

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

关注“复苏周期、出海、高股息”三大维度

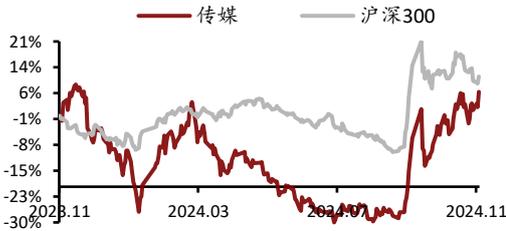
——传媒行业年度策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市(维持)

传媒相对沪深300指数表现

发布日期：2024年11月28日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《传媒行业月报：前三季度业绩承压，关注游戏、广告、出版板块》 2024-11-15

《传媒行业专题研究：前三季度业绩承压，关注后续修复空间》 2024-11-08

《传媒行业月报：重磅利好政策推动行情回升，关注广告营销、游戏等板块》 2024-10-09

联系人：李智

电话：0371-65585753

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

投资要点：

● **行情回顾：**截至2024年11月22日，中信传媒指数在2024年上涨了4.56%，跑输沪深300指数（12.67%）8.11pct，跑输上证指数（9.82%）5.27pct，跑输创业板指（15.03%）10.47pct。从市场排名来看，自年初起至11月22日间，传媒板块在31个中信一级行业中排名第17名，处于中游位置。

估值方面，截至2024年11月22日，传媒板块PE（剔除负值，ttm，整体法）为23.23倍，2019年以来的均值为24.48倍，中位数为23.88倍，最大值16.46倍，最小值42.74倍，当前PE处于2019年以来46.60%的历史分位。

● **投资建议：**2024年传媒板块的波动弹性较大，业绩整体承压。一方面来自于行业外的经济与消费环境变化带来的困扰，另一方面来自于行业内的内容产品周期、税收政策变化等因素。展望2025年，我们建议以“内容产品与文化消费复苏”、“文化产业出海”、“高股息防御性”三项维度看待传媒板块投资。

内容产品文化与文化消费复苏方面，一方面在外部政策刺激经济和消费的背景下提振国内居民对于文化消费的需求，另一方面通过内容产业的产品供给周期以及内容产品质量的调整激发消费者需求。建议关注游戏、影视、图书等内容产业的景气度回升，在2024年较低的市场规模基数下实现反弹，另外建议关注与经济和消费关联度较高的广告市场投放需求。

文化产业出海方面，在国内建设文化强国以及提升中华文化海外影响力的总体政策目标框架下，一方面国内文化产业内容质量不断提升，标杆性产品实现突破，另一方面通过在游戏、短剧等产业发展过程中积累的差异化竞争优势，中国企业在文化产业出海过程中有望继续保持前进的步伐。建议关注文化内容产品力强，在出海过程中实现较好的商业收益同时还能够实现中华文化海外传播的公司。

如果市场面临震荡调整，建议关注教材教辅业务需求刚性、业绩表现稳定、高股息率的国有出版企业的防御性价值。

风险提示：宏观经济以及消费需求复苏不及预期；市场竞争加剧；行业政策变化；内容产品质量及数量不及预期

内容目录

1. 市场回顾	4
1.1. 年内涨幅弱于指数，走势具有较大弹性	4
1.2. 前三季度业绩承压，子板块表现略有分化	6
2. 维度一：文化内容与消费有望迎来复苏周期	7
2.1. 政策鼓励提振文化消费	7
2.2. 游戏：市场增速触底回升，新游产品陆续释放	8
2.3. 影视：需求短期乏力，关注 2025 年反弹	10
2.4. 出版：销售码洋降幅收窄，教材教辅需求刚性	13
2.5. 广告：消费刺激政策带动市场需求回暖	15
3. 维度二：文化产品出海	17
3.1. 文化强国建设目标明确，政策鼓励文化出海	17
3.2. 游戏出海：市场规模超千亿，标杆性产品实现突破	18
3.3. 短剧出海：中国应用占据市场主导地位，未来增长潜力大	20
4. 维度三：关注出版板块高股息属性	22
4.1. 政策鼓励加大现金分红力度	22
4.2. 出版公司普遍高股息，市场调整时期高收益	23
4.3. 主营业务表现稳健，税收变化影响或将消除	24
5. 投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

图 1：2024 年中信行业分类涨跌幅（截至 2024.11.22）	4
图 2：传媒板块年内走势（截至 2024.11.22）	4
图 3：中信传媒板块 PE 变化趋势（剔除负值，ttm，整体法）	5
图 4：中信传媒子板块 PE（剔除负值，ttm，整体法）（2024.11.22）	5
图 5：2018-2024 年前三季度传媒板块营业收入	6
图 6：2018-2024 年前三季度传媒板块归母净利润	6
图 7：国内服务零售额累计同比	7
图 8：城镇居民人均教育文化娱乐服务支出（元）	7
图 9：中国游戏市场实际销售收入	8
图 10：中国移动游戏市场销售收入	9
图 11：中国客户端游戏市场销售收入	9
图 12：中国游戏市场用户月均 ARPU 值	9
图 13：游戏版号发放情况	10
图 14：国内电影市场月度票房（亿元）	11
图 15：2015-2024 年间 1-10 月国内电影市场票房	11
图 16：2015-2024 年间 1-10 月上映影片数量	11
图 17：电影备案立项公示	12
图 18：中国图书零售市场码洋规模	14
图 19：中国图书零售市场渠道分布	14
图 20：2024 年图书零售市场销售码洋同比变化	14
图 21：图书零售市场中教材教辅图书码洋占比	14
图 22：2015-2023 全国国民阅读情况	15
图 23：中国 GDP（不变价，累计值）同比变化（亿元）	15

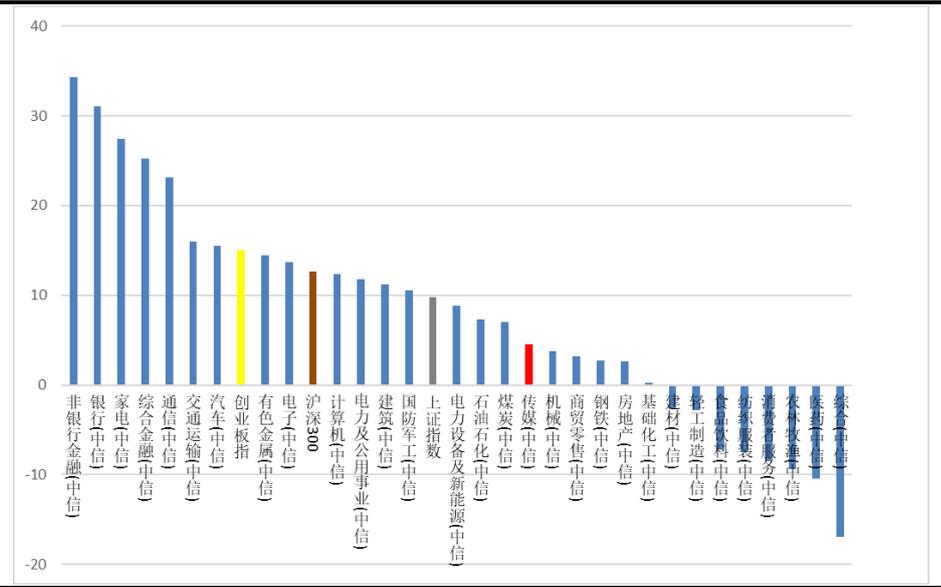
图 24: 2024 年 1-9 月分媒体广告花费同比变化	16
图 25: 2024 年 1-9 月广告市场整体 TOP10 行业花费变化	16
图 26: 中国自主研发游戏海外市场销售收入 (年度)	18
图 27: 中国自主研发游戏海外市场销售收入 (季度)	18
图 28: 全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动游戏发行商数量	19
图 29: 全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动产品数量	19
图 30: 2024Q3 欧美游戏市场 PC&主机游戏累计销售额	19
图 31: 2024Q3 欧美游戏市场 PC&主机游戏累计销售额	19
图 32: 海外短剧应用下载量趋势	20
图 33: 海外短剧应用内购收入趋势	20
图 34: 2024 年 2 月海外市场短剧应用内购收入榜 TOP10	21
图 35: 全球短剧 App 用户总时长变化趋势 (百万小时)	21
图 36: 2024 年 1 月 1 日-8 月 30 日传媒个股涨幅 TOP10	24
图 37: 2018-2024 年前三季度出版板块营业收入	25
图 38: 2018-2024 年前三季度出版板块归母净利润	25
图 39: 2018-2024 年前三季度出版板块所得税	25
图 40: 2018-2024 年前三季度出版板块税前利润	25
表 1: 中信传媒行业二级与三级子板块涨跌幅	5
表 2: 2024 年传媒板块个股涨跌幅 (截至 2024.11.22)	5
表 3: 细分子板块营业收入及归母净利润表现 (亿元)	6
表 4: 2019-2024 年影片票房分布	12
表 5: 部分国内影片上映定档进度	13
表 6: 分众传媒行业客户营业收入增幅	16
表 7: 分众传媒行业客户营业收入占比	16
表 8: 近期关于分红的政策文件表述	22
表 9: 出版板块分红比例以及股息率	23
表 10: 关注公司估值表	26

1. 市场回顾

1.1. 年内涨幅弱于指数，走势具有较大弹性

截至 2024 年 11 月 22 日，中信传媒指数在 2024 年上涨了 4.56%，跑输沪深 300 指数（12.67%）8.11pct，跑输上证指数（9.82%）5.27pct，跑输创业板指（15.03%）10.47pct。从市场排名来看，自年初起至 11 月 22 日间，传媒板块在 31 个中信一级行业中排名第 17 名，处于中游位置。

图 1：2024 年中信行业分类涨跌幅（截至 2024.11.22）



资料来源：Wind，中原证券研究所

传媒板块在 2024 年内的走势具有很强的弹性。2-3 月，受 Sora、Kimi 等人工智能大模型问世的影响以及叠加市场整体的反弹，传媒板块出现了短期较大幅度的上涨，期间最大涨幅达到 47.99%；自 3 月中旬至 9 月中旬进入持续调整状态，期间最大跌幅达到 32.27%；9 月下旬受市场普涨带动，市场风险偏好提升，传媒板块期间最高涨幅达到 52.25%。

图 2：传媒板块年内走势（截至 2024.11.22）



资料来源：Wind，中原证券研究所

在细分的子板块中，广告营销板块、互联网音视频、出版上涨幅度较大；动漫、其他文化娱乐、影视下跌幅度较大。

表 1：中信传媒行业二级与三级子板块涨跌幅

二级子板块	涨跌幅	三级子板块	涨跌幅 (%)
媒体	4.49%	出版	8.28%
		广播电视	-1.69%
广告营销	14.93%	互联网广告营销	10.32%
		其他广告营销	20.27%
文化娱乐	-1.47%	影视	-8.44%
		动漫	-19.35%
		游戏	4.71%
		其他文化娱乐	-15.59%
互联网媒体	1.30%	信息搜索与聚合	0.33%
		社交与互动媒体	-3.11%
		互联网音视频	11.34%

资料来源：Wind，中原证券研究所

估值方面，截至 2024 年 11 月 22 日，传媒板块 PE（剔除负值，ttm，整体法）为 23.23 倍，2019 年以来的均值为 24.48 倍，中位数为 23.88 倍，最大值 16.46 倍，最小值 42.74 倍，当前 PE 处于 2019 年以来 46.60% 的历史分位。

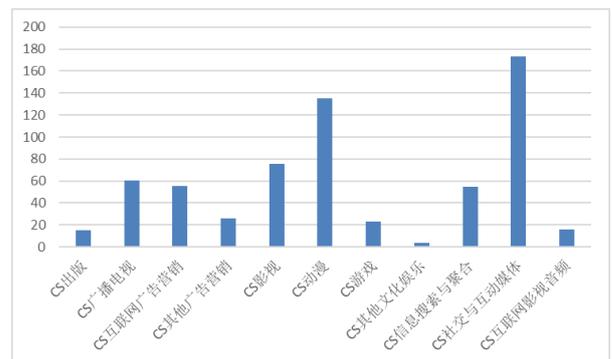
子板块中，游戏板块 PE 为 23.46 倍，出版板块 PE 为 15.31 倍、影视板块 PE 为 75.28 倍、广播电视板块 PE 为 60.33 倍、互联网广告营销板块 PE 为 55.45 倍，其他广告营销板块 PE 为 26.33 倍。

图 3：中信传媒板块 PE 变化趋势（剔除负值，ttm，整体法）



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：中信传媒子板块 PE（剔除负值，ttm，整体法）(2024.11.22)



资料来源：Wind，中原证券研究所

传媒板块 142 只个股中有 71 个实现正收益，71 个下跌，涨幅靠前的个股以市值 200 亿元以下的中小盘为主，旗天科技、易点天下、三六五网、无线传媒、兰生股份等涨幅靠前。

表 2：2024 年传媒板块个股涨跌幅（截至 2024.11.22）

涨幅 TOP10	涨幅 (%)	跌幅 TOP10	跌幅 (%)
旗天科技	155.97%	紫天科技	-59.93%

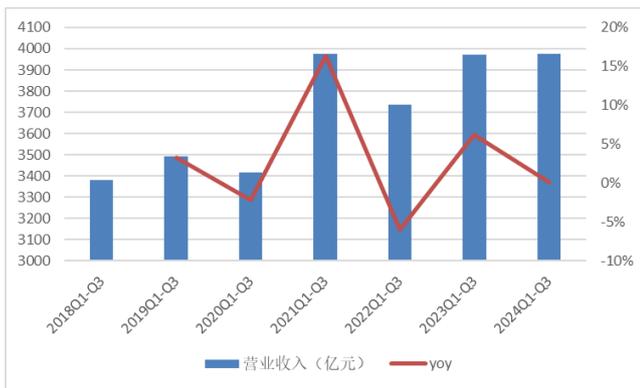
易点天下	81.40%	龙韵股份	-49.07%
三六五网	52.96%	ST 广网	-48.66%
无线传媒	51.05%	ST 凯文	-48.55%
兰生股份	49.79%	天威视讯	-39.91%
流金科技	45.55%	风语筑	-36.81%
蓝色光标	44.69%	*ST 富润	-35.74%
天龙集团	43.90%	力盛体育	-35.53%
因赛集团	42.14%	锋尚文化	-35.24%
电广传媒	41.64%	金逸影视	-32.48%

资料来源：Wind，中原证券研究所

1.2. 前三季度业绩承压，子板块表现略有分化

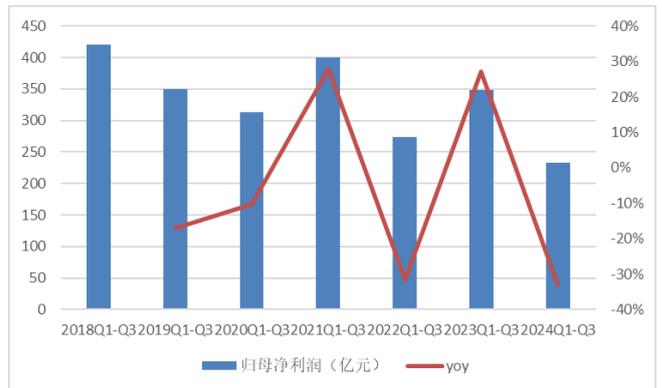
根据 Wind 统计（均采用加总值或加总平均值），截至 2024 年三季度末，传媒板块 142 家上市公司(含 ST 股)在 2024 年前三季度共实现营业收入 3976.72 亿元,同比微幅增加 0.16%，略微超过 2021 年同期 3975.11 亿元的营收规模，创历史同期最高纪录；利润端却出现较为明显的下滑现象，归母净利润 233.62 亿元，同比减少 33.05%；扣非后归母净利润 200.30 亿元，同比减少 21.95%。

图 5：2018-2024 年前三季度传媒板块营业收入



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：2018-2024 年前三季度传媒板块归母净利润



资料来源：Wind，中原证券研究所

由于传媒板块下各个细分子板块的业务模式、所处行业都有比较大的差异，因此在业绩变化的程度和原因也各有不同。但总体来看，2024 年前三季度传媒板块下各个子板块的业绩都处于下滑之中。其中影视板块受 2024 年电影市场需求不振影响下滑幅度最大；图书出版板块的利润下滑主要是受行业税收政策变化带来的影响；广播电视板块由于传统大屏电视业务需求的收缩，延续过往几年的下滑趋势；游戏板块和互联网媒体板块虽然利润也有不同程度下滑，但幅度相对较小。

表 3：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
2024Q3 营业收入	1323.92	206.99	80.26	522.55	326.54	87.70	57.92
2024Q3 同比增幅	-2.65%	8.92%	-20.87%	0.69%	-6.44%	-5.66	-5.18%
2024Q3 归母净利润	72.70	26.82	-4.67%	22.78	25.32	-3.27	7.36
2024Q3 同比增幅	-32.46%	-19.41%	-137.65%	15.65%	-28.13%	亏损扩大	-15.20%

	扣非后归母净利润	47.97	24.27	-6.22	12.81	18.79	-6.92	6.82
	同比增幅	-46.27%	-20.84%	-153.05%	-21.61%	-45.48%	亏损扩大	-14.28%
	营业收入	3976.72	593.95	237.65	1530.72	1050.58	269.47	175.51
	同比增幅	0.16%	8.19%	-15.71%	3.56%	-2.27%	-6.79%	-0.33%
2024Q1-Q3	归母净利润	233.62	73.91	3.14	48.67	98.95	-10.08	25.13
	同比增幅	-33.05%	-18.79%	-86.69%	-38.12%	-26.51%	由盈转亏	-15.72%
	扣非后归母净利润	200.30	70.60	-0.69	42.22	90.66	-18.57	22.69
	同比增幅	-21.95%	-13.83%	-103.80%	-13.64%	-27.49%	亏损扩大	-13.11%

资料来源: Wind, 中原证券研究所

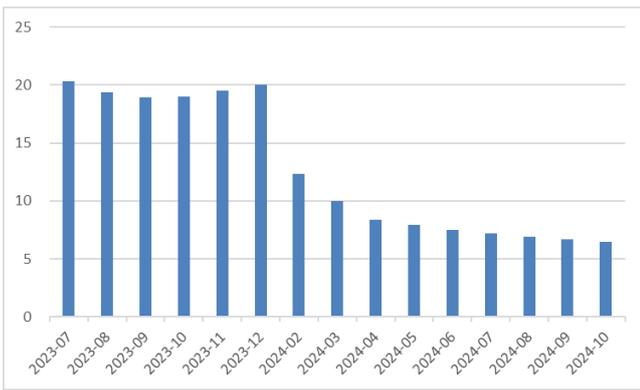
2. 维度一：文化内容与消费有望迎来复苏周期

2.1. 政策鼓励提振文化消费

根据国家统计局数据,截至2024年10月,国内服务零售额累计同比增长6.5%,与2024年1-2月12.30%的同比增速相差了5.8pct,与2023年10月19.0%的同比增速相差了12.5pct;2024年前三季度城镇居民人均教育文化娱乐服务消费支出同比增速为9.52%,与2024年第一季度13.74%的同比增速相差4.22pct,相比2024上半年10.90%的同比增速也有小幅下滑。

进入2024年后,国内服务零售额累计同比增速以及城镇居民人均教育文化娱乐服务支出增速持续下滑,我们认为反映了当前国内居民在消费支出意愿上略有收缩,对于非必要性消费持更加谨慎态度,而可选消费特征较为明显的传媒板块也会直接受到消费需求变化的影响。

图7: 国内服务零售额累计同比



资料来源: 国家统计局, 中原证券研究所

图8: 城镇居民人均教育文化娱乐服务支出(元)



资料来源: 国家统计局, 中原证券研究所

8月3日国务院发布《国务院关于促进消费服务高质量发展的意见》,包含挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能、优化服务消费环境、强化政策保障等重点内容。

在激发改善型消费活力方面,《意见》提出开展全国文化和旅游消费促进活动,持续实施“百城百区”文化和旅游消费行动计划;扩大文化演出市场供给,提高审批效率,增加演出场次;丰富影片供给,支持以分线发行等差异化模式发行影片,促进电影关联消费;提升网络文学、

网络表演、网络游戏、广播电视和网络视听质量；鼓励沉浸式体验，剧本娱乐，数字艺术，线上演播等新业态发展。在培育壮大新型消费方面，提出支持电子竞技、社交电商、直播电商等发展。

我们认为结合近期政策端的表态，政府对于提振国内居民消费的意愿较为强烈，一方面通过货币、财政等各种政策的调整以达到减轻居民家庭负担，另一方面通过各类政府补贴的方式达到释放居民消费潜力的目的。例如上海地区针对餐饮、住宿、电影、体育等领域推出各类满减消费券，刺激居民线下消费需求；河南省在全省范围分四期发放“金秋”消费券，涵盖餐饮、住宿、电影等行业；未来不排除更多地区陆续推出各类刺激消费政策。电影、线下娱乐、游戏、图书等文化消费领域也有望受益，同时与消费市场关联度较高的广告营销市场的景气度也将有望回升。

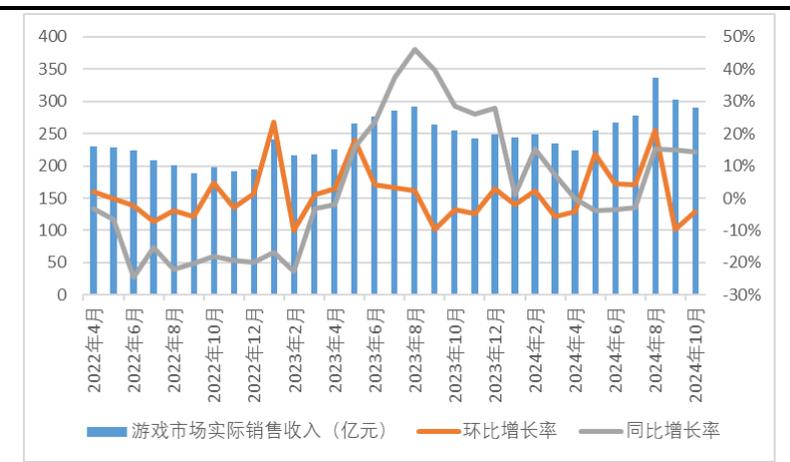
2.2. 游戏：市场增速触底回升，新游产品陆续释放

根据伽马数据统计，2024年1-10月国内游戏市场实际销售收入2681.16亿元，同比增长5.59%，市场规模达到近几年同期最高的水平，但增速相比往年有所下滑。细分市场中移动游戏市场规模1952.85亿元，同比增长2.53%，客户端游戏市场规模562.73亿元，同比增长1.52%。

从2024年月度的变化来看，4月游戏市场规模增速触底回升，下半年的表现好于上半年。2024H1国内游戏市场规模1472.67亿元，增速2.08%，移动游戏规模1075.17亿元，增速0.76%，7-10月游戏市场规模同比增长10.21%，移动游戏市场规模同比增长4.79%，增速明显好于1-6月。

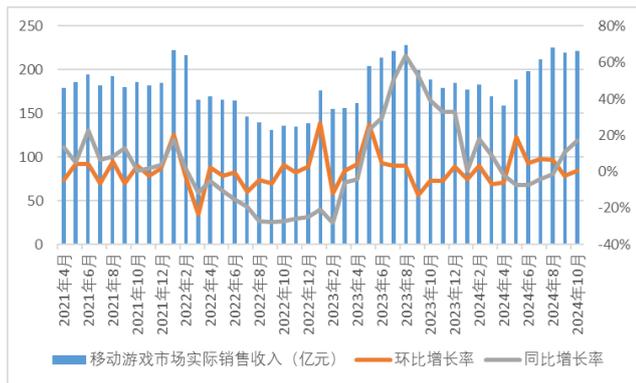
虽然存量游戏在当前的长线运营策略下产品生命周期持续被拉长，仍能够保持一定的流水规模，但游戏市场爆款新品对流水增量的支撑也不容忽视，包括《地下城与勇士：起源》（3月）《绝区零》（4月）《无尽冬日》（5月）《永劫无间手游》（6月）《黑神话：悟空》（8月）等新产品上线推动了游戏市场规模的增长拐点。

图 9：中国游戏市场实际销售收入



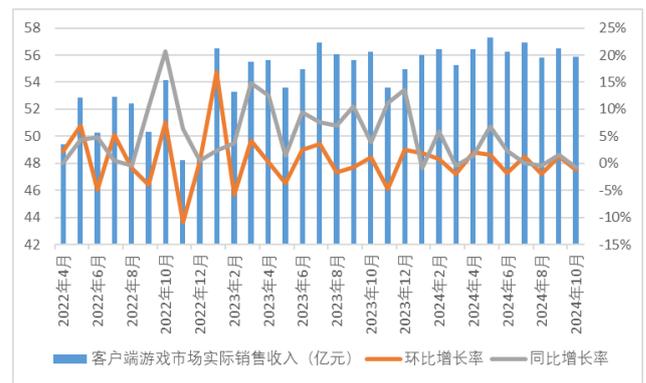
资料来源：伽马数据，中原证券研究所

图 10：中国移动游戏市场销售收入



资料来源：伽马数据，中原证券研究所

图 11：中国客户端游戏市场销售收入

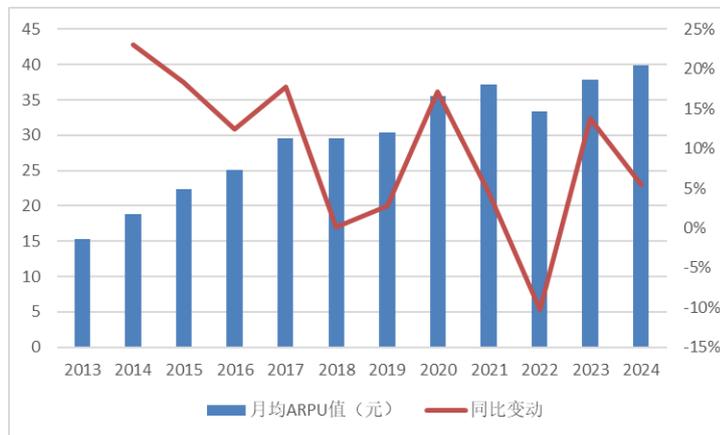


资料来源：伽马数据，中原证券研究所

以 2024H1 国内游戏市场 6.74 亿的玩家规模测算，2024 年国内游戏整体市场的用户月均 ARPU 值约为 39.96 元，相比 2023 年增加了 5.41%。国内游戏玩家的整体付费情况较为稳定，用户的月均 ARPU 值达到历年来最高水平，但或受国内居民娱乐消费支出增速下滑的影响，游戏玩家的月均 ARPU 值增速也同步略有下滑。

由于国内游戏市场的玩家数量已经连续多年处于微幅增长状态，用户规模基本见顶，用户 ARPU 值以及 ARPPU 值的提升才是驱动市场持续增长的核心动力，意味着需要通过持续挖掘存量用户的付费意愿以及付费能力来实现规模增长，背后的核心逻辑是通过持续不断产出更多的高品质新游以及拉长存量游戏生命周期来达到提升用户付费意愿的效果。

图 12：中国游戏市场用户月均 ARPU 值



资料来源：伽马数据，中原证券研究所

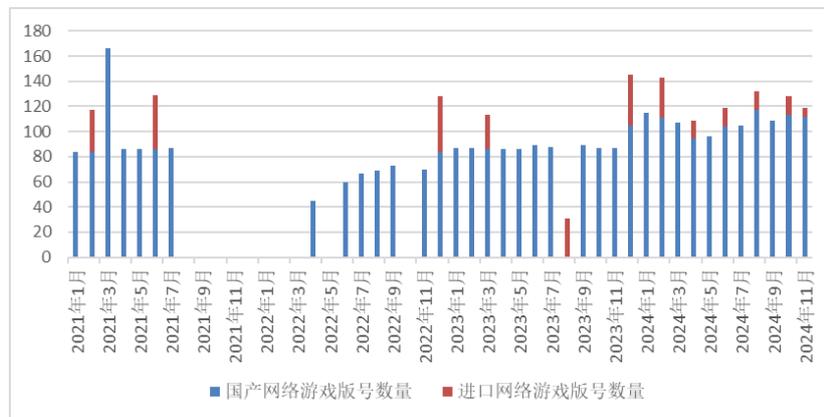
在政策端，《国务院关于促进消费服务高质量发展的意见》作为国家级政策文件直接提及网络游戏以及电子竞技产业，意味着国家层面重视游戏等娱乐性消费在推动居民消费增长方面有积极的影响，对于游戏产业的态度由“重监管”向“重良性发展”转变。

具体到版号层面，截至 11 月，2024 年发放国产游戏版号 11 批次共 1184 款，同比增加 35.78%，发放进口游戏版号 698 款，同比增加 68.97%，平均每批次发放国产游戏版号 108 款，相比 2023 年同期增加了 21 款。

在国内现有的监管框架下，游戏版号是游戏产品上线运营的准入许可。虽然游戏行业的大趋势是更加重视游戏产品质量而非数量，行业的发展矛盾是高质量的游戏产品依然属于行业内稀缺资源，版号发放的宽松不代表游戏行业必然能够涌现大量爆款产品从而推动行业实现较好的规模增长。

但从两次停发游戏版号后的市场表现来看，版号政策的稳定性对游戏行业的产品供给周期、市场规模变化以及从业者和产业投资者的信心依然有较为积极的影响。持续不断向市场提供更多新产品能够拉动游戏玩家尝鲜的积极性，为游戏行业提供增长动力和增长空间，维持产业正常发展。

图 13：游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，中原证券研究所

从目前国内各大游戏公司在研或准备上线的储备游戏产品来看，不乏较多重量级的突破性产品，有望为游戏市场继续提供增量。例如腾讯《王者荣耀·世界》《洛克王国·世界》《彩虹六号》《无畏契约：能源行动》、网易《Fragpunk》《漫威争锋》《代号无限大》《燕云十六声》、完美世界《异环》《诛仙世界》、恺英网络《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》《龙之谷世界》《纳萨力克：崛起》、三七互娱《斗罗大陆：猎魂世界》、吉比特《问剑长生》《杖剑传说》、叠纸《无限暖暖》以及《明末：渊虚之羽》《昭和米国物语》等覆盖手游、端游、主机游戏等设备的不同类型和题材的游戏。

建议关注游戏公司的产品研发能力以及产品周期，在市场进入激烈竞争的阶段，产品质量才是游戏公司实现脱颖而出的核心竞争力。

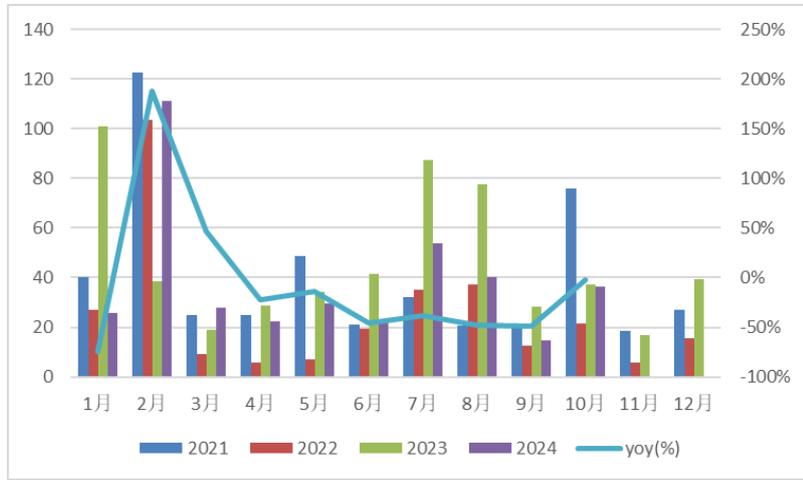
2.3. 影视：需求短期乏力，关注 2025 年反弹

回顾 2024 年以来国内电影市场的整体表现，呈现出较为明显的需求乏力的现象。截至 2024 年 10 月末，国内电影市场总票房 383.95 亿元，同比减少 22.13%，观影人次 9.06 亿，同比减少 21.90%。在平均票价没有发生较大波动的情况下，票房和观影人次的变化基本保持一致。如果与 2019 年相比则差距更甚，票房和观影人次仅达到 2019 年同期的 67.99% 和 60.00%。

从国内电影市场单月的情况来看，1-3 月国内电影市场表现较好，票房同比增长 3.95% 至

164.85 亿元，春节档票房创历年新高。但自 4 月开始，单月的票房数据均有较为明显的同比下滑，其中 6 月、8 月、9 月的下滑幅度在 45% 以上，7 月下跌幅度接近 40%。端午档、暑期档、国庆档等重要档期均表现较弱。

图 14：国内电影市场月度票房（亿元）



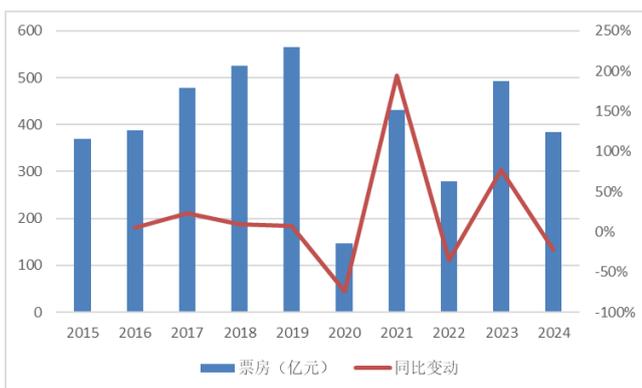
资料来源：灯塔专业版，中原证券研究所

电影属于 C 端大众的可选文化消费，一方面受家庭消费支出意愿和消费能力的影响，另一方面内容供给的驱动也是重要的影响因素之一，在有较多可替代娱乐方式的当下，需要更大力度输出优秀、有吸引力的影片内容才能吸引观众回流。

结合过往票房和上映影片数量的数据，2020 和 2022 年上映影片数量大幅下滑的情况下，积压影片延后至 2021 年和 2023 年上映，导致 2021 年和 2023 年的影片存在集中释放的情况，对电影市场的提振效应明显。但经历了内容端的集中释放后，2024 年的上映影片数量回落，1-10 月共上映新片 449 部，相比 2023 年同期减少了 32 部。

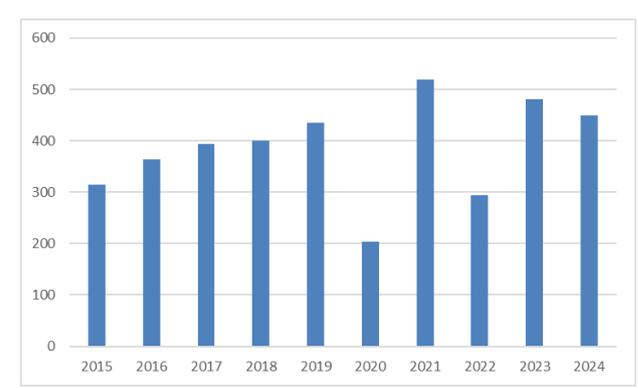
从票房的结构来看，相比往年头部影片可以达到 40 亿元+或 50 亿元+的票房峰值，2024 年影片票房峰值为 34.60 亿元，仍存在一定差距。同时在 5-20 亿元的腰部影片数量也仅有 10 部，是近年来最低水平。头部与腰部影片的缺失影响了国内电影市场的需求，拖累整体的票房表现。

图 15：2015-2024 年间 1-10 月国内电影市场票房



资料来源：灯塔专业版，中原证券研究所

图 16：2015-2024 年间 1-10 月上映影片数量



资料来源：灯塔专业版，中原证券研究所

表 4：2019-2024 年影片票房分布

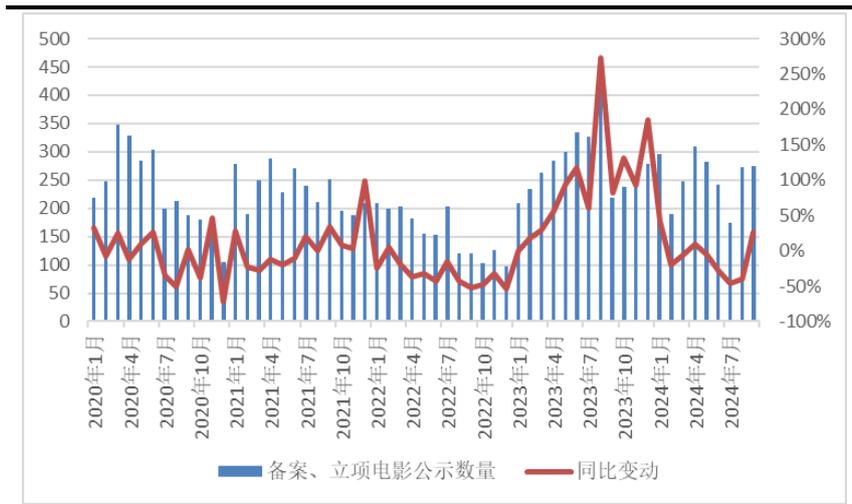
	2024	2023	2022	2021	2019
票房 TOP1	34.60 亿元	45.44 亿元	40.67 亿元	57.75 亿元	50.35 亿元
>40 亿元	0	2	1	3	3
30-40 亿元	3	2	1	0	1
20-30 亿元	2	2	1	0	2
10-20 亿元	2	6	5	8	11
5-10 亿元	8	19	7	10	12
合计	15	31	15	21	29

资料来源：灯塔专业版，中原证券研究所

注：2024 年数据截至 10 月底

根据国家电影局公布的电影备案立项公告来看，自 2023 年起，电影备案立项的数量增长较为明显，全年备案立项影片数量同比增长接近 80%，考虑到电影的制作周期通常为 1-2 年，预计 2025 年国内电影市场的内容供给层面将会逐渐恢复。

图 17：电影备案立项公示



资料来源：Wind，中原证券研究所

从中短期来看，根据猫眼专业版以及灯塔专业版公布的影片信息，2024 年内还有《小倩》《孤星计划》《狮子王：木法沙传奇》《“骗骗”喜欢你》《分手清单》等影片上映；春节档已经定档的影片有《射雕英雄传：侠之大者》《封神第二部：战火西岐》《熊出没·重启未来》。

有望未来定档的影片有《平原上的火焰》《酱园弄》《哪吒之魔童闹海》《大鱼海棠 2》《人·鱼》等影片。进口大片方面，2025 年预计将有《惊天魔盗团 3》《美国队长 4》《碟中谍 8》《侏罗纪世界 4》《创：战神》《阿凡达 3》《神奇四侠：第一部》《超人》等大片上映，不排除部分影片将引进至国内，补充国内电影市场内容矩阵。

我们认为，在拥有充分的优质影片内容供给下，观众的观影需求有望被有效拉动，在 2024 年的低票房基数上提供向上反弹的动力。

表 5：部分国内影片上映定档进度

影片	类型	导演	演员	上映日期
《小倩》	动画/爱情	毛启超	边江、张慧霖、陈张太康	2024.12.6
《孤星计划》	谍战/剧情/悬疑	徐展雄	王源、张雪迎、梁靖康	2024.12.7
《狮子王：木法沙传奇》	剧情/动画/歌舞/冒险	巴里·詹金斯	亚伦·皮埃尔、小凯文·哈里森	2024.12.20
《“骗骗”喜欢你》	喜剧/爱情	苏彪	金晨、孙阳、李雪琴	2024.12.31
《误杀3》	犯罪/悬疑/剧情	甘剑宇	肖央	2024.12.31
《射雕英雄传：侠之大者》	武侠	徐克	肖战、庄达菲	2025.1.29
《封神第二部：战火西岐》	神话/史诗/战争/动作	乌尔善		2025.1.29
《熊出没·重启未来》	动画/科幻/冒险/喜剧	林永长、林汇达	谭笑、张秉君、张伟	2025.1.29
《731》	剧情/战争/悬疑/惊悚	赵林山	姜武、王志文、李乃文	2025.7.31
《分手清单》	剧情/喜剧/爱情	田雨生、夏雨	欧豪、曾梦雪、周游	待定
《平原上的火焰》	爱情/犯罪	张骥	周冬雨、刘昊然、梅婷	待定
《小小的我》	青春/家庭/剧情	杨荔钠	易烊千玺、林晓杰、蒋勤勤	待定
《大鱼海棠2》	动画/奇幻	张春、梁旋		待定
《人·鱼》	剧情	程耳	王一博	待定
《酱园弄》	剧情/犯罪	陈可辛	章子怡、王传君、易烊千玺	待定
《哪吒之魔童闹海》	动画	饺子		待定
《狂野时代》	剧情/科幻	毕赣	易烊千玺、舒淇	待定
《天才游戏》	悬疑	程亮	彭昱畅、丁禹兮	待定
《蛟龙行动》	剧情/动作	林超贤	黄轩、于适、杜江	待定
《刺杀小说家2》	奇幻/动作	路阳	邓超、董子健、雷佳音	待定

资料来源：灯塔专业版，猫眼专业版，中原证券研究所

2.4. 出版：销售码洋降幅收窄，教材教辅需求刚性

根据开卷数据，2023 年国内图书市场零售码洋 912 亿元，同比增长 4.7%，但整体的码洋规模仍然低于 2019-2021 年；同时受电商渠道竞争以及短视频渠道低折扣的影响，2023 年图书零售市场整体折扣从 2022 年的 6.6 折下降至 6.1 折，因此 2023 年全国图书零售市场实洋同比下降了 7.04%。2024 年前三季度图书零售市场整体依然负增长，零售码洋同比下降 0.68%，但降幅相比第一季度和上半年进一步收窄；从实洋来看，折扣进一步下降导致实洋同比增长率小于码洋同比增长率。

当前的图书销售以线上作为主要渠道，由于短视频成为流量高地，短视频电商呈现高速增长，成为带动零售市场增长的主要的动力，传统实体店渠道面临较大压力。2023 年实体店销售码洋同比减少 18.24%，平台电商同比减少 3.68%，垂直及其他电商同比减少 10.08%，短视频电商则同比大幅增长 70.1%。2024 前三季度实体店同比减少 6.26%；平台电商和垂直及其他电商同比分别减少 11.96%和 7.46%，短视频电商同比增长 30.16%。

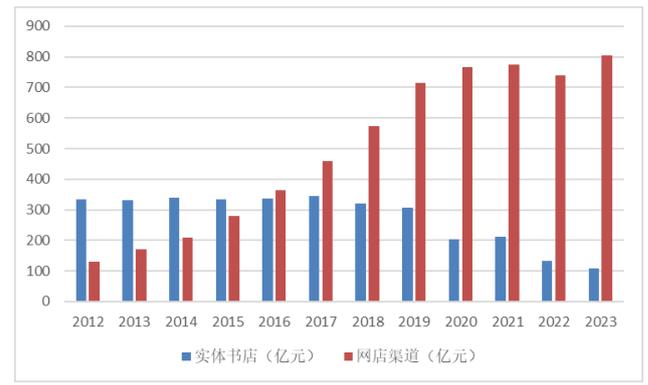
图书门类上，2023 年码洋占比排名前五的分别是少儿、教辅、文学、学术文化、经济管理，分别为 27.21%、17.05%、11.96%、4.51%。2024 前三季度排名前五的分别是少儿、教辅、文学、学术文化、语言，码洋占比分别为 27.87%、26.47%、9.03%、7.56%、3.52%，作为学生群体的刚需类图书，教材教辅类书籍的码洋占比提升幅度较大。

图 18：中国图书零售市场码洋规模



资料来源：北京开卷，中原证券研究所

图 19：中国图书零售市场渠道分布



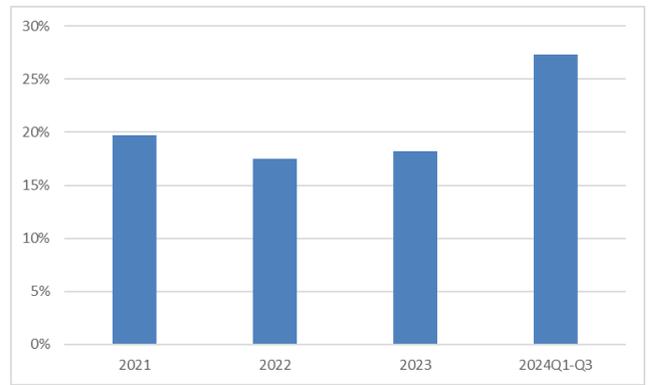
资料来源：北京开卷，中原证券研究所

图 20：2024 年图书零售市场销售码洋同比变化



资料来源：北京开卷，中原证券研究所

图 21：图书零售市场中教材教辅图书码洋占比

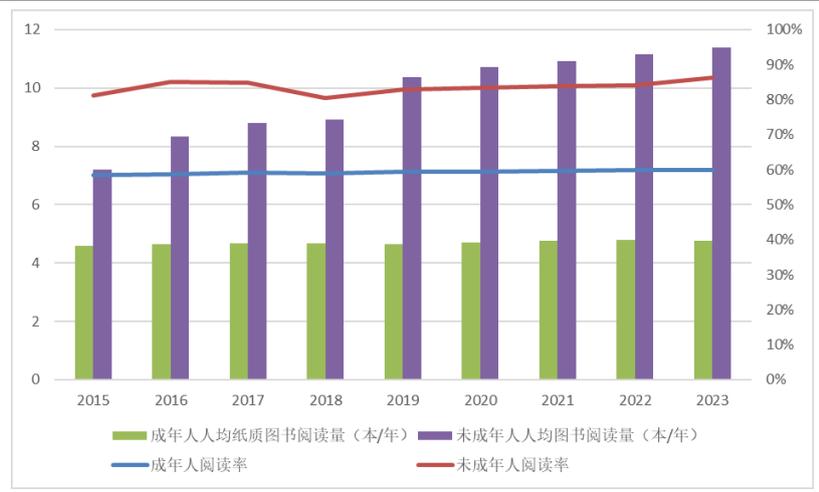


资料来源：北京开卷，中原证券研究所

根据中国新闻出版研究院定期发布的《全国国民阅读调查报告》来看，国内成年国民阅读率从 2015 年的 58.4% 提升至 2023 年的 59.8%，提升了 1.4pct，人均阅读量从 4.58 本提升至 4.75 本，增加了 0.17 本；未成年人的阅读率从 2015 年的 81.1% 提升至 2023 年的 86.2%，提升了 5.1pct，人均阅读量从 7.19 本提升至 11.39 本，增加了 4.2 本。

从数据变化来看，成年人群体虽然阅读率和阅读量的增长幅度不大，但始终保持着较为稳定的阅读需求；未成年在校学生群体的阅读率和阅读量持续走高且提升的幅度比较明显，因此我们认为国内居民对于阅读仍然存在着较为明显的刚性需求，文化消费的回升有望带动国内图书零售市场的回暖。

图 22：2015-2023 全国国民阅读情况

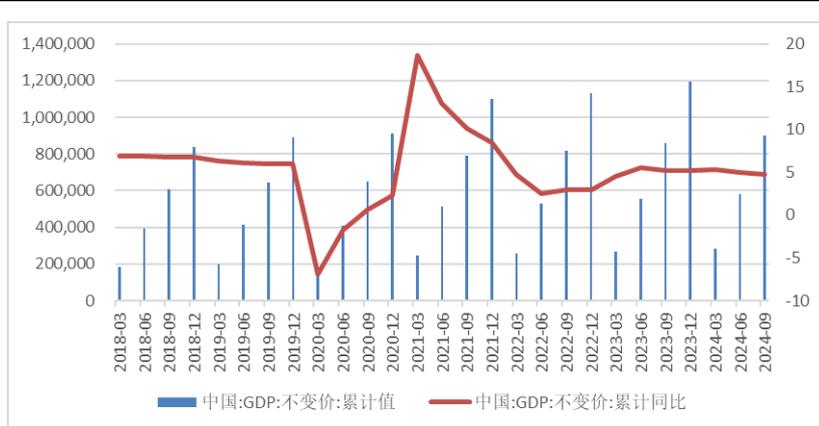


资料来源：中国新闻出版研究院，中原证券研究所

2.5. 广告：消费刺激政策带动市场需求回暖

从 2024 年前三季度 GDP 的增速（累计值，不变价）来看，Q1 增速为 5.3%，H1 为 5.0%，Q1-Q3 为 4.8%，增速呈现略微下滑的趋势。

图 23：中国 GDP（不变价，累计值）同比变化（亿元）



资料来源：Wind，中原证券研究所

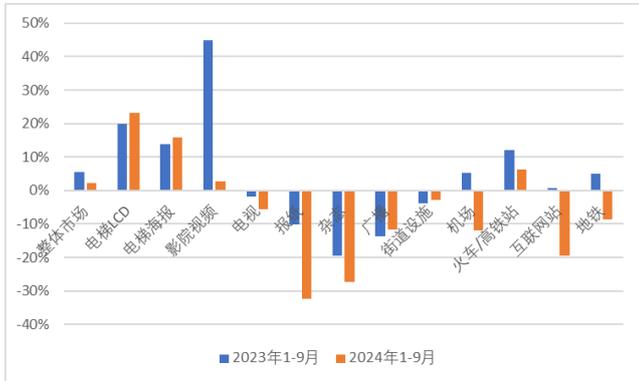
我们认为广告市场的投放需求变化反映了上游广告品牌主对于宏观经济和下游消费需求的预期。根据 CTR 数据显示，2024 年 1-9 月广告市场同比上涨 2.3%，虽然实现了同比增长，但增幅相比 2024 年的前几个月以及 2023 年同期有不同程度的下滑，达到了年内的最低点，与 GDP 的变化趋势基本一致。

不同渠道的表现也有明显分化。2024 年 1-9 月电梯 LCD 和电梯海报广告有双位数的同比增长，分别同比增长 23.1%和 15.9%，明显跑赢行业整体，同时增幅相比 2023 年 1-9 月进一步扩大，分别提升了 3.2pct 和 2.0pct；火车/高铁站、影院视频刊例花费同比也呈现小幅上扬，同比增长 6.3%和 2.8%，但增幅相比 2023 年同期分别下滑了 5.9pct 和 42.0pct；其他广告渠道花费均有不同程度的缩减。

从具体的行业及品牌表现看，2024 年 1-9 月广告市场头部榜单中，酒精类饮品、娱乐及休

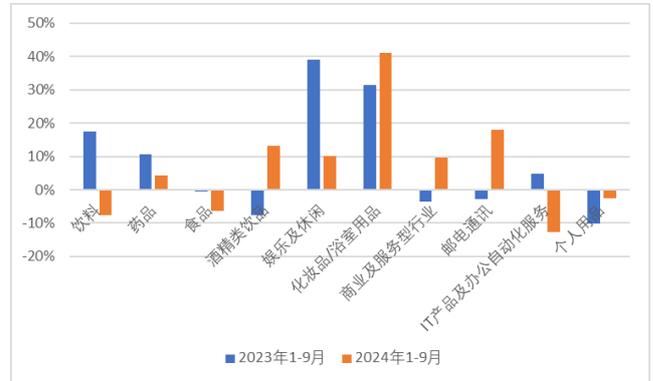
闲、化妆品/浴室用品、邮电通讯行业的刊例花费均有双位数的同比增长；饮料和食品行业的投放量持续位居榜单前列，但广告投放呈现缩减。

图 24：2024 年 1-9 月分媒体广告花费同比变化



资料来源：CTR，中原证券研究所

图 25：2024 年 1-9 月广告市场整体 TOP10 行业花费变化



资料来源：CTR，中原证券研究所

参考梯媒领域龙头公司分众传媒披露的客户结构，公司的日用消费品客户提供了主要的收入来源且能够保持较为稳健的投放增长。2024H1 公司来自于日用消费品客户的收入同比增长 14.23%，延续了 2023 年的增长趋势，占公司收入的比重已经达到 60%以上。即使在广告投放需求大幅减少的 2022 年，公司主要客户中来自于日用消费品客户的收入降幅也明显低于其他行业。

日用消费品客户的广告投放需求较为稳定，主因部分日用消费品的市场需求较为刚性，受经济波动的影响小。随着国家和各省市鼓励消费的措施陆续出台，带动消费和经济的企稳回升，消费品类客户的广告投放需求还存在进一步增长的可能，其他行业的广告客户的投放也有望出现底部回升。

表 6：分众传媒行业客户营业收入增幅

	2021	2022	2023	2024H1
日用消费品	40.75%	-17.84%	28.68%	14.23%
互联网	26.72%	-73.82%	26.38%	-15.86%
娱乐及休闲	43.60%	-43.81%	29.99%	-12.28%
商业及服务性行业	18.34%	-35.52%	3.29%	-9.69%
交通	-25.69%	-26.61%	44.00%	2.13%
房产家居	-4.92%	28.46%	-12.97%	28.67%
通讯	-3.96%	-35.66%	147.68%	48.10%
其他	-14.98%	-35.37%	-9.81%	-0.92%

资料来源：公司公告，中原证券研究所

表 7：分众传媒行业客户营业收入占比

	2021	2022	2023	2024H1
日用消费品	42.67%	55.19%	56.23%	63.93%
互联网	28.49%	11.74%	11.75%	8.72%

娱乐及休闲	7.60%	6.72%	6.92%	4.67%
商业及服务性行业	4.92%	5.00%	4.09%	3.48%
交通	5.53%	6.39%	7.28%	8.02%
房产家居	3.98%	8.05%	5.55%	4.63%
通讯	2.57%	2.61%	5.11%	3.35%
其他	4.23%	4.31%	3.07%	3.19%

资料来源：公司公告，中原证券研究所

3. 维度二：文化产品出海

3.1. 文化强国建设目标明确，政策鼓励文化出海

2024年7月18日，中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议通过《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，将“聚焦建设社会主义文化强国”列入进一步全面深化改革总目标中的“七个聚焦”之一。

在聚焦建设社会主义文化强国方面强调健全文化事业、文化产业发展体制机制，推动文化繁荣，丰富人民精神文化生活，提升国家文化软实力和中华文化影响力。在深化文化体制机制改革方面，要优化文化服务和文化产品供给机制，坚持以人民为中心的创作导向，改进文艺创作生产服务、引导、组织工作机制。健全文化产业体系和市场体系，完善文化经济政策。探索文化和科技融合的有效机制，加快发展新型文化业态。深化文化领域行政审批备案制度改革，加强事中事后监管。

10月28日，中央政治局就建设文化强国进行第十七次集体学习。习近平总书记主持学习时强调要锚定建成文化强国战略目标，不断发展新时代中国特色社会主义文化。其中强调了：

1) 要着力激发全民族文化创新创造活力。坚持以人民为中心的创作导向，坚持把社会效益放在首位、社会效益与经济效益相统一，把激发创新创造活力作为深化文化体制机制改革的中心环节，加快完善文化管理体制和生产经营机制。围绕提高文化原创能力，改进文艺创作生产服务、引导、组织工作机制，孕育催生一批深入人心的时代经典，构筑中华文化的新高峰。积极营造良好文化生态，充分发扬学术民主、文艺民主，支持作家、艺术家和专家学者扎根生活、潜心创作，推动文化创新创造活力持续迸发。探索文化和科技融合的有效机制，实现文化建设数字化赋能、信息化转型，把文化资源优势转化为文化发展优势。

2) 要始终坚持文化建设着眼于人、落脚于人。着眼满足人民群众多样化、多层次、多方面的精神文化需求，提升文化服务和文化产品供给能力，增强人民群众文化获得感、幸福感。重视发挥文化养心志、育情操的作用，涵养全民族昂扬奋发的精神气质。尊重人才成长规律，完善符合文化领域特点的人才选拔、培养、使用、激励机制，营造识才、重才、爱才的良好政策环境，建设一支规模宏大、结构合理、锐意创新的高水平文化人才队伍。

3) 要不断提升国家文化软实力和中华文化影响力。推进国际传播格局重构，创新开展网

络外宣，构建多渠道、立体式对外传播格局。更加主动地宣介中国主张、传播中华文化、展示中国形象。广泛开展形式多样的国际人文交流合作。更加积极主动地学习借鉴人类一切优秀文明成果，创造一批熔铸古今、汇通中外的文化成果。

我们认为，在建成文化强国的战略总目标下，除了推动国内文化产业的高质量发展之外，文化出海也会在其中扮演重要的角色。顶层设计将对中国文化产业的发展将起到至关重要的指引和推动作用，国内文化产品的内容质量将随着行业趋势、技术进步、政策推进等影响因素不断提升。中国文化产品的影响力不仅限于国内地区，在海外的传播力和吸引力也将不断扩大，在传播广度和传播深度上打开增长空间。

目前我国游戏、网文、短剧、影视、短视频等文化内容领域已经率先实现文化出海并在全球多个不同的地区取得较好的突破，未来国内的文化产业出海不仅在现有的内容产品上打开更多的增长空间，还可能进一步拓宽至更多的内容产品，为建设文化强国的总目标做出贡献。

3.2. 游戏出海：市场规模超千亿，标杆性产品实现突破

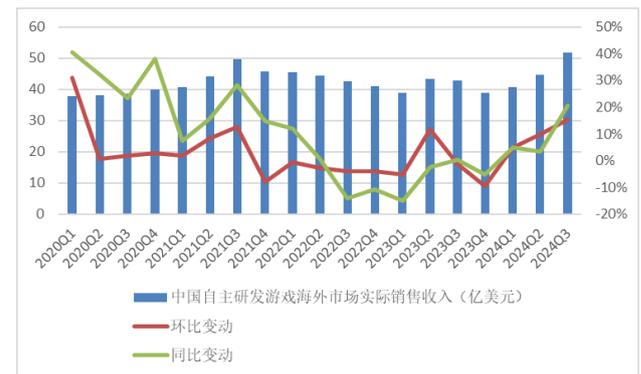
游戏是目前国内文化产业出海中率先实现突破的领域，整体规模已经达人民币千亿元以上，中国游戏企业以及游戏产品在全球的影响力不断增强。我国自主研发网络游戏在海外市场的销售收入从 2013 年的 18.2 亿美元增长至 2023 年的 163.66 亿美元，增幅近 800%。2024 前三季度中国自主研发游戏在海外市场的实际销售收入为 137.23 亿美元，同比增加 9.90%，回归正增长。其中 2024Q3 为 51.69 亿美元，创单季度最高记录，同比大幅增加 20.74%，环比增加 15.41%。增长主要来自于部分头部产品的突出表现，例如《绝区零》《黑神话：悟空》等产品。

图 26：中国自主研发游戏海外市场销售收入（年度）



资料来源：伽马数据，中原证券研究所

图 27：中国自主研发游戏海外市场销售收入（季度）



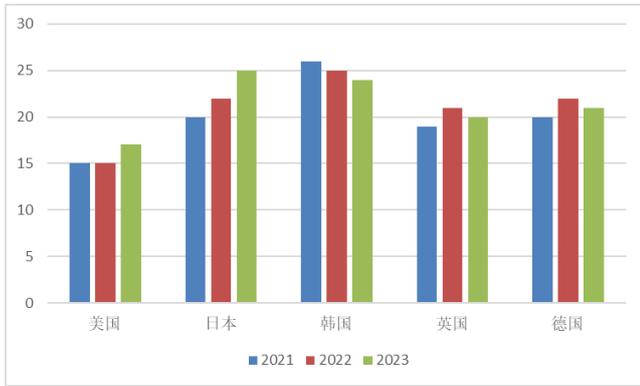
资料来源：伽马数据，中原证券研究所

由于产业发展历程不同，欧美、日韩等地区的游戏市场中主机游戏以及 PC 游戏占据了更大的市场份额；而国内当前游戏产业则以移动游戏为主，凭借在移动游戏领域积累的丰富的开发和运营经验，国内游戏厂商在海外移动游戏市场具有很强的竞争力。

根据伽马数据，2023 年全球游戏市场规模为 79 亿元，同比增长 6.00%，移动游戏市场规模约 6062.67 亿元，同比增长 1.98%。从产业结构来看，2023 年全球移动游戏市场占比约 51.49%，而同期国内移动游戏市场占比为 74.88%，远高于全球的平均水平。

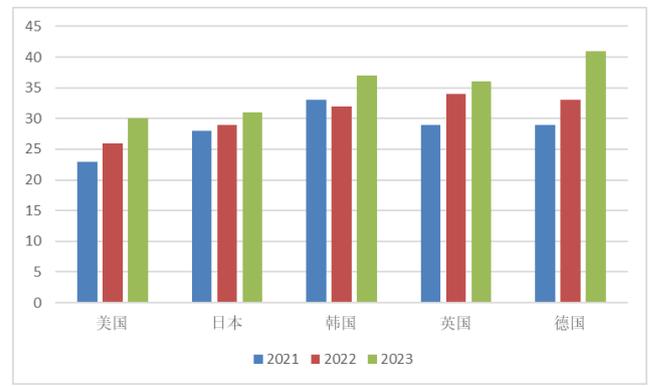
在全球重要的移动游戏市场中，来自于中国的移动游戏发行商数量占据 TOP100 游戏产品中的 20%-25%，TOP100 游戏产品中国产移动游戏数量占比约 30%-40%，并且数量均有不同程度的增加。

图 28：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动游戏发行商数量



资料来源：伽马数据，中原证券研究所

图 29：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中国产移动产品数量



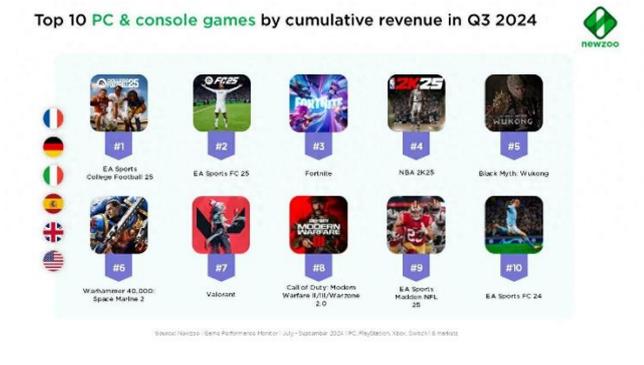
资料来源：伽马数据，中原证券研究所

除了移动游戏领域的优势之外，国内游戏公司研发能力的增强以及内容产品精品化趋势推动下，国产主机、PC 游戏在海外市场也实现了突破，出现了标杆性的产品。

以中国本土传统神话为内核的《黑神话：悟空》上线后打破了国内 3A 单机游戏领域的空白，不仅在国内实现了优秀销售表现，在海外地区也实现极大突破，游戏中包括中国特色古建筑、中国神话故事人物、陕北说书等文化要素在全球范围实现了大规模的输出，推动中国文化传播。

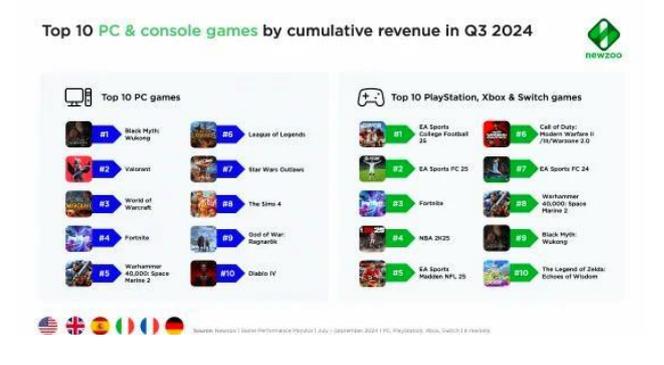
根据东京电玩展披露的信息，《黑神话：悟空》首月销量突破 2000 万份；游戏数据统计平台 VG Insights 统计，《黑神话：悟空》销量已经超过 2200 万份，总流水约 11 亿美元。根据游戏数据统计机构 NEWZOO 的数据，在 2024Q3 欧美地区主机和 PC 游戏销售额 TOP10 游戏中，《黑神话：悟空》排名第五；在 PC 游戏销售额 TOP10 中排名第一。

图 30：2024Q3 欧美游戏市场 PC&主机游戏累计销售额



资料来源：NEWZOO，中原证券研究所

图 31：2024Q3 欧美游戏市场 PC&主机游戏累计销售额



资料来源：NEWZOO，中原证券研究所

国内游戏市场用户总量见顶，市场竞争激励，游戏出海成为国内游戏公司寻求增量空间的

选择。当前中国游戏产业凭借越来越强的游戏研发和运营能力，在国际游戏市场上的竞争力与日俱增，在全球主要游戏市场都拥有一席之地；除了具有优势的手游领域之外，凭借《黑神话：悟空》等优秀产品的出现，在海外的主机和 PC 游戏市场也实现了新的突破，树立了中国精品游戏在海外传播的标杆。

在政策端，2021 年《商务部、中央宣传部等 17 部门关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知》以及 2022 年《商务部等 27 部门关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》提到了“鼓励游戏等数字文化产品“走出去””、“积极培育网络游戏等领域出口竞争优势，提升文化价值，打造具有国际影响力的中华文化符号”、“在游戏等领域培育一批国际知名品牌”；2024 年《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》以及中央政治局就建设文化强国进行第十七次集体学习都提到了要“要不断提升国家文化软实力和中华文化影响力，推进国际传播格局重构，创新开展网络外宣，构建多渠道、立体式对外传播格局。”

我们认为，在产业发展趋势和政策鼓励下，中国游戏厂商将继续保持甚至进一步加大对于海外市场的投入，持续提高中国游戏产品在海外市场的渗透率，在实现商业化收益的同时也能够推动中华文化在海外的传播。

3.3. 短剧出海：中国应用占据市场主导地位，未来增长潜力大

根据 SensorTower 数据，短剧出海正处在快速增长的阶段。截至 2024 年 2 月底，已经有 40 多款短剧应用试水海外市场，累计下载量近 5500 万次，内购收入达到 1.17 亿美元。相比 2023 年 9 月，2024 年 2 月内购收入和下载量分别增长 280%和 220%。

图 32：海外短剧应用下载量趋势



资料来源：SensorTower，中原证券研究所

图 33：海外短剧应用内购收入趋势



资料来源：SensorTower，中原证券研究所

在 2024 年 2 月海外市场短剧应用内购收入榜 TOP10 中，来自中国的应用占据了主要位置，尤其是在网文领域有所积累的厂商在短剧出海方面也占据了更加领先的优势。中文在线旗下 ReelShort 以及点众科技旗下 DramaBox 以较为显著的优势分别排在第一和第二，新闻时代 GoodShort、安悦网络 FlexTV、九州文化 ShortTV、畅读科技 MoboReels、嘉书科技 TopShort 等短剧应用都排在 2 月海外短剧应用内购 TOP10 中。

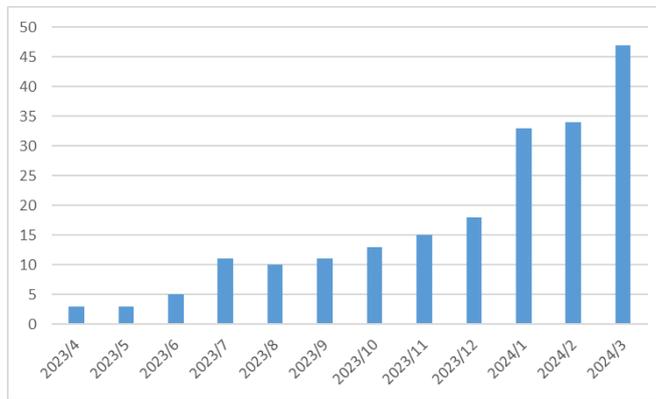
图 34:2024 年 2 月海外市场短剧应用内购收入榜 TOP10

排名	应用图标	应用/发行商	发布时间	2024年2月收入排行
1		ReelShort Crazy Maple Studio	2022年8月	
2		DramaBox STORYMATRIX	2023年4月	
3		GoodShort SINGAPORE NEW READINGS	2023年6月	
4		FlexTV YUDER	2022年10月	
5		ShortTV SHORT TV	2023年9月	
6		MoboReels CHANGSU TECHNOLOGY	2023年7月	
7		Kalos TV Kalos TV	2023年9月	
8		TopShort JoyHunter	2023年6月	
9		SnackShort Minglu Culture	2023年6月	
10		DreameShort CARTIX	2023年11月	

资料来源：SensorTower，中原证券研究所

目前全球短剧市场还处于增长蓝海中，根据 Tik Tok for Business 发布的《2024 短剧出海营销白皮书》数据显示，全球短剧 APP 的用户总时长从 2023 年 4 月的约 300 万小时增长至 2024 年 3 月的约 4700 万小时，增幅高达约 16 倍；未来海外短剧市场规模有望从 2024 年的数亿美元增长至百亿美元级别，用户规模有望从 2000-4000 万增长至 2-3 亿。

图 35: 全球短剧 App 用户总时长变化趋势（百万小时）



资料来源：Tik Tok for Business，中原证券研究所

我们认为，与奈飞、HBO 等集合了大量优质长视频内容的流媒体平台相比，国内影视产业在长剧集方面的竞争优势不明显；但在短剧领域，基于网文与短剧相似的内容逻辑，在网文产业拥有多年成功经验的国内厂商具有差异化的竞争优势。

目前海外短剧产业正处于高速增长期，短剧应用的下载量和付费收入都实现了快速增长，未来仍具备巨大的潜力。一方面由于短剧用户对于短视频等互联网娱乐内容产品具有较强的使用习惯和依赖度，能够从类似产品中实现用户的转化，另一方面从美国等成熟海外市场的电视/媒体平台订阅情况来看，用户具有较强的娱乐消费能力，和较强的付费的习惯也较为成熟，付费活跃度高。国内短剧出海未来还有较大的增长潜力和空间。

4. 维度三：关注出版板块高股息属性

4.1. 政策鼓励加大现金分红力度

2023 年末以来，监管机构在出台或修订的多个政策文件中均不同程度提到了对上市公司分红的要求，明确强调要提高上市公司分红力度，增强股东回报，提高投资者信心，加强国内资本市场吸引力，促进资本市场健康发展；对于分红较少的公司也会采取一系列加强监管或约束限制等措施，例如限制减持、实施其他风险警示等。

根据 2024 年 11 月证监会发布的《上市公司监管指引第 10 号—市值管理》起草说明显示，2024 年以来，95% 以上的上市公司召开了业绩说明会，股份回购家数和金额以及现金分红金额均创历史新高，中期分红家数增长近三倍。显示出在各项政策的指引下，国内资本市场越来越重视分红。

表 8：近期关于分红的政策文件表述

发布时间	政策文件	主要内容
2023.12	《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》	与 2022 年 1 月修的《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》相比，主要修订内容体现在：1) 进一步明确现金分红导向，提高分红水平，对不分红的公司加强制度约束督促分红，对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点关注；2) 简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏，鼓励公司在条件允许的情况下增加分红频次；3) 加强对超出能力分红企业的约束，引导合理分红。
2024.3	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	1) 对分红采取强约束措施。要求上市公司制定积极、稳定的现金分红政策，明确投资者预期。对多年未分红或股利支付率偏低的上市公司，通过强制信息披露、限制控股股东减持、实施其他风险警示（ST）等方式加强监管约束。上市公司以现金为对价，采用要约方式、集中竞价方式回购股份并注销的，回购注销金额纳入股利支付率计算。加强对异常分红行为的监管执法。 2) 多措并举提高股息率。落实《公司法》，支持上市公司按照规定使用资本公积金弥补亏损，进一步便利未分配利润为负的绩优公司后续实施分红。督促财务投资较多的公司提高分红比例。完善信息披露评价制度，增大分红权重，鲜明体现鼓励分红导向。强化问询约谈和监管措施约束，督促不分红或分红偏少的公司提高分红水平。 3) 推动一年多次分红。完善监管规则，进一步明确中期分红利润基准，消除对报表审计要求上的理解分歧。要求中期分红以最近一期经审计未分配利润为基准，合理考虑当期利润情况。简化中期分红审议程序，压缩实施周期，推动在春节前结合未分配利润和当期业绩预分红，增强投资者获得感。引导优质大市值上市公司中期分红，发挥示范引领作用。
2024.4	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。
2024.4	《上海证券交易所股票上市规则（2024 年 4 月修订）》	1) 公司应当综合考虑未分配利润、当期业绩等因素确定分红频次，并在具备条件的情况下增加分红频次。实施中期分红的，在最近一期经审计未分配利润基准上，合理考虑当期利润情况，稳定股东预期。 2) 最近一个会计年度净利润为正值，且合并报表、母公司报表年度末未分配利润

均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计现金分红金额低于 5000 万元的将实施其他风险警示（ST）

2024.4	《深圳证券交易所股票上市规则(2024 年修订)》	1) 公司应当综合考虑未分配利润、当期业绩等因素确定分红频次，并在具备条件的情况下增加现金分红频次，稳定投资者分红预期。 2) 最近一个会计年度净利润为正值，且合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计现金分红金额低于 5000 万元的将实施其他风险警示（ST）。
2024.11	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	鼓励董事会根据公司发展阶段和经营情况，制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率，增强投资者获得感。

资料来源：中国政府网、中国证监会、深圳证券交易所、上海证券交易所、中原证券研究所

4.2. 出版公司普遍高股息，市场调整时期高收益

传媒板块下的出版板块具有高分红、高股息的特征。从近三年的股息率表现来看，中文传媒、中南传媒、凤凰传媒、长江传媒、山东出版三年平均股息率能够达到 6% 左右，南方传媒、中原传媒、浙版传媒三年平均股息率达到 4% 以上。

表 9：出版板块分红比例以及股息率

证券代码	证券简称	分红比例 (%)			股息率 (%)			
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	三年平均
600373.SH	中文传媒	45.09	52.65	53.66	5.50	7.84	5.92	6.42
601098.SH	中南传媒	77.04	77.01	53.26	6.79	6.01	5.41	6.07
601928.SH	凤凰传媒	51.79	61.12	43.11	6.18	6.31	5.68	6.06
600757.SH	长江传媒	64.38	53.25	47.79	6.92	5.61	5.37	5.97
601019.SH	山东出版	47.65	48.43	49.19	5.69	6.21	5.97	5.96
601900.SH	南方传媒	36.01	43.94	37.10	3.86	5.66	4.16	4.56
000719.SZ	中原传媒	34.63	37.67	30.94	4.39	4.73	4.32	4.48
601921.SH	浙版传媒	53.99	55.02	57.43	3.32	4.73	5.10	4.39
601801.SH	皖新传媒	52.86	51.99	63.81	3.28	3.55	4.39	3.74
601811.SH	新华文轩	30.23	30.04	45.32	3.53	3.43	4.25	3.73
600551.SH	时代出版	38.96	35.17	43.63	3.63	2.46	4.59	3.56
603096.SH	新经典	72.76	92.55	86.76	2.03	4.02	4.57	3.54
600229.SH	城市传媒	39.86	39.34	43.75	2.24	2.83	3.58	2.88
601858.SH	中国科传	41.28	46.89	40.04	2.88	2.57	1.05	2.17
601949.SH	中国出版	30.14	30.24	30.12	2.21	2.16	1.89	2.09
300788.SZ	中信出版	39.98	53.08	50.66	1.72	1.74	1.07	1.51
603230.SH	内蒙新华	10.06	19.80	50.53	0.25	1.36	2.90	1.50
600633.SH	浙数文化	19.60	20.68	24.82	0.91	0.98	1.18	1.02
002181.SZ	粤传媒	62.15	81.44	749.95	1.05	0.49	1.17	0.91
603999.SH	读者传媒	30.47	30.15	30.51	0.82	0.77	0.76	0.78
601999.SH	出版传媒	30.39	30.70	30.47	0.86	0.64	0.83	0.78
605577.SH	龙版传媒	10.03	10.23	10.32	0.68	1.11	0.34	0.71
300654.SZ	世纪天鸿	45.87	47.60	42.97	0.79	0.79	0.44	0.67
301025.SZ	读客文化	49.96	69.37		0.39	1.07		0.48

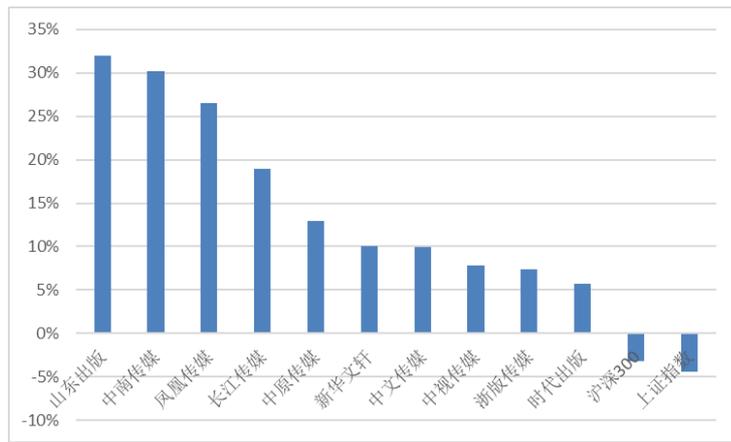
301231.SZ	荣信文化		57.68	42.11		0.76	0.20	0.32
301052.SZ	果麦文化	13.33	13.06	13.43	0.29	0.33	0.22	0.28
600825.SH	新华传媒	31.28		37.54	0.21		0.29	0.17
002599.SZ	盛通股份			258.87			0.30	0.10
300364.SZ	中文在线							0.00
300148.SZ	天舟文化							0.00
000793.SZ	华闻集团							0.00

资料来源：Wind，中原证券研究所

注：以 2021-2023 年间平均股息率数据降序排序；n 年股息率=n 年现金分红总额/n 年 12 月 31 日公司市值

从 2024 年以来出版板块的市场表现来看，以 2024 年 1 月 1 日-8 月 30 日为统计周期，期间传媒板块涨幅前十的公司中出版类上市公司高达 9 家，分别是山东出版、中南传媒、凤凰传媒、长江传媒、中原传媒、新华文轩、中文传媒、浙版传媒、时代出版，基本都是包含高股息属性的国有出版公司，同时这些公司涨幅也明显跑赢同时期的沪深 300、上证指数以及创业板指数，显示出在风险偏好较低的市场调整期，高股息个股不仅在分红方面有较好的收益，在股价表现上也同样较好。

图 36：2024 年 1 月 1 日-8 月 30 日传媒个股涨幅 TOP10



资料来源：Wind，中原证券研究所

4.3. 主营业务表现稳健，税收变化影响或将消除

出版板块 31 家上市公司 2024 年前三季度合计实现营业收入 1050.58 亿元，同比减少 2.27%，归母净利润 98.95 亿元，同比减少 26.51%。

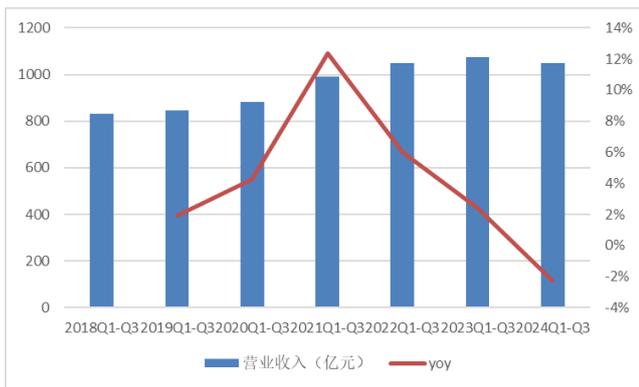
出版板块整体的利润下滑主要是部分国有出版公司的所得税税率发生较大的变化，此前享受的经营性文化事业单位转制为企业的所得税税收优惠政策已于 2023 年 12 月 31 日到期，自 2024 年 1 月 1 日起不再享受免征所得税的优惠政策，导致出版板块的所得税费用增长较为明显，2024 年前三季度出版板块所得税费用为 32.64 亿元，同比大幅增加 763.49%。如果以税前利润为统计口径，2024 年前三季度出版板块税前利润为 134.12 亿元，同比减少 5.23%，降幅相比税后利润大幅收窄，显示出出版板块整体的经营状况稳定。

由于所得税率调整，部分出版公司重新计量了递延所得税资产和递延所得税负债，并将对应的递延所得税费用计入当期损益，导致 2023Q4 出版板块的所得税费用为-28.02 亿元，大

幅推高当期板块的利润规模。预计 2024 全年出版板块的归母净利润将延续同比大幅减少的趋势且差距存在进一步拉大的可能，但考虑到自 2024 年起部分公司已经按照全新的所得税税率执行，预计自 2025 年所得税因素造成的基数效应消退，所得税对利润端的影响将显著减弱。

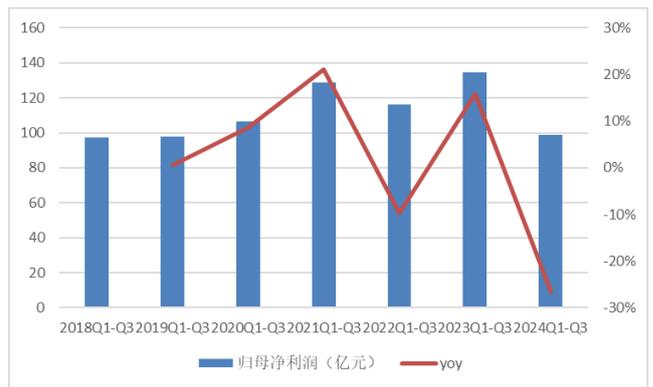
大部分国有出版公司以经营教材教辅业务为主，在家庭教育投入持续增加的环境下市场保持刚性需求，有望继续保持一定的业绩规模，同时由于此类企业现金流优异，财务压力小，资金投入再生产的需求低，因此有望继续保持较高的分红比例。看好低估值水平下国有出版公司的高股息投资价值。

图 37：2018-2024 年前三季度出版板块营业收入



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 38：2018-2024 年前三季度出版板块归母净利润



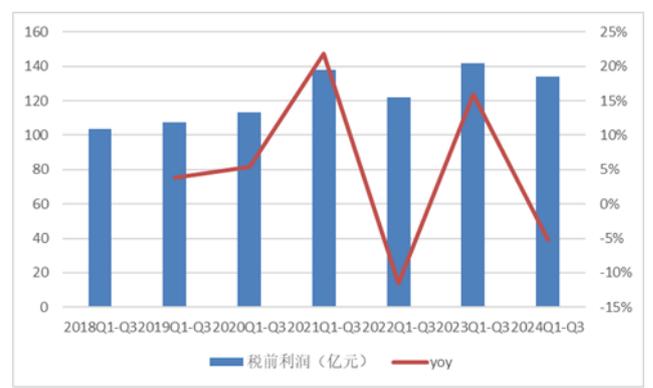
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 39：2018-2024 年前三季度出版板块所得税



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 40：2018-2024 年前三季度出版板块税前利润



资料来源：Wind，中原证券研究所

5. 投资建议

2024 年传媒板块的波动弹性较大，业绩整体承压。一方面来自于行业外的经济与消费环境变化带来的困扰，另一方面来自于行业内部产品周期、税收政策变化等因素。展望 2025 年，我们建议以“内容产品与文化消费复苏”、“文化产业出海”、“高股息防御性”三项维度看待传媒板块投资。

内容产品文化与文化消费复苏方面，一方面在外部政策刺激经济和消费的背景下提振国内居民对于文化消费的需求，另一方面通过内容产业的产品供给周期以及内容产品质量的调整激发消费者需求。建议关注游戏、影视、图书等内容产业的景气度回升，在 2024 年较低的市场规模基数下实现反弹，另外建议关注与经济和消费关联度较高的广告市场投放需求。

文化产业出海方面，在国内建设文化强国以及提升中华文化海外影响力的总体政策目标框架下，一方面国内文化产业内容质量不断提升，标杆性产品实现突破，另一方面通过在游戏、短剧等产业发展过程中积累的差异化竞争优势，中国企业在文化产业出海过程中有望继续保持前进的步伐。建议关注文化内容产品力强，在出海过程中实现较好的商业收益同时还能够实现中华文化海外传播的公司。

如果市场面临震荡调整，建议关注教材教辅业务需求刚性、业绩表现稳定、高股息率的国有出版企业的防御性价值。

表 10：关注公司估值表

证券代码	证券简称	股票价格 (元)	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002555.SZ	三七互娱	16.96	1.20	1.22	1.38	14.15	13.90	12.29	买入
002624.SZ	完美世界	13.53	0.25	0.49	0.61	53.41	27.61	22.18	增持
603444.SH	吉比特	205.00	15.62	14.28	15.91	13.13	14.36	12.88	增持
002517.SZ	恺英网络	13.08	0.68	0.82	0.98	19.26	15.95	13.35	买入
300002.SZ	神州泰岳	12.29	0.45	0.67	0.71	27.17	18.34	17.31	未评级
002739.SZ	万达电影	12.31	0.42	0.61	0.73	29.41	20.18	16.86	增持
300251.SZ	光线传媒	8.76	0.14	0.23	0.37	61.52	38.09	23.68	增持
300413.SZ	芒果超媒	29.22	1.90	0.97	1.12	15.37	30.12	26.09	买入
300364.SZ	中文在线	30.79	0.12	0.01	0.13	251.35	3079.00	236.85	未评级
002027.SZ	分众传媒	6.97	0.33	0.38	0.41	20.86	18.34	17.00	买入
000719.SZ	中原传媒	11.15	1.36	0.92	0.95	8.21	12.12	11.74	增持
601928.SH	凤凰传媒	10.43	1.16	0.72	0.77	8.99	14.49	13.55	未评级
601019.sh	山东出版	10.77	1.14	0.76	0.83	9.46	14.17	12.98	未评级
600373.SH	中文传媒	12.62	1.45	1.28	1.36	8.70	9.86	9.28	未评级
601098.SH	中南传媒	12.51	1.03	0.77	0.82	12.11	16.25	15.26	未评级

资料来源：Wind，中原证券研究所

注：采用 2024 年 11 月 27 日收盘价；未评级公司采用 Wind 一致预期

6. 风险提示

宏观经济以及消费需求复苏不及预期；市场竞争加剧；行业政策变化；内容产品质量及数量不及预期

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。