

传媒

证券研究报告

2019年11月10日

三季度报总结：拐点已现，关注优质个股及边际改善

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

冯翠婷

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

张爽

分析师

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

宋雨翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080006
songyuxiang@tfzq.com

蓝全

联系人

lantong@tfzq.com

19Q3 业绩表现弱于 A 股及创业板，但单季度归母净利润下滑程度有所收窄。剔除无同期口径的标的，19Q3 单季度归母净利润同比-14.7%，相较于 19Q1（同比-22.9%）、19Q2（同比-24.3%）下滑程度有所收窄。考虑 18Q4 大量商誉减值基数较低，19Q4 有望大概率大幅度修正全年及单季度增速。

分行业看，互联网、数字阅读和图书出版净利润持续向上，游戏版号恢复后净利润恢复增长，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。前三季度互联网板块在东财、芒果拉动下归母净利同增 21.9%，数字阅读板块在平治拉动下归母净利同增 14.8%，游戏板块在头部如三七（归母净利润 YoY+27.7%）等带动下，归母净利同增 8.5%，图书出版归母净利同增 1.6%，增速较低但较为持续。影视预判四季度拐点。

应收周转率与应付周转率均下降，上下游账期延长。按算术平均法算，传媒板块 19Q1~Q3 应收账款及应收票据周转率为 4.61 次，应付账款及应付票据周转率为 3.59 次，同比分别下降 0.88 次和 0.38 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。按整体法算，19Q1-Q3 院线板块应收票据及应收账款周转率最高，电视剧板块最低。除游戏和电影制片板块，其他板块应收票据及应收账款周转率均有所下滑；电影制片板块应收票据及应收账款周转率持续改善。

板块整体经营性现金流净额有所改善，游戏、营销、电影制片、电视剧板块经营性现金流净额改善明显。采用整体法计算，传媒板块 2019Q1-Q3 经营性现金流净额总计 348.04 亿元，同比增长 53.03%，经营性现金流量净额占净利润比重同比提升 38.08pct 至 85.04%。分板块现金流方面，游戏、营销、电影制片、电视剧板块经营性现金流净额改善明显。

三季度报确认部分信用损失风险，全年资产减值损失压力有所减少。19Q1-Q3 板块整体商誉 1222 亿元，同比下降 19%。19Q1-Q3 资产减值损失总额（近三分之一为信用减值损失）为 36 亿元，同比增长 56%。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。

板块估值回暖，机构配置有所提升，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 37.79x。19Q3 基金文化、体育和娱乐业类别股票持仓市值 281 亿，同比增长 48.84%，环比增长 34.87%，占股票投资市值比为 1.27%；质押方面次新及国企质押状况相对较好，关注质押改善。

投资建议：三季度报披露整体符合我们预期，其中不乏东财、光线、新媒、三七、值得买等亮点，相对半年报企稳趋势已现，符合我们三季度以来月度策略及中报总结提出的“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”观点，我们认为基本面趋势向好及 5G 共振关注度提升的前提下，继续关注行业龙头及质优板块估值修复、底部板块边际改善：1) 游戏板块（19/20 年对应中枢 18x/14x），看明年估值切换及 5G/云游戏/VRAR 等主题催化，关注龙头【三七、完美、吉比特、游族、顺网】及底部修复【掌趣】；2) 内容板块四季度改善，底部电视剧进入环比改善，关注【芒果、爱奇艺、华策、慈文、欢瑞】（详见单独报告）；10 月电影票房同比增长 120%+，19Q4 大概率高增长，20 年春节档值得期待，关注渠道院线及头部发行【横店、万达、光线、猫眼】，IP 龙头底部修复【奥飞娱乐】等；3) 细分领域龙头【东财、视觉】、5G+混改【平治】、业绩高增长【新媒】、WPS 上市估值重塑【金山软件】、电商竞争激烈受益【壹网壹创、值得买】等；4) 政策支持【人民网、新华网、浙数】及体育个股、防御性图书出版龙头【中信出版】等；5) 营销【分众】跌幅收窄，【蓝标、华扬、利欧、每日】关注长期拐点。

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《传媒-行业研究周报:月度观点:业绩整体符合预期不乏亮点,触底企稳趋势已现》2019-11-03
- 2 《传媒-行业专题研究:影视拐点系列二:影市历经千帆,归来仍是少年》2019-11-01
- 3 《传媒-行业研究周报:一周观点:科技暖风频吹,影视板块拐点已现》2019-10-27



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
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）	6
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	9
2. 传媒板块盈利能力：毛利率及净利率下降，财务费用率持续提升	12
2.1. 传媒板块整体盈利能力	12
2.2. 各细分行业盈利能力对比	13
2.3. 业绩预告	14
3. 传媒板块营运能力：上下游应收/应付周转率均下降	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%	16
4.1. 传媒板块整体现金流情况	16
4.2. 各细分行业现金流情况	18
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	20
5.1. 传媒板块整体商誉与资产减值损失	20
5.2. 各细分行业资产减值损失情况	21
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	21
7. 传媒板块估值与基金持仓：估值回暖，基金持仓有望继续提升	23
7.1. 板块估值：年初至今估值回升，但涨幅仍然靠后	23
7.2. 基金持仓：19Q3 机构配置趋势增加，预计四季度继续提升	24
8. 投资建议及风险提示	26

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 2019Q1-Q3 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 2019 Q1-Q3 营收、归母净利润及扣非后净利润占比分	9

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)	13
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)	15
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)	15
图 17: 传媒互联网上市公司 2016-2018 年, 18Q1-Q3 和 19Q1-Q3 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, 18Q1-Q3 和 19Q1-Q3 经营活动产生现金流量净额变化情况 (整体法, 剔除东方财富、北京文化、中国科传、新华传媒)	17
图 19: 传媒板块上市公司 2016-2018 年, 18Q1-Q3 和 19Q1-Q3 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, 18Q1-Q3 和 19Q1-Q3 经营活动流入现金变化情况 (整体法)	18
图 21: 传媒互联网上市公司 2015-2019Q1-Q3 商誉总额变化情况	20
图 22: 传媒互联网上市公司 2016-2018 年, 2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 资产减值损失总额变化情况	20
图 23: 传媒互联网上市公司 2016-2019Q1-Q3 资产减值损失总额变化情况 (剔除 18 年天神娱乐、华闻集团、掌趣科技、利欧股份)	21
图 24: 传媒互联网行业板块市盈率	23
图 25: 目前各行业市盈率情况	24
图 26: 年初至今各行业指数涨跌幅	24
图 27: 2015Q1-2019Q3 基金文体娱乐类股票持仓情况 (统计范围为正在发行基金)	25
表 1: 传媒互联网归母净利润高增长 (>30%) 公司	8
表 2: 传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年, 2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 营收增速 (整体法)	11
表 3: 传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年, 2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 归母净利润增速 (整体法)	11
表 4: 传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年, 2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 扣非后净利润增速 (整体法)	12
表 5: 传媒互联网上市公司分行业毛利率	13
表 6: 传媒互联网上市公司分行业净利率	14
表 7: 传媒互联网公司业绩预告摘要 (报告期: 2019 全年)	14
表 8: 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 9: 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)	16
表 10: 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)	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同比增速	19
表 12: 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	19
表 13: 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)	21
表 14: 传媒互联网公司质押率情况 (截止 2019 年 11 月 4 日)	22
表 15: 2019Q3 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	25

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

研究 19 年 Q1-Q3 整体业绩表现，我们剔除了 17 年 Q1-Q3 无同期可比数据的新股以及重组的股票：如拉卡拉、新媒股份、中信出版、每日互动、360、芒果超媒，选取了 109 家公司作为样本：

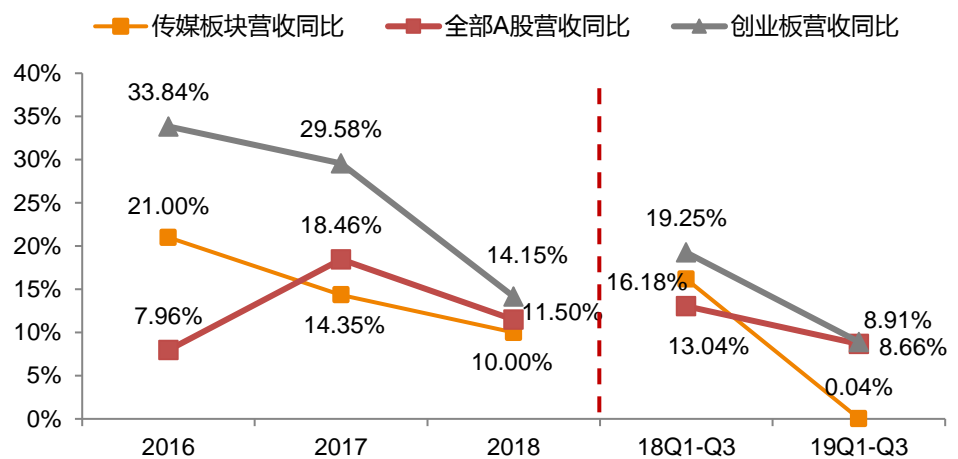
传媒板块 19Q1-Q3 总营收同比增长 0.04%，增速同比 18Q1-Q3 下降 16.15pct；

总归母净利润同比下降 22.60%，增速同比 18Q1-Q3 下降 31.40 pct；

扣非归母净利润同比下降 17.28%，增速同比 18Q1-Q3 下降 20.69 pct。

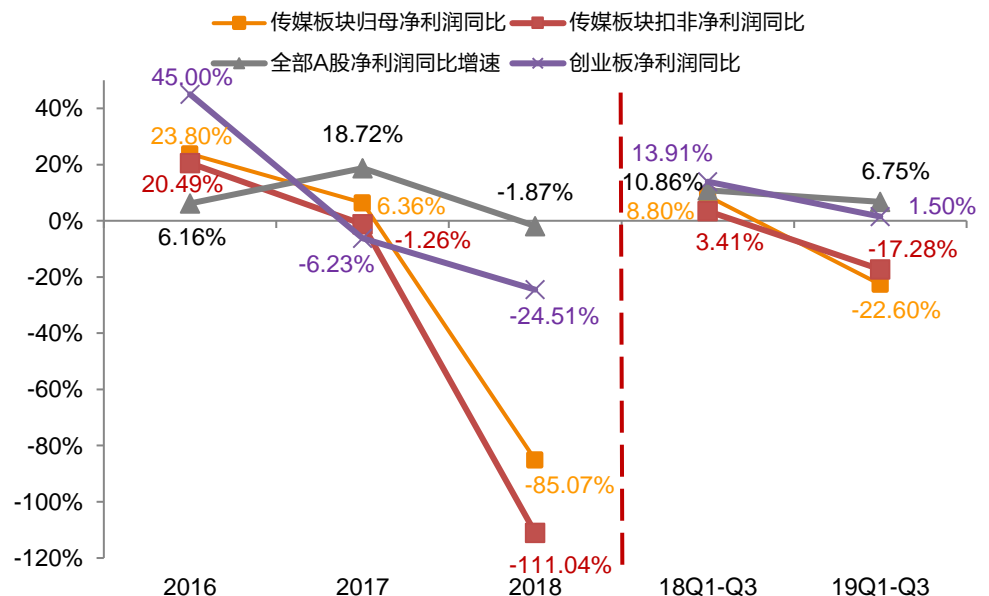
19Q1-Q3 归母净利润整体表现不佳，归母净利润整体下滑 97.56 亿，其中主要影响来自分众传媒（19Q1-Q3 业绩下滑 34.49 亿），光线传媒（因去年同期出售新丽投资收益增厚，下滑 11.76 亿），华谊兄弟（下滑 9.81 亿），天神娱乐（下滑 6.57 亿）等。

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)。

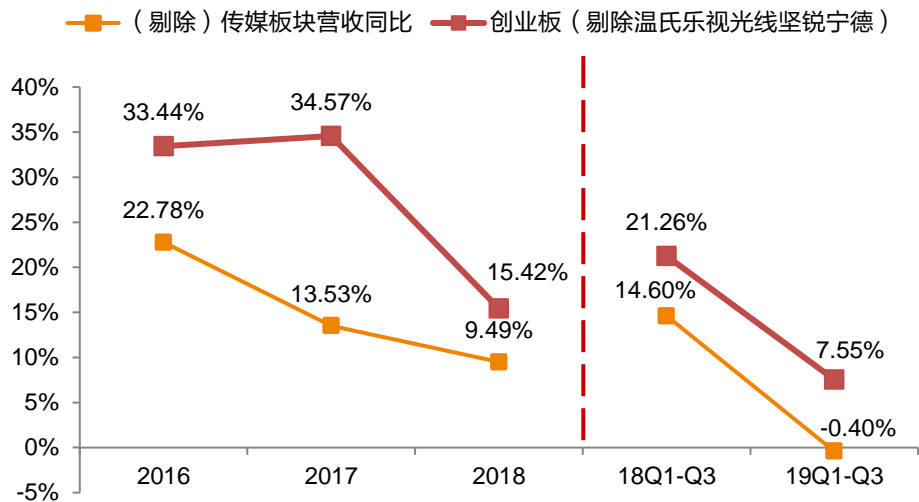
调整样本后，19Q1-Q3 整体表现：

传媒板块 19Q1-Q3 总营收同比下降 0.40%，增速同比 18Q1-Q3 下降 15.01pct；

总归母净利润同比下降 22.69%，增速同比 18Q1-Q3 下降 22.65pct；

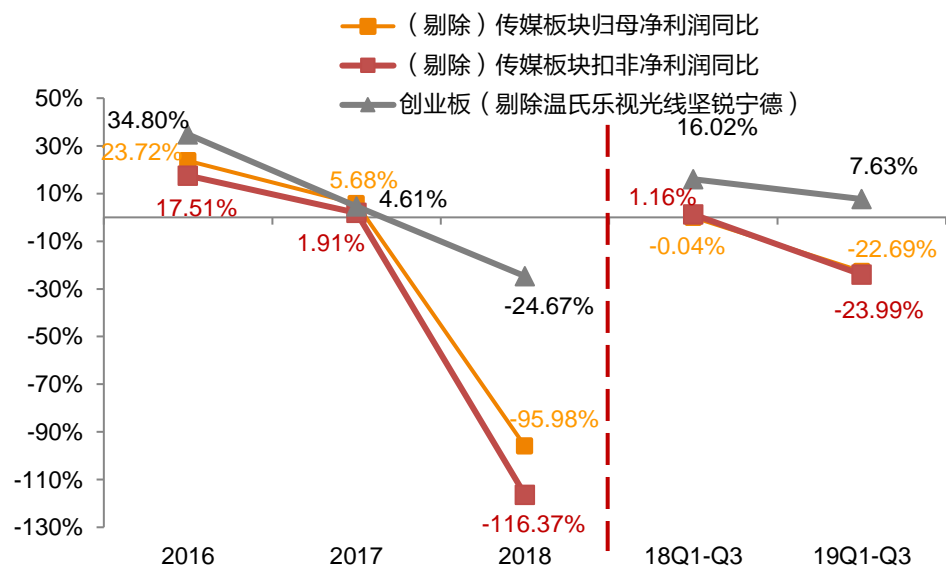
扣非归母净利润同比下降 23.99%，增速同比 18Q1-Q3 下降 25.16pct。

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）



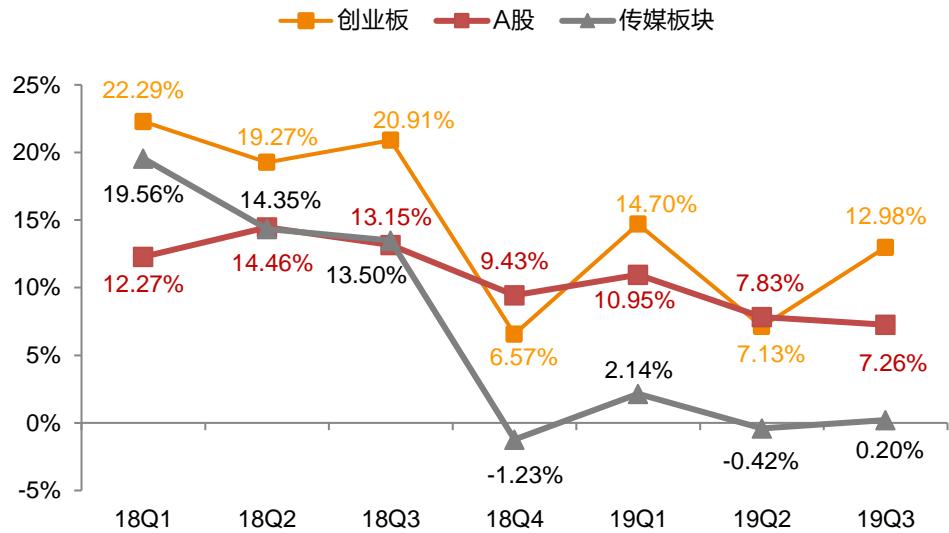
资料来源：wind、天风证券研究所

单季度维度看，19Q3 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。

19Q3 营收同比增长 0.20%，增速同比下降 13.30pct.；

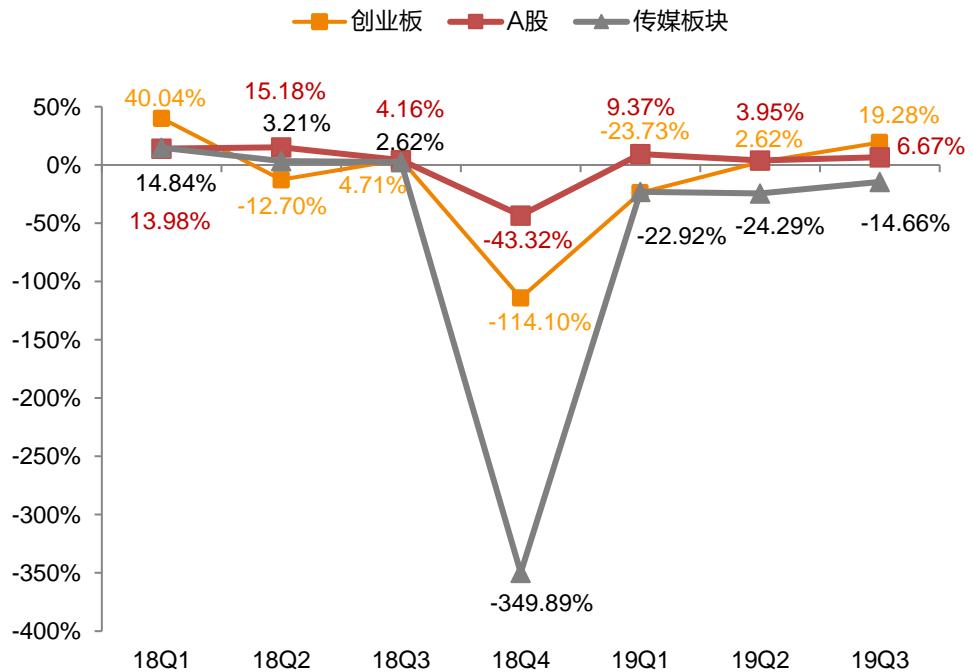
归母净利润同比下降 14.66%，增速同比下降 17.27pct.；

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）



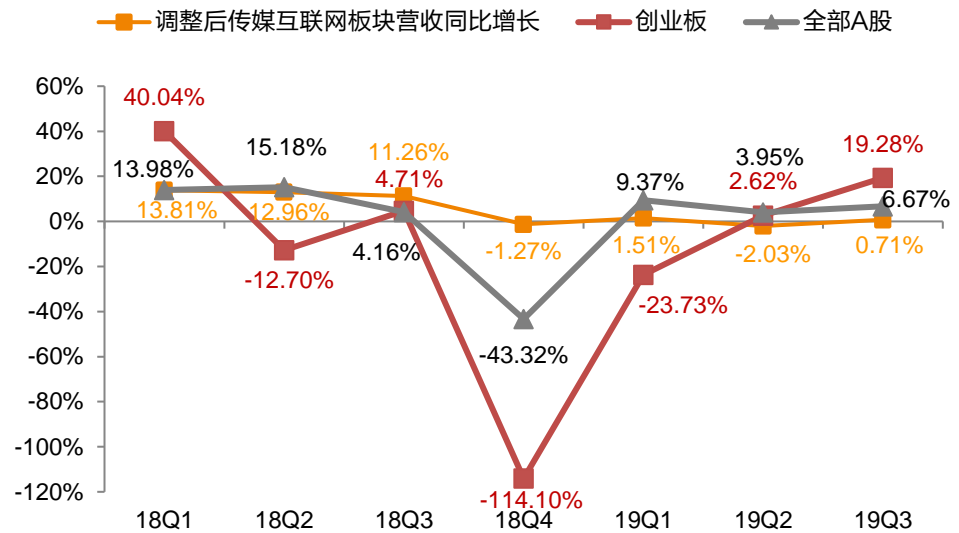
资料来源：wind，天风证券研究所

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 19Q3 营收同比增长 0.71%，增速同比下降 10.55 pct.；

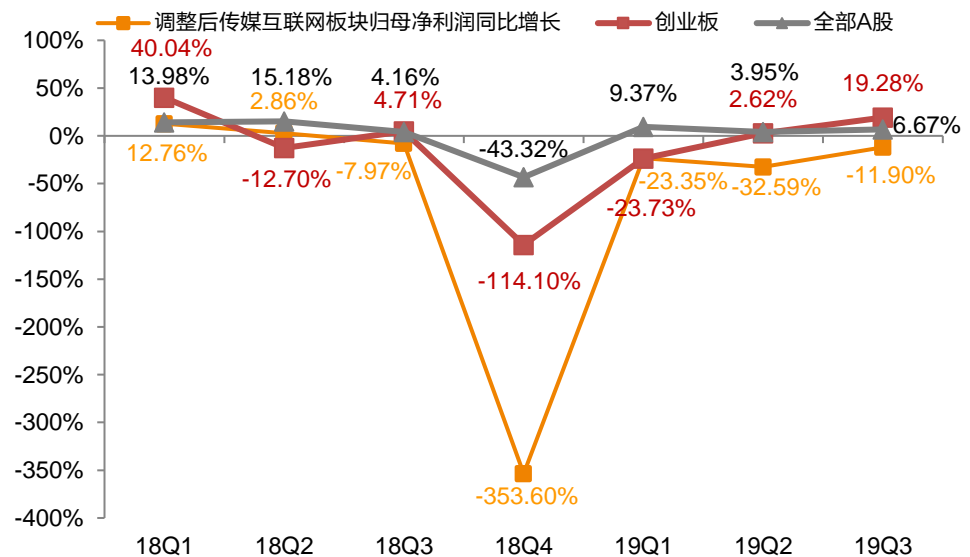
归母净利润同比下降 11.90%，增速同比下降 3.93%；

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 19 Q1-Q3 营收与利润分布情况。

传媒互联网上市公司 19Q1-Q3 营收增速分布变化：

营收增速超过 100%的上市公司数量由 18Q1-Q3 的 4 家下降到 19Q1-Q3 的 1 家；

营收增速处于 50%至 100%区间与 18Q1-Q3 的 7 家持平；

营收增速处于 30%至 50%区间由 18Q1-Q3 的 11 家下降到 19Q1-Q3 的 6 家；

营收增速处于 0%至 30%区间由 18Q1-Q3 的 49 家下降到 19Q1-Q3 的 39 家；

营收增速处于-30%至 0%区间由 18Q1-Q3 的 34 家增加到 19Q1-Q3 的 42 家；

营收增速处于低于-30%区间 18Q1-Q3 的为 4 家增加到 19Q1-Q3 的 14 家。

传媒互联网上市公司 19Q1-Q3 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 18Q1-Q3 的 10 家下降到 19Q1-Q3 的 7 家；

归母净利润增速处于 50%至 100%区间由 18Q1-Q3 的 10 家下降到 19Q1-Q3 的 9 家；

归母净利润增速处于 30%至 50%区间由 18Q1-Q3 的 9 家下降到 19Q1-Q3 的 4 家；

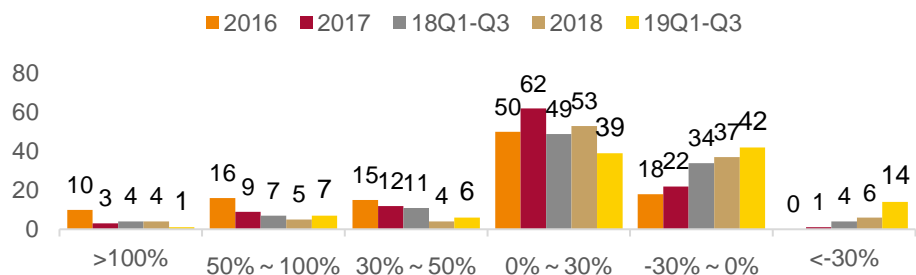
归母净利润增速处于 0%至 30%区间由 18Q1-Q3 的 35 家下降到 19Q1-Q3 的 26 家；

归母净利润增速处于-30%至 0%区间由 18Q1-Q3 的 18 家增加到 19Q1-Q3 的 24 家；

归母净利润增速处于低于-30%区间由 18Q1-Q3 的 27 家增加到 19Q1-Q3 的 37 家。

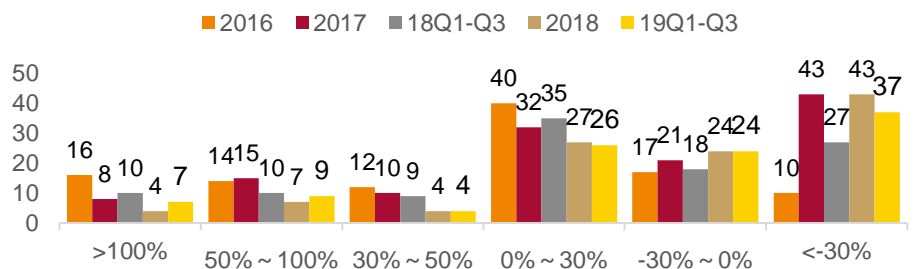
从分布看，营收、净利润高于 50%增速的公司减少，归母净利润负增长公司 19 年 Q1-Q3 为 61 家 (vs 18 年 Q1-Q3 的 45 家)，亏损公司数量提升。

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

表 1：传媒互联网归母净利润高增长 (>30%) 公司

公司	同比增速	公司	同比增速	公司	同比增速	公司	同比增速
当代明诚	401.26%	中青宝	107.50%	读者传媒	62.69%	人民网	38.24%
粤传媒	286.06%	三六零	105.74%	星辉娱乐	59.58%	鹿港文化	32.66%
博瑞传播	154.49%	文投控股	77.84%	电魂网络	59.35%	吉比特	32.17%
北京文化	152.77%	新媒股份	77.42%	冰川网络	53.43%	安妮股份	30.04%
焦点科技	149.31%	东方财富	74.13%	中国出版	52.60%		
华闻集团	129.72%	奥飞娱乐	63.22%	蓝色光标	52.12%		

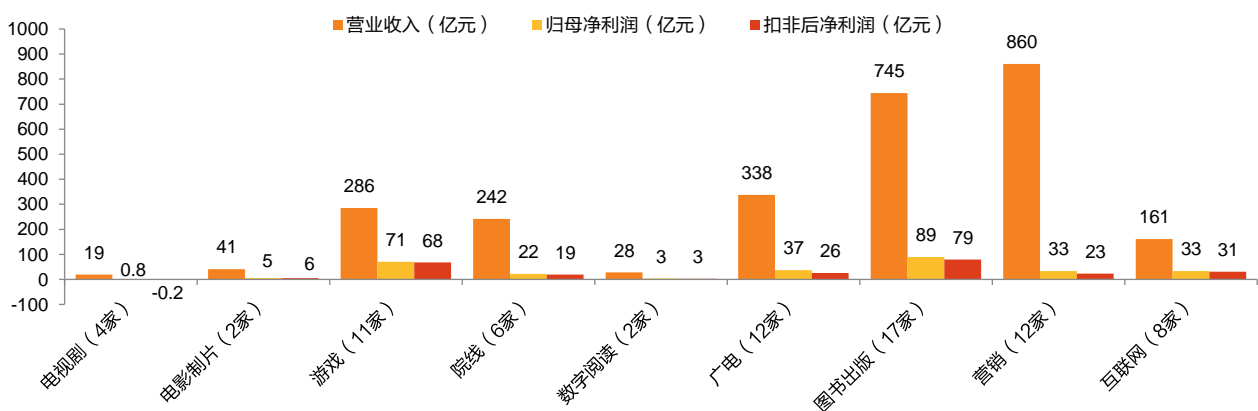
资料来源：wind，天风证券研究所；注：三六零、新媒股份因缺乏 18 年同比增速数据，未纳入上述增速分布统计中

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 74 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 11 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 12 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）。

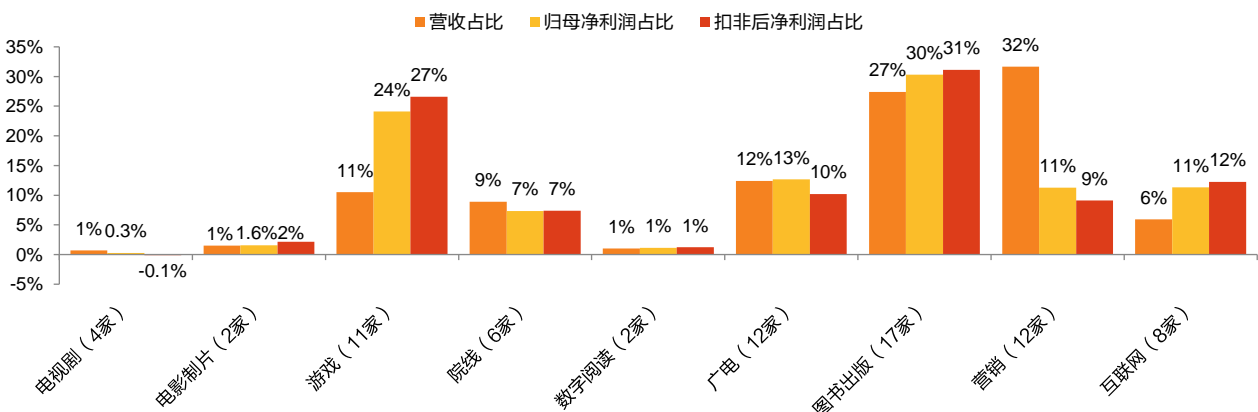
74 家样本公司 2019Q1-Q3 总营收 2719 亿元，同比增长 1.5%，总归母净利润 294 亿元，同比下滑 18.9%，总扣非后净利润 254 亿元，同比下滑 11.0%。营收占比前三位的子行业分别为营销（32%）、图书出版（27%）和广电（12%），归母净利润占比前三位板块为图书出版（30%）、游戏（24%）和广电（13%），扣非后净利润占比前三位板块为图书出版（31%）、游戏（27%）、互联网（12%）。

图 11：传媒互联网上市公司分行业 2019Q1-Q3 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 2019 Q1-Q3 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 2019Q1-Q3 营收增速由高到低排序）：

数字阅读板块，2019Q1-Q3 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速分别为 30.7%、14.8%和 10.4%；板块样本仅 2 家数量较少，板块高增长主要由平治信息（2019Q1-Q3 营业收入 YoY97.5%，归母净利润 YoY27.9%，扣非后净利润 YoY27.0%）收购的深圳兆能销售大幅增长拉动；

游戏板块，2019Q1-Q3 营收、归母净利润及扣非净利润同比增速分别为 16.7%、8.5% 和 12.4%，游戏板块前三季度呈现明显分化，头部公司如三七互娱（2019Q1-Q3 营业收入 YoY72.7%，归母净利润 YoY27.7%，扣非后净利润 YoY21.3%）、完美世界（2019Q1-Q3 营业收入 YoY5.4%，归母净利润 YoY12.0%，扣非后净利润 YoY28.5%）、吉比特（2019 Q1-Q3 营业收入 YoY34.1%，归母净利润 YoY32.2%，扣非后净利润 YoY38.9%）仍能实现较高增速，而尾部公司则出现明显下滑。

互联网板块，2019Q1-Q3 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别 9.9%、21.9%、52.9%，归母净利增长主要由芒果超媒（2019Q1-Q3 营业收入 YoY14.6%，归母净利润 YoY19.9%，扣非后净利润 YoY312.2%）和东方财富（2019Q1-Q3 营业收入 YoY30.2%，归母净利润 YoY74.1%，扣非后净利润 YoY71.0%）拉动，芒果超媒扣非后净利润同比高增长则是由于并表时间原因，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；

营销板块，2019Q1-Q3 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 6.3%、-51.3%、-61.8%；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（2019Q1-Q3 营业收入 YoY-18.1%，归母净利润 YoY-71.7%，扣非后净利润 YoY-79.1%），则板块营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 10.1%、-13.4%、-22.7%；

院线板块，受前三季度票房同比下滑、影城持续扩张影响，院线公司 2019Q1-Q3 业绩整体表现不佳。院线板块 2019Q1-Q3 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 1.9%、-33.3%和-25.1%；其中万达电影（2019Q1-Q3 营业收入 YoY6.3%，归母净利润 YoY-34.6%，扣非后净利润 YoY-34.6%）存在并表影视资产影响，幸福蓝海电视剧业务占比较大，若剔除万达电影和幸福蓝海，则院线板块 2019Q1-Q3 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为-2.5%、-26.8%和-7.1%；

图书出版板块，2019Q1-Q3 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速为 0.5%、1.6% 和 6.1%；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（2019Q1-Q3 营业收入 YoY22.0%，归母净利润 YoY52.6%，扣非后净利润同比增长 65.7%）、凤凰传媒（2019Q1-Q3 营业收入同比增长 10.2%，归母净利润同比增长 3.1%，扣非后净利润同比增长 16.7%）、新华文轩（2019Q1-Q3 营业收入同比增长 6.4%，归母净利润同比增长 24.6%，扣非后净利润同比增长 29.8%）等；若单看大众图书出版（新经典、中国出版、中信出版），2019Q1-Q3 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速为 19.5%、29.6%和 33.1%；

电影制片板块，2019Q1-Q3 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速分别为-8.8%、-82.5%和-16.8%，板块样本 2 家，拆分来看，华谊兄弟前三季度因上映项目较少，收入净利均呈现大幅下滑；光线传媒由于 2018 年前三季度收购新丽传媒产生大额投资收益，使得 19Q1-Q3 归母净利润同比下滑；

广播电视板块，2019Q1-Q3 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为-9.6%、-10.2%和-14.8%，该板块从 2017 年开始净利润即呈现下降，2019 年前三季度继续下降；其中新媒股份业绩表现较好，前三季度营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为 64.7%、77.4%和 74.2%，

电视剧板块，2019Q1-Q3 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速分别为-68.0%、-91.2%和-102.9%，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 2：传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年，2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 营收增速（整体法）

分行业	2016	2017	2018	18Q1-Q3	19Q1-Q3
数字阅读（2 家）	106.3%	54.6%	7.3%	12.4%	30.7%
游戏（11 家）	35.6%	21.4%	13.0%	12.7%	16.7%
互联网（8 家）	9.7%	3.8%	72.6%	86.4%	9.9%
互联网-调整后（6 家）	25.2%	8.2%	20.4%	26.7%	-6.4%
营销（12 家）	40.1%	27.5%	27.6%	37.4%	6.3%
营销-调整后（11 家）	44.9%	29.3%	28.6%	39.7%	10.1%
院线（6 家）	18.1%	13.4%	3.4%	6.4%	1.9%
院线-调整后（4 家）	5.4%	11.2%	0.1%	3.9%	-2.5%
图书出版（17 家）	9.4%	2.5%	2.2%	6.0%	0.5%
其中：大众图书出版（3 家）	4.3%	15.5%	14.2%	44.5%	19.5%
电影制片（2 家）	-3.0%	10.6%	-7.0%	12.6%	-8.8%
广电（12 家）	9.1%	2.6%	-0.6%	-1.0%	-9.6%
电视剧（4 家）	72.3%	23.9%	-7.5%	50.5%	-68.0%

资料来源：Wind、天风证券研究所；

注：“互联网-调整后”指剔除东方财富（体量较大）、芒果超媒（并表资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）；“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）、幸福蓝海（电视剧业务较多）；大众图书出版包括新经典、中国出版和中信出版。

表 3：传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年，2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 归母净利润增速（整体法）

分行业	2016	2017	2018	18Q1-Q3	19Q1-Q3
互联网（8 家）	-33.0%	1.1%	7.5%	107.4%	21.9%
互联网-调整后（6 家）	13.9%	7.4%	-70.3%	34.8%	-13.9%
数字阅读（2 家）	127.0%	76.4%	51.8%	86.0%	14.8%
游戏（11 家）	108.2%	23.4%	-45.8%	14.2%	8.5%
图书出版（17 家）	11.1%	8.0%	4.5%	7.4%	1.6%
其中：大众图书出版（3 家）	-3.2%	9.9%	11.1%	73.2%	29.6%
广电（12 家）	1.2%	-20.8%	-5.8%	-1.6%	-10.2%
院线（6 家）	8.1%	6.5%	-12.4%	22.2%	-33.3%
院线-调整后（4 家）	3.2%	3.5%	25.2%	41.9%	-26.8%
营销（12 家）	56.5%	8.2%	-27.4%	20.7%	-53.1%
营销-调整后（11 家）	117.5%	-31.0%	-97.4%	16.4%	-13.4%
电影制片（2 家）	12.4%	6.1%	-82.9%	112.5%	-82.5%
电视剧（4 家）	26.6%	36.7%	-189.6%	56.4%	-91.2%

资料来源：Wind、天风证券研究所；

注：“互联网-调整后”指剔除东方财富（体量较大）、芒果超媒（并表资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）；“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）、幸福蓝海（电视剧业务较多）；大众图书出版包括新经典、中国出版和中信出版。

表 4：传媒互联网上市公司分行业 2016-2018 年，2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 扣非后净利润增速（整体法）

分行业	2016	2017	2018	18Q1-Q3	19Q1-Q3
互联网（8 家）	-40.8%	8.6%	-16.0%	71.4%	52.9%
互联网-调整后（6 家）	8.9%	9.3%	-73.1%	39.7%	-20.5%
游戏（11 家）	84.6%	18.1%	-58.1%	13.5%	12.4%
数字阅读（2 家）	40.5%	73.4%	59.5%	91.8%	10.4%
图书出版（17 家）	6.2%	2.3%	8.5%	10.1%	6.1%
其中：大众图书出版（3 家）	-25.4%	43.7%	17.3%	106.6%	33.1%
广电（12 家）	24.7%	-31.6%	-28.2%	-9.5%	-14.8%
电影制片（2 家）	-42.6%	23.8%	-347.4%	17.0%	-16.8%
院线（6 家）	-0.3%	4.4%	-41.8%	8.2%	-25.1%
院线-调整后（4 家）	-3.7%	2.6%	-11.7%	3.8%	-7.1%
营销（12 家）	38.2%	5.0%	-28.0%	18.0%	-61.8%
营销-调整后（11 家）	82.5%	-36.4%	-124.1%	7.4%	-22.7%
电视剧（4 家）	29.8%	39.6%	-208.3%	87.6%	-102.9%

资料来源：Wind、天风证券研究所；

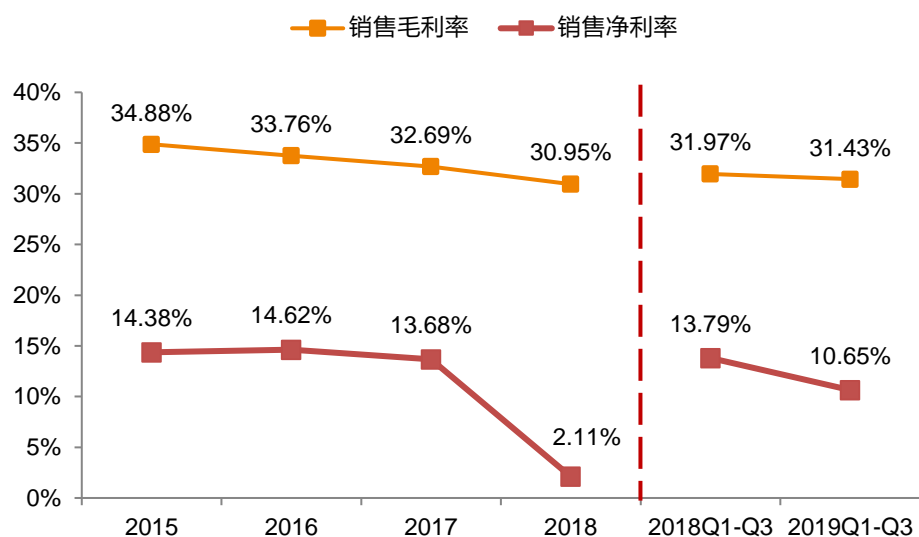
注：“互联网-调整后”指剔除东方财富（体量较大）、芒果超媒（并表资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）；“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）、幸福蓝海（电视剧业务较多）；大众图书出版包括新经典、中国出版和中信出版。

2. 传媒板块盈利能力：毛利率及净利率下降，财务费用率持续提升

2.1. 传媒板块整体盈利能力

采用整体法计算，19 年 Q1-Q3 传媒板块整体销售毛利率为 31.43%，同比下降 0.53pct；销售净利率为 10.65%，同比下降 3.15pct；

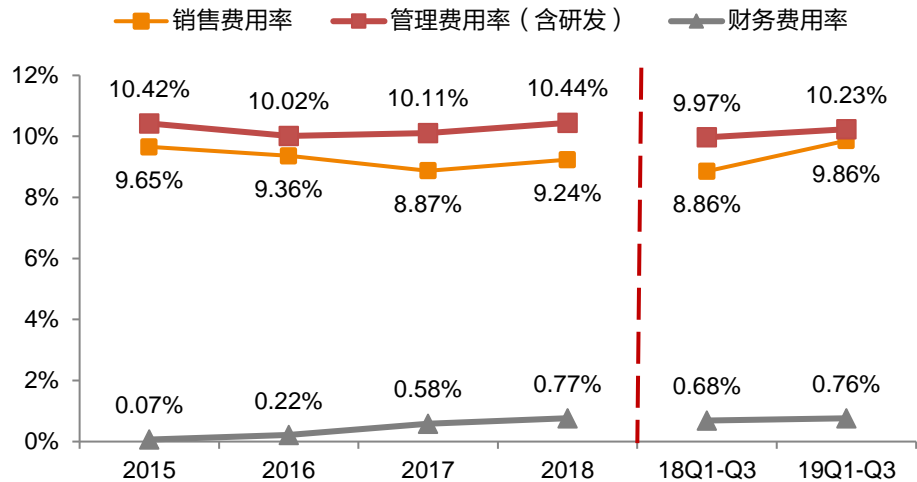
图 13：传媒互联网上市公司毛利率、净利率变化（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

采用整体法计算，传媒板块 19 年 Q1-Q3 销售费用率为 9.86%，同比提高 1.00pct，管理费用率为 10.23%，同比上升 0.26pct，财务费用率为 0.76%，同比上升 0.08pct。

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，2019Q1-Q3 游戏板块在各细分行业中毛利率最高，2019Q1-Q3 为 75.5%，连续四年领跑细分行业，且毛利率逐年提升，主要是头部公司三七互娱和完美世界毛利率提升较多，其中，完美世界毛利率提升主要是因为手游收入确认口径带来毛利率提升，而三七互娱则是因为买量驱动营收增长，销售费用率提升的同时毛利率提升；互联网板块毛利率为 52.5%，相对去年同期提升了 0.8pct；数字阅读板块毛利率为 36.1%，相对去年同期略有提升；图书出版板块毛利率稳中有升，相对去年同期提升了 1.4pct；广电板块毛利率 29.0%，同比上升 0.7pct；此外，电影制片、院线、电视剧、营销板块毛利率均有下滑，分别下滑了 9.2、3.0、10.3 和 6.0 个百分点。

净利率方面，2019Q1-Q3 游戏板块净利率最高为 26.6%，但相对去年同期下降 3.4pct；互联网板块净利率为 21.5%，同比上升 1.4pct；数字阅读板块净利率为 13.7%，同比下降 1.3pct；图书出版板块净利率为 12.1%，同比上升 0.1pct；广电板块净利率为 11.7%，同比下降 0.7pct；院线板块净利率为 9.2%，同比下降 4.9pct；营销板块净利率为 3.9%，同比下降 4.9pct，营销板块若剔除波动较大的分众传媒，则净利率下降 0.7pct 至 2.6%；此外，受监管影响，电视剧和电影剧板块净利率明显下滑 12.2 和 52.4 个百分点。

表 5：传媒互联网上市公司分行业毛利率

分行业	2016	2017	2018	18Q1-Q3	19Q1-Q3
游戏（11 家）	63.4%	66.0%	68.1%	69.3%	75.5%
互联网（8 家）	53.2%	53.0%	51.9%	51.8%	52.5%
互联网-调整后（6 家）	57.5%	54.6%	56.1%	56.6%	53.5%
数字阅读（2 家）	30.2%	28.0%	34.8%	35.8%	36.1%
电影制片（2 家）	50.6%	44.1%	41.3%	44.5%	35.3%
图书出版（17 家）	29.6%	29.9%	30.3%	30.2%	31.6%
其中：大众图书出版（3 家）	35.8%	36.6%	36.3%	36.5%	34.0%
广电（12 家）	31.7%	29.3%	28.1%	28.3%	29.0%
院线（6 家）	28.5%	28.2%	26.9%	28.1%	25.1%
院线-调整后（4 家）	23.3%	23.1%	22.2%	23.5%	22.2%
电视剧（4 家）	32.4%	35.2%	27.5%	32.1%	21.9%
营销（12 家）	25.8%	22.8%	19.7%	19.7%	13.7%
营销-调整后（11 家）	17.8%	14.6%	12.6%	12.0%	10.2%

资料来源：wind、天风证券研究所；

注：“互联网-调整后”指剔除东方财富（体量较大）、芒果超媒（并表资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）；“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）、幸福蓝海（电视剧业务较多）。

表 6：传媒互联网上市公司分行业净利润率

分行业	2016	2017	2018	18Q1-Q3	19Q1-Q3
游戏（11家）	26.8%	28.4%	15.3%	30.0%	26.6%
互联网（8家）	19.8%	18.8%	12.1%	20.1%	21.5%
互联网-调整后（6家）	25.4%	24.3%	7.5%	24.9%	22.9%
数字阅读（2家）	7.5%	8.9%	12.9%	15.0%	13.7%
图书出版（17家）	10.6%	11.1%	11.4%	12.0%	12.1%
其中：大众图书出版（3家）	14.3%	13.8%	13.4%	11.3%	12.3%
广电（12家）	15.2%	12.2%	11.3%	12.3%	11.7%
电影制片（2家）	33.1%	31.2%	8.5%	61.8%	9.4%
院线（6家）	12.8%	12.0%	9.8%	14.1%	9.2%
院线-调整后（4家）	13.9%	13.0%	15.7%	17.2%	13.0%
营销（12家）	11.4%	9.6%	5.5%	8.8%	3.9%
营销-调整后（11家）	5.6%	3.1%	0.2%	3.4%	2.6%
电视剧（4家）	15.8%	17.2%	-16.6%	15.0%	2.8%

资料来源：wind、天风证券研究所；

注：“互联网-调整后”指剔除东方财富（体量较大）、芒果超媒（并表资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）；“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）、幸福蓝海（电视剧业务较多）。

2.3. 业绩预告

已发布 2019 年全年业绩预告的公司中，值得关注的有：

三七互娱预计盈利 20.5~21.5 亿元，同比增长 103.27%~113.19%；

奥飞娱乐预计盈利 1.3~1.5 亿元，同比增长 107.97%~109.20%。

表 7：传媒互联网公司业绩预告摘要（报告期：2019 全年）

证券代码	证券简称	业绩预告摘要（报告期：2019 全年）
002699.SZ	美盛文化	约 0.6 亿元~1.2 亿元,增长 126.14%~152.28%
002555.SZ	三七互娱	约 20.5 亿元~21.5 亿元,增长 103.27%~113.19%
002292.SZ	奥飞娱乐	约 1.3 亿元~1.5 亿元,增长 107.97%~109.20%
002280.SZ	联络互动	约 0 亿元~0.5 亿元,增长 100%~107.48%
002354.SZ	天神娱乐	约-10.5 亿元~-8.5 亿元,增长 85.32%~88.11%
002027.SZ	分众传媒	约 17.5 亿元~20.5 亿元,下降 64.79%~69.94%
000607.SZ	华媒控股	约 0.1 亿元~0.4 亿元,下降 62.02%~90.50%

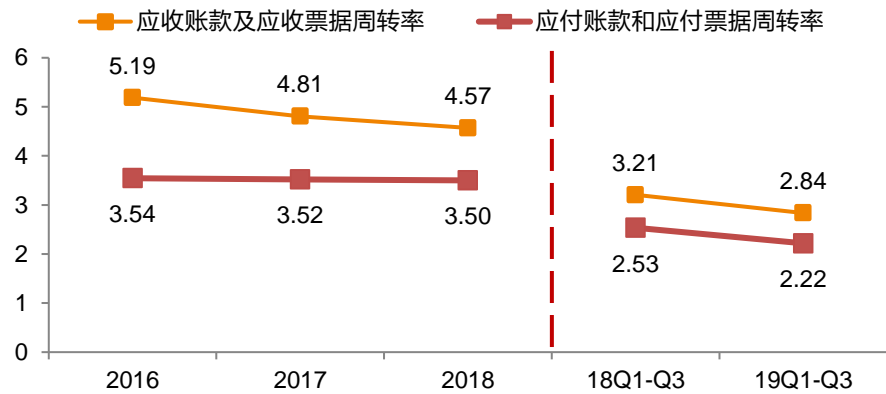
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 传媒板块营运能力：上下游应收/应付周转率均下降

3.1. 传媒板块整体营运能力

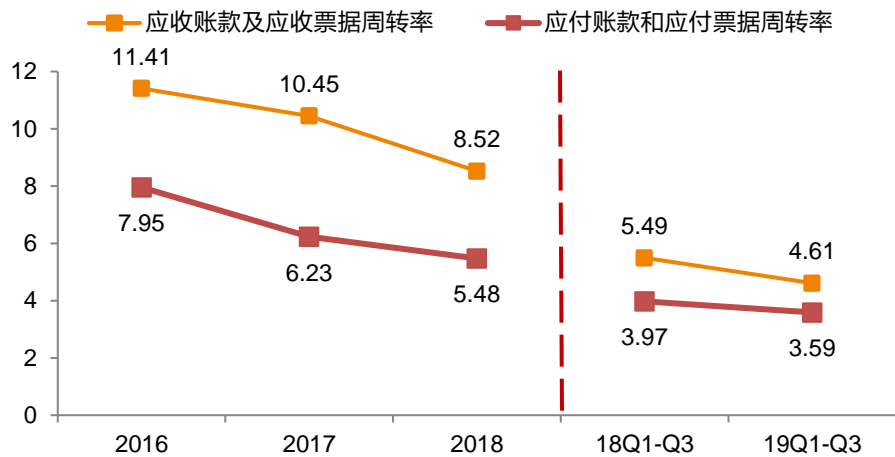
采用整体法计算，传媒板块 19Q1-Q3 应收账款及应收票据周转率为 2.84 次，同比下降 0.37 次；应付账款及应付票据周转率为 2.22 次，同比下降 0.31 次。采用算数平均法计算，传媒板块 19Q1-Q3 应收账款及应收票据周转率为 4.61 次，应付账款及应付票据周转率为 3.59 次，同比分别下降 0.88 次和 0.38 次。应收账款周转率持续下降，反映出受经济环境影响传媒板块上市公司整体平均收账期延长，而应付账款周转率也有相应下滑，但下滑幅度不及应收账款，表明公司整体营运压力有所增加。

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,2019Q1-Q3 院线板块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,2019Q1-Q3 除游戏和电影制片板块,其他板块的应收票据及应收账款周转率均有所下滑;另外,而互联网、营销板块 2018 年应收票据及应收账款周转率虽表现为上升,但 2019Q1-Q3 有所下滑;电影制片板块情况较好,应收票据及应收账款周转率持续改善。

表 8: 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	18Q1-Q3	19Q1-Q3
院线(6家)	10.05	9.20	7.94	5.90	5.64
图书出版(17家)	8.45	8.05	7.86	4.58	4.53
互联网(8家)	6.09	5.64	7.35	4.61	3.82
游戏(11家)	5.71	5.19	5.26	3.58	3.75
数字阅读(2家)	9.22	10.37	8.05	6.04	3.55
广电(12家)	8.71	7.09	6.20	4.17	3.43
电影制片(2家)	2.10	2.71	3.01	2.21	2.65
营销(12家)	3.72	3.61	3.76	2.73	2.61
电视剧(4家)	1.72	1.41	1.05	0.67	0.27

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，除院线板块 2019Q1-Q3 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 9：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	18Q1-Q3	19Q1-Q3
数字阅读（2 家）	9.45	9.61	7.80	5.85	4.91
院线（6 家）	4.58	5.72	5.81	3.84	4.53
营销（12 家）	4.36	4.90	5.65	4.13	3.95
电影制片（2 家）	2.38	3.12	2.69	1.96	1.92
图书出版（17 家）	2.75	2.68	2.68	1.75	1.65
互联网（8 家）	5.05	4.98	3.55	2.63	1.49
游戏（11 家）	4.26	3.72	3.79	2.67	1.41
广电（12 家）	2.94	2.44	2.14	1.51	1.31
电视剧（4 家）	4.86	3.43	2.52	1.81	0.71

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%

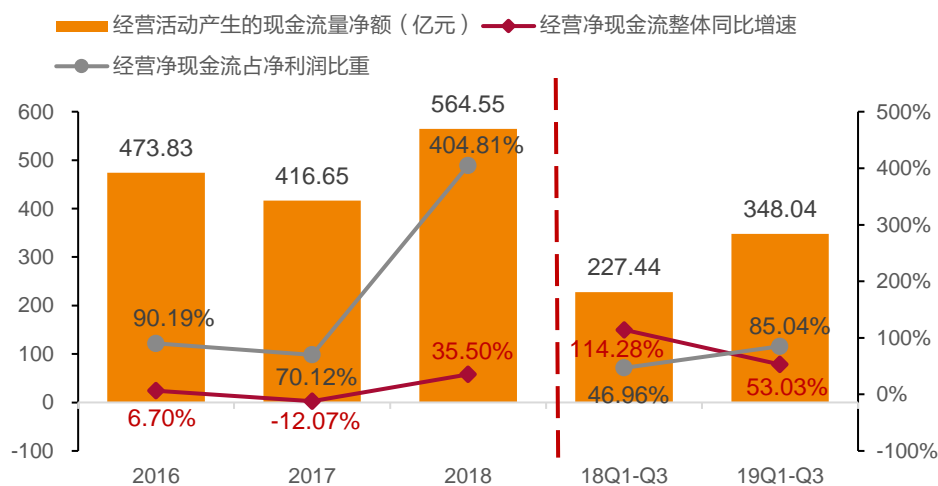
4.1. 传媒板块整体现金流情况

采用整体法计算，传媒板块 2019Q1-Q3 经营性现金流净额总计 348.04 亿元，同比增长 53.03%，经营性现金流量净额占净利润比重同比提升 38.08pct 至 85.04%。

但若剔除经营性现金流同比波动较大、且体量也较大的东方财富中国科传、新华传媒、北京文化，2019Q1-Q3 经营性现金流净额总计 302.29 亿元，同比增长 41.93%，经营性现金流量净额占净利润比重同比提升 40.77pct 至 80.42%。

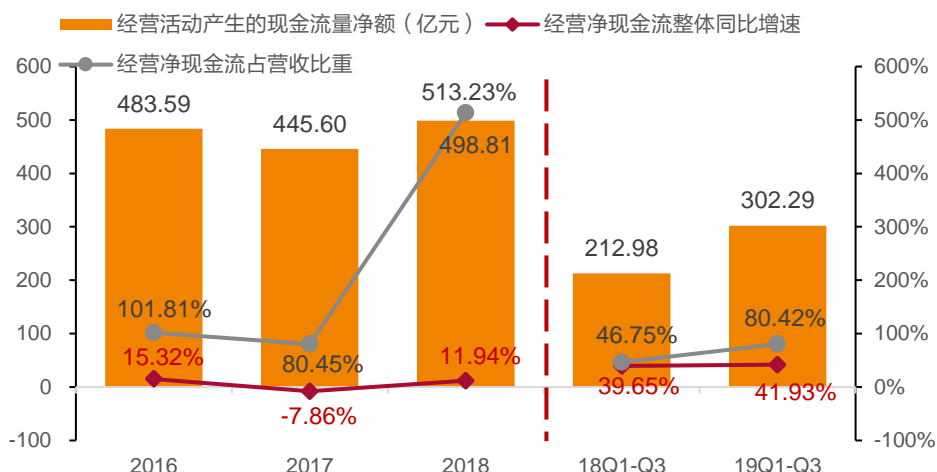
主要贡献增长的是东方财富、分众传媒、三七互娱等净额同比有超过 9 亿以上增量带动现金流整体增长，东方财富同比增长 1090.11%，分众传媒同比增长 33.52%，三七互娱同比增长 36.64%；流出前三为中国科传、新华传媒、北京文化。

图 17：传媒互联网上市公司 2016-2018 年，18Q1-Q3 和 19Q1-Q3 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

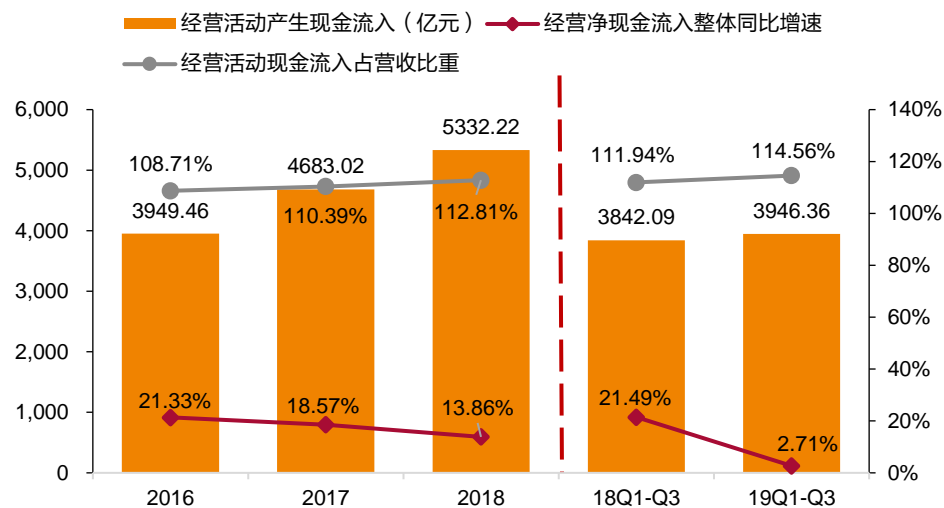
图 18：传媒板块 2016-2018 年，18Q1-Q3 和 19Q1-Q3 经营活动产生现金流量净额变化情况（整体法，剔除东方财富、北京文化、中国科传、新华传媒）



资料来源：wind，天风证券研究所

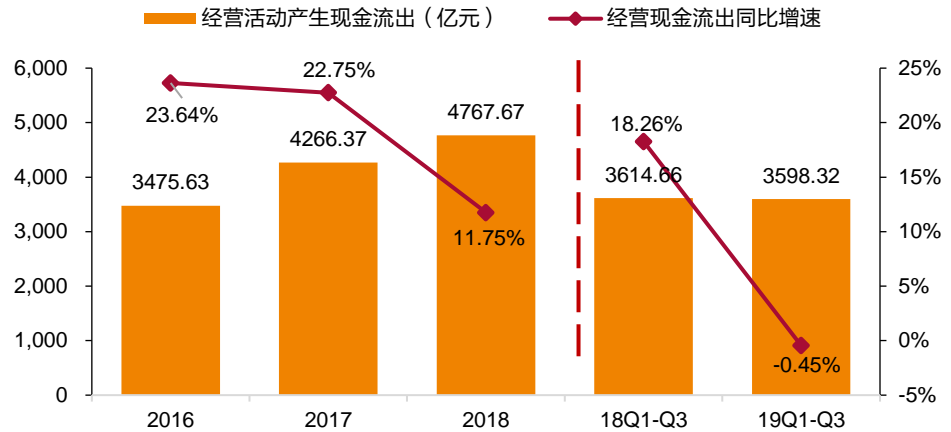
将经营性现金流净额拆分为流入现金和流出现金看，板块经营性性现金流的改善主要是经营性现金流出控制较好。2019Q1-Q3 板块经营性现金流入为 3946.36 亿元，高于板块营业收入，表明板块通过经营活动获取现金能力较强；2019Q1-Q3 现金流入同比增长 2.71%，但对应现金流出下降 0.45%，促使板块经营性净现金流净额增长。

图 19：传媒板块上市公司 2016-2018 年，18Q1-Q3 和 19Q1-Q3 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, 18Q1-Q3 和 19Q1-Q3 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, 2019Q1-Q3 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, 电影制片板块受光线传媒影响, 经营性现金流大幅增长; 互联网板块经营性现金流净额大幅增长主要受体量较大且波动较大的东方财富和芒果超媒影响, 若剔除东方财富和芒果超媒, 则板块经营性现金流净额为 5.77 亿元, 同比下滑 21.9%; 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, 且剔除体量较大的分众传媒后增长更高为 93.4%; 游戏板块经营性现金流净额较好, 同比增加 110.3%; 广电板块主要受东方明珠波动较大影响出现明显下滑, 若剔除东方明珠和电广传媒, 则广电板块经营性现金流净额同比下降 7.4%。此外, 虽然电视剧板块受到一定程度的政策影响, 因为应收账款逐步回笼, 经营性现金流净额由负转正。

表 10: 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	18Q1-Q3	19Q1-Q3
互联网 (8 家)	-26.60	-46.37	40.25	3.52	67.19
互联网-调整后 (6 家)	16.19	15.83	17.34	7.39	5.77
游戏 (11 家)	68.47	80.33	57.45	31.69	66.63
广电 (12 家)	120.20	121.49	122.14	62.75	52.98
广电-调整后 (10 家)	100.23	90.11	89.94	38.63	35.76
营销 (12 家)	69.93	37.95	65.51	27.78	44.38
营销-调整后 (11 家)	21.93	-3.61	27.68	12.17	23.54
院线 (6 家)	39.57	50.10	31.11	39.18	32.14
院线-调整后 (4 家)	15.65	27.14	15.08	27.02	20.21
图书出版 (17 家)	126.74	89.99	129.88	1.59	17.44
其中: 大众图书出版 (3 家)	6.95	6.00	8.49	0.45	2.69
电影制片 (2 家)	15.06	-2.46	1.06	0.51	9.72
电视剧 (4 家)	-7.23	2.55	-5.36	-15.58	4.48
数字阅读 (2 家)	2.44	4.15	3.26	2.48	0.39

资料来源: wind, 天风证券研究所;

注: “互联网-调整后”指剔除东方财富 (体量较大)、芒果超媒 (并表资产); “营销-调整后”指剔除分众传媒 (体量较大); “院线-调整后”指剔除万达电影 (并表影视资产)、幸福蓝海 (电视剧业务较多); “广电-调整后”指剔除电广传媒 (波动较大)、东方明珠 (体量较大)。

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同比增速

分行业	2016	2017	2018	18Q1-Q3	19Q1-Q3
电影制片（2家）	62.9%	-116.4%	143.0%	116.4%	1821.4%
互联网（8家）	-241.0%	-74.3%	186.8%	120.6%	1811.3%
互联网-调整后（6家）	19.2%	-2.2%	9.5%	21.2%	-21.9%
图书出版（17家）	15.0%	-29.0%	44.3%	117.5%	998.0%
其中：大众图书出版（3家）	3.8%	-13.7%	41.6%	138.8%	499.1%
电视剧（4家）	14.1%	135.3%	-309.8%	-32.9%	128.7%
游戏（11家）	128.7%	17.3%	-28.5%	-38.0%	110.3%
营销（12家）	65.8%	-45.7%	72.6%	229.0%	59.7%
营销-调整后（11家）	38.1%	-116.5%	866.1%	178.8%	93.4%
广电（12家）	4.4%	1.1%	0.5%	63.2%	-15.6%
广电-调整后（10家）	0.9%	-10.1%	-0.2%	-15.0%	-7.4%
院线（6家）	-36.3%	26.6%	-37.9%	-30.3%	-18.0%
院线-调整后（4家）	-58.1%	73.4%	-44.4%	-33.5%	-25.2%
数字阅读（2家）	78.3%	69.9%	-21.5%	-17.8%	-84.1%

资料来源：wind，天风证券研究所；

注：“互联网-调整后”指剔除东方财富（体量较大）、芒果超媒（并表资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）；“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）、幸福蓝海（电视剧业务较多）；“广电-调整后”指剔除电广传媒（波动较大）、东方明珠（体量较大）。

表 12：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	18Q1-Q3	19Q1-Q3
电视剧（4家）	-58.6%	15.4%	36.2%	-171.2%	826.0%
电影制片（2家）	86.9%	-13.6%	23.2%	1.8%	253.7%
游戏（11家）	103.4%	94.4%	110.7%	43.2%	87.7%
院线（6家）	118.5%	140.7%	103.7%	116.8%	143.6%
院线-调整后（4家）	84.4%	140.4%	64.7%	136.8%	138.3%
数字阅读（2家）	194.6%	180.6%	91.1%	77.8%	10.4%
广电（12家）	150.8%	185.3%	201.3%	136.1%	134.4%
广电-调整后（10家）	233.1%	205.1%	250.5%	131.3%	149.7%
图书出版（17家）	118.3%	77.8%	107.1%	1.8%	19.3%
其中：大众图书出版（3家）	81.1%	63.0%	80.0%	7.9%	36.4%
营销（12家）	91.5%	46.0%	109.3%	38.9%	132.5%
营销-调整后（11家）	68.7%	-15.8%	1358.7%	51.8%	116.9%
互联网（8家）	-119.1%	-210.5%	164.4%	11.9%	194.2%
互联网-调整后（6家）	111.2%	105.3%	308.8%	58.4%	52.9%

资料来源：wind，天风证券研究所；

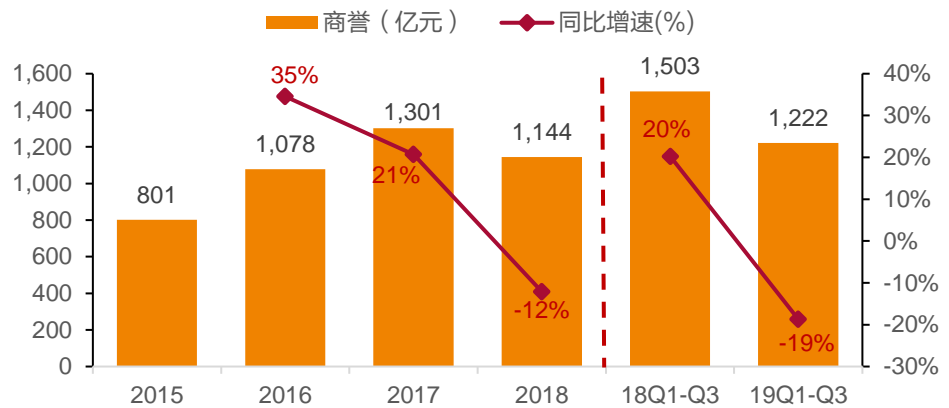
注：“互联网-调整后”指剔除东方财富（体量较大）、芒果超媒（并表资产）；“营销-调整后”指剔除分众传媒（体量较大）；“院线-调整后”指剔除万达电影（并表影视资产）、幸福蓝海（电视剧业务较多）；“广电-调整后”指剔除电广传媒（波动较大）、东方明珠（体量较大）。

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 1144 亿元，同比下降 12%，19Q1-Q3 整体商誉 1222 亿元，同比下降 19%。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）。

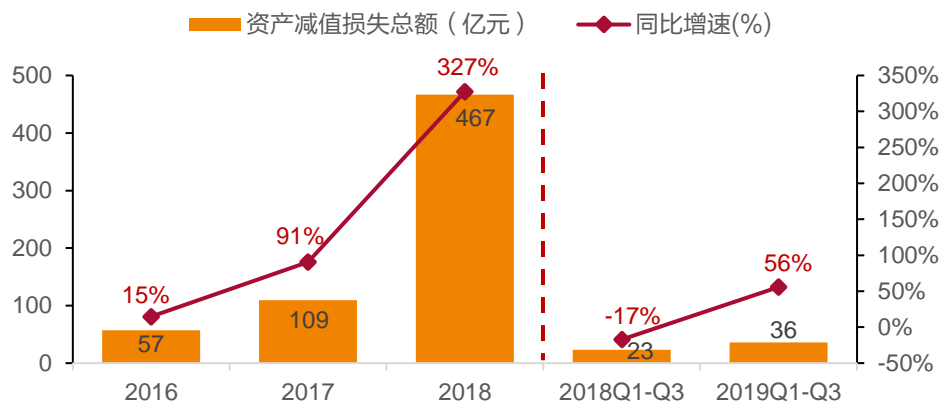
图 21：传媒互联网上市公司 2015-2019Q1-Q3 商誉总额变化情况



资料来源：wind、天风证券研究所

传媒板块 19Q1-Q3 资产减值损失总额（含信用减值损失）为 36 亿元，同比增长 56%，相比去年同期有明显增长，其中分众传媒即计提了 5.51 亿元的信用减值损失。19Q1-Q3 资产减值损失三分之一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。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。

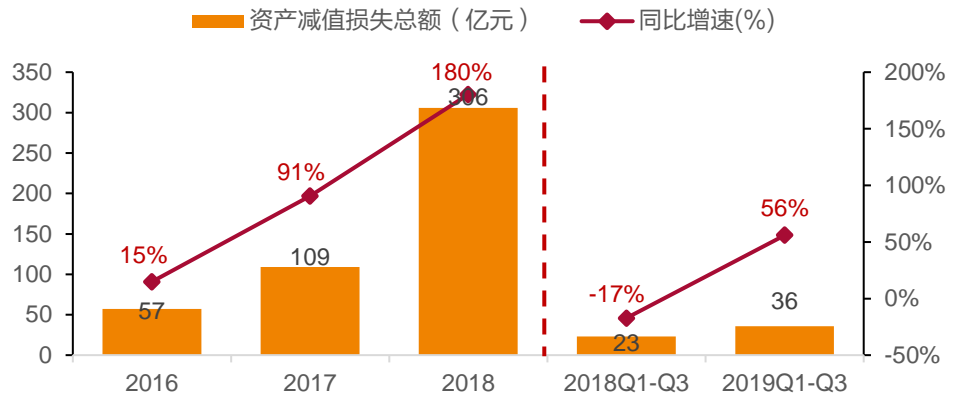
图 22：传媒互联网上市公司 2016-2018 年，2018Q1-Q3 和 2019Q1-Q3 资产减值损失总额变化情况



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 2016-2019Q1-Q3 资产减值损失总额变化情况（剔除 18 年天神娱乐、华闻集团、掌趣科技、利欧股份）



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

2019 年前三季度板块合计计提资产减值损失 35.9 亿元，同比增长 55.9%；分行业看，图书出版和营销资产减值损失较多（包括信用减值损失），19Q1-Q3 图书出版行业资产减值损失 14.95 亿，同比增长 49.8%，营销板块资产减值损失 9.06 亿，同比增长 106.1%，主要是分众传媒计提较多信用减值损失所致。此外，电视剧资产减值冲回较多，主要是唐德影视《巴清传》前期确认的应收款项计提的坏账准备转回所致。

表 13：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	18Q1-Q3	19Q1-Q3
图书出版（17 家）	12.62	16.82	17.68	9.98	14.95
营销（12 家）	6.91	13.70	35.58	4.40	9.06
广电（12 家）	3.93	14.56	13.69	1.57	1.50
互联网（8 家）	1.76	1.99	14.27	1.39	1.08
游戏（11 家）	5.63	11.93	50.82	0.57	1.06
数字阅读（2 家）	0.03	0.03	0.06	0.04	0.18
院线（6 家）	0.68	1.17	9.99	0.43	0.07
电影制片（2 家）	1.74	4.55	21.08	-0.48	-0.49
电视剧（4 家）	2.11	4.36	19.52	-0.57	-4.84

资料来源：wind，天风证券研究所；

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 11 月 4 日，传媒板块 115 家公司中，质押率在 50% 以上的公司有 5 家，质押率介于 20%-50% 的公司有 41 家，质押率介于 10%-20% 间的公司有 12 家，另外质押率在 10% 以下的公司有 55 家，其中包括 28 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 14：传媒互联网公司质押率情况（截止 2019 年 11 月 4 日）

序号	公司	质押比例(质押数量/总股数)	大股东累计质押数占持股数	序号	公司	质押比例(质押数量/总股数)	大股东累计质押数占持股数
1	三六零	75.84%	100.00%	59	焦点科技	9.40%	17.82%
2	金科文化	61.67%	96.99%	60	电魂网络	9.21%	55.17%
3	美盛文化	61.52%	97.19%	61	安妮股份	8.88%	0.00%
4	艾格拉斯	53.19%	86.87%	62	新经典	8.62%	12.64%
5	巨人网络	50.87%	81.36%	63	湖北广电	7.92%	0.00%
6	腾信股份	47.46%	99.94%	64	幸福蓝海	7.21%	0.00%
7	完美世界	46.59%	86.17%	65	宋城演艺	5.12%	15.88%
8	当代明诚	46.23%	78.73%	66	凯撒文化	5.06%	0.00%
9	唐德影视	45.65%	99.99%	67	歌华有线	4.87%	0.00%
10	引力传媒	43.64%	79.93%	68	三七互娱	4.74%	16.48%
11	恺英网络	40.71%	100.00%	69	省广集团	4.73%	22.99%
12	易尚展示	39.94%	99.59%	70	每日互动	4.60%	0.00%
13	世纪华通	38.22%	82.27%	71	东方财富	4.52%	19.79%
14	鼎龙文化	37.76%	100.00%	72	万达电影	4.03%	0.00%
15	欢瑞世纪	37.28%	98.92%	73	浙数文化	3.80%	0.00%
16	宣亚国际	37.19%	36.21%	74	吉视传媒	2.86%	0.00%
17	ST 中南	35.04%	92.61%	75	吉比特	2.76%	9.14%
18	文投控股	34.68%	35.49%	76	分众传媒	1.94%	0.00%
19	华谊嘉信	33.80%	84.71%	77	粤传媒	1.74%	0.00%
20	捷成股份	33.10%	74.07%	78	东方明珠	1.31%	0.00%
21	联络互动	32.26%	99.84%	79	掌趣科技	1.18%	0.00%
22	游族网络	32.22%	87.59%	80	电广传媒	0.74%	0.00%
23	北京文化	32.07%	100.00%	81	中文传媒	0.64%	0.00%
24	鹿港文化	31.21%	90.81%	82	冰川网络	0.51%	0.00%
25	天神娱乐	31.16%	98.94%	83	华媒控股	0.02%	0.00%
26	吉翔股份	29.37%	99.94%	84	读者传媒	0.01%	0.00%
27	光线传媒	28.65%	64.60%	85	上海电影	0.01%	0.00%
28	佳云科技	28.05%	100.00%	86	中国电影	0.01%	0.00%
29	顺网科技	28.01%	70.68%	87	中体产业	0.01%	0.00%
30	星辉娱乐	27.68%	63.11%	88	新华网	0.00%	0.00%
31	中青宝	27.58%	88.98%	89	中广天择	0.00%	0.00%
32	蓝色光标	27.55%	68.96%	90	横店影视	0.00%	0.00%
33	天舟文化	27.32%	98.13%	91	人民网	0.00%	0.00%
34	迅游科技	26.45%	100.00%	92	出版传媒	0.00%	0.00%
35	华扬联众	26.14%	41.88%	93	中国出版	0.00%	0.00%
36	华谊兄弟	26.13%	91.10%	94	凤凰传媒	0.00%	0.00%
37	龙韵股份	26.09%	79.33%	95	南方传媒	0.00%	0.00%
38	利欧股份	24.62%	85.19%	96	中国科传	0.00%	0.00%
39	华录百纳	24.44%	100.00%	97	新华文轩	0.00%	0.00%
40	视觉中国	24.44%	52.36%	98	皖新传媒	0.00%	0.00%
41	奥飞娱乐	24.04%	42.59%	99	中南传媒	0.00%	0.00%
42	华策影视	23.77%	55.93%	100	山东出版	0.00%	0.00%
43	盛天网络	22.80%	68.28%	101	贵广网络	0.00%	0.00%
44	暴风集团	20.53%	95.35%	102	广西广电	0.00%	0.00%

45	宝通科技	20.27%	55.75%	103	博瑞传播	0.00%	0.00%
46	华数传媒	20.02%	0.00%	104	广电网络	0.00%	0.00%
47	平治信息	19.61%	59.97%	105	新华传媒	0.00%	0.00%
48	智度股份	18.43%	0.00%	106	长江传媒	0.00%	0.00%
49	昆仑万维	16.97%	0.00%	107	时代出版	0.00%	0.00%
50	掌阅科技	15.88%	14.88%	108	北巴传媒	0.00%	0.00%
51	科达股份	15.54%	75.97%	109	中视传媒	0.00%	0.00%
52	新文化	14.21%	41.69%	110	芒果超媒	0.00%	0.00%
53	中文在线	13.81%	50.33%	111	金逸影视	0.00%	0.00%
54	拉卡拉	13.69%	0.00%	112	天威视讯	0.00%	0.00%
55	思美传媒	12.93%	27.97%	113	中原传媒	0.00%	0.00%
56	江苏有线	11.49%	0.00%	114	新媒股份	0.00%	0.00%
57	华闻集团	11.15%	96.54%	115	中信出版	0.00%	0.00%
58	慈文传媒	10.75%	0.00%				

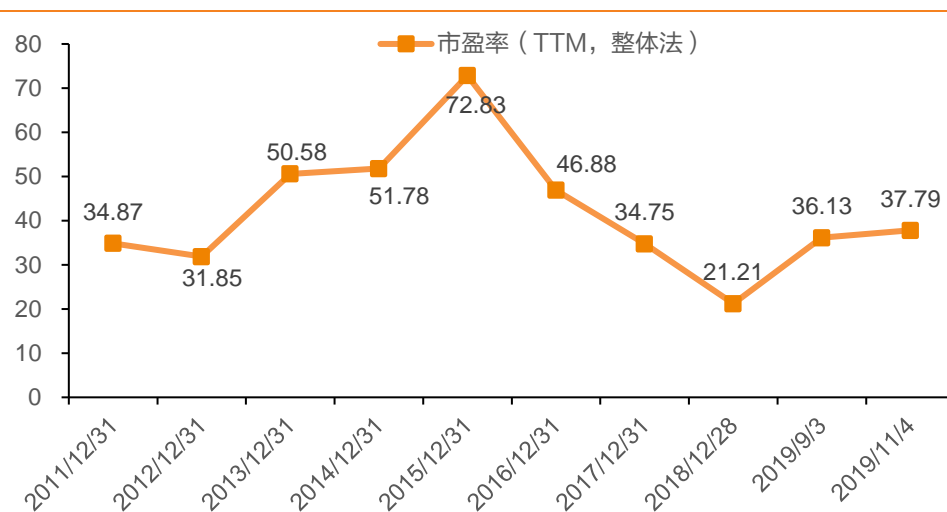
资料来源：wind，天风证券研究所

7. 传媒板块估值与基金持仓：估值回暖，基金持仓有望继续提升

7.1. 板块估值：年初至今估值回升，但涨幅仍然靠后

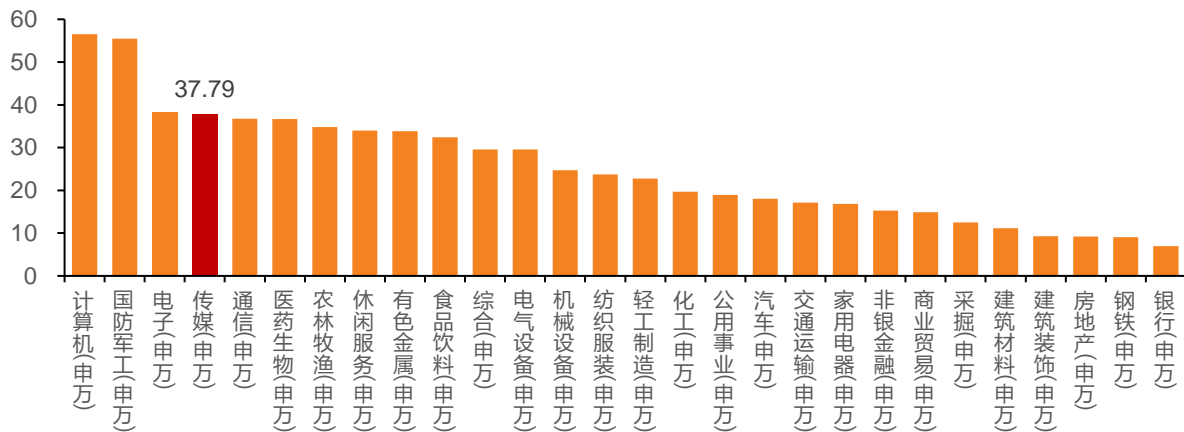
传媒互联网板块估值从 2012 年到 2015 年一路攀升，2016 年至 2018 年估值持续下滑，到 2018 年 12 月 28 日，采用整体法和 TTM 计算的传媒互联网板块市盈率已经降至 21.21 倍，处于 13 年以来的历史低位，估值水平位于各行业中游。到 2019 年 11 月 4 日有所回升，传媒互联网板块市盈率回升至 37.79 倍，估值回暖，位于各行业第四，19 年初至今传媒行业指数上涨 10.56%，涨幅靠后。

图 24：传媒互联网行业板块市盈率



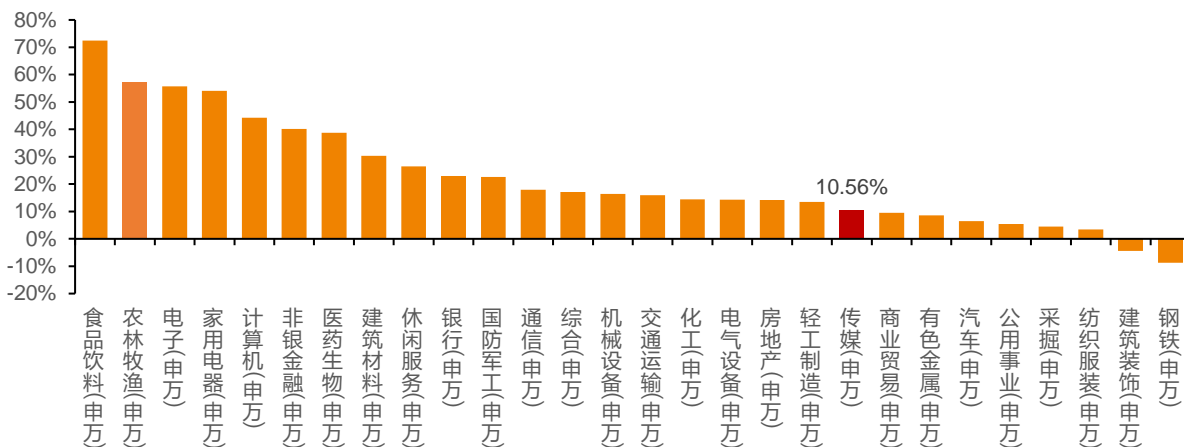
资料来源：wind，天风证券研究所；注：采用申万一级行业指数，采用 TTM 和整体法计算市盈率

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 11 月 4 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

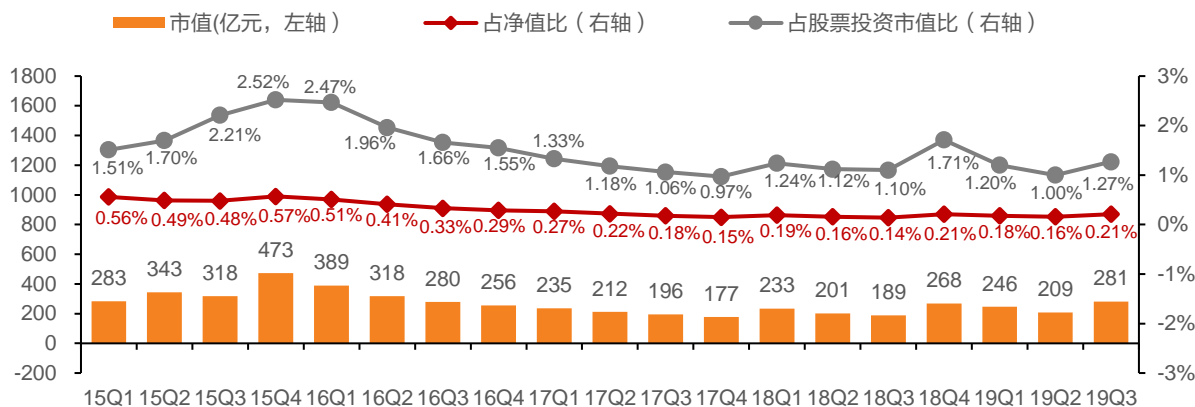


资料来源：wind、天风证券研究所；注：截至 2019 年 11 月 4 日收盘，采用申万一级行业指数

7.2. 基金持仓：19Q3 机构配置趋势增加，预计四季度继续提升

19Q3 传媒行业基金配置比重有所增加。根据基金股票组合行业分布汇总，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%。19Q3 有所回升，增加至 281 亿，占净值比 0.21%，占股票投资市值比下降至 1.27%。

图 27：2015Q1-2019Q3 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 15：2019Q3 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	19Q3 数量 (亿股)	19H1 数量 (亿股)	19Q1 数量 (亿股)	公司	19Q3 比例 (%)	19H1 比例 (%)	19Q1 比例 (%)
分众传媒	8.33	13.68	7.32	新经典	36.21%	41.30%	30.99%
东方财富	3.95	6.46	4.00	中信出版	26.60%	4.73%	*
宋城演艺	1.82	2.17	1.23	芒果超媒	21.44%	61.33%	37.84%
三七互娱	1.70	1.68	0.26	横店影视	18.00%	2.69%	12.78%
掌趣科技	1.61	1.88	1.02	新媒股份	16.33%	36.78%	*
芒果超媒	1.05	1.26	0.78	宋城演艺	15.51%	18.49%	10.43%
光线传媒	0.87	1.20	0.39	吉比特	14.07%	31.48%	12.75%
完美世界	0.73	0.83	0.69	三七互娱	12.90%	10.56%	1.66%
利欧股份	0.50	1.09	0.36	每日互动	11.00%	6.30%	0.34%
华谊兄弟	0.46	1.18	0.51	平治信息	8.16%	11.62%	14.80%
星辉娱乐	0.42	0.81	0.81	东方财富	7.26%	11.88%	9.07%
奥飞娱乐	0.40	0.68	0.50	完美世界	6.29%	7.03%	14.24%
蓝色光标	0.39	1.13	0.24	掌趣科技	6.18%	7.23%	3.93%
视觉中国	0.35	0.79	0.80	分众传媒	5.67%	9.32%	4.99%
东方明珠	0.32	0.73	0.06	视觉中国	5.36%	25.36%	25.83%
中南传媒	0.32	0.66	0.29	奥飞娱乐	4.89%	8.40%	6.12%
捷成股份	0.26	1.24	0.68	星辉娱乐	4.59%	8.91%	9.37%
游族网络	0.23	0.91	0.39	贵广网络	3.83%	3.87%	1.25%
凤凰传媒	0.21	0.92	0.27	游族网络	3.58%	14.07%	6.08%
新经典	0.20	0.22	0.17	顺网科技	3.43%	12.59%	3.85%
昆仑万维	0.19	0.53	0.23	欢瑞世纪	3.16%	4.08%	3.16%
万达电影	0.19	0.46	0.16	光线传媒	3.13%	4.31%	1.43%
欢瑞世纪	0.17	0.22	0.17	昆仑万维	2.98%	8.50%	3.64%
顺网科技	0.16	0.60	0.18	中国出版	2.85%	2.35%	0.09%
联络互动	0.16	0.38	*	金逸影视	2.48%	0.02%	*
横店影视	0.13	0.02	0.07	慈文传媒	2.13%	2.73%	1.45%
中信出版	0.13	0.02	*	华谊兄弟	2.10%	5.34%	2.31%
长江传媒	0.13	0.40	0.14	安妮股份	1.94%	1.29%	0.27%
贵广网络	0.12	0.12	0.04	当代明诚	1.85%	6.06%	2.58%
中国出版	0.11	0.09	0.00	蓝色光标	1.82%	5.36%	1.31%

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

综上，三季报披露整体符合我们预期，其中不乏东财、光线、新媒、三七、值得买等亮点，相对半年报企稳趋势，19Q3 单季度归母净利润同比-14.7%，相较于 19Q1（同比-22.9%）、19Q2（同比-24.3%）下滑程度有所收窄。同时考虑 18Q4 大量商誉减值基数较低，19Q4 有望大概率大幅度修正全年及单季度增速。

三季报中，【光线传媒】（19Q3 归母净利 YoY463.3%）受益于暑期档《哪吒》票房超预期净利润高速增长，持续推荐互联网独角兽【东方财富】（19Q3 归母净利润 YoY116.2%）业绩持续强劲，【新媒股份】（19Q3 归母净利 YoY106.9%）净利润增长超预期指引上线，【三七互娱】（19Q3 归母净利 YoY25.4%）营收增速创季度新高。此外，体育【星辉娱乐】（19Q3 归母净利 YoY198.6%），出版【中信出版】（19Q3 归母净利 YoY54.9%）等业绩也有较优表现。同时，从传媒持仓看，19Q3 机构配置有所增加，预计四季度全年业绩落地及面对明年估值切换有望继续提升，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【东方财富、芒果超媒】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，关注板块年底估值切换及 5G、云游戏、VRAR 等主题催化：A 股龙头【三七互娱、吉比特】三季报仍能保持较高增速，龙头【完美世界】《我的起源》等游戏上线有望催化，底部复苏及估值修复【掌趣科技、游族网络、世纪华通】以及云游戏【顺网科技、凯撒文化】。

c) 图书出版继续表现出良好的稳定性与防御性，2019Q1-Q3 营收、归母净利润和扣非后净利润同比增速为 0.5%、1.6%和 6.1%；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【中信出版】，关注【中南传媒、凤凰传媒、中国出版、新华文轩、新经典、南方传媒】。

2) 关注细分板块拐点及底部修复机会

a) 营销板块【分众】三季度业绩跌幅收窄，趋势向好，长线投资者可考虑，业绩修复【蓝标、华扬、利欧】等，大数据关注【每日互动】。

b) 内容板块表现符合预期，寻找拐点：

- 电影方面，我们 11 月 1 日外发影视拐点报告二，认为从暑期档《哪吒》表现超预期开始，电影板块边际改善明显，10 月票房在国庆档推动下同比增长 120%+，暑期档撤档影片《少年的你》重新上映并获得优秀口碑及票房表现，19Q4 单季度同比高增长为大概率事件，预计院线公司在经营杠杆效应下，单季度将有良好的财务表现，关注包括渠道院线及头部发行公司【横店、万达、光线、猫眼】等；
- 电视剧方面，我们在 10 月 23 日推出平台招商洞悉行业报告，特别提出影视行业悲观时期已过，建议关注国庆后电视剧板块可能进入的环比改善阶段，关注包括【芒果、爱奇艺、华策、慈文、欢瑞】等；
- IP 龙头【奥飞娱乐】经营管理调整后底部修复。

3) 政策与主题

a) 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】及云应用【顺网】。

b) 政策支持，国企龙头【人民网、新华、浙数】，体育利好频现，2020 年体育大年，体育公司【星辉娱乐】及美股上市【万达体育】等。

c) 广电板块【新媒股份】增长亮眼，但其他个股普遍业绩较为一般，延续前期下降趋势，2019Q1-Q3 营收、归母净利润及扣非后净利润同比增速分别为-9.6%、-10.2%和

-14.8%，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】、有线网络整合【贵广、广电网络、华数、东方明珠】等。

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