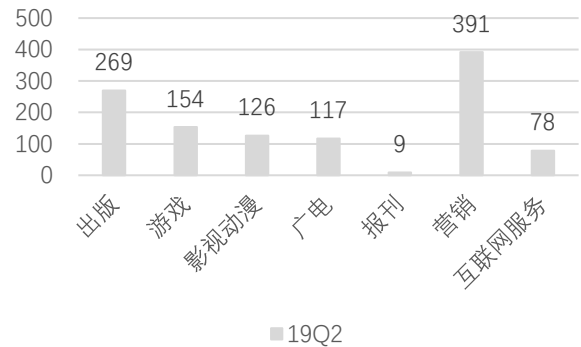


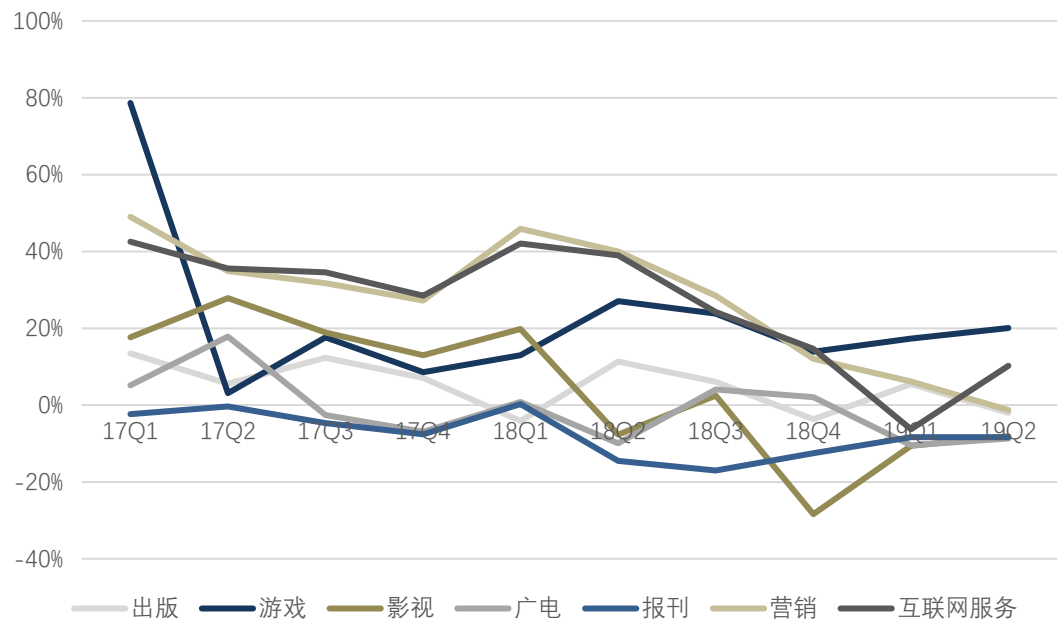
图 2：行业内细分板块 19Q2 收入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所，备注：不包括综合类上市公司，具体子行业分类见文末备注

数据来源：wind，东吴证券研究所

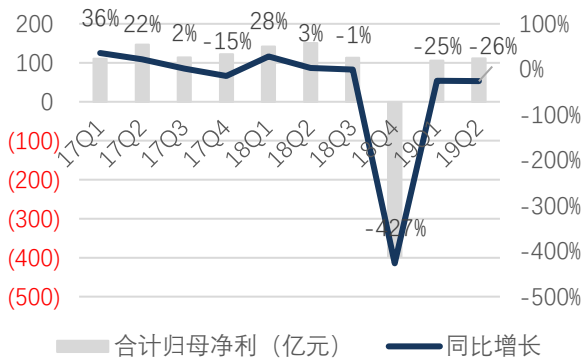
图 3：2017Q1 至今出版行业季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

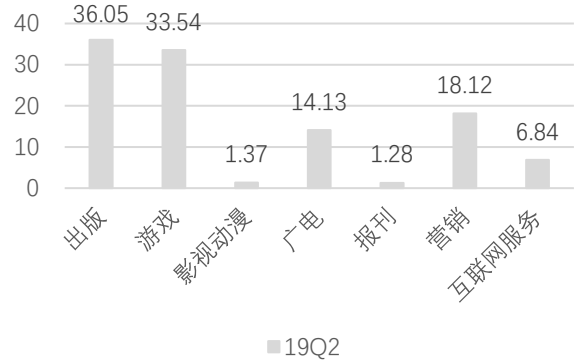
利润方面，传媒行业 19Q2 合计实现归母净利润 111.35 亿元，同比减少 26%，分子行业来看，游戏、出版板块整体表现更为出色，其他板块当前仍处于行业调整阶段。

图 4：2019Q2 传媒板块合计归属净利



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 5：传媒板块归母净利润情况（单位：亿元）



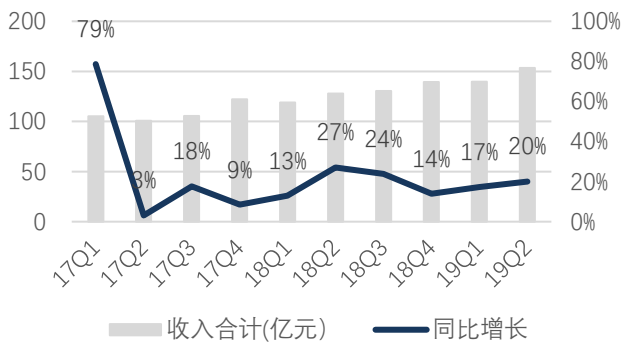
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 游戏：龙头业绩整体超出预期

游戏行业连续三个季度收入增速抬升,18Q4/19Q1/19Q2 增速分别为 14%/17%/20%。

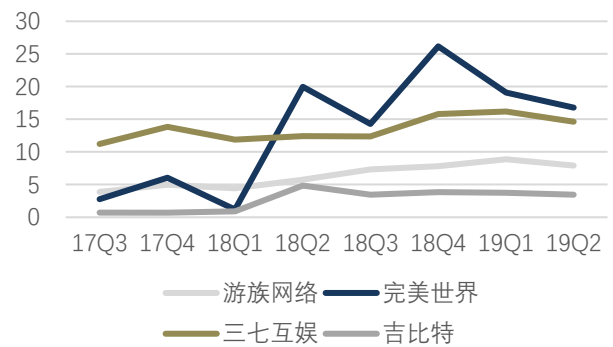
正如我们此前在 2018 年年报及 2019 年一季报综述中总结的观点,优势正逐渐向行业的龙头企业集中,随着版号审核恢复常态,我们持续看好游戏行业的增长前景。

图 6：2017Q1 至今游戏行业季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

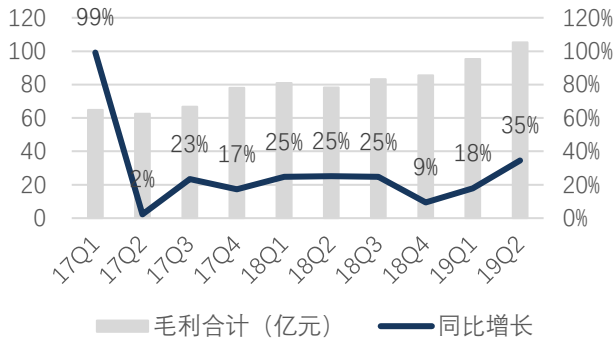
图 7：行业内主要上市公司季度收入情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

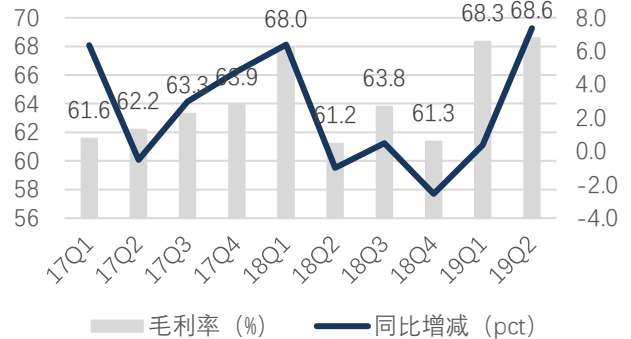
行业毛利率维持在较高水平，19Q2 行业整体毛利率为 68.6%，同比提升 7.4pct，带动行业 Q2 毛利额同比实现 35% 的增长。

图 8：2017Q1 至今游戏行业毛利额及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

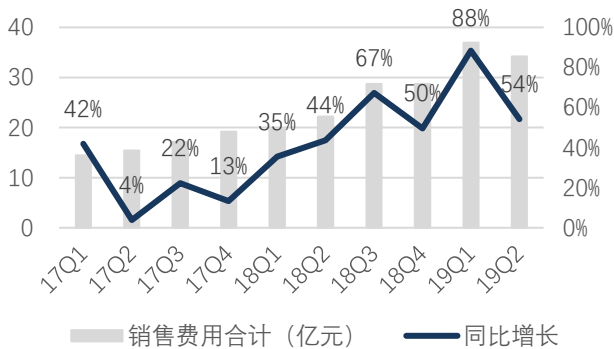
图 9：2017Q1 至今游戏行业毛利率及同比增减



数据来源：wind，东吴证券研究所

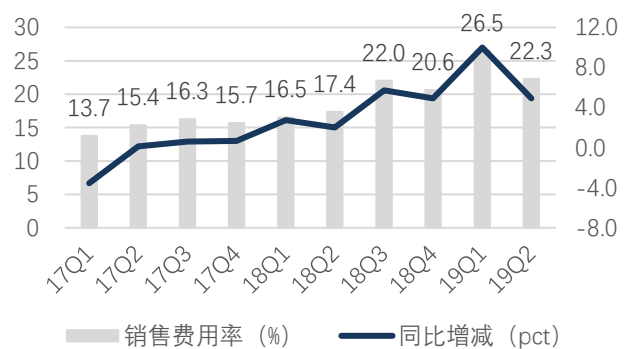
销售费用 Q2 环比减少，主要受新产品发行推广节奏的影响(主要是来自三七互娱)，19Q2 行业合计销售费用 34.2 亿元，销售费用率环比 Q1 也有明显下滑，与 19Q4 水平持平。

图 10：2017Q1 至今游戏行业销售费用及同比增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 11：2017Q1 至今游戏行业销售费用率

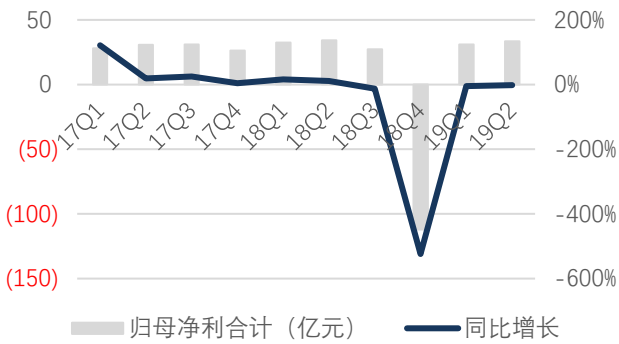


数据来源：wind，东吴证券研究所

19Q2 行业归母净利 33.5 亿元，同比下滑 2%，行业内部来看，龙头企业利润 Q2 增速整体超出此前预期，完美世界 19Q2 归母净利 5.3 亿元，同比增长 27%，吉比特 19Q2 归母净利 2.5 亿元，同比增长 39%，三七互娱 19Q2 归母净利 5.8 亿元，同比增长 48%，行业分化依旧明显。

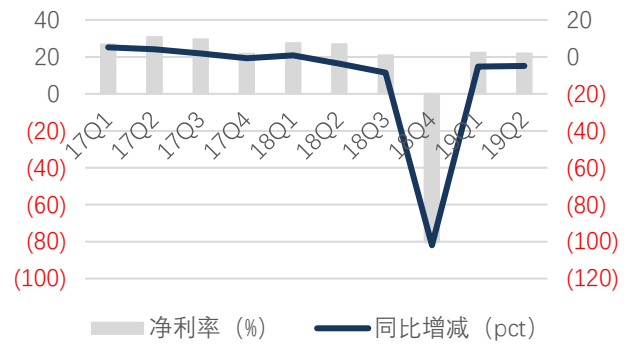
行业增长修复叠加行业格局改善，我们看好行业重点龙头公司基本面持续改善，当前估值具有吸引力，推荐标的：三七互娱、吉比特、游族网络、完美世界等。

图 12: 2017Q1 至今游戏行业归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 13: 2017Q1 至今游戏行业净利率

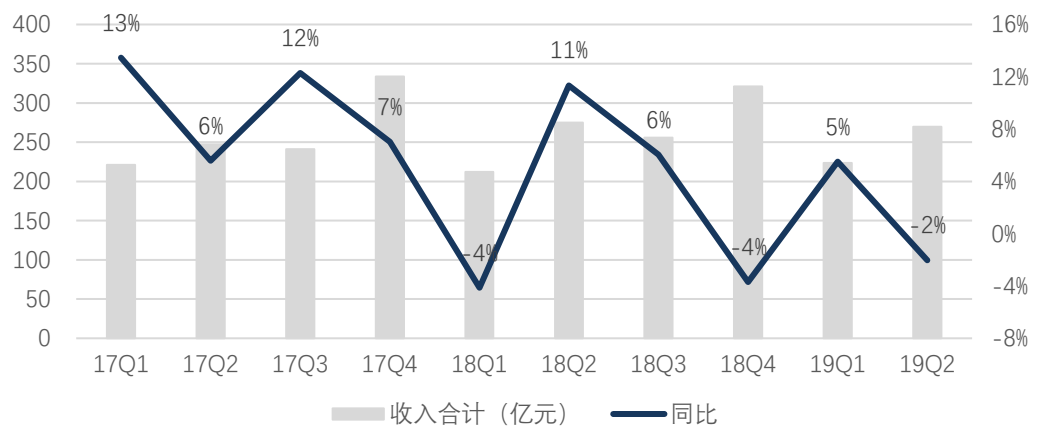


数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 出版: 经营维持稳健, 大众出版经营亮眼

出版行业表现依然稳健, 19Q2 行业收入同比下滑 2%, 波动主要来自非出版发行业务, 长江传媒在 2018 年开始大幅压缩了大宗贸易业务, 影响较大, 行业核心出版、发行主业仍然保持较为稳健的增长。

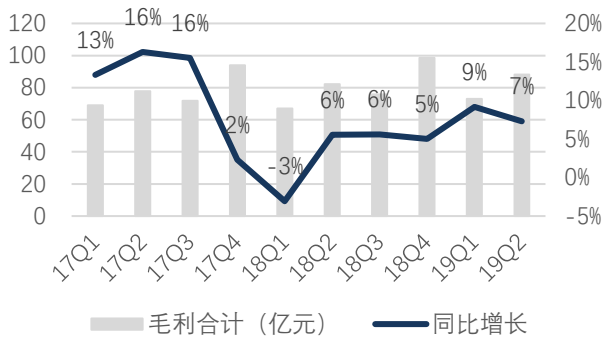
图 14: 2017Q1 至今出版行业季度收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

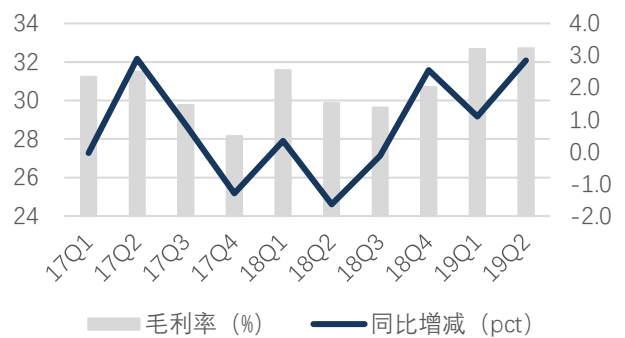
盈利能力稳定, 19Q2 出版行业整体毛利额 88.1 亿元, 同比增长 7%, 归母净利 36.0 亿元, 同比增长 4%, 行业销售费用率维持在 10% 中枢位置。

图 15: 2017Q1 至今出版行业毛利



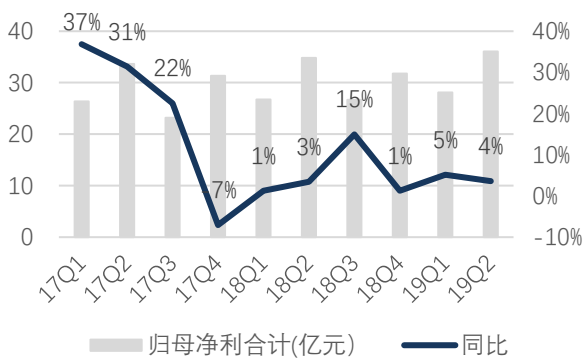
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 16: 2017Q1 至今出版行业毛利率



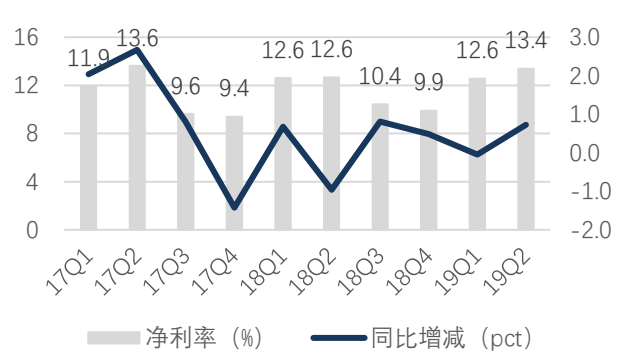
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 17: 2017Q1 至今出版行业归母净利润



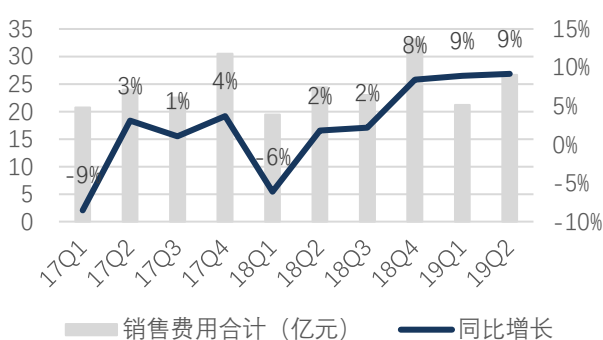
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 18: 2017Q1 至今出版行业净利率



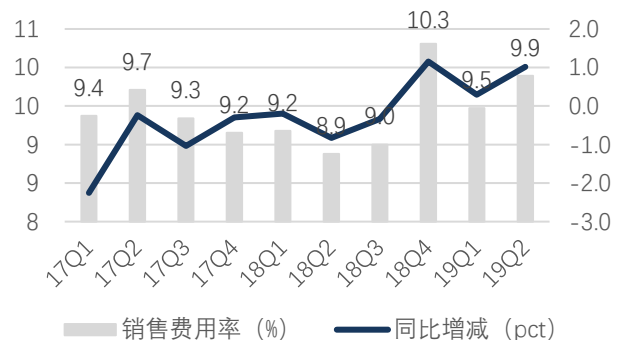
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 19: 2017Q1 至今出版行业销售费用



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 20: 2017Q1 至今出版行业销售费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

大众图书出版整体经营亮眼, 新经典 19Q2 实现收入 25,288.07 万元, 同比增长 7.62%, 归属于上市公司股东的净利润为 6,335.61 万元, 同比增长 16.33%。公司收入、利润保持

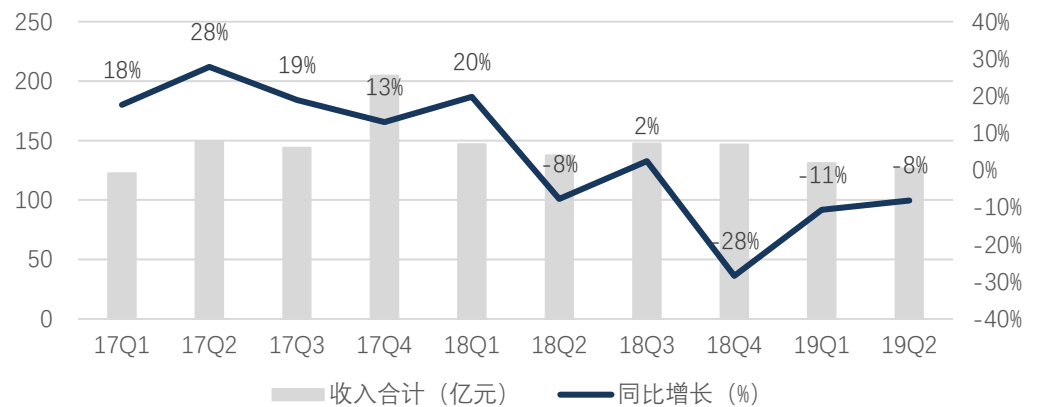
逐季改善的趋势，符合自 2018Q3 至今的判断。公司已完成分销业务及书店业务剥离，聚焦核心主营业务，均实现了双位数以上增长，我们继续看好公司下半年的产品储备，预计增速有望进一步得到修复，维持“买入”评级。

中信出版 19Q2 实现营收 50,631.34 万元，同比增长 36.11%，归属净利润 7,340.47 万元，同比增长 42.53%，公司上半年的收入及净利润均超过前期公告指引。上半年，公司少儿类图书增长提速，书店业务转型初见成效同比减亏，我们看好公司平台化的内容生产与营销模式，随着行业向头部集中，公司市场占有率有望持续提升，维持“买入”评级。

4. 影视：仍处于调整周期

19Q2 影视行业收入同比下滑 8%，行业收入仍处同比下降区间，但降幅连续两个季度收窄。

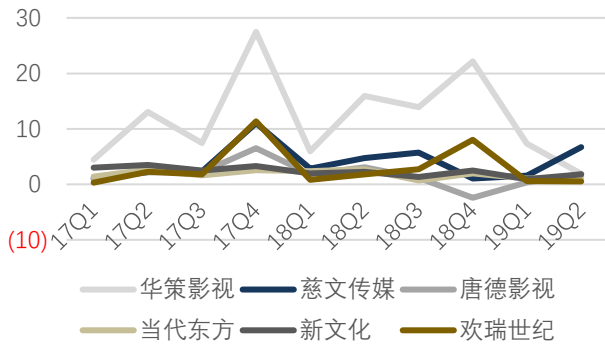
图 21：2017Q1 至今影视行业季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

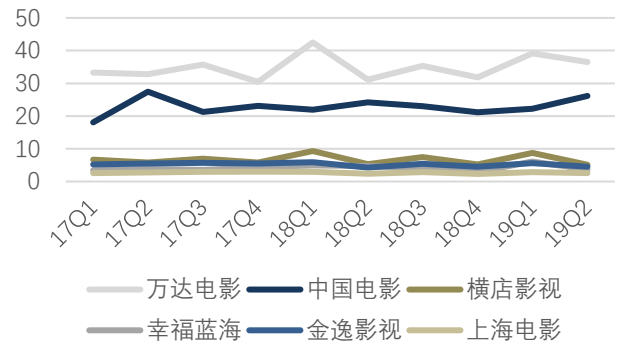
自 2018 年政策层面规范行业秩序以来，影视剧行业仍处于调整周期，行业龙头华策影视 19Q2 收入同比下滑 88%。电影市场总体表现较为低迷，2019 年上半年，全国电影市场票房 311.7 亿元，同比减少 2.7%，观影人次 8.1 亿，同比减少 10.3%。上市公司层面，光线传媒 19Q2 营收同比下滑 20%，华谊兄弟 19Q2 营收同比下滑 31%，万达电影的电影行业业务收入同比下滑 11.18%。

图 22: 2017Q1 至今影视剧制作上市公司收入 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

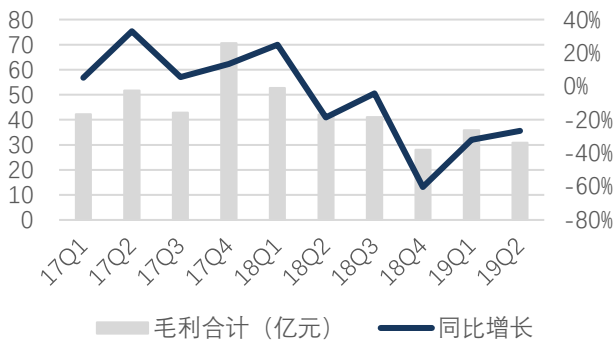
图 23: 2017Q1 至今电影院线上市公司收入 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

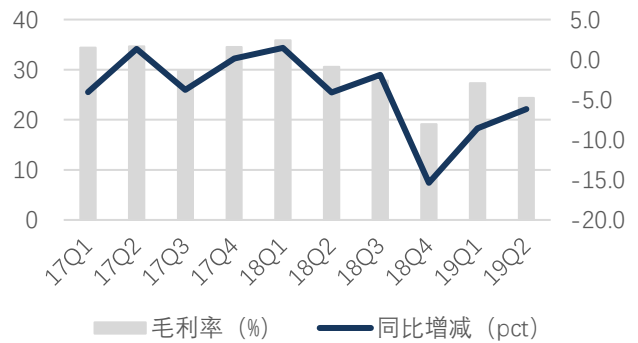
利润端, 19Q2 影视行业毛利同比下滑 27%, 毛利率为 24.4%, 同比下降 6.2pct, 行业归母净利润同比也有较大幅度下滑。

图 24: 2017Q1 至今影视行业毛利及同比增速



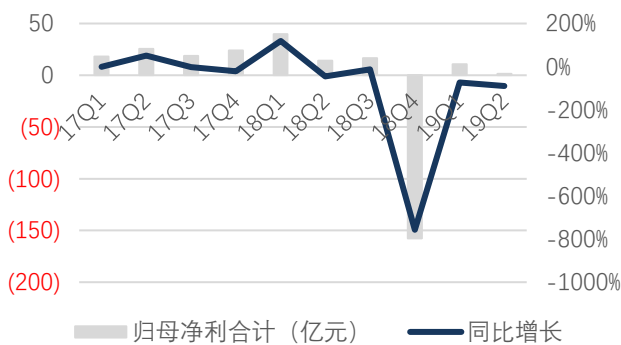
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 25: 2017Q1 至今影视行业毛利率及同比增减



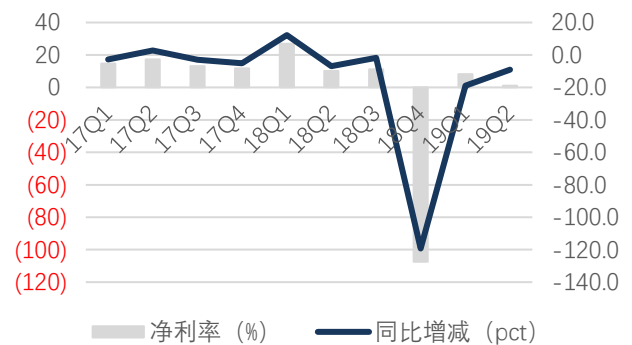
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 26: 2017Q1 至今影视行业归母净利润及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 27: 2017Q1 至今影视行业净利率及同比增减



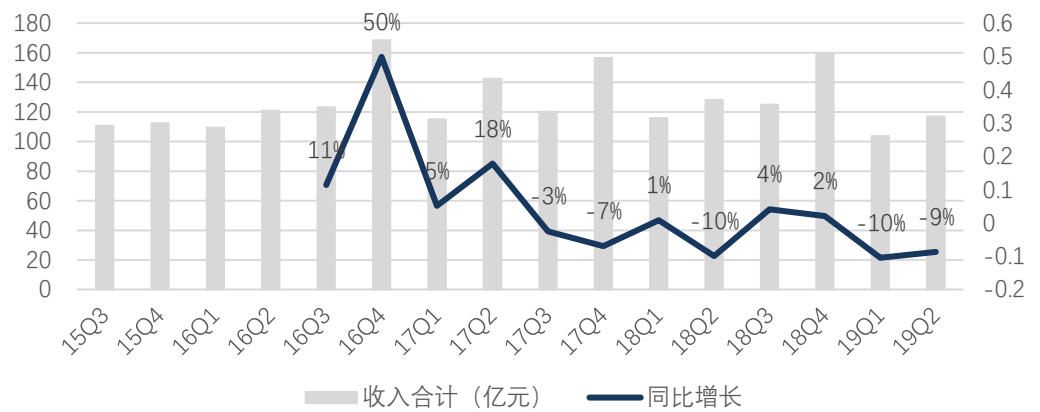
数据来源: wind, 东吴证券研究所

5. 广电：传统运营商继续承压

广电行业 19Q2 收入同比下滑 9%，主要受到电广传媒个股波动影响，公司在 Q2 营收 14.8 亿元，同比减少 36%。

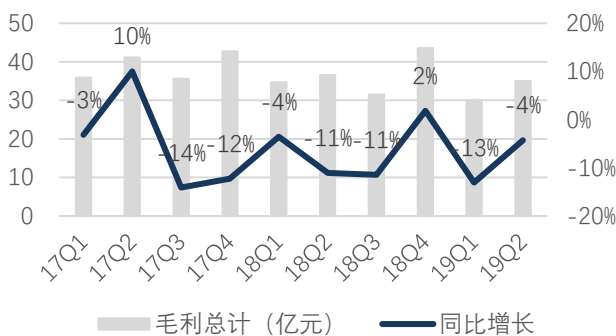
由于在网络建设、业务拓展方面的持续投入，以及费用端的刚性支出，行业归母净利润持续承压，当前行业正处于业务转型升级、结构调整阶段，预计 2019 年广电行业利润端增长仍然面临压力，未来期待全国一张网取得进展及 5G 相关业务落地带来增量，建议关注：广电网络、贵广网络等。

图 28：2015Q3 至今广电行业季度收入及同比增速



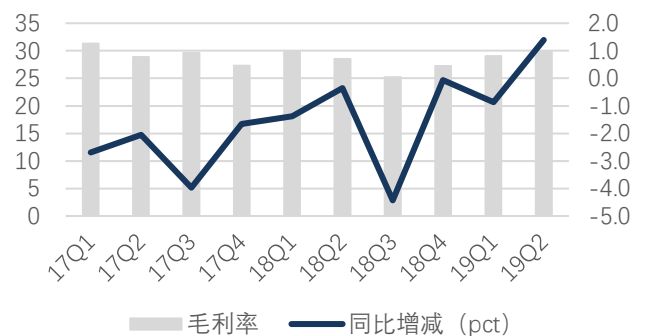
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 29：2017Q1 至今广电行业毛利额及同比增速



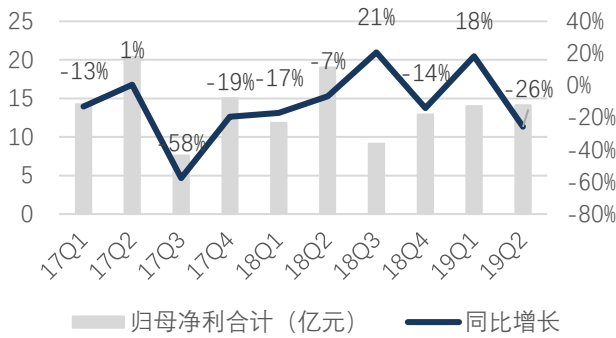
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 30：2017Q1 至今广电行业毛利率及同比变化



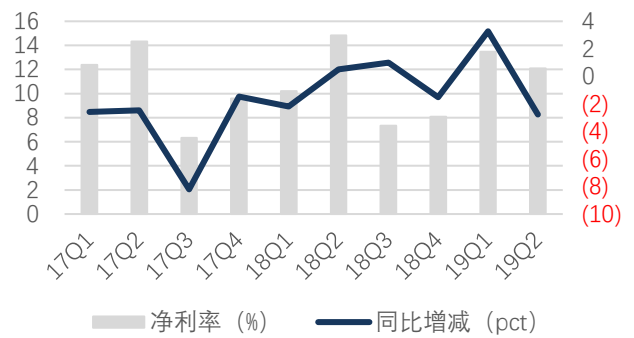
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 31: 2017Q1 至今广电行业归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 32: 2017Q1 至今广电行业净利率

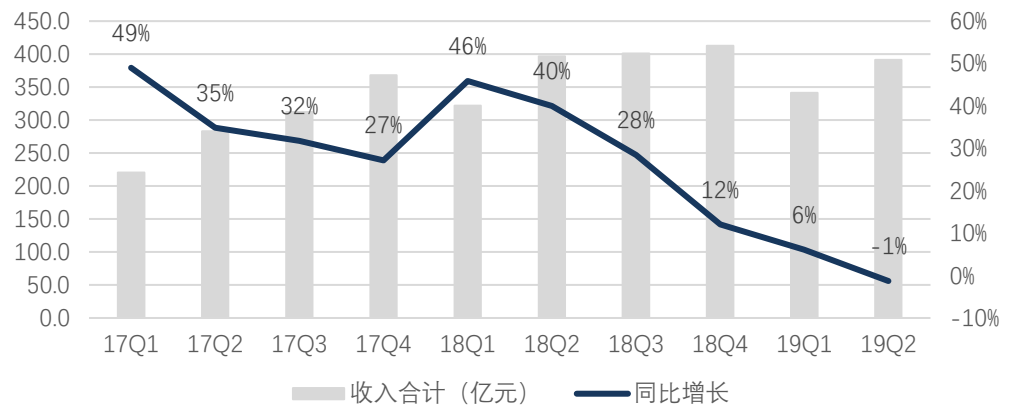


数据来源: wind, 东吴证券研究所

6. 营销: 建议重点关注分众传媒投资价值

整体营销板块来看, 19Q2 营销行业收入同比下滑 1%, 季度同比增速继续下滑, 受外部宏观经济影响, 营销板块增长依然面临较大压力。

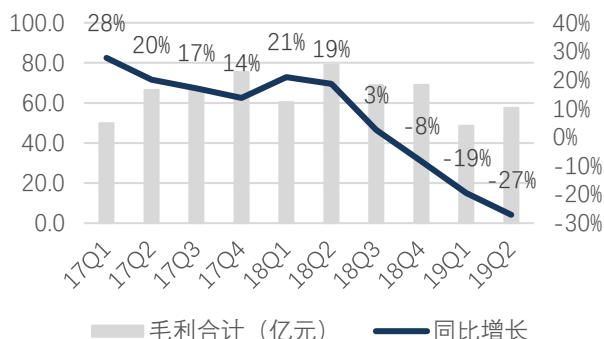
图 33: 2017Q1 至今营销行业季度收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

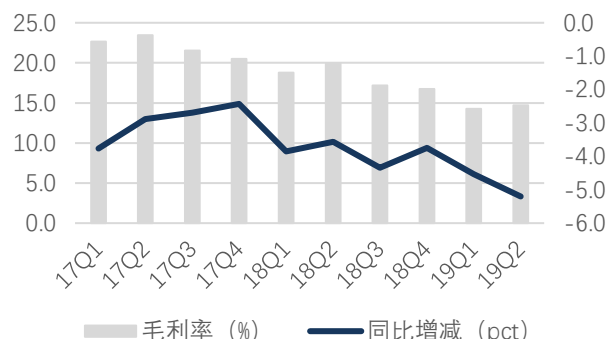
行业毛利率从 17Q3 开始下滑，19Q2 延续了下滑趋势，19Q2 营销行业总毛利额为 57.5 亿元，同比下滑 27%，毛利率为 14.7%，行业归母净利 18.1 亿元，同比减少 52%。

图 34: 2017Q1 至今营销行业毛利及同比增长



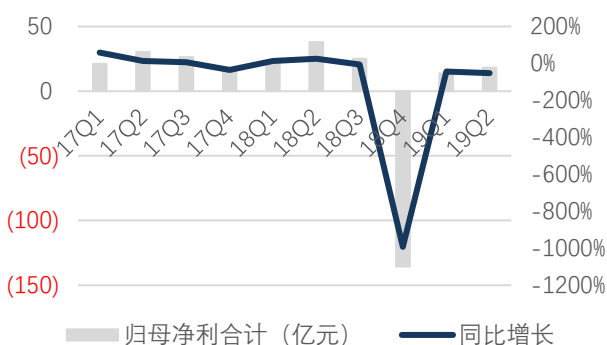
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 35: 2017Q1 至今营销行业毛利率及同比增减



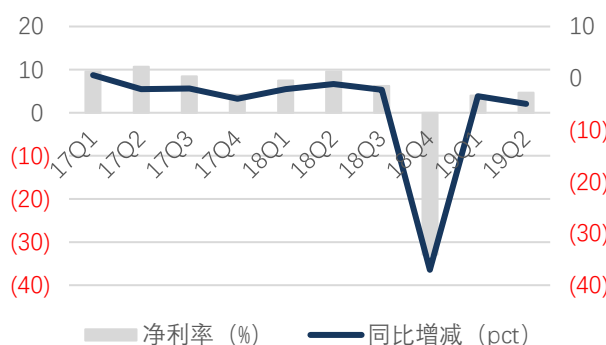
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 36: 2017Q1 至今营销行业归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 37: 2017Q1 至今营销行业净利率



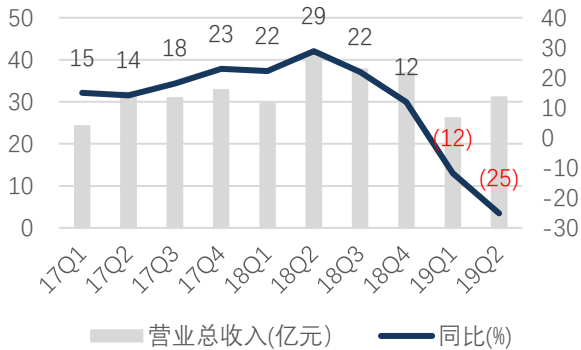
数据来源: wind, 东吴证券研究所

建议关注分众传媒当前的投资价值，2019 年上半年公司实现收入 57.17 亿，同比下降 19.59%，实现归母净利润 7.78 亿，同比下降 76.76%。公司同时公布 3 季度业绩指引，预计 Q3 实现 3.7 亿-6.7 亿归母净利润，同比下滑 54.2%-74.71%，利润下滑幅度收窄。

公司毛利率常年维持在 57%-77% 的区间之中，仅有 2009 年和 2019 年出现了毛利率的破位，仔细研究 2009 年的状况，发现无论是宏观经济环境，还是公司发展战略都与当前相似：首先，经济环境都很低迷；其次，分众都进行了大规模的屏幕扩张。分众 07 年和 08 年屏幕数分别同比增幅为 65.5% 和 50%，而 18 年屏幕数同比增长 75.7%，在经济形势更严峻的 2009 年，公司毛利率下跌到 36.7% 便迅速回升，而公司今年一季度也出现 36.5% 的毛利率，上半年为 42.01%，判断公司毛利率当前已处底部区间。基于公司高收入弹性和高经营杠杆特性，根据毛利率的恢复程度划分悲观、中性、乐观三种情

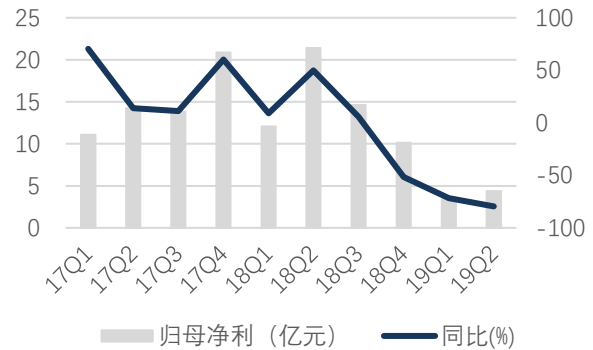
况对公司业绩和估值进行测算，我们认为公司股价处于被低估区间，维持公司“买入”评级。

图 38：2017Q1 至今分众传媒季度收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 39：2017Q1 至今分众传媒归母净利润及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

7. 其他推荐个股

■ 新媒股份：用户高增长暂无虞，同时看好公司运营能力持续提升

公司 2019H1 实现营业收入 44,793.02 万元，同比增长 56.47%；归属净利润 17,093.90 万元，同比增长 63%，增速超出此前预告上限。公司同时预告，预计 2019Q3 净利润区间为 6,329.87 万元至 9,453.04 万元，同比增长 23.42%至 84.32%，整体延续二季度高增长趋势。

IPTV 新增用户数符合预期，增值业务增长亮眼。截至 2019H1 期末，公司 IPTV 基础业务用户数达到 1,684.81 万户，同比上升 33.81%，上半年新增 209.77 万户，符合此前预期。上半年公司 IPTV 业务收入 35,618.84 万元，同比增长 57.37%。值得关注的是，IPTV 收入中，基础业务收入 27,933.77 万元，同比增长 41.66%，增值业务收入 7,685.07 万元，同比增长 163.65%，增值业务收入占 IPTV 收入比例达到 21.6%，相比 2018 年全年有明显提升。公司上半年加强了影视 VIP、少儿、纪实及电竞等高流量内容的整合与精细化运营，订购粘性 & 用户 ARPU 值持续提升。

互联网电视激活用户仍保持高增速，期待更多变现。互联网电视业务 H1 实现收入 5,937.36 万元，同比增长 30.93%，其中互联网电视产品运营业务（云视听系列产品）收入 5,814.07 万元，同比增长 63.54%。H1 激活用户数仍保持较高增速，截至 2019H1 期末，云视听系列产品累计激活总用户数已达到 24,917.43 万户，同比增长 87.24%，其中“云视听极光”累计激活用户达 15,942.32 万户，“云视听电视猫”为 4,334.86 万户，“云视听悦厅 TV”为 2,258.26 万户，“云视听小电视”为 2,381.99 万户。单用户价值开发当前仍处于较为早期阶段，后续期待更多变现来源。

维持“买入”评级。基于未来依旧可观的市场空间，以及公司不断提升的运营能力，我们预计公司 2019/2020/2021 年归属净利润分别为 3.54/4.78/6.10 亿元，给予公司 2019 年 40 倍 PE，目标价为 110.4 元。

风险提示：内容监管风险，用户增长低于预期，运营系统故障等。

■ 中公教育：新赛道引领增长，量价齐升彰显需求空间

公司上半年实现营业收入 36.37 亿元 (yoy+48.79%)，归属于上市公司股东的净利润 4.93 亿元 (yoy+132.18%)，利润落在前期指引区间上限。对应 2019Q2 公司实现营业收入 23.26 亿元(yoy+42.29%)，归属于上市公司股东的净利润 3.87 亿元(yoy+46.37%)。

线上增长迅猛，新赛道引领扩张。线上线分，面授培训人次 93.09 万人 (yoy+30.80%)，收入 31.68 亿 (yoy+38.02%)；线上培训收入 4.45 亿 (yoy+205.94%)。其中国考招录规模骤减的特殊情况一定程度上影响了当前业绩的增幅，公务员招录面授培训实现收入 18.19 亿元，同比增长 26.32%，事业单位招录面授培训实现收入 2.15 亿元，同比增长 7.01%，教师招聘及教师资格面授培训实现收入 4.32 亿元，同比增长 52.18%，考研和 IT 培训等职业能力提升新业务增长迅猛，新业务所在的综合序列营收同比增长高达 89.43%。

终端分支机构、教师数同步增长，研发扩张更快，反映了研发驱动的增长模式。截止 2019 年中，公司下属直营分支机构数量 880 个，上半年净增 179 个（或相比年初增长 25.53%），员工人数 30,790 人，上半年净增 5,072 人（或相比年初增长 19.72%）；研发人员 1,946 人，上半年净增 596 人（或相比年初增长 44.15%）；教师人数 11,604 人，上半年净增 2,180 人（或相比年初增长 23.13%）。

量价齐升，彰显需求弹性。上半年公司累计培训人次达 178.90 万 (yoy+44.35%)，其中面授培训人次为 93.09 万 (yoy+30.80%)，线上培训人次为 85.81 万 (yoy+62.64%)。其中公务员序列的培训人次并未因招录形势剧烈波动而减少，同比增长约 10%，在职报考学习人群快速增加，推动线上培训序列营收迅猛增长。客单价如期提升，公务员序列单价比去年同期增长近 15%，综合序列的单价同比增幅则超过了 15%，线上培训序列的单价更是有大幅提升。量价的同步增长同时带来经营的规模效应，驱动公司毛利率、净利率的提升。

维持“买入”评级。预计公司 2019/2020/2021 年归属净利分别为 16.69/23.02/29.14 亿元，看好公司长期成长空间与抢占市场份额的能力，考虑到公司未来三年增速，给予公司 2020 年 45-50 倍 PE，目标价 16.7-18.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争超预期；招考政策变化；内部管理风险；市场系统性风险。

■ 视源股份：业绩超预期，新场景拓展前景可期

19H1 利润及 Q3 指引超出市场预期。19H1 营收 72.05 亿元，同比增长 15.85%；归母净利润 5.64 亿元，同比增长 46.46%；扣非归母净利润 5.35 亿元，同比增长 45.73%。19Q2 营收同比增长 8.02%；归母净利润同比增长 46.00%，扣非归母净利润同比增长 53.52%。公司预计 Q3 归母净利润 6.68-8.81 亿元，同比增长 43.79%-89.52%，超出市场预期。

市场份额快速提升，凸显规模优势及产品力。液晶显示主控板卡 H1 收入 39.14 亿元，同比增长 8.83%，其中智能板卡收入 28.36 亿元，同比增长 20.97%，智能板卡出货量占比提升至 47.15%。希沃交互智能平板收入 20.96 亿元，同比增长 14.15%，市占率提升至 40.40%，同比上升 3.4%，稳居行业首位。会议交互智能平板产品实现营收 3.42 亿元，同比增长 39.66%，销售额市占率 32.40%，同比提升 4.7%，稳居行业第一。

成本价格下调致毛利率提升明显，公司在销售及研发上倾注更多投入。随着新技术、新工艺的持续导入，叠加部分电子原材料市场价格下调等多重正向因素影响，液晶显示主控板卡业务毛利率提升 6.8pct 至 18.54%，交互智能平板毛利率同比提升 3.18pct 至 36.53%，是公司业绩增长及 Q3 指引超预期的主要因素，提升趋势符合我们前期判断，但幅度超出此前预期。新产品的研发及渠道建设带来费用率的提升，19H1 销售费用 4.34 亿元，同比增长 51.93%，主要来自销售人员增加及市场费用增加，公司季度销售费用率接近近两年最高水平；管理费用 3.18 亿元，同比增长 58.01%，主要为人员增加及限制性股票成本增加所致；公司维持较高研发投入，上半年研发费用 4.53 亿元，同比增长 69.74%。

持续研发储备新品类，长期看好公司研发能力及市场竞争力。19H1 公司其他类业务实现收入 8.53 亿元，同比增长 57.45%，毛利率 30.05%，同比提升 9.21pct。公司在智能家电、智慧医疗等领域持续投入，应用场景、成长空间逐渐打开。上半年，公司以股权转让和增资方式取得西安青松光电技术有限公司 51% 的股权，进一步丰富了商用显示的产品线。

维持“买入”评级。上调公司全年盈利预测，我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 16.39/19.10/22.66 亿元，给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应目标价 87.3 元。

风险提示：电子元器件价格波动，下游需求不及预期，市场系统性风险。

■ 芒果超媒：H1 业绩处于预告上限，自制内容矩阵逐步完善

2019H1 公司实现收入 55.04 亿元，同比增长 10.41%，增速放缓由于受影视剧排播和传统电视购物行业变化的影响，毛利率 40.8%，提高 6.6%，实现归母净利润 8.04 亿元，同比增长 40.33%，为公司强化成本管理的结果。

分业务看，互联网平台运营业务收入 24.85 亿元，同比增长 79.46%，其中会员业务收入 7.86 亿元，同比增长 136%，主要由于付费会员人数增加，报告期末芒果 TV 付费会员达到 1,501 万，较年初增长 426 万；广告业务收入 16.99 亿元，同比增长 62%，主要由于广告主投放的增加，品牌广告投放数近 200 个，同比增长 14%，得益于公司强大的内容制作能力、平台差异化定位以及个性化定制的“品效合一”的营销方案。互动娱乐内容制作收入 15.74 亿元，同比下降 20%，媒体零售业务收入 7.38 亿元，同比下降 35.87%，但两项业务的毛利率均有上升。认为公司业绩表现优异，处于预告上限，广告业务逆势高增长，凸显了公司自制能力带来的差异化竞争优势和完善的生态体系。

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 12.02 亿元、15.27 亿元、18.14 亿元，公司广告和会员收入逆势高增长，内容矩阵逐步完善，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：视频平台竞争加剧的风险；产品节奏不及预期的风险；内容监管趋严的风险。

8. 风险提示

政策监管风险：行业受政策影响较大，当前行业监管趋严，若政策出现超预期变化，将对行业造成影响；

行业竞争超预期：若行业竞争格局恶化，将给行业内上市公司业绩带来不确定性；

产品适销风险：传媒行业属创意产业，产品市场销售具有不确定性；

市场系统性风险等。

9. 备注：板块上市公司分类

游戏	三七互娱 世纪华通 中青宝 游族网络 电魂网络 吉比特 天神娱乐 完美世界 宝通科技 恺英网络 巨人网络 掌趣科技 昆仑万维 游久游戏 昆仑万维 冰川网络 金科文化 晨鑫科技 富春股份 艾格拉斯 凯撒文化	影视 动漫	当代东方 北京文化 长城影视 东方网络 奥飞娱乐 慈文传媒 中南文化 美盛文化 万达电影 金逸影视 华谊兄弟 华策影视 光线传媒 华录百纳 唐德影视 幸福蓝海 中视传媒 文投控股 中国电影 上海电影 横店影视 中广天择 长城动漫 新文化 欢瑞世纪	营销 服务	深大通 分众传媒 利欧股份 麦达数字 省广集团 万润科技 思美传媒 元隆雅图 数知科技 蓝色光标 天龙集团 华谊嘉信 佳云科技 联建光电 联创互联 腾信股份 宣亚国际 中昌数据 北巴传媒 科达股份 引力传媒 龙韵股份 华扬联众 智度股份	互联 网服 务	暴风集团 顺网科技 视觉中国 号百控股 众应互联 焦点科技 生意宝 三六五网 人民网 新华网 盛天网络 迅游科技 平治信息 掌阅科技 中文在线 芒果超媒
	出版		中原传媒 世纪天鸿 城市传媒 时代出版 长江传媒 新华传媒 山东出版 中南传媒 皖新传媒 新华文轩 中国科传 南方传媒 凤凰传媒 中国出版 出版传媒 新经典 中文传媒		博瑞传播 读者传媒 华媒控股 粤传媒		有线 电视

注：本报告子行业合计统计中未包括 2019 年上市新股

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

