

行业研究/专题研究

2020年05月13日

行业评级:

传媒 增持(维持)

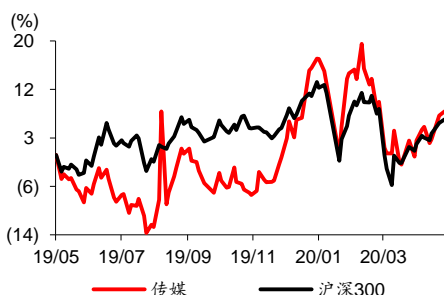
朱璐 执业证书编号: S0570520040004
研究员 zhujun016731@htsc.com

周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

相关研究

- 1《传媒:影院复工在即,关注板块机会》2020.05
- 2《传媒:拥抱龙头,线上娱乐高景气》2020.05
- 3《万达电影(002739 SZ,增持):等候恢复,龙头集中度有望提升》2020.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

拥抱龙头, 线上娱乐经济高景气度

传媒行业 2019 及 20Q1 业绩回顾

行业较分化, 线上娱乐高景气度, 龙头表现亮眼

传媒(中信传媒指数成份股)行业 19 年营收 4,975 亿元, 同增 1.03%; 归母净利润-171 亿元, 亏损扩大(18 年-132 亿元)。行业整体增速放缓, 利润端主要受商誉减值影响; 20Q1 受疫情影响, 利润大幅下滑。细分行业上, 在线行业(游戏、视频、OTT 等)景气度相对较高, 线下如院线行业尚需等待具体复工政策; 建议围绕景气度和业绩优质方向布局, 其中游戏整体业绩相对突出, 是配置首选。电影和院线有复工预期, 现时点建议关注。关注各细分领域龙头, 相对竞争优势强, 抗风险能力高。关注基于新模式、互联网流量聚集的营销公司、MCN 机构等, 仍处于新赛道红利期。

游戏及互联网: 手游维持高景气度, 互联网红利赛道百花齐放

游戏板块 19 年营收 735 亿元, 同增 13.3%; 归母净利润-11.53 亿元(18 年-14.36 亿元)。剔除大额商誉减值影响后, 归母净利润 108 亿元, 同增 23.75%; 互联网板块, 剔除重大收购影响及非经常性损益变动较大的标的后, 19 年营收 2196 亿元, 同增 25.99%, 归母净利 44 亿元, 同增 52.46%。游戏行业呈现两级分化的态势, 龙头公司相对业绩表现亮眼, 手游行业持续高景气度; 互联网行业中, 互联网金融、视频 OTT、MCN、电商代运营、工业互联网等相关板块的上市龙头公司业绩表现都较突出, 实现快速增长。

广告营销和影视院线: 行业相对承压, 等待复苏

营销板块 19 年营收 1707 亿元, 同增 5.4%, 归母净利-14 亿元(18 年-36.32 亿元), 剔除商誉减值影响后, 归母净利润 49.62 亿元, 同降 26.27%; 动漫影视行业 19 年营收 248 亿元, 同降 29.73%, 归母净利润-135 亿元; 院线板块 19 年营收 349 亿元, 同比基本持平, 归母净利-31 亿元; 20Q1 受疫情影响, 影院暂停营业, 院线均不同程度亏损。我们认为疫情后行业将逐步复苏, 期待广告投放和需求的恢复, 及影院和影视内容生产的复工。

教育出版: 线上及数字业务稳定发展; 广电: 传统业务受 IPTV/OTT 冲击

教育板块 19 年营收 328 亿元, 同增 10.42%, 归母净利润 5.52 亿元, 同增 109.51%; 出版板块 19 年营收 1187 亿, 同增 2.43%, 归母净利润 129 亿元, 同增 12.75%; 广电板块 19 年营收 502 亿元, 同降 9.66%, 归母净利润 45 亿元, 同降 18.31%。20Q1 受疫情影响, 线下教育停滞, 在线教育增长较快, 渗透度快速提升。出版行业稳定增长。广电行业传统业务受 IPTV/OTT 等冲击, 业绩持续下滑。

投资建议: 围绕线上娱乐等高景气度方向布局, 精选各行业龙头

游戏推荐三七互娱、完美世界、宝通科技, 关注世纪华通、吉比特; 在线视频关注芒果超媒; OTT 推荐新媒股份; 营销关注分众传媒、蓝色光标; 影视推荐光线传媒、关注慈文传媒; 院线推荐万达电影; 出版关注中南传媒、中信出版、新经典; 广电关注东方明珠。

风险提示: 内容产品效果不达预期, 线下文娱行业复工时间不达预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002555	三七互娱	37.21	买入	1.00	1.31	1.57	1.86	37.21	28.40	23.70	20.01
300770	新媒股份	168.98	买入	3.08	4.51	5.91	6.98	54.86	37.47	28.59	24.21
002624	完美世界	45.10	买入	1.16	1.83	2.15	2.46	38.88	24.64	20.98	18.33

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

2019 年报及 2020 年一季报业绩整体情况	5
行业整体仍位于低点，利润受商誉减值影响较大	5
游戏行业：手游持续高景气度，龙头公司表现亮眼	7
行业整体情况	7
各公司业绩增速区间	7
重点公司业绩及经营情况	12
三七互娱：自研投入持续扩大，践行精品化和多元化策略，出海前景可期	12
完美世界：游戏业务保持高增长，影视业务有望回暖	12
世纪华通：并表盛趣，期待新游表现	12
吉比特：《问道手游》助推业绩增长，2020 储备丰富	13
板块估值	13
互联网行业：细分红利赛道百花齐放，享受高成长	14
行业整体情况	14
各公司业绩增速区间	14
重点公司业绩及经营情况	18
芒果超媒：优质自制内容为基石，会员、广告和运营商业业务同步拓展	18
新媒股份：IPTV 业务营收显著提升，云视听系列 APP 助 OTT 领跑	19
板块估值	19
营销行业：受外部环境影响行业结构分化，关注新营销方向	20
行业整体情况	20
各公司业绩增速区间	20
重点公司业绩及经营情况	25
分众传媒：短期业绩承压，静待疫情后广告投放需求恢复	25
蓝色光标：出海业务拉动收入高增，短视频广告业务成为潜力增长点	25
板块估值	26
动漫影视行业：行业筑底，重点消化库存，期待回升	27
行业整体情况	27
各公司业绩增速区间	27
重点公司业绩及经营情况	30
光线传媒：电影电视剧业务表现良好，领跑国内动漫电影领域	30
慈文传媒：国资支持的影视剧领头羊	30
板块估值	30
电影院线行业：静待复工，供给侧改革存机遇	31
行业整体情况	31
各公司业绩增速区间	31
重点公司业绩及经营情况	32
万达电影：等候行业复工，龙头集中度有望提升	32

板块估值.....	32
出版行业：行业整体稳步发展，疫情后线下需求有望回暖	33
行业整体情况	33
各公司业绩增速区间.....	33
重点公司业绩及经营情况	36
中南传媒：图书出版发行业务稳健提升，不断开拓数字化媒体教育服务	36
中信出版：主营图书出版与发行保持增长，数字阅读及书店业务发展潜力大	36
新经典：业务聚焦，文学和少儿优势品类健康增长，大力拓展海外市场	37
板块估值.....	37
广电行业：传统业务继续下滑，IPTV/OTT 等持续提升.....	38
行业整体情况	38
各公司业绩增速区间.....	38
重点公司业绩及经营情况	40
东方明珠：紧抓云计算技术实现科技赋能业务，产业架构持续优化，四大产业板 块驱动.....	40
板块估值.....	41
教育行业：疫情下线上教育加速渗透.....	42
行业整体情况	42
各公司业绩增速区间.....	42
板块估值.....	45
风险提示.....	46

图表目录

图表 1: 中信传媒指数成份股 2015-2020Q1 营业收入及同比增速情况	5
图表 2: 中信传媒指数成份股 2015-2020Q1 调整前后利润情况	5
图表 3: 中信传媒指数成份股 2015-2020Q1 利润率情况	6
图表 4: 中信传媒指数成份股 2015-2020Q1 期间费用及费用率水平	6
图表 5: 游戏行业公司 2019 年业绩情况梳理	8
图表 6: 游戏行业公司 2020Q1 业绩情况梳理	10
图表 7: 游戏行业公司当前估值情况 (5 月 11 日, 2020E 和 2021E 归母净利采用 wind 一致预期)	13
图表 8: 互联网行业公司 2019 年度业绩情况梳理	15
图表 9: 互联网行业公司 2020Q1 业绩情况梳理	17
图表 10: 互联网行业公司当前估值情况 (5 月 11 日, 2020E 和 2021E 归母净利采用 wind 一致预期)	19
图表 11: 营销行业公司 2019 业绩情况梳理	21
图表 12: 营销行业公司 2020Q1 业绩情况梳理	23
图表 13: 营销行业公司当前估值情况 (5 月 11 日, 2020E 和 2021E 归母净利采用 wind 一致预期)	26
图表 14: 动漫影视行业 2019 年业绩情况梳理	28
图表 15: 动漫影视行业 2020Q1 业绩情况梳理	29
图表 16: 动漫影视行业公司估值情况 (5 月 11 日, 2020E 和 2021E 归母净利采用 wind 一致预期)	30
图表 17: 院线行业公司 2019 年业绩情况梳理	31
图表 18: 院线行业 2020Q1 业绩情况梳理	32
图表 19: 电影院线行业公司当前估值水平 (5 月 11 日, 2020E 和 2021E 归母净利采用 wind 一致预期)	32
图表 20: 出版行业公司 2019 年业绩情况梳理	33
图表 21: 出版行业公司 2020Q1 业绩情况梳理	35
图表 22: 出版行业公司当前估值情况 (5 月 11 日, 2020E 和 2021E 归母净利采用 wind 一致预期)	37
图表 23: 广电行业公司 2019 业绩情况梳理	39
图表 24: 广电行业公司 2020Q1 业绩情况梳理	40
图表 25: 广电行业企业当前估值情况 (5 月 11 日, 2020E 和 2021E 归母净利采用 wind 一致预期)	41
图表 26: 教育行业公司 2019 年业绩情况梳理	42
图表 27: 教育行业公司 2020Q1 业绩回顾梳理	44
图表 28: 教育行业公司当前估值情况 (5 月 11 日, 2020E 和 2021E 归母净利采用 wind 一致预期)	45

2019 年报及 2020 年一季报业绩整体情况

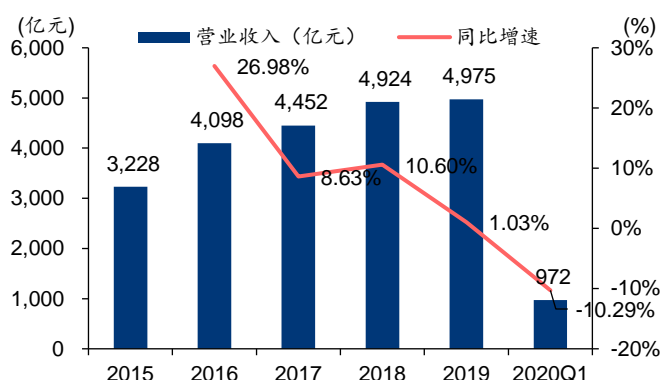
行业整体仍位于低点，利润受商誉减值影响较大

2019 年，传媒板块（中信 CS 传媒指数 142 家成份股）实现营收 4,974.54 亿元，同比增长 1.03%；归母净利润-170.63 亿元（2018 年-132.18 亿元），18 及 19 年行业均为亏损，主要受商誉减值影响。我们对商誉减值损失进行加回调整后，19 年行业归母净利实现 113.83 亿元，同比下滑 52.55%。在此基础上，剔除持续经营能力可能受限的 ST 公司、暴风集团及乐视网后，19 年行业实现归母净利润 289.63 亿元，同比下降 29.79%。

20Q1 传媒板块实现营收 972.44 亿元，同比下滑 10.29%，实现归母净利润 54.28 亿元，较去年同期的 112.52 亿元下滑 51.76%。剔除 ST、暴风集团及乐视网后，实现归母净利润 57.03 亿元，较去年同期的 115.09 亿元下降 50.45%。

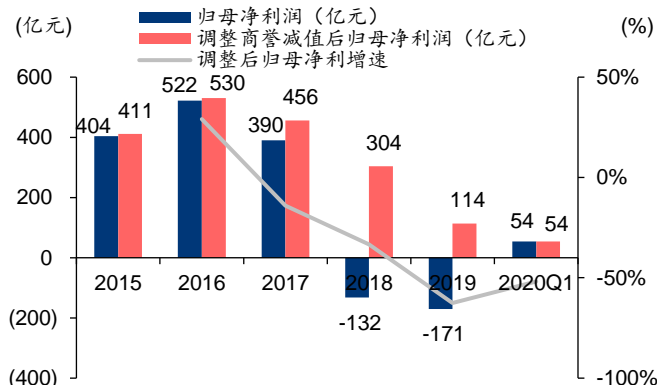
近年来，传媒行业增长速度逐步放缓。2015-17 年行业保持相对较高增速，2018 年起受宏观经济、行业政策等影响，行业竞争加剧，企业经营环境恶化。2018-19 年，行业内大量公司出现大幅计提商誉减值的情况，整体归母净利润水平出现大幅下滑。2019 年行业业绩仍处于低点，但少量细分板块及龙头个股有相对出色表现。20Q1 受全球新冠疫情影响，一方面，动漫影视、电影院线等板块企业大量业务无法开展，教育、出版等板块上市公司业绩也受到冲击，但我们预计这些将随疫情缓解及复工复产推进而逐步恢复；另一方面，线上的游戏、视频 OTT 等板块表现较为出色。

图表1： 中信传媒指数成份股 2015-2020Q1 营业收入及同比增速情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 中信传媒指数成份股 2015-2020Q1 调整前后利润情况

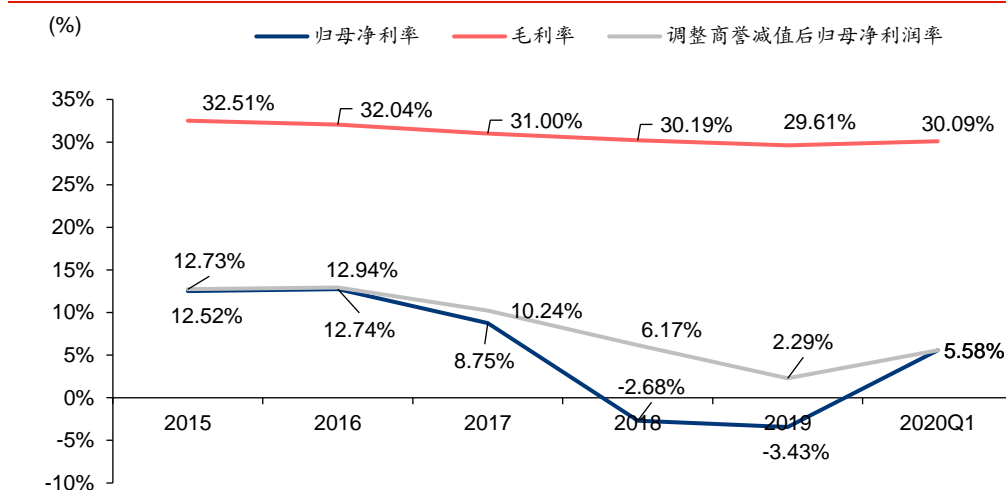


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年，传媒板块总体利润率维持小幅下滑趋势，毛利率 29.61%，相比 18 年下降 0.68pct；归母净利率为-3.43%，剔除大幅商誉减值损失影响后为 2.29%，相比 18 年下降 3.88pct。20Q1 行业总体毛利率 30.09%，相比 18 年下降 1.14pct；归母净利率 5.58%，相比 18 年下降 4.8pct。

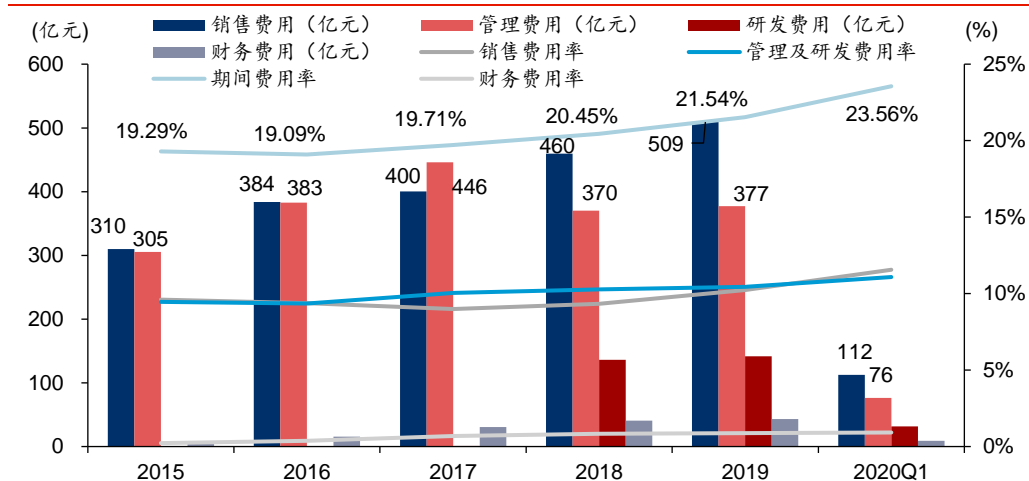
2018-19 年，行业整体承压，期间费用率缓步抬升，2019 年为 21.54%，相比 18 年增加 1.1pct；20Q1 叠加疫情影响，期间费用率继续上扬，较 2019 年的 21.54% 上升 2.02pct 至 23.56%。

图表3： 中信传媒指数成份股 2015-2020Q1 利润率情况



资料来源:Wind、华泰证券研究所

图表4： 中信传媒指数成份股 2015-2020Q1 期间费用及费用率水平



资料来源:Wind、华泰证券研究所

游戏行业：手游持续高景气度，龙头公司表现亮眼

行业整体情况

我们统计了游戏相关的 30 家上市公司，2019 年整体实现营收 735.43 亿元，同比增长 13.3%；实现归母净利润-11.53 亿元（2018 年为-14.36 亿元），主要受部分公司计提大额商誉减值影响。剔除大额商誉减值影响后，板块 2019 年归母净利润 107.68 亿元，同比增加 23.75%；在此基础上剔除世纪华通（因 2019 年收购盛跃网络带来业绩高增长），行业营收同比增长 3.62%，归母净利润同比增长 9.7%。整体呈现两级分化的态势，龙头公司业绩表现相对亮眼。

根据中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会（GPC）统计，2019 年全年中国游戏市场实现增长，实现销售收入 2,308.8 亿元，同比增长 7.7%。其中，移动游戏市场营收 1,581.1 亿元，同比增长 18.0%，占游戏整体营收近七成，成为游戏市场增长的主要推力，但其用户规模仅增至 6.2 亿人，同增 3.2%，为五年内最低增速水平；2019 年客户端游戏市场营收 615.1 亿元，同比下降 0.7%，用户规模 1.42 亿人，同比下降 5.5%，继续呈下降趋势。2019 年网页游戏市场营收 98.7 亿元，同比下降 22.0%，用户规模下降至 1.9 亿，同比下降 15.2%，下滑趋势较为明显。2019 年电子竞技游戏市场营收 947.3 亿元，同比增长 13.5%，用户规模达 4.4 亿，已连续 5 年保持扩张态势。此外，云游戏、VR 游戏不断涌现，为优质内容带来更佳的游戏体验，正孕育广阔发展空间。

游戏板块 20Q1 实现营收 207.43 亿元，同比增长 22.78%；实现归母净利润 53.48 亿元，同比增长 42.76%。剔除世纪华通的影响（收购盛趣），营收同比增长 15.05%至 169.39 亿元，归母净利润同比增长 28.02%至 45.44 亿元。行业继续分化，龙头游戏公司业绩表现突出。

根据 GPC 与国际数据公司 IDC 共同发布的《2020 年第一季度中国游戏产业报告》，20Q1 我国游戏市场销售收入达 732.03 亿元，较 19Q4 环比增长 25.22%，较 19Q1 同比增长 29.71%。其中手游 Q1 环比增长 37.6%。从用户角度看，20Q1 较 19Q4 新增用户 200 万人，环比增速 0.31%，市场规模增加主要由疫情期间用户居家时间较长、付费率提升和 ARPU 提高带动。

各公司业绩增速区间

从 2019 年营收增速来看，增速超过 50%的有：世纪华通、三七互娱、姚记科技、电魂网络；增速在 20%-50%的有：浙数文化、冰川网络、中青宝、盛天网络、吉比特、三五互联；增速在 0%-20%的有：宝通科技、天舟文化、凯撒文化、昆仑万维、完美世界；其余增速为负。

从 2019 年归母净利润增速情况来看，加回商誉减值损失后，增速为正且归母净利为正的 公司中，增速超过 100%的公司有世纪华通、迅游科技；在 50%~100%区间的有掌趣科技、电魂网络、冰川网络；0%~50%区间的有昆仑万维、中青宝、宝通科技、吉比特、完美世界、三七互娱、浙数文化。

图表5： 游戏行业公司 2019 年业绩情况梳理

序号	证券简称	证券代码	2019 营收 (亿元)	2018 营收 (亿元)	2019 营收 同比增 (%)	2019 归母净利 (亿元)	2018 归母净利 (亿元)	x2019 归母净利 (亿元)	解释原因
1	世纪华通	002602.SZ	146.90	81.24	80.82%	22.78	9.62	136.78%	并购盛跃网络导致业绩大幅增长
2	三七互娱	002555.SZ	132.27	76.33	73.30%	21.15	10.09	109.69%	手游研发及发行业务持续增长
3	完美世界	002624.SZ	80.39	80.34	0.07%	15.03	17.06	-11.92%	1.游戏业务发展良好，陆续推出《完美世界》手游、《我的起源》、《新笑傲江湖》等精品手游，同时电竞业务稳步增长。2.影视业务受市场及行业整体环境等因素影响，业绩同比下滑，计提存货 3.56 亿元跌价准备和同心影视 3.51 亿元
4	巨人网络	002558.SZ	25.71	37.80	-31.96%	8.20	10.78	-23.94%	持续增加研发投入，优化组织结构使得研发费用、管理费用有所上升，新产品上线较晚处于投入期，导致收入利润规模无法与研发投入同步增长，归母净利润同比减少
5	吉比特	603444.SH	21.70	16.55	31.16%	8.09	7.23	11.93%	1.《问道手游》收入持续高增长。2.公司还推出了《跨越星弧》、《异化之地》、《末日希望》（海外版）、《伊洛纳》、《失落城堡》等精品游戏，取得不错成绩。3.长期股权投资等计提资产减值影响，使得净利润增速与营收增速偏离
6	昆仑万维	300418.SZ	36.88	35.77	3.09%	12.95	10.06	28.73%	1.手游《BLEACH 境·界-魂之觉醒:死神》全球陆续发行，产生收入。2.Grindr 活跃用户数和付费用户数继续增长，收入创历史新高。3.受益于对闲徕互娱的 100%股权收购，归母净利润增长。4.实施股权激励计划合计确认费用约 1.88 亿元。
7	游族网络	002174.SZ	32.21	35.81	-10.07%	2.57	10.09	-74.58%	2019 年一些团队、产品调整影响到业务发展，在产品表现上及产品上线时间低于预期
8	掌趣科技	300315.SZ	16.17	19.70	-17.93%	3.64	-31.50		扭亏扭亏为盈，国内营收主要因公司自研重点游戏产品的上线时间全部延迟，重点新游预计将在 2020 年陆续上线
9	顺网科技	300113.SZ	15.72	19.85	-20.78%	0.85	3.22	-73.50%	1.受上游行业景气度和政策调整影响，网络广告、互联网增值服务等业务营业收入和毛利同比下降。2.因加大顺网云、云游戏等业务及其他创新业务投入，相关研发费用等同比上升。3.计提资产减值损失 2.45 亿元
10	浙数文化	600633.SH	28.27	19.10	48.03%	5.08	4.78	6.27%	在线游戏运营、技术信息服务收入同比大幅提升，主要因子公司边锋网络业务发展和新并购子公司
11	姚记科技	002605.SZ	17.37	9.44	84.02%	3.45	1.30	165.85%	业绩大幅提升，主要因收购成蹊科技剩余 46.55% 股权将其变为全资子公司，且 2019 年成蹊科技游戏业务增长较快
12	金科文化	300459.SZ	18.31	27.25	-32.83%	-27.80	8.42		转亏商誉减值及其他资产减值，共计提资产减值损失 29.78 亿元
13	宝通科技	300031.SZ	24.76	21.66	14.28%	3.05	2.72	12.25%	1.加快移动游戏发展，开拓全球研运一体业务，产品储备丰富，业务稳定增长。2.工业互联网业务可持续发展
14	电魂网络	603258.SH	6.97	4.48	55.39%	2.28	1.30	75.92%	1.改变运营策略，优化运营方案，端游产品《梦三国》营收同比增加。2.《梦三国手游》复刻版全渠道上线运营，新增营业收入。3.收购游动网络纳入合并报表范围
15	恺英网络	002517.SZ	20.37	22.84	-10.81%	-18.51	1.74		转亏年度商誉减值，计提商誉减值准备合计 20.98 亿元
16	惠程科技	002168.SZ	10.92	18.98	-42.45%	1.35	3.36	-59.87%	1.较上年同期减少确认大额投资收益。2.子公司哆可梦自研和代理游戏产品上线时间推迟，导致其业绩表现低于上年同期。3.并购贷款、短期借款和融资租赁贷款金额比上年同期增多，导致财务费用增加。4.电气业务及互联网文娱业务均持续加大研发投入，研发费用增加
17	冰川网络	300533.SZ	4.12	2.91	41.57%	1.61	1.00	61.06%	1.移动游戏产品《远征手游》、《龙武手游》于 2018 年 6 月、2019 年 7 月开启公测，本期公司移动游戏充值金额、营业收入、净利润较上年同期增长。2.非经常性损益 5681 万元，主要为闲置资金管理收益、政府补贴及投资收益

18	星辉娱乐 300043.SZ	25.94	28.20	-8.01%	2.59	2.38	8.41%	1.体育、游戏、玩具等业务板块稳健发展。体育板块的收入增长为公司合并收入持续稳定做出较大贡献。2.游戏业务在海外取得一定发展
19	艾格拉斯 002619.SZ	5.54	8.29	-33.24%	-25.55	6.70	转亏	2019 年相比 2018 年营业收入减少、主营业务利润减少，主要原因为 2019 年度公司计提了全资子公司杭州搜影、北京拇指玩以及艾格拉斯科技商誉减值
20	凯撒文化 002425.SZ	8.04	7.45	7.93%	2.10	2.78	-24.64%	主营业务经营稳健，但因公司上年同期处置可供出售金融资产获得了较高的投资收益，而本报告期末处置可供出售金融资产，投资收益大幅度减少
21	盛天网络 300494.SZ	6.61	4.97	33.00%	0.53	0.53	-0.11%	1.受游戏行业政策影响，网络广告业务收入和毛利同比有所下降。2.完成对上海天戏互娱网络科技有限公司收购，其 2019 年归母净利润约 2200 万元
22	富春股份 300299.SZ	4.68	5.55	-15.77%	-5.61	0.58	转亏	主要受国内游戏行业监管环境趋严、游戏产品上线延期或不达预期、行业竞争加剧等因素的影响，控股子公司摩奇卡卡、上海骏梦等业绩下滑，并因此导致账面计提较大额商誉减值
23	众应互联 002464.SZ	4.62	7.92	-41.66%	-13.53	1.00	转亏	1.计提资产减值金额 11.97 亿元。2.子公司 MMOGA 由于全球游戏虚拟物品行业面临着行业综合采购成本的不断攀升和整体盈利能力及现金流周转水平的普遍下行，与相关方达成下调 2019 年度及后续交易合作佣金率水平的协定，导致收入较去年同期下行。3.子公司彩量科技受游戏版号限制影响导致收入大幅下降。公司为了促进销售，采取了降低毛利或赠送部分流量以满足客户需求，导致 2019 年彩量科技业绩及收入较去年同期下行。4.因融资及逾期债务等原因，致使财务费用较上年同期增加较多
24	迅游科技 300467.SZ	4.84	7.31	-33.83%	-11.86	-7.90	续亏	计提商誉减值准备 13.2 亿元
25	天舟文化 300148.SZ	12.40	11.26	10.12%	0.31	-10.86	扭亏	1.计提商誉减值同比大幅减少。2.费用较上年同期增长，其中新增股权激励摊销费用约 1300 万元
26	中青宝 300052.SZ	4.69	3.34	40.36%	0.52	0.36	42.25%	1.游戏业务收入保持稳健增长的良好态势。2.云服务作为公司新兴业务，整合状况良好，云通信业务也初见成效。3.非经常性损益对净利润的影响 4,982 万元
27	三五互联 300051.SZ	2.88	2.35	22.79%	-2.57	-3.46	续亏	计提子公司深圳道熙商誉减值准备较上年同期减少
28	盛讯达 300518.SZ	2.16	4.11	-47.51%	-2.26	0.10	转亏	计提各项减值准备
29	晨鑫科技 002447.SZ	0.66	2.44	-72.86%	-9.99	-6.36	续亏	计提各项减值准备
30	天神娱乐 002354.SZ	13.35	25.99	-48.63%	-11.98	-71.51	续亏	1.此前设立的并购基金在设立时与基金管理人签署了较高的基金管理费条款，致使公司承担了较高的基金管理费用。2.公司及子公司以劣后级合伙人身份参与设立并购基金，因对优先级合伙人、中间级合伙人出资份额及优先级合伙人、中间级合伙人应取得的收益承担回购或差额补足义务，承担了较高的资金成本。3.部分游戏、广告业务较上年同期发生下滑。4.对业绩下滑明显的子公司计提资产减值

资料来源：Wind、华泰证券研究所

从 20Q1 营收同比增速来看，增速超过 50%的有：中青宝、盛天网络、电魂网络、世纪华通、浙数文化、惠程科技；增速在 20%-50%的有：吉比特、游族网络、姚记科技、三七互娱、完美世界；增速在 0%-20%的有：昆仑万维、掌趣科技、宝通科技、冰川网络、巨人网络；其余增速为负。

从 20Q1 归母净利润同比增速来看，增速超过 100%的有：姚记科技、盛天网络、世纪华通、盛讯达、电魂网络、游族网络；增速在 50~100%的有：三七互娱、天神娱乐、吉比特；增速在 20~50%的有：宝通科技、昆仑万维、完美世界、冰川网络、富春股份；增速在 0~20%的有：巨人网络、惠程科技；其他公司归母净利润增速为负数。

图表6： 游戏行业公司 2020Q1 业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2020Q1 营收 (亿元)	2019Q1 营收 (亿元)	2020Q1 营收同增 (%)	2020Q1 归母净利 (亿元)	2019Q1 归母净利 (亿元)	2020Q1 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	世纪华通	002602.SZ	38.04	21.72	75.17%	8.04	1.96	309.34%	并表盛趣带来高增长，毛利率提升显著，且疫情+春节影响，端游收入增长亮眼
2	三七互娱	002555.SZ	43.43	32.47	33.76%	7.29	4.54	60.40%	手游业务表现良好，且疫情背景下公司用户规模、在线时长等持续增加，带来业绩大幅提升
3	完美世界	002624.SZ	25.74	20.42	26.09%	6.14	4.86	26.41%	受益于《完美世界》、《新笑傲江湖》手游等的良好表现，以及《CS:GO(反恐精英:全球攻势)》、《诛仙》等端游产品的业绩贡献，公司游戏业务快速增长，影视业务同比有所下降
4	巨人网络	002558.SZ	6.92	6.80	1.81%	3.17	2.76	14.84%	非经常性损益金额 1776.78 万元
5	吉比特	603444.SH	7.40	5.06	46.28%	3.22	2.13	50.95%	受疫情影响，春节假期延长，复工延迟，玩家活跃度上升，公司主要产品《问道手游》的营收 20Q1 同比高增长
6	昆仑万维	300418.SZ	10.09	8.61	17.28%	5.08	3.79	33.95%	1.闲徕互娱以及 GameArk 国内部分的活跃用户和流水增幅较大，为主要业绩贡献点，Grindr 社交平台业务保持稳定发展。2.战略投资的 Opera 业绩良好，增厚业绩
7	游族网络	002174.SZ	12.11	8.33	45.45%	3.63	1.73	110.14%	老游戏运营平稳，自研自发的《少年三国志 2》上线后受到好评，对主营业务收入及利润有积极影响
8	掌趣科技	300315.SZ	4.09	3.56	14.97%	0.94	1.87	-49.60%	1.受资本市场波动及个别投资在上年末进入清算期的影响，所持金融资产公允价值变动收益及分红收益较上年同期下降较大。2.《一拳超人:最强之男》海外市场表现出色，但产品导入期推广成本较大，对业绩贡献有限，其他自研重点游戏产品上线时间全部延迟。该等产品陆续上线后，业绩将逐步得以体现
9	顺网科技	300113.SZ	2.30	3.94	-41.68%	0.25	1.18	-78.99%	1.受疫情影响，网吧大量临时关停，致使短期内业务收入大幅度下降。2.为支持抗击疫情专项捐赠 1000 万元，并推出云网咖免费服务举措
10	浙数文化	600633.SH	10.36	6.60	56.95%	1.92	2.51	-23.55%	子公司自身业务增长和 2019 年下半年新并购子公司导致营业收入增加；子公司应收款项坏账准备计提增加导致信用风险损失增加
11	姚记科技	002605.SZ	5.34	3.72	43.65%	6.63	0.53	1160.15%	游戏业务板块快速发展。游戏业务板块整体的活跃用户和流水增幅较大，海外游戏业务板块也稳定增长。由于疫情的原因，整体物流安排和企业复工受限，扑克牌业务及相关参股公司的经营状况受一定影响
12	金科文化	300459.SZ	4.53	6.50	-30.35%	2.18	2.51	-13.08%	1.2019 年完成了对化工业务的资产出售，本期内不含化工业务收入与利润贡献，合并口径上有差异。2.全资子公司杭州哲信主营的移动互联网应用发行业务受到游戏版号总量控制、版号审核趋严，国内电信运营商增值业务的行业整治等宏观政策环境的影响，业务开展受到较大制约，导致杭州哲信移动互联网应用发行业务处于战略收缩状态，经营业绩同比下滑较大。3、受新型冠状病毒疫情影响，公司亲子乐园、IP 衍生品线下销售等业务受到一定影响
13	宝通科技	300031.SZ	6.40	6.01	6.38%	1.18	0.88	35.28%	1.移动互联网业务经营业绩稳步增长，全球区域化发行及研运一体业务均呈现出较好的业绩增长。2.工业互联网业务稳定增长
14	电魂网络	603258.SH	2.43	1.35	79.13%	1.02	0.41	148.78%	1.《梦三国》端游在 wegame 平台上线，《梦三国》端游充值收入同比有所增加。2.《梦三国手游》复刻版于 2019 年 7 月全渠道上线运营，充值收入同比增加。3.自 2019 年 3 月起公司收购的游动网络并表
15	恺英网络	002517.SZ	4.23	6.71	-36.93%	0.30	0.88	-66.35%	1.上年同期运营的一些游戏在本报告期内已停止运营或进入生命周期末期，导致游戏流水降低，同时部分新产品上线延迟。2.控股子公司浙江九翎网络科技有限公司面临国际仲裁的巨额索赔，公司以其新增净资产全额计提预计负债
16	惠程科技	002168.SZ	3.35	2.22	50.78%	0.28	0.27	4.12%	1.控股子公司哆可梦新产品上线带来收入增加。2.所持证券投资类金融资产公允价值下降以及处置投资性房地产转出以前年度确认的公允价值变动收益导致公允价值变动收益减少
17	冰川网络	300533.SZ	1.07	1.02	4.50%	0.36	0.29	24.76%	1.移动游戏产品《龙武手游》2019 年 7 月开启公测，公

司移动游戏充值金额、营业收入、净利润较上年同期增长。									
2.销售费用同比下降									
18 星辉娱乐	300043.SZ	3.97	5.10	-22.20%	0.13	0.33	-59.54%	1.俱乐部在冬季转会市场投入加大。同时受新冠疫情影响，体育业务收入及玩具业务收入较上年同期减少。2.游戏业务的收入增长	
19 艾格拉斯	002619.SZ	0.94	1.88	-50.03%	0.62	1.04	-40.20%	主营游戏业务规模减少导致营业收入下降；出售成都掌沃无限科技有限公司股权导致投资收益大幅上涨	
20 凯撒文化	002425.SZ	1.77	2.60	-31.80%	0.82	1.17	-30.22%	版权运营业务收入减少导致营业收入减少；广告、宣发费用减少导致销售费用减少	
21 盛天网络	300494.SZ	2.26	1.20	89.27%	0.25	0.04	468.95%	1.完成对天戏互娱收购后，相比去年同期公司新增 IP 运营业务，收入和净利润增加。2.受新冠疫情影响，全国多数网吧处于停业状态，公司在网吧渠道的市场推广受影响，基于网吧渠道的推广费用与去年同期比有所减少	
22 富春股份	300299.SZ	1.05	1.14	-7.70%	0.15	0.12	21.61%	1.受新冠疫情影响，通信信息板块由于人员复工受阻，部分通信项目收入结算延迟，导致收入、净利润下降。2.新拓展的信息化业务增厚本期净利润。3.海外手游产品处新旧交替阶段，海外游戏流水有所下滑；国内游戏流水受益于疫情居家等因素影响较去年同期有一定增长	
23 众应互联	002464.SZ	0.67	1.52	-55.99%	-0.39	0.40		转亏1.子公司 MMOGA 在 19Q1 由于收回大额应收账款导致公司按正常会计估计坏账计提政策将相应坏账准备予以转回，本年度同期不存在此情况。2.融资及逾期债务等原因致使财务费用较上年同期增加较多	
24 迅游科技	300467.SZ	1.20	1.34	-10.20%	0.21	0.72	-70.52%	1.移动端游戏加速业务同比较快增长。但受中美贸易摩擦，产业链生态环境变化，及欧洲广告隐私政策的持续影响，海外移动广告业务相比去年同期大幅下降。2.受疫情影响，公司部分项目开拓及实施有所延迟	
25 天舟文化	300148.SZ	1.70	2.52	-32.50%	0.17	0.54	-68.76%	1.受新冠疫情影响，新游戏上线时间推迟，同时部分老游戏收入同比下降。2.学校开学延期，对公司图书发行业务产生一定影响	
26 中青宝	300052.SZ	2.85	0.86	232.37%	0.05	0.12	-57.54%	受新冠疫情影响，盈利出现下滑	
27 三五互联	300051.SZ	0.52	0.71	-26.19%	-0.01	0.04		转亏子公司深圳市道熙科技本期归母净利润较上年同期减少	
28 盛讯达	300518.SZ	0.41	0.55	-25.93%	0.55	0.18	208.41%	1.中联畅想 2019 年经营业绩下滑，未能达到预期收益，故对中联畅想商誉计提减值准备 1.58 亿元。2.对利丰创达投资性房地产计提减值准备 1.04 亿元	
29 晨鑫科技	002447.SZ	0.08	0.40	-81.29%	0.01	0.12	-89.51%	游戏业务收入减少导致归母净利润减少	
30 天神娱乐	002354.SZ	2.16	4.09	-47.13%	-0.71	-0.45		续亏一方面，债务利息、逾期罚息、违约金等导致公司财务费用高企；另一方面，游戏竞技、广告营销等板块营运资金较去年同期进一步紧张，制约了相关业务的开展，导致经营业绩下滑	

资料来源：Wind、华泰证券研究所

重点公司业绩及经营情况

三七互娱：自研发投入持续扩大，践行精品化和多元化策略，出海前景可期

2019 年，公司实现营收 132.27 亿元，同比增长 73.3%，归母净利润 21.15 亿元，同比增长 109.69%。公司 20Q1 实现营收 43.43 亿元，同增 33.76%，归母净利润 7.29 亿元，同增 60.4%。

根据易观数据发布的《中国移动游戏市场年度综合分析 2020》，2019 年公司在国内移动游戏发行市场的市场占有率进一步升至 10.44%，其运营的国内移动游戏最高月流水超过 16 亿元。据 19 年年报，2020 年储备的在研游戏包括《代号荣耀》、《末日沙城》、《代号 NB》、《代号 DL》等十余款。公司拟扩大研发团队，公司预计到 2020 年底研发人员增加至约 2,000 人。出海方面，2020 年公司将在亚洲地区投放多款 RPG、SLG、卡牌、二次元等类型的游戏；此外，公司计划通过多款 SLG 精品游戏实现欧美市场突破。

公司 4 月 27 日发布公告，非公开发行股票已获证监会受理，有望获得批准。拟发行数量不超过总股本的 5%，即不超过 105,612,584 股，锁定期 6 个月。融资不超过 45 亿元，主要用于网络游戏开发及运营建设项目（16 亿元）、5G 云游戏平台建设项目（16.5 亿元）、广州总部大楼建设项目（12.5 亿元）。随着 2020 年新基建 5G 加速，云游戏时代将加速到来。公司已与华为云合作发布《永恒纪元》云端版本，后续将构建自有云游戏平台。

完美世界：游戏业务保持高增长，影视业务有望回暖

公司 2019 年实现营收 80.39 亿元，同比增长 0.07%；归母净利润 15.03 亿元，同比下降 -11.92%。20Q1 实现营收 25.74 亿元，同比提升 26.09%；净利润为 6.14 亿元，同比增加 26.41%。

公司游戏板块自研能力能力强，2019 年自主研发的《完美世界》和《新笑傲江湖》手游均维持良好流水。2020 年公司有望继续发布优质手游、端游、页游等品类游戏，游戏发行值得期待。2020 年项目储备丰富，Q2 有望上线手游《新神魔大陆》，Q3 有望上线《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》等，有望为公司带来业绩增量。20Q1 受疫情影响，线上流量大幅增加，手游用户也大幅增长，利好 Q1 手游业绩。

2019 年，完美世界计提 7.1 亿资产减值。20Q1 播出的电视剧《冰糖炖雪梨》广受关注，连续多日登顶优酷剧集热度榜、猫眼电视剧全网热度榜。Q2 有望上映《全世界最好的你》、《怪你过分美丽》、《月上重火》等剧集，储备项目包括《不婚女王》、《霍元甲》、《西夏死书》、《壮志高飞》、《义无反顾》、《半生缘》、《蓝盔特战队》、《新一年又一年》、《高大霞的火红年代》、《燃烧》等。我们预计今年公司影视业务将加大去库存力度。

世纪华通：并表盛趣，期待新游表现

2019 年公司实现营业收入 146.9 亿元，同比大幅增长 80.82%，实现归母净利润 22.78 亿元，同比增加 136.78%。20Q1 公司营收为 38.04 亿元，同比增加 75.17%，实现归母净利润 8.04 亿元，同比提升 309.34%。

2019 年，公司并表盛趣游戏，强化公司端游实力和 IP 积累，《冒险岛》、《龙之谷》等经典端游带来大幅收益。后续重点的新游戏《龙之谷 2》、《代号：远征》、《庆余年》、《传奇天下》等值得期待，由腾讯独代。旗下点点互动海外业务不断推进，SLG《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》、《State of Survival》等在 20Q1 登上中国手游产品海外市场收入排名 TOP30 榜单。同时，公司在游戏主播经纪和 5G 领域深入探索、整合资源，同时深入云游戏场景，公布端游上云计划。

吉比特：《问道手游》助推业绩增长，2020 储备丰富

2019 年实现营收 21.7 亿元，同增 31.16%，归母净利润同增 12%至 8.09 亿元。20Q1 实现营收 7.40 亿元，同比增长 46.28%，归母净利润达 3.22 亿元，同比增加 50.95%。

公司延续“精品化”路线。据 19 年年报，核心产品《问道手游》截至 2019 年底累积注册玩家 4000 万人，带来稳定流水。公司研究团队实力雄厚，截至 2019 年底研发人员数量达到 360 人，持续研发出《不思议迷宫》、《失落城堡》、《贪婪洞窟 2》等优质手游。预计 2020 年内上线《魔渊之刃》、《一念逍遥》、《不朽之旅：重生》、《石油大亨》、《匠木》等游戏，涵盖 Roguelike、放置、模拟经营、解密等多个品类，同时公司积极拓展海外业务，20Q2 业绩有望继续保持较高增速。

板块估值

2020 年 PE 在 30X 以上的有巨人网络、顺网科技；PE 在 20-30X 之间的有三七互娱、富春股份、完美世界、吉比特、电魂网络、世纪华通、宝通科技、惠程科技、浙数文化；PE 在 10-20X 区间的有掌趣科技、游族网络、星辉娱乐、姚记科技、昆仑万维。

图表7：游戏行业公司当前估值情况（5月11日，2020E和2021E归母净利采用wind一致预期）

序号	证券简称	证券代码	当前市值(亿)	2019A 归母 净利(亿)	2020E 归母 净利(亿)	2021E 归母 净利(亿)	2019A PE	2020E PE	2021E PE
1	金科文化	300459.SZ	90.71	-27.80	9.32	10.98	-3.26	9.74	8.26
2	昆仑万维	300418.SZ	234.56	12.95	20.86	18.02	18.11	11.25	13.02
3	姚记科技	002605.SZ	112.17	3.45	9.08	8.12	32.53	12.35	13.82
4	星辉娱乐	300043.SZ	44.54	2.59	3.49	4.38	17.23	12.76	10.18
5	游族网络	002174.SZ	170.59	2.57	12.78	15.31	66.50	13.34	11.14
6	掌趣科技	300315.SZ	157.73	3.64	8.31	10.36	43.38	18.98	15.23
7	浙数文化	600633.SH	128.11	5.08	6.12	7.21	25.20	20.93	17.76
8	惠程科技	002168.SZ	58.30	1.35	2.78	4.12	43.19	20.97	14.15
9	宝通科技	300031.SZ	84.04	3.05	3.91	4.92	27.55	21.51	17.08
10	世纪华通	002602.SZ	901.63	22.78	40.01	47.38	39.57	22.53	19.03
11	电魂网络	603258.SH	83.36	2.28	3.67	4.89	36.54	22.73	17.03
12	完美世界	002624.SZ	581.97	15.03	23.73	28.01	38.73	24.52	20.77
13	吉比特	603444.SH	299.31	8.09	10.94	12.95	36.99	27.36	23.11
14	富春股份	300299.SZ	35.75	-5.61	1.29	1.90	-6.37	27.81	18.82
15	三七互娱	002555.SZ	783.43	21.15	27.64	32.76	37.05	28.34	23.91
16	巨人网络	002558.SZ	344.75	8.20	11.03	14.57	42.04	31.25	23.66
17	顺网科技	300113.SZ	141.98	0.85	3.44	4.11	166.55	41.33	34.52
18	三五互联	300051.SZ	28.49	-2.57	-	-	-11.07	-	-
19	盛讯达	300518.SZ	21.19	-2.26	-	-	-9.38	-	-
20	恺英网络	002517.SZ	63.71	-18.51	-	-	-3.44	-	-
21	迅游科技	300467.SZ	33.70	-11.86	-	-	-2.84	-	-
22	众应互联	002464.SZ	34.70	-13.53	-	-	-2.56	-	-
23	晨鑫科技	002447.SZ	17.98	-9.99	-	-	-1.80	-	-
24	艾格拉斯	002619.SZ	42.25	-25.55	-	-	-1.65	-	-
25	天神娱乐	002354.SZ	19.95	-11.98	-	-	-1.67	-	-
26	凯撒文化	002425.SZ	46.71	2.10	-	-	22.28	-	-
27	冰川网络	300533.SZ	48.13	1.61	-	-	29.92	-	-
28	中青宝	300052.SZ	29.20	0.52	-	-	56.45	-	-
29	盛天网络	300494.SZ	34.58	0.53	-	-	64.79	-	-
30	天舟文化	300148.SZ	31.09	0.31	-	-	99.41	-	-

资料来源：Wind、华泰证券研究所

互联网行业：细分红利赛道百花齐放，享受高成长

行业整体情况

我们统计了互联网相关的 24 家上市公司，2019 年共实现营收 2,240.48 亿元，同比增长 26.31%；归母净利润 48.57 亿元，同比增长 61.11%。剔除掉重大收并购及非经常性损益变动的 3 家公司（星期六、立昂技术、焦点科技），2019 年营收为 2,195.64 亿元，同比增长 25.99%；归母净利润 44.33 亿元，同比增长 52.46%。**2019 年互联网行业持续较快发展，特别是短视频领域表现突出，对行业有积极的拉动作用。除短视频外，直播（特别是电商直播带货）高速发展，在线阅读的免费阅读广告变现模式逐渐崛起、在线教育渗透率不断提升，这些领域都实现较快增长。另外，随着各类互联网服务的内容、运营、渠道不断优化，用户数据分析应用更加广泛，精准的客户定位使得企业用户规模、粘度及价值不断提升。**具体到公司，受证券市场活跃度提升带动，东方财富 2019 年营收同比增速和净利润同比增速分别为 35.48%和 91.02%；在线视频领域，芒果超媒 2019 年营收同比增速和净利润同比增速分别为 29.40%和 33.59%。

20Q1 互联网板块实现营收 319.52 亿元，去除收入确认口径不可比的上海钢联后，营收为 255.8 亿元，同比增长 31.47%；实现归母净利润 16.15 亿元，同比增长 20.09%。20Q1 受新冠疫情影响，人流物流交通受限，电商及媒体零售业务受到影响。一季度板块净利润整体增长的主要原因是东方财富盈利高增，20Q1 东方财富净利润同比提升 126.48%至 8.74 亿元，显著拉升行业净利润水平。

整体来看，互联网金融、视频 OTT、MCN、电商代运营、工业互联网等板块的上市龙头公司业绩表现都较突出，实现快速增长。

各公司业绩增速区间

根据 2019 年营收增速划分，剔除不可比公司星期六、立昂技术、焦点科技，增速在 50% 以上的有：新媒股份、国联股份；增速在 20%~50% 的有：平治信息、壹网壹创、东方财富、值得买、芒果超媒、上海钢联、人民网、丝路视觉、天音控股；增速在 0%~20% 区间的有：三六五网、新华网。

依据 2019 年归母净利润增速划分，增速在 50%~100% 的有：新媒股份、东方财富、国联股份、人民网；增速在 20%~50% 的有：上海钢联、壹网壹创、芒果超媒、值得买、平治信息；增速在 0%~20% 区间的有：掌阅科技、三六五网、新华网、生意宝；其余公司归母净利润同比增长均为负值。

图表8：互联网行业公司 2019 年度业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2019 营收 (亿元)	2018 营收 (亿元)	2019 营收同增 (%)	2019 归母净利 (亿元)	2018 归母净利 (亿元)	2019 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	东方财富	300059.SZ	42.32	31.23	35.48%	18.31	9.59	91.02%	净利润大幅增长，主要因证券业务收入及互联网金融电子商务平台基金销售业务实现较快增长；营业总成本同比略有增长。2019 年非经常性损益影响额约 4,430 万元
2	芒果超媒	300413.SZ	125.01	96.61	29.40%	11.56	8.66	33.59%	业绩较快增长，主要由会员业务、广告业务和运营商业务拉动。公司持续创新，以芒果 TV 基础，发展互联网视频业务，注重内容持续输出优秀影视节目，布局前沿 5G 新技术、KOL 新业态，扩大芒果全产业链生态体系协同效应
3	人民网	603000.SH	21.50	16.94	26.95%	3.37	2.14	57.48%	1.广告宣传业务收入稳步增长；2.核心控股子公司发展迅速，其中：人民在线收入规模首次突破 3 亿元；人民体育 2019 年收入增幅约 45%，净利润增长超 6 倍；3.公司目标成为内容科技领军企业，新型内容业务收入超 2.5 亿元，实现增幅近 4 倍
4	壹网壹创	300792.SZ	14.51	10.13	43.25%	2.19	1.63	34.71%	线上营销业务、线上管理业务、线上分销业务均保持持续增长
5	新媒股份	300770.SZ	9.96	6.43	54.86%	3.96	2.05	92.83%	稳步推进 IPTV、互联网电视等业务的发展，业务收入快速增长。IPTV 顺应行业变化，继续加大超高清等热门内容的建设，提升用户规模和 ARPU 值。以云视听系列 app 重点打造互联网电视多元应用矩阵，同时深度进入家庭场景
6	国联股份	603613.SH	71.98	36.74	95.93%	1.59	0.94	69.34%	公司网上商品交易业务收入增长，旗下垂直电商平台通过多种采购方式，在钛、醇产业等主营产品类上订单量、交易收入大幅增加
7	星期六	002291.SZ	20.92	15.32	36.57%	1.50	0.09	1581.96%	业绩及净利润大幅增长，主要因遥望网络自 2019 年 3 月起作为控股子公司并入公司合并报表范围，带来业绩增长
8	号百控股	600640.SH	41.78	45.47	-8.10%	1.42	2.62	-45.83%	传统业务萎缩，业务结构的变动导致当期收入和利润的同比下降。重大资产重组收购的天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读和爱动漫四家公司均完成资本市场盈利承诺
9	掌阅科技	603533.SH	18.82	19.03	-1.09%	1.61	1.39	15.57%	主营业务收入略有下降，主要因硬件业务出表影响，剔除该影响则主营收入为正增长；版权产品业务的增长及商业化增值业务的尝试提升了公司的盈利水平，用户投放增加使得销售费用大幅增加，带来用户数量稳定增加
10	新华网	603888.SH	15.70	15.69	0.04%	2.88	2.85	0.98%	业绩基本维持稳定，数字业务收入同比增长 23.76%，主要因新媒体业务快速增长。公司网络广告业务、信息服务业务、网络技术服务业务收入同比略增，各项业务毛利率均同比下降
11	上海钢联	300226.SZ	1225.72	960.55	27.61%	1.81	1.21	49.34%	业绩稳步提升，主要因：钢银电商业务及资讯数据服务业务规模快速扩大，完善交易服务业务体系，同时重视产品服务开发推广、平台运营成本控制
12	视觉中国	000681.SZ	7.22	9.88	-26.90%	2.19	3.21	-31.81%	业务收入及净利出现明显下滑，主要因受到两次网站整改、2018 年底剥离亿迅资产组等因素影响；公司毛利率保持稳定，合作客户数保持增长
13	值得买	300785.SZ	6.62	5.08	30.43%	1.19	0.96	24.35%	稳健增长，注重内容建设、用户数量稳定提升，技术投入不断增加，支持业务稳定发展
14	金财互联	002530.SZ	12.62	12.64	-0.13%	-6.79	2.91		转亏净利润出现大幅下滑，主要因受到计提商誉减值准备 8.45 亿元影响。传统财税管家系列产品收入下降及基于收入确认的谨慎原则，而原有服务没有中断，且人工成本仍在增加，导致整体服务成本上升，毛利率下降
15	立昂技术	300603.SZ	13.82	6.69	106.66%	1.22	0.41	195.08%	业务收入及净利大幅增加，主要因通过收购新增的 IDC 服务和增值电信业务两个板块对净利贡献高。预计非经常性损益对净利润的影响金额为 -8,228.59 万元。其中，公司为及早收回长期分批支付的应收款项，

16 平治信息	300571.SZ	17.18	11.90	44.29%	2.13	1.71	24.10%	就公司及子公司的债权进行转让，豁免债务产生非经常性支出 9,046.66 万元
17 天音控股	000829.SZ	529.42	424.66	24.67%	0.51	-2.31	扭亏	主营业务收入及净利快速提升，主要因：公司受移动阅读平台升级改造项目的持续投入等因素的影响，自有阅读平台业务和其他业务比去年同期有所增长；公司于 2019 年 4 月收购深圳兆能 51% 股权，带来智慧家庭业务收入大幅增长
18 安妮股份	002235.SZ	4.33	7.15	-39.46%	0.24	0.76	-68.15%	进一步聚焦核心业务，主营业务效益增加，新业务模式高效拓展，整体业务规模稳步增长。扣非后净利润 1.69 亿元，非经常性损益主要为处置天联华建股权及债权和天富锦业绩补偿
19 恒信东方	300081.SZ	5.59	7.17	-21.98%	0.56	1.98	-71.60%	1.受整体经济环境及公司经营情况影响，营收净利下滑，互联网及相关服务收入大幅下降，主要包括版权交易、游戏相关业务、影视剧投资项收入缩减。2.计提资产减值损失 2.24 亿元。3.非经常性损益对净利润影响 2.64 亿元
20 生意宝	002095.SZ	3.71	4.27	-13.28%	0.35	0.35	0.44%	归母净利润下降，营业收入下降。主要因原移动信息产品销售及服务业务彻底清理，儿童产业链 IP 授权及玩具销售业务收入下滑导致整体营业收入规模下降。非经常性损益金额约 5,900 万元，主要是公司交易性金融资产的公允价值变动
21 焦点科技	002315.SZ	10.10	9.00	12.18%	1.51	0.56	168.03%	收入下降，主要因信息平台业务基础上 B2B 交易平台和供应链金融平台的建设业务收入减少
22 中文在线	300364.SZ	7.05	8.85	-20.34%	-6.03	-15.08		净利润大幅增加主因为非经常性损益变动，包括“润和软件”股价上升引起的公允价值变动收益、处置部分“润和软件”股票产生的投资收益及计入收益的政府补助
23 三六五网	300295.SZ	5.44	5.09	6.81%	1.01	0.97	4.27%	续亏营收及净利润大幅下降，主要因广告业务及游戏发行业务收入大幅下降及资产减值影响
24 丝路视觉	300556.SZ	9.16	7.23	26.76%	0.28	0.54	-48.58%	收入及净利略有增长，主要因基于数据变现的分销和包销业务增长
								主营收入稳定增长，经营性净利润增长态势良好。归母净利润同比下降主要因：2018 年转让所持瑞云科技部分股权，取得股权转让款及确认投资收益 3,019.59 万元，2019 年无

资料来源：Wind、华泰证券研究所

根据 20Q1 年营收增速划分，剔除不可比公司上海钢联，增速在 100% 以上的有：国联股份；增速在 50%~100% 的有：东方财富、新媒股份；增速在 20%~50% 的有：立昂技术、天音控股、平治信息、值得买；增速在 0%~20% 区间的有：芒果超媒、掌阅科技、中文在线、人民网、丝路视觉。

依据 20Q1 归母净利润增速划分，增速在 100% 以上的有的公司有：天音控股、东方财富、中文在线；增速在 50%~100% 的有：新媒股份、国联股份、掌阅科技；在 0%~50% 区间的有：芒果超媒、上海钢联、立昂技术、值得买、壹网壹创、人民网；其余公司归母净利润同比增长均为负值。

图9：互联网行业公司 2020Q1 业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2020Q1 营收 (亿元)	2019Q1 营收 (亿元)	2020Q1 营收同增 (%)	2020Q1 归母净利 (亿元)	2019Q1 归母净利 (亿元)	2020Q1 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	东方财富	300059.SZ	16.89	9.27	82.21%	8.74	3.86	126.48%	业绩大幅增长, 主要因国内证券市场股票交易额等同比大幅增加, 公司证券业务相关收入大幅提升; 金融电子商务服务业务收入同比实现大幅增长
2	芒果超媒	300413.SZ	27.27	24.85	9.74%	4.80	4.18	14.82%	继续围绕新媒体平台芒果 TV, 以优质内容为基础, 实现多部剧集和综艺节目热播; 同时在内容编排, 平台运营持续优化, 增加付费用户数量; 在线上教育、生活服务等领域拓宽发展运营服务, 推动芒果 TV 持续发展。媒体零售业务收入系疫情影响有所下降
3	人民网	603000.SH	3.21	3.13	2.44%	-0.24	-0.23		续亏业绩基本稳定, 财务费用同比下降 161.02%, 主要因汇率变化导致的汇兑收益大幅增加; 货币资金、投资收益大幅增长主因高收益理财产品到期赎回
4	壹网壹创	300792.SZ	2.14	2.32	-7.81%	0.47	0.32	46.09%	营收同比下降, 主要因品牌线上营销服务和线上分销业务收入下降。线上营销服务收入下降的原因主因公司与露得清品牌方合作完结, 以及三生花旗旗舰店所使用服务类型转换; 线上分销业务收入下降主要受疫情导致的物流延迟影响
5	新媒股份	300770.SZ	2.94	1.86	57.79%	1.44	0.73	95.61%	业绩显著提升: 继续深入“智慧家庭”场景, 不断扩展主营业务规模, 包括 IPTV 及互联网电视, 同时紧跟行业潮流布局 5G 新应用、超高清视频领域, 实现公司业绩全面提升
6	国联股份	603613.SH	23.81	10.47	127.37%	0.41	0.22	85.99%	网上商品交易收入带动业绩大幅增长。推行产业链“战疫”计划、拓宽货源渠道, 结合工业品带货直播和百团拼购等举措, 提升旗下电商平台的用户及交易量增长
7	星期六	002291.SZ	3.36	4.27	-21.35%	-0.49	0.21		转亏受疫情影响, 各地门店延迟复工, 复工后受到人流物流及公共交通限制, 实体店铺销售额同比明显下滑, 线上业务也受到影响, 公司业务收入下滑。相对刚性的期间费用使得净利润也出现明显亏损, 正努力扩展线上销售及互联网营销服务
8	号百控股	600640.SH	5.42	8.84	-38.66%	-0.56	0.29		转亏 1. 受疫情影响, 公司酒店和商旅业务收入及净利润显著同比减少; 2. 研发费用增加, 为开展新 5G 互联网应用业务加大投入; 3. 游戏等其他互联网业务板块业务下滑
9	掌阅科技	603533.SH	4.91	4.50	9.25%	0.55	0.31	78.24%	净利润大幅提升, 主因采用“付费+免费”模式, 提升业务毛利率及净利率水平, 虽然加大用户推广带来销售费用有所提升, 整体营收结构表现出明显改善
10	新华网	603888.SH	1.45	2.58	-43.94%	-0.59	0.37		转亏受疫情影响, 公司大型论坛及会议活动等线下业务未能开展, 同时广告业务及其他各项业务难以扩展, 公司预计 20H1 累计净利润同比下降 50% 以上
11	上海钢联	300226.SZ	63.72	217.99	-70.77%	0.35	0.32	8.92%	资讯业务板块收入平稳, 交易服务业务由于新收入准则, 子公司钢银电商代理寄售业务收入成本由总额法改为净额法, 使得出现大幅度营业收入变动。整体净利润水平不受影响, 维持小幅增长
12	视觉中国	000681.SZ	1.11	1.64	-32.54%	0.29	0.58	-49.28%	主营收入及净利润均出现明显下降, 主要因本次新冠疫情, 对公司部分客户需求影响较大, 使得其需求不同程度的降低; 公司网站上线于一季度末, 将合同交付进度后拖, 影响当期业绩
13	值得买	300785.SZ	1.27	1.03	22.42%	0.19	0.18	4.65%	业务营收明显增加, 疫情期间加大了市场投放, 销售费用有所增加, 同时业绩也有显著提升。归母净利润同比略有提升主要因为政府补助资金及增值税加计抵减等其他收益共计 258.7512 万元, 扣非归母净利润为负增长
14	金财互联	002530.SZ	2.53	2.84	-10.72%	0.12	0.33	-62.78%	1. 受疫情影响, 公司互联网财税板块及热处理板两大业务板块净利润有所下降, 致使公司整体业务营收及净利润下滑明显; 2. 互联网财税板块“方舟云盟”计划, 为中小企业免费提供部分产品服务, 附带成本影响公司净利润。3. 考虑季节性因素, 一季度是两大业务板块的淡季, 对全年业绩影响相对较小
15	立昂技术	300603.SZ	3.84	2.67	43.87%	0.32	0.30	6.98%	智慧城市应用推广有效推进, 疫情期间大数据业务收入,

							阅读和网红业务量及收入均有所增加,使得公司业绩有所增长
16 平治信息	300571.SZ	3.52	2.82	24.80%	0.56	0.61	-8.43% 主营业务数字阅读增长稳定,同时公司于2019年4月收购的深圳兆能51%股权,帮助公司布局5G通信市场及智慧家庭市场,对营收提升显著
17 天音控股	000829.SZ	143.78	102.04	40.91%	0.70	0.12	504.05% 营收大幅增加,主因销售结构调整,销售量提升带来收入及利润率提升。但受新冠疫情影响,公司整体运营成本上升。非经常性损益1.77亿元,主要是转让赣州长江实业95%股权和江西章贡酒业95%股权,扣除非经常性损益后,由盈转亏
18 安妮股份	002235.SZ	0.80	1.10	-26.78%	-0.04	1.00	转亏1.收入及净利快速下滑,主因受新冠疫情影响,版权服务业务开展困难,商务信息用纸产品生产及销售减少;2.上年同期存在因按照企业会计准则将重大资产重组业绩补偿注销股份产生的一次性收益合计8949万元,本报告期内无此项收益
19 恒信东方	300081.SZ	1.06	1.38	-23.38%	-0.12	0.14	转亏受新冠疫情影响,全面延迟复工,主要业务儿童产业链运营类业务收入大幅下滑;上下游企业延迟复工导致生产开展困难,出现经营性亏损。目前公司已经全面复工,有计划的推进业务恢复
20 生意宝	002095.SZ	0.58	0.84	-31.74%	0.06	0.10	-38.06% 业绩显著下滑,主因受到疫情影响,化工贸易等业务难以快速推动,业务规模下滑致使整体收入水平下滑
21 焦点科技	002315.SZ	2.36	2.42	-2.48%	-0.20	0.66	转亏主营业务略有下降,净利大幅下滑,主因公司所持有股票“润和软件”公允价值大幅下降;公司员工人数同比增加以及人均薪酬的提高,导致人力总成本同比增加
22 中文在线	300364.SZ	1.67	1.55	8.01%	0.04	-0.81	扭亏继续依照“文学+”、“教育+”双引擎战略,不断发展数字出版及数字阅读业务,营收稳定提升,净利润扭亏为盈,主要系“文学+”业务收入规模扩大,游戏业务板块亏损减小及股权投资收益影响
23 三六五网	300295.SZ	0.70	0.98	-28.87%	-0.16	0.14	转亏受疫情影响,处于逐步复工阶段,服务对象所处的房地产市场也受到显著影响,相对固定的成本费用并未明显缩减导致公司主营业务及净利明显下滑
24 丝路视觉	300556.SZ	1.18	1.16	1.71%	-0.14	-0.16	续亏因受疫情带来的公共交通人员流动限制影响,公司项目承接困难;同时,因行业季节性原因,一季度淡季出现亏损

资料来源: Wind、华泰证券研究所

重点公司业绩及经营情况

芒果超媒: 优质自制内容为基石, 会员、广告和运营业务同步拓展

2019 年实现营收 125.01 亿元, 同比增长 29.40%, 归母净利润达到 11.56 亿元, 同比增长 33.59%。20Q1 营收同比增长 9.74% 达 27.27 亿元, 归母净利润同比增长 14.82% 达 4.8 亿元。

2019 年, 快乐阳光营收同比增长 44.63% 达到 81.09 亿元。公司以优质自制内容为基础, 不断打造热播剧集及热播综艺, 带来大量流量以及优质付费用户, 会员业务快速扩展, 同时助力广告业务发展。据 19 年报, 截至 2019 年底芒果 TV 会员数量达 1,837 万, 同比增加 70.88%。运营业务也同步扩张, 营业收入同比增长 33.31% 达到 12.75 亿元, 全国覆盖 1.48 亿用户。公司为推动新媒体零售业务发展, 推出“大芒计划”, 在平台内容大生态战略基础上, 通过鼓励短内容创作分享, 提升网红生命周期及价值。2019 年媒体零售业务实现营收 21.89 亿元, 扭亏为盈。20Q1 受到疫情影响, 媒体零售业务收入有所下滑。

新媒股份：IPTV 业务营收显著提升，云视听系列 APP 助 OTT 领跑

公司 2019 年营收 9.96 亿元，同比增长 54.86%，归母净利润 3.96 亿元，同比增长 92.83%。20Q1 营收同比增长 57.59%，达 2.94 亿元，归母净利润同比增长 95.61%，达 1.44 亿元。全国专网业务和 OTT 业务双引擎拉动业绩大幅增长。

2019 年报中，公司将省内专网（广东 IPTV）、省外专网合为全国专网业务披露，营收同比增长 62%，成为业绩高增长主驱动力。“粤 TV”打造效果显著，省内专网渗透率及用户规模持续提升，用户付费率也有显著提升。疫情期间公司 IPTV 用户日均观看时长显著提升，推动业务加快发展。OTT 业务发展态势迅猛，2019 年 OTT 业务收入达到 1.2 亿元，同比增加 40%，我们预计未来将为整体业绩增长做出更大贡献。云视听系列 APP 帮助公司快速占领家庭场景的新需求，公司的大会员体系及平台生态建设规划有助于公司在智慧家庭场景下提供全方位服务。

板块估值

从 2020 年 PE 估值看，星期六、芒果超媒、国联股份、值得买、人民网、壹网壹创估值均在 50X 以上，平治信息、立昂技术、金财互联估值在 15~30X，其余公司估值均在 30~50X 之间。

图表10：互联网行业公司当前估值情况（5月11日，2020E和2021E归母净利采用wind一致预期）

序号	证券简称	证券代码	当前市值 (亿)	2019A 归母 净利 (亿)	2020E 归母 净利 (亿)	2021E 归母 净利 (亿)	2019A PE	2020E PE	2021E PE
1	平治信息	300571.SZ	59.05	2.13	3.45	3.96	27.76	17.10	14.89
2	立昂技术	300603.SZ	81.84	1.22	3.58	4.99	67.07	22.88	16.42
3	天音控股	000829.SZ	57.73	0.51	2.30	2.50	113.89	25.09	23.05
4	金财互联	002530.SZ	89.84	-6.79	3.30	4.61	-13.23	27.26	19.49
5	新媒股份	300770.SZ	210.51	3.96	5.59	7.21	53.20	37.64	29.21
6	中文在线	300364.SZ	34.76	-6.03	0.85	1.18	-5.76	40.90	29.46
7	焦点科技	002315.SZ	43.69	1.51	1.01	1.53	28.95	43.25	28.55
8	东方财富	300059.SZ	1225.60	18.31	27.85	36.10	66.93	44.00	33.95
9	新华网	603888.SH	138.22	2.88	3.08	3.74	48.01	44.88	36.96
10	掌阅科技	603533.SH	127.12	1.61	2.77	4.09	78.95	45.86	31.10
11	上海钢联	300226.SZ	129.61	1.81	2.82	4.44	71.77	45.98	29.18
12	视觉中国	000681.SZ	126.66	2.19	2.69	3.51	57.82	47.04	36.13
13	号百控股	600640.SH	149.99	1.42	3.09	4.78	105.57	48.50	31.37
14	星期六	002291.SZ	162.69	1.50	2.94	5.56	108.27	55.37	29.27
15	芒果超媒	300413.SZ	852.62	11.56	15.30	18.45	73.74	55.73	46.21
16	国联股份	603613.SH	150.38	1.59	2.45	3.65	94.61	61.37	41.25
17	值得买	300785.SZ	91.61	1.19	1.49	1.85	76.96	61.37	49.62
18	人民网	603000.SH	260.06	3.37	4.00	4.74	77.21	65.10	54.86
19	壹网壹创	300792.SZ	230.40	2.19	3.16	4.39	105.18	72.98	52.46
20	三六五网	300295.SZ	22.75	1.01	-	-	22.42	-	-
21	丝路视觉	300556.SZ	18.70	0.28	-	-	67.14	-	-
22	恒信东方	300081.SZ	48.74	0.56	-	-	86.51	-	-
23	生意宝	002095.SZ	48.27	0.35	-	-	137.92	-	-
24	安妮股份	002235.SZ	50.80	0.24	-	-	211.17	-	-

资料来源：Wind、华泰证券研究所

营销行业：受外部环境因素影响行业结构分化，关注新营销方向

行业整体情况

我们统计了营销相关的 31 家上市公司，2019 年整体实现营收 1,707.13 亿元，同比增长 5.4%，实现归母净利润-14 亿元(2018 年-36.32 亿元)，剔除大幅商誉减值对净利影响后，2019 年板块实现归母净利润 49.62 亿元，同比下降 26.27%。

依据国家市场监管总局数据,2019 年中国总体广告市场规模达到 8,674 亿元,同增 8.54%。在品牌广告预算削减、传统广告增幅放缓的背景下,新一代信息技术降低了广告投放门槛,催化出与互联网、大数据等结合的新时代智能化营销模式,为行业带来新增长点。

20Q1 板块整体营收达到 368.34 亿元,同比增长 1.53%;实现归母净利润 1.84 亿元,同比大幅缩减 88.33%。受疫情影响,国内广告需求较去年同期有明显下滑。据 CTR 数据显示,2020 年 2 月中国广告市场合计刊例花费同比大幅下降 28.6%。分具体品类来看,院线受疫情影响比较严重,基本零投放;电视广告、户外广告、广播广告、楼宇广告等也均出现不同程度的下滑,其中电梯海报 2 月刊例花费同比下降 20.3%。随着全面复工的推进,我们认为广告需求有望回升。

建议关注营销公司的内生转型发展,特别是在线上数字营销方向,通过拓展服务附加值较高的营销业务,如积极向 MCN、电商代运营、电商直播等领域转型,凸显新媒体营销的价值。在这个过程中,可以将客户的广告预算资源,匹配到流量增长较快的渠道和平台中,如短视频里的抖音、快手,以及其他有影响力的自媒体渠道,从而提高广告投放的转化效率。

各公司业绩增速区间

根据营收增速划分,2019 年营收增速在 20%~50%的上市公司有:元隆雅图、智度股份、科达股份、紫天科技、电声股份、蓝色光标;增速在 0%~20%的有:吴通控股、利欧股份、恒大高新、腾信股份、北巴传媒、天龙集团、广博股份、数知科技、华媒控股;其余收入增速为负数。

依据 2019 年净利润增速划分,剔除因大幅商誉减值导致净利润不可比的公司后,净利润增速为正的公司有:恒大高新、紫天科技、蓝色光标、腾信股份、华扬联众、思美传媒、元隆雅图、电声股份。

图表 11：营销行业公司 2019 业绩情况梳理

序 号	2019 营收 (亿元)	2018 营收 (亿元)	2019 营收同增 (%)	2019 归母净利 (亿元)	2018 归母净利 (亿元)	2019 归母净利 同增 (%)	解释原因
1 分众传媒 002027.SZ	121.36	145.51	-16.60%	18.75	58.23	-67.80%	1.中国广告市场受宏观经济影响需求疲软，叠加公司自身客户结构调整影响，使公司营业收入承压。2.自 18Q2 起公司大幅扩张电梯类媒体资源，导致在媒体资源租金、设备折旧、人工成本及运营维护成本等同比均有较大幅度增长
2 利欧股份 002131.SZ	140.33	122.50	14.55%	3.08	-18.60		扭亏 1.数字营销业务主动调整业务布局和业务结构，注重增长质量，现金流状况显著改善。2.机械制造板块销售毛利增加；工业泵业务扭亏为盈。3.公司 2019 年计提资产减值损失金额较以前年度大幅减少
3 蓝色光标 300058.SZ	281.06	231.04	21.65%	7.10	3.89	82.66%	1.受益于出海业务与短视频业务高速增长以及游戏板块复苏，收入快速提升。2.营销智能化产品的逐步应用使人效和净利润稳步提升。3.有息负债较去年同期下降，利息支出明显减少。4.参与投资拉卡拉支付股份有限公司于 4 月成功上市，资产公允价值增加
4 每日互动 300766.SZ	5.38	5.39	-0.18%	1.09	2.49	-56.19%	1.公共服务、风控服务领域营收增长显著。2.受宏观经济影响，互联网行业广告预算缩减，公司增长服务收入较上年同比有较大幅度减少，但在第四季度开始环比增长。3.全资子公司杭州云盟的代理业务客户上海欢兽经营严重恶化，杭州云盟对其应收账款 7300 多万元全额计提减值损失，预计该事项对公司净利润影响 5500 万元。剔除上海欢兽孤立事件，公司盈利 1.55 亿元-1.71 亿元，同比下降 31.27%-37.70%
5 智度股份 000676.SZ	108.74	76.74	41.70%	6.20	7.13	-13.14%	公司主营业务未发生重大变化
6 数知科技 300038.SZ	57.21	54.54	4.90%	5.76	6.34	-9.12%	1.预计对收购金之路和日月同行时形成的商誉计提减值准备，导致归母净利润减少 1.5 亿元。2.非经常性损益对公司净利润的贡献金额预计为 9884.35 万元，主要因参与投资的拉卡拉支付股份有限公司成功上市，公允价值变动产生的收益亦有大幅增加
7 电声股份 300805.SZ	32.36	26.05	24.21%	2.20	1.92	14.64%	1.积极开拓市场，主要客户需求增加。2.非经常性损益对净利润影响金额约 2259.5 万元，去年同期为 455.87 万元
8 省广集团 002400.SZ	115.36	121.15	-4.78%	1.49	1.86	-19.60%	计提长期股权投资减值和商誉减值准备 2.69 亿元
9 吴通控股 300292.SZ	35.41	30.37	16.59%	0.69	-11.58		扭亏 1.移动信息服务业务营收及营业利润持续增长。2.数字营销服务业务、电子制造服务业务、无线数据终端产品处于亏损状态，对整体业绩产生较大负面影响。3.非经常性损益对归母净利润影响金额约 5600 万元，主要为拆迁补偿
10 华扬联众 603825.SH	105.07	107.48	-2.24%	1.92	1.28	49.71%	1.进一步优化业务流程，毛利率有所提升；同时加强应收账款管理，使得计提资产减值损失较上年同期减少。2.上年皇氏集团股票减持造成公司投资亏损 4998 万元，使得上年同期非经常性损益为-4720 万元。本期非经常性损益中无上述类似事项，预计本期非经常性损益为-287 万元。
11 科达股份 600986.SH	188.83	142.09	32.89%	-25.09	2.63		转亏 1.计提商誉减值准备 25.97 亿元。2.计提大额应收款项坏账准备
12 紫天科技 300280.SZ	8.61	6.69	28.83%	1.69	0.78	115.77%	1.双主业模式初步形成，广告业务成为营收和利润主要来源。2.将发展前景及盈利能力较弱的资产进行处置，解除了深圳市橄榄叶科技股权转让协议，不再并表
13 华媒控股 000607.SZ	18.22	17.50	4.15%	0.19	1.05	-82.03%	确认资产减值损失 8397.89 万元，其中确认中教未来商誉减值损失，确认快点文化长投减值
14 天龙集团 300063.SZ	86.74	79.68	8.86%	0.76	-9.06		扭亏 1.本年计提商誉减值准备对业绩的影响将远小于前两年，是 2019 年得以扭亏为盈的主要原因。2.子公司品众创新互动营收增长带动新媒体板块业务及公司整体营收增长；传统化工板块整体亦实现盈利。3.财务费用同比上升，股权激励摊销费用 999.05 万元，非经常性损益对当期净利润影响 4443 万元
15 元隆雅图 002878.SZ	15.72	10.52	49.46%	1.15	0.94	22.79%	合并谦玛网络 2019 年全年收入及核心客户及腰部客户销

						售额大幅提升使得营业收入较去年同期实现大幅增长
16 麦达数字 002137.SZ	7.63	10.36	-26.32%	0.87	-3.67	扭亏部分股权资产价值出现减值
17 思美传媒 002712.SZ	29.97	52.83	-43.27%	0.46	0.32	47.30%1.根据现金回款、股权抵款等情况冲回以前期间坏账准备 1.31 亿元。2.计提子公司商誉减值准备 3.2 亿元
18 万润科技 002654.SZ	41.80	45.77	-8.68%	0.66	-11.34	扭亏1.两大板块 LED 业务和广告传媒业务保持稳健增长。2. 计提商誉减值准备较上年同期大幅减少
19 引力传媒 603598.SH	30.00	31.47	-4.68%	-2.11	0.57	转亏计提 3.17 亿元商誉减值准备
20 北巴传媒 600386.SH	52.28	47.94	9.06%	0.87	1.03	-15.21%1.广告传媒板块业务进一步整合优化现有资源，全力提升媒体价值，营收增长 1.4%。2.汽车服务业务优化管理架构，有效拓宽经营渠道，营收增长 10.57%
21 佳云科技 300242.SZ	55.29	56.10	-1.45%	0.08	-12.51	扭亏1.上年计提商誉及其相关非流动资产等资产减值损失 12.54 亿万元，本报告期评估无需计提商誉及相关资产减值损失。2.积极推进业务调整，相关投入初显成效，主营业务毛利率同比提升
22 中昌数据 600242.SH	27.87	30.18	-7.67%	-14.75	1.21	转亏公司股权并购形成的商誉及商誉有关的资产组计提了大额减值及损失；解除关于孙公司亿美汇金的《股份转让协议》，计提大额资产减值及损失
23 联创股份 300343.SZ	35.14	35.99	-2.38%	-14.74	-19.54	续亏1.子公司经营业绩不及预期，计提 11.91 亿商誉减值。2.合并范围较上年同期发生改变，新增子公司山东华安新材料有限公司 2019 年 3 月-12 月经营业绩
24 腾信股份 300392.SZ	14.81	13.32	11.15%	0.34	0.20	68.98%1.持续调整客户结构，积极开拓新市场、新客户。2.强化内部管理，严抓费用管控，管理费用、销售费用明显下降；进一步提高应收账款项清欠催收力度，加速资金回笼
25 因赛集团 300781.SZ	3.93	4.23	-7.27%	0.53	0.66	-19.85%1.营业额同比略有下降。2.持续引进人才，加快数字营销技术及传播研发中心建设的研发投入，人力成本同比有较大增长。3.自有办公楼正式投入使用，导致折旧费用增加
26 广博股份 002103.SZ	21.65	20.48	5.71%	0.13	-6.77	扭亏 强化经营导向，聚焦核心业务，外销市场以越南生产基地投产为契机，积极开拓国际市场；国内市场启动千城万店终端计划，销售多渠道齐驱共进
27 恒大高新 002591.SZ	3.78	3.35	12.85%	0.85	0.35	142.75% “互联网营销+节能环保”双主业，业绩高增长主要原因：节能环保业务同比有较大增长，两家互联网子公司武汉飞游科技、长沙聚丰网络业绩保持增长
28 联建光电 300269.SZ	30.14	40.53	-25.65%	-13.81	-28.88	续亏1.转让多家数字营销及数字户外广告行业子公司股权导致营收下降，核心业务 LED 显示屏制造主营仍保持健康稳健发展。2.数字营销及数字户外广告行业多家子公司亏损、计提商誉减值准备、股民诉讼赔偿等事项导致归母净利润为负。3.对各并购子公司资产组所涉及商誉计提商誉减值准备 9.93 亿元
29 宣亚国际 300612.SZ	3.54	3.69	-4.08%	0.10	0.21	-50.86%归母净利润大幅减少，主要由于公司为完善技术布局，进一步扩编研发团队，加大研发投入，使得研发费用增加
30 华谊嘉信 300071.SZ	22.50	34.16	-34.11%	0.12	-7.69	扭亏1.调整经营策略，主动放弃部分账期长、低毛利率的业务，毛利率同比提高。2.严格控制各项费用支出，人员、办公费用等减少。3.转回上期大额减值、出售子公司股权、注销业绩补偿股份等事项使非经常性损益对净利润影响 1.7 亿元
31 龙韵股份 603729.SH	6.43	11.95	-46.19%	-0.59	0.23	转亏1.出售长影娱乐、长影置业股权，使本期业绩受影响。2.中国广告行业市场持续低迷，公司主动削减常规代理业务

资料来源：Wind、华泰证券研究所

20Q1 营收增速在 50%以上的上市公司有：龙韵股份、紫天科技、佳云科技、宣亚国际、引力传媒、天龙集团；增速在 20%~50%的有：蓝色光标、智度股份、麦达数字；增速在 0%~20%的有：利欧股份、腾信股份、万润科技、元隆雅图、电声股份、省广集团、华扬联众；其余收入增速为负数。

20Q1 净利润增速为正且归母净利为正数，或者扭亏为盈的公司有：天龙集团、紫天科技、龙韵股份、华扬联众。

图表 12: 营销行业公司 2020Q1 业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2020Q1 营收 (亿元)	2019Q1 营收 (亿元)	2020Q1 营收同增 (%)	2020Q1 归母净利润 (亿元)	2019Q1 归母净利润 (亿元)	2020Q1 归母净利润同增 (%)	解释原因
1	分众传媒	002027.SZ	19.38	26.11	-0.26	0.38	3.40	-88.87%	1.受新冠疫情影响,国内广告市场需求较去年同期有较大幅度下滑,使营业收入同比减少。2.影院暂停营业,部分城市、社区及道路采取封闭管理,致使公司在部分城市和地区广告的正常发布受限。3.收到政府补助较去年同期有所下降。4.联营公司受疫情影响经营情况不达预期,对公司的净利润产生一定影响
2	利欧股份	002131.SZ	38.18	33.01	0.16	0.88	1.35	-35.18%	去年同期公司存在将自有房产对外转让并确认大量收益,今年无类似事项
3	蓝色光标	300058.SZ	81.17	55.95	0.45	2.04	2.21	-7.95%	1.疫情对公司整合营销和国际业务产生一定影响,但基于游戏等行业的线上广告投入大幅增加以及出海业务的持续增长,公司仍然实现营业收入增长超 30%。2.推出“蓝标在线”及“蓝标大学”两个业务板块,服务内容和公司的单位人效稳步提升。3.有息负债相比去年同期大幅下降,导致管理费用和销售费用占比持续下降
4	每日互动	300766.SZ	1.10	1.42	-0.23	0.34	0.60	-44.28%	新冠疫情导致客户复工延迟,营业收入同比下降。在多个领域客单收入虽有下滑,但优质潜力客户数量依然快速增长
5	智度股份	000676.SZ	35.88	26.75	0.34	-1.20	1.71		转亏 1.受新冠疫情影响导致延迟复工及客户的互联网广告支出有所控制等影响,主营业务净利润同比下滑。但公司海外移动端业务持续稳健发展,将有望成为公司新的业绩增长点。2.计提股份支付费用约 2070 万元。3.战略投资国光电器,受近期疫情和资本市场短期波动影响,国光电器股票公允价值变动带来约 2 亿元亏损,属于非经常性损益,导致业绩亏损
6	数知科技	300038.SZ	9.17	13.24	-0.31	0.43	1.57	-72.96%	1.新冠疫情使主要客户及政府单位复工推迟,采购节奏放缓,导致原有订单推迟且在手订单实施及验收延迟;3月海外疫情爆发对公司境外子公司业务造成了一定程度影响。2.预计非经常性损益为-968.2 万元,上年同期非经常性损益为 64.46 万元,主要为公司参与投资的拉卡拉支付股份有限公司公允价值较上年末变动
7	电声股份	300805.SZ	5.11	4.85	0.05	-0.04	0.16		转亏 1.营业收入增长主要因是线上商品销售和零售终端管理业务增长。2.受新冠疫情影响,公司及上游客户复工推迟,互动展示业务的订单低于上年同期,导致毛利额减少。同时,相关费用同比增加,影响整体利润
8	省广集团	002400.SZ	22.81	22.29	0.02	0.34	0.63	-46.81%	受新冠疫情影响,广告投放业务下降,业绩下滑
9	吴通控股	300292.SZ	6.90	10.18	-0.32	-0.04	0.80		转亏 1.受新冠疫情影响,营收同比大幅度下降。2.移动信息服务业务受运营商资费优惠政策调整导致成本上升,使得净利润减少。3.非经常性损益对归母净利润的影响金额较上年同期大幅减少,主要因为上年同期收到拆迁补偿款 4,998 万元
10	华扬联众	603825.SH	21.50	21.39	0.01	0.13	0.00	-3231.06%	业务结构优化导致毛利率上升,使得归母净利润增加
11	科达股份	600986.SH	22.60	37.79	-0.40	0.17	0.22	-24.71%	1.互联网数字营销业务本期营业收入同比下降 14.44 亿元。2.路桥施工、房地产开发及其他业务营业收入同比增加
12	紫天科技	300280.SZ	2.35	1.21	0.94	0.14	0.14	2.15%	受新冠疫情影响,公司锻压设备业务和现代广告服务业务盈利相比上年同期略有下滑
13	华媒控股	000607.SZ	2.96	3.57	-0.17	-0.38	-0.10		续亏 受新冠疫情影响,公司会展策划、户外广告、教育培训和商务印刷等业务收入大幅下降;同时,一季度为媒体行业传统经营淡季,营业收入低于年均水平,但成本相对固定,导致净利润同比下滑
14	天龙集团	300063.SZ	25.40	15.87	0.60	0.28	0.22	30.27%	1.受春节、疫情等因素影响,以腾讯和字节跳动为代表的信息流媒体流量上涨,带动公司信息流媒体整体收入上涨。同时,游戏行业、社交工具等网络生活服务、在线教育三大行业增长助推公司业务增长,新媒体板块整体营收和净利润较上年同期明显上升。2.受疫情影响,公司传统化工板块订单有所减少,油墨板块及林产化工板块营业收入和净利润较上年同期回落。3.非经常性损

15 元隆雅图 002878.SZ	3.32	3.07	0.08	0.19	0.25	-23.30%	益对当期净利润影响金额约 1729 万元
16 麦达数字 002137.SZ	2.11	1.60	0.32	0.21	0.54	-60.65%	1. 新媒体营销、数字化营销和冬奥会特许业务大幅增长。2. 疫情期间礼品生产和物流运输受到较大影响，部分礼品订单延期交付，造成公司礼品收入下降约 21.28%，且疫情之下冬奥会产品的银行渠道和线下门店销售在春节期间未能充分释放业绩。3. 销售费用、管理费用、研发费用增加
17 思美传媒 002712.SZ	4.21	10.29	-0.59	0.18	1.24	-85.69%	非经常性收益减少导致归母净利润同比下降
18 万润科技 002654.SZ	9.37	8.64	0.09	-0.03	0.33		受新冠肺炎疫情影响，客户广告预算减少，投放计划推迟，且全行业的假期延长和停工，导致影视、综艺节目等内容营销受影响，公司业务量下降，净利润减少
19 引力传媒 603598.SH	7.78	4.81	0.62	0.09	0.09	-0.42%	转亏受股价变动影响，2019 年预提的并购子公司原股东需履行补偿的股票在报告期内持有的公允价值较 2019 年末减少，导致计提公允价值变动损失。剔除这一影响因素，按同口径对比，期内公司预计实现归母净利润较上年同期保持稳健增长
20 北巴传媒 600386.SH	6.65	11.27	-0.41	-0.39	0.17		加大业务拓展，增加新业务等，使得营业收入增加；增加银行借款，导致财务费用增加
21 佳云科技 300242.SZ	17.76	9.76	0.82	0.01	0.22	-95.17%	转亏受疫情影响，子公司海依捷下属 4S 店销售及维修业务收入减少
22 中昌数据 600242.SH	2.35	7.89	-0.70	-0.25	0.07		互联网营销业务收入预计持续增长，同时受新冠肺炎疫情影响，部分广告主客户与公司的广告款项结算效率降低，导致应收账款回款延迟，应收账款坏账准备计提增加
23 联创股份 300343.SZ	4.19	8.36	-0.50	-0.30	0.37		转亏主要因本期汇兑美金未在合并范围内，导致收入利润大幅减少
24 腾信股份 300392.SZ	3.53	3.08	0.14	0.01	0.02	-77.02%	转亏 1. 受宏观经济放缓以及汽车行业大幅下滑影响，互联网数字业务业绩较上年同期下降。2. 新冠疫情背景下，化工新材料板块受下游客户需求和物流受阻等原因影响，导致销售收入较上年同期下降。3. 合并范围较上年同期发生改变，本期新增山东华安新材料有限公司 1 月—2 月经营业绩
25 因赛集团 300781.SZ	0.79	0.94	-0.16	0.09	0.10	-15.57%	受新冠肺炎疫情影响，整体效益同比下降
26 广博股份 002103.SZ	3.64	4.07	-0.11	-0.15	0.14		受新冠肺炎疫情影响，部分员工无法按时返回公司上班工作，导致生产经营受影响。另外，部分客户营销推广节奏及预算投入受疫情影响而调整，也对公司服务该部分客户的营收产生负面影响
27 恒大高新 002591.SZ	0.93	0.99	-0.06	0.16	0.29	-46.08%	转亏受新冠肺炎疫情影响，公司及产业链上下游公司复工时间较原计划有不同程度的延迟，致使产销量下降；此外，疫情在国际范围内的广泛传播对公司出口业务造成不利影响
28 联建光电 300269.SZ	2.97	7.94	-0.63	-0.79	-0.33		受新冠肺炎疫情影响，公司收入降低、项目成本上升、贷款回笼减少，导致计提的信用减值损失增加及营业外支出增加
29 宣亚国际 300612.SZ	0.66	0.39	0.66	-0.13	-0.12		续亏一季度为营销广告行业销售淡季，加上新冠疫情影响，各子公司复工时间推迟，收入同比大幅下降，出现较大亏损；处置子公司等事项也造成了一定的非经营性亏损
30 华谊嘉信 300071.SZ	1.77	5.35	-0.67	-0.55	-0.41		续亏 1. 营收增加主要由于快消、教育、互联网、电子消费品、汽车类客户在数字营销领域投入增加；另外受春节因素，新冠疫情因素等多方面影响，以字节跳动为代表的信息流媒体流量上涨，带动公司营销技术运营服务类业务的收入同比上涨。2. 归母净利润减少主要由于公司加大了研发投入，研发费用增加，且疫情导致公司部分客户款项结算延迟，预计计提应收账款坏账准备增加
31 龙韵股份 603729.SH	1.81	0.72	1.50	0.04	-0.13		续亏体验营销及大部分通过线下服务开展的业务由于受到疫情影响，业务规模大幅缩减，导致营业收入大幅下降，毛利额减少
							扭亏 1. 全案服务业务量持续上升，使业绩有所提高。2. 对外投资项目经营良好，预计为公司带来投资收益

资料来源：Wind、华泰证券研究所

重点公司业绩及经营情况

分众传媒：短期业绩承压，静待疫情后广告投放需求恢复

2019 年实现营收 121.46 亿元，同比下降 16.60%，归母净利润达到 18.75 亿元，同比下滑 67.80%。20Q1 楼宇等线下广告业务受疫情影响，公司实现营收 19.38 亿元，比去年同期下滑 25.76%，归母净利润同比大幅下滑 88.87%至 0.38 亿元。

因整体广告行业较为低迷，叠加疫情影响，公司 2019 年及 2020 年 Q1 营收、净利大幅下滑。依据公司 2019 年报，互联网广告主客户削减预算，占广告主行业比例下降，日常消费、交通、娱乐休闲等类别广告主比例上升，广告主结构优化。我们预计 20Q2 收入端的下降幅度较 Q1 有所收窄，业绩将随着全国复工、经济活动恢复而回暖。

蓝色光标：出海业务拉动收入高增，短视频广告业务成为潜力增长点

蓝色光标 2019 年度营收为 281.06 亿元，同比增加 21.65%；归母净利润大幅增长 82.66%达 7.10 亿元。20Q1 虽受到疫情一定程度的影响，但出海业务的优秀表现带动营收同比增长 45.07%至 81.17 亿元，实现归母净利润 2.04 亿元，同比下降 7.95%。

蓝色光标已经积累如 Facebook、Google、Tiktok 等优质海外客户，同时将目标客户拓展至中小型出海企业，业务规模快速扩大，毛利率预期有所提升。2019 年公司出海业务收入规模为 172.83 亿元，同比增加 42.83%，拉动公司整体营收增长。同时公司短视频业务快速增长，与字节跳动旗下抖音头条等形成紧密合作，短视频营销业务市场快速增长。

板块估值

从 2020 年 PE 来看，大部分营销行业公司 PE 估值位于 20~30X 区间。在 30X 估值以上的公司有分众传媒、省广集团、电声股份、佳云科技、每日互动。

图表13：营销行业公司当前估值情况（5月11日，2020E和2021E归母净利采用wind一致预期）

序号	证券简称	证券代码	当前市值 (亿元)	2019 年归母 净利 (亿元)	2020E 归母 净利 (亿元)	2021E 归母 净利 (亿元)	2019PE	2020E PE	2021E PE
1	恒大高新	002591.SZ	22.17	0.85	1.56	-	26.17	14.25	-
2	数知科技	300038.SZ	96.44	5.76	6.50	7.56	16.75	14.83	12.75
3	麦达数字	002137.SZ	40.66	0.87	2.30	3.14	46.70	17.67	12.96
4	华扬联众	603825.SH	61.87	1.92	2.99	4.13	32.20	20.73	14.99
5	蓝色光标	300058.SZ	176.37	7.10	6.88	8.32	24.82	25.63	21.21
6	北巴传媒	600386.SH	30.48	0.87	1.04	1.34	34.97	29.31	22.75
7	元隆雅图	002878.SZ	48.42	1.15	1.62	2.27	42.16	29.84	21.37
8	电声股份	300805.SZ	103.27	2.20	3.38	4.39	46.84	30.60	23.51
9	分众传媒	002027.SZ	747.10	18.75	19.52	32.36	39.84	38.27	23.09
10	省广集团	002400.SZ	96.41	1.49	2.42	3.01	64.49	39.84	32.03
11	佳云科技	300242.SZ	32.62	0.08	0.81	1.29	384.04	40.39	25.37
12	每日互动	300766.SZ	116.07	1.09	2.18	3.10	106.50	53.30	37.47
13	龙韵股份	603729.SH	14.08	-0.59	-	-	-23.96	-	-
14	引力传媒	603598.SH	37.13	-2.11	-	-	-17.60	-	-
15	科达股份	600986.SH	53.94	-25.09	-	-	-2.15	-	-
16	中昌数据	600242.SH	30.23	-14.75	-	-	-2.05	-	-
17	联创股份	300343.SZ	25.38	-14.74	-	-	-1.72	-	-
18	联建光电	300269.SZ	21.36	-13.81	-	-	-1.55	-	-
19	智度股份	000676.SZ	99.18	6.20	-	-	16.01	-	-
20	紫天科技	300280.SZ	48.62	1.69	-	-	28.71	-	-
21	因赛集团	300781.SZ	24.43	0.53	-	-	46.42	-	-
22	天龙集团	300063.SZ	38.72	0.76	-	-	50.83	-	-
23	万润科技	002654.SZ	35.69	0.66	-	-	54.36	-	-
24	腾信股份	300392.SZ	26.96	0.34	-	-	78.68	-	-
25	思美传媒	002712.SZ	37.26	0.46	-	-	80.24	-	-
26	利欧股份	002131.SZ	264.79	3.08	-	-	86.08	-	-
27	吴通控股	300292.SZ	69.22	0.69	-	-	100.51	-	-
28	华谊嘉信	300071.SZ	15.24	0.12	-	-	130.81	-	-
29	广博股份	002103.SZ	24.39	0.13	-	-	190.00	-	-
30	宣亚国际	300612.SZ	20.88	0.10	-	-	201.76	-	-
31	华媒控股	000607.SZ	43.05	0.19	-	-	227.72	-	-

资料来源：Wind、华泰证券研究所

动漫影视行业：行业筑底，重点消化库存，期待回升

行业整体情况

我们统计了 17 家动漫影视行业相关上市公司，2019 年整体实现营收 248 亿元，同比下滑 29.73%；实现归母净利润-135.29 亿元。剔除新文化、长城影视、鹿港文化、祥源文化、长城动漫等公司大额资产减值/信用减值的影响，并剔除华策影视、北京文化、华谊兄弟、捷成股份等公司商誉减值的影响，行业 2019 年净亏损 72.08 亿元。

近年来行业监管趋严，2019 年影视行业仍处于规范调整期。根据国家电影局，2019 年全国电影票房规模 642.66 亿元，同增 5.4%，整体增速持续放缓。根据国家广播电视总局，2019 年全国电视剧拍摄备案剧目 905 部，同比减少 22.18%；获准发行剧目 254 部，同比减少 21.36%，行业产能继续出清，集中度有望进一步提升。同时下游版权价格出现理性回落，影响影视剧公司利润水平。

20Q1 板块实现营收 35.92 亿元，同比下降 37.93%；实现归母净利润-1.98 亿元（去年同期 3.29 亿元），主要因疫情影响。

各公司业绩增速区间

从 2019 年营收增速看，增速超过 50%的有光线传媒、美盛文化，其余增速均为负。从 2019 年净利润增速看，剔除不可比公司数据后，净利润增速为正且归母净利为正数，或者扭亏为盈的公司有：慈文传媒、美盛文化、华录百纳、奥飞娱乐。

图表 14: 动漫影视行业 2019 年业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2019 营收 (亿元)	2018 营收 (亿元)	2019 营收同增 (%)	2019 归母净利 (亿元)	2018 归母净利 (亿元)	2019 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	光线传媒	300251.SZ	28.29	14.92	89.70%	9.48	13.73	-31.00%	1.多部参与投资、发行或协助推广并计入本报告期票房的影片取得优异的票房成绩,使公司电影业务收入增加。2.电视剧业务利润较上年同期下降。3.计提资产减值准备。4.非经常性损益较上年同期下降 96%,主要因上年同期公司出售所持有的新丽传媒产生的投资收益较多
2	华策影视	300133.SZ	26.31	57.97	-54.62%	-14.67	2.11		转亏 1. 计提商誉减值准备 8.4 亿元, 计提长期股权投资减值准备 1.8 亿元, 计提存货减值准备约 1.3 亿元
3	华谊兄弟	300027.SZ	21.86	38.91	-43.81%	-39.60	-10.93		续亏 1.主投主控影片缺失,电影收入较上年同期相比存在较大程度的下滑;电视剧方面,筹备并参与投资多部电视剧及网剧,收益预计在以后年度体现;品牌授权与实景娱乐板块收入较上年同期相比有所下降,主要是实景娱乐业务重点从项目开拓转向深耕运营的发展阶段。2.对长期股权投资、商誉及其他资产计提资产减值准备。3.非经常性损益净额-18.9 亿元,主要包括计入当期损益的政府补助及奖励,出售 GDCTechnology Limited 股份、深圳市华宇讯科技有限公司部分股份等导致的处置损益和公司对于长期股权投资、金融资产计提减值准备
4	捷成股份	300182.SZ	36.05	50.28	-28.30%	-23.80	0.94		转亏 1.投拍播出的影视剧较少,原本预计制作/播出上映的多部影视作品未达预期或未能于报告期内实现播出。2.音视频技术业务 4K、8K、超高清相关产品及融媒体产品需求向好,但相关传统业务和产品在新技术市场需求下应用受限,传统技术和产品更新替代业已成型。3.计提资产减值准备 27.51 亿元
5	奥飞娱乐	002292.SZ	27.27	28.40	-3.97%	1.20	-16.30		扭亏 1.战略性主动调整玩具业务品类结构,原潮流品类占比下调,超级飞侠、婴童用品、战拓等业务同比增长。2.经过 2018 年组织架构及人员优化,公司管理效率提升,同期费用降低
6	北京文化	000802.SZ	8.55	12.05	-29.02%	-23.06	3.26		转亏 1.暂缓电视剧业务开展,收益大幅下滑;艺人经纪业务受行业政策、市场环境等因素影响,收益下滑明显。2.对全资子公司期末应收账款、其他应收款计提减值准备 4.4 亿元,计提存货跌价准备 4000 万元。3.对全资子公司计提商誉减值 14.76 亿元
7	当代明诚	600136.SH	17.82	26.68	-33.21%	1.05	1.78	-40.96%	影视行业整体发展及体育行业周期性影响导致业绩下降。
8	美盛文化	002699.SZ	13.80	7.78	77.39%	0.38	-2.30		扭亏 营业收入增加带来净利润相应增加
9	华录百纳	300291.SZ	6.11	6.30	-2.87%	1.14	-34.17		扭亏 1.强化经营管理及积极开拓新客户,业绩较上年同期大幅增长。2.非经常性损益
10	欢瑞世纪	000892.SZ	5.40	13.28	-59.35%	-5.51	3.25		转亏 1.应收账款计提坏账准备 3.31 亿元,预计存货价值减少使净利润降低 2.69 亿元。2.非经常性损益对净利润的影响额约 4800 万元
11	慈文传媒	002343.SZ	11.71	14.35	-18.37%	1.65	-10.94		扭亏 受行业整体影响,公司仍坚持以影视内容开发运营为核心,主打网台联动头部剧,拓展付费模式网生内容,协同开展艺人经纪、综艺及游戏等相关业务
12	新文化	300336.SZ	5.56	8.06	-31.00%	-9.48	0.32		转亏 1.影视行业持续调整、规范管理,全年影视行业备案、上线剧集总量下滑,且受剧本优化等多重因素影响,部分影视项目开发、制作进度未达预期。2.受国内经济下行压力,客户投放预算下降,广告板块受影响,同时随着新的广告模式涌现,对传统广告行业造成了一定的冲击。3.预计计提部分资产减值及商誉减值准备
13	祥源文化	600576.SH	4.22	7.21	-41.39%	-8.53	0.14		转亏 1.对因收购翔通动漫所形成的商誉计提减值。2.就客户上海欢兽实业应收账款全额计提坏账准备 1746.05 万元。3.对部分无形资产计提减值。4.战略投资布局动画影视板块,并依托祥源控股丰富的旅游目的地资源深入探索文旅与动漫的多元化合作模式,推动“动漫+文旅”双轮驱动的战略发展,但新业务经济效益年度内尚未体现
14	鹿港文化	601599.SH	30.35	47.80	-36.49%	-9.66	0.56		转亏 1.影视业务经营亏损受影视大环境影响,世纪长龙、天意影视、互联影视营业收入同比出现大幅下滑,同时公司受行业政策和资金状况影响,应收账款回款速度整体下降,导致坏账准备不断上升。2.对子公司世纪长龙、天意影视计提商誉减值合计 3.4 亿元。3.计提存货跌价准备 1.7 亿元
15	唐德影视	300426.SZ	-1.15	3.72	-130.92%	-1.07	-9.27		续亏 1.发行的部分电视剧项目在原来制作时生产要素成本较高,投入较大,而在本期发行时电视剧版权销售价格相对理性,导致收入与成本存在错配,使项目毛利率有所下降。2.对《巴清传》项目前期确认的营业收入、营业成本、信用减值损失等进行调整,并对转回的存货重新确认资产减值损失,增加了本年利润。3.融资难度和融资成本增加,财务费用同比大幅增长。4.对作为非执行制片方参与投资制作的部分影视项目计提资产减值准备
16	长城影视	002071.SZ	5.40	14.47	-62.64%	-11.13	-4.14		续亏 1.对部分子公司计提商誉减值。2.投资拍摄的《人民总理周恩来》处审核流程中,将于取得发行许可证后依据会计准则的相关规定确认发行收入。3.受上游行业效益放缓及融资环境下的影响,公司融资费用及计提坏账准备金额有所提高

资料来源: Wind、华泰证券研究所

从 20Q1 营收增速来看，增速在 50% 以上的有唐德影视、美盛文化；在 0~50% 区间的有新文化、华策影视；其余均为负。

以 20Q1 净利润水平看，欢瑞世纪、华策影视、华录百纳实现归母净利润同比正增长，其余公司净利均同比下滑或为负。

图表 15： 动漫影视行业 2020Q1 业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2020Q1 营收 (亿元)	2019Q1 营收 (亿元)	2020Q1 营收同增 (%)	2020Q1 归母净利 (亿元)	2019Q1 归母净利 (亿元)	2020Q1 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	光线传媒	300251.SZ	2.26	9.16	-75.29%	0.29	0.92	-67.82%	定于春节档、情人节档上映的《姜子牙》、《荞麦疯长》等影片均已撤档，择机再上映，公司电影票房收入受到较大影响。确认《新世界》电视剧投资收入，电视剧业务利润较上年同期小幅减少
2	华策影视	300133.SZ	7.62	7.35	3.64%	1.10	0.36	204.87%	确认库存剧，同时非经常性损益影响净利润 2313 万元，主要由计入当期损益的政府补助、投资收益构成
3	华谊兄弟	300027.SZ	2.29	5.92	-61.38%	-1.43	-0.94		续亏影视与文旅行业在新冠肺炎疫情期间遭受重创，公司电影、影院及实景娱乐业务收入较上年同期均出现较大幅度的下滑。
4	捷成股份	300182.SZ	5.34	8.04	-33.54%	0.44	1.37	-67.98%	受新冠疫情影响，新媒体版权运营和音视频技术服务等业务受严重影响，包括复工推迟、项目实施及验收延期等一系列问题，具体表现为：1.院线影片延期上映导致部分电影新媒体版权发行项目推迟。2.复工推迟导致音视频技术项目实施或验收推迟
5	奥飞娱乐	002292.SZ	4.98	6.70	-25.74%	-0.39	0.59		转亏受新冠疫情影响，公司玩具、婴童用品以及主题商业等涉及到线下终端销售或体验的部分业务业绩下滑
6	北京文化	000802.SZ	0.01	0.32	-96.26%	-0.19	-0.27		续亏受新冠疫情影响，公司主营业务收入较少
7	当代明诚	600136.SH	2.71	5.19	-47.71%	-0.80	0.56		转亏受新冠肺炎疫情影响，公司主营业务收入同比大幅下降；为应对疫情给业务开展带来的不利影响，公司扩大债务，导致财务费用增加
8	美盛文化	002699.SZ	1.99	1.29	54.94%	-0.05	0.11		转亏收购 NEW TIME 增加了收入核算范围，导致营业收入大幅增加；受疫情影响，公司利润下降
9	华录百纳	300291.SZ	0.16	0.41	-61.73%	0.20	0.10	103.80%	1.新冠疫情对全年度经营项目规划产生负面影响。2.非经常性损益对净利润影响，主要系以摊余成本计量的金融资产终止确认收益及购买理财产品取得的投资收益
10	欢瑞世纪	000892.SZ	0.12	0.58	-79.64%	0.14	0.11	31.27%	艺人经纪收入减少使得营业收入较去年同期大幅下降
11	慈文传媒	002343.SZ	0.01	1.54	-99.08%	-0.15	0.06		转亏 1.受新冠疫情影响，影视业务生产发行基本陷入停顿，加之影视业务生产制作和发行周期导致公司收入确认存在一定季度性波动，故公司一季度影视业务收入确认金额很少。2.因游戏行业受到国家政策严格管制，游戏产品更加向头部公司集中，游戏业务实现业绩较上年同期亦有所下滑
12	新文化	300336.SZ	1.06	0.94	12.67%	0.08	0.37	-79.35%	1.受新冠疫情影响，原定于春节期间在院线上映的《肥龙过江》改为网络播出。2.受疫情影响，户外广告业务需求缩减，广告营销合作受到影响
13	祥源文化	600576.SH	0.57	1.44	-60.31%	0.06	0.26	-76.13%	受新冠肺炎疫情影响，主营业务收入同比大幅下降；进行业务调整，对技术等资源进行整合，导致研发费用下降
14	鹿港文化	601599.SH	5.24	7.60	-31.06%	-0.63	0.09		转亏受新冠疫情影响，公司订单被部分取消或暂停，营业收入及利润同比下滑
15	唐德影视	300426.SZ	1.20	0.33	259.30%	-0.27	-0.44		续亏 1.受新冠疫情影响，公司及产业链下游单位复工时间普遍延迟，使得公司电视剧项目整体销售进度低于预期。2.计提信用减值损失较上年同期增加
16	长城影视	002071.SZ	0.36	0.84	-56.53%	-0.25	0.11		转亏 1.受新冠疫情影响，下属影视基地景区暂停开放。2.存在部分债务到期未清偿，产生的逾期利息等相关融资费用有所提高
17	长城动漫	000835.SZ	0.01	0.24	-96.65%	-0.12	-0.07		续亏因疫情以及债务逾期的影响，以及因北京新娱兄弟网络科技有限公司资金短缺导致人员严重流失，处于停业状态等因素影响，经营指标比上年同期大幅度下降

资料来源：Wind、华泰证券研究所

重点公司业绩及经营情况

光线传媒：电影电视剧业务表现良好，领跑国内动漫电影领域

公司 2019 年实现营收 28.29 亿元，同比提升 89.7%；实现扣非归母净利润 8.68 亿元，同比大增 404.54%。20Q1 营收 2.26 亿元，同比下滑 75.29%；实现扣非归母净利润 0.12 亿元，同比下滑 80.43%，主要因公司多部电影受疫情影响撤档，电影业务收入大幅减少。电影业务：据 19 年年报，公司 2019 年参与投资、发行或协助推广计入票房 18 部各类型电影，2019 年总票房达到 138.67 亿元。其中公司主投、主控的动画电影《哪吒之魔童降世》打破中国上映动画电影单日最高票房等记录，彰显了公司动漫电影领域的制作实力。2020 年有望上映的《姜子牙》、《大鱼海棠 2》等动画电影有望巩固公司在动漫领域的领跑地位。

电视剧业务：公司 2019 年进行了包括《新世界》在内的多部电视剧/网剧投资制作，于 20Q1 确认了《新世界》电视剧收入，与去年同期《八分钟的温暖》等剧相比，单剧盈利回报有所提升。

慈文传媒：国资支持的影视剧领头羊

公司 2019 年实现营收 11.71 亿元，同比下滑 18.37%；归母净利润 1.65 亿元，同比增长 115.05%。慈文传媒 20Q1 实现营收 0.01 亿元，同比下降-99.08%；净亏损 0.15 亿元。

公司 2019 年引入国有控股股东华章天地传媒投资控股集团有限公司，系江西省出版集团全资子公司，提升组织架构稳定性及公司项目实施落地能力。公司库存大量优质剧集 IP 积累，据 19 年年报，2019 年确认包括《风暴舞》、《光荣时代》、《锦衣之下》等多部新剧集首轮发行收入，还有《三叉戟》、《一江水》等待播出。2020 年待开机的剧集还有《天涯客》、《婚姻的两种猜想》、《紫川》、《大空港》等，部分剧集受到疫情影响推迟开机。

板块估值

从 20 年 PE 估值来看，PE 在 30X 以上的有奥飞娱乐、光线传媒，其他公司的估值均处于 10-30X 的区间。

图表 16： 动漫影视行业公司估值情况（5 月 11 日，2020E 和 2021E 归母净利润采用 wind 一致预期）

序号	证券简称	证券代码	当前市值 (亿)	2019A 归母 净利 (亿)	2020E 归母 净利 (亿)	2021E 归母 净利 (亿)	2019A PE	2020E PE	2021E PE
1	北京文化	000802.SZ	44.24	-23.06	3.33	4.14	-1.92	13.28	10.69
2	捷成股份	300182.SZ	112.53	-23.80	6.35	8.17	-4.73	17.73	13.77
3	慈文传媒	002343.SZ	39.09	1.65	2.04	2.68	23.73	19.16	14.61
4	当代明诚	600136.SH	49.93	1.05	2.46	3.90	47.51	20.33	12.81
5	华策影视	300133.SZ	129.22	-14.67	5.30	6.63	-8.81	24.38	19.49
6	光线传媒	300251.SZ	318.30	9.48	8.24	11.52	33.59	38.61	27.62
7	奥飞娱乐	002292.SZ	90.52	1.20	1.48	2.20	75.37	61.08	41.06
8	唐德影视	300426.SZ	20.78	-1.07	-	-	-19.46	-	-
9	欢瑞世纪	000892.SZ	40.22	-5.51	-	-	-7.30	-	-
10	新文化	300336.SZ	38.05	-9.48	-	-	-4.01	-	-
11	华谊兄弟	300027.SZ	117.93	-39.60	-	-	-2.98	-	-
12	祥源文化	600576.SH	23.10	-8.53	-	-	-2.71	-	-
13	长城动漫	000835.SZ	9.48	-3.66	-	-	-2.59	-	-
14	鹿港文化	601599.SH	22.59	-9.66	-	-	-2.34	-	-
15	长城影视	002071.SZ	9.72	-11.13	-	-	-0.87	-	-
16	华录百纳	300291.SZ	39.97	1.14	-	-	35.13	-	-
17	美盛文化	002699.SZ	47.02	0.38	-	-	125.20	-	-

资料来源：Wind、华泰证券研究所

电影院线行业：静待复工，供给侧改革存机遇

行业整体情况

我们统计了 7 家电影院线上市公司，2019 年整体实现营收 348.55 亿元，同比基本持平；实现归母净利-30.94 亿元；剔除万达电影、文投控股、幸福蓝海等资产减值损失后，2019 年行业净利为 28.52 亿元，同比下滑 28.39%。

根据国家电影局，2019 年全国电影票房规模 642.66 亿元，同增 5.4%，整体增速持续放缓。行业内公司竞争加剧，影院费用成本相对刚性，因此利润承压。

20Q1 受疫情影响，线下影院暂停营业，院线公司均出现不同程度亏损。在此情况下，影院行业经营压力大幅增加，将倒逼行业加速出清，供给侧改革下龙头院线公司有望受益。

各公司业绩增速区间

从 2019 年营收增速区间来看，增速在 20% 的只有幸福蓝海；在 0~20% 的有上海电影、金逸影视、文投控股、横店影视、中国电影；万达影视营收同比增速为负数。

从 2019 年净利润水平看，加回万达电影、幸福蓝海、文投控股大额商誉减值损失后，所有公司增长仍均为负值。

图表17：院线行业公司 2019 年业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2019 营收 (亿元)	2018 营收 (亿元)	2019 营收同增 (%)	2019 归母净利 (亿元)	2018 归母净利 (亿元)	2019 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	万达电影	002739.SZ	154.35	162.87	-5.23%	-47.29	21.03		转亏1.拟对并购的影城、时光网、幕威时尚、PropagandaGEMLtd 计提商誉减值准备合计 59.09 亿元。2.万达影视主投、主控影片数量较少、体量较低且部分影片票房不及预期；且受游戏行业政策调整影响，部分产品上线延迟
2	中国电影	600977.SH	90.68	90.38	0.34%	10.61	14.95	-28.99%	1.营收同比小幅增长，主要由于公司影视制片制作业务收入上升，主投的《流浪地球》等影片表现亮眼，带来分账收入提升；参与发行的影片表现不及预期，电影发行收入下滑明显。2.归母净利润下滑主要因 18 年公司完成对中影巴可的股权增持，确认了 4.5 亿元投资收益，而 2019 年投资净收益减少
3	横店影视	603103.SH	28.14	27.24	3.27%	3.10	3.21	-3.48%	宣传费用增加导致销售费用增长较大，费用相对刚性
4	上海电影	601595.SH	11.07	10.56	4.79%	1.37	2.35	-41.63%	费用相对刚性，且 2018 年同期有处置子公司、联营企业产生的投资收益
5	文投控股	600715.SH	22.24	20.86	6.63%	0.13	-6.87		扭亏新增产业发展服务业务
6	金逸影视	002905.SZ	20.69	20.10	2.91%	1.07	1.58	-32.54%	1. 2019 年公司在全国市场份额占比稳定，新增票房贡献主要来自新增银幕。2. 2019 年新增银幕的增长 13.97%，由于新建影城需要一定的培育期，银幕数的增长高于营业收入的增长，对公司利润形成较大影响
7	幸福蓝海	300528.SZ	21.38	16.55	29.20%	0.07	-5.32		扭亏1.电视剧业务稳步前行，多个剧集在央视一套及一线卫视平台热播，电视剧业务营业收入同比大幅增长；电影业务方面，公司参与投资的电影《中国机长》《误杀》等取得了票房和口碑双丰收，幸福蓝海院线规模进一步扩大。2.由于公司收购的重庆笛女影视部分影视剧项目已到结算期，但因未完成发行目标，账面存货需结转成本。同时笛女传媒借款利息较高，导致其出现较大亏损，对公司业绩造成不利影响。3.非经常性损益对公司净利润影响，主要为影城的电影专项资金返还及影视剧项目补贴

资料来源：Wind、华泰证券研究所

从 20Q1 营收水平看, 行业所有公司营收增速均为负; 从净利水平看, 所有公司由盈转亏。

图表18: 院线行业 2020Q1 业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2019 营收 (亿元)	2018 营收 (亿元)	2019 营收同增 (%)	2019 归母净利 (亿元)	2018 归母净利 (亿元)	2019 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	万达电影	002739.SZ	12.55	39.13	-67.94%	-6.00	4.26		转亏受新型疫情影响, 下属影院全部停业, 且计划春节档上映的影片未能如期上映, 电影放映收入大幅下降, 而固定成本费用支出却较为刚性, 导致经营业绩出现大幅下滑
2	中国电影	600977.SH	2.58	22.26	-88.39%	-2.27	3.55		转亏受疫情影响, 影城停业导致收入利润减少
3	横店影视	603103.SH	0.92	8.74	-89.52%	-1.38	1.59		转亏受疫情影响, 影城停业导致收入利润减少
4	上海电影	601595.SH	0.46	2.85	-83.93%	-0.71	0.46		转亏受新冠疫情影响, 报告期内影院停业导致收入减少
5	文投控股	600715.SH	1.14	4.83	-76.37%	-1.69	0.03		转亏受疫情影响, 公司影城、影视收入大幅减少; 公司增加向母公司文资控股借款导致财务费用增加
6	金逸影视	002905.SZ	0.67	5.62	-88.17%	-1.53	0.32		转亏受新型疫情影响, 自 2020 年 1 月 24 日起旗下自有影院及广州金逸珠江电影院线有限公司旗下加盟影院已全部暂停营业, 仍未恢复, 直接影响公司经营收入, 但仍需承担相应的固定成本
7	幸福蓝海	300528.SZ	0.40	6.10	-93.39%	-1.02	0.13		转亏受新型疫情影响, 自 2020 年 1 月 25 日起旗下自有影院及幸福蓝海院线旗下加盟影院已全部暂停营业, 目前仍未恢复营业, 从而导致一季度营业收入大幅下滑

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

重点公司业绩及经营情况

万达电影: 等候行业复工, 龙头集中度有望提升

公司 2019 年实现营收 154.35 亿元, 同减 5.2%; 归母净利润-47.29 亿元, 主要因计提商誉等资产减值准备 59.09 亿元。扣除此影响, 实现归母净利润 11.41 亿元。20Q1 营收 12.55 亿元, 同减 70.1%, 净亏损 6 亿元, 主要因为受疫情影响, 自 1 月 23 日起下属影院全部停业, 同时万达影视计划春节档上映的影片未能如期上映, 而固定成本费用支出刚性较强。

2019 年公司观影收入同比微增 0.6%至 91.2 亿元, 商品、餐饮销售收入同增 3.05%至 19.3 亿元; 广告业务收入同降 22.05%至 19.5 亿元, 主要受宏观经济影响。万达影视收入同比下降 20.9%至 17.86 亿元, 其中, 电影制作发行收入同降 21.97%至 8.9 亿元, 电视剧制作发行收入同增 25.93%至 4.98 亿元, 游戏发行收入同降 45.06%至 3.94 亿元。万达影视收入下降主要因主投、主控影片数量较少、体量较低且部分票房不及预期。20Q1 公司下属国内影城自 1 月 23 日起全部暂停营业, 恢复时间待定。根据艺恩数据, 院线市场 2019 年万达的票房市占率为 13.9%, 相对稳定, 继续保持全国第一。截至 19 年末, 公司拥有已开业直营影城 656 家, 银幕 5,306 块, 银幕数同比增长 10.0%, 总体公司银幕仍保持一定扩张速度。19 年公司单银幕贡献票房 141.3 万元, 同比下滑 8.7%。受新冠疫情影响, 全国线下影院暂停开业。由于票房收入大幅下降, 固定成本较难压缩, 中小影院经营风险加大, 面临倒闭风险。潜在并购价格有望降低, 龙头公司集中度有望提升。

板块估值

图表19: 电影院线行业公司当前估值水平 (5 月 11 日, 2020E 和 2021E 归母净利采用 wind 一致预期)

序号	证券简称	证券代码	当前市值 (亿)	2019A 归母 净利 (亿)	2020E 归母 净利 (亿)	2021E 归母 净利 (亿)	2019A PE	2020E PE	2021E PE
1	上海电影	601595.SH	51.95	1.37	-0.07	2.05	37.88	-722.58	25.33
2	横店影视	603103.SH	96.14	3.10	2.06	3.57	31.06	46.57	26.94
3	中国电影	600977.SH	245.70	10.61	4.31	11.66	23.15	57.06	21.08
4	万达电影	002739.SZ	355.20	-47.29	5.07	18.40	-7.51	70.10	19.30
5	金逸影视	002905.SZ	36.58	1.07	-	-	34.32	-	-
6	幸福蓝海	300528.SZ	23.36	0.07	-	-	355.50	-	-
7	文投控股	600715.SH	48.04	0.13	-	-	370.50	-	-

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

出版行业：行业整体稳步发展，疫情后线下需求有望回暖

行业整体情况

我们统计了 22 家出版行业上市公司，2019 年整体实现营收 1,186.97 亿，同比小幅增长 2.43%；实现归母净利润 129.02 亿元，同比增长 72.63%；调整华闻集团 2018 年大额减值对利润影响后，行业净利润同比增长 12.75%。

2019 年出版行业整体稳步发展。图书出版业务方面，2019 “新中国成立 70 周年”主题出版热潮带动增长，依据《2019 年中国图书零售市场报告》，中国图书零售市场总规模同比增长 14.4%，达到 1,022.7 亿元，增速较 2018 年提高 3.1pct。图书市场出版情况有所回温，其中数字出版增速高于传统图书出版，传统图书发行市场竞争日益加剧。

20Q1 出版相关上市公司营收和净利润受疫情影响均呈下滑态势，实现营收 199.05 亿，同比下滑 18.51%；实现净利润 18.15 亿，同比大幅下滑 38.50%。依据《2020 年第一季度中国图书零售市场报告》，20Q1 图书零售市场总规模同比下降 15.93%，一方面疫情下实体书店客流受疫情影响严重，实体店图书销售同比下降 54.79%，另一方面网店销售同增 3.02%。随疫情缓解，复工持续推进，图书市场需求有望较快恢复。

各公司业绩增速区间

从 2019 年营收增速区间来看，增速在 0~30% 的有：读者传媒、广弘控股、中国出版、南方传媒、出版传媒、中信出版、中国科传、新华文轩、中南传媒、凤凰传媒、城市传媒、中原传媒、山东出版、华闻集团、世纪天鸿、时代出版；其他公司营收同比增速为负数。

从 2019 年净利润增速区间来看，剔除 2018 年净利为负的不可比公司华闻集团，增速在 20%~60% 的有粤传媒、读者传媒、广弘控股、新华文轩、中信出版；增速在 0~20% 的有中国出版、中原传媒、南方传媒、中国科传、城市传媒、长江传媒、中文传媒、世纪天鸿、山东出版、中南传媒、凤凰传媒；其他公司归母净利润同比增速为负数。

图表 20：出版行业公司 2019 年业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2019 年营 收 (亿元)	2018 年营 收 (亿元)	2019 年营 收同增 (%)	2019 年归 母净利 (亿元)	2018 年归 母净利 (亿元)	2019 年 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	中南传媒	601098.SH	102.61	95.76	7.16%	12.76	12.38	3.05%	加大对大众阅读市场和校园阅读工程持续开发，带动了产业链各业务板块均有不同程度的增长，营业收入增加
2	凤凰传媒	601928.SH	125.85	117.89	6.76%	13.44	13.25	1.41%	1.发行业务收入增长明显。2.销售费用、管理费用、研发费用和财务费用较上年小幅上升
3	中文传媒	600373.SH	112.58	115.13	-2.21%	17.25	16.19	6.57%	出版发行板块是公司收入和利润的重要支撑，持续增长，一般图书和教材教辅的毛利率较上年同比均有所上升；子公司智明星通游戏业务营业收入同比下降，但由于控制相关费用支出，公司整体盈利能力仍保持较大优势
4	山东出版	601019.SH	97.67	93.51	4.45%	15.44	14.85	3.98%	实施“双品双效”工程，出版效益稳步增长，全力推进创新型，发行板块业绩突出，出版“走出去”成果显著，教材教辅经营稳中有升，物资供应、印刷板块呈现出良好发展势头
5	新华文轩	601811.SH	88.42	81.87	8.01%	11.39	9.32	22.19%	经营业绩的增长主要得益于图书出版、互联网销售及教育服务等业务销售增长带来的毛利增加，以及开展的资本业务在本年度确认的投资收益和公允价值变动收益同比增长等因素
6	皖新传媒	601801.SH	88.33	98.32	-10.16%	5.57	10.87	-48.75%	1.2018 年公司以部分自有门店物业为标的资产开展创新型资产运作，该项目已全部实施完成，2019 年末继续实施。2.投资收益较上年同期相比减少；本期对卡得万利理财产品计提信用减值损失增加
7	中国出版	601949.SH	63.15	53.31	18.44%	7.03	6.01	16.84%	购买理财产品与比较期存在差异，导致投资收益下降，利息收入增加；公司资产价值损失增长较大
8	中信出版	300788.SZ	18.88	16.34	15.56%	2.51	2.07	21.56%	图书出版与发行业务持续优化；零售业务提质增效，

序 号	证券简称	证券代码	2019 年营 收 (亿元)	2018 年营 收 (亿元)	2019 年营 收同增 (%)	2019 年归 母净利 (亿元)	2018 年归 母净利 (亿元)	2019 年 归母净利 同增 (%)	解释原因
9	南方传媒	601900.SH	65.25	55.97	16.58%	7.33	6.55	11.87%	在发展中逐步减亏。非经常性损益 5686 万元 1.发行板块受益于教材结算政策改变, 拓展教育装备业务, 拓展馆配、采配等售书渠道等, 收入利润持续增长。2.出版板块受益于增值税税率下降, 学生人数增长, 以及拓展电商等售书渠道, 教材、教辅及一般图书收入、毛利率同比增长。3.物资板块, 2019 年社会物资贸易规模同比略有增长, 销售结构调整使得毛利率略有下降。4.印刷板块, 受益于学生人数增长, 教材印刷量同比增长, 以及彩色印刷业务增长, 使得收入和毛利率有所增长
10	新经典	603096.SH	9.25	9.26	-0.08%	2.40	2.41	-0.22%	期内将分销业务全部剥离完成, 同时剥离了 Pageone 书店的图书零售业务, 2019 营业收入及利润保持平稳
11	中国科传	601858.SH	25.08	22.25	12.73%	4.65	4.25	9.56%	营收稳健增长, 主要系销售收入增加所致, 其中图书业务收入同比增长 14.33%, 期刊业务收入同比增长 43.72%, 出版物进出口业务收入同比增长 9.65%
12	中原传媒	000719.SZ	94.98	90.01	5.52%	8.29	7.34	12.85%	利润增长主要由于营业收入增加、管理增效
13	长江传媒	600757.SH	76.71	103.63	-25.97%	7.86	7.33	7.32%	公司大宗贸易及木浆等物资贸易业务减少 30.54 亿元, 剔除该项因素, 出版发行等主业收入较上年度增长 7%
14	华闻集团	000793.SZ	39.20	37.85	3.58%	1.05	-49.91		扭亏 1.上年同期确认大额的投资损失、计提大额的各项减值准备, 本期不计提大额减值准备。2.部分子公司业绩增加, 持有投资性房地产公允价值变动收益增加, 转让房产及股权获得收益。3.非经常性损益 2.67 亿元
15	新华传媒	600825.SH	13.47	13.91	-3.21%	0.21	0.32	-35.00%	1.音像制品销售收入减少主要系市场因素导致零售量下跌。2.其他收入减少主要系: 2019 年房产代理项目减少, 导致佣金收入减少; 申活馆举办活动减少导致服务收入减少
16	粤传媒	002181.SZ	6.79	7.97	-14.87%	0.84	0.55	53.92%	2018、2019 年度开展降成本专项工作和去产能工作, 使得本期人工成本、材料成本和折旧等同比减少
17	城市传媒	600229.SH	23.14	21.70	6.65%	3.75	3.48	7.62%	对全资子公司悦读纪全额计提商誉减值准备 2442.72 万元
18	广弘控股	000529.SZ	30.19	24.99	20.83%	2.46	1.67	47.24%	教育发行板块加大市场教辅产品推广力度、冷藏贸易板块积极扩大多元化经营及自主品牌产品营销渠道、农牧板块加强防控“非洲猪瘟”使得公司业绩大幅上升
19	时代出版	600551.SH	64.71	64.37	0.54%	2.33	3.30	-29.34%	1.以“时代教育在线”和“豚宝宝”为核心的出版融合发展项目整体投入较大, 盈利模式尚在调整优化, 效益低预期。2.非经常性损益对净利润的贡献大幅度下降。受 2018 年出售华安证券等股票等因素影响, 可供出售金融资产处置损益及非流动性资产处置损益较上年同期有较大的降幅
20	出版传媒	601999.SH	27.11	23.38	15.94%	1.48	1.77	-16.38%	印刷设备自主升级改造投入增加, 导致研发费用大幅增长
21	读者传媒	603999.SH	9.72	7.61	27.76%	0.65	0.42	52.21%	持续加大市场拓展力度, 推进线上线下多渠道经营, 对内进一步规范管理, 强化成本管控, 印制成本同比下降、毛利率同比增长
22	世纪天鸿	300654.SZ	3.86	3.81	1.12%	0.34	0.32	5.67%	经营情况总体保持稳定

资料来源: Wind、华泰证券研究所

20Q1 营收增速为正的仅有读者传媒、广弘控股, 其余增速均为负数。

20Q1 归母净利润同比增速在 40% 以上的相关出版上市公司只有广弘集团; 增速在 0%~30% 的有: 城市传媒、读者传媒、新经典; 其余净利增速为负数。

图表21：出版行业公司 2020Q1 业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2020Q1 营收 (亿元)	2019Q1 营收 (亿元)	2020Q1 营收同增 (%)	2020Q1 归母净利 (亿元)	2019Q1 归母净利 (亿元)	2020Q1 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	中南传媒	601098.SH	15.36	18.40	-16.54%	2.02	2.98	-32.26%	1.受新冠疫情影响收入及利润下降。2.逐步对旗下技术公司及各技术平台进行战略整合,促进资源和技术共享,研发效率提高,研发支出减少
2	凤凰传媒	601928.SH	20.90	23.50	-11.09%	2.62	3.22	-18.75%	受新冠疫情影响,公司营业收入及利润减少;本期各类投资收益减少
3	中文传媒	600373.SH	25.25	28.79	-12.30%	3.57	4.97	-28.08%	1.以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值发生变动,导致公允价值变动收益大幅减少。2.与日常经营无关的政府补助减少导致营业外收入大幅减少。3.计提坏账及存货跌价准备导致信用减值损失及资产减值损失增加
4	山东出版	601019.SH	15.40	17.49	-11.94%	1.38	2.18	-36.41%	受新冠疫情影响,收入下滑,且部分客户款项回收延期导致计提的信用减值损失增加
5	新华文轩	601811.SH	14.88	17.09	-12.93%	1.56	2.17	-27.85%	1.新冠疫情致本期营业收入、归母净利润同比下降。2.新冠疫情使部分销售回款延后,致应收账款余额增大及账龄延长,公司计提信用减值损失 6240.59 万元,较去年同期 1632.89 万元大幅增加
6	皖新传媒	601801.SH	17.56	24.21	-27.46%	2.19	2.88	-24.03%	新冠疫情对公司一般图书、文体用品、供应链及物流服务、商品贸易等业务的正常经营均造成不利影响。实体书店临时停业、学校推迟开学等因素导致公司一般图书发行业务收入下降明显
7	中国出版	601949.SH	6.98	8.76	-20.34%	-0.43	0.58		转亏 1.研发支出业务增加导致研发费用大幅增加。2.计提存货跌价准备使资产减值损失大幅增加。3.结构性存款等理财产品收益下降导致利息收益减少
8	中信出版	300788.SZ	3.22	3.90	-17.36%	0.24	0.57	-57.58%	20Q1 新冠肺炎疫情爆发后,公司主要业务因受到了疫情的影响,整体收入同比下降,收入减少直接影响了经营业绩:一方面书店因店面零售业务受到严重影响,人力、租金等费用支出刚性;另一方面图书出版与发行业务 2 月开始受短期物流恢复、线下销售客户延期复工等因素影响
9	南方传媒	601900.SH	14.40	14.72	-2.17%	1.14	2.75	-58.68%	受新冠疫情影响,公司营业收入及利润减少
10	新经典	603096.SH	1.91	2.21	-13.81%	0.59	0.56	4.81%	1.pageone 书店及分销业务相关费用、股权激励摊销费用减少导致管理费用减少。2.理财产品会计计量重分类导致交易性金融资产公允价值变动收益增加
11	中国科传	601858.SH	2.45	3.67	-33.10%	-0.20	0.12		转亏 受新冠疫情影响,公司营业收入及利润减少
12	中原传媒	000719.SZ	14.65	16.95	-13.53%	0.85	0.90	-4.93%	受新冠疫情影响,收入及利润下降
13	长江传媒	600757.SH	8.90	16.07	-44.58%	1.22	2.38	-48.71%	受新冠疫情影响,公司停工停产,下游学校及企业普遍停课、停工,加之各地区在疫情期间针对人员流动以及车辆运输管控力度不断加强,导致公司业务无法正常开展,营业收入及利润大幅下降
14	华闻集团	000793.SZ	7.32	8.84	-17.25%	-0.72	0.31		转亏 1.上年同期转让海南椰德利房地产开发 100%股权,确认投资收益 8494 万元,属于非经常性损益,本期无类似事项。2.受新冠疫情影响和相关行业场下滑等影响,部分子公司业绩下降
15	新华传媒	600825.SH	1.53	2.48	-38.32%	-0.03	0.06		转亏 受疫情影响,门店临时停业,门店销售减少,以及课本销售结算的时间性差异导致营业收入、毛利及净利润减少
16	粤传媒	002181.SZ	1.07	1.73	-38.27%	0.08	0.23	-66.51%	1.由于广告、发行、印刷等业务下降,以及受疫情影响,公司营业收入同比减少,且收入减幅大于成本费用减幅。2.受疫情影响,参股公司投资收益同比减少。
17	城市传媒	600229.SH	4.93	5.54	-11.02%	1.15	0.94	21.64%	1.受新冠疫情影响,山东地区中小学校未复课,教辅类产品销售同比下降。2.旗下城市传媒广场、实体店近两个月无法正常营业,客流量下滑较大,直接影响到销售收入与利润。3.除支出人力资源成本外,还要投入资金、人力用于防控疫情,经营成本有所增加。4.订货会、线下营销活动无法正常开展,销售减缓导致公司库存、应收账款压力增大
18	广弘控股	000529.SZ	5.11	4.73	7.99%	0.43	0.29	47.98%	加强生产经营管理,销售规模扩大及生猪产品价格上涨,使净利润相应增加
19	时代出版	600551.SH	10.44	16.88	-38.15%	0.64	1.18	-46.08%	受新冠疫情影响,收入及利润下降

20 读者传媒	603999.SH	1.50	1.37	9.05%	0.04	0.04	20.49%与日常经营有关的政府补助项目增加导致其他收益大幅增加
21 出版传媒	601999.SH	4.96	6.42	-22.83%	-0.16	0.19	转亏新冠疫情对公司出版、发行、印刷及物资销售等主营各板块的正常经营均造成不利影响,实体书店临时停业导致图书发行业务收入大幅下降;图书出版、销售、印刷业务规模同步下降
22 世纪天鸿	300654.SZ	0.35	0.51	-31.91%	-0.03	0.02	转亏1.受疫情影响,全国中小学校延期开学,导致图书销售业务延后,收入及归母净利润下降。2.公司业务具有较强季节性,一季度销售收入占全年比重最低,而费用开支在全年较为平均,导致利润下降。

资料来源: Wind、华泰证券研究所

重点公司业绩及经营情况

中南传媒: 图书出版发行业务稳健提升, 不断开拓数字化媒体教育服务

2019 年实现营业收入 102.61 亿元, 同比增长 7.16%; 实现归母净利润 12.76 亿元, 同比增长 3.05%。20Q1 营收下滑 16.54%至 15.36 亿元, 归母净利润下滑 32.26%至 2.02 亿元。

2019 年公司出版业务实现收入 28.03 亿元, 同比增长 15.07%。中南传媒作为图书出版龙头, 市场占有率稳居行业前列; 教材教辅出版业务收入 20.97 亿元, 同比增长 14.54%。据 19 年年报, 公司整体图书及教材教辅出版业务支持业绩稳定增长, 公司在作文、科普、传记和艺术综合板块全国零售市场排名第一。通过线上线下结合方式, 以新华书店为载体通过推广阅读来建立新型教育服务模式。

同时, 公司大力扩展媒体及数字出版业务, 战略性新产品——融媒体中心实施运营。以天闻数媒公司现有业务为基础整合公司数字教育资源, “智慧教育生态树”完整业态布局基本完成, 旗下贝壳网成为同类平台第一梯队, 资源量级达到 85TB, 增长 183%; 注册用户近 400 万。

中信出版: 主营图书出版与发行保持增长, 数字阅读及书店业务发展潜力大

中信出版 2019 年实现营收 18.88 亿元, 同比增长 15.56%; 净利润为 2.51 亿元, 同比大幅增长 21.56%。20Q1 实现营收 3.22 亿元, 同比下滑 17.36%; 实现净利润 0.24 亿元, 同比下降 57.58%。

中信出版主营主题出版、财经社科、少儿图书业务, 并在文学类出版进行尝试, 出版规模不断扩大。2019 年出版新书 1471 种, 同比增加 12%, 业务收入 14.03 亿元, 同比增长 14.14%。同时, 公司拥有充沛的版权储备, 规模超 1.4 亿元。此外, 公司积极拓展线上线下渠道, 2019 年自营互联网销售同比增长 44.8%。另外, 公司注重企业优化管理, 控制存货增长, 提升抗风险能力。

公司还同时布局数字阅读等电子书产品, 整合构建“版权-开发-制作-分销-运营”一条龙模式。2019 年数字阅读业务收入 6,660.16 万元, 同比增长 35.62%。线下书店实体尝试场景化运营, 于北京世博园试营业首家自然书店, 线上线下书店业务整合方案, 带动营收同比增长 69%。20Q1 实体书店受疫情影响严重, 公司将业务向线上转移。随疫情缓解, 书店业务也有望迅速恢复。

新经典：业务聚焦，文学和少儿优势品类健康增长，大力拓展海外市场

2019 年实现营收 9.25 亿元，同比略减 0.08%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比略减 0.22%。
 20Q1 实现营收 1.91 亿元，同比下滑 13.81%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比增加 4.81%。

新经典聚焦以版权为核心的图书策划与发行业务。2019 年，公司自有版权图书新增动销品种 356 种，自有版权图书策划与发行业务实现 7.53 亿元营业收入，同比增长 8.87%，从《人生海海》，到《你想活出怎样的人生》和《这是苹果吗也许是吧》系列作品，到《你当像鸟飞往你的山》，公司重点新品的影响力和市场表现均有较大突破。其中，2019 年文学类图书实现收入 4.44 亿元，同比增长 0.42%；少儿类图书实现收入 2.13 亿元，同比增长 25.86%。公司非自有版权图书发行业务实现营业收入 1.24 亿元，小幅下降 2.26%。2020 年，新冠疫情爆发以来，公司迅速建立云办公机制，有秩序安排员工复工复产，冲抵疫情给经营带来的负面影响。

同时，公司积极布局电子书及有声书等数字图书业务，并大力拓展海外市场。2019 年，公司海外业务实现收入 3,492.25 万元，较去年同期大幅增长 94.23%。随着全资子公司新经典美国完成对童书出版社 Boyds Mills Press 的收购，公司在海外已拥有 1,400 余种作品的全球出版权及其衍生权利。2020 年，公司将海外业务进一步整合提效，以美国公司为平台，探索跨国合作出版与版权运营的新模式。

板块估值

从 20 年 PE 估值来看，中信出版和新经典相对较高；其他均低于 20X 估值。

图表22：出版行业公司当前估值情况（5月11日，2020E和2021E归母净利采用wind一致预期）

序号	证券简称	证券代码	当前市值(亿)	2019A 归母 净利(亿)	2020E 归母 净利(亿)	2021E 归母 净利(亿)	2019A PE	2020E PE	2021E PE
1	新华文轩	601811.SH	107.27	11.39	12.31	14.66	9.42	8.71	7.31
2	中文传媒	600373.SH	166.13	17.25	16.90	19.32	9.63	9.83	8.60
3	凤凰传媒	601928.SH	169.49	13.44	14.55	16.44	12.61	11.65	10.31
4	南方传媒	601900.SH	85.56	7.33	7.30	8.19	11.67	11.71	10.45
5	中国出版	601949.SH	97.32	7.03	7.50	8.53	13.85	12.98	11.41
6	中南传媒	601098.SH	190.56	12.76	13.25	14.84	14.94	14.38	12.84
7	中国科传	601858.SH	74.94	4.65	4.49	5.34	16.11	16.69	14.05
8	新经典	603096.SH	81.86	2.40	2.66	3.11	34.07	30.78	26.31
9	中信出版	300788.SZ	86.10	2.51	2.58	3.25	34.27	33.31	26.46
10	长江传媒	600757.SH	63.72	7.86	-	-	8.10	-	-
11	中原传媒	000719.SZ	69.78	8.29	-	-	8.42	-	-
12	山东出版	601019.SH	130.85	15.44	-	-	8.47	-	-
13	城市传媒	600229.SH	50.20	3.75	-	-	13.40	-	-
14	时代出版	600551.SH	37.08	2.33	-	-	15.92	-	-
15	广弘控股	000529.SZ	41.80	2.46	-	-	16.98	-	-
16	皖新传媒	601801.SH	99.46	5.57	-	-	17.86	-	-
17	出版传媒	601999.SH	33.83	1.48	-	-	22.81	-	-
18	世纪天鸿	300654.SZ	16.52	0.34	-	-	49.16	-	-
19	读者传媒	603999.SH	33.58	0.65	-	-	51.94	-	-
20	华闻集团	000793.SZ	60.72	1.05	-	-	58.05	-	-
21	粤传媒	002181.SZ	54.45	0.84	-	-	64.87	-	-
22	新华传媒	600825.SH	56.53	0.21	-	-	274.71	-	-

资料来源：Wind、华泰证券研究所

广电行业：传统业务继续下滑，IPTV/OTT 等持续提升

行业整体情况

我们统计了 14 家广电上市公司，2019 年整体实现营收 502.11 亿元，同比下滑 9.66%；实现归母净利润 45.08 亿元，同比下降 18.31%，板块业绩继续下滑。

根据格兰研究发布的《2019 年第三季度中国有线电视行业极度发展报告》，2019 年第三季度，我国有线电视用户总数减少 664.4 万户，至 2.12 亿万户。中国家庭电视收视市场中，有线电视份额持续下降。广播电视持续受到互联网新媒体冲击，IPTV 及 OTT TV 渗透率提升，有线电视收视人数下滑，行业业绩承压。

20Q1 板块实现营收 103.66 亿元，同比下降 5.4%；实现净利润 1.12 亿元，同比大幅下滑 92.41%。短期主要受疫情影响，上门安装、维护等服务受限，影响利润水平。

各公司业绩增速区间

从 2019 年营收增速区间来看，增速在 0~10% 的公司有天威视讯、华数传媒、贵广网络、中视传媒、歌华有线；其他公司营收同比增速为负数。

从 2019 年净利润增速区间来看，增速在 20% 以上的有电广传媒；增速在 0 ~20% 的有东方明珠、华数传媒；其他公司归母净利润同比增速为负数。

图表23：广电行业公司 2019 业绩情况梳理

序 证券	2019 年营	2018 年营	2019 年	2019 年	2018 年	2019 年	
号 简称	收 (亿元)	收 (亿元)	营收同增	归母净利	归母净利	归母净利	解释原因
证 券 代 码			(%)	(亿元)	(亿元)	同增 (%)	
1 东方明珠600637.SH	123.45	136.34	-9.46%	20.43	20.15	1.37%	1.媒体网络业务收入成本同比增加,主要因第四季度新增合并东方有线因素影响及互联网电视业务结构调整,若同口径调整对比,媒体网络业务收入成本波动不大。2.影视文娱业务报告期内收入与成本变动较大:收入成本同比减少,主要系影视市场的生态环境未回暖,致业务收入与毛利下滑
2 江苏有线600959.SH	76.50	78.85	-2.98%	3.31	6.24	-46.97%	电视相关业务领域面临的竞争愈发激烈;公司销售费用、管理费用增长较为明显
3 华数传媒000156.SZ	37.11	34.36	7.99%	6.46	6.44	0.21%	集团客户业务及全国拓展业务的增长带来营业收入增长
4 歌华有线600037.SH	27.59	27.25	1.22%	5.82	6.94	-16.18%	营业成本及研发投入较去年同期大幅增加
5 电广传媒000917.SZ	70.77	105.11	-32.67%	1.11	0.88	26.87%	广告业务、游戏业务、酒店业务利润增加;交易性金融资产公允价值上升,同时营业外收入增加
6 贵广网络600996.SH	34.18	32.31	5.79%	2.15	3.12	-31.18%	网络资产投入加大导致折旧费用增加、财务费用增加及执行新金融工具政策导致信用减值损失增加
7 数码科技300079.SZ	10.16	15.66	-35.11%	0.70	0.84	-17.14%	随政策及市场变化调整优化业务布局及产品结构,加大对超高清视频相关高毛利产品的投入,缩减终端业务等低毛利产品投入,为未来三年内超高清、国产化及国密安全升级浪潮做充分准备。随着“超高清”及新一代“直播星”等项目落地节奏加快,公司经营业绩将随之改善
8 吉视传媒601929.SH	19.28	20.12	-4.19%	1.00	3.04	-67.03%	1.广播电视传统业务和用户受同质化产品的竞争与分流,导致收入下降。2.2019 年底完成全省农村区域 320 万用户全光纤智能网络覆盖,上述项目历年投资累计形成的固定资产折旧持续增长,导致经营业绩同比大幅下降
9 广西广电600936.SH	22.30	24.31	-8.27%	1.10	1.24	-11.51%	经营业绩同比下降,主要受三网融合等市场环境造成用户收费率下降等因素影响
10 天威视讯002238.SZ	16.99	15.60	8.86%	1.88	1.97	-4.49%	1.大力拓展工程类项目,根据工程合同和施工进度确认“三线下地项目”的工程收入增加较大。2.数字电视用户流失导致基本收视费收入减少,且直接影响利润下降。3.受有线信息传输大厦承租方美百年公司违约影响,确认的有线信息传输大厦租金收入同比减少 2778 万元
11 湖北广电000665.SZ	26.25	27.48	-4.48%	1.03	1.83	-43.87%	1.传统数字电视用户流失导致基本收视费收入减少,而新增的宽带、集客业务收入的利润率相比传统的收视费低,直接影响利润下降。2.2017 年、2018 年网络基础设施建设投资较大,造成本期折旧摊销上升
12 中视传媒600088.SH	8.56	8.11	5.54%	0.90	1.15	-21.51%	广告业务受宏观经济下滑、新媒体广告冲击加大及广告代理成本增加的影响,销售收入较上年同期有所下降,广告业务盈利能力下滑
13 广电网络600831.SH	26.30	27.14	-3.10%	-1.00	1.05		转亏正处在新旧动能转换时期,有线电视收视、用户安装、卫视落地等传统业务受市场竞争影响大幅下滑,而新培育的融媒体等转型业务由于起步时间短、规模小,不足以弥补传统业务下滑的缺口,导致 2019 年业绩大幅下滑,出现亏损
14 中广天择603721.SH	2.69	3.13	-14.18%	0.19	0.27	-29.34%	2018 年至今影视行业景气度持续下降,在行业竞争加剧、监管政策趋严、市场流动性紧缩、影视从业人员舆情风波等多重不利因素影响下,影视剧行业和从业企业普遍面临了投资方谨慎观望、资金链趋紧、播出平台不确定性加剧、项目减产或延期、库存周转缓慢等挑战。公司受这些不利因素的影响,经营业绩下降

资料来源: Wind、华泰证券研究所

20Q1 营收同比增速在 0~30%的公司有: 东方明珠、华数传媒、天威视讯, 其余营收增速为负数。

20Q1 板块公司净利润同比增速全部为负数。

图表24：广电行业公司 2020Q1 业绩情况梳理

序号	证券简称	证券代码	2020Q1 营收 (亿元)	2019Q1 营收 (亿元)	2020Q1 营收同增 (%)	2020Q1 归母净利 (亿元)	2019Q1 归母净利 (亿元)	2020Q1 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	东方明珠	600637.SH	30.98	25.71	20.51%	2.86	5.62	-49.17%	新冠肺炎疫情给公司主要业务，特别是文旅板块的经营带来直接不利影响：东方明珠电视塔、世博文化中心、影院等线下聚集性场所，都按照政府相关要求暂停营业。同时疫情也在一定程度上影响参股公司正常经营
2	江苏有线	600959.SH	16.42	17.88	-8.15%	0.06	0.83	-93.01%	受疫情影响收入及利润下降
3	华数传媒	000156.SZ	8.40	8.12	3.47%	1.44	2.28	-37.12%	交易性金融资产贵广网络公允价值变动导致归母净利润下滑明显
4	歌华有线	600037.SH	4.92	5.72	-14.09%	0.19	2.49	-92.27%	持有金融资产公允价值变动导致利润大幅减少
5	电广传媒	000917.SZ	12.08	14.25	-15.21%	-1.42	0.09		转亏1.受疫情影响，文旅业务、广告业务出现亏损。2.受二级市场波动影响，报告期内公司交易性金融资产公允价值下跌
6	贵广网络	600996.SH	5.48	6.38	-14.23%	-0.97	0.56		转亏受疫情影响收入及利润下降
7	数码科技	300079.SZ	1.55	3.09	-49.99%	-0.28	0.53		转亏1.受新冠疫情影响，下游客户复工时间延迟，公司新项目启动以及已有项目的实施、交付、验收等工作无法按期进行，从而对本期经营业绩产生不利影响。2.采取多种措施保障经营工作的有序开展，加强研发投入、销售投入，加强内部精细化管理，积极承担社会职责，尽量避免大规模裁员降薪等情形发生，前述举措导致公司费用负担较重
8	吉视传媒	601929.SH	4.23	4.57	-7.51%	0.11	0.36	-69.88%	受疫情影响收入及利润下降
9	广西广电	600936.SH	3.71	4.03	-8.09%	0.06	0.11	-51.23%	银行借款增加导致财务费用增加；贷款回收周期延长导致信用减值损失增加
10	天威视讯	002238.SZ	3.74	3.72	0.47%	0.37	0.54	-32.21%	因新冠疫情免除了客户两个月的房租，房租收入减少，同时受到市场竞争，用户有所流失，导致收入减少
11	湖北广电	000665.SZ	4.58	5.96	-23.10%	-0.60	0.66		转亏受疫情影响收入下降
12	中视传媒	600088.SH	1.56	2.09	-25.32%	-0.33	0.36		转亏新冠疫情后，公司旅游业务及广告业务受影响，无锡影视基地和南海影视城阶段性闭园，广告业务维持现有订单和开拓新客户方面困难增加
13	广电网络	600831.SH	5.69	7.40	-23.09%	-0.28	0.44		转亏1.受疫情影响，无法进入小区、企事业单位等开展推广、安装、维护等活动，线下收费和用户发展受到巨大阻力。一季度有线电视收视维护费收入、数据业务收入、安装工材费收入同比降低，加之外购资源成本增加，减少利润约6100万元。2.由于用户规模下滑、市场竞争加剧以及电视台自身作为传统媒体的经营压力增大，公司卫视落地费收入同比降低
14	中广天择	603721.SH	0.34	0.66	-48.95%	-0.07	-0.09		续亏受疫情影响，客户需求下降导致业绩下降

资料来源：Wind、华泰证券研究所

重点公司业绩及经营情况

东方明珠：紧抓云计算技术实现科技赋能业务，产业架构持续优化，四大产业板块驱动

公司 2019 年实现营收 123.45 亿元，同比下滑 9.66%；实现净利润 20.43 亿元，同比略增 1.37%。2020Q1，公司实现营收 30.98 亿元，同比提升 20.51%；实现净利润 2.86 亿元，同比下滑 49.17%。

公司 2019 年深化 OPG 混合云建设，连结原本分散在各个业务板块的数据，应用 AI 技术进行降本增效。目前已完成多云的混合云平台架构，可提供 3200 个 VCPU，3.66TB 内存虚拟化计算能力。公司紧跟行业热点，积极转型，建设 4K 超高清内容生产分发统一运营平台，面向 IPTV/OTT 大屏端智能融合产品自主研发 Stage TV 技术，自行开发数据分析信息管理系统，提高业务稳定性。

媒体网络业务：继续推广 BesTV 及融合媒体平台，扩大产品覆盖与用户规模，目前高、标清频道付费电视已覆盖全国 31 个省、市、自治区的 2 亿用户，在版权、内容、形式、技术多方面开展合作尝试，与 Bilibili 达成移动端会员产品合作。

影视互娱业务：整合优质资源启动影视板块改革，开拓 4k、短视频等新业务产品，拓宽海外渠道，已覆盖 120 个国家和地区。

视频购物业务：是当前最主要营收来源，业务通过东方购物融入商品、节目、服务，建立全媒体立体销售平台。

文旅消费业务：营造东方明珠塔的地标示范效应，对周边商业社区重新规划，打造多元综合性文旅产业。

板块估值

从 20 年 PE 估值来看，数码科技为 86.90X，吉视传媒为 73.80X；东方明珠估值较低，为 15.88X；其他公司的估值均在 20~40X。

图表25：广电行业企业当前估值情况（5月11日，2020E和2021E归母净利采用wind一致预期）

序号	证券简称	证券代码	当前市值(亿)	2019A 归母 净利(亿)	2020E 归母 净利(亿)	2021E 归母 净利(亿)	2019A PE	2020E PE	2021E PE
1	东方明珠	600637.SH	314.48	20.43	19.81	22.84	15.39	15.88	13.77
2	华数传媒	000156.SZ	147.06	6.46	7.30	7.82	22.78	20.15	18.82
3	歌华有线	600037.SH	128.60	5.82	4.99	6.66	22.10	25.77	19.32
4	贵广网络	600996.SH	76.77	2.15	2.93	3.33	35.79	26.20	23.09
5	中视传媒	600088.SH	50.15	0.90	1.88	2.20	55.79	26.68	22.80
6	江苏有线	600959.SH	172.02	3.31	5.25	5.30	51.96	32.77	32.46
7	中广天择	603721.SH	31.88	0.19	0.84	1.26	164.74	37.95	25.30
8	吉视传媒	601929.SH	63.47	1.00	0.86	1.07	63.23	73.80	59.31
9	数码科技	300079.SZ	66.92	0.70	0.77	1.57	95.77	86.90	42.76
10	广电网络	600831.SH	47.81	-1.00	-	-	-47.82	-	-
11	天威视讯	002238.SZ	59.33	1.88	-	-	31.49	-	-
12	湖北广电	000665.SZ	49.29	1.03	-	-	47.89	-	-
13	广西广电	600936.SH	60.66	1.10	-	-	55.17	-	-
14	电广传媒	000917.SZ	90.44	1.11	-	-	81.40	-	-

资料来源：Wind、华泰证券研究所

教育行业：疫情下线上教育加速渗透

行业整体情况

我们统计了 21 家教育相关的上市公司业绩情况,剔除有停止上市风险的文化长城后,2019 年整体营收实现 327.80 亿元,同比增加 10.42%;实现归母净利润 5.52 亿元,同比增长 109.51%。剔除博通股份、开元股份、凯文教育、勤上股份、拓维信息、博瑞传播、威创股份、立思辰、深大通等相关商誉减值影响,行业实现归母净利 23.52 亿元,同比增长 168.72%。

2019 年,中国教育行业整体需求稳步提升。K12 教育行业仍处于市场规模快速增长态势,但管控趋紧,国家发布政策增加对教学面积指标、教师资质等要求,抬升企业硬性成本,降低利润率。互联网时代教育信息化应用水平快速提升,线上教育业务持续扩张,智慧校园等行业新态势不断发展。

20Q1,板块实现营收 45.97 亿元,同比下滑 31.71%,实现净利润-1.4 亿元。20Q1 受疫情影响,教育相关上市公司线下业务全面停滞无法开展,复课时间推迟。同时部分职业考试推迟,对应培训业务收入也受到影响,虽然期间在线教育业务增长较快,但行业公司整体业绩同比仍出现显著下滑。疫情下,在线教育整体快速增长,渗透度快速提升。

各公司业绩增速区间

从 2019 年营收增速区间来看,增速在 50%以上的有凯文教育、美吉姆,在 20%~50%之间的有佳发教育、中公教育,在 0%~20%之间的有昂立教育、东方时尚、盛通股份、拓维信息、紫光学大、博通股份、开元股份、立思辰,其余公司增速为负。

从 2019 年净利润增速区间来看,剔除商誉减值影响后,增速为正且归母净利为正的,增速超过 100%的有科斯伍德、美吉姆、拓维信息;增速在 50%~100%的有佳发教育、博通股份、中公教育,增速在 0%~50%区间的有盛通股份、东方时尚、紫光学大;盈利由亏转盈的有深大通、勤上股份、立思辰;其余公司归母净利润增速同比下滑或亏损。

图表26: 教育行业公司 2019 年业绩情况梳理

序 号	证券简称	证券代码	2019 年 营收 (亿元)	2018 年 营收 (亿元)	2019 年 营收同增 (%)	2019 年 归母净利 (亿元)	2018 年 归母净利 (亿元)	2019 年 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	中公教育	002607.SZ	91.76	62.37	47.12%	18.05	11.53	56.52%	在职业培训领域的全品类与全产业布局更加深入、快速,学历提升和职业能力培训新板块的增长也尤为强劲,进一步确立公司整体规模优势与增长优势
2	立思辰	300010.SZ	19.79	19.52	1.38%	0.31	-13.93		扭亏积极推进教育板块战略的落地和实施,实现教育业务快速发展,大语文业务增长显著;研发费用下降
3	拓维信息	002261.SZ	12.40	11.85	4.62%	0.22	-13.66		扭亏上年同期公司部分全资子公司该年度业绩未达预期,依据评估机构出具的商誉减值测试评估报告计提大额商誉减值,本期无类似事项,故归母净利润同比上升
4	东方时尚	603377.SH	11.14	10.51	6.02%	2.44	2.23	9.42%	虽然山东等子公司由于刚开始投入运营且尚处于市场开拓及品牌培育阶段而未能实现盈利,但母公司 2019 年业绩同比增长,经营的其他京外子公司 2019 年业绩有较大幅度增长或者实现较大幅度减亏,从而使得公司的整体经营能力稳健提升
5	佳发教育	300559.SZ	5.83	3.90	49.30%	2.05	1.24	65.46%	教育考试信息化行业市场需求增加,带动公司标准化考点设备产品收入增加。同时,公司智慧教育产品获得更多客户的认可和更多的市场机会,智慧教育业务收入大幅增加
6	三爱富	600636.SH	12.48	16.64	-24.97%	1.19	5.43	-78.01%	上年归母净利润中包含重大资产重组收益,导致今年归母净利润同比下降
7	威创股份	002308.SZ	11.02	11.70	-5.79%	-12.31	1.58		转亏计提资产减值准备
8	深大通	000038.SZ	18.35	25.91	-29.20%	1.22	-25.50		扭亏非经常性损益对公司净利润的影响,主要为业绩补偿收益及处置子公司收益
9	美吉姆	002621.SZ	6.30	2.65	137.35%	1.20	0.32	279.40%	2019 年的重要业务收入和利润来源天津美杰姆教育科技 2018 年 12 月才纳入合并报表范围,导致本年度业绩大幅提升
10	科斯伍德	300192.SZ	9.59	9.59	-0.07%	0.81	0.28	187.56%	1.子公司龙门教育业绩增长的主要原因为全封闭业务在 2019 年继续增长,同时 K12 业务在 2019 年稳健发展。2.胶印油墨

序 号	证券简称	证券代码	2019 年 营收 (亿元)	2018 年 营收 (亿元)	2019 年 营收同增 (%)	2019 年 归母净利 (亿元)	2018 年 归母净利 (亿元)	2019 年 归母净利 同增 (%)	解释原因
11	昂立教育	600661.SH	23.91	20.95	14.12%	0.54	-2.67		业务板块经营稳健，运营效率稳步提升。3.积极扩展融资渠道，进一步降低融资费用，财务费用减少
12	博瑞传播	600880.SH	4.26	5.84	-27.12%	0.66	-8.41		扭亏1.加强对教育培训主营业务的精细化管理，清理低效项目，积极拓展全国业务，整体运营效率得到提升。2.积极开展非主营业务板块清理转让工作，对 2019 年合并利润产生积极影响。3.参股公司交大昂立亏损 7800 万元左右，公司按持股比例计入投资亏损约 1055 万元
13	紫光学大	000526.SZ	29.92	28.93	3.43%	0.14	0.13	7.06%	扭亏1.推行首席内控官制度，加强对子公司的管控。游戏业务因收入增加及加强成本控制，净利润同比大幅减亏，其中漫游谷实现扭亏为盈；小贷业务产品销售良好，收入及利润均有较大幅增长；教育业务与租赁业务保持了稳定盈利。2.计提商誉减值准备
14	勤上股份	002638.SZ	12.85	12.98	-0.99%	0.32	-12.49		主营的教育培训业务经营稳定，主要通过线下（实体）培训中心为客户提供个性化培训业务，同时也积极布局在线教育业务、素质教育服务、全日制中小学的教育服务、留学和游学项目等业务
15	全通教育	300359.SZ	7.18	8.40	-14.53%	-7.05	-6.57		扭亏受资产减值损失影响较上年同期要小，导致归母净利润本期为正
16	凯文教育	002659.SZ	7.95	2.42	228.68%	0.38	-0.98		续亏1.家校互动升级业务受行业技术升级及客户需求变化，收入预计同比减少近 30%；教师继续教育业务收入总体持平，但受加大面授培训比重等行业政策影响，收入结构变化导致成本费用增加，面授收入增长，远程收入下降，面授较远程执行成本较高；部分教育信息化项目建设及运营类业务推迟验收，该业务收入和毛利率同比有所减少。2.对子公司和联营企业计提减值 8.09 亿元
17	开元股份	300338.SZ	14.89	14.54	2.44%	-6.35	0.99		扭亏1.对北京凯文睿信国际教育科技及北京凯文智信教育投资计提商誉减值。2.融资规模增加导致资金成本增加，同时加大新学校筹备、素质教育平台等相关投入，导致利润减少
18	三盛教育	300282.SZ	6.82	7.93	-13.97%	0.12	1.14	-89.40%	转亏职业教育板块利润下滑以及教育板块计提大额商誉减值导致业绩大幅下降
19	盛通股份	002599.SZ	19.53	18.44	5.87%	1.41	1.24	13.82%	1.恒峰信息净利润同比明显下降。2.对前期收购恒峰信息形成的商誉进行减值
20	博通股份	600455.SH	1.84	1.79	2.62%	0.17	0.03	452.28%	1.受新冠疫情影响，公司线下教学网点延期开课，导致教育业务第一季度业绩亏损。2.出版综合服务业务受到疫情影响，开工率受到一定影响，业绩出现一定程度下降
21	文化长城	300089.SZ	2.66	3.77	-29.53%	0.10	-16.70		因学费标准增加和在校学生人数增加，高等教育业务营业收入及利润增加较大
									扭亏1.实现盈利主要因为运营成本降低，资产、资金运营效率提升。2.由于公司目前对子公司北京翡翠教育科技集团、广东联讯教育科技已失去控制，故本期归母净利润未包含这两家公司的净利润

资料来源：Wind、华泰证券研究所

从 20Q1 的营收增速区间来看，为正的有佳发教育、拓维信息、博通股份、凯文教育，其余均为负。从 20Q1 净利润增速区间来看，增速超过 100%的有深大通、拓维信息；增速在 0~100%的有佳发教育、科斯伍德、威创股份、全通教育、中公教育，由亏转盈的有爱富；其余公司归母净利润同比下滑，或由盈转亏。

图表27：教育行业公司 2020Q1 业绩回顾梳理

序 号	证券简称	证券代码	2020Q1 营收 (亿元)	2019Q1 营收 (亿元)	2020Q1 营收同增 (%)	2020Q1 归母净利 (亿元)	2019Q1 归母净利 (亿元)	2020Q1 归母净利 同增 (%)	解释原因
1	中公教育	002607.SZ	12.30	13.12	-6.22%	1.16	1.06	9.52%	1.受疫情影响, 2月和3月线下授课无法大规模开展。同时受部分招录活动及资格考试推迟影响, 一些培训业务收款于一季度末尚未达到收入确认条件, 导致收入较上年同期减少。2.疫情期间公司享受的增值税税收减免导致其他收益增加
2	立思辰	300010.SZ	1.32	4.69	-71.87%	-1.40	0.29		转亏受疫情影响, 学校全部停课, 除大语文之外的教育信息化业务暂时停滞, 导致收入和净利润大幅下降, 疫情期间大语文业务迅速调整教学方式, 加大了线上教学的投入和推广力度, 实现销售收入同比明显增长
3	拓维信息	002261.SZ	3.05	2.51	21.81%	0.24	0.12	106.49%	1.疫情期间, 公司克服客观困难, 积极推进复工复产工作, 确保各项工作均按照公司既定目标和经营计划正常开展。其中, 公司软件云服务体系业务收入快速增长约120%, 主要系三一云桌面项目在本季度确认收入1.3亿元。2.处置天津银河酷娱文化传媒全部股权, 确认投资收益957万
4	东方时尚	603377.SH	0.64	2.01	-68.16%	-0.45	0.29		转亏受疫情影响, 一季度学员培训量下降, 培训收入大额减少
5	佳发教育	300559.SZ	0.97	0.75	29.59%	0.27	0.16	74.94%	教育考试信息化行业市场需求增加, 带动公司标准化考点设备产品收入增加。同时, 智慧教育产品获得更多市场机会, 智慧教育业务收入增加
6	三爱富	600636.SH	0.85	2.77	-69.39%	0.18	-0.01		扭亏化工资产置出, 合并范围减小; 受新冠疫情影响, 商务活动减少, 化工开工率不足
7	威创股份	002308.SZ	0.66	2.17	-69.60%	0.11	0.10	11.89%	受疫情影响, 公司收入、成本、销售费用均下降; 利息支出减少使财务费用减少
8	深大通	000038.SZ	2.57	5.87	-56.18%	0.21	0.05	343.26%	1.2019年完成对子公司视科传媒100%股权转让, 本期不再纳入合并报表范围。2.本期部分经营业务和收益较上年同期相比有所增长
9	美吉姆	002621.SZ	0.57	1.24	-53.52%	-0.05	0.17		转亏受新冠疫情影响, 各业务营收和营业利润大幅下降
10	科斯伍德	300192.SZ	1.71	2.17	-21.27%	0.22	0.17	29.43%	1.子公司龙门教育归母净利润小幅增长。虽遇新冠疫情, 但公司采取积极应对, 及时将线下课程转为线上, 从而保证业务经营维持稳定, 为本季度业绩增长赢得空间。2.公司及行业上下游单位复工复产时间延迟, 受物流及人员流动限制, 以及下游需求减少等情况影响, 从而导致公司胶印油墨业务出现一定幅度下降, 但3月份以来, 随着国内疫情逐步得到控制, 公司积极采取多种措施保障经营工作的有序开展, 目前已逐步恢复到正常经营状态
11	昂立教育	600661.SH	3.93	5.44	-27.76%	-0.18	0.28		转亏受疫情影响, 学校全部停课, 公司线下教学中心业务暂停, 导致收入有所下降; 尽管公司加速拓展线上业务, 但由于刚性运营成本、线上课程前期投入、防疫物资消耗等开支, 导致利润同比大幅下降
12	博瑞传播	600880.SH	0.98	0.98	-0.30%	0.10	0.26	-61.47%	网络游戏研发费用较上期增加; 本期按权益法核算的对联营企业投资收益较上期减少
13	紫光股份	000526.SZ	6.00	7.59	-20.94%	-0.16	0.03		转亏受当前新冠疫情影响, 子公司学大教育线下教学处于停滞状态, 尽管公司积极开拓在线教育业务, 将部分存量线下课程转为线上教学模式来降低疫情对存量业务的不利影响, 但公司运营成本相对刚性, 导致业绩亏损
14	勤上股份	002638.SZ	2.38	2.76	-13.98%	-0.01	0.03		转亏全资子公司龙文教育主营业务为K12一对一课外辅导, 其主要开展方式是通过线下开展。受新冠疫情影响, 根据政府统一安排, 龙文教育线下网点一季度全部停业
15	全通教育	300359.SZ	0.94	1.31	-28.49%	0.04	0.03	11.66%	1.受新冠疫情影响, 公司及供应商, 客户复工时间延迟, 导致家校互动升级业务收入同比减少, 继续教育业务因不能开展线下培训, 导致该业务收入同比减少。2.人工成本、市场费用、行政费用等同比有所减少。3.收回部分信用期长的应收账款, 导致信用减值损失同比大幅减少

16 凯文教育 002659.SZ	0.82	0.80	1.80%	-0.17	-0.21	续亏1.教育服务业务相关工作有序开展,随着在校学生人数较上年同期的增长,教育服务业务收入同比增长。2.疫情对线下培训业务影响较大,租赁业务也因疫情及去年出售部分楼宇等因素影响,相关收入预计较上年同期有所下降
17 开元股份 300338.SZ	1.39	3.56	-61.00%	-1.22	0.22	转亏受疫情影响原因影响,教育板块线下校区延期复课,面授业务收入大幅度下降,致本期亏损
18 三盛教育 300282.SZ	0.62	1.24	-49.81%	-0.04	0.20	转亏受国内外先后爆发的新冠疫情影响,全国多地实施了严格的疫情防控措施,各地中小学延期开学,项目招投标,项目实施等均有所延后;同时,公共交通,人员流动受阻,致使教育信息化及智能教育装备行业上下游复工和业务开展受到较大影响,使得公司营业收入大幅下滑,公司费用支出相对弹性较小,进而使得公司净利润为负
19 盛通股份 002599.SZ	3.61	3.99	-9.37%	-0.26	0.12	转亏1.受新冠疫情影响,线下教学网点延期开课,导致教育业务亏损。2.出版综合服务业务受疫情影响,开工率受一定影响,业绩下降,但3月份以来,随着国内疫情逐步得到控制,公司积极复工复产,目前已逐步恢复到正常经营状态
20 博通股份 600455.SH	0.50	0.48	2.44%	0.05	0.07	-24.40% 计算机信息业务本期收到的政府补助减少导致其他收益减少
21 文化长城 300089.SZ	0.16	1.86	-91.33%	-0.06	0.07	转亏1.本期未包含北京翡翠教育科技集团、广东联讯资料来源:华泰证券研究所教育科技净利润;2.受新冠疫情影响,一季度收入和净利润大幅下降

资料来源: Wind、华泰证券研究所

板块估值

从 20 年 PE 估值来看, 拓维信息、美吉姆、立思辰、中公教育均高于 60X; 博瑞传播、凯文教育、东方时尚、昂立教育均在 30~60X 之间; 其余公司均低于 30X。

图表28: 教育行业公司当前估值情况 (5月11日, 2020E和2021E归母净利采用wind一致预期)

序号	证券简称	证券代码	当前市值 (亿)	2019A 归母 净利 (亿)	2020E 归母 净利 (亿)	2021E 归母 净利 (亿)	2019A PE	2020E PE	2021E PE
1	开元股份	300338.SZ	25.85	-6.35	-0.34	2.20	-4.07	-75.33	11.73
2	盛通股份	002599.SZ	21.49	1.41	1.59	2.00	15.21	13.48	10.73
3	三爱富	600636.SH	53.99	1.19	2.62	3.05	45.21	20.57	17.72
4	科斯伍德	300192.SZ	51.83	0.81	1.83	2.34	64.37	28.29	22.14
5	佳发教育	300559.SZ	89.47	2.05	3.04	4.08	43.64	29.40	21.91
6	昂立教育	600661.SH	46.94	0.54	1.17	2.07	86.67	40.23	22.67
7	东方时尚	603377.SH	91.14	2.44	1.78	2.57	37.31	51.16	35.44
8	凯文教育	002659.SZ	27.17	0.38	0.48	1.31	71.59	56.61	20.74
9	博瑞传播	600880.SH	44.06	0.66	0.74	0.81	66.71	59.54	54.40
10	中公教育	002607.SZ	1620.79	18.05	25.02	34.11	89.82	64.78	47.52
11	立思辰	300010.SZ	157.25	0.31	1.99	3.94	514.01	78.95	39.90
12	美吉姆	002621.SZ	53.00	1.20	0.56	1.63	44.28	95.33	32.46
13	拓维信息	002261.SZ	99.73	0.22	0.91	1.24	453.99	110.20	80.43
14	博通股份	600455.SH	14.40	0.17	-	-	82.39	-	-
15	勤上股份	002638.SZ	40.09	0.32	-	-	125.84	-	-
16	全通教育	300359.SZ	34.88	-7.05	-	-	-4.95	-	-
17	三盛教育	300282.SZ	21.61	0.12	-	-	179.20	-	-
18	文化长城	300089.SZ	13.47	0.10	-	-	131.73	-	-
19	威创股份	002308.SZ	54.55	-12.31	-	-	-4.43	-	-
20	紫光学大	000526.SZ	46.20	0.14	-	-	333.23	-	-
21	深大通	000038.SZ	52.80	1.22	-	-	43.14	-	-

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1、内容产品存在效果不达预期的可能

观众和用户的品味多样且快速变化，影视内容和游戏产品是否能够受到市场欢迎具有一定不确定性。虽然国产内容的整体制作水平正在有序提升，但制作公司仍具有项目制风险；

2、线下文娱行业复工时间超预期

线下文娱行业如电影院等现在仍未复工，存在复工时间晚于市场预期的风险。

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师朱璐、周钊本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司