

传媒行业三季度业绩回顾与展望

业绩加速上行，把握游戏超跌与影视、AI应用底部机会

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

前三季度业绩回顾：营收及净利润显著回暖。1) 2025年前三季度A股传媒板块（申万传媒行业分类，下同）上市公司共计实现营业收入3876亿元、归母净利润321亿元，同比分别增长5.41%、37.18%；营收相比上年同期小幅回暖向上、净利润显著改善；主要原因一方面在于去年同期较低的基数效应，另一方面在于费用端的显著下降（管理费用率/所得税等）；2) 传媒板块毛利率稳中有升，同比提升1.44个百分点至32.81%；净利率同比提升1.97个百分点至8.44%；管理费用率7.16%、比上年同期下降0.49个pct；销售费用率同比略提升0.73个百分点至13.44%；25年所得税率恢复正常，与之前基本相当；具体来看，子版块中出版（25%到3%）、数字媒体（17%到-25%）所得税率影响最为显著；3) 子板块来看，游戏行业实现归母净利润138亿元、同比增长88.61%、行业占比上升至43%，超越出版行业成为第一大利润板块；整体来看，除数字媒体外、其他子版块均实现正增长。

2025年Q3业绩加速上行。1) 25年Q3A股传媒板块上市公司共计实现营业收入1327亿元、归母净利润103亿元，同比分别增长8.11%、59.33%，归母净利润在经历了24年Q1以来的连续4个季度下滑后显著转正向上；营收亦从24年Q3以来的持续下滑后拐点温和向上；主要得益于游戏板块在新游带动下净利润同比大幅改善、出版行业所得税优惠延续之后净利润同比转正；2) 毛利率稳中有升，同比提升2.63个百分点至32.63%；净利率同比提升2.62个百分点至8.02%；管理费用率保持稳定，管理费用率7.10%、与上年基本一致；销售费用率同比提升0.96个百分点至13.78%；3) 增速上来看，除数字媒体外、均实现正增长；其中游戏、出版分别同比增长111.65%、12.37%。

子行业表现：游戏行业实现高增长，关注影视板块政策与AI应用加持下底部反转可能。1) 25年Q3A股传媒游戏板块上市公司共计实现营业收入304亿元、归母净利润46亿元，同比分别增长28.60%、111.65%；归母净利润增速从25年Q1以来转正并呈现加速向上；营收亦持续拐点向上；主要得益于部分上市公司新品表现优异（如世纪华通、巨人网络等）；趋势上来看，游戏新品周期依然强势、26年有望继续延续景气度；2) 25年Q3A股影视院线板块上市公司共计实现营业收入86.1亿元、归母净利润0.86亿元，同比分别增长-2.32%、174.2%；营收下滑幅度相比Q2有所缩窄、净利润整体实现为正；国家广播电视总局印发实施《进一步丰富电视大屏内容 促进广播电视内容供给的若干举措》，其中包括“取消40集上限”“不严格限制古装剧数量”“抓好纪录片精品制作”“大力支持精品优秀动画片”等21条改革措施；有望带动内容供给端持续改善、从而逐步带动需求端回暖，影视内容行业底部反转有望；信科技方面，AI动漫短剧成为重要落地场景，关注影视板块政策与AI应用加持下底部反转可能。

投资观点：看好强新品周期的游戏板块与政策拐点已现的影视内容行业，关注AI应用底部机会，结合传媒板块日历效应、把握行业投资机会。1) 持续看好高景气的游戏及潮玩板块。强新品周期有望推动游戏板块业绩持续上行，自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐巨人网络、吉比特、哔哩哔哩、恺英网络、心动公司等标的；IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒等）；2) 关注内容政策转向与AI应用机会，重点看好AI动漫短剧方向。AIGC打开中长期成长新空间，关注AI应用底部布局机会。内容政策转向、中长期AIGC应用及VR/AR等为代表的新科技有望逐步落地，重点把握内容政策底与AI应用场景机会；a) 影视内容关注政策转向、供给端底部改善带动需求改善可能，推荐平台（芒果超媒、哔哩哔哩）、内容（光线传媒、华策影视等）以及播放渠道（万达电影等）；b) AI应用重点把握应用场景机会，重点关注AI动漫短剧（推荐中文在线、昆仑万维、阅文集团、哔哩哔哩、芒果超媒等IP、平台出海标的、关注高弹性的内容制作公司如华策影视等），关注营销（汇量科技、浙文互联、蓝色光标、引力传媒等）、玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）等方向。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

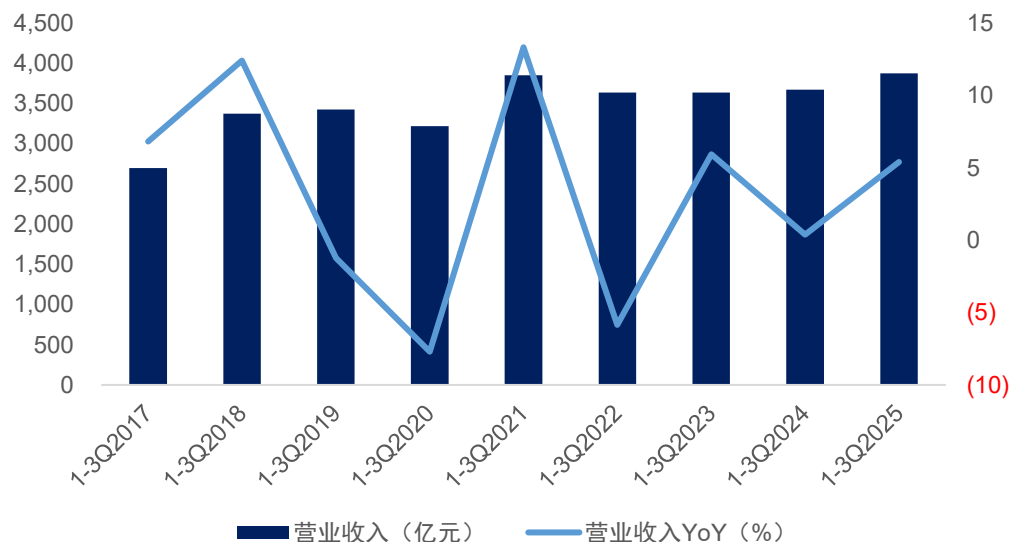
- [01] 业绩回顾：前三季度净利润持续向上
- [02] 业绩回顾：延续上半年趋势，Q3业绩加速向上
- [03] 游戏行业：业绩加速上行，新品周期带动业绩持续向上
- [04] 影视：景气低位，关注政策与AI应用双重驱动
- [05] 投资建议：从日历效应看传媒板块，把握游戏超跌及影视、AI应用机会

1. 业绩回顾：前三季度净利润持续向上

1.1 前3季度业绩回顾：营收同比向上，净利润显著改善

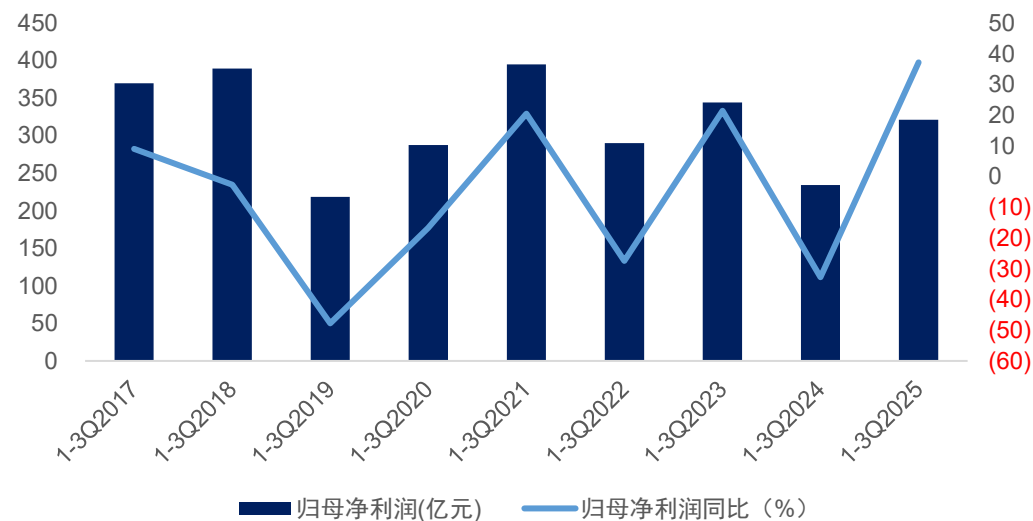
- 2025年前三季度A股传媒板块（申万传媒行业分类，下同）上市公司共计实现营业收入3876亿元、归母净利润321亿元，同比分别增长5.41%、37.18%
- 营收相比上年同期回暖向上、净利润显著改善；主要原因一方面在于去年同期较低的基数效应，另一方面在于费用端的显著下降（管理费用率/所得税等）。

图：2025年前三季度传媒板块营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年前三季度传媒板块归母净利润及增速

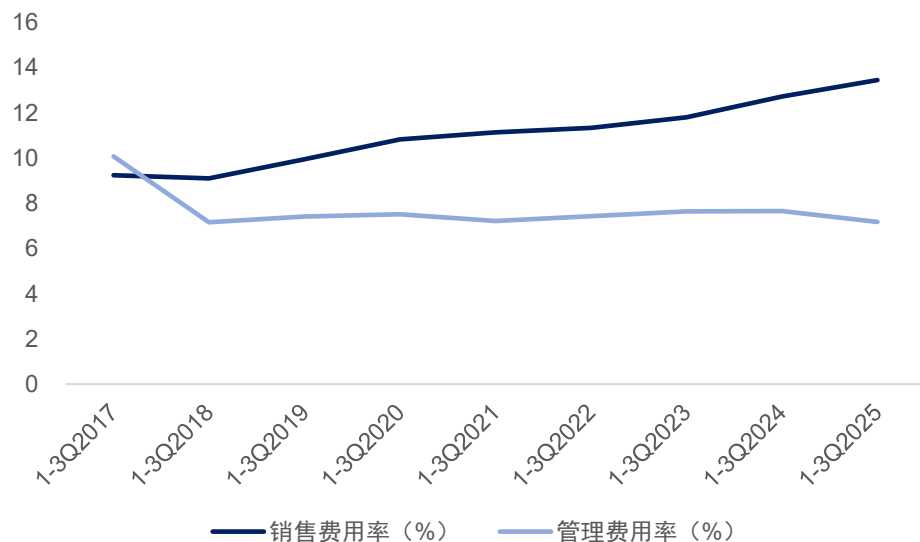


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 前三季度业绩回顾：营收同比向上，净利润显著改善

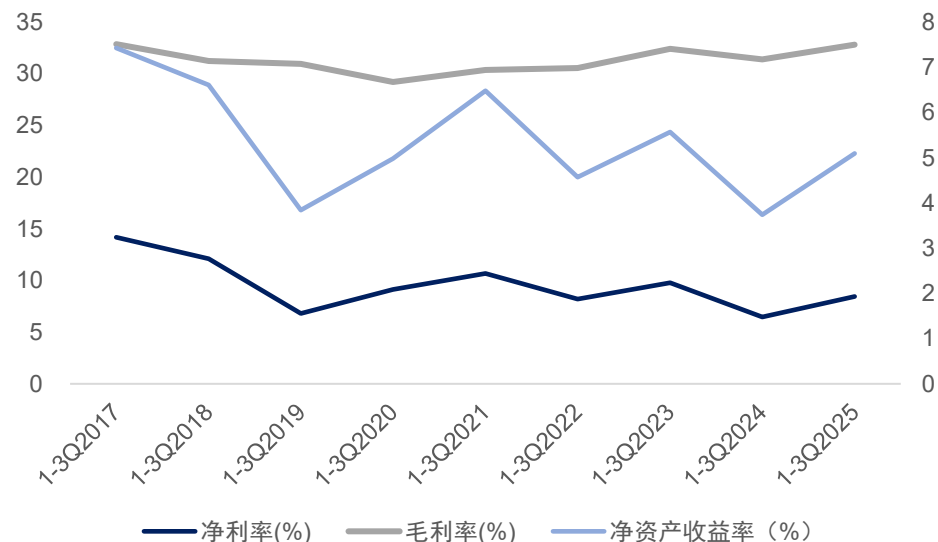
- 传媒板块毛利率稳中有升，同比提升1.44个百分点至32.81%；净利率同比提升1.97个百分点至8.44%；
- 管理费用率7.16%、比上年同期下降0.49个pct；销售费用率同比略提升0.73个百分点至13.44%；

图：销售费用率同比提升明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率稳定，净利率及ROE提升明显

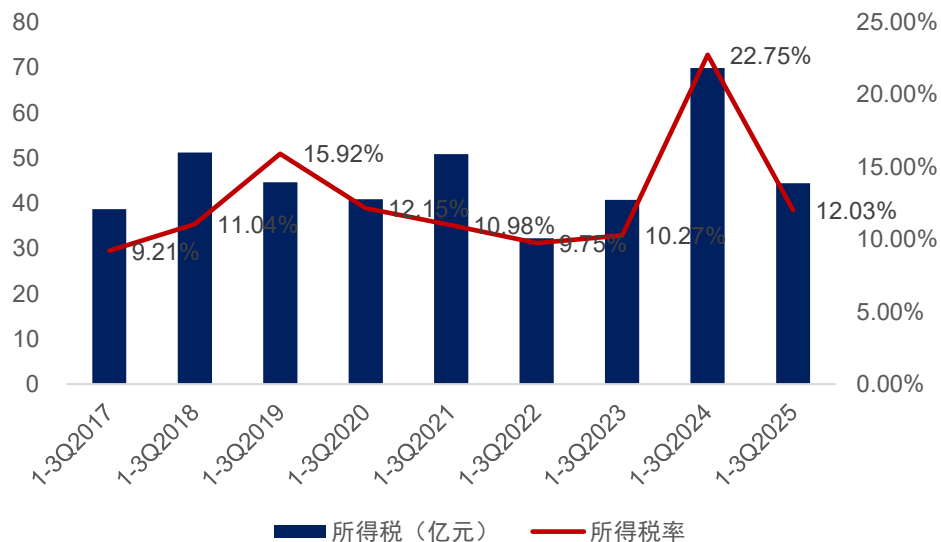


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 上半年业绩回顾：所得税率恢复正常

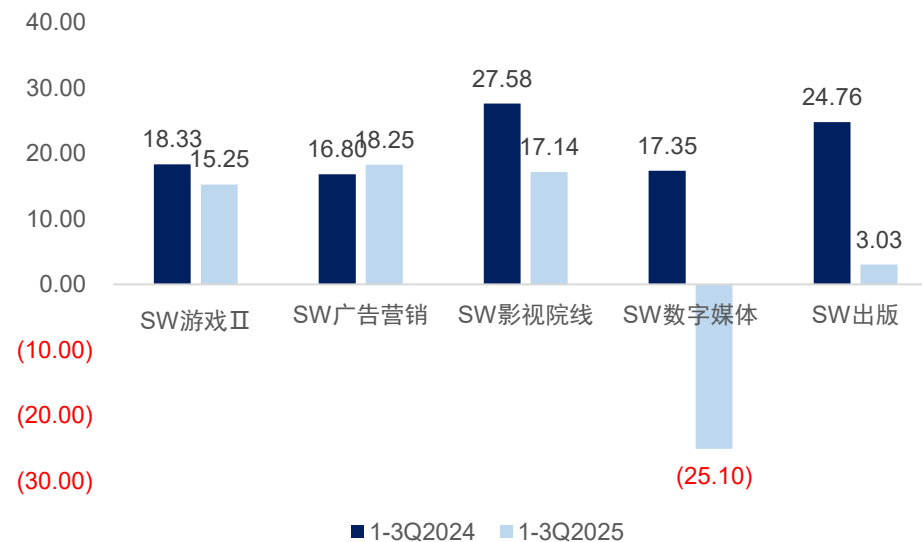
- 受所得税税率政策调整影响，24年所得税率显著提升，也是造成同期归母净利润大幅下滑的重要原因；25年所得税率恢复正常，前三季度整体税率约为12%，与之前基本相当；
- 具体来看，子板块中出版（25%到3%）、数字媒体（17%到-25%）所得税率影响最为显著；出版行业所得税免征政策2024年到期导致税率大幅提升、25年恢复正常；数字媒体行业主要在于芒果超媒提所得税资产所带来的基数效应。

图：所得税率恢复至正常水平（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：出版、数字媒体行业所得税影响明显（单位：%）

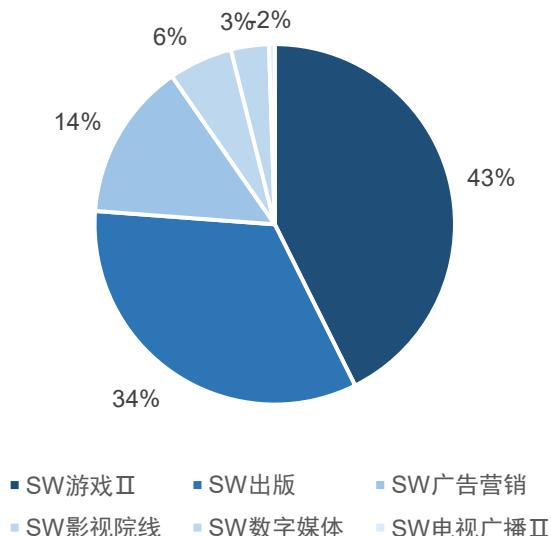


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.2 子版块：游戏及影视行业高增长

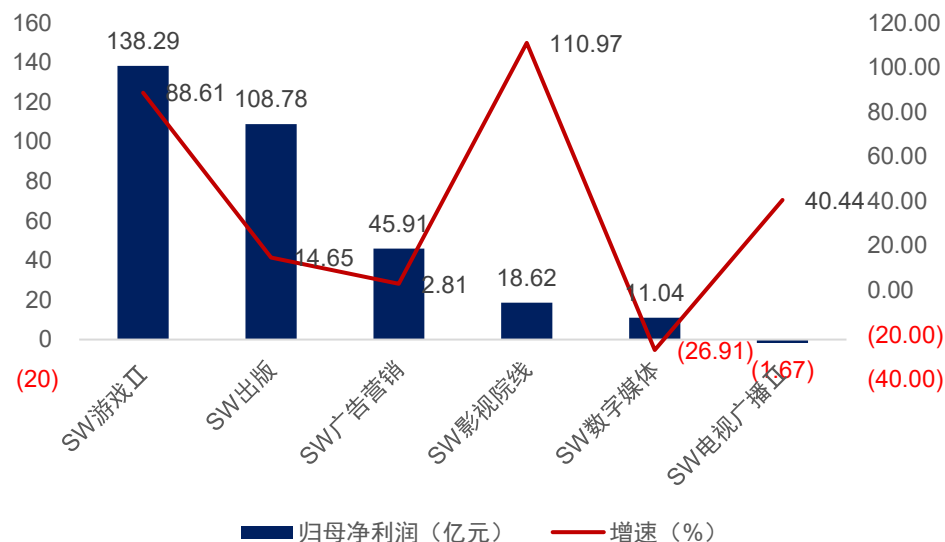
- 前三季度主要板块利润表现中，游戏行业实现归母净利润138亿元、同比增长88.61%、行业占比上升至43%，超越出版行业成为第一大利润板块；出版行业整体实现归母净利润108.78亿元、同比增长14.65%、行业占比34%，位居第二；
- 整体来看，游戏、影视行业实现高增长，除数字媒体外、其他子版块均实现正增长。

图：子版块利润体量占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：子行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 公司业绩及增速表现



- 公司来看，前三季度传媒板块归母净利润绝对值靠前的为ST华通、分众传媒、三七互娱、光线传媒、凤凰传媒、恺英网络、巨人网络等标的，主要集中于游戏、广告媒体、出版行业；
- 增速靠前的为游族网络、盛天网络、天娱数科、光线传媒、万达电影等公司，主要由于基数效应等因素推动。

图：归母净利润排序

代码	简称	前三季度归母净利润（亿元）	YoY	毛利率	净利率	ROE
002602.SZ	ST华通	43.57	141.65%	69.85%	16.32%	16.12%
002027.SZ	分众传媒	42.40	6.87%	70.40%	44.00%	25.32%
002555.SZ	三七互娱	23.45	23.57%	76.76%	18.82%	17.78%
300251.SZ	光线传媒	23.36	406.78%	73.24%	64.53%	23.94%
601928.SH	凤凰传媒	17.01	26.64%	42.32%	18.88%	8.60%
002517.SZ	恺英网络	15.83	23.70%	83.04%	38.85%	18.89%
002558.SZ	巨人网络	14.17	32.31%	90.62%	42.48%	10.12%
601019.SH	山东出版	12.43	28.28%	35.40%	14.84%	8.16%
603444.SH	吉比特	12.14	84.66%	93.31%	33.61%	23.61%
601098.SH	中南传媒	11.70	22.32%	46.12%	14.44%	7.47%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润增速排序

代码	简称	上半年归母净利润（亿元）	YoY	毛利率	净利率	ROE
002174.SZ	游族网络	0.76	1374.60%	39.52%	7.49%	1.67%
300494.SZ	盛天网络	0.31	1155.49%	20.40%	3.27%	2.13%
603103.SH	横店影视	2.06	1084.80%	18.48%	10.87%	16.21%
002354.SZ	天娱数科	0.43	597.60%	24.33%	3.18%	3.41%
300805.SZ	电声股份	0.34	449.84%	10.02%	1.83%	2.18%
300251.SZ	光线传媒	23.36	406.78%	73.24%	64.53%	23.94%
002181.SZ	粤传媒	1.16	405.74%	30.36%	28.26%	2.74%
002739.SZ	万达电影	7.08	319.92%	27.75%	7.29%	9.72%
002624.SZ	完美世界	6.66	271.17%	59.28%	12.07%	9.62%
300785.SZ	值得买	0.13	253.49%	49.52%	1.80%	0.71%

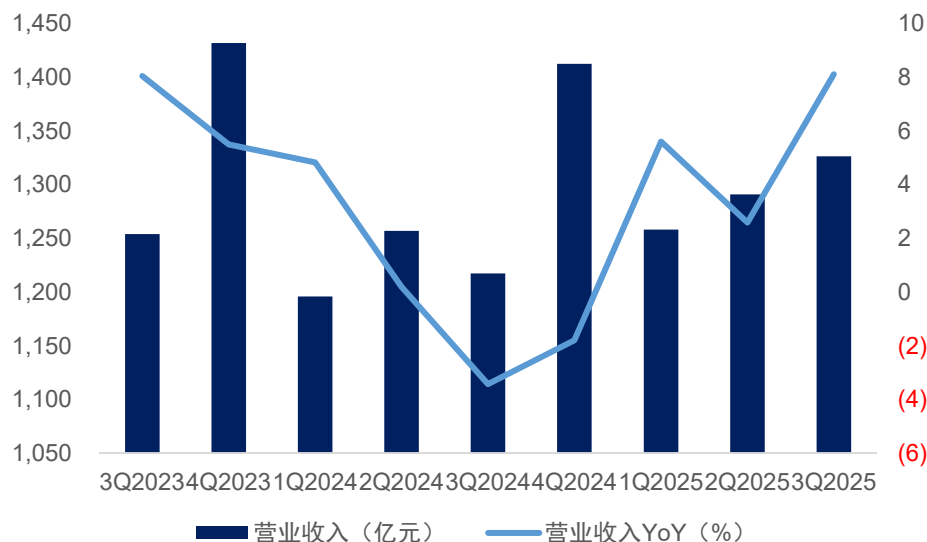
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2. 业绩回顾：延续上半年趋势，Q3业绩加速向上

2.1 2025年Q3营收及业绩增速加速向上

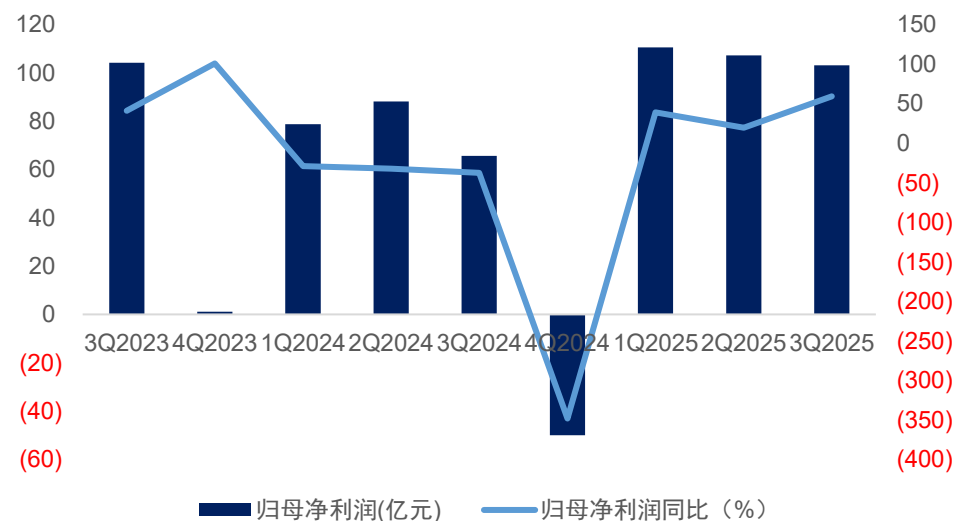
- 25年Q3A股传媒板块上市公司共计实现营业收入1327亿元、归母净利润103亿元，同比分别增长8.11%、59.33%，
- **增速持续向上。**归母净利润在经历了24年Q1以来的连续4个季度下滑后显著转正向上；营收亦从24年Q3以来的持续下滑后拐点温和向上；主要得益于游戏板块在新游带动下净利润同比大幅改善、出版行业所得税优惠延续之后净利润同比转正。

图：传媒板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：传媒板块归母净利润及增速（季度）

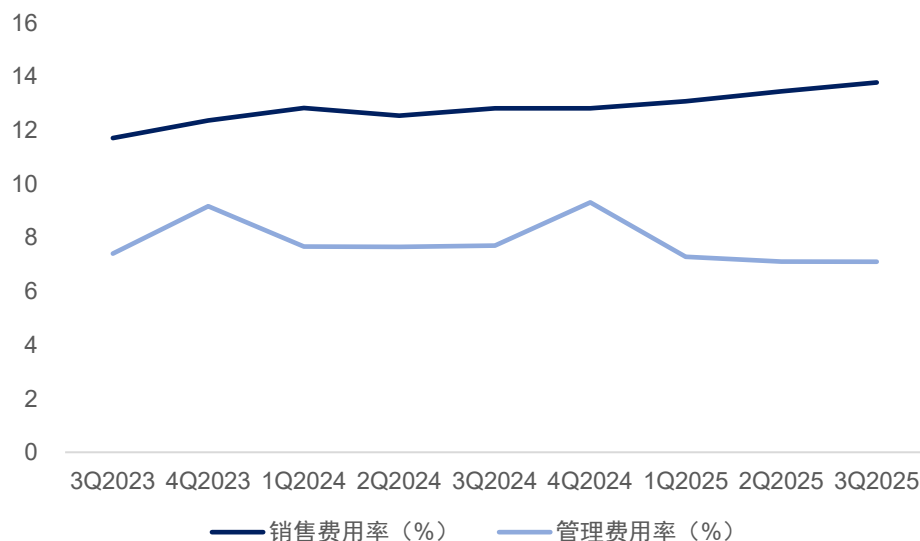


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.1 25年Q3业绩回顾：毛利率稳中有升，净利率与ROE改善明显

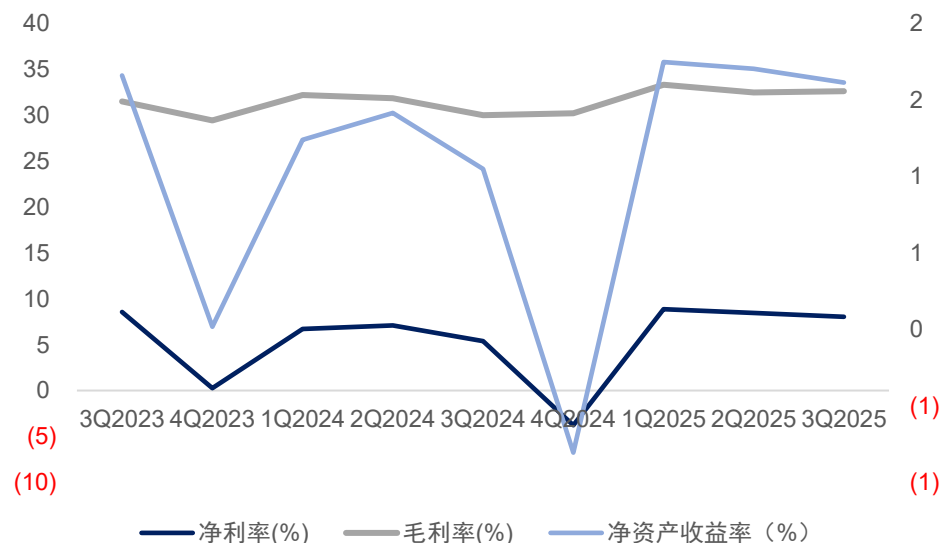
- 2025年Q3传媒板块毛利率稳中有升，同比提升2.63个百分点至32.63%；净利率同比提升2.62个百分点至8.02%；
- 管理费用率保持稳定，管理费用率7.10%、与上年基本一致；销售费用率同比提升0.96个百分点至13.78%；

图：费用率保持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率稳中有升，净利率及ROE改善明显

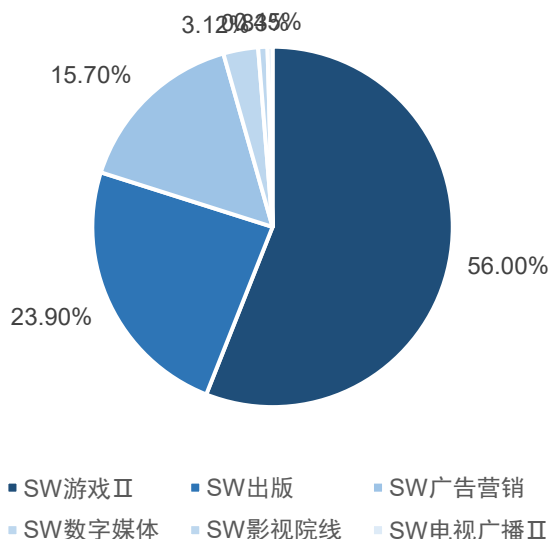


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.2 子版块：全部子行业利润均转正，游戏行业增速一枝独秀

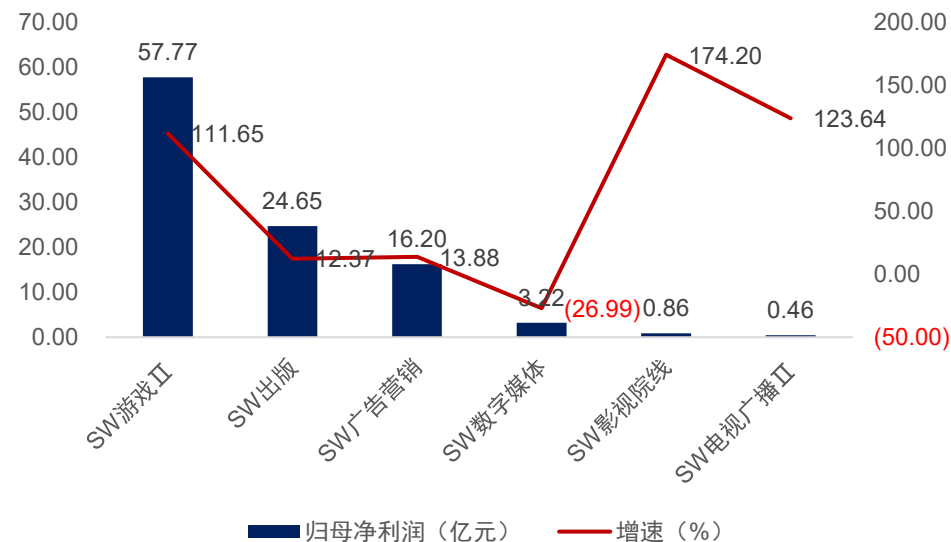
- 2025年Q3主要板块利润表现中，游戏、出版、广告营销行业位居前三，分别实现归母净利润57.77、24.65、16.2亿元；全部子行业均实现利润为正；
- 增速上来看，除数字媒体外、均实现正增长；其中游戏、出版分别同比增长111.65%、12.37%。

图：子版块利润体量及占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：子行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.3 公司业绩及增速表现

- 公司来看，Q3单季度传媒板块归母净利润绝对值靠前的为ST华通、分众传媒、三七互娱、巨人网络、恺英网络等标的，主要集中于游戏、广告媒体、出版等行业；
- 增速靠前的为游族网络、中国电影、电广传媒、天娱数科、光线传媒等公司，主要由于基数效应、影视票房拉动等因素。

图：归母净利润排序

代码	简称	Q3归母净利润 (亿元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002602.SZ	ST华通	17.01	163.78%	70.47%	17.27%	5.99%
002027.SZ	分众传媒	15.76	6.85%	74.10%	45.11%	9.60%
002555.SZ	三七互娱	9.44	49.24%	76.87%	23.75%	7.14%
002558.SZ	巨人网络	6.40	81.19%	90.46%	37.82%	4.38%
002517.SZ	恺英网络	6.33	34.51%	84.19%	42.35%	6.88%
601019.SH	山东出版	5.73	166.86%	33.65%	17.08%	3.76%
603444.SH	吉比特	5.69	307.70%	94.59%	34.96%	10.67%
601900.SH	南方传媒	4.00	73.72%	37.50%	18.71%	4.74%
601801.SH	皖新传媒	2.78	18.98%	28.13%	12.45%	2.30%
300413.SZ	芒果超媒	2.52	-33.47%	27.59%	8.15%	1.10%

图：归母净利润增速排序

代码	简称	Q3归母净利润 (亿元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002174.SZ	游族网络	0.26	4466.74%	39.16%	7.92%	0.56%
600977.SH	中国电影	1.77	1316.91%	30.92%	15.55%	1.61%
000917.SZ	电广传媒	0.91	1116.66%	23.02%	9.30%	0.88%
002354.SZ	天娱数科	0.19	1102.73%	27.43%	3.76%	1.51%
300251.SZ	光线传媒	1.06	993.71%	29.65%	28.21%	1.01%
300805.SZ	电声股份	0.11	336.60%	10.34%	1.61%	0.69%
300043.SZ	星辉娱乐	1.13	317.56%	53.11%	19.10%	6.69%
603444.SH	吉比特	5.69	307.70%	94.59%	34.96%	10.67%
300058.SZ	蓝色光标	0.99	265.47%	2.36%	0.52%	1.27%
600640.SH	国脉文化	0.06	261.23%	19.69%	1.79%	0.14%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

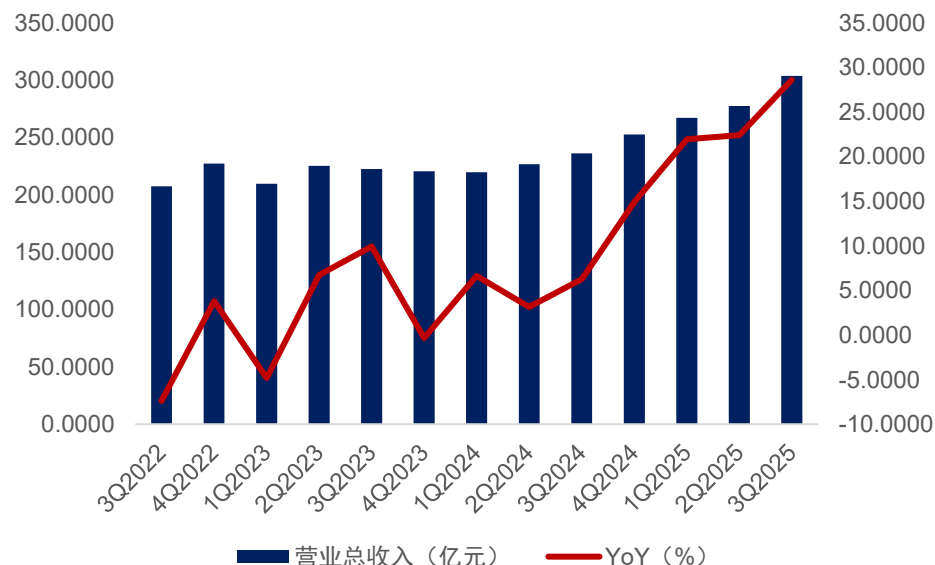
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.游戏行业：景气加速上行，新品周期带动业绩持续向上

3.1 游戏：Q3业绩增长进一步加速

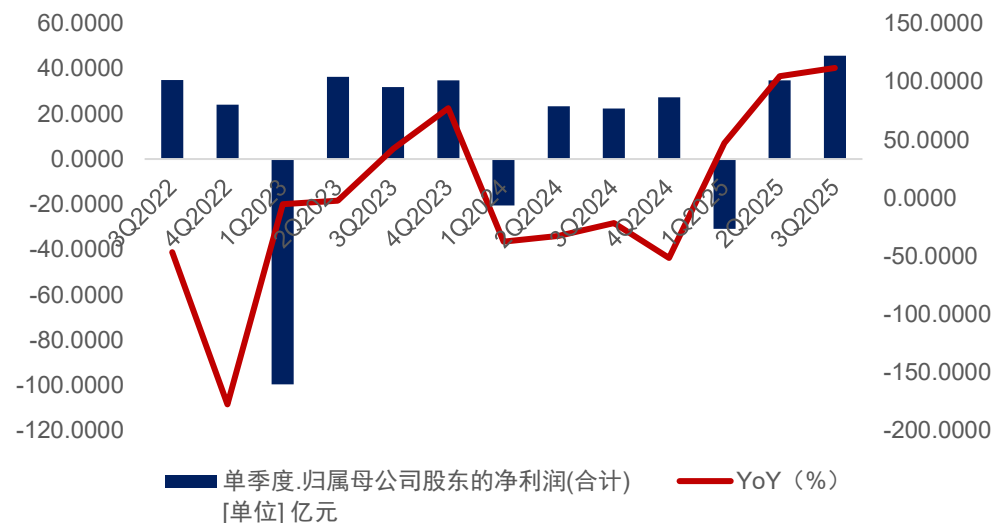
- 25年Q3A股传媒游戏板块上市公司共计实现营业收入304亿元、归母净利润46亿元，同比分别增长28.60%、111.65%；
- 归母净利润增速从25年Q1以来转正并呈现加速向上；营收亦持续拐点向上；主要得益于部分上市公司新品表现优异（如世纪华通、巨人网络等）。

图：游戏板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：游戏板块归母净利润及增速（季度）

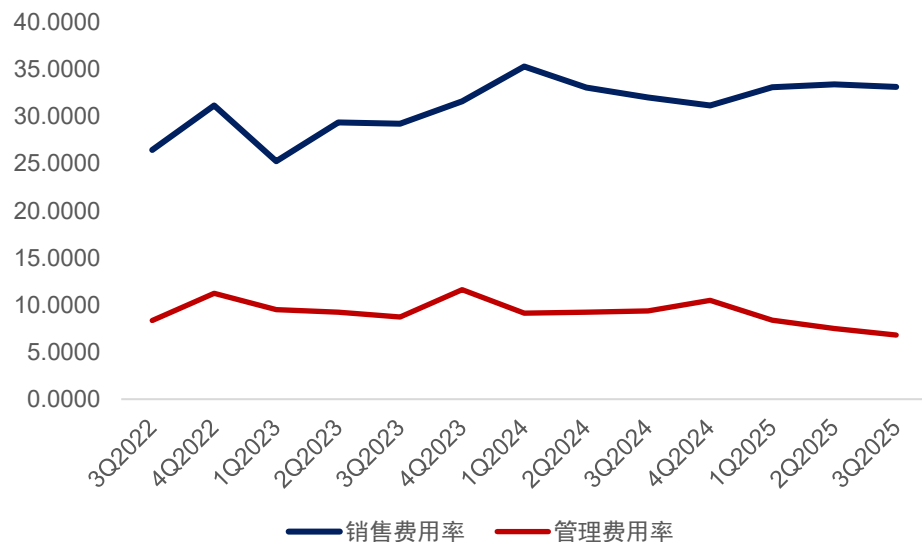


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 游戏：费用率管控良好，净利率改善向上

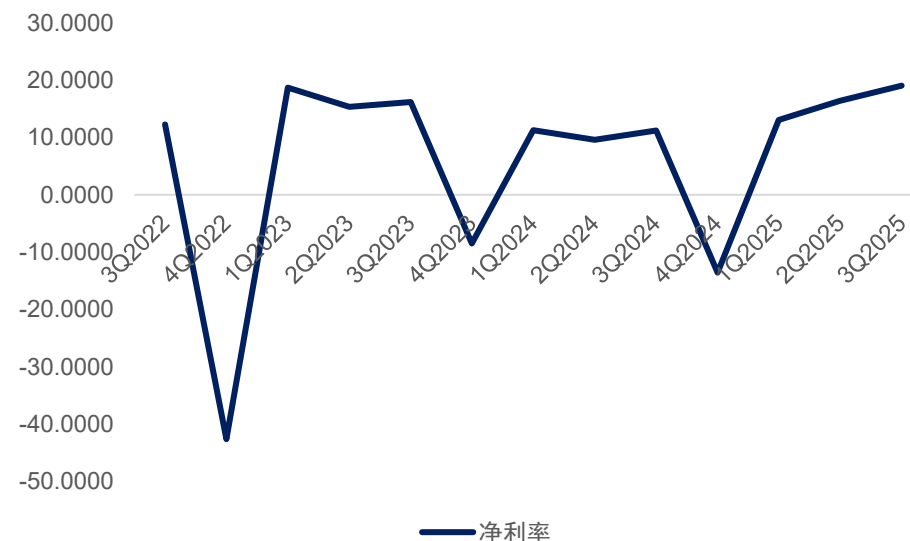
- 营收大幅增长的背景下，费用率整体表现良好。销售费用率33%，与Q1基本持平、与上年同期略微提升1个pct，表明新品内容质量提升带动作用较为明显；管理费用率下降，Q3全行业为6.8%，同、环比分别下降2.56、0.69个pct；
- 净利率改善明显，Q3环比Q2提升2.65个pct至19%、同比则提升7.83个pct。

图：游戏板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：净利率（季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 Q3游戏板块业绩加速向上



- 公司来看，Q3游戏板块归母净利润绝对值靠前的为ST华通、三七互娱、巨人网络、恺英网络、吉比特等标的，主要受益于旗下新游表现较好；
- 增速靠前的为游族网络、星辉娱乐、吉比特、冰川网络、昆仑万维等公司，主要由于新品上线以及基数效应等因素。

图：归母净利润排序

代码	简称	Q3归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002602.SZ	ST华通	1701	164%	70.47%	17.27%	5.99%
002555.SZ	三七互娱	944	49%	76.87%	23.75%	7.14%
002558.SZ	巨人网络	640	81%	90.46%	37.82%	4.38%
002517.SZ	恺英网络	633	35%	84.19%	42.35%	6.88%
603444.SH	吉比特	569	308%	94.59%	34.96%	10.67%
300002.SZ	神州泰岳	215	-54%	56.17%	14.97%	2.88%
300418.SZ	昆仑万维	190	180%	69.97%	2.95%	1.36%
300533.SZ	冰川网络	166	245%	93.47%	28.17%	9.84%
002624.SZ	完美世界	162	177%	64.83%	8.49%	2.32%
300113.SZ	顺网科技	162	39%	58.54%	34.09%	6.62%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润增速排序

代码	简称	Q3归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002174.SZ	游族网络	26	4467%	39.16%	7.92%	0.56%
300043.SZ	星辉娱乐	113	318%	53.11%	19.10%	6.69%
603444.SH	吉比特	569	308%	94.59%	34.96%	10.67%
300533.SZ	冰川网络	166	245%	93.47%	28.17%	9.84%
300418.SZ	昆仑万维	190	180%	69.97%	2.95%	1.36%
002624.SZ	完美世界	162	177%	64.83%	8.49%	2.32%
002602.SZ	ST华通	1701	164%	70.47%	17.27%	5.99%
300299.SZ	富春股份	0	105%	50.37%	0.50%	0.11%
600715.SH	文投控股	(1)	100%	32.89%	-0.98%	-0.08%
002558.SZ	巨人网络	640	81%	90.46%	37.82%	4.38%

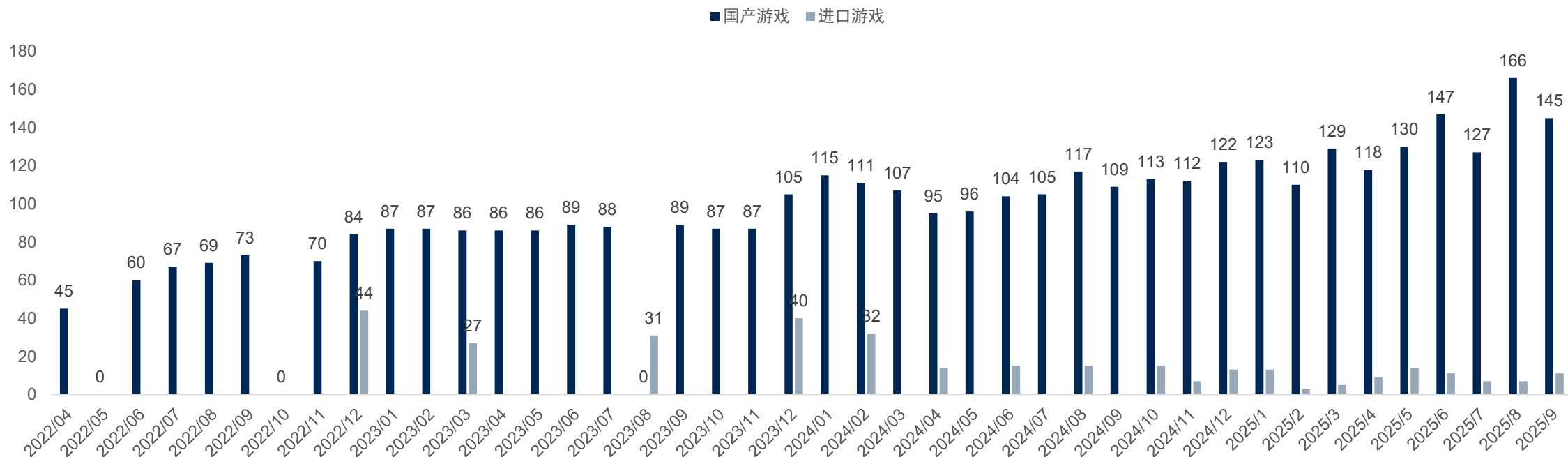
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 监管环境：版号常态化发放

➤ 游戏版号保持常态化发放趋势、月均版号发放数量过百，监管政策保持稳定

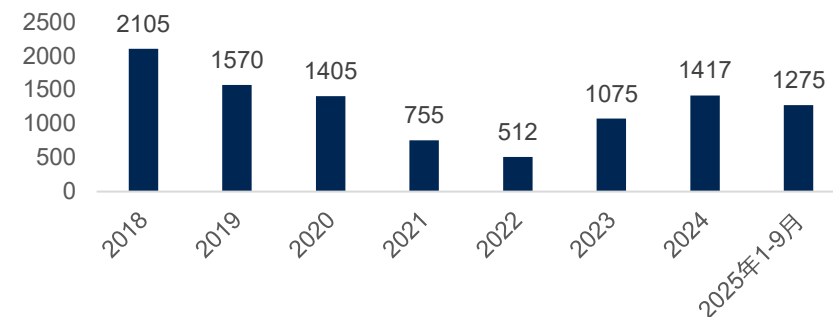
➤ 1-9月份累计发放游戏版号1275个，同比增长23.2%

图：游戏版号发放情况



资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

图：1-9月合计发放1275个游戏版号



资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

3.2 监管环境持续想好

- 中办、国办《提振消费专项行动方案》，首次提出“促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费”；
- 除此之外，中央及地方亦不断推出游戏行业支持政策，外部监管环境持续向好；

图：中央及地方政府游戏相关支持政策

部门	文件名称	时间	相关内容
中共中央办公厅/国务院办公厅	“十四五”文化发展规划	2022	鼓励依托网络平台推出优秀网络游戏产品，发展积极健康的网络文化，推动数字文娱产业创新
			强调文化数字化战略，支持游戏与动漫、影视等产业融合
中共中央办公厅/国务院办公厅	提振消费专项行动方案	2025	首次明确支持游戏消费，提出促进动漫、游戏、电竞及衍生品消费，推动国货“潮品”国内外市场拓展
			鼓励原创IP开发，将中华优秀传统文化融入游戏设计
地方政府	文件名称	时间	相关内容
上海市	电竞之都建设	2024	计划投资80亿元打造“全球电竞中心”，支持电竞赛事、游戏研发及技术创新
			鼓励原创精品游戏，对获得版号的游戏给予奖励，并支持与国际发行平台合作
浙江	《关于支持浙产游戏出海的若干措施（征求意见稿）》	2025	优化审批流程，推动属地化管理试点； 鼓励精品3A游戏开发，支持与国际发行平台合作，培育游戏直播达人； 以杭州为核心，打造环之江文化产业带；提供工商登记、住房等配套服务，助力游戏企业发展
成都高新区	《加快数字经济产业高质量发展若干政策》	2023	支持游戏产品研发上线，每家企业每年最高不超过500万元；鼓励游戏企业发行结算，每家企业每年最高不超过1000万元；鼓励优秀文创作品创作运营，每家企业每年最高不超过200万元；支持举办顶尖电竞赛事，每家企业每年最高不超过500万元；

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.3 头部公司新品强周期

- 巨人网络《超自然行动组》：创新性恐怖冒险手游，2025年1月23日正式上线。主打"中式微恐+多人合作"的差异化玩法，核心采用当下流行的"搜打撤"（搜索、战斗、撤离）机制，结合PVE合作生存模式。在这一设计下，四名玩家需要组队进入神秘古迹探险，寻找高价值道具（如圣杯、雪莲、龙珠），同时需要协同对抗AI控制的"鬼怪"并成功撤离。
- 2025年7月游戏首次进入iOS免费榜TOP3并于7月25日官宣“同时在线人数突破100万”的重要里程碑。8月根据Sensor Tower的统计ios流水位居第10位，超越同类型老牌手游《第五人格》；

图：《超自然行动组》ios排行及评分



资料来源： 七麦数据，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：8月ios手游收入排名

1	王者荣耀	-	11	恋与深空	▼
2	和平精英	-	12	蛋仔派对	▼
3	三角洲行动	-	13	开心消消乐	▲
4	无尽冬日	-	14	燕云十六声	▲
5	金铲铲之战	▲	15	火影忍者	-
6	地下城与勇士：起源	-	16	向僵尸开炮	▼
7	英雄联盟手游	▲	17	捕鱼大作战	▲
8	穿越火线	▲	18	无畏契约：源能行动	★
9	梦幻西游	▼	19	第五人格	▲
10	超自然行动组	▲	20	明日方舟	▲

资料来源： Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

图：《超自然行动组》同时在线破百万



资料来源： 游戏官网，国信证券经济研究所整理

3.3 头部公司新品强周期

- **世纪华通**：得益于《Whiteout Survival》、《Kingshot》、《无尽冬日》等游戏的优异表现，9月世纪华通两款手游位居中国手游海外榜单前2。
- SLG+X模式打造爆款工厂，《奔奔王国》小游戏及APP陆续上线，有望带动营收及利润持续向上；

图：9月世纪华通两款手游位居出海前二名

2025年9月中国手游收入TOP30 | 海外App Store + Google Play

图：《无尽冬日》



图：《奔奔王国》



手游及发行商	
1 Whiteout Survival 点点互动	16 鸣潮 库洛游戏
2 Kingshot 点点互动	17 Destiny: Rising 网易
3 Gossip Harbor: Merge & Story 柠檬微趣	18 万国觉醒 莉莉丝游戏
4 Last Z: Survival Shooter Florere Game	19 Tasty Travels: Merge Game 点点互动
5 PUBG MOBILE 腾讯	20 Project Makeover Magic Tavern
6 使命召唤手游 动视暴雪 & 腾讯	21 Archero 2 海彼
7 Dark War Survival Florere Game	22 Lands of Jail 益世界
8 原神 米哈游	23 杖剑传说 雷霆网络
9 崩坏：星穹铁道 米哈游	24 绝区零 米哈游
10 Top Heroes 江缘互动	25 明日方舟 鹰角网络 & 悠星网络 & 心动网络
11 Seaside Escape: Merge & Story 柠檬微趣	26 口袋奇兵 江缘互动
12 Age of Origins Camel Games	27 荒野行动 网易
13 Mobile Legends: Bang Bang 沐瞳科技	28 王国纪元 IGG
14 恋与深空 叠纸网络	29 碧蓝航线 悠星网络
15 Puzzles & Survival 三七互娱	30 三国志·战略版 灵犀互娱

以上榜单来源于Sensor Tower 2025年9月期间中国大陆以外App Store及Google Play商店之手游收入估算。

资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.3 头部公司新品强周期

- 吉比特：《问道》、《一念逍遥》保持稳定，奠定业绩基础。
- 新品《问剑长生》、《仗剑传说》表现良好，打开业绩增长空间
- SLG新品《九牧之野》等值得期待

图：《仗剑传说》



资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：《问剑长生》



资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

3.4 近期调整之下，26年估值具备良好安全边际



- 强产品周期持续。1) 年初至今，头部游戏公司爆品频出，世纪华通《无尽冬日》《Kingshot》、巨人网络《超自然行动组》DAU及流水实现大突破、吉比特《杖剑传说》等表现超预期；2) 展望未来，上述产品强周期有望持续；头部公司/新品中，《奔奔王国》国内上线、巨人网络《名将杀》等值得期待、完美世界《异环》、恺英网络《斗罗大陆》《盗墓笔记》、神州泰岳多款SLG新品等，头部公司新品强周期有望持续；
- 估值具备向上空间：按照一致预期，26年头部公司估值已经调整至20x以下水平，正常波动区间15-25x；而从产品和业绩周期来看，存在产品推动下的业绩与估值持续共振向上可能。

表：主要游戏公司盈利预测与估值

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
002602.SZ	ST华通	1287	524	1213	6058	10153	246	106	21	13
002558.SZ	巨人网络	687	1086	1425	2217	3358	63	48	31	20
002517.SZ	恺英网络	503	1462	1628	2162	2527	34	31	23	20
300418.SZ	昆仑万维	556	1258	(1595)	(393)	133	44	(35)	(141)	419
002555.SZ	三七互娱	463	2659	2673	2970	3201	17	17	16	14
2400.HK	心动公司	341	(83)	812	1653	1995	(411)	42	21	17
603444.SH	吉比特	348	1125	945	1554	1791	31	37	22	19
002624.SZ	完美世界	329	491	(1288)	792	1581	67	(26)	42	21
300002.SZ	神州泰岳	232	887	1428	1164	1477	26	16	20	16
600633.SH	浙数文化	169	663	512	652	749	25	33	26	23
300113.SZ	顺网科技	149	170	252	368	451	88	59	40	33
002605.SZ	姚记科技	107	562	539	601	661	19	20	18	16
300031.SZ	宝通科技	96	106	210	341	401	90	46	28	24

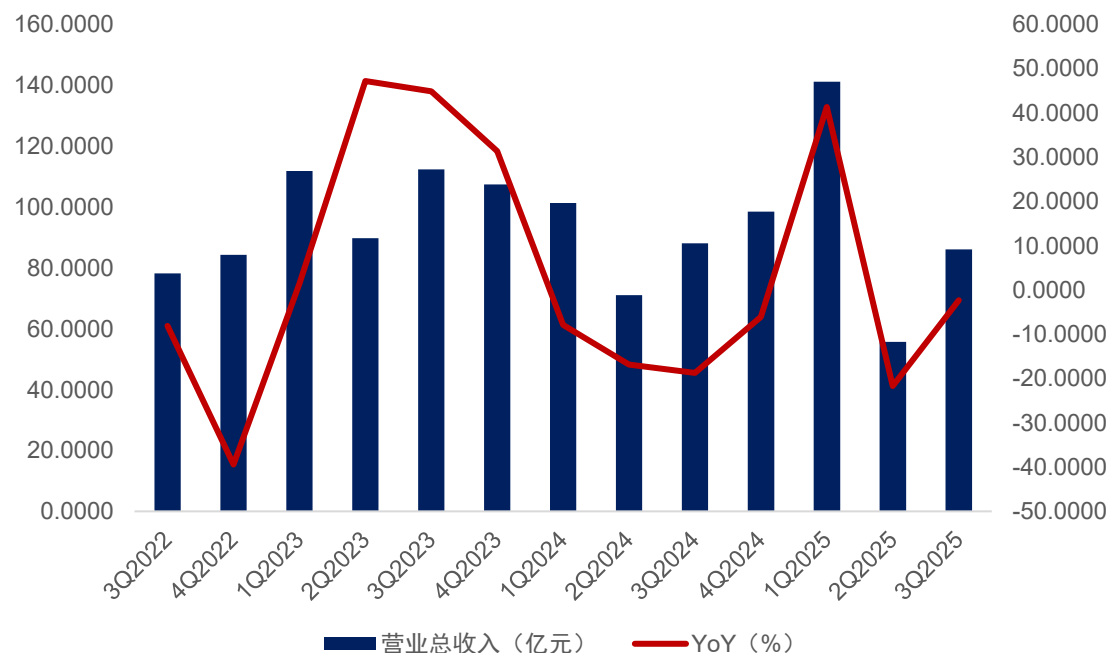
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，其中盈利预测为wind一致预期

4. 影视：政策见底，AI漫剧打开向上空间

4.1 Q3影视院线板块业绩小幅回暖

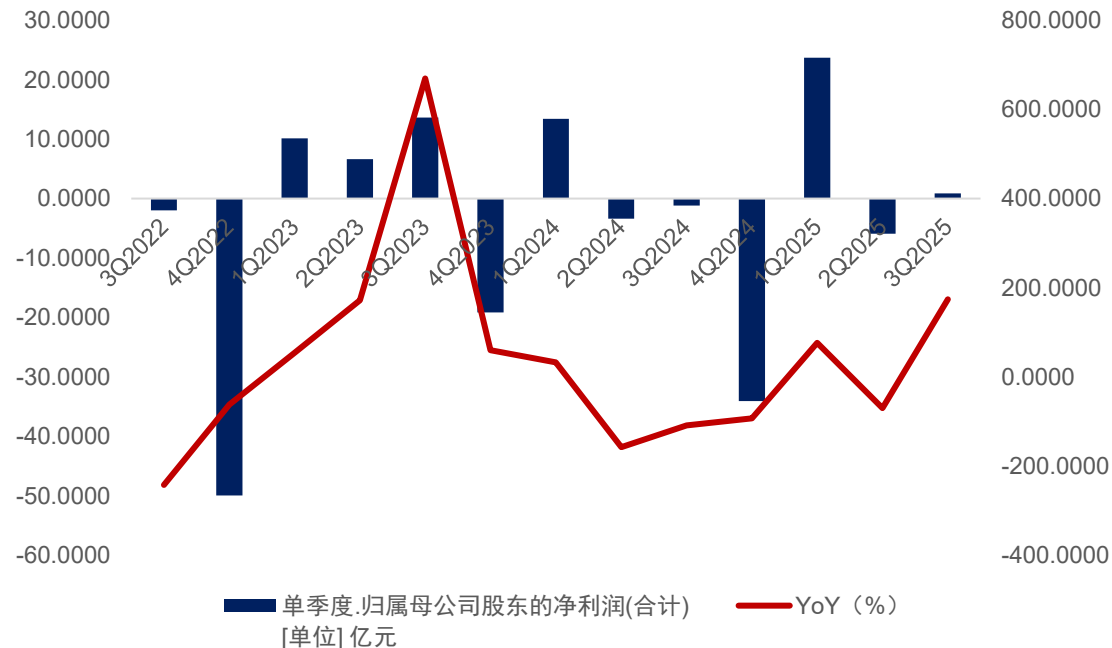
- 25年Q3A股影视院线板块上市公司共计实现营业收入86.1亿元、归母净利润0.86亿元，同比分别增长-2.32%、174.2%；
营收下滑幅度相比Q2有所缩窄、净利润整体实现为正；

图：影视院线板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：影视院线板块归母净利润及增速（季度）

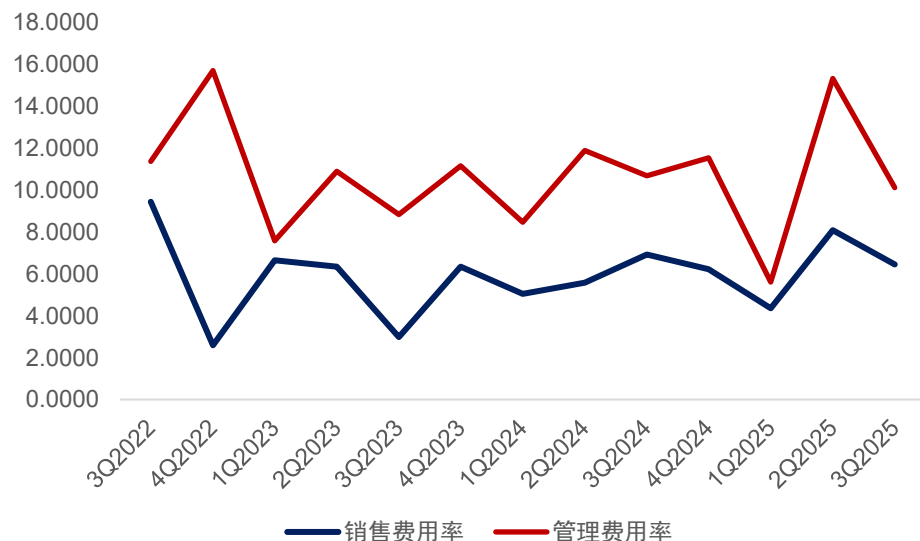


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.1 影视院线：盈利能力处于低位

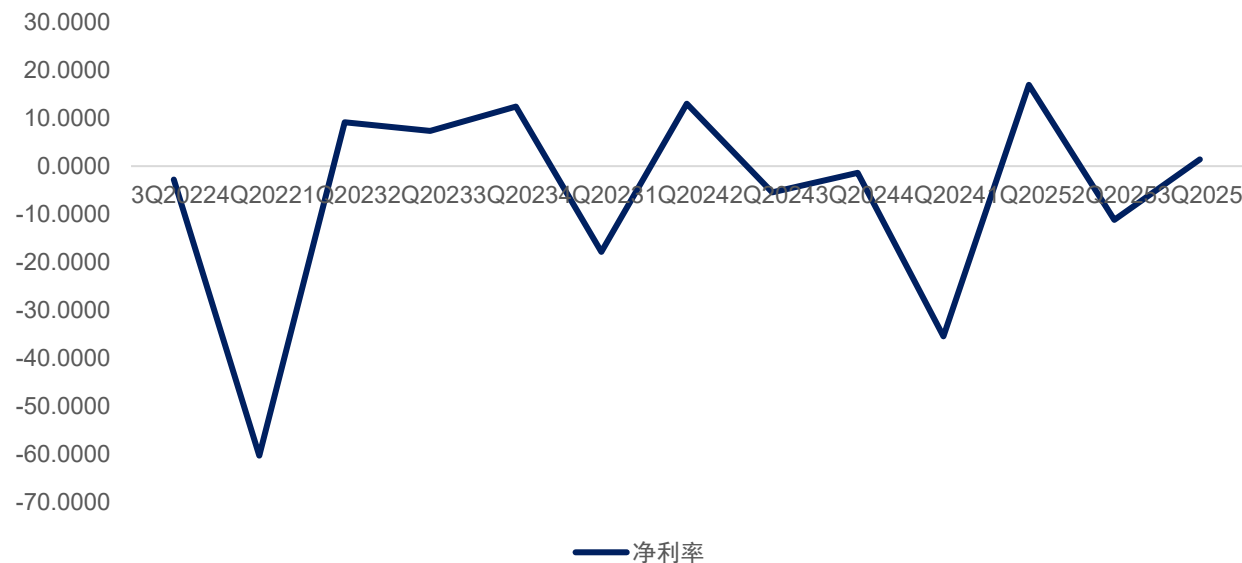
➤ 收入下滑背景下，由于较高的固定经营成本及费用，全行业盈利能力继续处于低位，Q3全行业净利润率1.43%；

图：费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：利润率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.1 影视院线板块分化较为显著



➤ 利润靠前的为中国电影、万达电影、光线传媒等；增速靠前的为中国电影、光线传媒、万达电影、横店影视等公司，整体来看除直接受益所投影片票房贡献的内容制作机构（中国电影、光线传媒、万达电影等）之外，经营杠杆弹性较高的院线板块对整体票房市场表现更为敏感，同时下行周期中头部公司抗风险能力更为突出。

图：归母净利润排序

代码	简称	Q3归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
600977.SH	中国电影	177	1317%	30.92%	15.55%	1.61%
002739.SZ	万达电影	173	212%	26.60%	5.62%	2.27%
300251.SZ	光线传媒	106	994%	29.65%	28.21%	1.01%
601595.SH	上海电影	86	124%	48.16%	32.67%	5.00%
300182.SZ	捷成股份	67	-40%	9.97%	10.99%	0.80%
300133.SZ	华策影视	58	-39%	46.33%	23.86%	0.79%
002292.SZ	奥飞娱乐	14	-17%	43.25%	2.27%	0.45%
603103.SH	横店影视	4	105%	7.55%	0.74%	0.28%
603721.SH	*ST天择	2	-52%	21.66%	3.64%	0.43%
002343.SZ	慈文传媒	(4)	-53%	123.35%	-153.04%	-0.45%

图：归母净利润增速排序

代码	简称	Q3归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
600977.SH	中国电影	177	1317%	30.92%	15.55%	1.61%
300251.SZ	光线传媒	106	994%	29.65%	28.21%	1.01%
002739.SZ	万达电影	173	212%	26.60%	5.62%	2.27%
601595.SH	上海电影	86	124%	48.16%	32.67%	5.00%
603103.SH	横店影视	4	105%	7.55%	0.74%	0.28%
001330.SZ	博纳影业	(54)	75%	19.85%	-18.00%	-1.28%
300528.SZ	幸福蓝海	(13)	68%	17.85%	-6.57%	-2.38%
002905.SZ	金逸影视	(13)	65%	24.52%	-4.58%	-13.17%
000892.SZ	欢瑞世纪	(29)	59%	57.71%	-19.75%	-3.33%
300027.SZ	华谊兄弟	(39)	41%	16.60%	-65.24%	-14.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.2 “广电21条” 出台，政策底显现

- 国家广播电视总局印发实施《进一步丰富电视大屏内容 促进广电视听内容供给的若干举措》，其中包括“取消40集上限”“不严格限制古装剧数量”“抓好纪录片精品制作”“大力支持精品优秀动画片”等21条改革措施；
- 具体来看，广电21条”在内容制作、审查机制、播出等环节对相关政策做出了诸多优化调整，有望带动内容供给端持续改善、从而逐步带动需求端回暖，影视内容行业底部反转有望。

表：“广电21条”主要内容

类别	主要内容
内容创新与建设	<ul style="list-style-type: none">• 实施“内容焕新计划”，加强内容创新。• 加强纪录片、动画片精品创作。• 鼓励支持优秀微短剧进入电视播出。
电视剧管理政策优化	<ul style="list-style-type: none">• 取消电视剧40集上限（但超长剧目仍需特别审核，防止“注水剧”）。• 取消季播剧播出间隔一年的限制。• 古装剧播出调控不再严格限制时长和比例。• 不再限制“一剧两星”，大力支持网台同步播出。
引进境外优秀节目	<ul style="list-style-type: none">• 鼓励择取境外优秀作品进行高质量本土化改编（并不局限于日、韩IP）。• 支持引进优质海外电视剧、纪录片、动画片在卫视频道黄金时段播出。• 优化引进剧集指标分配，取消单一主体引进指标数量限制。
审查机制改进	<ul style="list-style-type: none">• 建立总局和省局同步审查机制，缩短审查周期。• 审查时限由50天压缩至30天。（注：部分协审时限不超过50天）• 对系列剧、季播剧、单元剧、情景喜剧等试行“边审边播、边改边播”。• 优化协审机制（如专家提前介入，非必要不协审）。
技术发展与版权保护	<ul style="list-style-type: none">• 加强超高清节目制作播出宣传推介。• 加强相关法律法规制度建设，加强节目版权保护。

资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

4.3 AI漫剧有望带动板块上行

➤AI动漫短剧是指运用AIGC技术，从剧本创作、角色设计、场景搭建到动画制作全流程参与或主导的动漫短剧形式。通过A实现内容的快速生成和批量化生产，显著降低了传统动漫制作的门槛和成本。得益于AI技术的快速进步以及短剧受众迅速扩大，AI动漫短剧正成为内容市场的高成长蓝海赛道；

表： AI动漫短剧行业进展

典型作品	AI真人剧	《兴安岭诡事》：上线21小时播放量破千万，抖音原生收益超30万。
		《奶团太后宫心计》：累计播放量达2.1亿。
	AI动画剧集	《新世界加载中》：快手推出的全球首部AI单元故事集，总时长180分钟。
		《团圆令》：国内首部AIGC全流程动画电影，应用自研AI生产平台。
	AIGC互动短剧	《百工灵》：上海电影艺术学院推出的全国首部AIGC互动动画短剧。
标志性事件	平台扶持	抖音：发布三项漫剧扶持政策，提供番茄IP授权、制作补贴和头部采买。
		B站：推出"觉醒计划"，提供100%制作成本资金扶持及最高80%的分成。
		快手：推出"灵感·新纪元 AIGC 创投计划"，激励AI漫剧创作。
		- 爱奇艺AI短片大赛：覆盖30多国，吸引超2300位创作者参与。

表：部分上市公司布局情况

公司名称	短剧布局	短剧业务情况
中文在线 (300364.SZ)	IP、海外发行、AI技术	拥有海量网文IP，短剧平台 ReelShort 在北美影响力居前；同时利用自研AI大模型提升内容生成和全球化适配效率。
华策影视 (300133.SZ)	内容制作、AI技术应用	作为头部影视公司，短剧年产能超80部；与抖音合作推出精品短剧《21和31》，总播放量超2亿，旗下drama wave平台累计下载量超3000万次，月活用户破1000万；已自研"AIGC大模型"并用于剧本生成等环节，提升制作效率。
慈文传媒 (002343.SZ)	内容制作、海外发行	拥有丰富的头部IP储备，并与腾讯达成战略合作；其联合出品的短剧曾登陆北美平台并取得良好排名。
国脉文化 (600640.SH)	AI技术、内容制作	将AI技术深度应用于短剧制作，2025年上半年成功制作并上线了125集AI短剧。
因赛集团 (300781.SZ)	营销服务、AI技术	为品牌方提供短剧内容营销全链服务；自研InsightGPT用于生成脚本和视频剪辑，已发布AI微短剧预告片探索AIGC赛道。
百纳千成 (300291.SZ)	内容制作	已推出动画短剧《观复猫》和中短剧《超越吧！阿娟》，这两部作品已于2024年初在抖音上线
欢瑞世纪 (000892.SZ)	IP储备、内容制作	拥有大量小说改编权等IP资源，并已在AI短剧、AI漫剧等新兴赛道深化布局。
芒果超媒 (300413.SZ)	内容生态、AI技术	覆盖内容制作与平台运营全产业链，其AI大模型已备案，并应用于微短剧、综艺等内容生产。
完美世界 (002624.SZ)	内容制作	在抖音等平台设有短剧频道，并尝试将游戏IP改编为短剧，与影视业务协同发展。
阅文集团 (0722.HK)	IP及内容	开放十多万部精品网文IP用于漫剧等视觉化开发，2025年上半年国产动画热度TOP10中，有8部改编自阅文IP；战略投资头部AI漫剧制作公司酱油动漫；微信和抖音等平台推出了超过50款短剧小程序，如“星月漫故事”、“仙草短剧”等
哔哩哔哩 (9626.HK)	平台	开源动漫视频生成模型AniSora；发布了动画短剧的扶持政策“觉醒计划”，该计划面向UP主、MCN和动画短剧相关公司，提供30%至100%的成本覆盖、最高分成80%

资料来源：DoNews，36Kr，国信证券经济研究所整理

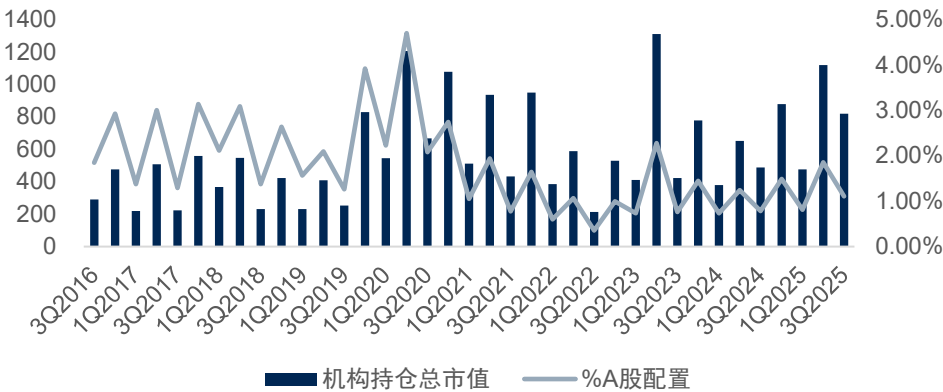
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

5. 投资建议：从日历效应看传媒板块，把握游戏超跌及AI应用机会

5.1 Q3公募机构配置持续回暖

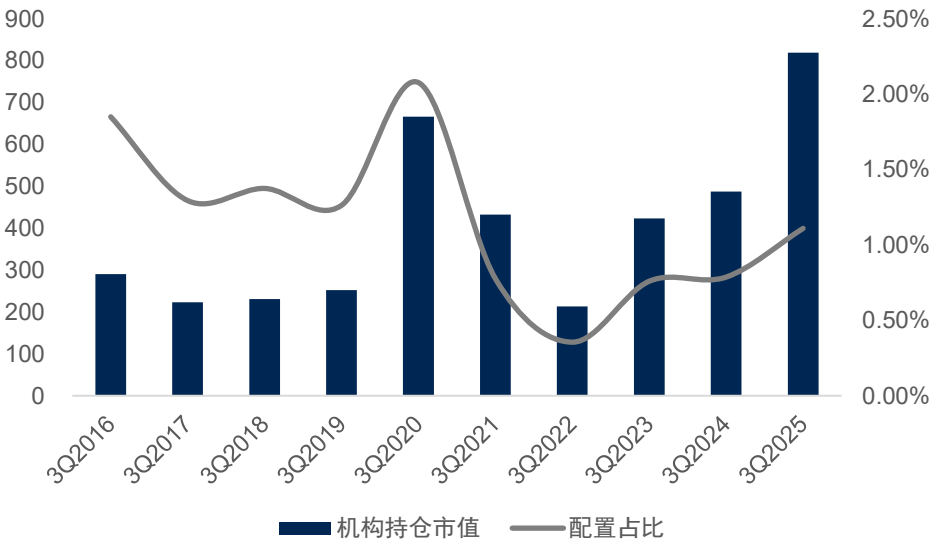
➤ 截至Q3（0630），公募机构在传媒板块持仓总市值819亿元，占传媒板块总市值4.43%，占公募机构A股持仓比例为1.11%，从2023年Q3以来持续上行。

图：公募基金持仓占板块总市值（Q3）



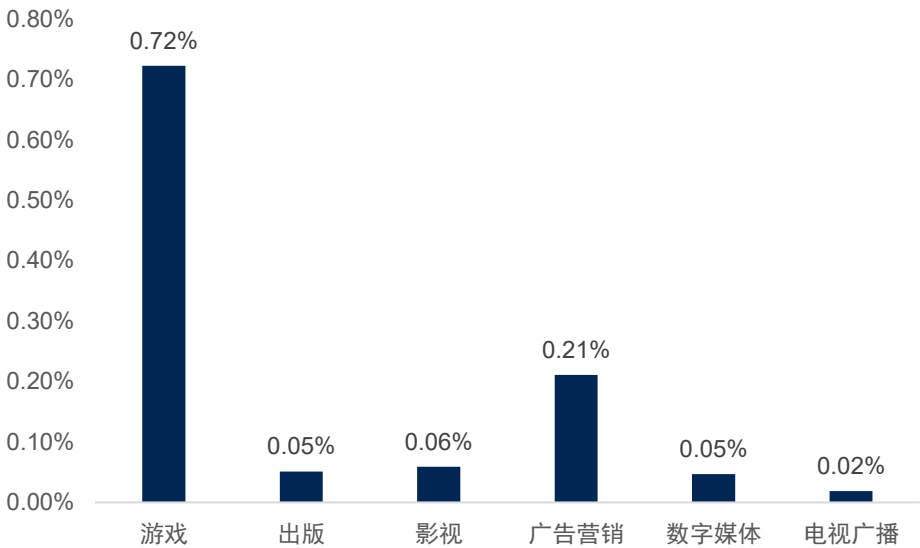
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募机构配置（亿元）占比（Q3）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申万二级行业公募机构配置比例（Q3）

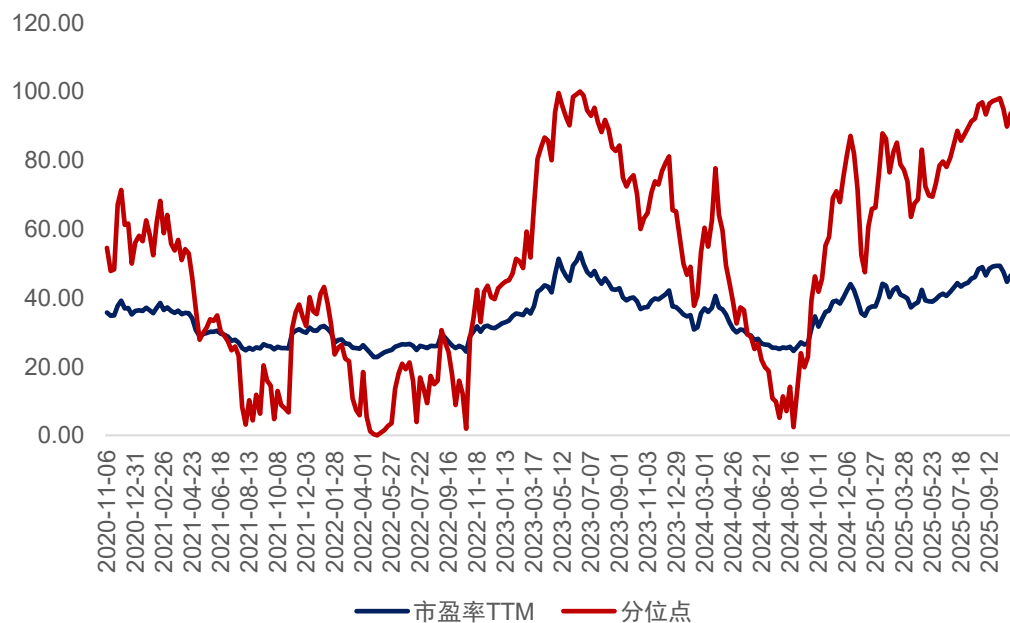


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.2 近期调整较为明显

- 年初至今传媒板块上涨27%，相对沪深300超额收益3.94%，表现良好；
- 近期以来板块调整较为显著，9月25-10月30板块下跌8.56%，游戏等板块调整明显；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 45.4x，处于过去5年91%分位数；

图：传媒板块TTM-PE 分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：年初至今传媒行业涨幅表现

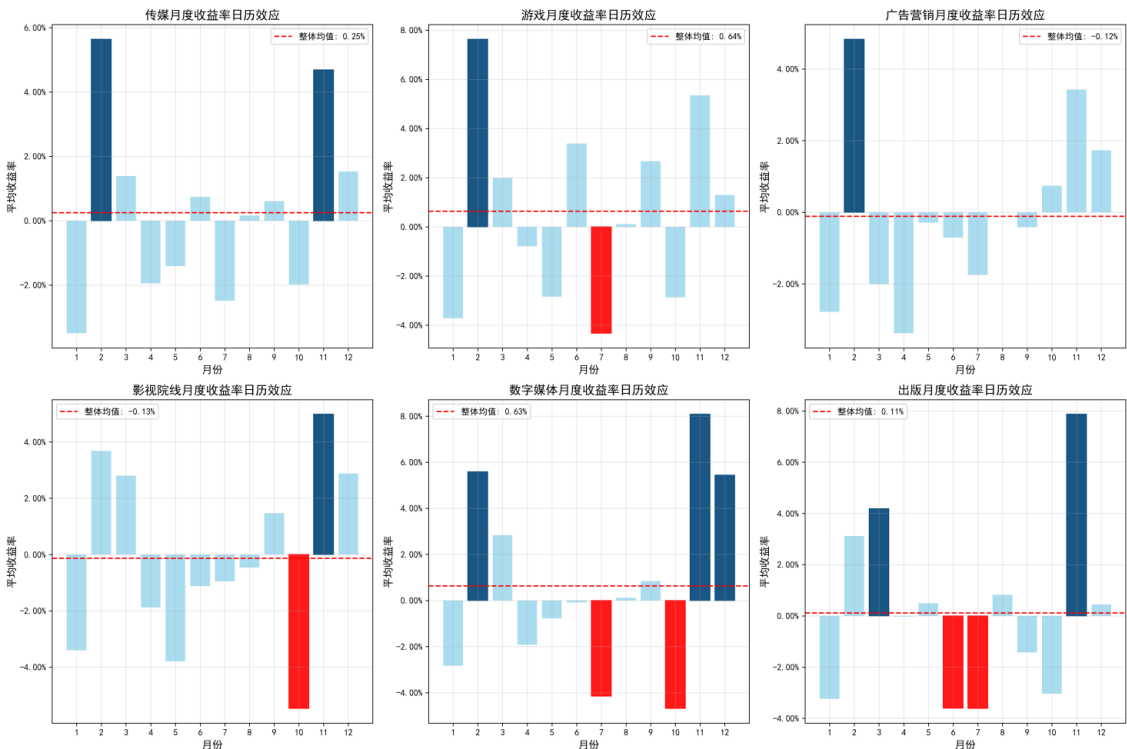


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.3 关注日历效应，把握游戏超跌及AI应用机会

- 传媒及子行业具备明显的日历效应；
- 我们统计了从2008年1月到2025年9月期间传媒及子行业（申万行业指数）逐月表现，从历史数据来看，传媒行业及子行业在部分月份具备较为明显的日历效应。具体来看，传媒板块整体在2月、11月具备显著的正效应及最佳月度表现，而1月、4月、7月表现普遍相对较差，主要子行业如游戏、广告营销、影视等均具备类似特征；

图：传媒板块日历效应



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：传媒及子行业具备明显的日历效应

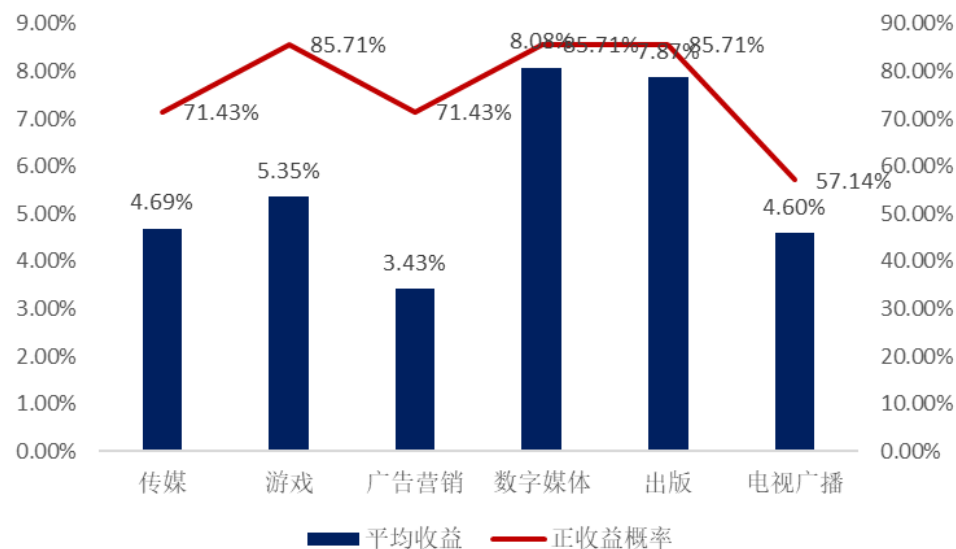
行业	数据期间(月)	平均月收益率	正收益月数	正收益概率	表现最佳月份	最佳月份平均收益	表现最差月份	最差月份平均收益	显著正收益月份	显著负收益月份
传媒	93	0.25%	43	46.24%	2	5.64%	1	-3.50%	[2, 11]	
游戏	93	0.64%	41	44.09%	2	7.63%	7	-4.33%	[2]	[7]
广告营销	93	-0.12%	42	45.16%	2	4.83%	4	-3.38%	[2]	
影视院线	93	-0.13%	40	43.01%	11	4.98%	10	-5.46%	[11]	[10]
数字媒体	93	0.63%	40	43.01%	11	8.08%	10	-4.68%	[2, 11, 12]	[7, 10]
出版	93	0.11%	42	45.16%	11	7.87%	7	-3.61%	[3, 11]	[6, 7]
电视广播	93	-0.12%	39	41.94%	11	4.60%	4	-4.65%	[2, 11]	[1, 4]

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.3 关注日历效应，把握游戏超跌及AI应用机会

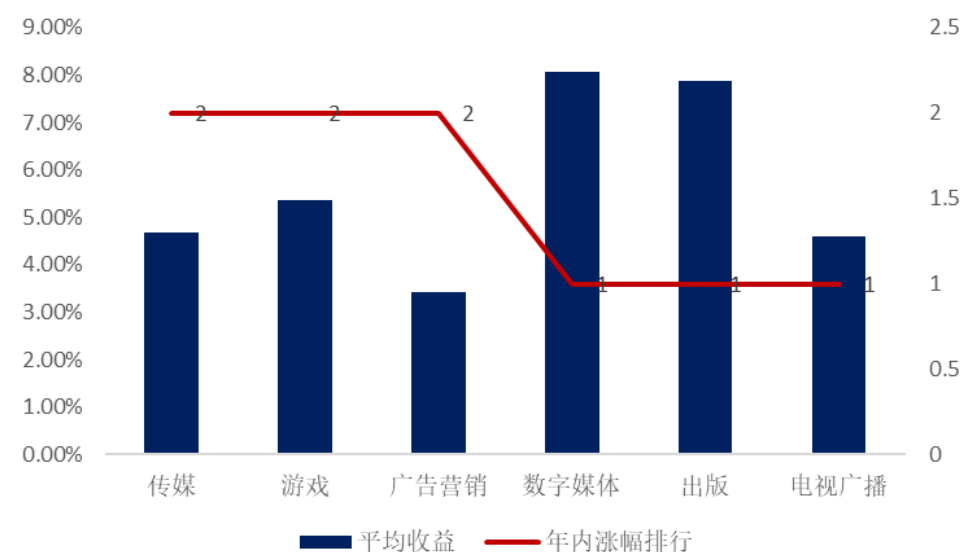
- 历史来看，11月份传媒及子行业具备较好的投资机会；
- 2018年以来，传媒行业11月收益均值为4.69%、年内月收益排名第二、正收益概率达到71.43%；主要子行业中游戏、数字媒体、出版正收益概率均在80%以上，年内涨幅排名均位居前2；

图：11月平均收益及上涨概率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：11月平均收益及年内涨幅排行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.3 投资建议

- 板块景气度持续改善、近期调整赋予较好买入机会；结合历史日历效应表现及传媒板块自身基本面及主题催化可能，行业有望迎来触底向上可能；1）强新品周期有望推动游戏板块业绩与估值持续上修，自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐巨人网络、吉比特、恺英网络、心动公司等标的，近期调整赋予良好布局机会； IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩等）；
- 关注内容政策转向与AI应用机会，重点看好AI动漫短剧方向。AIGC打开中长期成长新空间，关注AI应用底部布局机会。内容政策转向、中长期AIGC应用及VR/AR等为代表的新科技有望逐步落地，重点把握内容政策底与AI应用场景机会；a）影视内容关注政策转向、供给端底部改善带动需求改善可能，推荐平台（芒果超媒、哔哩哔哩）、内容（光线传媒、华策影视等）以及播放渠道（万达电影等）；b）AI应用重点把握应用场景机会，重点关注AI动漫短剧方向，关注广告、玩具等领域机会，AI动漫短剧推荐中文在线、昆仑万维、阅文集团、哔哩哔哩、芒果超媒等IP、平台出海标的、关注高弹性的内容制作公司如华策影视等，AI广告营销方向推荐汇量科技、浙文互联等标的；

风险提示

商誉减值风险；

业绩不达预期；

经营管理风险；

监管政策风险；

日历效应失效；

新技术落地低于预期等。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032