

2025年策略之时代的β看传媒布局价值

步入文化强国建设周期

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2024年10月29日

- 首席分析师：朱珠
- SAC编号：S1050521110001

研 究 创 造 价 值

投资要点：从主要矛盾关系看文化传媒

为什么2025年需要自上而下看文化传媒板块？时代的 β

从PC时代进入移动互联网时代，新需求大于新供给的矛盾带来估值攀升，从电影、游戏、剧集、直播电商等板块看，企业带来新供给即可享有PE红利；但当流量红利见顶，内容供给充沛后，当下社会主要矛盾，已从2C的供需矛盾转为2G端的矛盾，即如何借力文化传媒撬动内需与出海，2025年完成十四五规划，再启2035年文化强国的时代 β 蓝图，进而2025年需自上而下看传媒。

自上而下看 文化传媒是文化强国战略组成，凸显国家软实力

如同科技强国拉动的半导体、芯片板块，文化强国建设肩负国家软实力的使命。文化传媒顺人性的供给如长短剧、电影、游戏已通过短视频等媒介触达2C，供需矛盾渐完成后企业估值也逐步下修，但当下我们认为，文化传媒板块需关注的核心逻辑在于社会的主要矛盾已从2C的供需转为2G，国民经济的发展进程离不开与之相匹配的文化发展，国家从军事、科技、教育、体育等维度的强国建设离不开文化发展带来的软实力的提升，即政府端如何借力文化传媒杠杆效益来拉内需与出海的使命。

世界文化格局两次调整，第一次调整即世界文化中心从东方转向欧洲，即农业文明过渡至资产阶级革命与工业革命；第二次调整是从欧洲转向美国，两次战争后美国成为世界经济中心，也带来文化繁荣如英雄主义的文化思潮。世界文化格局的每一次调整，均是国家经济政治军事力量格局深刻变动的集中反映。为什么2025年文化传媒具布局价值？其内核有两个变量，第一个变量，2G（Government政府端）即从十四五文化建设收官到2035年文化强国建成，主要矛盾从2C供需转为文化软实力建设，文化传媒战略提升是自上而下的选择；第二个变量，AI应用会持续带来板块新成长预期；两大变量有望助推传媒板块估值提升。

自上而下，内需矛盾需2G端提振信心：

文化传媒已从解决2C（消费级）的矛盾转为2G（Government政府端）的矛盾。移动互联网红利期文化传媒经历了顺人性的野蛮生长阶段后流量见顶成长停滞，从内需角度，需自上而下推动，如2024年下半年政策密集推出提振内需信心；“十四五”文化产业发展规划指出2025年文化消费更加活跃（同时2025年底前适时启动海南自贸港全岛封关），文化产业规模持续壮大并展望2035年中国将建成文化强国，同时国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022~2035年）》加快培育新型消费。

自上而下，2G护航文化出海：

电商出海树立新标杆后，企业如何在出海端大显身手？从出海角度，需要以国家为盾，护航推动企业出海，可关注文化出海多元范式。在文化产业、国际传播能力、文化创新等方面存短板，但也看到游戏科学的悟空IP、米哈游、叠纸、科幻小说《三体》等企业或产品获国际认可，在文化出海中，挑战与机遇并存。可持续关注以阿里为代表的平台经济持续借助资本优势，外延与内生探索电商出海业务；拼多多的Temu复刻中国电商模式获较好成绩、美团以Keeta之名探索外卖模式出海的复制性、泡泡玛特以潮玩经济俘获用户情绪价值、美图旗下Wink在泰国继印度等国获追捧。A股可关注探索出海新范式如数字营销、长短剧、综艺、电影动漫、文化科普、商业模式复刻、长短视频的直播电商等，标的维度可关注芒果超媒、蓝色光标、万达电影、奥飞娱乐、中文在线、力盛体育、风语筑、昆仑万维、汤姆猫、遥望科技、中信出版、新经典、浙文互联、华凯创意、吉宏股份等出海进展。

2024年传媒从短剧到Sora到潮玩卡牌亮点外 其余主题看点有限 企业夯实主业为主：

文化传媒板块在2024年一季度主要由于AI产品Sora赋予新活力，情绪高涨，但AI应用驱动的估值弹性在产品同质化竞争中逐步产生“审美疲劳”后分化。4月看业绩期即年报一季报落地，总体看2024Q1业绩尚未新增，主业修复为主线，情绪求稳为主，红利板块相对占优；彼时港股互联网表现较好，五一档及6至8月的暑假档以及10月的国庆档均表现差强人意，板块热度有限，8月末及9月AI眼镜带来短期看点，10月中旬提前开启的双十一未带来热度，10月底三季报落地（单季度修复为主如同比或环比），政策预期下有望拉动传媒板块11月关注，12月可关注贺岁档及海南板块。

2025年传媒看什么？

十四五收官，文化传媒战略性价值有望提升。第一维度，可关注自上而下看，化债后企业财务改善或新国九条下主业持续夯实超跌板块，如体验经济板块（风语筑、锋尚文化、蓝色光标等）、如教育出版大众阅读板块（南方传媒、新华文轩、中南传媒、中信出版、新经典、荣信文化、果麦文化等）、如电影院线板块（万达电影、横店影视、博纳影业、光线传媒、奥飞娱乐、华策影视等）；

第二维度，文化软实力能力建设，从跨境电商到文化出海探索板块，如商业模式复刻、长短剧、综艺、电影动画、潮玩、游戏等（B站、芒果超媒、蓝色光标、华策影视、中文在线、光线传媒、奥飞娱乐、阜博集团、美图、美团、昆仑万维、姚记科技、浙文互联、遥望科技、视觉中国、游戏科学、米哈游、莉莉丝、叠纸、小红书、字节跳动等）；第三维度，AI应用板块及海南板块。

看AI+媒介：

每一次信息革命的开始，均伴随硬件端的革新，从PC到手机，再到XR/AR，硬件及新技术的发展需要场景应用，应用带来的商业价值在于其是否能解决问题。XR/AR有助于科普展览直接2B/2C的商业化变现，让历史成为动词，让文化数字化的发展再下一城；同时，XR/AR也有助于体育赛事的新体验。

看AI+内容：

AI应用驱动的情绪价值后向外看OpenAI等代表企业新模型进展，向内看需看AI国产化对内容价值的重估，从字节跳动推出的豆包全家桶到阿里、百度、腾讯等陆续加码AI。AI Agent、类Sora、类GPT-4o的国产化AI应用，有望带来长短剧、影视动画、知识科普、客服、内容生产、图片视频理解、教育、电商、搜索、出行、娱乐、营销、体育赛事健身等2B\2C应用场景体验的跃升。当下AI技术快速发展，AI技术与内容创作的结合也有望进入实质阶段，也为传媒走向智媒行业带来较大推动。传媒应用迎AI推力，可关注AI+陪伴（奥飞娱乐等），AI+运动体育教育及海南板块（力盛体育等），AI+MR+文化科普虚实体验（风语筑、蓝色光标等），AI+文娱扑克牌（姚记科技等），AI+营销及电商（蓝色光标、遥望科技、浙文互联等），AI+内容（芒果超媒、光线传媒、华策影视、新经典、中信出版、万达电影、横店影视、博纳影业等），AI+美业（美图），AI+社区（B站），AI+版权（阜博集团、视觉中国）等。

关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-10-28 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002292.SZ	奥飞娱乐	7.25	0.06	0.13	0.19	120.83	55.77	38.16	买入
002605.SZ	姚记科技	28.14	1.36	1.56	1.78	20.69	18.04	15.81	买入
002739.SZ	万达电影	11.75	0.42	0.61	0.74	27.98	19.26	15.88	买入
002858.SZ	力盛体育	11.58	-1.18	0.34	0.62	-9.81	34.06	18.68	买入
300133.SZ	华策影视	8.91	0.20	0.22	0.25	44.55	40.50	35.64	买入
300251.SZ	光线传媒	8.69	0.14	0.34	0.43	62.07	25.56	20.21	买入
300788.SZ	中信出版	33.87	0.61	0.83	1.05	55.52	40.81	32.26	买入
300413.SZ	芒果超媒	26.58	1.90	1.03	1.14	13.99	25.81	23.32	买入
603103.SH	横店影视	12.85	0.26	0.49	0.63	49.42	26.22	20.40	买入
603466.SH	风语筑	8.53	0.47	0.57	0.70	18.15	14.96	12.19	买入

资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所

- 新用户增速及用户留存不及预期的风险；
- 内容管控的风险；内容产品供给波动的风险；
- 直播等商业变现低于预期的风险；
- 出海业务不及预期的风险；
- 平台成本增加对经营产生不利影响的风险；
- 商业化进展不急于预期；推荐公司业绩不及预期的风险；
- 行业受宏观经济波动影响的风险

目录

CONTENTS

1.2024年总结

2.2025年如何看?

3.投资标的

01 2024年总结及展望

研究创造价值

媒介（线上vs线下）

媒介端，分为线上长短视频、音频；线下院线及展览等。线上内容供给充沛（从长短视频到音频流媒体等），线下在MR+AI新技术赋能下体验经济凸显（各类IP展览供给提升）；AI推动传统媒体与数字媒体融合，促进跨平台内容创作与分发，AI+媒介正在改变内容创作、分发、消费以及与用户的互动方式，传统媒体向智媒体转型，虚实媒介端有望重构。

数字营销（AI+出海）

数字营销商业化变现是加码AI后的大厂优选，新技术促进平台间的竞争有利于数字营销流量再分配。基于上下文推理逻辑实时生成的AI广告形式或将颠覆重构传统的搜索广告或短视频广告模式；同时，以“判别式AI”为底层逻辑的“千人千面”程序化广告，在生成式AI时代，将被“万人亿面”的智能体所重塑；出海也成为营销行业业务新增之一。

内容（百花齐放 电影、长短剧集、阅读出版、游戏动漫、体育、文化科普）

内容如甲，守夜之固。在科技赋能下，优质内容的商业价值有望持续提升，优质内容如盾牌可抵御低谷及不确定性。科技的每一次飞跃均在拓宽人类认知边界，以AI为代表的新质生产力，有望带来生产效率的提升。注意力经济下，多元内容供给行业趋向精品化发展，叠加AI赋能，推动优质内容的新表达、新触达，从新供给、新需求两端有望带动IP的商业价值再放大。

1.1 媒介之电影院线：2024年前高后低 2025年新增仍可期

万达股权变更 横店影视发力内容 博纳影业主流影片2025年可期

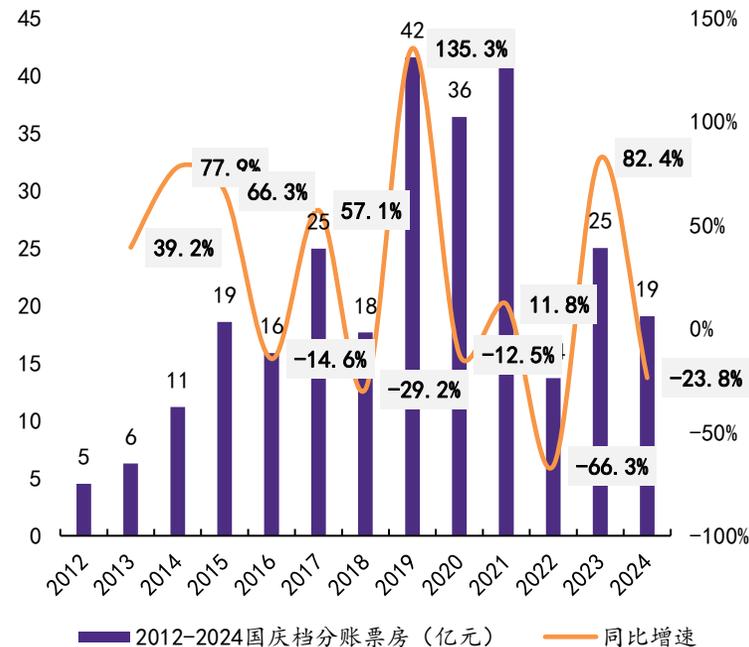
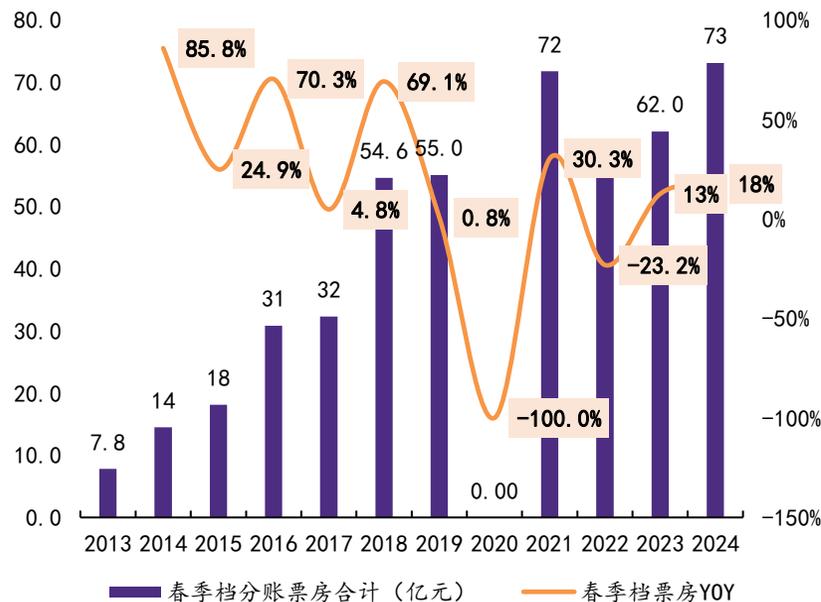
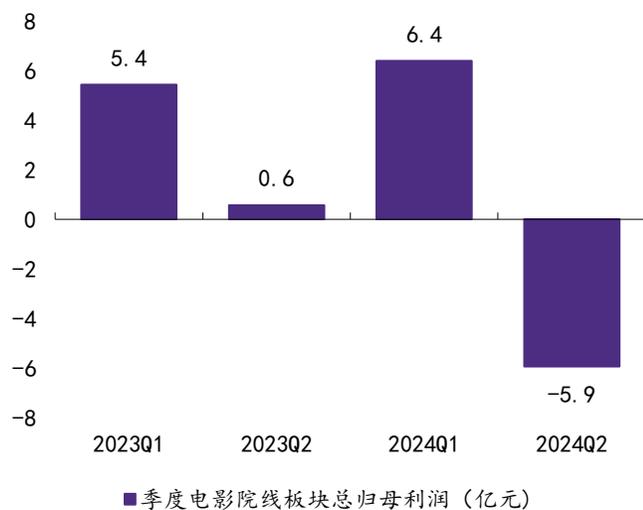
院线电影企业端积极探索新增量。万达电影控股股东变为儒意投资，横店影视优化资产配置助力未来业务拓展与投资，博纳影业持续夯实内容主业探索动画内容，院线电影三剑客持续在业务端践行文化强国与电影强国，向内看，企业端新业务积极探索，向外看，虚拟拍摄、AIMR等技术赋能电影行业的新预期，2024年春节档拉动观影热度后暑假档国庆档均表现差强人核心源自优质内容供给不足以及高热议影片缺席，2025年可关注博纳的《蛟龙行动》、横店影视《射雕英雄传侠之大者》以及万达的唐人街探案IP系列、熊出没IP系列、光线传媒及奥飞娱乐的动画电影进展等。

电影院线投资逻辑：短中长期维度 文化强国与电影强国并举

影视创作者长期以来均是先进技术探索者，运用更好的科学技术优化电影表达，AI技术也会成为其一，为创作者想象插上翅膀，增添电影叙事表达更多可能性，AIGC的应用如影视剧内容生成、艺人角色养成、电影后期辅助、IP 授权合作等。院线电影市场，是供给创造需求的行业，短期看，单片定档带来的情绪热度；中期看，单银幕产出拐点，可关注受益于整体内容β回暖后的院线板块(横店影视、博纳影业、万达电影等)，内容供给α助力弹性，可关注如奥飞娱乐、华策影视、光线传媒、中国电影、中国儒意、猫眼、欢喜传媒等后续产品进展；长期看，文化强国、电影强国下，具品牌的电影院线公司再下一城，主业市占率的持续提升叠加探索衍生品、AI赋能内容、以及文化出海下电影强国再下一城等。

1.1 媒介之电影院线 看2025年修复到新增

- 电影院线板块总归母利润回暖可期，纵观2023~2024年的Q1Q2业绩，电影院线板块总归母利润在春节档加持下带来一季度的业绩增长，由于2024年春节档总体稳健，2025年春节档新增压力较小（封神第二部已定档春节档），2024年五一、端午、暑假、国庆档总体票房差强人意，换言之2025年同比看，从修复到新增压力也相对较小；
- 基数效应之外，2025年片单也可期，如《蛟龙计划》《哪吒》《射雕》等关注度较高影片静待定档以及《熊出没》影片已定档。从喜剧、科幻、动画、剧情、视觉大片均可期。可关注电影院线三剑客的万达电影、横店影视、博纳影业，以及内容供给的中国儒意、中国电影、上海电影、华策影视、奥飞娱乐等。



资料来源：wind资讯、猫眼专业app、华鑫证券研究所

1.2 媒介之视频：长短视频流量逻辑下 AI+微短剧成共识

爱奇艺以内容为护城河追求高质量增长 芒果超媒践行系列IP综艺供给 加码AI 及文化出海

长短视频商业模式变现会员、广告、增值、游戏、直播付费等。以爱奇艺为例，爱奇艺以“内容飞轮”为核心驱动会员增长及成本优化且带动盈利提升，通过优质内容的持续良性产出打造爱奇艺内容护城河。2021年爱奇艺将企业目标从追求市占份额转为利润，2023年步入高质量增长，2024年-2025年将持续践行高质量增长（即收入与利润增长，同时，利润增速超收入增长）。

芒果超媒，作为融媒体头部，2023年会员数持续新增，2024年内容常态供给的规模优势下叠加AI赋能且携手抖音微短剧合作，2024年芒果启动芒果TV国际版“倍增”计划，2025年在基数效益小新增可期。

抖音有豆包 小红书 B站 均在加码微短剧、AI

作为流量黑洞的抖音，在内容端，借助短视频天然优势，新兴短剧补充新增量。在商业领域持续，数字营销及电商是有利两大支柱，每一年抖音均可寻商业新增，如从直播带货到加码本地生活，兴趣激发本地生意也激发海量新商机。抖音以算法推荐机制的优势累积先发优势后，面对AI，也在积极加码，2024年5月抖音豆包大模型发布（原名“云雀”，国内首批通过算法备案的大模型之一），并基于豆包大模型打造AI原生应用的产品并取得较好成绩。

步入AI时代，移动互联网时代胜出者们均在加码AI夯实自身业务。B站，在2023年已探索搜索AI助手。小红书自研大模型“小地瓜”，拓展社交与搜索等新场景。长短视频平台均积极布局微短剧，贴合新需求下的新供给。

1.3 媒介之展览：线下体验经济获MR赋能

以MR为支点 可撬动线下体验经济新生机

内容新范式（2D到3D）、媒介（交互新方式）、用户2B+2C（视觉升维，肢体带入临场感增强）；供需端看，用户代际变化（7或10年思考）带来新需求，技术进步带来新体验新应用（新供给）。MR应用场景中，一静一动为代表展览、体育赛事、文娱、文旅、影视演出、艺术创作、教育、可将传统主题公园或博物馆转化为互动性更强、沉浸感更足的体验空间等驱动2G2B2C新增量；数字展览展示企业，具有应用优势，其核心商业模式解决G\B\C端的不同需求，例如G端的招商引资需求、各城市IP打造的需求（城市名片），满足B端企业品牌营销的需求，满足C端的体验经济需求。

展览院线模式：MR+IP+AI仍可期

2024年5月苹果头显产品Vision Pro已通过中国3C认证，Vision Pro离正式登陆中国市场又近了一步。AI+MR，有望助力中国文化数字化，也将与文旅产业、文博行业、新消费、科技产业等深度融合，带来以精神消费为核心的产业，MR发展也有望助推元宇宙成为下一代通用计算媒介。从《消失的法老》到《消失的圆明园》的VR展览的推出，有望推动MR+AI展览院线的发展。展览板块在A股也逐步壮大，从风语筑到锋尚文化再到凡拓数创、丝路视觉等，在夯实主业同时，各企业均在积极探索业务的“第二条增长曲线”，在MR+IP+AI赋能下，企业新发展均可期。

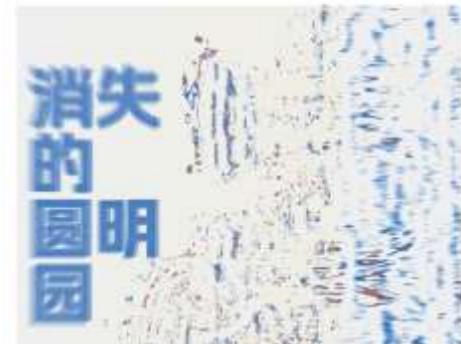
1.3 媒介之展览：MR+AI+IP 虚实融合 体验经济升级

AI+MR：软硬件结合 AI的随机性+MR的混合现实 应用场景大有可为

- 数字人场景：AI+MR=数字人更加智能化即“赋予灵魂”，MR使得数字人更加真实，AI技术使得数字人更加个性化；元宇宙虚拟形象需要创建，用摄像头收集数据，用AI来创建3D虚拟形象，建模成本降低有利于MR交互升级；微软CEO Satya Nadella早在2018年即表示MR和AI是引领下一代计算的关键技术之一；
- 内容场景：AI有望驱动MR的内容生态更加丰富，人机协同生产，推动媒体融合，提升视频内容的价值；提高生产效率，并带来新的视觉化、互动化体验，内容构建上，从支持SaaS化平台工具构建向智能化生产探索；
- AIGC：体验经济新要素，推进虚实交融，营造沉浸体验，AIGC 助力3D模型、虚拟主播乃至虚拟货场的构建，通过和AR、VR 等新技术的结合，实现视听等多感官交互的沉浸式购物体验；赋能线上商城和线下秀场、虚实融合沉浸式展览加速演变。



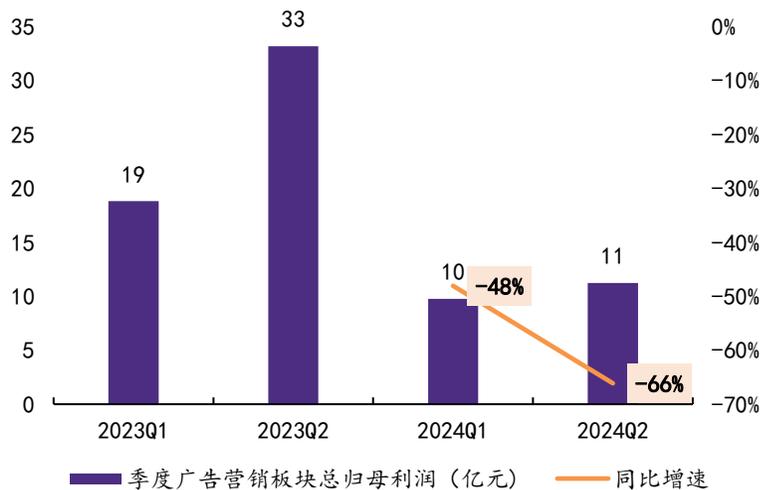
风语筑宣布与中央美术学院圆明园研究中心达成合作，双方共同开发《消失的圆明园》行进式VR探索体验展览
风语筑 2024-05-10 10:14 2:00



资料来源：风语筑官网、华鑫证券研究所

1.4 数字营销板块如何看？ 出海+AI工具 重塑营销新范式

- A股数字营销广告板块总归母利润尚未回暖，2024Q1Q2广告营销板块利润同比下滑与宏观经济也略相关，环比略回暖。
- 行业端看，AI+出海成为广告营销行业核心。网络广告市场增速平稳，AI工具重塑营销新范式。全球化与生成式AI是天作之合。中国企业逐步出海，在出海中也带动营销新增需求，为数字营销行业也带来预算增量（营销客户端，出海数字营销行业规模可分为游戏、电商、应用程序、品牌及其他，中国出海数字营销市场规模预计将稳步增长）；
- 内容为基底的有效触达及长线经营成为下一阶段品牌营销的重点。企业代表如蓝色光标作为“全球化跨境营销第一品牌”，其规模化优势及业务壁垒已渐成，开辟出海业务第二增长曲线、建设与生成式AI结合的新能力是蓝色光标后续核心发力点。



2015年至2025年(估计)以媒体计算的中國出海数字营销行业规模



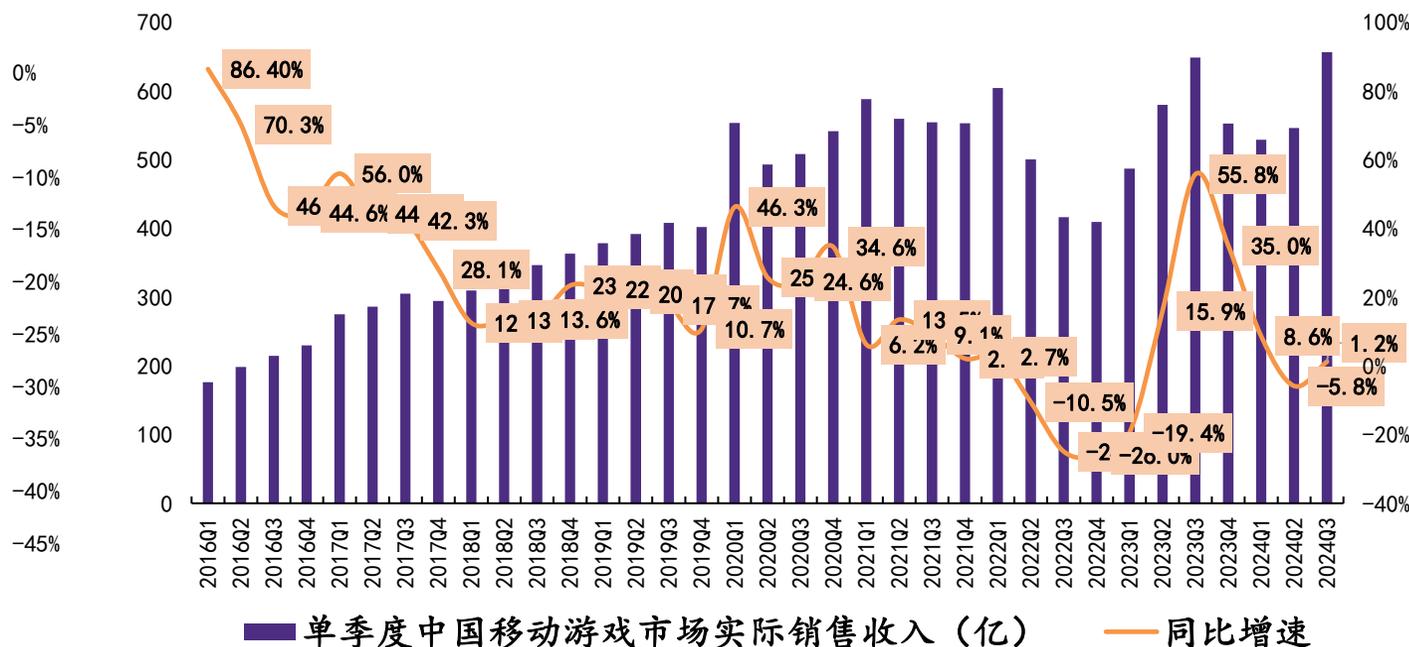
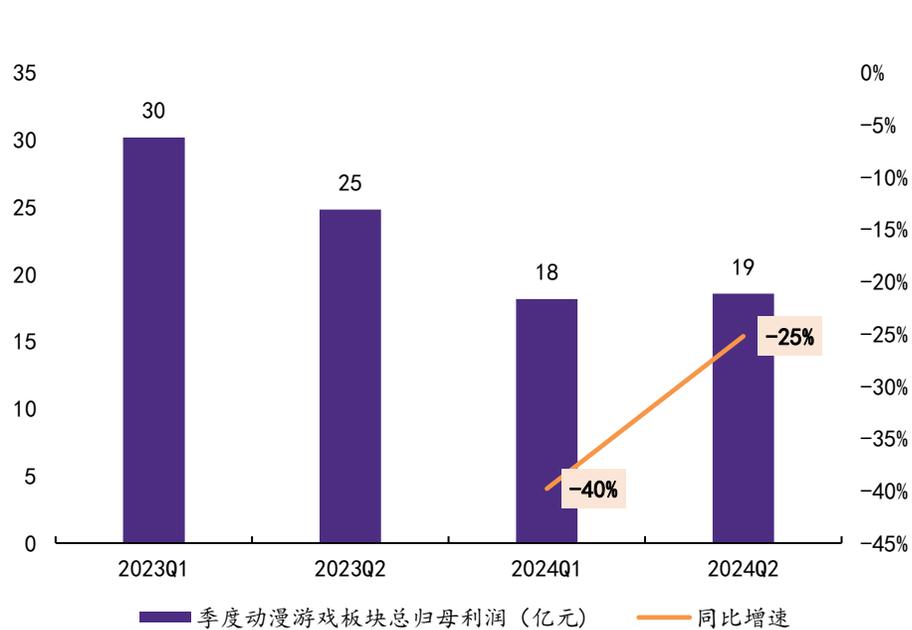
2015年至2025年(估计)以交易总额计算的中國出海数字营销行业的市场规模



资料来源：wind资讯、艾瑞咨询、飞书深诺招股书、华鑫证券研究所

1.5 内容之游戏板块如何看？2024Q3游戏行业数据同比增加1.2%

- ▶ 季度看A股游戏板块总归母利润尚未回暖，2024Q1Q2动漫游戏板块总归母利润同比均下滑，主要行业数据相对略好，主要由于游戏行业的数据拉动主要来自头部企业如腾讯、网易等以及未上市的米哈游等新势力公司供给。
- ▶ 行业端看，2024Q1Q2Q3中国移动游戏市场实际销售收入分别为529、546、657亿元 (yoy+8.6%、-5.8%、+1.2%)。2023Q3单季度游戏行业销售收入649亿元主要得益于暑假季前米哈游的《崩坏：星穹铁道》的推出，2024年5月米哈游的新品《绝区零》、腾讯的《地下城与勇士》、B站的《三国谋定天下》拉动Q3游戏总盘同环比双增。



资料来源：wind资讯、伽马数据、华鑫证券研究所

1.5 内容之游戏板块如何看？新势力游戏企业产品力持续提升

游戏行业现状及后续投资如何看？

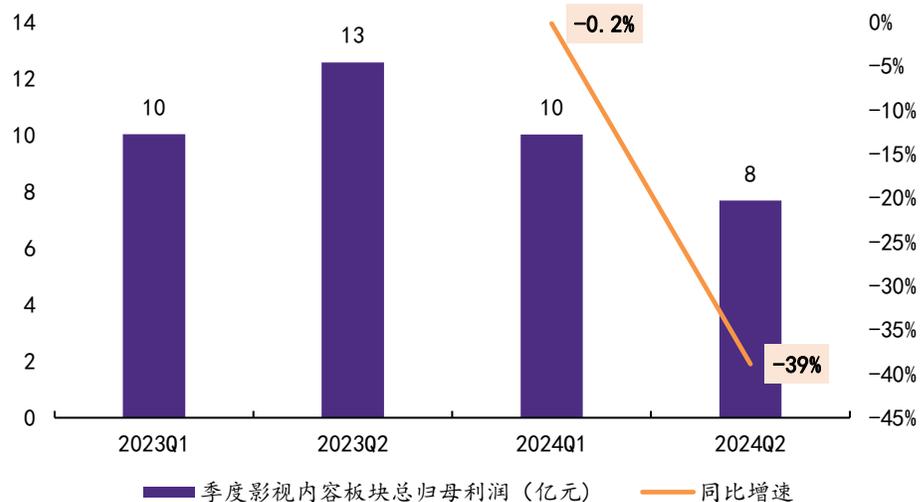
- 目前中国游戏行业强调爆款逻辑，符合用户需求变化的高品质产品稀缺，高品质产品的稀缺，表面在于版号，实质在于部分游戏公司因行业变化而未能呈现出与之相符的高水准研发实力。粗放式买量增长路径难以持续，国内游戏厂商需将更多精力放在打磨产品、提升自身工业化研发实力上，能够做出符合主流用户群体需求的产品力将在未来的竞争中至关重要。中国游戏参与者在经历同质化严重的、以数值付费为主的流量游戏后，逐渐倾向选择以内容服务为主，而在内容型游戏成为行业趋势的背景下，米哈游《崩坏：星穹铁道》《原神》等产品的优异表现以及游戏科学产品火热，也凸显内容型游戏中对于剧情、世界观、角色设计的重要性，玩家对内容型游戏有迫切的需求和热情宽容的态度；
- 如何对游戏中的内容细致打磨，及在游戏中持续产出高质量内容，将是未来游戏厂商思考的关键点，挖掘单款产品上限的思路将在行业的竞争中凸显优势。2024年开年，新势力企业中叠纸、莉莉丝率先发力，叠纸新游《恋与深空》与莉莉丝新游《众神派对》，2024年中国游戏行业迎来米哈游《绝区零》、库洛游戏《鸣潮》、游戏科学产品、B站《三国谋定天》、腾讯《地下城与勇士》以及网易等大作，产品端的马太效应进一步加剧，游戏厂商的研发能力提升将对企业的后续发展起到关键作用。2025年可关注叠纸的产品如暖暖及储备产品《百面千相》，米哈游的《星布谷地》。
- 对于二级市场看，游戏企业通过费用调节带来阶段性利润增长，同时叠加 AI 应用的预期，助力游戏板块情绪阶段性修复，但若带来估值的持续提升，仍需要看优质内容游戏产品的供给。

电影剧集动漫行业现状及投资如何看？

- 电影看短期弹性以及后续版权的销售，剧集看其广告招商能力及后续版权多轮销售，动画电影看其票房及带动的周边衍生品，以优质内容为核心，可撬动票房、广告、IP衍生品、版权等商业化变现价值。
- 历经疫情压力测试下，优质内容生产企业主业韧性持续凸显，从2023年AI的探索到2024年AI的落地应用，以AI为代表的新质生产力，有望持续为内容生产带来提质增效新预期。2024年从动漫谷子到短剧均带来内容端的关注。
- 以企业为例，奥飞娱乐（002292）持续构建精品IP矩阵，累积优质内容厚度，储备有以年轻群体为核心的IP新品铠甲勇士新品、巴啦啦小魔仙、卡牌系列及软周类、毛绒类新品；外部积极合作带来变形金刚和小马宝莉新品，探索AI新品。
- 以企业为例，光线传媒（300251）公司在动画电影领域已建立较强用户认可度，关注《哪吒2》等动画电影进展，同时AI赋能电影应用场景也有望大放异彩。
- 以企业为例，华策影视（300133）新质生产力下优质内容价值有望持续凸显。内外合力加强“内容+科技”战略借力AI重塑影视内容行业 workflow，华流出海下剧集内容有望持续推进。中文在线以短剧也在内容端建立较好用户心智。

1.6 内容之剧集板块（行业趋于精品化 微短剧做增量）

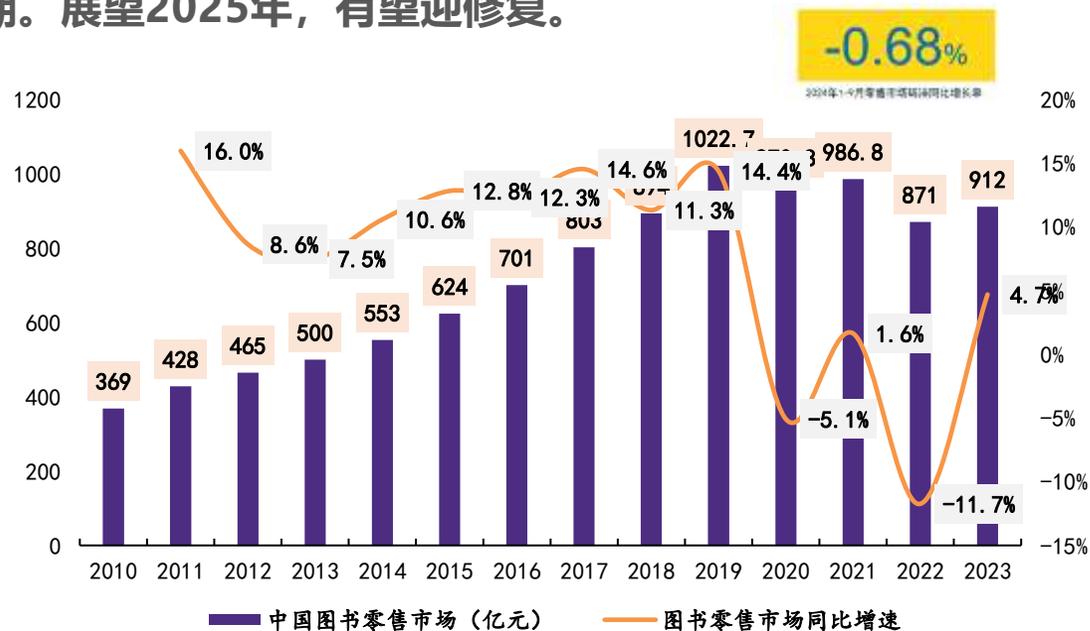
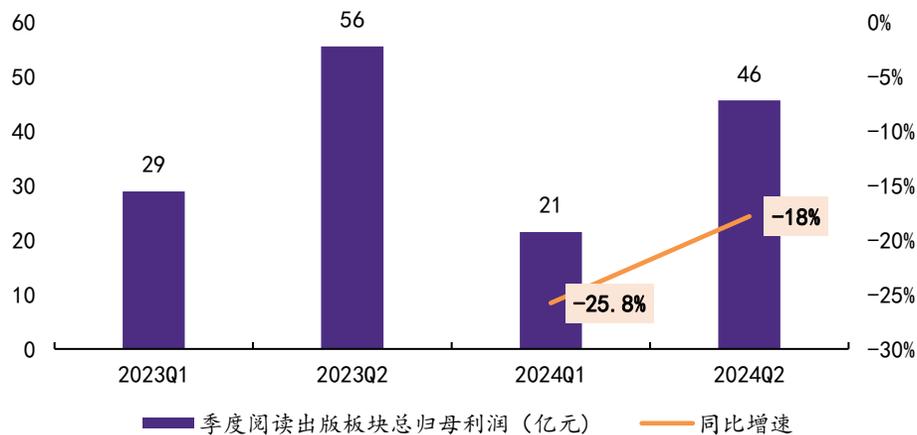
- 2020 至2022年由于行业不利因素影响，剧集拍摄受到较大影响，剧集行业受到外部因子影响外，自身行业也在挤水分、去库存，剧集行业总体呈现精品化趋势，例如从《狂飙》到《去有风的地方》再到《追光者》《梦华录》《我的阿勒泰》等均获社会与商业双重价值。
- 2023 年，中国网络微短剧市场规模达到了373.9 亿元（yoy+267.65%），预计2027年市场规模有望达到1006.8亿元（yoy+26.9%）。短剧吸引了大量年轻用户且中老年用户也逐步成为新蓝海，短剧以其短时长、高频次、快节奏的特点，满足观众碎片时间观看需求，也成为长剧IP的有益补充。长剧集公司布局精品微短剧具天然优势，可关注华策影视等以及短剧布局较早的中文在线等。



资料来源：wind资讯、iiMedia Research、华鑫证券研究所

1.7 内容之图书出版 大众图影互动 基数效益下静待2025年修复

- 出版阅读板块，2024Q1Q2盈利受税收因子影响。2024Q1Q2出版阅读板块总归母净利润21、46亿元（yoy-25.8%、-18%），受税收因子影响，但单季度环比改善。可关注央企大众阅读头部中信出版等。
- 税收因子情绪面已逐步稀释。据财政部、国家税务总局、中宣部《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知（2019）》（财税〔2019〕16号）规定，为进一步深化文化体制改革，继续推进国有经营性文化事业单位转企改制，自转制注册之日起五年内免征企业所得税。经营性文化事业单位转制为企业，2018年12月31日之前已完成转制的企业，自2019年1月1日起可继续免征五年企业所得税。据财政部、国家税务总局、中央宣传部《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》（财税〔2023〕71号）的规定，自2024年1月1日起，不再享受所得税减免政策。出版板块标的在2024年需要进行企业所得税的纳税，换言之对其利润率间接带来影响，但该部分影响在季度业绩中已逐步被预期。展望2025年，有望迎修复。



资料来源：wind资讯、开卷、华鑫证券研究所

02 2025年如何看？

研究创造价值

2.1 时代的β自上而下2025年十四五收官 2035年建成文化强国

■ 2025年文化供给质量提升 国内大循环为主的2C供需矛盾走向国家软实力的2G矛盾

- 2025年，文化产业结构布局不断优化，文化供给质量明显提升，文化消费更加活跃，文化产业规模持续壮大，文化及相关产业增加值占国内生产总值比重进一步提高，《“十四五”文化产业发展规划》从顶层设计为行业发展做出注解，服务构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
- 2035年，我国将建成文化强国，国家文化软实力显著增强，培育文化产业国际合作竞争新优势，构建文化产业国际合作新格局，立足国内大循环，发挥比较优势，充分利用国内国际两个市场两种资源，以讲好中国故事为着力点，高水平走出去和高质量引进来并重，构筑互利共赢的文化产业合作体系，支持文化企业融入全球产业链供应链，提高跨国经营能力和水平。



资料来源：国家文旅部、华鑫证券研究所

2.1 时代的β下的主要矛盾关系变化 vs 如何投资?

■ 从2C的供需矛盾走向国家软实力的2G矛盾

- 自2012年起，从PC进入移动互联网，流量红利，带来2C商业模式繁荣发展，自下而上看，市场蓝海，自身业绩主要看预期，叠加外延并购，估值持续提升，百花齐放；但2018年第一次游戏版号政策暂停，政策因子影响估值，2018-2019年传媒板块洗商誉，2020-2023年疫情延缓流量见顶周期，直播电商兴趣叠加元宇宙出现，短期带来估值拔高后回落到常态；同时政策因子也持续在影响。
- 步入2025年，我们认为传媒板块主要矛盾从2C（消费者端拉动）走向2G（Government政府端拉动），需自上而下看传媒的战略布局价值，即国家软实力如何在文化出海中体现，且AI应用下传媒应用仍具探索边界（风险偏好提升有助于估值提升），两者共振下，传媒板块的估值有望重启新增。

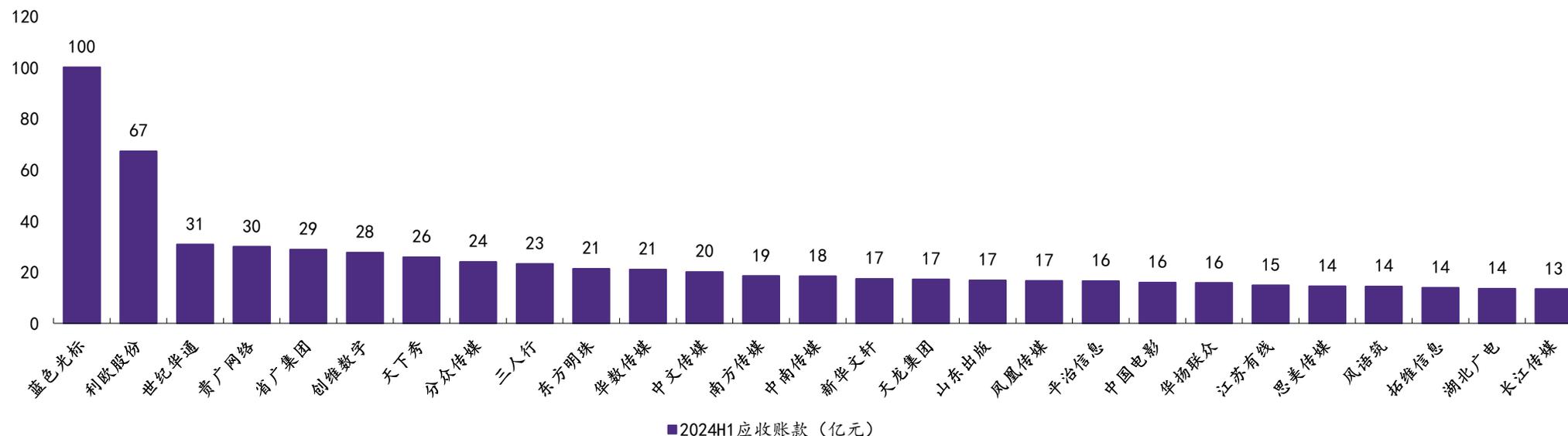


资料来源：华鑫证券研究所绘制

2.2 2G矛盾下传媒向内看什么？

■ 化债对传媒带来正面影响

- 2024Q4化债政策推进下，政府账款占比较高传媒企业，有望受益于应收账款回收周期的缩短而获得更多资金，有助于降低企业运营成本，提高盈利能力，且有助于资产流动性改善。我们统计了2024H1应收账款超13亿元标的（如下图），应收账款需要看企业所在行业属性、自身商业模式上下游等特点，综合看在2024Q4启动的化债行动下，对传媒板块标的均有益处且有望延续至2025年上半年。
- 企业端为例，作为国内数字展示行业企业，风语筑产品及服务涉及数字展示、城市文化体验、数字文旅、商业展览等多领域，由于公司所承揽项目规模一般较大，项目周期长，实施复杂，将面临付款不及时或应收账款发生坏账损失的风险；基于风语筑所在行业及客户结算周期特性，国家主导一揽子化债政策出台，地方化债工作大力度推进，有助风语筑实现稳定快速回款。



资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所

■ 借力科技赋能内容 虚实融合提升体验经济拉动内需

- 在《“十四五”文化和旅游发展规划》与《“十四五”文化产业发展规划》中，将“沉浸体验”定位为推动文化旅游行业高质量发展的核心要素，提供了沉浸产业的创新与成长机遇；
- 国家发展改革委等五部门印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》（2024年6月），提出积极发展数字艺术、沉浸式体验等新业态，以培育和壮大消费新增长点；推动消费新业态、新模式、新产品不断涌现，不断激发消费市场活力和企业潜能。拓展文娱体育消费空间。打造新生代潮玩聚集地，支持打造一批演艺新空间，促进虚拟现实（VR）体验等文娱业态场景创新。打造一批高质量户外运动目的地，引导和扩大体育休闲消费；开展城市汽车流通消费改革试点，结合汽车赛事、自驾露营、汽车文化体验
- 《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》中提到，扩大文化和旅游消费。完善现代文化产业体系和文化市场体系，推进优质文化资源开发，推动中华优秀传统文化创造性转化、创新性发展。鼓励文化文物单位依托馆藏文化资源，开发各类文化创意产品，扩大优质文化产品和服务供给。拓展多样化、个性化、定制化旅游产品和服务。加快培育海岛、邮轮、低空、沙漠等旅游业态。推进城市设施规划建设和城市更新，强化历史文化保护，塑造城市风貌，延续城市历史文脉。深入实施商标品牌战略。打造中国品牌，培育和发展中华老字号和特色传统文化品牌。

β 角度看港股

发展AI成为新质生产力共识，移动互联网时期获胜企业均在积极投入（细分垂类头部互联网平台企业均在港股美股上市居多），AI应用获头部大厂持续加码，同时，中小企业也在积极借力AI求市值的阶级跃升，以AI为矛，激活大企业与中小企业发展新动能。

α 角度看港股

大型港股互联网企业在历经“反垄断”政策、疫情压力测试、移动互联网红利见顶后的新转变下，积极向内求，通过组织架构调整来应对外部环境新变化，降本增效，注重现金流，积极进行回购与分红。

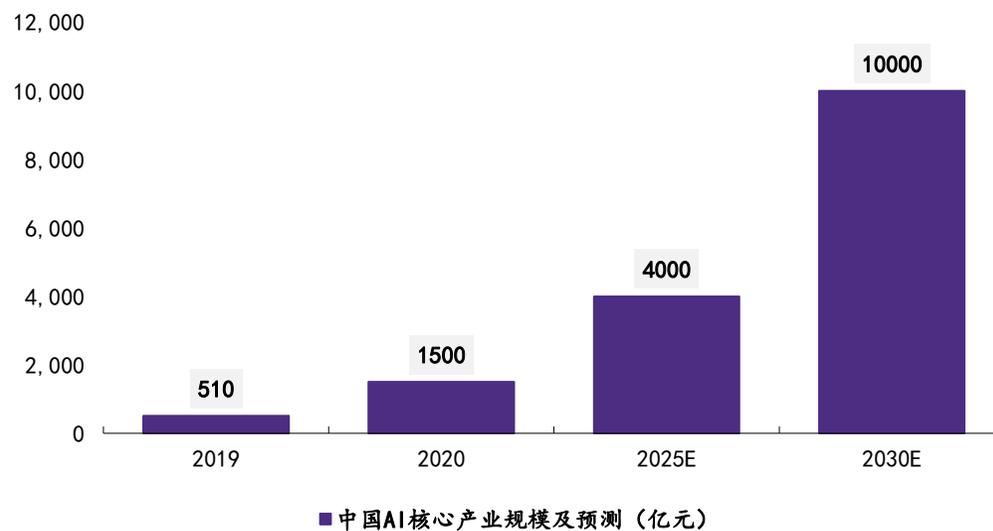
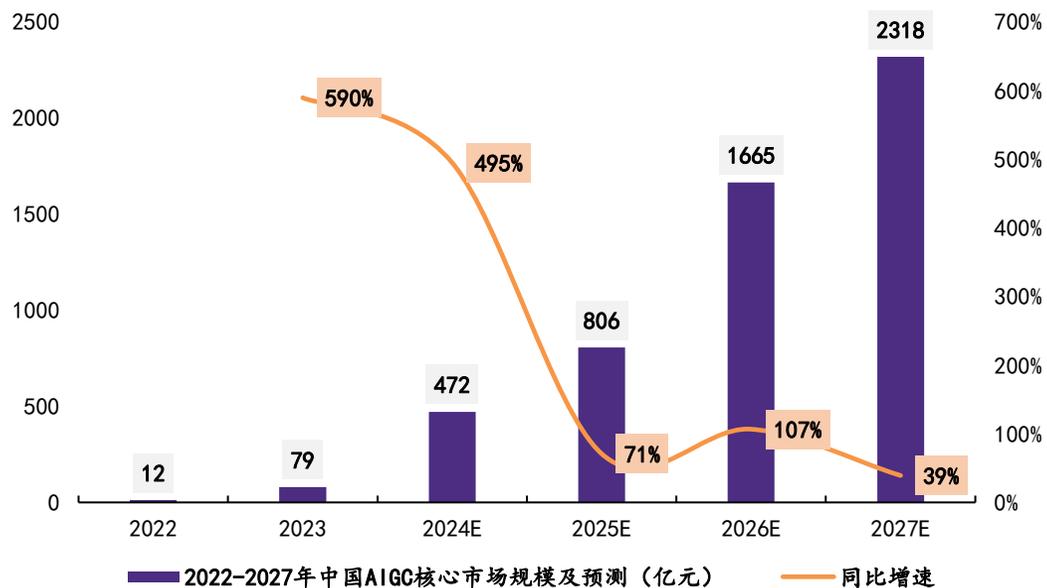
B+ α 因子共振 港股互联网板块反弹 反弹波动下拾港股遗珠

积极关注B站、美图、阜博集团、网易等。B站，黄金用户优势先发卡位优势，B站后续业绩实现扭亏为盈，财务改善，叠加赛道卡位优势。美图，以美为内核，以AI为驱动的科技公司，致力于打造优质影像生产力工具，正逐步往生产力场景延伸，美图视频大模型持续在迭代。阜博集团，为全球数字内容资产管理服务商，致力于“让创意更有价值”。

2.5 以AI为支点 发力新质生产力 对估值有望拉动

■ 2030年中国AI核心产业规模有望达万亿

- 伴随国家政策倾斜（如新质生产力的提出）和5G等相关基础技术的发展，中国人工智能产业在各方的共同推动下进入快速增长阶段，2025年中国人工智能核心产业规模将达4000亿元（如下图），未来有望发展为全球人工智能市场应用的重要组成。
- 中国AIGC核心市场规模有望从2022年的12亿元增加至2024年的472亿元，2026年将有望达1665亿元（yoy+107%），随着人工智能技术不断发展，AIGC技术也将日益成熟，未来将在更多领域得到广泛应用，2024~2026年中国AIGC核心市场规模有望从百亿进入千亿，换言之，AI驱动企业业务增量的同时，也有望带来估值提升。



资料来源：iiMedia Research、华鑫证券研究所

2.6 以AI为支点 AI Agent(智能体) 才刚刚开始

AI Agent发展阶段

- Agent是集大模型、数据、工具多维一体的系统化工程，在Agent理论框架中，自主思考和规划能力是其核心特征，也是Agent与ChatBot、Copilot等应用的关键区别；现阶段智能体应用，仍未长出足够的自主思考能力以应对复杂场景；企业专业类场景应用探索程度，与其大模型大脑保持相对一致，在办公、编码、财税、数据分析、营销等场景优先起步。AI agents正在金融、电商零售、教育、医疗、制造、交通、媒体娱乐、能源、物流、政务等多个行业领域加速渗透。商业模式看，平台类Agent通常会为新用户设置免费额度，以供新用户平台进行基础功能的探索和智能体创建使用，在免费额度之外，通常会按照订阅模式或按量计费模式进行付费。



理想中的智能体

- 自主思考：理想中的智能体应具有较强的自主决策能力和环境适应性。
- 规划与工具调用：只需设立目标，理想中的智能体即可自主思考和规划路径，选择合适的工具达成目标。
- 记忆：在逐渐的使用过程中，理想中的智能体可以实现持久的记忆和学习能力，能够积累并保留知识经验。
- 多模态：理想中的智能体应具备对现实世界的理解、模拟、反馈持续学习能力。

VS

现阶段的智能体

- 自主思考：现阶段的Agent大多仍处在RPA的思路中，依赖人为干预和预设规则。
- 规划与工具调用：现阶段的智能体在复杂场景下的推理能力差，只有在清晰、详细的指令下才可以稳定发挥。
- 记忆：现阶段的智能体大多局限于通过Prompt构建短期记忆，事实性记忆多通过RAG来构建。虽然大模型的上下文长度上限一直在提升，但仍然缺乏在对话之外持久保存和累积知识的机制。
- 多模态理解：现阶段的智能体大脑仍以大语言模型为主，缺乏对多模态的理解。

垂直类Agent路线一：解决方案型



垂直类Agent路线二：功能型

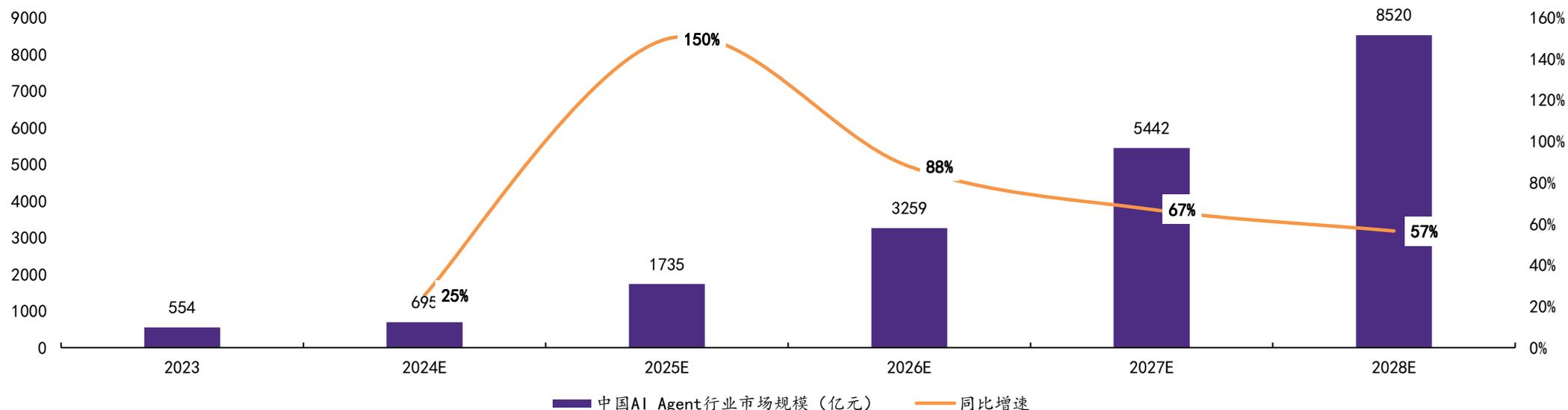


资料来源：极客邦科技 InfoQ、华鑫证券研究所

2.6 以AI为支点 AI Agent(智能体) 才刚刚开始 2025年1735亿元

■ AI Agent市场规模 (2023~2028年CAGR72.7%)

- AI Agent中国市场规模有望从2023年的554亿元增加至2028年的8520亿元，CAGR为72.7%；2023年AI Agent伴随AI应用发展后，在2B\2C端均可看。
- 2B端，AI Agent将有望重构SaaS，相较于传统知识库基于文本的结构化管理模式，AI Agent的向量数据库能自动学习与理解各种文档格式，实现高效率的知识管理；
- 2C端，AI Agent可应用于电商、教育、旅游、酒店、客服、内容创作等领域。中国企业如百度、阿里、腾讯、科大讯飞、昆仑万维、用户等均在探索AI Agent。

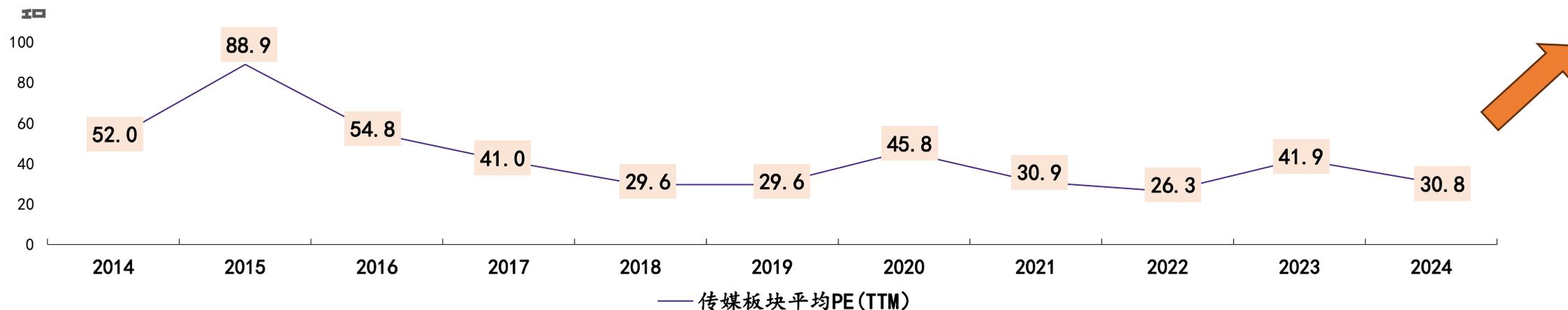


资料来源：头豹研究、华鑫证券研究所

2.7 对比移动互联网 VS 以AI为支点传媒估值波动

■ 2015 vs 2025年 从移动互联网红利进入AI应用红利 估值有望提升

- 纵观2014年至2024年，传媒板块平均PE来看，2014年为52倍，峰值在2015年达到89倍，主要得益于移动互联网流量红利以及政策端鼓励外延并购拉动的新预期，市场需求大于供给，估值在2014~2016年年均维持相对较高估值。
- 2018年由于游戏版号第一次暂停是导火索，随后2018年年报至2019年，企业外延并购资产商誉陆续在2018年至2019年带来减值风险，政策端的不稳定以及外延并购带来的副作用致板块估值回到30倍以下，2020年疫情带来“宅经济”短期拉动线上流量如直播电商模式带来估值提升，2020年传媒板块估值达到46倍，疫情带动宅经济结束后，波动的三年（2020年~2023年）我们看到估值也在下修；2023年因AI推动，拉动传媒板块估值回复至42倍，2024年因内需不足宏观经济波动，板块估值回到30.8倍（但2024年9月24日后，因政策红利拉动板块整体反弹），也接近相对2018-2019年区间估值；
- 展望2025年，伴随2G政策端的护航发力（如化债、内需、出海等）、AI应用（新模型迭代）赋能新硬件带来内容供给新范式，2G+AI有望推动传媒在2025年进入时代的β，拉动估值提升，2025年十四五规划收官以及2035年文化强国建设，开启未来10年文化传媒发展新征



资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所 注：平均PE的区间日期为当年的1月1日至10月25日

2.8 2G矛盾下传媒向外看什么？

■ 文化出海，从电商出海树立标杆到出海多元范式探索

- 数字营销板块，作为经济晴雨表，广告主投放预期也是经济回暖以及政策边界改善的较好侧写，广告主也更加关注ROI，同时出海也是企业在业务寻找新增的选择，从内需到出海，数字营销板块均是相对较好观察角度；代表企业如蓝色光标、浙文互联等。
- 内容端，可看图书、电影、游戏、长短剧集、文化科普、体育赛事、玩具动漫等；媒介端，可关注字节跳动tiktok、美团的keeta、万达电影、小红书、芒果超媒、爱奇艺等。

第一维度，图书端，以《三体》为代表，在海外获得认可，中国内容IP出海是较好的传播中国文化软实力的较好媒介；大众阅读公司可关注中信出版、新经典、果麦文化等；

第二维度，电影端，从《战狼》到《我不是药神》再到《封神》《长津湖》《热辣滚烫》《飞驰人生2》《孤注一掷》等在海外也取得票房，但电影作品多而不强，全球影响力仍具提升空间，电影院线可关注万达电影、横店影视、博纳影业、光线传媒、奥飞娱乐等；

第三维度，游戏端，2024年游戏科学作品在全球引发关注，中国主流媒体均给予声量支持，凸显优质内容IP向作品是政策鼓励的；游戏以中国古典名著《西游记》为背景，融合了中式古建筑、中国武术、戏曲等元素，展现了丰富的中华文化内涵，游戏不仅是娱乐产品，也是中国文化软实力展示，打破了语言与文化隔阂，让外国玩家通过游戏了解中国文化，从而增强中国文化的国际影响力，可关注米哈游、莉莉丝、叠纸、库洛、腾讯、网易、吉比特等。

第四维度，长短剧集。短剧以其快节奏的商业模式在中外市场获认可，剧集出海，除了中文在线的短剧，长剧出海也早有珠玉在前。华策影视通过建立全球娱乐合伙人联盟和中国电视剧出口联盟，与国际头部传媒集团开展深度合作，整合全球优质内容资源，引领中国内容产业升级。

03 投资建议

研究创造价值

自上而下看，文化传媒走进战略布局新阶段：

移动互联网红利期拉动企业估值提升，互联网平台经济从内需到出海步步为营，2025年步入十四五收官年，也是2035年文化强国建成年重要分水岭，自上而下看政策护航，看AI应用的螺旋向上发展（从大模型迭代到AI Agent应用探索，应用百花齐放）

可持续关注：

- 阿里巴巴，持续借助资本优势，外延与内生探索电商出海业务，面向国际市场电商平台全球速卖通AliExpress持续向好；
- 拼多多旗下Temu复刻中国电商模式获较好成绩，通过价格策略、社交媒体平台进行营销，扩大品牌影响力；
- 美团以Keeta之名探索外卖出海模式的可复制性，在沙特阿拉伯上线，开启中国以外首次国际扩张；
- B站，作为年轻人社区乐园，鼓励海外用户参与内容创作和社区互动，建立本地化的社区文化，与海外的内容创作者和动画、游戏制作公司合作，推出本地化的内容；
- 泡泡玛特以潮玩经济俘获用户情绪价值；
- 美图旗下Wink在泰国继印度等国获追捧；
- 阜博集团通过技术手段打造一键式文化出海服务的主平台；

A股可关注自上而下看主业夯实且探索文化出海新范式的融媒体的芒果超媒、数字营销的蓝色光标、万达电影、奥飞娱乐、力盛体育、风语筑、昆仑万维、汤姆猫、遥望科技、中信出版、新经典、华凯创意、吉宏股份等出海进展。

自上而下看，文化传媒走进战略布局新阶段：

跨境电商出海树立新标杆，文化出海多元范式具探索空间。如数字营销、长短剧、综艺、玩具、互联网商业模式复刻、文化展览MR应用、AI工具等

可持续关注：

- 出海数字营销头部：蓝色光标
- 融媒体头部出海倍增计划：芒果超媒
- 华流出海剧集龙头：华策影视
- 互联网模式出海如短剧、搜索：昆仑万维、中文在线
- 大众阅读中国企鹅兰登：中信出版
- 玩具出海北美等地具有IP全产业链运营：奥飞娱乐
- 电影院线（电影强国建设）：万达电影、横店影视、博纳影业、光线传媒、中国儒意、猫眼等；
- 文化科普展览MR应用：风语筑
- 体育赛事加码海南板块：力盛体育
- 护航企业出海：阜博集团
- 年轻人社交乐园：B站
- 互联网模式或工具出海：美图、美团、拼多多、阿里、腾讯、京东以及未上市的字节跳动、小红书、游戏科学等。

新用户增速及用户留存不及预期的风险；

内容管控的风险；内容产品供给波动的风险

直播等商业变现低于预期的风险；

出海业务进展不及预期的风险；

平台成本增加对经营产生不利影响的风险；

商业化进展不急于预期；推荐公司业绩不及预期的风险

行业受宏观经济波动影响的风险

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值