

行业基本面有所分化，关注三大主线

——传媒行业半年度投资策略报告

分析师： 姚磊

SAC NO: S1150518070002

2020年6月9日

证券分析师

姚磊

yaolei@bhqz.com

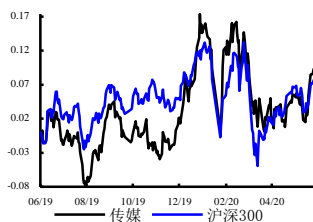
子行业评级

影视动漫	中性
平面媒体	中性
网络服务	看好
有线运营	看好
营销服务	中性
体育健身	中性

重点品种推荐

新媒股份	增持
三七互娱	增持
歌华有线	增持
光线传媒	增持
世纪华通	增持

最近一年行业相对走势



相关研究报告

《5月行业表现活跃，关注低位复工龙头——传媒行业月报》2020/6/3

《行情平淡，继续关注复工复产概念——文化传媒行业周报》2020/5/27

《政策持续发力，行业集中度逐步提升——电影行业复工复产专题报告》2020/5/26

投资要点：

● 行业基本面方面，线上端应用表现活跃

受疫情影响，2020年5月国内电影市场继续处于暂停放映的状态，相关数据继续暂停更新；2020年5月31日，电视台端的《花繁叶茂》、《谁说我们结婚了》、《三叉戟》市占率排名前三，网络端播放量排名前三的分别为《幸福，触手可及！》、《月上重火》和《谁说我们结婚了》；2020年4-5月国内周活跃设备数平稳上升。4月后国内移动互联网整体流量持续回升；移动端整体流量保持平稳运行，周活跃设备数稳步上升。自复工以来，移动端用户单机周有效使用时长和次数的变化趋势相近，从2月中旬开始逐步下滑，在4月后开始逐步回升。2020年4月国内移动互联网用户月活跃设备数环比增长TOP15二级行业中，行业资讯、便捷生活、驾照考试进入TOP3，旅游出行下3个二级行业有所复苏；2020年4月国内ios收入榜前十名分别是：《王者荣耀》、《和平精英》、《三国志·战略版》、《梦幻西游》、《剑与远征》、《公主连接 Re:Dive》、《率土之滨》、《阴阳师》、《笑傲江湖》和《神武4》。2020年4月中国iOS发行商收入榜前十名依次是：腾讯、网易、灵犀互娱、莉莉丝、B站、完美世界、友谊时光、多益网络、三七互娱和游族。2020年4月iOS全球发行商收入榜Top 10：腾讯、网易、Playrix、动视暴雪、Supercell、Playtika、万代南梦宫、Netmarble、Zynga和Aristocrat。

● 行业的整体业绩仍处于底部盘整阶段

2019年年报文化传媒行业基本面相对竞争力不强。2019年年报中信传媒行业整体营业收入同比增长0.69%，整体增速均低于全部A股、中小板（含ST）和创业板的同期水平，说明文化传媒行业在收入增长方面落后于A股整体水平；利润方面，文化传媒行业营业利润同比下降62.73%，归母净利润同比下降53.43%，增幅均低于全部A股、中小板（含ST）和创业板同期水平，业绩方面没有优势。因此从目前A股行业纵向比较来看，我们认为文化传媒行业的整体基本面仍处于调整阶段，业绩增长的相对竞争力不强。

● 估值在中长期有提升空间

截至2020年5月底，剔除负值情况下文化传媒行业TTM整体约为32.16倍，较沪深300的估值溢价率约为276.96%，绝对估值和估值溢价率出现小幅上升。我们认为虽然短期内行业内部分细分子行业基本面被疫情所影响，在长期内行业整体的需求度仍然有提升的趋势，因此龙头个股的相对估值仍然存在一定的提升空间，因此建议投资者关注业绩成长性优秀的龙头个股的估值修复性行情。

● 投资逻辑：推荐复工复产+广电整合+手游三大逻辑

策略方面，我们认为下半年推荐关注以下两个事件性驱动主线和一个业绩驱动主线：（1）复工复产逐步开展所利好的影视行业个股，根据我们统计，目前国内共有 4 省 5 市推出了影院复工的具体政策，因此推荐关注影院放开区业务占比较高的龙头院线和未来影片上映具备爆款潜力的制片—发行公司；（2）继续关注全国一网整合推动加速所利好的有线运营板块个股，歌华有线 6 月 1 日公告其控股股东以其持有的上市公司 2.66 亿股股份（占总股本的 19.09%），出资共同发起组建中国广电，公司实控人将由北京广播电视台变更为国务院，标志着国内广电“全国一网”整合已经开始加速；（3）中期关注本年业绩表现优秀的游戏行业龙头公司。我们维持传媒行业“看好”的投资评级，推荐新媒股份（300770）、三七互娱（002555）、歌华有线（600037）、光线传媒（300251）、世纪华通（002602）。

● 风险提示

宏观经济低迷；行业重大政策变化；行业经营数据不达预期；公司业绩不达预期，疫情控制进程低于预期。

目 录

1.文化传媒行业运营情况与分析.....	6
1.1 电影市场	6
1.2 电视剧及网剧	7
1.3 移动互联网	8
1.4 手游	10
2.行情概况：表现相对中性，估值有所改善.....	13
2.1 2020 年至今行业表现相对中性.....	13
2.2 估值逐步平稳，机构持仓相对比例提升.....	14
3.基本面回顾：有所分化，整体竞争力不强.....	17
3.1 媒体子行业：整体表现稳健.....	21
3.2 广告营销子行业：基本面整体表现仍然不佳.....	22
3.3 文化娱乐子行业：整体业绩增速在低位.....	23
3.4 互联网媒体子行业：归母净利润增速下滑幅度较大.....	24
4.行业投资逻辑：关注复工复产+广电整合主线	25
4.1 复工复产：行业进入整合加速期.....	26
4.1.1 政策端：复工+资金扶植双重发力	26
4.1.2 需求端：观影意愿有所增强.....	29
4.1.3 供给端：库存影片质量优秀，需要观察放开节点.....	31
4.2 广电整合：全国有线电视整合开始加速.....	35
5.投资策略	39
6.风险提示	39

图 目 录

图 1: 2018 年 1 月-2020 年 1 月国内电影票房收入及增速	6
图 2: 2018 年 1 月-2020 年 1 月国内电影观影人次及增速	6
图 3: 2020 年 5 月 31 日国内电视剧热度排名	7
图 4: 2020 年 5 月 31 日电视剧网络端热度排名	7
图 5: 2020 年 2 月—2020 年 5 月移动互联网月独立设备数及同比	8
图 6: 2020 年 2 月—2020 年 5 月移动互联网周使用时长、使用次数	8
图 7: 2020 年 4 月国内移动互联网月活跃设备数环比增长 TOP15 二级行业	9
图 8: 2020 年 4 月国内移动互联网月总有效使用时长环比增长 TOP15 二级行业	9
图 9: 2020 年 4 月 ios 国内热门游戏排名	10
图 10: 2020 年 4 月 ios 国内移动游戏发行市场排名	11
图 11: 2020 年 4 月 ios 全球移动游戏收入排名	11
图 12: 2020 年 4 月全球发行商收入榜 Top 10	12
图 13: 2020 年年初至 6 月 8 日中信行业涨跌幅情况	13
图 14: 剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 市盈率（整体法）变动情况	14
图 15: 文化传媒行业机构持仓变动情况	14
图 16: 文化传媒行业各机构持仓比例变动情况（%）	15
图 17: 文化传媒子行业各机构持仓比例变动情况（%）	15
图 18: 中信一级子行业的机构持仓比例变动情况（%）	16
图 19: 传媒行业营收增长率（整体法）变动	17
图 20: 传媒行业归母净利润增长率（整体法）变动	17
图 21: 传媒行业销售毛利率（整体法）变动	18
图 22: 传媒行业销售净利率（整体法）变动	18
图 23: 传媒行业三费（整体法）变动情况	18
图 24: 文化传媒行业应收账款周转率（整体法）变动	19
图 25: 文化传媒行业经营活动现金流/营收（整体法）变动	19
图 26: 文化传媒子行业营收增长率（整体法）变动	19
图 27: 文化传媒子行业归母净利润增长率（整体法）变动	19
图 28: 文化传媒子行业销售毛利率（整体法）变动	20
图 29: 文化传媒子行业销售净利率（整体法）变动	20
图 30: 传媒行业扣除非经常损益后的净资产收益率（%）（整体法）变动情况	20
图 31: 媒体子行业营收和增长率变动情况	21
图 32: 媒体子行业归母净利润和增长率变动情况	21
图 33: 媒体子行业毛利率和净利率变动情况	21
图 34: 媒体子行业三费变动情况	21
图 35: 广告营销子行业营收和增长率变动情况	22
图 36: 广告营销子行业归母净利润和增长率变动情况	22
图 37: 广告营销子行业毛利率和净利率变动情况	22
图 38: 广告营销子行业三费变动情况	22
图 39: 文化娱乐子行业营收和增长率变动情况	23
图 40: 文化娱乐子行业归母净利润和增长率变动情况	23
图 41: 文化娱乐子行业毛利率和净利率变动情况	23

图 42: 文化娱乐子行业三费变动情况	23
图 43: 互联网媒体子行业营收和增长率变动情况	24
图 44: 互联网媒体子行业归母净利润和增长率变动情况	24
图 45: 互联网媒体子行业毛利率和净利率变动情况	24
图 46: 互联网媒体子行业三费变动情况	24
图 47: 3 月抽样调查显示 70% 的观众不会去影院观影	29
图 48: 5 月抽样调查显示 41% 的观众会在影院复业后第一时间去影院观影	29
图 49: 3 月抽样调查显示绝大部分民众在影院复业初期或因优质影片而观影	30
图 50: 15-19 年 6 月-12 月票房收入	31
图 51: 预计今年电影票房的主要放映节奏	32
图 52: 未上映部分影片淘票票累计想看用户数	33
图 53: 15-19 年院线 TOP10 票房 (亿元) 和集中度	33
图 54: 中国广电股份有限公司的经营模式	35
图 55: 中国广电的 5G 建设进程	36
图 56: 整合后的中国广电的业务方向	38

表 目 录

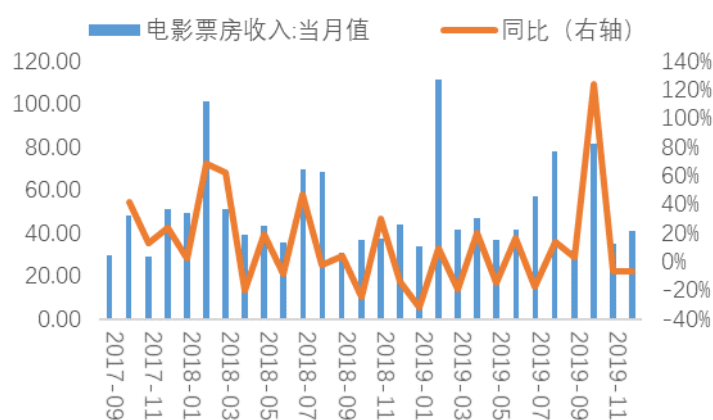
表 1: 2020 年年初至 6 月 8 日文化传媒行业个股涨跌幅	13
表 2: 2020 年一季报文化传媒行业个股机构增减持变动 TOP5 (%)	16
表 3: 2019 年年报传媒行业营收及利润情况比较	17
表 4: 目前国内影院复工复产的相关信息	26
表 5: 疫情后部分院线行业相关扶持政策梳理	27
表 6: 15-19 年票房收入占比	31
表 7: 13-20 年 1-3 月全国名称为影院的相关企业新增量及注销、吊销量	34
表 8: 上市院线公司 2020Q1 账面货币资金情况	34

1. 文化传媒行业运营情况与分析

1.1 电影市场

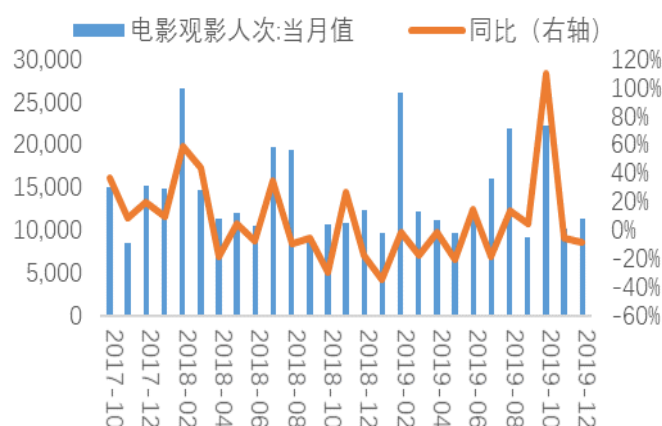
目前国内电影市场处于暂停阶段。受疫情影响，2020 年国内电影市场处于暂停放映的状态，相关数据暂停更新。我们预计随着国内疫情控制的逐步趋稳，后续我国电影市场将逐步迎来复苏。

图 1：2018 年 1 月-2020 年 1 月国内电影票房收入及增速



资料来源：wind，渤海证券

图 2：2018 年 1 月-2020 年 1 月国内电影观影人次及增速



资料来源：wind，渤海证券

1.2 电视剧及网剧

2020年5月31日，电视台端的《花繁叶茂》、《谁说我结不了婚》、《三叉戟》市占率排名前三，网络端播放量排名前三的分别为《幸福，触手可及!》、《月上重火》和《谁说我结不了婚》。

图 3：2020 年 5 月 31 日国内电视剧热度排名

节目	直播关注度 (%)	市占率 (%)
1 花繁叶茂 25 26 CCTV-1 20:06~21:53	1.1670	6.5718
2 谁说我结不了婚 11 12 CCTV-8 19:30~21:34	0.5519	3.2209
3 三叉戟 1 2 浙江卫视 19:30~21:19	0.5146	3.0253
4 燃烧 5 6 东方卫视 19:32~21:00	0.4762	2.8396
5 我哥我嫂 2 CCTV-8 18:32~19:29	0.4462	3.7093
6 特赦 23 24 25 CCTV-8 21:35~00:03	0.3714	3.5662
7 燃烧 5 6 北京卫视 19:33~21:08	0.3515	2.0776
8 三叉戟 1 2 江苏卫视 19:31~21:10	0.3364	1.9910
9 驴友阿凡提奇妙假期 3 CCTV-少儿 19:04~19:59	0.1923	1.3623

资料来源：猫眼，渤海证券

图 4：2020 年 5 月 31 日电视剧网络端热度排名

节目	当日热度
1 幸福，触手可及! — 多平台播放 上线 13 天	9712.27 当日播放量：7884.6 万
2 月上重火 — 多平台播放 上线 4 天	9674.51 当日播放量：3737.2 万
3 谁说我结不了婚 — 多平台播放 上线 6 天	9511.30 当日播放量：暂无
4 传闻中的陈芊芊 ↑1 腾讯视频独播 上线 14 天	9441.79 当日播放量：4735.5 万
5 秋蝉 ↑1 多平台播放 上线 28 天	9071.64 当日播放量：2580.1 万
6 山寨小萌主 ↑2 芒果 TV 独播 上线 15 天	8978.39 当日播放量：3721.8 万
7 亲爱的义祁君 ↑2 优酷独播 上线 14 天	8831.66 ...
8 二龙湖爱情故事 2020 ↓1 优酷独播 上线 39 天	8818.91 ...
9 清平乐 ↑3 腾讯视频独播 上线 55 天	8779.91 当日播放量：3836.6 万
10 酋长的男人 ↓6 腾讯视频独播 上线 4 天	8755.10 当日播放量：1865.4 万

资料来源：猫眼，渤海证券

1.3 移动互联网

4-5月国内周活跃设备数平稳上升。4月后国内移动互联网整体流量持续回升；移动端整体流量保持平稳运行，周活跃设备数稳步上升。

图 5：2020 年 2 月—2020 年 5 月移动互联网月独立设备数及同比



数据来源：艾瑞咨询，渤海证券

自复工以来，移动端用户单机周有效使用时长和次数的变化趋势相近，从 2 月中旬开始逐步下滑，在 4 月后开始逐步回升。

图 6：2020 年 2 月—2020 年 5 月移动互联网周使用时长、使用次数



数据来源：艾瑞咨询，渤海证券

2020 年 4 月国内移动互联网用户月活跃设备数环比增长 TOP15 二级行业中，行业资讯、便捷生活、驾照考试进入 TOP3，旅游出行下 3 个二级行业有所复苏。

图 7：2020 年 4 月国内移动互联网月活跃设备数环比增长 TOP15 二级行业



数据来源：艾瑞咨询，渤海证券

图 8：2020 年 4 月国内移动互联网月总有效使用时长环比增长 TOP15 二级行业



数据来源：艾瑞咨询，渤海证券

1.4 手游

2020 年 4 月国内 ios 收入榜前十名分别是：《王者荣耀》、《和平精英》、《三国志·战略版》、《梦幻西游》、《剑与远征》、《公主连接 Re:Dive》、《率土之滨》、《阴阳师》、《笑傲江湖》和《神武 4》，除了《公主连接 Re: Dive》和《王者荣耀》之外，中国 iOS 收入榜 4 月份的变化并不大，前十名有 9 款都是老面孔。免费榜上，超休闲游戏占据了前十名 4 个位置，而且值得注意的是，国内厂商的“出镜率”越来越高，比如掌游天下的《宝剑大师》、Yi Jing 发行的《亿万人生》、和微拍发行的《贪吃蛇进化论》都有非常明显的增长，AppLovin 发行的《救救小姐姐》则是唯一的国外厂商作品。

图 9：2020 年 4 月 ios 国内热门游戏排名

排名		下载排行	与上月相比 排名变化	排名		收入排行	与上月相比 排名变化
1		宝剑大师	59 ▲	1		王者荣耀	1 ▲
2		和平精英	-	2		和平精英	1 ▼
3		救救小姐姐!	▲	3		三国志·战略版	-
4		贪吃蛇进化论	2 ▲	4		梦幻西游	1 ▲
5		亿万人生	▲	5		剑与远征	1 ▼
6		王者荣耀	2 ▼	6		公主连结Re:Dive	▲
7		爱上消消消	6 ▼	7		率土之滨	-
8		公主连结Re:Dive	▲	8		阴阳师	1 ▲
9		迷你世界	2 ▼	9		新笑傲江湖	3 ▼
10		Minecraft Pocket Edition	1 ▼	10		神武4	2 ▼

资料来源：GameLook，渤海证券

2020 年 4 月中国 iOS 发行商收入榜前十名依次是：腾讯、网易、灵犀互娱、莉莉丝、B 站、完美世界、友谊时光、多益网络、三七互娱和游族。出色的成绩使得中文版发行商 B 站收入涨幅惊人，据 Sensor Tower 的统计，该公司 4 月份收入环比增长了 378%，在中国 iOS 发行商收入榜提升了 8 个名次，拿到第五名。

图 10: 2020 年 4 月 ios 国内移动游戏发行市场排名

#	收入排行		总部	应用
1	Tencent (腾讯)	=	中国	488
2	NetEase (网易)	=	中国	260
3	Alibaba Group (阿里巴巴集团)	=	中国	162
4	Lilith (莉莉丝)	=	中国	16
5	bilibili	▲8	中国	31
6	Perfect World (完美世界)	▼1	中国	37
7	Friend Times (友谊时光)	▲1	中国	31
8	Duoyi (多益网络)	▼2	中国	11
9	37games (三七互娱)	=	中国	77
10	YOOZOO Games (游族)	▼3	中国	48

资料来源: GameLook, 渤海证券

2020 年 4 月全球 ios 手游收入榜前十名依次是:《王者荣耀》、《和平精英》、《Roblox》、《PUBG MOBILE》、《三国志·战略版》、《糖果传奇》、《梦幻花园》、《堡垒之夜》、《怪物弹珠》和《梦幻家园》。全球 iOS 收入榜的变化较小,排名提升幅度最高的是 Epic Games 的《堡垒之夜》(提升 8 个名次重回前十),mixi 的旗舰游戏《怪物弹珠》增长 4 个名次重回前十,其余几个位置的变化幅度都不超过 5 个位置。

图 11: 2020 年 4 月 ios 全球移动游戏收入排名

#	下载排行	公司	#	收入排行	公司
1	Save The Girl ▲49	AppLovin	1	Honour of Kings (王者荣耀) ▲1	Tencent (腾讯)
2	Go Knots 3D ▲	Rollic	2	Game For Peace (和平精英) ▼1	Tencent (腾讯)
3	Fishdom: Deep Dive ▲3	Playrix	3	ROBLOX ▲2	Roblox
4	Brain Test: Tricky Puzzles ▼1	Unico Studio	4	PUBG MOBILE ▲2	Tencent (腾讯) Krafton Rekoo (热酷) VNG
5	Gardenscapes - New Acres ▲12	Playrix	5	Sangokushi Strategy (三国志·战略版) ▼2	Alibaba Group (阿里巴巴集团)
6	Perfect Cream ▼5	Playgendary	6	Candy Crush Saga ▲1	Tencent (腾讯) Activision Blizzard
7	UNO by Mattel163 ▲12	Mattel163 NetEase (网易)	7	Gardenscapes - New Acres ▲1	Playrix
8	Super Salon ▲	AppLovin	8	Fortnite ▲8	Epic Games
9	Call of Duty: Mobile ▲9	Sea Activision Blizzard Tencent (腾讯)	9	Monster Strike (モンスター ストライク) ▲4	mixi (ミクシィ) Xflag China (炫旗)
10	Coin Master ▲39	Moon Active ANN	10	Homescapes ▲4	Playrix iDreamSky (乐逗游戏)

资料来源: GameLook, 渤海证券

2020 年 4 月 iOS 全球发行商收入榜 Top 10: 腾讯、网易、Playrix、动视暴雪、Supercell、Playtika、万代南梦宫、Netmarble、Zynga 和 Aristocrat。

图 12: 2020 年 4 月全球发行商收入榜 Top 10

#	下载排行		总部	应用	#	收入排行		总部	应用
1	Voodoo	=		128	1	Tencent (腾讯)	=		488
2	AppLovin	=		48	2	NetEase (网易)	=		260
3	SayGames	▲1		31	3	Playrix	▲1		6
4	Playgendary	▼1		34	4	Activision Blizzard	▼1		34
5	Playrix	▲2		6	5	Supercell	=		21
6	Crazy Labs	=		364	6	Playtika	▲3		29
7	Rollic	▲17		22	7	BANDAI NAMCO (バンダイナムコ)	▼1		163
8	Tencent (腾讯)	▼3		488	8	Netmarble (넷마블)	=		139
9	Easybrain	▼1		19	9	Zynga	▲3		59
10	Jinke Culture - Outfit7 (金科文化)	▲4		41	10	Aristocrat	▲4		583

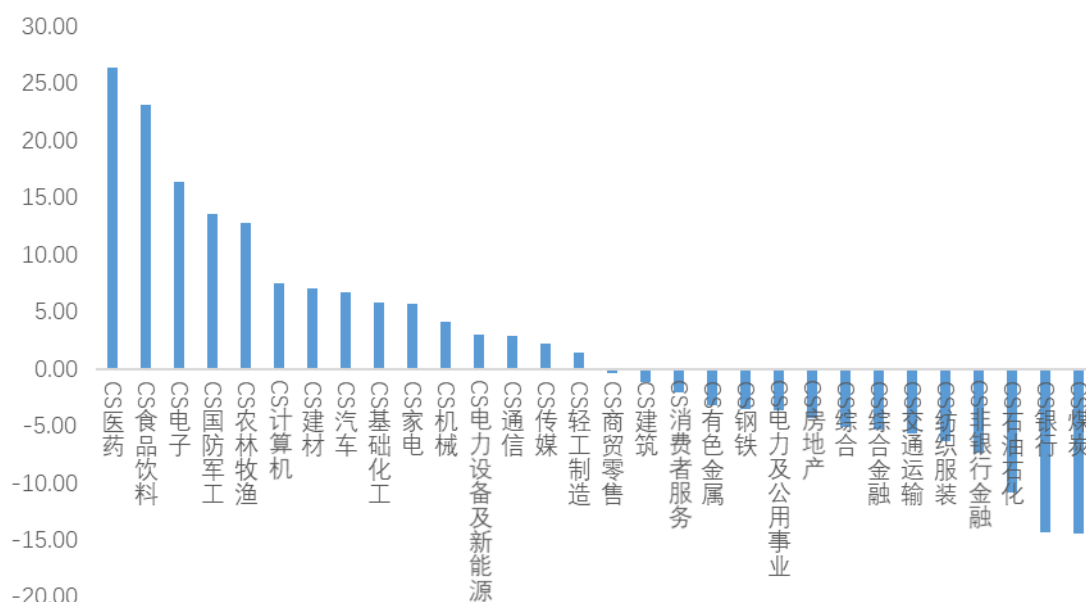
资料来源: GameLook, 渤海证券

2.行情概况：表现相对中性，估值有所改善

2.1 2020 年至今行业表现相对中性

2020 年传媒行业继续表现相对中性。2020 年年初至 6 月 8 日，沪深 300 指数下跌 2.02%，文化传媒行业上涨 2.23%，位列中信 29 个子行业中游，其中平面媒体版块下跌 3.63%，有线运营上涨 7.59%，影视动漫下跌 6.05%，网络服务上涨 2.93%，营销服务上涨 31.27%，体育健身下跌 3.92%。

图 13：2020 年年初至 6 月 8 日中信行业涨跌幅情况



资料来源：wind，渤海证券

个股方面，2020 年年初至 6 月 8 日，省广集团、掌阅科技以及佳云科技领涨，*ST 当代、*ST 晨鑫以及*ST 大晟领跌。

表 1：2020 年年初至 6 月 8 日文化传媒行业个股涨跌幅

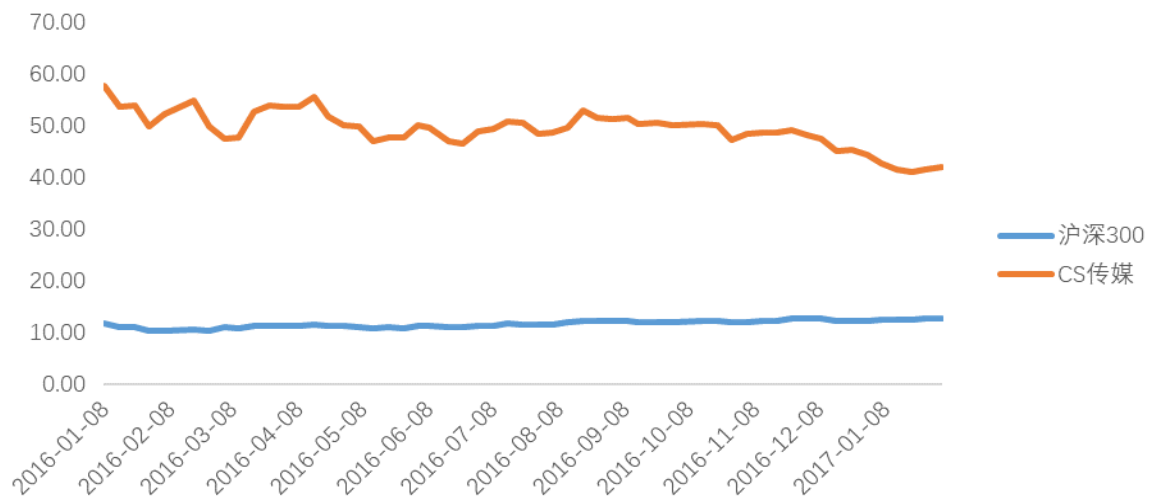
涨跌幅前五名	月涨跌幅 (%)	涨跌幅后五名	月涨跌幅 (%)
省广集团	213.64	*ST 当代	-73.14
掌阅科技	110.50	*ST 晨鑫	-51.62
佳云科技	109.16	*ST 大晟	-49.04
天龙集团	106.39	*ST 聚力	-47.89
紫天科技	94.60	暴风集团	-43.01

资料来源：Wind，渤海证券

2.2 估值逐步平稳，机构持仓相对比例提升

截至 2020 年 5 月底，剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 整体约为 32.16 倍，较沪深 300 的估值溢价率约为 276.96%，绝对估值和估值溢价率出现小幅上升。我们认为虽然短期内行业内部分细分子行业基本面被疫情所影响，在长期内行业整体的需求度仍然有提升的趋势，因此龙头个股的相对估值仍然存在一定的提升空间，因此建议投资者关注业绩成长性优秀的龙头个股的估值修复性行情。

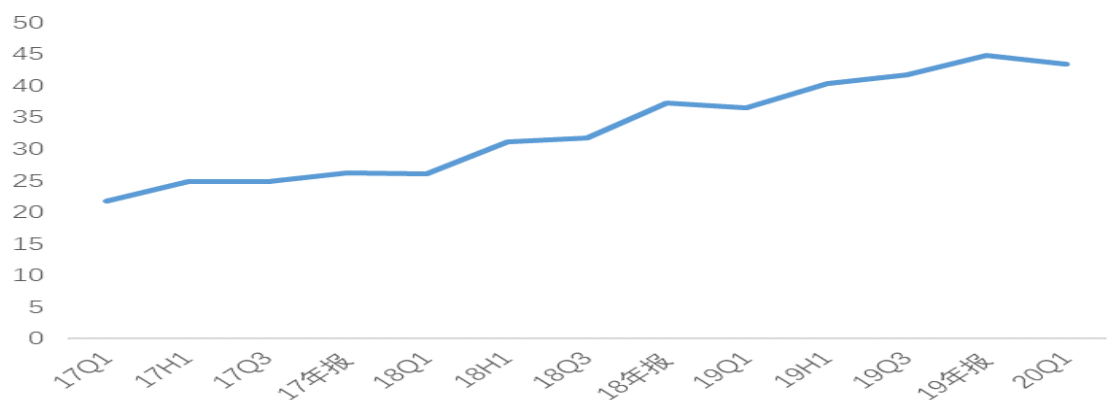
图 14：剔除负值情况下文化传媒行业 TTM 市盈率（整体法）变动情况



资料来源：wind，渤海证券

机构持仓比例小幅下滑。截止 2020 年一季报，文化传媒行业机构持仓比例为 43.44%，位列中信 29 个一级子行业中下游；横向比较来看，行业机构持仓比例有小幅下滑。子行业持仓情况方面，媒体（38.61%）>互联网媒体（18.38%）> 文化娱乐（13.73%）> 广告营销（12.95%）。

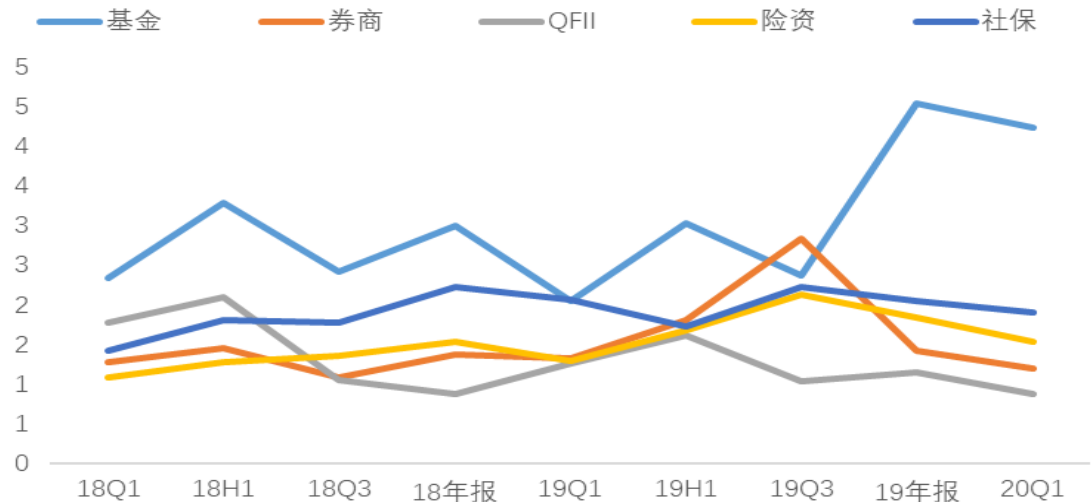
图 15：文化传媒行业机构持仓变动情况



资料来源：wind，渤海证券

机构全部有所减持，绝对值仍然偏低。截止 2020 年一季报，基金、券商、QFII、险资和社保基金均对文化传媒行业进行一定程度的减持，但减持的幅度均不是很大，其中基金减持比例为 0.31% 占比最高。

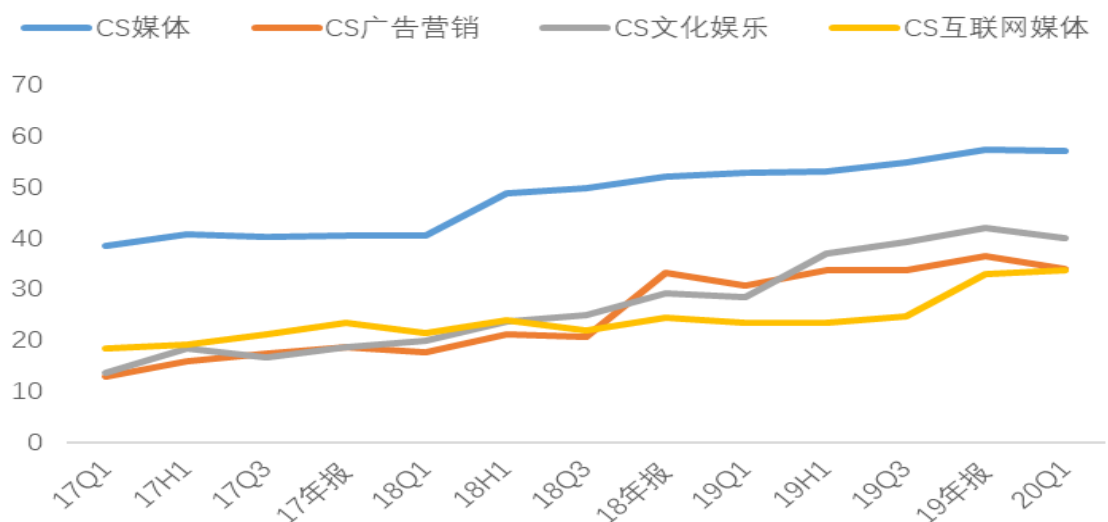
图 16: 文化传媒行业各机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

子行业中机构对互联网媒体的有所增持。截止 2020 年一季报，机构对于文化传媒四个子行业中的互联网媒体子行业的仓位配置有所增加，而对媒体、广告营销、文化娱乐三个子行业的出现小幅减持的情况。

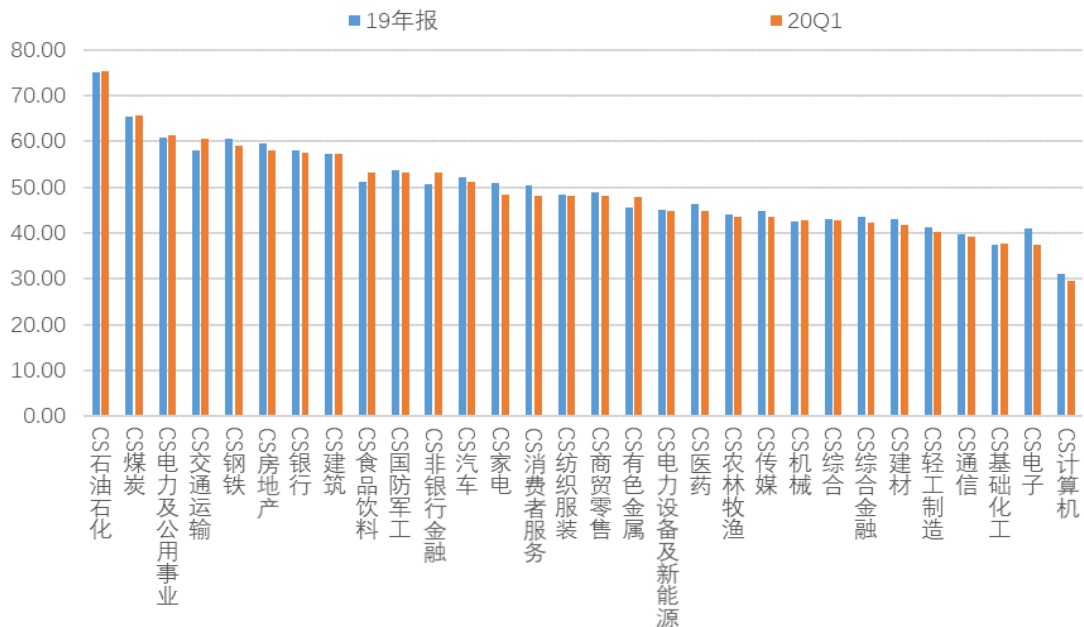
图 17: 文化传媒子行业各机构持仓比例变动情况 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

横向比较，文化传媒的机构配置比例仍然偏低。截止 2020 年一季报，文化传媒的机构持仓比例位列中信 29 个一级子行业的后半部分，整体的持仓比例属于偏低水平。

图 18：中信一级子行业的机构持仓比例变动情况（%）



资料来源：wind，渤海证券

截止 2020 年一季报，中信传媒所覆盖的文化传媒行业 142 家上市公司中，共有 27 家公司遭受机构增持，110 家公司被机构减持。其中增值比例超过 30%的为中国科传、宣亚国际、每日互动，而遭遇减持比例超过 20%的包括吉比特、横店影视、歌华有线。

表 2：2020 年一季报文化传媒行业个股机构增持减持变动 TOP5（%）

增持比例前五	增持比例	减持比例前五	减持比例
中国科传	62.31	吉比特	-28.61
宣亚国际	48.20	横店影视	-22.68
每日互动	36.57	游族网络	-22.33
力盛赛车	13.52	新媒股份	-12.61
昆仑万维	10.93	掌趣科技	-11.98

资料来源：wind,渤海证券

3.基本面回顾：有所分化，整体竞争力不强

2019 年年报文化传媒行业基本面对竞争力不强。2019 年年报中信传媒行业整体营业收入同比增长 0.69%，整体增速均低于全部 A 股、中小板（含 ST）和创业板的同期水平，说明文化传媒行业在收入增长方面落后于 A 股整体水平；利润方面，文化传媒行业营业利润同比下降 62.73%，归母净利润同比下降 53.43%，增幅均低于全部 A 股、中小板（含 ST）和创业板同期水平，业绩方面没有优势。因此从目前 A 股行业纵向比较来看，我们认为文化传媒行业的整体基本面仍处于调整阶段，业绩增长的相对竞争力不强。

表 3：2019 年年报传媒行业营收及利润情况比较

版块	营业总收入同比	营业收入同比	营业利润同比	归母净利润同比
全部 A 股	8.62	8.60	5.60	6.40
中小企板(含 ST)	7.13	7.10	2.77	-0.47
创业板	11.16	11.11	33.58	23.69
中信传媒	0.70	0.69	-62.73	-53.43

资料来源：wind,渤海证券

营收增长率和归母净利润增长率表现不佳。从行业横向发展比较来看，2019 年年报文化传媒行业营收增长率同比进一步下滑，全年同比 0.69%的增速较之 2018 年同期下降明显；同时归母净利润增长率下滑幅度更为明显，因此我们认为从 2019 年年报来看，文化传媒行业的经营情况处于相对不景气时期。

图 19：传媒行业营收增长率（整体法）变动



资料来源：wind,渤海证券

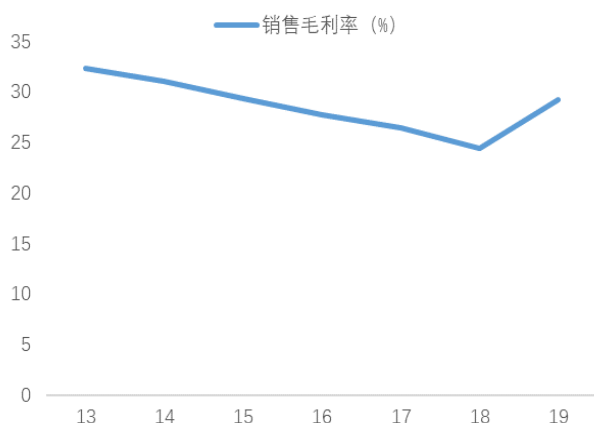
图 20：传媒行业归母净利润增长率（整体法）变动



资料来源：wind,渤海证券

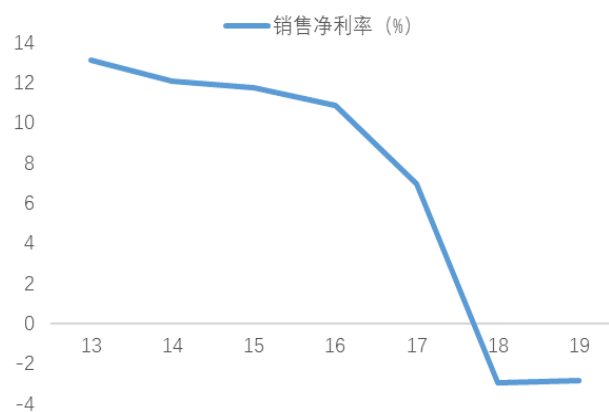
行业的销售毛利率有所回升，销售净利率的表现持续低迷。2019 年年报文化传媒行业整体的利润情况维持较为低迷态势，其中行业销售毛利率水平相较于 2018 年小幅回升；行业销售净利率与 18 年保持一致，整体看行业的发展仍然趋于弱势格局。

图 21：传媒行业销售毛利率（整体法）变动



资料来源：wind, 渤海证券

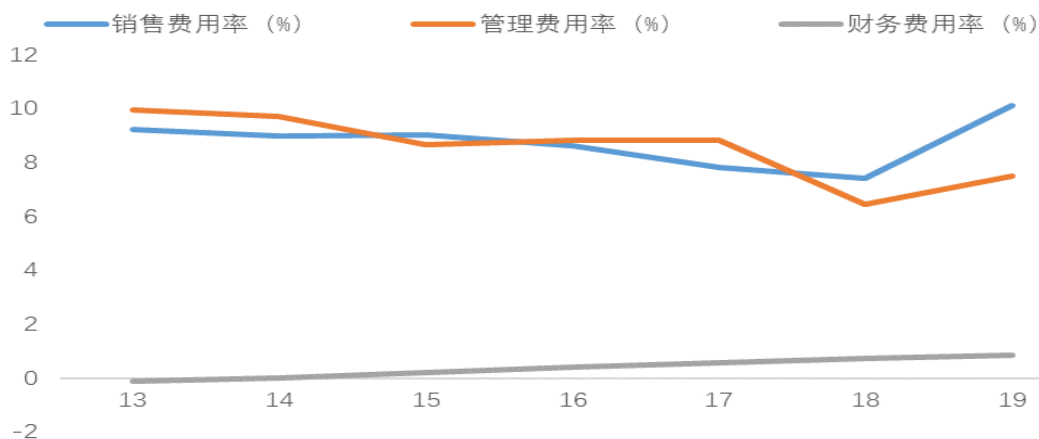
图 22：传媒行业销售净利率（整体法）变动



资料来源：wind, 渤海证券

销售费用率上升、管理费用率、财务费用率同时小幅上升。2019 年年报文化传媒行业的整体销售费用率为 10.12%，较去年同期有所上升；管理费用率为 7.48% 同样有所增长；而财务费用率相对持续提升，我们认为主要是由于外部融资成本持续上升、传媒类轻资产特质使行业融资相对较难所致。整体看我们认为目前文化传媒行业内部处于整合发展时期，行业内绝大部分公司以内生发展为主，仍需要长时间恢复景气度。

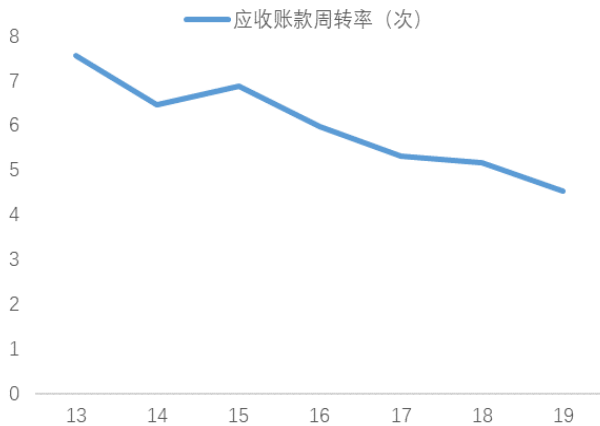
图 23：传媒行业三费（整体法）变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

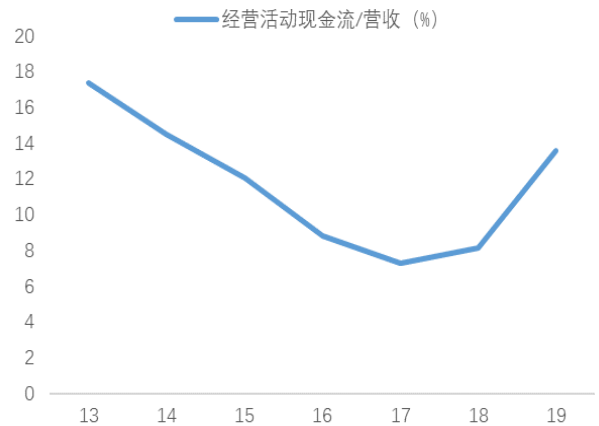
应收账款周转率持续下滑、经营活动现金流均有所改善。2019 年年报文化传媒行业应收账款周转率较去年同期持续下滑，我们认为这主要由于行业基本面仍处于盘整区间有关。在现金流方面，2019 年年报文化传媒行业经营活动现金流情况较去年同期有明显回升，我们认为这是由于行业部分经营不善的公司逐步退出市场，使行业整体的经营状况有所回暖所导致。

图 24: 文化传媒行业应收账款周转率（整体法）变动



资料来源: wind, 渤海证券

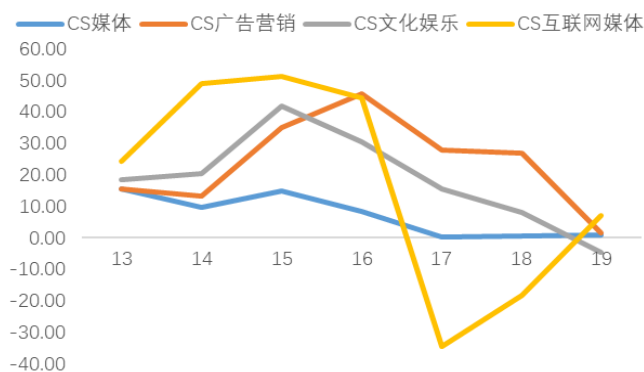
图 25: 文化传媒行业经营活动现金流/营收（整体法）变动



资料来源: wind, 渤海证券

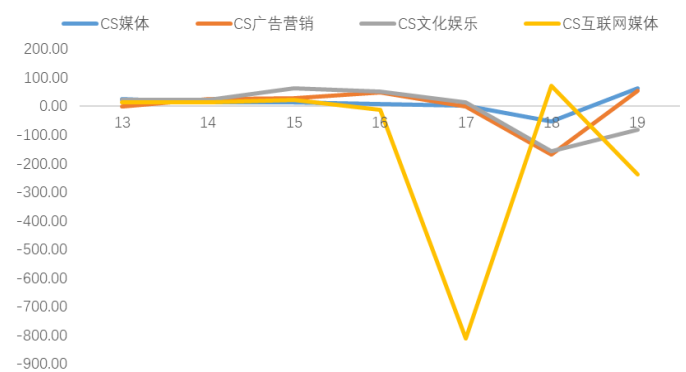
营收增长率整体低迷，归母净利润增长率有分化，整体表现不佳。2019 年年报文化传媒四个子行业的运营情况有所分化，营收增长率方面，互联网媒体>广告营销>媒体>文化娱乐，其中互联网子行业受益于国内游戏版号审批放开影响，其营收增速大幅上升，媒体子行业的营收增速则保持稳健，而广告营销和文化娱乐子行业依然受到行业景气度低迷影响使营收持续下滑。归母净利润增长率方面，子行业中媒体>广告营销>文化娱乐>互联网媒体。

图 26: 文化传媒子行业营收增长率（整体法）变动



资料来源: wind, 渤海证券

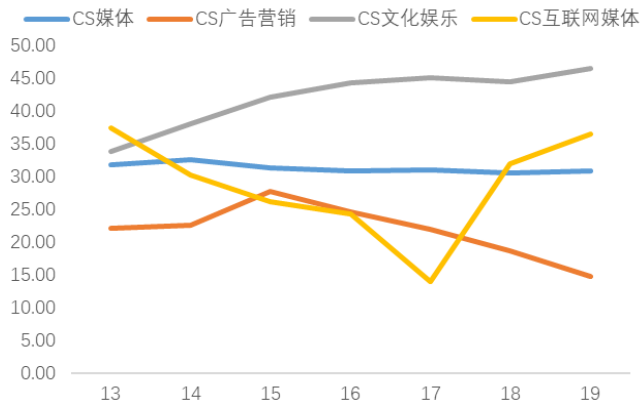
图 27: 文化传媒子行业归母净利润增长率（整体法）变动



资料来源: wind, 渤海证券

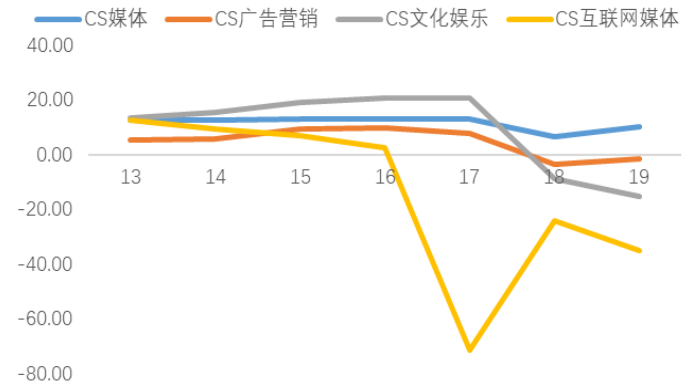
销售毛利率维持平稳，销售净利率整体下滑。2019 年年报文化传媒的文化娱乐和互联网媒体子行业销售毛利率小幅上升，广告营销行业毛利率持续下滑；文化娱乐和互联网媒体的销售净利率有所下滑。

图 28：文化传媒子行业销售毛利率（整体法）变动



资料来源：wind, 渤海证券

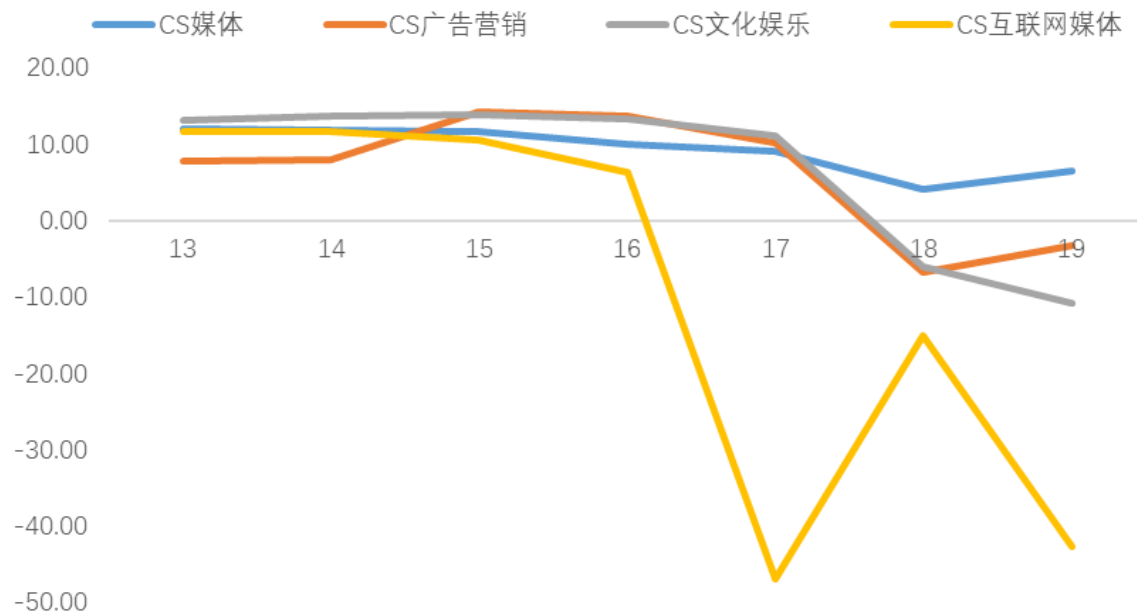
图 29：文化传媒子行业销售净利率（整体法）变动



资料来源：wind, 渤海证券

净资产收益率有所分化，整体表现仍不理想。2019 年年报文化传媒四个子行业净资产收益率整体表现不佳，除文化娱乐子行业保持低位平稳外，其余三个子行业的净资产收益率均为负值，其中互联网媒体和文化娱乐子版块的表现持续下滑。

图 30：传媒行业扣除非经常损益后的净资产收益率（%）（整体法）变动情况

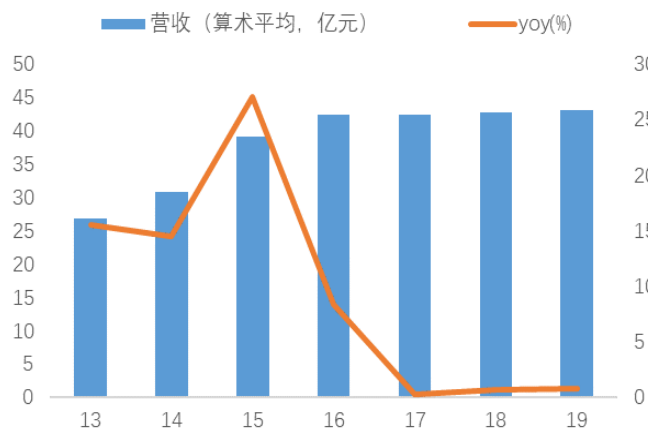


资料来源：wind, 渤海证券

3.1 媒体子行业：整体表现稳健

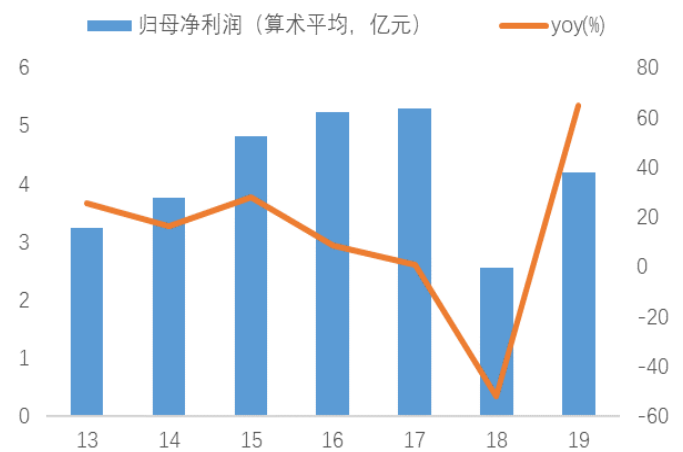
媒体行业半年度业绩表现稳健。2019 年年报中信媒体子行业营收的算术平均数为 43.18 亿元，同比增长 0.84%，行业增速保持稳健；归母净利润算术平均数为 4.2 亿元，同比增长 64.71%，表现较为出色。

图 31：媒体子行业营收和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

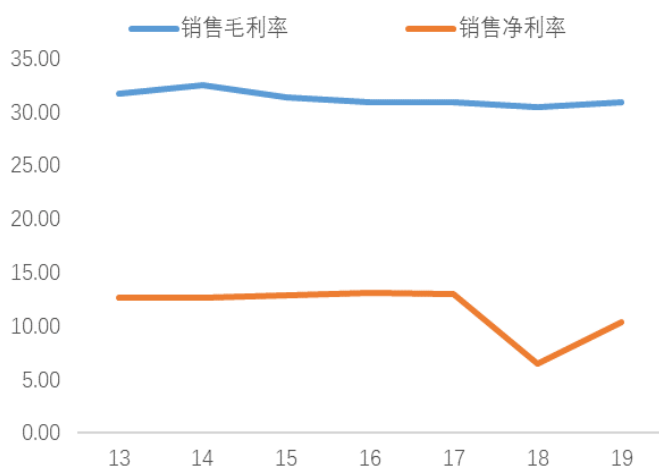
图 32：媒体子行业归母净利润和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

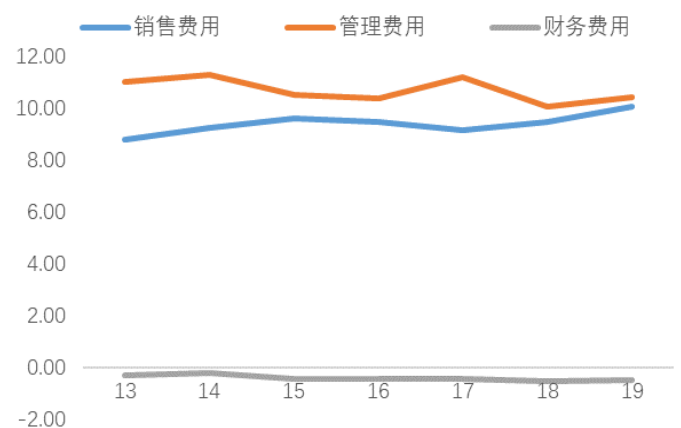
利润率稳中有升，费用小幅上升。2019 年年报媒体子行业毛利率保持稳健，销售净利率有所上升；行业的管理费用率和销售费用率有所上市，财务费用率保持稳健，从指标上来看，行业目前稳健经营的特征较为明显。

图 33：媒体子行业毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

图 34：媒体子行业三费变动情况

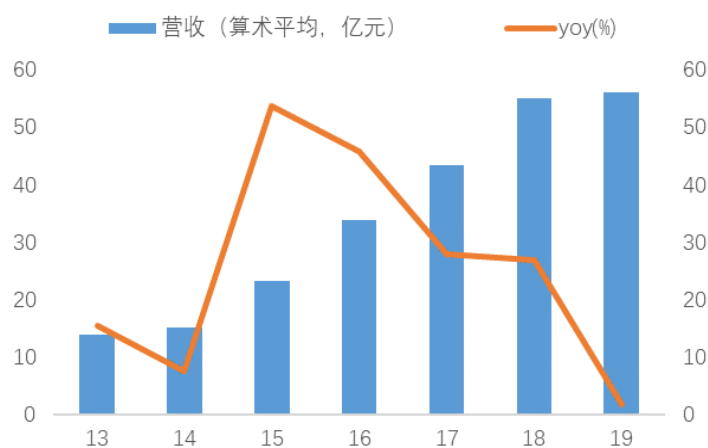


资料来源：wind, 渤海证券

3.2 广告营销子行业：基本面整体表现仍然不佳

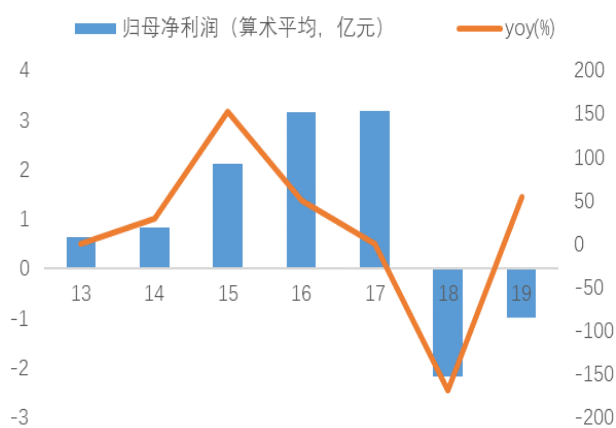
广告营销行业基本面同样表现不佳。2019 年年报广告营销子行业营收的算术平均数为 56.05 亿元，同比增速为 1.76%，增速下滑较为明显；归母净利润的算术平均数-0.98 亿元，同比增长 54.63%，行业基本面同样表现不佳。

图 35：广告营销子行业营收和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

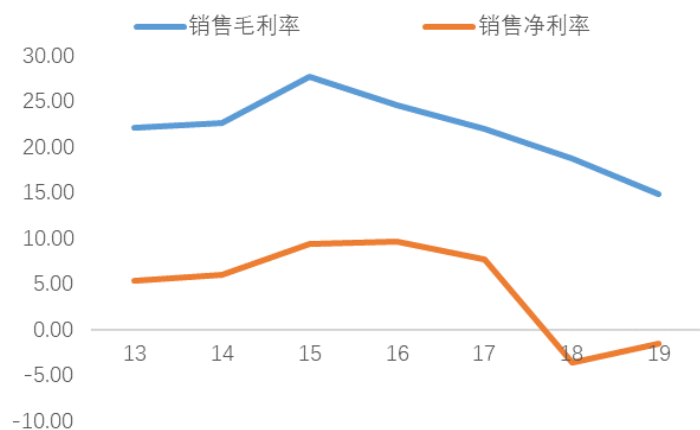
图 36：广告营销子行业归母净利润和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

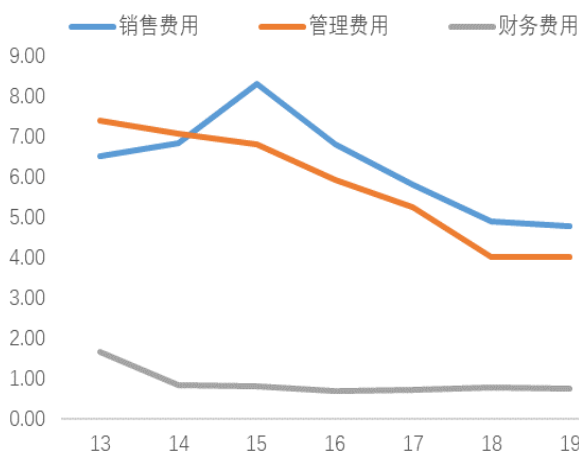
毛利率持续下滑，三费同比保持稳定。2019 年年报广告营销子行业的销售毛利率水平继续下滑，净利率水平有所回升但仍然为负，此外行业的销售费用率、管理费用率和财务费用率与去年同期相比保持稳定。

图 37：广告营销子行业毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

图 38：广告营销子行业三费变动情况

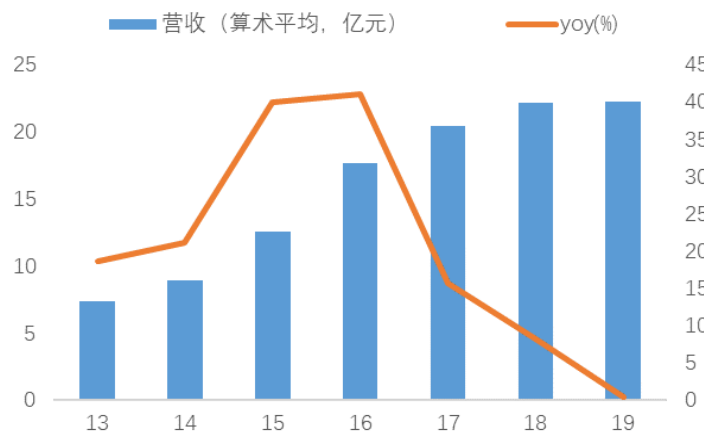


资料来源：wind, 渤海证券

3.3 文化娱乐子行业：整体业绩增速在低位

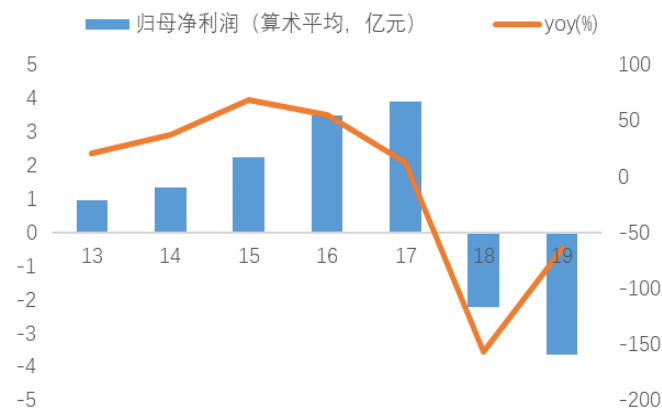
文化娱乐行业半年度整体业绩维持低位。2019 年年报中信文化娱乐子行业营收的算术平均数为 22.23 亿元，同比增长 0.36%，增速水平在近年来处于低位区间；归母净利润的算术平均数为-3.63 亿元，同比增长-64.25%。

图 39：文化娱乐子行业营收和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

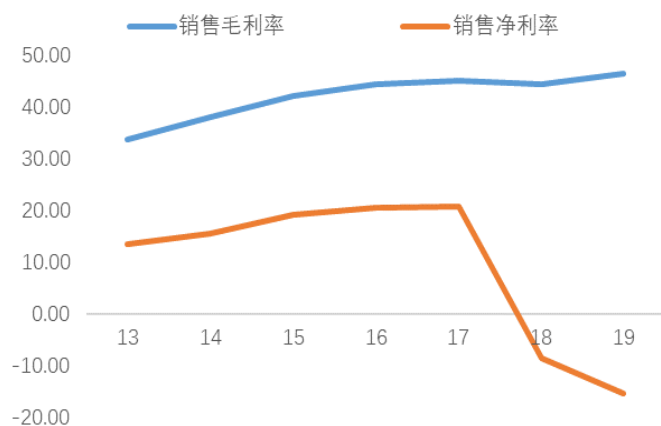
图 40：文化娱乐子行业归母净利润和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

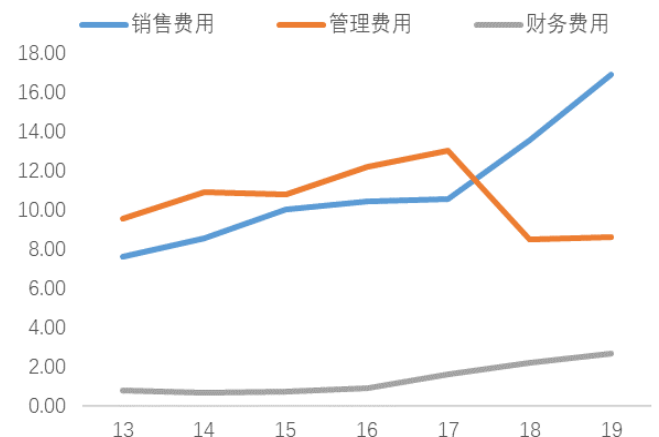
利润率有所分化，三费均有所增长。2019 年年报文化娱乐子行业的毛利率水平小幅上升，净利率持续下滑；销售费用率增长明显，管理费用和率财务费用率也出现了小幅上升。

图 41：文化娱乐子行业毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

图 42：文化娱乐子行业三费变动情况

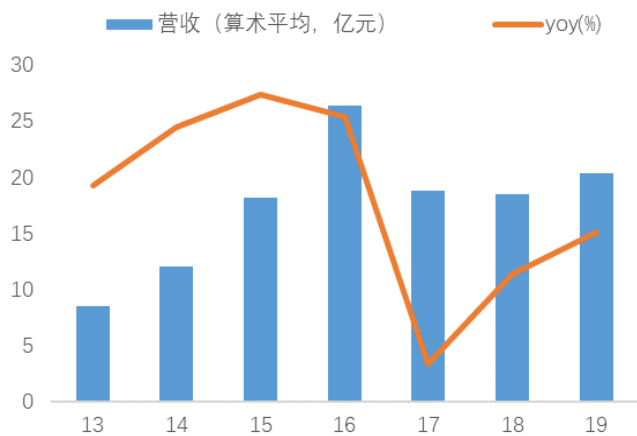


资料来源：wind, 渤海证券

3.4 互联网媒体子行业：归母净利润增速下滑幅度较大

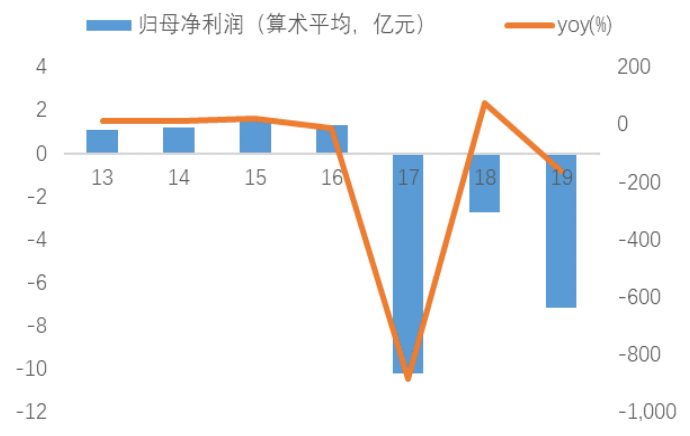
互联网媒体行业半年度业绩同样下滑明显。2019 年年报中信互联网媒体子行业营收的算术平均数为 20.42 亿元，同比增长 10.38%；归母净利润的算术平均数为 -7.17 亿元，同比下滑程度较大。

图 43：互联网媒体子行业营收和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

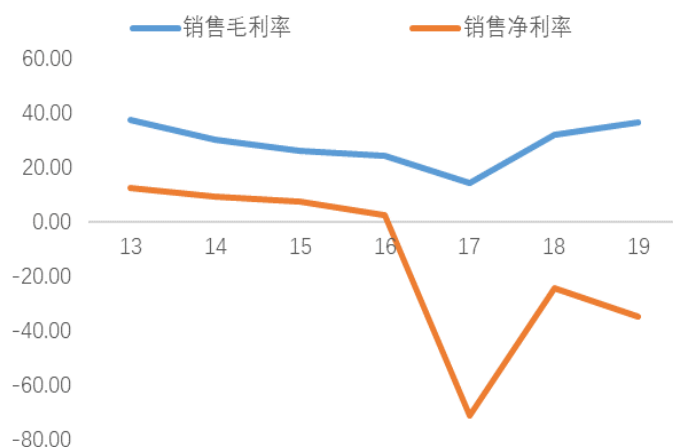
图 44：互联网媒体子行业归母净利润和增长率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

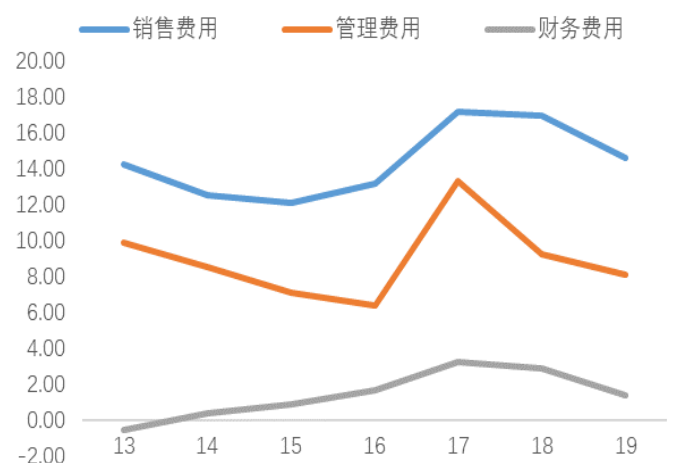
利润率互有升降，三费整体下滑。2019 年年报互联网媒体子行业的毛利率小幅提升，净利率水平出现下滑；销售费用率、管理费用率和财务费用率同时小幅下滑。

图 45：互联网媒体子行业毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

图 46：互联网媒体子行业三费变动情况



资料来源：wind, 渤海证券

4.行业投资逻辑：关注复工复产+广电整合主线

题材上，我们认为下半年需要关注复工复产和广电整合两大投资主线；此外建议中线持续关注本年业绩表现持续优异的游戏板块龙头公司：

(1)复工复产概念。由于 2020 年疫情影响，影视行业一直处于暂停营业的状态，行业内估值和业绩遭遇双重压力。但我国居民的娱乐需求刚性仍在，因此对影视行业的需求将随逐步解封后得到修复。根据我们统计，目前国内共有 4 省 5 市推出了影院复工的具体政策，因此推荐关注影院放开区业务占比较高的龙头院线和未来影片上映具备爆款潜力的制片—发行公司。

(2)广电整合概念。当前全国有线电视网络整合与 5G 建设一体化发展工作已经进入了重要的实施时间点，作为国内第四大运营商的中国广电开始正式参与国内 5G 和广播电视的竞争中，对目前国内整条广电产业链形成巨大变革。节奏上，歌华有线 6 月 1 日公告其控股股东以其持有的上市公司 2.66 亿股股份（占总股本的 19.09%），出资共同发起组建中国广电，公司实控人将由北京广播电视台变更为国务院，标志着国内广电“全国一网”整合已经开始加速。

4.1 复工复产：行业进入整合加速期

4.1.1 政策端：复工+资金扶植双重发力

全国部分地区开始陆续释放影院复工信号。根据我们统计，目前全国范围内已经推出具体的影院复工复产政策的省市有陕西省、广东省、江苏省、贵州省和抚州市、苏州市、开封市、昆明市、济南市，具体政策如下：

表 4：目前国内影院复工复产的相关信息

日期	相关省市	具体内容
4.25	江西省抚州市	发布《关于有序推进娱乐场所、互联网上网服务营业场所复工复产的通知》，指出了各影院的复工条件，即在满足复工复产工作指南共性要求的基础上，每个放映厅控制 50% 以内观影人数，且须隔行售票
5.1	陕西省	发布《关于有序推进娱乐场所、互联网上网服务营业场所复工复产的通知》，指出在防控措施到位的前提下，陕西低风险地区娱乐场所由经营者自主决定复工复市时间
5.11	广东省	印发《2020 年全省电影院安全放映工作要点》，通知要求各影院要加强疫情防控工作，配备测温枪、医用口罩、消毒液等必要的防疫物资；定期对影院内所有空间进行清洁、消毒；要引导观众隔行隔座观影，观众进出场实行分流管控
5.11	江苏省	省文化和旅游厅发布通知，明确采取预约、限流等方式，有序开放包括剧院在内的密闭式娱乐休闲场所
5.15	苏州市	发布《苏州市影院复业疫情防控工作指南》《苏州市剧院等演出场所复工指南》以及《苏州市互联网上网服务场所（网吧）、娱乐场所等经营单位复工指南》
5.18	开封市	文化广电和旅游局特下发《关于文化市场经营场所有序复工复产的通知》，发布《开封市文化市场经营场所复工复产疫情防控工作指南》就全市互联网上网服务场所、歌舞娱乐场所、游艺娱乐场所、经营性演出场所有序复工做出指导意见，推进文化市场经营场所有序复工复产
5.19	昆明市	昆明市应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组指挥部日前下发《关于做好重点场所新冠肺炎疫情常态化防控的通知》，全面恢复开放和经营公园、旅游景点，图书馆、文化馆、博物馆，歌舞厅、KTV、网吧、游戏厅、演艺厅、影(剧)院，健身房、游泳馆、公共浴室、足浴店、美容院等场所
5.19	贵州省	发布《省应对新冠肺炎疫情防控领导小组办公室调整影剧院、会议、会展活动疫情防控措施》，全面开放影剧院、全面放开会议会展活动
5.20	济南市	济南市文化旅游局的《关于有序推进电影院复工经营的通知》，以及通知包括的《济南市疫情防控期间电影院复工经营指南（修订版）》《济南市新型冠状病毒肺炎流行期间家庭及公共场所通风系统使用指南》两个附件

资料来源：互联网，渤海证券

国务院下发重要文件，对电影院开放事宜作出指导。5月8日，国务院发布《应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见》，将疫情防控工作定位为“常态化”，根据指导意见，在落实防控措施前提下，将采取预约、限流等方式，开放包括影剧院在内的密闭式娱乐休闲场所，近期内影院有望复工。

对院线行业的资金扶持政策也在持续出台。2020年4月3日，国家电影局发布公告，称将协调财政部、发改委、税务总局等部门，研究推出免征电影事业发展专项资金以及其他财税优惠政策，其中电影事业发展专项资金占票房收入的5%。一系列利好政策预计将在复工后减轻院线经营压力。

表 5：疫情后部分院线行业相关扶持政策梳理

时间	发布单位	文件名称	相关内容
2.14	上海市委宣传 部	《全力支持服务本市文化企业疫情防控平稳健康发展的若干政策措施》	对此次因疫情影响停业的电影院，在复业后，将依托中央和上海两级国家电影事业发展专项资金，综合考虑影院规模、银幕数、票房情况予以适当支持，确保上半年将疫情支持资金拨付到位，并帮助电影院用好现有组合政策，切实享受税收、社保、专项补贴等各项优惠政策
2.18	江苏省委宣传 部等八部门	《关于支持全省电影业应对新冠肺炎疫情影响促进平稳健康发展的政策措施》	聚焦电影企业实际困难和主要诉求，聚力帮助电影企业纾困解难和平稳发展，明确了加大财税扶持、加强金融支持、减轻企业负担等3个方面10条政策措施，助力电影业渡过难关
2.19	北京市文化 改革和发展 领导小组办 公室	《关于应对新冠肺炎疫情影响促进文化企业健康发展的若干措施》	加大对全市影院放映国产影片补贴力度，重点支持受疫情影响经营困难的中小型影院
2.26	浙江省委宣 传部	《关于积极应对疫情推动文化企业平稳健康发展的意见》	全面落实减税降费，调整优化2020年专项资金使用方向，重点向受疫情影响较大的广播电视、影视院线等行业倾斜；安排1000万元对因受疫情影响停业的电影院线予以适当补贴，加大对防疫抗疫主题优秀电影作品宣传发行的扶持力度
2.27	广东省电影 局	《中央和省级电影专资扶持受疫情影响影院资金分配方案》	向全省的1337家受到疫情影响的影院分配电影专项资金4888万元
2.28	湖南省电影 局	《应对新冠肺炎疫情疫情影响促	结合多种因素对省内影院进行补贴，延缓征缴和减免电影事业专项资金，数项政策使电影业享有1

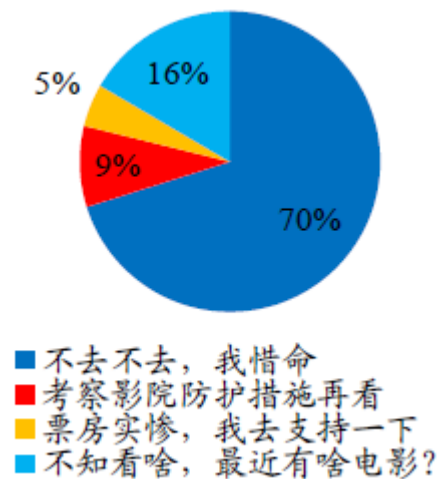
		进电影业平稳健康发展的措施》	亿元左右的政策红利
3.5	四川省委宣传部、四川省电影局	《关于应对新冠肺炎疫情支持电影业健康发展的十条措施》	加大影院补贴力度；延期征缴或减免电影专资；有效降低房租压力，国有资产类经营用房业主可减免承租影院2020年度1至3个月房屋租金；给予电影一次性宣传发行资助
3.9	上海电影集团、上海电影股份有限公司、上海精文投资有限公司		共同成立全国首支“影院抗疫纾困基金”，总额达10亿元，基金将通过增资、参股、并购等形式，为长三角区域内的影投、影管公司注入运营及发展资金
4.3	国家电影局		协调财政部、发改委、税务总局等部门，研究推出免征电影事业发展专项资金（占票房收入的5%）以及其他财税优惠政策

资料来源：互联网，渤海证券

4.1.2 需求端：观影意愿有所增强

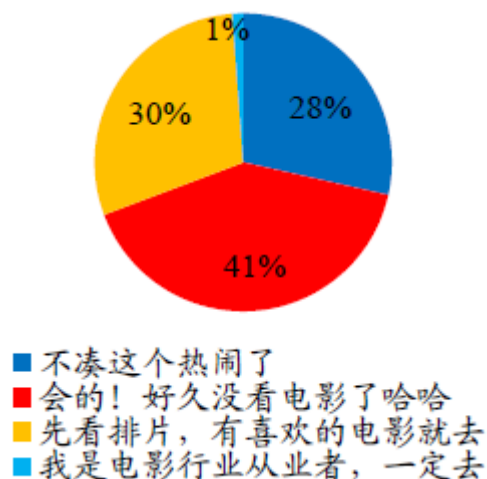
国内观众的观影意愿明显增强。根据财经网数据，3月70%的观众不会去影院观影；随着疫情形势好转，5月41%的观众会在影院复业后第一时间去影院观影，30%的观众会根据排片决定是否去影院观影，5月观众的观影意愿较3月明显增强。

图 47：3月抽样调查显示 70%的观众不会去影院观影



资料来源：财经网，渤海证券

图 48：5月抽样调查显示 41%的观众会在影院复业后第一时间去影院观影

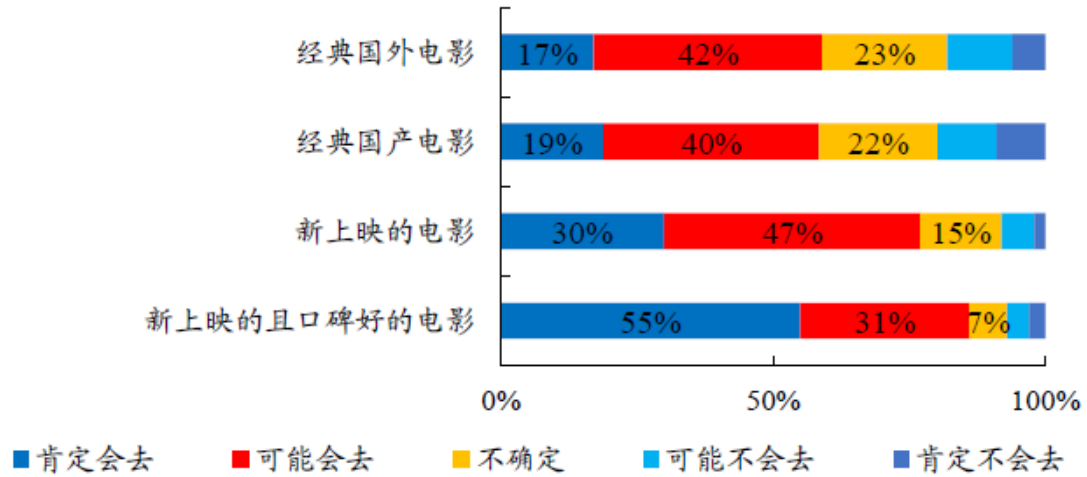


资料来源：财经网，渤海证券

优质内容是影响观影需求的最重要因素。根据猫眼 2020 年 3 月的数据，“新上映且口碑好的电影”将吸引 55%的观众在影院全面复工初期前往电影院观影，

我们预计，随着新片的上映，观众的观影意愿或迎来显著修复。

图 49：3 月抽样调查显示绝大部分民众在影院复业初期或因优质影片而观影

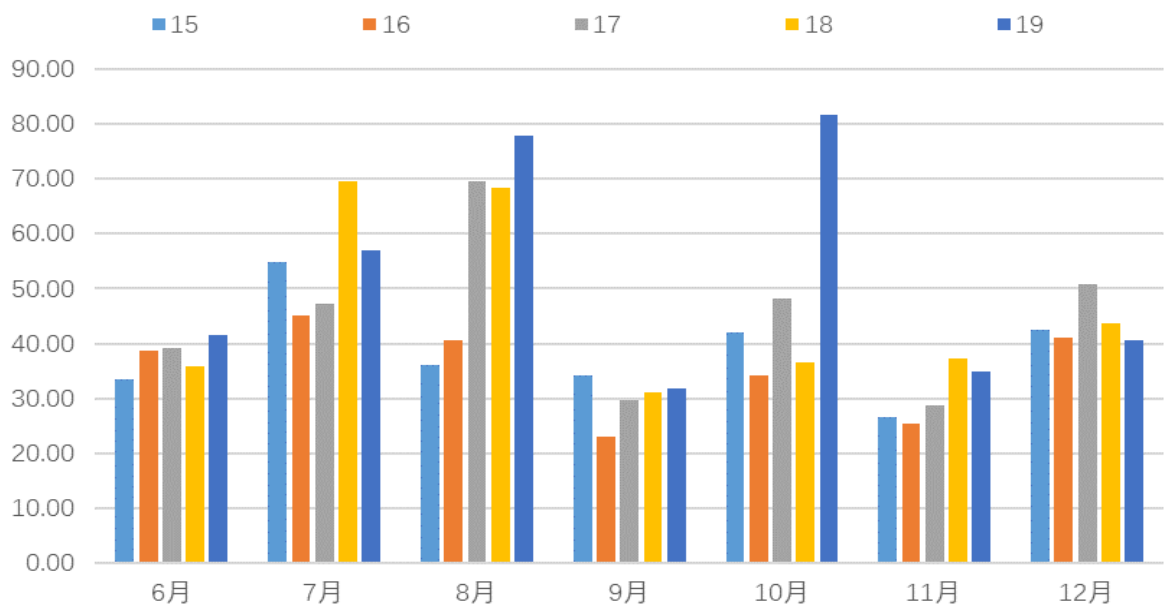


资料来源：猫眼，渤海证券

4.1.3 供给端：库存影片质量优秀，需要观察放开节点

观影放开节点是全年票房表现的重要影响因素。7-8月暑期档、10月国庆档是下半年票房收入占比最高的两个时间点。从15-19年国内票房收入历史来看，7-8月和10月是收入占比较高的两个阶段，且7月+8月+10月的收入占比超过30%，因此何时放开院线观影是全年票房成绩的重要因素。

图 50: 15-19 年 6 月-12 月票房收入



资料来源: wind, 渤海证券

15-19 年国内电影票房 6 月-12 月票房收入占比的平均数分别为 7.09%、10.21%、10.57%、5.63%、8.87%、5.66%和 8.24%，因此若静态推算 7 月、8 月、9 月、10 月、11 月、12 月开启电影院的情况下，票房收入占比均数约为 49.19%、38.98%、28.41%、22.78%、13.9%和 8.24%

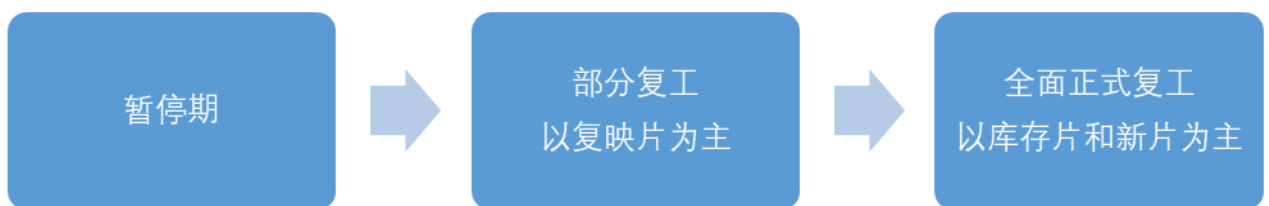
表 6: 15-19 年票房收入占比

	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
15 年	7.62%	12.46%	8.19%	7.78%	9.55%	6.04%	9.65%
16 年	8.49%	9.84%	8.87%	5.02%	7.48%	5.57%	8.97%
17 年	7.02%	8.46%	12.46%	5.32%	8.64%	5.16%	9.09%
18 年	5.87%	11.42%	11.21%	5.08%	5.98%	6.13%	7.17%
19 年	6.48%	8.89%	12.11%	4.96%	12.72%	5.42%	6.33%
平均占比	7.09%	10.21%	10.57%	5.63%	8.87%	5.66%	8.24%

资料来源: wind, 渤海证券

上游方面，优质影片供给也是票房表现的另一个重要因素，过渡期需要观察复映片的表现。虽然疫情导致多部电影拍摄停工，整体看目前影片的库存质量相对较为不错。目前影片供给主要分为三个部分：未上映春节档影片、新片和复映片。根据中影的发行通知，20 年有望复映的影片包括《中国合伙人》、《狼图腾》、《战狼 2》、《流浪地球》、《何以为家》等，华纳兄弟也宣布将复映其经典作品《哈利波特与魔法石》；我们认为复映片会是疫情结束到影院全面正式复工之间的主要过渡内容，也是这期间的重要票房支撑。从未上映春节档影片看，包括《唐人街探案 3》、《夺冠》等在内的多部春节档蓄势待发作品尚未上映；新片中有计划于 3 月上映《1917》、《乔乔的异想世界》等进口影片被延期，疫情结束后有望上映，我们预计这两种片源是影院全面正式复工的重要支撑。

图 51：预计今年电影票房的主要放映节奏



资料来源：渤海证券

多部未上映电影的关注热度持续上升，《唐人街探案 3》新增 17 万想看用户，累计 455.4 万想看用户。《夺冠》新增 6914 想看用户数，累计 156.9 万，《姜子牙》新增 1.67 万想看用户，累计 104.3 万。同时，《拆弹专家 2》、《我在世界尽头等你》等电影想看用户保持增长。未上映影片仍保持较高期待度，院线复业上映后票房可期。

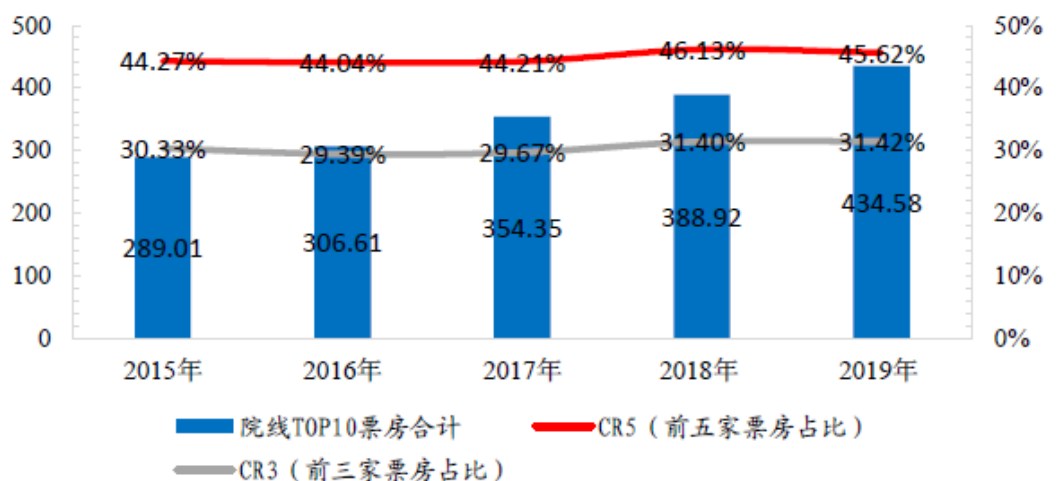
图 52: 未上映部分影片淘票票累计想看用户数



资料来源: 灯塔研究院, 渤海证券

下游方面, 院线集中度提升是大势所趋。国内院线行业集中度一直处于较低水平, 影投方面, 2019 年 CR10 为 34.91%, 同比下降 1.35 个百分点, 自 2016 年 39.46% 连年降低。院线方面 2019 年集中度基本持平, CR5 为 45.62%, 同比下降 0.51 个百分点。行业集中度近年来一直保持平稳甚至略有下降的趋势, 疫情或将成为打破平衡, 带动集中度上升的外部驱动力。

图 53: 15-19 年院线 TOP10 票房 (亿元) 和集中度



资料来源: 猫眼, 渤海证券

本次行业承压加速了供给侧的出清。根据企查查数据, 20 年一季度全国名称中含有影院的相关企业的新增量为 81 家, 吊销、注销量为 46 家, 吊销、注销量占

新增量比例为 56.79%，这一比例于 19 年一季度达到新高，2020 年一季度相比 19 年同期则进一步提高。

表 7: 13-20 年 1-3 月全国名称为影院的相关企业新增量及注销、吊销量

年份	新增量	吊销、注销量	吊销、注销量占新增量比例
13 年	128	23	17.97%
14 年	163	17	10.43%
15 年	182	21	11.54%
16 年	194	21	10.82%
17 年	213	28	13.15%
18 年	186	52	27.96%
19 年	177	75	42.37%
20 年 1-3 月	81	46	56.79%

资料来源: 企查查, 渤海证券

头部院线公司资金充沛, 抗风险能力相对较强。疫情对国内线下影院的影响较大, 由于停业状态下收入为零的同时影院仍要持续面对房租、员工薪酬等大额固定成本支出, 中小型影院资金链出现问题的概率更大, 部分影院甚至会因此倒闭; 而头部公司资金实力相对更加丰厚, 能够帮助公司抵御疫情带来的停业风险, 从而在疫情结束后获得更强的经营优势。

表 8: 上市院线公司 2020Q1 账面货币资金情况

相关公司	货币资金 (亿元)
万达电影	18.56
横店影视	0.8
中国电影	72.15
上海电影	17.1
金逸影视	3.08
幸福蓝海	4.12

资料来源: wind, 渤海证券

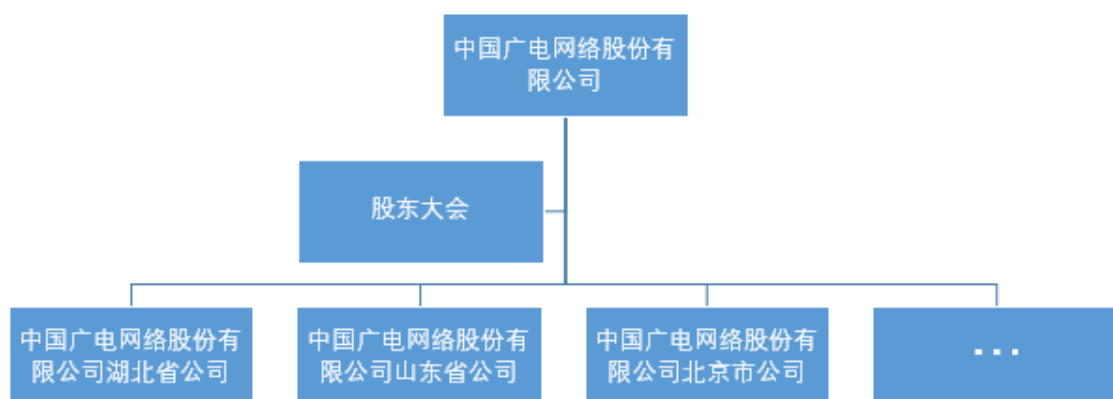
4.2 广电整合：全国有线电视整合开始加速

全国有线电视整合拉开序幕。2020年2月25日，中共中央宣传部等联合印发《全国有线电视网络整合发展实施方案》，方案重点在于对全国一网整合提出了明确的要求，对于出资比例进行了明确的规定，同时各省网络公司的命名也将进行一系列调整，对于中国广电未来的工作目标做出了明确的指示，是广电系全国一网整合的真正具体性纲领文件，具有重大的里程碑意义。

主要任务分为九个方面，实现全国一网、建立统一运营管理体系、实施网络升级改造、加快广电5G发展步伐、实施智慧广电战略是主要的几点，工作目标是形成中国广电主导、按现代企业制度管理的“全国一网”股份公司，最终提高有线电视网络的竞争力。

在最为重要的出资比例、业务运营范围和整合措施方面，其中《方案》对中国广电、非上市省网公司、已上市网络公司、战略投资者四大方面均做出了具体的出资规定，从根本上解决了多年来困扰全国广电系整合的最根本问题，是本次《方案》中最具价值之处；经营范围和业务方面，整合后的各省网公司原则上会成为股份公司的省级子公司，成为独立法人，股份公司对各省级子公司实施集团控股式管理，各省级子公司名称将变更为“中国广电网络股份有限公司XX省（区、市）公司”，股份公司负责全国性业务，各省（区、市）子公司负责本地业务，经营上既独立又统一；此外《方案》还对全国整合范围、“一省一网”等其他细分问题也做出了具体说明，但未说明整合相关具体的时间节点和截止期限。

图 54：中国广电股份有限公司的经营模式

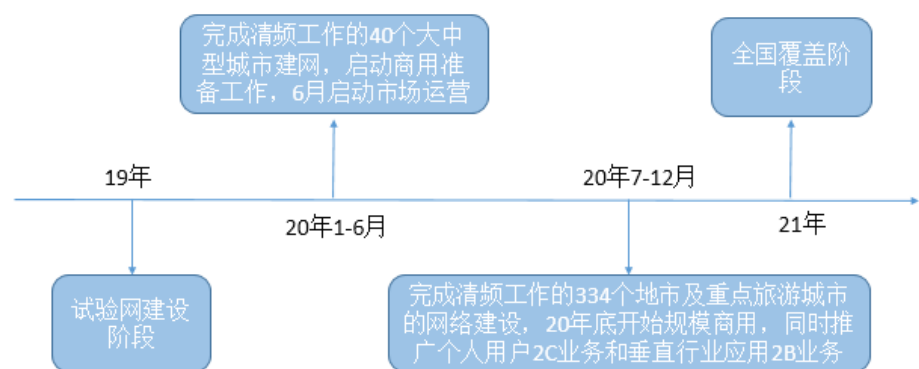


资料来源：《全国有线电视网络整合发展实施方案》，渤海证券

我们认为当前全国有线电视网络整合与 5G 建设一体化发展工作已经进入了重要的实施时间点，作为国内第四大运营商的中国广电开始正式参与国内 5G 和广播电视的竞争，对目前国内整条广电产业链形成巨大变革；广电 5G 发展是国家重要战略布局、是推进媒体融合的重要举措、是全国有线电视网络整合发展的重要推动力，预计今年随着广电系整合的持续推进，该板块将迎来持续的主题性投资机会。

在最为重要的出资比例、业务运营范围和整合措施方面，其中《方案》对中国广电、非上市省网公司、已上市网络公司、战略投资者四大方面均做出了具体的出资规定，从根本上解决了多年来困扰全国广电系整合的最根本问题，是本次《方案》中最具价值之处；经营范围和业务方面，整合后的各省网公司原则上会成为股份公司的省级子公司，成为独立法人，股份公司对各省级子公司实施集团控股式管理，各省级子公司名称将变更为“中国广电网络股份有限公司 XX 省（区、市）公司”，股份公司负责全国性业务，各省（区、市）子公司负责本地业务，经营上既独立又统一；此外《方案》还对全国整合范围、“一省一网”等其他细分问题也做出了具体说明，但未说明整合相关具体的时间节点和截止期限

图 55：中国广电的 5G 建设进程



资料来源：《中国广电 5G 试验网的建设实施方案》，渤海证券

根据《方案》，整合后的中国广电主营业务包括广播电视信息网络的建设、改造、经营、维护和管理、各类文化资源和广播电视节目内容的集成、加工、分发、传输等 9 个方面（具体业务以工商登记机构核准的内容、行政机关许可的项目为准）。

具体来看，实现“全网一网”后，中国广电将有如下发展方向：

建立统一运营管理体系。股份公司组建后，原各省网公司成为股份公司的控股子公司，按照统一建设、统一管理、统一标准、统一品牌的要求，建立有线电视网络和广电 5G 网络的统一运营管理体系，发挥规模化、集约化和固移融合化优势。

继续实施网络改造升级。借助全国有线电视网络整合和广电 5G 融合发展，加快农村有线电视网络建设步伐，加速完成有线电视网络 IP 化、智能化的改造升级，显著提升全国有线电视网络的承载能力和内容支撑能力，大幅提高城乡信息化服务水平，实现广播电视固移融合的人人通、终端通，整体实力和核心竞争力显著增强，建成一张可管、可控、安全、高效的绿色网。

加快广电 5G 发展步伐。以有线电视网络整合为契机，以市场和业务为导向，加快研究确定广电 5G 网络建设的协同推进技术路线、有线与广电 5G 协同发展、经营管理体制融合发展方案。积极推进广电 5G 融合应用和创新发展，聚焦政用、民用、商用领域，为社会提供个性化、差异化服务，为社会各行业赋能。推动广电 5G 高质量发展，更好地支撑服务数字中国建设，促进社会经济发展。

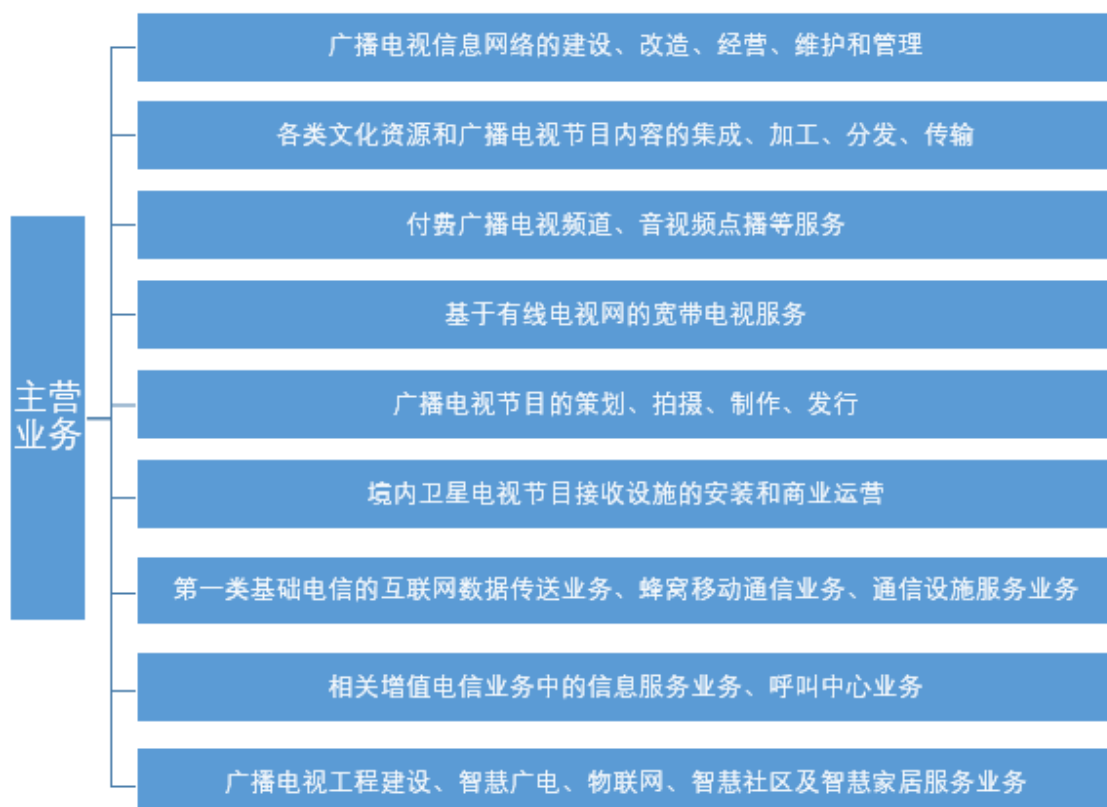
推进有线、无线、卫星协同发展。协调有线、无线、卫星经营服务，实现优势互补，进一步增强广播电视整体实力。加强三者协同发展的顶层设计，结合广电 5G 建设和发展，在统一规划下，因地制宜制定新型广播电视传输覆盖网建设和运营方案，实现三者有序协调发展，建成适应新时代互联互通、跨网、跨屏、跨终端的多功能国家数字文化传播网，牢牢占领宣传思想文化主阵地。

构建三网融合全业务体系。积极打造三网融合全业务体系，增强有线电视网络服务能力，全面参与三网融合市场竞争。积极整合集成国家各类宣传文化资源和优秀节目资源，打造内容为王的创新业务；持续优化与三大运营商等互联网骨干单位的互联互通；通过共建共享加快构建广电 5G 移动通讯网络和业务体系，创新广播电视服务业态，扩展广播电视覆盖和服务领域，强化广电业务和电信业务的融合发展，提高多渠道传播的舆论和文化影响力。

实施“智慧广电”战略。依托有线、无线、卫星的融合网络，利用 5G 移动互联网、智能操作系统等新技术搭载多元化应用，全面实施“智慧广电”战略，实现智能化生产运营、分发传播，形成无处不在、无缝切换、可管可控的全流程数字网络。开发适应数字生活需要的智慧产品，营造全方位、立体化的视听体验和消费服务，由单一收视服务向多元化综合信息服务拓展，由大屏向多屏、跨屏服务

演进。结合广电 5G 发展规划，为用户提供超高清、虚拟现实（VR）、增强现实（AR）、物联网等新业务新业态，多层次满足人民群众精神文化生活需求，实现多渠道、多业务、全覆盖的发展模式，发挥规模化效应和 5G 技术优势，促进行业转型升级。

图 56：整合后的中国广电的业务方向



资料来源：《全国有线电视网络整合发展实施方案》，渤海证券

5. 投资策略

行业整体业绩表现不佳，基本面配置价值仍需观察。首先从经营情况来看，通过分析 2020 年一季报文化传媒行业的业绩情况来看，我们认为文化传媒行业整体的基本面情况表现不佳，此外各个子行业及个股的业绩分化也较为明显，因此需对版块及个股后续经营情况有较为清晰的界定和判断。结合汇总结果，我们认为目前以媒体子行业具有相对较强的稳健成长能力。

估值仍存提升空间，建议关注成长性龙头公司。结合行业基本面和市场情绪进行分析，我们认为虽然短期内行业内部分细分子行业基本面被疫情所影响，在长期内行业整体的需求度仍然有提升的趋势，因此龙头个股的相对估值仍然存在一定的提升空间，因此建议投资者关注业绩成长性优秀的龙头个股的估值修复性行情，选择中长期具备持续竞争优势的龙头公司。

推荐复工复产+广电整合+手游三大逻辑。策略方面，我们认为下半年推荐关注以下两个事件性驱动主线和一个业绩驱动主线：（1）复工复产逐步开展所利好的影视行业个股，根据我们统计，目前国内共有 4 省 5 市推出了影院复工的具体政策，因此推荐关注影院放开区域业务占比较高的龙头院线和未来影片上映具备爆款潜力的制片—发行公司；（2）继续关注全国一网整合推动加速所利好的有线运营板块个股，歌华有线 6 月 1 日公告其控股股东以其持有的上市公司 2.66 亿股股份（占总股本的 19.09%），出资共同发起组建中国广电，公司实控人将由北京广播电视台变更为国务院，标志着国内广电“全国一网”整合已经开始加速；（3）中期关注本年业绩表现优秀的游戏行业龙头公司。我们维持传媒行业“看好”的投资评级，推荐新媒股份（300770）、三七互娱（002555）、歌华有线（600037）、光线传媒（300251）、世纪华通（002602）。

6. 风险提示

宏观经济低迷；行业重大政策变化；行业经营数据不达预期；公司业绩不达预期，疫情控制进程低于预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华
+86 10 6810 4898
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
滕飞
+86 10 6810 4686

电子行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602
邓果一
+86 22 2383 9154

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

通信行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑞
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁
+86 22 2387 3123
马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061
陈菊
+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明