

日期：2019年9月17日

行业：传媒



分析师：胡纯青

Tel:021-53686150

E-mail:huchunqing@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518110001

整体业绩承压，出版稳健，游戏回暖

——2019年传媒行业中报总结

■ 主要观点：

行业收入微增，净利润下滑，整体业绩仍处于调整期

上半年，整个传媒板块实现收入 2272.18 亿元，同比微增 1.13%；实现归母净利润 235 亿元，同比减少 23.19%。部分子版块如影视、营销出现呈板块性的业绩整体大幅下挫的现象，传媒板块基本面目前仍处于阶段性调整阶段。2019H1 传媒行业整体净利率为 13.87%，同比下滑 3.4 个百分点，导致行业净利率下滑的原因包括：1、行业整体毛利率小幅下滑 0.95 个百分点至 32.28%；2、期间费用率同比较大大幅度增长 2.3 个百分点至 21.03%，也是造成净利率下滑的主因；3、投资收益减少、资产减值损失增加等非经常性损益的变化。板块经营活动现金流有明显改善，应收账款周转率趋稳，商誉减值压力较前期已大幅度释放。

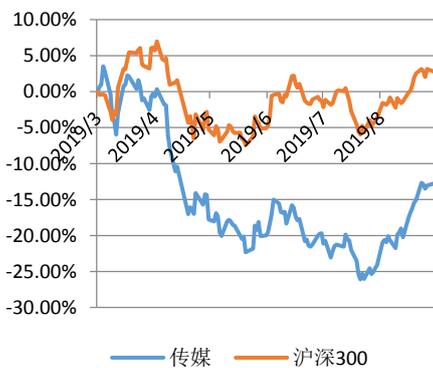
细分板块业绩分化，游戏、出版、互联网板块业绩表现相对较好

游戏：2019H1 游戏板块实现营业收入 418.68 亿元，同比增长 13.16%；实现归母净利润 75.76 亿元，同比减少 3.08%。A 股游戏版块上市公司收入增速略高于游戏行业整体增速，净利润虽小幅下滑，但降幅较去年同期明显收窄。在游戏版号恢复发放的带动下，行业迎来了较为明显的边际改善，已经连续三个季度出现收入端环比回升，且下一季度行业收入增速有望持续递增。从板块内部来看，龙头公司的表现相对优于中小型企业。我们认为，随着行业竞争加剧，在 RPG 等传统主流赛道，市场对游戏的质量、游戏公司的发行能力等提出了更高的要求，龙头公司在这些方面有着更为深厚的积累，新游戏的成功率相对更高，未来有望受益于市占率的进一步提升。

影视：2019H1 影视板块实现收入 96.90 亿元，同比减少 28.21%，实现归母净利润-1.68 亿元，呈亏损状态。从 2018 年开始，对影视内容及相关公司、艺人的监管政策逐步加强，主要涉及的领域包括扼制天价片酬、严查偷税漏税，以及对重要宣传期内的影视题材进行指导和监督等。在一系列监管风暴后，影视剧行业整体开拍数量不断减少，上半年开机剧组数量大幅下滑，行业进入产能收缩阶段。上市的电视剧制作类公司受监管政策调整的冲击相对更大，电视剧类公司上半年或是项目审批受阻、或是主动收缩产能，绝大部分公司都出现了营收和净利润下滑的现象。而电影制作类公司一方面同样也受到了监管政策调整的冲击，另一方面，上半年国内电影票房出现了近五年来首次下滑，且国产电影票房表现逊色于进口电影，导致相关公司业绩表现同样并不理想。

院线：2019H1 院线版块实现收入 174.34 亿元，同比增长 3.80%；实现净利润 15.38 亿元，同比减少 24.40%。考虑到全国票房整体下滑，板块收入增速下滑符合预期。净利润下滑更多是因为供给端扩张与需求下滑不匹配所示。在上半年国内电影票房负增长的同时，行业新增银幕数达

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

4865 块，同比增速并未出现明显下滑，造成公司运营成本上升，单银幕产出下滑，从而拉低了利润率。此外，票价上涨造成各大院线业绩分化，一二线城市的观众价格敏感性相对较弱，影迷观影习惯培育相对较好，故上海电影等票房集中于一线城市的院线仍能实现业绩正增长，叠加国庆档预期，公司近期走势较好。

营销：受宏观经济相对低迷，广告主预算收缩的影响，营销板块表现同样欠佳。2019H1 营销板块实现收入 746.94 亿元，同比微增 2.29%；实现净利润 33.47 亿元，同比减少 46.83%。板块权重股分众传媒上半年净利润同比大幅减少 76.76%，但公司快速扩张阶段已经告一段落，分季度看，公司 2019Q2 的毛利率较 2019Q1 的低点已有明显回升。

广电：2019H1 广电板块实现收入 225.22 亿元，同比减少 8.79%；实现归母净利润 29.82 亿元，同比减少 6.49%。从长远来看，5G 超高清可能为广电板块带来新的机遇；从中短期看，广电板块的主体有线电视板块随着有线电视用户持续流失，板块业绩持续萎缩；而 PPTV/OTT 板块的用户增长势头良好，相关公司中，除东方明珠外，其余相关公司华数传媒、歌华有线等均通过拓展省外业务实现业绩正增长，次新股新媒股份上半年更是实现收入及净利润增速超 50%。

出版：2019H1 出版板块实现收入 492.31 亿元，同比增长 3.16%；实现归母净利润 58.75 亿元，同比增长 1.15%，板块延续稳健增长态势。大众出版赛道上，少儿类图书码洋维持较高增速，中信出版等公司因此受益，实现收入、利润两位数增长。但由于线上渠道促销力度扩大，大众出版整体毛利率有所下滑；教材教辅出版赛道毛利率提升，主要受益于多省市自 2018 年秋季起上调教材教辅用纸的印张价，以及纸价自高位回调。

互联网：板块赛道高度分散，寻找小而美的标的。上半年，人民网利用独特的官媒背景发展内容审核及内容聚发业务，实现净利润同比大增 285%；受益于电商市场持续增长，头部电商流量获取难度加大，主营电商导购业务的值得买业绩持续较快增长；芒果超媒凭借旗下视频网站芒果 TV 付费用户及广告收入的大幅增长实现净利润同比增长 40%。

■ 投资建议：

整体来看，传媒板块上半年业绩及市场表现平平，板块估值仍处于历史相对低位。但部分细分板块业绩回暖趋势显现，未来有望迎来一段估值修复行情。建议关注三条主线：1、业绩持续回暖的游戏板块，尤其是业绩确定性较强的龙头公司；2、受益于印张价上调、纸价高位回落的教材教辅出版公司；3、在细分赛道具备独特竞争优势的互联网公司。

■ 风险提示：

行业监管进一步收紧风险、行业增速下行风险、宏观经济下行风险、商

誉减值风险

目 录

一. 传媒行业 2019 年中报业绩概况	5
1.1 行业收入端微增，净利润同比下滑	5
1.2 期间费用率提高是造成板块净利率下滑的主因	6
1.3 经营活动现金流有明显改善，应收账款周转率趋稳	6
1.4 商誉减值风险较前期已大幅度释放	7
二. 细分板块上半年业绩表现	7
2.1 游戏：行业持续回暖，龙头公司竞争力较强	7
2.2 影视：受政策影响较大，业绩整体下滑	9
2.3 院线：票房减少银幕数增加，板块利润率下行	10
2.4 营销：广告市场整体业绩承压	11
2.5 广电：有线电视持续萎缩，IPTV/OTT 增长势头良好	12
2.6 出版：持续稳健增长，教材教辅出版毛利提升	13
2.7 互联网及其他：赛道高度分散，寻找小而美的标的	13
三. 投资建议	14
四. 风险提示	15

图

图 1 A 股传媒板块 2019H1 收入规模及增速 (亿元)	5
图 2 A 股传媒板块 2019H1 净利润规模及增速 (亿元)	5
图 3 各子版块 2019H1 收入规模及增速 (亿元)	5
图 4 各子版块 2019H1 净利润规模及增速 (亿元)	5
图 5 A 股传媒板块 2019H1 毛利率及净利率情况 (亿元)	6
图 6 A 股传媒板块 2019H1 费用率情况 (亿元)	6
图 7 A 股传媒板块 2019H1 经营性现金流情况	7
图 8 A 股传媒板块 2019H1 应收应付账款周转情况 (次)	7
图 9 传媒板块商誉增长情况 (亿元)	7
图 10 游戏版块 2019H1 营收情况 (亿元)	8
图 11 游戏版块 2019H1 净利润情况 (亿元)	8
图 12 影视版块 2019H1 营收情况 (亿元)	9
图 13 影视版块 2019H1 净利润情况 (亿元)	9
图 14 院线版块 2019H1 收入及增速 (亿元)	10
图 15 院线版块 2019H1 归母净利润及增速 (亿元)	10
图 16 营销版块 2019H1 营收情况 (亿元)	11
图 17 营销版块 2019H1 净利润情况 (亿元)	11
图 18 广电版块 2019H1 营收情况 (亿元)	12
图 19 广电版块 2019H1 净利润情况 (亿元)	12
图 20 出版版块 2019H1 营收情况 (亿元)	13
图 21 出版版块 2019H1 净利润情况 (亿元)	13
图 22 1 月 1 日至 8 月 31 日申万一级行业涨跌幅	14

表

表 1 游戏版块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)	8
表 2 影视版块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)	10
表 3 院线版块公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)	11
表 4 营销版块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)	11
表 5 广电版块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)	12
表 6 出版版块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)	13
表 7 互联网版块公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)	14

一. 传媒行业 2019 年中报业绩概况

1.1 行业收入端微增，净利润同比下滑

我们统计了传媒板块 127 家标的 2019 年上半年的业绩情况，传媒行业整体上仍处于阶段性调整阶段，上半年业绩表现平平。上半年行业整体实现收入 2272.18 亿元，同比微增 1.13%；实现归母净利润 235 亿元，同比减少 23.19%。

图 1 A 股传媒板块 2019H1 收入规模及增速 (亿元)

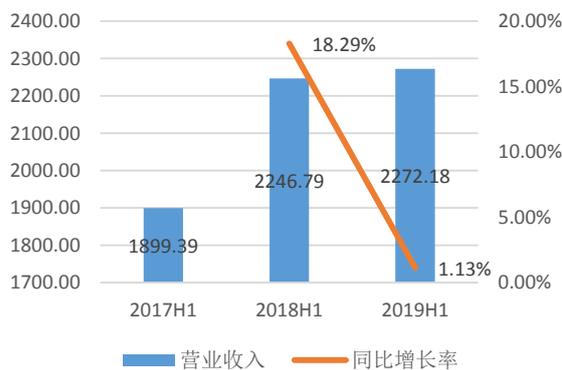


图 2 A 股传媒板块 2019H1 净利润规模及增速 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

传媒行业各子板块中，影视板块上半年收入下滑幅度较大 (-28.21%)，广电板块收入持续小幅下滑，而其余板块在收入端上仍实现了正增长，但增速较去年同期均出现不同程度下滑。2019 年上半年轻游戏版块仍然实现收入端两位数增长 (+13.16%)，且增速与去年同期相近。利润端方面，上半年仅出版、互联网板块实现净利润小幅增长，其余板块净利润均呈现下滑态势。其中，营销、影视板块净利润下滑幅度较大，影视板块更是首次出现板块净利润为负数的情况。

图 3 各子版块 2019H1 收入规模及增速 (亿元)

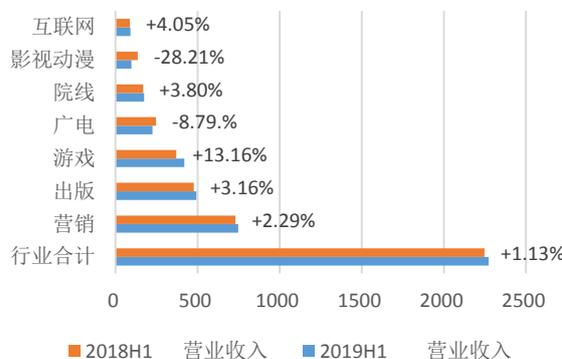
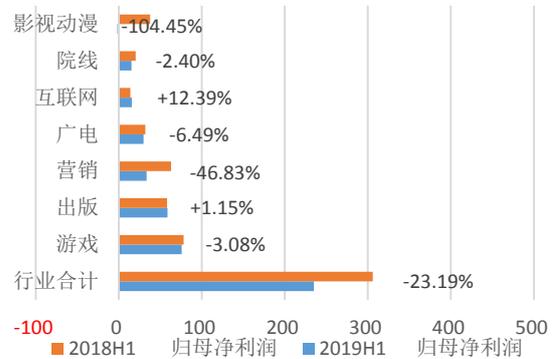


图 4 各子版块 2019H1 净利润规模及增速 (亿元)



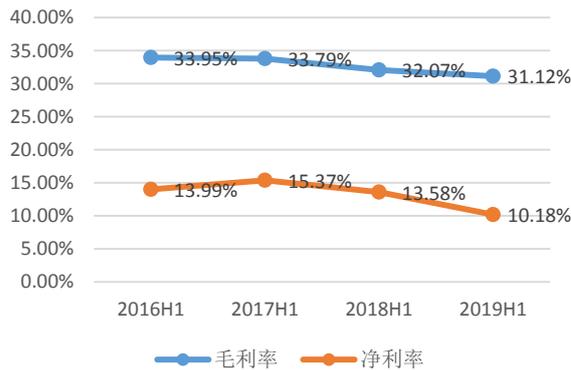
数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

1.2 期间费用率提高是造成板块净利率下滑的主因

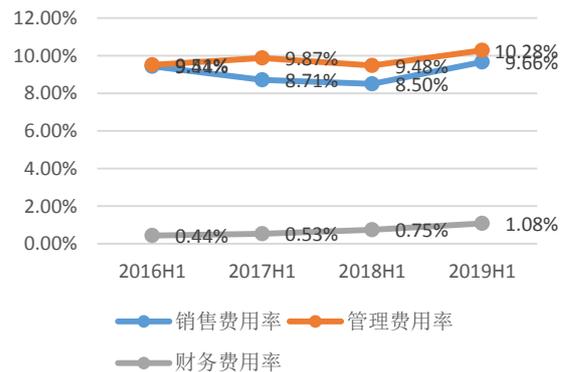
净利率下滑造成上半年行业收入端及利润端增速不匹配。2019H1 传媒行业整体净利率为 13.87%，同比下滑 3.4 个百分点。导致行业净利率下滑的原因包括：1、行业整体毛利率小幅下滑 0.95 个百分点至 32.28%；2、期间费用率同比较大幅度增长 2.3 个百分点至 21.03%，也是造成净利率下滑的主因；3、投资收益减少、资产减值损失增加等非经常性损益的变化。期间费用率中，上半年传媒板块公司平均销售费用率、管理费用率（含研发费用）、财务费用率分别为 9.66%、10.28%、1.08%，较去年同期分别增长了 1.16pct、0.80pct 和 0.33pct。随着行业外部景气下滑，内部进入存量博弈阶段，各公司用于产品推广及研发的开支居高不下，行业整体融资成本也继续维持在较高水平，综合导致了上半年板块期间费用率增长较快，利润端承压。

图 5 A 股传媒板块 2019H1 毛利率及净利率情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 A 股传媒板块 2019H1 费用率情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3 经营活动现金流有明显改善，应收账款周转率趋稳

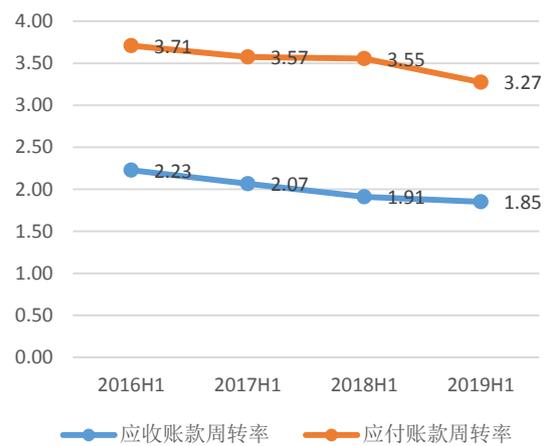
上半年，传媒板块应收账款周转率小幅下滑至 1.85，降幅较此前大幅收窄；传媒行业整体经营活动现金流净额达 110.85 亿元，占净利润的比重大幅上升约 25 个百分点至 49.76%。我们认为，虽然受宏观经济影响，行业整体收付款账期仍然出现小幅增长，但随着部分经营不善的公司逐步退出市场，市场完成初步出清，行业整体坏账率降低，带动应收账款周转率降幅逐步企稳。此外，传媒行业部分上市公司为适应宏观经济环境及行业监管政策的变化，主动切换经营目标，从高速扩张型转换为以降低经营风险、保障现金流为主的模式，通过加强对欠款的催收，减少预付款支出，从而带动了行业整体经营性现金流的回升。

图 7 A 股传媒板块 2019H1 经营性现金流情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 8 A 股传媒板块 2019H1 应收应付账款周转情况(次)

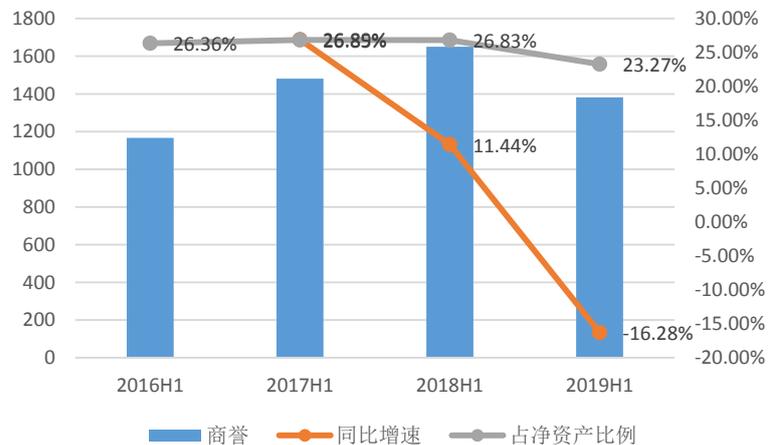


数据来源: Wind 上海证券研究所

1.4 商誉减值风险较前期已大幅度释放

2019H1, 传媒板块累计商誉值 1381 亿元, 同比减少 16.28%。近年来, 随着传媒行业并购整合浪潮的逐步退潮, 板块商誉增速不断下降。而随着 2018 年下半年多家公司集中计提商誉减值损失后, 行业内商誉减值压力已有明显释放。

图 9 传媒板块商誉增长情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

二. 细分板块上半年业绩表现

2.1 游戏: 行业持续回暖, 龙头公司竞争力较强

2019H1 游戏板块实现营业收入 418.68 亿元, 同比增长 13.16%,

增速较去年相差不大。实现归母净利润 75.76 亿元,同比减少 3.08%。A 股游戏板块上市公司收入增速略高于游戏行业整体增速(10.8%),净利润虽小幅下滑,但降幅较去年同期明显收窄。在游戏版号恢复发放的带动下,行业迎来了较为明显的边际改善,已经连续三个季度出现收入端环比回升,且增速递增,2019Q2 板块收入环比增速达 11.20%。在暑期档大量新游集中上线的刺激作用下,2019Q3 板块收入环比增速有望进一步提升至 15%-20%。

图 10 游戏板块 2019H1 营收情况 (亿元)



图 11 游戏板块 2019H1 净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

从板块内部来看,龙头公司的表现相对优于中小型企业,三七互娱、完美世界、吉比特三家头部公司上半年分别实现了 29%、31% 以及 39% 的净利润增长。而上市的中小型企业中,仅凯撒文化、冰川网络等少数几家公司实现了业绩正增长。我们认为,随着行业竞争加剧,在 RPG 等传统主流赛道,市场对游戏的质量、游戏公司的发行能力等提出了更高的要求,龙头公司在这些方面有着更为深厚的积累,新游戏成功率相对更高,未来有望受益于市占率的进一步提升;而中小型企业唯有提前抢占新兴赛道才能实现弯道超车,但考虑到行业整体的大环境是游戏研发成本持续高企,而进入新赛道还可能需额外承担较高的试错成本,现实里往往是一些没有报表压力的非上市独立游戏厂商更有着这种破釜沉舟的勇气。

表 1 游戏板块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位:百万元)

代码	简称	营业收入	同比增长率%	归母净利润	同比增长率%	毛利率%	同比变动 pct	净利率%	同比变动 pct
002602.SZ	世纪华通	6934.49	22.97	1178.16	-23.63	49.44	8.96	17.48	-0.79
002555.SZ	三七互娱	6070.96	83.83	1033.07	28.91	86.18	13.02	19.10	-7.64

600373.SH	中文传媒	5943.05	-1.08	895.63	5.11	34.20	-2.73	15.20	1.02
002624.SZ	完美世界	3656.35	-0.29	1020.32	30.50	68.58	9.00	27.69	5.68
300418.SZ	昆仑万维	1763.64	-0.27	588.23	4.47	78.95	-13.35	38.65	-14.54
002174.SZ	游族网络	1729.87	-3.19	407.06	-17.43	53.06	-5.37	23.53	-8.19
300459.SZ	金科文化	1350.60	-2.12	450.67	-18.62	72.68	-4.51	34.65	-4.16
002558.SZ	巨人网络	1305.77	-34.69	504.53	-28.98	83.36	1.44	40.29	-10.07
300031.SZ	宝通科技	1182.84	19.61	167.02	17.34	60.12	4.22	14.45	-1.71
603444.SH	吉比特	1070.71	37.70	465.48	38.95	91.10	-0.22	56.00	1.82

数据来源: Wind、上海证券研究所

2.2 影视：受政策影响较大，业绩整体下滑

2019H1 影视板块实现收入 96.90 亿元，同比减少 28.21%，实现归母净利润-1.68 亿元，呈亏损状态。我们观察到，从 2018 年开始，对影视内容及相关公司、艺人的监管政策逐步加强，主要涉及的领域包括扼制天价片酬、严查偷税漏税，以及对重要宣传期内的影视题材进行指导和监督等。在一系列监管风暴后，影视剧行业整体开拍数量不断减少，上半年开机剧组数量大幅下滑，行业进入产能收缩阶段。上市的电视剧制作类公司受监管政策调整的冲击相对更大，电视剧类公司上半年或是项目审批受阻、或是主动收缩产能，绝大部分公司都出现了营收和净利润下滑的现象，其中也包括了华策影视等龙头公司。而电影制作类公司一方面同样也受到了监管政策调整的冲击，另一方面，上半年国内电影票房出现了近五年来首次下滑，且国产电影票房表现逊色于进口电影，导致相关公司业绩表现同样并不理想。其中，仅光线传媒由于确认了春节档《疯狂的外星人》的相关收入实现了收入同比大增，但由于该片确认的成本同样较高导致公司电影业务反而出现小幅亏损。

图 12 影视板块 2019H1 营收情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 13 影视板块 2019H1 净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 2 影视板块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)

代码	简称	营业收入	同比增长率%	归母净利润	同比增长率%	毛利率%	同比变动 pct	净利率%	同比变动 pct
300182.SZ	捷成股份	1695.98	-25.46	215.98	-62.20	30.43	-7.77	12.62	-12.48
002292.SZ	奥飞娱乐	1359.67	-2.52	110.82	7.63	49.82	-1.02	8.20	1.37
300251.SZ	光线传媒	1170.58	62.37	105.27	-95.00	2.02	-44.19	8.99	-283.20
300027.SZ	华谊兄弟	1076.81	-49.26	-379.31	-236.75	20.56	-34.44	-40.91	-60.33
300133.SZ	华策影视	925.14	-57.70	-58.26	-120.14	24.28	-7.48	-6.96	-20.17
002343.SZ	慈文传媒	826.97	9.16	84.99	-55.98	19.06	-1.10	9.70	-16.24
300336.SZ	新文化	272.66	-35.43	51.73	-67.28	19.57	-22.80	18.46	-18.90
300426.SZ	唐德影视	217.95	-55.95	-76.98	-185.42	12.28	-30.76	-39.90	-56.84
000802.SZ	北京文化	62.11	-79.54	-55.60	-225.70	76.15	29.48	-96.04	-110.57

数据来源: Wind、上海证券研究所

2.3 院线: 票房减少银幕数增加, 板块利润率下行

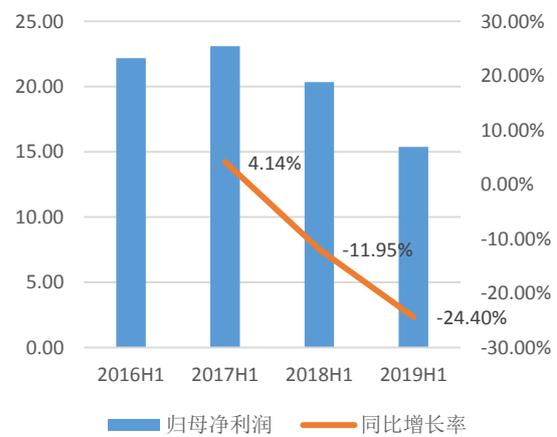
2019H1 院线板块实现收入 174.34 亿元, 同比增长 3.80%; 实现净利润 15.38 亿元, 同比减少 24.40%。考虑到全国票房整体下滑, 板块收入增速下滑符合预期。净利润下滑更多是因为供给端扩张与需求下滑不匹配所示。在上半年国内电影票房负增长的同时, 行业新增银幕数达 4865 块, 同比增速并未出现明显下滑, 造成公司运营成本上升, 单银幕产出下滑, 从而拉低了利润率。此外, 票价上涨造成各大院线业绩分化, 一二线城市的观众价格敏感性相对较弱, 影迷观影习惯培育相对较好, 故上海电影等票房集中于一线城市的院线仍能实现业绩正增长, 叠加国庆档预期, 公司近期走势较好。

图 14 院线板块 2019H1 收入及增速 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 15 院线板块 2019H1 归母净利润及增速 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 3 院线板块公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)

代码	简称	营业收入	同比增长率%	归母净利润	同比增长率%	毛利率%	同比变动 pct	净利率%	同比变动 pct
002739.SZ	万达电影	7564.44	-11.18	524.27	-61.88	27.65	-5.11	6.91	-5.31
600977.SH	中国电影	4841.64	4.81	681.71	2.25	23.90	-0.42	15.52	-0.62
603103.SH	横店影视	1386.18	-5.41	173.24	-23.76	20.51	-5.48	12.50	-3.01
002905.SZ	金逸影视	1015.66	0.12	55.20	-36.78	21.78	-4.92	5.39	-3.22
300528.SZ	幸福蓝海	978.63	1.99	5.08	-94.12	35.01	-5.62	0.01	-9.68
600715.SH	文投控股	1100.99	31.75	29.79	313.46	33.23	10.76	3.57	2.82
601595.SH	上海电影	546.15	2.32	68.29	16.42	18.30	-3.40	12.10	1.51

数据来源: Wind、上海证券研究所

2.4 营销: 广告市场整体业绩承压

受宏观经济相对低迷, 广告主预算收缩的影响, 营销板块表现同样欠佳。2019H1 营销板块实现收入 746.94 亿元, 同比微增 2.29%; 实现净利润 33.47 亿元, 同比减少 46.83%。板块权重股分众传媒上半年净利润同比大幅减少 76.76%, 但公司快速扩张阶段已经告一段落, 分季度看, 公司 2019Q2 的毛利率较 2019Q1 的低点已有明显回升。蓝色光标上半年实现净利润逆势增长, 主要得益公司投资的拉卡拉成功上市, 公司公允价值变动产生的收益较大所致。

图 16 营销板块 2019H1 营收情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 17 营销板块 2019H1 净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 4 营销板块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)

代码	简称	营业收入	同比增长率%	归母净利润	同比增长率%	毛利率%	同比变动 pct	净利率%	同比变动 pct
----	----	------	--------	-------	--------	------	----------	------	----------

300058.SZ	蓝色光标	11746.57	8.98	467.80	48.54	10.40	-1.86	4.00	0.94
600986.SH	科达股份	8583.94	24.20	86.10	-77.56	6.17	-4.02	1.05	-4.65
002131.SZ	利欧股份	6978.59	6.34	226.29	32.76	10.68	-0.23	3.35	0.69
002027.SZ	分众传媒	5716.75	-19.60	777.92	-76.76	42.01	-29.80	13.30	-33.59
603825.SH	华扬联众	5249.11	6.64	54.78	41.96	10.55	-0.09	1.06	0.35

数据来源: Wind、上海证券研究所

2.5 广电: 有线电视持续萎缩, IPTV/OTT 增长势头良好

2019H1 广电板块实现收入 225.22 亿元, 同比减少 8.79%; 实现归母净利润 29.82 亿元, 同比减少 6.49%。从长远来看, 5G 超高清可能为广电板块带来新的机遇; 从中短期看, 广电板块的主体有线电视板块随着有线电视用户持续流失, 板块业绩持续萎缩; 而 PPTV/OTT 板块的用户增长势头良好, 相关公司中, 除东方明珠外, 其余相关公司华数传媒、歌华有线等均通过拓展省外业务实现业绩正增长, 次新股新媒股份上半年更是实现收入及净利润增速超 50%。

图 18 广电板块 2019H1 营收情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 19 广电板块 2019H1 净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 5 广电板块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)

代码	简称	营业收入	同比增长率%	归母净利润	同比增长率%	毛利率%	同比变动 pct	净利率%	同比变动 pct
600637.SH	东方明珠	5705.56	-5.34	1071.19	-13.62	25.41	-1.92	20.41	-1.88
600959.SH	江苏有线	3710.11	-5.07	284.30	-17.11	26.97	-2.63	8.45	-4.31
000917.SZ	电广传媒	2905.19	-37.34	11.17	131.63	28.47	9.41	1.20	-0.14
000156.SZ	华数传媒	1650.47	5.76	404.65	27.68	38.95	-1.54	24.52	4.21
600037.SH	歌华有线	1220.07	2.35	436.07	19.20	25.88	-2.47	35.74	5.05
002238.SZ	天威视讯	768.16	1.31	107.22	0.85	35.67	0.74	13.65	-0.11
300770.SZ	新媒股份	447.93	56.47	170.94	63.00	53.87	-6.82	38.11	1.47

数据来源: Wind、上海证券研究所

2.6 出版：持续稳健增长，教材教辅出版毛利提升

2019H1 出版板块实现收入 492.31 亿元，同比增长 3.16%；实现归母净利润 58.75 亿元，同比增长 1.15%，板块延续稳健增长态势。大众出版赛道上，少儿类图书码洋维持较高增速，中信出版等公司因此受益，实现收入、利润两位数增长。但由于线上渠道促销力度扩大，大众出版整体毛利率有所下滑；而教材教辅出版赛道毛利率提升，主要受益于多省市自 2018 年秋季起上调教材教辅用纸的印张价，以及纸价自高位回调。

图 20 出版板块 2019H1 营收情况 (亿元)



图 21 出版板块 2019H1 净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 6 出版板块主要公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)

代码	简称	营业收入	同比增长率%	归母净利润	同比增长率%	毛利率%	同比变动 pct	净利率%	同比变动 pct
601928.SH	凤凰传媒	6186.74	15.08	886.85	14.10	38.77	1.15	14.76	-0.05
601801.SH	皖新传媒	4435.31	1.33	433.06	-50.42	21.09	1.60	9.91	-10.30
601098.SH	中南传媒	4364.95	4.90	668.90	5.20	42.60	1.05	16.53	0.02
601019.SH	山东出版	4185.93	-4.92	761.99	2.11	37.61	3.22	18.21	1.30
601811.SH	新华文轩	3874.39	8.29	579.50	29.10	39.83	2.45	14.80	2.62
601949.SH	中国出版	2506.35	22.36	231.85	167.87	32.49	-0.03	9.48	5.32
300571.SZ	平治信息	1016.10	96.51	136.91	25.99	30.93	-15.96	17.76	-9.57
603533.SH	掌阅科技	899.62	-4.00	63.94	-18.51	34.63	5.37	6.14	-2.18
300788.SZ	中信出版	895.94	18.29	130.44	13.03	38.76	-1.88	13.90	-1.39
603096.SH	新经典	474.04	6.64	119.18	8.96	47.84	-0.37	25.46	0.12

数据来源: Wind、上海证券研究所

2.7 互联网及其他：赛道高度分散，寻找小而美的标的

该板块所属各公司业态差异较大，赛道高度分散，建议从中寻找小而美的标的。上半年，人民网利用独特的官媒背景发展内容审核及内容聚发业务，实现净利润同比大增 285%；受益于电商

市场持续增长，头部电商流量获取难度加大，主营电商导购业务的值得买业绩持续较快增长；芒果超媒凭借旗下视频网站芒果 TV 付费用户及广告收入的大幅增长实现净利润同比增长 40%。

表 7 互联网版块公司 2019H1 业绩汇总 (单位: 百万元)

代码	简称	营业收入	同比增长率%	归母净利润	同比增长率%	毛利率%	同比变动 pct	净利率%	同比变动 pct
300413.SZ	芒果超媒	5504.00	10.41	803.60	40.33	40.78	8.07	14.59	1.72
603000.SH	人民网	785.73	30.28	43.03	285.18	44.56	10.53	7.61	9.97
300113.SZ	顺网科技	727.56	-27.56	215.86	-26.08	69.27	6.27	35.78	2.68
603888.SH	新华网	598.54	1.07	116.24	5.07	41.34	-6.58	19.38	0.78
000681.SZ	视觉中国	402.14	-16.49	132.56	-3.10	63.11	2.64	32.59	3.73
300785.SZ	值得买	273.48	37.96	46.81	15.09	72.08	-7.44	17.12	-3.40
300467.SZ	迅游科技	264.01	-25.40	105.02	1.31	81.05	-4.30	47.55	15.62
300766.SZ	每日互动	250.13	-0.30	91.47	-26.77	75.92	-11.40	37.35	-12.57
300494.SZ	盛天网络	242.46	8.65	14.88	-60.31	26.80	-15.29	6.14	-10.45

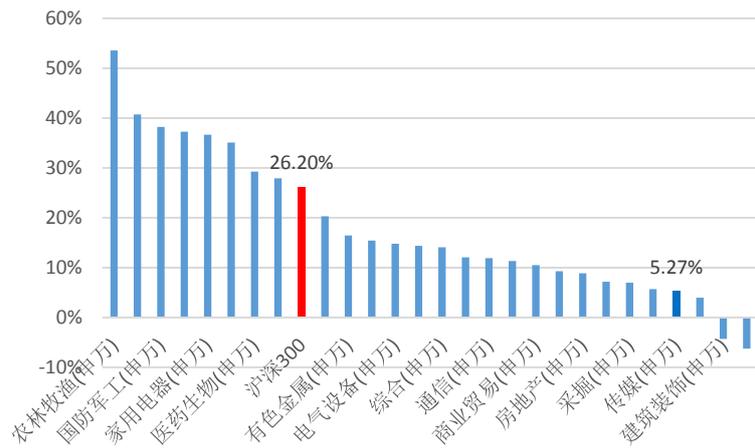
数据来源: Wind、上海证券研究所

三. 投资建议

截止 8 月底，申万传媒指数今年上涨 5.27%，同期沪深 300 指数上涨 26.20%，行业指数跑输大盘，在申万 28 个 1 级行业中涨幅位居倒数第 4。互联网传媒、营销传媒、文化传媒三大 2 级行业指数分别上涨 13.72%、1.36%、-1.72%，表现最好的互联网传媒板块整体涨幅约处于申万行业指数的中间位置，仍然跑输沪深 300 指数。

整体来看，传媒板块上半年业绩及市场表现平平，板块估值仍处于历史相对低位。但部分细分板块业绩回暖趋势显现，未来有望迎来一段估值修复行情。建议关注三条主线：1、业绩持续回暖的游戏板块，尤其是业绩确定性较强的龙头公司；2、受益于印张价上调、纸价高位回落的教材教辅出版公司；3、在细分赛道具备独特竞争优势的互联网公司。

图 22 1 月 1 日至 8 月 31 日申万一行业涨跌幅



数据来源: Wind 上海证券研究所

四. 风险提示

1. 行业监管进一步收紧风险
2. 行业增速下行风险
3. 宏观经济下行风险
4. 商誉减值风险

分析师承诺

胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。