

行业深度

传媒

供需向好，关注 AI 应用落地机会

2024 年 12 月 24 日

评级 同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
传媒	3.39	43.06	7.00
沪深 300	1.76	22.88	17.87

何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001

hechen@hncasing.com

曹俊杰

分析师

执业证书编号:S0530522050001

caojunjie@hncasing.com

相关报告

1 游戏行业点评：《未成年人网络游戏服务消费管理要求》征求意见稿发布，明确权责划分、退费标准有据可依 2024-05-29

2 传媒行业 2023&2024Q1 业绩总结：23 年业绩修复、24Q1 增长分化，继续看好 AI 主线 2024-05-20

3 传媒行业 2024 年度策略：内容提质与技术创新，期待 2024 年 AI 应用落地 2024-01-07

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
分众传媒	0.33	20.97	0.36	19.22	0.38	18.21	买入
蓝色光标	0.05	210.80	0.06	175.67	0.09	117.11	增持
恺英网络	0.68	20.72	0.82	17.18	0.98	14.38	增持
神州泰岳	0.45	28.42	0.61	20.97	0.68	18.81	买入
芒果超媒	1.90	14.93	1.04	27.28	1.15	24.58	增持

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- 回顾 2024 年：传媒指数呈前低后高走势。9 月 24 日以来，市场风险偏好明显提升，TMT 领跑行业。9 月 24 日至 12 月 23 日收盘，申万（传媒）指数上涨 42.98%，位居申万一级行业第 5 名。业绩方面，2024 年前三季度传媒行业整体业绩疲软，营收同比略涨 0.53%、归母净利润同比下滑 32.50%、毛利率同比减少 0.99pct。
- 展望 2025 年，我们认为主要把握以下两条主线：
  - 一是 AI 应用场景加速落地机会。2024 年来海内外大模型底层技术持续进步，推理能力显著强化，驱动 AI 应用端由强预期逐步走向落地，AI 应用端有望迎来爆发。在商业化路径方面，目前 C 端用户渗透率逐渐提高，短期流量端的变现能力仍待提升；海外 toB 端 AI 应用发展更快，营销服务、ERP 等领域的 AI 赋能已在财报端有所体现，B 端商业闭环逐步形成。
  - 二是供需修复下的结构性机会，业绩端有望企稳回升。1) 游戏板块，版号常态化发放、政策导向趋于积极，国内游戏市场规模持续增长，关注新品储备丰富、游戏出海方向，如恺英网络、神州泰岳等。2) 影视院线板块，内容端供给质效提升，政策端取消设立电视剧制作单位审批，有望提升创作端的丰富性；2025 年春节档待映多部优质电影作品，有望带动观影需求提升；微短剧赛道快速发展带动视频行业扩容，关注上游内容制作公司、视频平台等，如芒果超媒、万达电影、华策影视等。3) 广告营销板块，政策全方位扩大内需下，广告行业景气度或迎来提振，梯媒龙头分众传媒有望从中受益；“AI+广告”加速落地，AI 工具赋能下的人均生产效率提升、广告投放效果优化，能有效帮助第三方广告代理商对接中长尾媒体，后续有望助力获取更多广告主预算。重点关注广告出海服务商、国内抖音广告产业链等，如易点天下、蓝色光标、浙文互联等。维持行业“同步大市”评级。
- 风险提示：政策监管风险；宏观经济复苏力度不及预期；AI 应用落地不及预期；市场竞争加剧。

## 内容目录

<b>1 传媒行业 2024 年回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1 市场回顾：前低后高，传媒指数全年收益为正.....	4
1.2 业绩回顾：业绩较为疲软，盈利能力有所下滑.....	6
1.3 展望 2025 年：把握 AI 场景赋能，关注结构性供需改善机会.....	8
<b>2 AI 应用由强预期逐步走向落地现实</b> .....	<b>9</b>
2.1 技术模型端：海内外大模型推理技术显著深化，AI 应用端有望加速落地.....	9
2.2 商业应用端：toB 端比 toC 发展更快.....	10
<b>3 游戏、影视院线、广告营销</b> .....	<b>14</b>
3.1 游戏：政策导向积极、出海表现亮眼，关注后续产品周期.....	14
3.2 影视院线：优质内容供给增加，微短剧赛道快速发展.....	16
3.3 广告营销：互联网渠道领先，梯媒有韧性.....	19
<b>4 重点投资标的</b> .....	<b>22</b>
4.1 蓝色光标：全球化和 AI 战略双轮驱动，海外平台业务正式启动.....	22
4.2 分众传媒：Q3 业绩稳健，整体韧性强.....	22
4.3 恺英网络：Q3 业绩持续增长，后续新品储备丰富.....	23
4.4 神州泰岳：销售费用率降低、业绩增长稳健，期待新品上线表现.....	23
4.5 芒果超媒：短期业绩承压，关注明年优秀内容排播.....	24
<b>5 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：2024 年初至今（截至 12 月 23 日收盘）申万一级行业涨跌幅.....	4
图 2：2024 年初至今（截至 12 月 23 日收盘）传媒（申万）子板块涨跌幅.....	4
图 3：20240101-20240923 申万一级行业涨跌幅.....	5
图 4：20240924-20241223 申万一级行业涨跌幅.....	5
图 5：2024 年初以来传媒（申万）行情图（截至 12 月 23 日收盘）.....	5
图 6：2024 年传媒（申万）分月涨跌幅（截至 12 月 23 日收盘）.....	5
图 7：2019 年以来传媒（申万）与 Wind 全 A 的 PE-TTM.....	5
图 8：2024 年 12 月 23 日申万一级行业 PE-TTM.....	5
图 9：2024 前三季度传媒行业营收及归母净利润.....	6
图 10：2024 前三季度传媒行业毛利率及净利率.....	6
图 11：单季度传媒行业营收及归母净利润.....	6
图 12：单季度传媒行业毛利率及净利率.....	6
图 13：海内外 AI 大模型厂商呈“一超多强”格局.....	9
图 14：AI 产品榜-全球总榜.....	11
图 15：AI 产品榜-国内总榜.....	11
图 16：AppLovin2024 年前三季度主要财务指标.....	11
图 17：AppLovin2024 年 Q3 主要财务指标.....	11
图 18：Palantir 年前三季度主要财务指标.....	12
图 19：Palantir2024 年 Q3 主要财务指标.....	12
图 20：ServiceNow 年前三季度主要财务指标.....	13
图 21：ServiceNow2024 年 Q3 主要财务指标.....	13
图 22：国产游戏版号发放情况.....	14

图 23: 进口游戏版号发放情况.....	14
图 24: 中国游戏市场收入规模.....	15
图 25: 中国游戏市场用户规模.....	15
图 26: 中国移动游戏市场收入规模.....	15
图 27: 2024 年中国游戏产业细分市场收入占比.....	15
图 28: 中国自研游戏海外市场收入规模.....	16
图 29: 2024 年中国自研移动游戏海外重点地区收入分布.....	16
图 30: 2024 年中国自研移动游戏出海收入前 100 类型收入分布.....	16
图 31: 电视剧备案公示数量 (部, 按年度) .....	17
图 32: 电视剧备案公示数量 (部, 按月度) .....	17
图 33: 全国电影票房及观影人次 .....	17
图 34: 全国电影平均票价及上座率.....	17
图 35: 中国微短剧市场规模及预测.....	18
图 36: 2022 年-2023 年国产网络微短剧片发行许可情况.....	18
图 37: 中国 GDP 当季同比及累计同比.....	19
图 38: 中国社会消费品零售总额及其当月同比 .....	19
图 39: 中国 CPI: 消费品: 当月同比.....	19
图 40: 中国居民人均可支配收入当季值及其同比.....	19
图 41: 2019 年-2024 年 1-10 月整体广告市场同比增速.....	20
图 42: 中国互联网月活用户规模及月使用时长同比增速 .....	20
图 43: 中国互联网广告市场规模及其同比增速 .....	20
表 1: 传媒子板块 2024 前三季度营收、归母净利润及其同比情况 (单位: 亿元) .....	7
表 2: 传媒子板块 2024Q3 营收、归母净利润及其同比情况 (单位: 亿元) .....	7
表 3: 2025 年春节电影定档计划 (截至 12 月 24 日) .....	18

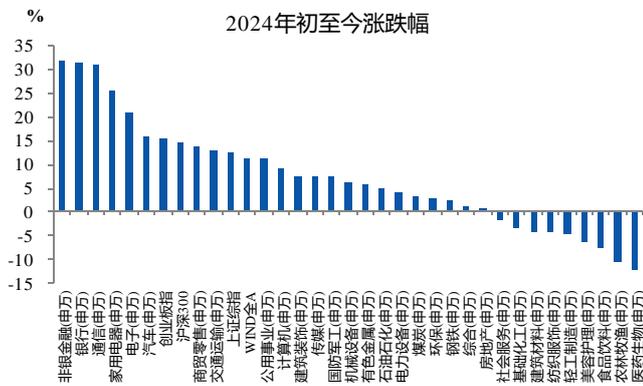
# 1 传媒行业 2024 年回顾

## 1.1 市场回顾：前低后高，传媒指数全年收益为正

传媒（申万）指数全年取得正收益。2024 年初至今（截至 12 月 23 日），传媒(申万) 指数上涨 7.44%，较上证综指、沪深 300、创业板指、Wind 全 A 等分别跑输 5.21pct、7.20pct、8.24pct、4.01pct，涨跌幅位居申万一级行业中第 12 名。

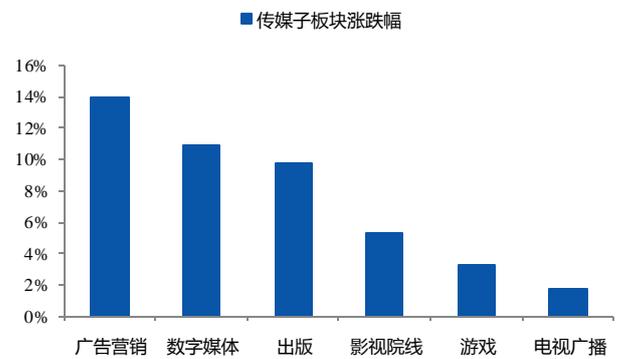
子板块表现分化。2024 年初至今（截至 12 月 23 日），广告营销、数字媒体、出版、影视院线、游戏、电视广播的涨跌幅分别为 13.95%、10.90%、9.70%、5.28%、3.33%、1.68%。

图 1：2024 年初至今（截至 12 月 23 日收盘）申万一级行业涨跌幅



资料来源：wind，财信证券

图 2：2024 年初至今（截至 12 月 23 日收盘）传媒（申万）子板块涨跌幅

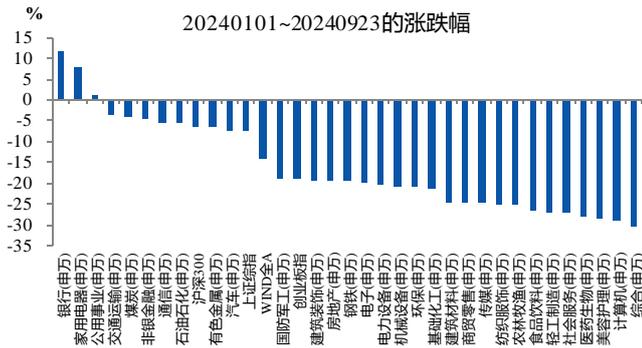


资料来源：wind，财信证券

进一步来看，传媒（申万）指数呈现前低后高走势，9 月 24 日后 TMT 领涨大盘。以 9 月 24 日为时间分界点，2024 年初至 9 月 23 日，受宏观景气度和大盘走势影响，申万（传媒）指数下跌 24.86%，相对上证综指、沪深 300、创业板指、wind 全 A 分别跑输 17.26pct、18.50pct、5.78pct、10.75pct，涨跌幅位居申万一级行业中第 22 名。但 9 月 24 日以来，政策出台力度加大，市场风险偏好明显提升，TMT 领跑行业。2024 年 9 月 24 日至 12 月 23 日，申万（传媒）指数上涨 42.98%，分别跑赢上证综指、沪深 300、创业板指、Wind 全 A 等 21.07pct、20.54pct、0.02pct、13.22pct，涨跌幅位居申万一级行业中第 5 名。

分月而言，在 Claude 3、Sora、Kimi 等海内外 AI 技术带动下，1-8 月中仅 2 月、3 月取得正收益，其余月份表现较差。9 月以来，在大盘积极回暖带动下，传媒（申万）指数表现较好，9 月、10 月、11 月均实现正收益。12 月行情呈震荡走势，传媒（申万）指数当月（截至 12 月 23 日收盘）表现微跌。

图 3：20240101-20240923 申万一级行业涨跌幅



资料来源：wind，财信证券

图 4：20240924-20241223 申万一级行业涨跌幅



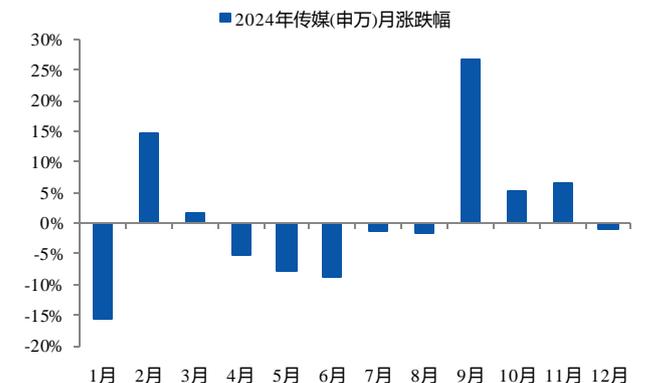
资料来源：wind，财信证券

图 5：2024 年初以来传媒（申万）行情图（截至 12 月 23 日收盘）



资料来源：wind，财信证券

图 6：2024 年传媒（申万）分月涨跌幅（截至 12 月 23 日收盘）



资料来源：wind，财信证券

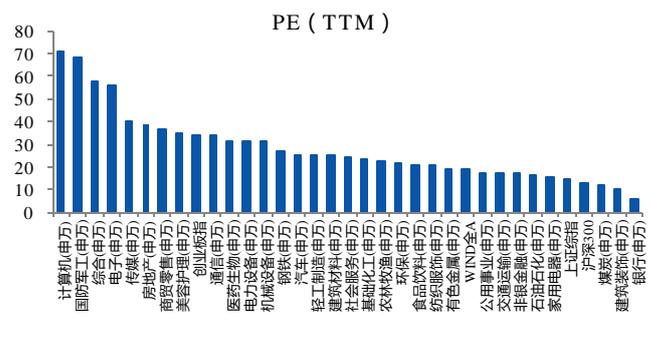
估值方面，纵向而言，截至 2024 年 12 月 23 日，传媒（申万）PE（TTM）为 39.86 倍，高于 2019 年来的平均值 34.47 倍。横向而言，TMT 板块估值水平高于行业平均水平，截至 2024 年 12 月 23 日，计算机、国防军工、电子等板块 PE（TTM）分别达 70.66 倍、68.34 倍、55.66 倍，均高于传媒板块。

图 7：2019 年以来传媒（申万）与 Wind 全 A 的 PE-TTM



资料来源：wind，财信证券

图 8：2024 年 12 月 23 日申万一级行业 PE-TTM



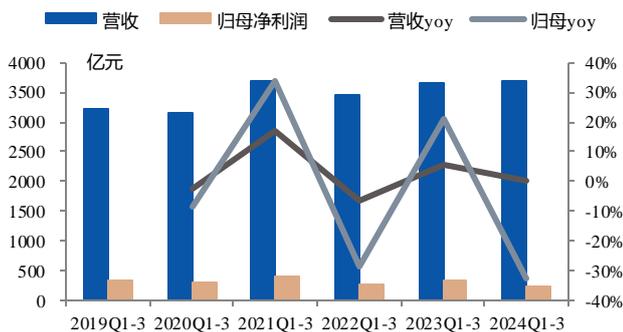
资料来源：wind，财信证券

## 1.2 业绩回顾：业绩较为疲软，盈利能力有所下滑

整体来看，前三季度，传媒行业业绩整体较为疲软，盈利能力同比下滑。2024 前三季度传媒行业营收 3671.63 亿元，同比略涨 0.53%；归母净利润 234.72 亿元，同比降低 32.50%；营业利润 304.48 亿元，同比降低 23.56%。2024 前三季度增收不增利的主要原因：1) 营业成本同比上升 1.97%，导致毛利率同比下滑 0.99pct 至 31.38%。2) 计提所得税、期间费用率提升等，进一步导致净利率同比下滑 3.36pct 至 6.48%。其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别上升 0.90pct、0.06pct、0.01pct 至 12.71%、7.65%、3.17%，且销售费用率、管理费用率分别创 2019 年以来同期水平的新高。

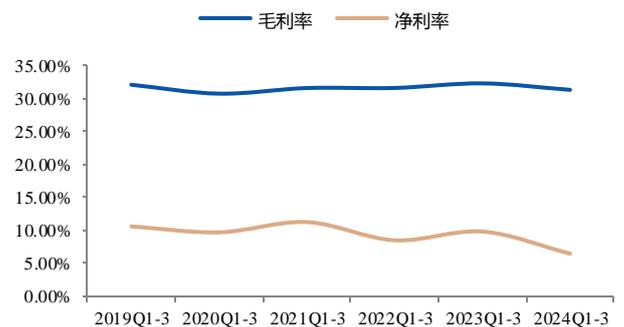
单季度来看，单 Q3 经营业绩环比下滑。Q3 传媒行业营收 1217.24 亿元，同比、环比均分别降低 3.20%、3.18%；归母净利润 65.68 亿元，同、环比分别降低 37.39%、25.55%；毛利率 30.00%，同比、环比分别减少 1.47pct、1.87pct，净利率 5.40%，同比、环比分别减少 3.19pct、1.69pct；销售/管理/研发等三项期间费用率合计为 23.73%，同比、环比分别上升 1.46pct、0.41pct，主要系销售费用率增长较快，Q3 销售费用率的同、环比分别增加了 1.08pct、0.27pct。

图 9：2024 前三季度传媒行业营收及归母净利润



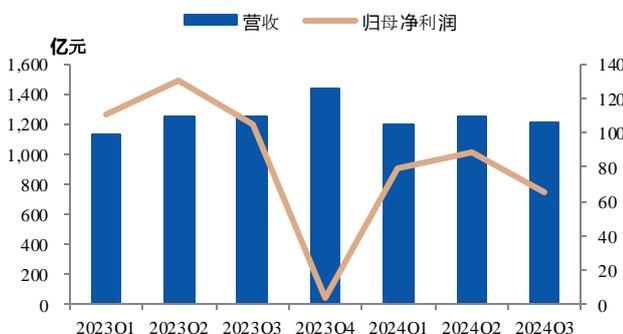
资料来源：wind，财信证券

图 10：2024 前三季度传媒行业毛利率及净利率



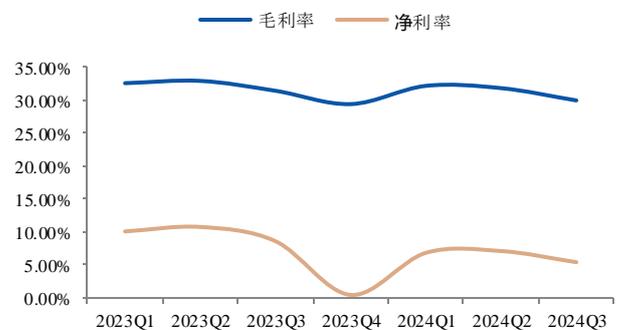
资料来源：wind，财信证券

图 11：单季度传媒行业营收及归母净利润



资料来源：wind，财信证券

图 12：单季度传媒行业毛利率及净利率



资料来源：wind，财信证券

子板块方面，2024 年前三季度所有子板块业绩同比均下滑。营收方面，2024 年前三季度仅广告、游戏的营收分别实现同比增长 6.60%、5.31%，出版营收同比略降 1.96%；数字媒体、广电、影视院线的营收分别实现同比下滑 4.26%、5.72%、14.31%。业绩方面，所有子板块归母净利润均录得同比负增长；其中，广告归母净利润同比下滑 7.85%，其他子板块的归母净利润同比下滑速度均超过 20%。整体而言，传媒子板块业绩普遍不佳，主要原因有：一是受大环境及行业景气度影响，营收层面的增长动力有所减弱；二是部分行业的经营成本占比提升导致毛利率下降，如数字媒体中的芒果内容投入成本加大、影视院线板块的固定资产折旧摊销成本等；三是以出版为代表的国企上市公司计提所得税导致 2024 年前三季度归母净利润同比下滑；以及在营收增速放缓下，期间费用率同比抬升幅度相对更大导致净利率下滑，如 2024 年前三季度游戏板块因新品上线增多、市场竞争加剧等，销售费用率同比增加 4.74pct 至 33.44%。

单 Q3 而言，游戏板块的归母净利润实现环比改善，2024Q3 的营收、归母净利润环比分别增长 4.20%、22.14%，主要受益于版号重启后、新游上线增多助力流水和收入增长，同时昆仑万维、浙数文化、完美世界等公司贡献了较大规模的非经常性损益。广告板块增收未增利，2024Q3 的营收同比、环比分别增长 0.62%、2.31%，但营业成本上升导致毛利率有所下滑，归母净利润同比、环比分别下降 11.03%、17.75%。受益于暑期档全国票房提升，2024Q3 影视院线的营收环比增长 24.02%，业绩亏损环比收窄。其余子板块的业绩同比、环比均有一定幅度下滑。

表 1：传媒子板块 2024 前三季度营收、归母净利润及其同比情况（单位：亿元）

	2023Q1-3 营收	2024Q1-3 营收	营收 yoy	2023Q1-3 归母净利润	2024Q1-3 归母净利润	归母 yoy
广告营销	1144.60	1220.18	6.60%	49.29	45.43	-7.85%
出版	1034.16	1013.85	-1.96%	127.94	94.19	-26.38%
游戏	647.42	681.77	5.31%	105.61	73.32	-30.58%
电视广播	331.28	312.33	-5.72%	11.68	-2.12	-118.18%
数字媒体	192.81	184.60	-4.26%	24.38	14.97	-38.60%
影视院线	302.15	258.91	-14.31%	28.82	8.93	-69.01%

资料来源：Wind，财信证券

表 2：传媒子板块 2024Q3 营收、归母净利润及其同比情况（单位：亿元）

	2023Q3 营收	2024Q2 营收	2024Q3 营收	营收 yoy	营收 qoq	2023Q3 归母净利润	2024Q2 归母净利润	2024Q3 归母净利润	归母 yoy	归母 qoq
广告营销	414.26	407.42	416.82	0.62%	2.31%	16.04	17.35	14.27	-11.03%	-17.76%
出版	336.69	376.83	314.05	-6.73%	-16.66%	34.55	46.50	21.88	-36.67%	-52.95%
游戏	222.13	226.56	236.08	6.28%	4.20%	34.86	22.35	27.29	-21.70%	22.14%
电视广播	107.44	109.02	102.11	-4.96%	-6.34%	-0.43	-1.32	-1.01	-136.49%	23.39%
数字媒体	68.67	66.32	60.14	-12.43%	-9.33%	6.96	6.70	4.39	-36.85%	-34.48%
影视院线	108.35	71.00	88.05	-18.74%	24.02%	12.93	-3.38	-1.16	-108.94%	65.76%

资料来源：wind，财信证券

### 1.3 展望 2025 年：把握 AI 场景赋能，关注结构性供需改善机会

展望 2025 年，我们认为主要把握两大主线：

**第一，AI 赋能下的产业增量变化逻辑，AI 商业化场景需求有望扩大。**2024 年来海内外大模型底层技术持续进步，推理能力显著强化，驱动 AI 应用端由强预期逐步走向现实落地，AI 应用端有望迎来爆发。在商业变现路径方面，目前主要有 to C 端订阅制、打赏等流量变现机制，以及 to B 端的 API 调用、技术授权、定制部署解决方案等。C 端用户渗透率逐渐提高、整体用户规模仍在增长，但短期流量变现能力仍待提高；海外 toB 端 AI 应用发展更快，营销服务、企业服务、ERP 等领域的 AI 赋能已在财报端有所体现，B 端商业闭环逐步形成。

**第二，供需修复下的存量结构性机会，后续业绩端有望触底回升。**1) 游戏板块，版号常态化发放、政策对游戏行业发展逐渐转向积极鼓励态度，新品周期下的国内大盘录得新高、游戏出海表现强劲，关注后续产品周期为中腰部厂商带来的发展机会。2) 影视院线板块，一是内容端供给质效提升，政策端取消设立电视剧制作单位审批，有望进一步丰富创作端；2025 年春节档待映多部优质重磅电影，有望带动观影需求大幅提升；二是微短剧赛道快速发展带动视频行业扩容，关注上游内容制作公司、视频平台等。3) 广告营销板块，一是政策全方位提振内需下，关注行业景气度改善带来的业绩增长机会；二是 AI+广告加速落地，既能提升广告业务的生产效率，又能实现高效对接中长尾媒体、提升中小广告主投放 ROI，后续有望获取更多广告主预算，重点关注广告出海服务商、国内抖音广告产业链等。

## 2 AI 应用由强预期逐步走向落地现实

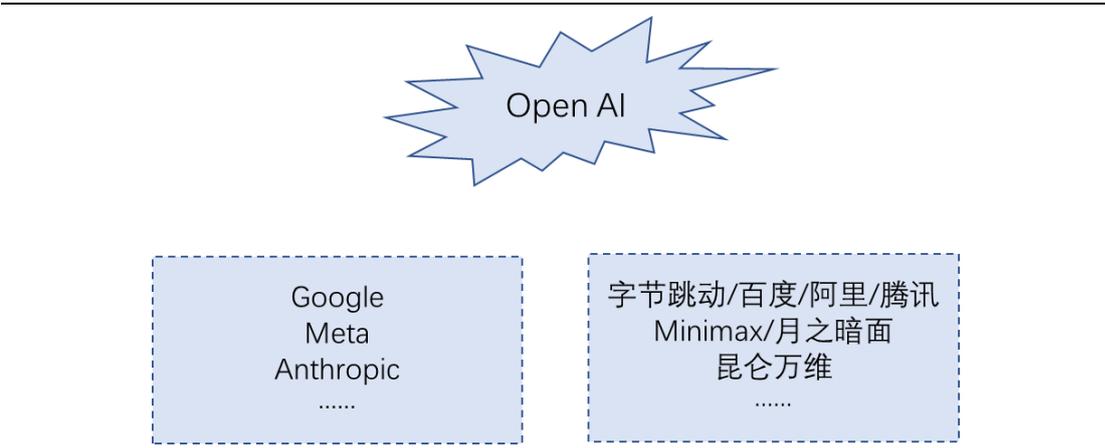
### 2.1 技术模型端：海内外大模型推理技术显著深化，AI 应用端有望加速落地

2024 年来海内外大模型底层技术持续进步，推理能力显著强化，驱动 AI 应用端由强预期逐步走向现实落地，AI 应用端有望迎来爆发。

第一，海外以 Open AI 为引领，大模型推理能力持续精进，人机交互更加高效和自然。今年以来，Open AI 相继推出 GPT-4o、GPT-o1（含 o1、o1-Preview、o1-Mini 三个版本）等迭代大模型，使人机交互更加自然高效，大大提升了大模型解决复杂和深度问题的推理能力。根据华尔街见闻报道，在 12 月举行的 12 天技术直播中，OpenAI 进一步发布 o1、o3（含正式版 o3、精简版 o3-mini）、4o 视频通话等重大迭代更新，AGI 能力大幅上涨；正式推出 AI 视频生成模型 Sora Turbo，最高支持 1080p 20s 视频；发布升级版 Canvas 创作助手，主打高效编程与写作，向全量用户开放；此外，还与苹果合作发布 iOS 18.2，Siri、写作工具和 Visual Intelligence 将与 ChatGPT 深度集成。

第二，全球的开源大模型进展也十分迅速。根据澎湃新闻，海外 Meta 在 4 月发布开源大语言模型 Llama 3，通过使用更高质量的训练数据和指令微调，比前代 Llama 2 有了“显著提升”，官方称之为“有史以来最强大的开源大模型”。根据华尔街见闻，Meta 在 7 月发布了最大的 Llama 开源模型 Llama 3.1，拥有 4050 亿参数，对标 OpenAI 和谷歌的大模型；12 月推出年度压轴模型 Llama 3.3，在数学、常识、指令遵循和应用程序 App 使用等领域有所提升，整体可以更低成本实现更高效率；明年有望发布 Llama 4。

图 13：海内外 AI 大模型厂商呈“一超多强”格局



资料来源：财信证券

第三，国内大模型紧跟海外发展趋势，整体差距逐渐缩小。以 Kimi、MiniMax、智谱等为代表的国产大模型，逐渐提升上下文长文本、语义理解和深层推理、产品力等多方面能力，与海外主流模型差距不断缩小。3 月，月之暗面在官微“月之暗面 Kimi”发文宣布 Kimi 智能助手将无损上下文长度的数量级升级到 200 万字，较 2023 年 10 月初次推出时仅有约 20 万字无损上下文能力提高 10 倍，进一步打开 AI 应用场景的想象力；

后续将在完整代码库分析理解、智能体 Agent、终身助理、真正统一架构的多模态模型等多方面进一步拓展。MiniMax 走在中国人工智能出海前列，旗下具备文本、语音、音乐、图像和视频等多模态大模型；9月在官微“MiniMax 稀宇科技”发布旗下首个文生视频模型 abab-video-1 并应用于海螺 AI，在文本控制、动态信息生成、风格多样等方面表现出色，成为全球增速最快的 AI 产品之一。10月智谱 AI 在官微“GLM 大模型”正式发布自主智能体 AutoGLM，能够模拟人类操作手机，执行各种任务。同时，智谱 AI 还推出了端到端情感语音模型 GLM-4-Voice，能够理解情感，实现高度拟人的情绪表达，并且支持多语速、多语种的内容输出。

## 2.2 商业应用端：toB 端比 toC 发展更快

在商业化路径上，国内外大模型产品的主流付费模式主要有：一是 to C 端订阅制、打赏等流量变现机制；二是 to B 端的 API 调用、技术授权、定制部署解决方案等。

**C 端变现能力仍待提升，B 端商业闭环逐步形成。**目前，以 ChatGPT、豆包等为引领的海内外 AI 产品迎来 C 端用户规模的持续显著增长，但碍于杀手级产品尚未出现、用户规模仍需扩大等因素，AI 产品多以免费或部分免费等方式来吸引用户，C 端的商业化变现能力仍较弱。相较之下，B 端的商业闭环形成的更快，以营销服务、企业服务、ERP 等为代表的 AI 应用场景逐步落实，财报端逐渐得到业绩印证。具体来看：

**第一，toC 端 AI 产品的用户渗透率不断提升，用户规模仍在爬坡。**一是从全球范围来看，AI 产品在 C 端的访问量和流量在持续增长。根据 AI 产品榜，11 月的全球 AI 产品榜单中，ChatGPT 在 11 月的月活用户达 2.87 亿，位居全球 AI 产品用户规模首位；前 10 位 AI 产品应用中，国产 AI 应用占据两席，分别是豆包（月活用户 5998 万）、Talkie（月活用户 2519 万），二者也均保持了较高增长。二是从国内来看，用户规模距离海外仍有差距。根据 AI 产品榜，11 月月活用户达到千万级别的国产 AI 应用分别为豆包（月活用户 5998 万）、文小言（月活用户 1299 万）、Kimi（月活用户 1282 万）；月活用户超过 500 百万的国产 AI 应用分别为智谱（月活用户 637 万），讯飞星火（月活用户 594 万），天工 AI（月活用户 578 万），星野（月活用户 525 万）。三是从国内 AI 应用出海来看，Minimax 表现最为出色。根据 AI 产品榜，Minimax 的 Talkie AI 持续高速增长，11 月的月活用户环比增长 22.14% 达 2519 万。

**C 端变现能力较弱，未来仍有较大的探索空间。**参照互联网经验，只有当用户规模超过一定阈值后，产品的用户黏性和变现收益才会迎来质的提升。在商业化路径上，目前 AI 产品在 C 端的流量变现模式尚未成熟。海外 OpenAI 凭借强大的 AI 技术能力积累了过亿的用户规模，在良好的用户规模和过硬的产品实力基础上推出用户订阅制，带来一定的收入；国内 Kimi 在迅速拥有一定用户规模基础后，推出打赏功能，让用户避免在高峰期排队，但收益相对有限；其余 AI 产品多以免费或部分免费的模式来吸引用户。因此，目前 AI 产品整体尚处于提升用户规模阶段，商业化能力仍较弱，未来有待杀手级 AI 产品爆发带来 AI 领域的 iPhone 时刻。

图 14: AI 产品榜-全球总榜

全球排名	产品名 AI产品榜	应用(APP)详细描述 aicpb.com	11月上榜应用 APP MAU	11月上榜应用 MAU变化
1	ChatGPT	The official app by OpenAI	287.25M	11.27%
2	豆包	AI 智能助手   抖音	59.98M	16.92%
3	Nova	聊天AI与AI写作机器人	49.63M	5.67%
4	ChatOn	Powered by ChatGPT & GPT-4o	28.84M	6.66%
5	Remini	人工智能修图	27.96M	-2.18%
6	Character AI	Chat Ask Create	26.88M	5.74%
7	FaceApp	AI 人脸编辑器	26.48M	0.20%
8	Ask AI	Chat with Ask AI	26.35M	-7.98%
9	Talkie AI	Chat With Character   MiniMax	25.19M	22.14%
10	Chatbot AI	Chatbot AI & Smart Assistant	23.1M	3.85%
11	Luxia	Your AI Assistant	20.02M	7.04%
12	Hypic	Photo Editor & AI Art	19.35M	3.60%
13	AI Mirror	AI Art Photo Editor	18.54M	-0.40%
14	Bear3y	Music Video Maker	16.47M	-16.25%
15	Genius	Google Gemini	15.57M	22.76%
16	Genius	AI Art Photo Editor	15.49M	-2.25%
17	ChatBot	AI Chat	14.45M	1.26%
18	PhotoRoom	编辑照片和背景	14.2M	-5.88%
19	AI Chatbot	Open Chat AI	13.45M	-2.29%
20	文小言	你的随身智能助手   百度	12.99M	3.33%

资料来源: AI 产品榜, 财信证券

图 15: AI 产品榜-国内总榜

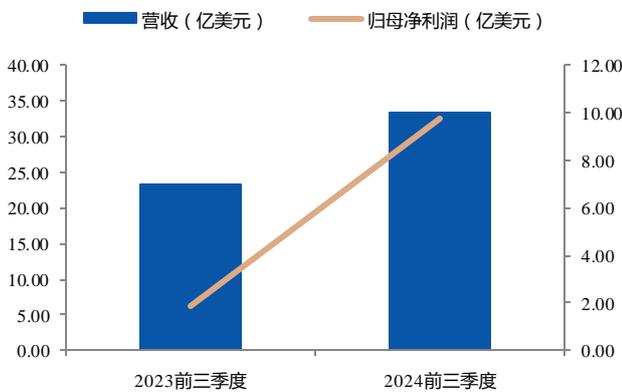
国内排名	产品名 AI产品榜	应用(APP)详细描述 aicpb.com	11月上榜应用 APP MAU	11月上榜应用 MAU变化
1	豆包	AI 智能助手   抖音	59.98M	16.92%
2	文小言	你的随身智能助手   百度	12.99M	3.33%
3	Kim	智能助手   月之暗面	12.82M	27.42%
4	智谱清言	工作提效 AI 助手   智谱	6.37M	22.18%
5	讯飞星火	懂我的AI助手   科大讯飞	5.94M	4.23%
6	天工AI	天工AI智能助手   昆仑万维	5.78M	3.15%
7	星辰	搭建你的AI   MiniMax	5.25M	2.65%
8	通义	开启你的 AI 奇境   抖音	4.58M	22.51%
9	腾讯元宝	你的超级AI助手   阿里	3.88M	3.48%
10	光速写作	语文作文批改与AI智能写作   作业帮	3.77M	2.28%
11	讯飞听见	讯飞听见   科大讯飞	3.17M	5.24%
12	X EVA	X EVA-AI助理人   小冰	2.74M	-0.15%
13	妙鸭相机	AI帮你拍写真   阿里	2.53M	-4.24%
14	海螺AI	你的智能伙伴   MiniMax	2.26M	1.05%
15	腾讯元宝	发现AI新体验   腾讯	2.05M	46.04%
16	AI Mate	智能写作绘画机器人	1.71M	5.29%
17	TalkAI脱口秀	AI视频, 对话单语	1.6M	16.98%
18	解梦AI - 即刻	解梦   字节	1.25M	62.11%
19	星绘	AI 写真相机   抖音	1.24M	0.95%
20	绘捕	AI绘画, AI写真, 智能换脸特效短视频	1.13M	-3.79%

资料来源: AI 产品榜, 财信证券

第二, 海外 toB 端 AI 应用发展更快, AI 助力业绩回暖凸显商业化潜力。海外 AI 应用热点主要集中在营销服务、企业服务、ERP 等 toB 场景中, 以 Applovin、Palantir、ServiceNow 等为代表的企业在业绩端持续回暖, 未来 AI 应用商业化的潜力更加广阔。

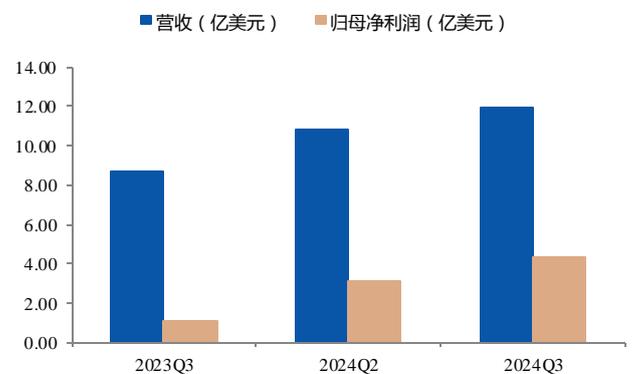
AppLovin, 1) 公司主营广告平台服务, 应用变现和自研游戏为辅。根据 wind, 2024 年前三季度, 公司应用收入同比增长 4.41%至 11.12 亿美元, 软件平台收入同比增长 75.89%至 22.25 亿美元。2) AI 赋能广告投放效率大幅提升, 以核心 AI 工具 AXON 2.0 带动广告收入增加, 净利润和毛利率同比显著提升。根据 wind, 2024 年前三季度, 公司实现营收 33.36 亿美元, 同比增长 43.21%; 净利润 9.81 亿美元, 同比增长 431.54%; 毛利率、净利率分别为 74.63%、29.39%, 同比分别增加 8.35pct、21.47pct。单 Q3 实现营收 11.98 亿美元, 同比、环比分别增长 38.64%、10.94%; 归母净利润 4.35 亿美元, 同比、环比分别增长 302.96%、40.22%; 毛利率 77.50%, 同比、环比分别增加 8.16pct、3.65pct。

图 16: AppLovin2024 年前三季度主要财务指标



资料来源: wind, 财信证券

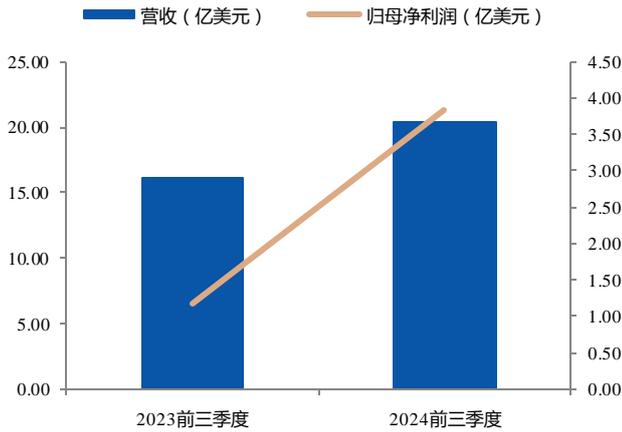
图 17: AppLovin2024 年 Q3 主要财务指标



资料来源: wind, 财信证券

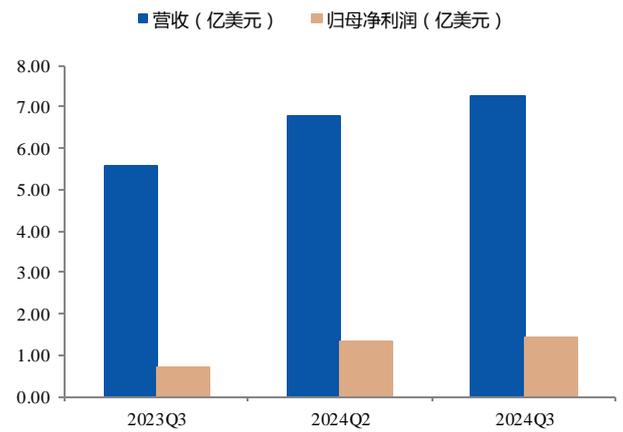
**Palantir, 1) 公司主营大数据分析业务**, 主要产品包括 Palantir Gotham 和 Palantir Foundry 软件平台, 客户以政府和金融机构为主, 擅长在军事和情报领域提供关键决策支持和安全解决方案。根据 wind, 2024 年前三季度, 公司政府业务收入 11.14 亿美元, 同比增长 24.05%; 商业收入 9.24 亿美元, 同比增长 28.69%。**2) AIP (AI 平台) 的模块化部署, 推动收入与净利润超预期。**AIP 能快速连接企业数据库, 优化业务流程, 降低运营成本和提升效率。根据 wind, 2024 年前三季度, 公司实现营收 20.38 亿美元, 同比增长 26.06%; 净利润 3.83 亿美元, 同比增长 229.10%; 毛利率、净利率分别为 80.79%、19.18%, 同比分别增加 0.74pct、11.73pct; 经营活动现金净流量 6.94 亿美元, 同比增长 68.74%。单 Q3 公司业绩表现和现金流超预期, 公司实现营收 7.26 亿美元, 同比、环比分别增长 29.98%、6.99%; 净利润 1.44 亿美元, 同比、环比分别增长 100.72%、7.01%; 经营活动现金流量净额 4.20 亿美元, 同比、环比分别增长 214.57%、191.13%。此外, AIP 产品推动了美国本土新客户的转换和存量客户的扩展, 2024Q3 美国业务收入同比增长 44.64% 至 4.99 亿美元, 占营收比重同比增加 6.97pct 至 68.78%。

图 18: Palantir 年前三季度主要财务指标



资料来源: wind, 财信证券

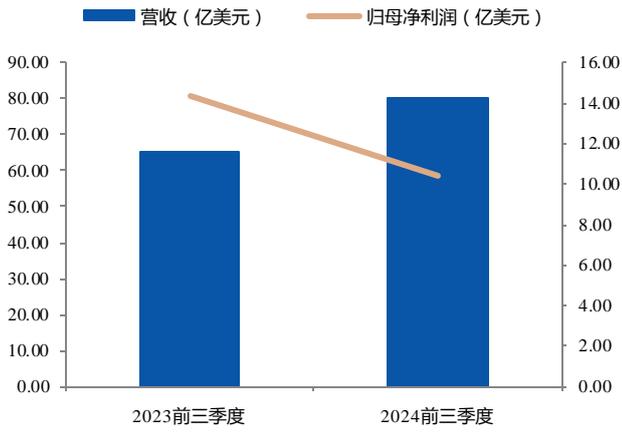
图 19: Palantir 2024 年 Q3 主要财务指标



资料来源: wind, 财信证券

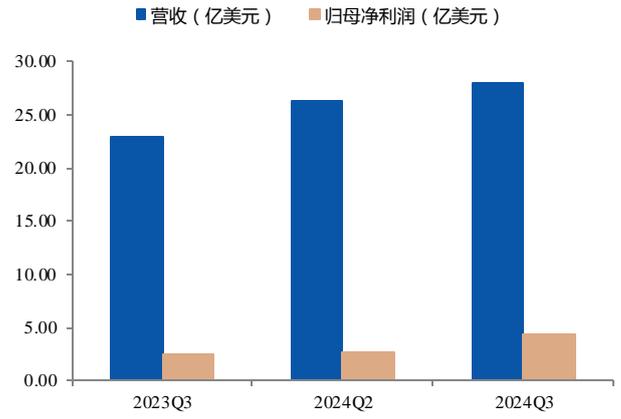
**ServiceNow, 1) 公司专注提供企业云计算、数字工作流程解决方案**, 主要产品是基于一个名为“Now platform”的企业云平台, 旨在自动化信息技术、员工和客户工作流程。公司客户群体广泛, 包括技术、金融服务、消费产品和医疗保健等行业的客户。根据 wind, 2024 年前三季度, 公司订阅业务收入同比增长 23.20% 至 77.80 亿美元, 服务及其他收入同比增长 12.79% 至 2.47 亿美元。**2) 推出 Now Assist AI 平台, 赋能企业定制 AI Agents。**平台允许企业将生成式 AI 技能分配给 AI 代理, 客户也可以为 AI 代理构建提示和技能, 使得代理能够根据工作流程进行定制, 与员工一起管理业务。根据 wind, 2024 年前三季度, 公司实现营收 80.27 亿美元, 同比增长 22.85%; 净利润 10.41 亿美元, 同比增速 -27.51%。单 Q3 来看, 公司营收 27.97 亿美元, 同比、环比增速分别为 22.25%、6.47%; 净利润 4.32 亿美元, 同比、环比增速分别为 78.51%、64.89%; 经营活动现金净流量 6.71 亿美元, 同比、环比分别增长 115.76%、8.23%; 毛利率 79.12%, 同比、环比分别增加 0.80pct、0.13pct。

图 20: ServiceNow 年前三季度主要财务指标



资料来源: wind, 财信证券

图 21: ServiceNow2024 年 Q3 主要财务指标



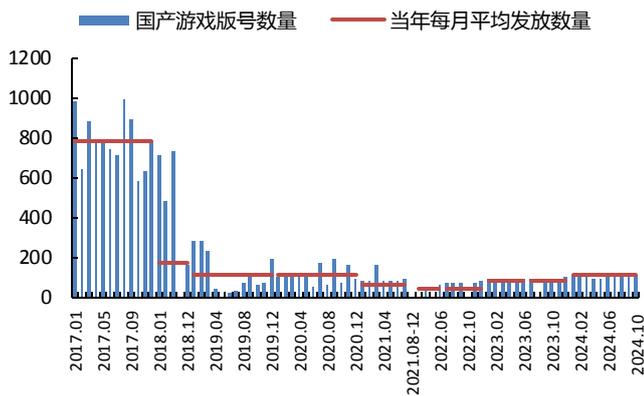
资料来源: wind, 财信证券

### 3 游戏、影视院线、广告营销

#### 3.1 游戏：政策导向积极、出海表现亮眼，关注后续产品周期

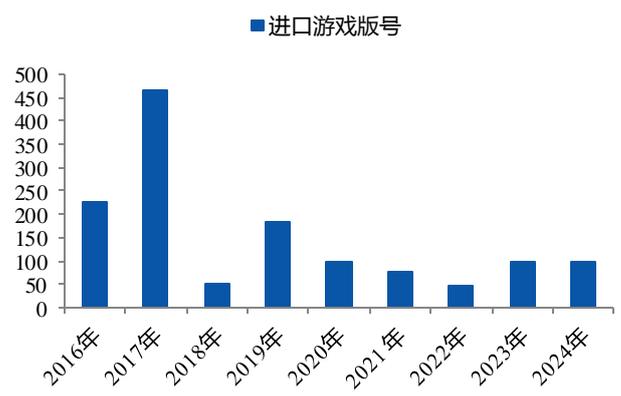
**版号发放数量稳中有升，政策导向积极。**一是版号发放节奏常态化，国产游戏版号发放水平同比提升。根据国家新闻出版署，2024 年国产版号数量累计发放超 1300 个，同比增加超 300 个，发放节奏也趋于常态化。进口游戏版号方面，截至 2024 年 11 月，今年发放进口国产版号数量累计 97 个，较 2023 全年水平基本持平。二是政策态度向好。根据财联社，中宣部出版局副局长杨芳在 2024 年度中国游戏产业年会上表示，中宣部出版局目前正在会同有关部委一起来联合制定网络出版科技创新引领计划，推动游戏业在服务科技创新中发挥更大作用；明年中宣部出版局将重点抓好网络游戏精品出版工程，引导游戏企业打造更多深入人心，传之久远的标杆之作经典之作。我们认为，政策端的积极导向为游戏行业后续发展创造了良好的环境。

图 22：国产游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，财信证券

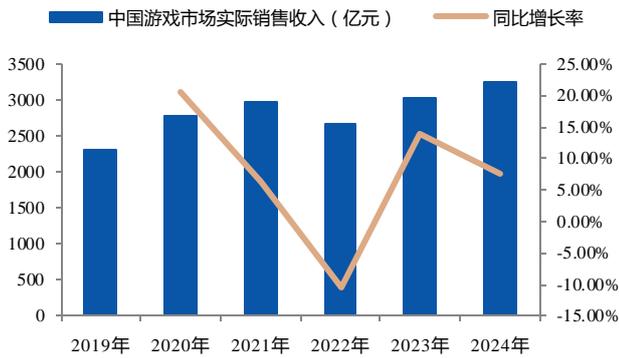
图 23：进口游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，财信证券

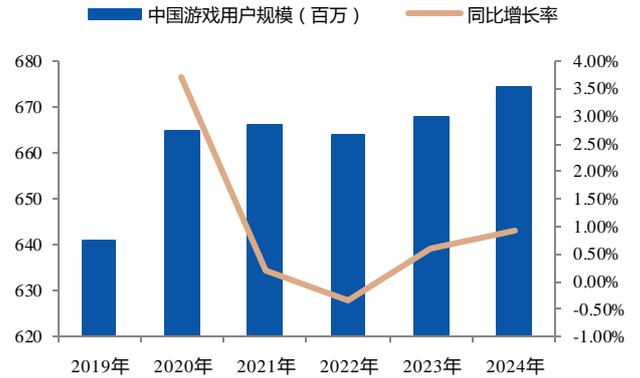
**2024 年国内游戏市场规模保持良好增长。**根据伽马数据，2024 年中国游戏市场收入规模达 3257.83 亿元，创历史新高水平，同比增长 7.53%；中国游戏用户规模达 6.74 亿人，同比略增 0.94%。整体游戏收入与用户规模齐增的主要原因系新品上线数量增多及出现多个爆款游戏，如《黑神话：悟空》、《永劫无间》、《地下城与勇士》、《三国：谋定天下》等。细分来看，2024 年中国移动游戏市场收入规模 2382.17 亿元，同比增长 5.01%，占整体游戏市场收入比重 73.12%，同比略减 1.76pct；中国端游市场收入规模 679.81 亿元，同比略增 2.56%；在大作《黑神话：悟空》带动下，中国主机游戏市场规模 44.88 亿元，同比大幅增长 55.13%。

图 24：中国游戏市场收入规模



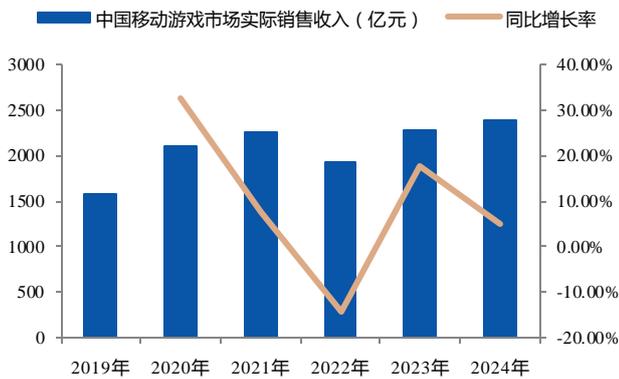
资料来源：伽马数据，财信证券

图 25：中国游戏市场用户规模



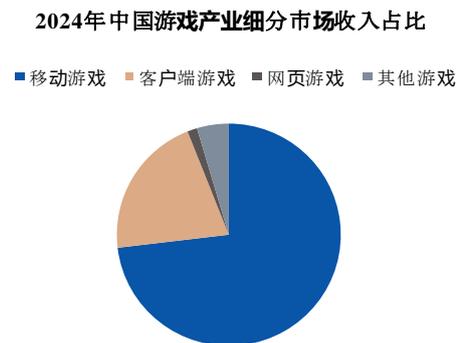
资料来源：伽马数据，财信证券

图 26：中国移动游戏市场收入规模



资料来源：伽马数据，财信证券

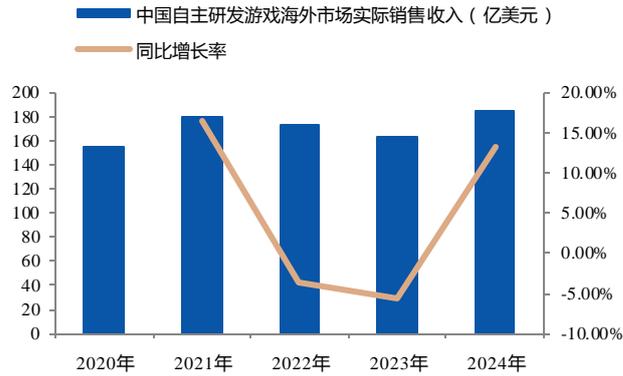
图 27：2024 年中国游戏产业细分市场收入占比



资料来源：伽马数据，财信证券

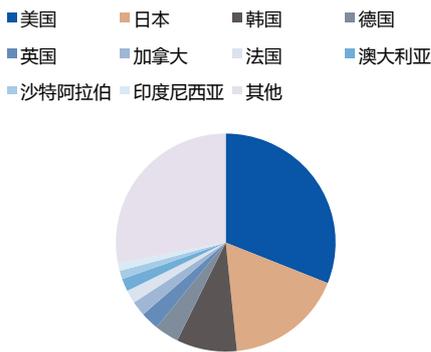
**国产自研游戏出海表现亮眼。**根据伽马数据，2024 年中国自研游戏海外收入规模 185.57 亿美元，创历史新高水平；同比增长 13.39%，超出国内游戏市场增速。从地区来看，中国自研移动游戏出海重点地区集中在美国、日本、韩国等国家，三者合计占比 57.27%，同比略有下降；从游戏类型来看，在海外市场收入 top100 的自研移动游戏中，策略类、射击类、角色扮演类已连续五年位居前三，占比分别达 41.38%、10.40%、10.37%。今年自研游戏出海表现亮眼，主要系新老产品共同发力，多款优质游戏均为游戏出海市场增长做出了贡献。其中，《无尽冬日》于 2023 年 2 月上线后多次刷新收入记录，海外流水一直保持稳定的增长趋势。根据 Sensor Tower，截至 10 月底《无尽冬日》全球累计收入已突破 14.3 亿美元；米哈游的《绝区零》在今年 7 月上线后在多个市场表现均较佳；《王者荣耀》国际版（Honor of Kings）在今年 6 月正式全面推向海外市场后，跻身日本、韩国等市场 iPhone 手游下载榜前 10，在东南亚地区表现优异。

图 28：中国自研游戏海外市场收入规模



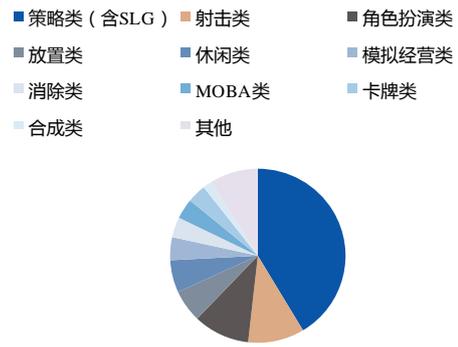
资料来源：伽马数据，财信证券

图 29：2024 年中国自研移动游戏海外重点地区收入分布



资料来源：伽马数据，财信证券

图 30：2024 年中国自研移动游戏出海收入前 100 类型收入分布



资料来源：伽马数据，财信证券

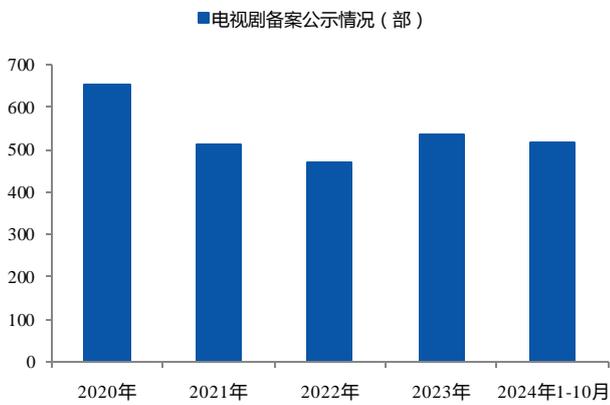
展望明年，我们认为，此轮头部大厂产品的挤压效应将逐渐趋弱，中腰部公司有望迎来新品发展机会，业绩端有望企稳回升。今年以来，诸多大厂重点储备产品陆续上线，头部游戏流水表现优异，一定程度上挤压了部分中腰部公司的存量产品及其新品上线空间。但随着后续市场格局的边际改善，中腰部公司新一轮产品陆续上线，业绩端有望迎来底部修复。可关注新品储备丰富、出海表现亮眼、基本面边际改善的公司，如恺英网络、神州泰岳、吉比特、完美世界等。

### 3.2 影视院线：优质内容供给增加，微短剧赛道快速发展

内容端供给质效提升。一是电视剧备案数量逐渐回升，政策端取消设立电视剧制作单位审批利好电视剧生产环节。根据国家广播电视总局，截至 2024 年 10 月，今年我国电视剧备案公示数量累计达 516 部，位于近三年历史同期的较高水平。2024 年 12 月 13 日，《国务院关于修改和废止部分行政法规的决定》发布，明确修改《广播电视管理条例》，

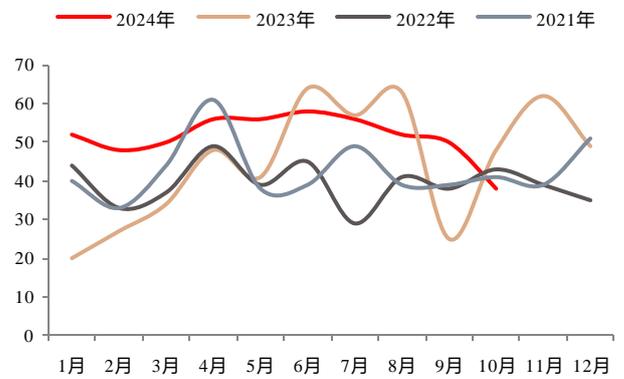
删去“设立电视剧制作单位审批”的相关条款。我们认为，取消设立电视剧制作单位审批，有利于激发制作端的创新性和丰富度，促进行业的长期增长。二是**优质电影纷纷定档 2025 年春节，有望带动观影需求大幅提升**。从 2024 年来看，由于优质内容缺位，电影市场略显疲软。根据艺恩，截至 2024 年 12 月 24 日上午 10:00，全年全国电影票房 415.65 亿元，同比减少 24.32%；观影人次 9.86 亿次，同比减少 24.10%；全国上座率 6.00%，同比减少 2.00pct。全年超过 30 亿票房的仅有 3 部电影作品，分别是热辣滚烫（34.51 亿元）、飞驰人生 2（33.91 亿元）、抓娃娃（33.30 亿元）。展望后续，考虑到近两年内容供给数量减少主要缘于疫情期间创作放缓，后续对内容创作期的影响基本结束，内容供应有望逐渐提质增量。目前来看，猫眼 App 显示 2025 年春节档已有《封神第二部：战火西岐》、《哪吒之魔童闹海》、《射雕英雄传：侠之大者》、《唐探 1900》等重磅 IP 续作定档，有望进一步带动大众观影需求，促进线下文娱消费。

图 31：电视剧备案公示数量（部，按年度）



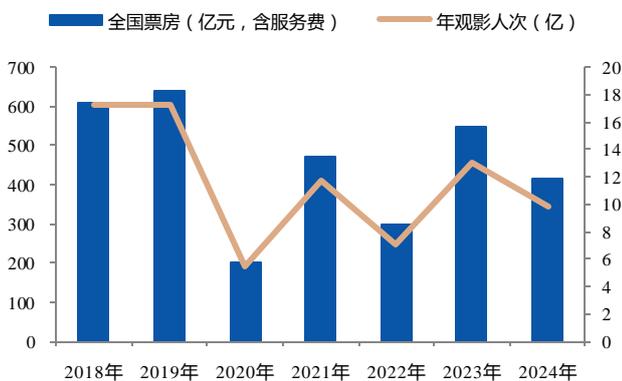
资料来源：国家广播电视总局，财信证券

图 32：电视剧备案公示数量（部，按月度）



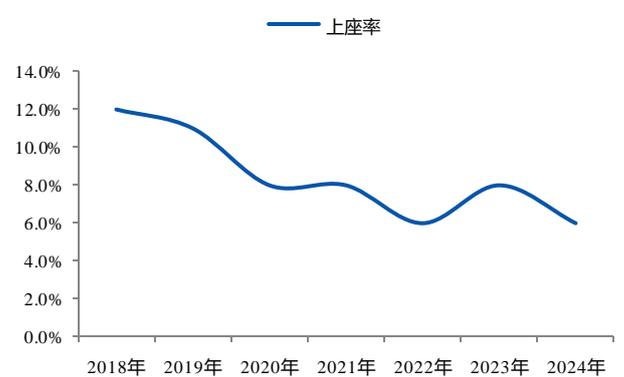
资料来源：国家广播电视总局，财信证券

图 33：全国电影票房及观影人次



资料来源：艺恩，财信证券

图 34：全国电影平均票价及上座率



资料来源：艺恩，财信证券

表 3：2025 年春节电影定档计划（截至 12 月 24 日）

定档日期	电影名称	出品发行方	导演/主演
2025 年 1 月 29 日	唐探 1900	壹同传奇、万达影视	陈思诚、王宝强、刘昊然
2025 年 1 月 29 日	射雕英雄传：侠之大者	中国电影	肖战、庄达菲
2025 年 1 月 29 日	哪吒之魔童闹海	光线传媒	饺子
2025 年 1 月 29 日	封神第二部：战火西岐	摩天之眼、北京文化	乌尔善
2025 年 1 月 29 日	熊出没·重启未来	华强方特	林永长

资料来源：猫眼 App，财信证券

近两年，微短剧凭借短平快的打法获得快速增长，目标用户群更多集中在有闲暇时间、有一定消费能力的下沉市场用户，剧情爽、节奏快、环环相扣的付费点设置是吸引用户的主要手段。微短剧的商业模式逐渐发展成熟，由最初的 IAP（用户单集付费解锁或会员订阅制）到 IAA（吸引广告投流变现），广告收入成为微短剧变现的重要方式。当前阶段，微短剧平台和制作方逐渐形成以广告为主要盈利渠道，用户互动和商业生态更加多元化。产业链的参与方主要包括上游的 IP 方（如中文在线、番茄等），中游的制作方（包括新兴短剧内容制作方、传统影视制作公司、长短视频平台等）、营销平台（如抖音、快手等短视频平台），下游的播出平台（短视频平台、微信小程序、第三方短剧 APP 等）。

**微短剧快速发展，贡献行业增量。**一是需求端快速爆发。根据艾媒咨询，2023 年中国微短剧市场规模达 373.9 亿元，较 2022 年增长 267.65%；预计 2024 年超过 500 亿元、到 2027 年有望达 1000 亿元。二是供给端微短剧发行数量持续增长。根据艾媒咨询，2023 年 7 月-9 月网络微短剧发行量达 150 部、发行剧集数达到 3311 集，较 2023 年 4-6 月的环比增幅分别达 29.31%、23.27%。预计随着微短剧行业快速发展，未来短剧上新数量将持续增长。在互联网长视频行业发展成熟的阶段下，微短剧逐渐具备成熟的商业模式，也拓展出大众对视频内容的新消费需求，为视频行业增长提供助力。

图 35：中国微短剧市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，财信证券

图 36：2022 年-2023 年国产网络微短剧片发行许可情况

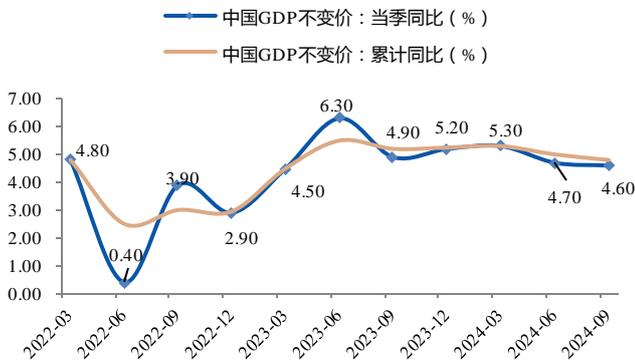


资料来源：艾媒咨询，财信证券

### 3.3 广告营销：互联网渠道领先，梯媒有韧性

需求端，经济政策持续加码，居民消费信心有待逐步恢复。今年来，国内经济保持了稳定增长，但整体居民的消费预期较弱，出现人均可支配收入增长与消费品价格下降并行的局面。根据 Wind，在今年的第一、二、三季度，中国 GDP 的同比增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%；居民人均可支配收入的同比增速分别为 6.15%、4.45%、4.96%，中国消费品价格指数同比增速整体处在低位。9 月底以来，降息、财政刺激等一揽子经济政策相继出台，12 月的中央经济工作会议也强调要全方位扩大内需、大力提振消费，预计后续国内消费预期将有所扭转。11 月，中国社会消费品零售总额为 4.38 万亿元，同比增速 3.00%，达到年内次高水平。我们预计，随着已有经济刺激方案的逐步落地与更多增量政策的出台，后续居民消费信心有望迎来逐步修复。

图 37：中国 GDP 当季同比及累计同比



资料来源: wind, 财信证券

图 38：中国社会消费品零售总额及其当月同比



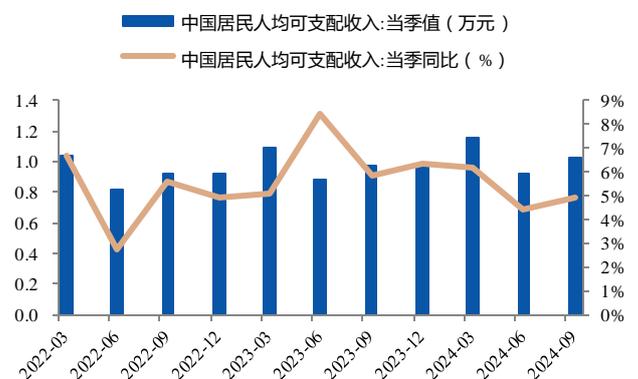
资料来源: wind, 财信证券

图 39：中国 CPI：消费品：当月同比



资料来源: wind, 财信证券

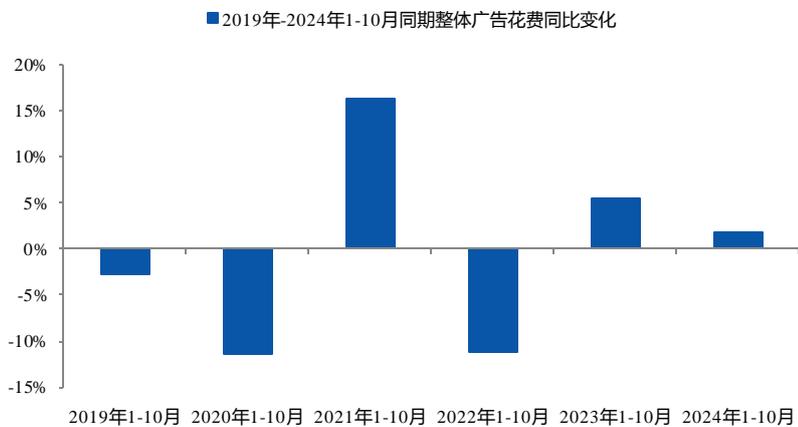
图 40：中国居民人均可支配收入当季值及其同比



资料来源: wind, 财信证券

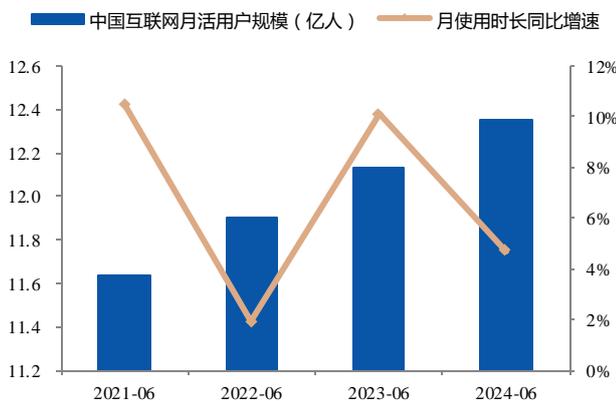
渠道端，一是整体广告市场保持温和增长，电梯广告领跑户外媒体。根据 CTR，2024 年 1-10 月整体广告市场同比增长 1.9%，较去年同期的同比增幅有所放缓；单 10 月，整体广告市场同比下跌 1.3%，较上月跌幅收窄 2 个百分点。分渠道来看，2024 年 1-10 月，电梯媒体保持双位数增长，电梯 LCD、电梯海报的同比增速分别达 21.9%、16.5%，明显领跑其他户外广告媒体。二是互联网用户黏性持续增加，互联网广告保持增长态势。根据 Questmobile，互联网基础流量池仍在持续扩大，2024H1 中国互联网月活用户规模 12.35 亿人，同比增长 1.8%；用户使用黏性逐渐更强，2024H1 中国互联网用户月使用总时长同比增长 4.7%。中国互联网广告市场规模继续保持活跃增长态势，根据 Questmobile，2024 年前三季度中国互联网广告市场规模累计约为 5192.2 亿元，同比增长 7.82%，高于整体广告市场的增速；单 Q1、Q2、Q3 的同比增速分别达 4.58%、11.77%、5.50%。

图 41：2019 年-2024 年 1-10 月整体广告市场同比增速



资料来源：CTR，财信证券

图 42：中国互联网月活用户规模及月使用时长同比增速



资料来源：Questmobile，财信证券

图 43：中国互联网广告市场规模及其同比增速



资料来源：Questmobile，财信证券

展望明年，政策支持全方位扩大内需，“AI+广告”前景广阔。主要关注两个方向：一是政策全力支持扩大内需下，广告行业景气度的改善，梯媒龙头分众传媒有望从中受益。二是“AI+广告”是较早的 AI 落地应用场景，AI 工具可提高广告业务的生产效率，同时通过经验数据的积累优化广告投放效果。尤其在互联网媒体巨头的广告业务趋于成熟后，AI 工具有效提高了第三方广告代理商对接中长尾媒体的效率，助力中小广告主有效获客，后续有望获取更多广告主预算。重点关注广告业务出海、国内抖音广告产业链，如易点天下、蓝色光标、省广集团、浙文互联、引力传媒等。

## 4 重点投资标的

### 4.1 蓝色光标：全球化和 AI 战略双轮驱动，海外平台业务正式启动

**出海业务保持高增长，国内高毛利客户投放缩减致业绩下滑。**2024 年前三季度，公司毛利率、净利率分别为 2.82%、0.26%，同比分别减少 1.14pct、0.52pct；应收账款规模 104.04 亿元，占营收比重同比减少 4.37pct 至 22.91%。公司营收快速增长、利润减少的主要原因系：1) 广告出海业务收入快速增长带动公司整体营收规模大幅提升。公司中报披露的 2024H1 国内业务收入同比增长 15.59%，出海业务收入同比增长 49.86%。2) 受大环境影响，国内高毛利率业务的广告投放缩减导致整体毛利率下滑较多，同时低毛利率的出海业务规模增加导致整体毛利率水平进一步下降。公司中报披露的 2024H1 国内业务毛利率同比减少 4.24pct 至 7.55%，出海业务毛利率同比减少 0.23pct 至 1.61%。

**全球化 2.0 战略启动，战略推出海外程序化平台 BlueX 和 AI DSP。**根据 11 月 12 日公司官微消息，公司海外平台业务正式启动，战略推出 AI 范式下的海外程序化平台 BlueX 和 AI DSP。其中，BlueX 的商业模式近似于 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；其在今年年中开始内部运行，并已有百万美金以上收入规模。AI DSP 以公司自研 BlueAI 为底座，重塑全球化流量竞价引擎，并将与出海代理业务深度协同，用 AI 重构用户增长、创意和流量模型。

公司全球化战略逐渐深入，AI 助力下的程序化平台有望进一步提质增效、为公司贡献新的业绩增长点。预计公司 2024 年/2025 年营收分别为 613.76 亿元/667.28 亿元，归母净利润分别为 1.49 亿元/2.26 亿元，EPS 分别为 0.06 元/0.09 元。维持“增持”评级。

### 4.2 分众传媒：Q3 业绩稳健，整体韧性强

**公司业绩稳健，经营韧性略好于大盘表现。**大盘方面，2024 年前三季度中国 GDP（不变价）同比增速 4.8%，中国社会消费品零售总额同比增速 3.3%。单 Q3 来看，中国 GDP（不变价）同比增速 4.6%，7 月/8 月/9 月中国社会消费品零售总额同比分别为 2.7%/2.1%/3.2%，CTR 数据显示的整体广告市场同比增速分别为 3.3%/5.2%/-3.5%。公司表现略好于大盘，经营韧性强，整体盈利能力稳中有升。2024 年前三季度，公司盈利能力略有提升，毛利率、净利率分别为 66.22%、42.15%，同比分别增加 0.71pct、0.85pct；单 Q3 盈利相对稳定，毛利率、净利率分别为 68.19%、44.06%，同比分别变化-0.06pct、1.08pct，环比分别变化 0.15pct、-0.39pct

**回款变慢，应收账款占比增加，坏账损失有所提升。**受大环境及行业景气度影响，公司回款速度放慢，导致应收账款占比增高、资产减值损失增加。截至 2024Q3 末，公司应收账款规模 25.72 亿元（同比增加 9.65 亿元、环比 2024H1 末增加 1.64 亿元），占当期营收比重 27.77%（同比增加 9.24pct）；相应的信用资产减值损失 0.99 亿元（去年同期为

转回 0.84 亿元)。我们认为，公司主要客户分布在消费品行业，广告投放相对具备更好的持续性，目前公司整体资产减值损失规模占比较小，相对风险不大。

公司在国内的梯媒龙头地位稳固，业绩韧性较强，高分红彰显长期投资价值。预计公司 2024 年/2025 年分别实现营收 127.97 亿元/135.25 亿元，归母净利润 52.07 亿元/55.38 亿元，EPS 分别为 0.36 元/0.38 元。维持“买入”评级。

#### 4.3 恺英网络：Q3 业绩持续增长，后续新品储备丰富

**2024 前三季度，对外分成增加、市场推广成本提升等导致公司毛利率、净利率下降。**具体而言，2024 前三季度毛利率、净利率分别为 82.21%、32.60%，同比分别降低 1.70pct、7.17pct；新品上线增多带动销售费用率同比增加 9.57pct 至 35.13%；员工持股计划及股票期权计划费用摊销减少带动管理费用率同比减少 3.25pct 至 3.56%；研发费用率同比略降 0.79pct 至 10.16%。此外，2023 年公司出资 5.7 亿元完成对浙江盛和剩余 29% 股权的收购，进一步增强公司盈利能力。2023 年浙江盛和分别实现营收、净利润 18.54 亿元、11.61 亿元，2024H1 分别实现营收、净利润 10.45 亿元、7.37 亿元。

**单 Q3 盈利能力环比提升，新项目投入增加带动研发费用率走高。**单 Q3 公司实现营收 13.72 亿元，同比、环比分别增长 30.33%、10.00%；归母净利润 4.71 亿元，同比、环比分别增长 31.52%、22.97%；毛利率、净利率分别为 82.59%、34.34%，环比分别增加 0.61pct、3.64pct；销售/管理费用率分别为 30.79%、3.34%，环比分别降低 7.05pct、0.21pct；研发费用率 12.43%，环比增加 3.00pct，主要系新项目投入增加所致。

**后续产品储备丰富，有望持续贡献业绩增量。**《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》、《百工灵》、《彩虹橙》分别于 8 月 28 日、9 月 19 日、10 月 20 日开启公测。海外方面，《仙剑奇侠传：新的开始》、《诸神劫：影姬》、《怪咖纠察队》分别于 7 月 21 日、10 月 9 日、10 月 17 日在港澳台、新加坡、马来西亚等地上线。后续储备还有《盗墓笔记：启程》、《斗罗大陆：诛邪传说》、《龙之谷世界》、《三国：天下归心》、《纳萨力克：崛起》、《代号：信长》、《代号：DR》等多款产品，有助于业绩的持续增长。

公司产品运营稳健，后续产品储备丰富。预计公司 2024 年/2025 年营收 54.15 亿元/64.83 亿元，归母净利润 17.64 亿元/21.15 亿元，EPS 分别为 0.82 元/0.98 元。维持“增持”评级。

#### 4.4 神州泰岳：销售费用率降低、业绩增长稳健，期待新品上线表现

**非经常性损益带动归母净利润高增长，销售费用率持续下降。**2024Q3 公司实现扣非归母净利润 2.15 亿元，同比、环比增速分别为 38.76%、-35.13%。扣非归母净利润环比下降，一方面，主要系计算机软件业务的周期性，Q3 相对淡季，预计 Q4 迎来收入确认高峰期；另一方面，主要系全资子公司诉讼事项，带动应收款项减值准备转回 2.43 亿元。同时，诉讼事项相关费用计入当期管理费用，导致 2024Q3 公司管理费用率 24.37%，同

比、环比分别增加 7.50pct、8.85pct。收入端，公司两款核心游戏《旭日之城》、《战火秩序》表现相对平稳，但受海外同类型题材的竞品影响，今年来的整体宣传投放逐渐减少，带动 2024 前三季度公司销售费用率同比减少 10.54pct 至 16.93%。研发费用支出相对平稳，2024 前三季度公司研发费用率 6.03%，同比略降 0.07pct。

**两款新游预计年底海外上线，关注后续表现。**公司计划于年末在海外推出两款全新的“SLG+模拟经营”游戏，科幻题材的代号“DL”和文明题材的代号“LOA”，主要针对欧美日韩等地区。其中，代号“DL”游戏已经获得国产游戏版号，并且国内上线时也会发布小程序版本；代号“LOA”游戏也正在积极申请国内版号，两款新品上线后有望进一步贡献业绩增量。

公司具备较好的并购整合能力及游戏产品长线运营能力，海外竞品影响有望逐渐减弱、新品上线有望贡献增量。预计公司 2024 年/2025 年实现营收 68.75 亿元/77.84 亿元，归母净利润 12.02 亿元/13.42 亿元，EPS 分别为 0.61 元/0.68 元。维持“买入”评级。

#### 4.5 芒果超媒：短期业绩承压，关注明年优秀内容排播

**主营业务低迷、所得税等因素，致前三季度业绩承压。**根据公司三季报，2024 年前三季度实现营收 102.78 亿元，同比减少 0.85%；税前的营业利润 16.92 亿元，同比基本持平；归母净利润 14.44 亿元，同比减少 18.96%。公司短期经营业绩承压，一是所得税政策影响，2024 前三季度计提所得税 2.77 亿元；二是受大环境影响，广告收入景气度较低。根据公司中报，2024H1 会员收入 24.86 亿元，同比增长 26.77%；广告收入 17.21 亿元，同比下降 3.85%；运营商收入 7.5 亿元，同比下降 46.00%。

**展望明年，基本面有望改善、业绩有望迎来底部修复。**一是明年公司步入内容周期大年，《国色芳华》等重磅内容有待上线，有望带动公司会员规模和会员收入提升。二是在全方位提振消费的宏观预期下，居民消费预期有望扭转，广告主投放信心有望逐步恢复，带动公司广告收入提升。三是所得税政策延续，减缓短期业绩压力。12 月 11 日财政部、税务总局、中央宣传部联合发布《关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业税收政策的公告》，明确转制文化企业的企业所得税优惠期延长至 2027 年底，已经征收入库的可抵减以后纳税期应缴税款或办理退库。

公司拥有行业领先的综艺制作能力，剧集内容建设正在发力，有望助力平台用户规模的进一步增长。我们预计 2024 年/2025 年公司营收分别为 147.97 亿元/157.96 亿元，不考虑税收情况下的归母净利润分别为 19.46 亿元/21.60 亿元，EPS 分别为 1.04 元/1.15 元。维持公司“增持”评级。

## 5 风险提示

政策监管风险；宏观经济复苏力度不及预期；AI 应用落地不及预期；市场竞争加剧。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438