

## 传媒

## 持续看好线上娱乐消费及线下场景复苏的投资机会

**评级：增持（维持）**

分析师 康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

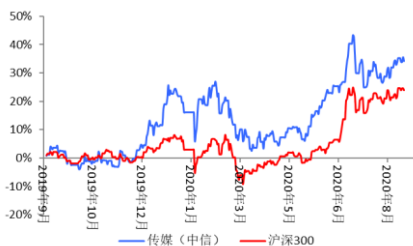
Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师 朱骏楠 S0740517080007

分析师 熊亚威 S0740517090002

**基本状况**

上市公司数	147
行业总市值(百万元)	1838445.4
行业流通市值(百万元)	1485178.5

**行业-市场走势对比**

**相关报告**
**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
吉宏股份	45.7	0.86	1.50	2.04	2.73	39.6	26.28	19.27	14.42	0.53	买入
完美世界	37.0	0.77	1.85	2.26	2.48	35.8	20.42	16.71	15.23	0.75	买入
吉比特	616.	11.2	15.83	19.12	21.55	37.6	36.26	30.02	26.63	1.44	买入
芒果超媒	73.0	0.65	0.87	1.04	1.14	37.6	74.32	62.17	56.72	3.18	买入
万达电影	18.9	(2.2)	-0.24	0.80	0.97	-8.3	-78.9	23.65	19.59	-0.05	未评级
分众传媒	7.32	0.13	0.15	0.23	0.29	57.2	49.16	31.58	25.17	0.57	未评级

备注 股价截至 2020 年 9 月 3 日

**投资要点**

- **归母净利增速转正，利润率回升。**2020H1 传媒板块营收同比-10.84%，相比 2020Q1 -12.29%的增速有所回暖。2020H1 归母净利润同比+21.31%，自 2018Q3 以来同比增速首次实现转正。我们认为传媒行业经历 2018-2019 年商誉等资产减值高峰以及 2020Q1 新冠疫情的影响，已逐步出清，有望迎来触底回升。
- **游戏行业景气度最高，电影行业受疫情冲击最大。**2020H1 营业收入增速方面，只有游戏板块同比正增长（+7.97%），其他板块按增速排列依次是广电（-1.71%）、营销（-2.14%）、互联网（-3.50%）、出版（-9.64%）、影视剧（-43.02%）、电影（-82.08%）。游戏、互联网等线上相关行业在一定程度上受益于新冠疫情带来的用户习惯改变，其他行业则受新冠疫情冲击，拥有线下门店的电影受到冲击更为明显。随着疫情影响减弱，下半年影院等场所逐步复工，多部大片定档国庆档，影视行业复苏在即。
- **线上娱乐消费：持续看好游戏、在线视频、跨境电商、直播带货等方向。**
  - （1）游戏：由于研发周期拉长进入门槛抬升、推广资金投入前置、版号审核收缩这 3 各维度的影响，行业进一步向头部公司集中，我们预计未来长线精品游戏的生命周期及竞争力都会提升。核心看好三七互娱、完美世界、吉比特、心动公司。
  - （2）在线视频：短视频对长视频的用户使用时长形成冲击，导致长视频用户红利加速消退，未来内容为王，看好具有优质头部内容的在线视频平台机会。核心看好芒果超媒、新媒股份。
  - （3）跨境电商：全球在疫情影响下消费习惯由线下转向线上，带动我国跨境电商行业快速发展，未来全球线上消费趋势有望持续。核心看好吉宏股份、安克创新。
  - （4）直播带货：从产品展示及用户体验来看，短视频、直播形式优于图文，未来直播带货有望成为数字营销标配，核心看好天下秀、星期六。
- **线下场景复苏：核心看好楼宇广告及电影院线龙头。**
  - 楼宇广告：Q2 经营拐点已得到确认，电梯屏价值有望随着经济复苏再度开发。核心看好分众传媒。
  - 电影院线：商业大片相继定档有望推动行业恢复。《八佰》票房超 20 亿再度验证优质内容会被市场及观影者买单。十一档期有望成为影院复工后第一个核心重要时间窗口。2021 年优质影片（国内+国外）会

逐渐定档催化，行业复苏。核心看好万达电影、光线传媒。

- **投资建议：**持续看好线上娱乐消费及线下场景复苏的投资机会。
  - **游戏板块：**完美世界、吉比特、三七互娱、心动公司。
  - **在线视频：**芒果超媒、新媒股份、捷成股份；
  - **跨境电商：**吉宏股份、安克创新；
  - **直播带货：**星期六、天下秀；
  - **楼宇广告：**分众传媒；
  - **电影院线：**万达电影、光线传媒。
- **风险提示：**行业发展不达预期，新技术冲击，政策风险。

## 内容目录

传媒行业 2020 中报概况 .....	- 5 -
涨跌幅、估值处于所有行业中游水平 .....	- 5 -
归母净利增速转正，利润率回升 .....	- 6 -
细分板块：游戏行业景气度最高，电影行业受疫情冲击最大 .....	- 7 -
游戏保持正增长，电影下滑最明显 .....	- 7 -
游戏板块：营收利润持续增长，行业继续集中化 .....	- 8 -
在线视频板块：用户红利消退，内容为王 .....	- 9 -
电商相关：疫情加速购物线上化趋势，关注跨境电商及直播带货 .....	- 11 -
营销板块：持续分化，关注线下楼宇广告及线上营销新渠道 .....	- 13 -
电影板块：至暗时刻已过，Q3 开始迎复苏 .....	- 15 -
出版发行板块：整体表现平稳，Q2 业务陆续恢复 .....	- 18 -
投资建议 .....	- 19 -
风险提示 .....	- 20 -

## 图表目录

图表 1：2019 年 9 月初至 2020 年 8 月底指数涨跌幅对比 .....	- 5 -
图表 2：2019 年初至 2020 年 4 月底中信行业指数涨跌幅对比 .....	- 5 -
图表 3：中信一级行业动态市盈率比较（截至 2020 年 8 月 31 日收盘） .....	- 6 -
图表 4：传媒行业营收同比增速（%） .....	- 6 -
图表 5：传媒行业归母净利同比增速（%） .....	- 6 -
图表 6：传媒行业利润率情况（%） .....	- 7 -
图表 7：传媒行业费用率情况（%） .....	- 7 -
图表 8：传媒行业子版块营收同比增速（%） .....	- 7 -
图表 9：传媒行业子版块归母净利同比增速（%） .....	- 8 -
图表 10：游戏板块 12 家公司合计收入及增速（百万元） .....	- 8 -
图表 11：游戏板块 12 家公司合计扣非利润及增速（百万元） .....	- 8 -
图表 12：2020 年上半年参与买量公司数量趋势图 .....	- 9 -
图表 13：2017~2020 年上半年通过版号审核游戏数量（款） .....	- 9 -
图表 14：在线视频与短视频月活用户对比（亿） .....	- 10 -
图表 15：在线视频与短视频广告收入对比（亿） .....	- 10 -
图表 16：在线视频行业典型 APP 日活 TOP5 .....	- 10 -
图表 17：在线视频行业月活用户规模趋势 .....	- 11 -
图表 19：跨境电商零售进出口总值及同比增速 .....	- 12 -
图表 20：移动互联网为供需双方的诉求实现创造条件 .....	- 12 -
图表 21：中国直播电商交易额及增速 .....	- 13 -
图表 22：Q2 开始直播带货交易额迎来爆发 .....	- 13 -

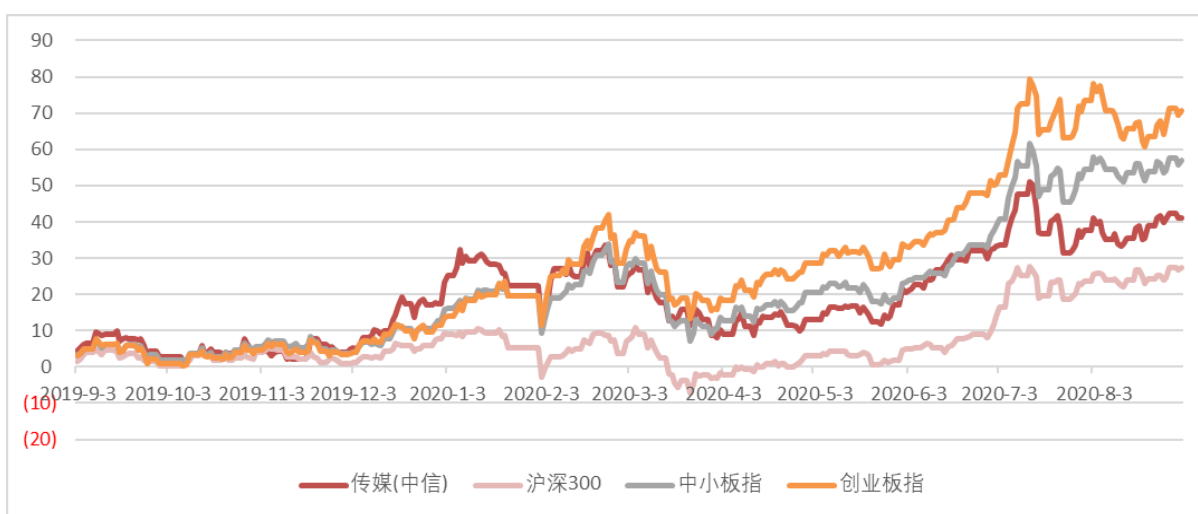
图表 23: 营销板块个股营收增速情况 (%) .....	- 14 -
图表 24: 营销板块个股归母净利增速情况 (%) .....	- 14 -
图表 25: 营销板块个股毛利率情况 (%) .....	- 15 -
图表 26: 营销板块个股净利率情况 (%) .....	- 15 -
图表 27: 电影行业营收增速 .....	- 15 -
图表 28: 电影行业归母净利增速 .....	- 15 -
图表 29: 2020 年 9-10 月排片统计 .....	- 16 -
图表 30: 出版发行板块个股营收增速情况 (%) .....	- 19 -
图表 31: 出版发行板块个股业绩增速情况 (%) .....	- 19 -
图表 32: 出版发行板块个股毛利率情况 (%) .....	- 19 -
图表 33: 出版发行板块个股净利率情况 (%) .....	- 19 -

## 传媒行业 2020 中报概况

### 涨跌幅、估值处于所有行业中游水平

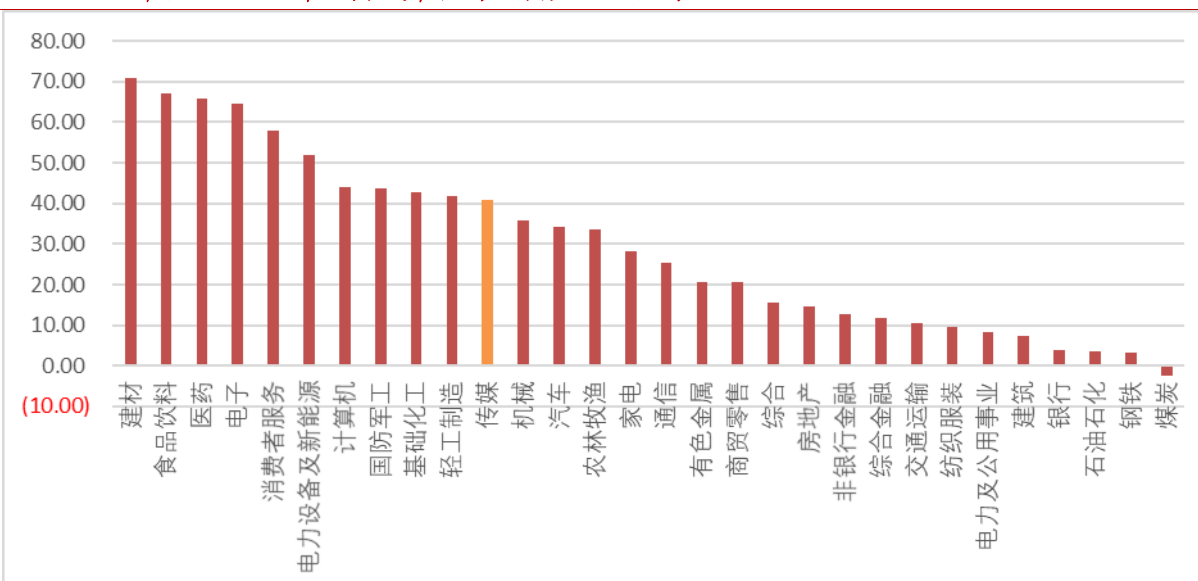
- 2019 年 9 月初至 2020 年 8 月底，中信传媒指数整体上涨 41.01%，跑赢沪深 300（26.76%），跑输中小板（57.05%）及创业板（70.74%）。在所有细分行业中排名第 11，位列中上游。
- 估值方面，截至 2020 年 8 月底，传媒板块动态市盈率中值为 23.09，在所有行业中排名第 20，位列中游；但由于 2020H1 部分公司出现大额资产减值，导致整体动态市盈率为负。

图表 1：2019 年 9 月初至 2020 年 8 月底指数涨跌幅对比



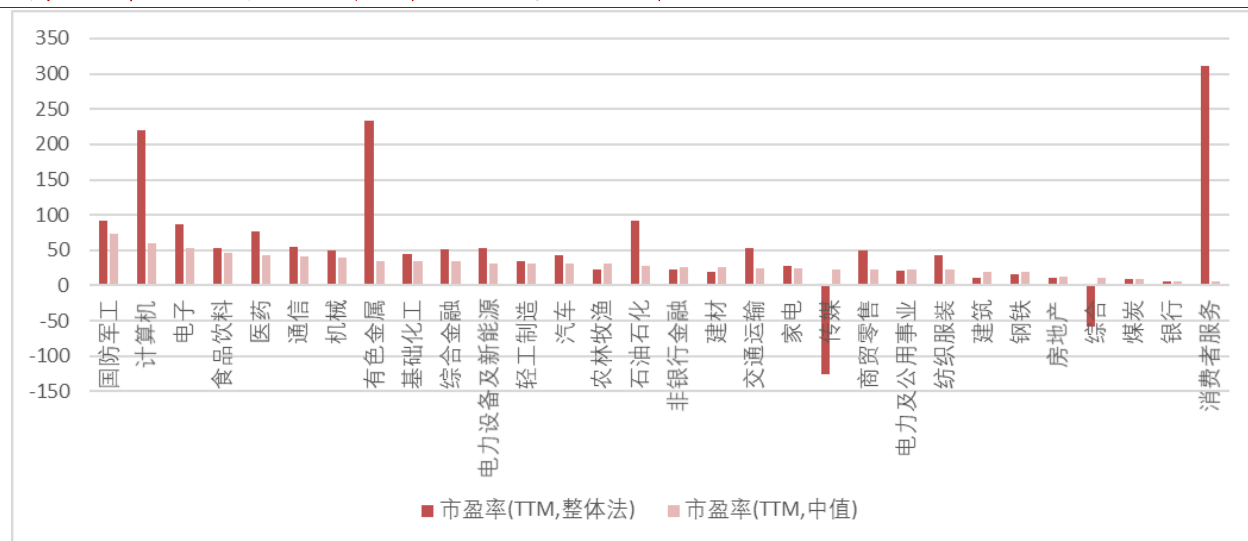
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：2019 年初至 2020 年 4 月底中信行业指数涨跌幅对比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3: 中信一级行业动态市盈率比较 (截至 2020 年 8 月 31 日收盘)

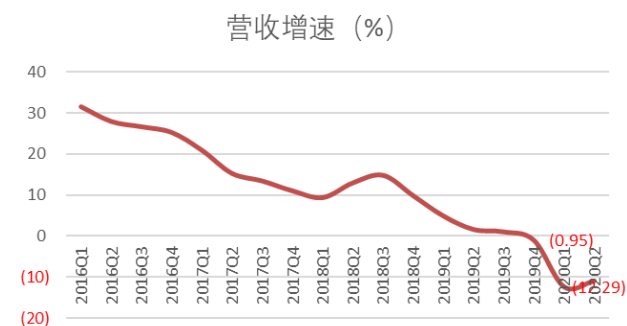


来源: wind, 中泰证券研究所

### 归母净利增速转正, 利润率回升

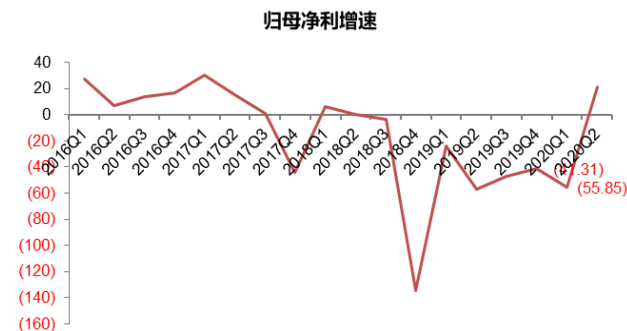
- **营收和净利润增速:** 2020H1 传媒板块营收同比-10.84%, 相比 2020Q1 -12.29%的增速有所回暖。2020H1 归母净利润同比+21.31%, 自 2018Q3 以来同比增速首次实现转正。我们认为传媒行业经历 2018-2019 年商誉等资产减值高峰以及 2020Q1 新冠疫情的影响, 已逐步出清, 有望迎来触底回升。
- **销售毛利率:** 2020H1 销售毛利率为 29.58%, 相比 Q1 略有提升, 整体毛利率呈现回暖迹象。行业整体毛利率自 2019Q2 以来已连续多个季度提升。
- **销售净利率:** 2020H1 销售净利率为 8.01%, 较 2020Q1 增长 2.43pct, 在同比及环比方面均改善显著。
- **三费方面:** 板块整体费用率呈明显上升趋势, 我们认为传媒行业为轻资产公司, 受疫情等因素影响收入下滑的背景下, 费用相对刚性, 因此费用率相对上升较多。Q2 环比 Q1 则出现改善。

图表 4: 传媒行业营收同比增速 (%)



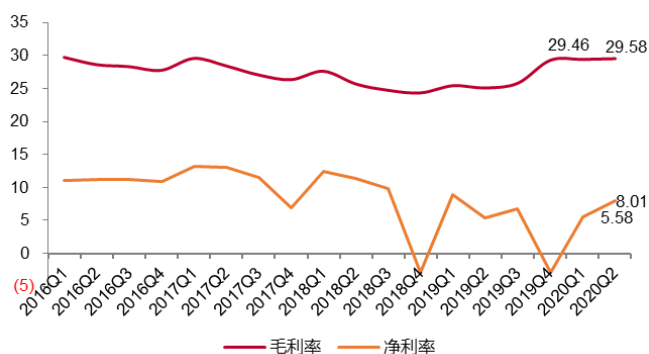
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 传媒行业归母净利同比增速 (%)



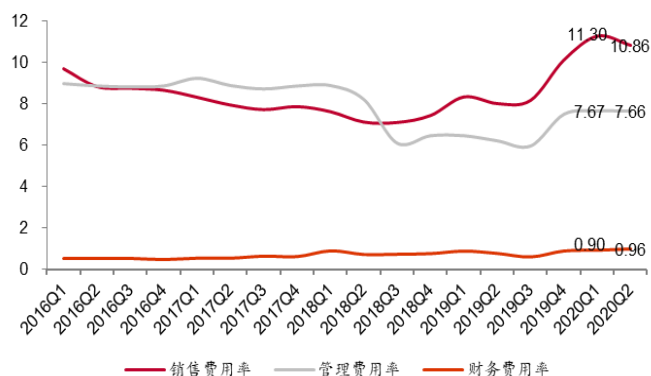
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 传媒行业利润率情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 传媒行业费用率情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

## 细分板块: 游戏行业景气度最高, 电影行业受疫情冲击最大

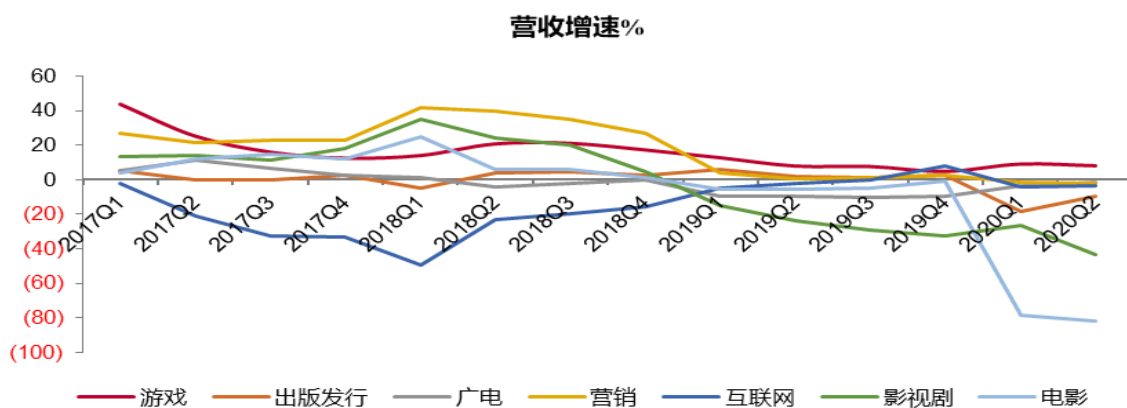
### 游戏保持正增长, 电影下滑最明显

#### ■ 传媒子版块收入及净利增速情况:

- 2020H1 营业收入增速方面, 只有游戏板块同比正增长 (+7.97%), 其他板块按增速排列依次是广电 (-1.71%)、营销 (-2.14%)、互联网 (-3.50%)、出版 (-9.64%)、影视剧 (-43.02%)、电影 (-82.08%);
- 归母净利润方面, 游戏板块 (+50.21%) 与互联网板块 (+116.32%) 同比增速较高, 接下来依次是出版 (-9.74%)、营销 (-37.03%)、广电 (-42.26%)、影视剧 (-378.09%)、电影 (-404.01%)。

- 2020H1 游戏、互联网等线上相关行业在一定程度上受益于新冠疫情带来的用户习惯改变, 其他行业则受新冠疫情冲击, 拥有线下门店的电影、出版行业受到冲击更为明显。随着疫情影响减弱, 出版、广电、营销 Q2 在盈利方面出现一定改善, 而影视剧、电影则有所恶化。预计随着下半年影院等场所逐步复工, 截至 8 月底, 《八佰》上映 11 天票房突破 20 亿元, 多部大片定档国庆档, 影视行业复苏在即。

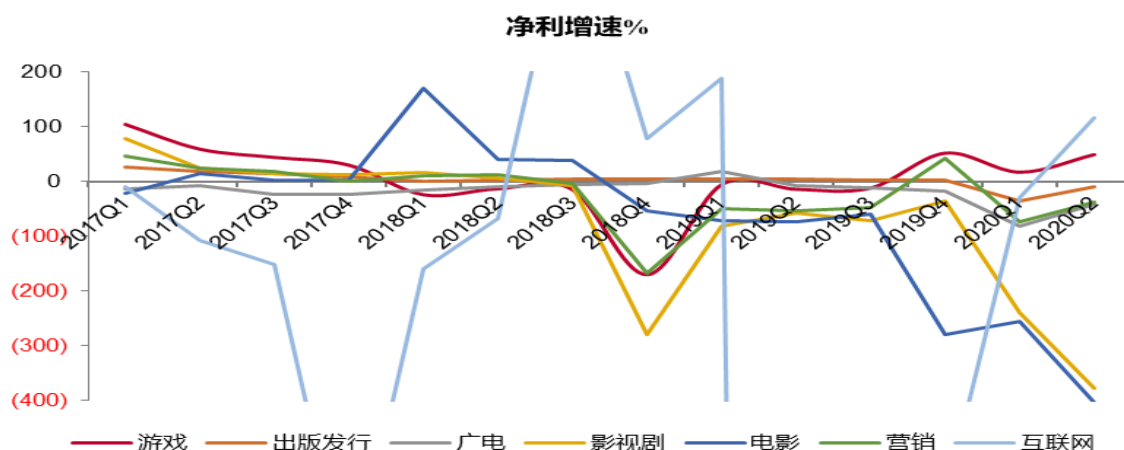
图表 8: 传媒行业子版块营收同比增速 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所



图表 9: 传媒行业子版块归母净利同比增速 (%)

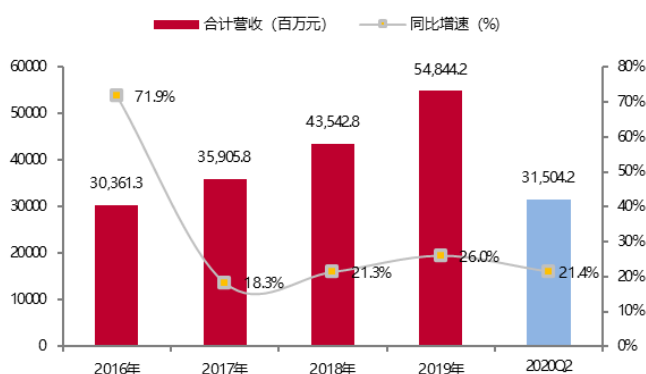


来源: wind, 中泰证券研究所

游戏板块: 营收利润持续增长, 行业继续集中化

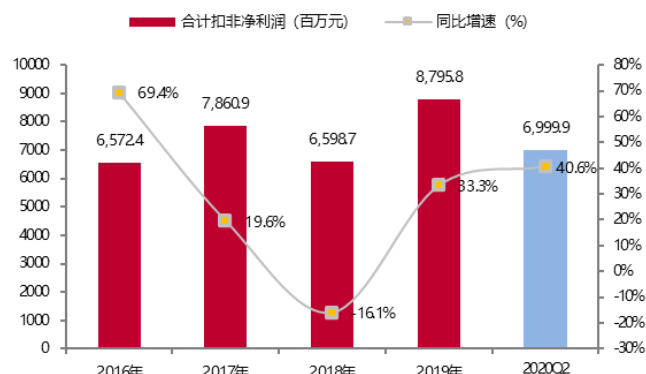
- 2020上半年游戏板块我们统计A股12家公司的合计收入为315.04亿, 同比增长21.4%, 去年全年的收入为548.44亿, 同比增长26%, 整体在去年版号审批恢复基数较高的情况下, 继续保持稳定增长。
- 利润端, 我们统计12家公司扣非后利润合计为67亿, 同比增长40.6%, 利润增速明显超过收入增速, 一方面是由于产业渠道变化带动游戏公司净利率提升, 另一方面也是由于疫情增加了用户时长, 游戏公司在销售费用率下降。

图表 10: 游戏板块 12 家公司合计收入及增速 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 游戏板块 12 家公司合计扣非利润及增速 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 游戏行业由于研发周期拉长进入门槛抬升+推广资金投入前置+版号审核收缩这3个维度的影响, 行业进一步向头部公司集中。根据DataEye披露上半年参与买量公司数量趋势, 5月下旬开始数量明显减少, 审核端2020截至8月底共计发放809款国产游戏版号, 平均一个月100款, 依照此进度, 今年版号数量预计较2019年进一步下降。



图表 12: 2020 年上半年参与买量公司数量趋势图



来源: DataEye, 中泰证券研究所

图表 13: 2017~2020 年上半年通过版号审核游戏数量 (款)

版号审批		2017年	2018年	2019年	2020年
国内	移动游戏	9005	2016	1323	746
	PC游戏	143	39	35	44
	网页游戏	205	26	18	4
	主机游戏	18	6	9	15
进口	移动游戏	347	41	185	40
	PC游戏	45	8	30	10
	网页游戏	7	2	2	0
	主机游戏	66	2	14	6

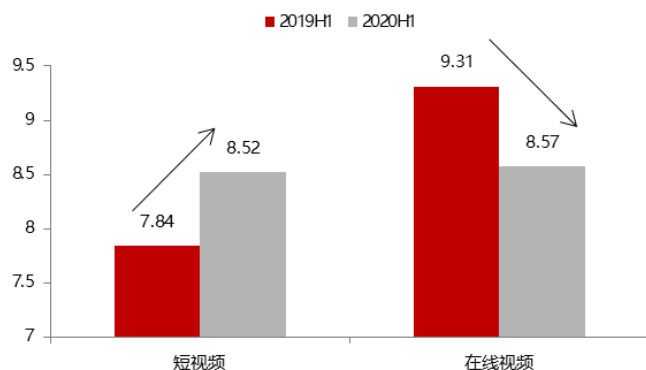
来源: 广电总局, 中泰证券研究所

- **投资建议:** 行业精品化+集中度提升背景下, 发行模式渠道+买量结合, 头部游戏的竞争力更加凸显, 玩家用户群体增长红利消退的背景下, 内容将是核心竞争力, 我们从推荐标的的角度更加看重后续优质内容的持续产品能力, 以这一标准筛选标的, 建议重点关注: 完美世界、吉比特。

#### 在线视频板块: 用户红利消退, 内容为王

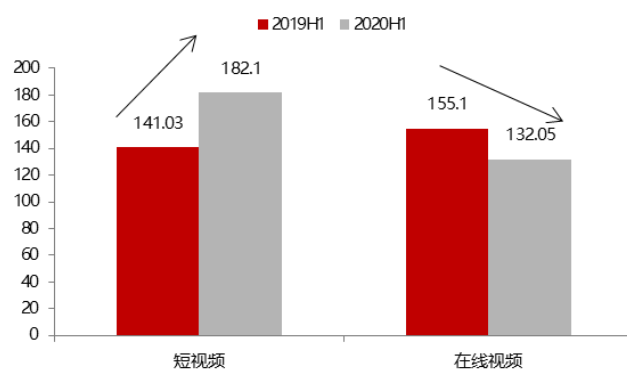
- 由于短视频应用对用户时长的挤占, 带来更加碎片化的消费习惯, 一方面导致长视频的 MAU 在用户红利达到瓶颈阶段时出现下滑, 一方面也挤占了大量属于长视频的广告预算, 导致长视频的广告收入 2020 上半年同比下滑。
- 我们认为在用户红利消退以及短视频挤占的背景下, 长视频的内容竞争力对于其平台的发展显得更加重要, 不仅关系到付费用户的转化, 也关系到广告主对于预算的投放, 由于广告主预算受疫情影响缩减, 对头部确定性的内容需求更大。

图表 14: 在线视频与短视频月活用户对比 (亿)



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

图表 15: 在线视频与短视频广告收入对比 (亿)

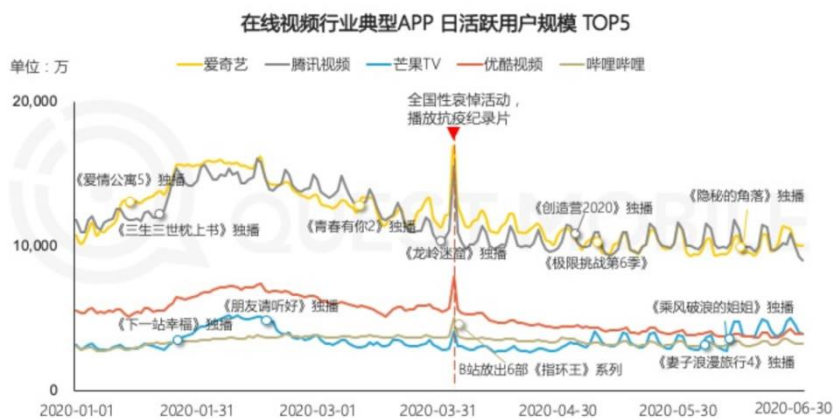


来源: Questmobile, 中泰证券研究所

■ 头部内容对 MAU 拉动效果明显, 芒果 TV 后来居上。

- 在行业 MAU 整体下滑的背景下, 芒果 TV 的 DAU 已经超越优酷视频, 通过年初的《下一站幸福》、《朋友请听好》以及 6 月上线的《乘风破浪的姐姐》等爆款内容, 成功进入 TOP3 行列。行业进入成熟阶段, 比拼的重点更加落在成体系的爆款内容产出能力上。
- 同时依照艾瑞的 MAU 数据, 芒果 TV 6 月为 1.82 亿 MAU, DAU/MAU 值领先行业, 可以看出优质内容对用户的粘性、活跃度均有较大贡献。

图表 16: 在线视频行业典型 APP 日活 TOP5



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

图表 17: 在线视频行业月活用户规模趋势



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

- 投资建议:** 在线视频行业的核心竞争力在于优质内容的持续生产和互相导流能力, 只有不断产出优质内容才能持续提升用户的粘性和付费转化。从这一角度看, 芒果超媒继承了湖南卫视优良的内容基因, 在爆款产出能力上行业领先, 我们建议持续重点关注: 芒果超媒。

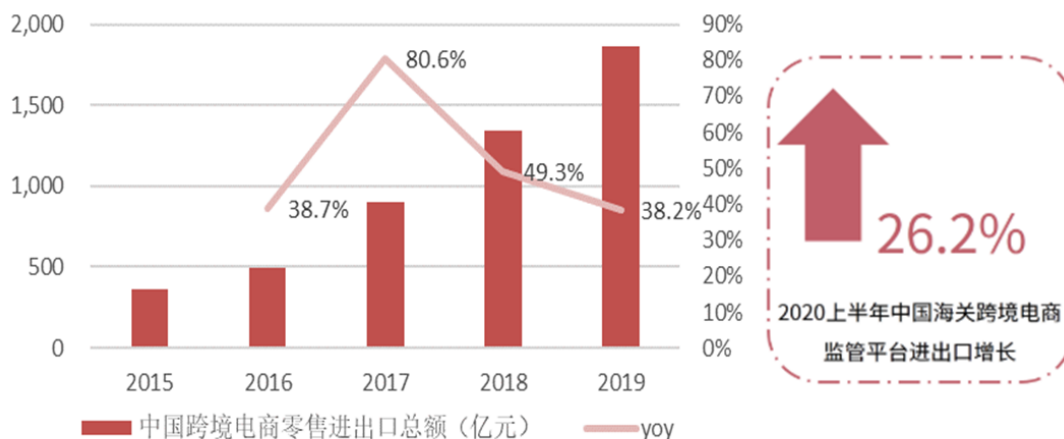
电商相关: 疫情加速购物线上化趋势, 关注跨境电商及直播带货

- 新冠疫情加速了购物线上化的趋势**

  - 国外来看, 许多线下消费转向线上, 电商渗透率加速提升, 出口跨境电商保持了高速增长, 未来仍有较大提升空间;
  - 国内来看, 传统电商发展已相对成熟, 增速放缓, 但以直播、短视频为代表的新流量平台快速崛起, 直播电商应运而生, 成为流量变现的重要选择。
- 跨境电商: 跨境电商风起, B2C 出海蓬勃发展。**

  - 跨境电商交易规模增长迅速。海关总署数据显示, 2019 年, 通过海关跨境电子商务管理平台零售进出口商品总额达 1862.1 亿元, 同比增长 38.3%; 比 2015 年增长 4 倍, 年均增速 50.8%。受疫情影响, 传统外贸面临较大压力, 跨境电商则逆势而上。2020 上半年, 外贸进口额同比下滑 3.2%, 而跨境电商零售进出口额同比增长 26.2%, 释放出巨大发展潜力。

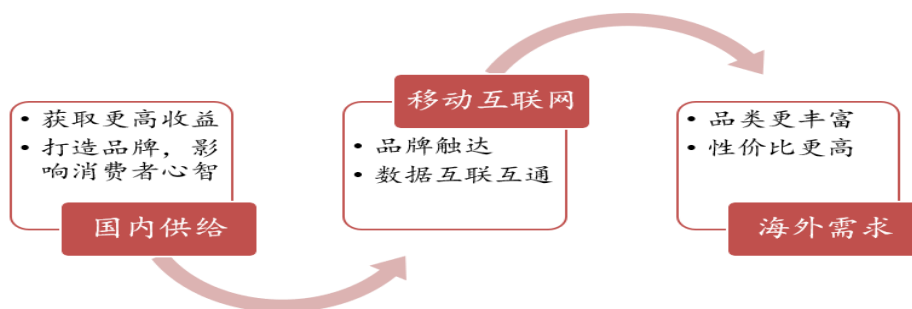
图表 18: 跨境电商零售进出口总值及同比增速



来源: 海关总署, 中泰证券研究所

- **乘移动互联网之风, 去中间环节, B2C 模式持续替代传统出口贸易。**在移动互联网不断普及的背景下, 跨境电商也具备了直接触达 C 端用户的条件, B2C 模式日趋成熟。B2C 模式可实现去中间环节, 提高商品的性价比, 提升触达用户及变现效率。同时, 中国品牌有望直接触达 C 端消费者, 由传统的“中国代工”实现向“中国品牌”的跨越。

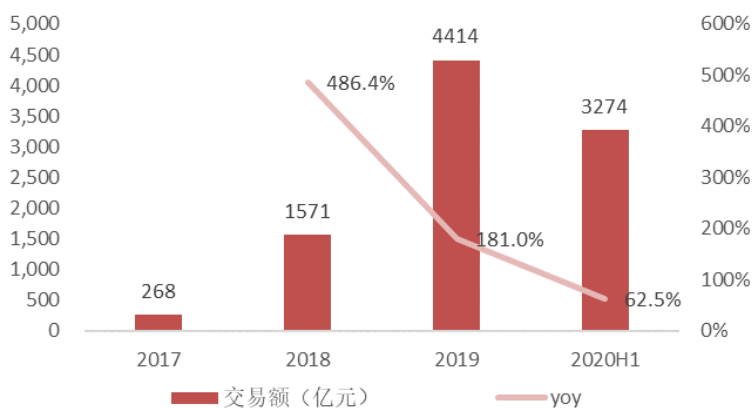
图表 19: 移动互联网为供需双方的诉求实现创造条件



来源: 中泰证券研究所

- **直播电商: 紧抓新流量红利, 直播电商乘势而起。**
  - **直播电商保持高速增长。**2020H1, 国内电商同比增速下降至 6.9%, 创历史新低, 但直播电商交易额突破 3000 亿元, 同比增长 62.5%, 红利效应显著。

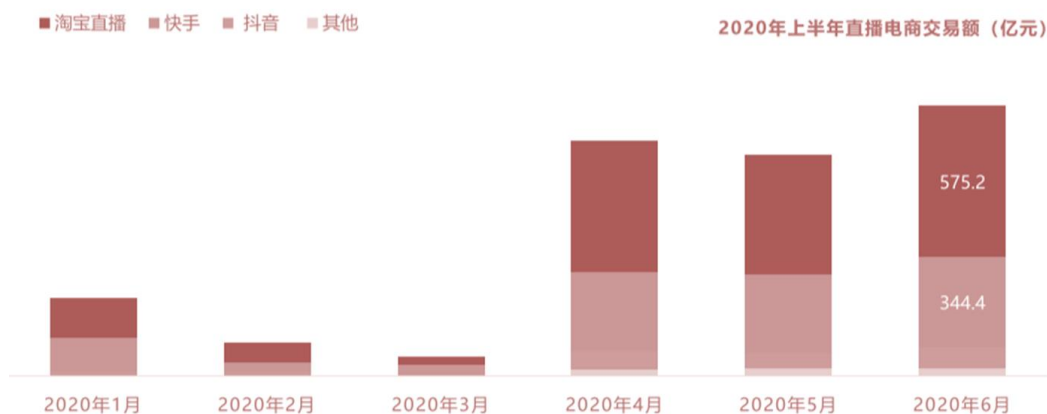
**图表 20: 中国直播电商交易额及增速**



来源: Fastdata 极数, 中泰证券研究所

- **淘宝直播、快手处于领先地位。**国内在经历了 Q1 的疫情影响后, Q2 开始直播带货交易额迎来爆发式增长, 其中淘宝、快手处于绝对领先地位, 抖音势头迅猛。

**图表 21: Q2 开始直播带货交易额迎来爆发**



来源: Fastdata 极数, 中泰证券研究所

- **投资建议:** 全球在疫情影响下消费习惯由线下转向线上, 跨境电商与直播电商拥有较高的行业景气度及流量红利。建议关注:
  - 跨境电商领域的吉宏股份、安克创新、星徽精密等。
  - 直播电商领域的星期六、天下秀等。

**营销板块: 持续分化, 关注线下楼宇广告及线上营销新渠道**

- **营业收入:** 行业整体营收增速进入 2019 年后出现明显下降, 2020H1 增速为负, 板块内部分化较大。2020H1 营收复合增速为正的公司有 10 家, 占比超 4 成。
- **归母净利润:** 行业整体归母净利润 2020H1 出现较大下滑, 同比增速为正的

公司仅有 7 家，在分众传媒 Q2 大幅回暖的带动下，行业整体 Q2 同比增速相对 Q1 改善。

- **毛利率、净利率：**行业整体毛利率与净利率呈现下滑趋势，2020Q2 相比 Q1 略有回升。
- **投资建议：**关注线下楼宇广告及数字化时代新型的营销渠道。随各行各业逐渐复工复产，线下楼宇广告价值有望再度开发。此外，短视频等新兴流量渠道崛起，MCN 机构通过培养或者签约网红，分发作品，正逐渐成为营销领域不可忽视的参与者。**建议关注：**分众传媒、华扬联众、蓝色光标、值得买、中广天择、元隆雅图。

图表 22: 营销板块个股营收增速情况 (%)

证券简称	2017年	2018年	2019年	2020Q1	2020H1
引力传媒	49.09	21.88	(4.68)	61.85	76.71
蓝色光标	23.64	51.69	21.65	45.07	47.91
佳云科技	(4.17)	107.31	(1.45)	81.98	43.02
麦达数字	17.16	10.64	(26.32)	31.88	41.77
天龙集团	29.99	15.88	8.86	60.00	31.05
宣亚国际	7.93	(26.80)	(4.08)	65.92	30.92
元隆雅图	15.91	28.36	49.46	8.38	25.07
利欧股份	45.06	15.87	14.55	15.69	5.41
思美传媒	9.56	26.16	(43.27)	(59.08)	3.13
数知科技	179.54	98.23	4.90	(30.74)	2.10
省广集团	3.48	7.26	(4.78)	2.33	(3.31)
龙韵股份	27.83	(3.30)	(46.19)	150.29	(4.44)
腾信股份	20.40	(18.00)	11.15	14.48	(6.97)
华扬联众	23.77	30.81	(2.24)	0.52	(8.87)
分众传媒	17.63	21.12	(16.60)	(25.76)	(19.35)
北巴传媒	16.98	17.24	9.06	(40.98)	(25.74)
粤传媒	(12.43)	(10.83)	(14.87)	(38.27)	(29.36)
联创股份	18.73	30.06	(2.38)	(49.91)	(44.18)
深大通	46.75	71.58	(29.20)	(56.18)	(44.69)
科达股份	34.79	50.05	32.89	(40.18)	(47.12)
联建光电	42.40	2.56	(25.65)	(62.55)	(64.76)
华谊嘉信	1.46	(2.50)	(34.11)	(66.92)	(65.61)
中昌数据	62.46	41.38	(7.67)	(70.29)	(71.64)

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 23: 营销板块个股归母净利润增速情况 (%)

证券简称	2017年	2018年	2019年	2020Q1	2020H1
深大通	53.45	(812.31)	104.80	343.26	573.62
龙韵股份	18.99	(44.86)	(356.73)	131.22	113.81
华扬联众	23.41	1.30	49.71	3231.06	20.06
利欧股份	(25.13)	(541.50)	116.54	(35.18)	15.58
元隆雅图	42.19	30.92	22.79	(23.30)	14.51
天龙集团	(317.62)	(192.40)	108.41	30.27	13.11
分众传媒	34.90	(3.03)	(67.80)	(88.87)	5.85
引力传媒	102.04	(15.15)	(472.58)	(0.42)	(0.50)
蓝色光标	(65.25)	74.99	82.66	(7.95)	(30.20)
科达股份	11.29	(43.19)	(1054.52)	(24.71)	(35.37)
省广集团	(130.12)	200.99	(19.60)	(46.81)	(54.92)
粤传媒	(61.72)	(24.82)	53.92	(66.51)	(57.22)
麦达数字	(51.00)	(598.87)	123.74	(60.65)	(61.65)
数知科技	350.74	30.06	(9.12)	(72.96)	(66.83)
思美传媒	63.25	(86.36)	47.30	(85.69)	(77.59)
佳云科技	5.97	(748.13)	100.68	(95.17)	(78.15)
华谊嘉信	(311.16)	(177.51)	101.52	(33.18)	(97.44)
中昌数据	250.09	2.36	(1315.62)	(453.52)	(100.32)
北巴传媒	(12.64)	(0.06)	(15.21)	(327.23)	(110.93)
联创股份	84.47	(625.89)	24.56	(180.85)	(165.04)
宣亚国际	27.67	(71.90)	(50.86)	(3.09)	(174.98)
腾信股份	48.31	114.76	116.62	(77.02)	(188.51)
联建光电	(59.67)	(2869.48)	52.18	(142.94)	(773.29)

来源: wind, 中泰证券研究所



图表 24: 营销板块个股毛利率情况 (%)

证券简称	2017年	2018年	2019年	2020Q1	2020H1
分众传媒	72.72	66.21	45.21	37.55	50.84
粤传媒	28.54	30.54	34.32	23.67	39.37
华谊嘉信	18.98	16.27	24.06	30.17	35.10
宣亚国际	46.36	40.11	40.49	37.00	28.64
联建光电	31.46	27.15	21.93	26.27	27.62
元隆雅图	23.90	24.34	22.46	21.99	22.74
麦达数字	24.33	18.97	20.62	19.96	19.71
数知科技	29.03	24.96	23.99	24.67	16.64
北巴传媒	18.07	17.52	17.23	17.10	15.20
深大通	33.79	7.47	8.18	15.83	13.83
中昌数据	12.57	11.81	7.98	3.43	12.68
华扬联众	11.22	11.54	11.72	11.30	11.34
龙韵股份	11.50	8.43	8.17	8.30	10.86
省广集团	12.21	14.34	15.10	10.56	9.72
思美传媒	14.52	11.29	17.10	18.57	9.41
联创股份	24.05	16.32	10.87	10.52	8.94
科达股份	12.44	10.03	5.50	7.35	8.51
利欧股份	15.49	11.51	10.79	7.14	8.28
蓝色光标	18.20	11.72	8.92	7.96	6.96
腾信股份	9.05	4.92	12.75	8.58	5.69
天龙集团	9.26	7.71	6.45	4.63	5.42
引力传媒	10.73	8.42	10.80	4.89	5.33
佳云科技	13.43	4.42	4.96	3.86	4.48

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 25: 营销板块个股净利率情况 (%)

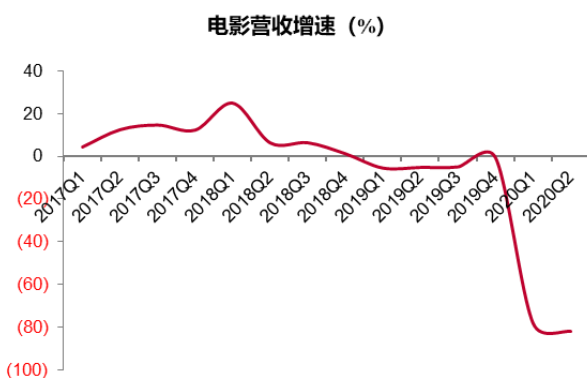
证券简称	2017年	2018年	2019年	2020Q1	2020H1
分众传媒	49.72	39.81	15.29	1.77	17.72
深大通	23.73	(99.35)	6.75	7.92	12.72
粤传媒	7.68	6.33	12.29	7.07	12.12
元隆雅图	8.87	9.36	8.47	6.72	9.51
麦达数字	8.17	(35.20)	12.40	10.75	9.34
数知科技	18.01	11.71	10.06	4.34	5.92
利欧股份	4.12	(15.12)	2.20	2.30	3.57
思美传媒	5.74	0.74	1.90	4.40	2.74
蓝色光标	1.63	1.78	2.57	2.56	1.94
龙韵股份	3.46	1.85	(9.20)	2.05	1.78
天龙集团	(4.79)	(11.36)	0.89	1.13	1.41
引力传媒	2.92	1.94	(7.03)	1.12	1.39
华扬联众	1.51	1.08	1.85	0.50	1.29
科达股份	5.14	2.01	(13.26)	0.78	1.26
省广集团	(0.90)	2.09	1.58	2.06	1.21
佳云科技	7.13	(22.19)	0.31	0.11	0.26
中昌数据	5.55	4.71	(69.16)	(9.06)	(0.08)
北巴传媒	2.89	2.73	1.98	(6.68)	(0.68)
腾信股份	(8.46)	1.22	3.16	0.07	(2.15)
联创股份	14.20	(52.72)	(42.00)	(8.20)	(6.89)
宣亚国际	16.24	5.83	1.85	(18.29)	(14.65)
华谊嘉信	(7.95)	(22.57)	0.58	(30.94)	(17.65)
联建光电	2.60	(71.23)	(45.81)	(26.84)	(22.84)

来源: wind, 中泰证券研究所

### 电影板块: 至暗时刻已过, Q3 开始迎复苏

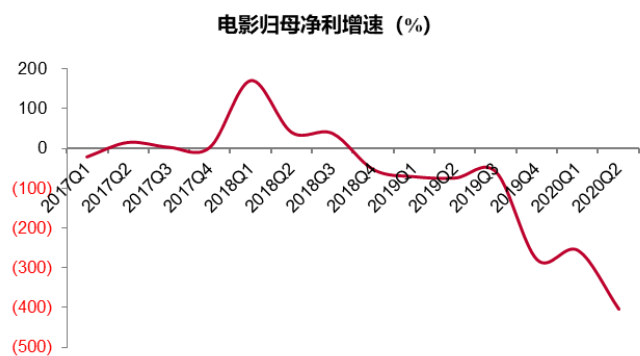
- 受疫情影响, 上半年影院无法开展正常经营, Q2 亏损相比 Q1 放大。2020H1 电影板块整体营业收入同比-82.08%, 归母净利润同比-404.01%, 毛利率-59.67%, 净利率-114.11%。

图表 26: 电影行业营收增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: 电影行业归母净利增速



来源: wind, 中泰证券研究所

- 至暗时刻已过, Q3 开始迎复苏。7月16日, 国家电影局发布《国家电影局关于在疫情防控常态化条件下有序推进电影院恢复开放的通知》。低风险地区在电影院各项防控措施有效落实到位的前提下, 可于7月20日有序恢复开放营业。《八佰》于8月21日在大陆正式上映, 上映11

天票房突破 20 亿元，进入内地影史单片票房榜前 20。同时，《夺冠》(原名《中国女排》)、《姜子牙》等多部原春节档大片定档国庆档，电影市场有望加速复苏。根据猫眼统计，9-10 月有望迎来超 40 部电影上映。

**图表 28: 2020 年 9-10 月排片统计**

名称	上映时间	主要出品公司	导演/主演	题材	备注
信条	9.04	美国华纳兄弟影片	Christopher Nolan/John David Washington, Robert Pattinson, Elizabeth Debicki	科幻, 动作, 剧情	
假面饭店	9.04		铃木雅之/木村拓哉, 长泽雅美, 小日向文世	剧情, 悬疑	
闺蜜心窍	9.04	杭州红岩文化	洪斗贤/金晨, 姜潮, 朱璇	惊悚, 恐怖	
谁说我们会不会爱 2	9.04	北京基石国际传媒	刘宝贤/王栎鑫, 潘时七, 彭波	剧情, 喜剧, 爱情	
半条棉被	9.04	潇湘电影集团	孟奇/陶慧, 童蕾, 陈衍利	战争, 剧情	
阿里巴巴与神灯	9.05	安徽拾年影视	朱葛/杨进, 周杭, 丁莹莹	冒险, 动画, 喜剧	
半条被子	9.05	江苏好兄弟影视	赵友/万斯佳, 李凤鸣, 李嘉明	剧情	
你是最美	9.08	湖南盛世星光影业	王晓虎/马元, 王嘉	剧情	
未知嫌疑人	9.1		Yesid Leone/Roberto Escobar, Maria Gaviria, Kristina Lilley	惊悚, 悬疑	
新愚公移山	9.1	上海炫动传播		动画	
骄傲的少年	9.1	山西兆一影视	张兆宇/王佳敏, 郭广平	青春, 运动, 剧情	
花木兰	9.11	华特迪士尼	Niki Caro/刘亦菲, 甄子丹, Jason Scott Lee	剧情, 冒险	两次撤档
辉夜大小姐想让我告白	9.11		河合勇人/平野紫耀, 桥本环奈, 佐野勇斗	喜剧, 爱情	
我的女友是机器人	9.11	佛山宁洋影业	王伟程/辛芷蕾, 包贝尔, 魏翔	爱情, 喜剧	
极寒风暴	9.11	法国 835 数码电影	Frederic Petitjean/Jean Reno, Sarah Lind, Joe Anderson	动作, 惊悚, 犯罪	
爱上入殓师	9.11	河南大拿影业	王晓杰/杨可, 张玉轩	剧情, 爱情, 悬疑	
芙蓉渡	9.11	湖南潇影第二影业	周琦/王嘉, 李君峰, 袁志顺	剧情	

一团乱麻	9.11		王猛/东靖川, 易照博, 胡嘉爱	喜剧, 犯罪	
那年李花正开时	9.12	江苏好兄弟影视	赵友/王艺霏, 柳泉合, 段妍妍	剧情, 家庭	
出走的马蹄	9.15	浙江诗语影视	左伟晨/王静海, 柳文欢, 陈方超	剧情, 动作	
咱们村来了贴心人	9.16	新乡众众影视	刘建宽/朱华礼, 梁广生, 魏王宝	剧情	
通往春天的列车	9.17	影聚天际影视	李骥/李岷城, 任素汐, 何巍然	剧情, 悬疑	
麦路人	9.17	中影寰亚音像	黄庆勋/郭富城, 杨千嬅, 万梓良	剧情	
蓝色防线	9.18	河南电影电视制作集团	尚昌仪, 周德新, 刘欣	纪录片, 战争	
邻里美好的一天	9.18	索尼哥伦比亚电影	Marielle Heller/Tom Hanks, Matthew Rhys, Enrico Colantoni	剧情, 传记	
爱情呼叫等待	9.18	深圳迅捷文化	李克龙/徐申东, 王尉, 廖蔚蔚	喜剧, 爱情, 青春	
死无对证	9.18	意大利比克传媒	Stefano Mordini/Riccardo Scamarcio, Miriam Leone, Fabrizio Bentivoglio	剧情, 悬疑, 犯罪	
红巴山	9.18	汉中文化	杨琳/牛晓丽, 太子, 柯家豪	历史, 战争	
他们的生活	9.18	山西峰钰影视	韩钰	剧情, 家庭, 爱情	
朝颜	9.22	浙江派也影业	陈天衣/袁梵, 陈天衣, 闫铜	剧情, 爱情, 家庭	
世纪之缘	9.22	佛山贝武夫影业	孙元庆/敖旻, 夏月, 张瑞瑶	剧情	
夺冠	9.3	北京嘉映春天影业	陈可辛/巩俐, 黄渤, 吴刚	剧情	春节撤档
姜子牙	10.01	北京光线影业	程腾, 李炜, 王昕, 李夏/郑希, 杨凝, 图特哈蒙	动画, 动作, 冒险	春节撤档
我和我的家乡	10.01	北京京西文化旅游	宁浩, 徐峥, 陈思诚, 闫非, 彭安宇, 邓超, 俞白眉/刘昊然, 葛优, 刘敏涛	剧情, 喜剧	
木兰: 横空出世	10.01	广州金川文化	廖光华/张琦, 赵路, 邵敏佳	动画, 喜剧, 动作	
奇妙王国之魔法奇缘	10.01	安徽漫卡影业	陈设/卢瑶, 张洋, 陈新玥	动画, 冒险, 奇幻	
一点就到家	10.01	北京嘉映春天影业	许宏宇/刘昊然, 彭昱畅, 尹昉	剧情, 喜剧	

海底小纵队：火焰之环	10.01	万达影视传媒	周沁, Blair Simmons/郭盛, 苏侯, 方宇	动画, 奇幻, 冒险	
云做的翅膀	10.14	京山毓秀影视	蓝天/肖翔跃, 谢轶泽, 余光明	剧情	
82号古宅	10.16	北京星期九影业	袁杰, 刘定/扈天翼, 黄心娣, 葛天	悬疑, 惊悚, 剧情	
我的村我的家	10.3	陆河达邦文化	彭家轩/陈木科, 朱秀美, 叶圣佑	剧情, 家庭	
独家头条	10月待定	上海周文武贝影视	周文武贝/黄觉, 黄龄, 余佳淼	剧情, 悬疑	

来源：猫眼，中泰证券研究所

- 投资建议：**电影行业是受疫情冲击最大的细分行业，我们认为疫情的影响是相对短暂的，随着各行业陆续复工，且优质内容后续有望集中上映，电影行业或迎来一波爆发式反弹。建议关注：万达电影、光线传媒、横店影视、华谊兄弟。

#### 出版发行板块：整体表现平稳，Q2 业务陆续恢复

- 营收、净利增速：**图书出版发行板块营收及归母净利增速近年来表现平稳，2017-2019 保持个位数增长，2020H1 受新冠疫情影响，双双负增长，Q2 相对 Q1 呈改善迹象。2020H1 收入正增长的仅读者传媒（+40.79%）与广弘控股（+16.09%）；归母净利保持正增长的有广弘控股（+122.24%）、中原传媒（+11.70%）、读者传媒（+10.87%）、皖新传媒（+7.35%）、新经典（+5.18%）、新华文轩（+0.13%）。
- 毛利率、净利率：**图书出版发行行业毛利率与净利率近三年来维持相对平稳，2020 年 Q2 利润率相对 Q1 改善明显，我们认为主要由于 Q1 疫情影响，导致书店、一般图书等业务无法正常开展，而人力、房租等成本费用相对刚性，Q2 开始陆续复工，业务逐步恢复正常。
- 投资建议：**关注市场化能力较强，未来市占率有望持续提升的公司。建议关注南方传媒、中信出版、新经典、中文传媒。

**图表 29: 出版发行板块个股营收增速情况 (%)**

证券简称	2017年	2018年	2019年	2020Q1	2020H1
读者传媒	5.18	(8.42)	27.76	9.05	40.79
广弘控股	11.53	8.36	20.83	7.99	16.09
南方传媒	6.78	6.60	16.58	(2.17)	(3.20)
中南传媒	(6.70)	(7.57)	7.16	(16.54)	(6.37)
中原传媒	3.61	10.11	5.50	(13.53)	(6.40)
中国科传	11.85	10.66	12.73	(33.10)	(6.47)
新华文轩	15.57	11.44	8.01	(12.93)	(6.92)
城市传媒	11.03	10.19	6.65	(11.02)	(7.57)
新经典	10.70	(1.90)	(0.08)	(13.81)	(7.75)
山东出版	10.79	5.05	4.45	(11.94)	(8.91)
时代出版	(2.37)	(2.57)	0.54	(38.15)	(10.34)
中信出版	30.12	28.54	15.56	(17.36)	(10.61)
长江传媒	(18.86)	(7.74)	(25.97)	(44.58)	(10.87)
凤凰传媒	4.78	6.68	6.76	(11.09)	(12.27)
中国出版	12.99	13.52	18.36	(20.34)	(13.85)
新华传媒	(6.39)	(2.52)	(3.21)	(38.32)	(14.22)
皖新传媒	14.70	12.89	(10.16)	(27.46)	(15.48)
中文传媒	4.15	(13.48)	(2.21)	(12.30)	(16.75)
出版传媒	10.04	21.08	15.62	(22.86)	(21.79)
世纪天鸿	0.35	0.12	1.12	(31.91)	(25.01)

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 30: 出版发行板块个股业绩增速情况 (%)**

证券简称	2017年	2018年	2019年	2020Q1	2020H1
广弘控股	47.04	7.62	47.24	47.98	122.24
中原传媒	2.99	5.92	12.29	(4.93)	11.70
读者传媒	(10.65)	(45.14)	52.21	20.49	10.87
皖新传媒	5.48	(2.67)	(48.75)	(24.03)	7.35
新经典	52.94	3.66	(0.22)	4.81	5.18
新华文轩	42.69	0.90	22.19	(27.85)	0.13
长江传媒	3.57	19.45	7.32	(48.71)	(2.94)
中国科传	32.59	14.37	9.56	(258.58)	(3.57)
中文传媒	12.13	11.53	6.57	(28.08)	(4.06)
中南传媒	(16.15)	(18.19)	3.05	(32.26)	(4.71)
凤凰传媒	(0.33)	13.63	1.41	(18.75)	(6.89)
中国出版	(8.66)	13.35	16.67	(174.37)	(6.87)
城市传媒	21.05	5.66	7.62	21.64	(8.95)
中信出版	43.48	13.97	21.56	(57.58)	(21.80)
时代出版	(25.43)	9.79	(29.34)	(46.08)	(30.60)
山东出版	30.32	8.80	3.98	(36.41)	(40.68)
南方传媒	44.80	7.18	11.87	(58.68)	(49.49)
新华传媒	(7.02)	(29.67)	(35.00)	(155.74)	(51.20)
出版传媒	19.57	10.09	(16.57)	(186.80)	(86.08)
世纪天鸿	0.15	1.41	5.67	(222.08)	(92.79)

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 31: 出版发行板块个股毛利率情况 (%)**

证券简称	2017年	2018年	2019年	2020Q1	2020H1
新经典	43.70	46.33	45.56	52.39	49.92
中南传媒	38.96	38.72	40.00	46.68	45.52
新华文轩	36.20	37.52	38.25	40.69	43.63
凤凰传媒	37.81	36.30	37.29	38.30	40.95
中信出版	40.64	40.57	38.57	40.59	40.48
城市传媒	38.79	39.09	37.70	39.39	37.68
中文传媒	36.15	37.66	34.97	34.44	37.03
中国出版	34.05	33.25	32.47	30.30	35.45
山东出版	35.15	35.87	36.48	35.86	34.63
新华传媒	36.83	35.76	34.29	38.46	34.17
中原传媒	29.54	28.96	30.59	29.72	33.14
世纪天鸿	32.89	29.91	31.39	26.77	32.49
南方传媒	30.68	31.51	29.51	28.19	30.53
中国科传	28.99	30.44	30.38	31.38	29.24
长江传媒	15.10	18.17	26.80	39.30	27.09
广弘控股	13.33	21.64	23.47	29.60	25.61
出版传媒	20.99	21.44	22.50	22.82	23.06
皖新传媒	18.32	18.05	20.64	24.15	22.75
读者传媒	22.37	20.68	20.61	19.04	22.61
时代出版	10.79	11.35	11.79	14.32	11.57

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 32: 出版发行板块个股净利率情况 (%)**

证券简称	2017年	2018年	2019年	2020Q1	2020H1
新经典	25.36	26.58	26.38	31.10	29.00
城市传媒	16.88	16.03	16.13	23.19	19.49
中文传媒	10.91	14.13	15.38	14.40	17.74
中南传媒	15.57	14.32	13.72	14.09	16.19
凤凰传媒	10.95	11.79	11.23	12.33	15.75
新华文轩	12.48	11.32	12.72	10.20	15.74
长江传媒	5.64	7.28	10.47	13.04	15.10
中国科传	17.92	19.15	18.42	(8.87)	13.45
中信出版	14.72	12.01	12.62	10.02	13.41
皖新传媒	13.02	11.25	6.56	12.46	12.48
山东出版	15.27	15.78	15.78	8.84	11.80
广弘控股	6.76	7.66	9.49	7.32	11.67
中原传媒	8.57	8.24	8.82	5.63	10.27
中国出版	11.19	11.60	11.75	(7.37)	10.03
南方传媒	12.37	11.84	11.37	7.83	7.68
读者传媒	9.04	5.31	6.44	3.02	7.11
时代出版	4.61	5.16	3.47	6.04	3.92
新华传媒	2.86	2.17	1.50	(2.26)	1.69
出版传媒	8.35	7.60	5.54	(3.51)	0.86
世纪天鸿	8.28	8.43	8.70	(10.20)	(0.86)

来源: wind, 中泰证券研究所

## 投资建议

- 持续看好线上娱乐消费及线下场景复苏的投资机会。
- 线上娱乐消费: 我们持续看好游戏、在线视频、跨境电商、直播带货等方向:
  - (1) 游戏: 由于研发周期拉长进入门槛抬升、推广资金投入前置、

版号审核收缩这 3 各维度的影响，行业进一步向头部公司集中，我们预计未来长线精品游戏的生命周期及竞争力都会提升。核心看好三七互娱、完美世界、吉比特、心动公司。

- (2) 在线视频：短视频对长视频的用户使用时长形成冲击，导致长视频用户红利加速消退，未来内容为王，看好具有优质头部内容的在线视频平台机会。核心看好芒果超媒、新媒股份。
- (3) 跨境电商：全球在疫情影响下消费习惯由线下转向线上，带动我国跨境电商行业快速发展，未来全球线上消费趋势有望持续。核心看好吉宏股份、安克创新。
- (4) 直播带货：从产品展示及用户体验来看，短视频、直播形式优于图文，未来直播带货有望成为数字营销标配，核心看好天下秀、星期六。
- 线下场景复苏：核心看好楼宇广告及电影院线龙头。
  - 楼宇广告：Q2 经营拐点已得到确认，电梯屏价值有望随着经济复苏再度开发。核心看好分众传媒。
  - 电影院线：商业大片相继定档有望推动行业恢复。《八佰》票房超 20 亿再度验证优质内容会被市场及观影者买单。十一档期有望成为影院复工后第一个核心重要时间窗口。2021 年优质影片（国内+国外）会逐渐定档催化，行业复苏。核心看好万达电影、光线传媒。

## 风险提示

- **行业发展不达预期。**可能由于资金环境变化、技术难以突破、用户习惯等原因，导致行业发展低于预期。
- **新技术冲击。**新技术不断涌现，可能会对原有媒体渠道、内容形式产生冲击。
- **政策风险。**传媒行业可能存在政策风险。
- **市场风险偏好下行风险。**风险偏好有下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。