

传媒行业中期投资策略

短期景气低位，中长期关注AIGC等新科技进展

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：中性（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

上半年跑输市场，景气度及估值处于较低水平。1) 24年1-6月份传媒（申万传媒指数）板块下跌20.91%，跑输沪深300指数23.14个百分点；全市场排名来看，上半年传媒板块在申万一级31个行业中排名第29位；2) 个股表现上，山东出版、中视传媒、凤凰传媒、中南传媒、中文传媒等涨幅居前；ST个股之外，紫天科技、龙韵股份、佳云科技、遥望科技、惠程科技等跌幅居前。整体来看，高股息、低PB的国有出版表现相对较好，中小市值表现较弱；3) 24年Q1全行业归母净利润大幅下滑（-28.82%），中报预告业绩增速普遍不佳，景气度处于较低水平；4) 当前申万传媒指数对应TTM-PE 28x，处于历史19%分位数、整体估值处于历史较低水平；机构持仓配置亦处于较低水平。

行业景气处于低位，关注内容供给及外部宏观环境改善。1) 1-6月份游戏行业累计发放版号689个、同比增长25.7%，监管政策整体保持稳定；但缺乏爆款拉动之下，自23年8月份以来增速呈现下行趋势；同时在费用率大幅提升之下，Q1开始A股游戏板块业绩呈现大幅下滑；关注新品表现以及小游戏等拉动可能；2) 上半年电影主要档期均表现良好，但是在供给乏力之下，1-6月份电影市场实现票房238.97亿元，同比下滑9.12%；考虑到内容制作周期，下半年开始供给端有望逐步改善，关注暑期档及后续国产电影表现；盲盒/潮玩/卡牌等IP新消费赛道依然火热，上半年爆款不断；3) 广告媒体端，宏观弱预期压制广告主投放意愿，整体表现走弱。

AIGC：大模型与端侧持续推进，应用端值得期待。1) 大模型端，多模态推进提升应用能力、算力服务价格大幅下降，应用端接入成本显著下降、中长期利好应用端加速落地；2) 终端方面，苹果发布Apple Intelligence，华为发布拥有系统级AI能力“鸿蒙原生智能”、三星/OPPO/vivo/小米/荣耀等厂商持续发布AI终端，端侧智能有望加速AIGC应用普及；3) 大模型与端侧能力持续提升，应用端有望加速发展。场景上来看，从Chatbots到AI搜索、社交、教育、工具软件等场景不断丰富落地，海内大用户量级应用不断出现。

投资观点：关注基本面变化，持续看好新科技带动下的板块中长期机遇。1) 短期景气度处于底部，中期来看基数效应、内容供给改善及外部宏观预期变化之下景气度有望逐步触底向上，超跌及低配背景下具备超跌反弹可能；中长期来看，AIGC为代表的新科技趋势逐步明朗；2) 短期关注暑期档表现及影视板块底部复苏可能，推荐渠道（万达电影、猫眼娱乐）以及内容（光线传媒、华策影视）；游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、哔哩哔哩等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；IP潮玩推荐泡泡玛特、阅文集团等；同时从高分红、低估值角度推荐出版板块；3) 中长期持续看好AIGC为代表的新科技机遇，重点把握IP、大模型及应用环节。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。

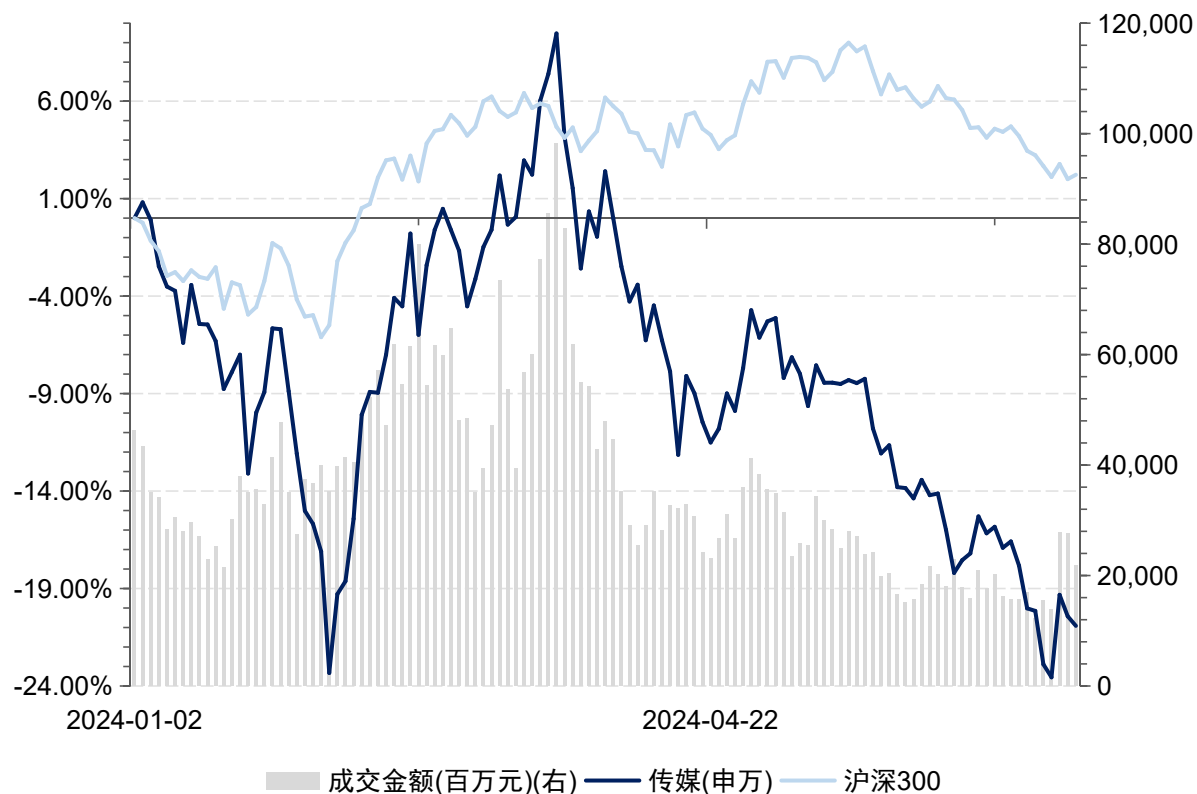
- [01] 传媒板块回顾：指数大幅跑输市场，业绩及估值处于低位
- [02] 行业景气处于低位，关注内容供给及宏观环境改善
- [03] AIGC：大模型与端侧持续推进，应用端值得期待
- [04] 投资建议

1. 传媒板块回顾：指数大幅跑输市场，业绩及估值处于低位

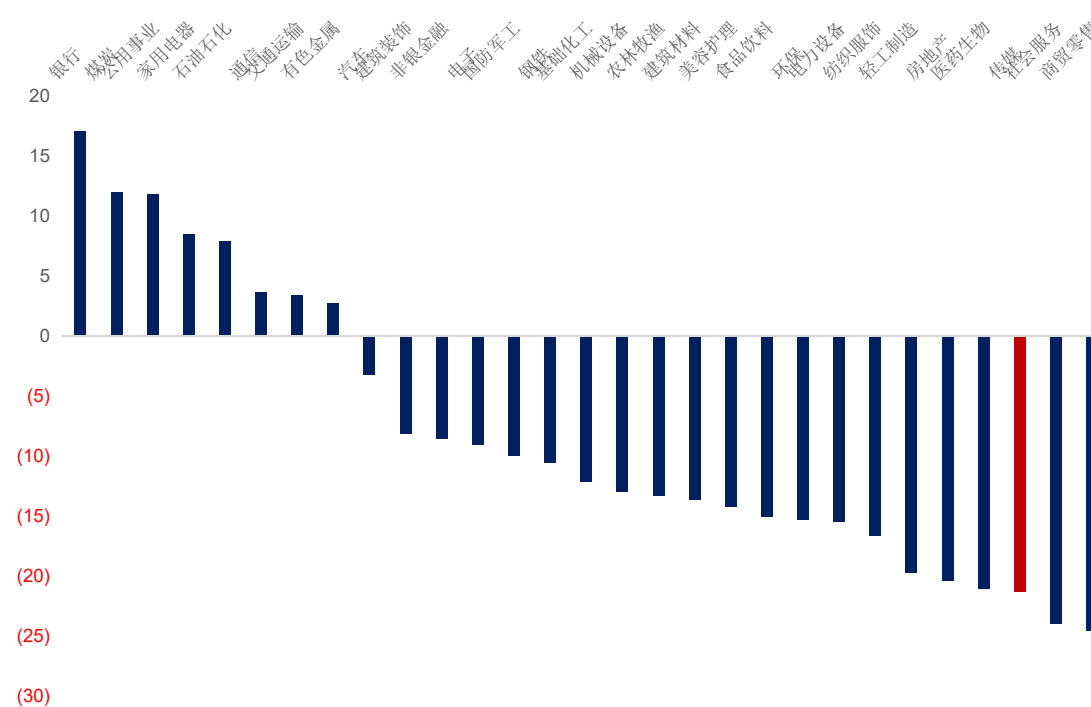
板块表现回顾：行业指数上半年大幅跑输市场

- 24年1-6月份传媒（申万传媒指数）板块下跌20.91%，跑输沪深300指数23.14个百分点
- 全市场排名来看，上半年传媒板块在申万一级31个行业中排名第29位

图：24年以来大幅跑输市场表现



图：24年以来大幅跑输市场表现



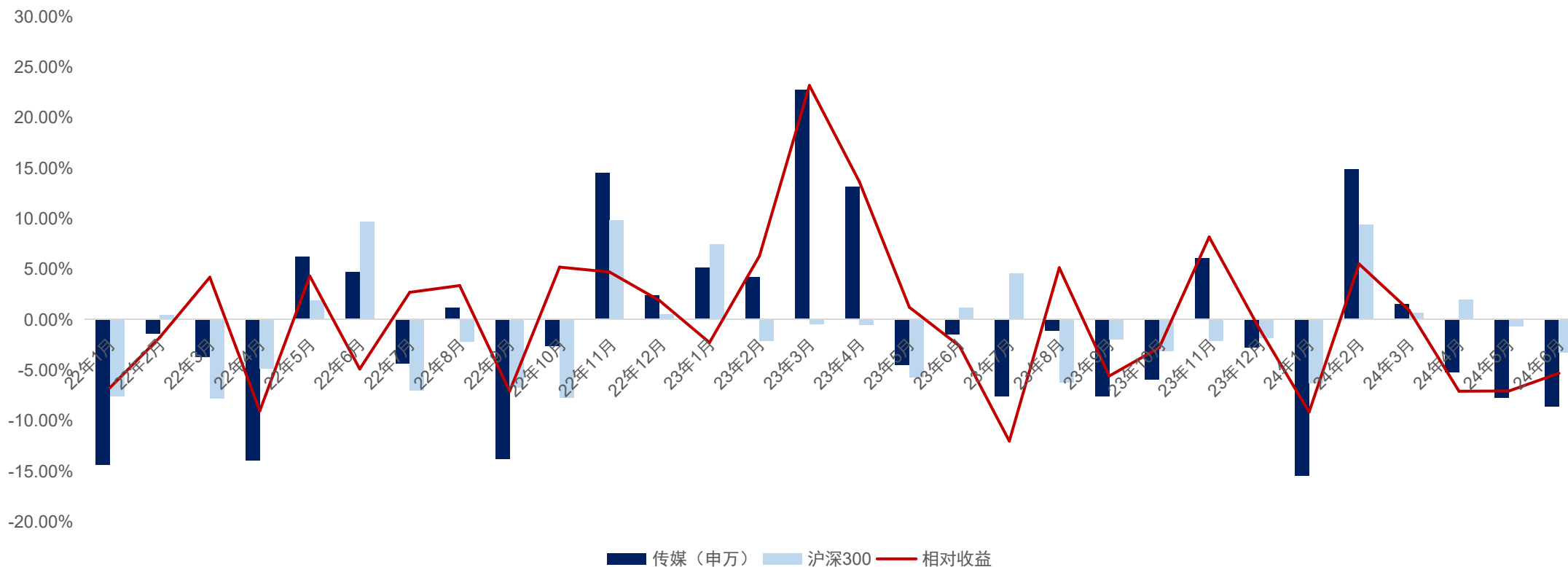
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

板块表现回顾：行业指数上半年大幅跑输市场

➤ 逐月来看，除2、3月份在Sora、Kimi等AIGC概念带动下跑赢市场外，其余月份均表现较差

图：逐月市场表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

个股表现：红利风格表现较好

➤ 个股表现上，山东出版、中视传媒、凤凰传媒、中南传媒、中文传媒等涨幅居前；ST个股之外，紫天科技、龙韵股份、佳云科技、遥望科技、惠程科技等跌幅居前。整体来看，高股息、低PB的国有出版表现相对较好，中小市值表现较弱。

表：上半年月涨跌幅排行

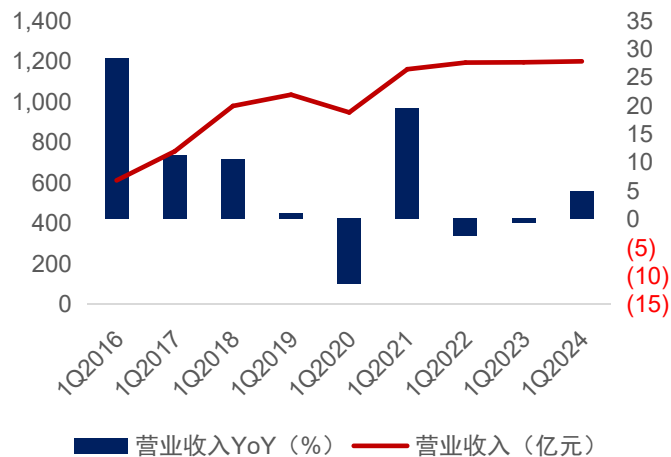
| 涨幅排行 | | | | | | 跌幅排行 | | | | | |
|-----------|------|------|-------|------|-------|-----------|------|------|-------|---------|-------|
| 代码 | 公司 | 年内涨幅 | 股息率 | PB | 市值(亿) | 代码 | 公司 | 年内跌幅 | 股息率 | PB | 市值(亿) |
| 601019.SH | 山东出版 | 37% | 4.74% | 1.78 | 172 | 002699.SZ | ST鼎龙 | -66% | 0.00% | 0.76 | 16 |
| 600088.SH | 中视传媒 | 23% | 0.00% | 5.18 | 48 | 002502.SZ | 紫天科技 | -64% | 0.07% | 2.00 | 22 |
| 601928.SH | 凤凰传媒 | 27% | 4.56% | 1.43 | 245 | 300280.SZ | 龙韵股份 | -60% | 0.00% | 3.55 | 73 |
| 601098.SH | 中南传媒 | 19% | 4.65% | 1.42 | 203 | 603729.SH | 佳云科技 | -58% | 0.00% | 2.74 | 16 |
| 600373.SH | 中文传媒 | 26% | 5.25% | 1.14 | 157 | 300242.SZ | 中科云网 | -54% | 0.00% | 135.55 | 21 |
| 300781.SZ | 因赛集团 | 24% | 0.10% | 8.26 | 24 | 002306.SZ | 遥望科技 | -54% | 0.00% | 0.92 | 34 |
| 600757.SH | 长江传媒 | 37% | 4.96% | 1.11 | 92 | 002291.SZ | 惠程科技 | -51% | 0.00% | (87.04) | 79 |
| 000719.SZ | 中原传媒 | 29% | 4.15% | 0.98 | 102 | 002168.SZ | 吉视传媒 | -50% | 0.00% | 0.50 | 33 |
| 601811.SH | 新华文轩 | 32% | 4.14% | 1.33 | 128 | 601929.SH | 国旅联合 | -49% | 0.00% | 8.51 | 61 |
| 300133.SZ | 华策影视 | 6% | 0.66% | 1.67 | 107 | 600358.SH | ST广网 | -49% | 0.75% | 0.63 | 24 |

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

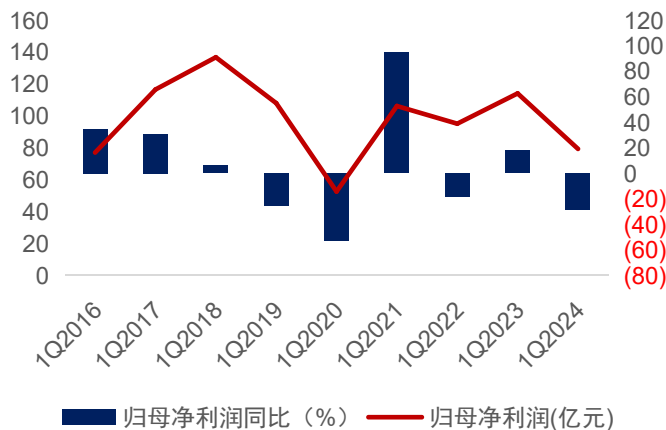
业绩回顾：Q1净利润拐点向下

➤ 24年Q1营收向上、归母净利润向下。24年Q1全行业实现营业收入1196亿元，归母净利润79亿元，同比分别增长4.88%、-28.82%；营收增长主要来自广告营销（Q1同比16.48%）、游戏（Q1同比6.62%）板块拉动；净利润来看，除影视院线同比正增长外、其他子行业均双位数以上下滑。

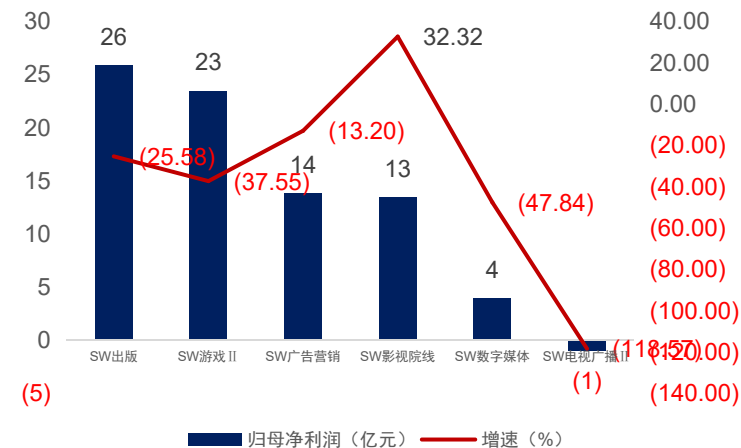
图：传媒行业Q1营业收入（亿元）及增速



图：传媒行业Q1归母净利润（亿元）及增速



图：传媒行业Q1子版块归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

业绩表现：中报预告呈现继续下滑趋势

表：传媒行业上半年业绩预告情况

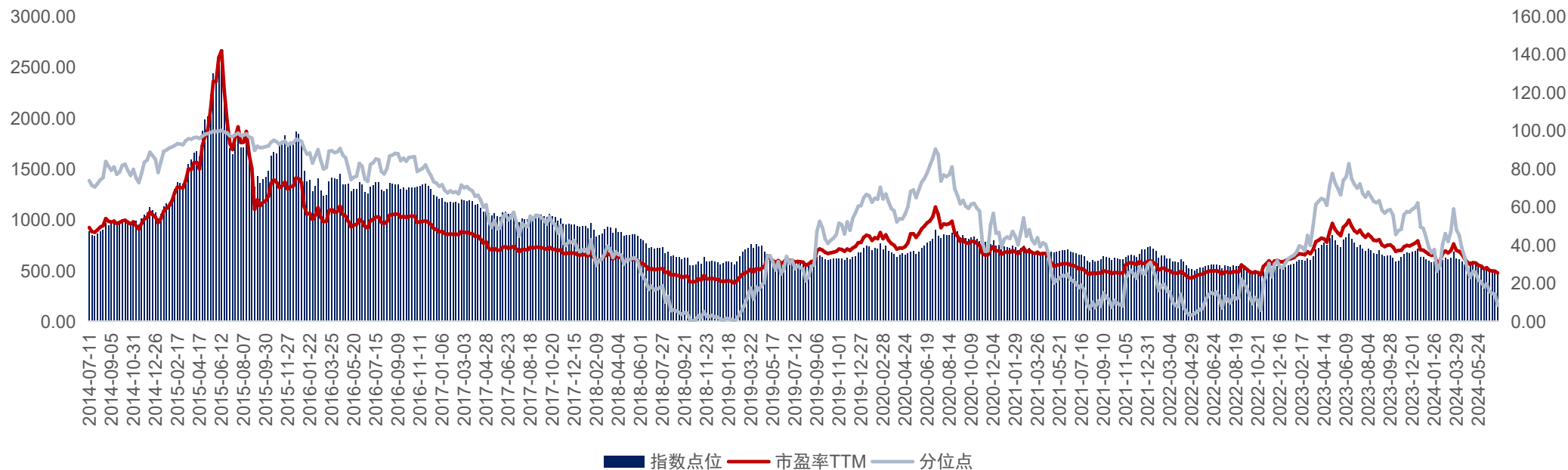
| 代码 | 公司 | 所属二级行业 | 市值(亿元) | 年内涨幅 | H1预告上限(百万元) | H1预告下限(百万元) | H1增速上限(%) | H1增速下限(%) | Q2上限(百万元) | Q2下限(百万元) | Q2增速上限 | Q2增速下限 | Q1增速 |
|-----------|-------|---------|--------|------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|--------|--------|
| 300031.SZ | 宝通科技 | 游戏 II | 65 | -15% | 207 | 171 | 70 | 40 | 121 | 85 | 214% | 119% | 3% |
| 600936.SH | 广西广电 | 电视广播 II | 34 | -44% | (350) | (420) | (79) | (115) | (175) | (245) | 131% | 223% | -47% |
| 600715.SH | *ST文投 | 游戏 II | 26 | -46% | (180) | (216) | (64) | (97) | (99) | (135) | 81% | 146% | -48% |
| 603533.SH | 掌阅科技 | 数字媒体 | 76 | -13% | (27) | (50) | (172) | (231) | 46 | 23 | 45% | -26% | -1197% |
| 600996.SH | 贵广网络 | 电视广播 II | 91 | -16% | (380) | (490) | (147) | (218) | (190) | (300) | 22% | 92% | -9291% |
| 000802.SZ | 北京文化 | 影视院线 | 35 | -32% | (26) | (33) | (16) | (47) | (12) | (19) | 16% | 82% | -17% |
| 603000.SH | 人民网 | 数字媒体 | 218 | -29% | 20 | 10 | (72) | (86) | 38 | 28 | -11% | -35% | -166% |
| 000665.SZ | 湖北广电 | 电视广播 II | 40 | -26% | (200) | (215) | 8 | 1 | (99) | (114) | -18% | -6% | -5% |
| 603729.SH | 龙韵股份 | 广告营销 | 12 | -62% | (8) | (9) | (314) | (341) | 6 | 5 | -19% | -32% | -239% |
| 001330.SZ | 博纳影业 | 影视院线 | 65 | -34% | (108) | (153) | 59 | 42 | (114) | (159) | -27% | 1% | 105% |
| 000607.SZ | 华媒控股 | 广告营销 | 31 | -33% | 24 | 18 | (57) | (68) | 34 | 28 | -35% | -46% | -386% |
| 002425.SZ | 凯撒文化 | 游戏 II | 24 | -45% | (40) | (52) | 59 | 46 | (46) | (58) | -38% | -21% | 126% |
| 600037.SH | 歌华有线 | 电视广播 II | 81 | -24% | (39) | (57) | 64 | 47 | (29) | (47) | -39% | -1% | 84% |
| 603825.SH | 华扬联众 | 广告营销 | 21 | -32% | (70) | (86) | (46) | (78) | (22) | (38) | -56% | -26% | -1559% |
| 000793.SZ | 华闻集团 | 出版 | 23 | -46% | (54) | (74) | 23 | (6) | (20) | (40) | -59% | -18% | -57% |
| 002291.SZ | 遥望科技 | 广告营销 | 40 | -54% | (160) | (210) | 23 | (1) | (66) | (116) | -61% | -32% | -148% |
| 002238.SZ | 天威视讯 | 电视广播 II | 61 | -50% | 16 | 13 | (75) | (80) | 14 | 10 | -69% | -77% | -87% |
| 603721.SH | 中广天择 | 影视院线 | 27 | -26% | (7) | (7) | (29) | (29) | (2) | (2) | -70% | -70% | -3172% |
| 002995.SZ | 天地在线 | 广告营销 | 25 | -38% | (15) | (28) | 56 | 19 | (5) | (18) | -75% | -14% | 26% |
| 600633.SH | 浙数文化 | 游戏 II | 108 | -22% | 160 | 130 | (75) | (79) | 61 | 31 | -83% | -91% | -63% |
| 600088.SH | 中视传媒 | 影视院线 | 60 | 18% | (17) | (19) | (106) | (106) | (27) | (29) | -109% | -110% | 173% |
| 600228.SH | 返利科技 | 数字媒体 | 29 | -38% | 3 | 2 | 128 | 119 | 2 | 1 | -114% | -105% | 593% |
| 002712.SZ | 思美传媒 | 广告营销 | 20 | -37% | 1 | 1 | (87) | (91) | (3) | (3) | -131% | -136% | 112% |
| 002095.SZ | 生意宝 | 数字媒体 | 30 | -41% | (2) | (4) | (117) | (134) | (4) | (6) | -158% | -185% | -43% |
| 600892.SH | 大晟文化 | 游戏 II | 21 | -37% | (12) | (17) | (365) | (476) | (3) | (8) | -177% | -291% | -6114% |
| 002624.SZ | 完美世界 | 游戏 II | 140 | -36% | (160) | (200) | (142) | (153) | (130) | (170) | -194% | -223% | -112% |
| 603466.SH | 风语筑 | 数字媒体 | 43 | -48% | (97) | (145) | (185) | (227) | (82) | (130) | -217% | -285% | -134% |
| 600358.SH | 国旅联合 | 广告营销 | 12 | -53% | (13) | (19) | (494) | (676) | (9) | (15) | -246% | -348% | -76% |
| 002739.SZ | 万达电影 | 影视院线 | 243 | -14% | 130 | 100 | (69) | (76) | (196) | (226) | -283% | -311% | 3% |
| 002181.SZ | 粤传媒 | 出版 | 37 | -31% | (40) | (59) | (1438) | (2098) | (26) | (46) | -318% | -481% | -48% |
| 601929.SH | 吉视传媒 | 电视广播 II | 37 | -42% | (195) | (230) | (1612) | (1883) | (67) | (102) | -724% | -1047% | -6216% |
| 002354.SZ | 天娱数科 | 广告营销 | 47 | -48% | (4) | (7) | (128) | (156) | (17) | (20) | -838% | -992% | 30% |
| 600831.SH | ST广网 | 电视广播 II | 17 | -54% | (310) | (370) | (1642) | (1940) | (217) | (277) | -1818% | -2293% | -1415% |
| 002905.SZ | 金逸影视 | 影视院线 | 22 | -47% | (53) | (75) | (319) | (412) | (70) | (93) | -2075% | -2706% | -12% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值与机构配置处于历史较低水平

➤ 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 28x，处于历史19%分位数、整体估值处于历史较低水平。

图：传媒板块TTM-PE band



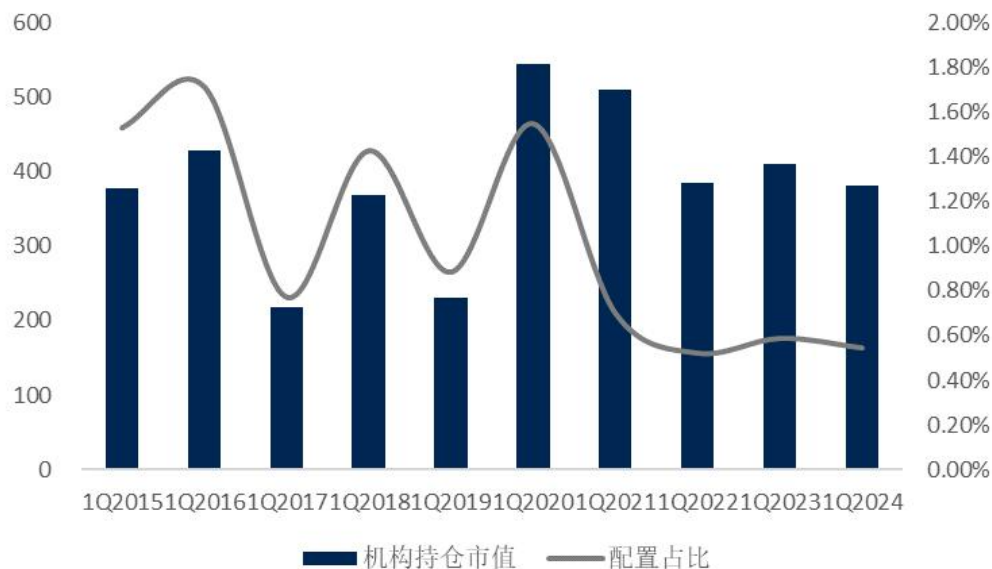
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

估值与机构配置处于历史较低水平

- 截至Q1（0331），公募机构在传媒板块持仓总市值380亿元（23年Q1 392亿元），占传媒板块总市值2.71%，占股票型基金+混合型基金持仓比例为0.55%、股票型基金持仓比例为1.34%，整体配置处于较低水平。

图：公募机构配置（亿元）占比（Q1）



图：公募机构持仓市值（亿元）板块占比（Q1）



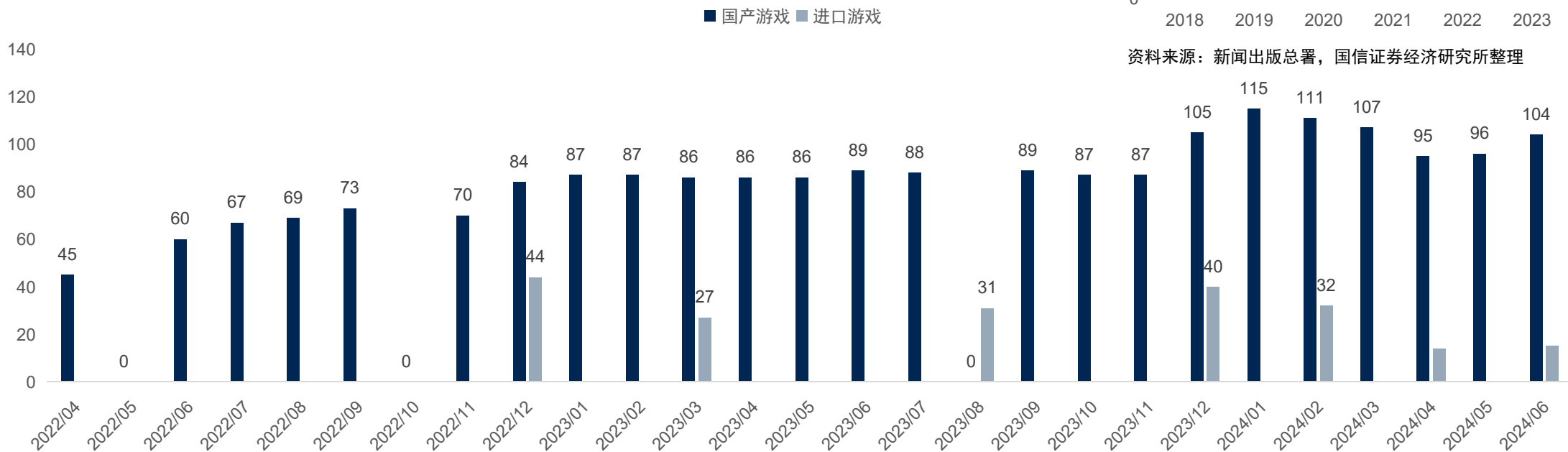
2.行业景气处于低位，关注内容供给及宏观环境改善

2.1 游戏：版号常态化发放，监管政策保持稳定

➤ 上半年游戏版号保持常态化发放趋势，监管政策保持稳定

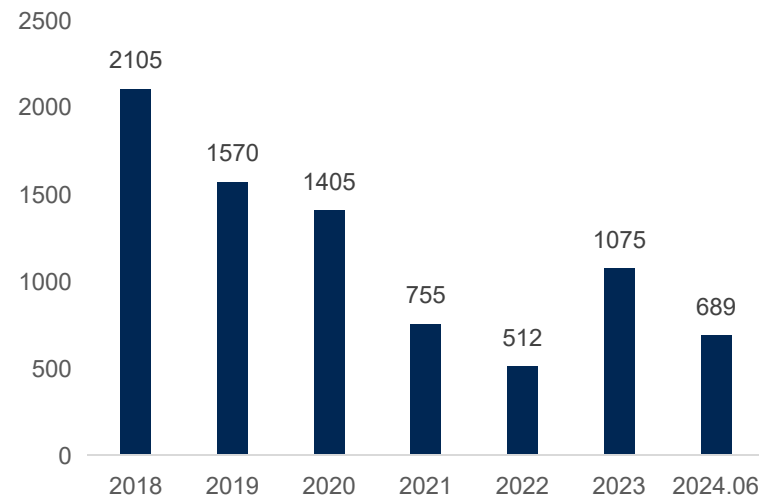
➤ 1-6月份累计发放游戏版号689个，同比增长25.7%

图：游戏版号发放情况



资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

图：上半年合计发放689个游戏版号

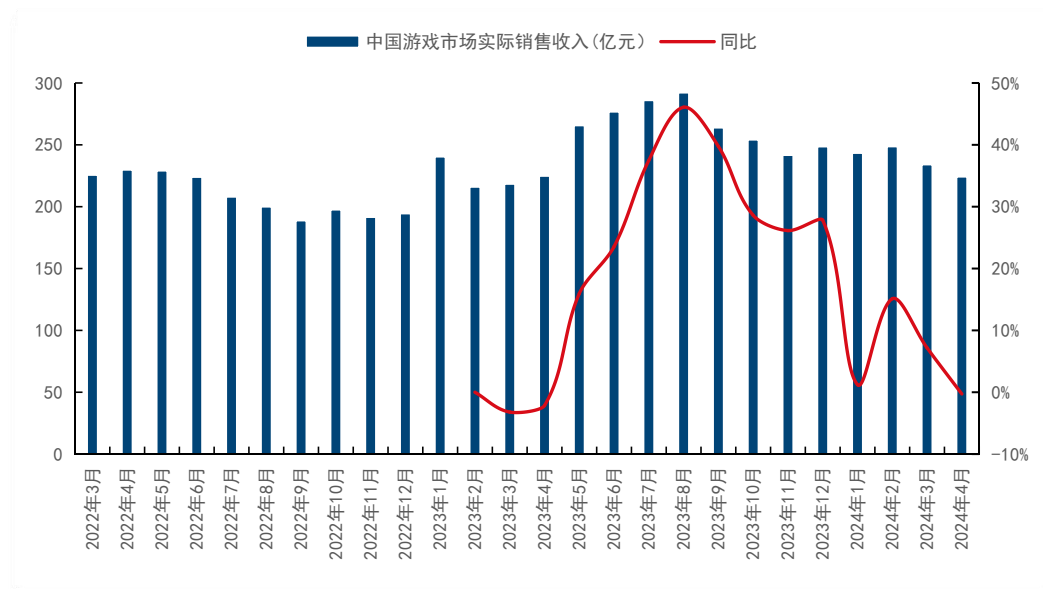


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

2.1 游戏：上半年市场需求显著承压

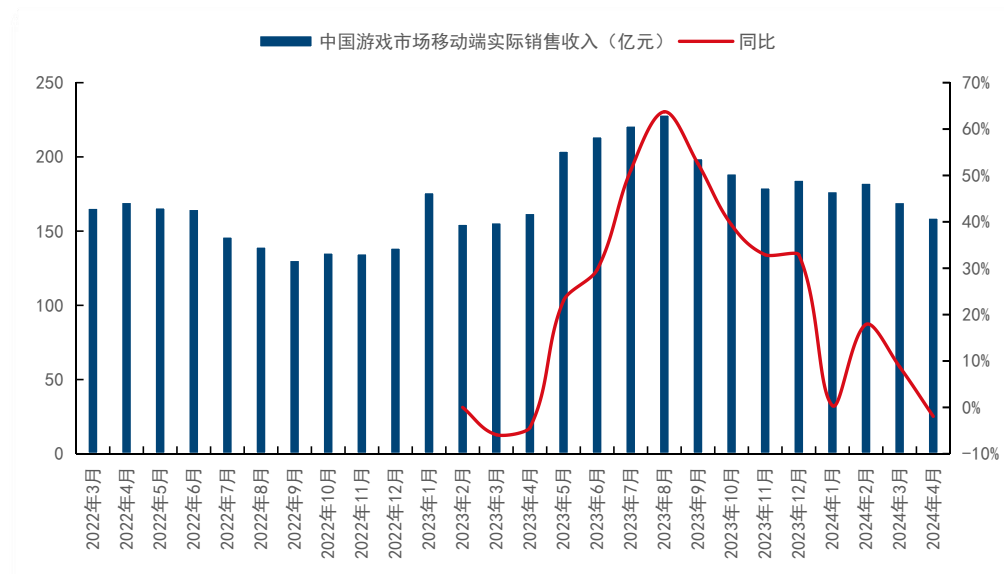
- 2023年8月增速高点以来，国内游戏市场增速呈现持续下滑趋势；
- 24年以来延续之前表现，除2月份受春节因素拉动同比增速回升外，其他月份增速均保持在较低水平。

图：中国游戏市场实际销售收入增速持续下降



资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

图：移动端增速持续走低

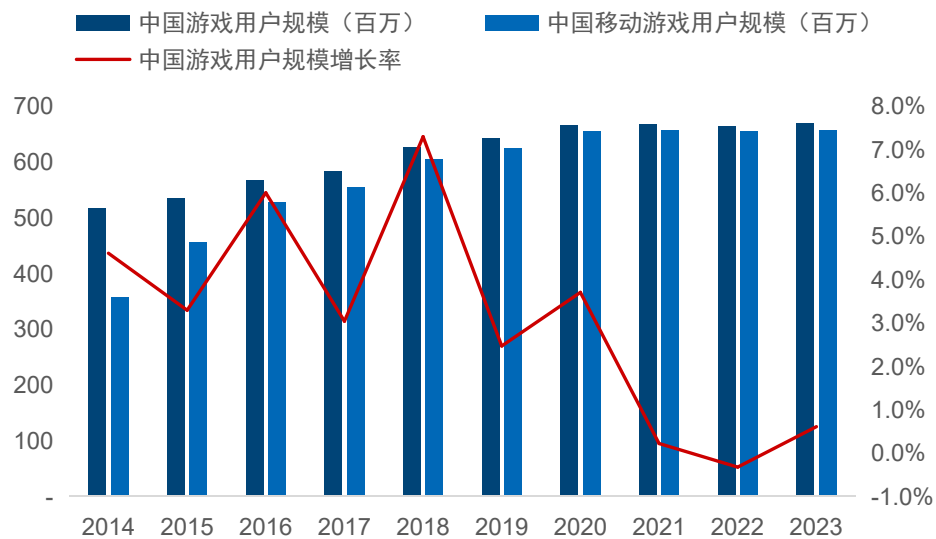


资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

2.1 游戏：用户渗透率处于高位，研发能力/产品周期决定个股 α

- 用户增长红利接近消失：中国游戏用户规模6.64亿人、渗透率超过60%；增速自2019年呈现持续下滑的趋势；
- 优质内容成为胜出关键要素，自下而上关注上市公司研发能力及产品周期。存量竞争、用户充分教育背景下，产品质量成为胜出的核心要素，典型如《原神》、《逆水寒》等；24年下半年重点关注《DNF》等新品表现

游戏用户规模增速向下



资料来源：游戏工委、伽马游戏，国信证券经济研究所整理

23年游戏新品收入TOP 10

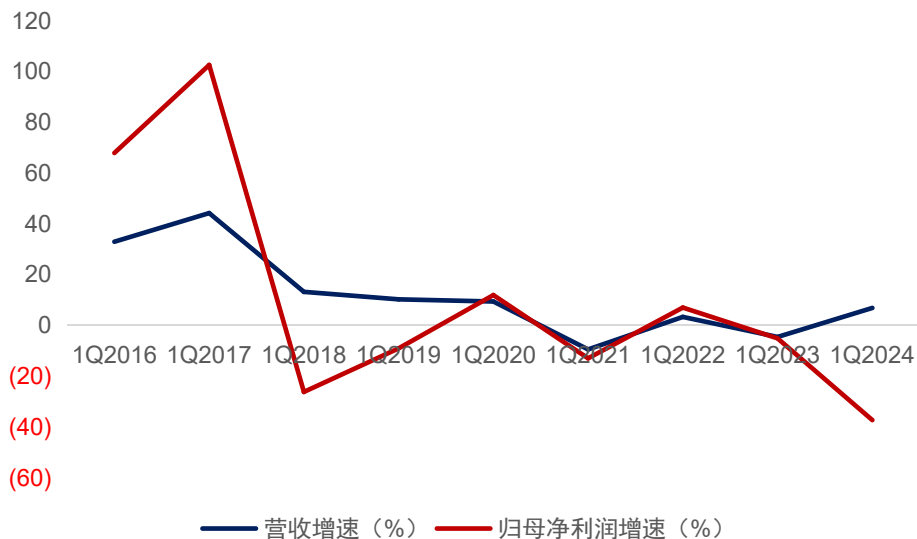
| 排名 | icon | 游戏名 | 厂商 | 预估年流水 (亿元) |
|----|------|----------|------|------------|
| 1 | | 逆水寒 | 网易 | 30.2 |
| 2 | | 崩坏：星穹铁道 | 米哈游 | 23.2 |
| 3 | | 晶核 | 朝夕光年 | 10.4 |
| 4 | | 冒险岛：枫之传说 | 腾讯 | 7.6 |
| 5 | | 合金弹头：觉醒 | 腾讯 | 6.8 |
| 6 | | 全明星街球派对 | 网易 | 5.6 |
| 7 | | 巅峰极速 | 网易 | 5.5 |
| 8 | | 原始征途 | 巨人网络 | 5.2 |
| 9 | | 三国志·战棋版 | 灵犀互娱 | 4.7 |
| 10 | | 新石器时代 | 鹿游网络 | 4.3 |

资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理

2.2 游戏：研发能力/产品周期决定个股 α

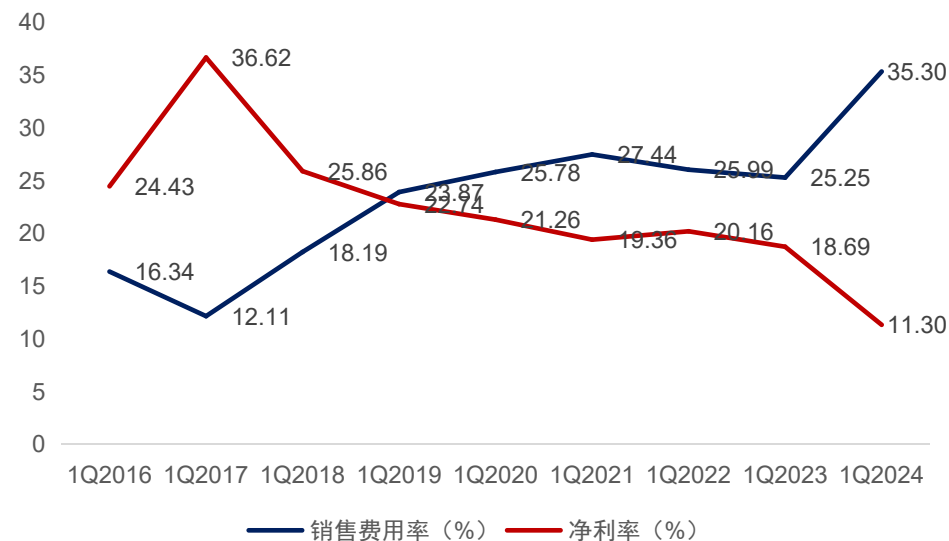
- ▶从上市公司业绩表现来看，Q1营收仍保持正增长趋势（同比6.62%），但归母净利润同比下滑37.54%；
- ▶版本号重启之下，整体投放费用提升压制业绩表现。从Q1业绩表现来看，销售费用率同比大幅提升是导致业绩显著下滑的重要原因（销售费用率从23年Q1的25%提升至24年Q1的35%导致净利率同比下滑7.3个pct）；

游戏板块归母净利润及营收增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

游戏板块销售费用率及净利率

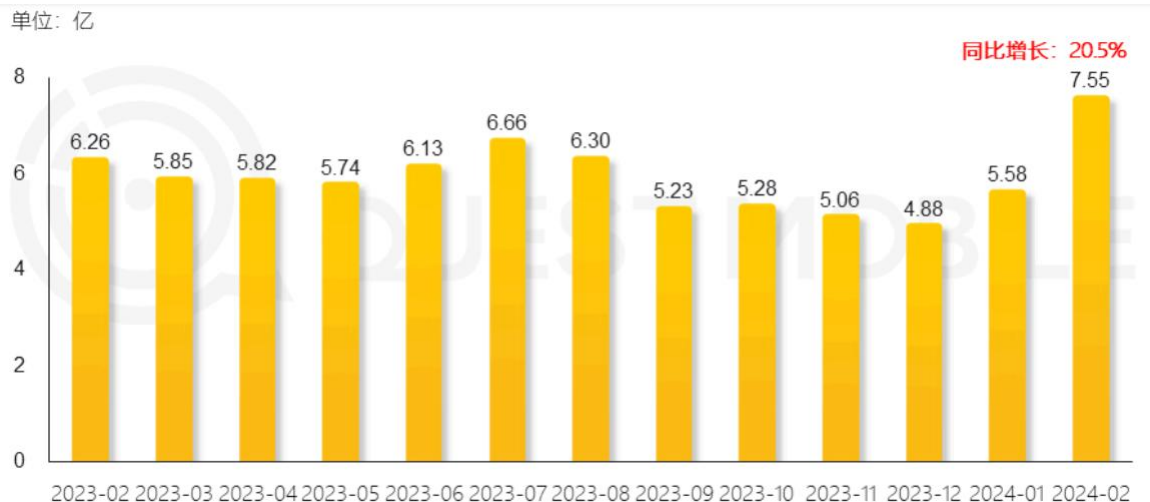


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2.1 游戏：小程序游戏带来增量空间

- ▶ **小游戏成为增长新动力。**基于微信小游戏成本买量、庞大的用户基数等生态优势，小程序游戏一方面能够提升轻度休闲用户的游戏体验，另一方面能够通过较高的产品活跃度提升氪金玩家的付费意愿，从而最大化地挖掘用户价值；
- ▶ 根据Questmobile数据，微信小游戏活跃用户规模突破7.5亿，同比增长超20%

小游戏用户快速增长



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

6月微信小游戏排名

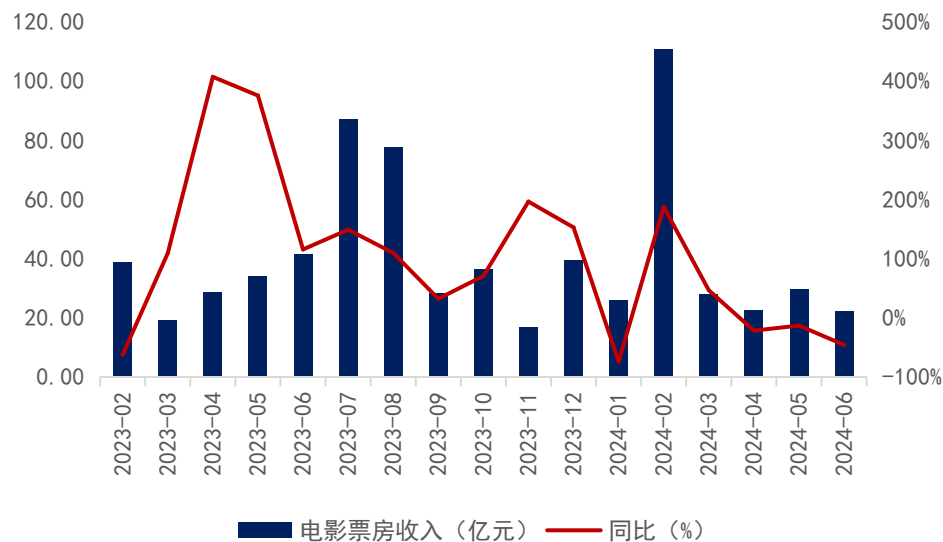
| 排名 | 游戏名称 | 角色/类型 | 开发商 | 月平均排名 | 排名变化 |
|----|----------|--------|------------------|-------|------|
| 1 | 寻道大千 | 角色-1名 | 三七互娱网络科技集团股份有限公司 | 1.3 | +1 |
| 2 | 无尽冬日 | 竞技-1名 | 点点互动(北京)科技有限公司 | 1.8 | -1 |
| 3 | 向僵尸开炮 | 休闲-1名 | 深圳大梦龙途文化传播有限公司 | 3.0 | - |
| 4 | 指尖无双 | 角色-2名 | 福州蓝破珀网络科技有限公司 | 4.3 | -1 |
| 5 | 小小英雄 | 角色-3名 | 广州四三九九信息科技有限公司 | 6.6 | -3 |
| 6 | 百炼英雄 | 角色-4名 | 深圳市九九互动科技有限公司 | 7.3 | -2 |
| 7 | 跃动小子 | 休闲-2名 | 波克科技集团有限公司 | 7.4 | -5 |
| 8 | 咸鱼之王 | 角色-5名 | 北京豪腾嘉科科技有限公司 | 8.3 | +1 |
| 9 | 这城有良田 | 休闲-3名 | 上海益玩网络科技有限公司 | 8.6 | - |
| 10 | 王者征途 | 角色-6名 | 上海巨人统平网络科技有限公司 | 9.5 | -1 |
| 11 | 无名之辈 | 角色-7名 | 三七互娱网络科技集团股份有限公司 | 10.5 | +1 |
| 12 | 灵剑仙师 | 角色-8名 | 三七互娱网络科技集团股份有限公司 | 11.0 | -6 |
| 13 | 青云诀之伏羲 | 角色-9名 | 海南元游信息技术有限公司 | 12.8 | - |
| 14 | 武侠大明星 | 休闲-4名 | 深圳大梦龙途文化传播有限公司 | 13.8 | - |
| 15 | 仙侠大作战 | 角色-10名 | 广州四三九九信息科技有限公司 | 15.3 | -1 |
| 16 | 腾讯欢乐斗地主 | 棋牌-1名 | 深圳市腾讯计算机系统有限公司 | 16.7 | +2 |
| 17 | 手机反恐特别行动 | 休闲-5名 | 成都疾风劲爆科技有限公司 | 18.0 | +19 |
| 18 | 行侠仗义五千年 | 休闲-6名 | 海南畅游科技有限公司 | 18.7 | +1 |
| 19 | 几何王国 | 休闲-7名 | 海南星链时空网络科技有限公司 | 20.4 | -4 |
| 20 | 浪漫餐厅 | 休闲-8名 | 北京柠檬微趣科技股份有限公司 | 21.3 | -1 |

资料来源：DataEye研究院，国信证券经济研究所整理

2.2 影视IP：上半年电影票房同比下滑

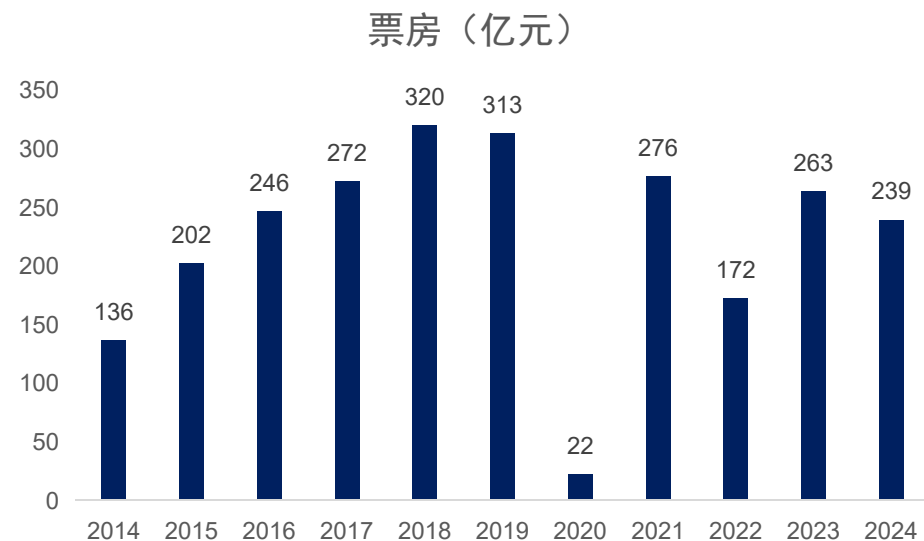
- 24年1-6月电影市场实现票房238.97亿元，同比下滑9.12%；
- 纵向比较来看，剔除受疫情影响的2020、2022年，票房规模低于2016年水平、影院渠道承压明显；
- 逐月来看，除春节档所在的2月份之外，整体票房增速呈现下滑趋势；

3月份以来电影票房市场进入下降通道



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

上半年票房表现

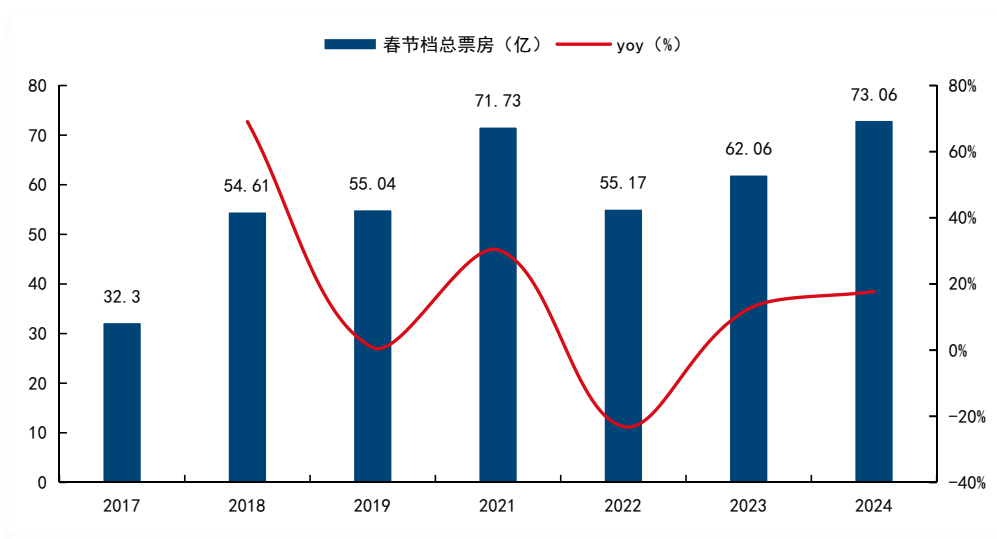


资料来源：灯塔数据，国信证券经济研究所整理

2.2 影视IP：主要档期表现良好，内容供应周期压制观影需求释放

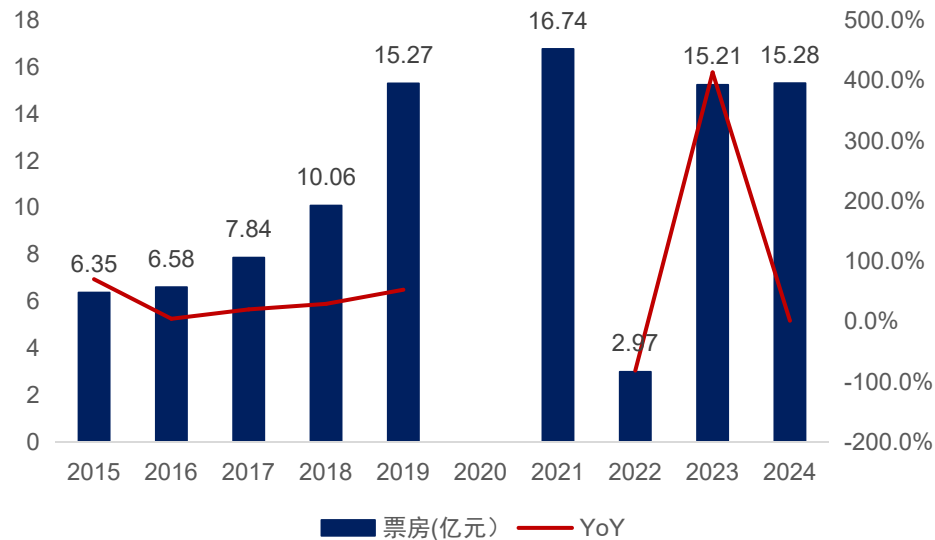
- 春季档票房创历史新高、五一档亦创历史第二成绩。1) 2024年中国春节档分账票房取得73.06亿（不含服务费），同比增加17.65%，录得中国春节档影史第一高。观影人次为1.63亿，同比增长26.36%，较2019年同比增长13.48%；2) 五一档总票房达15.28亿，超过去年同档期的15.21亿、同比增长0.5%，位居同档期历史第二。观影人次达到3780万、同比增长0.3%；
- 内容质量成为票房市场表现核心决定要素，短期内容供给受限压制需求释放。在渠道渗透处于高位的背景下，内容供给质量成为决定票房表现的核心要素；受制于前期较低的内容投资意愿，在23年积累内容释放之后，24年整体处于片荒状态，从而对观影需求带来显著压制。

春节档票房（亿元）



资料来源：灯塔数据，国信证券经济研究所整理

五一档票房表现（亿元）

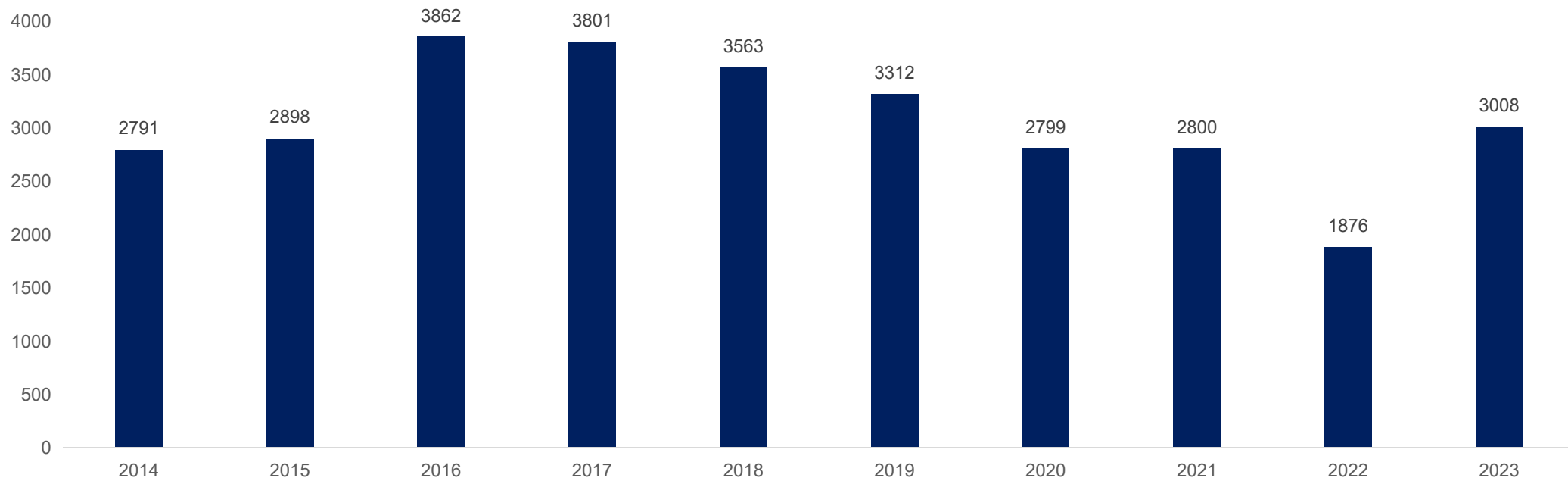


资料来源：灯塔数据，国信证券经济研究所整理

2.2 影视IP：下半年国产电影供应周期有望底部向上

- ▶从国产电影备案数量上来看，20年至22年呈现显著下滑趋势；
- ▶23年以来拐点趋势明显，备案数量同比增长60%；考虑到影片制作时间周期，下半年开始国产优质内容供给有望底部向上，从而带动票房市场持续回暖

国产影片备案数量

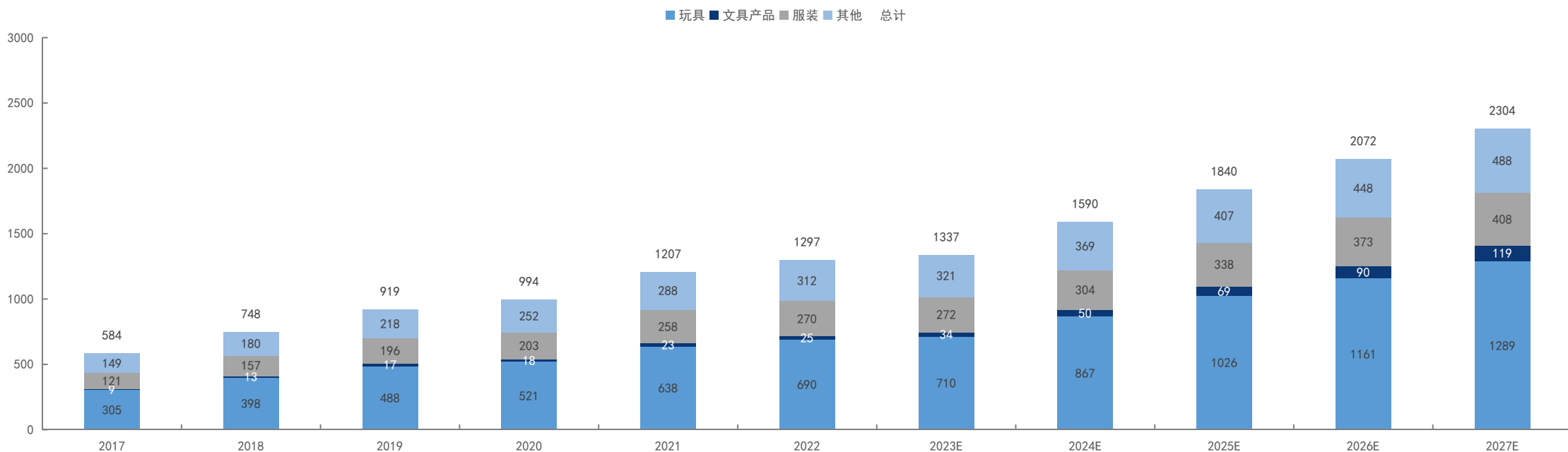


资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

2.2 影视IP：泛娱乐产品持续火热

- ▶ 泛娱乐产品是指基于IP开发的实体产品，如玩具、文具、服装及其他消费品等
- ▶ 以商品交易总额计，泛娱乐产品行业的市场规模由2017年的人民币584亿元增加至2022年的人民币1,297亿元，复合年增长率为17.3%。基于消费者群体不断扩大、消费者需求不断增长且多元化、产品质量提高及产品类型愈加多样化等推动因素，市场规模预计到2027年将达到人民币2,304亿元
- ▶ IP玩具为泛娱乐产品中成长最快的领域，2022年市场规模达到690亿元，17~22年复合增长率为17.8%，预计22~27年市场规模将维持13.3%左右的增长。

图：中国泛娱乐产品行业及其主要品类市场规模



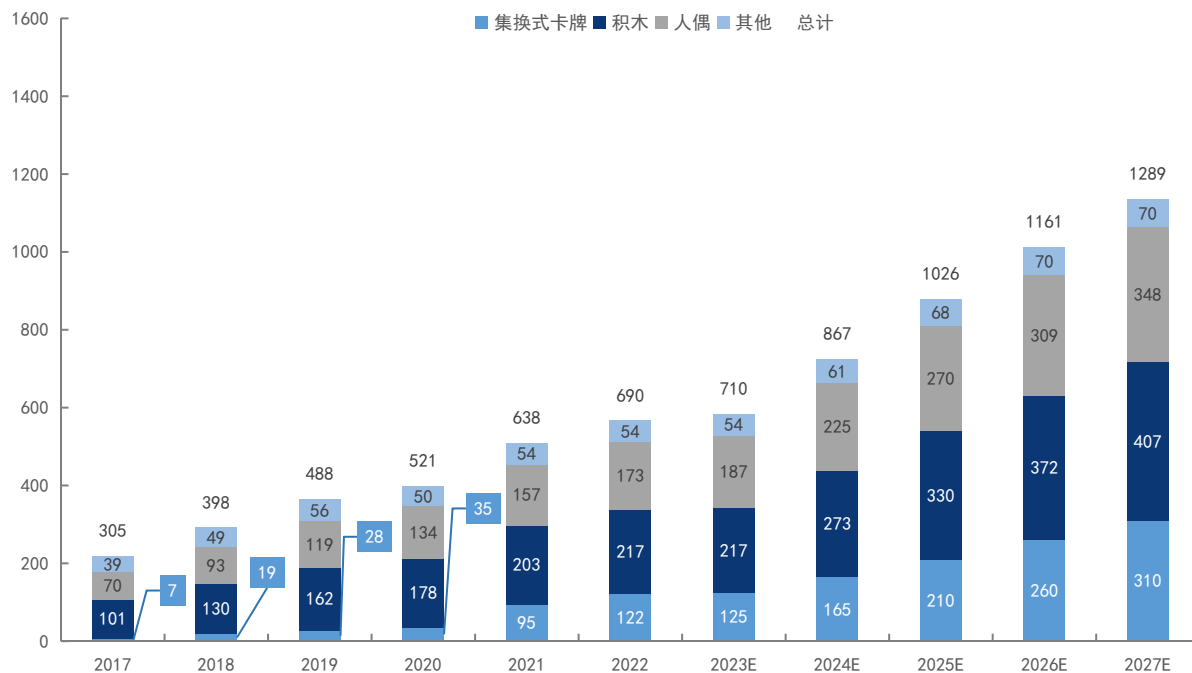
资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

2.2 影视IP：泛娱乐产品持续火热

➤ 产品种类上来看，IP玩具主要包括集换式卡牌、积木、人偶、毛绒玩具及其他玩具。一方面，泛娱乐玩具受益于优质IP内容，可吸引及维系IP受众；另一方面，泛娱乐玩具的娱乐性和互动性则有助于巩固和扩大IP受众群体

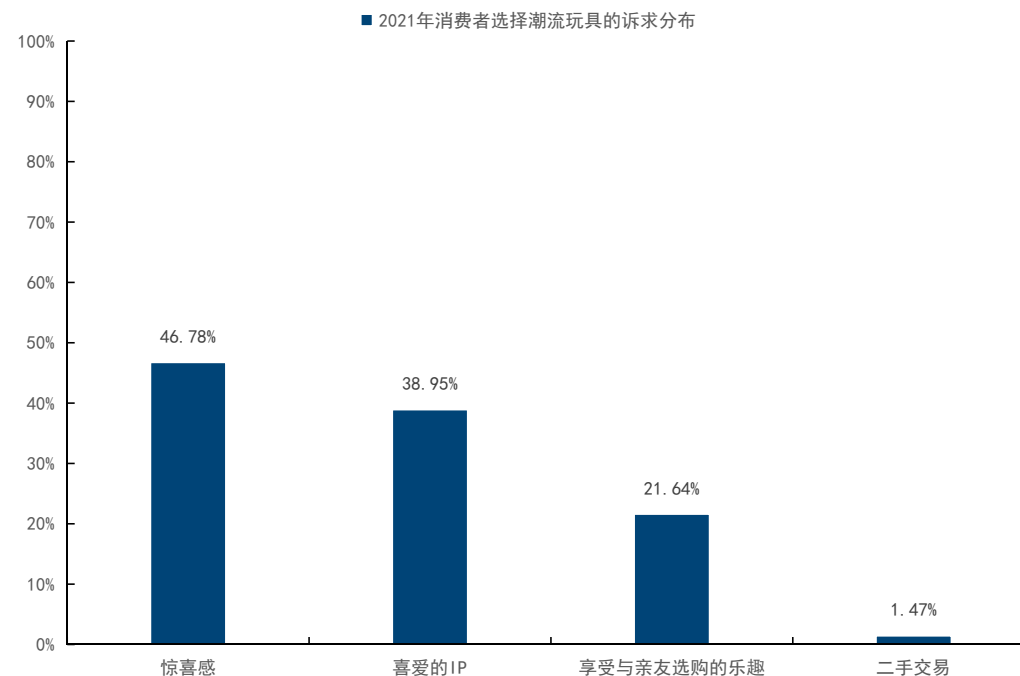
➤ IP精神消费崛起，集换式卡牌、盲盒、积木类玩具爆款不断

图：中国泛娱乐玩具行业及其主要品类市场规模



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图：中国消费者选择潮流玩具的诉求分布

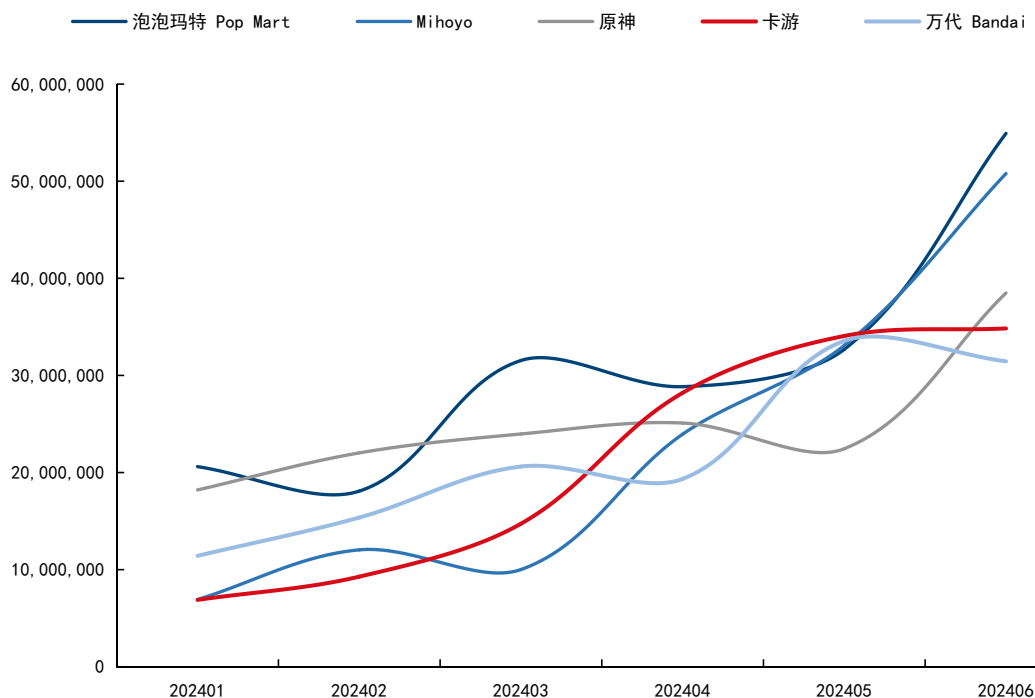


资料来源：中国社科院，国信证券经济研究所整理

2.2 影视IP：泛娱乐产品持续火热

- ▶ 2024年上半年，天猫渠道IP潮玩销售额前五的品牌分别为泡泡玛特（盲盒为主）、米哈游（徽章、盲盒为主）、原神（徽章为主）、卡游（集换式卡牌为主）、万代（手办、拼装模型为主），这些品牌在天猫渠道上半年的销售额均超过1亿元，销售量均超过50万只
- ▶ 单品来看，泡泡玛特周年雕塑盲盒（定价790元，月销2000+）、卡游小马宝莉集换式卡牌（定价19.9元，月销30000+）表现居前

图：天猫渠道销售额前五的潮玩品牌月度销售额情况



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特MOLLY周年雕塑



资料来源：泡泡玛特淘宝旗舰店，国信证券经济研究所整理

图：卡游小马宝莉卡片



资料来源：卡游淘宝旗舰店，国信证券经济研究所整理

2.3 广告营销：宏观环境决定复苏强度，关注媒介资源基本面以及主题催化

➤ 广告投放花费与宏观环境高度相关，2024年1-4月广告市场同比上涨4.0%。分月表现看，4月份的广告市场刊例花费持续呈现波动，同比微跌0.4%；月度花费环比微涨1.3%；广告主对宏观环境弱预期压制广告投放表现

➤ 中观维度关注媒介需求端变化；线上短视频、流媒体，线下梯媒表现相对较好，基本面维度关注上述资源端平台收入及利润恢复强度

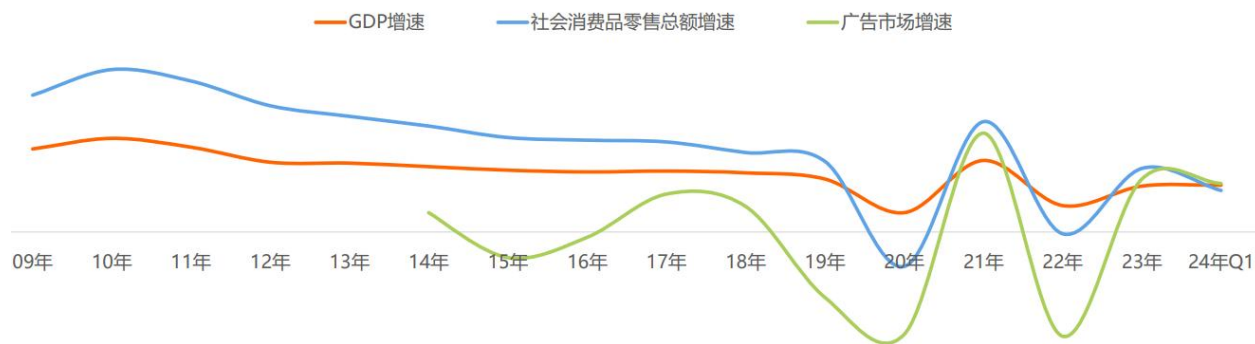
分媒体品类投放增速



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

Q1广告投放

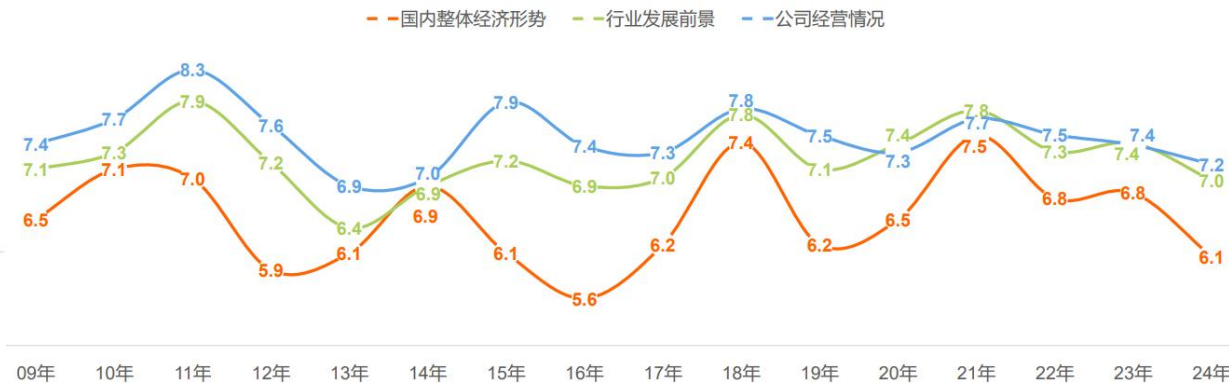
2009-2024年Q1 中国GDP、社会消费品零售总额和广告市场增速情况



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

宏观弱预期压制广告投放信心

广告主对整体经济形势的打分 (1-10分制)



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

3. AIGC：大模型及终端持续推进，应用端值得期待

3.1 模型端：多模态加速推进

➤ OpenAI 发布Sora，多模态加速推进

OpenAI 发布Sora文生视频模型，可以根据用户输入的文本描述，生成一段视频内容，视频时长可达1分钟且视觉质量较高。对于任何需要制作视频的艺术师、电影制片人 or 学生来说，这都带来了无限可能。

Sora 可以创建包含多人、特定运动类型和详细背景的复杂场景。它能生成准确反映用户提示的视频。例如，Sora 可以制作时尚女性走在霓虹闪烁的东京街头的视频、雪地里的巨型长毛象视频，甚至是太空人冒险的电影预告片。

图：GPT4 多模态

图：Sora生成“时尚女性走在霓虹闪烁的东京街头”



资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

图：Sora生成“雪地里的巨型长毛象”



资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

Example of GPT-4 visual input:

User What is funny about this image? Describe it panel by panel.



Source: <https://www.reddit.com/r/hmm/comments/ubab5v/hmm/>

资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

3.1 模型端：大模型服务更快更省

➤ 谷歌：Gemini 1.5 上线

长语境理解方面取得突破，能够显著增加模型可处理的信息量，上下文窗口长度扩展到100万个tokens；

一次处理大量的信息：包括1小时的视频、11小时的音频、超过3万行代码或超过70万字的代码库；能对不同的模式执行高度复杂的理解和推理任务，包括视频、代码等；

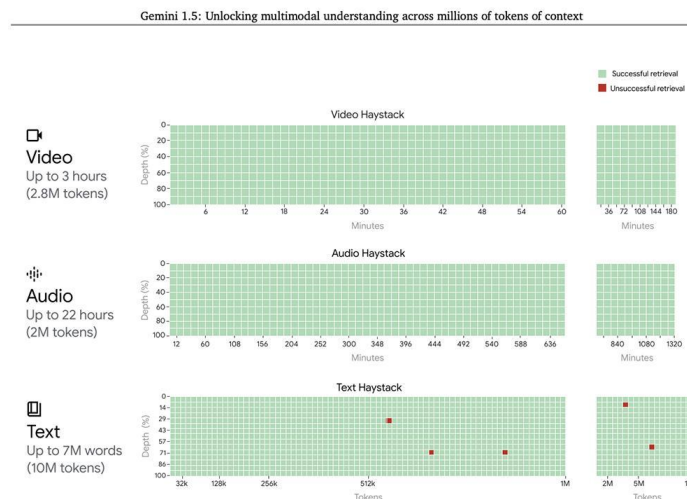
“情境学习”技能：可以从长时间提示的信息中学习新技能，而无需额外的微调

图：谷歌Gemini 1.5模型提升对比

| Gemini 1.5 Pro | Relative to 1.0 Pro | Relative to 1.0 Ultra |
|----------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| Long-Context Text, Video & Audio | from 32k up to 10M tokens | from 32k up to 10M tokens |
| Core Capabilities | Win-rate: 87.1% (27/31 benchmarks) | Win-rate: 54.8% (17/31 benchmarks) |
| Text | Win-rate: 100% (13/13 benchmarks) | Win-rate: 77% (10/13 benchmarks) |
| Vision | Win-rate: 77% (10/13 benchmarks) | Win-rate: 46% (6/13 benchmarks) |
| Audio | Win-rate: 60% (3/5 benchmarks) | Win-rate: 20% (1/5 benchmarks) |

资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

图：谷歌Gemini 1.5能力



资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

图：谷歌Gemini 1.5模型参数

| Capability | Benchmark | Gemini | | |
|---------------------------|---|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| | | 1.0 Pro | 1.0 Ultra | 1.5 Pro |
| Math, Science & Reasoning | Hellaswag (Zellers et al., 2019) | 84.7% 10-shot | 87.8% 10-shot | 92.5% 10-shot |
| | MMLU: Multiple-choice questions in 57 subjects (professional & academic). (Hendrycks et al., 2021a) | 71.8% 5-shot | 83.7% 5-shot | 81.9% 5-shot |
| | GSM8K: Grade-school math problems. (Cobbe et al., 2021) | 77.9% 11-shot | 88.9% 11-shot | 91.7% 11-shot |
| | MATH: Math problems ranging across 5 levels of difficulty and 7 sub-disciplines. (Hendrycks et al., 2021b) | 32.6% 4-shot Minerva prompt | 53.2% 4-shot Minerva prompt | 58.5% 4-shot Minerva prompt 59.4% 7-shot |
| | AMC 2022-23: 250 latest problems including 100 AMC 12, 100 AMC 10, and 50 AMC 8 problems. | 22.8% 4-shot | 30% 4-shot | 37.2% 4-shot |
| Coding | BigBench - Hard: A subset of harder tasks from Big Bench formatted as CoT problems. (Srivastava et al., 2022) | 75.0% 3-shot | 83.6% 3-shot | 84.0% 3-shot |
| | DROP: Reading comprehension & arithmetic. (Metric: F1-Score). (Dua et al., 2019) | 74.1% Variable shots | 82.4% Variable shots | 78.9% Variable shots |
| | HumanEval chat preamble* (Metric: pass rate). (Chen et al., 2021) | 67.7% 0-shot (PT) | 74.4% 0-shot (PT) | 71.9% 0-shot |
| Multilinguality | Natural2Code chat preamble* (Metric: pass rate). | 69.6% 0-shot (PT) | 74.9% 0-shot (PT) | 77.7% 0-shot |
| | WMT23: sentence-level machine translation (Metric: BLEURT). (Tom et al., 2023) | 71.73 1-shot (PT) | 74.41 1-shot (PT) | 75.20 1-shot |
| | MGSM: multilingual math reasoning. (Shi et al., 2023b) | 63.45% 8-shot (PT) | 78.95% 8-shot (PT) | 88.73% 8-shot |

Table 8 | Evaluation results of Gemini 1.5 Pro and Gemini 1.0 models on standard coding, multilinguality as well as math, science and reasoning benchmarks. Unless explicitly specified, all tasks are evaluated in terms of answer accuracy. Note that in this table, PT for the 1.0 Ultra and Pro models denote tasks evaluated with model variants that have undergone a post-training (i.e. instruction-tuning) phase after pre-training. All numbers for the 1.5 Pro are obtained after instruction-tuning, as described in Section 3.

资料来源：谷歌，国信证券经济研究所整理

3.1 模型端：大模型服务更快更省

➤ Meta：发布最强开源大模型Llama 3，多模态版本随后将上线

Meta在官网上宣布公布了旗下最新大模型Llama 3。目前，Llama 3已经开放了80亿（8B）和700亿（70B）两个小参数版本，上下文窗口为8k。Meta表示，通过使用更高质量的训练数据和指令微调，Llama 3比前代Llama 2有了“显著提升”。未来Meta将推出Llama 3的更大参数版本，其将拥有超过4000亿参数。Meta也将在后续为Llama 3推出多模态等新功能

根据Meta的测试结果，Llama 3 8B模型在MMLU、GPQA、HumanEval等多项性能基准上均超过了Gemma 7B和Mistral 7B Instruct，70B模型则超越了名声在外的闭源模型Claude 3的中间版本Sonnet，和谷歌的Gemini Pro 1.5相比三胜两负。

在常规数据集之外，Meta还致力于优化Llama 3在实际场景中的性能，为此专门研发了一套高质量的人工测试集。该测试集包含1800条数据，涵盖了寻求建议、封闭式问题回答、头脑风暴、编码、写作等12个关键用例，并对开发团队保密。在这套测试集中，从结果来看，Llama 3的成绩大幅超越了Llama 2，也胜过了Claude 3 Sonnet、Mistral Medium和GPT-3.5这些知名模型

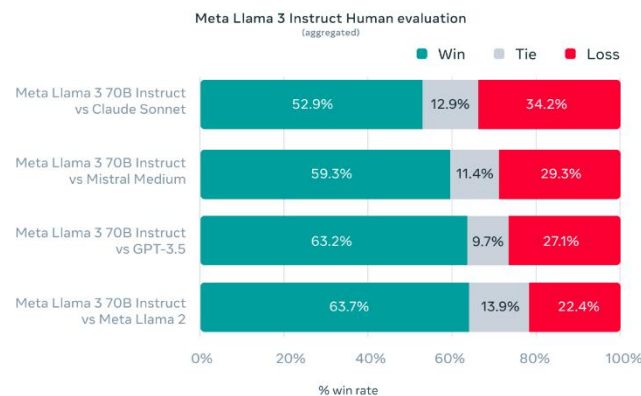
图：Llama 3表现测试

| | Meta Llama 3 8B | Gemma 7B - It Measured | Mistral 7B Instruct Measured |
|--------------------|-----------------|------------------------|------------------------------|
| MMLU 5-shot | 68.4 | 53.3 | 58.4 |
| GPQA 0-shot | 34.2 | 21.4 | 26.3 |
| HumanEval 0-shot | 62.2 | 30.5 | 36.6 |
| GSM-8K 8-shot, CoT | 79.6 | 30.6 | 39.9 |
| MATH 4-shot, CoT | 30.0 | 12.2 | 11.0 |

| | Meta Llama 3 70B | Gemini Pro 1.5 Published | Claude 3 Sonnet Published |
|--------------------|------------------|---------------------------|---------------------------|
| MMLU 5-shot | 82.0 | 81.9 | 79.0 |
| GPQA 0-shot | 39.5 | 41.5 CoT | 38.5 CoT |
| HumanEval 0-shot | 81.7 | 71.9 | 73.0 |
| GSM-8K 8-shot, CoT | 93.0 | 91.7 11-shot | 92.3 0-shot |
| MATH 4-shot, CoT | 50.4 | 58.5 Mistral pro-instruct | 40.5 |

资料来源：Meta，国信证券经济研究所整理

图：Llama 3实际场景横向对比



资料来源：Meta，国信证券经济研究所整理

图：400B+模型部分测试结果

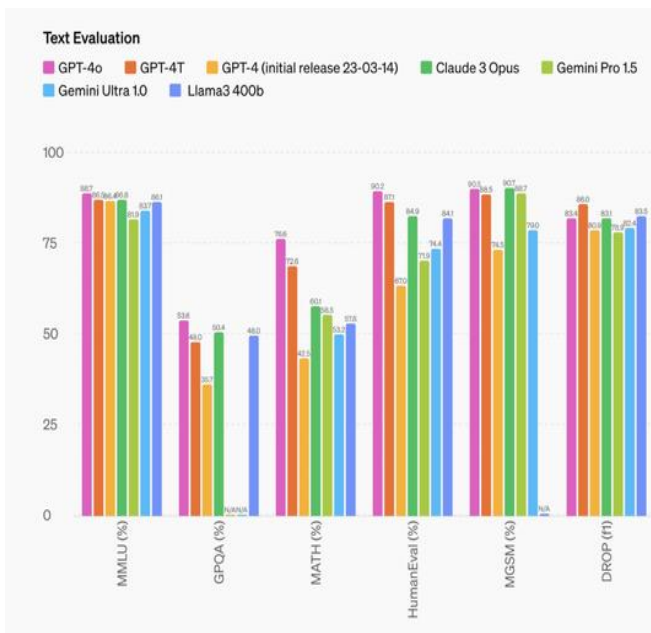
| | PRE-TRAINED Meta Llama 3 400B+ | INSTRUCT Meta Llama 3 400B+ |
|----------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| MMLU 5-shot | 84.8 | 86.1 |
| AGIEval English 3-5-shot | 69.9 | 48.0 |
| BIG-Bench Hard 3-shot, CoT | 85.3 | 84.1 |
| ARC-Challenge 25-shot | 96.0 | 94.1 |
| DROP 3-shot, F1 | 83.5 | 57.8 |

资料来源：Meta，国信证券经济研究所整理

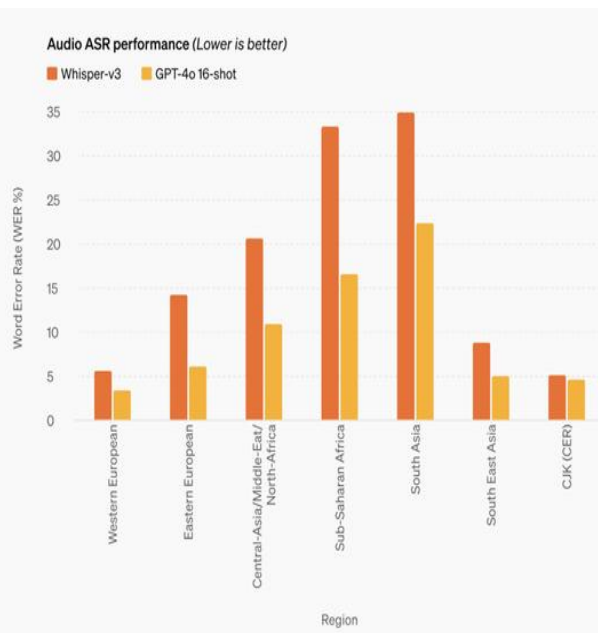
3.1 模型端：大模型服务更快更省

➤ OpenAI 发布GPT-4o。OpenAI 正式发布GPT-4o，除了可以给普通用户使用之外，还将开放相应API给GPT的开发者，比原来的GPT 4-Turbo 快 2 倍，价格便宜 50%。GPT-4o提供 GPT-4 级别的智能，但速度更快，并改进了其跨文本、语音和视觉的功能。语音模式下与 ChatGPT 对话的平均延迟为 2.8s（ChatGPT-3.5）以及 5.4s（GPT-4）。多模态输入方面，GPT-4o提升了视觉信息的实时处理能力，用户通过手机摄像头、实时共享屏幕等方式，就可以让GPT-4o扫描各种视觉信息，包括文本、图表、外部信息等等，与GPT-4o进行视频互动。

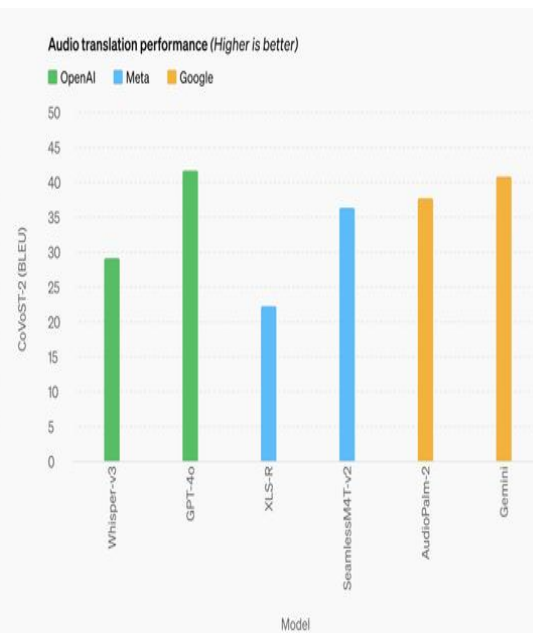
图：文本测试



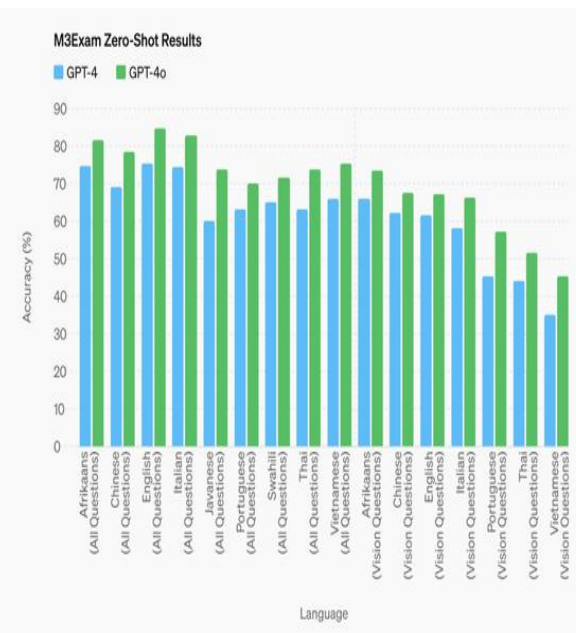
图：语音识别



图：翻译



图：多语言测试



资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

3.1 模型端：大模型服务更快更省

- 国内通义千问、豆包、文心一言等大模型大幅降价，有助加速应用端加速落地。阿里云宣布通义千问GPT-4级主力模型Qwen-Long API输入价格从0.02元/千tokens降至0.0005元/千tokens，直降97%，约为GPT-4价格的1/400。Qwen-Long是通义千问的长文本增强版模型，性能对标GPT-4，上下文长度最高达1千万。此外，Qwen-Long输出价格也直降90%至0.002元/千tokens。不久前发布的通义千问旗舰款大模型Qwen-Max，API输入价格降至0.04元/千tokens，降幅达67%。
- 幻方量化旗下DeepSeek发布第二代MoE模型DeepSeek-V2，API定价为每百万Tokens输入1元、输出2元（32K上下文），价格为GPT-4 Turbo的近百分之一。智谱大模型官宣新的价格体系，入门级产品GLM-3 Turbo模型调用价格从5元 / 百万Tokens降至1元 / 百万Tokens，降幅达80%。字节跳动旗下云服务平台火山引擎自研的豆包主力模型对外披露定价，通用模型 pro-32k 版模型推理输入价格为0.0008元 / 千Token。

图：通义千问主力模型大幅降价



资料来源：腾讯混元官网，国信证券经济研究所整理

3.2 端侧发力：加速应用触达

- 苹果：发布面向 iPhone、iPad 和 Mac 的个人智能化系统 Apple Intelligence，基于个人场景发挥生成式模型的强大功用，结合用户情况提供有助益且相关的智能化功能；
- 三星：全终端赋能，即圈即搜、提炼概要、实时翻译等功能上线
- 华为：“鸿蒙原生智能”，拥有系统级 AI 能力，AI 不再仅仅是手机的附加品，而是与操作系统深度融合，成为系统级的核心能力
- OPPO/vivo/小米等发布多款AI手机终端

图：Apple Intelligence



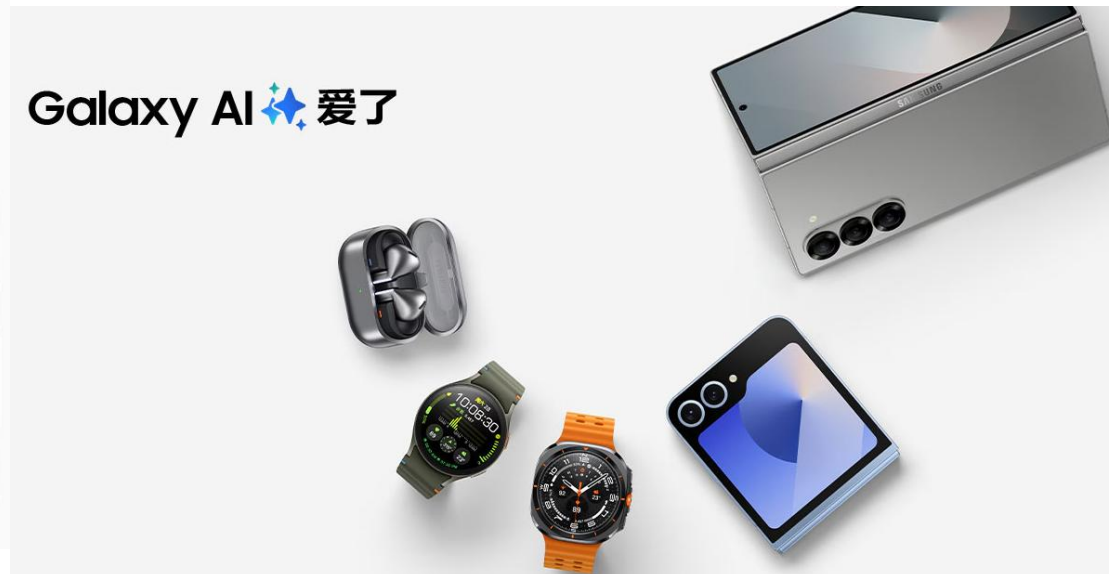
资料来源：苹果官网，国信证券经济研究所整理

图：华为鸿蒙原生智能



图：三星Galaxy AI

资料来源：IT之家，国信证券经济研究所整理



资料来源：三星官网，国信证券经济研究所整理

3.3 场景落地持续泛化：Chatbots

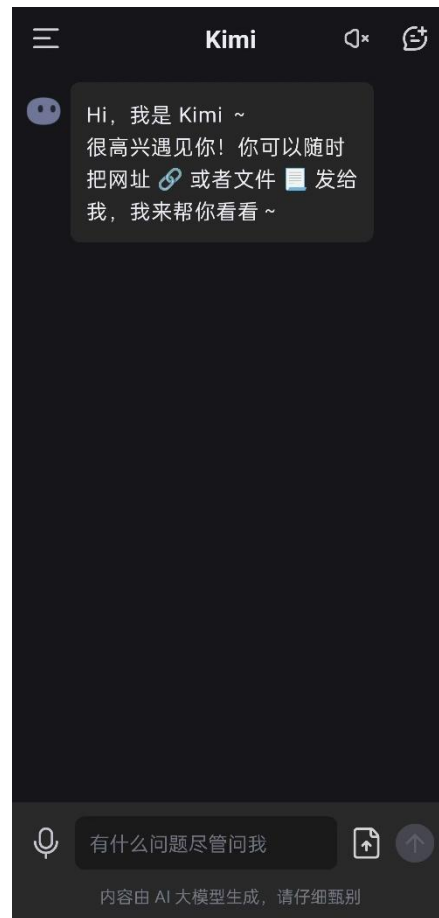
➤ 从Chatgpt到Kimi，Chatbots当前仍是使用最为广泛的场景

图：豆包



资料来源：豆包，国信证券经济研究所整理

图：Kimi



资料来源：Kimi，国信证券经济研究所整理

图：天工



资料来源：天工，国信证券经济研究所整理

图：ChatGpt



资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

3.3 场景落地持续泛化：AI搜索

- AI搜索引擎基于人工智能技术，利用自然语言处理、机器学习、深度学习等技术，对用户的搜索语句进行分析和理解，从而推荐更加准确的搜索结果。其实现原理是将用户的查询意图和知识库中的信息进行匹配和比对，找到最匹配的答案，并输出给用户
- 在搜索结果的呈现方式上，更加注重智能化、个性化和交互化的体验。通过分析用户在搜索过程中的行为与反馈，AI搜索引擎能够推荐更符合个性化需求的搜索结果，并不断优化搜索算法，提升搜索结果的质量和准确性

图：秘塔搜索

图：天工AI搜索



资料来源：秘塔，国信证券经济研究所整理

资料来源：天工搜索，国信证券经济研究所整理

3.3 场景落地持续泛化：AI社交

- 据Mordor Intelligence报告，AI社交应用规模将从2023年的16.4亿美元增长至2028年的56.6亿美元；
- 海外Character AI，国内出海应用Talkie（MiniMax）、linky（昆仑万维），国内市场X Eva（小冰）等均有不错表现；

图：Character.ai



资料来源：Character AI，国信证券经济研究所整理

图：Talkie



资料来源：Talkie，国信证券经济研究所整理

3.3 应用端：全球百花争鸣，国内市场ChatBots主导

- 全球市场来看，ChatGPT访问量绝对领先，但从前十产品分布来看，赛道分布更为广泛；
- 国内市场前十仍以ChatBots为主，但是在搜索、工具等领域相比年初分布更为均衡；

| 全球排名 | 产品名 AI产品榜 | 分类 aicpb.com | 6月上榜 访问量 | 6月上榜 变化 |
|------|---------------------|------------------------|-------------|------------|
| 1 | ChatGPT | AI ChatBots | 2.95B | 14.87% |
| 2 | New Bing | AI Search Engine | 1.36B | -5.67% |
| 3 | Canva Text to Image | AI Design Tool | 584.28M | -12.82% |
| 4 | Character AI | AI Character Generator | 356.38M | 13.83% |
| 5 | Gemini | AI ChatBots | 352.31M | -19.06% |
| 6 | DeepL | AI Translate Tools | 266.15M | -8.41% |
| 7 | Notion AI | AI Writer Generator | 161.95M | -5.16% |
| 8 | Shop | E-COMMERCE | 104.98M | -4.55% |
| 9 | Jambot | Productivity | 92.77M | -2.93% |
| 10 | Salesforce AI | AI Customer Support | 88.29M | -1.65% |

| 国内排名 | 产品名 AI产品榜 | 分类 aicpb.com | 6月上榜 访问量 | 6月上榜 变化 |
|------|--------------|-----------------------|-------------|------------|
| 1 | 百度文库 AI 功能 | AI Writer Generator | 60.63M | -7.60% |
| 2 | 360AI搜索 | AI Search Engine | 51.34M | 0.71% |
| 3 | 天工AI（昆仑万维） | AI ChatBots | 27.24M | 59.37% |
| 4 | Kimi（月之暗面） | AI ChatBots | 23.21M | 0.80% |
| 5 | 百度文心一言 | AI ChatBots | 16.76M | -6.58% |
| 6 | 秘塔AI搜索 | AI Search Engine | 10.96M | -26.71% |
| 7 | 阿里通义千问 | AI ChatBots | 8.2M | 0.73% |
| 8 | 抖音豆包 | AI ChatBots | 6.31M | 18.11% |
| 9 | AiPPT.cn | AI Presentation Maker | 5.5M | 12.93% |
| 10 | C知道 | AI Search Engine | 5.24M | -22.05% |

资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

3.3 应用端：视频等多模态表现良好，国内市场加速迭代

- 视频等多模态产品增长迅猛。从6月全球增速榜来看，视频生成类应用Luma表现亮眼，前3中有两款应用为视频生成类，体现出AIGC在多模态领域较大潜力
- 国内仍处于混战阶段。从6月国内增速榜来看，昆仑万维旗下天工AI增速居首，整体来看，国内在主流应用方向上（如Chatbots等）仍处于百家争鸣阶段

| 全球排名 | 产品名 AI产品榜 | 分类 aicpb.com | 6月上榜访问量 | 6月上榜变化 |
|------|-------------------------|------------------------|---------|----------|
| 1 | Luma AI | AI Video Generators | 19.11M | 1252.21% |
| 2 | Glasp | Summarizer | 5.95M | 400.42% |
| 3 | Viggle | AI Video Generators | 14.4M | 122.93% |
| 4 | Talkie | AI ChatBots | 2.32M | 76.88% |
| 5 | Joyland | AI Character Generator | 2.75M | 70.97% |
| 6 | Blender Copilot-Blender | 3D | 3.54M | 60.90% |
| 7 | 天工AI（昆仑万维） | AI ChatBots | 27.24M | 59.37% |
| 8 | Mango AI | AI navigation site | 1.9M | 57.55% |
| 9 | JanitorAI | AI Character Generator | 67.77M | 47.82% |
| 10 | PionexGPT | AI Finance | 3.2M | 47.81% |

| 国内排名 | 产品名 AI产品榜 | 分类 aicpb.com | 6月上榜访问量 | 6月上榜变化 |
|------|--------------|---------------------------|---------|--------|
| 1 | 天工AI（昆仑万维） | AI ChatBots | 27.24M | 59.37% |
| 2 | DeepSeek | AI ChatBots | 1.9M | 36.86% |
| 3 | 抖音豆包 | AI ChatBots | 6.31M | 18.11% |
| 4 | 墨刀AI | AI Design Tool | 2.09M | 15.22% |
| 5 | AiPPT.cn | AI Presentation Maker | 5.5M | 12.93% |
| 6 | ai-bot | AI navigation site | 1.25M | 11.86% |
| 7 | 魔搭社区-阿里达摩院 | Model Training & Deplc | 1.09M | 10.26% |
| 8 | 讯飞听见 | AI Transcription Software | 697.91K | 7.86% |
| 9 | liblib.art | Model Training & Deplc | 2.56M | 5.80% |
| 10 | 美图设计室 | AI Design Tool | 3.87M | 5.25% |

资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

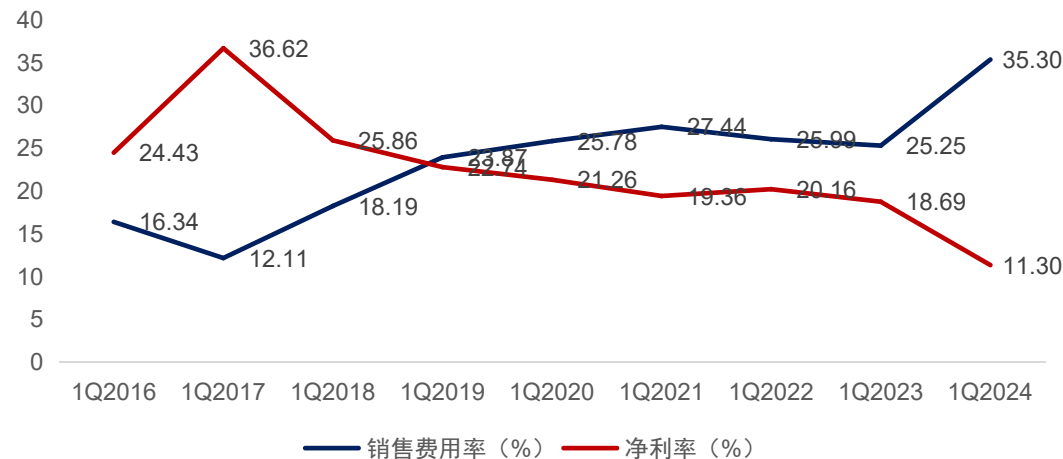
资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

4. 投资建议：等待景气周期反转，中长期持续看好AIGC等新科技产业机遇

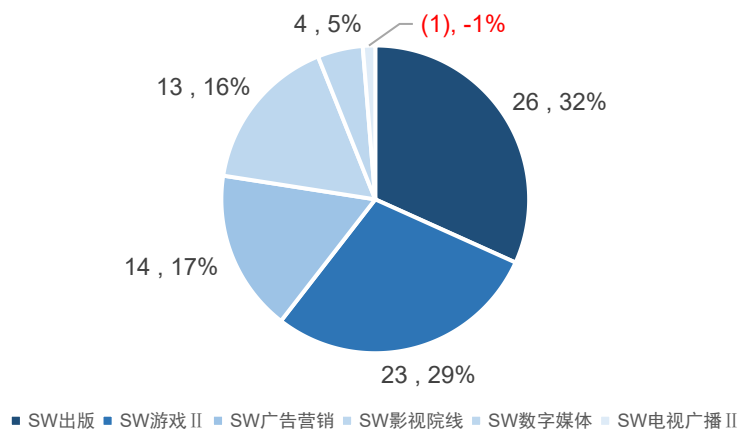
4.1 短期及外部宏观因素带动业绩大幅下行，中期有望再度向上

- 游戏及出版构成传媒板块业绩主体（Q1合计占比超过60%）；所得税费率调整（0提升至25%）是出版板块业绩大幅向下的主要原因；版本号重启之下新游密集上线导致游戏板块费用率显著提升压制游戏板块短期业绩表现；电影及影院板块更多受制于内容制作周期影响；
- 广告、媒体则受制于外部宏观周期影响
- 中期来看，在基数效应减弱（游戏、出版）、供给周期上行（影视）以及宏观预期改善之下，板块业绩有望再度上行；

图：费用端扰动导致游戏板块业绩大幅下滑（Q1）

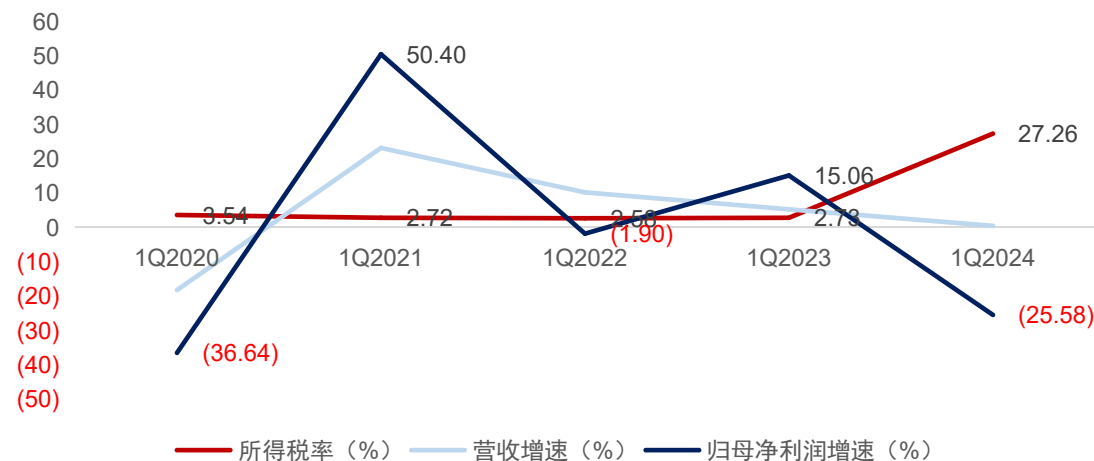


图：游戏及出版构成传媒板块业绩主体（Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：所得税率调整冲击出版板块业绩表现（Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.1 机构低配置下具备短期主题催化弹性可能

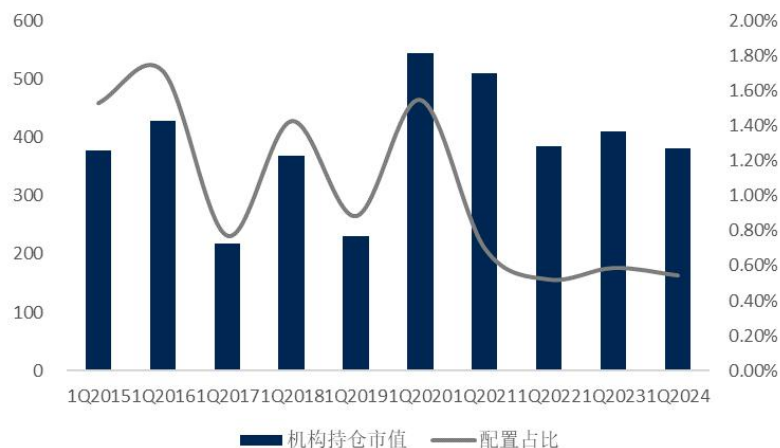
- 截至Q1（0331），公募机构在传媒板块持仓总市值380亿元（23年Q1 392亿元），占传媒板块总市值2.71%，占股票型基金+混合型基金持仓比例为0.55%、股票型基金持仓比例为1.34%，整体配置处于较低水平；
- 持仓个股来看，分众传媒、恺英网络、昆仑万维、光线传媒、万达电影等位居前列，前十持仓市值达到236亿元，占总持仓市值的62%；

传媒板块机构配置前十（截至Q1）

| 代码 | 简称 | 股价 | 市值（亿元） | 机构持仓市值（亿元） | %公募传媒板块持仓 |
|-----------|------|-------|--------|------------|-----------|
| 002027.SZ | 分众传媒 | 6.52 | 942 | 58 | 15% |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 11.02 | 237 | 33 | 9% |
| 300418.SZ | 昆仑万维 | 39.85 | 484 | 29 | 8% |
| 300251.SZ | 光线传媒 | 10.68 | 313 | 24 | 6% |
| 002739.SZ | 万达电影 | 15.29 | 333 | 22 | 6% |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 17.41 | 386 | 19 | 5% |
| 300002.SZ | 神州泰岳 | 9.37 | 184 | 16 | 4% |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 11.95 | 236 | 13 | 3% |
| 002602.SZ | 世纪华通 | 4.72 | 352 | 11 | 3% |
| 300413.SZ | 芒果超媒 | 24.31 | 455 | 11 | 3% |
| 合计 | | | 3921 | 236 | 62% |

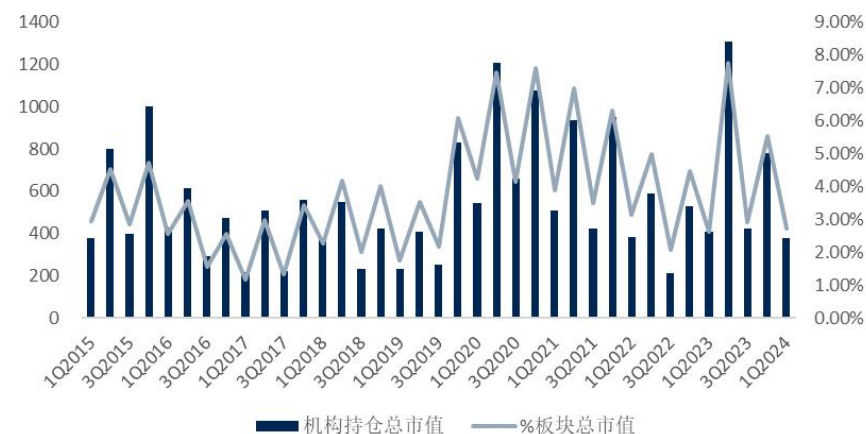
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：公募机构配置（亿元）占比（Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

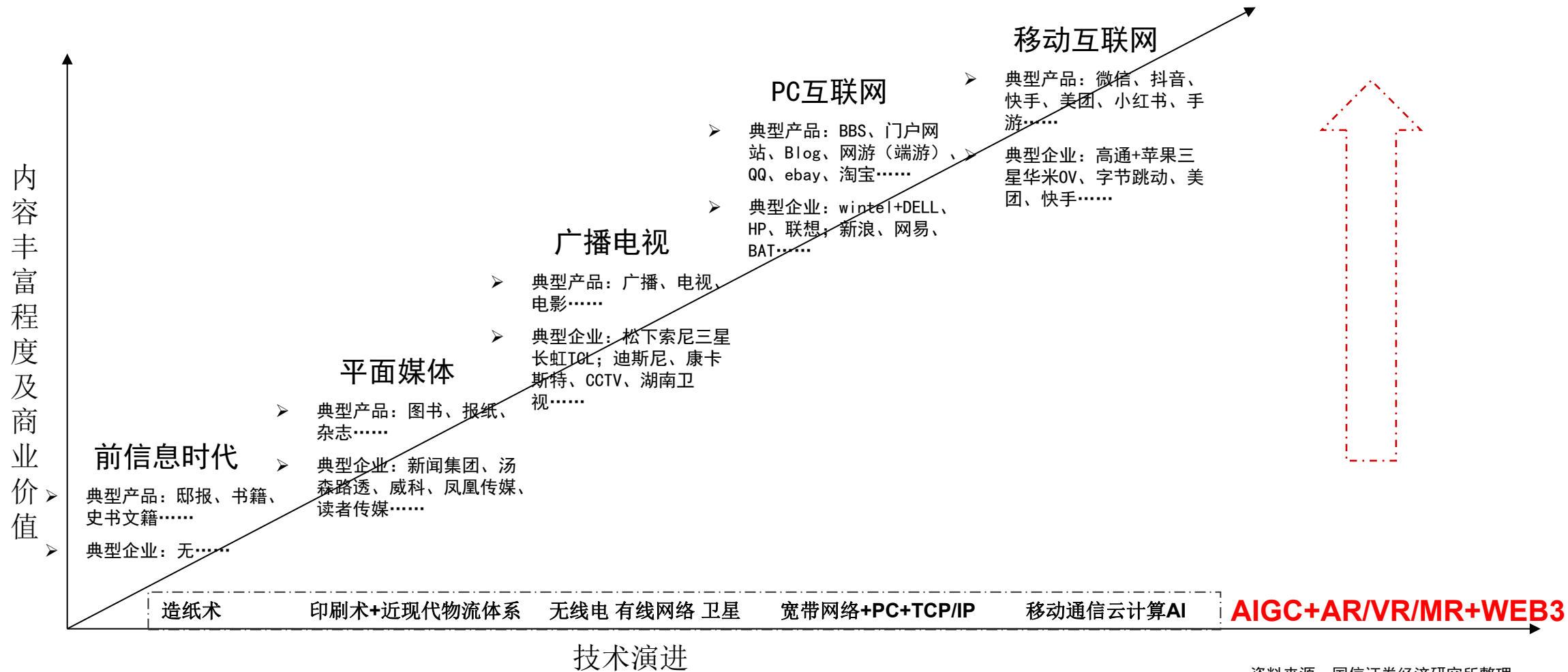
图：公募机构持仓市值（亿元）板块占比（Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.2 中期基于新科技驱动的核心动力逐渐明朗

- ▶ 传媒行业供给创造需求，技术进步引发媒介革命，内容与新型媒体互相融合，形式及商业模式、市场空间随之巨变
- ▶ “人们总是高估一项科技所带来的短期效益，却又低估它的长期影响。”——阿玛拉定律



资料来源：国信证券经济研究所整理

4.1 关注短期基本面变化，中长期持续看好AIGC产业机遇

- 关注暑期档表现及影视板块底部复苏可能，推荐渠道（万达电影、猫眼娱乐）以及内容（光线传媒、华策影视）；游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、哔哩哔哩等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；IP潮玩推荐泡泡玛特、阅文集团等；同时从高分红、低估值角度推荐出版板块；
- 2) 主题上来看，大模型加速发展带动AIGC关注应用端中长期落地机会，重点把握IP（中文在线、上海电影、华策影视、掌阅科技、捷成股份、奥飞娱乐、视觉中国）、大模型（昆仑万维）及应用环节（掌趣科技、巨人网络、盛天网络、天娱数科、浙数文化、奥飞娱乐、汤姆猫等标的）；

4.1 关注短期基本面变化，中长期持续看好AIGC产业机遇

表：重点公司估值表

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|----------|----------|------------|-------------|--------|--------|--------|--------|------|------|-------|-------|
| | | | | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
| 300364.SZ | 中文在线 | 优于大市 | 19.81 | 145 | -0.50 | 0.12 | 0.19 | 0.24 | (40) | 162 | 106 | 82 |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐 | 优于大市 | 5.91 | 87 | -0.12 | 0.06 | 0.14 | 0.21 | (51) | 93 | 43 | 29 |
| 002739.SZ | 万达电影 | 优于大市 | 11.65 | 254 | -0.88 | 0.42 | 0.64 | 0.77 | (13) | 28 | 18 | 15 |
| 300133.SZ | 华策影视 | 优于大市 | 5.73 | 109 | 0.21 | 0.20 | 0.23 | 0.27 | 27 | 28 | 25 | 21 |
| 300251.SZ | 光线传媒 | 优于大市 | 7.61 | 223 | -0.24 | 0.14 | 0.37 | 0.42 | (31) | 53 | 20 | 18 |
| 300058.SZ | 蓝色光标 | 优于大市 | 5.23 | 130 | -0.87 | 0.05 | 0.15 | 0.22 | (6) | 112 | 34 | 24 |
| 600556.SH | 天下秀 | 优于大市 | 3.40 | 61 | 0.10 | 0.05 | 0.09 | 0.13 | 34 | 66 | 38 | 26 |
| 600986.SH | 浙文互联 | 优于大市 | 3.92 | 58 | 0.05 | 0.13 | 0.16 | 0.19 | 72 | 30 | 24 | 21 |
| 002027.SZ | 分众传媒 | 优于大市 | 5.94 | 858 | 0.19 | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 31 | 18 | 16 | 14 |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 优于大市 | 8.80 | 189 | 0.48 | 0.68 | 0.85 | 1.02 | 18 | 13 | 10 | 9 |
| 002605.SZ | 姚记科技 | 优于大市 | 17.52 | 73 | 0.84 | 1.36 | 1.62 | 1.86 | 21 | 13 | 11 | 9 |
| 002624.SZ | 完美世界 | 优于大市 | 7.46 | 145 | 0.71 | 0.25 | 0.54 | 0.63 | 11 | 29 | 14 | 12 |
| 300031.SZ | 宝通科技 | 优于大市 | 15.51 | 64 | -0.95 | 0.26 | 0.83 | 0.98 | (16) | 61 | 19 | 16 |
| 300113.SZ | 顺网科技 | 优于大市 | 9.94 | 69 | -0.58 | 0.24 | 0.25 | 0.27 | (17) | 41 | 40 | 38 |
| 300418.SZ | 昆仑万维 | 优于大市 | 30.20 | 372 | 0.94 | 1.02 | 0.69 | 0.81 | 32 | 30 | 44 | 37 |
| 603444.SH | 吉比特 | 优于大市 | 159.35 | 115 | 20.28 | 15.62 | 14.96 | 17.07 | 8 | 10 | 11 | 9 |
| 000681.SZ | 视觉中国 | 优于大市 | 11.20 | 78 | 0.14 | 0.21 | 0.24 | 0.28 | 79 | 54 | 47 | 40 |
| 300413.SZ | 芒果超媒 | 优于大市 | 20.09 | 376 | 0.98 | 1.90 | 1.07 | 1.21 | 21 | 11 | 19 | 17 |
| 603533.SH | 掌阅科技 | 优于大市 | 17.16 | 75 | 0.13 | 0.08 | 0.26 | 0.33 | 131 | 216 | 67 | 52 |
| 9626.HK | 哔哩哔哩-W | 优于大市 | 127.00 | 535 | -16.12 | -17.80 | -11.45 | -41.51 | (8) | (7) | (11) | (3) |
| 9992.HK | 泡泡玛特 | 优于大市 | 37.70 | 506 | 0.64 | 0.35 | 0.81 | 112.23 | 59 | 106 | 47 | 0 |
| 0772.HK | 阅文集团 | 优于大市 | 26.05 | 267 | 1.80 | 0.59 | 0.78 | 24.38 | 14 | 44 | 33 | 1 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

商誉减值风险；

业绩不达预期；

经营管理风险；

监管政策风险；

新技术落地低于预期等。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|--------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

分析师承诺

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032