



分化持续，继续推荐新媒体、教育、游戏及细分龙头

2019.11.2

肖明亮(分析师) 叶轹(分析师)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310519040001

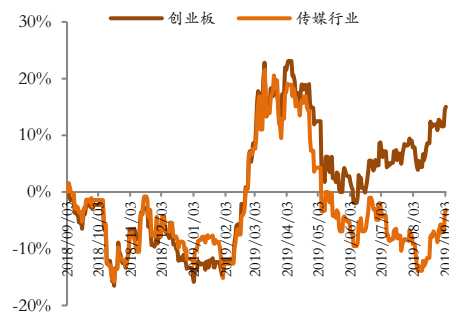
投资逻辑:

- 板块整体成长依旧弱势，Q3 单季较 Q2 明显改善，行业经营性现金流显著转好。2019 前三季度传媒板块营收 4696 亿元，增长 2.95%；归母净利润 267.02 亿元，下降 38.45%（考虑剔除 ST 公司以及乐视网等极值公司后，降幅为 8.43%）；行业整体经营性净现金流合计 353.57 亿元，同比增长 114.17%，显示行业整体经营现金流有明显改善。行业 Q3 单季营收为 1665.7 亿元，增长 4.51%；Q3 单季归母净利润为 113.6 亿元，同比下降 6.12%，较 Q2 增幅改善 18.68%，板块整体成长性偏弱。从盈利能力来看，2019 年前三季度毛利率为 24.6%，与去年基本持平。从年初至 10 月 31 日，传媒板块指数上涨 9.67%，动态估值从年初的 20 倍提升到目前的 28 倍左右，但仍处于近 4 年的估值中枢 37 倍低区间。
- 子版块成长、盈利能力分化，新媒体、教育、游戏龙头成长维持强劲。2019Q3 行业整体毛利率为 24.6%，同比改善 0.5pct；整体净利率为 7%，同比减少 0.3pct，环比 2019Q2 提高 5pct，Q3 单季盈利能力环比改善明显。细分版块方面，游戏板块毛利率水平持续提升达到 60.3%，但受市场推广费用等影响其期间费用率持续抬升，游戏整体净利率水平下降到 19.8%。2019Q3 新媒体板块净利率为 12%，同比减少 1.5pct；出版发行板块维持 30%左右毛利率与 11-12%左右净利率；教育板块整体净利率水平提升到 9.8%，较 2018Q3 改善 2pct；体育板块净利率水平提升到 23.9%，较 2018Q3 提高 16.6pct；影视剧与院线板块净利率明显下降，互联网服务板块受乐视网影响净利率水平为-8.1%。
- 看持仓：集中度依然较高，抱团配置新媒体、游戏、互联网及教育龙头。19Q3 公募基金 360.89 亿元，较 2019Q1 的 359 亿元基本持平，占行业流通盘比例约为 2.84%，前十大个股持仓合计占行业公募持仓的 79%，显示机构依然以配置新媒体、游戏、互联网及教育龙头企业为主。Q3 基金明显加仓三七互娱、分众传媒、梦网集团、光线传媒等，其余游戏企业掌趣科技、吉比特及完美世界公募持仓规模也有明显提升。
- 投资逻辑：行业整体成长性依然较弱，细分板块及企业发展进一步分化，机构配置向各细分龙头聚拢，新媒体、教育以及游戏龙头企业成长性不断兑现验证，我们继续建议关注游戏、新媒体、教育以及出版发行领域的稳健增长龙头。①新媒体：大屏新媒体方向成长性稳健、具有明显内容及牌照壁垒，关注芒果超媒、新媒股份充分受益于大屏生态趋势；②教育：围绕 K12 课外培训、职业教育培训、教育信息化三条确定性强且发展较稳健的主线，关注中公教育、中国东方教育、新东方、好未来、视源股份等；③游戏版块：A 股游戏龙头有望继续抢占市场份额，关注三七互娱、完美世界、吉比特。④出版：出版发行板块稳健增长且现金流充裕、分红效应明显且当前估值偏低，推荐中南传媒、南方传媒、中信出版。此外，随着分众传媒营收逐步趋稳，建议关注公司依托显著生活圈媒体逐步实现业绩修复发展，关注分众传媒。
- 风险提示：大盘震荡风险，商誉减值风险，业绩不达预期

强烈推荐 (维持)

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
传媒行业	6.66	4.59	-10.03
沪深 300	6.66	14.02	5.90

相关报告

- *广证恒生-传媒行业-2019 年中期策略报告-与政策效应共振，中长期迎接 5G 红利-20190705
- *广证恒生-传媒行业-2019 年度策略报告-估值低位精选个股，关注政策与业绩边际改善板块-20190107
- *广证恒生-传媒行业-2017 年年度业绩回顾-成长分化持仓集中，坚守细分龙头成长-20180521
- *广证恒生-传媒行业-2017 年年度业绩前瞻-板块成长分化，推荐游戏、内容、营销内生稳定龙头-20180206
- *广证恒生-传媒行业-2018 年年度策略报告-大浪淘沙，关注估值低位细分龙头率先突围-20171211
- *广证恒生-传媒行业-2017 年中期业绩前瞻-基于中报前瞻推荐游戏、精品内容和细分龙头-20170703
- *广证恒生-传媒行业-2017 年中期策略报告-估值低位虚席以待，细分龙头率先回暖-20170616

目录

目录	2
图表目录	3
1. Q3 增长边际改善明显，板块经营现金流质量提升	4
1.1 行业整体成长性依然弱势，板块经营现金流质量提升	4
1.2 板块毛利率相对稳定，净资产收益率同比下降	5
1.3 板块估值仍处于历史低位，2019 年估值有所反弹	6
2 板块分化明显，新媒体、教育与游戏增长稳定	6
2.1 分版块来看：教育板块成长最为亮丽，出版发行板块维持稳定。	6
2.2 细分龙头企业结构性增长明显，新媒体、教育、游戏龙头亮眼	8
3. 行业盈利水平承压，游戏、新媒体与教育相对稳健	9
4. 机构持仓：向龙头配置聚拢，游戏股加仓明显	11
5. 行业重点个股盈利预测表	12
6. 风险提示	12

图表目录

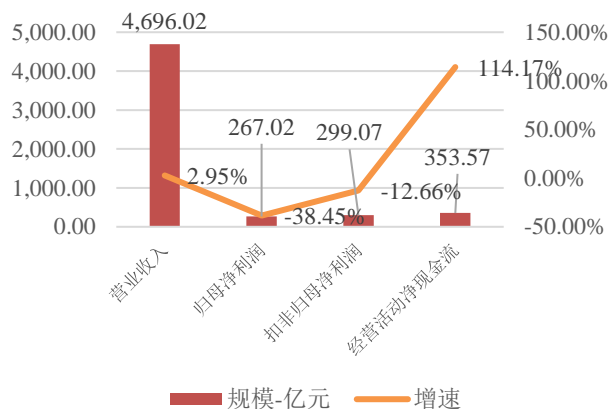
图表 1.	传媒行业 2019Q3 累计情况.....	4
图表 2.	传媒行业 2019Q2、Q3 单季增长情况.....	4
图表 3.	传媒行业 2019Q3 累计情况.....	4
图表 4.	传媒行业 2019Q2、Q3 单季增长情况.....	4
图表 5.	传媒行业销售毛利率与净利率情况.....	5
图表 6.	传媒行业 ROE 情况	5
图表 7.	传媒行业近年来估值情况	6
图表 8.	传媒行业子版块分季度营收增速情况.....	7
图表 9.	传媒行业子版块分季度毛利额增速情况.....	7
图表 10.	传媒行业子版块分季度业务利润增速情况.....	8
图表 11.	传媒行业子版块分季度净利润增速情况.....	8
图表 12.	重点公司今年来营收和利润单季增速情况.....	9
图表 13.	传媒行业子版块毛利率情况	9
图表 14.	子行业业务利润变化情况	10
图表 15.	子版块期间费用率变化情况	10
图表 16.	子版块净利润率变化情况	11
图表 17.	公募机构传媒行业持仓市值情况	11
图表 18.	2019Q3 公募传媒行业持仓情况.....	11
图表 19.	2019 年 Q3 公募传媒行业持仓变化情况.....	12
图表 20.	重点公司盈利预测	12

1. Q3 增长边际改善明显，板块经营现金流质量提升

1.1 行业整体成长性依然弱势，板块经营现金流质量提升

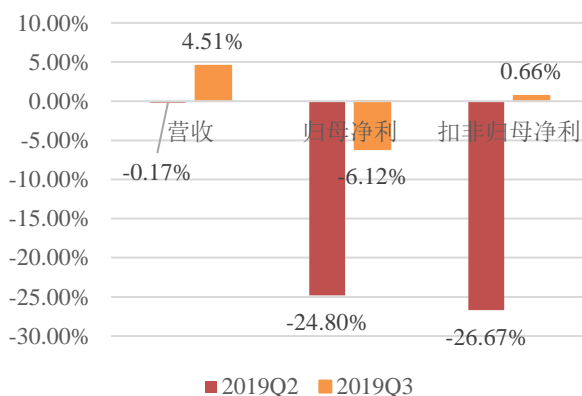
行业整体成长性依然弱势，较 Q2 有所改善：整体来看，2019Q3 传媒行业 169 家公司累计实现营收 4696.02 亿元，同比增长 2.95%，归母净利润 267.02 亿元，同比下降 38.45%，扣非归母净利润规模 299.07 亿元，同比下降 12.66%，经营活动净现金流 353.57 亿元，同比增长 114.17%。单季度来看：2019Q3 行业营收 1665.7 亿元，同比增长 3.66%，较 Q2 改善 3.82pct；实现归母净利润 113.6 亿元，同比下降 6.12%，较 Q2 改善 18.68pct；实现扣非归母净利润 104.72 亿元，同比增长 0.66%，较 Q2 提升 27.34pct。考虑剔除 ST 个股以及多个极值个股（分众传媒、光线传媒、乐视网、华谊兄弟）来看，2019Q3 归母净利润与扣非归母净利润同比降幅分别为 8.43% 和 7.39%；Q3 单季营收、归母净利润以及扣非归母净利润均较 Q2 有所改善。

图表1. 传媒行业 2019Q3 累计情况



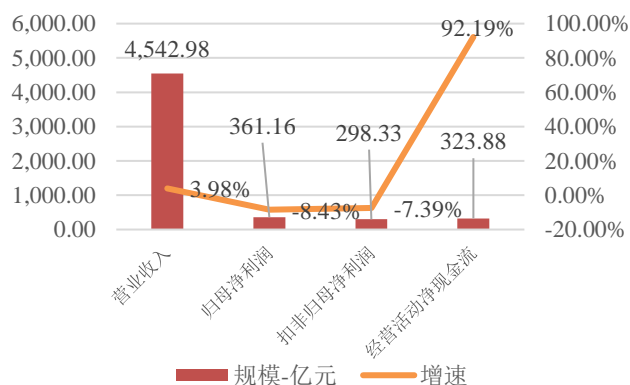
资料来源：Wind、广证恒生

图表2. 传媒行业 2019Q2、Q3 单季增长情况



资料来源：Wind、广证恒生

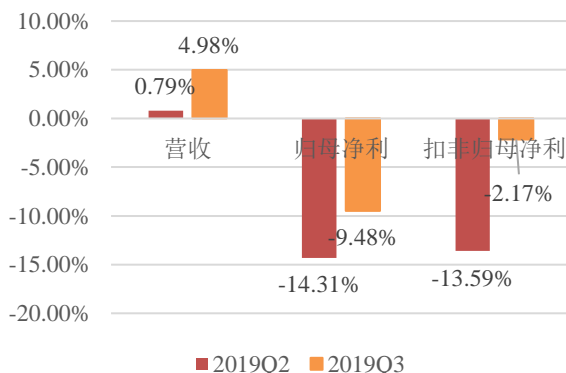
图表3. 传媒行业 2019Q3 累计情况



资料来源：Wind、广证恒生

备注：剔除 ST、退市股以及部分极值变化个股（分众传媒、光线传媒、乐视网、华谊兄弟）

图表4. 传媒行业 2019Q2、Q3 单季增长情况

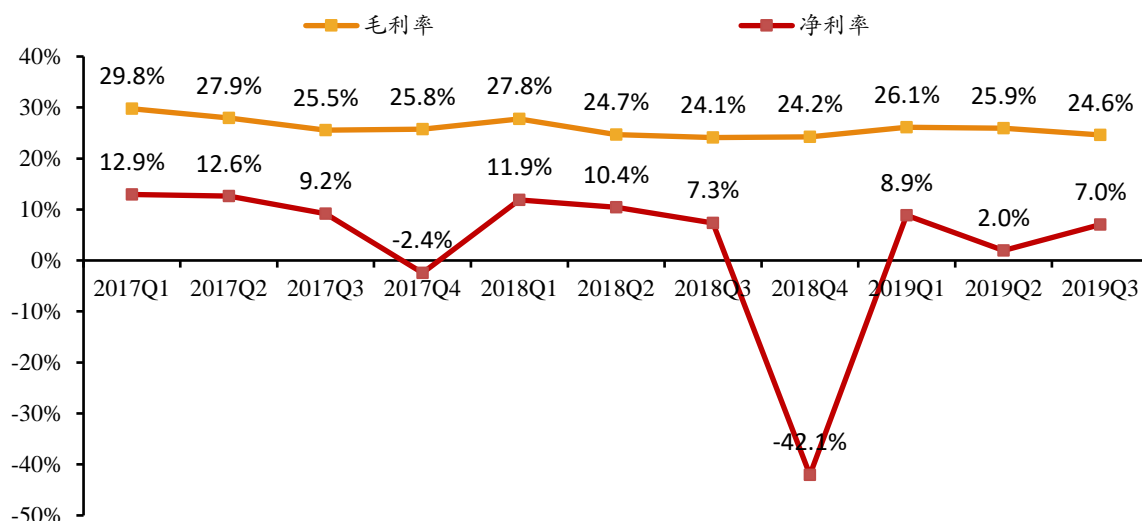


资料来源：Wind、广证恒生

1.2 板块毛利率相对稳定，净资产收益率同比下降

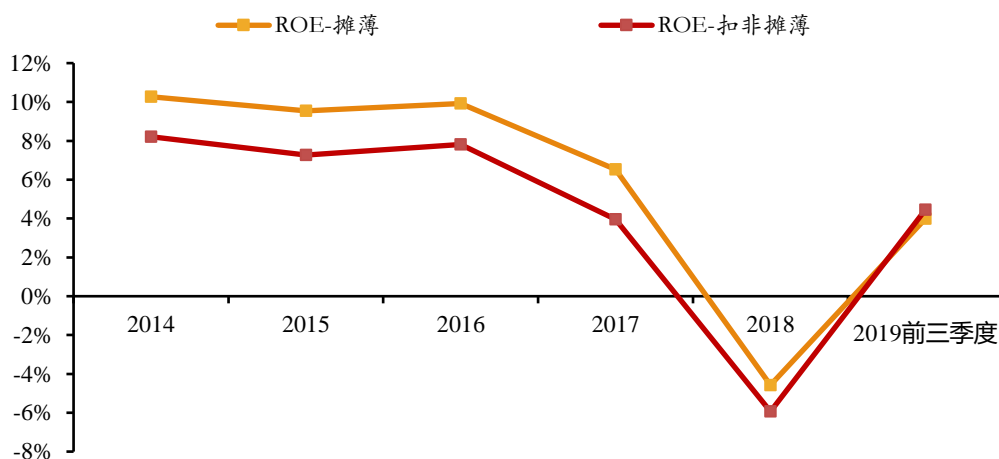
板块毛利率相对稳定，净资产收益率同比下降。分季度来看，传媒板块整体 2019Q3 实现毛利率 24.6%，同比 2018Q3 提高 0.5pct，环比 2019Q2 减少 0.7pct，为 2019 年以来单季最低值；净利润率 2019Q3 为 7%，同比 2018Q3 减少 0.3pct，环比 2019Q2 提高 5pct，2019 年以来板块净利润出现波动，Q3 单季盈利能力环比改善明显；2019 年前三季度 ROE-摊薄实现 4%，同比减少 1.9pct，实现 ROE-扣非摊薄 4.5%，同比减少 0.2pct。

图表5. 传媒行业销售毛利率与净利率情况



资料来源：WIND，广证恒生；

图表6. 传媒行业 ROE 情况

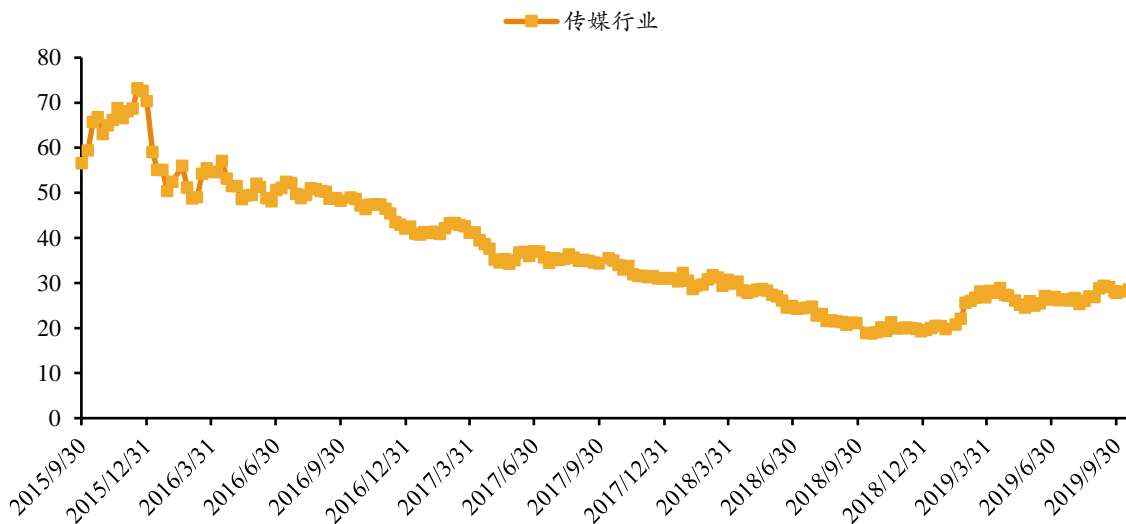


资料来源：WIND，广证恒生；

1.3 板块估值仍处于历史低位，2019 年估值有所反弹

板块估值仍处于历史低位，2019 年估值有所反弹。截止 2019 年 10 月 25 日，传媒板块动态估值为 28.7 倍，分别较 1 个月/3 个月/年初以来动态估值提升 2%/10%/47%，但仍然低于 4 年以来估值均值 36.9 倍。

图表7. 传媒行业近年来估值情况



资料来源：WIND，广证恒生；

2 板块分化明显，新媒体、教育与游戏增长稳定

2.1 分板块来看：教育板块成长最为亮丽，出版发行板块维持稳定。

- (1) **营收方面：新媒体、游戏、教育板块增长稳定。**2019Q3 新媒体板块继续实现营收增长 14.9%，历史上单季营收同比增长相对稳定，受芒果超媒 18Q2 的并表数据对板块明显提振,2019Q3 新媒体板块单季营收增长 14.9%。游戏版块 19 年以来成长拐点显著，19 年 Q3 实现营收增速为 10%，19 年单季营收增长均保持 10%左右增长。A 股教育板块经历了 2018 年弱势盘整后今年连续三个季度营收增长改善。出版发行板块整体营收规模趋稳。
- (2) **业务利润方面：教育、出版、报刊成长相对稳定。**教育板块 19 年 Q3 业务利润同比增长 84.2%，19 年以来均保持较高增长，受中公教育带动明显；出版发行作为传媒行业领域稳健增长的板块，Q3 业务利润增长 4.7%；报刊受 18 年利润下滑严重,19 年反弹成长增速亮丽,游戏版块单季增长 10%。
- (3) **净利润方面：教育、报刊成长稳定。**整体来看各板块结构性差异导致整体增长乏善可陈。其中报刊板块继续保持净利润持续正向增长。教育板块延续了业务利润的高成长。Q3 教育、互联网服务及游戏版块净利润增长较优。

图表8. 传媒行业子版块分季度营收增速情况

营收-分季度 YOY	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
报刊	-4.6%	-8.4%	2.1%	-23.2%	-25.5%	-16.0%	-18.7%	-26.0%	3.9%
出版发行	12.4%	3.7%	-5.3%	13.1%	9.5%	4.3%	7.3%	-0.2%	-0.3%
有线电视网络	-2.6%	-7.0%	0.8%	-9.9%	4.1%	2.1%	-10.5%	-8.7%	-12.4%
营销服务	33.6%	25.7%	45.0%	38.2%	27.8%	12.5%	6.9%	0.4%	5.8%
游戏	10.3%	7.9%	13.8%	25.6%	19.2%	-2.7%	8.5%	9.6%	10.0%
影视剧	5.8%	18.5%	28.5%	-0.6%	5.6%	-28.3%	-18.2%	-28.8%	-29.7%
院线	23.7%	7.6%	18.0%	-9.3%	5.5%	-4.9%	-3.6%	14.7%	-2.9%
体育	29.8%	14.9%	118.6%	131.7%	36.8%	105.9%	56.7%	-18.7%	-6.5%
教育	21.1%	-3.5%	-17.0%	-19.7%	-13.2%	-1.9%	2.0%	14.1%	15.1%
互联网服务	83.5%	50.2%	26.0%	39.1%	32.7%	11.6%	22.6%	7.6%	15.7%
新媒体	11.0%	13.5%	24.5%	271.1%	111.6%	99.4%	111.5%	-24.3%	14.9%

资料来源：WIND，广证恒生；

图表9. 传媒行业子版块分季度毛利额增速情况

毛利-YOY-分 季度	2017Q 3	2017Q 4	2018Q 1	2018Q 2	2018Q 3	2018Q 4	2019Q 1	2019Q2	2019Q 3
报刊	-11.5%	-26.8%	-0.3%	-21.8%	-17.4%	-6.6%	4.9%	3.4%	6.8%
出版发行	18.2%	1.4%	-4.8%	7.7%	8.1%	10.7%	13.0%	9.5%	1.6%
有线电视网络	-14.1%	-12.3%	-3.6%	-11.0%	-11.5%	1.8%	-13.1%	-4.3%	-8.6%
营销服务	17.3%	8.8%	20.4%	10.6%	3.5%	0.6%	-5.0%	-11.0%	-16.9%
游戏	15.0%	15.5%	26.7%	27.3%	21.8%	0.7%	7.6%	19.5%	18.9%
影视剧	-7.1%	19.4%	42.2%	-10.5%	-4.0%	-57.4%	-47.5%	-49.6%	-7.2%
院线	11.6%	9.8%	13.1%	-19.7%	7.5%	-41.3%	-12.8%	6.1%	-8.9%
体育	17.4%	54.4%	186.1%	101.4%	64.2%	28.2%	-3.2%	-5.7%	-9.5%
教育	36.9%	13.3%	-10.2%	-1.3%	11.4%	248.6%	88.3%	68.8%	81.5%
互联网服务	16.8%	32.2%	17.8%	21.7%	15.2%	5.9%	1.5%	4.0%	6.7%
新媒体	12.1%	18.3%	36.4%	259.0%	205.7%	130.6%	179.8%	-17.6%	-7.6%

资料来源：WIND，广证恒生；

图表10. 传媒行业子版块分季度业务利润增速情况

业务利润 YOY-分季度	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
报刊	-65.8%	-62.9%	59.4%	-35.4%	-313%	-51.6%	139.0%	73.8%	274.3%
出版发行	22.0%	4.5%	-4.8%	4.0%	4.6%	7.0%	13.8%	10.8%	4.7%
有线电视网络	-13.7%	-13.5%	-3.5%	-11.4%	-27.2%	-8.1%	-24.2%	-15.3%	-9.6%
营销服务	14.3%	10.6%	22.4%	13.0%	-9.2%	-29.7%	-18.6%	-26.1%	-28.0%
游戏	15.1%	12.4%	17.4%	26.2%	-15.0%	-44.6%	-30.0%	-17.2%	10.7%
影视剧	-17.4%	27.9%	54.3%	-11.6%	-17.4%	-85.3%	-67.9%	-72.9%	9.8%
院线	2.6%	4.0%	2.4%	-26.5%	7.1%	-75.9%	-17.7%	-4.1%	-13.5%
体育	6.1%	46.7%	351.2%	82.1%	-6.8%	-4.2%	-52.6%	-37.8%	24.1%
教育	29.2%	6.7%	-28.3%	-5.4%	-4.5%	213.7%	66.7%	36.9%	84.2%
互联网服务	9.0%	35.6%	17.7%	19.3%	-5.4%	-26.9%	-25.6%	-18.0%	6.2%
新媒体	24.7%	22.2%	41.2%	284.5%	141.8%	17.3%	188.1%	-40.7%	-13.9%

资料来源：WIND，广证恒生；

图表11. 传媒行业子版块分季度净利润增速情况

净利润 YOY- 分季度	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
报刊	-102%	-34.2%	123.9%	437.6%	704.0%	-479.5%	533.7%	21.4%	895.8%
出版发行	4.4%	-15.6%	0.8%	-6.1%	10.5%	-167.4%	6.7%	6.6%	-0.9%
有线电视网络	-50.8%	-25.9%	-15.3%	-8.2%	10.0%	-14.5%	1.2%	-24.6%	-30.0%
营销服务	11.5%	-102.2%	16.0%	9.8%	-12.5%	-474.29%	-10.6%	-26.5%	-42.7%
游戏	21.0%	14.2%	-6.9%	24.0%	-8.7%	-455.0%	-6.9%	-12.1%	5.0%
影视剧	-19.1%	-9.0%	326.1%	-40.3%	-43.6%	-643.0%	-94.8%	-114.4%	-1.3%
院线	1.2%	-6.1%	5.1%	-32.8%	74.3%	-231.4%	-21.8%	-27.7%	-50.5%
体育	-15.7%	2.4%	249.5%	59.3%	-3.2%	-70.9%	-233.3%	576.4%	-77.2%
教育	237.4%	96.7%	-29.4%	24.1%	96.9%	-1825.2%	23.5%	4.7%	37.6%
互联网服务	22.8%	16.6%	78.6%	21.7%	6.5%	-208.7%	47.4%	29.3%	41.8%
新媒体	37.0%	31.9%	52.7%	560.5%	215.7%	-618.3%	429.5%	-44.1%	-10.2%

资料来源：WIND，广证恒生；

2.2 细分龙头企业结构性增长明显，新媒体、教育、游戏龙头亮眼

龙头企业维持可观增长，新媒体、教育与游戏龙头增长亮眼。梳理细分龙头的增长情况来看，其中新媒体板块、游戏与教育版块的细分龙头企业增长亮眼。新媒体方面，新媒股份中期内量价齐升确定性较高，19年前三季度均保持较高速度增长，19Q3 归母净利润同比增长 106.9%；芒果超媒 19Q3 归母净利润出现下滑主要是受重点产品排期延后所致，全年有望继续保持稳定增长。教育板块，教育龙头中公教育受益于下滑需求回暖，市占率提升 19 年各单季保持高速增长；美吉姆受并表影响，实现快速增长。游戏板块，头部效应显著，在行业增速放缓之际，龙头公司均保持相对高速增长。

图表12. 重点公司今年来营收和利润单季增速情况

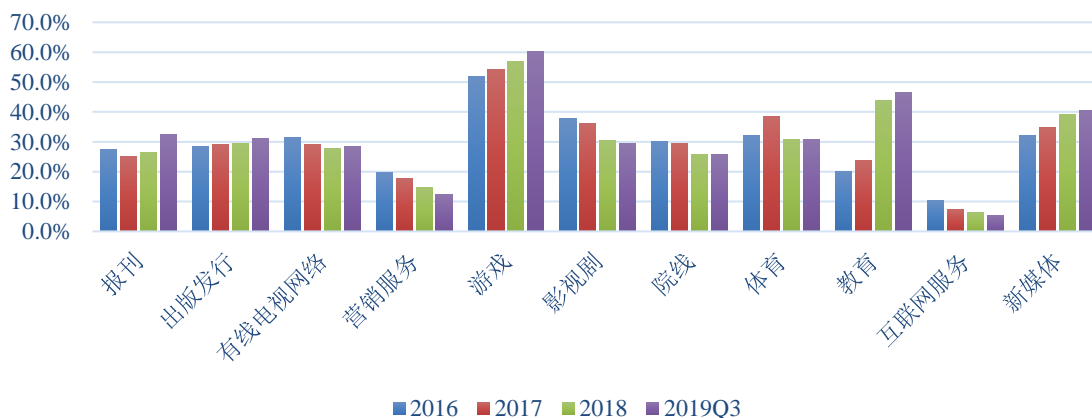
证券简称	所属行业	总市值	2019Q3营收增速	2019Q3归母净利增速	2019Q3扣非归母净利增速	2019Q1单季归母净利增速	2019Q2单季归母净利增速	2019Q3单季归母净利增速	PE-TTM	PE-2019	PE-2020
中南传媒	出版	213.19	4.3%	5.6%	6.9%	13.3%	-0.5%	6.7%	16.57	15.74	14.42
凤凰传媒	出版	191.38	10.2%	3.1%	16.7%	20.9%	10.6%	-17.1%	14.08	12.41	11.12
南方传媒	出版	76.06	17.9%	25.7%	1.8%	64.1%	30.7%	-4.5%	9.76	10.04	9.08
中信出版	出版	96.98	22.4%	21.4%	22.9%	0.0%	0.0%	54.9%	40.81	38.86	32.23
新经典	出版	77.87	2.5%	7.0%	6.5%	1.7%	16.3%	4.3%	30.66	28.81	24.61
东方明珠	有线电视	307.57	-8.0%	-13.3%	8.8%	28.6%	-36.6%	-11.6%	16.95	15.60	14.96
贵广网络	有线电视	92.34	8.4%	-32.3%	-44.2%	1.0%	-49.0%	71.9%	40.12	31.99	25.21
分众传媒	营销服务	904.16	-18.1%	-71.7%	-79.1%	-71.8%	-79.5%	-60.2%	38.09	41.26	26.92
蓝色光标	营销服务	142.74	15.8%	52.1%	4.0%	44.4%	52.5%	63.6%	23.63	17.43	18.31
东方财富	互联网服务	1018.09	30.2%	74.1%	71.0%	28.1%	88.3%	116.2%	65.58	58.31	45.23
上海钢联	互联网服务	112.09	12.4%	48.2%	38.5%	58.1%	51.5%	39.0%	66.89	53.46	34.21
芒果超媒	大屏新媒体	479.28	14.6%	19.9%	312.2%	24.0%	63.7%	-28.8%	46.65	40.75	31.76
新媒股份	大屏新媒体	149.80	64.7%	77.4%	74.2%	90.5%	47.0%	106.9%	45.94	43.53	32.08
光线传媒	影视剧	261.68	91.5%	-51.5%	172.0%	-95.4%	-88.0%	463.3%	132.65	23.67	25.23
华谊兄弟	影视剧	123.54	-49.2%	-298.6%	-292.5%	-136.3%	-1614.1%	-634.1%	(5.96)	23.97	18.13
华策影视	影视剧	113.24	-63.4%	-93.2%	-123.5%	-0.1%	-137.3%	24.2%	(94.19)	35.32	21.59
慈文传媒	影视剧	34.43	-36.0%	-63.4%	-63.8%	-92.8%	-25.5%	-90.7%	(2.75)	17.57	12.75
万达电影	影视院线	312.60	-7.4%	-57.2%	-34.6%	-21.1%	-88.3%	-46.0%	36.52	20.40	16.49
中国电影	影视院线	250.55	-2.8%	-32.7%	2.4%	4.5%	-0.1%	-69.5%	23.40	19.18	17.30
中公教育	教育-职业培训	1230.40	47.7%	77.1%	74.1%	304.5%	46.4%	41.6%	59.40	71.84	52.10
视源股份	教育-信息化	562.56	8.3%	66.3%	63.8%	47.4%	46.0%	82.8%	35.88	35.30	27.95
佳发教育	教育-信息化	71.13	64.9%	101.2%	100.4%	110.5%	91.3%	113.5%	35.22	34.50	22.91
三七互娱	游戏	384.85	72.7%	27.7%	21.3%	10.8%	47.9%	25.4%	28.59	18.99	15.97
完美世界	游戏	371.39	5.4%	12.0%	28.5%	34.9%	26.7%	-15.0%	19.92	17.47	15.08
游族网络	游戏	128.03	0.7%	3.3%	11.0%	-22.2%	-13.5%	57.1%	12.41	11.18	9.46
吉比特	游戏	189.93	34.1%	32.2%	38.9%	38.9%	39.0%	18.9%	21.44	21.24	18.27
星辉娱乐	游戏	60.84	-8.0%	59.6%	79.6%	12.8%	-16.8%	198.6%	16.67	15.83	13.64
顺网科技	游戏	131.15	-20.5%	-20.4%	-19.9%	-26.5%	-25.6%	-9.1%	56.50	28.41	24.39

资料来源：WIND，广证恒生；

3.行业盈利水平承压，游戏、新媒体与教育相对稳健

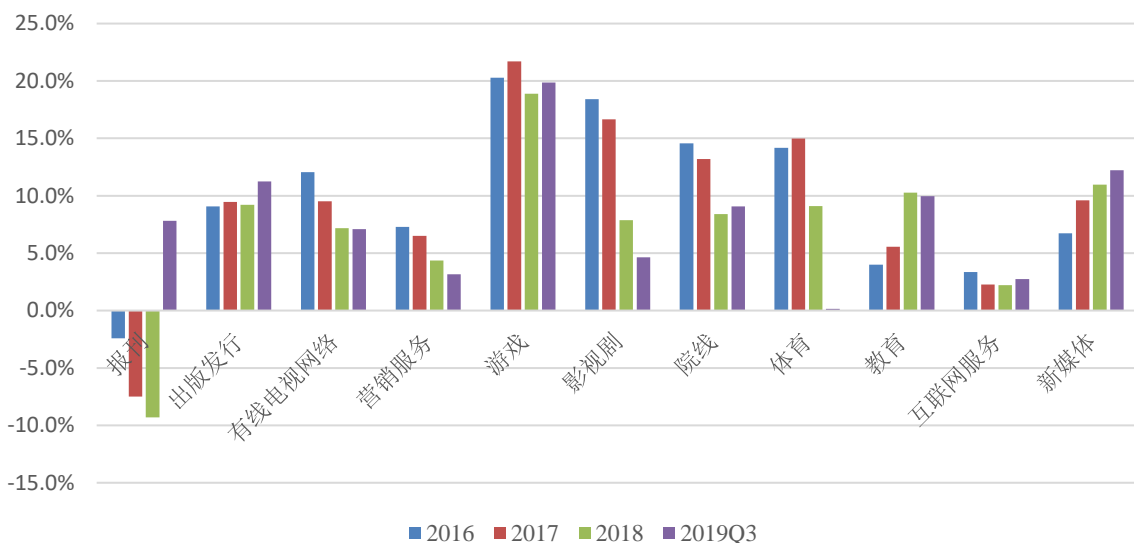
分板块来看毛利率：游戏、教育与新媒体毛利率居前且稳定提升，出版发行毛利率趋稳。游戏板块毛利率水平依然最高，2019 前三季度达到 60.3%，其次是教育板块，综合毛利率达到 46.5%，新媒体板块毛利率为 40.4%，游戏、教育与新媒体板块毛利率水平提升趋势明显。影视剧、院线、营销服务、体育与互联网服务板块毛利率水平持续下降，出版发行板块毛利率水平稳中有升，有线电视板块毛利率保持稳定。

图表13. 传媒行业子版块毛利率情况



资料来源：WIND，广证恒生；剔除乐视

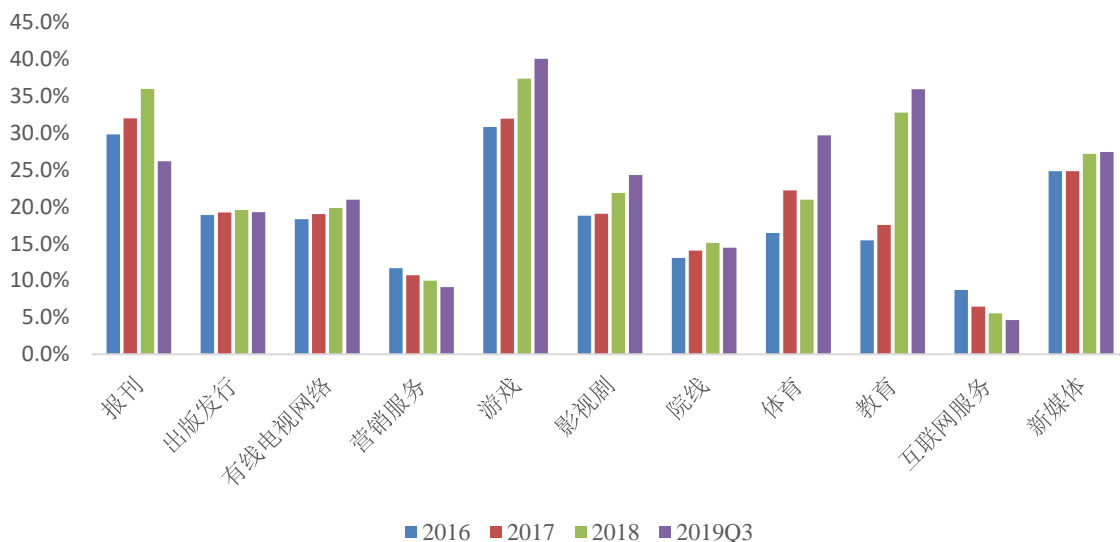
图表14. 子行业业务利润变化情况



资料来源：WIND，广证恒生；剔除乐视

分版块来看期间费用率：游戏、教育期间费用率显著提升。近年来游戏版块的期间费用率显著提升，2019 前三季度达到 40.4%，位居各个子行业最高水平，主要源于流量成本持续增长，主要游戏厂商加大市场推广力度，销售费用率持续提升所致。此外，教育板块期间费用率水平达到 35.9%，期间费用提升趋势依然显著。新媒体业务的期间费用率水平为 27.4%，较 2018 年有所提升。

图表15. 子版块期间费用率变化情况



资料来源：WIND，广证恒生；剔除乐视

分版块来看净利率：游戏板块净利率逐渐下降依然维持最高盈利水平。游戏板块 2019 前三季度净利率水平为 21.1%，逐年下降态势明显，依然是细分领域中盈利水平最高的板块（体育板块 2019 前三季度净利率异常偏高主要源于当代明诚 2019H1 确认 5 个多亿的投资收益所致）；新媒体板块 2019 前三季度净利率水平为 12%，较 2018 同期小幅下调，出版发行与有线电视网络板块净利率水平整体稳定在 11%左右水平；教育板块净利率维持在 9%左右水平。

图表16. 子版块净利润率变化情况



资料来源：WIND，广证恒生；剔除乐视

4.机构持仓：向龙头配置聚拢，游戏股加仓明显

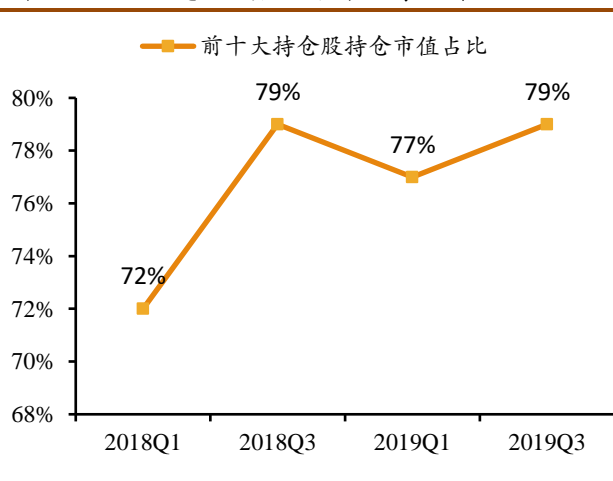
19 年 Q3 传媒行业基金持仓市值为 361 亿元，前十大持仓股市值占比为 79%。19 年 Q3 传媒行业公募基金持仓市值为 361 亿元，18 年 Q1、18 年 Q3 和 19 年 Q1、19 年 Q3 传媒行业前十大持仓股占比分别为 72%、79%以及 77%以及 79%。19 年 Q3 较 19 年 Q1 来看，三七互娱、分众传媒、梦网集团为公募基金重点加仓标的；视觉中国、上海钢联、游族网络为主要减仓标的。

图表17. 公募机构传媒行业持仓市值情况

十大持仓	规模 (亿元)
东方财富	60.05
分众传媒	44.47
三七互娱	30.80
完美世界	20.73
吉比特	15.92
上海钢联	12.93
新经典	11.03
光线传媒	8.29
掌趣科技	7.62
视觉中国	7.49

资料来源：Wind、广证恒生

图表18. 2019Q3 公募传媒行业持仓情况



资料来源：Wind、广证恒生

图表19. 2019 年 Q3 公募传媒行业持仓变化情况

十大加仓	规模 (亿元)	十大减仓	规模 (亿元)
三七互娱	26.01	视觉中国	-9.45
分众传媒	5.38	上海钢联	-5.38
梦网集团	5.23	游族网络	-2.48
光线传媒	4.57	人民网	-2.03
掌趣科技	2.79	星辉娱乐	-1.86
东方明珠	2.44	中国电影	-1.77
新经典	1.66	省广集团	-1.21
吉比特	1.60	歌华有线	-1.09
开元股份	1.04	数知科技	-0.81
完美世界	1.02	东方财富	-0.75

资料来源: WIND, 广证恒生; 注: 较 19 年 Q1 持仓规模的对比

5.行业重点个股盈利预测表

图表20. 重点公司盈利预测

子版块	证券简称	总市值	归母净利润				估值分析			
			2018	2019E	2020E	2021E	PE-TTM	2019E	2020E	2021E
新媒体	新媒股份	149.8	2.05	3.48	4.72	5.93	45.94	43.0	31.7	25.3
	芒果超媒	479.3	8.66	11.74	15.15	18.00	46.65	40.8	31.6	26.6
游戏	三七互娱	384.9	10.09	20.39	24.27	27.75	28.59	18.9	15.9	13.9
	吉比特	189.9	7.23	8.94	10.40	11.96	21.44	21.2	18.3	15.9
	完美世界	371.4	17.06	21.28	24.61	28.07	19.92	17.5	15.1	13.2
教育	中公教育	1230.4	11.53	17.25	23.79	31.11	59.40	71.3	51.7	39.5
	视源股份	562.6	10.04	16.23	20.37	25.18	35.88	34.7	27.6	22.3
	中国东方教育	366.8	5.10	8.26	11.16	14.05	52.76	44.4	32.9	26.1
营销服务	分众传媒	904.2	58.23	20.28	31.73	41.38	38.09	44.6	28.5	21.9
	蓝色光标	142.7	3.89	8.19	7.80	9.03	23.63	17.4	18.3	15.8
出版	中南传媒	213.2	12.38	13.42	14.64	16.22	16.57	15.9	14.6	13.1
	南方传媒	76.1	6.55	7.58	8.38	9.42	9.76	10.0	9.1	8.1
	中信出版	97.0	2.07	2.50	3.01	3.59	40.81	38.8	32.2	27.0

资料来源: Wind, 广证恒生; 时间截止 2019 年 11 月 1 日 单位: 亿 来自 wind 前瞻预期。

6.风险提示

大盘震荡风险、市场监管风险、内生成长不及预期、商誉减值和密集解禁风险

团队成员介绍:

肖明亮: 江西高安人, 武汉大学会计学硕士, 目前担任广证恒生 TMT 团队负责人, 传媒和教育行业负责人, 5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域, 在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验。

叶锐: 广东梅州人, 华东师范大学法学硕士, 具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验, 3 年产业和行业研究经验, 主要研究教育及泛娱乐方向。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；回避：6个月内相对弱于市场表现5%—15%。

分析师承诺：本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所所有客户使用。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及完整性不作任何保证，该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，本报告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投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告发布前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所所有。未经广州广证恒生证券研究所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、复制或引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意和修改。市场有风险，投资需谨慎。