



# 传媒互联网产业行业研究

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

传媒与互联网组

分析师：许孟婕（执业 S1130522080003） 分析师：马晓婷（执业 S1130524070006）

xumengjie@gjzq.com.cn

maxiaoting@gjzq.com.cn

## 把握α机会，顺势而为

### 投资逻辑

■ **回顾 2024 年传媒互联网板块行情：政策刺激下，9 月显著回暖。**1) 港股市场活跃度提升，互联网公司作为恒生科技核心成分股仍具备配置机会。截止 2024 年 11 月 21 日，恒生科技指数今年累计涨幅为 15.85%，历史分位数 12.89%。内因：系列性政策出台，市场信心回归，流动性与消费力有望增强，互联网公司因其平台和消费属性，有望受益于整体宏观修复。外因：美联储 9 月议息会议降息 50BP，市场普遍对后续仍有降息预期，港股受益于中美流动性边际放松。2) 2024 年传媒行业涨跌幅基本处于所有申万一级行业的中位，下半年板块回正明显，其中游戏、广告营销板块领涨。2023 年以来传媒行业震荡式、阶段性走强，我们总结走强的核心驱动因素主要在于：①基本面发生变化。比如 23 年初游戏板块版号恢复常态化发放后，行业迎来供给向好的 β。②产业变化：AI、微短剧、《黑神话：悟空》、卡牌等产业变化均对 A 股传媒表现带来催化。③政策催化：比如活跃市场活跃度的货币政策，文化出海政策等。

■ **展望 2025 年，我们看好以下 4 条主线：**

**投资主线一：把握互联网龙头在消费复苏下的机会。**2024 年以来，互联网公司降本增效成果开始体现，利润加速释放，根据彭博一致预期，腾讯/美团/拼多多/快手 24 年经调整净利润增速预期分别为 37.46%/77.81%/84.35%/70.94%，哔哩哔哩在 3Q24 扭亏为盈，互联网公司从流量积累、业务模式阶段打磨迈入盈利阶段。系列性政策出台后，市场信心回归，流动性与消费力有望增强，互联网公司因其平台和消费属性，有望受益于整体宏观修复。

**投资主线二：抓住内容板块边际向上的机会。**游戏、影视等内容板块处于靠供给拉动的阶段，24 年 A 股内容公司供给有限致业绩承压，根据各公司产品排期来看，预计 2025 年游戏、影片供给整体好于今年，进而业绩表现有望转好，目前产品线已于 4Q24 逐步启动，2025 年春节档供给优质，有望为全年票房恢复打下良好基础；加之游戏、短剧内容出海仍在蓬勃发展，据伽马数据，24 年 Q1 出海游戏收入增速回正，据点点数据，未来 3-5 年出海短剧有望实现倍数级增长。建议关注边际向上趋势明显、确定的个股。

**投资主线三：AI 应用落地有望加快。**AI 应用流量高速增长，据伽马数据，24 年 Q3，全球 AI 产品整体流量同增 87.2%。我们看好基于“Chat”或算法的 AI 应用/工具率先落地，主要因为：基于算法的应用/工具与 AI 赋能方向深度契合；Chat 助手类产品流量占比为 59.9%，已经有用户基础，且相对其他类别的产品更成熟，且 Chat 类产品能满足陪伴需求，而能满足该类需求的产品黏性较高。关注 AI 应用迭代及有望在业绩端率先呈现的标的。

**投资主线四：看好空间广阔的 IP 及其衍生品市场。**我们认为，IP 衍生品消费主要满足情绪价值，而为情绪价值买单是当下重要的消费趋势，IP 及其衍生品市场广阔，据卡游招股书，2022 年中国泛娱乐玩具行业市场 690 亿元，预计至 27 年能达到 1289 亿元。从变现看，直接面向 C 端的游戏、谷子（goods 谐音）的潜力、弹性更大，据伽马数据，24 年 1-9 月主要文娱领域流水 TOP10 产品份额占比中，游戏占比 73.3%，2022-27 年泛娱乐玩具行业 CAGR 前二是集换式卡牌和人偶。关注 IP 持有方及生产、运营经验丰富的标的。

### 投资建议

■ 结合 4 条投资主线，我们建议关注：具备视频红利及受益于消费复苏的头部互联网平台—美团、腾讯控股，内容板块业绩有望边际向上的完美世界、恺英网络、万达电影等；AI 板块，看好基于“Chat”或算法的 AI 应用/工具率先落地；关注 IP 持有方及生产、运营经验丰富的标的。

### 风险提示

■ 消费复苏不及预期、内容上线不及预期、政策监管风险、AI 产业发展不及预期、IP 衍生品发展不及预期。



## 内容目录

一、行情回顾：政策刺激下，9月行情开始回暖.....	5
二、主线一：把握互联网龙头在消费复苏下的机会.....	6
2.1、大部分互联网公司经营杠杆释放，利润增速>收入增速.....	6
2.2、行业流量趋势：流量集中化、视频媒介优势持续扩大.....	7
2.3、促销费政策频出，本地生活持续受益，电商增速或开启修复.....	9
2.4、投资建议：看好具备视频红利及受益于消费复苏的头部互联网平台.....	10
三、主线二：抓住内容板块边际向上的机会.....	11
3.1、2024年内容供给较平淡，拖累内容板块业绩表现.....	11
3.2、2025年游戏、影片供给边际向上可期.....	12
3.3、以游戏、短剧为代表的內容出海蓬勃发展.....	18
3.4、投资建议：建议关注边际向上趋势明显、确定的个股.....	19
四、主线三：AI应用有望加速落地.....	19
4.1、AI应用流量高速增长，Chat助手类产品流量占比最高.....	19
4.2、投资建议：看好基于“Chat”或算法的AI应用率先落地.....	20
五、主线四：看好空间广阔的IP及其衍生品市场.....	21
5.1、“IP”消费满足精神需求，市场空间广阔.....	21
5.2、投资建议：关注IP持有方及衍生品生产、运营经验丰富的标的.....	22
六、风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1：恒生科技指数 PE-TTM.....	5
图表 2：2024年申万一级行业涨跌幅：传媒板块居中.....	5
图表 3：2024年各季度传媒（申万一级）涨跌幅：下半年开始回正.....	5
图表 4：2024年传媒（申万二级行业）涨跌幅：广告营销>游戏>影视院线.....	6
图表 5：2024年各季度传媒（申万二级行业）涨跌幅：Q3游戏板块涨幅最高，Q4以来广告营销板块增幅最高.....	6
图表 6：传媒（申万一、二级）行业点位复盘：2023年下半年起回调，2024年9月中下旬开始显著回升.....	6
图表 7：部分互联网公司 2023-2025E 收入及利润增长情况.....	7
图表 8：2024年10月互联网分行业 MAU.....	7
图表 9：2024年10月互联网分行业 DAU.....	7
图表 10：2024年10月互联网分行业用户日均使用时长.....	7
图表 11：2024年10月互联网分行业用户日均使用频次.....	7
图表 12：2023H1 典型行业广告投放媒介分布.....	8



图表 13:	2024H1 典型行业广告投放媒介分布.....	8
图表 14:	1H24 典型传统行业 CR10 媒介互联网广告投放费用占比分布.....	8
图表 15:	1H24 广告收入 TOP3 媒介广告主数量占比变化.....	9
图表 16:	2022-23 互联网广告收入 TOP4 公司占比变化.....	9
图表 17:	社零及实物商品网上零售额同比.....	9
图表 18:	主要电商平台特点及经营策略变化.....	10
图表 19:	美团与抖音本地生活重合用户月均下单次数优势扩大.....	10
图表 20:	美团与抖音本地生活重合商家月均订单具备优势.....	10
图表 21:	A 股游戏公司 2024 年前三季度: 新游戏较少, 业绩增长整体承压, 各公司表现分化.....	11
图表 22:	2020-3Q24 票房、观影人次、平均票价、上映影片数占 2019 年比例: 至 1Q24, 随时间推进逐步提高, 24 年 Q2-3 较平淡, 尤其是票房及观影人次表现.....	12
图表 23:	2019-24 年票房 TOP10 影片 (数量: 部) 档期分布: 2024 年整体较分散, 档期中春节档占比较高.....	12
图表 24:	2019-24 年票房 TOP10 影片 (数量: 部) 票房分布: 2024 年缺少 40 亿以上票房的影片.....	12
图表 25:	近 5 年进口游戏版号发放情况: 2024 年已发放 6 批, 频次显著高于往年.....	13
图表 26:	2022-24 年国产游戏版号发放对比: 24 年每月一次, 间隔时间更平均, 发放数量较多, 多次超百款.....	13
图表 27:	游戏板块 2025 年产品储备丰富, 4Q24 产品线逐步启动.....	14
图表 28:	春节档影片数量对比: 预计 25 年与往年差别不大.....	16
图表 29:	春节档影片内容对比: 预计 25 年春季档 IP+影片数量占比新高.....	16
图表 30:	影视剧梳理: 2025 年产品储备丰富.....	16
图表 31:	2024 年前三季度中国自研游戏海外收入增速回正.....	18
图表 32:	2021-23 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 中国产游戏发行商数量: 美国、日本地区增长趋势显著.....	18
图表 33:	2021-23 年全球重要移动游戏市场流水 TOP100 中国产游戏产品数量: 美国、英国、德国地区显著增长.....	18
图表 34:	中国短剧出海: 已成规模, 23 年快速起量.....	18
图表 35:	头部短剧出海 app 收入 (单位: 百万美元) 快速增长中.....	19
图表 36:	3Q24 全球 AI 应用整体流量同比+87.2%.....	20
图表 37:	3Q24 全球 AI 应用中 Chat 助手类流量占比最高.....	20
图表 38:	从网页访问量和 APP 月活看, Character AI 保持较高的流量.....	20
图表 39:	AI 虚拟角色产品全球访问量 TOP5: 上榜产品变化不大, Charater AI、Janitor AI 稳居前 2.....	20
图表 40:	AI 应用/工具标的梳理.....	21
图表 41:	IP 产业链梳理.....	22
图表 42:	用户购入游戏衍生品成因分析: 主要为满足情感需求.....	22
图表 43:	2024 年 1-9 月主要文娱领域流水 TOP10 产品份额占比: 游戏占比最高.....	22



图表 44: 中国游戏 IP 衍生品市场扩容中..... 22

图表 45: 游戏 IP 衍生品销售额中占比前 2 为: 小型/轻型收藏品、手办类..... 22

图表 46: 中国泛娱乐玩具市场(单位:十亿元)空间广阔:2023-27 年集换式卡牌和人偶市场规模 CAGR 最高..... 22

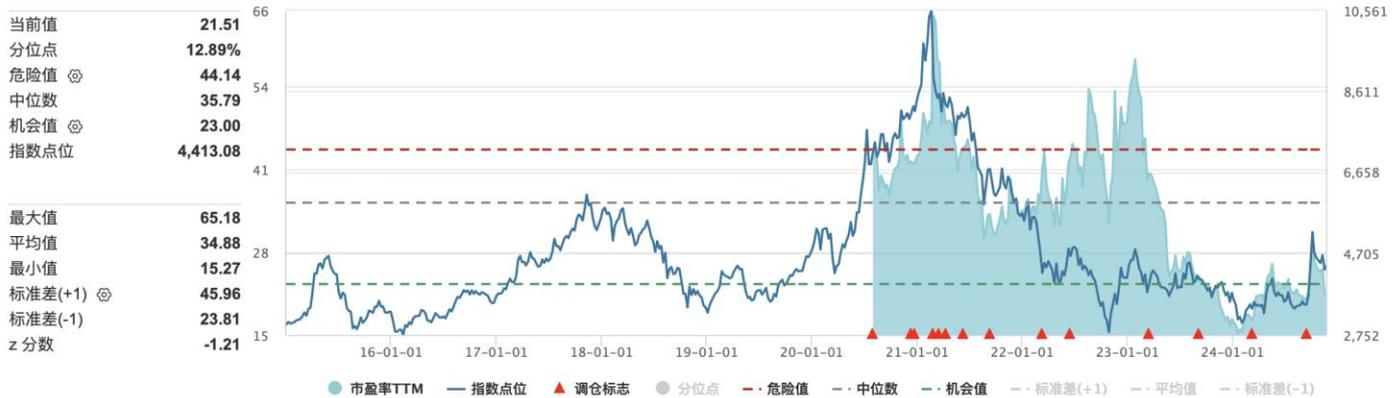
图表 47: IP 及其衍生品相关传媒标的梳理:看好 IP 持有方及衍生品生产、运营经营丰富的公司..... 23



## 一、行情回顾：政策刺激下，9月行情开始回暖

港股互联网处于利润释放期，消费复苏有望带来系统性行业机会。港股市场活跃度提升，互联网公司作为恒生科技核心成分股仍具备配置机会。截止2024年11月21日，恒生科技指数今年累计涨幅为15.85%，历史分位数12.89%。内因：系列性政策出台，市场信心回归，流动性与消费力有望增强，互联网公司因其平台和消费属性，有望受益于整体宏观修复。外因：美联储9月议息会议降息50BP，市场普遍对后续仍有降息预期，港股受益于中美流动性边际放松。

图表1：恒生科技指数PE-TTM

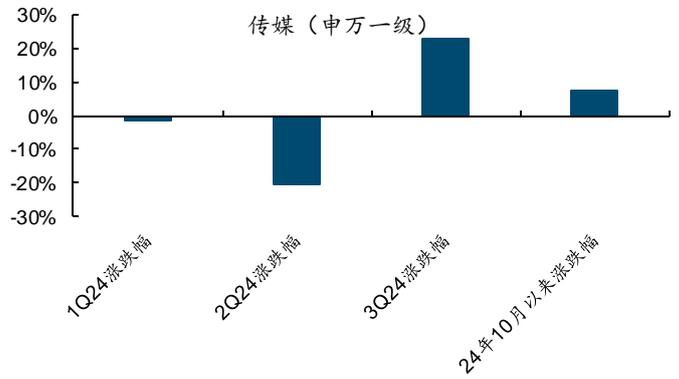
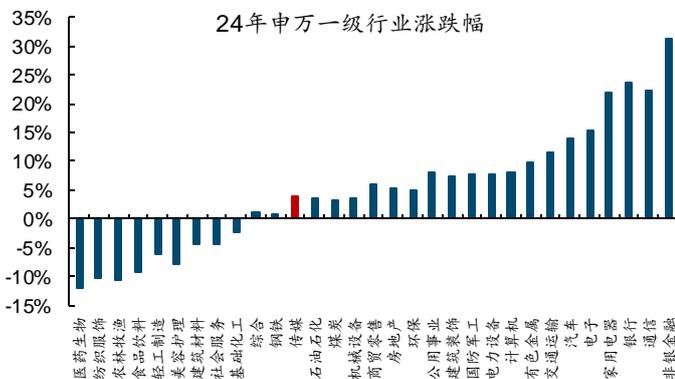


来源：wind，国金证券研究所

24年传媒行业涨跌幅：下半年回正，游戏、广告营销板块领涨。对比其他行业24年涨跌幅，传媒板块居中，逐季度看，Q2回调幅度较大，Q3反弹明显，10-11月在政策、内容板块基本面边际向上、AI等催化下继续上涨，从细分行业看，Q3估值较低、基本面有望改善的游戏板块领涨；Q4政策、AI催化下，广告营销板块领涨，游戏板块次之。

图表2：2024年申万一级行业涨跌幅：传媒板块居中

图表3：2024年各季度传媒（申万一级）涨跌幅：下半年开始回正

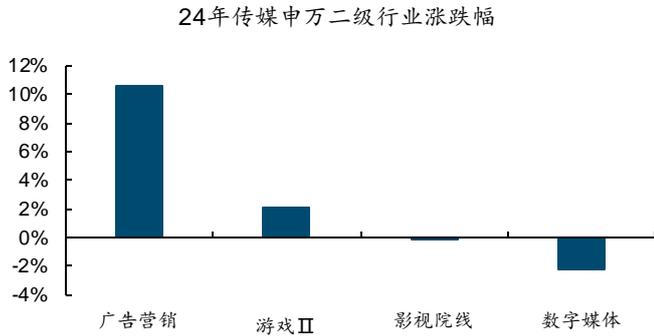


来源：ifind，国金证券研究所，注：统计日期截至2024年11月21日

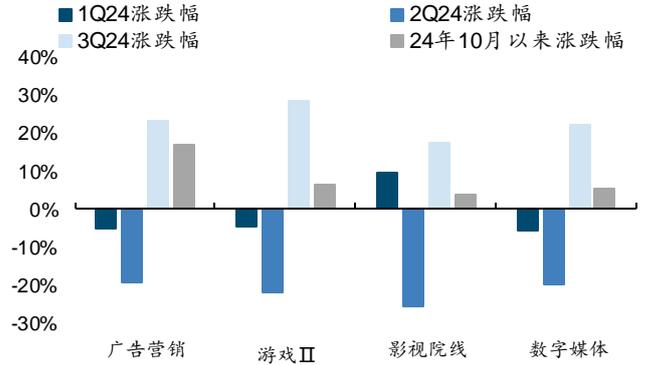
来源：ifind，国金证券研究所，注：统计日期截至2024年11月21日



图表4: 2024年传媒(申万二级行业)涨跌幅: 广告营销>游戏>影视院线



图表5: 2024年各季度传媒(申万二级行业)涨跌幅: Q3游戏板块涨幅最高, Q4以来广告营销板块增幅最高



来源: ifind, 国金证券研究所, 注: 统计日期截至2024年11月21日

来源: ifind, 国金证券研究所, 注: 统计日期截至2024年11月21日

回顾23年以来传媒板块市场表现, 走强的核心驱动因素主要在于: 1) 基本面发生变化。比如23年初游戏板块版号恢复常态化发放后, 行业迎来供给向好的β。2) 产业变化: AI、微短剧、《黑神话: 悟空》、卡牌等产业变化均对A股传媒表现带来催化。3) 政策催化: 比如频发的货币/财政政策, 多地发放消费券等。

图表6: 传媒(申万一、二级)行业点位复盘: 2023年下半年起回调, 2024年9月中下旬开始显著回升



来源: ifind, 国金证券研究所, 注: 统计日期截至2024年11月21日

## 二、主线一: 把握互联网龙头在消费复苏下的机会

### 2.1、大部分互联网公司经营杠杆释放, 利润增速>收入增速

2024年以来, 互联网公司降本增效成果开始体现, 利润加速释放。根据彭博一致预期, 腾讯/美团/拼多多/快手2024年经调整净利润增速预期分别为37.46%/77.81%/84.35%/70.94%, 哔哩哔哩在2024Q3扭亏为盈, 互联网公司从流量积累、业务模式阶段打磨迈入盈利阶段。



图表7: 部分互联网公司 2023-2025E 收入及利润增长情况

公司	营业收入(百万元)			收入YoY			调整后净利润(百万元)			调整后净利润YoY		
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
腾讯控股	609,015	658,823	706,233	9.82%	8.18%	7.20%	157,688	216,760	239,827	36.35%	37.46%	10.64%
美团	276,745	334,591	388,396	25.82%	20.90%	16.08%	23,253	41,346	53,702	722.48%	77.81%	29.89%
阿里巴巴	941,168	1,008,171	1,091,800	8.34%	7.12%	8.30%	158,359	151,049	168,153	9.98%	-4.62%	11.32%
京东	1,084,662	1,136,101	1,203,510	3.67%	4.74%	5.93%	35,200	42,185	44,968	24.73%	19.85%	6.60%
拼多多	247,639	407,446	515,100	89.68%	64.53%	26.42%	67,899	125,173	151,534	71.77%	84.35%	21.60%
哔哩哔哩	21,899	22,528	26,565	12.98%	2.87%	17.92%	-3,425	-182	1,732	N.A	N.A	N.A
百度	134,598	134,323	141,586	8.32%	-0.20%	5.40%	28,747	26,328	27,288	39.01%	-8.42%	3.65%
快手	113,470	127,166	140,912	20.48%	12.07%	10.81%	10,271	17,557	22,499	278.58%	70.94%	28.15%
阅文集团	7,012	7,720	8,100	-8.05%	10.10%	4.92%	1,130	1,395	1,566	-16.15%	23.38%	12.31%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所, 注: 2024、2025 年数据采用彭博一致预期

2.2、行业流量趋势: 流量集中化、视频媒介优势持续扩大

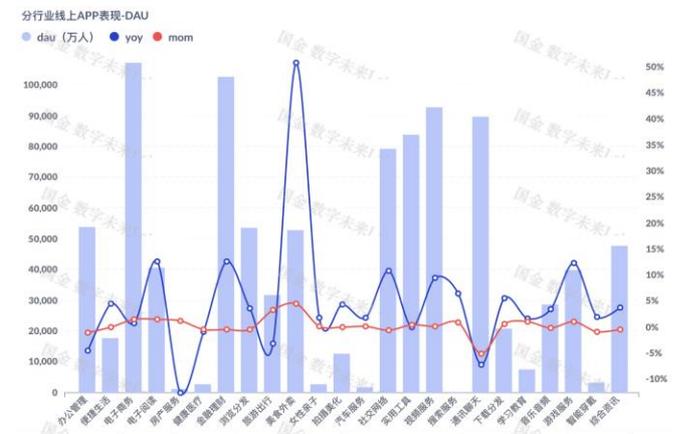
视频行业高景气, 短视频持续抢占用户闲暇时间。根据国金数字未来 Lab, 2024 年 10 月, 视频服务 MAU 达到 10.2 亿, 同比+6.9%, DAU9.3 亿, 同比+9.5%, 使用时长 262 分钟, 同比+16.9%, 视频服务日均使用频次 28.9 次, 同比+15.9%。

图表8: 2024 年 10 月互联网分行业 MAU



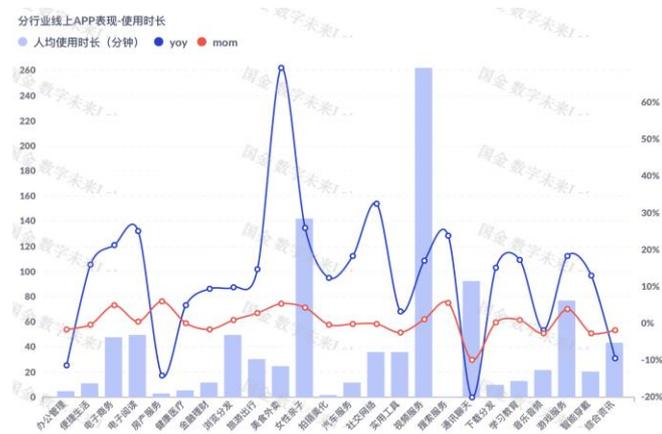
来源: 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

图表9: 2024 年 10 月互联网分行业 DAU



来源: 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

图表10: 2024 年 10 月互联网分行业用户日均使用时长



来源: 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

图表11: 2024 年 10 月互联网分行业用户日均使用频次

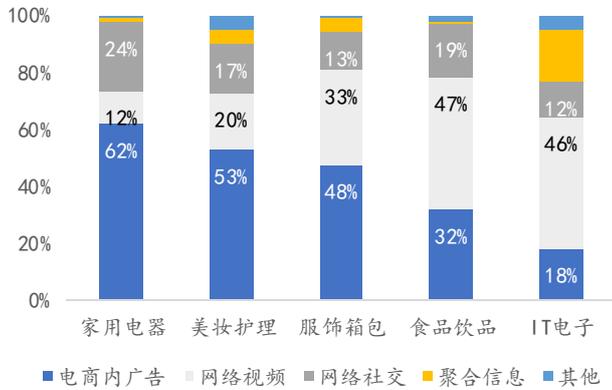


来源: 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

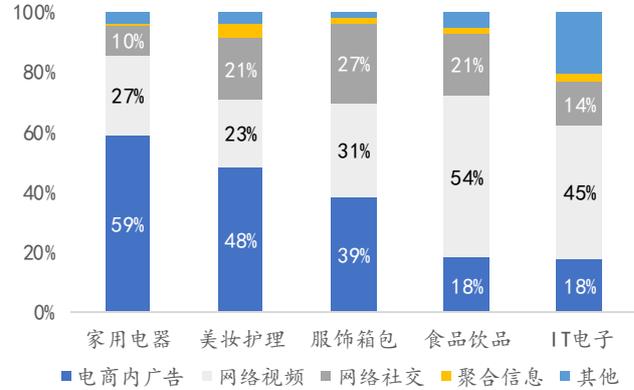


广告预算呈现向网络视频媒介倾斜趋势，网络视频广告占据更多广告主预算。我们认为由于短视频行业的高景气，广告主也更加倾向于在短视频平台投放广告，根据 Questmobile，典型行业广告投放媒介占比最高为电商内广告，其次为网络视频，从 1H23-1H24 变化来看，网络视频作为广告投放媒介，在家电、美妆、食品饮料等行业重要性均有明显提升。

图表 12: 2023H1 典型行业广告投放媒介分布



图表 13: 2024H1 典型行业广告投放媒介分布

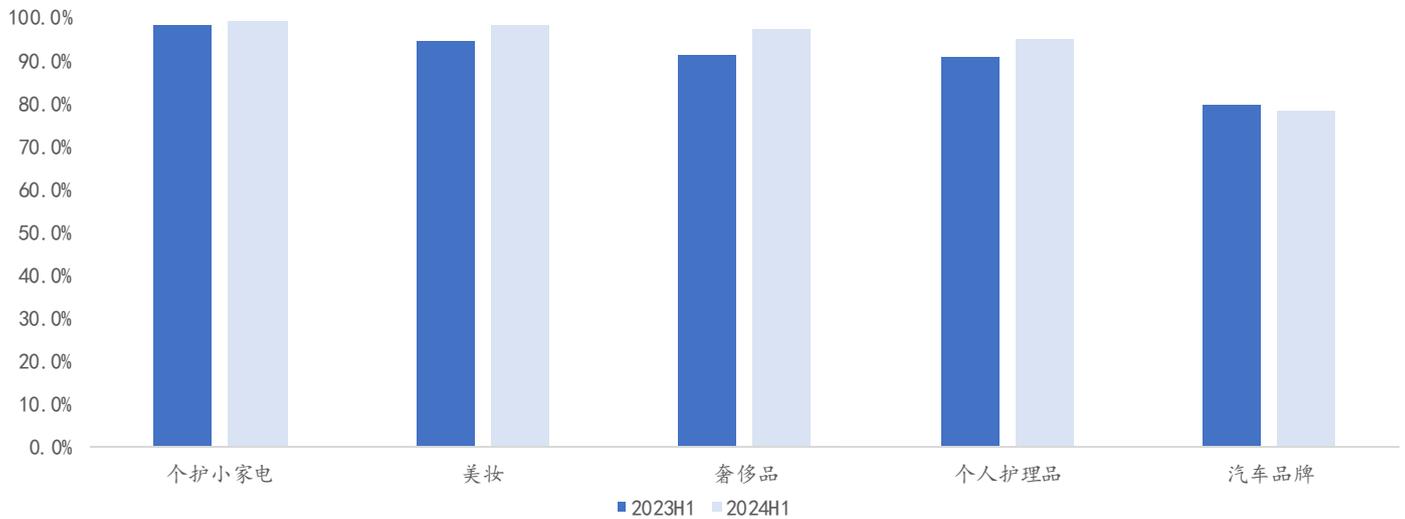


来源: Questmobile, 国金证券研究所

来源: Questmobile, 国金证券研究所

流量集中化带动广告预算集中，看好头部互联网平台在广告市场竞争力。1) 广告主投放呈现出集中化趋势。根据 Questmobile，1H24 典型传统行业媒介互联网广告投放费用占比分布中，CR10 媒介平台占比进一步提升，且广告收入 TOP3 媒介广告主数量占比亦有小幅提升。2) 头部平台竞争力增强。根据中关村互动营销实验室，腾讯、字节跳动等具备短视频产品的互联网公司在 2023 年广告市场份额稳中有升。

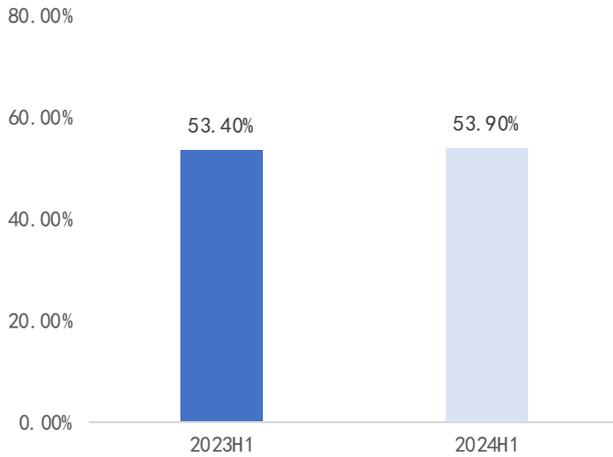
图表 14: 1H24 典型传统行业 CR10 媒介互联网广告投放费用占比分布



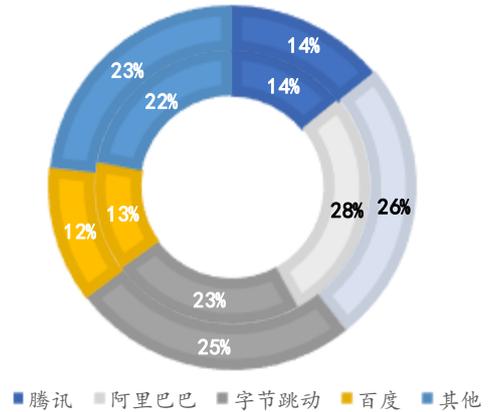
来源: Questmobile, 国金证券研究所



图表 15: 1H24 广告收入 TOP3 媒介广告主数量占比变化



图表 16: 2022-23 互联网广告收入 TOP4 公司占比变化



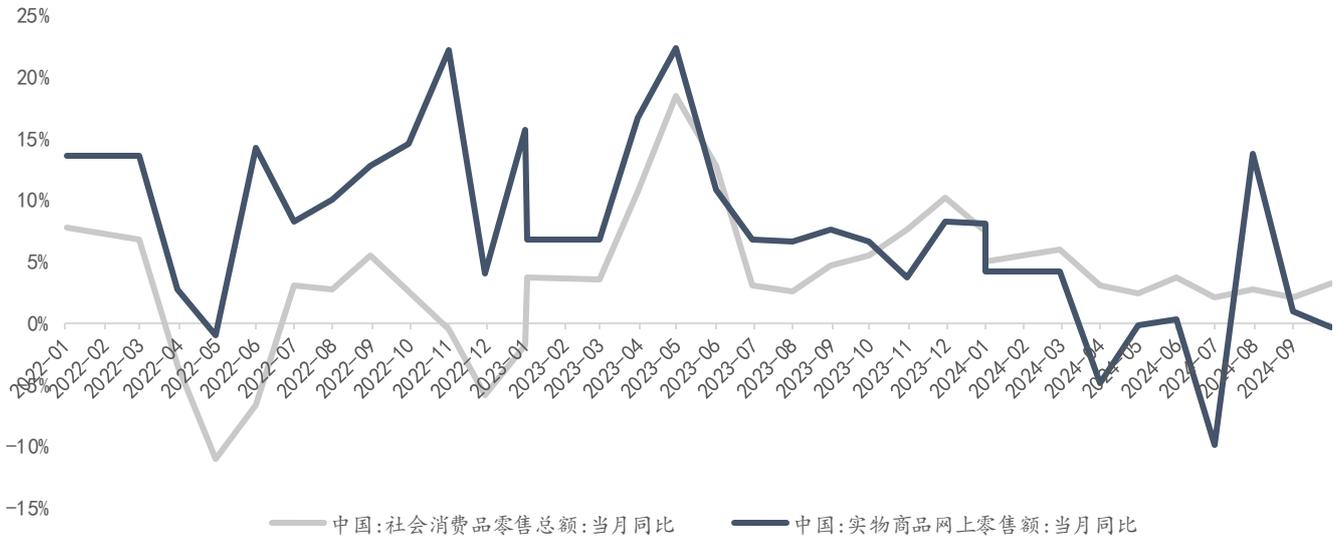
来源: Questmobile, 国金证券研究所

来源: 中关村互动营销实验室, 国金证券研究所

### 2.3、促销费政策频出，本地生活持续受益，电商增速或开启修复

宏观经济较弱阶段用户更倾向于选择高性价比消费，本地生活行业线上持续渗透，团购平台在此阶段积累的用户有望持续留在平台消费，服务类消费复苏则有望进一步驱动 O2O 平台增长。以旧换新等促消费政策带动消费需求修复，电商行业有望受益于消费行业β修复。上半年宏观经济持续承压，实物商品网上零售额同比下行，8、9月以来整体有所修复，预计在后续消费政策刺激下，消费力有望释放，带动电商平台增长。

图表 17: 社零及实物商品网上零售额同比



来源: wind, 国家统计局, 国金证券研究所

电商: 从卷低价到回归经营本质，同步加强价格力和自身特色。



图表18: 主要电商平台特点及经营策略变化

平台	淘宝	京东	拼多多	抖音
战略特色定位	商品类目全	正品高质量	性价比	内容电商
经营目标	追求GMV稳定增长	保持利润增长, 提升GMV	保持GMV增长, 提升利润质量	重点追求GMV增长, 关注内容转化率
战略执行层面变化	低价优先 GMV增长优先	低价优先 加大低价战略实施力度	低价优先 坚持低价优先战略	低价优先 GMV增长优先, 回归内容电商本质
配合战略转型的策略与规则示例	在价格和服务体验方面加大投入力度: 如优化“仅退款”规则, 增强优质商家售后自主权	提高低价商品(如快消品类)的供给类目, 完善低价战略的商品丰富度利用规模复利, 技术驱动的供应链创新提高低价战略竞争力, 如推出9.9包邮, 扩大会员的免运费次数等措施	进一步强化低价竞争优势, 如推出自动跟价等规则	流量规则优化: 将提供高质量内容吸引用户作为流量规则的优化方向

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

本地生活: 竞争格局保持稳定状态, 服务性消费需求或有增长。本地生活行业竞争格局当前较为稳定, 美团有望在竞争中持续保持优势。我们认为经过一年半时间的验证, 美团在到店领域的竞争优势不断巩固, 根据国金数字未来 Lab, 其本地生活的用户心智明显强于抖音, 且优势仍呈现扩大趋势。各地方政府发放消费券促进本地生活消费, 020 平台有望受益。例如: 上海浦东新区联合美团、抖音发放餐饮消费券, 推出 4 种券面额度, 满 200-60/400-160/600-240/900-400, 有望促进用户使用 020 平台进行餐饮类消费。

图表19: 美团与抖音本地生活重合用户月均下单次数优势扩大



来源: 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

图表20: 美团与抖音本地生活重合商家月均订单具备优势



来源: 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

## 2.4、投资建议: 看好具备视频红利及受益于消费复苏的头部互联网平台

美团: 格局改善, 利润快速释放, 外卖及到店均有望受益于国内宏观修复, 外卖开启出海新征程。

- 1) 利润快速释放: 在到店格局改善利润率触底回暖、外卖成本下降、新业务扭亏顺利进行下, 公司利润加速释放。
- 2) 边际利好: 强消费属性的 020 平台公司, 2024 年整体宏观经济较弱, 公司外卖单量增速承压, 高性价比产品供给(如拼好饭)成为单量增长的重要驱动力, 后续消费的边际改善有望驱动外卖客单价回暖。到店业务的竞争格局已经相对稳定, 在美团、抖音双方均保持现有经营策略情况下利润率有望实现持续回升, 线下服务类消费后续有望持续修复, 公司到店业务将受益。
- 3) 潜力方向: 公司海外外卖平台 Keeta9 月上线中东市场, 有望打开新增量。

腾讯: 微信生态持续赋能, 确定性较强的稳健型标的。

- 1) 稳健的基本盘: 微信生态蓬勃发展: 3Q24 微信小程序交易额超 2 万亿, 同比增长十几个百分点; 视频号小店升级微信小店, 更有利于商家有效触达客户和销售转化, 旨在依托于整个微信生态打造统一且可信赖的交易体验; 微信搜一搜商业化检索量与点击率同比增长。核心游戏健康增长, 且具备较多递延收入有待释放, 3Q24 公司递延收入达到



1131 亿元（流动负债及非流动负债递延收入加总），环比+13 亿。依托于视频号流量的快速增长及智能化广告产品持续升级，公司广告业务增速保持快速增长，若消费复苏广告主投放预算有望提升，腾讯作为头部广告平台有望受益。

2) 潜在的边际改善：消费疲软致短期支付业务承压，消费复苏有望推动支付业务复苏，3Q24 公司金融科技与企业服务收入 531 元，同比+2%，其中支付业务有所下降。大模型能力升级，持续关注其应用与迭代。发布使用异构混合专家架构 (MoE) 的升级版基础模型腾讯混元 Turbo，相较于上一代模型腾讯混元 Pro，其训练和推理效率提升了一倍，且推理成本减半。

哔哩哔哩：迈入盈利阶段，《三国：谋定天下》有望成为公司长青游戏，广告基建持续完善，开启股东回报。

1) 基本面处于向上通道中：3Q24 公司经调整净利润实现扭亏，《三国：谋定天下》前 3 赛季流水表现良好，即将开启 S4 赛季，SLG 作为长生命周期游戏类型有望驱动公司游戏业务持续增长。广告产品与基建能力持续提升，平台用户较之前更具消费力，有望吸引更多消费类广告主预算。

3) 股东回报增强：公司公告称将在未来 24 个月内回购不超过 2 亿美元的公开交易证券。

阿里巴巴：行业竞争格局或边际利好货架电商，具备较强价值属性。

1) 受益于消费复苏：消费政策刺激有望推动电商平台 GMV 增长，用户消费行为理性化，直播电商增长降速，淘宝作为综合类货架电商在此趋势下有望受益。用户端：直播和百亿补贴等激发用户消费活力；商家端：“全站推”等新工具助力商家实现增长，有望拉动公司 CMR 收入提升。

2) 潜力方向：云业务国内市占率第一，AI 驱动下增长潜力较大。

3) 重视股东回报：截至 2024 年 9 月 30 日，公司 2024 年回购金额达到 147 亿美元，仍余 220 亿美元回购额度。

### 三、主线二：抓住内容板块边际向上的机会

#### 3.1、2024 年内容供给较平淡，拖累内容板块业绩表现

新品上线较少致 A 股游戏板块 2024 年业绩增长压力较大，整体低基数，各公司业绩表现分化。24 年前三季度游戏板块收入个位数增长，销售费率保持在较高水平，盈利水平同、环比基本持平。新品较少预计主要系：1) 行业竞争激烈，A 股公司产品排期有所推迟；2) 个别公司在梳理内部人才、产品，导致新品研发发行节奏放缓。从各公司业绩表现看，业绩因新品贡献增量而同增的公司较少，新品较少但老产品稳健的公司业绩较稳健，少数公司业绩同环比增长。

图表 21：A 股游戏公司 2024 年前三季度：新游戏较少，业绩增长整体承压，各公司表现分化

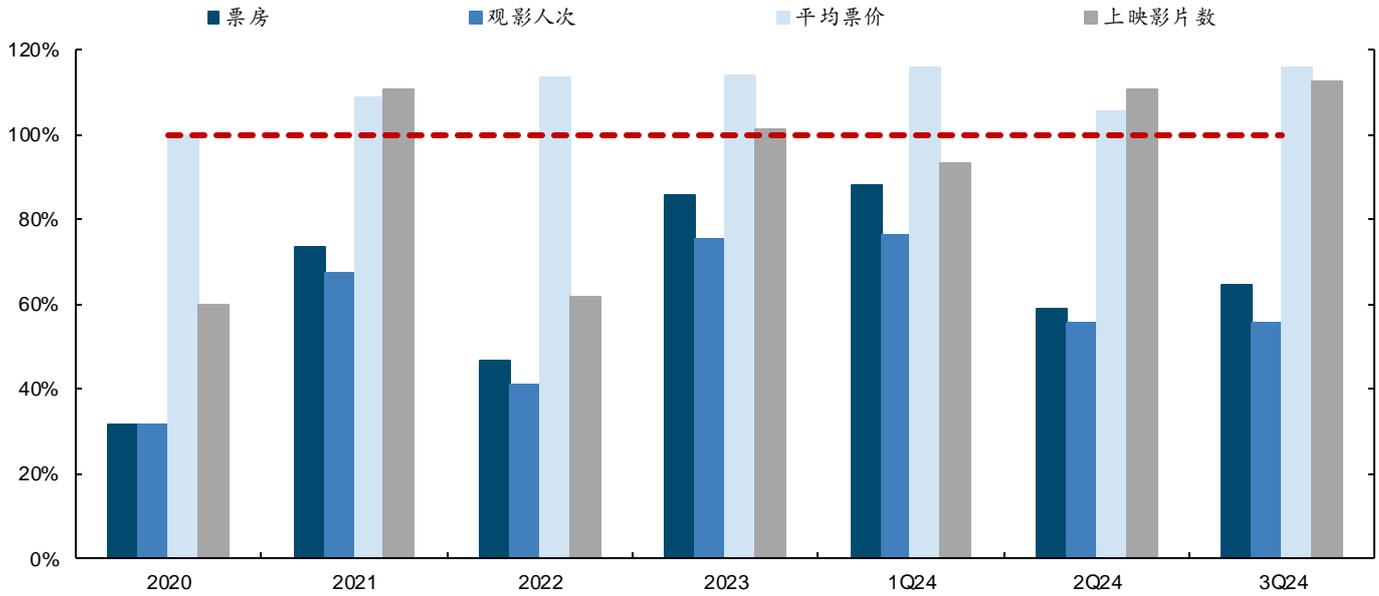
	营收同比增速		销售费率变动		归母净利润同比增速		扣非归母同比增速		1Q24-3Q24 上线新品
	2024	3Q24	2024	3Q24	2024	3Q24	2024	3Q24	
三七互娱	12.2%	-4.1%	-4.0%	8.5%	43.5%	-36.3%	48.0%	-37.4%	《Mecha Domination》(欧美地区) 《三国群英传：鸿鹄霸业》 《Primal Conquest: Dino Era》 《Yes Your Highness》 《时光杂货店》
世纪华通	65.7%	67.3%	13.9%	7.6%	16.4%	15.4%	26.4%	34.8%	《无尽冬日》(《Whiteout Survival》小程序版本)； 《Truck Star》上线国际市场。
恺英网络	22.1%	30.3%	14.8%	1.8%	-11.9%	18.4%	-3.3%	32.5%	《Mecha Party》北美服及 Steam 平台； 《新倚天屠龙记》(越南) 《漂在江湖》(韩国) 《怪物联萌 (MonsterGO!)》(新加坡、马来西亚、菲律宾) 《纳萨力克之王》(中国港澳台地区) 《天使之战 (MUMonarchSEA)》(新加坡、马来西亚、菲律宾) 《仙剑奇侠传：新的开始》海外版
神州泰岳	8.5%	4.5%	-9.0%	-14.5%	48.7%	80.6%	40.7%	38.8%	-
巨人网络	-21.9%	-3.9%	-7.4%	7.5%	-12.8%	-3.9%	-	-	小游戏《王者征途》 《Super Sus》(《太空杀》海外版)
完美世界	-44.0%	-24.4%	-1.1%	1.1%	-206.1%	-167.5%	-194.7%	-223.9%	《一拳超人：世界》(海外) 《女神异闻录：夜幕魅影》 《神魔大陆》(部分海外地区)
吉比特	-4.3%	-0.4%	-0.4%	2.1%	-28.4%	8.0%	-23.5%	-15.3%	《神州千食舫》 《Outpost: Infinity Siege》 《Monster Never Cry (代号原点)》
姚记科技	-20.0%	-28.1%	-1.0%	1.8%	-36.3%	-0.2%	-41.8%	7.6%	-
游族网络	-1.3%	-1.4%	-7.0%	-0.8%	-86.7%	-63.1%	-92.5%	-107.9%	《三国云梦录》 《少年西游记2》上线中国大陆 《绯色回响》上线韩国市场 《山海镜花》-归来上线中国港澳台
宝通科技	10.9%	-6.1%	-5.8%	-14.7%	171.1%	-636.2%	221.7%	-404.7%	1H24 累计新增 4 款 (分不同地区版本) 代理运营游戏
盛天网络	-25.3%	15.6%	-1.5%	0.3%	-114.1%	-70.3%	-117.0%	-112.8%	《潮灵王国：起源》 《星之翼》 《剑与骑士团》
电魂网络	-7.2%	-24.9%	-5.5%	-5.6%	-67.1%	10.6%	-73.0%	-68.3%	-
冰川网络	-8.3%	7.9%	-0.2%	-2.1%	140.8%	-922.7%	50.3%	-3.0%	-
名臣健康	-30.8%	-30.2%	-3.6%	-4.3%	-76.2%	-32.1%	-79.1%	-41.9%	-

来源：ifind，各公司公告，国金证券研究所整理



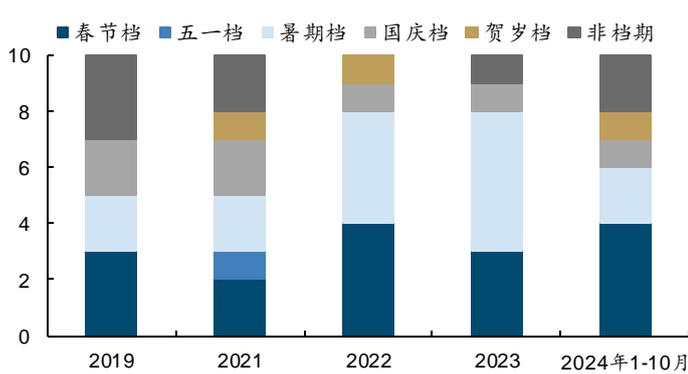
2024 年 Q2 以来票房表现平淡，基数较低。今年 Q2 以来供需表现均较为乏力，Q3 票房同比下滑 40%+，目前 Q4 增长压力也较大。我们将截至 24 年 10 月 31 日的票房前 10 影片与往年对比，今年除春节档外，其他重要档期缺乏高票房影片，旺季不够旺，淡季也较平淡；影片票房分布也较往年降了一级，缺少票房 40 亿以上的影片。我们认为，今年 Q2 以来的票房同比大幅下滑的原因一方面在于脱口秀、旅游等线下娱乐活动挤压观影需求，同时供给较去年给观众的惊喜不大。

图表22：2020-3Q24 票房、观影人次、平均票价、上映影片数占 2019 年比例：至 1Q24，随时间推进逐步提高，24 年 Q2-3 较平淡，尤其是票房及观影人次表现



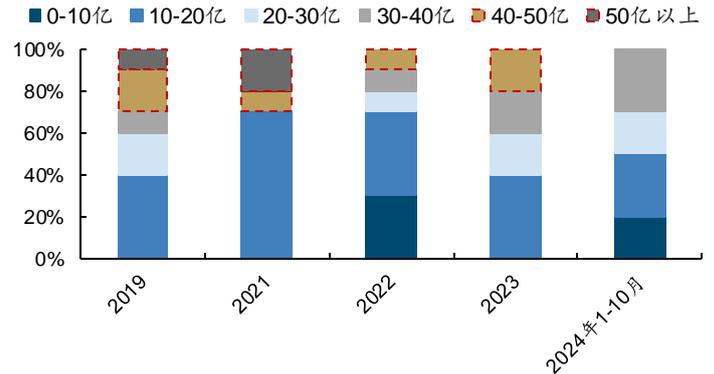
来源：猫眼专业版，国金证券研究所整理

图表23：2019-24 年票房 TOP10 影片（数量：部）档期分布：2024 年整体较分散，档期中春节档占比较高



来源：猫眼专业版，国金证券研究所，注 24 年数据截至 10 月 31 日

图表24：2019-24 年票房 TOP10 影片（数量：部）票房分布：2024 年缺少 40 亿以上票房的影片



来源：猫眼专业版，国金证券研究所，注 24 年数据截至 10 月 31 日

### 3.2、2025 年游戏、影片供给边际向上可期

游戏版号已恢复常态化发放，政策鼓励行业良性健康发展。2024 年 1-11 月，国产游戏版号发放数量 9 次过百，数量高于版号恢复发放前，且频率更规律；进口游戏版号已发放 6 次，频次显著提升。我们认为从监管层面释放了鼓励游戏行业健康良性发展的信号。



图表25: 近5年进口游戏版号发放情况: 2024年已发放6批, 频次显著高于往年

	进口游戏版号发放日期	距上次版号发放间隔日期	进口游戏版号发放数量
2024	2024/11/19	25	7
2024	2024/10/25	85	15
2024	2024/8/1	57	15
2024	2024/6/5	59	15
2024	2024/4/7	65	14
2024	2024/2/2	42	32
2023	2023/12/22	115	40
2023	2023/8/29	244	58
2022	2022/12/28	548	44
2021	2021/6/28	199	76
2020	2020/12/11	382	96
2019	2019/11/25	637	178
2018	2018/2/26	66	50

来源: 国家新闻出版署, 国金证券研究所

图表26: 2022-24年国产游戏版号发放对比: 24年每月一次, 间隔时间更平均, 发放数量较多, 多次超百款

	国产游戏版号发布日期	距上次版号发放间隔日期	国产游戏版号发放数量	申报休闲益智移动游戏占比	休闲益智移动游戏数量
2024-11	2024/11/20	26	112	41.07%	46
2024-10	2024/10/25	28	115	43.48%	50
2024-09	2024/9/27	28	116	45.69%	53
2024-08	2024/8/30	39	117	49.57%	58
2024-07	2024/7/22	27	105	38.10%	40
2024-06	2024/6/25	36	104	38.46%	40
2024-05	2024/5/20	24	96	40.63%	39
2024-04	2024/4/26	28	95	44.21%	42
2024-03	2024/3/29	31	107	53.27%	57
2024-02	2024/2/27	32	111	54.95%	61
2024-01	2024/1/26	32	115	50.43%	58
2023-12	2023/12/25	21	105	33.33%	35
2023-11	2023/12/4	39	87	28.74%	25
2023-10	2023/10/26	31	87	8.05%	7
2023-09	2023/9/25	61	89	17.98%	16
2023-08	无	-	--	--	--
2023-07	2023/7/26	35	88	29.55%	26
2023-06	2023/6/21	30	89	29.21%	26
2023-05	2023/5/22	32	86	16.28%	14
2023-04	2023/4/20	28	86	22.09%	19
2023-03	2023/3/23	41	86	17.44%	15
2023-02	2023/2/10	23	87	12.64%	11
2023-01	2023/1/18	21	96	--	--
2022-12	2022/12/28	41	84	--	--
2022-11	2022/11/17	65	70	10.00%	7
2022-10	无	-	-	--	--
2022-09	2022/9/13	63	73	42.47%	31
2022-08	2022/8/1	55	69	11.59%	8
2022-07	2022/7/12	35	67	10.45%	7
2022-06	2022/6/7	57	60	--	--
2022-05	无	--	--	--	--
2022-04	2022/4/11	263	45	4.44%	2
2022-03	无	--	--	--	--
2022-02	无	--	--	--	--
2022-01	无	--	--	--	--

来源: 国家新闻出版署, 国金证券研究所

自 Q4 起产品线逐步启动, 支撑 2025 年业绩增长。从各公司产品排期看, 2025 年游戏产品储备丰富, 且上线确定性较 24 年显著提升, 4Q24 起新品将逐步上线, 目前已经在 Q4 上线或定档 Q4 的包括恺英网络《诸神劫: 影姬》(中国港澳台)、《百工灵》、《怪咖纠察队》(中国港澳台等地区)、《彩虹橙》等, 完美世界《诛仙世界端游》, 吉比特《封神幻想世界》、《异象回声》、《王都创世录》等等。虽然业绩表现对比新品上线有一定滞后性, 但 25 年基本面边际向上趋势较为明确。


**图表27: 游戏板块 2025 年产品储备丰富, 4Q24 产品线逐步启动**

股票简称	游戏名称	游戏题材、类型	研发/代理	预计上线时间
恺英网络	诸神劫: 影姬	MMO 游戏	-	24 年 10 月 9 日在中国港澳台地区上线
	百工灵	休闲益智、中华传统手工艺	自研	24 年 10 月 11 日上线
	怪咖纠察队 (《怪物联萌》海外版)	Q 版休闲塔防	代理	24 年 10 月 17 日上线中国港澳台地区、新加坡、马来西亚
	彩虹橙	Q 版风格、LaTale 正版授权	-	24 年 10 月 20 日上线
	盗墓笔记: 启程	RPG、探险, “盗墓笔记” IP	自研自发	24 年 9 月首测
	斗罗大陆: 诛邪传说	RPG、“斗罗” IP	自研	24 年 10 月首测
	纳萨力克之王: 崛起	《OVERLORD》改编, 开放世界动作冒险	自研	未定
	代号: 信长	SLG, “信长” IP	自研	未定
	三国: 天下归心	SLG 回合战斗制手游	自研	未定
	代号: DR	正版 DRAGON RAJA 的 MMORPG	自研	未定
	龙之谷世界	3D 动作 MMORPG, 龙之谷 IP	与盛趣游戏联合发行	未定
	数码宝贝: 源起	休闲小游戏, “数码宝贝” IP	代理	未定
	古怪的小鸡	休闲小游戏, 小鸡孵化主题	代理	未定
	太上补天卷	修仙题材, 放置卡牌手游	代理	未定
	蒸汽堡垒	模拟经营+塔防+Rogur like+大地图 SLG	代理	未定
		《龙腾传奇》《梁山传奇》《王者传奇 2》等	-	-
完美世界	诛仙世界	新国风仙侠 MMORPG, 端游	自研	定档 24 年 12 月 19 日
	异环	超自然都市开放世界 RPG	自研	24 年 9 月首曝, 11 月 28 日开启奇点测试
	乖离性百万亚瑟王: 环	策略卡牌	自研	24 年及以后,
	代号野蛮人	放置卡牌、画风搞笑	-	未定
	代号 Z	二次元开放世界多端游戏	自研	未定
	诛仙 2	新派幻想国风仙侠 MMO, 多端	自研	未定
神州泰岳	代号 DL	SLG+模拟经营, 科幻题材	自研	2024 年末
	代号 LOA	SLG+模拟经营, 文明题材	自研	2024 年末
吉比特	封神幻想世界	国风题材 RPG	代理	24 年 10 月 23 日, 中国大陆
	异象回声	都市怪谈悬疑策略	代理	24 年 11 月 13 日, 中国大陆
	王都创世录	模拟经营策略、RPG 养成	代理	24 年 9 月 23 日, 中国大陆
	杖剑传说 (代号 M88)	魔幻题材放置养成	自研	25 年上半年, 中国大陆、中国港澳台、日韩
	问剑长生 (代号 M72)	放置修仙	自研	24 年 11 月 14 日限量不删档终测
	M11 (代号)	西幻题材放置	自研	未确定
	最强城堡 (全球)	策略塔防类	自研	未确定
	冲啊原始人 (欧美地区)	策略卡牌战斗	代理	未确定
	开罗全能经营家 (中国大陆)	模拟经营	代理	未确定
巨人网络	原始征途	征途 IP	自研	预计 25 年上半年二次大推。
ST 华通	饥困荒野	“饥荒” IP	代理	未确定
三七互娱	斗罗大陆: 猎婚世界	国漫东方玄幻 MMORPG	自研	2024 年及以后
	代号战歌 M	西方魔幻 MMORPG	自研	2024 年及以后
	代号 MLK	日式 Q 版 MMORPG	自研	2024 年及以后



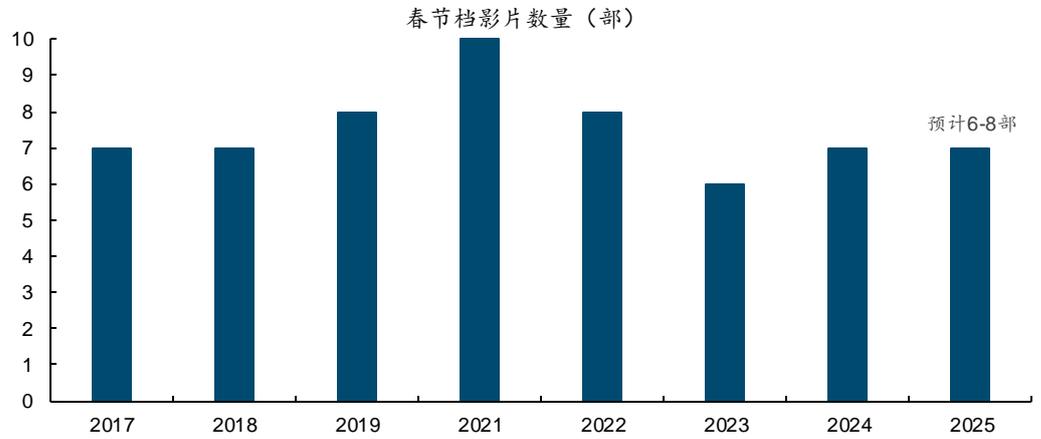
股票简称	游戏名称	游戏题材、类型	研发/代理	预计上线时间
	代号休闲 SLG	Q 版战争 SLG	自研	2024 年及以后
	代号正奇 SLG	写实三国 SLG	自研	2024 年及以后
	代号 M1	欧美卡牌休闲	自研	2024 年及以后
	代号 MR	Q 版 RPG	自研	2024 年及以后
	代号 DLXD	Q 版玄幻 RPG	自研	2024 年及以后
	代号 DLL	Q 版简笔魔幻塔防	自研	2024 年及以后
	诸神黄昏：征服	西方魔幻 MMORPG	代理	2024 年及以后
	帝国与魔法	西方魔幻 SLG	代理	2024 年及以后
	神城战纪	西方魔幻数值 SLG	代理	2024 年及以后
	上古洪荒决	东方玄幻国战 SLG	代理	2024 年及以后
	代号斗兽	巨兽题材 SLG	代理	2024 年及以后
	女武神战纪	西方魔幻幻想卡牌	代理	2024 年及以后
	代号小铁匠	日式 RPG	代理	2024 年及以后
	赤壁之战 2	三国题材 SLG	代理	2024 年及以后
	赘婿	古风水墨模拟经营	代理	2024 年及以后
	时光大爆炸	绘本卡通国风模拟经营	代理	2024 年及以后
	四季城与多米糯	奇幻 Q 版模拟经营	代理	2024 年及以后
	代号休闲	现代度假村休闲	代理	2024 年及以后
	Abyss Survivor	魔幻卡通 SLG	代理	2024 年及以后
	代号商途	古穿商斗模拟经营	代理	2024 年及以后
	Bagtopia	昆虫题材 SLG	代理	2024 年及以后
	Match Cozy 3D	现代卡通休闲益智	代理	2024 年及以后
<b>电魂网络</b>	螺旋勇士	陀螺对战策略 RPG	自研	2025 年 11 月 22 日上线
	野蛮人大作战 2	魔性竞技+RPG 多元化	自研	2025 年及以后
	轮回契约	冒险探索 JRPG	自研	2025 年及以后
<b>名臣健康</b>	境·界 刀鸣（全球发行）	3D 动作，死神 IP	自研	预计 2025 年
	一款 SLG	SLG	自研	2024 年及以后
	项目一	模拟建造游戏	自研	2024 年及以后
	小程序一	开箱子玩法	自研	2024 年及以后
<b>游族网络</b>	少年西游记 2	国潮朋克卡牌 RPG 游戏	自研	24 年及以后（海外）
	代号 APACK	小游戏	自研	24 年及以后
	代号 DH	小游戏	自研	24 年及以后
	代号 Raft	小游戏	自研	24 年及以后
	Vice Nation	卡牌+SLG	自研	24 年及以后
	我的三体：2277	创新类	自研	24 年及以后
	少年三国志 3	放置卡牌	自研	24 年及以后
	代号 WH	策略数值卡牌	-	24 年及以后
	代号 U	卡牌+ACT	-	24 年及以后
	代号 SR2（欧美）	模拟经营	-	24 年及以后
	代号 IW	小游戏	自研	24 年及以后
	代号 A	轻度卡牌小游戏	自研	24 年及以后
	代号 Pack	休闲 RPG 小游戏	自研	24 年及以后
	代号 DM	小游戏	自研	24 年及以后

来源：各公司公告，七麦数据，斗罗大陆：诛邪传说、盗墓笔记：启程、诛仙世界端游、异环、螺旋勇士游戏公众号，国金证券研究所整理



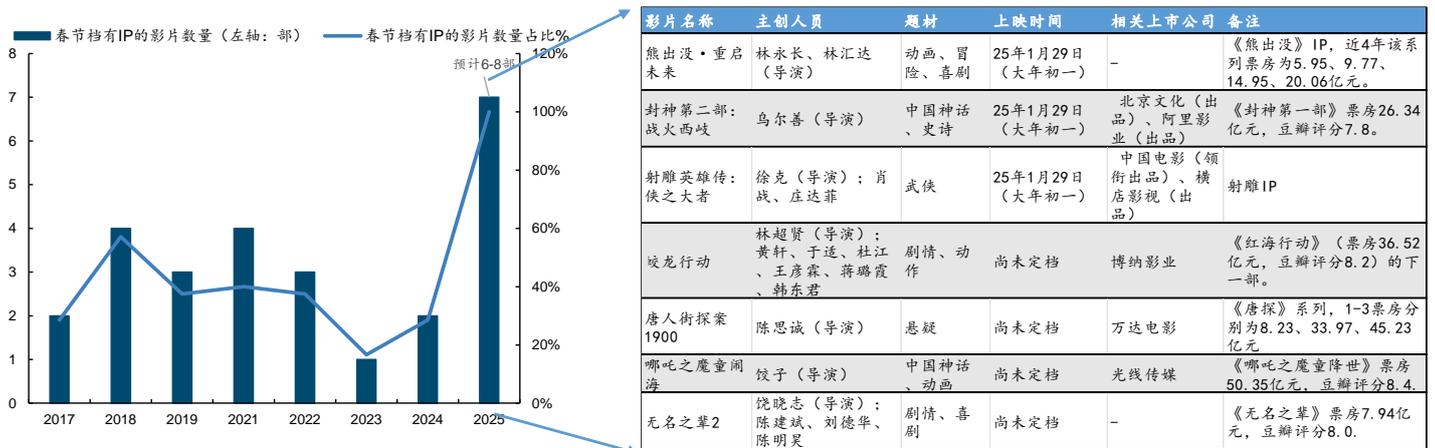
2025 年第一个大档期——春节档供给优质，有望拉动春节档票房再创新高，带动全年票房提升。1) 数量与往年春节档差异不大，预计在 8 部左右；2) 从质量或票房号召力来看，25 年春节档已经定档或有望上映的影片均有 IP，且系列电影票房、豆瓣评分较高，2017-24 年春节档影片仅 3 部左右为 IP 影片。目前已定档《熊出没：重启未来》《封神第二部：战火西岐》《射雕英雄传：侠之大者》，《蛟龙行动》《唐人街探案 1900》《哪吒之魔童闹海》等有望上映。

图表28：春节档影片数量对比：预计 25 年与往年差别不大



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

图表29：春节档影片内容对比：预计 25 年春季档 IP+影片数量占比新高



影片名称	主创人员	题材	上映时间	相关上市公司	备注
熊出没·重启未来	林永长、林汇达 (导演)	动画、冒险、喜剧	25年1月29日 (大年初一)	-	《熊出没》IP，近4年该系列票房为5.95、9.77、14.95、20.06亿元。
封神第二部：战火西岐	乌尔善 (导演)	中国神话、史诗	25年1月29日 (大年初一)	北京文化 (出品)、阿里影业 (出品)	《封神第一部》票房26.34亿元，豆瓣评分7.8。
射雕英雄传：侠之大者	徐克 (导演)；肖战、庄达菲	武侠	25年1月29日 (大年初一)	中国电影 (领衔出品)、横店影视 (出品)	射雕IP
蛟龙行动	林超贤 (导演)；黄轩、于适、杜江、王彦霖、蒋璐霞、韩东君	剧情、动作	尚未定档	博纳影业	《红海行动》(票房36.52亿元，豆瓣评分8.2)的下一部。
唐人街探案1900	陈思诚 (导演)	悬疑	尚未定档	万达电影	《唐探》系列，1-3票房分别为8.23、33.97、45.23亿元
哪吒之魔童闹海	饺子 (导演)	中国神话、动画	尚未定档	光线传媒	《哪吒之魔童降世》票房50.35亿元，豆瓣评分8.4。
无名之辈2	饶晓志 (导演)；陈建斌、刘德华、陈明昊	剧情、喜剧	尚未定档	-	《无名之辈》票房7.94亿元，豆瓣评分8.0。

来源：猫眼专业版，豆瓣，国金证券研究所

从 2025 年全年维度：电影及电视剧储备均较丰富，今年低基数下 2025 年同增可期。除 2025 年春节档影片外，后续有望上映的影片包括万达电影《转念花开》《寒战》系列等，光线传媒《透明侠侣》《她的小梨涡》等，博纳影业《人体大战》等，百纳千成《敦煌英雄》《雄狮少年 2》等。

图表30：影视剧梳理：2025 年产品储备丰富

股票简称	影视剧名称	参与方式	播映时间	股票简称	影视剧名称	参与方式/题材	播映时间
万达电影	那个不为人知的故事	出品	定档 24 年 11 月 9 日	华策影视	寻秦记	主控	后期制作中
	有朵云像你	-	定档 24 年 12 月 31 日		误判 (暂定名)	主控	后期制作中，计划 24 年 H2 上映
	“骗骗”喜欢你	-	定档 24 年 12 月 31 日		我的朋友安德烈	主控	后期制作中
	误杀 3	-	定档 24 年 12 月 31 日		转生恶役	引进发行	预计 2H25 上映
	《唐探 1900》《蛮荒行记》《寒战》系列、《千万别打开那扇				我们的山河	近代革命	预计 2H24 开机



股票简称	影视剧名称	参与方式	播映时间	股票简称	影视剧名称	参与方式/ 题材	播映时间
	门》《转念花开》等电影预计于 25 年上映、储备有《爱情有烟火》《检察官与少年》等剧集						
光线传媒	乔妍的心事	投资、发行	24 年 10 月 26 日上映		想把你和时间藏起来	当代都市	预计 2H24 开机
	胜券在握	投资	24 年 11 月 15 日上映		花常好月常圆人长久	当代都市	预计 2H24 开机
	小倩	主投、发行	定档 24 年 12 月 6 日		家业	古代传奇	预计 2H24 开机
	透明侠侣	主投、发行	待上映		极限刑诉	当代检察	预计 2H24 开机
	她的小梨涡	主投、发行	待上映		太平年	重大历史	预计 2H24 上映
	哪吒之魔童闹海	主投、发行	制作中		刺杀小说家 2	主控	预计 2H25 上映
	山河枕	-	后期制作中		计划 24 年下半年上映的电影项目 3 个、开机的电视剧项目 8 个、开机的短剧项目 5 个		
	目前筹备、制作、排播电影《哪吒之魔童降世》《“小”人物》等 55 部影片、《山河枕》等多部剧集			慈文传媒	烽火流金	古代传奇	取得发行许可证，腾讯视频播放
博纳影业	蛟龙行动（《红海行动 2》）	出品	后期制作中		一江水	当代都市	取得发行许可证，台网联播
	克什米尔公主号	出品	前期筹备，预计 24 年开机		紫川·光明王	古代传奇	取得发行许可证，爱奇艺独播
	上甘岭	出品	电视剧，预计 24 年播出		时光分岔的夏天	青春悬疑	后期制作中
	濠江潮涌	出品	电视剧，预计 24 年播出		鼠王	冒险动作电影	取得公映许可证，院线及网络播出
	狩猎时刻	出品	电视剧，预计 24 年开机		无声呼救	公路悬疑电影	院线及网络播出
	经营计划中尚未上映的影片包括《人体大战》《阿麦从军》《少年时代》等 13 部影片				梵高计划	喜剧电影	已完成制作，取得龙标
北京文化 749 局		投资、宣发	24 年 10 月 1 日上映		刀剑笑	网络古装武侠电影	后期制作中
	封神第二部：战火西岐	主投、宣发	定档 25 年 1 月 29 日（大年初一）		雁回镇	古代传奇	后期制作中，拟腾讯视频播出
	封神三部曲之封神天下	主投、宣发	后期制作		了不起的我们	当代都市	后期制作中
	东极岛	投资、宣发	24 年 6 月 24 日开机		搭伙	当代都市	后期制作中
	敦煌之玄奘密码	投资	前期开发		截至 8.29，投拍的影视剧有 7 部取得发行（公映）许可证，2 部完成制作，8 部后期制作中。		
	时间之外	投资	前期开发	百纳千成	多大点事儿	参投	发行排播，预计 24 年下半年
	珠帘玉幕	投资	电视剧，24 年 11 月 1 日播出		火星孤儿	主投主控	发行排播
	我叫赵甲第 2	投资	电视剧，发行中，优酷视频独播		敦煌英雄	主控	后期制作，2024 或 2025
	24 年三季报披露 5 部电影储备，7 部剧集储备				沙海之门	主控	后期制作
华策影视	七夜雪	-	24 年 10 月 9 日播出		雄狮少年 2	主控	已开始制作



股票简称	影视剧名称	参与方式	播映时间	股票简称	影视剧名称	参与方式/题材	播映时间
锦绣安宁	-	-	24年10月10日播出			24年中报披露储备剧集14部, 电影13部	

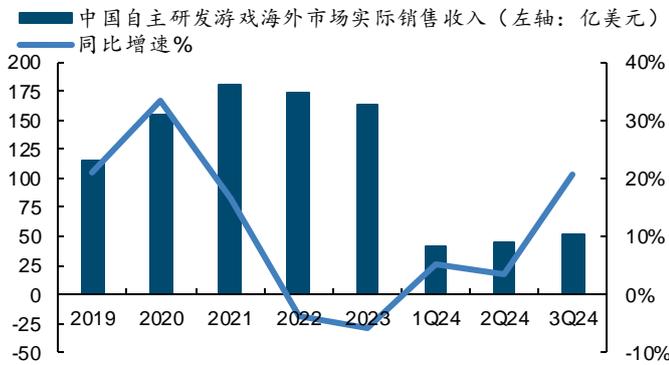
来源: 各公司公告, 猫眼专业版, 国金证券研究所

### 3.3、以游戏、短剧为代表的內容出海蓬勃发展

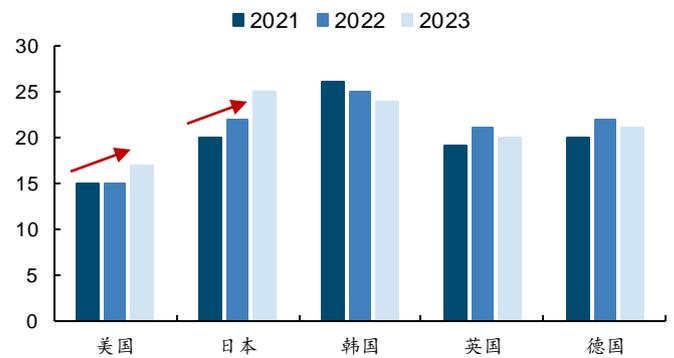
游戏出海是文化传媒领域较突出的赛道, 24年出海市场规模增速回正。中国自主研发游戏海外销售收入超150亿美元, 从市场规模和影响力看, 是文化传媒领域较突出的赛道: 1) 中国手游研运全球领先, 移动游戏出海市场份额20%左右, 且在持续突破中: 24年9月全球手游收入榜Top10, 国产游戏《王者荣耀》《和平精英》《无尽冬日》在列; 2021-23年美国、日本市场移动游戏流水TOP100国产移动游戏发行商数量提升态势显著, 美国、日本、英国、德国市场移动游戏流水TOP100中国产游戏产品数量显著提升。2) 今年主机游戏出海也迎来突破。Q3出海游戏收入增长提速, 主要源于部分头部产品收入增长, 新游《绝区零》表现良好以及3A单机大作《黑神话: 悟空》的突出表现。

图表31: 2024年前三季度中国自研游戏海外收入增速回正

图表32: 2021-23年全球重要移动游戏市场流水TOP100中国产游戏发行商数量: 美国、日本地区增长趋势显著



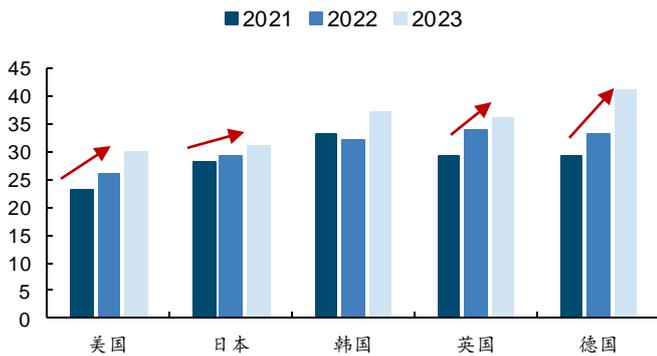
来源: 伽马数据, 国金证券研究所



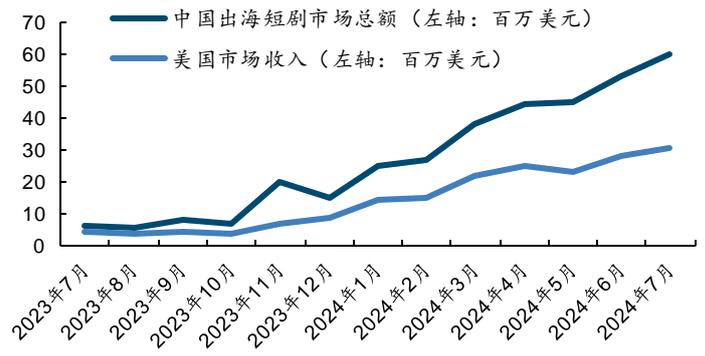
来源: 伽马数据, 国金证券研究所

图表33: 2021-23年全球重要移动游戏市场流水TOP100中国产游戏产品数量: 美国、英国、德国地区显著增长

图表34: 中国短剧出海: 已成规模, 23年快速起量



来源: 伽马数据, 国金证券研究所

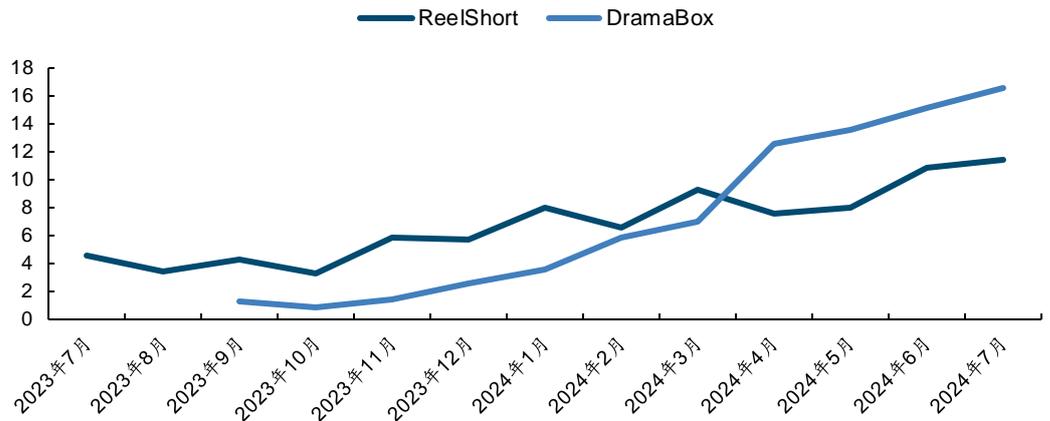


来源: 点点数据, 国金证券研究所

从近2年的增速看, 短剧出海是一大趋势, 海外仍是蓝海市场, 大有可为。2022年国内短剧市场爆发, 海外市场萌芽, 其中ReelShort为率先布局出海短剧的平台。据点点数据, 中国短剧出海在北美和东南亚等地快速拓展, 预计24年收入达到40亿美元, 未来3-5年, 有望实现倍数级增长, 目前出海短剧美国市场收入占比50%以上, 企业在积极探索拉美等新兴区域, 韩国、欧洲也是头部平台的焦点。其中主要平台DramaBox(点众旗下)、ReelShort(中文在线旗下)和ShortMax贡献了80%以上的市场份额, 三强地位较稳固。



图表35：头部短剧出海 app 收入（单位：百万美元）快速增长中



来源：点点数据，国金证券研究所

### 3.4、投资建议：建议关注边际向上趋势明显、确定的个股

#### ■ 游戏板块：个股建议关注：

- 1) 完美世界：24 年由于新品较少、人才及产品梳理，业绩压力较大，24 年 12 月起新品逐步上线，支撑 25-26 年业绩增长。重点关注《诛仙世界端游》（24 年 12 月 19 日上线）、《异环》。
- 2) 恺英网络：传奇游戏优势显著，储备丰富，新一轮产品线启动中。
- 3) 神州泰岳：SLG 出海头部厂商，2 款主力游戏稳健，Q4 将于海外发行 2 款 SLG+模拟经营游戏，起量后有望推动业绩再上新台阶。

#### ■ 影视板块：个股建议关注：

- 1) 万达电影：院线龙头，若票房回升，则直接受益；公司投资的《误杀 3》《有朵云像你》《“骗骗”喜欢你》定档 24 年 12 月 31 日，有望于春节档上映的《唐探 1900》为公司投资影片，同时公司储备有《转念花开》等内容，25 年影视剧业务储备丰富。
- 2) 横店影视：院线龙头，若 25 年票房回升，则直接受益；且低线城市优势较大。
- 3) 博纳影业：由于票房大盘表现不佳，及公司投资出品影片较少，24 年业绩承压；《蛟龙行动》有望 25 年上映，全年储备较多，影视剧业务有望向上；影城业务有望随票房回升而转好。
- 4) 光线传媒：《哪吒 2》等有望 25 年上线，储备内容较多，25 年业绩弹性较大。
- 5) 中文在线：短剧出海。旗下 ReelShort 为头部短剧出海平台，目前海外短剧市场起量中，预计 25 年市场规模较大。

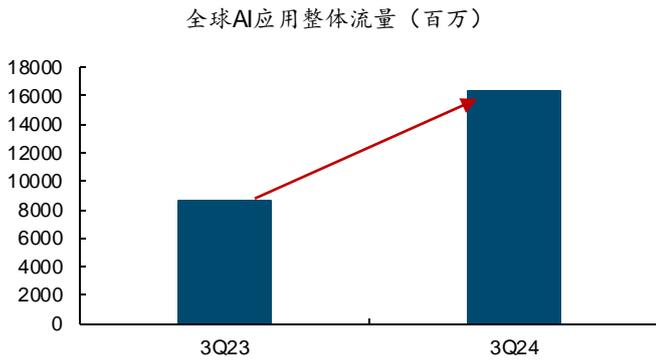
## 四、主线三：AI 应用有望加速落地

### 4.1、AI 应用流量高速增长，Chat 助手类产品流量占比最高

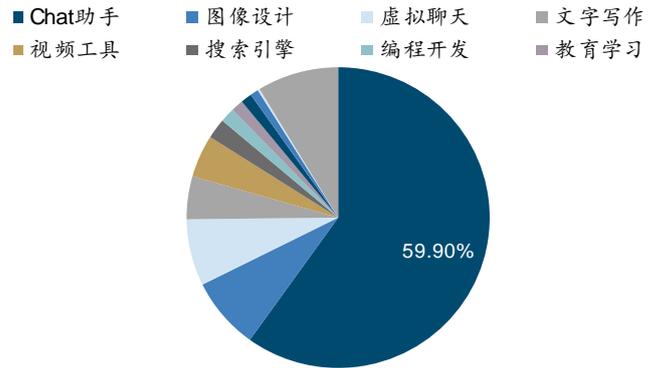
AI 应用流量高速增长，Chat 助手类产品流量占比最高。据伽马数据，24 年 Q3，全球 AI 产品整体流量同比增长 87.2%，环比增长 1.3%；其中 Chat 助手类产品流量占比 59.9%。



图表36: 3Q24 全球 AI 应用整体流量同比+87.2%



图表37: 3Q24 全球 AI 应用中 Chat 助手类流量占比最高

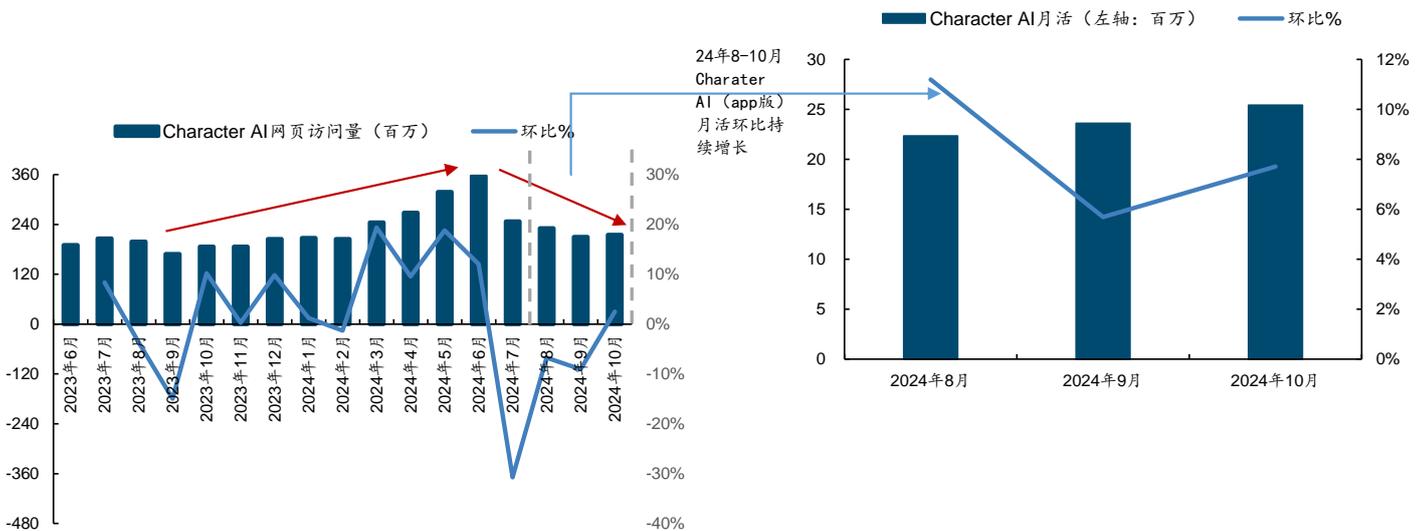


来源: AI 产品榜, 国金证券研究所

来源: AI 产品榜, 国金证券研究所

看好基于“Chat”或算法的 AI 应用/工具率先落地。1) 基于算法的应用/工具与 AI 赋能方向深度契合。从 Applovin 业绩超预期、kimi 及豆包等 AI 搜索应用起量来看, AI 对线上搜索、匹配效率提升的赋能效果已呈现出显著效果。2) AI 陪伴: Chat 类流量大+陪伴需求大。主要由于①: Chat 助手类产品流量占比为 59.9%, 已经有用户基础, 且相对其他类别的产品更成熟; ②与用户具有情感关联的应用, 往往付费粘性较强。以 AI 虚拟角色产品为例: Character AI 连续多个月为全球访问量第一的 AI 虚拟角色产品, 访问量稳步提升, 目前已超过 2 亿, 24 年 7 月其网页访问量下滑, 但 app 端月活 8-10 月持续环比增长, 且 6-8 月活跃度位居全球 AI 应用排名第一(日均时长第一、人均使用天数第一); AI 虚拟角色产品全球访问量 TOP5 稳定, 也说明用户对能产生情感关联的应用粘性较强。

图表38: 从网页访问量和 APP 月活看, Character AI 保持较高的流量



来源: AI 产品榜, 国金证券研究所

图表39: AI 虚拟角色产品全球访问量 TOP5: 上榜产品变化不大, Charater AI、Janitor AI 稳居前 2

排名	2023年9月	2023年11月	2023年12月	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月
1	Character AI												
2	Janitor AI												
3	Dreamgf.ai	Dreamgf.ai	SpicyChat.AI										
4	Kupid AI	Kupid AI	CrushOn.AI	Candy.AI	CrushOn.AI	CrushOn.AI	CrushOn.AI						
5	Replika	Anima	Dreamgf.ai	Dreamgf.ai	Dreamgf.ai	-	-	-	Candy.AI	CrushOn.AI	Candy.AI	Candy.AI	Candy.AI

来源: AI 产品榜, 国金证券研究所

#### 4.2、投资建议: 看好基于“Chat”或算法的 AI 应用率先落地

结合前文分析, 我们看好基于“Chat”或算法的 AI 应用率先落地, 该类应用/工具有望在业绩端率先呈现, 我们从以下 3 点选择标的: 1) 商业模式对算法或者自动化生成有依赖, AI 有望推动商业模式升级; 2) 有望带来新业务方向; 3) AI 产品持续迭代。建议关注个股: 汇量科技、易点天下、蓝色光标、美图公司、汤姆猫、因赛集团、昆仑万维。



同时建议关注 AI 应用/工具落地情况。

图表40: AI 应用/工具标的梳理

公司名称	AI 布局	AI 主要赋能方向
汇量科技	拥有 AI 驱动的程序化交互式广告平台 Mintegral，且该平台贡献 90% 以上收入。	提高程序化广告平台效率，吸引更多广告主、提升盈利水平。
易点天下	推出 AIGC 数字营销创作平台 KreadoAI 及 AI 驱动的程序化广告平台	提升程序化广告投放平台效率；及投放素材生成效率。
蓝色光标	1) All in AI 战略，在与微软，谷歌，亚马逊，字节跳动，百度，智谱，月之暗面等国内外主流 MaaS 及云厂商合作的基础上，进一步发展营销行业模型，构建了 AI 时代营销应用的数据底座， workflow 底座和创作底座，发展出广告投放分析助手等全球化业务 AI 营销工具矩阵。 2) BlueAI 24 年下半年重点发力视频智能理解及创作，智能体 workflow 等方向，满足业务的广度和服务的深度，提升业务覆盖面。	提升广告投放平台效率，服务更多中小客户
美图公司	美图秀秀、Wink、美颜相机是公司在图片编辑、视频编辑、拍照摄影赛道所布局的核心影像产品，产品里有大量的生成式 AI 功能，比如“图像美化”“人像美容”中的部分滤镜或功效。	强化旗下应用的功能，提供更多、效果更好的功能，可面向 C 端直接收费。
汤姆猫	1) 情感陪伴垂类模型：与西湖心辰联合打造的“汤姆猫情感陪伴垂直模型”已投入使用，通过训练汤姆猫这一 IP 角色独特的人物设定、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。 2) 智能语音机器人：硬件产品于 H1 完成工业设计、嵌入式硬件系统的设计及垂直模型的接入与调优，目前完成产品打样工作，后续将推进量产评估及验证工作，尽快推向市场实现销售。	25 年 AI 产品（陪伴机器人）有望落地。
昆仑万维	天工 AI 持续升级，发布全新 AI 搜索、彩页及宝典功能；推出自研 AI 音乐大模型 SkyMusic 2.0，发布了 AI 音乐创作平台 Mureka； 24 年 8 月 19 日发布全球首个集成视频大模型与 3D 大模型的 AI 短剧平台 SkyReels，集剧本生成、角色定制、分镜、剧情、对白/BGM 及影片合成于一体。	AI 搜索平台，直接面向 C 端。
因赛集团	发布 AI 营销平台 InsightGPT，现阶段的目标是成为国内首家 AI 技术驱动的全链路营销服务集团，预计在 25 年年初上线： 1) 营销方案生成：初期赋能内部团队提效降本，成熟后面向外部客户辅以营销洞察工具生成核心策划方案；2) 视频智能剪辑：一是打造基于脚本的短视频垂类矩阵，二是构建聚焦游戏行业的一站式智能剪辑工具；3) 电商内容生成：聚焦酒水、美妆、食品、数码等大消费行业的细分赛道，进行贴图、海报、模特图相关功能的优化和迭代。	提升广告业务效率，InsightGPT 有望成为 SaaS 化营销工具

来源：各公司公告，国金证券研究所整理

## 五、主线四：看好空间广阔的 IP 及其衍生品市场

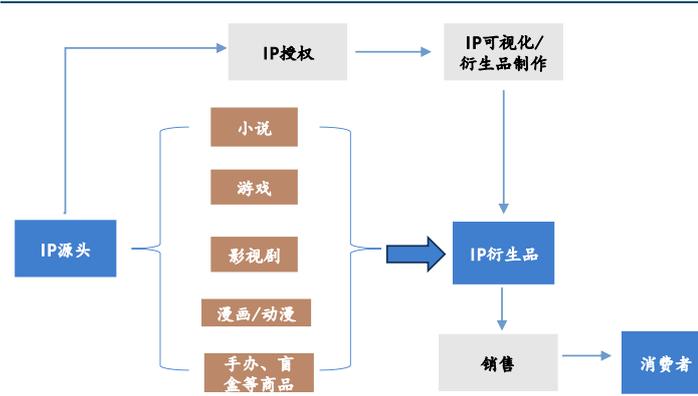
### 5.1、“IP”消费满足精神需求，市场空间广阔

IP 产业链梳理：IP 源头和衍生品的形式互通，比如一款游戏 IP 可以衍生为影视剧、小说、手办、卡牌、盲盒等产品，小说 IP 也可衍生为游戏、影视剧、周边等产品。其中涉及的各方主要包括 IP 方、被授权方、可视化/衍生品制作、渠道/经销商。

我们认为，IP 消费主要是满足精神需求，从商业化看，游戏、谷子潜力较大。IP 衍生品的火爆，足够多的 IP 受众是基础，而 IP 受众购买意愿更多出于情感寄托、社交属性，以及稀缺性所带来的“炫耀属性”，情绪价值的满足是重要驱动。从变现看，直接面向 C 端的游戏、谷子（goods 谐音）的潜力、弹性更大。据伽马数据，24 年 1-9 月主要文娱领域流水 TOP10 产品份额占比中，游戏占比 73.3%。

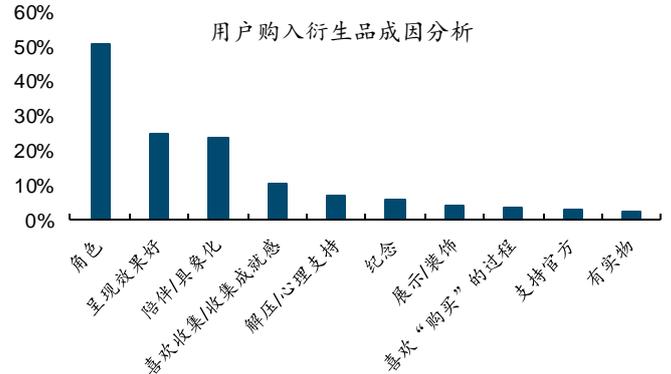


图表41: IP 产业链梳理



来源: 国金证券研究所绘制

图表42: 用户购入游戏衍生品成因分析: 主要为满足情感需求



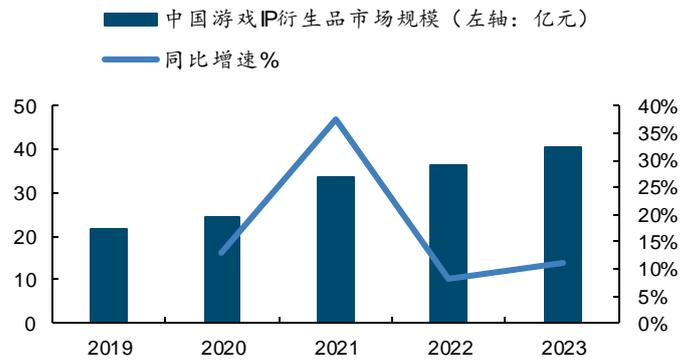
来源: 伽马数据, 国金证券研究所

图表43: 2024 年 1-9 月主要文娱领域流水 TOP10 产品份额占比: 游戏占比最高



来源: 伽马数据, 国金证券研究所

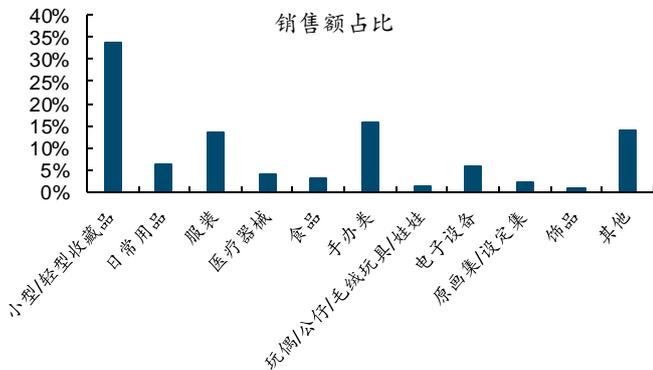
图表44: 中国游戏 IP 衍生品市场扩容中



来源: 伽马数据, 国金证券研究所

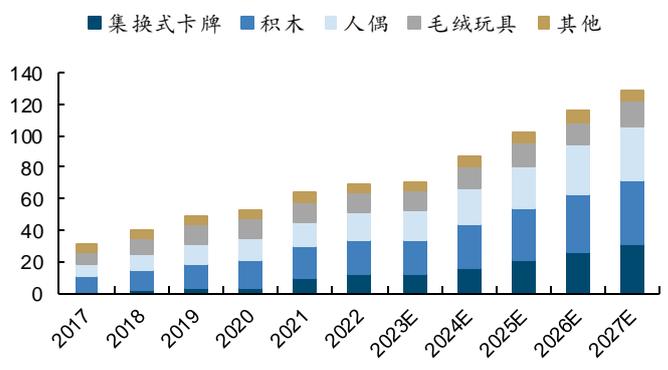
为情绪价值买单时当下重要的消费趋势, IP 衍生品市场广阔。以游戏 IP 衍生品市场为例, 2019-23 年市场规模 CAGR 为 17.0%, 其中销售额最高的品类为小型/轻型收藏品, 其次为手办。据卡游招股书, 2022 年中国泛娱乐玩具行业市场 690 亿元, 预计至 27 年能达到 1289 亿元, 其中 CAGR 前二是集换式卡牌和人偶。

图表45: 游戏 IP 衍生品销售额中占比前 2 为: 小型/轻型收藏品、手办类



来源: 伽马数据, 国金证券研究所

图表46: 中国泛娱乐玩具市场 (单位: 十亿元) 空间广阔: 2023-27 年集换式卡牌和人偶市场规模 CAGR 最高



来源: 卡游招股说明书, 国金证券研究所

5.2、投资建议: 关注 IP 持有方及衍生品生产、运营经验丰富的标的

结合前文 IP 产业链分析, 我们认为 IP 持有方及拥有 IP、及其衍生品运营经验的公司商业化潜力较大。关注相关标



的：卡游（港股递交招股书）、姚记科技、奥飞娱乐、上海电影、阅文集团。同时建议关注 IP 产业端变化，包括新 IP 的崛起、新 IP 衍生品形式的崛起。

**图表47：IP 及其衍生品相关传媒标的梳理：看好 IP 持有方及衍生品生产、运营经营丰富的公司**

公司名称	相关布局
卡游（港股，递交招股书）	集换式卡牌龙头，运营奥特曼、叶罗丽等 IP
姚记科技	国内扑克牌龙头公司，已运营体育卡、宝可梦卡牌等
奥飞娱乐	拥有国民级 IP《喜羊羊与灰太狼》《巴拉啦小魔仙》《超级飞侠》《铠甲勇士》等 IP，且运营经验丰富，已布局集换式卡牌。
上海电影	上影元运营众多动画 IP 及真人影视版权，包括《中国奇谭》及《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《哪吒闹海》《天书奇谭》等经典动画作品，《日出》《阿 Q 正传》《庐山恋》《三毛从军记》等经典影视作品
阅文集团（港股）	拥有《庆余年》《诡秘之主》《一人之下》等网文、影视剧 IP，IP 储备丰富，投资 HitCard，双方合作发行了《与风行》《庆余年》《全职高手》等 IP 收藏卡产品。

来源：各公司公告，国金证券研究所

## 六、风险提示

- 消费复苏不及预期风险。若消费复苏不及预期，则影响顺周期板块业绩的增长。
- 内容上线不及预期风险。内容板块业绩与内容上线节奏、上线后表现直接相关，若上线不及预期，则直接压制业绩的表现。
- 政策监管风险。游戏受版号发放、未成年人保护等政策约束，影视剧正常排播则受内容监管、艺人是否违法或失德等影响，若出现相关政策指导或监管事件，则影响内容的正常上架或运营。
- AI 产业发展不及预期风险。AI 产业在逐渐崛起中，对传媒板块来讲是重要变革，影响行业未来发展，若 AI 技术迭代和应用不及预期，则该变革落地的预期将延后。
- IP 产业发展不及预期风险。若大热 IP 热度下降，新 IP 未出现，或 IP 衍生品生产、运营与消费者喜好不一致，则将制约产业发展，衍生品市场扩容，进而影响相关标的的业绩。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究