

# 传媒

## 线上娱乐景气度高，龙头公司独具韧性——FY19&1Q20 总结

**2019 年传媒板块净利润降幅收窄，经营性现金流持续改善。**2019 年传媒板块实现总营业收入 4460.7 亿元，同比增长 2.58%，实现归母净利润 187.5 亿元，同比下滑 13.6%，收入增速相比去年同期（yoy +12.1%）放缓，归母净利润跌幅收窄（去年同期归母净利润下滑 57.9%）。2016 年以来，由于受行业监管趋严和二级市场流动性紧缩及并购监管趋严影响，传媒板块毛利率及净利率均有小幅下滑，2019 年两项指标分别较去年下降 0.5pct/0.8pct。在经历 18 年的行业供给侧改革后，2019 年经营性现金流净额改善明显，较去年同期增长 31.6%。

**线上娱乐景气度高，游戏板块整体业绩表现亮眼。**版号审批重启后 2019 年游戏行业营收增速恢复，但由于个别公司计提大额减值净利润有所下滑。游戏板块 1Q20 收入/净利润分别为 180.4/50.7 亿元，分别同增 29.2%/61.9%，领跑传媒行业所有子板块。同时游戏板块现金流持续大幅改善，1Q20 经营性现金流净额为 53.1 亿元，同比增长 272.8%。龙头公司业绩跑赢行业，行业景气度提升过程中强者愈强。三七互娱、完美世界、吉比特等龙头企业业绩实现较高增长，1Q20 收入增速分别为 33.8%/26.1%/46.3%，其中完美世界游戏业务收入较上年同期增长 47.7%。净利润增速分别为 60.4%/26.4%/51.0%，其中完美世界游戏业务利润同比增长 67.3%。

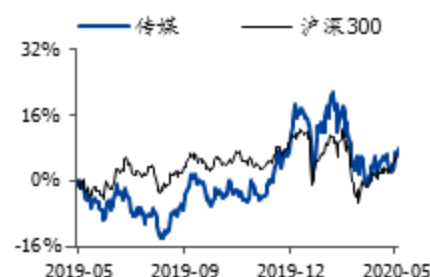
**疫情冲击下线下文娱整体受影响较大，关注逐步复工后的盈利修复机会。**（1）**影视：**1Q20 疫情影响项目开机及电影放映，影视行业收入同比下滑 38.5%，净利润亏损收窄至 3.8 亿元。2019 年由于价格进入理性区间而确认的成本仍较高，叠加版权剧模式向定制剧模式迁移，导致影视剧业务毛利率下滑至 4Q19 的 -0.1%，2020 年随着演员成本降低，错配的问题有望改善，Q1 行业毛利率已恢复至 24.8%。值得注意的是，影视公司整体经营现金流自 3Q19 逐步改善，4Q19 经营性现金流净额提升至 18.9 亿元。（2）**出版：**根据开卷图书统计，1Q20 整体图书零售市场销售额同比下降 15.93%，其中网店渠道同比上升 3.02%，实体店渠道同比下降了 54.79%，上市公司受此影响净利润同比下降 34%至 20.8 亿元。（3）**营销：**疫情影响企业盈利能力及广告主预算，行业迎来阵痛期。营销板块整体在 2019/1Q20 实现收入 882.7/241.7 亿元，同比增长 6.6%/7.4%；实现净利润 26.3/1.4 亿元，同比下滑 0.1%/87.4%。行业业绩受龙头公司影响，分众传媒影院广告自春节以来暂停播放，楼宇媒体受需求下滑和延迟复工影响也出现一定程度下滑，2020Q1 公司实现营收 19.4 亿元（-25.8%），实现归母净利润 3789 万元（-88.9%）。

**投资建议：**行业 2019 及 1Q20 业绩表现分化明显，游戏板块整体看表现突出，院线、广告行业一季度受疫情停工影响较大，影视行业 4Q19 以来逐渐呈现边际改善。我们建议投资者关注两条主线：1）受益于 5G 催化，基本面和政策面均向好的游戏板块，标的建议关注三七互娱、完美世界、吉比特、世纪华通；2）关注受益于国内逐渐复工后受益内需重启的 MCN、院线、影视板块。建议关注华策影视、中国电影、万达电影等。

**风险提示：**行业政策监管变化，产品表现不及预期，行业竞争风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 顾晨

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 吴璐

邮箱：wujun@gszq.com

### 相关研究

- 1、《传媒：数字阅读行业年报总结：免费阅读兴起，版权+广告释放新动力》2020-05-07
- 2、《传媒：院线行业年报及一季报总结：最困难的日子正逐步过去，中长期拐点有望到来！》2020-05-06
- 3、《传媒：视频行业年报总结：从“爱优腾”的对比，再看“芒果模式”竞争优势》2020-05-05



## 内容目录

1.整体业绩：游戏板块表现亮眼，传媒行业现金流持续改善	4
2.子板块业绩：线上娱乐景气度高，龙头公司韧性凸显	5
2.1 游戏：景气度持续向上，龙头公司强者愈强	5
2.2 影视：现金流大幅改善，资产负债表风险逐步出清	8
2.3 出版：疫情对实体店业务冲击较大，看好板块后续的盈利修复	11
2.4 院线：院线板块整体偏基本面左侧，关注影院复工后的需求改善	12
2.5 营销：行业迎来阵痛期。MCN 将是大的产业趋势	13
2.6 广电：受新媒体冲击较大，行业处于调整阶段，5G 或将带来新机遇	14
3.投资建议	16
4.风险提示	16

## 图表目录

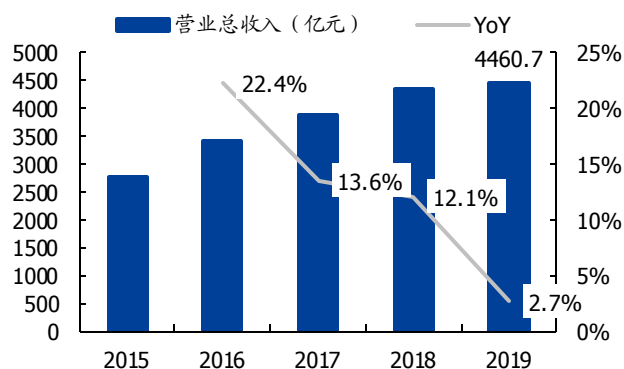
图表 1：传媒板块营业收入（单位：亿元）及其增速	4
图表 2：传媒板块归母净利润（单位：亿元）及增速	4
图表 3：传媒板块经营性现金流净额（单位：亿元）及增速	4
图表 4：传媒板块净利率与毛利率变化	4
图表 5：传媒板块季度收入（单位：亿元）及增长率	5
图表 6：传媒板块季度归母净利润（单位：亿元）及增长率	5
图表 7：传媒各子板块季度收入同比增速	5
图表 8：传媒各子板块季度净利润情况（单位：亿元）	5
图表 9：游戏板块 2019 年度净利润及同比增速	6
图表 10：游戏板块年度收入及同比增速	6
图表 11：游戏板块经营性现金流及同比增速	6
图表 12：游戏板块商誉及商誉（亿元）/总资产比例	6
图表 13：游戏板块季度收入及同比增速	7
图表 14：游戏板块季度净利润及同比增速	7
图表 15：游戏板块季度经营性现金流净额及同比增速	7
图表 16：游戏板块季度毛利率与净利率	7
图表 17：中国游戏市场实际销售收入（单位：亿元）	7
图表 18：中国游戏市场游戏用户规模（单位：亿人）	7
图表 19：影视板块年度收入及同比增速	8
图表 20：影视板块年度净利润及同比增速	8
图表 21：影视板块季度收入及同比增速	9
图表 22：影视板块季度净利润及同比增速	9
图表 23：影视板块商誉及商誉/总资产	9
图表 24：影视板块季度经营性现金流净额及同比增速	10
图表 25：影视板块季度毛利率及净利率及同比增速	10
图表 26：2019 年 1 至 12 月电视剧及古装剧备案集数	10
图表 27：不同时点古代等题材备案集数占比	10
图表 28：电视剧甲级持证机构数量	11
图表 29：出版阅读板块营业收入及同比增速	11
图表 30：出版阅读板块净利润及同比增速	11
图表 31：出版阅读板块季度收入及同比增速	12
图表 32：出版阅读板块季度净利润及同比增速	12

图表 33: 出版阅读板块净利率及毛利率水平.....	12
图表 34: 院线板块年度收入及同比增速.....	13
图表 35: 院线板块年度净利润及同比增速.....	13
图表 36: 六家院线上市公司 2020Q1 业绩概览 (单位: 亿元) .....	13
图表 37: 营销板块年度收入及同比增速.....	14
图表 38: 营销板块年度净利润及同比增速.....	14
图表 39: 营销板块季度收入及同比增速.....	14
图表 40: 营销板块季度净利润.....	14
图表 41: 广电板块年度收入及同比增速.....	15
图表 42: 广电板块年度净利润及同比增速.....	15
图表 43: 广电板块季度收入及同比增速.....	15
图表 44: 广电板块季度净利润及同比增速.....	15
图表 45: 广电板块季度经营现金流变化.....	15
图表 46: 广电板块季度毛利率及净利率变化.....	15

## 1. 整体业绩：游戏板块表现亮眼，传媒行业现金流持续改善

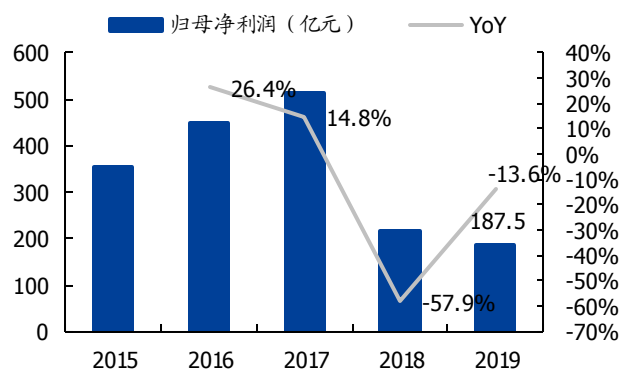
**2019 年传媒板块净利润降幅收窄，经营性现金流持续改善。**按照中信一级传媒分类并剔除去年报告期产生较高投资收益的光线传媒以及经营产生重大不确定性的暴风影视和乐视网，同时剔除 ST 标的，2019 年传媒板块实现总营业收入 4460.7 亿元，同比增长 2.7%，实现归母净利润 187.5 亿元，同比下滑 13.6%，收入增速相比去年同期 (yoy +12.1%) 放缓，归母净利润跌幅收窄(去年同期归母净利润下滑 57.9%)。2016 年以来，由于受行业监管趋严和二级市场流动性紧缩及并购监管趋严影响，传媒板块盈利能力下滑，板块毛利率及净利率均有小幅下滑，2019 年两项指标分别较去年下降 0.5pct/0.8pct。在经历 2018 年的行业供给侧改革后，2019 年经营性现金流净额改善明显，较去年同期增长 31.6%。

图表 1：传媒板块营业收入（单位：亿元）及其增速



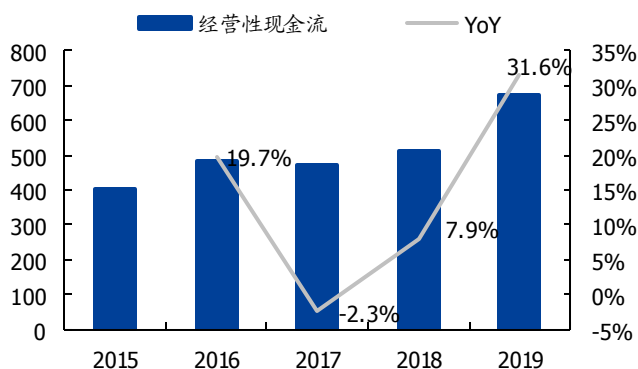
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：传媒板块归母净利润（单位：亿元）及增速



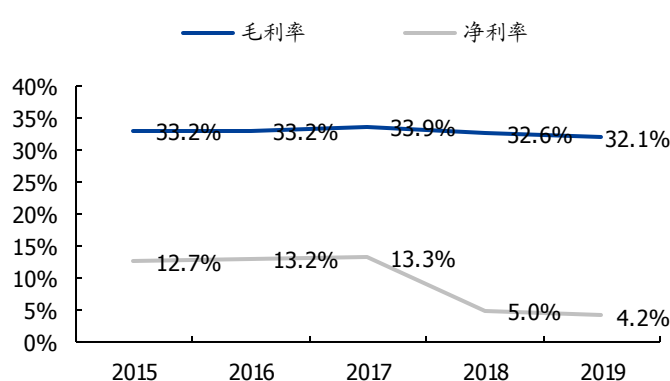
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3：传媒板块经营性现金流净额（单位：亿元）及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：传媒板块净利率与毛利率变化

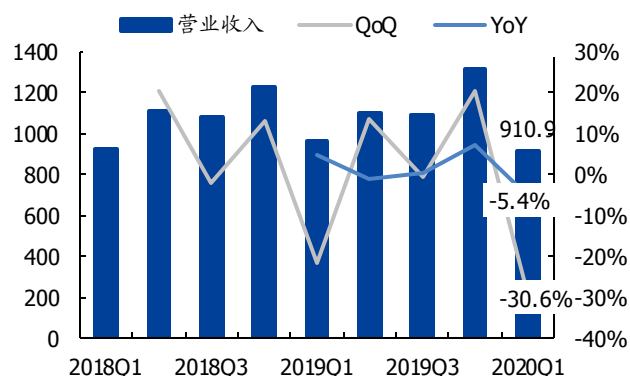


资料来源：Wind，国盛证券研究所

**1Q20 传媒整体业绩由游戏及互联网板块拉动，行业整体净利润扭亏。**1Q20 传媒板块实现营收 910.9 亿元，同比/环比下滑 5.4%/30.6%，归母净利润 61.25 亿元，较 4Q19 扭亏。受疫情影响，2020 年传媒板块内部分化较为明显，院线、出版、影视等板块受到

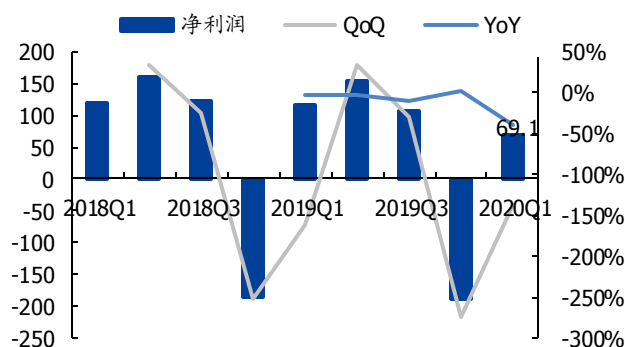
冲击，游戏、互联网等线上娱乐业绩高增。我们认为线上娱乐在疫情好转后由于前期的用户留存仍能持续贡献业绩增量，景气度持续向上；同时，建议关注线下板块后续的行情修复机会。

图表 5：传媒板块季度收入（单位：亿元）及增长率



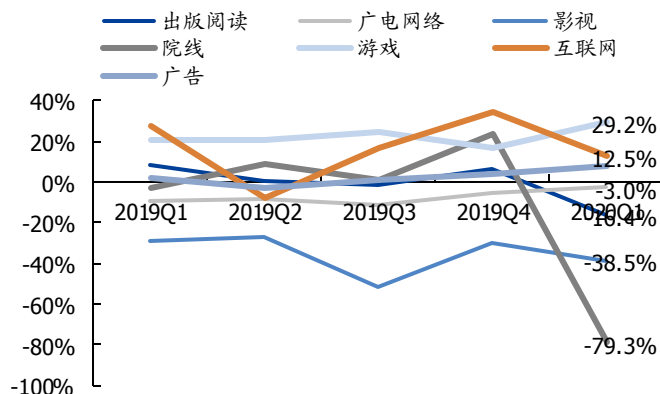
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 6：传媒板块季度归母净利润（单位：亿元）及增长率



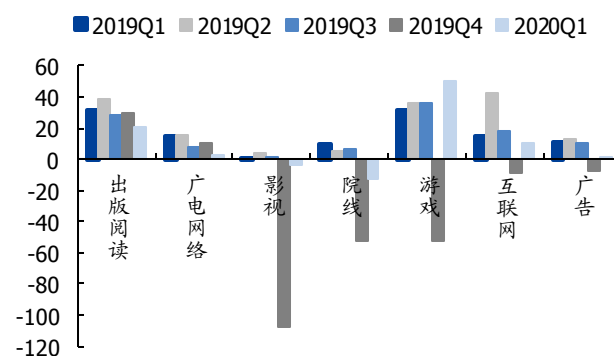
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 7：传媒各子板块季度收入同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8：传媒各子板块季度净利润情况（单位：亿元）



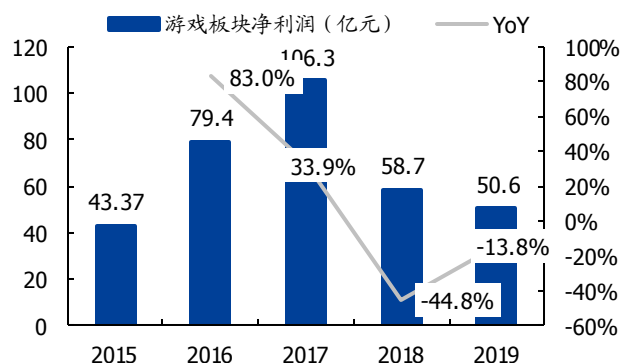
资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 2.子板块业绩：线上娱乐景气度高，龙头公司韧性凸显

### 2.1 游戏：景气度持续向上，龙头公司强者愈强

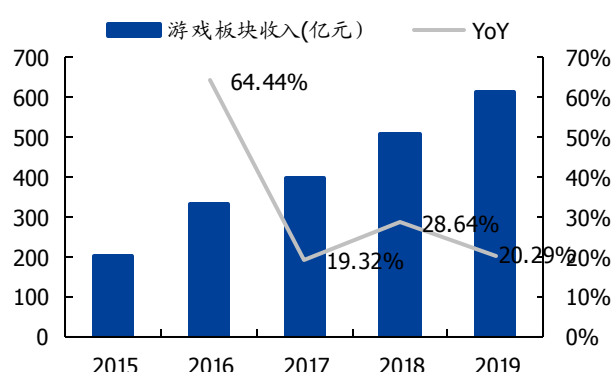
版号审批重启后 2019 年游戏行业营收增速恢复，但由于个别公司计提大额减值净利润有所下滑。2019 年游戏板块实现收入 614.5 亿元，同比增长 20.3%；归母净利润 50.6 亿元，同比下滑 13.8%，主要由于其中金科文化、恺英网络、迅游科技计提大额资产减值损失所致。

图表 9: 游戏板块 2019 年度净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

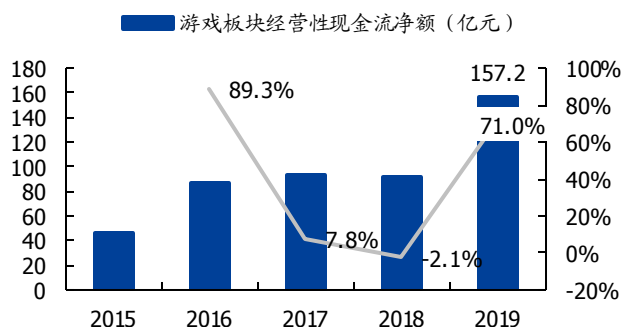
图表 10: 游戏板块年度收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

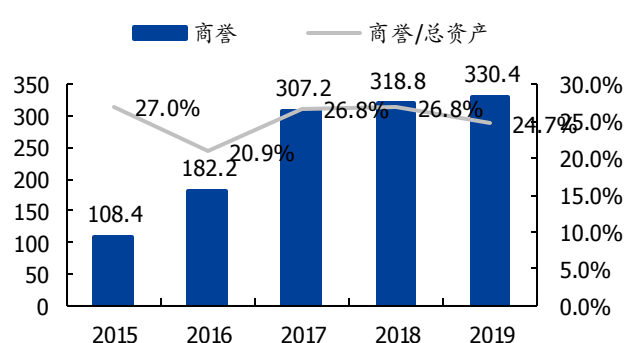
现金流大幅改善, 部分公司资产负债表风险出清。2019 年游戏行业上市公司整体经营性现金流净额为 157.2 亿元, 同比增长 71%; 整体商誉 330.4 亿元, 由于金科文化、迅游科技、恺英网络计提大额商誉, 行业整体商誉/总资产下降至 24.7% (-2.1pct)。目前大额商誉主要来自世纪华通 (2019 年商誉余额 153 亿元)、金科文化 (2019 年商誉余额 37 亿元) 等公司, 而完美世界、游族网络、吉比特等公司商誉相对较小。

图表 11: 游戏板块经营性现金流及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 游戏板块商誉及商誉 (亿元) / 总资产比例

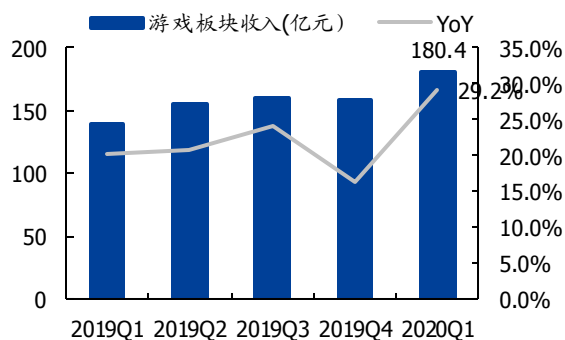


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1Q20 受产品周期和疫情下“宅经济”双重影响, 游戏板块整体业绩表现亮眼。游戏板块 1Q20 收入/净利润分别为 180.4/50.7 亿元, 分别同增 29.2%/61.9%, 领跑传媒行业所有子板块。同时游戏板块现金流持续大幅改善, 1Q20 经营性现金流净额为 53.1 亿元, 同比增长 272.8%。19Q4 受到计提减值损失因素影响, 行业整体亏损, 净利率为负, 1Q20 净利率 28.1%, 较去年同期仍提升 1.7pct。

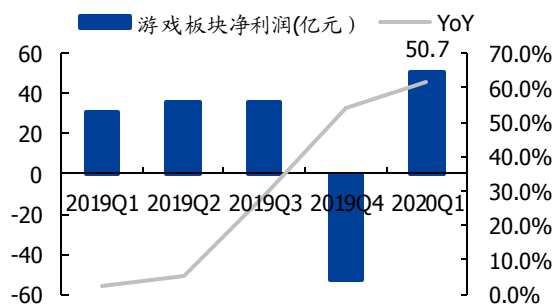


图表 13: 游戏板块季度收入及同比增速



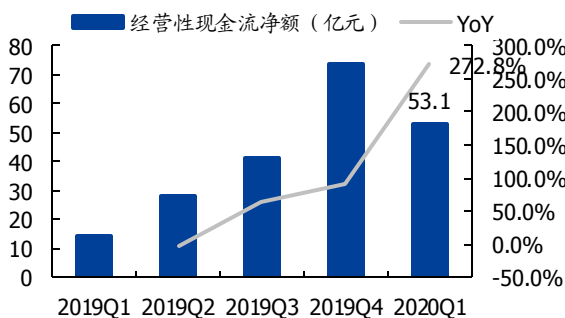
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 游戏板块季度净利润及同比增速



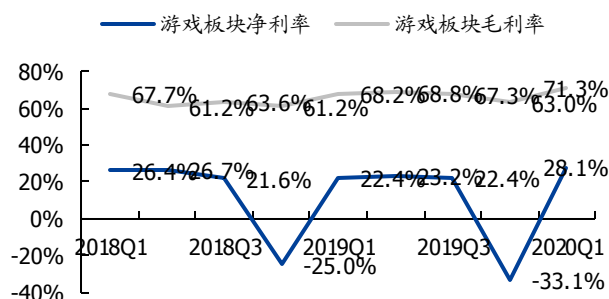
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 游戏板块季度经营性现金流净额及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

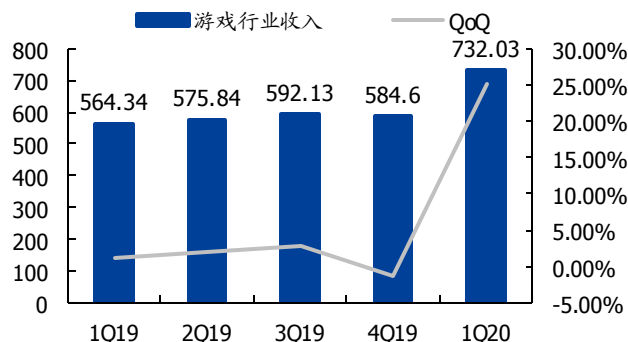
图表 16: 游戏板块季度毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

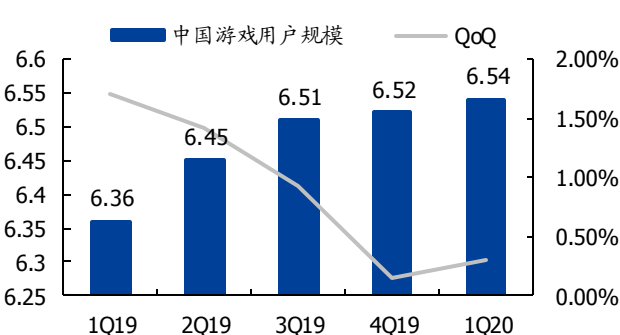
游戏行业景气度持续向上, 用户规模有所提升。1Q20 中国游戏市场实际销售收入实现快速增长, 达到 732.03 亿元, 环比增长 25.22%, 同比增长 29.71%。1Q20 中国游戏用户规模扭转了增速下滑的局面, 较 4Q19 用户规模增加 200 万人, 环比增长 0.31%, 达 6.54 亿。

图表 17: 中国游戏市场实际销售收入 (单位:亿元)



资料来源: 中国音数协游戏工委, 国盛证券研究所

图表 18: 中国游戏市场游戏用户规模 (单位:亿人)



资料来源: 中国音数协游戏工委, 国盛证券研究所

龙头公司业绩跑赢行业, 行业景气度提升过程中强者愈强。三七互娱、完美世界、吉比

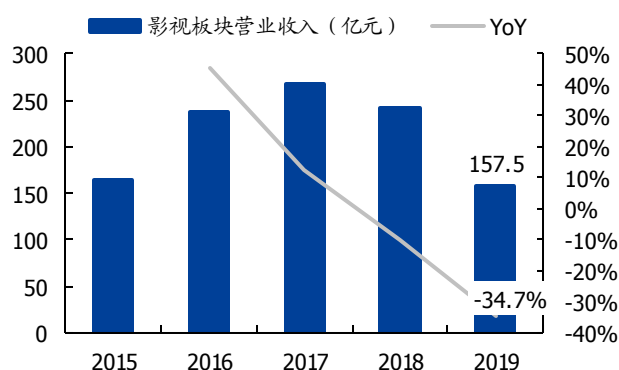
特等龙头企业业绩实现较高增长，1Q20 收入增速分别为 33.8%/26.1%/46.3%，其中完美世界游戏业务收入较上年同期增长 47.7%。净利润增速分别为 60.4%/26.4%/51.0%，其中完美世界游戏业务利润同比增长 67.3%。

**政策边际改善，云游戏带来催化。**2020 年 6 月，上海市发布《促进电子竞技产业健康发展 20 条意见》，力争 3 至 5 年全面建成“全球电竞之都”。2020 年 12 月，北京市宣传委发布《意见》提出在北京建设全球领先的精品游戏研发中心、网络新技术应用中心、游戏社会应用推进中心、游戏理论研究中心、电子竞技产业品牌中心；2025 年北京市游戏产业年产值达到 1500 亿元。根据各级部门释放的政策信号，我们认为 2020 年游戏整体政策会更加积极，助力行业持续增长，叠加云游戏应用持续落地，行业景气度向上。

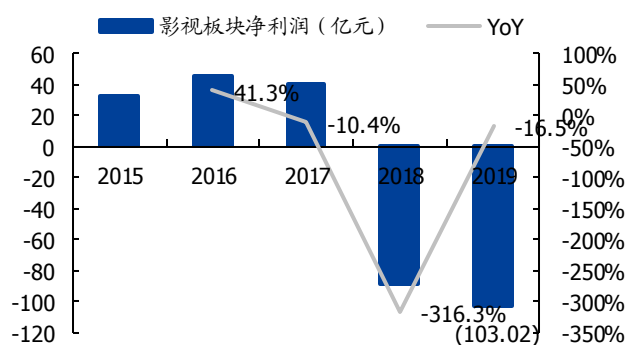
## 2.2 影视：现金流大幅改善，资产负债表风险逐步出清

受行业整顿导致的开机减少及部分公司计提资产减值损失的影响，2019 年影视板块业绩持续下滑。2019 年影视剧公司整体实现营收 157.5 亿元，同比下降 34.7%；由于北京文化、华谊兄弟、华策影视等公司计提大额减值，行业整体归母净利润为-1.03 亿元，亏损幅度较 2018 年进一步拉大。

图表 19：影视板块年度收入及同比增速



图表 20：影视板块年度净利润及同比增速



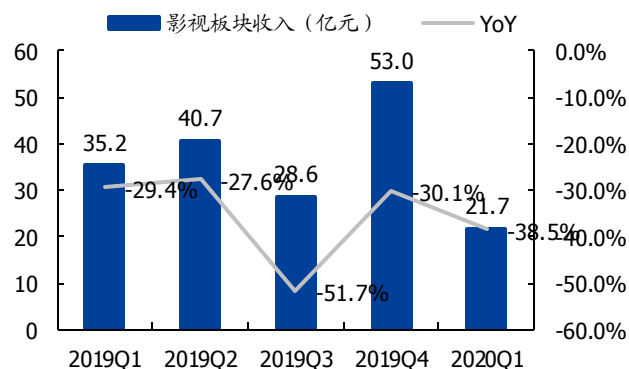
资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：Wind，国盛证券研究所

**1Q20 疫情影响行业发展，华策影视业绩逆势高增。**1Q20 疫情影响项目开机及电影放映，影视行业收入同比下滑 38.5%，净利润亏损收窄至 3.8 亿元。华策影视业绩逆势高增，一季度上线的《绝代双骄》《爱情公寓 5》《完美关系》《下一站幸福》均收获较高热度。2020Q1 公司共实现营业收入 7.62 亿元(+3.6%)，归母净利润 1.1 亿元(+204.9%)。行业整体偏左侧情况下，龙头公司保持韧性，后续随着马太效应加剧，市占率有望持续提升。

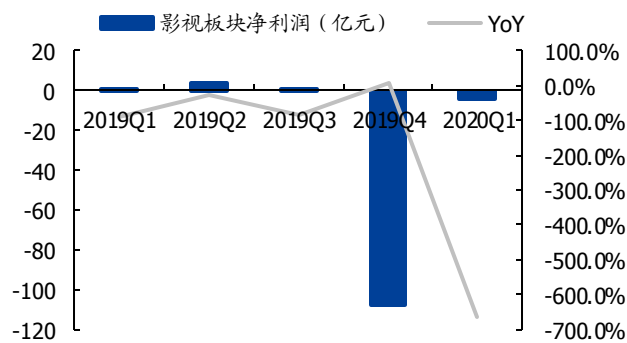


图表 21: 影视板块季度收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

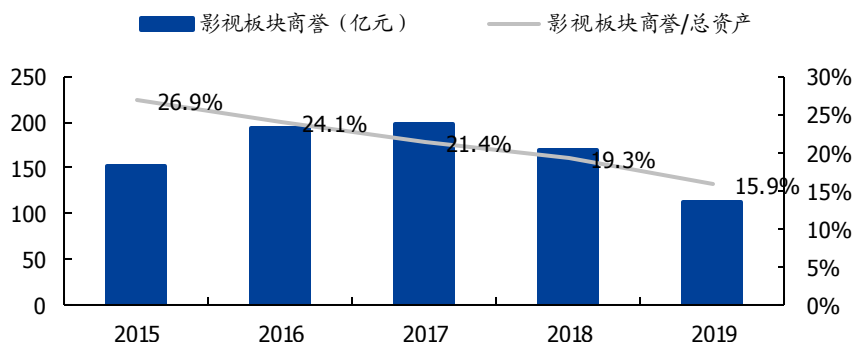
图表 22: 影视板块季度净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

商誉持续大幅减少但余额仍较大, 资产负债表的出清仍在进行中。2018/2019 年行业计提商誉减值分别为 30/57 亿元。截止 2019 年影视板块商誉余额 114 亿元, 占总资产比重 15.9%, 同比下降 3.4%; 虽然均较去年同期仍有大幅减少, 但整体金额依然较大。但 2019 年华策影视/北京文化分别计提商誉减值 8.9 亿/14.6 亿元, 经过优化调整后商誉余额 4.3/1.1 亿元, 资产负债表风险大幅降低。

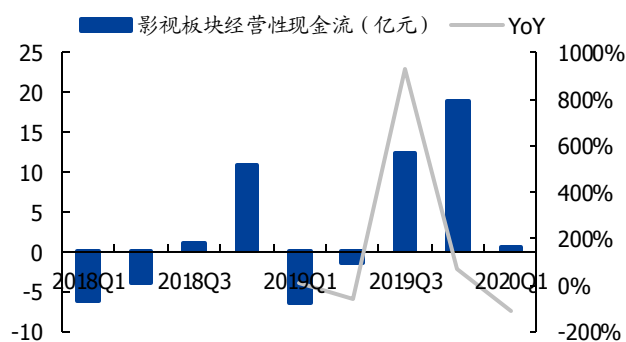
图表 23: 影视板块商誉及商誉/总资产



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

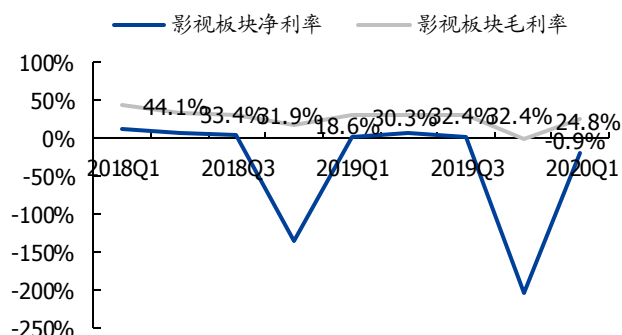
定制剧模式影响毛利率, 但现金流大幅改善。2019 年由于价格进入理性区间而确认的成本仍较高, 叠加版权剧模式向定制剧模式迁移, 导致影视剧业务毛利率下滑至 4Q19 的 -0.1%, 2020 年随着演员成本降低, 错配的问题有望改善, Q1 行业毛利率已恢复至 24.8%。值得注意的是, 影视公司整体经营现金流自 3Q19 逐步改善, 4Q19 经营性现金流净额提升至 18.9 亿元。影视政策及现金流从 19H2 均开始逐步改善, 收入成本形成新的均衡, 龙头公司保持韧性, 后续随着马太效应加剧, 市占率有望持续提升。

图表 24: 影视板块季度经营性现金流净额及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

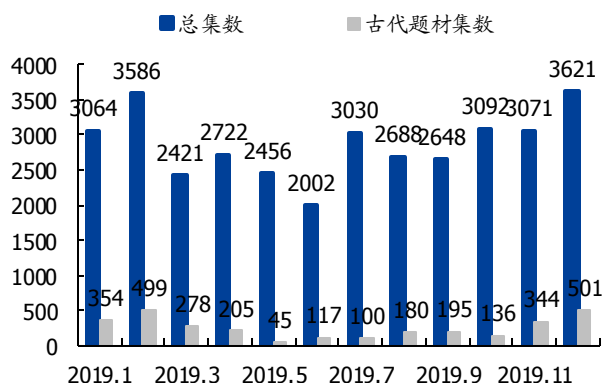
图表 25: 影视板块季度毛利率及净利率及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

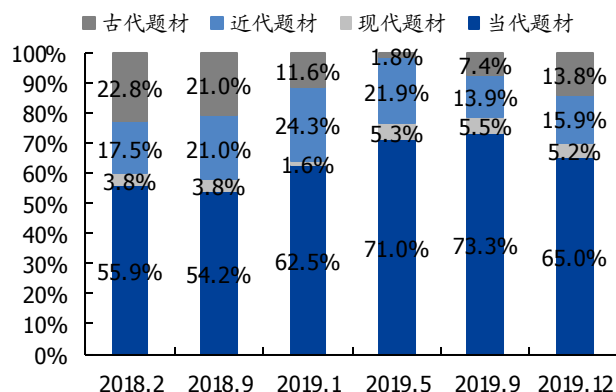
后续看, 政策边际改善明显, 疫情好转后各项目已逐步恢复开机。2019 年十一后《庆余年》、《剑王朝》等古装项目已逐步播出, 预计后续各类型剧集将恢复有序上线; 各公司项目逐步恢复开机,《有翡》的开机和赵丽颖的复出是标志性事件。截止 2019 年 2 月, 广电总局电视剧备案总集数已恢复至 2471 集, 较 2019 年 6 月的低点明显增长; 其中古代题材 270 集, 较 2019 年 5 月 45 集的低点亦明显恢复。市场担心疫情下的项目开机情况, 截至 4 月底,《有翡》、《大江大河 2》、《长歌行》、《亲爱的自己》等剧组已陆续复工拍摄, 国内多个影视城逐步复工, 影视剧拍摄工作已进入常态。

图表 26: 2019 年 1 至 12 月电视剧及古装剧备案集数



资料来源: 广电总局, 国盛证券研究所

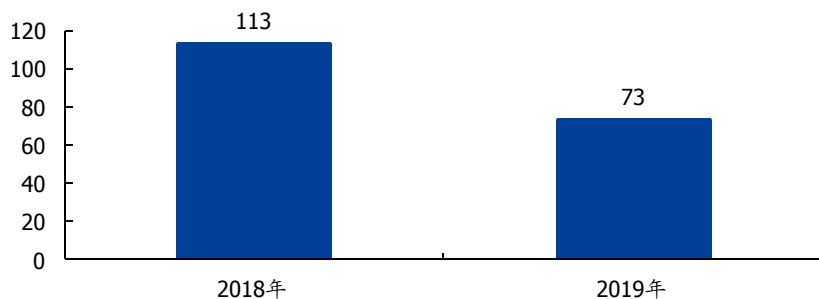
图表 27: 不同题材古代等题材备案集数占比



资料来源: 广电总局, 国盛证券研究所

供给侧产能持续出清, 头部剧以及头部公司马太效应明显。2019 年电视剧甲级持证机构数量由此前的 113 家下降至 73 家, 产能出清明显。在行业趋于理性的背景下, 有限的资源会集中于能够持续生产出优质内容的制作方, 头部公司马太效应显著。

图表 28: 电视剧甲级持证机构数量

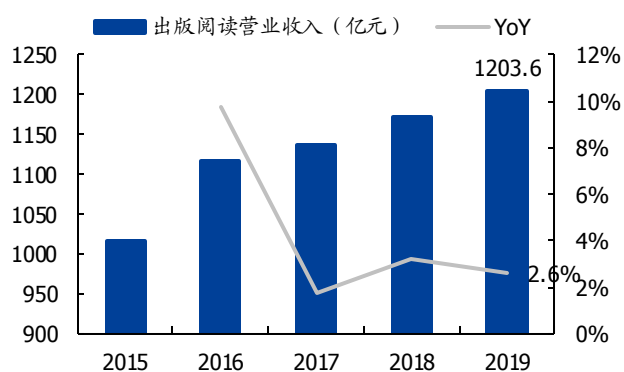


资料来源: 广电总局, 国盛证券研究所

### 2.3 出版: 疫情对实体店业务冲击较大, 看好板块后续的盈利修复

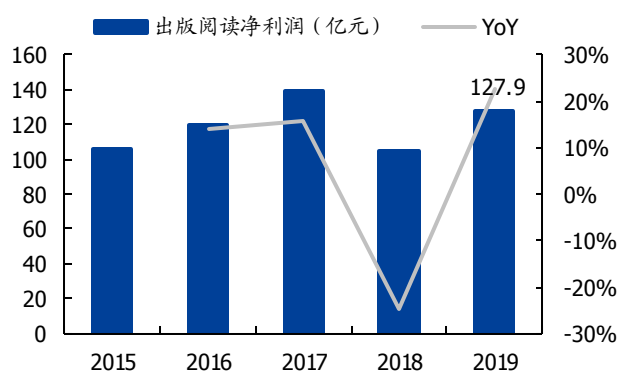
**1Q20 疫情短期对业绩产生冲击, 看好后续的盈利能力修复。** 2019 年出版板块上市公司整体实现营业收入 1203.6 亿元, 同比增长 2.6%。实现净利润 127.9 亿元, 同比增长 22.4%, 主要由于其中天舟文化扭亏, 中文在线亏损大幅收窄。1Q20 图书线下店及物流均受较大影响, 致板块业绩大幅下滑, 根据开卷图书统计, 20Q1 整体图书零售市场销售额同比下降 15.93%, 其中网店渠道同比上升 3.02%, 实体店渠道同比下降了 54.79%, 上市公司受此影响净利润同比下降 34% 至 20.8 亿元。板块整体毛利率及净利率水平稳中有升, 1Q20 出版阅读板块毛利率/净利率分别为 35.6%/10.0%, 同比提升 2.7pct/2.1pct。我们认为疫情短期冲击有限, 图书需求相对稳定, 随着线下实体店的逐步恢复, 板块业绩将迎来修复。

图表 29: 出版阅读板块营业收入及同比增速



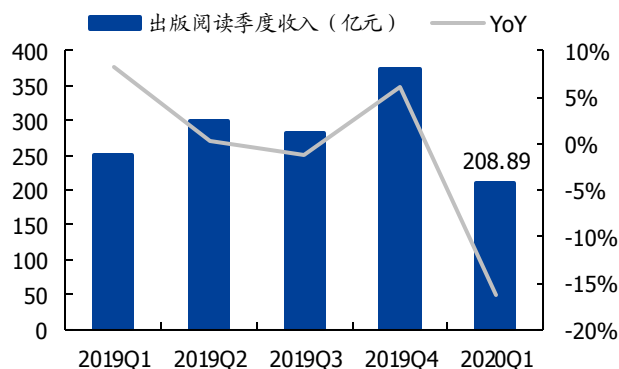
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 出版阅读板块净利润及同比增速



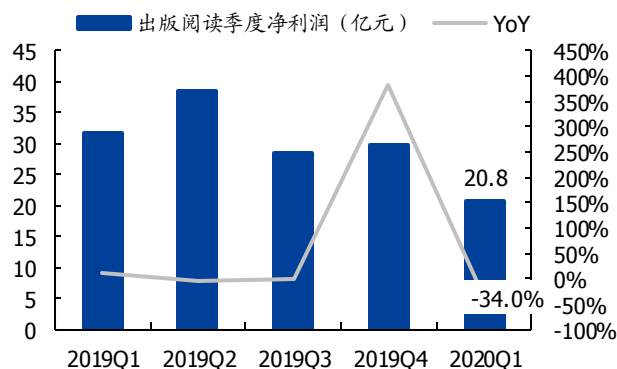
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 出版阅读板块季度收入及同比增速



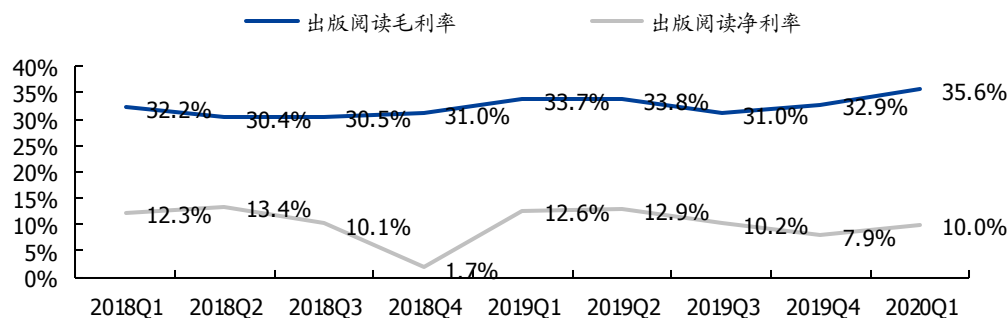
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 出版阅读板块季度净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 出版阅读板块净利率及毛利率水平



资料来源: 广电总局, 国盛证券研究所

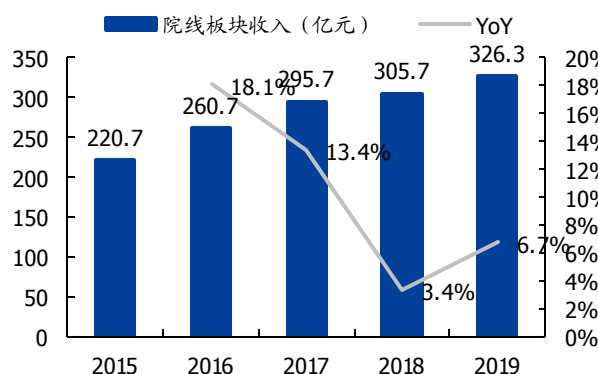
龙头公司保持韧性, 市占率逆势提升。中信出版 1Q20 图书出版与发行业务收入同比下滑 15%, 书店业务营收同比减少 33%, 由于人力、租金等刚性费用支出, 净利润同比减少 2273 万元。但公司在疫情冲击之下, 作为行业龙头韧性较强, 公司数字阅读业务实现营业收入 1554 万元, 同比增长 46%。公司 1Q20 整体市占率达到 2.56%, 同比提升 0.4pct。其中, 经管 (17.84%)、学术文化类 (7.49%) 图书维持市占率第一的领先地位, 市占率分别同比提升 3.45 和 0.52pct。后续来看, 一方面随着疫情好转业务有望回归正常; 另一方面新书逐步上线叠加直播等新营销模式和数字阅读业务的兴起, 也将持续带动业绩增长。新经典 1Q20 公司实现收入 1.9 亿元, 同比下滑 13.81%, 精细化运营下 1Q20 实现归母净利润 5850.1 万元, 同比增长 4.81%。2020 年公司已上重点图书包括《狼图腾》、东野奎吾《沉默的巡游》等带来业绩增量。

## 2.4 院线: 院线板块整体偏基本面左侧, 关注影院复工后的需求改善

基本面左侧情形叠加部分公司计提大额资产减值, 院线板块业绩整体亏损。2019 年院线板块收入 326.3 亿元, 同比增长 6.75%, 增速基本与大盘 (+4.9%) 一致; 由于公司仍保持积极扩张, 对利润稀释明显, 叠加部分公司计提大额资产减值, 整体净利润亏损 31.1 亿元。其中万达电影净利润-47.3 亿元, 主要由于计提资产减值损失的影响; 中国电影及上海电影下滑幅度较大 (分别下滑 3.4%和 32.3%), 主要受 2018 年投资收益带来的高基数影响, 但两家公司 2019 年扣非后归母净利润均有一定程度增长。此外, 幸福蓝海

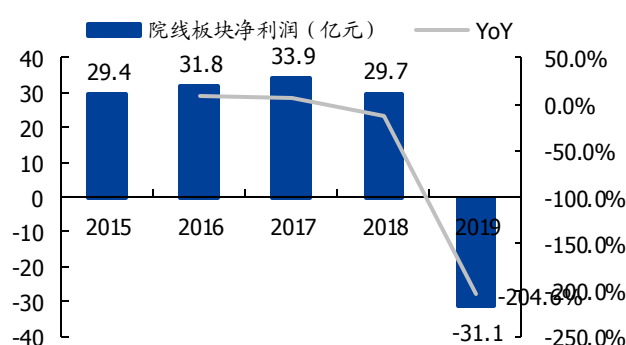
2019 年净利润扭亏，略有盈利。

图表 34: 院线板块年度收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 院线板块年度净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

受疫情影响院线公司一季报整体亏损，复工后有望改善。1Q20 受疫情影响，自 1 月 23 日以来影院全部闭店，失去票房收入的同时需要承担租金及人力等刚性成本。受此影响，1Q20 各院线公司均出现亏损，但疫情的短期冲击有限，我们预计复工后影院业绩有望改善。

图表 36: 六家院线上市公司 2020Q1 业绩概览 (单位: 亿元)

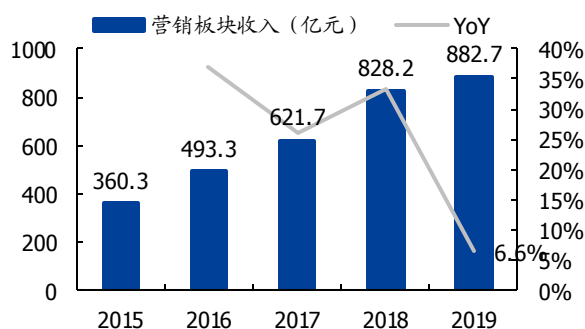
公司	2020Q1 营收	增速 (%)	2020Q1 净利润	增速 (%)
万达电影	12.55	-70.12	-6.00	-249.75
中国电影	2.58	-88.39	-2.27	-163.95
上海电影	0.46	-83.93	-0.71	-253.62
幸福蓝海	0.40	-93.39	-1.02	-870.78
横店影视	0.92	-89.52	-1.38	-186.60
金逸影视	0.67	-88.17	-1.53	-573.94

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.5 营销：行业迎来阵痛期，关注 MCN 新型营销带来的行业机会

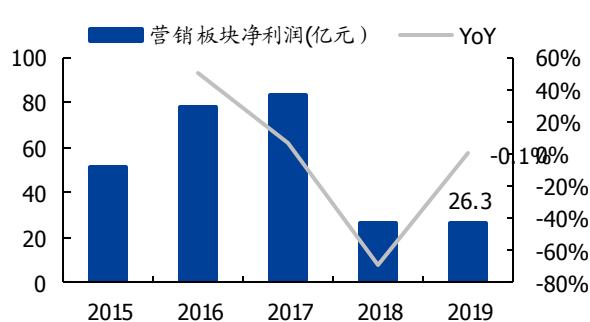
疫情影响企业盈利能力及广告主预算，2019 年出海业务成为主要营收增量。营销板块整体在 2019/1Q20 实现收入 882.7/ 241.7 亿元，同比增长 6.6%/7.4%，主要由出海广告业务带动，其中蓝色光标公司收入 2019 年同比增长 21.6%，出海广告投放业务收入 172.8 亿元，同比+42.83%，该业务主要是帮助客户在 Facebook、Google、TikTok 等海外平台进行广告投放；智度股份 2019 年收入同比增长 41.7%，境外移动端媒体矩阵凭借其技术优势快速发展，为谷歌、FACEBOOK、雅虎、沃尔玛、亚马逊等全球知名企业提供精准流量变现服务，营收为去年同期的 9 倍。利润端看，营销行业 2019 年实现净利润 26.3/1.4 亿元，同比下滑 0.1%/87.4%行业业绩受龙头公司影响较大，分众传媒影院广告自春节以来暂停播放，楼宇媒体受需求下滑和延迟复工影响也出现一定程度下滑，2020Q1 公司实现营收 19.4 亿元(-25.8%)，实现归母净利润 3789 万元(-88.9%)。

图表 37: 营销板块年度收入及同比增速



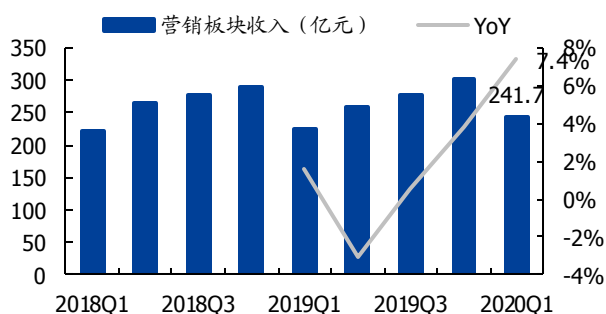
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 营销板块年度净利润及同比增速



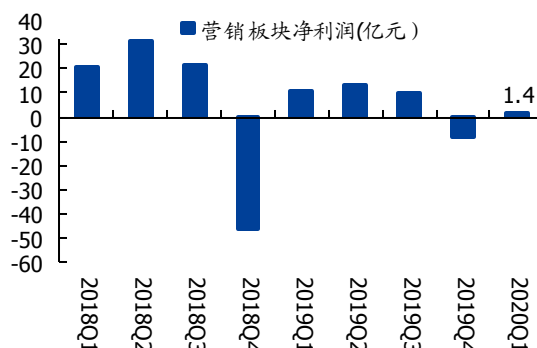
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 营销板块季度收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 营销板块季度净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

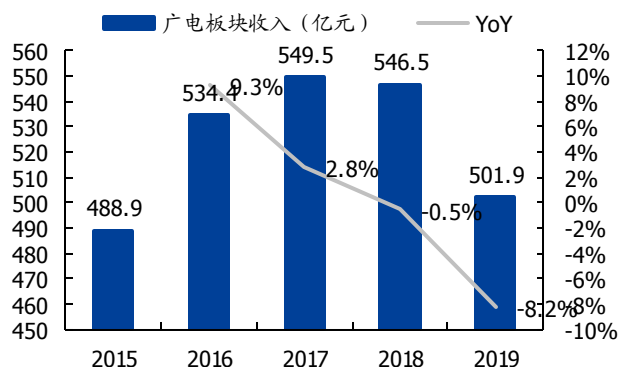
新的形势下, MCN 和直播带货将是大的产业趋势和贯穿全年的投资方向。根据国家统计局数据,一季度实物商品网上零售额同比增长 5.9%至 1.9 万亿,其中 3 月实物商品网上零售额同比增长 6.3%至 7303 亿。且经历淘宝直播购物节后无论是平台用户规模、生态的参与度还是交易规模都将有历史的突破。元隆雅图新媒体营销收入 2019 年同比增长 98.31%,旗下 MCN 机构谦玛净利润 4503 万元(超承诺净利润 4000 万元),成为业绩的重要贡献增量。

## 2.6 广电: 受新媒体冲击较大, 行业处于调整阶段, 5G 或将带来新机遇

受到新媒体及 IPTV、OTT 等大屏新媒体的冲击,传统广电受到较大冲击,公司业绩普遍下滑。广电板块整体在 2019/1Q20 实现收入 501.9/105.0 亿元,同比下滑 8.2%/3.0%;实现净利润 48.3/2.8 亿元,同比下滑 14.3%/81.0%;1Q20 毛利率为 25.2%,净利率 2.7%,经营性现金流净额为 5.5 亿元,同比增长 103.7%。随着国内的 IPTV 和 OTTV 市场崛起,用户数高速增长,渗透率显著提升,对传统广电行业冲击较大,总体看广电行业仍处于调整阶段。

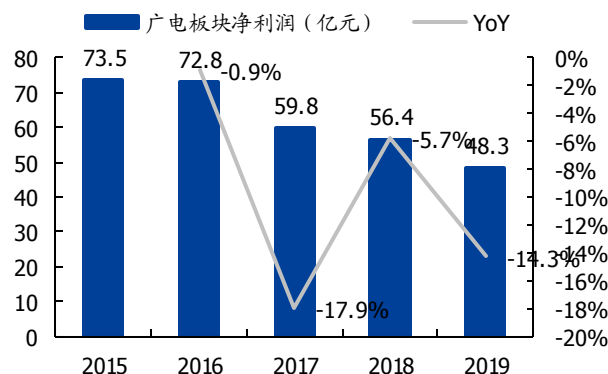


图表 41: 广电板块年度收入及同比增速



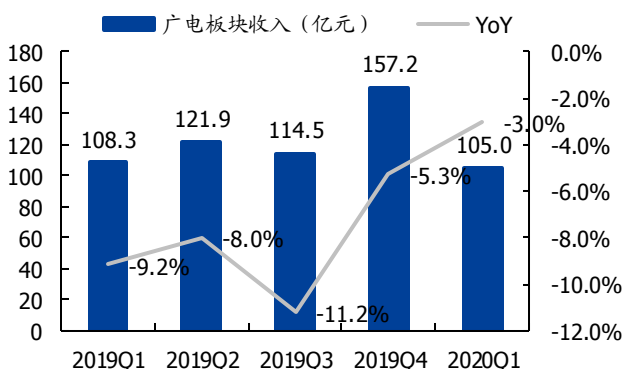
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 广电板块年度净利润及同比增速



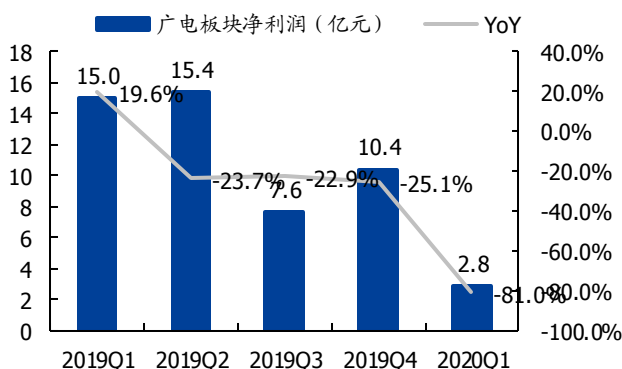
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 广电板块季度收入及同比增速



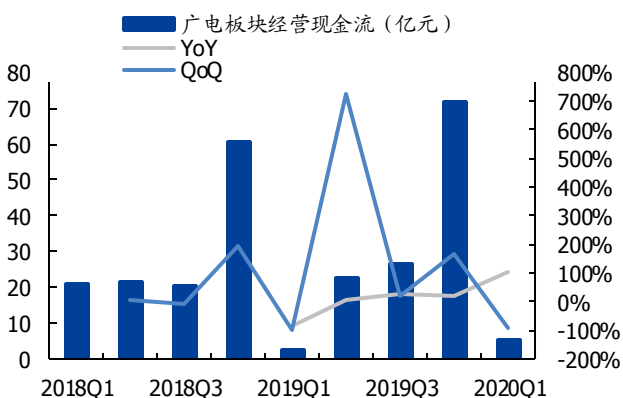
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 广电板块季度净利润及同比增速



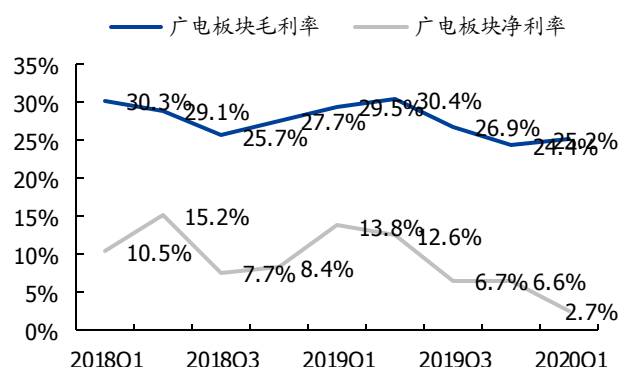
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 广电板块季度经营现金流变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 广电板块季度毛利率及净利率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**5G 相关业务落地或将带来新机遇。**中宣部发布中共中央宣传部等关于印发《全国有线电视网络整合发展实施方案》的通知, 主要任务包括: (1) 实现全国一网, 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; (2)

实施网络升级改造（IP 化、智能化）、加快广电 5G 发展步伐，构建三网融合全业务体系；（3）实施智慧广电战略，为用户提供超高清（4K/8K）、VR/AR、物联网等新业务新形态。我们认为广电用户流失背景下，专网价值亟待多元化开发，实现“全国一网”是应对互联网时代的市场竞争和技术升级的必然道路。而超高清等技术更广泛应用于电视端，是突破电影大屏和手机小屏重围的有效路径，建议后续关注广电 5G 业务的实际落地和推进情况。

### 3.投资建议

行业 2019 及 1Q20 业绩表现分化明显，游戏板块整体看表现突出，院线、广告行业一季度受疫情停工影响较大，影视行业 4Q19 以来逐渐呈现边际改善。我们建议投资者关注两条主线：1）受益于 5G 催化，基本面和政策面均向好的游戏板块，标的建议关注三七互娱、完美世界、吉比特、世纪华通；2）关注受益于国内逐渐复工后受益内需重启的 MCN、院线、影视板块。建议关注华策影视、中国电影、万达电影等。

### 4.风险提示

行业政策监管变化：影视游戏公司监管政策仍存在较大不确定性，进而影响公司的相关产品发布节奏和收入。

产品表现不及预期：应用侧产品面向 C 端用户，产品表现具有不确定性，如不及预期会对业务收入产生影响。

竞争格局恶化风险：激烈的竞争环境下为建立较高的内容壁垒，公司成本率压力较大，进而对利润产生影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com