



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

传媒行业2025年投资策略

AI应用百花齐放，关注储备游戏上线和票房复苏

西南证券研究发展中心

传媒研究团队

2025年1月

2025年我们主要看好三个方向：游戏、影视和AI应用

游戏：1) 属于“科技+文化”结合板块，前期传媒行业子行业里涨幅相对较低，12月最新版号已发放135个（122个国产版号+13个进口版号），24年共发布1416个游戏版号，其中进口版号110个，较23年显著增加，供给侧相对充裕；2) 估值侧，目前A股游戏头部公司25年估值在15-20X区间，处于历史相对低分位点，具备一定估值性价比；3) 产品侧，24Q4-25H1A股游戏公司较多进入新品上线周期，板块β有望企稳反弹，为后续业绩提供增量支撑。

影视：头腰部作品缺失或为24年票房表现低迷原因之一。头部作品是票房和热度的关键，市场情绪缺乏大作带动表现较为低迷；另一方面，10-40亿之间的腰部作品，作为大盘票房的基础，数量亦有所欠缺。高质量作品的匮乏或为2024年全国票房整体下滑较多的核心原因之一；2025年目前春节档定档大片较多，经典影视IP续作有望带来口碑票房双丰收，行业拐点渐至。

AI应用：25年或迎来AI应用加速落地，重点关注字节跳动、腾讯等大厂AI生态布局，短期弱化盈利商业化标准，重点关注用户数量同环比变化、留存以及版本功能迭代情况。

风险提示：产业进展不及预期风险、行业政策趋严风险、重点项目上线不及预期风险。

1 传媒行业2024年市场表现回顾

2 游戏板块

3 影视板块

4 AI应用板块

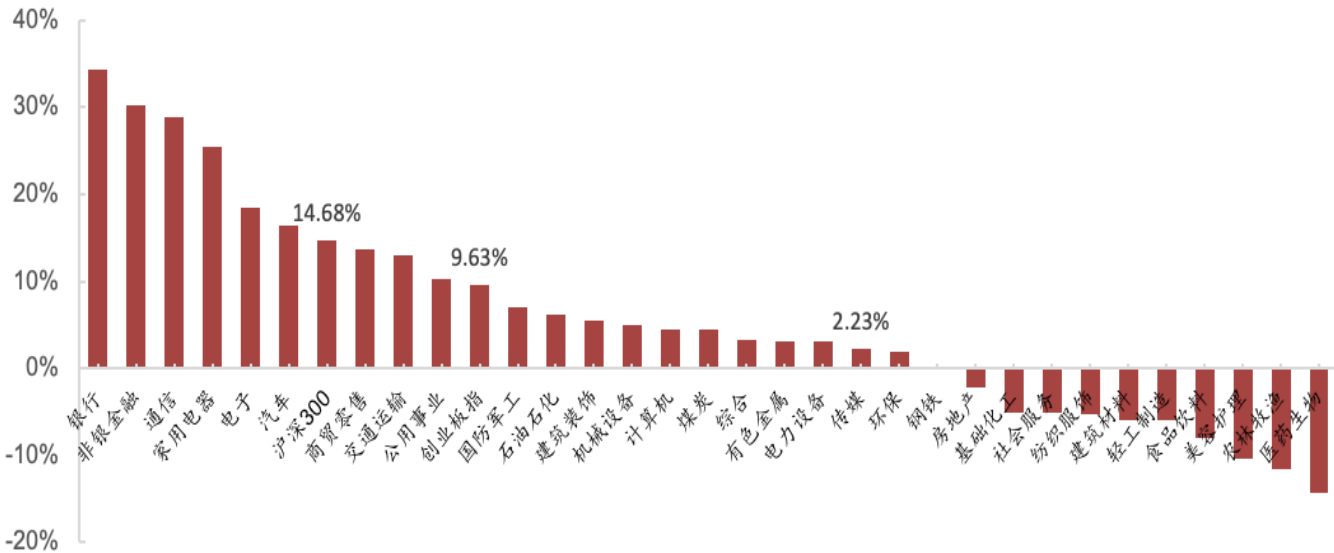
5 重点推荐公司

传媒行业2024年市场表现回顾

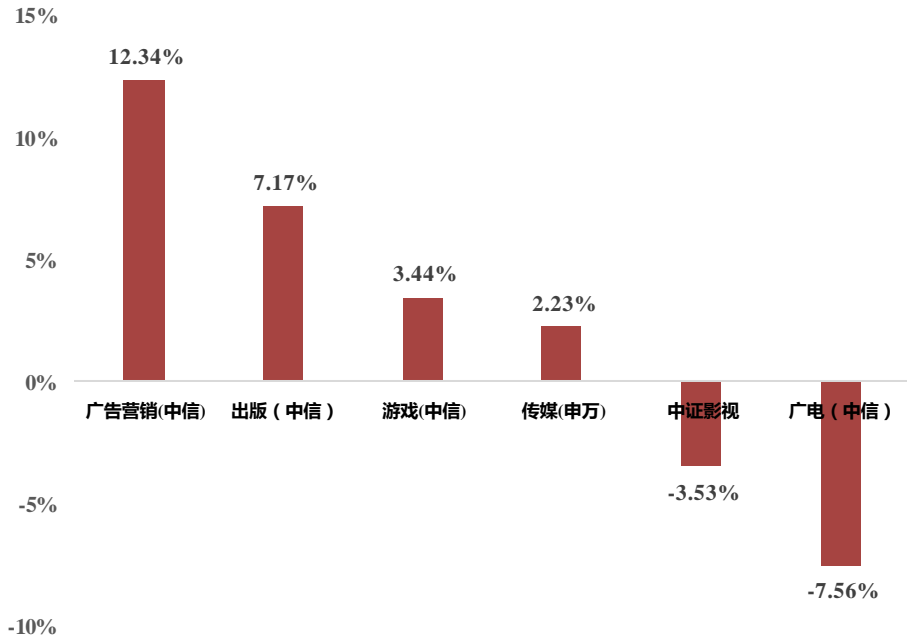
2024年传媒行业复盘-涨跌幅方面：

截至2024年12月31日，传媒行业指数上涨2.23%，跑输沪深300指数12.45pp，跑输创业板指数7.4pp。年初以来，传媒行业跌幅最大的子行业是广电，下跌约7.56%；广告营销指数涨幅最大，上涨约12.34%。

年初以来全行业行情



年初以来传媒行业主要子行业行情



传媒行业2024年市场表现回顾

2024年传媒行业复盘-估值方面:

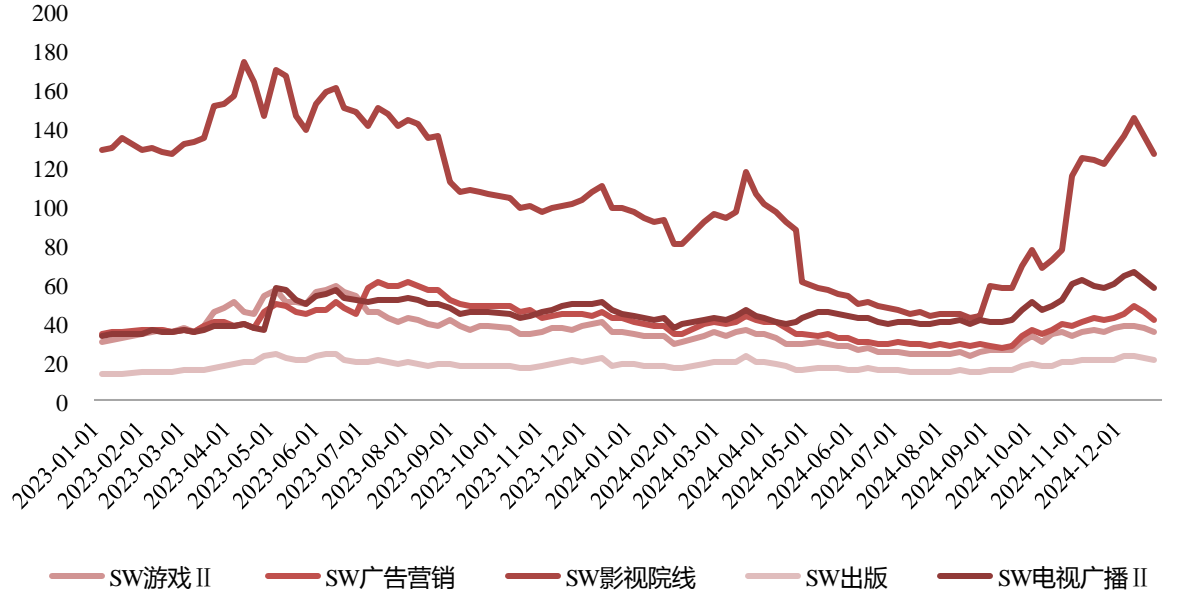
横向看，2024年传媒板块各子行业市盈率整体呈现先下降后上升趋势；其中，出版行业市盈率（18倍）相对较低，影视院线行业市盈率（105倍）较高。

纵向看，当前传媒行业PE（TTM）为38倍左右，位于历史估值中枢上方。

过去八年传媒行业估值水平PE（TTM）



传媒行业部分子行业市盈率（TTM）

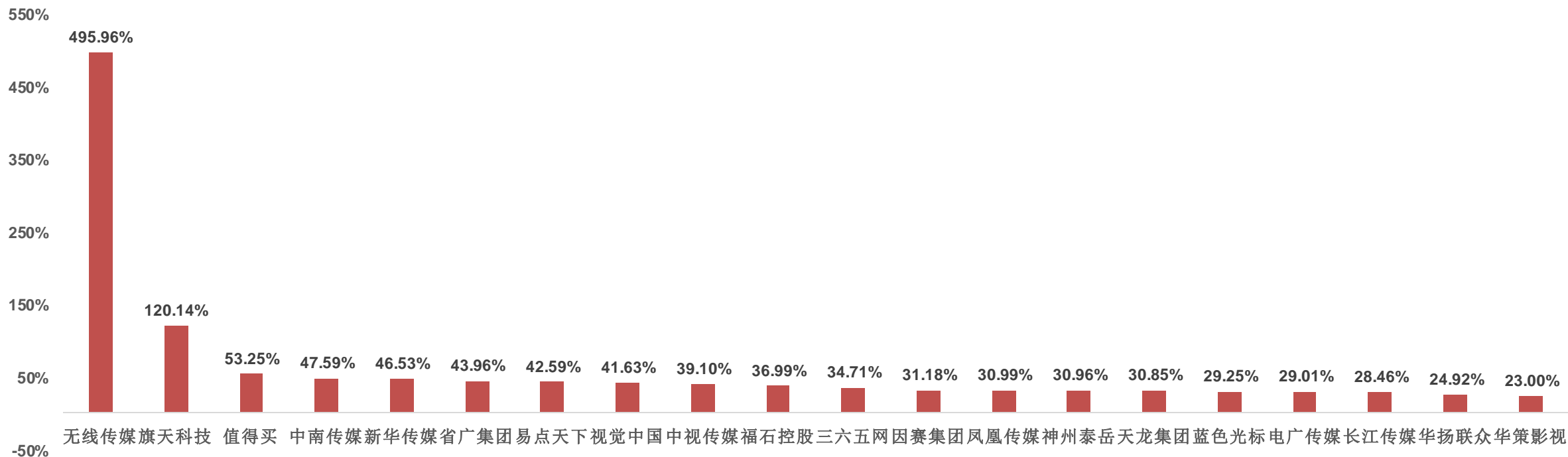


2024年传媒行业复盘：从个股涨跌幅来看

截至2024年12月31日，传媒行业分化明显，82只股票下跌，83只股票涨幅小于整体传媒行业涨幅，有48只股票涨幅大于整体行业平均涨幅。

无线传媒、旗天科技、值得买、中南传媒、新华传媒涨幅较大，为行业涨幅前五名。

2024年传媒行业涨幅前二十个股



数据来源: ifind, 西南证券整理

1 传媒行业2024年市场表现回顾

2 游戏板块

3 影视板块

4 AI应用板块

5 重点推荐公司

● 宏观视角（统计口径为2024年全年）

- 1) 全球游戏市场综述：根据NewZoo发布的《2024年全球游戏市场报告》显示，全球游戏市场在2024年总收入1877亿美元（约合1.34万亿元），同比增长2.1%；并预计游戏市场收入将在未来保持1.3%年复合增长率，并在2027年达到2133亿美元。从游戏玩家数量上看，全球游戏玩家总量2024年达到34.2亿，同比增长4.5%。游戏付费用户数量达15亿（yoy+5.0%）。
- 2) 中国游戏市场综述：根据《2024年中国游戏产业报告》显示，2024年，国内游戏市场实际销售收入达到3257.83亿元，同比增长7.53%，再创新高。游戏用户规模6.74亿人，同比增长0.94%，为历史新高。
- 3) 游戏行业政策综述：根据《未成年人网络游戏保护条例》，加强未成年人游戏时间和消费行为的监管，包括限制每日游戏时长、禁止过度充值及强化身份验证机制，目前已经进入常态化阶段。同时，《全国重点城市IPv6流量提升专项行动工作方案》提出推动游戏及相关行业的IPv6深度改造，加速科技化转型。此外，北京市出台的《促进科技与文化产业融合发展的若干措施》支持电竞游戏领域的研发，提供高达20%研发投入的资金支持。

● 微观视角

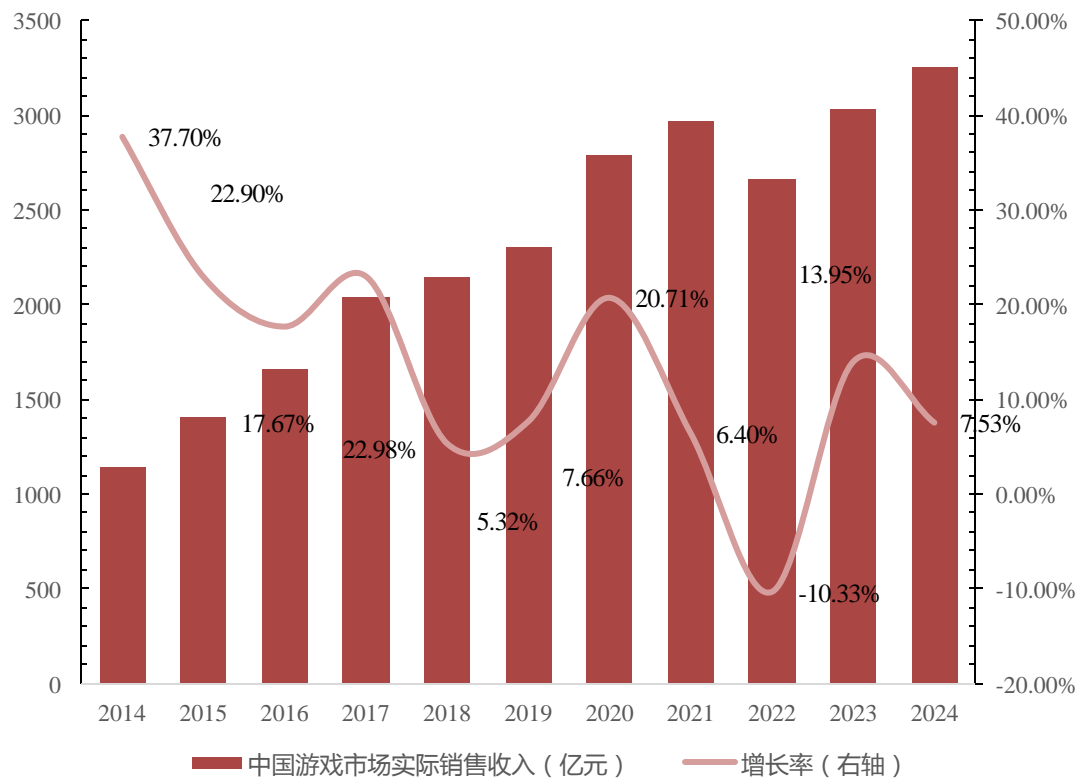
- 公司增长视角：大致可分为波浪型与台阶型增长。
- 波浪型：2024年，随着全球游戏市场收入达到1877亿美元，同比增长2.1%，新游戏的上线推动短期收入增长。但由于生命周期有限，产品交替将带来一定的断档期和创新压力。游戏公司需平衡新老产品生命周期的迭代，以减少波动对收入的影响。
- 台阶型：中国国内市场的实际销售收入突破3257.83亿元，同比增长7.5%。核心产品生命周期的延长与基础用户群的稳定增长或为公司提供持续支持，逐步带动整体收入进入更高水平，盈利有望进入新台阶。

2024年版号发布数量同比增长，国内游戏市场的监管常态化，激活市场活力和用户需求。

2024年国家新闻出版署共发布1416个游戏版号，同比增长32%，恢复至2020年水平。其中，国产版号达1306个，占比超过90%；进口版号110个，数量较2023年显著增加，体现了市场开放的持续推进。移动游戏和跨平台游戏的增长尤为突出，移动端版号发布1368款，占总数的96%，多平台游戏同比增长40%，展现出技术融合与用户需求多样化的趋势。

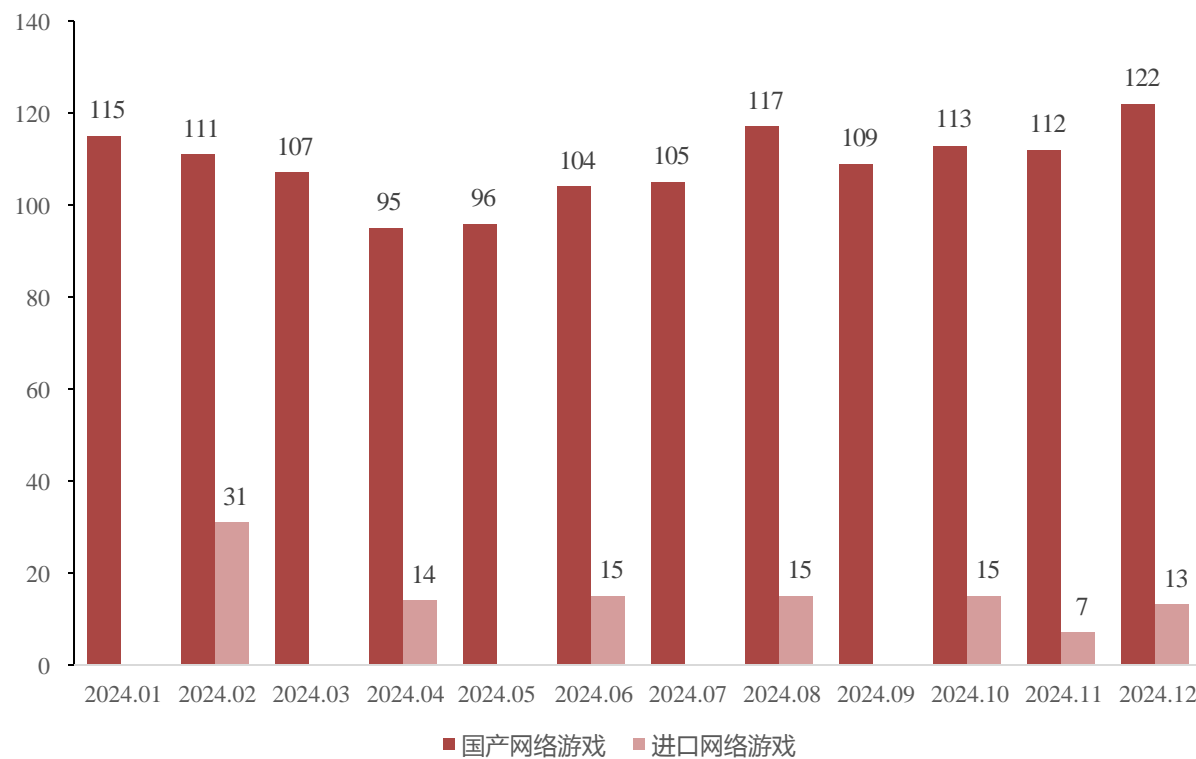
小程序和轻量化游戏市场表现亮眼，行业整体健康有序发展，展示出中国游戏市场的复苏潜力与高质量发展方向。版号的常态化发放亦为企业创新和市场竞争力提供源头活水。

中国游戏市场规模



数据来源：游戏产业网，西南证券整理

2024.01-2024.12游戏版号发放情况 (款)



数据来源：国家新闻出版署，西南证券整理

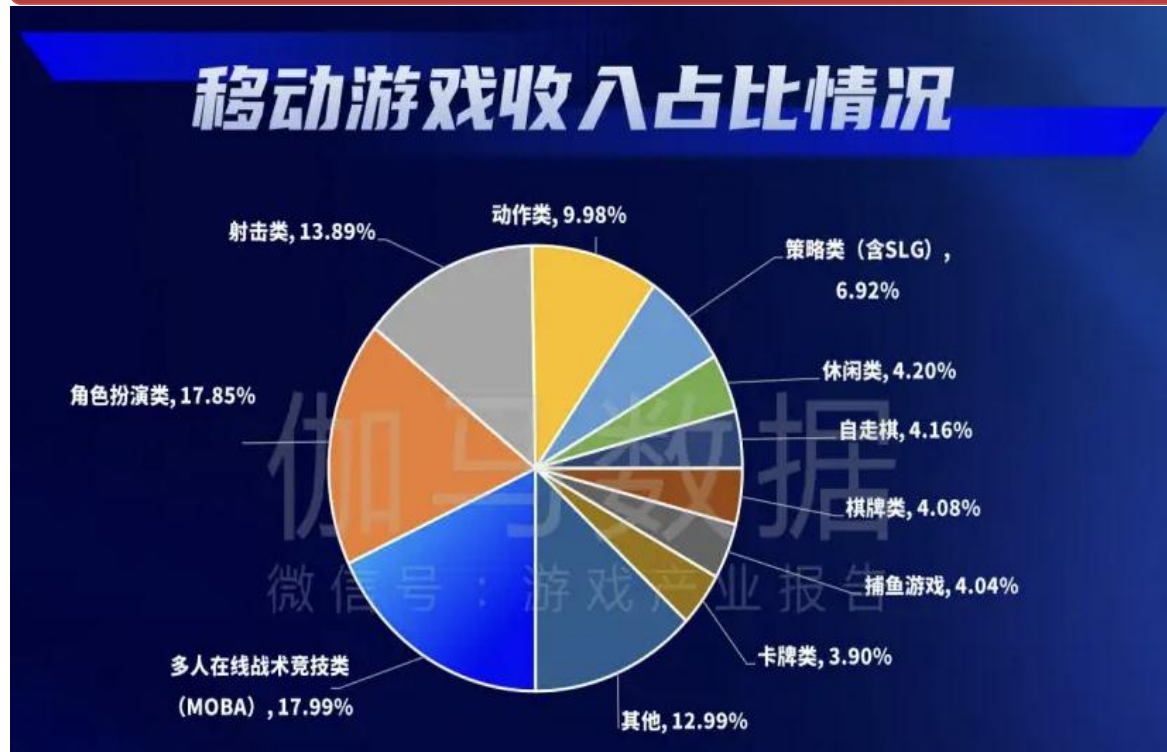
根据伽马数据游戏产业报告数据显示：数量上看，2024年，在收入排名前100的移动游戏产品中，角色扮演类居首，占比24%，同比下降7%。卡牌类居次，占比12%，同比去年上升一位。策略和棋牌类占比均为8%。

收入上看，2024年收入排名前100的移动游戏中，多人在线战术竞技类占比18%，位居首位；角色扮演类次之，占比17.9%；射击类占比13.9%，位居第三；三者合计占比总收入49.7%。动作类新游的出现，助力24年动作类游戏收入上涨。

手游数量占比情况



手游市场收入占比情况



数据来源：伽马数据《2024年中国游戏产业报告》，西南证券整理

1 传媒行业2024年市场表现回顾

2 游戏板块

3 影视板块

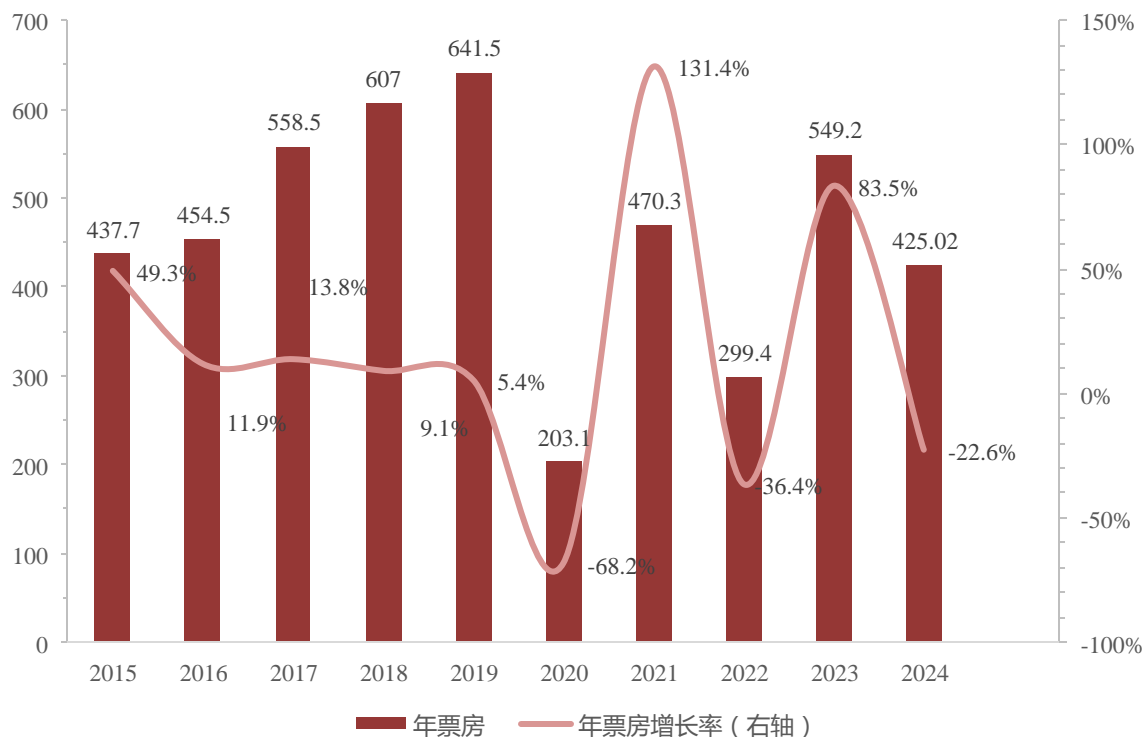
4 AI应用板块

5 重点推荐公司

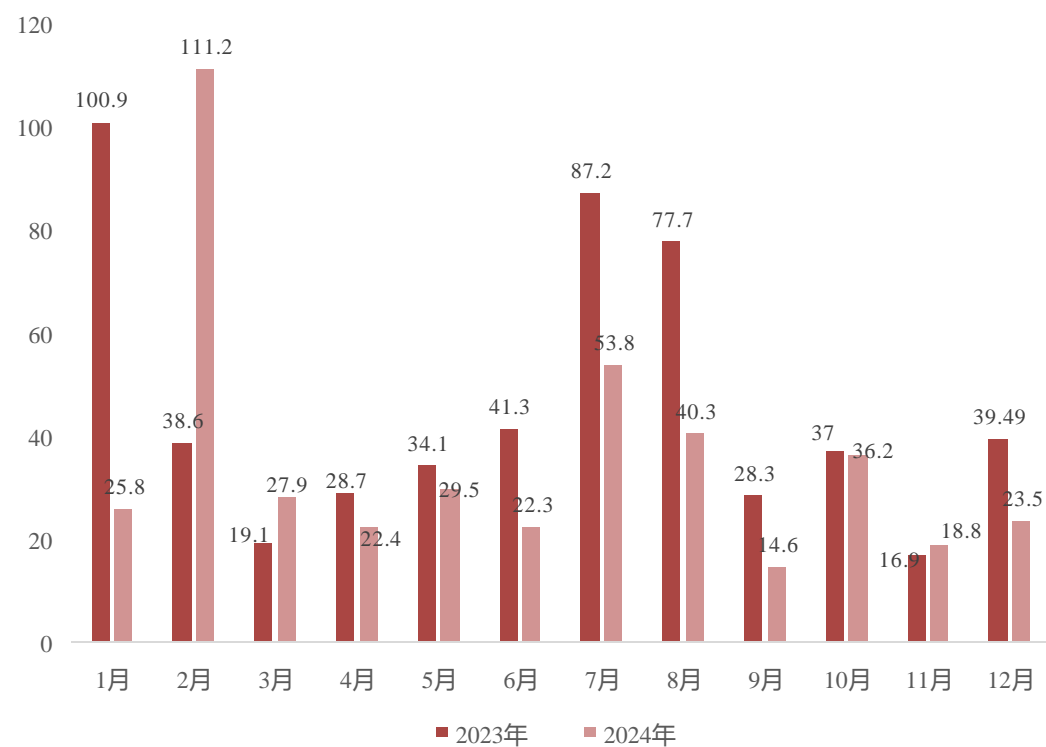
截止2024年12月31日，总票房达到425.02亿元，同比下降22.6%，为2015年以来票房较低的一年。

从单月票房来看，2024一季度、三季度各月份表现优异，主要系2月春节档、7-8月暑假档优质国产片票房表现亮眼，观影需求极大释放。但优质影片未能持续释出，后期票房表现相较于2023年同期分别下降。总体来看，国内电影市场受电影题材以及持续性的优质影片影响明显，静待25年优质产品供给释放。

2015-2024年中国电影市场票房统计（亿元）



2023、2024年各月份票房对比情况（亿元）



数据来源：猫眼电影，西南证券整理

头腰部作品缺失或为票房表现低迷原因之一。头部作品是票房和热度的关键，2024年没有出现票房超过40亿以上的佳作，市场情绪缺乏大作带动持续低迷；另一方面，10-40亿之间的腰部作品，作为大盘票房的基础，数量亦有所欠缺。高质量作品的匮乏或为2024年全国票房整体下滑较多的核心原因之一。

2024年票房总榜前五电影中共四部电影来自于春节档期上映电影《热辣滚烫》、《飞驰人生》、《第二十条》、《熊出没·逆转时空》，电影市场档期效应愈发明显，一部分原因是热门档期消费水平增强，观影需求增加；另一方面，受限于优质影片未能完成“档期接力”，市场火热程度未能延续，部分影片扎堆上映，头部影片虹吸效应明显，而部分影片撤档退档对票房表现有所影响。

排名	电影名称	上映日期	票房 (亿元)	平均票价	场均人数
1	热辣滚烫	2024-02-10	34.60	48.0	22.1
2	飞驰人生 2	2024-02-10	33.99	48.0	19.3
3	抓娃娃	2024-07-16	33.28	41.3	14
4	第二十条	2024-02-10	24.55	46.3	16.1
5	熊出没·逆转时空	2024-02-10	20.07	46.0	22.1
6	默杀	2024-07-03	13.51	41.1	10.2
7	志愿军·存亡之战	2024-09-30	12.06	41.3	10.1
8	年会不能停	2023-12-29	10.61	39.1	7.3
9	哥斯拉大战金刚 2：帝国崛起	2024-03-29	9.57	42.8	6.6
10	你想活出怎样的人生	2024-04-03	7.91	38.8	7.1

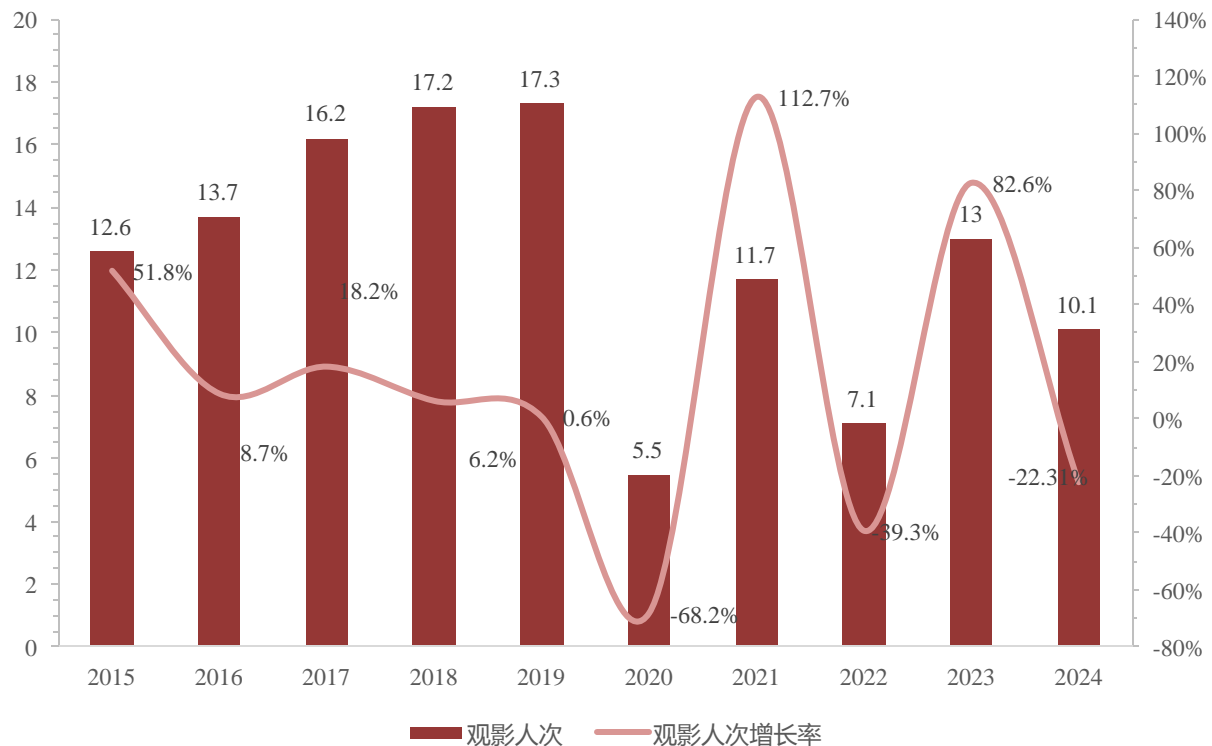
数据来源：猫眼电影，西南证券整理

2024年观影人数达10.1亿，同比下滑约22.3%，恢复至2019年的58%；

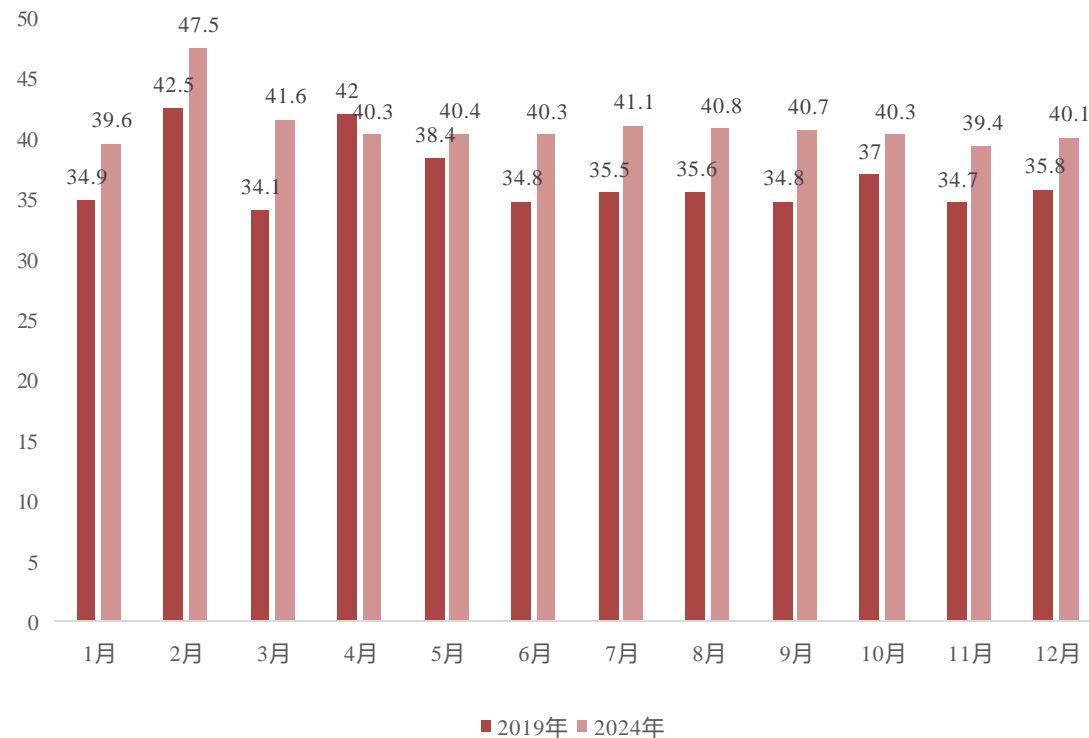
2024年平均票价维持稳定，各火热档期兑现量价齐升逻辑。2024全年平均票价42.1元，较2019年37.1元上涨13.8%。2024年2月平均票价为47.5元，伴随着春节档优质影片的内容产出，观影人次也在24年2月份大规模释放，春节档呈现量价齐升，延续火爆态势。

暑期档单月平均票价回升，叠加观影人次可观涨幅，档期热度相对较高。

2015-2024年中国电影市场观影人次统计（亿）



2019与2024年单月全国平均票价（元）



从目前定档的电影片单来看，2025年的春节档有望迎来热度回归。

高票房作品会给行业带来持续的关注度和话题性，在后续项目供给保证的情况下，有望改变24年前高后低的局面，实现行业的反转。

2025春节档				
电影名称	猫眼想看人数 (万人)	电影类型	主创人员	出品/发行公司
射雕英雄传：侠之大者	41.8	武侠	徐克, 肖战, 庄达菲, 梁家辉	中国电影股份有限公司、天津联瑞影业有限公司
唐探1900	40.1	喜剧, 悬疑	陈思诚, 戴墨, 王宝强, 刘昊然, 周润发	北京壹同传奇影视文化有限公司
哪吒之魔童闹海	37	喜剧 / 剧情 / 动画	饺子	北京光线影业有限公司
封神第二部：战火西岐	34.4	神话/史诗/战争 动作	乌尔善, 黄渤, 于适, 那尔那茜	上海摩天之眼文化传媒有限公司
熊出没·重启未来	18.8	动画/科幻/冒险 / 喜剧	林永长, 林汇达, 谭笑, 张秉君, 张伟	华强方特（深圳）动漫有限公司
蛟龙行动	9.5	剧情 / 动作 / 战争	林超贤, 黄轩, 于适, 张涵予	北京博纳影业集团有限公司

数据来源：猫眼电影，西南证券整理

1 传媒行业2024年市场表现回顾

2 游戏板块

3 影视板块

4 AI应用板块

5 重点推荐公司

2023年9月7日，腾讯推出自主研发的通用大语言模型混元大模型，发行之初中文能力已经超过GPT3.5。拥有超千亿参数规模，预训练语料超2万亿tokens，涵盖多轮对话、内容创作、逻辑推理、知识增强、多模态（暂未公布）五大核心优势。现已更新至混元大模型3.0。

2024年5月17日，腾讯云生成式AI产业应用峰会召开，腾讯集团高级执行副总裁、云与智慧产业事业群CEO汤道生表示，腾讯发展大模型的核心战略是“产业实用”，“构建起离产业最近的AI，助力千行百业智能化升级”。根据弗若斯特沙利文发布《2024年中国大模型能力评测》评测结果，腾讯混元的通用基础能力和专业应用能力，均处于国内大模型领先梯队，高于国际大模型均线。评测机构SuperCLUE《中文大模型基准测评2024年度10月报告》显示，腾讯混元大模型位列国内大模型第一梯队，在基础和应用能力上均处于领先地位。

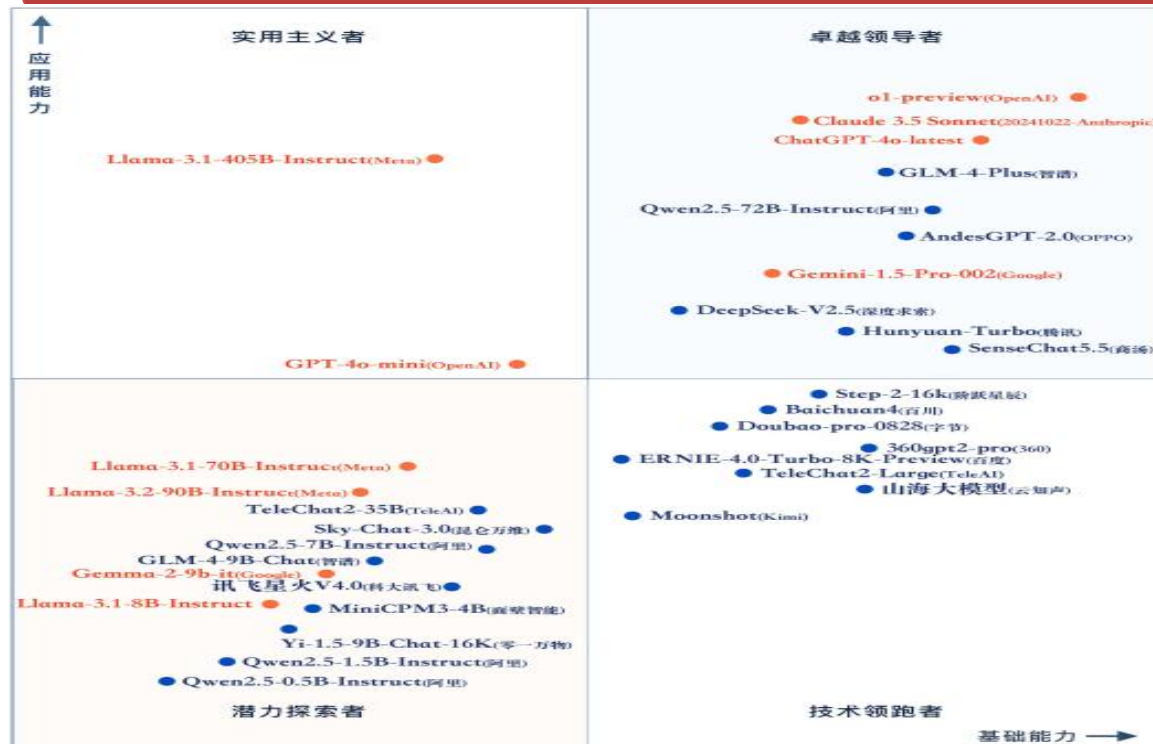
混元大模型五大核心能力

持续训练终身学习，覆盖五大核心优势能力

				
<p>多轮对话</p> <p>具备上下文理解和长文记忆能力，流畅完成各专业领域的多轮问答</p>	<p>内容创作</p> <p>支持文学创作、文本摘要、角色扮演能力，流畅、规范、中立、客观</p>	<p>逻辑推理</p> <p>准确理解用户意图，基于输入数据或信息进行推理、分析</p>	<p>知识增强</p> <p>有效解决事实性、时效性问题，提升内容生成效果</p>	<p>多模态 (敬请期待)</p> <p>支持文字生成图像能力，输入指令即可将奇思妙想变成图画</p>

数据来源：腾讯官网，西南证券整理

中文大模型基准测评2024年10月报告



数据来源：SuperCLUE模型象限，西南证券整理

技术路线：腾讯混元展示其多尺寸的LLM模型矩阵，最大模型已拓展至万亿级参数规模，并在1B、3B、7B、13B等不同参数量下，均有布局。

多模态：混元大模型持续迭代升级。在生图方面，腾讯混元文生图基础架构已全面升级至Sora同款的DiT架构，支持中英文双语输入及理解，具备多轮绘图能力，测评结果国内领先；在AI视频方面，腾讯混元支持文生视频、图生视频、图文生视频、视频生视频等多种视频生成能力；在AI生成3D方面，腾讯混元开源了3D开源模型Hunyuan3D-1.0。

应用方面：混元大模型向腾讯云提供了万亿参数hunyuan-pro、千亿参数hunyuan-standard、百亿参数hunyuan-lite等多种尺寸的模型服务，目前已面向企业及个人开发者全量开放。

混元大模型三大引擎



数据来源：腾讯云，西南证券整理

腾讯元宝



数据来源：腾讯元宝，西南证券整理

模型：字节跳动快速发布自己的大模型并推出多款AI产品应用。2023年2月，字节跳动组建“Seed”团队，从国内外多个部门调集人才，专注于AI领域的语言与图像模态研究。23年6月，旗下云服务平台火山引擎推出了“火山方舟”平台。23年8月，豆包大模型通过备案并上线，同时基于该大模型的应用豆包也开启对外测试。24年5月，正式发布自研的豆包大模型，通过火山引擎正式对外提供服务。

团队：设立专门的技术团队和业务部门，加速推进AI技术的研发和产品创新，包括语言和图像两个团队。23年11月，成立专注于AI创新业务的新部门Flow，该部门主要聚焦于AI大模型及AI应用层的产品研发，下设三个部门：AI产品团队 Flow，大模型研发团队Seed和产品研发支持团队Stone。

字节跳动AI探索历程



第一阶段：人工智能领域探索阶段

第二阶段：大模型及AI产品快速发展阶段



字节跳动：豆包大模型

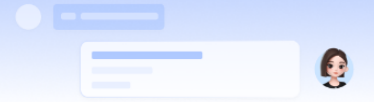
2024年5月15日，字节跳动正式发布豆包大模型，其中有通用模型pro、通用模型lite、角色扮演、语音识别等9个模型类别，能应用至多个细分领域。其中，最为核心的是豆包通用模型，有两个尺寸。豆包通用模型pro，窗口尺寸最大可达128K，全系列可精调。豆包通用模型lite，有较快的响应速度。

价格方面，豆包大模型价格较低。小于32K窗口尺寸上，豆包通用模型pro，定价为0.0008元/千tokens，比行业价格低99.3%。128K窗口尺寸上，豆包通用模型pro，定价0.005元/千tokens。


2024年9月24日，豆包视频生成大模型正式发布，首次突破多主体互动难关。

2024年12月5日，豆包功能升级，支持一键生成带有指定文字的图片。


豆包大模型多模态支持



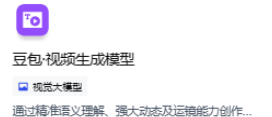
豆包通用模型Pro
Tr 大语言模型
字节跳动自研大语言模型专业版，支持256K长文本，具备更强的理解、生成、逻辑等综合能力，适合问答、总结、创作、分类等丰富...




豆包视觉理解模型
Tr 大语言模型
对图像、视频等视觉内容有更强的识别能力，更强理解和推理能力，以及更精细的视觉描述能力



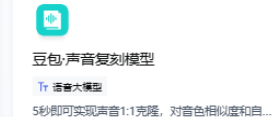
豆包语音合成模型
语音大模型
通过精准语义理解、强大动态及运镜能力创作高质量视频，支持文本和图片生成两种模式




豆包视频生成模型
视觉大模型
通过精准语义理解、强大动态及运镜能力创作...



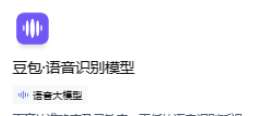
豆包通用模型lite
Tr 大语言模型
字节跳动自研大语言模型轻量版，对比专业版...



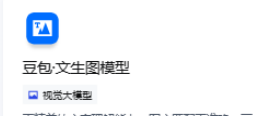
豆包声音复刻模型
Tr 语音大模型
5秒即可实现声音1:1克隆，对音色相似度自...



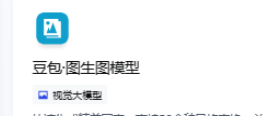
豆包角色扮演模型
Tr 大语言模型
个性化的角色创作能力，更强的上下文感知和...



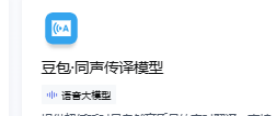
豆包语音识别模型
语音大模型
更高的准确率及灵敏度，更低的语音识别延迟...



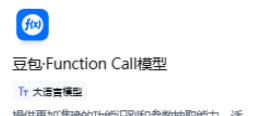
豆包文生图模型
视觉大模型
更精美的文字理解能力，图文匹配更准确，画...




豆包图生图模型
视觉大模型
快速生成精美写真，支持50余种风格变换，并...



豆包同声传译模型
语音大模型
提供超低延迟且自然高质量的实时翻译，支持...



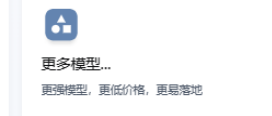
豆包Function Call模型
Tr 大语言模型
提供更加准确的功能识别和参数抽取能力，适...



豆包向量量化模型
Tr 大语言模型
聚焦向量检索的使用场景，为LLM知识库提供...



豆包3D模型
视觉大模型
敬请期待...



更多模型...
更强模型，更低价格，更易落地
[查看更多模型 >](#)

豆包大模型定价方案

灵活多样的定价方案

[价格计算器 >](#)



按量付费
按需结算，成本可控



模型单元
独占算力，稳定可靠



资源包
更大用量，更低单价



免费额度
充分体验，试用无忧



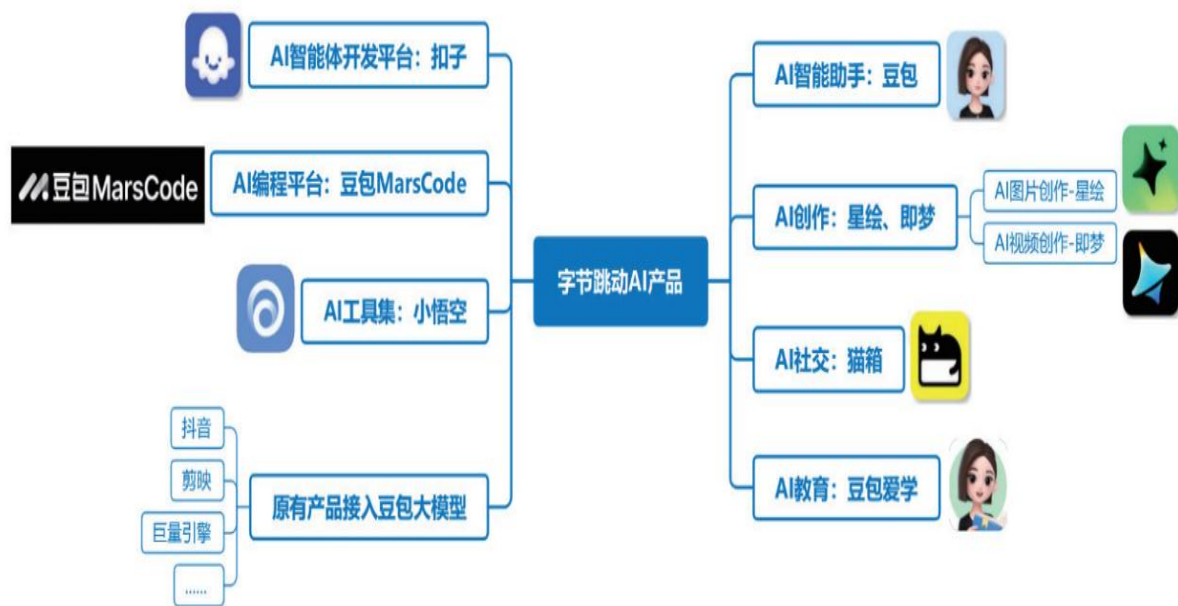
应用实验室
应用拓展，能力进阶

大语言模型	模型版本	推理	上下文缓存 低价	精调
	Doubao-vision-pro-32k NEW	0.0030 元/千输入tokens 0.0090 元/千输出tokens 最高1312 tokens/单张图片		
	Doubao-vision-lite-32k NEW	0.0015 元/千输入tokens 0.0045 元/千输出tokens 最高1312 tokens/单张图片		
	Doubao-pro-256k	0.0050 元/千输入tokens 0.0090 元/千输出tokens		
	Doubao-pro-32k	0.0008 元/千输入tokens	0.000160 元/千命中tokens	0.0500 元/千tokens

C端产品应用覆盖内容、社交、创作等多个场景，存量产品生态与AI应用场景相互赋能协同。字节跳动积极进军C端AI市场，并基于自研的豆包大模型迅速推出了一系列创新的AI产品应用。

B端布局方面，火山引擎将云服务技术与豆包大模型深度融合，为客户提供一站式的AI解决方案，助力业务高效落地。此外亦推出火山方舟2.0平台；火山引擎推出扣子专业版，提供企业级AI应用开发平台，满足企业客户对个性化配置能力的需求。

字节跳动AI创新产品矩阵



火山引擎生态



1 传媒行业2024年市场表现回顾

2 游戏板块

3 影视板块

4 AI应用板块

5 重点推荐公司

重视研发投入，“形意”大模型实际应用效果显著。研发方面，24年1-9月公司研发投入4亿元，营收占比10.2%。公司AI模型新突破公司自研的“形意”大模型已应用于实际研发流程中，提供图像生成和文本内容的处理，直接对接真实游戏开发需求，实现显著增效。

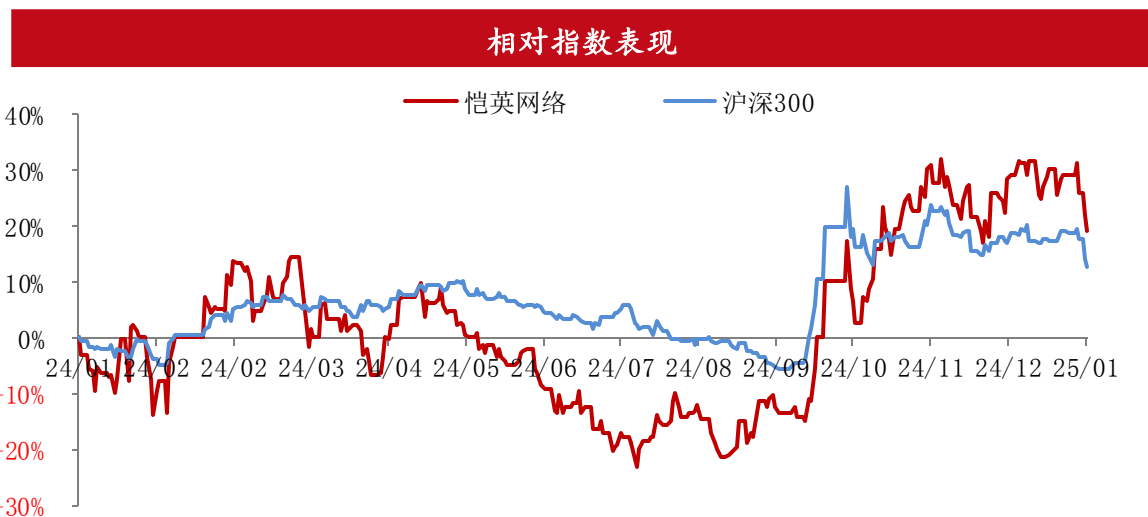
聚焦游戏业务，后续储备项目丰富。公司聚焦游戏主业，采用“复古情怀+创新品类”双轮驱动策略，由传奇类游戏逐步拓宽到其他品类。8月28日，正版IP授权的手游《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》正式开启公测；9月19日，公司发行的战棋游戏《群英觉醒》开启公测；10月20日，手游《彩虹橙》正式开启公测；后续储备产品包括自研ARPG《盗墓笔记：启程》、公司研发贪玩游戏发行的MMORPG《斗罗大陆：诛邪传说》、与盛趣游戏联合发行的《龙之谷世界》等，后续上线值得期待。

信息服务增速显著，关注游戏社区基本盘。24H1信息服务业务收入4亿元，同比+76.6%；996游戏盒子为公司运营的以汇聚各类传奇游戏为特色的，集游戏、直播、电竞、小说、短剧等为一体的游戏社区。游戏运营商可在社区里推广游戏，高效触达对应的用户群体。

盈利预测与投资建议：预计2024-2026年归母净利润分别为17.4亿元、20.6亿元、23.8亿元，对应PE分别为16倍、13倍、12倍；公司核心产品表现稳健，后续自研新游上线有望贡献增量，维持“买入”评级。

风险提示：重点产品依赖风险，行业政策趋严风险，技术更新及淘汰风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4295.39	5278.15	6205.94	7131.92
增长率	15.30%	22.88%	17.58%	14.92%
归属母公司净利润 (百万元)	1461.71	1742.00	2055.03	2383.51
增长率	42.58%	19.18%	17.97%	15.98%
每股收益EPS (元)	0.68	0.81	0.95	1.11
净资产收益率ROE	30.17%	30.10%	26.87%	24.34%
PE	19	16	13	12
PB	5.28	4.09	3.27	2.65



神州泰岳 (300002)：业绩保持快速增长，关注新游上线进展



“研运一体”长线化发展，深耕SLG出海格局。公司全资子公司壳木游戏精品化策略打造高质量SLG游戏产品，研发端与发行端协作，专注长线化发展。壳木游戏主要策略类手游，包括《Age of Origins》、《War and Order》、《Infinite Galaxy》等。客户布局遍布全球 150 多个国家和地区，开拓并深耕出海手游赛道，壳木游戏登榜24H1中国手游发行商收入第11位。

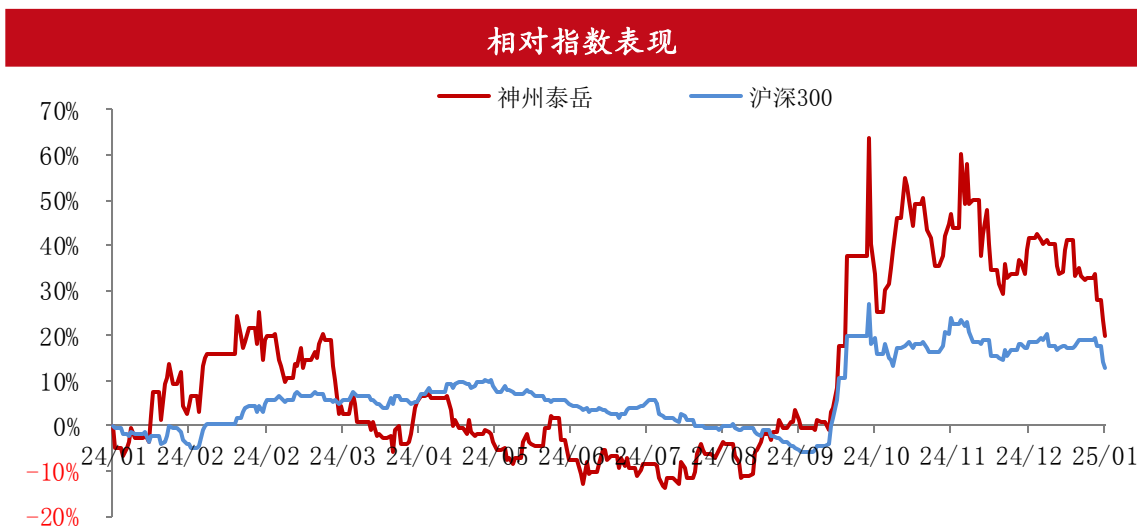
技术融合运营增效，出海主力游戏表现亮眼。24H1公司游戏产品实现营收24.3亿元，同比+12.0%；营业成本6.6亿元，同比+2.1%；公司提升运营效率、节约成本开支，毛利率为72.9%，较上年同期+2.7pp。游戏产品中《Age of Origins》营收增长亮眼，24Q1/Q2 ARPU分别为89.9/96.4，游戏流水保持稳定，24H1实现营收17.9亿元（占比73.8%），同比+21.4%。主力游戏表现亮眼，其他主要游戏产品收入保持相对稳定。

前沿游戏开发制作，储备项目上线可期。公司储备的科幻题材（代号Dreamland）和文明题材（代号LOA）的两款SLG融合类游戏预计将于2024年下半年在海外发行上线。两款游戏均采用Unity3D引擎开发，分别立足科幻和文明题材，后续上线表现值得期待。

盈利预测与投资建议。预计2024-2026年归母净利润分别为11.7亿元、13.6亿元、15.7亿元，对应PE分别为18倍、16倍、14倍；公司核心产品表现稳健，投放侧持续优化，软件服务业务贡献业绩弹性与潜在新增长点，维持“买入”评级。

风险提示：重点产品依赖风险，行业政策趋严风险，技术更新及淘汰风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5962.24	6886.91	7886.54	9031.78
增长率	24.06%	15.51%	14.51%	14.52%
归属母公司净利润（百万元）	887.18	1173.40	1358.23	1568.85
增长率	63.72%	32.26%	15.75%	15.51%
每股收益EPS（元）	0.45	0.60	0.69	0.80
净资产收益率ROE	15.21%	16.81%	16.84%	16.79%
PE	24	18	16	14
PB	3.70	3.14	2.70	2.32



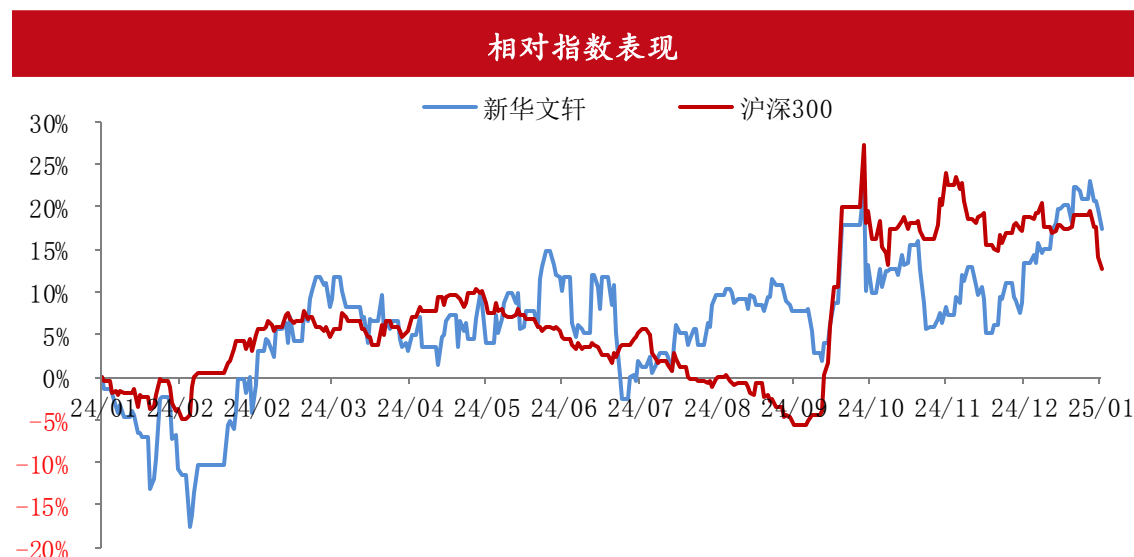
税收政策优势明显。2024年，国有文化类上市公司整体都面临所得税优惠政策到期，需要上交企业所得税的财务压力。新华文轩位于四川省成都市，主要业务多在四川省内，根据财政部等部门发布的政策《关于深入实施西部大开发战略有关税收问题的通知》和《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》相关内容，新华文轩的企业所得税税率较大多数省份有明显优势。根据公司财报，第三季度，公司所得税税率约16.8%，前三季度税率约12.4%，主要系前期的利润结构中，投资收益中的部分投资公司分红款计入税前利润的，这部分金额无需再次纳税，所以导致整体税率较低。整体而言，新华文轩的税负在同类省级出版发行集团之中具备较强优势，为业绩稳定提供重要保障。

融合线上线下双场景，阅读服务数字化转型。公司这些年积极进取，努力为公司寻找除了传统出版发行之外的第二增长曲线，将公司自身的渠道优势和四川省内的文化资源整合能力深度融合，开展了一系列的新兴业务探索。公司集大型书城、中小型书店、主题书店、出版物互联网阅读服务等平台，结合物流服务网络，实现辐射全国的阅读服务网络体系，公司持续深化平台电商经营，深入推进短视频、直播业务，提升在全国图书电商行业的竞争力；构建“云店”经营体系，搭建多元化、个性化、智能化的阅读消费场景。

盈利预测与投资建议。预计2024-2026年归母净利润分别为15.4亿元、17.1亿元、18.9亿元，对应PE分别为12倍、11倍、10倍；考虑到公司为地方性出版集团头部机构，受益于西部大开发战略，公司有望获取所得税税收优惠，同时维持稳定的较高水平分红率。综上，维持“买入”评级。

风险提示：国家政策变动的风险，入学人口波动出现的风险，纸价波动的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11868.49	13965.00	15582.53	17030.32
增长率	8.58%	17.66%	11.58%	9.29%
归属母公司净利润（百万元）	1579.15	1537.38	1708.64	1892.97
增长率	13.06%	-2.65%	11.14%	10.79%
每股收益EPS（元）	1.28	1.25	1.38	1.53
净资产收益率ROE	12.08%	10.78%	10.96%	11.10%
PE	12.06	12.38	11.14	10.06
PB	1.46	1.33	1.22	1.12



代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资 评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300002.SZ	神州泰岳	10.88	0.60	0.69	0.80	18	16	14	买入
002517.SZ	恺英网络	12.87	0.81	0.95	1.11	16	13	12	买入
601811.SH	新华文轩	15.43	1.25	1.38	1.53	12	11	10	买入

数据来源: Wind, 西南证券 (数据选取2025年1月3日收盘价)

- 1) 产业进展不及预期风险;
- 2) 行业政策趋严风险;
- 3) 重点项目上线不及预期风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：18008367544
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

分析师：苟宇睿
执业证号：S1250524030001
电话：15882659190
邮箱：gyr@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn