

证券研究报告—深度报告

传媒

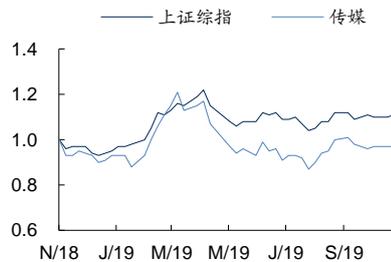
传媒互联网行业投资策略暨三季度报前瞻

中性

(维持评级)

2019年11月13日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《传媒互联网行业投资策略暨三季度报前瞻: 关注三季度报边际变化, 持续看好新成长周期》——2019-10-14
 《2019年国庆档电影票房点评: 国庆档票房创新高, 持续看好内容行业新成长周期》——2019-10-08
 《传媒互联网行业投资策略: 关注边际变化, 把握深蹲起跳机会》——2019-09-11
 《传媒互联网行业投资策略: 关注边际变化, 把握深蹲起跳机会》——2019-09-10
 《哔哩哔哩 2019Q2 财报点评: 营收超预期, 用户有望“破次元”增长》——2019-08-29

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

行业投资策略

边际改善, 持续看好新成长周期

● 十月传媒板块弱于沪深 300 表现

1) 10 单月中信传媒指数上涨 0.84, 相对沪深 300 指数超额收益-1.06 个百分点, 在中信一级 29 个板块中, 传媒板块排名第 11 位, 弱于 9 月份市场表现。年初至今传媒指数上涨 10.67%, 跑输沪深 300 20.22 个百分点; 2) 10 月当代东方、华扬联众、ST 印记、中广天泽、值得买等涨幅居前; 暴风集团、中昌数据、长城动漫、ST 中南跌幅较为明显。

● 三季度报边际改善, 持续看好传媒板块深蹲起跳可能

1) 前三季度 A 股传媒板块 (剔除乐视网、暴风集团等部分个股影响) 实现营业收入 4464 亿元、归母净利润 344 元, 同比分别增长 3%、-21%, 增速仍处于底部区域; 其中 Q3 实现营业收入 1577 亿元、归母净利润 104 亿元, 同比分别增长 3%和-16%, 相比上半年及 Q2 增速显著改善, 拐点向上趋势愈加明显; 同时从毛利率以及净利率上来看, 亦呈现拐点向上趋势; 2) 从子板块来看, Q3 单季度, 营收同比增速居前的为体育、互联网, 归母净利润居前的为报纸、体育版块。内容版块中, 游戏行业无论收入还是利润增速表现均居前; 3) 个股来看, 部分细分行业龙头如三七互娱、新媒股份等标的继续保持较高增速, 另一方面部分细分龙头如顺网科技、视觉中国、分众传媒等基本面开始逐步反转向上。4) 中长期来看, 监管政策逐步趋于稳定、新一轮科技应用正在逐步落地, 在不缺乏需求背景下, 行业有望迎来新一轮成长周期; 头部公司将具备“行业成长+周期反转”的双重弹性, 有望迎来巨大的深蹲起跳弹性, 继续看好行业新成长周期可能。

● 投资建议: 期待成长拐点, 关注深蹲之下的底部双击机会

建议从以下四个维度选择个股: 1) 细分行业龙头标的, 推荐芒果超媒、顺网科技 (网吧云+云 PC)、三七互娱、新媒股份、视觉中国等标的; 2) 稳健选游戏 (三七互娱、吉比特、掌趣科技等) 及出版 (推荐中信出版等); 3) 弹性看行业及公司困境反转, 推荐影视动漫 (光线传媒、欢瑞世纪、华策影视、奥飞娱乐、慈文传媒、华谊兄弟等) 及营销行业 (分众传媒、蓝色光标等); 4) 新科技落地: 5G、云计算、AI、AR/VR 等渐露曙光, 部分领域如 AI 已经大规模落地应用, 重点关注云游戏 (顺网科技)、VR/AR、营销云等赛道。十一月投资组合为三七互娱、顺网科技、芒果超媒、掌趣科技、分众传媒。

风险提示: 宏观经济风险, 流动性风险, 业绩及商誉风险, 监管政策风险等

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300413	芒果超媒	买入	29.22	506	0.66	0.85	44.37	34.47
681	视觉中国	买入	20.02	142	0.47	0.59	42.34	33.82
2555	三七互娱	买入	18.40	399	0.97	1.16	18.93	15.93
300133	华策影视	买入	6.40	113	0.15	0.28	43.33	22.78
300113	顺网科技	买入	19.59	129	0.65	0.76	30.00	25.80
300251	光线传媒	增持	9.35	273	0.38	0.35	24.81	26.45

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

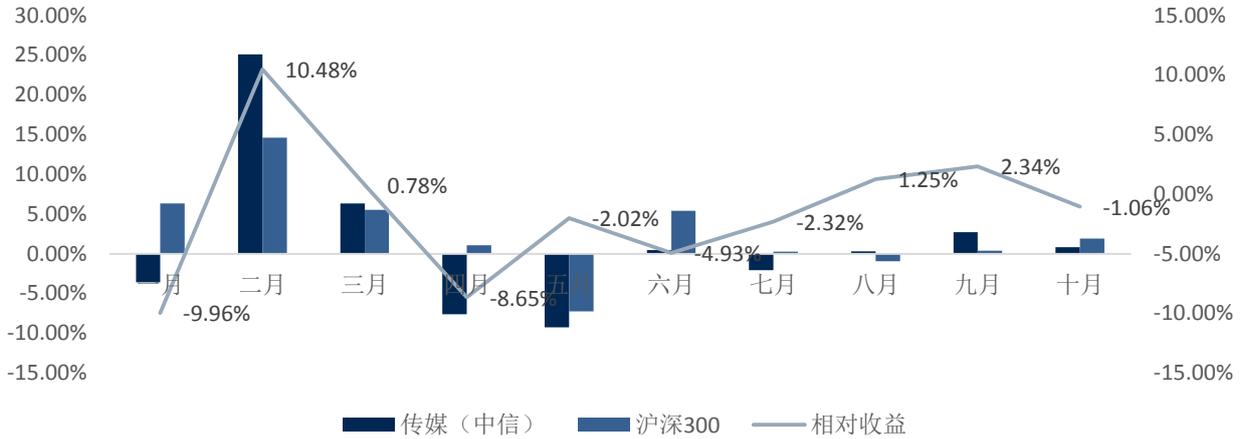
内容目录

10月板块表现回顾：跑输市场整体表现	3
三季度边际改善，看好行业新成长周期	4
前三季度业绩增速仍处底部	4
季度表现拐点向上	6
成长周期底部叠加资本市场低估值，传媒板块有望酝酿深蹲起跳机遇	7
游戏行业持续复苏，持续看好内容版块向上	9
投资建议：关注边际变化趋势，看好底部双击可能	10
风险提示	11
国信证券投资评级	12
分析师承诺	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

10月板块表现回顾：跑输市场整体表现

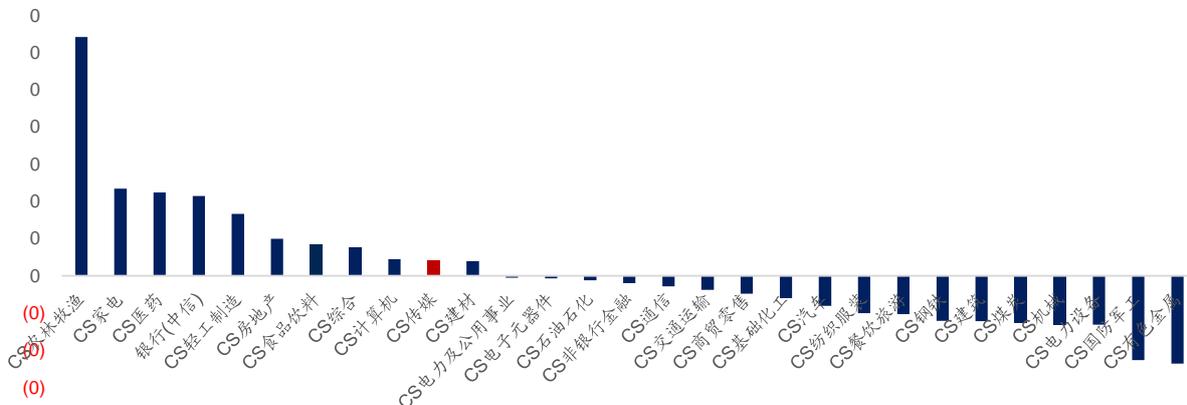
10单月中信传媒指数上涨0.84，相对沪深300指数超额收益-1.06个百分点，在中信一级29个板块中，传媒板块排名第11位，弱于9月份市场表现。年初至今传媒指数上涨10.67%，跑输沪深300 20.22个百分点。

图 1：十月传媒行业跑输沪深 300



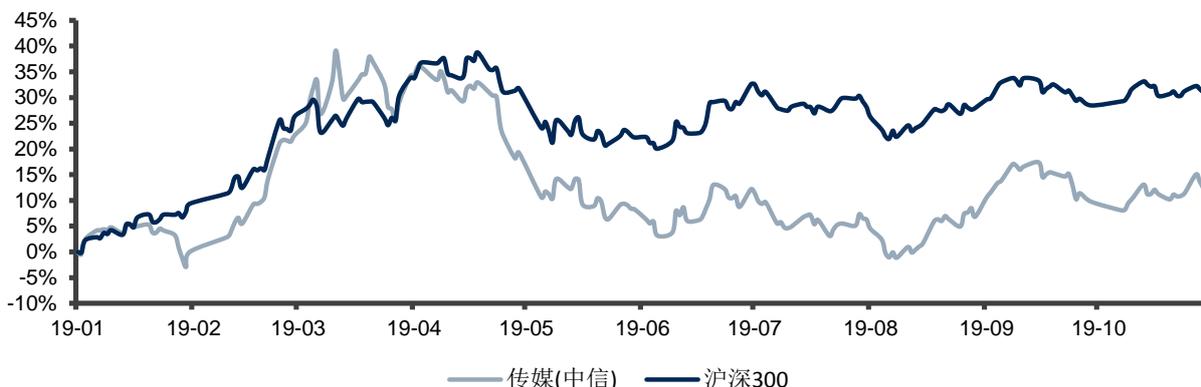
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 2：十月中信一级行业排名第 11



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 3: 年初至今传媒板块表现



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

10月当代东方、华扬联众、ST 印记、中广天泽、值得买等涨幅居前；暴风集团、中昌数据、长城动漫、ST 中南跌幅较为明显。年初至今，国联股份、值得买、梦网集团、人民网、中信出版表现居前，ST 印记、ST 东网、ST 游久、ST 天润、天神娱乐跌幅居前。

表 1: 十月个股涨跌幅表现

涨幅前十			跌幅前十		
代码	简称	涨跌幅	代码	简称	涨跌幅
000673.SZ	当代东方	21.1%	002447.SZ	晨鑫科技	-3.1%
603825.SH	华扬联众	21.0%	000676.SZ	智度股份	-3.3%
002143.SZ	*ST 印记	13.0%	002354.SZ	天神娱乐	-3.3%
603721.SH	中广天泽	12.7%	300148.SZ	天舟文化	-3.7%
300785.SZ	值得买	6.2%	300459.SZ	金科文化	-4.6%
300418.SZ	昆仑万维	6.1%	603096.SH	新经典	-4.8%
300770.SZ	新媒股份	5.0%	002445.SZ	ST 中南	-5.9%
300226.SZ	上海钢联	4.9%	000835.SZ	长城动漫	-6.3%
300071.SZ	华谊嘉信	4.5%	600242.SH	中昌数据	-11.0%
300612.SZ	宣亚国际	4.2%	300431.SZ	暴风集团	-13.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

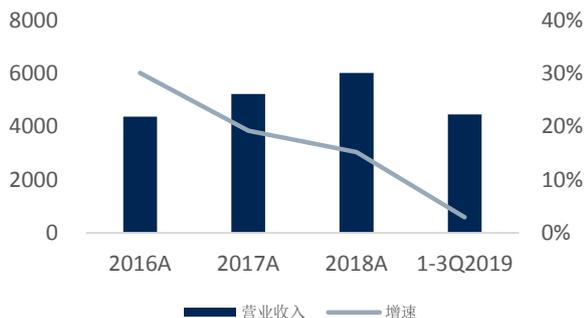
三季度边际改善，看好行业新成长周期

前三季度业绩增速仍处底部

前三季度归母净利润下滑明显但好于 2018 年全年表现。2019 年前三季度 A 股传媒板块（剔除乐视网、暴风集团等部分个股影响）实现营业收入 4464 亿元、归母净利润 344 元，同比分别增长 3%、-21%，增速仍处于底部区域，但是归母净利润相比 2018 年改善明显。

图 4: 营收及增速

图 5: 归母净利润及增速



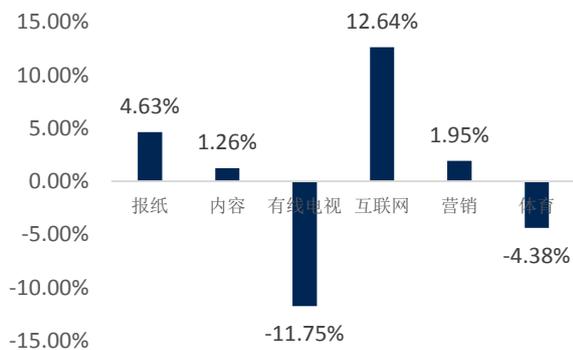
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

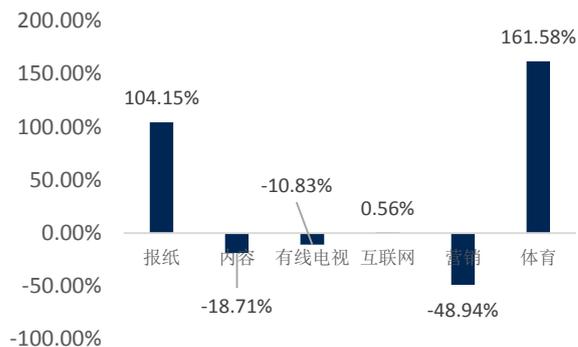
子版块中，体育板块增速表现最好。前三季度来看，营收增长最快的为互联网、报纸板块；归母净利润增速最快的为体育（受益于当代明诚业绩高增长拉动）及报纸板块（低增长基数）。

图 6：子版块营收



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

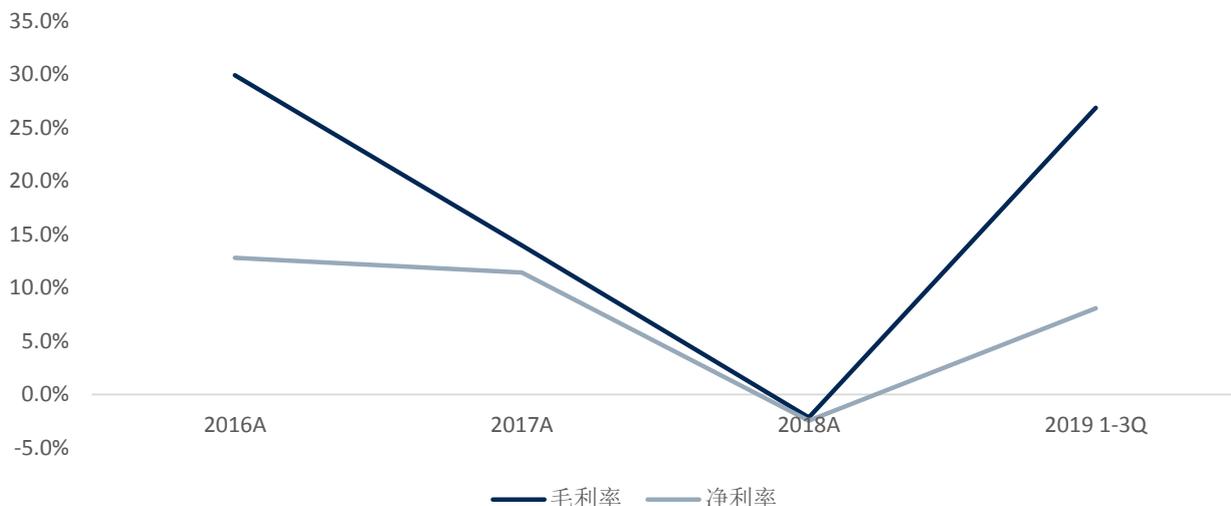
图 7：子版块归母净利润



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

经营质量拐点向上。从净利率和毛利率上来看，在经历了 17/18 年的大幅下滑之后，2019 年前 3 季度上市公司整体毛利率和净利率向上改善明显。

图 8: 毛利率及净利率触底回升

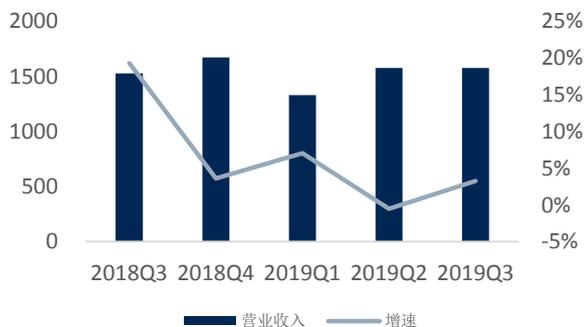


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

季度表现拐点向上

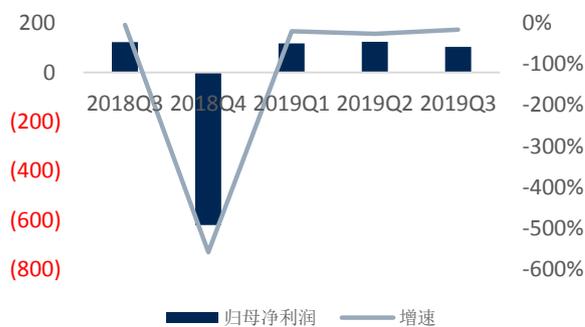
Q3 A 股传媒板块实现营业收入 1577 亿元、归母净利润 104 亿元，同比分别增长 3%和-16%，相比上半年及 Q2 增速显著改善，拐点向上趋势愈加明显。

图 9: 营收增速触底向上



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

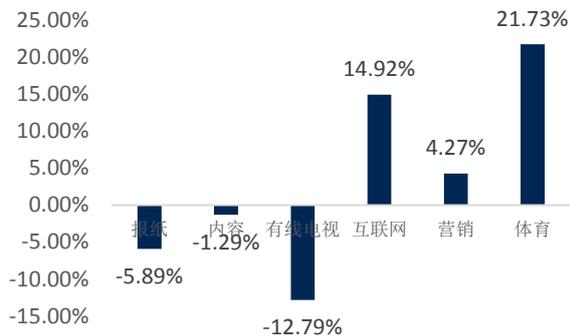
图 10: 归母净利润同比转正



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

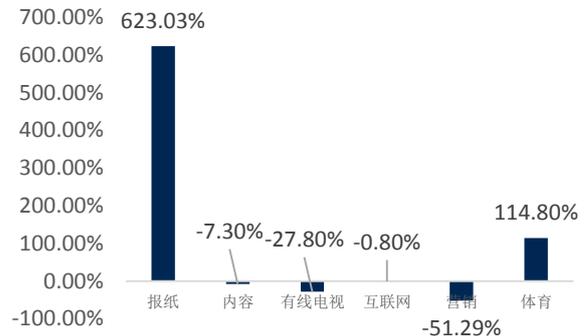
从子版块来看，Q3 单季度，营收同比增速居前的为体育、互联网，归母净利润居前的为报纸、体育版块。

图 11: 子版块营收增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 子版块归母净利润增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

前 3 季度来看, 归母净利润增速居前的为中南文化、盛讯达、当代明诚、粤传媒、博瑞传播、北京文化、焦点科技、华闻传媒、世纪华通、中青宝; 下滑居前的为鼎龙文化、中文在线、全通教育、龙云股份、游久股份、华谊兄弟、天神娱乐、华谊嘉信、宣亚国际、中广天泽; 单季度增速表现较好的为北京文化、中青报、光线传媒、世纪华通、博瑞传播等公司。

表 2: 前三季度

公司	营收增速	归母增速	公司	营收增速	归母增速
ST 中南	-48%	1060%	中广天泽	-17%	-156%
盛讯达	-43%	418%	宣亚国际	-28%	-179%
当代明诚	1%	401%	华谊嘉信	-24%	-211%
粤传媒	-14%	286%	天神娱乐	-44%	-262%
博瑞传播	-37%	155%	华谊兄弟	-49%	-299%
北京文化	100%	153%	*ST 游久	-83%	-337%
焦点科技	14%	149%	龙韵股份	-46%	-354%
华闻传媒	15%	130%	全通教育	-3%	-392%
世纪华通	76%	128%	中文在线	-29%	-599%
中青宝	24%	107%	鼎龙文化	513%	-1494%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 3: Q3 单季度

公司	营业收入	归母净利润	公司	营业收入	归母净利润
北京文化	1195%	8425%	鹿港文化	-37%	-262%
中青宝	20%	652%	当代东方	99%	-302%
光线传媒	129%	463%	幸福蓝海	4%	-333%
世纪华通	71%	391%	华谊嘉信	-37%	-335%
博瑞传播	42%	295%	粤传媒	-22%	-399%
唐德影视	-586%	238%	天神娱乐	-55%	-575%
生意宝	6%	234%	华谊兄弟	-49%	-634%
中文在线	-45%	202%	*ST 富控	1%	-885%
星辉娱乐	56%	199%	大晟文化	28%	-2328%
麦达数字	-16%	116%	鼎龙文化	485%	-104533%

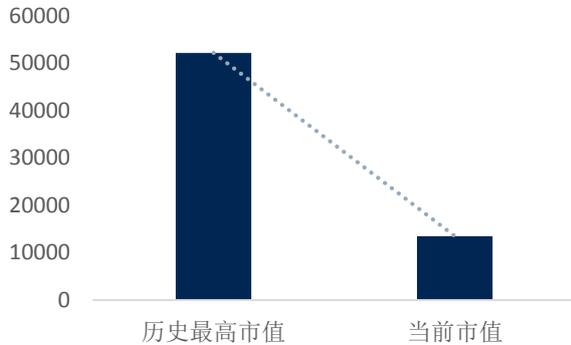
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

成长周期底部叠加资本市场低估值, 传媒板块有望酝酿深蹲起跳机遇

行业成长周期叠加政策及资本市场周期, A 股传媒板块调整相对充分。经历 2013 内容行业春天、2014-2016 并购转型加速成长以及 2015 年“互联网+”之后, A 股传媒行业开始经受行业下行周期以及政策、资本市场多重考验, 基本

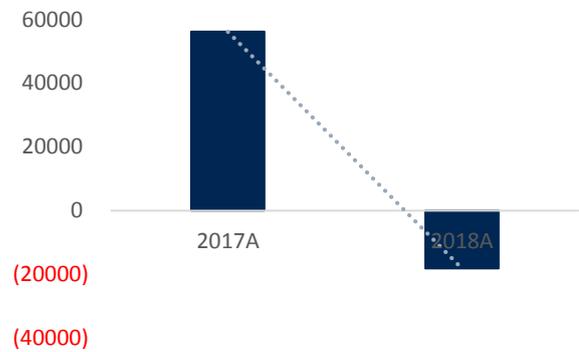
面和估值持续双杀，当前市值仅相当于历史最高市值的 26%（按照个股最高市值加总计算，剔除乐视网、印记传媒、暴风集团等标的）；基本上来看，18 年底的巨额商誉减值亦导致全行业利润出现大幅亏损。

图 13: 当前市值约相当于历史最高市值的 26%



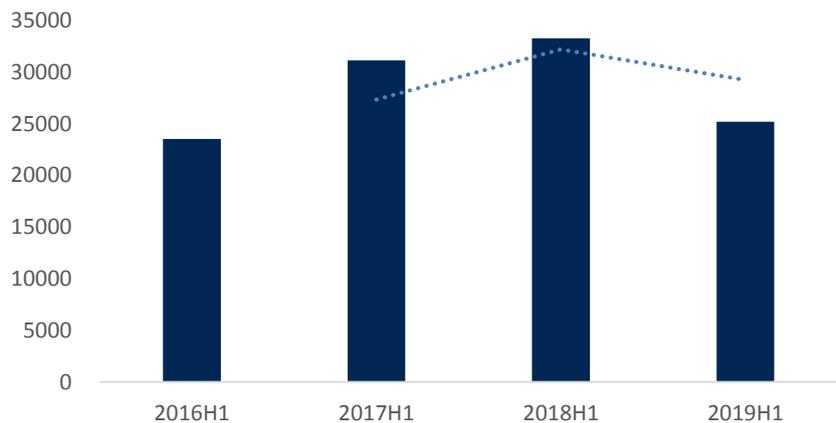
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2018 年商誉减值等因素导致全行业巨额亏损



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 19 年 H1 归母净利润约相当于 17 年 H1 的 80%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

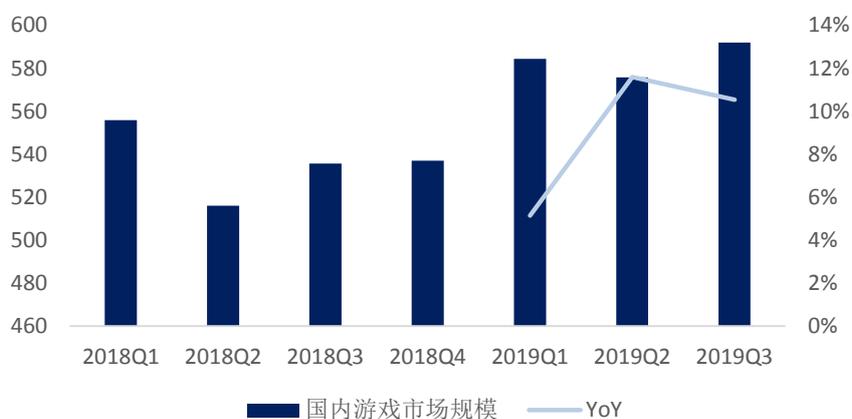
经历周期洗礼，板块有望具备巨大深蹲起跳弹性。 1) 从过去 4 年表现来看，行业基本面经受了科技红利边际影响降低、产业及监管政策变化等多重因素的不利影响；2) 从边际趋势来看，监管政策逐步趋于稳定、新一轮科技应用正在逐步落地（如 5G、云计算、AI、AR/VR 等），在不缺乏终端需求背景下，行业有望迎来新一轮成长周期；3) 从成长周期来看，当前 A 股传媒板块无论市值或者盈利能力都处在成长周期底部，在过去几年行业集中度不断提升背景下，新一轮成长周期若能开启，A 股头部公司将具备“行业成长+周期反转”的双重弹性，有望迎来巨大的深蹲起跳弹性（典型如影视剧行业）。

低基数及新成长周期有望带动行业重新拐点向上。 1) 从行业自身成长周期、监管政策以及宏观经济预期等因素传到上来看，自 2018 年 Q3 开始行业营收和利润规模无论绝对值还是增速均开始加速下行并持续至今年上半年，预计上述因素影响仍将持续一段时间，但是对行业的边际影响正在过去（典型如游戏行业）；在低基数之上、特别是 2018 年 Q4 全行业大规模商誉集体导致的利润大幅下滑之后，A 股传媒板块业绩增速有望迎来反转；2) 除此之外，以 5G、AI 等为代表的新技术也正在持续落地，有望带动行业进入全新成长周期。

游戏行业持续复苏，持续看好内容版块向上

游戏行业继续保持较高增速。根据游戏工委的统计数据，2019年第三季度，国内游戏产业实现销售收入592.1亿元，相比2018年第三季度增长56.2亿元，同比增长10%，环比增长2.8%，继续保持了较高的增速改善趋势。

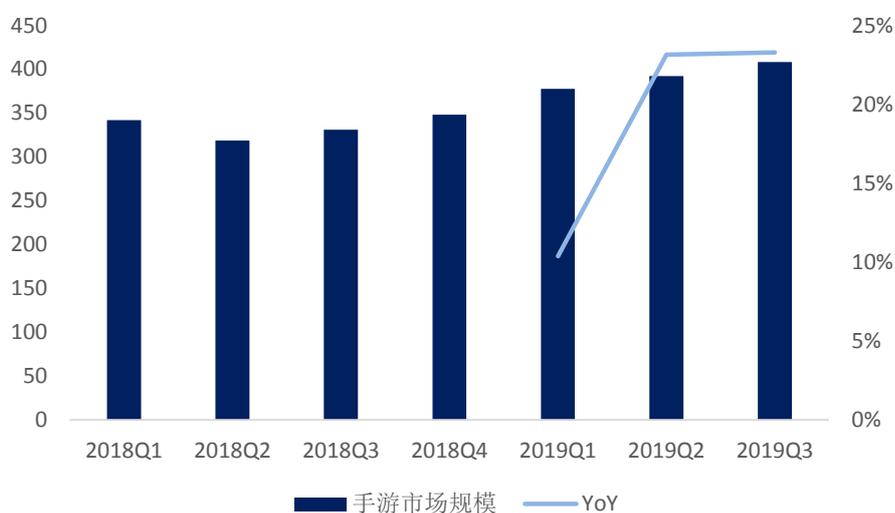
图 16: 游戏市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 游戏工委, 国信证券经济研究所整理

2019年第三季度移动端游戏市场销售收入达到408.1亿元，相较于2018年第三季度增加61.44亿元，同比增长20%，环比增长4.1%，2019年环比增速基本稳定。

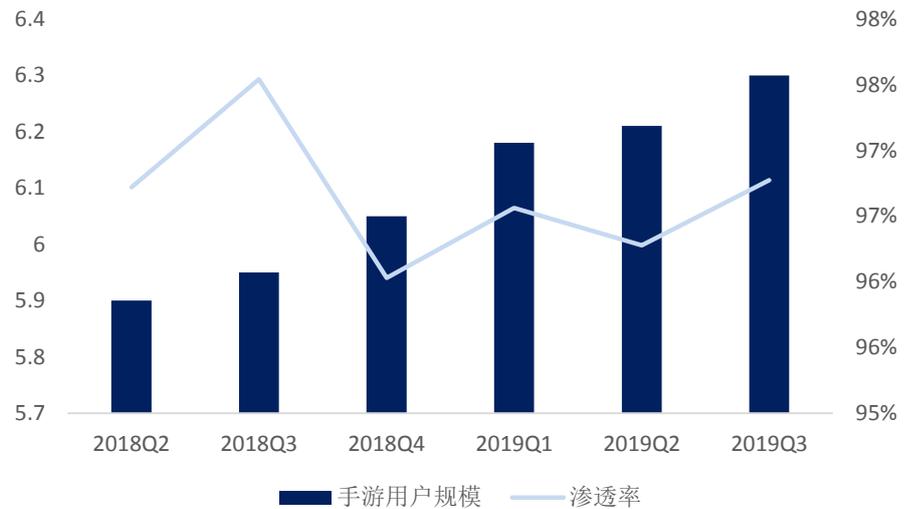
图 17: 移动游戏市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 游戏工委, 国信证券经济研究所整理

2019年第三季度较2018年第三季度用户规模仅增加0.4亿人，同比增长6.18%；同比增速逐渐下降，由2019年第一季度的1.7%下降至第三季度的1.0%，增速放缓。

图 18: 手游用户规模及渗透率 (%游戏用户)



资料来源: 游戏工委, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 关注边际变化趋势, 看好底部双击可能

三季度报边际改善, Q4 有望延续。1) 前三季度 A 股传媒板块 (剔除乐视网、暴风集团等部分个股影响) 实现营业收入 4464 亿元、归母净利润 344 元, 同比分别增长 3%、-21%, 增速仍处于底部区域; 其中 Q3 实现营业收入 1577 亿元、归母净利润 104 亿元, 同比分别增长 3%和-16%, 相比上半年及 Q2 增速显著改善, 拐点向上趋势愈加明显; 同时从毛利率以及净利率上来看, 亦呈现拐点向上趋势; 2) 展望 Q4, 行业在去年大规模商誉减值以及周期向下背景下有望继续保持向上趋势; 2) 个股上来看, 建议一方面重点关注利润持续保持较高增速的细分行业龙头如三七互娱、新媒股份等标的, 另一方面关注具备基本面反转的顺网科技、视觉中国、分众传媒等标的。

中长期看好传媒板块深蹲起跳可能。1) 过去 4 年传媒行业经历了残酷的成长周期向下阶段, 在行业及资本市场监管政策变化、新科技导入红利逐步消退背景下, A 股传媒互联网板块经历了持续的基本面和股价表现下行; 2) 从当前时点来看, 政策导向预期趋于稳定、新科技应用渐露曙光, 传媒互联网行业新一轮成长周期渐近; 而经历数年残酷的淘汰赛之后, 部分上市公司资产负债表及利润表质量持续改善, 同时行业集中度也开始向细分领域龙头集中, 叠加旺盛的 C 端需求 (典型如游戏、影视、短视频等) 和超跌的市值、盈利水平, 新一轮成长周期推动之下将具备极大向上弹性;

建议从以下四个维度选择个股: 1) 细分行业龙头标的, 推荐顺网科技 (网吧云+云 PC)、芒果超媒、视觉中国、三七互娱等标的; 2) 从风险收益比角度配置业绩表现较好的子版块, 游戏 (三七互娱、游族网络、吉比特、凯撒文化等标的) 及出版版块 (推荐中信出版、新经典等); 3) 弹性看行业及公司困境反转, 推荐影视动漫 (光线传媒、华策影视、奥飞娱乐、慈文传媒、欢瑞世纪、华谊兄弟) 及营销行业 (蓝色光标、分众传媒); 4) 新科技落地: 5G、云计算、AI、AR/VR 等渐露曙光, 部分领域如 AI 已经大规模落地应用, 重点关注云游戏 (顺网科技及游戏板块) 及广电 5G 概念 (推荐贵广网络等)。

附表：重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300413	芒果超媒	买入	29.22	506	0.66	0.85	44.37	34.47
681	视觉中国	买入	20.02	142	0.47	0.59	42.34	33.82
2555	三七互娱	买入	18.40	399	0.97	1.16	18.93	15.93
300133	华策影视	买入	6.40	113	0.15	0.28	43.33	22.78
300113	顺网科技	买入	19.59	129	0.65	0.76	30.00	25.80
300251	光线传媒	增持	9.35	273	0.38	0.35	24.81	26.45

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济风险，流动性风险，业绩及商誉风险，监管政策风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032