

中性 (维持)

传媒行业 2019 年中报业绩综述

风险评级：中风险

行业业绩持续下滑，细分板块出现分化

2019 年 9 月 9 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：罗炜斌

SAC 执业证书编号：

S0340119020010

电话：0769-23320059

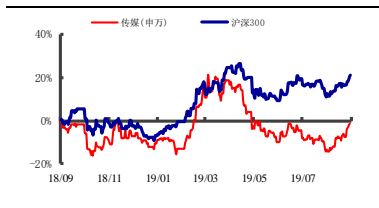
邮箱：

luoweibin@dgzq.com.cn

细分行业评级

互联网游戏	谨慎推荐
电影	中性
整合营销	中性
平面媒体	中性
有线电视	中性

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **行业业绩持续下滑，细分板块出现分化。**行业2019上半年营业收入为1950.97亿元，同比增长2.39%，增速回落了17.98个百分点；归母净利润为203.42亿元，同比下滑23.76%，增速同比回落了34.35个百分点；扣非后归母净利润为164.04亿元，同比下降18.97%，增速同比回落了23.97个百分点，业绩延续下滑的态势。分子板块来看，除互联网游戏、平面媒体上半年业绩出现增长外，电影、整合营销、有线电视三个子板块业绩均出现不同程度下滑。另外，行业二季度营收1029亿元，同比下降0.72%；归母净利润为105.36亿元，同比下降25.04%；扣非后归母净利润为85.03亿元，同比下降23.42%，二季度业绩下滑幅度有所扩大。
- **互联网游戏：行业景气度回升，龙头公司率先受益。**经历了半年版号审核暂停后，2019年初原新闻出版广电总局下发积压的国产游戏版号申请。4月，总局官网重新上线版号申请文件。政策边际改善下，据GPC&IDC数据显示，上半年我国移动游戏市场销售收入770.7亿元，同比增长21.5%，增速同比提升近9个百分点，景气度有所回暖。受此带动，版块上半年营业收入376.90亿元，同比增长14.89%；归母净利润、扣非后归母净利润分别为79.42亿元和68.36亿元，分别同比增长1.81%和0.66%。从板块27家公司的业绩来看，上半年游戏业务营收同比增长的公司有11家；归母净利润、扣非后归母净利润同比增长的公司分别有11家和12家，业绩增长的企业数量少于板块的一半。其中，三七互娱、吉比特等头部公司业绩增速远高于行业平均水平，进一步凸显头部厂商在游戏开发、运营上的先发优势。
- **平面媒体：图书市场持续向好，带动板块平稳增长。**据开卷数据显示，2019上半年图书零售市场码洋规模达到894亿元，同比增长10.82%。受此带动，板块上半年营业收入达到473.13亿元，同比增长1.91%；归母净利润为55.91亿元，同比增长0.66%；扣非后归母净利润为46.31亿元，同比增长12.86%，业绩保持稳定增长。盈利能力方面，受益纸价下行、新书定价走高等影响，板块上半年毛利率同比提升了2.45个百分点至32.01%；净利率、净资产收益率分别同比提升了0.20和0.10个百分点，盈利能力有所增强。
- **投资策略：**整体来看，传媒行业上半年业绩未出现回暖的迹象，预计盈利筑底仍需时间，因此，给予行业中性评级。建议关注三条主线，（1）互联网游戏：板块景气度回升，龙头集中趋势明显。利好具备资金及自研实力的头部厂商，如完美世界（002624）、三七互娱（002555）等。（2）平面媒体：图书市场持续向好，板块业绩稳定增长，具备一定的防御价值，如凤凰传媒（601928）等。（3）细分板块龙头，如手握进口影片发行牌照的中国电影（600977）、生活圈媒体渠道龙头分众传媒（002027）等。
- **风险提示：**宏观经济下行；行业监管趋严；游戏研发及口碑不及预期等。

目 录

1. 行业业绩持续下滑，细分版块出现分化	4
2. 互联网游戏：行业景气度回升，龙头公司率先受益	6
3. 平面媒体：图书市场持续向好，带动板块平稳增长	9
4. 电影：影视寒冬延续，业绩大幅下行	11
5. 整合营销：经济下行拖累行业景气，继续看好生活圈媒体	14
6. 有线电视：业绩继续下行	17
7. 投资策略	19
8. 风险提示	20

插图目录

图 1：2015H1-2019H1 传媒行业营业收入情况	4
图 2：2015H1-2019H1 传媒行业归母净利润情况	4
图 3：2015H1-2019H1 传媒行业扣非后归母净利润情况	5
图 4：2015H1-2019H1 传媒行业毛利率、净利率、净资产收益率情况	5
图 5：2015H1-2019H1 传媒行业期间费用情况	5
图 6：2015H1-2019H1 传媒行业期间费用率情况	5
图 7：2017H1-2019H1 传媒行业商誉情况	5
图 8：2017H1-2019H1 传媒行业商誉占比情况	5
图 9：2015Q2-2019Q2 传媒行业营业收入情况	6
图 10：2015Q2-2019Q2 传媒行业归母净利润情况	6
图 11：2015Q2-2019Q2 传媒行业扣非后归母净利润情况	6
图 12：2015Q2-2019Q2 传媒行业毛利率、净利率、期间费用率情况	6
图 13：2015H1-2019H1 我国移动游戏收入情况	7
图 14：2015H1-2019H1 互联网游戏营业收入情况	7
图 15：2015H1-2019H1 互联网游戏归母净利润情况	7
图 16：2015H1-2019H1 互联网游戏扣非后归母净利润情况	7
图 17：2015H1-2019H1 互联网游戏毛利率、净利率情况	8
图 18：2015H1-2019H1 互联网游戏期间费用情况	8
图 19：2015H1-2019H1 互联网游戏期间费用率情况	8
图 20：2015H1-2019H1 互联网游戏净资产收益率情况	8
图 21：互联网游戏公司业绩增长情况	8
图 22：2015Q2-2019Q2 互联网游戏营业收入情况	9
图 23：2015Q2-2019Q2 互联网游戏归母净利润情况	9
图 24：2015Q2-2019Q2 互联网游戏扣非后归母净利润情况	9
图 25：2015Q2-2019Q 互联网游戏毛利率、净利率、期间费用率情况	9
图 26：我国图书零售市场情况	10
图 27：2015H1-2019H1 平面媒体营业收入情况	10
图 28：2015H1-2019H1 平面媒体归母净利润情况	10
图 29：2015H1-2019H1 平面媒体扣非后归母净利润情况	10
图 30：2015H1-2019H1 平面媒体毛利率、净利率、净资产收益率情况	10
图 31：2015H1-2019H1 平面媒体期间费用率情况	10
图 32：2015Q2-2019Q2 平面媒体营业收入情况	11
图 33：2015Q2-2019Q2 平面媒体归母净利润情况	11
图 34：2015Q2-2019Q2 平面媒体扣非后归母净利润情况	11

图 35 : 2015Q2-2019Q 平面媒体毛利率、净利率、期间费用率情况	11
图 36 : 2015H1-2019H1 电影营业收入情况	12
图 37 : 2015H1-2019H1 电影归母净利润情况	12
图 38 : 2015H1-2019H1 电影扣非后归母净利润情况	12
图 39 : 2015H1-2019H1 电影毛利率、净利率情况	12
图 40 : 2015H1-2019H1 电影期间费用率情况	12
图 41 : 2015H1-2019H1 电影净资产收益率情况	12
图 42 : 2015H1-2019H1 全国电影综合票房情况	13
图 43 : 2015H1-2019H1 全国国产、进口影片票房情况	13
图 44 : 2015H1-2019H1 全国电影市场观影人次情况	13
图 45 : 2015H1-2019H1 全国电影市场平均票价	13
图 46 : 2015Q2-2019Q2 电影营业收入情况	14
图 47 : 2015Q2-2019Q2 电影归母净利润情况	14
图 48 : 2015Q2-2019Q2 电影扣非后归母净利润情况	14
图 49 : 2015Q2-2019Q 电影毛利率、净利率、期间费用率情况	14
图 50 : 2016H1-2019H1 全媒体广告刊例花费情况	15
图 51 : 2015H1-2019H1 营销营业收入情况	15
图 52 : 2015H1-2019H1 营销归母净利润情况	15
图 53 : 2015H1-2019H1 营销扣非后归母净利润情况	15
图 54 : 2015H1-2019H1 营销毛利率、净利率、净资产收益率情况	15
图 55 : 2015H1-2019H1 营销期间费用率情况	15
图 56 : 2015Q2-2019Q2 营销营业收入情况	16
图 57 : 2015Q2-2019Q2 营销归母净利润情况	16
图 58 : 2015Q2-2019Q2 营销扣非后归母净利润情况	16
图 59 : 2015Q2-2019Q 营销毛利率、净利率、期间费用率情况	16
图 60 : 2018-2019 上半年各媒介广告刊例花费情况	17
图 61 : 2015H1-2019H1 有线电视营业收入情况	17
图 62 : 2015H1-2019H1 有线电视归母净利润情况	17
图 63 : 2015H1-2019H1 有线电视扣非后归母净利润情况	18
图 64 : 2015H1-2019H1 有线电视毛利率、净利率情况	18
图 65 : 2015H1-2019H1 有线电视期间费用率情况	18
图 66 : 2015H1-2019H1 有线电视净资产收益率情况	18
图 67 : 2015Q2-2019Q2 有线电视营业收入情况	19
图 68 : 2015Q2-2019Q2 有线电视归母净利润情况	19
图 69 : 2015Q2-2019Q2 有线电视扣非后归母净利润情况	19
图 70 : 2015Q2-2019Q 有线电视毛利率、净利率、期间费用率情况	19

表格目录

表 1 : 重点公司盈利预测及投资评级 (2019/9/6)	19
--------------------------------------	----

1. 行业业绩持续下滑，细分版块出现分化

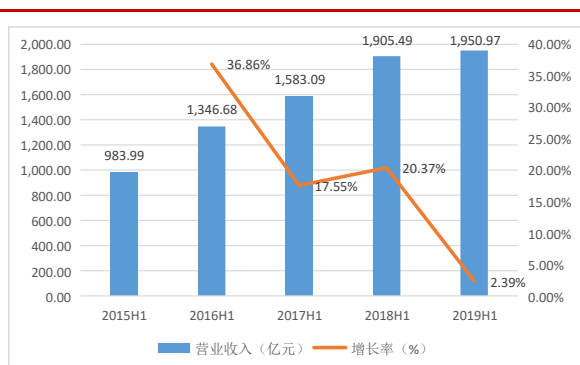
报告选取了 101 家传媒行业的公司进行统计，并将行业划分为五个子版块，分别为互联网游戏、电影、整合营销、平面媒体、有线电视。其中，互联网游戏包括完美世界等 27 家公司；电影包括中国电影等 10 家公司；整合营销包括分众传媒等 29 家公司；平面媒体包括中南传媒等 22 家公司；有线电视包括广电网络等 13 家公司。

业绩延续下滑态势。 营收端方面，传媒行业 2019 上半年营业收入为 1950.97 亿元，同比增长 2.39%，增速回落了 17.98 个百分点。利润端方面，行业上半年归母净利润为 203.42 亿元，同比下滑 23.76%，增速同比回落了 34.35 个百分点；扣非后归母净利润为 164.04 亿元，同比下降 18.97%，增速同比回落了 23.97 个百分点，为近 5 年首次出现负增长。分子板块来看，除互联网游戏、平面媒体上半年业绩出现增长外，电影、整合营销、有线电视三个子板块业绩均出现不同程度下滑。

业绩增速排序方面，各子板块营收增速高低排序依次是互联网游戏 (+14.89%) > 平面媒体 (+1.91%) > 营销 (+1.72%) > 电影 (-1.00%) > 有线电视 (-11.56%)。归母净利润增速高低排序依次是互联网游戏 (+1.81%) > 平面媒体 (+0.66%) > 有线电视 (-6.89%) > 营销 (-45.44%) > 电影 (-72.93%)。扣非后归母净利润增速高低依次排序是平面媒体 (+12.86%) > 互联网游戏 (+0.66%) > 有线电视 (-24.00%) > 营销 (-48.91%) > 电影 (-59.45%)。

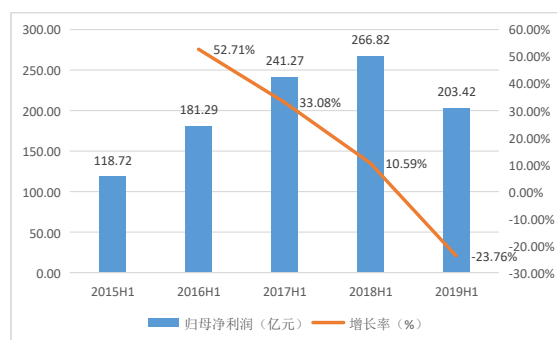
期间费用抬升，拖累行业净利率。 盈利能力方面，行业上半年整体毛利率为 31.62%，同比下滑 0.45 个百分点。期间费用方面，行业上半年期间费用达到 408 亿元，同比大幅增长 13.80%；其中，财务费用、销售费用增幅较大，分别同比增加 29.96% 和 17.38%，管理费用则同比增长 9.73%。受此影响，行业上半年期间费用率达到 20.91%，同比提升了 2.1 个百分点；其中，财务费用率、销售费用率、管理费用率分别同比提升了 0.11、1.31 和 0.68 个百分点。受期间费用大幅抬升拖累，行业上半年净利率同比下滑了 3.83 个百分点至 10.93%；净资产收益率同比下滑了 1.43 个百分点至 4.19%。

图 1：2015H1-2019H1 传媒行业营业收入情况



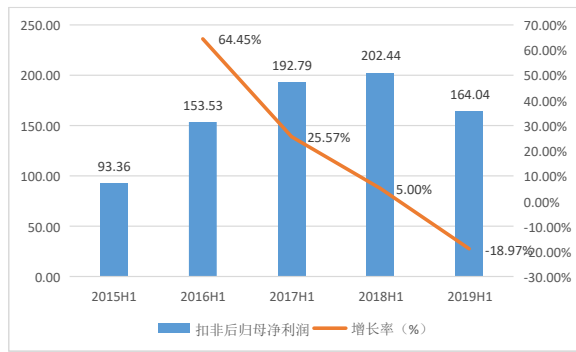
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 2：2015H1-2019H1 传媒行业归母净利润情况



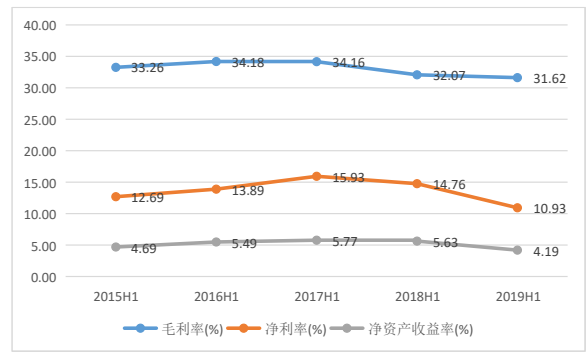
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 3：2015H1-2019H1 传媒行业扣非后归母净利润情况



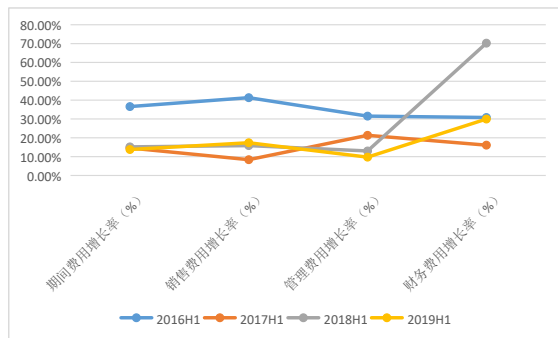
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 4：2015H1-2019H1 传媒行业毛利率、净利率、净资产收益率情况



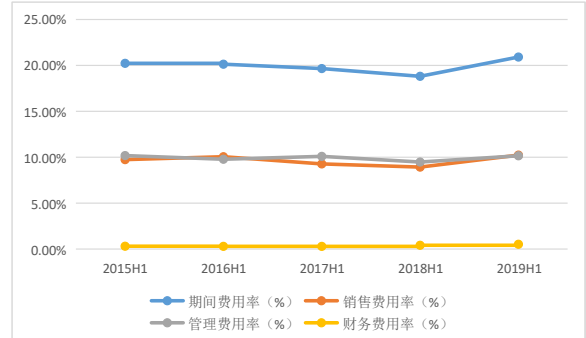
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 5：2015H1-2019H1 传媒行业期间费用情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

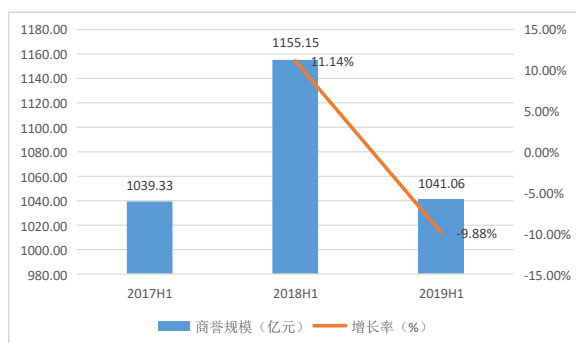
图 6：2015H1-2019H1 传媒行业期间费用率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

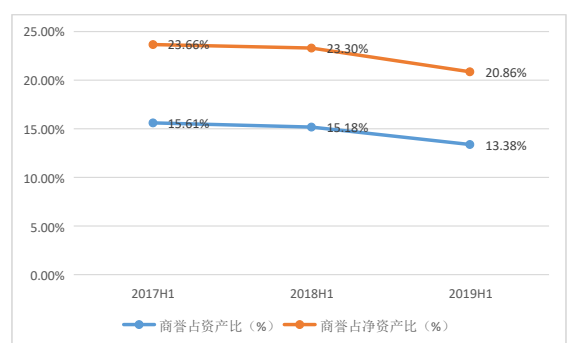
商誉风险逐步释放。上半年行业商誉规模为 1041.06 亿元，同比大幅下降 9.88%；商誉占总资产、商誉占净资产比分别为 13.38%和 20.86%，分别同比下降了 1.79 和 2.44 个百分点，商誉风险得到有效控制。我们认为主要有两个原因：（1）在政策进一步收紧下，上半年行业并购行为逐步回归理性，并购事件、金额均大幅减少。2019H1 发生并购事件 85 项，上年同期为 172 项；涉及并购金额 71.37 亿元，上年同期为 328 亿元；（2）2018 年底行业集中计提商誉减值 264.13 亿元，前期已释放部分商誉风险。

图 7：2017H1-2019H1 传媒行业商誉情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

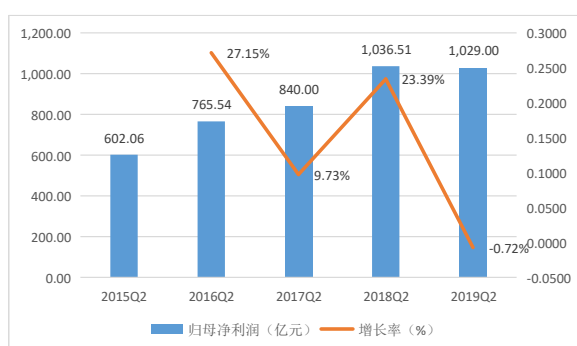
图 8：2017H1-2019H1 传媒行业商誉占比情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

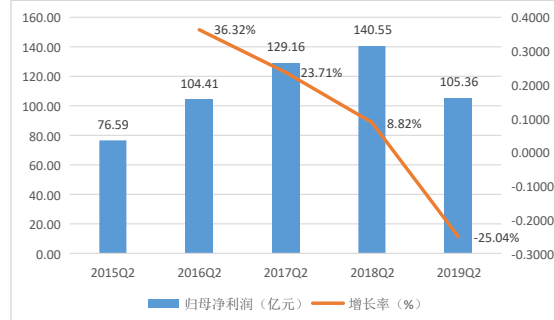
2019Q2，行业整体营收为 1029.00 亿元，同比下降 0.72%，增速回落了 24.11 个百分点。利润端方面，行业二季度归母净利润为 105.36 亿元，同比下降 25.04%，增速同比回落了 33.86 个百分点；扣非后归母净利润为 85.03 亿元，同比下降 23.42%，增速同比回落了 24.27 个百分点。盈利能力方面，行业二季度毛利率为 31.64%，同比回升了 0.26 个百分点。期间费用方面，行业二季度期间费用率达到 20.65%，同比提升 2.49 个百分点，受此拖累，二季度净利率同比下降了 3.47 个百分点至 10.78%。总体来看，行业二季度业绩下滑幅度有所扩大。

图 9：2015Q2-2019Q2 传媒行业营业收入情况



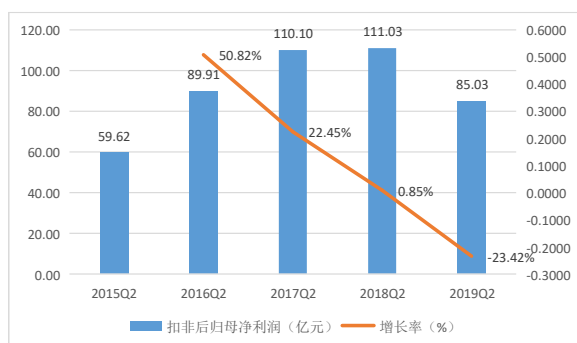
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 10：2015Q2-2019Q2 传媒行业归母净利润情况



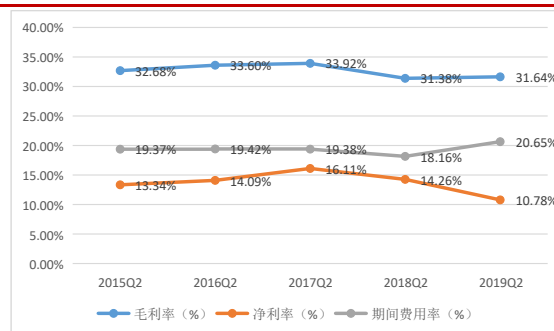
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 11：2015Q2-2019Q2 传媒行业扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 12：2015Q2-2019Q2 传媒行业毛利率、净利率、期间费用率情况



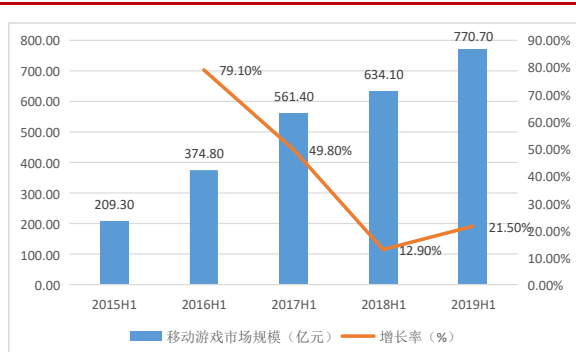
数据来源：wind，东莞证券研究所

2. 互联网游戏：行业景气度回升，龙头公司率先受益

版号审核正常化，行业增速重回正轨。经历半年版号暂停审核后，2019 年初原新闻出版广电总局开始下发积压的国产游戏版号申请。4 月，总局官网重新上线版号申请文件，被视为版号申请回归正常化的举措。申请重新开放后，游戏供给有所增加，多款游戏集中上线并实现流量变现。在政策边际改善下，据 GPC&IDC 数据显示，上半年我国移动游戏市场实际销售收入 770.7 亿元，同比增长 21.5%，增速同比提升近 9 个百分点，景气

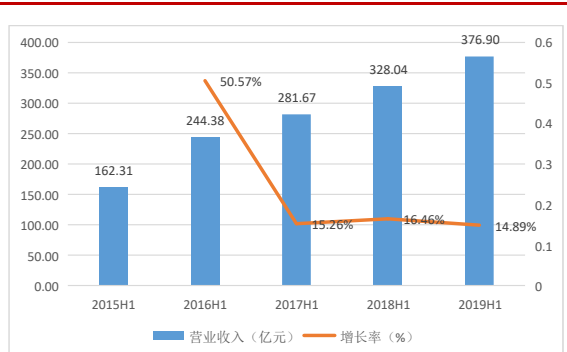
度有所回暖。受此带动，互联网游戏子板块上半年营业收入 376.90 亿元，同比增长 14.89%；归母净利润、扣非后归母净利润分别为 79.42 亿元和 68.36 亿元，分别同比增长 1.81%和 0.66%，利润端增速明显低于营收端。

图 13：2015H1-2019H1 我国移动游戏收入情况



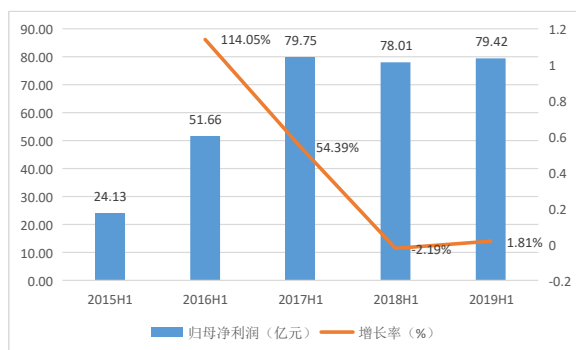
数据来源：GPC&IDC，东莞证券研究所

图 14：2015H1-2019H1 互联网游戏营业收入情况



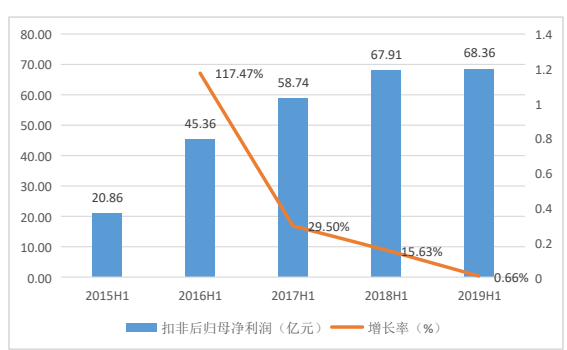
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 15：2015H1-2019H1 互联网游戏归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

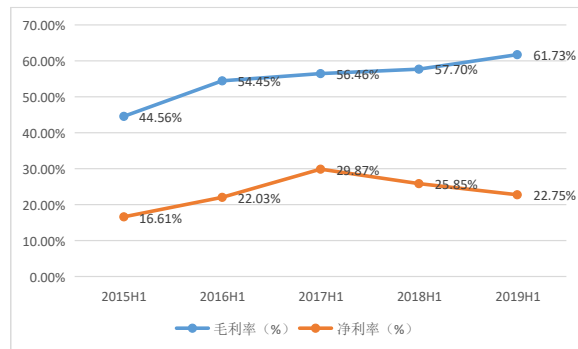
图 16：2015H1-2019H1 互联网游戏扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

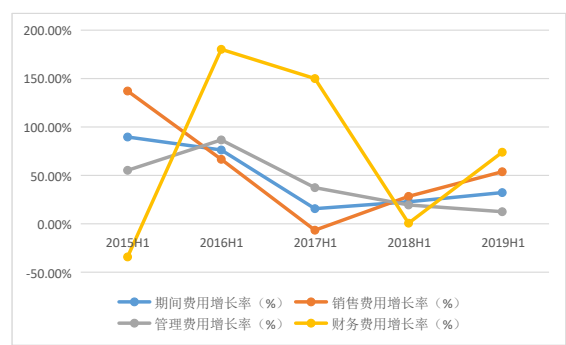
销售费用激增拖累行业盈利能力。受益板块景气度的回升，游戏板块上半年毛利率达到 61.73%，同比提升 4.03 个百分点。期间费用方面，板块上半年期间费用达到 151.79 亿元，同比大幅增加 32.23%；其中，销售费用、管理费用、财务费用分别为 78.46 亿元、68.81 亿元和 4.52 亿元，分别同比增长 53.77%、12.50%和 73.94%。受此影响，板块上半年期间费用率达到了 40.27%，同比提升了 5.28 个百分点；销售费用率、财务费用率分别为 20.82%和 1.20%，分别同比提升了 5.26 和 0.41 个百分点，管理费用率则下滑了 0.39 个百分点至 18.26%。在期间费用率的拖累下，板块净利率同比下滑了 3.10 个百分点至 22.75%；净资产收益率则同比下滑了 0.11 个百分点至 6.41%。

图 17：2015H1-2019H1 互联网游戏毛利率、净利率情况



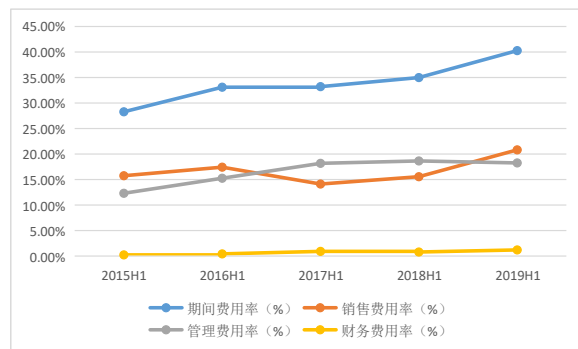
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 18：2015H1-2019H1 互联网游戏期间费用情况



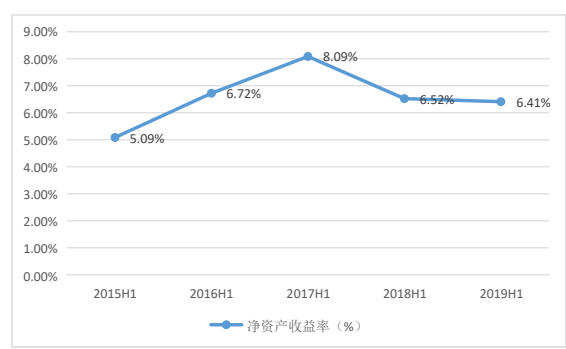
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 19：2015H1-2019H1 互联网游戏期间费用率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

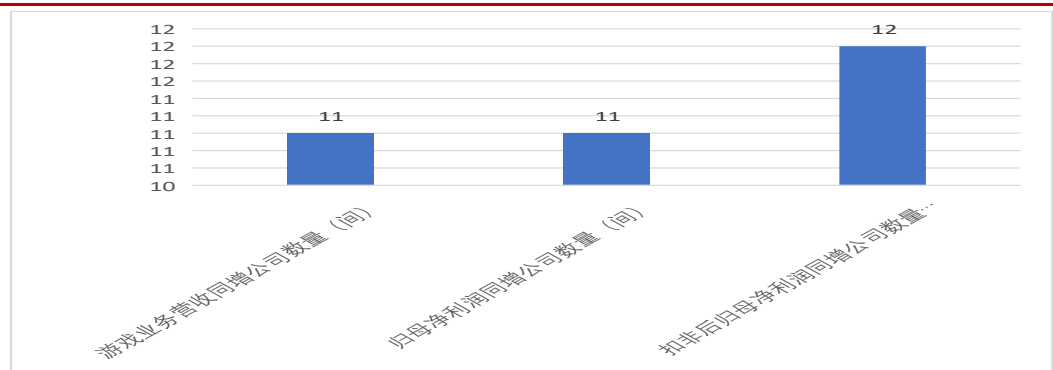
图 20：2015H1-2019H1 互联网游戏净资产收益率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

个股业绩分化，龙头集中趋势明显。从统计的数据来看，游戏板块 27 家公司当中，上半年游戏业务营收同比增长的公司有 11 家；归母净利润、扣非后归母净利润实现同比增长的公司分别有 11 家和 12 家，业绩增长的企业数量少于板块公司的一半。具体来看，三七互娱、吉比特等头部公司业绩增速远高于行业平均水平，上半年游戏业务营收分别同比增长 97.68%和 37.70%，为驱动板块增长的主要动力，进一步凸显头部厂商在游戏开发及运营上的先发优势。

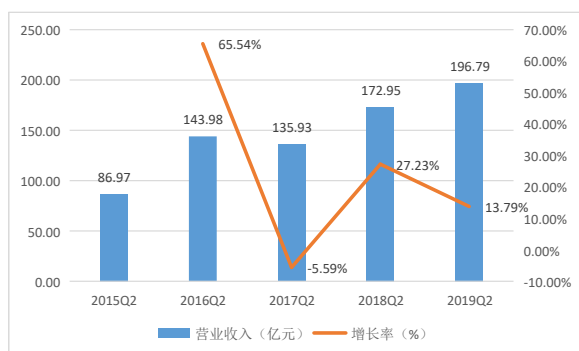
图 21：互联网游戏公司业绩增长情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

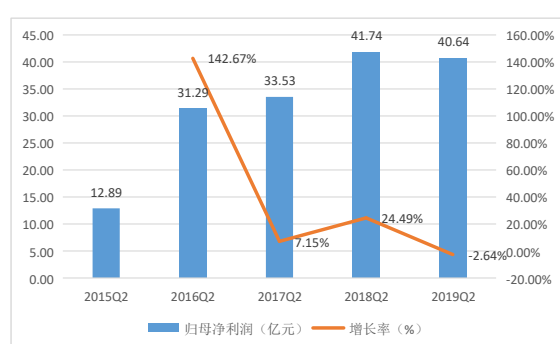
2019Q2，板块整体营收为 196.79 亿元，同比上升 13.79%，增速回落了 13.44 个百分点。利润端方面，板块二季度归母净利润为 40.64 亿元，同比下降 2.64%，增速同比回落了 27.13 个百分点；扣非后归母净利润为 33.83 亿元，同比下降 3.95%，增速同比回落了 36.01 个百分点。盈利能力方面，板块二季度毛利率为 61.65%，同比回升了 7.2 个百分点。期间费用方面，行业二季度期间费用率达到 39.53%，同比提升 6.17 个百分点，受此拖累，二季度净利率同比下降了 3.87 个百分点至 22.06%。总体来看，由于期间费用同比大幅增长，板块二季度盈利能力有所下滑。

图 22：2015Q2-2019Q2 互联网游戏营业收入情况



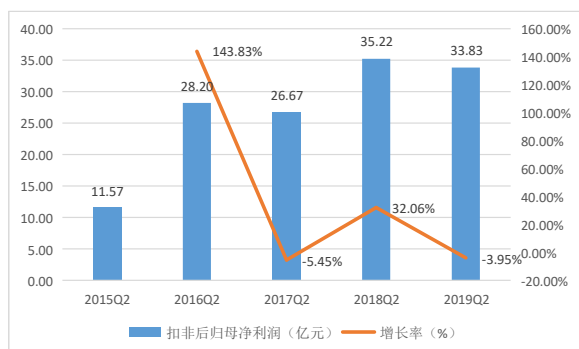
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 23：2015Q2-2019Q2 互联网游戏归母净利润情况



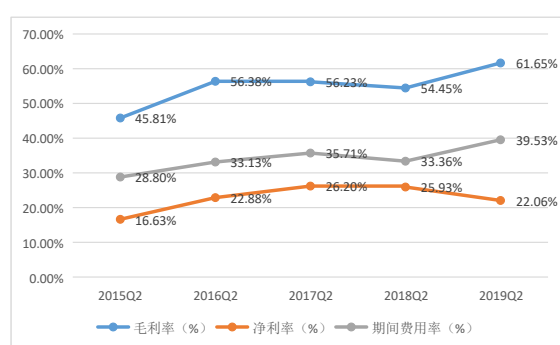
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 24：2015Q2-2019Q2 互联网游戏扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 25：2015Q2-2019Q2 互联网游戏毛利率、净利率、期间费用率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

3. 平面媒体：图书市场持续向好，带动板块平稳增长

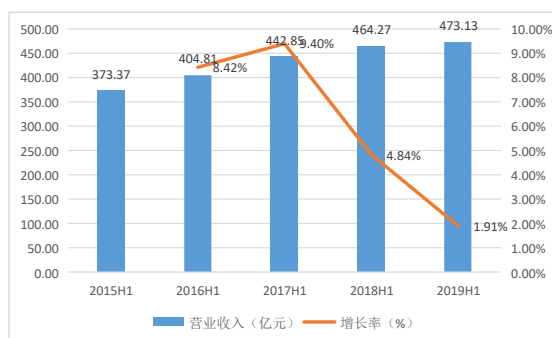
图书市场向好，板块业绩稳增。据开卷数据显示，2019 上半年图书零售市场码洋规模达到 894 亿元，同比增长 10.82%。受此带动，板块上半年营业收入达到 473.13 亿元，同比增长 1.91%，增速同比回落了 2.93 个百分点；归母净利润为 55.91 亿，同比增长 0.66%，增速同比回升了 0.94 个百分点；扣非后归母净利润为 46.31 亿元，同比增长 12.86%，增速同比回升了 17.34 个百分点，业绩保持稳定增长。

图 26：我国图书零售市场情况



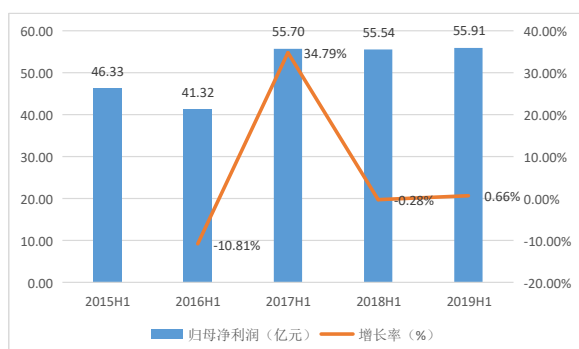
数据来源：开卷信息，东莞证券研究所

图 27：2015H1-2019H1 平面媒体营业收入情况



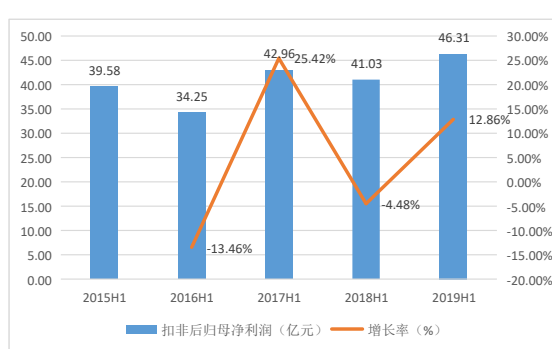
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 28：2015H1-2019H1 平面媒体归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

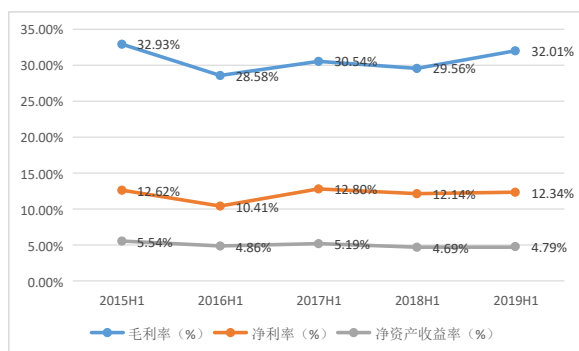
图 29：2015H1-2019H1 平面媒体扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

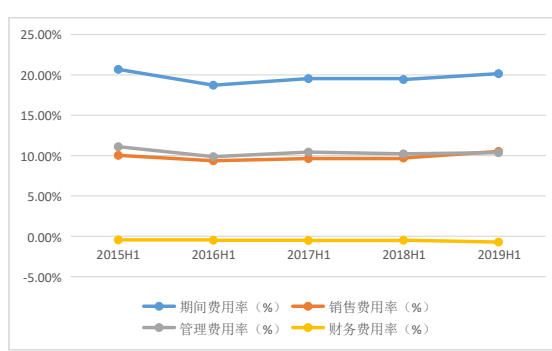
盈利能力转强。受益纸价下行、新书定价走高等影响，板块上半年毛利率同比提升了 2.45 个百分点至 32.01%；净利率、净资产收益率分别同比提升了 0.20 和 0.10 个百分点，盈利能力有所增强。期间费用方面，板块上半年期间费用率为 20.16%，同比提升了 0.73 个百分点；其中，销售费用率、管理费用率分别同比提升了 0.81 和 0.14 个百分点，财务费用率则同比下降了 0.14 个百分点，期间费用总体可控。

图 30：2015H1-2019H1 平面媒体毛利率、净利率、净资产收益率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

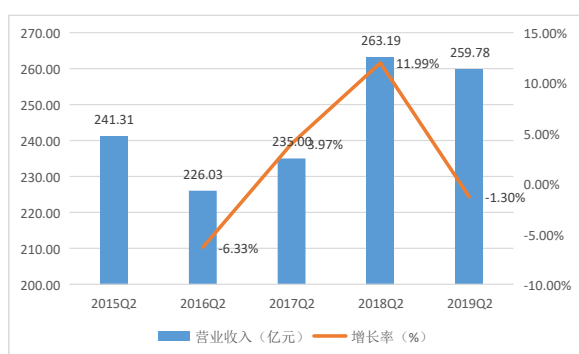
图 31：2015H1-2019H1 平面媒体期间费用率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

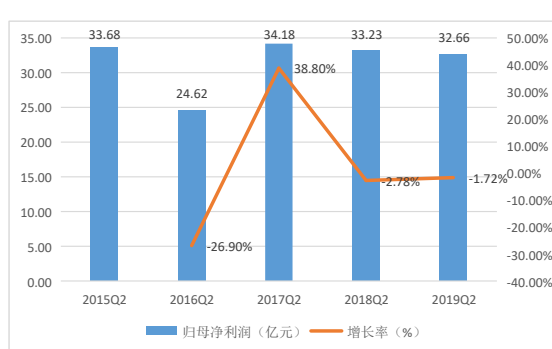
2019Q2，板块整体营收为 259.78 亿元，同比下降 1.30%，增速回落了 13.29 个百分点。利润端方面，板块二季度归母净利润为 32.66 亿元，同比下降 1.72%，增速同比回升了 1.06 个百分点；扣非后归母净利润为 28.06 亿元，同比上升 9.44%，增速同比回升了 20.87 个百分点。盈利能力方面，板块二季度毛利率为 32.44%，同比回升了 2.91 个百分点。受此带动，板块二季度净利润同比提升了 0.42 个百分点至 13.34%。期间费用方面，行业二季度期间费用率为 19.69%，同比提升了 0.93 个百分点。总体来看，板块二季度盈利能力有所转强。

图 32：2015Q2-2019Q2 平面媒体营业收入情况



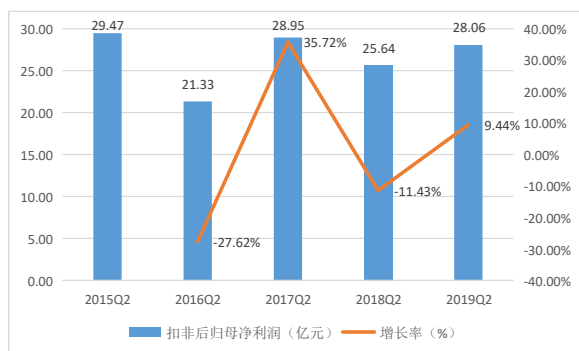
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 33：2015Q2-2019Q2 平面媒体归母净利润情况



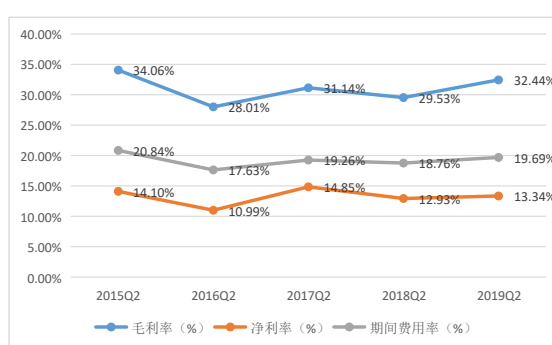
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 34：2015Q2-2019Q2 平面媒体扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 35：2015Q2-2019Q2 平面媒体毛利率、净利率、期间费用率情况



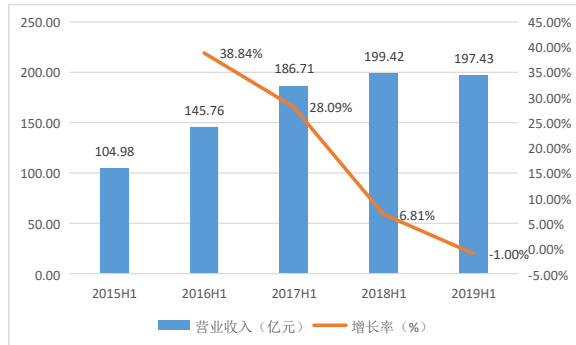
数据来源：wind，东莞证券研究所

4. 电影：影视寒冬延续，业绩大幅下行

上半年业绩大幅下滑。电影板块上半年营业收入为 197.43 亿元，同比下降 1.00%，增速同比回落了 7.81 个百分点；归母净利润为 12.08 亿元，同比下降 72.93%，增速同比下滑了 113.29 个百分点；扣非后归母净利润为 9.61 亿元，同比下降 59.45%，增速同比下滑了 70.96 个百分点。盈利能力方面，板块上半年毛利率为 24.59%，同比下滑了 8.12 个百分点；净利率为 6.14%，同比下滑了 8.12 个百分点；净资产收益率同比下滑了 5.35

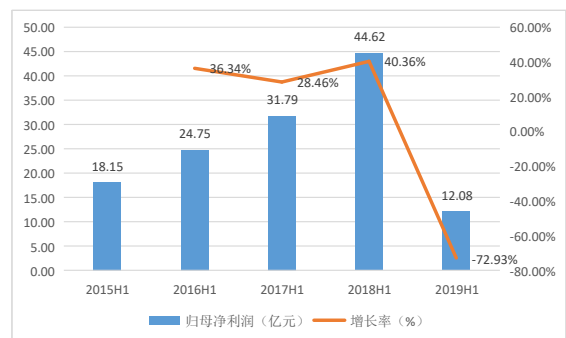
个百分点至 1.81%。期间费用方面，期间费用率达到 15.69%，同比上升了 0.76 个百分点。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.98%、8.00%和 1.72%。总体来看，板块业绩下滑幅度较大，盈利能力有所转弱。

图 36：2015H1-2019H1 电影营业收入情况



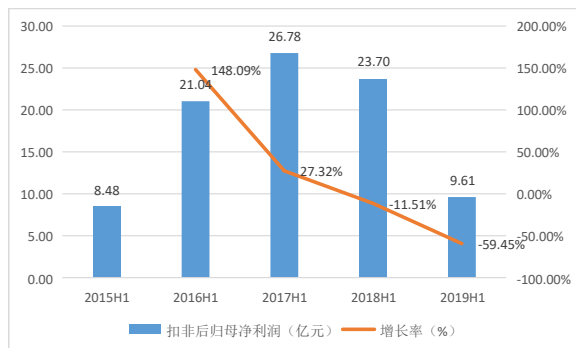
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 37：2015H1-2019H1 电影归母净利润情况



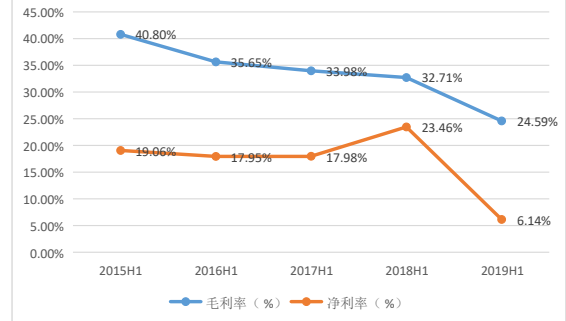
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 38：2015H1-2019H1 电影扣非后归母净利润情况



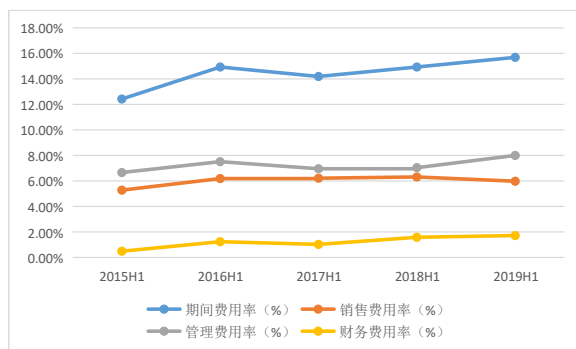
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 39：2015H1-2019H1 电影毛利率、净利率情况



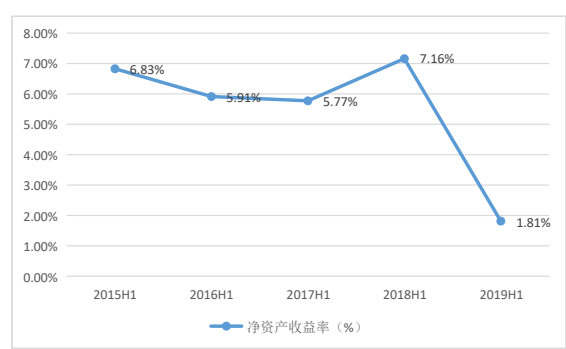
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 40：2015H1-2019H1 电影期间费用率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 41：2015H1-2019H1 电影净资产收益率情况

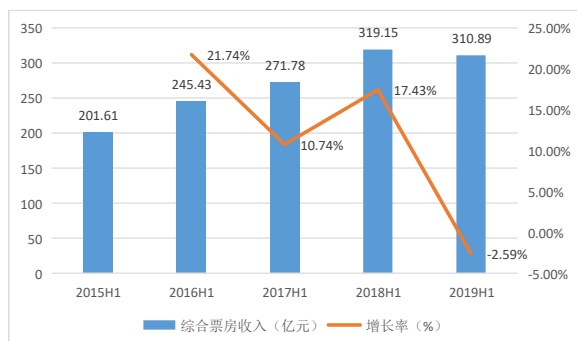


数据来源：wind，东莞证券研究所

电影市场疲弱拖累板块景气。据灯塔数据显示，2019 上半年国内电影市场综合票房为 310.89 亿元，同比下降 2.59%，增速同比回落了 20.02 个百分点，为近 5 年首次出现票

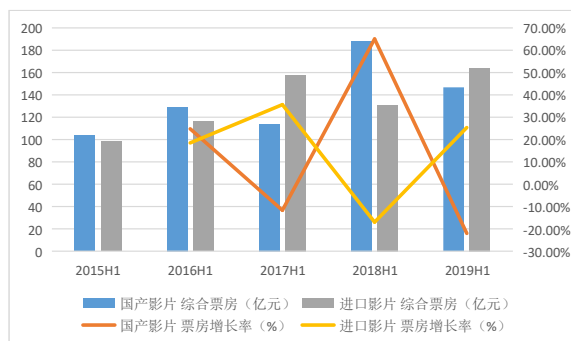
票房增长。其中，上半年国产影片票房收入 146.76 亿元，同比下降 22.03%；进口影片票房达到 164.13 亿元，同比增长 25.37%，进口影片整体表现好于国产影片。观影人次方面，上半年观影人次为 8.09 亿人次，同比下降 10.21%。上半年电影市场的疲弱在一定程度上是受优质内容缺乏、票价上涨（YoY: +8.49%）等因素所影响。

图 42：2015H1-2019H1 全国电影综合票房情况



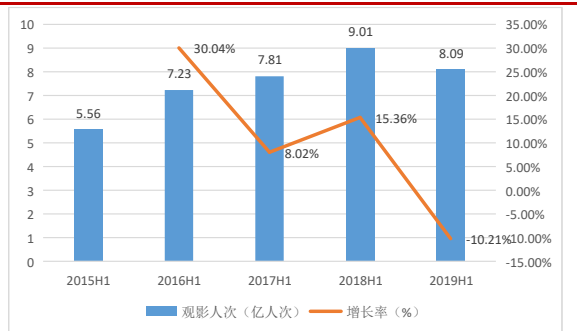
数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

图 43：2015H1-2019H1 全国国产、进口影片票房情况



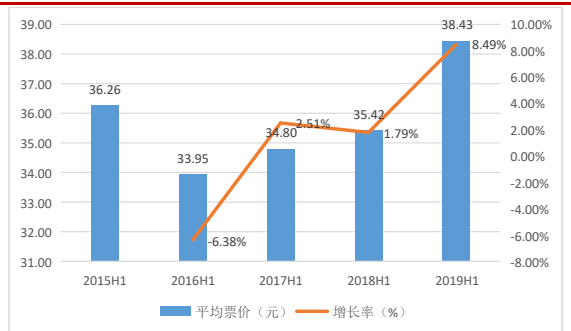
数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

图 44：2015H1-2019H1 全国电影市场观影人次情况



数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

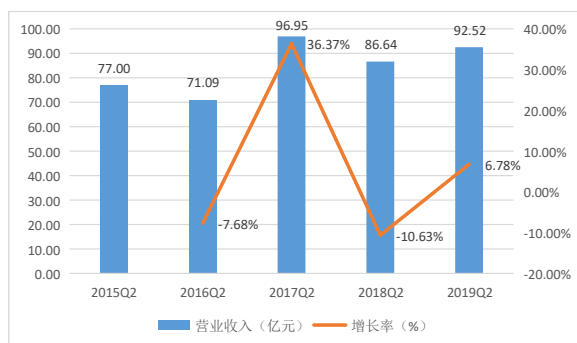
图 45：2015H1-2019H1 全国电影市场平均票价



数据来源：灯塔数据，东莞证券研究所

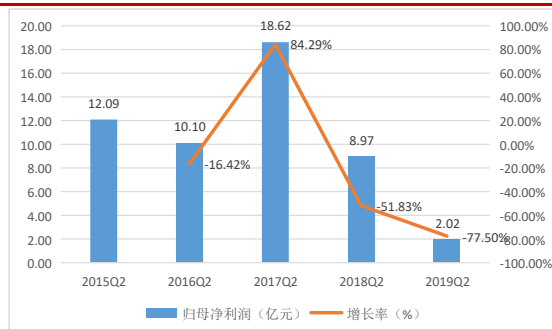
2019Q2，板块整体营收为 92.52 亿元，同比增长 6.78%，增速回升了 17.41 个百分点。利润端方面，板块二季度归母净利润为 2.02 亿元，同比下降 77.50%，增速同比回落了 25.67 个百分点；扣非后归母净利润为 0.79 亿元，同比下降 89.88%，增速同比回落了 40.16 个百分点。利润端增速明显低于营收端，主要因为板块二季度营业成本同比上升 16.51%至 71.11 亿元。盈利能力方面，板块二季度毛利率为 23.14%，同比下滑了 6.42 个百分点，拖累了板块净利率同比下滑 9.06 个百分点至 2.27%。期间费用方面，行业二季度期间费用率为 17.59%，同比提升了 1.39 个百分点。其中，管理费用率、财务费用率分别同比提升了 1.00 和 0.44 个百分点；销售费用率与 2018Q2 基本持平。总体来看，板块二季度业绩下滑幅度有所扩大。

图 46：2015Q2-2019Q2 电影营业收入情况



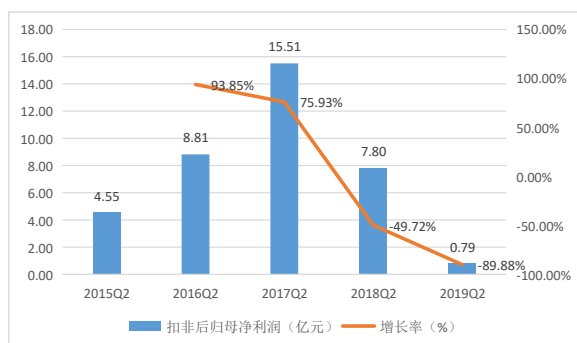
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 47：2015Q2-2019Q2 电影归母净利润情况



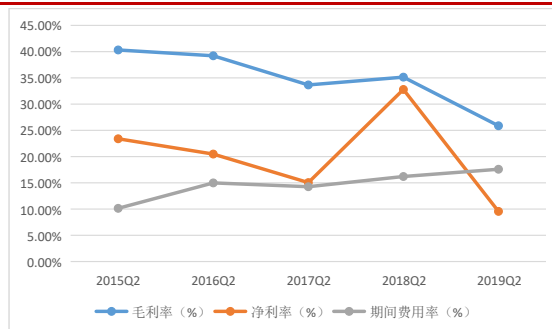
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 48：2015Q2-2019Q2 电影扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 49：2015Q2-2019Q2 电影毛利率、净利率、期间费用率情况

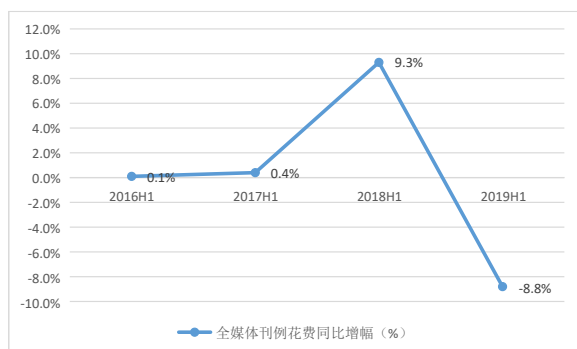


数据来源：wind，东莞证券研究所

5. 整合营销：经济下行拖累行业景气，继续看好生活圈媒体

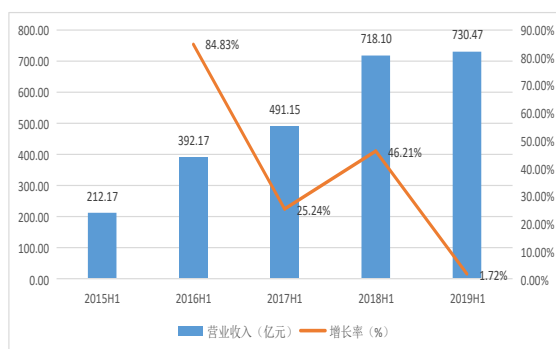
上半年板块业绩大幅下滑。受宏观经济下行影响，据 CTR 数据显示，上半年国内全媒体广告市场刊例花费同比下降了 8.8%，景气度再次遇冷。受此拖累，营销板块上半年营业收入为 730.47 亿元，同比增长 1.72%，增速同比下滑 44.49 个百分点；归母净利润为 37.55 亿元，同比下降 45.44%，增速同比回落了 82.73 个百分点；扣非后归母净利润为 27.24 亿元，同比下降 48.91%，增速同比回落了 74.45 个百分点。若剔除分众传媒，板块上半年营收同比增长 4.1%；归母净利润、扣非后归母净利润分别下滑 15.8%、6.8%，业绩下滑幅度有所收窄。

图 50：2016H1-2019H1 全媒体广告刊例花费情况



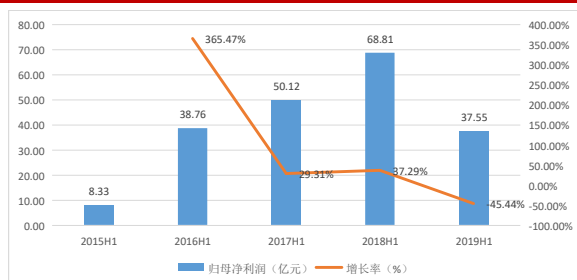
数据来源：CTR，东莞证券研究所

图 51：2015H1-2019H1 营销营业收入情况



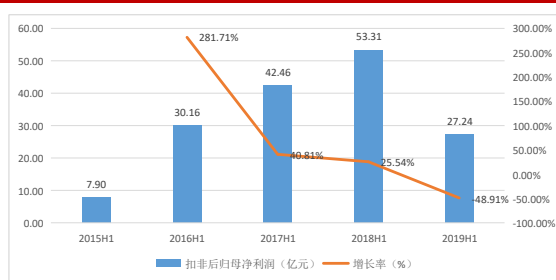
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 52：2015H1-2019H1 营销归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

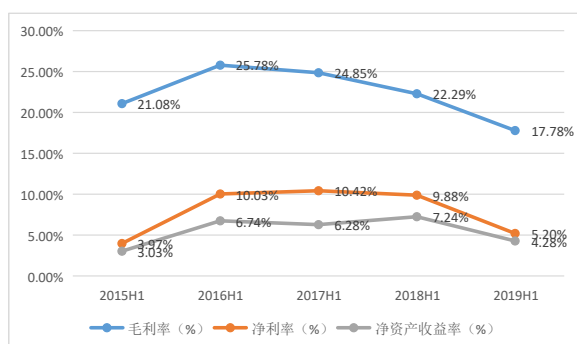
图 53：2015H1-2019H1 营销扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

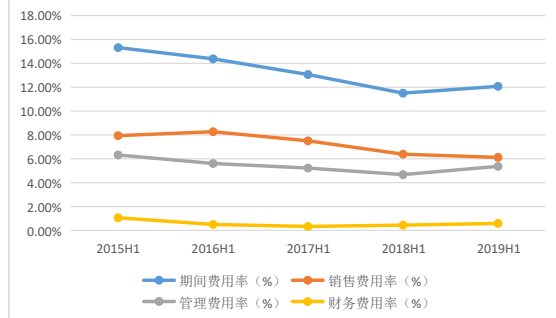
盈利能力转弱。板块上半年毛利率为 17.78%，同比下滑了 4.5 个百分点；净利率为 5.2%，同比下降了 4.68 个百分点；净资产收益率为 4.28%，同比下滑了 2.97 个百分点。期间费用方面，板块上半年期间费用率为 12.07%，同比提升了 0.57 个百分点。其中，管理费用率、财务费用率分别为 5.37%和 0.59%，分别同比提升了 0.69 和 0.14 个百分点；销售费用率同比下滑了 0.27 个百分点至 6.12%。

图 54：2015H1-2019H1 营销毛利率、净利率、净资产收益率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 55：2015H1-2019H1 营销期间费用率情况

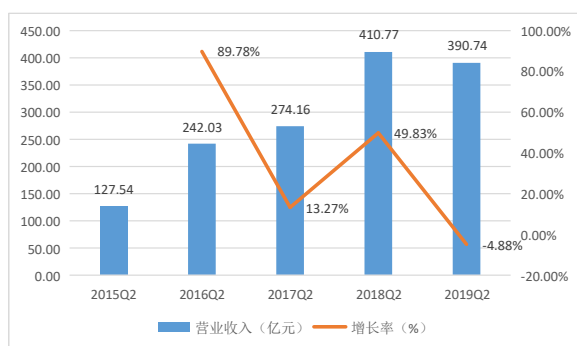


数据来源：wind，东莞证券研究所

2019Q2，板块整体营收为 390.74 亿元，同比下降 4.88%，增速回落了 54.71 个百分点。

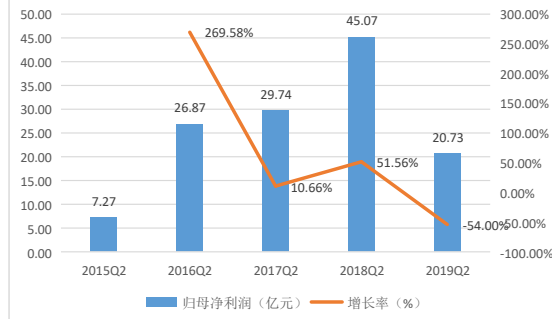
利润端方面，板块二季度归母净利润为 20.73 亿元，同比下降 54.00%，增速同比回落了 105.56 个百分点；扣非后归母净利润为 15.08 亿元，同比下降 53.39%，增速同比回落了 73.57 个百分点。盈利能力方面，板块二季度毛利率为 32.44%，同比回升了 2.91 个百分点。受此带动，板块二季度净利润同比提升了 0.42 个百分点至 13.34%。期间费用方面，行业二季度期间费用率为 19.69%，同比提升了 0.93 个百分点。总体来看，板块二季度业绩下滑幅度有所扩大。

图 56：2015Q2-2019Q2 营销营业收入情况



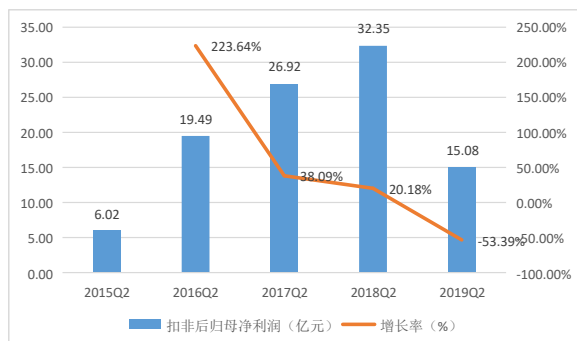
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 57：2015Q2-2019Q2 营销归母净利润情况



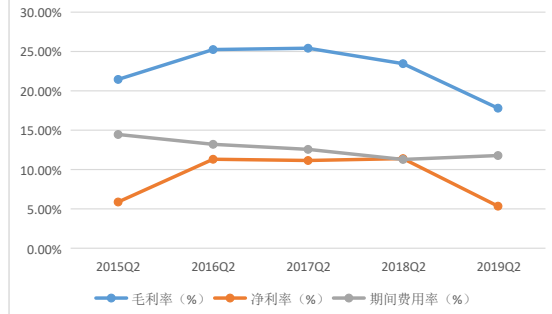
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 58：2015Q2-2019Q2 营销扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

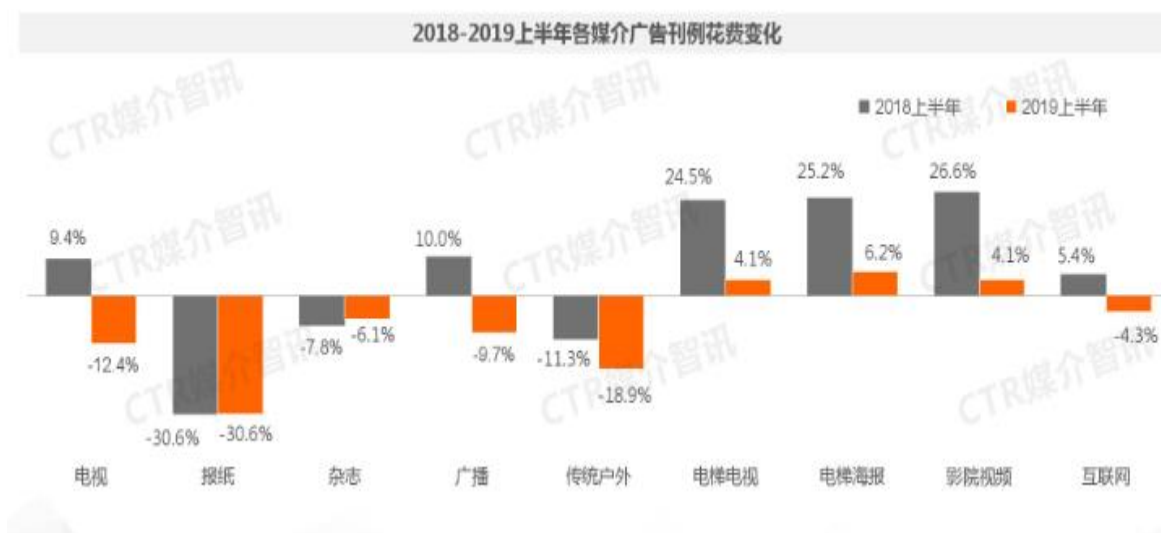
图 59：2015Q2-2019Q 营销毛利率、净利率、期间费用率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

继续看好生活圈媒体。在行业景气整体下坡的情况下，据 CTR 数据显示，上半年仅生活圈媒体的广告刊例花费逆势上涨，电梯海报、电梯电视、影院视频刊例花费分别同比增长 6.2%、4.1%和 4.1%，渠道景气度明显好于传统及互联网等广告渠道。我们认为这主要与生活圈媒体的渠道特征相关：（1）占据线下巨大主流消费人群入口；（2）低干扰、高触达，营销价值能持续获得广告主认可。立足中长期，我们继续看好生活圈媒体，主要基于生活圈媒体独特的渠道优势这一逻辑，后期建议持续关注宏观经济的走势及广告主的需求变化。预计在经济出现回暖后，生活圈增长有望领先传统渠道重回正轨。

图 60：2018-2019 上半年各媒介广告刊例花费情况



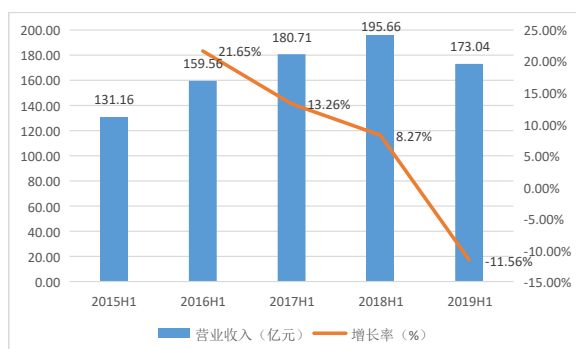
数据来源：CTR，东莞证券研究所

6. 有线电视：业绩继续下行

上半年业绩继续下滑。有线电视板块上半年营业收入为 173.04 亿元，同比下降 11.56%，增速同比回落了 19.83 个百分点；归母净利润为 18.47 亿元，同比下降 6.89%，增速同比回升了 10.13 个百分点；扣非后归母净利润为 12.53 亿元，同比下降 24%，增速同比回升了 0.57 个百分点。总体来看，业绩整体处于下行通道。

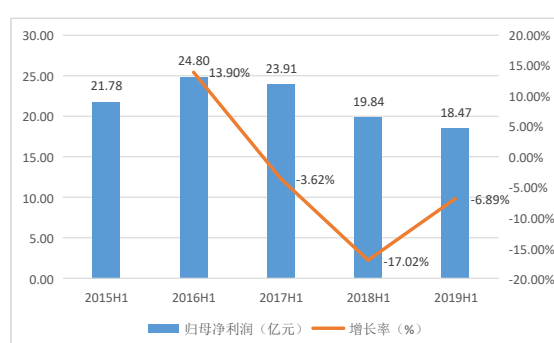
盈利能力转弱。板块上半年毛利率为 31.37%，同比提升 1.08 个百分点。期间费用方面，板块上半年期间费用率为 24.09%，同比提升了 3.05 个百分点。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 8.62%、14.65% 和 0.82%，分别同比提升了 0.66、2.18 和 0.21 个百分点。受期间费用抬升拖累，板块上半年净利率同比下滑了 0.45 个百分点至 10.98%；净资产收益率同比下滑了 0.47 个百分点至 2.05%。

图 61：2015H1-2019H1 有线电视营业收入情况



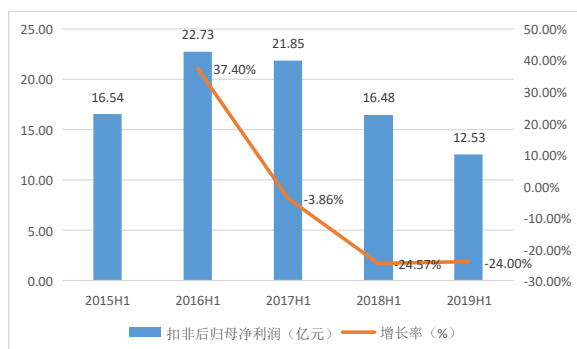
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 62：2015H1-2019H1 有线电视归母净利润情况



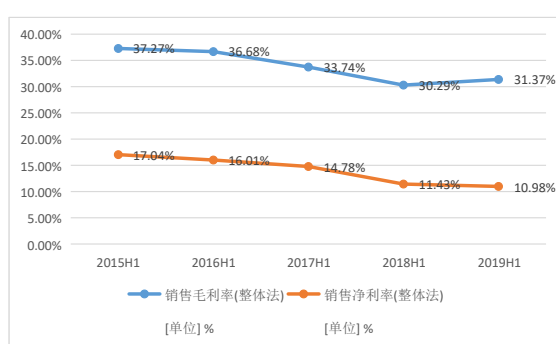
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 63: 2015H1-2019H1 有线电视扣非后归母净利润情况



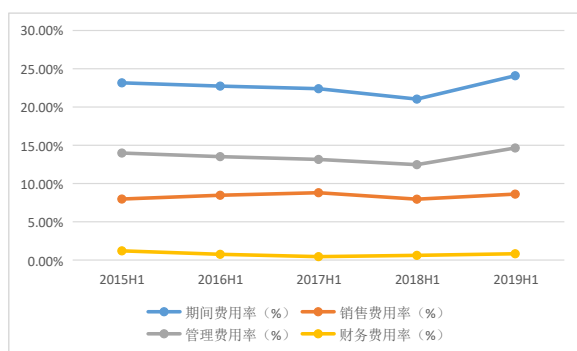
数据来源: wind, 东莞证券研究所

图 64: 2015H1-2019H1 有线电视毛利率、净利率情况



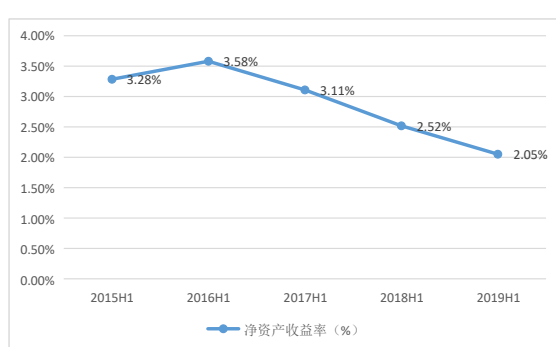
数据来源: wind, 东莞证券研究所

图 65: 2015H1-2019H1 有线电视期间费用率情况



数据来源: wind, 东莞证券研究所

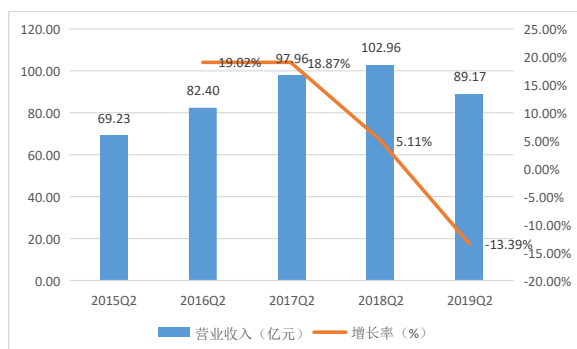
图 66: 2015H1-2019H1 有线电视净资产收益率情况



数据来源: wind, 东莞证券研究所

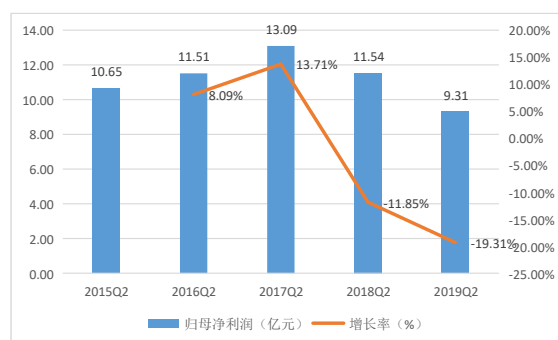
2019Q2, 板块整体营收为 89.17 亿元, 同比下降 13.39%, 增速回落了 18.50 个百分点。利润端方面, 板块二季度归母净利润为 9.31 亿元, 同比下降 19.31%, 增速同比回落了 7.46 个百分点; 扣非后归母净利润为 7.27 亿元, 同比下降 27.43%, 增速同比回落了 10.57 个百分点。盈利能力方面, 板块二季度毛利率为 32.52%, 同比回升了 2.00 个百分点。期间费用方面, 行业二季度期间费用率达到 23.82%, 同比提升了 3.65 个百分点。其中, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比提升了 1.06、2.34 和 0.24 个百分点。受此拖累, 板块二季度净利率同比下滑了 0.85 个百分点至 11.13%。总体来看, 板块二季度业绩下滑幅度有所扩大。

图 67：2015Q2-2019Q2 有线电视营业收入情况



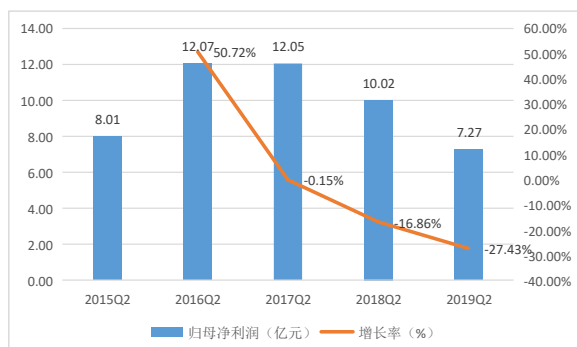
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 68：2015Q2-2019Q2 有线电视归母净利润情况



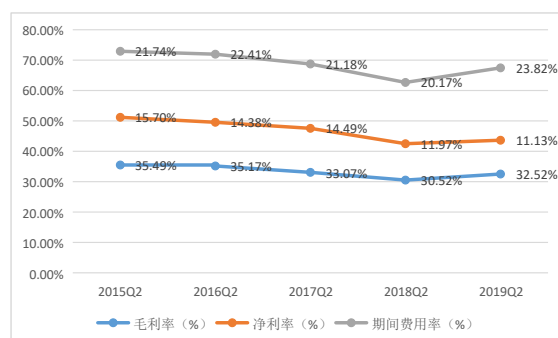
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 69：2015Q2-2019Q2 有线电视扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 70：2015Q2-2019Q2 有线电视毛利率、净利率、期间费用率情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

7. 投资策略

整体来看，传媒行业上半年业绩未出现回暖的迹象，预计盈利筑底仍需时间，因此，给予行业中性评级。建议关注三条主线，（1）互联网游戏：板块景气度回升，龙头集中趋势明显。利好具备资金及自研实力的头部厂商，如完美世界（002624）、三七互娱（002555）等。（2）平面媒体：图书市场持续向好，板块业绩稳定增长，具备一定的防御价值，如凤凰传媒（601928）等。（3）细分板块龙头，如手握进口影片发行牌照的中国电影（600977）、生活圈媒体渠道龙头分众传媒（002027）等。

表 1：重点公司盈利预测及投资评级（2019/9/6）

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级变动
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
002555	三七互娱	18.28	0.47	0.94	1.11	19.89	19.45	16.41	谨慎推荐	首次
002624	完美世界	28.60	1.30	1.63	1.84	18.26	14.50	12.87	谨慎推荐	维持
601928	凤凰传媒	8.77	0.52	0.61	0.68	15.25	14.32	12.89	谨慎推荐	首次
600977	中国电影	15.00	0.80	0.76	0.80	23.00	24.00	23.00	谨慎推荐	维持
002027	分众传媒	5.50	0.40	0.18	0.26	13.21	30.76	21.36	谨慎推荐	维持

资料来源：wind，东莞证券研究所

8. 风险提示

宏观经济下行；行业监管趋严；游戏研发及口碑不及预期等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn