

传媒与互联网行业研究 增持 (维持评级)

行业点评

裴培

 分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
 peipei@gjzq.com.cn

A 股传媒板块一度强劲反弹，可以持续吗？

事件

9月3日上午，A股传媒板块一度强劲上涨，影视、游戏、广告、出版、国有传媒等细分板块，均有个股表现坚挺。但是，大部分传媒公司在下午明显回落；传媒行业在A股28个一级行业当中，涨幅排名第6。自从8月15日以来，申万传媒行业指数累计上涨10.8%，同期沪深300指数仅上涨4.5%。传媒行业的春天似乎来了？

评论

传媒行业的强劲反弹，主要还是市场面决定的：A股传媒行业的反弹可以持续吗？这取决于，推动反弹的是基本面因素还是市场面因素。我们认为，主要还是市场面因素。2016年以来，传媒行业在一级行业中的涨幅每年都排在倒数前三；2019年至今，申万传媒行业指数仅上涨9.7%，在28个一级行业中排名第21。在168家A股传媒公司当中，有140家流通市值低于100亿元、103家流通市值低于50亿元。目前，申万传媒指数比2015年的历史最高点低77%。可以说，本次反弹是在股价超跌、流动性低落之后的自然结果。

基本面何时才能反转？取决于经济和监管：我们认为，在1-2个季度之内，传媒行业（包括互联网）的基本面还很难反转。首先，我们此前在《传媒娱乐行业有口红效应吗？》中证明，无论在中国还是在美国，传媒都具备一定的周期性，“口红效应”是不存在的；传媒行业的复苏必须以宏观经济的复苏为前提。其次，国家对传媒、互联网的监管仍然很严格，没有出现放松的迹象，只是监管重点在细分行业之间转移；例如，今年6月以来的监管重点指向音乐、网络广播、网络文学等方向。总而言之，传媒行业基本面的中期拐点尚未到来。

细分行业和主题仍然存在一些结构性机会：虽然整个传媒行业的基本面没有反转，但是细分行业还是存在亮点的。首先是游戏行业：2018年的版号暂停制造了低基数效应，目前正处于优质产品井喷的周期性复苏阶段；进入2020年，光线追踪等新技术、互动影像等新玩法、出海业务的持续壮大，又将带来新的结构性增长。其次是国有传媒领域：芒果超媒的强劲业绩证明，公司治理完善、牌照齐全、核心业务健全的国有传媒公司，是有市场竞争力的；它们能提供当前市场最稀缺的业绩确定性。再次是与大数据、AI、云计算相关的2B业务的互联网公司。

传媒行业全面复苏有待IPO和并购的全面恢复：2015年以来，A股传媒行业的持续低迷，固然有估值过高、监管收紧以及宏观经济的影响，但是上市公司“新陈代谢”的中断也是一个重要原因。证监会对传媒行业，尤其是游戏、影视类的IPO和并购审核日趋严格，近年来涌现出的许多“独角兽”难以登陆A股市场。幸运的是，上述审核正在放宽——今年8月，证监会明确指出“允许上市公司并购游戏公司”；根据我们统计，在目前已受理的A股IPO申请中，至少有11家公司属于传媒及互联网行业。优质上市公司供给的恢复，将有助于整个板块的复苏。

投资建议

我们认为，传媒行业暂时仍不存在整体性、结构性的基本面复苏，行业投资逻辑仍然是围绕着部分细分行业和可兑现的主题进行。第一是游戏行业，尤其是其中新产品饱满、研发能力得到公认，在二次元、女性向等垂直赛道上有较强布局的产品型公司，典型的例子是**完美世界**、**世纪华通**。第二是国有传媒领域，主要是其中具备较强的核心业务、同时具备牌照优势、激励机制比较完善的，典型的例子是**芒果超媒**、**新媒股份**。第三是与大数据、云计算、AI相关的，以2B业务为主的泛互联网公司，典型的例子是**每日互动**。

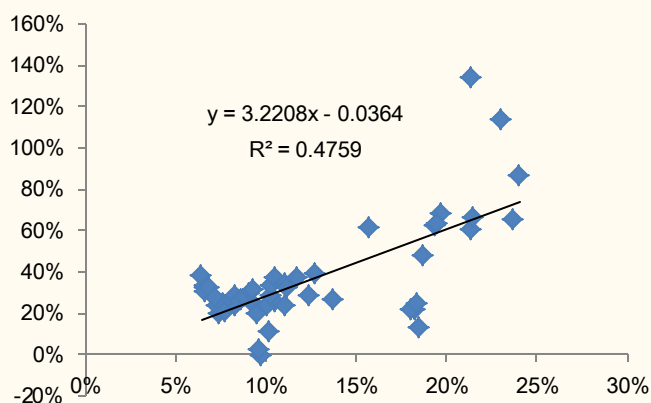
风险因素：宏观经济风险、监管风险、技术替代风险、内容开发风险。

传媒行业的基本面有整体反转吗？暂时还没有

无论在中国还是美国，传媒娱乐都具备周期性

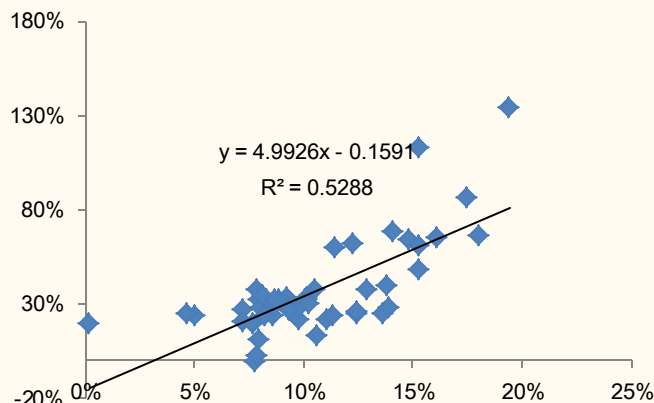
- 对于传媒娱乐行业，投资者经常提到“口红效应”一词：在经济不景气的时期，消费者会寻求更多的娱乐活动，从而促进整个行业的需求。这是真的吗？遗憾的是，我们今年1月在题为《传媒娱乐行业有口红效应吗？》的深度研究报告中，通过时间序列分析，证伪了上述看法：无论在美国还是中国，传媒娱乐都具备一定的周期性；按照年度计算的周期性较强，按照季度计算的周期性较弱。总而言之，“口红效应”不存在。
- 在中国，游戏行业具备相当强的周期性，与GDP、人均可支配收入的相关系数和R-Square（解释能力）均很高。2018年倒是一个特殊的年份——由于版号暂停了9个多月，游戏市场一度陷入产品荒，人为造成了一个低基数。所以，从2019年二季度开始，游戏行业出现了强劲的周期性复苏。

图表 1：中国游戏收入与当期 GDP 的相关性，季度



来源：国家统计局，艾瑞咨询，中国游戏工委，国金证券研究所

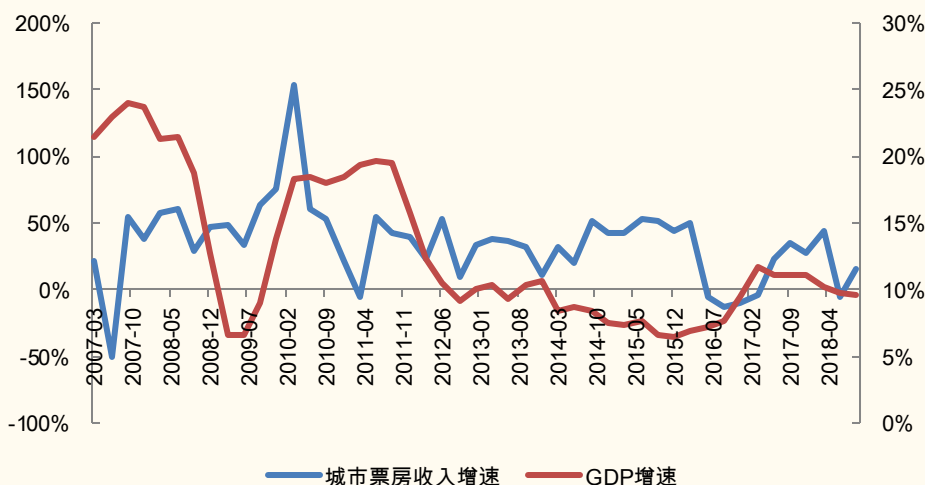
图表 2：中国游戏收入与人均可支配收入相关性，季度



来源：国家统计局，艾瑞咨询，中国游戏工委，国金证券研究所

- 在版号发放恢复正常之后，“低基数红利”消失，游戏行业会不会陷入停滞？我们认为不会。因为，2020年将是全球游戏技术的重大革新之年，游戏主机行业将进入第九世代，光线追踪技术将初步普及，云游戏、VR/AR技术方兴未艾。技术革新将导致玩法革新，从而创造新的结构性增长机会。此外，中国主流游戏厂商的出海步伐越来越快，海外市场也将带来增量贡献。我们对2020年的游戏行业并不担心。
- 从历史数据看，中国电影行业呈现弱周期性，而且周期性主要体现在年度层面；季度层面受单个爆款影片的影响较大，周期性很不明显。2019年，虽然出现了《流浪地球》《哪吒》等爆款大作，但是中国电影票房仍然停滞不前，主要是观影人次下降导致的。面向影视行业的监管仍然趋紧，投资方对影视项目顾虑重重，爆款产品“赢家通吃”的趋势也增强了行业的不确定性。无论对于电影还是剧集行业，周期拐点都还遥不可及。

图表 3：中国电影票房收入与 GDP 增速的季度对比



来源：艺恩网，广电总局，国家统计局，国金证券研究所

- 广告行业也受到经济周期的显著影响，因为广告主的预算会受到终端消费需求的影响。进入 2019 年，不但线下传统广告媒体的需求呈现低落态势，绝大部分互联网广告平台的增速也明显放缓，只有字节跳动、快手等极少数例外。现在，广告主更倾向于投向社群属性较强、有病毒性传播价值的平台（例如抖音、快手、小红书），或者直接投放 CPS（销售额外账）模式的电商带货广告。对于以 CPM/CPC 结算为主要的传统广告平台来说，这显然是不利的。如果 2020 年宏观经济不回暖，广告行业的需求可能会更疲软。

国家对传媒及互联网行业的监管仍然非常严格

- 2018 年 3 月-12 月，游戏版号发放一度暂停，恢复之后发放的版号数量也大不如前；2018 年二季度以来，国家对影视行业的监管全面趋严，许多影视内容都出现延期、撤档。在建国 70 周年庆典之后，主管部门会不会放松对传媒及互联网行业的监管？我们认为不会。因为国家的监管政策是一以贯之的，不是某个时间节点决定的：对互联网内容的监管要与线下内容采用相同尺度，对娱乐内容整体的监管要优先考虑社会影响因素。
- 2019 年 6 月，主管部门集中对网络音乐、广播等音频娱乐行业进行整改，约谈、暂时下架了一批应用；7 月，对网络文学行业的监管更趋严格，多个主流 App 被暂停经营性业务（应用下架、停止更新）；8 月，电商导购平台小红书又在多个安卓应用市场下架。主管部门进行行业整改的逻辑，第一是打击色情淫秽信息、打击基于色情内容的违法违规交易；第二是打击历史虚无主义、怪力乱神等封建迷信思想。

图表 4：2019 年 6 月以来接受整改的主流网站及应用

网站/应用名称	品类	整改时间	整改细节
Soul	垂直社交	2019 年 6 月	应用市场下架 30 天
企鹅 FM	网络广播	2019 年 6 月	应用市场下架 30 天
荔枝 FM	网络广播	2019 年 6 月	应用市场下架 30 天
喜马拉雅 FM	网络广播	2019 年 6 月	应用市场下架 30 天
网易云音乐	网络音乐	2019 年 6 月	应用市场下架 30 天
米读小说	网络文学	2019 年 7 月	停止经营性业务 3 个月
番茄小说	网络文学	2019 年 7 月	停止经营性业务 3 个月
晋江文学	网络文学	2019 年 7 月	停止经营性业务 15 天
小红书	电商导购	2019 年 8 月	部分安卓应用市场下架

来源：公司官网，App Store，国金证券研究所整理

- 可以看到，主管部门对内容方、平台方的合规要求日益严格，处罚毫不手软。许多其他娱乐内容应用虽然没有被下架，但是也主动清理了一批违规内容、封禁了一批违规账号。显然，传媒娱乐行业“野蛮生长”的年代已经一去不复返了，现在，任何内容方都要以意识形态导向和社会影响为第一优先。许多内容方和平台方还不能很好地适应新时代的监管要求，我们估计全行业的持续整改还需要一段时间。

风险因素

- 对于整个传媒娱乐行业而言，宏观经济风险都是不可小视的，我们的实证研究已经阐明了行业的周期性。
- 对于任何一个传媒娱乐细分行业而言，监管风险都不可小视，包括内容审核的风险，以及对渠道、平台施加更严格管制的风险。
- 所有娱乐内容都可能面临技术替代，包括 VR、AR、云游戏、云视频，以及线下娱乐形式的技术进化。
- 传媒娱乐行业的内容开发伴随着较大的产品风险，这种风险是很难量化、很难事先回避的。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH