

超配 (维持)

传媒行业 2025 年上半年投资策略

AI 持续催化，关注高景气赛道投资机会

2024 年 11 月 22 日

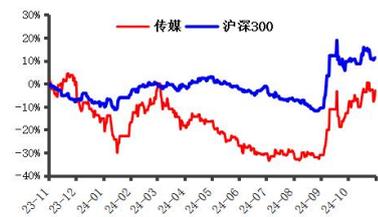
投资要点：

分析师：陈伟光
SAC 执业证书编号：
S0340520060001
电话：0769-22119430
邮箱：
chenweiguang@dgzq.com.cn

分析师：罗炜斌
SAC 执业证书编号：
S0340521020001
电话：0769-22110619
邮箱：
luoweibin@dgzq.com.cn

研究助理：戴晓
SAC 执业证书编号：
S0340123100029
电话：0769-22119297
邮箱：
daixiao@dgzq.com.cn

传媒行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **AI+XR：多模态能力持续突破，应用端成长空间可期。**OpenAI 重磅推出多模态GPT-4o和o1大模型，在语音交互、视觉能力以及解决复杂数学和代码问题等性能上实现飞跃性进展，有望在广告营销、游戏、教育等领域实现广阔的应用前景。终端硬件方面，苹果年初发布Vision Pro带火空间计算概念，海内外多个厂商纷纷加入XR布局，XR硬件深度依赖于优质内容，伴随硬件出货量的提升，内容端需求也将增长，XR渠道变现有望成为传媒各内容产业业绩的新增长点。
- **游戏：游戏IP价值持续凸显，关注高景气卡牌赛道投资机遇。**2024前三季度中国游戏IP市场已收获1960亿元的流水，预计将实现同比增长；中国游戏市场营收中82%的流水来源于IP产品，2024年预计有超50款游戏IP实现超10亿元的流水，IP已成为游戏产业发展的核心资产，IP价值有望继续被挖掘。此外，作为IP衍生主要载体，集换式卡牌赛道实现喷井式发展，市场规模由2017年的7亿元大幅增至2022年的122亿元，五年CAGR达78.4%，到2027年市场规模预计扩大至310亿元。后续优质IP源源不断的产出，将持续为卡牌市场注入活力。
- **出版：K12人数具备韧性，高股息率仍值得关注。**受益于进入壁垒高、市场价格较稳定的特点，同时出生率下降对K12教育影响具有滞后性，K12人数近两年仍具备韧性，教辅教材业务预计将保持稳健。另外，行业内多家公司股息率维持较高水平，高股息逻辑下，中长期持续看好出版企业投资价值。
- **影视：静待25年重点IP提振电影市场，微短剧走向主流化。**电影方面，2024年前十月由于爆款影片欠缺，票房大盘表现疲软。后续2025年有多部重磅IP大作蓄势待发，优质内容持续供给，预计将有效提振观众的观影热情，促进市场需求和票房回升。**短剧方面**，微短剧保持高热度，市场规模和用户规模持续扩张。此外，监管积极推动优秀网络视听作品在电视大屏播出，目前已有数十部短剧在大屏上播出，短剧精品化初见成效，精品短剧走向大屏、走向主流化有望成为影视行业未来发展趋势。
- **广告营销：梯媒保持高增，关注AI驱动广告营销商业化变现。**2024前三季度电梯LCD和电梯海报渠道广告投放花费同比分别实现23.1%和15.9%的增长，同比增幅进一步扩大，梯媒保持高景气度。此外，2023年AppLovin推出AXON 2.0广告引擎，基于AI驱动的广告营销解决方案，在提升ARPAU、获取高价值用户、提升内购收入等方面实现了明显优化，推动AppLovin营收大幅增长，亮眼的经营数据成功佐证了AI在广告领域的商业价值。
- **投资策略：维持超配评级。**2024年，多模态模型能力持续突破，AI应用端加速落地；Vision Pro引领空间计算时代，带动XR产品快速升级，XR硬件销量增长将带动内容需求，XR渠道变现或将成为内容产业业绩的新增长点。继续看好软硬件技术共同催化下，25上半年传媒板块景气度回升。建议关注作为AI垂直应用关键场景的游戏、出版、影视、广告营销四大版块。
- **风险提示：政策监管风险；AI技术发展不及预期；市场竞争加剧风险等。**

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目录

1. 传媒行业行情和业绩复盘	5
1.1 行业经半年调整实现反弹，估值回升	5
1.2 传媒行业前三季度营收同比基本持平，利润端持续承压	6
2. AI+XR：多模态能力持续突破，应用端成长空间可期	8
3. 游戏：游戏 IP 价值凸显，关注高景气卡牌赛道投资机遇	13
3.1 Q3 市场营收创新高，PC 端仍有发展空间	13
3.2 游戏 IP 价值持续凸显，关注高景气卡牌赛道	14
3.3 版号下放高位维持，关注新产品周期演绎	16
3.4 AI+游戏：AIGC 持续赋能，助力游戏生产管线降本增效	18
4. 出版：K12 人数具备韧性，高股息率仍值得关注	18
4.1 教材教辅：K12 人数具备韧性，地方财政教育支出稳步增长	18
4.2 一般图书：码洋规模降幅持续收窄，内容电商重塑图书零售渠道格局	22
4.3 地方国企出版集团高股息率仍值得关注	23
4.4 AI+教育：创新业务打造新增长曲线	24
5. 影视：静待 25 年重点 IP 提振电影市场，微短剧走向主流化	26
5.1 电影：票房大盘表现疲软，静待 25 年重点 IP 提振市场	26
5.2 微短剧：微短剧走向主流化，受众群体进一步增宽	30
5.3 AI+影视：AIGC 赋能内容创作和营销	32
6. 广告营销：梯媒保持高增，关注 AI 驱动广告营销商业化变现	32
7. 投资策略	35
8. 风险提示	36

插图目录

图 1：申万传媒行业 2024 年初至今行情走势（单位：%）（截至 2024 年 11 月 20 日）	5
图 2：2024 年申万传媒二级子行业涨幅（%）（截至 2024 年 11 月 20 日）	5
图 3：申万传媒行业 PE TTM（剔除负值）（截至 2024 年 11 月 20 日）	6
图 4：传媒行业 2020-2024 前三季度营业收入	6
图 5：传媒行业 2020-2024 前三季度归母净利润	6
图 6：传媒行业 2020-2024 前三季度扣非后归母净利润	7
图 7：传媒行业 2020-2024 前三季度毛利率及净利率	7
图 8：海外大模型加速更迭	8
图 9：DeepSeek API 价格	10
图 10：2024-2028 年 VR/AR 头显的全球出货量测算	12
图 11：2022Q3-2024Q3 中国游戏市场实际销售收入	13
图 12：2022Q3-2024Q3 中国自研游戏海外市场实际销售收入	13
图 13：2022Q3-2024Q3 中国客户端游戏市场实际销售收入	13
图 14：2024 年全国游戏市场收入测算	13
图 15：2020-2024Q1-Q3 中国游戏 IP 市场实际销售收入	14
图 16：2024Q1-Q3 中国游戏市场实际销售收入 IP 拥有状况	14
图 17：中国游戏市场 IP 类型	15
图 18：中国原创游戏 IP 价值评估状况	15

图 19: 中国游戏 IP 衍生品市场增长率	15
图 20: 用户购入衍生品成因分布	15
图 21: 2020-2025 年中国收藏卡行业市场规模	16
图 22: 2020-2025 年中国收藏卡消费者规模	16
图 23: 2023-2024 年 1-10 月游戏版号发放情况	16
图 24: AIGC 在游戏生产管线中应用	18
图 25: 全国历年出生人数	21
图 26: 2023-2029 年全国 K12 在校学生数结构预测	21
图 27: 2024 年 1-9 月各渠道图书零售市场码洋同比增长率	22
图 28: 2024 年 1-9 月整体零售中各分类码洋比重及变化	22
图 29: 2022-2023 年整体零售市场中不同渠道码洋结构比例	23
图 30: 世纪天鸿“小鸿助教”	26
图 31: 2020-2024 年 1-10 月全国电影票房及同比增速	26
图 32: 2020-2024 年 1-10 月放映场次及同比增速	26
图 33: 2020-2024 年 1-10 月观影人次及同比增速	27
图 34: 2020-2024 年 1-10 月平均票价及同比增速	27
图 35: 2025 年春节档影片海报	29
图 36: 2022-2024 年长短视频平台微短剧上线数量	30
图 37: 2024H1 微短剧用户规模	30
图 38: 2020-2024 年中国微短剧市场规模	30
图 39: 2020-2024 年中国微短剧市场规模	31
图 40: 东方卫视微短剧观众学历构成	31
图 41: 东方卫视微短剧观众年龄构成	31
图 42: 《全民转职: 我的技能全是禁咒》《重生天尊在都市》海报	32
图 43: 2022Q3-2024Q3 中国 GDP、社会消费品零售总额和广告投放增速(累计同比)	32
图 44: 2019-2024 年 1-9 月广告市场整体花费同比变化	33
图 45: 2021-2024 年 618 大促全网销售额变化	33
图 46: 2024 年 1-9 月分媒体广告花费同比变化	34
图 47: 受访者社区电梯视频广告频次	34
图 48: 用户关注社区电梯视频广告动机	34
图 49: AppLovin 核心产品	34
图 50: SparkLabs 利用生成式 AI 创作的广告创意	34

表格目录

表 1: 传媒子行业 2024Q1-Q3 营收、归母净利润及同比增速	7
表 2: 2024 发布的 AI 视频生成产品整理	9
表 3: 部分登录苹果 Vision Pro 的应用	11
表 4: 2024 发布的 XR 产品整理	12
表 5: A 股游戏厂商部分重点储备产品	17
表 6: 从事中小学教材教辅业务单位的资质要求	19
表 7: 教材教辅业务相关政策梳理	19
表 8: 出版行业上市公司基本情况	20
表 9: 地方财政支出: 教育支出(亿元)	22

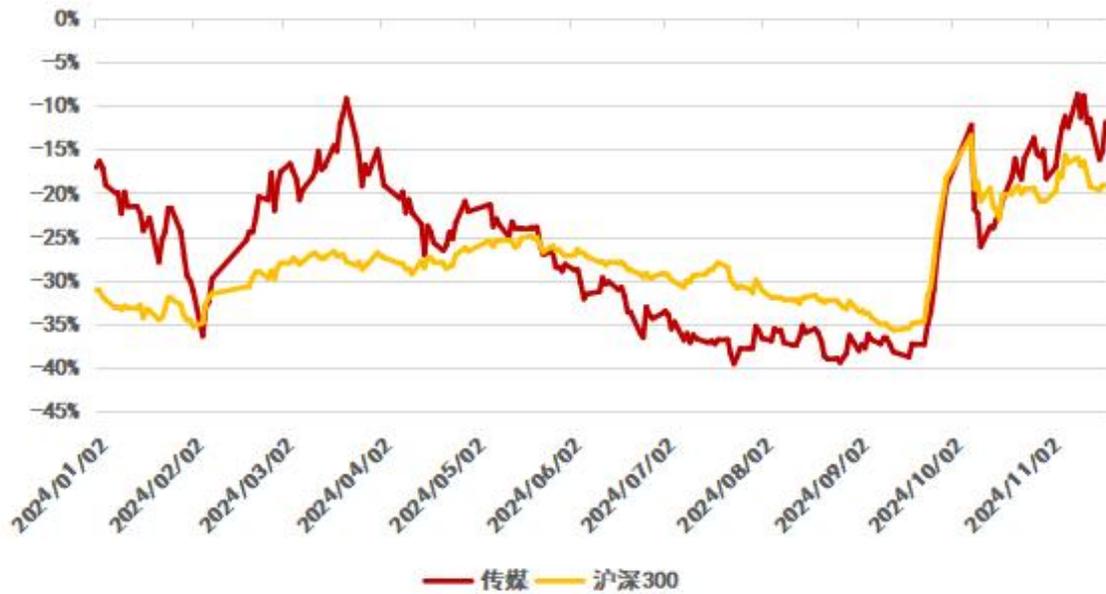
表 10: 2023 年地方国企出版集团分红比例和股息率 (截止至 11 月 20 日)	24
表 11: AI 技术在教育行业应用场景	24
表 12: 2013 和 2024 年 1-10 月票房 TOP5	27
表 13: 2023 和 2024 年 1-10 月票房 TOP5 影投情况对比	27
表 14: 2023 和 2024 年 1-10 月票房 TOP5 院线情况对比	28
表 15: 2025 年重点影视公司主控/主投/参投片单	29
表 16: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/11/21)	35

1. 传媒行业行情和业绩复盘

1.1 行业经半年调整实现反弹，估值回升

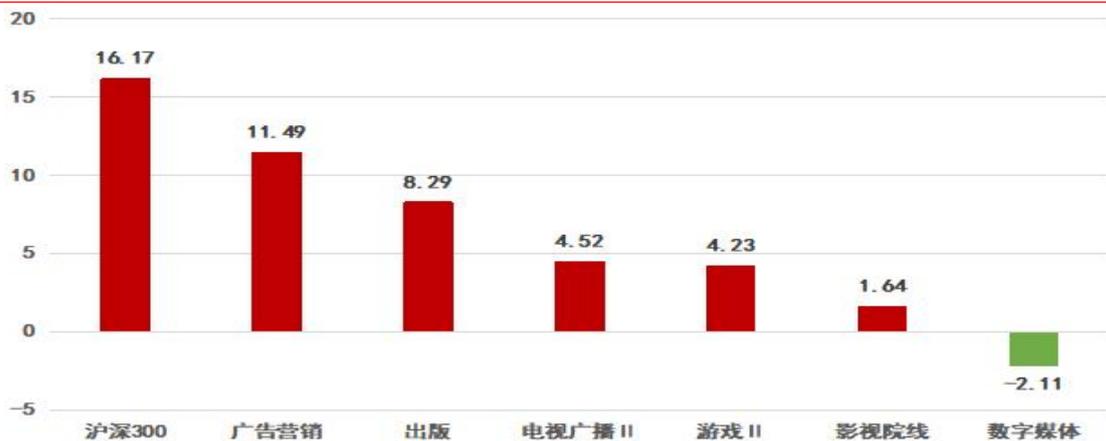
行业经过近半年调整实现反弹。截至 11 月 20 日，2024 年申万传媒行业指数累计上涨 5.68%，涨跌幅在 31 个申万一级行业指数中居于第 20 位，跑输同期沪深 300 指数 10.49 个百分点。其中，1 月申万传媒指数随大盘回撤；2-3 月，文生视频模型 Sora 发布、叠加 Kimi、阶跃星辰等国产大模型更新迭代，以及春节档票房表现亮眼，申万传媒指数达到阶段性高点；而后由于市场风险偏好较谨慎等原因，行业进入近半年震荡回调阶段；9 月 24 日以来，在国家出台一系列刺激政策推动下，传媒行业走势出现明显回暖。从细分行业来看，截至 11 月 20 日，2024 年 6 个申万传媒二级子行业总体上涨，均跑输同期沪深 300 指数。

图 1：申万传媒行业 2024 年初至今行情走势（单位：%）（截至 2024 年 11 月 20 日）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 2：2024 年申万传媒二级子行业涨幅（%）（截至 2024 年 11 月 20 日）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

行业估值有所回升。在估值方面，截至 2024 年 11 月 20 日，SW 传媒行业 PE TTM（剔除负值，下同）为 26.33 倍，处于历史近 5 年的 62.35%分位，高于近 5 年平均值 1.86%。估值有所回升，但整体估值仍处于历史较低水平。子板块方面，SW 游戏板块 PE TTM 为 29.31 倍，SW 广告营销板块 PE TTM 为 29.93 倍，SW 影视院线板块 PE TTM 为 82.77 倍，SW 数字媒体板块 PE TTM 为 28.87 倍，SW 出版板块 PE TTM 为 15.26 倍，SW 电视广播板块 PE TTM 为 43.33 倍。

图 3：申万传媒行业 PE TTM（剔除负值）（截至 2024 年 11 月 20 日）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

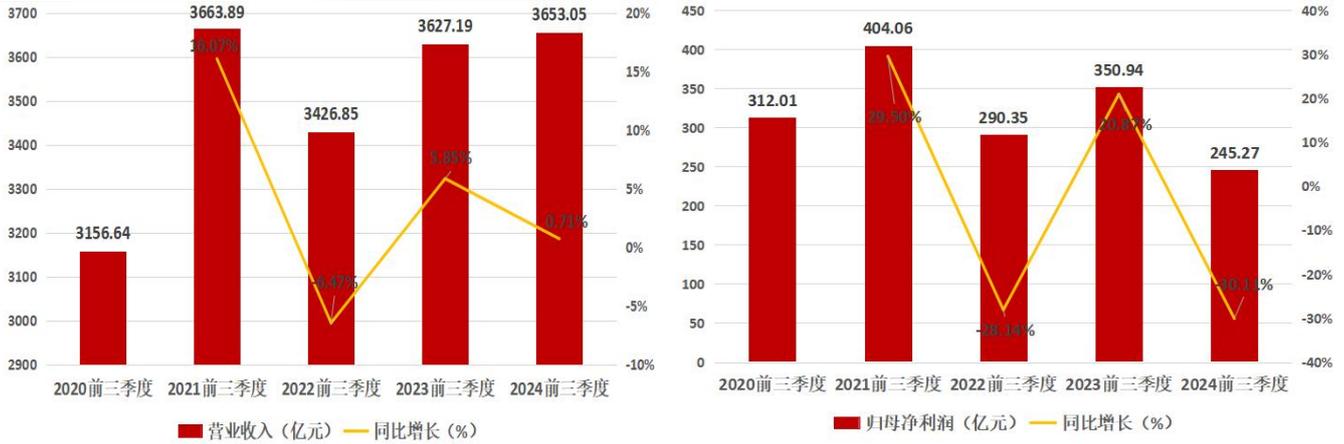
1.2 传媒行业前三季度营收同比基本持平，利润端持续承压

统计样本说明：2024 年第三季度报告已披露完毕，在传媒行业方面，我们以 SW 传媒成分股为基础，剔除 ST 相关个股（截至 11 月 5 日），共计 128 家公司，作为 2024 前三季度传媒行业经营情况分析的样本。

传媒行业前三季度营收同比基本持平，利润端持续承压。营收方面，整体法下，2024Q1-Q3 传媒行业营业收入为 3653.05 亿元，同比增长 0.71%。电影板块由于头部影片供给相对较少，五一档、暑期档和国庆档等档期电影票房表现平淡，拖累行业整体营收；但受到游戏板块新产品密集发布贡献营收增量等的影响，前三季度行业营收同比基本持平。**利润端**，归母净利润为 245.27 亿元，同比下降 30.11%；扣非后归母净利润为 207.55 亿元，同比下降 31.11%，主要是受到公允价值变动收益下降，游戏版块推广费用增大，以及部分文化企业所得税免征优惠政策到期等的影响。**盈利能力方面**，2024Q1-Q3 行业毛利率为 31.49%，同比微降 0.89%；净利率为 6.80%，较上年同期下降 3.19%，行业盈利能力有所下降。

图 4：传媒行业 2020-2024 前三季度营业收入

图 5：传媒行业 2020-2024 前三季度归母净利润



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 6: 传媒行业 2020-2024 前三季度扣非后归母净利润

图 7: 传媒行业 2020-2024 前三季度毛利率及净利率



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

在申万分类标准基础上，参考申万分类标准传媒行业二级行业分类，结合公司业务情况，我们选取游戏、广告营销、出版、电影四个细分领域进行分析。

细分板块 2024 我前三季度季度业绩排序：

按营业收入同比增速排序：广告营销 (+6.56%) > 游戏 (+5.50%) > 出版 (-1.96%) > 电影 (-12.10%)。

按归母净利润同比增速排序：广告营销 (-7.85%) > 出版 (-26.38%) > 游戏 (-27.74%) > 电影 (-69.72%)。

表 1: 传媒子行业 2024Q1-Q3 营收、归母净利润及同比增速

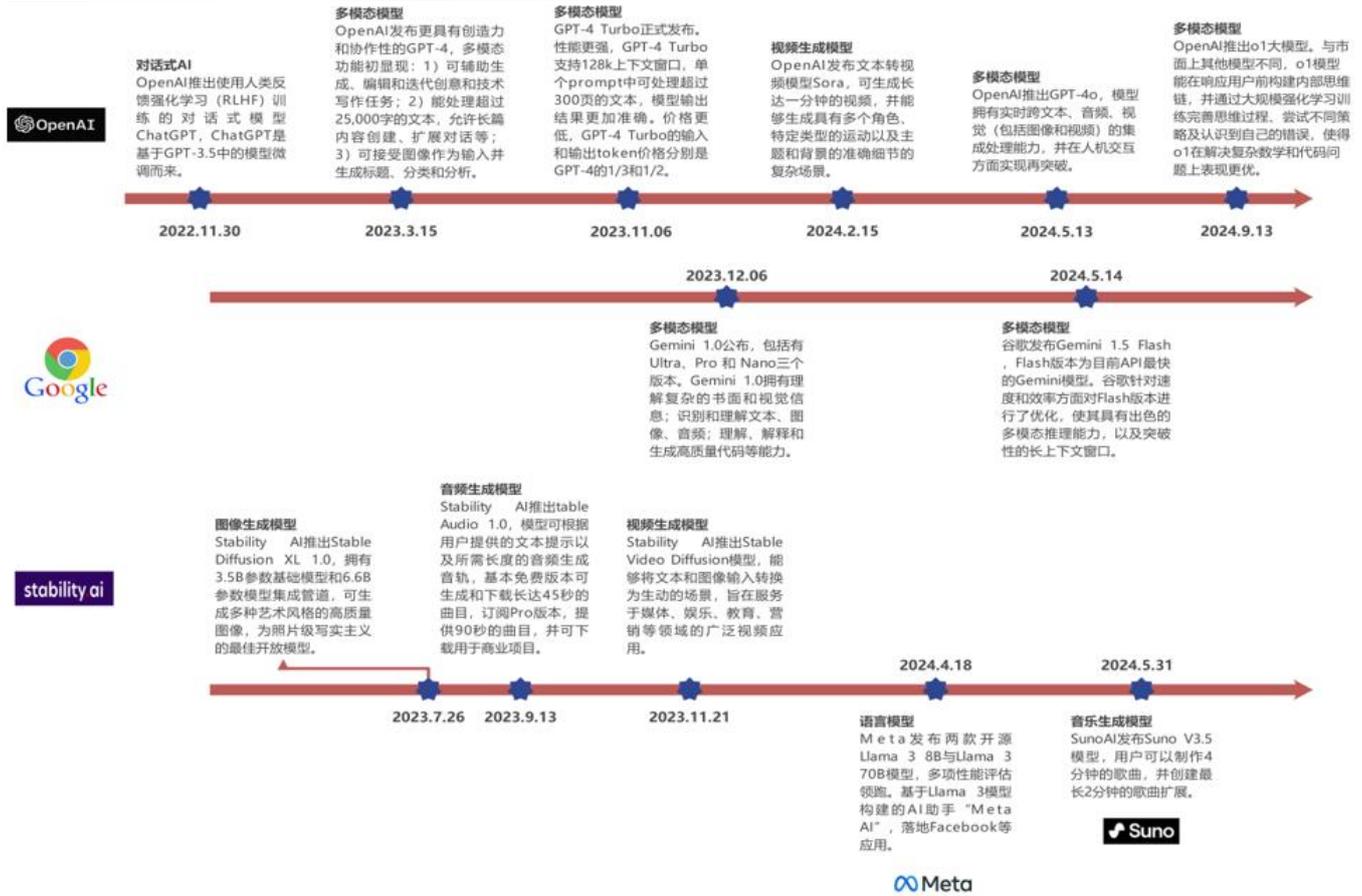
板块名称	2024Q1-Q3 营收（亿元）	2024Q1-Q3营收 同比增速（%）	2024Q1-Q3归母 净利润（亿元）	2024Q1-Q3归母净 利润同比增速（%）
游戏	675.44	5.5	78.25	-27.74
广告营销	1219.46	6.56	45.43	-7.85
出版	1013.85	-1.96	94.19	-26.38
电影	219.89	-12.1	7.03	-69.72

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

2. AI+XR：多模态能力持续突破，应用端成长空间可期

OpenAI 引领多模态技术发展。2024 年 5 月 OpenAI 重磅推出多模态 GPT-4o，GPT-4o 拥有实时跨文本、音频、视觉（包括图像和视频）的集成处理能力，并在语音交互方以及视觉能力面实现飞跃性进展，GPT-4o 对用户语音输入的响应时间缩短至 232 毫秒，接近人类在日常对话中的反应时间，对话流畅度方面远超同类产品。9 月 OpenAI 继续推出 o1 大模型。与市面上其他模型不同，o1 模型能在响应用户前构建内部思维链，并通过大规模强化学习训练完善思维过程、尝试不同策略及认识到自己的错误，使得 o1 在解决复杂数学和代码问题上表现更优。GPT-4o 和 o1 模型能力进一步提升，有望在广告营销、游戏、教育等领域实现广阔的应用前景。除 OpenAI 之外，谷歌、Stability、Meta 等多个公司均加速各类模型的研发与部署。其中，Stability AI 相继推出图像生成模型 Stable Diffusion XL 1.0、音频生成模型 Stable Audio 1.0 和视频生成模型 Stable Video Diffusion，在创意风格、图像质量、音频长度等方面实现了突破。

图 8：海外大模型加速更迭



资料来源: OpenAI 官网, Google 官网, Stability AI 官网, Meta AI 官网, IT之家, 机器之心, 36 氪, 澎湃新闻, 东莞证券研究所

AI 视频模型进展迅速。2024 年, 海内外 AI 视频生成模型持续加码, 年初 OpenAI 率先发布 Sora, 随后全球 AI 厂商集体加速推出 AI 视频模型。海外谷歌发布 Veo、Luma AI 发布 Dream Machine、Runway 发布 Gen-3 Alpha、Meta 发布 Movie Gen 等, 国内生数科技推出 Vidu、字节推出豆包 PixelDance&Seaweed、快手发布更新可灵 1.5、MiniMax 推出海螺 AI。AI 视频生成时长显著增加, 视频一致性和清晰度不断提升, 视频创作边界持续拓宽。

表 2: 2024 发布的 AI 视频生成产品整理

地区	公司	产品	特点
国外	OpenAI	Sora	Sora 会严格根据用户输入的提示词, 制作长达一分钟的视频, 并保持较高的视觉质量。此外, Sora 可以创建包含多人、特定运动类型和详细背景的复杂场景。
	谷歌	Veo	Veo 具备对自然语言有先进的理解能力, 能够理解“延时摄影”、“航拍风景”等电影术语, 可以生成长度超过 1 分钟, 分辨率最高 1080P 的“高质量”视频, 并具有多种视觉和电影风格。
	Luma AI	Dream Machine	速度快, 120 秒即可生成 120 帧; 动作逼真流畅, 还融入电影级别的摄影技巧和戏剧张力; 角色一致性极强, 能够模拟物理世界; 运镜自然, 可匹配场景情感。

	Runway	Gen-3 Alpha	高保真视频：可生成接近真实世界质量的视频内容，具有足够的细节和清晰度。精细动作控制：模型能够精确控制视频对象的动作和过渡，实现复杂场景的流畅动画。逼真人物生成：可生成具有自然动作、表情和情感的逼真人类角色。多模态输入：支持文字转视频、图像转视频、文字转图像等多种创作方式。
	Meta	Movie Gen	输入文本 Movie Gen 就能生成带有声音的高清视频，还可以编辑现有的视频或静止图像、编辑现有视频并更改样式和过渡效果，或添加不存在的内容。
国内	生数科技	Vidu	Vidu 模型融合 Diffusion 与 Transformer，开创性创建了 U-ViT，支持一键生成长达 16 秒、分辨率高达 1080P 的高清视频内容。
	字节跳动	豆包 PixelDance	豆包视频生成模型能实现自然连贯的多拍动作与多主体复杂交互。豆包视频生成模型采用深度优化的 Transformer 结构，大幅提升了视频生成的泛化能力，支持 3D 动画、2D 动画、国画、黑白、厚涂等多种风格，适配电影、电视、电脑、手机等各种设备的比例，不仅适用于电商营销、动画教育、城市文旅、微剧本等企业场景，也能为专业创作者和艺术家长们提供创作辅助。
		豆包 Seaweed	
	快手	可灵 1.5	图生视频：支持将静态图像转化为 5 秒钟视频，用户可通过提示词文本控制图像中物体的运动。视频续写：支持对生成视频一键续写和连续多次续写，最长可生成约 3 分钟视频。文生视频：提供 9:16 和 1:1 视频尺寸选择。支持生成 1080p 视频，同时构图更美观、动作更合理、文本相关性提升。
MiniMax	海螺 AI	文生视频：在生成运动方面海螺 AI 实现了明显的突破，尤其是人体动作的流畅性和逼真性。文本响应性能突出，海螺 AI 能够较为准确地将提示词中的元素体现在视频中。模型测试方面，海螺 AI 视频模型在 VBench（视频生成模型评测框架）的第三方独立测试结果中综合排名第一，在画面质量、连贯性、流畅性等多维度均处于领先地位。	

资料来源：IT 之家，机器之心，东莞证券研究所

国内大模型价格进一步下调。国内大模型厂商再度下调模型价格，以扩大市场份额。其中，DeepSeek 的 API 输入费用再次下调为 0.1 元/百万 tokens，输出 2 元/百万 tokens；阿里云三款通义千问主力模型继 5 月后再降价，Qwen-Turbo 价格直降 85%，降至 0.3 元/百万 tokens，Qwen-Plus 和 Qwen-Max 分别再降价 80%和 50%；百度通的文心大模型两款主力模型 ENIRE Speed 和 ENIRE Lite 宣布全面免费。大模型价格持续下降，有望加速应用端厂商的布局与落地，推动产业快速发展。

图 9：DeepSeek API 价格

输入(每百万 tokens)		输出(每百万 tokens)
缓存命中	缓存不命中	2 元
0.1 元	1 元	

deepseek / 上下文硬盘缓存

资料来源：界面新闻，东莞证券研究所

Vision Pro 引领空间计算时代，人机交互体验再革新。2024 年初苹果发布 Vision Pro，标志空间计算时代正式开启。在内容生态及操作系统方面，苹果打造全新 Vision OS 系统，内嵌空间计算框架、空间音频引擎、3D 空间引擎、注视点渲染引擎、实时驱动的子系统等，使得 Vision Pro 可兼容 iPhone、iPad 和 Mac 等数十万款应用。在交互方面，Vision Pro 配置有 12 个摄像头、5 个传感器和 6 个麦克风，用户可以轻松地通过视线聚焦应用、用手势捏合选择、手腕转动来滚动页面以及语音指令浏览应用程序等协同方式，带来了全新的交互体验。

多家应用厂商牵手 Vision Pro，XR 内容生态进一步完善。与早期局限于单机游戏的传统头显设备不同，得益于 Vision Pro 的强大性能以及包括 AI 在内的内容制作技术提升，XR 设备的应用场景已延伸至游戏、电商、广告、教育、文旅等。目前，京东、淘宝、爱奇艺、腾讯、快手、抖音、叠纸、陌陌旗下多款应用均已立项或登录 Vision Pro，XR 内容生态侧百花齐放。

表 3：部分登录苹果 Vision Pro 的应用

公司	应用	领域	内容
京东	京东.Vision	营销	京东.Vision 利用 Vision Pro 的空间计算技术，为用户提供了一种新的购物方式。用户可以通过京东.Vision 直接将心仪的家电家居或数码产品以 1:1 等比例“拖拽”到自己的家中，实现真实预览每件物品在空间中的布局和外观。
淘宝	淘宝 Vision Pro	营销	淘宝和小米汽车、梅森马吉拉、魅可、美的等品牌进行“空间试车”、“空间试妆”、“智能家居”等深度合作，用户可以通过 Vision Pro 将商品投影到现实中查看，并与其他商品对比。
爱奇艺	爱奇艺 XR	影视	具有超 25000 部精品视频内容、沉浸式 IP 观影场景及独家开发的 3D 表情弹幕功能，带来更具沉浸感和交互性的内容消费体验。
腾讯	QQ 音乐	音乐	用户可以在苹果 Vision Pro 头显中滑动选择想要聆听的专辑，在歌曲播放的过程中会跟随旋律出现不同的场景，此外歌词也会在 Vision Pro 滑动显示。
快手	快手 vp 版	营销	快手 vp 版支持屏幕三开，可以边刷视频、边浏览个人主页、边开启评论面板。利用 Vision Pro 提供的强大空间交互能力，多屏界面也可随着观看进度，切换自如，个人主页和评论面板保持跟随跳转。
抖音	抖音 VR 直播	营销	支持小范围 6DoF 3D 直播，可实现内容追随，为用户带来立体看播体验。同时，也支持 180°、360° 全景直播，实现沉浸式看直播。
叠纸游戏	恋与深空（立项）	游戏	玩家仅通过眼睛、双手和语音即可实现与空间内容的交互，做到真正的触手可及，给玩家带来更具沉浸感的交互体验。
陌陌	inSpaze	社交	用户可以将空间视频、空间图片内容装饰成自己的个性化空间。此外，还能邀请好友一同加入个人空间进行交流，好友也能看到用户设置的空间场景。

资料来源：IT 之家，VR 陀螺，东莞证券研究所

XR 软硬件相辅相成，C 端应用市场成长空间可期。随着苹果 Vision Pro 带火空间计算概念，海内外多个厂商纷纷加入 XR 布局，包括有 Snap 推出的 Spectacles、Meta 推出的 Quest 3S、雷鸟创新研发的雷鸟 Air3、XREAL 研发的 Air 2 Ultra 以及 PICO 研发的 PICO 4 Ultra 等。根据 IDC 的测算，随着 XR 应用场景限制被打破，消费者群体不断拓宽，2028 年 VR 头显的销量预计将达到 2470 万台，五年 CAGR 达 29.2%；AR 头显销量预计增长至 1090 万台，五年 CAGR 达到 87.1%。展望后续，XR 硬件深度依赖于优质内容，

伴随硬件出货量的提升，内容端需求也将增长，XR 渠道变现有望成为游戏、电商、广告、教育、文旅等传媒板块业绩的新增长点。

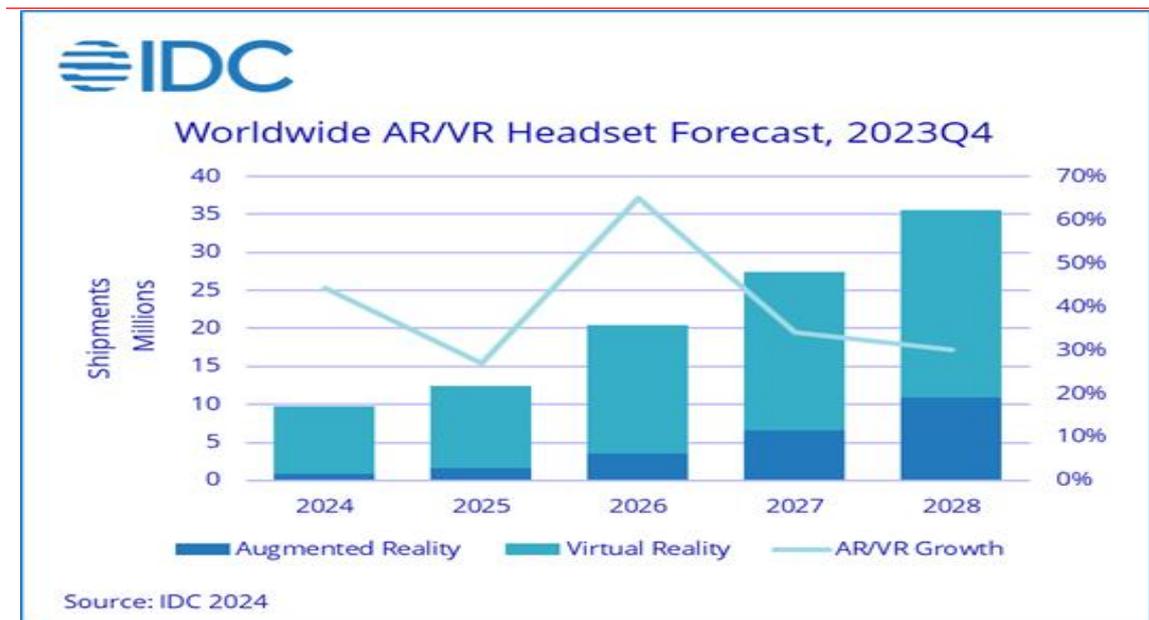
表 4：2024 发布的 XR 产品整理

地区	公司	产品	属性	特点
国外	苹果	Vision Pro	MR 头显	双目 8K 视频，总像素达 2300 万。目前 visionOS 应用商店现已拥有超过 2500 个原生空间应用。
	Snap	Spectacles	AR 眼镜	提供语音控制的 AR 滤镜，并集成 OpenAI 的多模态 AI 模型。还可与 Snap 的 AI 聊天机器人 My AI 互动，获取视野内物体的相关信息。Spectacles 融合数字内容与现实世界，交互性能持续突破。
	Meta	Quest 3S	VR 头显	具有多任务处理和运行应用程序的能力，能在屏幕上同时运行多达四个应用程序，包括 YouTube 视频、浏览器、亚马逊音乐和 Meta 的应用商店。
国内	雷鸟创新	雷鸟 Air3	AR 眼镜	支持 120Hz 高刷显示，可有效降低画面拖影现象，达到流畅的观看效果。具备与 1000 多种设备的适配能力，包括智能手机、笔记本电脑和游戏主机 Switch。
	XREAL	Air 2 Ultra	AR 眼镜	可以接入 Android、macOS 和 Windows 等各种计算设备。支持 iPhone 新空间视频格式，用户可以用手机拍摄空间视频，然后在 Air 2 Ultra 上观看。
	PICO	PICO 4 Ultra	MR 混合现实一体机	支持 800 万像素立体高清色彩透视，搭载双目 4K+ 超视感屏，拥有 90Hz 刷新率，可实现低畸变透视。支持手机镜像，可在头显上显示与操作手机，iPhone 与 Android 手机双兼容。PICO 4 Ultra 还支持 Windows/Mac 双桌面兼容的桌面互联，可实现多桌面的同时显示。 2024 下半年内逐步完成应用商店的开放。

资料来源：IT 之家，澎湃新闻，东莞证券研究所

（注：扩展现实（Extended Reality，简称 XR）包括所有通过计算机技术和可穿戴设备创造的现实和虚拟环境的融合体验，涵盖了增强现实（AR）、虚拟现实（VR）和混合现实（MR）等技术。）

图 10：2024-2028 年 VR/AR 头显的全球出货量测算



资料来源：VR 陀螺，东莞证券研究所

3. 游戏：游戏 IP 价值凸显，关注高景气卡牌赛道投资机会

3.1 Q3 市场营收创新高，PC 端仍有发展空间

Q3 市场营收创新高，自研游戏出海业务表现亮眼。根据伽马数据，2024Q3 中国游戏市场实际销售收入达 917.66 亿元，相比去年同期实现 8.95% 的增长，创历史同期新高。一方面得益于 3A 大作《黑神话：悟空》提振单机、主机市场，贡献数十亿元收入；另一方面是《永劫无间》等优质新品上线以及《无尽冬日》等头部产品推出新玩法和新活动，共同驱动流水攀升。海外市场方面，2024Q3 中国自研游戏海外市场营收为 51.69 亿元，同比增长 20.75%，主要来源于游戏科学的《黑神话：悟空》、米哈游新品《绝区零》和腾讯的《王者荣耀》国际版（Honor of Kings）等新游的出色表现。

图 11：2022Q3-2024Q3 中国游戏市场实际销售收入

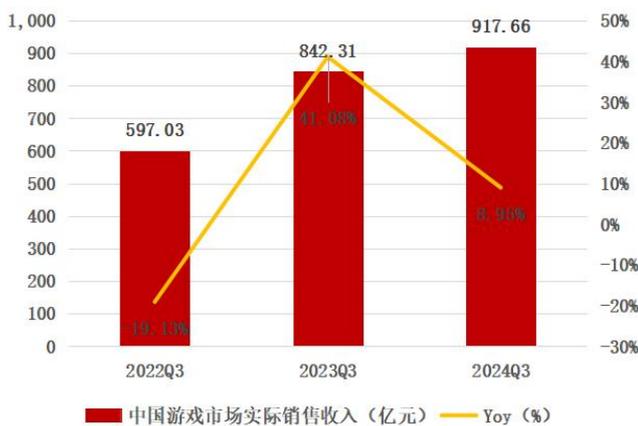
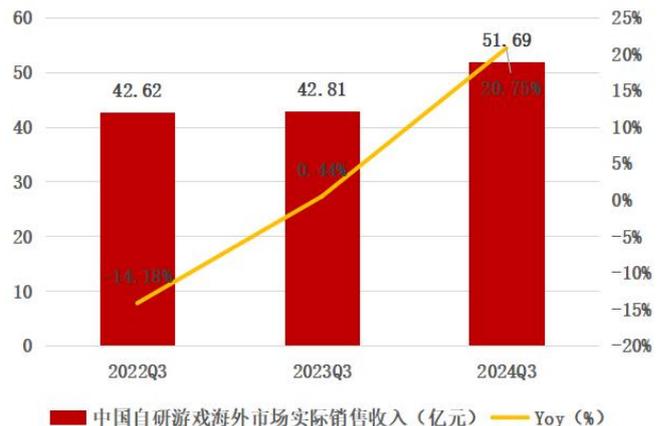


图 12：2022Q3-2024Q3 中国自研游戏海外市场实际销售收入

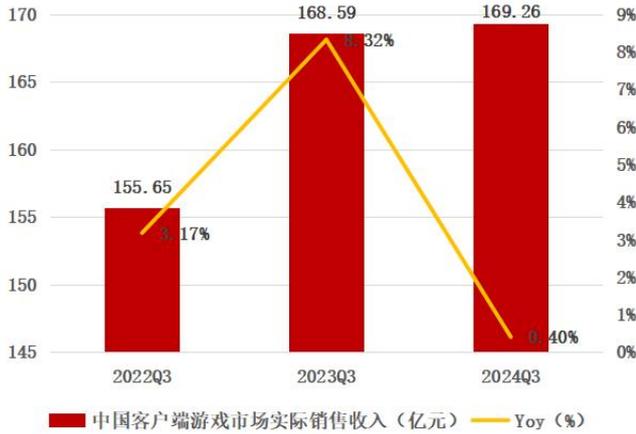


资料来源：伽马数据，东莞证券研究所

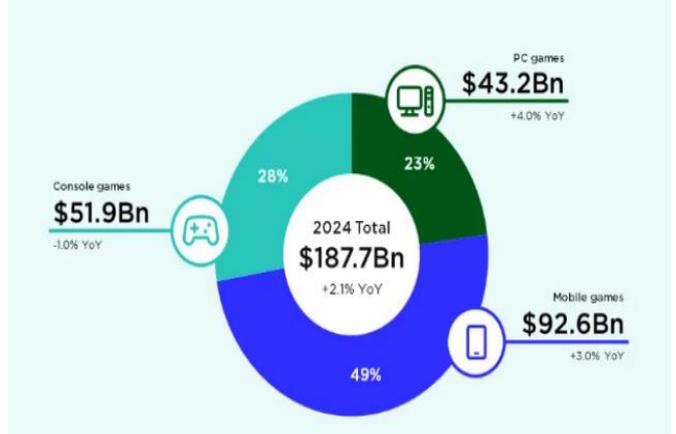
资料来源：伽马数据，东莞证券研究所

PC 端仍有发展空间。根据伽马数据，2022Q3-2024Q3 中国客户端（PC）游戏市场实际销售收入分别为 155.65/168.59/169.26 亿元，已连续三年实现同比增长。根据 Newzoo 测算，2024 年全球 PC 游戏收入达 432 亿美元，同比增长预计为 4%，增长率将超过移动端游戏。此前中国游戏厂商主要聚焦于手游市场，对于 PC 游戏的研发和运营投入相对较少。然而《黑神话：悟空》爆火出圈，并成功跻身 2024Q3 全球 PC&主机游戏收入榜 TOP10，验证了中国游戏厂商研发 PC 游戏的实力，也反映出客户端游戏市场依然存在巨大的需求潜力。24 年米哈游《绝区零》、莉莉丝《剑与远征：启程》《万龙觉醒》等头部厂商新游均选择上线 PC 版本，后续随着更多厂商的加入，PC 端游戏有望持续增厚游戏市场规模。

图 13：2022Q3-2024Q3 中国客户端游戏市场实际销售收入 图 14：2024 年全国游戏市场收入测算



资料来源：伽马数据，东莞证券研究所



资料来源：Newzoo，东莞证券研究所

3.2 游戏 IP 价值持续凸显，关注高景气卡牌赛道

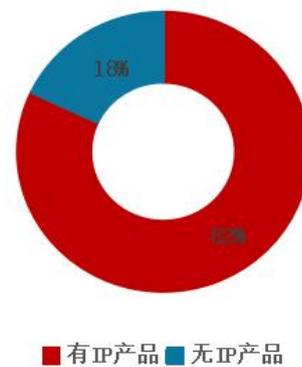
游戏 IP 价值持续凸显。根据伽马数据，2024 年前三季度中国游戏 IP 市场已收获 1960 亿元的流水，预计将实现同比增长；中国游戏市场实际销售收入中 82% 的流水来源于 IP 产品，2024 年预计有超 50 款游戏 IP 实现超 10 亿元的流水，其中“地下城与勇士”IP 上线首月流水已超 60 亿元，变现能力突出。IP 已成为游戏产业发展的核心资产，IP 价值有望继续被挖掘。

图 15：2020-2024Q1-Q3 中国游戏 IP 市场实际销售收入 图 16：2024Q1-Q3 中国游戏市场实际销售收入 IP 拥有状况



资料来源：伽马数据，东莞证券研究所

2024 前三季度中国游戏市场实际销售收入 IP 拥有状况 (按流水)



资料来源：伽马数据，东莞证券研究所

把握原创 IP 赛道投资机遇。根据伽马数据，中国游戏 IP 市场收入结构方面，中国原创 IP、引进授权 IP 和跨领域 IP（原生类型为文学、影视、动漫等）市场份额占比分别为 48.2%、44.1% 和 7.7%。我们对中国原创 IP 的长期发展持乐观预期，主要基于以下几个考量：1) 价值评估：在五项价值评估指标中，中国原创 IP 在 IP 关注热度、IP 开发程度、用户粘性和粉丝基数四个方面均超越了平均水平。2) 研发&运营：原创 IP 具有高自由度的特点，在研发和运营上不受现有品牌或故事的限制，允许厂商根据市场趋势和用户喜好，设计独特的角色、故事情节和游戏机制。3) 商业回报：原创 IP 不仅节省了 IP 授权费用，还能通过销售 IP 周边商品、版权授权等多种渠道实现盈利，从而为厂商

带来多元化的收入。

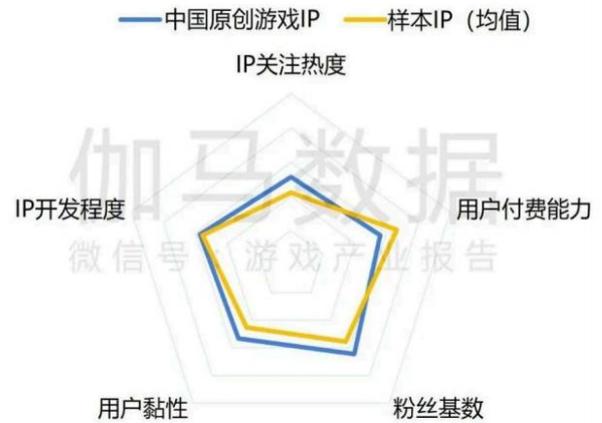
图 17：中国游戏市场 IP 类型



资料来源：Sensor Tower，东莞证券研究所

图 18：中国原创游戏 IP 价值评估状况

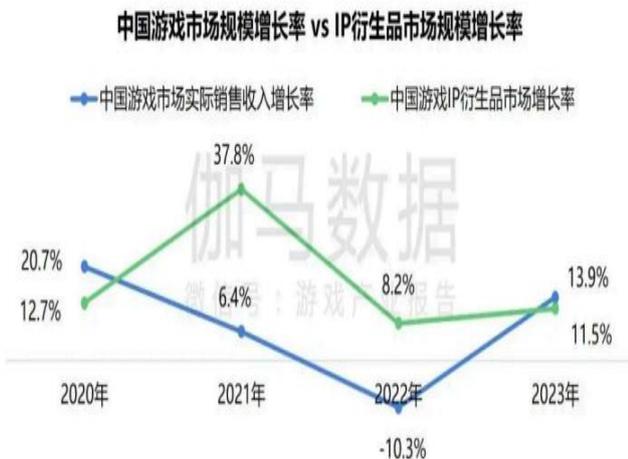
中国原创游戏IP VS 样本IP (均值) 价值评估状况



资料来源：Sensor Tower，东莞证券研究所

IP 衍生品市场不断扩容，用户消费意愿较高。从市场组成来看，IP 衍生品可以分为虚拟衍生品和实体衍生品（小型/轻型收藏品、手办、玩偶、服饰等），实体衍生品凭借更完善的产业链和更明确的用户需求，占据超 95% 的市场份额。从供需端来看，2023 年游戏 IP 衍生品市场增速为 11.5%，已连续四年保持正增长；有 68.1% 的玩家愿意为游戏衍生品付费，用户付费意愿较高。伽马数据的调查显示，用户购买动机主要是为了与游戏建立更深层次的情感联系，超过半数的用户因喜爱特定角色而选择购买。我们认为，在 AI 技术加持下人机交互不断升级，游戏 IP 角色设计日趋完善，衍生品市场作为 IP 的延伸，或保持快速增长态势。

图 19：中国游戏 IP 衍生品市场增长率



资料来源：伽马数据，东莞证券研究所

图 20：用户购入衍生品成因分布

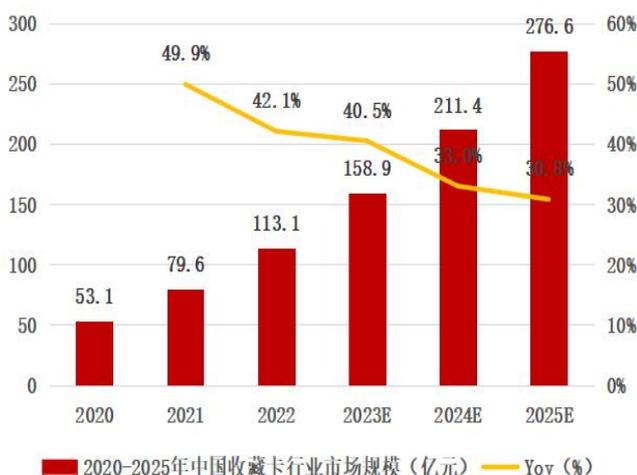


资料来源：伽马数据，东莞证券研究所

IP 衍生主要载体，集换式卡牌赛道喷井式发展。小型/轻型收藏品为最主要的 IP 衍生品代表，其中集换式卡牌市场表现尤为突出。集换式卡牌（TCG）指具有特定主题的实体卡，可供消费者收藏、交换或畅玩。集换式卡牌主要包括竞技对战类（万智牌、游戏王、

宝可梦为代表) 以和集换收藏类 (以小马宝莉卡牌、奥特曼卡牌、NBA 球星卡为代表) 两大类。数据显示, 中国集换式卡牌行业的市场规模由 2017 年的 7 亿元大幅增加至 2022 年的 122 亿元, 五年 CAGR 达 78.4%, 到 2027 年市场规模预计扩大至 310 亿元。收藏卡方面, 2022 年中国收藏卡行业市场规模达 113.1 亿元, 同比增长 42.1%, 到 2025 年其市场规模预计将来 276.6 亿元; 2022 年消费者规模为 433.3 万人, 同比增长 37.8%, 到 2025 年消费者人数将增至 887.9 万人。中国游戏行业经过多年积累, 已孕育出了众多具有广泛影响力的 IP, 如写实风格的《和平精英》、古风的《仙剑奇侠传》和动漫风格的《明日方舟》等, 优质 IP 源源不断的产出, 将持续为卡牌市场注入活力。

图 21: 2020-2025 年中国收藏卡行业市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 东莞证券研究所

图 22: 2020-2025 年中国收藏卡消费者规模

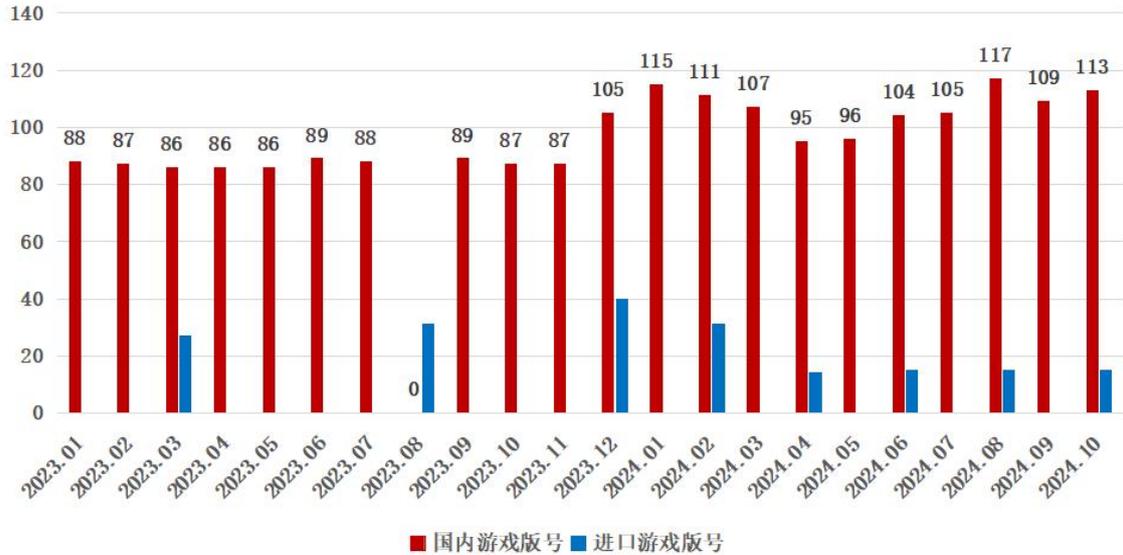


资料来源: 艾瑞咨询, 东莞证券研究所

3.3 版号下放高位维持, 关注新产品周期演绎

版号下放高位维持, 助力供给侧进一步改善。2024 年前十个月国产游戏版号均已公布, 1-10 月获批游戏版号数量共计为 1072 款, 相较 2023 年同期的 786 款实现 36.39% 的增长。进口游戏版号方面, 2024 年 2 月/4 月/6 月 8 月/10 月分别审批通过进口游戏版号 31/14/15/15/15 款, 合计为 90 款, 相较 23 年同期实现 55.17% 的增长, 审批频率趋于稳定。国产和进口游戏版号审批均保持在高位, 将助力游戏内容供给加速。

图 23: 2023-2024 年 1-10 月游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，东莞证券研究所

关注新产品周期演绎。在版号审批政策放宽的利好下，各大头部厂商正加速推出新产品。据统计，神州泰岳旗下《代号 DL》和《代号 LOA》、吉比特旗下《问剑长生（代号 M72）》和《杖剑传说（代号 M88）》等重点产品将在 2024 年底至 2025 年上半年陆续上线，产品周期开启，行业业绩拐点有望在 25 年逐步体现。

表 5：A 股游戏厂商部分重点储备产品

公司	产品名称	种类	自研/代理	版号
三七互娱	《斗罗大陆：猎魂世界》	国漫东方玄幻 MMORPG	自研	有
	《诸神黄昏：征服》	西方魔幻 MMORPG	代理	有
完美世界	《诛仙世界》	国风仙侠 MMO	自研	有
	《乖离性百万亚瑟王：环》	卡牌 RPG	自研	有
吉比特	《问剑长生（代号 M72）》	放置修仙	自研	有
	《杖剑传说（代号 M88）》	放置冒险	自研	有
神州泰岳	《代号 DL》	SLG+模拟经营	自研	有
	《代号 LOA》	SLG+模拟经营	自研	无
恺英网络	《盗墓笔记：启程》	ARPG	自研	有
	《斗罗大陆：诛邪传说》	MMORPG	自研	有
	《龙之谷世界》	MMORPG	联合发行	有
	《纳萨力克：崛起》	动作冒险	自研	有
电魂网络	《野蛮人大作战 2》	魔性竞技+RPG	自研	有
	《螺旋勇士》	策略 RPG	自研	有
	《修仙时代》	国风修仙题材开放大世界	自研	有

资料来源：各大游戏官网，公司公告，TapTap，东莞证券研究所

3.4 AI+游戏：AIGC 持续赋能，助力游戏生产管线降本增效

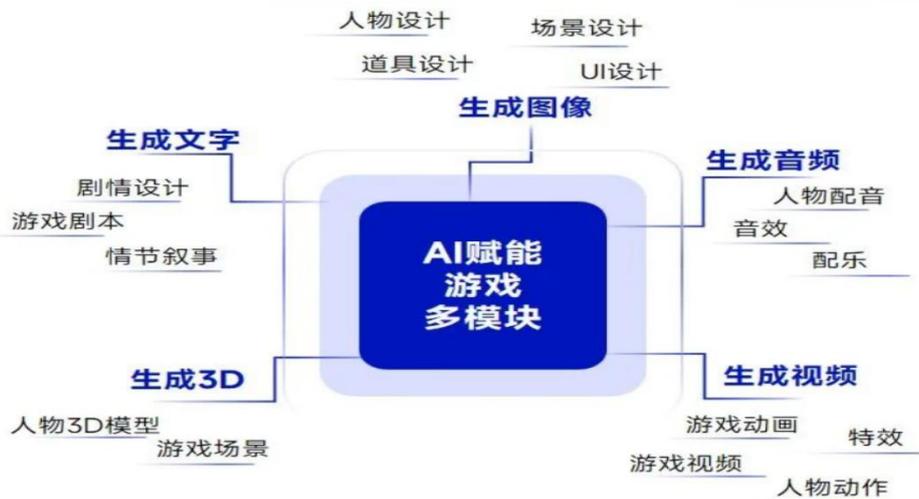
AIGC 赋能生产管线，实现游戏制作的降本增效。传统游戏制作的流程复杂，经典游戏大作需要大量的资源投入，技术要求高，制作周期长。通过融合 AIGC，游戏开发者输入简单的文本指令即可实现文字、2D 图像、音频、3D 图像、3D 动画等游戏资产的自动生成，显著缩短了游戏开发的时间和降低了人力成本。同时，游戏资产的自动生成也减轻了开发者的负担，增进游戏制作的生产效率，使他们能够将更多精力投入到更具创造性的工作中，有助于提高游戏产品的质量和内容密度，实现行业逐步转向高质量、精品化发展。目前多款游戏的生产管线已接入 AIGC，部分厂商 AIGC 应用：

网易：2017 年网易互娱 AI Lab 成立，致力于计算机视觉、自然语言处理和游戏 AI 等游戏场景下的应用落地研究，目前研究成果已应用在《第五人格》《蛋仔派对》《梦幻西游》等产品中；

游族网络：《少年西游记 2》《少年三国志 3》等已接入 AI 渲染管线；

世纪华通：《传奇》《龙之谷》《彩虹岛》《饥荒》等产品已接入 AI 工具，据悉 AI 工具可替代超过一半 2D 画面美术工作。

图 24：AIGC 在游戏生产管线中应用



资料来源：伽马数据，东莞证券研究所

4. 出版：K12 人数具备韧性，高股息率仍值得关注

4.1 教材教辅：K12 人数具备韧性，地方财政教育支出稳步增长

有严格准入制度，行业进入壁垒高。出版单位资质方面，根据《出版物市场管理规定》，出版单位需申请并通过审批获得出版许可证方可从事出版业务。对于教材教辅业务，监管有更高的资质要求，在主营业务、人员组成、物流配送系统、从业年限、发行网络等

方面实施更严格的准入制度，使得教材教辅业务具有较高进入壁垒。

国家指导定价，市场价格较稳定。由于教材教辅业务主要涉及未成年人的教育，国家监管在教材教辅质量审核和价格管理等方面也设定了相关要求。质量审核上，教辅材料出版发行需严格执行选题论证制度、稿件“三审”责任制度和“三校一读”制度。定价上，企业应遵循“保本微利”原则，科学合理地确定中小学教辅材料价格，以保持市场价格的基本稳定。

表 6：从事中小学教材教辅业务单位的资质要求

时间	来源	文件	具体要求
2016	国家新闻出版总署	《出版物市场管理规定》	1. 以出版物发行为主营业务的公司制法人； 2. 有与中小学教科书发行业务相适应的组织机构和发行人员； 3. 有能够保证中小学教科书储存质量要求的、与其经营品种和规模相适应的储运能力，在拟申请从事中小学教科书发行业务的省、自治区、直辖市、计划单列市的仓储场所面积在 5000 平方米以上，并有与中小学教科书发行相适应的自有物流配送体系； 4. 有与中小学教科书发行业务相适应的发行网络。在拟申请从事中小学教科书发行业务的省、自治区、直辖市、计划单列市的企业所属出版物发行网点覆盖不少于当地 70% 的县（市、区），且以出版物零售为主营业务，具备相应的中小学教科书储备、调剂、添货、零售及售后服务能力； 5. 具备符合行业标准的信息化管理系统； 6. 具有健全的管理制度及风险防控机制和突发事件处置能力； 7. 从事出版物批发业务五年以上。最近三年内未受到出版行政主管部门行政处罚，无其他严重违法违规记录。

资料来源：国家新闻出版署，东莞证券研究所

表 7：教材教辅业务相关政策梳理

业务类型	时间	来源	文件	内容
教材	2019	中华人民共和国教育部	《中小学教材管理办法》	1. 教材经审定后方可出版、发行。教材出版、发行单位须取得国家出版主管部门批准的教材出版、发行资质。教材出版单位要严格按照审定通过的出版稿印刷，并向教育行政部门备案。 2. 教材出版单位要严格规范编辑、审稿、校对制度，保证教材编校质量。教材出版和印制应执行国家标准，实施“绿色印刷”，确保印制质量。教材定价应严格遵守“保本微利”原则。教材发行应确保“课前到书、人手一册”。 3. 教材出版发行不得夹带任何商业广告或变相商业广告，不得搭售教辅材料或其他商品。

教辅	2011	国家新闻出版署	《关于进一步加强中小学教辅材料出版发行管理的通知》	1. 严格执行选题论证制度、稿件“三审”责任制度和“三校一读”制度，确保出版物的内容质量和编校质量； 2. 中小学教辅类报刊发行严格实行一报一刊一个邮发代号。 3. 价格管理：出版单位要严格执行国家有关价格政策，根据出版发行合理成本，按照保本微利的原则，科学确定中小学教辅材料价格，并主动向社会公示。
	2015	国家新闻出版署、教育部、发展改革委	《中小学教辅材料管理办法》	1. 中小学教辅材料须由新闻出版行政主管部门依法批准、取得《出版物经营许可证》的发行单位发行。未经批准，任何部门、单位和个人一律不得从事中小学教辅材料的发行。 2. 中小学教辅材料出版发行单位不得委托不具备发行资质的部门、单位和个人发行中小学教辅材料。 3. 在中小学教科书发行中，不得搭售中小学教辅材料。 4. 价格管理：对各省、自治区、直辖市评议公告目录以外的教辅材料，由出版单位自主定价。在每学期开学前，出版单位要在本单位互联网网页显著位置，向社会公开所出版的所有中小学教辅材料价格情况，包括开本、印张数、印张单价、零售价格等情况，主动接受社会监督。

资料来源：国家新闻出版署，中华人民共和国商务部，国务院办公厅，东莞证券研究所

国有企业占核心地位，民营企业为辅助和补充力量。根据申万行业分类，A股出版板块共计上市企业 29 家，按照企业实际控制人的属性分为国有企业（中央企业 3 家；地方国有企业 18 家）和民营企业（8 家）。2024 上半年，出版行业营收前二十名均为国有企业，其中凤凰传媒、中南传媒和山东出版表现较好，排在前三位。

表 8：出版行业上市公司基本情况

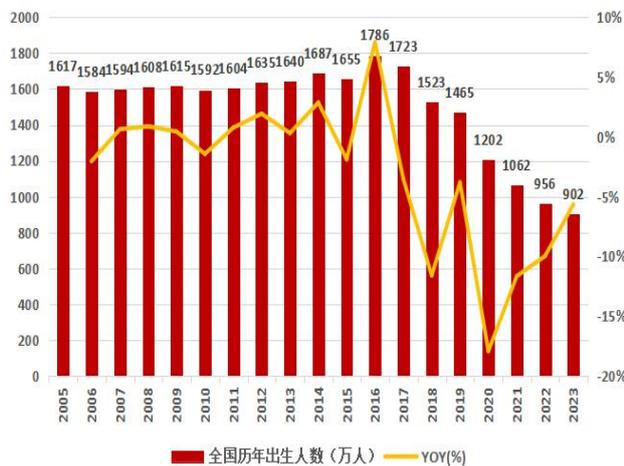
证券代码	证券名称	属性	地区	2024H1 营业收入（亿元）
601928.SH	凤凰传媒	国有企业	江苏	72.36
601098.SH	中南传媒	国有企业	湖南	68.93
601019.SH	山东出版	国有企业	山东	59.44
601811.SH	新华文轩	国有企业	四川	57.88
601921.SH	浙版传媒	国有企业	浙江	52.33
601801.SH	皖新传媒	国有企业	安徽	52.13
600373.SH	中文传媒	国有企业	江西	51.55
000719.SZ	中原传媒	国有企业	河南	45.29
600551.SH	时代出版	国有企业	安徽	44.36
601900.SH	南方传媒	国有企业	广东	40.25
600757.SH	长江传媒	国有企业	湖北	35.73
601949.SH	中国出版	中央企业	全国	24.67
600229.SH	城市传媒	国有企业	山东	14.07
601858.SH	中国科传	中央企业	全国	12.24
601999.SH	出版传媒	国有企业	辽宁	10.47
300788.SZ	中信出版	中央企业	全国	8.05
603230.SH	内蒙新华	国有企业	内蒙古	7.90
605577.SH	龙版传媒	国有企业	黑龙江	7.69

600825.SH	新华传媒	国有企业	上海	6.16
603999.SH	读者传媒	国有企业	甘肃	5.44
300364.SZ	中文在线	民营企业	北京	4.62
603096.SH	新经典	民营企业	天津	4.53
002181.SZ	粤传媒	国有企业	广东	2.62
301052.SZ	果麦文化	民营企业	浙江	2.29
300148.SZ	天舟文化	民营企业	湖南	2.07
301025.SZ	读客文化	民营企业	上海	1.99
000793.SZ	华闻集团	民营企业	海南	1.75
300654.SZ	世纪天鸿	民营企业	山东	1.63
301231.SZ	荣信文化	民营企业	陕西	1.35

资料来源：iFind，东莞证券研究所

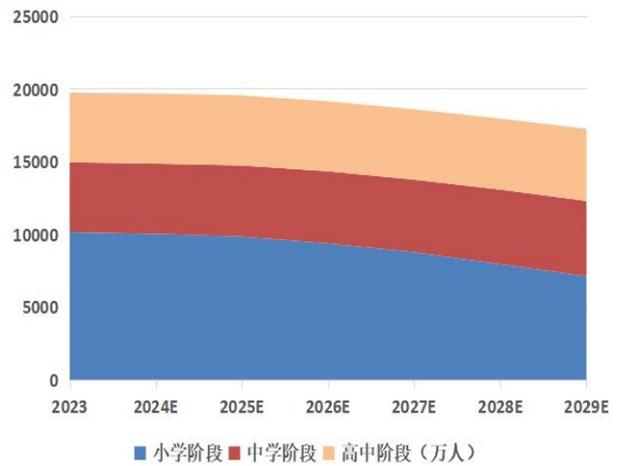
K12 人数具备韧性。以户籍人口作为统计口径，2015 年发布的二孩生育政策全面落地释放大量生育意愿，使得 2016、2017 年全国的出生人口数量呈现增长趋势（分别为 2024 年三年纪、二年级学生数）。2018 年以来出生人口数量出现持续下滑，但前期较高的出生率使得中小学在校人数在近年仍保持在较高水平。根据国家规定 6 周岁入学进行测算，全国 2024 和 2025 年小学在校生分别 10014 和 9839 万人，中学在校生分别 9648 和 9694 万人，K12 在校人数共计为 19662 和 19533 万人，由于初高中入学率的提升，预计 2024-2025 年中小学在校生人数仍有韧性。

图 25：全国历年出生人数



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 26：2023-2029 年全国 K12 在校学生数结构预测



资料来源：iFind，东莞证券研究所

各地地方财政教育支出稳步增长。我国高度重视教育事业的发展，秉持“一个不低于”（即国家财政性教育经费占 GDP 比例不低于 4%）和“两个只增不减”（即财政一般公共预算教育支出逐年只增不减；按在校学生人数平均的全国一般公共预算教育支出逐年只增不减）的目标，为我国教育事业总体水平进入世界中上行列提供了有力保障。从地方财政教育支出来看，各省市的教育支出近年稳步增长，广东省、江苏省和山东省等学生人数规模较大的省份，地方财政教育支出也相应较高。

表 9：地方财政支出：教育支出(亿元)

时间	广东	江苏	山东	浙江	河南	四川	河北	湖南	安徽	江西
2012	1501.22	1350.61	1311.80	877.86	1106.51	993.20	865.54	807.58	717.94	622.06
2013	1744.59	1434.99	1399.67	950.07	1171.52	1036.41	837.63	809.45	736.59	664.53
2014	1808.97	1504.86	1461.05	1030.99	1201.38	1056.91	868.87	833.27	743.07	711.72
2015	2040.65	1746.22	1690.62	1264.93	1271.00	1252.33	1041.16	928.54	856.73	793.27
2016	2318.47	1842.94	1825.99	1300.03	1343.76	1301.85	1134.90	1032.37	910.87	848.88
2017	2575.52	1979.57	1890.00	1430.15	1493.11	1389.20	1276.55	1115.33	1014.91	940.57
2018	2792.90	2055.56	2006.50	1572.47	1664.67	1461.78	1385.59	1186.72	1113.26	1054.41
2019	3210.51	2213.84	2156.14	1764.69	1810.71	1578.88	1537.09	1270.02	1222.21	1148.50
2020	3510.56	2406.53	2283.84	1881.09	1882.56	1686.16	1596.26	1325.25	1261.86	1223.59
2021	3796.69	2563.41	2411.09	2039.52	1786.41	1733.04	1628.81	1373.63	1315.66	1249.10
2022	3871.14	2598.05	2626.48	2197.26	1895.57	1865.04	1771.15	1500.39	1420.87	1320.01
2023	4008.30	2710.14	2698.00	2365.17	1990.70	1951.08	1800.28	1578.95	1517.02	1375.70

资料来源：iFind，东莞证券研究所

4.2 一般图书：码洋规模降幅持续收窄，内容电商重塑图书零售渠道格局

前三季度图书零售市场降幅持续收窄。根据开卷研究的数据，2024 年前三季度中国图书零售市场码洋规模仍为负增长，同比下降 0.68%，但得益于 618 电商大促带动和 9 月新一学年开启，整体图书零售市场码洋降幅较上半年进一步缩小。分渠道来看，2024 前三季度内容电商（短视频电商）渠道码洋同比增长 30.16%，较上半年增幅有所扩大，主要是教材教辅图书带动。此外，实体店渠道、平台电商和垂直及其他电商渠道码洋同比分别下降了 6.26%、11.96%和 7.46%，其中实体店渠道降幅较上半年有所扩大，传统渠道仍承压。分书籍类型来看，教辅、生活、少儿、自然科学、中小学幼儿园教材、语言和教育类实现同比正增长，刚需性较强的教辅和少儿品类仍为码洋比重最大的类别，合计码洋占比超 50%。

图 27：2024 年 1-9 月各渠道图书零售市场码洋同比增长率图 28：2024 年 1-9 月整体零售中各分类码洋比重及变化



资料来源：开卷研究，东莞证券研究所

资料来源：开卷研究，东莞证券研究所

内容电商保持高速增长，图书零售渠道格局正重塑。根据开卷研究的推算，2023 年平台电商以 41.5% 的码洋比例仍为规模最大的销售渠道，而短视频电商渠道从 2022 年 16.4% 的码洋占比提升至 2023 年的 26.7%，超过垂直及其他电商，成为第二大图书零售渠道。我们认为，随着数字化持续深化，流量持续迁移至短视频电商平台，图书零售渠道格局或将持续变化。

图 29：2022-2023 年整体零售市场中不同渠道码洋结构比例



资料来源：开卷研究，东莞证券研究所

4.3. 地方国企出版集团高股息率仍值得关注

地方国企出版集团股息率维持较高水平。用 2023 年分红总额除以 2024 年 11 月 20 日收盘市值计算，出版行业平均股息率为 2.91%，其中，中文传媒、皖新传媒、新华文轩、山东出版、中南传媒的股息率较高，均超过 5%，共有 9 家地方国企出版集团股息率高于 4%。地方国企出版公司的主要营收来源于教辅业务，具有较高的行业壁垒和刚性需求，使得此类企业在业绩状况上保持稳定、股息率维持较高水平。在高股息逻辑下，中长期持续看好出版企业投资价值。

表 10：2023 年地方国企出版集团分红比例和股息率（截止至 11 月 20 日）

证券代码	公司名称	分红比例 (%)		股息率 (%)	
		2022	2023	2022	2023
600373.SH	中文传媒	52.65	53.66	5.72	5.81
601801.SH	皖新传媒	51.99	63.81	2.34	5.59
601811.SH	新华文轩	30.04	31.25	2.47	5.30
601019.SH	山东出版	48.43	49.19	4.29	5.22
601098.SH	中南传媒	77.01	53.26	5.10	5.17
601921.SH	浙版传媒	55.02	57.43	4.34	4.86
601928.SH	凤凰传媒	61.12	43.11	4.82	4.76
600757.SH	长江传媒	53.25	47.79	3.98	4.46
600551.SH	时代出版	35.17	43.63	2.16	4.07
000719.SZ	中原传媒	37.67	30.94	3.55	3.66
600229.SH	城市传媒	39.34	43.75	2.48	3.53
603230.SH	内蒙新华	19.80	50.53	1.16	3.49
601900.SH	南方传媒	43.94	37.10	2.86	3.45
002181.SZ	粤传媒	81.44	749.95	0.49	1.18
601999.SH	出版传媒	30.70	30.47	0.58	0.92
603999.SH	读者传媒	30.15	30.51	0.69	0.85
605577.SH	龙版传媒	10.23	10.32	0.78	0.43
600825.SH	新华传媒	--	37.54	--	0.21

资料来源：ifind，东莞证券研究所

4.4 AI+教育：创新业务打造新增长曲线

AI 在教育行业各个应用场景实现技术扩散。具体来说：1) 学术科研：减轻文献整理和校对负担，同时在数据处理和预测中支持基础研究；2) 备课规划：从教师经验主导转向数据驱动，教师可专注于更创造性的任务；3) 作业生成及批改：实现试题标准化生成和作业及时反馈，加速知识理解和应用；4) 自主学习：提供个性化资源推荐和任务规划，启发思考并实时解答疑惑；5) 辅助练习：在开放场景中，以学生为中心进行多轮交互和拟人化陪伴；6) 测试评估：实现测评数据多模态、内容常态化和结果个性化；7) 管理服务：优化教学资源利用，挖掘人才潜力，提升组织资产价值。

表 11：AI 技术在教育行业应用场景

应用场景	主要内容
学术科研	AIGC 作为一种辅助工具，在文献及引文整理、数据分析、图表生成、语法及错别字校对等方面解放部分人力，给予科研工作者一些喘息机会。同时，大模型与科研工具包结合，可加速科研计算，进行数据预测等，助力科研基础研究及探索。

备课规划	备课是一个兼具较大工作量和创造力需求的工作。工作量主要体现在不同学段、不同班级的课程大纲、教案的撰写、课程资源的搜集，以及课件的制作方面，创造力需求主要体现在根据各班级学情、进度的不同进行个性化修改和调整，以及师生互动设计等方面。 AIGC 技术的应用，使得教学资源搜集、课件制作等偏执行的工作在大数据驱动下，可以更加快速高效地完成，节省教师大量时间。由此，教师可以从事更多如师生沟通、学生关怀、互动设计等创造性、情感性、社交性的工作。
作业生成及批改	在作业生成方面，对于 AI 易于理解的经典题目而言，教师提供试题范围及标准，AI 即可批量生成标准化题目，并给出对应答案，需要教师进行下一步的试题合成等动作。而对于写作任务等作业模板，教师勾选、填充作业要求后，即可发布给学生。在作业批改方面，内容上，AI 可实现语法、错字、标点等一键识别与修改。数量上，相比于老师逐份批改耗时耗力，AI 可在学生完成后即时批改并提供反馈，加快学生学习转化，提升效率。
自主学习	在自主学习场景下，学生通常存在学习任务不具针对性、难点困惑缺乏引导启发、实时反馈不足的三大问题，AIGC 的应用对这三点难题都有助益。首先，大模型积累了大量的学生个人数据，可以提供更懂学生的学习资源、学习任务和学习反馈；其次，根据情景的不同，AIGC 产品可设置是否提供答案，如在学生练习遇到困难时提供启发引导，或在错题后为学生提供题目详解；同时，AI 可在学生产生困惑的当下提供实时的答疑解惑，保证学生学习的时效，强化学习效果。
辅助练习	AIGC 技术应用后，大模型参数的扩大、预训练架构的使用等，使得原本单向播报和简单问答的功能进一步拓展了多轮对话、逻辑推理、上下文理解能力。其次，与数字人、人形机器人结合后，多模态的大模型既可识别学生的声音、表情等特征，也可借助“似人”的外貌提供“类人”的交互陪伴。从不同细分场景的成熟度来看，当前口语、写作练习等，相较于数学、化学等逻辑类的练习任务，用户容错能力更强，应用成熟度和热度也更高。
测试评估	AIGC 技术在测评对象、内容、结果三个方面影响对学生的测试评估，使得学生测评更加自然全面。从测评对象来看，大模型的多模态能力，可应对多种类型的作业评估需求，通过对学生表情、声音等的识别，可实现对学生更全面的评估；从测评内容来看，作为 AI 导师的大模型，与学生长期相伴，积累了大量的常态化数据，可以给予更多过程性评价；从测评结果来看，大模型可以根据学生个人情况生成测评结果，而非归类判定，测评结果的针对性更强。就成熟度而言，口语、作文等测评，相比于数学、物理等逻辑要求更高的学科，应用更加成熟。
管理服务	组织的运营、管理、服务中，存在着大量的数字资产，对于教育、文化类更加重视知识和资产管理的组织而言，AIGC 能起到激活资产、辅助管理决策、提高组织运转效率的作用。从教学服务来看，课堂前，AIGC 可以辅助完成考勤、休假等基础工作；课堂中，AIGC 可通过语音识别等技术与师生实时交互，同时可实时生成课堂互动所需测试等材料；课堂后，可清晰分析并展示每个学生及班级的学情对比数据。从资产管理来看，AIGC 技术可以对组织的海量知识和信息进行整合、沉淀和激活，帮助企业打造专属 AI 知识库，实时响应员工需求。同时可以实时更新并提取人才库信息，实时优化人才梯队。

资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

厂商积极推动“AI+教育”产品商业化，有望构建知识付费为核心的新商业生态。代表产品方面，业内在通用大模型基础上，自研并推出教育专用类大模型，包括有科大讯飞发布星火大模型、网易有道推出子曰教育垂类模型，学而思发布数学大模型、世纪天鸿开发“小鸿助教”等。其中，世纪天鸿的“小鸿助教”为公司依托大语言模型打造的教师端智能助教工具，融合先进的有结构长文本处理技术，整合优质教育资源，专为教师群体设计。通过对话交互，“小鸿助教”在教案编写、作文批改、写作辅助、教学活动

策划、读书笔记、文本优化、PPT 构建、思维导图设计、评语撰写及中英翻译等多场景助力教师提升工作效率，受到市场与教师的广泛关注。在智慧教育场景的应用，世纪天鸿投资的笔神作文在 AI 作文批改领域持续领先，累计用户超 1800 万，作文社区月投稿量逾 30 万篇，拥有 500 多万篇优质作文语料。作为全国领先的中小学生学习平台与投稿社区，笔神作文可提供作文批改服务，助力学生不断提升写作能力。

图 30：世纪天鸿“小鸿助教”



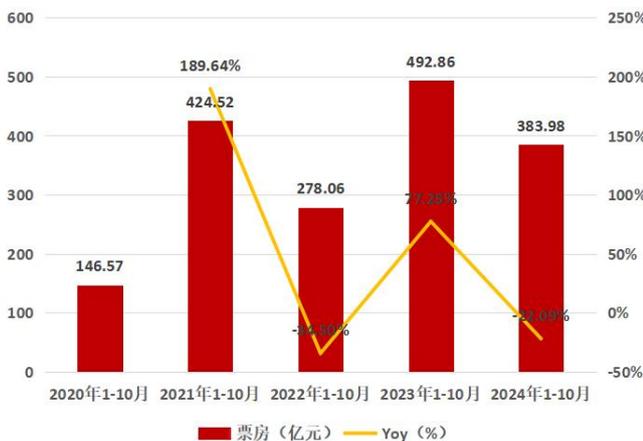
资料来源：世纪天鸿 2023 年报，东莞证券研究所

5. 影视：静待 25 年重点 IP 提振电影市场，微短剧走向主流化

5.1 电影：票房大盘表现疲软，静待 25 年重点 IP 提振市场

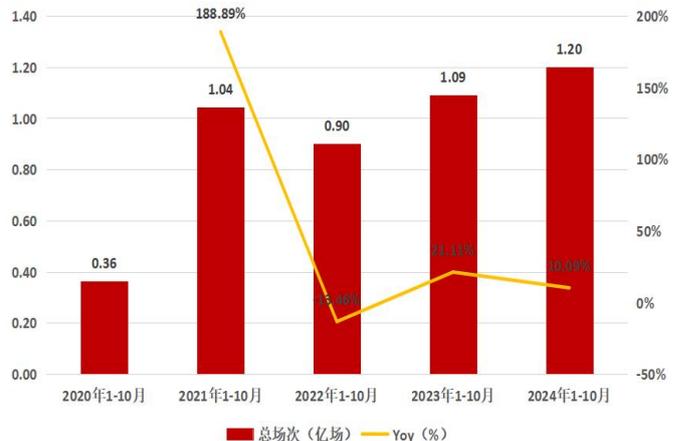
爆款影片匮乏，票房大盘表现疲软。 大盘数据来看，2024 年 1-10 月全国电影市场实现 383.98 亿元的票房收入，同比下降 22.09%。主要系超大体量和中高体量影片欠缺，导致票房大盘表现疲软。根据猫眼专业版数据，2024 年 1-10 月票房达 40 亿元以上的影片缺席，票房超 10 亿元影片仅 8 部，较 2023 年同期减少 2 部。终端场次方面，24 年 1-10 月共计 1.2 亿放映场次，同比增长 10.09%；观影人次方面，24 年 1-10 月观影人数为 9.05 亿，同比下降 21.98%。影片价格上看，24 年 1-10 月平均票价 42.3 元，与去年同期基本持平。

图 31：2020-2024 年 1-10 月全国电影票房及同比增速



资料来源：猫眼专业版，东莞证券研究所

图 32：2020-2024 年 1-10 月放映场次及同比增速



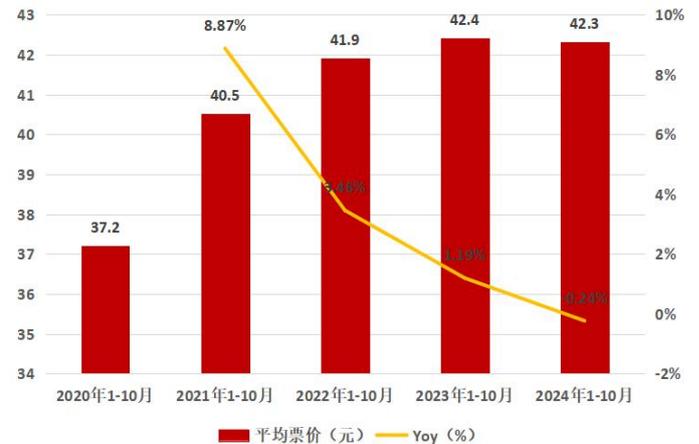
资料来源：猫眼专业版，东莞证券研究所

图 33：2020-2024 年 1-10 月观影人次及同比增速



资料来源：猫眼专业版，东莞证券研究所

图 34：2020-2024 年 1-10 月平均票价及同比增速



资料来源：猫眼专业版，东莞证券研究所

TOP5 影片质量较稳定。24 年 1-10 月票房 TOP5 影片的豆瓣评分分别为 7.6/7.6/7.2/7.5/6.9，平均评分为 7.36，同比提升了 0.12 分。与 23 年同期头部影片口碑出现较大差异化不同，24 年 TOP5 影片整体质量上表现出较好的稳定性。

表 12：2013 和 2024 年 1-10 月票房 TOP5

2023 年 1-10 月			2024 年 1-10 月		
影片	票房 (亿元)	豆瓣评分	影片	票房 (亿元)	豆瓣评分
满江红	45.44	7	热辣滚烫	34.61	7.6
流浪地球 2	40.29	8.3	飞驰人生 2	33.40	7.6
孤注一掷	38.48	6.9	抓娃娃	33.28	7.2
消失的她	35.24	6.2	第二十条	24.55	7.5
封神第一部	26.33	7.8	熊出没·逆转时空	20.07	6.9

资料来源：猫眼专业版，东莞证券研究所

竞争格局较稳定，市场集中度同比微降。根据猫眼专业版，影投方面，24 年 1-10 月票房 TOP5 影投累计收入为 103.65 亿元，占据 26.99% 的市场份额，相较 2023 年同期微降 0.05 个百分点。万达影投、横店影投仍稳居影投市占率前两位。院线方面，24 年 1-10 月票房 TOP5 院线收入合计为 182.93 亿元，票房占比 47.64%，同比下降 0.70 个百分点。24 年前十个月，票房排名前五的院线依然由万达电影、中影数字、中影南方、上海联和和大地电影占据，头部竞争格局较稳定。此外，影投和院线 TOP5 票房市占率均呈现轻微下降趋势，主要是受到在映影院数量增加的影响。

表 13：2023 和 2024 年 1-10 月票房 TOP5 影投情况对比

23 年 1-10 月票房 TOP5 影投	票房 (亿元)	票房占比 (%)	24 年 1-10 月票房 TOP5 影投	票房 (亿元)	票房占比 (%)
万达影投	78.75	15.98%	万达影投	60.85	15.85%
横店影投	18.42	3.74%	横店影投	14.87	3.87%
CGV 影投	12.94	2.63%	星轶影投	10.11	2.63%
星轶影投	11.88	2.41%	CGV 影投	9.65	2.51%
金逸影投	11.31	2.29%	金逸影投	8.17	2.13%
合计	133.3	27.05%	合计	103.65	26.99%

资料来源：猫眼专业版，东莞证券研究所

表 14：2023 和 2024 年 1-10 月票房 TOP5 院线情况对比

23 年 1-10 月票房 TOP5 院线	票房 (亿元)	票房占比 (%)	24 年 1-10 月票房 TOP5 院线	票房 (亿元)	票房占比 (%)
万达电影	85.41	17.33%	万达电影	66.99	17.45%
中影数字	42.61	8.65%	中影南方	32.02	8.34%
上海联和	40.08	8.13%	中影数字	31.1	8.10%
中影南方	36.45	7.40%	上海联和	29.54	7.69%
大地电影	33.70	6.84%	大地电影	23.28	6.06%
合计	238.25	48.34%	合计	182.93	47.64%

资料来源：猫眼专业版，东莞证券研究所

关注 25 年重点影片供给表现。截止目前片单来看，2025 年有多部重磅 IP 大作蓄势待发。**从内容题材来看**，待映影片类型呈现多样化，涵盖了喜剧、动作、动画、战争、悬疑、科幻等多种题材，可满足不同消费群众的多样化观影需求。**从重点影片来看**，根据猫眼数据，目前已有三部电影定档春节档。中国电影的《射雕英雄传：侠之大者》改编自金庸同名小说，作为武侠经典 IP，票房收入值得期待；《封神第二部：战火西岐》作为“封神三部曲”的第二部作品，具有承上启下的作用，此前《封神第一部：朝歌风云》狂澜 26.34 亿元票房，《封神第二部：战火西岐》有望继续延续系列的辉煌；《熊出没·重启未来》已为“熊出没系列”第十一部作品，“熊出没系列”自 2014 年进军大银幕以来，票房数据在各年都比较稳定，作为喜剧动画影片符合春节档家庭式观影的刚性需求。此外，25 年年内还有《731》《天才游戏》《蛟龙行动》等重点 IP 待上映，优质内容持续供给，预计将有效提振观众的观影热情，促进市场需求和票房回升。

表 15：2025 年重点影视公司主控/主投/参投片单

主投/参投 头部公司	影片名称	影片类型	上映时间	前作
中国电影	《射雕英雄传：侠之大者》	武侠	2025. 01. 29	
北京文化	《封神第二部：战火西岐》	神话/战争/ 动作	2025. 01. 29	《封神第一部：朝歌风云》（2023，26. 34 亿元）
华强方特/ 横店影视	《熊出没·重启未来》	动画/科幻/ 喜剧	2025. 01. 29	《熊出没·逆转时空》（2024，20. 06 亿元） 《熊出没·伴我“熊芯”》（2023，14. 95 亿元） 《熊出没·重返地球》（2022，9. 77 亿元） 《熊出没·狂野大陆》（2021，5. 95 亿元） 《熊出没·原始时代》（2019，7. 17 亿元） 《熊出没·变形记》（2018，6. 05 亿元） 《熊出没·奇幻空间》（2017，5. 21 亿元） 《熊出没之熊心归来》（2016，2. 87 亿元） 《熊出没之雪岭熊风》（2015，2. 94 亿元） 《熊出没之夺宝熊兵》（2014，2. 47 亿元）
长春电影	《731》	战争/悬疑	2025. 07. 31	
博纳影业	《蛟龙行动》	动作	预计 2025 年	《红海行动》（2018，36. 52 亿元）
光线传媒	《哪吒之魔童闹海》	动画	预计 2025 年	《哪吒之魔童降世》（2019，50. 35 亿元）
猫眼娱乐/ 光线传媒	《天才游戏》	悬疑	预计 2025 年	

资料来源：猫眼专业版，东莞证券研究所

图 35：2025 年春节档影片海报



资料来源：猫眼专业版，东莞证券研究所

5.2 微短剧：微短剧走向主流化，受众群体进一步增宽

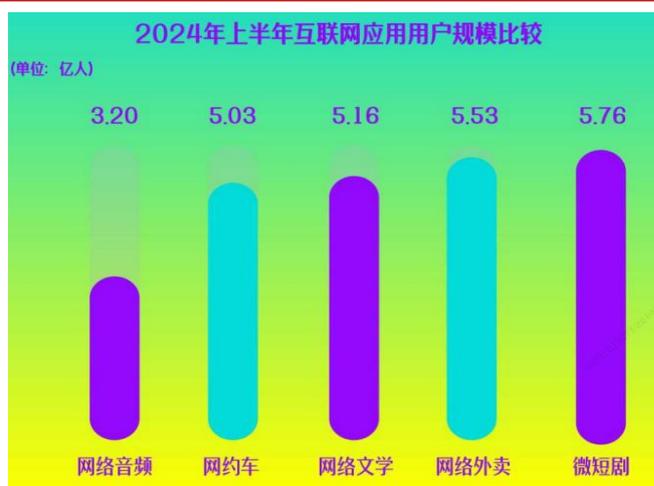
微短剧市场规模持续扩张。供给端来看，短剧持续的高热度吸引了众多广电媒体、老牌影视机构等入局。2024 年 1-8 月长短视频平台上线微短剧共 900 部，全年上线数量预计将达到 1350 部，同比增长预计达 27.5%，供给量有望创历史新高。需求端来看，2024 年上半年微短剧用户规模达 5.76 亿人，突破超半数网民数量。市场规模方面，根据艾媒咨询的测算，2024 年短剧市场规模达 504.4 亿元，同比增长 34.90%，有望首次超过电影票房，到 2027 年，中国短剧市场规模有望超 1000 亿元。

图 36：2022-2024 年长短视频平台微短剧上线数量



资料来源：中国网络视听协会，东莞证券研究所

图 37：2024H1 微短剧用户规模



资料来源：中国网络视听协会，东莞证券研究所

图 38：2020-2024 年中国微短剧市场规模



资料来源：中国网络视听协会，东莞证券研究所

微短剧走向主流化。广电总局 8 月印发《关于丰富电视大屏内容进一步满足人民群众文化需求的意见（试行）》，其中提及要推动优秀网络视听作品在电视大屏播出。随后，东方卫视与中国网络视听协会在 10 月联合推出了全国首个日播微短剧展播栏目“品质东方·微剧场”，其首播剧集《金猪玉叶》在播出首日便获得电视台收视四网全域第一的成绩。目前已有数十部短剧在大屏上播出，短剧精品化初见成效，精品短剧走向大屏、走向主流化有望成为影视行业未来发展趋势。

图 39：2020-2024 年中国微短剧市场规模



资料来源：勾正科级，东莞证券研究所

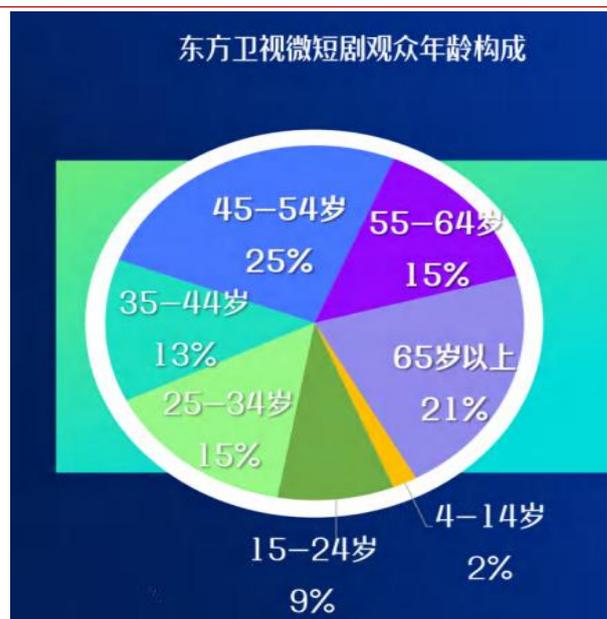
受众群体进一步增宽。观众结构方面，东方卫视微短剧播出期间，高中以上学历用户的占比达 68%；同时各年龄层分布的用户群体较均匀。随着微短剧在电视大屏上播出，其受众群体被进一步拓宽。

图 40：东方卫视微短剧观众学历构成



资料来源：中国网络视听协会，东莞证券研究所

图 41：东方卫视微短剧观众年龄构成



资料来源：中国网络视听协会，东莞证券研究所

5.3 AI+影视：AIGC 赋能内容创作和营销

AIGC 赋能内容创作和营销。电影与短剧主要为内容驱动产业，AIGC 能够辅助创作者进行文本翻译、剧情设计、剧本撰写以及情节叙事等，提高影视作品制作效率。此外，结合 AI 模型的广告投放系统，能精准个性化广告推送，优化广告投放策略，提升买量效果，提升短剧行业的盈利潜力。目前，中文在线自研的 AI 模型“中文逍遥”，已在众多场景实现落地，包括在 AI 生成动态漫方面取得的阶段性成果：1) AI 动态漫作品《全民转职：我的技能全是禁咒》上线后蝉联腾讯动态漫收入榜 Top5；2) 全网首个运用 AIGC 技术改编短剧的动态漫《重生天尊在都市》已实现日更连载。

图 42：《全民转职：我的技能全是禁咒》《重生天尊在都市》海报



资料来源：腾讯动漫，爱奇艺，东莞证券研究所

6. 广告营销：梯媒保持高增，关注 AI 驱动广告营销商业化变现

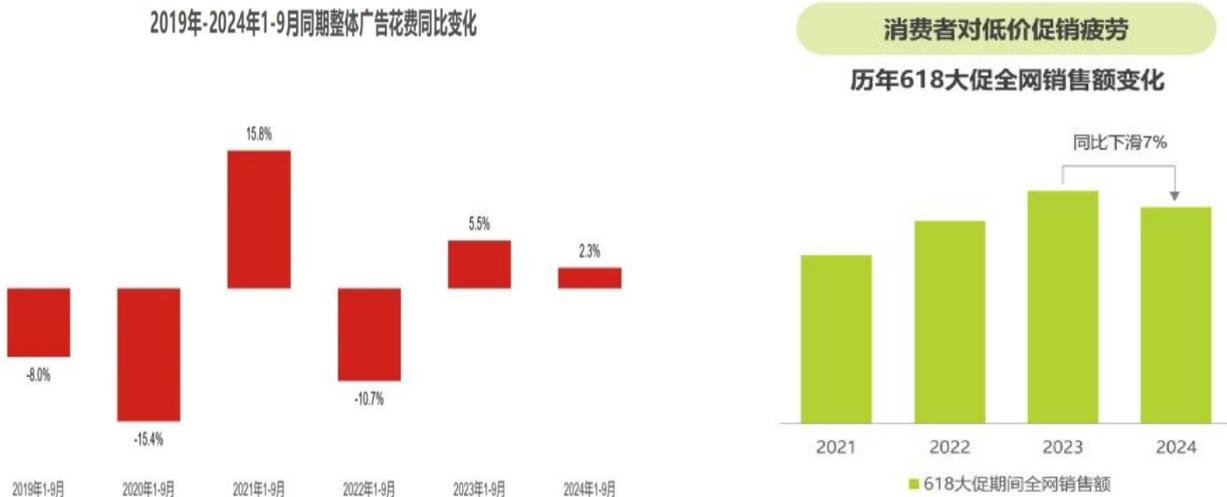
广告行业保持温和增长。广告营销行业在 2024 年前三季度延续其鲜明的经济周期特征。根据 CTR 数据显示，2024 年前三季度广告市场投放总额同比上涨 2.3%，增幅较 2023 年同期有所收窄。一方面是社消零售总额增速有所回落，广告投放较谨慎，另一方面是消费者消费观念趋于理性，2024 年“618”大促全网销售额同比下滑 7%，低价营销对行业提振效果有限。展望未来，基于 2025 年宏观经济持续向好的预期，居民消费需求逐步释放，叠加各地政府持续推出消费品以旧换新政策，广告市场回暖态势有望延续。

图 43：2022Q3-2024Q3 中国 GDP、社会消费品零售总额和广告投放增速（累计同比）



资料来源：iFinD，CTR 数据，东莞证券研究所

图 44：2019-2024 年 1-9 月广告市场整体花费同比变化 图 45：2021-2024 年 618 大促全网销售额变化



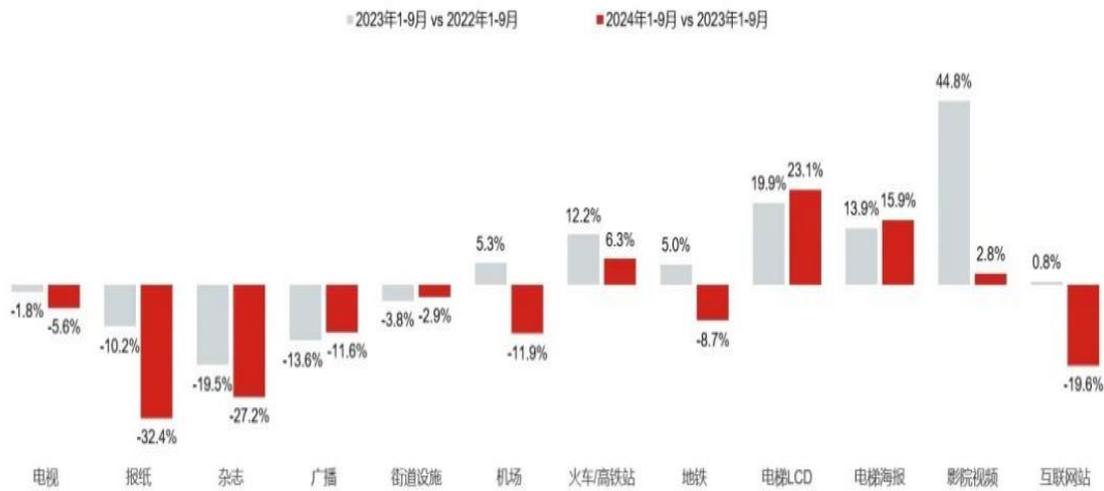
资料来源：CTR 数据，东莞证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

分广告渠道来看，梯媒保持高增。2024 年 1-9 月，电梯 LCD 和电梯海报渠道广告投放花费同比分别实现 23.1% 和 15.9% 的增长，较 23 年同期增幅进一步扩大；火车/高铁站和影院视频的刊例花费也实现小幅度上涨，其余渠道则出现不同程度下滑。我们认为，社区媒体保持高速增长，核心在于楼宇电梯为社区的基础设施，坐拥住户必经、高频次曝光、低干扰的独特的优势。根据社区营销研究院的调研，有超过 85% 的消费者每日接触电梯广告超 2 次，每日接触大于 4 次电梯广告的受访者达 26%，凸显出较高的覆盖率。此外，电梯广告已成为商品信息获取关键途径，有 37% 的受访者关注电梯广告的动机为

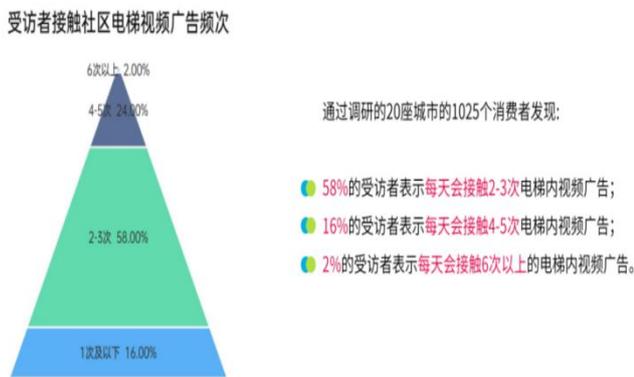
“找到商品”。

图 46：2024 年 1-9 月分媒体广告花费同比变化



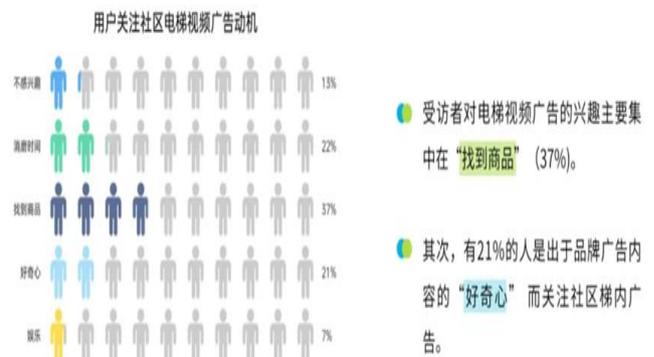
资料来源：CTR 数据，东莞证券研究所

图 47：受访者社区电梯视频广告频次



资料来源：社区营销研究院，东莞证券研究所

图 48：用户关注社区电梯视频广告动机



资料来源：社区营销研究院，东莞证券研究所

AppLovin 的成功案例，验证了 AI 广告的商业化价值。 AppLovin 公司软件平台拥有 AppDiscovery、SparkLabs、Adjust、MAX 等七大核心产品，在用户触达、应用变现、广告素材打造、营销数据检测等方面进行广告营销全生态链布局。2023 年，AppLovin 推出了 AXON 2.0 广告引擎，基于 AI 驱动的广告营销解决方案，在提升 ARPDAU、获取高价值用户、提升内购收入等方面实现了明显优化。其中，2023 年 SparkLabs 使用 AI 生成语音，广告的成功率提高 118%。根据 AppLovin 发布的 2024 年第三季度业绩报告，公司第三季度实现收入营收 11.98 亿美元，同比增长 38.64%；净收入 4.34 亿美元，同比暴增 299.87%。AppLovin 营收大幅增长，亮眼的经营数据成功佐证了 AI 在广告领域的商业价值。

图 49：AppLovin 核心产品

图 50：SparkLabs 利用生成式 AI 创作的广告创意

强大灵活的技术方案

 <p>AppDiscovery 获取您的理想用户</p>	 <p>Array 提升贯穿用户生命周期的价值</p>
 <p>MAX 应用变现</p>	 <p>Adjust 衡量广告营销效果</p>
 <p>SparkLabs 打造高效的素材</p>	 <p>Wurl 掌握您的CTV策略</p>
 <p>AppLovin Exchange 触达您的受众</p>	

2022-2023, SparkLabs利用生成式AI创作的广告创意



资料来源：AppLovin 官网，东莞证券研究所

资料来源：AppLovin 官网，东莞证券研究所

7. 投资策略

投资建议：维持超配评级。2024 年，多模态模型能力持续突破，AI 应用端加速落地；Vision Pro 引领空间计算时代，带动 XR 产品快速升级，XR 硬件销量增长将带动内容需求，XR 渠道变现或将成为内容产业业绩的新增长点。继续看好软硬件技术共同催化下，25 上半年传媒板块景气度回升。建议关注作为 AI 垂直应用关键场景的游戏、出版、影视、广告营销四大版块。

- 1) 游戏：**建议关注积极开发原创游戏 IP 和推动头部 IP 授权合作的公司如恺英网络（002517.SZ）；精品 IP 矩阵丰富的潮玩卡牌企业如奥飞娱乐（002292.SZ）；新产品周期即将开启的公司如神州泰岳（300002.SZ）等。
- 2) 出版：**建议关注股息率较高的地方国企出版企业，包括山东出版（601019.SH）、长江传媒（600757.SH）等。
- 3) 影视：**建议关注重点影片参与度高的影视公司，包括中国电影（600977.SH）、光线传媒（300251.SZ）等；
- 4) 广告营销：**建议关注高景气楼宇广告公司如分众传媒（002027.SZ）；积极布局 AI 营销领域的公司如蓝色光标（300058.SZ）等。

表 16：重点公司盈利预测及投资评级（2024/11/21）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
002517.SZ	恺英网络	13.77	0.68	0.82	0.98	20.3	16.8	14.1	买入	维持
002292.SZ	奥飞娱乐	7.61	0.06	0.08	0.14	126.8	95.1	54.4	买入	首次
300002.SZ	神州泰岳	12.72	0.45	0.67	0.72	28.3	19.0	17.7	买入	维持
601019.SH	山东出版	10.67	1.14	0.77	0.85	9.4	13.9	12.6	买入	维持
600757.SH	长江传媒	8.85	0.84	0.65	0.70	10.5	13.6	12.6	买入	维持
600977.SH	中国电影	11.71	0.14	0.15	0.37	83.6	78.1	31.6	增持	维持
300251.SZ	光线传媒	8.74	0.14	0.20	0.35	62.4	43.7	25.0	买入	维持
002027.SZ	分众传媒	7.20	0.33	0.37	0.40	21.8	19.5	18.0	买入	维持
300058.SZ	蓝色光标	10.74	0.05	0.12	0.19	214.8	89.5	56.5	增持	维持

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

8. 风险提示

(1) 政策监管风险：传媒行业由于属于内容产业，具有一定意识形态属性，我国对传媒行业的监督管理较为严格，若行业监管政策趋严，会对传媒行业及行业内公司的发展产生较大影响。

(2) AI 技术发展不及预期：目前 AIGC 技术仍处于探索和发展期，技术发展路径存在不确定性，若部分关键 AI 技术遇到瓶颈，可能会使其在传媒领域的落地进度不及预期。

(3) 市场竞争加剧风险：AI 对传媒带来革命性创新，传媒领域竞争者增多，企业将面临更大的市场竞争，对业绩影响具有不确定风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn