

基本面表现平淡，关注行业细分龙头

——传媒行业四季度投资策略报告

分析师：姚磊

SAC NO: S1150518070002

2019年9月17日

证券分析师

姚磊

bhzyqiao@sina.cn

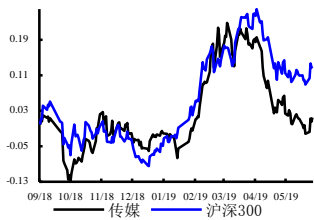
子行业评级

影视动漫	中性
平面媒体	中性
网络服务	中性
有线运营	中性
营销服务	中性
体育健身	中性

重点品种推荐

中国出版	增持
中南传媒	增持
中国电影	增持
中体产业	增持
芒果超媒	增持

最近一年行业相对走势



相关研究报告

《行情活跃度提升，建议关注体育和出版两大领域——文化传媒行业周报》
2019/9/11

《基本面仍处于整合期，关注业绩优质的龙头个股——传媒行业半年报综述》
2019/9/5

投资要点：

● 2019年1-8月传媒行业基本面较为平淡

(1) 2019年1-8月国内电影票房收入446.57亿元，同比降低2.53%；观影人次11.88亿次，同比减少8.03%；平均票价37.59元，相较于去年同期上涨2.09元；院线数据方面，万达院线票房市占率15%，全国排名第一；广东大地票房市占率11%，全国排名第二；上海联合市占率9%排名第三。院线集中度方面，1-8月前五大院线票房占比48%，前十大院线票房占比71%；

(2) 截止2019年6月底，国内移动互联网月活用户数11.38亿人次，同比增长1%；3-6月月活用户净减193万人，整体看用户饱和的趋势十分明显；

(3) 2019年H1国内移动游戏市场收入856.43亿元，同比增长18.87%，增速较去年同期回暖趋势明显。移动游戏市场在进入2019年后开始逐渐回暖，市场的精品化程度正在不断加深，表现为主流发行产品质量逐步提升；

● 2019年上半年表现相对低迷，估值中枢有所提升

2019年年初至9月4日，沪深300指数上涨29.27%，文化传媒行业上涨11.64%，位列中信29个子行业中下游，其中平面媒体版块上涨9.75%，广播电视上涨21.47%，电影动画下跌7.42%，互联网上涨13.85%，整合营销上涨5.33%。截至2019年8月30日收盘，剔除负值情况下文化传媒行业TTM整体约为25.34倍，较沪深300的估值溢价率约为215.98%，绝对估值和估值溢价率保持稳定。结合行业基本面和市场情绪进行分析，我们认为在长期内行业龙头个股的相对估值仍然存在一定的提升空间，因此建议投资者选择中长期具备持续竞争优势的龙头公司。

● 投资策略：关注细分行业龙头估值中枢的改善机会

9月3日国务院办公厅发布《体育强国建设纲要》，结合10月份在武汉即将召开第七届世界军人运动会，建议投资者积极关注体育板块的表现机会。其他逻辑上推荐四条主线：(1) 游戏行业的一二线龙头公司，龙头公司的竞争优势持续显现，此外云游戏的持续落地也将进一步提升行业天花板；(2) 业绩增长稳健、纸张成本下滑利好业绩提升的出版类龙头个股；(3) 行业细分龙头，5G的逐步落地将带动OTT和新媒体等领域迎来新一轮发展；(4) 建议关注基本面进入底部反转区间的电视剧行业，行业内龙头的竞争优势进一步强化。综上我们维持行业“中性”的投资评级，推荐中国出版(601949)、中南传媒(601098)、中国电影(600977)、中体产业(600158)、芒果超媒(300413)。

● 风险提示

宏观经济低迷；行业重大政策变化；行业需求不达预期；公司收入不达预期。

目 录

1.文化传媒行业运营情况与分析.....	5
1.1 电影行业：2019年1-8月表现低于预期.....	5
1.2 电视剧市场：政策调控密集，细分当代题材成为主导.....	7
1.3 移动互联网：竞争趋于白热化，龙头仍然领先.....	9
1.4 手游市场：增速回暖，集中度进一步提升.....	12
2.行情概况：整体开始表现活跃，估值有所改善.....	15
2.1 2019年至今行业表现相对低迷.....	15
2.2 估值逐步平稳，机构持仓相对比例提升.....	16
2.3 2019H1 文化传媒行业整体基本面回顾.....	19
3.行业投资逻辑：关注国有媒体、手游行业.....	22
3.1 国有媒体开始进入发展新时代.....	22
3.2 关注手游行业的估值相对优势.....	24
4.投资策略.....	26
5.风险提示.....	26

图 目 录

图 1: 2018 年 1 月-2019 年 8 月国内电影票房收入及增速	5
图 2: 2018 年 1 月-2019 年 8 月国内电影观影人次及增速	5
图 3: 2019 年 Q1 央视收视收视率排名	8
图 4: 2019 年 1-6 月移动互联网月活用户增长率逐步下滑	9
图 5: 2019 年国内移动互联网用户使用时长对比	9
图 6: 截止 2019 年 6 月移动互联网 APP 使用时长占比	10
图 7: 截止 2019 年 6 月用户月总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业	10
图 8: 2019 年 6 月移动互联网月活用户规模同比增长 TOP5 细分行业	11
图 9: 2019 年 H1 国内移动游戏市场收入规模	12
图 10: 2019 年 H1 国内移动游戏市场竞争格局	13
图 11: 2019 年 Q1 国内移动游戏中新游戏首月流水 TOP5	13
图 12: 曾进入 Ios 畅销榜 TOP200 发行商产品数量	14
图 13: 2019 年年初至 9 月 4 日中信行业涨跌幅情况	15
图 14: 剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 市盈率（整体法）变动情况	16
图 15: 文化传媒行业机构持仓变动情况	16
图 16: 文化传媒行业各机构持仓比例变动情况（%）	17
图 17: 文化传媒子行业各机构持仓比例变动情况（%）	17
图 18: 中信一级子行业的机构持仓比例变动情况（%）	18
图 19: 传媒行业营收增长率（整体法）变动	19
图 20: 传媒行业归母净利润增长率（整体法）变动	19
图 21: 传媒行业销售毛利率（整体法）变动	20
图 22: 传媒行业销售净利率（整体法）变动	20
图 23: 传媒行业三费（整体法）变动情况	20
图 24: 文化传媒行业应收账款周转率（整体法）变动	21
图 25: 文化传媒行业经营活动现金流/营收（整体法）变动	21
图 26: 游戏版号重启后的发放情况	24
图 27: 进口游戏版号重启后的发放情况	24

表 目 录

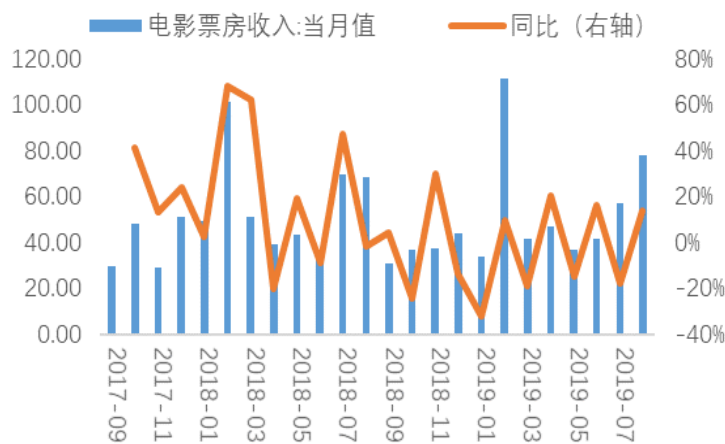
表 1: 2019 年 1-8 月国内院线 TOP10 排名	6
表 2: 2019 年 9-10 月上映的主要影片	6
表 3: 2018-19 年电视剧行业主要调控政策梳理	7
表 4: 2019H1 文化传媒行业个股机构增减持变动 TOP5 (%)	18
表 5: 2019H1 传媒行业营收及利润情况比较	19
表 6: 中央及地方国有媒体主要分部	22

1. 文化传媒行业运营情况与分析

1.1 电影行业：2019年1-8月表现低于预期

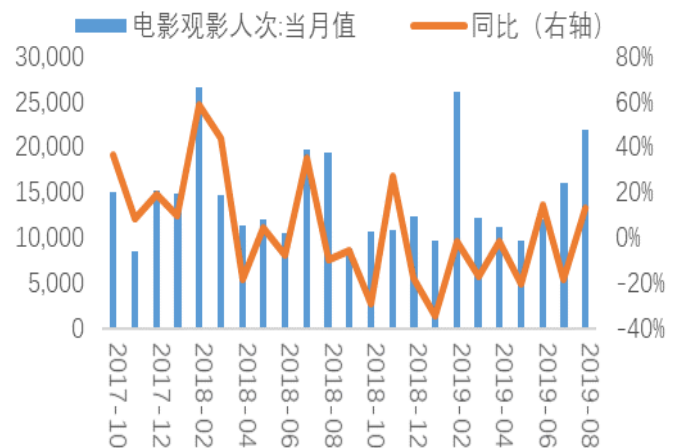
2019年1-8月国内电影票房收入446.57亿元，同比降低2.53%；观影人次11.88亿次，同比减少8.03%；平均票价37.59元，相较于去年同期上涨2.09元。

图 1：2018年1月-2019年8月国内电影票房收入及增速



资料来源：wind，渤海证券

图 2：2018年1月-2019年8月国内电影观影人次及增速



资料来源：wind，渤海证券

根据猫眼专业版数据统计，2019年1-8月共上映334部影片，票房排名前五影片分别为《哪吒之魔童降世》（48.15亿）、《流浪地球》（46.54亿）、《复联4》（42.40亿）、《疯狂的外星人》（22.01亿）和《飞驰人生》（17.16亿），合计票房贡献176.26亿元，占当月票房总收入的38.6%。

2019年1-8月国内院线数据方面，万达院线票房市占率15%，全国排名第一；广东大地票房市占率11%，全国排名第二；上海联合市占率9%排名第三。院线集中度方面，2019年1-8月国内前五大院线票房占比48%，前十大院线票房占比71%。

表 1: 2019 年 1-8 月国内院线 TOP10 排名

排名	院线名	票房 (亿元)	人次 (万)	场均人次	平均票价
	全国	419.43	12.07 亿	14	34.8
1	万达	61.41	1.36 亿	19	45.1
2	广东大地	42.62	1.18 亿	14	36.1
3	上海联合	34.31	8507.3	17	40.3
4	中影南方	32.57	9036.4	14	36.0
5	中影数字	28.34	7922.6	12	35.8
6	中影星美	23.51	6434.5	16	36.5
7	金逸珠江	21.46	5607.5	16	38.3
8	横店影视	18.47	5277.3	14	35.0
9	幸福蓝海	16.90	4559.3	16	37.1
10	华夏联合	15.75	4317.7	13	36.5

资料来源: 猫眼, 渤海证券

2019 年 9-10 月已经确定档期的影片整体竞争力相对一般, 预计上映的进口动画片《名侦探柯南: 绀青之拳》和国产片《攀登者》、《小小的愿望》具备一定的票房影响力, 有望支撑起 9 月的票房收入。2018 年 9 月国内票房收入 31.02 亿元, 票房前三作品分别为: 《碟中谍 6》10.66 亿元, 《反贪风暴 3》4.39 亿元, 《黄金兄弟》3.03 亿元, 合计票房占比 58.1%; 而 2019 年 9 月重点关注影片包括: 《小小的愿望》(9.12 上映)、《名侦探柯南: 绀青之拳》(9.13 上映)、《攀登者》(9.30 上映)、《中国机长》(9.30 上映)。

表 2: 2019 年 9-10 月上映的主要影片

影片名	影片类型	拟上映时间	国家及地区
小小的愿望	喜剧/青春	9.12	中国
罗小黑战记	动画/动作	9.12	中国
名侦探柯南: 绀青之拳	动画/悬疑	9.13	日本
攀登者	剧情/冒险	9.30	中国
中国机长	剧情/传记	9.30	中国

数据来源: 猫眼, 渤海证券

1.2 电视剧市场：政策调控密集，细分当代题材成为主导

政策对行业监管持续严格，预计 2019 年全年维持趋势。2018 年是影视行业监管的大年，对于演员纳税和薪酬、内容审查制度和题材把控上均有重要政策推出，对行业的影响较大；2019 年 5 月，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第八次会议，强调推进影视业改革，加强行业管理执法，对行业的建设发展指明了方向和趋势。我们预计 2019 年行业仍处于调整过程中，对于政策调控和市场需求的调整将倒逼行业产能持续出清，行业发展将进一步被严格和规范，具有规模优势和经营规范的公司将逐步具备更强的市场竞争力。

表 3：2018-19 年电视剧行业主要调控政策梳理

政策制定方	时间	主要内容
腾讯、优酷、爱奇艺	2018 年 3 月	联合发布了倡议书，称要共同抑制不合理的高片酬现象，杜绝为突出个人指定合作导演、演员擅改剧本、决定番位等，建立劣迹演员名单库
广电总局	2018 年 4 月	戏说历史类非现实类剧集将不受欢迎，另外强调市场价值要服从于社会价值
国家税务总局和江苏省地方税务局	2018 年 6 月	依法对明星税务阴阳合同一事开展调查核实，如发现违反税收法律法规的行为，将严格依法处理
腾讯、优酷、爱奇艺、正午阳光、华策、柠萌影业、慈文、耀客传媒、新丽传媒	2018 年 9 月	将“共同抵制艺人‘天价’片酬现象”，“共同抵制偷逃税、‘阴阳合同’等违法行为”
广电总局	2018 年 11 月	遏制影视圈追星炒星的不良倾向，严格控制综艺节目嘉宾片酬，加大网络剧治理力度
北京市广播电视局	2018 年 11 月	监管对于重点原创网络视听节目做出了新的规定。主要包括网络视听内容审查与电视台内容审查即将并轨，遵循“网上网下一把尺子”；规定了重点原创网络视听节目的备案制度
中央全面深化改革委员会第八次会议	2019 年 5 月	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

数据来源：互联网，渤海证券

2019 年电视剧收视率表现平淡，现实题材成为主导。2019 年 Q1 央卫视平台收视率破 1% 的电视剧有 10 部，分别是《老中医》、《知否知否应是绿肥红瘦》、《大江大河》、《刘家媳妇》、《姥姥的饺子馆》、《芝麻胡同》、《逆流而上的你》、《都挺好》

好》、《只为遇见你》。其中以《都挺好》为代表的现实题材作品依然是荧屏主流，都市情感剧、年代剧表现突出；古装剧在4月后表现持续下滑。

图 3：2019 年 Q1 央卫视收视率排名

2019第一季度央卫视电视剧收视TOP10					
剧名	播出频道	集数(起)	集数(止)	收视率%	市场份额%
《老中医》	央视综合频道	1	40	1.432	5.173
《知否知否应是绿肥红瘦》	湖南卫视	11	78	1.378	4.965
《大江大河》	北京卫视	40	47	1.371	4.718
《刘家媳妇》	央视电视剧频道	1	39	1.338	4.956
《姥姥的饺子馆》	央视电视剧频道	16	40	1.336	5.045
《芝麻胡同》	北京卫视	1	55	1.333	4.734
《逆流而上的你》	湖南卫视	1	43	1.194	4.32
《都挺好》	浙江卫视	1	46	1.192	4.269
《都挺好》	江苏卫视	1	46	1.158	4.148
《只为遇见你》	湖南卫视	1	42	1.026	3.937

注:以上数据根据CSM55城整理,时间范围为2019年1月1日至4月2日

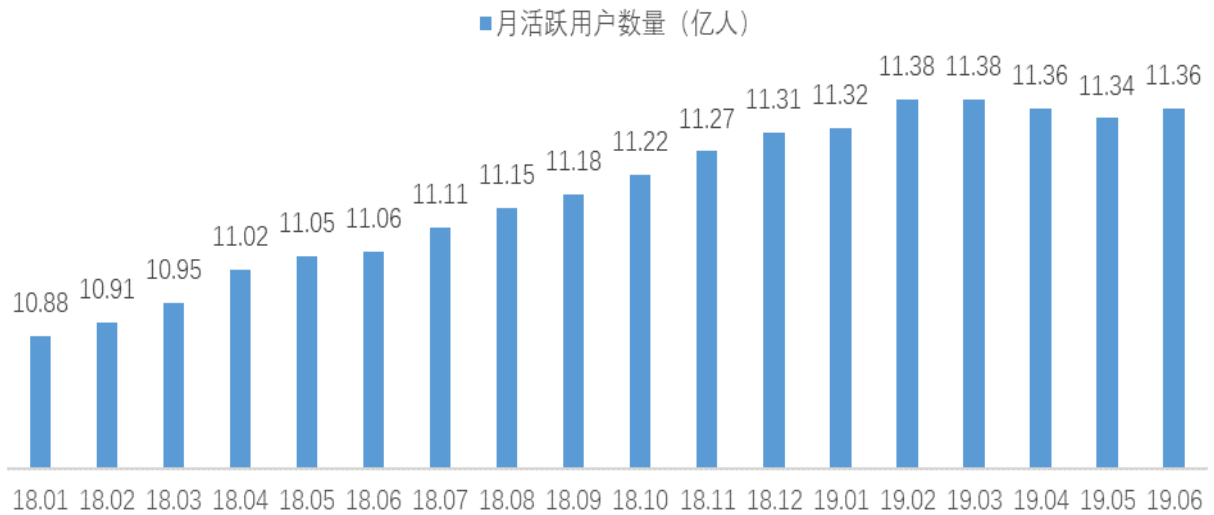
数据来源: csm, 渤海证券

下半年电视剧题材仍以当代为主，涉及细分题材更为多样。从 Q2 后各大卫视的排播重点来看，一方面各大平台将献礼剧提上日程；另一方面反腐、涉案、年代、军旅、悬疑类题材剧集不断涌现。献礼剧方面比如《在远方》、《小欢喜》、《新世界》、《惊蛰》、《亮剑之雷霆战将》、《瞄准》等剧作。此外《巨匠》、《少年派》、《完美关系》、《带着爸爸去留学》、《我的真朋友》、《平凡的荣耀》、《尉官正年轻》《人民的财产》等都成为各大卫视平台的重点剧目，接下来必将会有更多反映时代的剧集作品呈现。

1.3 移动互联网：竞争趋于白热化，龙头仍然领先

截止 2019 年 6 月底，国内移动互联网月活用户数 11.38 亿人次，同比增长 1%；3-6 月月活用户净减 193 万人，整体看国内移动互联网用户饱和的趋势十分明显。

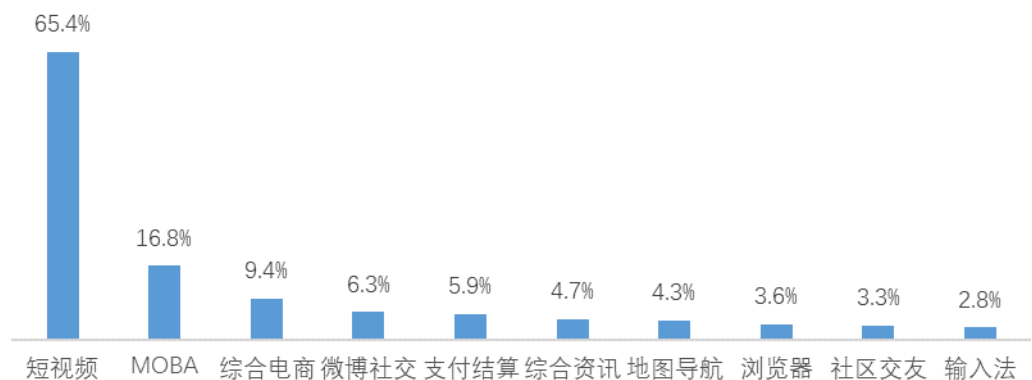
图 4：2019 年 1-6 月移动互联网月活用户增长率逐步下滑



数据来源：QuestMobile，渤海证券

用户使用时长方面，截止 2019 年 6 月底，国内移动互联网用户人均单日使用时长为 358.2 分钟，相较于 2019 年一季度和 2018 年年底均持续提升，说明国内用户对移动互联网的依赖度越来越强，每天使用时长为 6 小时左右，但使用时间的同比增幅有收窄趋势。

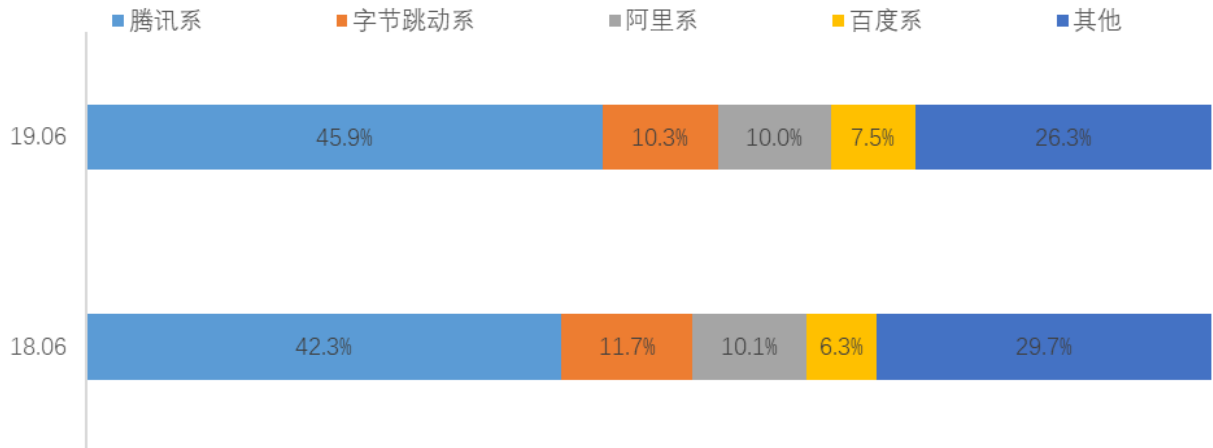
图 5：2019 年国内移动互联网用户使用时长对比



数据来源：QuestMobile，渤海证券

APP 使用时长占比方面，截止 2019 年 6 月底国内移动互联网巨头旗下 APP 的用户使用时长占比各有增减，其中字节跳动系的使用时长占比增至 11.7%，显示出短视频领域具备持续的竞争力，而腾讯系和百度系的用户使用时长占比有所下滑，其他长尾流量也出现了一定程度的增长。

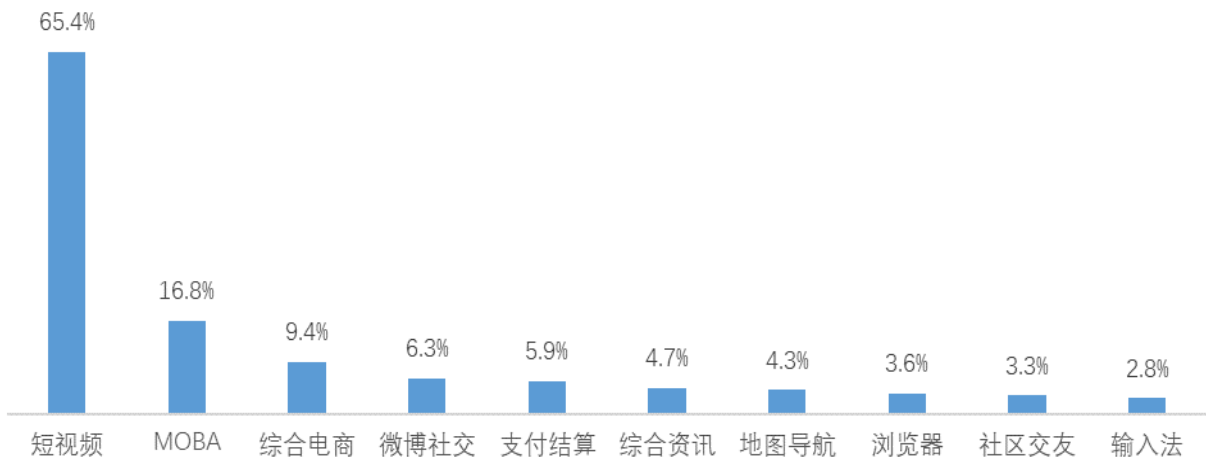
图 6：截止 2019 年 6 月移动互联网 APP 使用时长占比



数据来源：QuestMobile，渤海证券

APP 使用时长同比增速方面，2019 年 6 月短视频和综合资讯依然是用户使用时长同比增速最大的领域，两者贡献了整体时长增量的一半；以 MOBA 游戏为代表的细分品类出现明显增长，说明国内用户的娱乐需求一直保持旺盛的状态。

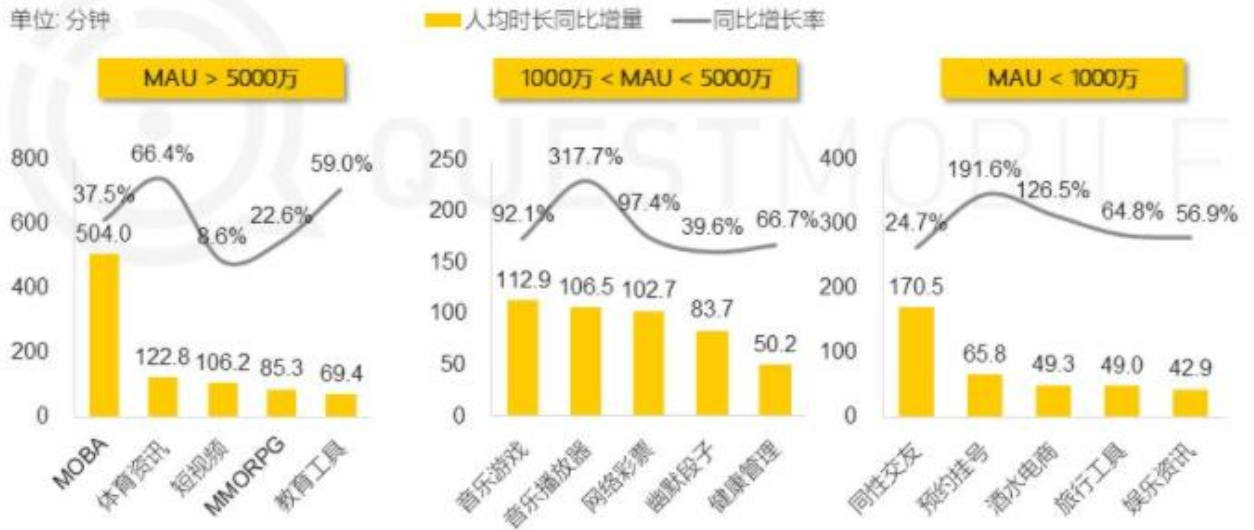
图 7：截止 2019 年 6 月用户月总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业



数据来源：QuestMobile，渤海证券

APP 用户规模增长细分来看，2019 年 6 月泛娱乐内容消费是用户时长增长的主要来源，其中以手机游戏、短视频、音乐等细分内容的人均使用时长增长显著。

图 8：2019 年 6 月移动互联网月活用户规模同比增长 TOP5 细分行业

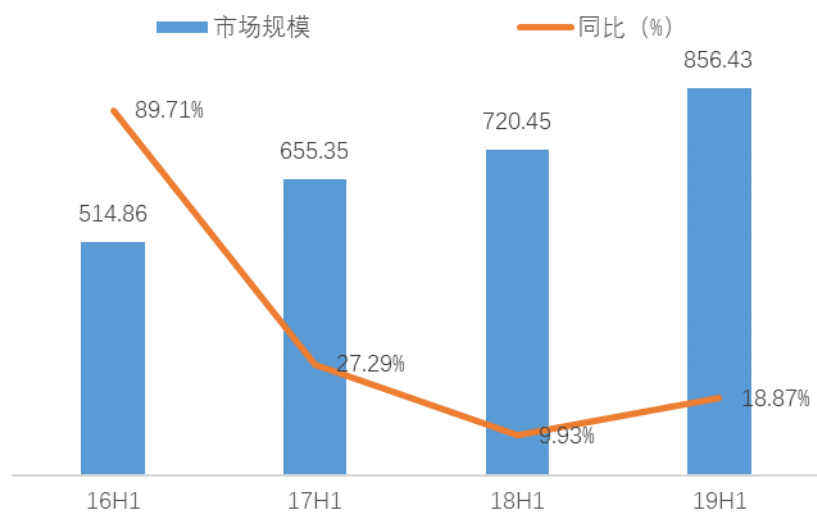


数据来源: QuestMobile, 渤海证券

1.4 手游市场：增速回暖，集中度进一步提升

2019 年 H1 国内移动游戏市场收入 856.43 亿元，同比增长 18.87%，增速较去年同期回暖趋势明显。移动游戏市场在进入 2019 年后开始逐渐回暖，不仅是因为版号审批开放促进了产品供应的增加，也得益于以 H5/小游戏等新兴市场的刺激，更重要的是经历了 2018 年的优胜劣汰之后，市场的精品化程度正在不断加深，直接表现为主流发行产品质量逐步提升。

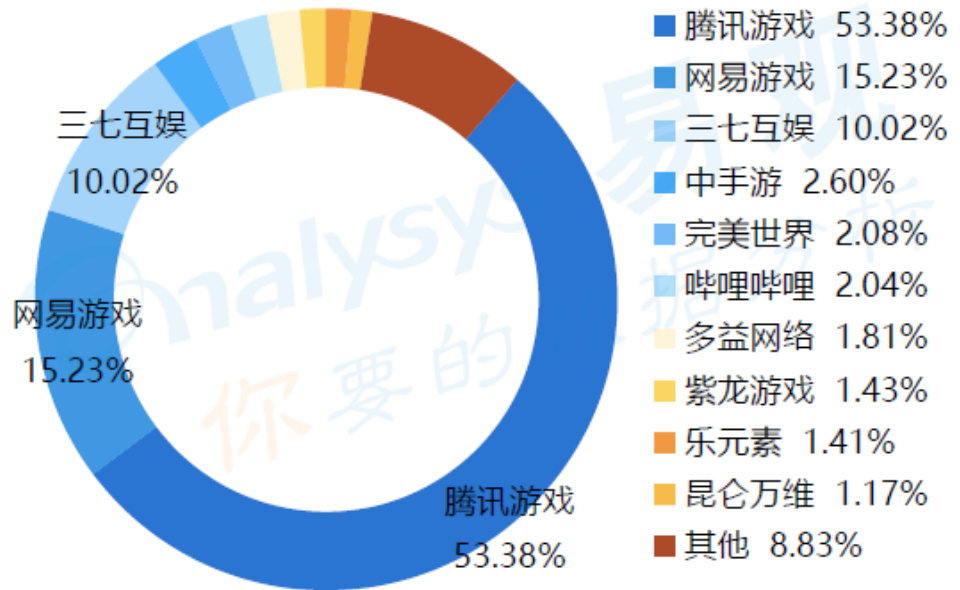
图 9：2019 年 H1 国内移动游戏市场收入规模



资料来源：易观，渤海证券

行业流水方面，2019 年 H1 腾讯游戏占据 53.38% 的市场份额，网易游戏占据 15.23%，两强的市占率持续保持强势，三七互娱则是 10.02% 排名第三。腾讯游戏作为市场领头羊，不仅拥有充足的研发储备，还在 2019 年上半年通过精品发行为完美世界、西山居等众多主流厂商的重点产品助力；相对而言，网易游戏在境内市场主要以长线产品运营为主；三七互娱则继续发挥研运一体优势，发行了众多高流水产品，整体业绩增长明显。整体看目前国内头部厂商市场份额的扩大，是精品化发展过程中的必然结果。

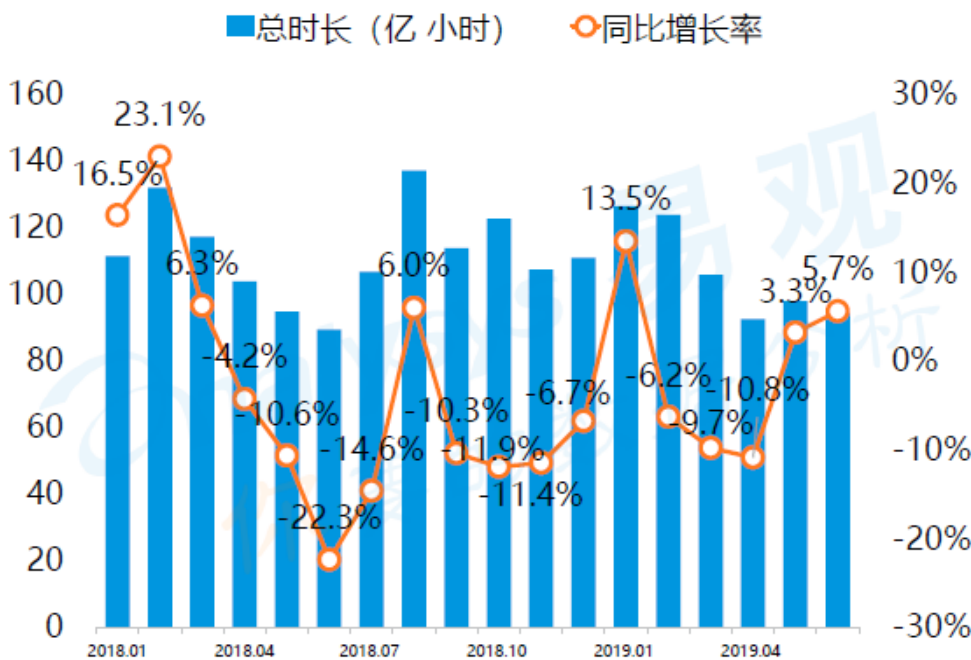
图 10: 2019 年 H1 国内移动游戏市场竞争格局



资料来源: 易观, 渤海证券

2019 年 Q1 首月收入 TOP5 新游中, 所有产品均拥有 IP, IP 对产品取得更佳成绩显得至关重要。端游 IP、动漫 IP、买量产品依然是新游增长主力, 完美世界研发的《完美世界》手游居首, 买量产品《疯狂原始人》、中手游发行的动漫 IP 产品《龙珠觉醒》, 分列新游首月流水测算榜第二、三名。本季度新游对 IP 的使用与最近一年来的整体趋势保持一致。

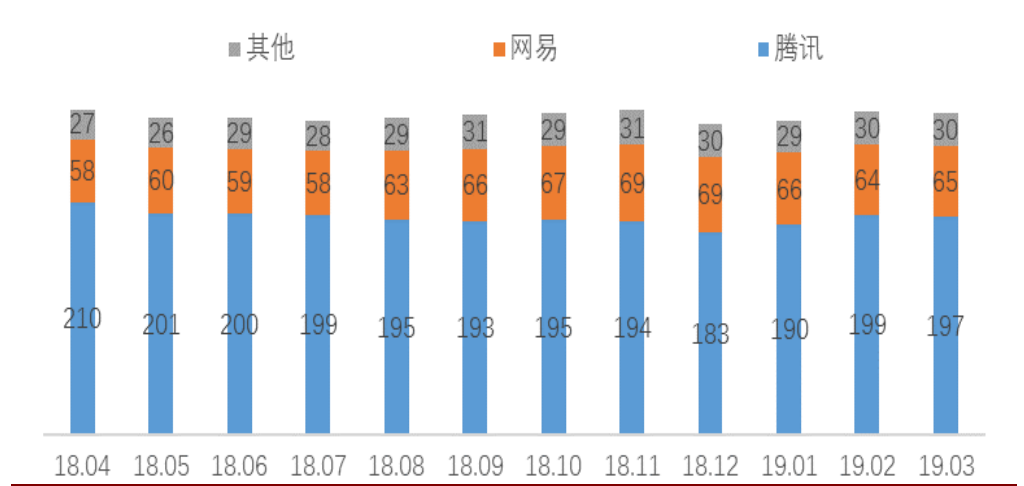
图 11: 2019 年 Q1 国内移动游戏中新游戏首月流水 TOP5



资料来源: CNG, 渤海证券

进入过 iOS 日畅销榜 TOP200 游戏产品的数据来看，腾讯网易整体份额依然较为稳定，整体波动并不大。

图 12: 曾进入 Ios 畅销榜 TOP200 发行商产品数量



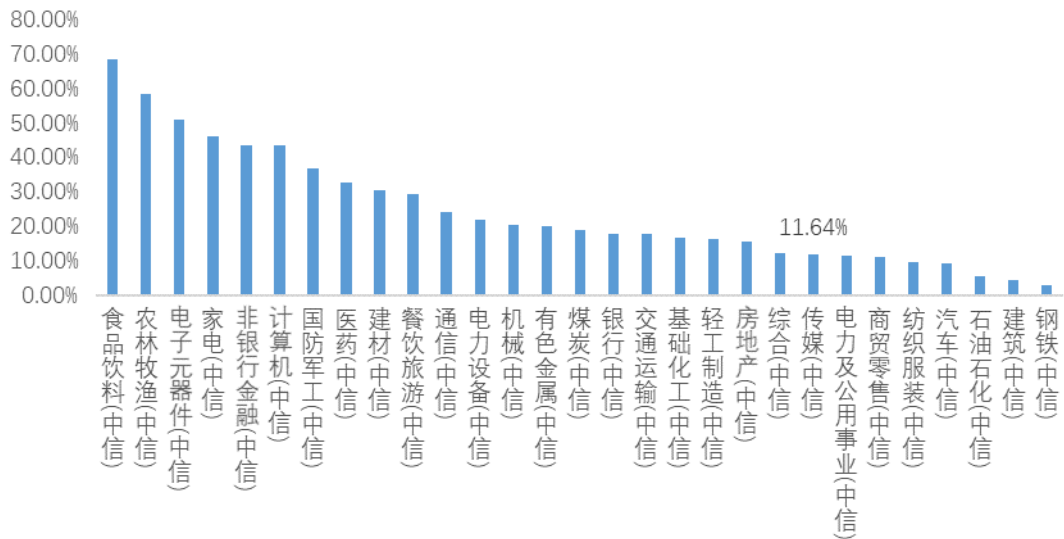
资料来源: CNG, 渤海证券

2.行情概况：表现相对低迷，估值有所改善

2.1 2019 年至今行业表现相对低迷

2019 年传媒行业继续表现相对低迷。2019 年年初至 9 月 4 日，沪深 300 指数上涨 29.27%，文化传媒行业上涨 11.64%，位列中信 29 个子行业中下游，其中平面媒体板块上涨 9.75%，广播电视上涨 21.47%，电影动画下跌 7.42%，互联网上涨 13.85%，整合营销上涨 5.33%。

图 13: 2019 年年初至 9 月 4 日中信行业涨跌幅情况

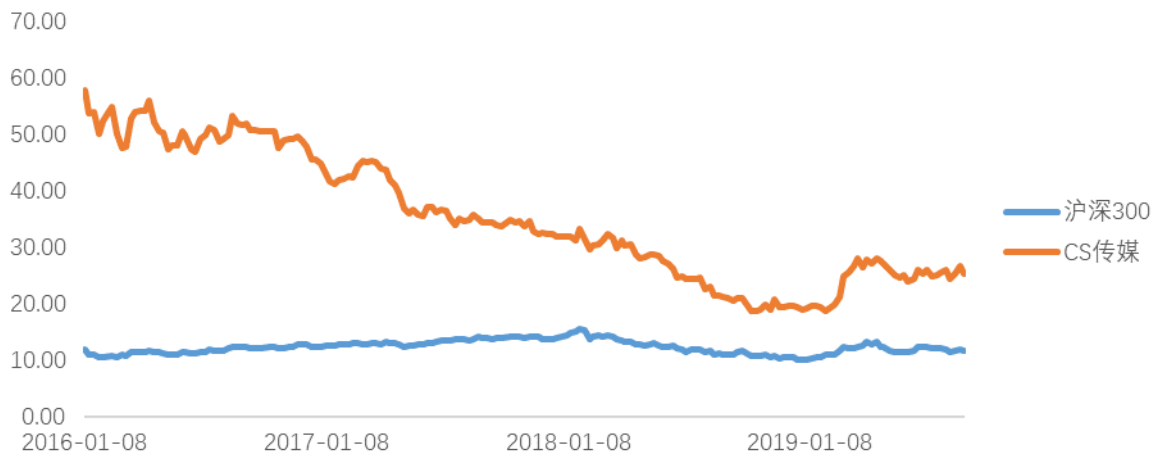


资料来源: wind, 渤海证券

2.2 估值逐步平稳，机构持仓相对比例提升

截至 2019 年 8 月 30 日收盘,剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 整体约为 25.34 倍,较沪深 300 的估值溢价率约为 215.98%,绝对估值和估值溢价率保持稳定。结合行业基本面和市场情绪进行分析,我们认为在长期内行业龙头个股的相对估值仍然存在一定的提升空间,因此建议投资者关注业绩成长性优秀的龙头个股的估值修复性行情,选择中长期具备持续竞争优势的龙头公司。

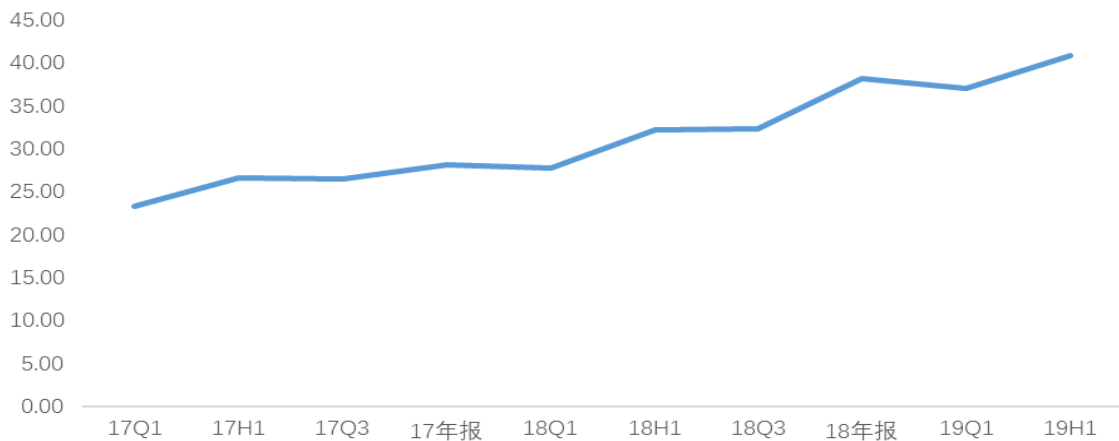
图 14: 剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 市盈率(整体法)变动情况



资料来源: wind, 渤海证券

机构持仓比例持续提升。截止 2019 年中报,文化传媒行业机构持仓比例为 40.92%,位列中信 29 个一级子行业倒数第六位,但横向比较来看,行业机构持仓比例有所提升。子行业持仓情况方面,平面媒体(59.20%)>广播电视(47.24%)>整合营销(41.59%)>电影动画(31.69%)>互联网(31.30%)。

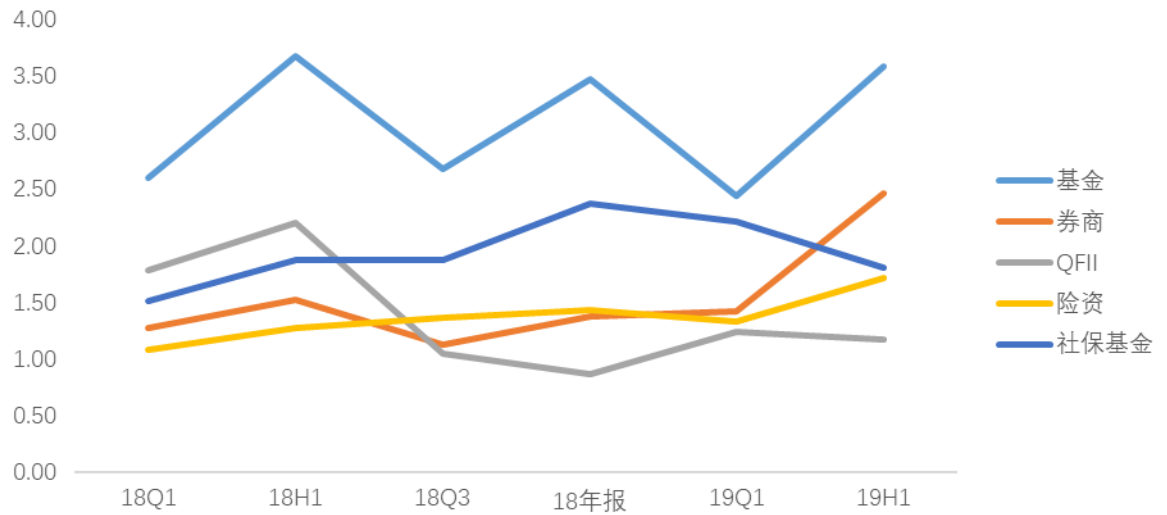
图 15: 文化传媒行业机构持仓变动情况



资料来源: wind, 渤海证券

大部分机构有所增持，但绝对值仍然偏低。截止 2019H1，基金、券商和险资对文化传媒行业进行一定程度的增持，其中基金增值比例相对最高，但绝对值仍处于相对偏低的水平；社保基金和 QFII 则对行业进行了一定程度的减持。

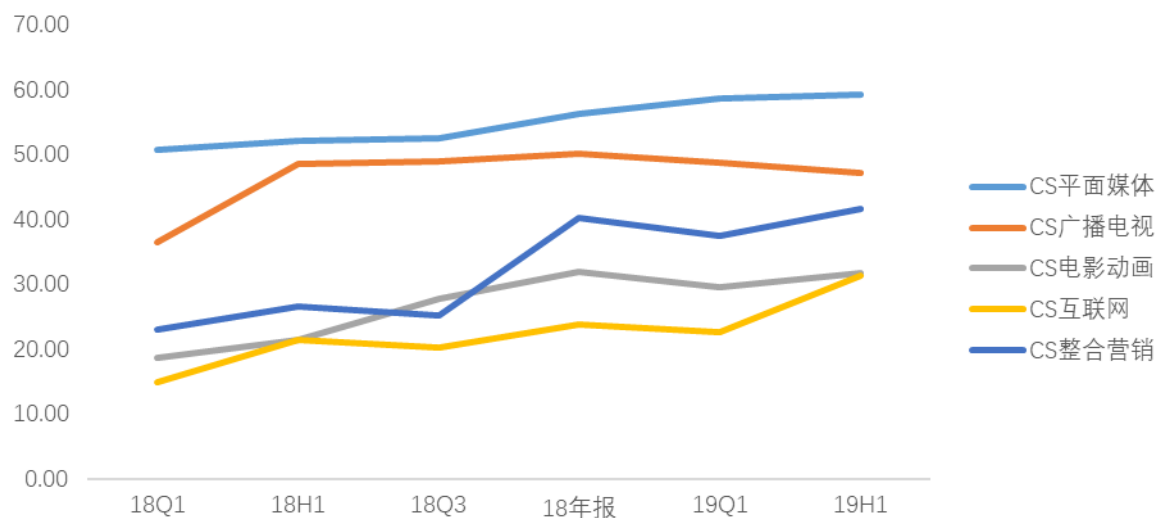
图 16: 文化传媒行业各机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

子行业中机构对广播电视的增持幅度相对最大。截止 2019H1，机构对于文化传媒五个子行业中的平面媒体、电影动画、整合营销和互联网四个子行业的仓位配置均有所增加，其中对互联网子行业的增持幅度最大，而广播电视子行业的出现小幅减持的情况。

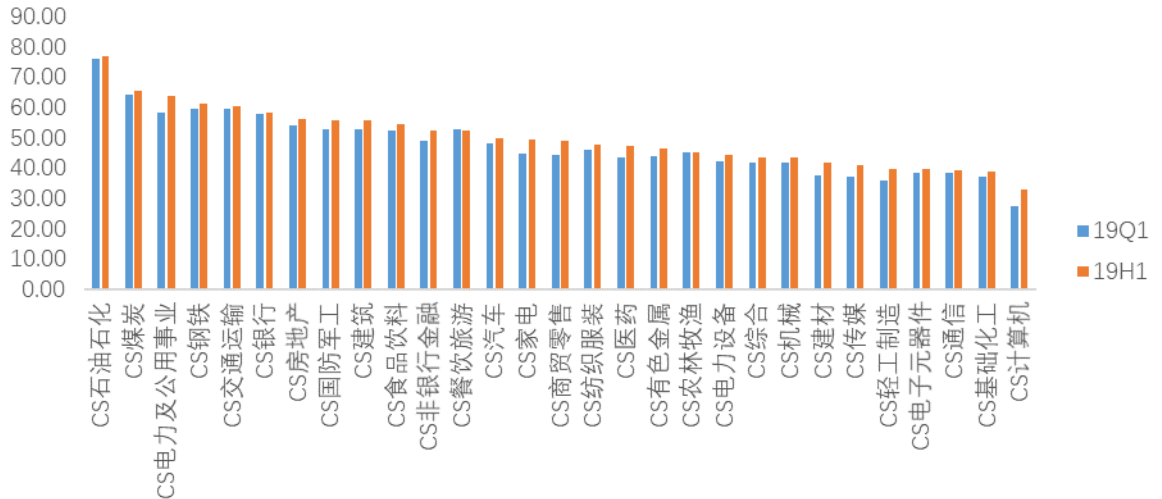
图 17: 文化传媒子行业各机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

横向比较，文化传媒的机构配置比例仍然偏低。截止 2019H1，文化传媒的机构持仓比例位列中信 29 个一级子行业的后半部分，整体的持仓比例属于偏低水平。

图 18: 中信一级子行业的机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

截止 2019H1，我们所覆盖的文化传媒行业 157 家上市公司中，共有 64 家公司遭受机构减持，92 家公司被机构增持。其中增值比例超过 30%的为巨人网络、智度股份，而遭遇减持比例超过 10%的包括横店影视和歌华有线。

表 4: 2019H1 文化传媒行业个股机构增减持变动 TOP5 (%)

增持比例前五	增持比例	减持比例前五	减持比例
巨人网络	61.28	歌华有线	-35.93
智度股份	31.24	横店影视	-10.09
芒果超媒	22.16	ST 中南	-8.52
完美世界	20.12	*ST 印纪	-8.34
北京文化	17.77	金陵体育	-7.99

资料来源: wind, 渤海证券

2.3 整体基本面回顾：竞争力不强

2019H1 文化传媒行业基本面相对竞争力不强。2019H1 中信传媒行业整体营业收入同比增长 2.03%，整体增速均低于全部 A 股、中小板（含 ST）和创业板的同期水平，说明文化传媒行业在收入增长方面落后于 A 股整体水平；利润方面，文化传媒行业营业利润同比下降 21.73%，归母净利润同比下降 54.76%，增幅均低于全部 A 股、中小板（含 ST）和创业板同期水平，业绩方面没有优势。因此从目前 A 股行业纵向比较来看，我们认为文化传媒行业的整体基本面仍处于调整阶段，业绩增长的相对竞争力不强。

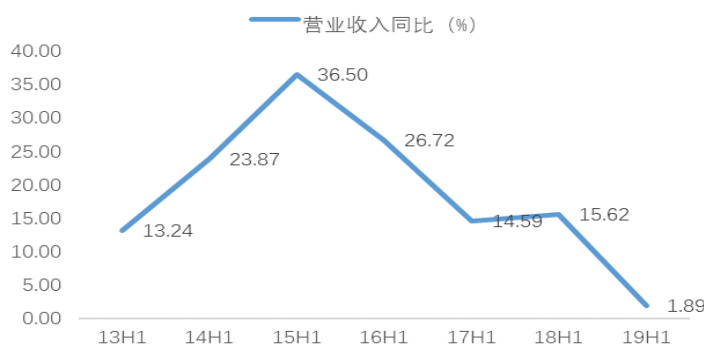
表 5：2019H1 传媒行业营收及利润情况比较

版块	营业总收入同比	营业收入同比	营业利润同比	归母净利润同比
全部 A 股	9.32	9.32	6.09	6.50
中小企业板(含 ST)	6.42	6.38	-3.90	-3.45
创业板	7.27	7.22	-2.19	-21.29
中信传媒	2.03	1.89	-21.73	--54.76

资料来源：wind,渤海证券

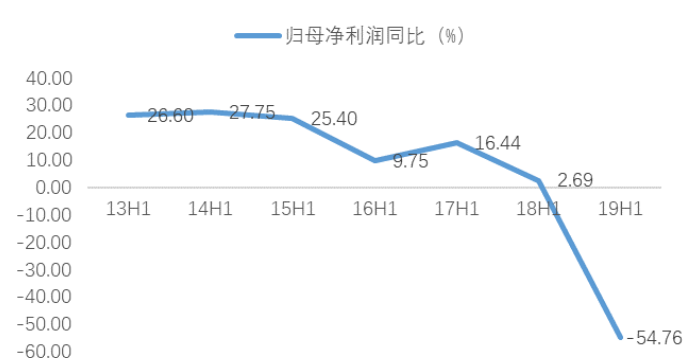
营收增长率和归母净利润增长率表现不佳。从行业横向发展比较来看，2019H1 文化传媒行业营收增长率同比进一步下滑，上半年同比 1.89%的增速较之 2018 年同期下降明显；同时归母净利润增长率下滑幅度更为明显，因此我们认为 2019H1 文化传媒行业的经营情况处于相对不景气时期。

图 19：传媒行业营收增长率（整体法）变动



资料来源：wind,渤海证券

图 20：传媒行业归母净利润增长率（整体法）变动

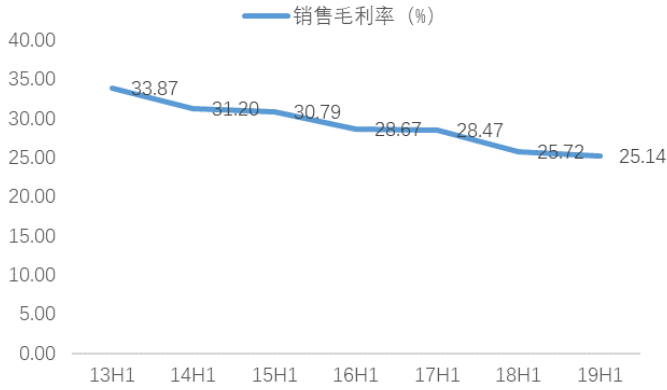


资料来源：wind,渤海证券

行业的销售毛利率和销售净利率的表现也不理想。2019H1 文化传媒行业整体的利润情况维持持续下滑的态势，其中行业销售毛利率水平自 2013 年后持续小幅

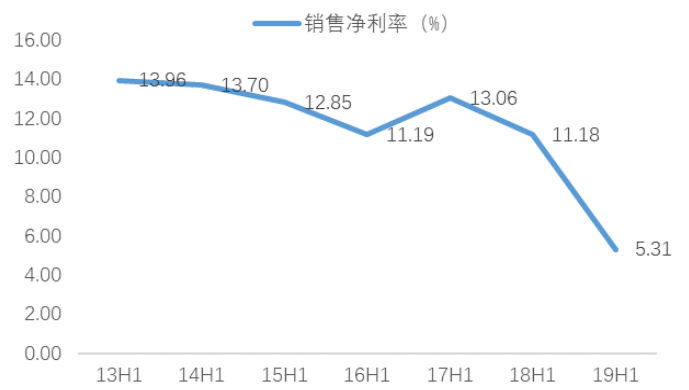
下滑；行业销售净利率下滑幅度更为明显，整体看行业的发展仍然趋于弱势格局。

图 21: 传媒行业销售毛利率（整体法）变动



资料来源: wind, 渤海证券

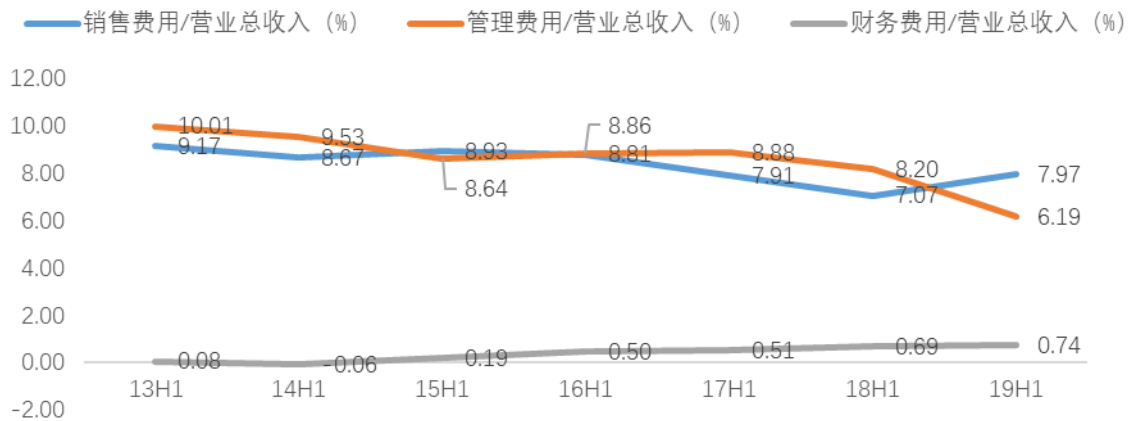
图 22: 传媒行业销售净利率（整体法）变动



资料来源: wind, 渤海证券

销售费用率上升、管理费用率下滑，财务费用率上升。2019H1 文化传媒行业的销售费用率为 7.97%，较去年同期有所上升；而管理费用率为 6.19%较去年同期继续回落，从中期上看两个指标基本保持稳定的区间，我们认为这是由于行业内部分公司外延并购发展减缓、公司内部持续整合资源所致；而财务费用率相对持续提升，我们认为主要是由于外部融资成本持续上升、传媒类轻资产特质使行业融资相对较难所致。整体看我们认为目前文化传媒行业内部处于整合发展时期，行业内绝大部分公司以内生发展为主，仍需要长时间恢复景气度。

图 23: 传媒行业三费（整体法）变动情况

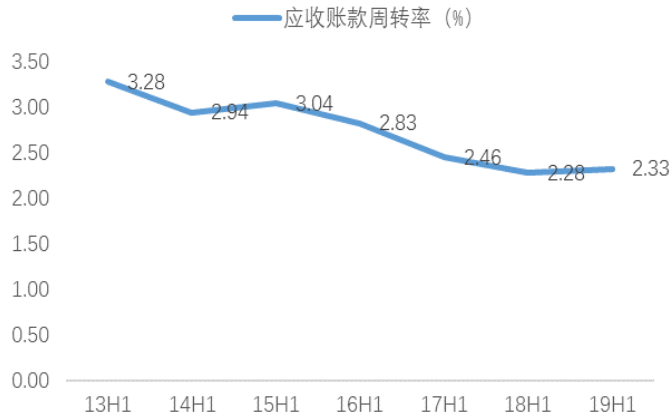


资料来源: wind, 渤海证券

应收账款周转率、经营活动现金流均有所改善。2019H1 文化传媒行业应收账款周转率较去年同期微幅提升，整体趋势基本维持稳定，我们认为这主要由于行业基本实现初步出清有关。在现金流方面，2019H1 文化传媒行业经营活动现金流

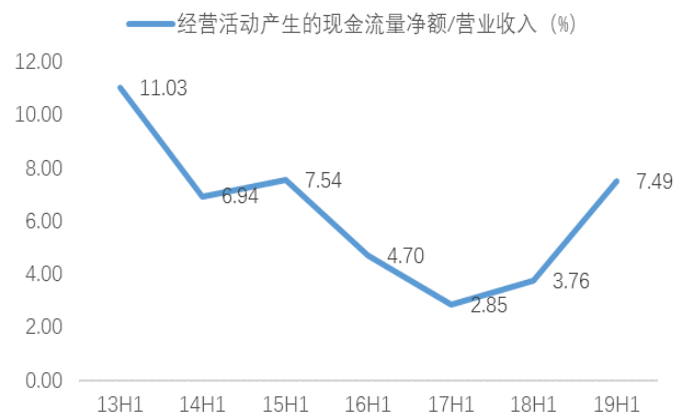
情况较去年同期有明显回升，我们认为这是由于行业部分经营不善的公司逐步退出市场，使行业整体的经营状况有所回暖所导致。

图 24: 文化传媒行业应收账款周转率（整体法）变动



资料来源: wind, 渤海证券

图 25: 文化传媒行业经营活动现金流/营收（整体法）变动



资料来源: wind, 渤海证券

3.行业投资逻辑：关注国有媒体、手游行业

3.1 国有媒体开始进入发展新时代

国有媒体迎来重大历史发展机遇。据人民网报道，2019年1月25日习近平总书记带领中共中央政治局在人民日报社就全媒体时代和媒体融合发展举行第十二次集体学习。习近平总书记在主持学习时发表重要讲话，着眼党和国家事业长远发展，深刻分析全媒体时代的挑战和机遇，科学把握媒体融合发展的趋势和规律，明确提出了推动媒体融合向纵深发展的重大要求。

具体分析来看，国有媒体从行政级别上可划分为中央级与地方级，从业务类型上可划分为主流媒体、出版公司、广电电视台这三大类。中央级媒体覆盖范围广影响力大，地方性媒体更具地方特色且总体数量大。

分业务和具体的公司分布来看，1) 主流媒体方面，中央主流媒体覆盖范围广，在国内外新闻、财经、社会、娱乐等方面具有得天独厚的优势；“一报一网”是各省主流媒体的标配，内容上地域特色强，在本地新闻上有着无可替代的原创性和及时性。2) 出版公司方面，中央级出版公司以三家大型出版集团——中国出版集团、中国科技出版传媒集团为主；地方上大部分省均有代表性大型出版集团。3) 广播电视台方面，中央级以中央电视台、中央人民广播电台、中国国际广播电台为主，地方上各省均有代表性电视台及广播电台，同时各地的有线电视运营商亦属于广电体系。

表 6: 中央及地方国有媒体主要分部

	主流媒体	出版公司	有线网络
中央	人民日报、光明日报、经济日报、科技日报、中国日报、法制日报、新华每日电讯、新华社、中国新闻社、人民网、新华网、中国新闻网、中国政府网、央视网、央广网等	中国出版集团（旗下商务印书馆、中华书局、人民文学出版社、人民音乐出版社、人民美术出版社等38家出版机构）等	中央电视台、中央人民广播电台、中国国际广播电台
地方	北京日报、京报网、天津日报、天津网、解放日报、解放网、新华日报、新华报业网、海南日报、南海网、湖南日报、湖南在线、贵州日报、多彩贵州网等	江西省出版集团、四川新华发行集团、上海新华发行集团有限公司、江苏凤凰出版传媒集团、广东省出版集团、湖北长江出版集团、安徽出版集团、山东出版集团等	歌华有线（北京）、吉视传媒（吉林）、重庆有线、四川有线、江西广电网络、华数传媒（浙江）、东方有线（上海）、湖北广电网络、电广传媒（湖南）等

资料来源：公开资料，渤海证券

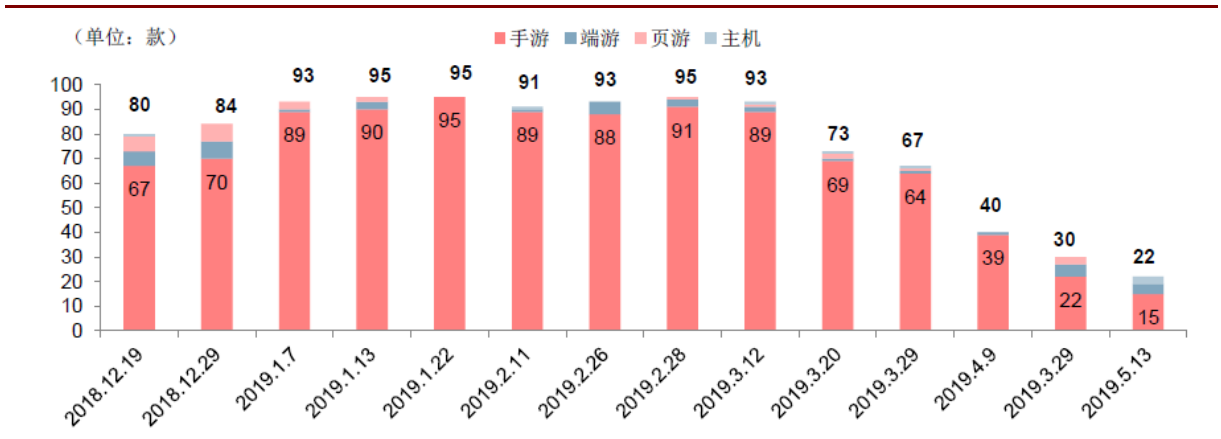
互联网新媒体相继崛起，主流媒体受众逐步缩减。主流媒体发迹于“纸媒时代”，根据《2016 中国报业发展报告》，2012 年以来报纸广告连年大幅下滑，行业收入增速从 2011 年的上升 11.2% 陡然成下降 7.3%，2013 年又继续下降 8.1%，到 2014 年报纸广告的降幅为 -18.3%，2015 年下滑达 35.4%；2015 年与 2011 年相比累计降幅已经达 55%。根据 CTR 媒介智讯的数据，2018 年 1-11 月报纸广告刊登额降幅高达 30.7%，广告资源量降幅 34.8%。PC 互联网\移动互联网对信息获取方式产生巨大变革，而主流媒体转型互联网时间较晚、渗透不足。2000 年以来，门户网站、微博、微信、今日头条、短视频等依托于互联网的新媒体相继成为人们获取信息主流方式，转型自报刊媒体的主流媒体如人民网、新华网月覆盖人数与门户网站、移动资讯 APP 相比已相差甚远。

政策持续推动，国有媒体转型发展箭在弦上。2000 年以来历年国务院及国家部委关于“媒体融合”的相关政策以及相关重要讲话可见，2014 年以来“媒体融合”的相关文件日渐密集，这与近年来移动互联网新媒体对传统媒体的冲击愈发猛烈息息相关。“媒体融合”相关政策及重要讲话主要有 6 个节点：1) 2014 年 8 月的《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》以及习近平在中央深化改革领导小组会议发表重要讲话；2) 2015 年 3 月两会期间李克强相关报告；3) 2015 年 9 月国务院正式出台《三网融合推广方案》；3) 2016 年 7 月国家新闻出版广电总局发布《关于进一步加快广播电视媒体与新兴媒体融合发展的意见》；4) 2017 年 1 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》；5) 2018 年 12 月国务院办公厅《关于推进政务新媒体健康有序发展的意见》以及 2019 年 1 月习近平总书记在中共中央政治局第十二次集体学习时的重要讲话。整体看 18 年后国有媒体开始进入快速转型发展阶段，顶层政策对于国有媒体的重视程度与日俱增，而以人民网为代表的龙头公司已经形成了初步的转型发展成果，行业经营的阶段性拐点已经有所显现，因此我们看好 19 年国有媒体领域的发展机遇。

3.2 关注手游行业的估值相对优势

截至 2019 年 5 月末，自国产游戏版号重启发放以来，累计发放国产游戏版号批次共 12 批，累计发放 999 款。累计发放的国产游戏版号中，移动游戏 940 款，页游 23 款。2019 年 5 月期间没有发放新批次版号。

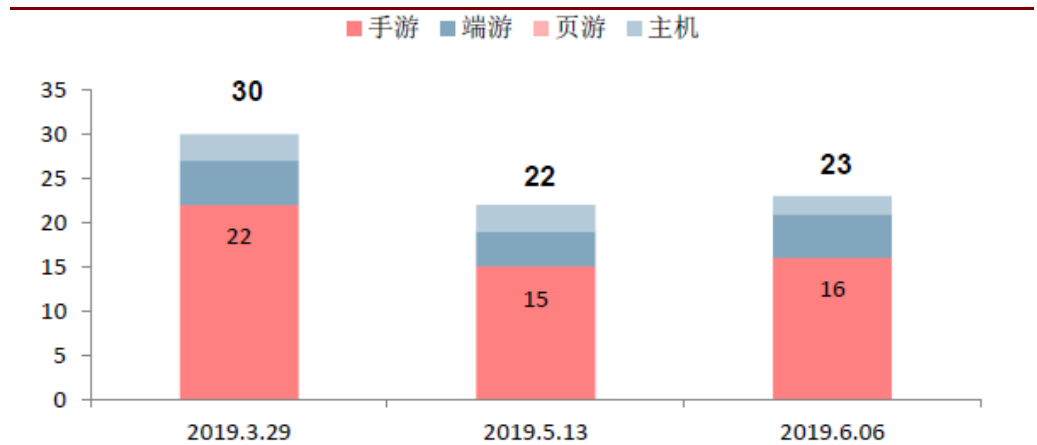
图 26: 游戏版号重启后的发放情况



资料来源: 广电总局, 渤海证券

截至 2019 年 5 月末，自进口游戏版号重启发放以来，累计发放进口游戏版号批次共 2 批，累计发放 52 款。6 月 6 日，第三批进口游戏版号正式下发，共计 23 款，前三批累计发放进口游戏版号 75 款。累计发放的进口游戏版号中，移动游戏 53 款，端游 14 款，主机游戏 8 款。前三批进口游戏版号中部分重点厂商产品包括腾讯的《艾兰岛》、《一人之下》，完美世界的《洪潮之焰》、《面条人》、《赦免者》，网易的《迷室 3》、《遇见逆水寒》、《逆水寒》，哔哩哔哩的《英雄传说：星之轨迹》、《BanG Dream!》、《晓之轨迹》、《妃十三学园》、《无法触碰的掌心》等产品。

图 27: 进口游戏版号重启后的发放情况



资料来源: 广电总局, 渤海证券

2018年新上线且月活跃用户过千的手机游戏数量较2017年大幅下滑了58.9%，版号审批的暂停导致的新游供给大幅减少对手游市场的负面影响十分显著。截止2019年Q1，版号审批恢复后已有千余款游戏获批，预计这一批新游的集中上线期将出现在今年的Q2-Q3区间，因此手游市场收入规模有望在下半年后出现环比较大程度回暖，使手游行业具有较强的估值优势。

4. 投资策略

行业整体业绩表现不佳，基本面配置价值仍需观察。首先从经营情况来看，通过分析 2019H1 文化传媒行业的中报业绩情况，我们认为文化传媒行业整体的基本面情况表现不佳，此外各个子行业及个股的业绩分化也较为明显，因此需对版块及个股后续经营情况有较为清晰的界定和判断。结合汇总结果，我们认为目前以平面媒体子行业具有相对较强的稳健成长能力。

估值仍存提升空间，建议关注成长性龙头公司。我们认为在长期内行业龙头个股的相对估值仍然存在一定的提升空间，因此建议投资者关注业绩成长性优秀的龙头个股的估值修复性行情，选择中长期具备持续竞争优势的龙头公司。

推荐业绩确定性强的优质龙头个股。具体投资策略来看，9月3日国务院办公厅发布《体育强国建设纲要》，结合10月份在武汉即将召开第七届世界军人运动会，建议投资者积极关注体育版块的表现机会。其他逻辑上推荐四条主线：（1）游戏行业的一二线龙头公司，龙头公司的竞争优势持续显现，此外云游戏的持续落地也将进一步提升行业天花板；（2）业绩增长稳健、纸张成本下滑利好业绩提升的出版类龙头个股；（3）行业细分龙头，5G的逐步落地将带动OTT和新媒体等领域迎来新一轮发展；（4）建议关注基本面进入底部反转区间的电视剧行业，行业内龙头的竞争优势进一步强化。综上我们维持行业“中性”的投资评级，推荐中国出版（601949）、中南传媒（601098）、中国电影（600977）、中体产业（600158）、芒果超媒（300413）。

5. 风险提示

宏观经济低迷；行业重大政策变化；行业需求不达预期；公司收入不达预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昉
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn