



Research and
Development Center

传媒行业 2025 年度策略报告：
AI 应用、悦己消费、全球化有望引领板块底部反转

2025 年 1 月 9 日

刘旺 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号：S1500524120005

邮 箱：liuwang@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

传媒行业

投资评级 看好

上次评级 看好

刘旺 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号：S1500524120005

邮箱：liuwang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编：100031

传媒行业 2025 年度策略报告：AI 应用、悦己消费、全球化有望引领板块底部反转

2025 年 1 月 9 日

- 24 年，A 股传媒板块的季度涨幅为-2.05%/-19.80%/+23.94%/+7.31%，年初至今整体上涨 4.49%，下半年开始表现亮眼。A 股从等待的漫长困境中复苏，到 9 月底开始市场对 AI 应用的逻辑演绎、文化强国的未来期望、收并购的乐观预期下底部反转，我们对 25 年的 A 股传媒板块投资是乐观的。本报告重点梳理 A 股传媒的 AI 应用、悦己消费（谷子、卡牌、IP 衍生品等）、出海带来传媒行业内游戏、影视、出版等板块的发展趋势。
- **AI 仍然是科技领域的最强叙事，重心从以算力为中心的基础设施建设，向 AI 应用的投资阶段演绎。**美股软件股为首的 AI 应用在 24 年下半年的上涨或只是前奏，有望更受重视。24 年下半年美股 AI 应用的股性远超 Semi/算力，其中 AppLovin、Reddit、Shopify、Duolingo、Palantir、CRM 等年内都录得不错的涨幅，AI 软件的逻辑主要是被 AI 驱动的业绩提升得到了初步的验证。AI 对营销、电商、教育、影视、游戏等行业的改造已经开始从降本增效到引领创新，从美股映射到 A 股，**AI Agent、AI 营销、AI 电商、AI 音频、AI 视频等 AI 应用，以及 AI 手机、AI 耳机、AI 眼镜等软硬件结合的趋势**，有望为 25 年带来较大的投资机会：1) 从产业发展逻辑来说，基础大模型及 AI 应用都在加速迭代，算力的进步最终是加速 AI 应用的落地趋势，应用的涌现反过来为推理算力带来大量新增需求从而促进算力的创新；2) 未来随着推理成本大幅降低（B 卡甚至 R 卡的部署、推理优化、模型优化）以及下一代基础大模型的能力的加强，各种形式的 AI 应用涌现已经初具条件；3) AI 应用的商业模式已得到用户的初步认可，无论是 to B 还是 to C 的 AI 应用，收费用户的单 token 收入大于单 token 成本，付费率也在逐步提升，免费作为推广的手段，全球大模型公司与 AI 应用的关系逐渐明朗，商业模式上的正循环是 AI 应用繁荣的前提。
- **卡牌、谷子、IP 衍生品消费作为近年来高速增长的赛道，代表悦己消费的崛起。**尽管面临人口老龄化、经济下行周期等宏观逆风的影响，卡牌等潮品增长持续上行，不仅具备“抗跌”属性，也代表着悦己消费成为新时代的主要需求。例如，卡游为集换式卡牌运营发行龙头，经营财务数据表现较为强劲，引领卡牌市场发展。卡牌市场快速增长背后原因：1) 社交价值、收藏价值；2) 新 IP 扩展新用户群体；3) 线下渠道渗透到位；4) 直播拆卡拓宽渠道；5) 盲盒玩法，稀缺卡，二手流通价值。我们看好卡牌行业长期增长，消费人数的提升、年龄层的扩张、渗透率的提升、人均消费金额的提升，将带动市场规模从当前的 150 亿往未来 700~900 亿的空间快速发展。

- **全球化有望成为传媒行业在 2025 年的重要业务方向。**在 AI 应用和悦己消费的产业趋势下，全球化有望在 25 年成为中国企业创新与增收的重要选项。AI 应用领域，豆包的 MAU 仅次于全球第一的 chatgpt，MiniMax 的 Talkie 凭 2977 万月活用户反超 C.AI 2818 万月活跃用户，2024 年 12 月成为全球第一大角色扮演 AI 应用；在游戏领域，《黑神话：悟空》全球销量近 3000 万份；在潮玩领域，泡泡玛特旗下的 Labubu 在东南亚热销。此外，出海短剧高增长，市场规模或达百亿美元级；短视频的 Tiktok 商业化也有望为出海营销公司拓展成长空间。文化出海有望在 2025 年进入 2.0 阶段，全球化有望在 25 年成为中国企业创新与增收的重要选项。
- **游戏行业优质内容激发需求，重点产品有望拉动行业增长，2024 年呈现“大厂先发力、A 股后发力”。**24 年国内市场规模稳中有增，游戏用户数创新高。国内游戏市场实际销售收入 3257.83 亿元，同比增长 7.53%，再创新高；海外自研游戏市场规模已连续五年超千亿元人民币并再创新高，面对全球游戏市场增速放缓、竞争日趋激烈的国际环境，国内游戏企业积极应对，不断提升核心竞争力。小游戏市场收入已连续三年保持高速增长，2024 年实现接近翻倍增长。《黑神话：悟空》为行业带来增量需求，说明游戏供给端仍有潜力激发核心游戏玩家的需求，行业仍具备成长空间。**A 股游戏公司多款产品已开启测试或将上线，2025 年部分公司或迎重磅产品周期。**
- **电影票房悲观预期已经较充分体现，期待 25 年电影市场表现，尤其是 25 年电影春节档表现以及 25 年院线端经营情况的恢复。**2024 年，全国电影总票房（含服务费）实现 425.02 亿元，同比下降 22.6%，较去年同期电影总票房 549.21 亿元下降幅度较大，主要原因可能在于高质量影片供给不足、线下消费恢复趋势较弱等。站在当前时点，我们认为电影票房悲观预期已经较充分体现，随着 2024 跨年元旦档、2025 年春节档的陆续开启，高质量影片供给增加，24 年延迟上映的电影均有望在 25 年年内上映以及海外进口片高口碑供给增加，我们看好 25 年电影市场表现，尤其是 25 年电影春节档表现以及 25 年院线端经营情况的恢复。
- **出版行业的税收优惠已确认，看好 2025 年低基数复苏。**早年文化企业发展享受所得税优惠，23 年底到期后实际税率提升较多，目前重新继续享有免征所得税优惠政策。2024 年 12 月 11 日，三部门下发“文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业可享税收优惠”，出版企业多数可继续享受免征所得税政策优惠至 2027 年，多数国有出版企业 eps 有望得到修复。
- **投资建议：**
- **【AI 应用】** 建议关注 AI+营销（AI 程序化投放的 AppLovin 2024/2025 年 EV/EBITDA 分别为 40.31x/31.42x，PE 分别为 71.82x/50.19x）：易点天下、蓝色光标、天地在线、利欧股份、引力传媒、因赛集团、浙文互联等；AI Agent：值得买、焦点科技、昆仑万维、万兴科技、金山办公、泛微网络等；AI 搜索：昆仑万维、360 等；AI+多模态（图片视频音频）：芒果超媒、上海电影、华策影视、电广传媒、中广天择、视觉中国、中

文在线、盛天网络、昆仑万维等；AI+电商：值得买、返利科技、焦点科技、遥望科技等；AI+教育：世纪天鸿、佳发教育、豆神教育；AI+游戏：恺英网络、三七互娱、世纪华通、巨人网络、掌趣科技等；端侧AI硬件：中兴通讯、博士眼镜、国光电器、漫步者等；AI陪伴：奥飞娱乐、汤姆猫、实丰文化、果麦文化等。

- **【悦己消费】**建议关注产业链相关公司，建议关注：全产业链布局的：泡泡玛特；IP授权方：奥飞娱乐、上海电影、阅文集团、中文在线；以及发行/渠道相关的：哔哩哔哩、姚记科技、广博股份、华立科技等。
- **【游戏】**建议关注**恺英网络**《百工灵》（10.11上线后进入iOS游戏免费榜Top5）、《彩虹橙》（10.20公测）、《盗墓笔记：启程》（9.19开启首轮付费测，预约达80万）、《斗罗大陆：诛邪传说》（10.10首测并正式开启预约）、《龙之谷世界》（定档2025/2/20）；**三七互娱**《斗罗大陆：猎魂世界》11月6日开启测试，时光大爆炸2025/1/2上线，仙剑世界定档2025/2/19，公司在A股游戏中估值偏低；**吉比特**《M72》1月2日上线，《M88》结束首轮付费测期待正式上线，代理发行产品《封神幻想世界》10月18日上线，《异象回声》11月13日上线，《异界原点传说》12月11日上线；**巨人网络**《王者征途》10月24日上线APP版本，其小游戏版本上线数月来目前仍稳居微信小游戏畅销榜Top10，《原始征途》正式版将于2025年1月10日上线，25年也有望迎SLG及卡牌新品；**完美世界**《诛仙世界》将于12月19日正式上线，《异环》2025年有望上线；**神州泰岳**两款SLG新品《代号DL》已于美国上线，《代号LOA》、《荒星传说：牧者之息》（《代号DL》国内版）、《海岛守望》有望于25年上线。其他A股游戏公司建议关注：**ST华通**、**掌趣科技**、**游族网络**等。
- **【影视】**投资建议：1）2025年电影春节档已官宣定档影片的相关上市公司，如博纳影业、光线传媒、万达电影、阿里影业、中国儒意、横店影业、猫眼娱乐、中国电影等；2）2025年有望受AI+视频方向催化的相关公司，如上海电影、华策影视、慈文传媒、捷成股份等；3）院线方受益恢复趋势的相关公司：万达电影、横店影视、幸福蓝海等；4）其他建议关注：阅文集团、百纳千成、慈文传媒、华谊兄弟、中广天择、北京文化等。
- **【出版】**投资建议：方向一：24年前三季度业绩表现较优公司：南方传媒、山东出版、长江传媒、时代出版、新华文轩、中信出版、皖新传媒等；方向二：分红率、股息率较优公司：山东出版、皖新传媒、中南传媒、长江传媒、凤凰传媒、中信出版、南方传媒等；方向三：积极开拓AI以及教育创新业务，AI+赋能类公司：果麦文化、南方传媒、皖新传媒、时代出版、世纪天鸿、荣信文化等。
- **【风险因素】**统计不完整或偏差的风险；行业监管风险；宏观经济不振对行业的风险；行业竞争加剧风险；用户拓展不及预期风险。

一、AI 应用主题 2025 年展望	7
二、“悦己消费”主题 2025 年展望	14
三、游戏行业 2025 年展望	16
四、影视行业 2025 年展望	23
五、出版行业 2025 年展望	29
六、投资建议	31

图目录

图 1: AppLovin 映射 A 股营销公司关于 AI 营销的最新发布总结	7
图 2: AppLovin 软件平台的四个关键产品	8
图 3: AppDiscovery 页面	9
图 4: MAX 页面	9
图 5: Adjust 页面	10
图 6: Wurl 页面	11
图 7: 公司在不同国家营收情况 (百万美元, %)	11
图 8: 公司分业务收入及增速 (百万美元, %)	12
图 9: 公司分业务 EBITDA 及 Margin (百万美元, %)	12
图 10: 公司毛利及毛利率 (百万美元, %)	12
图 11: 公司盈利预测	13
图 12: AI 行业估值表	14
图 13: 2020-2025 年中国球星卡/明星卡行业市场规模 (亿元)	15
图 14: 2020-2025 年中国收藏卡行业消费者规模 (万人)	15
图 15: 2017-2027E 中国按产品类别拆分的泛娱乐玩具行业市场规模 (单位: 亿元)	16
图 16: 卡牌公司融资情况梳理	16
图 17: 2019-2024 年中国游戏市场规模	17
图 18: 2019-2024 年中国游戏用户规模	17
图 19: 2019-2024 年中国自研游戏国内市场实际销售收入	17
图 20: 2019-2024 年中国移动游戏市场实际销售收入	17
图 21: 2019-2023 年全球游戏市场规模	18
图 22: 2019-2024 年中国游戏出海数据	18
图 23: 小程序移动游戏实际销售收入及增长	18
图 24: 小程序移动游戏内购收入占比和广告变现收入	18
图 25: 2024 年 12 月小程序游戏排名	18
图 26: 2024 年 7~12 月微信小游戏畅销榜前百各游戏类型占比	19
图 27: 重点厂商微信小游戏排名变化	20
图 28: 2024 年微信小游戏畅销榜前百中头部厂商游戏数	21
图 29: 游戏公司估值表	22
图 30: 重点游戏公司产品上线进展及储备游戏	23
图 31: 2020-2024 年各月票房 (亿元) 统计	23
图 32: 2018-2024 年全国电影总票房 (单位: 亿元)	24
图 33: 2018-2024 年全国电影总场次 (单位: 万场)	24
图 34: 2018-2024 年全国观影总人次 (单位: 亿)	24
图 35: 2018-2024 年全国电影平均票价 (单位: 元)	24
图 36: 2018-2024 年电影供给端影院数、银幕数、影片数	25
图 37: 2018-2024 年影院上座率对比	25
图 38: 2024 年票房前十名影片数据	25
图 39: 2018-2024 年国产和引进影片数量占比趋势	26
图 40: 2018-2024 年国产和引进影片观影人次占比趋势	26
图 41: 2018-2024 年电影票房按城市分拆	26
图 42: 2018-2024 年上座率按城市分拆	26
图 43: 部分定档 2025 年春节档的影片	26
图 44: 2025 年春节档定档影片 (一)	28
图 45: 2025 年春节档定档影片 (二)	28

图 46: 出版行业估值表	29
图 47: 出版行业公司所得税率	30
图 48: 出版行业公司分红率及动态股息率	30

一、AI 应用主题 2025 年展望

AI 仍然是科技领域的最强叙事之一，我们认为未来应重视以应用为主的投资机会。从产业发展逻辑来说，1) AI 模型及应用都在加速落地，而硬件公司有望加速这种趋势，应用的涌现反过来有望为硬件带来新的需求；2) 随着 B 卡部署、推理优化、模型优化，推理成本有望大幅降低，各种形式的 AI 应用涌现有望逐渐具备条件；3) AI 应用的商业模式已得到认证，收入覆盖 token cost 是产业愿意尝试投入的前提，也是 AI 应用繁荣的前提条件。

这一波 AI 应用行情主要是由于 AppLovin 为代表的美股软件股业绩超预期触发的。AppLovin 业绩持续超预期，AI 驱动广告营销精准投放，AI 广告商业化得到验证。美股 AI 广告营销头部公司 AppLovin 24Q3 营收 12 亿美元，同比+39%；净利润率 36%，调整后 EBITDA 利润率 60%。其中，包括 AI 推荐引擎 AXON 驱动的 AppDiscovery 广告引擎在内的软件平台收入增长至 8.35 亿美元，同比+66%。11 月 7 日业绩披露当日，AppLovin 公司股价大涨 46%，2024 年全年股价涨幅高达 713%。

业绩有效验证产业趋势。我们认为，AppLovin 持续超预期，意味着其通过 AI 推荐引擎 AXON 驱动的营销商业模式的有效，广告客户愿意支付更高的价格去获得更好的广告效果，公司收入可覆盖 AI 所投入的算力等成本。公司 EBITDA 率高达 60%，远超同行水平，A 股营销板块整体净利率低于 5%。AI 优化营销投放是被验证有效的，无论是大媒体如 Meta、Google，还是中小媒体如 AppLovin，有望继续驱动 AI 营销的发展，映射至国内大媒体如腾讯、字节跳动，还是中小媒体服务商（如天地在线收购的上海佳投、汇量科技专门做海外营销的 Mitergral）都值得关注。

图 1: AppLovin 映射 A 股营销公司关于 AI 营销的最新发布总结

公司名称	发布时间	最新发布	内容摘要
天地在线	2024/11/4	公司官网/微信公众号	公告拟购买上海佳投互联网技术集团有限公司 100% 股权，进一步加强 AI 营销和数字营销能力。重点介绍公司在 AI 营销领域的最新进展，包括与 360、今日头条的合作，以及基于华为 ADS 平台的营销服务。上海佳投发布公告指出，佳投 ADX 在许多方面与全球知名的广告投放平台——AppLovin 旗下的 Axon 2.0 存在着明显的相似之处。包括 (1) 算法驱动下的精准投放 (2) 完善的生态系统 (3) 聚合与协同的优势 (4) 赋能创作
易点天下	2024/11/10	微信公众号	重点介绍公司 AI 营销平台的最新功能，包括智能投放、数据分析和用户画像构建。
蓝色光标	2024/11/15	微信公众号	重点介绍公司 AI 营销平台“BlueAI”的最新功能，包括自然语言处理、图像识别和智能推荐。
利欧股份	2024/11/16	公司公告/微信公众号	重点介绍公司在 AI 营销领域的最新进展，包括 AI 营销平台“LEO AIAD”和智能文案助手“AI Copy 2.0”。
引力传媒	2024/11/17	微信公众号	重点介绍公司在 AI 营销领域的最新进展，包括与抖音、阿里和快手等平台的合作，以及 AI 驱动的广告引擎。
省广集团	2024/11/20	微信公众号	重点介绍公司在 AI 营销领域的最新进展，包括智能投放系统和数据分析平台。
因赛集团	2024/11/25	微信公众号	重点介绍公司在 AI 营销领域的最新进展，包括智能创意生成和用户行为预测。

资料来源：公司公告、微信公众号、公司官网、信达证券研发中心

1、通过 AppLovin 看 AI 营销在做什么？

AppLovin 是通过帮助公司触达用户、扩展业务和最大化收入来创造价值的、全面的端到端软件平台。具体来说，AppLovin 的软件平台由 AppLovin 基于 AI 的推荐引擎 AXON 提供支持，使广告主能够以三种主要方式自动化他们的营销、互动和货币化工作。首先，AppLovin 提供营销技术，使广告商能够通过个性化内容触达更多最合适的用户，从而增加下载其内容并与之互动的用户数量。其次，AppLovin 为广告主提供变现服务。

➤ **大规模覆盖和吸引用户：**AppLovin 的软件平台每天覆盖大约 14 亿用户，使开发人员能够在全球范围内定位和找到适合其内容的合适用户。广告主能够设定用户获取和收入目标，以定位最相关、价值最高的用户。

➤ **最大限度地提高互动的货币化：**广告商使用 AppLovin 的软件平台，通过最大限度地提高其广告库存的货币化来产生增量收入。AppLovin 的工具以微秒级的速度和大规模运行，以提高开发人员的货币化，同时保持最终用户体验。

➤ **利用专有数据和洞察：**广告主可以通过 AppLovin 定制的用户仪表盘获得全面的实时洞察，从而帮助他们优化营销活动、提高用户参与度并管理投资回报率。

➤ **自动化耗时的手动流程：**AppLovin 的软件平台可实现营销和货币化的自动化，使广告商能够专注于改进其内容，而不是手动管理复杂的上线流程。

➤ **无缝适应行业创新：**AppLovin 的软件平台会随着广告生态系统的发展而不断更新。AppLovin 软件平台上的广告主受益于这种持续的进步和优化，并且能够快速适应营销和变现方面的行业变化，而不会失去对内容创作的关注。

图 2: AppLovin 软件平台的四个关键产品



资料来源: AppLovin 官网、同花顺、信达证券研发中心

(1) AppDiscovery (收入占 AppLovin 软件平台收入的绝大部分)

AppDiscovery 是一套营销解决方案,使开发者能够自动化、优化和管理他们的营销工作。AppDiscovery 由 Axon 的预测算法提供支持,使广告商能够将他们的应用与更可能下载它们的用户匹配。这种个性化广告形式专注于最终用户,使广告主能够找到合适的用户,并向用户提供更多他们可能感兴趣的内容。广告商不仅能够吸引下载的用户,还能找到大量用户继续使用他们的应用,以获得更高的留存率,最终增加更好的盈利机会。

借助 AppDiscovery, 广告商可通过以下方式定义其广告活动的框架:

- **覆盖范围:** 广告商确定他们愿意支付什么来获得目标用户。AppLovin 的技术可以找到那些最有可能下载和使用页面的用户。
- **全球:** 广告商可以选择与世界各地不同地区的用户建立联系。AppLovin 的技术根据用户参数建议最佳地点。
- **留住和吸引:** AppLovin 的系统是围绕着优化广告商的收入来建立的,所以 AppLovin 的算法会根据用户吸引的可能性自动调整。
- **目标回报:** 广告客户设定目标和广告销售目标回报,AppLovin 的算法调整成本和活动细节,以满足这些目标。

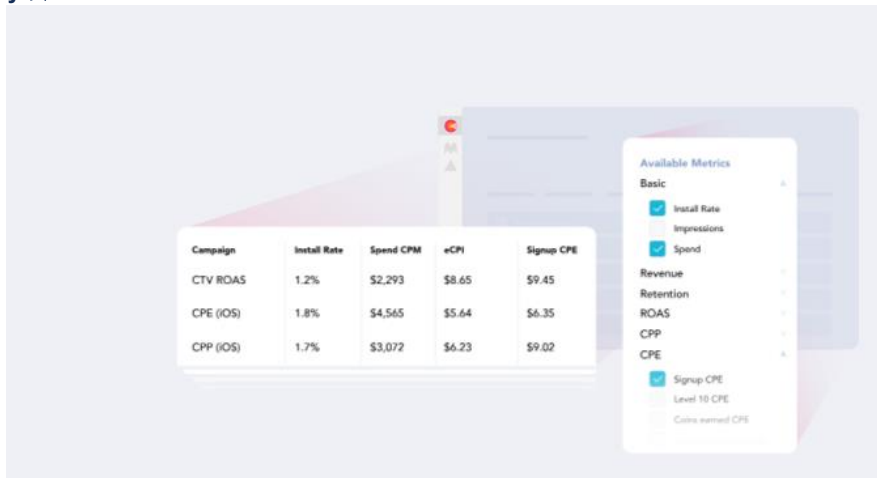
AppDiscovery 包括以下功能:

- **高级活动管理:** 基于广告销售目标创建、管理和自动优化活动的界面。
- **实时分析:** 一个界面,以查看结果,并优化与 AppLovin 的投资回报率为基础的分析环境。
- **终生价值报告:** 一种根据来源和地点分解广告结果的工具,使广告主能够对广告的价值和持续时间做出

实时、知情的决定。

➤ **高质量和数量的创意：**广告商可以根据需要制作和测试尽可能多的创意。

图 3: AppDiscovery 页面



资料来源: AppLovin 官网、信达证券研发中心

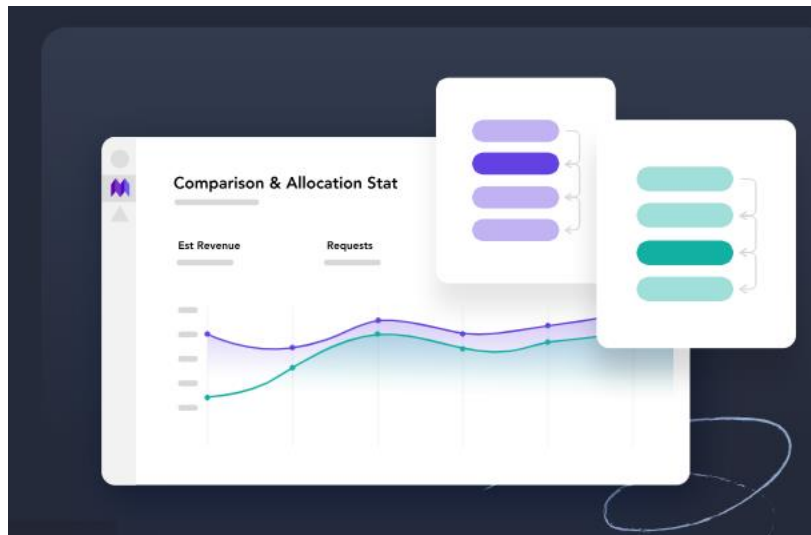
(2) MAX

MAX 是 AppLovin 的应用内竞标软件，通过运行单一公正的实时竞争性拍卖来优化出版商广告库存的价值，为媒体出版商带来更多竞争和更高的回报。MAX 拍卖比历史工具和方法更有效，因为 MAX 为广告商带来更多目标用户，并使出版商能够为每个印象实现更有竞争力的价格。与传统货币工具相比，许多集成 MAX 的开发人员的每日活跃用户平均收入（“ARPPDAU”）有了可衡量的增长，并节省了较多的时间。因此，MAX 已逐渐成为全球许多媒体出版商首选的应用内竞标解决方案。截至 2024 年 5 月，MAX 平台 SDK 广告网络超过 25 家；应用内竞价商超过 20 家；在 Applovin Exchange 参与竞价 DSP 超过 100 余家。

MAX 包括以下功能：

- **先进的应用内竞价技术：**MAX 的竞争性拍卖会实时进行。
- **自动货币化：**MAX 通过其广泛的 API 套件，为自动化节省开发人员的时间。
- **广告质量保证和审查：**MAX 凭借独特的功能，自动标记风险内容，以确保开发者的品牌安全，驱动用户体验提升。
- **强大的洞察力：**MAX 帮助开发者更好地了解每个用户的 LTV，并为每个广告机会增加收益最大化。

图 4: MAX 页面



资料来源: AppLovin 官网、信达证券研发中心

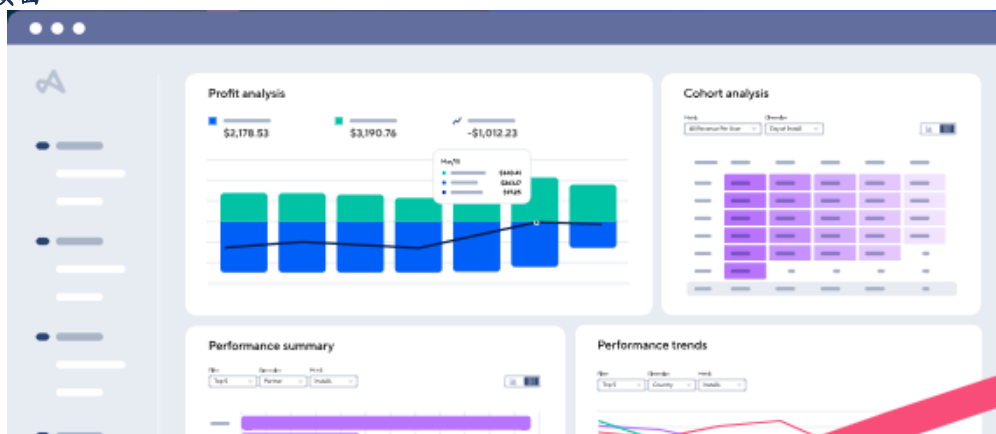
(3) Adjust

Adjust 是 AppLovin 的测量和分析营销平台,它为营销人员提供从早期阶段到成熟阶段开发应用所需的可见性、洞察力和工具。 AppLovin 的软件即服务 (“SaaS”) 平台是一个端到端的解决方案,用于优化广告表现和最大化回报,由准确的归因数据和深入的报告支持,这些数据和报告对于实现业务目标至关重要。**Adjust 使客户能够更好地理解用户的旅程,同时让营销人员通过测量、归因和欺诈预防做出更明智的决策。**

调整产品解决方案允许客户从以下关键功能中获益:

- **通过测量产生的影响:** 通过准确、及时地测量跨渠道的营销和广告支出来加快结果。
- **通过实时数据和报告获得洞察力:** 轻松与利益相关者分享及时、可操作的洞察力,推动业务向前发展。
- **借助自动归因解决方案,实现战略增长:** 利用自动归因方案实现利润规模化,并帮助客户更明智地工作和完成更多任务。

图 5: Adjust 页面



资料来源: AppLovin 官网、信达证券研发中心

(4) Wurl

Wurl 是 AppLovin 的互联电视 (“CTV”) 平台，为内容公司分发流媒体视频，并提供广告和发布解决方案，以最大化广告收入、增加其 CTV 收视率并增强其品牌价值。Wurl 专注于通过市场领先的解决方案推动流媒体行业前进，帮助合适的观众连接到合适的内容。它将数据驱动的广告和测量引入互联电视。这项技术帮助公司与最高价值的观众互动，并最终增加他们的收入。Wurl 产品包括有：

- **广告池：**是一个将 CTV 供应与顶级广告商连接起来的货币化解决方案，并获得独家需求。
- **ContentDiscovery：**是一种为流媒体平台和应用程序增加受众、增加参与度、减少流失的广告解决方案。
- **全球快速通 (GFP)：**是一个分发解决方案，使它容易启动免费广告支持的流媒体电视频道。

图 6: Wurl 页面

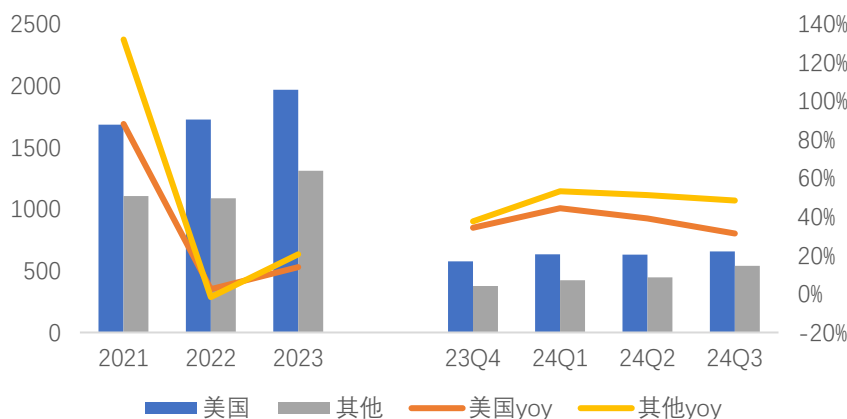


资料来源：AppLovin 官网、信达证券研发中心

2、财务数据分析：收入增长超预期，市占率持续提升，EBITDA 率超同行

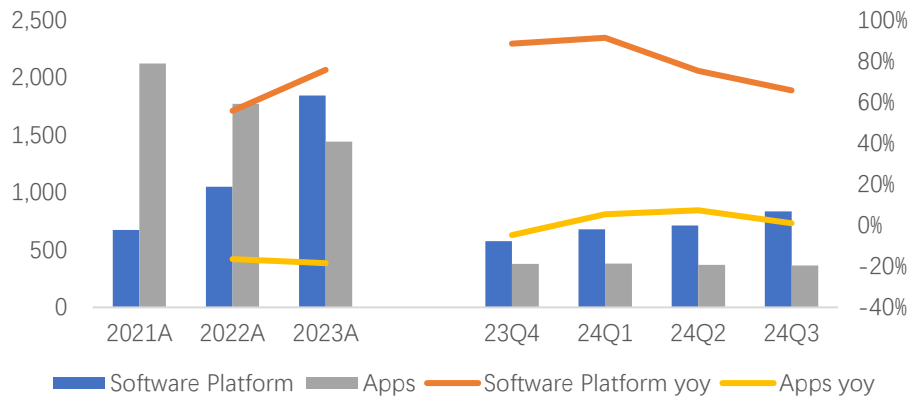
AppLovin 业务主要为软件平台（广告）和应用程序（游戏）两部分，其中软件平台为主要增长动力。24Q3 公司实现营收 12 亿美元，同比+39%；净利润率 36%，调整后 EBITDA 利润率 60%。其中，包括 AI 推荐引擎 AXON 驱动的 AppDiscovery 广告引擎在内的软件平台收入增长至 8.35 亿美元，同比+66%。公司指出主要原因为 AI 提升效率驱动广告主增加投放，现有用户在 AI 推动下投放广告效率提升，吸引更多的增量预算。根据 Bloomberg 一致预期，预计 24-26 年公司营收为 45.92/55.49/65.82 亿美元，同比增长 40%/21%/19%，Non-GAAP 归母净利润分别为 14.05/19.87/25.75 亿美元，同比增长 294%/41%/30%，截至 24 年 11 月 17 日，公司彭博一致预期 FY1PS 为 19.32x，FY1PE 为 53.87x，EV/EBITDA 32.71x。

图 7：公司在不同国家营收情况（百万美元，%）



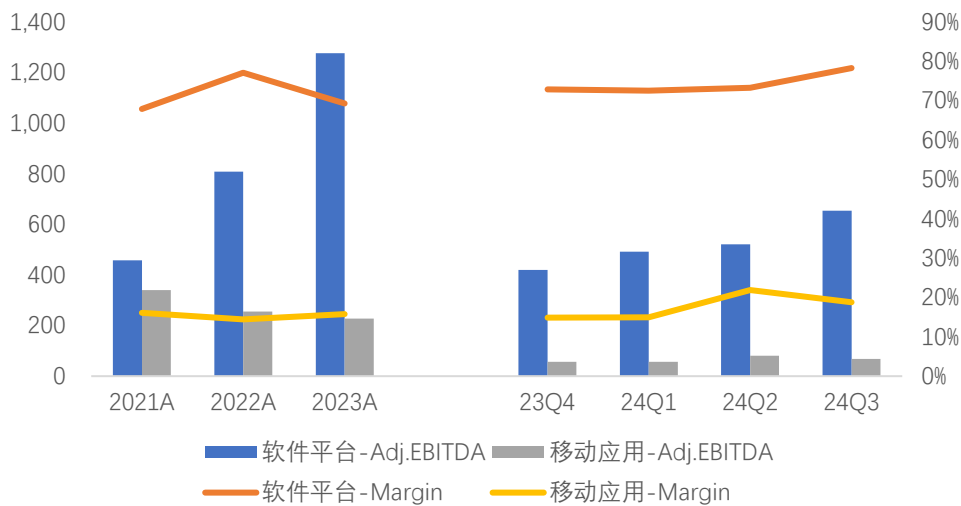
资料来源: Bloomberg、信达证券研发中心

图 8: 公司分业务收入及增速 (百万美元, %)



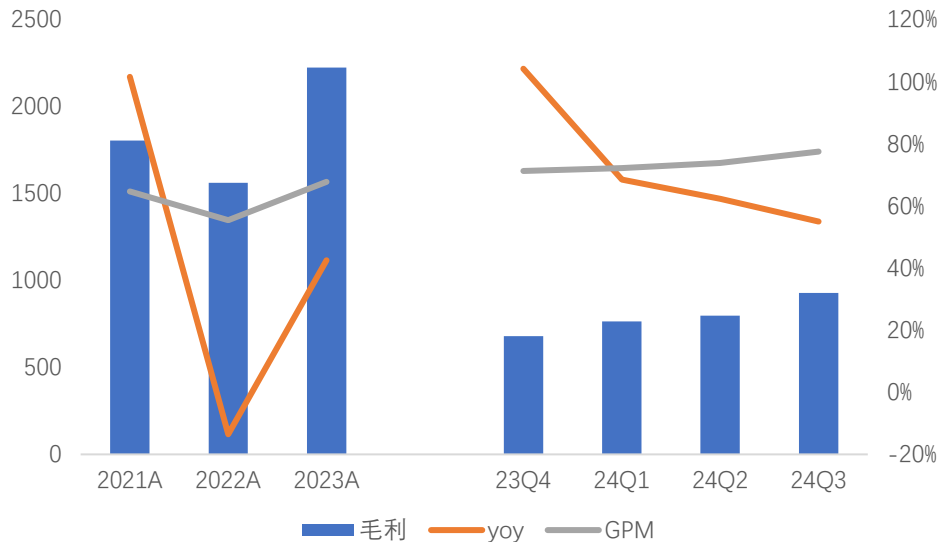
资料来源: Bloomberg、信达证券研发中心

图 9: 公司分业务 EBITDA 及 Margin (百万美元, %)



资料来源: Bloomberg、信达证券研发中心

图 10: 公司毛利及毛利率 (百万美元, %)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图 11: 公司盈利预测

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收	2,793	2,817	3,283	4,592	5,549	6,582
yoy		1%	17%	40%	21%	19%
Software Platform	674	1,049	1,842	3,109	4,049	5,015
yoy		56%	76%	69%	30%	24%
占比	24%	37%	56%	68%	73%	76%
Adj.EBITDA	457	808	1,276	2,345	3,138	3,894
Adj.EBITDA Margin	68%	77%	69%	75%	77%	78%
Apps	2,119	1,768	1,441	1,483	1,507	1,559
yoy		-17%	-18%	3%	2%	3%
占比	76%	63%	44%	32%	27%	24%
In-App Purchase	1,459	1,179	989	985	1,036	1,073
In-App Advertising	661	589	452	461	478	488
Adj.EBITDA	340	255	227	267	252	257
Adj.EBITDA Margin	16%	14%	16%	18%	17%	17%
Non-GAAP净利润	49	-193	357	1,405	1,987	2,575
yoy		-497%	-285%	294%	41%	30%

资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

3、建议关注

美股软件股的未来备受期待，近期股性远超 Semi/硬件。AppLovin、Shopify、Duolingo、Palantir、CRM 等年内都录得不错的涨幅，AI 软件的逻辑被 AI 驱动的业绩成功演绎。映射到 A 股，AI 营销、AI 电商、AI 音频、AI 视频、AI Agent 等 AI 应用主题，以及 AI 耳机、AI 眼镜等软硬件结合的趋势，有望为 25 年带来较大的投资机会。AI 应用的发展是政府支持、符合政策导向的，建议投资者继续关注美股软件股对应的中国公司的映射。建议关注：

➢ **AI 营销**（对标 AppLovin 程序化投放，（AI 程序化投放的 AppLovin 2024/2025 年 EV/EBITDA 分别为 40.31x/31.42x，PE 分别为 71.82x/50.19x）：易点天下、蓝色光标、天地在线、利欧股份、引力传媒、因赛集团、浙文互联等；

➤ **AI Agent:** 值得买、焦点科技、昆仑万维、万兴科技、金山办公、泛微网络

➤ **AI 搜索:** 昆仑万维、360 等;

➤ **AI+多模态 (图片视频音频):** 芒果超媒、上海电影、华策影视、电广传媒、中广天择、视觉中国、中文在线、盛天网络、昆仑万维等;

➤ **AI 电商:** 值得买、返利科技、焦点科技、遥望科技等;

➤ **AI 教育:** 世纪天鸿、佳发教育、豆神教育等;

➤ **AI 游戏:** 恺英网络、三七互娱、ST 华通、巨人网络、掌趣科技等;

➤ **端侧 AI:** 中兴通讯、博士眼镜、国光电器、漫步者等;

➤ **AI 陪伴:** 奥飞娱乐、汤姆猫、实丰文化、果麦文化等。

图 12: AI 行业估值表

分类	代码	公司名称	24Q2		24Q3		24Q2		24Q3		归母净利润预测 (亿元)			PE			TTM	市值 (亿元)	2024年涨跌幅
			营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收增速	归母净利润增速	营收增速	归母净利润增速	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E			
AI营销	301171.SZ	易点天下	6.05	0.82	6.68	0.63	15.2%	4.7%	14.1%	2.8%	2.7	3.4	4.1	46.9	38.2	31.8	55.8	128.9	42.6%
	300058.SZ	蓝色光标	150.76	1.01	145.65	-0.60	23.4%	-26.0%	1.7%	-2125.8%	3.2	5.2	6.4	64.6	39.8	32.8	-432.4	208.5	29.2%
	002995.SZ	天地在线	3.11	-0.13	3.73	-0.09	-37.3%	40.6%	13.0%	-475.3%	-	-	-	-	-	-	-138.8	34.6	-3.7%
	002131.SZ	利欧股份	58.21	-5.06	51.87	5.84	-3.4%	-138.3%	16.3%	212.1%	-	-	-	-	-	-	-77.6	232.3	35.5%
	603598.SH	引力传媒	16.85	0.10	14.80	0.02	27.0%	-58.0%	26.7%	-48.0%	0.6	1.0	1.5	75.3	44.3	29.4	132.7	42.9	-18.3%
	300781.SZ	因赛集团	2.31	0.08	2.94	0.16	83.4%	-21.5%	59.4%	52.3%	0.5	0.6	0.8	130.1	96.1	75.8	136.8	61.6	31.2%
AI Agent	600986.SH	浙文互联	17.47	0.37	18.14	0.95	-40.3%	12.3%	-28.0%	120.0%	2.4	2.9	3.5	34.8	28.5	24.0	35.3	83.1	9.5%
	300785.SZ	值得买	4.20	0.30	2.96	-0.04	-1.0%	5.3%	5.2%	72.7%	0.9	1.4	1.8	74.7	48.7	37.3	102.3	66.0	53.2%
	002315.SZ	焦点科技	4.09	1.57	4.18	1.24	4.2%	11.2%	8.5%	14.9%	4.7	5.6	6.7	27.1	22.6	19.1	29.0	127.2	25.8%
	300418.SZ	昆仑万维	12.94	-2.02	13.27	-2.37	7.1%	-238.0%	5.6%	-695.9%	1.8	5.2	6.8	242.0	86.3	65.3	146.9	445.9	2.9%
	300624.SZ	万兴科技	3.47	-0.01	3.48	-0.30	-4.4%	-105.1%	-7.9%	-242.0%	0.7	1.0	1.3	165.9	113.5	86.6	696.0	110.4	-33.2%
	688111.SH	金山办公	11.88	3.54	12.14	3.18	6.0%	6.7%	10.5%	8.3%	15.3	19.2	24.3	77.9	62.0	49.0	81.4	1,192.3	-9.4%
AI搜索	603039.SH	泛微网络	5.42	0.19	5.00	0.39	-5.2%	-48.8%	1.5%	242.6%	2.2	2.6	3.0	49.5	42.5	36.3	43.2	109.5	4.5%
	300418.SZ	昆仑万维	12.94	-2.02	13.27	-2.37	7.1%	-238.0%	5.6%	-695.9%	1.8	5.2	6.8	242.0	86.3	65.3	146.9	445.9	2.9%
	601360.SH	三六零	19.72	-2.32	19.17	-2.38	-22.3%	-419.7%	-14.2%	-72.5%	0.5	2.2	4.3	1,422.3	303.2	156.0	-95.1	668.5	14.9%
	300413.SZ	芒果超媒	36.36	5.93	33.18	3.80	-1.5%	-16.7%	-7.1%	-27.4%	18.8	21.3	23.8	25.4	22.4	20.0	14.8	476.5	6.7%
	601595.SH	上海电影	1.71	0.23	1.79	0.38	-12.1%	-23.1%	-30.5%	-34.7%	1.4	2.6	3.5	73.2	40.7	30.1	96.1	105.6	-4.4%
	300133.SZ	华策影视	1.91	0.41	5.25	0.95	10.8%	-55.9%	60.2%	9.5%	4.2	4.9	5.2	29.6	25.7	24.2	56.7	125.5	23.0%
AI多模态	000917.SZ	电广传媒	9.00	0.42	9.45	-0.09	-22.1%	43.7%	-2.2%	-137.2%	2.0	2.7	3.5	46.2	35.1	26.8	59.8	93.7	29.0%
	603721.SH	中广天择	0.41	-0.02	0.90	0.06	-32.9%	69.1%	42.6%	164.8%	-	-	-	-	-	-	-464.7	31.2	-7.0%
	000681.SZ	视觉中国	2.24	0.35	2.09	0.31	-6.1%	2.2%	2.8%	-2.6%	1.4	1.7	1.9	104.9	88.4	77.6	143.6	150.4	41.6%
	300364.SZ	中文在线	2.40	-0.82	3.46	-0.38	-33.9%	-49932.4%	-6.2%	-196.3%	0.5	1.2	1.9	340.0	134.9	88.0	-165.9	167.7	-4.7%
	300494.SZ	盛天网络	2.86	-0.10	3.13	-0.02	-25.3%	-114.1%	15.6%	-104.9%	1.3	2.3	2.8	41.0	22.5	18.7	-734.9	52.7	-28.9%
	300418.SZ	昆仑万维	12.94	-2.02	13.27	-2.37	7.1%	-238.0%	5.6%	-695.9%	1.8	5.2	6.8	242.0	86.3	65.3	146.9	445.9	2.9%
AI电商	300785.SZ	值得买	4.20	0.30	2.96	-0.04	-1.0%	5.3%	5.2%	72.7%	0.9	1.4	1.8	74.7	48.7	37.3	102.3	66.0	53.2%
	600228.SH	返利科技	0.68	0.02	0.56	-0.07	27.3%	114.4%	-8.1%	-994.7%	-	-	-	-	-	-	70.0	24.4	-20.9%
	002315.SZ	焦点科技	4.09	1.57	4.18	1.24	4.2%	11.2%	8.5%	14.9%	4.7	5.6	6.7	27.1	22.6	19.1	29.0	127.2	25.8%
	002291.SZ	遥望科技	13.97	-1.25	10.21	-1.90	20.3%	26.7%	-13.5%	21.6%	-4.7	-1.9	1.1	-12.2	-29.5	52.2	-5.6	57.0	-32.7%
	300654.SZ	世纪天鸿	0.64	0.01	2.25	0.24	-1.3%	265.8%	2.8%	0.2%	0.5	0.7	0.8	64.4	53.5	45.2	82.0	34.8	-10.5%
	300059.SZ	佳发教育	1.46	0.36	0.78	0.08	-38.3%	-57.3%	-40.7%	-72.8%	1.5	1.9	2.6	29.2	22.0	16.7	65.4	42.8	-22.8%
AI教育	300010.SZ	豆神教育	1.39	0.47	2.27	0.42	-54.7%	2524.0%	28.9%	192.0%	1.3	2.1	3.2	100.6	62.3	40.5	53.7	130.6	125.8%
	002517.SZ	恺英网络	12.48	3.83	13.72	4.71	22.1%	-11.9%	30.3%	31.5%	17	21	24	16	13	12	16.7	276.6	21.8%
	002555.SZ	三七互娱	44.82	6.48	41.07	6.33	12.2%	43.6%	-4.1%	-34.5%	27.1	30.8	34.0	11.9	10.4	9.5	13.6	322.3	-16.9%
	002602.SZ	ST华通	50.14	5.07	62.53	6.45	65.7%	16.6%	67.3%	15.0%	25.0	29.6	35.1	14.6	12.3	10.4	40.7	365.2	-0.4%
	002558.SZ	巨人网络	7.31	3.65	7.91	3.53	-21.9%	-12.8%	-3.9%	-16.2%	14.6	16.6	18.4	15.1	13.3	12.0	20.5	220.4	13.9%
	300315.SZ	掌趣科技	2.12	0.83	1.83	0.57	-0.3%	9.5%	-25.7%	179.8%	-	-	-	-	-	-	69.1	143.4	6.8%
端侧AI	000063.SZ	中兴通讯	319.09	29.91	275.57	21.74	1.1%	5.7%	-3.9%	-8.2%	99.1	107.9	118.4	15.7	14.4	13.1	17.8	1,555.5	52.6%
	300622.SZ	博士眼镜	3.05	0.27	3.14	0.31	5.5%	-6.6%	2.5%	0.2%	1.4	1.7	1.9	58.6	50.6	43.4	73.6	83.9	151.1%
	002045.SZ	国光电器	17.68	0.76	26.62	1.39	25.3%	32.2%	45.7%	-43.8%	3.4	4.3	5.3	29.0	22.9	18.6	33.8	99.0	30.3%
	002351.SZ	漫步者	7.01	1.11	7.66	1.18	8.5%	12.9%	13.8%	14.6%	5.3	6.3	7.2	25.5	21.5	18.6	28.0	134.5	-6.6%
	002292.SZ	奥飞娱乐	6.55	0.05	7.06	0.16	-6.2%	-89.7%	-1.9%	-22.6%	1.4	2.3	3.2	87.2	53.1	38.5	146.3	122.1	-1.1%
	300459.SZ	汤姆猫	2.79	0.11	2.93	0.10	-19.7%	-86.7%	-13.8%	-25.6%	-	-	-	-	-	-	-19.3	189.2	16.2%
AI陪伴	002862.SZ	实丰文化	0.89	-0.02	1.55	0.02	26.8%	25.4%	58.6%	118.1%	-	-	-	-	-	-	-82.4	40.3	38.3%
	301052.SZ	果麦文化	1.36	0.12	1.64	0.18	12.0%	-21.8%	49.5%	73.0%	-	-	-	-	-	-	68.3	23.9	-41.9%

资料来源:iFind, 信达证券研发中心 (恺英网络来自信达研发中心预测, 其余来自 ifind 一致预测), 市值截至日期为 2025/1/8

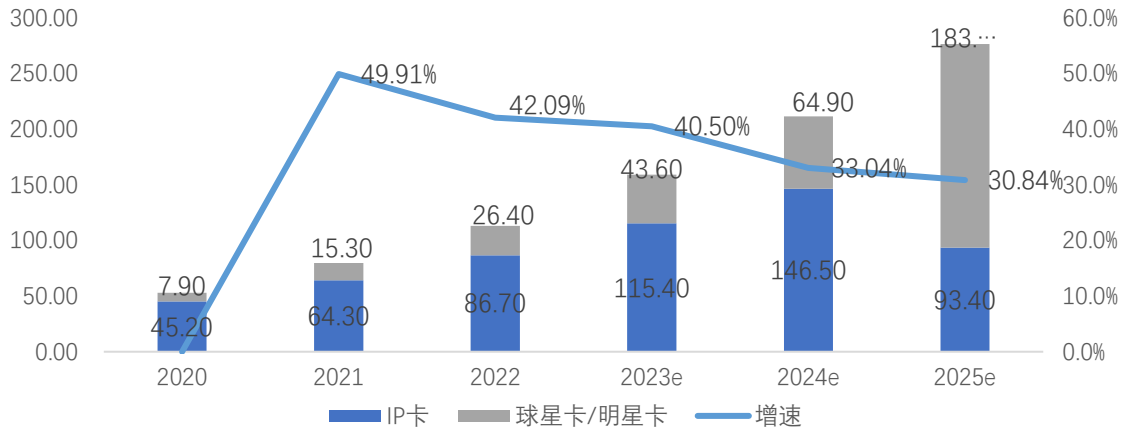
二、“悦己消费”主题 2025 年展望

卡牌是近年来实现高速增长的主要文化娱乐赛道之一, 2023 年日本卡牌 (含集换收藏卡牌和策略对战型卡牌) 市场规模达 2774 亿日元 (约 129 亿元人民币), 同比增长 18.1%。2023 年卡牌占整体玩具市场份额 27.2%。除《精灵宝可梦》卡牌延续 22 年的强劲增长外, 《航海王》、《游戏王 OCG》等卡牌新品也表现不俗。根据宝可梦官方数据显示, 截至到 2024 年 3 月, 宝可梦相关游戏的下载量超过 4.8 亿 (该数据可能不含手游); TCG

卡牌已经面向全球 93 个国家和地区的玩家们，制造了超过 648 亿张卡牌。

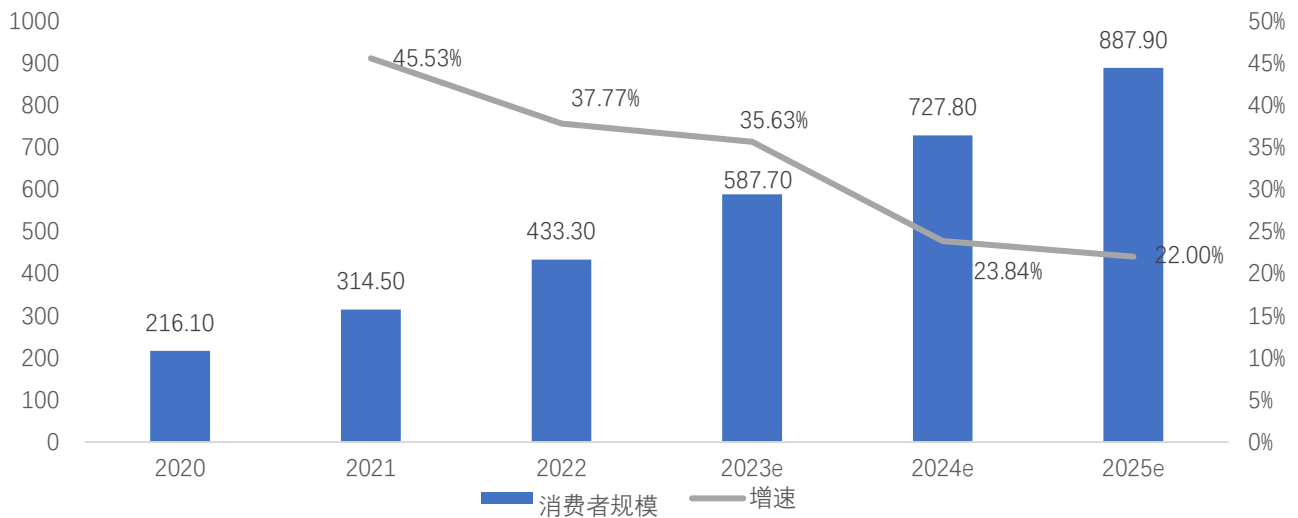
国内卡牌市场规模及增速：根据艾瑞咨询于 23 年 12 月的统计数据，23 年中国收藏卡（含球星/明星卡和 IP 卡）预估市场规模为 158.9 亿元，相较 22 年同比增长 40.5%，艾瑞咨询预计 2020-2025 年复合增长率约为 39.11%。其中球星/明星卡市场规模为 43.6 亿元，消费者规模为 177.8 万人，单用户年支出为 2452 元；IP 卡市场规模为 115.4 亿元，消费者规模为 491 万人，单用户年支出为 2350 元。

图 13：2020-2025 年中国收藏卡行业市场规模（亿元）



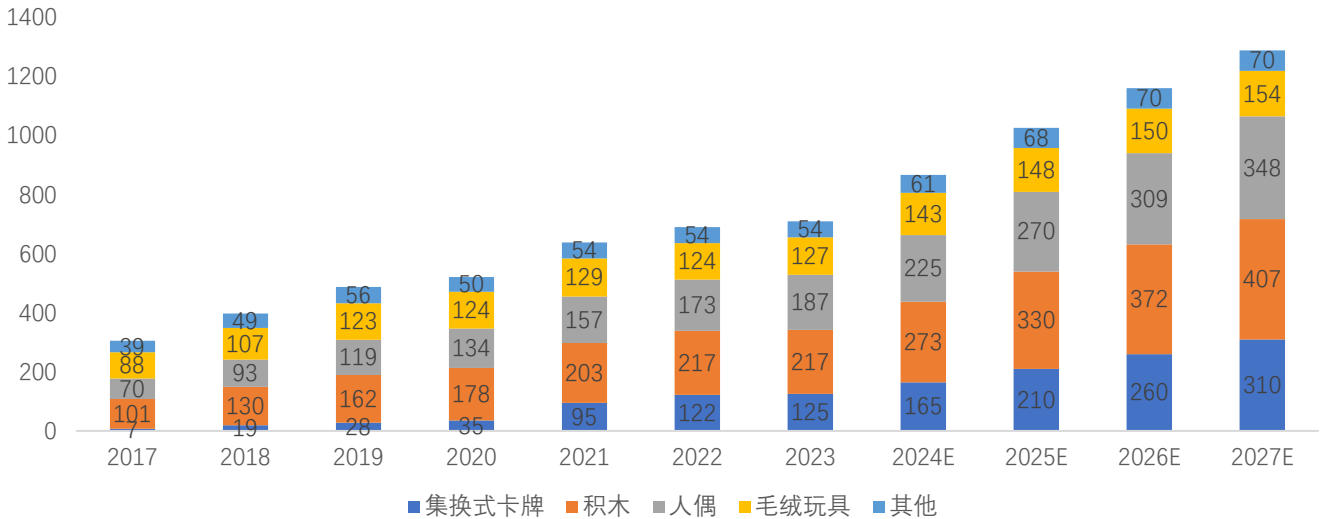
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 14：2020-2025 年中国收藏卡行业消费者规模（万人）



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

根据卡游招股说明书和灼识咨询报告，美国、中国和日本是全球主要的集换式卡牌市场。2022 年，按商品交易总额计，美国、中国和日本是集换式卡牌行业市场规模分别为人民币 172 亿元、人民币 122 亿元和人民币 114 亿元。中国集换式卡牌方面的人均支出明显较低，显示行业有较大增长潜力。具体而言，于 2022 年，日本在集换式卡牌方面的人均支出为人民币 92.3 元，而美国的人均支出则为人民币 50.7 元，分别为中国消费者在集换式卡牌方面支出金额人民币 8.6 元的约 11 倍和 6 倍。

图 15: 2017-2027E 中国按产品类别拆分的泛娱乐玩具行业市场规模 (单位: 亿元)


资料来源:卡游招股说明书、灼识咨询, 信达证券研发中心

图 16: 卡牌公司融资情况梳理

公司	卡牌品牌	融资日期	投资方	融资轮次	公司定位
杰森动漫	集卡社	2023年2月24日	哔哩哔哩	天使轮	集换式卡牌
上海骑形网络科技有限公司	Hitcard	2024年10月1日	阅文集团领投, 预计持股10%		消费级IP收藏卡牌及衍生品
		2024年7月25日	Akastsuki、Cygames、Goodsmile	B	
		2022年11月27日	潮玩族	A+	
		2022年8月1日	红杉种子基金	A	
		2022年2月7日	北京泡泡玛特	天使轮	
广州漫游舱文化	漫游舱	2022年12月26日	清科文创	A	IP收藏卡牌
浙江卡游动漫	卡游动漫	2021年10月12日	红杉中国	战略投资	集换式卡牌生产商
上海超旺信息科技	卡淘 Card Hobby	2022年1月21日	姚记科技	A	球星卡拍卖、交易平台
上海范斯猫文化	范斯猫	2022年9月6日	唐竹资本、Adam Zhu	战略投资	球星卡拍卖、交易平台
		2022年5月20日	Adam Zhu	战略投资	
		2021年11月2日	曜为资本等	天使轮	

资料来源:天眼查、IT 桔子、齐鲁壹点、新财富公众号、创新企业汇、东四十条资本、封面商业、信达证券研发中心

重磅产品陆续推出, 卡牌行业高速发展中。 1) 根据姚记科技子公司姚记潮品公众号, 原神官方正版授权, 闪魂 ShiningSoul 出品的桌面卡牌游戏「七圣召唤」已经发售, 对战卡牌还原了游戏中的角色、元素技能, 保留了丰富的策略性, 卡牌上的工艺、插画细致入微, 是兼具对战功能与收藏价值的实体产品。2) 奥飞娱乐: 根据 IPC 情报局新闻, 由奥飞娱乐出品的“铠甲勇士竞技收藏卡- 战神版”已于 2024 年 7 月上线, 后续将有其他 IP 产品面向市场推出; 3) 上海电影: 基于诸多动画 IP, 上影和卡星时代合作, 陆续推出如《大闹天宫》等集换式卡牌产品, 探索 IP 商业化的变现空间。

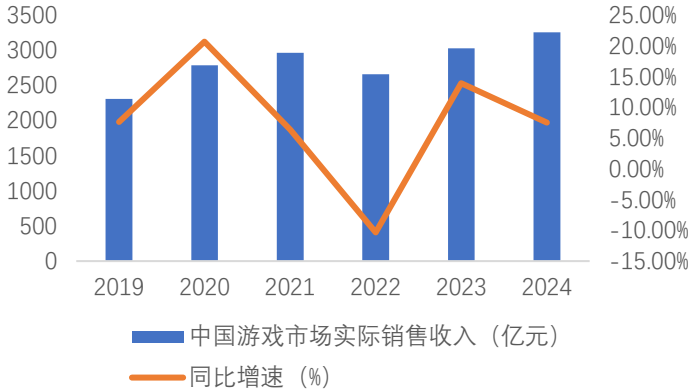
建议关注产业链相关公司, 建议关注: 全产业链布局的: 泡泡玛特; IP 授权方: 奥飞娱乐、上海电影、阅文集团、中文在线; 以及发行/渠道相关的: 哔哩哔哩、姚记科技、广博股份、华立科技等。

三、游戏行业 2025 年展望

国内市场规模稳中有增, 游戏用户数创新高。 2024 年, 国内游戏市场实际销售收入 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%, 同样达到历史新高点。主要系: 游戏新品数量

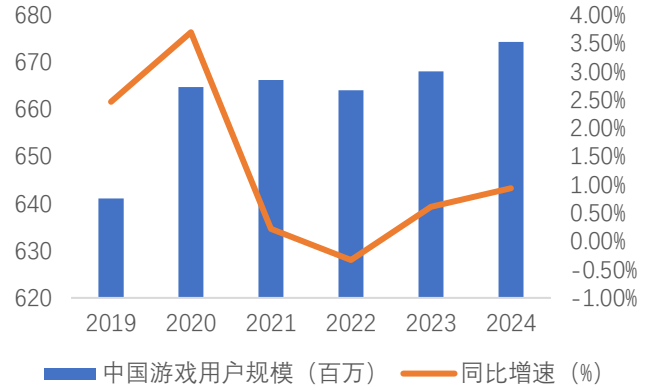
有所增加，且出现爆款大作；多款长青产品运营平稳；小游戏表现抢眼，增长势头强劲；多端发行与云游戏使用户消费更为便利。其中，自研游戏国内市场实际销售收入 2607.36 亿元，同比增长 1.70%，增速有所放缓，主要是受到市场竞争加剧和研发及获客成本持续攀升的影响，手游市场实际销售收入 2382.17 亿元，同比增长 5.01%，再创市场收入新纪录。

图 17: 2019-2024 年中国游戏市场规模



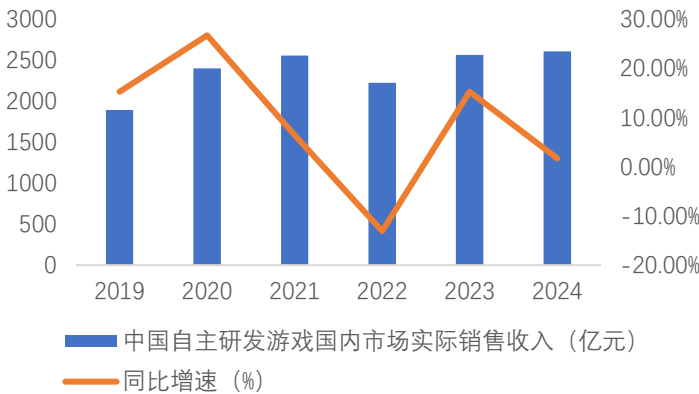
资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG），信达证券研发中心

图 18: 2019-2024 年中国游戏用户规模



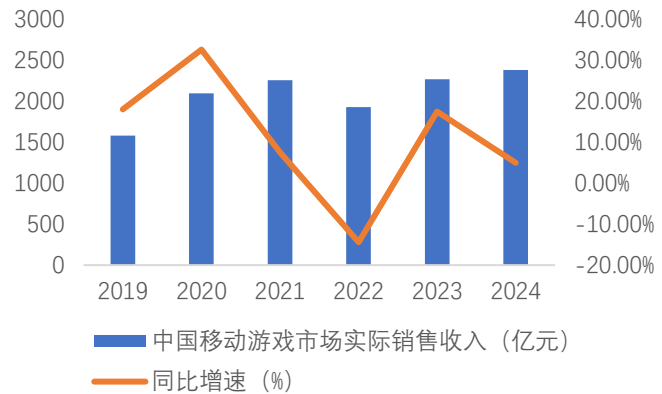
资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG），信达证券研发中心

图 19: 2019-2024 年中国自主研发游戏国内市场实际销售收入



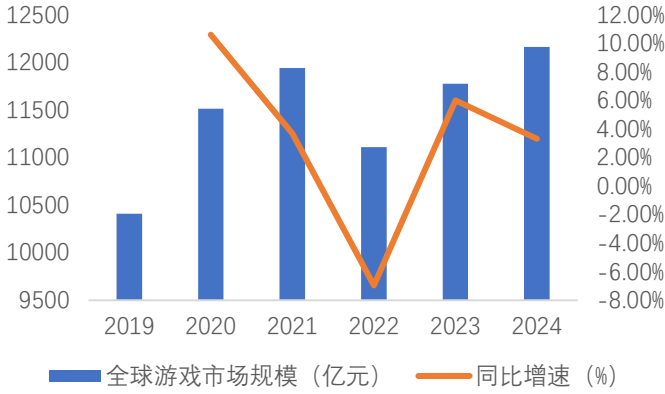
资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG），信达证券研发中心

图 20: 2019-2024 年中国移动游戏市场实际销售收入

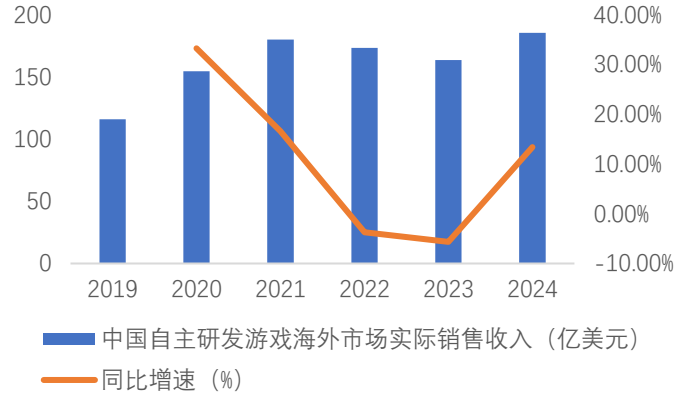


资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG），信达证券研发中心

海外自研收入连续五年超过千亿人民币，再创新高。2024 年，全球游戏市场规模为 12163.35 亿元，同比增长 3.31%。2024 年，全球移动游戏市场规模为人民币 6355.69 亿元，同比增长 4.83%。中国游戏出海竞争力在重要海外移动游戏市场中稳步增强。2024 年，中国移动游戏的出海游戏收入占比前五的国家是美国、日本、韩国、德国和英国，同时，中国对其他市场的拓展持续强化，取得一定成效，例如沙特已进入中国出海收入 TOP10 地区。2024 年，中国自主研发游戏在海外市场的实际销售收入为 185.57 亿美元，同比增长 13.39%。面对全球游戏市场增速放缓、竞争日趋激烈的国际环境，国内游戏企业积极应对，不断提升核心竞争力，规模已连续五年超千亿元人民币并再创新高。

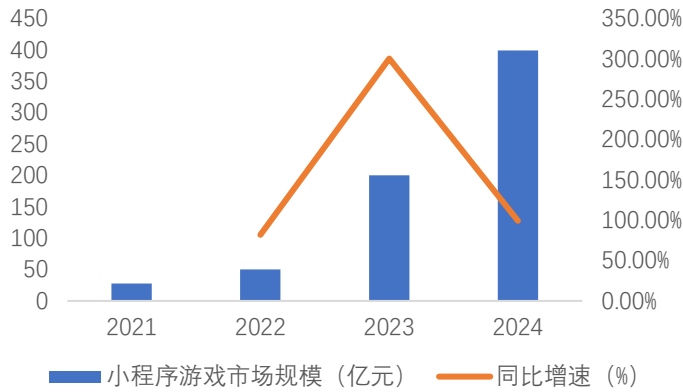
图 21: 2019-2023 年全球游戏市场规模


资料来源: 游戏产业报告, 中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据 (CNG), 信达证券研发中心

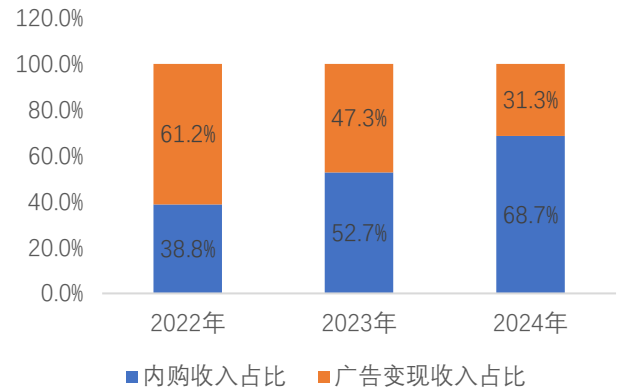
图 22: 2019-2024 年中国游戏出海数据


资料来源: 游戏产业报告, 中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据 (CNG), 信达证券研发中心

小游戏市场收入已连续三年保持高速增长。2024 年, 国内小程序游戏市场收入 398.36 亿元, 同比增长 99.18%, 仍处于快速成长期。其中内购产生的市场实际销售收入 273.64 亿元, 占比 68.7%; 广告变现收入 124.72 亿元, 占比 31.3%。小游戏市场收入已连续三年保持高速增长, 其中内购收入占比也在逐年提升。

图 23: 小程序移动游戏实际销售收入及增长


资料来源: 游戏产业报告, 中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据 (CNG), 信达证券研发中心

图 24: 小程序移动游戏内购收入占比和广告变现收入


资料来源: 游戏产业报告, 中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据 (CNG), 信达证券研发中心

畅销榜更新速度较快, 头部产品增长明显。12 月榜单统计产品共 100 款, 其中 23 款排名上升、41 款排名下降、32 款为 (重) 新入榜, 4 款排名不变。与 11 月份相比, 排名提升的游戏减少, 排名降低的产品明显增多, 新游戏入榜数量恢复到 30 款以上, 微信小游戏畅销榜头部游戏更新迭代速度继续加快。

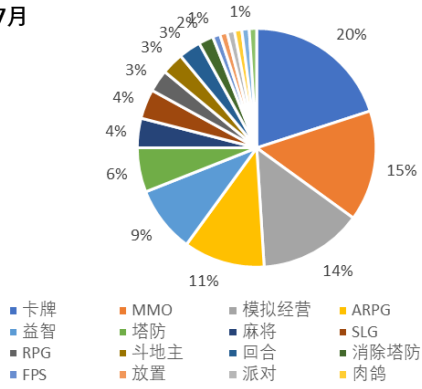
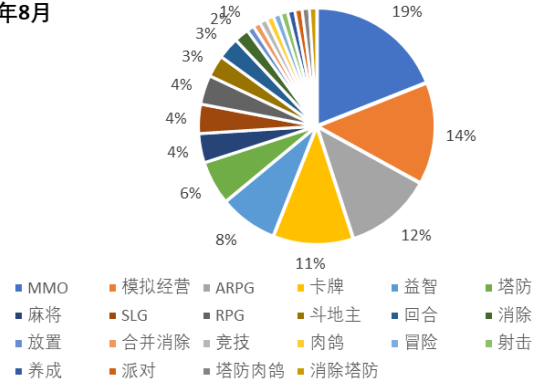
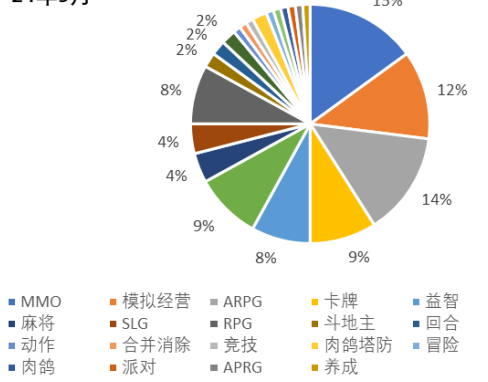
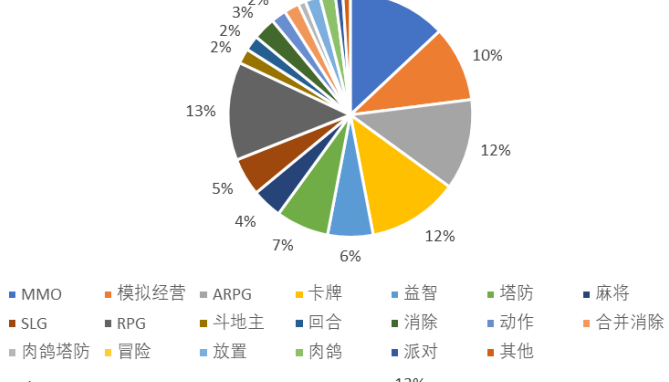
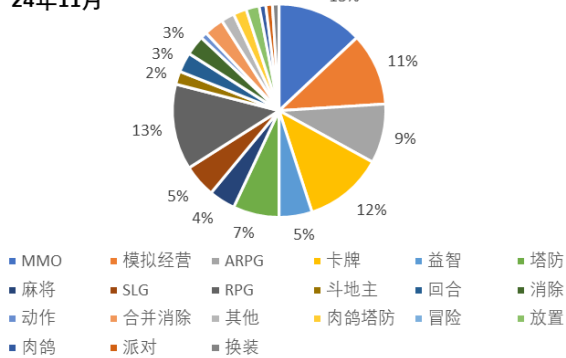
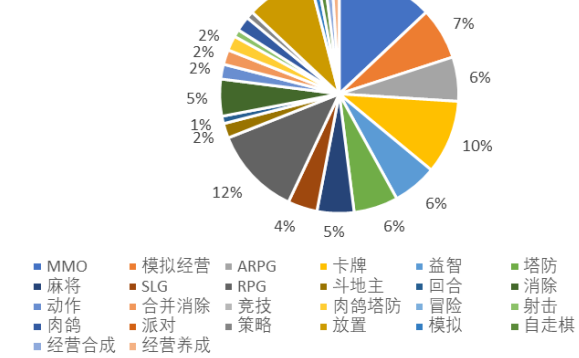
图 25: 2024 年 12 月小程序游戏排名

2024年12月微信小游戏畅销榜TOP100											
排名	名称	发行商	服务类目	子类	排名变动	排名	名称	发行商	服务类目	子类	排名变动
1	无尽冬日	点点互动(世纪华通)	策略	SLG	/	51	梦幻西游国际版	网易游戏	角色扮演	MMO	104
2	鹿角行天地	大梦科技	休闲	益智	/	52	梦幻西游电脑版	网易游戏	角色扮演	MMO	重新入榜
3	三国志·战略版	莉莉丝	策略	SLG	4↑	53	欢乐西游麻将	豪腾	棋牌	棋牌	194
4	寻道大千	三七互娱	角色	RPG	14	54	热血江湖传	三七互娱	角色扮演	ARPG	104
5	纸幼小子	柏尚网络	休闲	益智	/	55	元气火柴人	魔力互动	角色扮演	ARPG	384
6	王者荣耀	腾讯	策略	RPG	24	56	寻龙天下	墨舞网络	角色扮演	ARPG	14
7	咸鱼之王	疯狂游戏(叠游创想)	策略	卡牌	4↑	57	机械纪元	二十一网络	策略	肉鸽塔防	107
8	保卫四合院	一起梦游科技	休闲	塔防	新入榜	58	改头大作战	必凡网络	休闲益智	休闲益智	44
9	迷途大陆	疯狂游戏(叠游创想)	角色	ARPG	14	59	原始征途	巨人网络	角色扮演	MMO	157
10	指尖英雄	英雄互娱	角色	卡牌	4↑	60	诛仙3	腾讯	角色扮演	MMO	重新入榜
11	王者荣耀	腾讯	策略	RPG	10↑	61	食饮无界大作战	乐游互娱	休闲益智	休闲益智	重新入榜
12	点点英雄	点点互动	策略	塔防	新入榜	62	仙剑奇侠传之新的开始	恺英网络	角色扮演	角色扮演	321
13	口袋奇兵	江娱互动	策略	SLG	34	63	纯三国	墨舞网络	角色扮演	卡牌	224
14	青云诀之觉醒	青羽网络(乐游元游)	角色	RPG	24	64	贪吃鱼	贪娱科技	休闲益智	休闲益智	重新入榜
15	攻城英雄	完美世界	休闲	模拟经营	/	65	塔防精英	翼宇九州	休闲益智	休闲益智	重新入榜
16	时光余晖	三七互娱	休闲	模拟经营	74	66	帝国与魔法	三七互娱	角色扮演	塔防	217
17	一念西游	游力信息	休闲	肉鸽塔防	2↑	67	肥豚健身秀	点点互动	休闲益智	休闲益智	174
18	猪羊大战王	大梦科技	休闲	塔防	2↑	68	众神大陆	竹董科技	角色扮演	策略RPG	174
19	百炼英雄	九九互动	角色	RPG	14	69	雄狮争霸	疯狂网络	休闲益智	塔防	81
20	灵犀	灵犀互娱	角色	ARPG	4↑	70	逆袭与荣耀	次星网络	角色扮演	卡牌	224
21	游侠餐厅	柠檬游戏	休闲	益智	4↑	71	开心消消乐	乐元素	休闲益智	休闲益智	重新入榜
22	腾讯欢乐斗地主	腾讯游戏	棋牌	斗地主	1↑	72	极速双雄	掌娱科技	休闲益智	休闲益智	重新入榜
23	洪荒乱斗	点点互动	角色	RPG	104	73	少年三国志	游族网络	角色扮演	卡牌	94
24	仙侠老手	乐游互娱	角色	放置	新入榜	74	魔域传奇	互爱互动	角色扮演	MMO	41
25	塔防之战	光点科技	角色	MMO	8↑	75	轩辕剑	柠檬游戏	休闲益智	休闲益智	重新入榜
26	新倩女幽魂	大梦科技	休闲	益智	4↑	76	红心西游	点点互动	休闲益智	休闲益智	重新入榜
27	神器传说	奇游网络	角色	ARPG	6↑	77	西游修仙	大星网络	角色扮演	RPG	121
28	风暴英雄	中青宝	角色	MMO	新入榜	78	欢乐麻将	腾讯游戏	棋牌	棋牌	重新入榜
29	手机英雄传	成风动漫科技	射击	FPS	6↑	79	逍遥情缘	冰川网络	角色扮演	MMO	187
30	家庭保卫战	中青宝	角色	MMO	重新入榜	80	龙之觉醒	点点互动	休闲益智	休闲益智	重新入榜
31	执魔大家	完美世界	休闲	模拟经营	27↑	81	彩色消除	掌娱科技	休闲益智	休闲益智	94
32	次神：光之觉醒	在线游戏	角色	卡牌	44	82	大王不好惹	灵动在线	角色扮演	卡牌	384
33	塔防英雄	玩美网络	休闲	益智	44	83	大话西游归来	点点互动	角色扮演	MMO	204
34	家庭保卫战	中青宝	角色	MMO	重新入榜	84	西游修仙	大星网络	休闲益智	休闲益智	重新入榜
35	小小英雄	4399	角色	RPG	254	85	灵剑仙师	三七互娱	角色扮演	放置	重新入榜
36	欢乐战三国	欢乐新游科技	角色	卡牌	3↑	86	不朽的乌拉拉	心动网络	角色扮演	放置	重新入榜
37	雀巢大作战	边锋网络	棋牌	麻将	44	87	西遊修仙	大星网络	休闲益智	休闲益智	重新入榜
38	英雄传说	英雄互娱	角色	放置	24	88	守护世界	腾讯游戏	休闲益智	休闲益智	重新入榜
39	超简单的地下城	鬼才科技	角色	模拟	新入榜	89	三国兵临天下	三七互娱	角色扮演	SLG	244
40	几月王国	墨舞网络	角色	卡牌	2↑	90	战场英雄冲锋	指尖天下	角色扮演	MMO	重新入榜
41	天龙八部荣耀版	初心互动	角色	RPG	14	91	秘密花园HD	天音科技	休闲益智	休闲益智	重新入榜
42	四季神曲	全民互动	休闲	模拟经营	524	92	萌宠乐园	腾讯游戏	角色扮演	RPG	204
43	传奇风云	创文信息	角色	MMO	重新入榜	93	谁还不是个大佬	点点互动	休闲益智	休闲益智	重新入榜
44	紫气东来	中手游	角色	RPG	新入榜	94	封神演义	灵犀网络	角色扮演	MMO	重新入榜
45	热血喵喵	墨舞网络	角色	MMO	174	95	天降传说	冰川网络	角色扮演	卡牌	重新入榜
46	英雄传说	英雄互娱	角色	放置	新入榜	96	守护世界	腾讯游戏	休闲益智	休闲益智	重新入榜
47	疯狂游戏(叠游创想)	疯狂游戏(叠游创想)	策略	卡牌	24	97	穿越火线-枪战王者	腾讯游戏	射击	射击	重新入榜
48	仙剑奇侠传	美盛游戏	角色	RPG	重新入榜	98	侠仗义五千年	星耀网络	角色扮演	RPG	重新入榜
49	西游降魔	乐牛软件	角色	放置	新入榜	99	小英雄队出击	翼宇九州	休闲益智	塔防	484
50	再战之端	快游网络	策略	塔防	重新入榜	100	欢乐英雄麻将	逐梦互动	棋牌	棋牌	384

资料来源:GameLook、信达证券研发中心

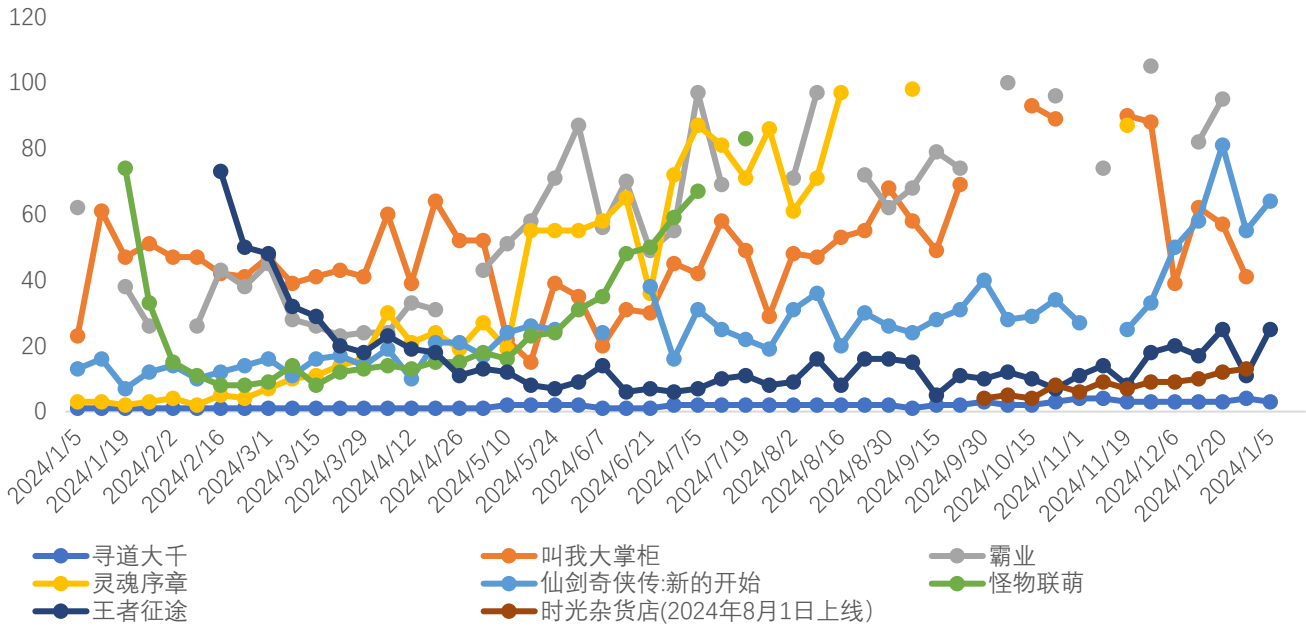
小游戏品类逐渐丰富，休闲游戏新游突围数量逐渐增多。24年1-6月，小游戏品类以卡牌、塔防、MMO、模拟经营、ARPG等为主，24年6-8月，小游戏赛道仍然持续了高速变化的趋势，头部榜单的中重产品数量增多。其中，24年4-6月均有4款“SLG+”小游戏进入畅销榜且排名靠前，其中点点互动(世纪华通)的《无尽冬日》成为6月最畅销小游戏，融入中/重度玩法成为小游戏开发趋势；24年7月，MMO游戏数量增多；24年8月，仅MMO和RPG以及ARPG产品就超过了30款，前十名有6款皆为中重度游戏；2024年9月，MMO和ARPG是市场上的主要游戏类型，角色类和休闲类游戏上升较快。2024年12月，重度游戏在微信小游戏畅销榜的占比超过四成，但休闲游戏新游突围的数量越来越多，特别是塔防赛道。

图 26: 2024年7-12月微信小游戏畅销榜前百各游戏类型占比

24年7月

24年8月

24年9月

24年10月

24年11月

24年12月


资料来源:GameLook、信达证券研发中心

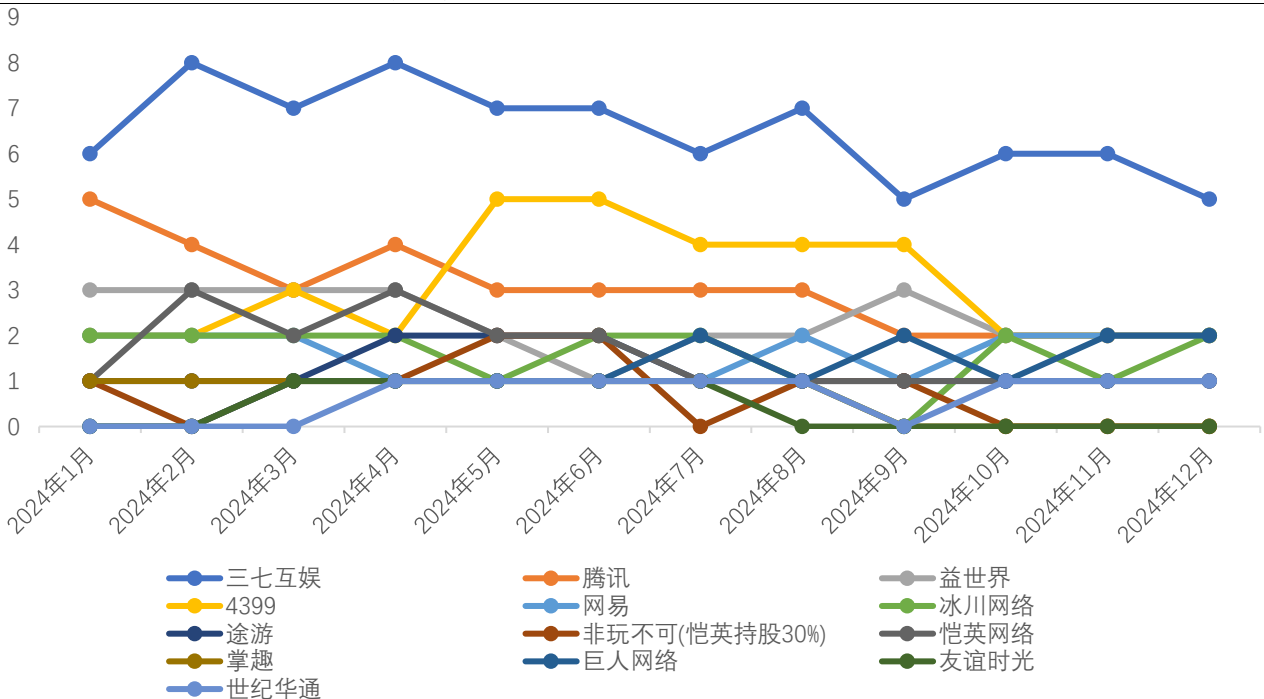
图 27: 重点厂商微信小游戏排名变化



资料来源: 微信游戏小程序, 引力引擎, 信达证券研发中心

游戏厂商方面, 疯狂游戏以 5 款入榜、前 10 名 2 款产品的成绩, 成为 12 月微信小游戏畅销榜头部产品最多的厂商之一; 三七互娱以 5 款入榜并列第一, 大梦龙途、腾讯游戏以 3 款入榜并列第二, 其余还有多家厂商有两款产品入围。

图 28: 2024 年微信小游戏畅销榜前百中头部厂商游戏数



资料来源: GameLook, 信达证券研发中心

业绩回顾: 24Q3 A 股游戏公司营收整体实现正增长, 恺英网络等公司利润表现超预期。营收方面, 24Q3 A 股

游戏上市公司收入整体实现 230 亿元，同比增长 7.8%，24Q3 按收入顺序世纪华通、三七互娱排名前二，营业收入突破 40 亿，分别实现 63 亿和 41 亿收入，收入增速分别为 67%和-4.1%，神州泰岳、恺英网络、完美世界等公司紧随其后，营收均突破 10 亿元。增速表现较为突出的有世纪华通、顺网科技、恺英网络等，增速均远超行业平均水平。利润方面，在我们统计的 21 家 A 股游戏上市公司中共有 15 家公司 24Q3 实现盈利，6 家公司暂时亏损，整体利润 29 亿元，同比下降 15.6%。增速表现较为突出的有浙数文化、神州泰岳、掌趣科技、恺英网络等，宝通科技扭亏为盈。估值方面，A 股游戏上市公司整体估值仍处于相对低位，2024/2025/2026 年游戏行业平均 PE 为 22x/18x/16x（剔除异常值：2024 年完美世界、昆仑万维；2025-2026 年昆仑万维；剔除没有 iFind 一致预测值）。整体符合我们“大厂先发力、A 股后发力”的观点，即游戏行业优质内容激发需求，重点产品有望拉动行业增长，大厂游戏 24H1 先发已进入业绩贡献期，A 股游戏有望开启新游上线期。

图 29：游戏公司估值表

代码	公司名称	24Q2		24Q3		24Q2		24Q3		归母净利润预测 (亿元)			PE			TTM	市值 (亿元)	2024年涨跌幅
		营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收增速	归母净利润增速	营收增速	归母净利润增速	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E			
002602.SZ	ST华通	50.14	5.07	62.53	6.45	65.7%	16.6%	67.3%	15.0%	24	29	34	15	13	11	40.7	365.2	-0.4%
002555.SZ	三七互娱	44.82	6.48	41.07	6.33	12.2%	43.6%	-4.1%	-34.5%	27	31	34	12	10	10	13.6	322.3	-16.9%
300002.SZ	神州泰岳	15.64	3.36	14.61	4.63	8.5%	48.7%	4.5%	191.4%	13	14	16	17	16	14	15.8	224.1	31.0%
002517.SZ	恺英网络	12.48	3.83	13.72	4.71	22.1%	-11.9%	30.3%	31.5%	17	21	24	16	13	12	16.7	276.6	21.8%
300418.SZ	昆仑万维	12.94	-2.02	13.27	-2.37	7.1%	-238.0%	5.6%	-695.9%	-1	3	5	-339	136	90	146.9	445.9	2.9%
002624.SZ	完美世界	14.31	-1.47	13.13	-2.12	-44.0%	-206.1%	-24.4%	由盈转亏	-3	7	10	-60	25	19	-36.4	186.6	-12.8%
002605.SZ	姚记科技	9.27	1.33	8.81	1.40	-20.0%	-36.3%	-28.1%	-6.7%	6	7	8	17	14	13	24.2	104.0	20.0%
603444.SH	吉比特	10.32	2.64	8.59	1.40	-14.3%	-28.4%	-10.4%	-23.8%	9	11	12	16	13	12	16.0	147.9	-10.7%
002558.SZ	巨人网络	7.31	3.65	7.91	3.53	-21.9%	-12.8%	-3.9%	-16.2%	14	16	18	15	13	12	20.5	220.4	13.9%
300533.SZ	冰川网络	6.46	-0.70	7.77	0.48	-8.3%	-140.8%	7.9%	-11.8%	-	-	-	-	-	-	-10.6	43.4	-28.7%
600633.SH	浙数文化	7.34	0.48	7.56	3.27	-4.0%	-86.7%	26.3%	451.3%	5	6	7	23	19	17	26.8	119.5	-5.4%
300031.SZ	宝通科技	8.76	1.05	7.32	0.47	10.9%	171.1%	-16.1%	扭亏为盈	4	5	5	18	16	14	30.0	72.2	-1.2%
300113.SZ	顺网科技	3.95	0.42	5.89	1.17	24.8%	100.5%	37.8%	22.5%	2	3	4	44	33	27	44.2	99.2	20.1%
300043.SZ	星辉娱乐	3.13	-0.82	4.19	-0.52	-20.6%	-129.9%	-44.2%	由盈转亏	-	-	-	-	-	-	-16.6	43.3	-1.9%
300494.SZ	盛天网络	2.86	-0.10	3.13	-0.02	-25.3%	-114.1%	15.6%	由盈转亏	-	1	2	-	37	32	-734.9	52.7	-28.9%
002174.SZ	游族网络	3.67	-0.13	2.95	0.01	-1.3%	86.7%	-11.4%	-99.1%	-	-	-	-	-	-	93.9	80.9	-18.4%
300459.SZ	汤姆猫	2.79	0.11	2.93	0.10	-19.7%	-86.7%	-13.8%	-25.6%	-	-	-	-	-	-	-19.3	189.2	16.2%
300315.SZ	掌趣科技	2.12	0.83	1.83	0.57	-0.3%	9.5%	-25.7%	179.8%	-	-	-	-	-	-	69.1	143.4	6.8%
603258.SH	电魂网络	1.35	0.13	1.41	0.15	-17.2%	-67.1%	-24.9%	-44.2%	1	3	4	52	14	11	276.1	47.7	-13.4%
002425.SZ	凯撒文化	0.90	-0.53	0.88	-0.49	-3.4%	28.7%	-2.6%	-44.1%	-	-	-	-	-	-	-2.7	20.4	-52.1%
300299.SZ	富春股份	0.59	-0.19	0.81	-0.09	-41.6%	-318.8%	25.7%	17.1%	-	-	-	-	-	-	-91.7	36.2	-5.2%

资料来源:iFind, 信达证券研发中心, 市值截至日期为 2025/1/8

注: 恺英网络为信达证券预测, 其余为 iFind 一致预期, 本文对游戏行业的分析剔除了部分游戏业务占比较少的公司, 如: 名臣健康、文投控股、迅游科技、大晟文化、中青宝等, 与申万行业分类存在差异。

我们延续此前观点，游戏行业优质内容激发需求，重点产品有望拉动行业增长。《黑神话：悟空》为行业带来增量需求，说明游戏供给端仍有潜力激发核心游戏玩家的需求，行业仍具备成长空间。近期 A 股游戏公司多款产品已开启测试或将上线，2025 年部分公司或迎重磅产品周期。

建议关注具备丰富产品储备的公司：恺英网络《百工灵》（10.11 上线后进入 iOS 游戏免费榜 Top5）、《彩虹橙》（10.20 公测）、《盗墓笔记：启程》（9.19 开启首轮付费测，预约达 80 万）、《斗罗大陆：诛邪传说》（10.10 首测并正式开启预约）、《龙之谷世界》（定档 2025/2/20）；三七互娱《斗罗大陆：猎魂世界》11 月 6 日开启测试，时光大爆炸 2025/1/2 上线，仙剑世界定档 2025/2/19，公司在 A 股游戏中估值偏低；吉比特《M72》1 月 2 日上线，《M88》结束首轮付费测期待正式上线，代理发行产品《封神幻想世界》10 月 18 日上线，《异象回声》11 月 13 日上线，《异界原点传说》12 月 11 日上线；巨人网络《王者征途》10 月 24 日上线 APP 版本，其小游戏版本上线数月来目前仍稳居微信小游戏畅销榜 Top10，《原始征途》正式版将于 2025 年 1 月 10 日上线，25 年也有望迎 SLG 及卡牌新品；完美世界《诛仙世界》将于 12 月 19 日正式上线，《异环》2025 年有望上线；神州泰岳两款 SLG 新品《代号 DL》已于美国上线，《代号 LOA》、《荒星传说：牧者之息》（《代号 DL》国内版）、《海岛守望》有望于 25 年上线。其他 A 股游戏公司建议关注：ST 华通、掌趣科技、游族网络等。

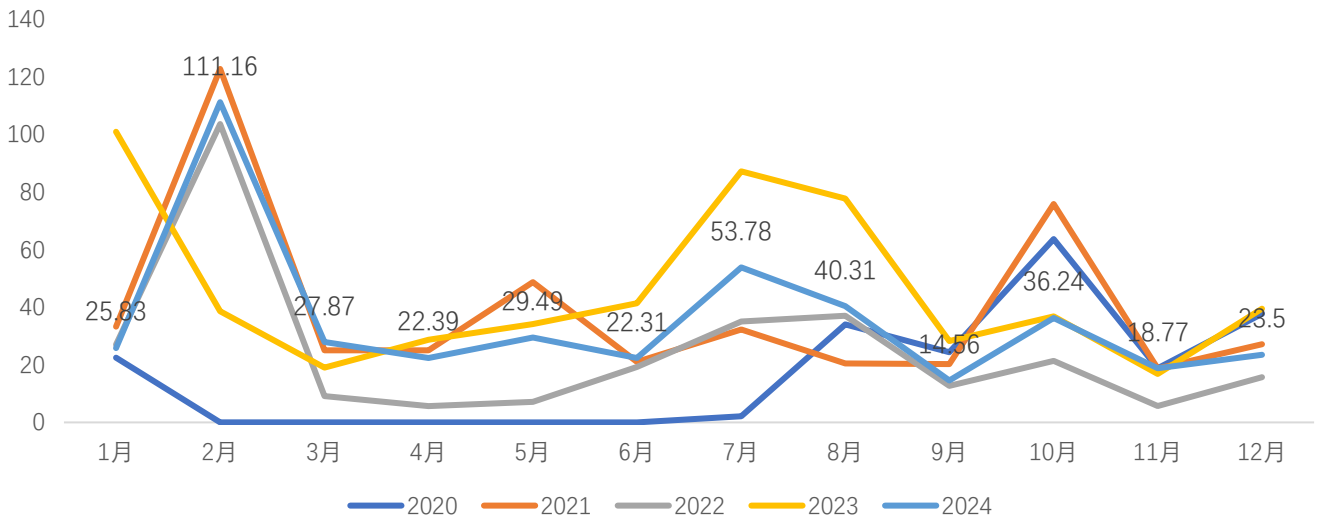
图 30: 重点游戏公司产品上线进展及储备游戏

【信达传媒互联网及海外】重点游戏公司产品上线进展及储备游戏					
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2025
恺英网络	仙剑奇侠传: 新的开始 1/26 怪物联萌(小程序) 1月 机甲派对(Steam) 3/8	怪物联萌(APP端) 2Q24	史莱姆 8/28 纳萨力克之王(东南亚) 3Q24 仙剑奇侠传: 新的开始(东南亚) 7/21 天使之战(东南亚) 3Q24	百工灵 10/11 彩虹城 10/20 数码宝贝:源码 12/12删档测试	龙之谷世界 2/20 盗墓笔记: 启程、斗罗大陆: 诛仙传说、太上补天卷、古怪的小鸡、信长之野望、三国: 天下归心、群英觉醒、纳萨力克:崛起、代号MYX、妖怪正传2、王者传奇2、代号MJH等
三七互娱	无名之辈(小游戏) 1月 群英召唤师 2/6 灵剑仙师(小游戏) 3月 原野传说: 史前万年 3/22 万乘之国 3/30		三国群英传: 鸿鹄霸业 7/13 失落星环 7/26 时光杂货店 8/1	诸神黄昏:征服 11/20 离火之境 12/5	时光大爆炸 1/2 仙剑世界 2/19 斗罗大陆:猫魂世界、戮媚空之勇者、平行轨迹、代号MLK、代号休闲SLG、代号战歌M、代号DQ、代号M1、代号MR、代号DLXD、代号DLL
吉比特	不朽家族 1/11 神州干食筋 1/30 超喵星计划 3/24 代号原点(海外) 3/18 重装前哨(海外) 3/27	航海王: 梦想指针 4/1 律动轨迹 4/29	王都创世录 9/23	封神幻想世界 10/18 异象回声 11/13 异界原点传说 12/11	自研: 问剑长生 (M72) 1/2、杖剑传说 (M88)、亿万光年、最强城堡、M11 代理: 冲啊! 创始人、开罗全能经营家
巨人网络	王者征途(小程序) 1月	原始征途-小程序 上线		《王者征途》APP版 10/24	《原始征途》正式版 1/10
完美世界	一拳超人(海外) 1/31 美女, 请别影响我学习 3/29	女神异闻录: 夜幕魅影 4/12	乖离性百万亚瑟王: 环 8/28(海外) 诛仙2 8/8(付费测)	诛仙世界 12/19	异环 诛仙2 P5X 让野人飞
神州泰岳				代号DL 美国	荒原传说: 代号LOA、牧者之息 (《代号DL》的国内版号)、海岛守望

资料来源:各公司公告、各公司官网、恺英网络投资者关系公众号、游戏陀螺公众号、仙剑世界公众号、异象回声公众号、异界原点传说公众号、原始征途公众号、taptap、gamelook、Enjoy 出海开发者服务平台、游戏陀螺、信达证券研发中心

四、影视行业 2025 年展望

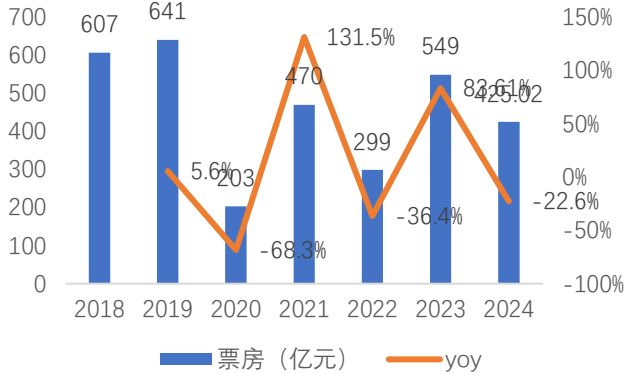
根据猫眼专业版数据, 2024 年, 全国电影总票房(含服务费) 实现 425.02 亿元, 同比下降 22.6%, 较去年同期电影总票房 549.21 亿元下降幅度较大, 主要原因可能在于高质量影片供给不足、线下消费恢复趋势较弱等。档期表现来看, 节假日档期票房依赖程度增强。单日大盘爆发力偏弱。其中, 日票房 2 亿元以上天数 49 天, 较去年减少 34 天。日票房 3000 万以下的冷淡大盘天数高达 58 天, 较去年增长 23 天。2024 年 1-12 月单月票房分别为 25.83、111.16、27.87、22.39、29.49、22.31、53.78、40.31、14.56、36.24、18.77、23.5 亿元。爆款电影如《热辣滚烫》《飞驰人生》《抓娃娃》的票房分别为 34.60、33.98、33.27 亿元。

图 31: 2020-2024 年各月票房(亿元) 统计


资料来源: 猫眼专业版, 信达证券研发中心

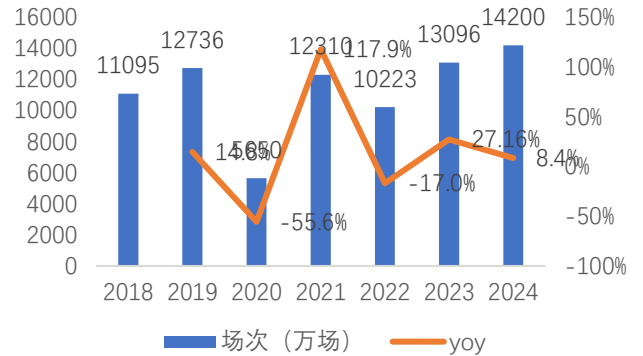
2024年, 全国电影放映总场次达到1.42亿场次, 超越2019年以及2021年全年水平, 成为近五年内新高; 截至2024年全国观影总人次达到10.096亿人次, 较去年略有下降, 远低于2017-2019年相对高水位规模水平; 2024年全国电影平均票价为42.1元, 与去年42.3元近乎持平, 2017年至今全国电影平均票价稳健增长。

图 32: 2018-2024 年全国电影总票房 (单位: 亿元)



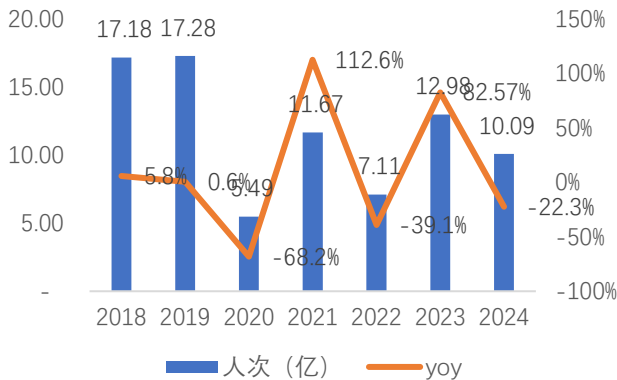
资料来源: 猫眼专业版, 信达证券研发中心

图 33: 2018-2024 年全国电影总场次 (单位: 万场)



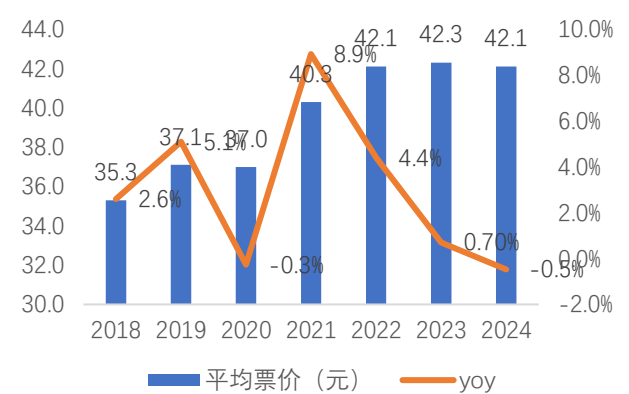
资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

图 34: 2018-2024 年全国观影总人次 (单位: 亿)



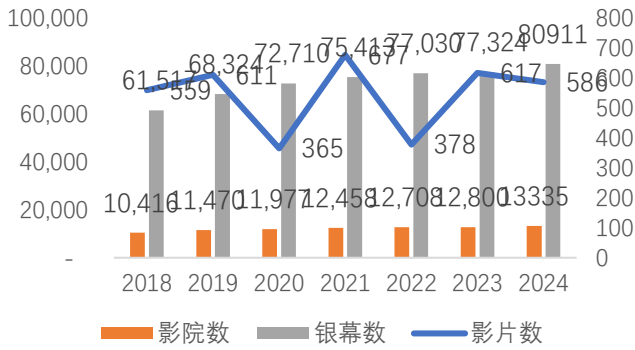
资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

图 35: 2018-2024 年全国电影平均票价 (单位: 元)

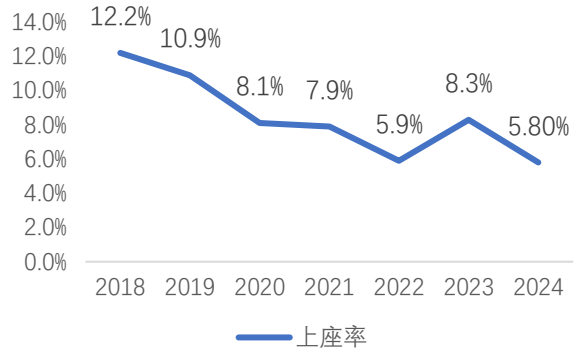


资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

从电影供给端角度来看, 影院数量和银幕数量近三年波动不大, 随着长尾、低效影院的出清, 头部院线公司对行业落后产能逐渐升级迭代。从影片数量供给角度来看, 2017-2023年我国影片数量分别为518、559、611、365、677、378、617部, 2024年影片供给数量达到了586部, 已恢复至19、21年偏高位水平, 相较2022年全年378部影片数量实现大幅提升, 并且影片质量同样得到了消费群体的认可。2024年影院上座率5.8%, 而2020-2023年影院上座率则分别为8.1%、7.9%、5.9%、8.3%。

图 36: 2018-2024 年电影供给端影院数、银幕数、影片数


资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

图 37: 2018-2024 年影院上座率对比


资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

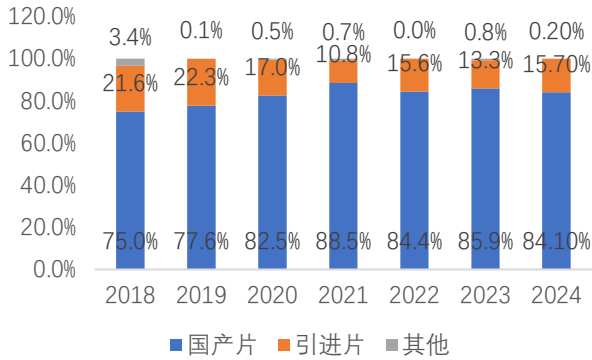
2024 年部分高口碑影片频出带动春节档、暑期档票房增长, 因此头部爆款电影是推动我国电影总票房增长的关键性因素, 优质内容的供给是加大用户群体影视消费的保障。

图 38: 2024 年票房前十名影片数据

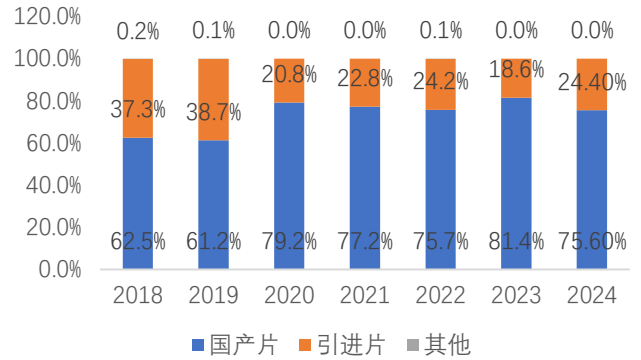
排名	上映时间	影片名称	24 年累计票房 (亿元)	票房占比	首日票房 (亿元)	出品方
1	2024.02.10	热辣滚烫	34.60	8.3%	4.17	新丽传媒、中国电影、阿里巴巴、天津阅文等
2	2024.02.10	飞驰人生 2	33.98	8.1%	4.23	亭东影业、淘票票、猫眼微影等
3	2024.07.16	抓娃娃	33.27	7.9%	1.57	西虹胡同、万达影视、猫眼微影、开心麻花等
4	2024.02.10	第二十条	24.54	5.8%	1.95	光线影业、最高检、青春光线、儒意影视等
5	2024.02.10	熊出没·逆转时空	20.06	4.8%	2.34	华强方特、横店影业、中影、猫眼微影等
6	2024.07.03	默杀	13.51	3.2%	0.328	猫眼影业、淘票票、最坚持正义、猫眼微影等
7	2024.09.30	志愿军: 存亡之战	12.06	2.8%	0.468	中影、中影创意、八一电影制片厂、荣优影视、博纳影业
8	2023.12.29	年会不能停!	10.61	2.5%	0.363	嘉映春天、中青新影、华夏电影、猫眼微影等
9	2024.03.29	哥斯拉大战金刚 2: 帝国崛起	0.956	2.2%	0.966	美国传奇影片、华纳兄弟
10	2024.04.03	你想活出怎样的人生	0.791	1.8%	0.992	日本吉卜力工作室

资料来源: 猫眼专业版, 信达证券研发中心

国产和引进影片对比: 近几年由于国产影片内容质量和口碑的提高, 国产片观影人次从 2017 年的 53% 占比提升至 2024 年的 75.6% 占比, 利好国内影视产业链各个环节公司长期稳健发展。

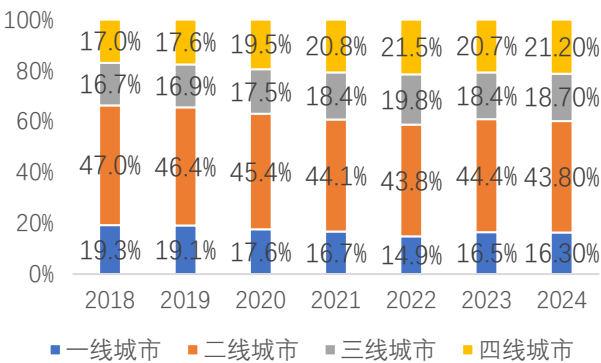
图 39: 2018-2024 年国产和引进影片数量占比趋势


资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

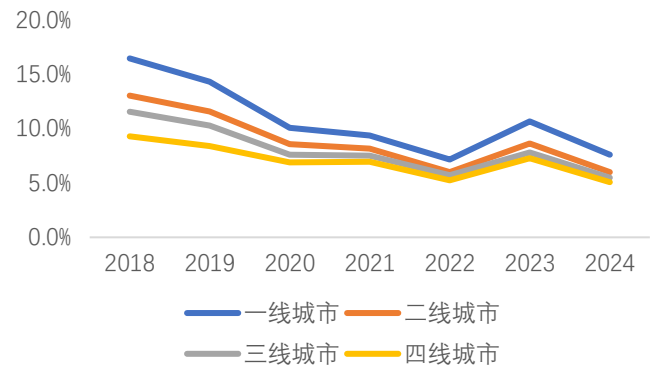
图 40: 2018-2024 年国产和引进影片观影人次占比趋势


资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

分城市对比: 根据灯塔专业版数据, 2024 年我国电影票房按城市划分来看, 一线城市票房占比 16.3%, 二线城市票房占比 43.8%, 三线城市票房占比 18.7%, 四线城市票房占比 21.2%。近几年呈现出一线、二线城市票房占比略降, 三线、四线城市票房占比提升的局面。按上座率来看, 一线城市影院上座率最高, 四线城市上座率最低, 但近几年愈发趋同。

图 41: 2018-2024 年电影票房按城市分拆


资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

图 42: 2018-2024 年上座率按城市分拆


资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

站在当前时点, 我们认为电影票房悲观预期已经较充分体现, 随着 2024 跨年元旦档、2025 年春节档的陆续开启, 高质量影片供给增加, 24 年延迟上映的电影均有望在 25 年年内上映以及海外进口片高口碑供给的增加, 我们看好 25 年电影市场表现, 尤其是 25 年电影春节档表现以及 25 年院线端经营情况的恢复。最早官宣定档 25 年春节档的影片为: 《熊出没·重启未来》和《封神第二部: 战火西岐》, 后续相继宣布定档的包括: 1) 《蛟龙行动》, 博纳影业出品, 林超贤导演, 作为前部 36.52 亿票房影片《红海行动》的续作, 主旋律和现实题材有望继续得到受众认可; 2) 《哪吒之魔童闹海》, 光线主投主控, 作为前部 50.35 亿票房《哪吒之魔童降世》的续作, 《哪吒之魔童闹海》在经历了 2024 年内不断调优打磨后, 有望以高质量动画姿态展现给观众; 3) 《唐探 1990》, 万达等出品, 陈思诚导演, 王宝强、刘昊然主演; 《唐人街探案》(2015 年, 票房 8.23 亿元)、《唐人街探案 2》(2018 年, 票房 33.97 亿元)、《唐人街探案 3》(2021 年, 票房 45.23 亿元); 4) 《射雕英雄传·侠之大者》, 中影、横店等出品, 肖战主演, 徐克导演。

图 43: 部分定档 2025 年春节档的影片

电影	类型	导演	主演	主要出品	前作数据
《蛟龙行动》 (已定档)	剧情/动作	林超贤	于适、黄轩、杜江等	博纳影业	《红海行动》-2018年-36.52亿元
《哪吒之魔童闹海》 (已定档)	动画	饺子		光线传媒	《哪吒之魔童降世》-2019年-50.35亿元
《唐探1990》 (已定档)	悬疑/剧情	陈思诚	王宝强、刘昊然	万达影业、壹同传奇影视	《唐人街探案3》-2021年-45.23亿元
《封神第二部：战火西岐》 (已定档)	神话	乌尔善	于适、娜然	北京文化、世纪长生天	《封神第一部》-2023年-26.34亿元
《熊出没·重启未来》 (已定档)	动画	林永长		华强方特、横店影视	《熊出没·逆转时空》-2024年-20.06亿元
《射雕英雄传：侠之大者》 (已定档)	武侠	徐克	肖战、庄达菲	中影、横店、联瑞影业	

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

图 44：2025 年春节档定档影片（一）



资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

图 45：2025 年春节档定档影片（二）



资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

投资建议：建议关注 1) 2025 年电影春节档已官宣定档影片的相关上市公司，如博纳影业、光线传媒、万达电影、阿里影业、中国儒意、横店影业、猫眼娱乐、中国电影等；2) 2025 年有望受 AI+视频方向催化的相关公司，如上海电影、华策影视、慈文传媒、捷成股份等；3) 院线方受益恢复趋势的相关公司：万达电影、横店影视、幸福蓝海等；4) 其他建议关注：阅文集团、百纳千成、慈文传媒、华谊兄弟、中广天择、北京文化等。

五、出版行业 2025 年展望

2024 年出版行业业绩延续下滑趋势，所得税影响因素仍然存在，看好 2025 年相同基数下业务恢复。2024 年前三季度出版行业相关上市公司实现总营收 1013.85 亿元，同比-1.96%；2024 年上半年出版行业相关上市公司实现总营收 699.8 亿元，同比+0.33%。2024 年前三季度出版行业相关上市公司实现总归母净利润 94.19 亿元，同比-26.38%；2024 年上半年出版行业相关上市公司实现总归母净利润 72.31 亿元，同比-22.57%。

多数出版上市公司营收端经营较为稳健，保持个位数正增长，但归母净利润端增速仍然显著受到所得税率影响导致双位数下滑。表现较为亮眼的为民营出版公司——果麦文化，公司 24 单三季度营收增速为+49.5%，归母净利润增速为+73%，在所有出版公司中基本面修复较为明显。同时，果麦文化在 AI+文字校对领域产品迭代加速，商业化稳步加速中，“AI 校对王”产品有望陆续交付给客户，不断打开公司长期成长空间。

2025 年 1 月 5 日，中金易云科技有限责任公司发布了 2024 年全年纸质图书市场分析报告。据统计，2024 年图书市场码洋为 1111.64 亿元，同比 2023 年下降 10.50%。2024 年图书市场各大类中，文教类仍是唯一销售正增长的品类，增幅为 4.50%；剔除文教类的刚需产品后，其他大类图书销售同比下降 17.23%，降幅有所收窄。2024 年，新书码洋同比下降 22%左右，动销新品数略有所下降，同比下降 0.65%。2024 年整体图书市场的平均定价为 47.51 元，较去年同期上升 2.15%。从各渠道码洋同比变化情况来看，短视频电商渠道依旧是保持正增长的唯一渠道，且较前三季度增幅略微扩大；传统电商渠道整体降幅较前三季度有所收窄，科技和经管类图书同比降幅超过 30%；实体渠道中，实体零售和团购渠道下降趋势持续扩大。

图 46: 出版行业估值表

代码	公司名称	归母净利润 (亿元)			PE			TTM	市值 (亿元)	24年涨跌幅	25年初至今涨跌幅
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E				
601928.SH	凤凰传媒	18.4	19.5	20.6	15.7	14.9	14.1	11.5	290	30.99%	-1.39%
601019.SH	山东出版	16.0	17.5	18.7	14.5	13.3	12.5	11.1	233	21.00%	-1.76%
601098.SH	中南传媒	14.0	14.8	15.6	18.2	17.2	16.3	16.1	254	47.59%	-5.66%
600373.SH	中文传媒	17.3	18.6	19.9	10.0	9.3	8.7	12.0	173	-4.78%	-1.59%
601921.SH	浙版传媒	-	-	-	-	-	-	15.6	168	3.14%	-3.81%
601801.SH	皖新传媒	8.3	9.4	10.5	17.2	15.2	13.6	18.6	142	5.61%	-0.95%
601811.SH	新华文轩	15.2	16.8	18.3	10.8	9.8	9.0	12.2	164	16.03%	-4.48%
601949.SH	中国出版	-	-	-	-	-	-	14.7	128	-11.14%	-6.27%
601900.SH	南方传媒	8.9	9.8	10.9	14.5	13.1	11.8	11.4	129	16.32%	-4.83%
000719.SZ	中原传媒	-	-	-	-	-	-	9.4	113	16.75%	-2.38%
600757.SH	长江传媒	7.9	8.4	9.0	13.9	13.1	12.3	12.8	110	28.46%	-5.12%
605577.SH	龙版传媒	-	-	-	-	-	-	28.2	59	-37.72%	-7.91%
600551.SH	时代出版	3.8	4.2	4.6	14.7	13.3	12.2	10.2	56	-20.94%	-3.60%
300788.SZ	中信出版	1.5	1.8	2.0	43.0	36.8	32.0	54.3	65	8.49%	8.65%
600229.SH	城市传媒	3.3	3.8	4.2	13.9	12.0	10.7	15.9	45	-7.68%	-3.30%
603230.SH	内蒙新华	-	-	-	-	-	-	14.9	42	-18.32%	-6.24%
600825.SH	新华传媒	-	-	-	-	-	-	350.7	62	46.53%	-9.31%
002181.SZ	粤传媒	-	-	-	-	-	-	-227.0	67	21.96%	3.57%
300654.SZ	世纪天鸿	0.5	0.7	0.8	64.4	53.5	45.2	82.0	35	-10.55%	-5.85%
601999.SH	出版传媒	-	-	-	-	-	-	35.8	33	-15.73%	-3.83%
603999.SH	读者传媒	-	-	-	-	-	-	33.1	33	-10.48%	-6.50%
603096.SH	新经典	1.7	1.9	2.0	18.8	17.1	15.8	20.5	32	-3.71%	10.87%
301052.SZ	果麦文化	-	-	-	-	-	-	68.3	24	-41.89%	-5.03%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心, 市值截至日期为 2025/1/8

早年文化企业发展享受所得税优惠, 23 年底到期后实际税率提升较多, 目前重新继续享有免征所得税优惠政策。2023 年新出台的《关于延续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业有关税收政策的公告》延续了

〔2019〕16号文件新转制企业在转制注册之日起五年内享受免税优惠的规定，但是未单独强调原已转制企业可继续免征，意味着根据16号公告已享受完5年免税优惠的转制企业将不再享受此项税收优惠。24Q1所得税：除内蒙新华这种有地缘性税收优惠以及民营出版公司外，大多数国有出版公司24年调整后实际所得税率在25%上下。

图 47: 出版行业公司所得税率

代码	公司名称	利润总额					所得税费用					实际税率				
		2023A	2023Q1	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023A	2023Q1	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023A	2023Q1	2024Q1	2024Q2	2024Q3
601928.SH	凤凰传媒	23.28	5.05	4.89	11.16	1.79	-6.33	0.03	1.27	2.35	0.58	-27.2%	0.6%	26.0%	21.1%	32.5%
601019.SH	山东出版	20.98	2.11	2.76	7.60	2.86	-2.74	0.00	0.67	2.15	0.72	-13.1%	0.0%	24.3%	28.3%	25.2%
601098.SH	中南传媒	17.40	3.60	4.15	6.86	2.91	-2.14	0.05	1.16	1.69	0.74	-12.3%	1.4%	27.9%	24.6%	25.5%
600373.SH	中文传媒	17.08	4.38	3.72	4.86	1.77	-2.46	0.10	1.10	1.22	0.55	-14.4%	2.3%	29.6%	25.1%	31.1%
601921.SH	浙版传媒	12.68	1.46	1.48	5.33	-0.61	-2.45	0.01	0.36	1.34	0.11	-19.3%	0.6%	24.7%	25.2%	-
601801.SH	皖新传媒	8.41	3.58	3.86	3.78	2.88	-1.15	0.09	0.86	0.92	0.50	-13.7%	2.6%	22.2%	24.4%	17.3%
601811.SH	新华文轩	15.63	2.14	2.46	6.03	2.19	-0.65	0.09	0.34	0.62	0.37	-4.2%	4.4%	13.7%	10.3%	17.0%
601949.SH	中国出版	9.05	0.29	0.09	1.97	2.03	-0.98	0.03	0.15	0.39	0.43	-10.8%	9.1%	175.6%	19.6%	21.0%
601900.SH	南方传媒	13.52	2.62	2.28	2.47	3.45	-0.89	0.09	0.57	0.62	0.92	-6.6%	3.5%	25.1%	24.9%	26.6%
000719.SZ	中原传媒	12.16	1.10	1.19	4.08	2.27	-1.85	0.09	0.84	0.81	0.66	-15.2%	7.8%	70.5%	19.7%	29.3%
600757.SH	长江传媒	9.05	3.86	3.54	3.58	2.13	-1.11	0.02	0.94	0.85	0.56	-12.3%	0.5%	26.6%	23.8%	26.2%
605577.SH	龙版传媒	3.00	1.41	1.66	-0.37	1.49	-0.44	0.00	0.29	-0.02	0.28	-14.8%	0.0%	17.2%	4.8%	18.7%
600551.SH	时代出版	4.64	0.86	0.85	1.33	1.09	-0.88	0.00	0.22	0.23	0.18	-18.9%	0.1%	25.6%	17.2%	16.9%
300788.SZ	中信出版	0.78	0.41	0.51	0.68	0.45	-0.42	0.00	0.13	0.13	0.09	-53.7%	0.1%	25.5%	19.1%	19.1%
600229.SH	城市传媒	3.51	0.97	1.27	0.98	-0.23	-0.57	0.01	0.40	0.29	0.02	-16.2%	1.0%	31.3%	29.1%	-
603230.SH	内蒙新华	3.16	1.42	1.36	0.02	1.90	0.00	0.00	0.08	0.08	0.15	0.1%	0.0%	5.8%	419.9%	8.1%
600825.SH	新华传媒	0.42	0.04	0.05	0.45	-0.27	0.06	0.00	0.03	0.17	-0.07	14.5%	-1.3%	66.1%	37.3%	26.5%
300654.SZ	世纪天鸿	0.60	0.12	0.10	0.01	0.33	0.17	0.03	0.03	0.00	0.08	27.8%	24.3%	31.1%	24.7%	24.1%
601999.SH	出版传媒	0.74	-0.06	-0.03	0.27	0.44	-0.25	0.00	0.06	0.08	0.14	-33.4%	-0.2%	-197.5%	30.6%	32.4%
301052.SZ	果麦文化	0.61	0.16	-0.11	0.14	0.20	0.07	0.02	-0.02	0.02	0.02	11.8%	14.8%	15.8%	13.2%	10.5%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2024年12月11日，根据“三部门：文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业可享税收优惠”，为进一步支持转制文化企业发展，现就经营性文化事业单位转制为企业有关税收政策公告如下：一、经营性文化事业单位转制为企业，可以享受以下过渡期税收优惠政策：（一）经营性文化事业单位于2022年12月31日前转制为企业的，自转制注册之日起至2027年12月31日免征企业所得税。（二）由财政部门拨付事业经费的文化单位于2022年12月31日前转制为企业的，自转制注册之日起至2027年12月31日对其自用房产免征房产税。上述所称“经营性文化事业单位”，是指从事新闻出版、广播影视和文化艺术的事业单位，因此出版企业多数可继续享受免征所得税政策优惠至2027年，多数国有出版企业eps有望得到修复。

图 48: 出版行业公司分红率及动态股息率

代码	公司名称	分红总额			分红率			扣非归母净 利润 2023A	分红总额/ 扣非归母净 利润 2023^	23年^同比	动态股息率
		2021	2022	2023	2021	2022	2023				
601928.SH	凤凰传媒	12.72	12.72	12.72	51.8%	61.1%	43.1%	20.74	61.3%	0.2%	4.39%
601019.SH	山东出版	7.30	8.14	11.69	47.7%	48.4%	49.2%	15.74	74.2%	25.8%	5.02%
601098.SH	中南传媒	11.67	10.78	9.88	77.0%	77.0%	53.3%	15.52	63.6%	-13.4%	3.88%
600373.SH	中文传媒	9.21	10.16	10.55	45.1%	52.6%	53.7%	15.57	67.8%	15.1%	6.32%
601921.SH	浙版传媒	7.11	7.78	8.67	54.0%	55.0%	57.4%	11.24	77.1%	22.1%	5.15%
601801.SH	皖新传媒	3.38	3.68	5.97	52.9%	52.0%	63.8%	7.54	79.2%	27.2%	4.20%
601811.SH	新华文轩	2.53	2.69	4.59	30.2%	30.0%	31.3%	16.24	28.3%	-1.8%	3.83%
601949.SH	中国出版	2.35	1.97	2.91	30.1%	30.2%	30.1%	5.60	52.0%	21.8%	2.27%
601900.SH	南方传媒	2.91	4.15	4.76	36.0%	43.9%	37.1%	8.91	53.5%	9.5%	3.76%
000719.SZ	中原传媒	3.38	3.89	4.30	34.6%	37.7%	30.9%	11.15	38.5%	0.9%	3.79%
600757.SH	长江传媒	4.49	3.88	4.85	64.4%	53.2%	47.8%	8.89	54.6%	1.4%	4.41%
605577.SH	龙版传媒	0.44	0.49	0.36	10.0%	10.2%	10.3%	2.81	12.6%	2.4%	0.60%
600551.SH	时代出版	1.40	1.21	2.42	22.1%	35.2%	43.6%	3.47	69.7%	34.6%	6.02%
300788.SZ	中信出版	0.97	0.67	0.59	40.0%	53.1%	50.7%	0.62	95.3%	42.2%	0.90%
600229.SH	城市传媒	1.11	1.32	1.78	39.9%	39.3%	43.7%	2.29	77.8%	38.4%	4.01%
603230.SH	内蒙新华	0.23	0.53	1.59	10.1%	19.8%	50.5%	2.60	61.3%	41.5%	3.79%

资料来源：iFind，信达证券研发中心，截至2025年1月8日（2023^A代表用分红总额/扣非归母净利润所得的指标）

投资建议：方向一：24年前三季度业绩表现较优公司：南方传媒、山东出版、长江传媒、时代出版、新华文轩、中信出版、皖新传媒等；方向二：分红率、股息率较优公司：山东出版、皖新传媒、中南传媒、长江传媒、凤凰传媒、中信出版、南方传媒等；方向三：积极开拓AI以及教育创新业务，AI+赋能类公司：果麦文化、南方传媒、皖新传媒、时代出版、世纪天鸿、荣信文化等。

六、投资建议

【AI应用】 建议关注AI+营销（AI程序化投放的AppLovin 2024/2025年EV/EBITDA分别为40.31x/31.42x，PE分别为71.82x/50.19x）：易点天下、蓝色光标、天地在线、利欧股份、引力传媒、因赛集团、浙文互联等；**AI Agent**：值得买、焦点科技、昆仑万维、万兴科技、金山办公、泛微网络等；**AI搜索**：昆仑万维、360等；**AI+多模态（图片视频音频）**：芒果超媒、上海电影、华策影视、电广传媒、中广天择、视觉中国、中文在线、盛天网络、昆仑万维等；**AI+电商**：值得买、返利科技、焦点科技、遥望科技等；**AI+教育**：世纪天鸿、佳发教育、豆神教育；**AI+游戏**：恺英网络、三七互娱、世纪华通、巨人网络、掌趣科技等；**端侧AI硬件**：中兴通讯、博士眼镜、国光电器、漫步者等；**AI陪伴**：奥飞娱乐、汤姆猫、实丰文化、果麦文化等。

【悦己消费】 建议关注产业链相关公司，建议关注：**全产业链布局的**：泡泡玛特；**IP授权方**：奥飞娱乐、上海电影、阅文集团、中文在线；**以及发行/渠道相关的**：哔哩哔哩、姚记科技、广博股份、华立科技等。

【游戏】 建议关注恺英网络《百工灵》（10.11上线后进入iOS游戏免费榜Top5）、《彩虹橙》（10.20公测）、《盗墓笔记：启程》（9.19开启首轮付费测，预约达80万）、《斗罗大陆：诛邪传说》（10.10首测并正式开启预约）、《龙之谷世界》（定档2025/2/20）；三七互娱《斗罗大陆：猎魂世界》11月6日开启测试，时光大爆炸2025/1/2上线，仙剑世界定档2025/2/19，公司在A股游戏中估值偏低；吉比特《M72》1月2日上线，《M88》结束首轮付费测期待正式上线，代理发行产品《封神幻想世界》10月18日上线，《异象回声》11月13日上线，《异界原点传说》12月11日上线；巨人网络《王者征途》10月24日上线APP版本，其小游戏版本上线数月来目前仍稳居微信小游戏畅销榜Top10，《原始征途》正式版将于2025年1月10日上线，25年也有望迎SLG及卡牌新品；完美世界《诛仙世界》将于12月19日正式上线，《异环》2025年有望上线；神州泰岳两款SLG新品《代号DL》已于美国上线，《代号LOA》、《荒星传说：牧者之息》（《代号DL》国内版）、《海岛守望》有望于25年上线。其他A股游戏公司建议关注：ST华通、掌趣科技、游族网络等。

【影视】 投资建议：**1）2025年电影春节档已官宣定档影片的相关上市公司**，如博纳影业、光线传媒、万达电影、阿里影业、中国儒意、横店影业、猫眼娱乐、中国电影等；**2）2025年有望受AI+视频方向催化的相关公司**，如上海电影、华策影视、慈文传媒、捷成股份等；**3）院线方受益恢复趋势的相关公司**：万达电影、横店影视、幸福蓝海等；**4）其他建议关注**：阅文集团、百纳千成、慈文传媒、华谊兄弟、中广天择、北京文化等。

【出版】 投资建议：方向一：24年前三季度业绩表现较优公司：南方传媒、山东出版、长江传媒、时代出版、新华文轩、中信出版、皖新传媒等；方向二：分红率、股息率较优公司：山东出版、皖新传媒、中南传媒、长江传媒、凤凰传媒、中信出版、南方传媒等；方向三：积极开拓AI以及教育创新业务，AI+赋能类公司：果麦文化、南方传媒、皖新传媒、时代出版、世纪天鸿、荣信文化等。

七、风险因素

（1）统计不完整或偏差的风险。 本文所涉及行业/上市公司的数据是经筛选且剔除部分异常值，存在统计不完整

或偏差的风险。

(2) 行业监管风险。传媒行业面临较为严格的监管，存在政策变动的风险。

(3) 宏观经济不振对行业的风险。如果宏观经济恢复不及预期，消费意愿及购买力下降，可能造成行业营收出现下滑。

(4) 行业竞争加剧风险。存在行业竞争加剧、中小厂商市场份额被压缩的风险。

(5) 用户拓展不及预期风险。当下娱乐种类丰富、产品供给充足，存在用户渗透率无法达到预期的风险。

研究团队简介

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队负责人。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队分析师。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。