

传媒行业12月投资策略

景气周期将至，AI+/IP+带动向上弹性

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

11月大幅跑赢市场。1) 11月份传媒板块（申万传媒指数）上涨6.65%，跑赢沪深300指数5.99个百分点，在申万一级31个行业中，传媒板块排名第4位；2) 生意宝、利欧股份、易点天下、蓝色光标、汤姆猫等涨幅居前；电广传媒、因赛集团、智度股份、旗天科技、新华传媒等涨幅靠后。整体来看，AI营销、IP谷子方向涨幅显著，部分十月表现较好的中小市值个股调整幅度较大；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 42x，处于过去5年80%分位数、整体回升明显。

版号常态化发放，10月游戏市场同比改善明显。1) 11月共计有112款国产版号、7款进口版号获批。其中112款国产版号中“移动游戏”66款、“休闲益智类”类46款，同时拿到移动端与PC端版号的游戏7款；7款进口版号中，“移动”6款，“PC端”1款；从数量上来看，继续保持稳定、游戏版号持续常态化发放；2) 10月中国游戏市场规模达到290.83亿元，同比增长14.4%，从8月份以来市场规模持续实现同比正增长。其中移动游戏市场实际销售收入为221.10亿元，环比增长0.51%，同比增长17.07%；3) 海外市场实际销售收入为16.07亿美元，同比增长29.42%。

11月票房市场同比转正，春节档值得期待。1) 今年11月总票房达118.77亿元人民币，在经历连续下滑后实现增速同比转正（11.4%）；观影总人次4761万次，平均票价达到39.4元（上月40.3元）；《好东西》、《毒液》、《焚城》、《胜券在握》、《那个不为人知的故事》分列11月票房市场前5，整体票房仍处于较低水平；2) 《封神第二部》、《射雕英雄传》、《熊出没》、《无名之辈2》、《唐探1900》定档春节档；此外《美人鱼2》、《转念花开》、《英雄出少年》也有望上映；优质内容汇集、假期延长之下，春节档有望带动票房市场景气度持续向上；3) 高内容质量影片匮乏是票房市场低迷的主要原因，关注国产影片供给周期修复。

AIGC：视频、搜索进展迅猛，海外二级市场表现抢眼。1) AI视频方面，Sora发布、可灵APP上线、豆包视频生成内测；搜索方面，ChatGpt search推出，360、昆仑万维分别上线纳米搜索和天工AI高级搜索功能；游戏方面，马斯特旗下xAI成立AI游戏工作室、Google上线AI国际象棋；AI Agent方面，智谱AI发布AutoGLM升级版、实现一句话操控全网APP；2) 端侧，百度推出首个内置中文大模型的AI智能眼镜；3) 海外二级市场，Applovin印证AI商业化可能与市值潜力。

投资观点：持续看好景气反转与IP/AI主题驱动下的板块向上机会。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、博纳影业等）；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。

重点推荐组合：11月投资组合为恺英网络、泡泡玛特、芒果超媒、心动公司、昆仑万维，整体表现良好，12月投资组合为泡泡玛特、芒果超媒、姚记科技、昆仑万维、猫眼娱乐

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。

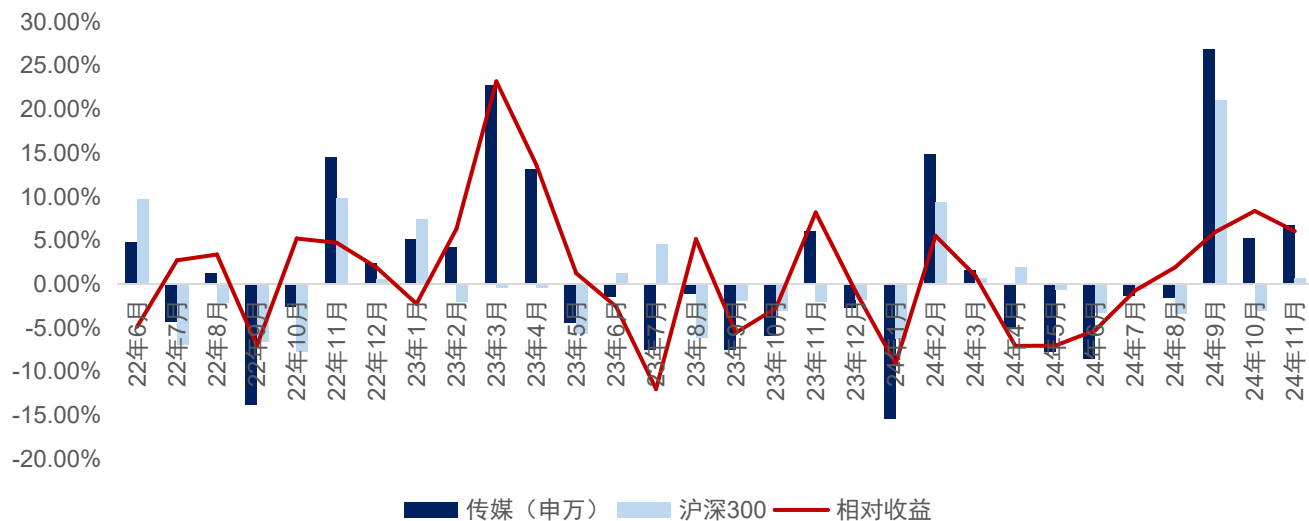
- 【 01 】 传媒板块市场回顾：11月跑赢市场，IP谷子及AI应用领涨
- 【 02 】 游戏：版号常态化发放，游戏市场同比增长显著
- 【 03 】 电影：11月同比拐点向上，关注春节档及供给端修复
- 【 04 】 AIGC：视频/搜索/游戏/Agent等领域进展显著，海外二级市场表现抢眼
- 【 05 】 投资建议：景气周期将至、主题持续催化，基本面与主题弹性可期

1. 市场回顾：AI应用及IP谷子带动板块11月显著跑赢市场

1.1 板块表现回顾

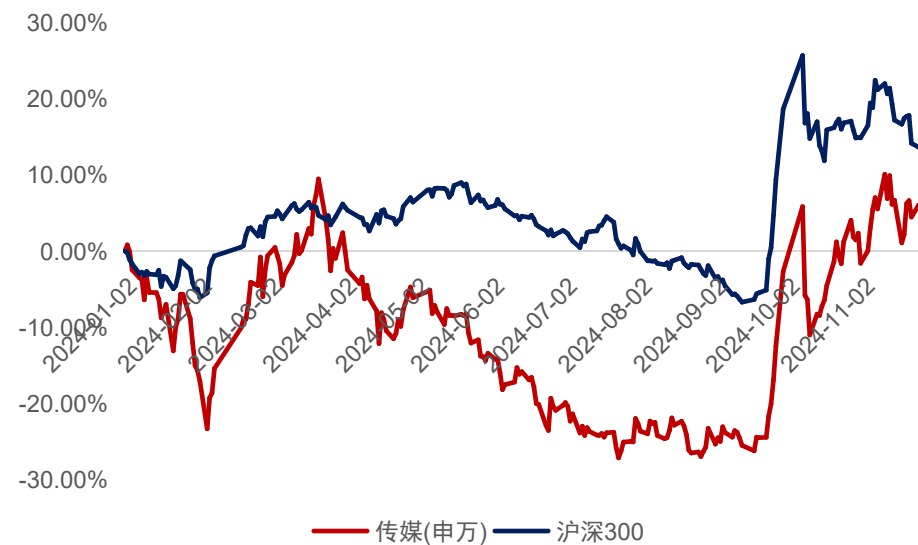
- 受市场整体表现影响，24年11月份传媒板块（申万传媒指数）上涨6.65%，跑赢沪深300指数5.99个百分点；
- 年初至今传媒板块（申万传媒指数）上涨9.15%，跑输沪深300指数6.51个百分点、幅度相比上半年显著缩窄；

图：申万传媒指数11月跑赢市场



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申万传媒指数年初至今表现



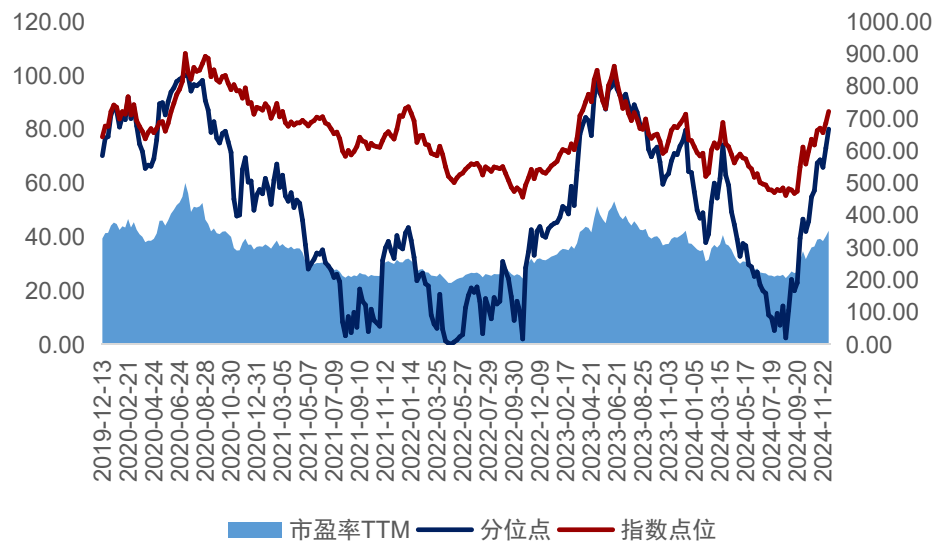
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 板块表现回顾

11月传媒板块表现较好，在申万一级31个行业中排名第4位；

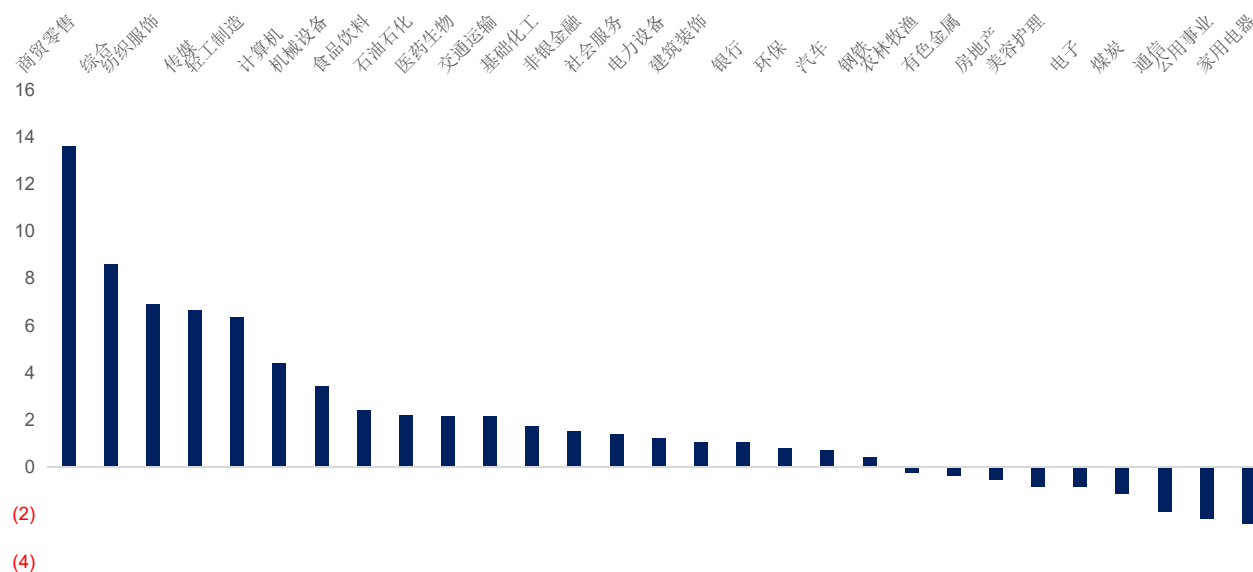
估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 42x，处于过去5年80%分位数、整体估值回升明显。

图：传媒板块TTM-PE 分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：11月传媒行业涨幅(%)排名第4位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.2 个股表现

➤ 个股表现上，生意宝、利欧股份、易点天下、蓝色光标、汤姆猫等涨幅居前；电广传媒、因赛集团、智度股份、旗天科技、新华传媒等涨幅靠后。整体来看，AI营销、IP谷子方向涨幅显著，部分十月表现较好的中小市值个股调整幅度较大。

表：8月个股涨跌幅排行

11月涨幅排行					11月跌幅排行				
代码	公司	月涨幅	年涨幅	市值(亿)	代码	公司	月涨跌幅	年涨跌幅	市值(亿)
002095.SZ	生意宝	95%	45%	74	000917.SZ	电广传媒	-18%	51%	117
002131.SZ	利欧股份	90%	64%	249	300781.SZ	因赛集团	-17%	50%	74
301171.SZ	易点天下	69%	63%	151	000676.SZ	智度股份	-17%	11%	123
300058.SZ	蓝色光标	50%	53%	277	300061.SZ	旗天科技	-16%	184%	110
600576.SH	祥源文旅	42%	3%	80	600825.SH	新华传媒	-11%	40%	65
300459.SZ	汤姆猫	38%	44%	251	002712.SZ	思美传媒	-11%	8%	33
300043.SZ	星辉娱乐	35%	18%	55	300051.SZ	瓊升科技	-10%	-24%	32
002878.SZ	元隆雅图	32%	-13%	42	300052.SZ	中青宝	-10%	18%	52
002995.SZ	天地在线	32%	18%	48	000665.SZ	湖北广电	-9%	-10%	49
002292.SZ	奥飞娱乐	31%	6%	137	601929.SH	吉视传媒	-8%	2%	65

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2. 游戏：同比增速持续触底向上

2.1 11月版号再次过百

- 11月共计有112款国产版号、7款进口版号获批。其中112款国产版号中“移动游戏”66款、“休闲益智类”类46款，同时拿到移动端与PC端版号的游戏7款；7款进口版号中，“移动”6款，“PC端”1款；
- 上市公司中，冰川网络《潮玩冒险团》《梦想都市》、恺英网络《洪荒傲剑》《仙缘篆》、汤姆猫《冒险奇兵》、三七互娱《守卫斗罗》、游族网络《无尽宝箱》、ST华通《消消闯天下》等获批；

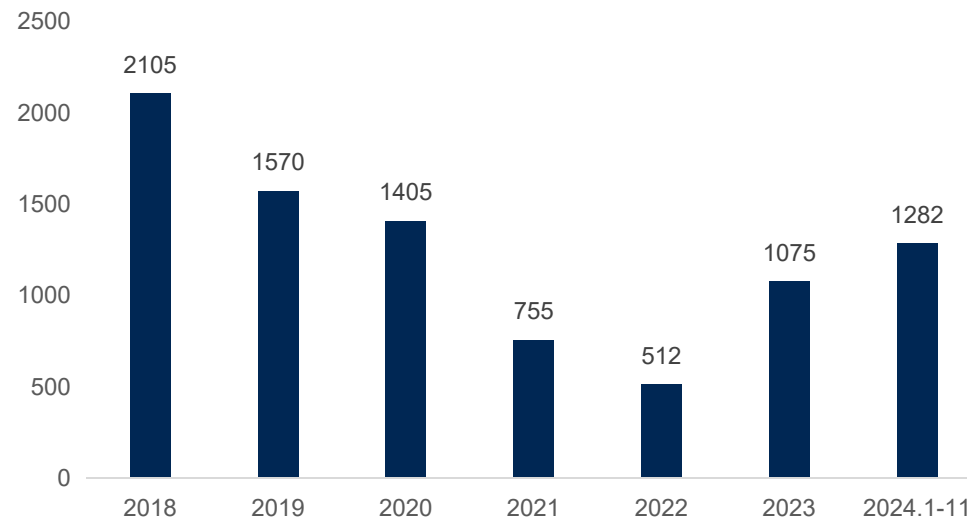
图：游戏版号发放情况



资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：1-11月版号发放数量已与去年全年相当

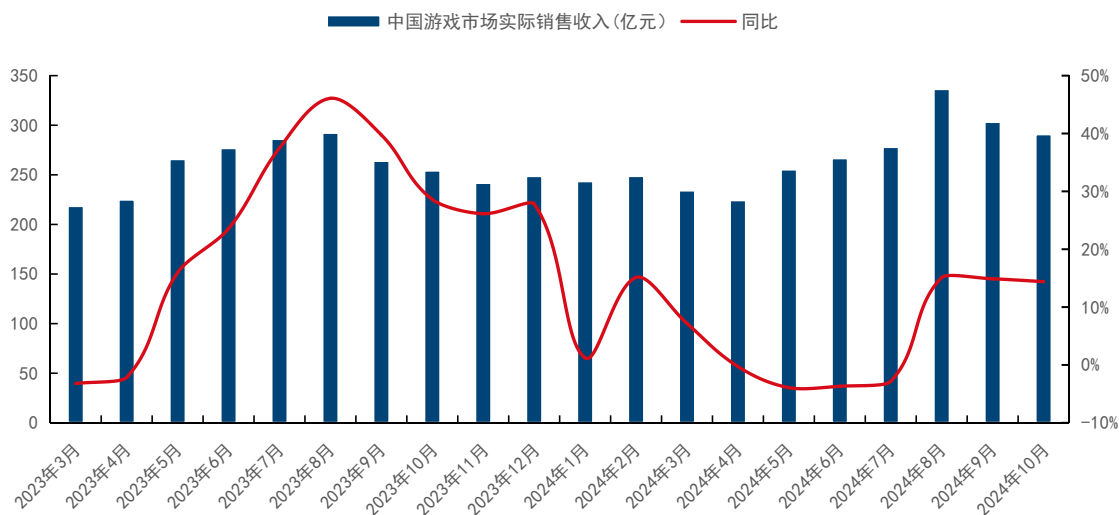


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

2.2 10月国内游戏市场同比增长14.4%

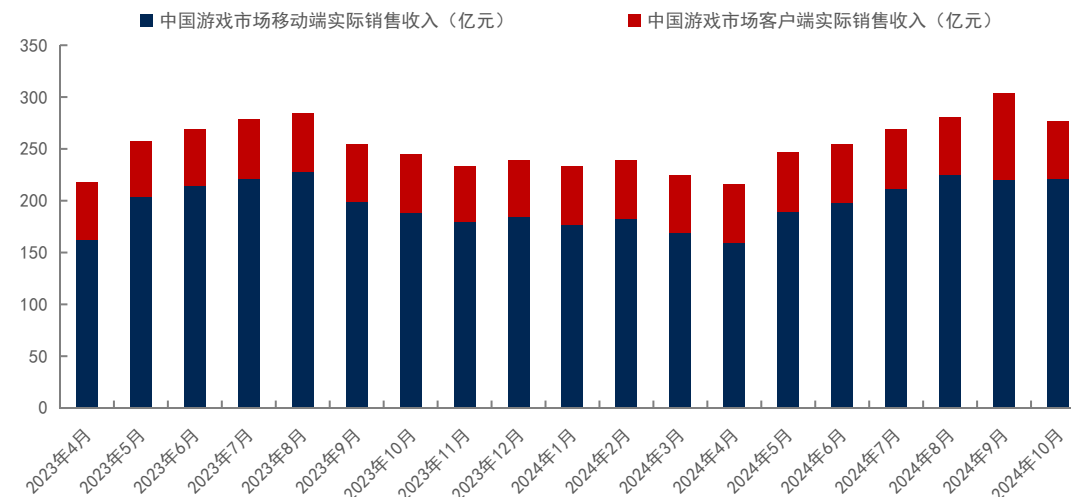
- 24年10月中国游戏市场规模达到290.83亿元，同比增长14.4%，从8月份以来市场规模持续实现同比正增长
- 中国客户端游戏市场规模为55.85亿元，环比下降1.16%，同比下降0.73%
- 中国移动游戏市场实际销售收入为221.10亿元，环比增长0.51%，同比增长17.07%；

图：中国市场实际销售收入及增长率



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：客户端及移动端增速



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（CNG），国信证券经济研究所整理

2.3 移动游戏：《王者荣耀》保持第一

- 10月伽马数据移动游戏流水测算榜TOP10中，《王者荣耀》保持第一，《炉石传说》、《如鸢》排名大幅上升进入前十行列；
- 10月新游中，TOP5产品首月流水预估均不超亿元、整体表现平淡

图：10月国内手游流水排名

排名	游戏名称	游戏类型	较9月名次变化	2024年10月全平台流水测算 (亿元)
1	王者荣耀	MOBA类	-	
2	和平精英	射击类	+1	
3	地下城与勇士：起源	横版格斗	-1	
4	无尽冬日	策略类	+1	
5	金铲铲之战	自走棋	-1	
6	梦幻西游	回合制RPG类	-	
7	捕鱼大作战	捕鱼游戏	+7	
8	炉石传说	卡牌类	+33	
9	英雄联盟手游	MOBA类	-1	
10	如鸢	卡牌类	+22	

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：10月新游表现

2024年10月伽马数据新游首月流水测算榜TOP5				
排名	游戏名称	游戏类型	IP类型	首月流水预估 (亿元)
1	新月同行	回合制RPG类	无	1-
2	潮汐守望者	塔防类	无	1-
3	排球少年：新的征程	体育类	动漫	1-
4	佣兵小镇	卡牌类	无	1-
5	封神幻想世界	回合制RPG类	小说	1-

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

2.4 10月游戏出海同比增长29.4%、表现强势

图：10月出海收入榜

- 10月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为16.07亿美元，环比下降5.63%，同比增长29.42%。环比下降主要受《黑神话：悟空》收入下滑影响
- 10月重点境外市场产品流水增长TOP10中，新游《救世者之树：新世界》登顶，另一新游《帝国时代手游》位于TOP2
- 出海公司中，点点互动（世纪华通）、米哈游、腾讯分列收入榜前三

排名	公司	排名趋势	排名	公司	排名趋势
1	点点互动 (SZ:300624)	▲1	16	友塔游戏	▼3
2	米哈游	▼1	17	江娱互动	▼2
3	腾讯 (HK:00700)	▶0	18	Tap4Fun	▼1
4	灵犀互娱	▲28	19	朝夕光年	▲6
5	壳木游戏 (SZ:300002)	▶0	20	Onemt	▲6
6	网易 (NASDAQ:NTES) (HK:09999)	▲2	21	冰川网络 (SZ:300533)	▲2
7	莉莉丝	▼3	22	紫龙游戏	▼1
8	柠檬微趣	▼2	23	乐元素	▼3
9	4399	▼2	24	鹰角网络	▼2
10	IGG (HK:00799)	▼1	25	心动网络 (HK:02400)	▼6
11	三七互娱 (SZ:002555)	▼1	26	叠纸游戏	▲1
12	沐瞳	▼1	27	elex 智明星通 (872801)	▲2
13	新创娱游	▼1	28	乐城堡科技	▲2
14	麦吉太文	▶0	29	有爱互娱	▲2
15	海彼	▲3	30	哔哩哔哩 (NASDAQ:BILI) (HK:09626)	▼2

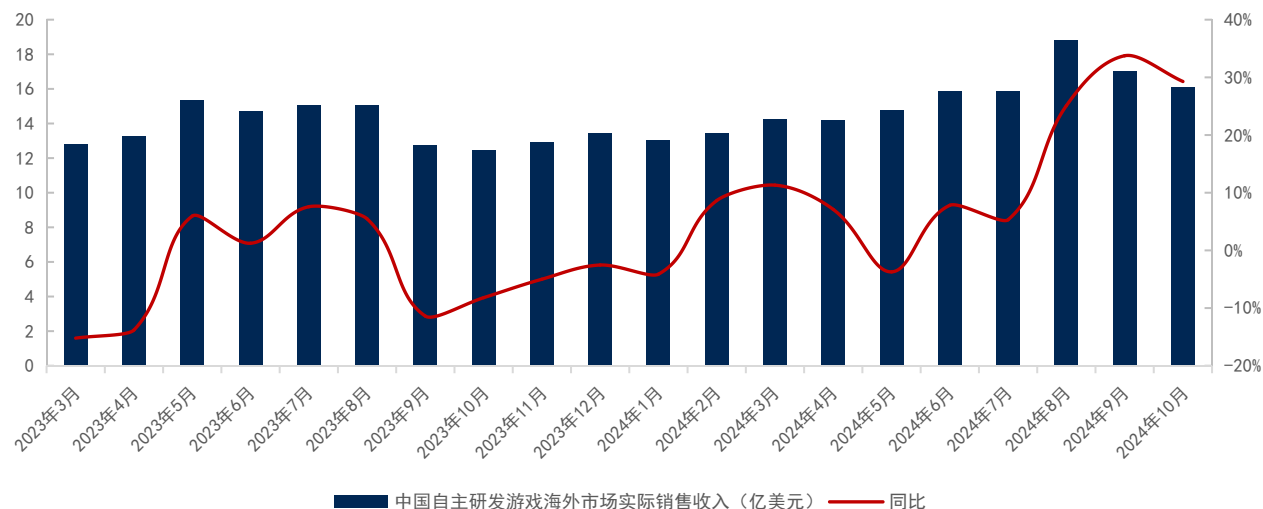
图：出海产品增长排行

2024年10月重点境外市场产品流水增长TOP10

排名	中文名称	发行商
1	救世者之树：新世界 new	灵犀互娱
2	帝国时代手游 new	腾讯游戏
3	Capybara Go!	海彼网络
4	绯闻港口	柠檬微趣
5	三国志·战略版	灵犀互娱
6	寒霜启示录	点点互动
7	荒野行动	网易游戏
8	使命召唤手游	动视暴雪
9	光·遇	网易游戏
10	黑暗战争生存	SILKWORLD GAME

图：出海同比增长25.1%

资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理



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

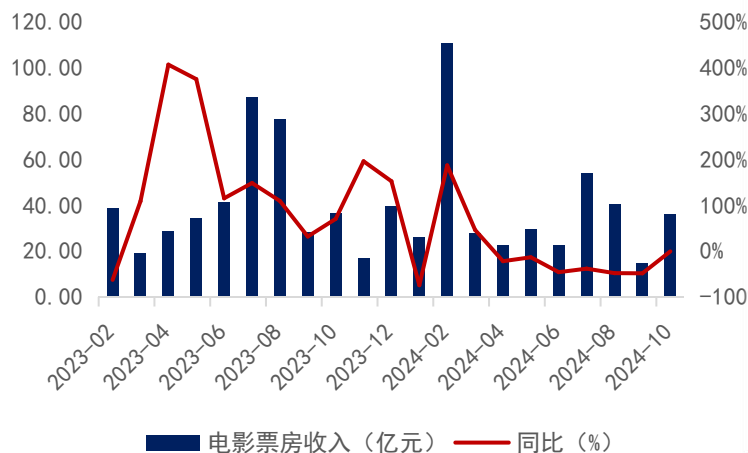
资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

3. 影视：关注春节档表现，景气拐点将至

3.1 11月电影票房市场同比拐点向上

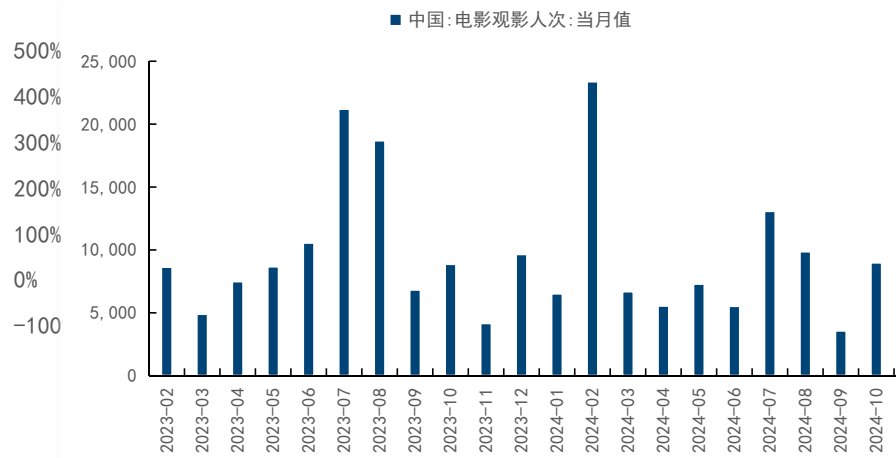
- 据灯塔专业版数据，今年11月总票房达18.77亿元人民币，在经历连续下滑后实现增速同比转正；
- 观影总人次4761万次，平均票价达到39.4元（上月40.3元）

图：11月电影票房收入同比拐点向上



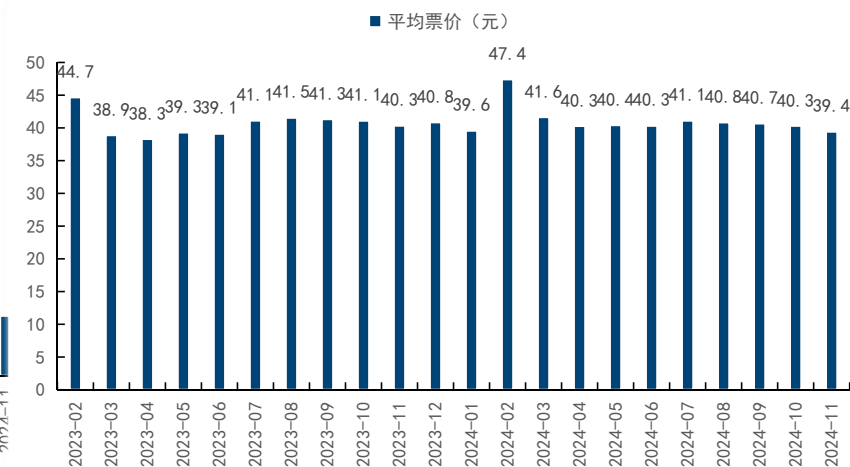
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：观影人次



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：平均票价

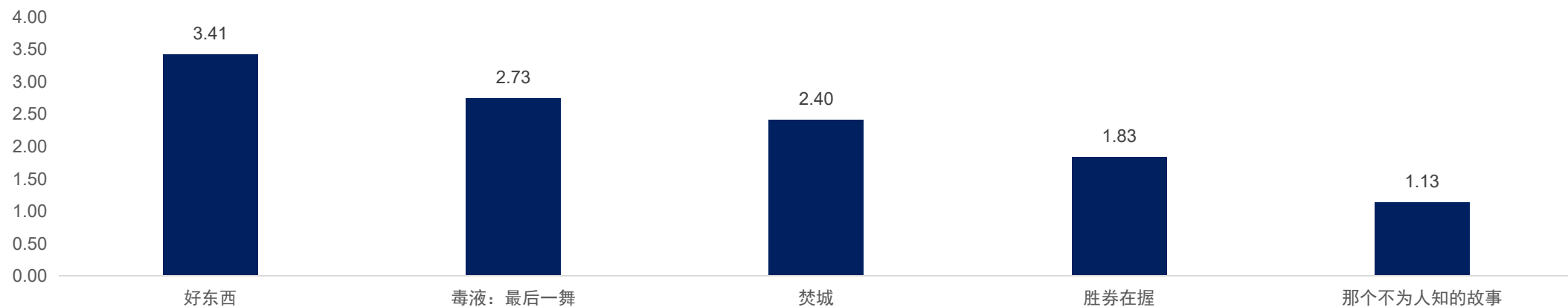


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.2 11月电影票房市场同比拐点向上

- 从单片表现来看,《好东西》、《毒液》、《焚城》、《胜券在握》、《那个不为人知的故事》分列11月票房市场前5,整体票房仍处于较低水平。

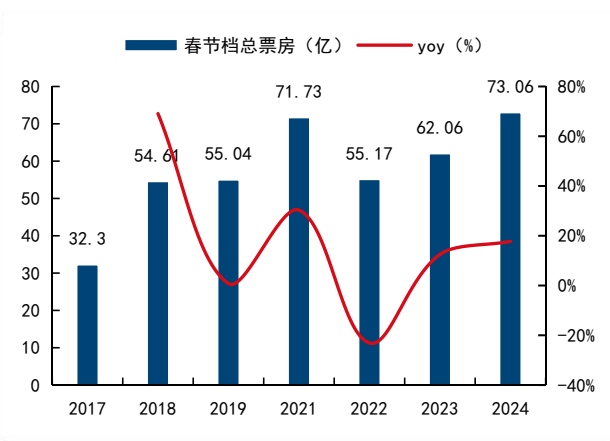
图: 11月电影票房TOP5 (亿元)



3.3 关注25年春节档票房表现

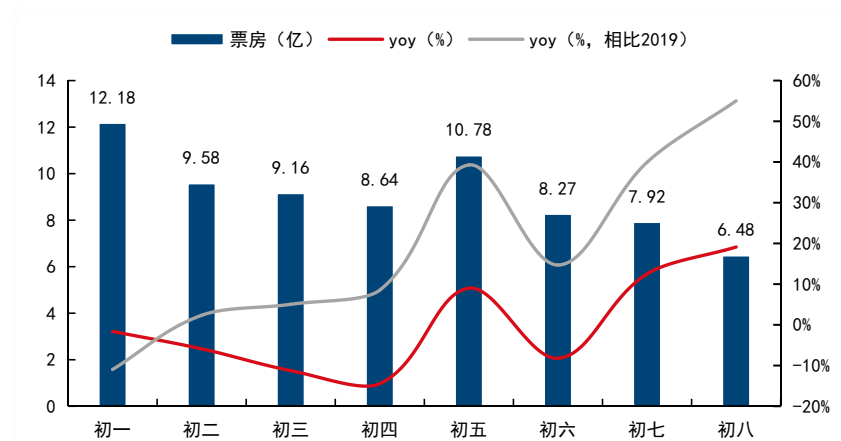
- 2024年中国春节档分账票房取得73.06亿（不含服务费），同比增加17.65%，录得中国春节档影史第一高；
- 需求释放、观影人次拉动24年春节档票房市场增长。2024年春节档平均票价44.5元，同比下滑7.1%，较2019年增长6.97%；2024年春节档平均观影人次为1.63亿，同比增长26.36%，较2019年同比增长13.48%，整体呈现量增价跌的趋势

图：历年春节档档票房表现



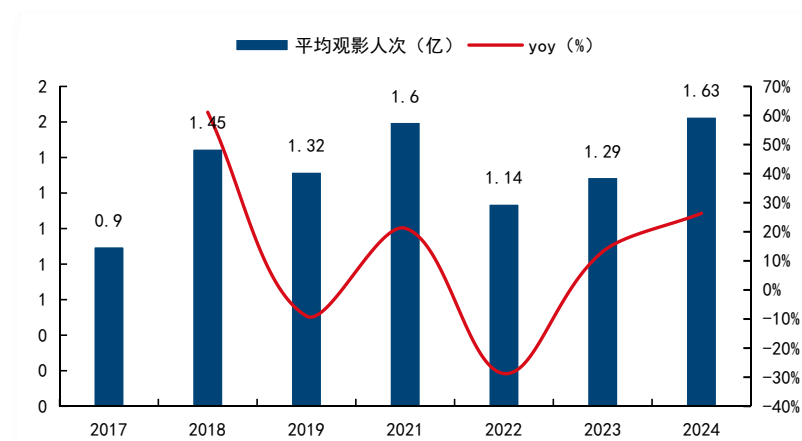
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：24年春节档逐日票房表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：平均观影人次



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.3 关注25年春节档票房表现

- 《封神第二部》、《射雕英雄传》、《熊出没》、《无名之辈2》、《唐探1900》定档春节档；此外《美人鱼2》、《转念花开》、《英雄出少年》也有望上映；
- 优质内容汇集、假期延长之下，春节档有望带动票房市场景气度持续向上

图：《封神》第二部



资料来源：猫眼，国信证券经济研究所整理

图：《熊出没》



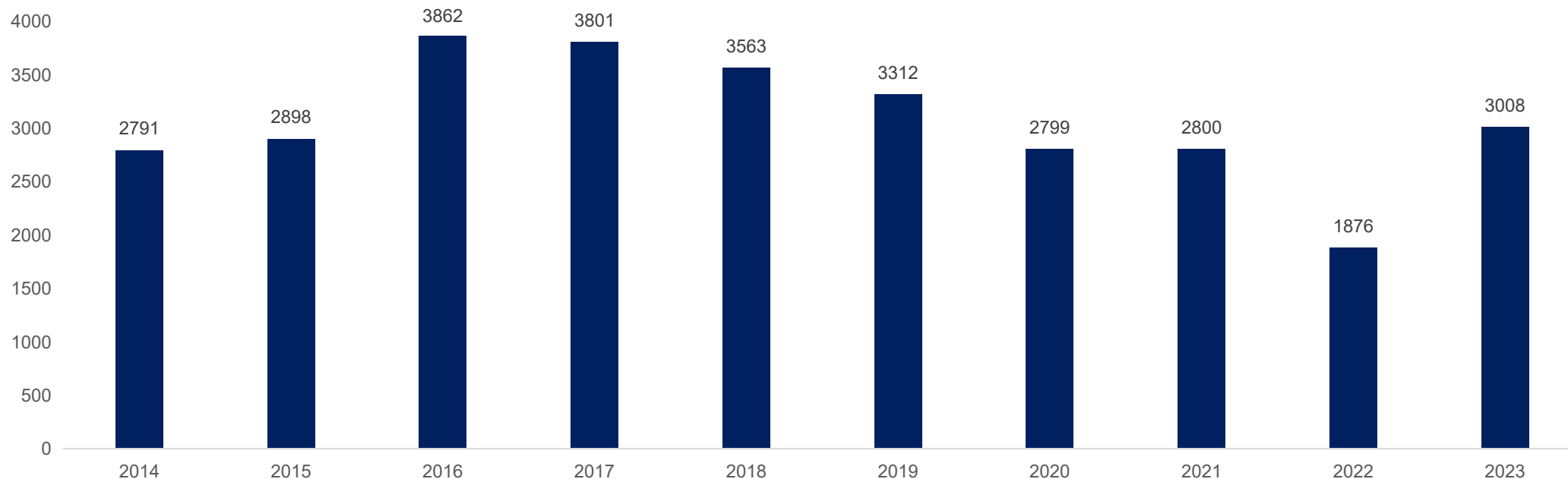
资料来源：猫眼，国信证券经济研究所整理

3.4 中期持续看好供给端改善下的票房市场表现

➤从国产电影备案数量上来看，20年至22年呈现显著下滑趋势；

➤23年以来拐点趋势明显，备案数量同比增长60%；考虑到影片制作时间周期，下半年开始国产优质内容供给有望底部向上，从而带动票房市场持续回暖

国产影片备案数量



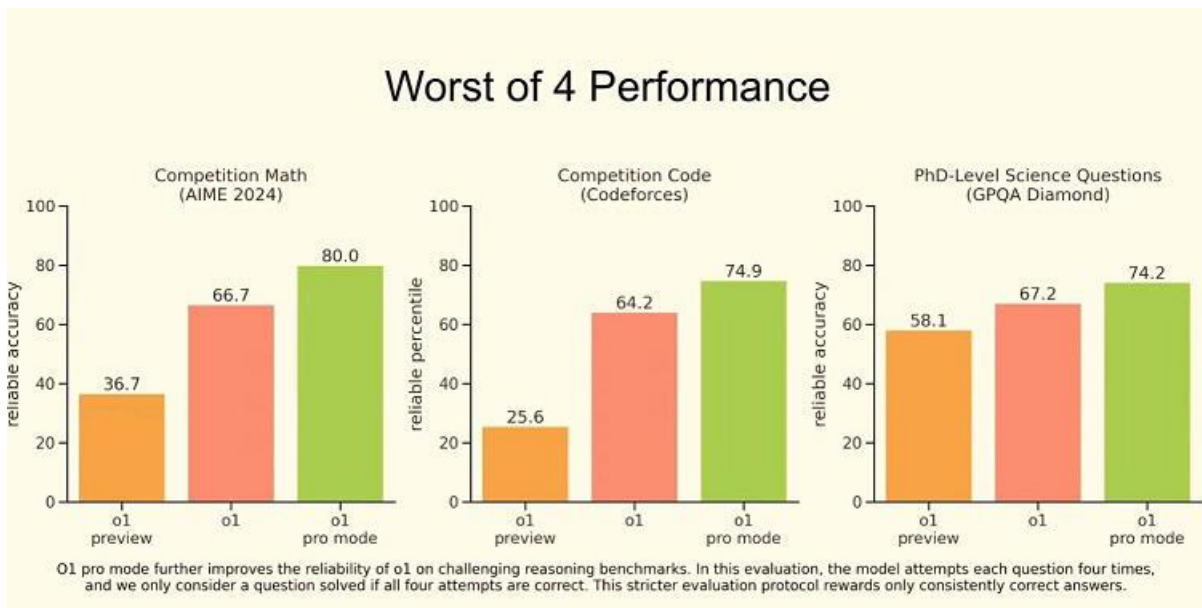
资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

4. AI应用：视频/搜索/游戏/Agent等领域进展显著，海外二级市场表现抢眼

4.1 AI视频：OpenAI宣布12天连开12场新品直播，Sora正式推出

- OpenAI宣布，从当地时间12月5日开始，OpenAI将进入一个持续发布新功能的周期
- OpenAI分别发布了ChatGPT Pro套餐及最强推理模型o1、o1模型的强化微调能力。1) 其中ChatGPT Pro套餐每月200美元费用，提供OpenAI当前所有模型及工具的服务，包括最强推理模型o1及o1系列不同版本；2) 强化微调能力方面，强化微调能力可以让小体量模型“从高中水平跃升至专家水平”
- 文生视频模型Sora的高端加速版本——Sora Turbo正式发布，相比初代Sora，Sora Turbo生成视频速度更快

图：o1表现



资料来源：澎湃新闻，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：Sora 分镜展示画面的不同角度

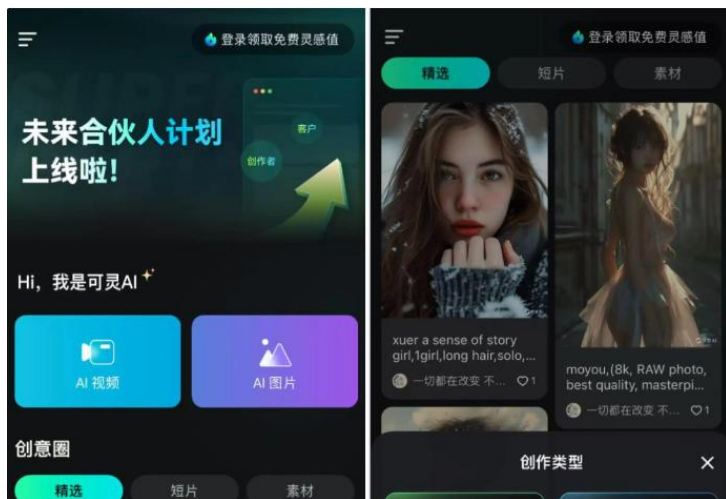


资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

4.1 AI视频：快手推出可灵AI独立APP

- 快手可灵AI正式推出独立App，已在苹果App Store及多个安卓商店陆续上架。可灵AI基于快手自研大模型可灵和可图，提供全球领先的视频及图像生成与编辑能力
- 可灵AI App的核心功能为AI视频生成和编辑，支持文生视频和图生视频，目前有可灵1.0和1.5两个版本模型可供选择，其中1.0模型拥有更强大的可控生成能力，而1.5模型可直出1080p高清视频、提高画面美感。同时，针对已生成的视频提供续写功能，最长可续写生成约3分钟视频；
- 作为全球首个面向用户开放的真实影像级视频生成大模型，快手自研的视频生成大模型“可灵AI”自6月6日发布以来，至今累计服务了超过160万用户，生成2500万张图片、1600万个视频

图：可灵AI



资料来源：可灵AI，国信证券经济研究所整理

图：可灵AI图生视频



资料来源：可灵AI，国信证券经济研究所整理

4.1 AI视频：字节旗下AI助手豆包开启视频生成内测

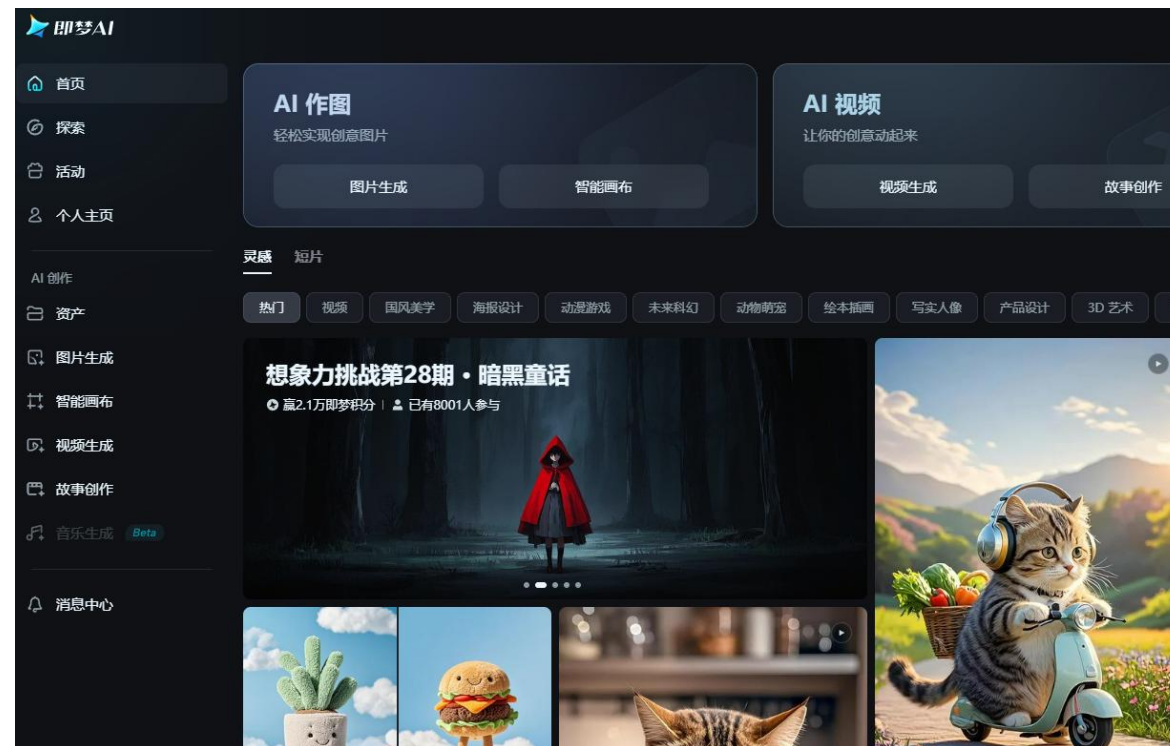
- 继快手、商汤、Minimax等公司后，字节跳动旗下的AI助手豆包开启视频生成内测
- 豆包视频生成具备出色的语义理解能力，能将信息转化为生动逼真的视频内容，支持酷炫的动态和运镜，多镜头保持一致，风格比例随意挑选
- 此前字节跳动已上线AI图片、视频、音乐生成APP“即梦AI”，基于广泛的用户基础、豆包上线AI视频生成有望进一步加大用户触达

图：豆包开启AI视频生成内测



资料来源：豆包，国信证券经济研究所整理

图：即梦AI

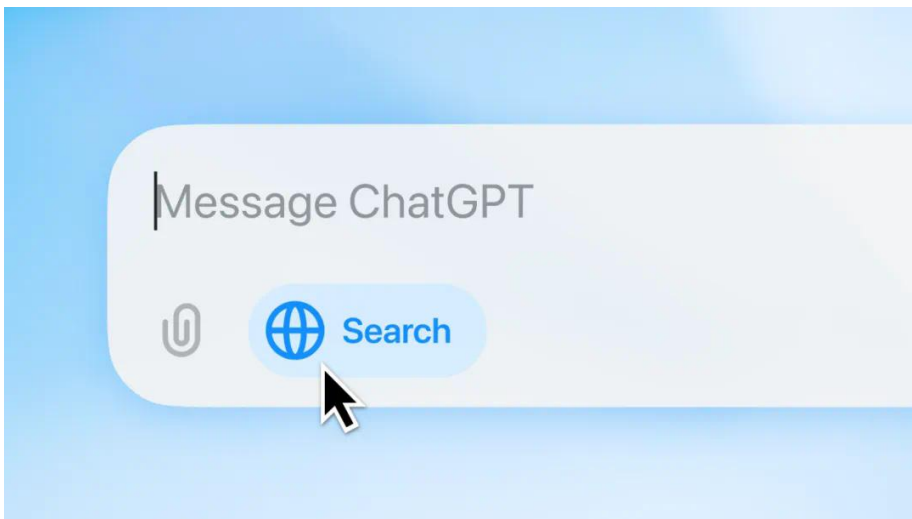


资料来源：通义，国信证券经济研究所整理

4.2 AI搜索：OpenAI推出ChatGpt search

- OpenAI宣布为 ChatGPT 推出了最新的人工智能搜索体验。ChatGPT search 的推出宣告 ChatGPT消除了即时信息这一最后短板，用户可以通过网络资源链接快速、及时地获取答案
- 该功能覆盖 ChatGPT 的网页版，以及手机、桌面应用。在正常的对话时，ChatGPT 可以根据具体需求决定何时利用网络中的搜索结果，当然用户也可以主动触发网络搜索
- OpenAI 表示已经与一些新闻和数据提供商达成了合作关系，并且还会为天气、股票、体育运动、新闻和地图等不同类别使用新的视觉设计

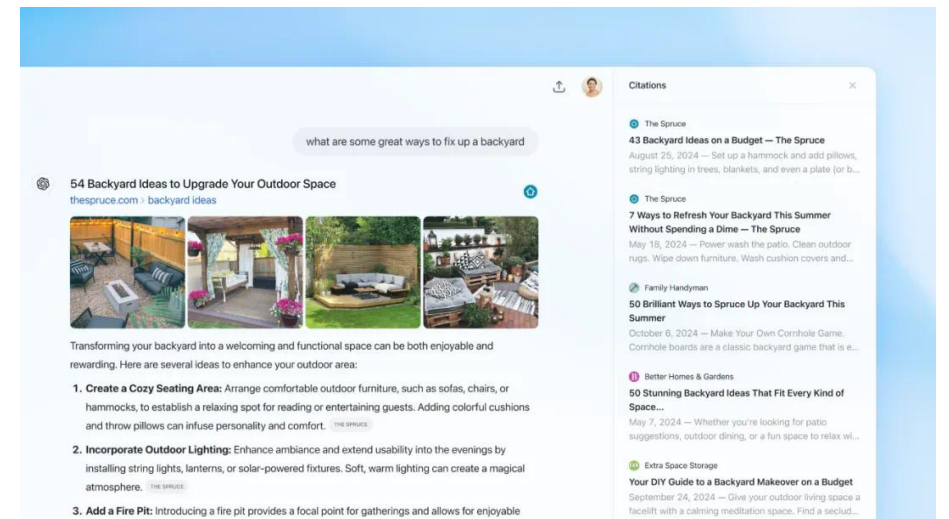
图：ChatGpt search



资料来源：机器之心，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：ChatGPT参考文献展示



资料来源：机器之心，国信证券经济研究所整理

4.2 AI搜索：360新AI搜索产品“纳米搜索”

- 360公司推出“纳米搜索”多模态内容创作引擎。该引擎不仅能分析用户需求，还能生成和改写内容，重新定义搜索引擎的功能。通过多种输入方式，用户可以轻松获取信息并将其转化为创意资源，推动搜索进入3.0时代
- “纳米搜索”号称5岁孩子和80岁老奶奶都能用，可一站式完成“搜、学、写、创”，一切皆可生成视频，人人都可成为内容创作者；
- 用户可通过语音提问、拍照搜索、视频上传等方式随时随地探索信息，实现“一切皆可搜索”，并将搜索结果转为创意资源并形成视频创作，实现“搜索即创作”，从根本上改写了搜索引擎的定义和形态

图：360公司推出“纳米搜索”



资料来源：驱动之家，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：“纳米搜索”提升搜索引擎易用性



资料来源：驱动之家，国信证券经济研究所整理

4.2 AI搜索：昆仑万维发布天工AI高级搜索功能

- 昆仑万维天工AI正式发布最新版本的AI高级搜索功能。本次天工AI高级搜索功能，具备四大亮点：1) 全面升级多层次分析推理能力;2) 升级的金融投资专业AI搜索;3) 升级的科研学术专业AI搜索;4) 针对文档AI阅读分析的智能优化
- “天工AI高级搜索” 不仅能提供精准的结果，更能通过多角度的专业优化，将用户需求转化为真正可执行的智能解答。在数据和信源的时效性、权威性、质量、相关性，以及内容索引丰富度等方向进行全方位升级，针对用户在复杂问题解决、金融投资、科研学术、文档分析等多领域的需求，带来专业优化和流畅体验

图：“天工AI高级搜索”处理复杂任务



资料来源：昆仑万维，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：“天工AI高级搜索”提升金融财经领域专业化能力



资料来源：昆仑万维，国信证券经济研究所整理

4.3 AI游戏：谷歌上线国际象棋游戏，用AI自定义设计棋子外观

- 谷歌 DeepMind团队推出了名为GenChess的全新 AI 工具，让用户自由定制国际象棋棋子性
- 用户可以通过选择“classic”或“creative”模式来控制棋子风格，自由定制每个国际象棋棋子，整个过程简单易用，即使没有编程基础的用户也能轻松上手；例如，用户输入“cat”后，系统会生成以猫科动物为主题的棋子，国王是雄狮，皇后是豹子，其他棋子也保持了猫科动物的风格；
- GenChess也支持生成对手棋子，例如，如果你的棋子是猫，系统会自动生成以狗为主题的对手棋子。生成完成后，用户可以直接在 GenChess 平台上进行游戏，并支持调整难度等级

图：GenChess



资料来源：IT之家，国信证券经济研究所整理

图：用户自定义生成棋子



资料来源：IT之家，国信证券经济研究所整理

4.3 AI游戏：马斯克旗下xAI将成立AI游戏工作室

- 马斯克发文称，“太多的游戏工作室被大公司收购。我旗下公司xAI将成立一家AI游戏工作室，让游戏再次伟大起”；
- 2023年7月12日马斯克才宣布成立的xAI，是目前人工智能领域的明星企业之一，吸引了大量的顶尖人才，Grok系列模型也在持续更新中，相继推出了Grok-0、Grok-1、Grok-1.5、Grok-1.5V、Grok-2和Grok-2 mini，最新估值亦达到500亿美元

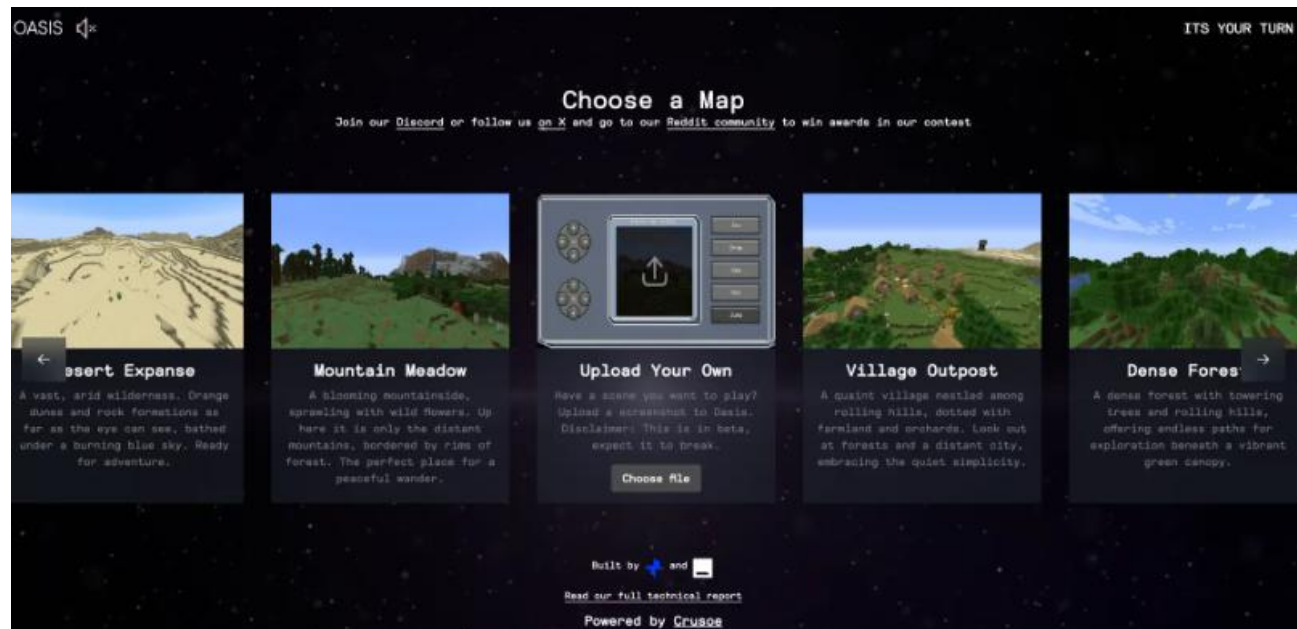
图：埃隆·马斯克表示xAI 将成立一家 AI 游戏工作室



资料来源：Aihub，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：AI游戏Oasis



资料来源：Aihub，国信证券经济研究所整理

4.4 AI Agent: 智谱AI发布AutoGLM升级版，一句话操控全网APP

- 智谱发布升级版AutoGLM、AutoGLM-Web、GLM-PC, 分别对应手机、浏览器、电脑。能力上来看，不仅能够执行超过50步的复杂操作流程，跨越不同应用程序执行任务，还能支持长任务的自定义短语，并具备主动决策的能力。
- 本次推出的GLM-PC定位更是进一步升级为全面的桌面助手，目前涵盖会议替身、文档处理、网页搜索与总结等功能

图：AutoGLM



图：GLM-PC



资料来源：AiHub，国信证券经济研究所整理

资料来源：AiHub，国信证券经济研究所整理

4.5 端侧：百度发布首款 AI 眼镜

- 百度正式发布了小度AI眼镜，称该产品为“全球首款搭载中文大模型的原生AI眼镜”
- 小度 AI 眼镜具备第一视角拍摄、边走边问、卡路里识别、识物百科、视听翻译、智能备忘等功能
- 配置方面，重量 45 克，搭载 16MP 超广角摄像头，支持 AI 防抖算法；待机续航 56 小时，支持超 5 小时连续聆听，可 30 分钟充满电；搭载四麦克风阵列识别声音，采用开放式防漏音扬声器设计。

图：性能及应用场景

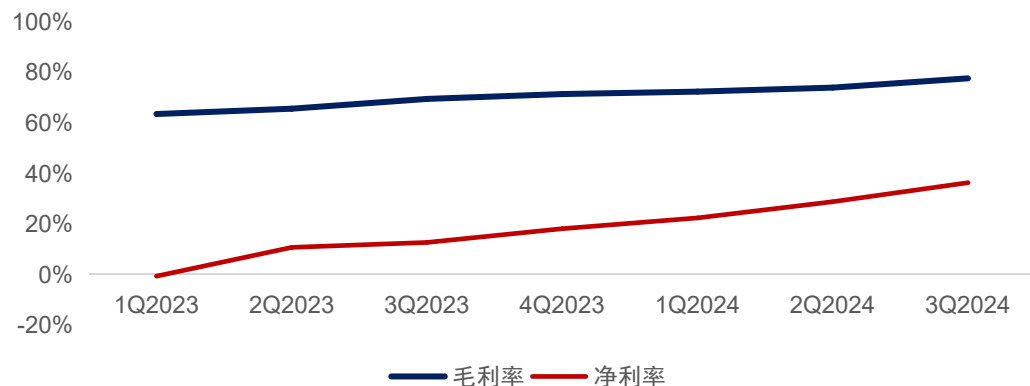
图：小度AI眼镜



4.6 二级市场：AppLovin印证商业化可能与市值潜力

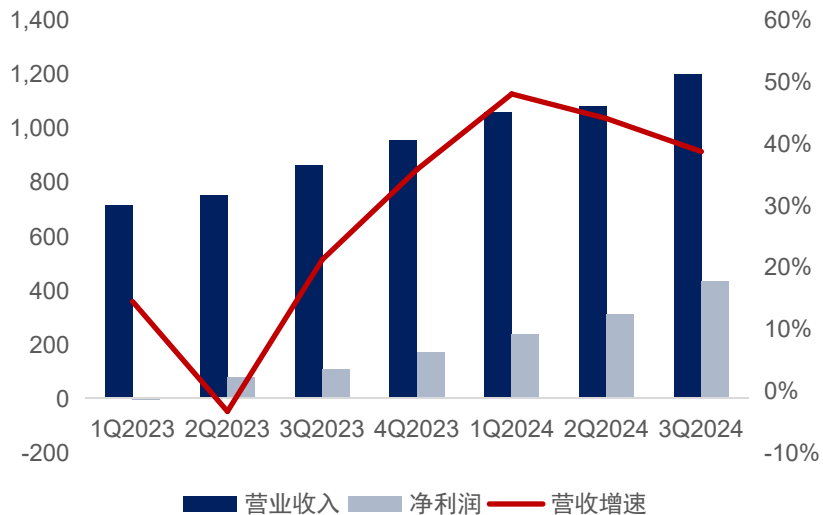
- AppLovin主要帮助游戏开发者发行、变现和获客，通过应用内实时竞价交易平台连接广告买家与全球超过20亿台移动设备和3500万个CTV用户家庭，以展示次数为单位通过程序化方式进行购买。依托人工智能进行高效的数据驱动营销决策，帮助企业在全球海量市场中提供个性化的投放买量；
- AppLovin展现AI+营销商业化潜力。2024年三季度营收33.36亿美元，同比增长42.8%；净利润9.8亿美元，同比增长71.5%；第三季度毛利率、净利率分别达到77%、36%，显著高于传统营销代理公司；
- 二级市场表现：年初至今涨幅668%，远超英伟达（191%）和纳斯达克指数（27%），当前市值达到1000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

图：高毛利&高净利率



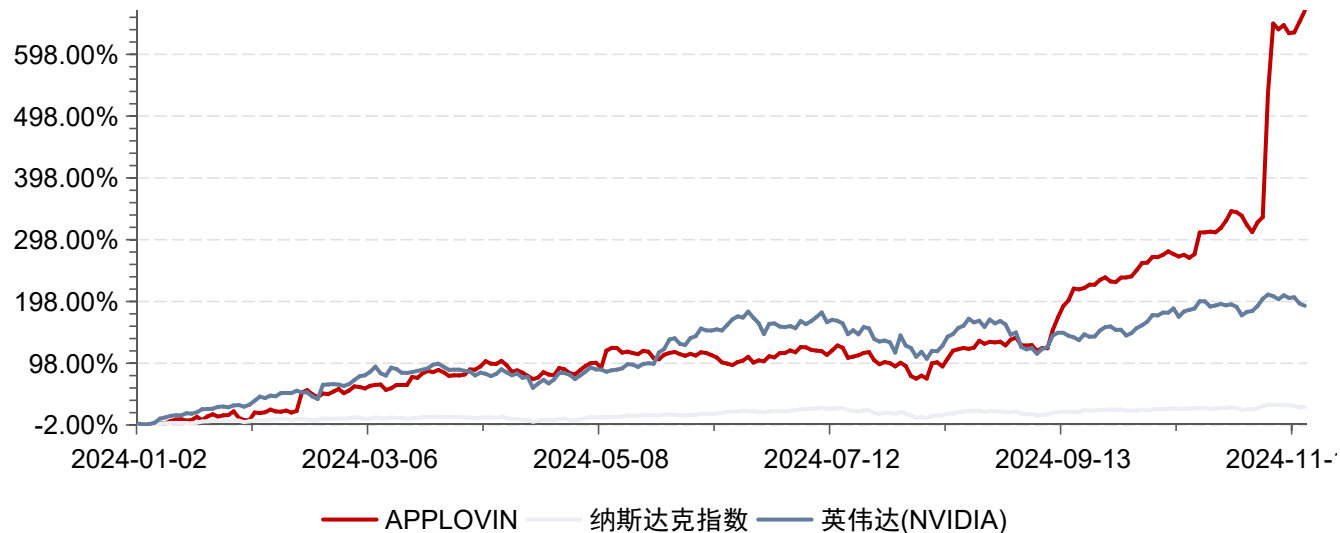
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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



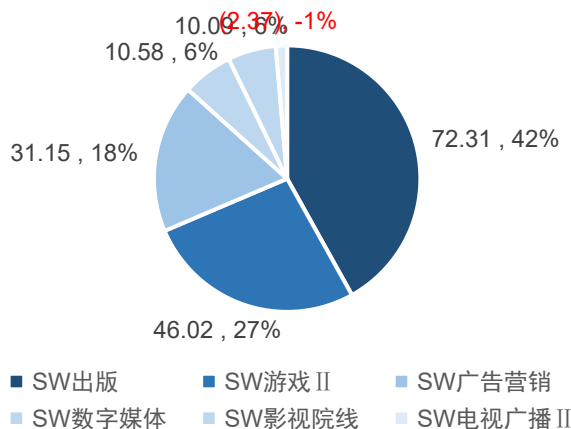
资料来源：AI产品榜，国信证券经济研究所整理

5. 投资建议：持续看好景气反转与IP/AI主题驱动下的 板块向上机会

5.1 景气周期拐点将至

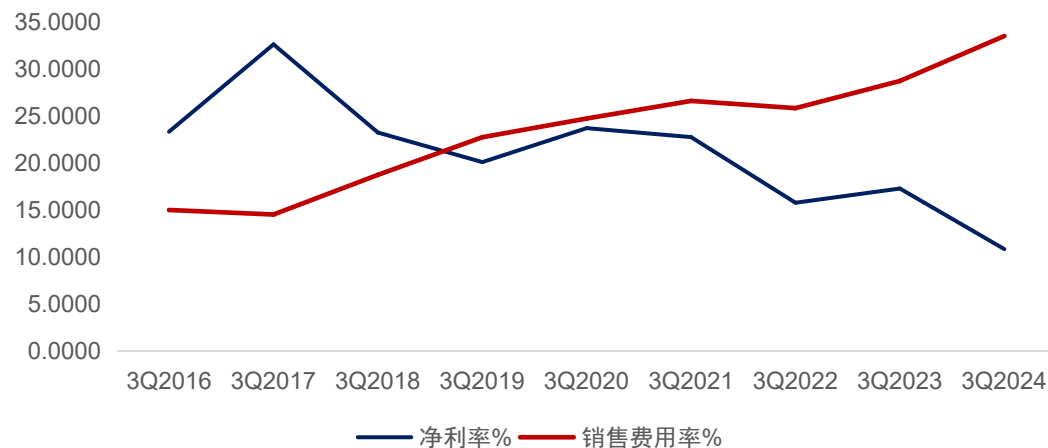
- 游戏及出版构成传媒板块业绩主体；所得税费率调整（0提升至25%）是出版板块业绩大幅向下的主要原因；版号重启之下新游密集上线导致游戏板块费用率显著提升压制游戏板块短期业绩表现；电影及影院板块更多受制于内容制作周期影响；
- 广告、媒体则受制于外部宏观周期影响
- 中期来看，在基数效应减弱（游戏、出版）、供给周期上行（影视）以及宏观预期改善之下，板块业绩有望再度上行；

图：游戏及出版构成传媒板块业绩主体（Q3）

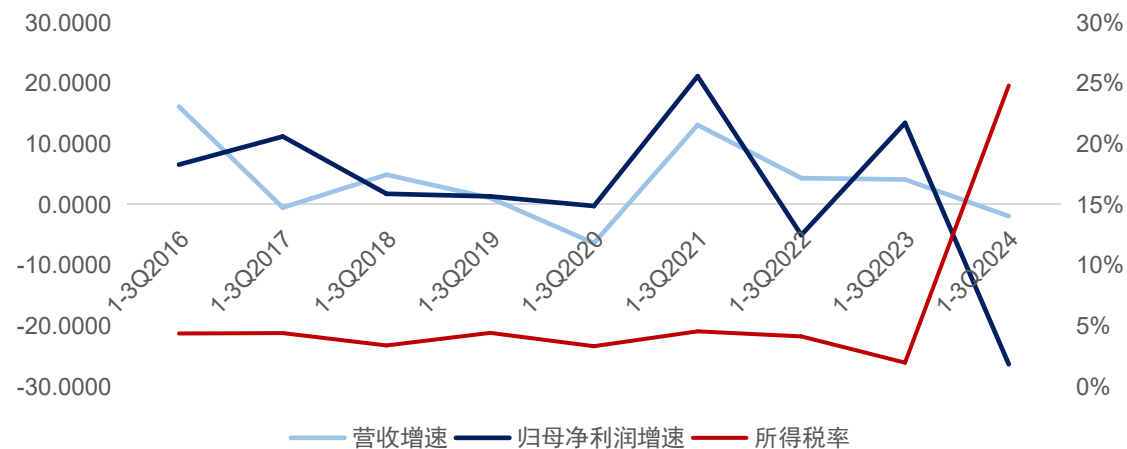


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

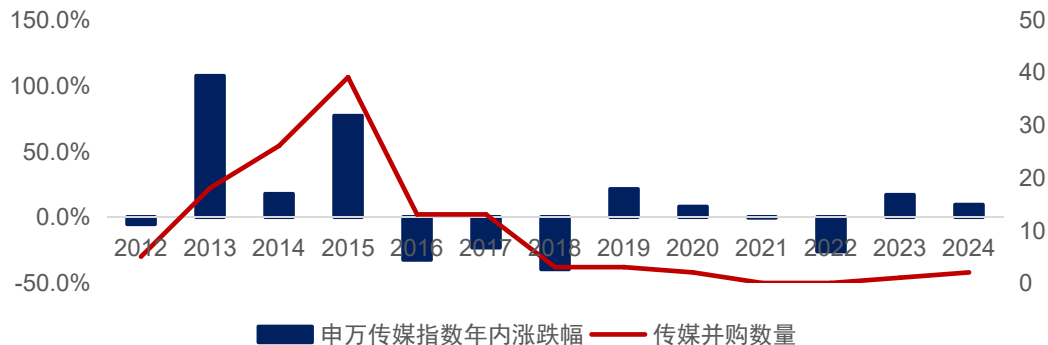


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.2 AI/IP等主题持续催化板块向上

- +AI，营销/教育/社交/电商/游戏……，形态升级&估值重构
- IP+，从手办盲盒到卡牌、IP谷子，景气与估值的共振向上
- AR/VR/MR
- 文化出海，星辰大海
- 并购重组，政策转向下的底层资产质量改善

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



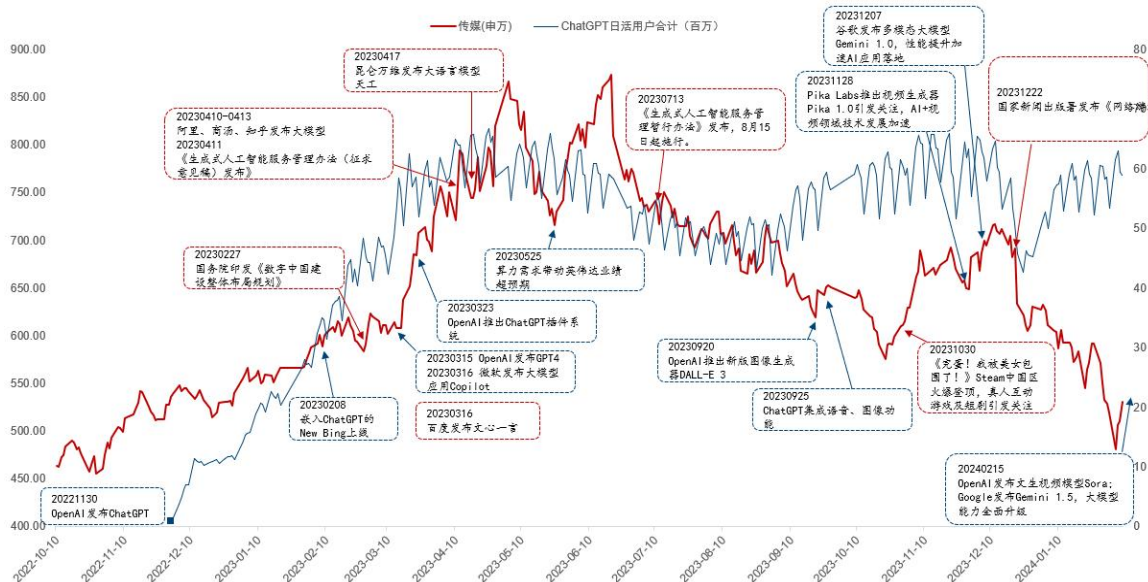
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：Sora&Kimi概念催化年初市场表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：AIGC带动2023年板块表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.3 景气周期拐点与估值催化兼备

- **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、博纳影业、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、遥望科技、值得买、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、天地在线、浙文互联、智度股份、蓝色光标、因赛集团、引力传媒等）；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。
- 11月投资组合为恺英网络、泡泡玛特、芒果超媒、心动公司、昆仑万维，整体表现良好，12月投资组合为泡泡玛特、芒果超媒、姚记科技、昆仑万维、猫眼娱乐；

图：投资组合表现

代码	简称	股价	月涨幅	相对沪深300涨幅	相对行业指数涨幅
300413	芒果超媒	28.82	14.9%	14.26%	8.26%
002517	恺英网络	13.62	2.0%	1.37%	-4.63%
2400.HK	心动公司	23.90	14.4%	13.70%	7.70%
300418	昆仑万维	46.11	13.2%	12.50%	6.50%
9992.HK	泡泡玛特	89.85	27.4%	26.79%	20.80%
801760.SI	传媒（申万）	684.54	6.7%	5.99%	
000300.SH	沪深300	3916.58	0.7%		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.3 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门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

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

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032