

传媒行业深度报告

2024Q3 业绩综述: 供需受限及税收因素带来短期增长压力, 后续改善可期关注反弹机会 增持 (维持)

2024 年 11 月 04 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
021-60199793

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

证券分析师 郭若娜

执业证书: S0600524080004
021-60199793

guorn@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书: S0600524070002
021-60199793

chenxin@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

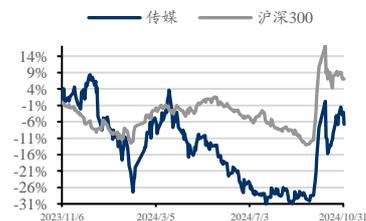
执业证书: S0600123070071
021-60199793

zhangwy@dwzq.com.cn

投资要点

- **整体: 收入同比基本持平, 多因素致利润承压。**2024Q3 传媒板块合计实现收入 1215 亿元, 同比下降 3%。分行业来看, 受益于版号放开及新老游戏表现出色, 游戏板块收入实现同比增长, 影视院线、数字媒体受内容供给等影响, 收入端下滑幅度较大。2024Q3 传媒板块合计实现归母净利润 66 亿元, 同比下降 37%。受到宏观经济、产品供给、所得税优惠到期等多重因素影响, 各细分板块利润出现不同程度下滑。
- **游戏: 业绩韧性凸显, 新游周期开启。**24Q3 国内游戏市场实际销售收入 918 亿元, 同比增长 8.95%, 环比增长 22.96%, 行业延续稳健增长态势。上市公司层面, 2024Q3 A 股游戏上市公司合计实现营收 236 亿元, 同比增长 6%, 归母净利润合计 27 亿元, 同比下降 22%, 主要受买量价格提升, 以及各家厂商布局小程序赛道, 尚处于新游投入阶段影响。当前板块估值仍处低位, 各家厂商新游储备充沛, 新游产品已于 24Q3 逐步开启, 看好新游驱动业绩和估值双修复, 我们推荐恺英网络、神州泰岳、巨人网络、姚记科技、吉比特、完美世界、三七互娱、宝通科技等。
- **营销: 宏观承压影响板块, 头部企业凸显韧性。**营销板块在 24Q3 实现收入 416.3 亿元, 同比增长 1%。增速放缓主要是由于宏观消费承压, 广告主投放较为谨慎, 行业收入增速走低。但餐饮、日用等高频消费品广告主投放仍具韧性, 头部广告公司相对受益。板块 24Q3 归母净利润 14.3 亿元, 同比下滑 11%。板块成本主要为固定成本相对刚性, 弱周期下成本收缩幅度较低, 影响利润表现。分众传媒 24Q3 实现营收 32.94 亿元, 同比增长 4.3%; 归母净利润 14.75 亿元, 同比增长 7.59%, 宏观背景改善下业绩或临拐点, 看好 25 年业绩修复, 维持“买入”评级。
- **影视院线: 票房大盘承压, 期待头部内容上线。**24Q3 板块收入 88.1 亿元, 同比下滑 19%。优质电影供给低于预期, 24Q3 电影大盘票房收入同比下滑 44%。行业归母净利润总额为 -1.2 亿元, 23 年同期为 12.9 亿元, 销售净利率为 -1.3%, 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。我们看好 2025 年票房市场恢复增长, 推荐: 万达电影、光线传媒、博纳影业、上海电影等。
- **数字媒体: 收入及归母净利润双降。**板块 24Q3 收入同比降低 12% 至 60 亿元, 归母净利润同比降低 37% 至 4.4 亿元。芒果超媒公司前三季度营业收入、营业利润总体保持平稳, 受企业所得税优惠政策变化的影响, 确认所得税费用较去年同期增加约 2.8 亿元, 导致归属于上市公司股东的净利润同比下降 18.96%。看好公司在综艺领域的领先优势以及优质剧集上线后对会员业务的拉动, 维持公司“买入”评级。
- **出版报刊: 所得税拖累利润表现。**2024Q3 出版报刊行业收入同比下降 7% 至 314 亿元, 出现年内首次下降 (24Q1/24Q2 均同比持平去年同期)。24Q3 行业归母净利同比降低 37% 至 22 亿元。24Q3 行业归母净利率同比降低 3pct 至 7%。归母净利率下降, 一方面系毛利率下降、费用率提升, 另一方面则是因为 2024 年企业所得税率大幅提升。推荐山东出版、凤凰传媒、南方传媒, 建议关注中南传媒、皖新传媒等。
- **风险提示: 宏观经济恢复不及预期, 市场竞争风险, 政策监管风险, 新产品上线进度不及预期风险。**

行业走势



相关研究

《国产 AI 视频大模型应用落地先行, 行业空间、降本幅度、竞争格局探讨》

2024-08-08

《IP 行业研究框架: 内容、形象、战略、渠道》

2024-06-24

内容目录

1. 整体：收入同比基本持平，多因素致利润承压	5
2. 游戏：业绩韧性凸显，新游周期开启	6
3. 营销：宏观承压影响板块，头部企业凸显韧性	13
4. 影视院线：票房大盘承压，期待头部内容上线	15
5. 数字媒体：收入及归母净利双降	19
6. 出版报刊：图书零售大盘边际改善，所得税拖累利润表现	22
7. 广电：收入同比下降，亏损同比扩大	26
8. 风险提示	27

图表目录

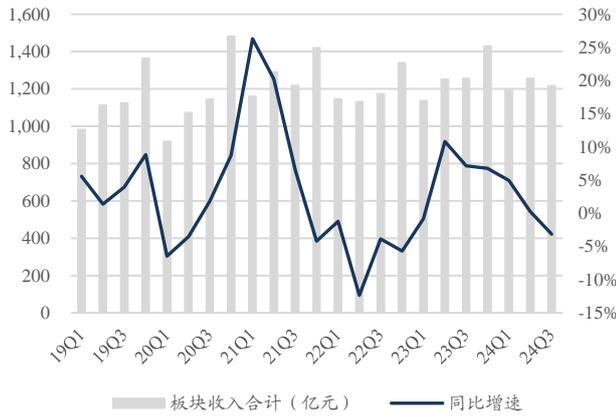
图 1:	行业整体收入及同比增速	5
图 2:	行业内细分板块收入 (单位: 亿元)	5
图 3:	传媒行业子版块季度收入同比增速	5
图 4:	行业整体归母净利润及同比增速	6
图 5:	行业内细分板块归母净利润 (单位: 亿元)	6
图 6:	中国游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)	6
图 7:	中国移动游戏市场实际销售收入 (单位: 亿元)	6
图 8:	中国厂商自研游戏海外实际销售收入情况 (单位: 亿美元)	7
图 9:	游戏行业季度收入及同比增速	7
图 10:	行业内主要上市公司季度收入 (单位: 亿元)	7
图 11:	游戏行业毛利额及同比增速	7
图 12:	游戏行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	7
图 13:	游戏行业销售费用 (左轴) 及同比增速	8
图 14:	游戏行业销售费用率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	8
图 15:	游戏行业归母净利润 (左轴) 及同比增速	8
图 16:	游戏行业销售净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	8
图 17:	恺英网络营业收入及同比增速	9
图 18:	恺英网络归母净利润及同比增速	9
图 19:	神州泰岳营业收入及同比增速 (百万元, %)	10
图 20:	神州泰岳归母净利润及同比增速 (百万元, %)	10
图 21:	巨人网络营业收入及同比增速 (亿元)	11
图 22:	巨人网络归母净利润及同比增速 (亿元)	11
图 23:	吉比特营业收入及同比增速 (百万元, %)	11
图 24:	吉比特归母净利润及同比增速 (百万元, %)	11
图 25:	完美世界营业收入及同比增速	12
图 26:	完美世界归母净利润及同比增速	12
图 27:	2019Q3 至今营销行业季度收入及同比增速	13
图 28:	2020Q3 至今营销行业归母净利润及增速	13
图 29:	营销行业净利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	13
图 30:	2018Q1 至今营销行业毛利及同比增长	14
图 31:	营销行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	14
图 32:	分众传媒收入 (左轴) 及增速 (单位: 亿元)	14
图 33:	分众传媒归母净利 (单位: 亿元)	14
图 34:	2018Q1 至今影视院线行业季度收入及同比增速	15
图 35:	电影大盘票房收入 (左轴) 及同比增减 (右轴)	15
图 36:	电影大盘观影人次 (左轴) 及同比增减 (右轴)	15
图 37:	2018Q1 至今影视院线行业毛利	16
图 38:	影视行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)	16
图 39:	2018Q1 至今影视院线归母净利润	16
图 40:	影视院线行业净利率	16
图 41:	万达电影收入及同比增速	17
图 42:	万达电影归母净利润及同比增速	17

图 43:	博纳影业收入及同比增速.....	18
图 44:	博纳影业归母净利润及同比增速.....	18
图 45:	光线传媒收入及同比增速.....	19
图 46:	光线传媒归母净利润及同比增速.....	19
图 47:	数字媒体行业季度收入（左轴）及同比增速（单位：亿元）.....	19
图 48:	数字媒体行业毛利额及同比增速.....	20
图 49:	数字媒体行业毛利率（左轴）及同比增减.....	20
图 50:	数字媒体行业归母净利润（左轴）及同比增速.....	20
图 51:	数字媒体行业销售净利率（左轴）及同比增减.....	20
图 52:	芒果超媒收入（左轴）及同比增速（单位：亿元）.....	21
图 53:	芒果超媒归母净利（左轴）及增速（单位：亿元）.....	21
图 54:	2024 年前三季度图书零售市场码洋同比增速.....	22
图 55:	2024 年前三季度分渠道图书零售码洋同比增速.....	23
图 56:	2024 年前三季度分渠道图书零售码洋占比.....	23
图 57:	出版行业季度收入及同比增速.....	23
图 58:	出版行业归母净利润及同比增速.....	24
图 59:	出版行业归母净利率（左轴）及同比增减（右轴）.....	24
图 60:	出版行业毛利及同比增速.....	24
图 61:	出版行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）.....	24
图 62:	出版行业销售费用及同比增长.....	24
图 63:	出版行业销售费用率（左轴）及同比增减（右轴）.....	24
图 64:	出版行业管理费用及同比增长.....	25
图 65:	出版行业管理费用率（左轴）及同比增减（右轴）.....	25
图 66:	广电行业季度收入（左轴）及同比增速.....	26
图 67:	广电行业毛利额（左轴）及同比增速.....	27
图 68:	广电行业毛利率（左轴）及同比增减（右轴）.....	27
图 69:	广电行业归母净利润(左轴)及同比增速.....	27
图 70:	广电行业净利率（左轴）及同比增减（右轴）.....	27
表 1:	2024 年前三季度国有出版企业实际税率.....	25

1. 整体：收入同比基本持平，多因素致利润承压

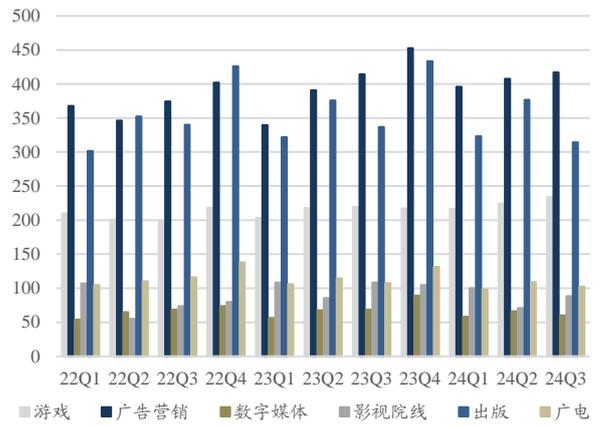
2024Q3 传媒板块合计实现收入 1215 亿元，同比下降 3%。

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

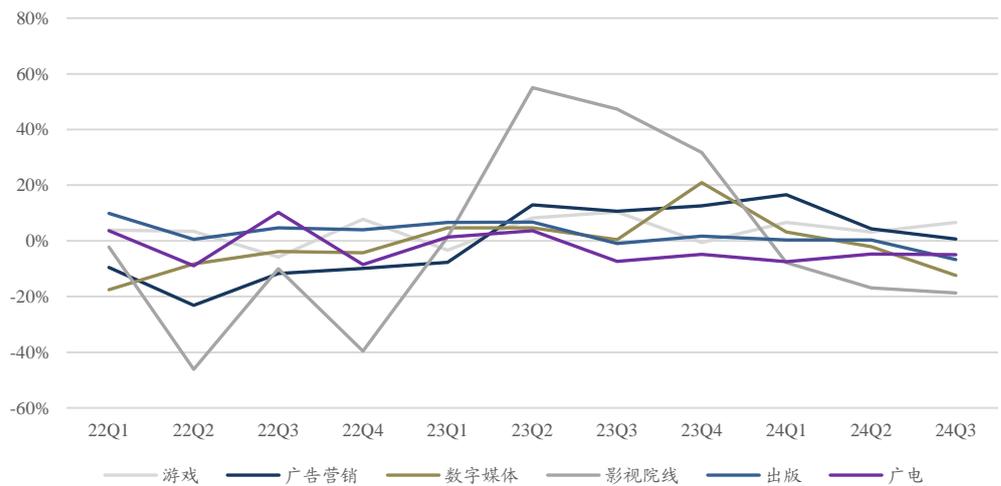
图2：行业内细分板块收入（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

分行业来看，受益于版号放开及新老游戏表现出色，游戏板块收入实现同比增长，影视院线、数字媒体受内容供给等影响，收入端下滑幅度较大。

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

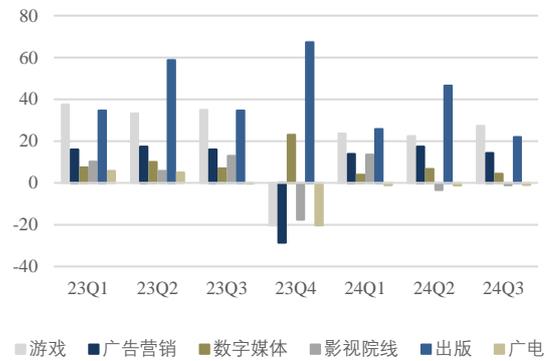
2024Q3 传媒行业实现归母净利润 66 亿元，同比下降 37%。

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：业绩韧性凸显，新游周期开启

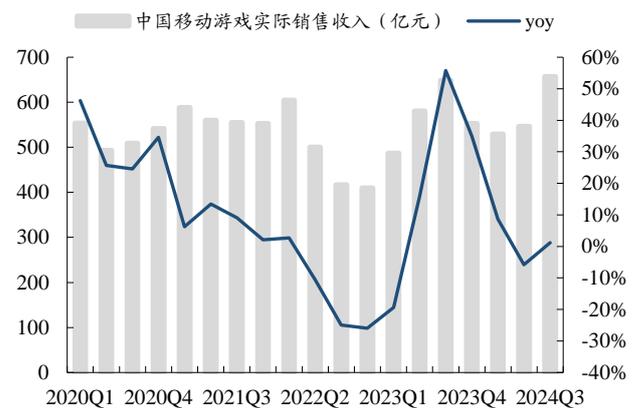
行业层面，2024Q3 国内游戏市场实际销售收入 918 亿元，同比增长 8.95%，环比增长 22.96%，主要系《黑神话：悟空》贡献主机市场增量，以及移动游戏受《永劫无间》手游、《绝区零》新游上线，及《王者荣耀》等老游暑期运营活动拉动，市场规模环比提升明显，2024Q3 国内移动游戏实际销售收入 657 亿元，同比增长 1.21%，环比增长 20.20%。

图6：中国游戏市场实际销售收入（单位：亿元）



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

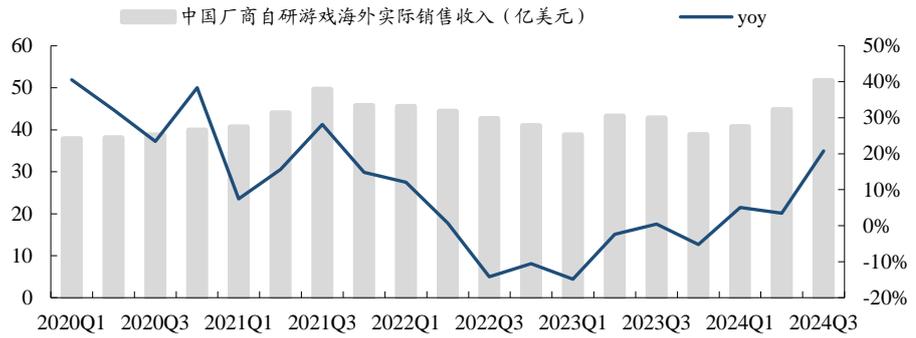
图7：中国移动游戏市场实际销售收入（单位：亿元）



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

中国厂商自研游戏出海收入实现连续三个季度的环比提升，2024Q3 实现收入 52 亿美元，同比增长 20.74%，环比增长 15.41%。

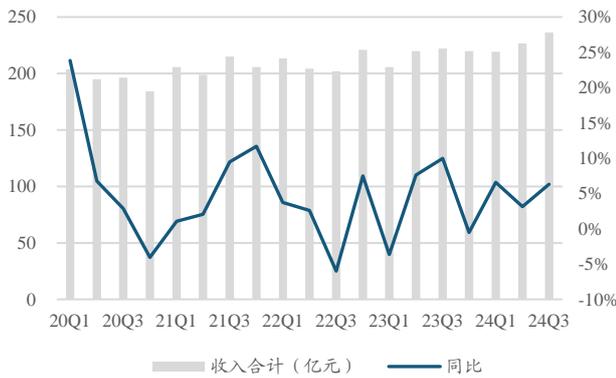
图8: 中国厂商自研游戏海外实际销售收入情况 (单位: 亿美元)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

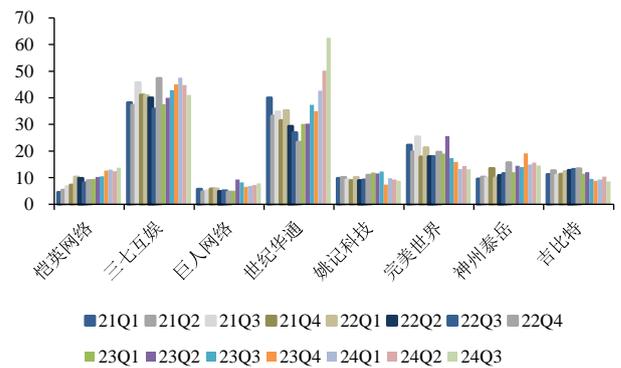
上市公司层面, A 股游戏上市公司 2024Q3 合计实现营收 236 亿元, 同比增长 6%, 各家新游陆续上线, 同时老游延续稳健表现, 营收端韧性凸显, 其中世纪华通受《Whiteout Survival》(国服为《无尽冬日》) 流水高增驱动, 营收环比高增, 并创历史新高。

图9: 游戏行业季度收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

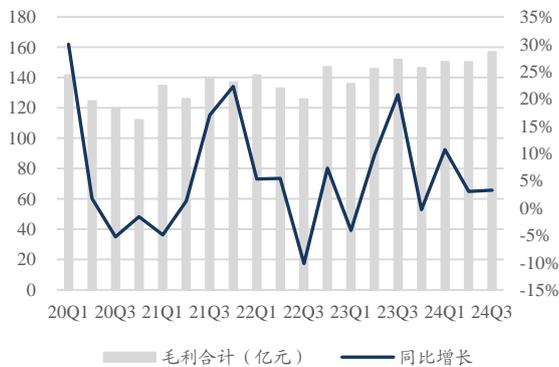
图10: 行业内主要上市公司季度收入 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

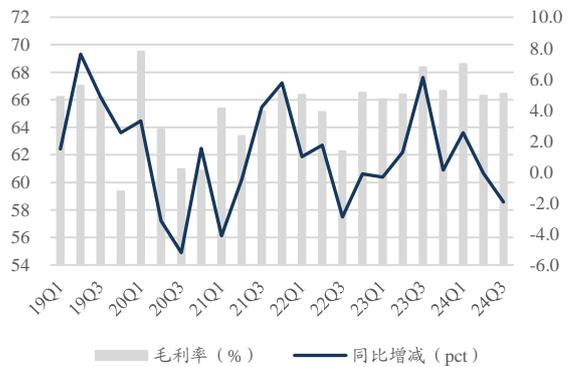
2024Q3, A 股游戏公司毛利率 66.4%, 同比下降 1.9pct, 主要受自研、代理产品收入结构变动影响。

图11: 游戏行业毛利额及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

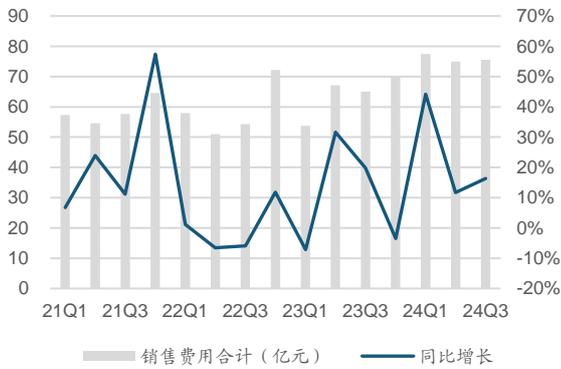
图12: 游戏行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

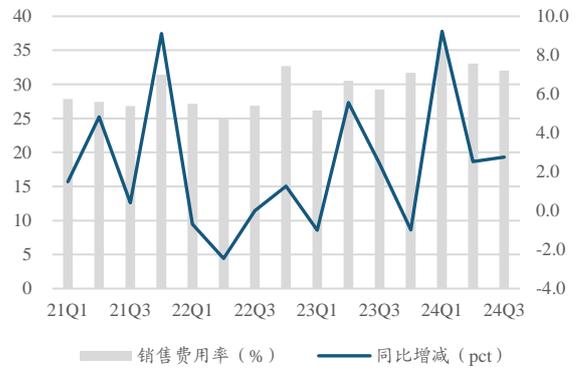
2024Q3 行业合计销售费用 76 亿元，同比增长 16%，销售费用率 32.0%，同比提升 2.8pct，我们认为主要系买量价格有所提升，以及各厂商布局小程序赛道，加大小程序新游投放，对应销售费用增长。

图13: 游戏行业销售费用（左轴）及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 游戏行业销售费用率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

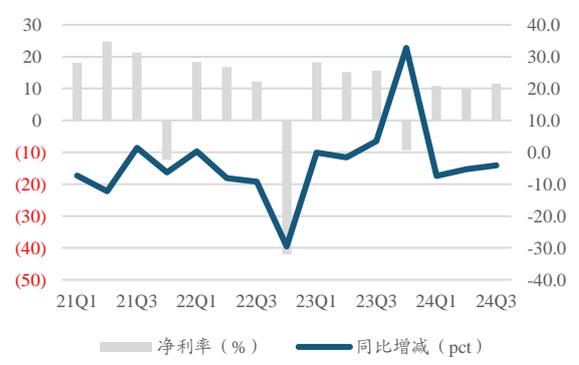
2024Q3 游戏行业归母净利润合计 27 亿元，同比下降 22%，销售净利率 11.6%，同比下降 4.1pct，我们认为主要受买量价格提升，以及各家厂商布局小程序赛道，尚处于新游投入阶段影响。

图15: 游戏行业归母净利润（左轴）及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 游戏行业销售净利率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

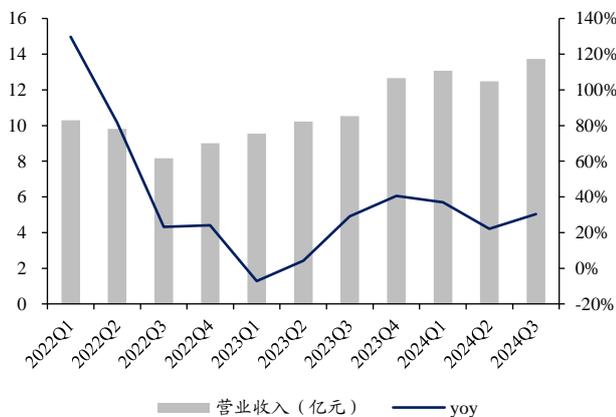
主要上市公司分析如下:

恺英网络: 2024Q1-3 公司实现营收 39.28 亿元，yoy+29.65%，归母净利润 12.80 亿元，yoy+18.27%，扣非归母净利润 12.81 亿元，yoy+23.43%。其中，2024Q3 实现营收 13.72 亿元，yoy+30.33%，qoq+10.00%，归母净利润 4.71 亿元，yoy+31.52%，qoq+22.97%，扣非归母净利润 4.80 亿元，yoy+32.53%，qoq+27.43%，营收及利润端均超过我们预期。

业绩凸显韧性，重点新游陆续开启测试。 2024Q3 公司营收同比增长 30.33%，环比增长 10.00%，我们认为主要系公司传奇奇迹品类优势凸显，存量产品流水表现稳健，同时公司积极运营复古情怀 IP，自研运营的游戏资源发布社区及游戏社区服务平台表现出

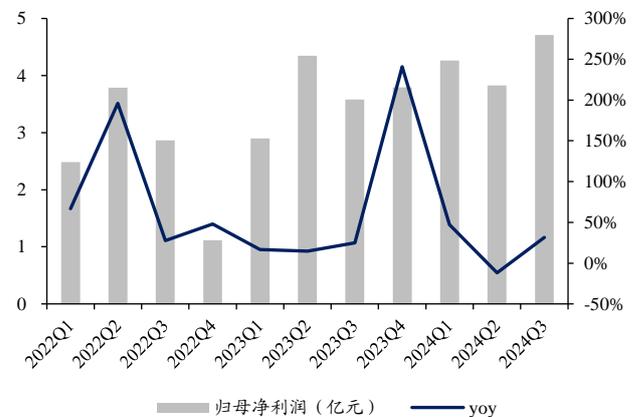
色。营收稳健，叠加外部买量竞争趋缓，同时公司《仙剑奇侠传：新的开始》等产品生命周期内营销投放规模自然回落，2024Q3 公司销售费用率为 30.79%，yoy+1.83pct，qoq-7.05pct，带来利润端的超预期释放，2024Q3 公司归母净利润同比增长 31.52%，环比增长 22.97%，环比增速远高于营收增速。其他费用方面，管理费用率 3.34%，yoy-2.68pct，qoq-0.21pct，研发费用率 12.43%，yoy+0.52pct，qoq+3.00pct。新游方面，《转生史莱姆》《群英觉醒》《彩虹橙》等产品已相继于 2024/08-2024/10 期间上线，重点自研新游《斗罗大陆：诛邪传说》已于 2024/10/10 开启首轮测试，自研新游《盗墓笔记：启程》已开启预约，联合发行新游《龙之谷世界》已于 2024 年国庆期间取得出色测试数据表现，三款产品均有望在年底左右相继上线，持续关注新游定档情况，期待新游相继上线驱动公司业绩进一步高增。

图17：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18：恺英网络归母净利润及同比增速

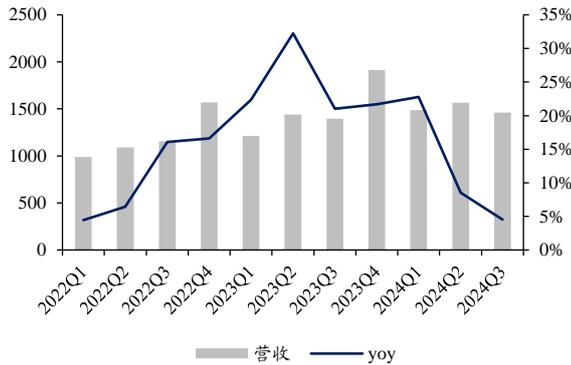


数据来源：Wind，东吴证券研究所

神州泰岳：2024Q1-3 公司实现营收 45.14 亿元，yoy+11.42%，归母净利润 10.94 亿元，yoy+94.33%，扣非归母净利润 8.32 亿元，yoy+54.84%。其中，2024Q3 实现营收 14.61 亿元，yoy+4.53%，qoq-6.62%；归母净利润 4.63 亿元，yoy+191.43%，qoq+37.72%；扣非归母净利润 2.15 亿元，yoy+38.19%，qoq-35.13%，业绩符合我们预期。

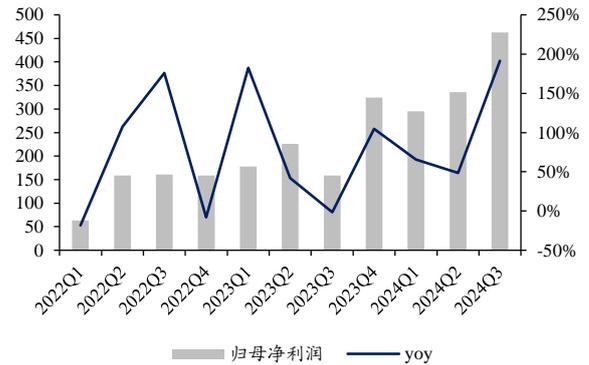
核心游戏表现稳健，新游蓄势待发。2024Q3 公司营收同比增长 4.53%，环比下降 6.62%，我们认为主要系：1）计算机业务：收入确认具有一定季节性，Q3 相对淡季；2）游戏业务：《War and Order》《Age of Origins》表现稳健，2024Q1-3 两者美国地区 iOS 游戏畅销榜排名分别为 71/87/94、15/16/19 名，其中《Age of Origins》受竞品投放竞争等影响，投放有所克制，其 iOS 游戏免费榜排名分别为 181/217/331 名，对应流水环比略有回落。展望后续，我们预计竞品投放对《AOO》的影响有望边际减弱，看好《WAO》《AOO》两款产品稳步释放利润。新游方面，公司“SLG+模拟经营”融合玩法的新游《代号 DL》《代号 LOA》预计将于 2024Q4 相继上线海外市场，持续关注产品上线进展及上线后表现，期待公司 SLG 领先优势持续验证，看好新游驱动业绩进一步增长。此外，《代号 DL》国服《荒星传说：牧者之息》版号已获批，看好公司进一步探索国内市场，挖掘业绩新增量。

图19: 神州泰岳营业收入及同比增速 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 神州泰岳归母净利润及同比增速 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

巨人网络: 2024Q1-3 公司实现营收 22.18 亿元, yoy-2.15%, 归母净利润 10.71 亿元, yoy-1.29%, 扣非归母净利润 12.74 亿元, yoy+14.16%。其中, 2024Q3 实现营收 7.91 亿元, yoy-3.94%, qoq+8.28%, 归母净利润 3.53 亿元, yoy-16.18%, qoq-3.34%, 扣非归母净利润 3.90 亿元, yoy-8.23%, qoq-18.75%。

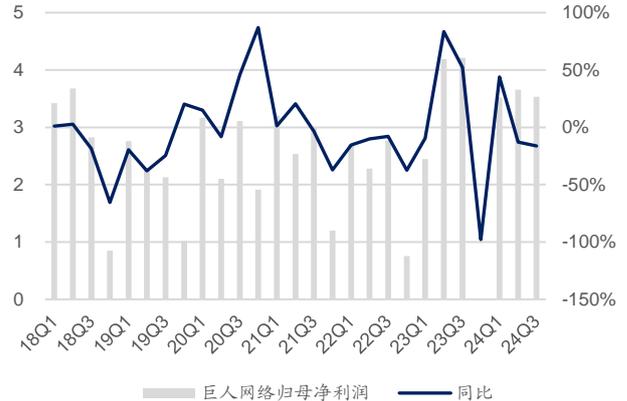
征途小程序有效破圈, 老 IP 贡献新增量。 2024Q3 公司营收同比下降 3.94%, 扣非归母净利润同比下降 8.23%, 我们认为主要系: 1) 去年同期新游《原始征途》流水表现强劲, 且利润逐步释放, 营收及利润基数较高; 2) 2024Q3 公司还处于小程序游戏推广阶段, 销售费用同比增长 21.99%, 销售费用率 35.24%, 同比提升 7.49pct。环比来看, 2024Q3 公司营收环比增长 8.28%, 我们认为主要系: 1) 存量游戏《原始征途》APP、《球球大作战》暑期表现稳健, 其 2024Q1-3 iOS 游戏畅销榜平均排名分别为 57/60/81 名、66/70/69 名; 2) 《王者征途》小程序于 2024/02 上线, 流水持续增长, 同时《原始征途》小程序版本也已上线, 带来业绩增量。2024Q3 扣非归母净利润环比下降 18.75%, 趋势有异于营收, 主要系: 1) 扩展小程序赛道, 对应销售费用环比增长 22.72%, 销售费用率 35.24%, 环比提升 4.15pct; 2) 投资收益环比减少 1.06 亿元。展望后续, 我们看好征途 IP 通过小程序流量端口扩展新用户, 驱动用户生态的进一步繁荣, 同时期待《原始征途》正式版推广及其他新游相继上线, 带来流水增量。

图21: 巨人网络营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 巨人网络归母净利润及同比增速 (亿元)

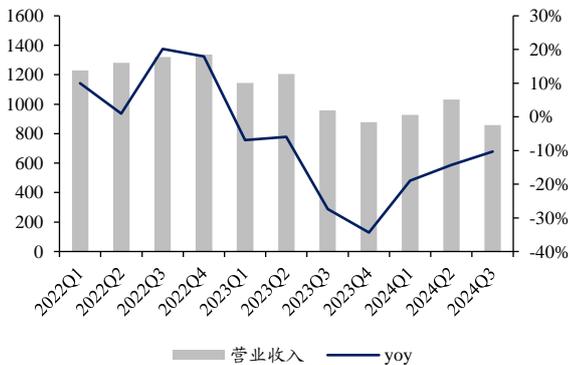


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

吉比特: 2024Q1-3 公司实现营收 28.18 亿元, yoy-14.77%, 归母净利润 6.58 亿元, yoy-23.48%, 扣非归母净利润 6.13 亿元, yoy-25.54%。其中, 2024Q3 实现营收 8.59 亿元, yoy-10.36%, qoq-16.83%, 归母净利润 1.40 亿元, yoy-23.82%, qoq-47.19%, 扣非归母净利润 1.51 亿元, yoy-15.33%, qoq-43.01%。2024Q3 公司宣布拟向全体股东每 10 股派发现金红利 20 元 (含税), 合计派发现金红利 1.44 亿元, 2024Q1-3 公司现金分红合计预计为 4.66 亿元 (含税), 占当期归母净利润的 70.94%, 2024Q1-3 公司现金分红及回购金额为 5.19 亿元 (含税), 占当期归母净利润的 78.87%

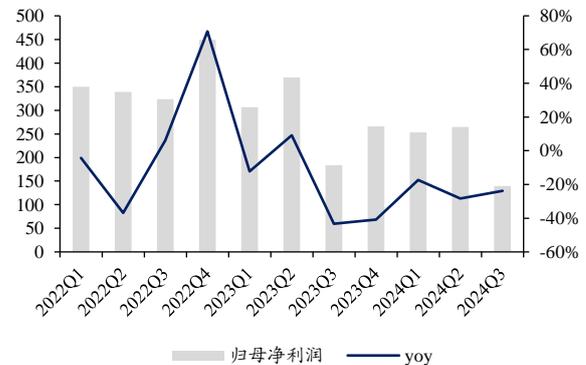
存量游戏自然回落, 期待新游陆续兑现。 2024Q3 公司营收同比下降 10.36%, 主要系存量游戏《问道端游》《问道手游》《一念逍遥 (大陆版)》流水同比下降 11.42%/12.62%/18.45%, 环比下降 16.83%, 主要系《问道端游》《问道手游》Q2 周年庆活动, 流水基数较高。展望后续, 公司存量游戏流水有望趋稳, 《问道手游》《一念逍遥 (大陆版)》2024Q3 流水同比降幅较 2024H1 的 14.70%/54.80% 已有所收窄, 自研新游《杖剑传说》《问剑长生》已于 2024/08 进行付费测, 有望于 2025H1 相继上线, 代理游戏《王都创世录》《封神幻想世界》已于 2024 年 9、10 月上线, 《异象回响》有望于 2024 年内上线, 期待公司新游驱动业绩重启增长。

图23: 吉比特营业收入及同比增速 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 吉比特归母净利润及同比增速 (百万元, %)

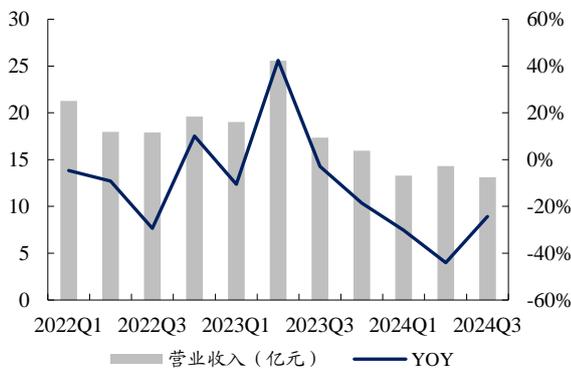


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

完美世界：2024Q1-3 公司实现营业收入 40.73 亿元，yoy-34.26%，归母净利润-3.89 亿元，yoy-163.25%，扣非归母净利润-4.48 亿元，yoy-197.98%。其中 2024Q3 实现营收 13.13 亿元，yoy-24.36%，qoq-8.25%，归母净利润-2.12 亿元，yoy-190.27%，2024Q2 为 -1.47 亿元，扣非归母净利润-2.13 亿元，yoy-223.90%，2024Q2 为-0.77 亿元。

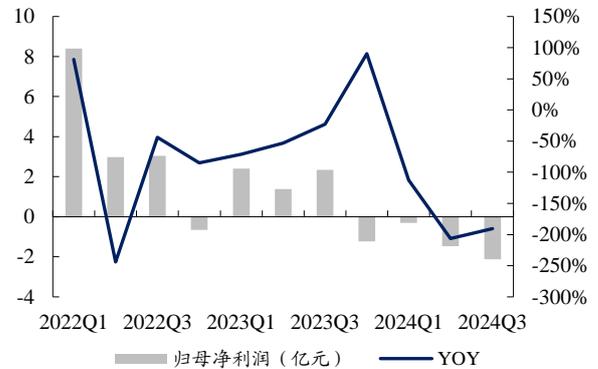
游戏经营性业绩已环比改善，期待《诛仙世界》《异环》上线表现。2024Q3 公司营收同比下降 24.36%，环比下降 8.25%，其中游戏业务实现营收 12.20 亿元，受老游生命周期内自然回落，同时新游尚未上线补缺影响，同环比有所回落，影视业务实现营收 0.83 亿元；扣非归母净利润同比下降 223.90%，环比亏损由 0.77 亿元扩大至 2.13 亿元，主要系：1) 影视业务：扣非归母净利润-0.87 亿元，主要系部分影视剧销售价格低于预期；2) 游戏业务：扣非归母净利润-0.95 亿元，主要系被投资企业亏损确认投资损失 1.16 亿元，若剔除该投资损失影响后，受益于公司梳理调整、聚焦布局等一系列举措落地，降本增效效果明显，游戏业务的经营性业绩已实现环比由亏转盈。新游方面，1) 旗舰端游《诛仙世界》已定档 2024 年 12 月 19 日公测，官网预约玩家规模已超过 200 万人（截至 2024/11/2），我们认为诛仙 IP 及 MMO 是公司的优势领域，期待端游上线贡献业绩增量；2) 二次元都市题材开放世界多端游戏《异环》已开启首次测试招募，其 B 站、TapTap 预约量分别为 90、145 万（截至 2024/11/2），积极关注其测试和上线进展，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。此外，《P5X》正在筹备海外地区上线，双端游戏《诛仙 2》《代号 Z》均在研发阶段。

图25：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26：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

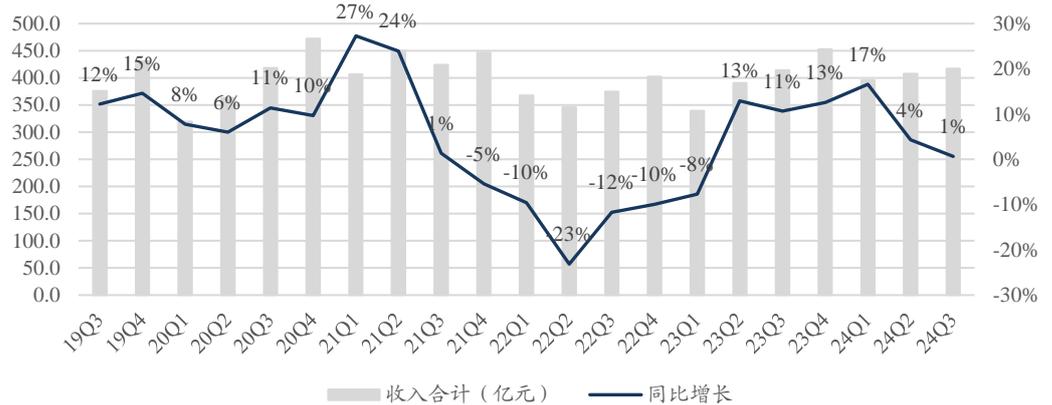
当前板块估值仍处低位，监管延续积极态度，看好新游周期驱动估值修复。根据 Wind 一致预期，大部分 A 股游戏公司 25 年 PE 处于 15-16x 区间，均处于历史较低分位。2024Q1-3 游戏板块业绩表现凸显韧性，看好各家产品周期逐步开启，新游上线带来业绩增量，并驱动估值修复。我们推荐恺英网络、神州泰岳、巨人网络、姚记科技、吉比特、完美世界、三七互娱、宝通科技等。

风险提示：存量产品不及预期风险，新游上线不及预期风险，行业监管风险。

3. 营销：宏观承压影响板块，头部企业凸显韧性

营销全行业在 24Q3 实现收入 416.3 亿元，同比增长 1%。增速放缓主要是由于前三季度宏观消费承压，广告主投放较为谨慎，行业收入增速走低。但餐饮、日用等高频消费品广告主投放仍具韧性，头部广告公司相对受益，行业格局优化有助于中长期的业绩释放。

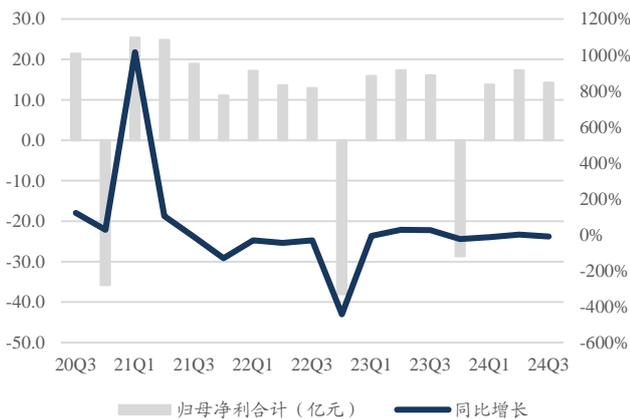
图27：2019Q3 至今营销行业季度收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

营销全行业在 24Q3 实现归母净利润 14.3 亿元，同比下滑 11%。由于广告公司成本主要为固定成本，具有成本刚性，因此在弱周期下成本收缩幅度较低，影响利润表现。

图28：2020Q3 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

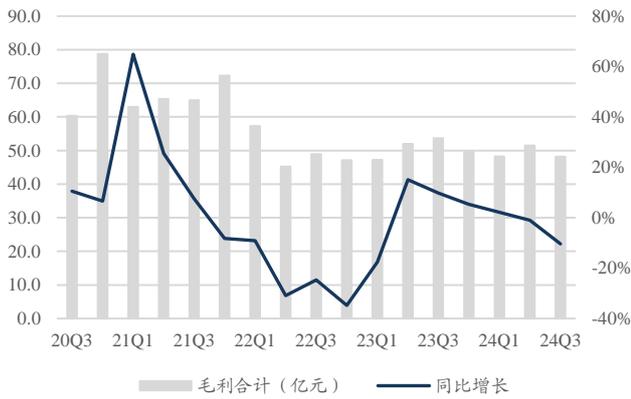
图29：营销行业净利率（左轴）及同比增减（右轴）



数据来源：wind，东吴证券研究所

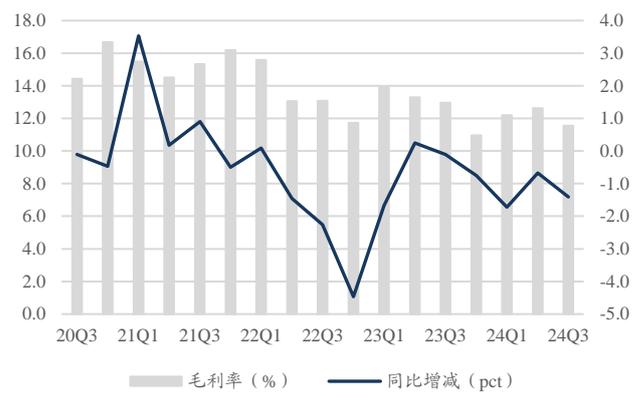
行业毛利率在 21Q1 高点 15.5% 后持续下滑，在 22Q4 受疫情影响下滑最低点 11.7%。此后疫情封控结束，行业毛利率出现反弹，在 23Q2 达到 13.3%。由于基本面复苏进程相对缓慢，总体上今年延续毛利率下滑的趋势，在 24Q2 反弹至 12.6%，24Q3 回落至 11.6%。

图30: 2018Q1 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31: 营销行业毛利率 (左轴) 及同比增减 (右轴)

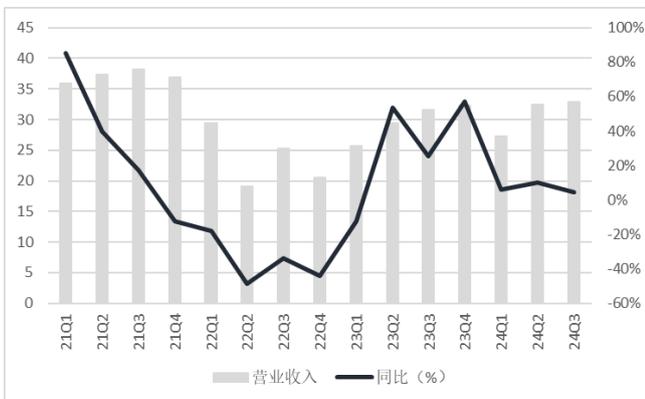


数据来源: wind, 东吴证券研究所

重点上市公司层面:

分众传媒 2024 Q3 实现营收 32.94 亿元, 同比增长 4.3%; 归母净利润 14.75 亿元, 同比增长 7.59%; 扣非归母净利润 13.44 亿元, 同比增长 4.54%。计入本年前三季度的政府补助为 3.67 亿, 同比增长 13.8%; 计入 2024Q3 当期损益的政府补助 1.26 亿元, 同比 2023Q3 增长 44.15%。

图32: 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33: 分众传媒归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

营业成本同比微升, 点位数量不断提升下有望释放经营弹性: 2024Q3 分众营业成本为 10.5 亿元, 同比仅增长 4.5%。对比 2021 年末, 公司营业成本占营业收入的比例由 37.1% 逐渐下降至 31.8%。期间公司点位数量突破新高, 凸显公司高经营杠杆属性。伴随消费环境改善带动单屏收入提升, 我们认为未来公司的经营弹性将进一步释放。

宏观背景改善下业绩或临拐点, 看好 2025 年分众业绩修复: 1) 9 月后财政货币政策密集释放利好, 预计各级政府将继续推出消费补贴等支持性政策。我们认为公司将明确受益于消费回暖, 在顺周期下释放业绩弹性。2) 公司与美团共同开辟低线市场, 由美

团负责市场开发与投放屏幕，分众提供硬件及推送系统，这将继续提升市场占有率。3) 伴随中国品牌出海加速，分众海外市场拓展进度良好，目前东南亚、中东市场增长具备确定性。维持公司“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：票房大盘承压，期待头部内容上线

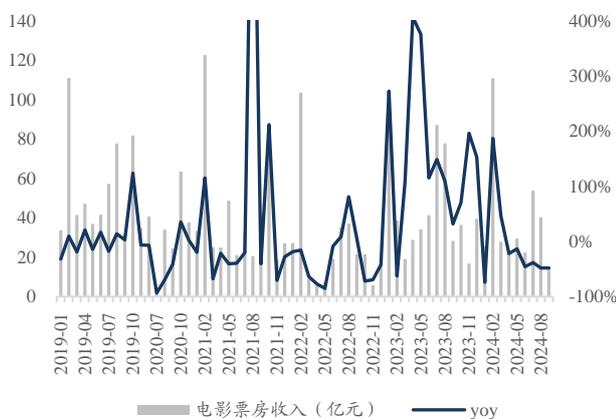
24Q3 影视院线行业实现收入 88.1 亿元，同比下滑 19%，主要受优质电影数量有限影响，24Q3 电影大盘票房收入同比下滑 44%。24Q3 影视行业总毛利额为 15.7 亿元，同比下滑 49%，毛利率为 17.8%，同比下滑 10.8pct。

图34：2018Q1 至今影视院线行业季度收入及同比增速



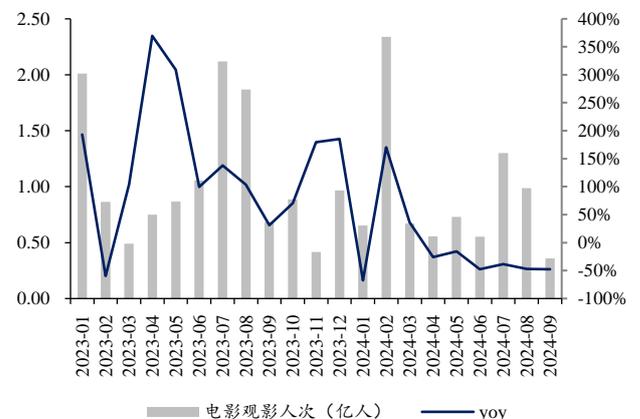
数据来源：wind，东吴证券研究所

图35：电影大盘票房收入（左轴）及同比增减（右轴）



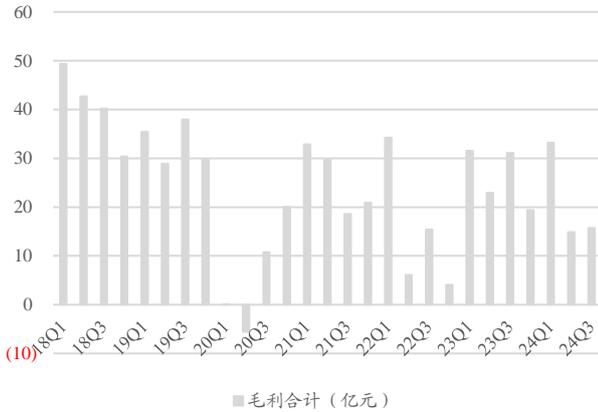
数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图36：电影大盘观影人次（左轴）及同比增减（右轴）



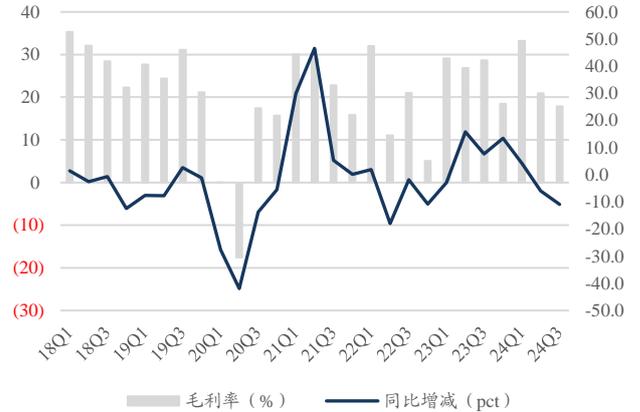
数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图37: 2018Q1至今影视院线行业毛利



数据来源: wind, 东吴证券研究所

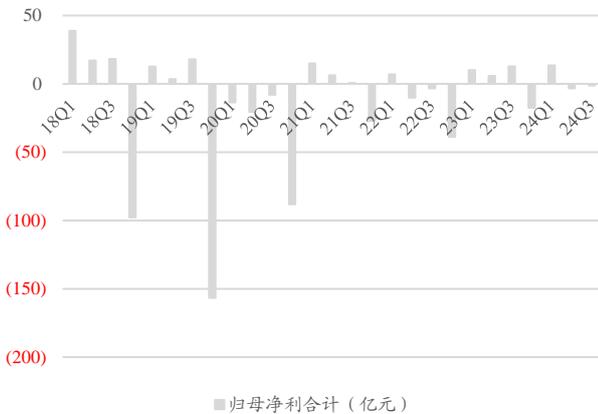
图38: 影视行业毛利率(左轴)及同比增减(右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

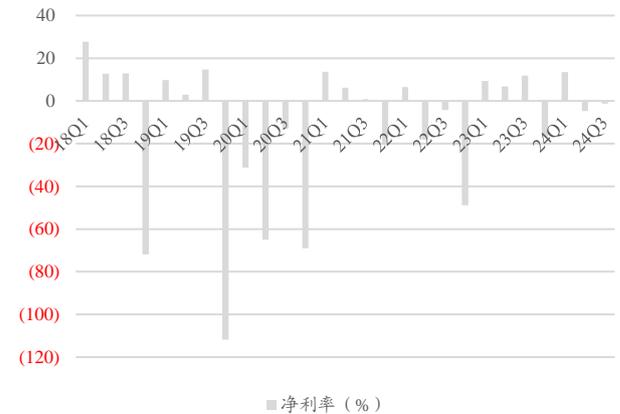
24Q3 影视行业归母净利润总额为-1.2 亿元, 23 年同期为 12.9 亿元, 销售净利率为 -1.3%, 同比显著下降。影视院线公司运营杠杆较强, 利润波动较大主要受到收入不及预期影响。

图39: 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40: 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: 行业下滑明显带来负向经营杠杆, 看好 2025 年内容储备。

受国内票房下滑影响, 负向经营杠杆体现, 利润率下滑。24Q3 公司实现营业收入 3,6.28 亿元, 同比下滑 18.98%。实现归属于上市公司股东的净利润 55,30.4,8 万元, 同比下滑 92.01%。前三季度公司共实现归属于上市公司股东的净利润 1.69 亿元, 同比下滑 84.87%。24Q3 公司实现毛利率 20.37%, 去年同期为 31.18%, 同比下滑 10.81%, 销售

费用率 5.21%，同比增长 1.26pct，管理费用率 8.55%，同比下滑 1.87%。财务费用绝对值同环比小幅减少。

影院数计荧幕数均有所收缩，直营影院微增，票房份额有所提升。电影投资、制作与发行业务收入及利润同比实现增长，看好 2025 年内容储备。公司储备项目均按计划筹备或拍摄，出品影片《那个不为人知的故事》《误杀 3》《“骗骗”喜欢你》《有朵云像你》预计于第四季度上映，《唐探 1900》《蛮荒行记》、《寒战》系列、《千万别打开那扇门》《转念花开》等预计于 2025 年上映。公司游戏板块受益于长线产品《圣斗士星矢：正义传说》海外发行持续贡献稳定利润和新产品《暗影格斗 3》8 月上线后的良好表现，报告期内经营业绩较去年同期亦实现增长。维持公司“买入”评级。

风险提示：票房不及预期，市场系统性风险。

图41：万达电影收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图42：万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

博纳影业：影院受行业影响，投资影片 Q3 低预期拖累业绩

24Q3 公司实现营业收入 3.20 亿元，同比下滑 32.23%，实现归母净利润-2.16 亿元，相比去年同期转亏。主要系公司投资电影票房不及预期，且本期电影市场整体票房低于上年同期导致影院放映收入较上年度同期有所下降所致。影院的杠杆效应及投资影片不及预期均对利润率带来不利影响。

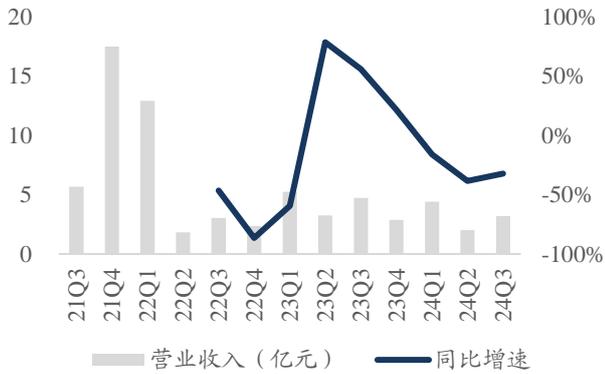
24Q3 投资影片低预期，但期待 2025 年大年。公司发行的影片《传说》、《红楼梦之金玉良缘》于暑期档上映，票房低于预期对于业绩造成一定影响。两部重点项目《蛟龙行动》及《克什米尔公主号》有望在 2025 年上映，值得期待。

在全国影投中的排名小幅提升。截至 2024 年 6 月 30 日，公司共拥有自有影城 107 家，银幕总数 888 块，其中 32 块 IMAX 银幕，17 块 BONAONE 银幕，3 块 CINITY 银幕，17 块中国巨幕，13 个 SCREENX 厅。据拓普数据显示，2024 年上半年，博纳

影投票房收入在全国影投中排名第 7，排名保持稳定，延续了较强的市场竞争力。根据猫眼专业版数据，Q3 博纳影投票房收入在全国影投中排名第 6。维持公司“买入”评级。

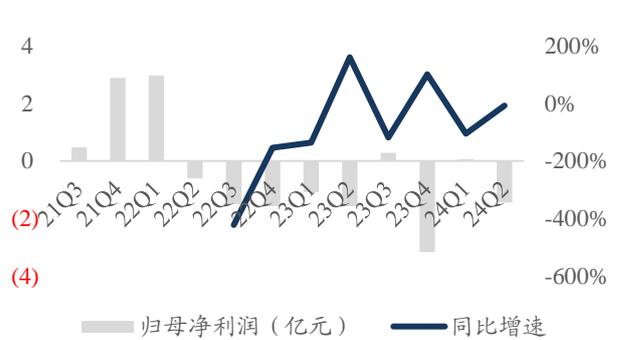
风险提示：投资电影票房不及预期，市场竞争风险，电影上映节奏不及预期。

图43: 博纳影业收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图44: 博纳影业归母净利润及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

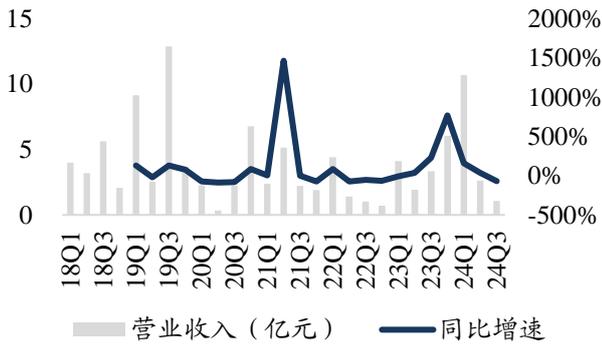
光线传媒：暑期上映项目低预期，关注《哪吒2》定档节奏

24Q3 公司实现营业收入 1.08 亿元，同比下滑 67.85%，实现归母净利润-0.12 亿元，相比去年同期转亏。主要系公司投资电影票房不及预期。利润端，公司投资的部分基金受市场波动影响，表现较弱，对公司业绩造成了一定的不利影响。如不考虑投资收益的负面影响，公司 Q3 主营业务依然为盈利状态。

公司暑期上映项目数量低预期，影响 Q3 收入，建议关注《哪吒2》定档节奏。公司投资、发行的影片《乔妍的心事》已于 10 月 26 日上映，截至 11/2 累计票房已超过 1.2 亿元；公司投资的影片《胜券在握》将于 11 月 15 日上映；公司尚储备有《“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《小倩》处于择机待映阶段；《哪吒之魔童闹海》《三国的星空》《去你的岛》《大鱼海棠 2》《相思》《朔风》《非人哉》《涿鹿》《西游记之大圣闹天宫》《姜子牙 2》《茶啊二中 2》《昨日青空 2》等等动画电影项目的创作正在各自环节中稳步推进。电视剧方面，古装轻喜剧《拂玉鞍》已于 7 月 31 日在腾讯视频、芒果 TV 上线播出；《山河枕》在顺利推进后期制作；《春日宴》《我的约会清单》等剧集项目的开发在继续推进中。维持公司“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45: 光线传媒收入及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图46: 光线传媒归母净利润及同比增速

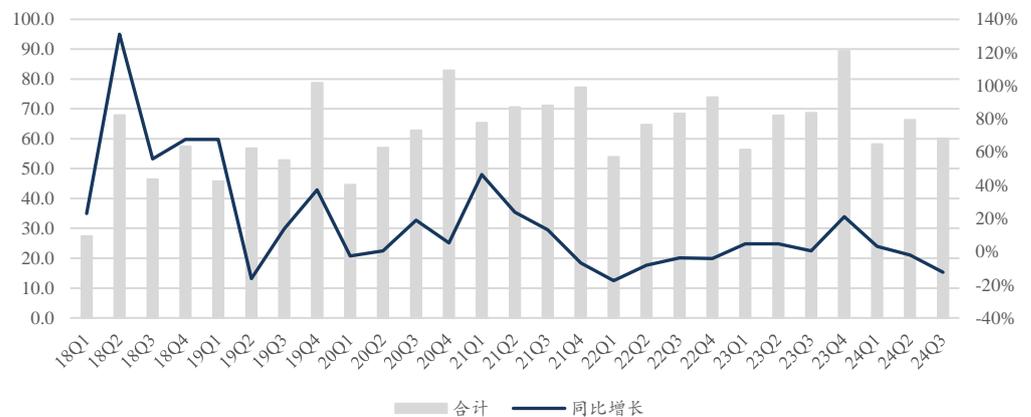


数据来源: wind, 东吴证券研究所

5. 数字媒体: 收入及归母净利润双降

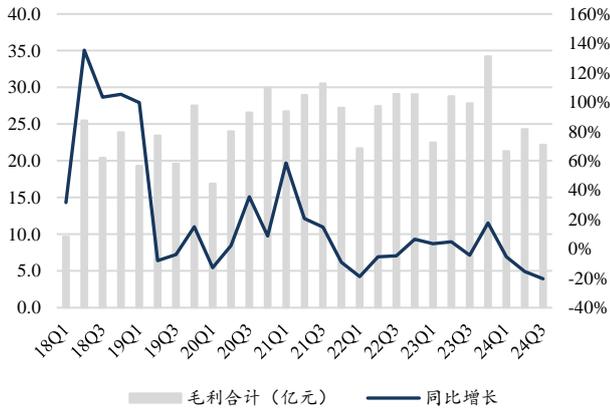
数字媒体行业 24Q3 收入同比降低 12%至 60 亿元, 毛利润同比降低 20%至 22 亿元, 毛利率同比降低 3.7pct 至 37%。24Q3 行业归母净利润同比降低 37%至 4.4 亿元, 归母净利率同比降低 2.8pct 至 7%。

图47: 数字媒体行业季度收入 (左轴) 及同比增速 (单位: 亿元)



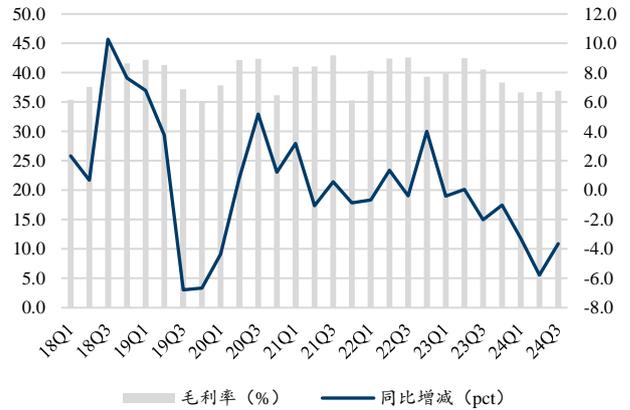
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图48: 数字媒体行业毛利额及同比增速



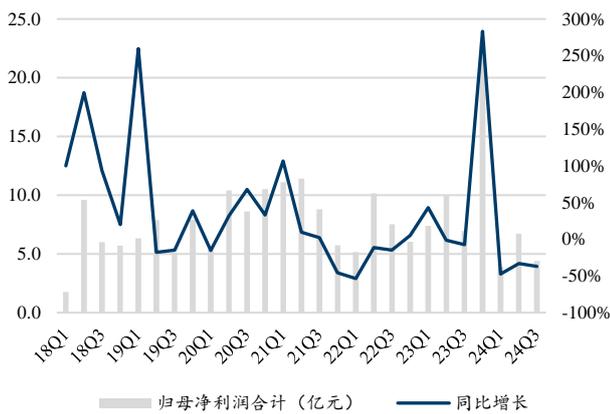
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图49: 数字媒体行业毛利率（左轴）及同比增减



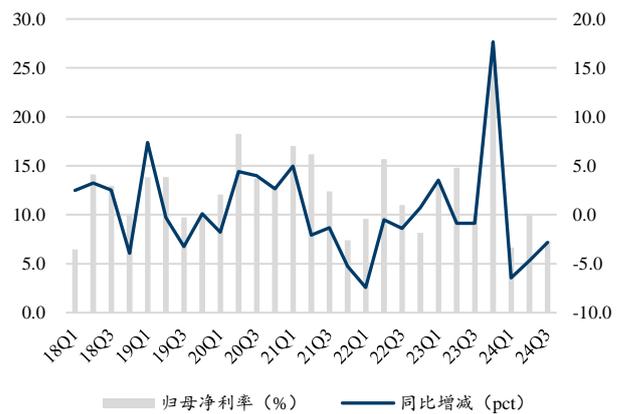
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图50: 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51: 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: 综艺及剧集播放量齐增, 会员规模再创新高。2024Q3 公司营收同比减少 5%至 33.2 亿元; 毛利润同比减少 24%至 9.9 亿元, 毛利率同比降低 7pct 至 30%; 税前利润同比减少 6%至 4.7 亿元, 实际税率为 18%; 归母净利润同比减少 26%至 3.8 亿元, 归母净利率同比降低 3pct 至 11%。税前利润增速与营收增速保持一致, 归母净利润降幅超过收入增速降幅, 主要系所得税影响。

图52: 芒果超媒收入(左轴)及同比增速(单位: 亿元)

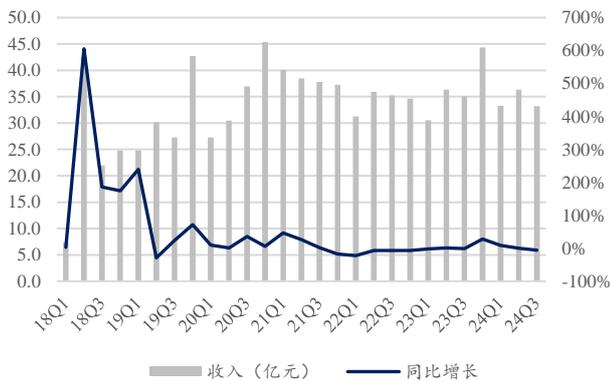
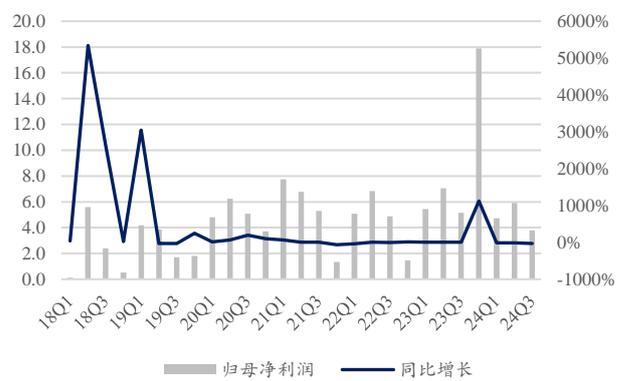


图53: 芒果超媒归母净利润(左轴)及增速(单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

综艺播放量持续上涨, 精品大剧助力 Q4 表现: 三季度, 芒果 TV 综艺数据在文娱市场持续领跑。云合数据显示, 芒果 TV 全网综艺有效播放 25 亿, 同比上涨 22%, 《你好, 星期六 2024》《中餐厅 8》《披荆斩棘 4》3 档节目表现突出, 位列台综、网综霸屏榜 TOP3。芒果 TV 上新季播综艺供给大幅增加, 共上新 31 部, 位居爱优腾芒四平台之首。近期, 芒果 TV 热播综艺《再见爱人 4》持续引爆热搜, 开启四季度“开门红”。后续《声生不息·港乐季 2》《女子推理社 2》《时光音乐会 4》《芒果新生班·搭档季》等重点节目也为四季度爆款综艺奠定基础。剧集方面, 云合数据显示, 芒果 TV 会员内容有效播放占比上涨至 79%, 同比提升 16%, 《你比星光美丽》《私藏浪漫》进入 Q3 剧集会员内容有效播放霸屏榜。目前公司储备影视剧超 80 部, 进入四季度, 热播剧集《锦绣安宁》《日光之城》开播后表现不俗, 后续随着《小巷人家》《好运家》等头部剧集的上线播出, 将持续夯实公司四季度内容基本盘。此外, 公司还储备了《国色芳华》《五福临门》等开年大剧。在微短剧赛道上, 芒果依托独有的台网联动优势, 推出全国首个黄金档微短剧剧场“730 大芒剧场”; 芒果微短剧单月的开机量已接近 30 部。

会员规模再创新高, 有效提升用户 ARPU 值: 公开报道显示, 芒果 TV 有效会员规模已超 7000 万, 再创新高。根据 QM 数据, 芒果 TV 月度 (8 月) 活跃用户数已达 2.68 亿, 稳居长视频行业前三。作为国内综艺的领头羊, 芒果 TV 系凭借着自身的综艺优势, 持续拉动视频平台的会员和用户增长。公司也表示, 会员业务的持续快速增长, 得益于芒果 TV 长期深耕优质内容和会员权益体系。会员渠道合作方面, 动感地带芒果卡推出一年时间销量已突破 2000 万张, 成为年轻人中备受追捧的数智产品。同时, 芒果 TV 与 88VIP 合作继续深化, 牵手共创《四季惊喜夜》合作厂牌, 拉通全年大促节点, 打造线上线下用户权益感大事件。

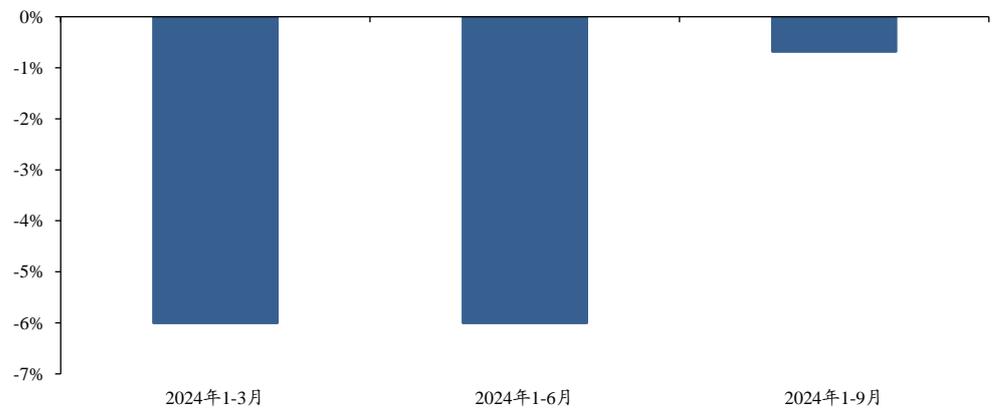
我们看好公司在综艺领域的领先优势, 以及优质剧集上线后对会员业务的拉动, 维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变化风险，经济周期风险，节目上线不及预期风险。

6. 出版报刊：图书零售大盘边际改善，所得税拖累利润表现

2024 年前三季度整体图书零售市场依然呈现负增长，码洋同比降低 0.7%；但是相较于第一季度和上半年，降幅进一步收窄，主要是得益于第二季度大促季以及第三季度暑期和开学季的带动。从实洋来看，2024 年前三季度整体图书零售市场实洋同比增长率小于码洋同比增长率，说明折扣进一步下降。

图54：2024 年前三季度图书零售市场码洋同比增速

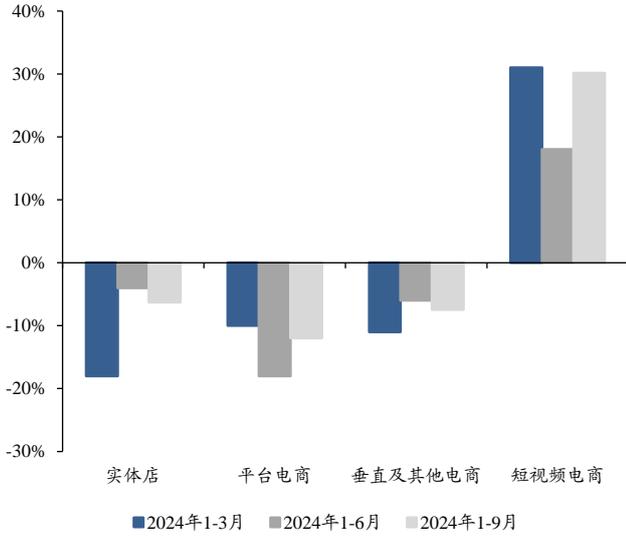


数据来源：北京开卷，东吴证券研究所

分渠道来看，短视频电商渠道仍维持快速增长，2024 年 1-9 月同比增长 30%，增速虽然较前几年有所放缓，但是较 24H1 相比增速提升，主要系教辅教材图书拉动。而其他三个渠道持续呈现负增长，平台电商和垂直及其他电商渠道分别下降了 12%和 7%。实体店渠道同比下降 6%，**传统渠道仍面临较大压力，渠道格局还在不断地演变。**

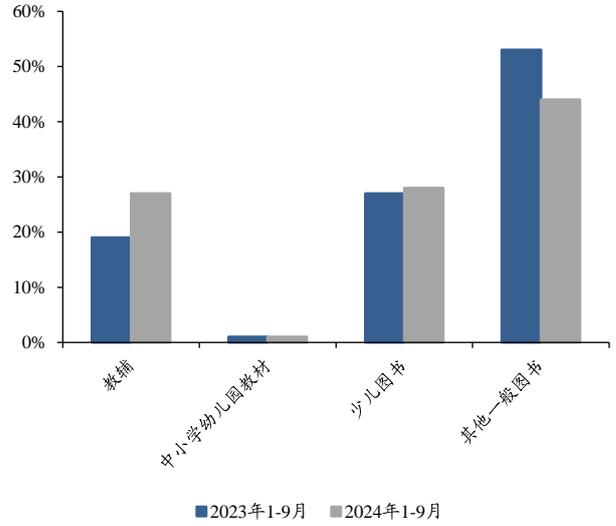
分图书类型来看，2024 年 1-9 月教辅码洋占比同比显著提升 8pct 至 27%，少儿图书码洋同比小幅提升 1pct 至 28%，中小学幼儿园教材码洋占比基本持平去年同期的 1%，而其他一般图书码洋占比同比降低 9pct 至 44%。

图55: 2024 年前三季度分渠道图书零售码洋同比增速



数据来源: 北京开卷, 东吴证券研究所

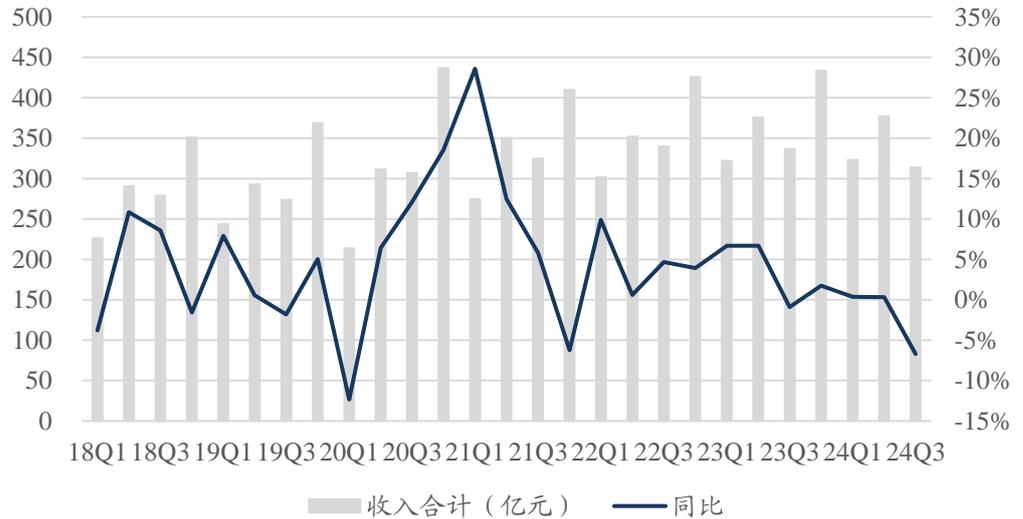
图56: 2024 年前三季度分渠道图书零售码洋占比



数据来源: 北京开卷, 东吴证券研究所

2024Q3 出版报刊行业收入同比下降 7%至 314 亿元, 出现年内首次下降(24Q1/24Q2 均同比持平去年同期)。

图57: 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

24Q3 行业归母净利润同比降低 37%至 22 亿元。24Q3 行业归母净利率同比降低 3pct 至 7%。归母净利率下降, 一方面系毛利率下降、费用率提升, 另一方面则是因为 2024 年企业所得税率大幅提升。

24Q3 出版行业整体毛利同比降低 1%至 31 亿元, 毛利率为同比降低 0.6pct 至 31%。
 24Q3 行业整体销售费用同比增长 1%至 37 亿元, 销售费用率同比提升 0.8pct 至 12%；
 管理费用率同比持平去年同期的 35 亿元, 管理费用率同比增长 0.7pct 至 11%。

图58: 出版行业归母净利润及同比增速



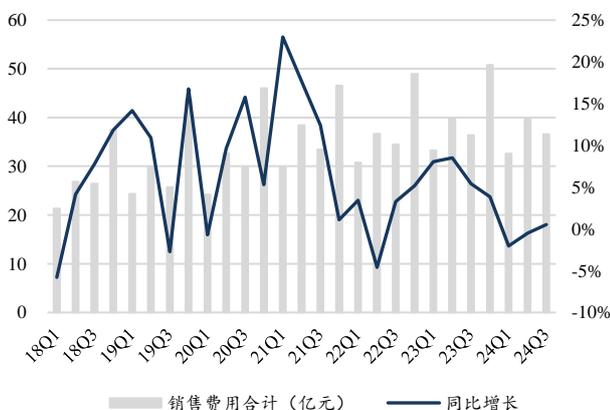
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图60: 出版行业毛利及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图62: 出版行业销售费用及同比增长



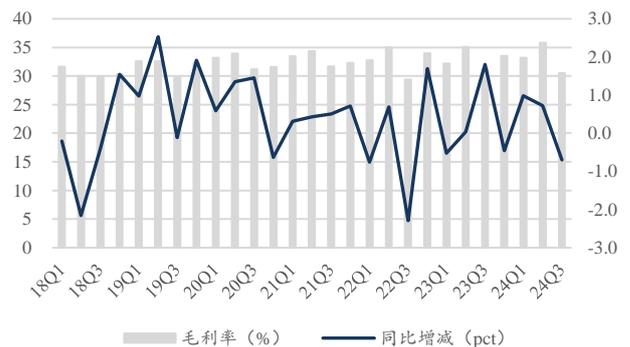
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图59: 出版行业归母净利率(左轴)及同比增减(右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图61: 出版行业毛利率(左轴)及同比增减(右轴)



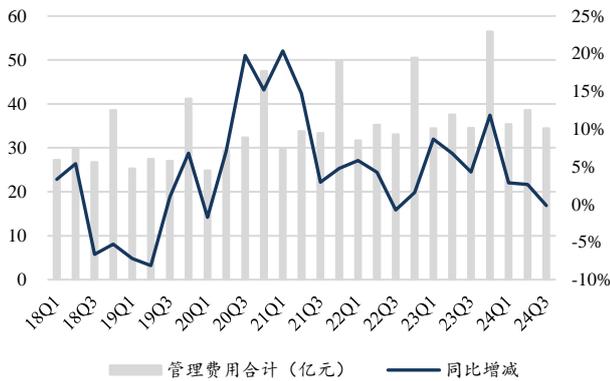
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图63: 出版行业销售费用率(左轴)及同比增减(右轴)



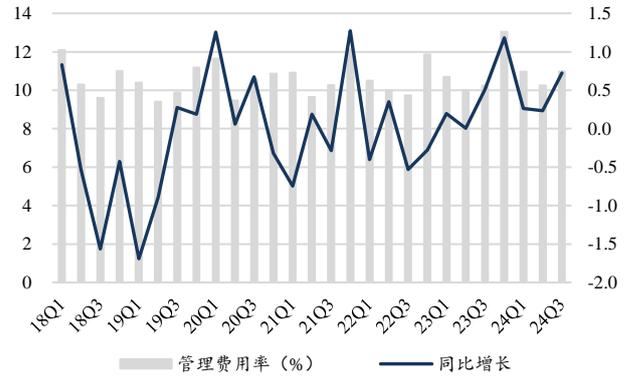
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图64: 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65: 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

从 2024Q3 出版企业的情况来看, 出版板块利润总额 (即税前利润) 同比降低 17% 至 30 亿元, 税前利润率同比降低 1.2pct 至 9.6%, 降幅小于归母净利降幅, 主要系所得税问题。

2024 年起, 大部分国有出版企业不再享受之前的企业所得税免征政策。24 年 1-9 月出版行业的企业所得税合计为 32 亿元, 实际税率为 25%; 其中, 24Q1-Q3 的企业所得税分别为 27/23/25 亿元, 实际税率分别为 25%/22%/23%。

理论上所得税税率为 25%。但由于地方政府减免、地方奖励政策、创新科技企业认定等因素, 不同国有出版企业的实际税率存在差异。

表1: 2024 年前三季度国有出版企业实际税率

	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中原传媒	71%	20%	29%
粤传媒	-	-	21%
中信出版	26%	19%	19%
荣信文化	10%	24%	17%
城市传媒	31%	29%	-
中文传媒	30%	25%	31%
时代出版	26%	17%	17%
长江传媒	27%	24%	26%
新华传媒	66%	37%	26%
山东出版	24%	28%	25%
中南传媒	28%	25%	25%
皖新传媒	22%	24%	17%
新华文轩	14%	10%	17%
中国科传	32%	27%	25%
南方传媒	25%	25%	27%
浙版传媒	25%	25%	-

凤凰传媒	26%	21%	32%
中国出版	176%	20%	21%
出版传媒	-	31%	32%
读者传媒	23%	15%	5%
龙版传媒	17%	5%	19%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：“-”表示税前利润为负数

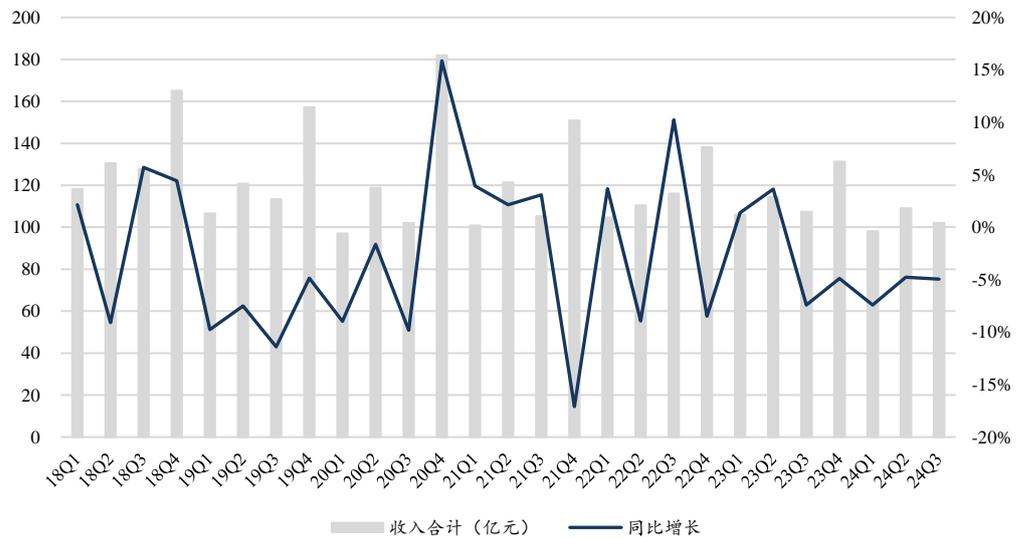
出版公司于各省分别开展经营活动，中小学教材教辅需求具有刚性特征，准入门槛较高，经营态势稳定，现金流状况良好，盈利能力平稳，分红能力持续且稳定。部分省份的人口净流入为需求提供有力支撑，经营状况预计持续稳健。出生人口下滑所产生的影响呈缓慢体现态势，公司积极拓展课后服务、数字化、AI化、职业教育、研学等新业务以保障整体发展。维持“买入”评级。个股方面，推荐山东出版、凤凰传媒、南方传媒，建议关注中南传媒、皖新传媒等。

风险提示：新业务拓展不及预期风险，行业政策变动风险，宏观经济风险。

7. 广电：收入同比下降，亏损同比扩大

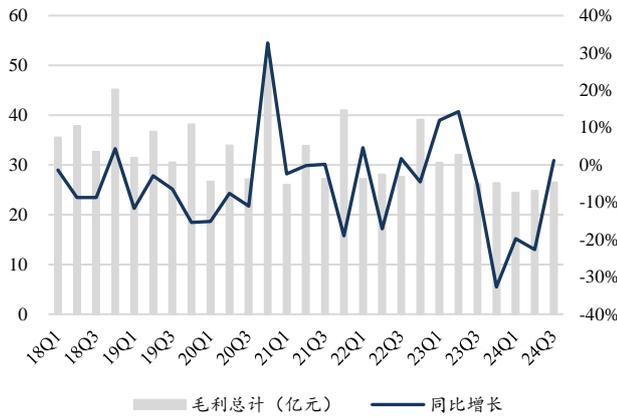
广电行业 24Q3 总收入同比降低 5%至 102 亿元，归母净利润为-1 亿元，亏损同比扩大（23Q3 归母净利润为-0.4 亿元）。

图66：广电行业季度收入（左轴）及同比增速



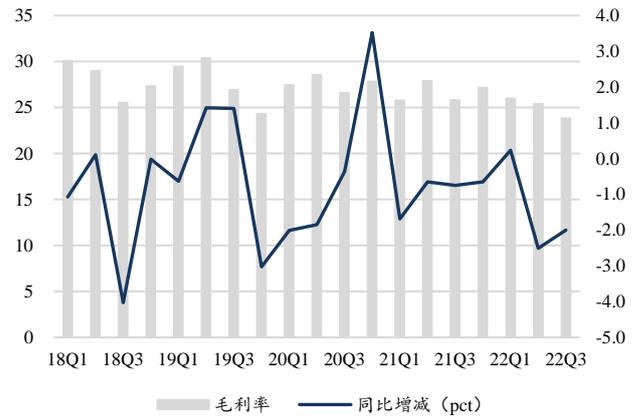
数据来源：wind，东吴证券研究所

图67: 广电行业毛利额(左轴)及同比增速



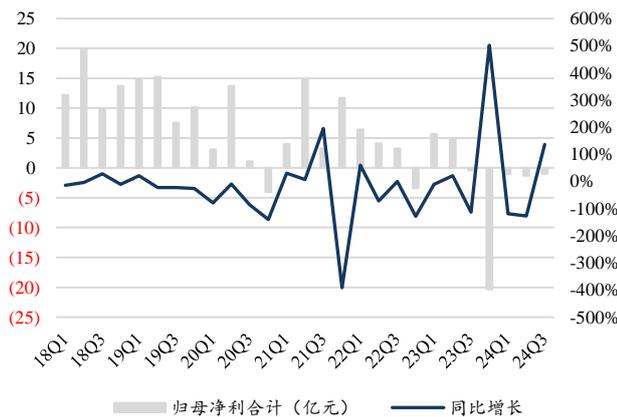
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图68: 广电行业毛利率(左轴)及同比增减(右轴)



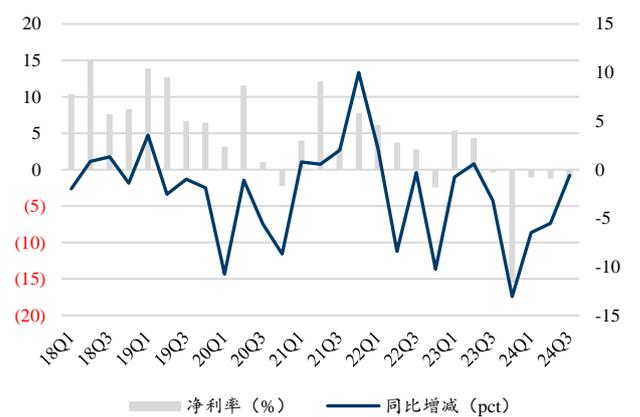
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图69: 广电行业归母净利润(左轴)及同比增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图70: 广电行业净利率(左轴)及同比增减(右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

8. 风险提示

宏观经济恢复不及预期: 传媒行业的发展与宏观经济环境密切相关。在经济不景气时期,企业的广告预算通常会减少,消费者的娱乐消费支出也会下降,这将对传媒公司的广告业务和内容付费业务产生不利影响。

市场竞争风险: 无论是传统媒体的转型,还是新兴的新媒体公司崛起,都使得市场竞争日益激烈。随着信息渠道的多元化,用户的注意力越来越分散。人们可以通过多种平台获取信息,如社交媒体、新闻客户端、视频网站等,这使得传媒公司吸引和留住用户的难度增加。如果公司不能提供独特、高质量的内容,就难以在多竞争对手中脱颖而出。

出。

政策监管风险：传媒行业的内容传播受到监管，媒体内容在合法性、合规性、真实性等方面有严格的要求。如果传媒公司的内容违反了相关规定，可能会面临处罚。

新产品上线进度不及预期风险：传媒行业的一些项目，如影视作品和游戏研发，往往需要较长的时间和复杂的流程。在项目执行过程中，可能会遇到各种不可预见的问题，导致项目的制作周期延长，增加项目的成本和风险。

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>