

分析师：乔琪
登记编码：S0730520090001
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

2023 年业绩修复明显，2024Q1 细分板块变化致整体略承压

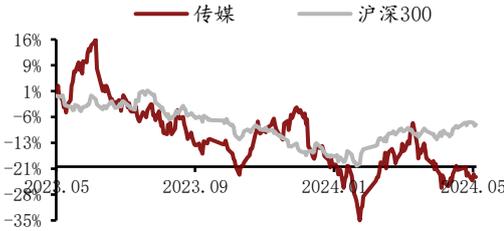
——传媒行业专题研究

证券研究报告-行业专题研究

强于大市(维持)

传媒相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 05 月 17 日



资料来源：中原证券，聚源

相关报告

《传媒行业月报：清明假期电影市场高景气度，关注年报与一季报变化》 2024-04-18

《传媒行业月报：春节档破档期纪录，AI 文生视频迎重大突破》 2024-03-12

《传媒行业分析报告：OpenAI 发布 Sora，AI 视频技术巨大突破》 2024-03-01

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- **2023 业绩实现大幅修复，2024Q1 略承压。**截至 2024 年 4 月 30 日，中信传媒板块下 144 家上市公司（含 ST 股）的 2023 年年度报告以及 2024 年一季度报告已全部披露完毕。从整体业绩表现来看，2023 年传媒板块呈现了较为明显的回升，营业收入规模创新高，归母净利润和扣非后归母净利润均有较大程度的改善，一方面是由于 2022 年种种原因导致的业绩基数较低，另一方面来自于部分细分行业景气度回升、监管政策放松、文化消费需求改善等因素。

2024Q1 实现营业收入 1286.45 亿元，同比增加 3.66%，归母净利润 75.78 亿元，同比减少 32.46%，扣非后归母净利润 68.72 亿元，同比减少 20.28%。营业收入端延续稳定的增长，但由于部分细分领域业绩的分化，导致利润端存在波动。

- **细分子板块业绩分化。**2023 年游戏、影视、广告营销、图书出版等板块的业绩恢复较好，收入和利润端均有不同程度增长，2024Q1 子板块业绩分化，除影视板块之外其余板块由于各自原因利润有不同程度下滑，导致传媒板块整体增收不增利。

- **投资建议：**展望后续，影视板块行业韧性较好，虽然票房大盘仍在恢复进程中，相比 2020 年以前还存在一定差距，但重点档期以及重点影片的优异表现展现行业需求端韧性，未来有望延续业绩回升的步伐；游戏子板块随着政策端和玩家需求端的好转，市场规模回升，销售费用虽然受市场竞争影响对利润造成一定压力，但随着行业精品化、长线化的发展趋势推动游戏行业整体的盈利能力提升，未来业绩也有修复的空间，游戏板块长期投资价值仍存；经济环境和消费需求改善前提下，广告市场也有望迎来顺周期的修复，带动广告营销板块盈利能力回升；图书出版板块预计继续延续业绩稳健的节奏，税收政策变化不可避免给利润端带来影响，但高分红比例、高股息率的图书出版公司仍具有较好的长期关注价值。

AI 方面，目前国内外的各类大模型继续保持着一一定的更新频率节奏，大模型能力提升的大趋势不变。在应用端，游戏、广告、影视、图书出版等传媒内容型公司也已经开始逐渐将 AI 纳入日常工作流程中，为内容产品的生产和企业日常管理的成本端和效率端带来改变，有望提升公司的利润水平。

建议关注：恺英网络、三七互娱、吉比特、完美世界、光线传媒、万达电影、分众传媒、兆讯传媒、风语筑、芒果超媒

风险提示：行业监管政策变化；经济和消费需求恢复不及预期；市场

竞争加剧；AI 发展和应用落地情况不及预期；内容产品表现不及预期；
板块估值中枢长期位于低位

内容目录

1. 传媒板块整体回顾	6
1.1. 2023 业绩实现大幅修复, 2024Q1 略承压	6
1.2. 盈利能力略有提升	9
1.3. 资产减值压力大幅缓解	9
1.4. 子板块业绩分化	10
2. 重点子板块回顾	11
2.1. 游戏: 2023 年市场与业绩稳步回升, 销售费用率提升影响利润	11
2.2. 影视: 行业持续复苏, 业绩回升显著	15
2.3. 广告营销: 广告市场整体呈现修复, 未来盈利能力有望提升	18
2.4. 图书出版: 主营业务表现稳健, 税收政策变化或影响未来利润	20
2.5. 互联网媒体: 部分公司导致利润波动幅度较大	24
2.6. 广电: 行业持续性承压, 板块业绩继续下行	26
3. 投资建议	28
4. 风险提示	29

图表目录

图 1: 2016-2023 年传媒板块营业收入	6
图 2: 2018Q1-2024Q1 年传媒板块营业收入	6
图 3: 2016-2023 年传媒板块归母净利润	7
图 4: 2018Q1-2024Q1 年传媒板块归母净利润	7
图 5: 2016-2023 年传媒板块扣非后归母净利润	7
图 6: 2018Q1-2024Q1 年传媒板块扣非后归母净利润	7
图 7: 2018-2023 年全部 A 股、创业板、沪深 300 以及传媒板块营业收入增速	8
图 8: 2018-2023 年全部 A 股、创业板、沪深 300 以及传媒板块归母净利润增速	8
图 9: 2019Q1-2024Q1 全部 A 股、创业板、沪深 300 以及传媒板块营业收入增速	8
图 10: 2019Q1-2024Q1 全部 A 股、创业板、沪深 300 以及传媒板块归母净利润增速	8
图 11: 2018-2023 传媒板块利润率	9
图 12: 2018Q1-2024Q1 传媒板块利润率	9
图 13: 2018-2023 传媒板块主要费用率	9
图 14: 2018Q1-2024Q1 传媒板块主要费用率	9
图 15: 2019-2023 传媒板块减值损失 (亿元)	10
图 16: 2018-2023 传媒板块商誉 (亿元)	10
图 17: 2014-2023 年国内游戏市场实际销售收入	11
图 18: 2014-2023 年国内游戏市场用户规模	11
图 19: 2014-2023 年国内移动游戏市场实际销售收入	11
图 20: 2014-2023 年国内客户端游戏市场实际销售收入	11
图 21: 2020Q1-2024Q1 国内游戏市场实际销售收入	12
图 22: 2014-2023 年国内移动游戏市场实际销售收入	12
图 23: 2021 年 1 月-2024 年 4 月国内游戏版号发放情况	12
图 24: 2018-2023 年游戏板块营业收入	13
图 25: 2018Q1-2024Q1 游戏板块营业收入	13
图 26: 2018-2023 年游戏板块归母净利润	13
图 27: 2018Q1-2024Q1 游戏板块归母净利润	13
图 28: 2014-2023 年国内研发游戏出海收入	13

图 29: A 股游戏公司海外地区收入情况	13
图 30: 2018-2023 年游戏板块利润率	14
图 31: 2018Q1-2024Q1 游戏板块利润率	14
图 32: 2018-2023 年游戏板主要费用率	15
图 33: 2018Q1-2024Q1 游戏板主要费用率	15
图 34: 2011-2023 年国内电影市场票房	15
图 35: 2011-2023 年国内电影市场观影人次	15
图 36: 2021-2024 年单月票房 (亿元)	16
图 37: 2021-2024 年单月观影人次 (亿元)	16
图 38: 2018-2023 年影视板块营业收入	16
图 39: 2018Q1-2024Q1 影视板块营业收入	16
图 40: 2018-2023 年影视板块归母净利润	17
图 41: 2018Q1-2024Q1 影视板块归母净利润	17
图 42: 2018-2023 年影视板块利润率	17
图 43: 2018Q1-2024Q1 影视板块利润率	17
图 44: 2018-2023 年影视板块主要费用率	18
图 45: 2018Q1-2024Q1 影视板块主要费用率	18
图 46: 2022-2023 年广告花费同比变化	18
图 47: 2023Q1-2024Q1 广告花费同比变化	18
图 48: 2018-2023 年广告营销板块营业收入	19
图 49: 2018Q1-2024Q1 广告营销板块营业收入	19
图 50: 2018-2023 年广告营销板块归母净利润	19
图 51: 2018Q1-2024Q1 广告营销板块归母净利润	19
图 52: 2018-2023 年广告营销板块利润率	20
图 53: 2018Q1-2024Q1 广告营销板块利润率	20
图 54: 2018-2023 年广告营销板块主要费用率	20
图 55: 2018Q1-2024Q1 广告营销板块主要费用率	20
图 56: 2010-2023 年国内图书市场销售码洋	21
图 57: 2018-2023 年图书出版板块营业收入	22
图 58: 2018Q1-2024Q1 图书出版板块营业收入	22
图 59: 2018-2023 年图书出版板块归母净利润	22
图 60: 2018Q1-2024Q1 图书出版板块归母净利润	22
图 61: 2019-2023 年图书板块所得税费用 (亿元)	22
图 62: 2019Q1-2024Q1 图书板块所得税费用 (亿元)	22
图 63: 2018-2023 年图书出版板块利润率	23
图 64: 2018Q1-2024Q1 图书出版板块利润率	23
图 65: 2018-2023 年图书出版板主要费用率	23
图 66: 2018Q1-2024Q1 图书出版板主要费用率	23
图 67: 图书出版板块分红情况	24
图 68: 2018-2023 年互联网媒体板块营业收入	25
图 69: 2018Q1-2024Q1 互联网媒体板块营业收入	25
图 70: 2018-2023 年互联网媒体板块归母净利润	25
图 71: 2018Q1-2024Q1 互联网媒体板块归母净利润	25
图 72: 2018-2023 年互联网媒体板块利润率	26
图 73: 2018Q1-2024Q1 互联网媒体板块利润率	26
图 74: 2018-2023 年互联网媒体板块主要费用率	26

图 75: 2018Q1-2024Q1 互联网媒体板块主要费用率	26
图 76: 2018-2023 年广电板块营业收入	27
图 77: 2018Q1-2024Q1 广电板块营业收入	27
图 78: 2018-2023 年广电板块归母净利润	27
图 79: 2018Q1-2024Q1 广电板块归母净利润	27
图 80: 2018-2023 年广电板块利润率	28
图 81: 2018Q1-2024Q1 广电板块利润率	28
图 82: 2018-2023 年广电板块主要费用率	28
图 83: 2018Q1-2024Q1 广电板块主要费用率	28
表 1: 2018-2024Q1 传媒板块盈亏公司数量	8
表 2: 细分子板块营业收入及归母净利润表现 (亿元)	10

1. 传媒板块整体回顾

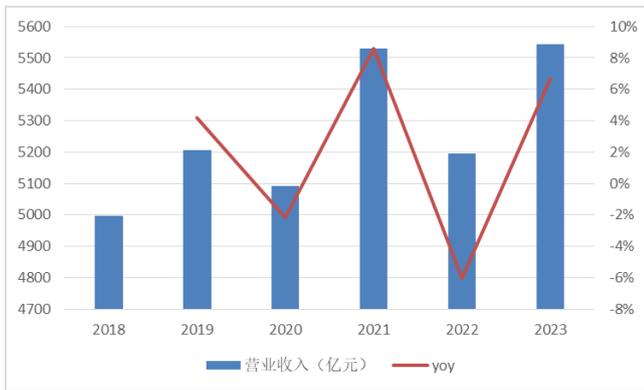
1.1. 2023 业绩实现大幅修复，2024Q1 略承压

截至 2024 年 4 月 30 日，中信传媒板块下 144 家上市公司（含 ST 股）的 2023 年年度报告以及 2024 年一季度报告已全部披露完毕。结合各个公司 2023 年年度报告、2024 年一季度报告以及 Wind 统计的数据（均采用加总值或加总平均值），144 家传媒板块上市公司合计实现营业收入 5544.43 亿元，同比增加 6.71%，总体营收规模已经超越 2021 年的 5529.51 亿元，创历年新高；整体归母净利润 391.32 亿元，同比增加 367.96%，创 2018 年以来利润规模新高；扣非后归母净利润 217.96 亿元，同比增加 865.95%，相比 2021 年 227.28 亿元的高点仅相差 4.10%。

从整体业绩表现来看，2023 年传媒板块呈现了较为明显的回升，营业收入规模创新高，归母净利润和扣非后归母净利润均有较大程度的改善，一方面是由于 2022 年种种原因导致的业绩基数较低，另一方面来自于部分细分行业景气度回升、监管政策放松、文化消费需求改善等因素。

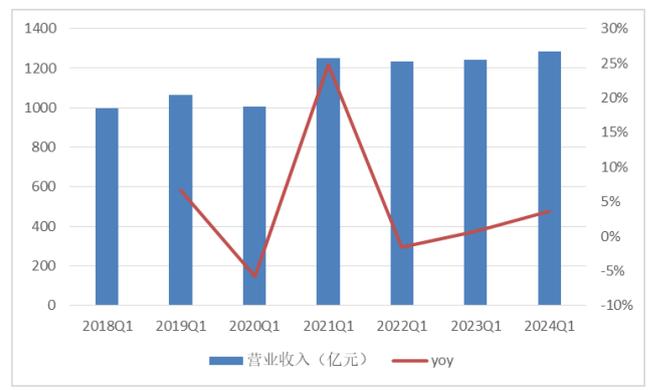
2024Q1 实现营业收入 1286.45 亿元，同比增加 3.66%，归母净利润 75.78 亿元，同比减少 32.46%，扣非后归母净利润 68.72 亿元，同比减少 20.28%。营业收入端延续稳定的增长，但由于部分细分领域业绩的分化，导致利润端存在波动。

图 1：2016-2023 年传媒板块营业收入



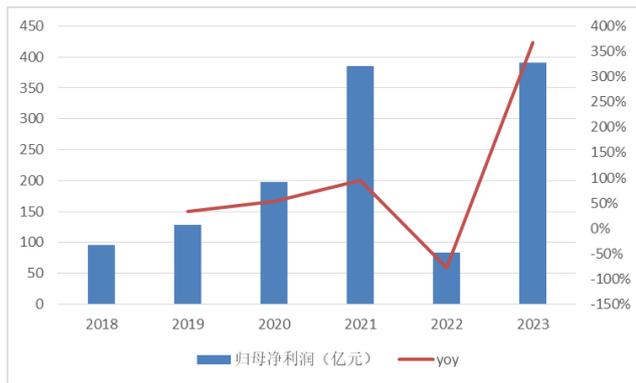
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 2：2018Q1-2024Q1 年传媒板块营业收入



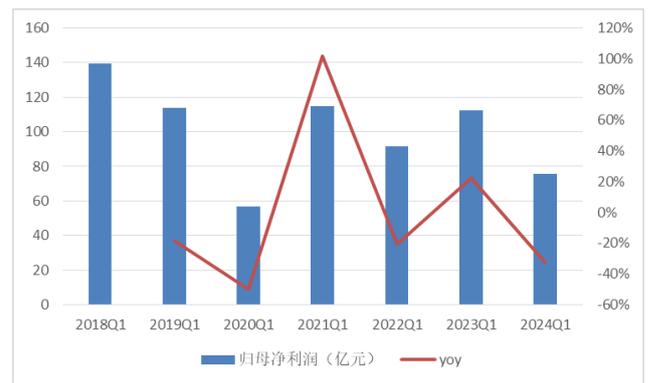
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 3：2016-2023 年传媒板块归母净利润



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 4：2018Q1-2024Q1 年传媒板块归母净利润



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 5：2016-2023 年传媒板块扣非后归母净利润



资料来源：中原证券研究所，Wind

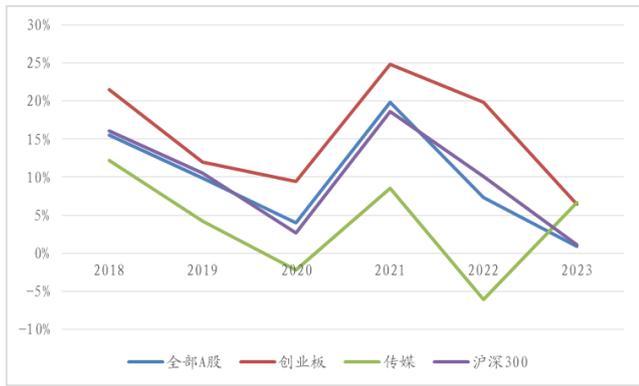
图 6：2018Q1-2024Q1 年传媒板块扣非后归母净利润



资料来源：中原证券研究所，Wind

与全部 A 股、沪深 300 以及创业板相比，由于传媒板块在 2022 年整体的营业收入和归母净利润的下滑幅度更大，因此 2023 年的反弹幅度也更加明显，收入增长幅度超越全部 A 股和沪深 300，与创业板基本持平；归母净利润增长幅度则均大幅超越全部 A 股、沪深 300 以及创业板。2024Q1 板块营业收入增速略好于创业板、沪深 300 以及全部 A 股，归母净利润的下滑幅度则明显大于对比基准。

图 7：2018-2023 年全部 A 股、创业板、沪深 300 以及传媒板块营业收入增速



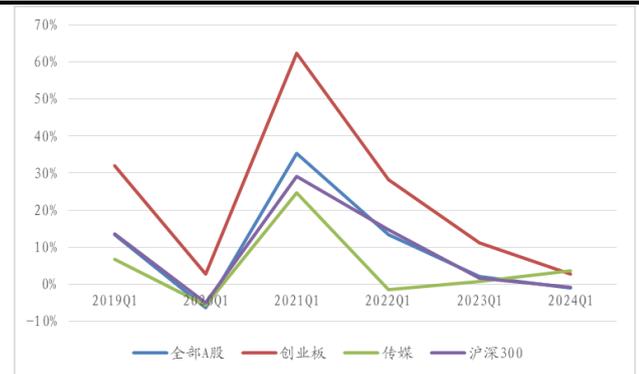
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 8：2018-2023 年全部 A 股、创业板、沪深 300 以及传媒板块归母净利润增速



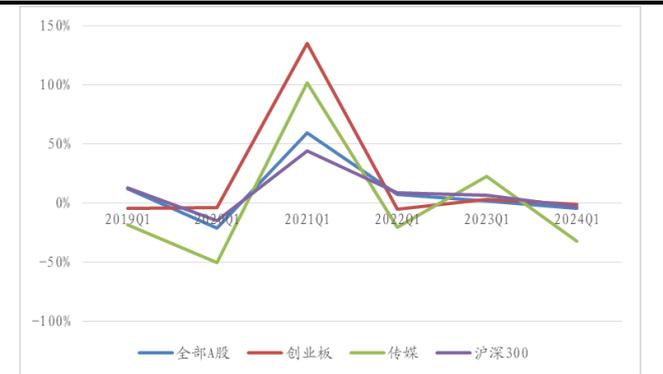
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 9：2019Q1-2024Q1 全部 A 股、创业板、沪深 300 以及传媒板块营业收入增速



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 10：2019Q1-2024Q1 全部 A 股、创业板、沪深 300 以及传媒板块归母净利润增速



资料来源：中原证券研究所，Wind

在已经发布 2023 年年度报告的传媒类公司中有 105 家实现盈利，39 家出现亏损，扣除非经常性损益后盈利公司数量下降至 93 家，亏损公司增加至 51 家，相比 2022 年来说，能够实现盈利的公司数量有所增加。2024Q1 实现盈利公司数量 94 家，扣除非经常性损益后实现盈利的公司 88 家，相比 2023Q1 均有所减少。

表 1：2018-2024Q1 传媒板块盈亏公司数量

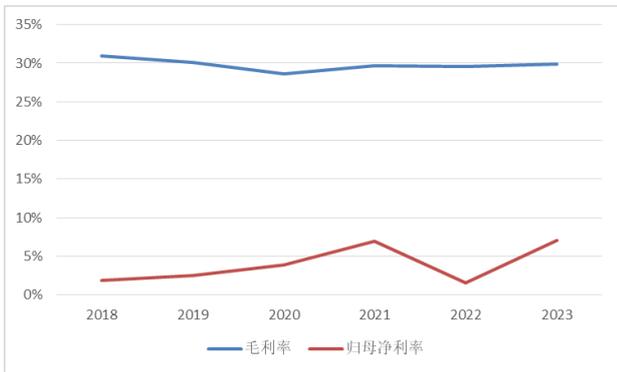
	归母净利润		扣非后归母净利润	
	盈利公司数	亏损公司数	盈利公司数	亏损公司数
2024Q1	94	50	88	56
2023Q1	110	34	95	49
2023	105	39	93	51
2022	97	47	85	59
2021	111	33	99	45
2020	101	43	94	50
2019	120	24	107	37
2018	120	24	113	31

资料来源：中原证券研究所，Wind

1.2. 盈利能力略有提升

在盈利能力方面，2023年传媒板块整体的毛利润为1657.65亿元，同比增加8.00%，增幅略微高于营业收入增幅，对应板块整体毛利率约为29.90%，同比小幅提升0.36pct，自2020年以来传媒板块的毛利率呈现逐年小幅回升的趋势，目前已经接近2019年板块整体的毛利率水平。归母净利率为7.06%，随着利润端的大幅增长，归母净利率也同比大幅提升5.45pct。2024Q1板块毛利率30.68%，同比略微提升0.12pct，归母净利率5.89%，同比下滑3.15pct。

图 11：2018-2023 传媒板块利润率



资料来源：中原证券研究所，Wind

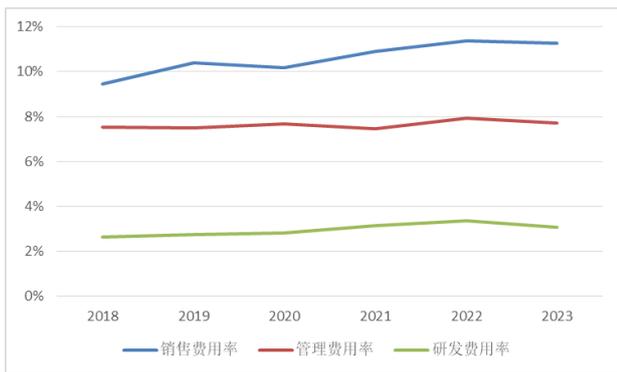
图 12：2018Q1-2024Q1 传媒板块利润率



资料来源：中原证券研究所，Wind

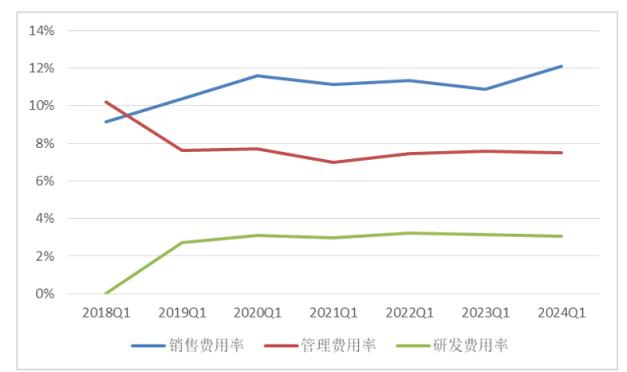
2023年传媒板块全年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为11.25%、7.72%和3.05%，同比分别下滑0.11pct、0.19pct、0.31pct。2024Q1销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为12.11%、7.49%、3.03%，同比分别变动1.23pct、-0.10pct、-0.09pct。

图 13：2018-2023 传媒板块主要费用率



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 14：2018Q1-2024Q1 传媒板块主要费用率



资料来源：中原证券研究所，Wind

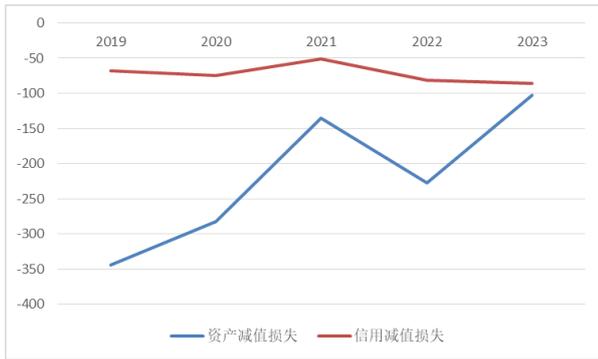
1.3. 资产减值压力大幅缓解

在减值方面，2023年传媒板块整体产生信用减值损失85.78亿元，相比2022年增加4.16亿元，产生资产减值损失102.95亿元，相比2022年减少124.57亿元，板块整体的资产减值损失大幅减少主要是由于世纪华通、*ST明诚、蓝色光标三家公司的资产减值损失分别同比大

幅减少 62.20 亿元、30.90 亿元和 20.39 亿元。

截至 2023 年末，传媒板块商誉 596.74 亿元，相比 2022 年末减少 14.73 亿元，自 2018 年以来传媒板块商誉持续减少，商誉风险逐步出清，未来商誉因素对板块整体的净利润影响也将逐步降低。目前传媒板块商誉风险相对集中，商誉较高的公司有世纪华通、昆仑万维、万达电影、浙数文化，商誉分别为 120.96 亿元、53.25 亿元、43.75 亿元和 43.21 亿元，4 家公司合计商誉占板块总商誉的 43.77%，还有 55 家公司不存在商誉，33 家商誉低于 1 亿元。

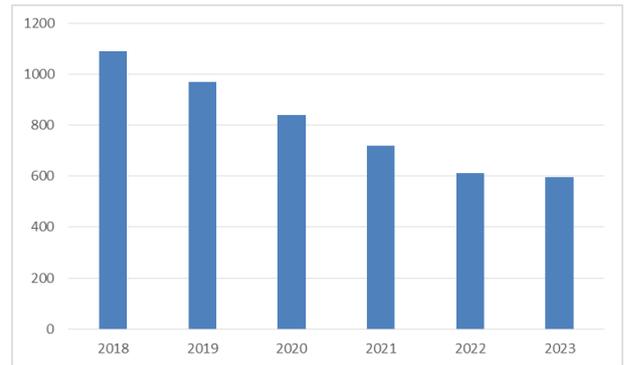
图 15: 2019-2023 传媒板块减值损失 (亿元)



资料来源：中原证券研究所，Wind

注：减值损失规模以负值表示

图 16: 2018-2023 传媒板块商誉 (亿元)



资料来源：中原证券研究所，Wind

1.4. 子板块业绩分化

细分子板块的业绩呈现不同程度的分化表现，也对传媒板块整体的业绩变化带来影响。其中收入占比相对较高的游戏板块、广告营销板块以及图书出版板块在 2023 年均实现业绩改善，但 2024Q1 利润端均有所下滑。影视子板块在 2023 以及 2024Q1 均有不同程度业绩改善，也是细分子板块中唯一一个能够在 2023 年以及 2024Q1 均实现业绩增长的板块。广电板块业绩持续下滑，2023 和 2024Q1 的业绩有不同程度恶化。

表 2: 细分子板块营业收入及归母净利润表现 (亿元)

	中信传媒	游戏	影视	广告营销	图书出版	广电	互联网媒体	
2023	营业收入	5544.43	740.56	380.62	2039.60	1522.15	398.83	305.87
	同比增幅	6.71%	6.43%	31.85%	8.56%	1.90%	-4.67%	1.43%
	归母净利润	391.32	76.51	-8.63	46.22	201.95	-24.27	65.84
	同比增幅	367.96%	大幅扭亏	大幅减亏	950.07%	29.34%	亏损扩大	47.97%
	扣非后归母净利润	217.96	69.98	-17.43	13.40	151.90	-36.59	37.74
	同比增幅	865.95%	大幅扭亏	大幅减亏	10522.70%	8.63%	亏损扩大	-4.68%
2024Q1	营业收入	1286.45	189.72	95.12	485.81	334.58	83.74	67.79
	同比增幅	3.66%	10.81%	-8.08%	9.05%	-0.71%	-10.78%	4.85%
	归母净利润	75.78	23.57	12.02	11.69	26.72	-3.84	5.49
	同比增幅	-32.46%	-24.42%	29.35%	-47.38%	-27.89%	转亏	-51.09%
	扣非后归母净利润	68.72	21.93	10.13	12.50	25.63	-6.49	5.16

同比增幅 -20.28% -19.78% 32.84% -1.55% -18.60% 转亏 -40.00%

资料来源：中原证券研究所，Wind

2. 重点子板块回顾

2.1. 游戏：2023 年市场与业绩稳步回升，销售费用率提升影响利润

随着国内游戏行业版号政策带动游戏产品供给端修复以及小游戏等新兴赛道的增长，国内游戏市场也实现了较好的增长。根据伽马数据统计，2023 年国内游戏市场实际销售收入 3029.64 亿元，同比增加 13.95%，首次突破 3000 亿元大关，游戏用户规模 6.68 亿，同比增加 0.60%。细分市场中，移动游戏实际销售收入 2268.6 亿元，同比增加 17.51%；客户端游戏 662.83 亿元，同比增加 8.00%。

图 17：2014-2023 年国内游戏市场实际销售收入



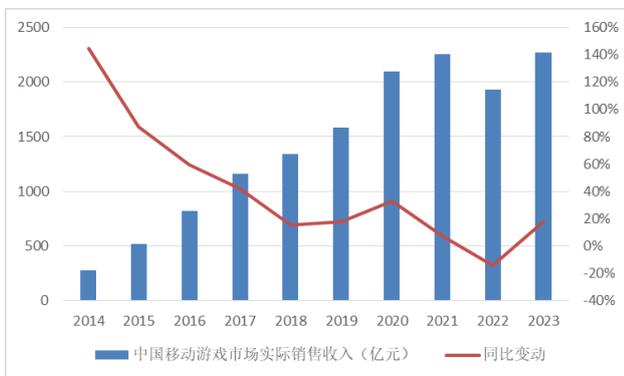
资料来源：中原证券研究所，伽马数据

图 18：2014-2023 年国内游戏市场用户规模



资料来源：中原证券研究所，伽马数据

图 19：2014-2023 年国内移动游戏市场实际销售收入



资料来源：中原证券研究所，伽马数据

图 20：2014-2023 年国内客户端游戏市场实际销售收入



资料来源：中原证券研究所，伽马数据

2024Q1 国内游戏市场实际销售收入 726.38 亿元，同比增加 7.60%，环比减少 2.46%，移动游戏市场实际销售收入 528.95 亿元，同比增加 8.63%，环比减少 4.32%。

图 21：2020Q1-2024Q1 国内游戏市场实际销售收入



资料来源：中原证券研究所，伽马数据

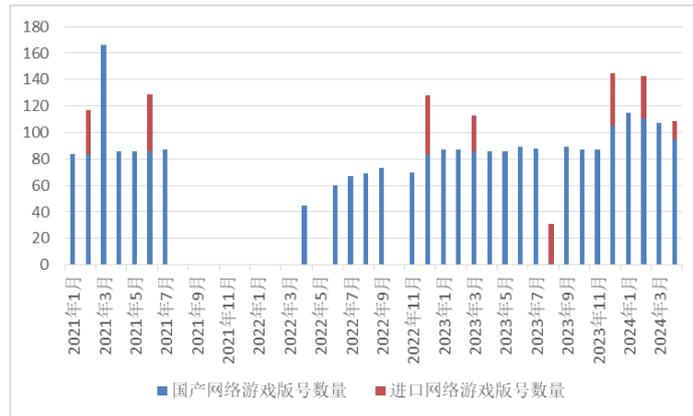
图 22：2014-2023 年国内移动游戏市场实际销售收入



资料来源：中原证券研究所，伽马数据

2022 年游戏版号的发放恢复后，整体的数量和节奏基本保持稳定，自 2023 年 12 月后平均每月发放的数量也略有增加，政策端的平稳为游戏行业保障了供给端，带动整体市场的景气度回升。预计未来游戏行业供给端也将继续保持较为平稳的状态。

图 23：2021 年 1 月-2024 年 4 月国内游戏版号发放情况

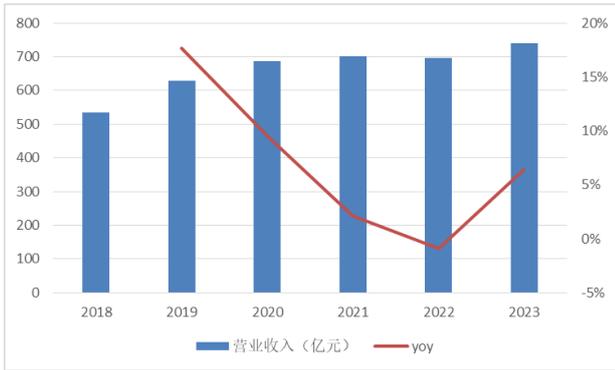


资料来源：中原证券研究所，国家新闻出版署

在上市公司层面，A 股 23 家游戏公司在 2023 年共实现营业收入 740.56 亿元，同比增加 6.43%；归母净利润 76.51 亿元，相比 2022 年的-2.17 亿元实现较大幅度扭亏；扣非后归母净利润 69.98 亿元，相比 2022 年的-3.17 亿元同样实现较大幅度扭亏。2022 年游戏板块亏损主要是世纪华通在当年产生了约 65.23 亿元的资产减值损失，而 2023 年游戏板块资产减值损失为 23.14 亿元，相比 2022 年大幅收缩 64.73 亿元，也对板块的利润增长提供正向贡献。

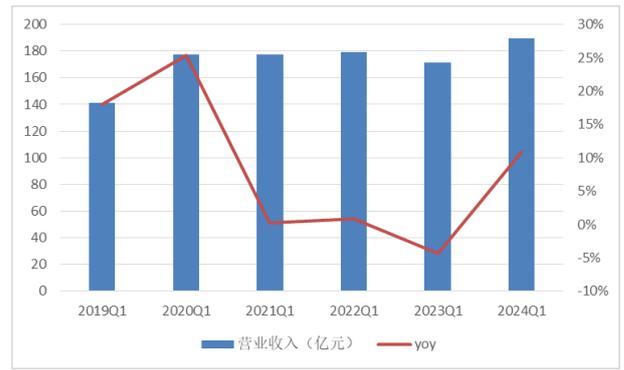
2024Q1 实现营业收入 189.72 亿元，同比增加 10.81%，归母净利润 23.57 亿元，同比减少 24.42%；扣非后归母净利润 21.93 亿元，同比减少 19.78%。利润端承压主要是由于板块销售费用同比增长 48.59%，销售费用率由 2023Q1 的 27.84%提升至 37.33%。

图 24: 2018-2023 年游戏板块营业收入



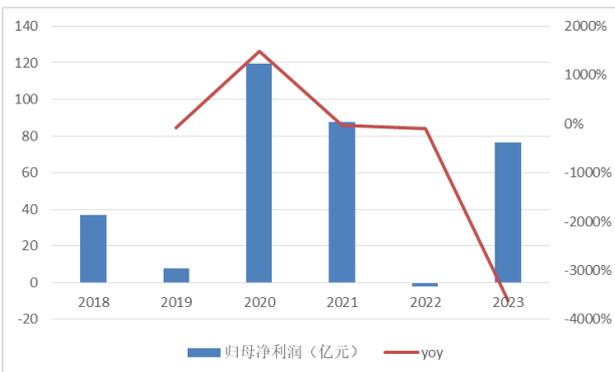
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 25: 2018Q1-2024Q1 游戏板块营业收入



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 26: 2018-2023 年游戏板块归母净利润



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 27: 2018Q1-2024Q1 游戏板块归母净利润



资料来源: 中原证券研究所, Wind

在出海方向上, 2023 年国内自主研发网络游戏在海外实现销售收入 163.66 亿美元, 同比减少 5.65%, 2024Q1 实现海外销售收入 40.75 亿美元, 同比增加 5.08%, 环比增加 5.03%。

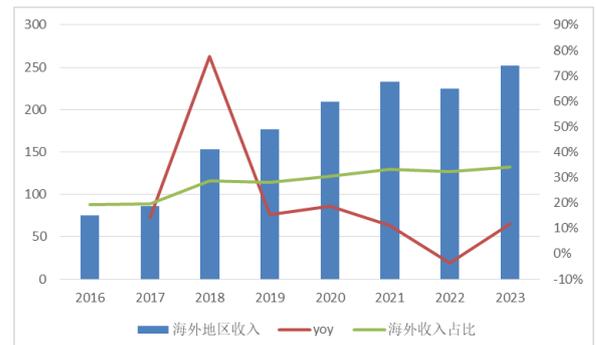
2023 年 A 股游戏公司来自海外地区的收入为 251.46 亿元, 同比增加 11.87%, 来自于海外地区的收入规模达到历史最高水平, 增长速度超过国内地区的收入增长速度, 收入占比提升至 33.95%, 23 家公司中 6 家来自于海外地区的收入占比高于 50%, 3 家高于 30%, 占比最高的汤姆猫来自于海外地区的收入达到 80% 以上。

图 28: 2014-2023 年国内研发游戏出海收入



资料来源: 中原证券研究所, 伽马数据

图 29: A 股游戏公司海外地区收入情况



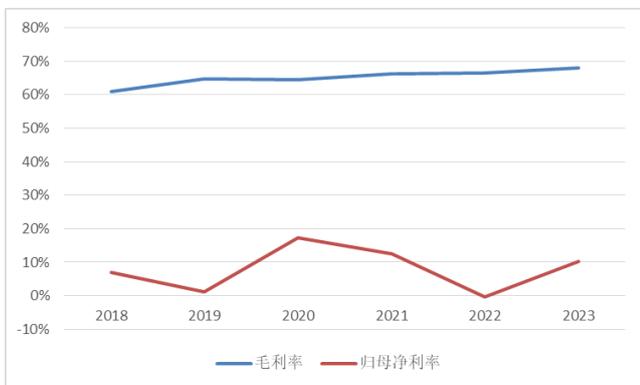
资料来源: 中原证券研究所, Wind

利润率方面，游戏板块整体毛利率 68.04%，同比提升 1.41pct，随着游戏行业的长线化趋势，游戏公司的毛利率也达到近年来最高的水平，2024Q1 板块毛利率再提升至 69.82%。归母净利润率随着板块营业收入和归母净利润的变化而波动，2023 年板块整体归母净利润率 10.33%，同比大幅提升 10.64pct，但由于归母净利润的下滑导致 2024Q1 归母净利润率同比下滑 5.79pct 至 12.42%。随着游戏市场的回升，预计游戏板块整体的毛利率水平也将自己维持在较高的水平。

在费用率方面，2023 年游戏板块销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 31.31%、9.00%和 12.42%，分别同比变动 2.43pct、0.20pct、-1.47pct，2024Q1 以上三项费用率分别为 37.33%、8.74%和 11.16%，分别同比变动 9.49pct、0.21pct 和-1.73pct。

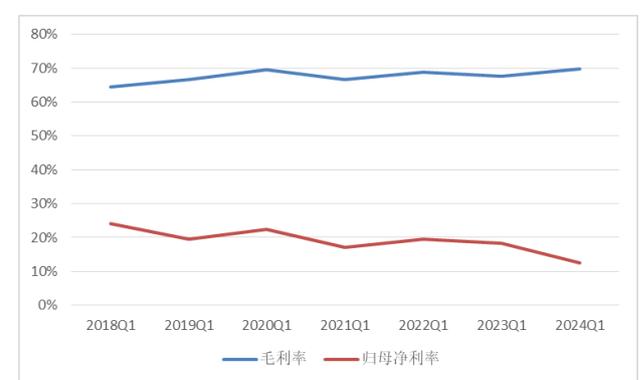
对于游戏公司来说，营销推广费对销售费用的影响较大，随着存量游戏逐渐向长线化发展以及版号重新放开后市场上新品供给增加导致竞争程度加剧，游戏公司的买量成本也持续增加，销售费用率也不断上行达到历年最高水平。研发费用率的下降主要是由于游戏行业的研发人员数量减少所致，根据 Wind 统计，23 家游戏公司 2023 年研发人员数量为 18362 人，相比 2022 年减少了 1775 人，降幅约为 8.81%，相比 2021 年峰值 21681 人减少了 3319 人；研发人员数量占全部员工比重为 46.34%，同比下滑约 4.06pct，相比 2021 年 53.50%的峰值下滑了 7.16pct。预计随着 AI 在游戏研发过程中参与程度的加大，研发费用率也存在进一步下降的空间。

图 30：2018-2023 年游戏板块利润率



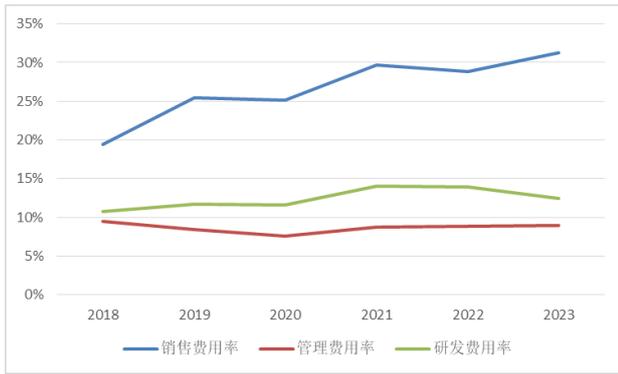
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 31：2018Q1-2024Q1 游戏板块利润率



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 32：2018-2023 年游戏板主要费用率



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 33：2018Q1-2024Q1 游戏板主要费用率

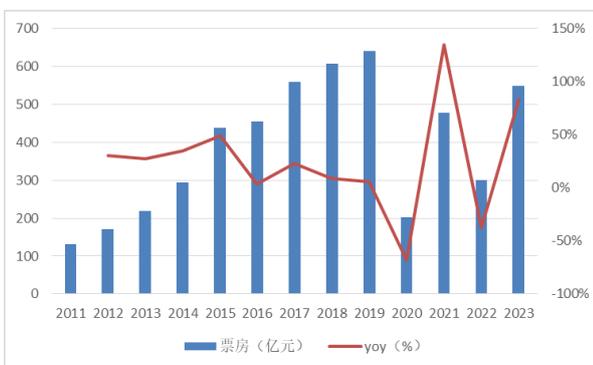


资料来源：中原证券研究所，Wind

2.2. 影视：行业持续复苏，业绩回升显著

2023 年国内电影市场大盘迎来修复，根据灯塔专业版数据，2023 年国内电影市场票房 549.37 亿元，同比增加 83.45%，观影人次 12.99 亿，同比增加 82.44%。2024Q1 国内电影市场票房 164.85 亿元，同比增加 3.95%，观影人次 3.66 亿，同比增加 8.93%。在 2022 年较低的基数上，2023 年国内电影市场实现较好的增长，虽然相比 2020 年以前还存在一定差距，但票房和观影人次数据也达到了 2020 年以后的最高水平。

图 34：2011-2023 年国内电影市场票房



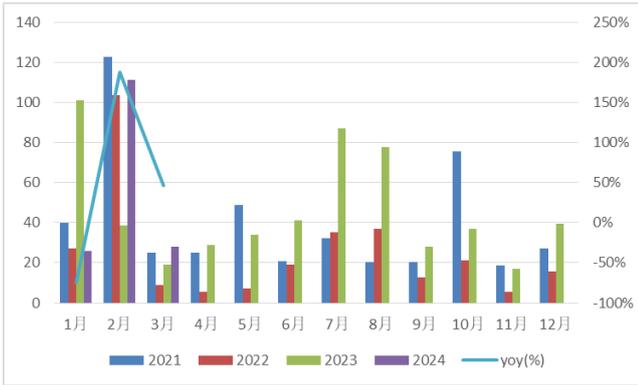
资料来源：中原证券研究所，灯塔专业版

图 35：2011-2023 年国内电影市场观影人次



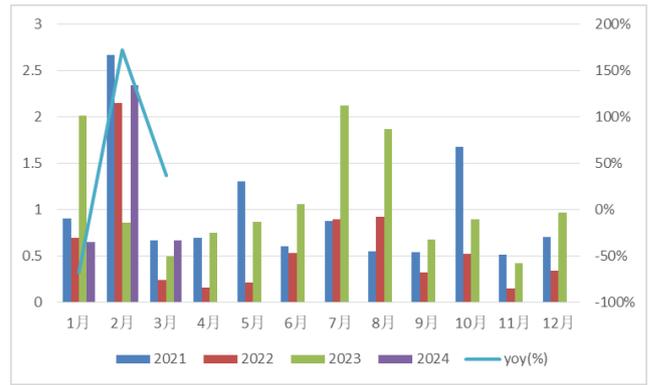
资料来源：中原证券研究所，灯塔专业版

图 36: 2021-2024 年单月票房 (亿元)



资料来源: 中原证券研究所, 灯塔专业版

图 37: 2021-2024 年单月观影人次 (亿元)

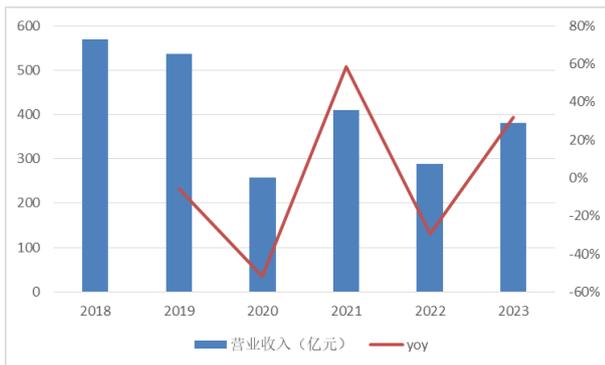


资料来源: 中原证券研究所, 灯塔专业版

影视板块 (包含影视内容与院线) 19 家上市公司 2023 年共实现营业收入 380.62 亿元, 同比增加 31.85%, 归母净利润-8.63 亿元, 扣非后归母净利润-17.43 亿元, 亏损额度均大幅减少, 其中中国电影、光线传媒、上海电影、横店影视、万达电影等影视内容或影视院线公司均实现同比扭亏。2023 年板块整体净利润依然为负主要是由于*ST 文投产生较多的资产减值损失 (主要由商誉减值损失构成) 导致公司归母净利润为-16.47 亿元, 扣非后归母净利润为-15.49 亿元, 对板块整体利润形成拖累。如果扣除*ST 文投影响, 2023 年影视板块整体利润规模为 7.84 亿元, 是 2018 年以来影视板块首次年度净利润规模为正。

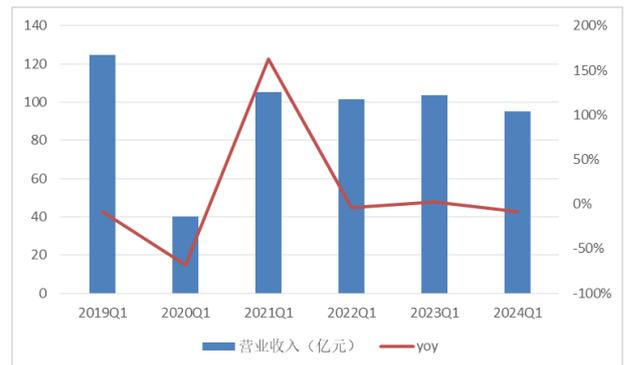
2024Q1 影视板块继续保持较好的业绩回升节奏, 整体营业收入 95.12 亿元, 同比减少 8.08%, 归母净利润 12.02 亿元, 同比增加 29.35%, 扣非后归母净利润 10.13 亿元, 同比增加 32.84%。

图 38: 2018-2023 年影视板块营业收入



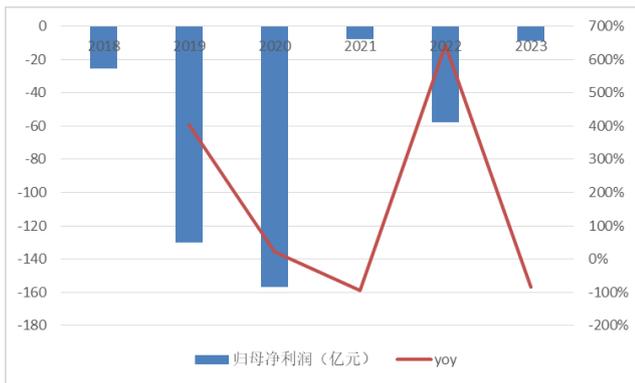
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 39: 2018Q1-2024Q1 影视板块营业收入



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 40: 2018-2023 年影视板块归母净利润



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 41: 2018Q1-2024Q1 影视板块归母净利润

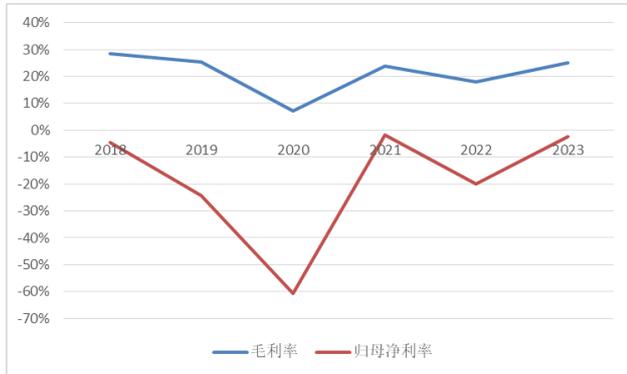


资料来源: 中原证券研究所, Wind

2023 年影视板块毛利率 25.11%，同比提升 7.15pct，归母净利率-2.27%，同比大幅提升 17.79pct，2024Q1 毛利率进一步提升至 32.42%，同比提升 3.60pct，归母净利率为 12.63%，同比提升 3.66pct。

随着营业收入的增加，影视板块的各项费用率夜有所下滑，2023 年影视板块销售费用率和管理费用率分别为 5.15%和 9.16%，同比分别下滑 1.83pct 和 3.56pct。2024Q1 销售费用率和管理费用率分别为 4.36%和 7.94%，同比分别变动-1.98pct 和 0.59pct。

图 42: 2018-2023 年影视板块利润率



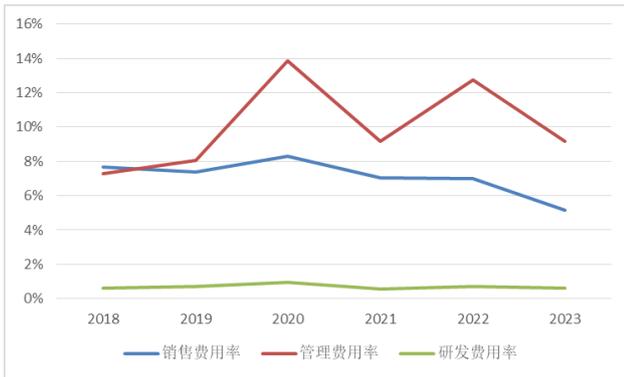
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 43: 2018Q1-2024Q1 影视板块利润率



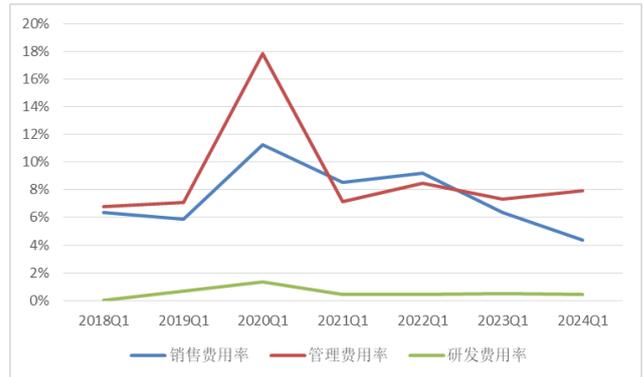
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 44：2018-2023 年影视板块主要费用率



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 45：2018Q1-2024Q1 影视板块主要费用率

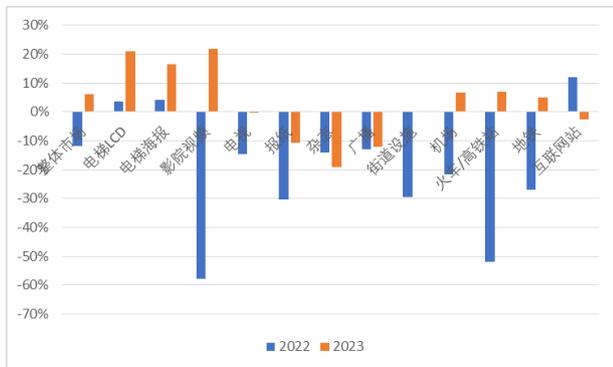


资料来源：中原证券研究所，Wind

2.3. 广告营销：广告市场整体呈现修复，未来盈利能力有望提升

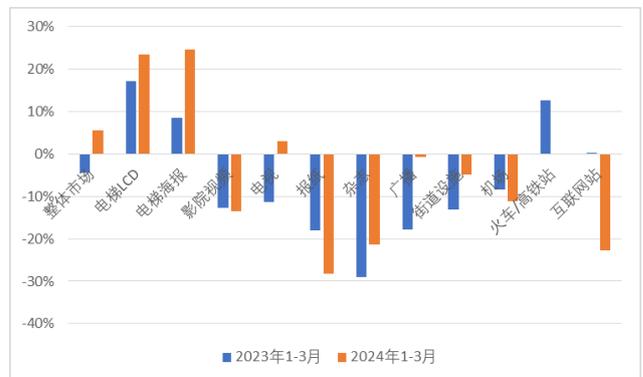
根据 CTR 统计数据，2023 年国内广告市场整体投放同比增加 6.0%，其中电梯 LCD、电梯海报和影院视频广告均实现双位数增长；机场、火车/高铁站、地铁和街道设施刊例花费同比增幅由负转正。2024 年 1-3 月，国内广告市场整体投放同比增加 5.5%，其中电梯 LCD、电梯海报分别同比增长 23.40%和 24.60%。

图 46：2022-2023 年广告花费同比变化



资料来源：中原证券研究所，CTR

图 47：2023Q1-2024Q1 广告花费同比变化



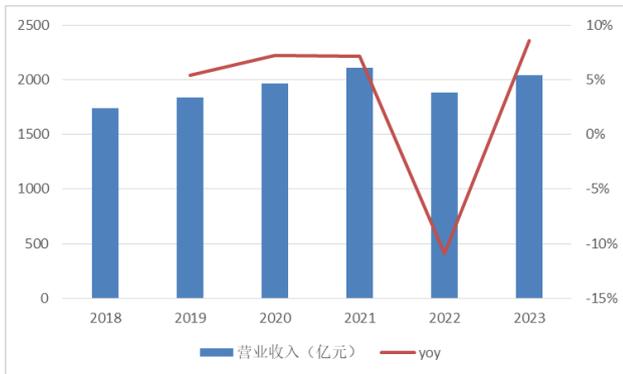
资料来源：中原证券研究所，CTR

广告营销板块 31 家企业 2023 年实现营业收入 2039.60 亿元，同比增加 8.56%，归母净利润 46.22 亿元，同比增加 950.07%；扣非后归母净利润 13.40 亿元，已增加 10522.70%。2024Q1 营业收入 485.81 亿元，同比增加 9.05%；归母净利润 11.69 亿元，同比减少 47.38%，扣非后归母净利润 12.50 亿元，同比减少 1.55%。

2023 年板块归母净利润和扣非后归母净利润大幅增加主要是由于：1) 板块内利润规模比较高的分众传媒在 2023 年实现了业绩的大幅增长，归母净利润由 27.90 亿元增加至 48.27 亿元；2) 蓝色光标在 2022 年计提了 20 亿元左右的商誉减值对当年广告营销板块整体的净利润造成影响，2023 年未发生商誉减值；3) 利欧股份 2022 年公允价值变动净收益约-13 亿元，2023 年该项科目产生正收益约 12.55 亿元。

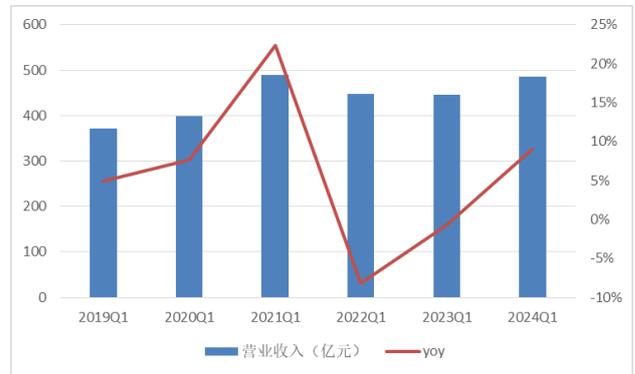
2024Q1 板块利润同比大幅减少是由于利欧股份当期公允价值净收益为-4.47 亿元，导致公司当期归母净利润为-2.38 亿元，上年同期为盈利 5.97 亿元。

图 48：2018-2023 年广告营销板块营业收入



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 49：2018Q1-2024Q1 广告营销板块营业收入



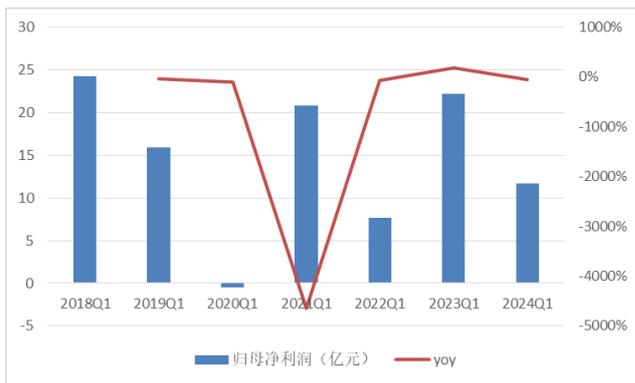
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 50：2018-2023 年广告营销板块归母净利润



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 51：2018Q1-2024Q1 广告营销板块归母净利润

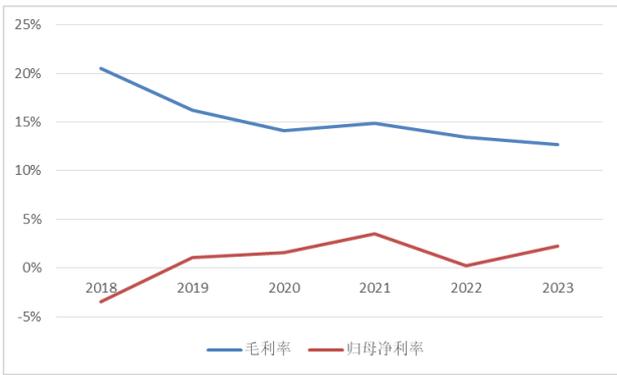


资料来源：中原证券研究所，Wind

在利润率方面，2023 年广告营销板块整体毛利率 12.67%，同比下滑 0.74pct，归母净利率 2.27%，同比提升 2.03pct。2024Q1 毛利率 12.01%，同比下滑 1.02pct，归母净利率 2.41%，同比下滑 2.58pct。广告营销板块近年来毛利率呈现较为持续的下行状态，我们认为受外部环境影响，上游客户投放趋向谨慎，加上行业竞争加剧，导致广告企业或采取降价的方式向上游客户让利，压低整体的毛利率水平。如果外部投放需求好转，板块的毛利率也有望迎来回升拐点。

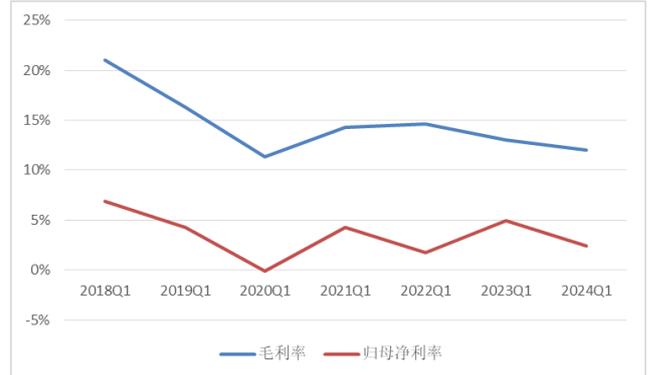
2023 年板块整体的销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 4.54%、3.15%、1.11%，同比分别下滑 0.28pct、0.21pct、0.20pct。2024Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 4.24%、3.11%、1.02%，同比分别下滑 0.47pct、0.10pct、0.15pct。费用率方面总体保持稳定。

图 52：2018-2023 年广告营销板块利润率



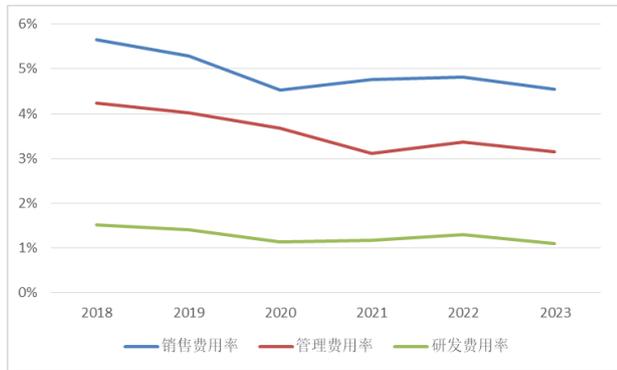
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 53：2018Q1-2024Q1 广告营销板块利润率



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 54：2018-2023 年广告营销板块主要费用率



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 55：2018Q1-2024Q1 广告营销板块主要费用率



资料来源：中原证券研究所，Wind

2.4. 图书出版：主营业务表现稳健，税收政策变化或影响未来利润

从行业整体情况来看，图书零售市场的恢复进展较慢，根据开卷信息统计，2023 年中国图书市场销售码洋 912 亿元，同比增长 4.72%，虽然增长率由负转正，但整体的码洋规模仍低于 2021 年以前，实洋方面则同比下降了 7.04%，主要是由于图书销售渠道的变化所致，短视频电商渠道逐渐成为第二大图书销售渠道，码洋占比达到 26.67%，仅次于平台电商 41.46%的码洋占比。同时由于短视频电商渠道的折扣更低，导致 2023 年图书零售折扣从 6.6 折下降至 6.1 折，也导致在码洋实现同比增长的同时实洋出现负增长。而 2024Q1 图书零售市场码洋再次同比减少 5.85%。

图 56: 2010-2023 年国内图书市场销售码洋



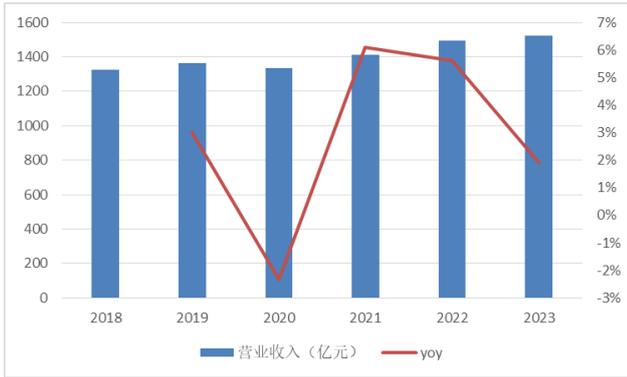
资料来源：中原证券研究所，开卷信息

在上市公司层面，31 家图书出版类上市公司 2023 年共实现营业收入 1522.15 亿元，同比增加 1.90%，归母净利润 201.95 亿元，同比增加 29.34%，扣非后归母净利润 151.90 亿元，同比增加 8.63%。2024Q1 实现营业收入 334.58 亿元，同比减少 0.71%，归母净利润 26.72 亿元，同比减少 27.89%，扣非后归母净利润 25.63 亿元，同比减少 18.60%。

从业绩变动情况来看，2023 年图书出版上市公司的表现优于行业整体的变化，板块呈现了较好的业绩恢复，营业收入端略有增长，归母净利润和扣非后归母净利润的增长幅度更大；但 2024Q1 业绩有所下滑，营业收入虽然同比基本持平，但归母净利润和扣非后归母净利润下滑幅度较为明显。

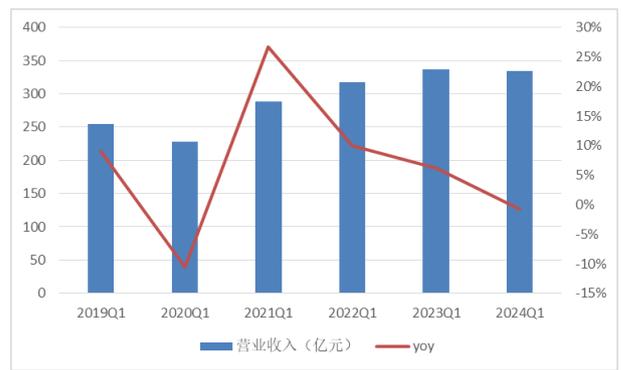
板块业绩发生变化的主要原因是部分国有图书出版公司的税收政策变化，此前享受的经营性文化事业单位转制为企业的所得税税收优惠政策已经于 2023 年 12 月 31 日到期，自 2024 年 1 月 1 日起不再享受免征所得税的优惠政策，导致图书出版板块所得税费用在 2023 年和 2024Q1 发生较大变化。2023 年图书出版板块合计所得税为-24.24 亿元，同比大幅减少 29.61 亿元，主要是预期税收政策变化进而对 2023 年的所得税费用进行相应调整，凤凰传媒、山东出版、中文传媒等多个公司 2023 年所得税费用均为负值。不再享受税收优惠后，2024Q1 图书出版板块所得税费用为 10.19 亿元，同比大幅增加 9.01 亿元，拖累了板块的利润表现，如果以税前营业利润为统计口径，2023 年和 2024Q1 图书出版板块的利润同比分别变动 9.91%和 -5.30%。

图 57: 2018-2023 年图书出版板块营业收入



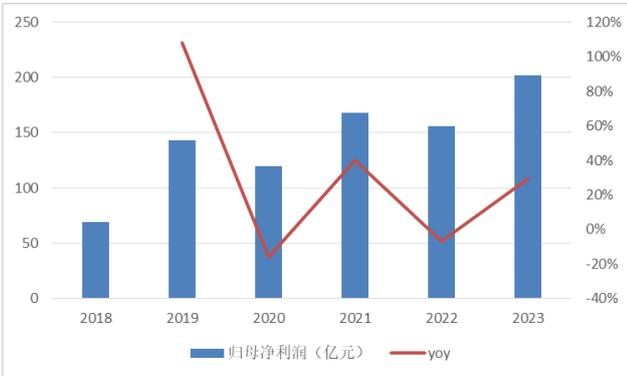
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 58: 2018Q1-2024Q1 图书出版板块营业收入



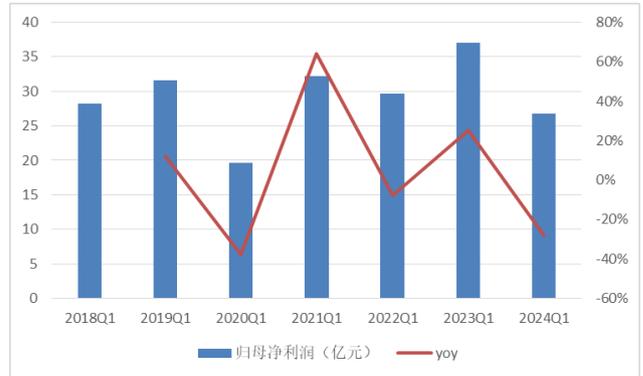
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 59: 2018-2023 年图书出版板块归母净利润



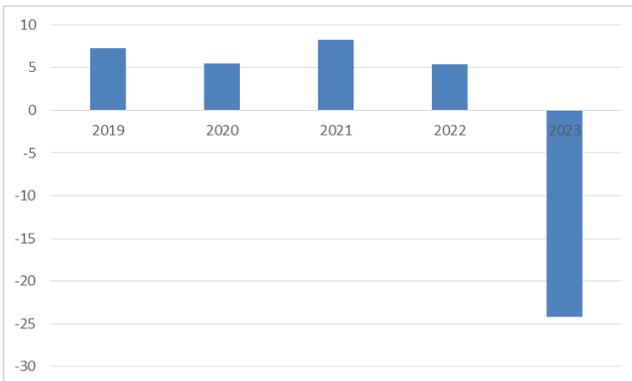
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 60: 2018Q1-2024Q1 图书出版板块归母净利润



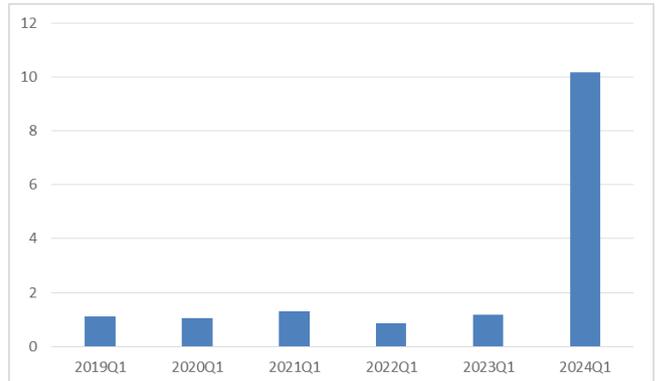
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 61: 2019-2023 年图书板块所得税费用 (亿元)



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 62: 2019Q1-2024Q1 图书板块所得税费用 (亿元)

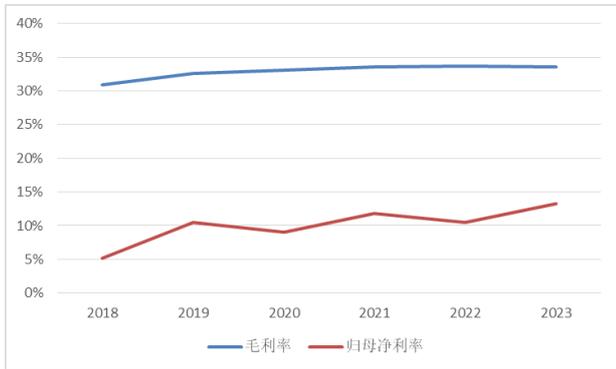


资料来源: 中原证券研究所, Wind

图书出版企业的利润率和各项费用率基本维持稳定, 保持小幅度的合理波动状态。2023 年图书出版板块毛利率 33.53%, 同比小幅下滑 0.09pct, 2024Q1 毛利率 33.54%, 同比小幅提升 0.85pct, 毛利率延续此前的稳定状态。2023 年归母净利率为 13.27%, 同比提升 2.81pct, 2024Q1 归母净利率 7.99%, 同比下滑 3.01pct。2023 年板块销售费用率、管理费用率、研发

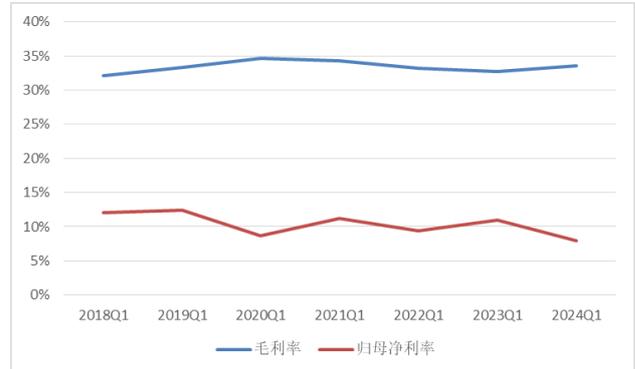
费用率分别为 10.89%、11.14%、0.84%，2024Q1 分别为 10.26%、11.02%、0.77%。

图 63：2018-2023 年图书出版板块利润率



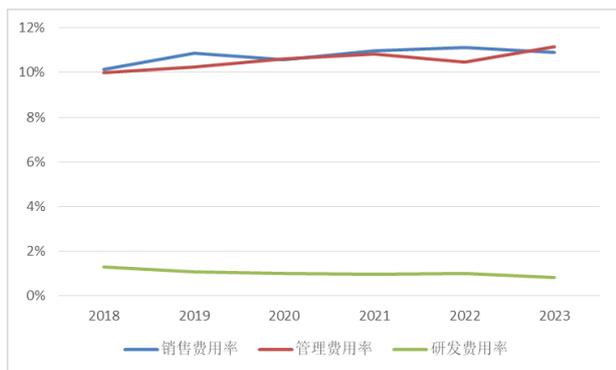
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 64：2018Q1-2024Q1 图书出版板块利润率



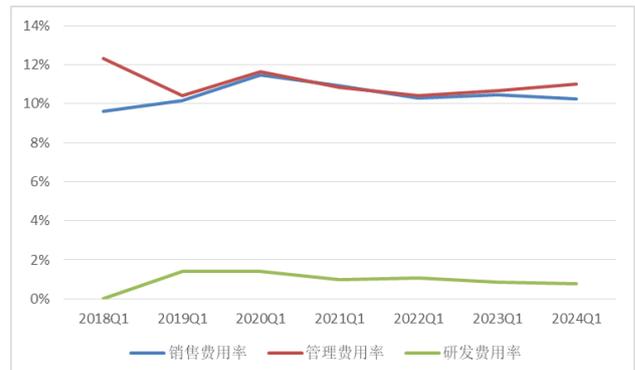
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 65：2018-2023 年图书出版板主要费用率



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 66：2018Q1-2024Q1 图书出版板主要费用率



资料来源：中原证券研究所，Wind

从图书出版板块历年的分红情况来看，2023 年已经宣告分红的图书出版上市公司合计分红比例占当期归母净利润的 48.13%，相比 2022 年下滑了 4.15pct，占比下滑主要是板块 2023 年归母净利润规模受税收政策影响增加较为明显，如果仅从分红规模来看，2023 年板块分红总额 97.19 亿元，同比增加 19.06%，依然保持了较大的增长幅度。以 4 月 30 日为基准，31 家图书出版公司中股息率超 5% 的公司有 3 家，分别是山东出版、中文传媒、长江传媒，7 家公司股息率超 4%。

图 67：图书出版板块分红情况



资料来源：中原证券研究所，Wind

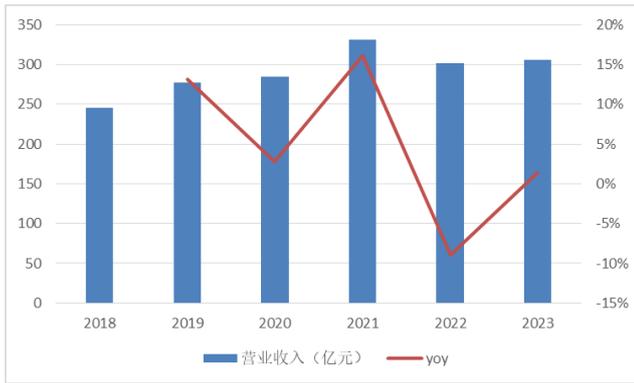
2.5. 互联网媒体：部分公司导致利润波动幅度较大

互联网媒体板块 10 家公司（主要包括芒果超媒、昆仑万维、视觉中国、新媒股份等）2023 年共实现营业收入 305.87 亿元，同比增加 1.43%，归母净利润 65.84 亿元，同比增加 47.97%，扣非后归母净利润 37.74 亿元，同比减少 4.68%。2024Q1 实现营业收入 67.79 亿元，同比增加 4.85%，归母净利润 5.49 亿元，同比减少 51.09%，扣非后归母净利润 5.16 亿元，同比减少 40.00%。

互联网媒体板块各个公司之间的主营业务、商业模式等关键因素存在较大差异，从业绩规模来看，芒果超媒 2023 年营业收入和归母净利润分别为 146.28 亿元和 35.56 亿元，分别占板块整体的 47.82%和 54.01%，对板块整体业绩的变动影响较大；昆仑万维 2023 年营业收入和归母净利润分别占板块整体的 16.07%和 19.11%，两家公司对板块整体的业绩波动影响较大。

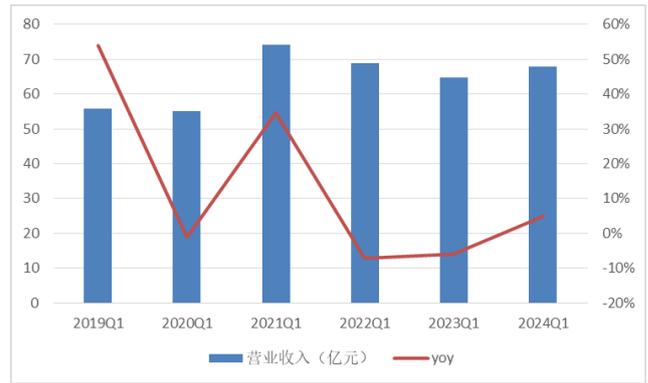
2023 年板块整体归母净利润大幅增长但扣非后归母净利润下滑是由于：1) 芒果超媒 2023 年企业所得税政策变化带来一次性调整金额 16.29 亿元，导致归母净利润和扣非后归母净利润存在较大差异；2) 昆仑万维 2023 年产生部分计入非经常性损益的公允价值变动净收益约 6.70 亿元。2024Q1 板块业绩出现较大下滑主要是由于昆仑万维当期主要费用率提升加上产生-1.14 亿元的公允价值变动损益所致。

图 68：2018-2023 年互联网媒体板块营业收入



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 69：2018Q1-2024Q1 互联网媒体板块营业收入



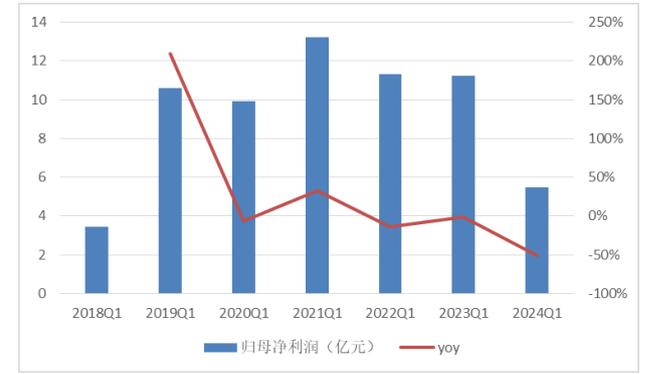
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 70：2018-2023 年互联网媒体板块归母净利润



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 71：2018Q1-2024Q1 互联网媒体板块归母净利润

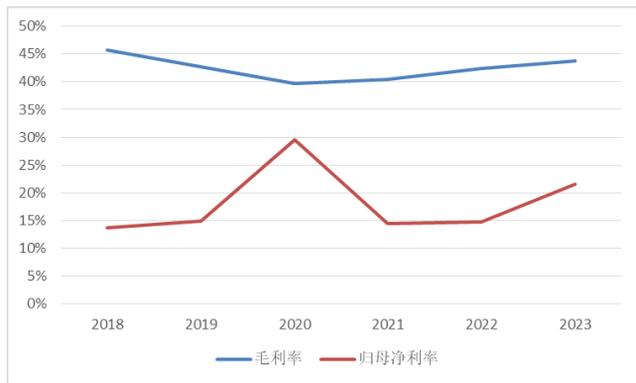


资料来源：中原证券研究所，Wind

2023 年互联网媒体板块整体毛利率 43.73%，同比提升 1.27pct，归母净利率 21.53%，同比提升 6.77pct。2024Q1 板块毛利率 42.17%，同比下滑 2.50pct；归母净利率 8.10%，同比下滑 9.26pct。

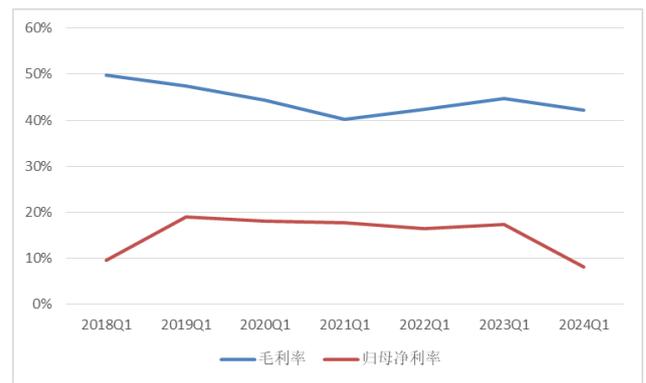
2023 年板块销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 17.56%、8.43%、6.16%，同比分别变动-0.12pct、0.70pct、0.90pct。2024Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 16.55%、7.55%、7.86%，同比分别变动-0.46pct、1.54pct、2.31pct。

图 72: 2018-2023 年互联网媒体板块利润率



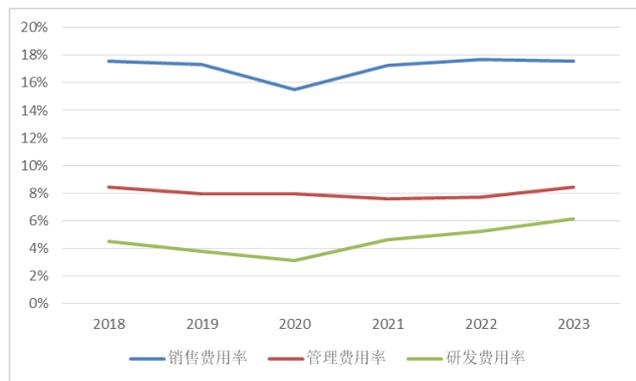
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 73: 2018Q1-2024Q1 互联网媒体板块利润率



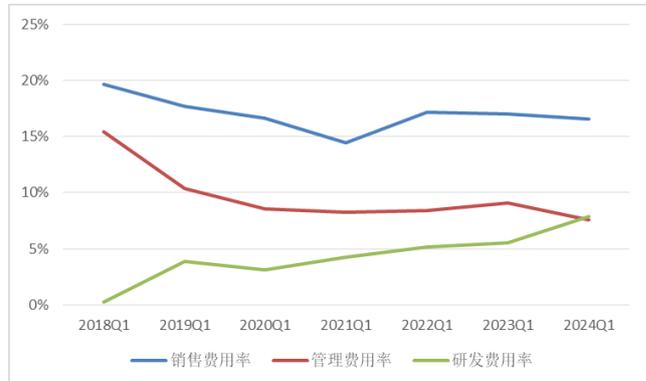
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 74: 2018-2023 年互联网媒体板块主要费用率



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 75: 2018Q1-2024Q1 互联网媒体板块主要费用率

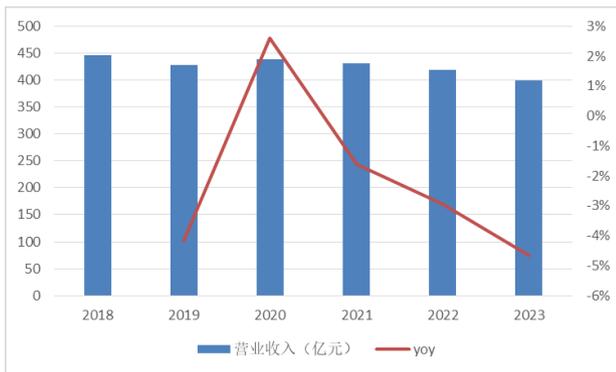


资料来源: 中原证券研究所, Wind

2.6. 广电: 行业持续性承压, 板块业绩继续下行

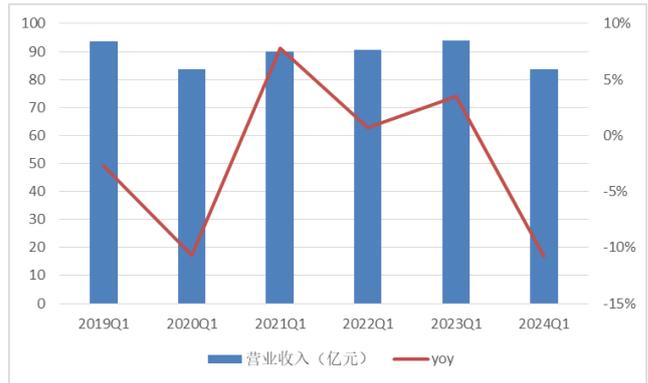
游戏、长视频及短视频平台等娱乐方式的崛起对传统广电大屏业务造成较大冲击, 广电板块延续整体业绩下滑的趋势, 12 家公司 2023 年共实现营业收入 398.83 亿元, 同比减少 4.67%, 归母净利润-24.27 亿元, 扣非后归母净利润-36.59 亿元, 亏损幅度相比 2022 年进一步扩大。2024Q1 营业收入 83.74 亿元, 同比减少 10.78%, 归母净利润-3.84 亿元, 扣非后归母净利润-6.49 亿元, 均由 2023Q1 的盈利转为亏损。

图 76: 2018-2023 年广电板块营业收入



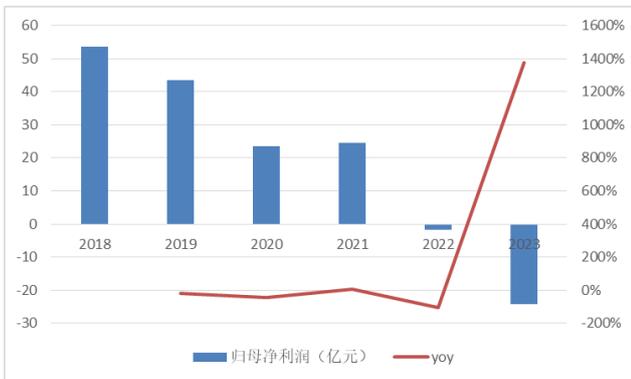
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 77: 2018Q1-2024Q1 广电板块营业收入



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 78: 2018-2023 年广电板块归母净利润



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 79: 2018Q1-2024Q1 广电板块归母净利润

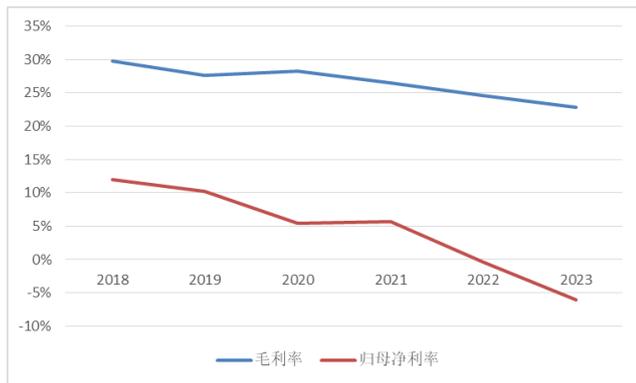


资料来源: 中原证券研究所, Wind

广电板块盈利能力继续下行, 2023 年板块整体毛利率 22.86%, 同比下滑 1.70pct, 归母净利率-6.09%, 同比下滑 5.69pct, 2024Q1 板块毛利率 22.77%, 同比下滑 4.55pct, 归母净利率-4.58%, 同比下滑 7.53pct。

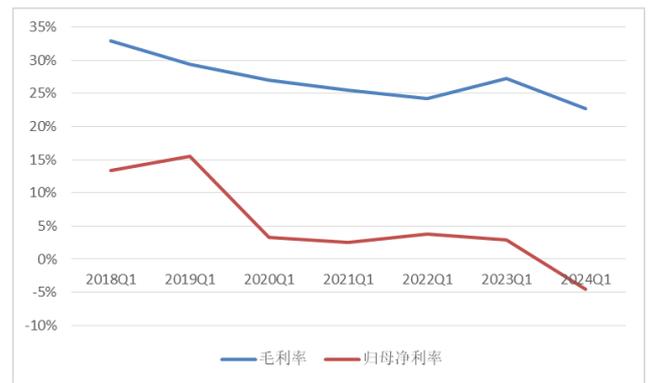
2023 年广电板块销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 9.04%、13.40%、3.58%, 同比基本持平。2024Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 9.69%、14.16%、3.78%, 同比分别提升 0.78pct、0.90pct、0.53pct, 2023 年和 2024Q1 三项费用率合计为 26.02%和 27.63%, 已经超过板块毛利率, 相对较高的费用率也侵蚀的板块的利润空间。

图 80: 2018-2023 年广电板块利润率



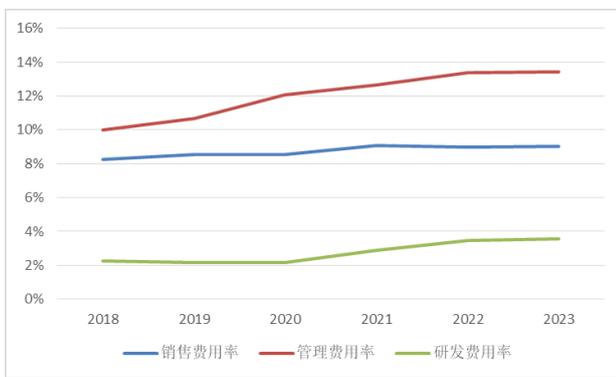
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 81: 2018Q1-2024Q1 广电板块利润率



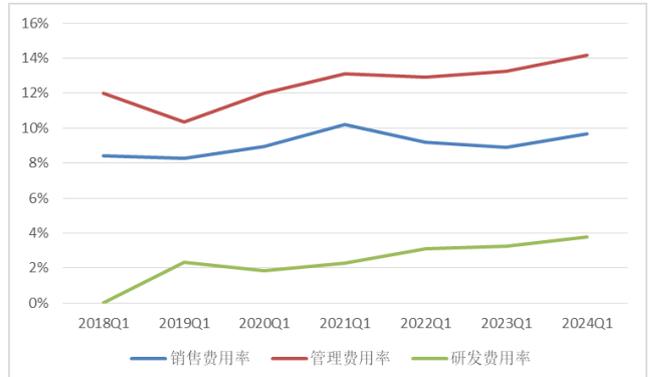
资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 82: 2018-2023 年广电板块主要费用率



资料来源: 中原证券研究所, Wind

图 83: 2018Q1-2024Q1 广电板块主要费用率



资料来源: 中原证券研究所, Wind

3. 投资建议

随着外部经济和消费环境以及行业监管政策等因素的变化, 传媒行业整体业绩以及部分细分领域的行业基本面情况有不同程度回升。细分子板块中, 2023 年游戏、影视、广告营销、图书出版等板块的业绩恢复较好, 收入和利润端均有不同程度增长, 2024Q1 子板块业绩分化, 除影视板块之外其余板块由于各自原因利润有不同程度下滑, 导致传媒板块整体增收不增利。

展望后续, 影视板块行业韧性较好, 虽然票房大盘仍在恢复进程中, 相比 2020 年以前还存在一定差距, 但重点档期以及重点影片的优异表现展现行业需求端韧性, 未来有望延续业绩回升的步伐; 游戏子板块随着政策端和玩家需求端的好转, 市场规模回升, 销售费用虽然受市场竞争影响对利润造成一定压力, 但随着行业精品化、长线化的发展趋势推动游戏行业整体的盈利能力提升, 未来业绩也有修复的空间, 游戏板块长期投资价值仍存; 经济环境和消费需求改善前提下, 广告市场也有望迎来顺周期的修复, 带动广告营销板块盈利能力回升; 图书出版板块预计继续延续业绩稳健的节奏, 税收政策变化不可避免给利润端带来影响, 但高分红比例、

高股息率的图书出版公司仍具有较好的长期关注价值。

AI 方面，目前国内外的各类大模型继续保持着一定的更新频率节奏，大模型能力提升的大趋势不变。在应用端，游戏、广告、影视、图书出版等传媒内容型公司也已经开始逐渐将 AI 纳入日常工作流程中，为内容产品的生产和企业日常管理的成本端和效率端带来改变，有望提升公司的利润水平。

建议关注：恺英网络、三七互娱、吉比特、完美世界、光线传媒、万达电影、分众传媒、兆讯传媒、风语筑、芒果超媒

4. 风险提示

行业监管政策变化；经济和消费需求恢复不及预期；市场竞争加剧；AI 发展和应用落地情况不及预期；内容产品表现不及预期；板块估值中枢长期位于低位

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。