



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
吉比特	603444.SH	269.50	买入
长江传媒	600757.SH	6.58	买入
完美世界	002624.SZ	28.61	未有评级
三七互娱	002555.SZ	18.76	未有评级
芒果超媒	300413.SZ	47.91	未有评级
姚记扑克	002605.SZ	12.41	未有评级

资料来源：万得，中银国际证券

以2019年9月4日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

关注各子板块政策变化，行业驱动热点

相关研究报告

《传媒行业2019年中报前瞻》20190717

《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

《传媒行业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

传媒行业2019年半年报综述

坚守业绩确定性更高的游戏、出版板块，关注影视内容板块个股业绩弹性

2019年1-8月，申万传媒指数上涨5.27%，板块表现弱于上证综指（上涨15.7%）和创业板指数（上涨28.8%）。2019年上半年，传媒行业整体仍然受到政策监管及宏观经济环境的影响，A股传媒板块整体业绩拐点仍需等待，但各子板块间的分化明显。维持传媒行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **游戏板块：整体营收增速与行业规模增速基本一致，龙头公司业绩增速高于行业平均。**龙头公司业绩实现超越行业的增长，一方面得益于老游戏流水稳定且营销推广费用下降带来利润率提升，一方面得益于新游戏储备丰富，在版号发放重启后迎来增量。展望全年业绩，我们认为，2019年在版号发放重启带来的增量推动下，移动游戏行业收入增速有望回升，游戏板块整体业绩增速较2019年也有望提升，行业集中度将继续持续，龙头公司业绩增速将快于游戏板块整体，且未来业绩确定性更强。
- **影视板块：内容监管政策影响仍是影响业绩主要变量，关注单体项目带来的业绩弹性。**2019年对古装历史、青春偶像等题材的商业剧排期的限制，使得板块整体营业收入不及预期，应收账款坏账损失及存货跌价损失风险或加大。但另一方面，头部内容供给减少，导致头部内容的量级明显提高，如电影行业出现《哪吒之魔童降世》《流浪地球》《复仇者联盟4：终局之战》三部票房超过42亿、且位列国内历史票房榜前5的电影；剧集行业出现《都挺好》《小欢喜》等广泛热议的现实题材剧。我们认为，票房、收视率等收益指标与内容口碑正相关度越来越高，尽管影视板块整体业绩未出现向上拐点，但好的内容单体量级的提升，有望给出品方带来较大业绩弹性；而题材内容储备丰富、平台内容一体化的公司，依然具有更高的业绩增长确定性。
- **出版板块：业绩依然稳定，图书提价及纸价下行等因素致整体毛利率继续提升。**出版板块上市公司大多为以教材教辅出版发行为主业的地方国企，中小学学生人数的稳定增长是教材教辅业务的稳定器，而部分公司由于教材教辅的提价和新渠道的拓展，以及深耕少儿、文学、经管等增速更快的细分品类，获得超过行业平均的增速，而纸价下行等因素带来板块整体毛利率提升。

重点关注

- **游戏板块：推荐吉比特，关注三七互娱、完美世界、姚记科技；影视板块：关注芒果超媒；出版板块：推荐长江传媒。**

评级面临的主要风险

- 行业监管政策持续趋严，资产减值风险，解禁及重要股东减持风险。



目录

概况.....	5
各子板块业绩汇总——子板块间分化依然明显.....	8
总结.....	25
风险提示.....	26



图表目录

图表 1. 2019 年 1-8 月各行业板块收益表现	5
图表 2. 2019 年 1-8 月各主要指数表现情况	5
图表 3. 各行业市盈率 (TTM) 情况	6
图表 4. 2019 年半年报整体财务数据与往期对比	6
图表 5. 2015-2019H1 年传媒板块营业收入同比增速	6
图表 6. 2015-2019H1 年传媒板块归母净利润同比增速	6
图表 7. 2014-2019H1 传媒板块并购规模及数量	7
图表 8. 2014-2019H1 传媒板块商誉总额	7
图表 9. 2014-2019H1 传媒板块整理毛利率和净利率变化	7
图表 10. 2014-2019H1 传媒板块期间费用率变化	7
图表 11. 2019 年上半年传媒板块营收分布	8
图表 12. 2019 年上半年传媒板块归母净利润分布	8
图表 13. 2019 年上半年传媒板块归母净利润同比增速区间分布	8
图表 14. 传媒分行业 2019 年上半年业绩情况	9
图表 15. 2015-2019H1 游戏板块营收及归母净利润同比增速	9
图表 16. 2015-2019H1 游戏板块与传媒板块营收对比	9
图表 17. 2016Q1-2019Q2 游戏板块营业收入同比增速及环比增速变化	9
图表 18. 2016Q1-2019Q2 游戏板块归母净利润同比增速及环比增速变化	10
图表 19. 2015-2019H1 游戏板块毛利率及净利率变化	10
图表 20. 中国移动游戏市场实际销售收入	11
图表 21. 中国移动游戏实际销售收入占全市场比例	11
图表 22. 中国移动游戏市场实际销售收入季度同比和环比增长情况	11
图表 23. 2019 年 1-6 月中国移动游戏实际销售收入前十位	11
图表 24. 2015-2019H1 影视板块营收及归母净利润同比增速	12
图表 25. 2015-2019H1 影视板块与传媒板块营收对比	12
图表 26. 2016Q1-2019Q2 影视板块营业收入同比增速及环比增速变化	13
图表 27. 2016Q1-2019Q2 影视板块归母净利润同比增速及环比增速变化	13
图表 28. 2015-2019H1 影视板块毛利率及净利率变化	13
图表 29. 2012-2019H1 完成并取得发行许可的电视剧总量	14
图表 30. 2015-2019H1 电视剧题材部数占比	14
图表 31. 2019 年行业政策性事件整理	14
图表 32. 2015-2019H1 院线板块营收及归母净利润同比增速	15
图表 33. 2015-2019H1 院线板块与传媒板块营收对比	15
图表 34. 2016Q1-2019Q2 院线板块营业收入同比增速及环比增速变化	15
图表 35. 2016Q1-2019Q2 院线板块归母净利润同比增速和环比增速变化	16
图表 36. 2015-2019H1 院线板块毛利率及净利率变化	16
图表 37. 2012-2019H1 国内电影票房变化情况	17
图表 38. 2012-2019H1 国内观影人次变化	17



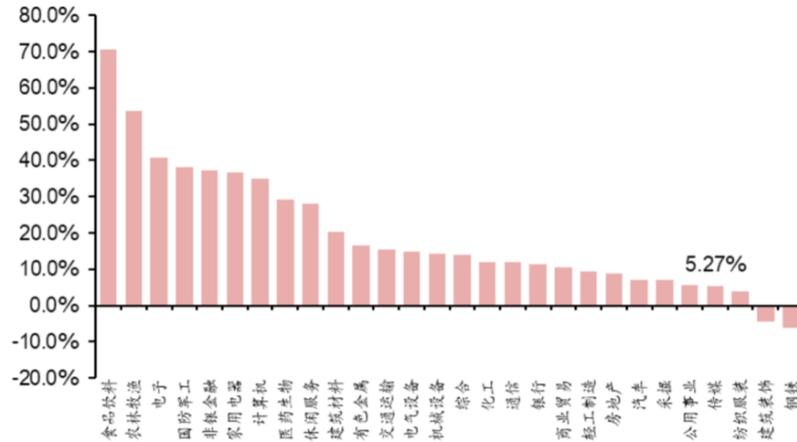
图表 39.2018Q1-2019Q2 国内电影票房变化情况.....	17
图表 40.2018Q1-2019Q2 国内观影人次变化情况.....	17
图表 41.2012-2019H1 年国内银幕数量变化.....	17
图表 42.2012-2019H1 年国内影院数量变化.....	17
图表 43.2015-2019H1 出版板块营收及归母净利润同比增速.....	18
图表 44.2015-2019H1 出版板块与传媒板块营收对比.....	18
图表 45.2016Q1-2019Q2 出版板块营业收入同比增速及环比增速变化.....	18
图表 46.2016Q1-2019Q2 出版板块归母净利润同比增速及环比增速变化.....	19
图表 47.2015-2019H1 出版板块毛利率及净利率变化.....	19
图表 48.2015-2019H1 营销板块营收及净利润同比增速.....	20
图表 49.2015-2019H1 营销板块与传媒板块营收对比.....	20
图表 50.2016Q1-2019Q2 营销板块营业收入同比增速及环比增速变化.....	20
图表 51.2016Q1-2019Q2 营销板块归母净利润同比增速及环比增速变化.....	20
图表 52.2015-2019H1 营销板块毛利率及净利率变化.....	21
图表 53.2018 年 6 月-2019 年 7 月全媒体广告和传统广告刊例花费同比变化情况.....	21
图表 54.2018 年和 2019 上半年各媒介广告刊例花费变化.....	22
图表 55.2019 年 7 月和 2018 年 7 月各媒介广告刊例花费对比.....	22
图表 56.2015-2019H1 有线网络板块营收及归母净利润同比增速.....	23
图表 57.2015-2019H1 有线网络板块与传媒板块营收对比.....	23
图表 58.2016Q1-2019Q2 有线网络板块营业收入同比增速和环比增速.....	23
图表 59.2016Q1-2019Q2 有线网络板块归母净利润同比增速及环比增速变化.....	23
图表 60.2015-2019H1 有线网络板块毛利率及净利率变化.....	24
附录图表 61.报告中提及上市公司估值表.....	27

概况

市场概况

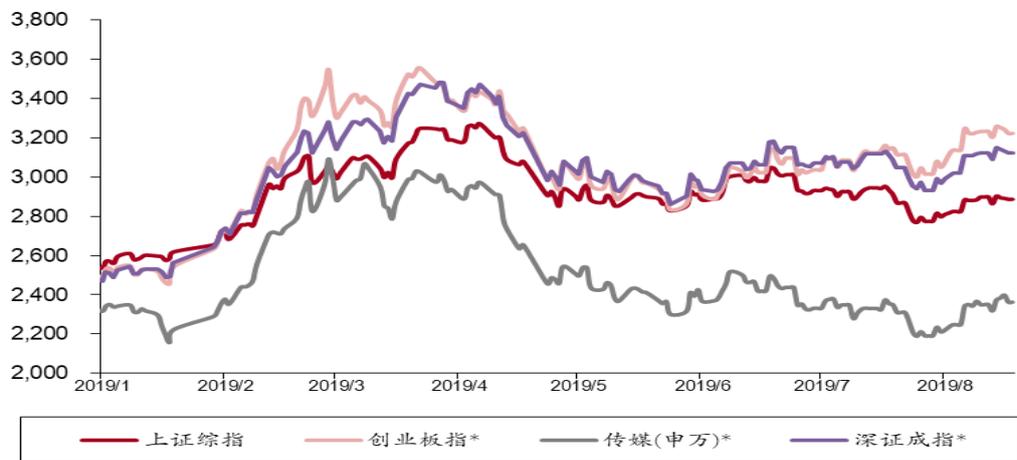
2019年1-8月，申万传媒指数上涨5.27%，板块表现弱于上证综指（上涨15.7%）和创业板指数（上涨28.8%）。板块表现在3月份达到高点后，回落较多，整体涨幅位于全行业靠后位置。

图表 1. 2019年1-8月各行业板块收益表现



资料来源：万得，中银国际证券

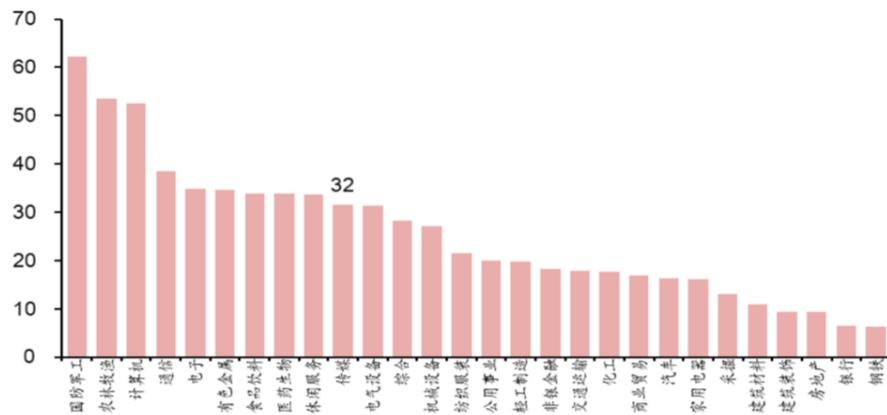
图表 2. 2019年1-8月各主要指数表现情况



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，传媒版面动态市盈率（TTM）位于行业前列，板块整体净利润在2018年出现大幅下滑使得行业估值依旧偏高。

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 8 月 30 日收盘数据）

半年报概况：传媒板块整体收入增速未见拐点，利润端明显改善

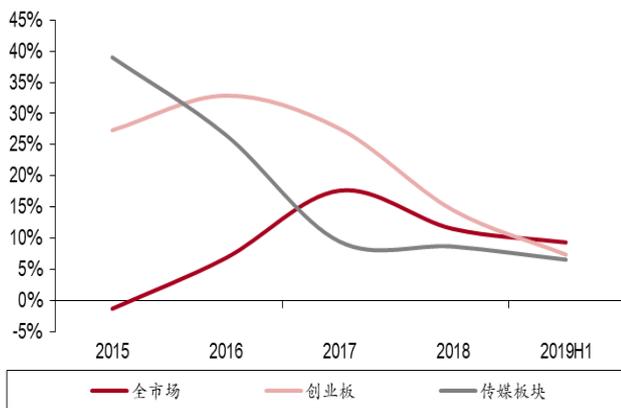
营业收入增速放缓，净利润增速明显回升，但均不及全市场及创业板业绩增速。我们整理了传媒板块 170 家上市公司半年报数据（剔除了 ST 公司），2019 上半年传媒板块整体营业收入同比增长 6.60%，增速较 2018 年全年有所放慢；整体归母净利润同比下降 53.4%，降幅较 2018 年全年明显收窄；扣非后归母净利润增速与 2018 年全年相比由负转正，达到 24.7%。2019 上半年传媒板块整体营业收入和归母净利润增速均低于全市场整体和创业板整体。

图表 4. 2019 年半年报整体财务数据与往期对比

(%)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
营业总收入同比增速	39.0	26.6	9.5	8.7	6.6
归母净利润同比增速	59.5	24.7	(19.8)	(144.4)	(53.4)
扣非后归母净利润同比增速	55.6	23.2	(37.2)	(217.7)	24.7
毛利率	33.3	32.7	31.7	30.5	38.6
净利率	13.0	12.8	9.4	(3.8)	(14.7)
销售费用率	9.6	9.4	9.1	9.1	11.5
管理费用率	9.7	9.8	10.5	10.8	16.5
财务费用率	0.2	0.4	0.7	0.9	3.0

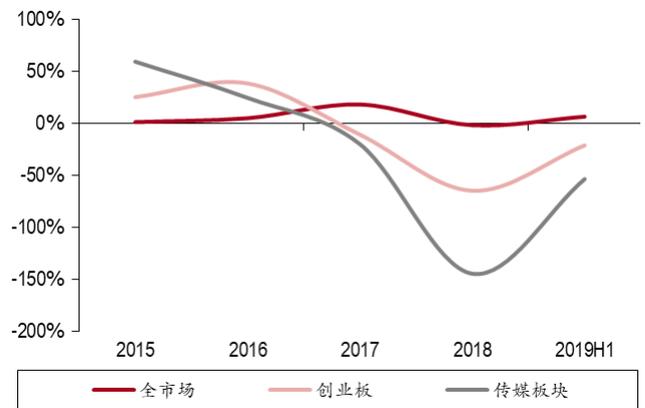
资料来源：公司财报，中银国际证券

图表 5. 2015-2019H1 年传媒板块营业收入同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

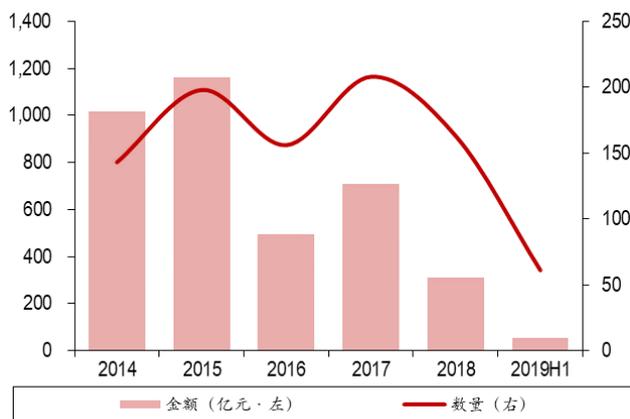
图表 6. 2015-2019H1 年传媒板块归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

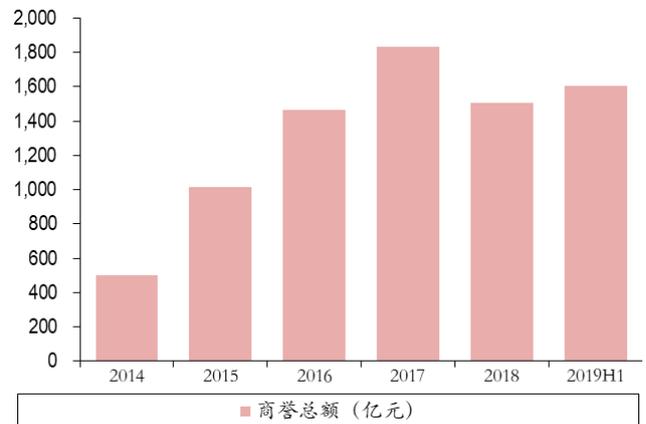
商誉规模略有上升。由于并购政策的收紧和行业增速的放缓，传媒行业在经过 2014-2016 年的并购高峰期之后，2017 年以来并购数量和规模不断下降，2019 年上半年延续了这一趋势。并购带来传媒板块商誉总额从 2014-2017 年不断升高，由于并购标的大面积出现业绩承诺未完成等情况，上市公司在 2018 年年报中采取集中计提商誉减值的方式释放风险，2018 年末账面商誉较 2017 年明显下降。由于半年报中一般不计提高誉减值，2019 年上半年末传媒板块商誉总额较 2018 年末仅略有上升。

图表 7.2014-2019H1 传媒板块并购规模及数量



资料来源：万得，中银国际证券

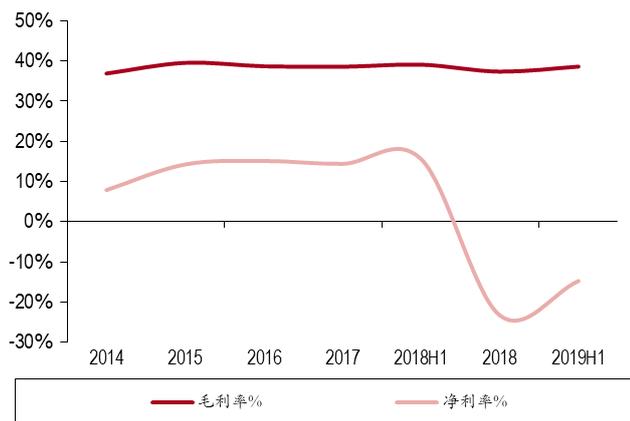
图表 8.2014-2019H1 传媒板块商誉总额



资料来源：万得，中银国际证券

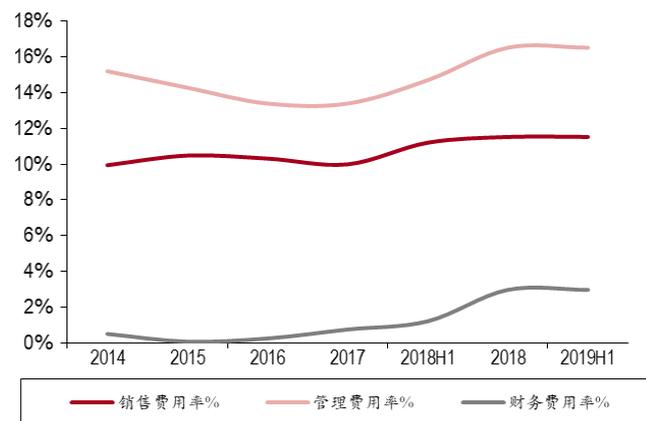
期间费用率上升较多影响板块整体盈利能力。盈利能力方面，2019 上半年传媒板块整体毛利率为 38.6%，比 2018 上半年低 0.48 个百分点；整体净利率为 -14.7%，较 2018 上半年大幅度下滑，主要原因是管理费用率和财务费用率上升较多，2019 上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率为 11.5%、16.5%、3.0%，分别较 2018 上半年上升 0.3、1.8 和 1.8 个百分点，说明企业面临的人力成本压力加大，融资成本整体上升。

图表 9.2014-2019H1 传媒板块整理毛利率和净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10.2014-2019H1 传媒板块期间费用率变化



资料来源：万得，中银国际证券

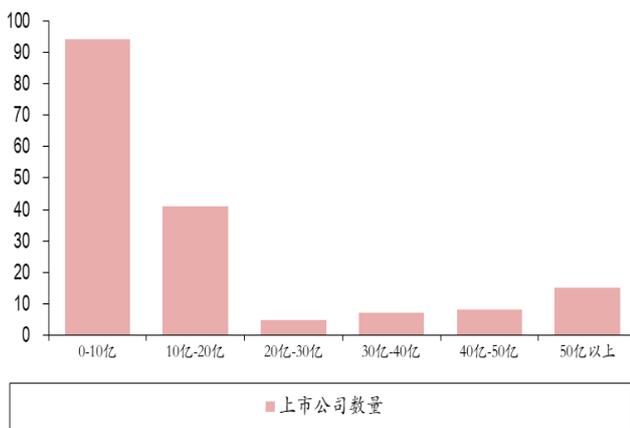
各子板块业绩汇总——子板块间分化依然明显

我们整理的传媒板块 170 家上市公司包括影视内容板块 22 家、游戏板块 36 家、广告营销板块 30 家、互联网板块 26 家，出版板块 22 家，有线网络板块 13 家，院线板块 6 家和教育板块 12 家。

营业收入方面，2019 年上半年传媒板块上市公司营收主要集中在 0-20 亿的区间中，其中 0-10 亿的公司共有 98 家，10-20 亿的公司有 32 家，另外，有 2 家公司营收超过 100 亿，其中包括蓝色光标和上海钢联。

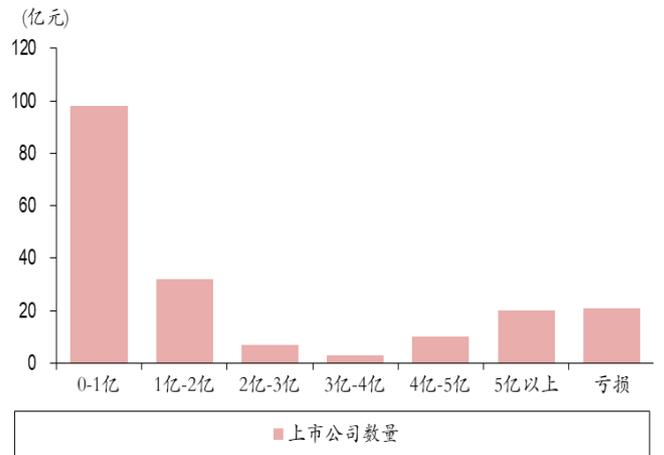
净利润方面，2019 年上半年有 21 家上市公司归母净利润为负，其余主要集中在 0-1 亿元。

图表 11.2019 年上半年传媒板块营收分布



资料来源：万得，中银国际证券

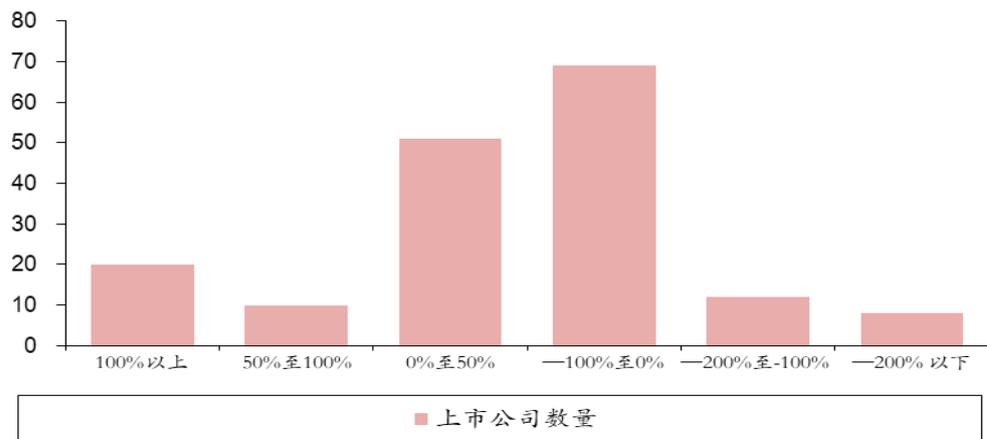
图表 12. 2019 年上半年传媒板块归母净利润分布



资料来源：万得，中银国际证券

归母净利润增速方面，增速在-100%至 0%的上市公司最多，有 43 家上市公司归母净利润同比下滑超过 60%；26 家公司净利润增速超过 60%，其中 20 家公司同比增长超过 100%。

图表 13. 2019 年上半年传媒板块归母净利润同比增速区间分布



资料来源：万得，中银国际证券

从细分板块来看，除出版和教育板块外，其他子板块归母净利润增速均为负值；影视板块受到监管政策影响，营收和净利润均出现同比下滑；游戏板块虽然归母净利润同比下滑，但整体毛利率和净利率分别高达 59.6%和 22.6%，依然是传媒各子板块中盈利能力最强的。

图表 14. 传媒分行业 2019 上半年业绩情况

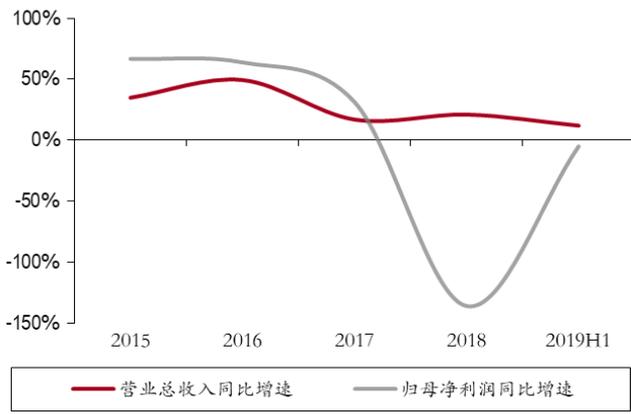
(%)	2019H1 营业总收入同比增速	2019H1 归母公司净利润同比增速	毛利率	净利率
影视内容制作	(11.8)	(68.2)	33.9	(0.6)
游戏	11.8	(5.2)	59.6	22.6
广告&营销	1.6	(47.4)	20.7	6.7
互联网	8.0	(243.4)	45.1	(155.2)
出版	1.1	3.1	32.6	12.1
有线网络	(9.6)	(6.6)	34.4	15.0
院线	3.4	(37.4)	26.1	6.7
教育	13.3	64.7	41.4	1.6

资料来源：万得，中银国际证券

游戏板块：板块营收增速企稳，龙头公司业绩增速超越板块整体

游戏板块我们统计了 36 家主要 A 股上市公司半年报数据。2019 年上半年游戏板块整体营业收入同比增长为 11.81%，超过传媒板块 9.16 个百分点；游戏板块整体归属于母公司股东的净利润同比下滑 5.18%，下滑幅度较 2018 年全年明显收窄。

图表 15. 2015-2019H1 游戏板块营收及归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

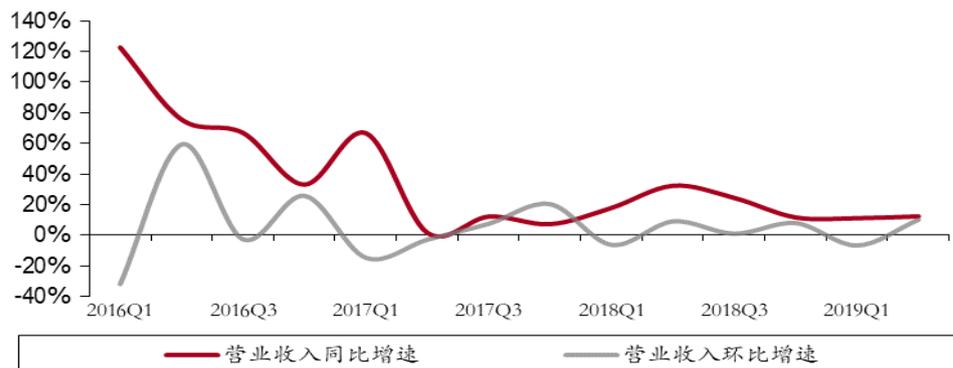
图表 16. 2015-2019H1 游戏板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券

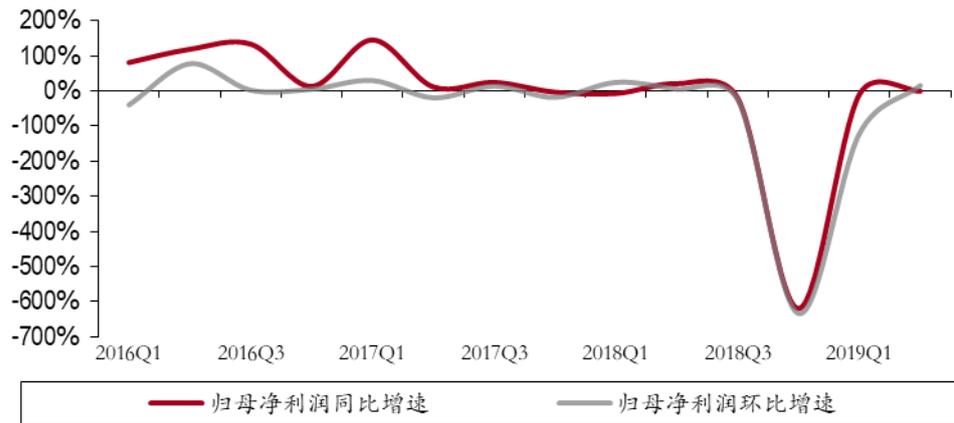
单季度业绩方面，游戏板块整体营业收入季度同比增速在 2018 年 4 季度企稳，2019 年 2 季度增速基本稳定；整体归母净利润同比增速 2019 年 2 季度较 1 季度小幅下降。而营业收入及归母净利润的季度环比增速 2019 年 2 季度相比 1 季度均由负转正，在 2018 年底版号发放重启后，新游戏商业化变现带来的增量成为游戏板块 2 季度业绩环比增长的重要原因。

图表 17. 2016Q1-2019Q2 游戏板块营业收入同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

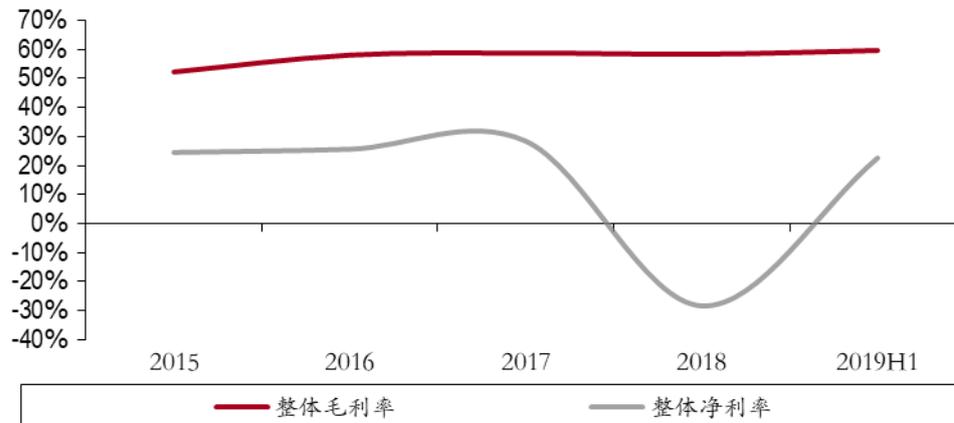
图表 18. 2016Q1-2019Q2 游戏板块归母净利润同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，游戏板块整体毛利率 2015 年以来持续提升，2019 上半年整体毛利率达到 59.60%，较 2018 上半年的 60.30% 下降 0.7 个百分点，但较 2018 年全年的 58.30% 提升 1.3 个百分点；2018 年由于资产减值原因，全年游戏板块整体净利率为负，2019 上半年回升到 22.60%，但低于 2017 年和 2018 上半年的净利率，分别下降 5.8 和 5.9 个百分点。

图表 19. 2015-2019H1 游戏板块毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

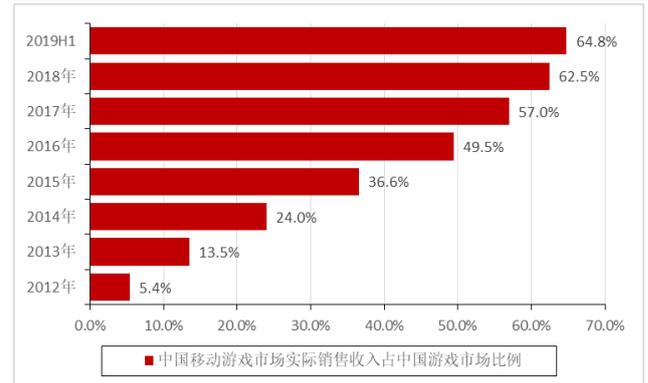
根据伽马数据发布的行业报告，2019 上半年中国移动游戏实际销售收入达到 753.1 亿元，同比增长 18.8%；移动游戏销售收入占游戏整体销售收入的比重已经超过 60%，自 2012 年以来持续提升。

图表 20. 中国移动游戏市场实际销售收入



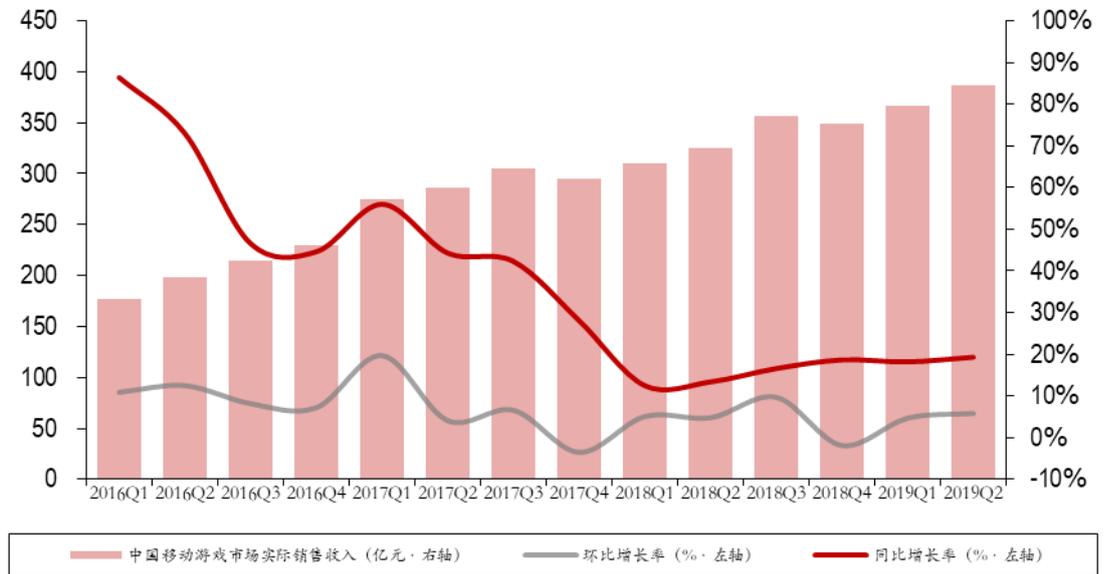
资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

图表 21. 中国移动游戏实际销售收入占全市场比例



资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

图表 22. 中国移动游戏市场实际销售收入季度同比和环比增长情况



资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

图表 23. 2019年1-6月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	完美世界	腾讯游戏/完美世界	MMORPG
4	QQ飞车	腾讯游戏	竞速类
5	和平精英	腾讯游戏	射击类
6	阴阳师	网易游戏	回合制角色扮演类/卡牌类
7	大话西游	网易游戏	回合制角色扮演类
8	乱世王者	腾讯游戏	策略类
9	率土之滨	网易游戏	策略类
10	QQ炫舞	永航科技	休闲类/音舞类

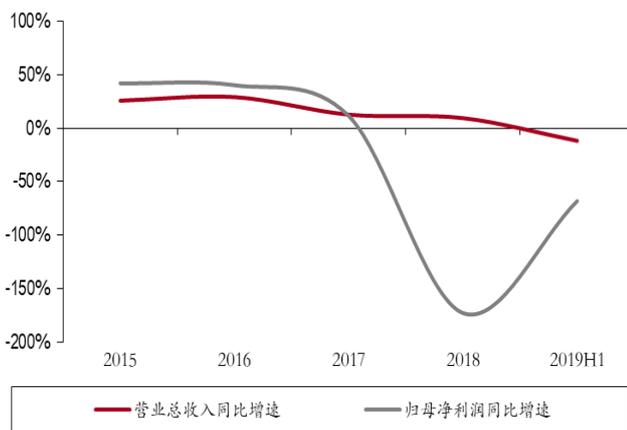
资料来源: 伽马数据, 中银国际证券

2019 年上半年 A 股游戏龙头公司三七互娱（移动游戏业务营业收入+97.68%，扣非后归母净利润+24.72%）、完美世界（移动游戏业务营业收入+39.42%，扣非后归母净利润+37.67%）、吉比特（未披露业务明细，营业收入+37.70%，扣非后归母净利润+45.94%）、姚记科技（捕鱼细分品类游戏龙头，游戏运营收入+499.83%，扣非后归母净利润+274.81%）的游戏业务营业收入和归母净利润增速均快于游戏板块整体，也远高于移动游戏行业收入增速，表明游戏行业进一步朝龙头集中。龙头业绩实现超越行业的增长一方面得益于老游戏流水稳定且营销推广费用下降带来利润率提升，一方面得益于新游戏储备丰富，在版号发放重启后迎来增量。另外，游戏龙头公司或通过突出的研发运营能力延长游戏生命周期，如完美世界、吉比特，或通过精细化买量运营实现产品的不断迭代，如三七互娱，从而提高业绩增长的确定性。展望全年业绩，我们认为，2019 年在版号发放重启带来的增量推动下，移动游戏行业收入增速有望回升，游戏板块整体业绩增速较 2019 年有望提升，龙头公司业绩增速有望快于游戏板块整体，移动游戏行业集中度提升的趋势将持续，A 股游戏龙头公司三七互娱、完美世界、吉比特、姚记科技的业绩增长确定性更强。

影视内容板块：内容监管政策影响仍是影响业绩主要变量，关注单体项目带来的业绩弹性

影视内容板块我们统计整理了 22 家主要影视类上市公司业绩情况。2019 年上半年影视内容板块营业收入同比增速为-11.8%，较 2018 年全年增速明显下滑且由正转负；整体归母净利润为负值，同比下滑 168.2%。2019 年对古装历史、青春偶像等题材的商业剧排期的限制，使得 A 股影视板块整体营业收入不及预期，应收账款坏账损失及存货跌价损失风险或加大。

图表 24.2015-2019H1 影视板块营收及归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

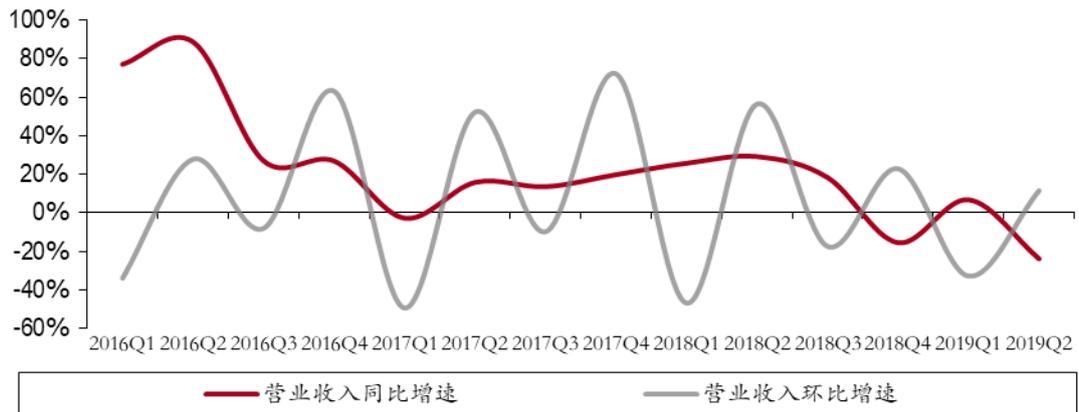
图表 25.2015-2019H1 影视板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券

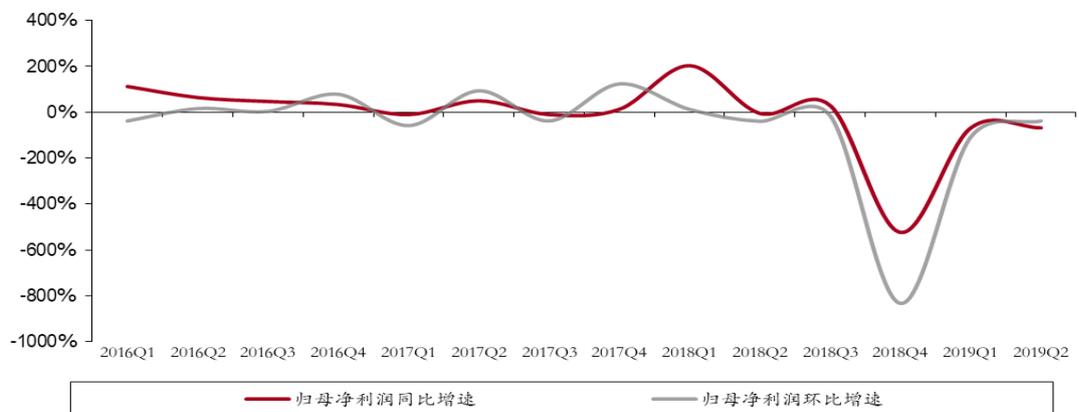
单季度业绩方面，2019 年 2 季度，影视板块整体营收同比下滑 23.8%，环比上升 11.6%；2019 年 2 季度板块整体营业收入增速创下了 2016 年 1 季度以来的新低，行业仍未走出由于内容监管政策变化带来的阵痛期。

图表 26. 2016Q1-2019Q2 影视板块营业收入同比增速及环比增速变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

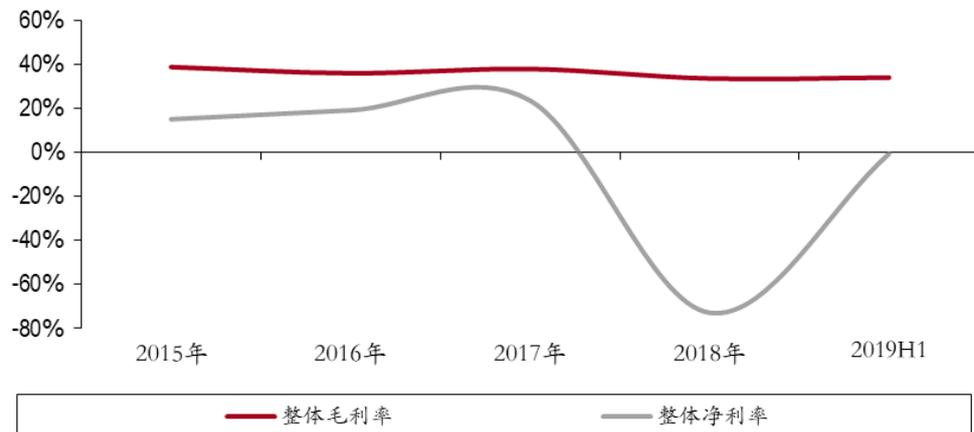
图表 27. 2016Q1-2019Q2 影视板块归母净利润同比增速及环比增速变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

盈利能力方面, 影视板块 2019 上半年整体毛利率为 33.9%, 较 2018 上半年下降 6.2 个百分点; 电视台、网络平台等播出平台压低剧集采购价格, 而剧集制作成本短时间内难以大幅下降, 或成为影视板块整体毛利率下降的原因, 而由于存货跌价、应收账款坏账损失等资产减值因素, 上半年影视板块整体净利率仍为负。

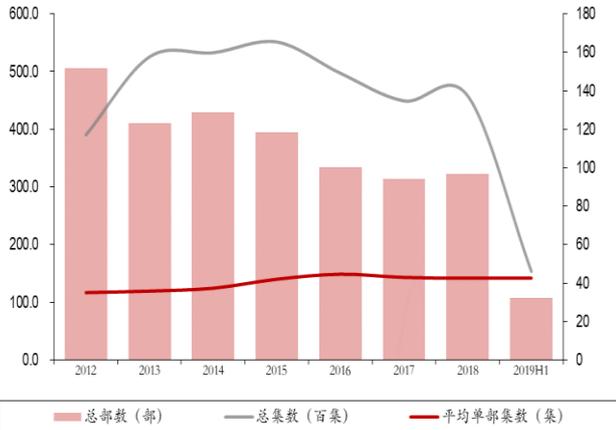
图表 28. 2015-2019H1 影视板块毛利率及净利率变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

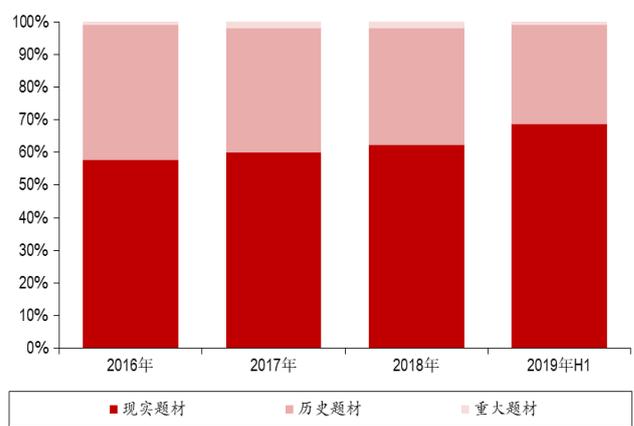
从剧集供给来看，总量整体呈下降趋势，古装历史题材占比不断下降。根据《中国电视剧产业发展报告》的数据显示，2015年以来完成并取得发行许可的电视剧总部数和总集数整体呈下降趋势。从题材来看，历史题材占比不断降低，现实题材占比不断提高。2019上半年完成并获得发行许可证的电视剧共108部，共计4600集，平均单部集数为42.6，其中现实题材占比达到69%。

图表 29.2012-2019H1 完成并取得发行许可的电视剧总量



资料来源：广电总局，中银国际证券

图表 30.2015-2019H1 电视剧题材部数占比



资料来源：广电总局，中银国际证券

图表 31.2019 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，通知还明确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。

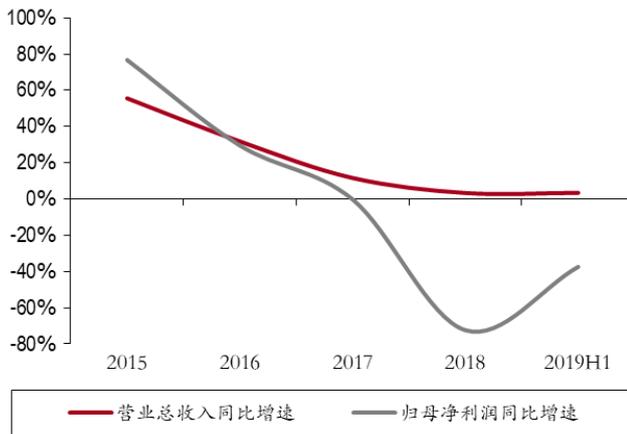
资料来源：百度百科，中银国际证券

在对于古装历史、青春偶像题材限制加大以及影视行业投资热度整体降温的背景下，一方面头部内容供给减少，导致头部内容的量级明显提高，如电影行业 2019 年出现了《哪吒之魔童降世》《流浪地球》《复仇者联盟 4：终局之战》三部票房超过 42 亿、且位列国内历史票房榜前 5 的电影；剧集行业出现了《都挺好》《小欢喜》等广泛热议的现实题材剧；另一方面，题材品类也更加丰富，如《流浪地球》开创了国产科幻电影的新篇章，《哪吒之魔童降世》打造了国产动画电影新的里程碑。我们认为，好的内容不缺市场，近年来票房、收视率等收益指标与内容口碑正相关度越来越高，尽管影视内容板块整体业绩未出现向上拐点，但好的内容单体量级的提升，有望给出品方带来较大业绩弹性；而题材内容储备丰富、平台内容一体化的公司，依然具有更高的业绩增长确定性。

院线板块：业绩与电影票房走势趋同，盈利拐点还需等待

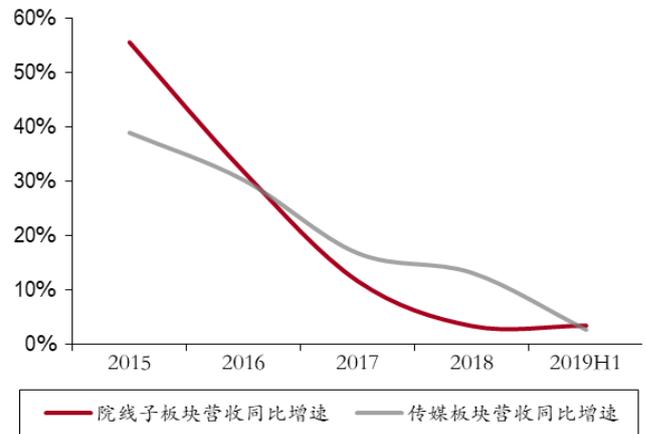
院线板块我们整理了 6 家上市公司半年报数据。2019 年上半年板块整体营业收入同比增长 3.42%，整体归母净利润同比下滑 37.79%，增速均较 2018 年全年小幅提升。

图表 32.2015-2019H1 院线板块营收及归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 33.2015-2019H1 院线板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券

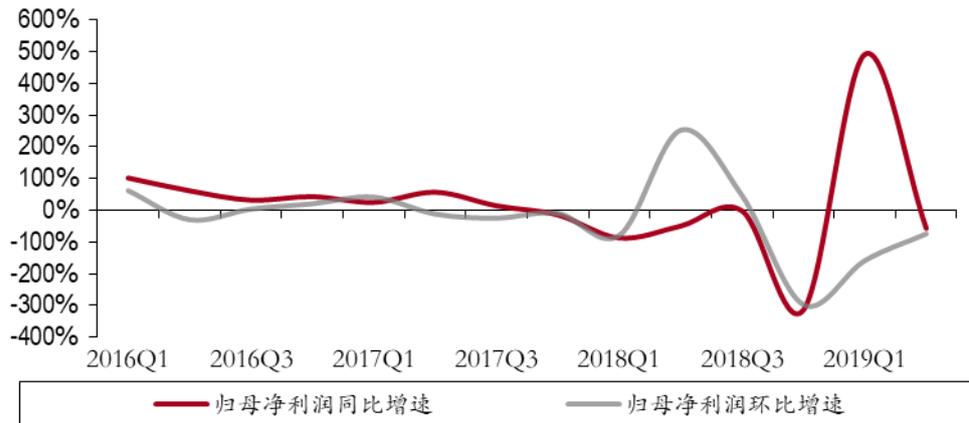
院线板块整体单季度业绩变化与季度票房变化基本一致。2019 年二季度全国电影票房总额 125.52 亿元，同比增长 6.31%，环比下降 32.58%，上市公司整体营业收入同比增长 15.62%，环比下降 12.81%。

图表 34.2016Q1-2019Q2 院线板块营业收入同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

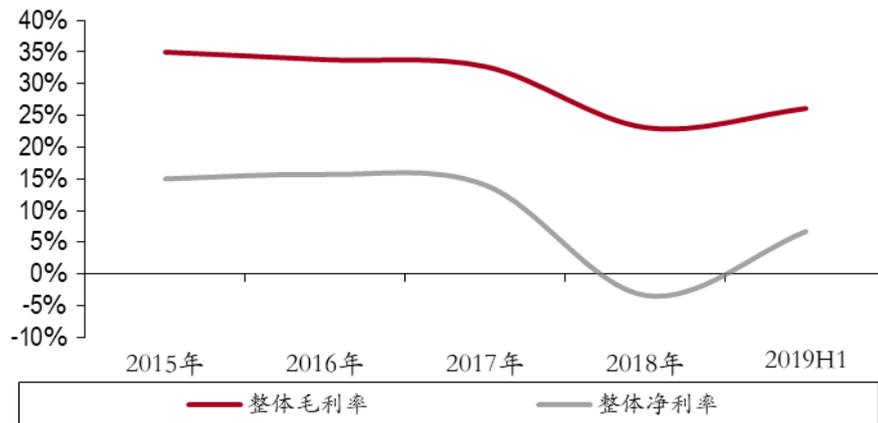
图表 35. 2016Q1-2019Q2 院线板块归母净利润同比增速和环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，院线板块 2019 上半年整体毛利率为 26.10%，较 2018 年略有回升。

图表 36. 2015-2019H1 院线板块毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

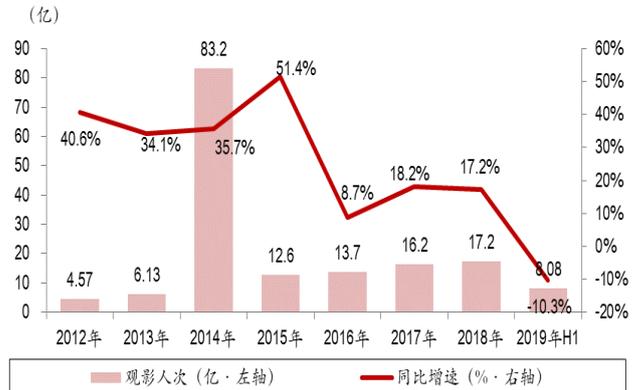
观影人次下降导致票房增速放缓。国内电影票房增速自 2017 年以来不断下降。根据艺恩数据，2019 年上半年国内电影票房 311.7 亿元，同比下降 2.7%，自 2011 年以来首次实现上半年票房下降。具体来看，2019 年一季度票房为 186.16 亿元，同比下滑 7.94%；观影人次 4.80 亿人，同比下滑 14.47%；平均票价 38.81 元，同比增长 7.64%。2019 年二季度票房为 125.52 亿元，同比增长 6.31%；观影人次 3.27 亿人，同比下滑 3.82%；平均票价 38.39 元，同比增长 11.99%。2019 年以来，平均票价上涨导致三线及以下城市对票价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 37.2012-2019H1 国内电影票房变化情况



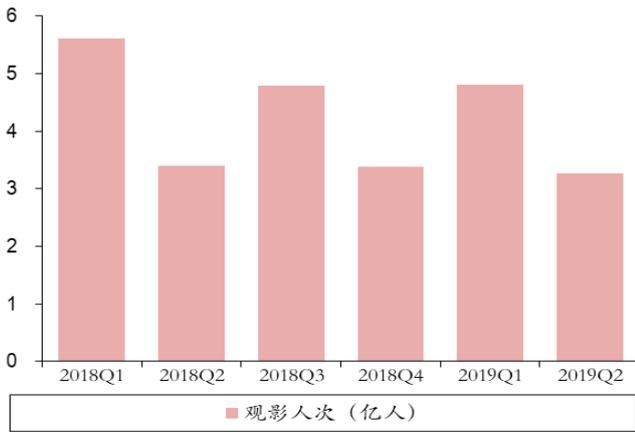
资料来源：艺恩数据，中银国际证券

图表 38.2012-2019H1 国内观影人次变化



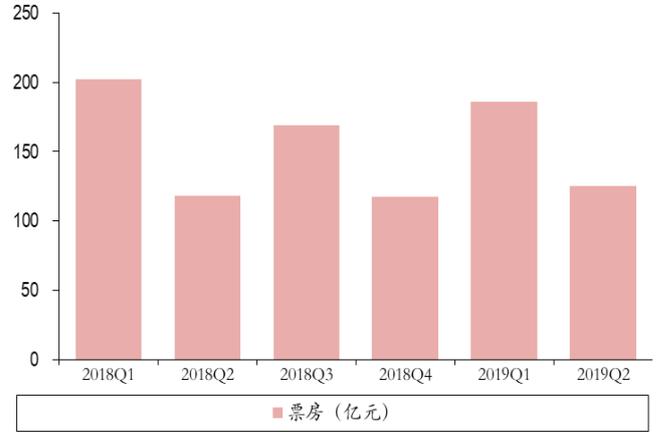
资料来源：艺恩数据，中银国际证券

图表 39.2018Q1-2019Q2 国内电影票房变化情况



资料来源：艺恩数据，中银国际证券

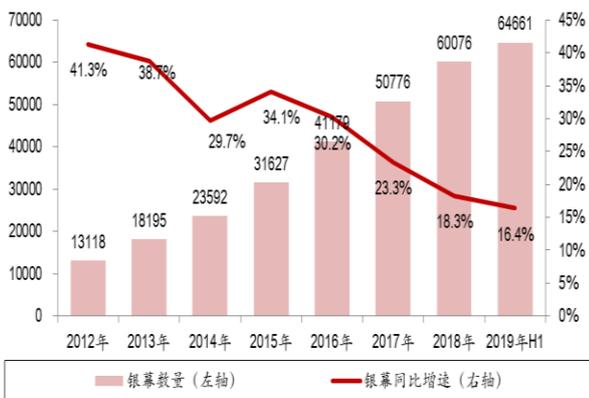
图表 40.2018Q1-2019Q2 国内观影人次变化情况



资料来源：艺恩数据，中银国际证券

银幕增速仍高于票房增速，单银幕产出拐点未现。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 41.2012-2019H1 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 42.2012-2019H1 年国内影院数量变化

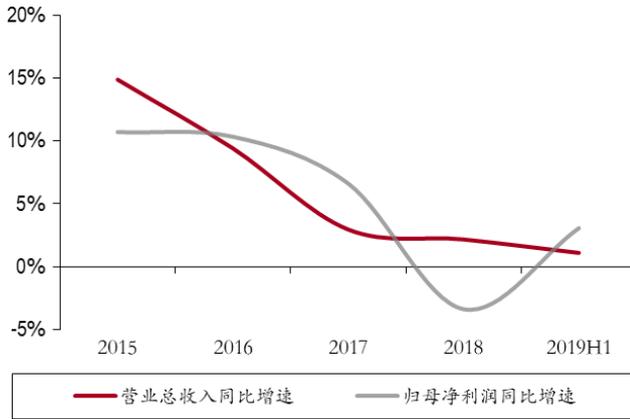


资料来源：艺恩数据，中银国际证券

出版板块：业绩稳定增长，盈利能力持续上行

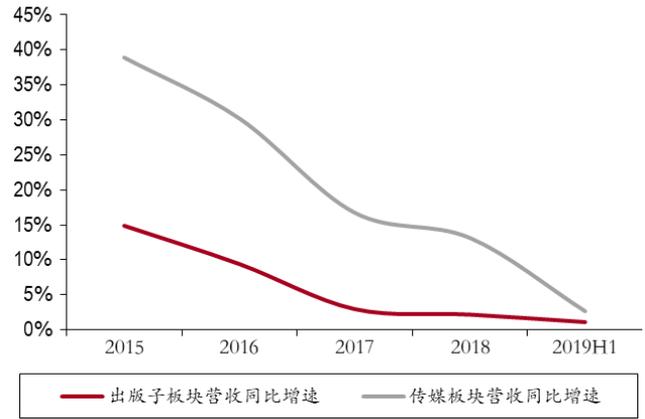
出版板块我们统计了22家上市公司的业绩情况，在计算整体业绩过程中剔除华闻传媒和天舟文化的业绩（大额资产减值）影响。2019年上半年营业收入同比增长1.11%，归母净利润同比增速为3.08%，由于传统出版以图书教材教辅销售业务为主，因此整体基本保持稳定且没有资产减值风险。

图表 43.2015-2019H1 出版板块营收及归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

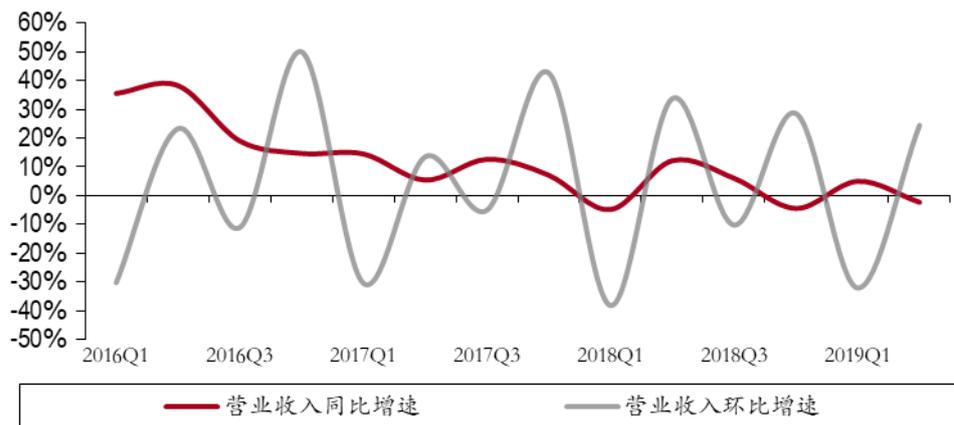
图表 44.2015-2019H1 出版板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券

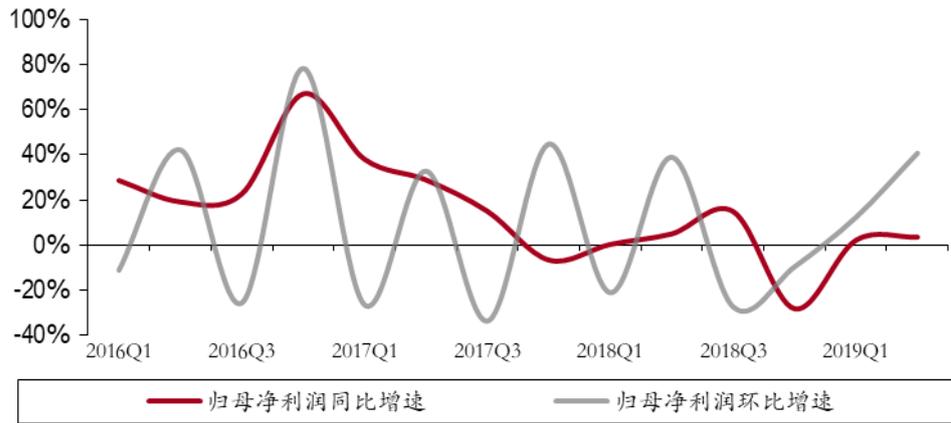
单季度业绩方面，出版板块单季度整体营业收入同比增速从2017年4季度以来基本保持平稳，而环比增速则由于教材教辅销售的时点主要集中在二、四季度而呈现显著波动规律。出版板块整体归母净利润增速与营业收入增速较一致。

图表 45. 2016Q1-2019Q2 出版板块营业收入同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

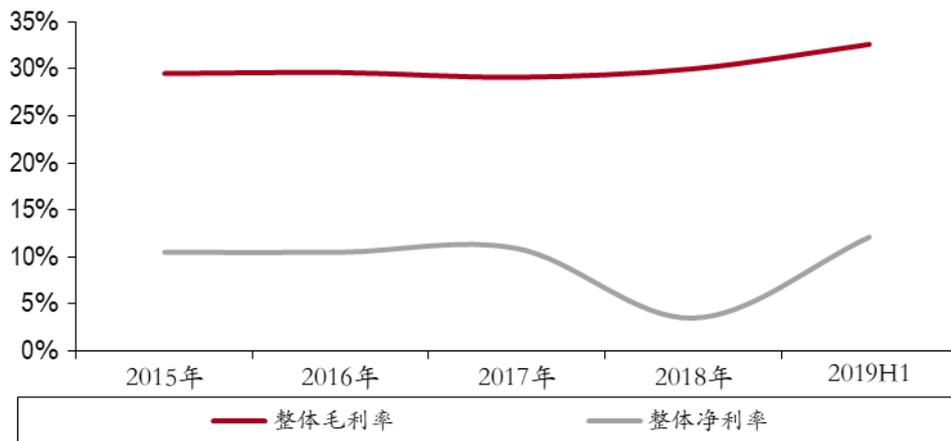
图表 46. 2016Q1-2019Q2 出版板块归母净利润同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，2019年上半年出版板块整体毛利率为32.60%，较2018年全年提升2.6个百分点，毛利率的上行我们判断与部分教材教辅的提价，以及纸价下行有关。

图表 47. 2015-2019H1 出版板块毛利率及净利率变化

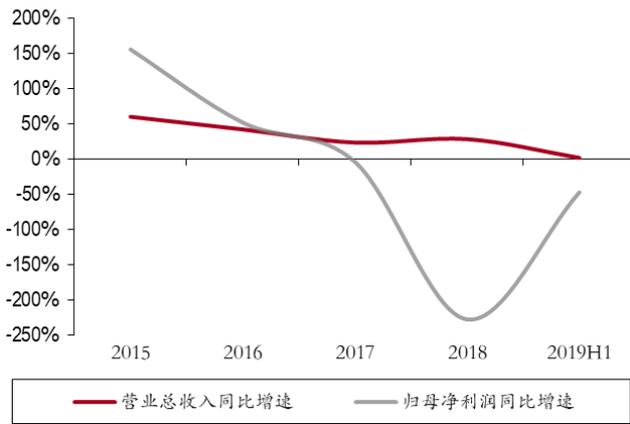


资料来源：万得，中银国际证券

广告营销板块：营业收入增速继续放缓，但媒体层面刊例花费增速有见底企稳迹象

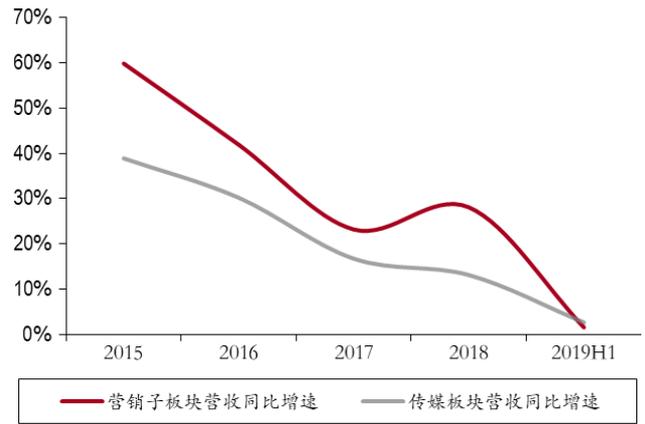
广告营销板块我们统计了30家上市公司半年报数据。2019年上半年营销板块整体营业收入同比增长1.6%，较2018年全年增速28.09%下降了26.49个百分点，整体归母净利润同比下滑47.4%，降幅较2018年全年的228.01%明显收窄。

图表 48.2015-2019H1 营销板块营收及净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券（剔除分众传媒业绩影响）

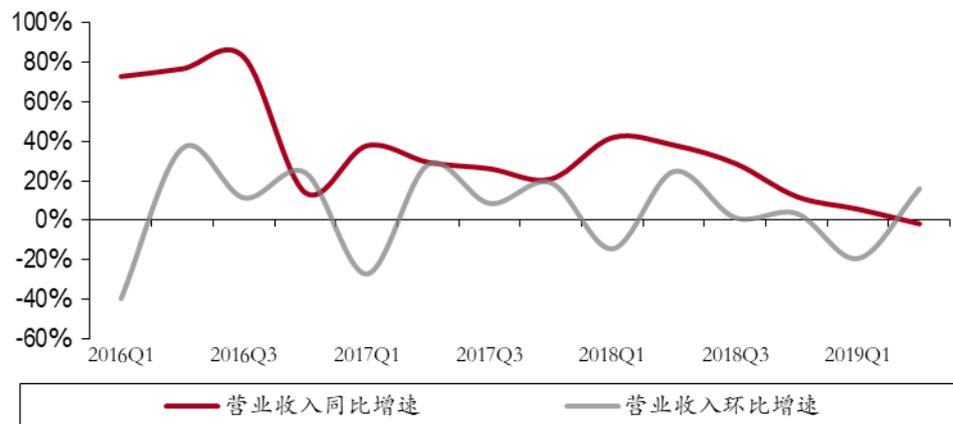
图表 49.2015-2019H1 营销板块与传媒板块营收对比



资料来源：万得，中银国际证券（剔除分众传媒业绩影响）

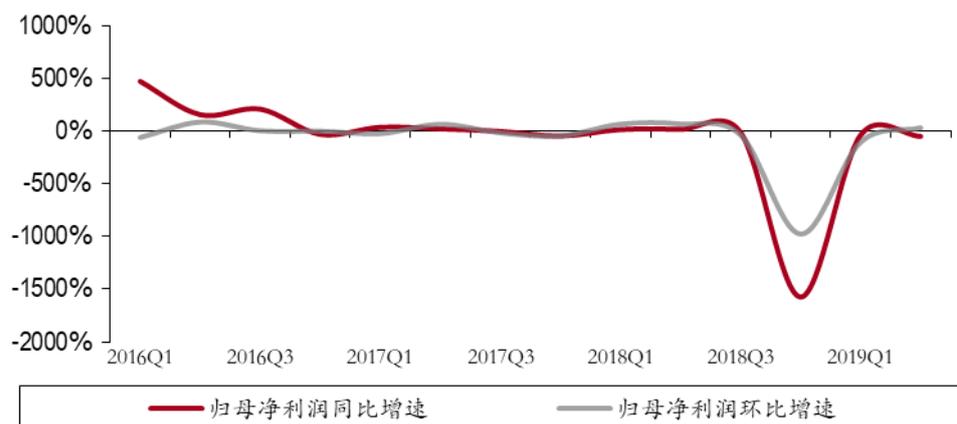
单季度业绩方面，从2018年2季度开始，营销板块整体营业收入同比和环比增速呈不断下滑的趋势。广告行业受宏观经济周期和消费、科技行业景气度影响较大，我们判断消费品行业广告主预算的缩减以及2018年以来代表新经济的互联网行业一级市场融资规模的大幅下降，成为2019上半年营销板块上市公司收入端增速下降的主要原因。

图表 50.2016Q1-2019Q2 营销板块营业收入同比增速及环比增速变化



资料来源：万得，中银国际证券（剔除分众传媒业绩影响）

图表 51.2016Q1-2019Q2 营销板块归母净利润同比增速及环比增速变化

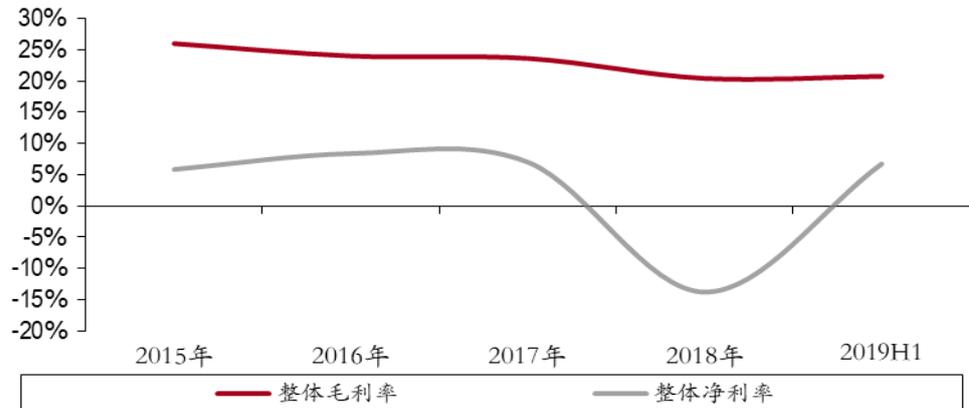


资料来源：万得，中银国际证券



盈利能力方面，2015年以来营销板块整体毛利率呈下降趋势，2019上半年整体毛利率为20.7%，较2018年全年小幅回升；媒介代理类业务的毛利率近年来不断走低，主要跟媒体端流量朝头部集中，媒介代理类公司议价能力走弱有关。2019上半年抖音、微信等头部流量平台库存广告位加快释放，对其他媒体平台产生冲击。

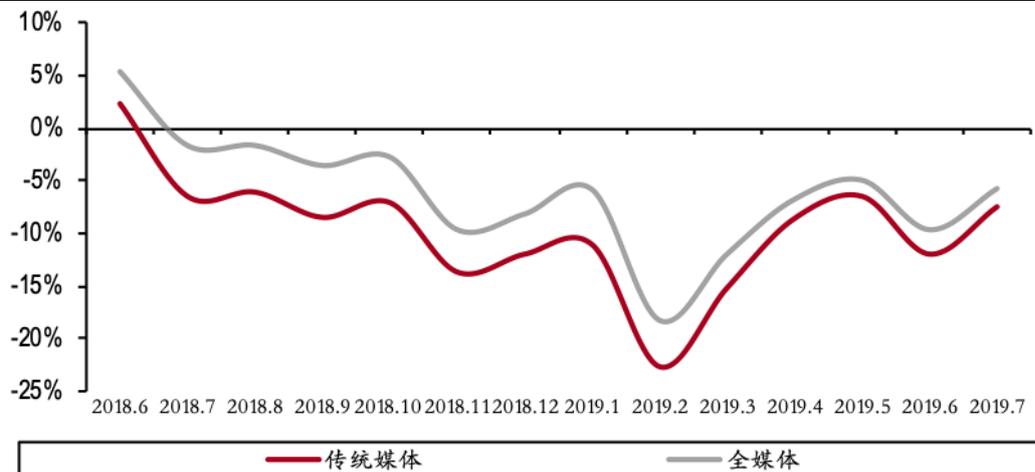
图表 52. 2015-2019H1 营销板块毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

广告行业整体增速有见底企稳迹象。根据CTR数据显示，2018年7月全媒体和传统媒体广告刊例花费同比增速由正转负，此后一直维持负增长，但2019年2月增速见底后，有企稳逐步回升的迹象。

图表 53. 2018年6月-2019年7月全媒体广告和传统广告刊例花费同比变化情况

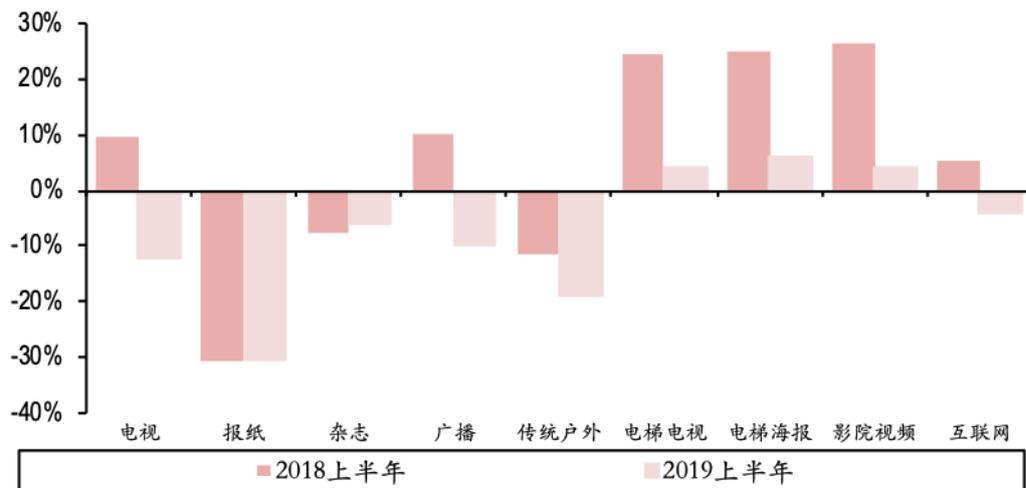


资料来源：CTR媒介动量，中银国际证券

从各媒介刊例花费同比增速来看，2019年上半年只有杂志增速较2018年上半年有提升，生活圈媒体如电梯电视、电梯海报、影院视频刊例花费同比增速下降较多；2019年7月电梯海报、电梯电视刊例花费同比降幅均超过10%。生活圈媒体广告收入端边际拐点仍需等待。

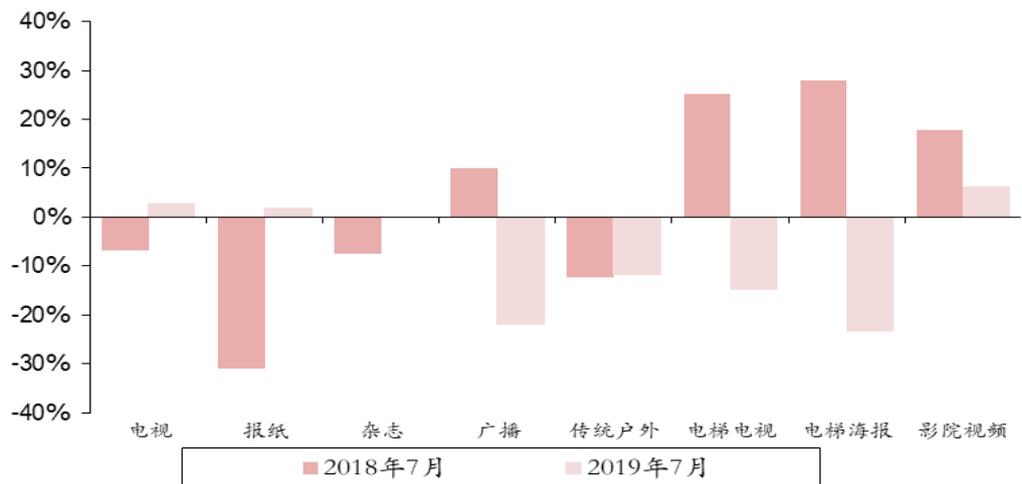


图表 54.2018 年和 2019 上半年各媒介广告刊例花费变化



资料来源：CTR 媒介动量，中银国际证券

图表 55.2019 年 7 月和 2018 年 7 月各媒介广告刊例花费对比

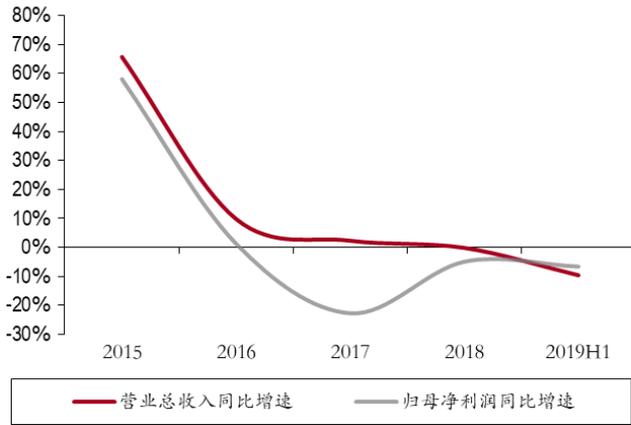


资料来源：CTR 媒介动量，中银国际证券

有线网络板块：业绩下行趋势暂未变，5G 商用未来或带来增量

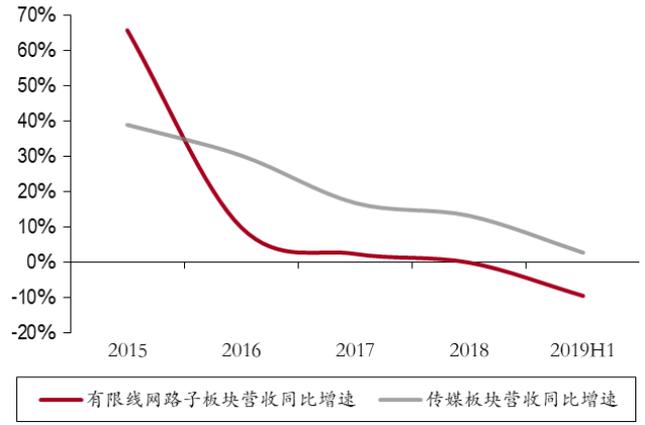
有线网络板块我们统计了 13 家上市公司业绩情况。2019 上半年有线网络板块整体营业收入同比下滑 9.61%，归母净利润同比下滑 6.6%，增速均较 2018 年全年下降。单季度业绩方面，2019 年 1 季度和 2 季度的板块整体营业收入同比增速分别为-9.3%和-9.9%。对于有线网络板块上市公司而言，传统有线电视业务及宽带业务触及天花板，增长空间受限，部分公司通过省外扩张方式拓展 IPTV 和 OTT 用户，部分公司通过加大内容投入以提升付费用户数及 ARPU 值，从而实现业绩增长；另外，随着国网公司获得 5G 运营牌照，未来地方有线网络公司借助 5G 网络有望开展智慧广电、物联网等增值业务，带来业绩增量。

图表 56.2015-2019H1 有线网络板块营收及归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 57.2015-2019H1 有线网络板块与传媒板块营收对比



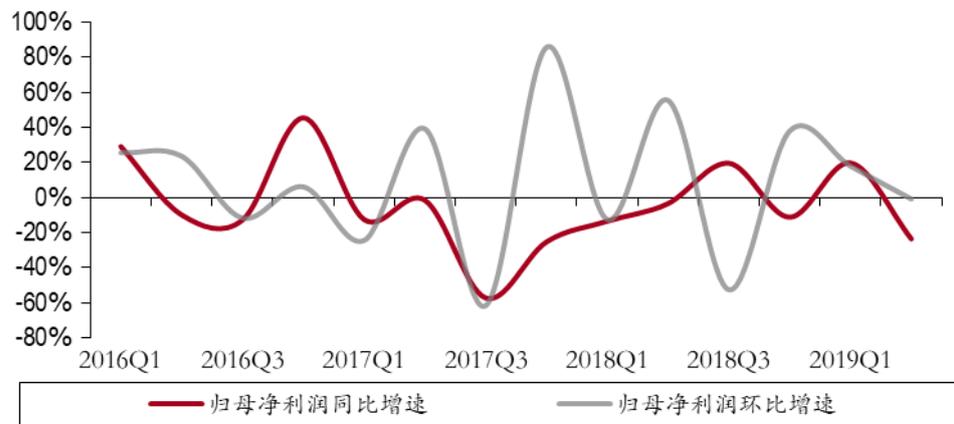
资料来源：万得，中银国际证券

图表 58. 2016Q1-2019Q2 有线网络板块营业收入同比增速和环比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 59. 2016Q1-2019Q2 有线网络板块归母净利润同比增速及环比增速变化

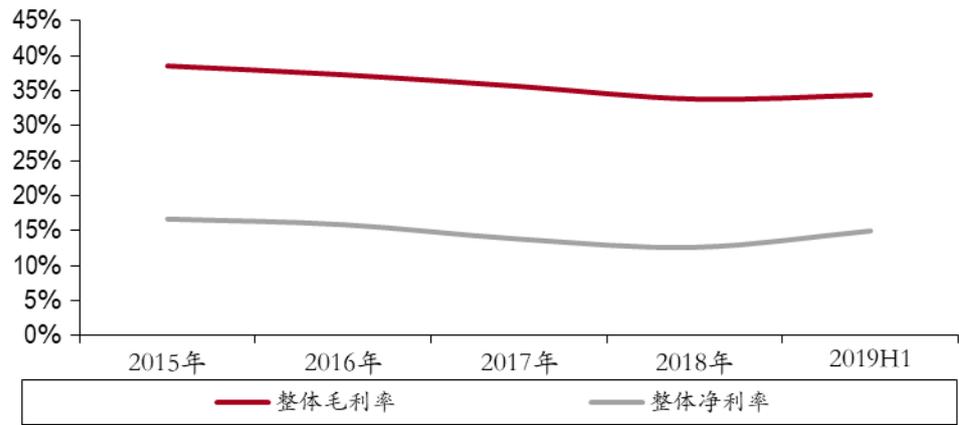


资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力方面，2019 年子板块整体毛利率及净利率分别为 34.4%和 15.0%，较 2018 年略上升。



图表 60. 2015-2019H1 有线网络板块毛利率及净利率变化



资料来源：公司财报，中银国际证券

总结

2019 年上半年，传媒行业整体仍然受到政策监管及宏观经济环境的影响，A 股传媒板块整体营业收入增速较 2018 年全年下降，板块整体业绩拐点还需等待，但各子板块间的分化依然明显。

游戏板块：整体营收增速与行业规模增速基本一致。单季度营业收入增速延续 2018 年 4 季度以来的稳定趋势。A 股龙头公司三七互娱、完美世界、吉比特、姚记科技游戏业务业绩实现超越行业的增长，一方面得益于老游戏流水稳定且营销推广费用下降带来利润率提升，一方面得益于新游戏储备丰富，在版号发放重启后迎来增量。另外，游戏龙头公司或通过突出的研发运营能力延长游戏生命周期，如完美世界、吉比特，或通过精细化买量运营实现产品的不断迭代，如三七互娱，从而提高业绩增长的确切性。展望全年业绩，我们认为，2019 年在版号发放重启带来的增量推动下，移动游戏行业收入增速有望回升，游戏板块整体业绩增速较 2019 年有望提升，龙头公司业绩增速有望快于游戏板块整体，移动游戏行业集中度提升的趋势将持续，龙头公司业绩确定性更强。推荐：**吉比特**；建议关注：**三七互娱、完美世界、姚记科技**。

影视内容板块：内容监管政策影响仍是影响业绩主要变量，关注单体项目带来的业绩弹性。2019 年上半年影视内容板块营业收入同比增速为-11.8%，较 2018 年全年增速明显下滑且由正转负，2019 年对古装历史、青春偶像等题材的商业剧排期的限制，使得 A 股影视板块整体营业收入不及预期，应收账款坏账损失及存货跌价损失风险或加大。但另一方面，头部内容供给减少，导致头部内容的量级明显提高，如电影行业出现《哪吒之魔童降世》《流浪地球》《复仇者联盟 4：终局之战》三部票房超过 42 亿、且位列国内历史票房榜前 5 的电影；剧集行业出现《都挺好》《小欢喜》等广泛热议的现实题材剧。我们认为，好的内容不缺市场，近年来票房、收视率等收益指标与内容口碑正相关度越来越高，尽管影视内容板块整体业绩未出现向上拐点，但好的内容单体量级的提升，有望给出品方带来较大业绩弹性；而题材内容储备丰富、平台内容一体化的公司，依然具有更高的业绩增长确定性。建议关注：**芒果超媒**。

出版板块：业绩依然稳定，提价及纸价下行等因素致整体毛利率继续提升。出版板块上市公司大多为以教材教辅出版发行为主业的地方国企，中小学学生人数的稳定增长是教材教辅业务的稳定器，而部分公司由于教材教辅的提价和新渠道的拓展，以及深耕少儿、文学、经管等增速更快的细分品类，获得超过行业平均的增速，而纸价下行等因素带来板块整体毛利率提升。推荐：**长江传媒**。



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、**资产减值风险**；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；影视公司存在项目延期或无法播出导致的应收账款坏账损失、存货跌价损失等风险。
- 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 61. 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)
603444.SH	吉比特	买入	269.50	194	10.12	11.74	27	23	40.4
600757.SH	长江传媒	买入	6.58	80	0.60	0.71	11	9	5.5
002624.SZ	完美世界	未有评级	28.61	369	1.30	1.66	22	17	6.4
002555.SZ	三七互娱	未有评级	18.76	373	0.47	0.93	40	20	2.8
300413.SZ	芒果超媒	未有评级	47.91	502	0.92	1.13	52	42	5.7
002605.SZ	姚记科技	未有评级	12.41	49	0.33	0.53	38	23	4.5

资料来源: 万得, 中银国际证券 (未有评级上市公司盈利预测来自万得一致盈利预期)

注: 股价截止日 2019 年 9 月 4 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内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。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、材料或内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