



传媒互联网产业行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

传媒与互联网组

分析师：陈泽敏（执业 S1130524020004）
chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：陆意（执业 S1130522080009）
luyi5@gjzq.com.cn

联系人：马晓婷
maxiaoting@gjzq.com.cn

基本面尚在筑底，静待业绩回升及 AI 落地

投资逻辑

- **传媒板块：收入持续修复，4Q23 及 1Q24 盈利水平短期承压；估值催化弱化，市场表现走弱。** 1) 传媒（申万）板块营收自 1Q23 开始增速转正，归母净利扭亏为盈，4Q23 盈利水平下滑存在季节性，预计主要系部分公司费用于 Q4 确认，且 Q4 为线下观影淡季；1Q24 盈利水平下滑主要受游戏板块拖累。2) Q3 起板块回调，传媒（申万）板块 Q3 下跌 15.58%，4Q23、1Q24 回调幅度收窄。
- **游戏：行业供给修复的 β 逐步弱化，小游戏蓬勃发展，各公司表现分化，AI 为年报关键词。** 1) 23 年 5 月以来中国游戏市场收入恢复正增长，6-8 月增幅逐月扩大，8 月游戏市场收入同增 46.1%，后续收入增速变缓，23 年整体呈现版本号重发后的修复态势，1Q24 盈利水平略有下滑，预计主要系竞争加剧；2) 21-23 年小游戏市场规模从 27.5 亿增至 200 亿，24 年 2 月微信小游戏月活突破 7.5 亿，同比+超 20%，环比+35%以上，超过手游用户规模，同时行业参与者也在快速增多，小游戏开发者数量从 22 年的超 10 万，增至 24 年 4 月的超 40 万。我们认为，小游戏市场竞争加剧或将导致买量成本提升，投放 ROI 或下滑，积累了 know-how 的公司推出头部小游戏的概率或更高。同时多家公司年报中提及 AI 工具应用情况，当前已广泛应用 AI 工具于游戏研运中。3) 各公司业绩表现与产品上线节奏、营销推广投入、长线运营产品表现有关，主要分化为：①新品上线不多，但头部老产品运营较好，业绩稳健；②新品陆续上线，且出现体量较大的产品，并呈现一定持续性，保障业绩稳健或释放；③老游戏流水自然下滑，产品周期尚待启动，业绩未进入明显改善期。
- **影视院线：院线供需双修复，影视剧制作公司业绩主要与产品周期关联。** 1) 院线：全板块修复。院线（申万）2023 及 1Q24 均显著修复，扣非归母扭亏，主要系票房增长拉动，但影院广告投放的恢复承压，对影院的盈利能力造成一定冲击；2) 影视动画制作：内容制作公司因产品节奏不同而有所分化，各公司中业绩表现突出的是当期有较多且优质产品上线的公司。
- **广告营销：业绩随消费回暖而逐步修复。** 广告媒体公司业绩修复较显著，营销代理公司收入增速相对较慢，但利润释放有限，其中广告媒体公司依托自身媒体资源优势，直接受益广告主投放意愿恢复，业绩增速更快，高经营杠杆下，利润增速更高；而营销代理板块的头部公司表现相对突出。
- **出版：保持稳健态势，预计后续利润水平受税收优惠政策变化影响。** 传统出版公司教材教辅占有一定比重，多年保持着业绩稳健的趋势，23 年 10 月税收优惠政策发生变化，目前已反映至 4Q23 及 1Q24 的报表端，若后续税收优惠政策未恢复，则出版公司的税率将达到较高的水平。
- **电视广播：业绩持续承压，预计主要系有线业务的拖累。** 业绩表现相对较好的个股包括 2 类：1) 业务多元化发展或有线业务占比较低的上市公司；2) 经济较发达地区的有线广电公司。

投资建议

- **23 年及 1Q24 业绩落地，看好传媒行业，建议关注 AI 主线，业绩稳健、股息率较高的出版板块及业绩边际向上且确定性较强的公司。** 个股方面，建议关注主力产品表现持续良好、24 年将上线两款新游戏的神州泰岳，产品周期有望于 24 年启动的吉比特；储备丰富且包括优质 IP 产品、后续业绩增长较有保障的光线传媒、博纳影业；具备稳定经营及分红能力的中文传媒。

风险提示

- 内容上线及表现不及预期风险；宏观经济运行不及预期风险；AI 技术迭代和应用不及预期风险；政策监管风险。



内容目录

一、传媒板块：收入持续修复，4Q23 及 1Q24 盈利水平短期承压；估值催化弱化，市场表现走弱.....	4
二、游戏：受产品上线节奏及表现影响，业绩分化.....	5
2.1、供给显著恢复后重新进入常态化阶段，个股业绩表现随产品上线节奏不同呈现分化，AI 工具应用中	5
2.2、投资建议：看好产品周期将启动、业绩边际向好的个股.....	8
三、影视院线：暑期档亮眼，业绩显著恢复.....	11
3.1、院线供需双修复，但广告投放承压；内容制作公司因产品节奏不同而有所分化.....	11
3.2、投资建议：看好直接受益大盘表现，及投资或制作内容将上线的标的.....	13
四、广告营销：业绩随消费回暖而逐步修复.....	14
五、出版：业绩保持稳健态势，后续税收优惠政策变动或影响净利润水平.....	16
六、电视广播：业绩持续性承压，预计主要系有线业务拖累.....	17
七、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：1Q21-1Q24 传媒（申万）板块营收及其同比增速.....	4
图表 2：1Q21-1Q24 传媒（申万）板块归母净利润变化.....	4
图表 3：传媒（申万）细分板块 4Q23 及 1Q24 营收、归母净利润同比增速.....	4
图表 4：传媒板块申万二级行业 2023、3Q23、4Q23、1Q24 涨跌幅.....	4
图表 5：申万一级行业 2023、4Q23、1Q24、24 年 4 月涨跌幅.....	5
图表 6：2018 年以来进口游戏版号发放情况梳理.....	5
图表 7：2023 年中国游戏市场月度收入及其同比增速.....	5
图表 8：2020 年 1 月以来国产游戏版号发放情况梳理.....	6
图表 9：1Q21-1Q24 游戏 II（申万）营收及其同比变化.....	7
图表 10：1Q21-1Q24 游戏 II（申万）扣非净利及其同比变化.....	7
图表 11：1Q21-1Q24 游戏 II（申万）销售费用及其同比变化、占营收比例.....	7
图表 12：小程序游戏市场规模及其同比增速.....	7
图表 13：微信小游戏月活及环比增速.....	7
图表 14：小游戏开发者数量变化.....	8
图表 15：A 股游戏公司 4Q23 及 1Q24 业绩表现.....	8
图表 16：A 股游戏公司产品储备梳理.....	9
图表 17：2019-23 年及 1Q24 票房及观影人次变化.....	11
图表 18：2019-23 年及 1Q24 平均票价及上座率变化.....	11
图表 19：2020-1Q24 票房、观影人次、平均票价、上映影片数占 19 年比例：随时间推进而逐步提高.....	11



图表 20:	1Q21-1Q24 院线 (申万) 营收及其同比变化.....	12
图表 21:	1Q21-1Q24 院线 (申万) 扣非归母及其占收入比.....	12
图表 22:	A 股院线公司 4Q23、1Q24 业绩表现.....	12
图表 23:	2020-23 年 H1 院线公司各业务收入同比变化.....	12
图表 24:	1Q21-1Q24 影视动漫制作 (申万) 营收变动.....	12
图表 25:	1Q21-1Q24 影视动漫制作 (申万) 盈利变动.....	12
图表 26:	4Q22-1Q24 各 A 股影视制作公司营收增速.....	13
图表 27:	4Q22-1Q24 各影视制作公司归母净利率.....	13
图表 28:	影视动画制作公司影视剧储备.....	13
图表 29:	1Q21-1Q24 广告营销 (申万) 营收及其同比增速.....	14
图表 30:	1Q21-1Q24 广告营销 (申万) 扣非归母净利变化.....	14
图表 31:	1Q21-1Q24 营销代理 (申万) 营收及其同比增速.....	15
图表 32:	1Q21-1Q24 营销代理 (申万) 扣非归母变化.....	15
图表 33:	1Q21-1Q24 广告媒体 (申万) 营收及其同比增速.....	15
图表 34:	1Q21-1Q24 广告媒体 (申万) 扣非归母变化.....	15
图表 35:	4Q22-1Q24 A 股广告营销公司营收同比增速.....	15
图表 36:	4Q22-1Q24 A 股广告营销公司归母净利同比增速.....	15
图表 37:	4Q22-1Q24 A 股广告营销公司归母净利率变化.....	16
图表 38:	1Q21-1Q24 出版 (申万) 营收及其同比增速.....	16
图表 39:	1Q21-1Q24 出版 (申万) 扣非归母变化.....	16
图表 40:	1Q21-1Q24 出版公司营收同比增速变化.....	16
图表 41:	1Q21-1Q24 出版公司归母净利同比增速变化.....	16
图表 42:	1Q21-1Q24 出版公司归母净利率变化.....	17
图表 43:	出版公司股息率: 仍处于较高的水平.....	17
图表 44:	1Q22-1Q24 出版 (申万) 所得税费用/利润总额变动.....	17
图表 45:	1Q21-1Q24 出版 (申万) 营收及其同比增速.....	18
图表 46:	1Q21-1Q24 出版 (申万) 扣非归母变化.....	18
图表 47:	1Q21-1Q24 电视广播 (申万) 公司营收同比增速变化.....	18
图表 48:	1Q21-1Q24 电视广播 (申万) 公司归母净利同比增速变化.....	18
图表 49:	1Q21-1Q24 电视广播 (申万) 公司归母净利率变化.....	18

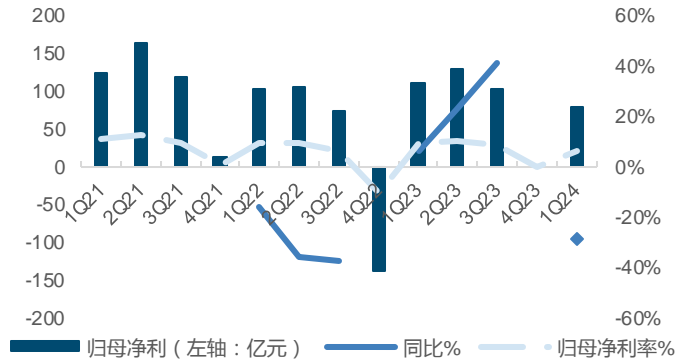
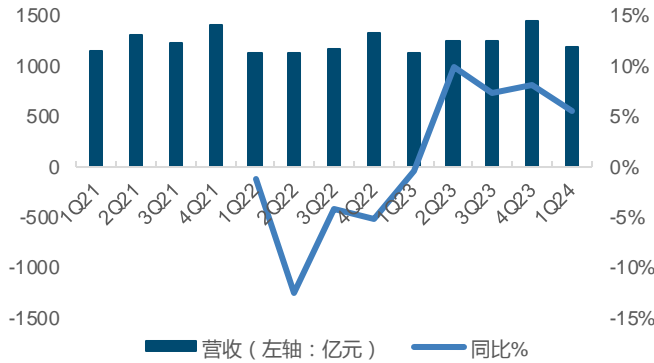


一、传媒板块：收入持续修复，4Q23 及 1Q24 盈利水平短期承压；估值催化弱化，市场表现走弱

■ 业绩：4Q23 及 1Q24 营收延续 23 年 Q1-3 的修复态势，盈利水平短期承压。1) 传媒（申万）板块营收增速自 1Q23 开始转正，归母净利润扭亏为盈，主要原因在于广告营销板块顺周期，业绩随宏观经济修复而逐步恢复；游戏、影视供给向好，推动业绩增长；而传统出版业绩保持稳健态势。2) 4Q23 盈利水平下滑存在季节性，预计主要系部分公司费用于 Q4 确认，且 Q4 为线下观影淡季；1Q24 盈利水平下滑主要受游戏板块拖累。

图表1：1Q21-1Q24 传媒（申万）板块营收及其同比增速

图表2：1Q21-1Q24 传媒（申万）板块归母净利润变化



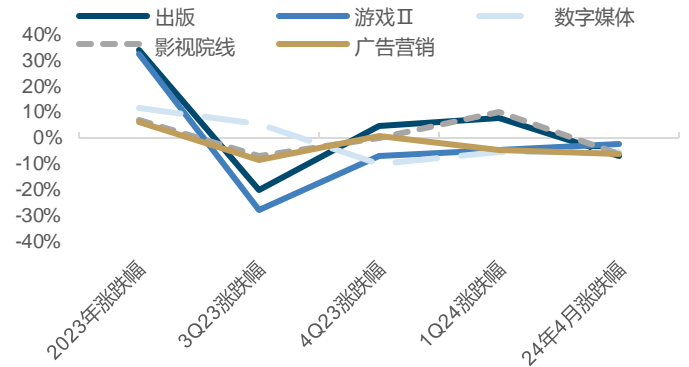
来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

图表3：传媒（申万）细分板块 4Q23 及 1Q24 营收、归母净利润同比增速

图表4：传媒板块申万二级行业 2023、3Q23、4Q23、1Q24 涨跌幅

	营收同比增速		归母净利润同比增速	
	4Q23	1Q24	4Q23	1Q24
游戏II	-1.36%	6.32%	-36.79%	-36.79%
广告营销	19.82%	18.95%	-27.95%	-9.65%
影视院线	32.45%	-7.87%		33.49%
出版	1.16%	0.31%	74.50%	-25.39%
电视广播	-6.46%	-7.70%		转亏



来源：ifind，国金证券研究所

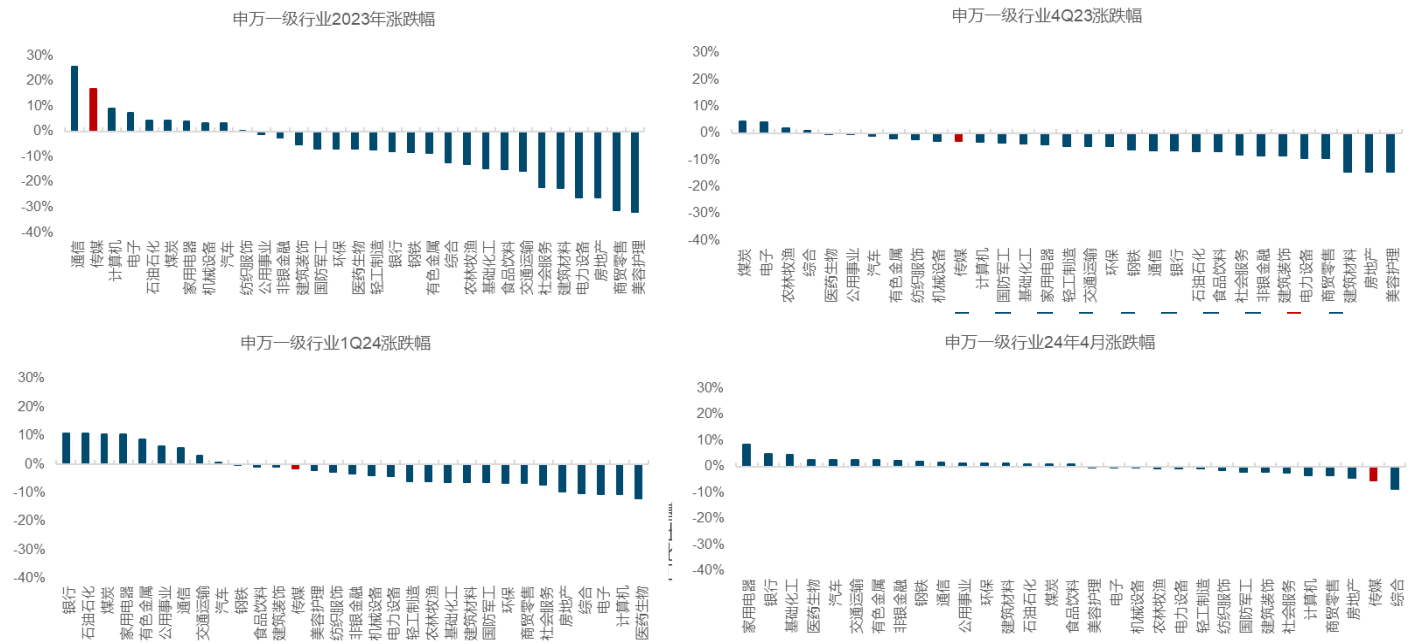
来源：ifind，国金证券研究所

■ 二级市场表现：4Q23 及 24 年以来全板块持续回调，但跌幅低于 3Q23。申万一级行业涨跌幅显示，传媒板块 4Q23、1Q24 分别下跌 3.09%、1.48%，低于 3Q23 的 15.58%，其中游戏及广告营销板块 4Q23、1Q24 回调幅度相对较大，出版及影视院线板块 Q4 上涨，传媒细分赛道市场表现分化。我们认为主要原因在于 AI 对行业估值的整体性催化减弱，各行业回归自身逻辑，分板块看：

- 1) 游戏行业的持续性回调主要系下供给向好的 β 有所弱化，23 年 12 月 22 日，国家新闻出版署发布关于公开征求《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》意见的通知，对网络游戏的管理提出一系列意见，意见反馈截止时间为 2024 年 1 月 22 日，该征求意见稿的发布引起市场异动及对后续行业监管收紧的担忧；同时，小程序游戏红利逐步消退；且各公司业绩分化。
- 2) 广告营销板块的小幅回调预计主要系消费大盘的弱复苏。
- 3) 出版 4Q23、1Q24 表现相对坚挺预计主要系业绩稳健、股息率相对较高。
- 4) 影视院线 4Q23、1Q24 预计主要系院线供需双修复，24 年春节档创新高。



图表5: 申万一级行业 2023、4Q23、1Q24、24年4月涨跌幅



来源: ifind, 国金证券研究所

二、游戏：受产品上线节奏及表现影响，业绩分化

2.1、供给显著恢复后重新进入常态化阶段，个股业绩表现随产品上线节奏不同呈现分化，AI 工具应用中

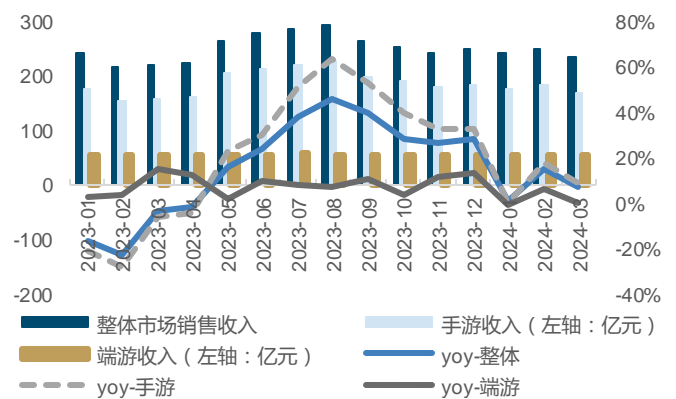
■ 22年4月以来版号发放常态化，23年供给回暖明显，24年该β减弱。23年12月至24年3月国产游戏版号发放数量持续4个月过百，23年12月《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》发布后，又相继发放一批进口版号和一批国产游戏版号（105款）、24年1-3月国产游戏版号均过百，我们认为从监管层面释放了鼓励游戏行业健康良性发展的信号；23年发布2批进口版号，合计98款；24年2月发放32款进口游戏版号，其中《DNF》手游获批。但是，对比23年上半年发放版号数量的同比变化，下半年的边际变化已减弱。

图表6: 2018年以来进口游戏版号发放情况梳理

	进口游戏版号发放日期	距上次版号发放间隔日期	进口游戏版号发放数量
2024	2024/2/2	42	32
2023	2023/12/22	115	40
2023	2023/8/29	244	58
2022	2022/12/28	548	44
2021	2021/6/28	199	76
2020	2020/12/11	382	96
2019	2019/11/25	637	178
2018	2018/2/26	66	50

来源: 国家新闻出版署, 国金证券研究所

图表7: 2023年中国游戏市场月度收入及其同比增速



来源: 伽马数据, 国金证券研究所



图表8: 2020年1月以来国产游戏版号发放情况梳理

	国产游戏版号发布日期	距上次版号发放间隔日期	国产游戏版号发放数量	申报休闲益智移动游戏占比	休闲益智移动游戏数量
2024-04	2024/4/26	28	95	44.21%	42
2024-03	2024/3/29	31	107	53.27%	57
2024-02	2024/2/27	32	111	54.95%	61
2024-01	2024/1/26	32	115	50.43%	58
2023-12	2023/12/25	21	105	33.33%	35
2023-11	2023/12/4	39	87	28.74%	25
2023-10	2023/10/26	31	87	8.05%	7
2023-09	2023/9/25	61	89	17.98%	16
2023-08	无	--	--	--	--
2023-07	2023/7/26	35	88	29.55%	26
2023-06	2023/6/21	30	89	29.21%	26
2023-05	2023/5/22	32	86	16.28%	14
2023-04	2023/4/20	28	86	22.09%	19
2022-10	无	--	0	--	0
2023-03	2023/3/23	41	86	17.44%	15
2022-12	2022/12/28	41	84	--	--
2023-02	2023/2/10	24	87	12.64%	11
2022-09	2022/9/13	43	73	42.47%	31
2022-11	2022/11/17	65	70	10.00%	7
2022-08	2022/8/1	20	69	11.59%	8
2023-01	2023/1/17	20	96	--	--
2022-07	2022/7/12	35	67	10.45%	7
2022-06	2022/6/7	57	60	--	--
2022-05	无	--	0	--	0
2022-04	2022/4/11	263	45	4.44%	2
2022-03	无	--	0	--	0
2022-02	无	--	0	--	0
2022-01	无	--	0	--	0
2021-12	无	--	0	--	0
2021-11	无	--	0	--	0
2021-10	无	--	0	--	0
2021-09	无	--	0	--	0
2021-08	无	--	0	--	0
2021-07	2021/7/22	41	87	16.09%	14
2021-06	2021/6/11	18	86	25.58%	22
2021-05	2021/5/24	27	86	27.91%	24
2021-04	2021/4/27	39	86	32.56%	28
2021-03	2021/3/19	40	166	40.36%	67
2021-02	2021/2/7	5	84	50.00%	42
2021-01	2021/2/2	33	84	50.00%	42
2020-12	2020/12/31	31	89	34.83%	31
2020-11	2020/11/30	45	163	66.87%	109
2020-10	2020/10/16	17	67	49.25%	33
2020-09	2020/9/29	39	188	39.89%	75
2020-08	2020/8/21	23	57	40.35%	23
2020-07	2020/7/29	44	169	40.83%	69
2020-06	2020/6/15	18	54	38.89%	21
2020-05	2020/5/28	31	109	45.87%	50
2020-04	2020/4/27	34	109	45.87%	50
2020-03	2020/3/24	28	101	52.48%	53
2020-02	2020/2/25	34	105	51.43%	54
2020-01	2020/1/22	23	97	38.14%	37

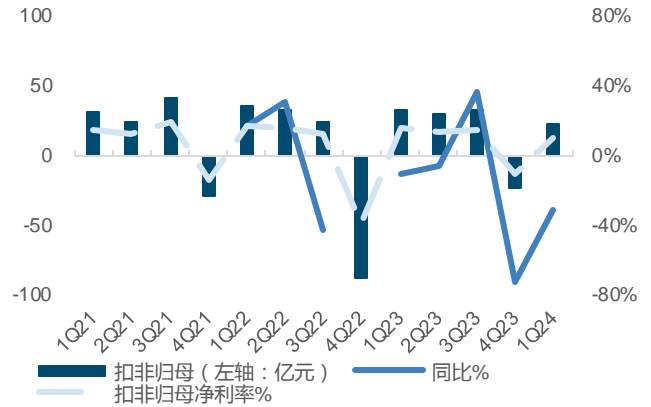
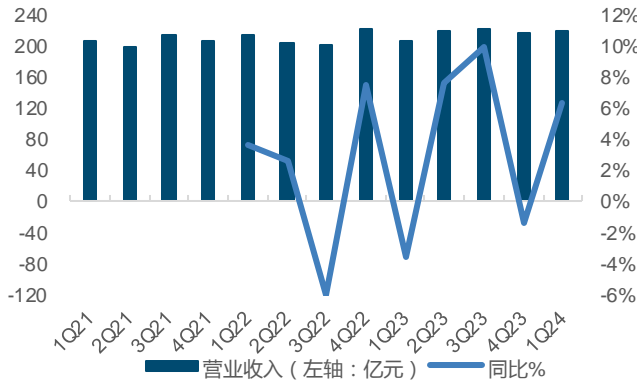
来源: 国家新闻出版署, 国金证券研究所

■ 游戏市场保持修复态势, 游戏板块 1Q24 盈利水平同比有所下滑。1) 2Q23 游戏市场收入开始显著修复, Q3 同比修复最显著, 23 年 8 月以来, 游戏市场收入增速开始下滑, 但除 24 年 1 月外均保持正增长。2) 选用游戏 II (申万) 指数, 从 2021 年以来每个季度的行业营收、归母净利润看, 21 年 8 月版号停发 8 个月, 给 2Q22 以来的收入、净利润增长带来较大压力, 2H22 表现明显, 收入同比下滑接近 4 个点, 4Q22 大幅亏损, 23 年 Q2 以来, 版号恢复发放的影响呈现在业绩端, 4Q23 的亏幅度大幅收窄, 1Q24 盈利水平下滑预计主要系游戏供给增加, 推广费用提高, 销售费率提升所致。



图表9: 1Q21-1Q24 游戏 II (申万) 营收及其同比变化

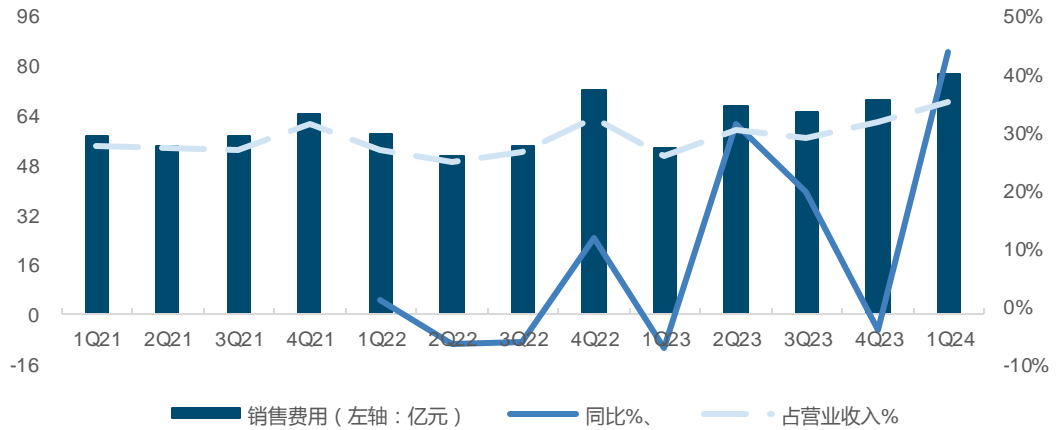
图表10: 1Q21-1Q24 游戏 II (申万) 扣非净利及其同比变化



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表11: 1Q21-1Q24 游戏 II (申万) 销售费用及其同比变化、占营收比例

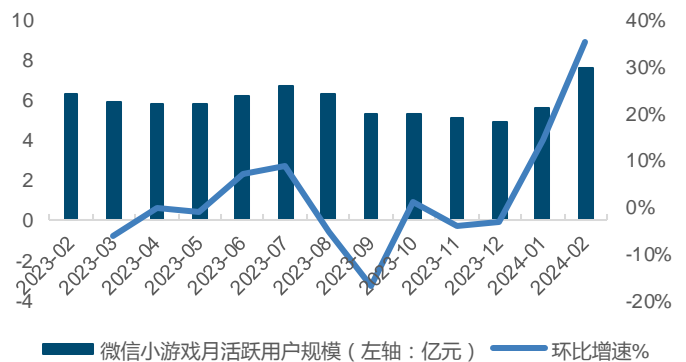
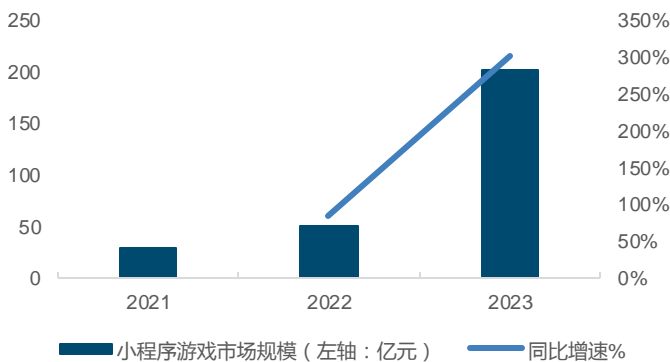


来源: ifind, 国金证券研究所

■ 小程序游戏市场蓬勃发展, 但竞争加剧。2021-23 年小程序游戏市场规模从 27.5 亿元增至 200 亿元, CAGR 高达 169.7%, Quest Mobile 数据显示, 24 年 2 月微信小游戏月活突破 7.5 亿, 同比增长超 20%, 环比增长 35% 以上, 超过手游用户规模 (23 年为 6.68 亿), 小程序游戏市场打开。行业参与者也在快速增多, 小游戏开发者数量从 22 年的超 10 万, 增至 24 年 4 月的超 40 万。我们认为, 小游戏市场规模打开的同时在吸引越来越多参与者, 竞争加剧, 预计买量成本将提升, 积累了 know-how 的公司推出头部小游戏的概率或更高。

图表12: 小程序游戏市场规模及其同比增速

图表13: 微信小游戏月活及环比增速

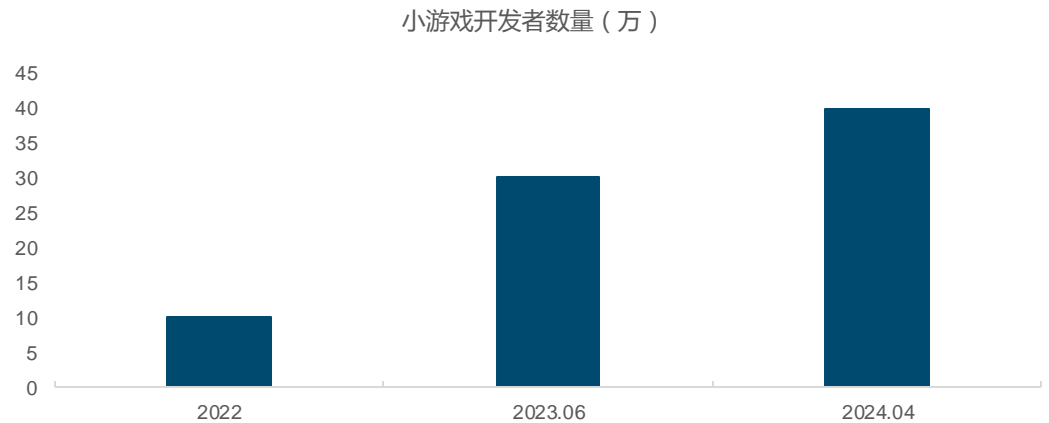


来源: 伽马数据, 国金证券研究所

来源: Quest Mobile, 国金证券研究所



图表14: 小游戏开发者数量变化



来源: 微信小游戏公开课, 国金证券研究所

- 游戏板块业绩表现仍分化, 主要与产品上线节奏、营销推广投入、长线运营产品表现变化。业绩表现主要分化为:
 - ①新品上线不多, 但头部老产品运营较好, 业绩表现稳健, 比如神州泰岳、巨人网络;
 - ②新品陆续上线, 且出现体量较大的产品, 并呈现一定持续性, 保障业绩的稳健或释放, 比如恺英网络、三七互娱、世纪华通;
 - ③老游戏流水自然下滑, 产品周期尚待启动, 业绩未进入明显改善期或有所下滑, 比如吉比特、完美世界。

图表15: A股游戏公司4Q23及1Q24业绩表现

	营收同比增速		销售费率变动		归母净利润同比增速		扣非归母净利润同比增速		3Q23-1Q24上线新品
	4Q23	1Q24	4Q23	1Q24	4Q23	1Q24	4Q23	1Q24	
三七互娱	-4.7%	26.2%	6.7%	9.9%	-33.2%	-20.5%	-37.6%	-8.1%	23年9月《寻道大千》海外版本《小妖问道》上线中国大陆外地区; 23年10月《灵魂序章》小程序上线; 23年11月《扶摇一梦》iOS公测;
世纪华通	49.9%	41.0%	10.1%	7.7%	均亏损	50.3%	39.2%	91.7%	23年7月《龙之谷2》上线
恺英网络	40.6%	36.9%	7.9%	12.6%	240.8%	47.1%	180.3%	48.3%	3Q23《仙剑奇侠传: 新的开始》小程序版上线, 24年1月26日全平台公测; 23年10月《石器时代: 觉醒》上线, 腾讯独代; 23年11月《新倚天屠龙记》上线; 23年11月《纳萨力克之王》上线, 哔哩哔哩独代
巨人网络	41.2%	37.2%	12.4%	-9.7%	-97.9%	44.0%	58.6%	54.4%	24年2月《王者征途》小程序游戏加大买量投放
完美世界	-8.6%	-30.2%	-2.2%	4.6%	均亏损	-12.3%	7.5%	-	23年8月《幻塔》主机版上线国际市场; 24年2月《一拳超人: 世界》海外地区上线
神州泰岳	21.7%	22.8%	-2.6%	-7.9%	104.6%	65.6%	160.4%	95.4%	-
吉比特	-34.4%	-9.0%	4.5%	0.7%	-40.8%	-37.4%	-36.7%	-29.5%	23年8月上线《飞吧龙骑士》, 23年12月上线《超进化物语2》《皮卡堂之梦想起源》, 24年3月上线《Outpost: Infinity Siege》、《Monster Never Cry (代号原点)》
游族网络	-4.0%	-29.3%	-15.1%	-1.6%	-11.4%	-59.9%	-46.6%	292.1%	23年9月《山海镜花》-归来正式公测, 23年10月《绯色回响》上线中国大陆; 24年3月上线《三国云梦录》
宝通科技	42.0%	11.2%	-0.2%	2.5%	-100.5%	3.2%	-11.5%	22.1%	23年9月上线《马赛克英雄》; 23年10月上线《重返未来: 1999》
名臣健康	2.6%	-1.1%	-16.2%	-1.4%	-	31.3%	-	34.2%	23年8月《锚点降临》上线

来源: ifind, 各公司财报, 七麦数据, 国金证券研究所, 注: 非完全展示

- 多家上市公司于23年报中披露AI工具应用情况。目前AI+绘画、AI+代码、AI+语音均有工具在应用, AI玩法也在持续探索。比如巨人网络AI绘画平台角色和场景原画方面的生产效率优化效果达到50%-70%, 在UI和icon方面的生产效率优化效果超过80%, 部分项目的UI、icon已完全实现AI出图, AI语音生成平台已广泛应用于公司内游戏制作配音、AI NPC以及宣发配音等环节, 上线代码层AI大模型, 部分项目的代码研发效率提升达30%-40%, 《太空杀》推出全新的AI玩法“AI推理小剧场”; 三七互娱2D美术相关工作在运用AI赋能后大幅提升, 研发、发行各业务线合计AI-2D绘图每月产量超过28万张, 通过实施AI制作2D美术的新流程平均可节省角色原画的60%-80%工时。

2.2、投资建议: 看好产品周期将启动、业绩边际向好的个股

- 23年度及1Q24业绩落地, 预计风险偏好逐渐转向传媒, 关注后续产品储备丰富、新游上线确定性相对较强的公司, 预计业绩兑现度较高。

- 个股建议关注神州泰岳、世纪华通、三七互娱、完美世界、吉比特:
 - 1) 神州泰岳: 2款主力海外SLG产品表现稳中有升, 验证了公司在SLG赛道的实力, 24年2款新的SLG游戏上线后有望贡献业绩增量;
 - 2) 24年4月1日上线的《Whiteout Survival》小程序版《无尽冬日》于4月15日冲入小游戏畅销榜TOP10, 5月3日微信游戏数据显示, 《无尽冬日》位列TOP5, 同时《Whiteout Survival》运行稳健;
 - 3) 三七互娱: 《寻道大千》保持在小游戏畅销榜前列, 一定程度保障了公司在小游戏赛道的优势; 且公司产品储备丰富, 包括斗罗MMO及一系列小程序游戏, 有望推动后续业绩增值;
 - 4) 完美世界: 24年1月《一拳超人: 世界》海外上线, 4月《女神异闻录: 夜幕魅影》上线, 产品周期启动中, 同时公司积极优化游戏团队, 中长期利



好产品研运，随新品逐步上线，有望迎来业绩拐点；5) 吉比特：产品储备丰富且自研产品较多，《问道手游》《一念逍遥》目前排名企稳，根据产品排期 24 年下半年有望启动产品周期。

图表16: A 股游戏公司产品储备梳理

股票简称	游戏名称	游戏题材、类型	研发/代理	预计上线时间
三七互娱	代号斗罗 MMO	国漫东方玄幻 MMORPG	自研	2024 年及以后
	代号 MLK	日式 Q 版 MMORPG	自研	2024 年及以后
	代号休闲 SLG	Q 版战争 SLG	自研	2024 年及以后
	代号正奇 SLG	写实三国 SLG	自研	2024 年及以后
	代号战歌 M	西方魔幻 MMORPG	自研	2024 年及以后
	代号 DQ	日式奇幻卡通放置 RPG	自研	2024 年及以后
	代号 M1	欧美卡牌休闲	自研	2024 年及以后
	代号 TD	玄幻题材塔防	自研	2024 年及以后
	时光杂货店	现代模拟经营	代理	2024 年及以后
	赘婿	古风水墨模拟经营	代理	2024 年及以后
	时光大爆炸	绘本卡通国风模拟经营	代理	2024 年及以后
	Yes Your Highness	中世纪题材模拟经营	代理	2024 年及以后
	代号商途	古穿商斗模拟经营	代理	2024 年及以后
	诸神黄昏：征服	西方魔幻 MMORPG	代理	2024 年及以后
	三国群英传：鸿鹄霸业	三国题材 SLG	代理	2024 年及以后
	赤壁之战 2	三国题材 SLG	代理	2024 年及以后
	Mecha Domination	巨兽题材 SLG	代理	2024 年及以后
	Primal Conquest: Dino Era	恐龙卡通 SLG	代理	2024 年及以后
	Abyss Survivor	魔幻卡通 SLG	代理	2024 年及以后
	恺英网络	失落星环	星际题材卡牌	代理
代号休闲		现代度假村休闲	代理	2024 年及以后
Match Cozy 3D		现代卡通休闲益智	代理	2024 年及以后
代号梦境		现代都市写实女性向	代理	2024 年及以后
王者传奇 2		传奇	自研	开发后期
纳萨力克：崛起		-	自研	开发后期
代号：MJH		-	自研	开发后期
斗罗大陆：诛邪传说		-	自研	开发后期
代号：盗墓		-	自研	开发后期
代号：HM		-	自研	开发中期
代号：LZ		-	自研	开发中期
Project: RO		-	自研	开发中期
代号：HY		-	自研	开发中期
代号：XA	-	自研	开发初期	
代号：WL	-	自研	开发初期	
代号：LZG	-	自研	开发初期	
U 项目	-	自研	开发初期	
吉比特	航海王：梦想指针（中国大陆）	3D 竖屏冒险动作	代理	2024 年 4 月 1 日
	仗剑传说（代号 M88）（中国大陆及港澳台、日韩地区）	魔幻题材放置养成	自研	2024 年下半年（境外）
	亿万光年（全球）	科幻题材策略卡牌、轻度 SLG	代理	2024 年下半年（中国大陆）
	封神幻想世界（中国大陆）	国风题材 RPG	代理	2024 年下半年



	神州千食舫（中国大陆及港澳台、东南亚地区）	美食题材模拟经营	代理	2024年（境外）
	M72（代号）（中国大陆及港澳台、东南亚地区）	放置修仙	自研	未确定
	最强城堡（全球）	策略塔防类	自研	未确定
	失落城堡2（全球）	冒险题材 Roguelike	代理	未确定
世纪华通	无尽冬日（《Whiteout Survival》小程序版）	SLG	自研	24年4月上线
完美世界	女神异闻录：夜幕魅影	JRPG	自研	2024年4月12日上线国内，4月18日上线中国港澳台地区及海外
	一拳超人：世界	动作冒险探索 RPG	自研	2024国内
	乖离性百万亚瑟王：环	策略卡牌	自研	2024
	淡墨水云乡	-	自研	2024
	诛仙2	新派幻想国风仙侠 MMORPG	自研	2024, 2024年4月23日开启测试
	Perfect New World 端游	动作类 MMO	自研	2024
	神魔大陆	西方魔幻	自研	2024年及以后
	代号野蛮人	-	自研	2024年及以后
	代号新世界	-	自研	2024年及以后
	代号 YH	-	自研	2024年及以后
	代号 Z	-	自研	2024年及以后
	灵笼	开放世界	自研	2024年及以后
神州泰岳	代号 DL	SLG+模拟经营，科幻题材	自研	2024年
	代号 LOA	SLG+模拟经营，文明题材	自研	2024年
巨人网络	原始征途（小程序版）	国战类 MMORPG	自研	2024 中旬
	征途系列小程序游戏	国战类 MMORPG	自研	2024 及以后
游族网络	少年西游记2	国潮朋克卡牌 RPG 游戏	自研	定档 24年4月30日
	绯色回响（韩国）	RPG 卡牌	自研	24年及以后
	山海镜花-归来（港澳台）	回合制卡牌	自研	24年及以后
	Vice Nation	卡牌+SLG	自研	24年及以后
	我的三体：2277	创新类	自研	24年及以后
	少年三国志3	放置卡牌	自研	24年及以后
	代号 WH	策略数值卡牌	-	24年及以后
	代号 U	卡牌+ACT	-	24年及以后
	代号 SR2（欧美）	模拟经营	-	24年及以后
	代号 3T（2-3）	-	-	24年及以后
	异兽纪元	SLG	自研	24年及以后
	少年系列游戏	小游戏	自研	24年及以后
	三十六计	小游戏	自研	24年及以后
	代号 A	轻度卡牌小游戏	自研	24年及以后
	代号 Pack	休闲 RPG 小游戏	自研	24年及以后
	代号 DM	小游戏	自研	24年及以后
	代号 MS	小游戏	自研	24年及以后
名臣健康	境·界 刀鸣（全球发行）	3D 动作，死神 IP	自研	2024年及以后
	一款 SLG	SLG	自研	2024年及以后



项目一	模拟建造游戏	自研	2024 年及以后
小程序一	开箱子玩法	自研	2024 年及以后

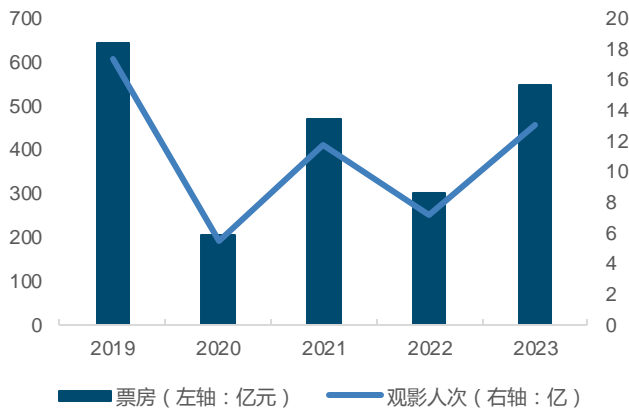
来源: ifind, 公司财报, 国金证券研究所

三、影视院线：暑期档亮眼，业绩显著恢复

3.1、院线供需双修复，但广告投放承压；内容制作公司因产品节奏不同而有所分化

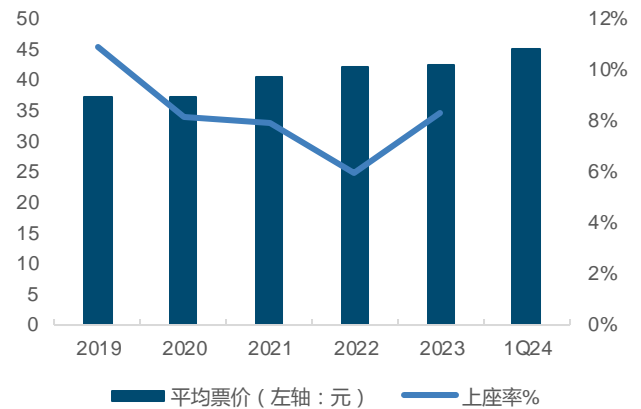
■ 票房大盘已修复。23 年暑期档、24 年春节档均创历史新高，从 23 年全年及 1Q24 数据看，供需均已修复。1) 需求端：2021-1Q24，票房及观影人次恢复程度提升，1Q24 分别已恢复至 19 年的 88.2%、76.1%；24 年春节档上座率 33.1%，接近 19 年 35.5%的水平。2) 供给端：2023、1Q24 影片供给 617、98 部，分别为 19 年的 100.98%、93.33%，已恢复至 19 年水平。

图表17：2019-23 年及 1Q24 票房及观影人次变化



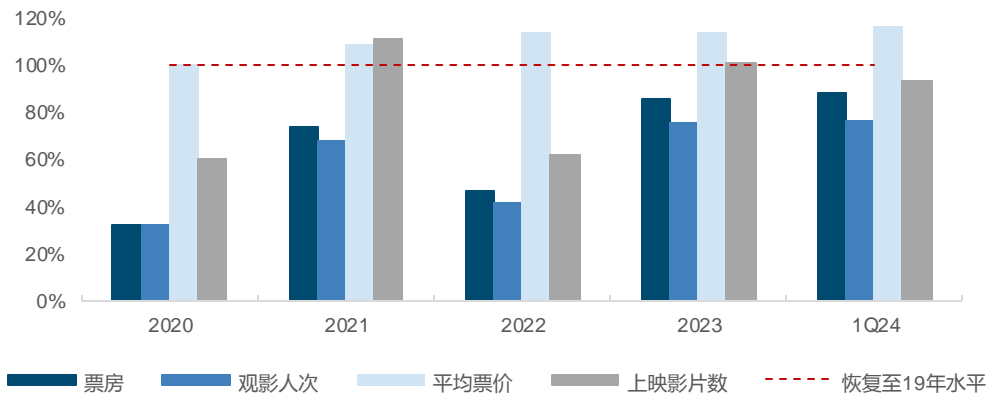
来源: 灯塔专业版, 猫眼专业版, 国金证券研究所

图表18：2019-23 年及 1Q24 平均票价及上座率变化



来源: 灯塔专业版, 猫眼专业版, 国金证券研究所

图表19：2020-1Q24 票房、观影人次、平均票价、上映影片数占 19 年比例：随时间推进而逐步提高

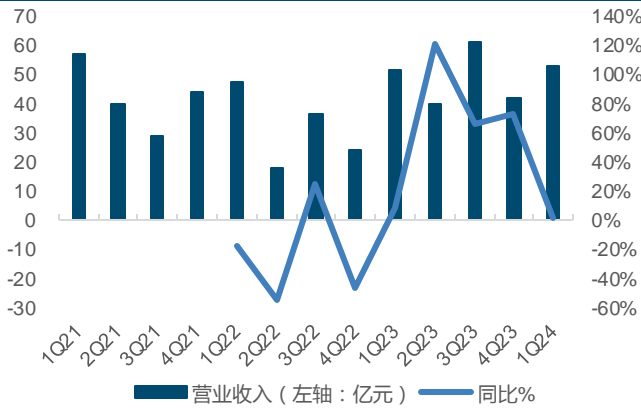


来源: 灯塔专业版, 猫眼专业版, 国金证券研究所

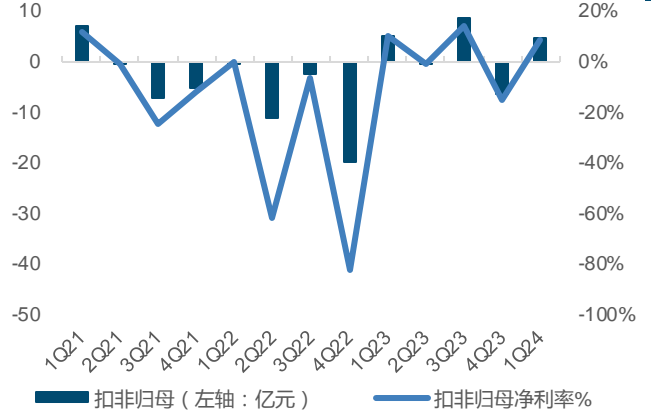
■ 院线公司业绩普遍性随票房大盘修复而回暖。院线公司业务主要是票房收入、卖品销售及广告收入。1) 2023 年以来，院线（申万）营收随票房修复而增长；归母净利润也扭亏。4Q23 的亏损主要系 Q4 为影片放映淡季。2) 从各公司表现看，整体均随票房修复而修复。3) 从 23 年各业务的业绩表现看，修复主要由票房收入、卖品销售收入同比增长贡献，影院广告收入尚未呈现明显修复态势。



图表20: 1Q21-1Q24 院线 (申万) 营收及其同比变化



图表21: 1Q21-1Q24 院线 (申万) 扣非归母及其占收入比



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表22: A 股院线公司 4Q23、1Q24 业绩表现

	营收同比增速		归母净利率		归母净利率同比变动	
	4Q23	1Q24	4Q23	1Q24	4Q23	1Q24
万达电影	65.68%	1.70%	-6.20%	8.53%	64.19%	0.13%
横店影视	96.59%	13.50%	-17.69%	25.96%	87.12%	5.84%
上海电影	98.63%	18.26%	1.48%	21.96%	209.09%	1.70%
金逸影视	68.84%	-3.21%	-31.08%	4.87%	39.87%	-0.50%
幸福蓝海	170.16%	-13.49%	-13.99%	3.75%	136.50%	2.70%

来源: ifind, 国金证券研究所

图表23: 2020-23 年 H1 院线公司各业务收入同比变化

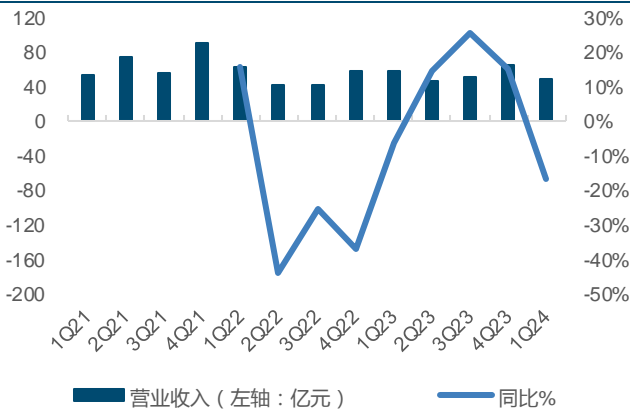
		2020	2021	2022	2023
		票房对应收入	万达电影 -65.24%	123.14%	-23.92%
	横店影视	-70.17%	139.00%	-16.55%	73.41%
	幸福蓝海	-82.90%	142.68%	-29.89%	82.12%
	金逸影视	-71.74%	136.82%	-36.90%	68.99%
卖品销售	万达电影	-64.90%	122.33%	-7.31%	39.60%
	横店影视	-64.80%	153.05%		
	幸福蓝海	-76.87%	153.25%	-18.59%	85.58%
	金逸影视	-79.14%	185.89%	-31.64%	55.91%
影院广告	分众传媒	-75.87%	145.08%	-54.16%	43.10%
	万达电影	-69.34%	76.48%	15.89%	8.35%
	横店影视	-79.14%	193.15%		
	金逸影视	-74.96%	160.50%	-45.40%	27.84%

来源: ifind, 国金证券研究所

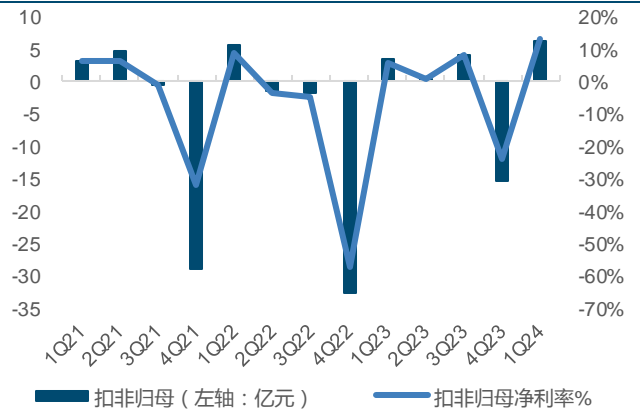
■ 影视剧制作公司业绩整体修复, 但各公司因产品上线节奏不同而业绩表现分化。

■ 1) 相较院线公司, 影视动漫制作公司的业绩于 2020、22 年受疫情的影响相对较小, 主要由于制作过程推行不顺畅, 进而影响影视剧排播所致。23 年负面影响消退, 消费者对优质内容的需求仍然旺盛, 自 Q2 起营收和净利润均同比提升, 票房修复、剧集供给向好的背景下, 4Q23、1Q24 均延续盈利同比提升的态势。

图表24: 1Q21-1Q24 影视动漫制作 (申万) 营收变动



图表25: 1Q21-1Q24 影视动漫制作 (申万) 盈利变动



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

■ 2) 4Q23 光线传媒、中国电影业绩增速相对较快, 1Q24 光线传媒、百纳千成业绩增速较快, 主要由于当期参投或主投的影视剧作品确认收入所致, 其中中国电影也受益票房大盘增长。



图表26: 4Q22-1Q24 各 A 股影视制作公司营收增速

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
光线传媒	-63.35%	-6.43%	35.50%	227.52%	771.36%	159.33%
中国电影	-65.41%	52.71%	146.08%	90.13%	63.28%	-28.99%
华策影视	-8.37%	104.83%	-75.93%	17.96%	-20.52%	-81.69%
捷成股份	43.22%	-32.19%	11.79%	-9.13%	-50.93%	0.93%
博纳影业	-86.51%	-59.37%	78.39%	55.72%	21.62%	-16.10%
百纳千成	-3.72%	-21.31%	-31.94%	33.36%	-3.43%	16.02%
奥飞娱乐	0.03%	-9.78%	5.24%	4.91%	12.33%	7.98%
慈文传媒	1148.02%	-36.60%	943.67%	34.41%	-73.61%	-98.30%

来源: ifind, 国金证券研究所

图表27: 4Q22-1Q24 各影视制作公司归母净利润率

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
光线传媒	-1171.90%	29.56%	41.97%	49.48%	8.15%	39.66%
中国电影	-31.33%	12.57%	12.65%	8.18%	-18.51%	9.44%
华策影视	10.06%	15.24%	54.24%	26.48%	6.84%	17.00%
捷成股份	2.01%	23.58%	23.77%	15.33%	2.27%	17.35%
博纳影业	-66.74%	-20.64%	-48.10%	6.06%	-110.38%	1.26%
百纳千成	12.17%	-33.08%	-30.27%	6.62%	-62.27%	7.09%
奥飞娱乐	-24.91%	2.77%	6.27%	2.91%	1.70%	7.76%
慈文传媒	-8.87%	5.26%	6.63%	-64.35%	19.53%	-104.27%

来源: ifind, 国金证券研究所

3.2、投资建议: 看好直接受益大盘表现, 及投资或制作内容将上线的标的

■ 院线: 关注重要档期前投资机会 (目前关注五一档表现), 个股建议关注直接受益大盘的院线龙头, 及定档影片相关标的; 影视剧制作: 关注 24 年拥有产品周期的标的。

■ 个股方面, 建议关注万达电影、光线传媒、博纳影业、百纳千成。1) 万达电影: 影投市占率第一的上市公司, 自有影院较多且占比较高, 锁定较高分账比例, 直接受益大盘表现, 加之实控人变更为中国儒意董事长柯利明, 董事长变更为曾于中国儒意任执行董事的陈曦, 或将在影视制作领域发力; 2) 光线传媒: 4 月上线 2 部影片, 加之公司储备丰富, 包括《哪吒 2》等 IP 产品, 后续业绩增长较有保障; 3) 博纳影业: 储备影片较多, 《传说》《红楼梦之金玉良缘》等影片、《上甘岭》《濠江潮涌》等剧集有望 24 年上线, 后续储备有《蛟龙行动》《克什米尔公主号》等影片, 产品周期后续将逐步启动。4) 百纳千成: 《没有一顿火锅解决不了的事》《穿过月亮的旅行》定档 24 年五一档, 后续《敦煌英雄》《远大前程》等有望上线。

图表28: 影视动画制作公司影视剧储备

股票简称	影视剧名称	参与方式	播映时间	股票简称	影视剧名称	参与方式	播映时间
光线传媒	草木人间	参投、发行	24 年 4 月 3 日 上线	华策影视	承欢记	当代都市	24 年 4 月 9 日台网联播
	小倩	主投、发行	24 年 4 月 30 日 上线		请和这样的我 恋爱吧	当代都市	24 年 5 月 3 日播出
	她的小梨涡	主投、发行	制作中		七夜雪	古代传奇	4Q23 开机
	哪吒之魔童闹海	主投、发行	制作中		前途无量	职场励志	4Q23 开机
	扫黑·决不放弃	主投、发行	制作中		狂野时代	-	24 年开机
	预计 24 年后续上映项目包括《扫黑·拨云见日》等 7 部影片、《拂玉鞍》登 4 部剧集				刺杀小说家 2	悬疑推理	24 年开机
	预计筹备、制作电影包括《大鱼海棠 2》《红孩儿》《西游记之大圣闹天宫》等 39 部影片				误判	主控 (电影)	3Q23 开机
博纳影业	传说	出品	待上映	守阙者	参投并联 合发行	3Q23 开机	
	红楼梦之金玉良缘	出品	待上映		亲爱的妈妈	主控	4Q23 开机
	阿麦从军	出品	待上映		我认识我妈妈	参投并联 合发行	4Q23 开机
	少年时代	出品	后期制作中		寻秦记	主投	制作后期
	狂奔的老爸	出品	后期制作中		我的朋友安德烈	主控	制作后期
	蛟龙行动 (《红海行动 2》)	出品	拍摄中		预计 24 年上映的电影项目 6 个, 23 年开机		
	人体大战	出品	已立项		慈文传媒	烽火流金	古代传奇
克什米尔公主号	出品	前期筹备	一江水	当代都市		取得发行许可证, 台网联 播	
三星堆: 未来启示录	出品	前期筹备	紫川·光明王	古代传奇		取得发行许可证, 爱奇艺	



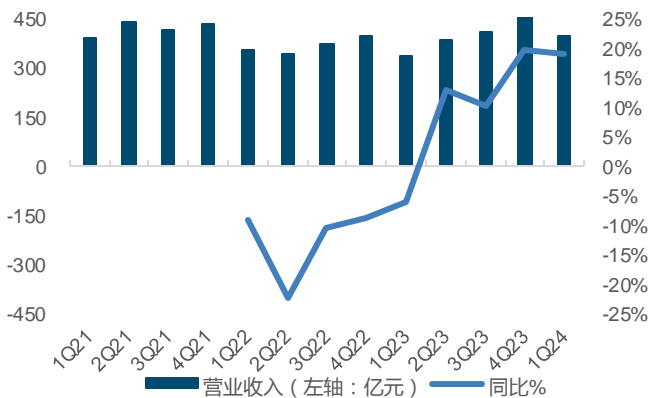
股票简称	影视剧名称	参与方式	播映时间	股票简称	影视剧名称	参与方式	播映时间
	上甘岭	出品	电视剧, 预计 24年播出		时光分岔的夏天	青春悬疑 独播	爱奇艺独播
	濠江潮涌	出品	电视剧, 预计 24年播出		鼠王	冒险动作 电影	取得公映许可证
	狩猎时刻	出品	电视剧		无声的呼救	公路悬疑 电影	完成制作, 取得龙标
	阳光之下	出品	电视剧		储备剧集+电影 15部+		
	不期而至	出品	电视剧		穿过月亮的旅行	投资、宣发	2024年5月1日上映
	24年经营计划中包含14部影片及多部电视剧			北京文化	封神三部曲之魔道争锋	投资、宣发	后期制作
百纳千成	没有一顿火锅解决不了的事	主控	24年5月1日上映		封神三部曲之封神天下	投资、宣发	后期制作
	穿过月亮的旅行	主控	24年5月1日上映		沙海之门	主控	拍摄中, 2024
	多大点事儿	参投	发行排播		749局	投资、宣发	后期制作
	火星孤儿	主投主控	发行排播		东极岛	投资、宣发	筹备中
	上有老下有小	主投主控	后期制作, 2023或2024		极品一家人	摩登视界 投资	取得发行许可证(电视剧), 预计24年上线
	敦煌英雄	主控	后期制作, 2023或2024		我叫赵甲第2	联合出品、 投资	取得拍摄许可证(电视剧), 预计24年上线
	远大前程	主控	后期制作		8部电影储备, 5部剧集储备		
	储备剧集14+部, 电影11+部						

来源: 各公司财报, 国金证券研究所, 注: 上表为不完全展示

四、广告营销：业绩随消费回暖而逐步修复

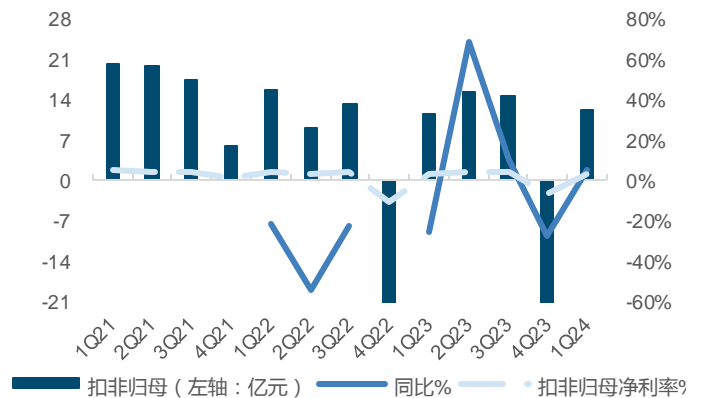
■ 广告媒体公司业绩显著修复，营销代理公司收入增速较快，但利润释放慢。3Q23以来广告营销（申万）营收保持同比增长态势，4Q23扣非净亏损较22年同期收窄。其中广告媒体公司依托自身媒体资源优势，直接受益广告主投放意愿恢复，业绩增速更快，高经营杠杆下，利润增速更高，个股方面，梯媒龙头分众传媒及头部广告代理公司蓝色光标、易点天下业绩表现较突出，其中因赛集团23年及1Q24营收增速较高，主要系23年切入效果营销业务。

图表29: 1Q21-1Q24 广告营销（申万）营收及其同比增速



来源: ifind, 国金证券研究所

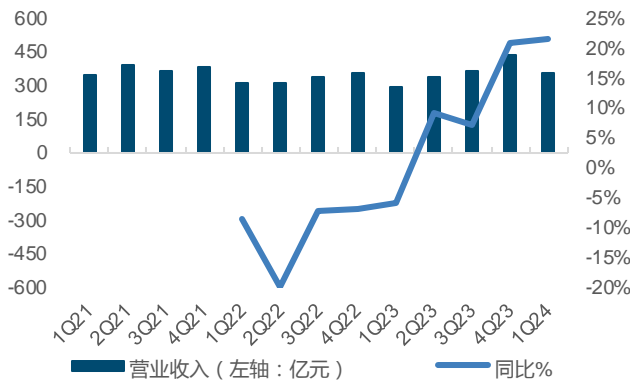
图表30: 1Q21-1Q24 广告营销（申万）扣非归母净利变化



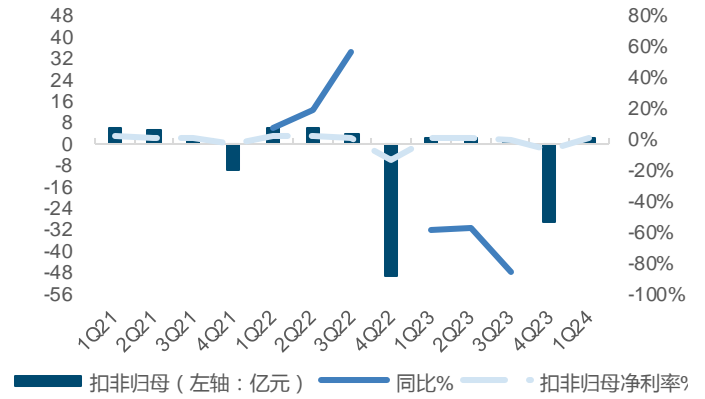
来源: ifind, 国金证券研究所



图表31: 1Q21-1Q24 营销代理 (申万) 营收及其同比增速



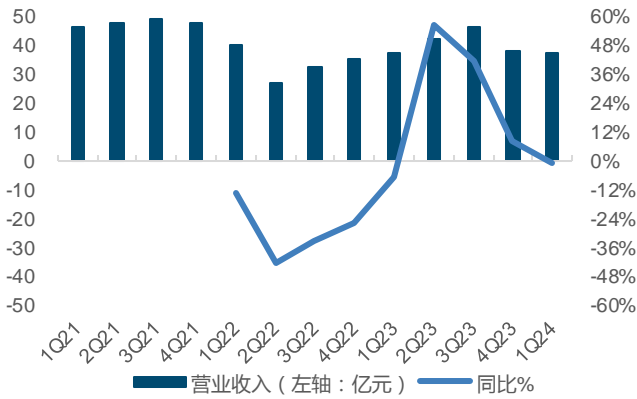
图表32: 1Q21-1Q24 营销代理 (申万) 扣非归母变化



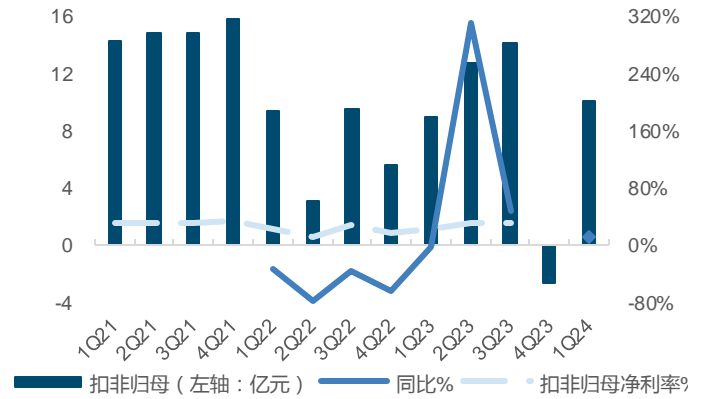
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表33: 1Q21-1Q24 广告媒体 (申万) 营收及其同比增速



图表34: 1Q21-1Q24 广告媒体 (申万) 扣非归母变化



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表35: 4Q22-1Q24 A 股广告营销公司营收同比增速

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
分众传媒	-44.29%	-12.40%	53.79%	25.44%	57.13%	6.02%
蓝色光标	17.63%	25.60%	36.80%	45.24%	61.26%	61.47%
易点天下	-53.81%	-40.12%	0.24%	5.63%	27.91%	1.66%
兆讯传媒	-22.43%	-9.94%	8.47%	15.04%	3.66%	17.45%
因赛集团	-39.13%	-36.05%	-2.05%	43.49%	38.18%	128.26%

来源: ifind, 国金证券研究所

图表36: 4Q22-1Q24 A 股广告营销公司归母净利同比增速

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
分众传媒	-59.81%	1.34%	171.80%	88.48%	85.81%	10.50%
蓝色光标		355.10%	-660.53%	-86.54%	-92.23%	-44.65%
易点天下	-80.47%	-55.68%	-8.10%	-14.96%	208.81%	21.23%
兆讯传媒	-23.81%	5.25%	-22.14%	-17.90%	-77.78%	-38.96%
因赛集团	-97.68%	-5.94%	-14.70%	40.88%	4271.07%	0.69%

来源: ifind, 国金证券研究所



图表37: 4Q22-1Q24 A股广告营销公司归母净利率变化

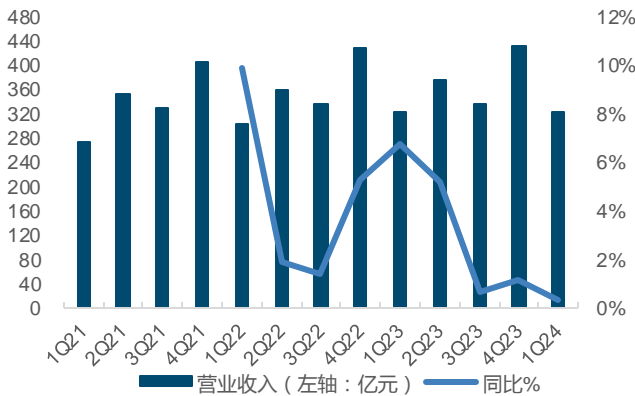
	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
分众传媒	32.09%	36.56%	43.85%	43.40%	37.94%	38.10%
蓝色光标	-21.81%	1.52%	1.12%	0.02%	-1.05%	0.52%
易点天下	2.68%	8.73%	14.88%	10.48%	6.48%	10.42%
兆讯传媒	38.87%	41.71%	5.69%	28.99%	8.33%	21.68%
因赛集团	0.19%	15.12%	8.28%	5.82%	5.88%	6.67%

来源: ifind, 国金证券研究所

五、出版：业绩保持稳健态势，后续税收优惠政策变动或影响净利润水平

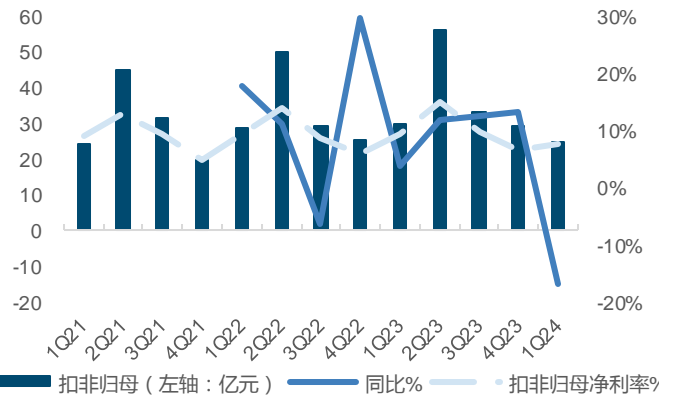
■ 传统出版公司业绩较稳健。A股出版板块多为传统出版公司，教材教辅业务占有一定比重，今年也继续保持业绩较稳健的趋势，股息率随板块上涨而有所下滑，但仍有多家公司股息率超过5%。

图表38: 1Q21-1Q24 出版(申万) 营收及其同比增速



来源: ifind, 国金证券研究所

图表39: 1Q21-1Q24 出版(申万) 扣非归母变化



来源: ifind, 国金证券研究所

图表40: 1Q21-1Q24 出版公司营收同比增速变化

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
凤凰传媒	7.75%	1.25%	1.99%	-3.71%	0.69%	3.31%
中南传媒	7.18%	10.98%	6.52%	0.02%	16.78%	12.61%
中国科传	13.72%	21.66%	5.52%	6.51%	1.04%	3.26%
山东出版	-2.24%	6.54%	7.09%	15.09%	6.03%	13.71%
浙版传媒	-2.36%	2.67%	1.64%	1.22%	-6.10%	0.63%
中国出版	3.18%	23.20%	8.10%	-3.05%	-4.15%	-7.77%
皖新传媒	1.47%	11.43%	7.67%	0.53%	-40.33%	-5.44%
南方传媒	82.62%	18.39%	-8.19%	-0.02%	4.83%	-5.22%
中原传媒	31.63%	-6.01%	-0.64%	2.06%	2.16%	1.46%
长江传媒	-10.42%	21.35%	-13.66%	11.04%	13.24%	-4.99%
龙版传媒	-2.95%	-3.95%	34.54%	28.56%	-45.76%	4.44%
时代出版	4.37%	5.16%	39.75%	1.45%	7.23%	-3.23%
城市传媒	9.17%	10.22%	9.34%	6.52%	-2.56%	4.37%
出版传媒	-8.86%	-5.51%	20.64%	-14.17%	-19.44%	1.20%
读者传媒	8.97%	13.85%	3.81%	11.22%	-14.91%	13.80%
粤传媒	8.15%	-12.66%	22.13%	1.99%	-0.50%	8.82%
新华文轩	5.79%	4.73%	12.38%	8.95%	7.78%	7.04%
果麦文化	-9.05%	9.36%	8.45%	-3.70%	0.75%	-19.19%
新华传媒	23.62%	-8.51%	26.73%	-24.26%	4.59%	-1.77%
中信出版	-8.24%	3.69%	2.18%	-13.77%	-8.98%	-5.79%

来源: ifind, 国金证券研究所

图表41: 1Q21-1Q24 出版公司归母净利同比增速变化

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
凤凰传媒	-49.21%	1.77%	4.47%	-7.25%	240.92%	-26.26%
中南传媒	-34.93%	28.68%	10.70%	11.34%	88.58%	-18.18%
中国科传	-1.37%	124.95%	1.27%	-9.15%	16.07%	-26.54%
山东出版	27.11%	-0.59%	5.15%	31.64%	105.77%	-0.45%
浙版传媒	-0.25%	17.03%	4.24%	20.79%	4.40%	-24.24%
中国出版	-1.96%	759.61%	15.95%	55.06%	56.28%	-115.37%
皖新传媒	-1.96%	12.16%	28.30%	13.30%	-61.32%	-13.28%
南方传媒		71.51%	-13.03%	36.03%	51.10%	-31.77%
中原传媒	8.11%	4.89%	2.58%	5.53%	89.13%	-67.52%
长江传媒	61.05%	31.50%	-13.84%	82.74%	593.49%	-32.09%
龙版传媒	6.69%	1.84%	-63.71%	26.60%	-106.64%	-2.90%
时代出版	62.17%	6.78%	60.47%	-8.76%	153.30%	-29.22%
城市传媒	42.89%	10.45%	2.26%	-0.48%	65.98%	-9.66%
出版传媒	133.44%	-49.20%	363.40%	25.69%	22.30%	81.01%
读者传媒	0.72%	14.89%	10.25%	4.60%	33.86%	14.35%
粤传媒	-36.01%	-269.43%	-7.10%	-124.95%	-83.07%	48.50%
新华文轩	4.31%	18.01%	2.53%	226.56%	2.31%	3.33%
果麦文化	-27.96%	225.41%	29.41%	-24.34%	29.83%	-167.17%
新华传媒	24.07%	-343.27%	494.80%	-20.01%	-38.65%	-62.15%
中信出版	-131.43%	2.57%	0.32%	-27.82%	-21.52%	-9.89%

来源: ifind, 国金证券研究所

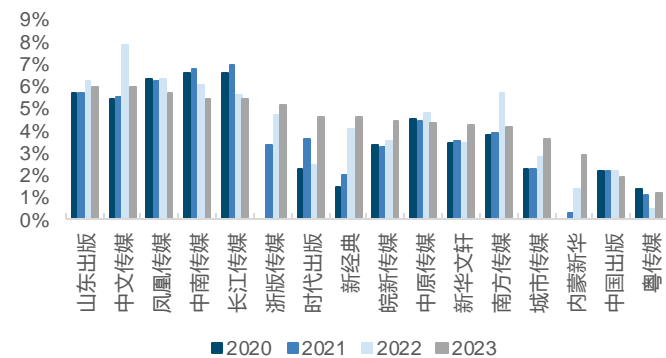


图表42：1Q21-1Q24 出版公司归母净利率变化

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
凤凰传媒	8.71%	14.92%	27.31%	8.68%	29.49%	10.65%
中南传媒	8.70%	13.04%	15.18%	10.87%	14.05%	9.47%
中国科传	18.76%	9.49%	18.54%	16.96%	21.55%	6.75%
山东出版	14.09%	9.74%	22.36%	12.71%	27.35%	8.53%
浙版传媒	15.01%	5.42%	20.46%	5.99%	16.69%	4.08%
中国出版	14.18%	3.23%	14.53%	11.60%	23.12%	-0.54%
皖新传媒	-5.03%	10.91%	13.15%	6.93%	-3.26%	10.01%
南方传媒	14.34%	10.13%	10.13%	11.28%	20.66%	7.29%
中原传媒	11.86%	5.41%	15.09%	9.27%	21.96%	1.73%
长江传媒	1.67%	19.07%	17.29%	12.78%	10.20%	13.63%
龙版传媒	52.21%	22.89%	-6.30%	28.28%	-6.39%	21.28%
时代出版	5.11%	5.11%	3.74%	4.06%	12.07%	3.74%
城市传媒	12.07%	15.19%	15.59%	7.90%	20.56%	13.15%
出版传媒	5.36%	-0.79%	3.08%	6.98%	8.14%	-1.41%
读者传媒	4.43%	3.44%	8.72%	9.85%	6.96%	3.46%
粤传媒	9.41%	-8.86%	11.04%	-0.93%	1.60%	-12.10%
新华文轩	17.35%	8.64%	18.05%	6.96%	16.47%	8.34%
果麦文化	8.11%	11.87%	12.92%	9.56%	10.45%	-9.87%
新华传媒	2.56%	2.49%	6.83%	-3.47%	1.50%	0.96%
中信出版	-2.67%	9.85%	10.95%	8.58%	-2.30%	9.42%

来源：ifind，国金证券研究所

图表43：出版公司股息率：仍处于较高的水平



来源：ifind，国金证券研究所，注：非完全展示

图表44：1Q22-1Q24 出版（申万）所得税费用/利润总额变动



来源：ifind，国金证券研究所

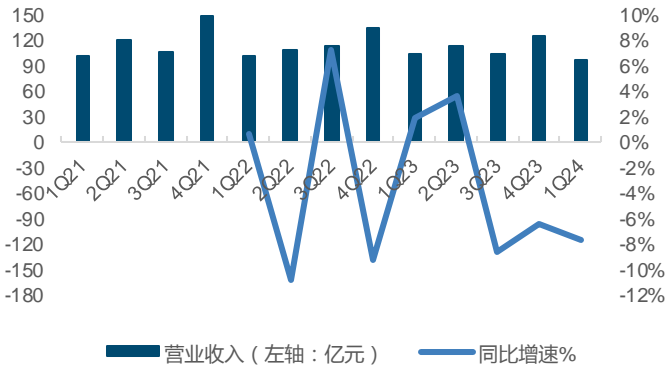
■ 税收优惠政策不再持续后或将对出版公司净利润产生影响。自 2004 年经营文化事业单位改制以来，至 23 年底，改制企业一直有税收优惠政策，基本节奏是每 5 年发布新文件延续该优惠政策，但 24 年起实施的税收优惠政策未表明改制注册已满 5 年的企业仍享有税收优惠，此前均明确表示税收优惠延续，多数出版公司改制已超过 5 年，若后续出版企业不享受税收优惠政策，所得税税率回升到 25% 的水平，4Q23-1Q24 的所得税费用/利润总额变化已呈现该趋势。

六、电视广播：业绩持续性承压，预计主要系有线业务拖累

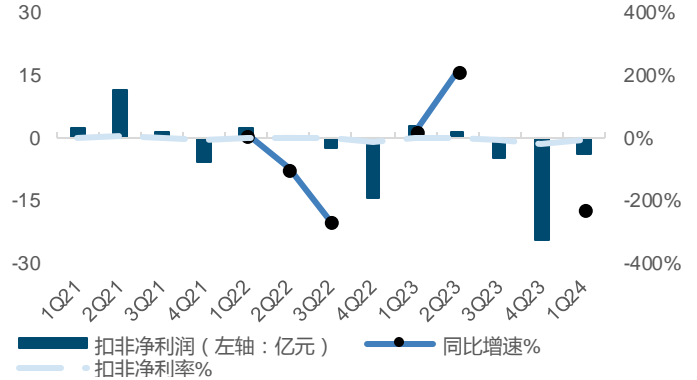
■ 有线业务持续性承压。电视广播板块业绩的持续承压预计主要系有线业务的拖累，业绩表现相对较好的个股包括 2 类：1) 业务多元化发展或有线业务占比较低的上市公司，比如东方明珠、华数传媒、新媒股份；2) 经济较发达地区的有线广电公司，比如江苏有线。



图表45: 1Q21-1Q24 出版 (申万) 营收及其同比增速



图表46: 1Q21-1Q24 出版 (申万) 扣非归母变化



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表47: 1Q21-1Q24 电视广播 (申万) 公司营收同比增速变化

图表48: 1Q21-1Q24 电视广播 (申万) 公司归母净利润同比增速变化

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
东方明珠	-22.65%	0.51%	37.09%	28.95%	14.51%	-6.54%
江苏有线	5.63%	2.36%	-0.62%	-1.27%	3.95%	3.81%
华数传媒	5.15%	7.83%	7.64%	3.69%	-2.48%	-3.90%
海看股份	7.75%	-4.07%	-5.63%	-7.24%	5.33%	0.49%
歌华有线	-3.79%	0.96%	1.55%	-5.01%	0.85%	0.93%
贵广网络	68.91%	4.31%	-4.79%	-20.78%	-9.05%	-42.78%
新媒股份	-17.99%	-8.15%	-1.05%	-50.54%	28.36%	12.30%
电广传媒		-13.09%	8.47%	-50.54%		11.65%
天威视讯	-8.70%	-13.14%	-10.01%	3.32%	17.54%	3.70%
吉视传媒	-23.96%	7.19%	15.35%	-27.61%	-28.99%	-25.89%
广西广电	23.10%	42.64%	28.54%	3.17%	-4.64%	-36.97%
湖北广电	6.88%	2.54%	1.83%	-1.72%	-17.20%	-8.09%
广电网络	-14.03%	0.91%	-20.47%	-28.21%	-38.24%	-33.49%

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
东方明珠	-115.56%	41.43%	132.66%	1536.67%	37.86%	-53.32%
江苏有线	0.77%	2.03%	29.48%	-2.67%	2.88%	-5.63%
华数传媒	-20.38%	1.66%	-18.88%	-2.10%	-25.59%	-27.82%
海看股份	5.39%	6.10%	-16.91%	6.11%	14.50%	1.61%
歌华有线	-95.52%			-92.05%	-1625.93%	
贵广网络	122.17%	-28.34%			-413.71%	-9290.66%
新媒股份	32.29%	-0.63%	-4.57%	-2.65%	16.60%	-13.19%
电广传媒	-195.01%	-14.44%	118.08%	-3.93%	-23.11%	5.94%
天威视讯	-27.64%	25.66%	10.53%	-10.66%	25.04%	-86.54%
吉视传媒		-82.53%		-2644.24%		-6216.48%
广西广电						
湖北广电						
广电网络	-454.05%	-36.60%	-36.01%	-730.38%		-1344.68%

来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表49: 1Q21-1Q24 电视广播 (申万) 公司归母净利率变化

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
东方明珠	13.95%	22.29%	8.69%	32.16%	10.58%	8.39%
江苏有线	4.29%	2.81%	6.31%	3.69%	5.25%	3.34%
华数传媒	8.24%	15.09%	10.95%	9.00%	7.70%	11.89%
海看股份	43.86%	46.37%	43.62%	46.92%	40.04%	41.75%
歌华有线	-1.58%	9.45%	5.43%	15.45%	18.80%	-8.23%
贵广网络	-38.97%	-25.93%	-42.93%	11.51%	0.47%	0.13%
新媒股份	49.66%	60.06%	51.38%	34.26%	44.16%	47.05%
电广传媒	1.97%	37.03%	-0.78%	-13.56%	3.30%	1.27%
天威视讯	6.51%	10.11%	4.58%	8.76%	4.40%	11.02%
吉视传媒	4.43%	6.83%	1.75%	-4.25%	2.73%	-33.00%
广西广电	-23.86%	-14.92%	-27.45%	-14.55%	-43.69%	-20.72%
湖北广电	-10.61%	-4.76%	-25.54%	-37.18%	-21.29%	-25.07%
广电网络	2.95%	2.64%	2.65%	0.93%	1.93%	2.36%

来源: ifind, 国金证券研究所

七、风险提示

- 内容上线及表现不及预期风险。若新游、影视剧等内容上线不及预期, 或表现不及预期, 则直接影响相应公司的业绩表现。



- 宏观经济运行不及预期风险。国内经济由高速度转向高质量发展，且目前处于疫后弱复苏阶段，若宏观经济不及预期，则广告营销等各板块的业绩均将受到影响。
- AI 技术迭代和应用不及预期风险。AI 产业在逐渐崛起中，对传媒板块来讲是重要变革，影响行业未来发展，若 AI 技术迭代和应用不及预期，则该变革落地的预期将延后。
- 政策监管风险。游戏受版号发放、未成年人保护等政策约束，影视剧正常排播则受内容监管、艺人是否违法或失德等影响，若出现相关政策指导或监管事件，则影响内容的正常上架或运营。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究