

# 重视AI应用落地机会，把握景气新娱乐赛道

## ——2025年传媒互联网行业策略

证券分析师：张良卫  
执业证书编号：S0600516070001  
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖  
执业证书编号：S0600517110002  
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师：张家琦  
执业证书编号：S0600521070001  
联系邮箱：zhangjiaqi@dwzq.com.cn

证券分析师：陈欣  
执业证书编号：S0600524070002  
联系邮箱：chenxin@dwzq.com.cn

证券分析师：郭若娜  
执业证书编号：S0600524080004  
联系邮箱：guorn@dwzq.com.cn

研究助理：张文雨  
执业证书编号：S0600123070071  
联系邮箱：zhangwy@dwzq.com.cn

展望2025年，我们重点看好以下三个方向：

**1、AI应用从逻辑走向落地，2025年值得重点关注。**C端应用方面，用户渗透率稳步提升，我们统计全球、国内、国内出海的AI网站浏览量、AI APP月活跃数据均呈现月度环比增长态势。以Duolingo为代表的C端应用在AI技术、产品、商业化方面取得了平衡，推动了用户及业绩的增长。B端方面，营销领域，更精准的投放、更具确定性的回收及AIGC生成广告素材直接且有效的推动了AppLovin、Meta、汇量科技等广告营销企业业绩超出市场预期；2B/G服务领域，Palantir、Salesforce等行业巨头，在产品及服务中加入AI功能，加速了订单及业绩的增长。展望未来，我们仍然坚定看好AI应用进一步落地，未来在AI情感陪伴和AI玩具方面将有望率先在C端落地，根据Sensor Tower数据，虚拟聊天、情感陪伴类的应用Character.AI、Talkie、Linky、Crushon AI等用户规模持续增长，且已跑通商业化模式。AI玩具是传媒中C端应用的一个重要方向，比营销等to B服务更直观易跟踪，AI会对玩具品牌的品牌、渠道及IP格局带来变化，进而带来投资机会。投资标的上，AI营销板块建议关注汇量科技、蓝色光标、利欧股份、易点天下等。AI玩具相关标的包括上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫、实丰文化等，其他AI应用标的推荐：昆仑万维、焦点科技、万兴科技、润达医疗、美图等。

**2、短剧、谷子等消费有望维持高景气。**1) 免费短剧模式的兴起一方面提升短剧在网络视频用户的渗透率，另一方面也有望延长短剧的生命周期，利于内容创作者节省投流支出、获得更多分账收入。头部海外短剧平台流水如预期快速增长，八家海外主要短剧平台2024年1-11月合计净流水为6.1亿美元，而2023全年为5464万美元。展望2025年，我们认为国内和海外短剧市场规模都有望继续增长，在免费短剧和短剧精品化趋势下，版权方的重要性也在提升。推荐：中文在线、昆仑万维；建议关注映宇宙、因赛集团等。2) 我们认为谷子经济的兴起并非一个偶然现象，其底层推动力是A世代在消费决策中扮演更重要角色。我们认为未来十年里，随着A世代的成长、成熟、购买力提升，整个消费和文娱产业将发生持续变化，未来我们仍然看好谷子经济，以卡牌为例，2022年，美国/日本/中国在集换式卡牌方面的人均支出分别为50.7/92.3/8.6元，与美国、日本的消费者相比，中国集换式卡牌方面的人均支出明显较低，显示行业有较大增长潜力，推荐泡泡玛特、姚记科技、中文在线、上海电影，建议关注有相关布局的广博股份、华立科技、青木科技等。

**3、互联网、游戏、出版等估值及股息具有安全边际，建议加大配置。**1) 互联网方向，建议关注受益于企业预算向高效率渠道集中、消费者追求质价比趋势，且竞争格局相对较好的平台，以及第二成长曲线清晰，具备较强 $\alpha$ 的标的。综合基本面及当前估值，我们重点推荐美团-W、阿里巴巴-SW、携程集团、腾讯控股、哔哩哔哩、满帮集团，建议关注叮咚买菜、途虎-W、贝壳-W、BOSS直聘、顺丰同城。2) 展望2025，电影大盘在2024年低基数下有望迎来修复，春节档预计至少4部头部影片，均为IP系列篇续作；《蛟龙行动》《欢迎来到龙餐馆》《刺杀小说家2》等影片亦值得期待，推荐万达电影、博纳影业、光线传媒等。3) 当前游戏公司估值仍处于历史估值的合理中枢，对应2025年PE在15倍左右，看好各家新游储备充沛，随着新产品陆续上线，将带来收入、利润增量，对应EPS、PE提升，我们推荐强产品周期的恺英网络、神州泰岳、巨人网络、完美世界、创梦天地、吉比特、三七互娱、心动公司、宝通科技等，建议关注盛天网络等。4) 我们看好分红高、有渠道优势和内容资源优势的地方国有出版企业，继续推荐凤凰传媒、山东出版、南方传媒，建议关注中南传媒、中文传媒、浙版传媒、中原传媒、长江传媒、皖新传媒等。

风险提示：宏观经济波动风险、技术变化风险、技术变化风险、消费者偏好变化风险等。



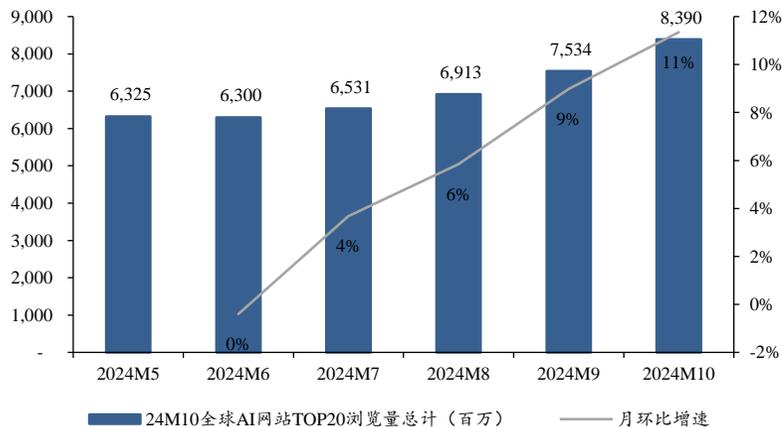
- 1、C端及B端AI应用开始落地，2025年重视应用端机会
- 2、短剧、谷子等消费有望维持高景气
- 3、互联网、游戏、出版等估值及股息具有安全边际，建议加大配置
- 4、风险提示

## 1、C端及B端AI应用落地，2025年重视应用端机会

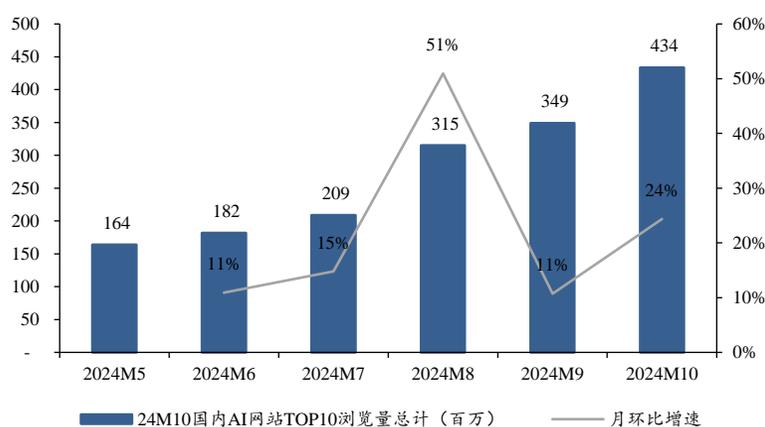
# 1.1、AI应用百花齐放，C端原生应用用户持续增长

➤ 整体趋势：用户渗透率稳步提升。全球、国内、国内出海的AI网站浏览量、AIAPP月活跃数据均呈现月度环比增长态势。

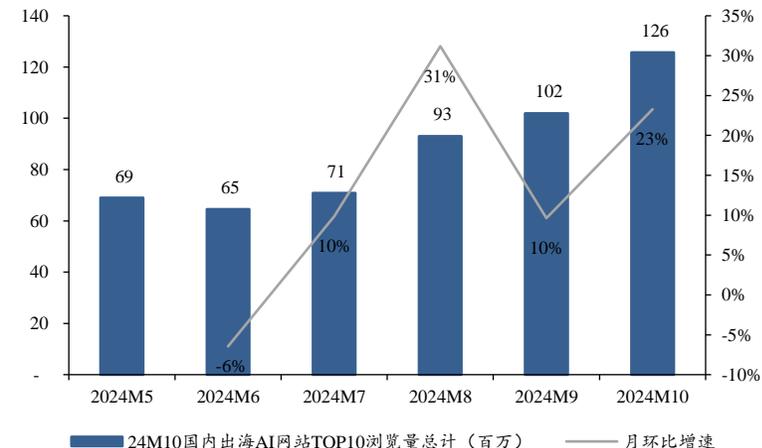
24M10全球AI网站TOP20浏览量总计情况（百万）



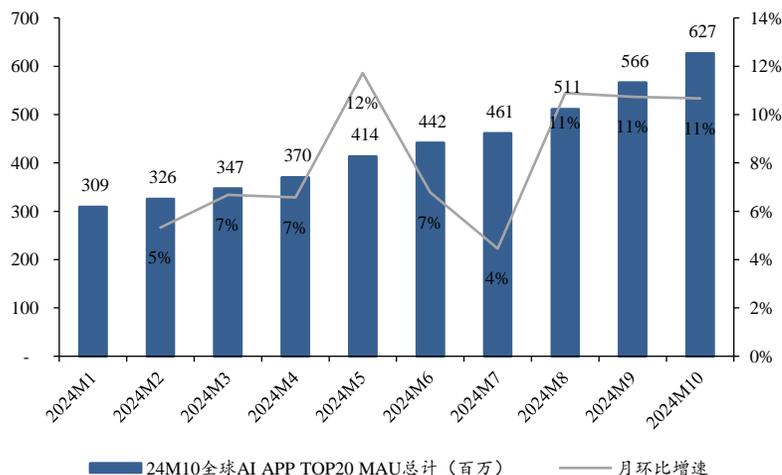
24M10国内AI网站TOP10浏览量总计情况（百万）



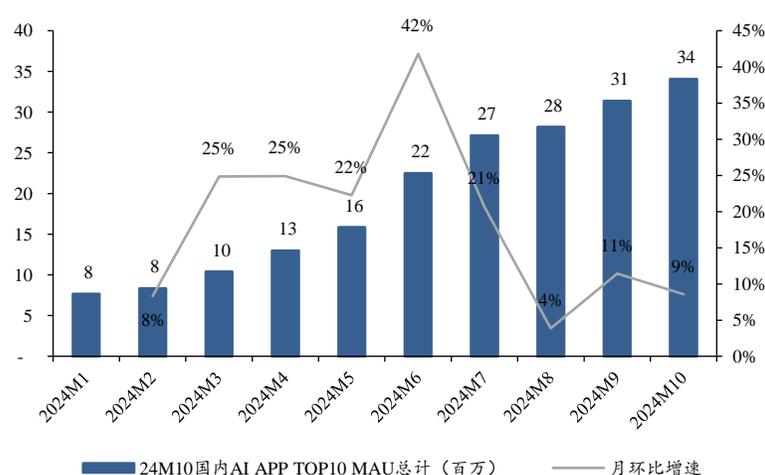
24M10国内出海AI网站TOP10浏览量总计情况（百万）



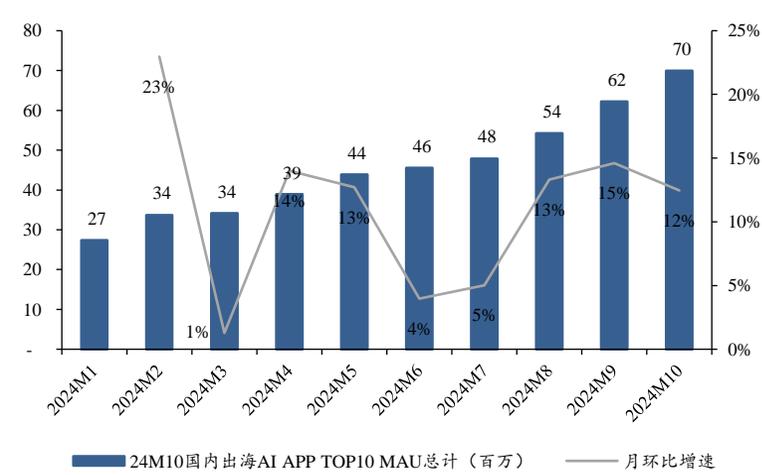
24M10全球AI APP TOP20 MAU总计情况（百万）



24M10国内AI APP TOP10 MAU总计情况（iOS端，百万）



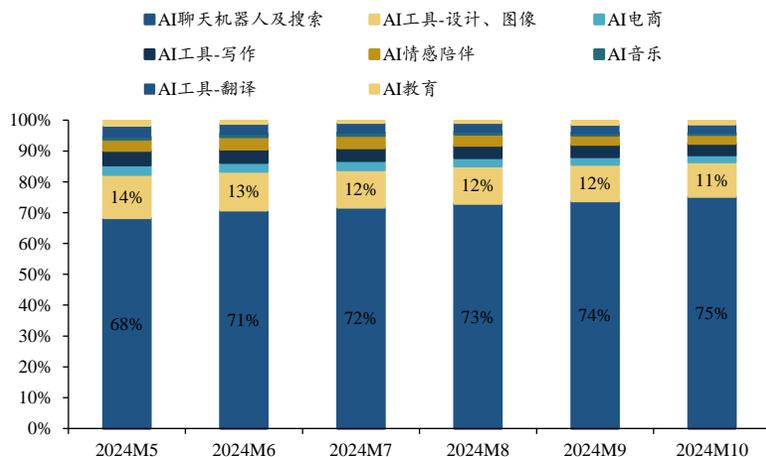
24M10国内出海AI APP TOP10 MAU总计情况（百万）



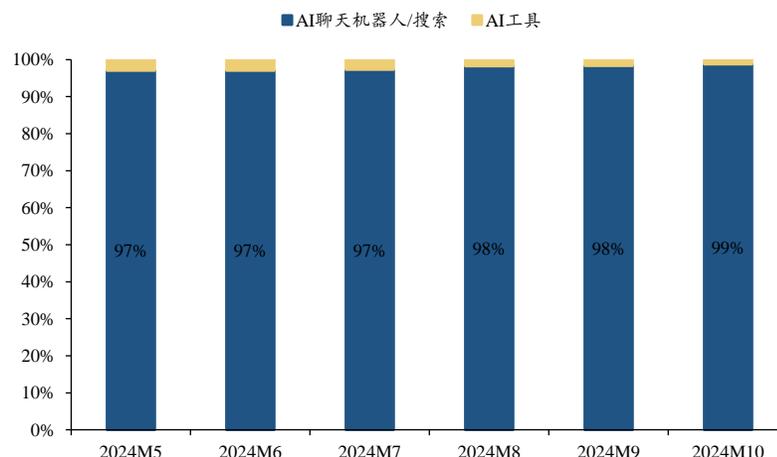
# 1.1、AI应用百花齐放，C端原生应用用户持续增长

➢ 品类分布：海内外均以AI聊天机器人/AI搜索为主，手机端AI图像工具、AI情感陪伴也有一定市场份额，出海以AI情感陪伴、AI教育、AI图像设计工具为主。

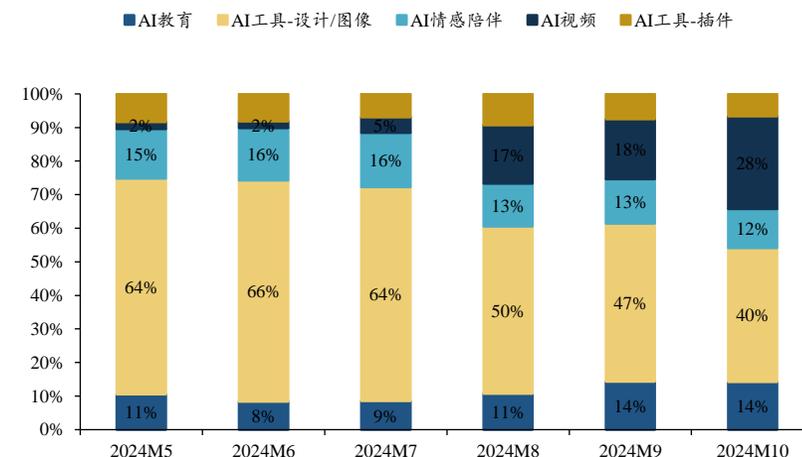
24M10全球AI网站TOP20浏览量品类分布情况



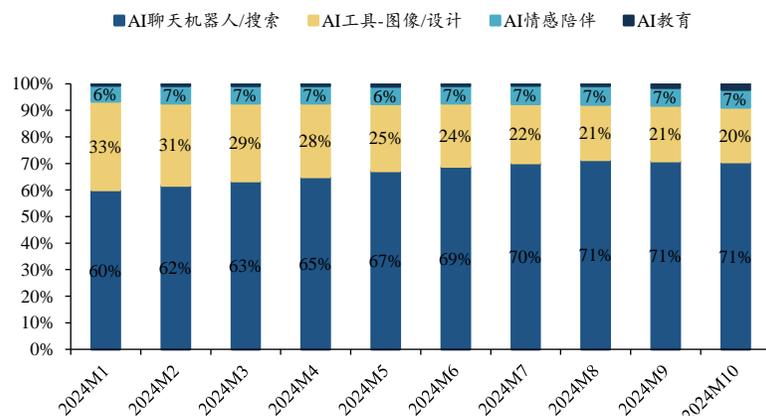
24M10国内AI网站TOP10浏览量品类分布情况



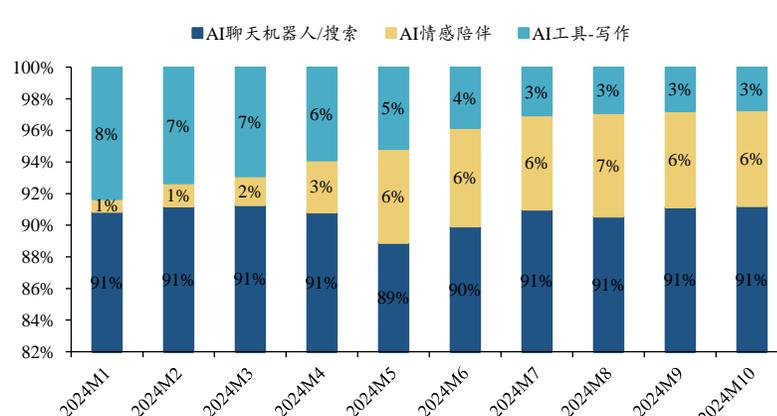
24M10国内出海AI网站TOP10浏览量品类分布情况



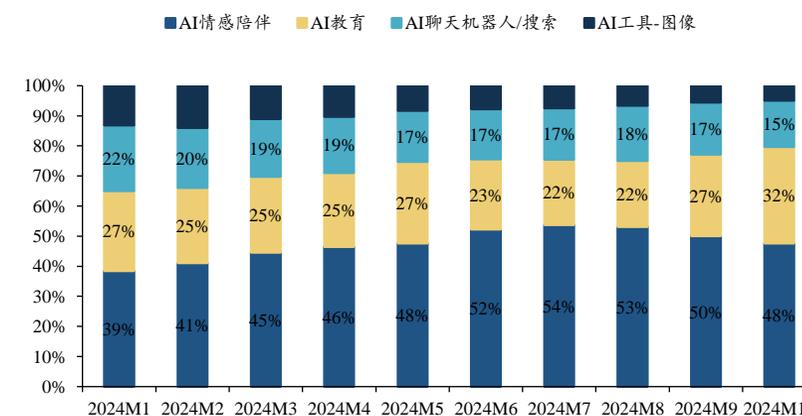
24M10全球AI APP TOP20 MAU品类分布情况



24M10国内AI APP TOP10 MAU品类分布情况



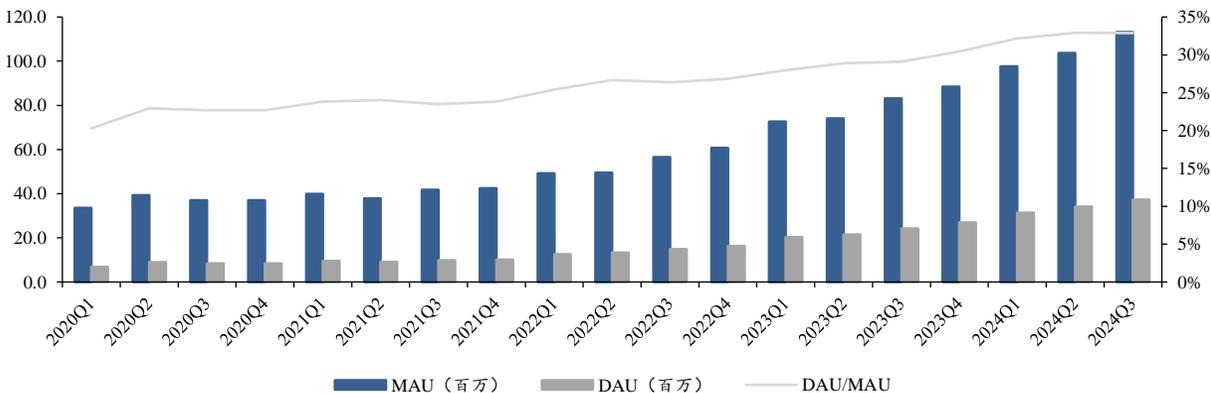
24M10国内出海AI APP TOP10 MAU品类分布情况



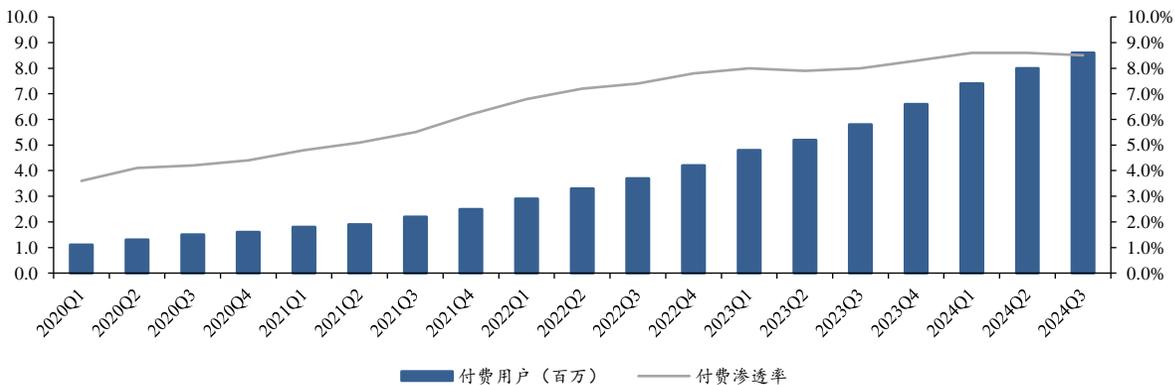
# 1.1、AI应用百花齐放，C端原生应用用户持续增长

- Duolingo是全球用户最多的语言学习平台，于2011年上线，通过游戏化设计和数据驱动的课程优化，颠覆传统语言学习模式，让用户可以利用碎片化时间学习，同时通过游戏化让学习“上瘾”。Duolingo拥有超过5亿注册用户，提供40多种语言、数学、音乐课程。公司商业模式包括提供语言学习移动软件Duolingo APP，收入来自订阅（Super Duolingo、Duolingo Family、Duolingo Max）、App内购（宝石充值包）、广告以及其他业务模式（语言认证考试Duolingo English Test、B端项目Duolingo for Business），24Q3营收构成为订阅（72%）、广告（17%）、英语测试以及其他（11%）。
- **Birdbrain AI个性化学习体验：**根据学习者的语言掌握程度对应提供难度匹配的语言材料。随着学习者完成的练习数量越多，Birdbrain也能更加了解学习者的掌握程度，进而生成合适难度的练习，帮助学习者更高效地提升学习成果。
- **个性化内容的超级会员产品Duolingo Max：**Duolingo与OpenAI共同打造的教育科技产品，通过OpenAI的最新技术GPT-4获取支持，**订阅费29.99美元/月（高于Super Duolingo个人订阅的12.99美元/月）**，包括以下Super Duolingo权益及以下AI功能：
  - ✓ 答疑解惑（Explain My Answer）：对学习者的回答给出反馈，解释用户的答案为什么正确、为什么错误。
  - ✓ 角色扮演（Roleplay）：模拟各种生活场景，让用户与各类AI角色互动对话，提升现实场景对话技巧。
  - ✓ AI视频通话（Video Call）：允许用户与虚拟角色Lily进行对话。该功能通过模拟自然对话环境，提供个性化的互动练习体验。对话内容会根据用户的语言水平灵活调整，即使是初学者也可以轻松进行对话练习。
  - ✓ 多邻国大冒险（Adventures）：游戏化学习模式，用户可以通过类似探索类游戏的方式进行语言学习。在这个模式中，用户可以沉浸在多邻国的虚拟世界中，通过动态剧情设定与角色对话，完成任务，从而在故事中进行学习。

图：Duolingo MAU、DAU、DAU/MAU情况



图：Duolingo 付费用户、付费率情况



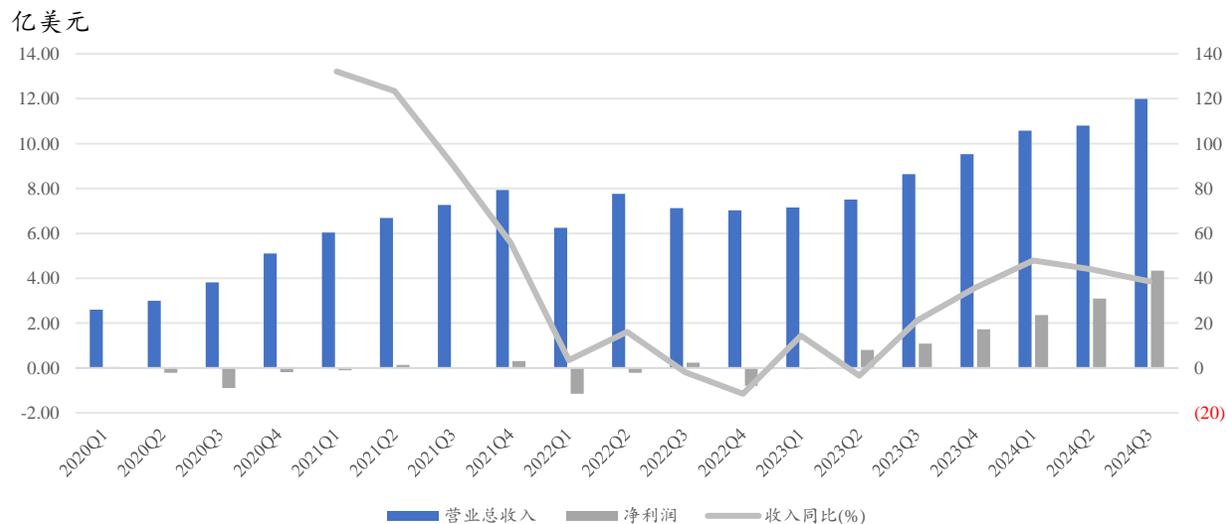
## 1.2、AI营销率先兑现业绩弹性

### AppLovin业绩超预期，Axon机器学习推荐引擎提升投放ROI:

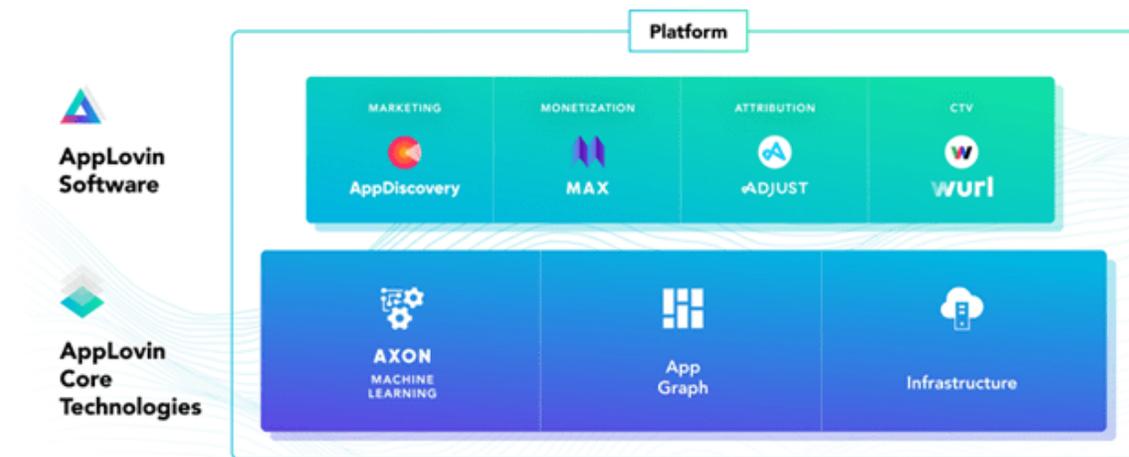
AppLovin 2012年成立，从一家初创企业发展为全球领先的移动广告技术公司，2023年以来，受到算法和营销自动化优化上取得的显著进展，公司收入增长超出预期。2024Q3单季度收入同比增长39%至12亿美元，2024Q3归母净利润同比增长303%至4.4亿美元，业绩均超出市场一致预期。

包括AXON AI广告引擎在内的软件平台收入高增长是驱动业绩超预期的主要原因，AppLovin的核心技术主要包括Axon机器学习推荐引擎、App Graph 数据管理层和弹性云基础设施，AppLovin的云基础设施每天将全球数十亿次数据交互给到AXON，并利用机器学习算法将每个用户与相关的广告内容进行匹配。

图：Applovin 收入、净利润（亿美元，左轴）及收入同比增速（%，右）



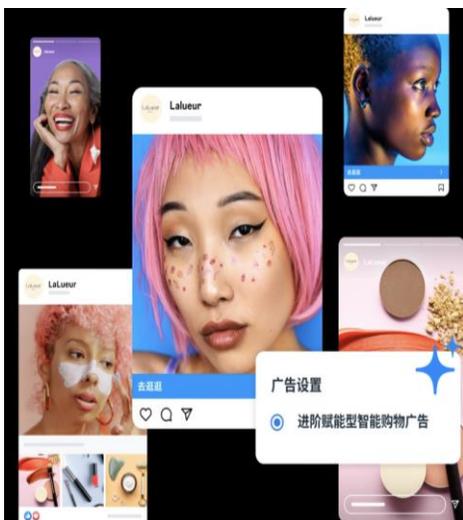
图：Axon机器学习推荐引擎提升投放roi



## 1.2、AI营销率先兑现业绩弹性

- META通过Advantage+解决方案套件使广告主更容易最大化广告表现并自动化更多广告活动设置，相关解决方案正持续增长。
- **Advantage+ Shopping Campaigns:** 适用于电商业和零售业品牌直销广告主，通过对广告创建流程（包括定位、竞价、版位和创意）应用端到端的自动系统来提升成效，广告主只需设置业务目标、所定位的国家地区、广告创意以及预算，AI系统即可完成余下所有工作。Q2引入灵活格式功能，允许广告主在单个广告中上传多张图片 and 视频，平台可以从中选择并自动确定哪种格式提供最佳表现；扩展可以优化的转化列表，新增10种转化类型，包括“添加到购物车”等目标。增长强劲，采用率正在不断提高。一项今年进行的研究表明，美国广告主在采用Advantage+购物广告活动后广告支出回报率提高22%。
- **Advantage+ App Campaigns:** 通过在Facebook、Instagram和Meta Audience Network上最有效的版位，面向最相关的受众展示广告创意。采用率在不断提高，尤其是在游戏垂直领域取得了成功，而游戏垂直领域是应用目标普遍较强的垂直领域。
- **Advantage+ Catalog Ads:** 通过展示有关产品和服务的各种广告创意来触达优质客户。

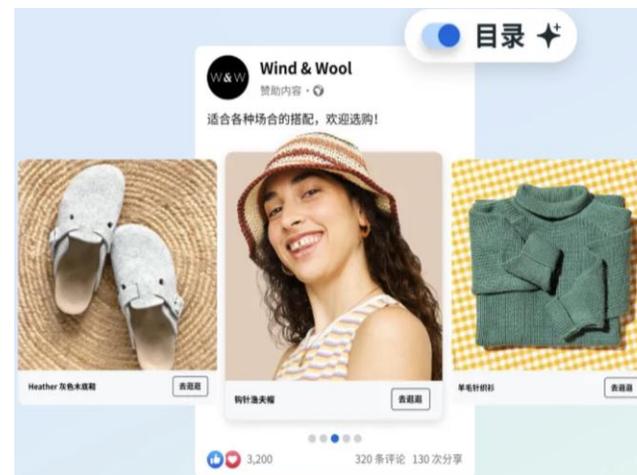
图：Advantage+ Shopping Campaigns



图：Advantage+ App Campaigns



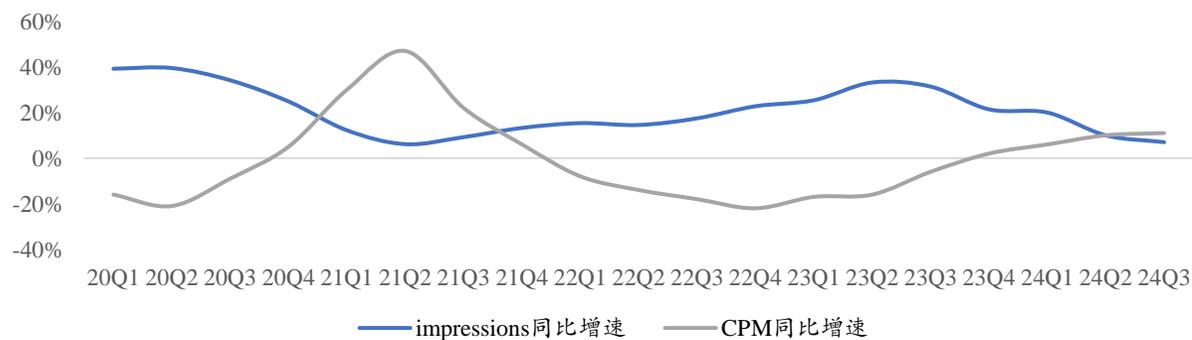
图：Advantage+ Catalog Ads



## 1.2、AI营销率先兑现业绩弹性

- **Meta2024Q3广告收入399亿美元，同比增长19%，略高于市场预期的397亿美元。AI在提升营销效果上的作用愈加重要，Q3 CPM同比继续加速，达11%。**价格增长是由于广告表现改善，导致广告客户需求增加，部分被低收益地区和平台的展示次数增长抵消。广告投放ROI提升有望进一步增加广告主需求，为META贡献增量广告收入。
- **META的生成式AI工具帮助广告商快速生成高质量的广告创意，并预测广告的效果；优化广告创意中的影音素材。**根据公司业绩会，**9月超过100万名广告商使用 Gen AI 工具创建了超过1500万条广告，使用图片生成工具的企业转化率提高了7%。**使用人工智能生成图像扩展、背景生成和文本生成工具的广告客户留存率很高，这些工具已经为广告客户提高了业绩。10月初公司开始测试首批视频生成功能、视频扩展和图像动画，预计将在明年年初更广泛地提供这些功能。
- **借助大模型提高内容推荐效率，从而提高平台广告价值。**受大语言模型中观察到的扩展规律的启发，2023年META开发新的排名模型架构，能够更有效地从更大的数据集中学习，此前为每款产品运行独立的排名和推荐系统。公司已经在 Facebook 视频排名模型中部署新架构，提供更多相关推荐，并在观看时间上获得显著提升，META对排名的改进使 Facebook 上的停留时间增加 8%，Instagram 上的停留时间增加 6%。
- **通过新AI技术提高广告推荐效率，从而提高广告主转化率。**通过采用更先进的AI技术带来更复杂的建模技术改进广告投放，从而实现**在不增加广告数量的情况下推动收入和转化率的增长**。近期META部署新的学习和建模技术，使广告系统能够捕捉并联系一个人在看到广告前后所采取的一系列行动，从而能更好地预测受众对特定广告的反应，帮助广告主了解在单个用户会话中何时何地显示广告最合适。以前广告系统只能将这些行为汇总在一起，而不能映射出顺序。自今年上半年采用新模型之后，某些细分市场内转化率提高 2%至4%。

图：META impressions和CPM同比增速（%）



图：生成式AI工具



Image expansion

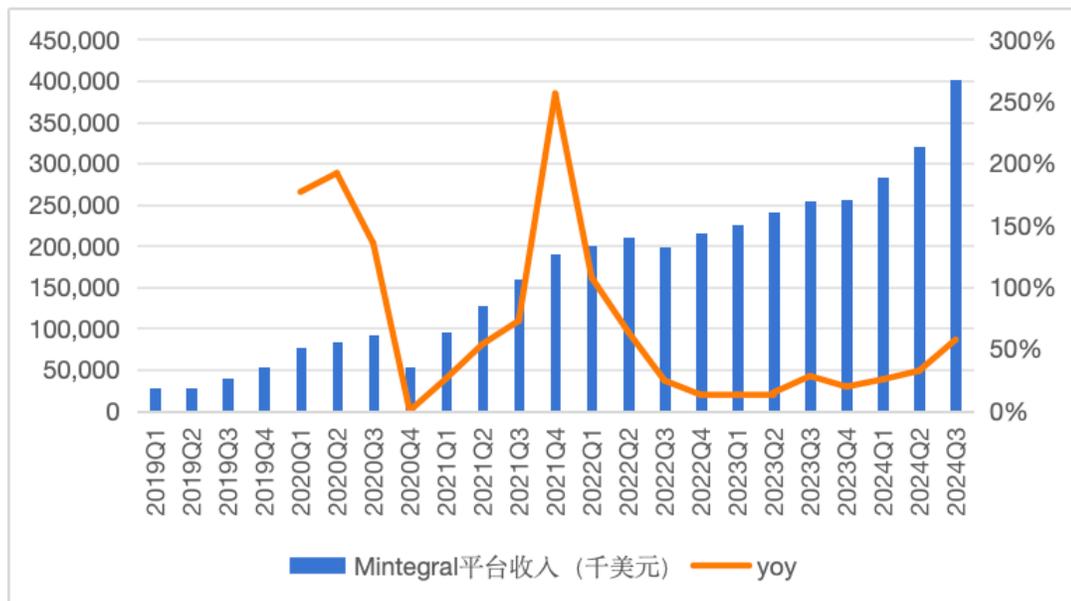


Background generation

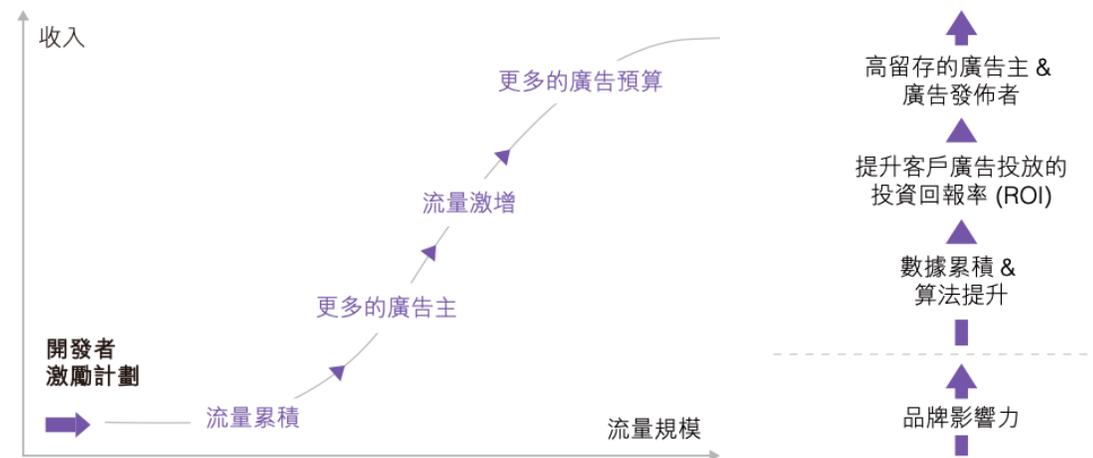
## 1.2、AI营销率先兑现业绩弹性

- 汇量科技也受益于AI驱动的业绩增长，2024Q3公司录得广告技术业务收入412.5百万美元，同比增长55.4%，实现毛利87.8百万美元，同比上升58.3%。其中，广告技术业务毛利同比上升62.6%至85.1百万美元，毛利率为20.6%，高于2023年同期（2023年同期：19.7%）。业务高增长的两个原因：
  - 1) 智能出价体系：2023年5月，Mintegral正式上线Target ROAS智能出价功能，广告主只需对Mintegral开启全渠道数据回传，就能在Mintegral自助投放平台上设定IAA(应用内广告)ROAS目标，在Mintegral智能算法的加持下实现自动化投放。收入高增长同时，模型训练费用有所反弹，推动了整体变动费用的上涨。
  - 2) 电商业务高增长。电商类广告主在2024年占比提升，2024Q3，公司非游戏客户收入同比增长98.5%，我们预计2024Q4增长还能提速。

图：汇量科技Mintegral平台收入



图：汇量科技：不断强化自我优势

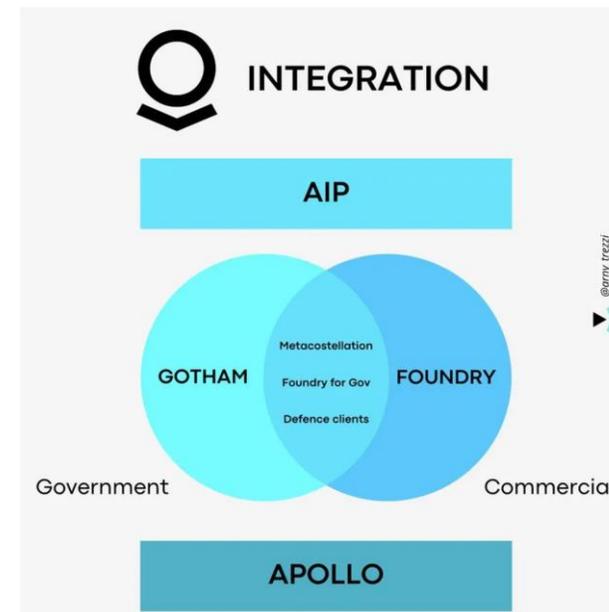
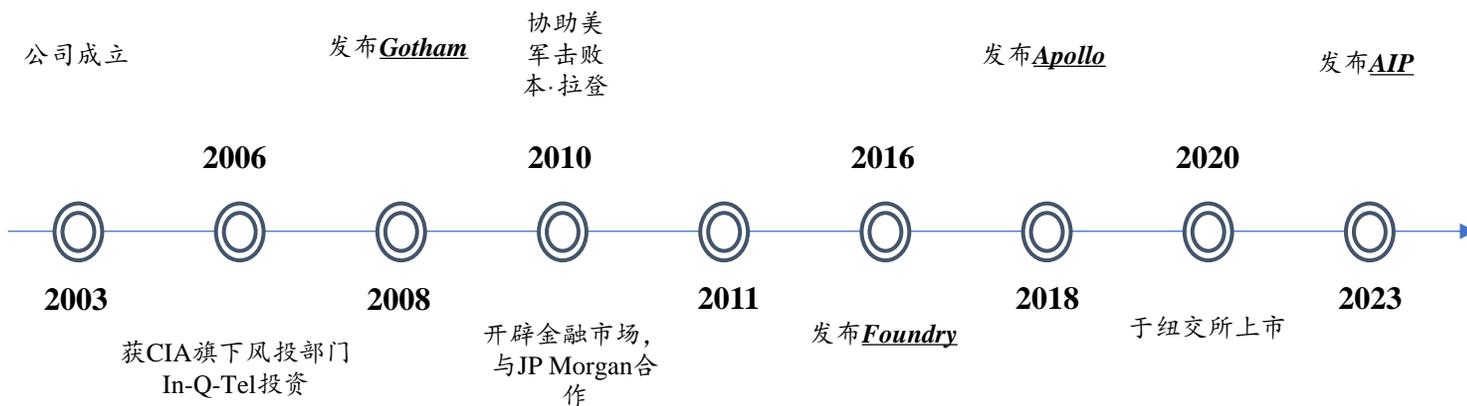


# 1.3、以Palantir为代表的企业服务也受益于AI+

Palantir从政府业务起家，近年来积极拓展商业场景。公司由Paypal联合创始人Peter Thiel等于2003年创立，获CIA风投部门种子轮融资，起初业务以为情报部门定制数据分析系统，协助情报部门进行反恐工作为主。2010年后开拓非政府业务，与JP Morgan开展合作，为其保护账户安全、识别盗号欺诈、解决房产抵押贷款纠纷。同年和Thomson Reuters达成协议，推出财务分析平台QA Studio。此后逐步扩展财务、保险、能源、制造场景布局。2020年公司于纽交所上市。

两大平台为内核，助力政府部门决策，为企业赋能增效。Gotham/Foundry平台分别于2008/2016年推出。Gotham平台面向政府用户，用于在高风险环境中做出决策，具体用途包括：管理军事行动、提供反恐情报、飓风地震救灾。Foundry平台面向企业用户，可以将数据和模型集成到系统，通过详细跟踪、精细访问提高运营效率。因可扩展性、灵活性和安全性受Airbus、BP和Morgan Stanley等企业青睐。2024Q3政府业务收入占比56%。

图：Palantir发展历程



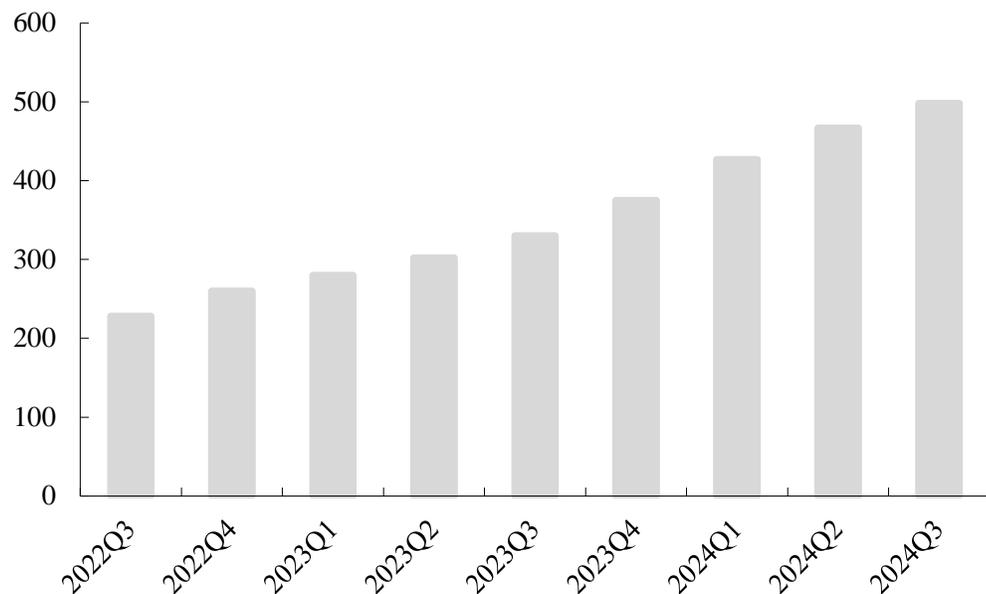
## 1.3、以Palantir为代表的企业服务也受益于AI+

Palantir的AIP平台可以集成其他Plantir平台，结合大模型为决策和运营提供可靠答案。AIP的优势与价值：

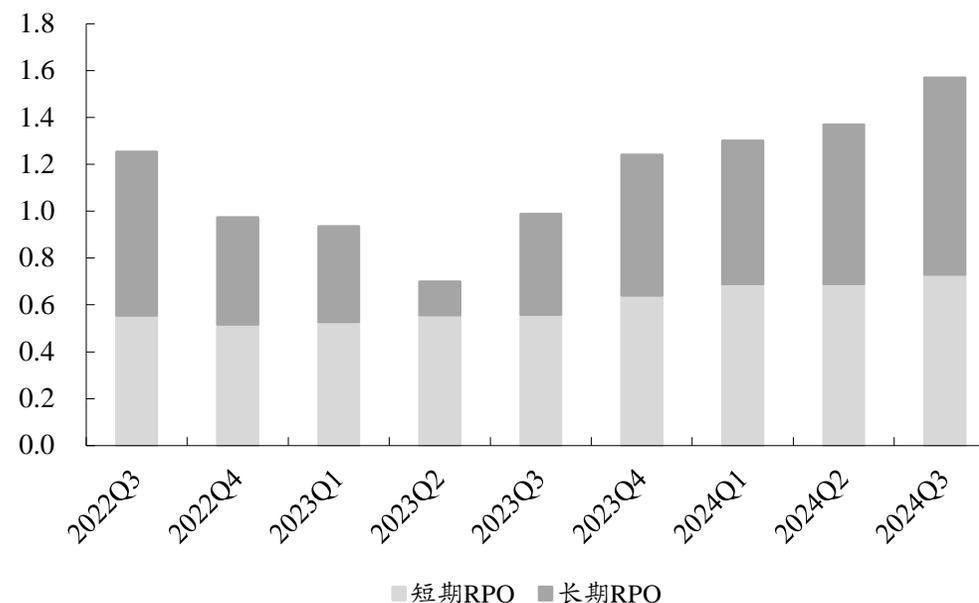
- 1.增强数据驱动的决策能力：AIP将AI与业务数据无缝结合，帮助组织做出更快、更精准的决策。
- 2.提升效率与自动化水平：通过自动化工作流程和操作执行，减少人工干预，提高运营效率。
- 3.确保数据安全性与合规：内置的安全机制确保数据在使用过程中始终符合合规要求。

2023年年初，公司推出了AIP产品，并从2023年9月开始将该产品导入商业端。因此，我们看到美国商业部分的收入持续超预期增长。从2024年年初开始，公司进一步将AIP产品导入政府端，美国政府方面的收入，也实现了连续三个季度的加速增长。Palantir Q3收入+30%，高于预期的25%；美国商业收入1.79亿美元，同比+54%，环比+13%。美国商业客户数量达321家，同比+77%。自AIP发布以来，美国商业客户数量几乎翻了一番。

图：公司商业客户数（个）



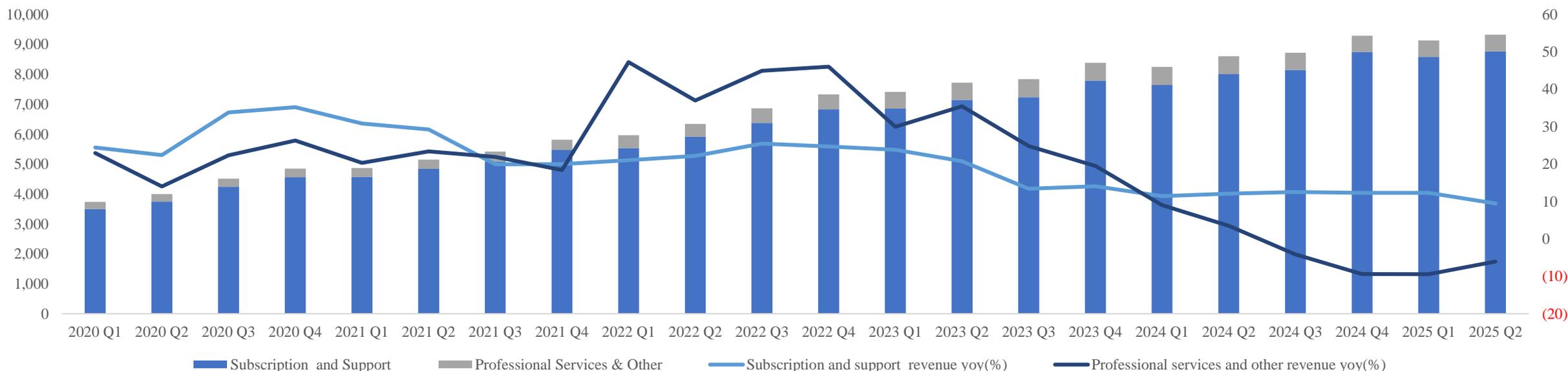
图：公司在手订单（十亿美元）



### 1.3、以Palantir为代表的企业服务也受益于AI+

Salesforce也推出了多种生成式AI产品，包括：1) 推出Einstein GPT，以便在Salesforce平台内提供自动生成式AI内容，用例包括Slack、销售、服务、营销、商业和应用程序构建器，世界上第一个用于CRM的生成式AI工具。Einstein GPT基于GPT-3架构构建，并集成在所有Salesforce云以及Tableau、MuleSoft和Slack中，能针对客户查询生成自然语言响应、创建个性化内容，代表销售代表起草整封电子邮件。Einstein GPT的设计是高度可定制的，能够针对特定行业、用例和客户需求微调模型。2) AI代理平台Agentforce，深度集成、开箱即用的企业AI代理解决方案，支持多种行业场景，引入了高效的数据云(Data Cloud)，帮助客户整合和利用数据，实现自动化和智能化操作，例如医疗、教育等垂直行业的案例。**公司目标在2026财年实现10亿个AI agent的部署。**3) 发布了BLIP-3-Video多模态模型和xGen-MM开源多模态AI模型，进一步增强文本、图像和视频的处理能力。虽然AI产品尚未带来直接的大规模收益，但通过多云交易和附加产品销售(如Einstein GPT)，有望推动Salesforce营收和利润率提升。

FY2020Q1~FY2025Q2 Salesforce分业务收入(百万美元,左轴)及同比增速(% ,右轴)



# 1.4、后续AI情感陪伴及AI玩具有望率先落地

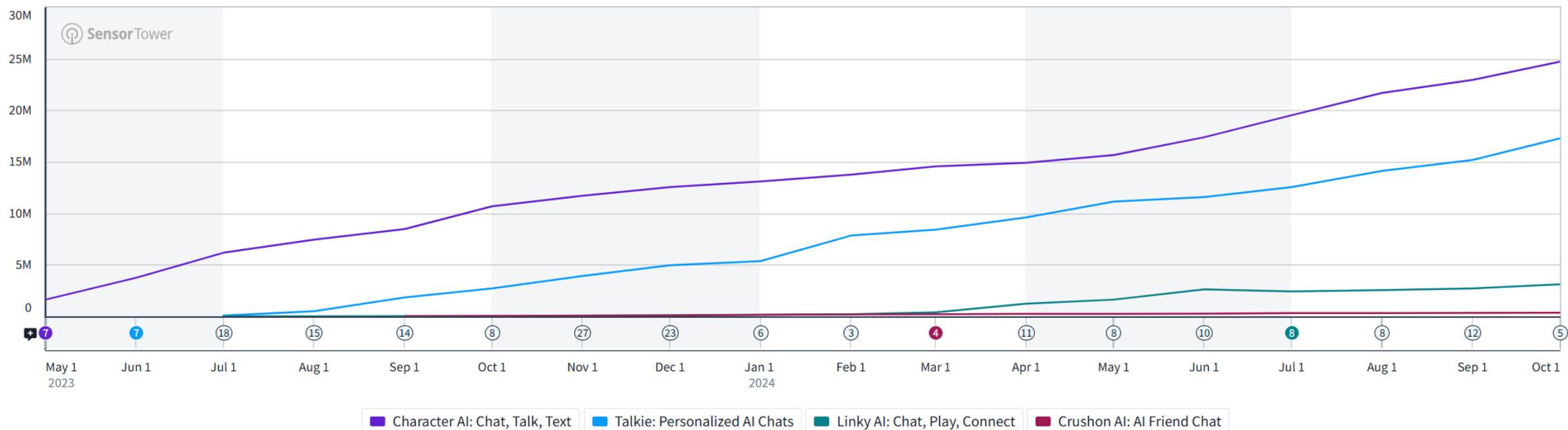
- 根据Sensor Tower数据，虚拟聊天、情感陪伴类的应用Character.AI、Talkie、Linky、Crushon AI等用户规模持续增长，且已跑通商业化模式。
- 推荐标的：昆仑万维、盛天网络、恺英网络等。

## Character.AI、Talkie、Linky、Crushon AI APP MAU趋势

按统一应用查看 每月活跃用户 双平台 • May 2023 - October 2024 • 所有国家/地区 • 每月

<b>Character AI: Chat, T...</b> Character.AI <span>↑ 1.4K%</span>	<b>Talkie: Personalize...</b> SUBSUP <span>↑ 24.2K%</span>	<b>Linky AI: Chat, Pl...</b> Skywork AI <span>↑ 260.3K%</span>	<b>Crushon AI: AI Friend...</b> Crushon AI Team <span>↑ 3.8K%</span>
--	---	---	---

### 每月活跃用户



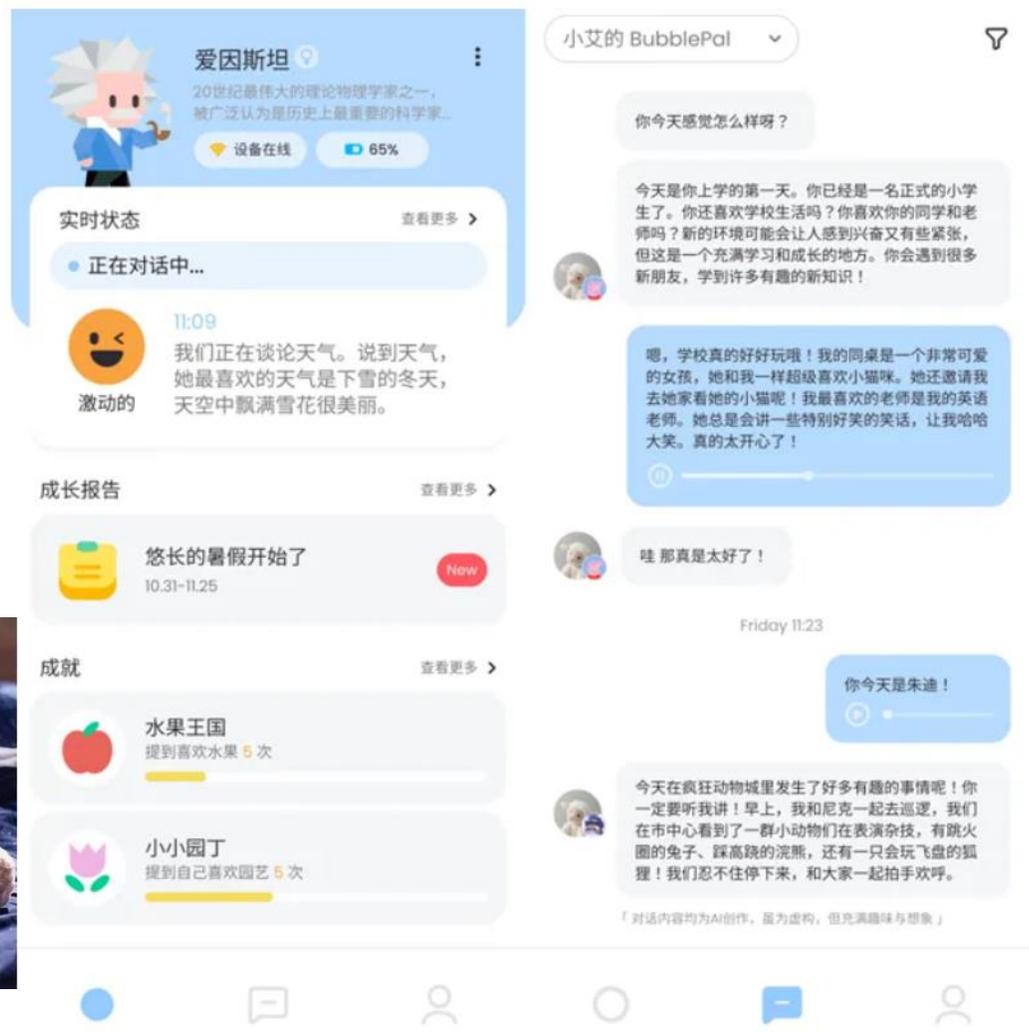
## 1.4、后续AI情感陪伴及AI玩具有望率先落地

- 2024年7月「跃然创新」（英文名：Haivivi）公司发布了旗下首款AI硬件产品BubblePal，基于AI原生和自研的情绪模型，为毛绒玩具提供与儿童的互动对话能力。
- **硬件：**BubblePal外型呈半圆的泡泡状，使用可食用硅胶材质，只需要轻按，嵌入在泡泡内的设备就会发光、并接收用户输入的对话，根据对话生成相关答案。
- **软件：**在APP后台，用户可以创建不同的角色，例如《冰雪奇缘》的爱莎、雪宝，《玩具总动员》里的胡迪、巴斯光年，《汪汪陆战队》中的莱德、阿奇、毛毛等；根据用户创建角色的差异，BubblePal所生成的回答也带有不同角色的属性。互动过程中，家长首先可以选定一个角色，并添加个性化喜好，比如希望引导孩子学习、多提问题、练习英语等，后续聊天时，BubblePal就会在对话中有意识地输出相关内容。

图：BubblePal硬件形态



图：Haivivi Pal APP对话界面



## 1.4、后续AI情感陪伴及AI玩具有望率先落地

AI玩具是传媒中C端应用的一个重要方向，比营销等to B服务更直观易跟踪。AI会对玩具产业格局带来变化，分三个维度：

- 玩具是个好生意。泡泡玛特业绩不断超预期，海外也有类似像jellycat和乐高的巨头，头部玩具企业利润高且用户忠诚度高。但每一个新品牌崛起的背后都是新技术、新体验、新渠道的机遇。我们认为，AI革命性技术体验的到来，将会为品牌方带来新的变化和机遇。
- IP在AI玩具时代也很重要。小孩使用AI玩具的主要诉求是陪伴和教育，陪伴是需要一个情感载体的，IP在AI时代里重要性再次提升。但AI对现有传统IP产业也是一次重大的迭代和冲击，因为需要适应数字化的环境。
- 渠道也会出现变化。由于现在的玩具被AI化和电子化了，很多渠道发生了巨大改变，它可以进入商店、杂物社、酷乐潮玩等。手机和3C的这些渠道也可能成为AI玩具的销售渠道。

相关标的梳理：

- **实丰文化**：公司于2023年12月推出原创IP飞飞兔—第三代GPT网络版智能玩具，融合了智能对话、早教益智等功能。此外，公司于近期与灵优智学（深圳）科技有限公司合作宣布达成战略合作，双方将在AIGC智能玩具领域展开全面合作，共同开发新一代智能玩具产品。
- **汤姆猫**：公司目前在研发的AI产品包括汤姆猫AI语音机器人、AI讲故事APP、AI游戏等系列产品。其中，第一代汤姆猫AI机器人产品计划于春节前实现第一批产品的上市。
- **奥飞娱乐**：新品发布会上公布了最新以AI为核心的智能新品系列，涉及三大品类：AI毛绒、益智教育、桌面机器人，包括“哄睡AI喜羊羊”智能玩具。
- **星辉娱乐**：已在动态玩具系列中储备了VR遥控、语音遥控等技术，未来将积极推进玩具+AI的深度结合，将人工智能交互技术嵌入到更多产品及应用场景，推出更多智能化玩具产品。
- **盛天网络**：以音乐互动为主的兴趣社交平台“给麦”，提供连麦、K歌合唱/练歌、AI声音进化、推理社交游戏、语音开黑交友等玩法。

# 1.5、关注AI应用板块相关投资机会

表：2024年，AI应用相关标的显著领涨科技板块

股票代码	公司名称	近三个月涨幅	月涨幅	周涨幅	Non-GAAP 净利润 (亿美元)			YoY		市值 (亿美元)	PE <sub>2025E</sub>	公司简介	AI应用布局
					2023A	2024E	2025E	2024E	2025E				
MSFT.O	Microsoft Corporation	-0.8%	0.0%	1.0%	881.4	977.6	1125.0	10.9%	15.1%	30854.8	27	软件、服务和解决方案供应商	Copilot, OpenAI
CRM.N	Salesforce	23.9%	15.0%	3.0%	80.9	98.7	109.3	22.0%	10.8%	3109.5	28	客户关系管理 (CRM) 软件服务提供商	Salesforce AI
ADBE.O	Adobe	-9.1%	4.3%	7.1%	73.8	82.3	90.5	11.5%	10.0%	2215.8	24	计算机软件公司	设计软件集成AI
INTU.O	Intuit	5.4%	13.4%	2.4%	48.1	54.9	63.3	14.0%	15.4%	1926.9	30	税务、会计和财务管理软件供应商	财务AI助手Intuit Assist
PLTR.N	Palantir Technologies	105.0%	39.5%	1.4%	5.7	9.3	11.9	63.3%	27.1%	1497.7	126	大数据分析软件平台	AI+大数据
SHOP.N	Shopify	45.5%	33.1%	25.2%	9.5	15.6	19.1	65.2%	22.1%	1402.3	73	电商解决方案提供商	集成Copilot
ADP.O	Automatic Data Processing	13.3%	4.1%	-0.9%	37.8	40.6	43.8	7.4%	7.9%	1212.8	28	人力资本管理方案供应商	AI+人力资源管理
APP.O	AppLovin Corporation	237.1%	97.8%	-1.9%	3.6	14.0	19.9	293.8%	41.4%	1029.6	52	游戏发行商广告服务提供商	AI+广告
CAH.N	Cardinal Health	8.6%	8.3%	0.6%	18.4	19.1	20.9	4.0%	9.2%	287.5	14	整合医疗服务和产品提供商	AI+医疗
ZM.O	Zoom Video Communications, Inc.	39.7%	17.7%	-0.4%	16.1	16.9	16.8	4.9%	-0.3%	249.7	15	视频会议服务供应商	AI+办公
DOCU.O	Docusign, Inc.	39.3%	9.0%	-0.3%	6.2	7.3	7.8	17.1%	7.1%	160.6	21	协议电子签名云平台公司	AI+个人信息
GWRE.N	Guidewire Software	30.0%	3.8%	0.2%	1.1	1.7	2.2	47.8%	29.6%	160.5	73	保险行业云服务SaaS公司	AI+云服务
TWLO.N	Twilio	57.9%	38.5%	5.2%	4.5	6.1	6.7	35.1%	8.9%	148.2	22	云通讯PaaS公司	语音服务整合GPT-4
DUOL.O	Duolingo	51.3%	11.0%	-1.3%	0.2	1.1	1.6	561.4%	46.5%	135.3	87	AI语言教育平台	AI+教育
DOCS.N	Doximity, Inc.	38.2%	11.2%	-15.2%	2.0	2.3	2.5	16.2%	9.1%	93.2	38	医疗数字平台	AI+医疗
TEM.O	Tempus Ai, Inc.	3.0%	21.4%	-23.2%	-	-7.6	-1.7	-	78.1%	82.5	-	AI医疗公司	AI+医疗
INTA.O	Intapp, Inc.	34.6%	13.0%	-5.5%	0.4	0.6	0.8	71.6%	27.7%	43.4	54	法律及金融软件供应商	AI+法律
ZETA.N	Zeta Global Holdings Corp.	-28.7%	-43.2%	-50.6%	-1.9	0.0	0.9	97.9%	扭亏	42.1	49	数字营销平台	AI+营销
SOUN.O	SoundHound AI, Inc.	28.0%	21.1%	-11.7%	-0.9	-1.2	-0.9	-31.3%	26.9%	23.5	-	智能语音服务提供商	AI+语音
BLND.N	Blend Labs, Inc.	9.4%	10.2%	-9.1%	-1.0	-0.2	0.1	83.0%	173.5%	11.2	88	金融云计算平台	AI+金融
INOD.O	Innodata Inc.	115.4%	108.6%	-14.1%	-	0.2	0.2	-	9.9%	10.7	43	自动化数据服务供应商	AI+大数据
1860.HK	汇量科技	183.5%	225.3%	93.2%	0.2	0.2	0.5	9.8%	131.4%	10.1	21	数字营销平台	AI+广告

注：净利润为彭博一致预期，财年按最接近的日历年业绩期划分

## 1.5、关注AI应用板块相关投资机会

- **营销板块相关标的：**
- **汇量科技：**公司三季度业绩表现亮眼，得益于2022年基建的升级以及2023年的持续投入，Mintegral 的智能出价产品进一步得到了市场的验证，ROAS智能出价模式成为了开发者在Mintegral的主流选择，也是推动Mintegral增长的重要因素。随着Mintegral平台智能出价能力的提升，公司新的垂类上也有了质的突破，广告预算结构进一步丰富。
- **蓝色光标：**1) 推出AI范式下的海外程序化平台BlueX和AI DSP。BlueX商业模式近似于AppLovin旗下广告投放系统Axon 2.0，包含ADX、SDK和投放平台，基于自身多年程序化广告技术经验，通过平台赋能实现高精度流量分发，为全球广告主提供优质流量。2) 海外中长尾流量的规模增长及效率提升，也有助于公司投放规模扩大及返点提升。
- **利欧股份：**推出的AIGC生态平台LEO AIAD和归一智能推出的“利欧归一”面向营销垂直领域的人工智能体投手，包括AI搜索投手、AI短剧投手和AI电商投手。
- **易点天下：**公司旗下拥有商业智能化数字营销平台Cyberclick、智能化数字广告平台Yeahmobi、以AI驱动的程序化广告平台zMaticoo三大核心业务子品牌及多个产品品牌，通过数据和算法驱动的营销科技矩阵，打造全价值链服务体系，助力企业获得全球商业成功。
- **浙文互联：**好奇飞梭集成了三大产品，其中文生文产品“热搜助手”，能够快速匹配热点话题，批量生成与品牌相关的文章，并自动发布至多个平台，帮助品牌快速抢占流量，提升曝光度；视频混剪产品“视频千创”，可以一段视频为基础，通过AI技术自动识别，并根据传播需求快速生成30秒至120秒的多样化短视频；营销素材库/数据库产品“智搜魔方”，拥有海量的预置多媒体素材，可以结合企业专属素材内容，进行AI自动标注和智能提取。
- **值得买：**1) “什么值得买” GEN2将全面应用AI技术，基于AI进行全网消费内容的收集、理解，然后助力优质消费内容的生成，解决消费内容过剩给用户带来的高质量消费内容获取效率低下等难题。2) 已推出“ZDM-Copilot辅助创作工具”，将AIGC技术整合进编辑器中，从创作(AI 大纲)、润色(AI起标题)等各环节，逐步丰富AI辅助创作能力，以提升用户创作体验和创作质量。3) 推出AI智能体购物助手“小值”，探索未来电商新的交互形态。
- **返利科技：**基于人工智能技术开发了电商导购APP“如意”，可通过AI对话的交互方式为用户提供购物问答、建议清单、全网比价、评价提炼、评测聚合等网购服务。上半年，公司启动“返利”APP的改版研发工作，基于人工智能技术，研发“价安”“会省”等不同版本产品、开展市场测试，丰富智能化推荐、导购产品体系，同时公司加强推广获客策略优化研究。

## 1.5、关注AI应用板块相关投资机会

### ■ 其他AI应用推荐标的：

- 昆仑万维：公司天工大模型4.0 O1版是国内第一款具有中文逻辑推理能力的o1模型，天工APP中增加宝典功能，用户也可以自己制作宝典，并赚取流量和广告分成，开启AI搜索商业化探索。海外应用方面：Linky产品用户持续创新高，期待SkyReels及AI游戏在2025年发力，AI短剧、AI游戏也有望在未来陆续上线，维持公司“买入”评级。
- 焦点科技：4月1日起公司不断优化服务水平，通过精细化运营等方式改善产品UI，持续提升买家流量留存。截至10月底买家流量水平增长超30%，买家流量高增长将提升交易频次，有助于提升卖家后续的变现。公司发布新款AI平台，旨在打造一站式跨境平台。截至11月公司AI麦克订阅数已达8000多单。公司新AI平台直接连接亚马逊等电商交易平台，11月将推出集合选品、货源查找等咨询服务功能，并可一键加速图文处理与产品上新。目前主流电商平台暂未推出跨平台AI工具，公司新AI平台有望吸引更多站外商户，AI用户基数或大幅提升。
- 润达医疗：在B端领域积极利用AI大模型技术赋能，在医院端已经达成了大量合作：公司和医院深入合作，将华为的大模型嵌入到医院系统中，辅助完成部分诊断功能，目前已经能够提供综合判断和最新的诊疗方案，包括具体的医疗代码编码和评判依据。未来还将完成更加多的功能点，目前公司已经和70多家医院合作落地，未来还将有大量医院合作达成。公司在C端领域和太保集团合作，未来将加大推广力度：公司和太平金服共同发起粉红丝带传递女性关爱计划，通过医疗大模型技术提升乳腺癌的早期筛查、诊断和干预能力，大礼包包括了润达榕嘉的同源重组缺陷基因检测、润达医疗私人AI健康助理小慧等5项服务权益。小慧将提供基因检测报告的解读、定制化随访和复诊提醒、精准科普宣传等服务。礼包价值量在1500-2000元左右，未来公司将会利用多维度媒体渠道宣传，有望对公司业绩有所贡献。
- 万兴科技：公司视频创意类软件旨在为用户提供包含视频、图片、素材在内的优质、便捷视频创意解决方案，主要卖点视频编辑、视频转换以及资源服务。通过提供优质内容及特效素材，融合更多AIGC、虚拟人等创新技术，帮助用户高效创作优质视频。

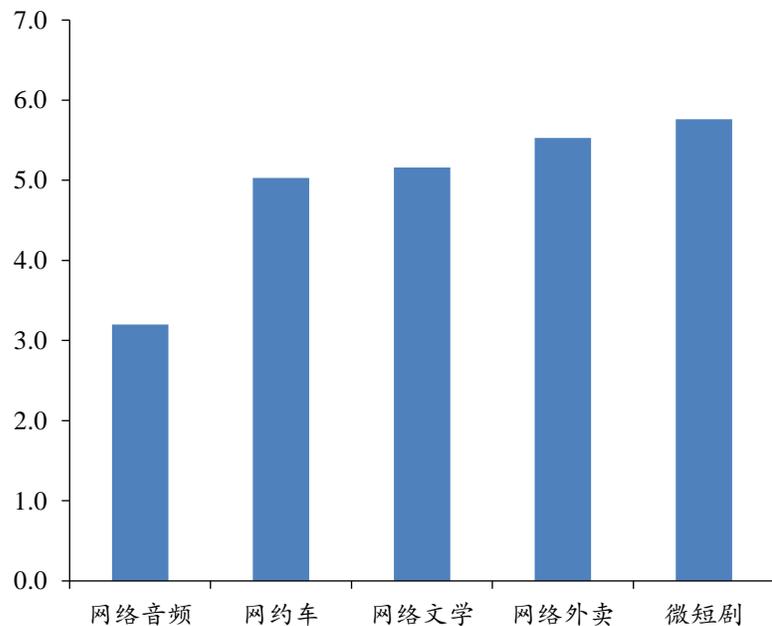
2、短剧、谷子等消费有望维持高景气，关注板块投资机会

## 2.1、免费短剧推动用户规模扩容，24年短剧规模有望超500亿元

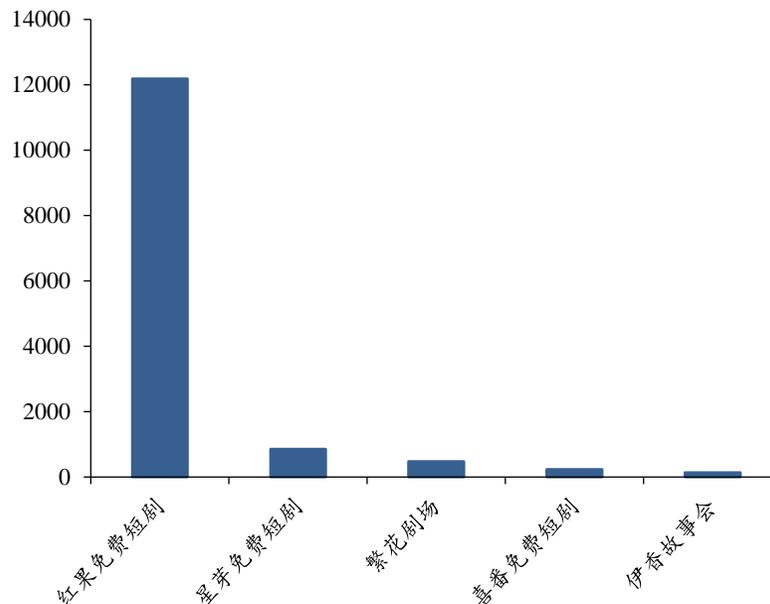
2024年，免费短剧模式兴起，推动消费群体扩容。展望2025年，我们认为国内和海外短剧市场规模都有望继续增长。在免费短剧和短剧精品化趋势下，版权方的重要性也在提升。

**趋势一：免费短剧兴起，短剧加速渗透，用户规模扩容。**根据CNNIC，截至2024年6月，中国微短剧用户规模达5.8亿人，占整体网民的52.4%。微短剧的用户规模已超越网络外卖、网络文学、网约车和网络音频等基础数字服务。根据questmobile，今年9月红果短剧 MAU 同比增长10.5倍至1.2亿人。根据CNNIC，2024年微短剧市场规模预计将同比增长34.9%至504.4亿元，或超过内地电影全年总票房；并预计2027年微短剧市场规模将超过1000亿元。

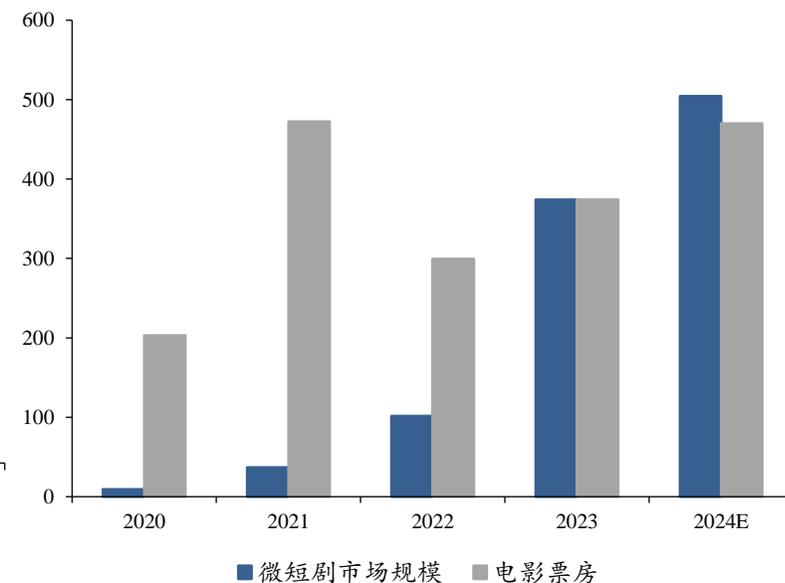
2024年上半年互联网应用用户规模（亿人）



2024年9月短剧APP月活跃用户TOP5（万人）



2020-2024年微短剧与电影市场规模（亿元）



## 2.1、红果短剧分账金额快速提升，利好优质内容创作者

**趋势二：版权方从投流模式转向拿分账收入。**今年红果免费短剧用户数快速增长，收入来自广告和会员订阅，并对内容创作者进行分账。红果短剧今年6月分账破亿，9月分账超2亿日元，10月分账超2.5亿元，环比快速提升。

此外，抖音于今年11月23日发布短剧新规，并于12月1日开始执行。新规不仅调整了付费模式和广告营销模式的收益分配比例，还推出了两项激励政策，主要目的是激励创作者更积极地上传优质内容。在IAP模式下，创作者和平台的收益分配调整为七三分。在IAA模式下，收益分配会综合考虑播放量、人均播放次数和广告质量等多项因素。

我们认为，**免费短剧模式的兴起，一方面有望提升短剧在网络视频用户的渗透率，另一方面也有望延长短剧的生命周期，利于内容创作者节省投流支出、获得更多分账收入。**

红果短剧分账金额快速增长



免费短剧产业链



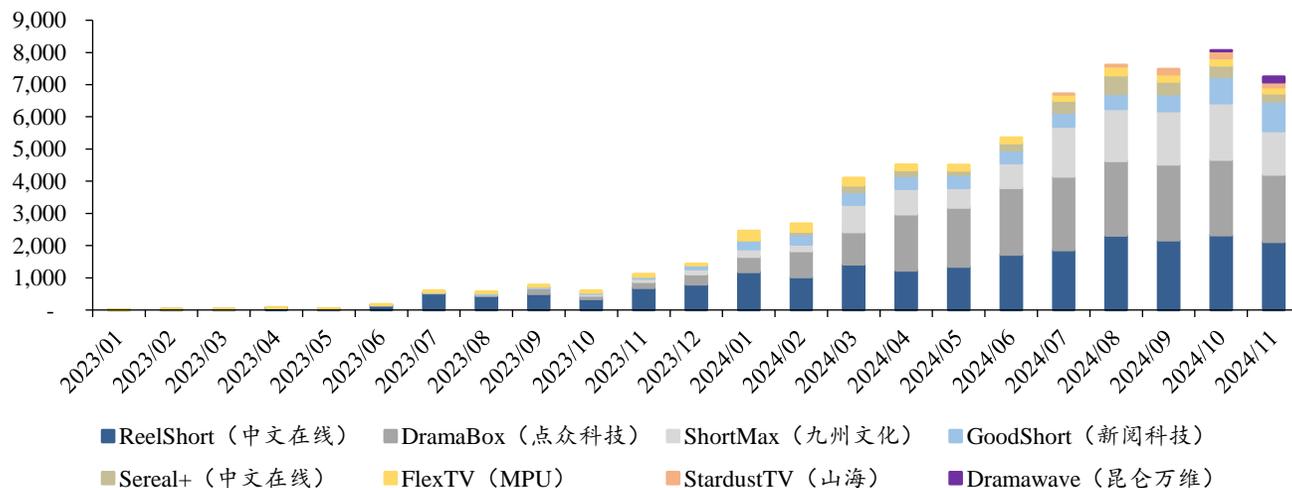
## 2.1、海外短剧流水持续提升，reelshort 份额稳定

**趋势三：海外短剧流水整体呈增长趋势，reelshort 份额稳定。**今年年初以来，头部海外短剧平台流水快速增长。我们对八家海外短剧平台进行统计，根据sensortower，今年1-11月合计净流水（不含渠道分成和广告收入）为6.1亿美元，而2023全年为5464万美元，今年同比大幅提升。竞争格局上，虽然新平台的加入导致reelshort份额较去年有所降低，但最近八个月已较为稳定，在30%左右。今年1-11月，reelshort双端净流水合计为1.9亿美元，而2023全年为3612万美元。除了reelshort，中文在线在今年推出两个新的海外短剧平台，其中Sereal+今年1-11月净流水合计为2794万美元；Unireel于2024年11月上线，已推出首部日本短剧作品，后续表现值得期待。

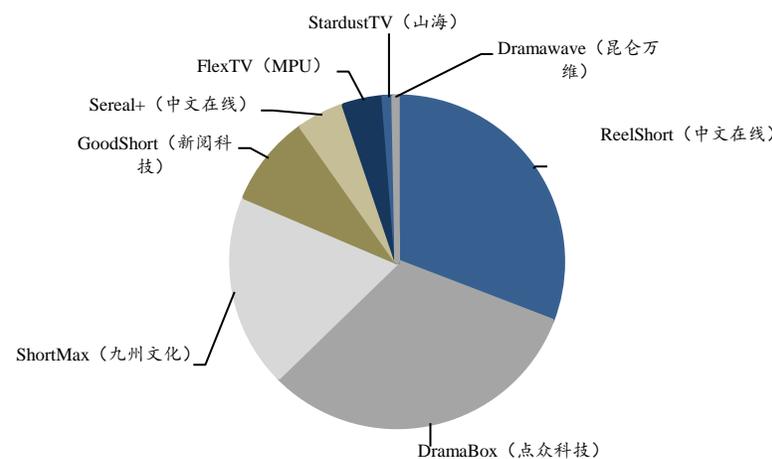
**推荐：**中文在线（海外短剧市场份额领先，国内谷子业务值得关注）；昆仑万维（11月推出Dramawave海外短剧平台，12月上线skyreels AI短剧平台）；建议关注映宇宙（24H1微短剧收入同比增长36%），因赛集团（布局品牌定制微短剧、AI+短剧）。

**风险提示：**行业竞争加剧风险，知识产权保护风险，海外业务拓展风险。

2023-2024年11月海外短剧平台ios+google play净流水（万美元）



2024年1-11月八家海外短剧平台净流水占比



## 2.2、谷子经济是真实的产业趋势，两组数据可作为例证

### 问题一：谷子经济是真火还是假火？是真实的产业趋势还是二级市场的叙事？

我们认为，谷子经济是真实的产业趋势，且不局限于谷子，更广泛的IP潮玩行业都具有较高景气度。以下两组数据可以作为例证。

1、交易规模大增。今年，我们观察到，不论线下还是线上渠道，谷子的销售都非常火热。

- **线下：**去年以来，一二线城市的较多商场进行二次元改造，赢商网数据显示，2023年全国重新开业的存量改造项目数量为50+，全年购物中心开业数量为394，占比已达12%-15%。改造后的商场，在人流量和销售额方面有显著改善。例如，上海百联ZX创趣场自2023年初转型二次元风格，2023全年实现销售额3亿元、接待顾客950万人次、会员数达20万人；转型后平日客流达2万-3万（转型前只有6000多人），节假日客流达3.5万-6万，增加了3-8倍。
- **线上：**今年上半年抖音渠道中，卡牌公司销售额快速增长、且排名大幅提升。今年上半年，卡游/宝可梦卡牌/集卡社在抖音的GMV分别同比增长200倍/62倍/7倍，环比增长89倍/1.7倍/1.4倍。除了卡牌，泛潮玩产品也取得良好的销售表现，今年双十一期间，京东超市潮玩和毛绒玩具GMV分别同比增长189%、162%。

2024年上半年抖音潮玩盲盒类目TOP10品牌

排名	排名变化	品牌	总销售额（元）	销售额环比	销售额同比
1	↑20	卡游	2.5亿-5亿	8850.04%	20000%
2	↓1	泡泡玛特	2.5亿-5亿	17.02%	-4.90%
3	↑4	宝可梦卡牌	1000w-2500w	172.04%	6153.56%
4	↑28	索尼森迪	1000w-2500w	1552.39%	427.62%
5	↑1	集卡社	1000w-2500w	136.11%	701.85%

已完成二次元改造的商场（部分）

城市	前身	改造后名称	附近地铁站
北京	五道口服装批发市场	BOM 嘻番里	六道口站
上海	华联商厦	百联ZX创趣场	南京东路站
武汉	新世界百货时尚广场店	潮流盒子X118	江汉路店
成都	远东百货	天府红	天府广场站
重庆	金源不夜城	方圆LIVE	观音桥站

## 2.2、谷子经济是真实的产业趋势，两组数据可作为例证

### 2、上市公司IP相关业务大增。

- 今年三季度，泡泡玛特和名创优品都交出了亮眼的成绩单。24Q3泡泡玛特收入同比增长超一倍，其中，中国内地收入同比增长55%-60%。名创优品亦实现了双位数增长，且毛利率同比显著提升、创历史新高，凭借国内供应链的效率、成熟的多模式门店拓展经验以及联动IP的影响力，在海外快速扩张门店，全球门店版图持续稳步扩大。
- 除了泡泡玛特和名创优品，其他公司中，IP相关的业务也在增长，只是被其他业务的表现所掩盖，未被市场发掘。例如中手游、飞鱼科技、羚邦集团、阿里影业，其IP相关业务的收入均实现双位数同比增长，且增速高于集团整体增速。

#### 2024年业务表现

泡泡玛特	24Q3 整体收入同比增长120%-125%，其中，中国内地收入同比增长55%-60%，中国港澳台及海外收入同比增长440%-445%。
名创优品	24Q3 总营收同比增长19%，其中，中国内地收入同比增长9%，海外收入同比增长40%；毛利率同比提升3.1pct至45%，再次创下历史新高。2024年前三季度门店数净增859家，其中miniso海外净增449家，toptoy净增86家，两者前三季度的净增数分别都超过去年全年。
中手游	24H1 总收入同比下降，但其IP授权业务收入同比增长79%至1.1亿元人民币，占总收入的比例从2023H1的3.9%提升至8.7%。今年，中手游和卡游合作推出了《仙剑奇侠传》系列卡牌。
飞鱼科技	24H1 总收入同比下降6%，但其“授权及知识产权相关业务”收入同比增长143%，占总收入的比例从2023H1的3.3%提升至8.4%。在授权方面，飞鱼科技的《保卫萝卜》IP达成多笔合作，合作方包括北京东方园林、上海雄昌实业、佳叻等。基于《保卫萝卜》IP的毛绒玩具、盲盒玩具热销。
羚邦集团	2024年4-9月收入同比增长19%，其中，品牌授权业务收入同比增长43%，且品牌授权业务中来自中国内地、中国台湾的收入分别同比增长100%、190%。
阿里影业	2024年4-9月收入同比增长17%，其中，阿里鱼收入同比增长超40%，主要系阿里鱼授权IP商品零售额同比大幅增长。

## 2.2、二次元衍生品已发展多年，谷子产品的低门槛吸引增量用户

**问题二：谷子经济为何在今年快速发展？产业当前处于蓝海还是红海？**

### 为什么是2024年？

其实，二次元经济在国内近8-10年一直都是火的，只是谷子的突然爆发让更多人关注到这个领域。谷子其实只是二次元经济业态中的一个模块而已。谷子属于二次元衍生品的细分类型。二次元衍生品包括轻周边（如徽章、立牌、色纸、钥匙扣、卡片等）和硬周边（单价更高的衍生品，以手办、模型为主）。实际上，早在2018-2019年IP衍生品在中国市场已经非常热了，只是当时的热销产品以雕像、手办模型为主。而今年，二次元经济的爆发则是以谷子为主。

### 为什么是谷子？

第一，从产品来看，由于谷子的消费单价相对更低，因此无论是从行业侧的进入门槛，还是消费者这边的消费门槛也都较其他业态更低，其所触达的消费者基本盘自然也更大，也因此容易引起更大范围的讨论。从雕像、盲盒、手办，再到如今的徽章、卡牌，低价的IP衍生品推动二次元文化触达更广泛的消费圈层，推动二次元消费者基本盘的扩容。这一波二次元热潮，在某种程度上也是“口红效应”的体现，即消费者基本盘不断扩容后消费的分散化。

第二，从渠道来看，本轮二次元热潮尤其体现在二次元线下零售渠道。而且，正是由于爆发于线下，这种火爆所带来的实感才更为强烈。不管是越来越多的谷子店、二次元活动，还是随处可见的Coser以及数以百计朝着二次元文化不断演进的新兴商业体，这些都是最好的证明。

第三，谷子的火爆其实是对比出来的。如果某一市场中火爆的行业遍地开花，那么单论其中一个，即便火爆也不会受到特别的关注。在经济相对平淡时，IP行业是在线下实体商业中为数不多的既能聚客又能变现的特例，自然引人注目。

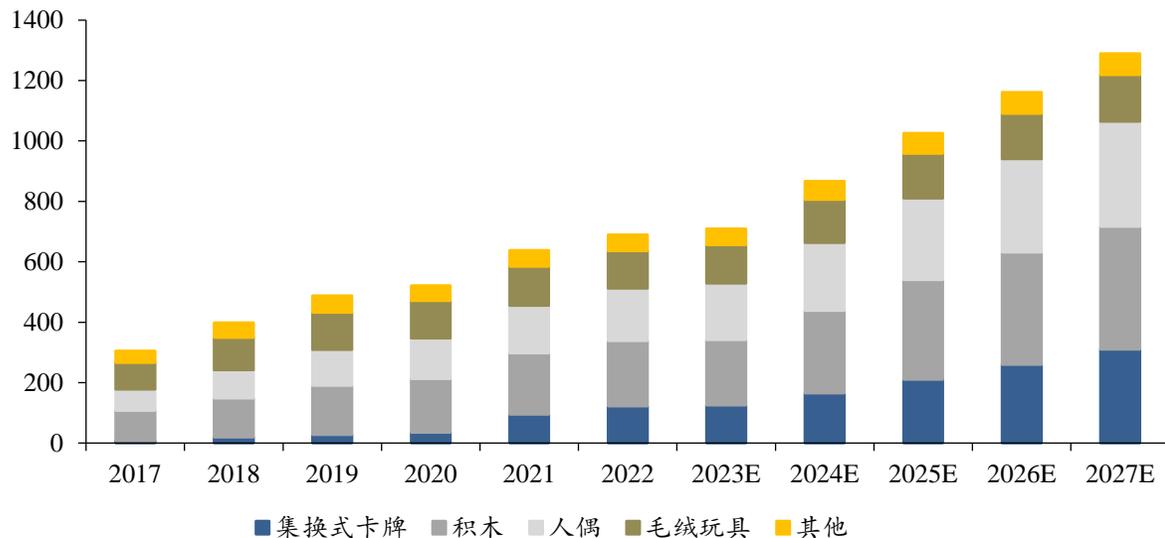
## 2.3、中国泛娱乐玩具仍有较大增长空间，其中卡牌赛道值得关注

短期内，随着谷子店数量增长、新玩家的加入，行业竞争或有所加剧。长期来看，类比美国和日本，我们认为中国的卡牌行业仍有较大增长空间。

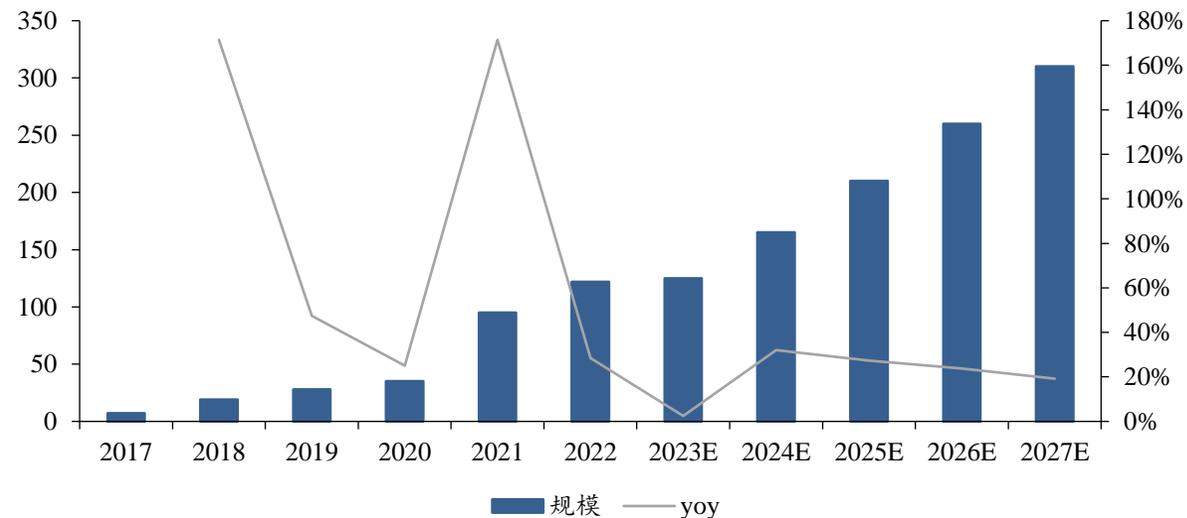
根据卡游今年1月提交的招股说明书（申请版本），中国泛娱乐玩具行业的总交易额从2017年的305亿元增长至2022年的690亿元，2017~2022年CAGR为18%；并预计将于2027达1289亿元，2022~2027年CAGR为13%。其中，集换式卡牌行业规模从2017年的7亿元增长至2022年的122亿元，2017~2022年CAGR为77%；并预计2027年将增长至310亿元，2022~2027年CAGR为21%。

美国、中国和日本是全球主要的集换式卡牌市场。2022年，按GMV计，美国、中国和日本是集换式卡牌行业市场规模分别为172亿元、122亿元和114亿元。日本和美国等发达国家的集换式卡牌行业已有多年发展史，2022年，美国/日本/中国在集换式卡牌方面的人均支出分别为50.7/92.3/8.6元，美国和日本的人均支出是中国的约11倍和6倍。与美国、日本的消费者相比，中国集换式卡牌方面的人均支出明显较低，显示行业有较大增长潜力。

中国泛娱乐玩具行业市场规模（亿元人民币）



中国集换式卡牌行业市场规模（亿元人民币）



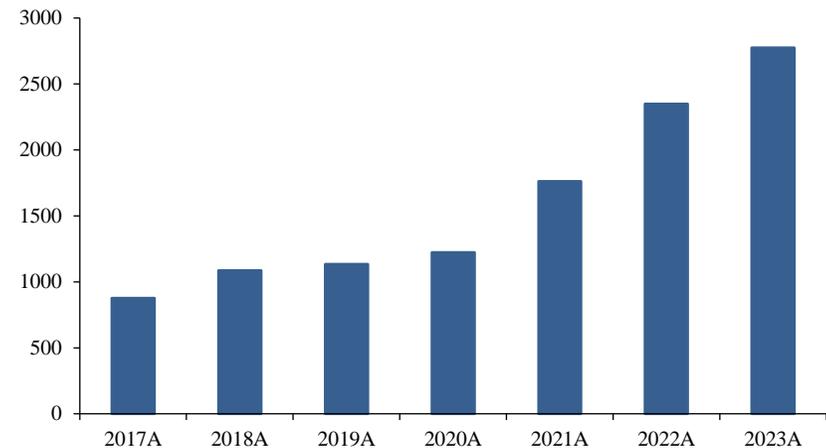
## 2.3、中国泛娱乐玩具仍有较大增长空间，其中卡牌赛道值得关注

- 日本的卡牌行业起于20世纪90年代，过去五年里仍在高速增长。根据观研报告网，日本卡牌行业规模从2017年的876亿日元增长至2023年的2774亿日元，复合增速达21%。2023年日本卡牌行业规模占玩具总规模的34%，成为重要的细分行业。
- 日本卡牌销售高度头部化，且在继续头部化：根据2023年4月~2024年3月日本卡牌销售榜单，宝可梦以1337亿日元销售额、48%市占率位居榜首，大幅领先第二名。榜单上的CR3市占率为76%，CR10市占率为97%。意味着中长尾IP卡牌空间较小。

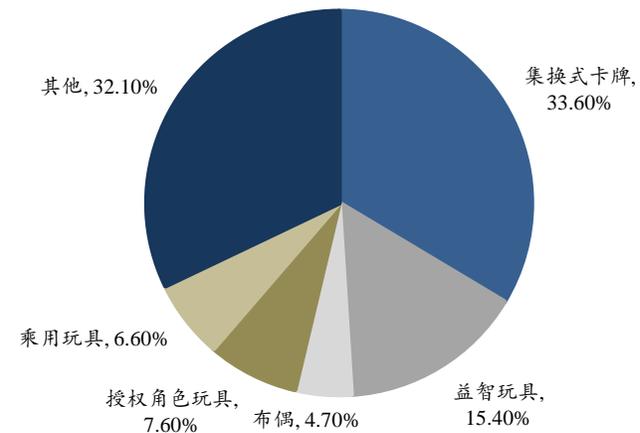
日本卡牌销售额TOP10

GMV排名	名称	厂商	2023年4月~2024年3月 GMV (亿日元)	yoy	市占率
1	宝可梦集投式卡牌游戏	Pokenon	1337	137%	48%
2	游戏王OCG	KONAMI	471	103%	17%
3	决斗大师DuoVasters	TAKARATOMY	289	97%	10%
4	航海王卡牌游戏	BANDAI	265	313%	10%
5	黑白双翼Wes	BUSHIROAO	139	147%	5%
6	万智牌Magie	Wizardsofthecoast	53	94%	2%
7	战斗之魂BattleSprints	BANDAI	38	91%	1%
8	影之诗进化对决ShadowverseEVOLVE!	BUSHIROAD	37	50%	1%
9	同盟竞技场[UNIONARENA]	RANDAI	32	643%	1%
10	游戏王RushDud	KONAMI	31	114%	1%
<b>TOP3合计</b>			<b>2097</b>	<b>122%</b>	<b>76%</b>
<b>TOP10合计</b>			<b>2692</b>	<b>133%</b>	<b>97%</b>

日本卡牌行业市场规模 (亿日元)



2023年日本玩具行业细分结构



## 2.3、中国泛娱乐玩具仍有较大增长空间，其中卡牌赛道值得关注

中国卡牌行业发展晚于日本，但近年来快速发展，赛事活动逐渐丰富、相关卡牌公司融资顺利。2018年，卡游公司的成立标志着我国卡牌行业起步，2019年卡游、集卡社和卡盟文创成为国内三家主要的专营卡牌商，卡游推出首款奥特曼系列卡牌，2020年11月，卡游在全国范围举办“英雄对决”赛事，实现更大范围破圈。同时，自2022年以来，海外IP陆续进入我国市场，数码宝贝卡牌对战、航海王卡牌对战、游戏王卡牌纷纷发布第一款简体中文版TCG，宝可梦TCG简中版发行则进一步助力卡牌行业快速成长，集卡社、Hitcard、范斯猫等一众卡牌厂商获融资。并且，2023年线下娱乐需求的旺盛推动TCG需求持续释放。

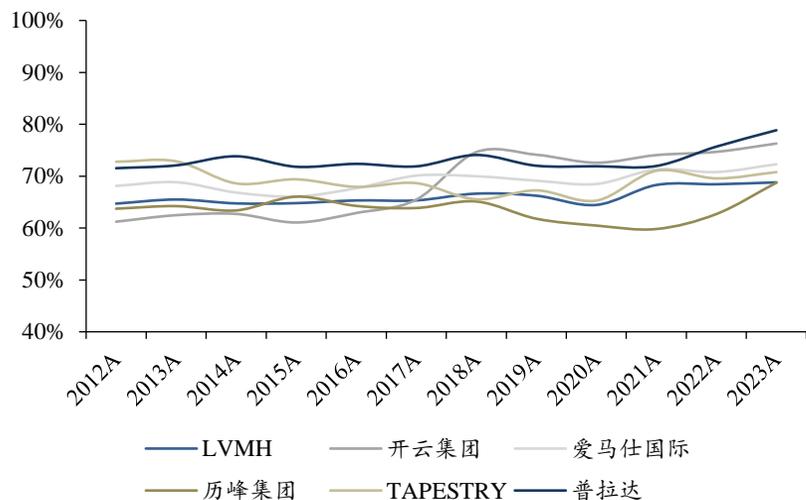
中国卡牌公司融资情况梳理

公司	卡牌品牌	融资日期	投资方	融资轮次	公司定位
杰森动漫	集卡社	2023/2/24	哔哩哔哩	天使轮	集换式卡牌
上海骑形网络科技有限公司	Hitcard	2024/10/1	阅文集团领投，预计持股10%	/	消费级IP收藏卡牌及衍生品
		2024/7/25	Akastsuki、Cygames、Goodsmile	B	
		2022/11/27	上海必有回响智能科技有限公司	A+	
		2022/8/1	红杉种子基金	A	
		202/2/7	北京泡泡玛特	天使轮	
广州漫游舱文化	漫游舱	2022/12/26	清科文创	A	IP收藏卡牌
浙江卡游动漫	卡游动漫	2021/10/12	红杉中国	战略投资	集换式卡牌生产商
上海超旺信息科技	卡淘Card Hobby	2022/1/21	姚记科技	A	球星卡拍卖、交易平台
上海范斯猫文化	范斯猫	2022/9/6	唐竹资本、AdamZhu	战略投资	球星卡拍卖、交易平台
		2022/5/20	AdamZhu	战略投资	
		2021/11/2	曜为资本等	天使轮	

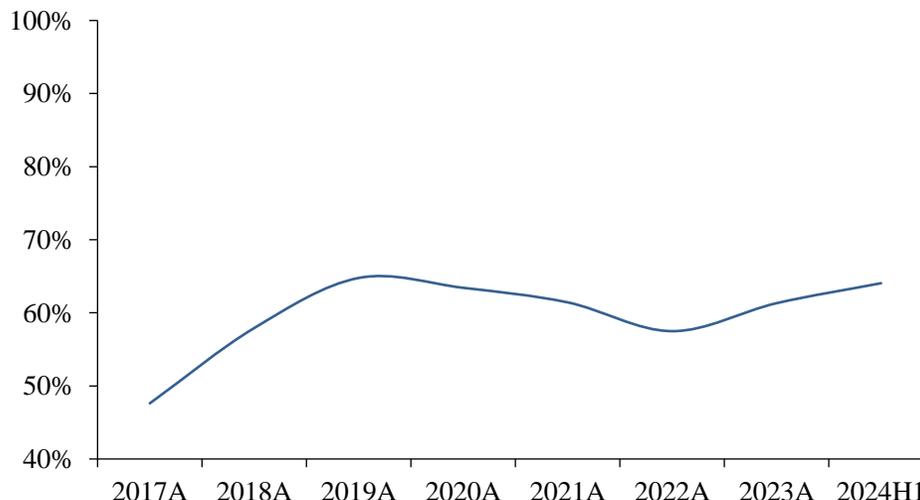
## 2.4、相比于“谷子”本身，更重要的是IP潮玩悦己消费趋势

- 我们认为，谷子经济不仅仅是短期的消费热潮，而是反映了年轻消费者文化认同及价值观的趋向。年轻消费者，特别是Z世代，对个性化、情感共鸣的商品有着更高的接受度。这一代人注重自我表达，愿意为喜欢的二次元文化和相关产品付出金钱，他们的消费态度直接推动了“谷子经济”的发展。例如，在二次元游戏和动漫领域，消费者往往不仅仅是购买商品，更是对文化的认同和情感的宣泄。随着消费方式的转变，年轻人对购物体验的要求越来越高。他们更倾向于参与到商品的文化背后，如Cosplay、主题活动等社交场景中。**我们认为，随着Z世代日益成为消费市场的中坚力量，IP潮玩消费有望成为更广泛的消费趋势，值得持续关注。**
- 一个产品的价值可分为有形价值和无形价值。有形价值是显性的、容易感知的；与之相对应的，无形价值主要包括品牌价值、服务价值和情绪价值，更难以衡量、且主观感受差异较大。人的需求逐渐从功能价值走向情绪价值，这是驱动整个产品从功能价值走向情绪价值的核心原因。凡是有情绪价值的产品，往往能获得较高的定价。国际奢侈品品牌的毛利率长期稳定在60%~80%高位，泡泡玛特的毛利率也从2017年的48%提升至今年上半年的64%。徽章（谷子的一种细分类型）毛利率大多在80%以上，已经超过奢侈品品牌。

国际奢侈品的毛利率长期稳定在60%~80%高位



泡泡玛特毛利率从2017年的48%提升至2024H1的64%

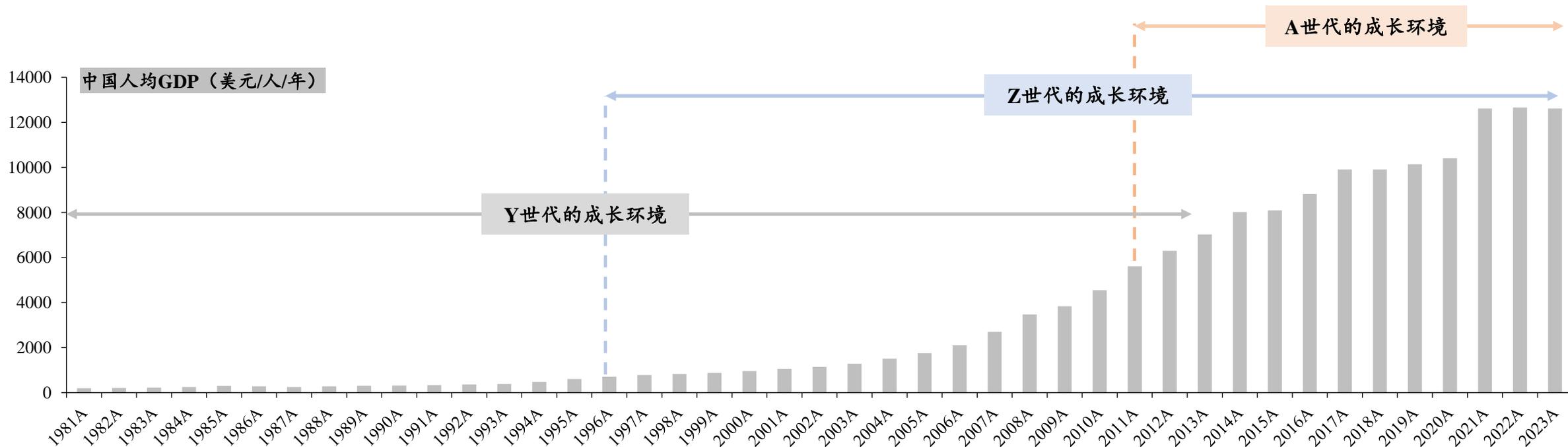


徽章的毛利率大多在80%以上

根据中外玩具网，马口铁徽章的材料成本大致1-4毛钱左右，定价根据起订量和印刷工艺有所浮动，1688平台上多数定制徽章的单价在几毛钱上下，最高不过2元左右，而官方徽章的售价一般在10-40元之间，限量款或特殊工艺的徽章还能卖到50-100元，毛利率基本在80%以上。据知危消息，谷子店的终端毛利率一般在30%~50%。

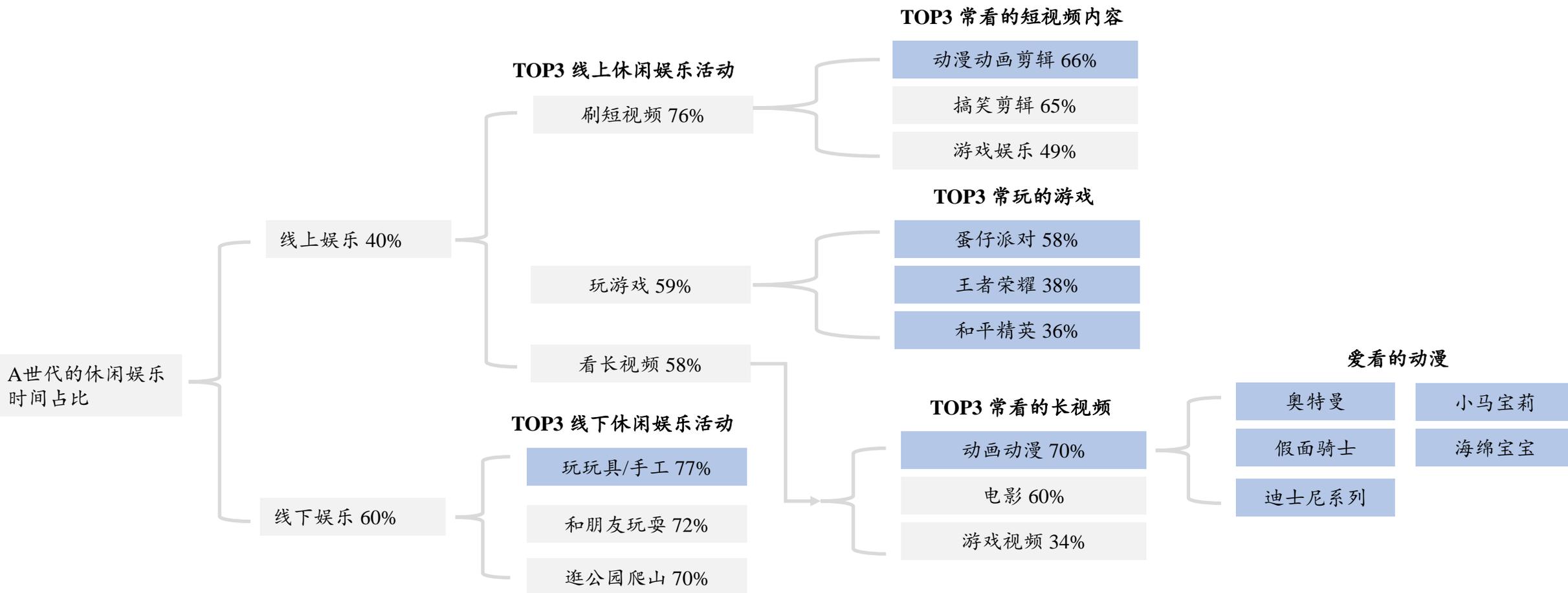
## 2.4、相比于“谷子”本身，更重要的是IP潮玩悦己消费趋势

- 从功能性消费走向情绪消费的趋势，在年轻群体中体现得更加明显。
- 中国的消费人群大体可以分为X世代（1965~1980年出生）、Y世代（1981~1995年出生）、Z世代（1996~2010年出生）和A世代（又称阿尔法世代，2011年后出生）。四个世代的成长环境不同、消费习惯大相径庭。Y世代更追求性价比、更注重功能性价值；而Z世代购买决策更短、更冲动，更愿意为个人偏好和精神消费买单，喜欢新的、奇的、特别的、能带来情绪价值的东西，更关注二次元、颜值主义、潮流消费。过去几年里，Z世代消费习惯成为重点研究对象。我们认为谷子经济的兴起并非一个偶然现象，其底层推动力是A世代在消费决策中扮演更重要角色。相比于研究谷子经济，更重要的是看到未来十年里，随着A世代的成长、成熟、购买力提升，整个消费和文娱产业将发生的变化。
- A世代出生于2011年后，而2011年至今的十余年，恰好处于中国经济高速发展、互联网普及率快速提升的阶段。2010年中国进入移动互联网时代，苹果ipad、微博、微信都诞生于2010~2011年。2019年中国人均GDP突破一万美元，逼近高收入国家人均1.2万美元的门槛。在这一背景下，A世代对互联网的接触更深、交友平台更广阔、娱乐活动更丰富，在消费习惯上也更加注重情绪价值而非实用价值。



## 2.4、相比于“谷子”本身，更重要的是IP潮玩悦己消费趋势

- A世代的消费习惯和娱乐习惯将为我们提供重要的投资启示。
- A世代的线上娱乐生活丰富，40%用于线上娱乐，且二次元含量极高。在短视频中，他们最常看的是动漫动画剪辑；在长视频中，他们最常看的也是动画和动漫作品。他们最爱看的动漫（例如奥特曼、小马宝莉等），也大多是当前热门谷子的IP来源。



### 3、“谷子经济”相关标的

- 推荐具有优质IP储备的泡泡玛特（全产业链IP潮玩公司，11月销售表现亮眼）、姚记科技（子公司布局球星卡和宝可梦业务）、中文在线（超550万网文IP+自有的罗小黑动画IP+海外头部IP授权）、上海电影（60个经典动画和真人IP+上影元IP开发中台）。建议关注在动漫IP周边行业有相关布局的广博股份、华立科技、青木科技等。
- 风险提示：市场需求变化风险，行业竞争加剧风险，IP授权到期风险，政策变化风险

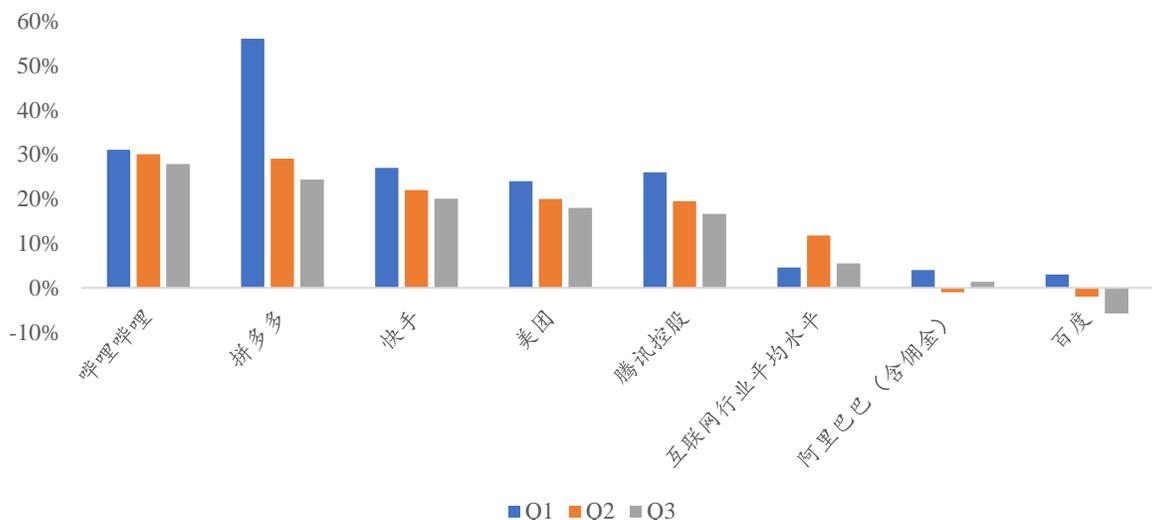
标的	相关业务布局
中文在线	以罗小黑+海外头部IP为基础，开发衍生品：2024年10月15日，中文在线集团举办2024年新品发布会，发布次元探秘品牌—中文在线旗下的P衍生品开发品牌。中文在线依托美国、日本、韩国、新加坡等国的分公司网络获取世界各地的头部版权资源，目前拥有自主P罗小黑，合作P小黄人、变形金刚，以及金刚特龙战队海贼王等独家授权IP。2024年计划以头部IP开发为主，并持续加码罗小黑系列开发推广。活动现场发布了一系列IP衍生品，包括金刚特龙战队变形玩具、变形金刚徽章、小黄人贴贴乐、啪啪手环、海贼王谷子类新品、罗小黑毛绒类产品等。
上海电影	上影元作为上影集团大IP开发业务主平台，拥有60个优质经典IP，例如《中国奇谭》《黑猫警长》《葫芦兄弟》《大闹天宫》等。以多形态加速内容焕新、多品类推动商业授权、多IP开展游戏合作、线上线全渠道打造爆款文创、丰富空间体验。上影元与多家大模型公司深度合作，联动上影新视野基金，布局了“AI+社交”“AI+游戏”“AI+短剧”等泛娱乐产品以及AI+情感陪伴、AI+互动叙事内容体验等产品商业化应用，成为公司在AI和ARVR/XRMR等领域落地的重要支撑。
泡泡玛特	覆盖IP潮玩全产业链。在上游，打造了多个爆款自有IP，如Molly、Skullpanda、Dimoo。在下游，销售渠道覆盖国内和多个海外市场。近期观察到labubu毛绒产品线有所放量，但潮玩族等二手交易平台非隐藏款仍普遍存在溢价。11月以来SP新品等亦有亮眼销售表现。Q3公司业绩增长环比加速受益于产能爬升及头部IP新品上线，我们观察到10月抖音渠道GMV同比增速亦相较9月更快，Q4有望继续延续加速趋势。
姚记科技	2022年初，公司入股国内头部卡牌交易平台卡淘cardhobby和卡牌发行商DAKA文化，已布局体育卡、宝可梦卡牌等。
奥飞娱乐	公司逐步落实开发自有IP的相关潮玩产品，目前铠甲勇士卡牌第一弹、喜羊羊与灰太狼年轻向产品已上市。
华立科技	涉足动漫IP衍生产品和集换式卡牌领域，为卡牌游戏提供深度加工服务，并与知名动漫IP合作。
华策影视	公司成立了动漫事业群，现已成立6个IP系列，持续引进海外S级IP，并探索动画电影、卡牌等衍生业态。
青木科技	知名潮玩类项目泡泡玛特及高端软玩具项目jellycat都是公司近两年在代运营业务新拓展的客户。
广博股份	公司自2019年开始涉足二次元与手游阴阳师，推出文创产品。目前二次元文创包括外部IP联名、自有IP培育和谷子开发三大业务，目前已陆续开发徽章、立牌、痛包等上千种二次元轻周边。
新世界百货	2023年公司品牌结构不断调整，扩大潮品潮玩区域，增加动漫周边、手办、手游、盲盒、卡牌。
横店影视	公司传统卖品推陈出新，引进多个知名IP衍生品周边产品。通过精准定位粉丝市场，设计开发自有卡牌业务。

3、互联网、游戏、出版等估值及股息具有安全边际，建议加大配置

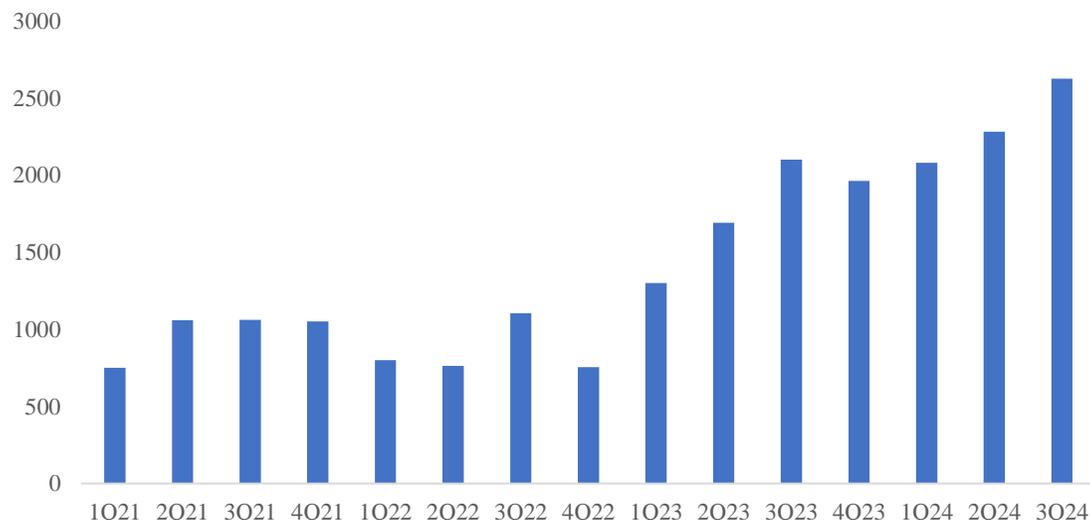
### 3.1、互联网：2025年海内外宏观存变数，建议把握三大方向

- **2025年宏观层面仍旧面临较多不确定性：**1) 国内潜在消费刺激政策对企业和消费者的影响，从而传导至对互联网平台GMV增长及变现效率的影响；2) 美国特朗普上任后举措、美国经济趋势、美联储降息节奏和幅度等海外宏观变化对中概股市场资金层面以及出海美国业务层面的潜在影响。在宏观的不确定性中，我们建议积极把握三大方向：
  - **受益于企业预算向高效率渠道集中、消费者追求质价比趋势，且竞争格局相对较好的平台。**1) 交易类平台：由于更低线上化率，本地生活和OTA龙头业绩成长性将继续优于电商，美团、携程集团等平台GMV有望保持较好增长。与2024年略有差异的是，2025年我们预计平台方将为生态健康做出一定让利，叠加消费企稳，平台的增长将来自企业内生修复以及线上化率提升双重影响；2) 广告平台：哔哩哔哩、腾讯等竞争格局较好、广告库存仍有释放空间的平台有望继续保持相对较好的广告收入增长。3) B端服务市场，如跨城货运的满帮集团，即时配送领域的顺丰同城等。4) 深耕垂类领域，在行业竞争格局改善以及基本功扎实的背景下迎来GMV和利润同步增长，如叮咚买菜。
  - **第二成长曲线清晰，具备较强 $\alpha$ 的标的。**如出海业务取得积极进展的携程集团。
  - **弹性方向，存在一定不确定性：**1) 竞争能力增强，实现份额提升，如阿里巴巴；2) 经济/消费恢复超预期，与消费强相关的平台受益，如汽车后市场份额持续提升但行业需求承压的途虎-W、房地产后市场的贝壳-W，在线招聘领域的BOSS直聘等。

广告收入同比增速对比



美团到店酒旅GTV保持高增长(亿元)



### 3.1、互联网：推荐美团、阿里巴巴、携程、腾讯、满帮

- 综合基本面及当前估值，我们重点推荐美团-W、阿里巴巴-SW、携程集团、腾讯控股、满帮集团，建议关注叮咚买菜、途虎-W、贝壳-W、BOSS直聘、顺丰同城。

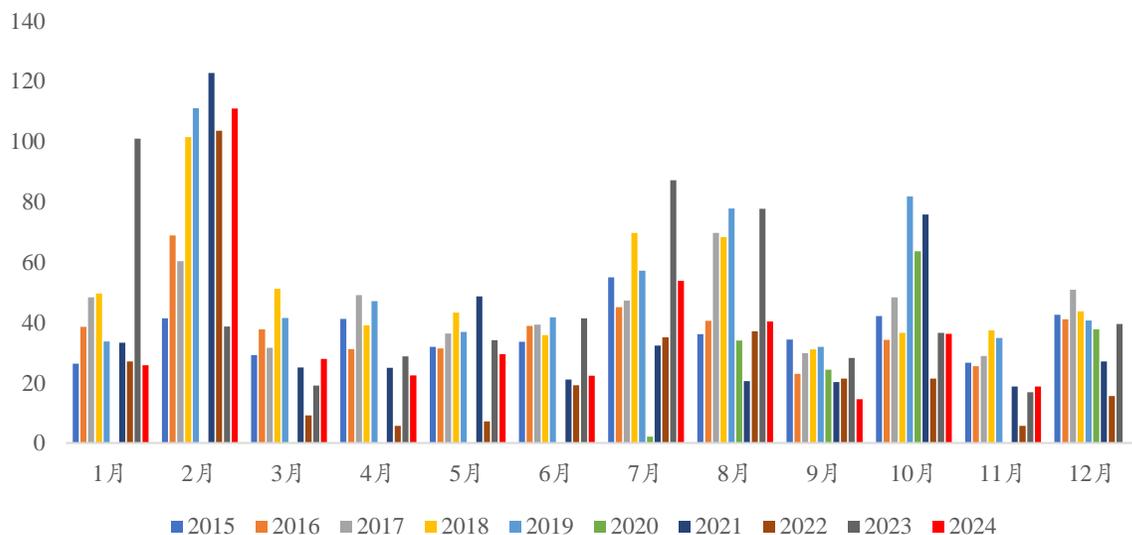
图：主要互联网平台盈利预测及估值（截至2024/12/6收盘价）

代码	上市公司	股价/元 (上市地货币)	市值/亿 (人民币)	收入 (亿元, 人民币)				经调整净利润 (亿元, 人民币)				PE (经调整口径)		
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
0700.HK	腾讯控股	412.6	33,844	6,090	6,582	7,166	7,827	1,577	2,174	2,406	2,653	15.57	14.07	12.76
9988.HK	阿里巴巴-SW	84.0	14,478	9,412	10,198	11,046	11,946	1,584	1,548	1,677	1,815	9.35	8.63	7.97
3690.HK	美团-W	162.4	9,110	2,769	3,376	3,908	4,475	233	452	573	712	20.15	15.90	12.79
9618.HK	京东集团-SW	146.6	3,921	10,847	11,370	12,060	12,720	352	434	465	502	9.04	8.43	7.81
9961.HK	携程集团	542.0	3,168	445	529	609	671	131	176	192	209	18.00	16.50	15.15
9888.HK	百度集团-SW	85.0	2,018	1,346	1,324	1,366	1,427	287	271	286	310	7.45	7.06	6.51
1024.HK	快手-W	47.6	1,848	1,135	1,278	1,428	1,561	103	176	220	262	10.50	8.40	7.05
9626.HK	哔哩哔哩-W	150.7	555	225	267	302	326	-34	-1	19	30	-	28.69	18.28
9690.HK	途虎-W	20.9	164	136	147	161	178	5	8	12	18	20.50	13.67	9.11
PDD.O	拼多多	99.9	10,057	2,476	4,009	5,103	6,110	679	1,212	1,486	1,817	8.30	6.77	5.53
YMM.N	满帮集团	10.8	714	84	111	136	164	28	39	51	65	18.30	13.99	10.98
BZ.O	BOSS直聘	13.9	408	60	75	92	111	22	27	32	41	15.21	12.60	9.84

## 3.2、影视：2024年大盘疲弱，期待2025年重点影片上映带动大盘增长

- 2024年1-11月中国电影大盘总票房为402亿元（含服务费，下同），同比下降21%。分档期来看，今年整体呈现两端高中间低的情况，春节档、清明、五一这三个重要档期均实现正增长，五一过后开始下滑，暑期档（即6-8月）总票房同比下滑44%，甚至低于2015年的水平，国庆档由于基数原因，下滑幅度收窄至23%。12月假设保持与11月类似的相比2019年的增长水平，则全年票房约为424亿元左右；假设保持与11月类似的同比增长水平，则全年票房约为446亿元左右。
- 为何优质大片供给严重不足？疫情期间生产减少，2023年上线较多库存片。在所有档期中，暑期档因时间线最长（整整三个月）而最受片方重视。对于全年票房而言，暑期档也是占比最高的档期，2015-2023年（除2020年以外），暑期档在全年的票房占比均在30%左右。然而由于疫情三年整体电影制作减产，加上2023年上线了较多库存片，导致2024年新片供应不足。
- 展望2025，电影大盘在2024年底基数下有望迎来修复。春节档预计至少4部头部影片，均为IP系列篇续作：《蛟龙行动》《欢迎来龙餐馆》《刺杀小说家2》等影片亦值得期待。

2015-2024年全国电影大盘总票房月度数据



后续待上映的部分重点影片

电影	看点	预计档期	第一出品方
《误杀3》	系列第1/2部电影票房13/11亿	2024贺岁档	壹同制作
《封神2》	系列第1部电影票房26亿	2025年春节档	阿里影业
《哪吒之魔童闹海》	系列第1部电影票房50亿	2025年春节档	光线传媒
《唐探1900》	系列第1/2/3部电影票房8/34/45亿	2025年春节档	壹同制作
《熊出没：重启未来》	熊出没IP	2025年春节档	方特卡通
《蛟龙行动》	系列电影《红海行动》票房37亿	2025年	博纳影业
《欢迎来龙餐馆》	文牧野导演，沈腾主演	2025年	坏猴子影业
《刺杀小说家2》	系列第1部电影票房10亿	2025年	华策影业

## 3.2、影视：推荐优质内容储备丰富/受益于电影票房修复的标的

■ 我们推荐优质内容储备丰富的内容公司/受益于电影票房修复的院线公司，推荐万达电影、光线传媒、博纳影业等，港股建议关注猫眼娱乐。

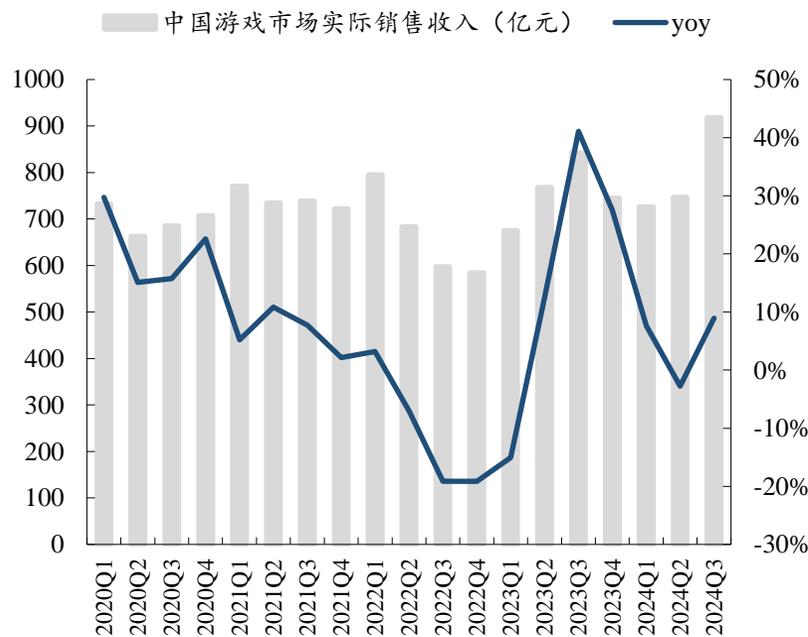
- **万达电影：2025年电影大盘修复有望拉动影院业务利润；内容业务已有所突破，期待继续贡献增量。** Q4已上映出品影片《那个不为人知的故事》（截至12/6票房1.13亿），还将上映《误杀3》《“骗骗”喜欢你》；25年储备丰富，如《唐探1900》《蛮荒行记》、《寒战》系列、《千万别打开那扇门》《转念花开》等。我们预计公司2025年归母净利润实现10亿元，对应PE约28倍，维持“买入”评级。
- **光线传媒：优质真人及动画电影项目储备丰富，期待2025年业绩释放。** 真人电影方面储备有《“小”人物》《她的小梨涡》《透明侠侣》等；动画电影《哪吒之魔童闹海》《三国的星空》《去你的岛》《大鱼海棠2》《相思》《朔风》《非人哉》《西游记之大圣闹天宫》《姜子牙2》等项目创作正在各自环节中稳步推进。我们预计公司2025年归母净利润实现10亿元，对应PE约28倍，维持“买入”评级。
- **博纳影业：后续项目较为丰富，有望提振25年业绩。** 我们预计将于2025年发行《蛟龙行动》；《克什米尔公主号》和《他杀》等多部大片将会上映。公司后续发行影片已具备较高关注度，预计未来业绩仍然具备高弹性。我们预计公司2025年归母净利润实现5亿元，对应PE约20倍，维持“买入”评级。

代码	上市公司	市值（亿元）	收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
300251.SZ	光线传媒	286	15.5	18.1	25.5	4.2	5.4	10.2	68	53	28
002739.SZ	万达电影	276	146.2	131.6	157.9	9.1	1.8	10.0	30	155	28
600977.SH	中国电影	228	53.3	43.6	57.7	2.6	3.0	7.1	87	77	32
300133.SZ	华策影视	165	22.7	22.2	26.0	3.8	3.8	4.6	43	44	36
601595.SH	上海电影	125	8.0	7.3	8.6	1.3	1.2	2.5	98	105	51
603103.SH	横店影视	100	23.5	20.0	25.7	1.7	-0.4	2.2	60	-	46
001330.SZ	博纳影业	95	16.1	14.5	29.5	-5.5	-3.1	4.6	-	-	20

### 3.3、游戏：国内市场延续增长态势，出海重启增长

- 2024Q1-3中国游戏市场规模达2390亿元，yoy+5%，供给驱动需求特征显著，《黑神话：悟空》等头部产品直接带动2024Q3国内游戏市场规模创新高。
- 其中，国内移动游戏市场规模达1732亿元，yoy+1%，市场份额72%，新游陆续上线驱动市场规模再创新高。
- 客户端游戏市场规模达507亿元，yoy+2%，厂商布局端游+新游多平台发行驱动市场规模持续增长。

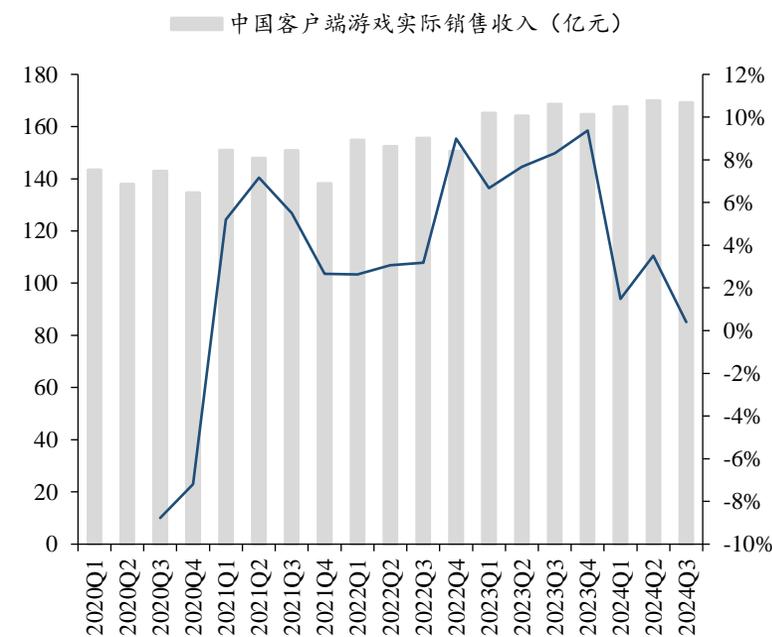
#### 中国游戏市场实际销售收入（亿元）



#### 中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）



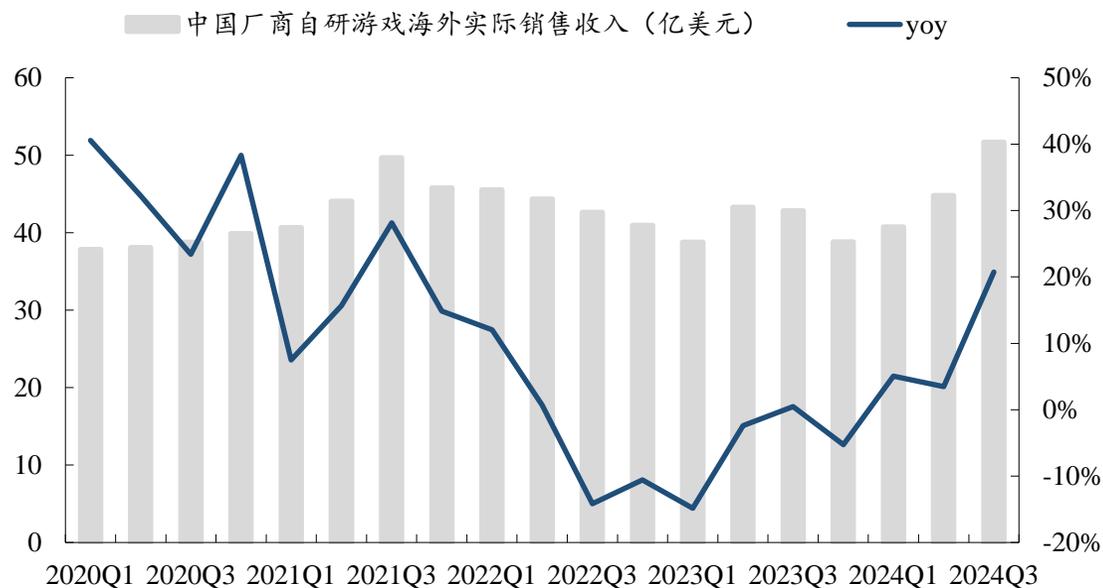
#### 中国客户端游戏市场实际销售收入（亿元）



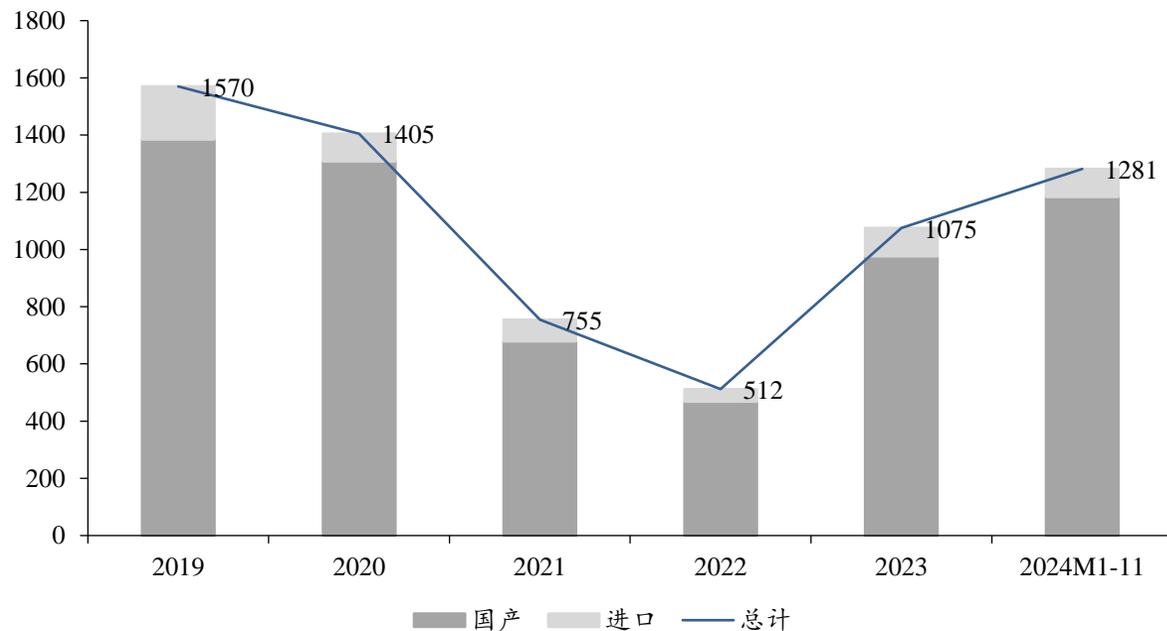
### 3.3、游戏：国内延续趋势出海重启增长，版号高质量发放新游供给充沛

- 2024Q1-3中国自研游戏海外实际销售收入达137亿美元，yoy+10%，《Whiteout Survival》《绝区零》《黑神话：悟空》等头部产品表现出色，游戏出海结束了2022-2023年的萎靡，重启增长。
- 监管持续释放积极信号，版号恢复月度发放频次，发放数量、质量稳步上升。数量：2024年1-11月已有1184款国产游戏、97款进口游戏，共计1281款游戏版号过审，已超过2023年全年，数量较受版号停发影响的2021-2022年显著提升。质量：《黑神话：悟空》《地下城与勇士：起源》《恋与深空》《胜利女神》等优质游戏过审，充沛了市场新游供给。

中国自研游戏海外实际销售收入（亿美元）



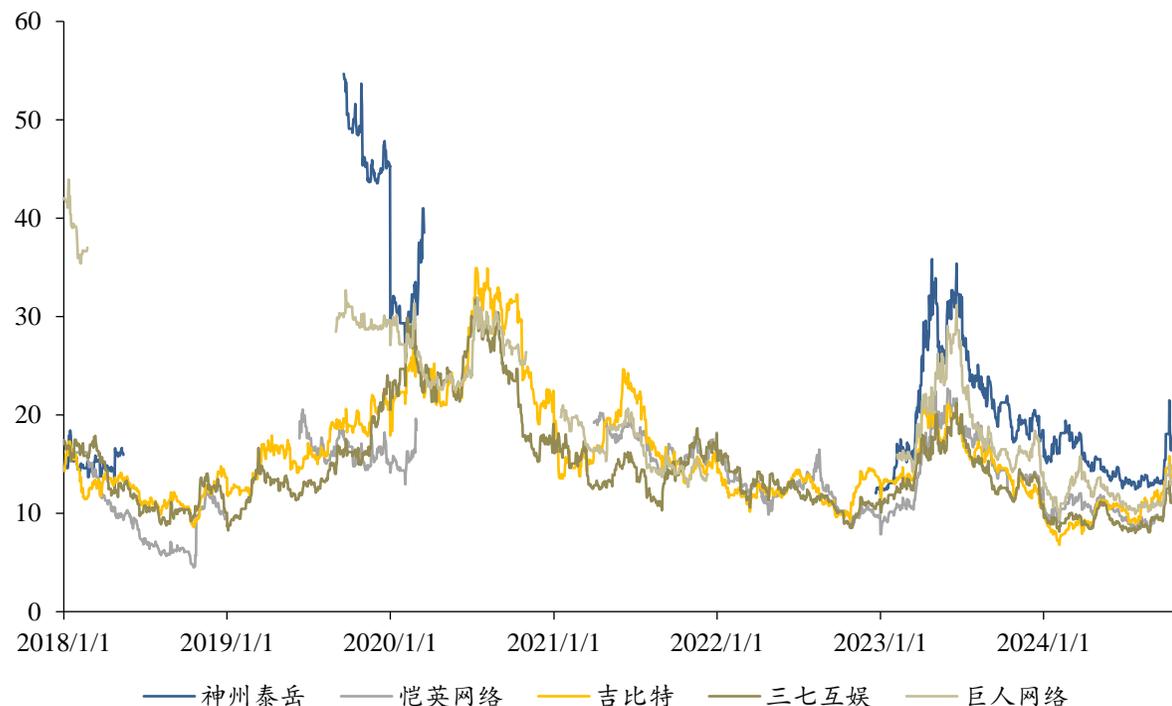
2019-2023年及2024M1-11游戏版号发放数量（个）



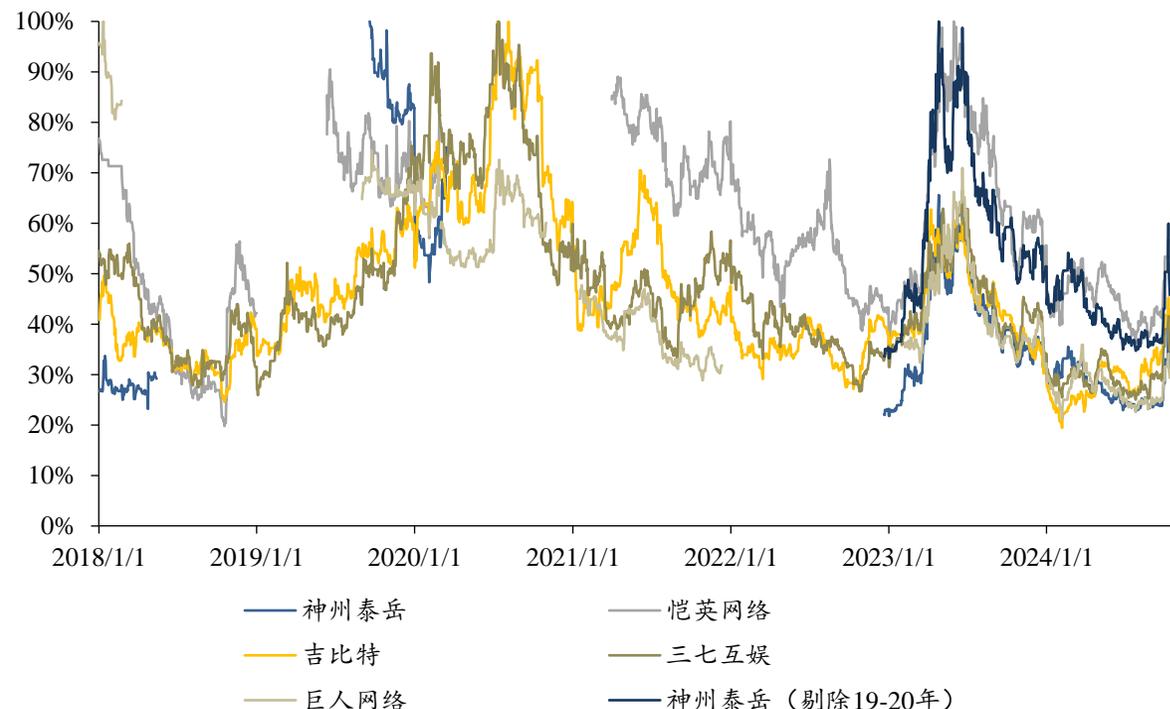
### 3.3、游戏：估值尚处合理中枢，看好新游兑现抬升EPS、PE

■ 当前游戏公司估值仍处于历史估值的合理中枢，对应2025年PE在15倍左右，看好各家新游储备充沛，随着新产品陆续上线，将带来收入、利润增量，对应EPS、PE提升。我们推荐强产品周期的恺英网络、神州泰岳、巨人网络、完美世界、创梦天地、吉比特、三七互娱、心动公司、宝通科技等，建议关注盛天网络等。

头部A股游戏公司预测PE（对应下一年盈利预测）



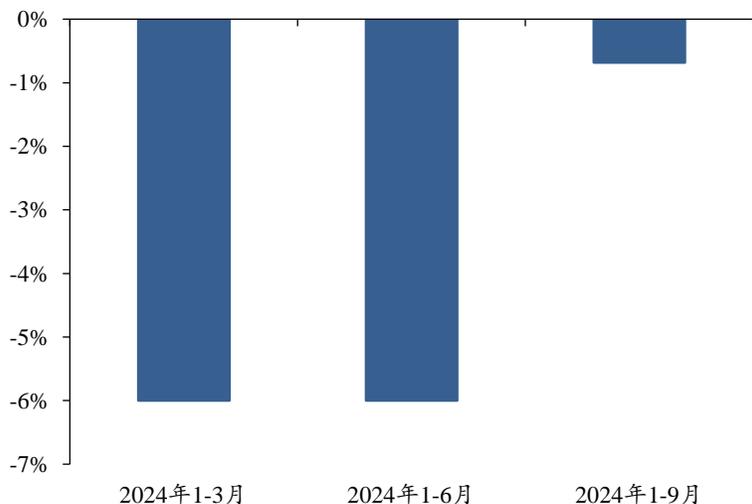
头部A股游戏公司预测PE百分位



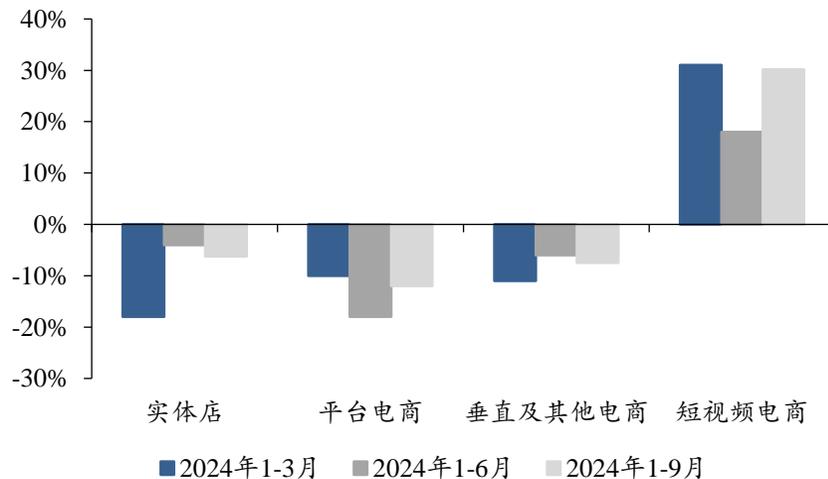
## 3.4、出版：图书零售大盘承压，电商渠道维持快速增长

- 2024年前三季度整体图书零售市场依然呈现负增长，码洋同比降低0.7%；但是相较于第一季度和上半年，降幅进一步收窄，主要是得益于第二季度大促季以及第三季度暑期和开学季的带动。从实洋来看，2024年前三季度整体图书零售市场实洋同比增长率小于码洋同比增长率，说明折扣进一步下降。
- 分渠道来看，短视频电商渠道仍维持快速增长，2024年1-9月同比增长30%，增速虽然较前几年有所放缓，但是较24H1相比增速提升，主要系教辅教材图书拉动。而其他三个渠道持续呈现负增长，平台电商和垂直及其他电商渠道分别下降了12%和7%。实体店渠道同比下降6%，传统渠道仍面临较大压力，渠道格局还在不断地演变。
- 分图书类型来看，2024年1-9月教辅码洋占比同比显著提升8pct至27%，少儿图书码洋同比小幅提升1pct至28%，中小学幼儿园教材码洋占比基本持平去年同期的1%，而其他一般图书码洋占比同比降低9pct至44%。
- 2024Q3出版报刊行业收入同比下降7%至314亿元，出现年内首次下降（24Q1/24Q2均同比持平去年同期）。

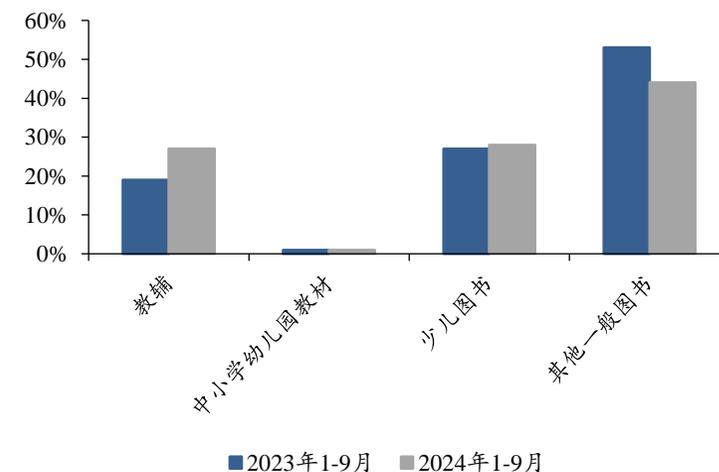
2024年前三季度图书零售市场码洋同比增速



2024Q1-Q3分渠道图书零售码洋同比增速



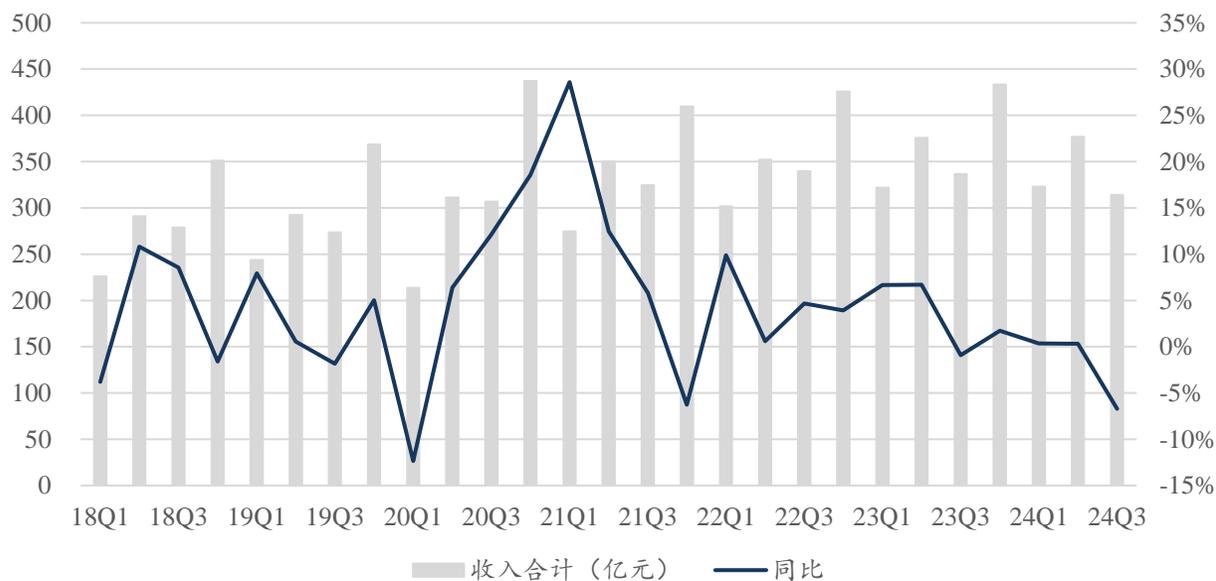
2024Q1-Q3分图书类型零售码洋占比



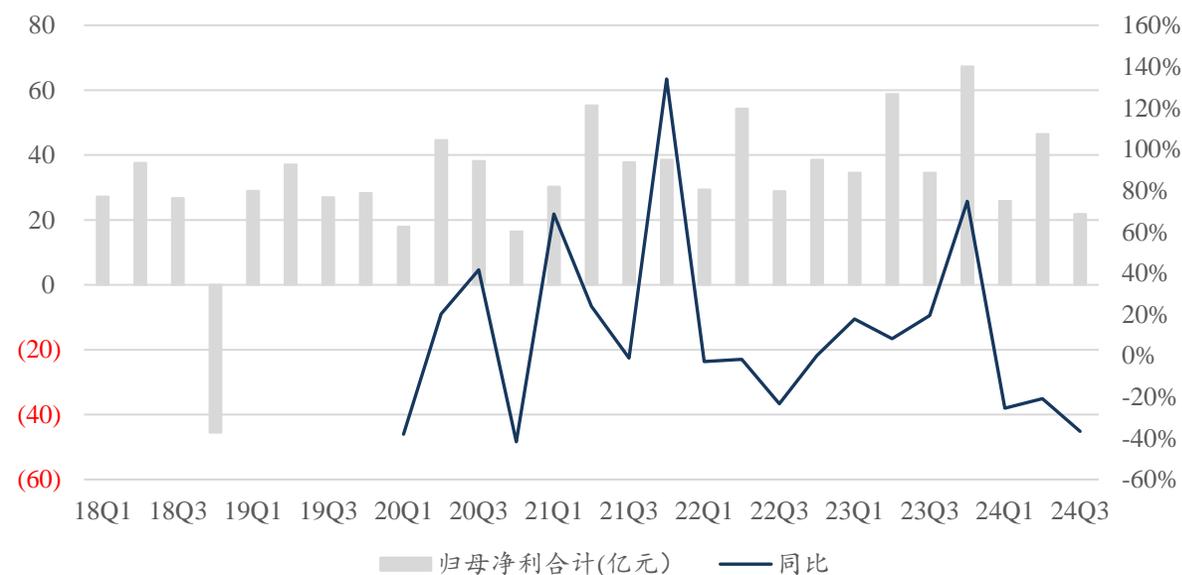
### 3.4、出版：所得税率同比提升，致净利润下降

- 2024Q3出版报刊行业收入同比下降7%至314亿元，出现年内首次下降（24Q1/24Q2均同比持平去年同期）。
- 24Q3行业归母净利同比降低37%至22亿元。24Q3行业归母净利率同比降低3pct至7%。归母净利率下降，一方面系毛利率下降、费用率提升，另一方面则是因为2024年企业所得税率大幅提升。
- 24Q3出版行业整体毛利同比降低1%至31亿元，毛利率为同比降低0.6pct至31%。24Q3行业整体销售费用同比增长1%至37亿元，销售费用率同比提升0.8pct至12%；管理费用率同比持平去年同期的35亿元，管理费用率同比增长0.7pct至11%。

出版行业季度收入及同比增速



出版行业归母净利润及同比增速



### 3.4、出版：所得税率同比提升，致净利润下降

- 从 2024Q3 出版企业的情况来看，出版板块利润总额（即税前利润）同比降低17%至30亿元，税前利润率同比降低1.2pct至9.6%，降幅小于归母净利降幅，主要系所得税问题。
- 2024 年起，大部分国有出版企业不再享受之前的企业所得税免征政策。24年1-9月出版行业的企业所得税合计为32亿元，实际税率为25%；其中，24Q1-Q3的企业所得税分别为27/23/25亿元，实际税率分别为25%/22%/23%。
- 理论上所得税税率为 25%。但由于地方政府减免、地方奖励政策、创新科技企业认定等因素，不同国有出版企业的实际税率存在差异。

2024年前三季度国有出版企业实际税率

	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中原传媒	71%	20%	29%
粤传媒	-	-	21%
中信出版	26%	19%	19%
城市传媒	31%	29%	-
中文传媒	30%	25%	31%
时代出版	26%	17%	17%
长江传媒	27%	24%	26%
新华传媒	66%	37%	26%
山东出版	24%	28%	25%
中南传媒	28%	25%	25%
皖新传媒	22%	24%	17%
新华文轩	14%	10%	17%
中国科传	32%	27%	25%
南方传媒	25%	25%	27%
浙版传媒	25%	25%	-
凤凰传媒	26%	21%	32%
中国出版	176%	20%	21%
出版传媒	-	31%	32%
读者传媒	23%	15%	5%
龙版传媒	17%	5%	19%

注：“-”表示税前利润为负数

### 3.4、头部公司高股息率价值凸显，所得税政策可能存在积极的边际变化



- 教育出版公司基本面稳固，现金流充沛，教材教辅业务具有较高准入门槛。部分出版公司股息率达4%-6%，且分红比例仍有提升空间：按照12月6日收盘价计算股息率（分子为基于2023年归母净利润、于2024年实际发放的股息）排序，TOP3分别为中文传媒（5.9%）、山东出版（5.2%）、中南传媒（5.0%，包括24年中期分红），此外，5家公司股息率介于4%~4.9%之间，按照股息率从高到低排序分别为浙版传媒（4.9%）、凤凰传媒（4.7%）、长江传媒（4.7%）、皖新传媒（4.6%，包括24年中期分红）、新经典（4.4%）。随着国家鼓励上市公司高分红政策的出台，较多出版公司分红比例相比之前年度提升，并仍有提升空间。
- 所得税政策调整对于经营影响有限，且后续可能有优化空间。24年上半年财报已体现所得税减免政策到期的负面影响，在鼓励国有文化发展的背景下，可能存在积极的边际变化。
- 我们看好分红高、有渠道优势和内容资源优势的地方国有出版企业，继续推荐【凤凰传媒】【山东出版】【南方传媒】；建议关注【中信出版】【中南传媒】【中文传媒】【浙版传媒】【中原传媒】【长江传媒】【皖新传媒】【新华文轩】等。

股票代码	公司名称	动态股息率 (%)	现金分红总额 (亿元)							2024 pct	现金分红比率									
			2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		除以归母净利润					除以扣非归母净利润				
合计										2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022A	2023A	2023 pct	
601928.SH	凤凰传媒	4.7%	3.8	7.6	7.6	10.2	12.7	12.7	12.7	0%	33%	58%	57%	64%	52%	61%	43%	71%	61%	-10%
601019.SH	山东出版	5.2%	4.6	6.1	6.7	6.7	7.3	8.1	11.7	44%	34%	41%	43%	48%	48%	48%	49%	55%	74%	19%
601098.SH	中南传媒	5.0%	10.8	11.0	11.1	11.3	11.7	10.8	11.7	8%	71%	89%	87%	79%	77%	77%	63%	73%	75%	2%
600373.SH	中文传媒	5.9%	5.5	6.8	6.8	7.5	9.2	10.2	10.6	4%	38%	42%	39%	41%	45%	53%	54%	59%	68%	9%
601921.SH	浙版传媒	4.9%	-	-	-	-	7.1	7.8	8.7	11%	-	-	-	-	54%	55%	57%	63%	77%	14%
601811.SH	新华文轩	3.2%	3.7	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2	4.9	18%	40%	40%	32%	30%	30%	30%	31%	30%	30%	-1%
601858.SH	中国科传	1.1%	1.4	0.9	1.5	2.0	2.0	2.2	2.1	-6%	38%	20%	32%	43%	41%	47%	40%	50%	41%	-9%
601801.SH	皖新传媒	4.6%	3.4	3.5	3.2	3.2	3.4	3.7	6.4	75%	30%	32%	57%	52%	53%	52%	69%	54%	86%	32%
601949.SH	中国出版	1.8%	1.6	1.8	2.1	2.2	2.4	2.0	2.9	48%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	38%	52%	14%
000719.SZ	中原传媒	3.8%	1.8	2.6	2.9	3.2	3.4	3.9	4.3	11%	27%	35%	35%	34%	35%	38%	31%	39%	39%	0%
601900.SH	南方传媒	3.5%	1.8	2.0	2.2	2.8	2.9	4.1	4.8	15%	30%	30%	31%	37%	36%	44%	47%	53%	6%	6%
600757.SH	长江传媒	4.7%	1.2	1.8	2.4	4.2	4.5	3.9	4.9	25%	20%	25%	31%	52%	64%	53%	48%	50%	55%	5%
605577.SH	龙版传媒	0.5%	-	-	-	-	0.4	0.5	0.4	-27%	-	-	-	-	10%	10%	24%	13%	13%	-11%
600551.SH	时代出版	3.9%	0.9	0.9	-	0.8	0.8	1.2	2.4	100%	30%	28%	-	30%	22%	35%	44%	45%	70%	25%
300788.SZ	中信出版	0.9%	-	-	0.8	0.9	1.0	0.7	0.6	-12%	-	-	-	32%	32%	40%	51%	57%	95%	39%
600229.SH	城市传媒	3.3%	1.1	1.4	1.4	1.1	1.1	1.3	1.8	35%	32%	40%	37%	43%	40%	39%	44%	51%	78%	27%
600825.SH	新华传媒	0.2%	0.2	0.1	0.1	-	0.1	-	0.1	-	35%	33%	36%	-	31%	0%	38%	0%	0%	0%
002181.SZ	粤传媒	1.1%	-	-	-	-	-	-	0.6	-	-	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
603230.SH	内蒙新华	3.4%	-	-	-	-	0.2	0.5	1.6	200%	-	-	-	-	10%	20%	51%	25%	61%	36%
301025.SZ	读客文化	0.0%	-	-	-	-	0.3	0.4	-	-	-	-	-	50%	69%	0%	93%	0%	0%	-93%
000529.SZ	广弘控股	0.0%	0.4	0.4	0.6	0.6	0.9	0.9	-	-	26%	24%	24%	21%	26%	10%	0%	54%	0%	-54%
601999.SH	出版传媒	0.9%	0.5	0.6	0.5	0.5	0.3	0.2	0.3	48%	30%	34%	30%	31%	30%	31%	30%	30%	240%	240%
300654.SZ	世纪天鸿	0.4%	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	7%	30%	31%	31%	47%	46%	43%	43%	55%	47%	-9%
603999.SH	读者传媒	0.8%	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	16%	31%	31%	30%	30%	30%	31%	54%	46%	46%	-8%
603096.SH	新经典	4.4%	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4	10%	35%	34%	42%	45%	73%	93%	87%	102%	99%	-2%
300148.SZ	天舟文化	0.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
301052.SZ	果麦文化	0.2%	-	-	-	-	0.1	0.1	0.1	35%	-	-	-	13%	13%	13%	11%	13%	13%	2%
301231.SZ	荣信文化	0.2%	-	-	-	-	-	0.1	0.0	-69%	-	-	-	-	58%	42%	110%	272%	162%	162%

注：动态股息率=2024年实际发放的股息/2024年12月5日收盘总市值

注2：皖新传媒、时代出版、中信出版进行了2024中期分红，我们在计算2023现金分红总额和动态股息率时也将其考虑在内

- **宏观经济波动风险：**传媒行业的发展与宏观经济形势密切相关。在经济衰退或增长放缓期间，消费者和企业可能会削减广告支出、娱乐消费等传媒相关费用。例如，广告主在经济不景气时往往优先削减非必要的营销预算，这将直接影响传媒企业的广告营收，导致其业绩下滑。
- **技术变化风险：**新媒体技术的不断涌现可能使传统传媒企业面临巨大挑战。例如，互联网和移动互联网的普及，使得传统纸媒、电视媒体的受众和广告份额被大量分流到新兴的社交媒体平台、视频网站等。如果传媒企业不能及时跟上技术创新步伐，进行业务转型和升级，可能会在市场竞争中逐渐被淘汰。
- **政策监管风险：**政策法规的变化可能对传媒企业的业务运营产生重大影响。例如，对于广告内容、影视内容的审查标准日益严格，如果传媒企业的产品或服务不符合相关规定，可能面临整改、罚款甚至暂停业务等处罚，影响企业的正常经营和财务状况。
- **消费者偏好变化风险：**消费者的传媒消费偏好变化迅速。随着社会文化的发展和科技的进步，消费者对于传媒内容的类型、形式、传播渠道等方面的偏好不断演变。传媒企业如果不能精准把握消费者偏好变化，及时调整内容策略和业务布局，可能会失去市场吸引力。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园