

内生外延，稳中求进

—— 2024 年传媒互联网行业中期策略报告

传媒互联网分析师：岳铮

传媒互联网研究助理：祁天睿



内生外延，稳中求进

—— 2024 年传媒互联网行业中期策略报告

2024 年 06 月 21 日

核心观点

- 行业回顾：上半年传媒 A 股震荡走弱，港股明显走强。**年初至今，受大盘下跌及部分公司业绩预期减弱等影响，传媒 A 股整体呈现震荡回落的趋势，截至 2024 年 6 月 13 日，区间涨跌幅为-16.61%，对比同期沪深 300 涨幅为 2.77%。同时期港股互联网受益于资金面的改善及政策面的积极变化等内外多重因素共振实现上涨，恒生传媒指数年初至今上涨 1.77%。
- 行业展望：生成式 AI 技术仍是行业重要驱动力。**我们认为当前仍处于 AI 浪潮下新一轮科技周期的初期，随着 AI 技术对行业的颠覆不断加，AIGC 技术将有望为内容制作领域带来更加多样化的应用场景、更高数量和质量的应用内容，由 AIGC 引爆的内容端生产力革命不论是在短期降本增效还是在中长期创新赋能方面将有持续驱动。
- 投资观点：以稳为主，而后稳中求进。**区别于 2023 年以 AI 技术变革为驱动的整体性行情，今年上半年主题投资宽幅波动叠加行业基本面预期减弱，市场风险偏好降低，整体回调较大。我们建议下半年以稳为主，优选业绩根基稳定或有明显供给侧恢复、板块估值具备一定吸引力的赛道；而后稳中求进，寻求外延有增量维度或外围因素改善的弹性品种。
- 投资建议：内生稳健精进，外延积极拓展，把握下半年三重机遇。1. 港股互联网：**头部互联网公司盈利改善预期加强，投资性价比凸显，建议关注各项业务均稳健增长，基本面稳固的**腾讯控股**；后续业绩有扭亏机会的互联网视频平台公司**哔哩哔哩**等；**2. 出版行业：**出版业将加速数字化、个性化、定制化、智能化发展，AI+出版、研学业务等新增量将为行业带来全新机遇，叠加央企市值管理或将纳入考核，建议关注：基本面稳健且具有一定业务增量空间的**山东出版**、**南方传媒**等；**3. 影视院线行业：**优质内容始终是行业稀缺资源，建议关注 AI 赋能下的游戏和影视院线公司：内容储备丰富的**神州泰岳**、**恺英网络**、**光线传媒**、**万达电影**等。
- 风险提示：**行业监管政策趋严的风险；AIGC 技术发展及内容供给质量不及预期的风险；作品内容审查或审核的风险；宏观经济波动的风险；新兴业态需求不及预期的风险等。

重点公司盈利预测与估值（截至 2024 年 6 月 13 日）

股票名称	EPS			PE			投资评级
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
腾讯控股	12.19	16.42	18.39	28.67	21.28	19.00	推荐
山东出版*	1.14	0.80	0.87	12.03	17.08	15.74	推荐
神州泰岳	0.45	0.54	0.62	20.42	17.12	14.99	推荐
恺英网络	0.68	0.86	1.02	15.70	12.39	10.42	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（标*公司预测数据来自 wind 一致预测（180 天））

传媒互联网行业

推荐 维持

分析师

岳铮

☎：010-8092-7630

✉：yuezheng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030006

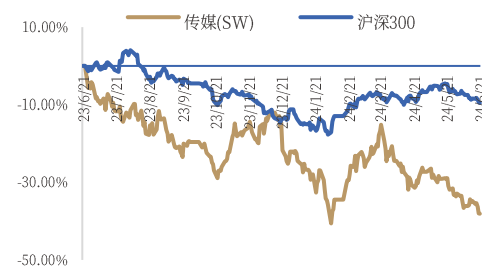
研究助理 祁天睿

☎：010-8092-7603

✉：qitianrui_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-6-21



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河传媒互联网】_2024 年年度策略_颠覆、重塑与繁荣—把握 AIGC 内容变革机遇
- 【银河传媒互联网】行业深度报告_2023 年中期策略报告_复苏之风起，AI 赋能迎难而上
- 【银河传媒互联网】2023 年年度策略——复苏必有期，新兴皆可期
- 【银河传媒互联网】行业深度报告_2022 年中期策略报告_政策转暖，把握互联网、游戏复苏双主线

目录

Catalog

一、 板块复盘：上半年整体震荡，细分板块业绩分化	4
二、 港股互联网：业绩修复叠加低估值	7
(一) 港股市场有所反弹，流动性预期加强	7
(二) 高质量发展基本面，降本增效效果显著	10
(三) 头部互联网边际持续向好	12
三、 出版：业绩稳健前行，把握 AI 赋能	18
(一) 业绩稳健前行，利润增幅较大	18
(二) 充裕现金流，高分红比例	20
(三) 多维度开辟增长新路径	21
四、 AI+：AI 赋能影视和游戏行业	25
(一) 开源的生态推动 AI 技术高速发展	25
(二) 游戏行业：供给储备丰富，关注暑期新游表现	30
(三) 影视院线：复苏趋势确定，AI 助力制作全流程	33
五、 投资建议	36
(一) 行业估值仍处于历史低位	36
(二) 持仓占比低位徘徊，集中度小幅上升	37
(三) 推荐标的	38
六、 风险提示	39

一、板块复盘：上半年整体震荡，细分板块业绩分化

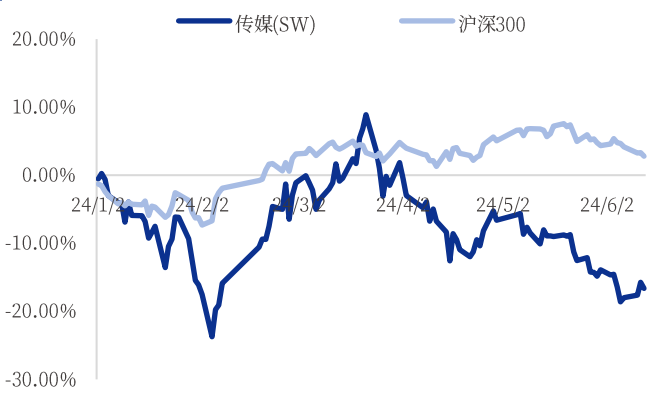
2023年至今，A股传媒板块走势受AI相关概念催化明显。具体来看，2023年上半年，AIGC和ChatGPT相关概念股表现突出，叠加游戏板块在版号常态化发放下实现估值修复和影视院线板块业绩修复的预期，行业实现两波上涨行情，指数探顶873.64。下半年，AI热度逐步退却，板块整体迎来调整期。在10月中旬，短剧概念引领传媒指数新一波上涨行情。2024年初，受大盘下跌及部分公司业绩预期减弱等影响，传媒指数一度探底462.91，后续随着大盘回暖和出版、影视院线板块的拉动，整体指数有所修复，但年初至今整体仍呈现震荡回落的趋势。截至2024年6月13日，传媒板块年初至今涨跌幅为-16.61%，对比同期沪深300指数涨跌幅为2.77%。

图1：传媒行业2023年初以来行情复盘（截至2024年6月）



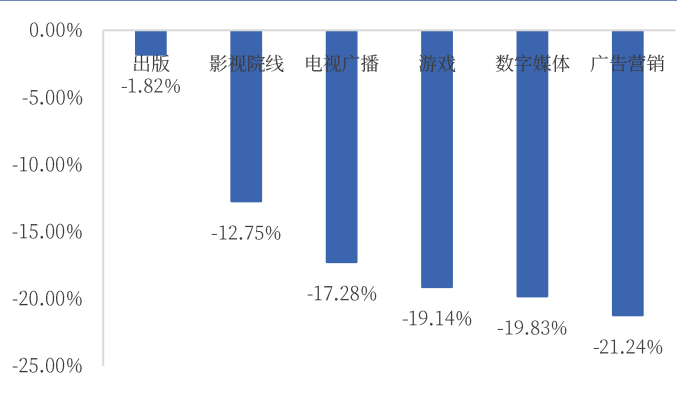
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图2：传媒行业指数2024年初至今涨跌幅（截至2024.6.13）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图3：传媒子版块年初至今涨跌幅（截至2024.6.13）



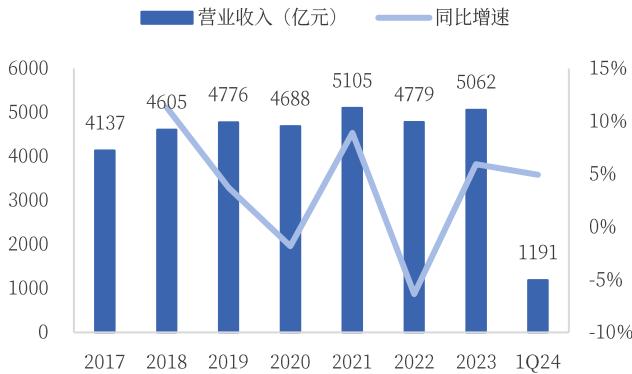
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

从业绩面来看，经历过2022年基本面触底后，2023年传媒板块业绩整体呈平稳修复的态势，24Q1细分分子版块业绩分化，整体有所承压。

营收端：2023年全年传媒行业（剔除ST股票后）实现营业收入5062.30亿元，同比上升5.92%；2024Q1传媒行业（剔除ST股票后）实现营业收入1191.30亿元，同比上升4.93%。其中，受益于电影大盘市场的回暖，影视院线板块复苏趋势明显，版块内公司2023全年营业收入同比增长29.12%。

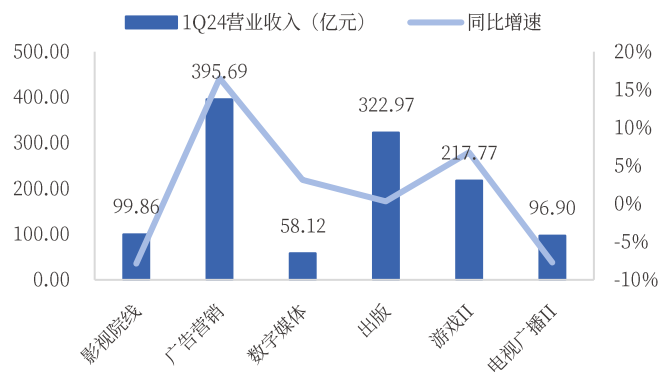
2024Q1 传媒行业子版块中，4 个子版块营收同比增长，2 个同比下降。同比增速前三的子版块为广告营销（YoY+16.51%）、游戏（YoY+6.74%）、数字媒体（YoY+3.13%）。

图4：2017-2024Q1 传媒行业营收及增速



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

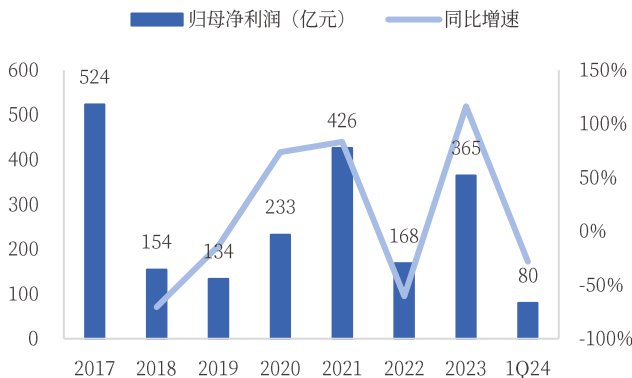
图5：2024Q1 传媒行业分版块营业收入及增速



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

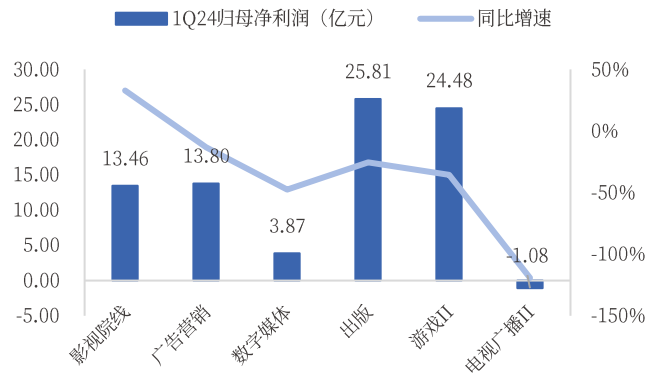
利润端：2024Q1 传媒板块共有 88 家公司盈利，其中 82 家公司持续盈利，6 家公司扭亏为盈；共有 40 家公司亏损，其中 21 家公司转盈为亏，19 家公司连续亏损。各子版块归母净利润整体呈回调趋势，除影视院线板块归母净利润同比增长外（行业归母净利润 13.46 亿元，YoY+32.82%），其他板块的归母净利润均有一定程度下滑。2023 年全年传媒行业三个子版块的归母净利润增长明显：影视院线板块整体扭亏为盈，广告营销板块和游戏板块的归母净利润同比增幅均超过 100%；出版板块和数字媒体板块也有较为明显的同比增长。

图6：2017-2024Q1 传媒行业归母净利润及增速



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

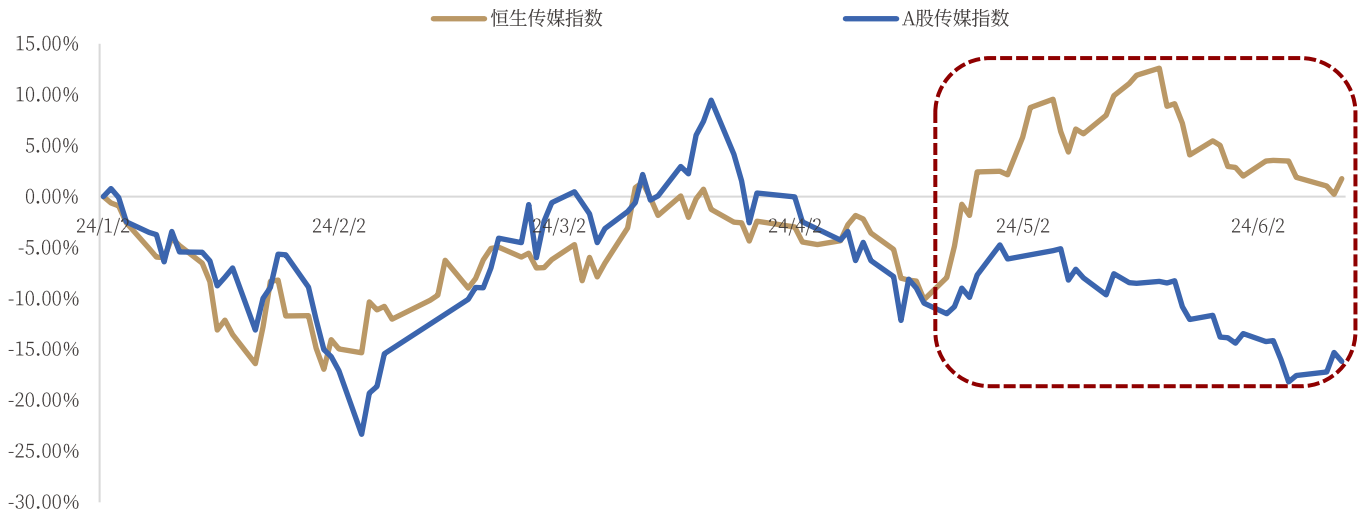
图7：2024Q1 传媒行业分版块归母净利润及增速



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

同时期港股传媒互联网持续走强。港股市场在经历了 2023 年的大幅回调。2024 年初，受益于资金面的改善及政策面的积极变化，港股传媒互联网在 4 月迎来较大幅度上涨，AH 溢价指数也回落至 2023 年初水平，截至 6 月 13 日，恒生传媒指数年内上涨 1.77%，领先 A 股传媒指数 18.38pct。

图8：恒生传媒指数近期持续走强



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

区别于 2023 年以 AI 技术变革为驱动的整体性行情，今年上半年主题投资宽幅波动叠加行业基本面预期减弱，市场风险偏好降低，整体回调较大。我们建议下半年以稳为主，优选业绩根基稳定或有明显供给侧恢复、板块估值具备一定吸引力的赛道；而后稳中求进，寻求外延有增量维度或外围因素改善的弹性品种。我们认为后续投资主线主要关注以下：

1. **基本面改善，初具拐点的港股互联网：**目前港股市场仍然处于估值低位，且海外资金配置比例也处于低位，随着政策面的积极向好及海外流动性转宽松的趋势更加明显，长线资金有望持续回流。其中互联网板块行业兼具高分红和景气向上，且盈利改善预期加强，投资性价比凸显。

2. **韧性与弹性兼备的国有出版行业：**地方国有出版行业教辅教材业务收入占比较高，基本盘相对稳健，分红高。同时，出版公司具备充足现金流，部分出版公司近年来积极拓展多元化新业务，如教培、研学等有望持续带来新增量。

3. **供给侧恢复叠加 AI 赋能的游戏+影视院线：**我们认为当前仍处于 AI 浪潮下新一轮科技周期的初期，下游应用端的商业化仍在探索期，业绩表现存在一定时滞，但由 AIGC 引爆的内容端生产力革命将在游戏和影视行业率先表现。

游戏：随着版号恢复常态化持续得到验证，新品陆续上线，我们认为目前游戏行业供给端趋于稳定状态，行业整体迎来向上周期。24Q1 新游上线数量同比略微增长，往后看新游表现活跃，暑期档包括多款重磅新游已陆续开启测试/定档，或推动行业整体增长加速。

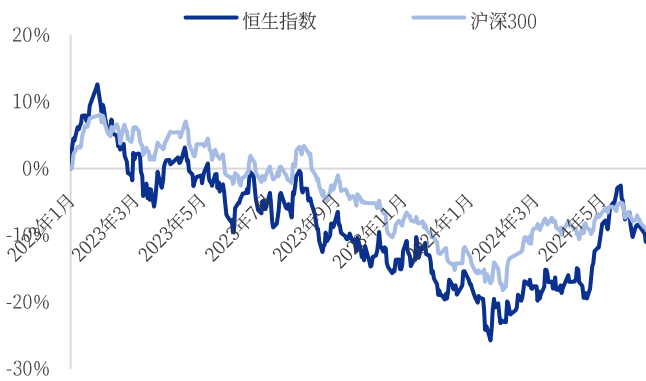
影视院线：2023 年以来，电影市场回暖趋势明显，2023 暑期档、2024 元旦档、春节档、清明档票房均刷新中国影史对应档期票房记录。我们认为，国内电影厂商的疫情前库存已逐步出清，新片的制作、上映稳步推进，叠加影迷观众的观影意愿也逐步提升，供需两侧共同发力，看好后续年内电影大盘的市场表现。

二、港股互联网：业绩修复叠加低估值

(一) 港股市场有所反弹，流动性预期加强

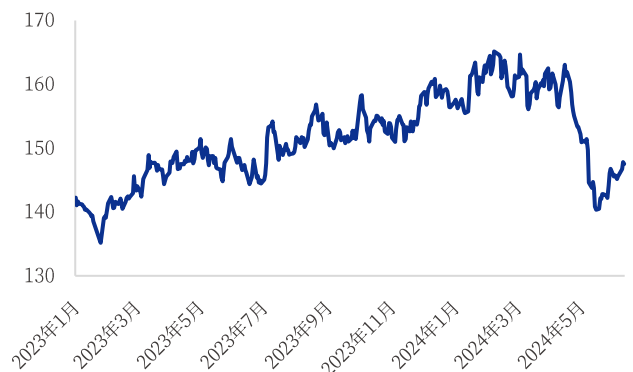
2023 年港股市场整体估值收缩，经历了大幅回调。今年开年港股市场情绪有所回暖，直至 4 月中旬，港股市场成交活跃度明显提升，单月恒生指数上涨 7.39%，涨势强劲。与此同时，港股近期表现强于 A 股，AH 溢价指数持续收窄，截至 6 月 13 日，AH 溢价指数回落至 147.5，接近 2023 年初的低位水平，A 股相较于港股的估值溢价大幅收窄。**我们认为：港股的强势上涨主要受益于资金面的改善及政策面的积极变化。**

图9：恒生指数与上证指数 2023 年以来涨跌幅对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：沪港 AH 溢价指数 2023 年以来走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1. 港股市场当前估值在全球范围内性价比凸显：

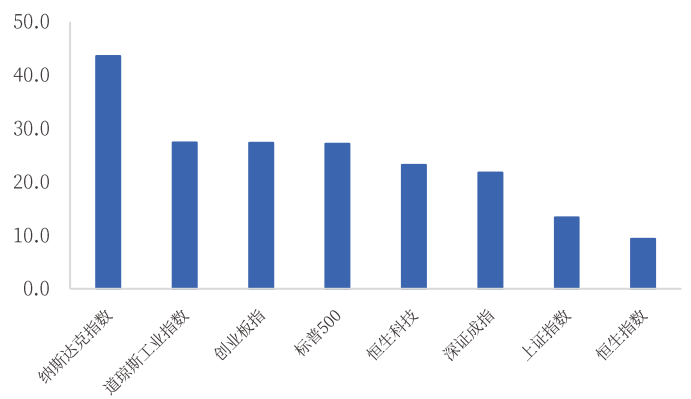
随着全球资金进入再平衡状态，港股的上涨趋势有望延续。截至 2024 年 6 月 13 日，港股市场相较于其他国际市场仍处于估值低位：PE (TTM) 处于 2019 年以来历史分位值约 29%。此外，港股的海外资金配置比例仍处于低位，2024 年第一季度，海外资管持仓规模下降，持有中资股市值 6,041 亿美元，环比减少 1.2%，依然处于 2016 年以来的最低水平，配置价值显著提升。截至 2024 年 4 月底，海外主动资金对中资股的配置比例为 5.7%，下降明显，相较于被动资金也整体低配 1.2%，港股经过三年深度回调之后，仍处于全球价值洼地，投资性价比凸显。

图11：恒生指数 2019 年以来市盈率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：全球市场主要指数估值（截至 2024 年 6 月 13 日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 放宽跨境互联互通，流动性持续改善

2024年4月19日，证监会发布了5项资本市场对港合作措施，明确沪深港通股票ETF合资格产品范围、将REITs纳入沪深港通、支持人民币股票交易柜台纳入港股通、优化基金互认安排等拓宽港股资金流动通道、改善市场流动性的措施。政策明拓展和优化沪深港通机制，支持内地行业龙头企业赴港上市，拓宽港股资金流动通道，提升港股交易活跃度，改善市场的流动性及稳定性。

表1：中国证监会发布5项资本市场对港合作措施

政策	内容
放宽沪深港通下股票ETF合资格产品范围	适度放宽合资格股票ETF的平均资产管理规模要求，降低南向港股通ETF产品的港股权重和港股通股票权重要求，北向沪股通、深股通ETF产品做对等调整，支持香港国际资产管理中心建设。
将REITs纳入沪深港通	总体参照两地股票和ETF互联互通制度安排，将内地和香港合资格的REITs纳入沪深港通标的，进一步丰富沪深港通交易品种。
支持人民币股票交易柜台纳入港股通	香港推出港币—人民币双柜台机制以来，内地与香港交易所和结算公司积极就人民币股票柜台纳入港股通开展研究，目前相关业务方案已初步达成共识。
优化基金互认安排	推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，进一步优化基金互认安排，更好满足两地投资者多元化投资需求。
支持内地行业龙头企业赴港上市	境外上市备案管理制度规则发布实施一年来，已有72家企业完成赴港首次公开发行（IPO）备案，赴港上市融资渠道畅通，有力支持内地企业利用两个市场、两种资源规范发展。中国证监会将进一步加大和有关部门的沟通协调力度，支持符合条件的内地行业龙头企业赴港上市融资。

资料来源：中国证监会、中国银河证券研究院

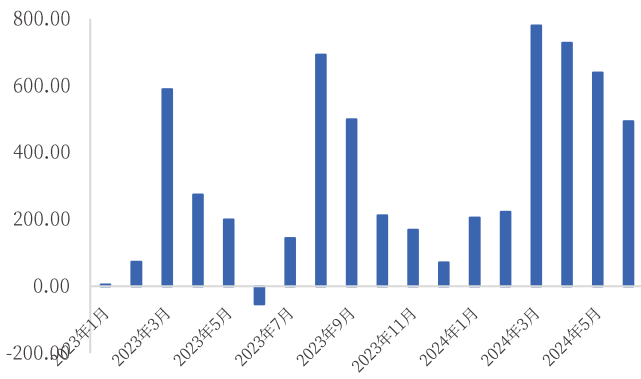
表2：扩大ETF政策调整前后对比

	调整前	调整后
基本规则	以港币计价，且近六个月日均资产规模不低于港币17亿元	不低于港币5.5亿元
跟踪标的与权重相关规则	跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重占比不低于90%	不低于60%
	跟踪的标的指数为恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技指数或恒生香港上市生物科技指数的，其成份证券中港股通股票权重占比不低于70%；为其他指数的，其成份证券中港股通股票权重占比不低于80%	所有跟踪的标的指数不低于60%

资料来源：香港交易所，中国银河证券研究院整理

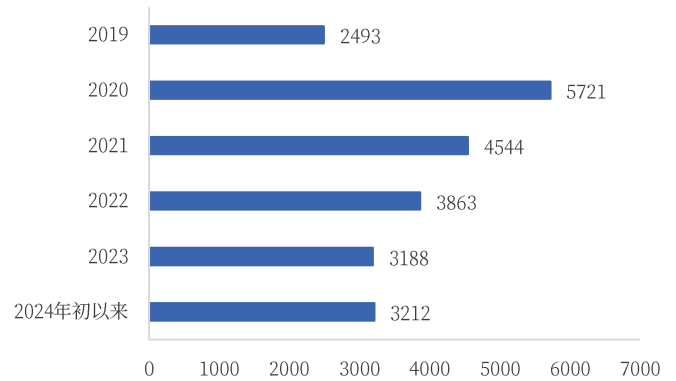
同时，南向资金流入速度加快，4月、5月单月南向资金净流入规模超过600亿港元，支撑港股进一步上行。港股对于资金流动性较为敏感，而互联互通政策的推出为港股市场流动性不足，融资吸引力下降以及内地投资者可投资范围有限等问题提供了应对措施，进一步增加了港股的流动性。此外，美国4月和5月CPI连续降低，美国5月末季调核心CPI年率录得3.4%，低于预期的3.5%水平，为2021年4月以来最低水平，美国降息的可能性进一步提高。美债方面，美元流动性的增强以及外资流入的增加充分利好港股预期价值提升。综合以上因素，头部互联网公司主营业务稳健且盈利预期持续改善，估值具有较强吸引力，有望开启长期基本面修复行情。

图13: 南向资金流入趋势 (亿元, 2024年6月数据截止6月13日)



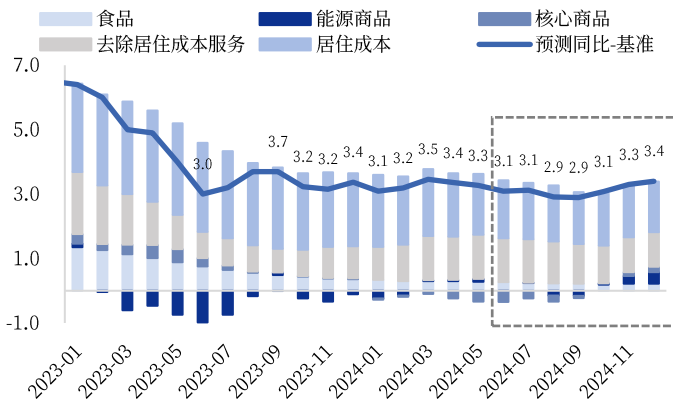
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图14: 2024年初以来南向资金净买入金额已超去年全年 (亿港元)



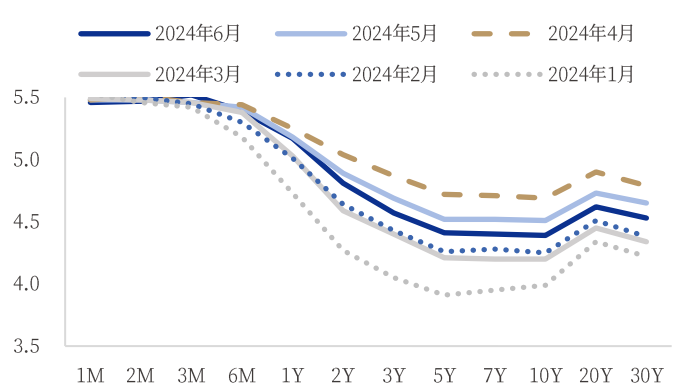
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

图15: 美国 CPI 同比增速预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

图16: 美债收益率曲线有进一步下移的空间 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 高质量发展基本面，降本增效效果显著

港股互联网板块自 2024 年 4 月底持续上涨，收复自去年 9 月以来的全部跌幅。截至 2024 年 6 月，聚焦互联网板块的中证港股通互联网指数市盈率为 28.1 倍，恒生科技指数 22.6 倍，估值分别处于指数发布以来 25%分位和 15%分位以下。截至 2024 年 6 月，港股通互联网指数最高涨幅达 52.09%，恒生科技指数年内最高涨幅达 37.58%，表现亮眼。

1. 盈利改善明显：降本增效，利润增速优于收入增速。

随着互联网头部平台从以往的无序扩张转为规范发展，在降本增效的策略之下，多数互联网公司的利润增速明显优于收入增速，利润及现金流改善情况明显，带来大量的利润释放。目前头部互联网平台全面实施精细化管理策略，不断提升成本管控能力，改善盈利水平。多家互联网平台期间费用率持续下降，销售费用率下降显著，助力 ROE 表现回升。2024Q1，腾讯控股、美团等多家公司的收入及利润涨幅超出预期。

表3: 部分港股互联网公司营收和利润情况

类别	公司	营业收入 (亿元)			收入增速			调整后净利润 (亿元)			调整后净利润率		
		1Q24	2023	2022	1Q24	2023	2022	1Q24	2023	2022	1Q24	2023	2022
游戏	腾讯控股	1595	6090	5546	6%	10%	-1%	419	1577	1156	27%	26%	21%
	网易	269	1035	945	7%	7%	10%	85	326	228	32%	32%	24%
内容社区 短视频	快手	294	1135	942	17%	20%	16%	44	103	-58	14%	9%	-6%
	哔哩哔哩	57	225	219	12%	3%	13%	-4	-34	-67	-13%	-15%	-31%
电商	阿里巴巴	2342	7193	8687	14%	-17%	2%	449	1331	1440	19%	18%	17%
	京东	2600	10847	10462	7%	4%	10%	89	352	282	3%	3%	3%
本地生活	美团	733	2767	2200	25%	26%	23%	75	233	28	10%	8%	1%
工具	百度	315	1346	1237	1%	9%	-1%	238	287	207	22%	17%	15%

资料来源: 各公司财报、iFinD、中国银河证券研究院

表4: 部分港股互联网公司费用率情况

类别	公司	销售费用率			管理费用率			研发费用率		
		1Q24	2023	2022	1Q24	2023	2022	1Q24	2023	2022
游戏	腾讯控股	5%	6%	5%	16%	17%	19%	10%	11%	11%
	网易	15%	14%	14%	4%	4%	14%	14%	16%	16%
内容社区 短视频	快手	32%	32%	40%	10%	3%	2%	10%	11%	15%
	哔哩哔哩	16%	9%	17%	9%	9%	12%	17%	20%	22%
电商	阿里巴巴	12%	14%	14%	6%	5%	4%	4%	7	6%
	京东	4%	4%	4%	1%	2%	1%	2%	2%	2%
本地生活	美团	19%	21%	18%	3%	10%	4%	7%	8%	9%
工具	百度	17%	17%	17%	-	-	-	17%	18%	19%

资料来源: 各公司财报、iFinD、中国银河证券研究院

2.分红比例上升：重视股东，显著提升公司投资价值。

头部互联网平台重视股东回报与收益,不断提升其分红比例,制定的回购及分红计划执行良好,与市场情绪的修复形成共振。腾讯控股、阿里巴巴等多家公司宣布提升股份回购金额及分红比例,股东回报率逐年提升。

表5: 部分港股互联网公司分红和回购情况

类别	公司	现金分红总额 (亿元)			回购总额 (亿元)			股东回报率		
		2023	2022	2021	2023	2022	2021	2023	2022	2021
游戏	腾讯控股	292	207	132	440	296	22	46%	43%	12%
	网易	118	62	48	46	102	135	50%	72%	92%
内容社区 短视频	快手	-	-	-	13	-	-	13%	-	-
	哔哩哔哩	-	-	-	-	-	-	-	-	-
电商	阿里巴巴	181	-	-	688	843	496	65%	59%	35%
	京东	86	66	135	26	21	58	32%	31%	12%
本地生活	美团									
工具	百度									

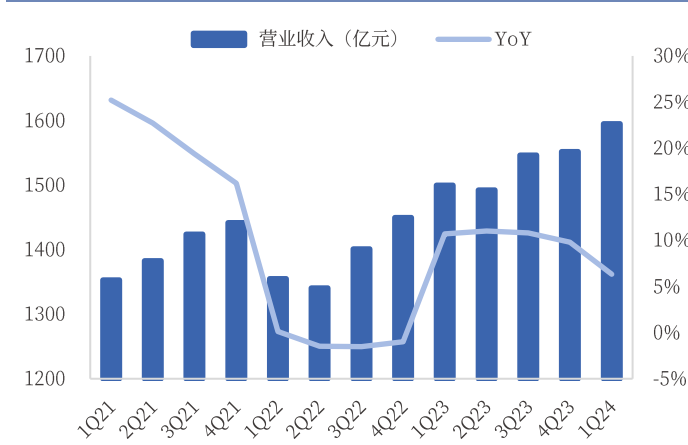
资料来源: 各公司财报、iFinD、中国银河证券研究院

(三) 头部互联网边际持续向好

1. 腾讯控股：游戏广告两大核心业务助力高质量增长

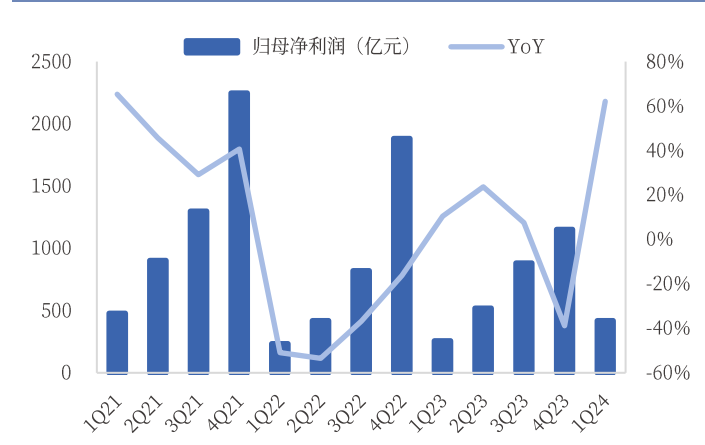
2024 年第一季度，腾讯控股实现总营业收入 1595.01 亿元，同比增长 6.34%，创历史新高。归母净利润 418.89 亿元，同比增长 62.12%，实现连续七个季度正向增长，且增速呈现出逐季加速状态，企业经营效率远超预期。

图17：腾讯 1Q21-1Q24 营业收入及同比增速



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

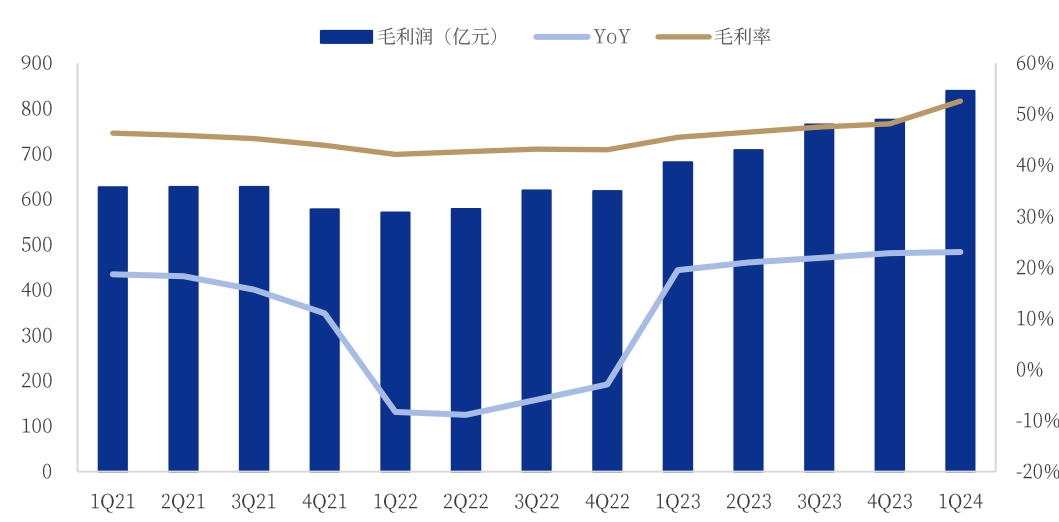
图18：腾讯 1Q21-1Q24 归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

2024 年一季度腾讯的毛利同比增长 23%至 839 亿元，毛利率提升至 53%，单季度的毛利和毛利率均创近年以来的新高。公司过去 4 个季度毛利率分别为 47.5%/49.5%/50.0%/52.6%，持续优于收入增速 11%/10%/7%/6%。毛利的快速增长和毛利率的提升主要得益于收入结构的显著变化与降本增效策略的有效执行。收入结构方面，广告、游戏等高毛利质量收入的占比逐渐增加，直播、云业务等低毛利率收入的贡献逐渐减少，持续增强公司的经营效率。营业成本方面，得益于公司降本增效策略的顺利执行，从早期的人员优化控制费用的策略，转向自身业务的高质量发展，使得公司的整体盈利能力不断提高，推动了公司毛利和经营盈利增幅超过收入增幅

图19：腾讯 1Q21-1Q24 毛利润、同比增速及毛利率

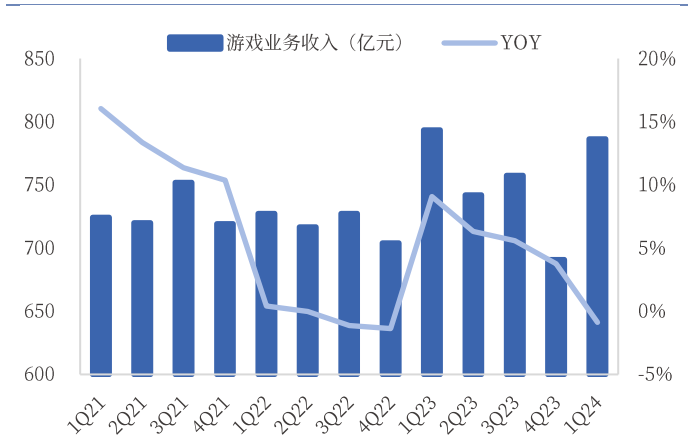


资料来源：iFinD、中国银河证券研究院整理

游戏端：《地下城与勇士手游》登顶新游市场，叠加 Supercell 新老游戏发力，长线和短线共同贡献业绩增长。腾讯主要业务游戏 2024 年一季度收入 481 亿元，游戏业务基本面向好。国内方面，腾讯本土游戏业务收入为 345 亿元，流水恢复同比增长，增幅达 3%，业务基本稳定发展，

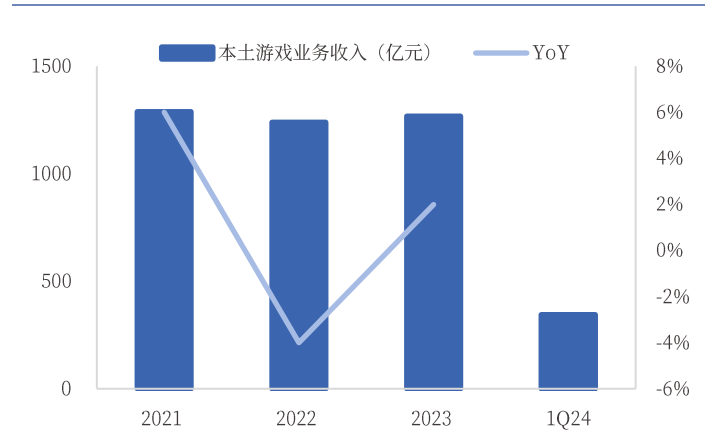
为未来几个季度游戏收入恢复增长打下基础。

图20: 腾讯 1Q21-1Q24 游戏业务收入及同比增速



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

图21: 腾讯 2021-1Q24 本土游戏业务收入及同比增速



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

腾讯本土游戏业务的稳定增长得益于明星产品《王者荣耀》、《和平精英》、《金铲铲之战》等多款 DAU 产品基本盘的稳健表现。2024 年一季度, 受益于新的商业化节奏和游戏内容设计提升, 《王者荣耀》《和平精英》的流水实现了同比增长, 《金铲铲之战》等本土游戏流水创下历史新高一收入同比增长 96%, 连续 4 个季度实现双位数增长。截止 2024 年 6 月 17 日, 腾讯的多款游戏产品位列游戏畅销榜排名前列, 稳居国内游戏厂商第一。2024 年 5 月, 腾讯推出了新游《地下城与勇士手游》(《DNFm》), 持续引爆游戏市场。《DNFm》基于经典端游《DNF》IP 研发的新游, 拥有庞大的用户基础和良好的游戏口碑, 自发布以来总收入和下载量名列前茅, 推动游戏业务爆发增长。《DNFm》上线首月下载量超 0.5 亿次, 流水超 3.71 亿元, 首周收入超 10.15 亿元, 连续 29 天持续登顶游戏畅销榜。有望成为继《王者荣耀》、《和平精英》之后的新一代明星产品, 其贡献的增量收入预期扭转前期国内市场的下跌趋势, 成为腾讯游戏业务新的收入增长支撑点。

随着《极品飞车: 集结》定档 7 月 11 日, 《王者荣耀: 星之破晓》和《三角洲行动》有望在年内上线, 多款重点新游的陆续推出, 或将带动公司增量收入的持续增长, 为腾讯游戏收入带来新的增长动力。

表6: 腾讯待上线重点产品

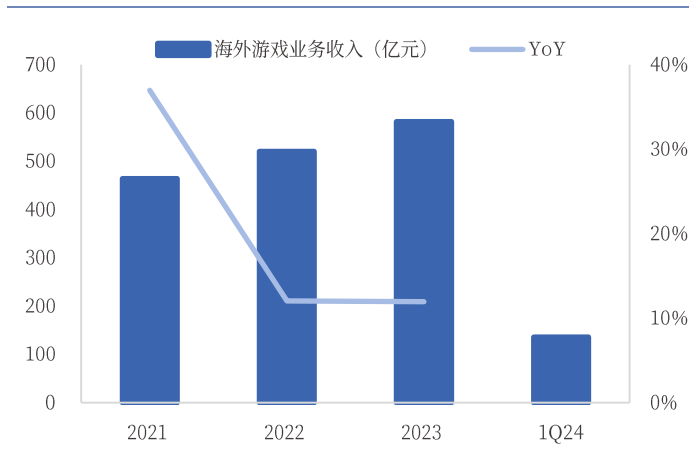
游戏名称	品类	进度
极品飞车: 集结	赛车竞速	2024 年暑期上线
三角洲行动	FPS	2024 年 3 月测试
王者荣耀: 星之破晓	ACT/BattleRoyale	2024 年 5 月测试

资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院

海外方面, 腾讯海外游戏业务实现收入 136 亿元, 流水同比增长 34%, 持续稳健增长, 新游老游共同发力表现亮眼, 腾讯旗下 Supercell 预计将进入下一轮扩张周期。老游方面, Supercell 通过优化付费机制, 简化游戏日常机制, 带动重点产品《荒野乱斗》回归强势增长。截至 2024 年 5 月, 《荒野乱斗》(《Brawl Stars》) 重回 Sensor Tower 排行榜前十, 流水创上线以来新高, 日活跃用户数超过去年同期的 2 倍, 流水超过去年同期 4 倍。除此之外, Supercell 旗下的《皇室战争》(《Clash Royale》) 和《部落冲突》(《Clash of Clans》) 同样回暖明显, 一季度二者收入分别同比增长 104% 和 20%, 共同推动 Supercell 收入同比增长 82%。新游方面, Supercell 时隔 6 年之后, 上线《爆裂小队》(《Squad Busters》)。游戏上线当天登顶 156 个国家和地区下载量榜

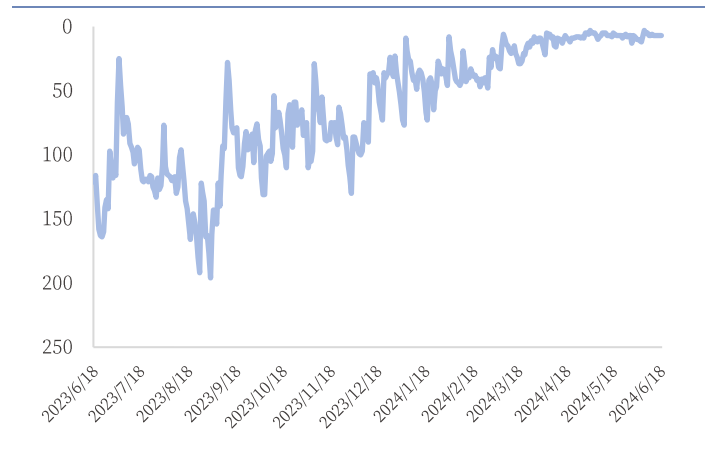
单，并列 48 个国家畅销榜前 10，首周收入超过 750 万美元，总流水超过 1000 万美元，预期将成为未来海外游戏的重点增长产品。

图22: 腾讯 21-1Q24 海外游戏业务收入及同比增速



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

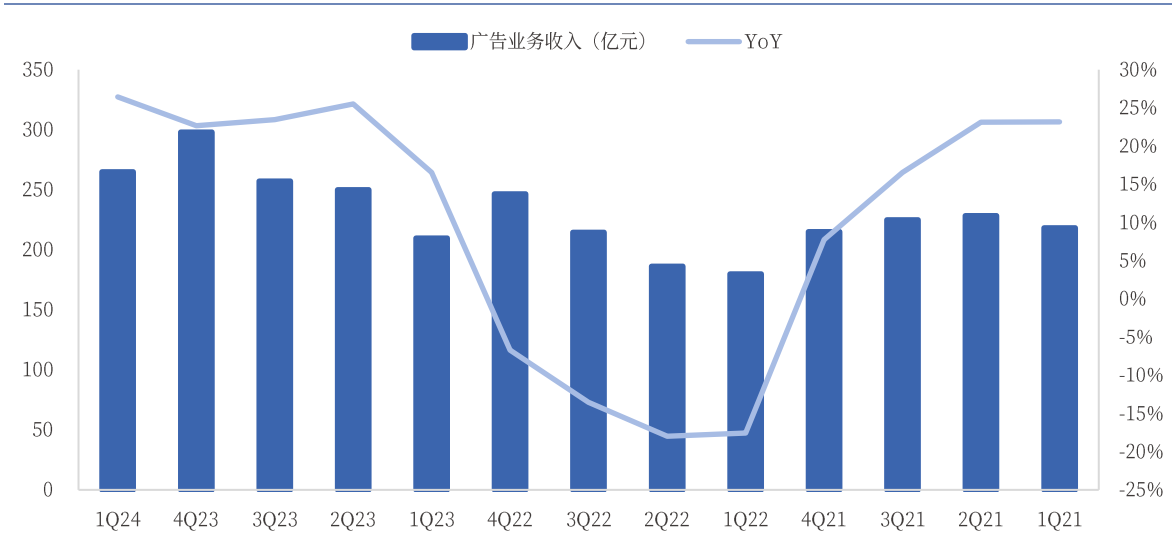
图23: 美国地区《荒野乱斗》iOS平台游戏畅销榜排名



资料来源: 七麦数据、中国银河证券研究院

广告端：广告主需改善叠加平台升级，带动广告业务持续领先大盘。2024 年第一季度，腾讯广告业务实现收入 265 亿元，同比增长 26%，高于 Quest Mobile 的 2024 年互联网广告规模增速数据 20%，显著超出预期。一方面，视频号总用户时长同比增长超过 80%，用户粘性较强，且目前视频号广告加载率低于 3%，相比于同行业的 15%，未来仍存在巨大潜在增长空间。另一方面，直播电商持续赋能视频号广告业务增长，整体商业化变现路径清晰，随着未来视频号吸引激励更多商家、KOL 集体入驻，视频号广告生态将实现良性循环，商业化价值将持续正向兑现。

图24: 腾讯 1Q21-1Q24 广告业务收入及同比增速

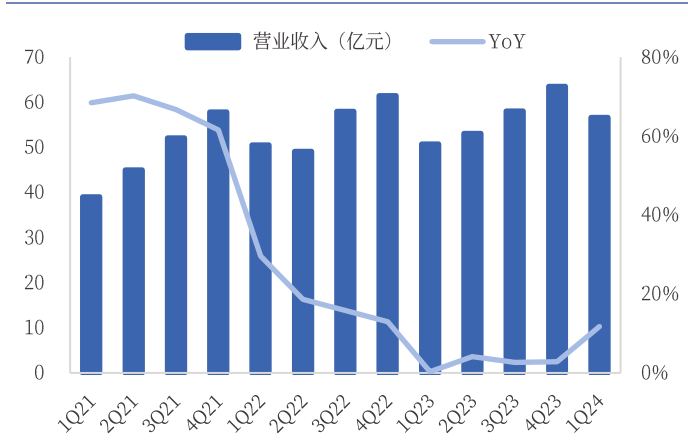


资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

2. 哔哩哔哩：亏损大幅度收窄，重点游戏产品将上线

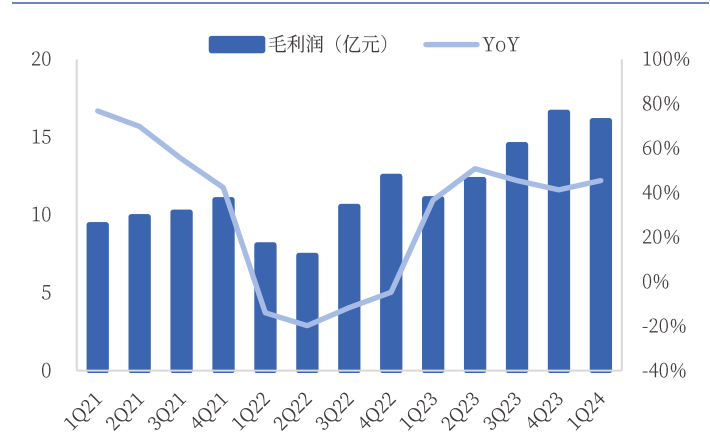
2024 年第一季度，哔哩哔哩实现营业收入 56.65 亿元，同比增长 11.74%，归母净利润为亏损 7.49 亿元，经调整后净亏损为 4.56 亿元，经调整后净亏损同比环比均有明显收窄，同时单季度毛利率 28.34%，毛利率实现连续 7 个季度增长，经营能力持续提升，持续向盈利目标迈进。

图25: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 营业收入及同比增速



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

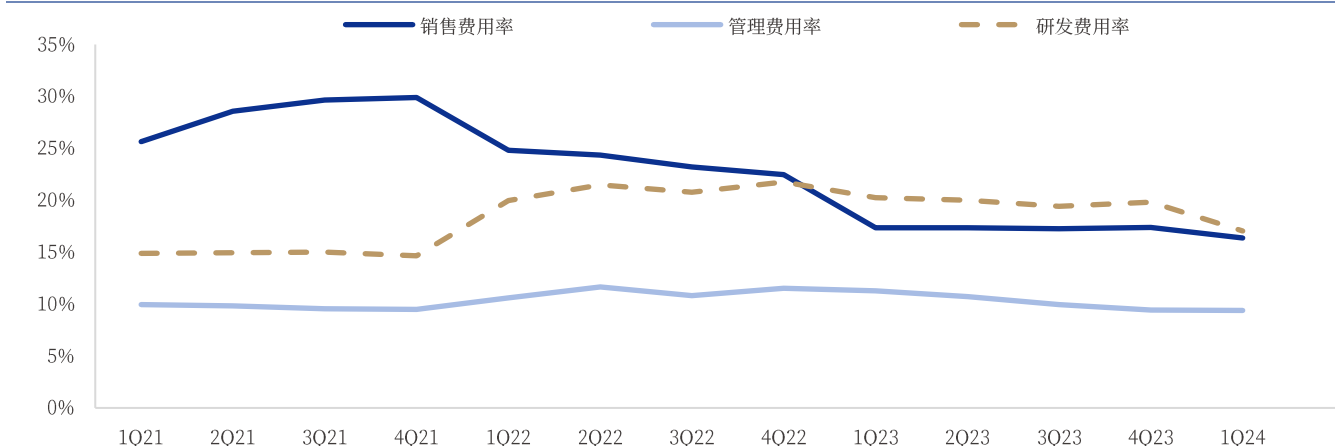
图26: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 毛利润及同比增速



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

公司近期在降本增效方面取得显著成效,期间费用率有所下降,同比下降7%。近年来销售费用率、研发费用率呈逐年下降趋势。2024年一季度,销售费用率16%,同比下降6%,研发费用率17%,同比下降6%,成本控制能力显著上升,助力亏损逐步收窄。

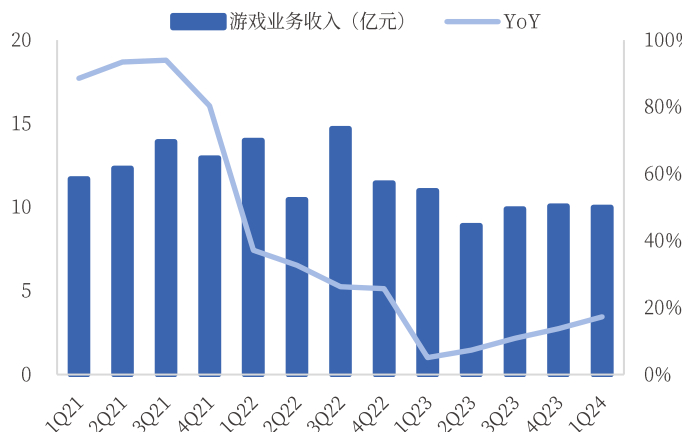
图27: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 销售费用率趋势



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

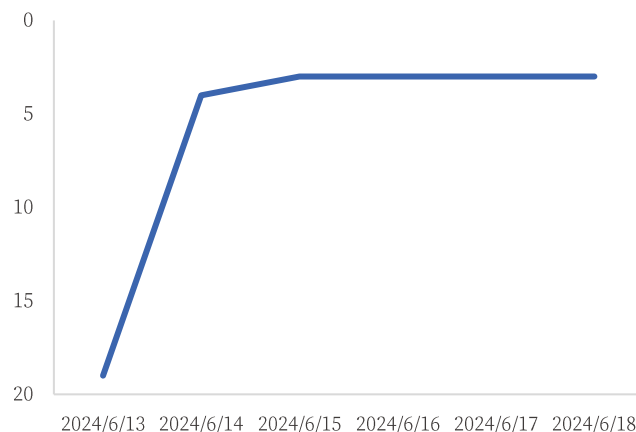
游戏端: 游戏业务稳健增长,新游上线有望扭转前期基本盘下滑趋势。哔哩哔哩的游戏业务基本盘稳固,公司重点老游运营与精品新游发行并重。老游方面,独立游戏《Fate/Grand Order》、《碧蓝航线》等常青产品回归增长,在2024年5月份重新进入了游戏畅销榜前十,持续带来IP衍生收入。与米哈游公司联合运营游戏《原神》、《崩坏》系列、《明日方舟》等精品游戏占据超85%二次元手游市场,收入稳健增长。新游方面,哔哩哔哩重点SLG产品《三国:谋定天下》于2024年6月13日已上线,期间位列于游戏畅销榜第三,免费榜第一,这款传统赛道的创新型游戏具有强社交互动性和高付费性,首月流水增长或超预期。2024年7月4日,与米哈游公司联动运营的重点新游《绝区零》将开放公测,目前新游预约人数突破4000万,创下历史新高,预期新游将为哔哩哔哩进一步带来一批增量用户,贡献收入有望实现扭转前期游戏板块下滑趋势。

图28: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 游戏业务收入及同比增速



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

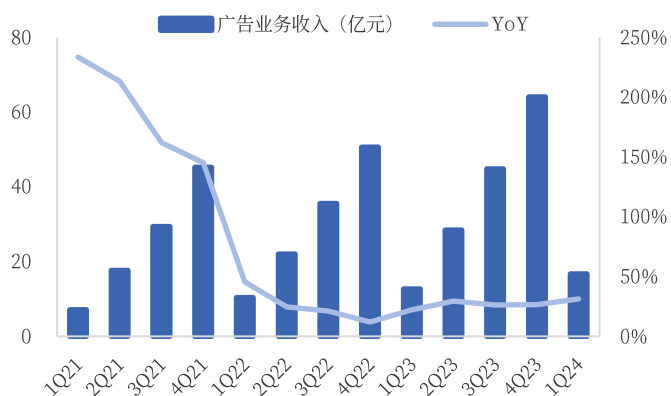
图29: 《三国: 谋定天下》iOS 平台游戏畅销榜排名



资料来源: 七麦数据、中国银河证券研究院

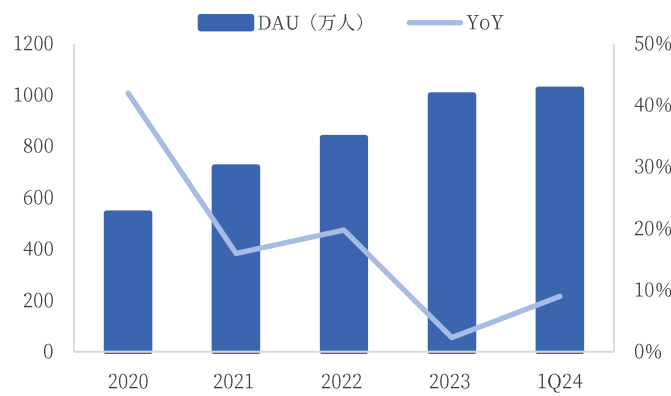
广告端: 日人均市场和 DAU 稳步提升, 广告流量持续增长带动收入大幅超预期。2024 第一季度, 哔哩哔哩主站流量侧 DAU 达到 1 亿, 同比增长 9%, 月活跃用户达 3.42 亿, 同比增长 8%, 日人均时长增加至 105 分钟, 均创历史新高。月活跃用户和用户日均使用时长均创新高反映出用户对于哔哩哔哩社区认可度和用户粘性仍然保持较好水平。2024 年一季度, 公司广告业务营收 16.69 亿元, 同比增长 31.20%。作为公司最主要的业务, 哔哩哔哩广告收入保持稳健增长。

图30: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 广告业务收入及同比增速



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

图31: 哔哩哔哩 2021-1Q24 DAU 及同比增速

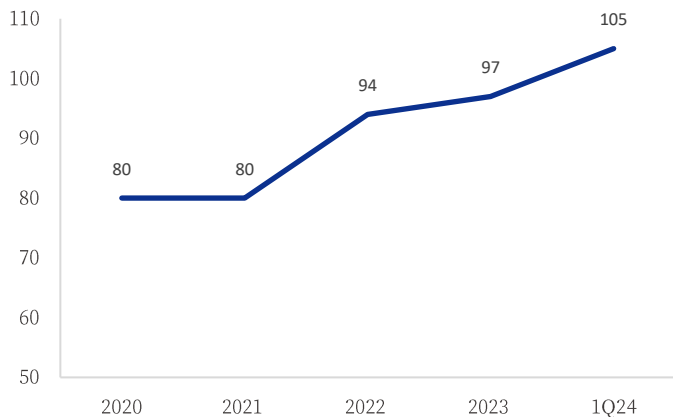


资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

一方面, 哔哩哔哩重视私域流量建设, 对于广告变现较为克制, 广告业务增长空间广阔。为了保持用户粘性, 哔哩哔哩广告内容主要采用原生内容和商业内容的混排模式, 同时用户可以自行降低广告的加载率和曝光量, 以提升用户的产品使用体验, 避免产生用户的流失。目前哔哩哔哩广告加载率低于 5%, 对比同行业头部的 10%-15%, 商业化程度较低, 哔哩哔哩的广告加载率还有较大的上行空间。随着未来商业化进程加速, 哔哩哔哩的广告收入增长表现可期。

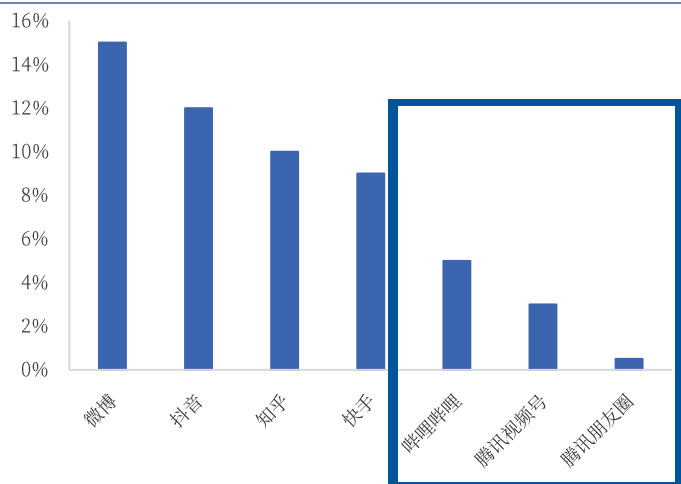
另一方面, 哔哩哔哩不断强化其垂直优势行业的品类与区间表现, 积极探索广告加载新场景。在汽车、数码、家电等重点科技行业, 哔哩哔哩维持高客单价产品双高位数增长, 不断释放年轻消费群体的巨大消费潜力, 对比其他平台表现优势明显。预期随着“618”促销活动的逐步开启, 哔哩哔哩与阿里巴巴、京东等多家电商平台的深度合作有望驱动二季度广告强劲增长

图32: 哔哩哔哩 21-1Q24 日人均时长趋势 (分钟)



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

图33: 主要互联网平台广告加载率



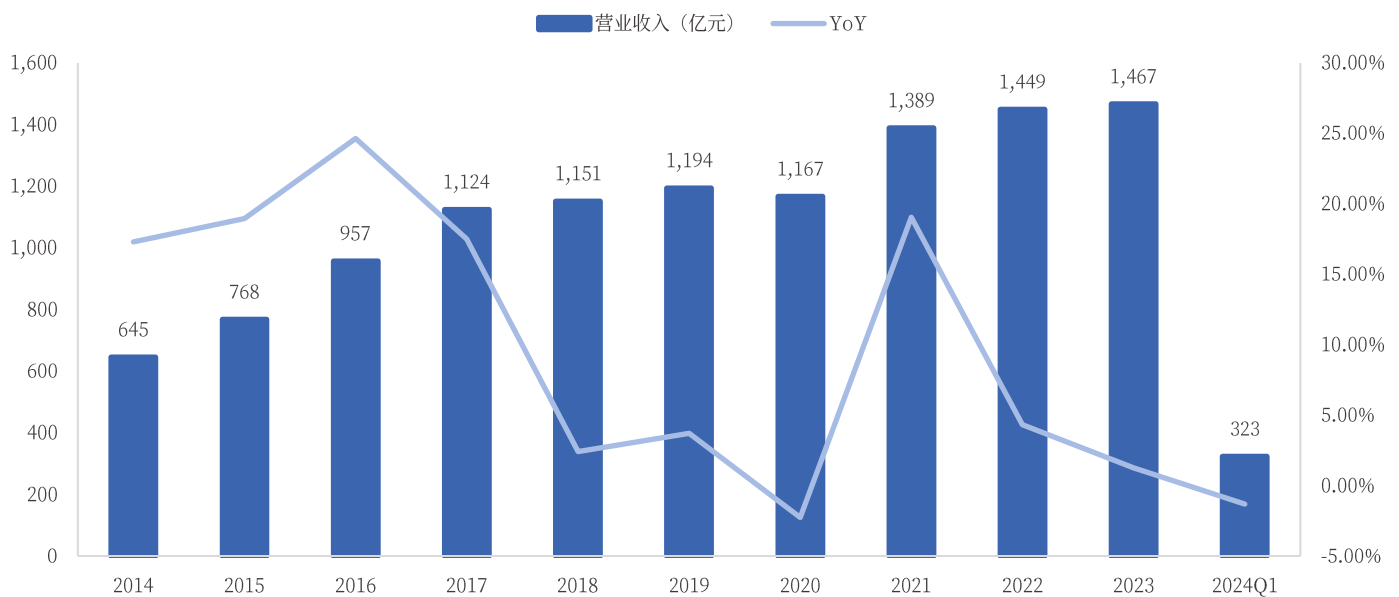
资料来源: 抖音、快手、哔哩哔哩、微信等, 中国银河证券研究院整理

三、出版：业绩稳健前行，把握 AI 赋能

（一）业绩稳健前行，利润增幅较大

2023 年，上市出版公司的总营收 1467.41 亿元，实现 1.24% 的同比增长，出版公司的总营收在逐年稳步地增加。由于出版行业头部上市公司多为地方国企，具有版权和品牌的双重壁垒，行业的竞争门槛较高；且出版的核心业务多以教材教辅业务为基础，多家头部出版公司的教材教辅业务比例超过 50%，且短期内教材教辅业务需求稳定。因此我们认为：在稳定的业务基本盘和较高的行业壁垒下，国有出版企业在未来的营收水平有望保持稳中有增的良好态势。

图34：出版行业年营业收入及同比增速

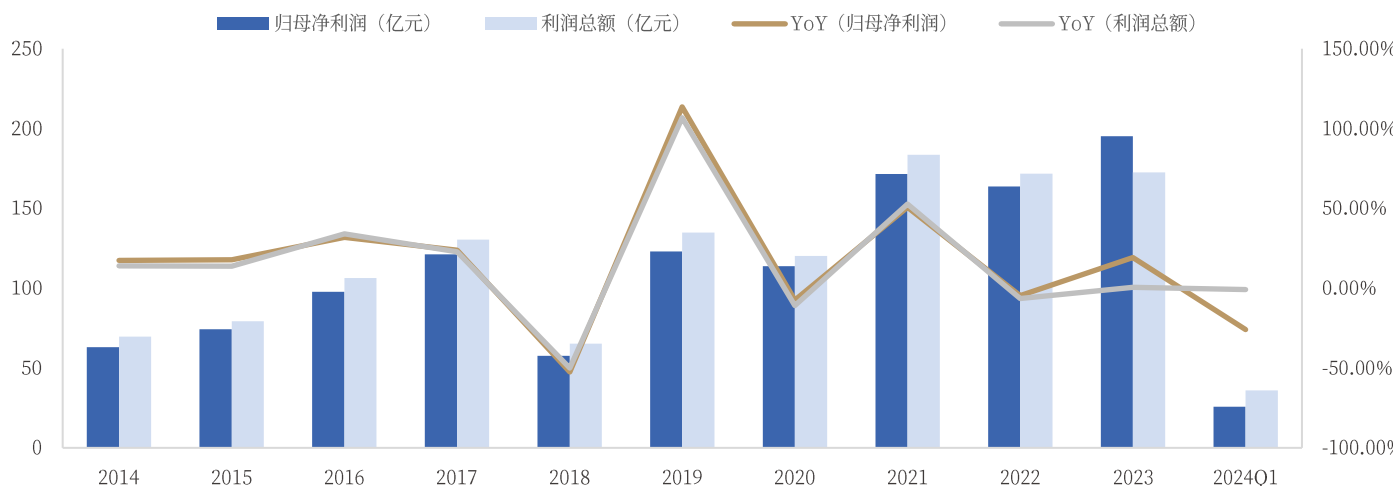


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

自 2003 年起，政府推出税收优惠政策，支持文化事业单位转制为企业。政策包括免征所得税、增值税、房产税等，以促进文化繁荣。优惠政策执行期为 5 年，期满后多次延期，历年转制文化企业均可享受免税优惠。目前，大部分出版社已完成转制。2023 年 10 月，财政部、税务总局、中央宣传部联合发布《关于延续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业有关税收政策的公告》，公告中延续了新转制企业的在转制注册之日起五年内免税优惠，但并未强调原已转制企业继续享受免税，意味着部分企业在税收优惠政策到期、前期政策补贴政策出清后，将面临整体税率提升。

受税收优惠政策变动影响，2023 年全年和 2024 年第一季度，上市出版公司的归母净利润合计分别为 195.27 亿元(YoY +19.28%)和 25.81 亿元 (YoY -25.91%)，出现了较大幅度的波动。但上市出版公司 2023 年全年和 2024Q1 的利润总额合计为 172.59 亿元 (YoY +0.50%) 和 36.08 亿元 (YoY -0.81%)，同比基本持平。可见在排除税收优惠政策的影响后，出版行业上市公司的盈利水平整体较为稳定。

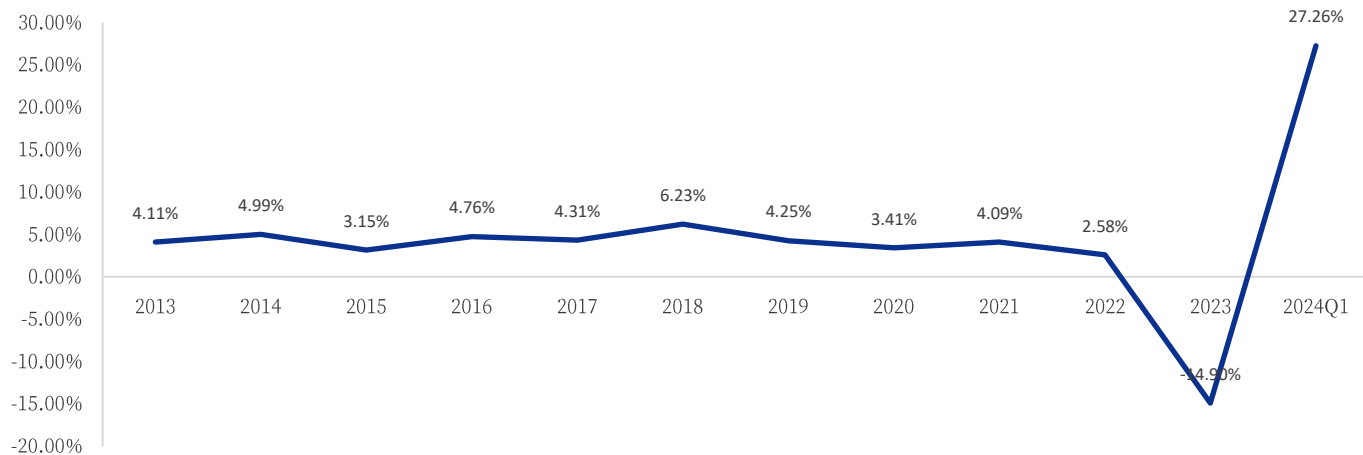
图35：出版行业归母净利润及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

目前大部分适用的出版公司的出版发行业务已于 2024 年第一季度起按新的所得税标准税率纳税，但除文化转制税收优惠政策外，部分符合条件的出版央国企可能通过其他的税收优惠政策实现一定的所得税费用减免（包括地区税收优惠政策、产业园区优惠政策、高新技术企业优惠政策等）。我们预计行业整体税率最终将上浮至 20%-25%。因此相关公司 2023、2024 两年的相关财务指标同比预计会有较大幅度变化，但长期来看，后续相关指标同比应当会趋稳，我们认为，这一政策实行对出版行业公司长期指标的同比变化影响是暂时的，税收优惠政策调整对出版行业上市企业的利润影响或将好于市场此前预期。

图36：出版行业 2013-2024Q1 行业平均所得税率

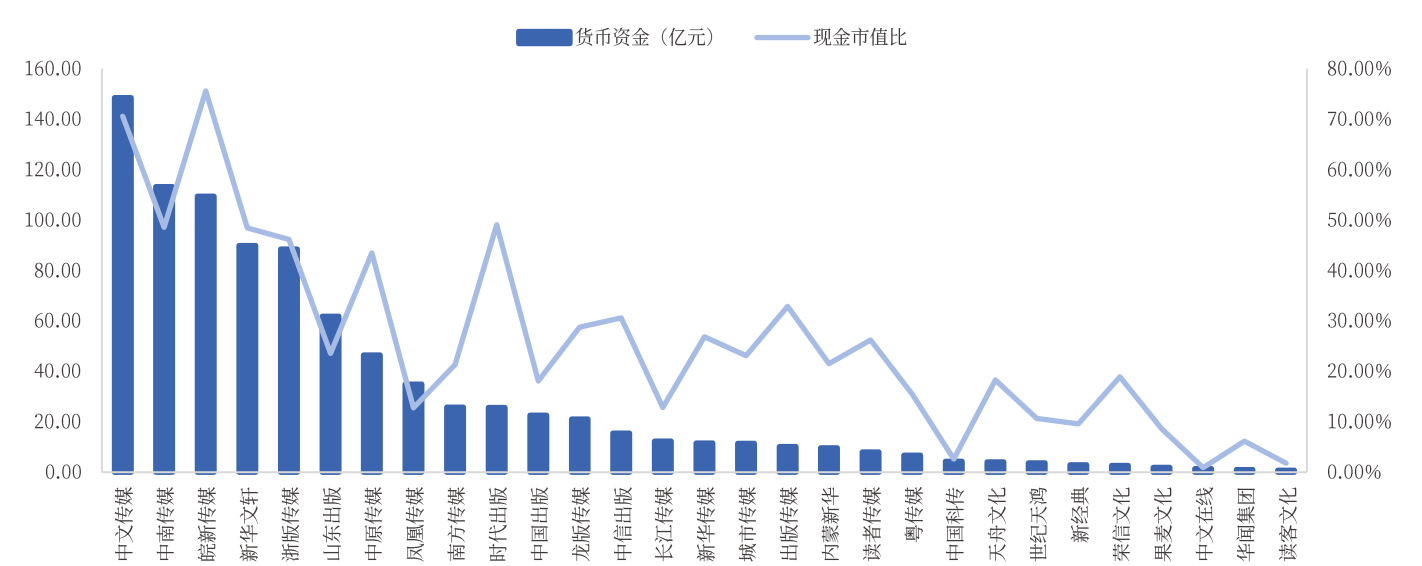


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 充裕现金流，高分红比例

出版公司具备充足现金流。在传媒行业的出版子行业中，2024年第一季度的数据显示出版公司在货币现金持有量方面表现突出，总计达到896.37亿元，领先于其他子行业。在29家上市出版公司中，有12家公司的货币现金超过20亿，其中中文传媒等国有出版公司的货币资金和市值比均明显处于行业前列，国有出版公司在现金储备方面具有显著优势。

图37：出版行业上市公司货币资金及现金市值比

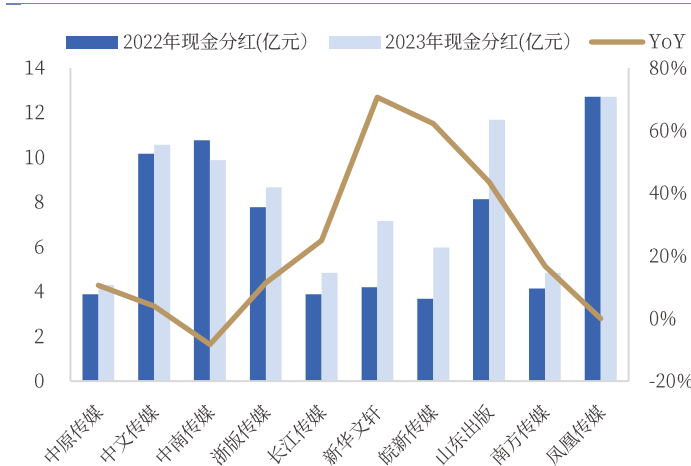


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：货币资金使用2024年度一季报数据，市值使用2024年5月31日收盘数据

出版行业尤其是国有出版公司，在2023年普遍提升了基于利润的分红金额，多数公司的分红比例呈现出正增长。以2023年出版行业营业收入前十名的公司来看，所有公司均为国有，且9家公司2023年度现金分红实现同比增长或持平。从分红比例来看，大部分国有出版公司近两年的分红比例也保持基本稳定。

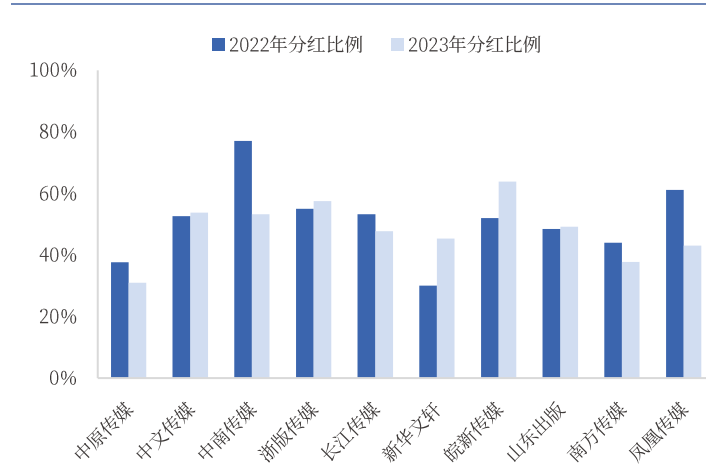
图38：出版行业头部公司现金分红金额



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

注：出版行业头部公司选取2023年度营业收入前十名

图39：出版行业头部公司现金分红比例



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

(三) 多维度开辟增长新路径

出版行业正致力于探索和塑造新的增长点，通过灵活的资本运营、创新融合 AI 技术与教育服务，开辟业绩增长新路径。

1. 资本运作推进企业转型升级

出版行业国企多拥有充裕的现金储备，目前，已有多家公司积极发挥自有现金储备充裕的优势，通过私募基金等多种方式来进行灵活的资本运作。**我们认为：出版行业国企灵活的资本运作方式，不仅使公司的已有现金储备能够获得更高的收益，也使得公司可以积极跟踪行业热点，对人工智能等新业态领域进行提前的战略布局，推动公司“数字化”“智能化”的转型升级，提高公司的综合竞争力。**

表7：国有出版企业资本运作情况梳理

公司	相关团队/子公司	概况
中文传媒	蓝海国投、江右私募	均为全资子公司，主要进行文化领域相关投资
凤凰传媒	华泰凤凰投资母基金	与华泰紫金共同出资设立，公司及全资子公司认缴出资占比 90%
山东出版	鲁版致远数融股权投资基金（济南）合伙企业（有限合伙）	依托创新创业共同体，发挥产业资本孵化和撬动作用，持续完善生态布局，助力公司数字化转型，进一步提高公司资本运作能力。
中南传媒	湖南出版投资控股集团财务有限公司、泊富基金	为实体产业提供金融支持和服务，提升资金收益水平，推进公司产融结合、财团式发展战略的顺利实施。
浙版传媒	浙江春晓数字出版基金、浙江久溪数字资产股权投资基金	参与“文化+科技”领域优质项目，积极探索数字出版转型布局，构建数字出版生态圈。春晓数字出版基金投资了唯艺数字、Rokid、联泰科技、索迹电子等一批数字技术相关领域优质企业；久溪基金投资参股智象未来、中体新材、耀宇视芯等一批数字领域优质标的。
皖新传媒	皖新金智创投、中以数字教育产投基金、皖新资本、中以智教股权投资基金等	
新华文轩	文轩投资	以文轩投资为枢纽性资本平台和市场化投融资主体，以打造“文轩资本”品牌和持续贡献利润为目标。
南方传媒	南方传媒投资有限公司、南传私募基金、恒新智行股权投资合伙企业	投资设立粤科普集团、岭南古籍出版社、枫树科技公司，合资设立童书公司，完成广东岭南社、广东地图社收购。市场化资本运作效益逐步显现，参与完成专项基金设立投资上海老凤祥股权项目
龙版传媒		黑龙江出版传媒投资有限公司
时代出版	少儿发展	公司 2023 年度共取得投资收益 5,579.91 万元（相较原始出资成本）相较初始成本，整体投资回报率达 55.84%
新华传媒	新华传媒资管	关注文化传媒、教育、医疗行业动向，积极接触潜在投资项目，挖掘数字广告、出版传媒行业潜在投资机会。此外，公司出资 2 亿元认购汇添富新华传媒绝对收益 1 号单一资产管理计划。
新华文轩	文轩投资	投资标的包括文轩鼎盛、中金启辰贰期、金石成长、中国石化销售股份有限公司等。
长江传媒	德锦投资、长瑞星润投资、德锦私募股权投资基金管理有限公司、湖北省文化金融服务中心	
城市传媒	城喜科技	公司控股的城喜科技通过投资兴旺美元基金间接持有 Ximalya Inc（喜马拉雅）1.15%股权，截至 2023 年底股权公允价值 2.78 亿元。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

2. 布局 AI，激发行业新活力

随着政府近年来出台的一系列政策文件，旨在规范数据要素使用并推动人工智能（AI）技术的

发展，出版行业迎来了结合其丰富数据资源与 AI 技术的新机遇。这些政策为出版行业提供了法律基础和发展方向，而且强调了数据安全、算法管理和版权保护，为行业的转型升级奠定了坚实的基础。出版行业凭借其海量的历史和文化数据资源，在大数据和 AI 时代占据了重要地位。AI 技术，尤其是大模型训练，需要依赖大量高质量的数据，出版行业具有天然优势。这种结合在多个方面展现出巨大潜力：

- 1) 数据资源的有效利用：出版行业的文本数据是 AI 训练的宝贵资产，作为天然的大容量的语料库，出版行业的数据资源有助于提高大模型算法的精确度和应用的广泛性。
- 2) 内容创新的推动：AI 技术的应用为出版行业带来了个性化内容创作和用户体验提升的可能性。
- 3) 政策环境的有力支持：各地政策的出台，特别是对数据集建设和使用规范的强调，为出版行业的数据资源利用提供了坚实的政策支撑。

总体来看，我们认为，AI 技术与出版行业的结合为行业带来了新的机遇，可以促进出版行业内容创新并提升用户体验。

表8：近年数据要素与人工智能相关政策文件

政策文件名称	出台时间	主要内容
《中华人民共和国数据安全法》	2021年9月	明确数据安全的定义、范围和各方的责任；规定数据分类保护制度，要求对重要数据进行重点保护
《互联网信息服务算法推荐管理规定》	2022年3月	明确算法推荐服务的范畴及算法推荐服务提供者需承担起确保信息内容安全、用户权益保护、数据安全和个人信息保护等方面的责任
《互联网信息服务深度合成管理规定》	2023年1月	规定了深度合成技术的范畴，包括利用深度学习、虚拟现实等技术生成合成文本、图像、音频、视频、虚拟场景等网络信息的技术
《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	2023年5月	提出支持高质量数据集的建设和应用，促进 AI 技术发展
《深圳市加快推动人工智能高质量发展水平应用行动方案》	2023年5月	鼓励 AI 技术创新和应用，包括高质量数据集的开发和利用
《生成式人工智能服务暂行管理办法》	2023年8月	规定生成式 AI 服务提供者不得侵害他人知识产权

资料来源：中国人大网，国家互联网信息办公室，北京市人民政府，深圳市人民政府等，中国银河证券研究院整理

出版上市公司正积极拥抱 AI 技术，以强化在教育服务领域的核心竞争力，具体体现在：

- 1) 凭借在教辅教材领域的专业经验和与教育单位的深度合作，这些公司正在实现文化内容制作与审核的智能化，并拓展智慧化、数字化教育服务。
- 2) 通过开发个性化学习体验、智能辅导工具以及虚拟研学旅行体验，增强课后服务和教育内容的互动性和教育价值，推动数字化转型。
- 3) 通过与科技公司和教育机构的合作，共同探索 AI 在教育领域的新应用，共享资源，加速创新。

表9：部分出版企业的 AI 布局

公司名称	AI 布局情况
凤凰传媒	公司开发凤凰智灵智能办公平台，旨在提高出版流程中的办公、编辑、校对和营销效率。同时，基于《全国优秀作文选》的丰富数据，公司推出智能导学助手“文小慧”，以技术赋能教育，助力学生提升写作能力。
中南传媒	公司旗下天闻数媒推进深度转型，ECO 云开放平台聚合 1257 万用户及其数据；贝壳网重点打造深度融合出版服务平台湘教智慧云，贝壳网 App 累计下载量 341 万；中南迅智移动端应用“A 佳教育”App 注册用户数达 581 万，同比新增 30 万；“智趣新课后”平台提质推广取得显著成效，课时资源达到 61 门 6000 余节。“e 堂好课”升级打造“乡村智慧云校”产品，成功拓展市场。

山东出版	公司旗下新铎教育推出“鲁出书社”拓展课后服务，涵盖科学、历史、艺术等，已完成课程研发和线上配套，正推进省内全面运营。同时，与13家单位共建青少年文体发展平台，增强课后服务能力。智慧教育领域，公司推进智慧校园建设，开发“作业+学情诊断大数据反馈”项目，此外，公司开发的数字教材服务平台，进入测试优化阶段，标志着数字化教育服务的深化。
皖新传媒	公司推出7大课程体系和20多套特色课程，丰富学生课后学习选择。完成54个智慧课堂项目，开展超百场智慧学校培训，优化智慧阅读产品，推出659节数字内容课程，建立阅读评价系统，融合AI技术提升阅读体验。加强研学品牌，2023年销售收入显著增长至3763万元，同比增长607.3%。教育技术应用方面，开发皖新朱子教育机器人，提供托幼一体化解决方案，推广“美丽科学教学平台”，服务超3000万师生。
中原传媒	课程研发方面，开发200多门涵盖手工、美育等各类课程，服务于千余所学校和数百万学生。智慧教育产品方面，推出包括大象e教、大象e学、大象e考、海燕e学、伴学365、中小学数字图书馆等在内的数字教育产品系列。
城市传媒	公司通过与学校合作，推广教育科技产品，如AR辅助教学工具和AI教辅平台，增强教育体验的互动性和效率。这些产品在全国28个省份落地应用，与教育机构的紧密合作促进了公司技术产品的快速推广和应用。公司还与多家科技企业如科大讯飞和歌尔爱奇艺等建立了合作关系，共同开发和推广AI及虚拟现实技术。
世纪天鸿	公司2023年推出小鸿系列产品，涵盖了小鸿助教、小鸿助学、和小鸿助育三个维度，分别服务于教师、学生、和家长。小鸿助教4.0版本发布后，加入了联网功能和长文本输入功能，大大扩展了产品的使用范围和实用性，打破了传统大模型的知识更新边界，为教师提供了更为高效和全面的教学支持。 笔神作文专注于中文作文辅导，提供全方位的写作支持，从写前辅导到写后批改，旨在提升学生的写作能力。该产品通过AI技术，能够提供个性化的作文训练和辅导，满足不同学生的需求。笔神作文用户数从2023年初的1300万大涨到年底的1800多万，涨了500多万，收入从600多万涨到1000多万，呈现持续健康的成长。 应用开发维度，在去年增加了AI辅导老师模块，提供AI课专题讲解如何写景、写物等。目前AI专题课从1.0升级到2.0版本，还在持续推进。

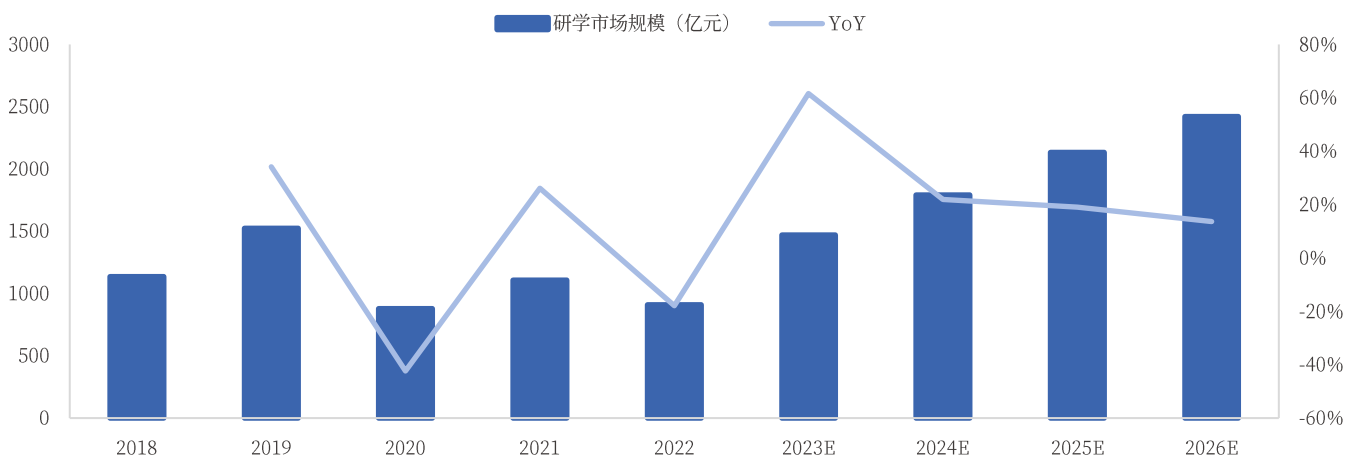
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

我们认为，在国家政策的鼓励和支持下，出版行业将在研发方面持续投入，不断提升其AI技术能力，预期将在教育技术革新中发挥更加关键的作用，为行业带来更广阔的增长前景。

3. 文旅研学贡献业绩新增量

近年来，素质教育的理念逐渐深入人心，随着疫后线下娱乐生态修复以及供给端研学主题和内容不断丰富，学生家长对于研学消费的需求也逐步修复。据艾媒咨询，2022年国内研学市场规模已经超过900亿元，预计2023年恢复性增长至近1500亿元后，将继续保持平稳增长，至2026年研学市场规模预计将超过2400亿元，市场规模仍有相当可观的增长空间。

图40：2018-2026E 研学市场规模（含预测）



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

目前，已有多家出版公司积极利用其自有的线下书店等场所和自身丰富的图书版权资源，将渠道优势和资源优势相结合，探索开展研学相关的新业务模式：在 B 端，公司对接学校，组织较大规模的主题社会实践、课外教育等业务；在 C 端，针对有定制化需求的学生群体，开展小范围的精品研学团。我们认为，国内研学市场规模未来有较为可观的增长空间，出版行业利用自身优势推动业务升级转型，积极开拓 B 端和 C 端的研学新业务模式，有望使研学业务成为公司收入的新增量。

表10: 出版企业研学业务探索情况

公司	相关团队/子公司	业务概况
山东出版	新铎文旅	文旅研学业务 2023 年实现出团 6000 多次，70 多万人次，营业收入 3 亿多元，同比增长 4 倍多。初步形成特色研学营地集群：以曲阜为代表的儒家文化研学营地，以青州为代表的人工智能学习体验中心，以临沂为代表的沂蒙红色教育研学营地等特色营地等特色研学营地集群
中南传媒	湖南新华书店集团	与湖南湘潭市政府合作“共建研学+”项目，创建一家国家级示范性红色研学实践教育营地。
浙版传媒	浙江新空间研学文化发展有限公司	利用门店资源打造青少年“四季书房”，持续开展小小书香大使、阅读伴我成长、少年店长、书城假日研学、书店学堂等文化活动
皖新传媒	皖新研学教育有限公司	推进研学教育业务，重新点亮皖新研学品牌，2023 年实现收入 3763 万元，同增 607.33%
中原传媒	数字文创研学中心	结合场馆特点，搭建课后延时服务课程体系，涵盖了科技与创新、戏剧表演等五个系列共 14 门课程。
南方传媒	新华康康研学科教技术开发有限公司	推进“南方教育传媒课后服务平台”和“大湾区大研学服务平台”建设，课后服务实行“一县一策”“一校一案”，合计营收近 2 亿元
时代出版	安徽新华印刷研学基地	利用课后服务业务渠道优势和服务的学生流量，反哺出版主业，研学基地全年接待 2.2 万人次
城市传媒	城市传媒(青岛)研学旅行有限公司	研学品牌“科学大脑——我爱祖国海疆”在上海、武汉、青岛等地新增场景式体验空间 3 个，走进学校 20 余所，服务学生 3 万余人，入选团中央重点推荐主题研学项目
读者传媒	甘肃读者研学教育科技有限公司	布局文化旅游、教育咨询等行业
粤传媒	大洋传媒	重点培育天文培训教育研学，积极探索“媒体+天文+商业”品牌活动等形成多形态的新领域，争取快速培育规模项目。研学业务招生渠道合作机构超 50 家，印务中心研学基地 250 人以上的订单明显增加。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

四、 AI+： AI 赋能影视和游戏行业

(一) 开源的生态推动 AI 技术高速发展

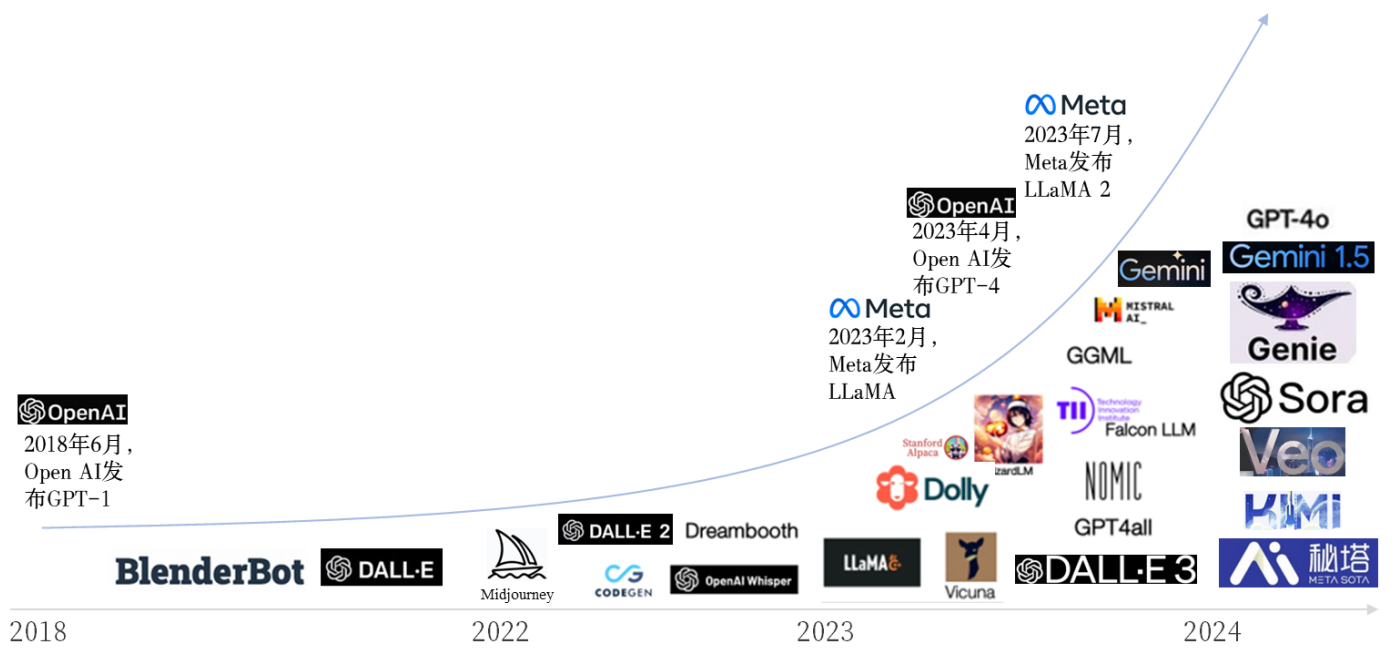
回顾人工智能的发展历程，目前全球人工智能的发展大致经历了两个阶段：

1) 1.0 阶段——被动分析与判断：早期的人工智能的主要能力是被动地接受信息来进行分析和判断。比较典型的例子如：生物识别技术（根据人脸、虹膜等特征信息输入判断是否匹配）。这些技术没有主动创造内容的能力，更多地是对人类所输入信息的判断和匹配。

2) 2.0 阶段——生成式 AI 出现：随着人工智能的不断发展，AI 的能力不再仅限于对被动输入信息的接受和分析，而是具备了一定的主动输出内容的能力。在这一发展进程中，Transformer 和 Diffusion Model 这两个算法模型对推动生成式 AI 的发展起到了重要的作用。目前的生成式 AI 已经可以自主生成文本、图片、视频等多种模态的信息。

在人工智能的发展过程中，开源的生态起到了重要的作用：头部 AI 公司引领着各项技术向前，并使得后来者能够了解到最新的技术进展并发展相关的技术应用，而技术应用又进一步促进 AI 技术的发展。

图41： AI 开源加速技术发展进程



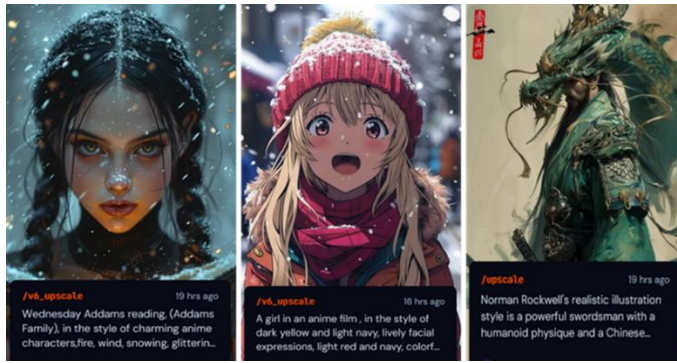
资料来源：Open AI, Meta, Google Deep Mind, 中国银河证券研究院整理

在开源生态的大背景下，大模型将持续不断迭代发展。同时，人工智能、大数据和 XR 等技术间的相互融合应用不仅为用户带来了丰富多彩、高度沉浸的体验，也为内容创作者和媒体产业提供了全新的工具和平台，推动了创新和多样化的发展。从工具迭代（生成式 AI）到内容生产（生成 AI+数据+创意），再到媒介更新（生成 AI+数据+XR）。这些以 AI 技术为代表的新质生产力在传媒领域中的运用标志着一个由技术进步引领的体验方式和参与度的革新时代，开启了传媒领域新篇章。

1. AI 画图工具：高效生成视觉元素

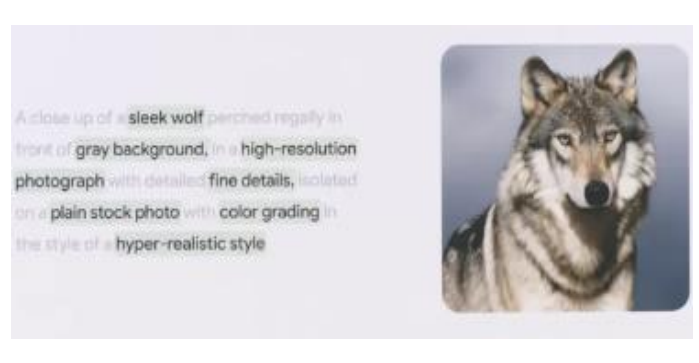
目前市面上的 AI 画图工具有 Stable Diffusion、Midjourney 等。以 Midjourney 和 Google Imagen 3 为例，目前其生成图片速度已经小于 1 分钟/张。除基本的文生图功能外，Midjourney 还提供图片风格混合、图生图、细节调整（Remix）等高级功能，更好的帮助用户生成满意的高质量图片。而 Imagen 3 相比前代，能生成更多细节、光影丰富，且干扰伪影更少的图像。且新模型对提示的理解能力得到显著提升，可以从较长的提示中捕获细节，并最终生成生成视觉丰富、高质量的图像，有良好光照和构图。

图42: Midjourney 根据要求生成不同画风的原画作品



资料来源: Midjourney, 中国银河证券研究院

图43: Imagen 3 在较长的提示中捕捉细节



资料来源: Google Deep Mind, 中国银河证券研究院

AI 画图工具为游戏美术开发方面提供了高效的工具和算法，能够自动化处理游戏中的基础重复性工作，通过简单的文本描述就能够给出多种图片以供选择，例如通过使用 AI 生成的游戏场景、角色模型和特效，以 Midjourney 的 V6 模型为例，其将图像放大速度提高了 2 倍，这意味着用户在处理大型图像或进行精细调整时，能够显著减少等待时间。

我们认为，AI 画图工具能够迅速生成高质量的原画和纹理，为游戏和 XR 应用中的美术资源开发提供了极大的便利。这些工具通过文本描述即可生成多种风格的图像，大幅提高了资源制作的效率，缩短了开发周期。对于 XR 应用来说，这意味着可以快速迭代和实现视觉元素，使得创造沉浸式环境变得更加高效和多样化。

2.AI 视频工具：生成分钟级的高清视频

Open AI 和 Google 已经发布了其文生视频模型 Sora 和 Veo，两款文生视频模型均可以生成最长超过 1min 的高清视频。

图44: Sora 生成的高质量演示视频



资料来源: Open AI, 中国银河证券研究院

图45: Veo 生成的演示视频时长达 82s



资料来源: Google Deep Mind, 中国银河证券研究院

从两款工具的展示 Demo 来看，除满足了文本要求的主题、要素外，两款模型在对场景的光影、人物轮廓的描绘等方面都展示了极高的质量：场景中的光影处理真实。我们认为目前的文生视频生

成的高质量视频在时长上实现了飞跃式的提升,60s的时长已经能够进入一些应用场景,如短视频、宣传片等, AI生成视频在相关行业内的应用或将加速推进。

以 Sora 为例, 文生视频模型的主要亮点如下:

- 灵活采样, 全分辨率输出: Sora 对不同分辨率的内容使用同一模型, 它可以采样从横屏、分辨率为 1920x1080 到竖屏、分辨率为 1080x1920 之间的所有分辨率的视频。这有助于用户快速浏览生成视频的效果并及时进行修正。
- 3D 一致性: Sora 可以生成带有动态摄像机运动的视频。随着摄像机的移动和旋转, 人物和场景元素在三维空间中始终如一地移动, 具有较好的 3D 一致性。

图46: Sora 输出的视频 3D 一致性较好



资料来源: Open AI, 中国银河证券研究院

- 长期一致性和物体持久性: AI 视频生成面临的一个重大挑战是在较长的视频中保持人或物的一致。Sora 在大多数情况下能够有效地处理这些问题: 例如, Sora 可以保存人物、动物和物体, 即使其被遮挡或暂时离开了镜头。Sora 也可以在单个视频中生成同一角色的多个镜头, 并在整个视频中保持其外观的一致。
- 互动性: Sora 可以用简单的方式模拟影响世界状态的行为。例如, 画家可以在画布上留下新的笔触, 或者可以在一个人吃汉堡时留下正确的咬痕。

图47: Sora 的视频中人物可以与世界产生实时交互



资料来源: Open AI, 中国银河证券研究院

我们认为, 当前 Sora 和 Veo 等头部 AI 视频工具在生成的视频在长度和质量上已经具备了一定的生产力价值, 随着 AI 视频工具的不断更新迭代, 相关产业制作效率或将实现质的提升, 游戏、影视等相关内容的供给端有望实现飞跃式的发展。

3.AI 基础世界模型: 交互性和动态性

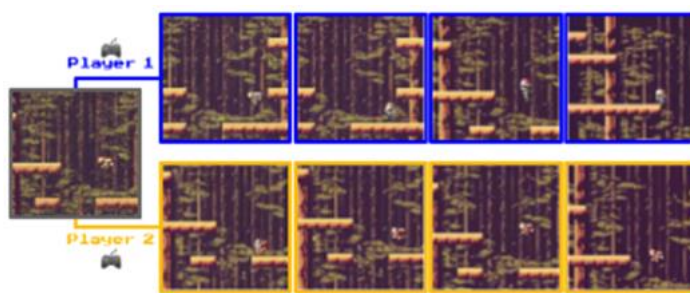
2月26日, Google 发布了基础世界模型 Genie。作为一个 110 亿参数的基础世界模型, Genie 可以通过单张图像 (包括合成图片、照片甚至草图) 的提示生成一个可交互的虚拟环境。这意味着

用户可以基于各种图像提示，与 Genie 创建的世界进行互动。因此，Genie 本质是一个基础世界模型，Google 将其定义为生成式交互环境（Generative Interactive Environments），其能力不仅限于识别和解释图像内容，还能根据用户的潜在动作提示，生成动态的、连续的场景变化。

Genie 提供的是生成式交互环境，用户可以通过各种方式提示模型，可以使用生成的图像或手绘草图。在每个时间点，Genie 都可以采用用户提供的潜在动作来生成下一帧，产生具有有趣和多样化角色动作的轨迹。这些轨迹可以基于合成图像或手绘草图生成，显示了 Genie 在多样化输入下的灵活性和创造力。在使用来源包括文生图片的合成图、手绘草稿、以及现实世界的照片作为素材的时候，尽管有些图像在视觉上与数据集略有差异，但在每种情况下，Genie 都能生成清晰的角色移动的过程。

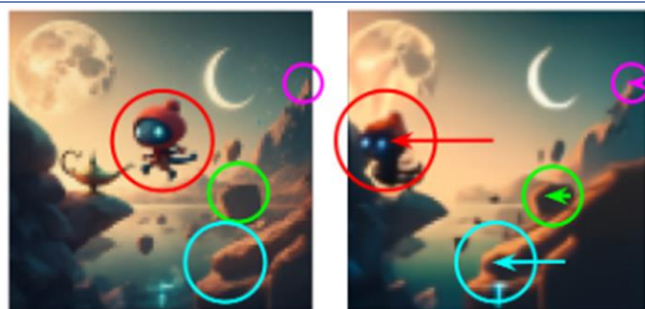
对具体的移动指令，Genie 也生成了优秀的结果。在平台游戏的生成环境下，Genie 能够精确地执行“左”、“右”、“跳跃”、“无操作”等基本指令。

图48: Genie 根据潜在轨迹模拟出同一场景下多样化的角色轨迹



资料来源: Google Deep Mind, 中国银河证券研究院

图49: Genie 可以模拟平台游戏在横移时的远近景视差



资料来源: Google Deep Mind, 中国银河证券研究院

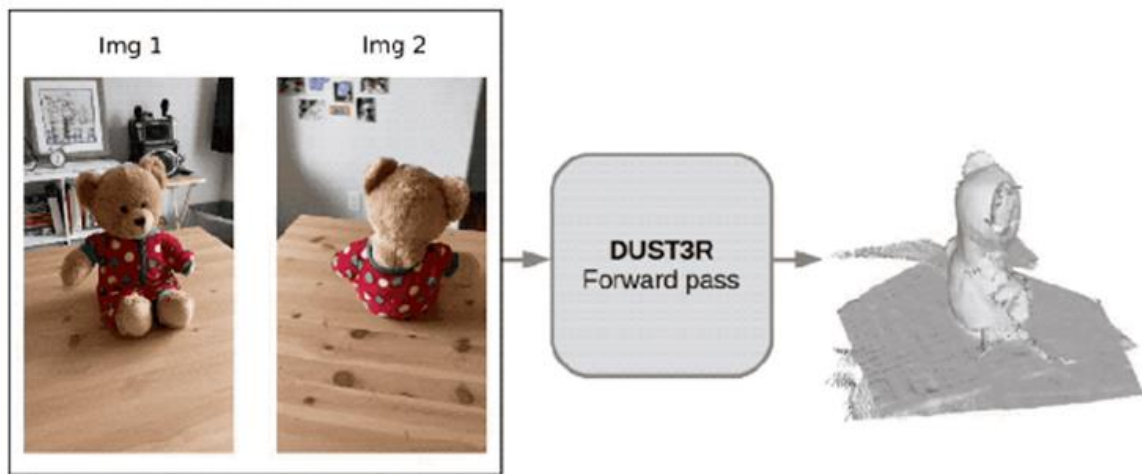
我们认为，Genie 等 AI 基础世界模型通过图像提示生成可交互的虚拟环境，创建了一个生成式交互环境的平台。用户可以基于各种图像提示，与 AI 创建的世界进行互动，极大地丰富了生成“世界”的动态性和交互性。这种模型不仅能够识别和解释图像内容，还能根据用户的动作提示生成连续的场景变化，提供了一种全新的方式来创造和体验相关内容。

4.AI 3D 建模工具：高效的、批量化的建模工具

由 Naver Labs 开发的 DUS3R 是一款创新的 AI 3D 建模工具，能够从任意数量和角度的图像集合中快速生成场景的三维模型。其核心技术包括一种新颖的点图回归方法和基于 Transformer 的编解码器结构，旨在学习从像素到三维空间的映射。与传统的多视图立体视觉(MVS)方法不同，点图回归方法不是将深度值作为回归目标，而是直接回归每个像素的三维坐标。这种方法直接关联了图像的二维像素与三维空间坐标，提高了三维重建的精度和效率。同时，DUS3R 利用了两个 Transformer 模型，一个编码器和一个解码器，通过这种结构来处理图像数据，提高了模型对于空间关系的理解能力。在处理多张图片进行三维建模时，DUS3R 引入了一种简单而有效的全局对齐策略。该策略目的是将所有点图转换至一个共同的参考系下，实现了不同视角图片的有效融合，为多视图三维重建提供了支持。

我们认为，DUS3R 对于游戏行业和 MR 行业具有较强的实际应用价值：DUS3R 等 AI 3D 建模工具通过从图像集合中快速生成场景的三维模型，为 XR 内容创造提供了强大的技术支撑。这使得从原画到三维场景的转换变得更加高效，提高了 XR 环境制作的精度和速度。这种技术的应用，不仅能够提升游戏和 XR 内容的视觉质量，还能通过高效的内容生成流程，加快 XR 应用的开发和推广。此外，快速且高效的 3D 建模技术还有可能增加市场上优质游戏的供应，为玩家提供更丰富、更高质量的游戏体验。AI 3D 建模工具将与 AI 画图工具、AI 基础世界模型构建起 AI 制作游戏的产业链条，大幅提高游戏行业的生产效率，推动游戏行业和 XR 行业向更高效、更创新的方向发展。

图50: DUS3R 通过两张图片构建 3D 模型



资料来源: Naver Labs, 中国银河证券研究院整理

总体而言, AIGC 技术对内容生产领域的加成表现在资源制作的效率提升、产出作品的动态交互能力增强以及三维模型生成的精度和速度提高。我们认为: 这些进步不仅降低了开发成本, 加速了内容创造, 还为产出的作品提供了更丰富的视觉效果和更深层次的互动性。开发成本的降低和用户体验的增强(将会有更多用户愿意成为内容市场的消费者), 将有望推动内容端向着“无限供给”发展。AIGC 技术将有望为内容制作领域带来更加多样化的应用场景、更高数量和质量的应用内容、更深度的用户沉浸体验, 传媒行业的游戏、影视院线等板块有望最先受益。

(二) 游戏行业：供给储备丰富，关注暑期新游表现

1. 政策向暖，版号发放常态化，行业恢复快节奏

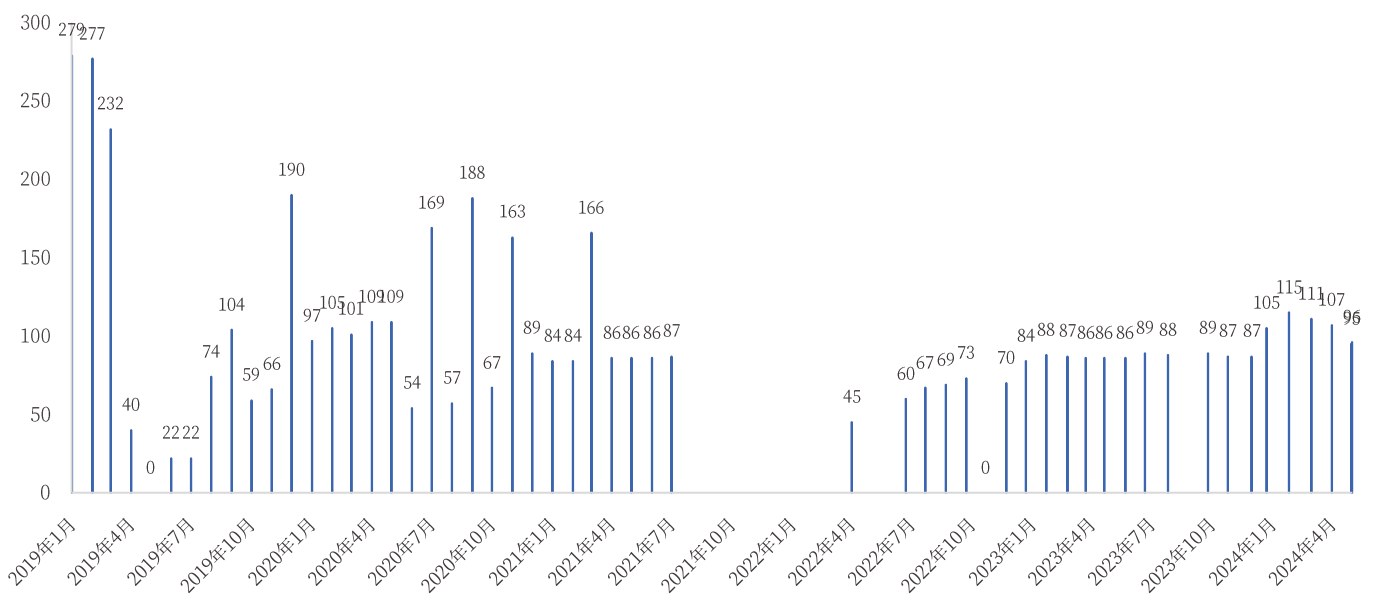
游戏行业价值产出高度依赖供给端的新内容提供，版号数量、质量的双提升将持续优化供给端，进一步支撑游戏行业基本面复苏。2023年以来，游戏行业相关政策风向明显转暖，版号审批放宽趋势明显，获批游戏的数量和质量持续提升：

国产游戏版号：自2022年4月版号恢复下发后，2022年4/6/7/8/9/11月分别发放版号45/60/67/69/73/70款，共计发放了384个版号。2023年以来，游戏行业版号发放逐渐呈现常态化，2023年1-12月分别发放国产游戏版号88/87/86/86/86/89/88/0/89/87/87/105款，合计国产游戏版号发放量达978款，较2022年同比增长109%。2024年以来，国产游戏版号一度连续多月数量破百，整体发放数量较2023年稳中有增，2024年1-5月国产游戏版号共发放524款，较2023年同期增长超过20%。

进口游戏版号：进口游戏版号发放频率明显加快，2023年全年分别在3月、8月、12月发放共98款进口游戏版号。2024年前6个月已经发放3个批次（2月、4月、6月），共发放61款版号。进口游戏版号发放的数量与批次均有所增加。

我们认为，随着版号恢复常态化持续得到验证，新品陆续上线，我们认为目前游戏行业供给端趋于稳定状态，行业整体将有望迎来向上周期。

图51：2019年至今每月国产游戏版号发放数量



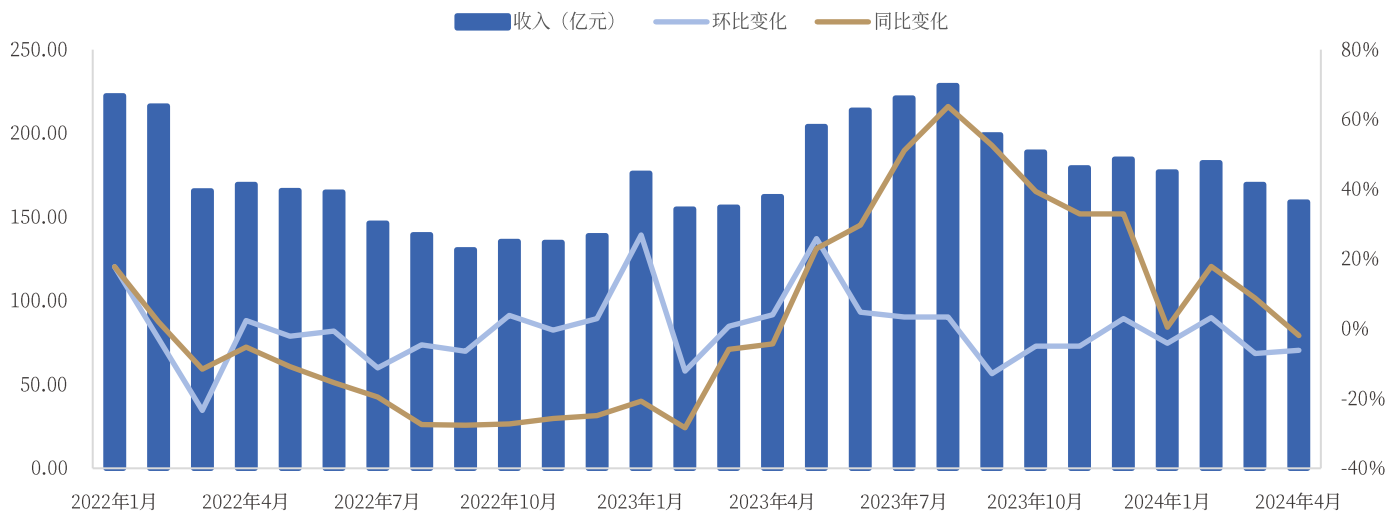
资料来源：国家新闻出版署，中国银河证券研究院

2. 游戏大盘持续回暖，国内市场销售收入稳中有增

根据伽马数据，2023年，国内游戏市场实际销售收入为3029.64亿元，同比增长13.95%，首次突破3000亿元关口。游戏用户规模达6.68亿人，同比增长0.61%，为历史新高点。从细分市场来看，移动及客户端游戏市场均呈现增长趋势，同比增幅明显。移动端方面，移动游戏收入同比增幅明显，2023年中国移动游戏市场实际销售收入为2268.60亿元，同比增长17.51%

2024年以来，移动游戏大盘继续保持稳健增长势头：2024年1-4月国内游戏市场实际销售收入950.70亿元，同比增长5.60%；其中移动游戏市场实际销售收入688.00亿元，同比增长6.01%，移动游戏市场自2023年5月-2024年3月连续11个月同比增长。

图52: 2022年至今中国移动游戏销售收入

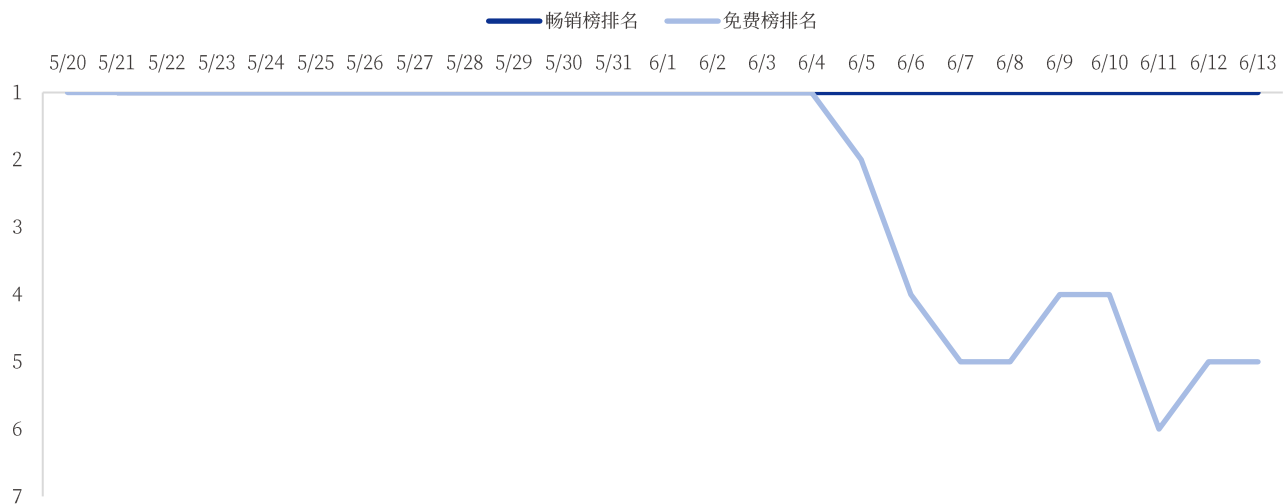


资料来源: 七麦数据, 中国银河证券研究院

3. 优质项目储备充足, 重点新游陆续上线

随着游戏行业版号发放逐渐常态化, 各游戏厂商储备游戏陆续上线, 游戏产品新周期陆续开启。暑期将至, 各大厂商储备重点新游已经陆续排期准备上线: 腾讯旗下《DNF 手游》《塔瑞斯世界》已经分别于5月21日和6月12日上线, 其中《DNF 手游》上线以来持续登顶 App Store 畅销榜, 《塔瑞斯世界》也在上线后登顶免费榜; 心动公司旗下《出发吧麦芬》国服于5月15日上线后持续保持在 App Store 游戏畅销榜前 10 名; 库洛游戏旗下《鸣潮》于5月23日上线, 最高排名 App Store 游戏畅销榜第 5 名; 哔哩哔哩游戏代理《三国: 谋定天下》于6月13日上线。此外, 网易旗下《燕云十六声》《永劫无间手游》、米哈游旗下《绝区零》等高关注度新游也将预计于暑期上线。为整个游戏市场大盘贡献新的增量。

图53: 《DNF 手游》上线后 App Store 游戏榜单排名



资料来源: 七麦数据, 中国银河证券研究院

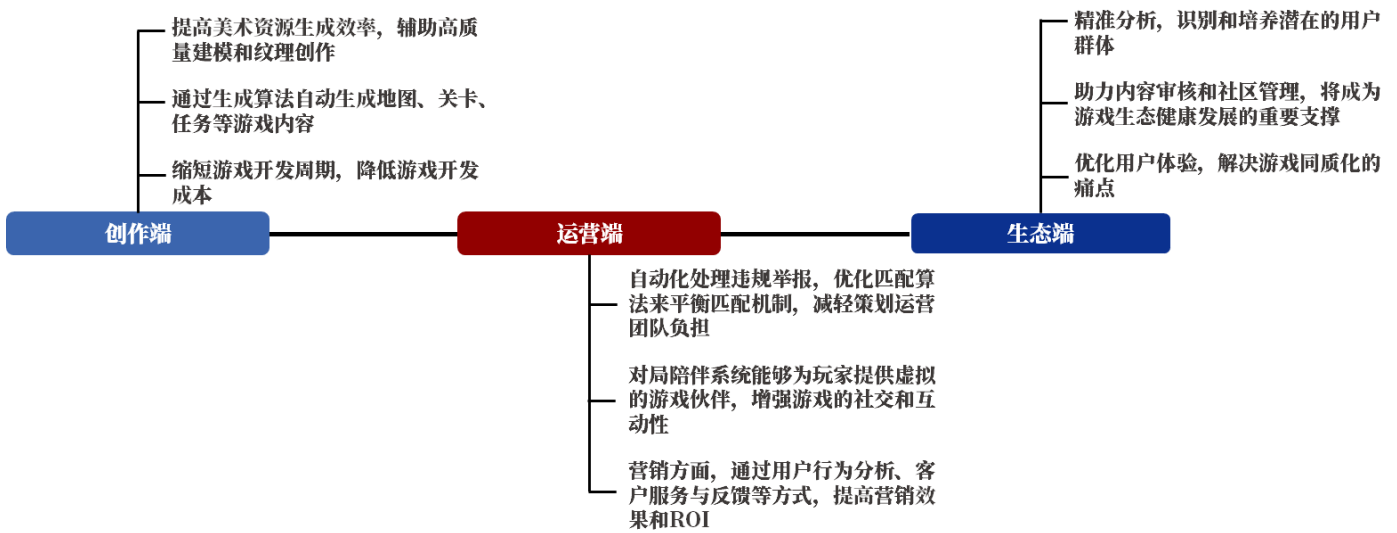
我们认为, 2024 年各游戏大厂新品储备丰富, 其中多款游戏关注度较高, 叠加 2023 年下半年部分新上线游戏贡献, 2024 年游戏市场有望继续保持稳健增长的态势。

4. AI 赋能游戏产业链, 助力产业全面降本增效

游戏作为集合了文字、图像、声音、视频等内容形式的商业化应用, 有望更好地在研发端利用

多模态大模型的能力，AI 对游戏行业的长期催化作用值得看好：经过技术探索和商业落地，AIGC 技术已被广泛应用在游戏资产生成，仿真场景渲染等多个环节。遵循供给端降本增效，需求端革新交互体验，挖掘用户付费意愿的逻辑，我们认为，AI 技术将通过 AIGC 工具（绘画工具、文本创作、语音合成等）和 AI 工具来对游戏行业全产业链条进行重塑：

图54：AI 赋能游戏产业链



资料来源：中国银河证券研究院整理

1) 创作端：传统的游戏创作端存在着资源生成效率低、成本高昂的痛点。特别是在美术资源的制作上，高质量的 3D 模型和纹理的创作往往需要大量的手工艺术家工作时间，这不仅使得游戏开发周期延长，而且大幅度增加了开发成本。在 AI 技术的加持下，游戏创作将在自动化内容生成（如 AIGC 绘画工具和 3D 模型生成）方面发生根本性的变革。具体来说，AIGC 可以通过生成算法自动生成地图、关卡设计、任务等游戏内容，分析玩家数据并进行游戏平衡性调整等，提高开发效率和游戏多样性。

2) 运营端：在游戏运营方面，AI 技术可以通过智能 NPC、智能 BOT 和掉线托管等应用，解决现有运营工作杂、营销转化弱的难题。例如，AI 可以帮助处理违规审判，通过学习判断何为游戏内的违规行为，自动化处理大量的审判工作，减轻运营团队的负担；AI 也能实现平衡匹配，通过分析玩家的技能水平和游戏习惯来优化匹配算法，从而提供更公平、更有趣的游戏体验；同时，对局陪伴系统能够为玩家提供虚拟的游戏伙伴，增强游戏的社交和互动性。在游戏营销方面，AIGC 可以通过用户行为分析、客户服务与反馈、营销预测和广告优化等方式，提高营销效果和 ROI。

3) 生态端：在游戏生态构建上，AI 技术的应用将有助于优化用户体验和增强运营工作的自动化，解决游戏体验同质化的痛点。AI 可以通过精准的数据分析来提升营销转化率，为运营团队提供决策支持，并帮助他们识别和培养潜在的用户群体。此外，AI 在内容审核和社区管理方面的应用，如自动化过滤不良信息，也将成为游戏生态健康发展的重要支撑。最终，这些进步将推动游戏行业朝着更加智能化和个性化的方向发展。

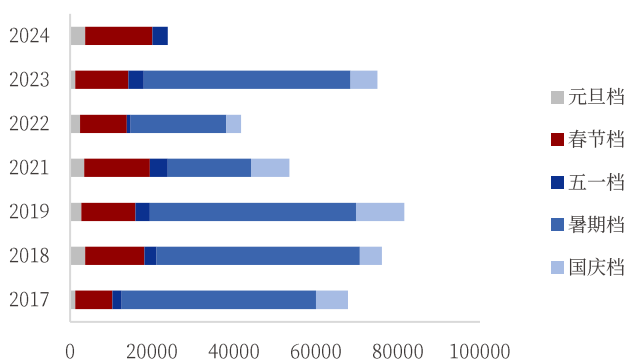
我们认为：综合应用 AIGC 技术可以降低游戏开发成本和人力投入，同时提升游戏的创新性、个性化和用户体验，增加游戏产业的商业价值。此外，游戏+AI 在智能 NPC、AI bot、结合 AIGC 的玩法创新等领域有望逐步落地，进一步提升用户体验和付费意愿，打开游戏整体收入增量空间。

(三) 影视院线：复苏趋势确定，AI 助力制作全流程

1. 观影需求持续复苏，看好年内电影市场大盘

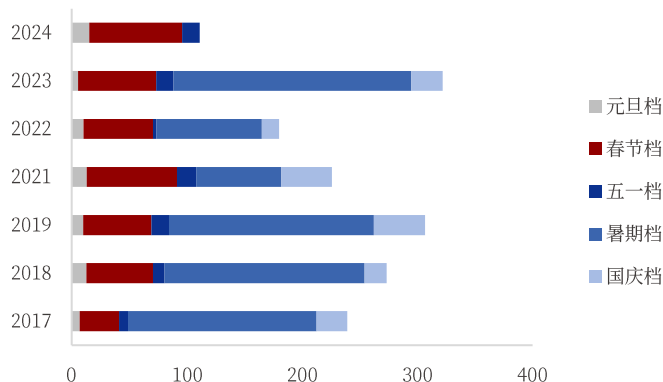
2023 年下半年以来，优质内容持续供给，中国电影市场迎来确定性复苏。2023 年全年累计票房达 549.52 亿元，恢复至 19 年全年的 85% 以上。其中观影人次为 13.00 亿人，恢复至 19 年的 75%；年内平均票价则稳步提升至 42.28 元，达历史新高。热门档期市场表现突出，观众的观影热情恢复，观影需求持续释放，并且得到了市场的验证与支持。后续影片储备相对充足，未来票房仍有回升空间。2024 年 1-5 月，电影市场复苏态势延续，多个重点档期电影票房创历史新高，1-5 月国内电影票房达 211.73 亿元，由于档期外影片票房拖累，整体票房较 2023 年同期小幅下滑 4.44%。

图55：2017-2024 年重点档期观影人次（万人）



资料来源：灯塔专业版，中国银河证券研究院

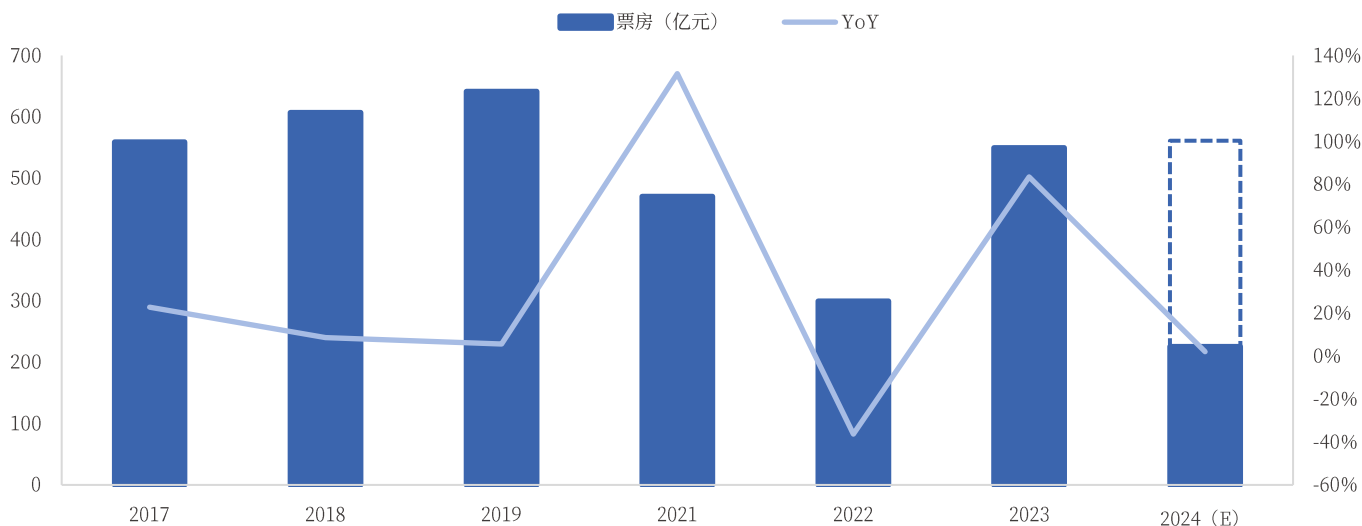
图56：2017-2024 年重点档期票房（亿元）



资料来源：灯塔专业版，中国银河证券研究院

据灯塔专业版和猫眼电影，2024 年元旦档总票房 15.33 亿元，同比增长 180.25%，观影人次 3669 万，同比增长 195.55%；2024 春节档总票房 80.49 亿元，同比增长 18.96%，总人次 1.63 亿，同比增长 26.31%；2024 清明档总票房 8.43 亿元，同比增长 325.76%，观影人次 2108 万，同比增长 291.17%。三个档期的票房均刷新中国影视对应档期票房记录。我们认为：当前电影市场影迷观影热情较高，观影需求持续复苏，看好年内电影市场大盘的表现。

图57：2018-2024 年票房（含预测）



资料来源：灯塔专业版，中国银河证券研究院预测

我们认为：2023 年下半年以来，电影市场回暖趋势明显，2023 暑期档、2024 元旦档、春节档、清明档票房均刷新中国影史对应档期票房记录。我们认为，国内电影厂商的疫情前库存已逐步

出清，新片的制作、上映稳步推进，叠加影迷观众的观影意愿也逐步提升，供需两侧共同发力，看好后续年内电影大盘的市场表现。

基于 2024 年前五个月的票房表现，在基准及乐观情况下，预计 2024 年前五个月的票房占 2024 年全年票房的比例在 37%-40%，预计 2024 年全年票房为 529-572 亿元。

表11: 2017-2024E 观影人次、平均票价、票房收入

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
观影人次 (亿)	16.24	17.18	17.28	5.49	11.67	7.12	13.00	13.20
同比	18.28%	5.79%	0.58%	-68.23%	112.57%	-38.99%	82.58%	1.50%
平均票价 (元)	34.42	35.32	37.11	36.98	40.29	42.08	42.28	42.50
同比	3.86%	2.61%	5.07%	-0.35%	8.95%	4.44%	0.48%	0.52%
票房收入 (亿元)	558.80	606.88	641.49	203.14	470.36	299.49	549.52	560.79
同比	22.78%	8.60%	5.70%	-68.33%	131.54%	-36.33%	83.49%	2.05%

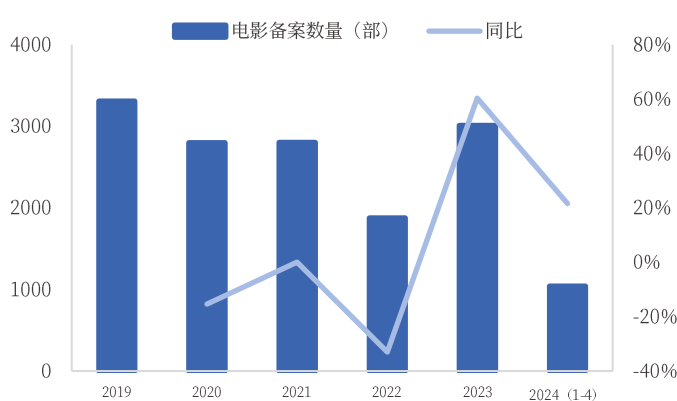
资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院预测

2.供给端：储备充足，关注优质内容上线

据猫眼电影，目前有多部重点影片预计于暑期档上映：《寂静之地 3》、《默杀》、《伞少女》、《解密》、《白蛇：浮生》（定档 8 月 10 日）、《重生》、《逆鳞》、《传说》（定档 7 月 12 日）。此外还有《哪吒 2》等影片也有望于暑期档上映，档期内影片种类丰富且各个品类均有重点影片待映，看好 2024 暑期档票房表现。

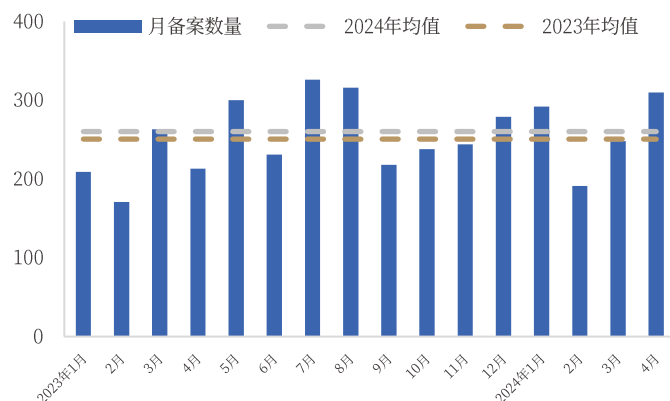
此外，2023 年以来备案电影数量维持高位，2023 年全年电影备案数量达 3008 部，时隔 3 年年内电影备案数量再次突破 3000 大关。2024 年电影备案数量延续了 2023 年以来的增长态势：2024 年前 4 个月电影备案数量达 1041 部，同比增长 21.61%。**我们认为：电影备案数量处于高位反映出当前电影内容市场的活跃，备案电影将作为电影市场的内容储备，在未来为电影大盘注入长久的增长动力。**

图58: 2019-2024 年电影备案数量 (2024 年仅统计前 4 个月)



资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院

图59: 2023 年以来单月电影备案数量 (部)



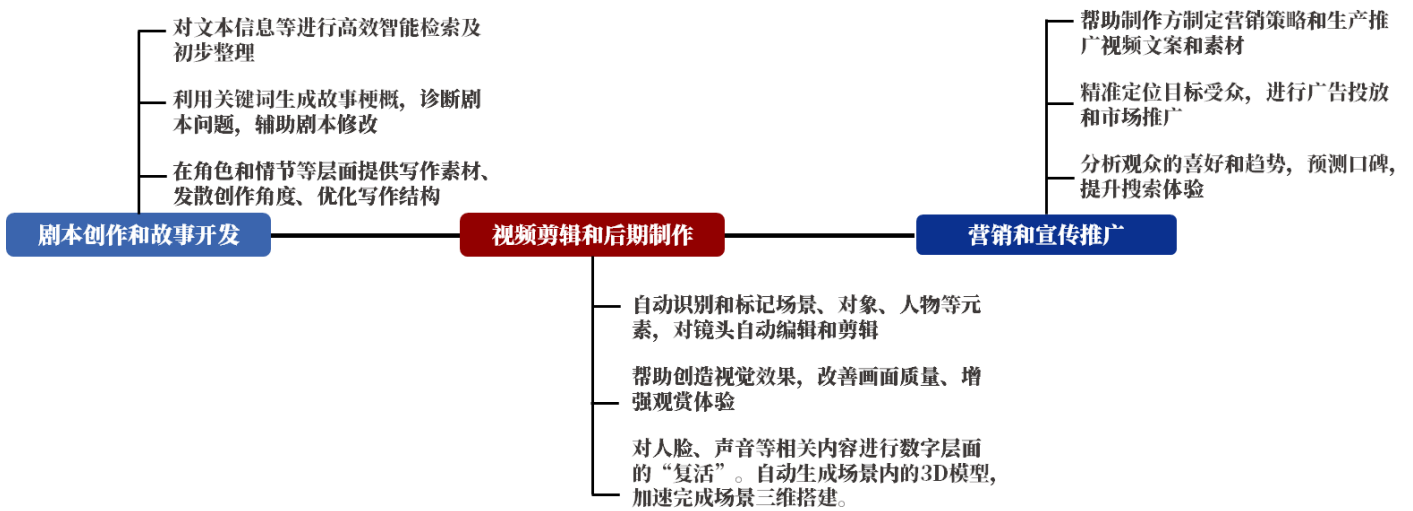
资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院

3.AIGC 有望助力影视产业全链条

AIGC 有望在影视生产全环节得到广泛应用。前期策划阶段，AIGC 可根据电影主题、风格、人物等要素自动生成剧本草稿。此外，AI 还可以辅助分镜制作，提供视觉参考，从而加快电影前期准备工作。电影制作阶段，多模态 AI 可以低成本地生产图片、音频、视频等素材，从而提供更多元的内容供给。AI 技术还可用于辅助场景生成，特效制作等环节，从而为影片带来更逼真的视觉效果和更丰富的细节。AI 工具还为视频处理提供了有力的工具，大幅降低了视频去除噪点、模糊、抖动，

提升画质，提取关键镜头的剪辑难度。此外，AIGC 还可用于进行风格迁移，从而加速电影 IP 向周边商品、漫画、游戏等媒介的落地。宣发阶段，AI 模型可根据用户画像定制优化预告片、海报及展示评论等。同时结合虚拟数字人技术，发行商有望以极低的成本实现映前观众与电影人物的“面对面”交流，从而持续地在维持电影话题热度。

图60: AI 赋能影视生产全环节



资料来源：中国银河证券研究院整理

如今 AIGC 蓄势待发，预备在影视行业掀起新一轮的技术变革和竞争力洗牌，国内各大平台与影视公司也在 AIGC 的应用研究与业务协同上开启了应对未来的准备。从《斗罗大陆》《吞噬星空》到《三体》《遮天》，腾讯视频在视效技术规模化运用和长期投入方面展现出了灵敏的嗅觉。自 AIGC 出现后，腾讯视频在动画行业中也开始探索二维和三维界限的打破。我们认为，未来通过借助三维工业化流程和 AIGC 的辅助，如文生图、图生图、文生视频的能力，行业难题有望被突破，二维动画的效率和产能将有进一步的提升。

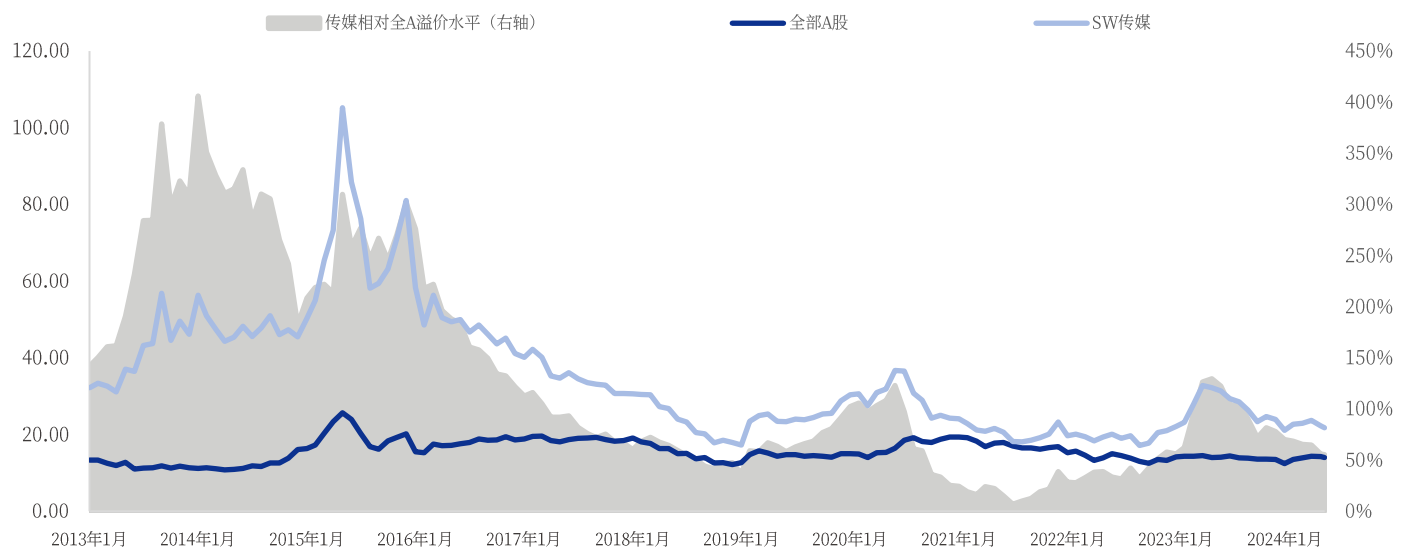
我们认为，当前 AIGC 工具应用已经逐步迈向正规，随着 AI 视频工具等应用的不断完善和更新，我们认为 AIGC 工具有望凭借人工智能的技术优势和视频这一品类的内容优势为影视行业赋能：在 C 端，通过 AI 视频生成，此类 AI 视频应用有望通过其生成的内容来构建自有用户流量池，完成后续流量变现；在 B 端，AI 视频可以大幅度降低视频的制作成本，对以影视院线为代表的行业等都有可观的降本增效作用。

五、投资建议

(一) 行业估值仍处于历史低位

从估值面来看，年内估值波动较大，板块整体仍处历史底部区间。截至6月13日，传媒行业滚动市盈率为21.78倍（TTM整体法，剔除负值），全部A股为14.03倍，分别较2013年以来的历史均值低37.27%和低10.04%。行业估值溢价率方面，目前传媒股的估值溢价率较历史平均水平低70.65pct。当前值为55.27%，历史均值为125.92%。

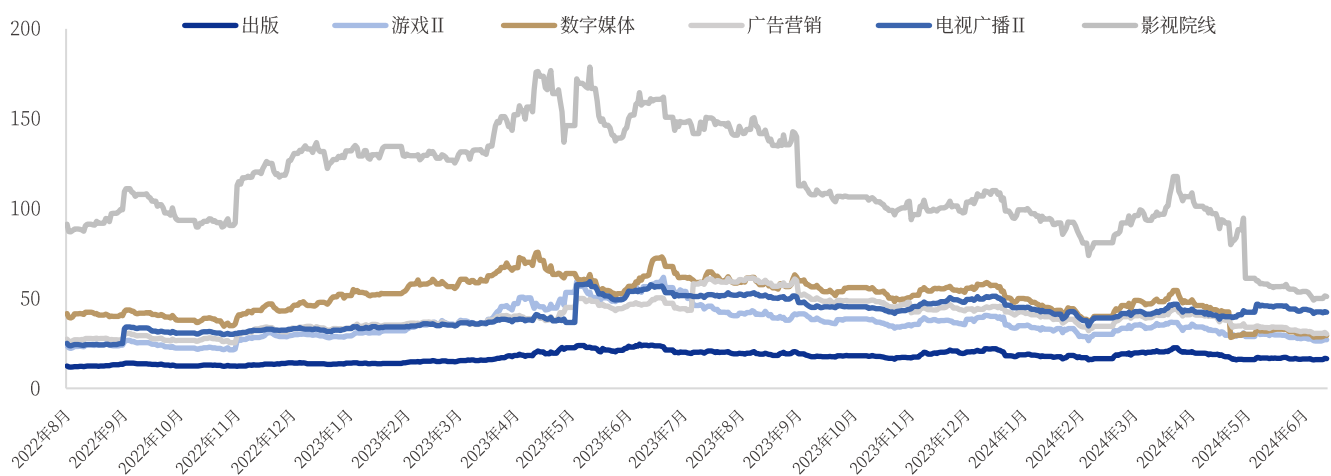
图61：传媒行业指数与A股估值比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

截至6月13日，传媒行业各子板块出版/游戏/数字媒体/广告营销/电视广播/影视院线的市盈率分别为16.60/27.04/29.34/30.23/42.33/51.01倍，年初至今各板块整体呈现估值回调的趋势，年初至今市盈率分别下降-10.66%/-22.45%/-41.43%/-28.80%/-5.95%/-48.61%。

图62：传媒行业子版块市盈率（TTM）

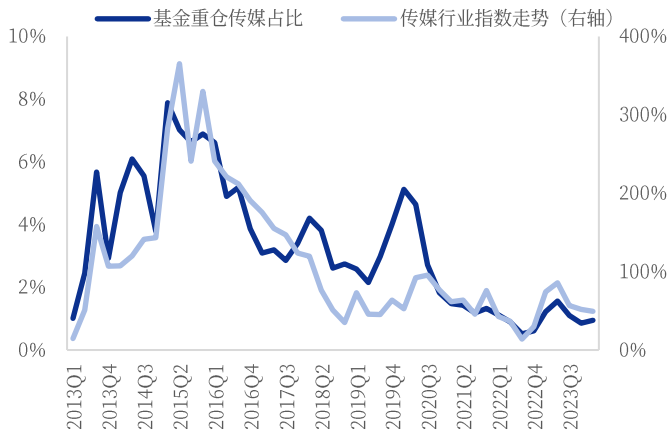


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 持仓占比低位徘徊，集中度小幅上升

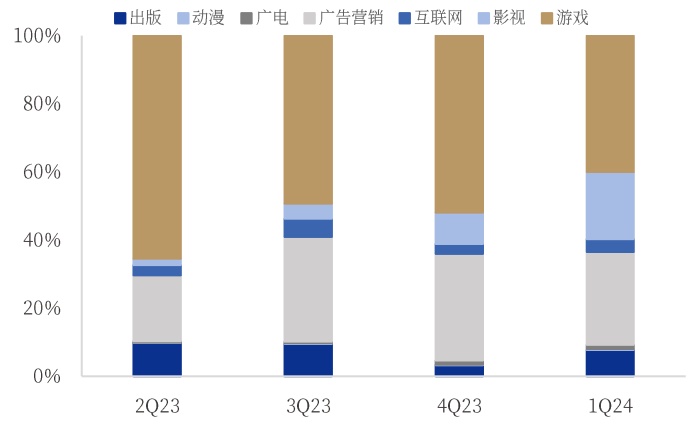
2024Q1 传媒行业在公募基金重仓占比的比重是 0.95%，自 2013Q1 以来基金持仓传媒占比全市场重仓比重的均值为 3.3%，中位数为 2.9%，当前仍然显著低于历史均值水平。自 2023Q2 达到阶段性高点后，基金持仓传媒比例整体有一定的回调，呈现小幅下降的态势。

图63：基金重仓传媒比例



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图64：近一年传媒重仓股持仓分布



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

从子版块来看，公募基金对传媒行业的配置主要集中在游戏、广告营销和影视院线板块，三个板块的持仓分别站传媒整个行业的 39.98%、27.25%、19.76%。其中，游戏板块配置比例环比下滑 12.01pct，广告营销板块配置比例环比下滑 4.05pct，影视院线板块配置比例同比增长 10.58pct。

表12：2024Q1 传媒行业基金重仓股 Top10

序号	股票名称	重仓基金数量	环比增减	序号	股票名称	重仓持股市值 (亿元)	环比增减 (亿元)
1	分众传媒	171	29	1	分众传媒	50.81	3.31
2	恺英网络	113	27	2	恺英网络	30.03	7.51
3	光线传媒	99	50	3	昆仑万维	23.04	0.77
4	万达电影	81	53	4	光线传媒	21.11	13.28
5	三七互娱	75	-36	5	万达电影	16.63	11.91
6	昆仑万维	73	-26	6	三七互娱	16.06	-15.36
7	神州泰岳	71	10	7	神州泰岳	15.67	0.00
8	巨人网络	48	18	8	世纪华通	10.98	-0.35
9	中南传媒	30	12	9	巨人网络	10.73	3.88
10	芒果超媒	27	2	10	掌趣科技	4.87	0.30

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(三) 推荐标的

1. 港股传媒互联网

目前港股市场仍然处于估值低位，且海外资金配置比例也处于低位，随着政策面的积极向好及海外流动性转宽松的趋势更加明显，长线资金有望持续回流。头部互联网公司盈利改善预期加强，投资性价比凸显。考虑到头部互联网企业业绩稳中向好，且港股互联网公司分红比例有所提高，建议关注：业绩稳健增长的头部互联网公司**腾讯控股**；后续业绩有扭亏机会的互联网视频平台公司**哔哩哔哩**。

2. 出版板块

出版板块基本面扎实稳健，业绩长期保持稳定，且具有高现金流高分红比例；同时，数字化阅读和在线教育的发展将推动出版行业的创新和变革。我们认为，出版业将加速数字化、个性化、定制化、智能化发展，AI+出版、研学业务等新增量将为行业带来全新机遇，叠加央企市值管理或将纳入考核，建议关注基本面稳健且具有一定业务增量空间的出版国企：**山东出版、南方传媒**。

3. 影视院线和游戏板块

基于传媒行业本身，内容生产处于传媒产业链和价值链的中上游位置，而优质内容始终是稀缺资源。我们认为随着AI技术不断催化，生产力革命迎来革新，AI技术与内容创作的结合将进入实质阶段，内容市场因此进入长线复苏趋势，而内容生态繁荣也是带来消费增长的基本盘。与此同时，随着内容制作效率的提高以及制作难度的下降，AI技术也有望解锁全新的商业模式及创新方式，助力更多优质内容更好的展现以及变现。建议关注AI赋能下的游戏和影视院线企业：**神州泰岳、恺英网络、光线传媒、万达电影**。

表13: 重点公司估值表（截至2024年6月13日，港股标的股价已按0.92汇率折算）

股票代码	股票名称	EPS			PE			评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
0700.HK	腾讯控股	12.19	16.42	18.39	28.67	21.28	19.00	推荐
9626.HK	哔哩哔哩-W	-11.67	-4.57	-1.02	-	-	-	推荐
601019.SH	山东出版*	1.14	0.80	0.87	12.03	17.08	15.74	推荐
601900.SH	南方传媒*	1.43	1.06	1.17	9.26	12.53	11.34	推荐
300002.SZ	神州泰岳	0.45	0.54	0.62	20.42	17.12	14.99	推荐
002517.SZ	恺英网络*	0.68	0.86	1.02	15.70	12.39	10.42	推荐
002739.SZ	万达电影	0.42	0.64	0.75	29.86	19.63	16.65	推荐
300251.SZ	光线传媒	0.14	0.35	0.39	64.54	26.17	23.59	推荐

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院预测（标*公司预测数据来自wind一致预测（180天））

六、风险提示

行业监管政策趋严的风险；
AIGC 技术发展及内容供给质量不及预期的风险；
作品内容审查或审核的风险；
宏观经济波动的风险；
新兴业态需求不及预期的风险等。

图表目录

图 1: 传媒行业 2023 年初以来行情复盘 (截至 2024 年 6 月)	4
图 2: 传媒行业指数 2024 年初至今涨跌幅 (截至 2024.6.13)	4
图 3: 传媒子版块年初至今涨跌幅 (截至 2024.6.13)	4
图 4: 2017-2024Q1 传媒行业营收及增速	5
图 5: 2024Q1 传媒行业分板块营业收入及增速	5
图 6: 2017-2024Q1 传媒行业归母净利润及增速	5
图 7: 2024Q1 传媒行业分板块归母净利润及增速	5
图 8: 恒生传媒指数近期持续走强	6
图 9: 恒生指数与上证指数 2023 年以来涨跌幅对比	7
图 10: 沪港 AH 溢价指数 2023 年以来走势	7
图 11: 恒生指数 2019 年以来市盈率	7
图 12: 全球市场主要指数估值 (截至 2024 年 6 月 13 日)	7
图 13: 南向资金流入趋势 (亿元, 2024 年 6 月数据截止 6 月 13 日)	9
图 14: 2024 年初以来南向资金净买入金额已超去年全年 (亿港元)	9
图 15: 美国 CPI 同比增速预测 (%)	9
图 16: 美债收益率曲线有进一步下移的空间 (%)	9
图 17: 腾讯 1Q21-1Q24 营业收入及同比增速	12
图 18: 腾讯 1Q21-1Q24 归母净利润及同比增速	12
图 19: 腾讯 1Q21-1Q24 毛利润、同比增速及毛利率	12
图 20: 腾讯 1Q21-1Q24 游戏业务收入及同比增速	13
图 21: 腾讯 2021-1Q24 本土游戏业务收入及同比增速	13
图 22: 腾讯 21-1Q24 海外游戏业务收入及同比增速	14
图 23: 美国地区《荒野乱斗》iOS 平台游戏畅销榜排名	14
图 24: 腾讯 1Q21-1Q24 广告业务收入及同比增速	14
图 25: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 营业收入及同比增速	15
图 26: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 毛利润及同比增速	15
图 27: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 销售费用率趋势	15
图 28: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 游戏业务收入及同比增速	16
图 29: 《三国: 谋定天下》iOS 平台游戏畅销榜排名	16
图 30: 哔哩哔哩 1Q21-1Q24 广告业务收入及同比增速	16
图 31: 哔哩哔哩 2021-1Q24 DAU 及同比增速	16
图 32: 哔哩哔哩 21-1Q24 日人均时长趋势 (分钟)	17
图 33: 主要互联网平台广告加载率	17
图 34: 出版行业年营业收入及同比增速	18

图 35: 出版行业归母净利润及同比增速	19
图 36: 出版行业 2013-2024Q1 行业平均所得税率.....	19
图 37: 出版行业上市公司货币资金及现金市值比	20
图 38: 出版行业头部公司现金分红金额	20
图 39: 出版行业头部公司现金分红比例	20
图 40: 2018-2026E 研学市场规模 (含预测)	23
图 41: AI 开源加速技术发展进程	25
图 42: Midjourney 根据要求生成不同画风的原画作品.....	26
图 43: Imagen 3 在较长的提示中捕捉细节	26
图 44: Sora 生成的高质量演示视频	26
图 45: Veo 生成的演示视频时长达 82s.....	26
图 46: Sora 输出的视频 3D 一致性较好.....	27
图 47: Sora 的视频中人物可以与世界产生实时交互.....	27
图 48: Genie 根据潜在轨迹模拟出同一场景下多样化的角色轨迹	28
图 49: Genie 可以模拟平台游戏在横移时的近远景视差.....	28
图 50: DUS3R 通过两张图片构建 3D 模型.....	29
图 51: 2019 年至今每月国产游戏版号发放数量.....	30
图 52: 2022 年至今中国移动游戏销售收入	31
图 53: 《DNF 手游》上线后 App Store 游戏榜单排名.....	31
图 54: AI 赋能游戏产业链.....	32
图 55: 2017-2024 年重点档期观影人次 (万人)	33
图 56: 2017-2024 年重点档期票房 (亿元)	33
图 57: 2018-2024 年票房 (含预测)	33
图 58: 2019-2024 年电影备案数量 (2024 年仅统计前 4 个月)	34
图 59: 2023 年以来单月电影备案数量 (部)	34
图 60: AI 赋能影视生产全环节.....	35
图 61: 传媒行业指数与 A 股估值比较.....	36
图 62: 传媒行业子版块市盈率 (TTM)	36
图 63: 基金重仓传媒比例.....	37
图 64: 近一年传媒重仓股持仓分布.....	37
表 1: 中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施	8
表 2: 扩大 ETF 政策调整前后对比.....	8
表 3: 部分港股互联网公司营收和利润情况.....	10
表 4: 部分港股互联网公司费用率情况	10
表 5: 部分港股互联网公司分红和回购情况.....	11

表 6: 腾讯待上线重点产品	13
表 7: 国有出版企业资本运作情况梳理	21
表 8: 近年数据要素与人工智能相关政策文件	22
表 9: 部分出版企业的 AI 布局	22
表 10: 出版企业研学业务探索情况	24
表 11: 2017-2024E 观影人次、平均票价、票房收入	34
表 12: 2024Q1 传媒行业基金重仓股 Top10	37
表 13: 重点公司估值表 (截至 2024 年 6 月 13 日, 港股标的股价已按 0.92 汇率折算)	38

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

岳铮，传媒互联网行业分析师。约翰霍普金斯大学硕士，于2020年加入银河证券研究院投资研究部。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn