



“AI、出海、IP”为舵，乘风破浪

传媒行业2025年度投资策略

姓名 方光照（分析师）

证书编号：S0790520030004

邮箱：fangguangzhao@kysec.cn

姓名 田鹏（分析师）

证书编号：S0790523090001

邮箱：tianpeng@kysec.cn

姓名 肖江洁（联系人）

证书编号：S0790124070035

邮箱：xiaojiangjie@kysec.cn

核心观点

1、复盘及展望：AI进展为行情主要催化剂，内容（影视、游戏）板块业绩受供给端影响明显，后续或迎业绩+估值双重修复

传媒板块在2024年2-3月与2024年10月迎来两轮上涨，2-3月上涨或主要由OpenAI推出视频生成模型Sora、Kimi访问量创新高等AI产业进展驱动，10月以来或主要源于政策推动下市场普涨，细分板块中，广告、出版板块收益率跑赢行业整体，游戏、影视板块跑输。估值方面，板块PE（TTM）5月以来有所回落。业绩方面，2024年前三季度广告、出版板块业绩相对稳健，出版高股息特征突出，游戏板块受新游供给较弱影响，影视板块受头部影片供给不足影响，业绩下滑。展望后市，游戏新品稳步推出，多部头部影片有望陆续定档2025年春节档及其他重要档期，内容供给释放或助力游戏、影视板块业绩修复，广告板块业绩或随消费复苏继续修复，出版板块有望延续业绩稳健及高股息特征，AI或继续全面赋能传媒各子行业降本提效、拓展全新变现模式，传媒板块行情或迎来估值、业绩共振。

2、2025年核心主线之一：AI应用

AI应用持续推新，商业化空间或逐步打开。“AI+影视”新品不断涌现，AI陪伴用户开始放量，AI Agent助力电商行业降本增效，AI赋能营销生产力大幅提升，“AI+教育”不断迭代，B、C端商业化开始落地。重点推荐芒果超媒、快手-W、顺网科技、值得买，受益标的包括华策影视、汤姆猫、返利科技、引力传媒、因赛集团、世纪天鸿、豆神教育、盛通股份、南方传媒等。

3、2025年核心主线之二：文化出海

国内公司手游出海竞争力依然突出，《黑神话：悟空》带动PC及主机游戏出海或成为后续重要驱动力；供需共振下，短剧出海有望延续高增长，市场规模或达百亿美元级；Tiktok用户延续快速增长，商业化或加快，为出海营销公司拓展成长空间。重点推荐腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特，受益标的包括宝通科技、中文在线、蓝色光标、易点天下等。

4、2025年核心主线之三：IP衍生

- (1) 动漫游戏周边：Z世代用户基数大，能提供情绪价值、满足精神刚需的“谷子”经济兴起，供给端释放驱动行业规模或不断扩容。
- (2) 集换式卡牌：用户收藏、社交等多元需求驱动下，量价或齐升，推动市场规模延续高增长。重点推荐上海电影、姚记科技、奥飞娱乐、阅文集团，受益标的包括华立科技等。

5、风险提示：AI大模型研发进展不及预期、新游戏上线推迟或流水不及预期、IP衍生产业规模增长不及预期等。

目录

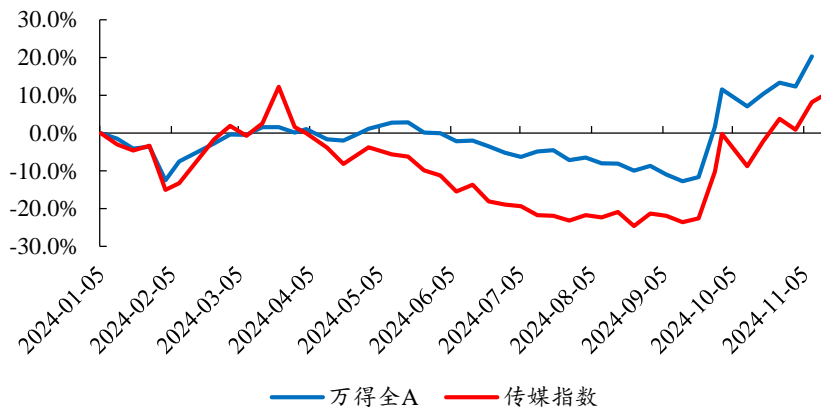
CONTENTS

- 1 传媒板块复盘与展望
- 2 2025年核心主线之一：AI应用
- 3 2025年核心主线之二：出海
- 4 2025年核心主线之三：IP衍生
- 5 风险提示

1.1 复盘与估值：板块行情受AI事件催化及大盘影响，整体估值有所提升

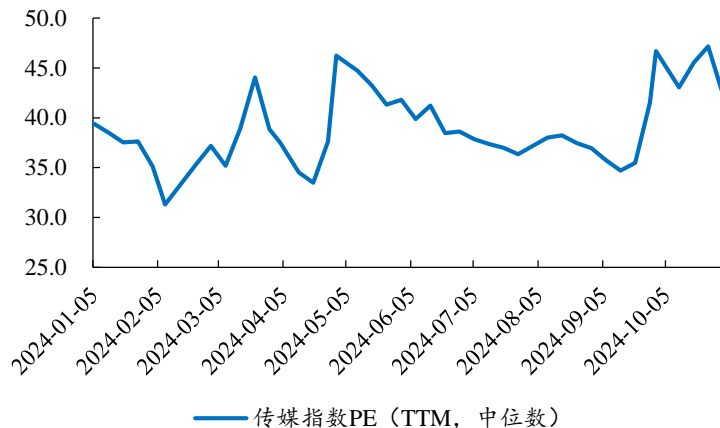
A股传媒板块在2024年2-3月与2024年9-10月迎来两波上涨，2-3月或主要受OpenAI推出Sora、Kimi访问量创新高、阶跃星辰大模型发布等AI大模型、应用端突破影响，9月底以来或主要源自市场普涨，截至2024年11月13日，传媒指数相比年初上涨9.6%，跑输Wind全A指数-11.1%。估值来看，截至2024年11月，传媒板块整体PE（TTM）有所提升，从1月初至11月初，PE（TTM）从39.4倍提升至42.4倍。

图1：2024年10月以来，传媒指数有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：传媒板块的PE（TTM）在2024年5月后有所回落



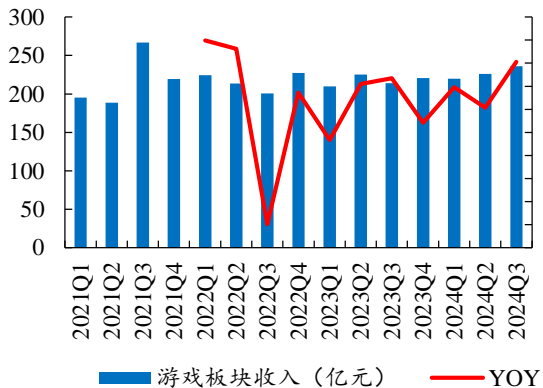
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩复盘与展望：内容板块业绩或主要受供给端影响，营销、出版相对稳健

1.2.1 游戏：新品供给影响业绩释放节奏，后续游戏新品逐步上线，或驱动板块业绩修复

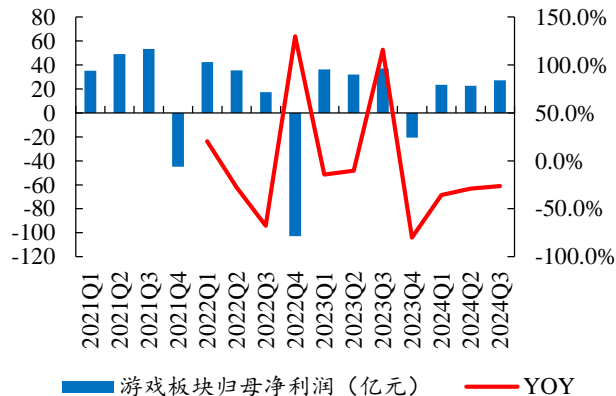
2024年前三季度A股游戏板块实现营业收入681.8亿元，同比增长5.1%，实现归母净利润73.3亿元，同比下滑30.4%，或主要受2024年游戏上市公司头部新品供给较少影响。或受2024Q1、Q2及Q3业绩影响，2024年4月以来游戏板块涨幅弱于大盘整体。2024年前10个月已发放1072款版号（2023年全年共发放1075款），展望后市，丰富的版号储备或推动游戏新品陆续上线，供给释放或推动游戏板块业绩修复，另外，中国首款3A游戏《黑神话：悟空》火热出圈，或提振端游/主机游戏景气度，给游戏板块贡献业绩增量。

图3：2024Q3游戏板块营业收入同比增长



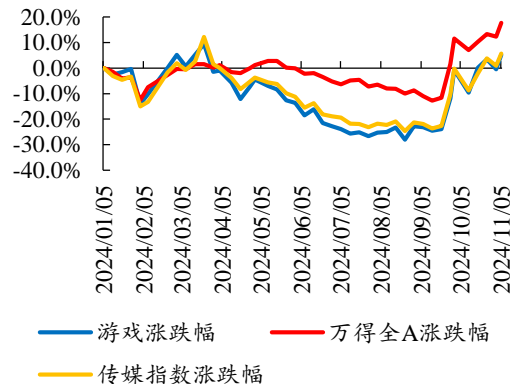
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q3游戏板块归母净利润下滑幅度收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年4月以来游戏板块涨幅弱于大盘整体



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩复盘与展望：内容板块业绩或主要受供给端影响，营销、出版相对稳健

1.2.2 影视：优质影片供给不足影响重要档期，随头部影片陆续定档，板块业绩有望改善

2024年前三季度A股影视板块实现营业收入258.9亿元（同比-16.3%），实现归母净利润8.9亿元（同比-69.5%），影院经营成本刚性或致利润增速低于收入增速。截至2024年11月12日的国内全年电影票房为392亿元（2023全年为549亿元），观影总人次为9.26亿人（2023全年为12.99亿人），或由于2023年优质影片集中上映，2024年头部影片供给不足，致暑期档、国庆档等重要档期票房明显下滑。或由于季度业绩因素影响，4月以来影视板块涨幅弱于大盘整体。展望后市，《封神第二部：战火西岐》（前作票房26.34亿元）、IP系列电影《熊出没·重启未来》已定档2025年春节档，《唐探1900》、《哪吒之魔童闹海》（《哪吒1》票房超50亿）、《蛟龙行动》（前作《红海行动》票房超36亿）、《无名之辈2》（《无名之辈》1票房8亿）、《射雕英雄传之侠之大者》等值得期待的头部电影有望陆续定档重要档期，或驱动电影票房及影视板块业绩改善。

图6：受重点档期票房下滑影响，影视板块营收下滑

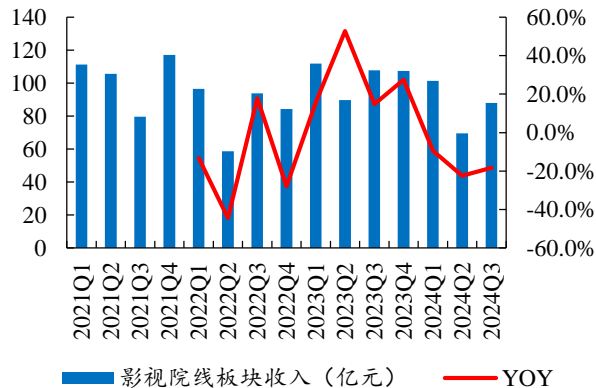


图7：受重点档期票房下滑影响，影视板块利润下滑

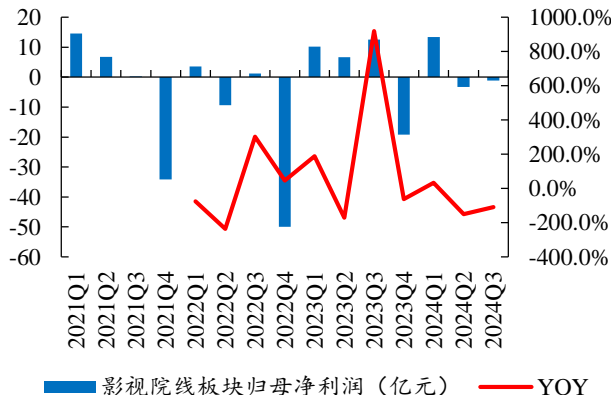
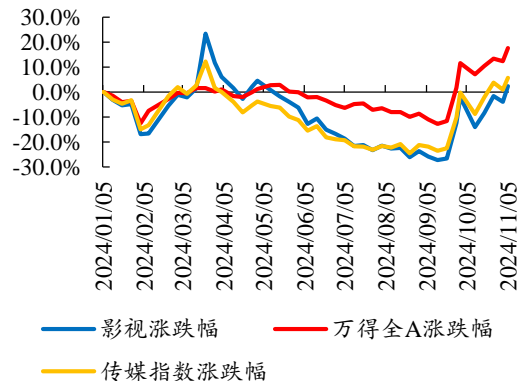


图8：2024年5月以来影视板块跑输大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

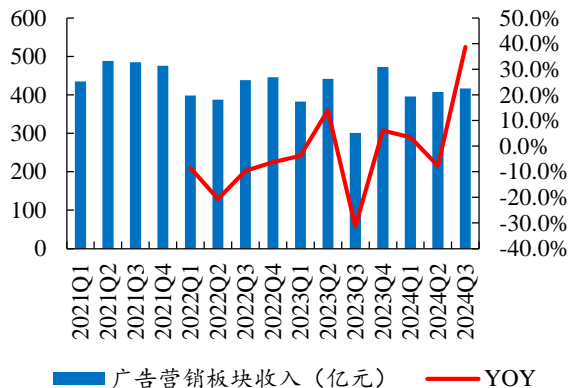
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩复盘与展望：内容板块业绩或主要受供给端影响，营销、出版相对稳健

1.2.3 广告营销：广告刊例花费持续上涨，板块业绩已开启修复

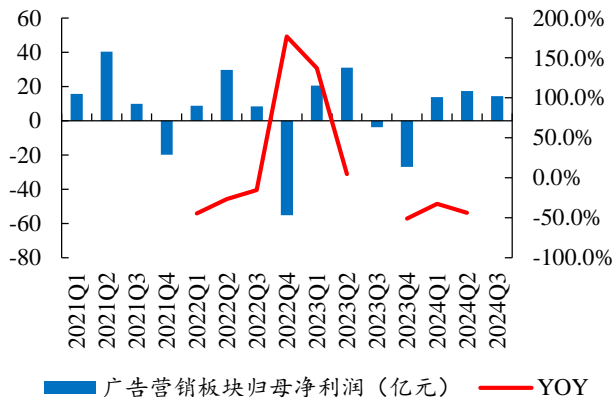
2024年前三季度A股广告营销板块营业收入为1,220.2亿元（同比+8.5%），归母净利润为45.4亿元（同比-4.8%），其中2024Q3营业收入为416.8亿元（同比+38.6%），增长较快或主要系2023Q3基数较低及2024年来广告商投放预算逐步恢复。或由于业绩修复相对较快，2024年以来广告营销板块与传媒大盘涨幅相近。根据CTR媒介智讯，2024年1-8月整体广告花费同比上涨3.1%，8月份广告市场刊例花费同比上涨5.2%，连续三个月实现增长，月度花费环比上涨3.1%，涨幅较上月略有扩大；展望后市，广告市场景气度或随经济企稳、消费复苏继续回升，推动广告营销板块业绩进一步增长。

图9：2024Q3广告板块营业收入同比增速提升



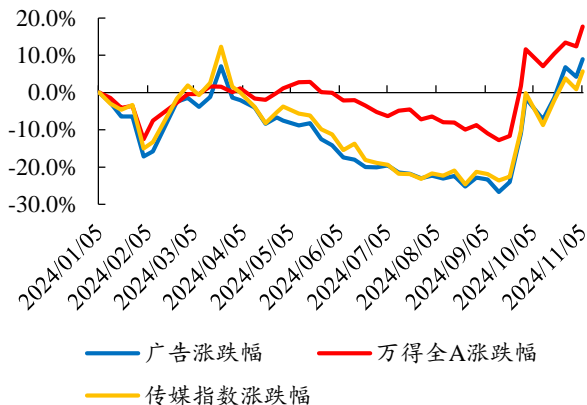
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024年来广告营销板块连续三个季度盈利



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024年以来广告营销板块与传媒整体涨幅相近



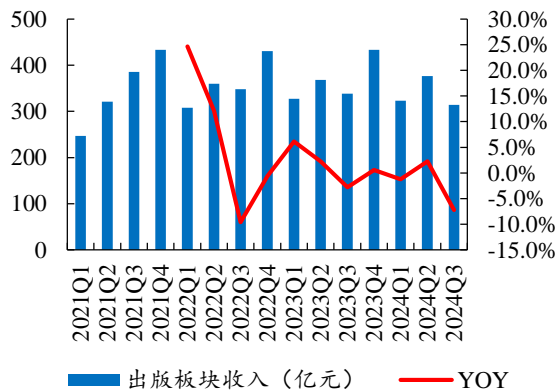
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩复盘与展望：内容板块业绩或主要受供给端影响，营销、出版相对稳健

1.2.4 出版：整体业绩趋稳，高股息特征凸显

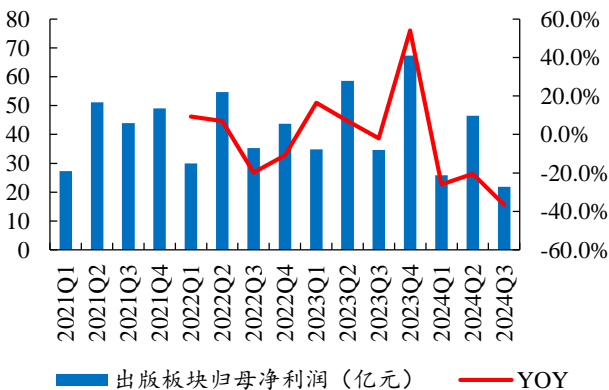
2024年前三季度A股出版板块实现营业收入1013.8亿元（同比-2.0%），实现归母净利润94.2亿元（同比-26.4%），收入端总体保持稳定，利润端下滑或主要系所得税政策调整影响；地方国有出版公司现金储备丰富，截至2024年11月5日，25家重点出版公司平均股息率为3.03%，部分公司股息率在5%以上，高于沪深300平均股息率（2.6%），高股息特征凸现。或由于高股息属性，2024年以来出版板块涨幅明显优于传媒行业整体。展望后市，基于地方国有出版公司教材教辅主业竞争格局相对稳定，所得税影响的基数效应将消除，出版板块整体业绩或延续稳定，基于高现金储备和政策鼓励积极分红，或延续高股息特征。

图12：2024Q3出版板块营业总收入同比略有下滑



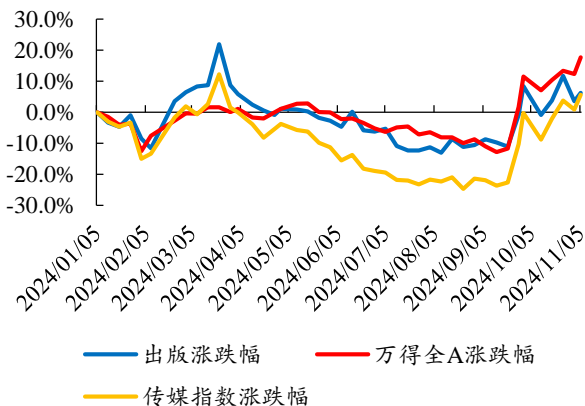
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024年出版板块利润端受所得税政策影响明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年以来出版板块涨幅明显跑赢传媒整体



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 传媒板块复盘与展望
- 2 2025年核心主线之一：AI应用
- 3 2025年核心主线之二：出海
- 4 2025年核心主线之三：IP衍生
- 5 风险提示

2.1 AI+影视：边界不断拓展，AI影视内容有望迎来快速增长期

AI+影视作品不断涌现，2024年中国AI影视市场规模或达216亿元，视频生成等多模态大模型或继续助力市场规模扩容

2024年来，国内快手可灵、字节豆包、美图MOKI、Minimax等视频大模型频频推出，海外方面Sora、Meta、Adobe也推出自研大模型，从前期筹备，到虚拟拍摄、后期配音，在影视制作的各个环节，AI技术的参与程度都日渐加深。芒果TV旅行真人秀节目《我们仨》中，首次出现AI助理导演“爱芒”；央视频AI频道上线的微短剧《中国神话》，AI编剧占比达80%，充分展现AI技术在影视产品创意研发中的巨大潜力。根据百通数据，预计2024年中国AI影视市场规模达216亿元。我们认为，AI正在重塑影视工业制作的全流程，不仅可以带来影视内容生产的降本增效，还可赋能剧本内容创作，使内容更贴近甚至创造用户需求，文生视频、图生视频等多模态大模型不断更新迭代的推动下，AI生成的影视内容市场空间或进一步打开。

图15：2024年来国内外AI视频生成模型不断涌现

	发布时间	视频AI模型	可生成视频时长	特点	优势
国内	2024年6月6日	快手可灵	2分钟	文生、图生	模拟物理世界、电影级图像
	2024年9月24日	字节豆包	3-10秒	文生、图生	复杂动作、多镜头组合、运镜控制
	2024年8月6日	字节即梦	3-12秒	文生、图生	控制视频走向、运镜和速度控制
	2024年7月26日	智谱清影	6秒	文生、图生	快速推理、网页端和APP端兼容
	2024年9月26日	美图MOKI	2分钟	文生	AI脚本、AI分镜、AI视频
	2024年5月15日	Minimax海螺	6秒	文生	分屏、操作简单、风格多元
	2024年4月27日	Vidu	4-6秒	文生、图生	快速推理、精确理解、高动态性
国外	2024年1月	PixVerse	5-10秒	文生、图生	风格化功能、多种视频比例
	2024年2月16日	Sora	1分钟	文生	视频时长突破1分钟、模拟物理世界
	2024年9月29日	Meta Make-A-Video	几秒	文生、图生	伪3D卷积、时间维度的可控性
	2024年10月15日	Adobe Firefly	5秒	文生、图生	多语言支持、与Adobe生态系统集成

资料来源：可灵官网、美图官网、Sora官网、Meta官网等、开源证券研究所

图16：AI妆造大模型“神力霓裳”生成的古代仕女妆造图



资料来源：slec公众号

2.1 AI+影视：重点推荐及受益标的

2.1 重点推荐：芒果超媒、快手-W

1、芒果超媒（300413.SZ）：会员数再创新高，优质内容释放或推动业绩修复

核心主业稳健发展，看好后续优质内容释放

2024年前三季度公司营业收入为102.78亿元（同比-0.85%），归母净利润为14.44亿元（同比-18.96%）；2024Q3公司营业收入为33.18亿元（同比-7.14%），归母净利润为3.80亿元（同比-27.41%），主要系企业所得税政策调整影响。我们看好优质内容释放叠加消费预期改善驱动业绩增长，预测2024-2026年归母净利润分别为19.18/21.80/23.81亿元，对应EPS分别为1.03/1.17/1.27元。

头部内容拉新作用明显，会员数再创新高，出海业务亮眼

会员业务增长亮眼，《歌手2024》拉新效果显著，带动芒果TV国际APP新增1853万的用户，2024年国际APP有望实现2.6亿用户目标，国内APP平台有效会员超7000万（截至2024年10月），再创新高。费用方面，2024前三季度销售费用为12.2亿元，同比下降24.19%，管理费用为2.57亿元，同比下降36.32%，研发费用为1.28亿元，同比下降26.52%。2024年前三季度毛利率为29.15%，同比下降6.66 pct，净利率为13.87%，同比下降2.92 pct，主要受到企业所得税政策调整影响，公司所得税费用较去年同期增加2.8亿。

优质剧综逐步释放，AIGC全面参与内容生产，后续业绩修复空间大

内容来看，2024Q4上线《再见爱人4》（10月17日）；《小巷人家》（10月28日）；微短剧《赎爱》（10月19日）；《日光之城》（10月17日）；《森林进化论2》（10月15日）；《国医少年志》（10月18日），双平台共8个节目内容主理人赛道，49个节目自制团队。《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》等重点节目或继续驱动会员及广告收入增长。AI方面，芒果大模型已运用于《爱的修学旅行》《我们仨》《中国官箴》等8档节目，近期将发布基于AIGC打造面向短剧的创新生产引擎——山海短剧智能制作平台，AIGC全面参与内容生产，或助力内容生产降本提效。

2.1 AI+影视：重点推荐及受益标的

2.1 重点推荐：芒果超媒、快手-W

2、快手-W (1024.HK)：线上营销服务收入强势增长，盈利能力持续提升

2024Q2营业收入稳健增长，经调整净利润再创新高

公司2024Q2实现营业收入309.75亿元（同比+11.6%，环比+5.3%），实现毛利率55.32%（同比+5.1pct，环比+0.5pct），经调整净利润为46.79亿元（同比+73.7%，环比+6.6%），经调整EBITDA为63.44亿元（同比+47.0%，环比+6.10%），业绩大幅增长主要系线上营销服务收入快速增长及商业化变现效率提升。我们看好公司盈利能力持续提升，预计公司2024/2025/2026年净利润为156.23/195.72/233.61亿元，对应EPS分别为3.6/4.5/5.4元。

线上营销服务收入为增长引擎，海外快速减亏，盈利能力持续提升

2024Q2线上营销服务收入为175亿元（同比+22.1%），收入占比56.5%（同比+4.8 pct），主要系智能营销解决方案及算法优化推动客户投放消耗增加。其他服务收入为41.58亿元（同比+21.26%），收入占比为13.5%（同比+1.1pct），电商GMV为3053亿元（同比+14.99%），主要系电商活跃付费用户及动销商家数提升，电商月活买家数同比增长14.1%至1.31亿，月活渗透率创新高至18.9%。直播收入为93亿元（同比-6.68%），收入占比30%（同比-5.9pct）。2024Q2海外实现收入11亿元（同比+141.4%），营业亏损同比减少64.5%至2.77亿元。销售费用率为32.4%（同比+1.29pct），研发费用率为9.1%（同比-2.32pct），毛利率提升叠加费用端优化，经调整净利润率同比提升5.40pct至15.1%。

流量端高质量增长，AI赋能内容创作质量及商业化效率提升，打开成长空间

2024Q2平台平均DAU为3.95亿（同比+5.13%，环比+0.38%），平均MAU为6.92亿（同比+2.75%，环比-0.80%），单日活平均线上营销服务收入为44.3元（同比+15.97%，环比+4.73%），用户变现效率明显提升。公司AI投入逐步开花结果，2024Q2推出视频大模型可灵AI及文生图模型可图，有效提升商业化变现效率，2024Q2来自营销客户的AIGC营销素材日峰值达2000万元。平台商业生态持续繁荣叠加AI赋能带来商业化变现效率提升，助力成长空间打开。

2.1 AI+影视：重点推荐及受益标的

2.1 受益标的：华策影视

华策影视（300133.SZ）：AIGC深度融合全链条业务，深化“影视+文旅”新模式。

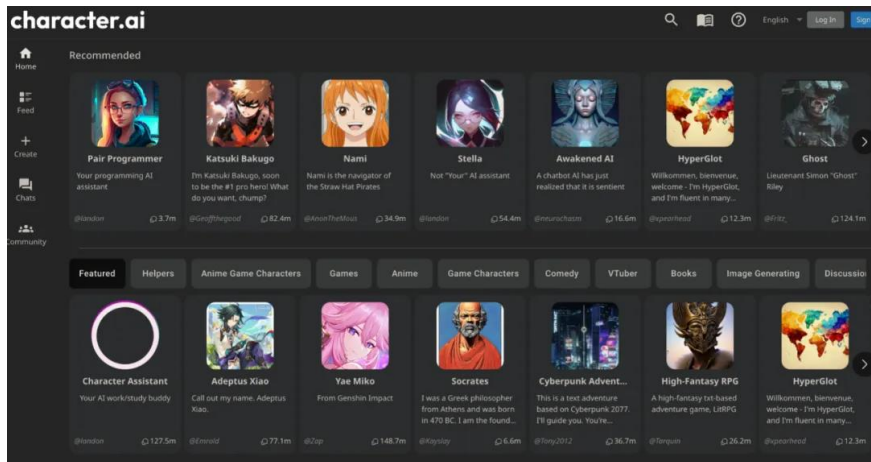
2024年第三季度，公司营业收入5.25亿元，同比增长60.16%，环比增长174.88%；归母净利润0.95亿元，同比增长9.46%，环比增长130.69%。公司自研“有风”大模型按通过国家生成式人工智能服务名单备案，实现3分钟完成一部IP作品的初筛评估，30分钟完成百万字作品内容精确评估，同时围绕“影视+AI”建立实用型AI工具，极大提升创作和评估效率。公司影视剧内容储备充足，主控主投电影《万里归途》累积票房15.93亿，荣获大众电影百花奖四项提名；《承欢记》跻身腾讯视频现代剧总榜前三，“承欢游”实现电视剧与城市文旅的双向引流；精品短剧聚焦IP联动、文旅融合、品牌合作，不断深化“影视+文旅”的合作模式，打造利润增长第二曲线。

2.2 AI+社交陪伴：空间广阔，商业化进程或加速

海外“AI+社交陪伴”领域已产生头部应用，国内AI陪伴应用迅速崛起，2027年国内AI陪伴市场或达千亿规模

多模态大模型助力下，AI聊天陪伴产品陆续推出，目前主要有两个主流产品路线：一是广义的AI伴侣，包括虚拟男友/女友、虚拟故事角色、AI虚拟偶像三个赛道；二是从已有的虚拟世界即游戏出发的“AI陪伴”。无论产品设计和玩法如何不同，其共性都是“以对话为主要形式，为用户提供情感体验”。海外头部产品Character.AI因提供丰富的AI智能体来满足不同功能取向的对话，受到大量用户欢迎，截至2024年6月Character.AI移动端累计下载量3432万。同时，国内AI陪伴产品也在快速发展，代表产品包括X Eva、Aiu、星野、Taklie等，上市公司顺网科技、盛天网络等亦积极布局，根据腾讯研究院数据，2027年国内AI陪伴市场或达千亿规模。

图17: character.ai提供多种AI陪伴角色



资料来源：Founder Park 公众号

图18: 预计2027年，AI陪伴市场将达到千亿规模

赛道	2027年AI 陪伴市场预估 (亿元)	陪伴市场AI渗透率
虚拟故事角色	~400	30%
虚拟男友/女友	~20	10%
AI心理顾问	150~200	5%
AI游戏陪玩	100~150	30%
AI虚拟偶像	100~150	5%
AI开放世界游戏	~30	20%
AI老年陪伴(下文展开)	~40	100%
AI儿童陪伴 (下文展开)	~100	10%
总计	~1000亿	~12%

资料来源：腾讯研究院、开源证券研究所

2.2 AI+社交陪伴：重点推荐及受益标的

2.2 重点推荐：顺网科技

(1)顺网科技(300113.SZ)：Q3延续高增长，关注电竞及AI算力云业务进展

展会业务或驱动Q3业绩增长亮眼，看好公司长期成长

公司2024前三季度实现营业收入13.96亿元(同比+25.96%)，归母净利润2.12亿元(同比+34.92%)，扣非归母净利润2.09亿元(同比+36.36%)。Q3实现营业收入5.89亿元(同比+37.80%，环比+48.8%)，归母净利润1.17亿元(同比+22.45%，环比+177.91%)，扣非归母净利润1.18亿元(同比+26.44%，环比+197.99%)。公司Q3业绩环比增长主要系ChinaJoy展会收入在Q3进行确认，Q3业绩同比增长或由于电竞服务需求复苏带动公司网络广告及增值业务收入增长所致。我们看好电竞、CJ、算力云、AI多元业务共同驱动成长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.26/3.00/3.71亿元，EPS分别为0.33/0.43/0.53元。

公司费用率控制良好，或持续驱动盈利能力提升

公司2024Q3毛利率为43.28%(同比-10.79pct，环比+3.59pct)，毛利率同比下滑或由于毛利率较低的网络广告及增值业务收入占比同比提升，同时毛利率较高的展会业务收入在Q3确认带动整体毛利率环比提升。公司2024Q3销售费用率为4.12%(同比-2.14pct，环比-2.23pct)，管理费用率为7.18%(同比-4.58pct，环比-2.19pct)，研发费用率为6.66%(同比-3.05pct，环比-5.79pct)，公司费用率控制良好，或持续驱动盈利能力提升。

自研“智能陪伴”AI应用灵悉引擎，赋能AI应用广阔市场

基于全场景娱乐布局与算力优势，公司率先提出“智能陪伴”概念，此后发布灵悉引擎，以灵悉引擎为基础，打造了首款智能应用“顺网唠唠”，面向个人用户提供“捏、修、聊、乐”智能陪伴服务。凭借引擎的强大能力，在唠唠上用户可通过自然语言构建个性化智能体，并进一步开启与AI陪伴智能体交互的全新方式。公司在应用层推出“顺网唠唠”，有望推动AI陪伴等C端AI应用落地及商业化，赋能AI应用广阔市场。

2.2 AI+社交陪伴：重点推荐及受益标的

2.2 受益标的：汤姆猫

汤姆猫（300459.SZ）：开发儿童情感陪伴AI模型，拓展三四线城市亲子乐园。

公司大力推进AI创新业务，与西湖心辰联合打造“汤姆猫情感陪伴垂直模型”，聚焦于儿童陪伴领域的语料及特有声音等，目前已具备鲜明的IP拟人化交互特征，待通过测试评估后，将上线量产。2024年Q3公司在海外上线了新一代虚拟宠物养成类游戏《我的汉克狗：海岛》，2024Q4《汤姆猫闯乐园》将登陆苹果 Apple Arcade 等渠道。此外，公司正开展AI机器人、AI讲故事等多款产品的研发工作，AI机器人、AI讲故事等产品的主体功能均已完成研发，推进测试与上线工作。同时，公司积极拓展三四城市的亲子主题乐园业态，打造主题乐园知名品牌。

2.3 AI+电商：Agent有望打开商业化空间

AI深入融合电商全流程降本提效，Agent拓展增量空间，2032年全球AI电商市场的规模或达457亿美元

从商品推荐、客户服务、供应链管理，到营销推广、物流配送等，AI可以低成本完成电商需要的各项日常工作。此外，AI助手及AI导购等Agent应用，如值得买推出AI购物助手“小值”，或可深度挖掘用户需求、提升用户购物体验，从而有望提升用户购买转化率，驱动整体电商市场规模提升。根据Bloomreach数据，当前将近九成（84%）的电商企业都将发展AI功能视为首要任务，AI电商可以使客户满意度、平台收入提高25%以上，Bloomreach预计2032年全球AI电商市场的规模将457.2亿美元。

图19：通过AI技术可以低成本生产商品图片



资料来源：亚马逊云科技

图20：电商平台值得买推出AI购物助手小值



资料来源：值得买科技

2.3 AI+电商：重点推荐及受益标的

重点推荐：值得买

值得买（300785.SZ）：“双11”或助力业绩修复，AI+出海驱动长期成长

2024Q3收入增长，亏损同比缩窄，看好业绩持续修复，维持“买入”评级

2024Q3公司营业收入为2.96亿元（同比+5.19%），归母净亏损为385.3万（同比缩窄72.68%），2024年Q1-Q3营业收入为10.12亿元（同比+5.54%），归母净利润为380.5万元（同比-72.94%）。2024Q3毛利率为44.21%（同比+1.4pct），销售费用为4775.2万元（同比-15%），管理费用为4475.5万元（同比+0.74%），研发费用为4042.2万元（同比+3.92%），净利率为-0.9%（同比+4.3pct）。基于AI、出海业务投入及“双11”或助力业绩修复，我们预测2024-2026年公司归母净利润分别为0.91/1.27/1.82亿元，对应EPS分别为0.46/0.64/0.92元。

“什么值得买”APP持续迭代，“双11”叠加“以旧换新”或驱动流量增长

产品侧，2024Q3“什么值得买GEN2”已进入内测阶段，并正在根据内测数据和用户反馈逐步放量，公司未来或与更多外部伙伴合作，共建“AI+兴趣”双轮驱动的消费生态。根据天猫，2024年“双11”预售首日天猫大家电成交同比增长765%，2024Q4迎来时间最早、周期最长、最开放的“双11”，叠加以旧换新补贴，或持续拉动家电家居、数码3C等品类销售额增长，3C、家电为“什么值得买”平台重点品类，“双11”或助力平台流量生态繁荣，驱动广告收入增长。

持续推进AI生态共建，丰富自身产品矩阵，出海业务稳步推进

AI方面，公司定位“大模型消费信息提供者”，已与Kimi、智谱清言、讯飞星火、海螺AI、Kimi、MiniMax、腾讯元宝、华为鸿蒙等大模型及应用达成合作，在AI产业共创、技术创新、营销生态等领域全面推进。自身AI产品方面，公司已构建了包括“1个消费大模型、2个数据库、3个引擎、4类应用”的自身AI产品矩阵，继续推动AI赋能业务提效。出海业务方面，公司全资子公司“海南数值科技有限公司”2024年上半年设立的3家海外全资子公司/孙公司，已于9月完成了ODI（境外直接投资）备案，“AI+出海”有望驱动长期成长。

2.3 AI+电商：重点推荐及受益标的

受益标的：返利科技

返利科技（600228.SH）：全场景导购平台，持续引入AI助力导购服务

公司是国内领先的全场景导购平台，截至2024年6月30日，公司“返利”APP注册用户数为26,602.04万，较2023年底增长7.68万。公司导购业务与拼多多、京东、唯品会、淘宝等电商平台合作良好，基于本地生活的导购业务合作方包括美团、饿了么等平台或品牌。基于AI技术开发了电商导购APP“如意”，可通过AI对话的交互方式为用户提供购物问答、建议清单、全网比价、评价提炼、评测聚合等网购服务。后续公司将立足业务服务质量提升及服务场景拓宽，持续引入AI等新技术提升产品竞争力。

2.4 AI+营销：赋能营销全流程，或大幅提升营销生产力

多模态模型助力下，AIGC赋能营销全流程，2024年全球营销人工智能产业规模或达360亿美元

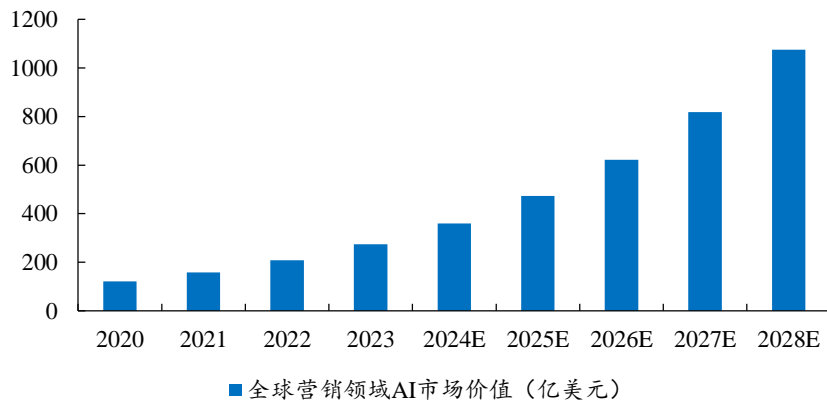
生成式AI通过提升洞察能力（通过自然语言处理和情感分析技术，可帮助企业实时监测和分析用户反馈，及时调整营销策略）、创意能力（创造和生成文字、图片、视频等营销内容）和媒介沟通能力（提高使用媒介渠道的效率），从而有望大幅提升营销生产力。根据《2024 AI+：生成式营销产业研究蓝皮书》，2024年全球营销人工智能产业规模预计达到360亿美元。国内营销公司也在大力布局营销大模型，如因赛集团推出“InsightGPT”、蓝色光标自研AI行业模型Blue AI等。

图21：因赛集团“InsightGPT”全面为营销赋能



资料来源：因赛集团官网

图22：2024年全球营销人工智能产业规模或达360亿美元



数据来源：《2024 AI+：生成式营销产业研究蓝皮书》

2.4 AI+营销：重点推荐及受益标的

2.3 受益标的：引力传媒、因赛集团

(1) 引力传媒 (603598.SH)：全链条数智化营销服务，探寻AI+营销领域价值落地。

2024年前三季度公司实现营业收入44.33亿元，同比增长28.43%；归母净利润1950.64万元，同比下降44.59%。其中第三季度营业总收入14.8亿元，同比上升26.74%，第三季度归母净利润165.3万元，同比下降48.01%。公司为进一步提升内容创意创作和IP营销能力，自主研发智能营销工具“核力系统”，赋能效果、社交、电商营销的多业务环节，实现“智能化策略产出、智能化精准投放、全数据贯通、全链路可视”。公司基于自有营销电商行业模型自研并推出“创意助手”、“视频助手”和“通用助手”三大AIGC产品，实现从AI口播到AI混剪的全链路产出，提高内容产出效率。

(2) 因赛集团 (300781.SZ)：出海效果营销业务快速扩张，自研多模态营销AIGC应用大模型合作客户快速拓展

公司2024年前三季度实现营业收入7.01亿元，同比增长80.91%；归母净利润3626.93万元，同比增长10.51%；扣除非经常性损益后的净利润3410.54万元，同比增长59.45%。公司主业稳健，国内及出海效果营销业务快速扩张，于Q3与行业优秀团队新设了赛成数科、因赛河南等公司，强化国内信息流投放业务。AI方面，公司自研多模态的营销AIGC应用大模型，目前已具备文生文、文生图、图生视频、视频剪辑、文生视频等功能，为腾讯游戏、Krafton、魅族等大客户提供图片/视频的AI生成/剪辑等服务，以及与文心一言、Kimi、豆包等知名大模型在API接口调用方面有合作。2024年10月公司收购智者品牌，在公关传播业务方面增强协同效应。

2.5 AI+教育：多邻国将AI与语言学习深度融合，产品不断迭代，实现高增长

多邻国以AI为支撑，帮助学习链路个性化，同时结合贴近年轻人的趣味内容，以其独特的品牌风格占领用户心智，实现AI与口语训练的高效结合，驱动用户规模及业绩高增长。截至2024Q3末，多邻国月活跃用户数达1.13亿，同比增长36%，日活跃用户3720万，同比增长54%，付费用户总数达到860万，同比增长47%，占总用户比例由8%增至8.5%；2024年前三季度营业收入为5.39亿美元，同比增长41.7%，扣非后归母净利润为0.75亿美元，同比增长364%。多邻国APP持续迭代，2023年3月推出多邻国Max版本，提供“角色扮演”和“解释我的回答”两大新功能，2024年9月多邻国发布AI功能大版本更新，应用程序内新增AI视频通话（AI Video Call）及冒险（Adventure）功能，用户可与名为Lily的角色进行互动式对话，体验真人般AI+语言学习。

图23：多邻国营收保持快速增长

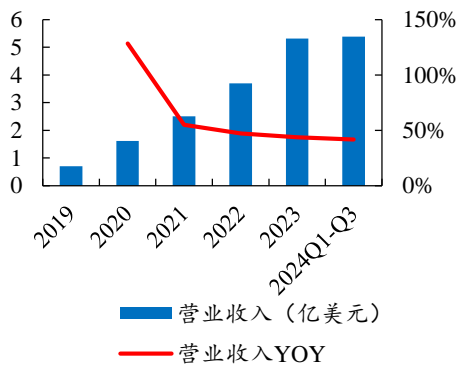


图24：2023年以来多邻国利润大幅改善

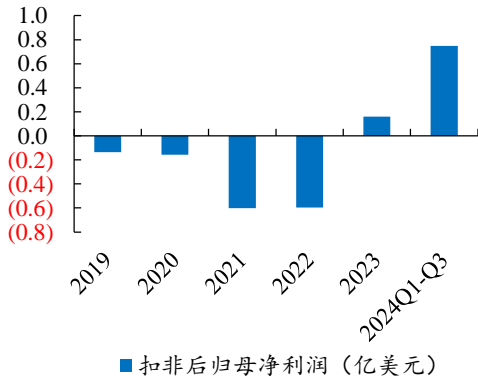
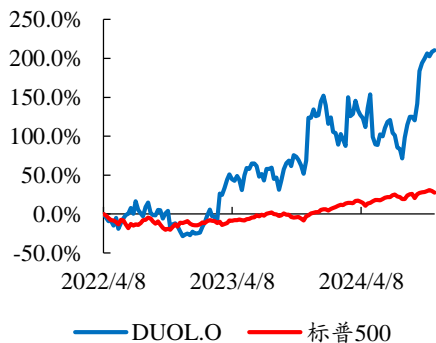


图25：2023年来多邻国超额收益明显 图26：多邻国发布AI功能大版本更新



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

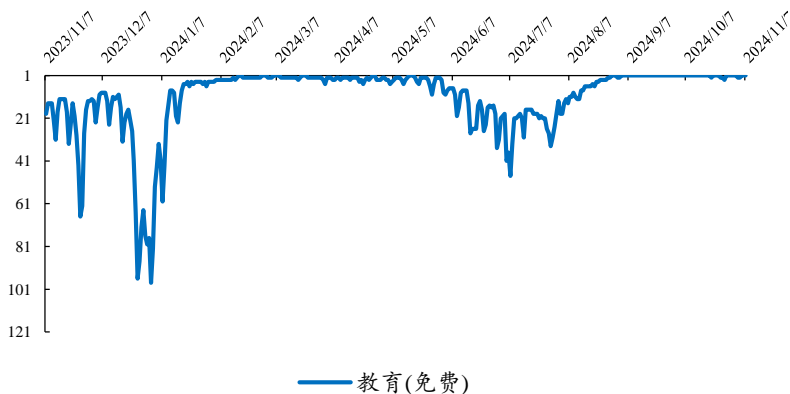
数据来源：Wind、开源证券研究所

资料来源：量子位公众号

出海方面，Gauth稳居美区教育免费榜第一：据Statista，2026年全球在线教育市场规模或达3700亿美元，年复合增长率超过20%；截至2024年8月，字节跳动旗下的AI解题应用Gauth月活规模超过2600万，同比增速达158.45%，自2024年9月以来稳居美国教育应用免费榜第一名，商业化可期。

国内市场：产品持续迭代，B/C端应用落地及商业化或加速。2024年7月，网易有道展示了翻译、作文批改、语法精讲、句子解析、体育教育、口语练习、家庭辅导10大AIGC应用，基本上实现了课上+家庭、线上+线下的多场景布局，公司2024Q2在AI订阅服务收入超6000万，同比增长近200%。2024年10月，豆神教育推出自主研发的端模一体教育产品——豆神AI，旨在打造针对C端的“超拟人”AI导师。2024年10月，世纪天鸿上线小鸿助教网页版，可进行教案生成、课件生成、作文批改、口算批改、文档处理、活动策划、PPT大纲、思维导图设计、教师评语以及工作总结等，助力教师高校备课。

图27：Gauth AI自2024年9月以来稳居教育免费榜第一名



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

图28：小鸿助教网页版更高效助力教师备课



资料来源：小鸿助教官网

2.5 AI+教育：重点推荐及受益标的

2.5 受益标的：世纪天鸿、豆神教育、盛通股份、南方传媒

(1) 世纪天鸿 (300654.SZ)：聚焦教辅内容研发，推动“AI+教育”快速落地。

2024年前三季度公司实现营业收入3.88亿元，同比增长5.26%；实现归母净利润0.31亿元，同比增长0.30%。2024Q3营业收入为2.25亿元，同比增长2.75%；归母净利润为0.24亿元，同比增长0.24%。公司深耕K12教育领域，打造以“志鸿优化”为核心品牌的系列教辅读物，2024年H1组织落地教研服务活动275场次，赋能客户63家。持续开发迭代AI助教产品——“小鸿助教”，在2024年3月上线作文批改助手，5月上线口算批改助手，10月发布升级版“小鸿助教网页版”，助力教研效率提升，打开第二曲线的增长空间。

(2) 豆神教育 (300010.SZ)：“短视频+直播培训”打开互联网销售新模式，创新驱动智能化教育。

2024年前三季度公司实现营业收入5.57亿元，同比下降12.93%；归母净利润1.11亿元，同比上升209.82%。其中第三季度营业总收入2.27亿元，同比上升28.93%，第三季度归母净利润0.42亿元，同比上升191.98%。公司2024年初完成破产重组，业务财务回归正规，探索出在“短视频+直播”场景下的全流程培训体系，建立标准化直播电商流程，直播电商和非学科学习服务成为业绩增长的主要驱动力。2024年10月，公司推出自主研发的端模一体教育产品“豆神AI”，通过微软GraphRAG技术框架提升教学内容的准确性和高效性，帮助学生进行个性化学习。此外，公司与智谱华章签署战略合作框架协议，智谱投资豆神AI的投资额为1.25亿。

2.5 AI+教育：重点推荐及受益标的

2.5 受益标的：世纪天鸿、豆神教育、盛通股份、南方传媒

(3) 盛通股份 (002599.SZ)： “印刷+教育” 双主业的稳健发展，人工智能+教育成增长新引擎。

2024年前三季度公司实现营业收入15.04亿元，同比下降16.32%；归母净利润45.22万元，同比增长102.03%。其中第三季度营业总收入4.94亿元，同比下降22.04%，第三季度归母净利润0.17亿元，同比上升85.84%。公司持续布局AI+教育，课程方面，公司基于智谱AI研发一系列AI创作课程，AI功能方面，已通过智谱AI调用GPT API开发出内测版本模型“盛通教育学习助手”，推出“校园智慧伙伴AI终端——AI数字人学伴”建设服务。公司旗下还拥有教育品牌中鸣机器人，聚焦智能机器人教育，2024年11月推出GO1机器狗，以“AI+机器人”赋能青少年科技教育业务。

(4) 南方传媒 (601900.SH)： 主业经营稳健，“AI+教育” 业态持续拓展

2024年前三季度公司实现营业收入64.78亿元，同比增长0.49%；归母净利润为5.29亿元，同比下降22.24%。其中第三季度营业总收入为 24.54亿元，同比上升2.71%，第三季度归母净利润为2.30亿元，同比下降14.63%。公司旗下拥有“粤教翔云数字教材应用平台”、“粤高中学习平台”、“语言乐学平台”以及 AI教育应用“万卷要义学习大模型”，高效应用于包括语文教学设计、语文阅读素养提升、数学解题、英语高频词学习等多个教育场景，在内容生成、知识检索与个性化学习服务等方面赋能教育教学。公司主业经营稳健，旗下AI产品丰富，有望持续拓展“AI+教育”新业态，驱动业绩增长。

目录

CONTENTS

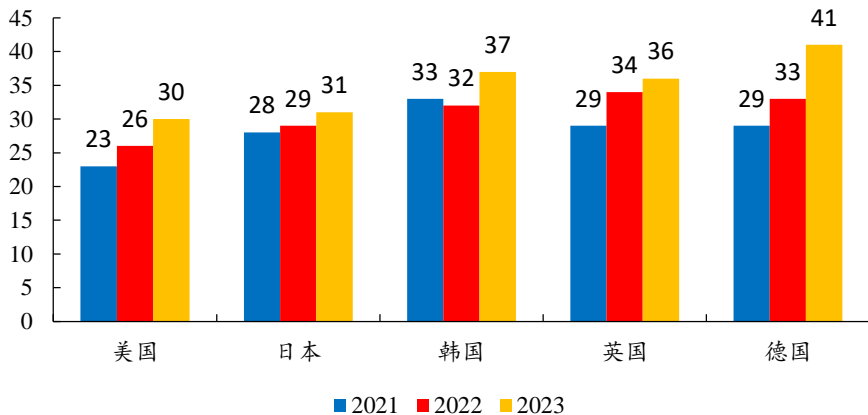
- 1 传媒板块复盘与展望
- 2 2025年核心主线之一：AI应用
- 3 2025年核心主线之二：出海
- 4 2025年核心主线之三：IP衍生
- 5 风险提示

3.1 游戏出海：手游竞争力持续提升，PC/主机游戏或成新驱动力

中国移动游戏出海竞争力不断增强，头部公司有望延续快速增长

2021-2023年，在全球五个重要出海移动游戏市场流水TOP100产品中，国产手游数量持续提升，2023年均超30款。世纪华通旗下点点互动的爆款游戏《Whiteout Survival》登顶9月出海手游收入榜，截至9月底，《Whiteout Survival》全球累计收入已突破13亿美元。神州泰岳旗下核心游戏《Age of Origins》与《War and Order》出海收入排名稳步提升。全球来看，中国游戏厂商在手游研发及发行方面优势明显，在细分品类具备突出优势及本地化运营能力突出的公司有望持续提升海外游戏市场份额，延续高增长。

图29：全球重要移动游戏市场流水TOP100产品中，国产移动游戏数量均超30



资料来源：伽马数据

图30：点点互动旗下产品排名9月出海收入第一



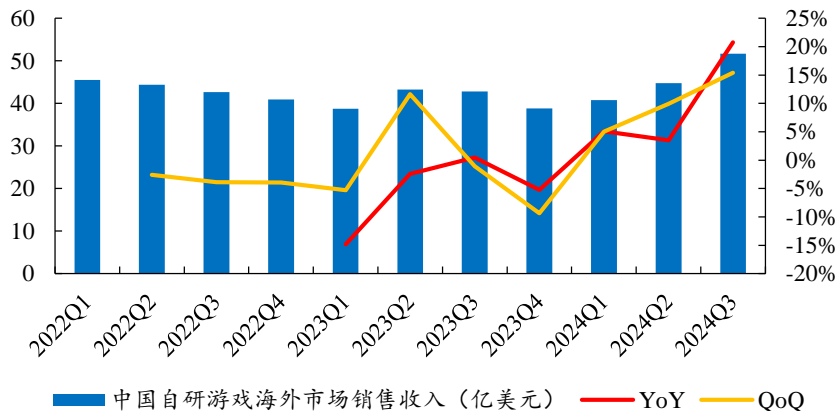
资料来源：sensor tower

3.1 游戏出海：手游竞争力持续提升，PC/主机游戏或成新驱动力

游戏出海市场规模增速持续提升，PC及主机游戏出海或成为后续重要驱动力

根据伽马数据，2024Q1以来，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入增速持续提升，2024Q3收入为51.69亿美元，达近5个季度最大值，环比增长15.41%，同比增长20.74%，增长源于部分头部产品收入增长，如《绝区零》及《黑神话：悟空》等。根据Newzoo，《黑神话：悟空》2024Q3位列欧美市场游戏收入榜第五位，并拿下PC单榜收入冠军。《黑神话：悟空》在海外的成功标志着国内PC/主机游戏制作水平大幅提升，基于国内人才优势，PC及主机游戏出海或成为游戏出海的增量驱动力。

图31：2024Q1以来中国自研游戏海外市场收入增速持续提升



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图32：《黑神话：悟空》2024Q3位列欧美市场游戏收入榜第五位



资料来源：游侠网公众号

3.1 重点推荐公司

3.1 重点推荐：腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(1) 腾讯控股 (00700.HK)：2024Q2业绩延续高增长，新游戏与视频号继续驱动增长

2024Q2业绩延续高增长，新游戏与视频号继续驱动增长，维持“买入”评级

公司2024Q2实现营业收入1611亿元（同比+8%），归母净利润476亿元（同比+82%），Non-IFRS归母净利润573亿元（同比+53%）。2024Q2增值服务业务收入788亿元（同比+6%），其中国内市场游戏收入346亿元（同比+9%），国际市场游戏收入139亿元（同比+9%），社交网络收入303亿元（同比+2%），主要系《DNF》手游及Supercell的游戏表现亮眼所致。网络广告业务收入299亿元（同比+19%），主要系视频号及长视频收入增长所致。金融科技与企业服务业务收入504亿元（同比+4%），主要系理财服务收入、云服务收入及视频号商家技术服务费增长所致。我们看好新游戏及视频号继续驱动公司业绩增长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为1567/1873/2051亿元，对应EPS分别为16.8/20.1/22.0元（变动系股本减少所致）。

继续保持高质量增长，盈利能力持续提升

2024Q2公司毛利率为52.6%（同比+5.8pct，环比+0.7pct），主要系国内游戏收入、视频号广告收入、小游戏平台服务费及视频号商家技术服务费等高毛利率收入增长良好。此外，Non-IFRS准则下分占联营及合营公司盈利达99亿元（同比+154%），在毛利率提升、分占联营及合营公司盈利增长共同驱动下，2024Q2的Non-IFRS净利率达35.6%（同比+10.4pct，环比+4.1pct）。

《DNF》手游或开启新产品周期，微信生态体系下商业化变现不断加速

《DNF》手游5月21日上线后，激活了数百万IP粉丝，多日保持在iOS畅销榜第1名，有望成为公司又一款长青游戏。旗下《宝可梦大作战》于11月7日上线，此外，公司储备产品丰富，包括《星之破晓》、《彩虹六号》等，新一轮产品周期或已开启。2024Q2视频号用户时长同步显著增长，小程序用户使用时长同步增长超20%，小游戏流水同比增长超30%，基于微信平台超13亿月活跃用户的庞大用户基数，视频号、小游戏等有望持续驱动公司业绩增长。

3.1 重点推荐公司

3.1 重点推荐：腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(2) 心动公司 (02400.HK)：看好《心动小镇》长线运营、麦芬全球发行、TapTap增长共同驱动长期成长

2024H1业绩大增，新游戏及TapTap有望驱动增长，维持“买入”评级

2024H1公司实现营业收入22.21亿元（同比+26.7%）；归母净利润2.05亿元（同比+127.4%），经调整归母净利润2.37亿元（同比+110%）。业绩增长主要系：（1）《出发吧麦芬》《铃兰之剑》《火炬之光：无限》等新游戏带动游戏业务收入增长至14.86亿（同比+29.3%）；（2）TapTap月活用户增加及游戏广告主投放需求增加带动TapTap收入达7.34亿元（同比+21.7%）。我们看好新游戏《出发吧麦芬》《心动小镇》及TapTap驱动公司业绩增长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.83/11.37/12.46亿元，对应EPS分别为1.6/2.4/2.6元。

《心动小镇》大DAU游戏商业化潜力大，《出发吧麦芬》日韩服陆续上线，新游戏有望继续驱动业绩快速增长

《铃兰之剑》国际服已于8月上线，《出发吧麦芬》韩服已于9月11日上线，随着长期运营活动展开，有望持续贡献流水。此外，《出发吧麦芬》日服及其他国际服有望陆续上线，或带来可观流水及利润增量。《心动小镇》已于7月17日上线，9月19日，在新卡池的带动下，《心动小镇》畅销榜排名一度提升至第5，流水或快速增长。我们延续此前判断，基于游戏大DAU基础，随游戏内容不断丰富，用户体验持续提升，以及商业化设计的不断完善，《心动小镇》商业化潜力有望逐渐释放，成为公司长生命周期基石产品。

TapTap用户快速增长，长期成长及变现空间广阔

TapTap 2024H1 MAU达4324万，同比+27.3%。TapTap独家发行的《心动小镇》累计下载近3000万，为平台带来大量新增用户，同时随暑期大量新游戏的上线，平台MAU有望创历史新高，并继续保持增长。此外，公司为保证用户体验限制了广告加载率，长期来看平台流量的量、价提升空间广阔。

3.1 重点推荐公司

3.1 重点推荐：腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(3) 神州泰岳 (300002.SZ)：Q3业绩延续高增长，关注新游戏上线表现

老游戏继续驱动业绩增长，看好新游戏表现，维持“买入”评级

公司2024前三季度实现营业收入45.14亿元（同比+11.42%），归母净利润10.94亿元（同比+94.33%），扣非归母净利润8.32亿元（同比+54.84%）。Q3实现营业收入14.61亿元（同比+4.53%），归母净利润4.63亿元（同比+191.43%，环比+37.72%），扣非归母净利润2.15亿元（同比+38.76%）。公司2024Q3扣非归母净利润同比增长主要系核心游戏《Age of Origins》（《旭日之城》）保持增长，《War and Order》（《战火与秩序》）等游戏表现稳健，而销售费用同比减少所致。2024Q3归母净利润同比增长主要系收回大唐半导体、大唐微电子向公司支付的约2.45亿元诉讼应收款冲减以前计提的坏账准备所致。基于公司信用减值损失变化及核心游戏表现，我们看好新游戏及AI相关业务继续驱动增长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为13.74/14.14/16.29亿元，对应EPS分别为0.70/0.72/0.83元。

毛利率保持稳定，随费用率控制，盈利能力有望持续提升

2024Q3公司毛利率为61.19%（同比-2.13 pct，环比+0.15pct）；销售费用率为14.64%（同比-14.77pct，环比-2.09pct），主要系减少推广费用所致；管理费用率为24.37%（同比+7.5pct，环比+8.85pct），主要系公司确认诉讼相关费用及增加职工薪酬所致；研发费用率为5.39%（同比-0.52pct，环比-1.04pct）；扣非后净利率为14.69%（同比+3.62pct），随一次性费用影响消除公司利润率或持续提升。

SLG 新游戏上线在即；AI 大模型技术持续赋能有助于打开业务成长空间公司

《代号DL》和《代号LOA》两款SLG游戏新游戏预计2024年底在海外上线，基于公司丰富发行经验及大量数据积累，新游戏上线有望助力公司长期业绩增长。此外，公司两款ICT运营管理软件通过中国信通院大模型认证，在AI数字员工、“AI+安全”、AI绘画平台UltraAI等多领域陆续落地AI应用，AI赋能不断深化，或为公司计算机业务打开新的成长空间，并赋能游戏业务降本增效。

3.1 重点推荐公司

3.1 重点推荐：腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(4) 恺英网络 (002517.SZ)：2024Q3利润增速提升，继续关注后续产品线

2024Q3 业绩增长亮眼，产品周期持续向上，维持“买入”评级

公司2024前三季度实现营业收入39.28亿元（同比+29.65%），归母净利润12.80亿元（同比+18.27%），扣非归母净利润12.81亿元（同比+23.43%）。Q3实现营业收入13.72亿元（同比+30.33%，环比+10.00%），归母净利润4.71亿元（同比+31.52%，环比+22.97%），扣非归母净利润4.80亿元（同比+32.53%，环比+27.43%）。公司2024Q3业绩增长主要系《原始传奇》《热血合击》等老游戏表现稳健，《石器时代：觉醒》《怪物联萌》等新游戏贡献增量所致。我们看好后续新游戏上线继续驱动增长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为18.18/21.67/24.01亿元，EPS分别为0.84/1.01/1.12元。

不断丰富的产品线，有望继续驱动增长

继《诸神劫：影姬》10月9日在港澳台地区上线、《怪物联萌》海外版《怪咖纠察队》10月17日在海外上线，正版授权手游《彩虹橙》10月20日公测后，公司产品线仍在不断丰富。3D动作MMORPG手游《龙之谷世界》在十一测试期间取得了优异的数据表现，或2024年底上线；《斗罗大陆：诛邪传说》在10月10日开启首轮测试，在TapTap预约量超23万；8月份至今，公司旗下《开心小矿工》《原始觉醒》《蓝月纪元》《王国危机》《布衣战神》《永恒龙族》《黑龙风暴》等游戏陆续获得版号，有望加速上线，进一步丰富公司产品线，驱动业绩增长。

AI大模型全自动生成游戏或加速实现游戏生产方式的变革

2024Q3公司毛利率为82.59%（同比-1.07pct，环比+0.61pct），销售费用率30.79%（同比+1.83pct，环比-7.05pct），管理费用率3.34%（同比-2.68pct，环比-0.21pct），研发费用率12.43%（同比+0.52pct，环比+3.01pct），归母净利率34.31%（同比+0.31pct，环比+3.62pct），费用率控制持续驱动利润率提升。公司旗下“形意”大模型可实现AI全自动画图、写文档、做美术等，并自动整合出完整的游戏，或进一步提升游戏研发效率，降低试错成本，进而驱动长期利润率改善。

3.1 重点推荐公司

3.1 重点推荐：腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(5) 完美世界 (002624.SZ)：《诛仙世界》《异环》开启新品周期，业绩或迎反转

公司完成战略调整，或推动高效健康发展，维持“买入”评级

2024年公司进行了组织结构、管理机制及经营策略调整，对短期业绩带来一定影响，后续随新游戏陆续上线，进入新产品周期，公司业绩有望迎来反转。基于公司业绩及产品周期，我们看好新产品周期驱动公司业绩改善，预计公司2024-2026归母净利润分别为-5.89/7.88/12.04亿元，对应EPS分别为-0.30/0.41/0.62元。

优质美术、丰富玩法及纯正仙侠MMO设计或助《诛仙世界》取得良好表现

公司自研MMO端游《诛仙世界》公测定档12月19日。《诛仙世界》基于虚幻5引擎打造，美术及画面表现优秀。在游戏玩法上，PVP（团队副本）、PVE（世界BOSS、200v200据点战、100v100帮派联赛、地图阵营等）、PVX（地图探索、家园玩法等）等丰富的玩法可以满足不同用户的游戏需求，特别是团队副本这一传统MMO玩法上的表现出色，使得游戏受到大量玩家好评。在战斗系统设计上，《诛仙世界》遵循了经典MMO的战斗设计逻辑，在游戏的技能链基础上，增加了“弹反”“解控”等额外的博弈窗口，使得PVP玩法更加具有深度。在付费设计上，《诛仙世界》采用了不卖数值的赛季制运营，付费内容主要由月卡（42元）、战令（68、128元）、外观商城组成，倾向于长周期运营。此外，《诛仙世界》不上移动端的选择使得游戏能够充分发挥出PC性能优势，提供更好的游戏体验。基于知名IP《诛仙》的用户影响力和《诛仙世界》本身优秀品质，《诛仙世界》官网预约量超300万，后续正式上线后有望为公司贡献可观业绩增量。

《异环》首曝反响热烈，或为下一款头部二次元开放世界游戏

《异环》基于虚幻5引擎开发，为公司《幻塔》之后又一款二次元开放世界游戏。目前《异环》首曝PV&实机演示视频在B站累计播放量超900万，并于9月22日举办线下封闭试玩会，广受玩家好评，基于公司丰富研发经验及开放都市的独特游戏设计，《异环》有望成为头部开放世界游戏，进一步推动公司业绩反转。

3.1 重点推荐公司

3.1 重点推荐：腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(6) 吉比特 (603444.SH)：老游戏流水下滑或放缓，关注新产品周期驱动增长

Q3扣非归母净利润同比下滑15%，拟每10股派现20元，维持“买入”评级

公司2024Q3实现营业收入8.59亿元（同比-10.36%，环比-16.83%），归母净利润1.40亿元（同比-23.82%，环比-47.19%），扣非后归母净利润1.51亿元（同比-15.33%，环比-43.01%）。2024Q3业绩环比下滑主要系：（1）《问道》端游2024Q3营业收入及利润环比减少；（2）《问道手游》2024Q2开启8周年活动取得较好效果，2024Q3营业收入及利润环比下滑；（3）《一念逍遥（大陆版）》2024Q3由于发行投入增加金额超过营业收入增加金额，整体利润环比减少。2024Q3业绩同比下滑主要系：《问道》端游、《问道手游》及《一念逍遥（大陆版）》营业收入及利润同比均有所减少。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利20元。基于公司业绩，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为9.25/11.55/13.09亿元，对应EPS分别为12.84/16.03/18.17元。

核心游戏流水下滑或逐步放缓，海外收入延续高增长

《问道》端游2024H1流水为6.56亿元（同比+16.31%），2024Q3流水为2.25亿元（同比-11.42%），核心端游流水有所波动但整体保持增长；《问道手游》2024H1流水为11.55亿元（同比-14.66%），2024Q3流水为4.57亿元（同比-12.62%）；《一念逍遥（大陆版）》2024H1流水为3.11亿元（同比-54.81%），2024Q3流水为1.68亿元（同比-18.45%），核心手游流水同比下滑或逐步减缓。此外，公司海外收入延续高增长，2024年1-9月海外收入达3.69亿元（同比+99.57%）。

精品储备游戏丰富，新游戏陆续上线有望驱动业绩增长

公司多款储备游戏已取得版号并有望加速上线，包括《异象回声》（拟2024年下半年上线）、《王都创世录》（拟2024年下半年上线）、《杖剑传说》（拟2025年上半年上线）、《问剑长生》、《最强城堡》、《亿万光年》等。随着丰富储备游戏上线开启新产品周期，有望逐步抵消老游戏流水下滑，进一步驱动公司业绩增长。

3.1 受益标的：宝通科技

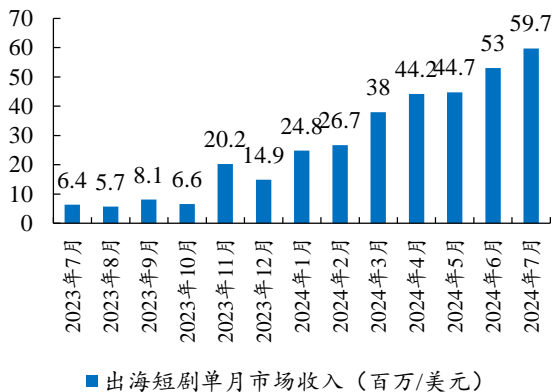
(1) 宝通科技（300031.SZ）：工业互联网与游戏业务积极拓展海外市场。

公司工业物联网业务立足国内，深耕海外市场，建立泰国工厂，打造全球技术服务中心，并组建国际化的团队，与全球优秀的合作伙伴建立紧密的合作关系。游戏业务方面，进一步拓宽全球业务版图，公司在日本地区重点推出了新游戏《ドット勇者（浮空秘境）》游戏上线9个月(即2024年6月)突破1亿美元流水，实现了日本市场的突破。

3.2 短剧出海：供需共振，短剧出海仍处于快速增长期

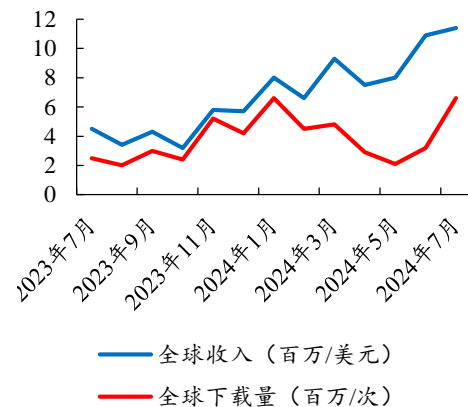
供需共振，短剧出海仍处于快速增长期。需求端，海外用户短剧观看总时长大幅增长，话题度迅速升温，根据TikTok for Business，2024年3月全球短剧APP的用户总时长约为4700万小时，2023年4月为300万小时；短剧平台用户量和收入仍处在快速增长期，根据点点数据，2024上半年，出海短剧平台总流水已突破2.3亿美元、预计全年将达到4亿美元以上。以Reelshort为例，2023年7月以来下载量有所波动但整体看实现大幅增长，同时变现能力明显增强，2023年10月以来月收入持续走高，2024年7月收入突破千万美元，同比增长153%，其中北美市场占比66%。供给端，2024Q1出海活跃短剧APP相比2023年增长30%以上，出海头部短剧平台总剧目相比2023Q2增长10倍以上，增速明显快于国内短剧供给。海外短剧用户付费习惯成熟，深耕女性用户之外，逐步拓展男频题材，且除美国外的新市场快速扩张，供需两端或共同驱动短剧出海延续高增长。

图33：出海短剧单月收入保持快速增长



数据来源：点点数据、开源证券研究所

图34：ReelShort下载量和收入不断走高



数据来源：点点数据、开源证券研究所

图35：出海短剧玩家与数量都处在快速增长期



资料来源：TikTok for Business

3.2 受益标的

3.2 受益标的：中文在线

中文在线（300364.SZ）：AIGC技术赋能IP价值释放。

2024年第三季度，公司营业收入3.46亿元，环比增长44.38%；归母净利润-0.38亿元，环比减亏53.41%，业绩大幅改善，其中枫叶互动2024H1实现总收入10.86亿元，实现净利润2293万元。2024年目前已上线多部漫画、动态漫及短剧，2024年上半年公司与腾讯视频联合开发了《修罗武神》动画第二季。在新布局的动态漫画板块，公司2024年新上线作品24部，其中AI动态漫作品《全民转职：我的技能全是禁咒》蝉联腾讯动态漫收入榜Top5。2023年10月发布的“中文逍遥”于2024年5月通过网信办大模型备案，并覆盖部分用户。公司不断提升海外市场渗透率，积极推动AI商业化落地，提高公司IP价值释放效率。

TikTok用户规模创新高。2024H1，TikTok全球月均下载量达到8173万次，同比上升6.6%。其中，5月份下载量达到新高，突破8670万次。从月活跃用户量来看，上半年美国月活稳定在1.7亿以上，在TikTok Shop国家中位居第一。

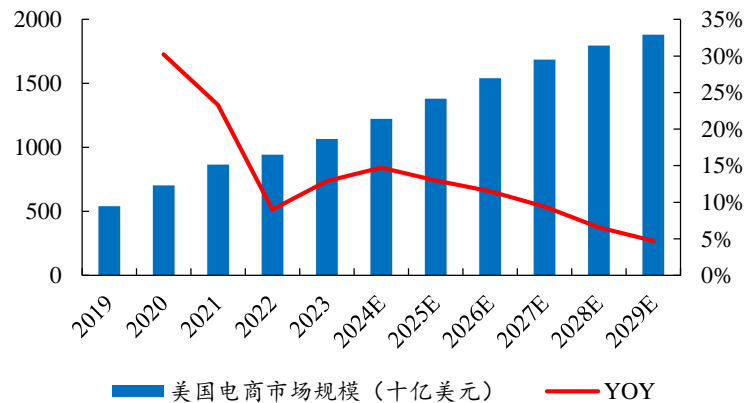
TikTok美国市场电商商业化大有可为。据The Information报道，自2023年7月以来，TikTok Shop的月销售总额已突破10亿美元，2024年美国商品销售总额或达到175亿美元。Statista预测，2024-2029年期间，美国电商市场的规模预计将会以8.99%的复合年增长率持续扩大，到2029年，或将增长至1.88万亿美元，届时电商用户数量将会达到3.335亿，电商用户渗透率也将增长到97.1%，TikTok在美国电商市场渗透率或进一步提升。

图36：2024年5月全球TikTok下载量创新高



资料来源：超店有数

图37：预计2019-2029年美国电商市场规模持续增长



数据来源：Statista、开源证券研究所

3.3 受益标的

3.3 受益标的：蓝色光标、易点天下

(1) 蓝色光标（300058.SZ）：2024年AI驱动收入或达10亿元，“AI+出海”成为增长引擎

公司2024年前三季度实现营业收入454.23亿元，同比增长25.09%，归母净利润为1.23亿元，同比下降57.23%；扣非归母净利润为1.23亿元，同比下降62.24%。AI方面，公司持续迭代Blue AI营销行业模型，积极推动公司向AI Native商业模式转型，预计2024年AI驱动的收入为10亿元左右。此外，2024年9月公司推出了自研的行业模型Blue AI心影创作平台，并接入快手可灵AI视频大模型API，积极探索AI+视频新应用、新业态、新模式。出海方面，继越南、日本、荷兰、新加坡设立独立办公室之后，蓝色光标泰国公司正式成立，通过本地化运营与深度服务，持续推动业务拓展、团队建设的全球化进程，此外，公司全球化出海团队启动“海外平台业务”战略，用AI新范式构建技术壁垒。“AI+出海”有望推动公司AI驱动的收入突破50亿元，成为业绩新的增长点。

(2) 易点天下（301171.SZ）：自研数字营销创作平台 KreadoAI，助力出海营销业务收入增长

公司2024年前三季度营收为17.54亿元，同比增长10.75%；归母净利润为1.95亿元，同比增长7.85%；扣非后净利润为1.85亿元，同比增长16.31%。公司专注于数字营销和广告推广，自研数字营销创作平台 KreadoAI，基于先进的人工智能技术，制作数字人代替真人主播出镜，帮助客户高效吸引用户、提升品牌知名度及实现商业化收益。2024年10月，公司与火山引擎合作，打造高效的全场景分析数据湖仓，公司基于AI营销模型有望持续拓展客户，助力出海营销业务收入增长。

目录

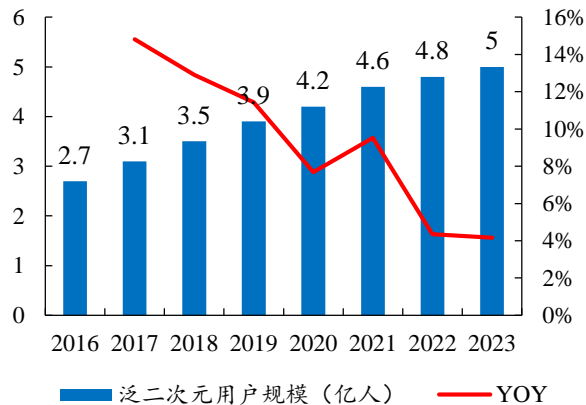
CONTENTS

- 1 传媒板块复盘与展望
- 2 2025年核心主线之一：AI应用
- 3 2025年核心主线之二：出海
- 4 2025年核心主线之三：IP衍生
- 5 风险提示

4.1 动漫/游戏周边：泛二次元群体基数大，“谷子”市场或不断扩容

中国泛Z二次元群体基数广泛，消费意愿强，“谷子”市场或不断扩容。“谷子”，是“Goods（商品）”，泛指ACGN内容衍生周边。从分类来看，以游戏周边为例，可分为具有收藏观赏价值的硬周边和具有实用情绪价值的软周边，硬周边包括手办、粘土人等，软周边包括徽章（吧唧）、亚克力系列等。市场规模来看，根据商启咨询，2023年国内二次元周边衍生市场同比增长37.6%至1024亿元，增速快于二次元内容市场的20.1%。分结构来看，根据伽马数据，2023年游戏IP衍生品的市场规模为40.6亿元，2019至2023年复合增长率达17%。我们认为，需求端来看，购买周边为粉丝提供情绪价值和心理认同，强化了粉丝与内容的情感链接，供给端来看，周边作为IP的延续，帮助IP方延续IP的热度和影响力，随着泛二次元用户消费群体逐渐占据主流、IP衍生市场作为IP产业的增量市场，或继续保持快速增长。

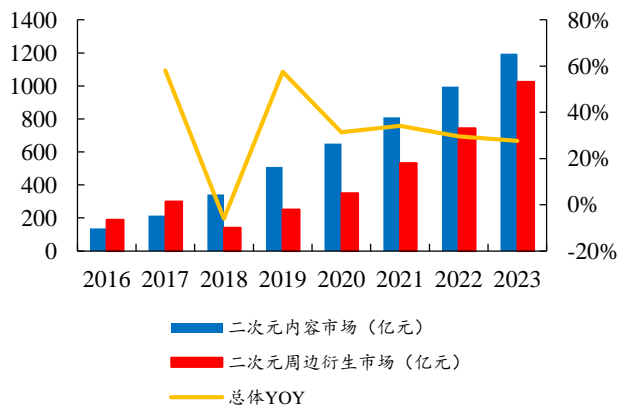
图38：中国泛二次元用户群体基数广泛



数据来源：商启咨询、开源证券研究所

注：二次元用户是指二次元产品和服务的消费者及二创作者，泛二次元用户消费过二次元产品，但不如核心群体热衷

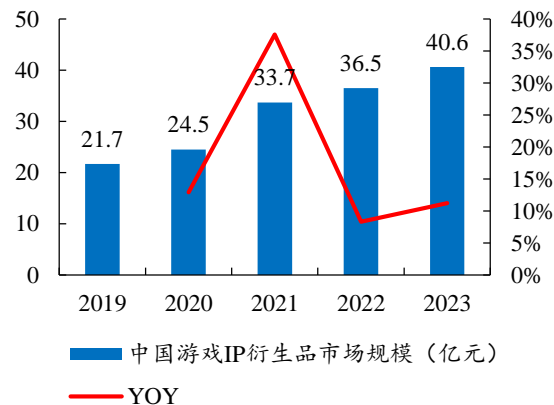
图39：2019年来二次元周边市场快速增长



数据来源：商启咨询、开源证券研究所

注：二次元周边衍生市场包括商品、虚拟偶像、线下娱乐、服装四个板块

图40：2023年游戏IP衍生品市场规模为40.6亿元

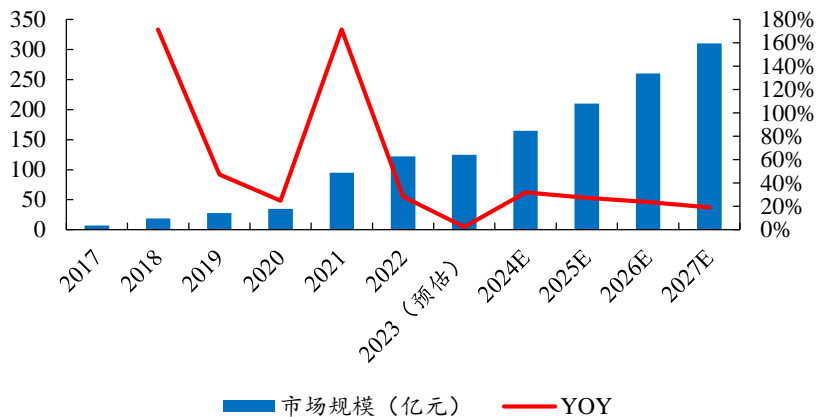


数据来源：伽马数据、开源证券研究所

4.2 集换式卡牌：满足用户多元需求，量价齐升驱动下，行业或延续高增长

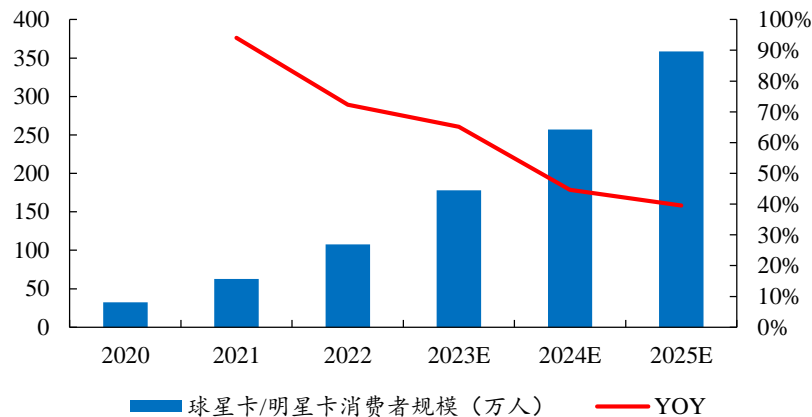
集换式卡牌（TCG）是指有特定主题，可供消费者收藏、交换或者畅玩的卡牌，分为竞技型（核心功能为对战，代表为宝可梦PTCG等）和非竞技型（核心功能为收藏和赏玩，代表为NBA球星卡、小马宝莉卡等）。量价齐升驱动下，市场规模或延续增长，根据灼识咨询，中国集换式卡牌市场规模由2017年的7亿元增加至2022年的122亿元，CAGR为78.4%，2027年有望达到310亿元，2022-2027年CAGR为20.5%。量的角度来看，卡牌复购率及用户规模有望提升，（1）复购率方面，卡牌通过绑定IP获得年轻消费者青睐，拆卡玩法或强化用户粘性，提升复购率；（2）用户规模方面，基于卡牌社交属性及卡牌商持续开发新品类、直播拆卡等方式吸引新增用户，或持续破圈。价格角度来看，IP效应、稀有度、卡牌功力等影响单卡价格，日本/美国集换卡人均支出分别为中国（2022年为8.6元）的11/6倍，我国卡牌人均支出有较大提升空间。

图41：我国集换卡行业市场规模预计在2027年达到310亿



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图42：我国球星卡/明星卡消费者规模有望快速增长



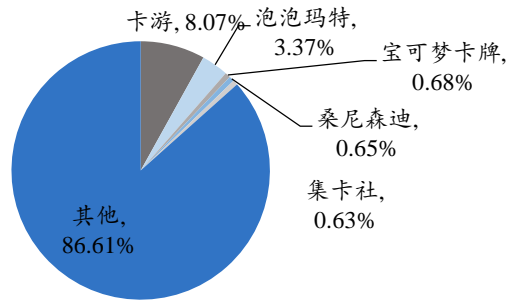
资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

4.2 集换式卡牌：新品牌快速崛起，IP/渠道为核心竞争要素

当前集换卡行业集中度较高，新兴品牌快速崛起，竞争格局或趋于开放。根据灼识咨询，2022年在我国集换式卡牌前五大公司市占率合计为76.7%，卡游以71.0%的市场份额位居第1。线上渠道多个新兴品牌销售额快速增长。根据蝉魔方数据，2024年上半年抖音潮玩盲盒品类品牌TOP5的整体集中度为13.39%，卡游为8.07%排名第一，新兴品牌销售额快速增长，集卡社同比增长701.85%，WOWLUCKY、Hitcard环比增长速度分别约为650倍、170倍，集换式卡牌行业竞争格局有望趋于开放。

IP/渠道为核心竞争要素。（1）**IP**：由于卡牌是IP的承载，卡牌授权方所拥有的IP资源成为核心竞争力。（2）**销售渠道**：对收藏卡而言，销售渠道较为重要。铺设销售渠道时间周期较长，对卡牌商而言，拥有稳定强大的渠道销售体系将成为重要竞争力。

图43：2024年上半年卡游在潮玩盲盒品牌市占率为8.1%



■ 卡游 ■ 泡泡玛特 ■ 宝可梦卡牌 ■ 桑尼森迪 ■ 集卡社 ■ 其他

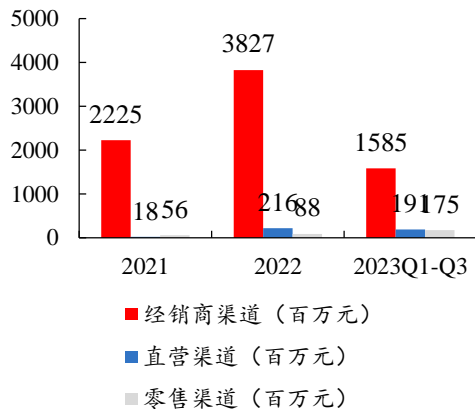
数据来源：蝉魔方、开源证券研究所

图44：各家卡牌公司IP定位差异化

卡牌公司	IP数量统计	代表性IP	千岛粉丝量
卡游	100+	小马宝莉、叶罗丽、奥特曼X档案、英雄对决、魔道祖师、海绵宝宝、奥特曼、斗罗大陆等	4.3万
趣卡社	6+	三国、封神榜、绝代双骄等	3432
集卡社	43+	斗罗大陆、撒野、小黄人、时光代理人、鬼灭之刃、一人之下、全职高手、斗破苍穹等	3402
卡宝文创	8+	妖精的尾巴、魔卡少女樱、狐妖小红娘、蜡笔小新等	3185
万画云游	1+	三丽鸥、芭比、创造营、乘风2024等	390
万代卡牌	10+	OPCG简中、原神、哆啦A梦、机动战士高达等	310
Hitcard	5+	大闹天宫、泡泡玛特、幻雾等	/

资料来源：千岛、开源证券研究所

图45：经销商渠道为卡游贡献主要收入



数据来源：卡游招股书、开源证券研究所

4.3 重点推荐及受益标的

4.3 重点推荐：姚记科技、上海电影、奥飞娱乐、阅文集团，受益标的包括华立科技

(1) 姚记科技 (002605.SZ)：Q3扣非归母净利润增速提升，关注游戏和卡牌业务

Q3扣非归母净利润增速提升，看好主业回暖及新业务，维持“买入”评级

公司2024年前三季度营业收入为27.90亿元（同比-21.89%），归母净利润为4.24亿元（同比-23.95%），扣非后归母净利润4.06亿元（同比-22.42%）。前三季度营业收入下降主要系数字营销板块业务结构调整及游戏板块充值流水波动导致的营业收入减少所致；归母净利润下降主要系：（1）游戏板块充值流水波动；（2）2023年前三季度存在大额投资性房地产处置收益；（3）可转换公司债券利息计提影响。公司2024Q3实现营业收入8.81亿元（同比-28.08%，环比-4.92%），归母净利润1.40亿元（同比-6.72%，环比+4.92%），扣非归母净利润1.37亿元（同比+7.55%，环比+14.62%）。2024Q3扣非归母净利润同比和环比增速均有所提升。我们看好扑克牌业务、游戏业务回暖及卡牌业务驱动公司业绩增长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为6.09/7.82/8.52亿元，对应EPS分别为1.47/1.89/2.06元。

收入结构调整带来的毛利率提升驱动公司盈利能力增强

公司2024Q3毛利率为40.17%（同比+9.87pct,环比+4.49%），或由于数字营销业务结构调整，致毛利率较高的游戏业务收入占比提升，带动整体毛利率提升。2024Q3归母净利率为15.88%（同比+3.64pct,环比+1.49pct），归母净利率提升主要由毛利率提升所驱动。我们认为，经过收入结构调整及游戏等高毛利率业务收入的逐步回暖，以及新扑克牌生产基地建成后，带来的规模效应提升，公司整体毛利率与净利率有望继续提升。

核心游戏表现依旧稳健，投资的球星卡交易平台有望为业绩带来积极贡献

游戏业务方面，公司通过持续运营优化及内容更新，确保游戏产品长周期运营，核心游戏《指尖捕鱼》2024年以来基本保持在iOS畅销榜前150名，持续为公司贡献稳定流水。此外，公司投资的卡淘平台或受益于奥运会及体育IP的高热度，延续GMV高增长，从而为公司带来积极业绩贡献。

4.3 重点推荐及受益标的

4.3 重点推荐：姚记科技、上海电影、奥飞娱乐、阅文集团，受益标的包括华立科技

(2) 上海电影 (601595.SH)：关注影片供给释放及大IP开发战略进展

大盘下滑致 Q3 业绩承压，看好市场逐步回暖及 IP 业务，维持“买入”评级

公司2024前三季度实现营业收入5.60亿元（同比-11.07%），归母净利润1.07亿元（同比-13.74%），扣非后归母净利润0.44亿元（同比-33.76%）。Q3实现营业收入1.79亿元（同比-30.52%，环比+4.67%），归母净利润0.38亿元（同比-34.68%，环比+66.87%），扣非后归母净利润0.01亿元（同比-98.27%，环比-94.91%）。2024Q3业绩环比下滑主要系受电影市场大盘同比下滑影响，导致放映收入减少所致。根据猫眼数据，2024Q3全国电影票房为108.65亿元（同比-44%），公司收入和归母净利润同比下滑速度低于整体大盘。我们看好IP开发及电影业务驱动成长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.39/2.49/3.35亿元，EPS分别为0.31/0.56/0.75元。

头部影片陆续定档，优质影片供给释放有望驱动院线业务修复

《封神第二部：战火西岐》《熊出没·重启未来》定档2025年春节档，《封神第一部：朝歌风云》实现26.34亿票房，熊出没IP前作《熊出没·逆转时空》实现20.06亿票房。其他有望2025年上映的头部影片包括《蛟龙行动》《哪吒之魔童闹海》《唐探1990》等。后续新片或驱动票房大盘回暖带动公司院线业务修复。

公司“大IP开发”战略持续推进，IP焕新与多元化变现并行

2024年上海国际电影节，黑猫警长、哪吒等IP首次亮相上海影视SHO，公司将进一步将影城打造为“IP创新策源地”，同时计划和SMG展开合作，开启“影院线下空间+跨界IP开发”的新次元。公司旗下电影《好东西》定档11月22日，《小妖怪的夏天：从前有座浪浪山》定档2025年暑期。8月8日，公司上线了双人互动影游《谍影成双》，并登顶Steam热销榜，探索“影视+游戏”新可能。10月18日，公司与摩比世界签署战略合作协议，围绕IP玩具定制与销售、海外渠道拓展、主题文旅、跨界营销等展开深度合作，基于公司丰富IP资源与摩比世界的全球影响力，有利于公司对全球市场的开拓和进一步丰富IP变现矩阵。

4.3 重点推荐及受益标的

4.3 重点推荐：姚记科技、上海电影、奥飞娱乐、阅文集团，受益标的包括华立科技

(3) 奥飞娱乐 (002292.SZ)：毛利率持续提升，玩具新品有序推出或驱动业绩增长

2024Q3毛利率持续提升，看好玩具新品推出驱动增长，维持“买入”评级

公司2024Q3实现营业收入7.06亿元（同比-1.91%），实现归母净利润1624.0万元（同比-22.55%），扣非归母净利润为1068.3万元（同比-16.31%），2024年前三季度实现营业收入20.11亿元（同比-0.45%），归母净利润为7124.4万元（同比-12.50%），扣非归母净利润为7185.5万元（同比+14.34%），或系精细化运营管理驱动毛利率提高所致，2024Q3公司毛利率为42.76%（同比+2.78pct）。考虑到公司玩具新品上线节奏较慢，我们看好后续“自研+授权”玩具新品有序推出驱动业绩增长，预计2024-2026年公司归母净利润分别为1.27/2.27/3.11亿元，对应EPS分别为0.09/0.15/0.21元。

费用端略有提升，盈利能力稳定，收现能力有所增强

费用端略有提升，公司2024Q3销售费用率为12.6%（同比+0.98pcts），管理费用率为17.17%（同比+1.93pcts），研发费用率为7.97%（同比+1.55pcts），净利率为1.94%（同比-0.56pcts），盈利能力总体保持稳定。2024年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为1.76亿元（同比+677.91%），主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致，公司收现能力有所增强。

持续丰富产品线，“自研+授权”并举，玩具新品有序推出或驱动业绩增长

自有IP方面，《铠甲勇士-星曜诀醒》预计2024年内播出，2024年9月公司推出爆裂飞车5晶码迷踪项目，2024-2025年整个爆裂推广周期将配合宣传，2024Q4还将推出以年轻群体为核心的IP新品：铠甲勇士新品、巴啦啦小魔仙新品、卡牌系列、量子战队机器人等；授权IP方面，2024年9月以来玩点无限合作推出蓝色禁区、天线宝宝、三丽鸥、蜡笔小新、天官赐福等IP的玩具新品，2024Q4还将推出变形金刚AAE系列、小马宝莉软周边等新品。AI方面，公司计划推出“哄睡 AI 喜羊羊”等AI毛绒、益智教育、桌面机器人等智能新品。公司产品线丰富，“自研+授权”并举，玩具新品有序推出或驱动公司业绩增长。

4.3 重点推荐及受益标的

4.3 重点推荐：上海电影、姚记科技、奥飞娱乐、阅文集团，受益标的包括华立科技

(4) 阅文集团 (00772.HK)：头部IP内容释放驱动业绩增长，IP商业化多点开花

优质IP内容驱动2024H1业绩增长，看好后续内容上新，维持“买入”评级

2024H1公司实现主营业务收入41.91亿元（同比+27.7%），其中在线业务收入19.40亿元（同比-2.2%），主要系公司优化投资回报率较低的分发渠道所致。版权运营及其他业务收入22.51亿元（同比+73.3%），主要系公司爆款剧集、电影及动画上线数量增加及IP授权改编业务规模扩大所致。2024H1公司毛利率为49.7%（同比+0.8pct），净利率为12%（同比+0.56pct），归母净利润为5.04亿元（同比+33.8%），归母净利润增长主要系收入增长及渠道优化带来的毛利率提升所致。我们看好公司头部IP内容上线持续驱动业绩增长，预测公司2024-2026年归母净利润分别为11.04/13.49/15.13亿元，对应EPS分别为1.1/1.3/1.5元。

大IP作品连续取得亮眼表现，头部IP产品储备丰富，或继续驱动增长

2024H1《庆余年第二季》在腾讯视频最高热度达34389，刷新平台历史最高季度，在CCTV-8连续18天全国全部频道实时收视率TOP1。《热辣滚烫》累计票房35亿元，目前为2024年票房冠军。《与凤行》《玫瑰的故事》等剧集也取得亮眼表现。头部IP作品的亮眼表现对公司业绩推动作用明显，公司储备大IP内容还包括《大奉打更人》《赘婿2》《斗罗大陆2》《完美世界》等等，基于头部IP影响力及公司强大的内容能力，IP内容的持续释放有望继续驱动版权运营业务增长。

IP商业化多点开花，短剧、卡牌等新赛道快速增长，IP价值有望加速释放

对于头部IP的开发，除了推出影视作品，公司也开展了IP的全产业链联动，庆余年IP卡牌在剧播前GMV已达2000万，IP授权合作超20个，单IP授权金额创年度新高，盲盒销量超20万，IP商业化实现多点开花。此外，公司短剧业务也实现突破，单部作品流水达3000万，今年还将推出100多部短剧；IP卡牌产品整体GMV超1亿元；IP授权领域覆盖快消、3C、美妆、服饰、餐饮等。IP商业化的多点开花，有望加速释放公司丰富IP储备价值。

4.3 重点推荐及受益标的

4.3 受益标的：华立科技

华立科技（301011.SZ）：产业链下游需求旺盛，IP矩阵持续扩容。

2024年前三季度营业收入7.52亿元，同比增长26.4%，归母净利润0.70亿元，同比增长55.7%；其中2024Q3营收2.9亿元，同比增长24.1%，归母净利润0.34亿元，同比增长23.5%，保持高速增长。公司是国内商用游戏游艺设备发行与运营综合服务商龙头企业，聚焦于游戏游艺设备的新品研发，专注于储备全球顶流IP和国内潮流IP。下游游戏游艺设备更新迭代需求持续增加，游乐场客户的投资意愿显著提高，中小规模游乐场扩张积极。公司持续丰富IP矩阵，手握《宝可梦》、《奥特曼》、《变形金刚》等多款重磅IP代理权，深化自研国潮风卡片机《三国幻战》的运营与推广；重视海外市场拓展，积极探索将动漫IP衍生业务引入日本市场。

4.4

推荐及受益标的

表1: 推荐及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元)		EPS		PE		
			2024/11/12	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300413.SZ	芒果超媒	买入	28.10	1.03	1.17	1.27	27.28	24.02	22.13
1024.HK	快手-W	买入	46.48	3.6	4.5	5.4	12.91	10.33	8.61
0700.HK	腾讯控股	买入	374.97	16.8	20.1	22	22.32	18.66	17.04
2400.HK	心动公司	买入	20.24	1.6	2.4	2.6	12.65	8.43	7.79
300002.SZ	神州泰岳	买入	13.52	0.7	0.72	0.83	19.31	18.78	16.29
300113.SZ	顺网科技	买入	15.22	0.33	0.43	0.53	46.12	35.40	28.72
300785.SZ	值得买	买入	28.43	0.46	0.64	0.92	61.80	44.42	30.90
002517.SZ	恺英网络	买入	13.74	0.84	1.01	1.12	16.36	13.60	12.27
002624.SZ	完美世界	买入	12.30	-0.3	0.41	0.62	/	30.00	19.84
603444.SH	吉比特	买入	213.66	12.84	16.03	18.17	16.64	13.33	11.76
601595.SH	上海电影	买入	29.14	0.31	0.56	0.75	94.00	52.04	38.85
002605.SZ	姚记科技	买入	28.30	1.47	1.89	2.06	19.25	14.97	13.74
002292.SZ	奥飞娱乐	买入	7.46	0.09	0.15	0.21	82.89	49.73	35.52
0772.HK	阅文集团	买入	25.35	1.1	1.3	1.5	23.05	19.50	16.90

数据来源: Wind、开源证券研究所 (买入评级公司盈利预测取自开源证券研究所, 未评级公司盈利预测取自Wind一致预测, 2024年11月13日港币汇率为0.9286)

4.4

推荐及受益标的

表1：推荐及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS			PE		
			2024/11/12	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300133.SZ	华策影视	未评级	8.34	0.21	0.25	0.27	39.04	33.24	30.63	
603598.SH	引力传媒	未评级	15.80	0.21	0.36	0.54	74.42	43.73	29.05	
300031.SZ	宝通科技	未评级	20.42	0.95	1.09	1.25	21.59	18.67	16.30	
300364.SZ	中文在线	未评级	30.03	0.01	0.13	0.23	2755.05	225.28	132.23	
301011.SZ	华立科技	未评级	20.62	0.56	0.73	0.90	37.11	28.20	22.85	
300459.SZ	汤姆猫	未评级	5.54	0.20	0.23	/	28.24	24.08	/	
600228.SH	返利科技	未评级	6.33	/	/	/	/	/	/	
300781.SZ	因赛集团	未评级	72.06	0.43	0.60	0.77	167.43	120.58	93.14	
300654.SZ	世纪天鸿	未评级	10.40	0.15	0.18	0.21	70.51	58.56	49.43	
300010.SZ	豆神教育	未评级	9.70	0.06	0.10	0.16	154.21	95.57	62.22	
002599.SZ	盛通股份	未评级	7.45	0.04	0.10	0.18	171.66	72.75	41.64	
601900.SH	南方传媒	未评级	14.49	0.99	1.10	1.22	14.61	13.22	11.87	
300058.SZ	蓝色光标	未评级	9.54	0.12	0.20	0.25	80.10	47.94	37.95	
301171.SZ	易点天下	未评级	26.53	0.59	0.72	0.87	45.19	36.71	30.59	

数据来源：Wind、开源证券研究所（买入评级公司盈利预测取自开源证券研究所，未评级公司盈利预测取自Wind一致预测，2024年11月13日港币汇率为0.9286）

目录

CONTENTS

- 1 传媒板块复盘与展望
- 2 2025年核心主线之一：AI应用
- 3 2025年核心主线之二：出海
- 4 2025年核心主线之三：IP衍生
- 5 风险提示

- (1) **AI大模型研发进展不及预期**：AI大模型更新迭代受技术路径、算力成本、人员投入及监管等影响，其进展存在不确定性。
- (2) **AI应用商业化落地进展不及预期**：受大模型能力、实际应用效果、消费者接受度及收入预期等因素影响，AI应用商业化进展存在不及预期的风险。
- (3) **新游戏上线推迟或流水不及预期**：受各家公司产品周期、买量成本变化及测试情况等影响，新游戏上线时间具有不确定性，上线后受消费市场整体、用户偏好变化及推广运营策略影响，流水存在不及预期的风险。
- (4) **IP衍生产业规模增长不及预期**：IP衍生产业发展受经济周期、消费预期、行业监管、用户偏好变化等影响，市场规模增长存在不及预期的风险。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn



KYSEC