

传媒

证券研究报告

2020 年 05 月 11 日

19 年&20Q1 财报总结(总览篇): 商誉质押压力减弱, 现金流持续改善; 疫情影响当期, 中期复苏可期

19 年集中减值业绩继续磨底, 20Q1 疫情下冰火二重天, 我们维持年度策略观点, 看好分领域不同节奏的行情表现。19 年传媒 111 家样本公司总营收 4851 亿元, 同比增长 2.4%, 增速相比 18 年下降 8.6pct; 19 年总归母净利润 152 亿元, 同比下降 37.2% (18 年为同比下降 56.3%), 传媒板块营收及净利润低于全部 A 股及创业板增速。

传媒板块 18、19 年利润大幅下降, 除行业监管、去杠杆等因素外, 我们认为集中性减值为主要影响。我们将样本公司归母净利润与资产减值 (19 年包括信用减值), 以及与商誉减值损失分别相加, 分析剔除减值影响的增速趋势 (不考虑税收影响)。19 年“归母净利润+资产(信用)减值”指标同比下降 5.1%, “归母净利润+商誉减值”指标同比下降 17.4%, 剔除减值影响后, 板块业绩下滑程度相比于 18 年已经有所收窄。

传媒板块 20Q1 总营收同比下降 9.3%, 增速同比下降 12.5pct; 传媒板块营收增速下滑幅度虽仍大于全部 A 股及创业板整体, 但与大盘的增速差额相比 19 年全年已有所缩窄。20Q1 总归母净利润同比下降 38.4%, 19Q1 为同比下降 18.5%; 20Q1 总扣非后净利润同比下降 36.5%, 19Q1 为同比下降 9.9%。一季度新冠肺炎疫情的影响下, 线上娱乐如游戏、互联网理财受益外, 更多子板块仍受到冲击。随着疫情稳定, 分板块陆续走出低谷。

毛利率小幅下滑, 应收与应付周转率下降, 上下游账期均在延长, 经营性净现金流整体改善。19 年板块毛利率为 31.8%, 同比下降 0.4pct; 净利率为 3.7%, 同比下降 1.9pct; 20Q1 毛利率为 32.6%, 同比下降 0.3pct; 净利率为 7.9%, 同比下降 4.0pct。18、19 年板块净利率下滑较多主要为减值影响。板块 19 年应收周转率为 4.7 次, 同比下降 0.1 次; 应付周转率为 3.5 次, 同比下降 0.3 次; 存货周转率 5.7 次, 同比下降 0.1 次; 从趋势上看, 上下游应收/应付周转率均处于下降, 说明上下游账期均在延长; 存货周转率下降, 反应出存货转化为现金、应收账款速度下降。板块 19 年经营性现金流净额同比增长 48.4%, 经营性净现金流占营收比从 18 年的 11.8% 提升至 17.1%。

存货、应收减值及商誉压力大幅释放, 质押风险有所降低。传媒板块 19 年资产减值+信用减值损失总额为 420.6 亿元, 同比增长 16.5%, 其中商誉减值 217.2 亿元, 同比增长 6.1%; 板块 19 年剩余商誉为 949.5 亿元, 同比下降 12.8%, 经历两年减值后, 后续风险已大幅降低。同时板块 30% 以上质押比例公司数量减少, 质押状况相对改善。

板块估值修复, 机构配置持续提升。传媒板块 19 年起估值回升至 31.9x, 估值水平排在各行业第八, 位于中上游水平。19 年传媒行业指数上涨 24.4%, 涨幅靠前。截至 20 年 4 月 30 日, 板块估值继续提升至 36.1x, 位于各行业第七。20 年初至今传媒行业指数下跌 6.6%, 位于各行业中偏后水平。20Q1 基金配置继续增加, 20Q1 基金持文体娱乐业类别股票相对行业标准配置超配比例为 0.53pct, 基金重仓持股上, 持仓总市值前五个股分别为芒果超媒、完美世界、三七互娱、分众传媒、吉比特。

投资建议:我们在年度策略中提出传媒板块“否极泰来, 共振重生”, 在资本配置上, 板块已体现出向上趋势。同时提示 19 年开始, 传媒整体分析指导意义下降, 结构化更加明显。在盈利层面, 一方面受益疫情的龙头公司继续保持高增长, 另一方面在疫情逐步稳定下, 受损的营销、影视等板块也有望回暖。同时 5G 共振则提升板块中长期发展空间。从业绩角度出发, 我们继续推荐高成长性的在线经济, 关注游戏【三七、完美、世纪华通】等、在线理财【东财】、在线电商、长视频【芒果、华策】等, 以及 Q2 开始有望边际改善的营销行业包括【视觉、蓝标、分众】等、电影包括【万达、横店、光线、猫眼】等、及“付费+免费”模式持续释放业绩【掌阅】等。更多标的详见正文。

风险提示:疫情影响超预期, 经济政治环境风险, 监管趋严, 减值风险

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

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

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:一周观点:在线经济持续高景气, 电影如预期迎来催化剂》2020-05-10
- 2 《传媒-行业研究周报:五月策略:在线经济攻守兼备, 密切关注边际改善行业》2020-05-05
- 3 《传媒-行业专题研究:电影行业:利好信号初现, 回升拐点可期》2020-04-30



内容目录

1. 传媒板块整体成长能力：业绩继续磨底，剔除减值影响后降幅已有收窄	4
2. 传媒板块整体盈利能力：毛利率小幅下降，费用率有所提升	5
3. 传媒板块整体营运能力：应收、应付及存货周转率均下降	6
4. 传媒板块整体现金流量：经营性现金流有所改善	7
5. 传媒板块整体减值损失：减值压力大幅释放，20 年风险降低	9
6. 传媒板块质押率：高质押有所改善，国企情况更优	10
7. 传媒板块估值与基金持仓：估值进入修复阶段，基金持仓持续上行	12
7.1. 板块估值：19 年估值修复，20 年继续回暖	12
7.2. 基金持仓：19Q3 起文体行业配置增加，20Q1 继续上升	14
8. 投资建议及风险提示	15

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增速对比（整体法）	4
图 3：传媒互联网上市公司归母扣非净利润增速对比（整体法）	5
图 4：“归母净利润+资产减值”、“归母净利润+商誉”同比增速	5
图 5：传媒互联网上市公司毛利率、净利率变化（整体法）	6
图 6：传媒互联网上市公司四项费用率变化（整体法）	6
图 7：传媒互联网上市公司应收账款周转率、应付账款周转率、存货周转率变化（整体法）	7
图 8：传媒互联网上市公司 2017-2019 年，19Q1 和 20Q1 经营活动产生现金流量净额变化情况（整体法）	7
图 9：剔除东方财富后传媒板块 2017-2019 年，19Q1 和 20Q1 经营活动产生现金流量净额变化情况（整体法）	8
图 10：传媒板块上市公司 2017-2019 年，19Q1 和 20Q1 经营活动流入现金变化情况（整体法）	8
图 11：传媒板块上市公司 2017-2019 年，19Q1 和 20Q1 经营活动流出现金变化情况（整体法）	8
图 12：传媒互联网上市公司 2017-2019 资产（包括信用）减值损失总额变化情况	9
图 13：传媒互联网上市公司 2017-2019 存货跌价损失总额变化	9
图 14：传媒互联网上市公司 2017-2019 商誉减值总额变化情况	10
图 15：传媒互联网上市公司 2017-2019 商誉总额变化情况	10
图 16：传媒互联网行业板块市盈率	12
图 17：2019 年年底各行业市盈率情况	13
图 18：2020 年年初至今各行业市盈率情况	13
图 19：2019 年各行业指数涨跌幅	13
图 20：2020 年年初至今各行业指数涨跌幅	14
图 21：2016Q1-2020Q1 基金文体娱乐类股票持仓情况（统计范围为正在发行基金）	14

表 1：传媒互联网公司质押率情况（截止 2020 年 4 月 30 日）	11
表 2：2020Q1 基金重仓股持股市值前 30 个股（申万一级传媒分类）	14

1. 传媒板块整体成长能力：业绩继续磨底，剔除减值影响后降幅已有收窄

考虑财务指标的可比性和完整度，我们选取传媒板块 111 家公司作为样本进行数据分析。

2019 年整体营收及净利润表现：

传媒板块 19 年总营收 4851 亿元，同比增长 2.4%，增速相比 18 年下降 8.6pct；并低于全部 A 股及创业板营收增速。19 年总归母净利润 152 亿元，同比下降 37.2%，18 年为同比下降 56.3%。19 年总扣非后净利润 4.5 亿，同比下降 95.7%，18 年为同比下降 74.5%。

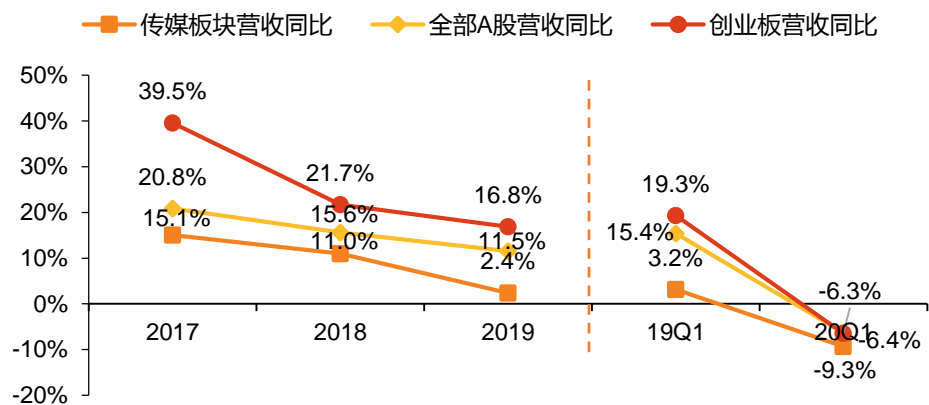
传媒板块 18、19 年均有利润大幅下降，除行业监管等带来的经营因素外，我们认为集中性减值为重要影响因素。扣非后净利润下滑幅度更大，我们认为主要是由于资产减值及信用减值损失包含在经营性损益中，在扣非后净利润指标里影响权重增加带来。

20Q1 整体营收及净利润表现：

传媒板块 20Q1 总营收同比下降 9.3%，增速同比 19Q1 下降 12.5pct；传媒板块营收增速下滑幅度虽仍大于全部 A 股及创业板整体，但与大盘的增速差额相比 19 年全年有所缩窄。

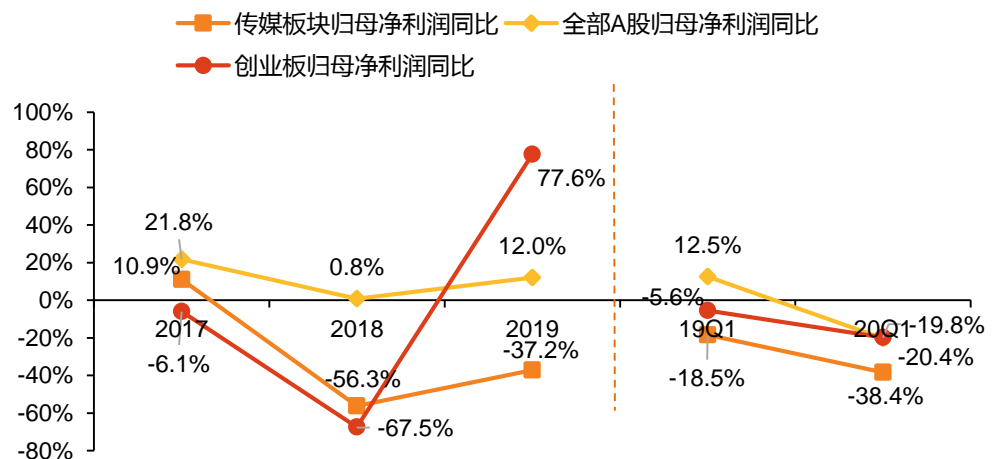
20Q1 总归母净利润同比下降 38.4%，19Q1 为同比下降 18.5%；20Q1 总扣非后净利润同比下降 36.5%，19Q1 为同比下降 9.9%。一季度新冠肺炎疫情的影响下，除线上娱乐受益外，板块整体营收及利润仍受到冲击。

图 1：传媒互联网上市公司营收增速对比（整体法）



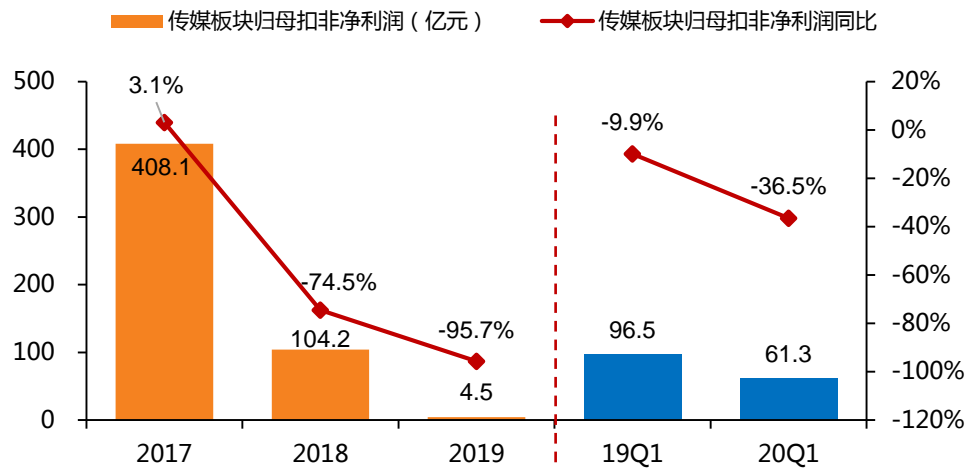
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：传媒互联网上市公司归母净利润增速对比（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：传媒互联网上市公司归母扣非净利润增速对比（整体法）

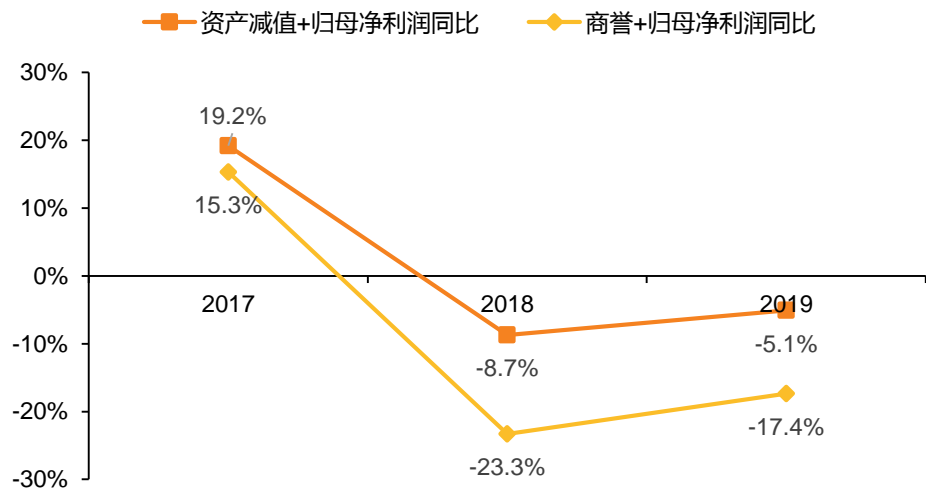


资料来源：wind、天风证券研究所

我们将样本公司归母净利润与资产减值（19年包括信用减值），以及与商誉减值损失分别相加，分析剔除减值影响的增速趋势（不考虑税收影响）。

2019年“归母净利润+资产（信用）减值”指标同比下降5.1%，2019年“归母净利润+商誉减值”指标同比下降17.4%；因而可以看到，剔除减值影响后，板块业绩下滑程度相比于18年已经有所收窄。

图 4：“归母净利润+资产减值”、“归母净利润+商誉”同比增速

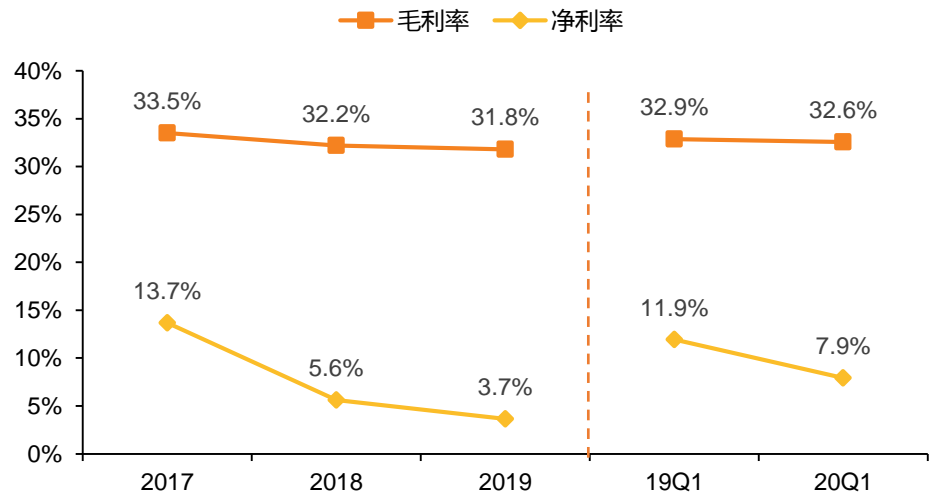


资料来源：wind、天风证券研究所

2. 传媒板块整体盈利能力：毛利率小幅下降，费用率有所提升

采用整体法计算，19年传媒板块销售毛利率为31.8%，同比下降0.4pct；销售净利率为3.7%，同比下降1.9pct；20Q1年传媒板块销售毛利率为32.6%，同比下降0.3pct；销售净利率为7.9%，同比下降4.0pct。18、19年板块净利率下滑幅度较大主要为减值影响。

图 5：传媒互联网上市公司毛利率、净利率变化（整体法）

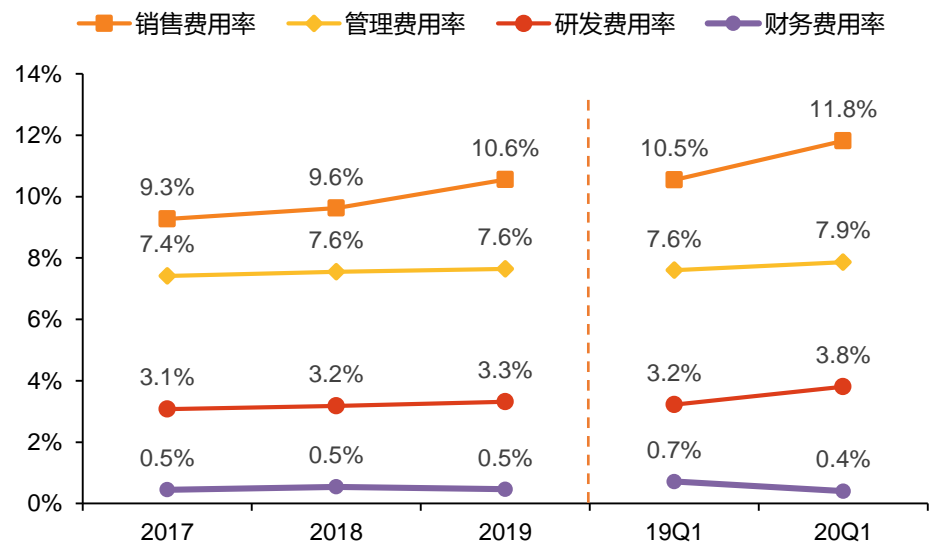


资料来源：wind、天风证券研究所

采用整体法计算,传媒板块 19 年销售费用率为 10.6%,同比提高 1.0pct,管理费用率为 7.6%,同比上升 0.09pct,研发费用率 3.3%,同比上升 0.1pct,财务费用率为 0.5%,同比上升 0.07pct;

20Q1 板块销售费用率为 11.8%,同比上升 1.3pct,管理费用率为 7.9%,同比上升 0.3pct,研发费用率 3.8%,同比上升 0.6pct,财务费用率为 0.4%,同比下降 0.3pct。一季度板块销售、管理及研发费用率均有提升,我们认为由于疫情下业务收入受到影响,但部分相对刚性或维持运营的费用支出仍存在带来。

图 6：传媒互联网上市公司四项费用率变化（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所

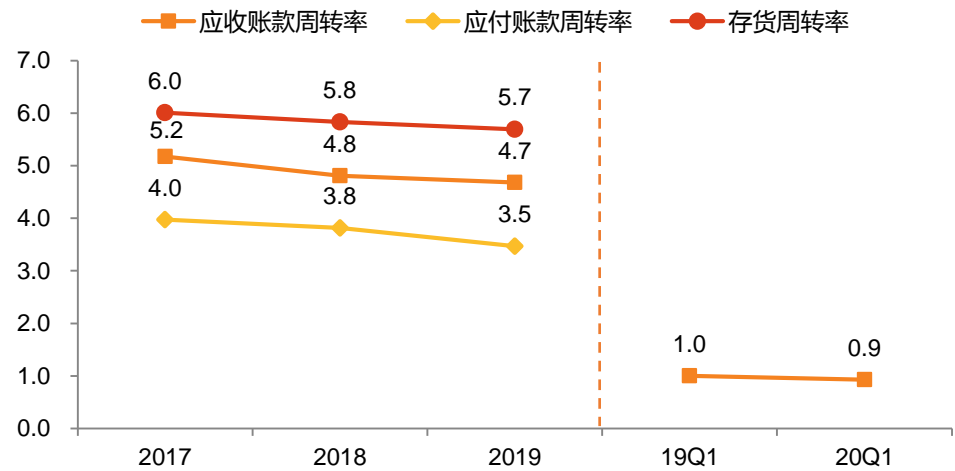
3. 传媒板块整体营运能力：应收、应付及存货周转率均下降

采用整体法计算,传媒板块 19 年应收账款周转率为 4.7 次,同比下降 0.1 次;应付账款周转率为 3.5 次,同比下降 0.3 次;存货周转率 5.7 次,同比下降 0.1 次;从趋势上看,上下游应收/应付周转率均处于下降,说明上下游账期均在延长;存货周转率下降,反应出存货转化为现金、应收账款速度下降。

20Q1 年板块应收账款周转率为 0.9 次,同比下降 0.1 次;(由于 19Q1 应付账款及应付票

据合并，缺少同口径数据对比，20Q1 存货会计计量准则有变，因而 20Q1 仅计算应收账款周转率变化)。

图 7：传媒互联网上市公司应收账款周转率、应付账款周转率、存货周转率变化（整体法）



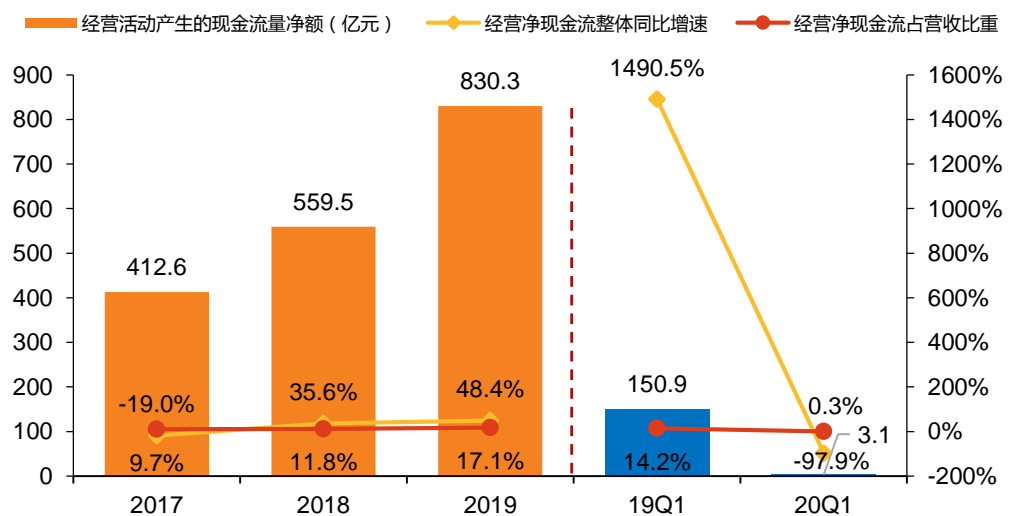
资料来源：wind、天风证券研究所

4. 传媒板块整体现金流量：经营性现金流有所改善

采用整体法计算，传媒板块 2019 年经营性现金流净额总计 830.3 亿元，同比增长 48.4%，经营性现金流量净额占营业收入比重从 2018 年的 11.8% 提升至 17.1%。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，2019 年经营性现金流净额总计 713.1 亿元，同比增长 33.8%，经营性现金流量净额占营业收入比重为 14.7%。

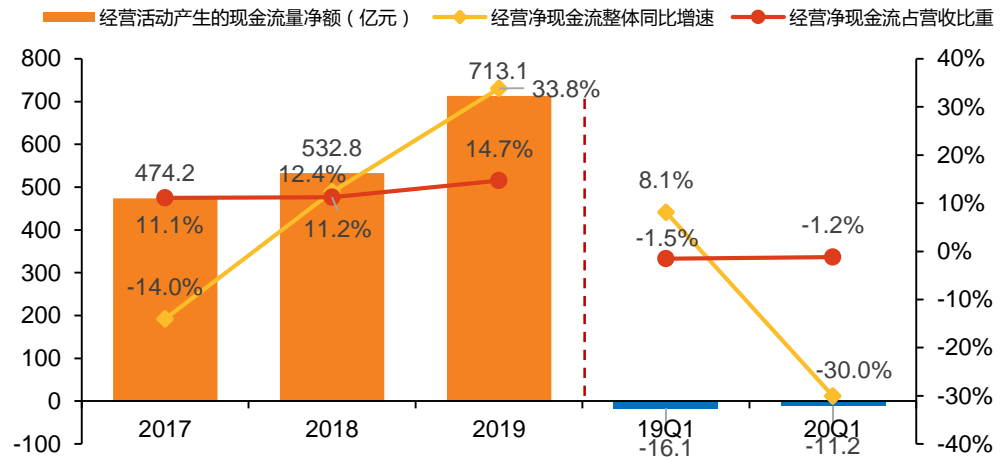
2020Q1 经营性现金流净额总计 3.1 亿元，去年同期为 150.9 亿元；剔除东方财富后，2020Q1 经营性现金流净额总计 -11.2 亿元，去年同期为 -16.1 亿元，经营性现金流体现改善。

图 8：传媒互联网上市公司 2017-2019 年，19Q1 和 20Q1 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

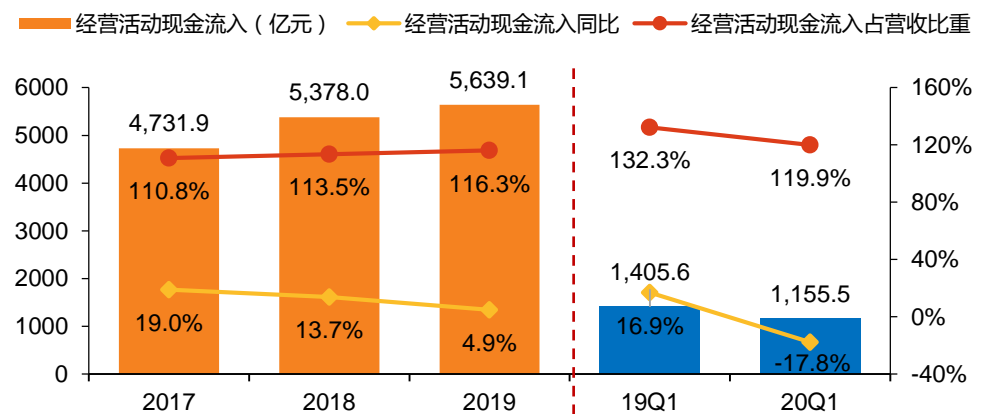
图 9：剔除东方财富后传媒板块 2017-2019 年，19Q1 和 20Q1 经营活动产生现金流量净额变化情况（整体法）



资料来源：wind、天风证券研究所；注：2019 年剔除波动和体量较大的东方财富

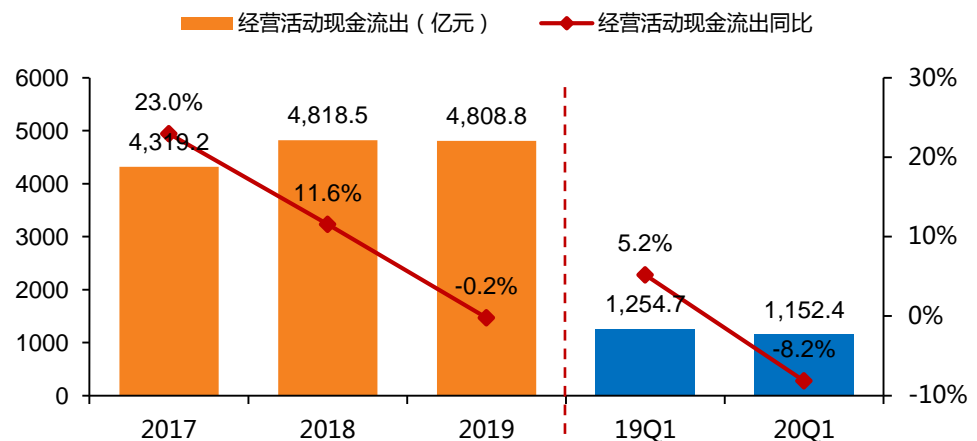
2019 年和 2020Q1 板块经营性现金流入分别为 5639.1 亿元、1155.5 亿元，持续高于板块营业收入，表明板块通过经营活动获取现金能力较强；2019 年和 20Q1 现金流入同比增速为 4.9%和-17.8%，对应现金流出同比增速为-0.2%和-8.2%。

图 10：传媒板块上市公司 2017-2019 年，19Q1 和 20Q1 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 11：传媒板块上市公司 2017-2019 年，19Q1 和 20Q1 经营活动流出现金变化情况（整体法）

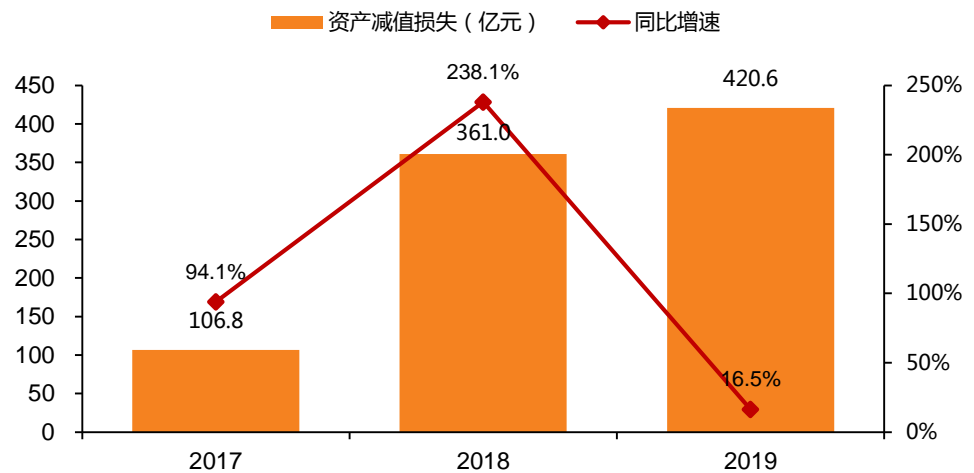


资料来源：wind、天风证券研究所

5. 传媒板块整体减值损失：减值压力大幅释放，20 年风险降低

传媒板块 2019 年资产减值+信用减值损失总额为 420.6 亿元，同比增长 16.5%，减值损失最高的前五家传媒公司分别为万达电影（59.1 亿）、艾格拉斯（31.3 亿）、金科文化（30.9 亿）、华谊兄弟（29.6 亿）、捷成股份（28.0 亿），合计 178.9 亿元。

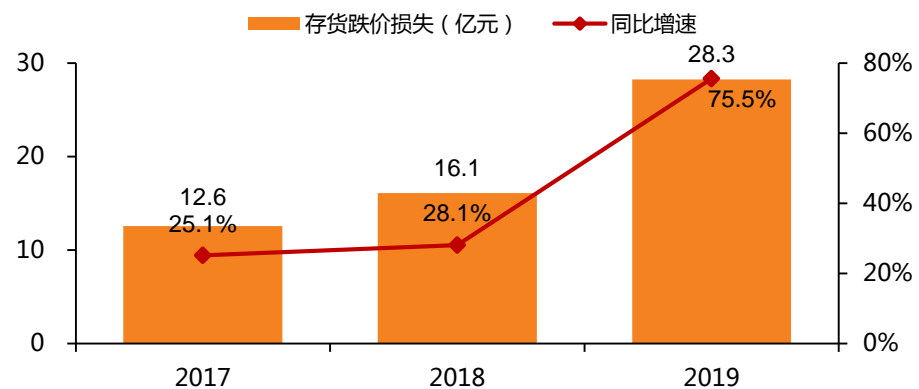
图 12：传媒互联网上市公司 2017-2019 资产（包括信用）减值损失总额变化情况



资料来源：wind、天风证券研究所；注：2019 年起增加信用减值损失项

其中 2019 年资产减值项中存货跌价损失总额为 28.3 亿元，同比增长 75.5%，除出版公司每年均有减值外，19 年增量存货减值主要来自影视公司。

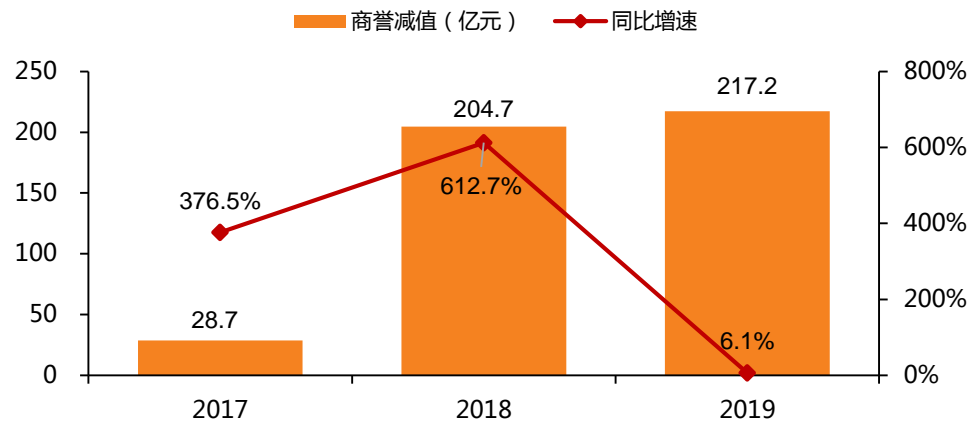
图 13：传媒互联网上市公司 2017-2019 存货跌价损失总额变化



资料来源：wind、天风证券研究所

2019 年资产减值项中商誉减值总额为 217.2 亿元，同比增长 6.1%，其中万达电影、艾格拉斯、科达股份、恺英网络的损失金额较大，合计为 132.3 亿元。

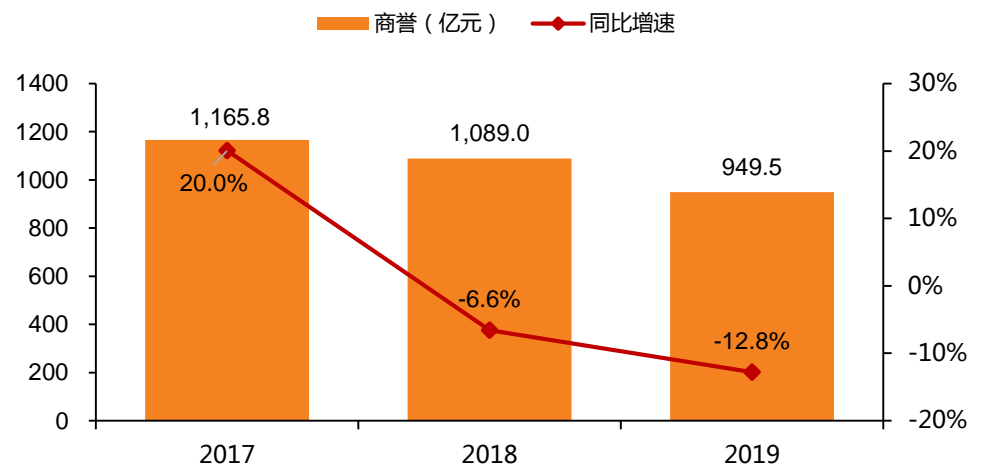
图 14：传媒互联网上市公司 2017-2019 商誉减值总额变化情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

剩余商誉看，传媒板块 2019 年整体商誉为 949.5 亿元，同比下降 12.8%，板块商誉压力经历 18、19 年两年减值后，已有所释放。目前商誉最高的前五家传媒公司分别为世纪华通（153.2 亿）、万达电影（80.0 亿）、蓝色光标（49.0 亿）、浙数文化（42.2 亿）、金科文化（36.5 亿）。

图 15：传媒互联网上市公司 2017-2019 商誉总额变化情况



资料来源：wind、天风证券研究所

6. 传媒板块质押率：高质押有所改善，国企情况更优

截止 2020 年 4 月 30 日，传媒板块 111 家公司中，质押率在 50% 以上的公司有 4 家，质押率介于 30%-50% 的公司有 12 家，质押率介于 10%-30% 间的公司有 34 家，另外质押率在 10% 以下的公司有 61 家，其中包括 33 家完全没有质押的公司。19 年三季度末，板块质押比例 30% 以上的公司有 24 家，20 年 4 月底下降到 16 家，板块质押情况有所改善。板块内国企如芒果超媒、人民网及国有出版公司等，基本无质押。

表 1：传媒互联网公司质押率情况（截止 2020 年 4 月 30 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	71.0	100.0	57	东方财富	7.0	30.1
2	美盛文化	59.3	97.4	58	新经典	6.7	12.6
3	金科文化	54.6	99.6	59	新媒股份	5.4	
4	巨人网络	51.4	80.9	60	元隆雅图	5.0	6.1
5	艾格拉斯	48.7	91.4	61	省广集团	5.0	18.0
6	腾信股份	47.5	99.9	62	昆仑万维	4.9	
7	唐德影视	45.6	99.8	63	歌华有线	4.9	
8	欢瑞世纪	43.7	98.9	64	每日互动	4.6	
9	引力传媒	43.6	79.9	65	凯撒文化	4.6	0.0
10	恺英网络	39.5	100.0	66	万达电影	4.0	
11	当代明诚	39.2	78.7	67	三七互娱	3.6	9.7
12	易尚展示	38.0	100.0	68	安妮股份	3.2	0.0
13	宣亚国际	34.7	41.2	69	吉视传媒	2.9	0.0
14	文投控股	34.2	34.4	70	吉比特	2.8	9.1
15	世纪华通	31.3	80.8	71	粤传媒	1.7	
16	思美传媒	30.7	100.0	72	浙数文化	1.2	
17	游族网络	29.6	96.0	73	中体产业	1.1	
18	完美世界	28.6	56.3	74	东方明珠	1.0	
19	联络互动	28.0	99.8	75	分众传媒	0.8	
20	天舟文化	27.6	98.1	76	电广传媒	0.4	
21	华谊兄弟	26.3	91.7	77	中文传媒	0.4	
22	北京文化	26.0		78	掌趣科技	0.3	0.0
23	恒信东方	25.6	69.1	79	华媒控股	0.0	
24	迅游科技	25.4	100.0	80	华数传媒	0.0	
25	捷成股份	24.8	89.0	81	中国电影	0.0	
26	视觉中国	24.8	54.6	82	上海电影	0.0	
27	华录百纳	24.0	70.8	83	中原传媒	0.0	
28	蓝色光标	23.9	29.0	84	天威视讯	0.0	
29	龙韵股份	23.1	70.3	85	冰川网络	0.0	0.0
30	光线传媒	22.4	50.8	86	中视传媒	0.0	
31	顺网科技	22.3	55.2	87	北巴传媒	0.0	
32	佳云科技	21.9	75.0	88	时代出版	0.0	
33	华谊嘉信	21.9	70.7	89	长江传媒	0.0	
34	姚记科技	21.8	48.2	90	新华传媒	0.0	
35	鹿港文化	19.9	40.4	91	广电网络	0.0	
36	利欧股份	18.5	80.7	92	博瑞传播	0.0	
37	智度股份	16.7	0.0	93	广西广电	0.0	
38	平治信息	16.4	64.1	94	中南传媒	0.0	
39	星辉娱乐	16.2	42.0	95	皖新传媒	0.0	
40	华策影视	15.7	37.9	96	新华文轩	0.0	
41	拉卡拉	15.6		97	中国科传	0.0	
42	盛天网络	15.5	46.3	98	南方传媒	0.0	
43	科达股份	13.3	76.0	99	凤凰传媒	0.0	
44	宝通科技	12.8	56.2	100	出版传媒	0.0	

45	江苏有线	12.4		101	人民网	0.0
46	新文化	12.2		102	新华网	0.0
47	掌阅科技	12.2	14.9	103	读者传媒	0.0
48	华闻集团	11.0	99.8	104	贵广网络	0.0
49	值得买	10.8	14.7	105	中国出版	0.0
50	奥飞娱乐	10.4	18.5	106	中广天择	0.0
51	中文在线	8.6	57.1	107	金逸影视	0.0
52	湖北广电	7.8		108	横店影视	0.0
53	电魂网络	7.5	55.2	109	山东出版	0.0
54	华扬联众	7.3	0.0	110	号百控股	0.0
55	幸福蓝海	7.2		111	芒果超媒	0.0
56	慈文传媒	7.2		112		

资料来源：wind、天风证券研究所；注：根据 wind 披露整理，与实际情况可能有偏差

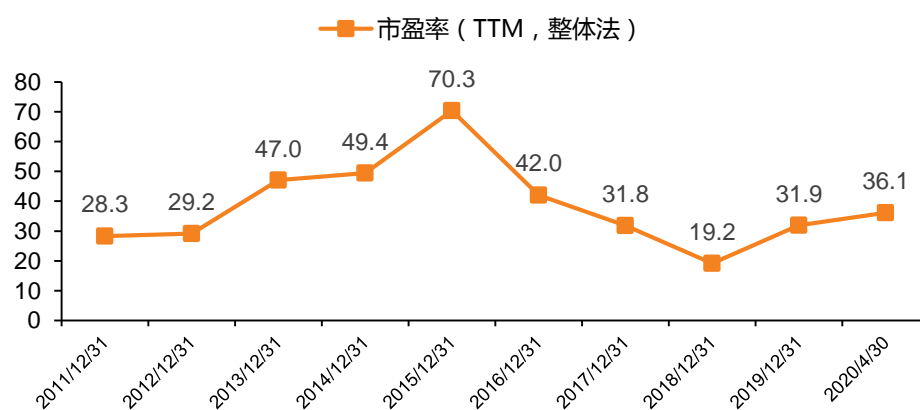
7. 传媒板块估值与基金持仓：估值进入修复阶段，基金持仓持续上行

7.1. 板块估值：19 年估值修复，20 年继续回暖

传媒互联网板块估值从 2012 年到 2015 年一路攀升，2016 年至 2018 估值下滑，2019 年估值则有所回升，为 31.9x，估值水平排在各行业第八，位于中上游水平。2019 年传媒行业指数上涨 24.4%，涨幅靠前。

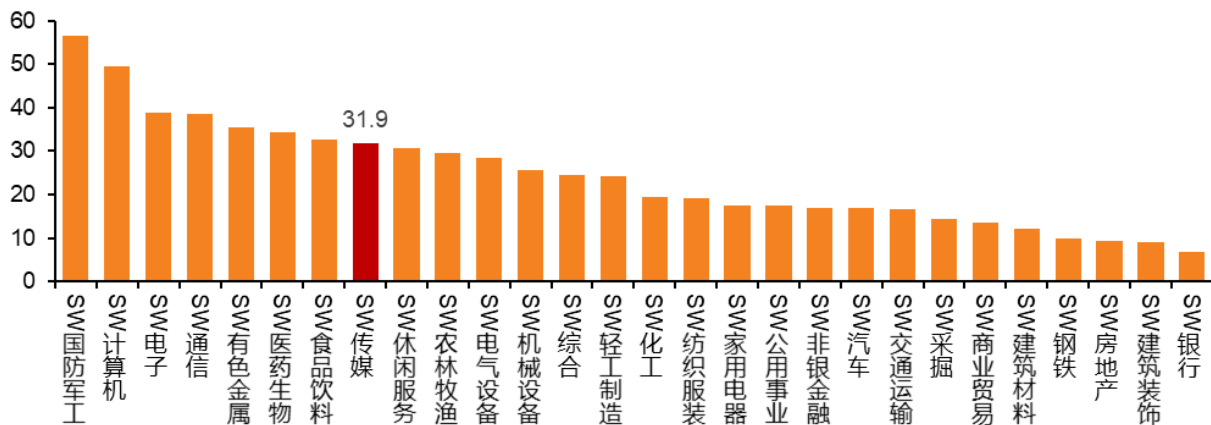
截至 20 年 4 月 30 日，板块估值继续回升至 36.1x，位于各行业第七。20 年初至今传媒行业指数下跌 6.6%，位于各行业中段偏后。

图 16：传媒互联网行业板块市盈率



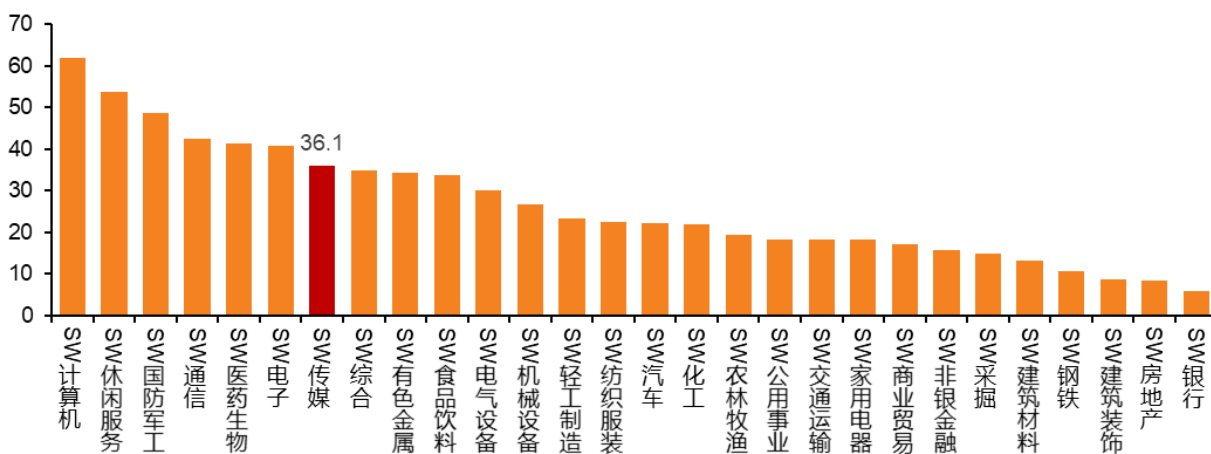
资料来源：wind，天风证券研究所 注：采用申万一级行业指数，采用 TTM 和整体法计算市盈率，已剔除负值，更新日期截止到 2020 年 4 月 30 日

图 17：2019 年年底各行业市盈率情况



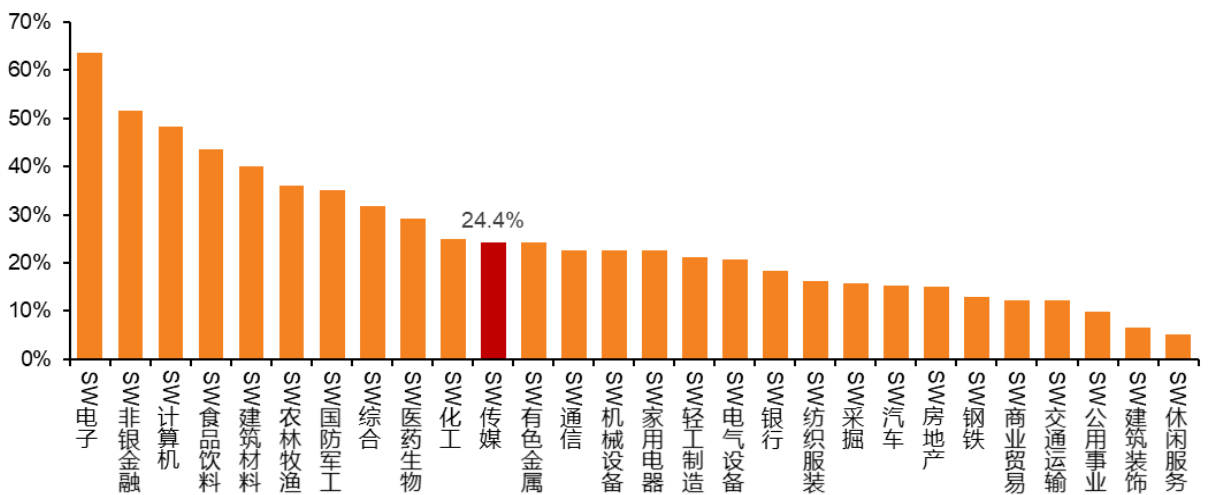
资料来源：wind、天风证券研究所 注：截至 2019 年 12 月 31 日收盘，采用申万一级行业指数，已剔除负值，采用 TTM 和整体法计算市盈率

图 18：2020 年年初至今各行业市盈率情况



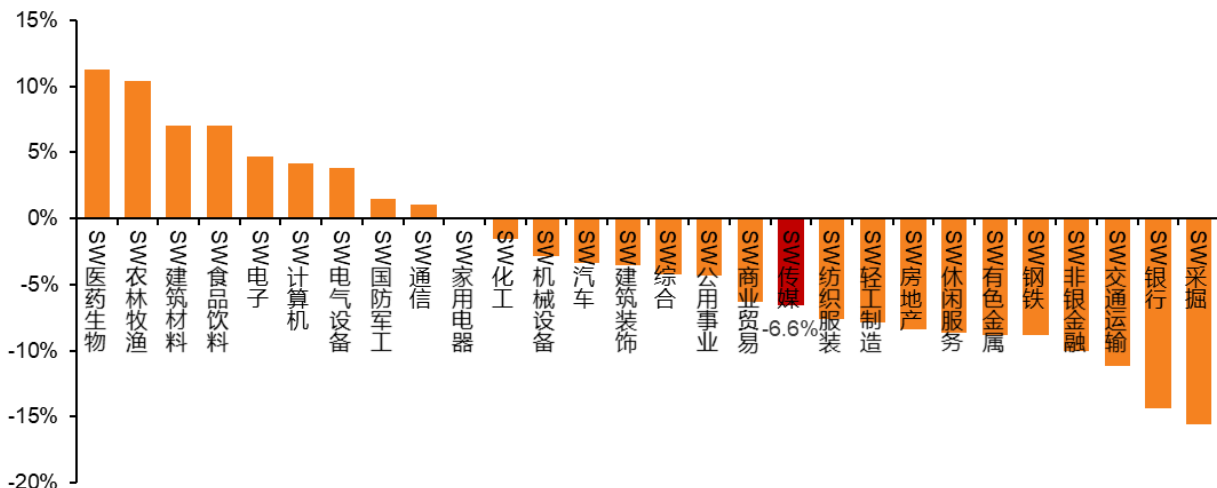
资料来源：wind、天风证券研究所 注：截至 2020 年 4 月 30 日收盘，采用申万一级行业指数，已剔除负值，采用 TTM 和整体法计算市盈率

图 19：2019 年各行业指数涨跌幅



资料来源：wind、天风证券研究所 注：截至 2019 年 12 月 31 日收盘，算术平均计算涨跌幅，采用申万一级行业指数

图 20：2020 年年初至今各行业指数涨跌幅

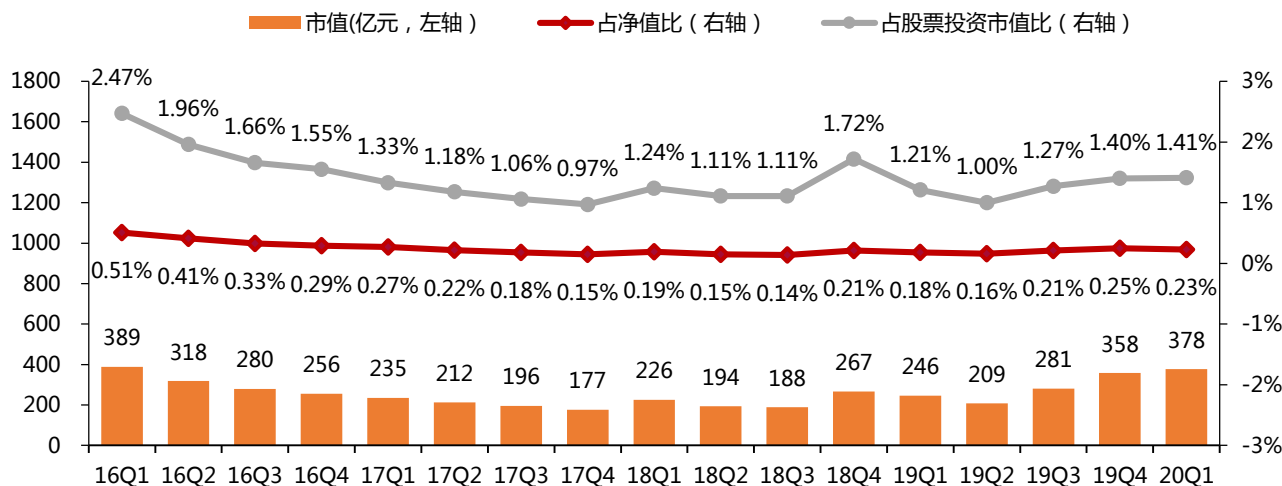


资料来源：wind、天风证券研究所 注：截至 2020 年 4 月 30 日收盘，算术平均计算涨跌幅，采用申万一级行业指数

7.2. 基金持仓：19Q3 起文体行业配置增加，20Q1 继续上升

20Q1 传媒行业基金配置继续增加。根据基金股票组合行业分布汇总，截至 20Q1，基金文化、体育和娱乐业类别股票持仓市值 378 亿，占净值比为 0.23%，占股票投资市值比为 0.41%，持仓市值及占市值比重占比从 19 年三季报开始提升。20Q1 基金持文体娱乐业类别股票相对行业标准配置超配比例为 0.53pct。

图 21：2016Q1-2020Q1 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

从基金 20Q1 季报披露的重仓股数据看，我们以申万一级分类为标准，基金重仓持股总市值前五个股分别为芒果超媒、完美世界、三七互娱、分众传媒、吉比特。

表 2：2020Q1 基金重仓股持股市值前 30 个股（申万一级传媒分类）

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)
300413.SZ	芒果超媒	102	18,126	21.73	78.87
002624.SZ	完美世界	191	11,886	10.25	56.48
002555.SZ	三七互娱	193	17,131	13.00	55.90
002027.SZ	分众传媒	38	99,184	6.76	43.84

603444.SH	吉比特	101	877	12.25	36.00
002607.SZ	中公教育	39	9,819	11.97	22.36
300059.SZ	东方财富	100	13,040	2.39	20.93
300792.SZ	壹网壹创	31	688	34.40	15.62
300770.SZ	新媒股份	25	631	19.66	9.72
300113.SZ	顺网科技	13	4,172	8.73	8.97
300315.SZ	掌趣科技	25	16,374	6.30	8.48
300226.SZ	上海钢联	11	1,242	8.13	8.46
002739.SZ	万达电影	7	5,175	2.94	8.15
002123.SZ	梦网集团	6	5,953	8.96	7.97
002602.SZ	世纪华通	37	6,439	2.48	7.88
603096.SH	新经典	10	1,490	27.44	7.68
300133.SZ	华策影视	10	10,714	7.76	7.13
300251.SZ	光线传媒	17	5,004	1.80	4.46
002292.SZ	奥飞娱乐	3	6,050	7.44	4.39
002174.SZ	游族网络	22	2,120	3.20	3.98
300788.SZ	中信出版	6	655	13.78	2.59
601098.SH	中南传媒	5	2,195	1.22	2.33
300459.SZ	金科文化	9	5,253	2.32	1.55
002131.SZ	利欧股份	10	3,239	0.56	1.19
300785.SZ	值得买	1	68	5.08	0.97
002343.SZ	慈文传媒	3	1,021	2.54	0.82
002621.SZ	美吉姆	2	769	1.41	0.81
603613.SH	国联股份	7	74	2.11	0.73
300031.SZ	宝通科技	5	395	1.22	0.72
300192.SZ	科斯伍德	3	392	2.27	0.69

资料来源：wind、天风证券研究所

8. 投资建议及风险提示

我们在 20 年年度策略中提出传媒板块“否极泰来，共振重生”，在资本配置上，板块已体现出向上趋势，同时提示 19 年开始，传媒整体分析指导意义下降，结构分化更加明显。在盈利层面，一方面受益疫情的龙头公司继续保持高增长，另一方面在疫情逐步稳定下，受损的营销、影视等板块也有望回暖。同时 5G 共振则提升板块中长期发展空间。

从业绩角度出发，我们一方面延续在线消费&5G 相关主线不变（游戏、电商、在线券商）等，另一方面关注 Q2 有望获得边际改善的领域如营销板块、电影板块和电商 618 大促。

1) 游戏业绩兑现度较高，中长期 5G 云游戏 VR 支撑长线估值，关注【三七（利润 20Q1 同比+60%）、世纪华通（20Q1 利润同比+258%）、完美（游戏净利润+67%）、吉比特（20Q1 利润+51%）、掌趣、游族、宝通（20Q1 利润+35%）、姚记（20Q1 利润同比+1160%）】及【巨人、顺网、凯撒、港股心动、中手游、昆仑】等。

2) 在线理财活跃具备弹性，2 月初开始重点提示，在线券商业绩弹性明显，中长期受益资本市场改革，重点推荐业绩兑现【五月金股东财（Q1 净利润+126%）】，一并关注【同花顺、指南针、财富趋势】等。

3) 电影板块，我们 4 月 30 日外发报告明确提示利好信号初现，两会时间确定，预示当前新冠肺炎疫情防控形势持续向好，国务院政策线下娱乐解禁将迎来电影行业回升拐点，提示行业价值，关注院线【万达、横店】，电影制作及发行【光线、猫眼、华谊（拟定增募集 23 亿元）】等。

4) 营销板块, 判断 Q2 开始将体现边际改善, 持续关注修复力度; MCN、出海、RCS 新兴领域成为营销公司转型升级方向。综合营销【蓝色光标 (20Q1 扣非利润+15%)、利欧、华扬、省广】等, MCN【值得买、天龙集团、立昂技术、星期六、中广天择, 以及港股微盟、有赞】等, 中概【京东、阿里、拼多多、唯品会】, 企稳待 Q2 拐点【视觉、分众、每日互动】。

5) 长视频&大屏视听&在线教育, 互联网及家庭广电均受益, 影视公司视频平台发布行业自救联合协议, 关注平台【芒果 (Q1 净利润+15%)、B 站、爱奇艺、新媒 (Q1 净利润+96%)】; 短期有存货储备公司受益消化加速, 中长期受益集中度提升, 推荐电视剧龙头【华策 (Q1 净利润+205%)】。

6) 在线阅读, 免费模式带来行业新增量, 重点推荐“付费+免费”模式持续释放业绩, 兑现高增长【掌阅 (Q1 净利润+78%)】, 内容巨头【阅文】管理层变更或将带来公司经营战略转变, 一并关注【平治、中文在线】;

7) 5G 大背景下, 广电“全国一网”整合已纳入深改委重点工作, 2020 年为整合收官之年, 整合后广电将成为继移动、电信、联通后的“第四运营商”, 板块有望迎来价值重估。关注央视旗下融媒体稀缺平台【中视传媒】, 地方广电关注【广电网络、贵广、华数、湖北广电、歌华、东方明珠】等。VR/AR 关注【恒信东方、岭南股份、宝通】等; 其他领域独角兽关注【三六零、拉卡拉】。

风险提示:

疫情影响。若疫情影响超预期, 则可能出现板块业绩下滑幅度超预期, 板块业绩企稳时间延后的风险。

经济政治环境风险。国际政治经济环境变化, 以及疫情影响下实体经济变化对板块内标的业务影响风险。

监管趋严。传媒作为意识形态相关行业, 内容监管影响项目推进, 及相关业绩确认程度。

商誉减值风险。板块 18、19 年集中减值后, 仍存在较高账面商誉, 不排除继续存在商誉减值风险。

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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