

## 2017 年传媒行业中报综述：内生驱动，未来还看龙头

### 报告摘要：

**传媒行业：增速放缓预期之中，走内生转型之路。**17H1 营收和净利增速分别为 13.54%、23.87%。过去以估值为主旋律、外延并购为武器的传媒行业，在监管趋严、政策转向的背景下，正逐步向以业绩为核心、内生主营为动力的发展思路转变。

**游戏娱乐板块：内生增长成为游戏市场发展大趋势。**2017H1 游戏板块营收和净利增速分别为 23.13%、36.30%，虽有所放缓，但增长潜力仍不俗。游戏市场中过去“粗制滥造”、“洗用户赚快钱”的发展模式逐渐被淘汰，以内生增长为驱动力，专注高质精品游戏的公司将成为市场青睐的对象。

**影视动漫版块：增速双下滑，业绩多下半年确认。**2017H1 营收和归母净利润分别增长 11.38%、19.84%，业绩增速双下滑。影视内容方面，下半年诸多影视内容项目的确认，全年业绩有望改善；院线行业龙头显现，其他院线类公司业绩均小幅下降，年中票房回暖，下半年进口片云集，全年票房有望保持 15% 左右增速。

**营销服务版块：2017H1 行业并购减少，龙头稳固。**2017H1 营销服务版块公司主要依靠内生增长，业绩增速较 2016H1 回归合理，2017 年多是该行业对赌公司业绩承诺最后一年，公司业绩分化明显，持续关注生活圈媒体龙头分众传媒。

**互联网信息板块：毛利率整体下滑，付费阅读业绩亮眼。**互联网信息板块中付费阅读 2017H1 实现跨越式发展，平治信息与中文在线业绩增速较快，但互联网信息板块整体毛利率仍较去年下降 2.38 pct 至 24.86%，除中文在线外，各家公司毛利率均小幅下滑。

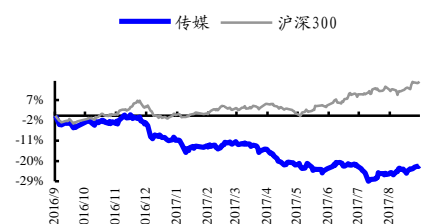
**平面媒体板块：转型促业绩大幅增长，亮点频出。**平面媒体类公司营收下滑，净利润仍能实现大幅增长，传统出版类公司转型、国企改革深化提升公司盈利水平。2017H1 综合毛利率 29.93%，同增 1.55 pct，是传媒各子行业中综合毛利率唯一上升的行业。

**广播电视板块：行业红海增长乏力，期待国企改革激发活力。**板块营收和净利增速分别为 10.03%、-3.39%。在其他运营商以及互联网新媒体的竞争挤压下增长乏力，期待国企改革落地，带来新的发展点。

**投资建议：**我们认为传媒行业依靠内生驱动增长将是未来主旋律，建议关注业绩靓丽、预期明确的龙头公司以及超跌个股，重点聚焦游戏板块内生驱动（三七互娱、完美世界、中文传媒、昆仑万维）、精品影视制作发行（唐德影视、新文化、光线传媒、万达电影、中国电影）、付费阅读（平治信息）、传媒国企改革（皖新传媒、东方明珠）、营销服务龙头（分众传媒）。

**风险提示：**竞争加剧；项目延期；政策监管风险；产品表现不及预期。

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	5.41%	1.76%	-22.68%
相对收益	1.58%	-8.45%	-37.85%

### 重点公司

### 投资评级

三七互娱	买入
完美世界	买入
中文传媒	买入
唐德影视	买入
万达电影	买入
新文化	买入
平治信息	买入
分众传媒	买入

### 相关报告

《2017 年东北证券传媒行业中期策略报告：

去“伪”存真，待涅槃重生》

2017-07-17

《传媒周报：游戏板块领跑，关注优质内生增长标的》

2017-05-15

《传媒周报：电影指数回调，关注院线商业模式升级》

2017-05-08

《短视频又一春：精心浇灌，静待花开》

2017-05-02

### 证券分析师：颜书影

执业证书编号：S0550517080001

021-20361152 yansy@nesc.cn

## 目 录

<b>1. 传媒行业概览：增速放缓预期之中，走内生转型之路.....</b>	<b>5</b>
1.1. 受制于市场风格切换，传媒板块 17H1 市场表现偏弱.....	5
1.2. 盈利能力与成长性：行业增速符合预期，景气度回升值得期待.....	6
1.3. 费用控制与营运能力：费用控制得当，经营性现金流下滑.....	9
1.4. 外延贡献与商誉：并购节奏放缓，投资效益进入收割期.....	11
<b>2. 传媒子行业细览：弱景气度下龙头效应凸显.....</b>	<b>13</b>
2.1. 游戏娱乐板块：内生增长成为游戏市场发展大趋势.....	13
2.2. 影视动漫板块：增速双下滑，业绩多下半年确认.....	15
2.3. 营销服务板块：2017H1 行业并购减少，龙头稳固.....	17
2.4. 互联网信息板块：毛利率整体下滑，付费阅读业绩亮眼.....	19
2.5. 平面媒体板块：转型促业绩大幅增长，亮点频出.....	21
2.6. 广播电视板块：行业红海增长乏力，期待国企改革激发活力.....	23
<b>3. 投资主线：寻找行业龙头，把握增长潜力与业绩确定性.....</b>	<b>25</b>
<b>风险提示.....</b>	<b>27</b>

## 图目录

图 1: 2017 年 H1 行业涨幅对比 (申万行业) .....	5
图 2: 所选公司子行业分布情况 .....	5
图 3: 所选公司市值分布情况 .....	5
图 4: 2014H1-2017H1 所选传媒板块整体营收变化 .....	6
图 5: 2014H1-2017H1 子行业营收变化 .....	6
图 6: 2015H1-2017H1 子行业营收增速变化 .....	6
图 7: 2014H1-2017H1 所选传媒板块整体净利变化 .....	7
图 8: 2014H1-2017H1 子行业归母净利变化 .....	7
图 9: 2015H1-2017H1 子行业归母净利增速变化 .....	7
图 10: 所选公司净利润增速分布区间 .....	8
图 11: 各子行业净利增速为负的公司占比 .....	8
图 12: 2014H1-2017H1 所选传媒板块整体毛利率变化 .....	9
图 13: 2014H1-2017H1 传媒行业销售费用/率变化 .....	9
图 14: 2014H1-2017H1 传媒行业管理费用/率变化 .....	9
图 15: 2014H1-2017H1 子行业销售费用率变化 .....	10
图 16: 2014H1-2017H1 子行业管理费用率变化 .....	10
图 17: 2016H1-2017H1 传媒行业整体应收账款情况 .....	10
图 18: 2017H1 各子行业应收账款周转率对比 .....	10
图 19: 传媒行业整体经营性现金流情况 .....	11
图 20: 各子行业销售现金比率对比 .....	11
图 21: 传媒行业整体投资收益情况 .....	11
图 22: 各子行业投资收益占净利润比率对比 .....	11
图 23: 2014H1-2017H1 传媒行业商誉变化情况 .....	12
图 24: 2014H1-2017H1 各子行业商誉/净资产情况 .....	12
图 25: 2014H1-2017H1 游戏娱乐版块盈利情况 .....	13
图 26: 2014H1-2017H1 游戏娱乐版块费用情况 .....	13
图 27: 2014H1-2017H1 影视动漫版块盈利情况 .....	15
图 28: 2014H1-2017H1 影视动漫版块费用情况 .....	15
图 29: 2014H1-2017H1 营销服务版块盈利情况 .....	18
图 30: 2014H1-2017H1 营销服务版块费用情况 .....	18
图 31: 2014H1-2017H1 互联网信息版块盈利情况 .....	20
图 32: 2014H1-2017H1 互联网信息版块费用情况 .....	20
图 33: 2014H1-2017H1 平面媒体版块盈利情况 .....	21
图 34: 2014H1-2017H1 平面媒体版块费用情况 .....	21
图 35: 2014H1-2017H1 广播电视版块盈利情况 .....	23
图 36: 2014H1-2017H1 广播电视版块费用情况 .....	23

## 表目录

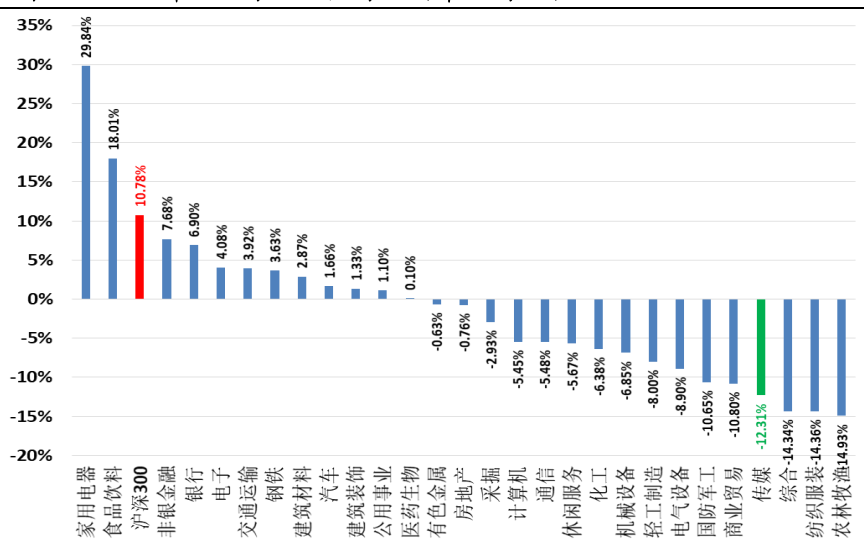
表 1: 2017H1 游戏娱乐类上市公司盈利能力情况 .....	13
表 2: 2017H1 游戏娱乐类上市公司营运能力情况 .....	14
表 3: 2017H1 影视动漫类上市公司盈利能力情况 .....	16
表 4: 2017H1 影视动漫类上市公司营运能力情况 .....	17
表 5: 2017H1 营销服务类上市公司盈利能力情况 .....	18
表 6: 2017H1 营销服务类上市公司营运能力情况 .....	19
表 7: 2017H1 互联网信息类上市公司盈利能力情况 .....	20
表 8: 2017H1 互联网信息类上市公司营运能力情况 .....	21
表 9: 2017H1 平面媒体类上市公司盈利能力情况 .....	21
表 10: 2017H1 平面媒体类上市公司营运能力情况 .....	22
表 11: 2017H1 广播电视类上市公司盈利能力情况 .....	23
表 12: 2017H1 广播电视类上市公司营运能力情况 .....	24
表 13: 2017H1 中报点评公司推荐逻辑 .....	25
表 14: 2017H1 2017H1 中报点评公司财务预测和推荐评级 .....	26

## 1. 传媒行业概览：增速放缓预期之中，走内生转型之路

### 1.1. 受制于市场风格切换，传媒板块 17H1 市场表现偏弱

从整体市场表现来看，上半年沪深 300 指数涨幅为 10.78%，传媒（申万）指数跌幅为 12.31%，排名第 25 位。上半年申万各行业中涨幅较大的包括家用电器、食品饮料、非银金融等板块，涨幅分别为 29.84%、18.01% 和 7.68%。传媒板块市场表现偏弱的原因在于市场风格向业绩确定性切换，而以估值为旋律的传媒板块仍处于从外延到内生的转型中，业绩稳定性和持续性偏弱。

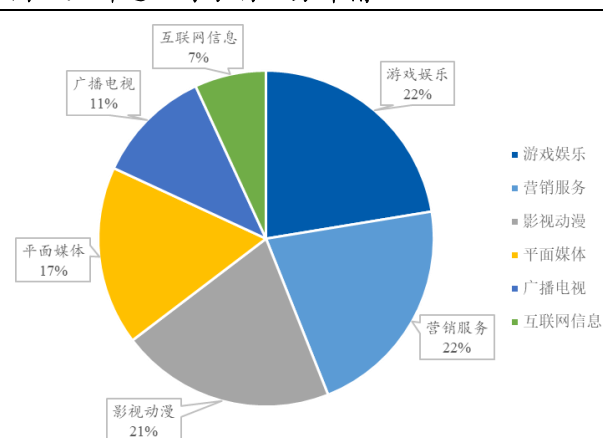
图 1：2017 年 H1 行业涨幅对比（申万行业）



数据来源：东北证券，Wind

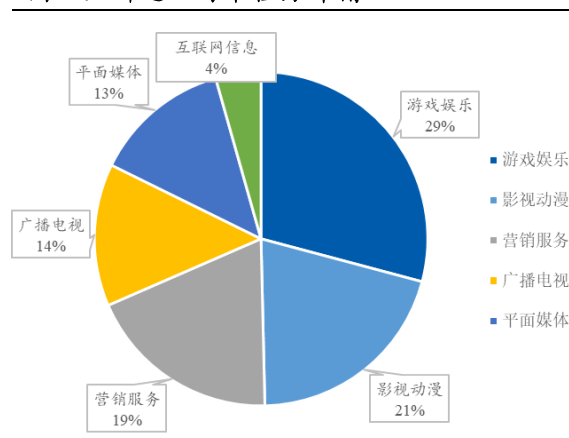
本文选取了 A 股传媒互联网板块上市公司共计 116 家（不含体育和教育行业、不含乐视网），这些上市公司分别来自六个子行业，其中游戏娱乐板块 26 家、营销服务板块 25 家、影视动漫板块 24 家、平面媒体板块 20 家、广播电视板块 13 家、互联网信息板块 8 家。所选公司市值总量达到 1.77 万亿（截至 2017/9/4），其中所选游戏行业公司市值占比最高（28%），达到 5162.9 亿。

图 2：所选公司子行业分布情况



数据来源：东北证券，Wind

图 3：所选公司市值分布情况

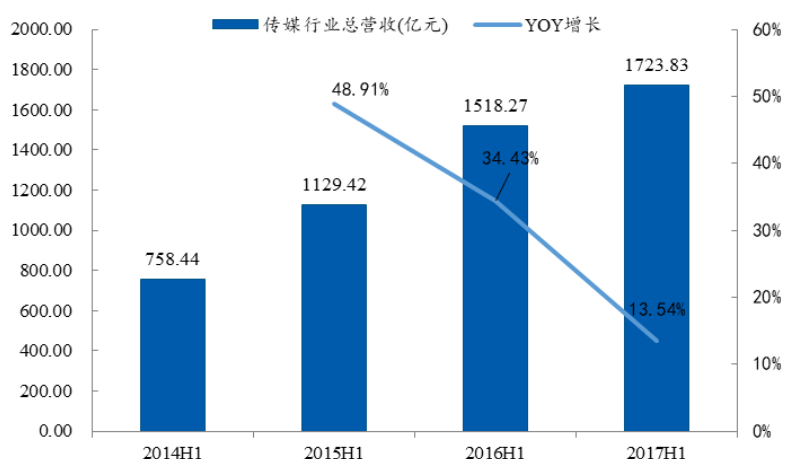


数据来源：东北证券，Wind

## 1.2. 盈利能力与成长性：行业增速符合预期，景气度回升值得期待

营收方面，就我们所选的 116 家传媒行业上市公司来看，2017 年上半年传媒行业整体实现营收 1723.83 亿，同比增长 13.54%，环比下降 11.25%。近三年，传媒板块整体营收状况呈现稳步上升趋势，但增速有所放缓。我们认为主要原因在于过去传媒行业对外延并购较为依赖，外延能在短期内大幅增厚公司业绩，许多传统板块的公司也开始向传媒行业转型。随着监管政策收紧，并购减少，高增速难以维持，现阶段传媒行业公司正处于向业绩为核心、内生为推动力的方向转型，板块景气度回升值得期待。

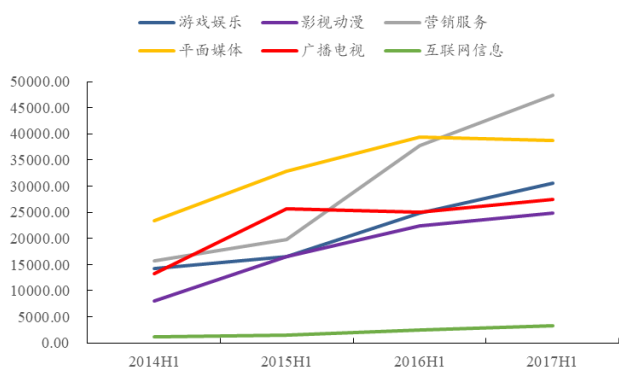
图 4：2014H1-2017H1 所选传媒板块整体营收变化



数据来源：东北证券，Wind

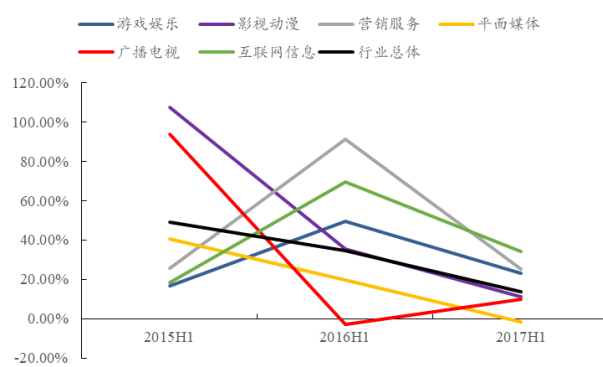
各传媒子行业对比来看，2017H1 营销服务板块贡献营收 473.91 亿，占比最大，达到 27.49%。除平面媒体板块和广播电视板块外，各子行业营收呈现稳定上升的趋势。从增速上看，游戏、营销、互联网信息近两年增速均在行业总体水平以上，今年上半年互联网信息板块同比增速最快，达到 34.24%。广播电视板块增速有所反弹，17 年上半年营收同增 10.03%。

图 5：2014H1-2017H1 子行业营收变化



数据来源：东北证券，Wind

图 6：2015H1-2017H1 子行业营收增速变化

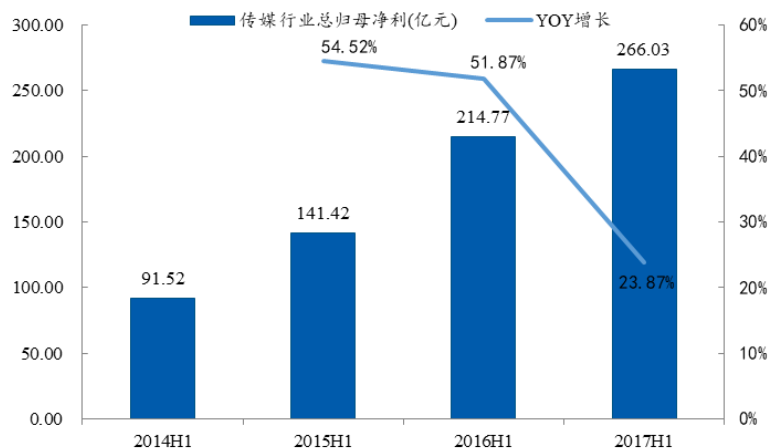


数据来源：东北证券，Wind



归母净利润方面，2017 年上半年传媒行业整体实现归母净利润 266.03 亿，同比增长 23.87%，环比增长 0.70%。从 14 年到 17 年，传媒行业整体净利润呈现高速增长态势，虽然 2017 年上半年同比增速略有下滑，但依然保持了超过 20% 的增长速度。

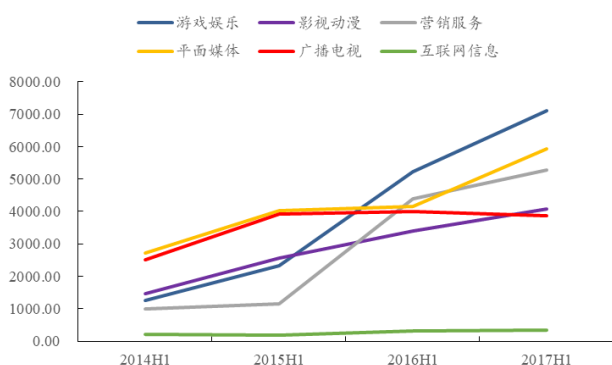
图 7：2014H1-2017H1 所选传媒板块整体净利变化



数据来源：东北证券，Wind

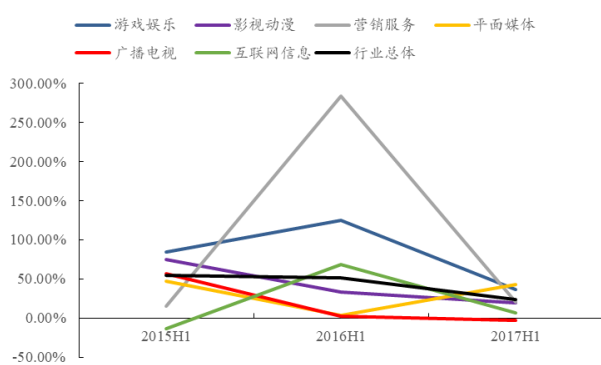
各传媒子行业对比来看，2017H1 游戏娱乐板块贡献归母净利 71.15 亿元，占比最大达到 26.74%。除广播电视板块外，各子行业归母净利呈现稳定上升的趋势。从增速上看，游戏板块近两年归母净利增速均在行业总体水平以上，17 年 H1 归母净利润同增 36.30%。今年上半年平面媒体板块同比增速最快，达到 43.03%。而营销服务板块去年同期归母净利增速较高，今年同期有所下滑，为 20.25%。

图 8：2014H1-2017H1 子行业归母净利变化



数据来源：东北证券，Wind

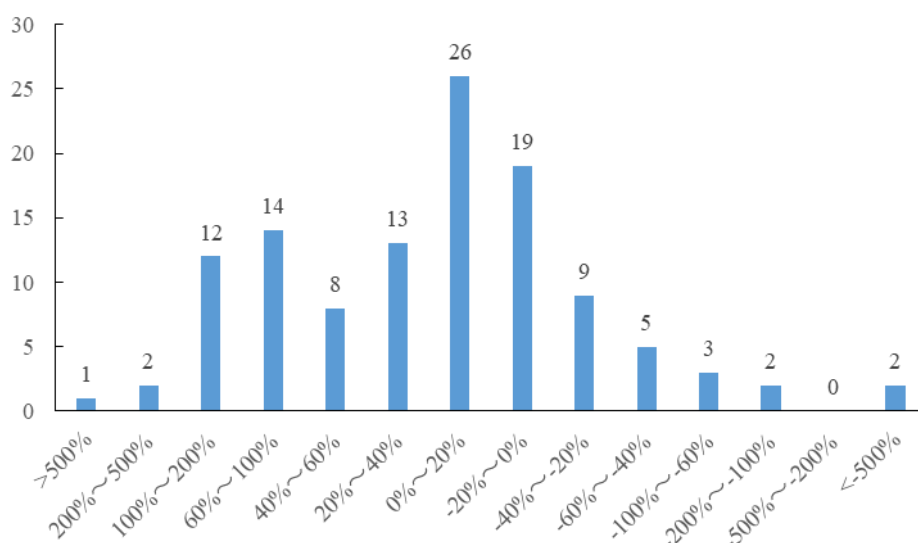
图 9：2015H1-2017H1 子行业归母净利增速变化



数据来源：东北证券，Wind

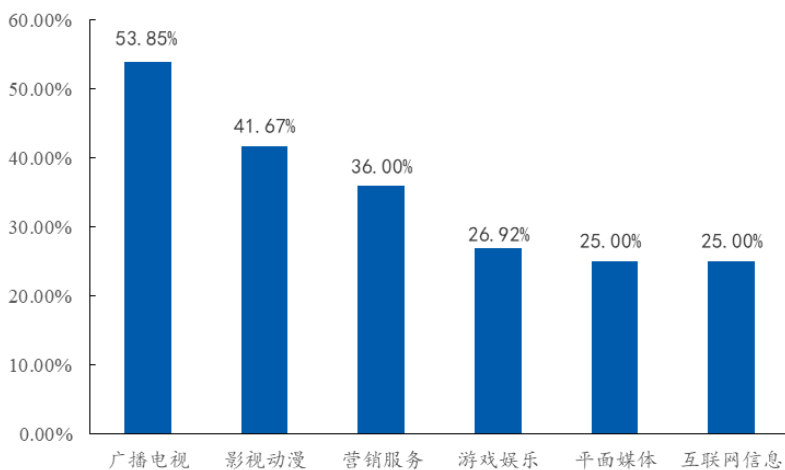
净利润同比正增长的占 65.52%。在我们的统计中，116 家传媒行业上市公司中有 76 家实现净利润同比正增长，40 家净利润不及去年同期。其中广播电视板块超过一半的公司净利增速为负，影视动漫板块也有超过 40% 的公司净利润呈同比下降状态。从净利润增速分布区间来看，116 家公司中有 58 家公司净利润增速在 -20% 到 40% 之前，占比达 50%。净利润涨幅超过 100% 的公司达 15 家，占 12.93%；净利润跌幅超过 100% 的公司有 7 家，占 6.03%。

图 10: 所选公司净利润增速分布区间



数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 各子行业净利增速为负的公司占比

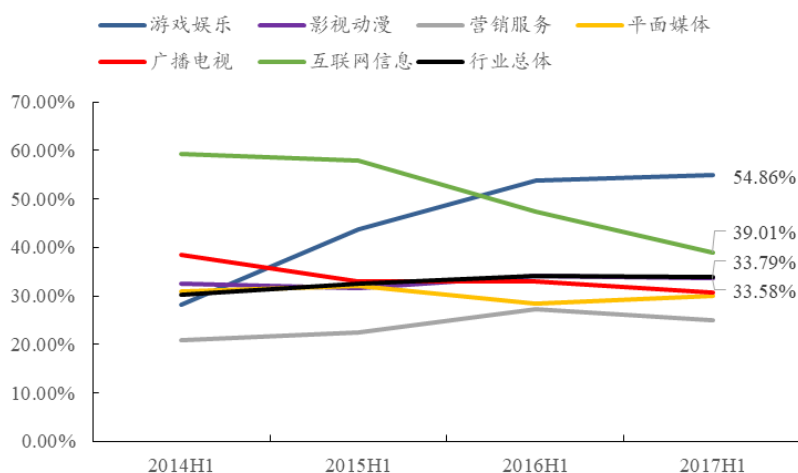


数据来源: 东北证券, Wind

**毛利/率方面**, 2017 年上半年传媒行业整体实现毛利 582.55 亿, 同比增长 12.25%。行业整体毛利率为 33.79%, 较去年同期下滑 0.39 pct。从子行业对比来看, 游戏娱乐板块和互联网信息板块在行业总体毛利率水平之上, 其中游戏娱乐行业毛利率最高, 达到 54.86%。紧随其后的互联网信息行业毛利率为 39.01%, 影视动漫板块稍低于行业总体水平, 毛利率为 33.58%。



图 12: 2014H1-2017H1 所选传媒板块整体毛利率变化

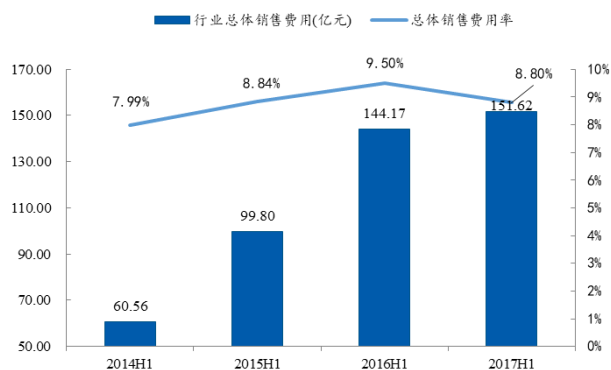


数据来源: 东北证券, Wind

### 1.3. 费用控制与营运能力: 费用控制得当, 经营性现金流下滑

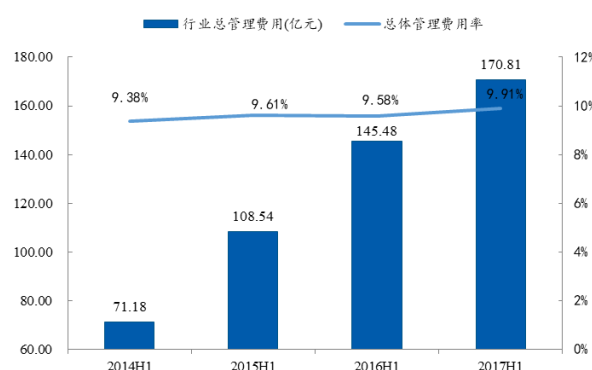
销售和管理费用方面, 传媒行业总体销售费用近三年呈现上升趋势, 但最近一年上升幅度缩窄。2017 上半年行业总体销售费用率为 8.80%, 同比下降 0.7 pct。行业总体管理费用近三年也不断提高, 但管理费用率基本保持平稳, 2017 上半年行业总体管理费用率为 9.91%, 同比上升 0.33 pct。

图 13: 2014H1-2017H1 传媒行业销售费用/率变化



数据来源: 东北证券, Wind

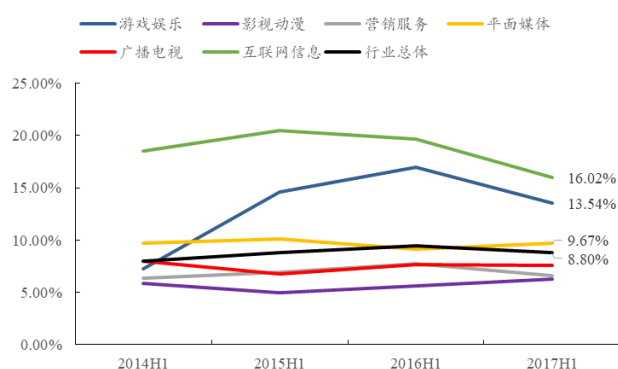
图 14: 2014H1-2017H1 传媒行业管理费用/率变化



数据来源: 东北证券, Wind

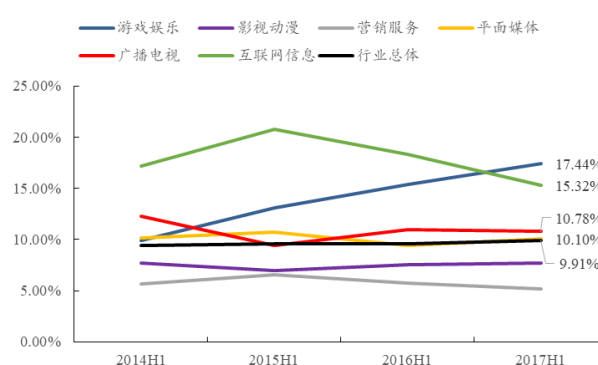
子版块对比来看, 销售费用率各行业今年都有所下降。互联网信息、游戏娱乐和平面媒体三大板块销售费用率在行业总体费用率之上, 分别为 16.02%、13.54%和 9.67%。2017H1 销售费用率最低的板块为影视动漫板块, 销售费用率为 6.25%。管理费用率上除游戏板块上涨较快外, 其余其板块均呈现较为稳定的状态。游戏娱乐、互联网信息、广播电视、平面媒体四大板块管理费用率在总体费用率之上, 分别为 17.44%、15.32%、10.78%和 10.10%。2017H1 管理费用率最低的板块为营销服务板块, 管理费用率为 5.17%。

图 15: 2014H1-2017H1 子行业销售费用率变化



数据来源: 东北证券, Wind

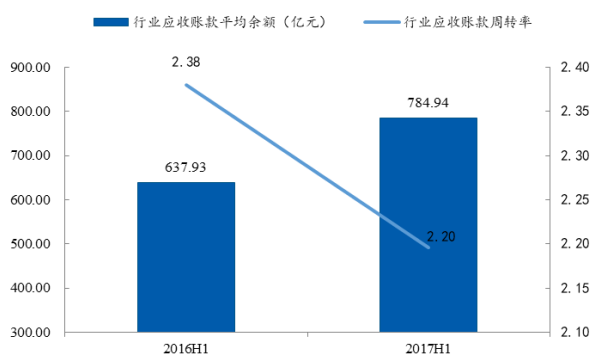
图 16: 2014H1-2017H1 子行业管理费用率变化



数据来源: 东北证券, Wind

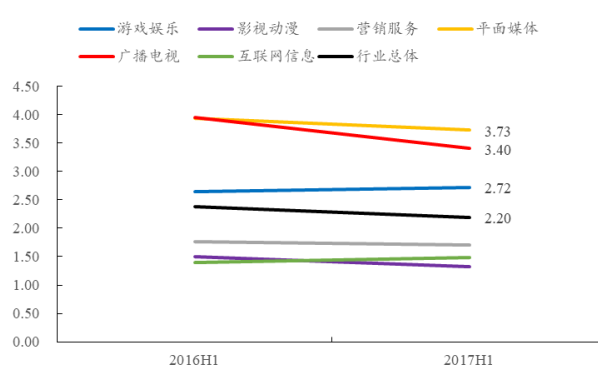
**应收账款方面**, 2017H1 传媒行业整体应收账款平均余额为 784.94 亿元, 对应应收账款周转率 2.20, 相比去年同期 (2.38) 下滑了 7.73%。从子行业对比来看, 2017 上半年平面媒体行业应收账款周转率最高, 达到 3.73, 除平面媒体板块外, 广播电视和游戏娱乐板块应收账款周转率也在行业总体水平之上, 分别为 3.40、2.72; 而营销服务、互联网信息和影视动漫的应收周转率较低。

图 17: 2016H1-2017H1 传媒行业整体应收账款情况



数据来源: 东北证券, Wind

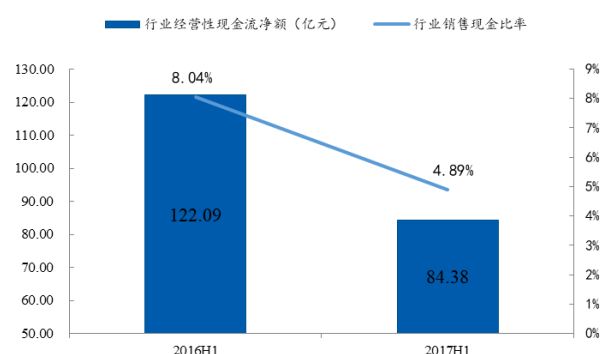
图 18: 2017H1 各子行业应收账款周转率对比



数据来源: 东北证券, Wind

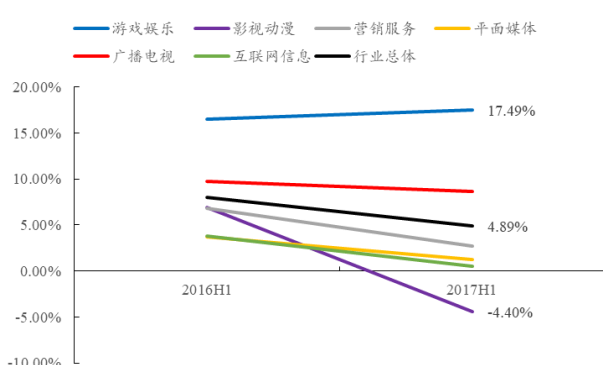
**销售现金比率方面**, 2017 上半年传媒行业整体经营性现金流净额为 84.38 亿元, 相比去年同期 (122.09 亿) 下降了 30.89%。2017H1 销售现金比率 (经营性现金流/营收) 为 4.89%, 同比下滑 3.15 pct。从子行业看, 以现金牛著称游戏娱乐板块 2017H1 销售现金比率最高, 达到 17.49%, 广播电视板块也在行业总体销售现金比率之上, 为 8.66%。而今年上半年影视动漫板块整体经营性现金流为负, 销售现金比率仅为 -4.40%。

图 19: 传媒行业整体经营性现金流情况



数据来源: 东北证券, Wind

图 20: 各子行业销售现金比率对比

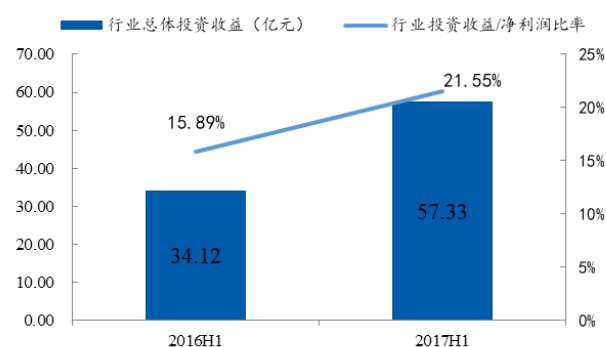


数据来源: 东北证券, Wind

#### 1.4. 外延贡献与商誉: 并购节奏放缓, 投资效益进入收割期

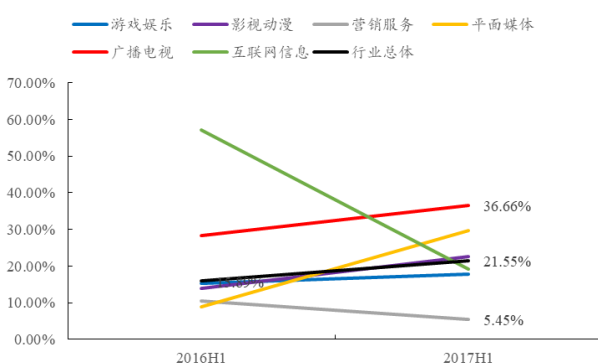
从投资收益来看, 2017 上半年传媒行业整体投资收益为 57.33 亿元, 相比去年同期 (34.12 亿) 提高了 68.02%。2017H1 投资收益占净利润比例为 21.55%, 同比增长 5.66 pct。从子行业对比来看, 2017 上半年广播电视板块投资收益占净利润比率最高, 达到 36.66%, 此外平面媒体和影视娱乐板块投资收益占净利润比例也在行业总体比率之上, 分别为 29.78%、22.57%。2017H1 营销服务投资收益占净利比最低, 为 5.45%。

图 21: 传媒行业整体投资收益情况



数据来源: 东北证券, Wind

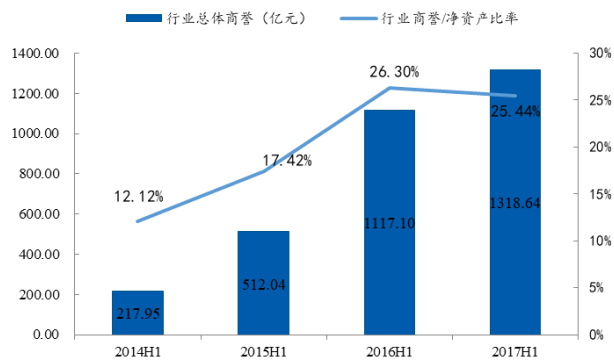
图 22: 各子行业投资收益占净利润比率对比



数据来源: 东北证券, Wind

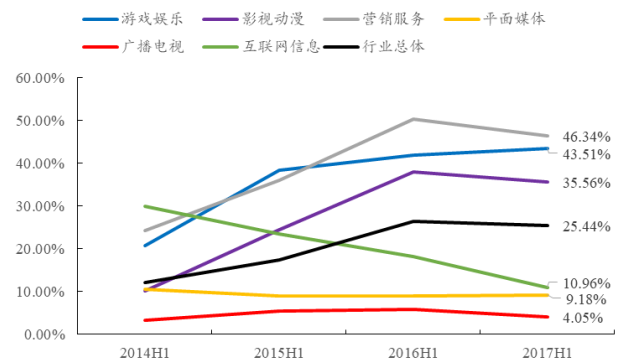
从商誉来看, 2017 上半年传媒行业整体商誉余额为 1318.64 亿元, 相比去年同期 (1117.10 亿) 提高了 18.04%。经历 14-15 商誉较快增长时期之后, 近 1 年商誉增长放缓, 今年上半年行业总体商誉占净资产比例为 25.44%, 同比下降 0.86 pct。从子行业对比来看, 除游戏娱乐板块略有增加外, 其余板块近年商誉占净资产比重都在缩小。2017H1 营销服务板块商誉占净资产比率最高, 为 46.34%; 广播电视板块商誉比重最低, 仅为 4.05%。

图 23: 2014H1-2017H1 传媒行业商誉变化情况



数据来源: 东北证券, Wind

图 24: 2014H1-2017H1 各子行业商誉/净资产情况



数据来源: 东北证券, Wind

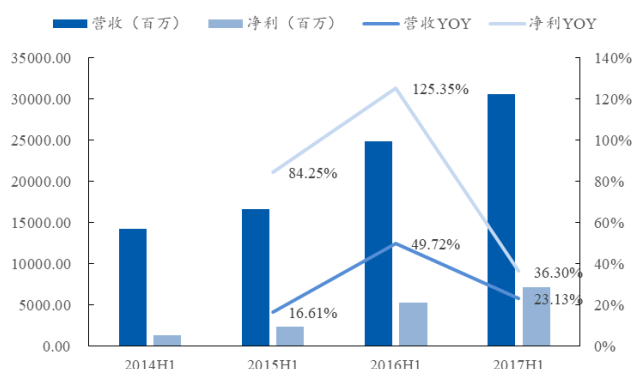
## 2. 传媒子行业细览：弱景气度下龙头效应凸显

### 2.1. 游戏娱乐板块：内生增长成为游戏市场发展大趋势

游戏娱乐版块我们选取了 26 家上市公司，主营覆盖手游、端游、页游的研发、发行等业务，板块内公司大部分以国内市场为主，也有专注海外市场宝通科技、中文传媒等。**盈利能力方面**，2017H1 游戏娱乐版块营收 305.58 亿，同比增长 23.13%，归母净利润 71.15 亿，同比增长 36.30%。近几年以手游为核心驱动力的国内游戏市场发展迅猛，随着市场竞争日趋激烈，2017 年上半年游戏娱乐板块净利增速有所放缓，但仍保持在 35% 以上。

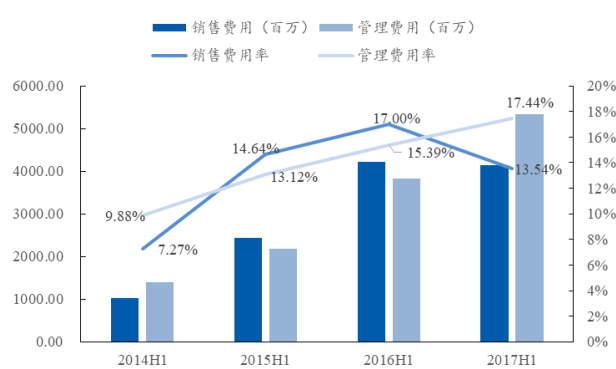
**费用方面**，2017H1 游戏娱乐版块销售费用 41.37 亿，同降 1.94%，销售费用率同比降低 3.46 pct；管理费用 53.28 亿，同增 39.53%，管理费用率同比上升 2.05 pct，管理费用率上升主要由研发投入增加所致。游戏市场中过去“粗制滥造”、“赚快钱”的发展模式逐渐被淘汰，高研发投入、长周期运营的精品游戏将成为市场发展的大趋势。

图 25: 2014H1-2017H1 游戏娱乐版块盈利情况



数据来源：东北证券，Wind

图 26: 2014H1-2017H1 游戏娱乐版块费用情况



数据来源：东北证券，Wind

从具体上市公司来看，游戏板块我们关注以内生驱动为主的三七互娱、完美世界、游族网络、昆仑万维等公司，这些 A 股龙头游戏公司通过精品研发、精确发行、精细运营等优势为消费者打造了一款又一款游戏大作，并在 2017H1 实现了超过 35% 的净利增速。另一方面，由于过去游戏行业较为依赖外延并购，今年上半年业绩较为亮眼的公司如天神娱乐、昆仑万维、宝通科技等都得益于外延公司并表，公司利润得到较大幅度增厚。其中受益于棋牌类游戏强大的变现能力，天神娱乐并表嘉兴乐玩 2017H1 净利同增 150.14%，营收同增 85.04%。昆仑万维并表闲徕互娱取得 57.52% 的净利增速和 41.73% 的营收增长。此外，游戏出海依旧是兵家必争之地，中文传媒旗下的全球爆款《列王的纷争 (COK)》运营多年依旧贡献稳定现金流，游族网络的《狂暴之翼》成为一季度全球游戏收入 TOP 1，海外市场发展潜力巨大。

表 1: 2017H1 游戏娱乐类上市公司盈利能力情况

公司名称	净利润增速		营收增速		毛利率
	同比增速	环比增速	同比增速	环比增速	
天神娱乐	150.14%	46.54%	85.04%	94.74%	60.68%
世纪华通	125.00%	170.31%	-3.87%	-7.08%	31.33%

凯撒文化	121.42%	-8.42%	29.14%	-6.13%	68.49%
富春股份	99.84%	17.80%	45.13%	-1.44%	65.36%
帝龙文化	88.49%	-24.45%	95.13%	12.56%	27.91%
巨龙管业	82.77%	-20.55%	45.13%	-15.48%	70.77%
游久游戏	81.48%	-55.19%	-33.23%	-35.63%	67.56%
金利科技	77.42%	-40.31%	-6.83%	-18.80%	83.29%
完美世界	75.64%	-14.38%	69.68%	-11.28%	56.01%
三七互娱	75.01%	45.60%	26.80%	9.23%	68.21%
恺英网络	68.77%	-5.20%	0.72%	-9.18%	64.48%
昆仑万维	57.52%	33.65%	41.73%	44.91%	78.00%
中青宝	54.03%	120.92%	40.18%	-17.79%	53.39%
游族网络	44.80%	-3.94%	65.34%	10.93%	47.07%
巨人网络	39.55%	22.49%	33.61%	10.16%	81.87%
宝通科技	38.88%	67.25%	7.02%	-2.79%	50.59%
中文传媒	25.26%	20.24%	-1.76%	-10.26%	39.56%
天润数娱	24.70%	-57.49%	153.88%	-4.02%	93.87%
吉比特	2.13%	2.40%	25.24%	-1.36%	91.43%
盛讯达	-9.63%	-11.34%	-12.70%	3.12%	72.13%
三五互联	-28.82%	82.98%	7.31%	-3.71%	71.11%
掌趣科技	-36.17%	196.52%	-13.35%	-8.14%	61.31%
星辉娱乐	-38.82%	-12.80%	44.52%	-12.43%	33.40%
电魂网络	-39.36%	-24.56%	-10.22%	-10.14%	92.25%
冰川网络	-43.08%	-24.33%	-18.53%	-17.62%	88.16%
奥飞娱乐	-53.80%	-34.40%	17.20%	-3.49%	49.81%

数据来源：东北证券，Wind

2014 年以来游戏娱乐版块的销售费用率呈现先升后降的趋势而管理费用率一直在走高。这主要因为当下游戏市场向高研发投入、长周期运营转型的趋势已经明确。从个股来看，完美世界、巨人网络、吉比特等走“端转手”之路的公司研发投入更高（管理费用率高），而以三七互娱、游族网络等走“页转手”买量打法的广告推广支出更高（销售费用率更高）。

**应收账款周转率方面**，游戏娱乐板块整体处于较高水平。主营以游戏为主的公司如三七互娱、巨人网络、吉比特等应收周转率更高；而拥有影视等其他主营业务，或由传统行业转型的公司应收周转率相对较低，如凯撒文化、巨龙管业、帝龙文化等。值得注意的是，电魂网络和冰川网络应收周转率较高（86.33、63.31），主要由于其以端游为主要收入来源，现金流回收链条短，应收周转能力强。

**销售现金比率方面**，游戏娱乐板块以“现金牛”著称，整体销售现金比率高，其中游久游戏、金利科技、巨人网络销售现金比率均超 60%。

表 2：2017H1 游戏娱乐类上市公司营运能力情况

	销售费用率	管理费用率	应收账款周转率	销售现金比率
天神娱乐	6.46%	14.54%	2.46	33.68%
世纪华通	5.06%	9.71%	2.79	2.72%
凯撒文化	6.45%	25.70%	1.30	-14.34%



富春股份	2.79%	19.92%	0.81	1.64%
帝龙文化	3.14%	4.46%	1.65	-2.63%
巨龙管业	9.33%	15.02%	1.00	48.94%
游久游戏	5.71%	40.77%	1.16	80.78%
金利科技	8.04%	17.14%	2.49	66.22%
完美世界	9.83%	28.85%	2.11	7.67%
三七互娱	29.04%	13.19%	4.12	35.62%
恺英网络	28.69%	9.26%	2.59	32.77%
昆仑万维	22.22%	16.30%	3.25	29.24%
中青宝	14.67%	35.93%	1.74	-1.53%
游族网络	7.45%	15.96%	2.42	12.21%
巨人网络	11.94%	26.55%	5.65	64.56%
宝通科技	26.73%	7.94%	1.87	13.89%
中文传媒	9.98%	15.69%	3.75	0.92%
天润数娱	26.50%	44.81%	1.37	3.13%
吉比特	12.23%	21.19%	3.48	46.75%
盛讯达	6.52%	27.30%	1.32	28.74%
三五互联	33.05%	20.81%	3.34	15.13%
掌趣科技	1.76%	22.74%	2.46	30.20%
星辉娱乐	11.27%	11.95%	3.33	9.05%
电魂网络	17.75%	37.53%	86.33	22.74%
冰川网络	22.64%	38.04%	63.31	-4.22%
奥飞娱乐	17.70%	20.36%	2.78	6.74%

数据来源：东北证券，Wind

## 2.2. 影视动漫板块：增速双下滑，业绩多下半年确认

影视动漫版块我们选取了 24 家上市公司，主营业务覆盖电影、电视剧、综艺等行业。盈利方面，2017H1 影视动漫版块营收 248.94 亿，同比增长 11.38%，归母净利润 40.84 亿，同比增长 19.84%，相比往年增速呈下滑趋势，主要因自 2016 年以来电影票房增速放缓，上半年影视项目项目业绩确认较少所致。

营运能力方面，2017H1 影视动漫版块销售费用 15.55 亿，同比增长 23.87%，管理费用 19.2 亿，同比增长 13.85%。

图 27: 2014H1-2017H1 影视动漫版块盈利情况

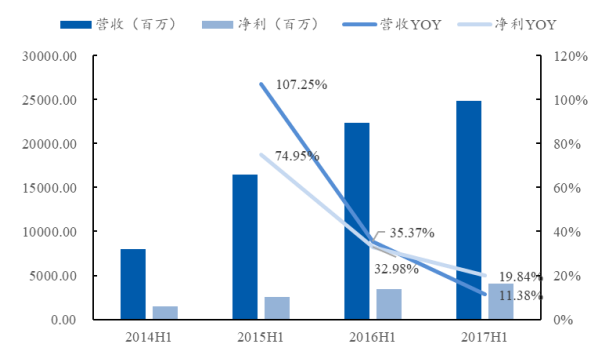
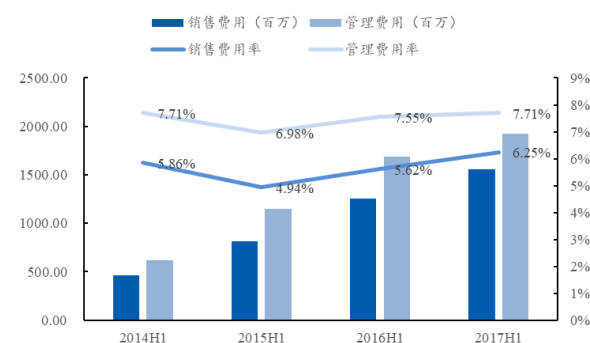


图 28: 2014H1-2017H1 影视动漫版块费用情况



数据来源：东北证券，Wind

数据来源：东北证券，Wind

具体看上市公司，我们发现影视类公司业绩分化明显，我们关注的**影视内容类公司**华谊兄弟、光线传媒、新文化等公司净利润增速均超 20%，公司毛利率也维持在 30%-50% 之间，随着下半年相关影视项目确认，全年业绩可实现稳定增长。**电影院线类公司**业绩增速放缓，主要由于电影票房增速放缓，电影公司继续大力扩建影院并寻找非票业务等弹性业绩，其中万达电影院线龙头地位显现，业绩增速远超其他院线公司，净利同比增长 10.26%，中国电影、上海电影、幸福蓝海增速分别为-0.73%、-13.10%和-1.42%，均为负增长。其中欢瑞世纪增速较快因公司去年下半年转型，北京文化因转让旅游产业和确认子公司并表致净利大幅增长，下半年随着《战狼 2》收入确认有望大幅增厚全年业绩。

**表 3：2017H1 影视动漫类上市公司盈利能力情况**

公司名称	净利润增速		营收增速		毛利率
	同比增速	环比增速	同比增速	环比增速	2017H1
欢瑞世纪	25180.57%	-114.94%	4001.93%	-65.31%	12.40%
北京文化	279.44%	-92.45%	6.81%	-78.36%	74.81%
中南文化	191.20%	-27.63%	54.08%	-31.35%	44.80%
骅威文化	71.84%	-28.82%	8.85%	-15.33%	47.98%
文投控股	45.14%	-2.60%	49.63%	-8.72%	45.65%
华谊兄弟	42.12%	-14.85%	-0.15%	-27.98%	53.66%
新文化	26.48%	-1.40%	19.14%	14.94%	30.44%
光线传媒	24.61%	-4.51%	42.62%	1.95%	43.31%
万达电影	10.26%	57.95%	15.60%	20.54%	32.95%
唐德影视	6.01%	-50.94%	16.89%	-40.37%	52.56%
万家文化	5.91%	-46.30%	13.75%	-28.10%	31.23%
当代明诚	1.78%	-79.84%	36.50%	-46.55%	53.66%
华策影视	1.21%	32.72%	13.11%	-39.55%	25.04%
长城影视	1.08%	-66.21%	-55.94%	-65.30%	35.04%
中国电影	-0.73%	92.43%	1.68%	35.32%	24.75%
幸福蓝海	-1.42%	41.96%	6.98%	-15.01%	48.18%
大晟文化	-1.66%	-70.34%	-0.01%	-61.15%	80.21%
鹿港文化	-9.46%	-25.35%	20.20%	-28.91%	17.70%
上海电影	-13.10%	-5.94%	6.07%	-3.86%	27.53%
慈文传媒	-17.54%	-61.47%	-22.33%	-76.15%	39.95%
当代东方	-20.72%	-83.07%	67.44%	-45.69%	38.43%
华录百纳	-29.43%	-77.52%	-20.19%	-40.85%	21.25%
长城动漫	-130.89%	108.61%	-41.11%	-30.59%	61.18%
中视传媒	-1635.96%	-140.97%	43.89%	12.80%	32.38%

数据来源：东北证券，Wind

2014 年以来影视动漫板块的**销售用率和管理费用率**较稳定，维持在 5%-6% 之间，管理费用率维持在 7%-8% 之间，幸福蓝海（30%）、大晟文化（28.54%）等公司销售费用率销售费用率显著高于同类公司，幸福蓝海主要由于院线扩张等因素，北京

文化管理费用率 51.68% 主要因公司经营旗下旅游业务所致。

**应收账款周转率方面**，影视类公司根据项目性质不同采用分期收款结算，各家应收账款周转率有显著区别，中视传媒、万达电影表现较好，我们重点关注的万达电影主要因公司院线多采用自建，缩短回款周期，资金使用效率较高。

**销售现金比率方面**，该板块销售现金比率下降主要受欢瑞世纪和北京文化拖累，长城动漫销售现金比率 62%，公司收入质量优于同行其他公司。

表 4：2017H1 影视动漫类上市公司营运能力情况

	销售费用率	管理费用率	应收账款周转率	销售现金比率
欢瑞世纪	23.77%	7.76%	0.38	-343.36%
北京文化	2.72%	<b>51.68%</b>	0.45	-262.68%
中南文化	5.59%	10.95%	0.60	-2.42%
骅威文化	1.90%	10.00%	2.69	8.71%
文投控股	3.64%	6.91%	2.40	40.95%
华谊兄弟	17.82%	17.53%	1.05	-26.81%
新文化	5.22%	3.71%	0.75	-5.55%
光线传媒	4.04%	7.84%	1.72	24.15%
万达电影	6.29%	6.76%	9.34	13.41%
唐德影视	3.59%	13.27%	0.63	-91.32%
万家文化	3.27%	15.25%	1.13	-11.82%
当代明诚	2.52%	24.85%	0.39	-229.60%
华策影视	6.97%	6.51%	0.57	-34.60%
长城影视	3.83%	8.30%	0.25	-22.32%
中国电影	1.05%	3.94%	3.56	22.52%
幸福蓝海	<b>30.01%</b>	6.59%	2.32	23.87%
大晟文化	28.54%	26.02%	0.75	60.35%
鹿港文化	3.78%	5.34%	1.79	-41.49%
上海电影	2.13%	7.76%	1.95	22.43%
慈文传媒	6.84%	8.13%	0.32	-33.47%
当代东方	6.79%	8.05%	0.77	-28.98%
华录百纳	5.31%	4.64%	0.36	-14.89%
长城动漫	11.38%	25.00%	1.51	<b>62.00%</b>
中视传媒	4.11%	7.00%	<b>40.43</b>	11.49%

数据来源：东北证券，Wind

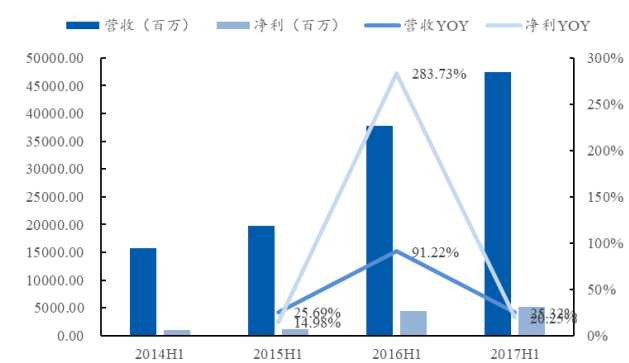
### 2.3. 营销服务板块：2017H1 行业并购减少，龙头稳固

营销服务版块我们选取了 25 家上市公司。**盈利能力方面**，2017H1 营销服务版块营收 473.91 亿，同比增长 25.32%，归母净利润 52.68 亿，同比增长 20.25%，营收方面，相比 2016 上半年的 91.22%，营销服务增速回归 2015 年 25% 左右，净利润较 2016 年的 283.73% 大幅下降，主要因为营销行业上半年并购减少，业绩主要依靠内生增长，而 2017 年多是该行业对赌公司业绩承诺最后一年，公司业绩分化明显，我们持续关注生活圈媒体龙头分众传媒。

**营运能力方面**，2017H1 营销服务版块销售费用 31.16 亿，同比增长 6.05%，管理费用 24.48 亿，同比增长 13.54%，两费小幅增长费用率均较去年小幅下降，整体而言，

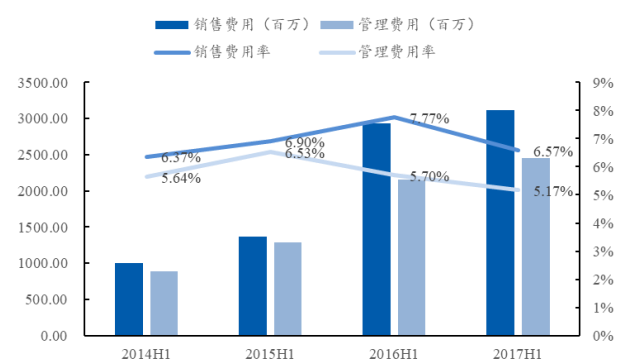
销售费用率维持在 6%-8%，管理费用率维持在 5%-7%。

图 29: 2014H1-2017H1 营销服务版块盈利情况



数据来源：东北证券，Wind

图 30: 2014H1-2017H1 营销服务版块费用情况



数据来源：东北证券，Wind

具体看公司，深大通、智度股份的净利润增速和营收增速居前列，深大通净利润和营收同比增速分别为 108.6%和 121.51%，智度股份分别为 151.75%和 289.45%，主要因并表公司收入大幅增长，长期来看此类收入不具有可持续性。

毛利率方面，广告营销板块整体毛利率 24.86%，较 2016 年同期下降 2 个百分点。2017H1 数字营销行业竞争继续加剧，利欧股份、科达股份、省广股份等公司毛利率均有所下滑，三六五网一直维持高利率主要因公司房地产网络营销、研究咨询和互联网金融平台业务的毛利率均维持较高水平。

表 5: 2017H1 营销服务类上市公司盈利能力情况

公司名称	净利润增速		营收增速		毛利率
	同比增速	环比增速	同比增速	环比增速	
深大通	108.60%	26.73%	121.51%	32.04%	34.08%
智度股份	151.75%	-4.94%	289.45%	48.73%	13.75%
分众传媒	33.23%	-0.67%	14.49%	6.71%	70.81%
广博股份	66.50%	-20.90%	56.47%	13.82%	18.47%
利欧股份	16.90%	10.14%	49.38%	8.39%	17.48%
麦达数字	-72.61%	82.06%	10.57%	-6.03%	24.38%
印纪传媒	2.95%	-43.13%	-20.57%	-49.76%	52.82%
巴士在线	75.05%	-73.87%	51.58%	-20.26%	40.81%
省广股份	-26.62%	-46.16%	0.91%	-30.99%	14.95%
万润科技	20.13%	-4.84%	119.55%	29.78%	18.86%
思美传媒	128.87%	64.12%	-1.40%	-9.45%	17.37%
元隆雅图	20.12%	84.96%	5.64%	-5.78%	26.40%
蓝色光标	-14.34%	3.92%	28.72%	-7.81%	21.31%
天龙集团	10.43%	-0.13%	25.54%	0.18%	9.18%
华谊嘉信	-43.17%	-44.87%	-2.15%	-20.26%	18.77%
明家联合	-6.91%	52.95%	-0.12%	-14.74%	11.93%
联建光电	29.02%	-28.63%	70.75%	-5.87%	30.93%
三六五网	-17.61%	-3.73%	-23.05%	-26.42%	94.43%
联创互联	54.34%	11.54%	18.56%	-29.28%	20.41%

腾信股份	-76.99%	-102.03%	9.45%	17.31%	9.89%
宣亚国际	4.22%	-16.48%	-6.74%	-13.37%	47.04%
北巴传媒	-10.98%	-32.20%	16.45%	-6.61%	18.74%
科达股份	34.44%	-22.64%	28.25%	-7.72%	12.83%
引力传媒	5.50%	52.77%	10.88%	15.46%	7.99%
龙韵股份	-84.80%	-70.64%	-29.20%	-6.88%	10.48%

数据来源：东北证券，Wind

营销服务类公司销售费用率和管理费用率表现较平稳，销售费用率下降 1.2 个百分点至 6.57%；管理费用率下降 0.53 个百分点至 5.17%。三六五网销售费用率和管理费用率均较高。应收账款周转率方面，北巴传媒最高达 938.8%，分众传媒销售现金比率最高为 32.43%，公司收入质量较高，现金流充裕，但排除分众传媒，营销行业现金流状况不容乐观。

表 6：2017H1 营销服务类上市公司营运能力情况

	销售费用率	管理费用率	应收账款周转率	销售现金比率
深大通	0.98%	4.03%	1.68	-4.86%
智度股份	2.03%	3.52%	2.93	-6.17%
分众传媒	18.00%	4.32%	2.36	<b>32.43%</b>
广博股份	6.43%	4.58%	2.90	-5.28%
利欧股份	3.92%	4.95%	1.46	-4.02%
麦达数字	3.59%	7.79%	1.65	3.62%
印纪传媒	7.60%	3.94%	0.50	2.34%
巴士在线	16.26%	14.36%	0.89	13.49%
省广股份	6.22%	3.03%	1.59	-4.63%
万润科技	3.49%	6.66%	1.94	-0.96%
思美传媒	4.00%	4.14%	2.10	-9.05%
元隆雅图	9.09%	3.66%	1.41	3.62%
蓝色光标	8.20%	6.56%	1.27	-0.28%
天龙集团	2.49%	3.01%	3.31	5.07%
华谊嘉信	2.88%	11.24%	1.13	0.35%
明家联合	0.42%	3.95%	2.01	1.89%
联建光电	8.87%	8.76%	1.89	5.60%
三六五网	<b>44.70%</b>	<b>22.68%</b>	7.82	-112.70%
联创互联	5.20%	3.49%	0.81	29.30%
腾信股份	1.70%	5.25%	1.48	-0.48%
宣亚国际	19.75%	9.88%	1.34	-1.94%
北巴传媒	6.34%	7.58%	<b>9.39</b>	3.50%
科达股份	1.89%	3.88%	1.79	-4.60%
引力传媒	1.83%	3.13%	5.38	-1.39%
龙韵股份	1.70%	7.39%	1.29	8.54%

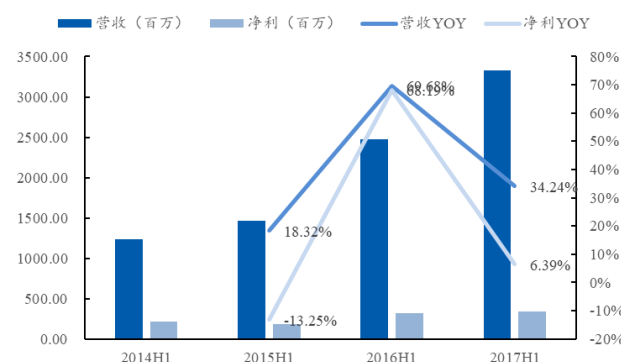
数据来源：东北证券，Wind

## 2.4. 互联网信息板块：毛利率整体下滑，付费阅读业绩亮眼

互联网信息板块我们选取了 8 家公司，包括我们上半年重点推荐的平治信息。上半年互联网信息板块营收 33.26 亿，同比增长 34.24%，归母净利润 3.34 亿，同比增长 6.39%，增速较去年分别下降 35.44 个百分点和 61.8 个百分点，其中人民网营收和增速均大幅下降，营收同比下降 3.26%，净利润同比下降 190.62%。

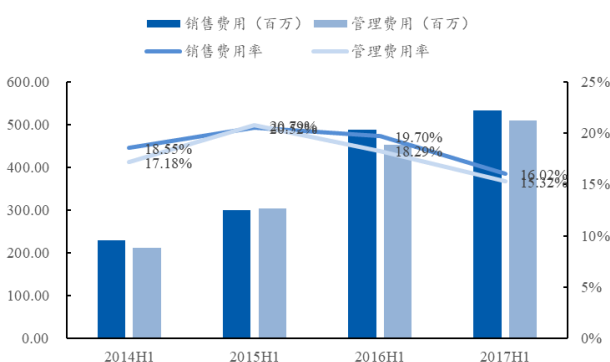
费用方面，2017H1 互联网信息板块销售费用 5.33 亿，同比增长 9.18%，管理费用 5.09 亿，同比增长 12.44%，但二者费用率均下降。

图 31: 2014H1-2017H1 互联网信息板块盈利情况



数据来源：东北证券，Wind

图 32: 2014H1-2017H1 互联网信息板块费用情况



数据来源：东北证券，Wind

具体看上市公司，互联网信息板块中付费阅读在 2017 上半年实现跨越式发展，平治信息与中文在线业绩增速较快，中文在线分别实现净利润同比增长 176.61%，营收同比增长 30.81%，平治信息分别实现净利润同比增长 101.61%，营收同比增长 163.62%，主要因平治信息自有阅读平台业务业绩暴涨。

毛利率方面，迅游科技、中文在线、视觉中国等高毛利公司贡献行业毛利率，但互联网信息板块毛利率仍较去年下降 2.38 个百分点至 24.86%，除了中文在线，各家公司毛利率均小幅下滑。

表 7: 2017H1 互联网信息类上市公司盈利能力情况

股票名称	净利润增速		营收增速		毛利率
	同比增速	环比增速	同比增速	环比增速	
中文在线	176.61%	-20.41%	30.81%	-20.61%	57.68%
平治信息	101.61%	114.47%	163.62%	35.23%	23.64%
迅游科技	52.02%	63.25%	12.39%	6.38%	68.38%
视觉中国	36.50%	-34.01%	36.43%	-15.90%	60.82%
盛天网络	8.48%	-40.77%	50.67%	-13.70%	51.27%
新华网	4.76%	-39.84%	5.76%	-32.12%	50.17%
暴风集团	-16.64%	-53.68%	66.89%	-28.28%	20.19%
人民网	-190.62%	-138.44%	-3.26%	-33.90%	33.63%

数据来源：东北证券，Wind

互联网信息板块管理费用率和销售费用率均小幅下降，销售费用率下降 3.68 个百分点至 16.02%，管理费用率下降 2.97 个百分点至 15.32%，主要由于营业收入下滑，两费相应下降。迅游科技应收账款周转率显著高于同行其他公司，销售现金率方面，



盛天网络和平治信息较高，分别为 19.68%和 17.14%。

表 8: 2017H1 互联网信息类上市公司营运能力情况

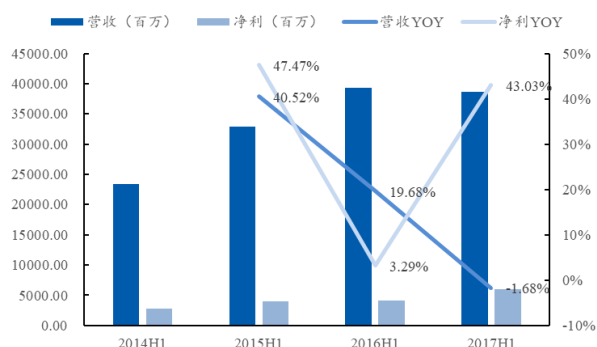
	销售费用率	管理费用率	应收账款周转率	销售现金比率
中文在线	13.25%	35.65%	1.75	0.16%
平治信息	0.95%	6.71%	4.23	17.14%
迅游科技	10.47%	<b>43.57%</b>	<b>24.19</b>	6.67%
视觉中国	16.68%	14.86%	1.09	6.33%
盛天网络	13.64%	14.68%	4.00	<b>19.68%</b>
新华网	19.24%	11.54%	1.10	4.44%
暴风集团	18.01%	10.38%	1.34	-16.48%
人民网	<b>23.78%</b>	18.23%	1.27	-1.86%

数据来源：东北证券，Wind

## 2.5. 平面媒体板块：转型促业绩大幅增长，亮点频出

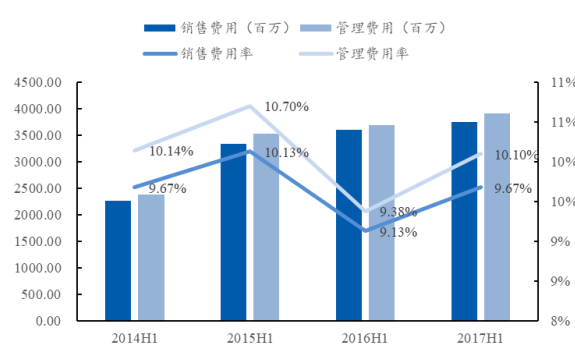
平面媒体版块我们选取了 20 家上市公司，2017 上半年平面媒体版块营收 387.05 亿，同比下降 1.68%，归母净利润 59.3 亿，同比增长 43.09%，在收入下滑情况下，净利润仍能实现大幅增长，盈利能力大幅改善，**主要因传统出版类公司转型、国企改革深化提升公司盈利水平。**费用方面 2017H1 平面媒体版块销售费用 37.45 亿，同比增长 4.2%，管理费用 39.08 亿，同比增长 5.88%，相应销售费用率和管理费用率分别增长 0.54 个百分点和 0.72 个百分点。

图 33: 2014H1-2017H1 平面媒体版块盈利情况



数据来源：东北证券，Wind

图 34: 2014H1-2017H1 平面媒体版块费用情况



数据来源：东北证券，Wind

从具体公司来看，浙数文化净利润增速最快，2017H1 同比增长 332.62%，公司剥离新闻传媒类资产，向互联网数字娱乐转型，除此以外，新经典和皖新传媒均超预期，新经典 2017H1 营收同比增长 15.14%，净利润同比增长 61.62%，皖新传媒深耕教育，创新融资方式，逐渐向数字化平台转型，公司业绩也有了质的提升。毛利率方面，平面媒体类公司 2017H1 综合毛利率 29.93%，较 2016H1 提升 1.55 个百分点，**是传媒各子行业中综合毛利率唯一增长的行业**，其中天舟文化和浙数文化毛利率较高，分别为 63.78%和 51.91%，传统出版类上市公司转型初见成效。

表 9: 2017H1 平面媒体类上市公司盈利能力情况

	净利润增速	营收增速	毛利率
--	-------	------	-----

股票名称	同比增速	环比增速	同比增速	环比增速	2017H1
浙数文化	332.62%	330.31%	-42.16%	-58.55%	51.91%
盛通股份	113.38%	35.13%	39.32%	12.37%	20.21%
皖新传媒	72.85%	43.41%	12.82%	-10.62%	20.71%
中国科传	64.97%	-60.44%	11.30%	-25.11%	27.05%
新经典	61.62%	27.62%	15.14%	1.15%	42.77%
天舟文化	52.40%	-35.70%	51.75%	-32.96%	63.78%
新华文轩	42.25%	67.40%	17.12%	-12.37%	36.40%
长江传媒	26.49%	30.76%	-37.39%	-30.54%	17.31%
城市传媒	17.69%	-10.26%	9.78%	0.20%	37.27%
南方传媒	16.40%	-5.74%	-1.01%	-22.29%	31.12%
出版传媒	14.58%	-20.14%	9.43%	12.90%	21.10%
读者传媒	9.54%	-33.07%	15.75%	-31.38%	23.82%
中南传媒	5.10%	-8.44%	4.02%	-22.39%	43.96%
凤凰传媒	4.91%	84.08%	6.75%	-4.02%	39.02%
大地传媒	2.07%	-9.26%	13.68%	-16.15%	29.09%
新华传媒	-17.49%	-5.38%	-7.26%	-17.06%	35.90%
时代出版	-34.76%	-8.76%	9.83%	-0.30%	9.86%
华媒控股	-40.41%	-81.74%	10.91%	-32.70%	26.35%
粤传媒	-53.28%	-116.89%	-13.57%	-17.38%	29.53%
博瑞传播	-613.83%	-156.29%	-15.65%	-22.47%	25.93%

数据来源：东北证券，Wind

从经营角度来看，新华传媒销售费用率和博瑞传播的管理费用率最高，分别为 29.11%，28.81%，拖累两家公司的净利润。整体而言，出版类上市公司应收账款周转率保持较高水平，资金使用效率较高，南方传媒销售现金比率为 30.89%。

表 10：2017H1 平面媒体类上市公司营运能力情况

	销售费用率	管理费用率	应收账款周转率	销售现金比率
浙数文化	12.74%	23.66%	4.85	-2.32%
盛通股份	4.95%	10.03%	1.84	-9.85%
皖新传媒	6.16%	5.35%	4.71	-2.95%
中国科传	7.06%	11.31%	8.18	-150.61%
新经典	7.76%	4.57%	5.75	17.81%
天舟文化	9.53%	25.27%	1.87	16.00%
新华文轩	13.03%	13.52%	3.49	-1.16%
长江传媒	4.82%	6.15%	6.53	-12.26%
城市传媒	11.29%	10.35%	3.75	6.81%
南方传媒	11.09%	11.16%	3.05	30.89%
出版传媒	6.33%	11.48%	1.79	-9.76%
读者传媒	3.53%	11.23%	3.21	-0.78%
中南传媒	13.13%	12.40%	3.74	20.33%
凤凰传媒	12.87%	11.84%	6.15	23.48%
大地传媒	9.86%	10.39%	3.35	5.41%

新华传媒	29.11%	6.95%	8.30	5.61%
时代出版	2.44%	3.25%	3.08	-13.63%
华媒控股	9.09%	10.71%	1.44	-21.95%
粤传媒	26.40%	14.31%	1.42	-7.26%
博瑞传播	7.46%	28.81%	2.05	-28.48%

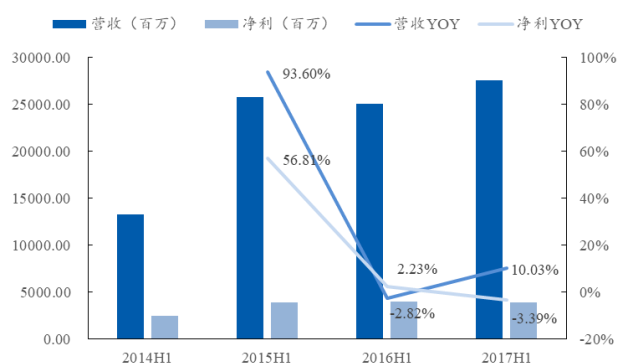
数据来源：东北证券，Wind

## 2.6. 广播电视板块：行业红海增长乏力，期待国企改革激发活力

广播电视板块我们选取了 13 家上市公司，覆盖公司主要以有线电视网络服务为主营，分布于北京、上海、浙江、湖南等省级行政单位。盈利能力方面，2017H1 广播电视板块实现营收 275.10 亿，同比增长 10.03%；实现归母净利润 38.72 亿，同比下滑 3.39%。近年来，移动通信等运营商向电视网络服务延伸，加剧了市场竞争；互联网新媒体的迅速发展，对传统运营商电视广告收入造成巨大冲击。当前各地有线电视网络运营商正处于转型探索阶段，整体盈利增长较为乏力。

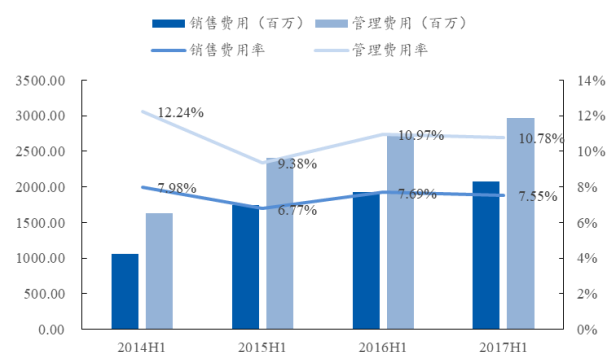
营运能力方面，2017H1 广播电视板块销售费用 20.76 亿，同增 7.98%；管理费用 29.67 亿，同增 8.21%。销售费用率和管理费用率与上年同期基本持平。

图 35：2014H1-2017H1 广播电视板块盈利情况



数据来源：东北证券，Wind

图 36：2014H1-2017H1 广播电视板块费用情况



数据来源：东北证券，Wind

从具体上市公司来看，传统有线电视网络运营商一方面受到移动、电信等其他运营商的在城网、农村网领域的强力竞争，另一方面受到网络新媒体对用户电视屏幕时间的抢占，主营业务受到挤压，盈利增幅较小，甚至亏损。广西广电、天威视讯、歌华有线、吉视传媒等公司在营收和净利表现上都呈现负增长。而在部分地区，得益于有线双向网络的渗透和推进，以及智能终端的增长，江苏有线、华数传媒、东方明珠等公司在营收上有所提升。以东方网络为代表的网络运营服务商在增值服务和文化传媒战略转型上取得成效，公司建立了基于运营商的覆盖全终端的数字发行业务体系，包括广电网络投资运营业务、手机电视业务、数字电视院线业务、内容+终端捆绑业务等，最大化实现数字发行渠道的覆盖。东方网络 2017H1 净利同比增长超 130%，营业收入同比增长超 25%。由于广播电视行业绝大多数为国有企业，期待国企改革为企业带来新的活力和增长点。

表 11：2017H1 广播电视类上市公司盈利能力情况

	净利润增速	营收增速	毛利率
--	-------	------	-----

公司名称	同比增速	环比增速	同比增速	环比增速	2017H1
东方网络	131.01%	30.45%	25.21%	-3.60%	44.18%
华闻传媒	11.46%	-34.67%	-15.48%	-47.90%	42.10%
广电网络	5.67%	450.24%	5.49%	3.71%	34.10%
华数传媒	4.20%	0.32%	6.97%	-10.93%	44.38%
贵广网络	3.92%	137.15%	2.10%	1.61%	45.79%
湖北广电	1.97%	76.53%	2.88%	-15.45%	46.25%
东方明珠	-4.30%	-26.08%	11.32%	-23.78%	23.46%
吉视传媒	-5.21%	-19.31%	-6.60%	-16.83%	39.11%
歌华有线	-6.55%	18.42%	-0.96%	-16.28%	32.22%
江苏有线	-9.38%	-16.36%	63.17%	28.40%	31.66%
电广传媒	-9.67%	-38.40%	8.38%	-5.10%	22.86%
天威视讯	-17.00%	-9.62%	-4.08%	-9.00%	37.51%
广西广电	-35.00%	12.40%	-7.64%	-31.72%	25.84%

数据来源：东北证券，Wind

2014 年以来广播电视板块的**销售用率和管理费用率**保持稳定，销售费用率维持在 7%-8%之间，管理费用率维持在 10%-11%之间。华数传媒（14.33%）、湖北广电（15.81%）等公司销售费用率高于同类公司，主要由于公司在双向网络 and 智能终端的推广上投入较多；东方明珠销售和管理费用率均低于行业整体水平，主要得益于电视购物和互联网电视业务提高了边际收益。

**应收账款周转率方面**，广播电视板块公司由于当期业务结算时间不同整体有所分化。由于加入了影视发行类业务，东方网络应收周转率低于行业平均水平，为 1.06。**销售现金比率方面**，由于广播电视板块公司主要以网络运营服务和终端销售为收入，现金流较为稳定，整体销售现金比率与上年同期变化不大。报告期内江苏有线销售现金比率 44.53%，公司收入质量优于同行其他公司。

表 12：2017H1 广播电视类上市公司营运能力情况

	销售费用率	管理费用率	应收账款周转率	销售现金比率
东方网络	4.72%	18.90%	1.06	3.14%
华闻传媒	11.63%	12.27%	1.48	3.70%
广电网络	11.09%	12.65%	4.84	34.29%
华数传媒	14.33%	12.48%	2.38	22.26%
贵广网络	4.61%	14.07%	2.72	15.45%
湖北广电	15.81%	14.14%	9.41	21.18%
东方明珠	4.84%	6.30%	2.93	-9.37%
吉视传媒	10.60%	17.24%	3.27	-2.03%
歌华有线	4.58%	4.78%	3.95	36.23%
江苏有线	7.75%	11.03%	6.58	44.53%
电广传媒	6.98%	15.95%	4.97	-13.84%
天威视讯	7.64%	13.82%	11.24	20.81%
广西广电	7.12%	10.86%	3.64	11.45%

数据来源：东北证券，Wind

### 3. 投资主线：寻找行业龙头，把握增长潜力与业绩确定性

我们认为传媒行业整体增长仍保持较快节奏，建议关注业绩靓丽、预期明确的龙头公司以及超跌个股，**重点聚焦游戏板块内生驱动、精品影视制作发行、付费阅读、传媒国企改革几大方向。**

- 1) 游戏行业维持高景气度，龙头公司和头部内容获益明显。二线龙头崛起，手游公司业绩增长未来主要看拥有强劲内生创新驱动力的公司，我们重点推荐“端游页游转手游”逻辑的三七互娱、完美世界、游族网络，出海龙头标的中文传媒，以及地方棋牌类游戏领军企业昆仑万维。
- 2) 影视板块回暖，重点推荐下半年业绩确定性较强的影视类公司。影视内容方面，重点关注下半年爆款、大剧确认收入的公司；电影院线类公司增长放缓，逐渐寻找非票业务的弹性业绩，其中万达电影龙头地位显现，业绩保持双增长。影视内容方面我们建议关注唐德影视、新文化、光线传媒，电影院线方面我们建议关注万达电影、中国电影。
- 3) 付费阅读是 2017 上半年热度较高行业，我们重点推荐移动阅读行业先行者平治信息。公司上半年业绩大幅增长，深耕移动阅读，公司微信引流的商业模式新颖，自由阅读平台建立稳步推荐，同时高转送方案提振投资者热情。
- 4) 传媒国企改革持续推进，部分公司持续受益。皖新传媒业绩靓丽，在教育方面独树一帜，同时开启“共享书店”，东方明珠经营稳健，在公司体量较大的情况下仍然实现业绩小幅增长，在内容、渠道、服务三端均不断开拓。我们重点推荐皖新传媒、东方明珠。
- 5) 营销板块分化显著，建议重点关注行业龙头分众传媒。

表 13: 2017H1 中报点评公司推荐逻辑

所属板块	公司名称	收入增速	净利润增速	简要评述	全年展望
游戏娱乐	奥飞娱乐	17.20%	-53.80%	主业发展稳健，基本面尚好，下半年泛娱板块有望发力	泛娱 IP 开发加速，影视游戏下半年放量
影视动漫	北京文化	6.81%	279.44%	影视板块业绩亮眼，“双业务协同+高毛利”增厚业绩	双业务驱动打造全产业链，全年业绩可达预期
广播电视	东方明珠	11.32%	-4.30%	寻产业链细分机会，夯实“娱乐+”生态	产业各环节多点开花，稳中有进
营销服务	分众传媒	14.49%	33.23%	业绩增速远高行业，高景气维持至三季度	楼宇媒体+影院媒体双引擎，巩固生活圈媒体绝对龙头地位
影视动漫	光线传媒	42.62%	24.61%	影视项目储备丰富，直播业务迅速崛起	电影业务看点丰富，直播业务增厚业绩
影视动漫	华谊兄弟	-0.15%	42.12%	实景娱乐积极扩张，产业投资逐步深化	有机增长和外延增长双线并行
游戏娱乐	巨人网络	33.61%	39.55%	中报业绩亮眼，手游化战略成效明显	端转手逻辑持续验证，游戏贡献较大利润弹性
游戏娱乐	恺英网络	0.72%	68.77%	业绩符合预期，期待手+页精品爆款延续	内容+平台齐发力，推动公司业绩高速增长



游戏娱乐	昆仑万维	41.70%	57.50%	内外双驱，手游带动业绩高增长	下半年精品新游接力，棋牌游戏稳中前进
互联网信息服务	平治信息	163.62%	101.61%	移动阅读业务暴涨，高转送预案打业绩强心针	协同电信运营商，平台端、内容端齐发力
游戏娱乐	三七互娱	26.80%	75.01%	超强研运实力推动公司业绩持续高增长	产品储备丰富，深度挖掘 IP 衍生价值
游戏娱乐	完美世界	69.68%	75.64%	内生强劲，影游双驱多点开花	泛娱乐生态圈良性发展，后续看点丰富
平面媒体	皖新传媒	12.82%	72.85%	转型数字化平台，深耕教育，融资创新	文化消费抓平台促转型，高品质内容+技术升级再造教育服务
影视动漫	万达电影	15.60%	10.26%	非票业务比重提升，影院扩张，社保持股	多项指标仍保持全国第一，影城扩张增速较快
影视动漫	文投控股	49.63%	42.12%	双业务稳扎稳打，耀莱、都玩有望完成业绩承诺	预计下半年公司影片爆点频出，游戏业务稳健
影视动漫	新文化	19.14%	26.48%	业绩超预期，影视+广告双轮驱动	未来不断整合挖掘核心 IP 内容，优化广告盈利模式
游戏娱乐	游族网络	65.34%	44.80%	海外加速扩张，爆款接力看点丰富	手游页游齐发力，海外市场表现亮眼，爆款接力、储备丰富
游戏娱乐	掌趣科技	-13.35%	-36.17%	断档期收入下滑，下半年业绩释放可期	老游戏流水稳健，新游上线有望释放业绩
影视动漫	中国电影	1.68%	-0.73%	电影龙头经营稳健，影视制片制作扭亏为盈	影视产业链完整，经营稳健，市场化进程不断推进
游戏娱乐	中文传媒	-1.76%	25.26%	新老业态双轮驱动，公司发展稳健	传统主业+新业态推动公司稳定增长，精品大作接档不断

数据来源：东北证券，Wind

表 14: 2017H1/2017H1 中报点评公司财务预测和推荐评级

公司名称	评级	股价	每股收益			市盈率		
			16A	17E	18E	16A	17E	18E
奥飞娱乐	增持	15.70	0.38	0.41	0.47	40.41	37.58	32.73
北京文化	买入	17.65	0.72	0.49	0.53	25.01	36.52	33.97
东方明珠	增持	21.00	1.11	1.29	1.40	18.87	16.20	14.94
分众传媒	买入	9.42	0.51	0.42	0.53	18.39	22.16	17.79
光线传媒	买入	8.94	0.25	0.31	0.40	34.45	28.38	21.52
华谊兄弟	增持	9.20	0.29	0.39	0.41	32.02	24.10	22.60
巨人网络	增持	43.99	0.88	0.62	0.75	48.75	68.38	57.08
恺英网络	买入	37.77	8.50	1.72	1.69	4.26	21.00	21.42
昆仑万维	买入	27.18	0.47	0.79	1.00	55.74	33.35	26.17
平治信息	买入	138.70	1.21	2.18	2.66	115.90	64.29	52.74
三七互娱	买入	停牌	0.51	0.82	0.96	42.12	26.21	22.41
完美世界	买入	33.10	0.84	1.12	1.39	41.52	31.25	25.20



皖新传媒	增持	12.60	0.53	0.60	0.71	23.71	20.90	17.77
万达电影	买入	停牌	1.16	1.37	1.69	44.72	38.06	30.78
文投控股	增持	停牌	0.36	0.39	0.50	61.65	58.06	44.52
新文化	买入	15.32	0.49	0.59	0.70	32.27	27.04	22.64
游族网络	买入	25.38	0.68	1.04	1.56	42.34	27.71	18.57
掌趣科技	增持	8.05	0.18	0.24	0.29	42.88	32.40	26.94
中国电影	买入	17.89	0.49	0.66	0.80	36.59	27.43	22.50
中文传媒	买入	23.66	0.94	1.19	1.35	24.81	19.59	17.33

数据来源：东北证券，Wind

## 风险提示

市场竞争加剧；项目延期；政策监管风险；产品表现不及预期。

### 分析师简介:

**颜书影:** 美国哥伦比亚大学金融数学硕士, 南京大学金融学专业学士, 2015年加入东北证券, 现任传媒行业分析师。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

### 东北证券股份有限公司

#### 中国 吉林省长春市

生态大街6666号  
邮编: 130119  
电话: 4006000686  
传真: (0431)85680032  
网址: <http://www.nesc.cn>

#### 中国 北京市西城区

锦什坊街28号  
恒奥中心D座  
邮编: 100033  
电话: (010)63210800  
传真: (010)63210867

#### 中国 上海市浦东新区

杨高南路729号  
邮编: 200127  
电话: (021)20361009  
传真: (021)20361258

#### 中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D  
邮编: 518000

### 机构销售

#### 华北地区

销售总监 李航  
电话: (010) 63210890  
手机: 185-1501-8255  
邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

#### 华东地区

销售总监 袁颖  
电话: (021) 20361100  
手机: 136-2169-3507  
邮箱: [yuanying@nesc.cn](mailto:yuanying@nesc.cn)

#### 华南地区

销售总监 邱晓星  
电话: (0755) 33975865  
手机: 186-6457-9712  
邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)