

消费渐进复苏，传媒内容技术双驱动

——2024年传媒及新消费行业半年度策略

报告要点:

● 24年回顾：消费板块偏弱，AI主题驱动下传媒波动较大

24H1 商贸零售/社会服务/美容护理（申万）行业涨跌幅分别为-24.59%/-24.05%/-14.28%，沪深300涨幅为0.89%，消费板块整体表现偏弱，传媒板块波动较大，其中2-3月表现亮眼。

● 传媒：内容技术双轮驱动，关注中长期AI应用落地

AI：24年上半年，GPT4-Turbo、Gemini 1.5Pro、GPT-4o、Kimi等国内外大模型相继迭代升级，AI大模型多模态及长文本能力增强，API调用成本降低，AI应用产品形态迭代升级，关注中长期AI应用落地。
游戏：版号供给持续充足，上半年累计发放国内版号628款、进口版号60款，版号发放节奏引导新游测试及上线进度稳定，二季度以来新游上线表现亮眼，《地下城与勇士：起源》《出发吧麦芬》《三国：谋定天下》为代表的新游表现亮眼，带动行业向上。同时小游戏赛道增长良好，重度化趋势显著。
影视：2024年上半年影视总票房239.02亿元，春节档创新高，关注暑期档定档情况。

● 消费：跨境电商高景气，美妆聚焦α逻辑

跨境电商：24Q1实现规模5776亿元，同比增长9.6%。疫后高通胀环境使得欧美对于性价比商品更青睐，海外进入新一轮补库存周期，消费线上化率逐步提升。中国商品凭借多年供应链优势，有望借助跨境电商打开出海空间，行业景气度有望上行。
化妆品：24年1-5月化妆品社零消费增速略高于大盘，618大促行业小幅增长，国货领持续领跑，品牌全维度竞争，珀莱雅、巨子生物、韩束表现亮眼。流量红利转弱背景下关注结构性机会，推荐强α逻辑的公司，品牌研发、产品、运营全维度差异化能力带来的确定性增长。
医美：23H2起延续温和复苏，头部机构23年净利率均有明显修复，差异化新品获批及经典产品系列化及新适应症开发有望驱动上游头部厂商业绩。关注经典产品系列锦波生物3+17胶原联合、爱美容双生天使以及上市新品江苏吴中AestheFill童颜、修丽可“铂研”胶原针放量情况，24H2巨子生物及江苏创健重组胶原管线有望获批。

● 投资建议

传媒方面，我们看好AI的投资主线，看好下半年模型迭代以及应用侧的持续繁荣，并有望带动传媒板块估值及业绩提升。消费方面，整体呈现温和复苏趋势，关注结构性行情，把握高景气行业以及确定性个股。

● 风险提示

产品表现不及预期风险、人工智能技术发展不及预期风险、复苏不及预期风险、政策监管趋严风险、行业竞争加剧风险、地缘政治风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析人 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 部子娴
电话 021-51097188-1866
邮箱 gaozixian@gyzq.com.cn

联系人 徐梓童
电话 021-51097188-1866
邮箱 xuzitong@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603444.SH	吉比特	买入	178.01	12824.04	15.62	15.13	17.07	11.4	11.77	10.43
002624.SZ	完美世界	买入	7.6	14743.76	0.25	0.51	0.67	30	14.99	11.37
002517.SZ	恺英网络	买入	9.55	20556.54	0.68	0.85	1.04	14.06	11.21	9.19
002605.SZ	姚记科技	买入	20.42	8451.25	1.36	1.6	1.77	14.96	12.78	11.55
300031.SZ	宝通科技	买入	14.37	5927.96	0.26	0.76	1.08	55.89	18.81	13.32
600633.SH	浙数文化	买入	8.81	11151.09	0.52	0.6	0.68	16.82	14.75	12.92
300002.SZ	神州泰岳	买入	8.12	15924.07	0.45	0.52	0.62	17.95	15.69	13.16
002558.SZ	巨人网络	买入	9.44	18630.24	0.55	0.75	0.82	17.15	12.65	11.47
300494.SZ	盛天网络	买入	10.05	4922.07	0.35	0.4	0.57	29.06	25.21	17.53
300418.SZ	昆仑万维	增持	32.24	39703.4	1.04	0.68	0.76	31.13	47.13	42.18
000681.SZ	视觉中国	增持	11.5	8056.64	0.21	0.24	0.28	55.34	47.82	41.78
300860.SZ	锋尚文化	增持	21.04	4020.36	0.98	1.35	1.62	55.72	15.61	13.02
300413.SZ	芒果超媒	买入	20.9	39098.07	1.9	1.13	1.25	11	18.43	16.7
300058.SZ	蓝色光标	买入	5.44	13532.21	0.05	0.15	0.2	116.07	37	27.27
300364.SZ	中文在线	买入	21.58	15752.1	0.12	0.17	0.2	176.13	127.21	109.46
601900.SH	南方传媒	买入	12.43	11135.75	1.43	1.01	1.17	8.68	12.34	10.64
601801.SH	皖新传媒	买入	6.93	13785.19	0.47	0.38	0.47	14.73	18.2	14.88
1024.HK	快手-W	买入	46.15	200193.46	1.48	2.56	2.97	19.69	13.18	11.55
2400.HK	心动公司	买入	18.82	9045.63	-0.17	0.58	0.7	-100.52	29.82	24.69
603605.SH	珀莱雅	买入	110.99	44036.11	3.01	3.81	4.69	36.89	29.1	23.68
300957.SZ	贝泰妮	买入	48.32	20468.35	1.79	2.4	2.99	27.05	20.11	16.18
688363.SH	华熙生物	买入	56.57	27248.54	1.23	1.71	2.1	45.98	33.11	26.9
600223.SH	福瑞达	买入	7.07	7187.14	0.3	0.37	0.47	23.69	19.32	15.05
603983.SH	丸美股份	买入	27.53	11039.53	0.65	0.87	1.13	42.56	31.62	24.34
600315.SH	上海家化	买入	17.78	12023.26	0.74	0.94	1.1	24.04	18.99	16.2
300740.SZ	水羊股份	买入	14.68	5705.78	0.76	1.01	1.19	19.44	14.56	12.38
2367.HK	巨子生物	买入	45.85	47143.89	1.41	1.67	2.14	28.05	23.66	18.54
603193.SH	润本股份	买入	18.39	7440.47	0.56	0.72	0.91	32.92	25.67	20.32
603059.SH	倍加洁	买入	19.74	1982.86	0.92	1.42	1.84	21.43	13.91	10.73
301108.SZ	洁雅股份	买入	24.31	1974.21	1.42	1.4	1.6	17.14	17.35	15.2
002612.SZ	朗姿股份	增持	13.82	6114.6	0.51	0.68	0.84	27.17	20.29	16.43
300896.SZ	爱美客	买入	172.1	52049.52	8.59	8.31	10.81	28.05	20.72	15.92
832982.BJ	锦波生物	买入	149.39	13222.78	4.4	7.2	10.01	33.93	20.75	14.93
300888.SZ	稳健医疗	买入	25.3	14883.81	0.98	1.52	1.75	25.91	16.67	14.46
002867.SZ	周大生	买入	13.06	14312.8	1.2	1.37	1.53	10.88	9.55	8.52
002345.SZ	潮宏基	买入	4.72	4193.78	0.38	0.45	0.53	12.58	10.45	8.97
301078.SZ	孩子王	增持	5.06	5639.54	0.09	0.23	0.33	53.42	22.16	15.48
600861.SH	北京人力	买入	16.32	9238.96	0.97	1.6	1.81	16.86	10.22	9.01
605098.SH	行动教育	买入	42.62	5032.51	1.86	2.4	2.92	22.93	17.72	14.58
603136.SH	天目湖	买入	10.93	2952.48	0.79	0.91	1.08	13.85	12	10.08
9922.HK	九毛九	买入	4.05	5801.15	0.32	0.42	0.52	16.4	12.32	10.04
2150.HK	奈雪的茶	买入	2.06	3533.16	0.01	0.1	0.16	345	26.42	17.11

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：收盘价、市值取 2024.6.30；港股标的收盘价及市值单位均为港元

目 录

1. 板块行情及基本面	5
1.1 行情复盘：消费板块整体表现偏弱，传媒板块 AI 催化下波动较大	5
1.2 基本面及估值	7
1.2.1 传媒：24Q1 利润端承压，板块整体处于低估值分位	7
1.2.2 消费：基本面温和复苏，旅游及医美估值处于历史低位	8
2. 传媒：技术内容双轮驱动，关注中长期 AI 应用落地	10
2.1 AI：模型迭代，调用成本下降，应用落地加速	10
2.2 游戏：新游有望带动市场起量，小游戏呈现重度化趋势	12
2.3 影视：春节档创新高，关注暑期档定档情况	15
3. 跨境电商：助力中国制造出海，跨境电商景气度提升	18
4. 美容护理：化妆品把握结构性机会，医美关注差异化产品	20
4.1 化妆品：国货崛起趋势不改，关注强 α 头部公司全维度差异化能力	20
4.2 医美：终端延续温和复苏，差异化新品驱动成长	23
5. 投资建议	25
6. 风险提示	27

图表目录

图 1：申万一级行业 2024 年涨跌幅对比	5
图 2：板块涨幅及大盘涨幅对比	6
图 3：申万二级子行业 2024 年涨跌幅对比	6
图 4：传媒二级行业 24Q1 营业收入增速	7
图 5：传媒二级行业 24Q1 归母净利润增速	7
图 6：美护、零售、社服二级行业 24Q1 营业收入增速	8
图 7：美护、零售、社服二级行业 24Q1 利润增速	8
图 8：2024 年上半年部分 AI 领域进展	10
图 9：2024 年中文大模型全景图	11
图 10：腾讯 Giinex 游戏引擎	12
图 11：首部完全由 AI 制作的长篇小说《Our T2 Remake》	12
图 12：中国游戏市场实际销售收入及同比变化	12
图 13：分季度移动游戏市场实际销售收入及同比变化	12
图 14：国产及进口版号发放情况	13
图 15：4 月进入微信小程序小游戏每日畅销榜单产品关键词分布	13
图 16：2024 年上半年重要档期票房及同比变化	15
图 17：2022-2024 年上半年定档影片数量	15
图 18：中国进出口总额及同比变化	18
图 19：中国跨境电商市场规模	18
图 20：美国、欧洲 CPI 及核心 CPI 同比数据 (%)	18
图 21：美国零售库存/销售同比 (%)	18

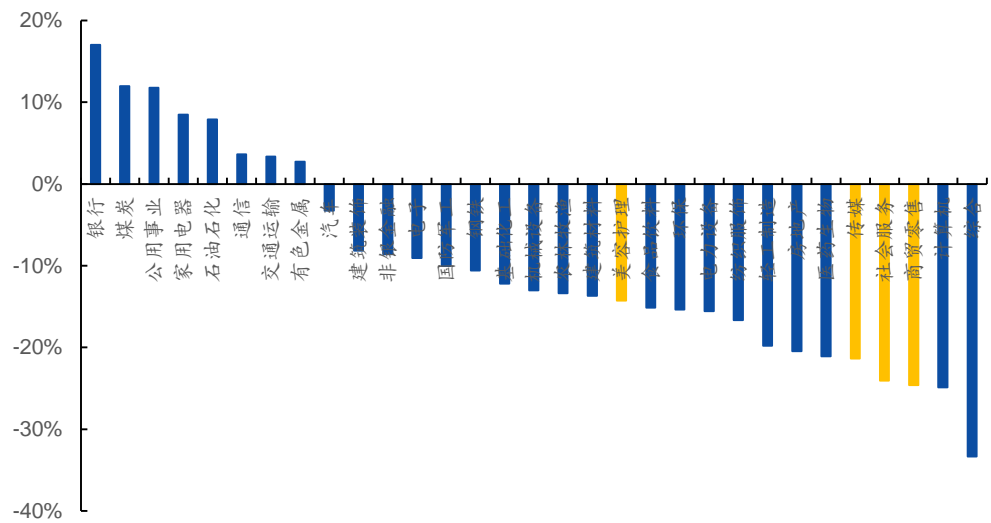
图 22: 2015-2024 年限额以上化妆品类增长情况	20
图 23: 2020-2024 年限额以上化妆品类月度增长情况	20
图 24: 2024 年抖音及天猫美妆 GMV	21
图 25: 美丽田园 2022-2023 年三大板块收入 (亿元)	23
图 26: 美丽田园 2023 年各大运营指标	23
图 27: 朗姿股份旗下六大医美事业部 24Q1 收入及增速	23
图 28: 华韩股份、四川米兰及美丽田园净利润率	23
图 29: 医美上游代表上市公司收入增长情况	24
图 30: 爱美客溶液类及凝胶类产品收入(亿元)及增速	24
表 1: 传媒及子板块当前估值水平	8
表 2: 申万商贸零售/社会服务/美容护理及其二级子行业估值水平	9
表 3: 2024 年 1-5 月国内 AI 产品浏览量排名	11
表 4: 24 年上半年小程序游戏排名变动	14
表 5: 后续上线大厂新游	15
表 6: 暑期档重点影片	16
表 7: 2024M1-5 线上渠道美妆品牌 TOP20	22
表 8: 2024 年 618 天猫及抖音美妆分类目 TOP10 品牌	22
表 9: 相关公司盈利预测及估值	26

1. 板块行情及基本面

1.1 行情复盘：消费板块整体表现偏弱，传媒板块 AI 催化下波动较大

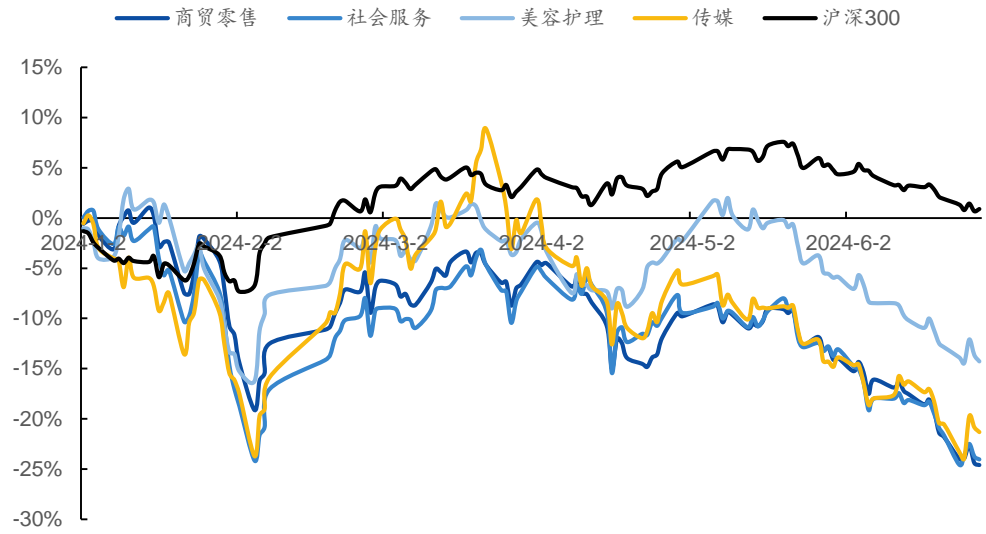
上半年，整体消费偏弱背景下，商贸零售、社会服务、美容护理行业均跑输大盘，表现疲软；传媒板块上半年波动较大，AI 主题的催化下 2-3 月板块表现亮眼。2024 年初至 6 月 30 日，商贸零售/社会服务/美容护理(申万)行业涨跌幅分别为-24.59%/-24.05%/-14.28%，同期沪深 300 涨幅为 0.89%，三大板块均跑输大盘，在申万 31 个一级子行业中排名 29/28/19，板块表现相对疲软。而上半年申万传媒行业整体-21.33%，虽然跑输大盘，但在 AI 主题主导下，2 月-3 月表现亮眼。2 月 OpenAI 发布 Sora 大模型，文生视频模型能力的提升带动影视院线领涨传媒板块；谷歌发布 Gemini 1.5 模型，上下文长度拓展至百万 tokens。3 月，Kimi 宣布模型长文本能力迭代；AI 音乐生成应用 suno V3 版本发布，文生音频领域迎来重大突破。2-3 月，AI 模型能力带动应用落地预期加速，主题催化板块上行；4 月开始进入业绩密集披露期，传媒板块整体 Q1 业绩表现平淡，AI 主题逐渐转弱，叠加 4 月初出台“国九条”促使市场投资风格转变，板块整体处于下行区间。

图 1：申万一级行业 2024 年涨跌幅对比



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计截至 2024.6.30

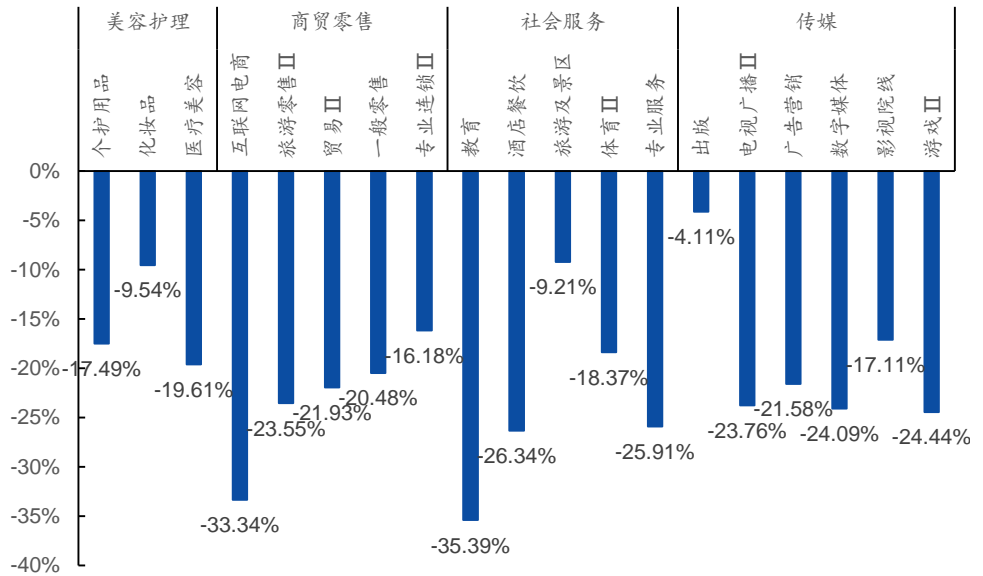
图 2：板块涨幅及大盘涨幅对比



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计截至 2024.6.30

分板块来看，2024 年初至 6 月 30 日申万二级子行业中教育、互联网电商、酒店餐饮跌幅居前，出版、旅游及景区、化妆品波动相对较小，分别-4.11%/-9.21%/-9.54%。

图 3：申万二级子行业 2024 年涨跌幅对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

注：涨跌幅计算截至 2024.6.30；板块涨跌幅采用市值加权法计算

1.2 基本面及估值

1.2.1 传媒：24Q1 利润端承压，板块整体处于低估值分位

传媒板块方面，一季度收入端稳健但利润端承压，2024 年 Q1 板块收入端保持稳健同比增长 5.02%，利润端下滑-28.16%。分子板块看，游戏/影视院线/广告营销/出版营收收入分别 +6.79%/-7.87%/+16.57%/+0.47%，归母利润则同比分别 -36.32%/+32.82%/-13.27%/-24.87%

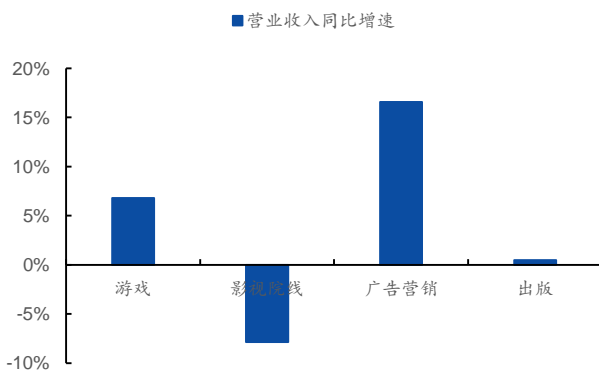
(1) 游戏板块：供给和政策端改善，但受老产品生命周期以及新游买量费用前置等因素影响板块利润端下滑，关注后续新游利润端释放。从供给侧情况看，2024 年开始，月度国内游戏版号发放节奏保持稳定，且月均获批版号数量均超过 23 年，政策端持续向好，版号正常获批推动新游发行向好，2024 年多款大厂重点产品陆续上线，买量费用前置以及老产品生命周期等因素导致板块利润端承压。

(2) 影视院线板块：受益于开年以来院线景气度提升及供给端改善，利润率持续修复。疫后消费场景复苏，春节档票房记录创新高，板块景气度提升。24Q1 实现归母净利润 13.46 亿元，同比增长 32.82%。

(3) 广告营销板块：延续顺周期恢复态势。24Q1 营收同比提升 16.57%，归母净利润同比下降 13.27%，板块整体顺周期恢复。

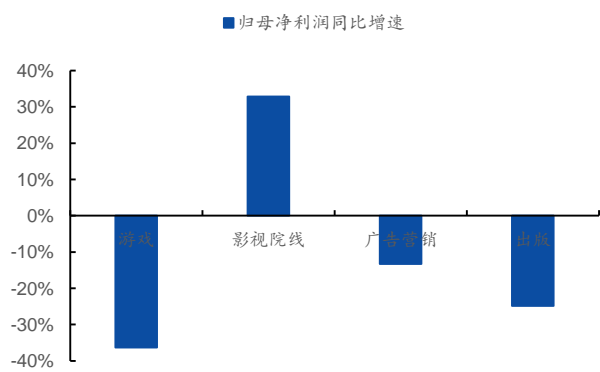
(4) 出版：收入保持稳健，一季度所得税政策变化影响利润端。24Q1 板块营收基本与去年同期持平，归母净利润同比下降 24.87%，主要受所得税政策变化影响。

图 4：传媒二级行业 24Q1 营业收入增速



资料来源：wind，国元证券研究所

图 5：传媒二级行业 24Q1 归母净利润增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

从板块估值水平来看，传媒板块整体估值水平处于近三年 18%分位处，属于较低水平，除出版外各子板块估值分位水平平均位于 30% 以下。

表 1：传媒及子板块当前估值水平

板块	市盈率	近 3 年最高市盈率 (TTM)	近 3 年最低市盈率 (TTM)	目前估值所处近 3 年分位水平
传媒	26.430	53.860	20.470	17.85%
游戏 II	25.000	61.780	15.160	21.11%
影视院线	47.690	178.740	29.950	11.92%
广告营销	29.560	61.480	16.830	28.51%
数字媒体	27.710	75.720	26.360	2.74%
出版	15.650	24.600	9.870	39.24%

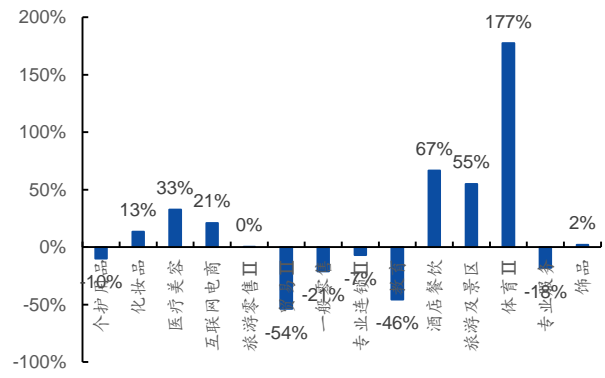
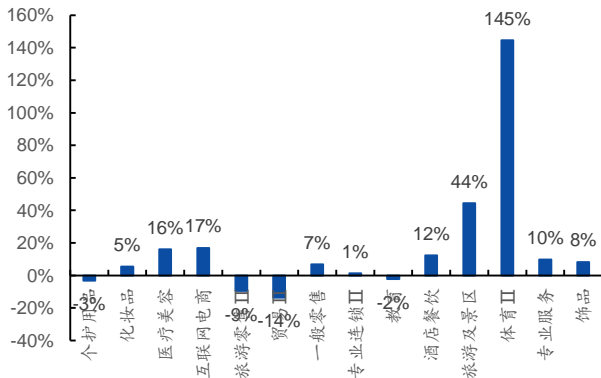
资料来源：wind，国元证券研究所；注：市盈率选取 2024 年 6 月 30 日收盘市盈率，整体按照剔除负值整体法计算；行业按照申万 2021 年行业标准选取

1.2.2 消费：基本面温和复苏，旅游及医美估值处于历史低位

24Q1 出行链延续复苏，医美及化妆品稳健增长。24 年开年来出行链延续良好复苏，旅游景区 24Q1 营收/净利润同比分别增长 44%/55%，酒店餐饮营收/净利润分别同比增长 12%/67%。美护板块中化妆品实现稳健增长，营收及净利润分别增长 5%/13%；医美板块营收/净利润增速为 16%/33%；个护板块营收净利延续下滑。互联网电商营收/净利分别同比增长 17%/21%，其中跨境电商净利润增速 35%。

图 6：美护、零售、社服二级行业 24Q1 营业收入增速

图 7：美护、零售、社服二级行业 24Q1 利润增速



资料来源：Wind，国元证券研究所 注：板块收入计算剔除 ST 个股

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：板块收入计算剔除 ST 个股

估值角度来看，目前社会服务以及美容护理估值处于 3 年来历史估值底部，商贸零售处于近三年 13.29%分位水平，二级板块来看，医疗美容、化妆品、旅游及景区、旅游零售、酒店餐饮估值均在低位。

表 2：申万商贸零售/社会服务/美容护理及其二级子行业估值水平

板块	市盈率	近 3 年最低市盈率 (TTM)	近 3 年最高市盈率 (TTM)	目前估值所处近 3 年分位水平
商贸零售	18.88	16.89	31.88	13.29%
贸易 II	16.46	13.74	27.84	19.31%
一般零售	18.71	14.48	24.46	42.41%
专业连锁 II	28.44	15.53	40.52	51.67%
互联网电商	18.84	16.69	48.81	6.71%
旅游零售 II	19.24	19.24	85.64	0.00%
社会服务	22.38	22.16	67.86	0.47%
体育 II	3.27	3.22	746.18	0.01%
专业服务	24.65	21.26	52.99	10.69%
酒店餐饮	22.36	22.36	258.68	0.00%
旅游及景区	33.98	25.83	653.56	1.30%
教育	46.60	30.50	69.98	40.78%
美容护理	27.99	22.77	95.45	7.18%
个护用品	29.13	13.76	34.01	75.89%
化妆品	25.67	22.12	82.00	5.92%
医疗美容	31.20	31.16	256.83	0.02%

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：估值采用 PE(TTM)整体法，剔除负数 截至 2024.6.30

2.传媒：技术内容双轮驱动，关注中长期 AI 应用落地

2.1 AI：模型迭代，调用成本下降，应用落地加速

年内 AI 大模型多模态及长文本能力增强，大模型 API 调用成本降低，AI 应用落地加速。2024 年，多模态 AI 大模型发展迅速，海外方面，2 月，sora 发布，视频生成能力较以往模型实现跃迁，生成视频画质清晰度、时长、物理环境一致性等实现重点突破；同月，谷歌 Gemini 1.5 Pro 正式发布，长文本输入能力突出，最高可支持 10000k token 超长上下文，对于输入信息的读取和理解能力增强。3 月，suno v3 模型发布，可生成 2 分钟完整歌曲，并支持多种的音乐风格和流派选项，文生音频领域实现突破。5 月，GPT-4o 发布，允许文本、图像和音频的任意组合作为输入，响应速度加快，人机交互体验更加自然，“人格化”和情感属性提升，对 AI 陪伴、社交类应用落地提供技术基础，API 性能提升，调用成本较 GPT-4 Turbo 下降 50%。

图 8：2024 年上半年部分 AI 领域进展

2月16日	3月18日	3月22日	3月23日	4月17日	5月14日	5月15日	6月11日
谷歌发布 Gemini 1.5；OpenAI 发布 Sora 模型，可生成一分钟高质量影片	Kimi 支持 200 万字上下文	Suno 发布 V3 音乐生成模型	阶跃星辰推出 Step 系列通用模型	昆仑万维天工 SkyMusic 音乐大模型公测，4000 亿参数天工 3.0 基座大模型公测	OpenAI 发布 GPT-4o，多模态能力增强，响应速度加快，成本降低	谷歌 I/O 大会召开，发布 Gemini 1.5 Pro 模型	苹果宣布与 OpenAI 构建合作关系，苹果将接入 GPT-4o 支持下的 ChatGPT

资料来源：各公司官网/官方公众号，国元证券研究所

2024 年，国内 AI 厂商加速迭代。3 月，Kimi 宣布旗下智能助手支持 200 万字上下文输入，国内厂商在长文本能力上实现突破；4 月，昆仑万维推出天工 SkyMusic 音乐大模型。5 月，国内字节跳动公布豆包家族大模型，宣布降低大模型调用成本，百度、阿里等厂商也陆续宣布降价，大模型调用成本降低利好 AI 应用端。上半年，伴随通用大模型能力的不断迭代，国内各行业垂类模型能力逐步提升，同时为 AI 应用落地提供有力的技术支撑。

图 9：2024 年中文大模型全景图



资料来源：SuperCLUE，国元证券研究所

多元 AI 应用涌现，产品形态迭代升级。2024 年上半年，国内 AI 产品浏览量头部榜单中，头部产品形态呈现多元化趋势，AI 生成类产品排名逐渐被对话搜索类的产品赶超。伴随模型多模态能力、长文本处理能力提升，响应速度加快，API 调用成本降低，后续更多娱乐性、交互性强的娱乐向 AI 产品有望发布，产品形态进一步升级。

表 3：2024 年 1-5 月国内 AI 产品浏览量排名

排名	2024 年 1 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月	2024 年 4 月	2024 年 5 月
1	百度文心一言	百度文心一言	百度文心一言	百度文库 AI 功能	百度文库 AI 功能
2	阿里通义千问	阿里通义千问	Kimi (月之暗面)	Kimi (月之暗面)	360AI 搜索
3	稿定 AI	Kimi (月之暗面)	秘塔 AI 搜索	百度文心一言	Kimi (月之暗面)
4	讯飞星火	稿定 AI	阿里通义千问	360AI 搜索	百度文心一言
5	火山方舟	魔音工坊	火山方舟	秘塔 AI 搜索	天工 AI (昆仑万维)
6	魔音工坊	讯飞星火	清华智谱清言	阿里通义千问	秘塔 AI 搜索
7	ProcessOn	火山方舟	讯飞星火	AiPPT.cn	阿里通义千问
8	AiPPT.cn	抖音豆包	抖音豆包	火山方舟	抖音豆包
9	墨刀 AI	清华智谱清言	AiPPT.cn	抖音豆包	AiPPT.cn
10	无限画	ProcessOn	稿定 AI	清华智谱清言	清华智谱清言

资料来源：AI 产品榜，国元证券研究所

多模态模型能力使得 AI 在游戏、影视、广告等多行业 workflows 中已经实现落地。游戏领域是应用场景最丰富、最先受益于 AI 发展的行业之一，游戏厂商利用自有的数据训练垂类大模型，并逐渐应用在游戏研发、美术原画、买量等多环节，进一步提升游戏研发及投放效率，缩短产品周期，提升游戏趣味性。同时，多家厂商推出 AI 智能游戏研发引擎，如英伟达 Avatar Cloud Engine、腾讯 GiiNEX、BuildBox AI 的 Buildbox 4 Alpha 等，充分实现 AI 赋能游戏全周期。影视方面，AI 技术目前深度融合进影视创作及宣发过程中，文生视频能力提升后，电影制作门槛降低，AI 充分赋能影视创作前期的剧本、脚本生成、中期角色预览、以及后期的字幕、配音制作等多步骤，简

化影视创作流程，实现降本增效。广告营销方面，受益于大模型多模态能力的迭代升级，AI 从素材生产效率及投放效率监测两个方面赋能广告行业。现阶段，AI 大模型文本生成、图像生成和视频生成能力已经趋于成熟，下一阶段，AI 模型能力有望加速迭代至 3D 生成，3D 内容和 MR 等新终端结合，有望进一步助力 AI 应用落地更多应用场景。

图 10: 腾讯 Giinex 游戏引擎

图 11: 首部完全由 AI 制作的长篇电影《Our T2 Remake》



资料来源: gamelook, 国元证券研究所

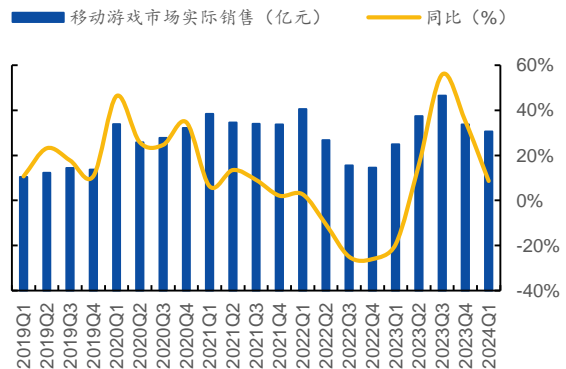
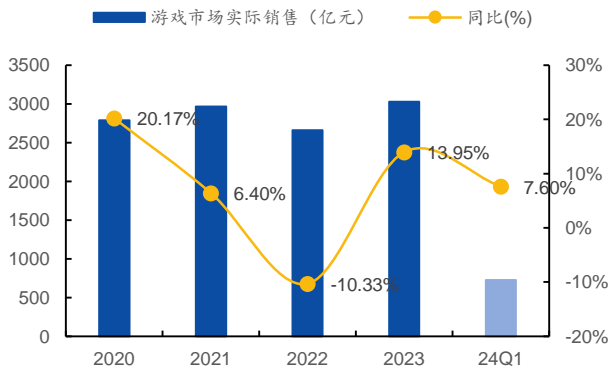
资料来源: 财联社, 国元证券研究所

2.2 游戏: 新游有望带动市场起量, 小游戏呈现重度化趋势

2024Q1 中国游戏市场总规模及移动游戏市场规模稳健提升, 二季度起新游有望带动行业上行。2024Q1, 中国游戏市场实际销售实现 726.38 亿元, 同比+7.60%; 其中, 移动游戏市场实现销售收入 528.95 亿元, 同比+8.63%。2024Q2 开始, 各大游戏厂商如腾讯《地下城勇士: 起源》、心动公司《出发吧麦芬》国服、哔哩哔哩《三国: 谋定天下》等重点新游上线, 有望带动整体游戏市场规模增长。

图 12: 中国游戏市场实际销售收入及同比变化

图 13: 分季度移动游戏市场实际销售收入及同比变化

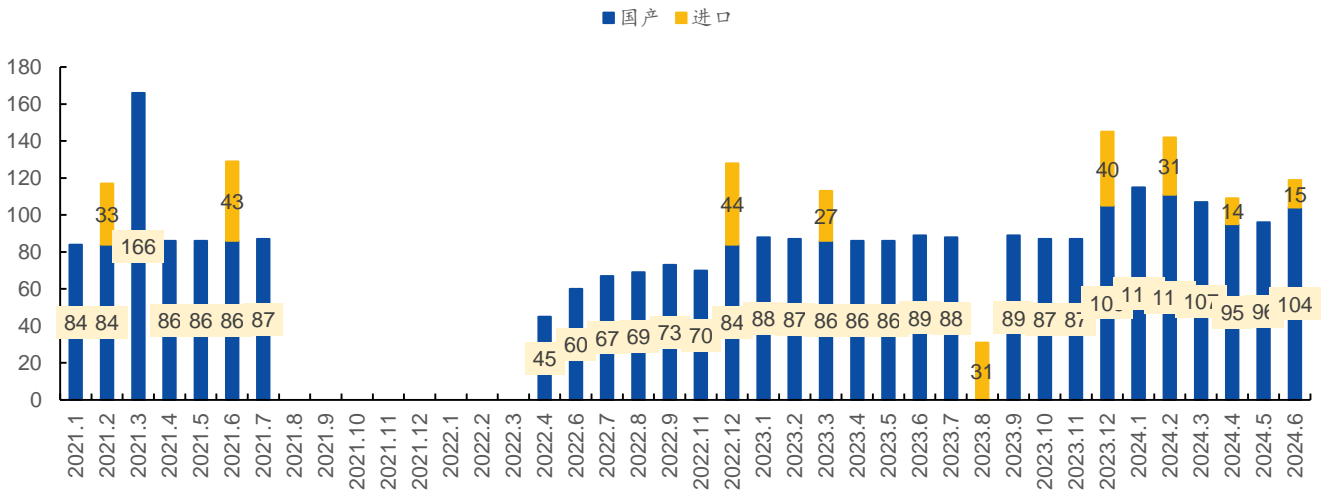


资料来源: 伽马数据, 国元证券研究所

资料来源: 伽马数据, Datayes!, 国元证券研究所

游戏版号发放节奏稳定, 新游上线带动游戏市场回暖。2024 年, 整体版号发放节奏维持稳定, 每月规律发放国产游戏版号, 2 月、4 月、6 月下发三批进口游戏版号, 分别下发 31、14、15 款进口版号。2024 年 1-6 月合计发放国产版号 628 款, 政策端持续向好, 新游测试及上线进度稳定, 行业政策端供给持续向好。

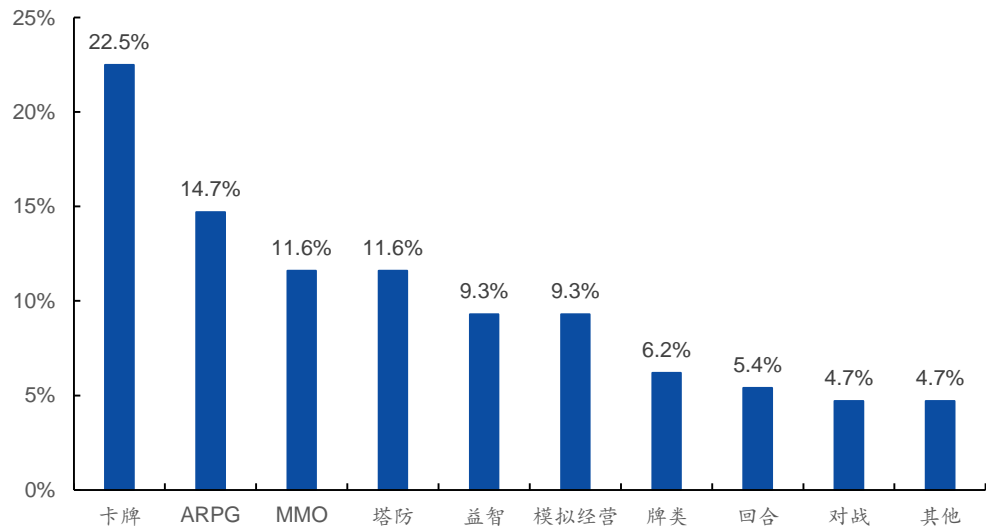
图 14：国产及进口版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

小游戏赛道保持良好增长，玩法多元化、重度化趋势显现。2024 年，小游戏成为各家厂商吸收新玩家、上线前试水的重要渠道，据腾讯财报披露，24Q1 小程序游戏渠道流水同比增加 30%。格局上看，头部产品排名变动较 2023 年明显，其中中重度品类产品排名逐步提升。据伽马数据统计，4 月小游戏每日畅销榜单产品排名中偏中重度玩法的 ARPG、MMO 等类型占比已经靠前。2024 年 5 月，点点互动旗下重度游戏《无尽冬日》多次超过《寻道大千》成为小游戏榜单首位，巨人网络多元玩法《王者传奇》多次进入榜单前列，重度化、多元化的玩法成趋势。

图 15：4 月进入微信小游戏每日畅销榜单产品关键词分布



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

表 4：24 年上半年小程序游戏排名变动

排名	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
1	寻道大千	寻道大千	寻道大千	寻道大千	无尽冬日
2	咸鱼之王	咸鱼之王	百炼英雄	无尽冬日	寻道大千
3	灵魂序章	无名之辈	向僵尸开炮	向僵尸开炮	向僵尸开炮
4	道天录	这城有良田	无名之辈	百炼英雄	指尖无双
5	跃动小子	次神光之觉醒	咸鱼之王	指尖无双	小小英雄
6	青云诀之伏魔	灵魂序章	这城有良田	灵剑仙师	百炼英雄
7	次神光之觉醒	青云诀之伏魔	冒险大作战	这城有良田	咸鱼之王
8	三国吧兄弟	跃动小子	青云诀之伏魔	流浪超市	灵剑仙师
9	冒险大作战	怪物联萌	灵魂序章	无名之辈	王者征途
10	魔神之战	仙剑奇侠传之新的开始	怪物联萌	跃动小子	这城有良田
11	口袋奇兵	小鸡舰队出击	次神光之觉醒	咸鱼之王	跃动小子
12	侠客梦	口袋奇兵	口袋奇兵	修仙外传	仙侠大作战
13	小鸡舰队出击	几何王国	跃动小子	青云诀之伏魔	无名之辈
14	欢乐斗地主	欢乐斗地主	腾讯欢乐斗地主	武侠大明星	武侠大明星
15	疯狂像素城	冒险大作战	桃花师	怪物联萌	几何王国
16	仙剑奇侠传之新的开始	向僵尸开炮	几何王国	仙剑奇侠传之新的开始	腾讯欢乐斗地主
17	国王指意	异星战舰	仙剑奇侠传之新的开始	冒险大作战	行侠仗义五千年
18	少年名将	三国吧兄弟	行侠仗义五千年	灵魂序章	青云诀之伏魔
19	西游除妖	侠客梦	魔神之战	腾讯欢乐斗地主	浪漫餐厅
20	葫芦娃大作战	少年名将	小鸡舰队出击	行侠仗义五千年	仙剑奇侠传之新的开始

资料来源：Gamelook，国元证券研究所

大厂新游陆续上线，看好下半年整体游戏市场景气度。伴随版号发放数量及节奏的逐渐稳定，5月下旬迎来新游密集上线周期，腾讯《地下城与勇士：启程》上线后维持畅销榜排行榜首位，心动公司《出发吧麦芬》国服上线后延续海外亮眼表现，点点互动出品《无尽冬日》上线，在客户端及小游戏双渠道排名领先；哔哩哔哩 SLG 游戏《三国：谋定天下》上线后进入 ios 畅销榜前五名。2024 年下半年，多款重磅 PC/移动端游戏上线有望进一步提升游戏市场，重点游戏厂商储备游戏充足，产品周期稳定，测试及上线节奏明确。A 股上市公司方面，恺英网络《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》、《纳萨力克：崛起》均取得版号，计划年内上线；吉比特《亿万光年》、《封神幻想世界》等多部游戏待上线；完美世界新作《乖离性百万亚瑟王：环》、《淡墨水云乡》也将于下半年发布。港股标的方面，腾讯、网易、哔哩哔哩、西山居后续均有新品上线计划。

表 5：后续上线大厂新游

厂商	游戏	上线时间	类型	是否取得版号
恺英网络	斗罗大陆：诛邪传说		角色扮演大型多人在线手游	是
	盗墓笔记：启程		ARPG 手游	是
	纳萨力克：崛起		开放世界动作冒险	是
吉比特	仗剑传说	2024 年下半年（境外）	魔幻题材放置养成	否
	亿万光年	2024 年下半年（中国大陆）	科幻题材策略	是
	封神幻想世界	2024 年下半年	回合制 MMO 角色扮演	是
	神州千食舫	2024 年（境外）	模拟经营养成	是
完美世界	一拳超人：世界	2024 年（中国大陆及港澳台）	开放式箱庭世界探索 3D 动作	是
	乖离性百万亚瑟王：环	2024 年	多人联机 3D 协同共斗 CCG 卡牌手游	是
	淡墨水云乡	2024 年	模拟经营古风	是
盛天网络	剑与骑士团	24Q3	冒险卡牌 RPG	是
	活侠传	6 月 14 日	武侠 PRG	是
腾讯	大航海时代：海上霸主	2024 年	SLG 海战策略冒险手游	是
	极品飞车：集结	7 月	开放世界高画质写实赛车竞速	是
	星之破晓		英雄动作手游	是
网易	燕云十六声	7 月 26 日	国产多平台武侠开放世界动作 RPG	是
	零号任务		2V4 非对称潜入对抗	是
米哈游	永劫无间手游		多人动作竞技	是
游戏科学	绝区零	7 月 4 日	3D 动作冒险	是
	黑神话：悟空	8 月 20 日	角色扮演西游	是

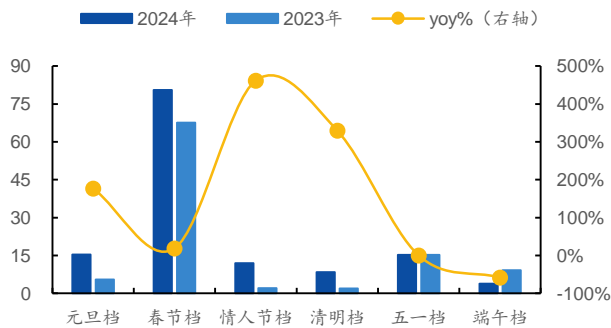
资料来源：好快爆游，公司公告，公司官方公众号，国元证券研究所

2.3 影视：春节档创新高，关注暑期档定档情况

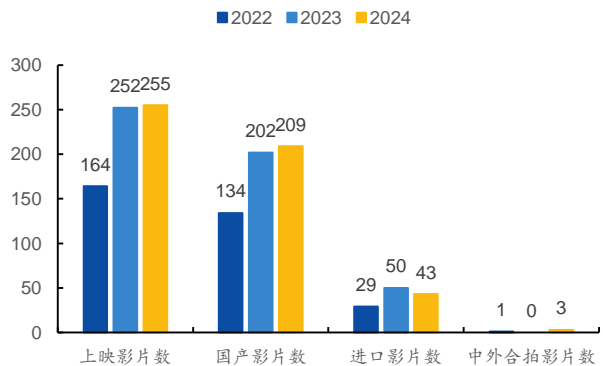
年初各档期票房表现亮眼，优质供给提升大众观影兴趣。2024 年上半年国内电影总票房为 239.02 亿元，受益于年初影视市场优质供给充足，春节档、清明档票房创同期新高。国内外影片保持持续供给，知名 IP 海外影片引进为市场贡献多元化影片。2024 年上半年共定档上映影片 254 部影片，其中国产影片 208 部，海外引进影片 43 部，中外合拍影片 3 部。

图 16：2024 年上半年重要档期票房及同比变化

图 17：2022-2024 年上半年定档影片数量



资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所



资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所

暑期档影片进入密集定档期，持续关注年内重要档期影片定档情况。暑期档作为全年最重要的档期之一，据猫眼专业版统计，2024年暑期档已有80+影片定档，类型覆盖喜剧、剧情、动画等多类型，6月中旬开始，暑期档影片开始密集定档，由万达电影主投、沈腾和马丽主演的《接班人计划》定档7.18；乌尔善导演的《异人之下》定档7.26；海外知名IP《头脑特工队》《死侍与金刚狼》《航海王》引入影片也官宣加入暑期档。暑期档作为年内最重要的档期之一，头部影片表现对整体档期票房起引领作用。年内，《酱园弄》、《平原上的火焰》、《志愿军2》、《哪吒之魔童闹海》等多个兼具话题、剧情、阵容的大制作影片待定档，有望进一步提振观影信心，促进影视票房提升，建议持续重要档期暑期档和国庆档影片定档情况。

表 6：暑期档重点影片

影片名	类型	出品方	导演-主演	上映时间
沙漏	青春/爱情	峨眉电影集团、江苏雪漫舍影业、天津猫眼微影、北京环鹰时代、四川爱川印象影视、成都影视城、四川峨影投资、北京炽夏未来、南京银誉企业管理咨询中心、北京博川佳合、福州亿冠信息科技、苏州绽放网络科技、珍益世博国际文化传媒	温婧-邱天、包上恩	2024.06.21
头脑特工队 2	动画	华特迪士尼影业集团	凯尔西 曼-艾米 波勒、关晓彤	2024.06.21
云边有个小卖部	剧情	北京深定格文化传媒、南京时间海影视文化传播、北京京西文化旅游股份、北京百纳千成影视股份、上海淘票票影视文化、北京友光影业	张嘉佳-彭昱畅、周也	2024.06.22
绝地战警：生死与共	动作/喜剧	美国哥伦比亚影片公司	阿迪尔 埃尔 阿比、比拉勒 法拉赫-威尔 史密斯	2024.06.22
来福大酒店	剧情/喜剧/爱情	华谊兄弟、啊哈影业、天津猫眼微影文化传媒、华谊兄弟电影	刘博文-黄轩、柳岩、刘洋	2024.06.28
寂静之地：入侵日	惊悚/灾难/科幻	美国派拉蒙影片公司	迈克尔 萨诺斯基-露皮塔 尼永奥、约瑟夫 奎恩	2024.06.28
海关战线	动作/剧情	英皇（北京）影视、英皇影业、天津阅文影视文化、新丽传媒	邱礼涛-谢霆锋、张学友	2024.06.28
欢迎来到我身边	爱情/喜剧/奇幻	海南可能制造影业、海南陌陌影业、北京微像国际文化传播有限责任公司、北京巨坞影视文化传媒	宋灏霖-于适、王影璐	2024.07.05
山村迷踪	惊悚/恐怖	山东欢喜屋影业	周涛-袁秀之、周亚萍	2024.07.05
伞少女	动画/奇幻	杭州猫眼光机影业、天津猫眼微影文化传媒、杭州路行动画设计、苏州光云优尼提文化传媒、深圳市魅力动画文化发展	沈杰-聂曦映、谷江山	2024.07.06
野孩子	剧情	河南元气影视文化、北京上狮文化集团、上海陵光影业、北京元气娱乐文化	殷若昕-王俊凯、邓家佳	2024.07.12
神偷奶爸 4	喜剧/动画/冒险	美国环球影业	克里斯 雷纳德-史蒂夫 卡瑞尔、大鹏、克里斯汀 韦格	2024.07.12
传说	剧情/动作/奇幻	博纳影业集团、华夏电影、英皇影业、北京礼想境界影视、新疆博纳润泽文化传媒	唐季礼-成龙、张艺兴	2024.07.12

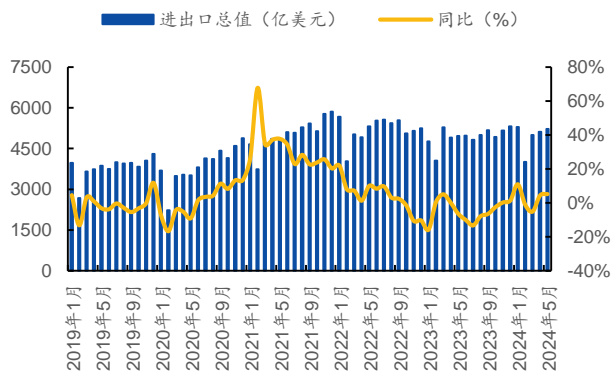
二郎神之深海蛟龙	动画	迷狐星动漫、众合千澄影业、浙江横店影业、浙江诺然文化、浙江秀合传媒、华文映像影业、浙江共赢影业、成都天拓影业、浙江沐阳影视	王君-齐克建、陶洪泽	2024.07.13
接班人计划	喜剧/剧情	海口西虹胡同影视、万达影视、天津猫眼微影、浙江开心麻花影业、上海儒意影视制作、北京阿里巴巴影业、霍尔果斯联瑞影业、中国电影、长影时代传媒、西虹市影视文化	闫非、彭大魔-沈腾、马丽	2024.07.18
喜羊羊与灰太狼之守护	冒险/动画/喜剧	广州奥飞动漫文化传播、广东原创动力文化传播、华夏电影、优酷信息技术、广东明星创意动画	黄俊铭、陈力进-祖晴、张琳	2024.07.19
死侍与金刚狼	喜剧/动作/科幻	美国漫威影业公司	肖恩·利维-瑞安·雷诺兹、休·杰克曼	2024.07.26
异人之下	动作/奇幻/青春	上海阅文影视文化传播、世纪长生天影业、新丽传媒集团、上海淘票票影视、华夏电影、上海腾讯企鹅影视、北京京西文化旅游	乌尔善-胡先煦、李宛妲	2024.07.26
倒仓	青春/剧情	麦特影业、湖北长江电影集团有限责任公司、湖北广播电视台、壹志行动影业、北京正前文化传媒	张裕笛-边程、周美君、张弛	2024.07.27
我们永远是我们	爱情/剧情	江苏雪漫舍影业、茂珍嘉岚影业	夏孟-米咪、陈昕葳、姚弛	2024.08.03
逆行人生	剧情	上海儒意影视、麦特影业、八十八影业、四川闻有道影视、湖北长江电影集团、北京八十八文化发展、上海淘票票影视	徐峥-徐峥、辛芷蕾、王骁	2024.08.09
白蛇：浮生	动画/喜剧/爱情	上海追光影业、万达影视、天津猫眼微影文化、上海淘票票影视、中国电影、上海儒意影视	陈健喜、李佳锜-杨天翔、张喆、唐小喜	2024.08.10
航海王：强者天下	动画/冒险/奇幻	日本东映动画株式会社	境宗久-冈村明美、矢口真理、长岛雄一	2024.08.23

资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所 注：截至 6.20 想看人数破万的已定档未上映的暑期档影片

3.跨境电商：助力中国制造出海，跨境电商景气度提升

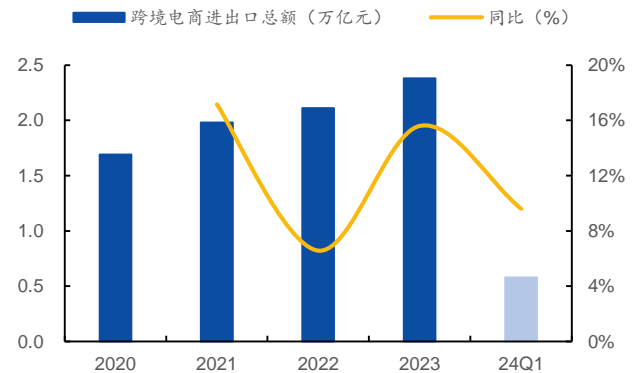
2024年跨境电商规模增速保持高增。2024年1-5月，中国进出口总额实现24643.2亿美元，较2023年同期增长2.77%。跨境电商市场规模保持稳定增速，2023年跨境电商进出口总额达2.38万亿元，同比增长15.6%，跨境电商出口规模占出口总规模超7%，跨境电商主体超10万家，独立站超20万个，跨境电商海外仓超1500个；24Q1实现规模5776亿元，同比增长9.6%。跨境电商快速发展，既满足国内消费者多样化个性化需求，又助力中国制造出海，成为外贸发展的重要动能。

图 18：中国进出口总额及同比变化



资料来源：同花顺，国元证券研究所

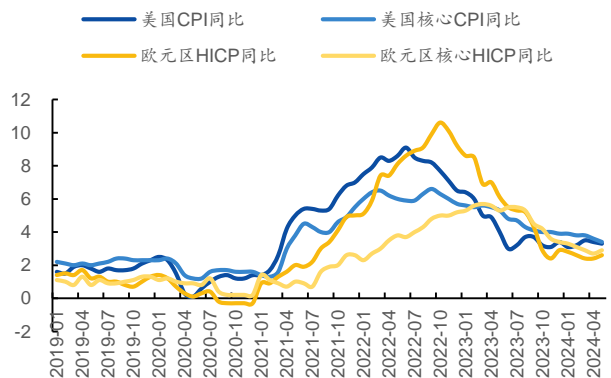
图 19：中国跨境电商市场规模



资料来源：海关总署，一带一路网，国元证券研究所

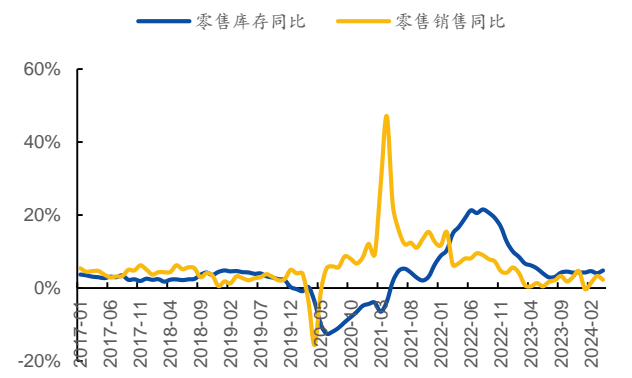
疫后高通胀环境使得欧美对于性价比商品更青睐，叠加库存周期影响，中国商品出海恰逢其时。2021年开始，欧美通胀高企，现阶段整体通胀水平虽然较疫情期间有所下降，但仍位于较高区间，欧美国家对于消费性价比越发看重。受库存周期影响，海外进入新一轮补库存周期，带动出海需求。同时，海外消费线上化率的提升，跨境电商成为中国商品出海的优质渠道。

图 20：美国、欧洲 CPI 及核心 CPI 同比数据 (%)



资料来源：wind，国元证券研究所

图 21：美国零售库存/销售同比 (%)



资料来源：wind，国元证券研究所

电商平台方面，亚马逊依然为出海主要平台，中国厂商积极布局 Temu、Shein、TikTok 等新兴平台。根据 ECDB 的数据，2023 年亚马逊全球 GMV 预计 7288 亿美元，而根据 MarketPlace，截止 2023 年底，亚马逊上顶级卖家中中国卖家市场份额占比近一半，亚马逊依然是跨进电商类中国企业的最主要平台。2024 年以来亚马逊出台多项新政应对 Temu、SHEIN 等平台竞争，例如降低服饰品类佣金，下调物流配送服务费，新增低量库存费等，利好服饰品类，同时利好品牌建设与周转能力强的大商家。另一方面，TEMU、Tik Tok Shop 等新兴平台为商家带来新的机遇，24 年 3 月，TEMU 在美国上线半托管模式，成为全托管模式延伸和补充。

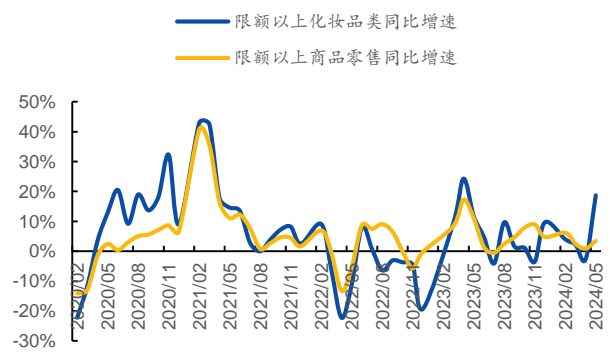
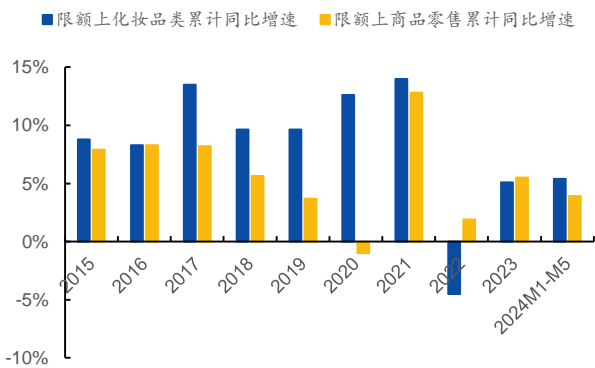
4.美容护理：化妆品把握结构性机会，医美关注差异化产品

4.1 化妆品：国货崛起趋势不改，关注强 α 头部公司全维度差异化能力

24年1-5月化妆品社零消费增速略高于大盘。2024年1-5月限额以上化妆品类商品零售额同增5.4%，略高于大盘增速，同期限额以上单位商品零售额增长4.1%。分月度来看，1-2月受到春节错月以及春节情人节促销活动合并影响化妆品社零增长4%；3月同比增长2.2%，与大盘基本持平；4月行业进入淡季，同比增速转跌，表现弱于大盘；5月同比增长18.7%，主要受618大促催化。

图 22：2015-2024 年限额以上化妆品类增长情况

图 23：2020-2024 年限额以上化妆品类月度增长情况

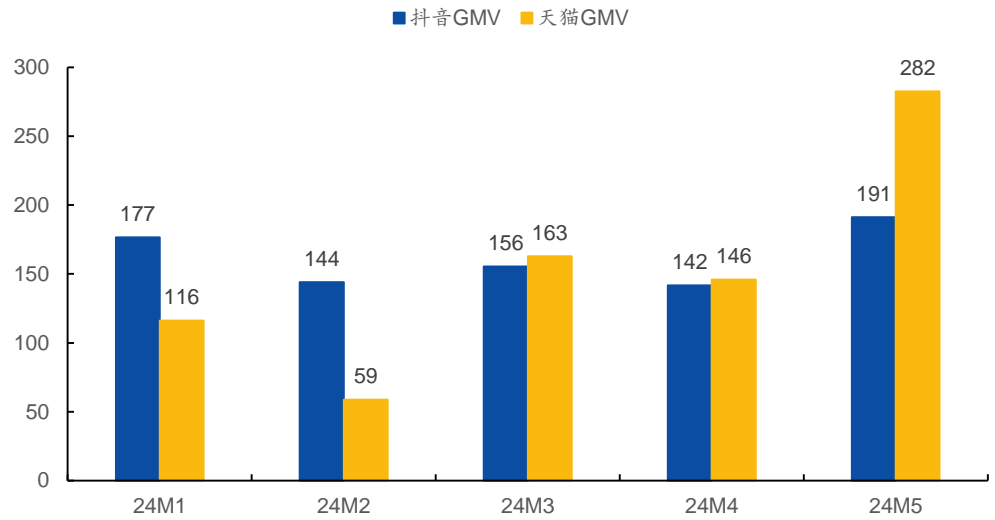


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

资料来源：国家统计局，国元证券研究所

平台方面，618 大促行业小幅增长，线上精细化运营重要性凸显。根据青眼数据，1-5月抖音平台实现 GMV 808 亿，天猫平台实现 GMV 713 亿。而 618 方面，根据青眼情报数据，以淘系、抖音、京东、快手合并销售额来看，今年 618 美容护肤与彩妆总销售额为 499.49 亿元，同比增长 6.6%。其中，护肤 388.76 亿元，同增 5.18%；彩妆为 110.73 亿元，同增 12.08%。分平台看，天猫 618 大促（5月20日-6月18日），护肤类目销售额同比增长 2%，彩妆类目增长 7.5%。抖音平台方面，根据飞瓜数据（5月20日-6月18日），预计实现销售额 160 亿+，同比增长 3%。在线上流量红利转弱的趋势下，精细化运营能力运营重要性凸显。

图 24：2024 年抖音及天猫美妆 GMV（亿元）



资料来源：青眼，国元证券研究所

618 双平台两大品类均由国货领跑，品牌全维度竞争，珀莱雅、巨子生物、韩束表现亮眼。据青眼，1-5 月线上主流平台美妆类目 TOP20 品牌中国产品牌数达 6 个，其中珀莱雅/韩束分别同比增长 93.4%/257.7%。欧美品牌增速维持在 15%-30%左右，海蓝之谜、赫莲娜及修丽可表现相对较好；从 618 战报情况来看：（1）珀莱雅：主品牌珀莱雅天猫/抖音美妆 GMV 排名第一，同比增长 70%/110%+。彩棠天猫彩妆行业排名第一，GMV 同比增长 80%+，抖音彩妆行业排名第 10。修容盘、遮瑕盘、妆前乳、粉底液等单品表现突出。（2）巨子生物：可复美 618 线上全渠道全周期 GMV 同比增长 60%+，天猫/抖音平台同比增长 50%/65%+。可丽金 618 线上全渠道全周期 GMV 同比增长 100%+，天猫/抖音平台同比增长 70%/300%+。（3）上美股份：主品牌韩束抖音 GMV 同比增长 136%，居美妆、护肤榜首位，天猫销售额同比增长 141%；newpage 一页抖音/天猫销售额分别同比增长 408%/424%；安敏优抖音/天猫销售额分别同比增长 238%/605%。

表 7：2024M1-5 线上渠道美妆品牌 TOP20

排名	品牌	GMV (亿元)	同比	排名	品牌	GMV (亿元)	同比
1	欧莱雅	51.98	29.2%	11	后	17.87	46.1%
2	珀莱雅	46.37	93.4%	12	谷雨	17.04	49.9%
3	韩束	37.91	257.7%	13	自然堂	16.99	49.6%
4	兰蔻	37.64	16.3%	14	娇韵诗	15.92	61.3%
5	雅诗兰黛	37.35	28.3%	15	蜜丝婷	15.23	6.9%
6	海蓝之谜	23.32	31.3%	16	薇诺娜	15.17	26.5%
7	Olay	20.84	19.7%	17	欧诗漫	14.64	22.0%
8	SK-II	20.83	-6.7%	18	肌肤之钥	13.62	49.9%
9	赫莲娜	18.72	54.5%	19	修丽可	13.60	68.8%
10	圣罗兰	18.17	10.3%	20	资生堂	13.55	0.7%

资料来源：青眼，国元证券研究所 注：黄色标识为国产品牌

表 8：2024 年 618 天猫及抖音美妆分类目 TOP10 品牌

天猫护肤类目			天猫彩妆类目			抖音护肤类目			抖音彩妆类目		
排名	品牌	同比	排名	品牌	同比	排名	品牌	排名变动	排名	品牌	排名变动
1	珀莱雅	31%	1	彩棠	62%	1	韩束	7	1	花西子	0
2	欧莱雅	-11%	2	肌肤之钥	53%	2	珀莱雅	5	2	YSL	5
3	兰蔻	4%	3	YSL	8%	3	赫莲娜	-2	3	方里	新上榜
4	雅诗兰黛	-16%	4	NARS	-3%	4	雅诗兰黛	-2	4	柏瑞美	0
5	可复美	190%	5	雅诗兰黛	21%	5	后	-1	5	AKF	-2
6	修丽可	20%	6	花西子	-41%	6	兰蔻	-1	6	卡姿兰	0
7	OLAY	-24%	7	毛戈平	76%	7	欧莱雅	2	7	橘朵	8
8	海蓝之谜	16%	8	3CE	-16%	8	可复美	4	8	恋火	3
9	赫莲娜	-3%	9	卡姿兰	55%	9	海蓝之谜	-6	9	纪梵希	9
10	肌肤之钥	150%	10	MAC	-38%	10	OLAY	0	10	肌肤之钥	2

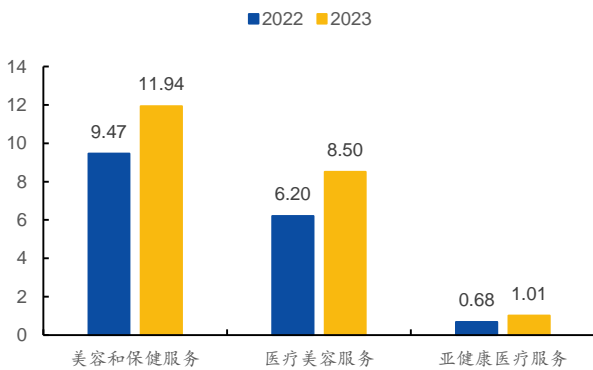
资料来源：青眼，国元证券研究所 注：天猫排名区间为 2024.5.20-6.18，2023.5.22-6.18，抖音取数时间为 2024.5.24-2024.6.18

行业温和增长，关注结构性机会，推荐强 α 逻辑的公司。复盘 24H1，部分国货品牌通过差异化原料、精细化运营以及消费趋势把握等核心能力在整体行业增长偏温和的情况下取得了市场份额的较大增长。产品端来看，巨子生物继续把握胶原赛道红利，大单品可复美胶原棒 618 销售延续高增，立足丰富的重组胶原蛋白分子库重点打造针对肌肤亚健康可复美焦点系列、针对抗皱紧致需求的可丽金胶原卷系列，同时基于专研人参皂苷 CK 为核心成分打造聚焦油痘敏肌肤人群的秩序系列。珀莱雅 2 月升级源力面霜，添加重组 XVII 型胶原蛋白，4 月红宝石精华升级至 3.0，添加明星成分环肽-161。6 月重磅推出了全新大单品光学瓶，添加独家开创性成分 3,3,5，干预暗沉色块产生源头，加速焕亮肌肤，透皮吸收性更佳。从运营维度来看，以韩束为例，在去年借势短剧迅速起量后，以标准化+24 小时不间断的强大自播矩阵进行承接，并持续加大与明星以及头部达人的深度合作，品牌效应外溢天猫等多渠道。

4.2 医美：终端延续温和复苏，差异化新品驱动成长

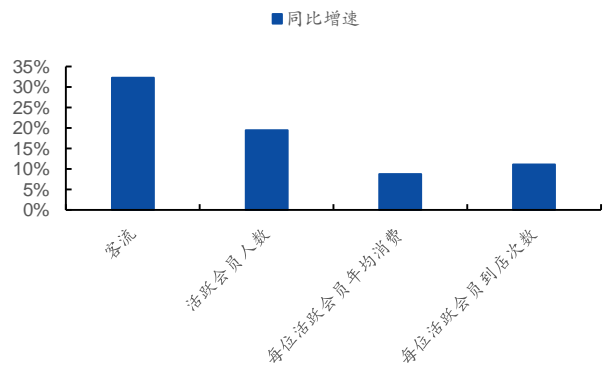
复盘 2024H1 医美行业，机构端延续恢复性增长，净利率有望持续修复。从美丽田园披露年报数据来看，23 年三大业务板块收入均实现 25% 以上增长，客流、会员数、客单以及平均到店次数全面恢复。24Q1 行业边际修复趋势延续，朗姿医美业务收入同比增长 8.26%，六大事业部米兰柏羽/晶肤/高一生/韩辰/五洲/集美收入分别同比增长 4.76%/9.11%/16%/18.86%/-5.19%/1.61%。利润方面，头部机构 23 年净利率均有明显修复，华韩股份、朗姿四川米兰总院及美丽田园净利率均在 10% 左右。

图 25：美丽田园 2022-2023 年三大板块收入（亿元）



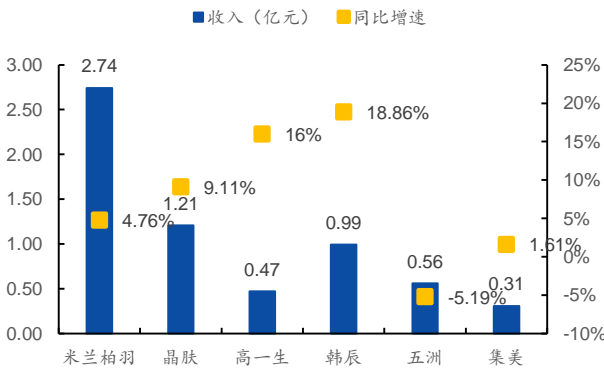
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 26：美丽田园 2023 年各大运营指标



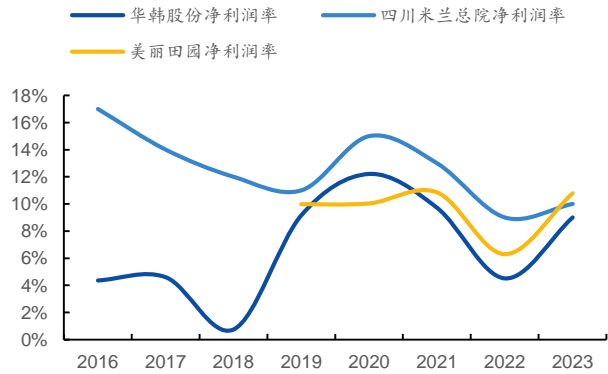
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 27：朗姿股份旗下六大医美事业部 24Q1 收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 28：华韩股份、四川米兰及美丽田园净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

关注差异化新品获批及经典产品系列化及新适应症开发对于上游厂商的业绩驱动。上游厂商来看，23H2 以来上游药械厂商收入增速维持在 30% 上下，23H2 昊海生科整形美容与创面护理产品收入同比增长 36.38%，华熙生物低基数下同同比增长 63.18%。24Q1 爱美客/华东医药国内医美分别增长 28.24%/22.38%。差异化产品驱动上游厂商业绩增长，23 年锦波生物单一材料医疗器械（主要为薇旖美）/欣可丽美学（主要为华东医药少女针）爱美客凝胶类产品（该品类包含濡白天使）营业收入分别同比增长 255%/68%/82%，覆盖机构数量达 1972/1235/7000+（爱美客整体），后

续有望通过经典产品系列化开发及机构端的持续渗透延续良好增长趋势，关注锦波生物 3+17 胶原联合以及爱美客双生天使放量情况。**新品方面**，24Q1 来看 2024 年江苏吴中 AestheFill 童颜针获批上市，系首款进口童颜针及首款 PDLLA 微球产品，配比灵活，多孔海绵状微球结构具备更强填充塑型效果。欧莱雅集团旗下品牌修丽可与锦波生物合作推出注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液“铂研”胶原针，系市面上唯二重组胶原蛋白注射类产品。从终端产品来看目前胶原蛋白赛道仅锦波生物两款产品获批，包括巨子生物、江苏创健、华熙生物、聚源生物、福瑞达等多家厂商均有三类械布局，其中巨子生物及江苏创健管线 H2 有望获批。巨子生物经过多年医用敷料的推广已与下游约 1500 家公立医院，2500 家私立医院和诊所建立了良好的合作关系，产品获批后有望借力经销渠道快速起量。展望下半年我们看好差异化新品获批及经典产品系列化及新适应症开发对于上游厂商的业绩驱动。

图 29：医美上游代表上市公司收入同比增长情况 (%)

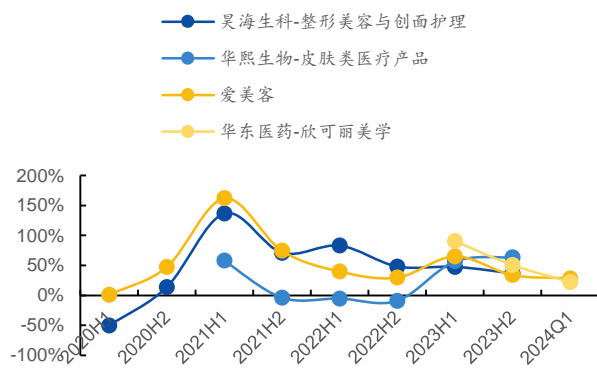
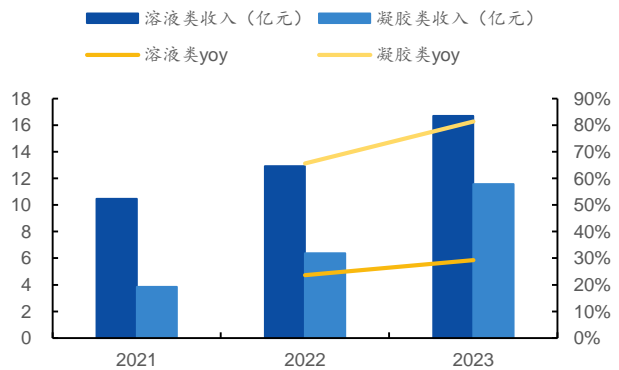


图 30：爱美客溶液类及凝胶类产品收入(亿元)及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

5.投资建议

传媒方面，我们看好 AI 的投资主线，看好下半年模型迭代以及应用侧的持续繁荣，并有望带动传媒板块估值及业绩提升。板块方面，游戏：整体随新游上线改善景气度向上，小游戏、MR 贡献增量看点，布局产品管线丰富的游戏厂商，如恺英网络、盛天网络、吉比特、巨人网络、完美世界等。出版：现金流稳定，高股息，积极关注南方传媒、皖新传媒等。影视及 IP，供给拉动票房表现，AI 带动 IP 重估，重点关注光线传媒、上海电影、中文在线等。

消费方面，消费整体呈现温和复苏趋势，关注结构性行情，把握高景气行业以及确定性个股。跨境电商：海外需求旺盛叠加库存周期影响，景气度较高，建议积极关注华凯易佰、赛维时代、吉宏股份、焦点科技等。化妆品：行业增速平稳，聚焦全维度差异化能力，关注珀莱雅、巨子生物、上美股份、福瑞达、贝泰妮等。医美：差异化产品带动上游厂商增长，关注爱美客、锦波生物、朗姿股份等。

表 9：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603444.SH	吉比特	买入	178.01	12824.04	15.62	15.13	17.07	11.40	11.77	10.43
002624.SZ	完美世界	买入	7.60	14743.76	0.25	0.51	0.67	30.00	14.99	11.37
002517.SZ	恺英网络	买入	9.55	20556.54	0.68	0.85	1.04	14.06	11.21	9.19
002605.SZ	姚记科技	买入	20.42	8451.25	1.36	1.60	1.77	14.96	12.78	11.55
300031.SZ	宝通科技	买入	14.37	5927.96	0.26	0.76	1.08	55.89	18.81	13.32
600633.SH	浙数文化	买入	8.81	11151.09	0.52	0.60	0.68	16.82	14.75	12.92
300002.SZ	神州泰岳	买入	8.12	15924.07	0.45	0.52	0.62	17.95	15.69	13.16
002558.SZ	巨人网络	买入	9.44	18630.24	0.55	0.75	0.82	17.15	12.65	11.47
300494.SZ	盛天网络	买入	10.05	4922.07	0.35	0.40	0.57	29.06	25.21	17.53
300418.SZ	昆仑万维	增持	32.24	39703.40	1.04	0.68	0.76	31.13	47.13	42.18
000681.SZ	视觉中国	增持	11.50	8056.64	0.21	0.24	0.28	55.34	47.82	41.78
300860.SZ	锋尚文化	增持	21.04	4020.36	0.98	1.35	1.62	55.72	15.61	13.02
300413.SZ	芒果超媒	买入	20.90	39098.07	1.90	1.13	1.25	11.00	18.43	16.70
300058.SZ	蓝色光标	买入	5.44	13532.21	0.05	0.15	0.20	116.07	37.00	27.27
300364.SZ	中文在线	买入	21.58	15752.10	0.12	0.17	0.20	176.13	127.21	109.46
601900.SH	南方传媒	买入	12.43	11135.75	1.43	1.01	1.17	8.68	12.34	10.64
601801.SH	皖新传媒	买入	6.93	13785.19	0.47	0.38	0.47	14.73	18.20	14.88
1024.HK	快手-W	买入	46.15	200193.46	1.48	2.56	2.97	19.69	13.18	11.55
2400.HK	心动公司	买入	18.82	9045.63	-0.17	0.58	0.70	-100.52	29.82	24.69
603605.SH	珀莱雅	买入	110.99	44036.11	3.01	3.81	4.69	36.89	29.10	23.68
300957.SZ	贝泰妮	买入	48.32	20468.35	1.79	2.40	2.99	27.05	20.11	16.18
688363.SH	华熙生物	买入	56.57	27248.54	1.23	1.71	2.10	45.98	33.11	26.90
600223.SH	福瑞达	买入	7.07	7187.14	0.30	0.37	0.47	23.69	19.32	15.05
603983.SH	丸美股份	买入	27.53	11039.53	0.65	0.87	1.13	42.56	31.62	24.34
600315.SH	上海家化	买入	17.78	12023.26	0.74	0.94	1.10	24.04	18.99	16.20
300740.SZ	水羊股份	买入	14.68	5705.78	0.76	1.01	1.19	19.44	14.56	12.38
2367.HK	巨子生物	买入	45.85	47143.89	1.41	1.67	2.14	28.05	23.66	18.54
603193.SH	润本股份	买入	18.39	7440.47	0.56	0.72	0.91	32.92	25.67	20.32
603059.SH	倍加洁	买入	19.74	1982.86	0.92	1.42	1.84	21.43	13.91	10.73
301108.SZ	洁雅股份	买入	24.31	1974.21	1.42	1.40	1.60	17.14	17.35	15.20
002612.SZ	朗姿股份	增持	13.82	6114.60	0.51	0.68	0.84	27.17	20.29	16.43
300896.SZ	爱美客	买入	172.10	52049.52	8.59	8.31	10.81	28.05	20.72	15.92
832982.BJ	锦波生物	买入	149.39	13222.78	4.40	7.20	10.01	33.93	20.75	14.93
300888.SZ	稳健医疗	买入	25.30	14883.81	0.98	1.52	1.75	25.91	16.67	14.46
002867.SZ	周大生	买入	13.06	14312.80	1.20	1.37	1.53	10.88	9.55	8.52
002345.SZ	潮宏基	买入	4.72	4193.78	0.38	0.45	0.53	12.58	10.45	8.97
301078.SZ	孩子王	增持	5.06	5639.54	0.09	0.23	0.33	53.42	22.16	15.48
600861.SH	北京人力	买入	16.32	9238.96	0.97	1.60	1.81	16.86	10.22	9.01
605098.SH	行动教育	买入	42.62	5032.51	1.86	2.40	2.92	22.93	17.72	14.58
603136.SH	天目湖	买入	10.93	2952.48	0.79	0.91	1.08	13.85	12.00	10.08
9922.HK	九毛九	买入	4.05	5801.15	0.32	0.42	0.52	16.40	12.32	10.04
2150.HK	奈雪的茶	买入	2.06	3533.16	0.01	0.10	0.16	345.00	26.42	17.11

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：收盘价、市值取 2024.6.30；港股标的收盘价及市值单位均为港元

6.风险提示

产品表现不及预期风险、人工智能技术发展不及预期风险、复苏不及预期风险、政策监管趋严风险、行业竞争加剧风险、地缘政治风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027