

# 传媒

证券研究报告

2019年09月06日

## 19H1 总结：分化持续符合预期，后期继续寻找变化

19H1 整体表现欠佳，内生性下滑与去年同期较高投资收益是主因。我们选取了 111 家公司作为研究样本，19H1 传媒板块整体业绩继续弱于 A 股及创业板，分众等内生性下滑以及光线等去年同期投资收益较高是核心因素，板块 19H1 总营收同比增长 1.0%（增速同比下降 15.9pcpts），总归母净利润同比下降 22.6%（增速同比下降 106.15pcpts）。

分行业看，互联网、数字阅读和图书出版净利润持续向上，同时，营销受宏观经济影响，电视剧、电影及院线受监管影响，净利润下滑幅度较大。19H1 互联网板块在东方财富、芒果超媒拉动下归母净利润同比增长 28.7%，数字阅读板块在平治拉动下归母净利润同比增长 6.5%，图书出版板块归母净利润同比增长 3.7%；游戏虽然整体归母净利润同比下滑 2.7%，但头部游戏公司如三七互娱（归母净利润 YoY28.91%）、完美世界（归母净利润 YoY30.50%）等保持较高增速。

应收周转率与应付周转率均下降，上下游账期延长。按算术平均法计算，传媒板块 19H1 应收账款及应收票据周转率为 3.50 次，同比下降 0.69 次；应付账款及应付票据周转率为 2.96 次，同比下降 0.37 次。应收账款周转率持续下降，反映出受经济环境影响传媒板块上市公司整体平均收账期延长，而应付账款周转率也有相应下滑，但下滑幅度不及应收账款，表明公司营运压力有所增加。

板块整体经营性现金流净额有所改善，其中游戏、院线及营销板块现金流表现较好。采用整体法计算，传媒板块 2019H1 经营性现金流净额总计 237 亿元，同比增长 53.0%，经营性现金流量净额占净利润比重同比提升 34.9pct 至 80.1%，现金流出控制较好。其中游戏和院线板块经营性现金流净额分别为 34.1 亿元/32.48 亿元，分别同比增长 60.1%/14.9%。营销板块现金流大幅改善，经营性现金流净额从去年同期 0.9 亿元增长至 26.82 亿元，主要是因为华扬联众、利欧股份、蓝色光标贡献。

中报主要确认部分信用损失风险，但全年资产减值损失压力已有所减少。2019H1 板块整体商誉 1224 亿元，同比下降 11%（v.s.18 年全年同比下降 12%）。2019H1 资产减值损失总额（主要为信用损失风险）为 23 亿元，同比增长 74%，随着 18 年的商誉减值风险逐步释放，并购热潮下降，有助于板块 19 年减值压力减轻。

板块估值有所回升，但机构配置较低、涨幅依然靠后。传媒板块估值从 16 年起下滑，18 年板块市盈率降至 21.21x 达到 2011 年以来新低，但从 19 年起逐渐回暖，当前市盈率为 36.13x。19Q1 基金文化、体育和娱乐业类别股票持仓市值 246 亿，占股票投资市值比为 1.20%；19Q2 持仓市值下降至 209 亿，占股票投资市值比下降至 1.00%，同比下滑，环比持平。质押方面次新及国企质押状况相对较好，同时关注纾困基金等资本支持带来质押改善。

**投资建议：**从 19H1 中报分析看，传媒大盘整体表现不佳，分化持续，符合我们前期观点及推荐龙头的思路，归母净利润正增长公司由 18H1 的 60 家下滑到 19H1 的 46 家，但从广告、影视看 Q2 大概率是低点，后续有望复苏，我们会持续跟踪复苏力度。同时，从传媒持仓看，19Q2 继续处于低配状态，板块悲观因素大多反应在预期之中，积极寻找价值个股与板块边际变化：1) 互联网板块【芒果】、【东财】业绩突出持续推荐，【视觉】继续关注下半年环比改善；2) 游戏关注龙头【三七、完美、游族、吉比特】等增速突出，下半年提示关注现有产品的延续性和新产品上线；3) 政策优势的国企龙头【人民、中视、新华、浙数】以及体育个股如【星辉】等；4) 5G 相关重点提示【平治、顺网】以及华为合作【芒果、新媒】；5) 广电重视政策变化、营销与影视(重视即将来临的电影国庆档、电视剧综艺 Q4 的上线情况)寻找边际变化、图书出版攻守兼备。**风险提示：**由于经济等原因导致的行业增速下降的风险，资产减值风险，文化内容监管趋严风险

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

文浩 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

宋雨翔 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080006  
songyuxiang@tfzq.com

张爽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

冯翠婷 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090001  
fengcuiting@tfzq.com

蓝全 联系人  
lantong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《传媒-行业专题研究:19 年国庆档前瞻：电影市场悲观预期改善，国庆档票房高增长可期》 2019-09-04
- 2 《传媒-行业研究周报:九月策略：八月核心推荐已现超额收益，九月灵活把握边际变化》 2019-09-01
- 3 《传媒-行业研究周报:一周观点：足协改选广电政策指明改革持续突破，外部波动不变中期主线》 2019-08-25

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 传媒板块成长能力：增速表现整体欠佳，互联网等内生性表现较好 .....         | 4  |
| 1.1. 传媒板块整体成长性 .....                           | 4  |
| 1.2. 传媒互联网营收及归母净利润增速分布 .....                   | 7  |
| 1.3. 各细分行业成长能力对比 .....                         | 8  |
| 2. 传媒板块盈利能力：游戏板块表现持续领先 .....                   | 11 |
| 2.1. 传媒板块整体盈利能力 .....                          | 11 |
| 2.2. 各细分行业盈利能力对比 .....                         | 12 |
| 2.3. 业绩预告 .....                                | 13 |
| 3. 传媒板块营运能力：应收/应付周转率整体均下降 .....                | 14 |
| 3.1. 传媒板块整体营运能力 .....                          | 14 |
| 3.2. 各细分行业营运能力对比 .....                         | 15 |
| 4. 传媒板块现金流量：现金流出控制较好，板块经营性现金流净额同比增长约 53% ..... | 15 |
| 4.1. 传媒板块整体现金流情况 .....                         | 15 |
| 4.2. 各细分行业现金流情况 .....                          | 17 |
| 5. 传媒板块商誉与资产减值损失：商誉及资产减值风险前期已大幅释放 .....        | 19 |
| 5.1. 传媒板块整体商誉与资产减值损失 .....                     | 19 |
| 5.2. 各细分行业资产减值损失情况 .....                       | 20 |
| 6. 传媒板块质押率：次新及国企质押状况相对较好，关注改善 .....            | 20 |
| 7. 传媒板块估值与基金持仓：估值略有回暖，基金持仓或迎拐点 .....           | 22 |
| 7.1. 板块估值：年初至今估值回升，但涨幅仍然靠后 .....               | 22 |
| 7.2. 基金持仓：19H1 机构配置趋势减少，预计下半年有望回升 .....        | 23 |
| 8. 投资建议及风险提示 .....                             | 25 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1：传媒互联网上市公司营收增速对比（整体法） .....                   | 4 |
| 图 2：传媒互联网上市公司归母净利润及扣非增速对比（整体法） .....             | 4 |
| 图 3：传媒互联网上市公司营收增速对比（整体法，剔除部分标的） .....            | 5 |
| 图 4：传媒互联网上市公司归母净利润及扣非增速对比（整体法，剔除部分标的） .....      | 5 |
| 图 5：传媒互联网上市公司单季度营收同比增速对比（剔除无 17Q1 同口径数据公司） ..    | 6 |
| 图 6：传媒互联网上市公司单季度归母净利润同比增速对比（剔除无 17Q1 同口径数据公      | 6 |
| 司） .....   | 6 |
| 图 7：传媒互联网上市公司营收增速对比（进一步剔除并表因素标的） .....           | 7 |
| 图 8：传媒互联网上市公司归母净利润增速对比（进一步剔除并表因素标的） .....        | 7 |
| 图 9：传媒互联网上市公司营收增速分布 单位：（家） .....                 | 8 |
| 图 10：传媒互联网上市公司归母净利润增速分布 单位：（家） .....             | 8 |
| 图 11：传媒互联网上市公司分行业 2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润分布 ..... | 9 |
| 图 12：传媒互联网上市公司分行业 2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润占比分布 ..  | 9 |

|   |    |
|---|----|
| 图 13: 传媒互联网上市公司毛利率、净利率变化 (整体法) .....  | 12 |
| 图 14: 传媒互联网上市公司三项费用率变化 (整体法, 研发费用加回至管理费用) .....                                   | 12 |
| 图 15: 传媒互联网上市公司应收账款及应收票据周转率、应付账款及应付票据周转率变化 (整体法) .....                            | 14 |
| 图 16: 传媒互联网上市公司应收账款及应收票据周转率、应付账款及应付票据周转率变化 (算术平均法) .....                          | 14 |
| 图 17: 传媒互联网上市公司 2016-2018 年, 18H1 和 19H1 经营活动产生现金流量净额变化情况 (整体法) .....             | 16 |
| 图 18: 传媒板块 2016-2018 年, 18H1 和 19H1 经营活动产生现金流量净额变化情况 (整体法, 剔除三六零、东方财富和东方明珠) ..... | 16 |
| 图 19: 传媒板块上市公司 2016-2018 年, 18H1 和 19H1 经营活动流入现金变化情况 (整体法) .....                  | 17 |
| 图 20: 传媒板块上市公司 2016-2018 年, 18H1 和 19H1 经营活动流出现金变化情况 (整体法) .....                  | 17 |
| 图 21: 传媒互联网上市公司 2015-2018 年, 18H1 和 19H1 商誉总额变化情况 .....                           | 19 |
| 图 22: 传媒互联网上市公司 2016-2018 年, 18H1 和 19H1 资产减值损失总额变化情况 .....                       | 19 |
| 图 23: 传媒互联网上市公司 2016-2019H1 资产减值损失总额变化情况 (剔除 18 年) .....                          | 20 |
| 图 24: 传媒互联网行业板块市盈率 .....  | 22 |
| 图 25: 目前各行业市盈率情况 .....  | 23 |
| 图 26: 年初至今各行业指数涨跌幅 .....  | 23 |
| 图 27: 2015Q1-2019Q2 基金文体娱乐类股票持仓情况 (统计范围为正在发行基金) .....                             | 24 |
| <br>  |    |
| 表 1: 传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年, 2018H1-2019H1 营收增速 (整体法) .....                     | 10 |
| 表 2: 传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年, 2018H1-2019H1 归母净利润增速 (整体法) .....                  | 11 |
| 表 3: 传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年, 2018H1-2019H1 扣非后净利润增速 (整体法) .....                 | 11 |
| 表 4: 传媒互联网上市公司分行业毛利率 .....  | 13 |
| 表 5: 传媒互联网上市公司分行业净利率 .....  | 13 |
| 表 6: 传媒互联网公司业绩预告摘要 (报告期: 2019 三季度) .....  | 13 |
| 表 7: 传媒互联网上市公司分行业应收票据及应收账款周转率 (整体法) .....   | 15 |
| 表 8: 传媒互联网上市公司分行业应付票据及应付账款周转率 (整体法) .....   | 15 |
| 表 9: 传媒互联网上市公司分行业样本经营活动产生的现金流量净额 (亿元) .....                                       | 17 |
| 表 10: 传媒互联网上市公司分行业经营活动产生的现金流量净额同比增速 .....   | 18 |
| 表 11: 传媒互联网上市公司分行业经营活动产生的现金流量净额占净利润比重 .....                                       | 18 |
| 表 12: 传媒互联网上市公司分行业样本资产减值 (包括信用减值) 损失 (亿元) .....                                   | 20 |
| 表 13: 传媒互联网公司质押率情况 (截止 2019 年 8 月 31 日) .....                                     | 21 |
| 表 14: 2019H1 传媒互联网行业基金持股数量前 30 个股&基金持股占流通股比例前 30 个股 .....                         | 24 |

# 1. 传媒板块成长能力：增速表现整体欠佳，互联网等内生性表现较好

## 1.1. 传媒板块整体成长性

我们剔除了 17H1 无同期可比数据的新股以及重组的股票：如拉卡拉、360、芒果超媒，选取了 111 家公司作为样本：

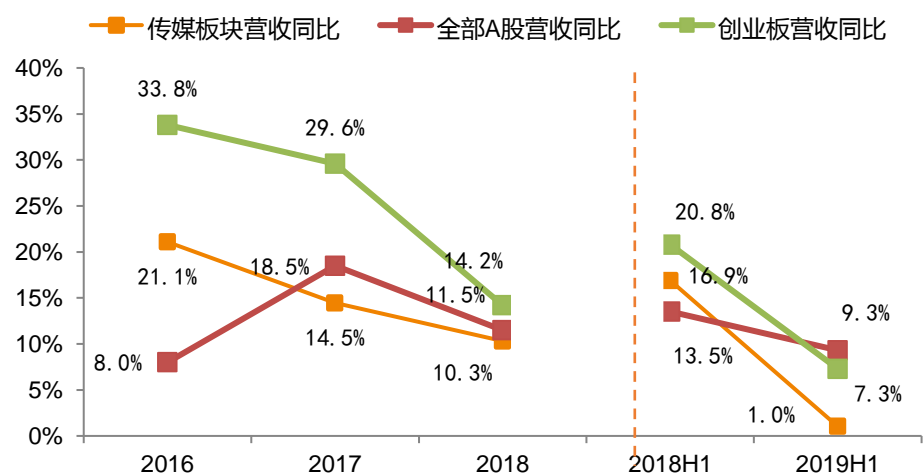
传媒板块 19H1 总营收同比增长 1.0%，增速同比 18H1 下降 15.9pcpts；

总归母净利润同比下降 22.6%，增速同比 18H1 下降 31.9pcpts；

扣非归母净利润同比下降 22.0%，增速同比 18H1 下降 25.4pcpts。

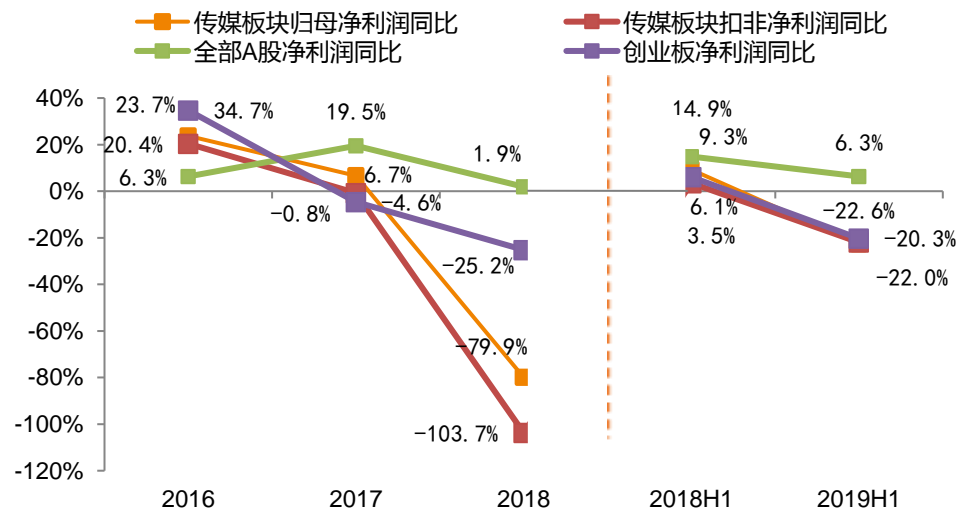
19H1 归母净利润整体表现不佳，归母净利润整体下滑 68.76 亿，其中主要影响来自分众传媒（19H1 归母净利润下滑 25.69 亿，营收下滑 13.9 亿）、光线传媒（19H1 归母净利润下滑 20.02 亿，营收下滑 4.50 亿，主要影响为去年同期出售新丽传媒）、华谊兄弟（19H1 归母净利润下滑 6.57 亿，营收下滑 10.45 亿）等。若样本剔除分众和光线，则总归母净利润同比下降 9.25%。

图 1：传媒互联网上市公司营收增速对比（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：传媒互联网上市公司归母净利润及扣非增速对比（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

考虑经营性与资本因素对财报的影响，我们进一步剔除影响：

【浙数文化】(17Q1 剥离资产)、【光线传媒】(18Q1 出售新丽等)、【当代明诚】(18Q2 并表新英)、【世纪华通】(点点互动并表)、【中国电影】(中影巴可并表)、【巨人网络】(17年12月旺金金融并表)、【迅游科技】(17年12月并表狮之吼)、【联络互动】(2017年4月合并,NEWEGG等)、【东方明珠】(17Q3 遇合同诈骗较大商誉减值)。

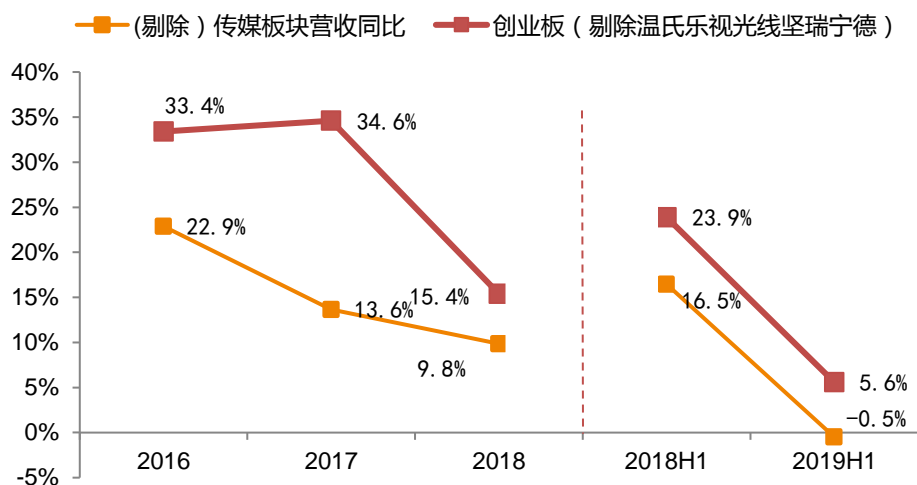
调整样本后，19H1 整体表现：

传媒板块 19H1 总营收同比下降 0.5%，增速同比 18H1 下降 17pcpts；

总归母净利润同比下降 22.2%，增速同比 18H1 下降 28.5pcpts；

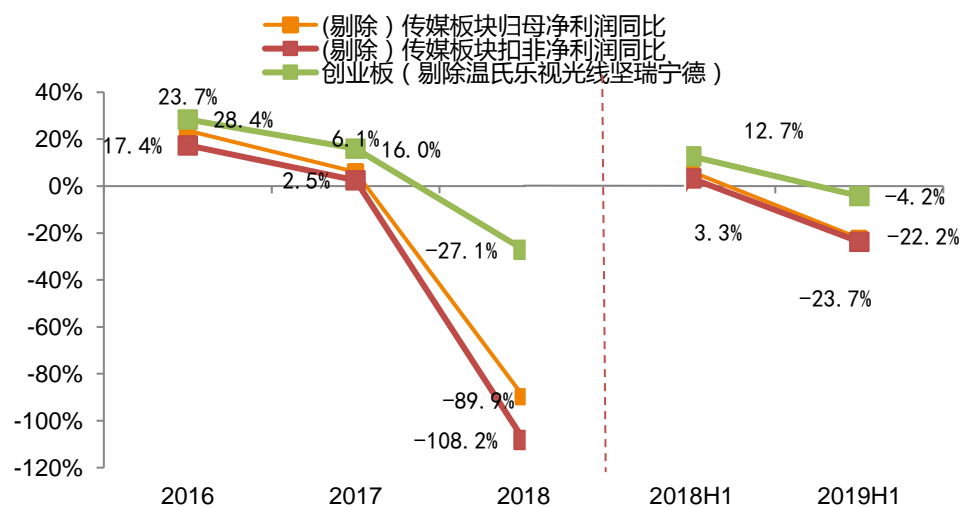
扣非归母净利润同比下降 23.7%，增速同比 18H1 下降 27.0pcpts。

图 3：传媒互联网上市公司营收增速对比（整体法，剔除部分标的）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：传媒互联网上市公司归母净利润及扣非增速对比（整体法，剔除部分标的）



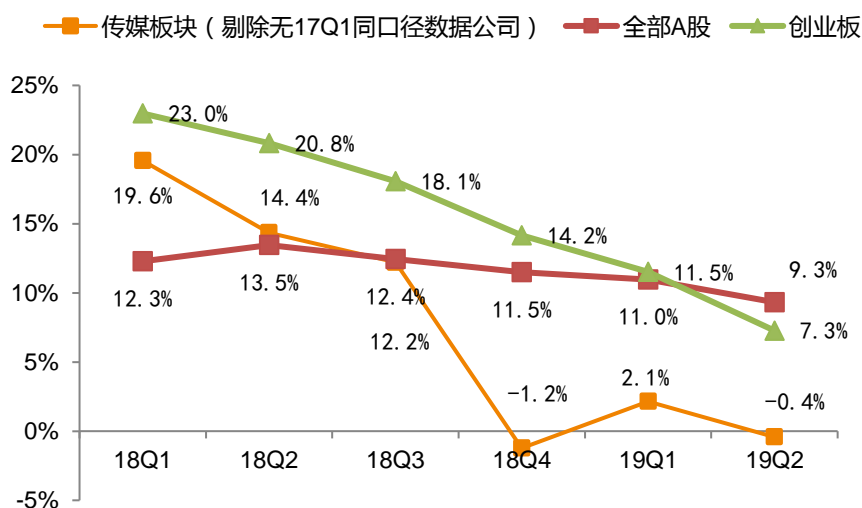
资料来源：wind、天风证券研究所

单季度维度看，19Q2 表现同样弱于创业板和 A 股。剔除了中信出版、拉卡拉、新媒股份、每日互动、360、芒果超媒等无 17Q1 的同口径数据的公司。

传媒板块 19Q2 营收同比下降 0.4%，增速同比 18Q2 下降 14.8pcpts.；

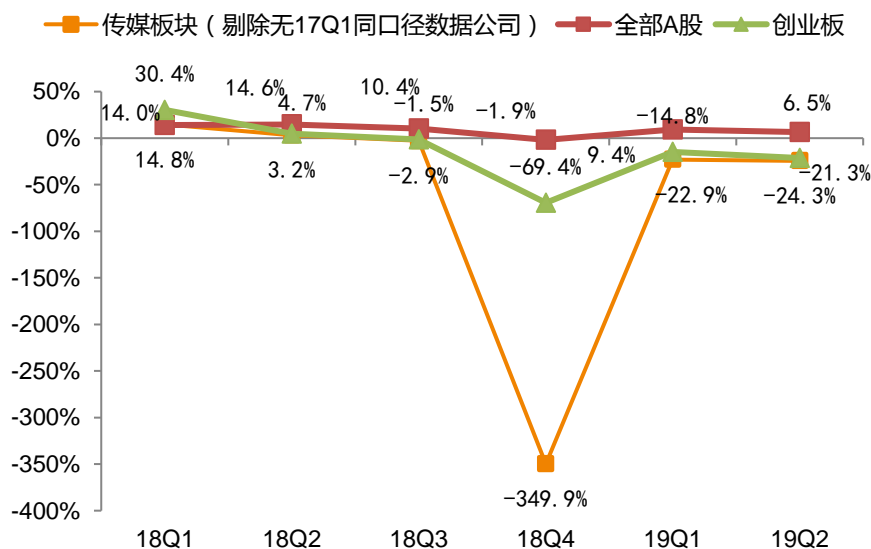
归母净利润同比下降 24.3%，增速同比 18Q2 下降 27.5pcpts。

图 5：传媒互联网上市公司单季度营收同比增速对比（剔除无 17Q1 同口径数据公司）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：传媒互联网上市公司单季度归母净利润同比增速对比（剔除无 17Q1 同口径数据公司）



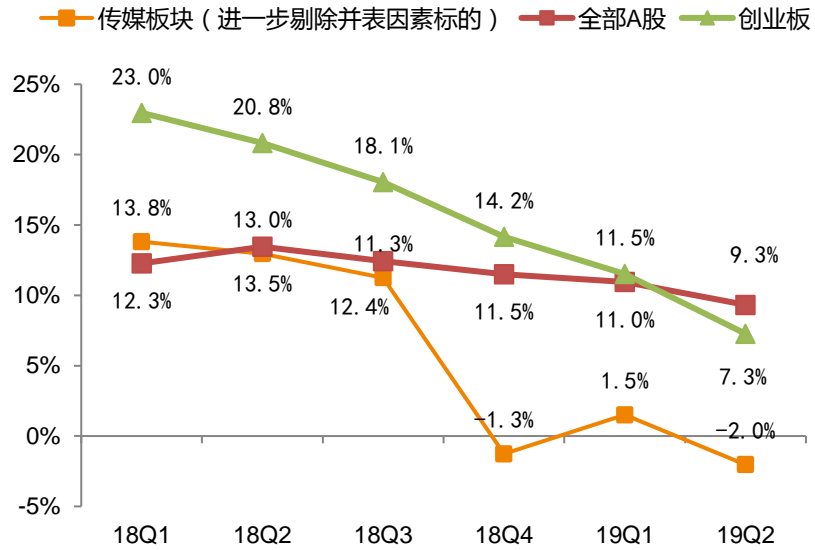
资料来源：wind，天风证券研究所

若进一步剔除有并表因素的标的【当代明诚】(新英并表)、【世纪华通】(点点互动并表)、【中国电影】(中影巴可并表)、【巨人网络】(旺金金融并表)、【迅游科技】(狮之吼并表)、【联络互动】(合并 NEWEGG 等)，得到：

传媒板块 19Q2 营收同比下降 2.0%，增速同比 18Q2 下降 15.0pcpts.；

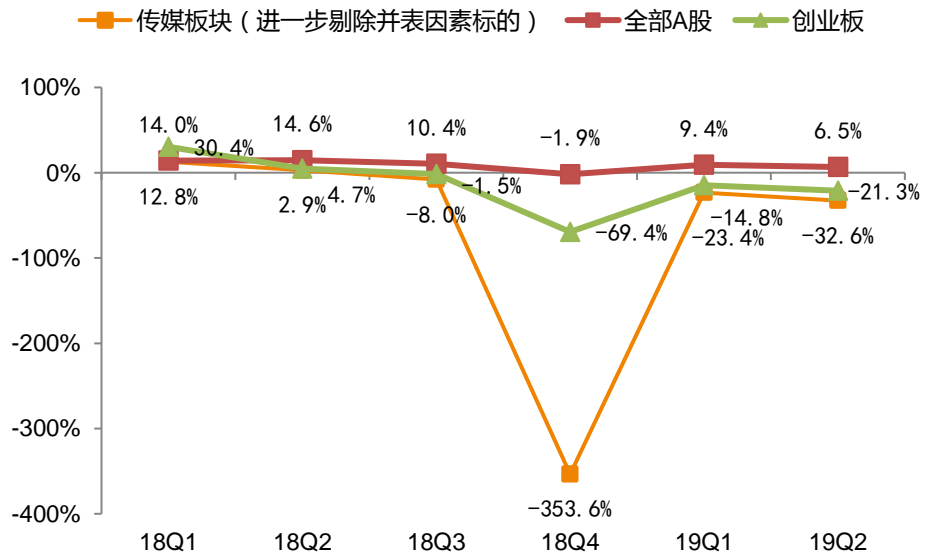
归母净利润同比下降 32.6%，增速同比 18Q2 下降 35.4pcpts。

图 7：传媒互联网上市公司营收增速对比（进一步剔除并表因素标的）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：传媒互联网上市公司归母净利润增速对比（进一步剔除并表因素标的）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 1.2. 传媒互联网营收及归母净利润增速分布

同上节，我们剔除部分标的后研究 19H1 营收与利润分布情况。

### 传媒互联网上市公司 19H1 营收增速分布变化：

营收增速超过 100%的上市公司数量由 18H1 的 3 家下降到 19H1 的 2 家；

营收增速处于 50%至 100%区间由 18H1 的 7 家下降到 19H1 的 4 家；

营收增速处于 30%至 50%区间由 18H1 的 14 家下降到 19H1 的 8 家；

营收增速处于 0%至 30%区间由 18H1 的 47 家下降到 19H1 的 38 家；

营收增速处于-30%至0%区间由18H1的26家增加到19H1的33家；

营收增速处于低于-30%区间18H1的为5家增加到19H1的17家。

#### 传媒互联网上市公司19H1归母净利润增速分布变化：

归母净利润增速超过100%的上市公司数量由18H1的14家下降到19H1的6家；

归母净利润增速处于50%至100%区间由18H1的3家增加到19H1的8家；

归母净利润增速处于30%至50%区间18H1的10家下降到19H1的6家；

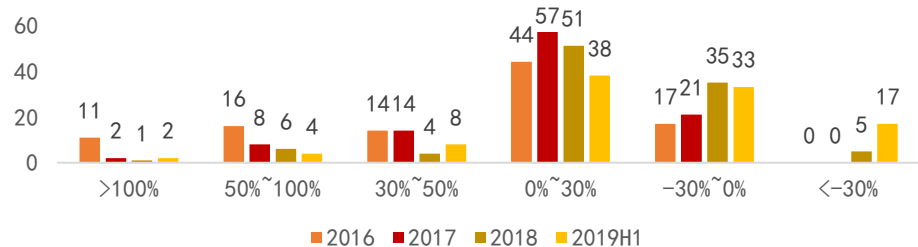
归母净利润增速处于0%至30%区间由18H1的33家下降到19H1的26家；

归母净利润增速处于-30%至0%区间由18H1与19H1持平为20家；

归母净利润增速处于低于-30%区间由18H1的22家增加到19H1的36家。

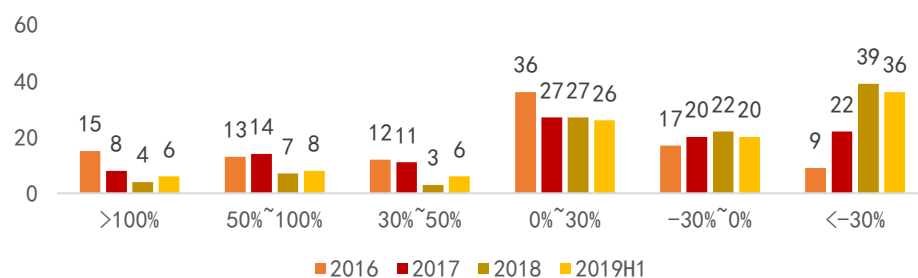
从分布看，营收、净利润高于50%增速的公司减少，归母净利润负增长公司19H1为56家（vs 18H1的42家），亏损公司数量提升。

图9：传媒互联网上市公司营收增速分布 单位：（家）



资料来源：wind，天风证券研究所

图10：传媒互联网上市公司归母净利润增速分布 单位：（家）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3. 各细分行业成长能力对比

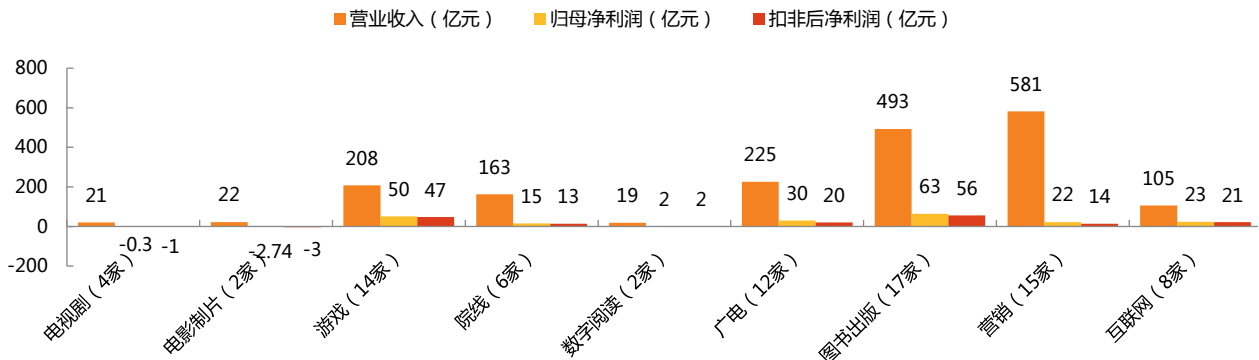
我们按照子行业进行分类统计，选取共80家公司作为样本，其中电视剧4家（慈文传媒、华策影视等）、电影制片2家（光线传媒、华谊兄弟）、游戏14家（完美世界、三七互娱等）、院线6家（万达电影、横店影视等）、数字阅读2家（掌阅科技、平治信息等）、广播电视12家（新媒股份、歌华有线、广电网络等）、图书出版17家（中信出版、中南传媒、新经典等）、营销15家（分众传媒、蓝色光标等）、互联网平台8家（东方财富、芒果超媒等）。

**80家样本公司2019H1总营收1838亿元，同比增长0.4%，总归母净利润203亿元，同比下滑23.7%，总扣非后净利润170亿元，同比下滑16.7%。营收占比前三位的子行业分别为营销（32%）、图书出版（27%）和广电（12%），归母净利润占比前三位板块为图书出**



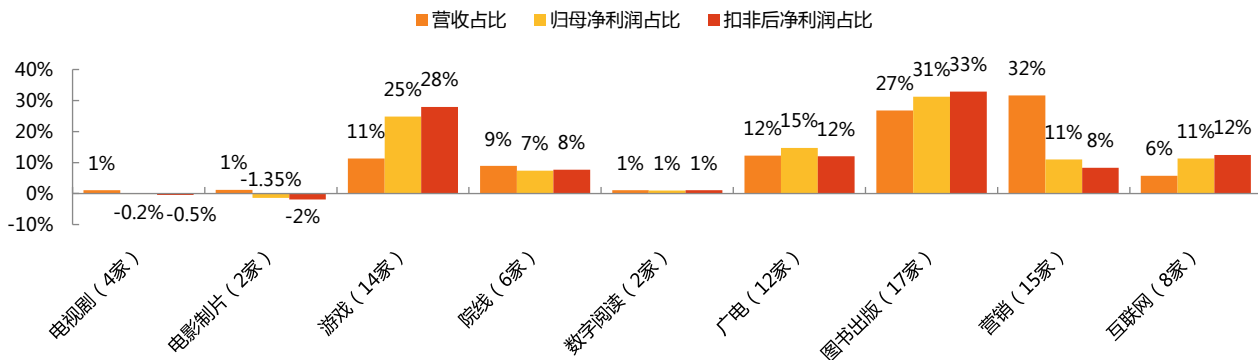
版 (31%)、游戏 (25%) 和广电 (15%)，扣非后净利润占比前三位板块为图书出版 (33%)、游戏 (28%)、互联网 (12%)。

图 11：传媒互联网上市公司分行业 2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润分布



资料来源：wind、天风证券研究所

图 12：传媒互联网上市公司分行业 2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润占比分布



资料来源：wind、天风证券研究所

**各细分行业成长能力方面 (按 2019H1 营收增速由高到低排序):**

**数字阅读板块**，2019H1 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速分别为 36.5%、6.5%和 -1.4%；板块样本仅 2 家数量较少，板块高增长主要由平治信息拉动，而平治信息高速增长 (2019H1 营业收入 YoY96.51%，归母净利润 YoY25.99%，扣非后净利润 YoY22.65%) 主要由于收购的硬件公司深圳兆能销售大幅增长；

**游戏板块**，2019H1 度营收、归母净利润及扣非净利润同比增速分别为 9.0%、-2.7%和 -0.1%，游戏板块上半年呈现明显分化，头部公司如三七互娱 (2019H1 营业收入 YoY83.83%，归母净利润 YoY28.91%，扣非后净利润 YoY24.72%)、完美世界 (2019H1 营业收入 YoY-0.29%，归母净利润 YoY30.50%，扣非后净利润 YoY37.67%)、吉比特 (2019H1 营业收入 YoY37.70%，归母净利润 YoY38.95%，扣非后净利润 YoY45.94%) 仍能实现较高增速，而部分公司，如恺英网络、艾格拉斯等则出现明显下滑。

**互联网板块**，2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别 6.5%、28.7%、86.0%，归母净利增长主要由芒果超媒 (2019H1 营业收入 YoY10.41%，归母净利润 YoY40.33%，扣非后净利润 YoY7370.30%) 和东方财富 (2019H1 营业收入 YoY22.20%，归母净利润 YoY55.88%，扣非后净利润 YoY52.00%) 拉动，芒果超媒扣非后净利润同比高增长则是因为由于并表时间原因，会计处理上 2018 年将快乐阳光等上半年的收益计入投资收益，故扣非利润去年

同期基数较小；

**院线板块**，受上半年票房同比下滑、影城持续扩张影响，院线公司 19H1 业绩整体表现不佳。院线板块 2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 2.3%、-25.6%和 -29.2%；其中万达电影（2019H1 营业收入 YoY-11.18%，归母净利润 YoY-61.88%，扣非后净利润 YoY-40.65%）存在并表影视资产影响，若剔除万达电影院线板块 2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 2.0%、-12.7%和-19.4%；

**营销板块**，2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 2.0%、-56.3%、-66.6%；受宏观经济影响，营销板块净利润增速表现为下滑，归母净利润及扣非后归母净利大幅下滑主要是受体量较大且利润大幅下滑的分众影响，若剔除体量较大的分众传媒，则板块营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 5.1%、-17.7%、-27.3%；

**图书出版板块**，2019H1 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速为 1.3%、3.7%和 12.0%；图书出版板块营收及归母净利增速绝对值均较低，但板块间横纵向对比看表现较为稳定，其中表现较好的是中国出版（2019H1 营业收入 YoY22.40%，归母净利润 YoY167.91%，扣非后净利润同比增长 299.62%）、凤凰传媒（2019H1 营业收入同比增长 15.08%，归母净利润同比增长 14.10%，扣非后净利润同比增长 34.73%）、新华文轩（2019H1 营业收入同比增长 8.29%，归母净利润同比增长 29.09%，扣非后净利润同比增长 35.23%）等；

**广播电视板块**，2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为-8.8%、-6.5%和 -7.1%，该板块从 2017 年开始净利润即呈现下降，2019 年上半年继续下降；其中，体量较大的电广传媒受宏观环境影响，广告业务下滑幅度较大，若剔除电广传媒，则板块营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为-2.2%、-7.9%、-8.3%；

**电影制片板块**，2019H1 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速分别为-21.0%、-111.5%和-166.6%，板块样本 2 家，拆分来看，华谊兄弟上半年因上映项目较少，收入净利均呈现大幅下滑；光线传媒由于 2018 年上半年收购新丽传媒产生大额投资收益，使得 19H1 归母净利润同比下滑；

**电视剧板块**，2019H1 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速分别为-43.7%、-105.1%和-114.1%，电视剧板块营收及净利润大幅下滑主要是由于受政策影响，项目延迟上线，各影视公司确认收入的项目较少。

表 1：传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年，2018H1-2019H1 营收增速（整体法）

| 分行业          | 2016   | 2017  | 2018  | 18H1   | 19H1   |
|--------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 数字阅读（2 家）    | 106.3% | 54.6% | 7.3%  | 15.8%  | 36.5%  |
| 游戏（14 家）     | 33.7%  | 20.9% | 8.7%  | 10.4%  | 9.0%   |
| 互联网（8 家）     | 9.7%   | 3.8%  | 72.6% | 102.7% | 6.5%   |
| 院线（6 家）      | 18.1%  | 13.4% | 3.4%  | 8.3%   | 2.3%   |
| 院线-调整后（5 家）  | 5.6%   | 9.9%  | 0.9%  | 5.8%   | 2.0%   |
| 营销（15 家）     | 39.7%  | 25.0% | 28.0% | 42.7%  | 2.0%   |
| 营销-调整后（14 家） | 43.8%  | 26.2% | 29.0% | 45.5%  | 5.1%   |
| 图书出版（17 家）   | 9.4%   | 2.5%  | 2.2%  | 4.0%   | 1.3%   |
| 广电（12 家）     | 9.1%   | 2.6%  | -0.6% | -4.8%  | -8.8%  |
| 广电-调整后（11 家） | 6.8%   | 0.2%  | -4.6% | -9.4%  | -2.2%  |
| 电影制片（2 家）    | -3.0%  | 10.6% | -7.0% | 13.9%  | -21.0% |
| 电视剧（4 家）     | 72.3%  | 23.9% | -7.5% | 39.5%  | -43.7% |

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）；“广电-调整后”指剔除电广传媒（波动较大）。

表 2: 传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年, 2018H1-2019H1 归母净利润增速 (整体法)

| 分行业           | 2016   | 2017   | 2018    | 18H1   | 19H1    |
|---------------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 互联网 (8 家)     | -33.0% | 1.1%   | 7.5%    | 137.6% | 28.7%   |
| 数字阅读 (2 家)    | 127.0% | 76.4%  | 51.8%   | 59.3%  | 6.5%    |
| 图书出版 (17 家)   | 11.1%  | 8.0%   | 4.5%    | 1.8%   | 3.7%    |
| 游戏 (14 家)     | 81.7%  | 35.1%  | -47.6%  | 15.6%  | -2.7%   |
| 广电 (12 家)     | 1.2%   | -20.8% | -5.8%   | -9.2%  | -6.5%   |
| 广电-调整后 (11 家) | 1.9%   | -10.5% | -14.1%  | -4.9%  | -7.9%   |
| 院线 (6 家)      | 8.1%   | 6.5%   | -12.4%  | 3.4%   | -25.6%  |
| 院线-调整后 (5 家)  | 3.4%   | 3.3%   | -10.7%  | 5.1%   | -12.7%  |
| 营销 (15 家)     | 47.3%  | 4.6%   | -50.8%  | 22.7%  | -56.3%  |
| 营销-调整后 (14 家) | 78.6%  | -39.3% | -203.9% | 8.2%   | -17.7%  |
| 电视剧 (4 家)     | 26.6%  | 36.7%  | -189.6% | 67.6%  | -105.1% |
| 电影制片 (2 家)    | 12.4%  | 6.1%   | -82.9%  | 187.0% | -111.5% |

资料来源: Wind、天风证券研究所

注: “院线-调整后” 指剔除万达电影 (并表影视资产); “营销-调整后” 指剔除分众传媒 (体量较大); “广电-调整后” 指剔除电广传媒 (波动较大)。

表 3: 传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年, 2018H1-2019H1 扣非后净利润增速 (整体法)

| 分行业           | 2016   | 2017   | 2018    | 18H1   | 19H1    |
|---------------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 互联网 (8 家)     | -40.8% | 8.6%   | -16.0%  | 66.7%  | 86.0%   |
| 图书出版 (17 家)   | 6.2%   | 2.3%   | 8.5%    | 1.1%   | 12.0%   |
| 游戏 (14 家)     | 85.0%  | 24.1%  | -58.6%  | 16.4%  | -0.1%   |
| 数字阅读 (2 家)    | 40.5%  | 73.4%  | 59.5%   | 60.7%  | -1.4%   |
| 广电 (12 家)     | 24.7%  | -31.6% | -28.2%  | -24.5% | -7.1%   |
| 广电-调整后 (11 家) | 29.6%  | -19.4% | -19.8%  | -17.6% | -8.3%   |
| 院线 (6 家)      | -0.3%  | 4.4%   | -41.8%  | 0.6%   | -29.2%  |
| 院线-调整后 (5 家)  | -4.3%  | 2.1%   | -68.7%  | -0.5%  | -19.4%  |
| 营销 (15 家)     | 31.2%  | 0.6%   | -59.7%  | 21.8%  | -66.6%  |
| 营销-调整后 (14 家) | 55.6%  | -46.8% | -287.4% | 3.6%   | -27.3%  |
| 电视剧 (4 家)     | 29.8%  | 39.6%  | -208.3% | 103.0% | -114.1% |
| 电影制片 (2 家)    | -42.6% | 23.8%  | -347.4% | 2.9%   | -166.6% |

资料来源: Wind、天风证券研究所

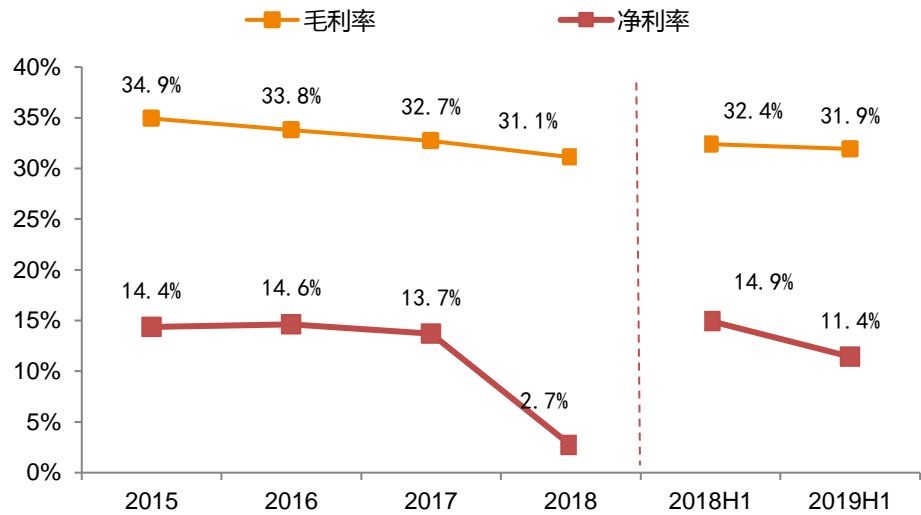
注: “院线-调整后” 指剔除万达电影 (并表影视资产); “营销-调整后” 指剔除分众传媒 (体量较大); “广电-调整后” 指剔除电广传媒 (波动较大)。

## 2. 传媒板块盈利能力: 游戏板块表现持续领先

### 2.1. 传媒板块整体盈利能力

采用整体法计算, 19H1 传媒板块整体销售毛利率为 31.9%, 同比下降 0.5pcts; 销售净利率为 11.4%, 同比下降 3.5pcts。

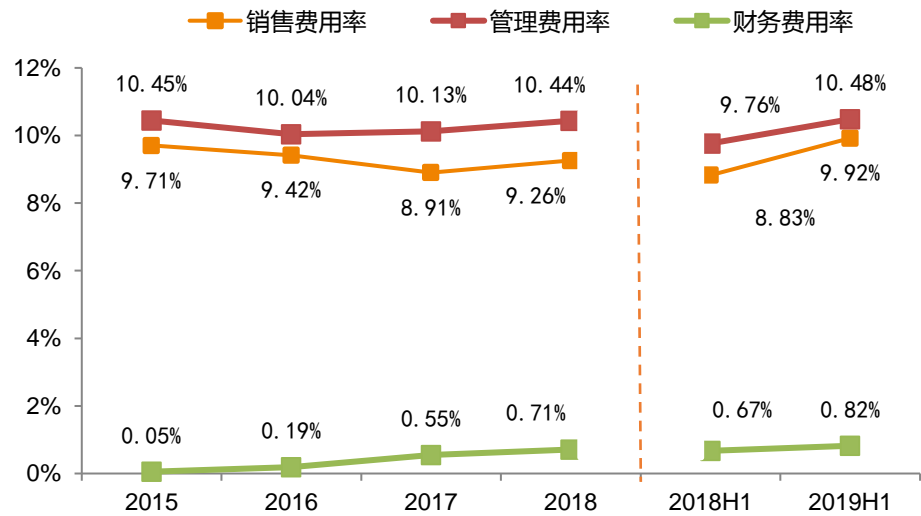
图 13：传媒互联网上市公司毛利率、净利率变化（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

采用整体法计算，传媒板块 19H1 销售费用率为 9.92%，同比提高 1.09pcpts，管理费用率为 10.48%，同比上升 0.72pcpts，财务费用率为 0.82%，同比上升 0.15pcpts。

图 14：传媒互联网上市公司三项费用率变化（整体法，研发费用加回至管理费用）



资料来源：wind、天风证券研究所

## 2.2. 各细分行业盈利能力对比

**毛利率方面**，游戏板块在各细分行业中毛利率最高，2019H1 为 73.7%，连续四年领跑细分行业，且毛利率逐年提升；互联网板块 2019H1 毛利率为 54.1%，相对去年同期提升了 4.8pct；数字阅读板块 2019H1 毛利率为 32.7%，相对去年同期有所下降，但仍处于较高水平；图书出版板块毛利率稳中有升，2019H1 相对去年同期提升了 2.1pct；广电板块毛利率和去年基本持平，为 30.0%；院线、电视剧、营销和电影制片板块毛利率下滑明显，2019H1 分别下滑了 3.7、8.6、5.6、和 41.9 个百分点。营销板块剔除波动较大的分众传媒，以及毛利率较低的出海业务占比持续增长的蓝标，则毛利率下降 1.1pct 至 11.3%；院线板块剔除并表影响的万达电影则毛利率下降 2.5pct 至 24.0%。

**净利率方面**，2019H1 游戏板块净利率最高为 26.1%，但相对去年同期下降 4.2pct；互联网板块净利率为 22.6%，同比上升 3.2pct；广电板块净利率为 13.9%，同比下降 0.5pct；图

书出版板块净利率为 13.1%，同比上升 0.3pct。此外，数字阅读板块净利率为 12.3%，同比下降 2.3pct；院线板块净利率为 9.6%，同比下降 2.2pct，院线板块剔除并表影响的万达电影则净利率下降 2.2pct 至 11.9%；营销板块净利率为 3.9%，同比下降 5.2%，营销板块若剔除波动较大的分众传媒，则净利率下降 0.8pct 至 2.9%；电视剧和电影剧板块净利率明显下滑 19.3 和 103.5 个百分点。

表 4：传媒互联网上市公司分行业毛利率

| 分行业          | 2016  | 2017  | 2018  | 18H1  | 19H1  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 游戏（14 家）     | 60.7% | 63.5% | 66.6% | 66.9% | 73.7% |
| 互联网（8 家）     | 53.2% | 53.0% | 51.9% | 49.3% | 54.1% |
| 数字阅读（2 家）    | 30.2% | 28.0% | 34.8% | 35.1% | 32.7% |
| 图书出版（17 家）   | 29.6% | 29.9% | 30.3% | 30.5% | 32.6% |
| 广电（12 家）     | 31.7% | 29.3% | 28.1% | 29.6% | 30.0% |
| 院线（6 家）      | 28.5% | 28.2% | 26.9% | 29.4% | 25.7% |
| 院线-调整后（5 家）  | 25.3% | 25.1% | 24.0% | 26.5% | 24.0% |
| 电视剧（4 家）     | 32.4% | 35.2% | 27.5% | 32.8% | 24.3% |
| 营销（15 家）     | 24.5% | 22.1% | 18.7% | 19.8% | 14.2% |
| 营销-调整后（13 家） | 16.2% | 13.9% | 12.3% | 12.4% | 11.3% |
| 电影制片（2 家）    | 50.6% | 44.1% | 41.3% | 52.8% | 10.9% |

资料来源：wind、天风证券研究所

注：“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）、蓝色光标（出海业务毛利率较低，占比逐步增长）。

表 5：传媒互联网上市公司分行业净利率

| 分行业          | 2016  | 2017  | 2018   | 18H1  | 19H1   |
|--------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 游戏（14 家）     | 25.3% | 29.4% | 15.9%  | 30.3% | 26.1%  |
| 互联网（8 家）     | 19.8% | 18.8% | 12.1%  | 19.4% | 22.6%  |
| 广电（12 家）     | 15.2% | 12.2% | 11.3%  | 14.3% | 13.9%  |
| 图书出版（17 家）   | 10.6% | 11.1% | 11.4%  | 12.7% | 13.1%  |
| 数字阅读（2 家）    | 7.5%  | 8.9%  | 12.9%  | 14.6% | 12.3%  |
| 院线（6 家）      | 12.8% | 12.0% | 9.8%   | 13.2% | 9.6%   |
| 院线-调整后（5 家）  | 13.3% | 12.5% | 10.4%  | 14.1% | 11.9%  |
| 营销（15 家）     | 10.3% | 8.6%  | 3.3%   | 9.1%  | 3.9%   |
| 营销-调整后（14 家） | 5.0%  | 2.5%  | -1.7%  | 3.7%  | 2.9%   |
| 电视剧（4 家）     | 15.8% | 17.2% | -16.6% | 16.7% | -2.5%  |
| 电影制片（2 家）    | 33.1% | 31.2% | 8.5%   | 88.6% | -14.9% |

资料来源：wind、天风证券研究所

注：“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）。

### 2.3. 业绩预告

从目前已经披露的三季度业绩预告看，剔除基数因素，奥飞（同比增长 55%~85%）、新媒股份（同比增长 55%~85%）、蓝色光标（45%~70%）。

表 6：传媒互联网公司业绩预告摘要（报告期：2019 三季）

| 证券代码      | 证券简称 | 业绩预告摘要（报告期：2019 三季）                           |
|-----------|------|---|
| 300392.SZ | 腾信股份 | 净利润约 800 万元~1200 万元,增长 112.21%~118.32%        |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐 | 净利润约 11252.65 万元~13430.58 万元,增长 55.00%~85.00% |
| 300770.SZ | 新媒股份 | 净利润约 23423.77 万元~26546.94 万元,增长 50.00%~70.00% |
| 300058.SZ | 蓝色光标 | 净利润约 60000 万元~70000 万元,增长 45.34%~69.57%       |

|           |      |   |
|-----------|------|---|
| 002174.SZ | 游族网络 | 净利润约 70000 万元~80000 万元,增长 2.52%~17.16%          |
| 600880.SH | 博瑞传播 | 累计净利润较去年同期将会有一定幅度的增长                            |
| 002354.SZ | 天神娱乐 | 净利润约-45000 万元~-25000 万元                         |
| 603729.SH | 龙韵股份 | 预计年初至下一报告期末,公司累计净利润与上年同期相比可能存在波动                |
| 002699.SZ | 美盛文化 | 净利润约 3500 万元~5200 万元,下降 54.04%~67.07%           |
| 002280.SZ | 联络互动 | 净利润约 0 万元~5000 万元,下降 65.00%~100.00%             |
| 002027.SZ | 分众传媒 | 净利润约 114792.40 万元~144792.40 万元,下降 69.90%~76.13% |
| 603721.SH | 中广天择 | 预测年初至下一报告期期末的累计净利润可能与上年同期相比下降 50%以上             |
| 300071.SZ | 华谊嘉信 | 净利润约-5000.00 万元~-4500.00 万元,下降 204.03%~215.59%  |

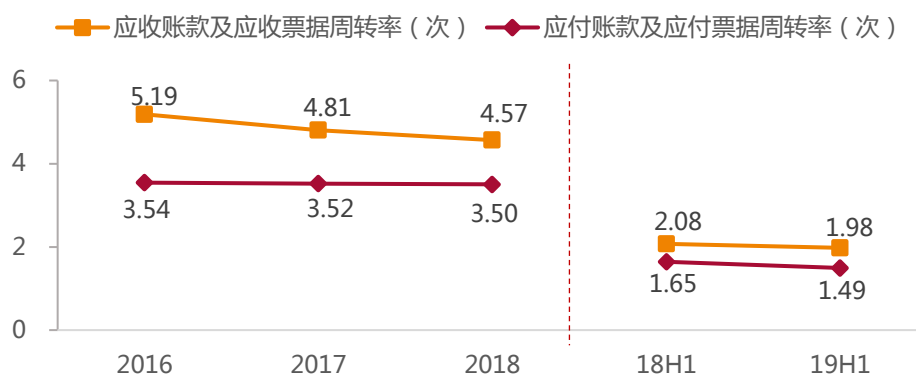
资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3. 传媒板块营运能力：应收/应付周转率整体均下降

#### 3.1. 传媒板块整体营运能力

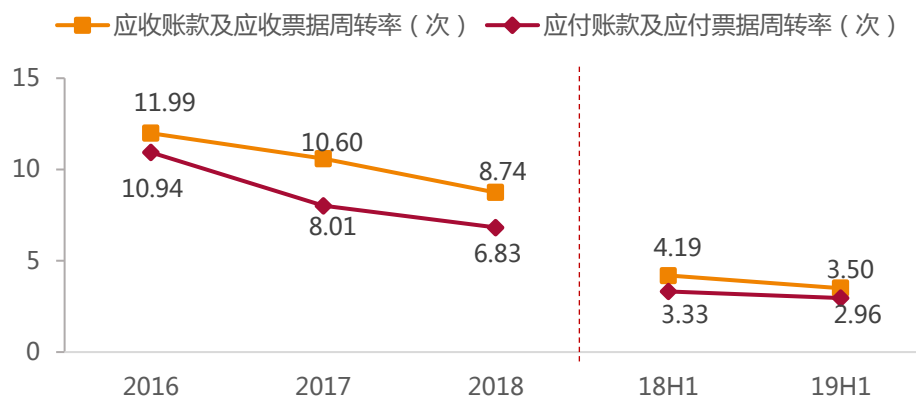
采用整体法计算, 传媒板块 19H1 应收账款及应收票据周转率为 1.98 次, 同比下降 0.20 次; 应付账款及应付票据周转率为 1.49 次, 同比下降 0.16 次。采用算数平均法计算, 传媒板块 19H1 应收账款及应收票据周转率为 3.5 次, 应付账款及应付票据周转率为 2.96 次, 同比分别下降 0.69 次和 0.37 次。应收账款周转率持续下降, 反映出受经济环境影响传媒板块上市公司整体平均收账期延长, 而应付账款周转率也有相应下滑, 但下滑幅度不及应收账款, 表明公司整体营运压力有所增加。

图 15: 传媒互联网上市公司应收账款及应收票据周转率、应付账款及应付票据周转率变化(整体法)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 16: 传媒互联网上市公司应收账款及应收票据周转率、应付账款及应付票据周转率变化(算术平均法)



资料来源: wind、天风证券研究所

### 3.2. 各细分行业营运能力对比

应收票据及应收账款周转率方面，采用整体法计算，2019H1 院线板块应收应收票据及应收账款周转率最高，电视剧板块最低。

从变化趋势看，2019H1 院线、数字阅读、互联网、广电、营销和电视剧板块应收票据及应收账款周转率同比下滑；另外，图书出版和游戏 2018 年应收票据及应收账款周转率虽表现为下滑，但 2019H1 有所回升；而互联网板块 2018 年应收票据及应收账款周转率虽表现为上升，2019H1 有所下滑。

表 7：传媒互联网上市公司分行业应收票据及应收账款周转率（整体法）

|            | 2016  | 2017  | 2018 | 18H1 | 19H1 |
|------------|-------|-------|------|------|------|
| 院线（6 家）    | 10.05 | 9.20  | 7.94 | 4.19 | 3.71 |
| 图书出版（17 家） | 8.45  | 8.05  | 7.86 | 3.22 | 3.24 |
| 数字阅读（2 家）  | 9.22  | 10.37 | 8.05 | 4.67 | 2.94 |
| 互联网（8 家）   | 6.09  | 5.64  | 7.35 | 3.18 | 2.72 |
| 广电（12 家）   | 8.71  | 7.09  | 6.20 | 2.88 | 2.33 |
| 游戏（14 家）   | 5.39  | 4.88  | 4.63 | 2.11 | 2.14 |
| 营销（15 家）   | 3.68  | 3.53  | 3.72 | 1.74 | 1.66 |
| 电影制片（2 家）  | 2.10  | 2.71  | 3.01 | 1.40 | 1.47 |
| 电视剧（4 家）   | 1.72  | 1.41  | 1.05 | 0.41 | 0.26 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

应付票据及应付账款周转率上，除院线和电影制片板块 2019H1 应付账款周转率同比提升外，其他各板块应付账款周转率均保持稳定或有所降低，在对上游供应商付款周期拉长，现金流有相对改善。

表 8：传媒互联网上市公司分行业应付票据及应付账款周转率（整体法）

| 分行业        | 2016 | 2017 | 2018 | 18H1 | 19H1 |
|------------|------|------|------|------|------|
| 数字阅读（2 家）  | 9.45 | 9.61 | 7.80 | 3.84 | 3.32 |
| 院线（6 家）    | 4.58 | 5.72 | 5.81 | 2.61 | 2.64 |
| 营销（15 家）   | 4.55 | 4.88 | 5.64 | 2.71 | 2.59 |
| 电影制片（2 家）  | 2.38 | 3.12 | 2.69 | 1.24 | 1.65 |
| 图书出版（17 家） | 2.75 | 2.68 | 2.68 | 1.18 | 1.16 |
| 游戏（14 家）   | 4.29 | 3.80 | 3.67 | 1.76 | 1.02 |
| 互联网（8 家）   | 5.05 | 4.98 | 3.55 | 2.19 | 0.97 |
| 广电（12 家）   | 2.94 | 2.44 | 2.14 | 1.01 | 0.86 |
| 电视剧（4 家）   | 4.86 | 3.43 | 2.52 | 1.17 | 0.65 |

资料来源：wind、天风证券研究所

## 4. 传媒板块现金流量：现金流出控制较好，板块经营性现金流净额同比增长约 53%

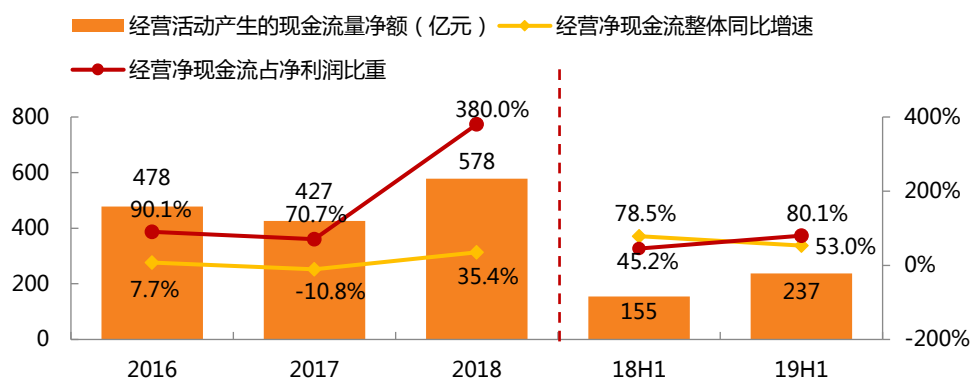
### 4.1. 传媒板块整体现金流情况

采用整体法计算，传媒板块 2019H1 经营性现金流净额总计 237 亿元，同比增长 53.0%，经营性现金流量净额占净利润比重同比提升 34.9pct 至 80.1%。

但若剔除经营性现金流同比波动较大、且体量也较大的三六零、东方财富和东方明珠，2019H1 经营性现金流净额总计 125 亿元，同比增长 39.6%，经营性现金流量净额占净利润比重同比提升 24.1pct 至 53.2%。

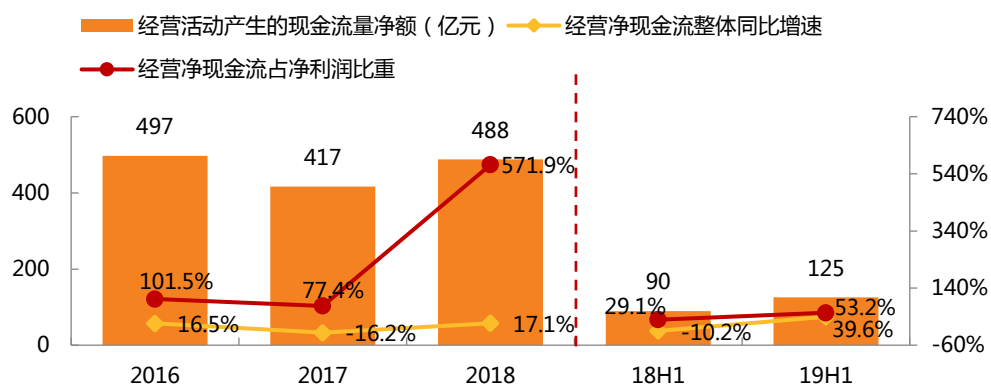
主要贡献增长的是东方财富、中国电影外、三六零、分众传媒、宋城演艺、万达电影等净额同比有超过 9 亿以上增量带动现金流整体增长。

图 17: 传媒互联网上市公司 2016-2018 年, 18H1 和 19H1 经营活动产生现金流量净额变化情况 (整体法)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 18: 传媒板块 2016-2018 年, 18H1 和 19H1 经营活动产生现金流量净额变化情况 (整体法, 剔除三六零、东方财富和东方明珠)

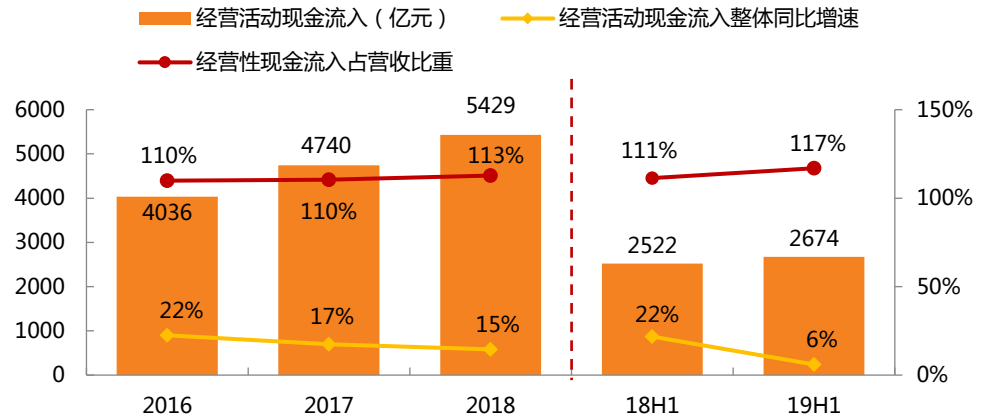


资料来源: wind、天风证券研究所; 注: 剔除波动和体量较大的三六零、东方财富和东方明珠

将经营性现金流净额拆分为流入现金和流出现金看, 板块经营性性现金流的改善主要是经营性现金流出控制较好。2019H1 板块经营性现金流入为 2674 亿元, 高于板块营业收入, 表明板块通过经营活动获取现金能力较强; 2019H1 现金流入同比增长 6%, 但对应现金流出仅增长 3%, 促使板块经营性净现金流净额增长。

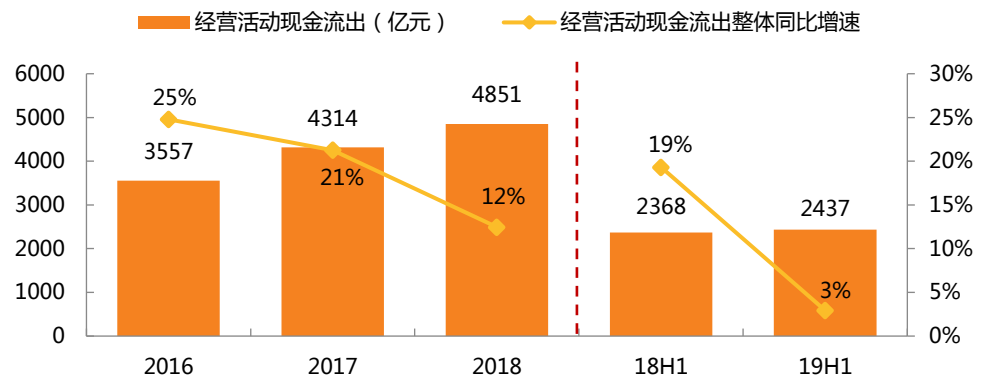


图 19: 传媒板块上市公司 2016-2018 年, 18H1 和 19H1 经营活动流入现金变化情况 (整体法)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 20: 传媒板块上市公司 2016-2018 年, 18H1 和 19H1 经营活动流出现金变化情况 (整体法)



资料来源: wind、天风证券研究所

## 4.2. 各细分行业现金流情况

从细分行业现金流情况看, 2019H1 经营性现金流净额前三分别为互联网、游戏以及院线板块。

从经营性净现金流变化看, 互联网板块受体量较大且波动较大的东方财富影响, 经营性现金流净额大幅增长, 若剔除东方财富, 则板块经营性现金流净额为-2.8 亿元, 去年同期为-0.2 亿元; 营销板块去年基数较低, 今年现金流改善明显, 经营性现金流大幅增长; 游戏和院线板块经营性现金流净额较好, 数字阅读保持平稳, 广电板块主要受东方明珠波动较大影响出现明显下滑, 若剔除东方明珠, 则广电板块经营性现金流净额为 23.1 亿, 同比下降 18.14%; 而图书出版板块受中国科传影响较大, 若剔除中国科传, 则板块经营性现金流净额为 19.4 亿, 同比增长 1.3%。此外, 电视剧及电影板块上半年均受到一定程度的政策影响, 电视剧板块因为应收账款逐步回笼叠加监管影响下新增投资规模下降, 经营性现金流净额有所改善, 电影板块项目上映延迟使得经营性现金流净额由正转负。

表 9: 传媒互联网上市公司分行业样本经营活动产生的现金流量净额 (亿元)

| 分行业           | 2016   | 2017   | 2018  | 18H1  | 19H1  |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 互联网 (8 家)     | -26.60 | -46.37 | 40.25 | 29.17 | 93.47 |
| 互联网-调整后 (7 家) | 15.68  | 15.23  | 13.57 | -0.15 | -2.81 |
| 游戏 (14 家)     | 75.75  | 94.54  | 74.26 | 21.27 | 34.06 |
| 院线 (6 家)      | 39.57  | 50.10  | 31.11 | 28.26 | 32.48 |
| 营销 (15 家)     | 68.57  | 37.03  | 66.90 | 0.93  | 26.82 |

|                 |        |        |        |       |       |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 广电 (12 家)       | 120.20 | 121.49 | 122.14 | 42.67 | 26.54 |
| 广电-调整后 (11 家)   | 97.29  | 91.40  | 96.49  | 28.20 | 23.09 |
| 数字阅读 (2 家)      | 2.44   | 4.15   | 3.26   | 2.47  | 2.27  |
| 图书出版 (17 家)     | 126.74 | 89.99  | 129.88 | 8.86  | 2.27  |
| 图书出版-调整后 (16 家) | 123.10 | 87.32  | 125.03 | 19.13 | 19.37 |
| 电视剧 (4 家)       | -7.23  | 2.55   | -5.36  | -8.65 | -3.65 |
| 电影制片 (2 家)      | 15.06  | -2.46  | 1.06   | 2.42  | -5.83 |

资料来源: wind, 天风证券研究所注:

注:“互联网-调整后”指剔除东方财富;“广电-调整后”指剔除东方明珠;“图书出版-调整后”指剔除中国科传。

**表 10: 传媒互联网上市公司分行业经营活动产生的现金流量净额同比增速**

| 分行业             | 2016    | 2017    | 2018    | 18H1    | 19H1     |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营销 (15 家)       | 60.5%   | -46.0%  | 80.7%   | -92.1%  | 2770.2%  |
| 互联网 (8 家)       | -241.0% | -74.3%  | 186.8%  | 1076.5% | 220.4%   |
| 互联网-调整后 (7 家)   | 17.2%   | -2.9%   | -10.9%  | -106.5% | -1754.5% |
| 游戏 (14 家)       | 98.4%   | 24.8%   | -21.5%  | -50.8%  | 60.2%    |
| 电视剧 (4 家)       | 14.1%   | 135.3%  | -309.8% | 53.9%   | 57.8%    |
| 院线 (6 家)        | -36.3%  | 26.6%   | -37.9%  | 5.1%    | 14.9%    |
| 数字阅读 (2 家)      | 78.3%   | 69.9%   | -21.5%  | 15.1%   | -8.0%    |
| 广电 (12 家)       | 4.4%    | 1.1%    | 0.5%    | 78.0%   | -37.8%   |
| 广电-调整后 (11 家)   | -7.5%   | -6.1%   | 5.6%    | -12.5%  | -18.1%   |
| 图书出版 (17 家)     | 15.0%   | -29.0%  | 44.3%   | 14.9%   | -74.4%   |
| 图书出版-调整后 (16 家) | 15.4%   | -29.1%  | 43.2%   | -3.6%   | 1.3%     |
| 电影制片 (2 家)      | 62.9%   | -116.4% | 143.0%  | 267.6%  | -340.6%  |

资料来源: wind, 天风证券研究所注:

注:“互联网-调整后”指剔除东方财富;“广电-调整后”指剔除东方明珠;“图书出版-调整后”指剔除中国科传。

**表 11: 传媒互联网上市公司分行业经营活动产生的现金流量净额占净利润比重**

| 分行业             | 2016    | 2017    | 2018   | 18H1    | 19H1   |
|-----------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 电视剧 (4 家)       | -58.6%  | 15.4%   | 36.2%  | -139.8% | 690.2% |
| 互联网 (8 家)       | -119.1% | -210.5% | 164.4% | 152.1%  | 392.5% |
| 互联网-调整后 (7 家)   | 103.1%  | 97.1%   | 91.1%  | -1.1%   | -18.6% |
| 院线 (6 家)        | 118.5%  | 140.7%  | 103.7% | 133.9%  | 207.1% |
| 电影制片 (2 家)      | 86.9%   | -13.6%  | 23.2%  | 9.6%    | 173.8% |
| 营销 (15 家)       | 89.2%   | 46.1%   | 167.2% | 1.8%    | 118.7% |
| 数字阅读 (2 家)      | 194.6%  | 180.6%  | 91.1%  | 120.4%  | 96.5%  |
| 广电 (12 家)       | 150.8%  | 185.3%  | 201.3% | 120.5%  | 85.0%  |
| 广电-调整后 (11 家)   | 203.6%  | 219.8%  | 249.8% | 128.3%  | 117.8% |
| 游戏 (14 家)       | 99.0%   | 88.0%   | 117.6% | 36.7%   | 62.7%  |
| 图书出版 (17 家)     | 118.3%  | 77.8%   | 107.1% | 14.3%   | 3.5%   |
| 图书出版-调整后 (16 家) | 118.1%  | 78.0%   | 106.9% | 31.5%   | 30.8%  |

资料来源: wind, 天风证券研究所注:

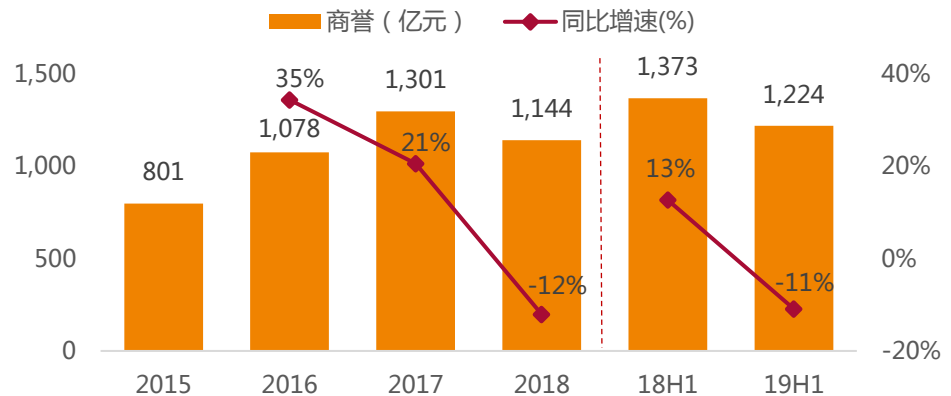
注:“互联网-调整后”指剔除东方财富;“广电-调整后”指剔除东方明珠;“图书出版-调整后”指剔除中国科传。

## 5. 传媒板块商誉与资产减值损失：商誉及资产减值风险前期已大幅释放

### 5.1. 传媒板块整体商誉与资产减值损失

传媒板块 2018 年整体商誉为 1141 亿元，同比下降 12%，2019H1 整体商誉 1224 亿元，同比下降 12%。随着并购整合逐渐退潮，商誉同比增速逐渐趋缓。其中商誉最高的前五家传媒公司分别为世纪华通（153 亿）、万达电影（135 亿）、金科文化（63 亿）、蓝色光标（49 亿）、捷成股份（47 亿）。

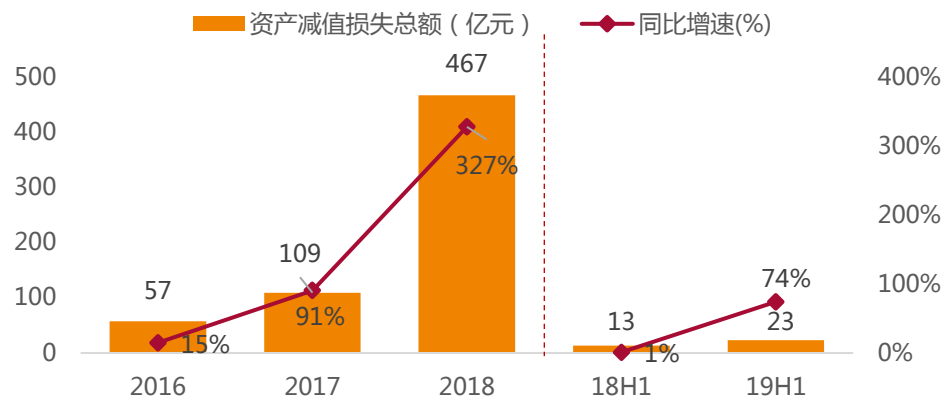
图 21：传媒互联网上市公司 2015-2018 年，18H1 和 19H1 商誉总额变化情况



资料来源：wind、天风证券研究所

传媒板块 2019H1 资产减值损失总额（含信用减值损失）为 23 亿元，同比增长 74%，相比去年同期有明显增长，其中分众传媒即计提了 3.79 亿元的信用减值损失。上半年资产减值损失主要反馈在信用减值损失项，对应前面应收账款周转率的分析，证明公司确认坏账有所增加。而其他如商誉减值损失项上半年基本未有体现，但 18 年商誉大幅确认后，行业商誉压力减少，我们预计 19 年资产减值损失压力已有明显释放。

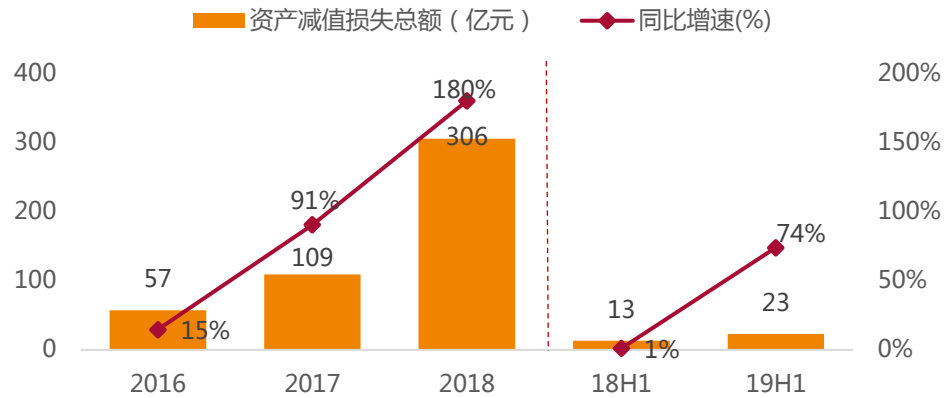
图 22：传媒互联网上市公司 2016-2018 年，18H1 和 19H1 资产减值损失总额变化情况



资料来源：wind、天风证券研究所；

注：为保持口径一致，将 18 年会计准则新增的信用减值损失科目纳入资产减值损失统计中

图 23：传媒互联网上市公司 2016-2019H1 资产减值损失总额变化情况（剔除 18 年）



资料来源：wind，天风证券研究所；

注：为保持口径一致，将 18 年会计准则新增的信用减值损失科目纳入资产减值损失统计中

## 5.2. 各细分行业资产减值损失情况

2019H1 板块合计计提资产减值损失 23.14 亿元，同比上升 67.91%；分行业看，19H1 图书出版行业资产减值损失（包含信用减值）为 10.48 亿元，同比增加 51.46%；营销板块分众传媒受宏观经济影响，计提部分坏账，资产减值损失（包含信用减值）为 6.16 亿元，同比增加 155.90%，若剔除分众传媒，营销板块资产减值损失（包含信用减值）为 2.37 亿元，同比增加 32.77%。

表 12：传媒互联网上市公司分行业样本资产减值（包括信用减值）损失（亿元）

| 分行业          | 2016  | 2017  | 2018  | 18H1  | 19H1  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 图书出版（17 家）   | 12.62 | 16.82 | 17.68 | 6.92  | 10.48 |
| 营销（15 家）     | 9.25  | 19.46 | 54.10 | 2.41  | 6.16  |
| 营销-调整后（14 家） | 6.64  | 17.65 | 50.10 | 1.78  | 2.37  |
| 游戏（14 家）     | 8.32  | 13.17 | 57.18 | 0.99  | 1.24  |
| 广电（12 家）     | 3.93  | 14.56 | 13.69 | 0.91  | 0.89  |
| 互联网（8 家）     | 1.76  | 1.99  | 14.27 | 0.76  | 0.82  |
| 数字阅读（2 家）    | 0.03  | 0.03  | 0.06  | 0.01  | 0.09  |
| 电影制片（2 家）    | 1.74  | 4.55  | 21.08 | -0.35 | -0.24 |
| 院线（6 家）      | 0.68  | 1.17  | 9.99  | 0.15  | -0.30 |
| 电视剧（4 家）     | 2.11  | 4.36  | 19.52 | -1.20 | -0.90 |

资料来源：wind，天风证券研究所注：

注：“营销-调整后”指剔除分众传媒

## 6. 传媒板块质押率：次新及国企质押状况相对较好，关注改善

截止 2019 年 8 月 31 日，传媒板块 115 家公司中，质押率在 50% 以上的公司有 6 家，质押率介于 30%-50% 的公司有 22 家，质押率介于 10%-20% 间的公司有 9 家，另外质押率在 10% 以下的公司有 58 家，其中包括 32 家完全没有质押的公司，如以横店影视为代表的次新股以及以人民网为代表的国企等。

表 13：传媒互联网公司质押率情况（截止 2019 年 8 月 31 日）

| 序号 | 公司    | 质押比例(质押数量/总股本) | 大股东累计质押数占持股数 | 序号  | 公司   | 质押比例(质押数量/总股本) | 大股东累计质押数占持股数 |
|----|-------|----------------|--------------|-----|------|----------------|--------------|
| 1  | 三六零   | 75.8%          | 100.0%       | 59  | 焦点科技 | 9.4%           | 17.8%        |
| 2  | 美盛文化  | 69.4%          | 97.2%        | 60  | 电魂网络 | 9.2%           | 55.2%        |
| 3  | 金科文化  | 63.8%          | 100.0%       | 61  | 新经典  | 8.6%           | 12.6%        |
| 4  | 巨人网络  | 59.5%          | 90.9%        | 62  | 拉卡拉  | 8.4%           | 0.0%         |
| 5  | 艾格拉斯  | 55.9%          | 86.9%        | 63  | 东方财富 | 8.2%           | 36.4%        |
| 6  | 唐德影视  | 50.9%          | 100.0%       | 64  | 湖北广电 | 7.9%           | 0.0%         |
| 7  | 完美世界  | 49.1%          | 75.6%        | 65  | 幸福蓝海 | 7.2%           | 0.0%         |
| 8  | 腾信股份  | 47.5%          | 99.9%        | 66  | 宋城演艺 | 7.2%           | 15.9%        |
| 9  | 当代明诚  | 46.3%          | 87.6%        | 67  | 吉视传媒 | 5.1%           | 0.0%         |
| 10 | 奥飞娱乐  | 43.8%          | 73.0%        | 68  | 凯撒文化 | 5.1%           | 0.0%         |
| 11 | 引力传媒  | 43.6%          | 88.5%        | 69  | 歌华有线 | 4.9%           | 0.0%         |
| 12 | 恺英网络  | 40.7%          | 100.0%       | 70  | 三七互娱 | 4.7%           | 16.5%        |
| 13 | 易尚展示  | 40.4%          | 100.0%       | 71  | 省广集团 | 4.7%           | 23.0%        |
| 14 | 鼎龙文化  | 39.6%          | 100.0%       | 72  | 每日互动 | 4.6%           | 0.0%         |
| 15 | ST 中南 | 38.5%          | 92.6%        | 73  | 万达电影 | 4.1%           | 0.0%         |
| 16 | 欢瑞世纪  | 37.3%          | 98.9%        | 74  | 浙数文化 | 4.0%           | 0.0%         |
| 17 | 宣亚国际  | 37.2%          | 36.2%        | 75  | 吉比特  | 2.8%           | 9.1%         |
| 18 | 华谊嘉信  | 36.3%          | 84.7%        | 76  | 冰川网络 | 2.4%           | 3.3%         |
| 19 | 文投控股  | 34.7%          | 35.5%        | 77  | 分众传媒 | 2.0%           | 0.0%         |
| 20 | 联络互动  | 34.0%          | 98.0%        | 78  | 粤传媒  | 1.7%           | 0.0%         |
| 21 | 北京文化  | 34.0%          | 100.0%       | 79  | 东方明珠 | 1.6%           | 0.0%         |
| 22 | 捷成股份  | 33.7%          | 74.1%        | 80  | 掌趣科技 | 1.4%           | 0.0%         |
| 23 | 世纪华通  | 33.1%          | 82.2%        | 81  | 芒果超媒 | 1.3%           | 0.0%         |
| 24 | 游族网络  | 33.0%          | 87.2%        | 82  | 电广传媒 | 0.7%           | 0.0%         |
| 25 | 天神娱乐  | 31.5%          | 98.9%        | 83  | 中文传媒 | 0.6%           | 0.0%         |
| 26 | 鹿港文化  | 31.2%          | 90.8%        | 84  | 新华传媒 | 0.0%           | 0.0%         |
| 27 | 思美传媒  | 31.2%          | 68.4%        | 85  | 华媒控股 | 0.0%           | 0.0%         |
| 28 | 天舟文化  | 31.1%          | 98.1%        | 86  | 中国电影 | 0.0%           | 0.0%         |
| 29 | 蓝色光标  | 29.8%          | 69.0%        | 87  | 中体产业 | 0.0%           | 0.0%         |
| 30 | 佳云科技  | 29.5%          | 100.0%       | 88  | 上海电影 | 0.0%           | 0.0%         |
| 31 | 吉翔股份  | 29.4%          | 99.9%        | 89  | 读者传媒 | 0.0%           | 0.0%         |
| 32 | 星辉娱乐  | 29.3%          | 63.1%        | 90  | 凤凰传媒 | 0.0%           | 0.0%         |
| 33 | 顺网科技  | 28.5%          | 70.7%        | 91  | 山东出版 | 0.0%           | 0.0%         |
| 34 | 华扬联众  | 28.0%          | 41.9%        | 92  | 中南传媒 | 0.0%           | 0.0%         |
| 35 | 中青宝   | 27.5%          | 89.0%        | 93  | 新华文轩 | 0.0%           | 0.0%         |
| 36 | 光线传媒  | 26.7%          | 60.7%        | 94  | 中原传媒 | 0.0%           | 0.0%         |
| 37 | 迅游科技  | 26.5%          | 100.0%       | 95  | 贵广网络 | 0.0%           | 0.0%         |
| 38 | 华谊兄弟  | 26.0%          | 91.7%        | 96  | 横店影视 | 0.0%           | 0.0%         |
| 39 | 视觉中国  | 26.0%          | 52.4%        | 97  | 中国出版 | 0.0%           | 0.0%         |
| 40 | 利欧股份  | 25.6%          | 85.2%        | 98  | 皖新传媒 | 0.0%           | 0.0%         |
| 41 | 龙韵股份  | 24.6%          | 74.7%        | 99  | 广电网络 | 0.0%           | 0.0%         |
| 42 | 华录百纳  | 24.4%          | 100.0%       | 100 | 中国科传 | 0.0%           | 0.0%         |
| 43 | 盛天网络  | 23.6%          | 61.6%        | 101 | 长江传媒 | 0.0%           | 0.0%         |
| 44 | 宝通科技  | 23.4%          | 69.5%        | 102 | 广西广电 | 0.0%           | 0.0%         |

|    |      |       |       |     |      |      |      |
|----|------|-------|-------|-----|------|------|------|
| 45 | 智度股份 | 23.1% | 0.0%  | 103 | 南方传媒 | 0.0% | 0.0% |
| 46 | 华策影视 | 22.8% | 55.9% | 104 | 天威视讯 | 0.0% | 0.0% |
| 47 | 新文化  | 21.9% | 61.1% | 105 | 人民网  | 0.0% | 0.0% |
| 48 | 暴风集团 | 20.5% | 95.3% | 106 | 北巴传媒 | 0.0% | 0.0% |
| 49 | 华数传媒 | 20.0% | 0.0%  | 107 | 时代出版 | 0.0% | 0.0% |
| 50 | 平治信息 | 19.6% | 60.0% | 108 | 新媒股份 | 0.0% | 0.0% |
| 51 | 昆仑万维 | 16.9% | 0.0%  | 109 | 中信出版 | 0.0% | 0.0% |
| 52 | 科达股份 | 16.3% | 76.0% | 110 | 新华网  | 0.0% | 0.0% |
| 53 | 掌阅科技 | 16.1% | 16.4% | 111 | 中视传媒 | 0.0% | 0.0% |
| 54 | 中文在线 | 13.8% | 50.3% | 112 | 金逸影视 | 0.0% | 0.0% |
| 55 | 华闻传媒 | 11.2% | 96.5% | 113 | 中广天择 | 0.0% | 0.0% |
| 56 | 江苏有线 | 11.1% | 0.0%  | 114 | 博瑞传播 | 0.0% | 0.0% |
| 57 | 慈文传媒 | 10.8% | 0.0%  | 115 | 出版传媒 | 0.0% | 0.0% |
| 58 | 安妮股份 | 9.7%  | 0.0%  |     |      |      |      |

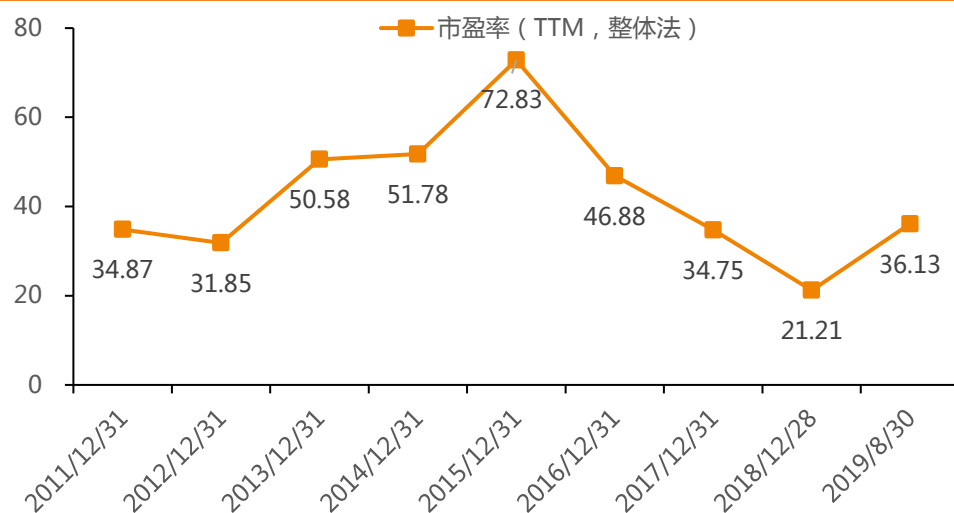
资料来源：wind、天风证券研究所；注：根据 wind 披露整理，与实际情况可能有偏差，如游族 8 月 18 日披露质押率下降至 87.2%但 wind 数据仍显示 96.2%，已手动调整。

## 7. 传媒板块估值与基金持仓：估值略有回暖，基金持仓或迎拐点

### 7.1. 板块估值：年初至今估值回升，但涨幅仍然靠后

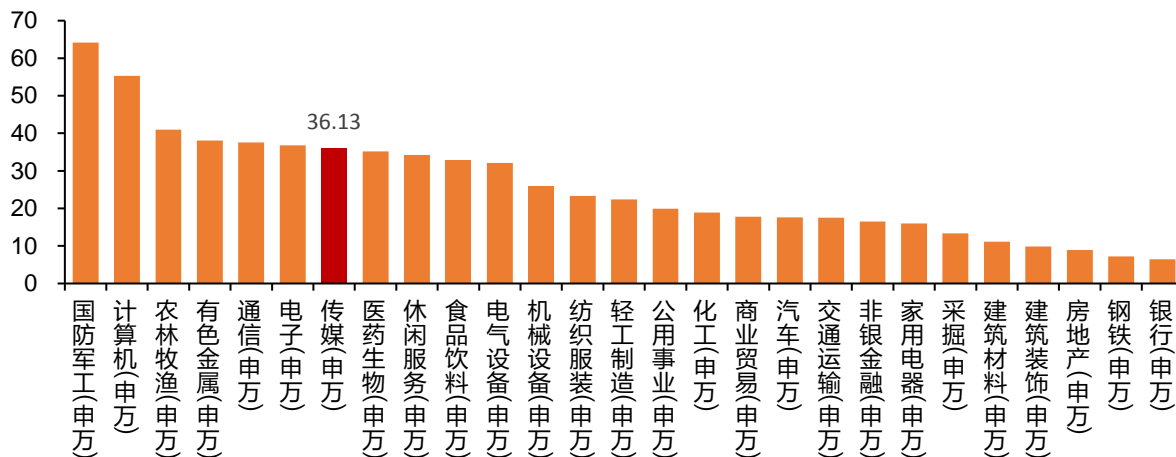
传媒互联网板块估值从 2012 年到 2015 年一路攀升，2016 年至 2018 年估值持续下滑，到 2018 年 12 月 28 日，采用整体法和 TTM 计算的传媒互联网板块市盈率已经降至 21.21 倍，处于 13 年以来的历史低位，估值水平位于各行业中上游。到 2019 年 8 月 30 日有所回升，传媒互联网板块市盈率回升至 36.13 倍，估值回暖，位于各行业中上游水平，19 年初至今传媒行业指数上涨 9.77%，涨幅靠后。

图 24：传媒互联网行业板块市盈率



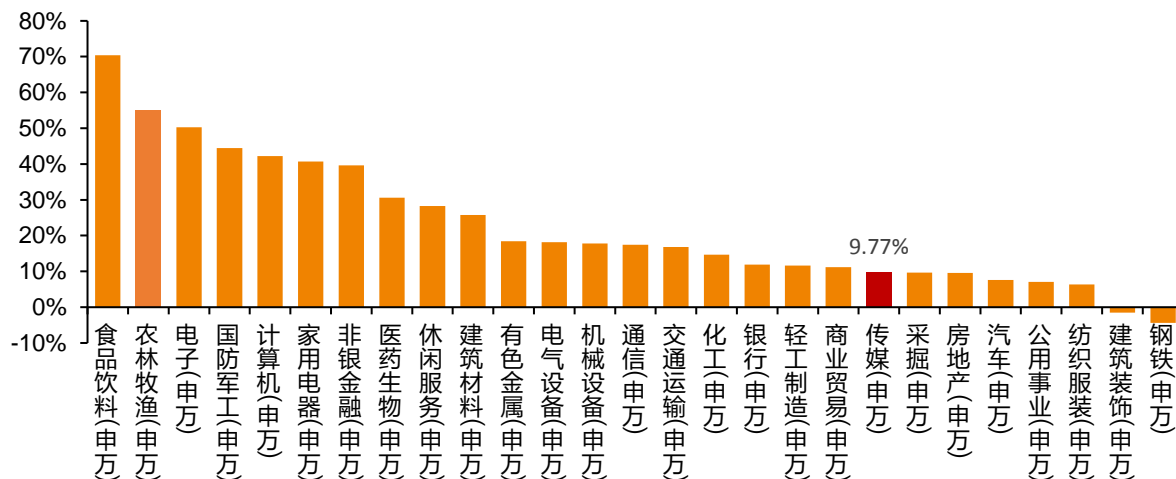
资料来源：wind，天风证券研究所 注：采用申万一级行业指数，采用 TTM 和整体法计算市盈率

图 25：目前各行业市盈率情况



资料来源：wind、天风证券研究所 注：截至 2019 年 9 月 3 日收盘，采用申万一级行业指数，采用 TTM 和整体法计算市盈率

图 26：年初至今各行业指数涨跌幅

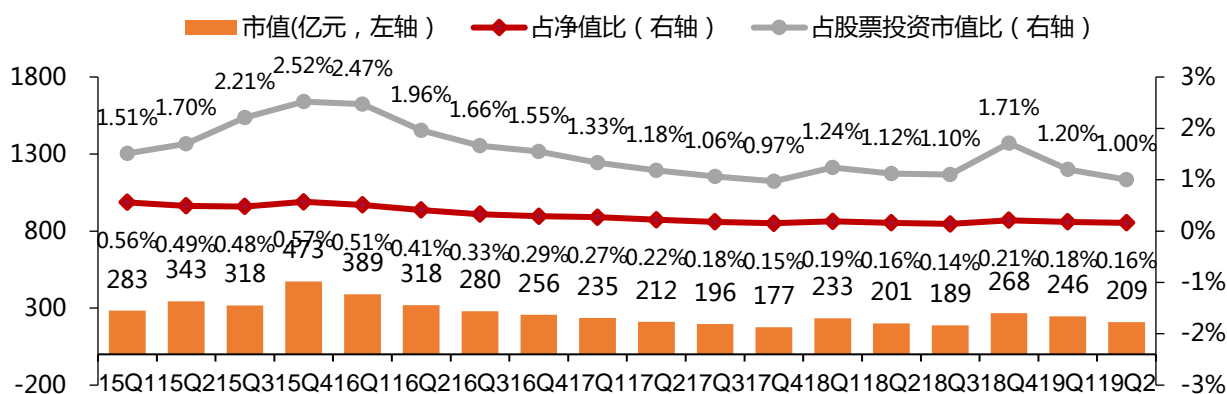


资料来源：wind、天风证券研究所 注：截至 2019 年 9 月 3 日收盘，采用申万一级行业指数

## 7.2. 基金持仓：19H1 机构配置趋势减少，预计下半年有望回升

**19Q2 传媒行业基金配置比重有所减少。**根据基金股票组合行业分布汇总，18Q4 传媒板块配置比重经过 2 季度下滑后上行，基金文化、体育和娱乐业类别股票持仓市值 267 亿，占净值比为 0.21%，占股票投资市值比为 1.72%。19Q1 起，基金文化、体育和娱乐业类别股票持仓市值下降，19Q2 下降至 209 亿，占净值比 0.16%，占股票投资市值比下降至 1.00%。传媒板块核心个股基本持平或下降。

图 27：2015Q1-2019Q2 基金文体娱乐类股票持仓情况（统计范围为正在发行基金）



资料来源：wind、天风证券研究所

表 14：2019H1 传媒互联网行业基金持股数量前 30 个股&基金持股占流通股比例前 30 个股

| 公司   | 19H1 数量<br>(亿股) | 19Q1 数量<br>(亿股) | 18 年报数量<br>(亿股) | 公司   | 19H1 比例<br>(%) | 19Q1 比例<br>(%) | 18 年报比例<br>(%) |
|------|-----------------|-----------------|-----------------|------|----------------|----------------|----------------|
| 分众传媒 | 13.67           | 7.32            | 11.41           | 芒果超媒 | 61.33          | 37.84          | 63.89          |
| 东方财富 | 6.45            | 3.99            | 7.43            | 新经典  | 41.30          | 30.99          | 48.03          |
| 宋城演艺 | 2.17            | 1.23            | 2.25            | 新媒股份 | 36.77          | *              | *              |
| 掌趣科技 | 1.88            | 1.02            | 1.96            | 吉比特  | 31.48          | 12.75          | 19.12          |
| 三七互娱 | 1.68            | 0.26            | 0.67            | 视觉中国 | 25.36          | 25.83          | 42.46          |
| 芒果超媒 | 1.26            | 0.78            | 1.31            | 宋城演艺 | 18.48          | 10.43          | 18.99          |
| 捷成股份 | 1.24            | 0.68            | 1.28            | 游族网络 | 14.07          | 6.08           | 16.62          |
| 光线传媒 | 1.20            | 0.39            | 1.69            | 顺网科技 | 12.59          | 3.85           | 9.89           |
| 华谊兄弟 | 1.18            | 0.51            | 1.38            | 东方财富 | 11.87          | 9.07           | 17.89          |
| 蓝色光标 | 1.13            | 0.24            | 1.21            | 平治信息 | 11.62          | 14.80          | 4.63           |
| 利欧股份 | 1.09            | 0.36            | 0.72            | 三七互娱 | 10.56          | 1.66           | 5.66           |
| 游族网络 | 0.91            | 0.39            | 1.06            | 分众传媒 | 9.32           | 4.99           | 16.38          |
| 凤凰传媒 | 0.90            | 0.27            | 0.78            | 星辉娱乐 | 8.91           | 9.37           | 1.67           |
| 完美世界 | 0.83            | 0.69            | 1.10            | 昆仑万维 | 8.50           | 3.64           | 10.09          |
| 星辉娱乐 | 0.81            | 0.81            | 0.14            | 奥飞娱乐 | 8.40           | 6.12           | 10.77          |
| 视觉中国 | 0.79            | 0.80            | 1.32            | 掌趣科技 | 7.23           | 3.93           | 7.55           |
| 东方明珠 | 0.73            | 0.06            | 0.79            | 完美世界 | 7.03           | 14.24          | 22.47          |
| 奥飞娱乐 | 0.68            | 0.50            | 0.82            | 捷成股份 | 6.91           | 3.91           | 7.38           |
| 中南传媒 | 0.65            | 0.29            | 0.94            | 每日互动 | 6.29           | 0.34           | *              |
| 江苏有线 | 0.63            | 0               | 0.48            | 当代明诚 | 6.06           | 2.58           | 8.01           |
| 华策影视 | 0.61            | 0.05            | 0.73            | 山东出版 | 6.05           | 2.33           | 11.02          |
| 顺网科技 | 0.60            | 0.18            | 0.47            | 蓝色光标 | 5.36           | 1.31           | 7.29           |
| 昆仑万维 | 0.53            | 0.23            | 0.61            | 华谊兄弟 | 5.34           | 2.31           | 6.22           |
| 恺英网络 | 0.47            | 0               | 0.27            | 中信出版 | 4.72           | *              | *              |
| 万达电影 | 0.46            | 0.16            | 0.93            | 中国电影 | 4.71           | 2.63           | 13.92          |
| 中文传媒 | 0.42            | 0.03            | 0.83            | 华策影视 | 4.40           | 0.34           | 5.26           |
| 省广集团 | 0.42            | 0.54            | 0.79            | 新华文轩 | 4.37           | 1.41           | 1.80           |
| 长江传媒 | 0.40            | 0.14            | 0.62            | 上海电影 | 4.32           | 3.15           | 3.67           |



|      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 联络互动 | 0.38 | 0    | 0.24 | 光线传媒 | 4.31 | 1.43 | 6.18 |
| 歌华有线 | 0.32 | 0.12 | 0.38 | 欢瑞世纪 | 4.08 | 3.16 | 5.58 |

资料来源：wind、天风证券研究所；注：因上市时间等原因\*代表数据缺失

## 8. 投资建议及风险提示

从 19H1 中报分析看，传媒大盘整体表现不佳，分化持续，验证我们长期以来的观点，归母净利润正增长公司由 18H1 的 60 家下滑到 19H1 的 46 家，精选标的和赛道的重要性凸显。同时，从传媒持仓看，19Q2 继续处于低配状态，板块悲观因素大多反应在预期之中，积极寻找价值个股与板块边际变化：

### 1) 关注传媒 A 股横向比较的优质板块

a) 互联网板块归母净利润增速、现金流净额均位于各板块首位，优异的表现主要系我们持续推荐和提示的细分龙头【芒果超媒】以及【东方财富】业绩带动，此外持续关注【视觉】环比积极改善。

b) 游戏板块继续维持良好的盈利能力，呈现出了明显的分化，优质公司业绩表现突出：A 股的头部公司如【三七互娱（19H1 归母净利润 YoY28.91%）、完美世界（19H1 归母净利润 YoY30.50%）、吉比特（19H1 归母净利润 YoY38.95%）、游族（预计 19Q3 净利润 YoY54.33%-107.01%）】仍能实现较高增速，下半年重点提示关注现有产品的延续性和新产品上线。

c) 图书出版继续表现出良好的稳定性与防御性，2019H1 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速为 1.3%、3.7%和 12.0%；图书出版板块营收及归母净利润增速绝对值均较低，但板块间横纵向对比看表现较为稳定，其中表现较好的是【中国出版（19H1 归母净利润 YoY167.91%）、凤凰传媒（2019H1 归母净利润 YoY14.10%）、新华文轩（2019H1 归母净利润 YoY29.09%）、新经典（19Q2 归母净利 YoY16.3%）、南方传媒（19Q2 归母净利 YoY30.7%）】等在板块中表现突出，还可以关注 QFII 持仓较多龙头【中南传媒】。

### 2) 政策与主题

a) 可关注不受压制的国企龙头【人民网、新华、浙数】以及体育公司【星辉娱乐（西班牙人若进入欧联杯正赛有望获得高收入弹性）】及美股新上市【万达体育】等。

b) 5G 主题上，关注并购兆能进军智慧家庭及 5G 衍生市场的【平治】以及 5G 云应用标的【顺网】。

c) 广电板块除【新媒（19Q2 归母净利 YoY47.0%，预计三季报 YoY55%-85%）、华数传媒（19H1 归母净利润同比增长 27.7%）】外普遍业绩较为一般，板块延续前期下降趋势，2019H1 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为-8.8%、-6.5%和-7.1%，板块驱动更多来自政策与变化，继续推荐央视旗下融媒体+超高清【中视传媒】、关注华为智慧屏【芒果、新媒】、以及关注有线网络整合【贵广、广电网络、华数、东方明珠】等。

d) 营销板块上半年表现不佳，更重要是寻找边际变化如【蓝标】（公告控股美国上市公司，获得海外融资平台）、【分众】（员工持股落地）、【华扬】（19Q2 归母净利 YoY61.4%）以及大数据【每日互动、极光】。

e) 影视板块表现符合预期，寻找拐点：1) 电影方面，上半年因为票房及项目周期等因素，院线以及制片公司表现不佳，我们提示随着国庆档临近，当下建议积极关注电影板块，包括《攀登者》主发行方【上海电影】，电影渠道【万达电影】、【横店影视】、【中国电影】等，及其他内容参与方关注【光线传媒、猫眼娱乐、北京文化】；2) 电视剧虽然基本面改善还需事件，但悲观因素已在预期，关注 A 股龙头公司【华策、慈文、欢瑞】等开机进展，以及市场政策变化。

**风险提示：**由于经济等原因导致的行业增速下降的风险，资产减值风险，文化内容监管趋严风险，再融资及并购政策收紧风险

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |