



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

分析师：马晓婷（执业 S1130524070006）
maxiaoting@gjzq.com.cn

把握结构性机会，关注产业链变化

投资逻辑

- **传媒板块：收入增速放缓，Q2 盈利水平仍承压，但净利率环比小幅提升；市场表现走弱。** 1) 23 年以来，传媒（申万）板块营收增速逐季度下降但仍保持正增长，但盈利水平提升面临一定压力，2024 扣非净利同比降幅增大，预计系经济增速放缓、电影及游戏等内容供给较平淡，但 Q2 扣非净利率在 Q1 基础上小幅提升（环比+0.56pct）。2) Q2 回调明显，传媒（申万）板块 Q1、Q2 分别-1.48%、-20.15%，其中影视院线、游戏板块 Q2 跌幅均超过 20%。
- **游戏：行业处于存量竞争阶段，但小游戏蓬勃发展，各公司纷纷发力；拥有独特优势的公司业绩韧性更强。** 1) 游戏市场处于存量竞争阶段，上半年市场规模小幅增长，同比+2.1%，7 月呈个位数下滑，但小程序游戏市场仍在蓬勃发展中，成为各家公司打造业绩增量的重要布局方向，伽马数据显示，1H24 小程序游戏市场规模达到 166.0 亿元，同比+60.5%，小游戏开发者数量也从 22 年的超 10 万，增至 24 年 4 月的超 40 万，竞争加剧，我们认为，积累了 know-how 的公司、擅长买量/泛休闲游戏的公司推出头部小游戏的概率或更高。2) Q2 游戏板块业绩增长整体承压，预计主要系 A 股游戏公司上线新品相对较少，业绩主要分化为：①拥有可长线运营产品或 IP 的公司业绩稳健，甚至 Q2 环比增长；②去年上线产品仍然较稳定、发力小游戏的公司，Q2 业绩环比有所增长；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。
- **影视院线：Q2 票房平淡，院线公司承压；影视剧制作公司业绩主要与产品周期关联。** 1) 院线：24 年 Q1、Q2 票房分别同比+4.0%、-28.7%，相应地，院线公司 Q1 扭亏，Q2 环比转亏，从各公司表现看，观影相关收入整体随票房表现而变动，影院广告在去年同期的基础上随经济大盘波动。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：弱修复的基础上企稳。** 广告媒体公司依托自身媒体资源优势，业绩与经济大盘、广告主预算直接相关，收入、利润率相对更稳定；营销代理公司收入增速仍较快，但利润较薄，释放有限，其中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，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 1Q24 及 2Q24 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

- **把握结构性机会，建议关注业绩边际向上且确定性较强的公司，业绩稳健、股息率较高的出版板块及 AI、MR、等产业机会。** 24 年 7-8 月传媒板块跌幅收窄，游戏板块略有上涨，我们认为当前各行业基本均处于存量竞争阶段，拥有独特优势的公司防御能力较强，建议把握结构性机会，包括产业链，23 年以来 AI、微短剧、单机 3A 大作《黑神话：悟空》等所带来的估值催化均为产业链变化所带来的机会。个股方面，建议关注下半年产品周期将启动的恺英网络，主力游戏企稳、在研游戏稳步推进、持续分红的吉比特；储备丰富且包括优质 IP 产品、后续业绩增长较有保障的万达电影。

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：收入增速放缓，Q2 盈利水平仍承压，但净利率环比小幅提升；市场表现走弱	4
二、游戏：受产品上线节奏及表现影响，整体承压的同时业绩分化	5
2.1、版号已常态化发放，行业处于存量竞争，拥有独特优势的公司业绩韧性更强	5
2.2、投资建议：关注拥有独特竞争优势的龙头公司，及产品周期将启动、业绩边际向好的个股	9
三、影视院线：Q2 票房表现平淡，压制业绩增长	11
3.1、Q2 票房表现平淡导致观影相关业务承压；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：看好产品周期将启动的标的及院线龙头	13
四、广告营销：业绩随消费回暖而逐步修复	15
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	18
七、风险提示	19

图表目录

图表 1：1Q21-2Q24 传媒（申万）板块营收及其同比增速	4
图表 2：1Q21-2Q24 传媒（申万）板块扣非归母及其变化	4
图表 3：传媒（申万）细分板块 1Q24 及 2Q24 营收、扣非归母净利同比增速	4
图表 4：传媒板块申万二级行业 2023、1Q24、2Q24 及 24 年 7-8 月涨跌幅	4
图表 5：申万一级行业 1H24、1Q24、2Q24、24 年 7-8 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 7：23 年 1 月-24 年 7 月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 9：1Q21-2Q24 游戏 II（申万）营收及其同比变化	7
图表 10：1Q21-2Q24 游戏 II（申万）扣非归母及其变化	7
图表 11：1Q21-2Q24 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	8
图表 13：微信小游戏月活及环比增速	8
图表 14：小游戏开发者数量变化	8
图表 15：A 股游戏公司 1Q24 及 2Q24 业绩表现	9
图表 16：A 股游戏公司产品储备梳理	9
图表 17：2019-23 年及 24 年 Q1、Q2 票房及观影人次变化	11
图表 18：2019-23 年及 24 年 Q1、Q2 平均票价及上座率	11
图表 19：2020-2Q24 票房、观影人次、平均票价、上映影片数占 19 年比例：至 1Q24，随时间推进逐步提高，	



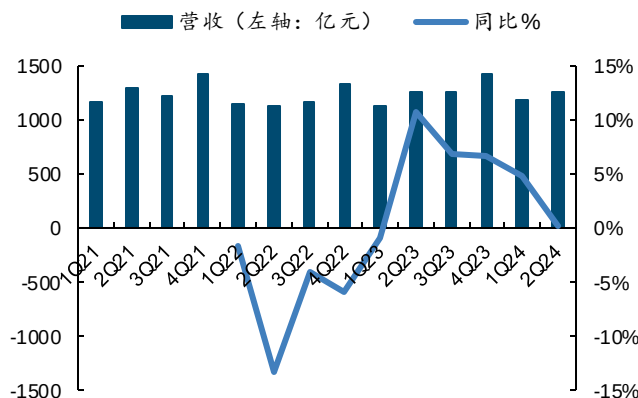
2024 较平淡	11
图表 20: 1Q21-2024 院线 (申万) 营收及其同比增速	12
图表 21: 1Q21-2024 院线 (申万) 扣非归母及其占收入比	12
图表 22: A 股院线公司 1Q24、2Q24 业绩表现	12
图表 23: 2020-24 年 H1 院线公司各业务收入同比增速	12
图表 24: 1Q21-2024 影视动漫制作 (申万) 营收变动	12
图表 25: 1Q21-2024 影视动漫制作 (申万) 盈利变动	12
图表 26: 4Q22-2024 各 A 股影视制作公司营收同比增速	13
图表 27: 4Q22-2024 各影视制作公司归母净利率	13
图表 28: 影视动画制作公司影视剧储备	13
图表 29: 1Q21-2024 广告营销 (申万) 营收及其同比增速	15
图表 30: 1Q21-2024 广告营销 (申万) 扣非归母及其变化	15
图表 31: 1Q21-2024 营销代理 (申万) 营收及其同比增速	15
图表 32: 1Q21-2024 营销代理 (申万) 扣非归母及其变化	15
图表 33: 1Q21-2024 广告媒体 (申万) 营收及其同比增速	15
图表 34: 1Q21-2024 广告媒体 (申万) 扣非归母及其变化	15
图表 35: 4Q22-2024 A 股广告营销公司营收同比增速	16
图表 36: 4Q22-2024 A 股广告营销公司归母净利同比增速	16
图表 37: 4Q22-2024 A 股广告营销公司归母净利率	16
图表 38: 1Q21-2024 出版 (申万) 营收及其同比增速	16
图表 39: 1Q21-2024 出版 (申万) 扣非归母及其变化	16
图表 40: 4Q22-2024 出版公司营收同比增速	17
图表 41: 4Q22-2024 出版公司归母净利同比增速	17
图表 42: 4Q22-2024 出版公司归母净利率	17
图表 43: 出版公司股息率: 仍处于较高的水平	17
图表 44: 1Q22-2024 出版 (申万) 所得税费用/利润总额	17
图表 45: 1Q21-2024 电视广播 (申万) 营收及其同比增速	18
图表 46: 1Q21-2024 电视广播 (申万) 扣非归母及其变化	18
图表 47: 1Q21-2024 电视广播 (申万) 公司营收同比增速	18
图表 48: 1Q21-2024 电视广播 (申万) 公司扣非归母同比增速	18
图表 49: 1Q21-2024 电视广播 (申万) 公司扣非净利率	18



一、传媒板块：收入增速放缓，Q2 盈利水平仍承压，但净利率环比小幅提升；市场表现走弱

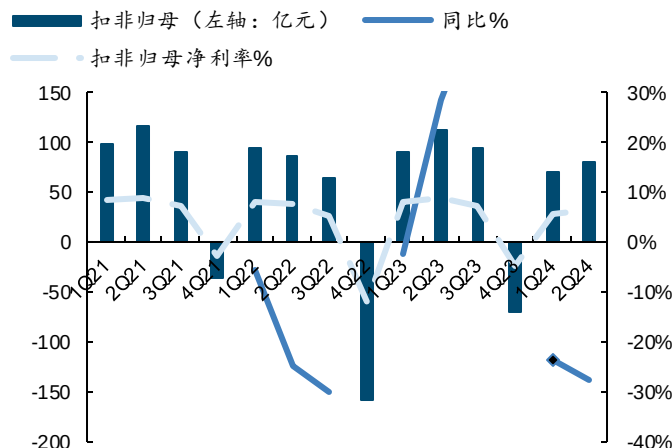
- 业绩：1Q24 及 2Q24 收入增速放缓，Q2 盈利水平同比下降，但环比略有提升。2Q23 以来，传媒（申万）板块收入增速逐季度下降但仍保持正增长，2Q24 收入增幅环比 Q1 显著收窄，扣非净利润同比降幅增大，各板块同比均有一定下滑，预计主要系宏观经济增速放缓，同时游戏、电影等内容供给较平淡，广告营销、游戏、影视院线板块承压，加之经营文化事业单位税收优惠政策变化导致出版净利率下滑。但环比 Q1，2Q24 扣非净利率环比 +0.56pct，在 Q1 的基础上稳中有升。

图表1：1Q21-2Q24 传媒（申万）板块营收及其同比增速



来源：ifind，国金证券研究所

图表2：1Q21-2Q24 传媒（申万）板块扣非归母及其变化



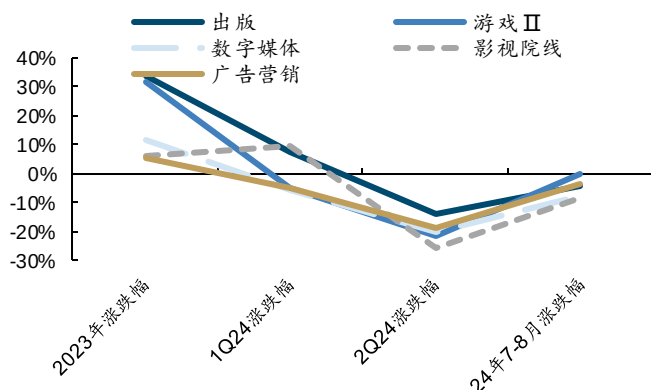
来源：ifind，国金证券研究所

图表3：传媒（申万）细分板块 1Q24 及 2Q24 营收、扣非归母净利同比增速

	营收同比增速		扣非净利润同比增速	
	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24
游戏II	6.56%	3.14%	-31.20%	-19.18%
广告营销	6.57%	4.28%	-0.70%	-14.59%
影视院线	-7.87%	-16.87%	30.61%	亏损扩大
出版	0.37%	0.31%	-16.83%	-19.47%
电视广播	-7.70%	-4.78%	转亏	转亏

来源：ifind，国金证券研究所

图表4：传媒板块申万二级行业 2023、1Q24、2Q24 及 24 年 7-8 月涨跌幅



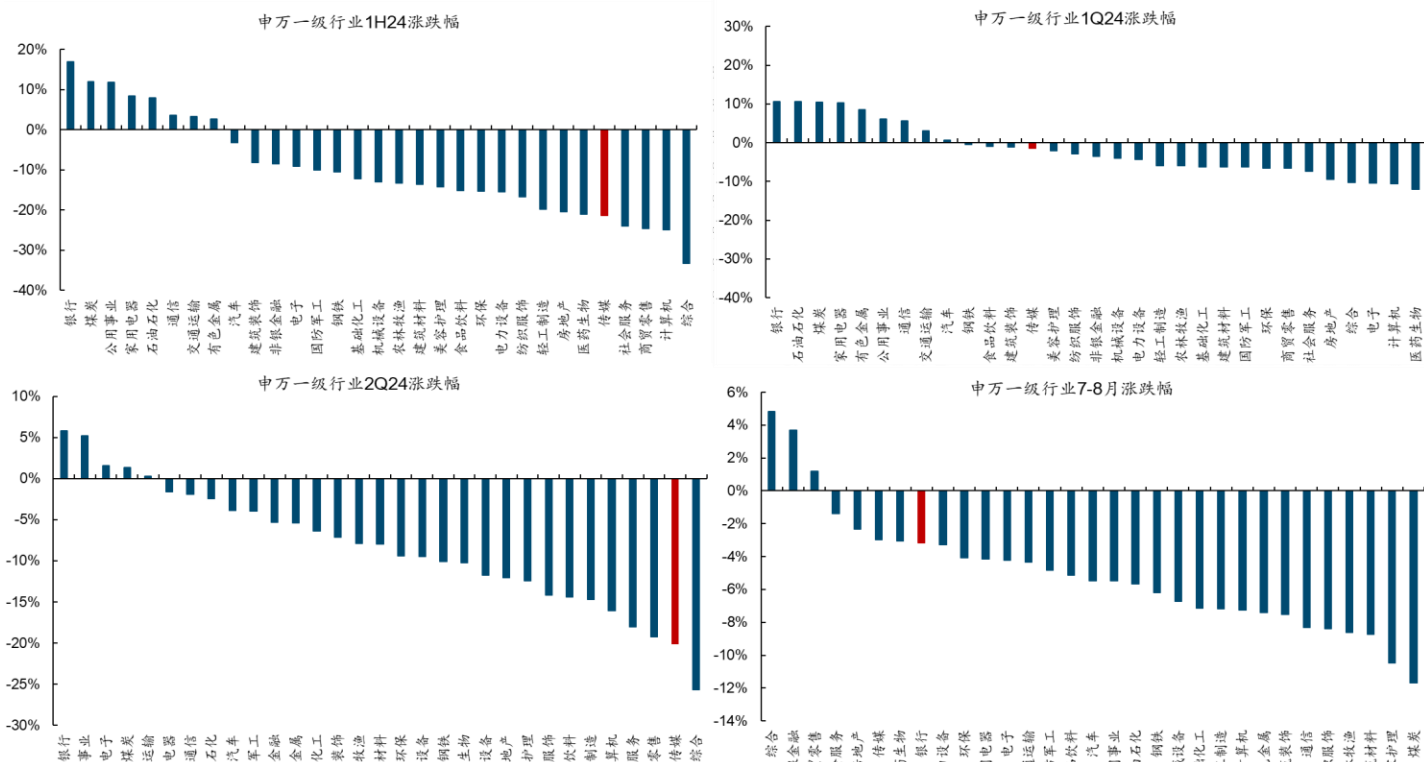
来源：ifind，国金证券研究所

- 二级市场表现：2Q24 传媒全板块跌幅环比扩大，但 7-8 月跌幅均有所收窄。申万一级行业涨跌幅显示，传媒板块 1Q24、2Q24 分别下跌 1.48%、20.15%，各细分板块 Q2 的跌幅均扩大，或因：1) 从基本面看，消费修复情况、影视剧及游戏供给等核心驱动因子的变化均未显示 Q2 业绩压力较大；2) 大盘下跌，市场风险偏好较低，7-8 月传媒板块跌幅收窄或因市场风险偏好回升，游戏等板块估值性价比凸显，加之《黑神话：悟空》等产业链变化的驱动。分板块：

- 1) 游戏行业 Q1、Q2 均有所下跌，但 7-8 月小幅上涨。我们认为主要原因或在于虽然监管对行业持鼓励良性发展态度，但 1H24 行业已处于存量竞争阶段，头部效应变强，加之 A 股游戏公司今年上半年产品线相对较少，业绩整体承压；加之，大盘整体承压。7-8 月小幅上涨或因经过前期下跌后，行业估值处于较低位置，性价比提升。
- 2) 广告营销板块 Q2 的跌幅也较 Q1 扩大，预计主要系消费大盘的弱复苏。
- 3) 出版上半年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 Q1 有所上涨，但 Q2 大幅回调，预计主要系院线供需双修复，24 年春节档创新高，Q1 票房表现不错，但 Q2 处于淡季，票房表现一般，暑期档较去年启动晚。



图表5：申万一级行业 1H24、1Q24、2Q24、24 年 7-8 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，整体承压的同时业绩分化

2.1、版号已常态化发放，行业处于存量竞争，拥有独特优势的公司业绩韧性更强

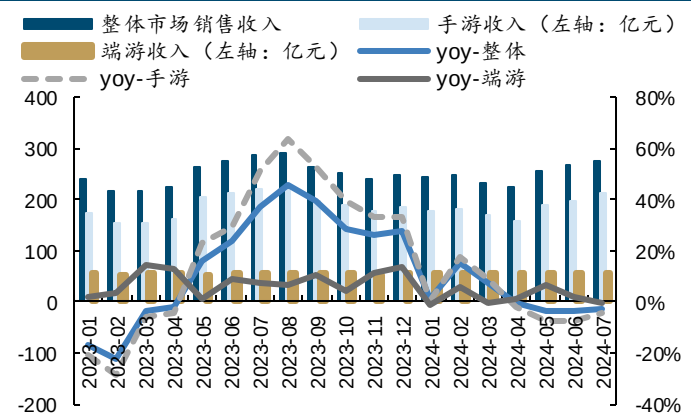
■ 24 年游戏版号发放常态化，进口版号已发放 4 批。24 年 1-8 月，国产游戏版号发放数量 6 次过百，进口游戏版号已发放 4 次，合计 76 款，我们认为从监管层面释放了鼓励游戏行业健康良性发展的信号，但对比 23 年上半年发放版号数量的同比变化，边际变化已减弱。

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	2024/8/1	57	15
2024	2024/6/5	59	15
2024	2024/4/7	65	14
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7：23 年 1 月-24 年 7 月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

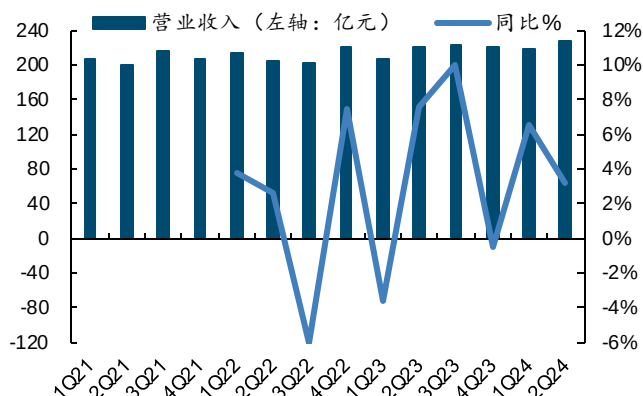
	国产游戏版号发布日期	距上次版号发放间隔日期	国产游戏版号发放数量	申报休闲益智移动游戏占比	休闲益智移动游戏数量
2024-08	2024/8/30	39	117	49.57%	58
2024-07	2024/7/22	27	105	38.10%	40
2024-06	2024/6/25	36	104	38.46%	40
2024-05	2024/5/20	24	96	40.63%	39
2024-04	2024/4/26	28	95	44.21%	42
2024-03	2024/3/29	31	107	53.27%	57
2024-02	2024/2/27	32	111	54.95%	61
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	--	--
2-05	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

- 游戏市场处于存量竞争阶段，上半年市场规模小幅增长，游戏板块 2024 盈利水平有所提升。1) 23 年 8 月以来，游戏市场收入增速开始下滑，24 年 Q1 保持正增长，H1 同比+ 2.1%，6-7 月呈个位数下滑，主要系手游收入下降所致，端游反而有所增长，预计主要系手游市场快速发展的背景下沉淀下来的端游用户对端游粘性较大，且运营活动及新品增加所致。2) 选用游戏 II（申万）指数，从每个季度的行业营收、归母净利润看，1Q24 盈利水平下滑预计主要系推广费用提高，销售费率提升所致；2Q24 收入、扣非净利润环比均有一定增长，其中扣非净利率环比+0.7pct，预计主要系销售费用增幅小于收入，销售费率降低所致。

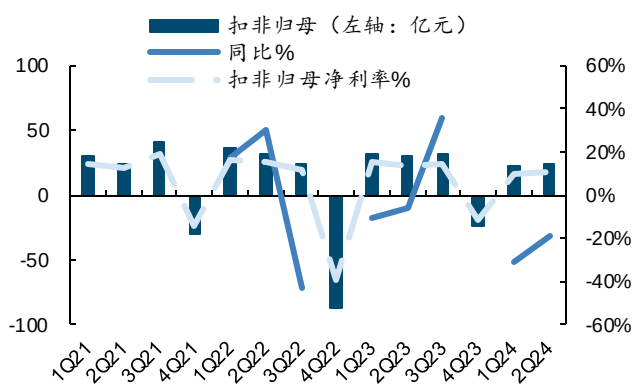


图表9：1Q21-2Q24 游戏 II (申万) 营收及其同比变化



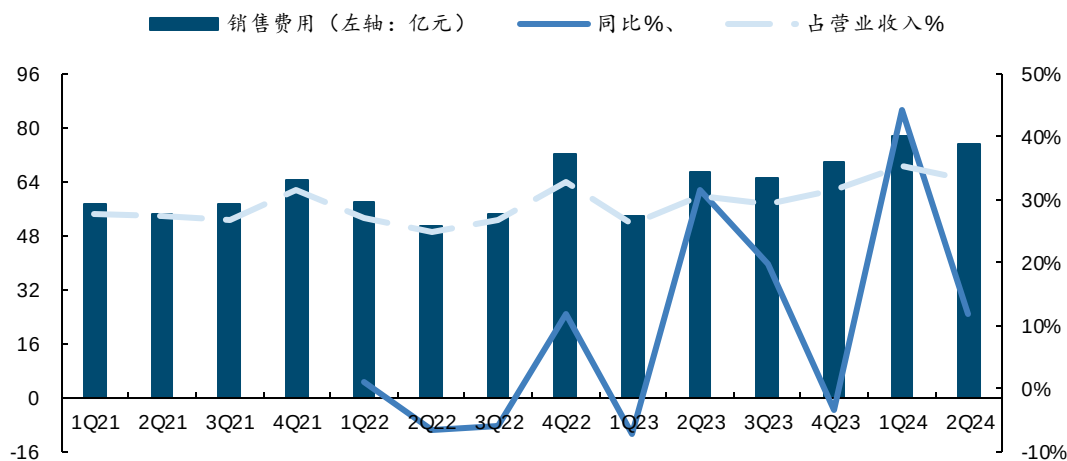
来源：ifind，国金证券研究所

图表10：1Q21-2Q24 游戏 II (申万) 扣非归母及其变化



来源：ifind，国金证券研究所

图表11：1Q21-2Q24 游戏 II (申万) 销售费用及其同比变化、占营收比例

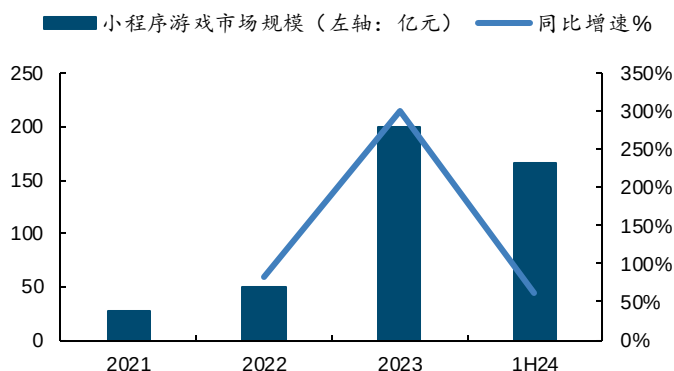


来源：ifind，国金证券研究所

- 小程序游戏市场仍在蓬勃发展，竞争加剧中，成为各家公司打造业绩增量的重要布局方向。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%，1H24 达到 166.0 亿元，同比+60.5%；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）。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，预计买量消耗持续增长，积累了 know-how 的公司、擅长买量/泛休闲游戏的公司推出头部小游戏的概率或更高。据 dataeye，Q2 开箱 like（主要赛道之一）中，三七互娱领衔，赛道呈现一超多强格局，一超为《寻道大千》，多强则为三七其余三款产品以及以传统厂商为主的开箱产品；SLG 赛道（主要赛道之一）进入 Q2 后明显分化，《无尽冬日》在 4 月上线后，畅销榜排名一路飙升，目前稳定在畅销榜前五，《指尖无双》同样在 4 月进入畅销榜 TOP10，《口袋奇兵》等部分老牌产品表现稳定，但《霸业》等产品排名下滑。

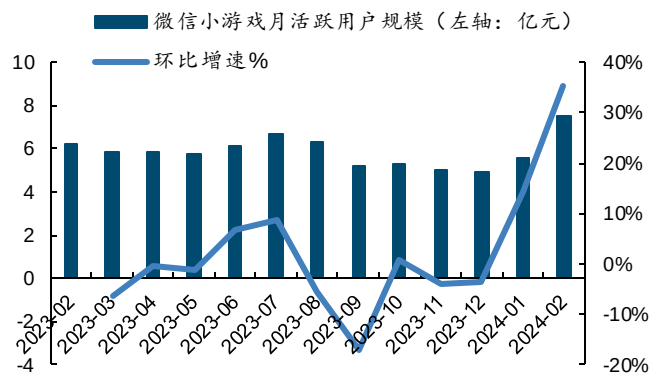


图表12：小程序游戏市场规模及其同比增速



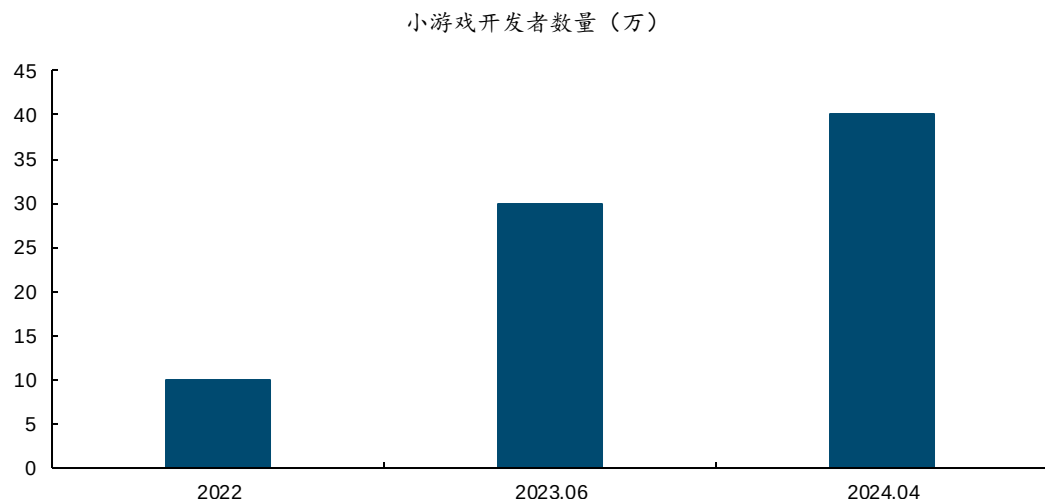
来源：伽马数据，国金证券研究所

图表13：微信小游戏月活及环比增速



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

- Q2 游戏板块业绩增长整体承压，同时仍呈分化态势，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相关。整体承压预计主要系今年上半年 A 股游戏公司上线新品相对较少，业绩表现主要分化为：①拥有可长线运营产品或 IP 的公司业绩稳健，甚至 Q2 环比增长，比如神州泰岳、巨人网络、恺英网络、吉比特（环比 Q1 而言）；②去年上线产品仍然较稳定、发力小游戏的公司，Q2 业绩环比有所增长，比如三七互娱、世纪华通、巨人网络；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，比如完美世界。



图表15: A 股游戏公司 1Q24 及 2Q24 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		1Q24-2Q24 上线新品
	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	
三七互娱	26.2%	12.2%	9.9%	14.0%	-20.5%	-7.1%	-8.1%	48.0%	24年4月《Mecha Domination》在欧美地区正式上线, H1《三国群英传: 鸿鹄霸业》《Primal Conquest: Dino Era》《Yes Your Highness》等上线。
世纪华通	41.0%	65.7%	7.7%	13.9%	50.3%	-280.1%	91.7%	26.4%	24年4月《无尽冬日》(《Whiteout Survival》小程序版本)上线; 2024《Truck Star》上线国际市场
恺英网络	36.9%	22.1%	12.6%	14.8%	47.1%	-28.1%	48.3%	-3.3%	24年3月《Mecha Party》正式登陆北美服及Steam平台; 1H24新倚天屠龙记(越南)、《漂在江湖》(韩国)、《怪物联萌(MonsterGO!)》(新加坡、马来西亚、菲律宾)、《纳萨力克之王》(中国港澳台地区)、《天使之战(MUMonarchSEA)》(新加坡、马来西亚、菲律宾)分别上线
巨人网络	37.2%	-21.9%	-9.7%	-7.4%	44.0%	-38.8%	54.4%	1.7%	24年2月上线小游戏《王者征途》; 1H24《Super Sus》(《太空杀》海外版)海外地区上线。
完美世界	-30.2%	-44.0%	4.6%	1.1%	-112.3%	-278.3%			24年2月《一拳超人: 世界》海外地区上线; 24年4月《女神异闻录: 夜幕魅影》在韩国和中国港澳台地区上线PC端及移动端双平台
神州泰岳	22.8%	8.5%	-7.9%	-9.0%	65.6%	29.5%	95.4%	40.7%	24年1月上线《神州千食舫》; 24年3月上线《Outpost: Infinity Siege》、《Monster Never Cry(代号原点)》
吉比特	-19.0%	-14.3%	0.7%	-0.4%	-17.4%	-20.1%	-29.5%	27.5%	24年3月上线《三国云梦录》; 24年4月《少年西游记2》上线中国大陆; 24年4月《绯色回响》上线韩国市场; 24年6月《山海镜花》-归来上线中国港澳台市场
游族网络	-29.3%	-1.3%	-1.6%	-7.0%	-59.9%	-284.1%	292.1%	92.5%	1H24累计新增4款(分不同地区版本)代理运营游戏
宝通科技	11.2%	10.9%	2.5%	5.8%	3.2%	57.4%	22.1%	221.7%	

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

2.2、投资建议: 关注拥有独特竞争优势的龙头公司, 及产品周期将启动、业绩边际向好的个股

■ 行业处于存量竞争, 加之今年 Q2 的业绩反映出头部效应增强, 拥有独特竞争优势公司业绩韧性更强。我们认为, 当前游戏板块估值仍处于较低位置, 建议关注细分赛道龙头, 及产品周期将启动、业绩边际向好的个股。

■ 个股建议关注恺英网络、神州泰岳、吉比特。1) 恺英网络: 传奇奇迹基本盘稳健, 下半年产品线启动中, 8月28日《关于我转生变成史莱姆这档事: 新世界》上线, 后续《古怪的小鸡》《群英觉醒》《盗墓笔记: 启程》等有望下半年上线; 2) 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年末2款新的 SLG 游戏将上线, 后续有望贡献业绩增量; 3) 吉比特: 《问道手游》《一念逍遥》目前排名企稳, 产品储备丰富且自研产品较多, 24年下半年确定性较高的有3款代理产品。此外, 建议关注推出爆款小游戏的三七互娱和世纪华通。

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
恺英网络	关于我转生变成史莱姆这档事: 新世界	魔幻建设策略手游、“史莱姆”IP	自研	24年8月28日上线
	盗墓笔记: 启程	RPG、探险, “盗墓笔记”IP	自研自发	2024年
	斗罗大陆: 诛邪传说	RPG、“斗罗”IP	自研, 贪玩发行	已开启预约
	古怪的小鸡	休闲小游戏, 小鸡孵化主题	代理	24年下半年
	群英觉醒	春秋战国背景的战棋游戏	代理	24年下半年
	数码宝贝: 源起	休闲小游戏, “数码宝贝”IP	代理	24年下半年
	代号: 信长	SLG, “信长”IP	自研	未定
	仙剑奇侠传: 新的开始	RPG、“仙剑”IP	自研	大陆已上映, 24年下7月21日起陆续上线中国港澳台、新加坡, 新加坡、马来西亚等地
	天使之战	奇迹	自研	大陆已上映, 24年8月1日上映泰国、印尼
	怪物联萌	Q版休闲塔防	代理	国内小游戏已上映, 24年下半年发日本、欧美、中国港澳台
	纳萨力克之王	卡牌策略回合	自研	国内、中国港澳台已上映, 24年下半年发韩国
神州泰岳	代号 DL	SLG+模拟经营, 科幻题材	自研	2024年末
	代号 LOA	SLG+模拟经营, 文明题材	自研	2024年末
吉比特	封神幻想世界	国风题材 RPG	代理	24年10月23日, 中国大陆
	异象回声	都市怪谈悬疑策略	代理	24年下半年, 中国大陆
	王都创世纪	模拟经营策略、RPG 养成	代理	24年下半年, 中国大陆
	杖剑传说(代号 M88)	魔幻题材放置养成	自研	25年上半年, 中国大陆、中国港澳台、日韩



	问剑长生（代号 M72）	放置修仙	自研	未定，24 年 Q3 付费测
	M11（代号）	玄幻题材放置	自研	未确定
	问剑长生（代号 M72）（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
	冲啊原始人（欧美地区）	策略卡牌战斗	代理	未确定
	开罗全能经营家（中国大陆）	模拟经营	代理	未确定
巨人网络	原始征途（小程序）	征途 IP	自研	小游戏已进入见用户测试期，下半年相机加大投放力度；Q3 启动《原始征途》全新版本大推。
世纪华通	饥困荒野	“饥荒” IP	代理	未确定
三七互娱	时光杂货店	现代题材模拟经营	代理	24 年 8 月 8 日上线
	斗罗大陆：猎婚世界	国漫东方玄幻 MMORPG	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 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 M1	欧美卡牌休闲	自研	2024 年及以后
	代号 MR	Q 版 RPG	自研	2024 年及以后
	代号 DLXD	Q 版玄幻 RPG	自研	2024 年及以后
	代号 DLL	Q 版简笔魔幻塔防	自研	2024 年及以后
	诸神黄昏：征服	西方魔幻 MMORPG	代理	2024 年及以后
	帝国与魔法	西方魔幻 SLG	代理	2024 年及以后
	神域战纪	西方魔幻数值 SLG	代理	2024 年及以后
	上古洪荒决	东方玄幻国战 SLG	代理	2024 年及以后
	代号斗兽	巨兽题材 SLG	代理	2024 年及以后
	女武神战纪	西方魔幻幻想卡牌	代理	2024 年及以后
	代号小铁匠	日式 RPG	代理	2024 年及以后
	赤壁之战 2	三国题材 SLG	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
	四季城与多米糯	奇幻 Q 版模拟经营	代理	2024 年及以后
	代号休闲	现代度假村休闲	代理	2024 年及以后
	Abyss Survivor	魔幻卡通 SLG	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
	Bagtopia	昆虫题材 SLG	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
完美世界	异环	超自然都市开放世界 RPG	自研	24 年 7 月首曝
	神魔大陆 2	西方魔幻 MMO	自研	2024 先海外
	一拳超人：世界	动作冒险探索 RPG，“一拳” IP	自研	海外已上线，目前国内版在调优
	女神异闻录：夜幕魅影（P5）	异世界都市冒险 JRPG	自研	中国大陆、港澳台已上映，将于海外其他地区上线
	诛仙世界	新国风仙侠 MMORPG，端游	自研	预计 2024 年
	乖离性百万亚瑟王：环	策略卡牌	自研	即将在中国港澳台地区公测
	代号野蛮人	放置卡牌、画风搞笑	-	未定



代号 Z	二次元幻想题材开放世界多端游	自研	2024 年及以后
诛仙 2	新派幻想国风仙侠 MMORPG 多端游	自研	2024 年及以后

来源：ifind，公司公告，公司/游戏公众号，国金证券研究所

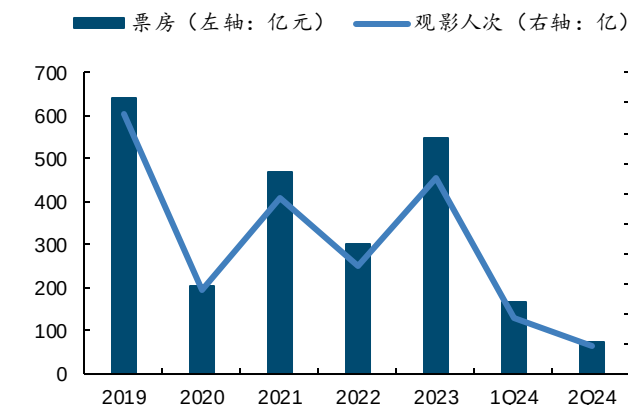
三、影视院线：Q2 票房表现平淡，压制业绩增长

3.1、Q2 票房表现平淡导致观影相关业务承压；内容制作公司因产品节奏不同而有所分化

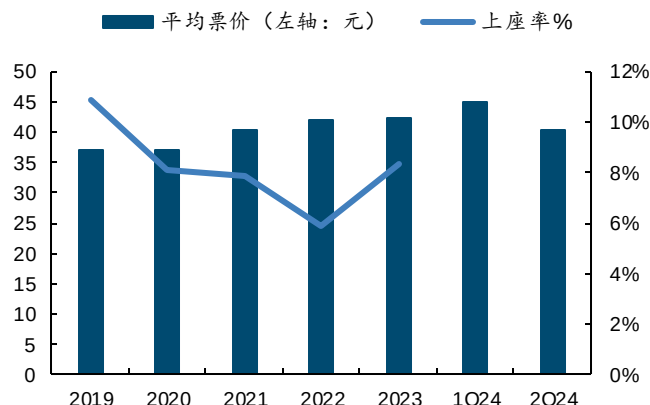
- 电影供需基本修复，Q2 票房受供给影响而表现平淡。23 年暑期档、24 年春节档均创历史新高，从 23 年全年及 1Q24 数据看，供需均已修复。1) 需求端：2021-1Q24，票房及观影人次恢复程度提升，1Q24 票房及观影人次分别已恢复至 19 年的 88.2%、76.1%，24 年春节档上座率 33.1%，接近 19 年 35.5% 的水平。但，目前整体票房及观影人次距离 19 年仍有 15% 左右的缺口。2Q24 票房表现平淡，观影人次较少预计主要由于影片票房号召力不足且演唱会、旅游等其他可娱乐需求对观影有一定挤压。2) 供给端：影片数量基本已恢复至 19 年的水平，1Q24、2Q24 影片供给 98、157 部，分别为 19 年的 93.33%、110.56%，已恢复至 19 年水平。

图表17：2019-23 年及 24 年 Q1、Q2 票房及观影人次变化

图表18：2019-23 年及 24 年 Q1、Q2 平均票价及上座率

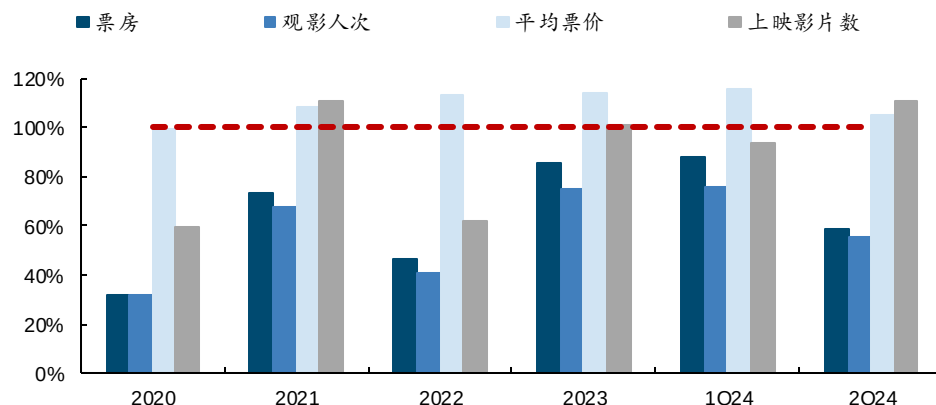


来源：灯塔专业版，猫眼专业版，国金证券研究所



来源：灯塔专业版，猫眼专业版，国金证券研究所

图表19：2020-2024 票房、观影人次、平均票价、上映影片数占 19 年比例：至 1Q24，随时间推进逐步提高，2Q24 较平淡

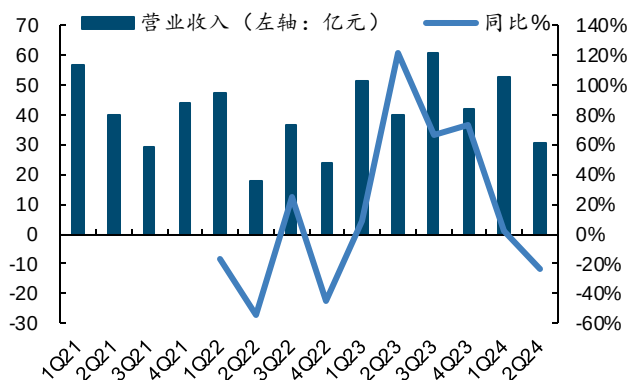


来源：灯塔专业版，猫眼专业版，国金证券研究所

- Q2 院线公司业绩普遍性随票房表现平淡而承压。院线公司业务主要是票房收入、卖品销售及广告收入。1) 24 年 Q1、Q2 票房分别同比+4%、-28.7%，相应地，Q1 扭亏，Q2 环比转亏，从各公司表现看，观影相关收入整体随票房表现而变动。其中，龙头公司万达电影的盈利水平仍高于竞争对手，观影相关收入同比降幅也低于竞争对手。2) 从 1H24 各业务的业绩表现看，观影相关业务收入随票房波动，影院广告在去年同期的基础上随经济大盘波动。

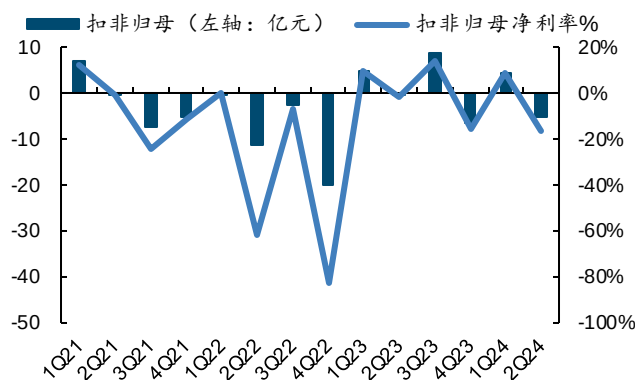


图表20: 1Q21-2Q24 院线 (申万) 营收及其同比增速



来源: ifind, 国金证券研究所

图表21: 1Q21-2Q24 院线 (申万) 扣非归母及其占收入比



来源: ifind, 国金证券研究所

图表22: A 股院线公司 1Q24、2Q24 业绩表现

	营收同比增速		归母净利润率		归母净利润率同比变动	
	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24
万达电影	1.70%	-22.97%	8.53%	-8.86%	0.13%	-12.31%
横店影视	13.50%	-24.76%	25.96%	-40.31%	5.84%	-31.81%
上海电影	18.25%	-12.09%	21.96%	13.44%	1.70%	-1.92%
金逸影视	-3.21%	-29.51%	4.87%	-44.65%	-0.50%	-45.94%
幸福蓝海	-13.49%	-26.47%	3.75%	-28.38%	2.70%	-20.54%

来源: ifind, 国金证券研究所

图表23: 2020-24 年 H1 院线公司各业务收入同比增速

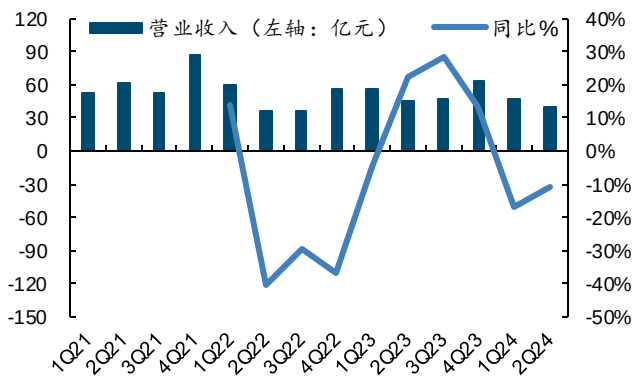
		2020	2021	2022	2023 H24
yoy-票房对应收入	万达电影	-65.24%	123.14%	-23.92%	56.89%
	横店影视	-70.17%	139.00%	-16.55%	73.41%
	幸福蓝海	-82.90%	142.68%	-29.89%	82.12%
	金逸影视	-71.74%	136.82%	-36.90%	68.99%
yoy-卖品销售	万达电影	-64.90%	122.33%	-7.11%	39.60%
	横店影视	-64.80%	153.05%	-18.59%	85.58%
	幸福蓝海	-76.87%	153.25%	-18.59%	85.58%
	金逸影视	-79.14%	185.89%	-31.64%	55.91%
yoy-影院广告	分众传媒	-75.87%	145.08%	-54.15%	43.10%
	万达电影	-69.34%	76.48%	15.80%	8.35%
	横店影视	-79.14%	193.15%	-45.40%	27.84%
	金逸影视	-74.96%	160.50%	-45.40%	24.80%

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。

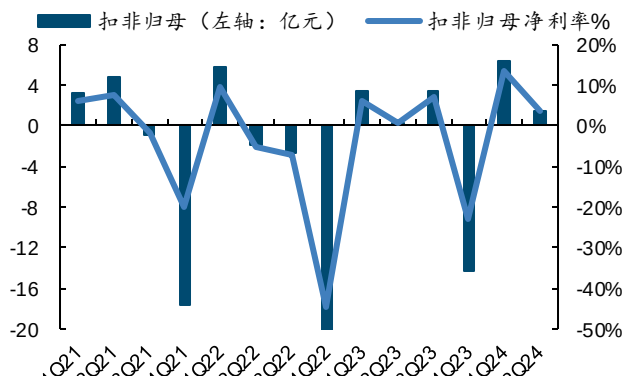
■ 1) 消费者对优质内容的需求仍然旺盛, Q1、Q2 收入增长均有一定压力, 但盈利能力好于去年同期。

图表24: 1Q21-2Q24 影视动漫制作 (申万) 营收变动



来源: ifind, 国金证券研究所

图表25: 1Q21-2Q24 影视动漫制作 (申万) 盈利变动



来源: ifind, 国金证券研究所

■ 2) 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; 2Q24 光线传媒、百纳千成收入增速较快, 主要系当期确收的影视剧内容较多, 而百纳千成亏损主要系《穿过月亮的旅行》《上有老下有小》项目亏损所致。



图表26: 4Q22-2024 各 A 股影视制作公司营收同比增速

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
光线传媒	-63.35%	-6.43%	35.50%	227.52%	771.36%	159.33%	36.99%
中国电影	-65.41%	52.71%	146.08%	90.13%	63.28%	28.99%	-22.38%
华策影视	-8.37%	104.83%	-75.93%	17.96%	-20.52%	31.69%	10.81%
捷成股份	43.22%	-32.19%	11.79%	-9.13%	-50.93%	0.93%	-5.21%
博纳影业	-86.51%	-59.37%	78.39%	55.72%	21.62%	16.10%	-38.40%
百纳千成	-3.72%	-21.31%	-31.94%	33.36%	-3.43%	6.02%	183.27%
奥飞娱乐	0.03%	-9.78%	5.24%	4.91%	12.33%	7.98%	-6.21%
慈文传媒	1148.02%	-36.60%	943.67%	34.41%	-73.61%	98.30%	-77.43%

来源: ifind, 国金证券研究所

图表27: 4Q22-2024 各影视制作公司归母净利润率

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
光线传媒	-1171.90%	29.56%	41.97%	49.48%	8.15%	39.66%	18.28%
中国电影	-31.33%	12.57%	12.65%	8.18%	-18.51%	9.44%	9.79%
华策影视	10.06%	15.24%	54.24%	26.48%	6.84%	17.00%	21.57%
捷成股份	2.01%	23.58%	23.77%	15.33%	2.27%	17.35%	17.11%
博纳影业	-66.74%	-20.64%	-48.10%	6.06%	-110.38%	1.26%	-71.87%
百纳千成	12.17%	-33.08%	-30.27%	6.42%	-62.27%	7.09%	-16.15%
奥飞娱乐	-24.91%	2.77%	6.27%	2.91%	1.70%	7.76%	0.69%
慈文传媒	-8.87%	5.26%	6.43%	-64.85%	19.53%	-104.27%	40.49%

来源: ifind, 国金证券研究所

3.2、投资建议: 看好产品周期将启动的标的及院线龙头

■ 院线: 关注重要档期前投资机会 (目前关注国庆档排片), 个股建议关注 24 年拥有产品周期的标的, 院线龙头及定档影片相关标的。

■ 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; 同时参与的《错位》《四方馆》《默杀》《抓娃娃》《解密》等内容已于下半年上映, 24 年有望上映的包括《误杀 3》《“骗骗”喜欢你》等内容, 影视剧制作与发行板块有望高增; 2) 光线传媒: 储备影片较多, 目前筹备、制作、排播电影《哪吒之魔童降世》《胜券在握》《乔妍的心事》等 55 部影片、《山河枕》等多部剧集; 3) 博纳影业: 储备影片较多, 《传说》《红楼梦之金玉良缘》已于 24 年下半年上映, 《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: 参与的《小夫妻》《春风化雨》《假如, 我是这世上最爱你的人》已于 24 年下半年上映, 后续《雄狮少年 2》《多大点事儿》《沙海之门》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/ 题材	播映时间
万达电影	错位	-	电视剧, 24 年 7 月 11 日播出	华策影视	默杀	参投	2024 年 7 月 3 日上线
	四方馆	-	电视剧, 24 年 8 月 23 日播出		寻秦记	主控	后期制作中
	默杀	-	2024 年 7 月 3 日上映		出走的决心	主控	定档 2024 年 9 月 15 日
	抓娃娃	-	2024 年 7 月 16 日上映		误判 (暂定名)	主控	后期制作中, 计划 2024 年 H2 上映
	解密	-	2024 年 8 月 3 日上映		我的朋友安德烈	主控	后期制作中
	白蛇: 浮生	-	2024 年 8 月 10 日上映		转生恶役	引进发行	预计 2H25 上映
	出走的决心	-	定档 2024 年 9 月 15 日		我们的山河	近代革命	预计 2H24 开机
	有朵云像你	-	定档 24 年 12 月 31 日		想把你和时间藏起来	当代都市	预计 2H24 开机
	“骗骗”喜欢你	-	定档 24 年 12 月 31 日		花常好月常圆人长久	当代都市	预计 2H24 开机
	误杀 3	-	制作完成, 预计 24 年上映		家业	古代传奇	预计 2H24 开机
	储备有《唐探 1900》《转念花开》等电影、《爱情有烟火》《检察官与少年》等剧集				极限刑诉	当代检察	预计 2H24 开机
光线传媒	从 21 世纪安全撤离	投资、发行	2024 年 8 月 2 日上线		太平年	重大历史	预计 2H24 上映
	拂玉鞍	-	2024 年 7 月 31 日上线		刺杀小说家 2	主控	预计 2H25 上映
	小倩	主投、发行	待上映		计划 24 年下半年上映的电影项目 3 个、开机的电视剧		



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/ 题材	播映时间
				项目 8 个、开机的短剧项目 5 个			
	透明侠侣	主投、发行	待上映	慈文传媒	烽火流金	古代传奇	取得发行许可证，腾讯视频播放
	她的小梨涡	主投、发行	待上映		一江水	当代都市	取得发行许可证，台网联播
	哪吒之魔童闹海	主投、发行	制作中		紫川·光明王	古代传奇	取得发行许可证，爱奇艺独播
	山河枕	-	后期制作中		时光分岔的夏天	青春悬疑	后期制作中
	目前筹备、制作、排播电影《哪吒之魔童降世》《胜券在握》《乔妍的心事》等 55 部影片、《山河枕》等多部剧集				鼠王	冒险动作电影	取得公映许可证，院线及网络播出
博纳影业	传说	出品	2024 年 7 月 10 日上线		无声呼救	公路悬疑电影	院线及网络播出
	红楼梦之金玉良缘	出品	2024 年 8 月 16 日上线		梵高计划	喜剧电影	已完成制作，取得龙标
	三星堆·未来启示录	出品	短剧，23 年 7 月 8 日于抖音上线		刀剑笑	网络古装武侠电影	后期制作中
	蛟龙行动（《红海行动 2》）	出品	后期制作中		雁回镇	古代传奇	后期制作中，拟腾讯视频播出
	克什米尔公主号	出品	前期筹备，预计 24 年开机		了不起的我们	当代都市	后期制作中
	上甘岭	出品	电视剧，预计 24 年播出		搭伙	当代都市	后期制作中
	濠江潮涌	出品	电视剧，预计 24 年播出		截至 8.29，投拍的影视剧有 7 部取得发行（公映）许可证，2 部完成制作，8 部在后期制作中。		
	狩猎时刻	出品	电视剧，预计 24 年开机	北京文化	异人之下	投资	2024 年 7 月 26 日上映
	24 年经营计划中尚未上映的影片包括《人体大战》《阿麦从军》《少年时代》等 13 部影片				你比星光美丽	投资	电视剧，2024 年 7 月 2 日播出
百纳千成	小夫妻	参投	剧集，2024 年 7 月 31 日上映		一雪前耻	投资	后期制作，预计 2024 年 9 月 15 日上线
	假如，我是这世上最爱你的人	主控	2024 年 8 月 23 日上线		封神三部曲之魔道争锋	主投、宣发	后期制作
	春风化雨	主投主控	剧集，2024 年 8 月 27 日播出		封神三部曲之封神天下	主投、宣发	后期制作
	多大点事儿	参投	发行排播，预计 24 年下半年上映		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	2024 年 6 月 24 日开机
	敦煌英雄	主控	后期制作，2024 或 2025		好运家	主投	电视剧，发行中，芒果 TV 和湖南卫视播出
	沙海之门	主控	后期制作，计划 24 年 H2		珠帘玉幕	投资	电视剧，后期制作中
	雄狮少年 2	主控	已开始制作，预计 2024 年下半年上映		我叫赵甲第 2	投资	电视剧，发行中，优酷视频独播
	24 年中报披露储备剧集 14 部，电影 13 部				24 年中报披露 7 部电影储备，8 部剧集储备		

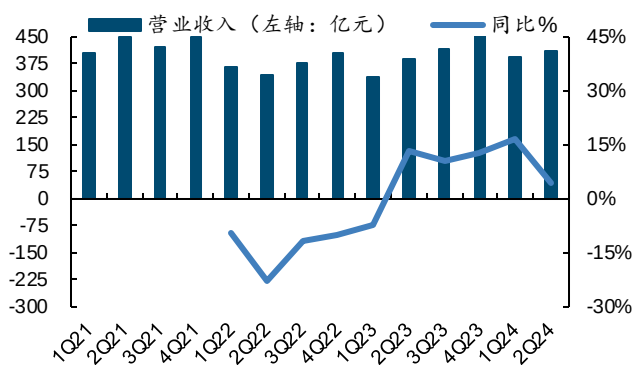
来源：各公司财报，国金证券研究所，注：上表为不完全展示



四、广告营销：业绩随消费回暖而逐步修复

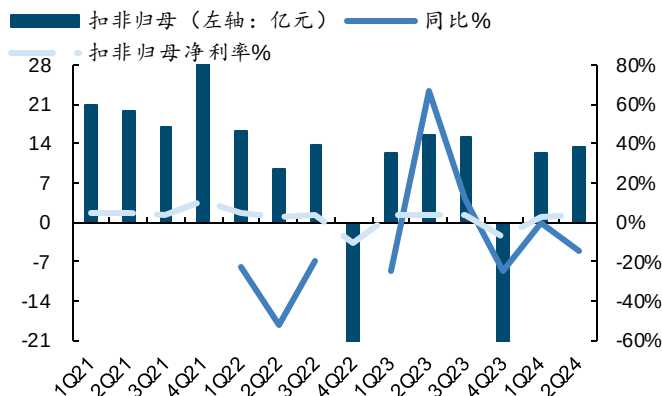
■ 广告媒体公司业绩相对稳定，营销代理公司收入增速较快，但利润释放慢。3Q23 以来广告营销（申万）营收保持同比增长态势，24 年 Q1、Q2 扣非净利润同比降低，但仍保持盈利。其中广告媒体公司依托自身媒体资源优势，与广告主投放预算相关度较高，24 年 Q1、Q2 收入增速显著放缓，扣非净利润也相对稳定，Q2 扣非净利率环比有所提升；而营销代理板块收入同比增速更高，但净利率较薄，且 Q2 扣非净利润增长压力更大。个股方面，梯媒龙头分众传媒及头部广告代理公司蓝色光标、易点天下业绩表现较突出，盈利水平也较稳健，其中因赛集团 1H24 营收增速较高，主要系效果营销及数字整合营销业务收入大幅增长，但也导致净利率同步降低。

图表29：1Q21-2Q24 广告营销（申万）营收及其同比增速



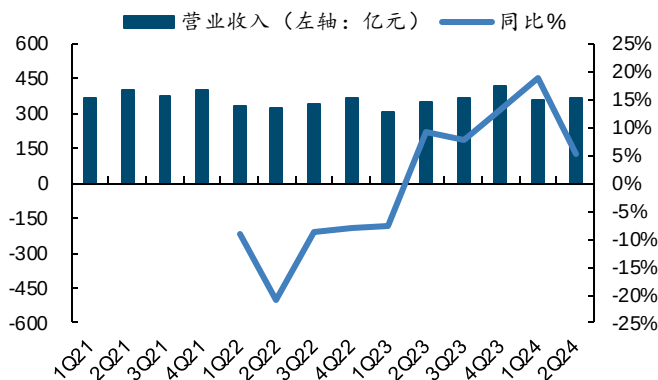
来源：ifind，国金证券研究所

图表30：1Q21-2Q24 广告营销（申万）扣非归母及其变化



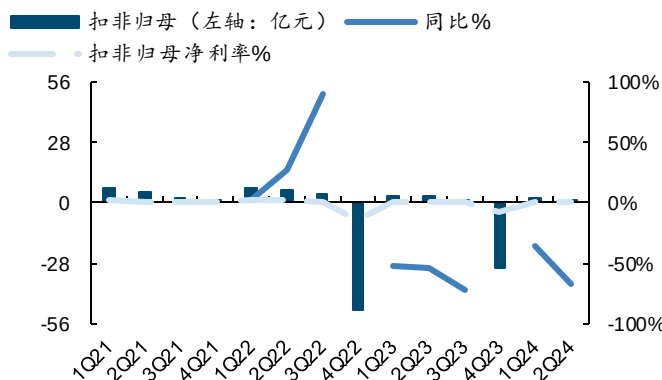
来源：ifind，国金证券研究所

图表31：1Q21-2Q24 营销代理（申万）营收及其同比增速



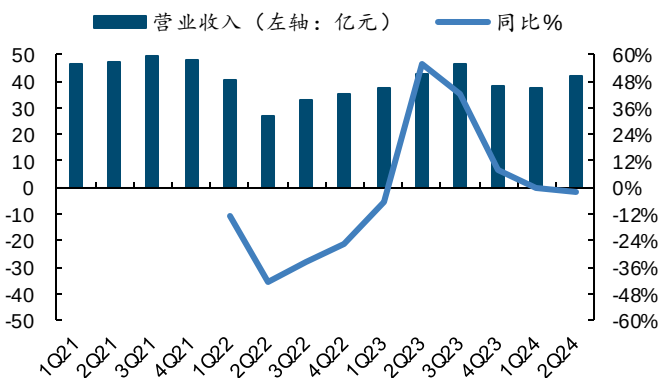
来源：ifind，国金证券研究所

图表32：1Q21-2Q24 营销代理（申万）扣非归母及其变化



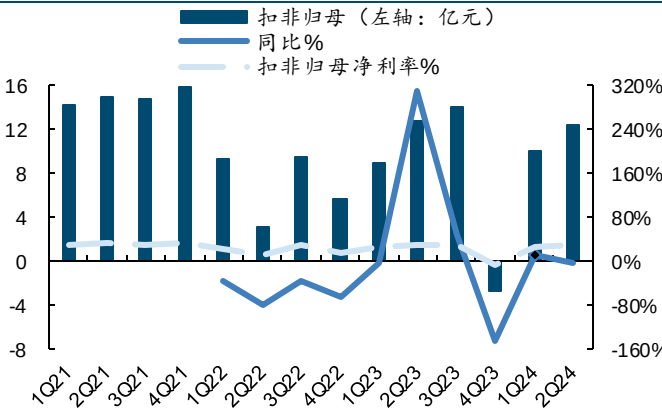
来源：ifind，国金证券研究所

图表33：1Q21-2Q24 广告媒体（申万）营收及其同比增速



来源：ifind，国金证券研究所

图表34：1Q21-2Q24 广告媒体（申万）扣非归母及其变化



来源：ifind，国金证券研究所



图表35：4Q22-2Q24 A 股广告营销公司营收同比增速

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
分众传媒	-44.29%	-12.40%	53.79%	25.44%	57.13%	6.02%	10.05%
蓝色光标	7.63%	25.60%	36.80%	45.24%	61.26%	61.47%	23.42%
易点天下	-53.81%	-40.12%	0.24%	5.63%	27.91%	1.66%	15.23%
兆讯传媒	-22.43%	-9.94%	8.47%	15.04%	3.66%	17.45%	38.02%
因赛集团	-39.13%	-36.05%	-2.05%	43.49%	38.18%	128.26%	83.43%
引力传媒	-21.05%	18.62%	13.65%	3.60%	4.43%	32.45%	27.00%

来源：ifind，国金证券研究所

图表36：4Q22-2Q24 A 股广告营销公司归母净利润同比增速

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
分众传媒	-59.81%	1.34%	171.80%	88.48%	85.81%	10.50%	12.63%
蓝色光标	9085.70%	355.10%	-660.53%	-86.54%	-92.23%	-44.65%	-26.02%
易点天下	-80.47%	-55.68%	-8.10%	-14.96%	208.81%	21.23%	4.73%
兆讯传媒	-23.81%	5.25%	-22.14%	-1.90%	-77.78%	-38.96%	-58.05%
因赛集团	-97.68%	-5.94%	-14.70%	40.88%	4271.07%	0.69%	-21.56%
引力传媒	-45.33%	4331.82%	4.87%	-10.53%	-110.18%	-7.29%	-57.99%

来源：ifind，国金证券研究所

图表37：4Q22-2Q24 A 股广告营销公司归母净利率

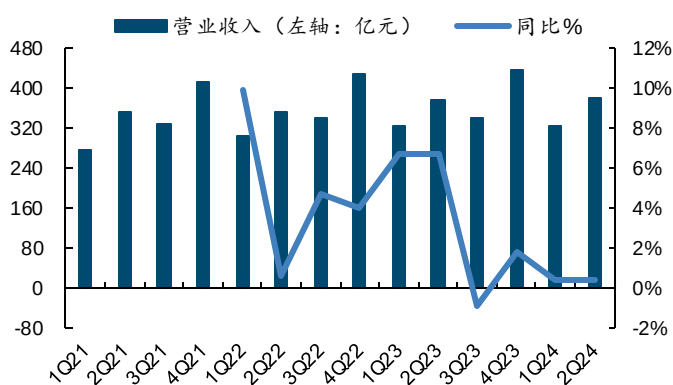
	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
分众传媒	32.09%	36.56%	43.85%	43.40%	37.94%	38.10%	44.89%
蓝色光标	-21.81%	1.52%	1.12%	0.02%	-1.05%	0.52%	0.67%
易点天下	2.68%	8.73%	14.88%	10.48%	6.48%	10.42%	13.52%
兆讯传媒	38.87%	41.71%	5.69%	28.99%	8.33%	21.68%	1.73%
因赛集团	0.19%	15.12%	8.28%	5.82%	5.88%	6.67%	3.54%
引力传媒	-0.23%	0.91%	1.76%	0.27%	1.00%	0.63%	0.58%

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

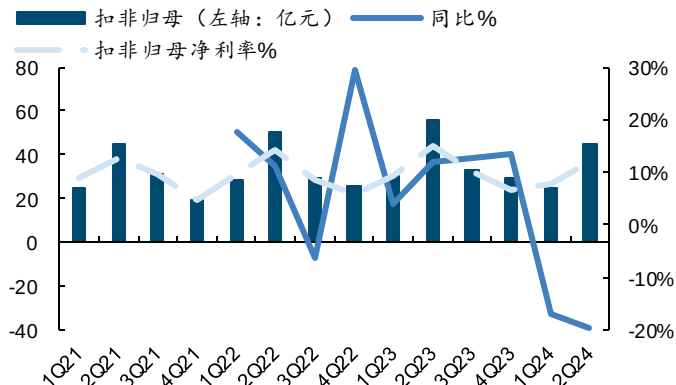
- 传统出版公司业绩较稳健，上半年净利润因税收优惠政策调整而大幅下滑，股息率仍较高。1) A 股出版板块多为传统出版公司，教材教辅业务多占比较高，1H24 收入也继续保持业绩较稳健的趋势。税收优惠政策调整方面，自 2004 年经营文化事业单位转制以来，至 23 年底，转制企业一直有税收优惠政策，基本节奏是每 5 年发布新文件延续该优惠政策，但 24 年起实施的税收优惠政策未表明转制注册已满 5 年的企业仍享有税收优惠，此前均明确表示税收优惠延续，多数出版公司转制已超过 5 年，若后续出版企业不享受税收优惠政策，所得税税率回升到 25% 的水平，1Q24-2Q24 的所得税费用/利润总额变化已呈现该趋势，归母净利润同比-20% 左右，归母净利率随之较去年同期下滑。2) 股息率随 1H24 板块的下跌的而有所提升，多家公司股息率超过 5%。

图表38：1Q21-2Q24 出版（申万）营收及其同比增速



来源：ifind，国金证券研究所

图表39：1Q21-2Q24 出版（申万）扣非归母及其变化



来源：ifind，国金证券研究所



图表40: 4Q22-2Q24 出版公司营收同比增速

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
凤凰传媒	7.75%	1.25%	1.99%	3.71%	0.69%	3.31%	-1.25%
中南传媒	7.18%	10.98%	6.52%	0.02%	16.28%	12.61%	-5.20%
中国科传	13.72%	21.66%	5.52%	0.51%	1.04%	3.26%	-0.33%
山东出版	-2.24%	6.54%	7.09%	15.09%	6.03%	13.71%	13.81%
浙版传媒	-2.36%	2.67%	1.64%	1.22%	-6.10%	0.63%	-10.45%
中国出版	3.18%	23.20%	8.10%	3.05%	-4.15%	-7.77%	1.85%
皖新传媒	1.47%	11.43%	7.67%	0.53%	-40.33%	5.44%	-22.49%
南方传媒	82.62%	18.39%	-8.19%	-0.02%	4.83%	-5.22%	4.39%
中原传媒	31.63%	6.01%	-0.64%	2.06%	2.16%	1.46%	6.34%
长江传媒	-10.42%	21.35%	-13.66%	11.04%	13.24%	-5.99%	7.23%
龙版传媒	-2.95%	-3.95%	34.54%	28.56%	-45.26%	4.44%	8.25%
时代出版	4.37%	5.16%	39.75%	1.45%	7.23%	-5.23%	-41.91%
城市传媒	9.17%	10.22%	9.34%	6.52%	-2.56%	4.37%	6.71%
出版传媒	-8.86%	-5.51%	20.64%	-14.17%	-19.44%	1.20%	10.13%
读者传媒	8.97%	13.85%	3.81%	11.22%	-14.31%	13.80%	3.73%
粤传媒	8.15%	-12.66%	22.13%	1.99%	-0.50%	8.82%	-9.63%
新华文轩	5.79%	4.73%	12.38%	8.95%	7.28%	7.04%	2.59%
果麦文化	-9.05%	9.36%	8.45%	8.70%	0.75%	-19.19%	-9.17%
新华传媒	23.62%	-8.51%	26.73%	-28.26%	4.59%	-1.77%	-2.64%
中信出版	-8.44%	3.69%	2.18%	-13.77%	-8.98%	5.79%	11.99%

来源: ifind, 国金证券研究所

图表41: 4Q22-2Q24 出版公司归母净利润同比增速

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
凤凰传媒	9.21%	1.77%	4.47%	-7.25%	240.92%	-26.26%	-19.38%
中南传媒	-24.93%	28.68%	10.70%	11.34%	88.58%	-18.18%	-21.45%
中国科传	-1.37%	24.95%	1.27%	19.15%	16.07%	-26.54%	-23.19%
山东出版	27.11%	-0.59%	5.15%	31.64%	105.77%	-0.45%	-20.35%
浙版传媒	-0.25%	17.03%	4.24%	20.79%	4.40%	-24.24%	-31.49%
中国出版	-1.96%	259.61%	15.95%	55.06%	56.28%	-115.37%	-25.98%
皖新传媒	-1.96%	12.16%	28.30%	13.30%	-61.32%	-13.28%	-26.04%
南方传媒		71.51%	-13.03%	36.03%	51.10%	-31.77%	-21.82%
中原传媒	8.11%	4.89%	2.58%	5.53%	89.13%	-67.52%	-9.43%
长江传媒	61.05%	31.50%	-13.84%	82.74%	593.49%	-32.09%	-13.43%
龙版传媒	6.69%	1.84%	-63.71%	26.60%	-106.64%	-2.90%	2.38%
时代出版	62.17%	6.78%	60.47%	-8.76%	153.30%	-29.22%	159.33%
城市传媒	42.89%	10.45%	2.26%	-0.48%	65.98%	-9.66%	-319.97%
出版传媒	133.44%	49.20%	363.40%	25.69%	22.30%	81.01%	16.01%
读者传媒	0.72%	14.89%	10.25%	4.60%	33.86%	14.35%	-37.63%
粤传媒	-26.01%	-69.43%	-7.10%	-12.495%	-83.07%	48.50%	12.70%
新华文轩	4.31%	18.01%	2.53%	226.56%	2.31%	3.33%	-6.95%
果麦文化	-27.96%	225.41%	29.41%	-4.34%	29.83%	-167.17%	22.87%
新华传媒	24.07%	-43.27%	494.80%	-0.01%	-38.65%	-62.15%	-2.46%
中信出版	-13.43%	2.57%	0.32%	-7.82%	-21.54%	-9.89%	-21.79%

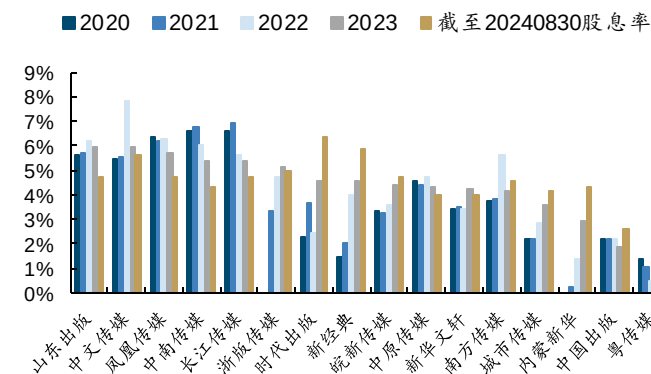
来源: ifind, 国金证券研究所

图表42: 4Q22-2Q24 出版公司归母净利率

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
凤凰传媒	8.71%	14.92%	27.31%	8.68%	29.49%	10.65%	22.30%
中南传媒	8.70%	13.04%	15.18%	10.87%	14.05%	9.47%	12.58%
中国科传	18.76%	9.49%	18.54%	16.96%	21.55%	6.75%	14.29%
山东出版	14.09%	9.74%	22.36%	12.71%	27.35%	8.53%	15.65%
浙版传媒	15.01%	5.42%	20.46%	5.99%	16.69%	4.08%	15.66%
中国出版	14.18%	3.23%	14.53%	11.60%	23.12%	-0.54%	10.56%
皖新传媒	-5.03%	10.91%	13.15%	6.93%	-3.26%	10.01%	12.50%
南方传媒	14.34%	10.13%	10.13%	11.28%	20.66%	7.29%	7.58%
中原传媒	11.86%	5.41%	15.09%	9.27%	21.96%	1.73%	15.37%
长江传媒	1.67%	19.07%	17.29%	12.78%	10.20%	13.63%	12.18%
龙版传媒	52.21%	22.89%	-6.30%	28.28%	-6.39%	21.28%	16.35%
时代出版	5.11%	5.11%	3.74%	4.06%	12.07%	3.74%	-28.15%
城市传媒	12.07%	15.19%	15.59%	7.90%	20.56%	13.15%	-2.77%
出版传媒	5.36%	-0.79%	3.08%	6.98%	8.14%	-1.41%	3.94%
读者传媒	4.43%	3.44%	8.72%	9.85%	6.96%	3.46%	9.37%
粤传媒	9.41%	-8.86%	11.04%	-0.93%	1.60%	-12.10%	13.65%
新华文轩	17.35%	8.64%	18.05%	6.96%	16.47%	8.34%	6.19%
果麦文化	8.11%	11.87%	12.92%	9.56%	10.45%	-9.87%	4.17%
新华传媒	2.56%	2.49%	6.83%	-3.47%	1.50%	0.96%	8.74%
中信出版	-2.67%	9.85%	10.95%	8.58%	-2.30%	9.42%	9.02%

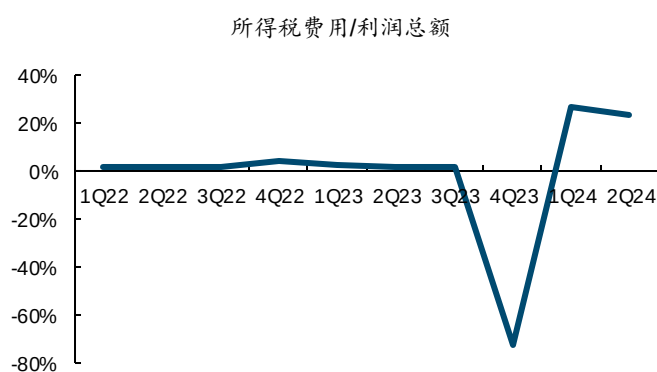
来源: ifind, 国金证券研究所

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, 截至 20240830 股息率=(2H23+1H24) 每股股利/20240830 收盘价

图表44: 1Q22-2Q24 出版(申万)所得税费用/利润总额



来源: ifind, 国金证券研究所

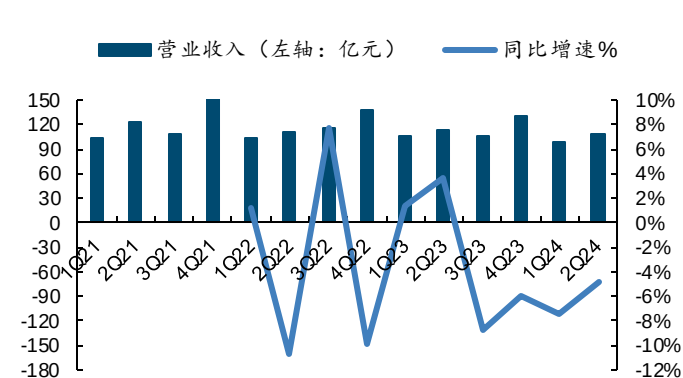


六、电视广播：业绩持续性承压，预计主要系有线业务拖累

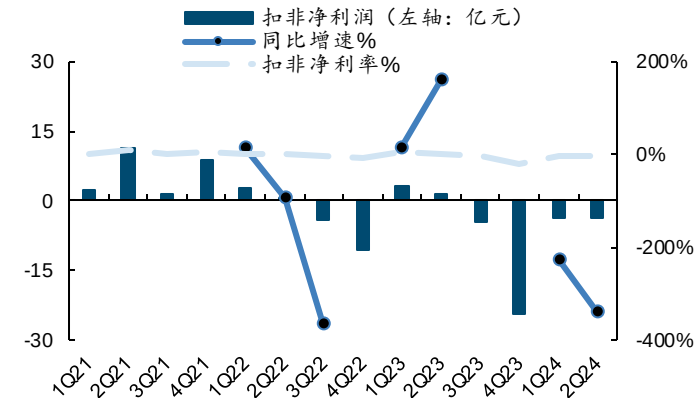
■ 有线业务持续性承压。电视广播板块业绩的持续承压预计主要系有线业务的拖累，业绩表现相对较好的个股包括2类：1) 业务多元化发展或有线业务占比较低的上市公司，比如东方明珠、华数传媒、新媒股份；2) 经济较发达地区的有线广电公司，比如天威视讯。

图表45：1Q21-2Q24 电视广播（申万）营收及其同比增速

图表46：1Q21-2Q24 电视广播（申万）扣非归母及其变化



来源：ifind，国金证券研究所



来源：ifind，国金证券研究所

图表47：1Q21-2Q24 电视广播（申万）公司营收同比增速

图表48：1Q21-2Q24 电视广播（申万）公司扣非归母同比增速

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
东方明珠	22.65%	0.51%	37.09%	28.95%	14.51%	-6.34%	-7.07%
江苏有线	5.63%	2.36%	-0.62%	-1.27%	3.95%	3.81%	8.33%
华数传媒	5.15%	7.83%	64%	3.59%	-2.48%	-3.90%	-0.36%
海看股份	7.75%	-4.07%	5.63%	-7.24%	5.38%	0.49%	2.04%
歌华有线	-3.79%	0.96%	5.55%	-5.01%	0.85%	0.93%	-6.43%
贵广网络	68.91%	2.31%	5.79%	-20.78%	-91.05%	-42.78%	-20.79%
新媒股份	-17.99%	-8.15%	-1.05%	10.59%	28.35%	12.30%	5.97%
电广传媒		-13.09%	8.47%	-50.54%		11.65%	-22.08%
天威视讯	-18.70%	-13.14%	-10.01%	-8.32%	17.54%	-8.70%	8.32%
吉视传媒	-23.96%	7.19%	15.35%	-27.61%	-28.99%	-25.89%	18.67%
广西广电	23.10%	42.64%	-28.54%	-13.17%	-41.64%	-36.97%	-8.05%
湖北广电	6.88%	2.54%	1.63%	-1.72%	-17.20%	-8.09%	-3.57%
广电网络	-14.03%	0.91%	-20.47%	-28.21%	-38.24%	-33.49%	-32.76%

来源：ifind，国金证券研究所

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
东方明珠	-24.07%	48.44%	2215.30%	10488.60%	-20.67%	-46.27%	81.56%
江苏有线							
华数传媒	-4.83%	-1.20%	-18.49%	-8.64%	-18.94%	-38.60%	-38.80%
海看股份		6.85%	-18.36%			0.42%	28.68%
歌华有线	-302.50%		65.21%	-66.45%			-216.12%
贵广网络	-224.26%	96.36%	1701.19%	12.88%	494.85%	3356.50%	32.14%
新媒股份	38.84%	-0.54%	-1.66%	-1.68%	12.08%	-10.10%	-17.06%
电广传媒	-55.86%	-36.30%	1078.24%	-32.92%	-20.95%	71.55%	73.45%
天威视讯	-50.60%	52.33%	-59.36%	-36.64%	42.20%	-195.46%	-78.14%
吉视传媒	215.81%	-69.50%	-95.54%	-33025.23%	27.89%	-9616.82%	1596.60%
广西广电							
湖北广电							
广电网络	-19.78%	-90.71%	-2201.19%			-1592.63%	-18935.41%

来源：ifind，国金证券研究所

图表49：1Q21-2Q24 电视广播（申万）公司扣非净利率

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
东方明珠	-12.26%	10.15%	7.63%	10.45%	-8.49%	5.83%	14.90%
江苏有线	-0.35%	-2.82%	-2.18%	-4.13%	-6.30%	-3.02%	-0.70%
华数传媒	3.45%	5.82%	7.49%	6.59%	2.87%	3.72%	4.60%
海看股份	0.00%	39.95%	32.94%	34.81%	40.76%	39.92%	41.54%
歌华有线	-11.99%	-0.10%	6.34%	3.02%	-4.38%	3.13%	-7.86%
贵广网络	-8.31%	-1.21%	-25.84%	-86.88%	-552.00%	-72.91%	-43.10%
新媒股份	54.30%	46.11%	44.84%	41.38%	47.41%	36.91%	35.10%
电广传媒	-51.94%	1.81%	1.68%	2.08%	8.93%	2.78%	3.73%
天威视讯	3.83%	3.36%	3.35%	1.84%	4.63%	-3.51%	0.68%
吉视传媒	-62.50%	0.30%	-1.49%	-72.23%	-112.57%	-38.43%	-21.30%
广西广电	-131.39%	-29.00%	-34.15%	-81.28%	-99.61%	-65.42%	-65.43%
湖北广电	-32.62%	-20.37%	-25.77%	-30.93%	-49.58%	-22.87%	-26.11%
广电网络	-4.41%	1.06%	0.21%	-15.35%	-108.20%	-23.80%	-59.91%

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。目前宏观经济处于增幅放缓阶段，若宏观经济、消费不及预期，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：北京市东城区建国门内大街 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