

传媒行业深度报告

24Q4&25Q1 业绩综述：25Q1 板块整体优于市场预期，影视及游戏行业表现亮眼

增持（维持）

投资要点

- 整体：25Q1 表现优于预期，爆款驱动影视及游戏板块增长。**24Q4、25Q1 传媒板块合计实现收入 1,393 亿元、1,240 亿元，同比下滑 2%、增长 5%；板块增速实现企稳回升，整体表现略好于市场预期。其中受爆款催化的影视院线及游戏板块表现出色，其他板块整体表现相对平稳。
- 游戏：业绩超预期，看好新游周期开启。**2024 年及 2025Q1 A 股游戏公司合计实现营收 873.7、248.2 亿元， $YoY +8\%、+21\%$ ，世纪华通爆款手游《无尽冬日》表现亮眼提振板块增速。截至 2025Q1 末，A 股游戏公司合同负债合计 71.9 亿元，同比增长 7.5 亿元，环比增长 0.7 亿元，反应 A 股游戏公司流水稳健增长态势。2024 年及 2025Q1 A 股游戏公司合计实现归母净利润 68.4、42.4 亿元， $YoY -14\%、+61\%$ 。我们看好 2025 年买量市场竞争趋缓，新游周期开启驱动业绩增长，同时期待 AI 催化提振板块估值，推荐巨人网络、恺英网络、完美世界、吉比特、姚记科技、三七互娱、宝通科技等，关注 ST 华通、盛天网络等。
- 营销：宏观复苏乏力拖累行业收入，头部企业韧性強。**行业 24Q4 及 25Q1 收入同比下滑，主要受广告主投放谨慎及经济复苏不及预期影响。但细分领域仍存结构性亮点，AI 技术赋能投放效率提升，饮食、日化等高频消费品类广告主投放保持韧性，头部广告公司进一步巩固市场份额。行业 25Q1 行业归母净利润回升至 15 亿元，同比增长 9%，初步显现复苏态势。行业龙头分众传媒点位稳健扩张，营业成本持续下降，在行业中表现突出，期待整合新潮强化壁垒格局优化，维持公司“买入”评级。
- 影视院线：2025 年迎来“开门红”，期待后续内容表现。**24Q4 影视院线行业实现收入 98.4 亿元，同比下滑 6%，主要受优质电影数量有限影响；25Q1 影视院线行业实现收入 141.2 亿元，同比增长 41%，主要受《哪吒之魔童闹海》等头部影片带动，25Q1 电影大盘票房收入同比增长 48%。24Q4/25Q1 影视行业归母净利润总额分别为 -34.1/23.7 亿元，影视院线公司运营杠杆较强带来利润波动，期待 2025 年后续票房市场表现，推荐：上海电影、万达电影、光线传媒，建议关注横店影视等。
- 数字媒体：数字媒体行业 2024 年、2025Q1 收入均有个位数下滑，行业龙头芒果超媒 2024 年收入 140.8 亿元， $YoY -3.8\%$ ，归母净利润 13.6 亿元， $YoY -61.6\%$ ，企业所得税优惠政策变化导致递延所得税资产的确认和冲回影响较大。2025Q1 收入 29.0 亿元， $YoY -12.8\%$ ，传统电视购物业务板块收缩拖累增长，归母净利润 3.8 亿元， $YoY -19.8\%$ ，公司加大了对头部剧集、微短剧、动漫游戏等生态布局及技术应用的投入。仍然看好公司的优质剧集内容对会员收入的拉动效应，维持公司“买入”评级。**
- 出版报刊：教育出版监管影响收入，所得税政策变动产生一次性影响。**2024 年、2025Q1 出版报刊行业收入同比下降 2% 及 4%，教育出版领域的监管政策对相关企业产生了影响，一般图书出版领域整体平稳。2024 年、2025Q1 归母净利润分别同比下降 34% 及同比增长 34%，行业归母净利润的波动主要与递延所得税资产/负债的变动有关，而毛利和费用变化幅度不大。考虑到财务稳健性及股息率，推荐：南方传媒、山东出版，建议关注中原传媒、中南传媒、凤凰传媒、长江传媒、皖新传媒等；其他出版方面，推荐中文在线，建议关注果麦文化等。
- 风险提示：**宏观经济恢复不及预期；政策风险；产品上线不及预期等。

2025 年 05 月 05 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书：S0600524070002
chenxin@dwzq.com.cn

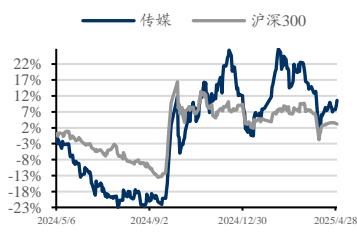
证券分析师 郭若娜

执业证书：S0600524080004
guorn@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书：S0600123070071
zhangwy@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《AI Agent 深度（二）：2025 Agent 元年，AI 从 L2 向 L3 发展》

2025-05-04

《Manus 发布点评：积极关注 AI Agent 及应用渗透率提升》

2025-03-07

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 整体: 25Q1 表现优于预期, 爆款驱动影视及游戏板块增长 | 5 |
| 2. 游戏: 业绩超预期, 看好新游周期开启 | 6 |
| 3. 营销: 宏观复苏乏力拖累行业收入, 头部企业韧性凸显结构性机遇 | 16 |
| 4. 影视院线: 2025 年迎来“开门红”, 期待后续内容表现 | 18 |
| 5. 数字媒体: 24 年收入及归母净利双降, 25Q1 压力仍存 | 22 |
| 6. 出版报刊: 教育出版监管影响收入, 所得税政策变动产生一次性影响 | 24 |
| 6.1. 图书零售大盘小幅下降, 渠道变革持续深化 | 24 |
| 6.2. 政策: 教育出版监管影响收入, 所得税政策变动产生一次性影响 | 26 |
| 6.3. 财务表现: 收入同比微降, 归母净利润波动主要系所得税影响 | 27 |
| 7. 风险提示 | 29 |

图表目录

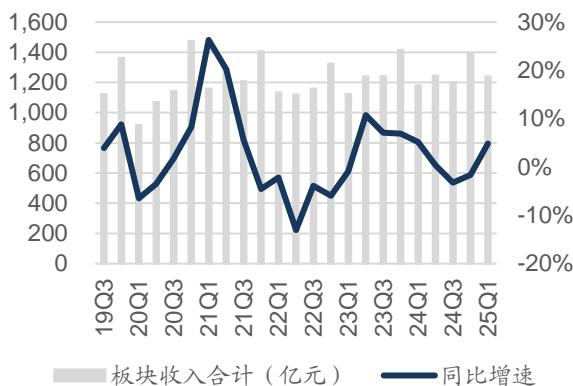
| | |
|---|----|
| 图 1: 行业整体收入及同比增速..... | 5 |
| 图 2: 行业内细分板块收入 (单位: 亿元) | 5 |
| 图 3: 传媒行业子版块季度收入同比增速..... | 5 |
| 图 4: 行业整体归母净利润及同比增速..... | 6 |
| 图 5: 行业内细分板块归母净利润 (单位: 亿元) | 6 |
| 图 6: 中国游戏市场年度实际销售收入..... | 6 |
| 图 7: 中国游戏市场季度实际销售收入..... | 6 |
| 图 8: 中国移动游戏市场年度实际销售收入..... | 7 |
| 图 9: 中国移动游戏市场季度实际销售收入..... | 7 |
| 图 10: 中国厂商自研游戏年度海外实际销售收入..... | 7 |
| 图 11: 中国厂商自研游戏季度海外实际销售收入..... | 7 |
| 图 12: 游戏行业年度总收入及同比增速..... | 8 |
| 图 13: 游戏行业季度总收入及同比增速..... | 8 |
| 图 14: 游戏行业季度末合同负债情况..... | 8 |
| 图 15: 游戏行业年度归母净利润 (左轴) 及同比增速..... | 9 |
| 图 16: 游戏行业年度净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 9 |
| 图 17: 游戏行业季度归母净利润 (左轴) 及同比增速..... | 9 |
| 图 18: 游戏行业季度净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 9 |
| 图 19: 游戏行业年度毛利额及同比增速..... | 9 |
| 图 20: 游戏行业年度毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 9 |
| 图 21: 游戏行业季度毛利额及同比增速..... | 10 |
| 图 22: 游戏行业季度毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 10 |
| 图 23: 游戏行业年度销售费用 (左轴) 及同比增速..... | 10 |
| 图 24: 游戏行业年度销售费用率(左轴)及同比增减(右轴)..... | 10 |
| 图 25: 游戏行业季度销售费用 (左轴) 及同比增速..... | 11 |
| 图 26: 游戏季度销售费用率(左轴)及同比增减(右轴)..... | 11 |
| 图 27: 游戏行业年度管理费用 (左轴) 及同比增速..... | 11 |
| 图 28: 游戏年度管理费用率(左轴)及同比增减(单位: pct) | 11 |
| 图 29: 游戏行业季度管理费用 (左轴) 及同比增速..... | 11 |
| 图 30: 游戏季度管理费用率(左轴)及同比增减(单位: pct) | 11 |
| 图 31: 游戏行业年度研发费用 (左轴) 及同比增速..... | 12 |
| 图 32: 游戏年度研发费用率(左轴)及同比增减(右轴) | 12 |
| 图 33: 游戏行业季度研发费用 (左轴) 及同比增速..... | 12 |
| 图 34: 游戏季度研发费用率(左轴)及同比增减(右轴) | 12 |
| 图 35: 游戏行业年度分红金额..... | 13 |
| 图 36: 游戏行业年度股利支付率..... | 13 |
| 图 37: 巨人网络营业收入及同比增速..... | 14 |
| 图 38: 巨人网络归母净利润及同比增速..... | 14 |
| 图 39: 恺英网络营业收入及同比增速..... | 15 |
| 图 40: 恺英网络归母净利润及同比增速..... | 15 |
| 图 41: 完美世界营业收入及同比增速..... | 16 |
| 图 42: 完美世界归母净利润及同比增速..... | 16 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 43: 2020Q3 至今营销行业季度收入及同比增速 | 16 |
| 图 44: 2021Q3 至今营销行业归母净利润及增速 | 17 |
| 图 45: 营销行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 17 |
| 图 46: 2020Q1 至今营销行业毛利及同比增长 | 17 |
| 图 47: 营销行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 17 |
| 图 48: 分众传媒收入 (左轴) 及增速 (单位: 亿元) | 18 |
| 图 49: 分众传媒归母净利润 (左轴) 及增速 (单位: 亿元) | 18 |
| 图 50: 2018Q1 至今影视院线行业季度收入及同比增速 | 19 |
| 图 51: 电影大盘票房收入 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 19 |
| 图 52: 电影大盘观影人次 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 19 |
| 图 53: 2018Q1 至今影视院线行业毛利 | 20 |
| 图 54: 影视行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 20 |
| 图 55: 2018Q1 至今影视院线归母净利润 | 20 |
| 图 56: 影视院线行业净利率 | 20 |
| 图 57: 万达电影收入及同比增速 | 21 |
| 图 58: 万达电影归母净利润及同比增速 | 21 |
| 图 59: 光线传媒收入及同比增速 | 22 |
| 图 60: 光线传媒归母净利润及同比增速 | 22 |
| 图 61: 数字媒体行业季度收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元) | 23 |
| 图 62: 数字媒体行业毛利额及同比增速 | 23 |
| 图 63: 数字媒体行业毛利率 (左轴) 及同比增减 | 23 |
| 图 64: 数字媒体行业归母净利润 (左轴) 及同比增速 | 23 |
| 图 65: 数字媒体行业销售净利率 (左轴) 及同比增减 | 23 |
| 图 66: 芒果超媒收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元) | 24 |
| 图 67: 芒果超媒归母净利润 (左轴) 及归母净利率 (右轴) | 24 |
| 图 68: 2024 年北京开卷的图书零售数据 | 25 |
| 图 69: 出版行业季度收入及同比增速 | 28 |
| 图 70: 出版行业归母净利润及同比增速 | 28 |
| 图 71: 出版行业归母净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 28 |
| 图 72: 出版行业毛利及同比增速 | 28 |
| 图 73: 出版行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 28 |
| 图 74: 出版行业销售费用及同比增长 | 29 |
| 图 75: 出版行业销售费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 29 |
| 图 76: 出版行业管理费用及同比增长 | 29 |
| 图 77: 出版行业管理费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴) | 29 |
| | |
| 表 1: 国有出版企业实际税率 | 26 |
| 表 2: 国有出版企业期末递延所得税资产和递延所得税负债 (亿元) | 27 |

1. 整体：25Q1 表现优于预期，爆款驱动影视及游戏板块增长

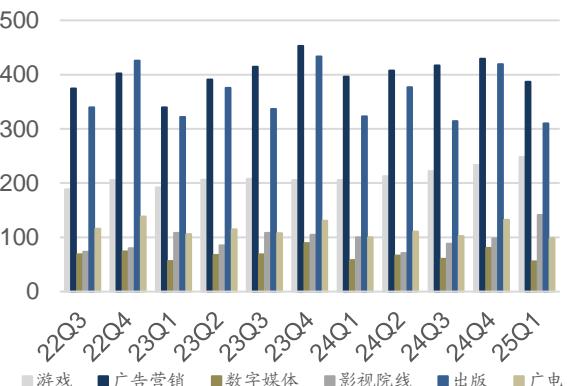
2024Q4，传媒板块合计实现收入 1,393 亿元，同比下滑 2%；2025Q1，传媒板块合计实现收入 1,240 亿元，同比增长 5%，板块收入增速在 2025Q1 实现企稳回升，整体业绩表现好于市场预期。

图1：行业整体收入及同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

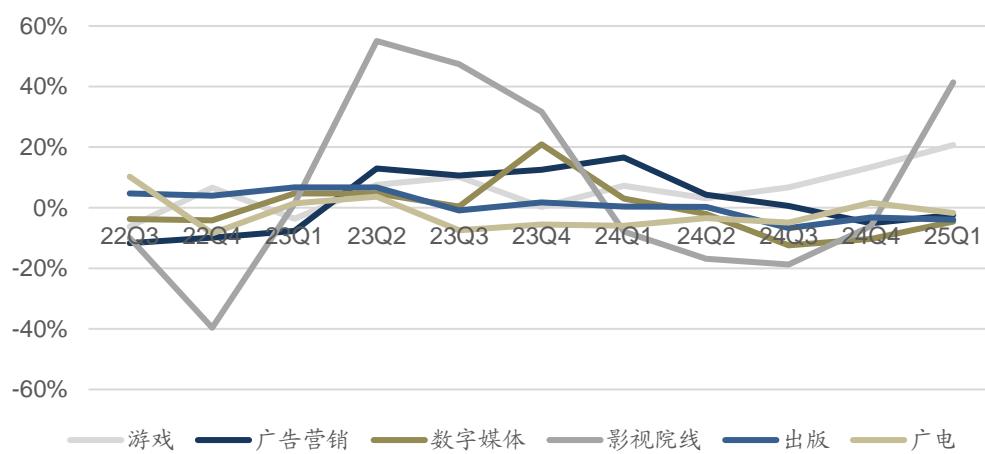
图2：行业内细分板块收入（单位：亿元）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

分行业来看，影视院线及游戏在 2025Q1 表现出色，均来自于爆款产品的催化，其他板块整体表现相对平稳。

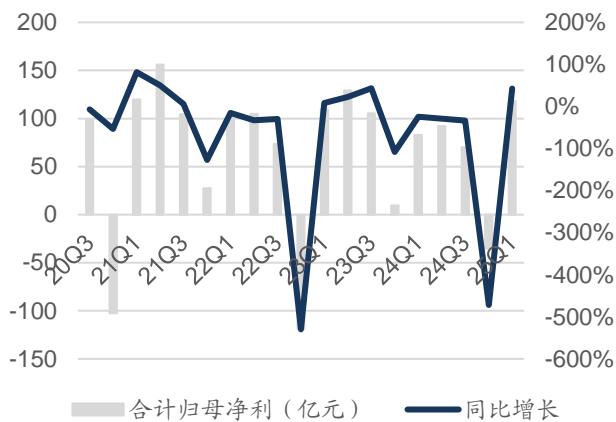
图3：传媒行业子版块季度收入同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

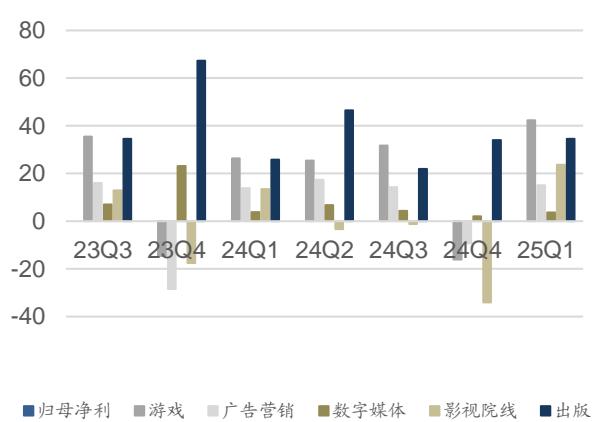
2024Q4 传媒行业实现归母净利润-35 亿元，亏损主要是由于影视院线行业在 2024Q4 出现经营亏损以及计提资产减值等所致。2025Q1 传媒行业实现归母净利润 118 亿，同比增长 43%，整体业绩增速亮眼。

图4：行业整体归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：行业内细分板块归母净利润 (单位: 亿元)

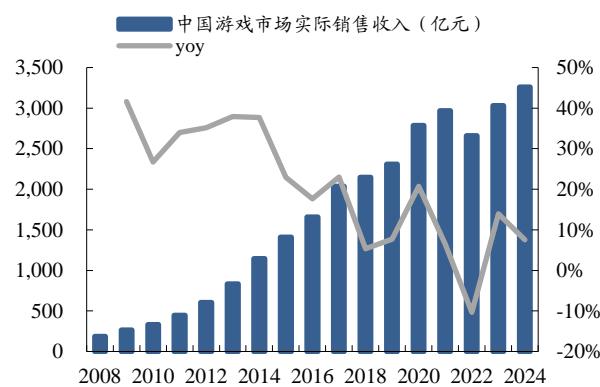


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 游戏: 业绩超预期, 看好新游周期开启

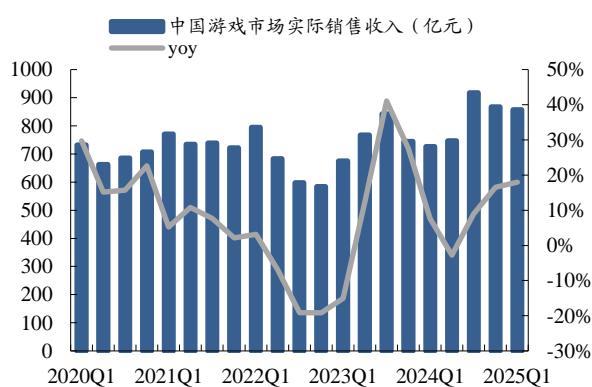
行业层面, 2024 年及 2025Q1 国内游戏市场实际销售收入 3257.83、857.04 亿元, yoy+7.53%、17.99%, 主要系 1) 小程序游戏市场发展迅速, 2024 年规模达 398.36 亿元, yoy+99.18%; 2) 《黑神话: 悟空》贡献主机市场增量; 3) 移动端游戏存量运营稳健, 新游《地下城与勇士: 起源》《绝区零》等贡献增量, 2024 年及 2025Q1 国内移动游戏市场规模达 2382.17、636.26 亿元, yoy+5.01%、+20.29%。

图6：中国游戏市场年度实际销售收入



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

图7：中国游戏市场季度实际销售收入



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

图8：中国移动游戏市场年度实际销售收入



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

2024 年及 2025Q1 中国厂商自研游戏出海实际销售收入 185.57、48.05 亿美元，
YoY+13.39%、+17.91%，《Whiteout Survival》等产品驱动出海收入增速回升。

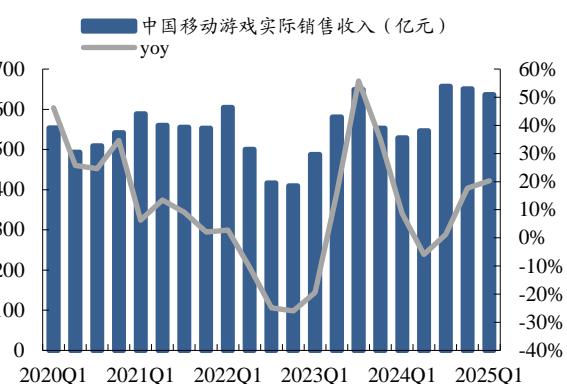
图10：中国厂商自研游戏年度海外实际销售收入



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

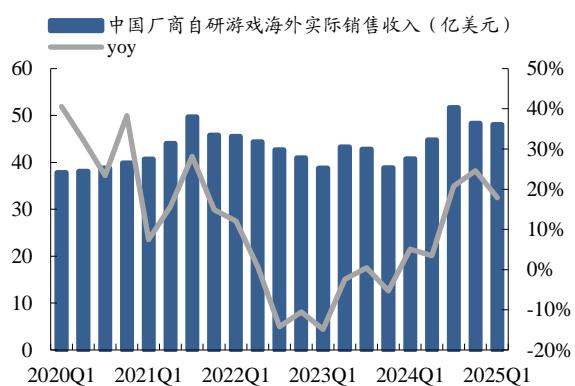
上市公司层面，2024 年及 2025Q1 A 股游戏公司合计实现营收 873.7、248.2 亿元，
YoY+8%、+21%，各家存量游戏延续稳健运营，新游陆续上线贡献增量，其中世纪华通
《无尽冬日》（海外服为《Whiteout Survival》）流水强劲，驱动营收高增，2025Q1 单季
度营收规模创新高。

图9：中国移动游戏市场季度实际销售收入



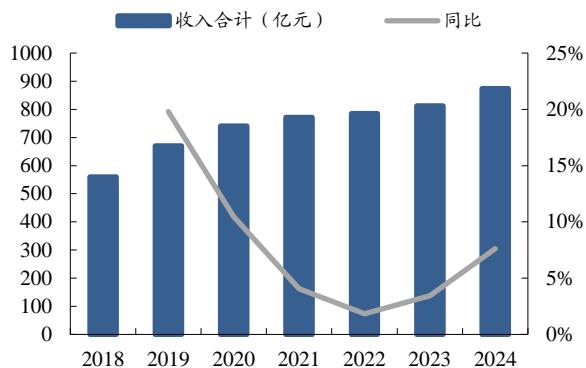
数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图11：中国厂商自研游戏季度海外实际销售收入



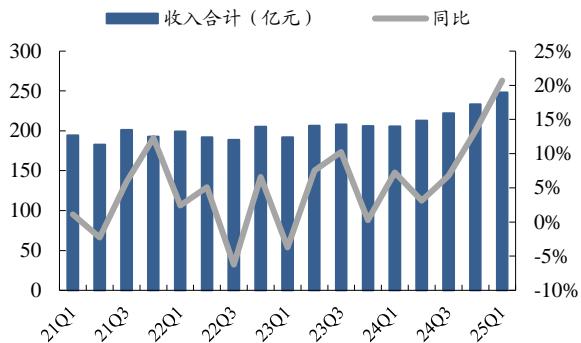
数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图12: 游戏行业年度总收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

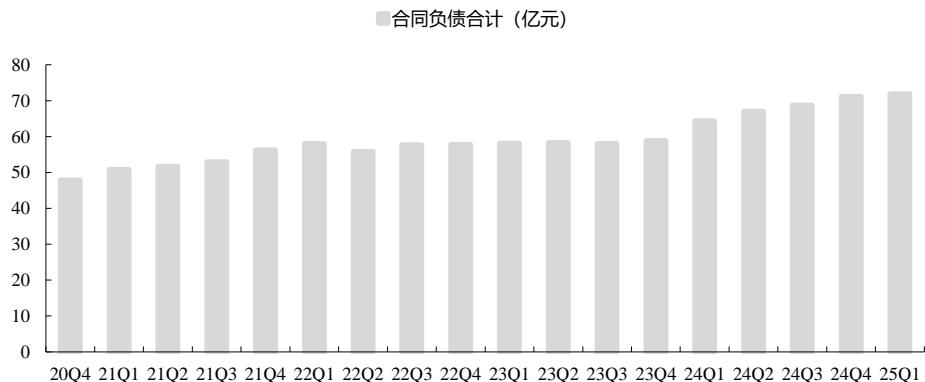
图13: 游戏行业季度总收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

截至 2025Q1 末, A 股游戏公司合同负债合计 71.9 亿元, 同比增长 7.5 亿元, 环比增长 0.7 亿元, 合同负债主要反应递延收入, 营收同环比增长, 合同负债延续同环比增长态势, 反应 A 股游戏公司流水稳健增长态势。

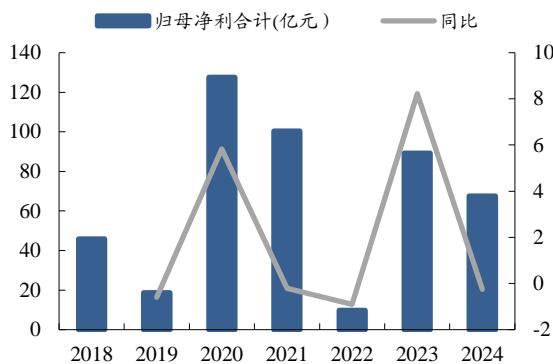
图14: 游戏行业季度末合同负债情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

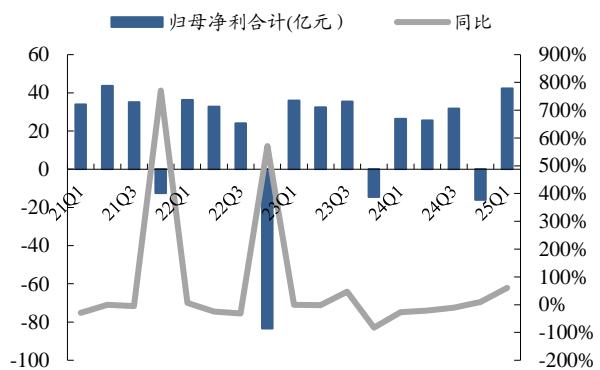
2024 年及 2025Q1 A 股游戏公司归母净利润 68.4、42.4 亿元, yoy-14%、+61%。归母净利率 7.7%、17.1%, yoy-3.3pct、+4.3pct, 2024 年同比回落主要系部分公司计提资产减值损失等影响, 2025Q1 归母净利润高增, 且增速高于营收, 主要系销售费用率回落驱动归母净利率提升。

图15: 游戏行业年度归母净利润(左轴)及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

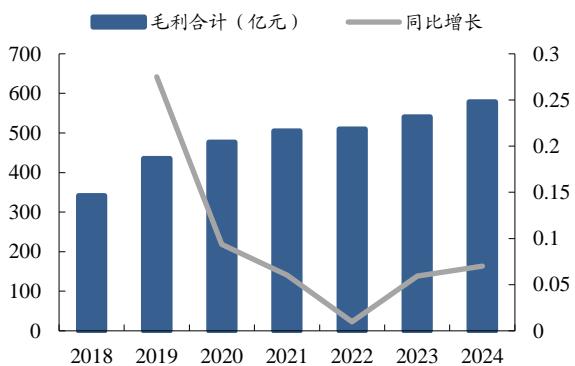
图17: 游戏行业季度归母净利润(左轴)及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

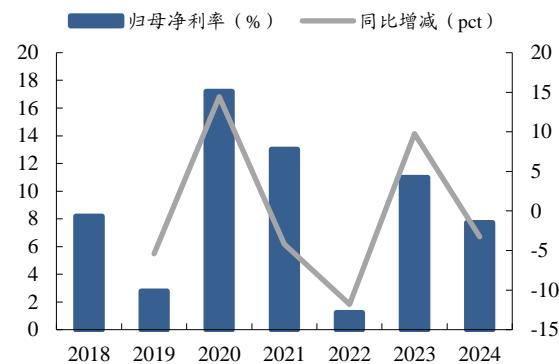
2024年及2025Q1 A股游戏公司毛利率 66.2%、67.0%，yoy-0.4pct、-1.3pct，主要受
自研、代理产品收入结构变动影响。

图19: 游戏行业年度毛利额及同比增速



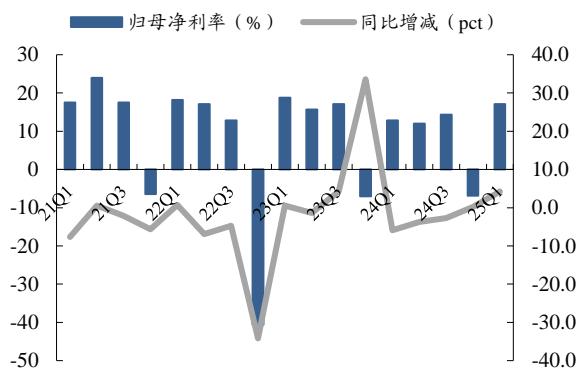
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 游戏行业年度净利率(左轴)及同比增减(右轴)



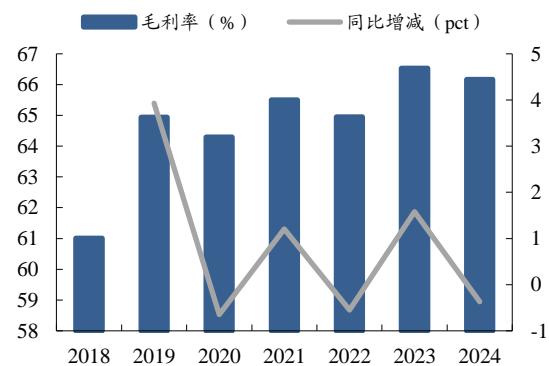
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 游戏行业季度净利率(左轴)及同比增减(右轴)



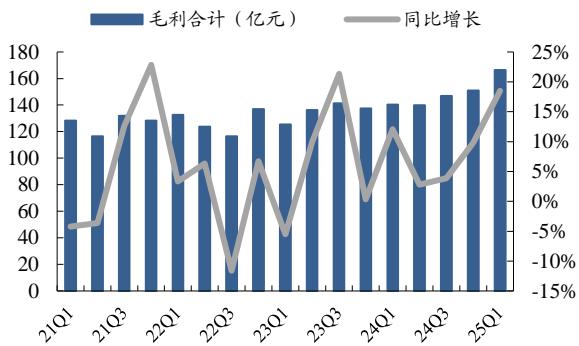
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 游戏行业年度毛利率(左轴)及同比增减(右轴)



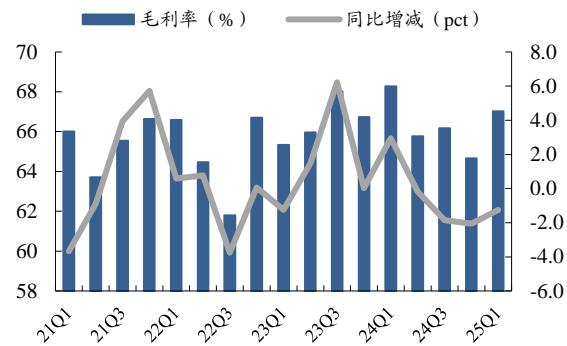
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21：游戏行业季度毛利额及同比增速



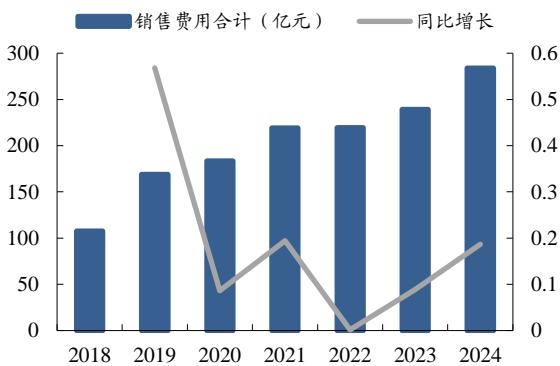
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图22：游戏行业季度毛利率(左轴)及同比增减(右轴)



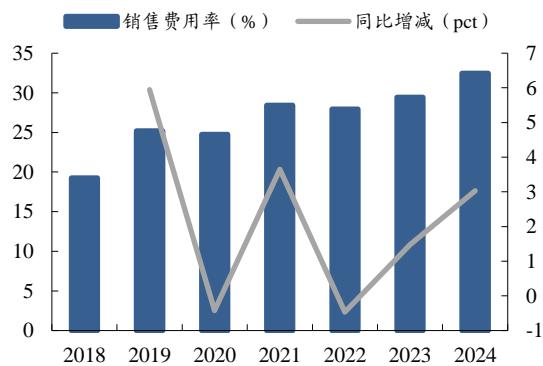
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图23：游戏行业年度销售费用(左轴)及同比增速



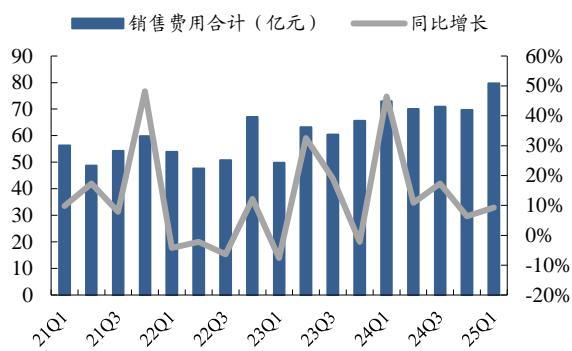
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图24：游戏行业年度销售费用率(左轴)及同比增减(右轴)



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

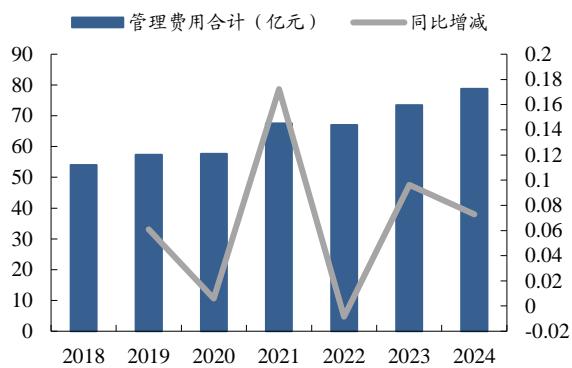
图25: 游戏行业季度销售费用(左轴)及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

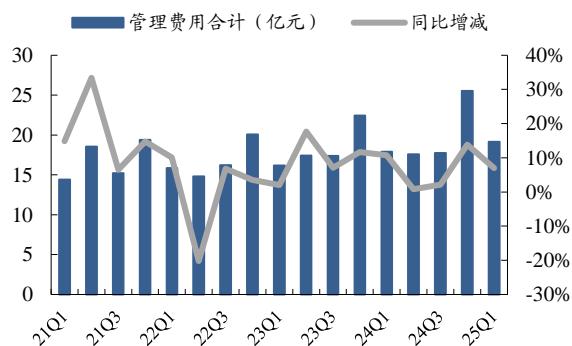
2024年及2025Q1A股游戏公司管理费用合计78.8、19.1亿元, yoy+7%、+7%, 管理费用率9.0%、7.7%, yoy-0.0pct、-1.0pct。

图27: 游戏行业年度管理费用(左轴)及同比增速



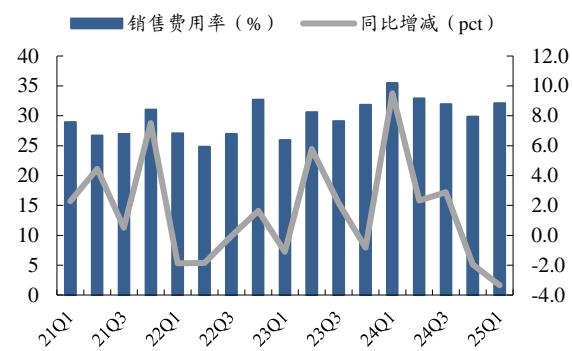
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 游戏行业季度管理费用(左轴)及同比增速



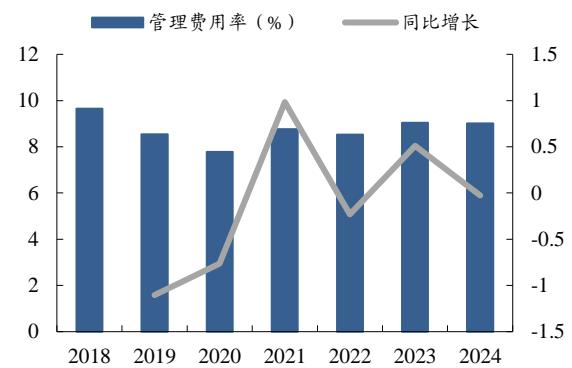
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 游戏季度销售费用率(左轴)及同比增减(右轴)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 游戏年度管理费用率(左轴)及同比增减(单位: pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

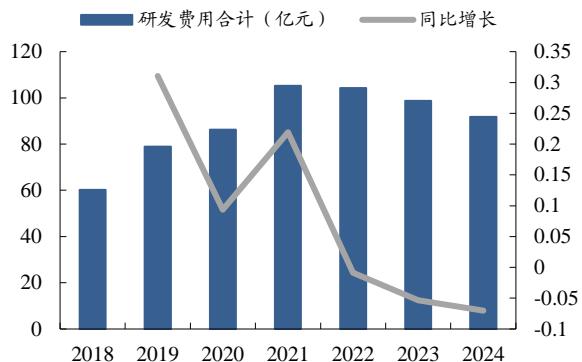
图30: 游戏季度管理费用率(左轴)及同比增减(单位: pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2024 年及 2025Q1 A 股游戏公司研发费用合计 91.7、22.7 亿元, yoy-7%、+1%, 研发费用率 10.5%、9.1%, yoy-1.7pct、-1.7pct, AI 赋能降本增效。

图31: 游戏行业年度研发费用(左轴)及同比增速



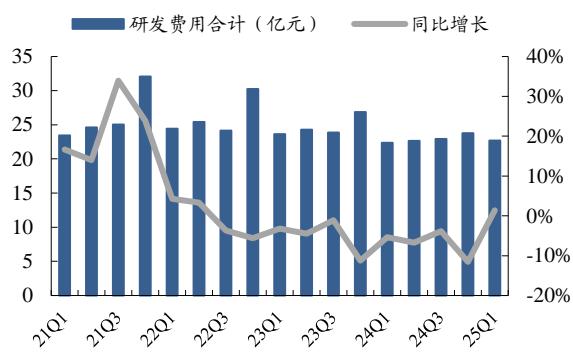
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 游戏年度研发费用率(左轴)及同比增减(右轴)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 游戏行业季度研发费用(左轴)及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

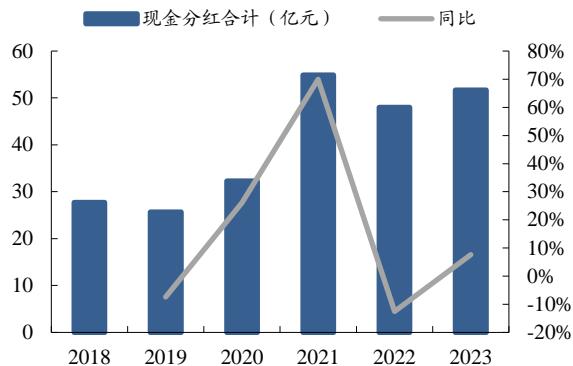
图34: 游戏季度研发费用率(左轴)及同比增减(右轴)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

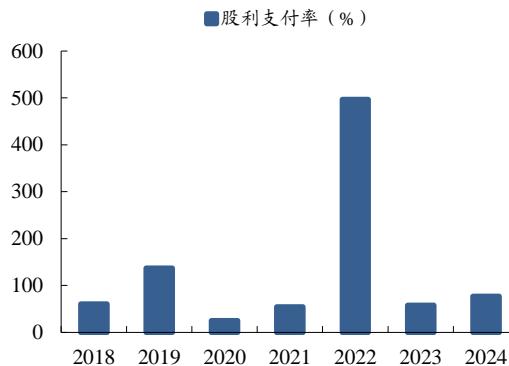
2024 年 A 股游戏公司合计分红 52.2 亿元, yoy+1%, 股利支付率(分红总额/归母净利润总额) 77.2%, yoy+33pct, 延续高分红回报股东。

图35：游戏行业年度分红金额



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图36：游戏行业年度股利支付率



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

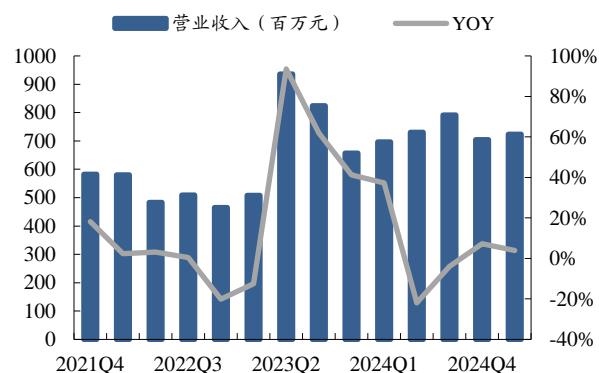
主要上市公司分析如下：

巨人网络：2024年公司实现营收29.23亿元，*YoY*-0.05%；归母净利润14.25亿元，*YoY*+31.15%；扣非归母净利润16.23亿元，*YoY*+18.23%。2025Q1公司实现收入7.24亿元，*YoY*+3.94%，*QoQ*+2.75%；归母净利润3.48亿元，*YoY*-1.29%，*QoQ*-1.76%；扣非归母净利润3.49亿元，*YoY*-10.45%，*QoQ*+3.95%。2024年股利支付率37.16%。

存量游戏稳健增长，多元新游储备充沛，期待AI布局持续落地。《王者征途》于2024年2月上线小程序平台，流水稳健增长；《原始征途》于2025年1月正式开启小程序版本买量投放，贡献可观流水增量，对应2025Q1合同负债7.61亿元，同比增加2.90亿元，环比增加1.28亿元，看好公司征途IP系列产品、休闲竞技赛道产品延续长线运营，递延收入有望逐步释放，贡献业绩增量。新游方面，多人组队游戏《超自然行动组》、策略卡牌《代号杀》、中国历史题材SLG《五千年》、休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛐蛐》有望陆续上线贡献业绩增量。AI方面，公司AI技术沿着“前期聚焦研发提效，中期突破体验优化，终局指向玩法创新”持续落地：1)研发提效方面，公司已搭建一系列内部AI工具平台，降低研运成本；2)体验优化及玩法创新方面，《太空杀》中陆续落地“AI残局挑战”“AI内鬼挑战”等AI原生玩法，期待公司更多AI玩法的探索与落地。自研之外，公司也积极拓展AI产业链上下游合作和投资布局，2025年2月深化与阿里云AI合作、参与AI图像生成平台LiblibAI最新融资。

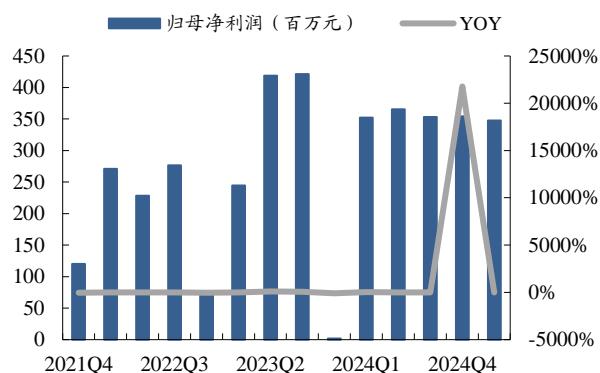
风险提示：老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，行业监管风险。

图37：巨人网络营业收入及同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图38：巨人网络归母净利润及同比增速



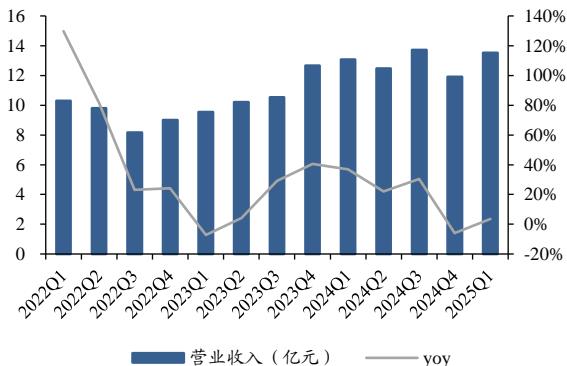
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

恺英网络：2024 年公司实现营收 51.18 亿元, yoy+19.16%, 归母净利润 16.28 亿元, yoy+11.41%, 扣非归母净利润 15.99 亿元, yoy+18.43%。2025Q1 实现营收 13.53 亿元, yoy+3.46%, qoq+13.62%; 归母净利润 5.18 亿元, yoy+21.57%, qoq+48.71%, 扣非归母净利润 5.16 亿元, yoy+21.66%, qoq+62.19%。2024 年公司合计分红 4.26 亿元, 股利支付率 26.18%。

新游储备充沛，关注 AI 应用进展。公司复古情怀品类表现稳健，创新品类持续兑现，新游《龙之谷：世界》《数码宝贝：源码》已于 2025 年 2、4 月公测上线，公司后续还储备有《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》《热血江湖：归来》《王者荣耀 2》《三国：天下归心》等新游，涵盖复古情怀 IP、MMO、ARPG、卡牌、开放世界冒险 RPG、SLG 等多元赛道，持续关注新游上线进展及表现，期待公司持续夯实复古情怀 IP 领先优势，同时探索新品类，不断增厚业绩。此外，公司深度探索 AI 应用，“形意”大模型涵盖从游戏动画、地图设计到设计开发等多个环节，大幅提升游戏研发效率，织梦大模型能处理复杂文本、生成故事脚本，应用于多场景并完成备案，有望深度赋能公司内外业务发展。此外，公司领投“自然选择”，孵化全球首款 3D AI 智能陪伴应用《EVE》，产品已于 2025/4/25 发布 PV，持续关注产品上线进度。

风险提示：老游流水超预期下滑，新游流水不及预期，行业监管风险。

图39：恺英网络营业收入及同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图40：恺英网络归母净利润及同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

完美世界：2024 年公司实现营收 55.70 亿元, yoy-28.50%, 归母净利润-12.88 亿元, yoy-362%, 扣非归母净利润-13.13 亿元, yoy-724%。2025Q1 营收 20.23 亿元, yoy+52.22%, qoq+35.08%, 归母净利润 3.02 亿元, 扣非归母净利润 1.63 亿元, 均同环比大幅扭亏为盈。此外, 公司宣布拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.3 元 (含税)。

《诛仙世界》释放利润, 重点关注《异环》进展。2024 年及 2025Q1 公司游戏业务实现营收 51.81、14.18 亿元, yoy-22.32%, +10.37%, 归母净利润-7.25、2.92 亿元, 扣非净利润-6.85、1.63 亿元。2024 年公司游戏业绩转亏, 主要系 1) 对旗下项目进行系统性梳理, 针对不符合发展方向、运营不及预期的项目, 采取关停、优化团队、缩减规模等措施, 产生研发费用及人员优化补偿金支出、资产减值损失等, 对应亏损约 7.4 亿元; 2) 确认对外投资的联营企业投资损失、长期股权投资减值损失等, 对应归母净亏损约 3.11 亿元; 3) 部分在营游戏流水在生命周期内自然回落, 对应在营游戏业绩贡献下降; 4) 《诛仙世界》于 2025 年 12 月 19 日上线, 收入与费用阶段性错配对 2024 年业绩产生负面影响。2025Q1 《诛仙世界》利润开启释放, 同时出售乘风工作室产生非经收益, 对应 2025Q1 游戏业务归母及扣非归母净利润同环比均大幅扭亏为盈。展望后续, 关注二次元都市题材开放世界多端游戏《异环》上线进展, 看好在《幻塔》的技术、运营经验积累基础上, 《异环》有望于 2025 年内上线贡献业绩弹性。

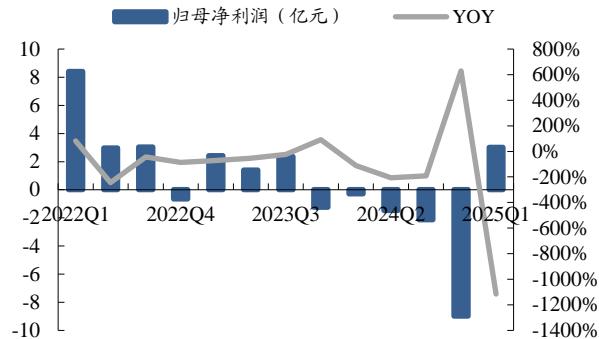
风险提示：老游流水超预期下滑, 新游流水不及预期, 行业监管风险。

图41：完美世界营业收入及同比增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图42：完美世界归母净利润及同比增速



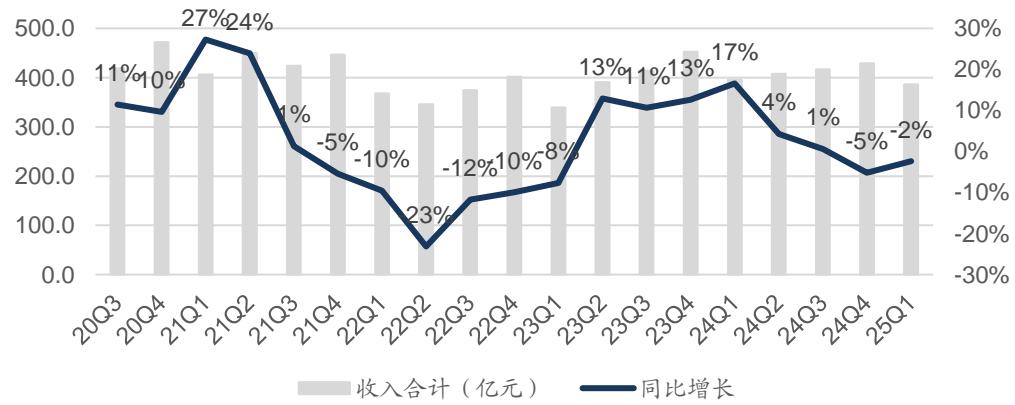
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

投资建议：看好 2025 年买量市场竞争趋缓，A 股厂商新游周期开启，驱动业绩增长，同时政策端持续向好，AI 催化不断，板块估值有望继续提升，推荐巨人网络、恺英网络、完美世界、吉比特、姚记科技、三七互娱、宝通科技等，关注 ST 华通、盛天网络等。

3. 营销：宏观复苏乏力拖累行业收入，头部企业韧性凸显结构性机遇

营销全行业 2024Q4 实现收入 429.4 亿元，同比下滑 5%；2025Q1 收入 386.6 亿元，同比下滑 2%。连续两季度收入下滑主要受宏观经济复苏不及预期、广告主投放谨慎影响。细分领域存结构性亮点：AI 技术赋能投放效率提升，饮食、日化等高频消费品类广告主投放保持韧性，头部广告公司依托数据积累与 AI 技术，进一步巩固市场份额。

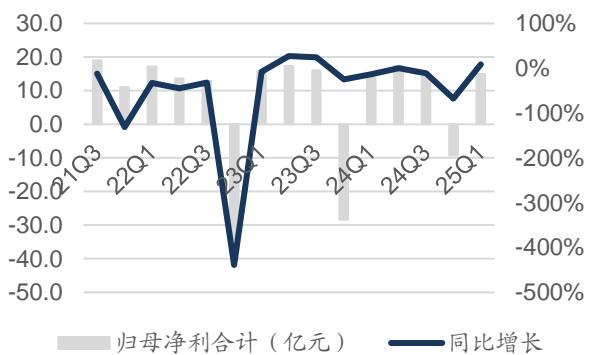
图43：2020Q3 至今营销行业季度收入及同比增速



数据来源：wind, 东吴证券研究所

营销全行业在 2024Q4 实现归母净利润-9.3 亿元，同比下滑 67%，亏损幅度进一步扩大，主要因行业需求持续低迷，固定成本占比高的结构性矛盾在周期底部进一步凸显。而进入 2025Q1，行业归母净利润回升至 15 亿元，同比增长 9%，初步显现复苏态势。此外行业数字化转型加速、AI 驱动的精准投放技术普及，行业成本结构逐步优化，推动利润端边际改善。未来随着宏观经济回暖与技术创新深化，行业盈利能力或进入温和修复通道。

图44：2021Q3 至今营销行业归母净利润及增速



数据来源：wind, 东吴证券研究所

图45：营销行业净利率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源：wind, 东吴证券研究所

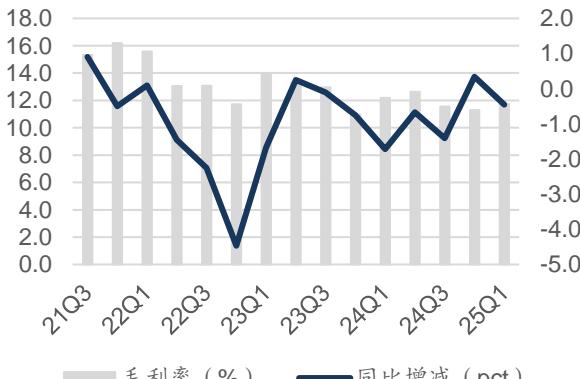
营销全行业毛利率自 2021Q1 触及 15.5% 的高点后持续走低，至 2022Q4 受疫情影响跌至 11.7% 的阶段性低位。随着疫情管控政策解除，行业毛利率于 2023Q2 回升至 13.3%，但受制于宏观经济复苏乏力，2024 年整体延续下行趋势：Q2 短暂反弹至 12.6% 后，Q3 再度回落至 11.6%。此后因短期修复动能不足，Q4 进一步微降至 11.1%。进入 2025 年，尽管数字化转型深化与 AI 技术应用为行业注入新动能，但市场竞争白热化导致的定价压力持续凸显，2025Q1 毛利率虽小幅反弹至 11.7%，同比仍下滑 0.5%。

图46：2020Q1 至今营销行业毛利及同比增长



数据来源：wind, 东吴证券研究所

图47：营销行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源：wind, 东吴证券研究所

重点上市公司层面：

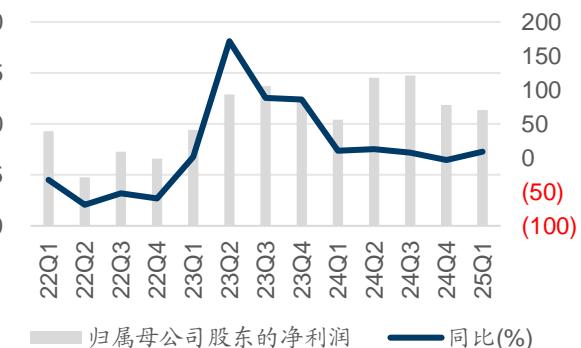
分众传媒 2024 Q4 实现营收 30.01 亿元，同比下滑 7.06%；归母净利润 11.87 亿元，同比下滑 3.08%；扣非归母净利润 11.27 亿元，同比增长 0.93%。2025Q1 实现营收 28.58 亿元，同比增长 4.7%；归母净利润 11.35 亿元，同比增长 9.14%；扣非归母净利润 9.88 亿元，同比增长 4.56%。

图48：分众传媒收入（左轴）及增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图49：分众传媒归母净利（左轴）及增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

营业成本绝对规模下降，点位效能突破夯实盈利弹性基础：2024Q4 分众营业总成本为 17.59 亿元，较 23Q4 同比下降 9.2%，成本管控成效显著，运营效率边际改善。至 2025Q1，营业总成本进一步降至 17.56 亿元，对应营收 28.58 亿元，毛利率和净利率皆有提升，长期来看，绝对成本规模下降，点位效能提升为长期盈利弹性释放奠定基础。

宏观环境回暖助力业绩修复，看好分众传媒 2025 年盈利弹性释放：1) 业绩韧性显现，成本效率提升。尽管外部承压，公司通过点位稳健扩张与精细化运营实现成本端持续优化，职工薪酬及设备折旧费用显著下降，为利润修复提供支撑。2) 消费板块强势驱动，客户结构持续聚焦。日用消费品客户成为核心增长引擎，占比持续提升，而互联网等高波动性板块收入占比已收缩至低位，业务抗风险能力增强。3) 整合新潮强化壁垒，行业格局优化。收购新潮后，分众通过资源整合、点位价值挖潜及费用协同，进一步巩固市场主导地位，利润释放空间可期。4) 政策红利释放，现金储备充裕。伴随消费刺激政策加码及宏观环境改善，公司充足现金流有望支撑业绩拐点加速兑现，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利。

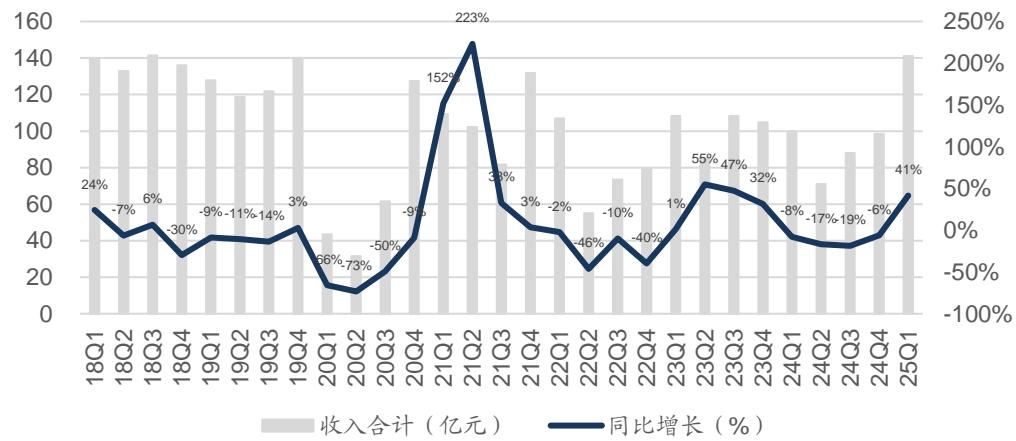
4. 影视院线：2025 年迎来“开门红”，期待后续内容表现

2024Q4 影视院线行业实现收入 98.4 亿元，同比下滑 6%，主要受优质电影数量有限影响，2024Q4 电影大盘票房收入同比下滑 15%。2024Q4 影视行业总毛利额为 11.7 亿

元，同比下滑 40%，毛利率为 11.9%，同比下滑 6.6pct。

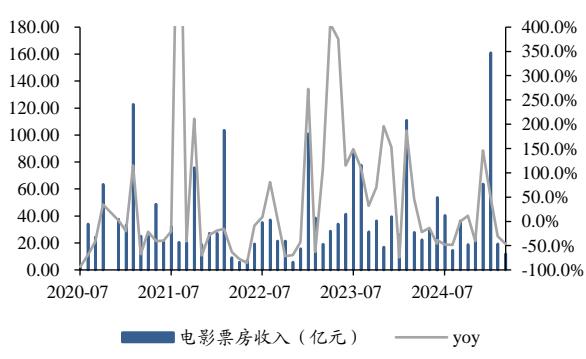
2025Q1 影视院线行业实现收入 141.2 亿元，同比增长 41%，主要受《哪吒之魔童闹海》《唐探 1900》等头部影片的带动，春节档票房和人次创历史新高，2025Q1 电影大盘票房收入同比增长 48%。2025Q1 影视行业总毛利额为 46.8 亿元，同比增长 41%，毛利率为 33.2%，同比持平。

图50：2018Q1 至今影视院线行业季度收入及同比增速



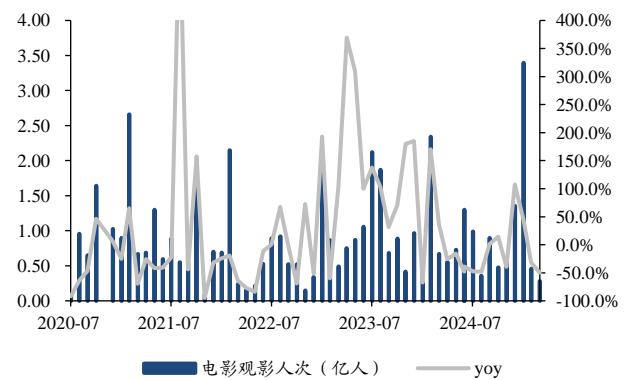
数据来源：wind，东吴证券研究所

图51：电影大盘票房收入（左轴）及同比增减（右轴）



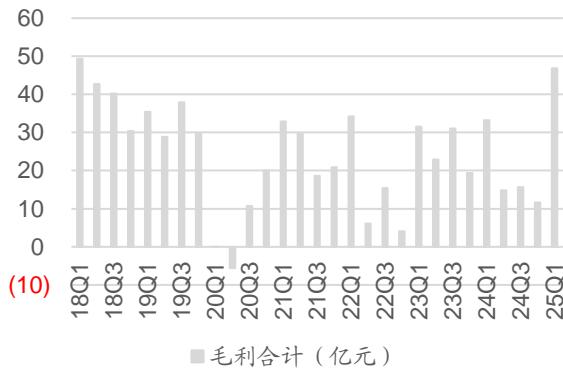
数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图52：电影大盘观影人次（左轴）及同比增减（右轴）



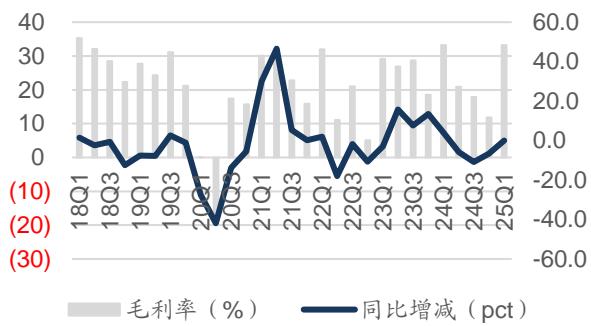
数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图53: 2018Q1 至今影视院线行业毛利



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图54: 影视行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2024Q4 影视行业归母净利润总额为-34.1 亿元, 2023 年同期为-17.6 亿元, 销售净利率为-35%, 同比显著下降。影视院线公司运营杠杆较强, 利润波动较大主要受到收入不及预期影响。

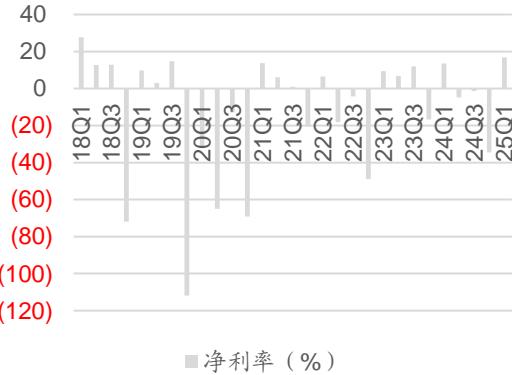
2025Q1 影视行业归母净利润总额为 23.7 亿元, 2024 年同期为 13.5 亿元, 销售净利率为 17%, 同比提升 3pct。影视院线公司运营杠杆较强, 利润高增主要受到电影大盘票房超预期带来的收入高增影响。

图55: 2018Q1 至今影视院线归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图56: 影视院线行业净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

主要上市公司具体分析如下:

万达电影: 2025Q1 业绩彰显运营杠杆, 期待后续内容业务表现

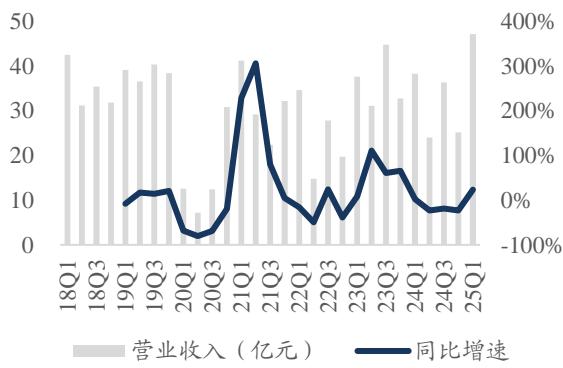
2025Q1 国内影院业务收入高增, 份额保持行业领先。2024 年国内票房承压, 2025 年在《哪吒之魔童闹海》《唐探 1900》等头部影片的带动下电影大盘迎来“开门红”, 春节档票房和人次创历史新高, Q1 国内电影大盘票房同比增长 49.1% 达 243.9 亿元, 观影

人次同比增长 43% 达 5.2 亿。公司国内直营影院票房同比增长 44.9% 达 34.2 亿元，观影人次同比增长 32.7% 达 6397.9 万，市场份额、上座率、单银幕产出等保持行业领先。公司 IP 衍生业务亦表现较好，春节档推出的“四喜财神”文创产品 21 万只全部售罄，带动非票收入稳步增长，卖品毛利率提升约 13pct。展望全年，公司将通过自建、利旧项目改造和收购方式继续加大直营影院拓展力度，我们期待公司境内影院业务市场份额进一步提高，同时在 IP 衍生业务上继续发力，带动非票业务增长。

内容业务有所突破，期待 2025 年继续贡献增量。1) **电影业务：**公司出品发行的影片《唐探 1900》和《熊出没·重启未来》在 2025 年春节档上映，分别实现票房 36.03 亿元和 8.15 亿元，实现较好的投资收益，公司“唐探”系列影片累计票房突破 123 亿元，IP 影响力不断扩大。我们期待公司储备的优质影片后续表现，投资出品的《人生开门红》定于五一档上映，《有朵云像你》《蛮荒禁地》《寒战 1994》《聊斋：兰若寺》《奇遇》《千万别打开那扇门》《转念花开》《浪浪人生》等多部影片预计将陆续上映。2) **游戏业务：**子公司互爱互动 2024 年收入同比增长超过 50%，其中海外发行收入占比提升至 62%，主要系发行《圣斗士星矢：正义传说》和《暗影格斗 3》两款游戏，新增《JOJO 的奇幻冒险》等经典 IP 储备；在小程序游戏和下沉市场实现突破。展望 2025 年，《全职法师：猎人大师》《我为歌狂之旋律重启》《变形金刚》等游戏预计将在年内上线，我们期待 IP 新游为公司贡献增量业绩。维持公司“买入”评级。

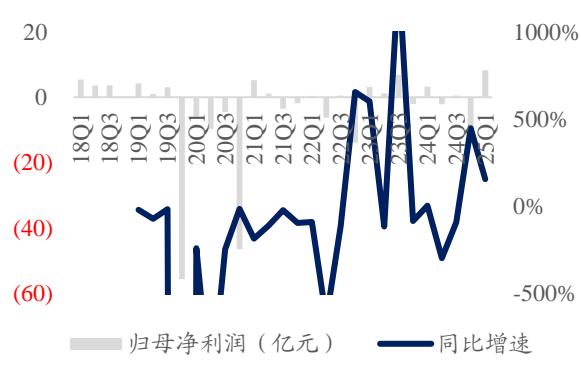
风险提示：票房不及预期，内容业务表现不及预期，商誉减值风险。

图57：万达电影收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图58：万达电影归母净利润及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

光线传媒：《哪吒 2》贡献业绩增量，期待后续动画电影潜力

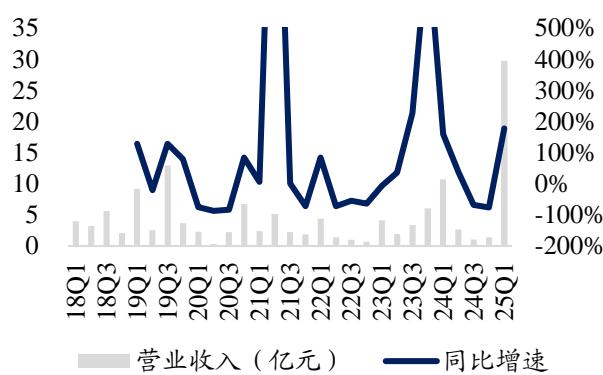
《哪吒之魔童闹海》成现象级 IP，期待后续更多衍生品开发释放 IP 价值。受益于春节档上映的《哪吒之魔童闹海》亮眼票房成绩，2025 年春节档电影票房实现 95.10 亿元，观影人次为 1.87 亿，创下春节档票房和观影人次新纪录，公司 Q1 的电影及衍生业务收入及利润亦实现同比大幅增长。公司提前着手规划、开发哪吒 IP 潮玩、手办、卡牌、出版物等多元衍生品，并筹划海外发行，进一步挖掘 IP 价值，推动衍生品收入高增。我们看好哪吒 IP 后续衍生品开发潜力。

公司内容储备亦值得期待，真人电影方面，公司主投、发行的电影《独一无二》将于5月1日上映，公司参投、发行的电影《东极岛》预计将于暑期档上映；其他储备有《花漾少女杀人事件》《“小”人物》《她的小梨涡》《透明侠侣》《墨多多谜境冒险》《莫尔道嘎》《四十四个涩柿子》等众多电影项目。

动画电影方面，《三国的星空》《非人哉：限时玩家》预计将于年内上映，我们期待其为公司贡献增量业绩；《去你的岛》《罗刹海市》《大鱼海棠2》《相思》《朔风》《外婆，我的耳朵里有条鱼》在制作中，《涿鹿》《姜子牙2》《茶啊二中2》《昨日青空2》《大鱼海棠3》《八仙过大海》《大理寺日志》《妲己》《二郎神》《陆判》等在前期策划中。维持“买入”评级。

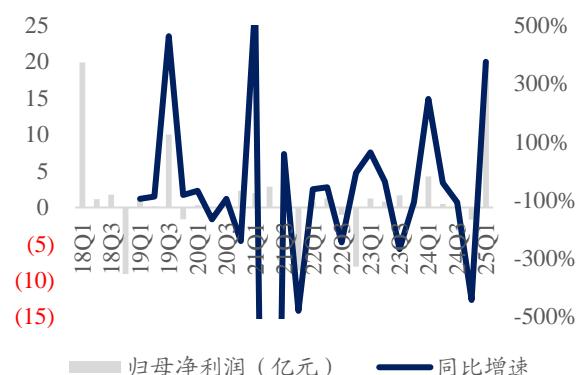
风险提示：电影票房不及预期、政策风险、项目进度不及预期。

图59：光线传媒收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图60：光线传媒归母净利润及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

投资建议：2025年电影票房市场表现强劲，彰显了中国电影市场的巨大潜力和活力，看好具有优质片单储备及IP衍生品开发能力的行业头部公司，推荐：上海电影、万达电影、光线传媒，建议关注横店影视等。

5. 数字媒体：24年收入及归母净利双降，25Q1压力仍存

数字媒体行业2024年收入同比降低6%至265亿元，归母净利润同比下降64%至17亿元，归母净利率同比下降10.4pct至6.4%。2025Q1收入同比下降5%至55亿元，归母净利润同比下降5%至3.7亿元，归母净利率同比持平24Q1的6.6%。

图61：数字媒体行业季度收入（左轴）及同比增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图62：数字媒体行业毛利额及同比增速



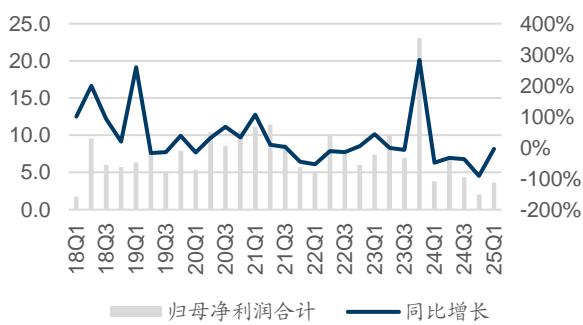
数据来源：wind，东吴证券研究所

图63：数字媒体行业毛利率（左轴）及同比增减



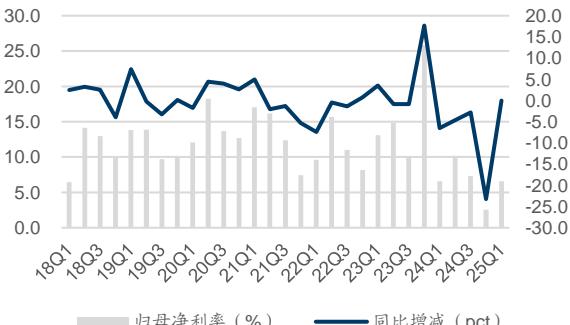
数据来源：wind，东吴证券研究所

图64：数字媒体行业归母净利润（左轴）及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图65：数字媒体行业销售净利率（左轴）及同比增减



数据来源：wind，东吴证券研究所

重点公司分析：

芒果超媒：优质剧集拉动会员数和付费，会员收入首破 50 亿元大关。2024 年收入 140.8 亿元，*YoY*-3.8%。毛利率 29.0%，营业利润 17.4 亿元，*YoY*-4.2%。归母净利润 13.6 亿元，*YoY*-61.6%，下降的主要原因是企业所得税优惠政策变化导致递延所得税资产的确认和冲回影响。2023 年确认递延所得税资产增加净利润 16.3 亿元，2024 年净冲回递延所得税资产减少净利润 4.2 亿元。扣非归母净利润 16.5 亿元，*YoY*-3.0%。经营活动产生的现金流量净额 -0.3 亿元，*YoY*-102.3%，主要系加大头部内容储备。

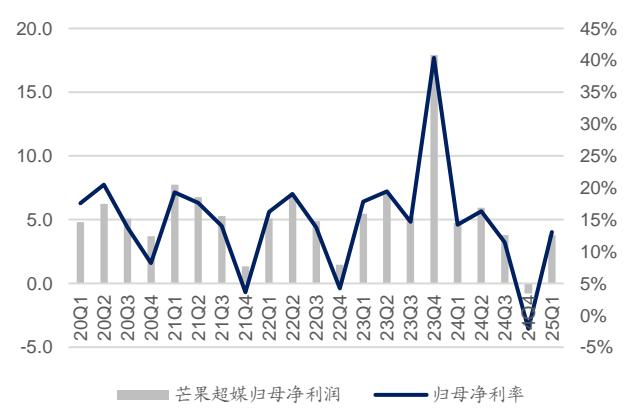
2025Q1 收入 29.0 亿元，*YoY*-12.8%，收入下降主要是传统电视购物业务板块收缩。归母净利润 3.8 亿元，*YoY*-19.8%，下降主要系公司加大了对头部剧集、微短剧、动漫游戏等生态布局及技术应用的投入。扣非归母净利润为 3.0 亿元，*YoY*-35.0%。经营活动产生的现金流量净额为 -2.17 亿元，*YoY*-225.0%，主要系营业收入下降、回款减少、支付的文化事业建设费增加。

图66：芒果超媒收入（左轴）及同比增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图67：芒果超媒归母净利（左轴）及归母净利率（右轴）



数据来源：wind，东吴证券研究所

我们看好公司的优质剧集内容对会员收入的拉动效应，维持“买入”评级。

风险提示：内容上线不及预期风险，流媒体竞争加剧风险，广告大盘复苏不及预期风险。

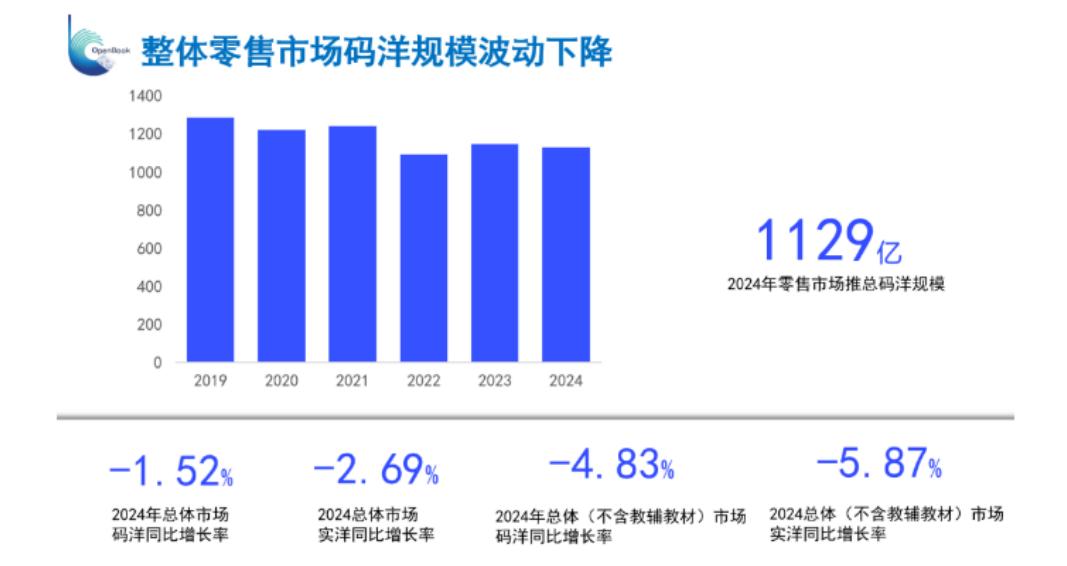
6. 出版报刊：教育出版监管影响收入，所得税政策变动产生一次性影响

6.1. 图书零售大盘小幅下降，渠道变革持续深化

2024 年，中国图书零售市场整体呈现负增长态势。根据北京开卷数据，全年图书零

售市场码洋规模约为 1129 亿元，相较于 2023 年小幅下降 1.5%，降幅放缓，但与历史峰值（2019 年约为 1286 亿元）还有 12% 的差距；实洋规模约为 670 亿元，降幅（-2.7%）依然高于码洋降幅。

图68：2024年北京开卷的图书零售数据



数据来源：北京开卷，东吴证券研究所

2024年折扣下降趋缓、局部回升。内容电商折扣回升 5%、平台电商折扣回升 1.5%，主要是受销售品类结构变化（相对高折扣的教辅类扩张、低折扣的少儿类收缩）所致，因此折扣鏖战并未消退；电商与实体店的销售比值约为 6:1，具体排名是：平台电商、内容电商、垂直电商、实体店，其中内容电商是唯一保持正向增长（增幅 27.6%，已放缓）的渠道。

从细分市场来看，尽管整体市场下滑，但部分品类在 2024 年实现了同比增长，包括活（+25.7%）、教辅（+18.7%）、语言（+9.2%）、自然科学（+5%）、少儿（+4.2%）、教育（+3.4%）。从占比角度看，少儿和教辅类销售合计占比已达 53.49%，占据大半壁江山，其在内容电商平台的销售增幅分别为 32.5% 和 72.7%。其余四大类因规模较小，故占比权重不突出。知识付费市场也保持增长态势，预计 2024 年用户规模将达到 6.1 亿人，市场规模预计达到 2296.6 亿元，其中实用型知识（如职场技能、子女教育、金融财经、健康管理）更受关注。

实体书店积极探索转型。一些书店开始与文旅项目、公共文化空间相结合，打造多元化的文化体验场所。此外，“谷子经济”（动漫、游戏等周边产品）的兴起，也为实体书店带来了新的收入来源，谷子、潮玩、文创产品成为重要的业态组成部分。一种更灵活的“轻型书店”模式也开始涌现，这类书店不依赖固定的长期店面，而是依托内容策划、产品组织和推广运营能力开展业务。这种渠道的演变并非简单的线上替代线下，而是线上渠道持续挤压传统线下份额的同时，线下渠道内部也在发生转型与分化。部分实体书

店通过提供独特体验、精选内容或特色商品，在困境中寻求新的生存空间和发展机遇。

6.2. 政策：教育出版监管影响收入，所得税政策变动产生一次性影响

政策方面，教育出版领域的监管政策趋严，对相关企业产生了显著影响。2024年4月底，教育部启动基础教育“规范管理年”行动，明确要求规范教材教辅选用管理，严禁强制或变相强制学生购买教辅材料。地方层面也相继出台细则，例如江西省教育厅明确从2024年秋季学期起，停止教辅材料评议推荐，并禁止各级教育部门和学校向学生推荐、统一征订或代购任何教辅材料及课外读物。这些政策直接冲击了依赖目录推荐模式的教辅市场。

此外，税收政策的变化也对部分出版企业的财务表现产生了影响。文化体制改革相关的企业所得税减免政策得以延续，导致一些国有控股的出版上市公司在2024年冲回了先前确认的相关递延所得税资产/负债，这对其当期净利润产生了较大的一次性影响，使得报表利润与实际经营利润出现偏差。

表1：国有出版企业实际税率

| | 2022A | 2023A | 2024A | 2024Q1 | 2025Q1 |
|------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 凤凰传媒 | 1% | -27% | 30% | 26% | 1% |
| 中文传媒 | 2% | -14% | 34% | 30% | 8% |
| 中原传媒 | 4% | -15% | 21% | 71% | 9% |
| 山东出版 | 0% | -13% | 18% | 24% | 1% |
| 中国出版 | 7% | -11% | 22% | 176% | -5% |
| 中南传媒 | 2% | -12% | 17% | 28% | 2% |
| 皖新传媒 | 3% | -14% | 17% | 22% | 1% |
| 浙版传媒 | 1% | -19% | 20% | 25% | 1% |
| 南方传媒 | 5% | -7% | 16% | 25% | 2% |
| 长江传媒 | 0% | -12% | 12% | 27% | 0% |
| 时代出版 | 0% | -19% | 22% | 26% | 7% |
| 城市传媒 | 1% | -16% | 42% | 31% | -1% |
| 中国科传 | 2% | -7% | 11% | 32% | 1% |
| 新华文轩 | -1% | -4% | 6% | 14% | 2% |
| 龙版传媒 | 0% | -15% | 19% | 17% | 0% |
| 中信出版 | 0% | -54% | 26% | 26% | 0% |
| 读者传媒 | 0% | -26% | 25% | 23% | 1% |
| 出版传媒 | 0% | -33% | 20% | -198% | 3% |
| 粤传媒 | 4% | 316% | 17% | -45% | 0% |
| 内蒙新华 | 0% | 0% | 0% | 6% | 0% |
| 新华传媒 | 12% | 15% | 38% | 66% | -5% |

数据来源：wind，东吴证券研究所

表2：国有出版企业期末递延所得税资产和递延所得税负债（亿元）

| | 递延所得税资产 | | | | | 递延所得税负债 | | | | |
|------|---------|------|------|--------|--------|---------|------|------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2024Q1 | 2025Q1 | 2022 | 2023 | 2024 | 2024Q1 | 2025Q1 |
| 凤凰传媒 | 0.3 | 6.7 | 0.1 | 6.8 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 中文传媒 | 1.8 | 5.0 | 2.0 | 5.0 | 2.0 | 1.2 | 1.9 | 0.3 | 1.9 | 0.3 |
| 中原传媒 | 0.5 | 4.2 | 1.8 | 4.2 | 1.9 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 |
| 山东出版 | 0.1 | 3.4 | 0.1 | 3.5 | 0.1 | 0.1 | 1.2 | 0.1 | 1.3 | 0.1 |
| 中国出版 | 0.8 | 3.3 | 1.3 | 3.4 | 1.3 | 0.2 | 1.3 | 0.7 | 1.3 | 0.7 |
| 中南传媒 | 0.3 | 2.8 | 0.3 | 3.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 皖新传媒 | 0.1 | 2.2 | 0.2 | 2.3 | 0.2 | 0.0 | 0.7 | 0.0 | 0.8 | 0.0 |
| 浙版传媒 | 0.1 | 2.0 | 0.1 | 2.2 | 0.1 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.4 | 0.0 |
| 南方传媒 | 0.2 | 1.9 | 0.1 | 2.1 | 0.2 | 1.2 | 1.6 | 1.0 | 1.5 | 0.9 |
| 长江传媒 | 0.2 | 1.5 | 0.2 | 1.5 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 |
| 时代出版 | 0.2 | 1.1 | 0.1 | 1.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 城市传媒 | 0.0 | 0.6 | 0.0 | 0.7 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 中国科传 | 0.0 | 0.5 | 0.1 | 0.6 | 0.1 | 0.0 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 新华文轩 | 0.2 | 0.5 | 0.1 | 0.7 | 0.1 | 0.7 | 2.2 | 0.6 | 2.6 | 0.6 |
| 龙版传媒 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 中信出版 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 读者传媒 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 出版传媒 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 粤传媒 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 内蒙新华 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 新华传媒 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 0.2 |

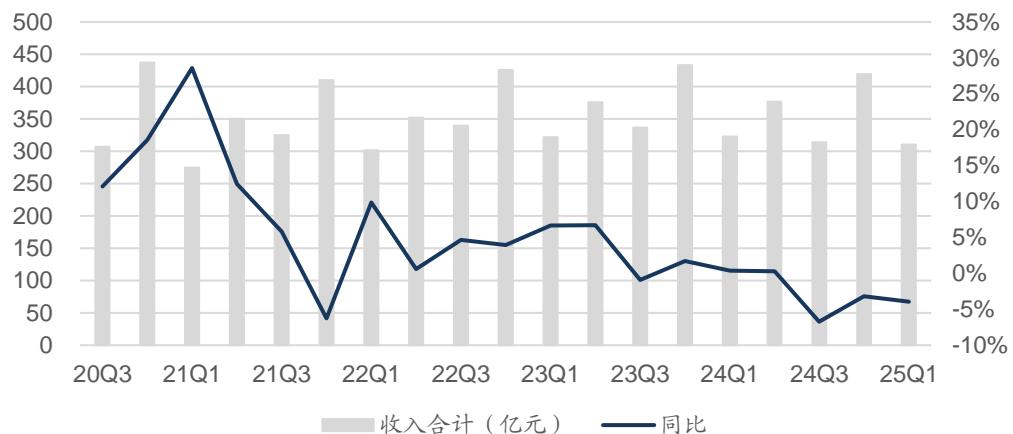
数据来源：wind，东吴证券研究所

6.3. 财务表现：收入同比微降，归母净利润波动主要系所得税影响

2024 年出版报刊行业收入同比下降 2% 至 1433 亿元；归母净利润同比下降 34% 至 128 亿元，扣非归母净利润同比下降 6% 至 140 亿元；2025Q1 出版报刊行业收入同比下降 4% 至 310 亿元，归母净利润同比增长 34% 至 35 亿元，扣非归母净利润同比增长 22% 至 31 亿元。

行业归母净利润在 2024 年的大幅下降和 2025Q1 的大幅提升，主要与递延所得税资产和递延所得税负债的变动有关。而毛利和费用变化幅度不大。2024 年出版报刊行业毛利润同比下降 1% 至 481 亿元，毛利率同比增长 0.5pct 至 34%；25Q1 毛利润同比下降 2% 至 105 亿元，毛利率同比增长 0.8pct 至 34%。2024 年销售费用率/管理费用率分别同比+0.2pct/+0.5pct。2025Q1 销售费用率/管理费用率分别同比+0.8pct/+0.4pct。

图69：出版行业季度收入及同比增速



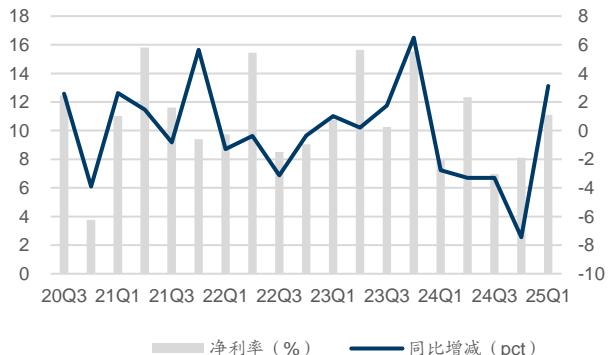
数据来源：wind, 东吴证券研究所

图70：出版行业归母净利润及同比增速



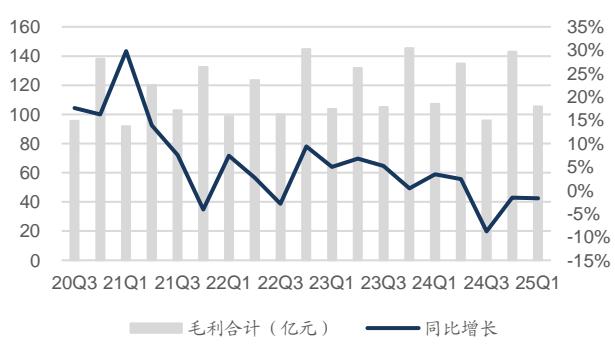
数据来源：wind, 东吴证券研究所

图71：出版行业归母净利润率（左轴）及同比增减（右轴）



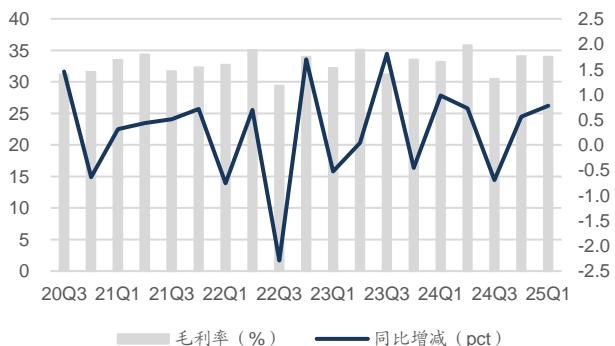
数据来源：wind, 东吴证券研究所

图72：出版行业毛利及同比增速



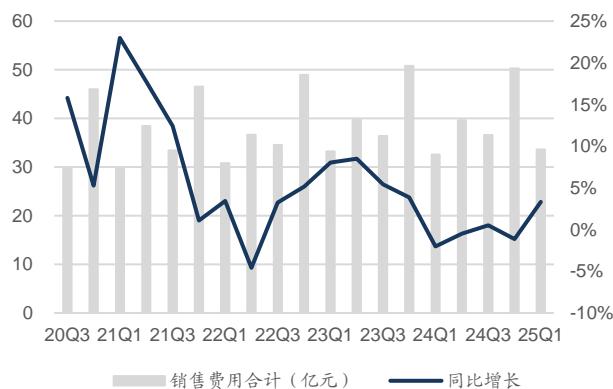
数据来源：wind, 东吴证券研究所

图73：出版行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）



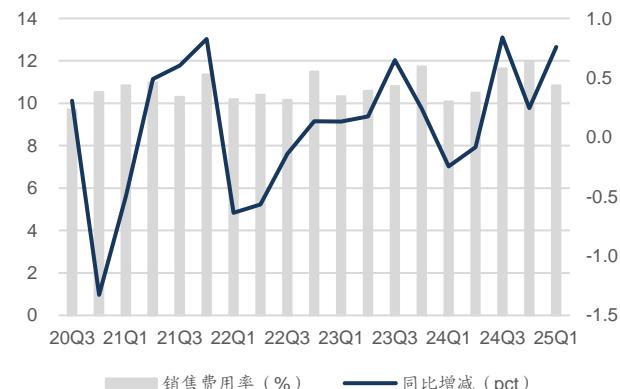
数据来源：wind, 东吴证券研究所

图74：出版行业销售费用及同比增长



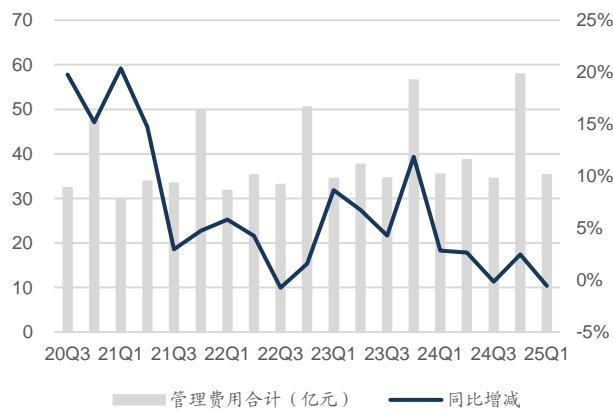
数据来源：wind，东吴证券研究所

图75：出版行业销售费用率(左轴)及同比增减(右轴)



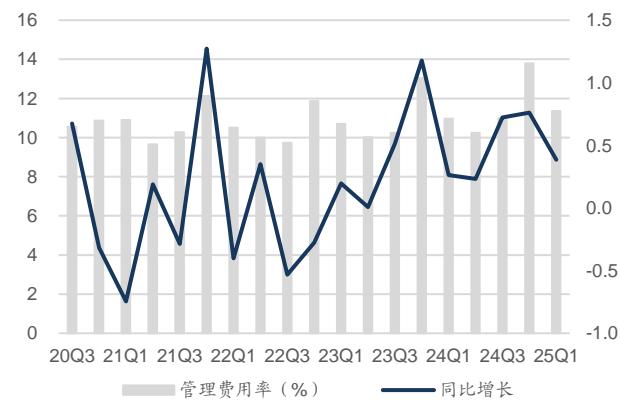
数据来源：wind，东吴证券研究所

图76：出版行业管理费用及同比增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

图77：出版行业管理费用率(左轴)及同比增减(右轴)



数据来源：wind，东吴证券研究所

投资建议：考虑到财务稳健性及股息率，推荐：南方传媒、山东出版，建议关注中原传媒、中南传媒、凤凰传媒、长江传媒、皖新传媒等；其他出版方面，推荐中文在线，建议关注果麦文化等。

7. 风险提示

宏观经济恢复不及预期：营销行业受经济周期影响较大，数字媒体的广告业务也易受宏观经济影响，此外出版、游戏、电影等产品消费也受到宏观经济影响，如果后续宏观经济不及预期，可能导致板块收入增速受到负面影响；

政策风险：板块受政策影响较大，例如内容监管的风险、所得税优惠不能延期的风险、教育出版整顿的风险等，如果后续出现相关的行业监管政策，将对板块经营带来不

确定性。如果板块出现超预期的刺激政策，也会影响行业经营预期的判断；

主要产品上线进展不及预期：如果行业内主要产品进展低于预期，或上线进程低于预期，可能导致行业增速受到影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>