

传媒行业25年度业绩及26Q1回顾与展望

游戏板块业绩保持高增长，关注游戏/IP潮玩及AI应用底部机会

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

25年业绩回顾：盈利能力整体回升，游戏板块表现突出。1) 2025年A股传媒板块（申万传媒行业分类，下同）上市公司共计实现营业收入5338亿元、归母净利润271亿元，同比分别增长4.57%、45.84%；营收相比24年回暖向上、净利润显著改善；主要原因一方面在于去年同期较低的基数效应，另一方面在于费用端的显著下降（管理费用率/所得税等）；2) 传媒板块毛利率稳中有升，同比提升1.31个百分点至32.44%；净利率同比提升1.58个百分点至5.2%；管理费用率7.71%、比上年同期下降0.42个pct；销售费用率同比略提升0.82个百分点至13.59%；3) 子板块来看，游戏行业实现归母净利润137亿元、同比增长222.15%、行业占比上升至41%，超越出版行业成为第一大利润板块；整体来看，除数字媒体、电视广播外，其他子版块均实现正增长。

26年Q1营收小幅增长。1) 26年Q1 A股传媒板块上市公司共计实现营业收入1304亿元、归母净利润110亿元，同比分别增长2.94%、-1.31%，营收从24年Q3以来的持续下滑后拐点保持温和向上；利润段小幅下滑主要受制于去年Q1影视行业的高基数；2) 稳中有升，同比提升0.12个百分点至33.48%；净利率同比略微下滑0.33个百分点至8.54%；管理费用率保持稳定，管理费用率6.59%、与上年基本一致；销售费用率同比提升1.93个百分点至15.03%；3) 增速上来看，受去年Q1哪吒带来的高业绩基数、影视院线行业归母净利润同比下滑95.12%；游戏行业继续保持高增长势头，Q1同比增长54.32%。

子行业表现：游戏行业Q1保持高增速，关注产品周期表现与估值修复可能。1) 26年Q1A股传媒游戏板块上市公司共计实现营业收入322亿元、归母净利润54亿元，同比分别增长20.34%、54.32%；归母净利润增速从25年Q1以来转正并呈现加速向上；营收亦持续拐点向上；主要得益于部分上市公司新品表现优异；趋势上来看，游戏新品周期依然强势、26年有望继续延续较景气度；2) 持续调整之下，26年估值具备良好安全边际。当前动态PE估值、交易拥挤度的历史分位及绝对水平均处于底部区间，上市公司核心产品流水表现良好、基本面稳健，向下具备安全边际，向上弹性值得重视

投资观点：关注AI应用叙事逻辑改善可能，把握游戏与IP潮玩底部机会。1) 2026年大厂AI应用迭代速度加快，OpenClaw引领下AI应用从单点工具走向工作流Agent；新品推动下游戏、IP潮玩需求端表现良好，持续看好游戏、IP潮玩行业景气度及AI应用产业趋势；2) AI应用：流量及内容服务生态重构，多模态技术进步加速AI漫剧、游戏等领域降本增效，关注AI应用负向逻辑修正可能；关注：a) AI基建相关方向（华策影视、浙数文化、顺网科技等）；b) Token运营及AI营销（易点天下、浙文互联、天娱数科等标的）；AI漫剧重点看好IP及平台（中文在线、掌阅科技、昆仑万维等标的）；3) 关注新品周期持续性，估值与拥挤度低位背景下游戏板块具备良好中期布局价值，自下而上把握产品周期及业绩表现以及具备AI产品落地的相关标的，关注完美世界、巨人网络、恺英网络、三七互娱等标的；3) IP潮玩核心看好产品及海外扩张的泡泡玛特。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。

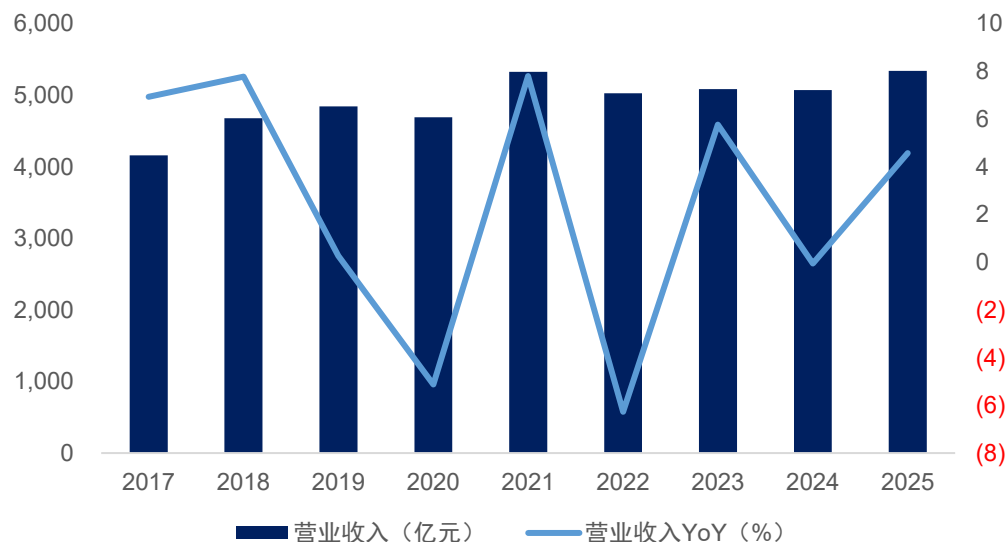
- [01] 业绩回顾：25年盈利能力整体回升，游戏板块表现突出
- [02] 业绩回顾：26年Q1营收小幅增长
- [03] 游戏行业：业绩保持高增速，关注新品周期持续性
- [04] 投资建议：持续看好游戏、潮玩业绩表现与AI应用中长期机会

1. 25年业绩回顾：盈利能力整体回升，游戏板块表现突出

1.1 25年业绩回顾：业绩回顾：盈利能力整体回升

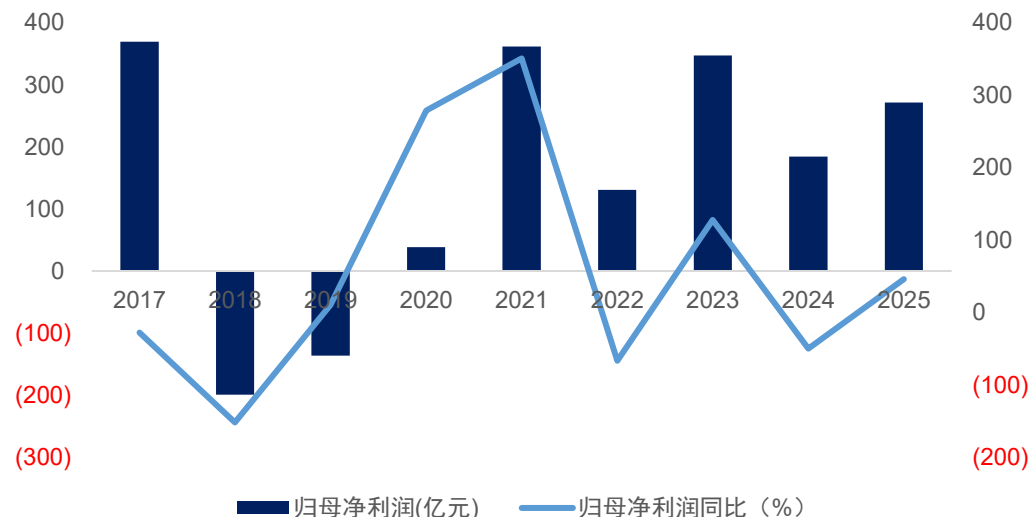
- 2025年A股传媒板块（申万传媒行业分类，下同）上市公司共计实现营业收入5338亿元、归母净利润271亿元，同比分别增长4.57%、45.84%
- 营收相比24年回暖向上、净利润显著改善；主要原因一方面在于去年同期较低的基数效应，另一方面在于费用端的显著下降（管理费用率/所得税等）。

图：2025传媒板块营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年传媒板块归母净利润及增速

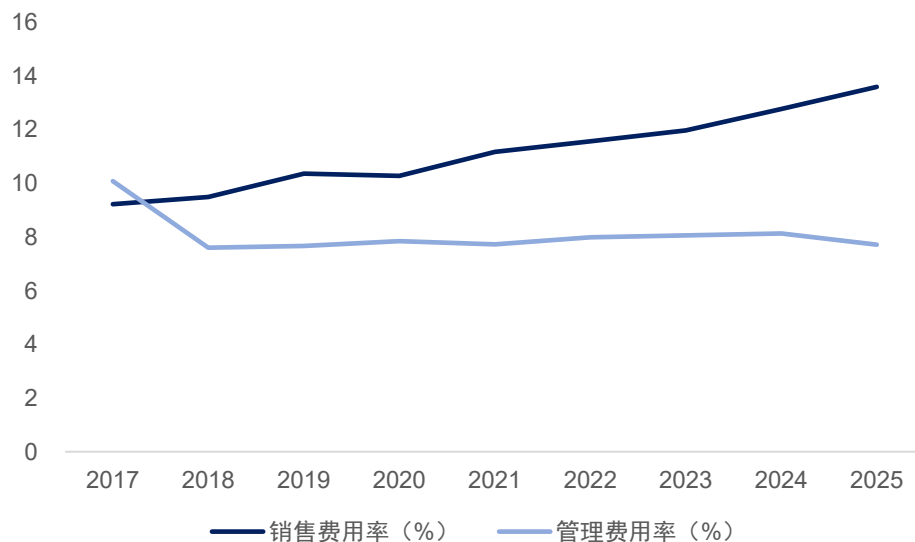


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 25年业绩回顾：毛利率提升，费用率基本稳定

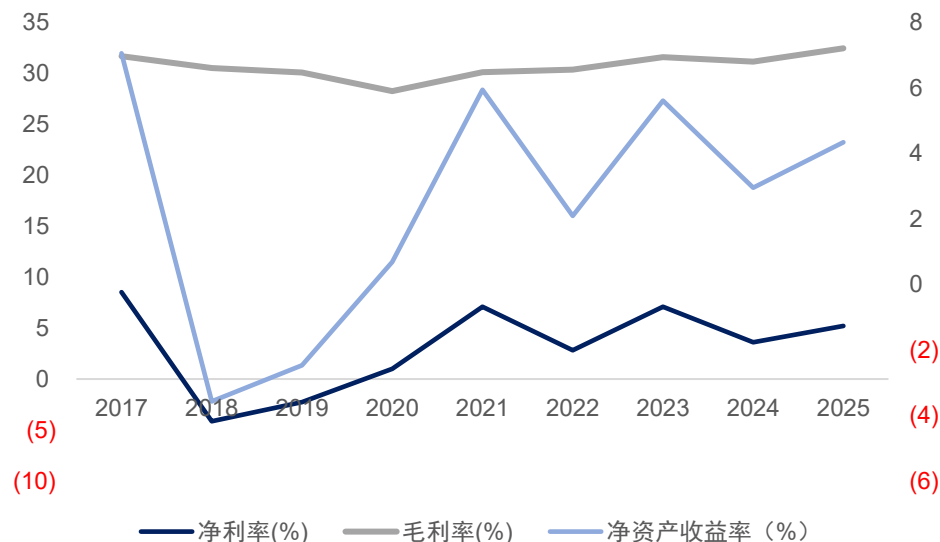
- 传媒板块毛利率稳中有升，同比提升1.31个百分点至32.44%；净利率同比提升1.58个百分点至5.2%；
- 管理费用率7.71%、比上年同期下降0.42个pct；销售费用率同比略提升0.82个百分点至13.59%；

图：销售费用率同比提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率稳定，净利率及ROE提升明显

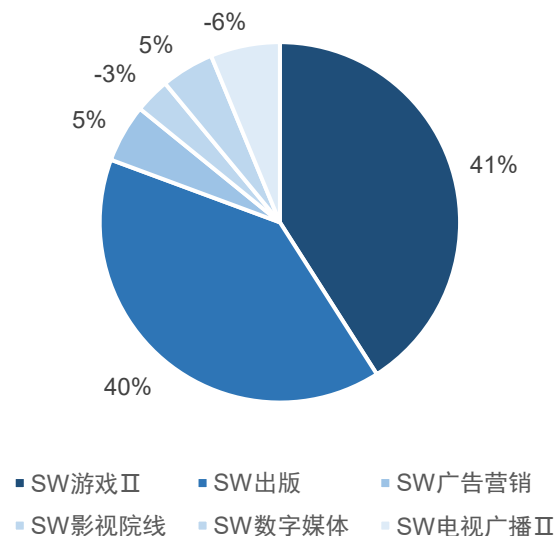


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.2 子版块：游戏及影视行业高增长

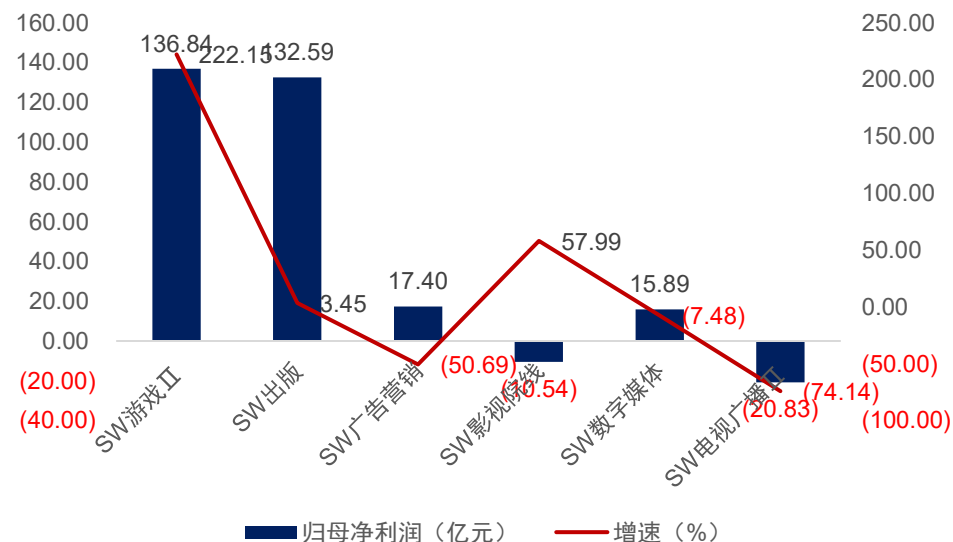
- 主要板块利润表现中，游戏行业实现归母净利润137亿元、同比增长222.15%、行业占比上升至41%，超越出版行业成为第一大利润板块；出版行业整体实现归母净利润133亿元、同比增长3.45%、行业占比40%，位居第二；
- 整体来看，游戏、影视行业实现高增长，除数字媒体、电视广播外，其他子版块均实现正增长。

图：子版块利润体量占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：子行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 公司业绩及增速表现

- 公司来看，25年传媒板块归母净利润绝对值靠前的为世纪华通、分众传媒、三七互娱、恺英网络、凤凰传媒、吉比特、巨人网络等标的，主要集中于游戏、广告媒体、出版行业；
- 增速靠前的为光线传媒、世纪华通、冰川网络、横店影视、粤传媒等公司，主要由于基数效应等因素推动。

图：归母净利润排序

代码	简称	25年归母净利润 (亿元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002602.SZ	世纪华通	56.05	362.02%	69.95%	15.09%	20.21%
002027.SZ	分众传媒	29.46	-42.85%	70.48%	22.89%	18.84%
002555.SZ	三七互娱	29.00	8.50%	75.86%	18.16%	21.93%
002517.SZ	恺英网络	19.04	16.90%	80.84%	35.72%	23.14%
601928.SH	凤凰传媒	17.95	12.37%	40.11%	14.73%	9.11%
603444.SH	吉比特	17.94	89.82%	93.90%	34.58%	34.45%
002558.SZ	巨人网络	17.55	23.13%	91.03%	35.03%	12.44%
300251.SZ	光线传媒	16.72	472.62%	66.13%	40.65%	17.87%
601098.SH	中南传媒	15.94	16.20%	44.39%	13.36%	10.04%
601811.SH	新华文轩	15.68	1.53%	35.60%	13.70%	10.50%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润增速排序

代码	简称	上半年归母净利润 (亿元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
300251.SZ	光线传媒	16.72	472.62%	66.13%	40.65%	17.87%
002602.SZ	世纪华通	56.05	362.02%	69.95%	15.09%	20.21%
300533.SZ	冰川网络	4.83	295.58%	93.27%	19.63%	34.56%
603721.SH	*ST天择	0.27	295.38%	24.66%	7.60%	5.33%
603103.SH	横店影视	1.59	265.20%	14.84%	6.93%	13.24%
002181.SZ	粤传媒	0.92	206.98%	29.06%	15.69%	2.18%
603598.SH	引力传媒	0.17	194.59%	3.27%	0.21%	8.67%
300058.SZ	蓝色光标	2.25	177.29%	2.63%	0.32%	2.90%
300043.SZ	星辉娱乐	3.02	165.89%	57.63%	14.43%	18.88%
002624.SZ	完美世界	7.31	156.76%	60.28%	10.39%	10.53%

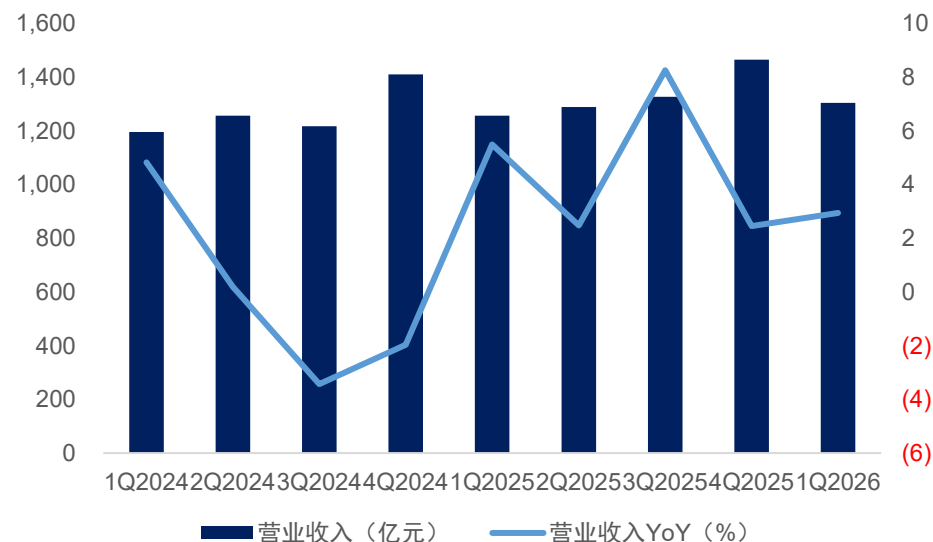
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2. 26年Q1营收小幅增长

2.1 26年Q1营收小幅增长

- 26年Q1 A股传媒板块上市公司共计实现营业收入1304亿元、归母净利润110亿元，同比分别增长2.94%、-1.31%，
- 营收从24年Q3以来的持续下滑后拐点保持温和向上；利润段小幅下滑主要受制于去年Q1影视行业的高基数。

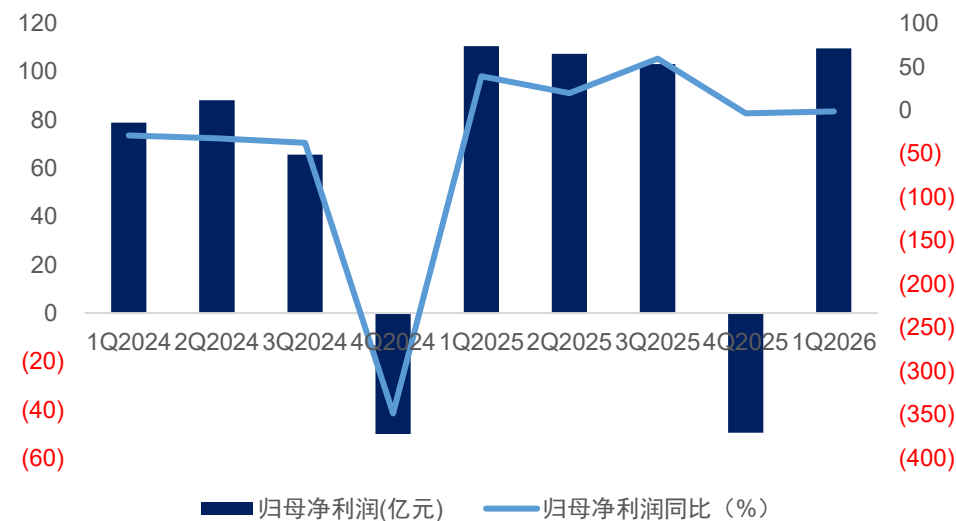
图：传媒板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：传媒板块归母净利润及增速（季度）

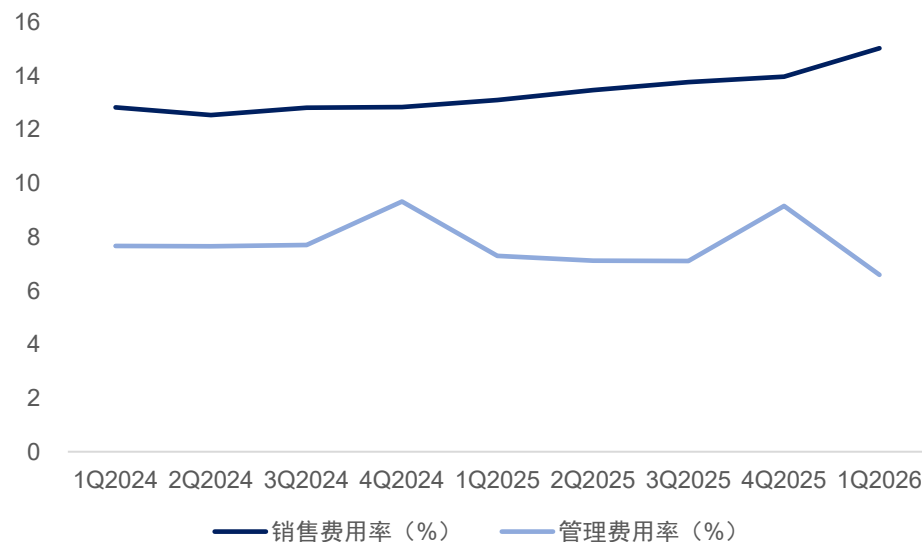


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.1 26年Q1业绩回顾：毛利率稳中有升，净利率与ROE保持稳定

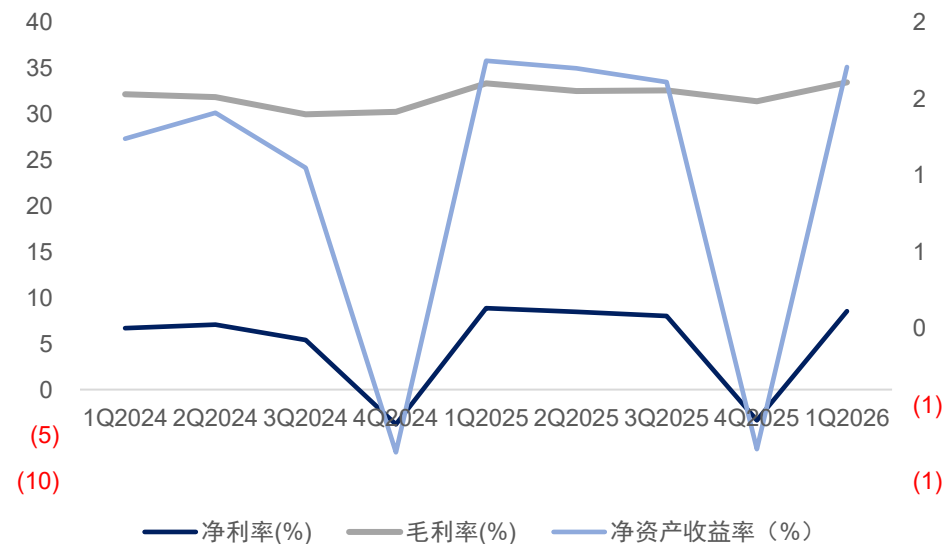
- 26年Q1传媒板块毛利率稳中有升，同比提升0.12个百分点至33.48%；净利率同比略微下滑0.33个百分点至8.54%；
- 管理费用率保持稳定，管理费用率6.59%、与上年基本一致；销售费用率同比提升1.93个百分点至15.03%；

图：费用率保持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率稳中有升，净利率及ROE改善明显

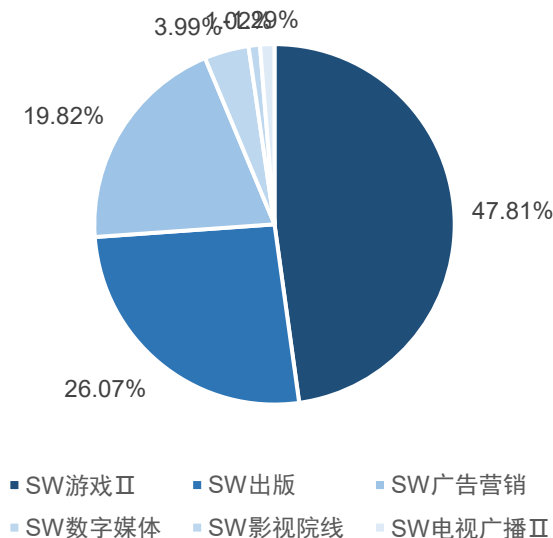


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.2 子版块：影视行业下滑明显，游戏行业保持高增速

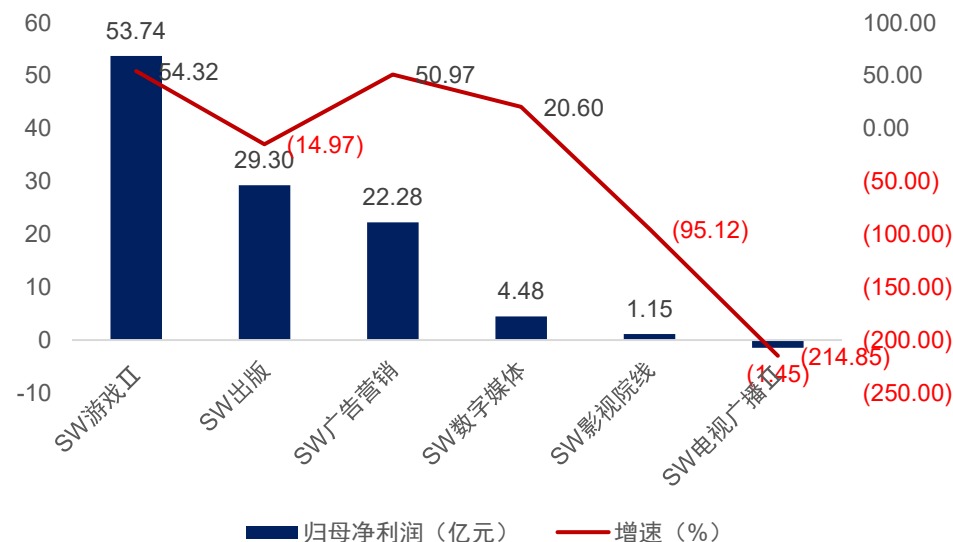
- 2026年Q1主要板块利润表现中，游戏、出版、广告营销行业位居前三，分别实现归母净利润53.74、29.30、22.28亿元；除电视广播外、其他子行业均实现利润为正；
- 增速上来看，受去年Q1哪吒带来的高业绩基数、影视院线行业同比下滑95.12%；游戏行业继续保持高增长势头，Q1同比增长54.32%。

图：子版块利润体量及占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：子行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.3 公司业绩及增速表现

- 公司来看，26Q1单季度传媒板块归母净利润绝对值靠前的为世纪华通、分众传媒、巨人网络、三七互娱、恺英网络等标的，主要集中于游戏、广告媒体、出版等行业；
- 增速靠前的为百纳千成、视觉中国、汤姆猫、天娱数科、读客文化等公司，主要由于基数效应。

图：归母净利润排序

代码	简称	Q3归母净利润 (亿元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002602.SZ	世纪华通	20.27	50.18%	72.05%	18.61%	6.44%
002027.SZ	分众传媒	17.90	57.65%	68.74%	61.21%	12.05%
002558.SZ	巨人网络	10.80	210.58%	95.38%	50.07%	6.81%
002555.SZ	三七互娱	8.73	59.02%	77.88%	23.41%	6.23%
002517.SZ	恺英网络	7.81	50.65%	80.75%	37.04%	7.71%
603444.SH	吉比特	5.18	82.68%	93.77%	33.37%	8.99%
601928.SH	凤凰传媒	4.23	-16.53%	35.68%	15.00%	2.10%
601098.SH	中南传媒	3.80	3.13%	44.40%	13.40%	2.32%
600757.SH	长江传媒	3.35	-16.37%	35.68%	18.91%	3.29%
601801.SH	皖新传媒	3.34	-13.29%	27.17%	13.32%	2.79%

图：归母净利润增速排序

代码	简称	Q3归母净利润 (亿元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
300291.SZ	百纳千成	0.13	1725.11%	14.59%	2.72%	0.66%
000681.SZ	视觉中国	2.39	1240.47%	42.37%	129.73%	6.41%
300459.SZ	汤姆猫	0.31	942.96%	87.17%	12.65%	4.07%
002354.SZ	天娱数科	0.30	476.94%	29.91%	8.76%	2.36%
301025.SZ	读客文化	0.03	361.32%	38.54%	3.80%	0.49%
002291.SZ	遥望科技	2.27	349.38%	11.03%	35.80%	7.95%
002174.SZ	游族网络	1.04	319.99%	40.14%	29.30%	2.31%
300061.SZ	旗天科技	0.10	264.52%	29.56%	7.88%	2.25%
002425.SZ	ST凯文	0.12	224.20%	22.20%	5.94%	0.48%
002558.SZ	巨人网络	10.80	210.58%	95.38%	50.07%	6.81%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

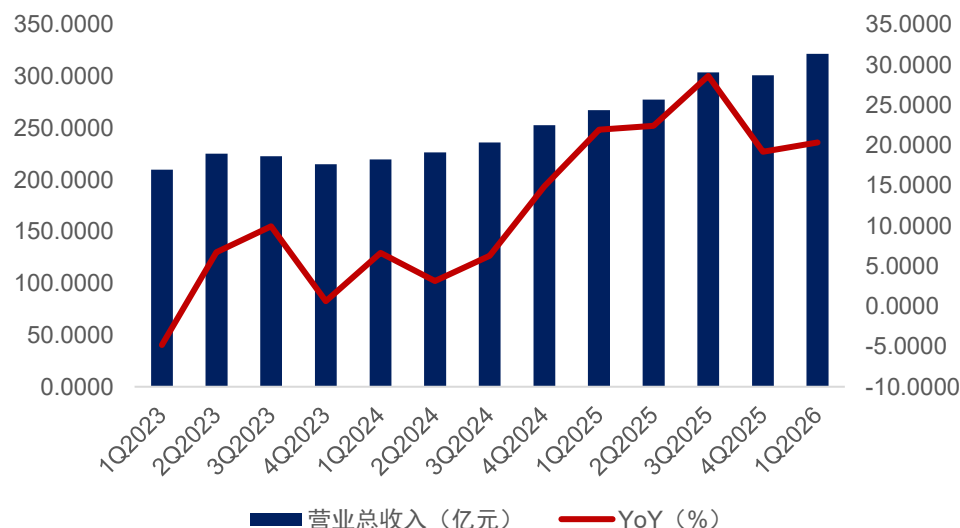
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.游戏行业：业绩保持高增速，关注新品周期持续性

3.1 游戏：Q1业绩保持高增速

- 26年Q1A股传媒游戏板块上市公司共计实现营业收入322亿元、归母净利润54亿元，同比分别增长20.34%、54.32%；
- 归母净利润增速从25年Q1以来转正并呈现加速向上；营收亦持续拐点向上；主要得益于部分上市公司新品表现优异（如世纪华通、巨人网络等），25年Q4业绩出现异常下滑主要受制于部分公司大额亏损（汤姆猫、昆仑万维等）；

图：游戏板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：游戏板块归母净利润及增速（季度）

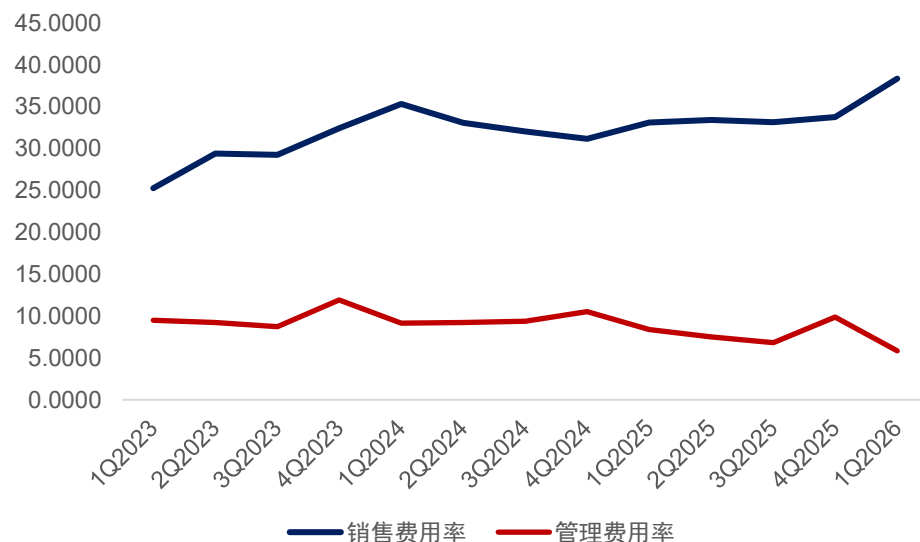


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 游戏：新品上线带动销售费用率提升，净利率保持高位

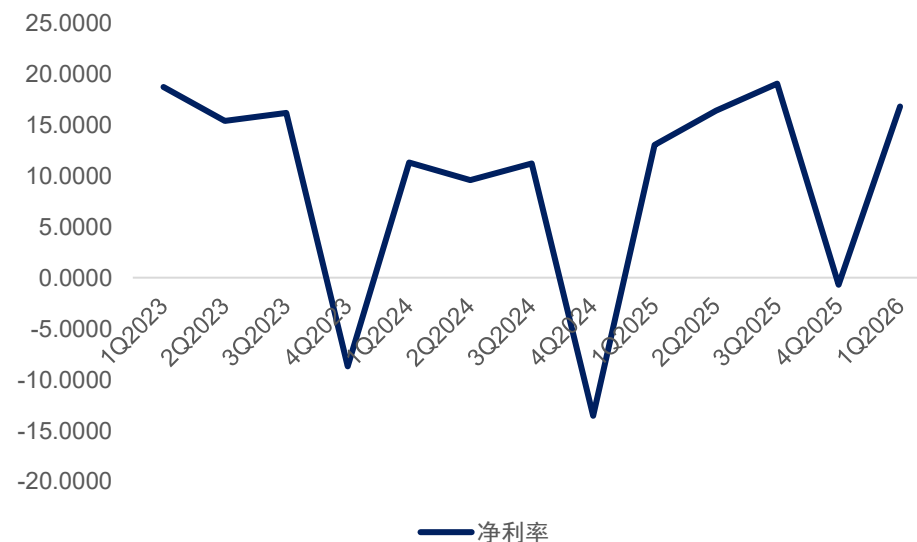
- 营收大幅增长的背景下，费用率整体表现良好。销售费用率38.33%，与上年同期提升5.22个pct，主要在于新品上线推广加速营销费用投放；管理费用率下降，Q1全行业为5.84%，同比下降2.54个pct；
- 净利率保持在高位，Q1达到16.8%，同比则提升3.77个pct。

图：游戏板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：净利率（季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 Q1游戏板块上市公司业绩分化明显

- 公司来看，Q1游戏板块归母净利润绝对值靠前的为世纪华通、巨人网络、三七互娱、恺英网络、吉比特等标的，主要受益于旗下新游表现较好；
- 内部利润体量分化显著，头部公司单季度利润超过5亿，其他大部分游戏公司体量在1亿左右或以下
- 增速靠前的为汤姆猫、游族网络、凯撒文化、巨人网络、星辉娱乐等公司，主要由于新品上线以及基数效应等因素。

图：归母净利润排序

代码	简称	Q1归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002602.SZ	世纪华通	20.27	50.18%	72.05%	18.61%	6.44%
002558.SZ	巨人网络	10.80	210.58%	95.38%	50.07%	6.81%
002555.SZ	三七互娱	8.73	59.02%	77.88%	23.41%	6.23%
002517.SZ	恺英网络	7.81	50.65%	80.75%	37.04%	7.71%
603444.SH	吉比特	5.18	82.68%	93.77%	33.37%	8.99%
300002.SZ	神州泰岳	1.71	-28.31%	49.89%	11.92%	2.21%
600633.SH	浙数文化	1.60	11.32%	38.40%	17.53%	1.55%
002605.SZ	姚记科技	1.40	-0.64%	37.94%	18.56%	3.60%
300031.SZ	宝通科技	1.11	102.86%	38.72%	9.45%	2.73%
002174.SZ	游族网络	1.04	319.99%	40.14%	29.30%	2.31%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润增速排序

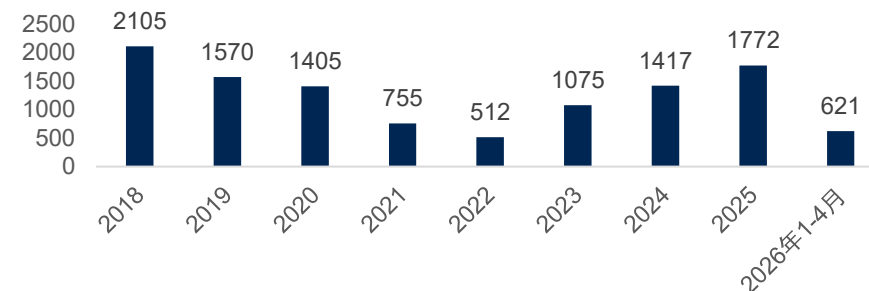
代码	简称	Q1归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
300459.SZ	汤姆猫	0.31	942.96%	87.17%	12.65%	4.07%
002174.SZ	游族网络	1.04	319.99%	40.14%	29.30%	2.31%
002425.SZ	凯撒文化	0.12	224.20%	22.20%	5.94%	0.48%
002558.SZ	巨人网络	10.80	210.58%	95.38%	50.07%	6.81%
300043.SZ	星辉娱乐	0.52	208.93%	63.15%	20.21%	2.93%
300031.SZ	宝通科技	1.11	102.86%	38.72%	9.45%	2.73%
300315.SZ	掌趣科技	0.54	94.15%	77.14%	29.26%	1.16%
603444.SH	吉比特	5.18	82.68%	93.77%	33.37%	8.99%
002555.SZ	三七互娱	8.73	59.02%	77.88%	23.41%	6.23%
002517.SZ	恺英网络	7.81	50.65%	80.75%	37.04%	7.71%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 监管环境：版号常态化发放

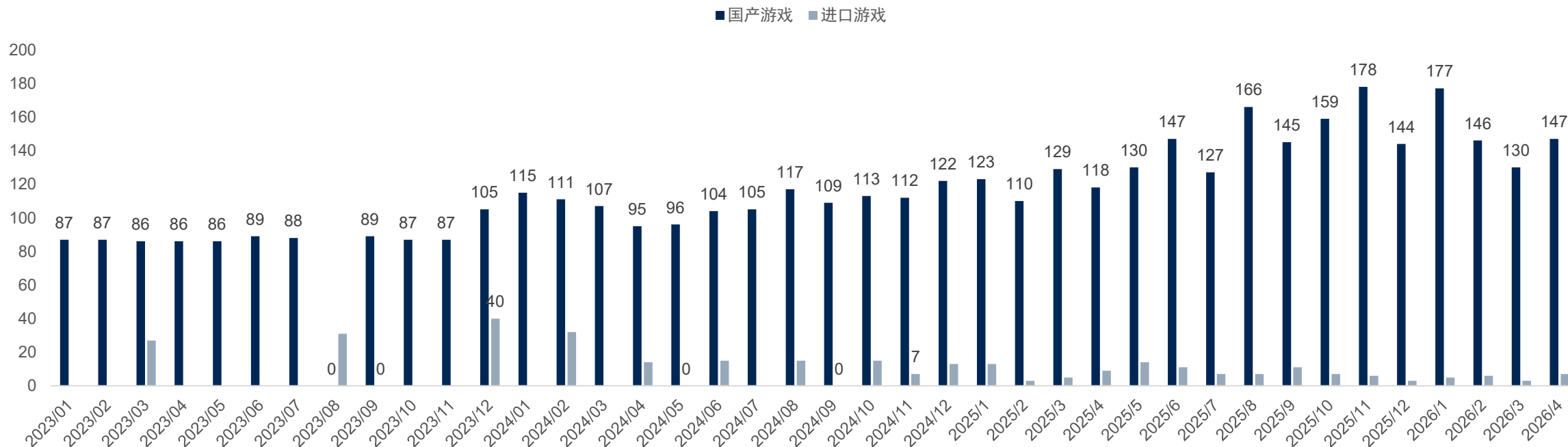
- 4月份共有147款国产游戏和7款进口游戏过审；
- 2026年1-4月累计发放游戏版号621个，同比增长21.8%；国内游戏版号发放节奏持续、进口版号持续发放。

图：2026年4月发放154个游戏版号



图：游戏版号发放情况

资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

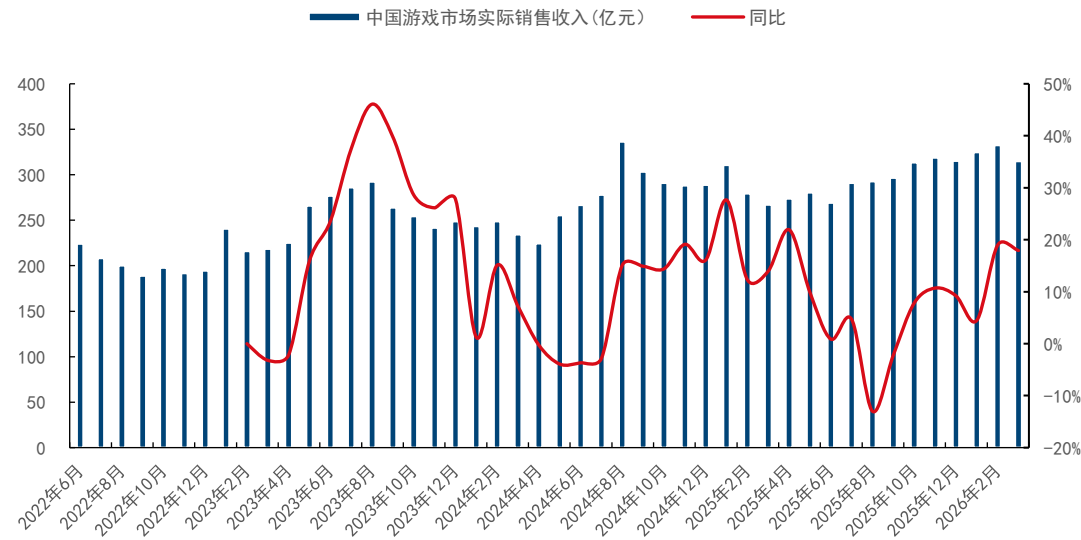


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

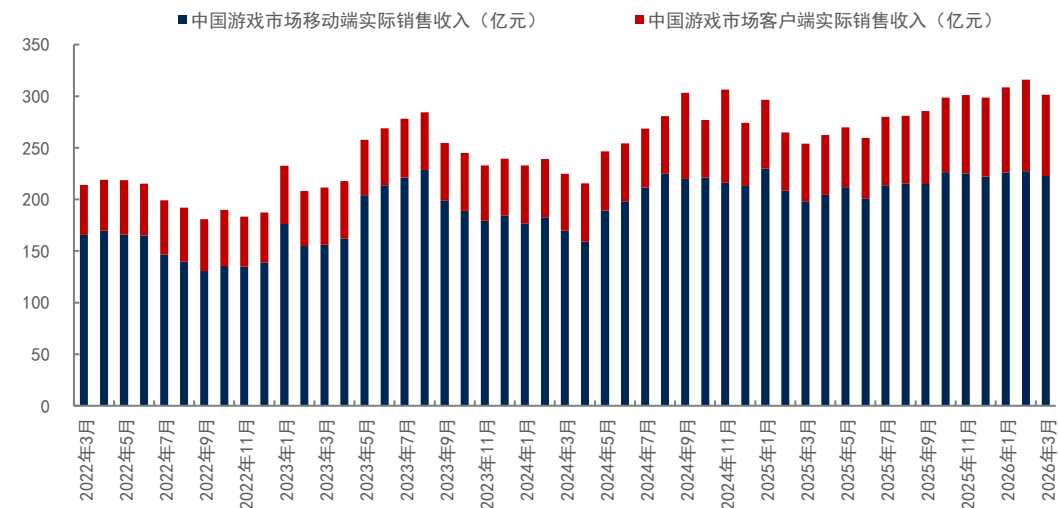
3.3 国内游戏市场保持高增速

- 2026年3月中国游戏市场实际销售收入315亿元，同比增长17.9%；
- 其中，3月移动端/客户端实际销售收入分别为223/79亿元，分别同比+12.4%/+40.8%。

图：中国市场实际销售收入及增长率



图：中国市场移动端/客户端销售收入情况



资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

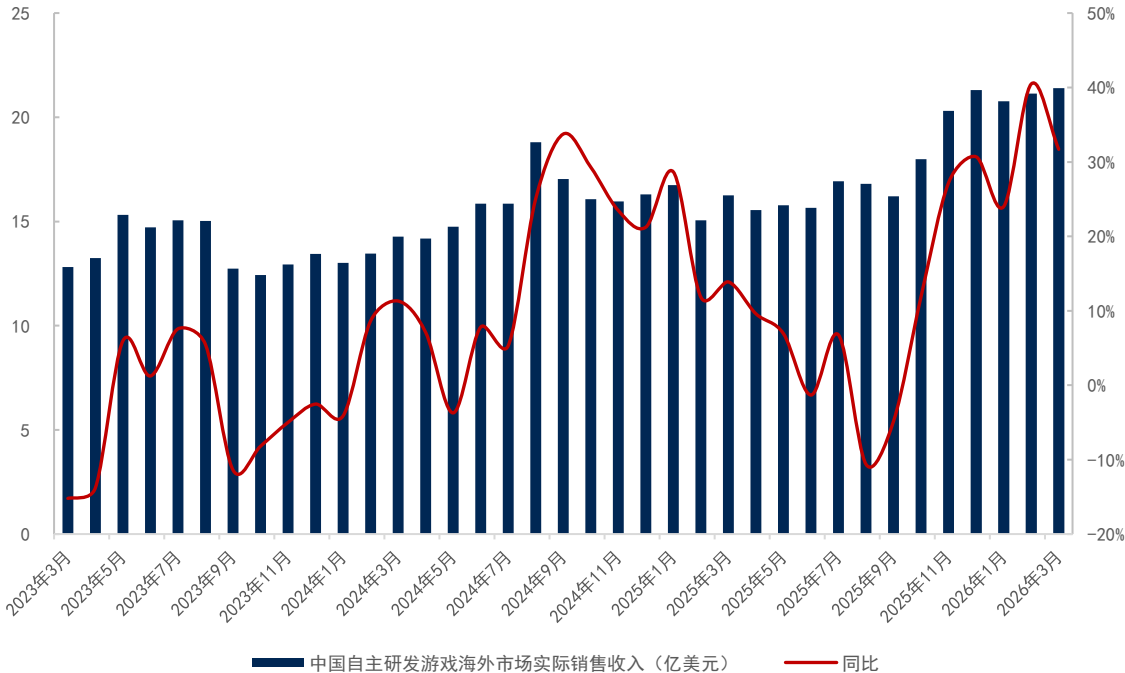
3.4 游戏出海增速持续向上

- 2026年3月自主研发游戏海外市场收入为21.40亿美元，同比增长31.7%；
- 2026年3月游戏厂商出海收入榜中，点点互动排名第一。

图：3月中国手游发行商

3月中国游戏厂商出海收入榜				
2026年3月1日-3月31日				
点点数据 app.dian dian.com				
排名	公司	开发者账号	主要应用	排名趋势
1	点点互动 (SZ:002602)	61		↑ 0
2	腾讯 (HK:00700)	154		↑ 0
3	柠檬微趣	9		↑ 0
4	米哈游	9		↑ 0
5	Floree Game	1		↑ 0
6	三七互娱 (SZ:002555)	74		↑ 0
7	江娱互动	7		↓ 2
8	网易 (NASDAQ:NTES) (HK:09999)	56		↑ 1
9	TOPGAME	4		↓ 6
10	莉莉丝	16		↓ 1
11	沐瞳	10		↓ 3
12	鹰角网络	15		↑ 2
13	壳壳游戏 (SZ:300002)	16		↓ 3
14	Happibits	2		↓ 4
15	4399	31		↓ 8
16	麦吉太文	2		↓ 5
17	IGG (HK:00799)	12		↓ 3
18	心动网络 (HK:02400)	6		↓ 6
19	海彼	5		↑ 2
20	新创娱游	4		↓ 4
21	叠纸游戏	2		↑ 2
22	悠星网络	3		↓ 4
23	乐元素	10		↓ 4
24	雷霆游戏 (SH:603444)	25		↓ 7
25	库洛游戏	1		↑ 16
26	冰川网络 (SZ:300533)	15		↑ 0
27	紫龙游戏	5		↓ 4
28	BeheFun	8		↓ 2
29	灵犀互娱	15		↑ 0
30	益世界	9		↓ 2

图：中国自主研发游戏海外市场收入



资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理

3.5 关注产品周期及新品表现

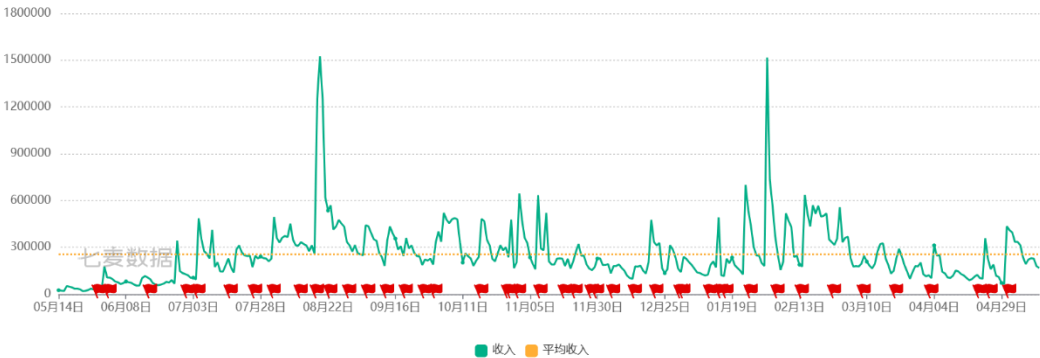
- **世纪华通/巨人网络头部产品表现稳定：**1) 世纪华通旗下《奔奔王国》从8月上线以来流水持续向上，26年有望持续贡献增量；《无尽冬日》表现稳定、构筑业绩基础；2) 《超自然行动》春节期间DAU高峰过千万，流水在春节峰值之后有所回落但仍保持日常均值水平。
- **完美世界《异环》表现良好。**《异环》国服于4月23日全平台（PC、安卓、iOS、Mac、鸿蒙、PS5）公测，预下载即登顶App Store游戏免费榜榜首，公测至今最高位列畅销榜第11名；海外版本于4月29日登陆超180个国家及地区，预下载期间即登顶美、日、韩等多地区iOS免费榜榜首。5月7日“浔”卡池上线后，《异环》在iOS游戏畅销榜排名一度冲入前五，验证了产品通过版本更新与内容运营驱动流水增长的能力

图：日本4月游戏下载榜单

2026年4月の国内ゲームアプリダウンロード数（1～25位）					
順位	タイトル	収益成長率	DL数成長率	DAU成長率※	リリース
1	ドラゴンクエストマッシュグロウ	—	—	—	2026年4月
2	Jewel Coloring	0.0%	45.7%	186.7%	2026年2月
3	ブロックブラスト (Block Blast)	0.0%	▲17.2%	▲4.7%	2022年4月
4	ロイヤルキングダム (Royal Kingdom)	1.7%	58.1%	20.5%	2024年11月
5	トリミン2！-トリッキーミーン2 いじわる脳トレパズルゲーム	174.0%	85.4%	155.3%	2026年2月
6	アローズ-パズルエスケープ (Arrows)	64.8%	86.3%	52.9%	2025年8月
7	確認させてください	163.6%	75.8%	184.7%	2025年10月
8	プロスタ	▲6.3%	▲8.4%	5.2%	2018年12月
9	Arrows GO!	0.0%	864.0%	1331.9%	2026年2月
10	Haunted Room: Sleep Survivor	—	—	—	2026年4月
11	Water SortPuz 3D：カラーソート	14.4%	▲29.6%	▲11.4%	2025年8月
12	Roblox	▲18.4%	▲14.7%	▲1.1%	2011年5月
13	グルメ・ジャーニー	9.1%	19.5%	4.6%	2024年7月
14	キングショット	3.3%	80.6%	▲1.5%	2025年2月
15	Arrow Cube Escape	6417.4%	2113.3%	3554.3%	2026年3月
16	ゴシップハーバー：マージ&ストーリー	▲7.2%	▲22.9%	1.5%	2022年6月
17	ダメ恋-間カレコレクション	0.0%	241.6%	0.0%	2026年3月
18	NTE: Neverness to Everness	—	—	—	2026年4月
19	パワプロアドベンチャーズ	133.6%	▲9.1%	0.0%	2026年3月
20	ホワイトアウト・サバイバル	▲15.5%	▲4.3%	▲7.3%	2023年2月
21	セルサバイバー	10.8%	▲39.3%	▲7.5%	2025年6月
22	マジックソート！ (Magic Sort !)	26.5%	130.1%	31.6%	2024年4月
23	パラノイズ	306.9%	117.7%	673.9%	2026年3月
24	TopTop (トップトップ)	5.4%	14.0%	56.2%	2021年4月
25	The Battle Cats (にゃんこ大戦争)	58.1%	19.8%	18.9%	2012年11月

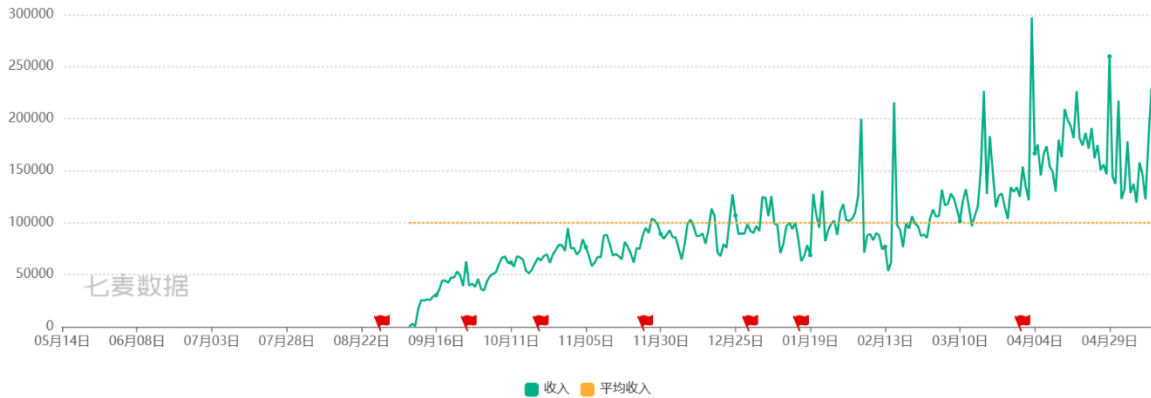
资料来源： Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

图：《超自然行动》收入表现稳定



资料来源： 七麦数据，国信证券经济研究所整理

图：《奔奔王国》流水持续向上



资料来源： 七麦数据，国信证券经济研究所整理

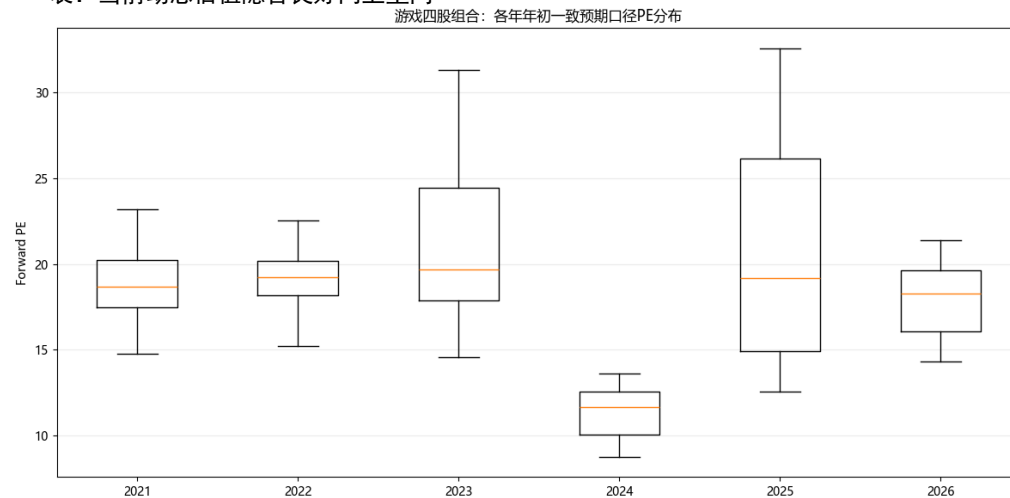
3.6 持续调整之下，26年估值具备良好安全边际

- 当前动态PE估值、交易拥挤度的历史分位及绝对水平均处于底部区间，上市公司核心产品流水表现良好、基本面稳健，向下具备安全边际，向上弹性值得重视；

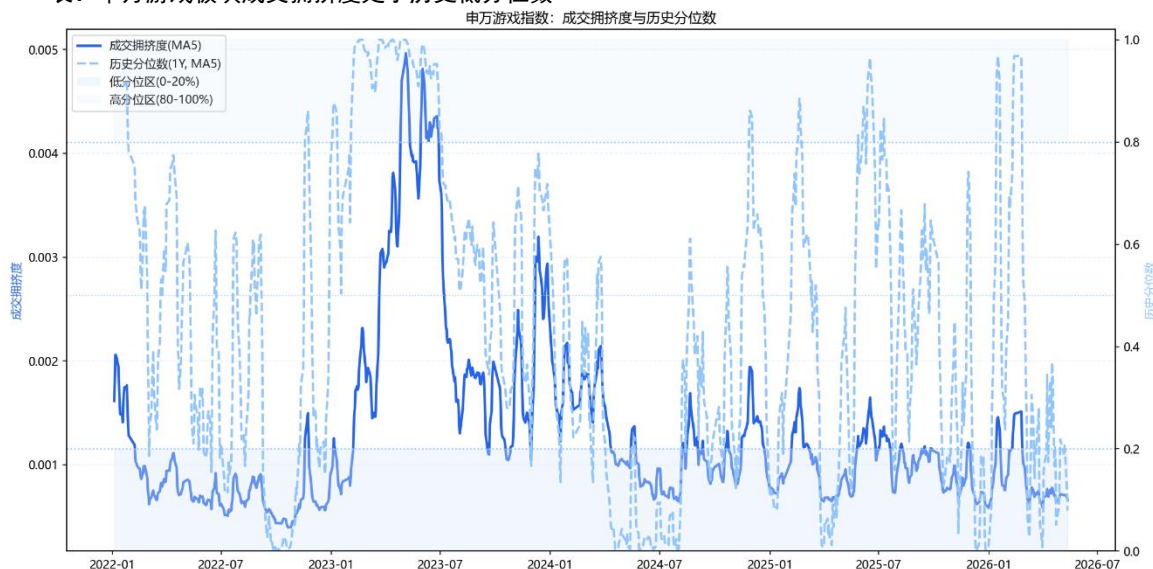
表：四家游戏公司年度动态估值波动区间表现



表：当前动态估值隐含良好向上空间



表：申万游戏板块成交拥挤度处于历史低分位数



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，其中盈利预测为wind一致预期

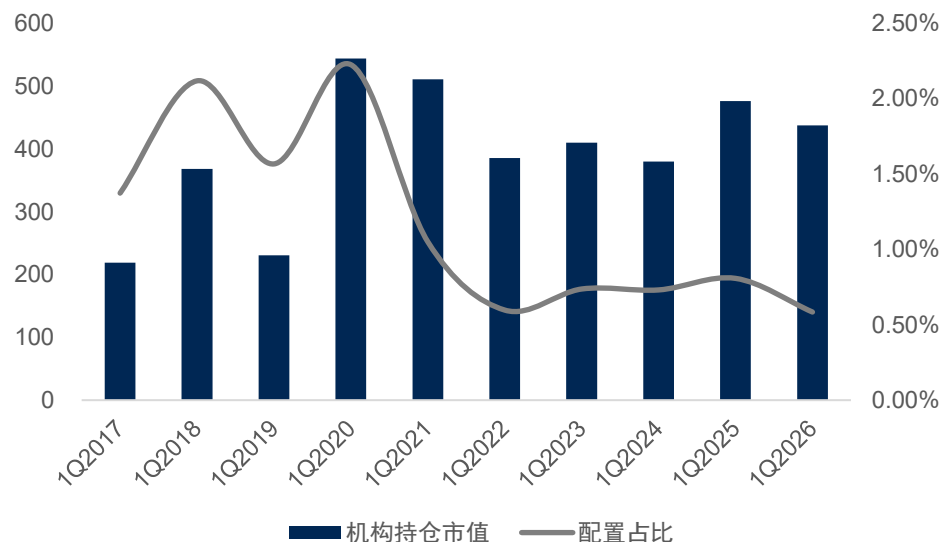
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

4. 投资建议：持续看好游戏、潮玩头部公司业绩表现与AI应用中长期机会

4.1 Q1机构配置历史新低

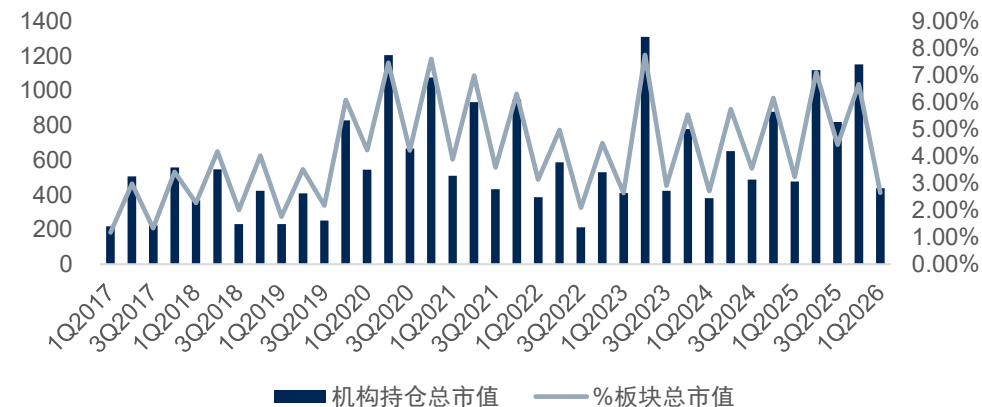
- Q1（260331），公募机构在传媒板块持仓总市值437亿元，占传媒板块总市值2.64%，占公募机构A股持仓比例为0.58%，持仓配置历史新低
- 环比来看，游戏配置占比下降最为显著：0.89%至0.33%

图：公募机构配置（亿元）占比（Q1）



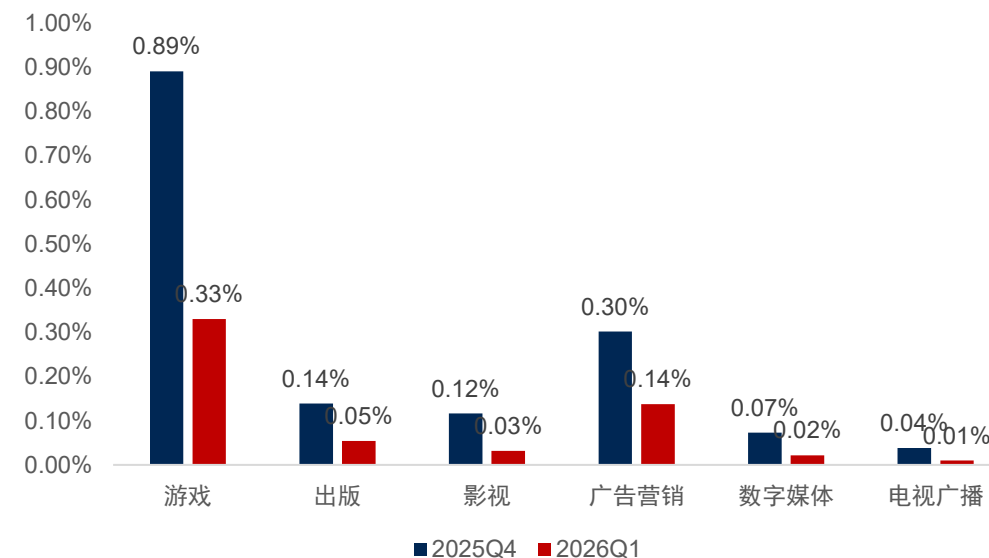
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金持仓占板块总市值（Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申万二级行业公募机构配置比例（Q1）

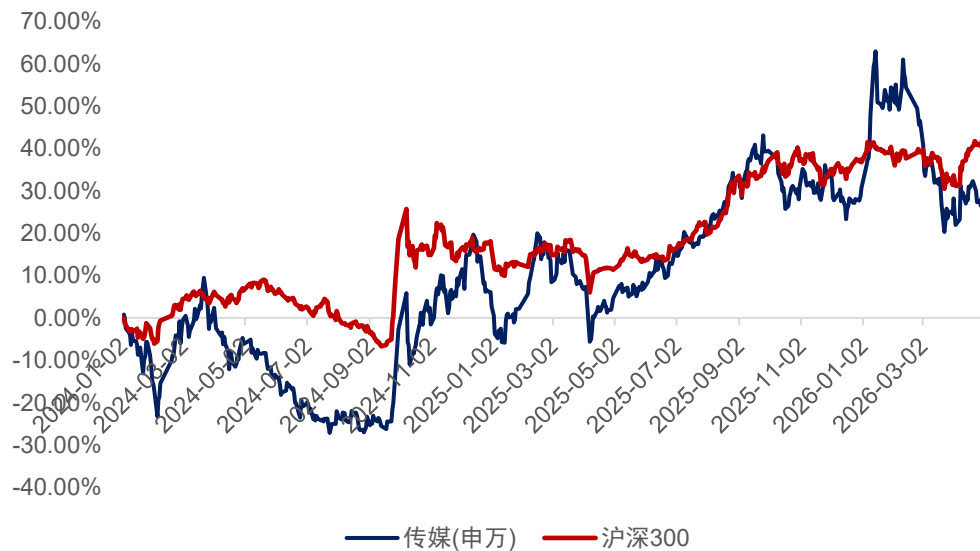


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.2 近期调整较为明显

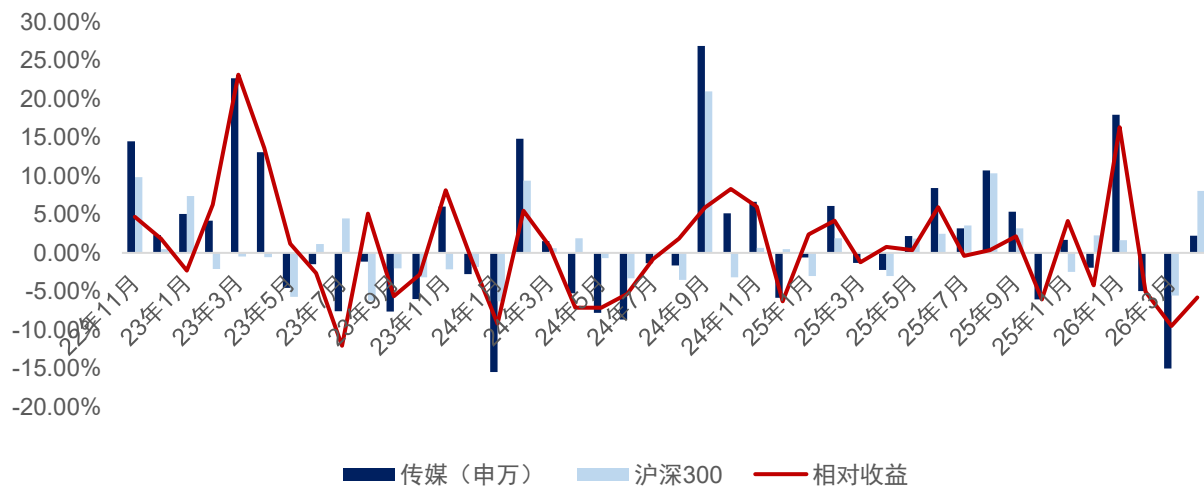
- 近期以来板块调整较为显著，持续跑输市场，游戏、Ai应用等方向调整明显；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 42.1x，处于过去5年73.0%分位数；

图：传媒板块TTM-PE 分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近期传媒行业持续跑输市场



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.3 投资建议

- **关注AI应用叙事逻辑改善可能，把握游戏与IP潮玩底部机会。**1) 2026年大厂AI应用迭代速度加快，OpenClaw引领下AI应用从单点工具走向工作流Agent；新品推动下游戏、IP潮玩需求端表现良好，持续看好游戏、IP潮玩行业景气度及AI应用产业趋势；2) AI应用：流量及内容服务生态重构，多模态技术进步加速AI漫剧、游戏等领域降本增效，关注AI应用负向逻辑修正可能；关注：a) AI基建相关方向（华策影视、浙数文化、顺网科技等）；b) Token运营及AI营销（易点天下、浙文互联、天娱数科等标的）；AI漫剧重点看好IP及平台（中文在线、掌阅科技、昆仑万维等标的）；3) 关注新品周期持续性，估值与拥挤度低位背景下游戏板块具备良好中期布局价值，自下而上把握产品周期及业绩表现以及具备AI产品落地的相关标的，关注完美世界、巨人网络、恺英网络、三七互娱等标的；3) IP潮玩核心看好产品及海外扩张的泡泡玛特。

风险提示

商誉减值风险；

业绩不达预期；

经营管理风险；

监管政策风险；

日历效应失效；

新技术落地低于预期等。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032