



海通证券30周年高端论坛暨投资策略会
INVESTMENT FORUM & STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD. 30th ANNIVERSARY

证券研究报告
(优于大势, 维持)

《传媒行业估值体系分析》

钟 奇 SAC编号: S0850513110001

强超廷 SAC编号: S0850518060001

郝艳辉 SAC编号: S0850516070004

刘 欣 SAC编号: S0850517110001

毛云聪 SAC编号: S0850518080001

许樱之 SAC编号: S0850517050001

孙小雯 SAC编号: S0850517080001

联系人: 陈星光

2018年8月20日



海通证券股份有限公司
HAITONG SECURITIES CO., LTD.

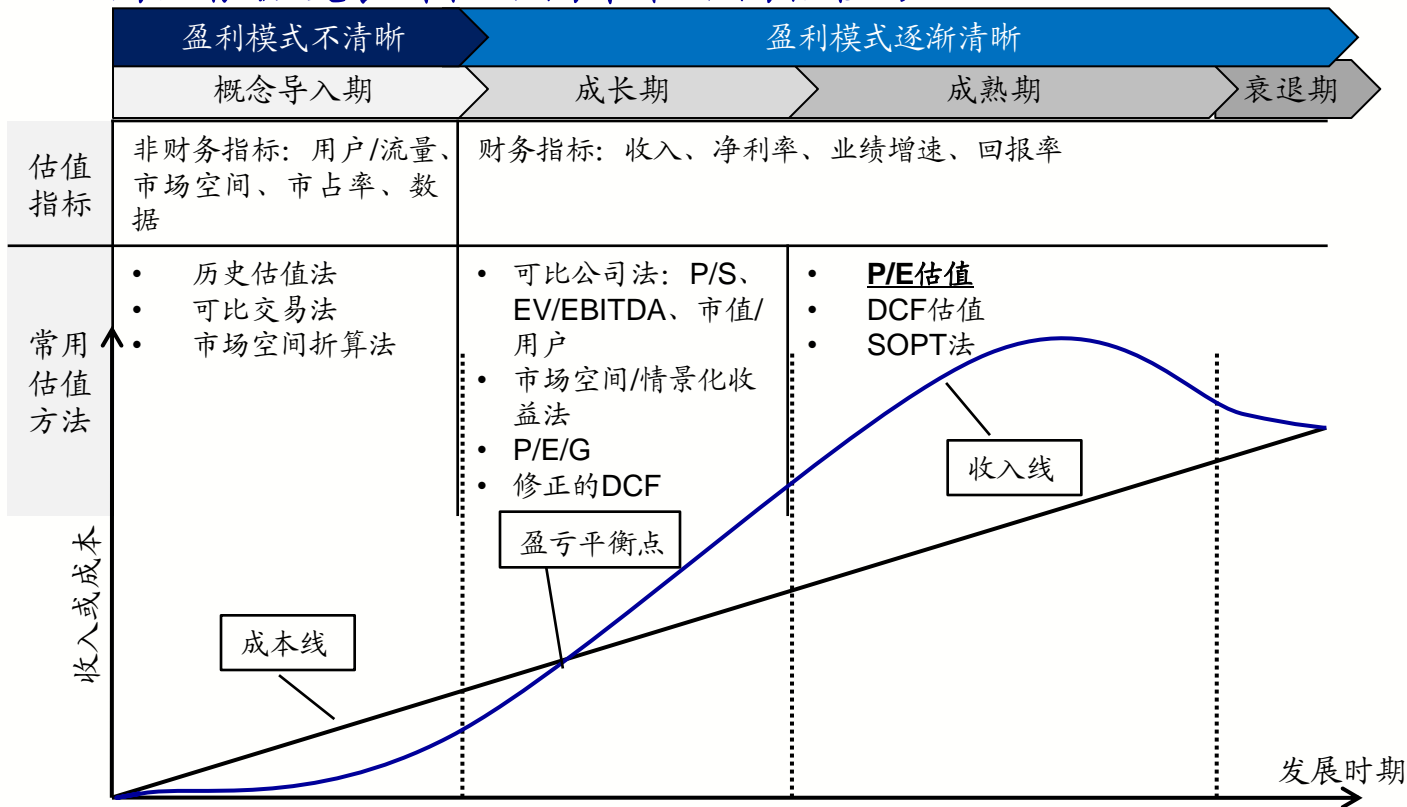
1. 传媒互联网公司实践中常用的估值方法

图：根据发展阶段不同采取不同估值方法

➤ 估值实践中，处于不同发展时期的企业的经营目标和盈利模式有所差异。因此往往需要使用不同的估值方法和估值指标。

➤ 概念导入期：企业大量投入，业绩波动频繁且多处于亏损状态，尚未形成清晰的盈利模式，财务指标无法确切反映企业的成长价值，故常用用户数、市场空间、市占率、流量等非财务指标衡量企业价值。

➤ 成长期+成熟期：企业快速成长并实现盈亏扭转，经营逐渐稳定，盈利模式逐渐清晰，企业价值可以体现在业绩增速、回报率、收入、净利润等财务指标上。



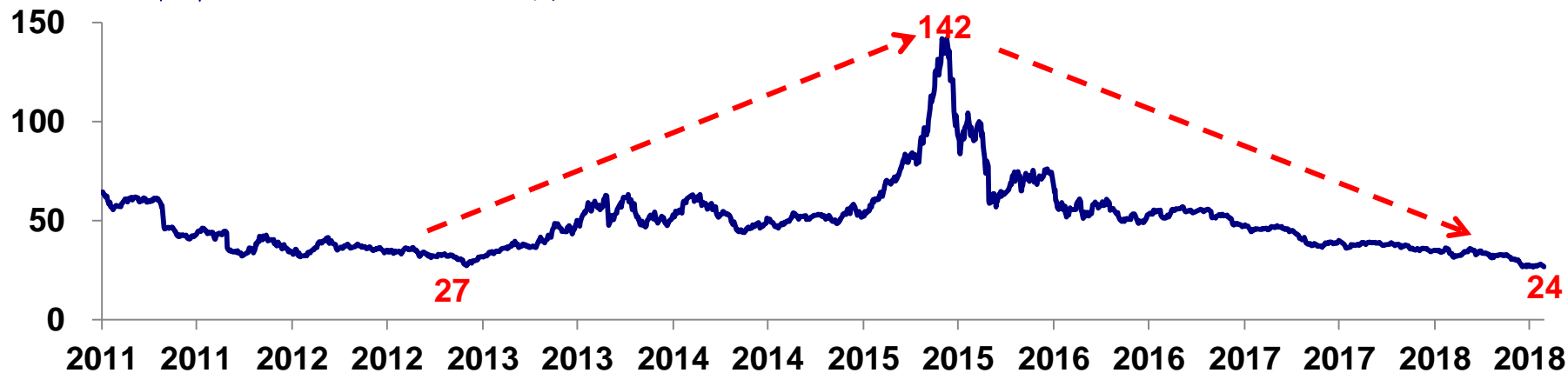
2. 传媒行业PE创7年来历史新低

申万传媒指数已经连续**10**个多季度负收益，总跌幅达**92%**。目前申万传媒指数的**PE (TTM)**已回到**2011**年以来的历史新低**24X**。

表 申万传媒指数涨跌幅

| | 2016Q1 | 2016Q2 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2至今 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 涨跌幅 (%) | -22 | -6 | -1 | -6 | -5 | -7 | -3 | -10 | -2 | -30 |

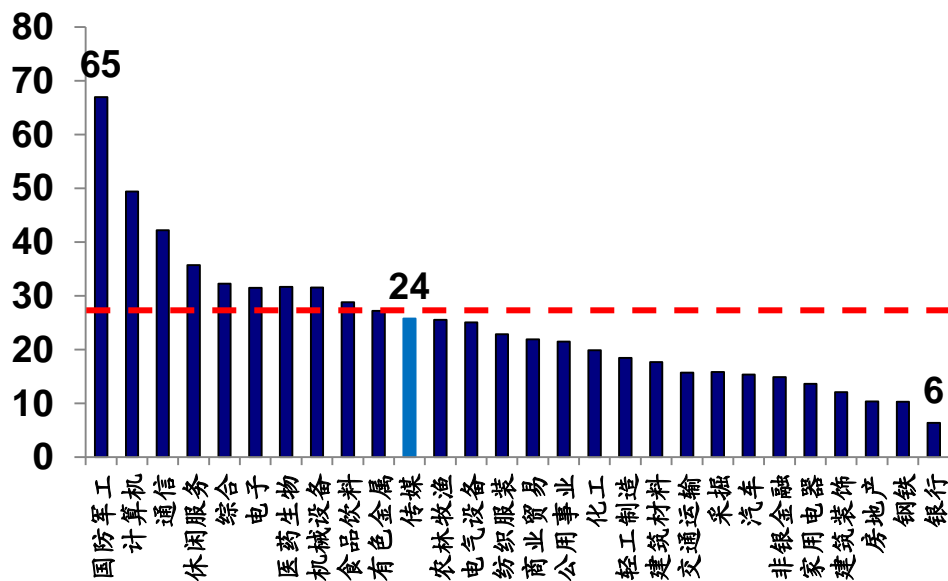
图 近7年申万传媒指数PE走势图（倍）



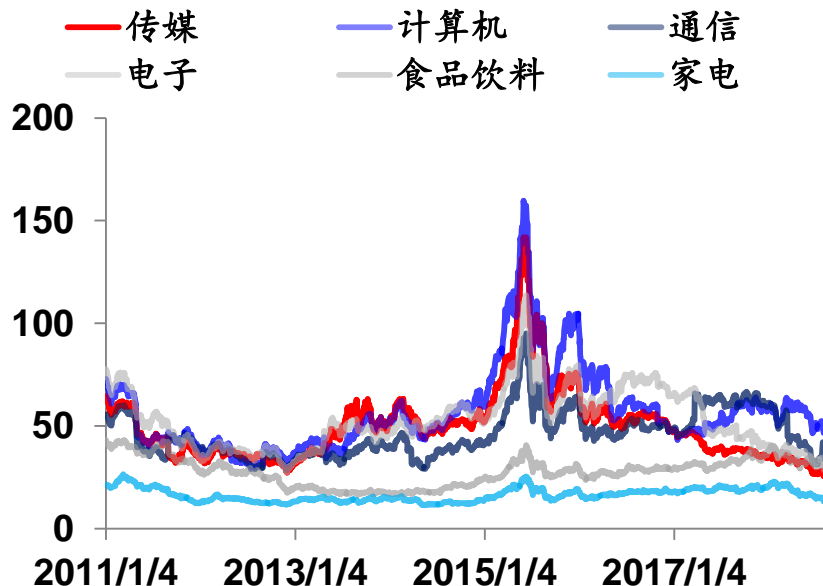
3. 传媒行业PE接近全行业平均水平

28个申万一级行业最新PE平均值为24X，传媒行业当前PE已和行业平均持平。相比其他TMT和部分消费行业PE，2016年后传媒的PE回调更深。

图 申万一级行业最新PE（TTM）一览（倍）



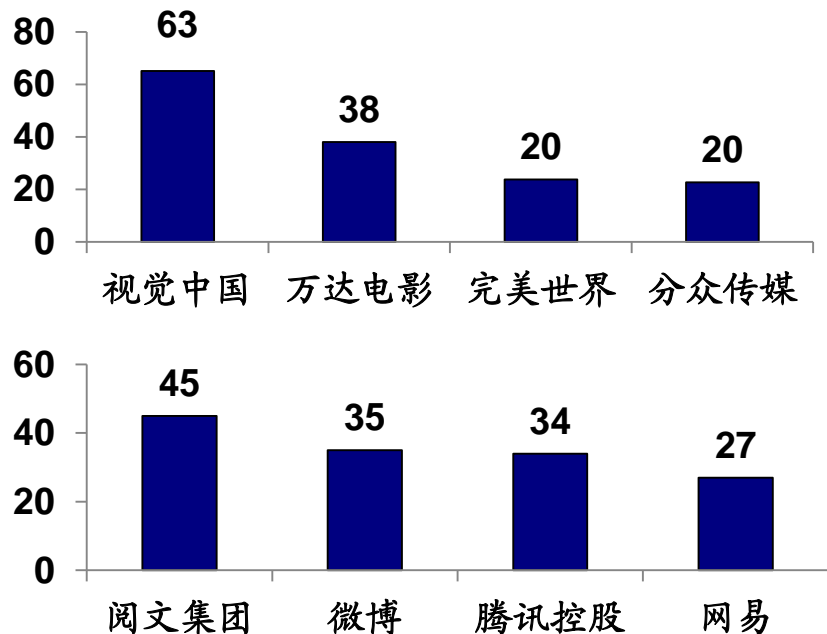
图TMT与部分消费行业PE(TTM)变化（倍）



4. A股传媒公司PE已与海外持平

根据我们统计的名单，**A股传媒公司PE（TTM）**加权平均值为**37X**已低于海外的**38X**，**PE中位值24X**也低于海外**28X**。国内传媒公司样本较多公司之间**PE**方差较

图 部分国内外传媒公司最新PE（TTM，倍） 表 国内外传媒公司PE整体情况（倍）

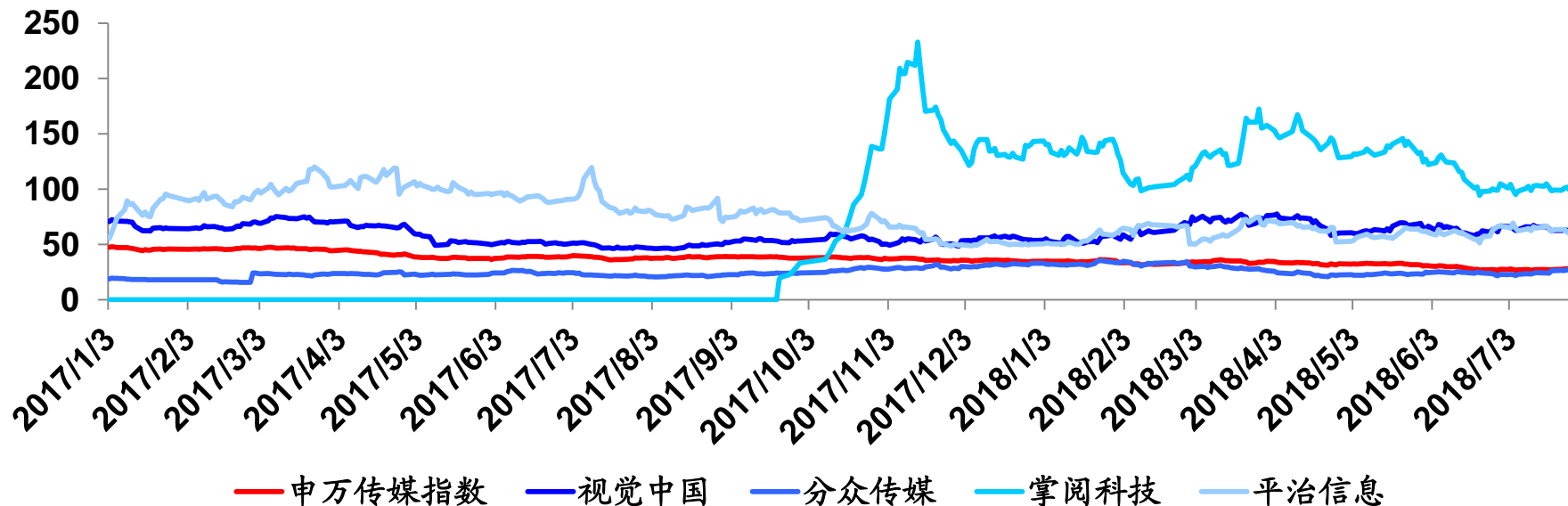


| | A股 | 海外 |
|------------------|----|----|
| 加权平均PE（不计负 值） | 37 | 38 |
| PE标准差（不计负值） | 50 | 27 |
| PE中位数 | 24 | 28 |

5. 平台型公司PE普遍高于行业平均

近年来平台型公司正不断获得市场认可，**PE普遍高于传媒行业水平**。我们认为市场在给予平台型公司的“确定性”溢价。

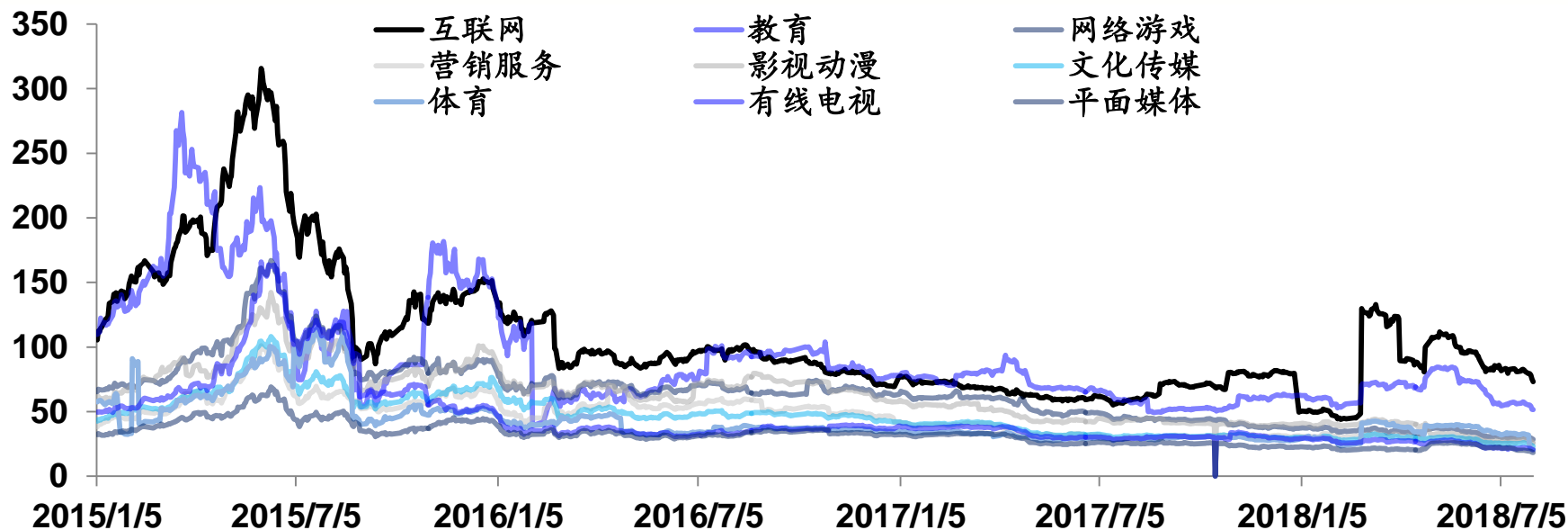
图 2017年以来部分平台型公司与申万指数PE（TTM）对比（倍）



6. 传媒子行业整体PE（TTM）对比

从传媒各子板块的对比来看，互联网和教育整体PE估值仍高于其他细分行业，反映了市场的乐观预期，其余行业PE目前已进入低位。

图 2015年来传媒各子行业PE对比（倍）



7. 影视：内容公司跌幅深，平台公司享高估值



影视板块经过近三年的估值调整，目前均已处于历史低位。就目前PE估值水平看，渠道型的院线公司（如万达电影、横店影视等）、平台型公司估值普遍高于影视剧内容制作公司。内容公司中，电视剧制作公司估值也低于电影制作公司。

图 影视各细分领域PE（TTM，倍）

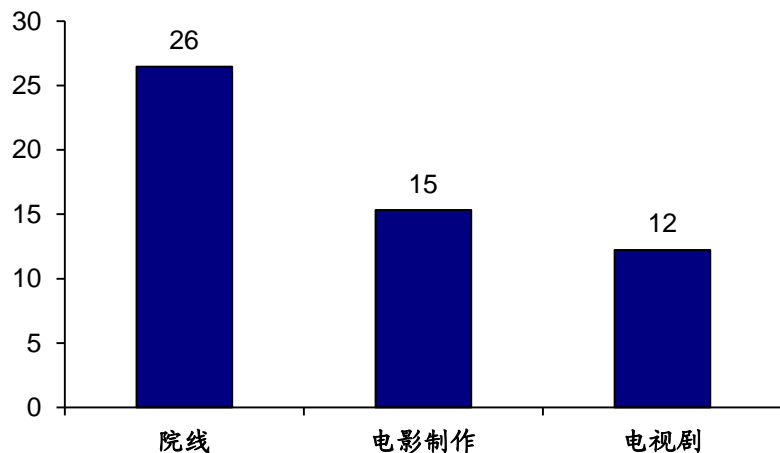


表 重点影视公司业绩、估值及二级市场表现

| 名称 | | | 市值 (亿元) | 17年利润 (亿元) | 18Q1利润 (亿元) | PE(TTM,倍) | 今年涨跌幅 |
|-------|---------|------|---------|------------|-------------|-----------|--------|
| 电 影 | 院 线 | 幸福蓝海 | 37.5 | 1.12 | 0.45 | 26.2 | -27.8% |
| | | 中国电影 | 241 | 9.65 | 3.4 | 23.7 | -14.4% |
| | | 横店影视 | 127 | 3.31 | 1.89 | 31.6 | -7.5% |
| | 电 影 制 作 | 光线传媒 | 243 | 8.15 | 19.93 | 9.3 | -19.5% |
| | | 华谊兄弟 | 157 | 8.28 | 2.59 | 13.6 | -35% |
| | | 北京文化 | 73.6 | 3.1 | 0.13 | 23.1 | -30.5% |
| 电 视 剧 | 慈文传媒 | | 58.1 | 4.08 | 0.87 | 12.4 | -51.5% |
| | 华策影视 | | 165 | 6.34 | 0.36 | 31.2 | -14.2% |
| | 唐德影视 | | 34 | 1.93 | 0.24 | 16.3 | -56.2% |

8. 游戏：龙头份额集中，A股估值处历史低位



行业人口红利接近尾声，资源和份额进一步向头部集中，行业呈现明显的两超多强的格局，腾讯网易市占率在**2018年Q2达77.4%**。A股游戏板块公司的市盈率自**2015年6月**以来持续走低，目前已处于**5年来的历史低点**，我们建议关注超跌二线龙头。

图 近几个季度来腾讯网易手游市占率变化

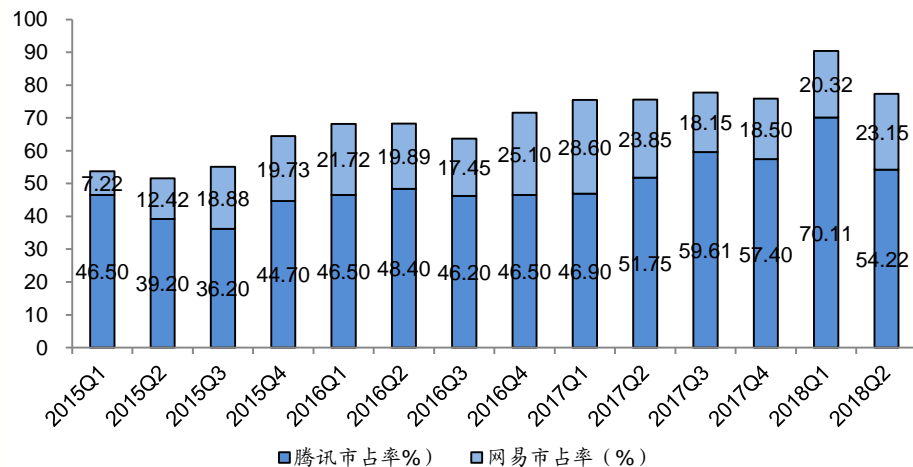
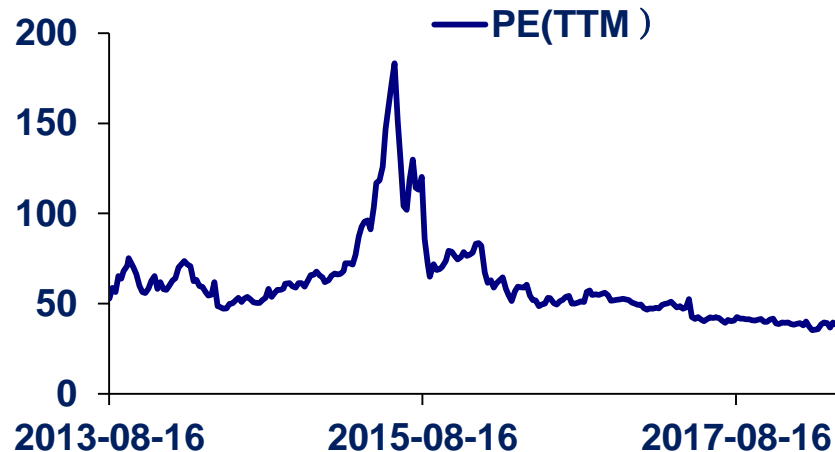


图 游戏板块市盈率情况（倍）



资料来源：CNG，Talking Data，CNNIC，企鹅智库，游戏工委，海通证券研究所 9

注：因无2015年全年游戏付费率数据，故选用2015H1和2016H1进行简单平均，近似估计2015年全年付费率，下

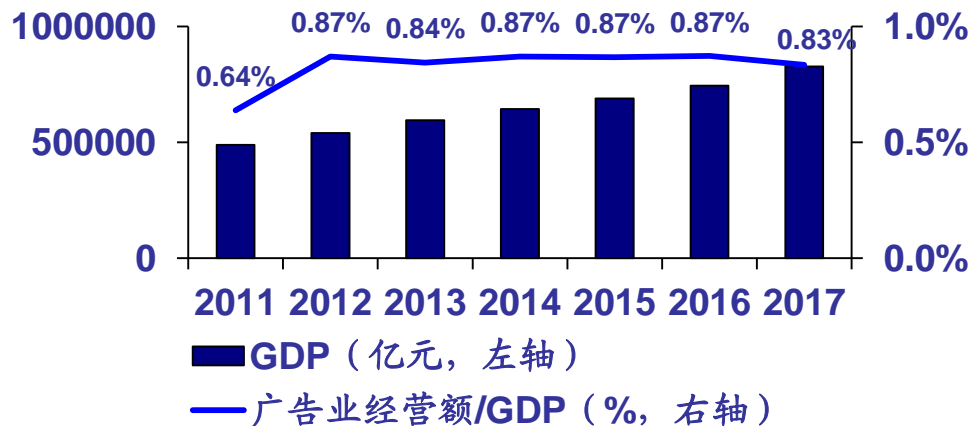
资料来源：Wind（2018.8.17收盘价），海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

9. 营销：估值回归理性，关注新营销

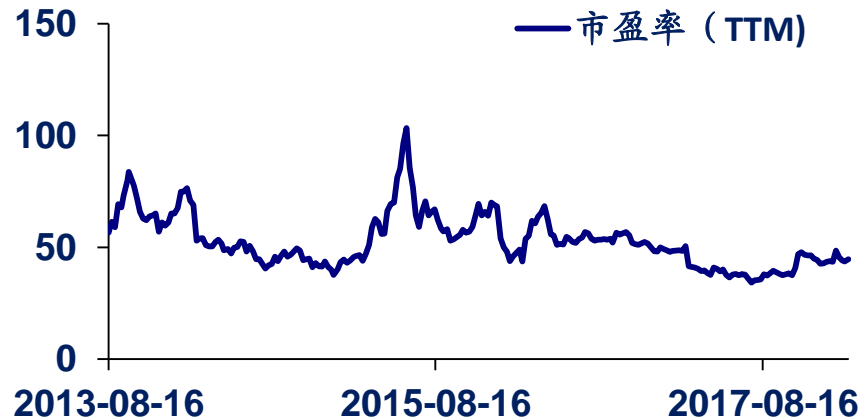
我国整体广告市场经营额占GDP比重稳定，2017年占比为0.83%，经营额增速稳定且趋于6.6%左右。电梯电视、电梯海报、影院映前广告、网络广告等媒体渠道投放依然维持高增速。营销板块经过过去几年外延式并购式增长，目前估值已逐渐回归理性。2018年仍处于收购标的对赌到期高峰期，重点提示商誉减值风险。

图 2011-2017广告经营额占GDP比重情况



资料来源：国家工商总局广告司，CTR，海通证券研究所

图 营销板块市盈率情况（倍）



资料来源：wind（2018.8.17收盘价），海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

10. 传统媒体：低估值、高安全边际

目前传统平面媒体和有线电视网络媒体估值（PE，TTM）位于行业较低水平，在传媒各子板块中处于最低估值位置。传统媒体公司大部分为国企背景，且库存货币资金在传媒各子版块中最为充沛，安全边际较高。

图 各子板块PE估值（TTM，倍）

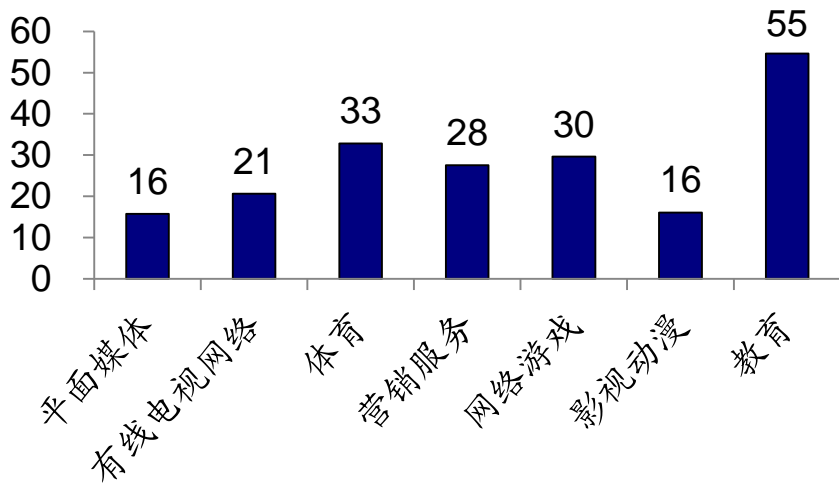
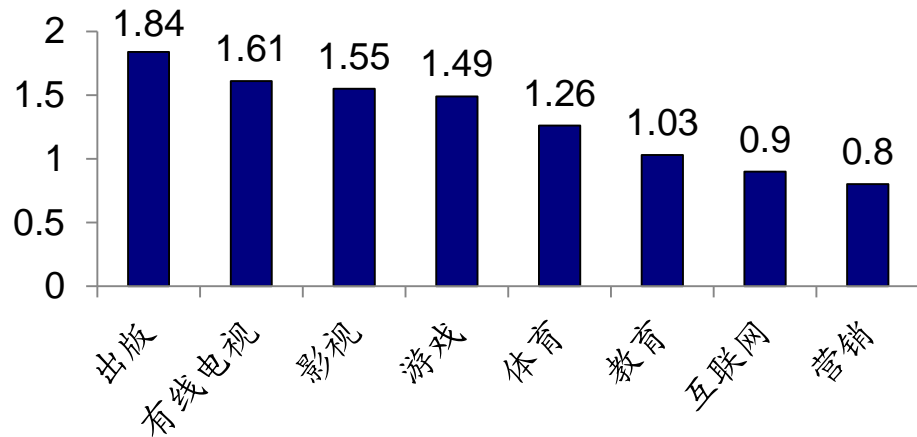


图 子板块公司平均每股货币资金量（元/股）



资料来源：Wind（2018.8.17收盘价），海通证券研究所

注：有线电视、平面媒体、影视动漫和营销服务指数选自申万三级行业指数，体育选自中证指

数，其余指数选自wind概念指数

注：每股货币资金量按照2017年年报资产负债表
货币资产/2018.8.17股本数得出

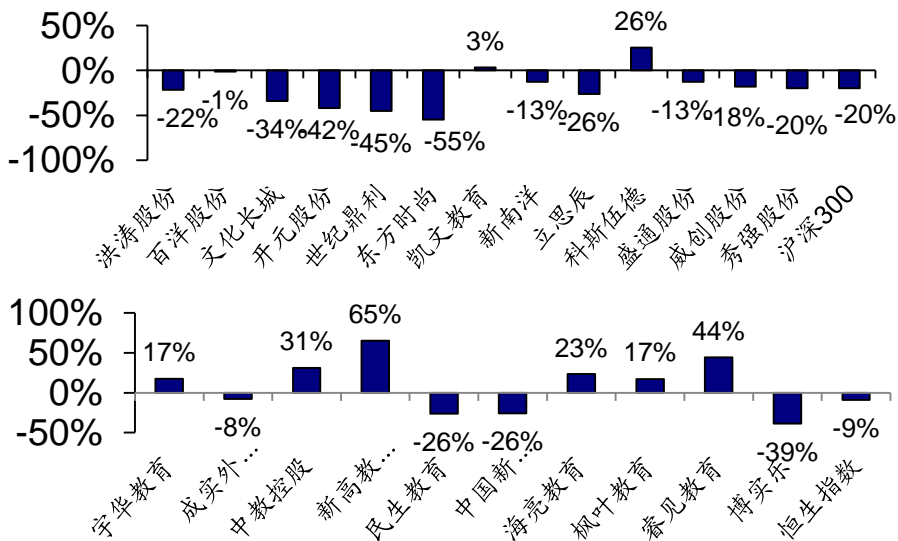
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

11. 教育：现金流质量佳，估值中枢回归

- ✓避险情绪+必须消费，现金质量佳。
- ✓需求大于供给，《民促法》落地，优质教育企业量价齐升。
- ✓领先企业上市后由资本助力实现规模快速扩张。

图 A股和H股市场教育个股近六月涨跌幅

表 2017每股经营现金流及现金盈利比率

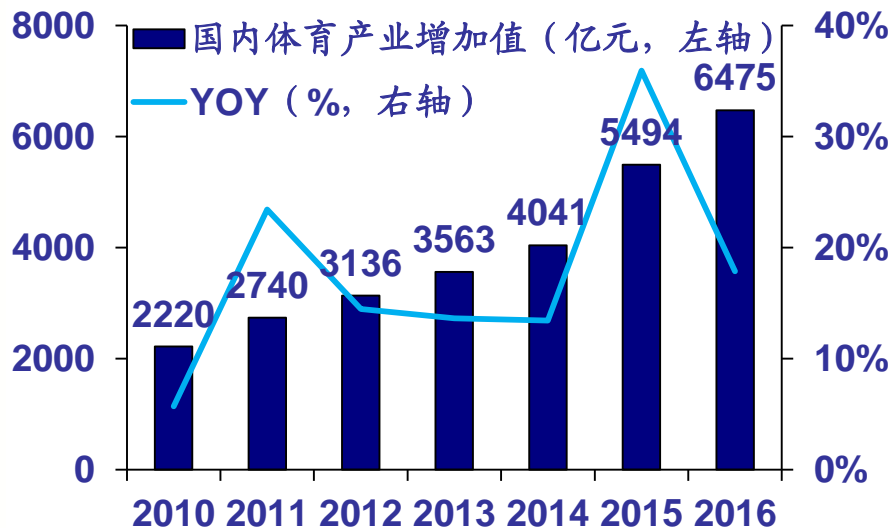


| 公司名称 | 每股经营现金净流量 (元) | EPS (元) | 现金盈利比率 (X) |
|-------|------------------|------------|---------------|
| 红黄蓝 | 5.61 | 1.89 | 2.97 |
| 达内科技 | 5.13 | 3.25 | 1.58 |
| 博实乐 | 3.97 | 1.64 | 2.42 |
| 海亮教育 | 0.70 | 0.41 | 1.71 |
| 枫叶教育 | 0.51 | 0.31 | 1.69 |
| 中教控股 | 0.46 | 0.28 | 1.65 |
| 新高教集团 | 0.20 | 0.17 | 1.23 |
| 成实外教育 | 0.17 | 0.10 | 1.66 |

12. 体育：资产证券化率低，事件驱动性强

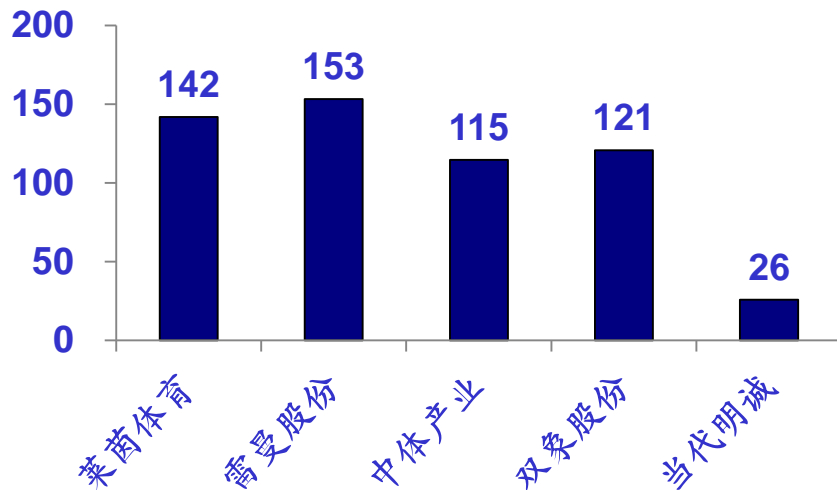
体育产业的二级市场资产证券化率仍处于较低水平，我们判断体育板块的投资逻辑更偏重事件性驱动，国际顶级赛事市场关注度高，主题投资机会大，是体育板块最重要的催化因素，体育板块相关公司一直处于高市盈率水平。

图 2010-2016年国内体育产业增加值



资料来源：国家体育总局，国家统计局，海通证券研究所

图 重点体育公司PE (TTM) (倍)



资料来源：wind (2018.8.17收盘价)，海通证券研究所
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

13. 互联网：从赚“流量”的钱到赚“变现”的钱



海通证券
HAITONG

- ✓公司价值与用户数的关系取决于公司的底层网络。单用户价值主要取决于公司的商业模式。
- ✓市场上常用的可比公司估值指标法：市值/用户数
- ✓人口红利末期，从赚“流量”的钱到赚“变现”的钱，关注付费转化率及付费用户数增长。

图 公司价值与用户数的关系



政策监管趋严

单产品表现不及预期

商誉减值

人才流失

分析师声明和研究团队



分析师声明

钟奇、郝艳辉、毛云聪、孙小雯、强超廷、刘欣、许樱之

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

互联网与传媒研究团队:

分析师: 钟奇

SAC执业证书编号: S0850513110001

Email: zq8487@htsec.com

分析师: 郝艳辉

SAC执业证书编号: S0850516070004

Email: hyh11052@htsec.com

分析师: 毛云聪

SAC执业证书编号: S0850518080001

Email: myc11153@htsec.com

分析师: 孙小雯

SAC执业证书编号: S0850517080001

Email: sxw10268@htsec.com

分析师: 强超廷

SAC执业证书编号: S0850518060001

Email: qct10912@htsec.com

分析师: 刘欣

SAC执业证书编号: S0850517110001

Email: lx11011@htsec.com

分析师: 许樱之

SAC执业证书编号: S0850517050001

Email: xyz11630@htsec.com

联系人: 陈星光

Email: cxg11774@htsec.com

信息披露和法律声明

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 类 别 | 评 级 | 说 明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。