

传媒行业中期业绩回顾与展望

游戏新品周期持续，把握影视与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

上半年业绩回顾：净利润显著回暖。1) 2025年上半年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2549亿元、归母净利润218亿元，同比分别增长4.06%、28.70%；营收相比上年同期小幅回暖向上、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) 板块毛利率稳中有升，同比提升0.9个百分点至32.90%；净利率同比提升1.7个百分点至8.65%；管理费用率保持稳定，管理费用率7.20%、与上年有所下降；销售费用率同比略提升0.59个百分点至13.27%；25年所得税率恢复正常，上半年整体税率约为11%，与之前基本相当；具体来看，子板块中出版（25%到2%）、数字媒体（17%到-28%）所得税率影响最为显著；3) 子板块来看，游戏、影视行业实现归母净利润高增长，数字媒体与电视广播下滑显著。

2025年Q2业绩延续Q1趋势持续向上。1) 25年Q2A股传媒板块上市公司共计实现营业收入1291亿元、归母净利润107亿元，同比分别增长2.59%、19.53%，归母净利润在经历了24年Q1以来的连续4个季度下滑后显著转正向上；营收亦从24年Q3以来的持续下滑后拐点温和向上；主要得益于游戏板块在新游带动下净利润同比大幅改善、出版行业所得税优惠延续之后净利润同比转正；2) 毛利率稳中有升，同比提升0.62个百分点至32.49%；净利率同比提升1.35个百分点至8.44%；管理费用率保持稳定，管理费用率7.10%、与上年基本一致；销售费用率同比提升0.91个百分点至13.45%；3) 增速上来看，游戏、出版实现正增长，分别同比增长104.47%、5.66%，其他行业同比均有不同程度下滑。

子行业表现：游戏行业实现高增长，关注影视板块底部反转可能。1) 25年Q2A股传媒游戏板块上市公司共计实现营业收入277亿元、归母净利润46亿元，同比分别增长22.40%、104.47%；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（如世纪华通等）；趋势上来看，游戏行业头部公司具备新品驱动的业绩与估值持续上修可能，重点关注游戏新品表现；2) 受Q2电影票房市场趋冷影响，25年Q2A股影视院线板块上市公司共计实现营业收入55.7亿元、归母净利润-5.92亿元，同比分别下滑21.7%、70.3%；国家广播电视总局印发实施《进一步丰富电视大屏内容 促进广播电视内容供给的若干举措》，其中包括“取消40集上限”“不严格限制古装剧数量”“抓好纪录片精品制作”“大力支持精品优秀动画片”等21条改革措施；有望带动内容供给端持续改善、从而逐步带动需求端回暖，影视内容行业底部反转有望。

投资观点：看好强新品周期的游戏板块与政策拐点已现的影视内容行业，关注AI应用底部机会。1) 持续看好游戏板块新品周期与影视板块底部反转可能，寻找个股 α 。强新品周期有望推动游戏板块业绩与估值持续上修，自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐巨人网络、吉比特、哔哩哔哩、恺英网络、心动公司等标的；IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒等）；“广电21条”有望显著改善内容供给、提升行业景气度，影视内容行业有望底部反转，推荐平台渠道（芒果超媒、哔哩哔哩、万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；2) AI应用重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、社交等方向；2B/2G关注营销（浙文互联、蓝色光标、引力传媒等）、教育（皖新传媒）等领域落地可能；2C关注AI游戏（恺英网络、巨人网络、姚记科技等）、AI短剧（中文在线、掌阅科技、华策影视等）、AI玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）。

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。

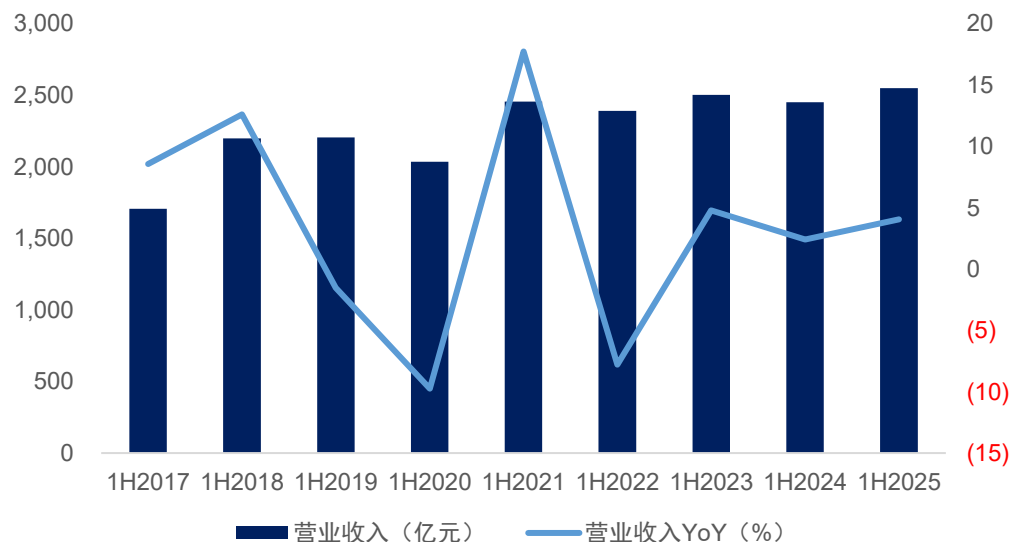
- [01] 业绩回顾：上半年净利润显著回暖
- [02] 业绩回顾：延续Q1趋势，Q2业绩持续向上
- [03] 游戏行业：景气加速上行上行，新品周期带动业绩与估值持续向上
- [04] 影视：暑期档收官同比向上，“广电21条”或带动板块拐点向上
- [05] 投资建议：看好强新品的游戏与政策拐点已现的影视内容，关注AI应用机会

1. 业绩回顾：上半年净利润显著回暖

1.1 上半年业绩回顾：营收增速回暖，净利润显著改善

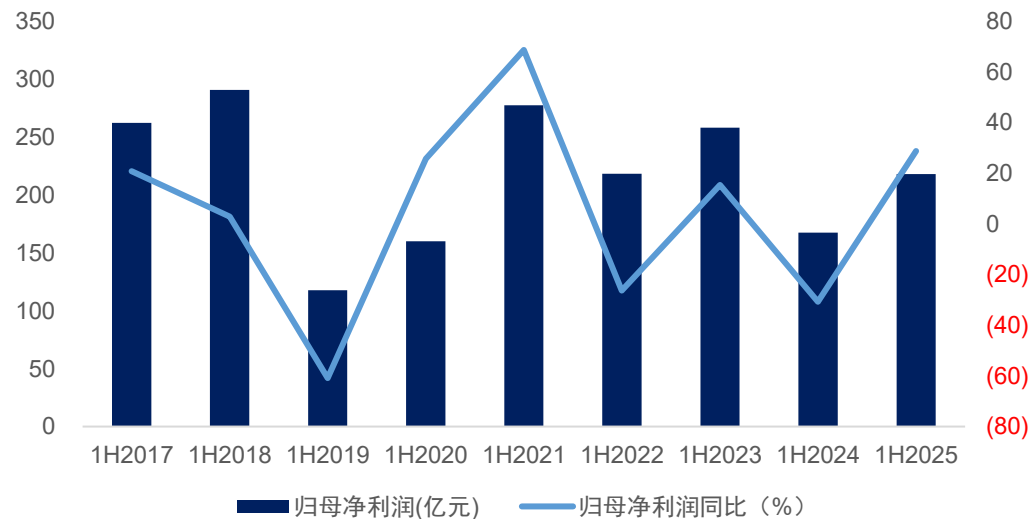
- 2025年上半年A股传媒板块（申万传媒行业分类，下同）上市公司共计实现营业收入2549亿元、归母净利润218亿元，同比分别增长4.06%、28.70%
- 营收相比上年同期小幅回暖向上、净利润显著改善；主要原因一方面在于去年同期较低的基数效应，另一方面在于费用端的显著下降（管理费用率/所得税等）。

图：2025年上半年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年上半年传媒板块归母净利润及增速

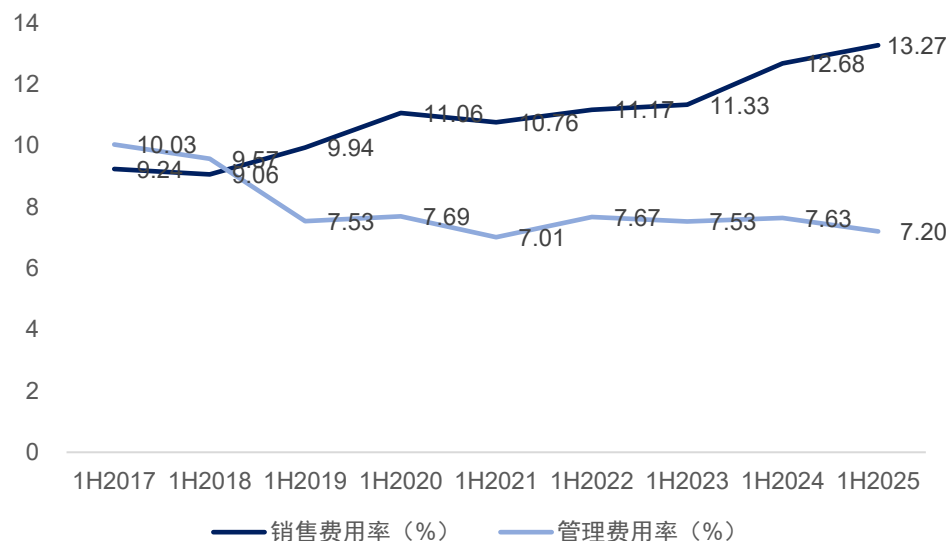


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

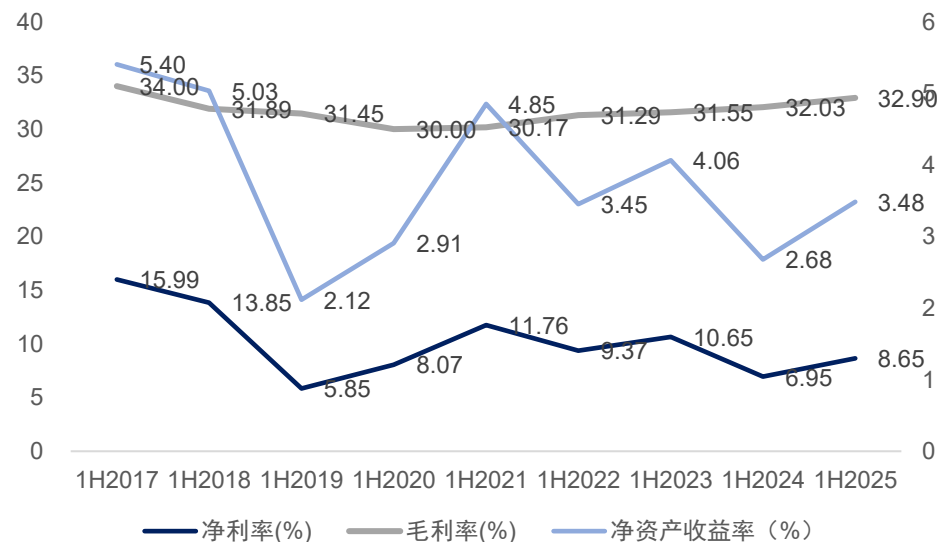
1.1 上半年业绩回顾：营收增速回暖，净利润显著改善

- 传媒板块毛利率稳中有升，同比提升0.9个百分点至32.90%；净利率同比提升1.7个百分点至8.65%；
- 管理费用率保持稳定，管理费用率7.20%、与上年有所下降；销售费用率同比略提升0.59个百分点至13.27%；

图：销售费用率同比提升明显



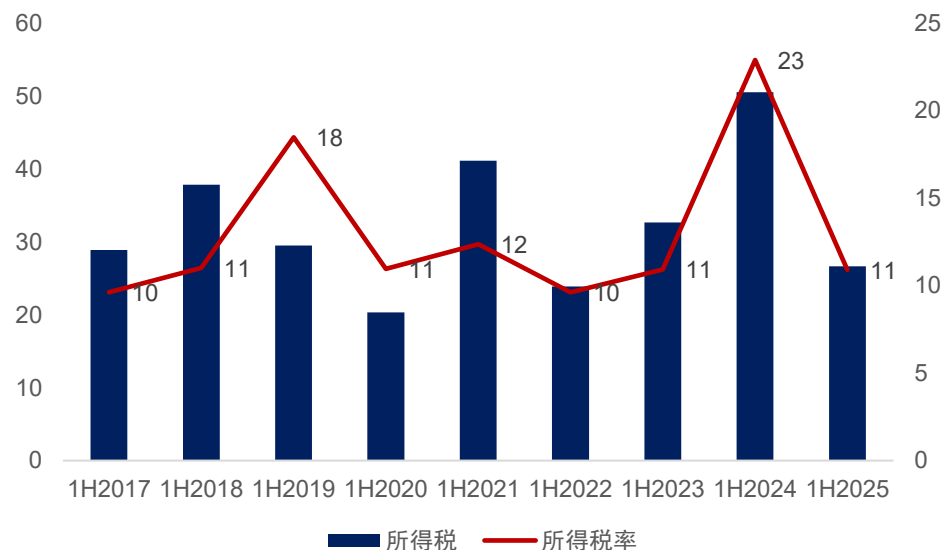
图：毛利率稳定，净利率及ROE下滑明显



1.1 上半年业绩回顾：所得税率恢复正常

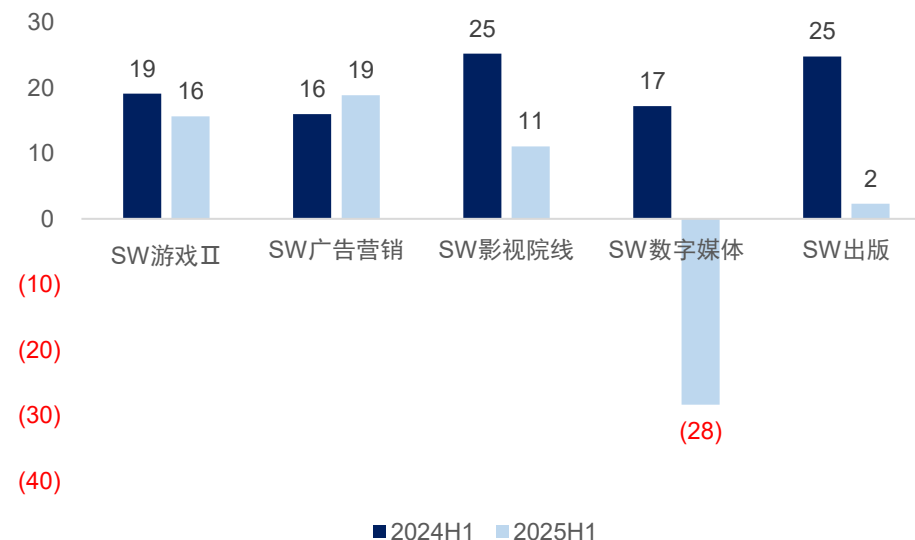
- 受所得税税率政策调整影响，24年上半年所得税率显著提升，也是造成同期归母净利润大幅下滑的重要原因；25年所得税率恢复正常，上半年整体税率约为11%，与之前基本相当；
- 具体来看，子版块中出版（25%到2%）、数字媒体（17%到-28%）所得税率影响最为显著；出版行业所得税免征政策2024年到期导致税率大幅提升、25年恢复正常；数字媒体行业主要在于芒果超媒提所得税资产所带来的基数效应。

图：所得税率同比提升明显（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：出版、数字媒体行业所得税影响明显（单位：%）

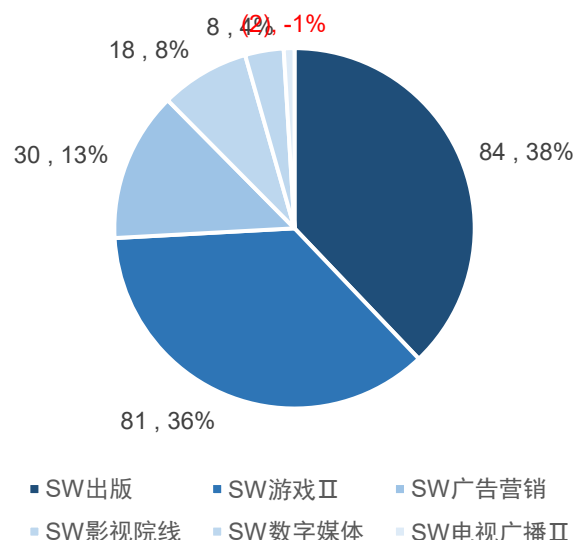


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

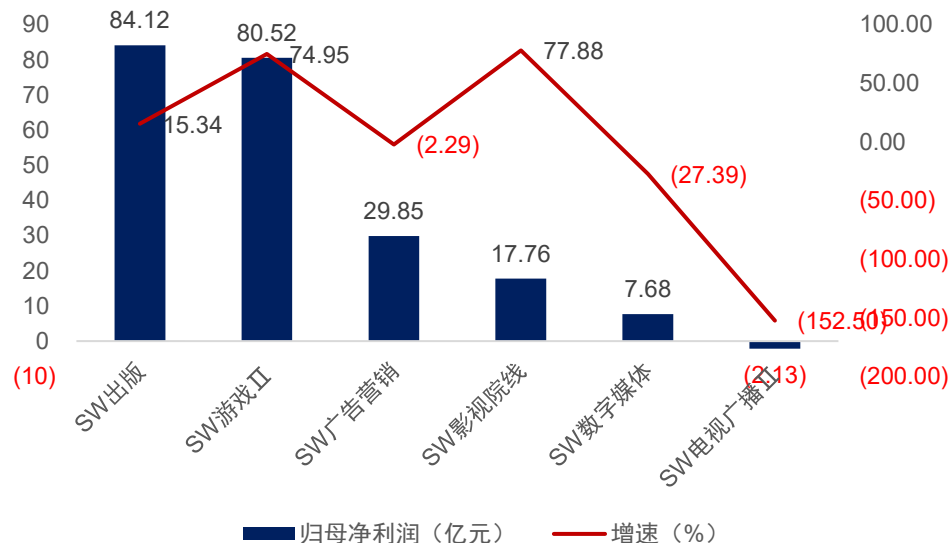
1.2 子版块：游戏及影视行业高增长

- 上半年年主要板块利润表现中，出版行业仍然表现最为突出、整体实现归母净利润84亿元、同比增长15.34%、行业占比达到38%；其次游戏行业实现归母净利润81亿元、同比增长74.95%、行业占比上升至36%；
- 整体来看，游戏、影视行业实现高增长，数字媒体与电视广播下滑显著。

图：子版块利润体量及占比



图：子行业归母净利润及增速



1.3 公司业绩及增速表现

- 公司来看，上半年传媒板块归母净利润绝对值靠前的为分众传媒、ST华通、光线传媒、凤凰传媒、三七互娱、中南传媒等标的，主要集中于广告媒体、游戏、出版行业；
- 增速靠前的为盛天网络、游族网络、天娱数科、完美世界、万达电影等公司，主要由于基数效应以及影视行业春节档票房高增长等因素推动。

图：归母净利润排序

代码	简称	上半年归母净利润 (亿元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002027.SZ	分众传媒	26.65	6.87%	68.29%	43.36%	15.97%
002602.SZ	ST华通	26.56	129.33%	69.50%	15.76%	10.15%
300251.SZ	光线传媒	22.29	371.55%	78.27%	68.72%	23.30%
601928.SH	凤凰传媒	15.86	29.57%	43.81%	22.61%	8.04%
002555.SZ	三七互娱	14.00	10.72%	76.71%	16.51%	10.80%
601098.SH	中南传媒	10.17	31.46%	45.84%	16.58%	6.49%
002517.SZ	恺英网络	9.50	17.41%	82.38%	36.83%	12.88%
601811.SH	新华文轩	8.57	19.67%	39.05%	16.28%	5.76%
002558.SZ	巨人网络	7.77	8.27%	90.78%	47.26%	5.78%
300413.SZ	芒果超媒	7.63	-28.31%	26.56%	12.79%	3.37%

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
300494.SZ	盛天网络	0.52	1186.02%	21.44%	8.27%	3.60%
002174.SZ	游族网络	0.50	989.31%	39.69%	7.29%	1.16%
002354.SZ	天娱数科	0.24	453.67%	22.69%	2.87%	1.92%
002624.SZ	完美世界	5.03	384.52%	56.68%	13.74%	7.36%
002739.SZ	万达电影	5.36	372.55%	28.28%	8.06%	7.44%
300251.SZ	光线传媒	22.29	371.55%	78.27%	68.72%	23.30%
002181.SZ	粤传媒	1.05	318.04%	31.52%	38.30%	2.47%
601999.SH	出版传媒	0.43	221.08%	22.47%	4.22%	1.66%
600088.SH	中视传媒	0.20	208.39%	13.99%	8.18%	1.55%
300043.SZ	星辉娱乐	1.55	186.78%	59.22%	13.70%	9.98%

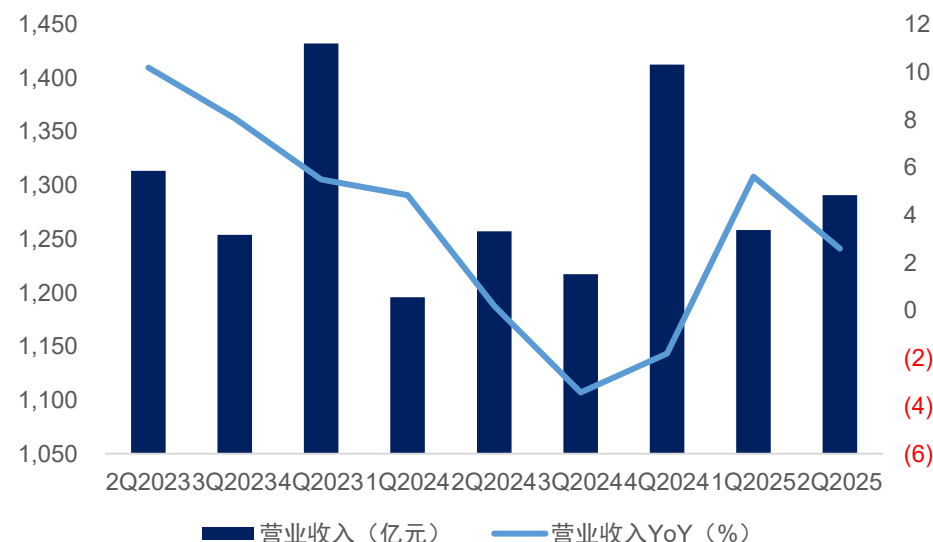
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2. 业绩回顾：延续Q1趋势，Q2业绩持续向上

2.1 2025年Q2营收及业绩持续回暖

- 25年Q2A股传媒板块上市公司共计实现营业收入1291亿元、归母净利润107亿元，同比分别增长2.59%、19.53%，
- 归母净利润在经历了24年Q1以来的连续4个季度下滑后显著转正向上；营收亦从24年Q3以来的持续下滑后拐点温和向上；主要得益于游戏板块在新游带动下净利润同比大幅改善、出版行业所得税优惠延续之后净利润同比转正。

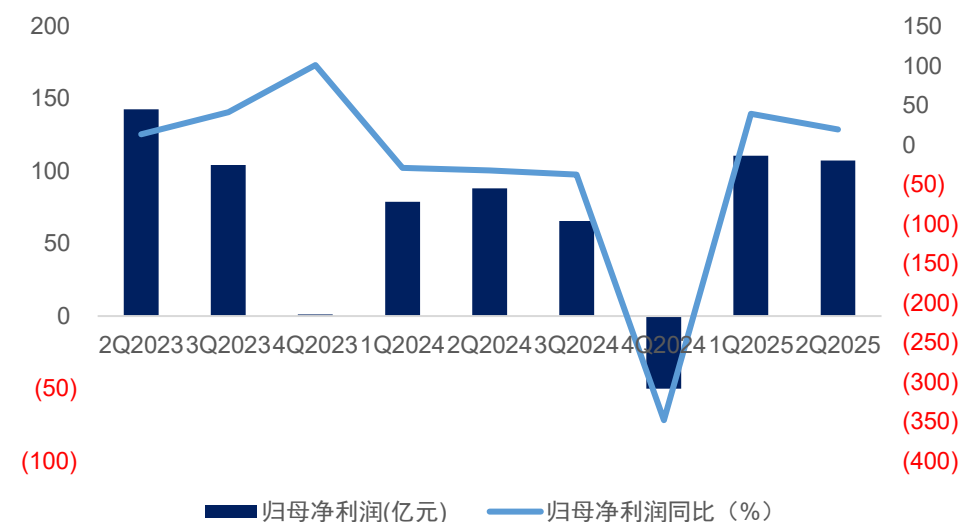
图：传媒板块季度营收及增速



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）

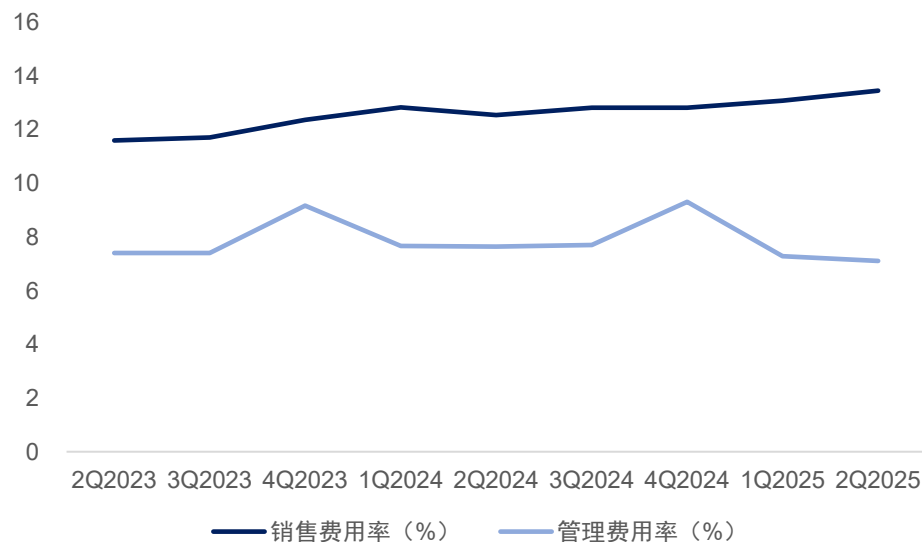


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.1 25年Q2业绩回顾：毛利率稳中有升，净利率与ROE改善明显

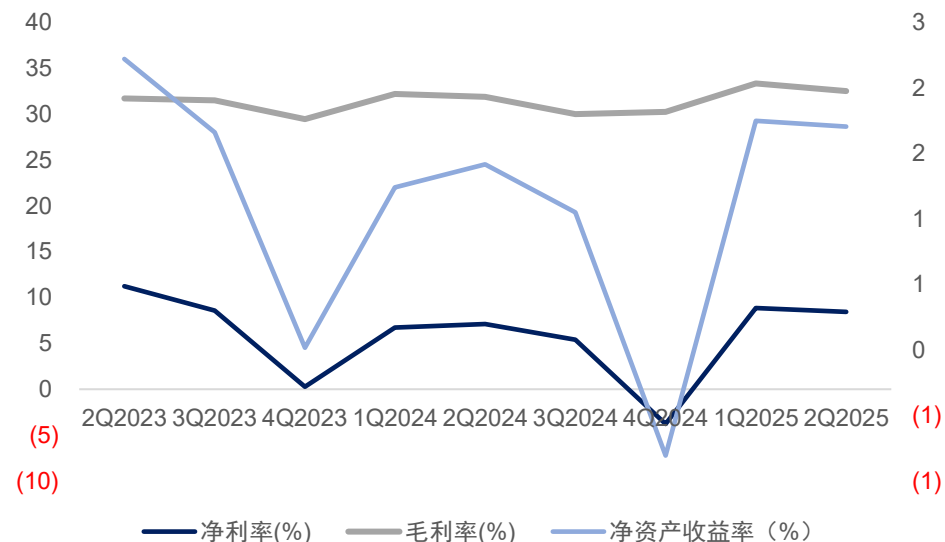
- 2025年Q2传媒板块毛利率稳中有升，同比提升0.62个百分点至32.49%；净利率同比提升1.35个百分点至8.44%；
- 管理费用率保持稳定，管理费用率7.10%、与上年基本一致；销售费用率同比提升0.91个百分点至13.45%；

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

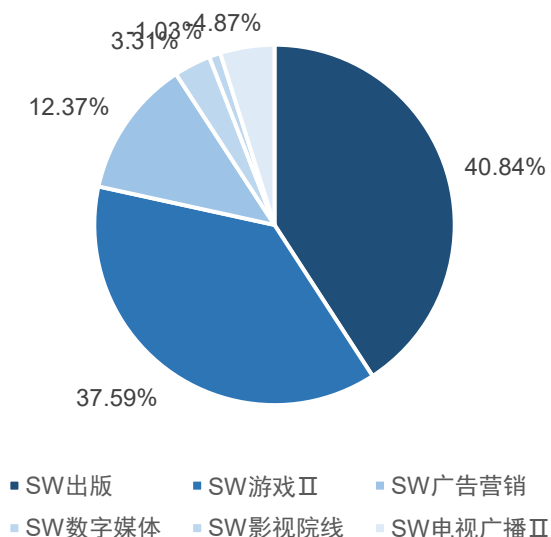


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

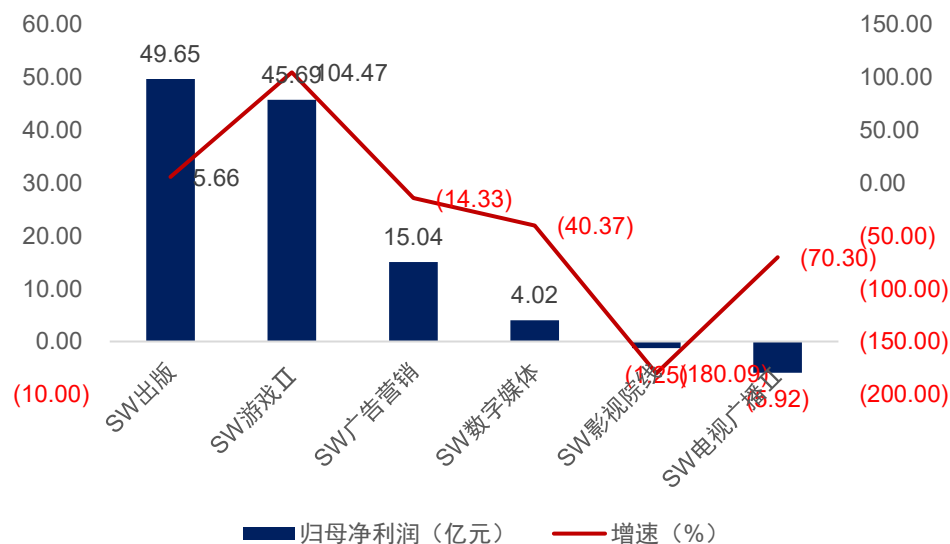
2.2 子版块：游戏行业增速一枝独秀

- 2025年Q2主要板块利润表现中，出版、游戏、广告营销行业位居前三，分别实现归母净利润49.64、45.69、15.04亿元；受Q2票房市场遇冷影响，影视院线板块Q2全行业转亏、实现归母净利润-5.92亿元；
- 增速上来看，游戏、出版实现正增长，分别同比增长104.47%、5.66%，其他行业同比均有不同程度下滑。

图：子版块利润体量及占比



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

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，Q2单季度传媒板块归母净利润绝对值靠前的为分众传媒、ST华通、凤凰传媒、三七互娱、中南传媒等标的，主要集中于游戏、广告媒体、出版等行业；
- 增速靠前的为浙数文化、盛天网络、星辉娱乐、光线传媒、冰川网络等公司，主要由于基数效应、影视票房拉动等因素。

图：归母净利润排序

代码	简称	Q2归母净利润 (亿元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002027.SZ	分众传媒	15.30	5.25%	71.43%	46.68%	8.86%
002602.SZ	ST华通	13.06	157.79%	69.62%	14.64%	4.88%
601928.SH	凤凰传媒	10.79	24.34%	47.74%	28.05%	5.37%
002555.SZ	三七互娱	8.51	31.24%	76.15%	20.07%	6.44%
601098.SH	中南传媒	6.48	32.31%	46.30%	19.39%	4.08%
601811.SH	新华文轩	5.97	17.11%	42.86%	20.88%	3.99%
601921.SH	浙版传媒	5.15	29.98%	33.17%	21.14%	3.73%
002517.SZ	恺英网络	4.32	12.79%	81.07%	35.22%	5.59%
002558.SZ	巨人网络	4.29	17.49%	90.40%	46.88%	3.17%
000719.SZ	中原传媒	4.22	31.51%	41.73%	16.33%	3.66%

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	Q2归母净利润 (亿元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
600633.SH	浙数文化	2.34	386.45%	53.81%	31.47%	2.30%
300494.SZ	盛天网络	0.27	364.11%	22.47%	8.46%	1.84%
300043.SZ	星辉娱乐	2.03	347.30%	65.46%	28.19%	13.15%
300251.SZ	光线传媒	2.14	343.09%	77.76%	79.57%	2.02%
300533.SZ	冰川网络	1.47	311.13%	92.00%	24.98%	9.60%
002174.SZ	游族网络	0.25	302.29%	43.06%	7.74%	0.59%
002181.SZ	粤传媒	0.68	296.65%	31.63%	47.12%	1.60%
300805.SZ	电声股份	0.19	236.71%	11.54%	3.12%	1.20%
002624.SZ	完美世界	2.01	236.65%	62.00%	11.78%	2.87%
600088.SH	中视传媒	0.29	200.75%	15.00%	20.57%	2.26%

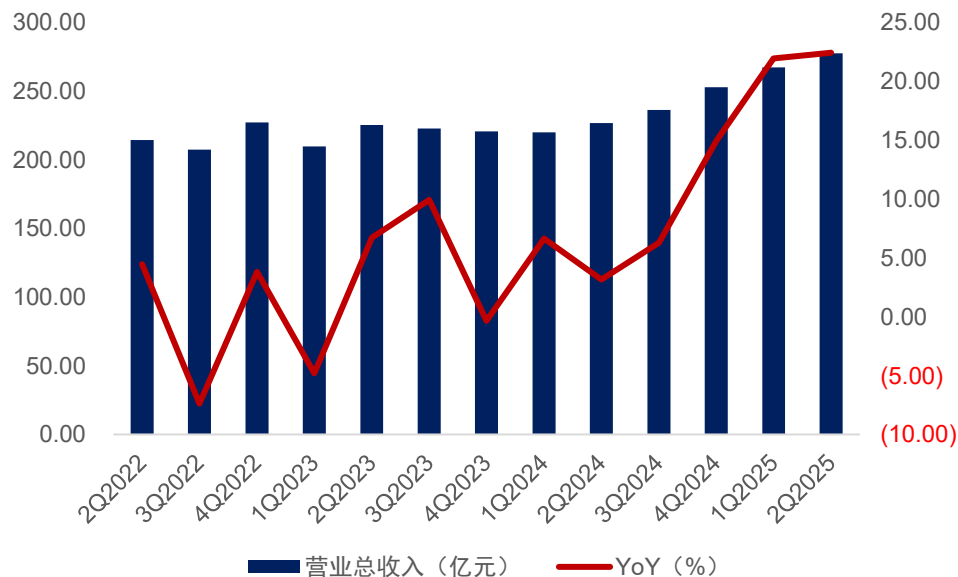
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.游戏行业：景气加速上行上行，新品周期带动业绩与估值持续向上

3.1 游戏：Q2业绩增长进一步加速

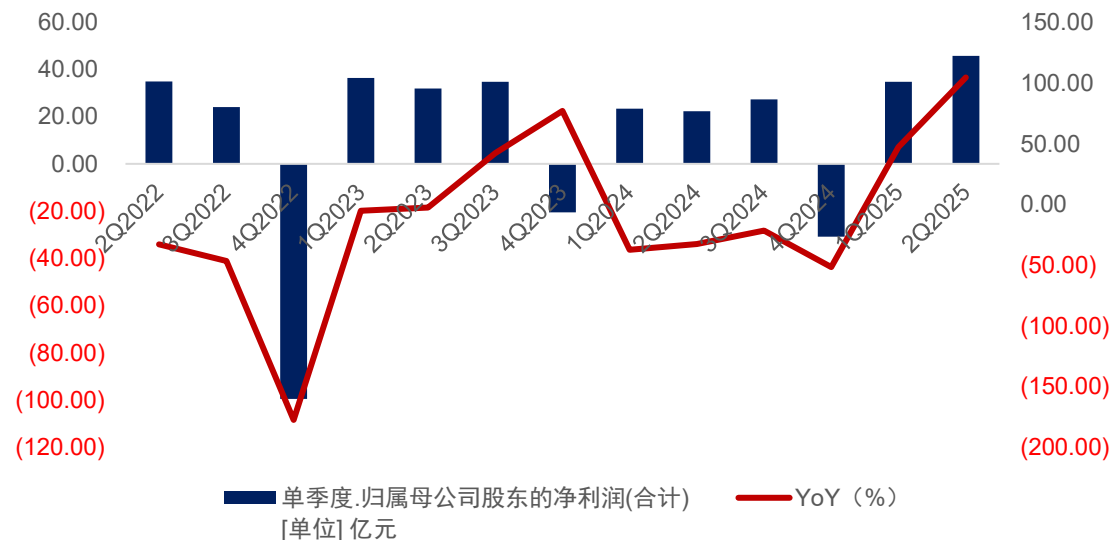
- 25年Q2A股传媒游戏板块上市公司共计实现营业收入277亿元、归母净利润46亿元，同比分别增长22.40%、104.47%；
- 归母净利润增速从25年Q1以来转正并呈现加速向上；营收亦持续拐点向上；主要得益于部分上市公司新品表现优异（如世纪华通等）。

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）

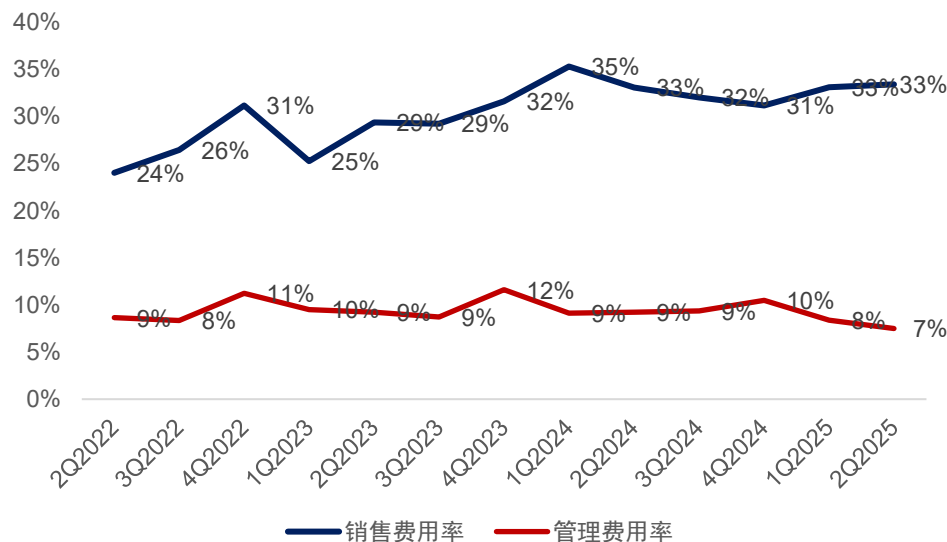


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.1 游戏：费用率管控良好，净利率改善向上

- 营收大幅增长的背景下，费用率整体表现良好。销售费用率33%，与Q1基本持平、与上年同期略微提升1个pct，表明新品内容质量提升带动作用较为明显；管理费用率下降，Q2全行业约为7%，同、环比分别下降2、1个pct；
- 净利率改善明显，Q2环比Q1提升3个pct至13%、同比提升6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 Q2游戏板块业绩加速向上

- 公司来看，Q2游戏板块归母净利润绝对值靠前的为ST华通、三七互娱、恺英网络、巨人网络、神州泰岳等标的，主要受益于旗下新游表现较好；
- 增速靠前的为浙数文化、盛天网络、星辉娱乐、冰川网络、游族网络等公司，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	Q2归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
002602.SZ	ST华通	1306	158%	69.62%	14.64%	4.88%
002555.SZ	三七互娱	851	31%	76.15%	20.07%	6.44%
002517.SZ	恺英网络	432	13%	81.07%	35.22%	5.59%
002558.SZ	巨人网络	429	17%	90.40%	46.88%	3.17%
603444.SH	吉比特	361	37%	93.49%	31.88%	6.90%
300002.SZ	神州泰岳	271	-19%	58.40%	19.72%	3.71%
600633.SH	浙数文化	234	386%	53.81%	31.47%	2.30%
300043.SZ	星辉娱乐	203	347%	65.46%	28.19%	13.15%
002624.SZ	完美世界	201	237%	62.00%	11.78%	2.87%
300533.SZ	冰川网络	147	311%	92.00%	24.98%	9.60%

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	Q2归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
600633.SH	浙数文化	234	386%	53.81%	31.47%	2.30%
300494.SZ	盛天网络	27	364%	22.47%	8.46%	1.84%
300043.SZ	星辉娱乐	203	347%	65.46%	28.19%	13.15%
300533.SZ	冰川网络	147	311%	92.00%	24.98%	9.60%
002174.SZ	游族网络	25	302%	43.06%	7.74%	0.59%
002624.SZ	完美世界	201	237%	62.00%	11.78%	2.87%
002602.SZ	ST华通	1306	158%	69.62%	14.64%	4.88%
300113.SZ	顺网科技	88	110%	46.16%	22.14%	3.76%
600715.SH	文投控股	(10)	91%	9.05%	-21.45%	-0.91%
002919.SZ	名臣健康	28	82%	51.09%	8.08%	3.40%

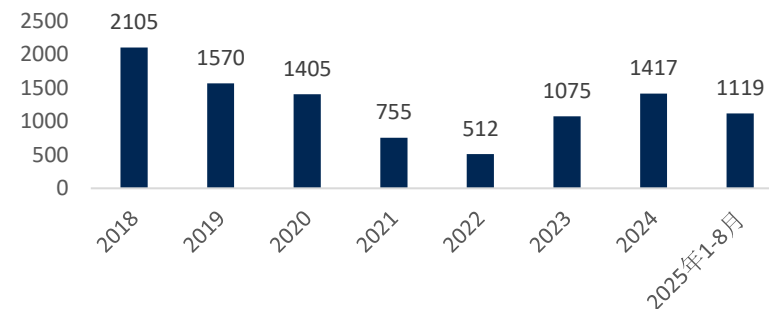
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 监管环境：版号常态化发放

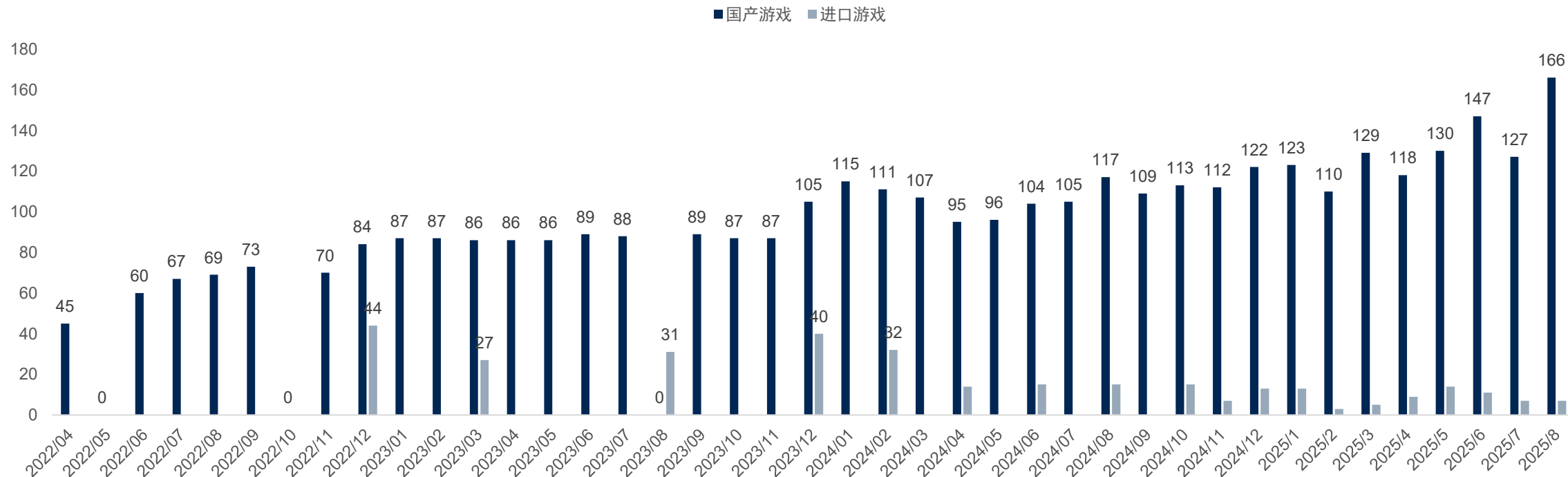
- 游戏版号保持常态化发放趋势、月均版号发放数量过百，监管政策保持稳定
- 1-8月份累计发放游戏版号1119个，同比增长20.8%；8月份共有166款国产游戏和7款进口游戏过审，创年内新高

图：游戏版号发放情况

图：1-8月合计发放510个游戏版号



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

3.2 监管环境：游戏行业支持政策频出

- 中办、国办《提振消费专项行动方案》，首次提出“促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费”；
- 除此之外，中央及地方亦不断推出游戏行业支持政策，外部监管环境持续向好；

图：中央及地方政府游戏相关支持政策

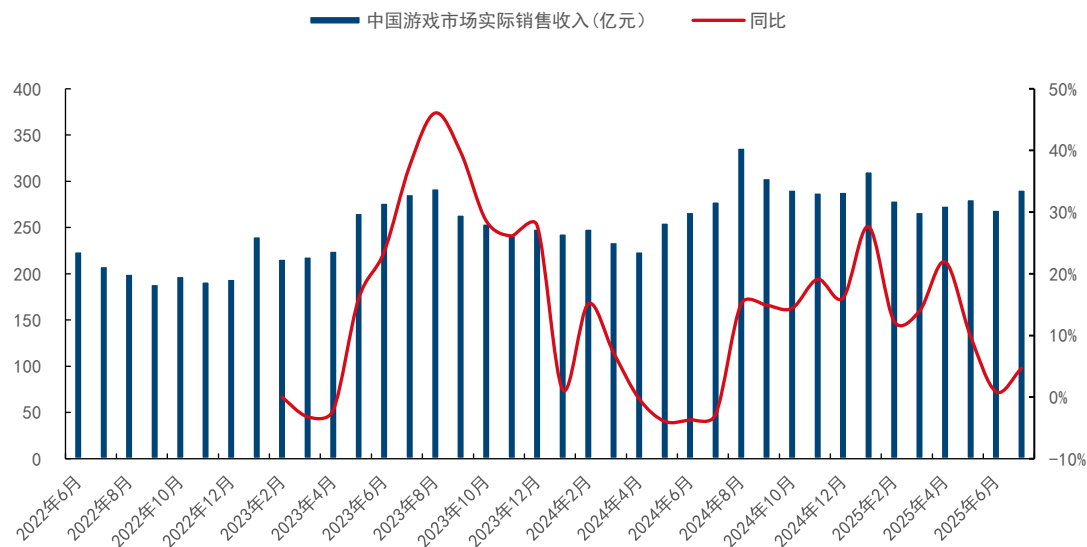
部门	文件名称	时间	相关内容
中共中央办公厅/国务院办公厅	“十四五”文化发展规划	2022	鼓励依托网络平台推出优秀网络游戏产品，发展积极健康的网络文化，推动数字文娱产业创新
			强调文化数字化战略，支持游戏与动漫、影视等产业融合
中共中央办公厅/国务院办公厅	提振消费专项行动方案	2025	首次明确支持游戏消费，提出促进动漫、游戏、电竞及衍生品消费，推动国货“潮品”国内外市场拓展
			鼓励原创IP开发，将中华优秀传统文化融入游戏设计
地方政府	文件名称	时间	相关内容
上海市	电竞之都建设	2024	计划投资80亿元打造“全球电竞中心”，支持电竞赛事、游戏研发及技术创新
			鼓励原创精品游戏，对获得版号的游戏给予奖励，并支持与国际发行平台合作
浙江	《关于支持浙产游戏出海的若干措施（征求意见稿）》	2025	优化审批流程，推动属地化管理试点； 鼓励精品3A游戏开发，支持与国际发行平台合作，培育游戏直播达人； 以杭州为核心，打造环之江文化产业带；提供工商登记、住房等配套服务，助力游戏企业发展
成都高新区	《加快数字经济产业高质量发展若干政策》	2023	支持游戏产品研发上线，每家企业每年最高不超过500万元；鼓励游戏企业发行结算，每家企业每年最高不超过1000万元；鼓励优秀文创作品创作运营，每家企业每年最高不超过200万元；支持举办顶尖电竞赛事，每家企业每年最高不超过500万元；

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.3 行业状况：营收持续保持增长

- 24年8月以来游戏行业持续保持较高增速；
- 其中7月中国游戏市场收入291亿元，同比增长4.7%；移动游戏市场实际销售收入214亿元，同比增长0.9%；

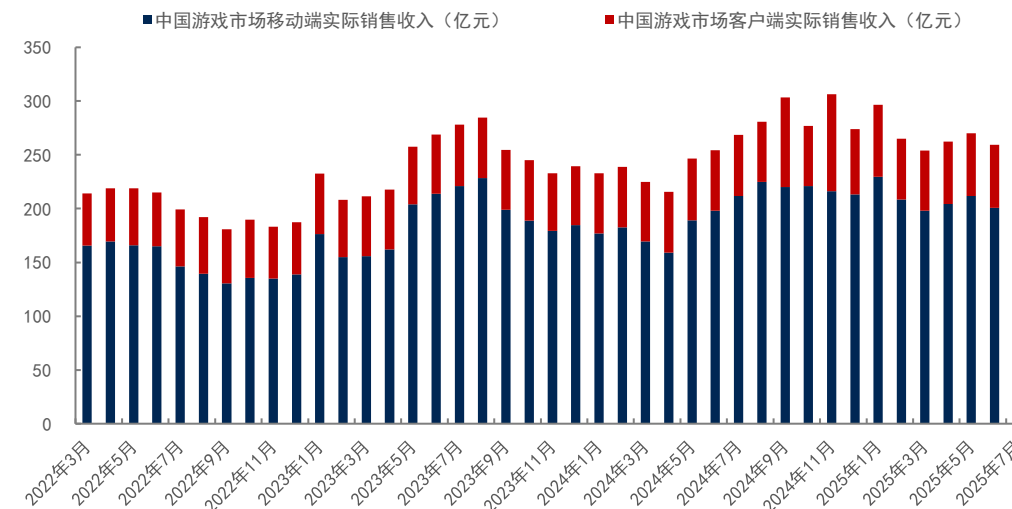
图：中国游戏市场实际销售收入保持较高增速



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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：移动端增速自24年8月见底向上



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 头部公司进入新品强周期

- 巨人网络《超自然行动组》：创新性恐怖冒险手游，2025年1月23日正式上线。主打"中式微恐+多人合作"的差异化玩法，核心采用当下流行的"搜打撤"（搜索、战斗、撤离）机制，结合PVE合作生存模式。在这一设计下，四名玩家需要组队进入神秘古迹探险，寻找高价值道具（如圣杯、雪莲、龙珠），同时需要协同对抗AI控制的"鬼怪"并成功撤离。
- 2025年7月游戏首次进入iOS免费榜TOP3并于7月25日官宣“同时在线人数突破100万”的重要里程碑。8月根据Sensor Tower的统计ios流水位居第10位，超越同类型老牌手游《第五人格》；

图：《超自然行动组》ios排行及评分



资料来源： 七麦数据，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：8月ios手游收入排名

1	王者荣耀	-	11	恋与深空	▼
2	和平精英	-	12	蛋仔派对	▼
3	三角洲行动	-	13	开心消消乐	▲
4	无尽冬日	-	14	燕云十六声	▲
5	金铲铲之战	▲	15	火影忍者	-
6	地下城与勇士：起源	-	16	向僵尸开炮	▼
7	英雄联盟手游	▲	17	捕鱼大作战	▲
8	穿越火线	▲	18	无畏契约：源能行动	★
9	梦幻西游	▼	19	第五人格	▲
10	超自然行动组	▲	20	明日方舟	▲

资料来源： Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

图：《超自然行动组》同时在线破百万



资料来源： 游戏官网，国信证券经济研究所整理

3.4 头部公司进入新品强周期

- 世纪华通：得益于《Whiteout Survival》、《Kingshot》、《无尽冬日》等游戏的优异表现，8月世纪华通位居中国手游发行商全球收入第二名，仅次于腾讯。
- SLG+X模式打造爆款工厂，《奔奔王国》小游戏及APP陆续上线，有望带动营收及利润持续向上；

图：《无尽冬日》



资料来源：游戏官网，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：《奔奔王国》



资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

图：8月世纪华通位居中国手游发行商收入第二名

1		腾讯	-	16		巨人网络	▲
2		点点互动	-	17		灵犀互娱	▼
3		网易	-	18		IGG	-
4		柠檬微趣	▲	19		途游游戏	-
5		Florere Game	▲	20		麦吉太文	▲
6		米哈游	▼	21		雷霆网络	▼
7		三七互娱	▲	22		库洛游戏	▼
8		叠纸网络	▼	23		露珠游戏	▼
9		莉莉丝游戏	▲	24		Joy Net	▼
10		江娱互动	▼	25		Tap4Fun	-
11		海彼游戏	-	26		哔哩哔哩	▲
12		悠星网络	▲	27		友塔游戏	-
13		沐瞳科技	▼	28		心动网络	▼
14		壳木游戏	▼	29		益世界	▲
15		乐元素	▲	30		ONEMT	▼

资料来源： Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

3.4 头部公司进入新品强周期

- 吉比特：《问道》、《一念逍遥》保持稳定，奠定业绩基础。
- 新品《问剑长生》、《仗剑传说》表现良好，打开业绩增长空间
- SLG新品《九牧之野》等值得期待

图：《仗剑传说》



资料来源：游戏官网，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：《问剑长生》



资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

3.5 业绩与估值具备持续上修可能



- 强产品周期持续。1) 年初至今，头部游戏公司爆品频出，世纪华通《无尽冬日》《Kingshot》、巨人网络《超自然行动组》DAU及流水实现大突破、吉比特《杖剑传说》等表现超预期；2) 展望未来，上述产品强周期有望持续；头部公司/新品中，《奔奔王国》国内上线、巨人网络《名将杀》等值得期待、完美世界《异环》、恺英网络《斗罗大陆》《盗墓笔记》、神州泰岳多款SLG新品等，头部公司新品强周期有望持续；
- 业绩有望持续验证上修。结合流水及费用周期，Q3将进入利润释放的验证期，并有望带动市场一致预期持续上调；
- 估值具备向上空间：按照一致预期，26年头部公司估值20x左右，正常波动区间15-25x；而从产品和业绩周期来看，存在产品推动下的业绩与估值持续共振向上可能。

表：主要游戏公司盈利预测与估值

代码	公司	市值	归母净利润				PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
002558.SZ	巨人网络	813	1086	1425	2140	2975	75	57	38	27
002517.SZ	恺英网络	515	1462	1628	2157	2482	35	32	24	21
002555.SZ	三七互娱	479	2659	2673	2879	3148	18	18	17	15
2400.HK	心动公司	399	(83)	812	1470	1810	(480)	49	27	22
603444.SH	吉比特	383	1125	945	1455	1678	34	41	26	23
002624.SZ	完美世界	329	491	(1288)	787	1564	67	(26)	42	21
300002.SZ	神州泰岳	272	887	1428	1206	1495	31	19	23	18
600633.SH	浙数文化	185	663	512	657	755	28	36	28	24
300113.SZ	顺网科技	171	170	252	325	405	101	68	53	42
002605.SZ	姚记科技	118	562	539	600	659	21	22	20	18

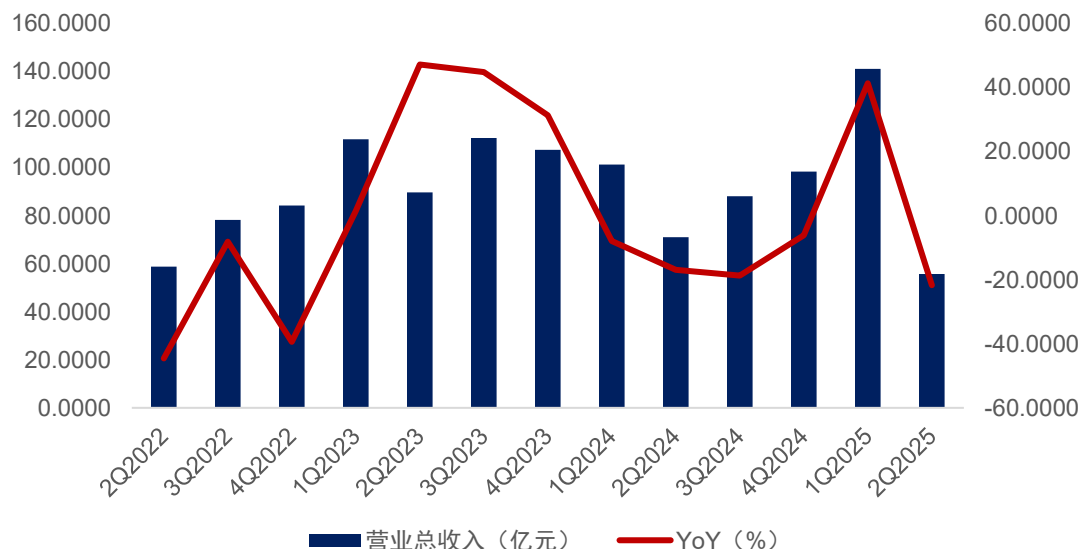
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，其中盈利预测为wind一致预期

4. 影视：暑期档收官同比向上，“广电21条”或带动板块拐点向上

4.1 Q2影视院线板块业绩大幅下滑

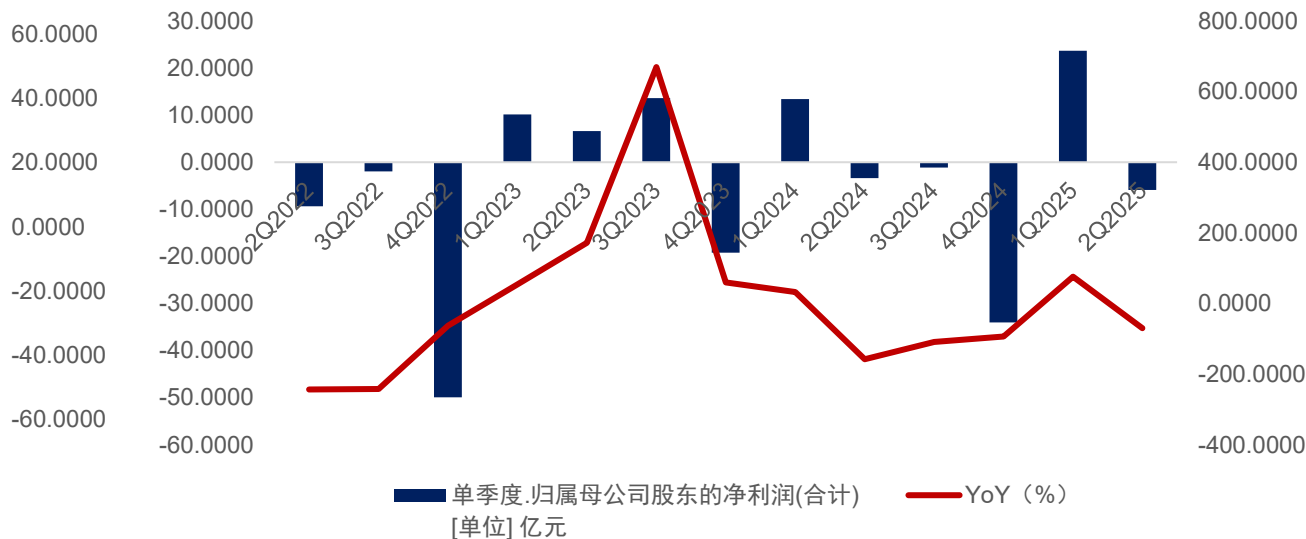
- 受Q2电影票房市场趋冷影响，25年Q2A股影视院线板块上市公司共计实现营业收入55.7亿元、归母净利润-5.92亿元，同比分别下滑21.7%、70.3%；

图：影视院线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：影视院线板块归母净利润及增速（季度）

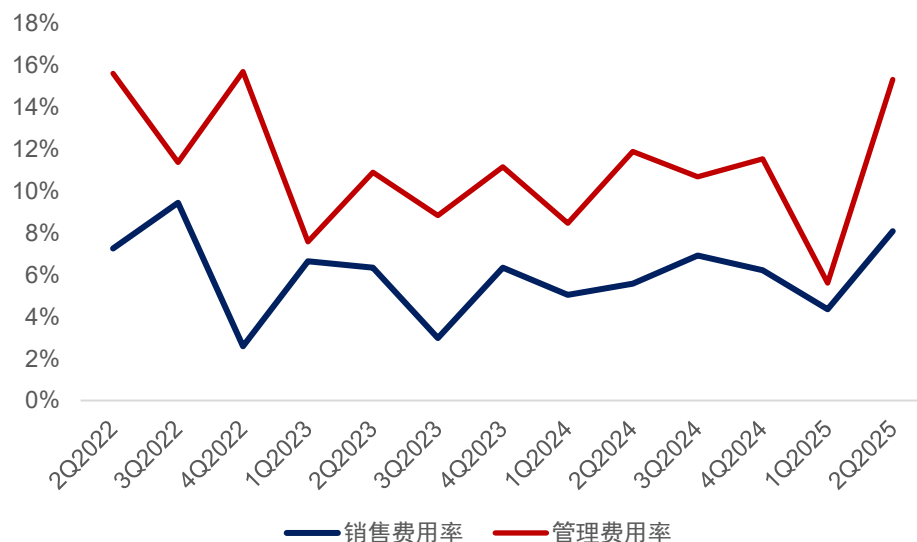


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.1 影视院线：盈利能力显著下降

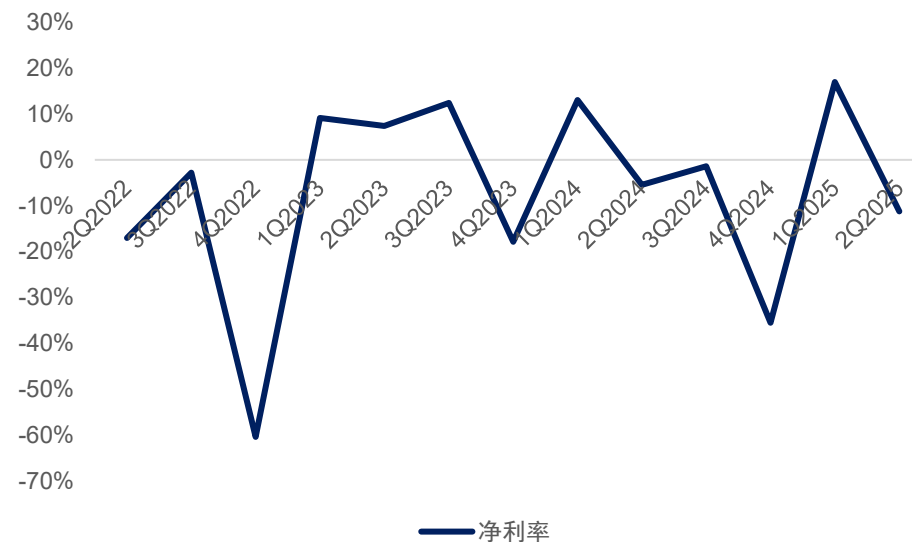
➤ 收入下滑背景下，由于较高的固定经营成本及费用，全行业费用率大幅上升，净利率环比Q1转负；

图：费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：利润率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.1 影视院线板块整体亏损



- 公司来看，Q2影视板块业绩整体表现不佳；
- 利润靠前的为光线传媒、中国电影、中视传媒等；增速靠前的为光线传媒、中视传媒、百纳千成等公司，整体来看除直接受益所投影片票房贡献的内容制作机构（光线传媒、华策影视等）之外，经营杠杆弹性较高的院线板块对整体票房市场表现更为敏感；

图：归母净利润排序

代码	简称	Q2归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
300251.SZ	光线传媒	214	343%	77.76%	79.57%	2.02%
600977.SH	中国电影	30	-71%	17.29%	1.81%	0.28%
600088.SH	中视传媒	29	201%	15.00%	20.57%	2.26%
300133.SZ	华策影视	25	-38%	43.25%	12.57%	0.35%
300182.SZ	捷成股份	14	-89%	19.06%	1.89%	0.17%
000892.SZ	欢瑞世纪	(2)	-300%	73.38%	-2.12%	-0.27%
601595.SH	上海电影	(12)	-150%	8.52%	-9.20%	-0.68%
002292.SZ	奥飞娱乐	(12)	-368%	39.85%	-2.64%	-0.40%
000802.SZ	北京文化	(15)	23%	-12.57%	-24.65%	-1.71%
300291.SZ	百纳千成	(19)	43%	21.48%	-36.84%	-0.60%

图：归母净利润增速排序

代码	简称	Q2归母净利润 (百万元)	YoY	毛利率	净利率	ROE
300251.SZ	光线传媒	214	343%	77.76%	79.57%	2.02%
600088.SH	中视传媒	29	201%	15.00%	20.57%	2.26%
300291.SZ	百纳千成	(19)	43%	21.48%	-36.84%	-0.60%
001330.SZ	博纳影业	(100)	30%	-5.19%	-69.30%	-2.35%
000802.SZ	北京文化	(15)	23%	-12.57%	-24.65%	-1.71%
300426.SZ	华智数媒	(48)	22%	24.84%	-566.34%	-10.36%
002905.SZ	金逸影视	(74)	15%	-16.11%	-63.59%	-51.01%
603103.SH	横店影视	(141)	-8%	-56.04%	-70.02%	-9.77%
300133.SZ	华策影视	25	-38%	43.25%	12.57%	0.35%
002739.SZ	万达电影	(294)	-38%	13.65%	-14.86%	-3.87%

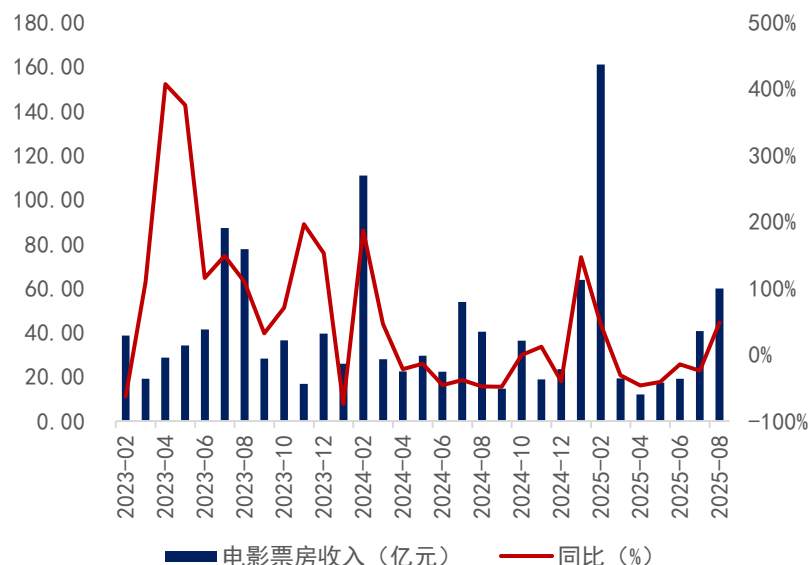
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.2 8月电影票房市场同比大涨48%

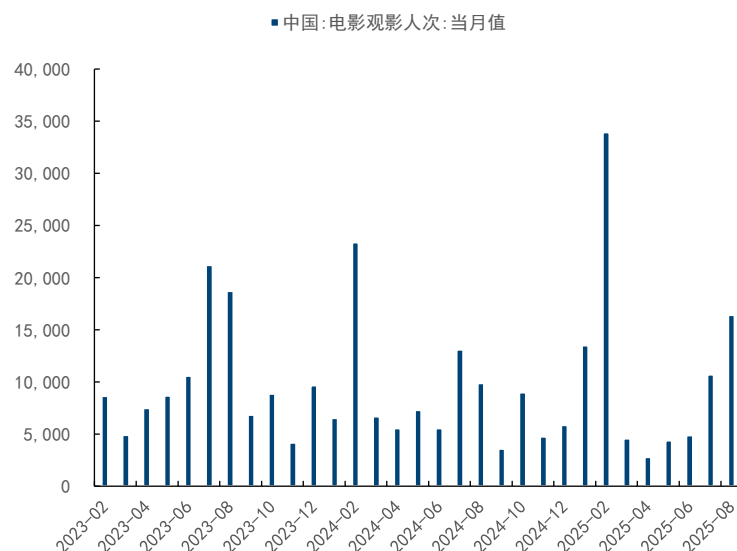
- 据灯塔专业版数据，今年8月总票房达59.90亿元人民币，同比增长48.6%，环比增长47.2%；
- 观影总人次1.64亿人次，同比/环比分别增长66%/53.3%；平均票价达到36.5元（上月38.0元），下滑较为明显。

图：8月电影票房收入同比大幅增长



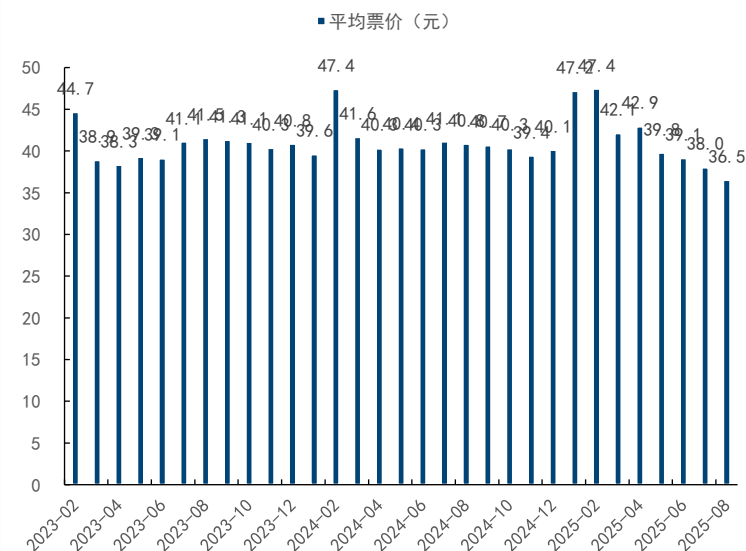
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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

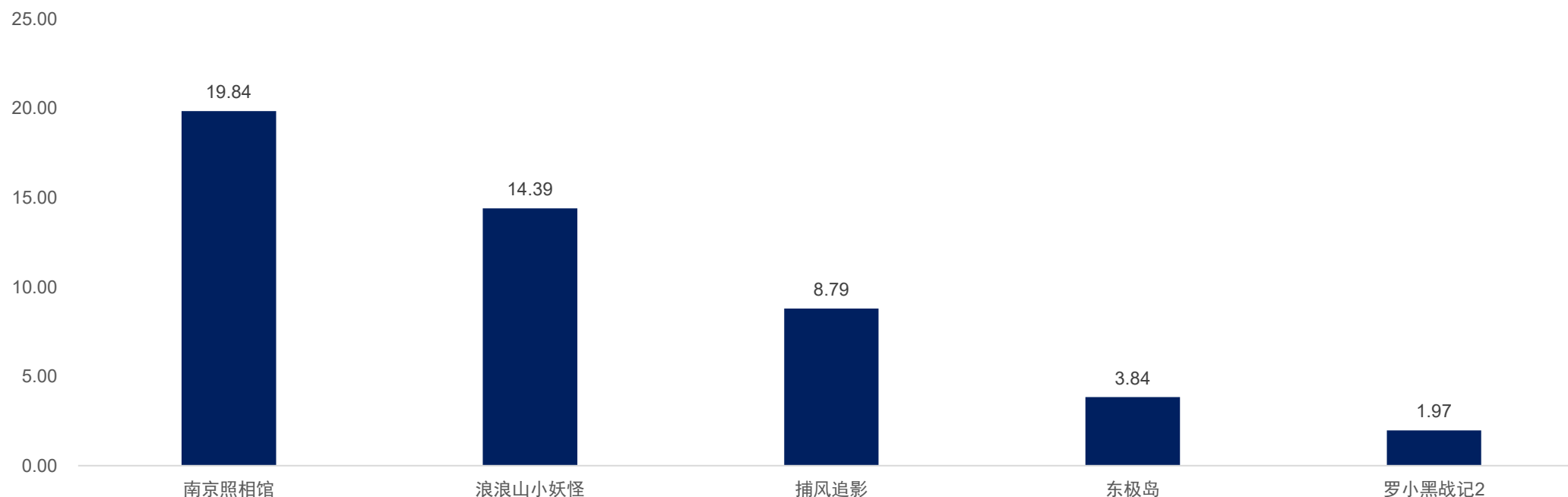


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

4.2 8月票房回暖明显，《南京照相馆》《浪浪山小妖怪》表现亮眼

- 从单片表现来看，《南京照相馆》、《浪浪山小妖怪》、《捕风追影》、《东极岛》、《罗小黑战记2》分列8月票房市场前5，票房相比7月大幅改善，《南京照相馆》《浪浪山小妖怪》表现突出。

图：8月电影票房TOP5（亿元）

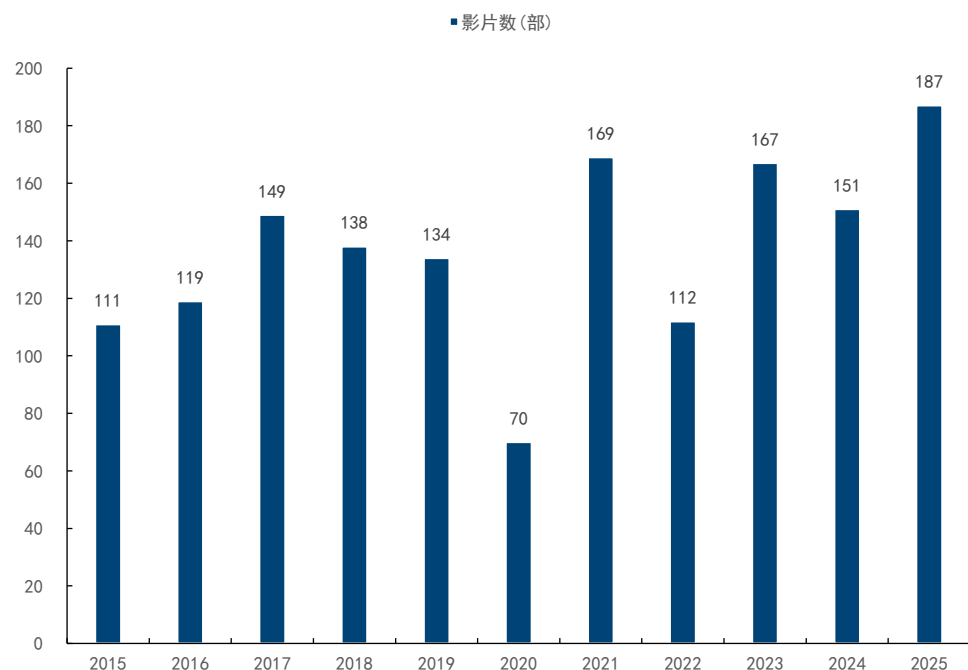


4.3 暑期档供给改善，头部影片拉动下票房表现较好

➤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，25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；

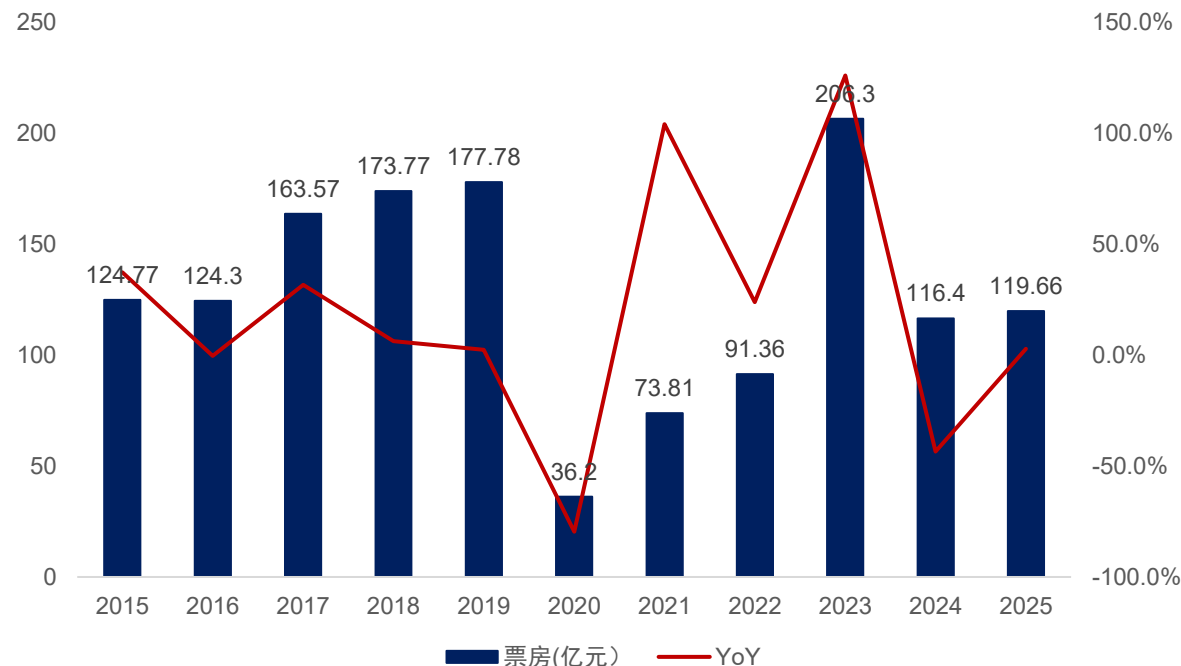
➤暑期档作为核心档期，对全年总体票房规模影响显著；25年暑期档票房同比增长2.8%至119.7亿元；

图：备案影片数量



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图：历年暑期档票房



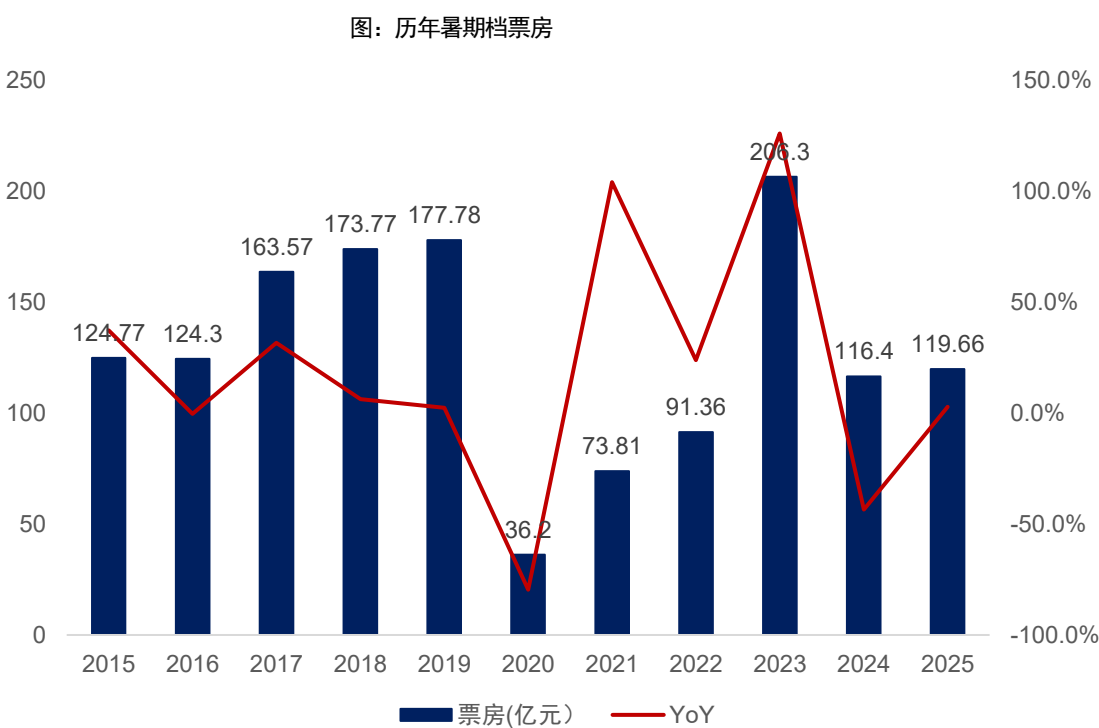
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

4.3 暑期档供给改善，头部影片拉动下票房表现较好

➤从单片表现来看，票房排名前三的分别为《南京照相馆》（档期票房28.9亿）《浪浪山小妖怪》（档期票房14.6亿）《捕风追影》（档期票房8.8亿元）。

表：暑期档排名前十的影片（截至2025/9/9）			
影片名称	上映时间	档期票房（万）	参与公司
南京照相馆	2025/7/25	289046.5	中影电影、上狮文化、裕野文化、幸福蓝海
浪浪山小妖怪	2025/8/2	145548.8	上海美术电影制片厂、上影元、小目标、猫眼影业
捕风追影	2025/8/16	87900.36	爱奇艺、淘票票、北京海润
长安的荔枝	2025/7/18	67800.79	爱美影视、猫眼微影、元气娱乐、儒意影业
侏罗纪世界：重生	2025/7/2	56718.36	广州超乐无限、猫眼影业、中影集团
罗小黑战记 2	2025/7/18	49240.6	千万间、北京寒木、中文在线
F1：狂飙飞车	2025/6/27	42901.27	华纳兄弟、中国电影、华夏电影
戏台	2025/7/25	40258.4	欢喜传媒、淘票票、长影集团
名侦探柯南：独眼的残像	2025/6/27	39837.08	中影集团
东极岛	2025/8/8	38394.5	北京七印象、淘票票、珠江电影、光线影业

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理



资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

4.4 关注国庆档表现

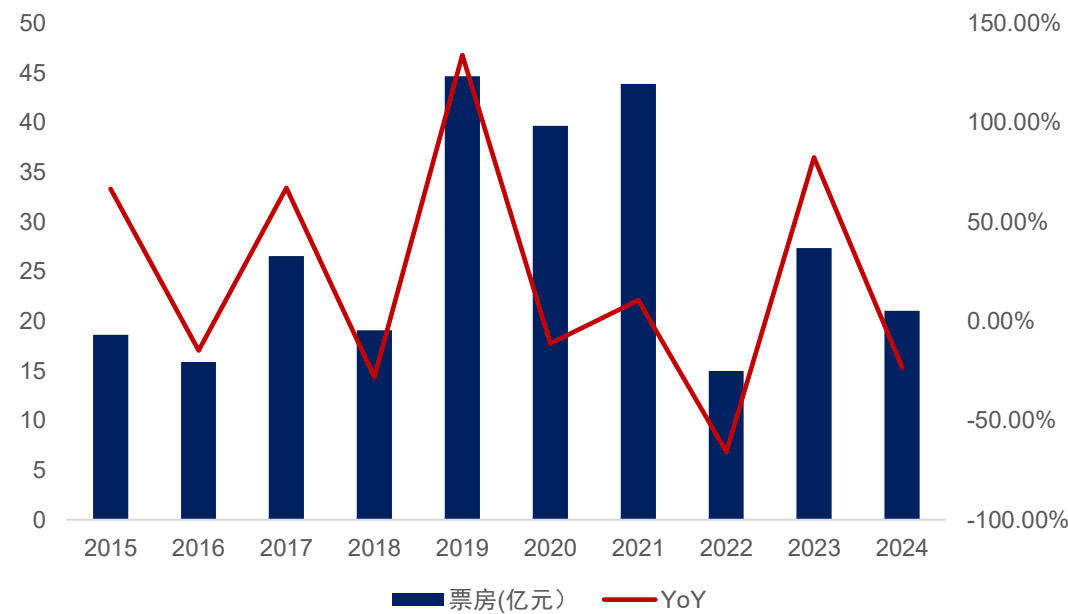
➤2024年国庆档票房总计21.05亿元，同比2023年下滑23.1%，与疫情前的2018年相当；

➤当前共10部影片定档2025年国庆档上映，分别为《志愿军：浴血和平》、《刺杀小说家2》、《熊猫计划2》、《浪浪人生》、《猪猪侠·一只老猪的逆袭》、《风林火山》、《三国的星空第一部》、《红孩儿火焰山之王》、《穷途末路》、《疯狂电脑城》

图：《志愿军：浴血和平》



图：历年暑期档票房



资料来源：官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

4.5 “广电21条” 出台，影视内容有望底部反转

- 国家广播电视总局印发实施《进一步丰富电视大屏内容 促进广电视听内容供给的若干举措》，其中包括“取消40集上限” “不严格限制古装剧数量” “抓好纪录片精品制作” “大力支持精品优秀动画片” 等21条改革措施；
- 具体来看，广电21条” 在内容制作、审查机制、播出等环节对相关政策做出了诸多优化调整，有望带动内容供给端持续改善、从而逐步带动需求端回暖，影视内容行业底部反转有望。

表： “广电21条” 主要内容

类别	主要内容
内容创新与建设	• 实施“内容焕新计划”，加强内容创新。 • 加强纪录片、动画片精品创作。 • 鼓励支持优秀微短剧进入电视播出。
电视剧管理政策优化	• 取消电视剧40集上限（但超长剧目仍需特别审核，防止“注水剧”）。 • 取消季播剧播出间隔一年的限制。 • 古装剧播出调控不再严格限制时长和比例。 • 不再限制“一剧两星”，大力支持网台同步播出。
引进境外优秀节目	• 鼓励择取境外优秀作品进行高质量本土化改编（并不局限于日、韩IP）。 • 支持引进优质海外电视剧、纪录片、动画片在卫视频道黄金时段播出。 • 优化引进剧集指标分配，取消单一主体引进指标数量限制。
审查机制改进	• 建立总局和省局同步审查机制，缩短审查周期。 • 审查时限由50天压缩至30天。（注：部分协审时限不超过50天） • 对系列剧、季播剧、单元剧、情景喜剧等试行“边审边播、边改边播”。 • 优化协审机制（如专家提前介入，非必要不协审）。
技术与版权保护	• 加强超高清节目制作播出宣传推介。 • 加强相关法律法规制度建设，加强节目版权保护。

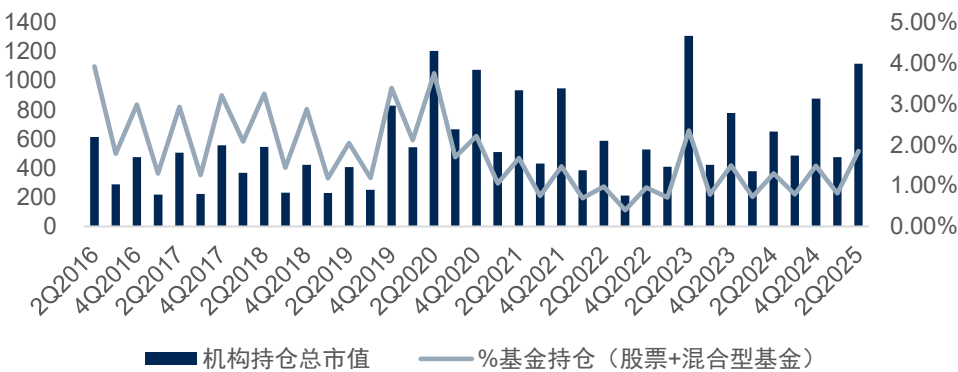
资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

**5. 投资建议：看好强新品周期的游戏板块与政策拐点已现的
影视内容行业，关注AI应用底部机会**

5.1 Q2公募机构配置明显回升

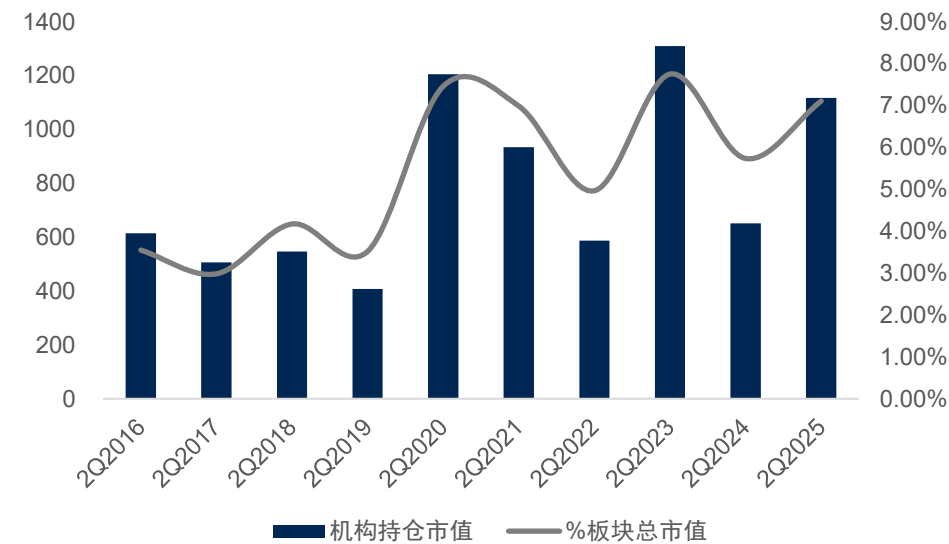
➤ 截至Q2（0630），公募机构在传媒板块持仓总市值1118亿元，占传媒板块总市值7.11%，占公募机构A股持仓比例为1.85%，同比/环比均有明显回升。

图：公募基金持仓占板块总市值（Q2）



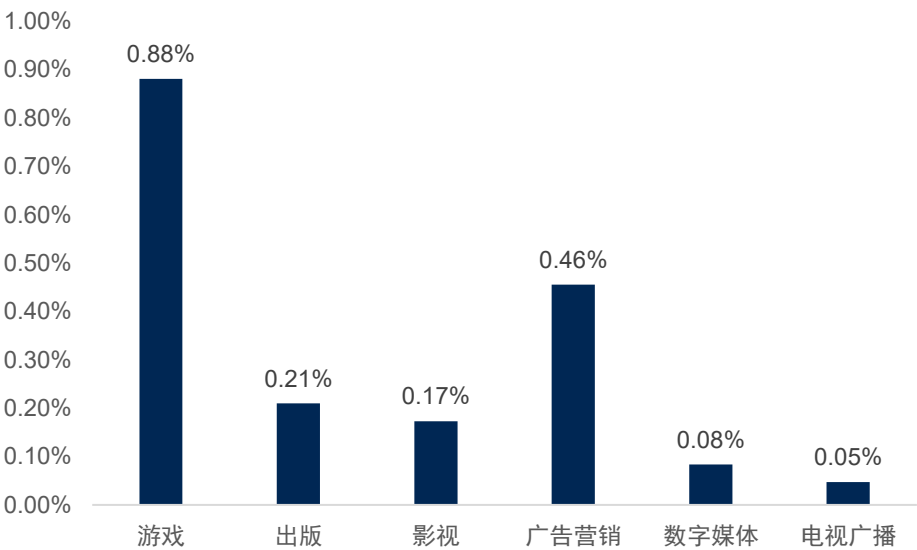
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募机构配置（亿元）占比（Q2）



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）

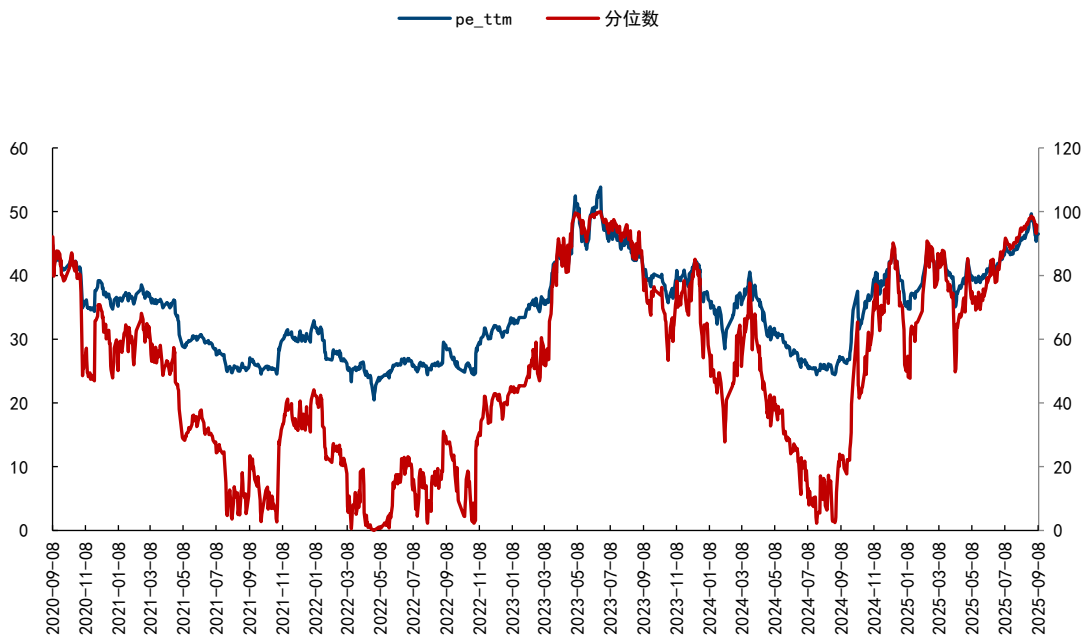


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.1 估值修复明显

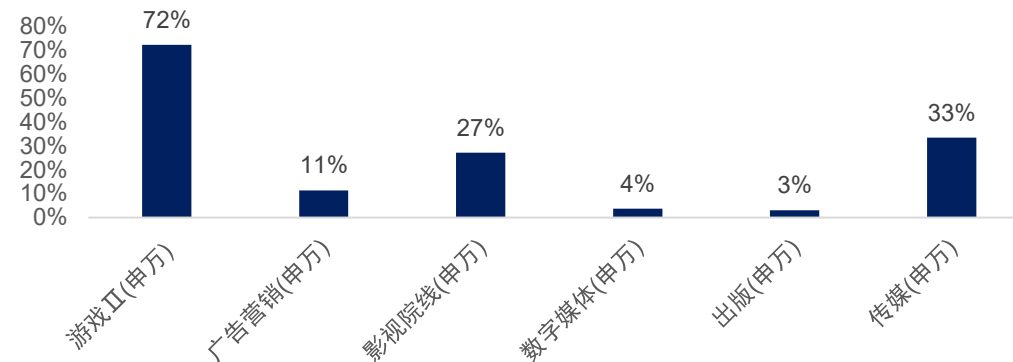
- 年初至今传媒板块在申万一级31个行业中排名第5位；内部分化显著，游戏涨幅显著领先，出版及广告营销表现相对较弱；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 46.5x，处于过去5年96%分位数；

图：传媒板块TTM-PE 分位数



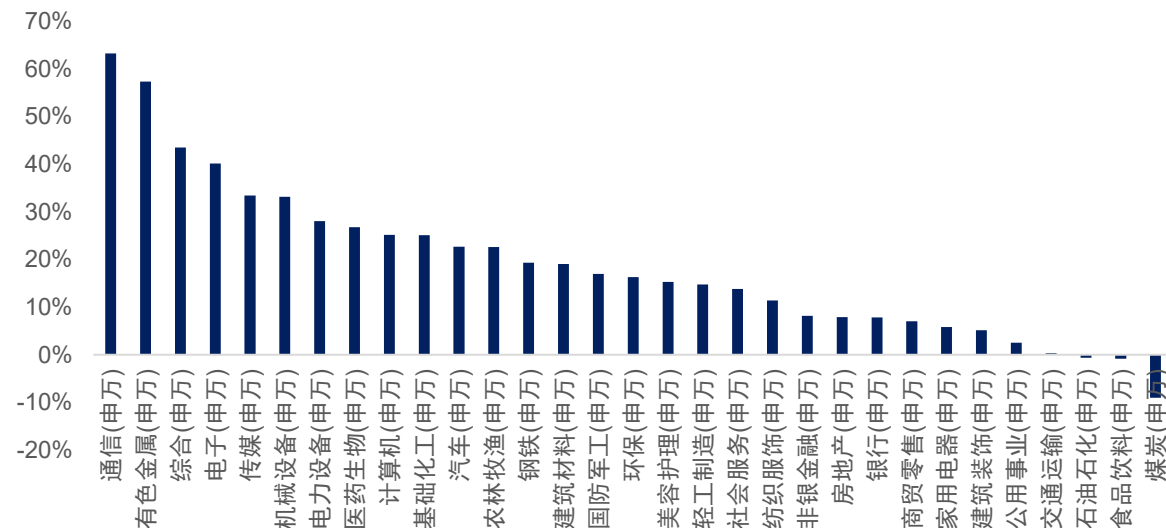
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：板块内部分化显著



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：年初至今传媒行业涨幅(%)排名第5位

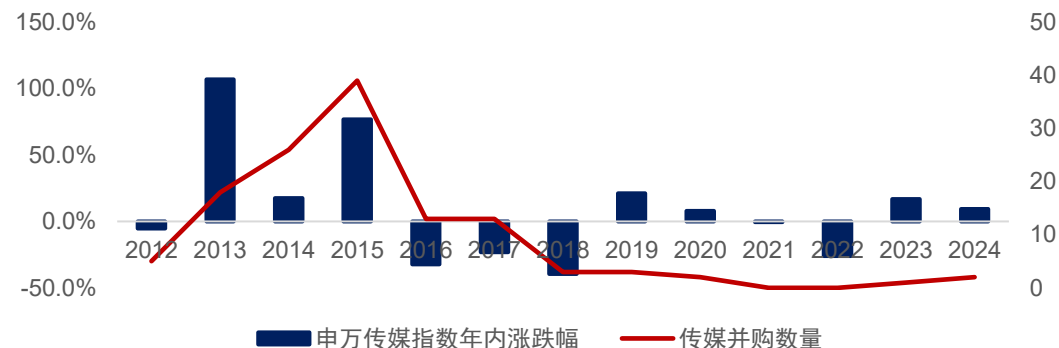


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.2 短期业绩周期之外，中长期空间持续打开

- +AI，营销/教育/社交/电商/游戏……，形态升级&估值重构
- IP+，从手办盲盒到卡牌、IP谷子，景气与估值的共振向上
- AR/VR/MR
- 文化出海，星辰大海
- 并购重组，政策转向下的底层资产质量改善

图：A股传媒板块年度涨幅表现及当年上市公司并购重组数量



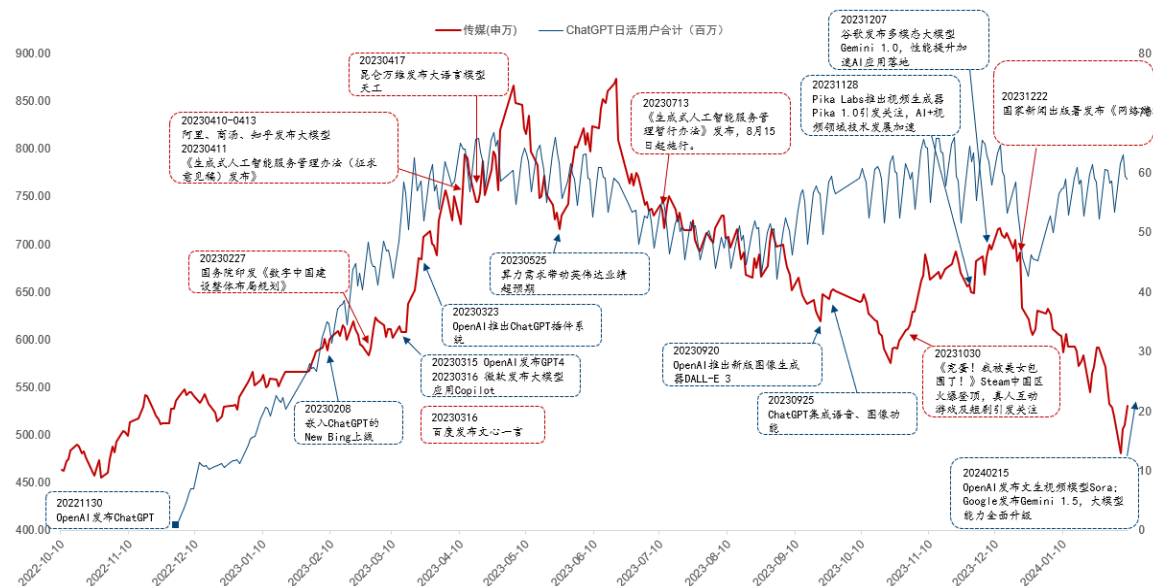
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：Sora&Kimi概念催化年初市场表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：AIGC带动2023年板块表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.3 投资建议

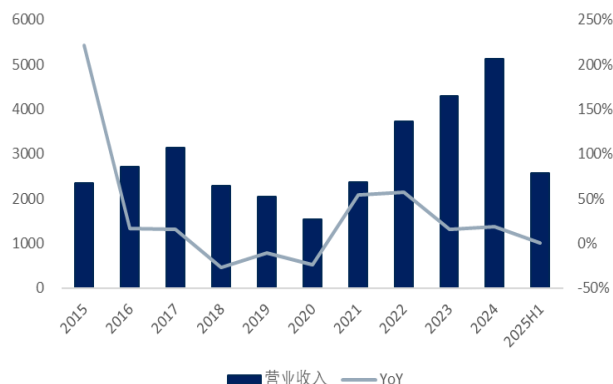
- **持续看好游戏板块新品周期与高景气的IP潮玩，关注影视板块底部反转可能，寻找个股α。** 1) 强新品周期有望推动游戏板块业绩与估值持续上修，自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐巨人网络、吉比特、恺英网络、心动公司等标的； IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩等）； 2) “广电21条”有望显著改善内容供给、提升行业景气度，影视内容行业有望底部反转，推荐平台渠道（芒果超媒、万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）； 3) 同时从高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；
- **AIGC打开中长期成长新空间，关注AI应用底部布局机会。** 中长期AIGC应用及VR/AR等为代表的新科技有望逐步落地，重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向； 1) **IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化**，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等； 2) AI应用处于加速落地的阶段，重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向； 2B/2G关注营销（浙文互联、蓝色光标、引力传媒等）、教育（皖新传媒）、数据要素（浙数文化）等领域落地可能； 2C关注AI游戏（恺英网络、巨人网络、姚记科技、掌趣科技等）、AI短剧（中文在线、掌阅科技、华策影视等）、AI玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）；

重点公司：恺英网络（002517.SZ）：关注新品及AI应用表现



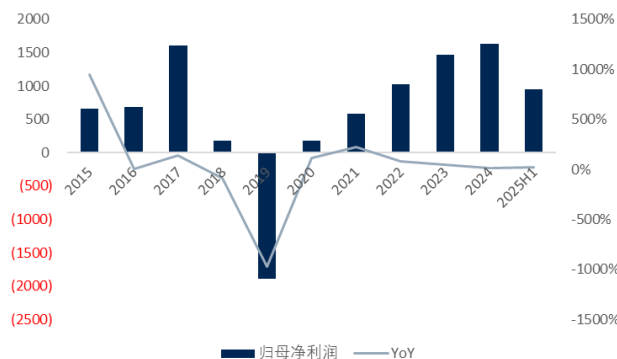
- **业绩增长稳健。**1) 公司25年上半年实现营业收入25.78亿元，同比增长0.89%；实现归母净利润9.50亿元，同比增长17.41%，对应全面摊薄EPS 0.44元；实现扣非归母净利润9.39亿元，同比增长17.18%；2) 25年Q2单季度营业收入12.25亿元，同比下降1.8%；归母净利润4.32亿元，同比增长12.8%，对应摊薄EPS 0.20元；
- **产品矩阵持续丰富，出海增速显著。**1) 公司产品现主要由复古情怀品类和创新精品构成。复古情怀品类包括《原始传奇》《天使之战》《龙之谷世界》等产品；创新品类包括新国战SLG游戏《三国：天下归心》、《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》等产品；从复古情怀到创新精品，公司产品矩阵日趋丰富。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传：新的开始》成功登上澳门iOS免费榜第一，还斩获了台湾Google Play免费榜第一、香港Google Play免费榜第二以及香港iOS免费榜第七的佳绩，荣获独立出海联合体发起的“2024中国游戏出海；优质产品带动之下，上半年公司海外营业收入2.02亿元，同比增长59.6%、显著高于整体收入增速。
- **AI应用持续推进，传奇盒子等新业务布局新增长曲线。**1) AI方面，公司自研“织梦”大模型，发布专为游戏行业打造的AI全流程开发平台“AI 工业化管线”《SOON》，实现从美术资产生成到代码部署全流程的自动化操作；2) 打造基于传奇游戏及游戏要素独家开发、运营、推广游戏社区的“传奇盒子”，以汇聚各类游戏为特色的，集游戏、直播、电竞、小说、短剧等为一体的游戏社区平台，丰富内容生态并有望构筑新增长点。此外旗下数字资产平台拾元立方以“拾遗、元宇、立异、方等”为理念，整合区块链、Web3.0与AI技术，构建数字艺术品营销生态，并通过“数字资产+实体经济”模式激活文旅消费；
- **看好IP扩展及AI应用前景，维持“优于大市”评级。**维持2025/26/27年盈利预测为22.68/24.32/26.61亿元，对应摊薄EPS=1.05/1.13/1.24元。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及AIGC、VR等领域前瞻布局，继续维持“优于大市”评级

图：恺英网络营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：恺英网络归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：SOON游戏创作平台



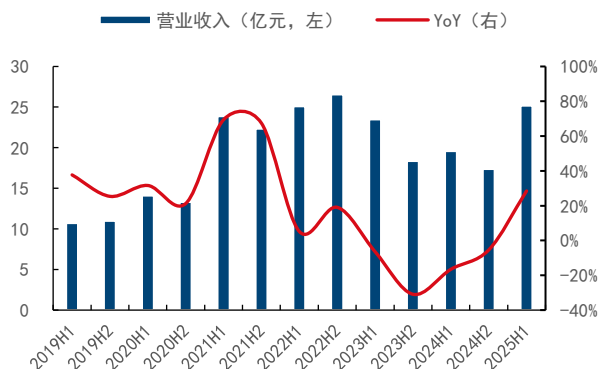
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：吉比特（603444.SH）：《杖剑传说》表现亮眼，2025H1收入增长29%



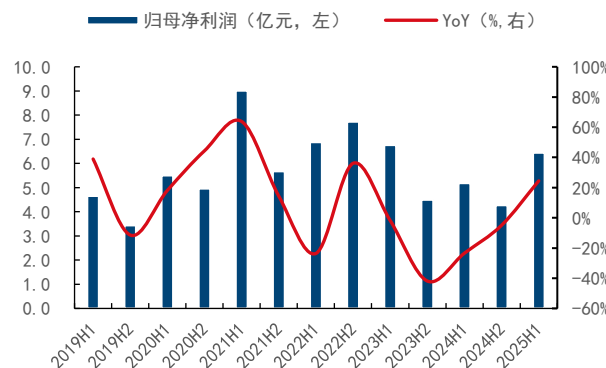
- 2025上半年公司收入增长29%，第二季度新游戏上线收入增长加速。1）2025上半年，公司收入25.2亿，同比增长28.5%，其中《问道手游》流水同比下滑7.3%至10.7亿、新游戏《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》流水分别为5.7亿和4.2亿；归母净利润6.5亿，同比提升24.5%，主要由于《一念逍遥（大陆版）》。
- 毛利率同比增长4.1个百分点，费用率整体略增1.3个百分点。2025上半年，公司的毛利率92.3%，同比增长4.1个百分点；费用率整体上升1.3个百分点至54.4%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为33.2%/8.2%/-1.2%/14.2%，分别同比+5.8%/-1.0%/+2.3%/-5.8个百分点，主要由于新品上线买量费用上升。
- 《杖剑传说》表现优异。1）境内游戏：《问道手游》流水同比下滑7.3%至10.7亿，其中第二季度流水同比基本持平；2024年10月上线的《封神幻想世界》和2025上半年上线的《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》贡献增量收入和利润。2）境外：公司的境外游戏收入下滑21.0%至2.0亿元，主要由于《飞吧龙骑士（港澳台韩版）》《一念逍遥（欧美版）》本期流水有所减少。3）储备产品方面，公司将持续推进自研产品《杖剑传说》《问剑长生》的全球化发行，此外公司将代理运营三国题材SLG游戏《九牧之野》。4）IP孵化业务方面，公司取得《明克街13号》《术师手册》等多部网文IP的游戏改编权，积极探索IP运营以拓宽用户基础；
- 公司新产品表现亮眼、自研产品海外发行及代理产品有望贡献增量，维持“优于大市”评级。维持盈利预测，预计2025-2027年净利润分别为14.5/15.4/16.3亿，EPS分别为20.15/21.33/22.64元，对应PE为22x/21x/19x；公司产品研发实力较强、长线运营能力优秀，下半年自研产品海外发行、代理产品都将贡献增量，维持“优于大市”评级。

图：吉比特营业收入及增速（单位：亿元、%）



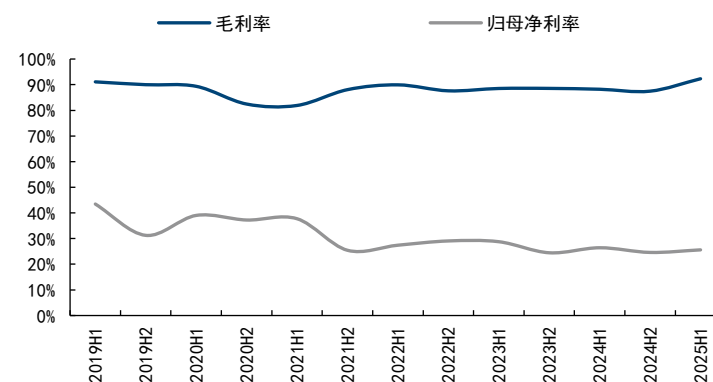
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：吉比特归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率和费用率



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

重点公司：芒果超媒（300413.SZ）：核心业务稳健，新周期有望来临



- **2025上半年营收及利润下滑。**1) 上半年公司实现营业收入59.64亿元、归母净利润7.63亿元，同比分别下滑14.31%、28.31%，对应全面摊薄EPS 0.41元；实现扣非归母净利润6.10亿元，同比下滑33.15%；2) 25年Q2公司实现营收30.63亿元、归母净利润3.85亿元，同比分别下滑15.74%、35.09%；3) 营业同比下降主要是传统电视购物业务板块收缩；归母净利润同比下降主要是由于公司加大头部影视剧内容、生态布局及技术应用等方面的投入。
- **核心平台业务表现稳健、运营业务恢复增长，内容生态强劲。**1) 上半年芒果TV互联网视频业务实现营收48.82亿元、同比下滑1.5%，整体保持稳健；芒果TV用户月活均值同比增长14.24%、人均单日使用时长稳居行业前列；会员业务收入达到 24.96 亿元，继续保持增长；广告业务实现营业收入15.87亿元环比一季度明显回暖但仍面临较大压力；2) 运营业务收入为8 亿元，同比增长7%，在24年受行业治理等因素影响大幅下滑后重新恢复增长；3) 上半年芒果TV综艺有效播放量稳居行业第一。《歌手2025》直播互动总次数累计破9000万次；《乘风2025》QM月播放量峰值较上一季提升超30%；影视剧有效播放量同比增长69%，保持快速上升势头；上半年芒果TV大芒计划上线微短剧1179部，较去年同期增长近7倍。自制横屏精品短剧《姜颂》登顶猫眼5月短剧有效播放排行榜
- **维持盈利预测，**预计25/26/27年归母净利润为18.62/23.53亿元/28.39亿元，对应EPS为1.00/1.26/1.52元，同期PE =26/21/17x，持续看好公司内容与平台运营优势，下半年开始新内容有望贡献向上增量，维持“优于大市”评级。

图：营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：芒果生态



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

重点公司：分众传媒（002027.SZ）：增长稳健，竞争格局改善与科技赋能助力经营向上



- **营收及利润增长稳健。**1) 上半年公司实现营业收入61.12亿元、归母净利润26.65亿元，同比分别增长2.43%、6.87%；对应摊薄EPS 0.18元；实现扣非归母净利润24.64亿元、同比增长12.17%；2) 25年Q2单季度公司实现营收32.55亿元、归母净利润15.3亿元，同比分别增长0.52%、5.25%，对应摊薄EPS 0.11元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健；
- **毛利率及净利率稳定向上、表现亮眼。**上半年公司毛利率达到68.3%、同比提升3.15个百分点；净利率则达到43.4%，提升2.3个百分点，处于近年来的较高水平；25Q2毛利率和净利率分别达到71.4%、46.7%，同比分别提升3.4/2.2个pct；毛利率及净利率持续改善充分展现展现出公司良好的产业链议价能力。
- **资源点位优势稳固、收购新潮优化竞争格局，与支付宝合作电梯场景全新生态。**1) 截至7月31日公司的生活圈媒体网络覆盖国内339个城市以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度和日本等国，媒体资源点位领先优势显著；2) 公司公告计划收购新潮传媒，若能顺利落地，有望进一步优化行业竞争格局，扩展媒体及客户资源，充分发挥规模优势；3) 公司联合支付宝打依托支付宝“碰一下”的创新交互方式，打造“技术创新+场景渗透”的全新生态，充分提升企业“线上线下品效协同”经营能力，重塑了线下场景的商业价值。AI应用方面，公司营销垂类大模型已进入测试阶段，未来通过基于AI驱动的全新行业解决方案，公司有望重塑广告创意生成、广告策略制定、广告投放优化和广告数据分析的全产业链上下游价值模型。
- **看好公司竞争格局改善及内需市场受益可能，维持“优于大市”评级。**维持盈利预测，我们预计25/26/27年归母净利润分别为59.69/65.66/68.10亿元，对应摊薄EPS=0.41/0.45/0.47元。公司为国内最大的生活圈媒体平台，点位优势显著，宏观预期改善有望带动增速向上、AI技术有望推动公司运营效率提升、“碰一碰”有望打开成长新空间，维持“优于大市”评级

图：分众传媒营业收入及增速（单位：亿元、%）



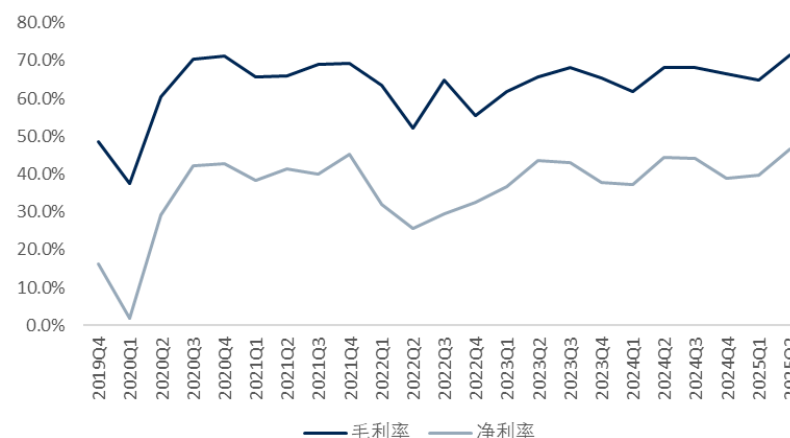
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分众传媒归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率及净利率



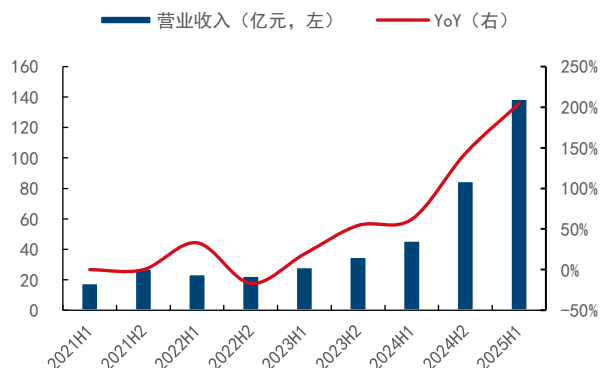
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：泡泡玛特（09992.HK）：IP与全球化势能强劲，上半年利润+397%



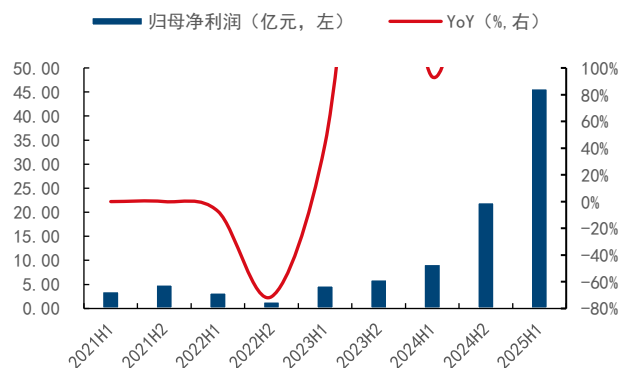
- THE MONSTERS引领成长，公司25H1收入增长204%、利润增长397%。2025年上半年，公司收入138.8亿，同增204.4%，分地区看中国/海外收入分别为82.8/55.9亿，分别同增135.2%/439.6%；归母净利润45.7亿，同增396.5%。利润率维持高水平，公司2025上半年毛利率70.3%，同比增长6.3个百分点，主要由于高毛利的美洲地区收入占比上升；费用端，公司销售/管理/财务费用率分别为23.0%/5.6%/0.2%，分别同比下滑6.5/4.0/0.2个百分点，主要由于规模效应提升；
- P热度持续提升，2025上半年有13个IP收入过亿。分IP看：1）成熟IP方面，THE MONSTERS跻身世界级IP、MOLLY等成熟IP保持旺盛的生命力。THE MONSTERS/MOLLY/SKULLPANDA/DIMOO的收入分别为48.1/13.6/12.2/11.1亿，分别同增668.0%/73.5%/112.4%/192.5%。CRYBABY跻身前五大IP，收入增长248.7%至12.2亿。2）新IP方面，星星人为成长最快的新兴IP，2025上半年收入3.3亿元。
- 海外收入增长迅猛，2025下半年计划新增60家以上门店。公司海外门店已有140家，中国/亚太/美洲/欧洲地区的收入分别为82.8/28.5/22.6/4.8亿，同比提升135.2%/257.8%/1142.3%/729.2%，年内将新增60家以上门店；
- 看好潮玩龙头的IP运营能力和出海空间，维持“优于大市”评级。维持盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为98.7/128.6/154.0亿，同比增长215.7%/30.3%/19.8%，当前股价对应PE=40/31/26x。公司的IP打造与运营能力得到持续验证、海外渠道维持迅猛成长；同时IP乐园、联名活动等有望提升IP运营深度，长线IP打造与运营、商业化变现能力有望持续增强，维持“优于大市”评级。

图：泡泡玛特营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：核心IP矩阵



资料来源：公司官网，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。

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