

# 传媒行业10月投资策略

业绩与估值有望逐步修复，基本面与主题弹性可期

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：中性（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

**9月跑赢市场。**1) 9月份传媒板块（申万传媒指数）26.85%，跑赢沪深300指数5.88个百分点，在申万一级31个行业中，传媒板块排名第7位；2) 旗天科技、三六五网、值得买、佳云科技、果麦文化等涨幅居前；剔除ST股票，广西广电、新华文轩、山东出版、中南传媒、长江传媒等涨幅靠后。整体来看，受市场普涨带动，超跌的中小市值个股涨幅显著，前期受益于红利概念的出版板块整体表现较弱；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 35x，处于过去5年46%分位数、整体估值仍处于历史较低水平。

**版号常态化发放，8月游戏市场环比改善明显。**1) 9月共有109款国产游戏产品过审，从数量上来看，继续保持稳定、游戏版号持续常态化发放；其中移动游戏107款（休闲益智游戏53款），客户端游戏7款，主机游戏Switch 1款；上市公司中三七互娱4款游戏获得版号（《斗罗大陆：指尖试炼》《斗兽战场》《冒险揍恶龙》《幸运大作战》）、世纪华通（《龙之谷：启程》《盟重神兵》）获得2款游戏获得版号，恺英网络1款获得版号（《蓝月纪元》）；2) 8月中国游戏市场规模达到336.4亿元，环比增长21.01%，同比增长15.1%。市场规模连续4个月保持环比增长；其中移动游戏市场实际销售收入为224.97亿元，环比增长6.3%，同比下降1.55%、下滑幅度进一步缩窄；3) 8月海外市场实际销售收入为18.8亿美元，环比增长18.55%，同比增长25.12%。其中《黑神话：悟空》海外销售带来显著增量。

**9月票房市场大幅下滑，国庆档同比下滑幅度缩窄。**1) 今年9月总票房达14.56亿元人民币、同比下滑48%；观影总人次3579.8万次，平均票价达到40.7元（上月40.8元）；《野孩子》、《重生》、《异形》、《出走的决心》、《一雪前耻》分列9月票房市场前5；2) 2024年国庆档票房总计21.05亿元，同比2023年下滑23.1%，与疫情前的2018年相当；平均票价略有下滑（40.39元，去年同期41.99元）；《志愿军》、《浴火之路》、《749局》、《熊猫计划》、《危机航线》分列国庆档票房市场前5；除《志愿军》外，整体票房表现一般；3) 高内容质量影片匮乏是票房市场低迷的主要原因，关注国产影片供给周期修复。

**AIGC：AI视频进展迅猛。**1) AI视频方面，字节跳动推出豆包-PixelDance、阿里通义万相视频生成模型正式上线、Meta推出视频模型Movie Gen2，AI视频尤其是国内厂商持续加速推进且在应用端展现出显著落地优势；2) 端侧，扎克伯格公开了Meta的原型AR眼镜，代号为Orion；3) 应用端，快手宣布正式启动“可灵AI“电影共创计划，联合李少红、贾樟柯、叶锦添、薛晓路、俞白眉、董润年、张吃鱼、王子川、王卯卯等9位导演共同推出9部AIGC电影短片；4) 投融资：OpenAI完成新一轮融资，估值达到1570亿美元。

**投资观点：基本面与估值均存在向上改善空间，市场反转背景下有望持续向上弹性，两条主线把握传媒板块机会。**1) 基本面底部改善可能，关注游戏、广告媒体、影视等板块。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、哔哩哔哩、心动公司、姚记科技等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；IP潮玩推荐泡泡玛特等；影视内容供给端有望底部改善，推荐渠道（万达电影、猫眼娱乐）以及内容（光线传媒、华策影视）；同时从高分红、低估值角度关注近期滞涨的出版板块；2) 主题弹性，大模型加速发展带动AIGC关注应用端中长期落地机会，重点把握IP（中文在线、上海电影、华策影视等）、大模型（昆仑万维）及应用环节（掌趣科技、巨人网络、浙数文化等标的）。

**重点推荐组合：9月组合为恺英网络、吉比特、南方传媒、泡泡玛特、哔哩哔哩，10月投资组合为恺英网络、分众传媒、泡泡玛特、哔哩哔哩、心动公司**

**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。**

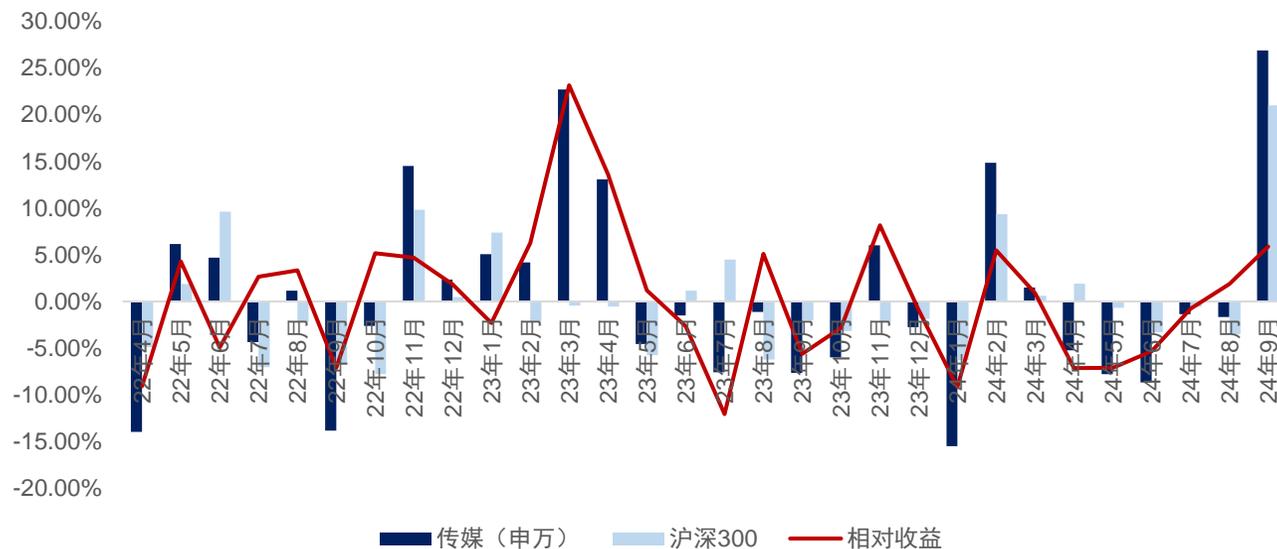
- [ 01 ] 传媒板块市场回顾：9月跑赢市场，中小市值领涨
- [ 02 ] 游戏：版号常态化发放，游戏市场环比增长显著
- [ 03 ] 电影：9月同比下滑明显，国庆档下滑幅度有所缩窄
- [ 04 ] AIGC：AI视频进展显著，关注应用端进展
- [ 05 ] 投资建议：业绩与估值有望逐步修复，基本面与主题弹性可期

# 1. 传媒行业市场回顾：9月跑赢市场

# 1.1 板块表现回顾

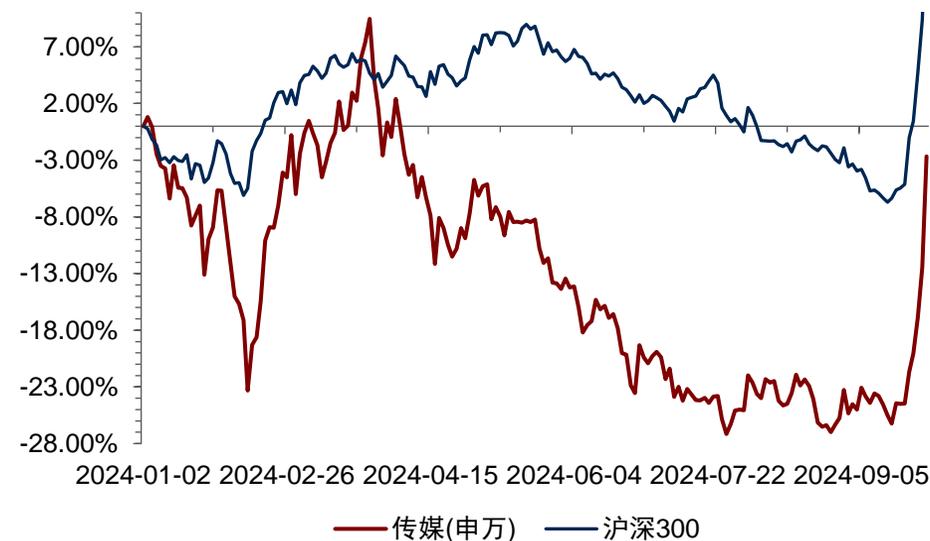
- 受市场整体表现影响，24年9月份传媒板块（申万传媒指数）上涨26.85%，跑赢沪深300指数5.88个百分点；
- 年初至今传媒板块（申万传媒指数）下跌2.67%，跑输沪深300指数18.65个百分点；

图：申万传媒指数9月跑赢市场



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申万传媒指数年初至今表现



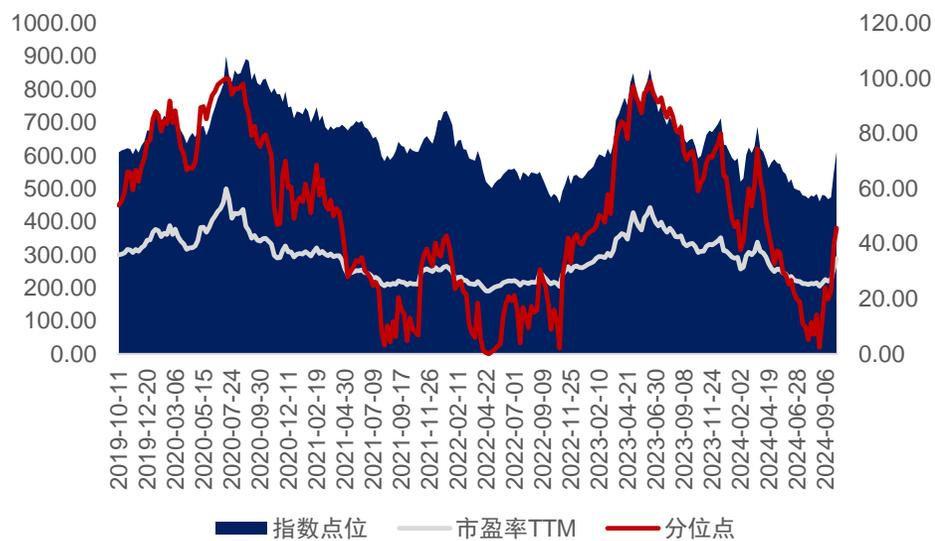
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 1.1 板块表现回顾

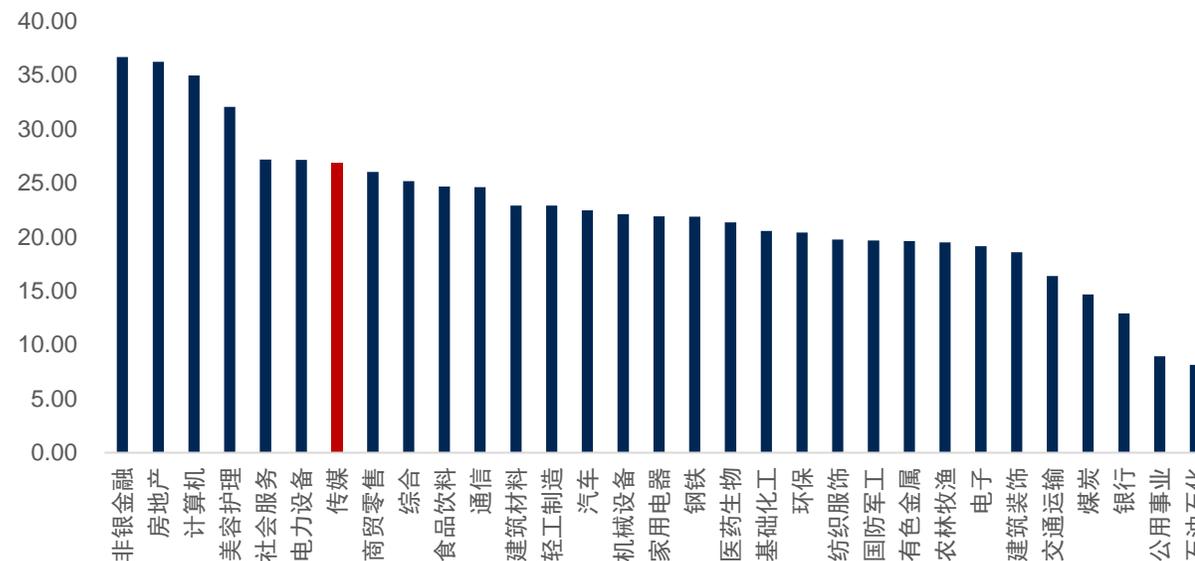
9月传媒板块表现较好，在申万一级31个行业中排名第7位；

估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 35x，处于过去5年46%分位数、整体估值仍处于历史较低水平。

图：传媒板块TTM-PE 分位数



图：9月传媒行业涨幅(%)排名第7位



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

## 1.2 个股表现

➤ 个股表现上，旗天科技、三六五网、值得买、佳云科技、果麦文化等涨幅居前；剔除ST股票，广西广电、新华文轩、山东出版、中南传媒、长江传媒等涨幅靠后。整体来看，受市场普涨带动，超跌的中小市值个股涨幅显著，前期受益于红利概念的出版板块整体表现较弱。

表：8月个股涨跌幅排行

9月涨幅排行					9月跌幅排行				
代码	公司	月涨幅	年涨幅	市值（亿）	代码	公司	月涨跌幅	年涨跌幅	市值（亿）
300061.SZ	旗天科技	103%	-10%	40	600936.SH	广西广电	5%	4%	63
300295.SZ	三六五网	70%	40%	24	601811.SH	新华文轩	9%	32%	128
300785.SZ	值得买	68%	-11%	40	601019.SH	山东出版	9%	37%	172
300242.SZ	佳云科技	67%	-1%	21	601098.SH	中南传媒	10%	19%	203
301052.SZ	果麦文化	62%	67%	27	600757.SH	长江传媒	11%	37%	92
000793.SZ	华闻集团	60%	-18%	42	601928.SH	凤凰传媒	13%	27%	245
300071.SZ	福石控股	55%	-17%	34	600373.SH	中文传媒	13%	26%	157
301299.SZ	卓创资讯	53%	22%	36	300043.SZ	星辉娱乐	14%	18%	44
300426.SZ	唐德影视	52%	66%	47	605577.SH	龙版传媒	14%	32%	58
834021.BJ	流金科技	48%	-16%	8	601921.SH	浙版传媒	15%	5%	167

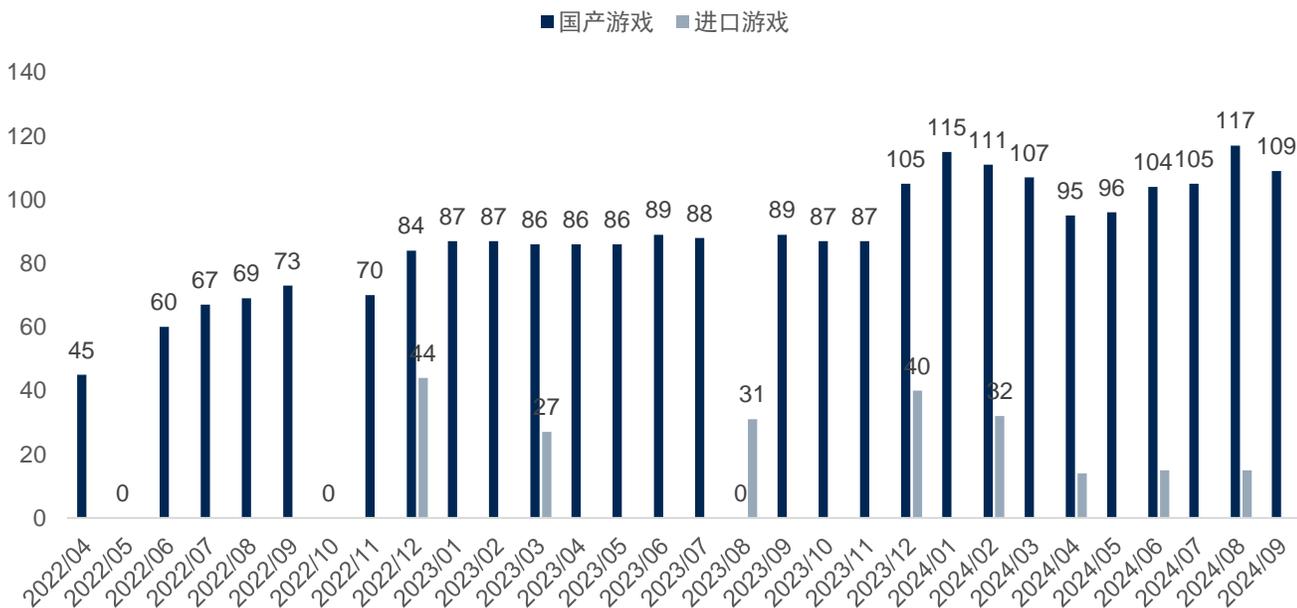
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 2. 游戏： 版号常态化发放， 游戏市场环比增长显著

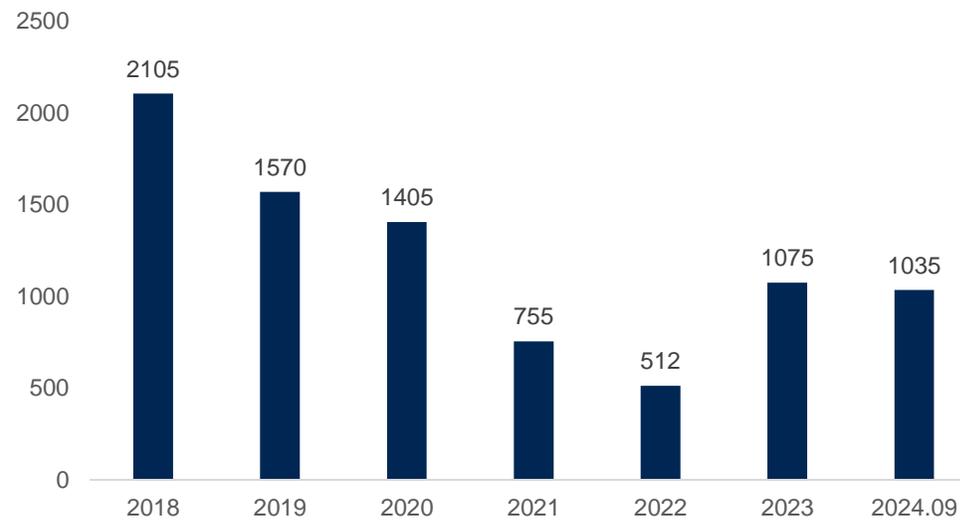
## 2.1 游戏版号常态化发放

- 9月共有109款国产游戏产品过审，从数量上来看，继续保持稳定、游戏版号持续常态化发放；其中移动游戏107款（休闲益智游戏53款），客户端游戏7款，主机游戏Switch 1款；
- 上市公司中，腾讯、三七互娱、金山、恺英网络等公司获得版号，其中三七互娱本批次4款游戏获得版号（《斗罗大陆：指尖试炼》《斗兽战场》《冒险揍恶龙》《幸运大作战》）、世纪华通（《龙之谷：启程》《盟重神兵》）获得2款游戏获得版号，恺英网络1款获得版号（《蓝月纪元》）；

图：游戏版号发放情况



图：1-9月版号发放数量已与去年全年相当

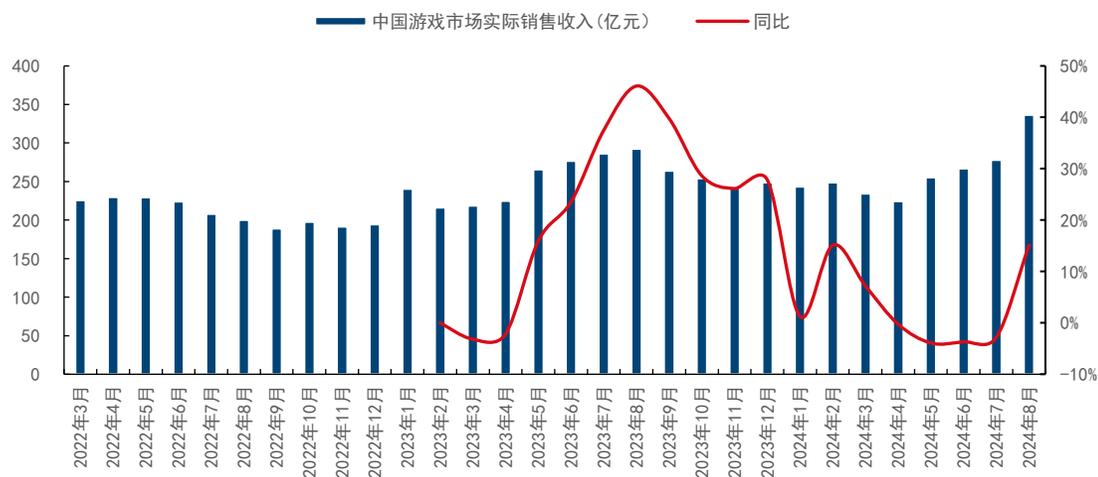


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 2.2 8月国内游戏市场环比增长21.1%

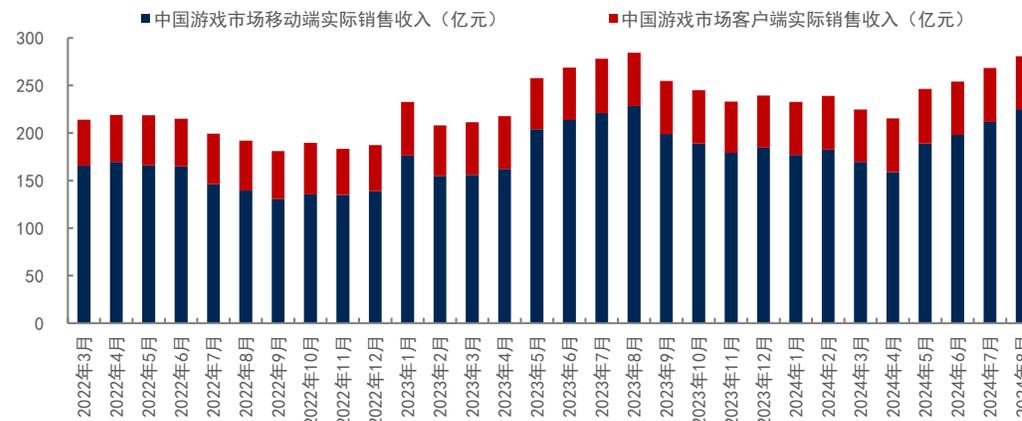
- 24年8月中国游戏市场规模达到336.4亿元，环比增长21.01%，同比增长15.1%。市场规模连续4个月保持环比增长
- 中国客户端游戏市场规模为55.82亿元，环比下降1.97%，同比下降0.4%
- 中国移动游戏市场实际销售收入为224.97亿元，环比增长6.3%，同比下降1.55%；

图：中国市场实际销售收入及增长率



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

图：客户端及移动端增速



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

## 2.3 移动游戏：《王者荣耀》重回TOP1，《金铲铲之战》表现亮眼

- 8月，伽马数据移动游戏流水测算榜TOP10中，《王者荣耀》重回TOP1，《金铲铲之战》流水环比增长约100%，排名上升9名，新游《剑与远征：启程》入榜。《王者荣耀》本月推出新英雄“大司命”与“少司缘”，并联动经典国漫IP“狐妖小红娘”上架节日限定新皮肤；加之七夕节、奇迹远航等活动内容令流水提振效果显著。《金铲铲之战》8月主要受版本更新、周年庆相关活动带动排名上升
- 8月新游中，《剑与远征：启程》首月流水预估超5亿元，位列榜单第一，其余产品首月流水预估均不超亿元

图：8月国内手游流水排名

排名	游戏名称	游戏类型	较7月名次变化	2024年8月全平台流水测算 (亿元)
1	王者荣耀	MOBA类	+1	
2	地下城与勇士：起源	横版格斗	-1	
3	和平精英	射击类	-	
4	金铲铲之战	自走棋	+9	
5	三国：谋定天下	策略类 (SLG)	+4	
6	英雄联盟手游	MOBA类	+1	
7	第五人格	非对称竞技类	+1	
8	穿越火线：枪战王者	射击类	+4	
9	无尽冬日	策略类	+2	
10	剑与远征：启程 <small>new</small>	卡牌类	-	

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

图：8月新游表现

2024年8月伽马数据新游首月流水测算榜TOP5

排名	游戏名称	游戏类型	IP类型	首月流水预估
1	剑与远征：启程	卡牌类	移动游戏	5+
2	时光杂货店	模拟经营类	无	1-
3	美职篮巅峰对决	体育类	体育	1-
4	小兵大作战	休闲类	无	1-
5	圣斗士星矢：重生2	卡牌类	动漫	1-

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

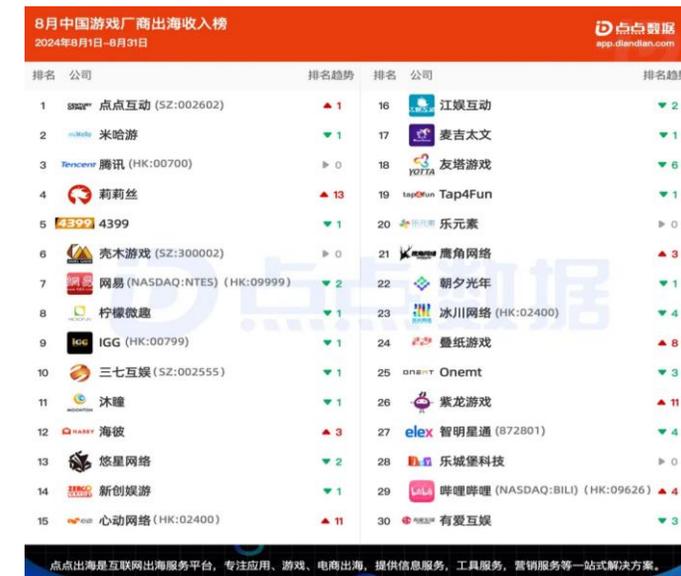
## 2.2 8月游戏出海同比增长25.1%

图：出海收入榜

➢ 8月，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为18.8亿美元，环比增长18.55%，同比增长25.12%。自研产品中，本月《剑与远征：启程》带来流水增长，以及《黑神话：悟空》海外销售情况较好也提供了增量

➢ 8月重点境外市场产品流水增长TOP10中，《剑与远征：启程》登顶，二次元游戏《明日方舟》《原神》等入榜

➢ 出海公司中，点点互动、米哈游、腾讯分列收入榜前三



图：出海产品增长排行

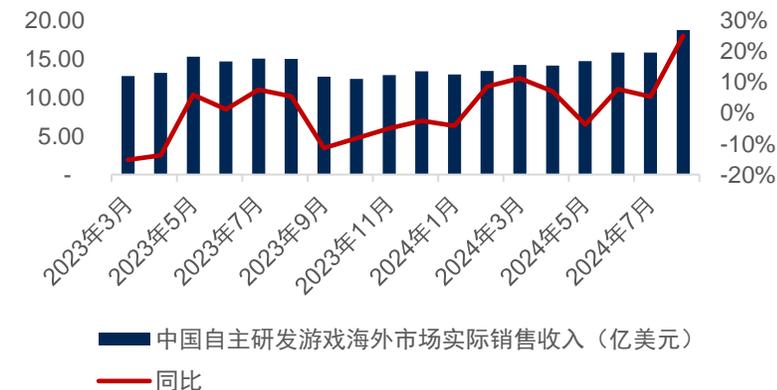
2024年8月重点境外市场产品流水增长TOP10

排名	中文名称	发行商
1	剑与远征：启程	莉莉丝
2	Last War: Survival Game	FirstFun
3	铃兰之剑：为这和平的世界	心动网络
4	寒霜启示录	点点互动
5	金铲铲之战	腾讯游戏
6	明日方舟	鹰角网络&悠星网络
7	第五人格	网易游戏
8	恋与深空	叠纸网络
9	使命召唤手游	动视暴雪
10	原神	米哈游

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

图：出海同比增长25.1%



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. 影视：国庆档同比下滑幅度收窄，关注供给端表现

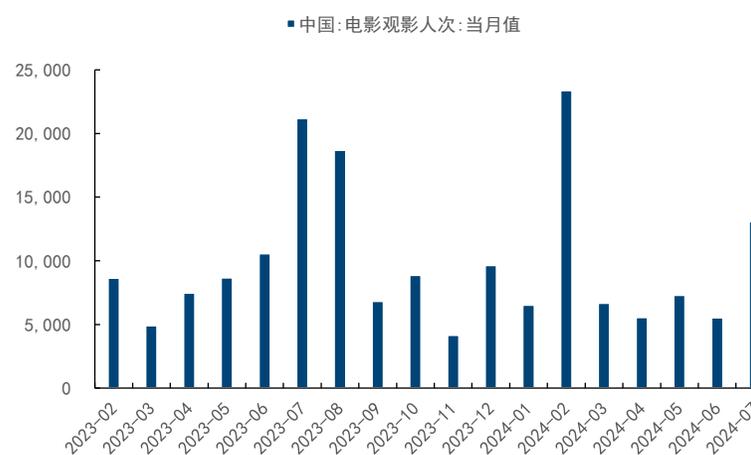
# 3.1 9月电影票房市场同比下滑48%

- 据灯塔专业版数据，今年9月总票房达14.56亿元人民币、同比下滑48%
- 观影总人次3579.8万次，平均票价达到40.7元（上月40.8元）

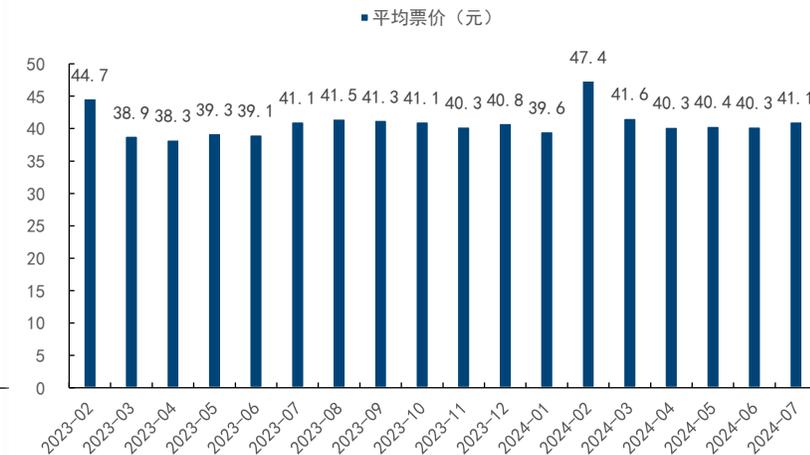
图：9月电影票房收入同比下滑48%



图：观影人次



图：平均票价



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

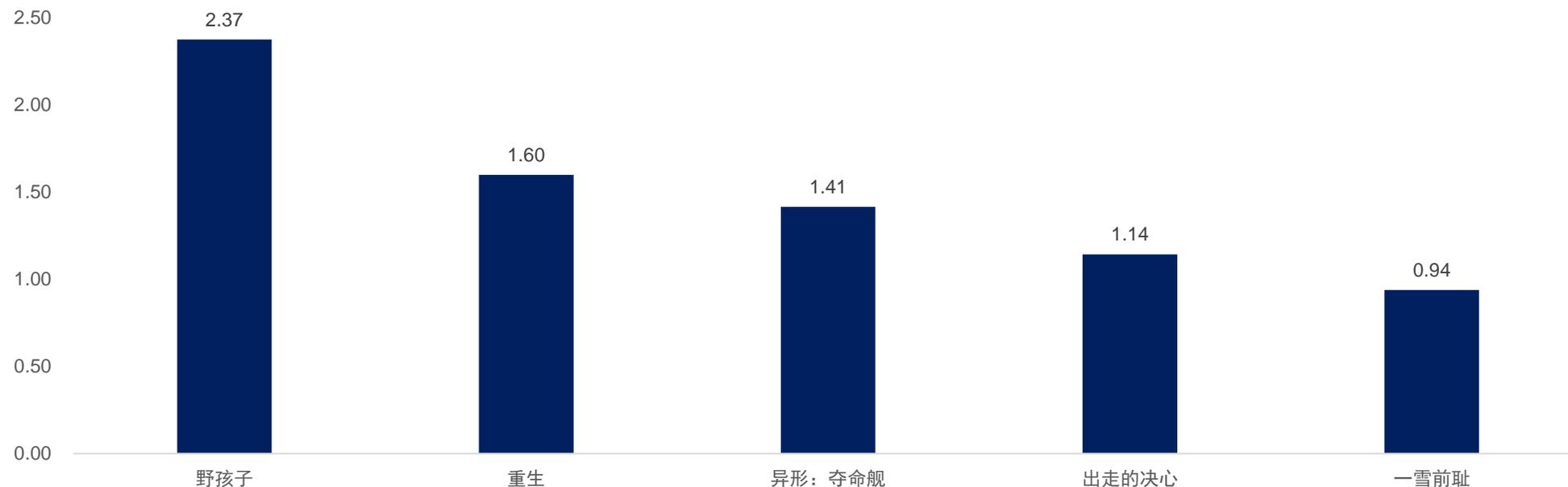
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 3.2 9月电影票房市场同比下滑48%

- 从单片表现来看,《野孩子》、《重生》、《异形》、《出走的决心》、《一雪前耻》分列9月票房市场前5,缺乏有票房号召力的新片导致票房市场相对低迷。

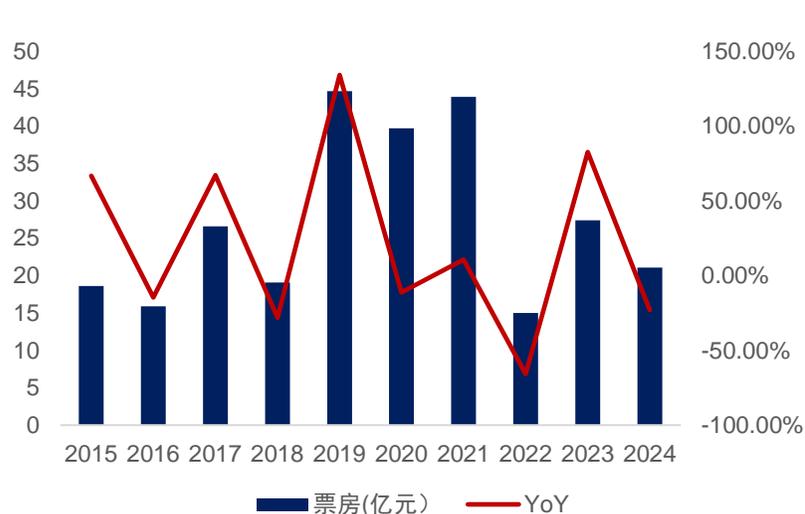
图: 9月电影票房TOP5 (亿元)



### 3.3 国庆档票房同比下滑23%

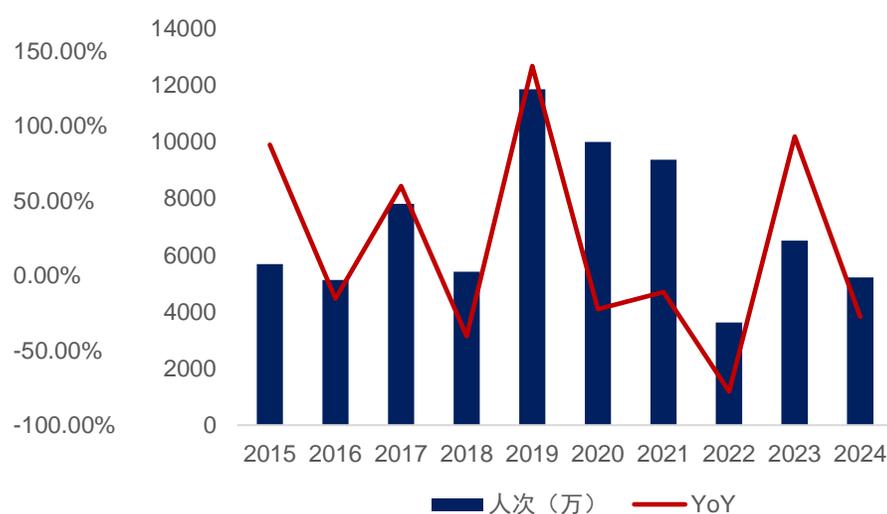
- 2024年国庆档票房总计21.05亿元，同比2023年下滑23.1%，与疫情前的2018年相当；
- 平均票价略有下滑（40.39元，去年同期41.99元），新片匮乏导致的观影人次及上座率下滑是主要原因

图：历年国庆档票房表现



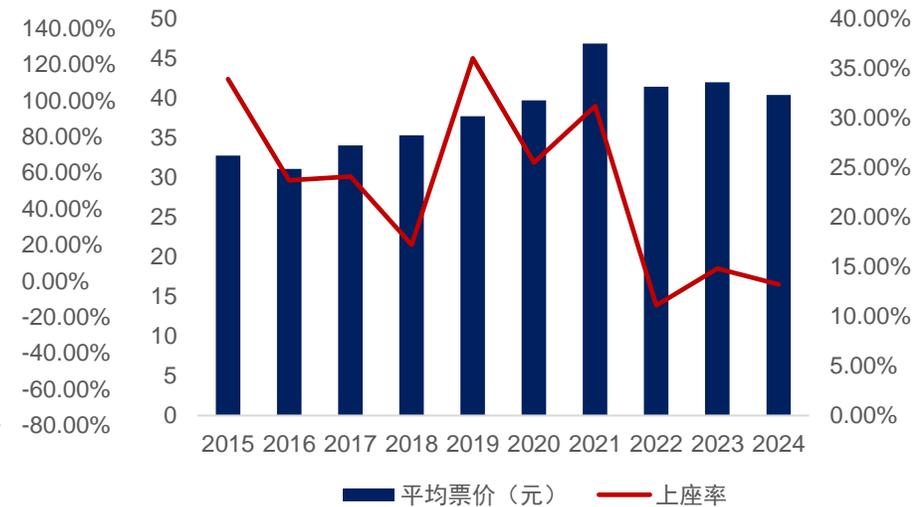
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：观影人次



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：平均票价



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 3.3 国庆档票房同比下滑23%

- 渠道能力持续提升：24年国庆档排映影院数以及影厅数分别达到1581、75302，均创历史最高纪录；渠道渗透提升之下、未来爆款影片票房创新高值得期待；
- 国庆首日票房创过去3年新高，但观影口碑缺乏之下导致后续票房成绩快速下滑

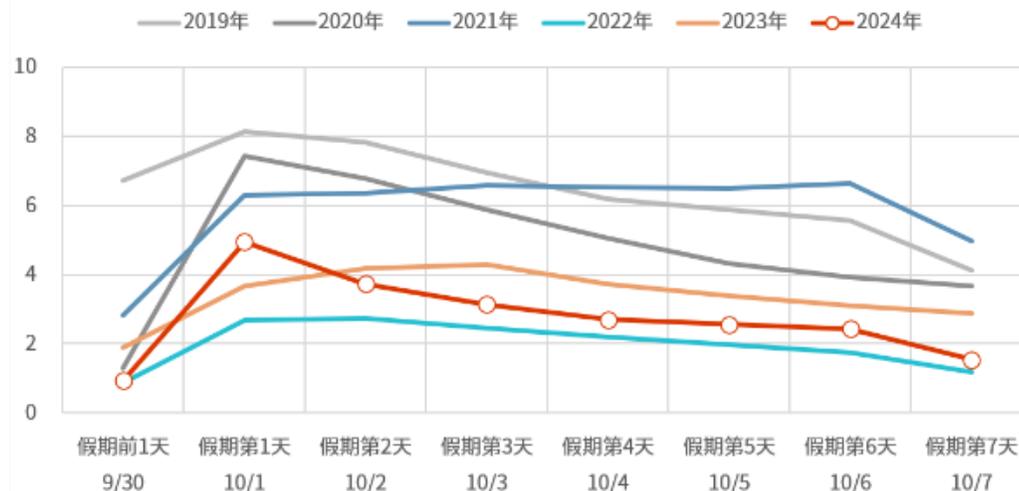
图：历年国庆档影城排映数据

2019-2024年国庆档影城排映数据表

年份	排映影院数	排映影厅数	总场次 (万)	日均场次 (万)	平均票价 (元)	平均上座率
2019年	9905	62465	261.5	37.4	37.6	35.2%
2020年	10306	65569	315.7	39.5	39.6	24.5%
2021年	10711	68447	245.1	35.0	46.8	30.4%
2022年	10305	66457	272.7	39.0	41.3	10.6%
2023年	11356	72812	353.8	44.2	41.9	14.5%
2024年	11581	75302	322.9	46.1	40.3	12.9%

图：国庆首日票房表现较好，持续性较差

2019年-2024年国庆档日大盘走势 (亿)

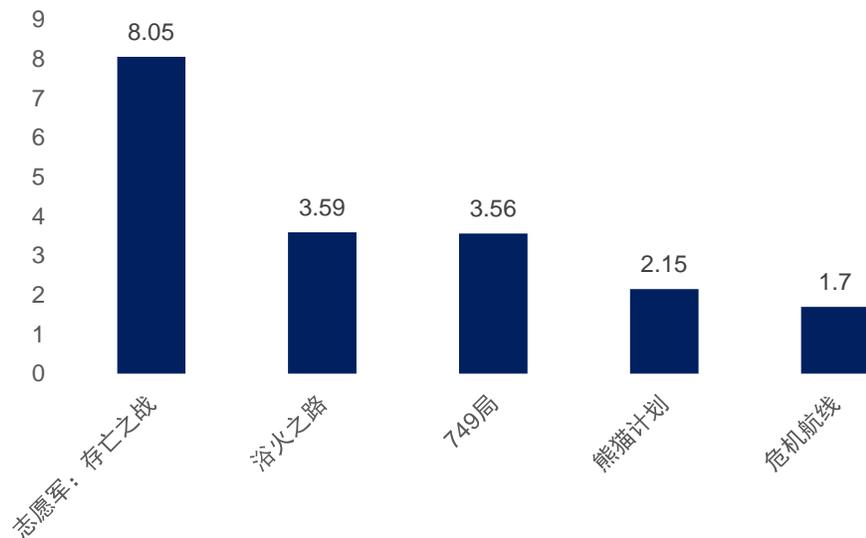


日环比增幅	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
假期第1天	21.1%	481.3%	123.4%	210.5%	94.2%	431.2%
假期第2天	-4.0%	-9.0%	0.6%	2.6%	13.4%	-24.5%
假期第3天	-11.3%	-13.3%	3.9%	-10.6%	3.4%	-16.1%
假期第4天	-11.1%	-14.0%	-1.1%	-10.2%	-13.3%	-14.1%
假期第5天	-4.7%	-14.5%	-0.3%	-10.9%	-9.1%	-5.2%
假期第6天	-5.6%	-9.3%	2.0%	-10.7%	-8.6%	-4.7%
假期第7天	-25.9%	-6.6%	-25.0%	-32.6%	-7.1%	-36.6%

### 3.3 国庆档票房同比下滑23%

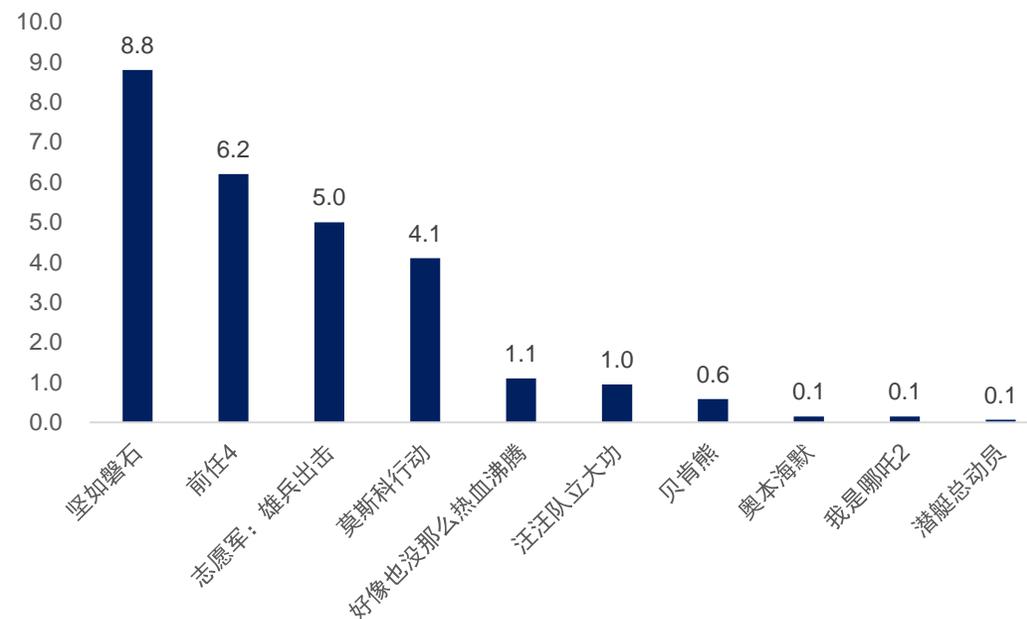
- 从单片表现来看，《志愿军》、《浴火之路》、《749局》、《熊猫计划》、《危机航线》分列国庆档票房市场前5；除《志愿军》外，整体票房表现一般；

图：2024国庆档票房前5（亿元）



资料来源：灯塔，国信证券经济研究所整理

图：2023国庆档影片票房（亿元）

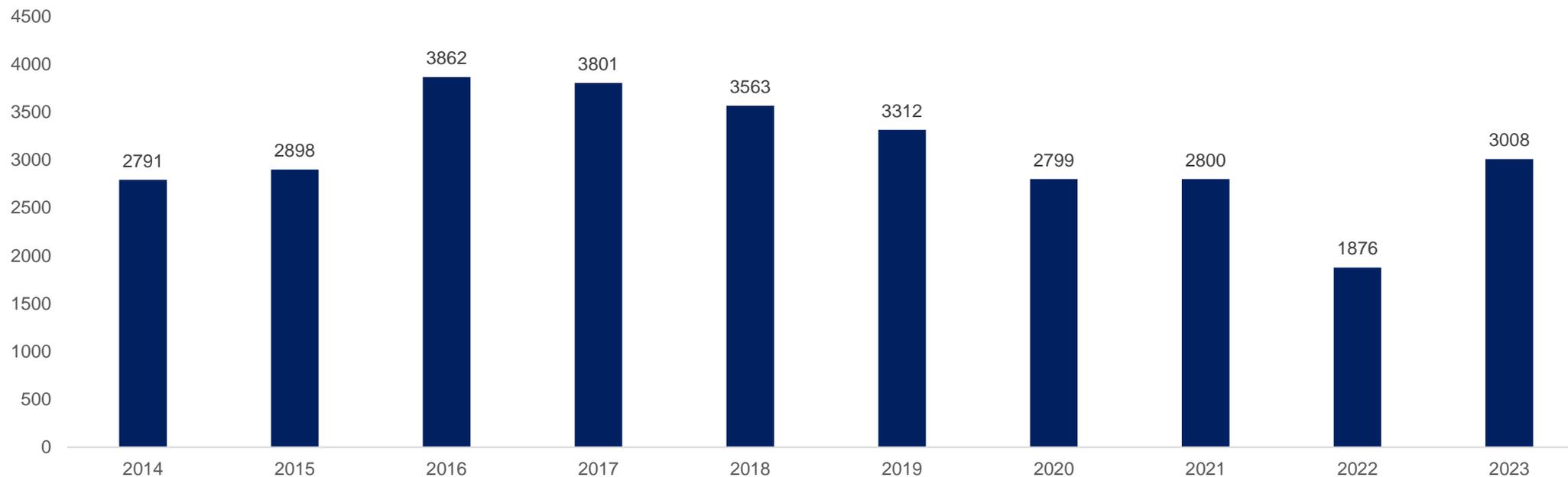


资料来源：灯塔，国信证券经济研究所整理

### 3.4 关注供给端表现，中期有望再度向上

- ▶从国产电影备案数量上来看，20年至22年呈现显著下滑趋势；
- ▶23年以来拐点趋势明显，备案数量同比增长60%；考虑到影片制作时间周期，下半年开始国产优质内容供给有望底部向上，从而带动票房市场持续回暖

国产影片备案数量



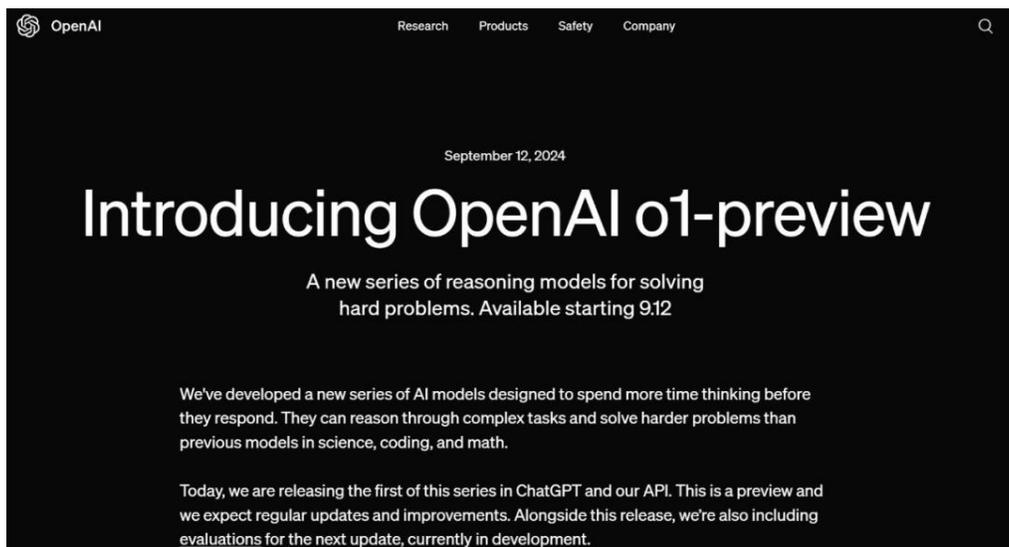
资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

# 4. AIGC：国产视频生成模型进展迅速，关注 应用端进展

## 4.1 大模型：OpenAI 发布o1

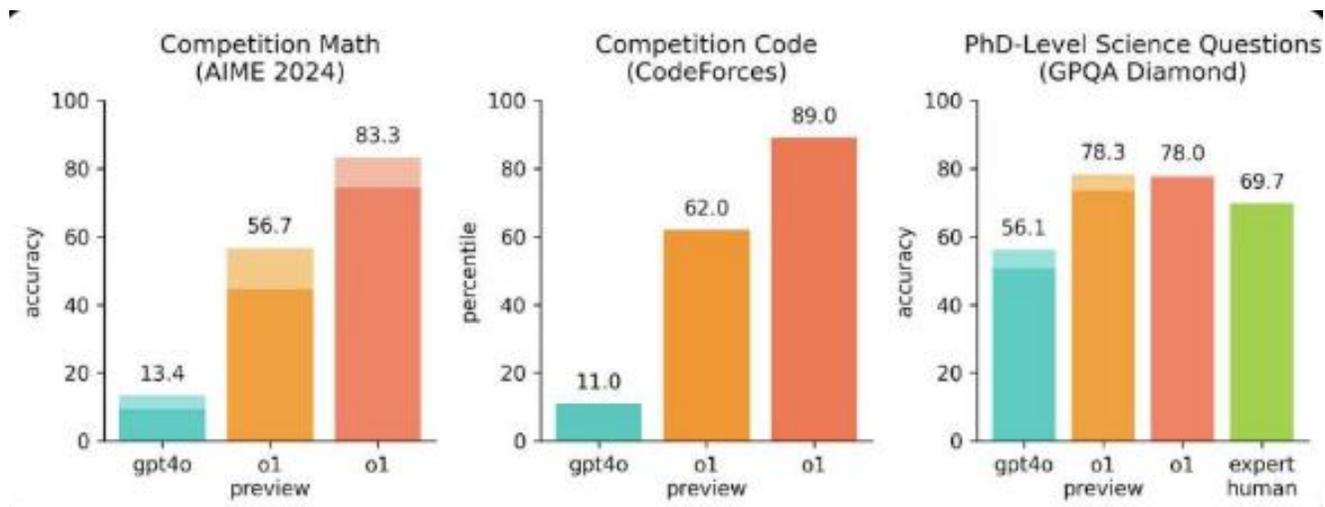
- o1是OpenAI 9月12日发布的针对复杂推理问题的全新大模型，该模型在回答问题之前能够进行更长时间的“思考”，且思考时间越长，推理质量越高。
- 原理是基于强化学习的内化思维链学习，通过思维链式的问题拆解，模型可以不断验证和纠错；表现来看，o1模型在编程、数学、物理和化学博士级问题等任务上提升显著，但在写作等任务上表现不如GPT4o。
- o1系列包括o1、o1-preview和o1-mini。o1暂未公开，o1-preiview 付费用户和API用户已经可以使用。o1-mini 速度更快、性价比更高。

图：o1



资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

图：o1与gpt4o能力对比

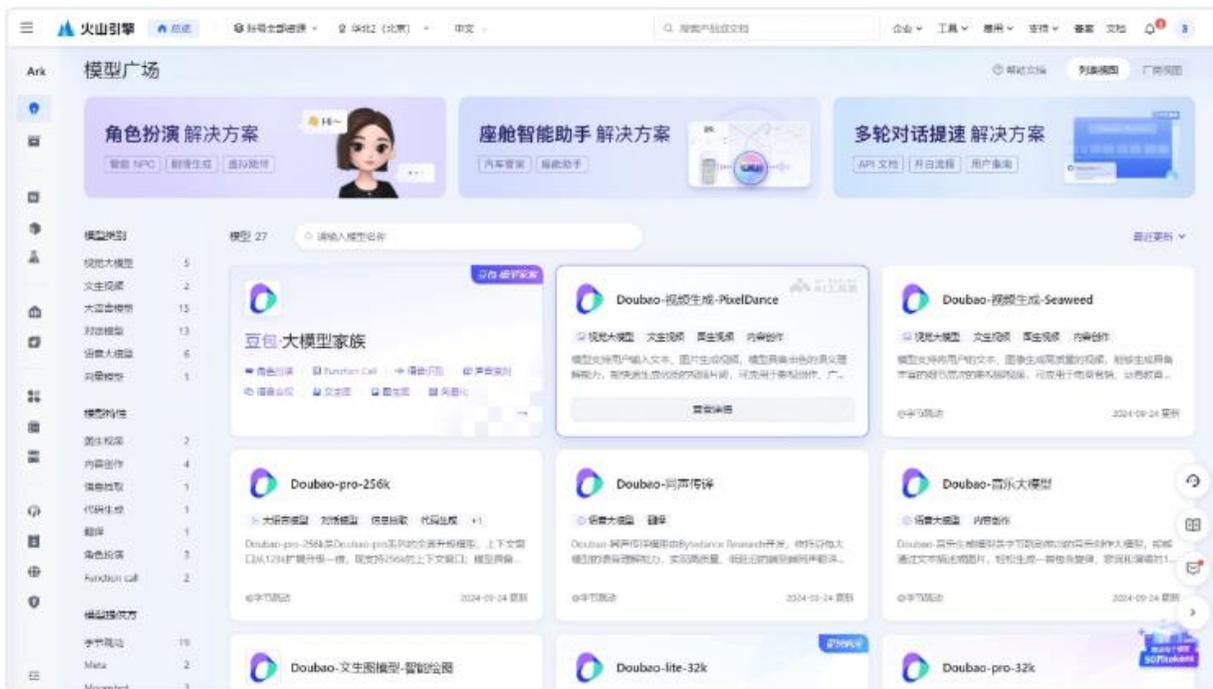


资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

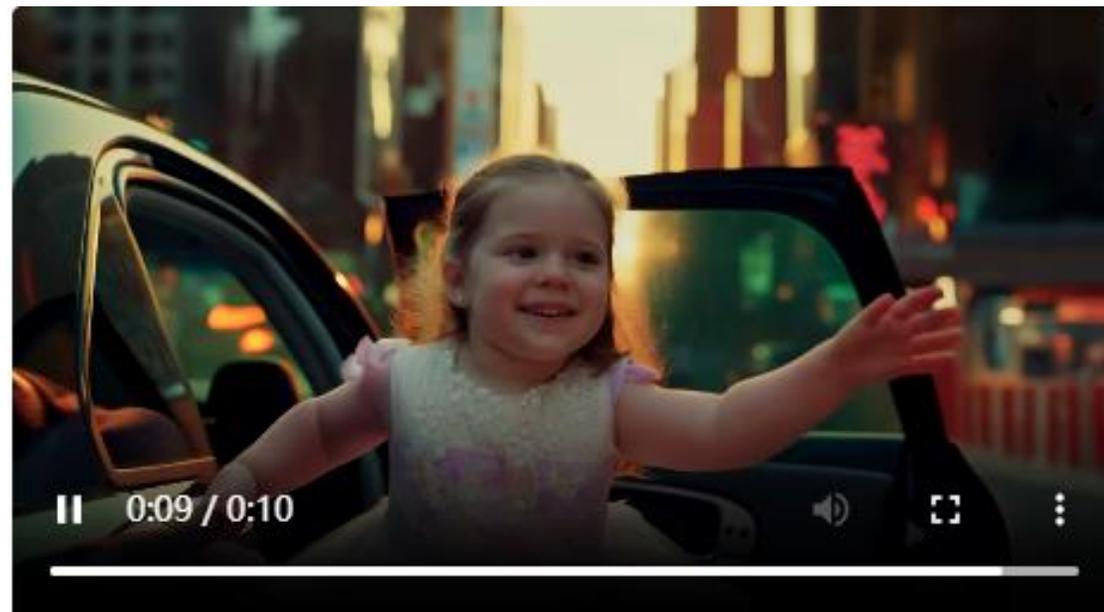
## 4.2 AI视频：字节跳动推出豆包-PixelDance

- PixelDance基于DiT（扩散Transformer）架构，构建了一个既能处理复杂场景又能展现精美运镜的强大视频生成系统。通过这一技术，PixelDance不仅能够实现动态场景的流畅转换，还能在镜头切换时维持主体的风格一致性
- PixelDance支持多主体之间的复杂互动和生动的场景描述，比如当要求生成一个繁忙城市广场的画面时，模型能够准确捕捉到人群的微妙变化、互动以及环境的氛围，而非仅仅是简单的静态镜头；
- PixelDance另一个突出的特点是对多种艺术风格的支持能力

图：豆包PixelDance



图：PixelDance 生成视频



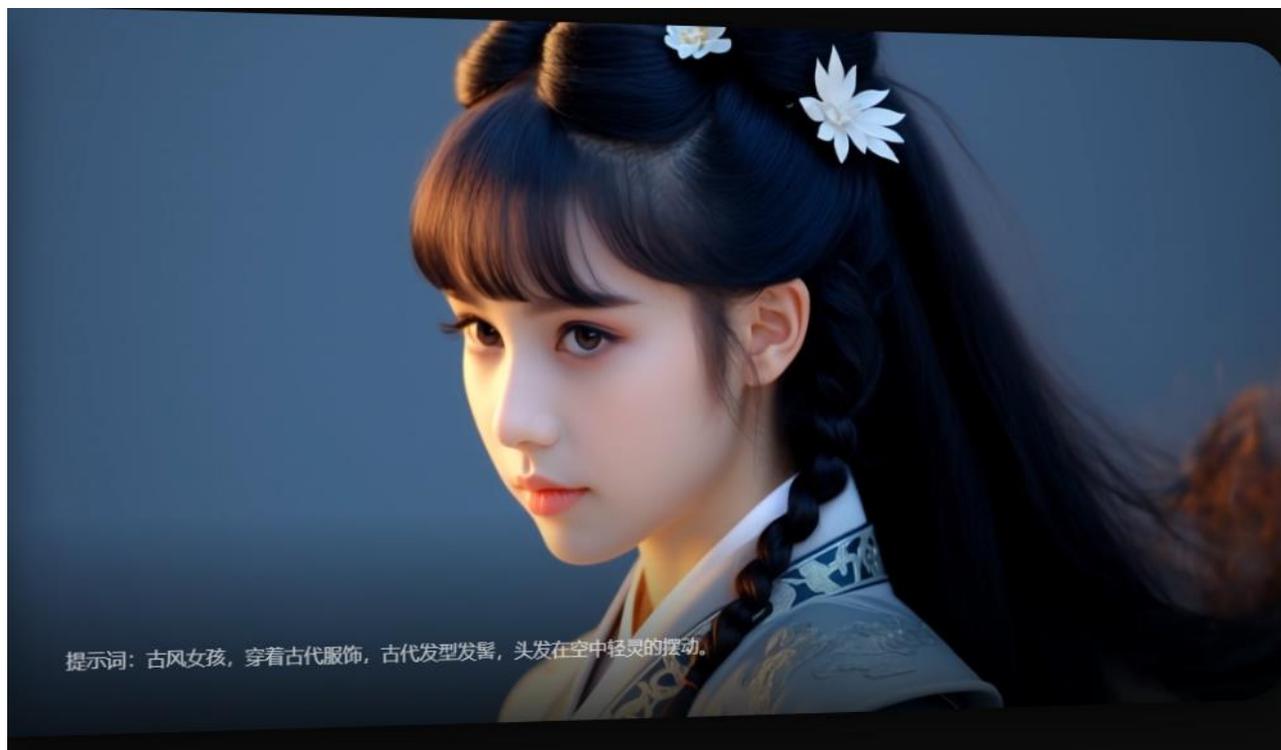
资料来源：字节跳动，国信证券经济研究所整理

资料来源：字节跳动，国信证券经济研究所整理

## 4.2 AI视频：阿里通义万相视频生成模型正式上线

- 通义万相全新发布自研AI视频生成大模型，具备强大的画面视觉动态生成能力，擅长概念理解与组合生成，多种艺术风格轻松驾驭，优化中式元素表现，带来影视级画面质感，同时支持多语言与可变分辨率生成。

图：通义万相AI视频生成演示



资料来源：通义，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：通义万相AI视频生成模型上线



资料来源：通义，国信证券经济研究所整理

## 4.2 AI视频：Meta推出视频模型Movie Gen

- Meta公司发布了其最新的AI视频生成器Movie Gen，这是一款能够自动生成包含声音的高清视频的创新工具，为影视、广告、动漫等多个领域带来了全新的可能性
- Movie Gen 是一个包含四个核心模型的 AI 系统：30B 参数的视频生成模型、13B 参数的音频生成模型、个性化视频生成模型，以及精确视频编辑模型；只需一张照片，就能创建逼真的个性化视频；它不仅生成最长 16 秒、1080P 的高清视频，还能为视频配上同步的音效和背景音乐

图：Meta 展示 Movie Gen 根据文字指令修改视频



资料来源：Meta，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：扎克伯格展示 Movie Gen 的视频编辑能力



## 4.3 端侧：Meta发布AR眼镜Orion

- 在Meta Connect 2024发布会上，扎克伯格公开了Meta的原型AR眼镜，代号为Orion；
- Orion的镜片使用碳化硅制成，并使用了复杂的纳米级3D结构的光波导。重量少于100克且FOV达到70度；Orion支持眼部追踪，同时有7个摄像头用于外部定位
- 眼镜支持手部和眼部追踪，也能利用语音控制；同时Meta还推出了一款基于肌电图（EMG）的腕带，可以捕捉非常微小的肌肉运动所产生的电信号，用户只需要微笑的动作就能进行操作

图：Orion



资料来源：Meta，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：场景



资料来源：Meta，国信证券经济研究所整理

## 4.4 应用：快手可灵AI启动中国首个AIGC导演共创计划

- 快手宣布正式启动”可灵AI“电影共创计划，联合李少红、贾樟柯、叶锦添、薛晓路、俞白眉、董润年、张吃鱼、王子川、王卯卯等9位导演共同推出9部AIGC电影短片。据介绍，9部短片将全部由可灵AI进行视频生成，电影导演完全依托视频生成大模型，群体深度参与电影级内容创作，这在中国尚属首次
- 作为全球首个面向用户开放的真实影像级视频生成大模型，快手自研的视频生成大模型“可灵AI”自6月6日发布以来，至今累计服务了超过160万用户，生成2500万张图片、1600万个视频；
- 此前，可灵AI已经在短剧行业应用落地。7月13日，在快手独家上线的国内首部AIGC原创奇幻微短剧《山海奇镜之劈波斩浪》，即通过可灵提供的深度技术支持，实现了画面完全由AI制作生成

图：AIGC导演共创计划



资料来源：快手，国信证券经济研究所整理

## 4.5 投融资：OpenAI完成新一轮融资，估值破万亿人民币

- 10月2日，OpenAI 官宣完成规模66亿美元的新一轮融资，公司估值达到1570亿美元。这是史上规模最为庞大的私募融资项目，使OpenAI 一举成为全球首家人工智能万亿独角兽，跻身为足以与字节跳动和SpaceX并列的全球三大初创公司之一
- 此轮融资由OpenAI的老股东——美国风投基金Thrive Capital领投，微软继续参投，英伟达、软银首次跟投，其他投资方还包括Khosla Ventures、Altimeter Capital、富达、Tiger Global、阿联酋投资公司MGX等
- OpenAI在官网公告中表示，这笔资金“能够加倍巩固我们在前沿人工智能研究中的领导地位，提高计算能力，继续构建帮助人们解决难题的工具。我们的目标是让高级智能成为一种广泛可用的资源”

图：OpenAI 历次融资

时间	金额	投资者	估值
2015.6	10亿美元	个人投资者Peter Thiel、Reid Hoffman、Elon Musk、Sam Altman等	未公开
2019.3	5000万美元	Khosla Ventures、Reid Hoffman Foundation	未公开
2019.4	1000万美元	Matthew Brown	未公开
2019.4	1000万美元	Matthew Brown	未公开
2019.7	10亿美元	微软	20亿美元
2021.1	未披露	a16z、老虎全球管理基金、Bedrock Capital	15亿美元
2021	20亿美元	微软	未公开
2022.1	2.5亿美元	红杉资本等	未公开
2023.1	100亿美元	微软	未公开
2023.4	3亿美元	Thrive Capital、红杉资本、a16z、Founders Fund、K2 Global	270亿至290亿美元
2023.11	未披露	Thrive Capital等	860亿美元
2024.1	500万美元	MIS (AI Moammar Information systems)	860亿美元
2024.1	66亿美元	Thrive Capital、微软、英伟达等	1570亿美元

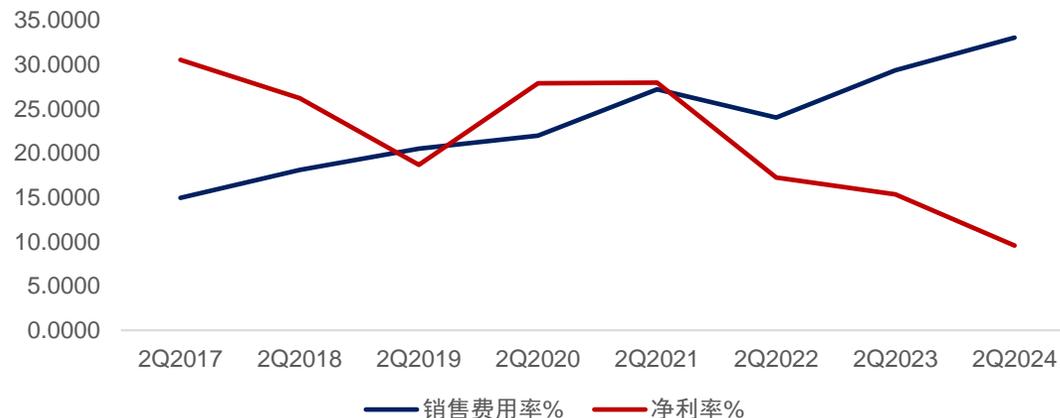
资料来源：第一财经，国信证券经济研究所整理

## 5. 投资建议：关注景气度与估值持续修复可能

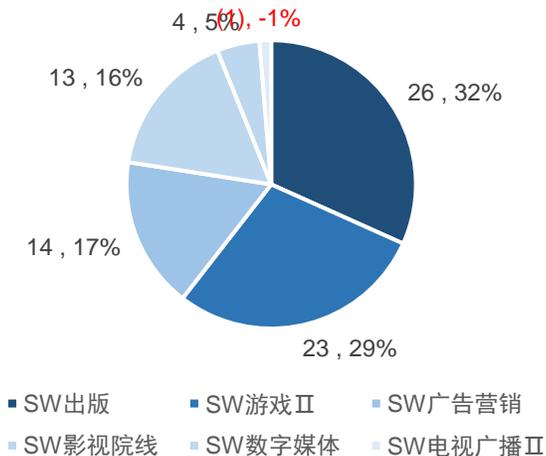
# 5.1 短期及外部宏观因素带动业绩大幅下行，中期有望再度向上

- 游戏及出版构成传媒板块业绩主体（Q2合计占比61%）；所得税费率调整（0提升至25%）是出版板块业绩大幅向下的主要原因；版号重启之下新游密集上线导致游戏板块费用率显著提升压制游戏板块短期业绩表现；电影及影院板块更多受制于内容制作周期影响；
- 广告、媒体则受制于外部宏观周期影响
- 中期来看，在基数效应减弱（游戏、出版）、供给周期上行（影视）以及宏观预期改善之下，板块业绩有望再度上行；

图：费用端扰动导致游戏板块业绩大幅下滑（Q2）

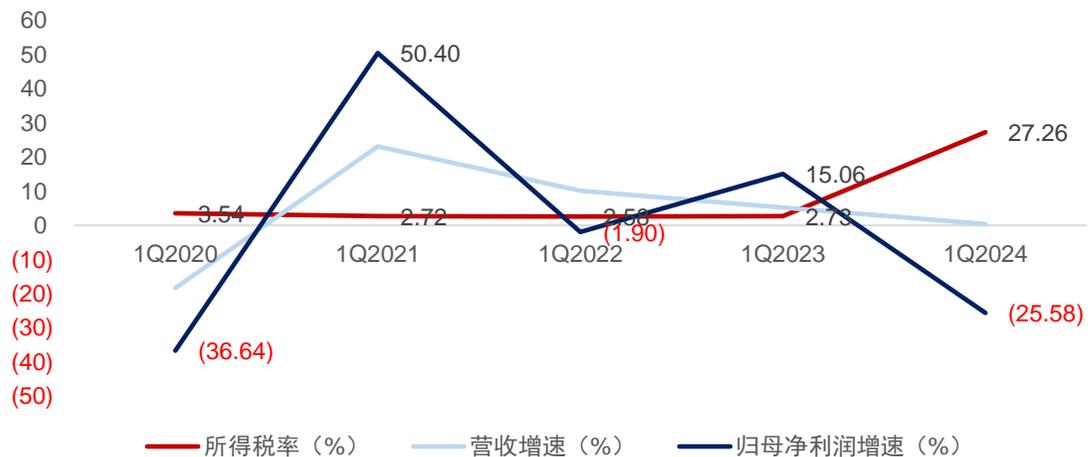


图：游戏及出版构成传媒板块业绩主体（Q2）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：所得税率调整冲击出版板块业绩表现（Q2）

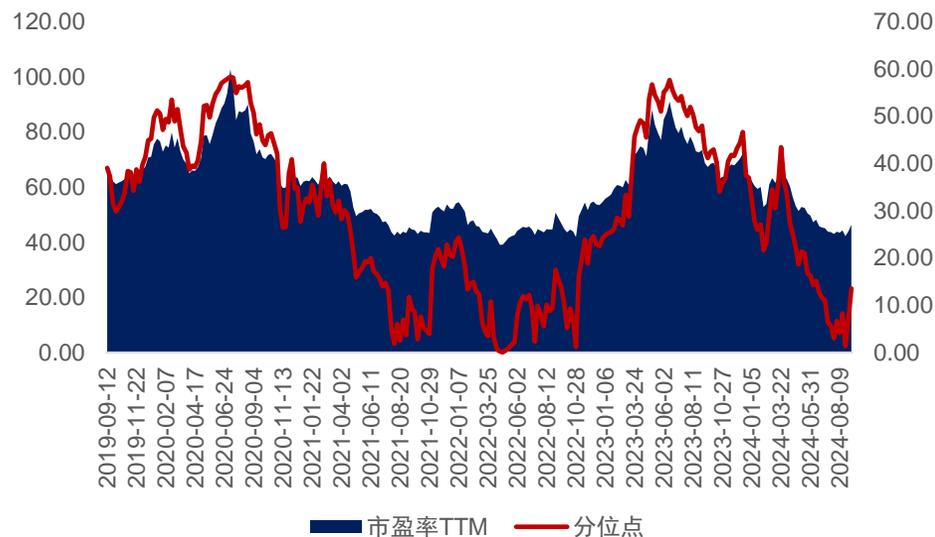


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 5.2 低配置、低估值下具备持续修复可能

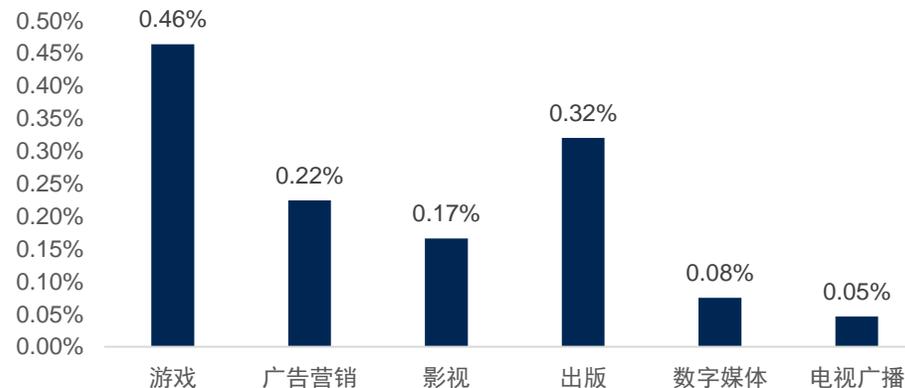
- ▶ 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 35x，处于过去5年46%分位数、整体估值仍处于历史较低水平；
- ▶ 截至Q2（0630），公募机构在传媒板块持仓总市值652亿元，占传媒板块总市值5.74%，占公募机构A股持仓比例为1.3%（上年同期2.35%），相对上年同期下滑显著；

图：估值处于历史低位



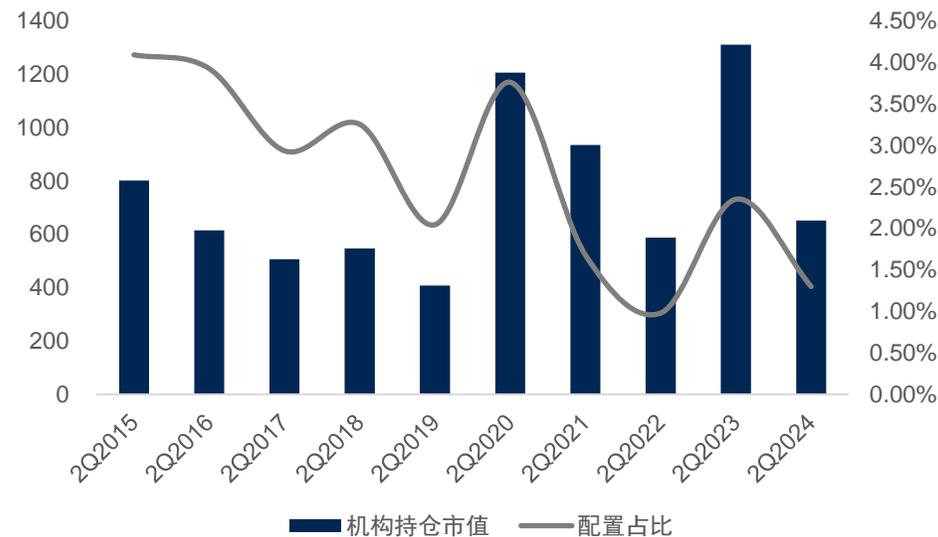
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申万二级行业公募机构配置比例（Q2）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募机构配置占比低位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 5.3 两条主线把握传媒板块弹性机会

- **基本面底部改善可能，关注游戏、广告媒体、影视等板块。**游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、哔哩哔哩、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；IP潮玩推荐泡泡玛特等；影视内容供给端有望底部改善，推荐渠道（万达电影、猫眼娱乐）以及内容（光线传媒、华策影视）；同时从高分红、低估值角度关注近期滞涨的出版板块；
- **主题弹性，大模型加速发展带动AIGC关注应用端中长期落地机会，重点把握IP（中文在线、上海电影、华策影视、捷成股份、奥飞娱乐、视觉中国）、大模型（昆仑万维）及应用环节（掌趣科技、巨人网络、浙数文化、奥飞娱乐等标的）；**
- 9月投资组合为恺英网络、吉比特、南方传媒、泡泡玛特、哔哩哔哩整体表现良好，10月投资组合为恺英网络、分众传媒、泡泡玛特、哔哩哔哩、心动公司

表：投资组合表现

代码	简称	股价	月涨幅	相对沪深300涨幅	相对行业指数涨幅
9626. HK	哔哩哔哩	193.80	69.1%	48.14%	42.26%
002517	恺英网络	11.89	29.6%	8.62%	2.74%
603444	吉比特	244.20	29.2%	8.24%	2.36%
9992. HK	泡泡玛特	53.25	16.1%	-4.83%	-10.71%
601900	南方传媒	14.68	23.8%	2.81%	-3.07%
801760. SI	传媒（申万）	610.38	26.8%	5.88%	
000300. SH	沪深300	4017.85	21.0%		

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

商誉减值风险；

业绩不达预期；

经营管理风险；

监管政策风险；

新技术落地低于预期等。

## 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.GSI）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
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		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、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