

行业研究 | 行业点评研究 | 传媒

传媒板块复盘：估值仍处阶段性低位， 修复弹性凸显



| 报告要点

9月下旬以来，国家出台政策组合拳，有望推动经济加速复苏、市场情绪回暖。其中传媒板块点位、估值、持仓比例均处于近10年来低位，向上弹性较大，多个细分板块景气度较高。建议关注：1) 游戏板块业绩、估值双重修复；2) 2025年影视院线板块触底反弹；3) 新兴科技及产业趋势带来的投资机会。

| 分析师及联系人



姚蕾

SAC: S0590524090001



丁子然

SAC: S0590523080003

传媒

传媒板块复盘：估值仍处阶段性低位，修复弹性凸显

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《传媒：电影行业跟踪：国庆档延续多元供给，重点关注2025春节档》2024.09.22
- 2、《传媒：OpenAI o1发布，复杂推理能力大幅提升》2024.09.16



扫码查看更多

➤ 复盘近10年传媒板块：估值仍处阶段性低位，修复弹性凸显

截至10月11日，传媒（申万）指数收盘558点，低于过去10年指数价格25%分位（612点），处于阶段性低位。从估值角度看，传媒板块市盈率TTM约为23.3X，略低于过去10年指数市盈率25%分位（约23.7X），处于较低区位。从持仓角度，截至2024Q2，传媒板块基金重仓持仓比例约为0.607%，处于近10年来低位，仅高于2022Q3水平（该区间内宏观经济受疫情影响尚未出清，且游戏、影视等内容行业政策收紧）。整体来看，传媒板块估值、持仓均处于阶段性低位。

➤ 游戏、广告营销、数字媒体、出版估值均低于近10年50%分位

从细分板块来看，除红利属性的出版外，游戏、影视院线、广告营销、数字媒体行业指数点位均低于过去10年以来25%分位。估值角度看，除影视院线板块受制于行业景气度，估值相对较高以外，游戏、广告营销、数字媒体、出版行业市盈率水平均低于近10年50%分位；游戏市盈率TTM约为26.0X，处于中性区间，但2024Q4-2025年新品周期的市场预期尚不充分，根据Wind一致预期，部分重点游戏公司2024E/2025E算术平均PE分别为16.8X/13.8X，均低于历史估值中枢。持仓角度看，游戏、广告营销、数字媒体、出版行业重仓比例均处于10年来低位。

➤ 投资建议

9月下旬以来，国家出台政策组合拳，有望推动经济加速复苏、市场情绪回暖。其中传媒板块估值、持仓比例均处于近10年来低位，向上弹性较大，多个细分板块景气度较高。建议关注以下投资机会：

1) 关注游戏板块业绩、估值双重修复。行业层面，小程序、PC+主机等新兴渠道，以及女性向、休闲养成等新品类有望贡献增量，同时游戏出海渗透率或进一步提升，推动行业景气度持续提升。产品层面，多家游戏公司有望自2024Q4起开启新品周期。建议关注神州泰岳、吉比特、恺英网络、巨人网络、心动公司、电魂网络。

2) 关注2025年影视院线板块触底反弹。2025年国内电影市场有望在低基数基础上实现反弹，其中春节档多部重磅影片有望上映，包括成熟系列电影“唐探”“熊出没”，以及打磨数年、有望引起较高关注度的《哪吒2》《封神2》等。头部院线及平台有望率先受益，建议关注万达电影；关注重要内容出品方光线传媒。

3) 关注新兴科技及产业趋势带来的投资机会。I) 生成式AI技术演进，多模态生成及复杂问题解决能力加速提升。海外Meta展示首款AR智能眼镜Orion，OpenAI新一轮估值达到1570亿美元；国内字节、快手升级视频生成模型，字节推出AI硬件Olafriend。II) IP衍生品市场景气度向上，潮玩、卡牌、“谷子”等成为新一代消费者的重要线下娱乐方式，其中头部IP运营商泡泡玛特、卡游、布鲁可等均在经营层面取得突破。建议关注积极布局AI模型及应用的昆仑万维、盛天网络。

风险提示：竞争程度加剧，行业监管趋严，内容或产品进度较慢、表现不佳的风险。

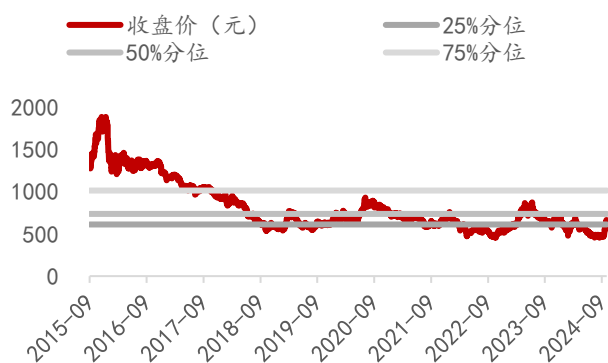
1. 传媒板块历史复盘：估值、持仓仍处低位

我们选取传媒（申万）指数，复盘过去 10 年 A 股传媒板块表现：截至 10 月 11 日，传媒（申万）指数收盘 558 点，仍低于过去 10 年指数 25%分位（612 点），处于阶段性低位。

从估值角度看，传媒板块市盈率 TTM 约为 23.3X，略低于过去 10 年指数市盈率 25%分位（约 23.7X），处于较低区间。

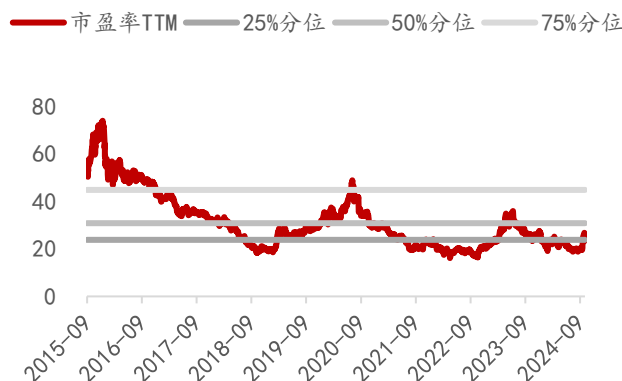
从持仓角度，截至 2024Q2，传媒板块基金重仓持仓比例约为 0.607%，处于近 10 年来低位，仅高于 2022Q3（该区间内宏观经济受疫情影响尚未出清，且游戏、影视等内容行业政策收紧）。

图表1：传媒（申万）指数历史行情



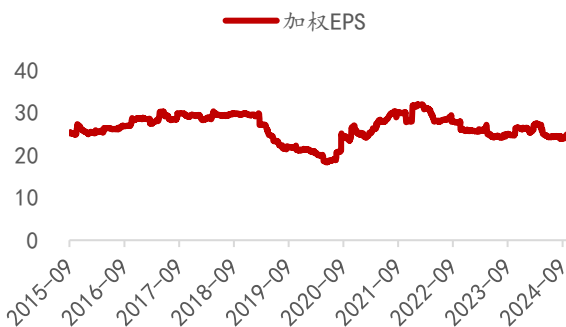
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：传媒（申万）历史市盈率



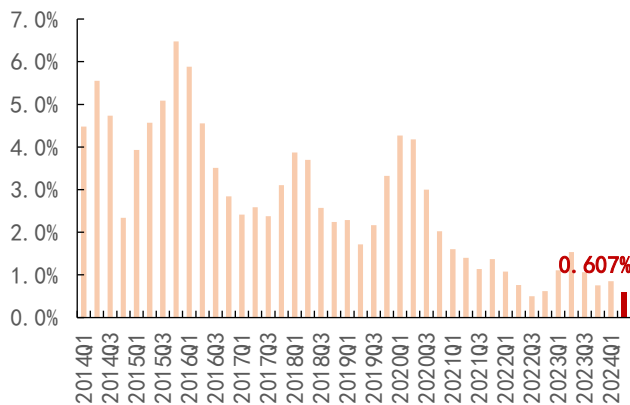
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：市盈率剔除负值及 100 以上极端值

图表3：传媒（申万）指数历史加权 EPS



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：加权 EPS 计算方法为指数价格/市盈率 TTM

图表4：传媒（申万）历史重仓持仓比例



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：基金选择范围为普通股股票型基金，以及混合型基金中的偏股混合、平衡混合、灵活配置型基金

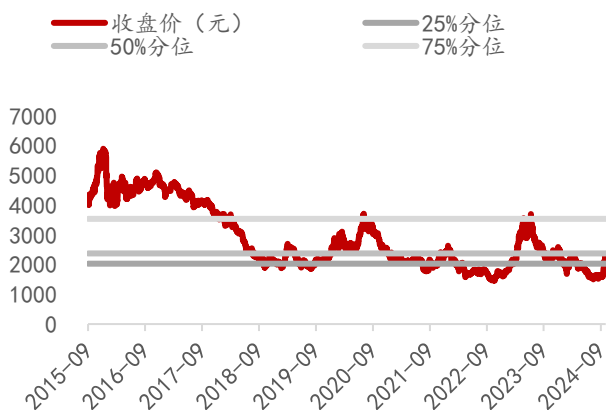
1.1 游戏：估值持仓均处历史低位，修复弹性较大

我们选取游戏 II（申万）指数，复盘过去 10 年 A 股游戏板块表现：截至 10 月 11 日，游戏 II（申万）指数收盘 1921 点，仍低于过去 10 年指数 25%分位（2037 点），处于低位区间。

从估值角度看，游戏板块市盈率 TTM 约为 26.0X，略低于过去 10 年指数市盈率 50%分位（约 26.8X），处于中性区间。此外，根据 Wind 一致预期，部分重点关注的游戏公司 2024E/025E 算术平均 PE 分别为 16.8X/13.8X，均低于历史估值中枢。

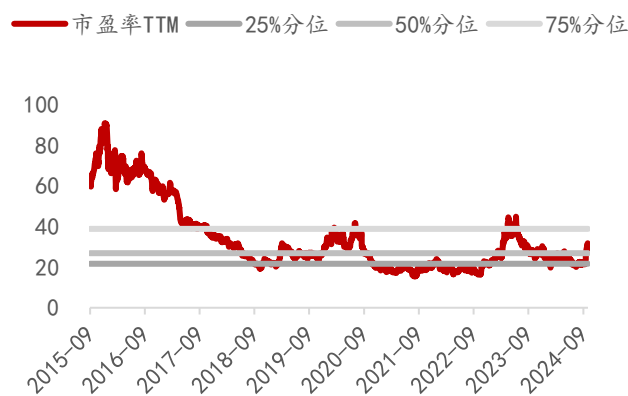
从持仓角度，截至 2024Q2，游戏板块基金重仓持仓比例约为 0.136%，处于近 10 年来低位，仅高于 2022Q4（该区间游戏版号仍处于暂停发放期）。

图表5：游戏 II（申万）指数历史行情



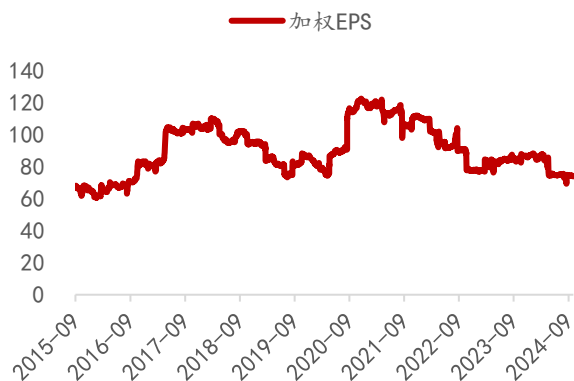
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：游戏 II（申万）历史市盈率



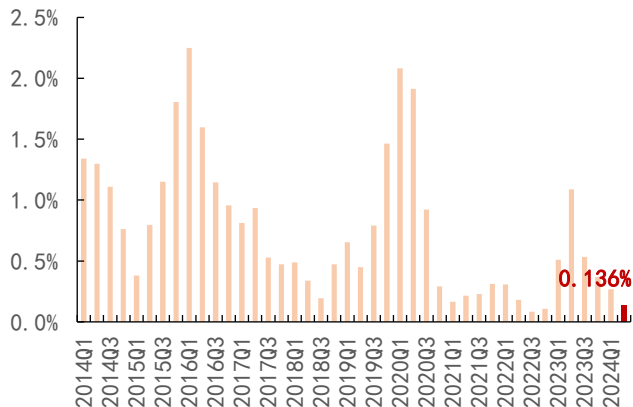
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：市盈率剔除负值及 100 以上极端值

图表7：游戏 II（申万）指数历史加权 EPS



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：加权 EPS 计算方法为指数价格/市盈率 TTM

图表8：游戏 II（申万）历史重仓持仓比例



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：基金选择范围为普通股型基金，以及混合型基金中的偏股混合、平衡混合、灵活配置型基金

图表9：部分游戏公司盈利预测及估值

代码	公司名称	市值 (亿元)	PE				净利润 (亿元)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
300002.SZ	神州泰岳	223	41.1	25.1	18.9	16.4	5.4	8.9	11.8	13.6
002555.SZ	三七互娱	352	11.9	13.3	12.5	11.1	29.5	26.6	28.2	31.9
603444.SH	吉比特	164	11.3	14.6	15.9	13.7	14.6	11.3	10.4	12.0
002517.SZ	恺英网络	239	23.3	16.3	13.5	11.3	10.3	14.6	17.7	21.1
002624.SZ	完美世界	167	12.1	33.9	19.8	15.2	13.8	4.9	8.4	11.0
002558.SZ	巨人网络	217	25.5	20.0	14.6	12.9	8.5	10.9	14.9	16.8
002602.SZ	世纪华通	287	-4.0	54.8	11.9	10.1	-70.9	5.2	24.1	28.5
002605.SZ	姚记科技	95	27.1	16.8	14.1	12.4	3.5	5.6	6.7	7.6
300494.SZ	盛天网络	52	23.3	30.6	28.1	20.0	2.2	1.7	1.8	2.6
603258.SH	电魂网络	44	21.7	76.7	18.6	15.2	2.0	0.6	2.3	2.9

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：2025年盈利及估值预测均取自Wind一致预期

1.2 影视院线：景气度承压导致走势较低迷

我们选取影视院线（申万）指数，复盘过去10年A股影视院线板块表现：截至10月11日，影视院线（申万）指数收盘977点，仍低于过去10年指数25%分位（1160点），处于低位区间。

从估值角度看，影视院线板块市盈率TTM约为52.2X，高于过去10年指数市盈率50%分位（41.9X），略低于75%分位（54.5X），处于较高区间。

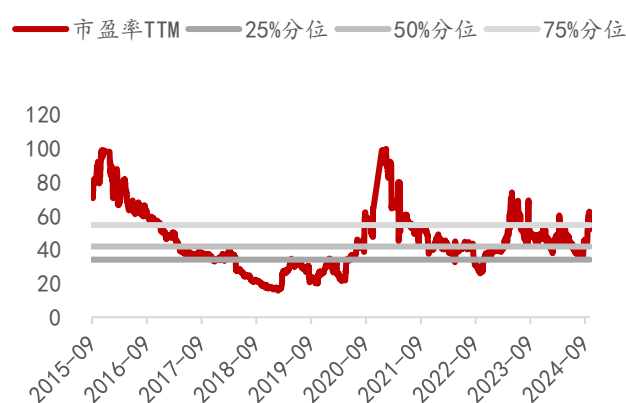
从持仓角度，截至2024Q2，影视院线板块基金持仓比例约为0.126%，处于近10年来低位区间。考虑到2020年后，受供给侧收缩、疫情期间观影需求承压等影响，影视院线行业出现景气度下行，从5年维度看，目前影视院线板块重仓持仓比例处于2020年以来的平均水平。

图表10: 影视院线(申万)指数历史行情



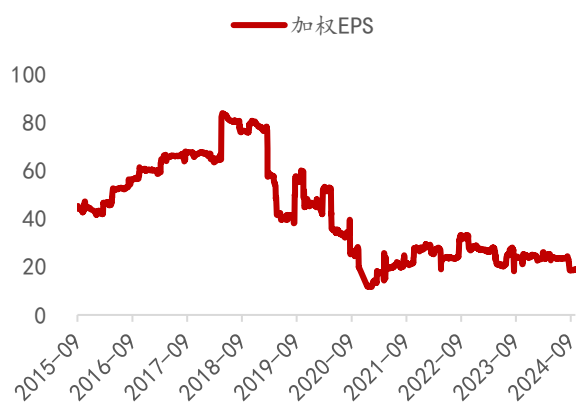
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表11: 影视院线(申万)历史市盈率



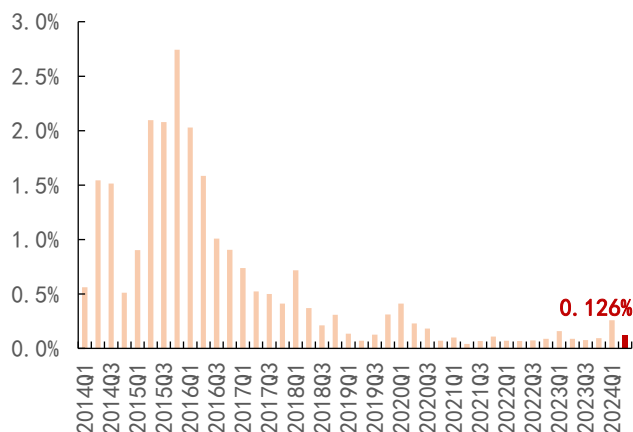
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 市盈率剔除负值及100以上极端值

图表12: 影视院线(申万)指数历史加权EPS



资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 加权EPS计算方法为指数价格/市盈率 TTM

图表13: 影视院线(申万)历史重仓持仓比例



资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 基金选择范围为普通股票型基金, 以及混合型基金中的偏股混合、平衡混合、灵活配置型基金

1.3 广告营销: 估值持仓均处低位, 顺周期属性较强

我们选取广告营销(申万)指数, 复盘过去10年A股影视院线板块表现: 截至10月11日, 广告营销(申万)指数收盘2058点, 仍低于过去10年指数25%分位(2306点), 处于低位区间。

从估值角度看, 广告营销板块市盈率TTM约为27.9X, 略高于过去10年指数市盈率25%分位(23.3X), 仍低于50%分位(29.9X), 处于较低区间。

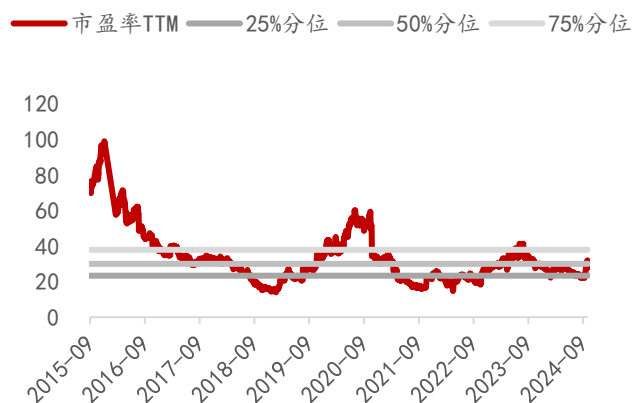
从持仓角度，截至 2024Q2，广告营销板块基金重仓持仓比例约为 0.278%，处于近 10 年来低位区间。

图表14：广告营销（申万）指数历史行情



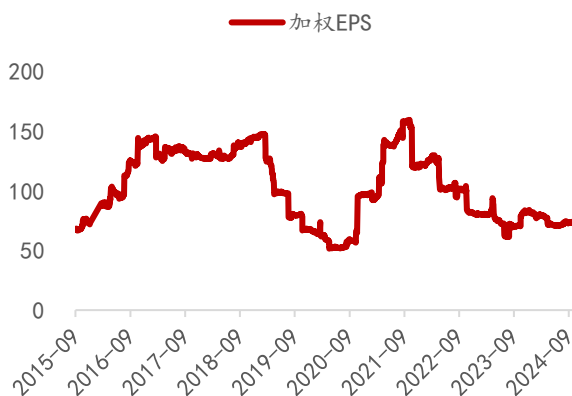
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：广告营销（申万）历史市盈率



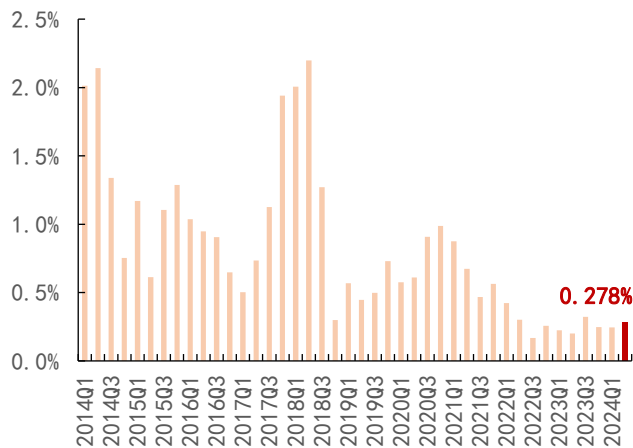
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：市盈率剔除负值及 100 以上极端值

图表16：广告营销（申万）指数历史加权 EPS



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：加权 EPS 计算方法为指数价格/市盈率 TTM

图表17：广告营销（申万）历史重仓持仓比例



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：基金选择范围为普通股票型基金，以及混合型基金中的偏股混合、平衡混合、灵活配置型基金

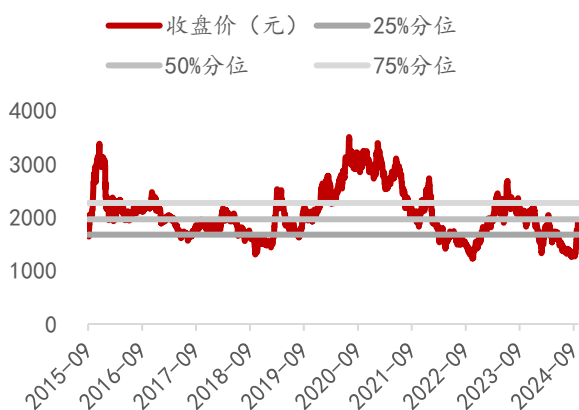
1.4 数字媒体：估值持仓均处低位，EPS 维持增长

我们选取数字媒体（申万）指数，复盘过去 10 年 A 股数字媒体板块表现：截至 10 月 11 日，数字媒体（申万）指数收盘 1582 点，仍低于过去 10 年指数 25%分位（1677 点），处于低位区间。

从估值角度看，数字媒体板块市盈率 TTM 约为 25.5X，低于过去 10 年指数市盈率 25% 分位（42.8X），处于较低区间。

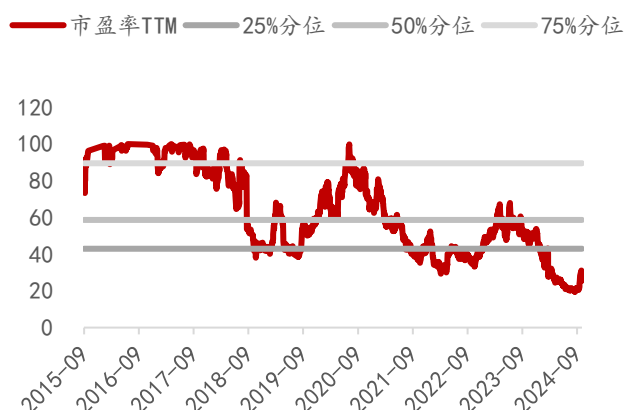
从持仓角度，截至 2024Q2，数字媒体板块基金重仓持仓比例约为 0.006%，处于近 10 年来低位区间。

图表18：数字媒体（申万）指数历史行情



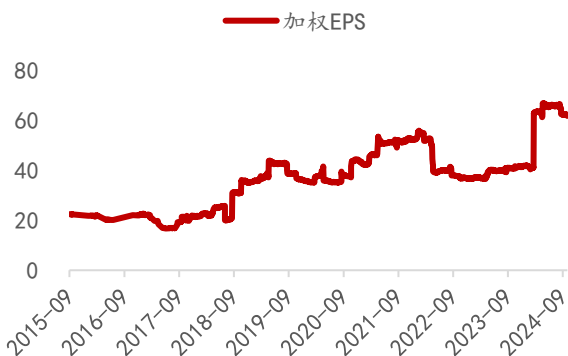
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表19：数字媒体（申万）历史市盈率



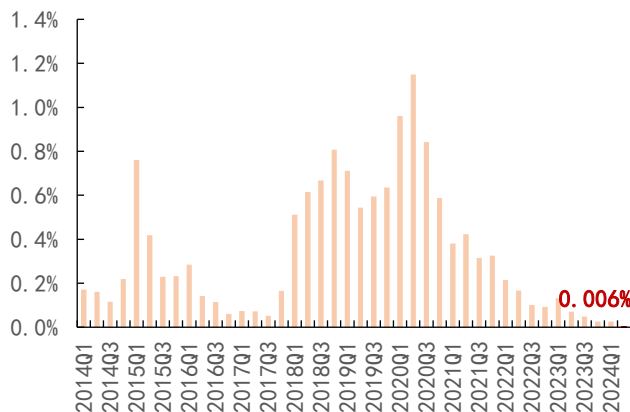
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：市盈率剔除负值及 100 以上极端值

图表20：数字媒体（申万）指数历史加权 EPS



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：加权 EPS 计算方法为指数价格/市盈率 TTM

图表21：数字媒体（申万）历史重仓持仓比例



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：基金选择范围为普通股票型基金，以及混合型基金中的偏股混合、平衡混合、灵活配置型基金

1.5 出版：估值持仓相对低位，红利价值凸显

我们选取出版（申万）指数，复盘过去 10 年 A 股出版板块表现：截至 10 月 11 日，

出版（申万）指数收盘价 1542 点，略高于过去 10 年指数 25%分位（1330 点），仍低于 50%分位（1567 点），处于较低区间。

从估值角度看，出版板块市盈率 TTM 约为 13.6X，略高于过去 10 年指数市盈率 25%分位（13.0X），仍低于 50%分位（15.2X），处于相对较低区间。

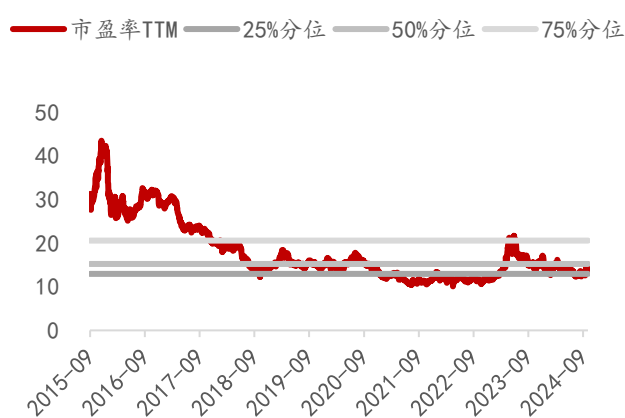
从持仓角度，截至 2024Q2，出版板块基金重仓持仓比例约为 0.054%，处于 10 年来低位区间。

图表22：出版（申万）指数历史行情



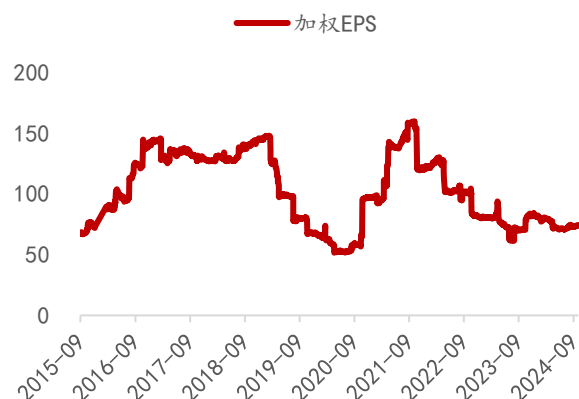
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表23：出版（申万）历史市盈率



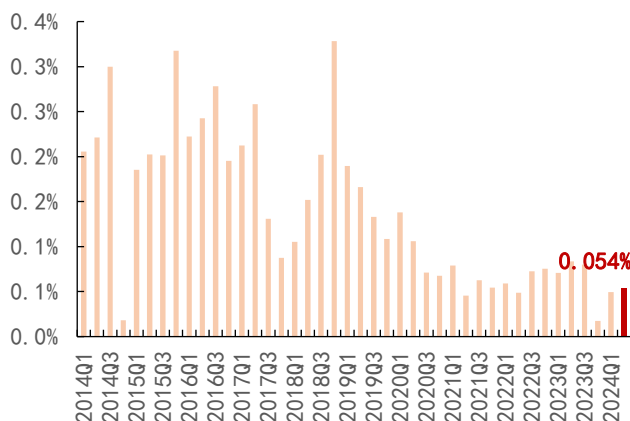
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：市盈率剔除负值及 100 以上极端值

图表24：出版（申万）指数历史加权 EPS



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：加权 EPS 计算方法为指数价格/市盈率 TTM

图表25：出版（申万）历史重仓持仓比例



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：基金选择范围为普通股票型基金，以及混合型基金中的偏股混合、平衡混合、灵活配置型基金

2. 行业前瞻及投资建议

1) **关注游戏板块业绩、估值双重修复。**据游戏工委数据，2024年1-8月中国游戏市场收入2087亿元，同比增长3.3%，其中5-8月连续三个月实现环比增长，同时游戏出海增速高于国内。从行业来看，小程序游戏、PC+主机游戏等新兴渠道，以及女性向、休闲养成等新品类有望持续贡献增量，同时游戏出海渗透率或进一步提升，有望推动2024H2-2025年行业景气度持续提升。从产品来看，2024年前三季度新产品以腾讯、网易等头部厂商为主，而多家A股游戏公司有望自2024Q4起开启新品周期。**建议关注神州泰岳、吉比特、恺英网络、巨人网络、心动公司、电魂网络。**

2) **关注2025年影视院线板块触底反弹。**2024年前三季度电影票房349.4亿元，同比下降14%，2025年有望在低基数基础上实现反弹，其中春节档多部重磅影片续集有望上映，包括商业价值几经验证的成熟系列电影“唐探”“熊出没”等，以及打磨数年、有望引起较高关注度的《哪吒2》《封神2》《蛟龙行动》等。优质、高话题度的内容供给，有望推动观众观影热情集中释放。**建议持续关注2025年春节新片定档情况。头部院线及平台型公司有望率先受益于大盘反转，建议关注万达电影；关注重要内容出品方光线传媒。**

3) **关注新兴科技及产业趋势带来的投资机会。**I) 生成式AI技术持续落地，AI多模态及复杂问题解决能力加速提升：海外Meta展示首款AR智能眼镜Orion，OpenAI新一轮估值达到1570亿美元；国内字节、快手相继升级视频生成大模型，字节推出AI耳机产品Olafriend。II) IP衍生品市场景气度向上，潮玩、卡牌、“谷子”等成为新一代年轻消费者的重要线下娱乐方式，其中头部IP运营商泡泡玛特、卡游、布鲁可等均在经营层面取得突破。**建议关注积极布局AI模型及应用的昆仑万维、盛天网络。**

3. 风险提示

1) **竞争加剧风险：**传媒行业竞争激烈，尤其是当前互联网流量红利见顶，各个公司加大流量的抢夺，导致竞争加剧，影响公司的业绩表现。

2) **行业监管风险：**传媒产业受到国家相关部门监管，面临未成年人保护、内容管理、平台经济反垄断等各种因素影响，一旦行业监管政策调整，可能影响传媒互联网相关

公司的业绩表现。

3) 内容或产品进度较慢、表现不佳的风险：如果游戏、影视等内容或产品推出进度较慢、上线后表现不佳，影响消费者消费意愿，可能影响相关公司的业绩表现。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼