

# 传媒行业2025年度投资策略

## 景气拐点在望，AI应用推动估值提升

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（上调）

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

行情表现先抑后扬，景气度、估值、配置低位。1) 24年年初至今传媒（申万传媒指数）板块下跌5.54%，跑输沪深300指数15.65个百分点；全市场排名来看，年初至今传媒板块在申万一级31个行业中排名第22位；其中年初至9月23跑输明显，9月24日以来大幅跑赢沪深300；个股表现上，年初至9月底红利风格表现突出，9月底至今中小市值及AI主题表现更为突出；2) 2024年前3季度A股传媒板块上市公司营业收入、归母净利润同比分别增长0.40%、-32.58%，营收稳中有升、净利润下滑明显，整体景气度处于低位；3) 当前申万传媒指数对应TTM-PE 37x，处于过去5年60%分位数、整体估值仍处于历史较低水平；横向比较在TMT中仅高于通信，显著低于计算机、电子；4) 公募机构持仓比例为0.79%（上年同期0.81%）、仅高于疫情期间的2022年持仓配置比例，处于历史低位。

景气拐点在望，并购重组/文化出海助力向上。1) 游戏监管政策保持稳定，1-10月份累计发放游戏版号1163个、同比增长38%；基数效应消退、游戏出海拉动，24年8月以来行业增速再次触底向；基数效应及新品利润释放之下，上市公司业绩有望重新上行；2) 1-10月份电影市场实现票房383.68亿元，同比下滑22.05%；国产电影供应周期及基数效应是主因，Q4开始供给端修复有望带动票房市场景气度拐点向上，关注头部内容制作上及院线渠道；3) 广告市场前三季度小幅增长，广告主较弱的宏观预期是投放增速下降的主要原因；政策发力之下，广告行业投放增速有望触底向上；4) 手办/盲盒/卡牌/IP谷子等潮玩赛道依然火热，高增速且品类创新不断，持续关注IP端商业化潜力；5) 并购重组有望加速板块业绩及估值修复，文化出海有望进一步提升成长天花板。

多模态与端侧加速推进，AI应用从落地到商业化值得期待。1) 海外OpenAI、Meta等巨头发力，国内字节跳动、快手、阿里巴巴、腾讯等AI巨头快速落地，AI多模态视频生成能力快速演进；从云到端，手机、AR/VR眼镜等端侧AI能力持续提升，加速AIGC用户端触达；2) 场景上来看，从Chatbots到AI Agent、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；同时以Applovin、Palantir为代表的企业在营收及二级市场的表现也验证了AI商业化的可能与潜力。

投资观点：景气反转在望，新科技及并购重组驱动估值提升。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、低估值及低配背景下具备向上可能；中长期来看，AIGC为代表的新科技趋势逐步明朗并有望持续催化板块表现；2) 景气度反转角度，a) 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、姚记科技、哔哩哔哩、心动公司等标的；b) 影视板块底部复苏在望，推荐渠道（万达电影、猫眼娱乐）以及内容（光线传媒、华策影视等）；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、姚记科技等；同时从高分红、低估值角度关注出版板块配置机会；2) AIGC为代表的新科技有望持续催化板块表现，重点把握IP、AI Agent及场景应用（相关标的参见正文）；同时关注政策推动下的并购重组向投资机会。

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。

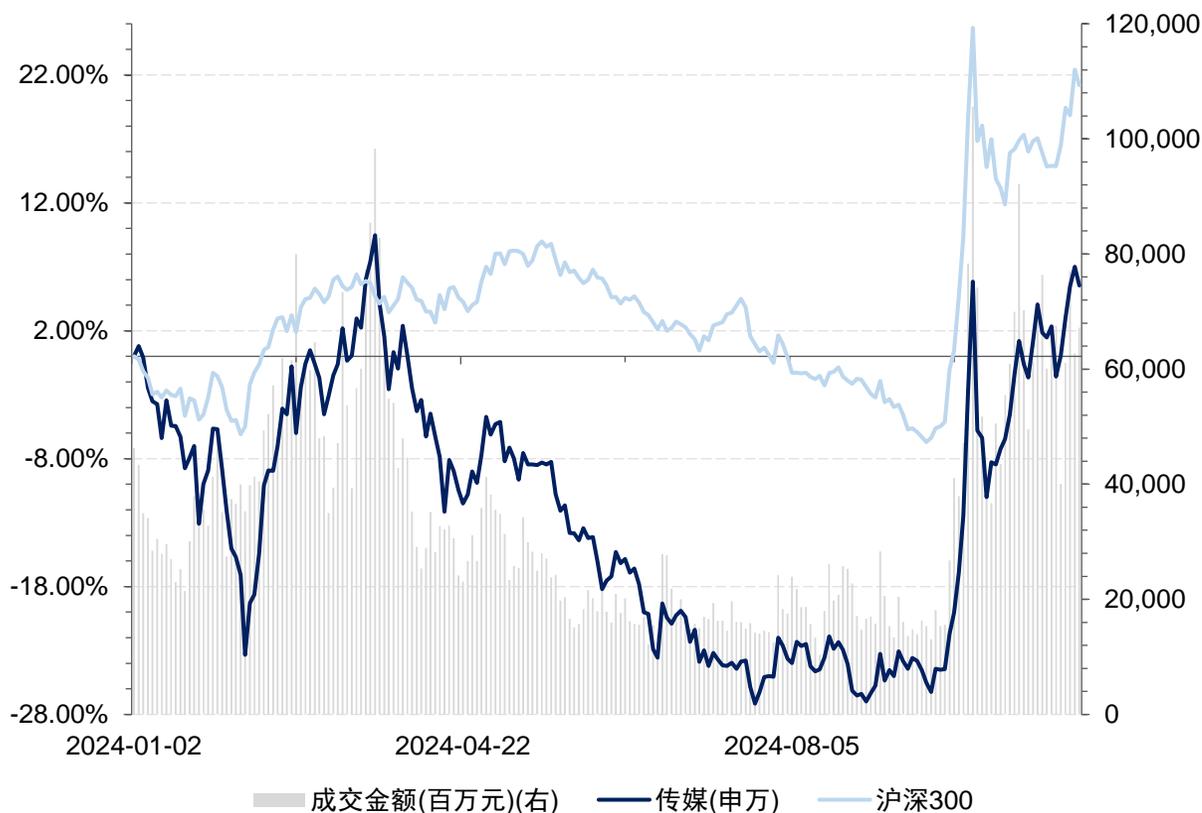
- [ **01** ] 传媒板块回顾：先抑后扬，景气度、估值、配置低位
- [ **02** ] 景气拐点在望，并购重组/文化出海助力向上
- [ **03** ] AIGC多模态及端侧加速推进，场景及商业化曙光已现
- [ **04** ] 投资建议：景气反转在望，AIGC等新科技催化板块表现

# 1.传媒板块回顾：先抑后扬，景气度、估值、配置多重低位

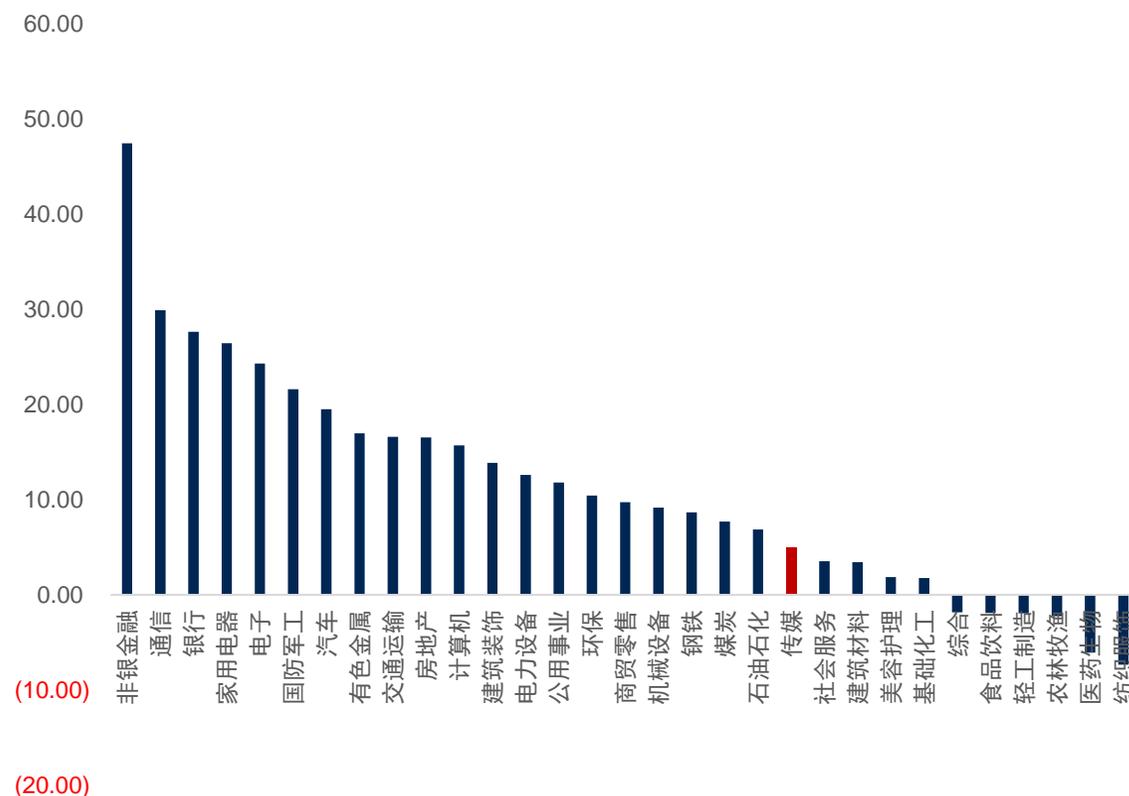
# 1.1 板块表现回顾：先抑后扬，9月底以来表现良好

- 24年年初至今传媒（申万传媒指数）板块下跌5.54%，跑输沪深300指数15.65个百分点
- 全市场排名来看，年初至今传媒板块在申万一级31个行业中排名第22位

图：24年以来大幅跑输市场表现



图：24年以来涨幅排名第22位



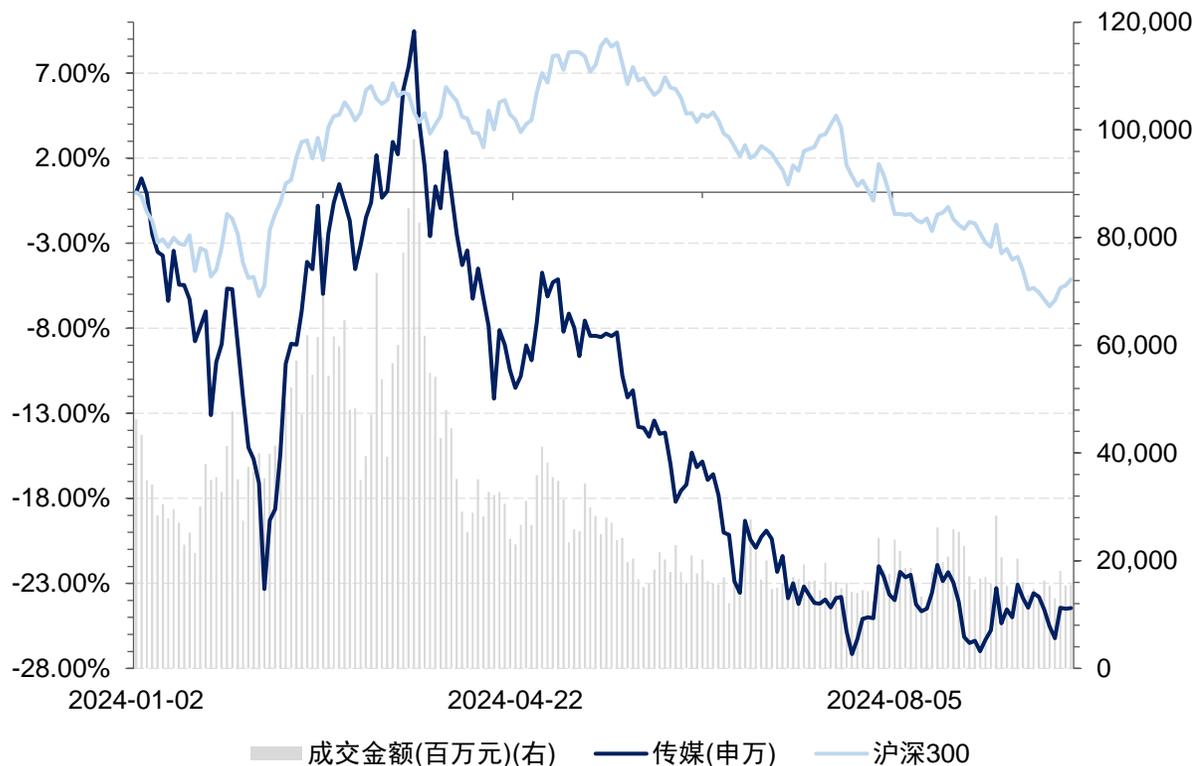
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 1.1 板块表现回顾：先抑后扬，9月底以来表现良好

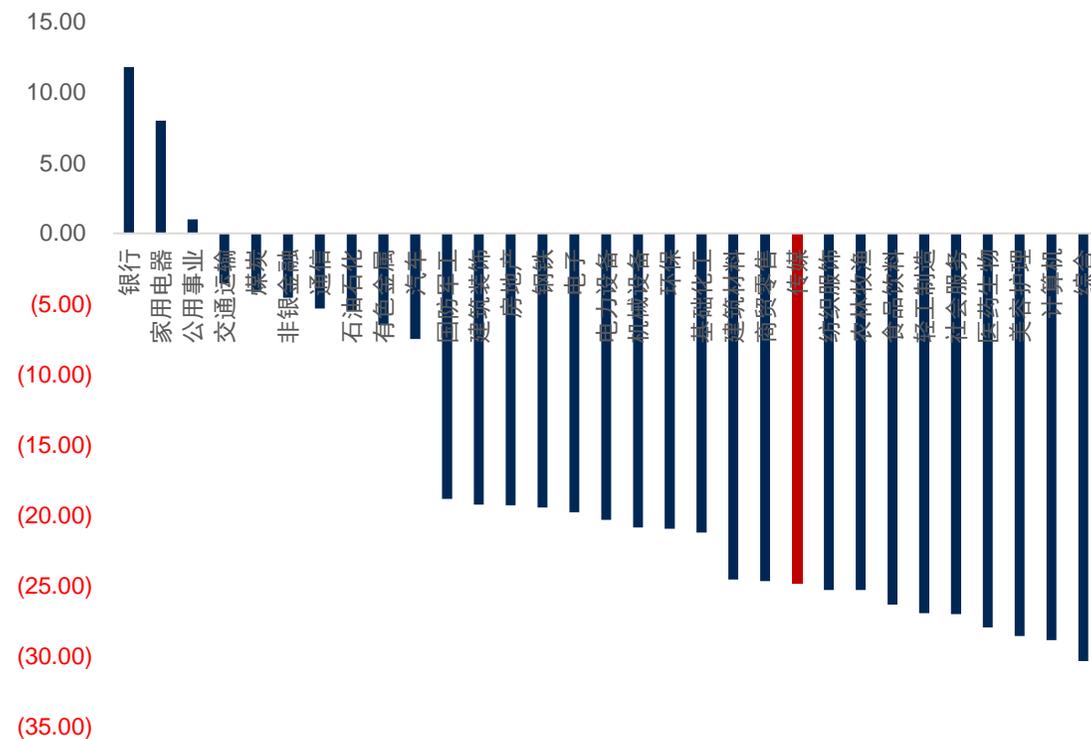
- 其中年初至9月23（申万传媒指数）板块下跌24.46%，跑输沪深300指数19.33个百分点
- 全市场排名来看，年初至9月23日传媒板块在申万一级31个行业中排名第23位

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

图：年初至9月23日涨幅排名第23位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

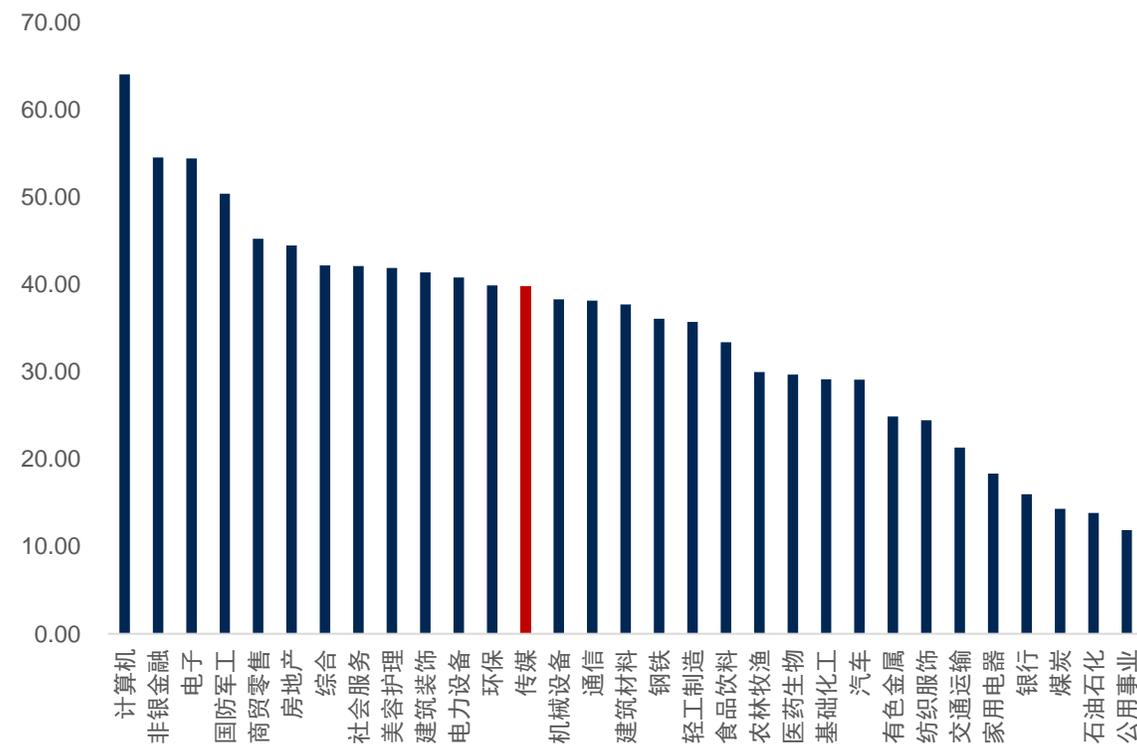
# 1.1 板块表现回顾：先抑后扬，9月底以来表现良好

- 9月24日以来传媒（申万传媒指数）板块上涨34.74%，跑赢沪深300指数12.30个百分点
- 全市场排名来看，9月24至今（1108）传媒板块在申万一级31个行业中排名第13位

图：924年以来大幅跑赢市场表现



图：924年以来涨幅排名第13位



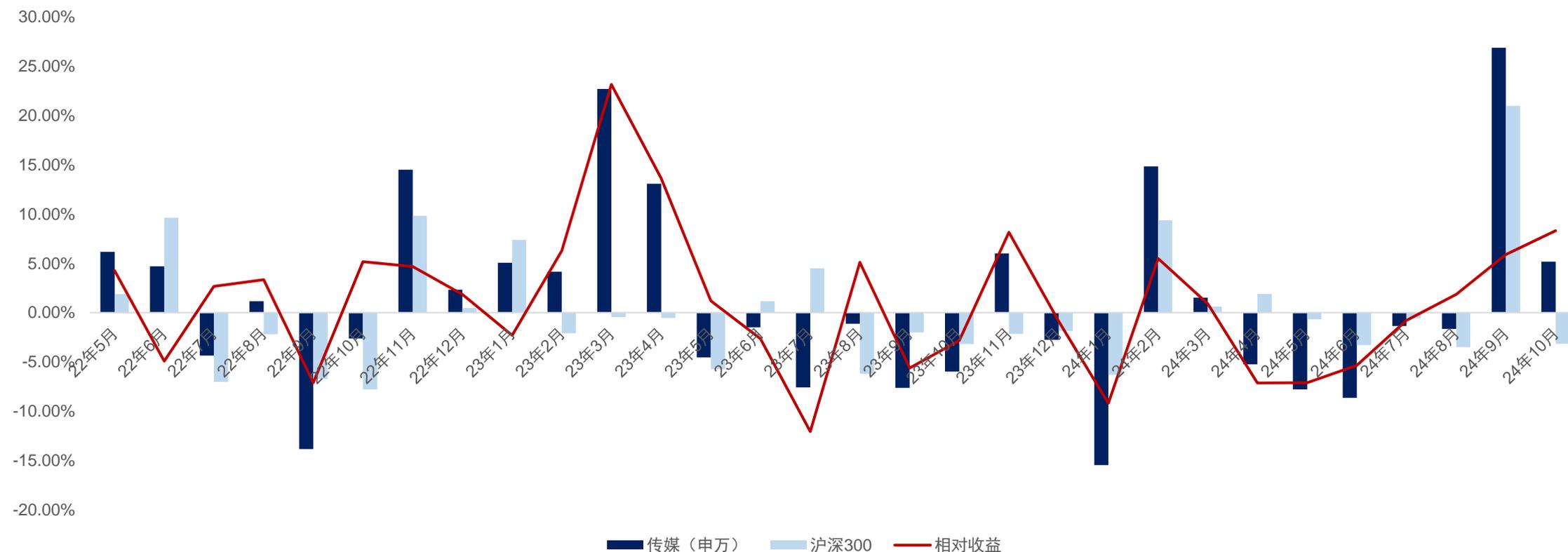
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 1.1 板块表现回顾：主题概念及市场风偏显著影响板块表现

- 逐月来看，除2、3月份在Sora、Kimi等AIGC概念带动下跑赢市场外，1-8月其余月份均表现较差
- 9月份以来随着市场整体反弹，传媒板块表现相对较好、超额收益明显

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

## 1.2 个股表现：红利与中小市值分别主导上下半场表现



- 个股表现上，年初至9月底，红利风格表现突出，中南传媒、山东出版、凤凰传媒、长江传媒、中原传媒等涨幅居前；
- 伴随市场反转，9月底至今中小市值表现更为突出，流金科技、天龙集团、华闻集团、旗天科技、佳云科技等涨幅居前。

表：个股涨幅排行

涨幅排行（年初至9月23日）						涨幅排行（9月24日至今）					
代码	公司	年内涨幅	股息率	PB	市值（亿）	代码	公司	涨幅	股息率	PB	市值（亿）
601098.SH	中南传媒	30%	3.95%	1.79	228	834021.BJ	流金科技	226.33452	0.00%	2.74	9
601019.SH	山东出版	29%	4.33%	1.87	241	300063.SZ	天龙集团	150.1199	0.00%	4.39	32
300061.SZ	旗天科技	28%	0.00%	10.79	49	000793.SZ	华闻集团	134.50704	0.00%	10.79	28
601928.SH	凤凰传媒	27%	4.16%	1.60	271	300061.SZ	旗天科技	132.9773	0.00%	6.40	49
600757.SH	长江传媒	16%	4.26%	1.25	100	300242.SZ	佳云科技	128.07018	0.00%	8.49	14
000719.SZ	中原传媒	12%	3.38%	1.17	107	300052.SZ	中青宝	100.46211	0.00%	2.89	28
600551.SH	时代出版	8%	3.93%	1.10	54	300295.SZ	三六五网	84.076433	0.00%	16.17	21
600088.SH	中视传媒	6%	0.13%	5.54	54	300364.SZ	中文在线	80.505415	0.31%	0.87	121
601921.SH	浙版传媒	6%	4.33%	1.54	171	000917.SZ	电广传媒	75.614754	0.00%	0.83	69
600373.SH	中文传媒	6%	4.99%	1.18	179	601929.SH	吉视传媒	72.881356	0.00%	13.31	41

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

# 1.3 前三季度业绩回顾：营收增长稳健，业绩显著承压

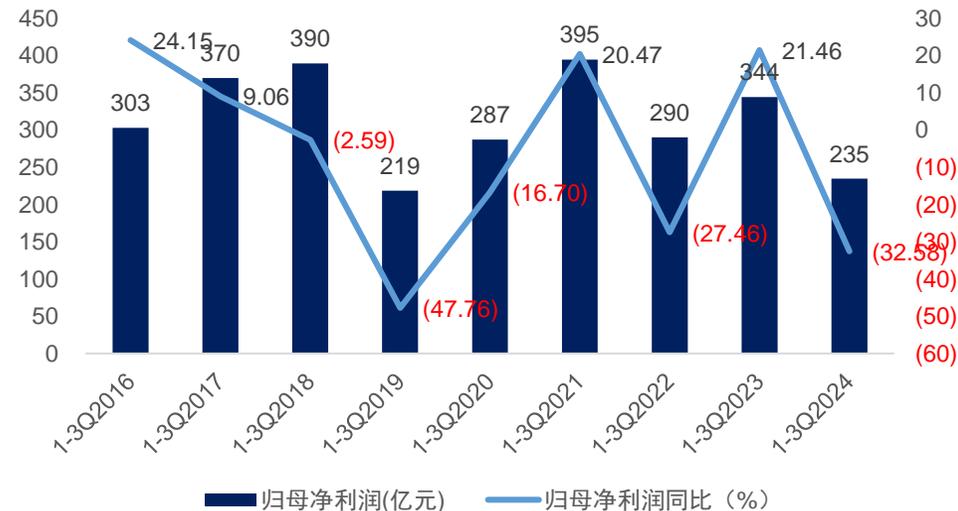
➤ 2024年前3季度A股传媒板块（申万传媒行业分类，下同）上市公司共计实现营业收入3672亿元、归母净利润235亿元，同比分别增长0.40%、-32.58%，营收稳中有升、净利润下滑明显，整体增速相比上半年进一步下滑（中报同比分别为2.43%、-30.55%）；主要原因一方面在于去年同期较高的基数效应，另一方面在于费用端的显著提升（销售费用率/所得税等）。

图：1-3Q营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：1-3Q归母净利润及增速



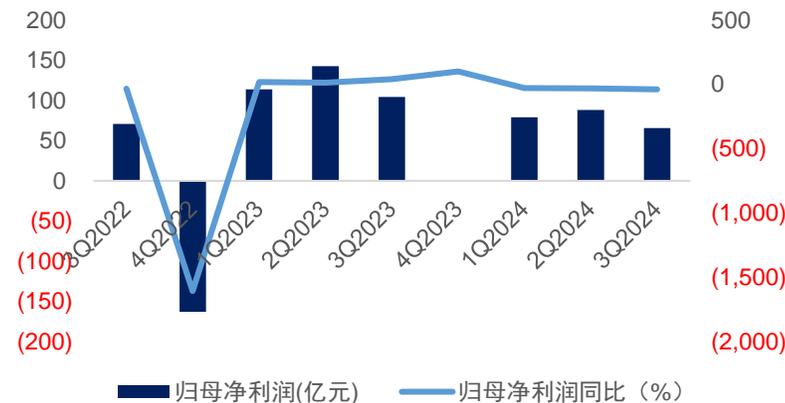
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 1.3 前三季度业绩回顾：营收增长稳健，业绩显著承压

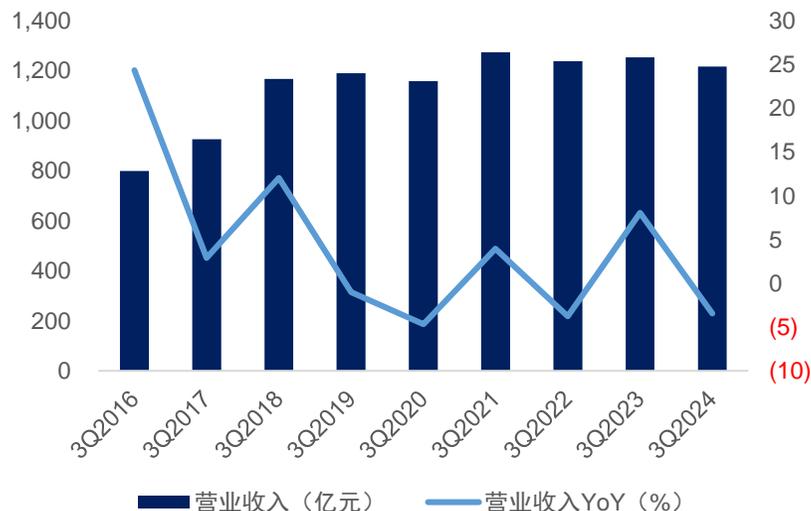


➤ Q3单季度承压显著。Q3单季度来看，上市公司共计实现营业收入1217亿元、归母净利润66亿元，同比分别下滑3.43%、37.52%，增速进一步向下。其中归母净利润创2016年以来新低；

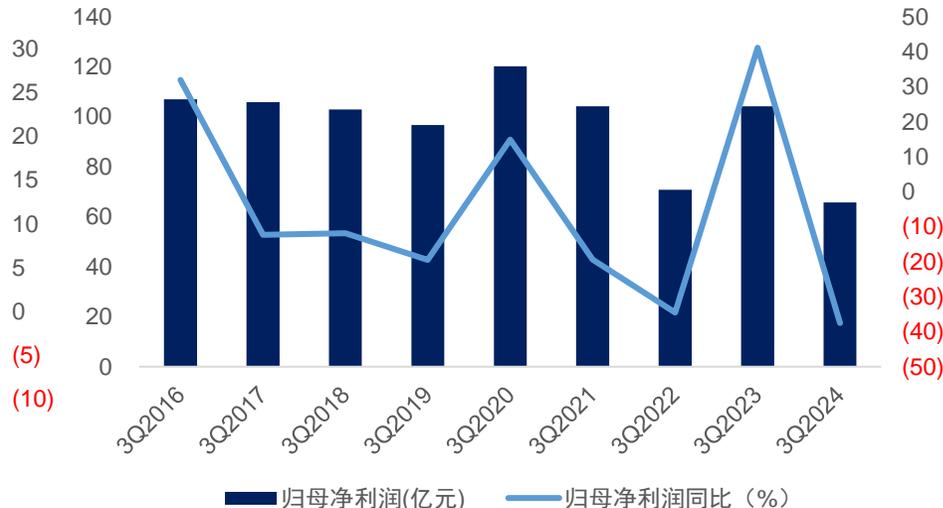
图：季度归母净利润及增速



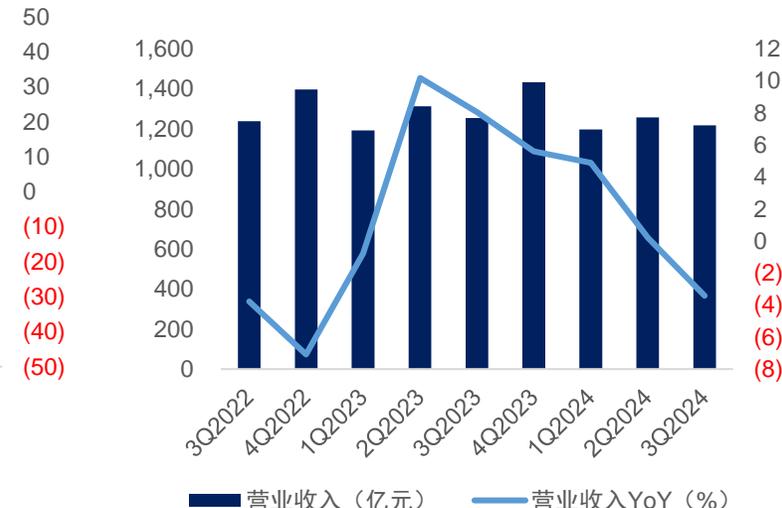
图：Q3单季度营收及增速



图：Q3单季度归母净利润及增速



图：季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

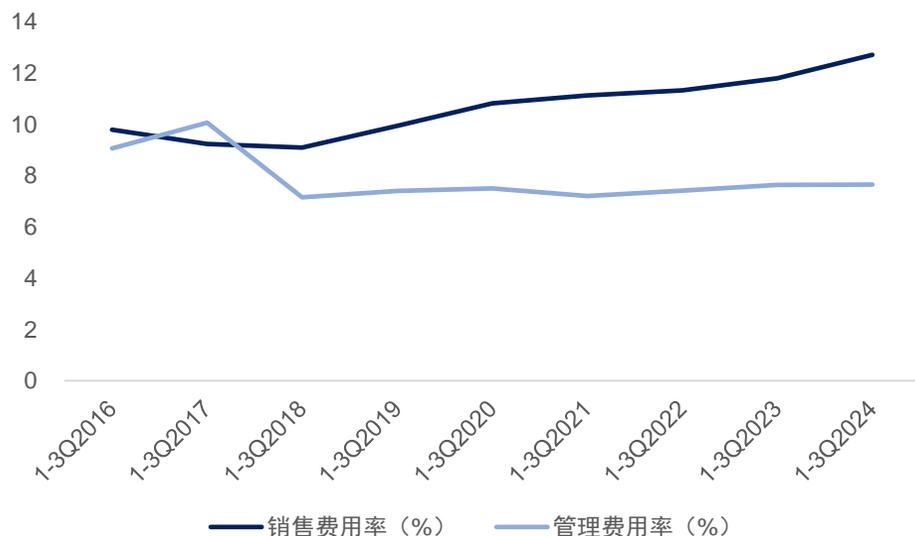
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 1.3 前三季度业绩回顾：盈利能力处于低位

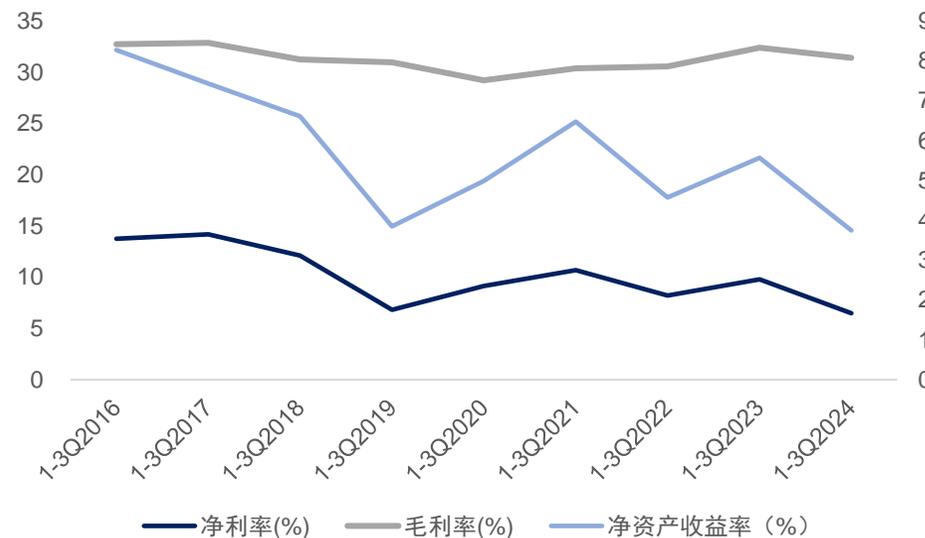
- 1-3Q传媒板块毛利率基本稳定，同比略降1个百分点至31.38%；净利率同比下滑3.30个百分点至6.48%；
- 管理费用率保持稳定，管理费用率7.65%、与上年同期基本一致；销售费用率同比提升0.91个百分点至12.71%；

图：1-3Q销售费用率同比提升明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率稳定，净利率及ROE下滑明显

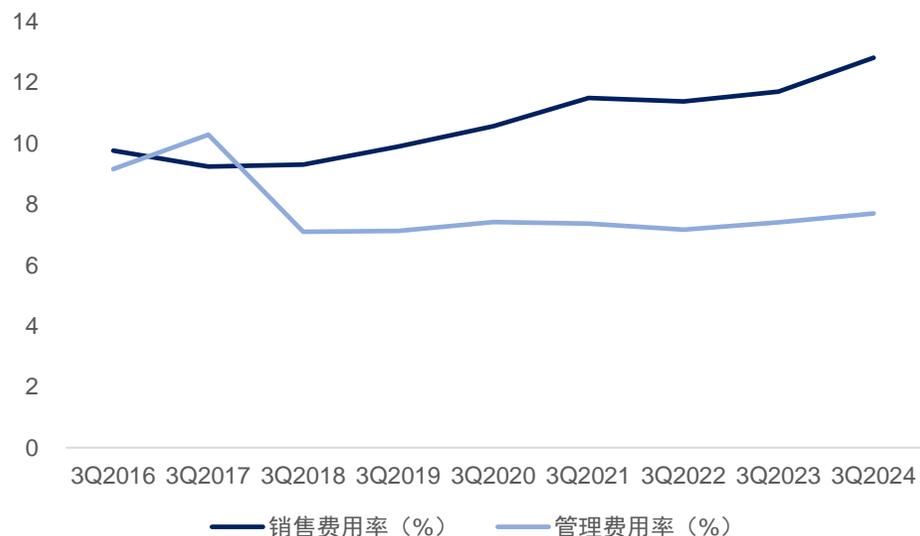


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 1.3 前三季度业绩回顾：盈利能力处于低位

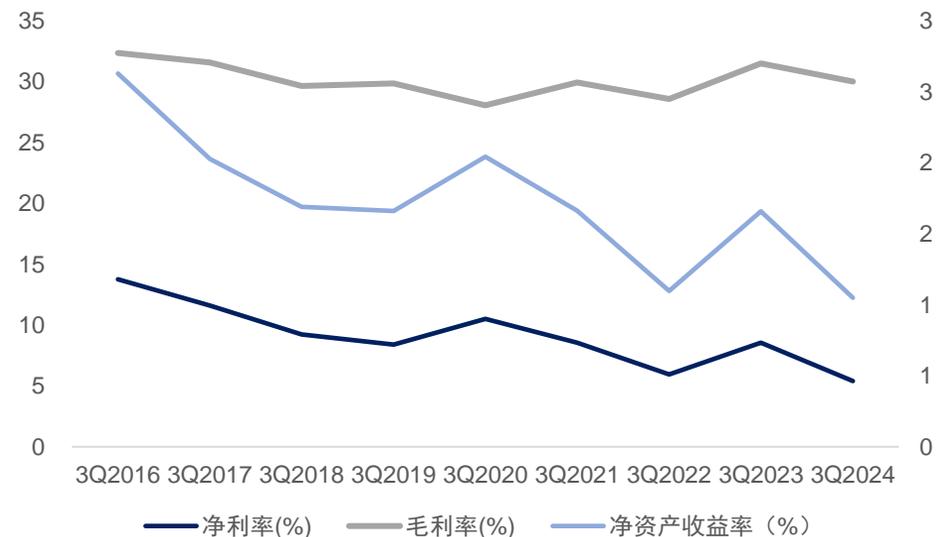
- ▶ 单季度来看，传媒板块毛利率同比下滑1.48个百分点至30%；净利率同比下滑3.15个百分点至5.40%；毛利率、净利率、ROE为代表的盈利能力均处于2016年的季度低点；
- ▶ 管理费用率保持稳定，管理费用率7.70%、与上年同期基本一致；销售费用率同比提升1.11个百分点至12.82%；

图：Q3单季度销售及管理费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：盈利能力下滑明显

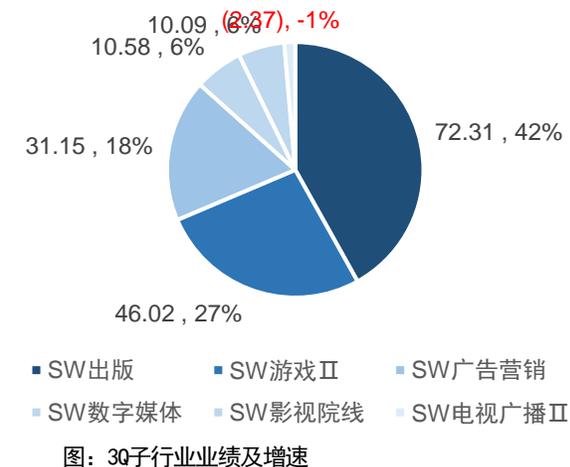


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 1.3 前三季度业绩回顾：子行业普遍承压

- 1-3Q子行业业绩绝对值排序，出版、游戏、广告营销；
- 增速上均同比向下，其中电视广播、数字媒体、影视院线下滑幅度居前；
- 单季度来看，主要子行业业绩下滑幅度相比上半年进一步扩大；

图：1-3Q子行业利润贡献占比



图：1-3Q子行业业绩及增速



图：3Q子行业业绩及增速



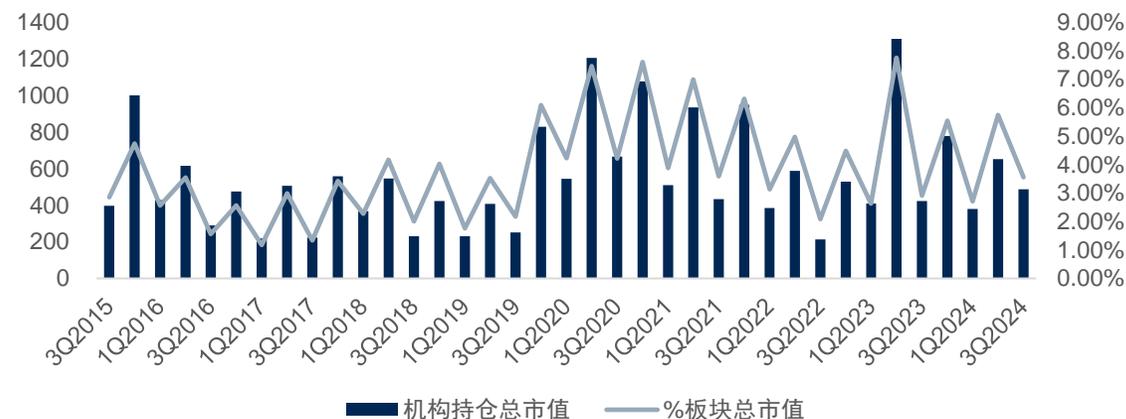
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

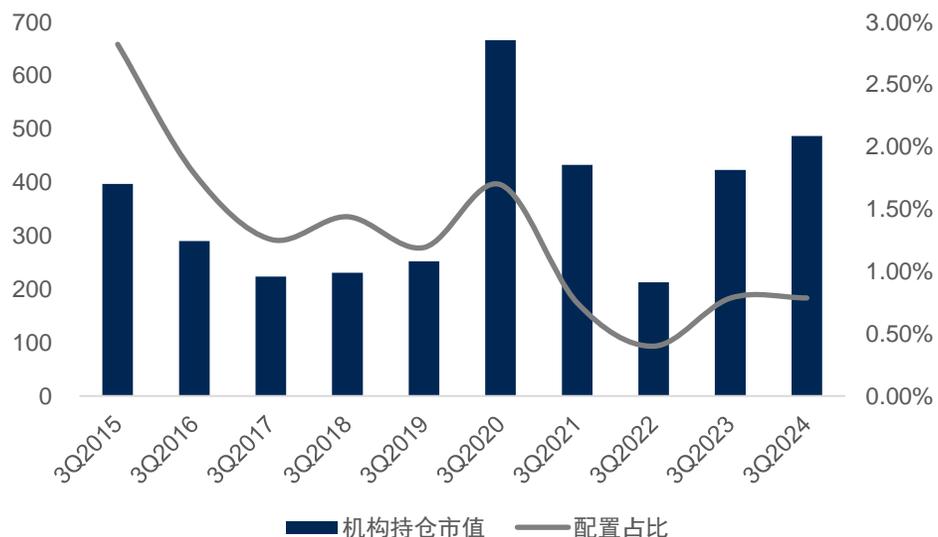
# 1.4 公募机构配置处于低位

➤ 截至Q3（0930），公募机构在传媒板块持仓总市值487亿元，占传媒板块总市值3.55%，占公募机构A股持仓比例为0.79%（上年同期0.81%）、仅高于疫情期间的2022年持仓配置比例，处于历史低位。

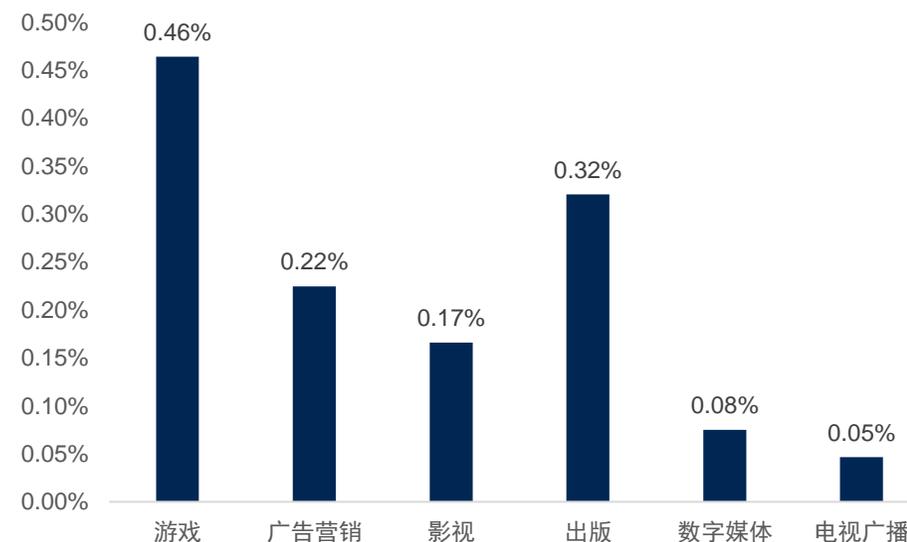
图：公募基金持仓占板块总市值（Q3）



图：公募机构配置（亿元）占比（Q3）



图：申万二级行业公募机构配置比例（Q3）



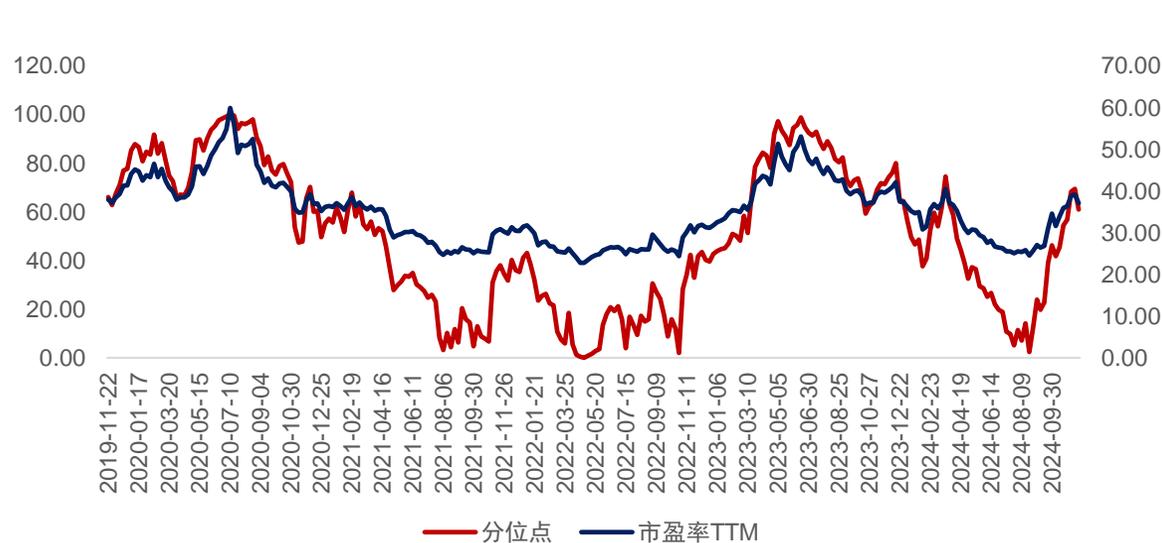
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 1.5 估值处于较低分位数

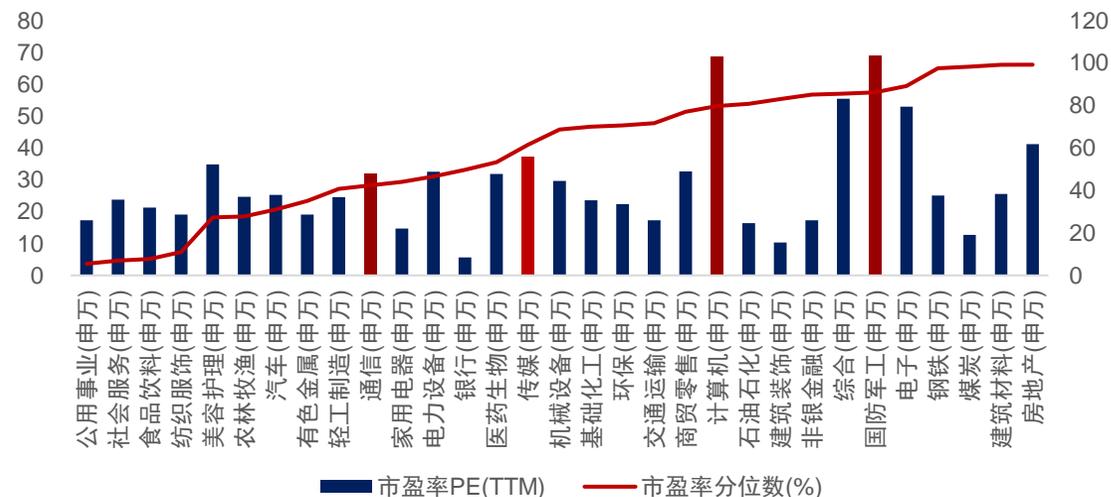
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 37x，处于过去5年60%分位数、整体估值仍处于历史较低水平；
- 横向比较，当前申万传媒指数TTM-PE估值分位数处于全市场中位数水平，在TMT中仅高于通信，显著低于计算机、电子；

图：传媒板块TTM估值及分位点（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：TTM历史分位数在TMT行业中处于较低水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

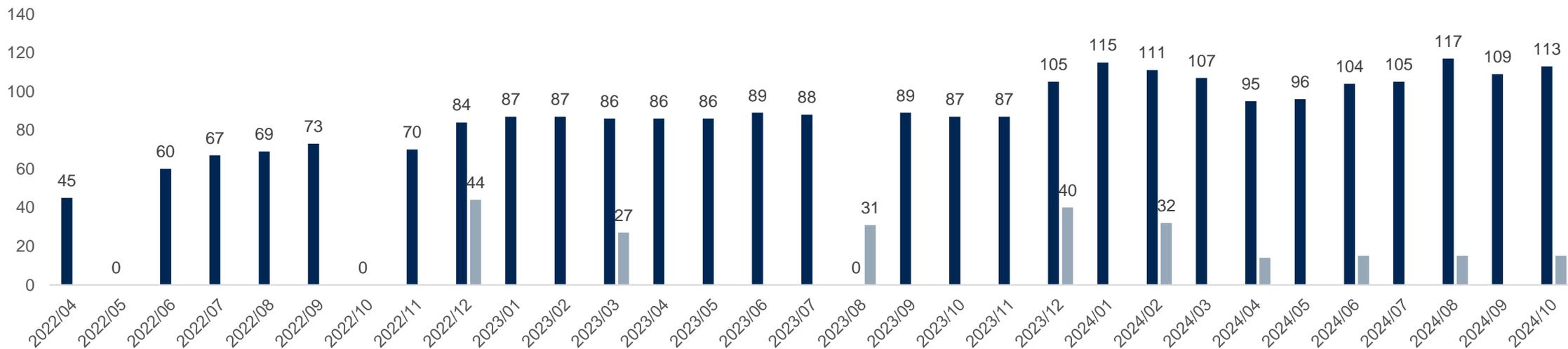
## 2.景气拐点在望，并购重组/文化出海助力向上

## 2.1 游戏： 版号常态化发放

➤ 游戏版号保持常态化发放趋势、月均版号发放数量过百，监管政策保持稳定

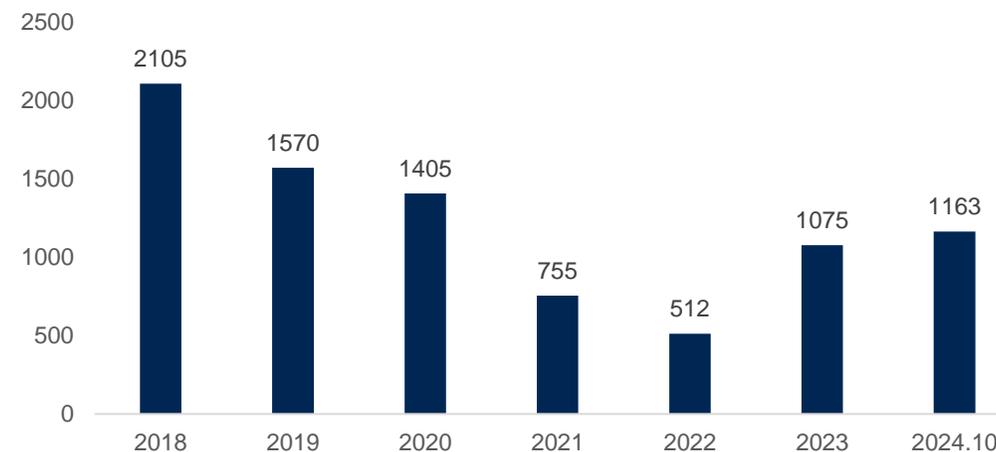
➤ 1-10月份累计发放游戏版号1163个，同比增长38%

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：1-10月合计发放1163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：8月开始触底向上，增速拐点显现

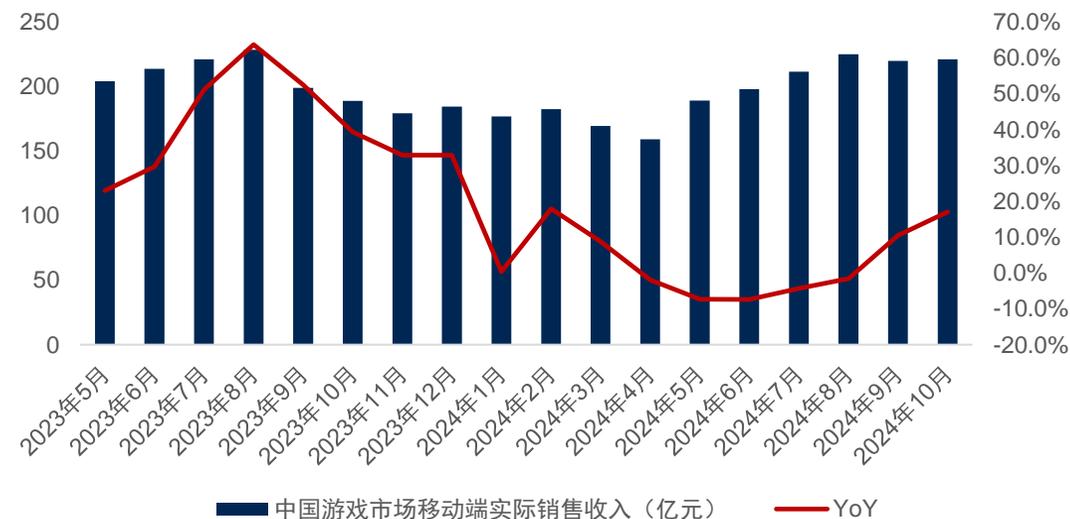
- 2023年8月增速高点以来，国内游戏市场增速呈现持续下滑趋势；
- 24年8月以来再次触底向上；
- 其中10月中国游戏市场收入290.83亿元，同比增长14.40%；移动游戏市场实际销售收入221.10亿元，同比增长17.07%；中国自主研发游戏海外市场实际销售收入16.07亿美元，环比下降5.63%，同比增长29.42%。

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：移动端增速见底向上



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：出海市场表现强劲

- 2023年9月以来出海市场增速持续向上；
- 其中10月海外市场实际销售收入达到16.07亿美元、同比增长29.42%，连续9个月实现正增长；
- 从全球市场来看，国内游戏公司营收及产品矩阵均具备明显优势；

图：中国游戏出海持续保持较高增速



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（CGG），国信证券经济研究所整理

图：中国游戏公司全球竞争力显著

排名	游戏厂商	公司总部	全球月收入预估 (单位: 美元)	排名	游戏厂商	公司总部	全球月收入预估 (单位: 美元)
1	腾讯天游 (腾讯互娱)	中国	473,070,259	26	37GAMES (三七互娱)	中国	37,959,881
2	Playrix	爱尔兰	143,979,013	27	ELECTRONIC ARTS (艺电)	美国	35,095,901
3	网易游戏	中国	126,949,792	28	Tuyoo Online Hklimited (途游)	中国	32,842,312
4	点点互动 (世纪华通)	中国	126,351,915	29	Playtika	以色列	32,802,100
5	Dream Games	土耳其	125,313,962	30	SpinX Games	中国香港	32,213,504
6	FUNFLY PTE	新加坡	121,130,224	31	史克威尔·艾尼克斯 SQUARE ENIX	日本	30,928,446
7	King	瑞典	117,573,711	32	FunPlus International AG (趣加)	瑞士	29,136,084
8	Scopely	美国	112,842,162	33	GungHo Online Entertainment	日本	27,771,210
9	Supercell	芬兰	107,430,539	34	Joy Nice Games (4399)	中国	26,402,642
10	Roblox	美国	104,234,213	35	Paper Games (叠纸游戏)	中国	26,183,201
11	COGNOSPHERE PTE (米哈游)	中国	89,117,735	36	暴雪娱乐 Blizzard Entertainment	美国	26,077,527
12	Moon Active	以色列	74,782,520	37	Hong Kong Ke Mosoftware (壳木游戏)	中国	24,803,905
13	科乐美 KONAMI	日本	59,047,636	38	Aniplex	日本	24,250,481
14	万代南梦宫 Bandai Namco	日本	54,183,912	39	SuperPlay	以色列	23,696,576
15	Zynga	英国	51,334,725	40	网石游戏 Netmarble	韩国	23,472,721
16	Niantic	美国	50,970,215	41	Activision Publishing (动视暴雪)	美国	23,362,968
17	Lingxi Games (灵犀游戏)	中国	50,672,496	42	TG Inc. (Top Games)	中国	23,230,633
18	Peak Games	土耳其	49,327,486	43	Com2uS	韩国	21,862,966
19	Garena International I	新加坡	42,700,907	44	River Game	中国	20,046,813
20	XFLAG	日本	41,141,368	45	NEXON	韩国	19,246,899
21	Lilith Games (莉莉丝游戏)	中国	40,500,771	46	Playtika Santa Monica	美国	19,241,471
22	NCSoft	韩国	40,358,492	47	Plarium Global Ltd	以色列	19,114,409
23	Product Madness	美国	38,849,713	48	Google (谷歌)	美国	18,660,472
24	SciPlay	美国	38,642,820	49	Big Fish Games	美国	18,567,968
25	Microfun Limited (柠檬微趣)	中国	38,373,983	50	Kakao Games	韩国	18,312,267

资料来源：游娱fan、Appmagic，国信证券经济研究所整理

## 2.1 游戏：上市公司业绩有望底部改善

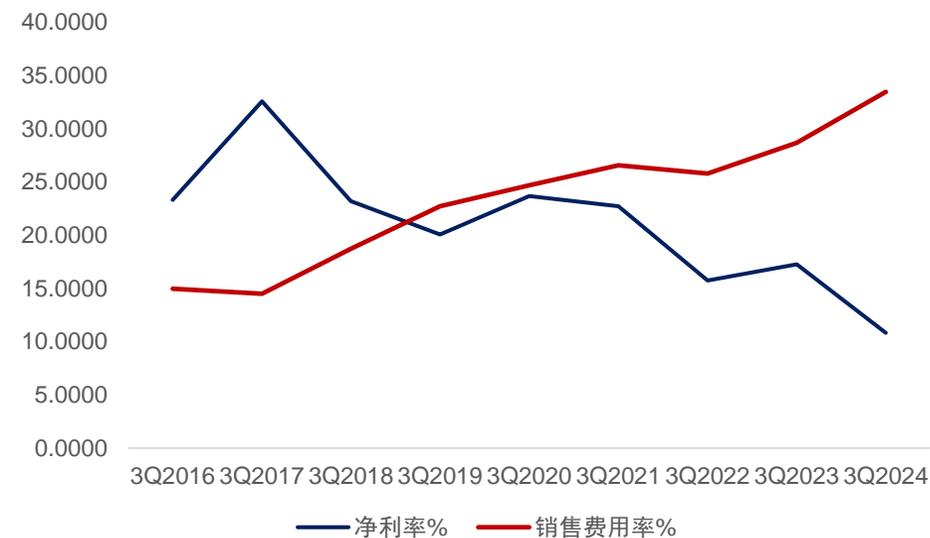
- ▶从上市公司业绩表现来看，营收仍保持正增长趋势，但归母净利润同比下滑明显（-31%）；
- ▶版本号重启之下，整体投放费用提升压制业绩表现。从业绩表现来看，销售费用率同比大幅提升是导致业绩显著下滑的重要原因（销售费用率从23年Q3的28%提升5个pct至24年Q1的33%，同期净利率下滑6个pct）；
- ▶产品上线周期与业绩释放周期的错配压制业绩表现，基数效应及新品利润释放之下，上市公司业绩有望重新向上；

### 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：用户渗透率处于高位，研发能力/产品周期决定个股 $\alpha$

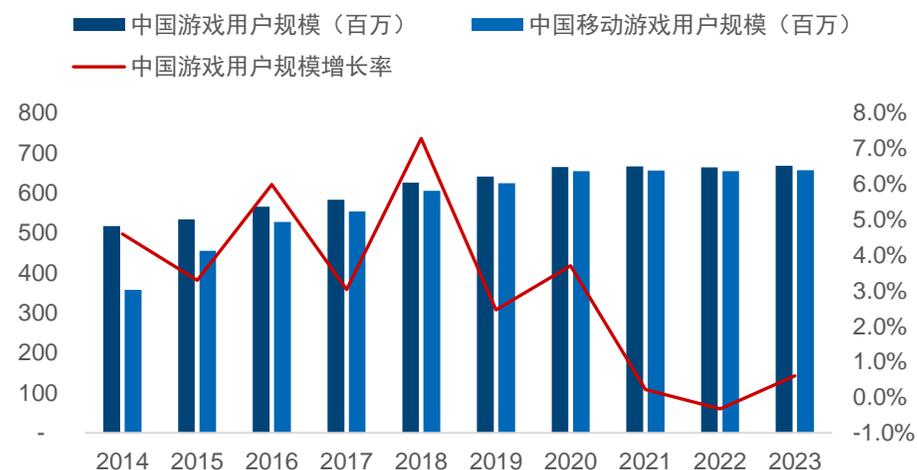
- 用户增长红利接近消失：中国游戏用户规模6.64亿人、渗透率超过60%；增速自2019年呈现持续下滑的趋势；
- 优质内容成为胜出关键要素，自下而上关注上市公司研发能力及产品周期。存量竞争、用户充分教育背景下，产品质量成为胜出的核心要素，典型如《原神》、《逆水寒》、《黑神话》等

图：《黑神话：悟空》上线数据表现



资料来源：VG Insights，搜狐，国信证券经济研究所整理

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  
图：《黑神话：悟空》



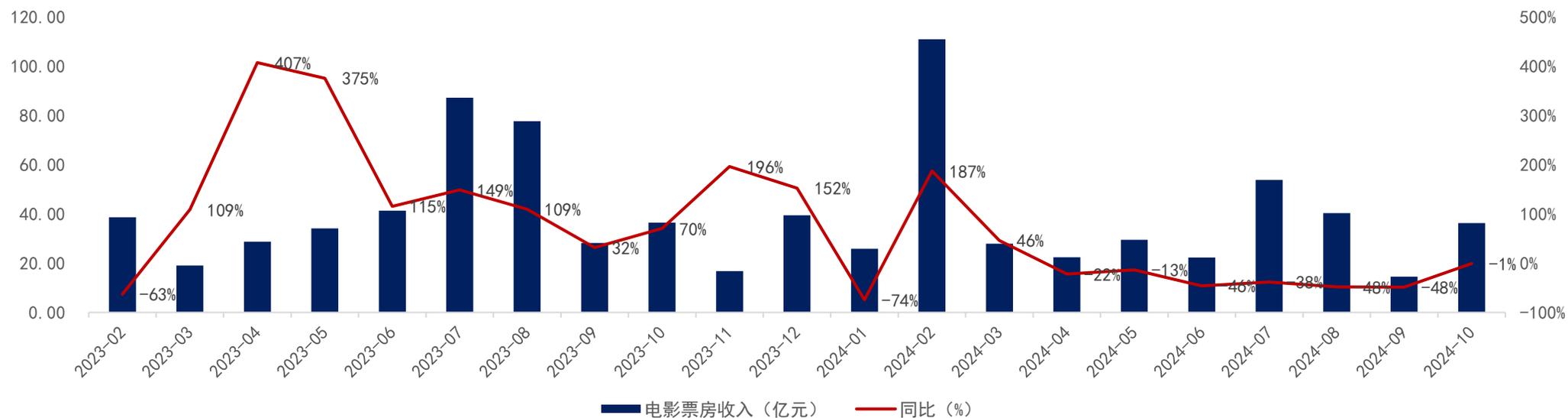
资料来源：搜狐，国信证券经济研究所整理

## 2.2 影视：电影票房同比下滑

➤ 24年1-10月电影市场实现票房383.68亿元，同比下滑22.05%，其中暑期档票房下滑尤为明显，一方面在于去年的高基数，另一方面在于缺乏有市场号召力的新片上映；

➤ 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；

### 票房市场逐月规模

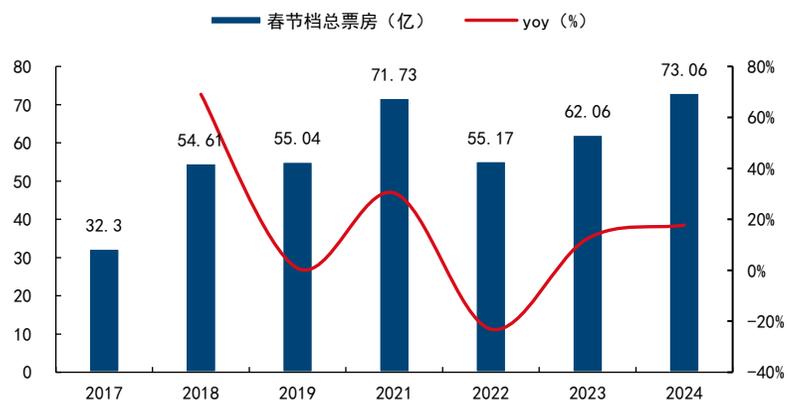


资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

## 2.2 影视：档期表现相对良好，内容供应周期压制观影需求释放

- 主要档期来看，春季档票房创历史新高、五一档亦创历史第二成绩，国庆档下滑明显。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%；3) 国庆档票房总计21.05亿元，同比2023年下滑23.1%，与疫情前的2018年相当
- 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）



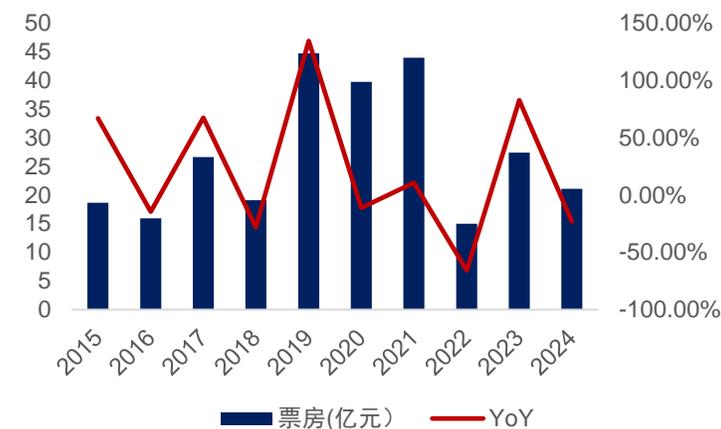
资料来源：灯塔数据，国信证券经济研究所整理

### 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

### 国庆档票房表现（亿元）

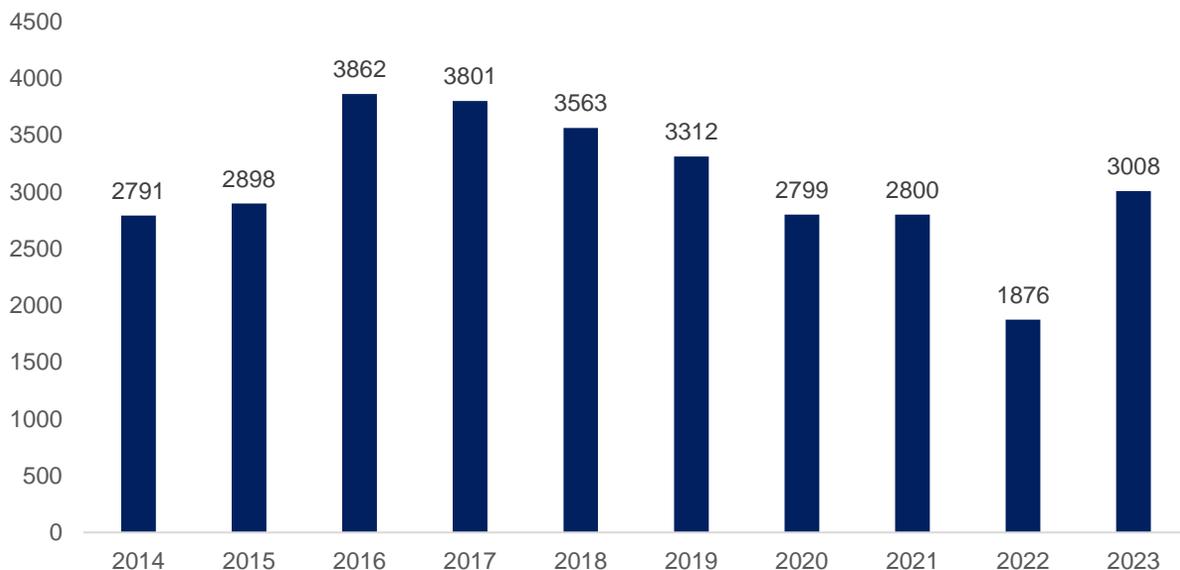


## 2.2 影视：国产电影供应周期向上，票房拐点可期

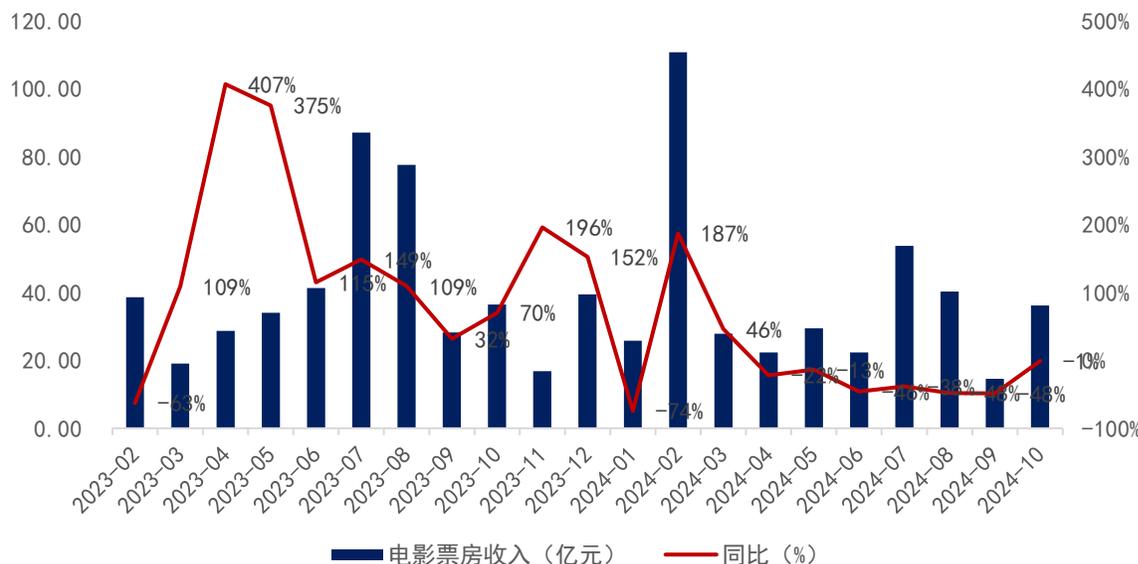
▶从国产电影备案数量上来看，20年至22年呈现显著下滑趋势；

▶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；而由于高经营杠杆的特性，票房市场回暖有望在放映端带来更大的利润向上弹性；

### 国产影片备案数量



### 票房市场10月跌幅显著缩窄

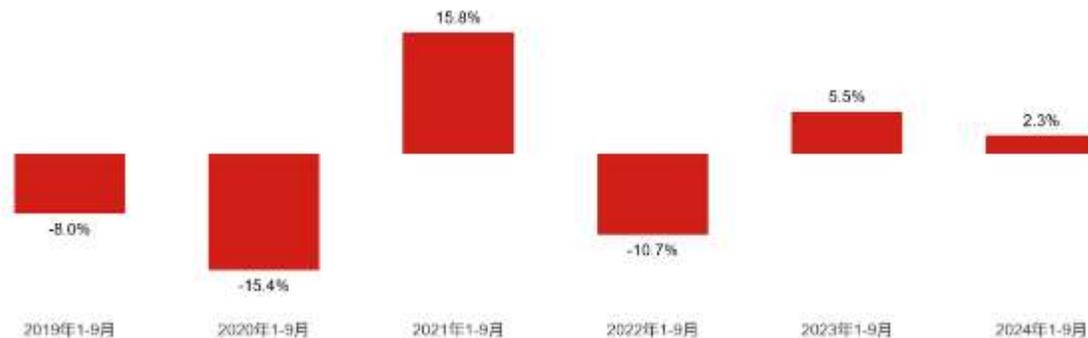


资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

## 2.3 广告营销：宏观环境预期有望带动底部复苏向上

- ▶ 广告投放花费与宏观经济预期高度相关，政策转向之下关注广告投放底部向上。2024年1-9月广告市场同比上涨2.3%，相比上半年及去年同期增速进一步下降，主要与广告主对宏观经济预期高度相关；
- ▶ 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

### 前三季度广告投放增速2.3%



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

### 媒体广告媒体花费同比变化



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

### 宏观预期影响广告投放信心

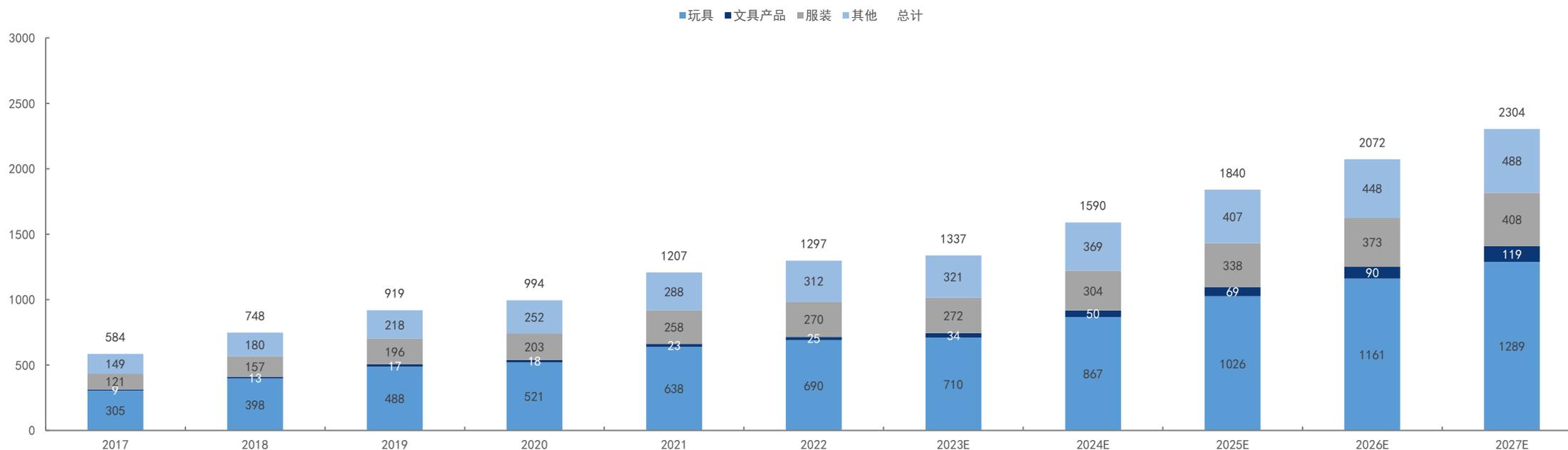


资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

## 2.4 IP潮玩：高景气持续

- 以商品交易总额计，IP潮玩市场规模由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

## 2.4 IP潮玩：品类持续泛化

- 手办盲盒
- 卡牌
- “塑料黄金” IP谷子
- .....

图：泡泡玛特MOLLY周年雕塑



图：卡游小马宝莉卡片



图：IP谷子

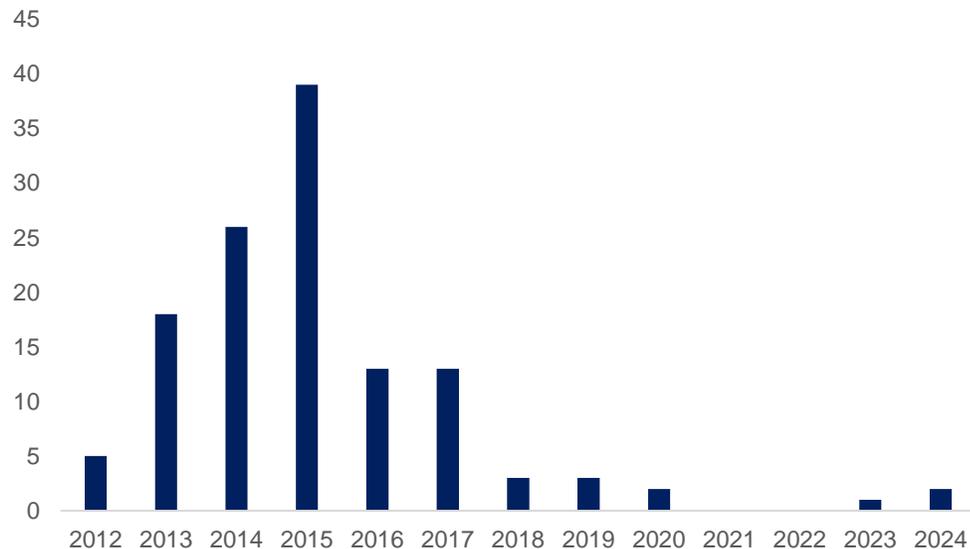


资料来源：泡泡玛特淘宝旗舰店，国信证券经济研究所整理 资料来源：卡游淘宝旗舰店，国信证券经济研究所整理

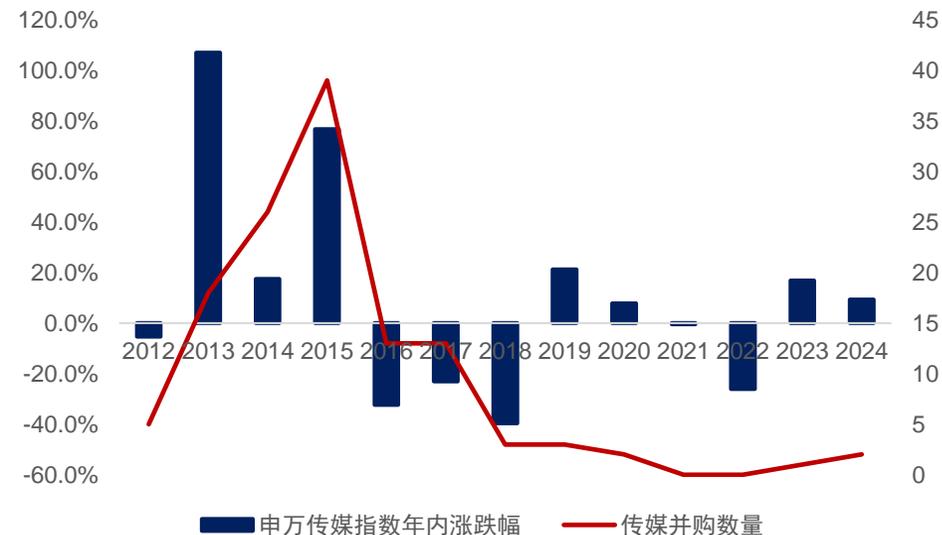
## 2.5 政策环境改善，并购重组转向助力底部向上

- 复盘2013-2015，上市公司并购重组是推动A股传媒板块上市公司业绩及二级市场表现的重要推动力，并在此过程中实现了板块内部资产的新陈代谢；
- 2016年中国证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，传媒板块并购重组活跃度自此快速回落，进而对盈利增速及二级市场表现带来显著负面影响；
- 2024年9月证监会就《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》公开征求意见，并购重组政策转向；在以AIGC、VR/AR等为代表的新科技加速发展阶段、并购重组政策转向有助于存量上市公司资产结构优化，加速板块向上动能

图：A股传媒板块上市公司并购事件数量



图：A股传媒板块年度涨幅表现及当年上市公司并购重组数量

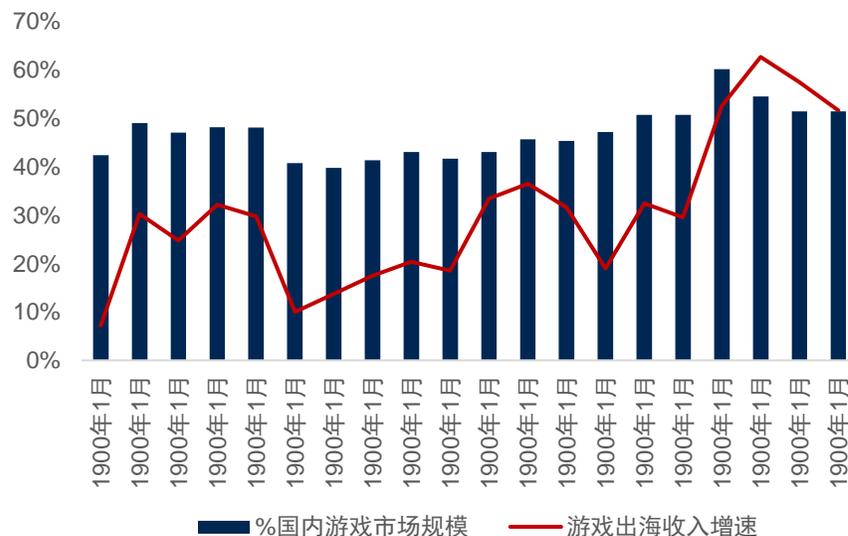


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

## 2.6 文化出海：星辰大海

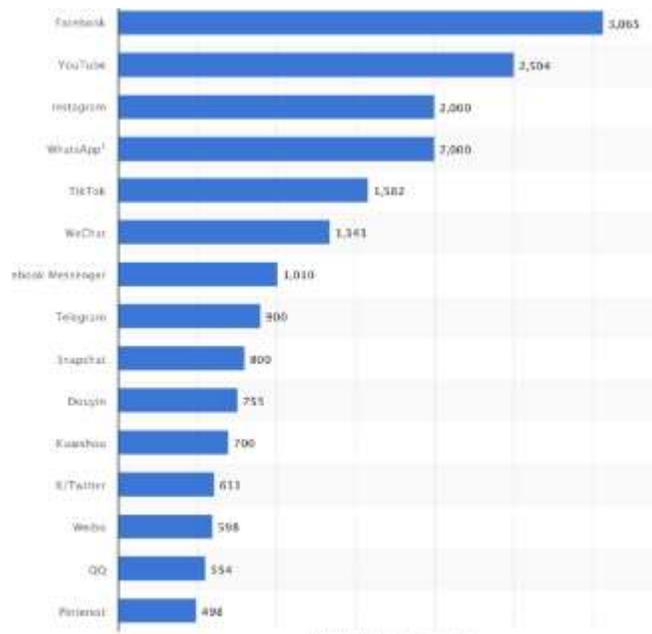
- 中共中央政治局第十七次集体学习：要不断提升国家文化软实力和中华文化影响力。推进国际传播格局重构，创新开展网络外宣，构建多渠道、立体式对外传播格局；
- 游戏、短剧出海证明中国企业内容创作与运营实力；
- TikTok为代表的互联网出海，有望带动营销服务、电商、游戏等领域出海商业化新高度

图：游戏出海增速及占比持续新高



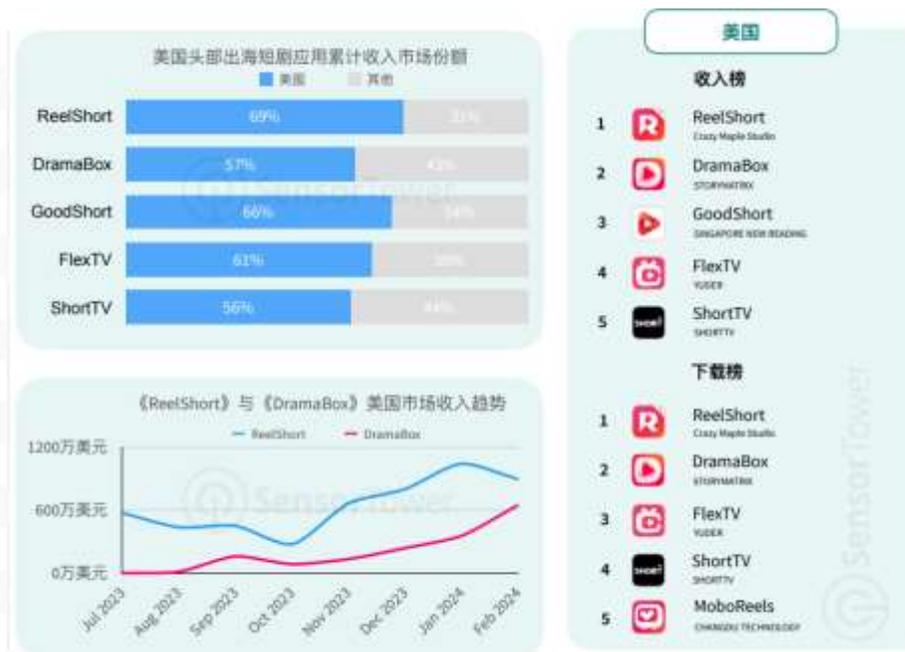
资料来源：游戏工委，国信证券经济研究所整理

图：TikTok全球用户数位居第5



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

图：短剧出海



资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

### 3. 多模态及端侧加速推进，场景及商业化曙光已现

### 3.0 OpenAI年初发布Sora，引发产业与资本市场热潮

#### ➤ OpenAI发布Sora，引发AI视频热潮

年初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、电影制片人或学生来说，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；

#### ➤ OpenAI即将正式上线Sora，有望再次提升视频生成领域热度

图：Sora生成“时尚女性走在霓虹闪烁的东京街头”



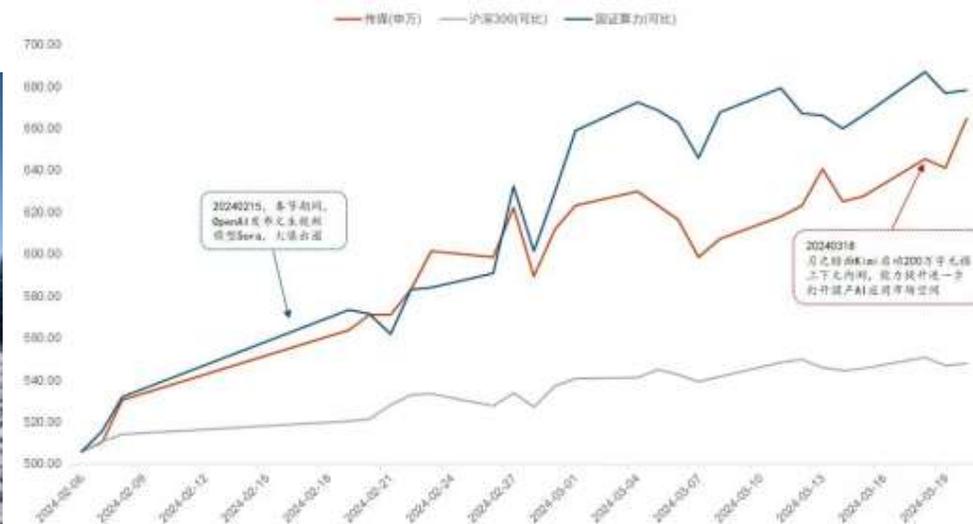
资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

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

图：Sora发布与AI板块二级市场表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 3.1 群雄逐鹿：快手推出可灵大模型

- 可灵大模型为快手AI团队自研，具备诸多优势：能够生成大幅度的合理运动；能够模拟物理世界特性；具备强大的概念组合能力和想象力；生成的视频分辨率高达1080p，时长高达2分钟（帧率30fps），且支持自由的宽高比头；

图：快手发布可灵大模型



资料来源：快手，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

图：首部AIGC原创奇幻微短剧《山海奇镜之劈波斩浪》

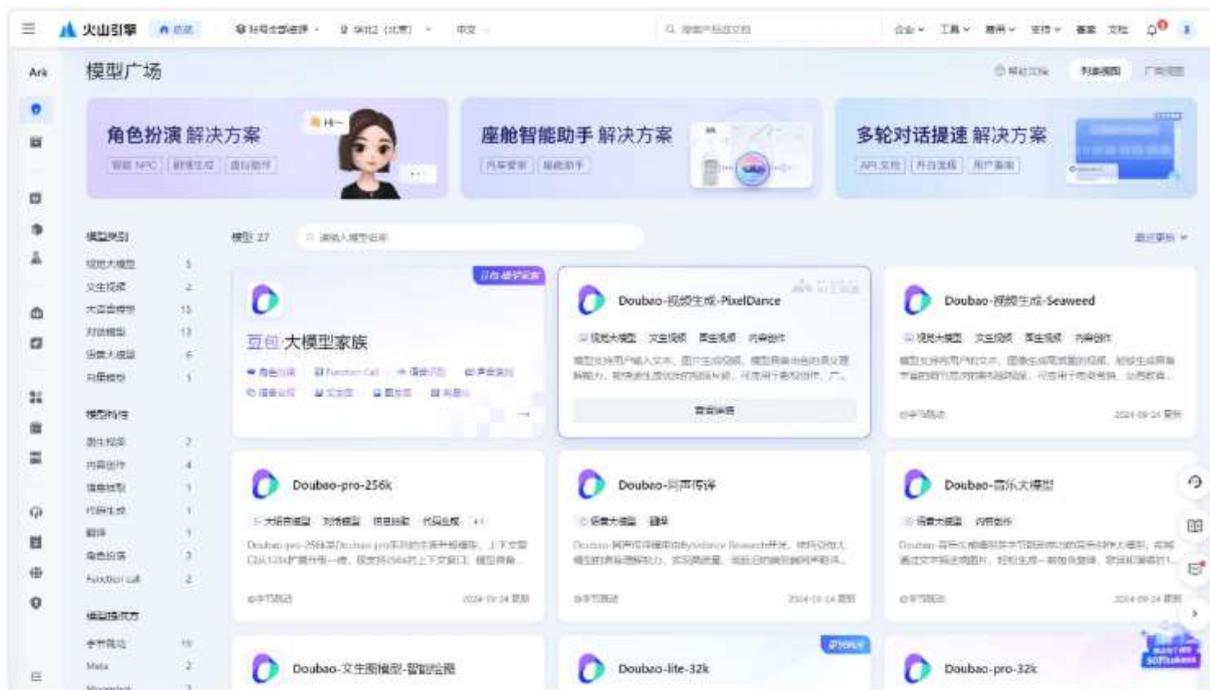


资料来源：字节跳动，国信证券经济研究所整理

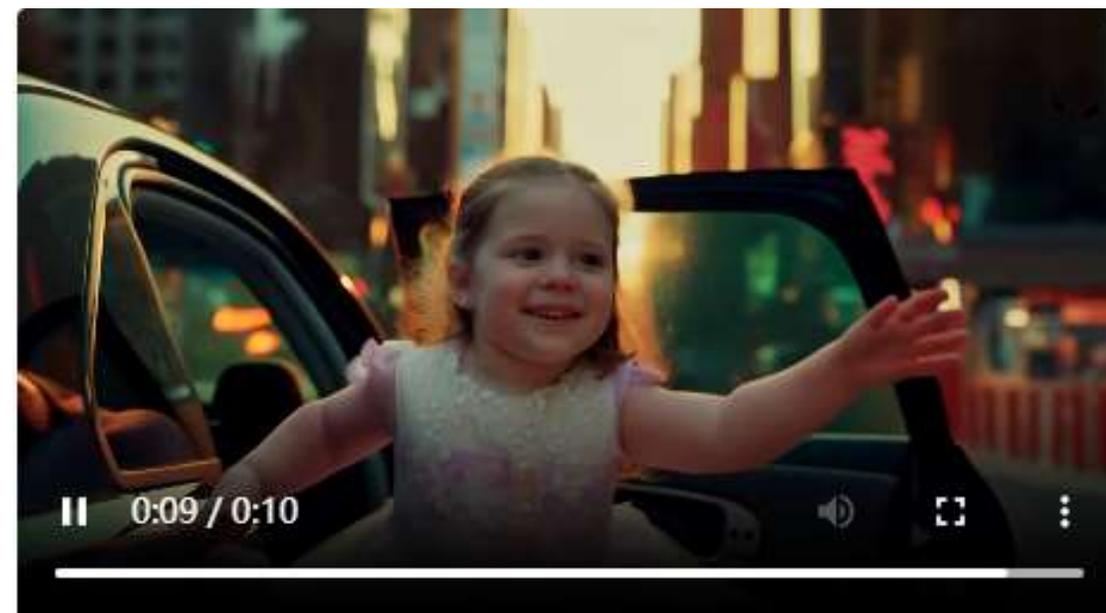
### 3.1 群雄逐鹿，字节跳动推出豆包-PixelDance

- PixelDance基于DiT（扩散Transformer）架构，构建了一个既能处理复杂场景又能展现精美运镜的强大视频生成系统。通过这一技术，PixelDance不仅能够实现动态场景的流畅转换，还能在镜头切换时维持主体的风格一致性
- PixelDance支持多主体之间的复杂互动和生动的场景描述，比如当要求生成一个繁忙城市广场的画面时，模型能够准确捕捉到人群的微妙变化、互动以及环境的氛围，而非仅仅是简单的静态镜头；
- PixelDance另一个突出的特点是对多种艺术风格的支持能力

图：豆包PixelDance



图：PixelDance 生成视频



资料来源：字节跳动，国信证券经济研究所整理

资料来源：字节跳动，国信证券经济研究所整理

## 3.1 群雄逐鹿：阿里推出视频生成模型Tora

➤ Tora能够整合文本、视觉和轨迹数据，精确控制视频内容的动态变化，在不同的时间长度、纵横比和分辨率条件下生成高质量的视频。

### ➤ Tora特点

- ✓ 轨迹控制：Tora能够确保视频中的动作精确地遵循预定义的轨迹，提供精确的运动控制
- ✓ 高保真度：Tora生成的视频在视觉上具有高保真度，能够细致地模拟现实世界中的运动和动态
- ✓ 多模态输入：Tora能够处理和整合文本、视觉和轨迹条件，使得视频生成过程更加丰富和灵活
- ✓ 创新架构：Tora采用了Diffusion Transformer (DiT) 架构，这是生成高质量视频内容的先进技术。动态内容生成：它能够根据轨迹提取器 (TE) 和运动引导融合器 (MGF) 的协同工作，生成具有动态一致性的视频内容
- ✓ 高分辨率和长时序视频：Tora支持生成高分辨率和长时序的视频，适用于需要长时间连续镜头的应用场景

图：Tora演示demo



资料来源：AIHub，国信证券经济研究所整理

图：Tora演示demo



资料来源：AIHub，国信证券经济研究所整理

### 3.1 群雄逐鹿： Meta推出视频模型Movie Gen

- Meta公司发布了其最新的AI视频生成器Movie Gen，这是一款能够自动生成包含声音的高清视频的创新工具，为影视、广告、动漫等多个领域带来了全新的可能性
- Movie Gen 是一个包含四个核心模型的 AI 系统：30B 参数的视频生成模型、13B 参数的音频生成模型、个性化视频生成模型，以及精确视频编辑模型；只需一张照片，就能创建逼真的个性化视频；它不仅生成最长 16 秒、1080P 的高清视频，还能为视频配上同步的音效和背景音乐

图：扎克伯格展示 Movie Gen 的视频编辑能力



图：Meta 展示 Movie Gen 根据文字指令修改视频



资料来源：Meta，国信证券经济研究所整理

资料来源：Sohu，国信证券经济研究所整理

## 3.2 端侧发力：应用加速触达

- 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：荣耀Magic 7搭载AI Agent



资料来源：IT之家，国信证券经济研究所整理

## 3.2 端侧发力：应用加速触达

- 字节跳动旗下XR平台PICO推出首款MR混合现实一体机PICO 4 Ultra，硬件上搭载全新高通骁龙XR2 Gen2计算平台，拥有12GB超大内存，GPU性能相比前代XR1提升2.5倍，AI性能比XR1提升8倍。而且，PICO 4 Ultra还配备双目3200万像素彩色透视摄像头和iToF深度感知摄像头，支持MR并且系统层面引入全景屏工作台，以及支持体感追踪器。
- 价格方面，PICO 4 Ultra消费者版本售价4299元，PICO 4 Ultra Enterprise（企业版）7499元，PICO体感追踪器售价399元一对，现已全面开启预售，并于9月2日正式开售
- PICO App Store商店的应用数量已经超过900款，合作开发者数量超过500个，合作开发者覆盖60多个国家和地区

图：Pico 4



资料来源：官网，国信证券经济研究所整理

图：摄像头



资料来源：官网，国信证券经济研究所整理

图：多终端互联



资料来源：官网，国信证券经济研究所整理

### 3.3 场景落地持续泛化：从Chatbots到AI Agent

➤ 从Chatgpt到豆包、Kimi，Chatbots在C端场景已广泛应用

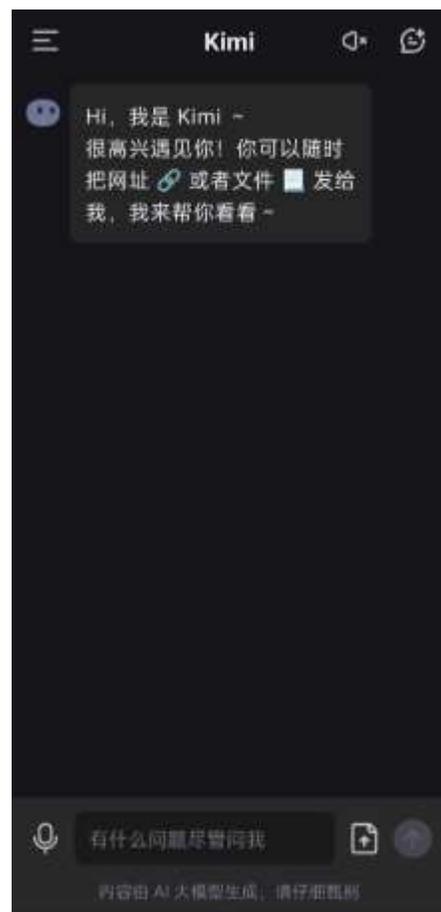
➤ AI Agent能力及商业化潜力持续展现

图：豆包



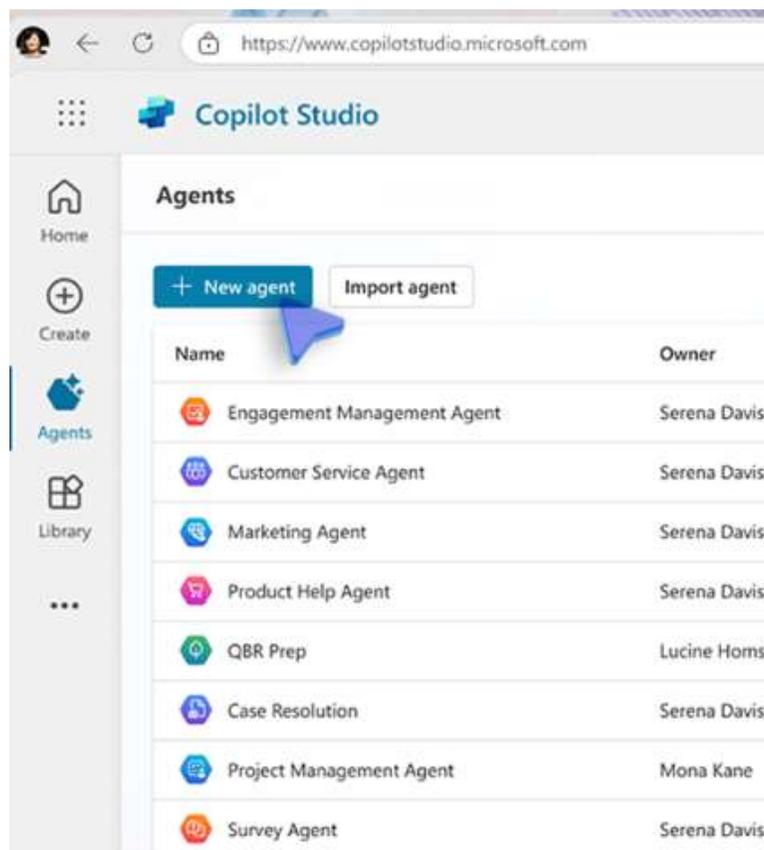
资料来源：豆包，国信证券经济研究所整理

图：Kimi



资料来源：Kimi，国信证券经济研究所整理

图：微软发布商业AI智能体



资料来源：微软，国信证券经济研究所整理

图：智谱发布AutoGLM



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



资料来源：秘塔，国信证券经济研究所整理

图：天工AI搜索

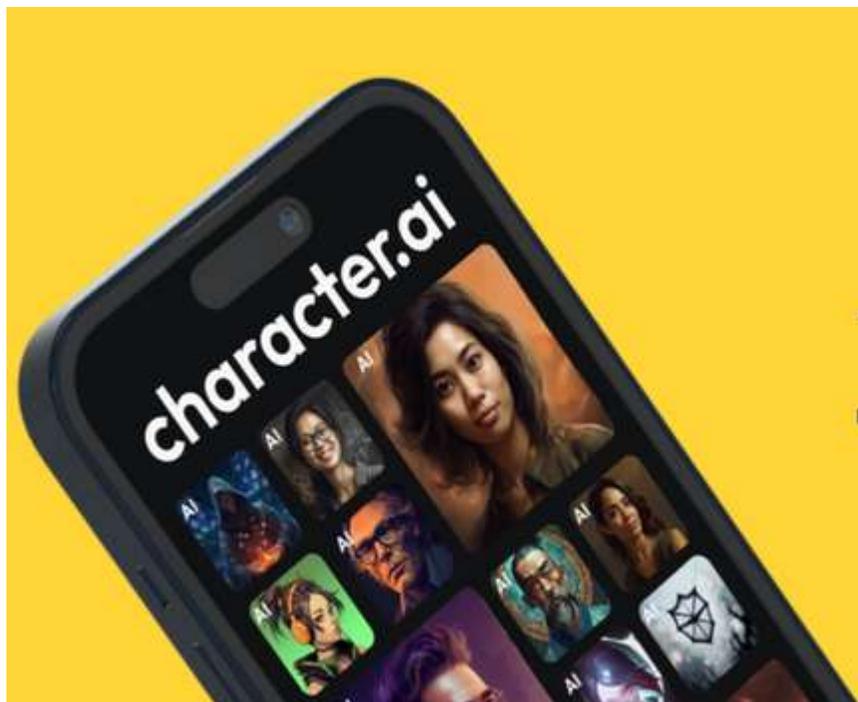


资料来源：360，国信证券经济研究所整理

### 3.3 场景落地持续泛化：AI社交

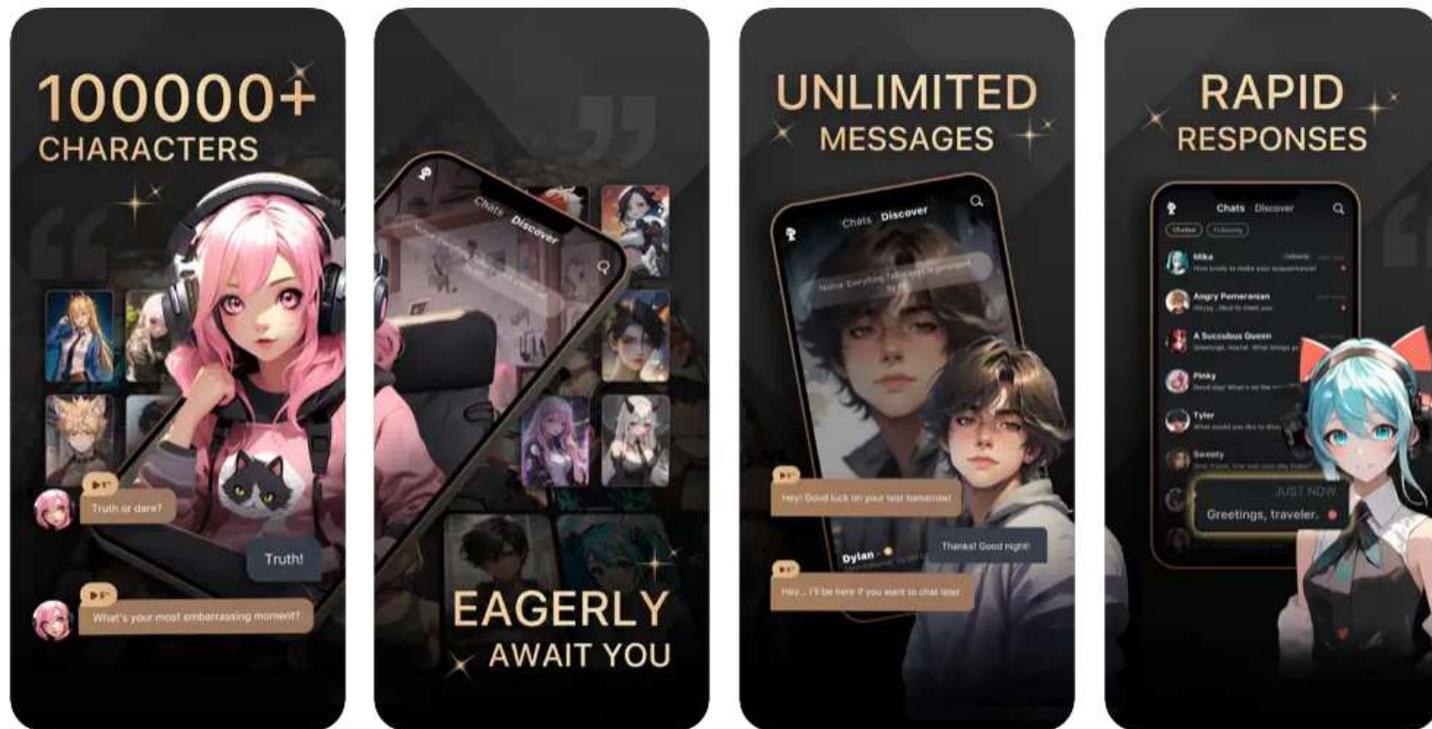
- 据Mordor Intelligence报告， AI社交应用规模将从2023年的16.4亿美元增长至2028年的56.6亿美元；
- 海外Character AI，国内出海应用Talkie（MiniMax）、Inky（昆仑万维），国内市场X Eva（小冰）等均有不错表现；

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 场景落地持续泛化：AI视频生成

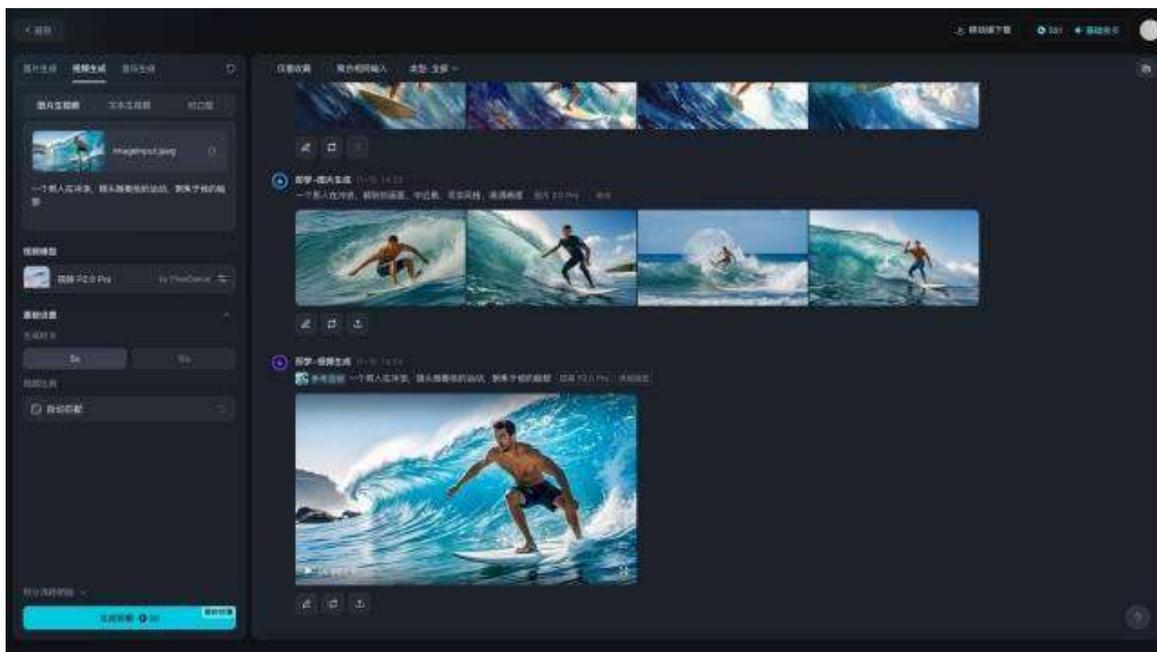
- 快手可灵APP上架、字节跳动PixelDance上线即梦AI
- 字节、快手之外，MiniMax、智谱等头部大模型厂商亦先后推出视频生成服务，视频生成触手可及
- 昆仑万维发布全球首个集成视频大模型与3D大模型的AI短剧平台SkyReels。SkyReels平台集剧本生成、角色定制、分镜、剧情、对白/BGM及影片合成于一体，让创作者“一键成剧”，轻松制作高质量AI视频

图：昆仑万维SkyReels产品演示



资料来源：腾讯科技，国信证券经济研究所整理  
图：快手上线可灵APP

图：字节视频生成模型 PixelDance上线即梦AI



资料来源：即梦，国信证券经济研究所整理

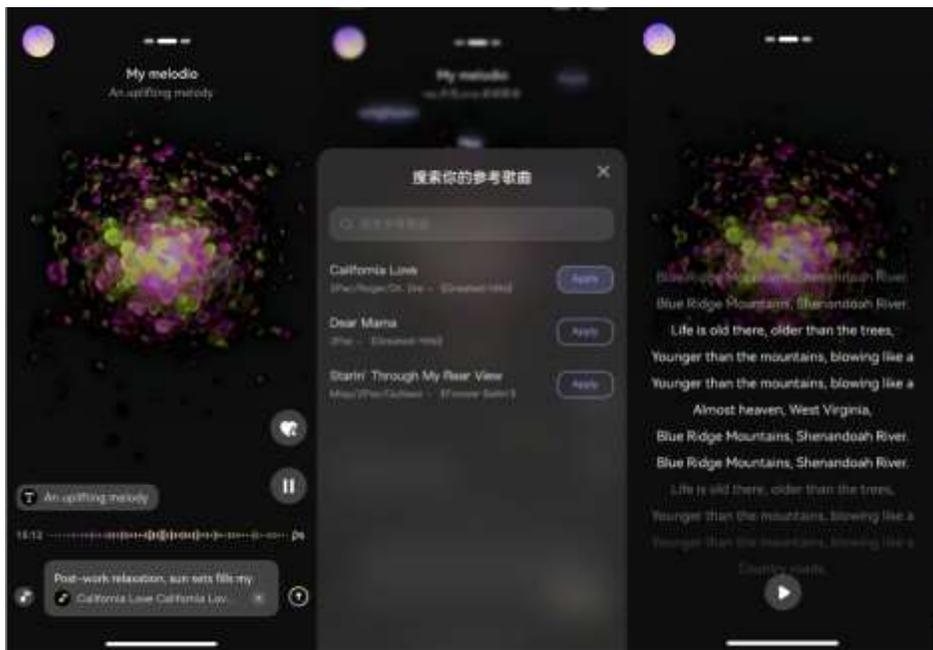


资料来源：快手，国信证券经济研究所整理

### 3.3 场景落地持续泛化：从Suno到Melodio

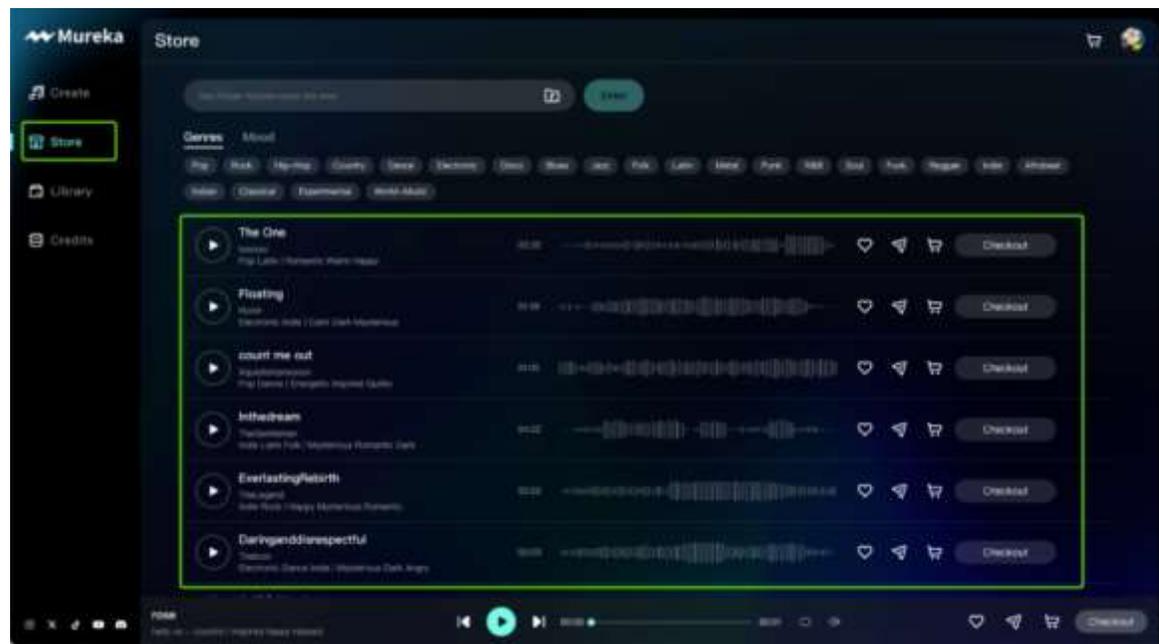
- 昆仑万维发布全球首个AI流媒体音乐平台Melodio，并同步推出AI音乐商用创作平台Mureka。两款产品均搭载昆仑万维新款自研DiT (Diffusion Transformer) 架构音乐大模型Skymusic 2.0；支持500字以上的歌词输入，生成长达6分钟双声道立体声歌曲
- Melodio是全球首款个性化AI流媒体音乐平台，用户只需输入Prompt，便会持续生成相应风格的定制化音乐流
- Mureka是一款AI音乐商用创作平台，创作者可在Mureka平台上创作专属音乐，并通过歌曲商店展示、收听、收藏、分享、下载，上架出售

图：Melodio



资料来源：腾讯科技，国信证券经济研究所整理

图：Mureka



资料来源：腾讯科技，国信证券经济研究所整理

### 3.4 应用端：头部产品用户持续保持较高增速

- 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，国内企业中360AI搜索用户表现领先；
- 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	Ai 产品榜	产品名 AI产品榜	网站(web)分类 aicpb.com	10月上榜网站 Web访问量	10月上榜网站 变化
1		ChatGPT	AI ChatBots	3.78B	17.16%
2		New Bing	AI Search Engine	1.86B	3.03%
3		Canva Text to Image	AI Design Tool	817.78M	5.89%
4		Gemini	AI ChatBots	300.84M	6.15%
5		360AI搜索	AI Search Engine	287.58M	16.56%
6		DeepL	AI Translate Tools	225.31M	7.20%
7		Character AI	AI Character Generat	214.67M	2.48%
8		Notion AI	AI Writer Generator	167.72M	2.66%
9		Q-Chat	AI Tools for Education	123.88M	6.78%
10		Salesforce AI	AI Customer Support	113.86M	5.87%
11		Perplexity AI	AI Search Engine	94.69M	25.53%
12		Jambot	Productivity	91.41M	7.23%
13		Shop	E-COMMERCE	86.35M	3.84%
14		Claude	AI ChatBots	85.73M	19.36%

资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

Ai 产品榜	产品名 AI产品榜	网站(web)分类 aicpb.com	10月上榜网站 Web访问量	10月上榜网站 变化
	360AI搜索	AI Search Engine	287.58M	16.56%
	百度文库	AI Writer Generator	48.25M	2.60%
	Kimi   月之暗面	AI ChatBots	29.28M	16.63%
	文心一言   百度	AI ChatBots	21.25M	2.86%
	豆包   抖音	AI ChatBots	17.13M	25.01%
	通义千问   阿里	AI ChatBots	10.28M	9.04%
	秘塔AI搜索	AI Search Engine	7.15M	-8.40%
	AIPPT.cn	AI Presentation Make	6.72M	2.33%
	天工AI   昆仑万维	AI ChatBots	5.16M	0.03%
	C知道	AI Search Engine	4.92M	-2.62%
	海螺AI   MiniMax	AI ChatBots	4.28M	-13.96%
	美图设计室	AI Design Tool	3.98M	-6.39%
	百度搜索 AI助手	AI ChatBots	3.92M	49.94%
	知乎直答	AI Search Engine	3.8M	-22.67%

资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

### 3.4 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10月全球增速榜来看，视频生成类应用海螺AI表现亮眼，前3中有两款应用为视频生成类且均为中国公司产品，体现多模态领域巨大潜力和中国企业基数及应用端实力；
- 国内市场搜索及视频高增长。从10月国内增速榜来看，百度搜索增速居首，整体来看，国内在搜索、工具等领域增速更为明显
- 出海市场教育、社交、视频生成等领域居前

Ai产品榜 · 全球增速榜					
全球排名	Ai产品榜	产品名	网站(web)分类	10月上榜网站	10月上榜网站
		AI产品榜	aicpb.com	Web访问量	变化
1	🇨🇳	Hailuo AI   MiniMax	AI Video Generators	11.73M	2772.92%
2	🇨🇳	Pika Art	AI Video Generators	9.9M	787.65%
3	🇨🇳	Chaport	AI ChatBots	1.43M	290.76%
4	🇺🇸	AISEO	AI SEO Tools	1.42M	212.29%
5	🇺🇸	Chai Research	AI ChatBots	1.29M	193.10%
6	🇺🇸	Submagic	AI Video Editing	12.62M	119.87%
7	🇺🇸	Napkin	AI Image Generator	3.71M	117.05%
8	🇺🇸	Myshell	AI ChatBots	2.84M	100.33%
9	🇺🇸	copilot   微软	AI ChatBots	70.49M	87.57%
10	🇺🇸	Hint	Life assistant	1.81M	86.43%
11	🇺🇸	Scribe	AI Customer Support	3M	83.32%
12	🇺🇸	Transkriptor	AI Meeting Assistant	3.66M	70.86%
13	🇺🇸	TTSMaker	Text to Speech	3.62M	70.66%
14	🇺🇸	AIPPT.com	AI Presentation Maker	1.76M	65.57%

资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

Ai产品榜 · 国内增速榜					
全球排名	Ai产品榜	产品名	网站(web)分类	10月上榜网站	10月上榜网站
		AI产品榜	aicpb.com	Web访问量	变化
1	🇨🇳	百度搜索 AI助手	AI ChatBots	3.92M	49.94%
2	🇨🇳	Marscode	AI Code assistant	662.82K	47.13%
3	🇨🇳	即梦 AI (剪映)	AI Image Generator	1.3M	28.05%
4	🇨🇳	豆包   抖音	AI ChatBots	17.13M	25.01%
5	🇨🇳	DeepSeek	AI ChatBots	2.45M	24.78%
6	🇨🇳	同花顺问财	AI Finance	1.63M	16.65%
7	🇨🇳	Kimi   月之暗面	AI ChatBots	29.28M	16.63%
8	🇨🇳	360AI搜索	AI Search Engine	287.58M	16.56%
9	🇨🇳	Pixso AI	AI Design Tool	699.04K	12.98%
10	🇨🇳	讯飞听见	AI Transcription Softv	651.17K	12.23%
11	🇨🇳	ProcessOn	AI Mind Map Generati	2.1M	11.56%
12	🇨🇳	通义千问   阿里	AI ChatBots	10.28M	9.04%
13	🇨🇳	沉浸式翻译	AI Translate Tools	2.73M	7.68%
14	🇨🇳	火山方舟	Model Training & Dep	2.33M	4.25%

资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

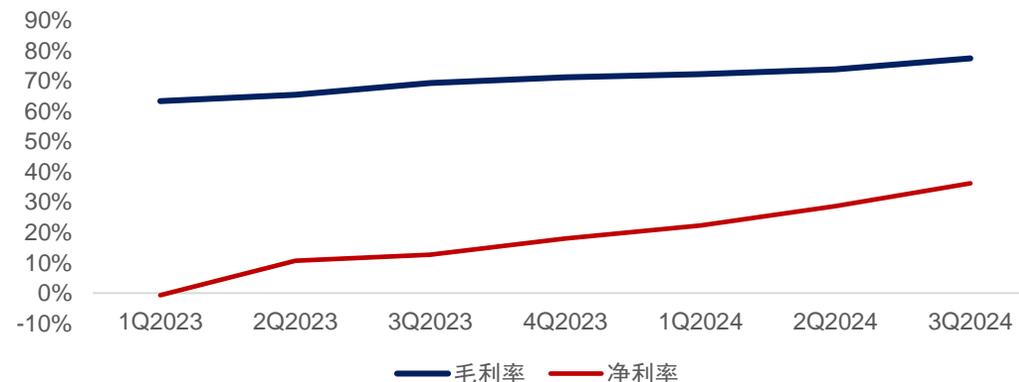
Ai产品榜 · 出海总榜					
全球排名	Ai产品榜	产品名	网站(web)分类	10月上榜网站	10月上榜网站
		AI产品榜	aicpb.com	Web访问量	变化
1	🇺🇸	gauthmath	AI Tools for Education	19.38M	22.20%
2	🇺🇸	Fotor	AI Image Editor	15.88M	0.05%
3	🇺🇸	CrushOn	AI Character Generati	15.57M	8.41%
4	🇺🇸	Cutout Pro	AI Image Enhancer	14.54M	3.89%
5	🇺🇸	klingsai   快手	AI Video Generators	14.19M	-19.56%
6	🇺🇸	SeaArt	AI image Generator	12.51M	4.28%
7	🇨🇳	Hailuo AI   MiniMax	AI Video Generators	11.73M	2772.92%
8	🇨🇳	Pika Art	AI Video Generators	9.9M	787.65%
9	🇺🇸	PicWish	AI Image Editor	8.52M	15.69%
10	🇺🇸	Monica	Browser Copilot	8.41M	8.65%
11	🇺🇸	Talkie	AI ChatBots	7.25M	16.24%
12	🇺🇸	Vidu   生数科技	AI Video Generators	6.88M	-41.83%
13	🇺🇸	Media.io	AI Video Editing	6.06M	-1.68%
14	🇺🇸	Openart	AI Image Generator	5.75M	10.61%

资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

### 3.4 应用端：Applovin印证商业化可能与潜力

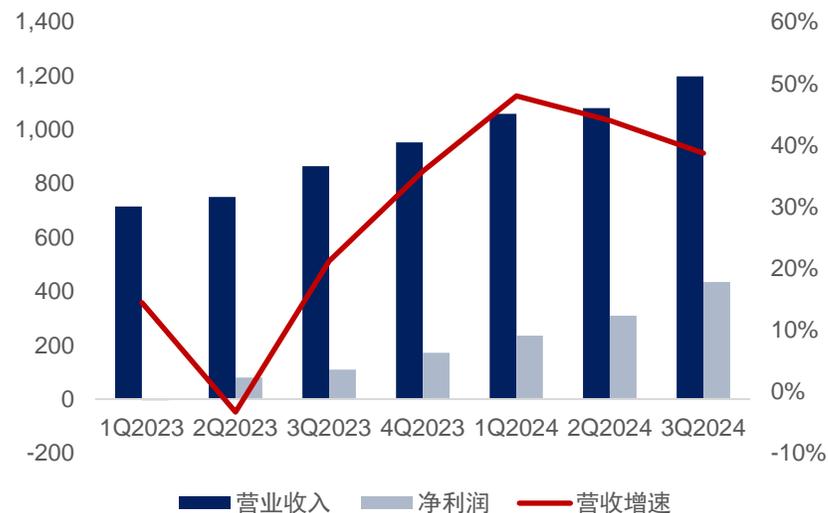
- AppLovin主要帮助游戏开发者发行、变现和获客，通过应用内实时竞价交易平台连接广告买家与全球超过20亿台移动设备和3500万个CTV用户家庭，以展示次数为单位通过程序化方式进行购买。依托人工智能进行高效的数据驱动营销决策，帮助企业在全球海量市场中提供个性化的投放买量；
- AppLovin展现AI+营销商业化潜力。2024年三季度营收33.36亿美元，同比增长42.8%；净利润9.8亿美元，同比增长71.5%；第三季度毛利率、净利率分别达到77%、36%，显著高于传统营销代理公司；
- 二级市场表现：年初至今涨幅668%，远超英伟达（191%）和纳斯达克指数（27%），当前市值达到1000亿美元；

图：高毛利&高净利率



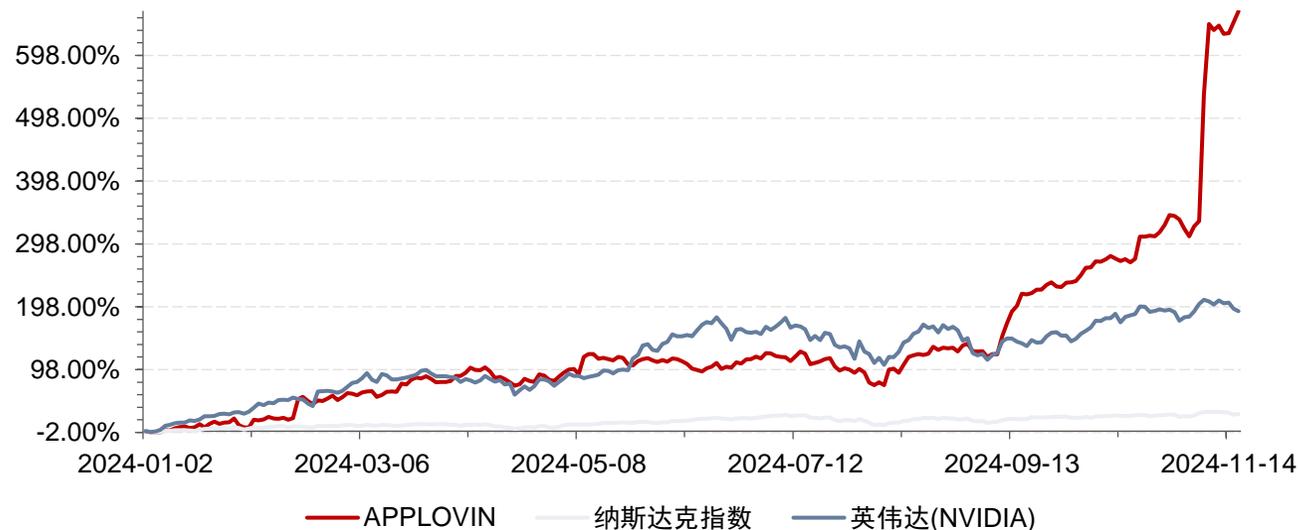
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：Applovin利润倍增



资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

图：Applovin年内涨幅超6倍，远超同期英伟达及纳斯达克指数表现



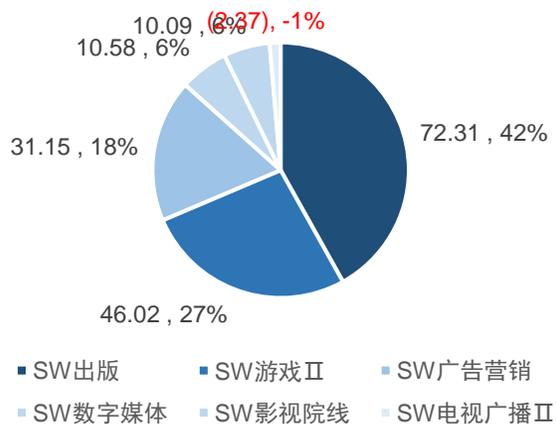
资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

## 4. 投资建议：景气反转在望，应用落地催化板块表现

# 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

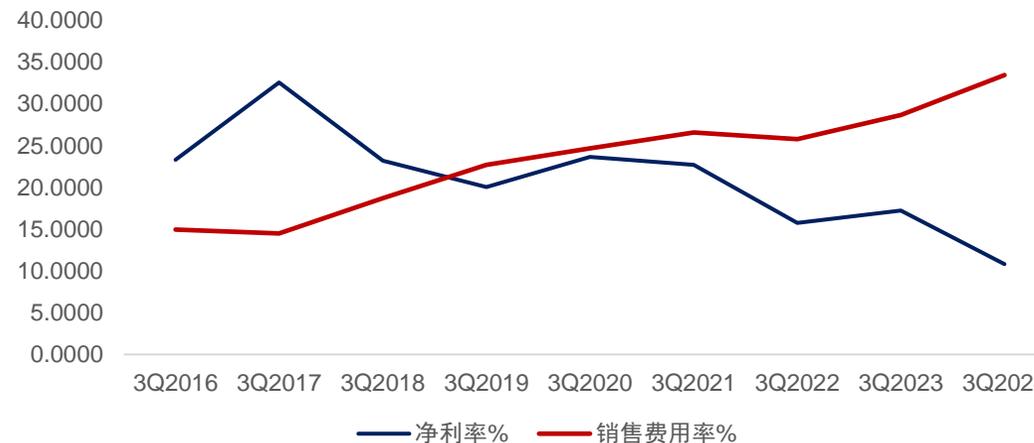
- 游戏及出版构成传媒板块业绩主体；所得税费率调整（0提升至25%）是出版板块业绩大幅向下的主要原因；版号重启之下新游密集上线导致游戏板块费用率显著提升压制游戏板块短期业绩表现；电影及影院板块更多受制于内容制作周期影响；
- 广告、媒体则受制于外部宏观周期影响
- 中期来看，在基数效应减弱（游戏、出版）、供给周期上行（影视）以及宏观预期改善之下，板块业绩有望再度上行；

图：游戏及出版构成传媒板块业绩主体（Q3）

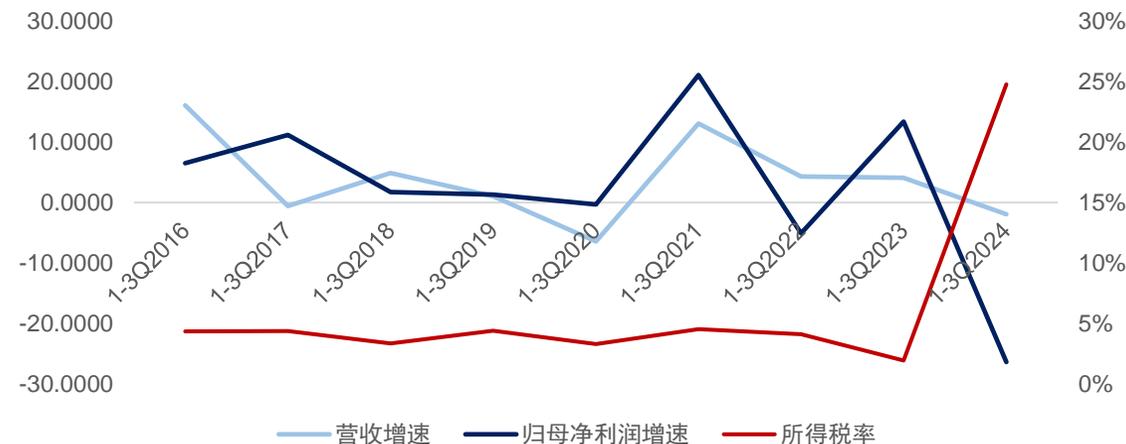


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费用端扰动导致游戏板块业绩大幅下滑（Q3）



图：所得税率调整冲击出版板块业绩表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



## 4.3 景气反转在望，AIGC、并购重组等推动板块估值提升

- **基本面底部改善可能，关注游戏、广告媒体、影视等板块。**1) 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、姚记科技、哔哩哔哩、心动公司等标的；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、姚记科技、阅文集团等；影视内容供给端有望底部改善，推荐渠道（万达电影、猫眼娱乐）以及内容（光线传媒、华策影视等）；2) 同时从高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；
- **AIGC、并购重组等推动板块估值提升。**1) AIGC应用及VR/AR等为代表的新科技主题有望持续落地催化，重点把握IP、AI Agent及应用场景。IP版权有望受益AI及影视行业景气度底部反转双重催化（上海电影、中文在线、华策影视、捷成股份、奥飞娱乐等标的）；AI Agent有望成为核心应用载体，关注教育、电商、社交、游戏等方向（昆仑万维、天娱数科等）；垂直领域应用：营销板块关注AI布局领先且存在出海等多重催化相关标的（易点天下、浙文互联、蓝色光标等）；AI短剧（中文在线、掌阅科技、华策影视等）；音乐（盛天网络）；游戏及出海（恺英网络、巨人网络、姚记科技、掌趣科技等）；2) 同时关注政策推动下的并购重组向投资机会。

## 4.3 景气反转在望，AIGC、并购重组等推动板块估值提升



重点公司估值表

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS				PE			
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
300364.SZ	中文在线	优于大市	28.46	208	-0.50	0.12	0.01	0.13	(57)	232	2607	213
002292.SZ	奥飞娱乐	优于大市	7.39	109	-0.12	0.06	0.09	0.15	(64)	117	86	48
002739.SZ	万达电影	优于大市	12.17	265	-0.88	0.42	0.13	0.55	(14)	29	90	22
300133.SZ	华策影视	优于大市	8.21	156	0.21	0.20	0.22	0.25	39	41	37	33
300251.SZ	光线传媒	优于大市	9.03	265	-0.24	0.14	0.19	0.35	(37)	63	48	26
300058.SZ	蓝色光标	优于大市	9.92	251	-0.86	0.05	0.14	0.22	(12)	215	71	46
600556.SH	天下秀	优于大市	4.85	88	0.10	0.05	0.08	0.10	49	94	57	48
600986.SH	浙文互联	优于大市	5.99	89	0.05	0.13	0.16	0.20	110	46	37	31
002027.SZ	分众传媒	优于大市	7.25	1,047	0.19	0.33	0.37	0.40	38	22	20	18
605168.SH	三人行	优于大市	32.84	69	3.49	2.50	1.70	2.09	9	13	19	16
002517.SZ	恺英网络	优于大市	13.38	288	0.48	0.68	0.81	0.97	28	20	17	14
002605.SZ	姚记科技	优于大市	33.50	139	0.84	1.36	1.53	1.81	40	25	22	19
002624.SZ	完美世界	优于大市	11.70	227	0.71	0.25	-0.23	0.44	16	46	(50)	26
300031.SZ	宝通科技	优于大市	19.78	82	-0.95	0.26	0.93	1.08	(21)	78	21	18
300113.SZ	顺网科技	优于大市	14.71	102	-0.58	0.24	0.33	0.41	(25)	60	45	36
300418.SZ	昆仑万维	优于大市	46.46	572	0.94	1.02	-0.02	0.30	50	45	(2725)	153
603444.SH	吉比特	优于大市	214.50	155	20.28	15.62	12.41	15.23	11	14	17	14
000681.SZ	视觉中国	优于大市	14.74	103	0.14	0.21	0.21	0.24	104	71	71	60
300413.SZ	芒果超媒	优于大市	27.63	517	0.98	1.90	1.00	1.15	28	15	28	24
603533.SH	掌阅科技	优于大市	20.34	89	0.13	0.08	-	-	155	256	-	-
9626.HK	哔哩哔哩-W	优于大市	146.10	615	-17.80	-11.45	-3.28	0.67	(8)	(13)	(45)	217
9992.HK	泡泡玛特	优于大市	75.15	1,009	0.35	0.81	1.94	2.66	212	93	39	28

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、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