

# 三大逻辑，攻守兼备

## —— 2025 年传媒互联网行业年度策略报告

传媒互联网分析师：岳铮

传媒互联网研究助理：祁天睿



# 三大逻辑，攻守兼备

## —— 2025 年传媒互联网行业年度策略报告

2024 年 12 月 27 日

### 核心观点

- 2024 行业回顾：年内传媒行业指数波动上行。**2024 年以来，A 股传媒板块走势依然受 AI 相关概念催化：截至 2024 年 12 月 13 日，传媒板块年内涨跌幅为 19.01%。对比同期沪深 300 涨幅为 14.63%。同时期港股互联网受益于资金面的改善及政策面的积极变化等内外多重因素共振实现上涨，恒生传媒指数年初至今上涨 12.49%。
- 2025 行业展望：变革、创新是行业两大主题。**近年来央国企改革不断推进，随着央国企经营自主性、决策独立性不断提升，考核体系不断完善，行业内央国企竞争力不断提升。同时，新质生产力迎来变革，AI 时代迎来新机遇，当前 AI 应用场景不断落地：在 C 端，用户渗透率不断提升，主要 AI 应用活跃数据持续环比增长；在 B 端，AI 营销等领域的商业化模式已经逐步得到验证。在 AI 浪潮下，随着 AI 技术对行业的颠覆不断增加，AI 应用将有望为多个领域带来更加多样化的应用场景、推动行业生态的发展。
- 投资观点：稳中求进，把握增长确定性。**在前期 A 股市场一波上涨行情后，当前市场情绪较为积极，整体风险偏好程度较高。展望 2025 年，传媒重点板块业绩企稳确定性高，看好后续业绩根基稳定或有明显供给侧恢复、投资性价比较高的赛道和外延有增量维度或外围因素改善的弹性品种。**建议关注核心业务稳健的央国企板块，而后稳中求进，关注受政策加码复苏的可选消费板块和受 AI 应用加速落地驱动的人工智能主题。**
- 投资建议：把握顺周期可选消费、AI 应用、央国企改革三条主线。**1) **可选消费**：从港股互联网、营销、影视、游戏四个维度来看，建议关注业务均稳健增长，基本面稳固的**腾讯控股**和业绩首次扭亏，后续有望持续改善的互联网视频平台公司**哔哩哔哩**，楼宇媒体和影院银幕广告处于行业领先地位的**分众传媒**，受益于影视院线大盘复苏的**博纳影业**、**万达电影**、**猫眼娱乐**，深耕 SLG 品类、游戏出海业务亮眼的**神州泰岳**；2) **央国企**：建议关注主营业务稳健、外延业务不断拓展的山东出版以及市占率提升叠加 AIGC 数智平台赋能的中信出版；3) **AI 应用**：建议关注 AI 赋能下的内容生产相关公司：昆仑万维、芒果超媒等。
- 风险提示**：市场竞争加剧的风险、作品审查审核的风险、资源整合的不确定性风险、新兴业态需求不及预期的风险、AI 应用发展不及预期的风险。

### 重点公司盈利预测与估值（截至 2024 年 12 月 26 日）

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
0700.HK	腾讯控股	23.99	25.93	28.00	16.19	14.97	13.87	推荐
300788.SZ	中信出版	0.85	0.93	1.07	40.73	37.00	32.24	推荐
300002.SZ	神州泰岳	0.76	0.70	0.79	15.86	17.08	15.19	推荐
300413.SZ	芒果超媒	1.05	1.15	1.29	26.32	24.06	21.44	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院（腾讯控股盈利和估值为经调整后口径）

### 传媒互联网行业

推荐 维持

### 分析师

岳铮

☎: 010-8092-7630

✉: yuezheng\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030006

研究助理 祁天睿

☎: 010-8092-7603

✉: qitianrui\_yj@chinastock.com.cn

### 相对沪深 300 表现图

2024-12-27



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河传媒互联网】2024 年中期策略报告\_内生外延，稳中求进

【银河传媒互联网】2024 年年度策略\_颠覆、重塑与繁荣—把握 AIGC 内容变革机遇

## 目录

### Catalog

一、 板块复盘：AI 催化，波动上行 .....	4
二、 复苏：政策加码提振，优选顺周期可选消费.....	9
(一) 港股互联网：基本面改善叠加低估值，投资性价比高 .....	9
(二) 影视院线：供给拐点将至，把握确定性复苏 .....	14
(三) 游戏行业：新游业绩逐步兑现，看好长期市场发展 .....	17
三、 成长：技术高速迭代，AI+赋能进行时 .....	19
(一) 开源的生态推动 AI 技术高速发展 .....	19
(二) AI 应用：“AI+”赋能多行业，细分板块有望受益 .....	21
(三) AI 工具：技术不断迭代，功能日趋丰富.....	25
四、 稳进：核心业务壁垒强，创新赋能央国企.....	30
(一) 牌照稀缺性为基，占据市场主导地位.....	30
(二) “一利五率”分析：指标表现分化.....	31
(三) 充裕现金流，高分红比例 .....	32
(四) 出版行业：业绩稳健前行，把握 AI 赋能.....	33
(五) 电视广播板块：整合优势资源，发展迎来新契机 .....	38
五、 投资建议 .....	41
六、 风险提示 .....	43

# 一、板块复盘：AI 催化，波动上行

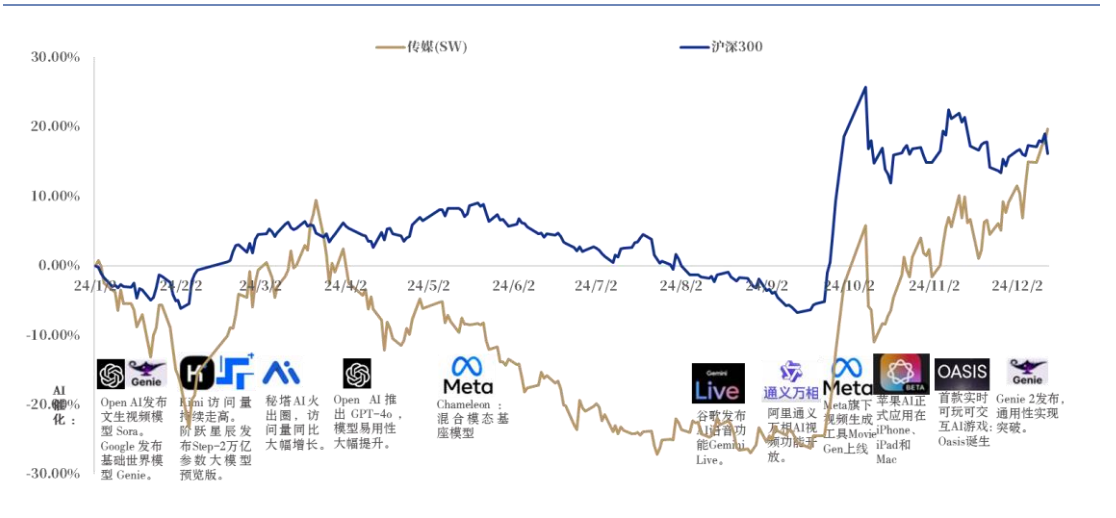
我们复盘了 A 股传媒行业 2020 年初至今的表现：总体来看，A 股传媒行业 2020 年至今共经历过两次高点：

第一次驱动因素主要是受益于疫情大环境下的“宅经济”，以游戏行业领涨带动板块上行，估值水平普遍抬升，同时业绩面有较大改善，在 2020 年 7 月 14 日传媒指数一度创出 930.26 的高点，随后进入调整阶段；

第二次则是经历了 2022 年基本面触底，在当时的节点叠加 AIGC 相关概念催化， $\alpha+\beta$  的共振下板块整体迎来量价修复。具体来看，2023 年上半年，受 AIGC 相关概念的催化，传媒进入新的上行周期，至 6 月 20 日，指数达到周期内高点 873.64，随后进入震荡调整，期间受短剧和互动影游等概念催化有过短暂上行。

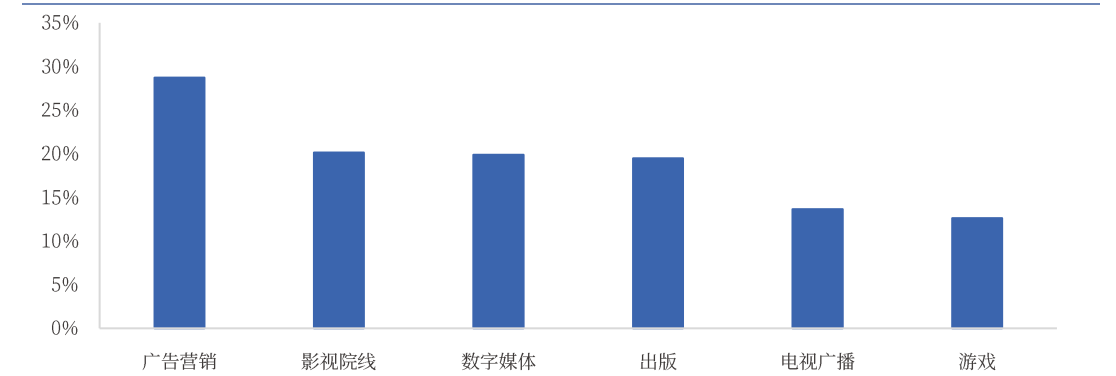
2024 年以来，A 股传媒板块走势依然受 AI 相关概念催化。2024 年初，受宏观环境影响，传媒指数持续下跌，2 月初，在市场整体回暖和 AI 视频模型 Sora、AI 世界模型 Genie 等一系列 AI 模型、应用的带动下，传媒板块整体实现一波上升，但后续其整体指数持续走低，呈现震荡回落的趋势，一度探底 449.85。9 月底以来，大盘整体回暖，传媒行业指数亦修复明显，后续受美股 AI 科技股爆发的带动，传媒行业指数持续走高，截至 2024 年 12 月 13 日，传媒板块年内涨跌幅为 19.01%，对比沪深 300 的年内涨跌幅为 14.63%。

图1：传媒行业 2024 年行情复盘



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图2：传媒子版块年初至今涨跌幅（截至 2024 年 12 月 13 日）



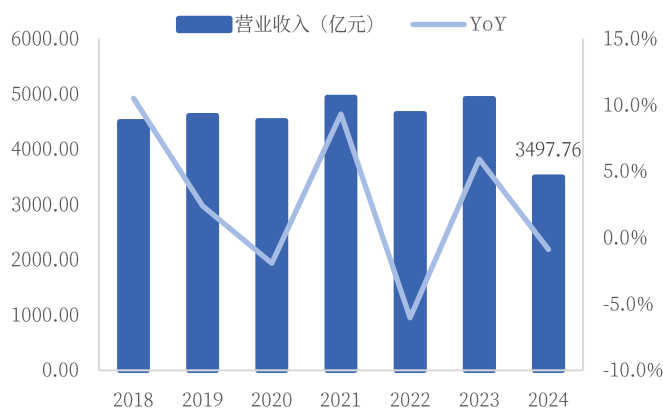
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院



从业绩面来看，经历过 2022 年基本面触底后，2023 年传媒板块业绩整体呈平稳修复的态势，2024 年以来细分子版块业绩分化，整体来看营收同比基本持平，利润端承压。

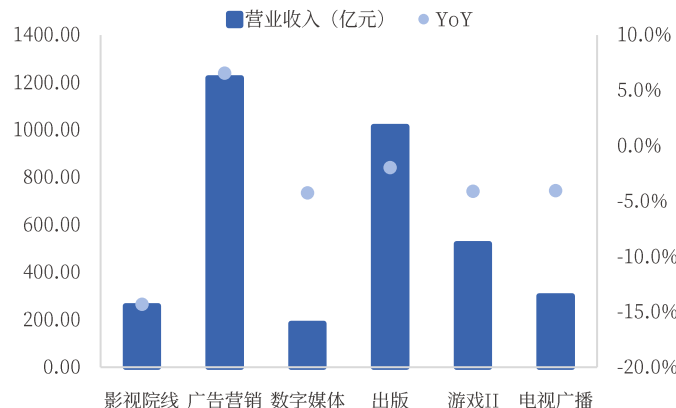
**营收端：**2024 年前三季度传媒行业（剔除 ST 成分后）实现营业收入 3497.8 亿元，同比下降 0.9%。其中广告营销板块营收同比增长明显，前三季度板块总营业收入 1219.5 亿元，同比增长 6.6%，主要系 2024 年以来营销大盘持续修复；影视院线板块营收同比下降最多，前三季度板块总营业收入 258.9 亿元，同比下降 14.3%。这主要是由于电影大盘供给侧走弱，拖累影视院线板块公司业绩所致。

图3：2018-2024 年传媒行业营业收入及增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（2024 年数据为前三季度）

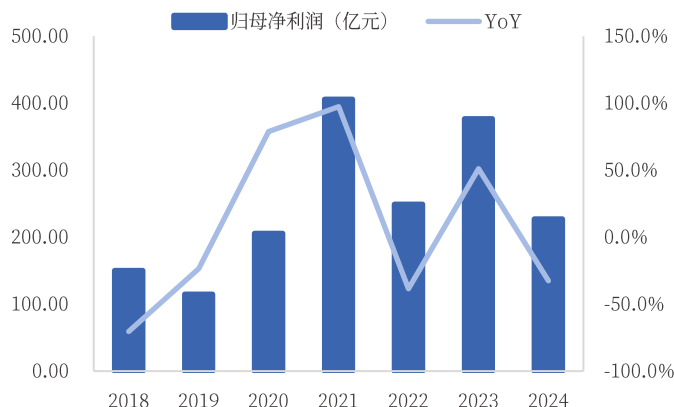
图4：2024 前三季度传媒行业分板块营业收入及增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

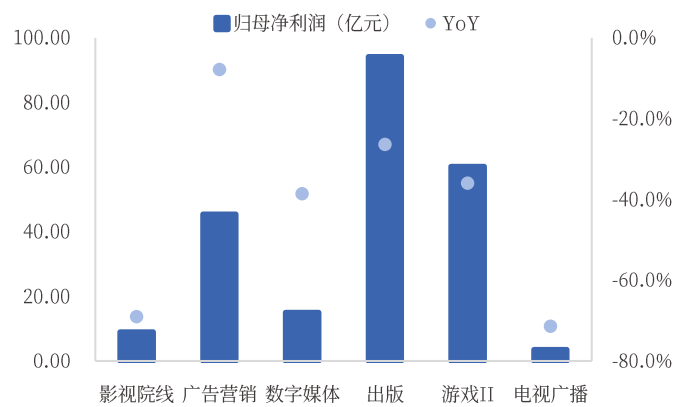
**利润端：**从归母净利润来看，2024 年前三季度传媒行业实现归母净利润 227.3 亿元，同比下降 32.5%。主要是受游戏行业营销费用增长、部分出版公司税收优惠政策到期、减值损失等多重因素影响。2024 年前三季度传媒板块共有 85 家公司盈利，其中 84 家公司持续盈利，1 家公司扭亏为盈；共有 43 家公司亏损，其中 20 家公司转盈为亏，23 家公司连续亏损。分子版块来看，各子版块归母净利润整体均有一定程度下降。考虑到大部分因素为短期或一次性因素，随着 2024 年中上线的新游开始释放业绩和影视院线供给端的反转将至，叠加年内稳健增长的广告营销大盘，长期来看传媒行业整体的利润增长动力仍较为充足。

图5：2018-2024 传媒行业归母净利润及增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（2024 年数据为前三季度）

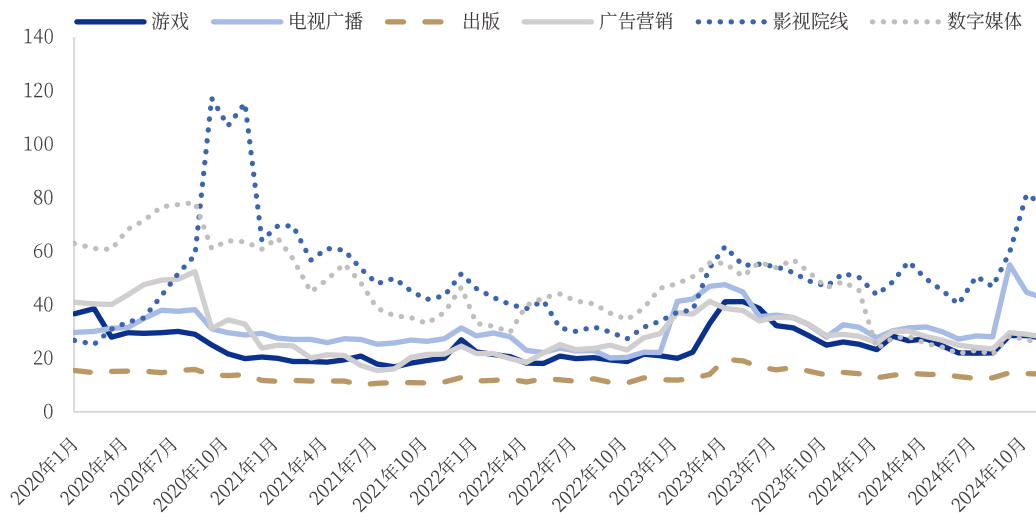
图6：2024 前三季度传媒行业分板块归母净利润及增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

分板块来看，目前传媒行业子版块估值已初步修复。主要高弹性板块如游戏、影视院线等整体仍处在历史区间中位值偏上。我们认为，行业基本面改善仍在进行中，后续主要高弹性板块估值仍有提升空间。

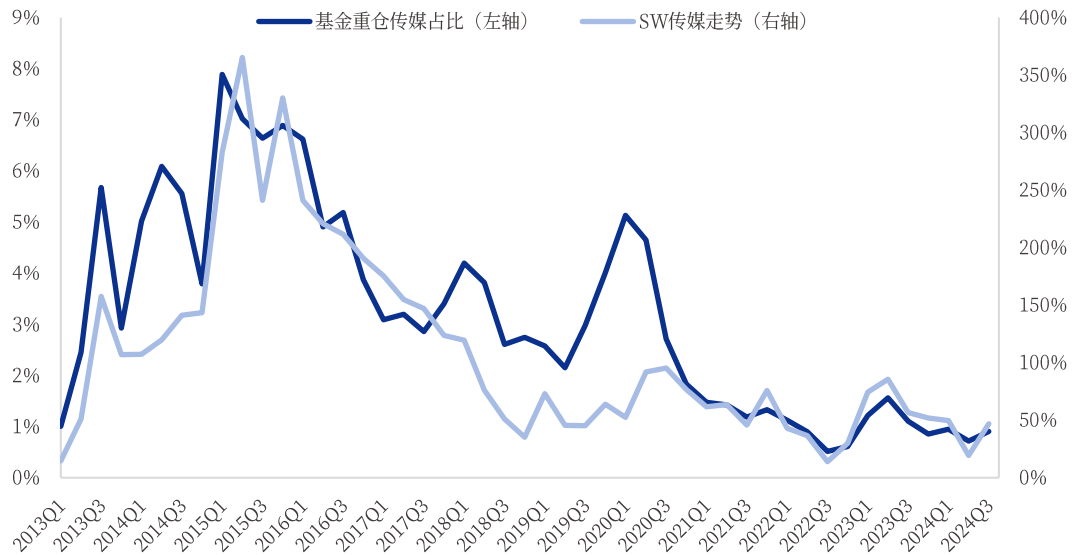
图7: 传媒细分行业估值走势 (截至 2024 年 12 月 13 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从配置力度看, 目前机构持仓长期处于低位: 2024Q3 传媒行业在公募基金重仓的比重是 0.91%, 相比于 24Q2 有所提升; 估值层面, 传媒板块目前仍处于较低位置: 截至 12 月 13 日, 传媒行业滚动市盈率为 28.57 倍 (TTM 整体法, 剔除负值), 全部 A 股为 14.58 倍, 分别较 2013 年以来的历史均值低 17.63% 和低 3.89%。行业估值溢价率方面, 目前传媒股的估值溢价率较历史平均水平低 54pct (当前值为 75.97%, 历史均值为 130.43%)。我们认为, 政策助力叠加行业整体内容供给基本面转好的预期, 当前时点传媒板块仍具有可观的上行空间。

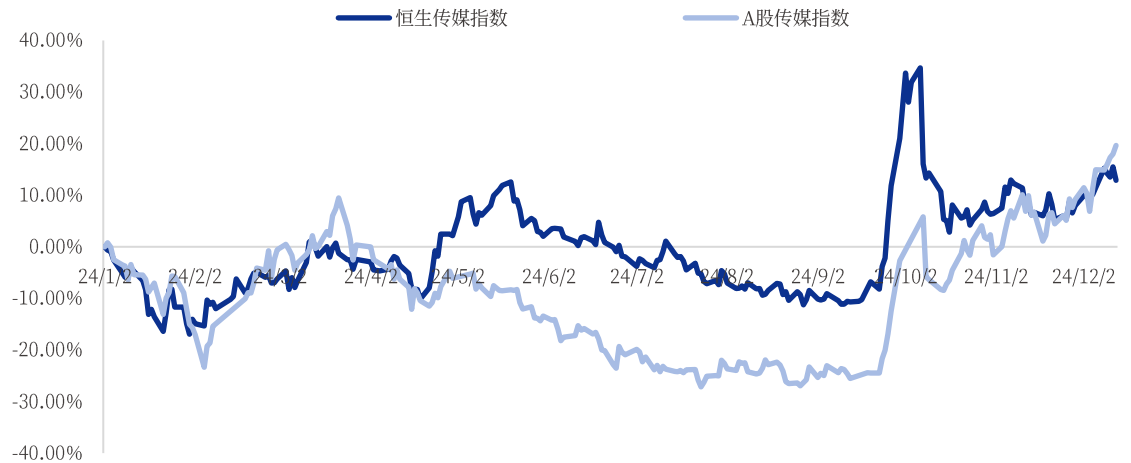
图8: 2023Q1-2024Q3 基金重仓传媒比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

港股传媒互联网投资性价比仍较高。港股传媒互联网市场 2024 年上半年整体呈现震荡波动, 在 9 月底一波上涨后进行了回调。截至 12 月 13 日, 恒生传媒指数年内上涨 12.49%, 较高点有所回落, 整体涨幅略低于 A 股传媒指数 6.52pct。对比 A 股市场看, 港股传媒行业整体估值水平仍然较低: 截至 2024 年 12 月 13 日, 恒生传媒指数市盈率为 20 倍, 明显低于 A 股传媒指数的市盈率 (43 倍)。

图9: 恒生传媒指数近期持续走强 (截至 2024 年 12 月 13 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024 年前三季度, 行业内整体业绩较 2023 年同期有小幅下行, 但重点板块后续业绩企稳确定性高, 叠加前期 A 股市场一波上涨行情后, 当前市场情绪较为积极, 整体风险偏好程度较高。看好后续业绩根基稳定或有明显供给侧恢复、投资性价比较高的赛道和外延有增量维度或外围因素改善的弹性品种。

我们认为后续应把握三条主线:

**1. 受益于财政预期转向, 基本面底部改善可能性较大的顺周期可选消费方向:**

- 1) **港股互联网:** 目前港股市场仍然处于估值低位, 随着政策面的积极向好及海外流动性转宽松的趋势更加明显。互联网板块龙头兼具高分红和景气向上, 且盈利改善预期加强, 投资性价比凸显。**建议关注: 1) 业务均稳健增长, 基本面稳固的腾讯控股; 2) 后续业绩有扭亏机会的互联网视频平台公司哔哩哔哩。**
- 2) **广告营销:** 2024 年 1-10 月, 广告市场同比上涨 1.9%。具体到互联网广告市场, 据 Quest Mobile, 2024 年上半年国内互联网广告市场规模达 3514 亿元, 同比增长 11.8%。我们认为, 年初至今的消费数据修复为广告投放市场带来信心, 部分细分渠道投放表现增长亮眼, 后续看好消费复苏所带来的市场增长。**建议关注: 楼宇媒体和影院银幕广告处于行业领先地位的分众传媒。**
- 3) **影视院线:** 2024 年以来, 电影市场档期效应和马太效应愈发明显, 供给端弱勢导致整体大盘后续表现下滑。展望后市, 目前春节档已有 4 部影片定档:《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》《熊出没·重启未来》, 此外还有多部高关注度影片档期待定, 市场关注度和热度较高, 电影大盘供给端反转确定性高, 关注影片后续定档及上线表现。**建议关注: 1) 优质影片待映的内容厂商博纳影业; 2) 院线端龙头万达电影; 3) 影片出品、宣发能力突出的猫眼娱乐。**
- 4) **游戏行业:** 2024 年以来游戏市场复苏趋势明显, 年内腾讯旗下《DNF 手游》、网易旗下《永劫无间手游》、哔哩哔哩游戏代理《三国: 谋定天下》、米哈游旗下《绝区零》等多款高关注度新游先后上线, 流水表现良好, 带动游戏大盘整体增长加速: 2024 年 1-10 月, 中国游戏市场实际销售收入为 2681.16 亿元, 同比增长 5.6%。**我们认为, 目前游戏行业供给端趋于稳定状态, 行业内高质量新游频出, 2024 年的新游陆续确认收入有望助力相关公司业绩实现增长。建议关注: 深耕 SLG 品类、游戏出海业务亮眼的神州泰岳。**

**2. AI 应用及 AI 产业链相关**

当前 AI 浪潮下，下游应用端的商业化仍在探索期，业绩表现存在一定时滞。我们认为**随着 AI 技术对行业的颠覆不断加速，坚守产业长期增长的逻辑确定性将成为关键**。2023 年以来各种人工智能大模型的不断迭代更新，目前主流人工智能大模型的智能水平已经达到了相当可观的水平。我们认为，人工智能的对 B 端和 C 端的影响力均在不断增强，看好相关 AI 应用的发展前景。建议关注：**1) AI+影视：辅助制作、素材产出；2) AI+游戏：游戏内 NPC 互动、互动影游；3) AI+社交陪伴：陪伴交流、个性化社交需求；4) AI+电商：库存管理、用户分析；5) AI+营销：精准投放，个性化推荐；6) AI+教育：智教系统、虚拟实验室；7) AI+办公：内容生成、非结构化数据处理；8) AI+出版：校对修改、智慧发行。**

短期来看，受 AI 技术及海外催化影响，建议关注海外映射 AI 产业链的投资机会。经前期调整后，目前板块具有较高的安全边际。中长期来看，随着包括基础世界模型和视频生成模型在内的各种 AI 模型不断更新迭代，AI 技术潜在的应用行业或将受益。**建议关注 AI 赋能下的内容生产相关公司：芒果超媒、昆仑万维等。**

### 3. 业务转型升级叠加央国企改革深化的传媒央国企

随着央国企改革的不断深化，传媒行业子版块如出版、广电、影视等板块的央国企竞争力不断提升。向后展望：并购重组能够优化企业资源配置、注入优质资产，强化协同效应，提升经营效率。这或将成为央国企进一步提升竞争力的重要手段。目前，行业内央国企普遍展现出业绩稳健、高分红、低估值的特点，具有较高的投资性价比。同时，AI 技术的快速发展为传媒央国企带来了新的增长动力。我们认为，未来在央国企改革、地方资源整合和 AIGC 的多重赋能下，传媒央国企，尤其是出版行业的央国企将同时兼具业绩稳健高分红与新兴业务快速增长的双重属性，展现“攻守兼备”的行业特征。**建议关注：主营业务稳健、外延业务不断拓展的山东出版、南方传媒以及市占率提升叠加 AIGC 数智平台赋能的中信出版。**



## 二、复苏：政策加码提振，优选顺周期可选消费

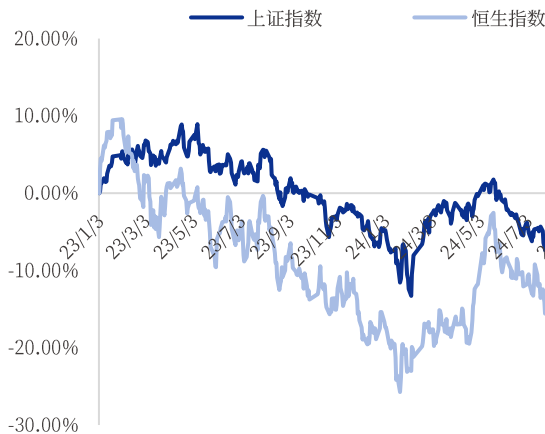
随着中国经济在 2024 年呈现出稳中向好的趋势，消费市场的上游供给端逐渐复苏，工厂开工率基本恢复至疫情前的水平。展望 2025，在政策扶持与市场内生动力双重作用下，宏观经济与收入预期或将稳步改善，进而促进市场信心的全面修复。随着居民收入水平的提升和消费信心的增强，消费需求将得到有效提振，不仅带动服务业与消费品市场的繁荣，还将加速产业升级与结构调整，最终推动我国经济基本面实现稳健增长，呈现更加均衡、可持续的发展态势。同时，行业在新技术、新平台的推动下，不断挖掘发展新动能，努力实现业务转型升级。我们认为，内容供给侧的不断修复，有望推动弹性较大的可选消费板块实现增长，建议关注互联网、广告营销、影视院线、游戏等子版块。

### （一）港股互联网：基本面改善叠加低估值，投资性价比高

#### 1. 港股市场当前估值在全球范围内性价比凸显

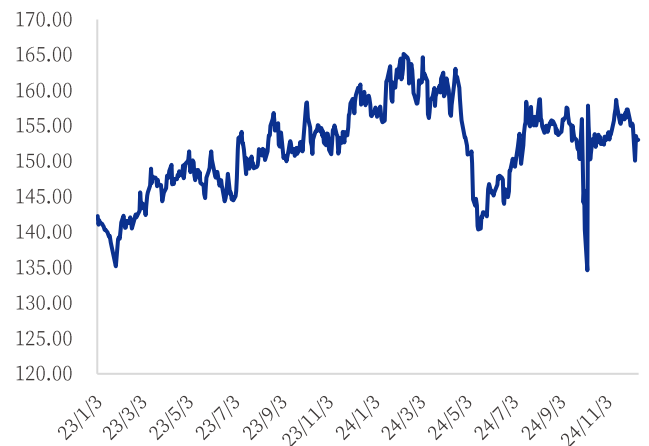
2023 年港股市场整体估值收缩，经历了大幅回调。2024 年以来，港股市场情绪有所回暖，港股市场成交活跃度明显提升：2024 年初至今（截至 12 月 13 日）恒生指数累计上涨 17.15%。与此同时，港股中期表现强于 A 股，但近期弱于 A 股，AH 溢价指数持续收窄，截至 12 月 13 日，AH 溢价指数回落至 153.0，处于近两年的中位偏上水平，港股市场仍具有较高投资性价比。

图10：恒生指数与上证指数 2023 年以来涨跌幅对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：沪港 AH 溢价指数 2023 年以来走势



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

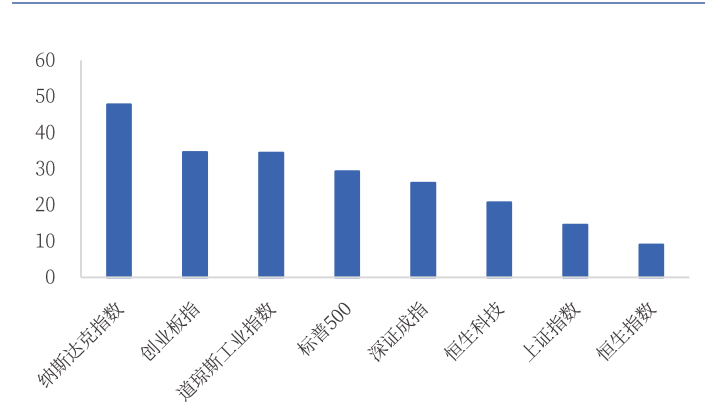
随着全球资金的积极进入，港股年内的上涨趋势有望延续。截至 2024 年 12 月 13 日，港股市场相较于其他国际市场仍处于估值低位：PE (TTM) 处于 2019 年来历史分位值约 23%。从市盈率的角度来看，港股目前仍处于全球资本市场的价值洼地，投资性价比凸显。

图12: 恒生指数 2019 年以来市盈率 (截至 2024 年 12 月 13 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全球市场主要指数估值 (截至 2024 年 12 月 13 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**放宽跨境互联互通, 流动性持续改善。**2024 年 4 月 19 日, 证监会发布了 5 项资本市场对港合作措施, 明确沪深港通股票 ETF 合资格产品范围、将 REITs 纳入沪深港通、支持人民币股票交易柜台纳入港股通、优化基金互认安排等拓宽港股资金流动通道、改善市场流动性的措施。政策明确拓展和优化沪深港通机制, 支持内地行业龙头企业赴港上市, 拓宽港股资金流动通道, 提升港股交易活跃度, 改善市场的流动性及稳定性。

**放宽特专科技公司上市融资门槛, 推动优质公司上市。**2024 年 8 月 23 日, 香港证监会与香港联交所宣布对《香港联交所主板上市规则》及相关指引文件作出短期修改。本次短期修改自 2024 年 9 月 1 日开始, 为期三年, 修改内容主要包括: 1)对于通过第 18C 章申请上市的特专科技公司, 下调上市时市值门槛; 2)对于根据第 18B 章上市的特殊目的收购公司所进行的并购交易, 下调最低独立第三方投资额要求, 同时对第三方独立性测试规定作出调整, 使得有关规定与适用于特专科技公司的资深独立投资者独立性测试保持一致。

**“跨境理财通”试点落地, 助力粤港澳互联互通。**为贯彻落实国家关于建设粤港澳大湾区的战略部署, 深化粤港澳金融合作, 根据《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》制度优化安排, 中国证监会与中国人民银行、国家金融监督管理总局、香港证监会密切配合, 稳步推进证券公司参与粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点。目前, 银河证券等 14 家证券公司完成了业务和系统准备, 成为首批试点开展“跨境理财通”的证券公司。这 14 家证券公司将与经香港证监会认可的机构合作, 服务大湾区居民跨境投资需求, 助力推进粤港澳区域金融市场互联互通。

**推动高水平开放, 服务实体经济。**11 月 19 日, 中国人民银行副行长国家外汇管理局局长朱鹤新在第三届国际金融领袖投资峰会表示, 中国人民银行、国家外汇局将继续深化内地与香港金融市场互联互通合作, 持续加大金融支持粤港澳大湾区建设力度, 巩固和提升香港离岸人民币业务枢纽和国际金融中心地位。同时, 继续推动金融领域高水平制度型开放, 以服务实体经济为导向, 不断提升跨境贸易和投融资便利化水平。

表1: 中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施

政策	内容
放宽沪深港通下股票 ETF 合资格产品范围	适度放宽合资格股票 ETF 的平均资产管理规模要求, 降低南向港股通 ETF 产品的港股权重和港股通股票权重要求, 北向沪股通、深股通 ETF 产品做对等调整, 支持香港国际资产管理中心建设。
将 REITs 纳入沪深港通	总体参照两地股票和 ETF 互联互通制度安排, 将内地和香港合资格的 REITs 纳入沪深港通标的, 进一步丰富沪深港通交易品种。

支持人民币股票交易柜台 纳入港股通	香港推出港币—人民币双柜台机制以来，内地与香港交易所和结算公司积极就人民币股票柜台纳入港股通开展研究，目前相关业务方案已初步达成共识。
优化基金互认安排	推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，进一步优化基金互认安排，更好满足两地投资者多元化投资需求。
支持内地行业龙头企业赴 香港上市	境外上市备案管理制度规则发布实施一年来，已有 72 家企业完成赴港首次公开发行（IPO）备案，赴港上市融资渠道畅通，有力支持内地企业利用两个市场、两种资源规范发展。中国证监会将进一步加大和有关部门的沟通协调力度，支持符合条件的内地行业龙头企业赴港上市融资。

资料来源：中国证监会、中国银河证券研究院

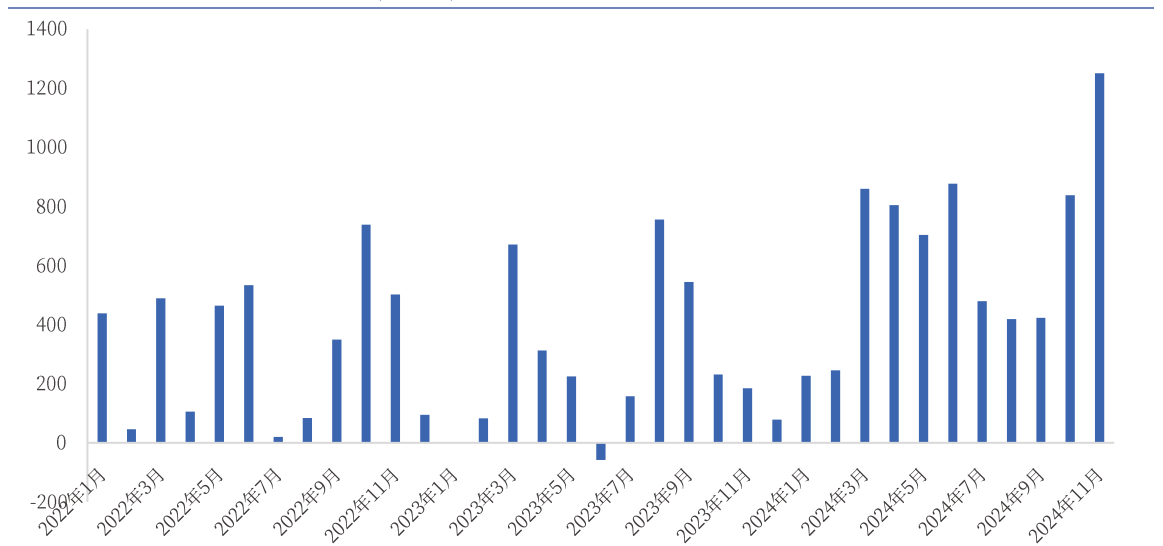
表2：扩大 ETF 政策调整前后对比

	调整前	调整后
基本规则	以港币计价，且近六个月日均资产规模不低于港币 17 亿元	不低于港币 5.5 亿元
跟踪标的与权重相关规则	跟踪的标的指数成份证券中，联交所上市股票权重占比不低于 90%	不低于 60%
	跟踪的标的指数为恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技指数或恒生香港上市生物科技指数的，其成份证券中港股通股票权重占比不低于 70%；为其他指数的，其成份证券中港股通股票权重占比不低于 80%	所有跟踪的标的指数不低于 60%

资料来源：香港交易所，中国银河证券研究院

截至 2024 年 11 月底，年内南向资金净流入港股市场约 7124 亿港元，超过 2020 年度的净流入额历史高点（6721 亿港元）。其中，2024 年 11 月单月南向资金净流入额为 1250.2 亿港元，对比 2024 年 7-9 月的南向资金净流入额分别为 479.46 亿港元、418.75 亿港元、423.27 亿港元、838.15 亿港元，南向资金活跃度在 11 月增长明显。上市公司数量方面，2024 年前三季度香港新上市公司共 45 家，其中主板上市 42 家、GEM(创业板)上市 3 家，共募资 555.81 亿港元，新上市数量较上年同期减少 2 家，募资金额增加 307.07 亿，同比增长 123.45%。

图14：近 3 年单月南向资金净流入额(亿港元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2. 港股头部互联网兼具高分红和景气向上

**基本面得到改善，降本增效效果显著：**我们复盘了港股主要互联网公司 2022-2024Q3 的业绩表现，整体上呈现两大特征：1) 基本面得到改善，多数互联网公司收入增速保持稳健，利润及现金流改善情况明显；2) 降本增效效益显著，目前头部互联网平台在确保一定的收入增速时，也会更着重成本的考虑，全面实施精细化管理策略，不断提升成本管控能力，改善盈利水平。在 AI 及相关垂类应用的加持下，多家互联网平台期间费用率持续下降，销售、管理费用率下降显著。

**2024 年前三季度，主要互联网头部公司营收均保持增长。**其中美团、快手、阿里巴巴等公司收入同比增长超 10%；哔哩哔哩盈利情况持续改善，亏损幅度大幅收窄，Q3 单季度经调整净利润实现扭亏。

表3：部分港股互联网公司营收和利润情况

类别	公司	营业收入 (亿元)			收入增速			调整后净利润 (亿元)			调整后净利润率		
		2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022
游戏	腾讯控股	4,878	6,090	5,546	7.5%	9.8%	-1.0%	1,707	1,617	1,192	35.0%	26.6%	21.5%
	网易	785	1,035	965	2.9%	7.2%	10.1%	238	326	228	30.3%	31.5%	23.6%
短视频 内容社区	快手	915	1,135	942	13.1%	20.5%	16.2%	130	103	-58	14.2%	9.1%	-6.1%
	哔哩哔哩	191	225	219	18.0%	2.9%	13.0%	-5	-34	-67	-2.6%	-15.2%	-30.6%
电商	阿里巴巴	7,193	8,687	8,531	8.9%	1.8%	18.9%	1,331	1,414	1,364	18.5%	16.3%	16.0%
	京东	8,118	10,847	10,462	4.3%	3.7%	9.9%	234	352	282	2.9%	3.2%	2.7%
本地生活	美团	2,491	2,767	2,200	22.7%	25.8%	22.8%	339	233	28	13.6%	8.4%	1.3%
工具	百度	990	1,346	1,237	-0.6%	8.8%	-0.7%	203	287	207	20.5%	21.4%	16.7%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院（2024 年数据截至前三季度）

表4：部分港股互联网公司费用率情况

类别	公司	销售费用率			管理费用率			财务费用率			整体费用下降率表现
		2023	2022	2021	2023	2022	2021	2023	2022	2021	2023 对比 2021
游戏	腾讯控股	5.6%	4.3%	7.2%	17.0%	15.7%	16.0%	-0.3%	0.2%	0.2%	-1.2%
	网易	13.5%	13.9%	13.9%	4.7%	4.9%	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%
短视频 内容社区	快手	32.1%	39.4%	54.5%	3.1%	4.2%	4.2%	-0.5%	-0.2%	0.0%	-24.0%
	哔哩哔哩	17.4%	22.5%	29.9%	9.4%	11.5%	9.5%	-1.7%	-0.1%	0.4%	-14.7%
电商	阿里巴巴	11.9%	14.0%	11.4%	4.9%	3.7%	7.7%	2.0%	2.4%	-9.5%	9.2%
	京东	3.7%	3.6%	4.1%	0.9%	1.1%	1.2%	0.3%	0.2%	-0.3%	-0.1%
本地生活	美团	21.2%	18.1%	22.7%	3.4%	4.4%	4.8%	0.2%	0.4%	0.2%	-3.0%
工具	百度	17.5%	16.6%	19.8%	-	-	-	-3.5%	-2.7%	-1.7%	-4.2%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

注：百度披露的销售费用和管理费用为合并口径【销售及管理费用】，故仅列示在销售费用率处

**分红比例上升，重视股东回报价值。**头部互联网平台重视股东回报与收益，不断提升其分红比例，制定的回购及分红计划执行良好，与市场情绪的修复形成共振，腾讯、网易、阿里巴巴等公司年度现金分红总额呈现明显的增长趋势。此外，互联网公司年内回购规模不断提升：以腾讯为例，2024 年以来腾讯股份回购规模已接近去年全年的两倍，达 961 亿元。



表5: 部分港股互联网公司分红和回购情况 (2024年数据截至12月13日)

类别	公司	现金分红总额 (亿元)			回购总额 (亿元)			
		2023	2022	2021	2024	2023	2022	2021
游戏	腾讯控股	207	132	127	961	449	296	22
	网易	81	67	35	0	-	-	-
短视频	快手	-	-	-	46	13	-	-
内容社区	哔哩哔哩	-	-	-	0	-	-	-
电商	阿里巴巴	181	-	-	0	-	-	-
	京东	68	134	-	0	-	-	-
本地生活	美团	-	-	-	257	-	-	-
工具	百度	-	-	-	0	-	-	-

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

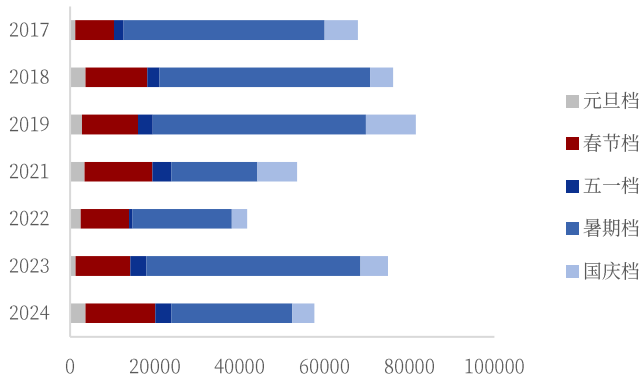
## (二) 影视院线：供给拐点将至，把握确定性复苏

### 1. 供需双弱致 24 年影视大盘承压

2023 年至 2024 年初电影大盘表现为疫情结束后的恢复性增长，档期效应和马太效应愈发明显。2023 暑期档、2024 元旦档、春节档、清明档票房均刷新中国影史对应档期票房记录。其中，2024 年元旦档总票房 15.33 亿元，同比增长 180.25%，观影人次 3669 万，同比增长 195.55%；2024 春节档总票房 80.49 亿元，同比增长 18.96%，总人次 1.63 亿，同比增长 26.31%；2024 清明档总票房 8.43 亿元，同比增长 325.76%，观影人次 2108 万，同比增长 291.17%。

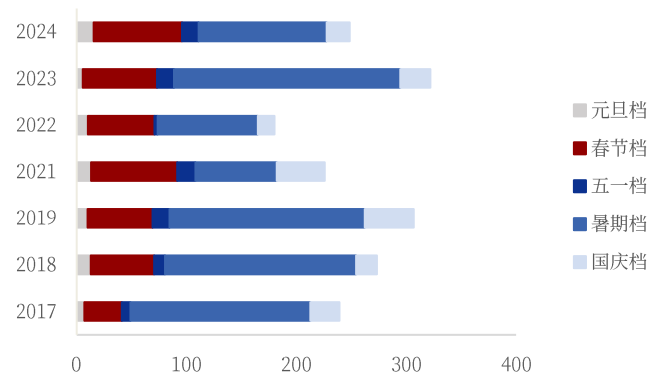
2024 年上半年重点档期票房同比增长明显，但普通周末及后续暑期档、国庆档爆款影片供给不足，导致 2024 年整体大盘同比下滑。截至 2024 年 12 月 22 日，年内票房达 415.40 亿元，较 2023 年同期有一定程度下滑。

图15: 2017-2024 年重点档期观影人次 (万人)



资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院

图16: 2017-2024 年重点档期票房 (亿元)

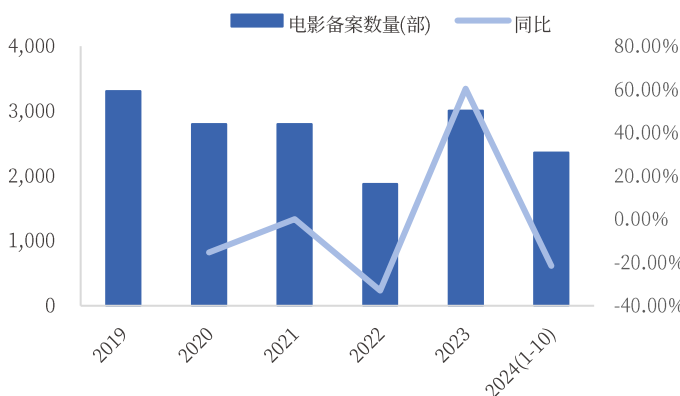


资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院

### 2. 供给端：储备充足，关注优质内容上线

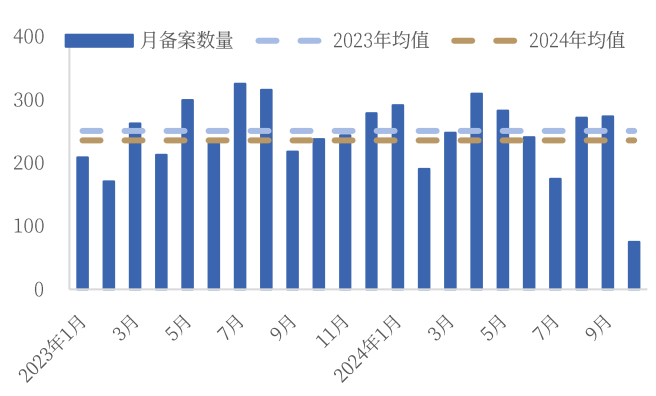
2024 年电影备案数量延续了 2023 年以来的增长态势: 2024 年前 10 个月电影备案数量达 2361 部，当前电影内容市场活跃，新片备案数量充足，备案电影将作为电影市场的内容储备，在未来为电影大盘供给侧注入长久的增长动力。

图17: 2019-2024 年电影备案数量 (2024 年仅统计前 10 个月)



资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院

图18: 2023 年以来单月电影备案数量 (部)



资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院

**2025 年春节档有望迎来内容拐点。**据灯塔专业版，目前已有多部重点影片定档春节档（《封神第二部：战火西岐》《射雕英雄传：侠之大者》《熊出没·重启未来》）。此外，多部高关注度影片如《哪吒之魔童闹海》《蛟龙行动》《唐探 1990》等也有望在 2025 年上映。后续档期影片储备丰富且不乏高质量、高关注度影片，看好后续 2025 年大盘票房表现。

表6: 电影市场后续待上映电影情况整理

上映日期	影片名称	影片类型	导演	主演
2024-12-16	巴铁女孩	剧情	杨瑾	岳野,Shaiza channa,王佳佳,Suraj Arman Khan
2024-12-20	疯狂的外星人	喜剧,科幻	宁浩	黄渤,沈腾,汤姆·派福瑞,马修·莫里森
2024-12-20	狮子王: 木法沙传奇	剧情,动画,歌舞,冒险	巴里·詹金斯,巴里·詹金斯	亚伦·皮埃尔,小凯文·哈里森,蒂凡尼·布恩,卡吉索·莱迪加
2024-12-20	丈夫的秘密	惊悚,恐怖	朱迅	熊婧文,韩陌,姚致远,林曦汐
2024-12-25	爱有天意	爱情,剧情	王泽雨	范事成,刘晨
2024-12-27	误判	剧情,动作	甄子丹	甄子丹,张智霖,许冠文,吴镇宇,张天赋,郑则仕,刘江,喻亢,栢天男,林家熙,陈欣妍,冯皓扬,朱栢康
2024-12-27	名侦探柯南: 迷宫的十字路口	动画,悬疑,冒险	儿玉兼嗣	高山南,堀川亮,山口胜平,山崎和佳奈
2024-12-28	曾经的我们致 70-80-90	犯罪,剧情	杨帆	金良,周娇,冶彦
2024-12-31	误杀 3	犯罪,悬疑,剧情	甘剑宇	肖央
2024-12-31	“骗骗”喜欢你	爱情,喜剧	苏彪	金晨,孙阳,李雪琴,王皓,王耀庆
2024-12-31	夜半凶宅	恐怖,惊悚	王盈希,陈京	陈美行,王城钧,孙杨,贝乐乐
2024-12-31	直播惊魂夜	惊悚,恐怖	马帅峰	魏璐,吴旭东
2025-01-01	爸爸,让我再爱你一次	剧情,青春,家庭	邓建国	张子文,关英雪,高强,兰岚
2025-01-01	穷途末路	剧情,家庭	朱红岩	朱红岩,石青山,梅莹莹
2025-01-10	小英雄雨来	动画,儿童,励志	王慧	陈奕阳,任一凡,谭筱墨,张鸣谦
2025-01-15	同学们好	儿童,喜剧,剧情	方刚亮	鄂靖文,车晓,耿乐,胡可
2025-01-29	封神第二部: 战火西岐	神话,史诗,战争,动作	乌尔善	娜然,黄曦彦,李昀锐,艾力江·库尔
2025-01-29	射雕英雄传: 侠之大者	武侠	徐克	肖战,庄达菲
2025-01-29	熊出没·重启未来	科幻,喜剧,冒险,动画	林永长	
2025-01-29	哪吒之魔童闹海	剧情/动画	饺子	
待定	蛟龙行动	剧情/动作	林超贤	黄轩,于适,杜江
待定	唐探 1990	剧情/喜剧 /悬疑	陈思诚	王宝强, 刘昊然
待定	无名之辈 2	武侠	徐克	刘德华, 陈明昊
待定	平原上的火焰	爱情/犯罪	饶晓志	周冬雨, 刘昊然
待定	天才游戏	悬疑	程亮	彭昱畅, 丁禹兮
待定	盗火者	剧情/谍战	徐展雄	王源, 张雪迎
待定	狂野时代	剧情/科幻	毕赣	易烊千玺, 舒淇
待定	猎毒	动作/犯罪	高子彬	杨紫, 王千源
待定	小倩	动画	毛起超	
待定	水饺皇后	剧情	刘伟强	马丽, 惠英红
待定	即兴谋杀	悬疑/犯罪	程亚楠	李庚希, 邓家佳
待定	第十七条	剧情		
待定	转念花开	剧情/犯罪	贾玲	张小斐, 杨紫
待定	酱园弄	剧情/犯罪	陈可辛	章子怡,王传君,易烊千玺,梅婷

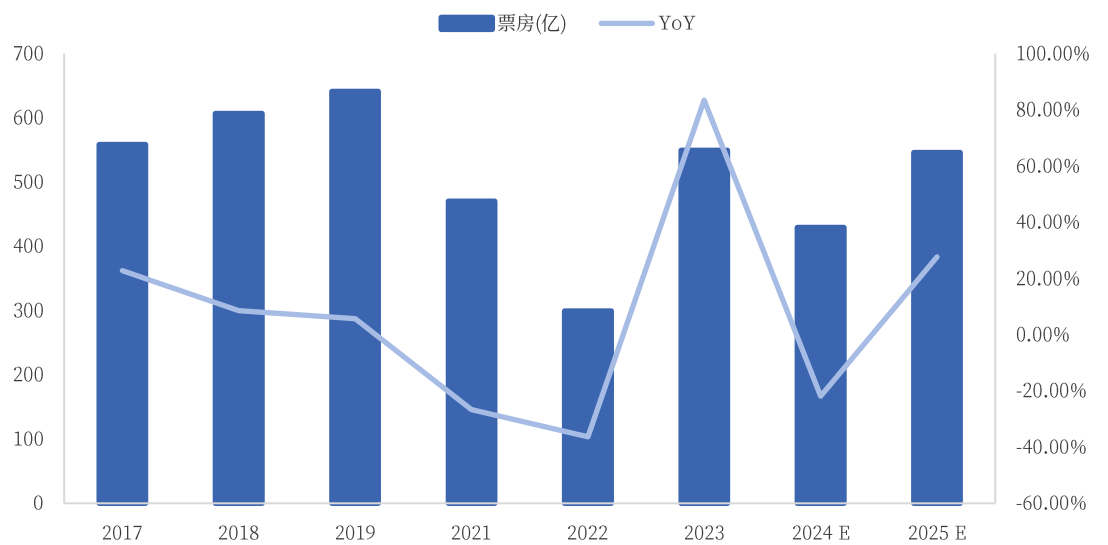
资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院

### 3. 2025 电影市场展望

12月9日，国家电影局宣布启动“跨年贺岁喜迎新春--全国电影惠民消费季”，宣布将通过购票立减、抽奖观影、春节超值套票、异业联动等形式，合计投入不少于6亿元观影消费补贴。补贴时间为2024年12月-2025年2月，覆盖元旦、春节等重要电影档期。考虑到目前春节档已经官宣多部高关注度影片，我们认为：在供给端2025年回暖确定性较高的前提下，观影消费补贴将进一步提振影迷观影意愿，有望结束2024年下半年以来电影市场供需双弱的态势，看好后续电影市场的大盘表现。

为预测2025年重点档期票房，参考2017-2024年的历史数据，量价拆分后估算，预计2025年春节档、暑期档和国庆档的观影人次将分别达到20050 / 35656.7 / 6411.9万人次，平均票价将分别达到51.1 / 42.4 / 41.9元，票房收入将分别达到102.44 / 148.60 / 26.85亿元。全年票房方面，预计2025年全年票房在550亿元左右，基本恢复至2023年全年水平。

图19: 2018-2025E 票房大盘



资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院

表7: 2017-2025E 观影人次、平均票价、票房收入

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
观影人次 (亿)	16.24	17.18	17.28	5.49	11.67	7.12	13.00	10.15	12.45
同比	18.28%	5.79%	0.58%	-68.23%	112.57%	-38.99%	82.58%	-21.92%	22.70%
平均票价 (元)	34.42	35.32	37.11	36.98	40.29	42.08	42.28	42.3	43.84
同比	3.86%	2.61%	5.07%	-0.35%	8.95%	4.44%	0.48%	0.05%	3.64%
票房收入 (亿元)	558.80	606.88	641.49	203.14	470.36	299.49	549.52	429.35	545.96
同比	22.78%	8.60%	5.70%	-68.33%	131.54%	-36.33%	83.49%	-21.87%	27.70%

资料来源: 灯塔专业版, 中国银河证券研究院

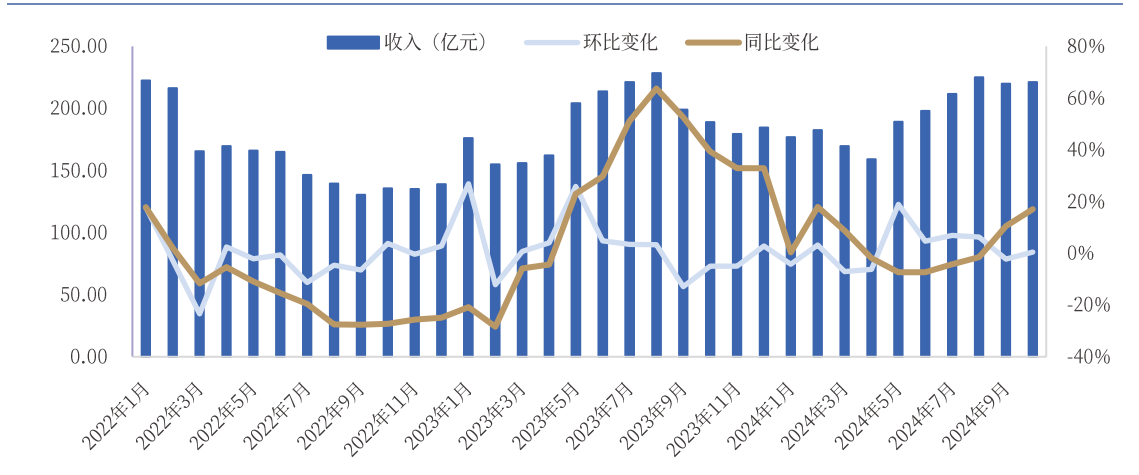


### (三) 游戏行业：新游业绩逐步兑现，看好长期市场发展

#### 1. 游戏大盘持续回暖，国内市场销售收入稳中有增

2024 年以来，移动游戏大盘继续保持稳健增长势头：2024 年 1-10 月，中国游戏市场实际销售收入为 2681.16 亿元，同比增长 5.6%。截至 2024 年 10 月，年内新发放的国产游戏版号为 1072 款，大幅领先去年同期，供给端持续向好。

图20：2022 年至今中国移动游戏销售收入



资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

**优质项目储备充足，重点新游陆续上线。**随着游戏行业版号发放逐渐常态化，各游戏厂商储备游戏陆续上线，游戏产品新周期陆续开启。总体来说，2024 年进入游戏龙头的产品释放期：腾讯旗下《DNF 手游》、哔哩哔哩游戏代理《三国：谋定天下》等多款新游上线后流水表现亮眼，产品有望在长期为公司持续提供业绩增量。考虑到后期游戏流水的收入递延效应以及新上线新游的优秀表现有望延续，我们认为 2025 年这些公司业绩将有望实现持续增长。同时，重点关注后续关注度较高的新游上线进度储备：《王者荣耀：世界》《异环》等。

表8：重点关注公司储备游戏进度梳理

公司名称	游戏名称	获版号否	计划上线时间	预计进度
	《王者荣耀：星之破晓》	有	2025 年	24 年 5 月测试
	王者荣耀世界		2025-2026 年	24 年 10 月线下试玩
	洛克王国:世界	有	2025-2026 年	24 年 8 月首测
	逆城:木来	有	2025-2026 年	24 年 9 月首测
	最终幻想 14:水晶世界	有	2025-2026 年	24 年 12 月首测
网易	燕云十六声	有	2024 年	24 年 12 月首测
	漫威争锋	有	2024-2025 年	24 年 12 月上线
	破碎之地	有	2025 年	24 年 9 月首测
	代号无限大		2025-2026 年	24 年 12 月技术测
	FragPunk(端游)		2025-2026 年	24 年 10 月封闭测
完美世界	诛仙 2	有	2025-2026 年	24 年 8 月首测
	诛仙世界	有	2024 年	24 年 12 月公测
	异环		2025-2026 年	24 年 11 月首测
吉比特	问剑长生	有	2025 年	25 年 1 月公测

	异界原点传说：史莱姆不哭	有	2024 年	24 年 12 月上线
恺英网络	盗墓笔记：启程	有	2024 年	24 年 8 月预约
	数码宝贝	有	2025 年	24 年 12 月二测
三七互娱	离火之境	有	2024 年	24 年 12 月上线
祖龙娱乐	龙族：卡塞尔之门	有	2025 年	24 年 9 月公测

资料来源：各游戏及公司官网，中国银河证券研究院

### 三、成长：技术高速迭代，AI+赋能进行时

当前，AI 应用场景不断落地，在 C 端，用户渗透率不断提升，主要 AI APP 活跃数据持续环比增长；在 B 端，AI 营销等领域的商业化模式已经逐步得到验证。在 AI 浪潮下，随着 AI 技术对行业的颠覆不断增加，AI 应用将有望为多个领域带来更加多样化的应用场景、推动行业生态的发展。

#### (一) 开源的生态推动 AI 技术高速发展

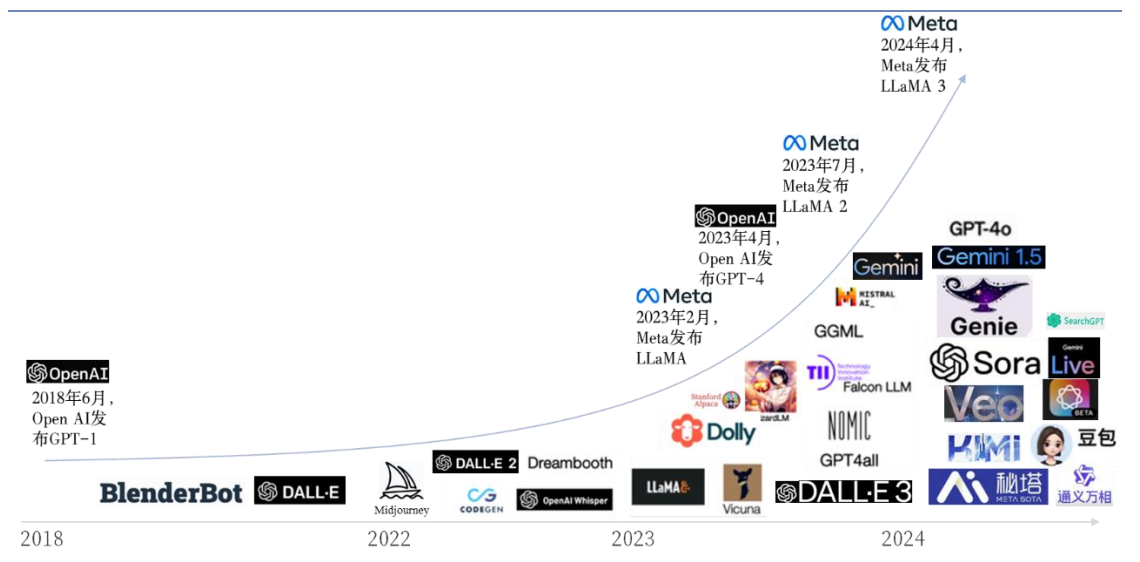
回顾人工智能的发展历程，目前全球人工智能的发展大致经历了两个阶段：

1) 1.0 阶段——被动分析与判断：早期的人工智能的主要能力是被动地接受信息来进行分析和判断。比较典型的例子如：生物识别技术（根据人脸、虹膜等特征信息输入判断是否匹配）。这些技术没有主动创造内容的能力，更多地是对人类所输入信息的判断和匹配。

2) 2.0 阶段——生成式 AI 出现：随着人工智能的不断发展，AI 的能力不再仅限于对被动输入信息的接受和分析，而是具备了一定的主动输出内容的能力。在这一发展进程中，Transformer 和 Diffusion Model 这两个算法模型对推动生成式 AI 的发展起到了重要的作用。目前的生成式 AI 已经可以自主生成文本、图片、视频等多种模态的信息。

在人工智能的发展过程中，开源的生态起到了重要的作用：头部 AI 公司引领着各项技术向前，并使得后来者能够了解到最新的技术进展并发展相关的技术应用，而技术应用又进一步促进 AI 技术的发展。

图21：AI 开源加速技术发展进程



资料来源：Open AI, Meta, Google Deep Mind, 中国银河证券研究院

在开源生态的大背景下，以 Open AI 为代表的一批 AI 头部公司不断推动大模型的迭代发展。同时，人工智能、大数据和 XR 等技术间的相互融合应用不仅为用户带来了丰富多彩、高度沉浸的体验，也为内容创作者和媒体产业提供了全新的工具和平台，推动了创新和多样化的发展。从工具迭代（生成式 AI）到内容生产（生成 AI+数据+创意），再到媒介更新（生成 AI+数据+XR）。这些以 AI 技术为代表的新质生产力在传媒领域中的运用标志着一个由技术进步引领的体验方式和参与度的革新时代，开启了传媒领域新篇章。

表9: Open AI 2024 年技术及产品进展梳理

时间	具体技术/模型
2024 年 2 月	发布了其首个文生视频模型 Sora。相比其他文生视频模型，Sora 在整体性能，尤其是最大生成时长上有了较大幅度提升。
2024 年 5 月	发布新的“全能模型” GPT-4o，能提供与 GPT-4 同等程度的模型能力，推理速度更快，还能提供同时理解文本、图像、音频等内容多模态能力。
2024 年 6 月	发布基于 GPT-4 的模型 CriticGPT，旨在找出 ChatGPT 代码输出错误、辅助改进，并更好地帮助工程师评估 ChatGPT 响应质量和准确性
2024 年 7 月	Open AI 发布 GPT-4o mini，作为 GPT-4o 系列最具成本效益的型号，同时面向小部分 ChatGPT Plus 用户推出 ChatGPT 高级语音模式的 Alpha 版本进行测试。
2024 年 9 月	1) 推出 o1 系列模型，包括 o1、o1-preview 和 o1-mini 三款。该系列模型通过模仿人类的推理过程，能够在回答前进行更深入思考，从而处理更复杂任务； 2) 正式向 ChatGPT Plus 和 Team 用户推出高级语音模式，支持超过 50 种语言。
2024 年 10 月	1) 推出新型连续时间一致性模型 sCM，将开启视频、图像、三维模型、音频等实时、高质量、跨领域的生成式人工智能新阶段； 2) 发布新的交互方式 Canvas，允许用户在一个单独窗口中与 ChatGPT 进行深度合作，进行详细的内嵌反馈、针对性的编辑以及内容重写； 3) 发布可直接在 Windows 电脑或 Mac 客户端使用高级语音模式； 4) 正式上线搜索功能 ChatGPT Search，能使用网络最新信息来回答问题，并提供相关来源的链接。
2024 年 12 月	连续 12 场发布会：1) 介绍关于 o1 模型、Sora；2) 介绍 Canvas，通过人机协作写作对 AI 生成内容直接进行调整，可以使 AI 和人的协作更紧密，Canvas 可以运行 python 代码；3) 介绍新功能 Santa Mode，将数字世界和物理世界连接起来。此外还介绍了公司与 Apple 产品的合作；4) 推出一系列 AI+功能：包括语音、文件管理等，同时升级了搜索和桌面应用程序；5) 新一代推理模型 o3:正式版 o3 及精简版 o3-mini 发布，在特定条件下，已达到 AGI 的水平。

资料来源: Open AI, 新智元, 中国银河证券研究院

表10: 2024 年国内大厂 AI 重要进展梳理

公司	时间	具体技术/模型
百度	2024 年 4 月	发布文心大模型 4.0 的工具版。可以体验代码解释器功能，通过自然语言交互，就能实现对复杂数据和文件的处理与分析，还可以生成图表或文件，能够快速洞察数据中的特点、分析变化趋势、为后续的决策提供支撑。
	2024 年 6 月	发布了文心大模型 4.0 Turbo，同时发布了飞桨新一代框架——飞桨框架 3.0，具备动静统一自动并行、编译器自动优化、大模型多硬件适配、大模型训推一体等核心技术，支撑大模型效果更好，性能更优。
	2024 年 11 月	发布两大赋能应用的 AI 技术：检索增强的文生图技术 (iRAG) 和无代码工具“秒哒”。文心 iRAG 用于解决大模型在图片生成上的幻觉问题，极大提升实用性；无代码技术“秒哒”让每个人都拥有程序员的能力，将打造数百万“超级有用”的应用。
阿里巴巴	2024 年 4 月	推出最新语言大模型“通义千问”，并陆续接入阿里巴巴生态的所有商业应用中，如企业通讯、智能语音助手、电子商务、搜索、导航、娱乐等，从而进一步提升用户体验。
	2024 年 10 月	发布 AI 生意助手 2.0，在外贸经营的四大难点：发品、接待、营销、合规领域分别为中小企业配备了 4 个专业的 AI Agent，在各自领域帮外贸人找到更高效的经营方式，实现生意增长。
腾讯	2024 年 9 月	推出 AI Infra 品牌“腾讯云智算”，集计算、储存和网络解决方案于一体，通过优化基础设施，助力企业更高效地开发和训练大模型。 基于 MoE 架构，首次发布了“腾讯混元 Turbo”模型，与上一代混元模型相比，其推理效率提升了一倍，而推理成本则降低了 50%。
字节跳动	2024 年 5 月	发布字节跳动豆包大模型家族、火山方舟 2.0、AI 应用及 AI 云基础设施等一系列最新产品。

资料来源: 新智元, 中国银河证券研究院



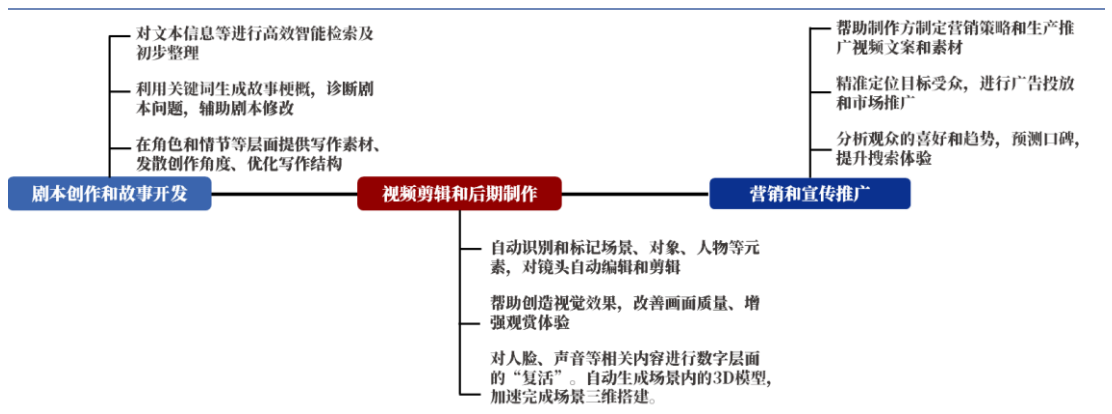
## (二) AI 应用：“AI+” 赋能多行业，细分板块有望受益

### 1. AI+影视：

AIGC 有望在影视生产全环节得到广泛应用。前期策划阶段，AIGC 可根据电影主题、风格、人物等要素自动生成剧本草稿。此外，AI 还可以辅助分镜制作，提供视觉参考，从而加快电影前期准备工作。电影制作阶段，多模态 AI 可以低成本地生产图片、音频、视频等素材，从而提供更多元的内容供给。AI 技术还可用于辅助场景生成，特效制作等环节，从而为影片带来更逼真的视觉效果和更丰富的细节。AI 工具还为视频处理提供了有力的工具，大幅降低了视频去除噪点、模糊、抖动，提升画质，提取关键镜头的剪辑难度。

此外，AIGC 还可用于进行风格迁移，从而加速电影 IP 向周边商品、漫画、游戏等媒介的落地。宣发阶段，AI 模型可根据用户画像定制优化预告片、海报及展示的评论等。同时结合虚拟数字人技术，发行商有望以极低的成本实现映前观众与电影人物的“面对面”交流，从而持续地在维持电影话题热度。

图22：AI 赋能影视生产全环节



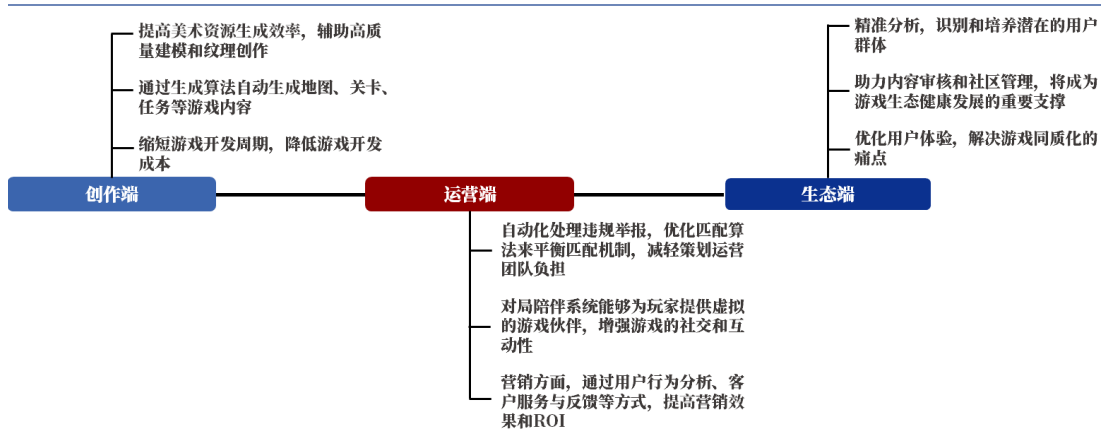
资料来源：中国银河证券研究院

当前，AIGC 蓄势待发，预备在影视行业掀起新一轮的技术变革和竞争力洗牌，国内各大平台与影视公司也在 AIGC 的应用研究与业务协同上开启了应对未来的准备。从《斗罗大陆》《吞噬星空》到《三体》《遮天》，腾讯视频在视效技术规模化运用和长期投入方面展现出了灵敏的嗅觉。自 AIGC 出现后，腾讯视频在动画行业中也开始探索二维和三维界限的打破。我们认为，未来通过借助三维工业化流程和 AIGC 的辅助，如文生图、图生图、文生视频的能力，行业难题有望被突破，二维动画的效率和产能将有进一步的提升。

### 2.AI+游戏：

游戏作为集合了文字、图像、声音、视频等内容形式的商业化应用，有望更好地在研发端利用多模态大模型的能力，AI 对游戏行业的长期催化作用值得看好：经过技术探索和商业化合落地，AIGC 技术已被广泛应用在游戏资产生成，仿真场景渲染等多个环节。遵循供给端降本增效，需求端革新交互体验，挖掘用户付费意愿的逻辑，我们认为，AI 技术将通过 AIGC 工具（绘画工具、文本创作、语音合成等）和 AI 工具来对游戏行业全产业链条进行重塑：

图23: AI 赋能游戏产业链



资料来源: 中国银河证券研究院

**1) 创作端:** 传统的游戏创作端存在着资源生成效率低、成本高昂的痛点。特别是在美术资源的制作上, 高质量的 3D 模型和纹理的创作往往需要大量的手工艺术家工作时间, 这不仅使得游戏开发周期延长, 而且大幅度增加了开发成本。在 AI 技术的加持下, 游戏创作将在自动化内容生成 (如 AIGC 绘画工具和 3D 模型生成) 方面发生根本性的变革。具体而言, **AIGC 可以通过生成算法自动生成地图、关卡设计、任务等游戏内容, 分析玩家数据并进行游戏平衡性调整等, 提高开发效率和游戏多样性。**

**2) 运营端:** 在游戏运营方面, AI 技术可以通过智能 NPC、智能 BOT 和掉线托管等应用, 解决现有运营工作杂、营销转化弱的难题。例如, AI 可以帮助处理违规审判, 通过学习判断何为游戏内的违规行为, 自动化处理大量的审判工作, 减轻运营团队的负担; AI 也能实现平衡匹配, 通过分析玩家的技能水平和游戏习惯来优化匹配算法, 从而提供更公平、更有趣的游戏体验; 同时, 对局陪伴系统能够为玩家提供虚拟的游戏伙伴, 增强游戏的社交和互动性。在游戏营销方面, AIGC 可以通过用户行为分析、客户服务与反馈、营销预测和广告优化等方式, 提高营销效果和 ROI。

**3) 生态端:** 在游戏生态构建上, AI 技术的应用将有助于优化用户体验和增强运营工作的自动化, 解决游戏体验同质化的痛点。AI 可以通过精准的数据分析来提升营销转化率, 为运营团队提供决策支持, 并帮助他们识别和培养潜在的用户群体。此外, AI 在内容审核和社区管理方面的应用, 如自动化过滤不良信息, 也将成为游戏生态健康发展的重要支撑。最终, 这些进步将推动游戏行业朝着更加智能化和个性化的方向发展。

### 3.AI+社交陪伴:

AI 驱动虚拟助手, 如 Siri、Google Assistant, 能够通过语音识别和自然语言处理 (NLP) 提供陪伴服务, 如帮助日常任务、提醒事项、甚至进行简单的闲聊。从而增强用户体验, 特别是在老年人、孤独人群中的应用, 可以提供情感支持和便利。另外, AI 用于生成虚拟人类角色, 能够进行情感交流、陪伴聊天, 甚至根据用户需求提供心理疏导, 能给用户个性化、情感化的陪伴服务, 尤其在远程工作或社交限制的环境下, 满足用户的社交需求。

**AI+社交陪伴领域正迎来一场革命性的变革。**在这新兴领域, AI 可以通过分析用户的历史对话和行为模式, 自动生成符合用户个性的对话脚本和互动建议。这种个性化的服务能够让用户感受到更加贴心的社交体验。借助于先进的情感识别技术, AI 能够识别用户的情绪状态, 并据此调整其回应策略, 提供更加贴合用户情感需求的陪伴。同时 AI 技术可以创建虚拟角色, 这些角色不仅能够进行自然语言对话, 还能够模拟真实人类的表情和肢体语言, 为用户提供一种全新的社交体验。对于那些社交技能较弱的用户, AI 可以通过模拟社交场景, 提供社交技能训练, 帮助用户提高社交能力。目前像 ChatGPT、豆包以及 Minimax 等能提供自然生动的语音合成能力, 善于表达多种情绪, 演

绎多种场景,备个性化的角色创作能力,更强的上下文感知和剧情推动能力,满足灵活的角色扮演需求。

图24: AI 赋能社交陪伴领域



资料来源: 中国银河证券研究院

我们认为: AIGC 技术目前已经能从语言、语气等多方面深入洞悉人类的多种情感,同时作出判断给予不同的情感价值和需求。无论是在增强用户体验方面,还是拓展更多个性化的服务等方面,都具有丰富的想象空间,AI 陪伴未来可能是成为工作中最得力的助理,也是最了解用户习惯的销售员,进一步的创新有望开发商业化应用落地。

#### 4.AI+电商:

AI 分析用户的购物历史、浏览记录和偏好,向用户推荐可能感兴趣的商品,提升转化率和购买欲望。目前,头部电商平台如 Amazon、淘宝等都应用此项技术,这将提高销售额和客户满意度,同时减少用户的决策疲劳,提升购物体验。此外,AI 驱动的聊天机器人和语音识别技术被广泛应用于电商平台,能够实时响应客户咨询、处理订单问题、解决售后问题,有效提高客户服务效率,降低人力成本,同时提升客户体验。

人工智能 (AI) 技术的应用领域不断拓展,电商行业也在积极探索新的 AI 应用,以保持竞争力并满足消费者日益增长的期望。最初,电商平台采用聊天机器人提供 24/7 客户服务,解答用户问题并处理订单查询。通过自然语言处理技术,系统能够理解用户意图,提供更准确的服务。此外,预测分析工具被用于预测产品需求,优化库存水平,减少积压和缺货现象。AI 还被应用于供应链管理,提高物流效率等 B 端场景。在 C 端方面,Google、OpenAI 等公司正积极布局 AI 与搜索在电商中的应用。通过对大量数据的深度学习,分析客户的潜在消费需求,实现精准推荐。

我们认为,生成式 AI (AIGC) 正在重塑电商格局。在生产端,AIGC 辅助商家拓展业务,降低销售和运营成本。在消费端,购物模式将从“人找货”过渡到“货匹配人”,最终实现“货找人”,这将带来巨大的消费增量。

图25: AI 赋能电商全流程



资料来源: 中国银河证券研究院

### 5.AI+营销:

AI 技术被用于分析消费者的行为数据, 生成用户画像, 并根据这些数据进行精准广告定向投放 (如 Facebook、Google 广告), 更有效地提高广告的点击率和转化率, 减少广告浪费, 提升广告主的投资回报率 (ROI)。同时, AI 可以自动生成与用户相关的个性化内容, 如广告文案、电子邮件和社交媒体帖子。基于用户的兴趣、行为模式生成个性化营销信息, 增强与消费者的互动, 提高品牌忠诚度和参与度。

人工智能 (AI) 的应用正深刻变革营销服务商的商业模式, 推动行业降本增效。通过结合底层大型语言模型 (LLM), 并利用长期积累的广告投放案例、用户数据和行业数据, 企业能够为不同行业定制专业化的广告投放模型。这使广告主将更多预算转向融合 AI 技术的增值服务, 从而提升综合毛利率。例如, AppLovin 开发了 AI 广告引擎 Axon 2.0, 显著提高了广告投放的精准度, 推动公司业绩增长。通过深度学习和机器学习算法, 分析用户行为数据, 精准识别目标受众, 并在适当时机投放最具吸引力的广告。此外, 利用大数据分析, 预测用户行为, 更有效地进行个性化推荐, 使广告商能够与更可能下载其应用的用户匹配, 以获得更高的留存率。

图26: AI 赋能营销环节



资料来源: 中国银河证券研究院

我们认为, AI 已经重塑了营销行业的生态。它不仅为营销人员提供精准的数据支持, 助力营销

策略的制定和优化，还推动了“一人多面”的个性化营销，使针对每个用户生成定制化的内容和服务成为可能。同时，AI保持了大规模营销活动的高效执行，实现了个性化与规模化生产的平衡。

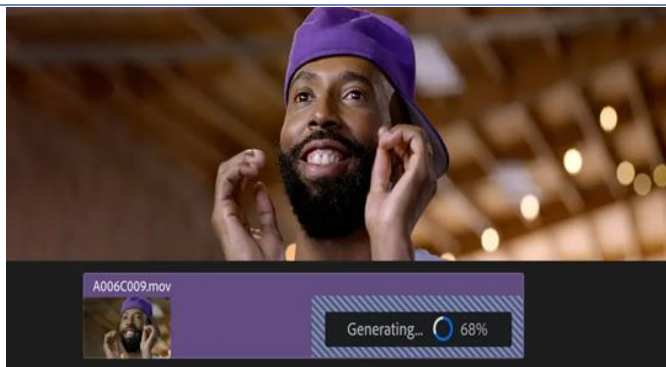
### （三）AI 工具：技术不断迭代，功能日趋丰富

#### 1. AI 画图工具：高效生成视觉元素

AI 画图工具为游戏美术开发方面提供了高效的工具和算法，能够自动化处理游戏开发中的基础重复性工作，通过简单的文本描述就能够给出多种图片以供选择。例如，通过使用 AI 生成的游戏场景、角色模型和特效，以 Midjourney 的 V6.1 模型为例，其将图像放大速度提高了 2 倍，这意味着用户在处理大型图像或进行精细调整时，能够显著减少等待时间。除基本的文生图功能外，最新的 MidjourneyV6.1 版本优化了人像手臂、腿部、手部等部位的自然度，还有文本准确性的改进，同时，新加入的--q2 模式，在花费 25% 更长时间的情况下提升图像纹理细节，整体视觉效果更美观。

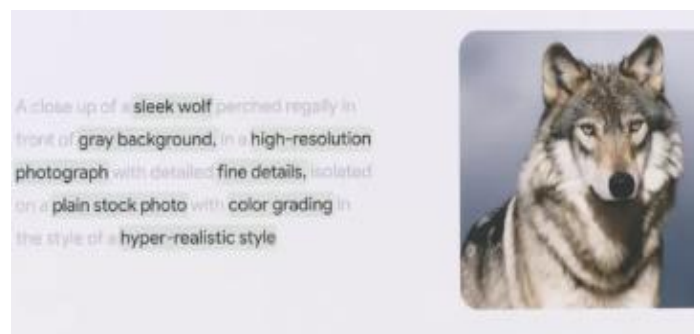
此外，一些垂直软件商如 Adobe 也把 AI 画图工具嵌入软件内。10 月 25 日，在 Adobe MAX 大会上，Adobe 正式推出 Firefly 视频模型，以及最新升级的图像模型。Adobe Premiere Pro 加入生成式扩展相比于一次只生成 1~5 秒的视频生成模型，将 GenAI 的能力无缝集成到视频编辑软件中，无疑是最能直接提升生产力的方式。新特性包括“文本生成图案”和“生成形状填充”，用户可通过文本提示生成图案或填充形状，提升设计效率，且具有可靠的商业安全性。

图27: RunwayAdobe 新发布的 Generative Extend



资料来源：Adobe，中国银河证券研究院

图28: Imagen 3 在较长的提示中捕捉细节



资料来源：Google Deep Mind，中国银河证券研究院

我们认为，AI 画图工具能够迅速生成高质量的原画和纹理，为游戏和 XR 应用中的美术资源开发提供了极大的便利。这些工具通过文本描述即可生成多种风格的图像，大幅提高了资源制作的效率，缩短了开发周期。对于 XR 应用来说，这意味着可以快速迭代和实现视觉元素，使得创造沉浸式环境变得更加高效和多样化。

#### 2. AI 视频工具：生成分钟级的高清视频

Open AI 和 Google 已经分别发布了其文生视频模型 Sora 和 Veo，两款文生视频模型均可以生成最长超过 1min 的高清视频。



图29: Sora 生成的高质量演示视频



资料来源: Open AI, 中国银河证券研究院

图30: Veo 生成的演示视频时长达 82s



资料来源: Google Deep Mind, 中国银河证券研究院

从两款工具的展示 Demo 来看,除满足了文本要求的主题、要素外,两款模型在对场景的光影、人物轮廓的描绘等方面都展示了极高的质量:场景中的光影处理真实。我们认为目前的文生视频生成的高质量视频在时长上实现了飞跃式的提升,60s 的时长已经能够进入一些应用场景,如短视频、宣传片等, AI 生成视频在相关行业内的应用或将加速推进。

Meta 于今年 10 月推出了 AI 视频生成工具 Movie Gen。该工具可根据文本提示生成最长 16 秒的视频,支持对象运动、交互和摄像机运动等复杂场景。用户还可通过上传图片实现个性化视频生成,并通过文本指令进行视频编辑。此外,Movie Gen 具备音频生成功能,可创建最长 45 秒的音效或背景音乐。Meta 声称,在人类评估中,Movie Gen 的表现优于同类模型。

Pika 1.5 在专业领域上达到了全新的高度——图生视频 (I2V) 和文生视频 (T2V) 的质量更高,表现力更强。Pika 1.5 的物理模拟能力较上一代产品有了跨越式的进步。与模型同时推出的全新物理特效「Pikffects」可以模拟任何物体被压碎、融化、膨胀、爆炸的场景。

图31: Movie Gen 的上传图片实现个性化视频生成



资料来源: Meta, 中国银河证券研究院

图32: Pika1.5 全新物理特效「Pikffects」



资料来源: Pika, 中国银河证券研究院

此外,一些满足特定需求和辅助功能类的应用也得到商业化推进。AI 初创公司 Runway 于 2024 年 6 月发布了 Gen-3 Alpha 模型,可根据文本、图像或视频提示生成 10 秒的视频片段。该模型自主学习了 3D 动态,具备生成逼真视频的潜力。Runway 旨在通过此技术增强艺术家的创造力,特别是在前期制作阶段;10 月 23 日,Runway 还宣布了 Gen-3 Alpha 的新功能 Act-One。在这一功能的加持下,用户可以将视频中真人的面部表情精确复刻给 AI 角色。功能虽小,但都将为动画师、游戏开发者和电影制作人提供非常大的便利、节约巨大的成本。



图33: Gen-3 Alpha 的 Act-One 功能



资料来源: Runway, 中国银河证券研究院

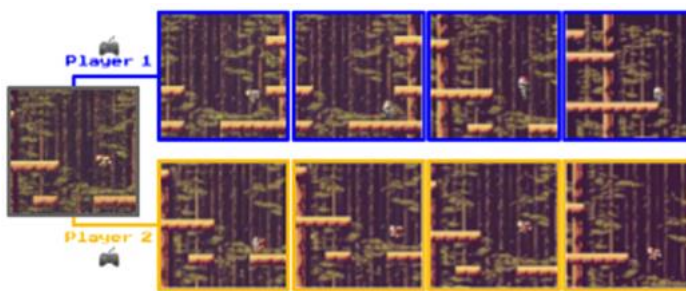
### 3. AI 基础世界模型：交互性和动态性

2月26日, Google 发布了基础世界模型 Genie。作为一个 110 亿参数的基础世界模型, Genie 可以通过单张图像 (包括合成图片、照片甚至草图) 的提示生成一个可交互的虚拟环境。这意味着用户可以基于各种图像提示, 与 Genie 创建的世界进行互动。因此, Genie 本质是一个基础世界模型, Google 将其定义为生成式交互环境 (Generative Interactive Environments), 其能力不仅限于识别和解释图像内容, 还能根据用户的潜在动作提示, 生成动态的、连续的场景变化。

Genie 提供的是生成式交互环境, 用户可以通过各种方式提示模型, 可以使用生成的图像或手绘草图。在每个时间点, Genie 都可以采用用户提供的潜在动作来生成下一帧, 产生具有有趣和多样化角色动作的轨迹。这些轨迹可以基于合成图像或手绘草图生成, 显示了 Genie 在多样化输入下的灵活性和创造力。在使用来源包括文生图片的合成图、手绘草稿、以及现实世界的照片作为素材的时候, 尽管有些图像在视觉上与数据集略有差异, 但在每种情况下, Genie 都能生成清晰的角色移动的过程。

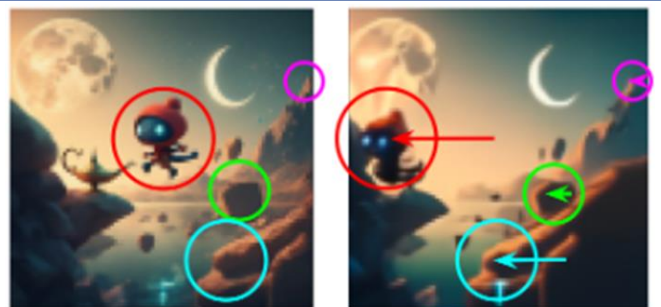
对具体的移动指令, Genie 也生成了优秀的结果。在平台游戏的生成环境下, Genie 能够精确地执行“左”、“右”、“跳跃”、“无操作”等基本指令。

图34: Genie 根据潜在轨迹模拟出同一场景下多样化的角色轨迹



资料来源: Google Deep Mind, 中国银河证券研究院

图35: Genie 可以模拟平台游戏在横移时的近远景视差



资料来源: Google Deep Mind, 中国银河证券研究院

11月2日, Decart 和 Etched 公司宣布打造了一款实时、可玩、可交互的世界模型 Oasis。Oasis 经过了数百万小时游戏视频的训练, 仅接收用户的键盘输入即可实时生成开放世界游戏, 游戏功能仅通过一个 AI 基座模型而非游戏引擎运行。Oasis 允许玩家进行移动、跳跃、拾取物品、打

破砖块等操作，生成的视频内容中不仅包含图形学的渲染，也能体现出对物理原则和游戏规则的理解。

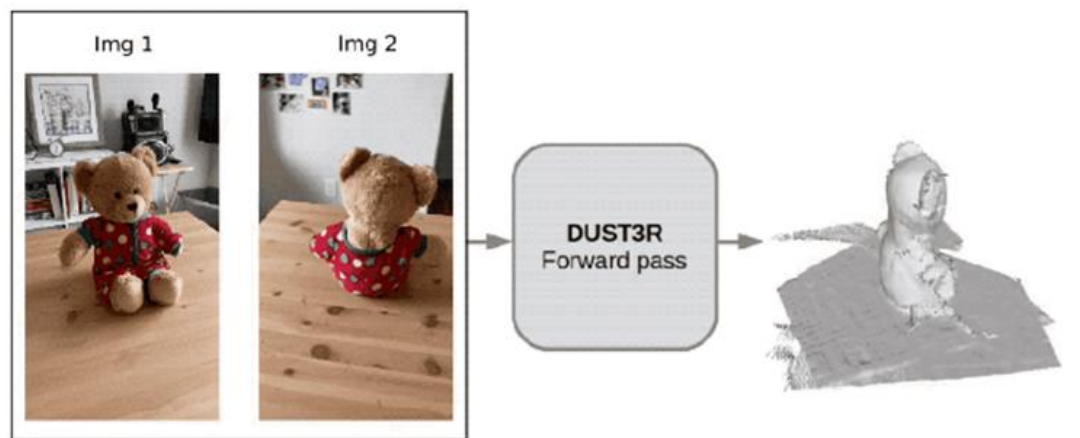
我们认为，Genie 等 AI 基础世界模型通过图像提示生成可交互的虚拟环境，创建了一个生成式交互环境的平台。用户可以基于各种图像提示，与 AI 创建的世界进行互动，极大地丰富了生成“世界”的动态性和交互性。这种模型不仅能够识别和解释图像内容，还能根据用户的动作提示生成连续的场景变化，提供了一种全新的方式来创造和体验相关内容。

#### 4. AI 3D 建模工具：高效的、批量化的建模工具

由 Naver Labs 开发的 DUST3R 是一款创新的 AI 3D 建模工具，能够从任意数量和角度的图像集合中快速生成场景的三维模型。其核心技术包括一种新颖的点图回归方法和基于 Transformer 的编解码器结构，旨在学习从像素到三维空间的映射。与传统的多视图立体视觉(MVS)方法不同，点图回归方法不是将深度值作为回归目标，而是直接回归每个像素的三维坐标。这种方法直接关联了图像的二维像素与三维空间坐标，提高了三维重建的精度和效率。同时，DUST3R 利用了两个 Transformer 模型，一个编码器和一个解码器，通过这种结构来处理图像数据，提高了模型对于空间关系的理解能力。在处理多张图片进行三维建模时，DUST3R 引入了一种简单而有效的全局对齐策略。该策略目的是将所有点图转换至一个共同的参考系下，实现了不同视角图片的有效融合，为多视图三维重建提供了支持。

我们认为，DUST3R 对于游戏行业和 MR 行业具有较强的实际应用价值：DUST3R 等 AI 3D 建模工具通过从图像集合中快速生成场景的三维模型，为 XR 内容创造提供了强大的技术支撑。这使得从原画到三维场景的转换变得更加高效，提高了 XR 环境制作的精度和速度。这种技术的应用，不仅能够提升游戏和 XR 内容的视觉质量，还能通过高效的内容生成流程，加快 XR 应用的开发和推广。此外，快速且高效的 3D 建模技术还有可能增加市场上优质游戏的供应，为玩家提供更丰富、更高质量的游戏体验。AI 3D 建模工具将与 AI 画图工具、AI 基础世界模型构建起 AI 制作游戏的产业链条，大幅提高游戏行业的生产效率，推动游戏行业和 XR 行业向更高效、更创新的方向发展。

图36: DUST3R 通过两张图片构建 3D 模型



资料来源: Naver Labs, 中国银河证券研究院

总体而言，AIGC 技术对内容生产领域的加成表现在资源制作的效率提升、产出作品的动态交互能力增强以及三维模型生成的精度和速度提高。我们认为：这些进步不仅降低了开发成本，加速了内容创造，还为产出的作品提供了更丰富的视觉效果和更深层次的互动性。开发成本的降低和用户体验的增强（将会有更多用户愿意成为内容市场的消费者），将有望推动内容端向着“无限供给”发展。AIGC 技术将有望为内容制作领域带来更加多样化的应用场景、更高数量和质量的应用内容、更深度的用户沉浸体验。

自生成式 AI 技术问世以来，AI 已经不断渗透到各个生产领域中。考虑到当前自主开发大模型的生态系统已基本确立，大型云服务提供商将将在市场中占据重要地位；同时，B 端和 C 端的商用化已经全面铺开，为 AI 的后续形态的发展奠定了坚实的基础，终端应用市场的爆发性增长即将到达临界点。**我们认为，随着相关技术的不断迭代，AI Agent 有望成为 AI 浪潮的下一个发展方向。AI Agent 将进一步改变人们的日常生活：AI Agent 不仅能够提高工作效率，优化资源配置，还将在个性化服务、智能决策支持等方面发挥重要作用，有望成为推动社会进步和创新的关键。**

## 四、稳进：核心业务壁垒强，创新赋能央国企

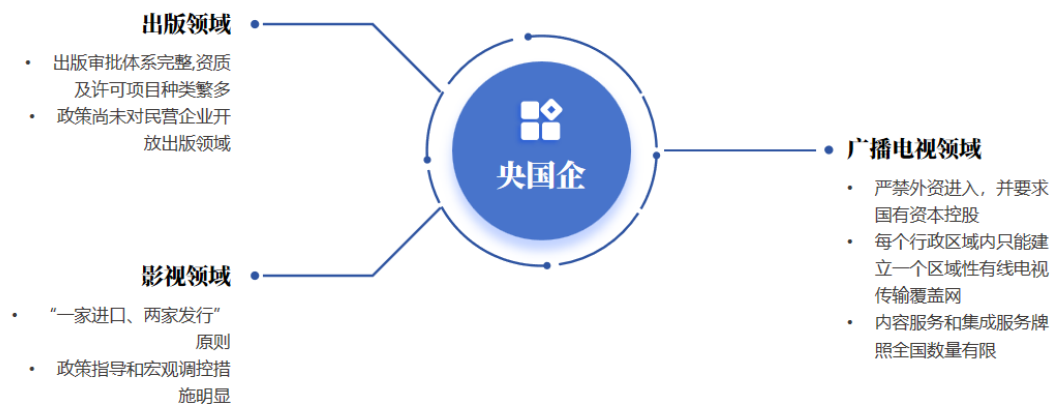
传媒行业的央国企凭借自身的牌照优势，在相关行业往往占据主导地位，其核心业务具有较高壁垒。同时，其高分红、稳业绩的特点又使得其具有较强的防守属性。叠加目前央国企改革不断推进，AI技术的快速发展为传媒央国企带来了新的增长动力，部分央国企的新业务探索已经初具雏形，传媒行业的央国企有望成为“攻守兼备”，具备高投资性价比的板块。

### （一）牌照稀缺性为基，占据市场主导地位

传媒行业央国企的核心业务享有显著的进入壁垒。在出版和广播电视这两个传媒国企的主要领域，它们是国家意识形态传播的重要渠道。为了维护社会意识形态的正确导向和发展，国家在政策层面上加强了对出版和广播电视内容的审核，并实施了牌照资质认证制度，限制了牌照的发放数量，从而形成了牌照资源的稀缺性。由于央国企背后有国家资本的支持，它们在审批和牌照获取方面自然享有优势。

我们认为，央国企的优势主要体现在：1.不同细分行业牌照的获取成本和难易程度；2.丰富的政策资源优势；3.政策指导和宏观调控性更强。其中牌照稀缺性是造就出版和广电两个板块央国企占主导地位的重要原因。

图37：传媒行业央国企的政策及牌照优势



资料来源：中国银河证券研究院

在出版领域，根据国家新闻出版署的行政审批清单，依据国务院《出版管理条例》、《音像制品管理条例》等法规，设立了包括出版单位审批、出版物进口经营单位审批、中小学教科书出版资质审批等多个行政许可项目。以“出版单位审批”为例，涵盖了图书、音像、电子出版物等六个子项，构建了一个详细且完整的审批体系。目前，我国政策尚未对民营企业开放出版领域，因此拥有出版业务的上市公司均为央国企，而非国企则主要参与图书内容提供和发行等环节。因此，出版领域的央国企拥有极高的竞争壁垒。

在广播电视领域，有线电视、IPTV和OTT都受到国家牌照的限制。有线电视行业实行经营许可认证管理，严禁外资进入，并要求国有资本控股。根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》（国发[2005]10号），在确保国有资本控股51%以上的前提下，非公有资本可以参与有线电视接入网的建设和经营。同时，根据《广播电视管理条例》第二十三条规定，每个行政区域内只能建立一个区域性有线电视传输覆盖网。这些政策决定了有线电视行业的高进入壁垒，并为国企

提供了政策资源优势。IPTV 和 OTT 的牌照包括内容服务牌照和集成服务牌照，目前全国发放的牌照数量非常有限，持有者主要是央视或地方电视台，授权运营方也基本为国企背景，如广东广播电视台授权南方新媒体运营，对应上市公司新媒股份；湖南卫视授权快乐阳光运营，对应上市公司芒果超媒。

此外，影视行业中进口影片的发行业务受到严格的牌照限制。根据《电影管理条例》和《关于改革进口影片供片机制的暂行办法》，我国进口影片管理遵循“一家进口、两家发行”的原则，由中影集团进出口分公司承担境外影片的进口业务，并接受国家电影局的政策指导和宏观调控。境外影片审查通过并引进后，由中影集团进出口分公司向中影集团电影发行分公司和华夏电影发行公司供片发行。2010年中影股份成立后，接管了中影集团的进口影片发行业务。近年来，中国电影进口片发行市占率一直保持市场领先水平。

## (二) “一利五率”分析：指标表现分化

整体来看,传媒行业央国企的一利五率指标走势更为稳健:传媒行业央国企的平均利润总额高于非央国企,同时 ROE 和人均创利指标的波动幅度明显较小,业绩整体更为稳健。

表11: 传媒及央国企重点子版块“一利五率”情况对比

板块	“一利五率”指标	2020	2021	2022	2023	2024H1
传媒(非央国企)	平均利润总额(亿元)	1.75	3.32	0.18	2.11	1.90
	ROE	3.76%	7.60%	-0.87%	4.68%	4.62%
	资产负债率	37.75%	37.13%	36.78%	35.92%	35.62%
	营业现金比率	13.12%	14.55%	13.82%	14.19%	8.32%
	平均研发费用率	4.41%	5.03%	5.72%	5.00%	4.79%
	人均创利(万元)	9.46	19.21	1.10	13.98	12.64
传媒(央国企)	平均利润总额(亿元)	2.33	4.54	3.54	3.70	2.97
	ROE	3.42%	6.51%	5.06%	6.21%	3.15%
	资产负债率	37.31%	38.37%	38.33%	38.39%	39.02%
	营业现金比率	15.68%	14.82%	13.66%	15.14%	3.00%
	平均研发费用率	1.36%	1.44%	1.53%	1.50%	1.41%
	人均创利(万元)	5.74	11.49	9.17	9.80	7.99
出版	平均利润总额(亿元)	4.29	5.94	5.40	5.95	4.44
	ROE	7.70%	9.72%	8.69%	10.55%	5.10%
	资产负债率	36.55%	37.03%	37.06%	36.11%	38.18%
	营业现金比率	16.86%	14.70%	16.55%	15.43%	4.47%
	平均研发费用率	0.64%	0.62%	0.66%	0.55%	0.52%
	人均创利(万元)	11.14	15.81	14.50	16.19	12.22
电视广播	平均利润总额(亿元)	2.00	3.50	1.27	0.00	0.32
	ROE	1.73%	3.40%	1.08%	-0.71%	-0.18%
	资产负债率	38.63%	39.73%	40.07%	41.36%	41.39%
	营业现金比率	24.65%	27.15%	19.08%	22.06%	8.89%
	平均研发费用率	2.01%	2.70%	3.22%	3.33%	3.49%



人均创利(万元)	3.71	6.69	2.48	0.00	0.66
----------	------	------	------	------	------

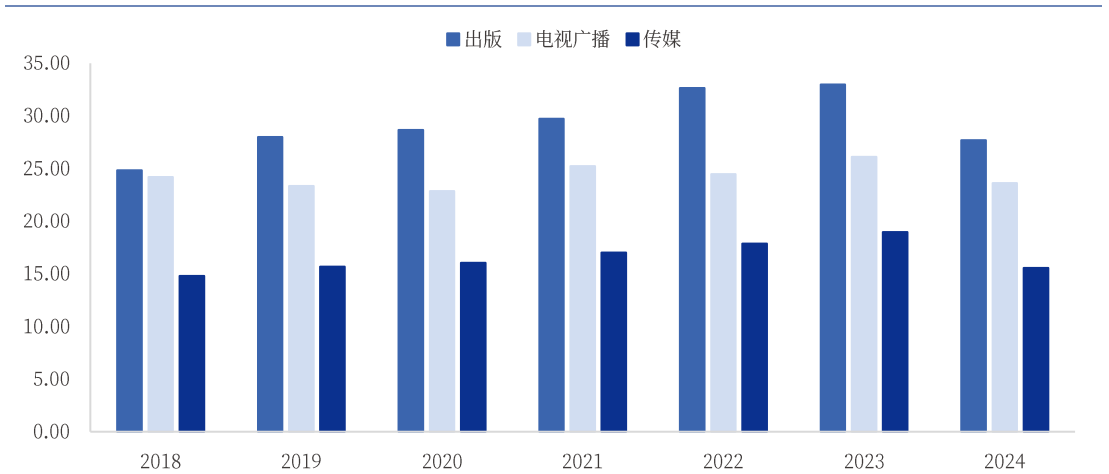
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在央企数量占比较高的出版和电视广播板块,“一利五率”指标表现分化:出版的利润水平和 ROE 整体领先其他行业,贡献整个传媒近一半的利润总量。同时,在人均创利上远远领先于同行,表明出版业务具有稳定、潜力的营利能力和运营效率。而广播电视方面,由于受技术变革引发的行业变革,导致整体利润和 ROE 在近年呈现下滑态势。

### (三) 充裕现金流,高分红比例

**出版和广电公司相对具备充足现金流。**出版和广电板块公司在货币资金量方面长期显著高于传媒行业平均水平:截至 2024 年第三季度,出版板块平均货币资金 27.68 亿元,广电板块平均货币资金 23.63 亿元,领先于传媒行业整体平均水平(15.57 亿元)。在 29 家上市出版公司中,有 10 家公司的货币现金超过 20 亿,其中中南传媒、中文传媒等国有出版公司的货币资金处于行业前列。在传媒行业的电视广播子板块中,2024 年第三季度的数据显示广电公司在货币现金持有量方面表现突出,总计达到 352.43 亿元。在 14 家上市出版央企中,有 6 家公司的货币现金超过 20 亿,其中歌华有线、东方明珠和华数传媒等国有出版公司的货币资金超 70 亿,且与市值比均明显处于行业前列。

图38: 2018-2024 前三季度出版、广电及传媒整体上市公司平均货币资金情况(亿元)

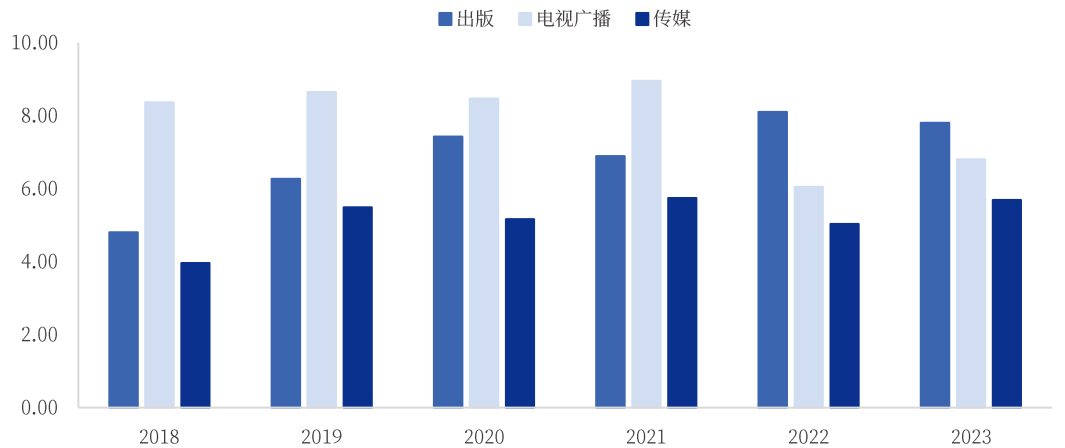


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (2024 年为三季报数据)

**经营活动现金流的分析得到了相似的结论:**2023 年全年,出版板块平均经营活动现金流 7.81 亿元,广电板块平均经营活动现金流 6.80 亿元,领先于传媒行业整体平均水平(5.69 亿元)。**广电和出版板块央企在货币资金量和经营活动现金流方面对比行业平均水平具有显著优势。**



图39：2018-2023 出版、广电及传媒整体上市公司平均经营活动现金净流量情况（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**央企分红水平处于行业领先。**2020年，国务院发文鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者；今年以来，又再次强调央企加大现金分红力度的重要性。在传媒行业及其出版、广电细分板块，央企2021-2023年的平均每公司现金分红金额明显高于对应板块的非央企，体现出在履行社会责任方面的引领作用。

表12：传媒及央企重点子版块近年现金分红情况

行业	企业性质	企业数量	现金分红总额(亿元)			近3年分红总额(亿元)	近3年平均每公司分红(亿元)
			2021	2022	2023		
传媒整体	央企	55	244.65	219.58	289.41	328.12	5.97
	非央企	76	189.77	126.14	181.87	348.89	4.59
出版	央企	21	164.26	161.86	203.35	248.12	11.82
	非央企	8	2.89	2.99	2.66	5.26	0.66
电视广播	央企	14	45.07	26.48	28.77	54.69	3.91
	非央企	1	0.76	0.00	0.20	0.37	0.37

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

从前文分析来看，传媒板块的央企主要集中于出版和广电板块，板块内央企主营业务在较长时间内保持稳健。但展望未来，**占出版板块业务比例较高的教材教辅业务受到近年出生率下滑的影响，从长线维度看需求端有下降的预期；而广电板块的传统业务则受到新媒体如短视频等的冲击较大，市场已经呈现出萎缩的趋势，两个板块的传统主营业务均在未来存在一定的不确定性。我们认为，在国企改革的大背景下，央企背靠国有背景，可以因地制宜，结合公司及当地实际发展情况，积极开拓新兴业务。**

**新技术的赋能也将为板块带来新机遇：**公司可以通过整合5G技术（以及未来可能出现的更新一代通信技术），凭借长期的用户积累抢先铺开市场；2023年以来AI技术以及相关垂类应用不断迭代成熟的，这将显著提升行业的整体效率，助力公司实现降本增效。

#### （四）出版行业：业绩稳健前行，把握AI赋能

##### 1. 资本运作推进企业转型升级

出版行业国企多拥有充裕的现金储备，目前，已有多家公司积极发挥自有现金储备充裕的优势，通过私募基金等多种方式来进行灵活的资本运作。**我们认为：出版行业国企灵活的资本运作方式，**

不仅使公司的已有现金储备能够获得更高的收益，也使得公司可以积极跟踪行业热点，对人工智能等新业态领域进行提前的战略布局，推动公司“数字化”“智能化”的转型升级，提高公司的综合竞争力。

表13: 国有出版企业资本运作情况梳理

公司	相关团队/子公司	概况
中文传媒	蓝海国投、江右私募	均为全资子公司，主要进行文化领域相关投资
凤凰传媒	华泰凤凰投资母基金	与华泰紫金共同出资设立，公司及全资子公司认缴出资占比90%
山东出版	鲁版致远数融股权投资基金（济南）合伙企业（有限合伙）	依托创新创业共同体，发挥产业资本孵化和撬动作用，持续完善生态布局，助力公司数字化转型，进一步提高公司资本运作能力。
中南传媒	湖南出版投资控股集团财务有限公司、泊富基金	为实体产业提供金融支持和服务，提升资金收益水平，推进公司产融结合、财团式发展战略的顺利实施。
浙版传媒	浙江春晓数字出版基金、浙江久溪数字资产股权投资基金	参与“文化+科技”领域优质项目，积极探索数字出版转型布局，构建数字出版生态圈。春晓数字出版基金投资了唯艺数字、Rokid、联泰科技、索迹电子等一批数字技术相关领域优质企业；久溪基金投资参股智象未来、中体新材、耀宇视芯等一批数字领域优质标的。
皖新传媒	皖新金智创投、中以数字教育产投基金、皖新资本、中以智教股权投资基金等	
新华文轩	文轩投资	以文轩投资为枢纽性资本平台和市场化投融资主体，以打造“文轩资本”品牌和持续贡献利润为目标。
南方传媒	南方传媒投资有限公司、南传私募基金、恒新智行股权投资合伙企业	投资设立粤科普集团、岭南古籍出版社、枫物科技公司，合资设立童书公司，完成广东岭南社、广东地图社收购。市场化资本运作效益逐步显现，参与完成专项基金设立投资上海老凤祥股权项目
龙版传媒		黑龙江出版传媒投资有限公司
时代出版	少儿发展	公司 2023 年度共取得投资收益 5,579.91 万元（相较原始出资成本）相较初始成本，整体投资回报率达 55.84%
新华传媒	新华传媒资管	关注文化传媒、教育、医疗行业动向，积极接触潜在投资项目，挖掘数字广告、出版传媒行业潜在投资机会。此外，公司出资 2 亿元认购汇添富新华传媒绝对收益 1 号单一资产管理计划。
新华文轩	文轩投资	投资标的包括文轩鼎盛、中金启辰贰期、金石成长、中国石化销售股份有限公司等。
长江传媒	德锦投资、长瑞星润投资、德锦私募股权投资基金管理有限公司、湖北省文化金融服务中心	
城市传媒	城喜科技	公司控股的城喜科技通过投资兴旺美元基金间接持有 Ximalya Inc（喜马拉雅）1.15%股权，截至 2023 年底股权公允价值 2.78 亿元。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 2. 布局 AI，激发行业新活力

**AI 浪潮赋能降本增效，行业整体长期受益。**当前，AIGC 技术对内容生产领域的加成表现在资源制作的效率提升、产出作品的动态交互能力增强以及三维模型生成的精度和速度提高。我们认为：这些进步不仅降低了开发成本，加速了内容创造，还为产出的作品提供了更丰富的视觉效果和更深层次的互动性。开发成本的降低和用户体验的增强（将会有更多用户愿意成为内容市场的消费者）。AIGC 技术将有望为内容制作领域带来更加多样化的应用场景、更高数量和质量的应用内容，由 AIGC 引爆的内容端生产力革命不论是在短期降本增效还是在中长期创新赋能方面将有持续驱动，内容生产属性较强的传媒行业有望长期受益。

**AI+数据要素，出版板块潜力巨大。**随着政府近年来出台的一系列政策文件，旨在规范数据要素使用并推动人工智能（AI）技术的发展，出版行业迎来了结合其丰富数据资源与 AI 技术的新机遇。这些政策为出版行业提供了法律基础和发展方向，而且强调了数据安全、算法管理和版权保护，为行业的转型升级奠定了坚实的基础。出版行业凭借其海量的历史和文化数据资源，在大数据和 AI 时代占据了重要地位。AI 技术，尤其是大模型训练，需要依赖大量高质量的数据，出版行业具有天然优势。这种结合在多个方面展现出巨大潜力：

1) 数据资源的有效利用：出版行业的文本数据是 AI 训练的宝贵资产，作为天然的大容量的语料库，出版行业的数据资源有助于提高大模型算法的精确度和应用的广泛性。

2) 内容创新的推动：AI 技术的应用为出版行业带来了个性化内容创作和用户体验提升的可能性。

3) 政策环境的有力支持：各地政策的出台，特别是对数据集建设和使用规范的强调，为出版行业的数据资源利用提供了坚实的政策支撑。

总体来看，我们认为，AI 技术与出版行业的结合为行业带来了新的机遇，可以促进出版行业内内容创新并提升用户体验。

表14：近年数据要素与人工智能相关政策文件

政策文件名称	出台时间	主要内容
《中华人民共和国数据安全法》	2021年9月	明确数据安全的定义、范围和各方的责任；规定数据分类保护制度，要求对重要数据进行重点保护
《互联网信息服务算法推荐管理规定》	2022年3月	明确算法推荐服务的范畴及算法推荐服务提供者需承担起确保信息内容安全、用户权益保护、数据安全和个人信息保护等方面的责任
《互联网信息服务深度合成管理规定》	2023年1月	规定了深度合成技术的范畴，包括利用深度学习、虚拟现实等技术生成合成文本、图像、音频、视频、虚拟场景等网络信息的技术
《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	2023年5月	提出支持高质量数据集的建设和应用，促进 AI 技术发展
《深圳市加快推动人工智能高质量发展水平应用行动方案》	2023年5月	鼓励 AI 技术创新和应用，包括高质量数据集的开发和利用
《生成式人工智能服务暂行管理办法》	2023年8月	规定生成式 AI 服务提供者不得侵害他人知识产权

资料来源：中国人大网，国家互联网信息办公室，北京市人民政府，深圳市人民政府等，中国银河证券研究院

**出版上市公司正积极拥抱 AI 技术，以强化在教育服务领域的核心竞争力，具体体现在：**

1) 凭借在教辅教材领域的专业经验和与教育单位的深度合作，这些公司正在实现文化内容制作与审核的智能化，并拓展智慧化、数字化教育服务。

2) 通过开发个性化学习体验、智能辅导工具以及虚拟研学旅行体验，增强课后服务和教育内容的互动性和教育价值，推动数字化转型。

3) 通过与科技公司和教育机构的合作，探索 AI 在教育领域的新应用，共享资源，加速创新。

表15：部分出版企业的 AI 布局

公司名称	AI 布局情况
凤凰传媒	公司开发凤凰智灵智能办公平台，旨在提高出版流程中的办公、编辑、校对和营销效率。同时，基于《全国优秀作文选》的丰富数据，公司推出智能导学助手“文小慧”，以技术赋能教育，助力学生提升写作能力。
中南传媒	公司旗下天闻数媒推进深度转型，ECO 云开放平台聚合 1257 万用户及其数据；贝壳网重点打造深度融合出版服务平台湘教智慧云，贝壳网 App 累计下载量 341 万；中南迅智移动端应用“A 佳教育”App 注册用户数达 581 万，同比新增 30 万；“智趣新课后”平台提质推广取得显著成效，课时资源达到 61 门 6000 余节。“e 堂好课”升级打造“乡村智慧云校”产品，成功拓展市场。

山东出版	公司旗下新铎教育推出“鲁出书社”拓展课后服务，涵盖科学、历史、艺术等，已完成课程研发和线上配套，正推进省内全面运营。同时，与13家单位共建青少年文体发展平台，增强课后服务能力。智慧教育领域，公司推进智慧校园建设，开发“作业+学情诊断大数据反馈”项目，此外，公司开发的数字教材服务平台，进入测试优化阶段，标志着数字化教育服务的深化。
皖新传媒	公司推出7大课程体系 and 20多套特色课程，丰富学生课后学习选择。完成54个智慧课堂项目，开展超百场智慧学校培训，优化智慧阅读产品，推出659节数字内容课程，建立阅读评价系统，融合AI技术提升阅读体验。加强研学品牌，2023年销售收入显著增长至3763万元，同比增长607.3%。教育技术应用方面，开发皖新朱子教育机器人，提供托幼一体化解决方案，推广“美丽科学教学平台”，服务超3000万师生。
中原传媒	课程研发方面，开发200多门涵盖手工、美育等各类课程，服务于千余所学校和数百万学生。智慧教育产品方面，推出包括大象e教、大象e学、大象e考、海燕e学、伴学365、中小学数字图书馆等在内的数字教育产品系列。
城市传媒	公司通过与学校合作，推广教育科技产品，如AR辅助教学工具和AI教辅平台，增强教育体验的互动性和效率。这些产品在全国28个省份落地应用，与教育机构的紧密合作促进了公司技术产品的快速推广和应用。公司还与多家科技企业如科大讯飞和歌尔爱奇艺等建立了合作关系，共同开发和推广AI及虚拟现实技术。
世纪天鸿	<p>公司2023年推出小鸿系列产品，涵盖了小鸿助教、小鸿助学、和小鸿助育三个维度，分别服务于教师、学生、和家長。小鸿助教4.0版本发布后，加入了联网功能和长文本输入功能，大大扩展了产品的使用范围和实用性，打破了传统大模型的知识更新边界，为教师提供了更为高效和全面的教学支持。</p> <p>笔神作文专注于中文作文辅导，提供全方位的写作支持，从写前辅导到写后批改，旨在提升学生的写作能力。该产品通过AI技术，能够提供个性化的作文训练和辅导，满足不同学生的需求。笔神作文用户数从2023年初的1300万大涨到年底的1800多万，涨了500多万，收入从600多万涨到1000多万，呈现持续健康的成长。</p> <p>应用开发维度，在去年增加了AI辅导老师模块，提供AI课专题讲解如何写景、写物等。目前AI专题课从1.0升级到2.0版本，还在持续推进。</p>

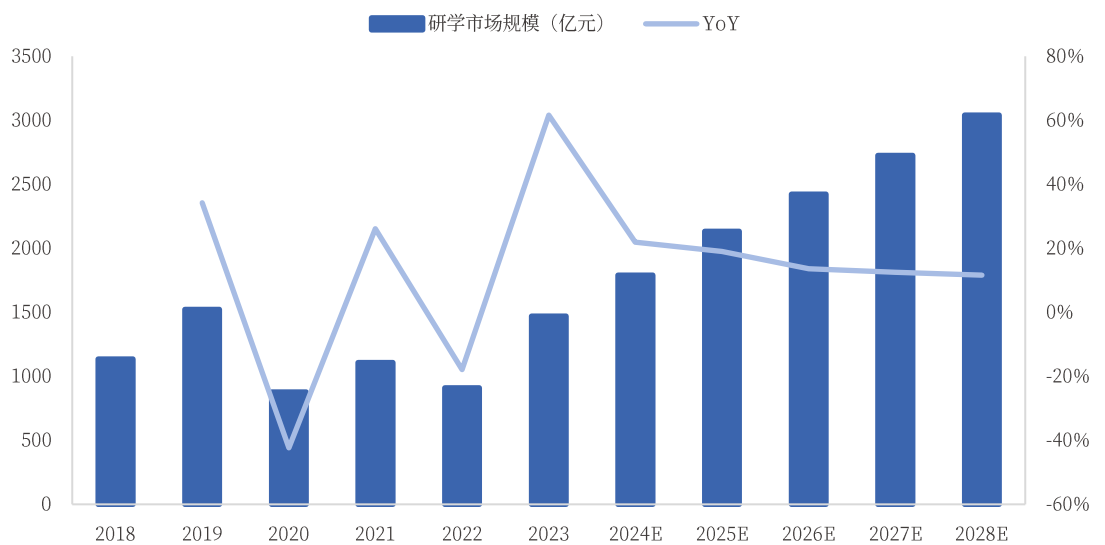
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

我们认为，在国家政策的鼓励和支持下，出版行业将在研发方面持续投入，不断提升其AI技术能力，预期将在教育技术革新中发挥更加关键的作用，为行业带来更广阔的增长前景。

### 3. 文旅研学贡献业绩新增量

近年来，素质教育的理念逐渐深入人心，随着疫后线下娱乐生态修复以及供给端研学主题和内容不断丰富，学生家长对于研学消费的需求也逐步修复。据艾媒咨询，2022年国内研学市场规模已经超过900亿元，预计2023年恢复性增长至近1500亿元后，将继续保持平稳增长，至2026年研学市场规模预计将超过2400亿元，市场规模仍有相当可观的增长空间。

图40: 2018-2026E 研学市场规模 (含预测)



资料来源: 国家统计局, 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

目前, 已有多家出版公司积极利用其自有的线下书店等场所和自身丰富的图书版权资源, 将渠道优势和资源优势相结合, 探索开展研学相关的新业务模式: 在 B 端, 公司对接学校, 组织较大规模的主题社会实践、课外教育等业务; 在 C 端, 针对有定制化需求的学生群体, 开展小范围的精品研学团。我们认为, 国内研学市场规模未来有较为可观的增长空间, 出版行业利用自身优势推动业务升级转型, 积极开拓 B 端和 C 端的研学新业务模式, 有望使研学业务成为公司收入的新增量。

表16: 出版企业研学业务探索情况

公司	相关团队/子公司	业务概况
山东出版	新锐文旅	文旅研学业务 2023 年实现出团 6000 多次, 70 多万人次, 营业收入 3 亿多元, 同比增长 4 倍多。初步形成特色研学营地集群: 以曲阜为代表的儒家文化研学营地, 以青岛为代表的人工智能学习体验中心, 以临沂为代表的沂蒙红色教育研学营地等特色营地等特色研学营地集群
中南传媒	湖南新华书店集团	与湖南湘潭市政府合作“共建研学+”项目, 创建一家国家级示范性红色研学实践教育营地。
浙版传媒	浙江新空间研学文化发展有限公司	利用门店资源打造青少年“四季书房”, 持续开展小小书香大使、阅读伴我成长、少年店长、书城假日研学、书店学堂等文化活动
皖新传媒	皖新研学教育有限公司	推进研学教育业务, 重新点亮皖新研学品牌, 2023 年实现收入 3763 万元, 同增 607.33%
中原传媒	数字文创研学中心	结合场馆特点, 搭建课后延时服务课程体系, 涵盖了科技与创新、戏剧表演等五个系列共 14 门课程。
南方传媒	新华康康研学科教技术开发有限公司	推进“南方教育传媒课后服务平台”和“大湾区大研学服务平台”建设, 课后服务实行“一县一策”“一校一案”, 合计营收近 2 亿元
时代出版	安徽新华印刷研学基地	利用课后服务业务渠道优势和服务的学生流量, 反哺出版主业, 研学基地全年接待 2.2 万人次
城市传媒	城市传媒(青岛)研学旅行有限公司	研学品牌“科学大脑——我爱祖国海疆”在上海、武汉、青岛等地新增场景式体验空间 3 个, 走进学校 20 余所, 服务学生 3 万余人, 入选团中央重点推荐主题研学项目
读者传媒	甘肃读者研学教育科技有限公司	布局文化旅游、教育咨询等行业

粤传媒	大洋传媒	重点培育天文培训教育研学，积极探索“媒体+天文+商业”品牌活动等形成多形态的新领域，争取快速培育规模项目。研学业务招生渠道合作机构超 50 家，印务中心研学基地 250 人以上的订单明显增加。
-----	------	--

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## (五) 电视广播板块：整合优势资源，发展迎来新契机

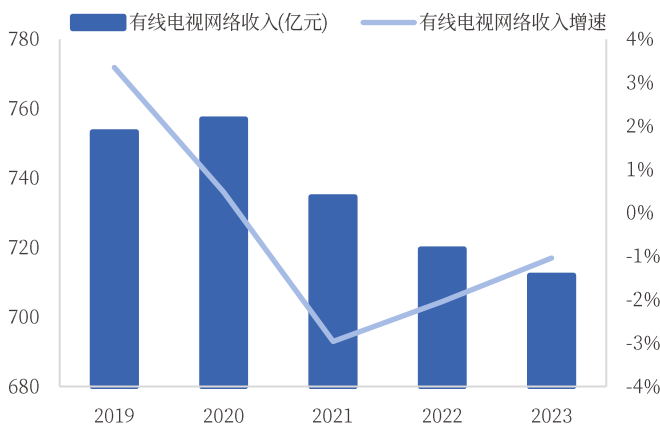
### 1. 传统业务市场萎缩，业务转型迫在眉睫

作为传统广播电视三类业务中技术成熟、份额最大的一项，有线电视的表现关乎着传统广播电视的兴衰。有线电视网的运营主体是在“网台分离”改革中成立的各省有线电视网公司，其主营业务既包括电视直播业务（收视维护、付费电视，占比 60%左右），也包括少量在“三网融合”改革中获批的宽带业务（占比 10%左右），它们共同构成有线电视收入的来源。

**近五年全国有线电视网络收入增速整体呈现下降趋势，其中 2021-2023 连续四年下降。**2019 年有线电视网络收入 753.35 亿元，至 2023 年，有线电视网络收入下降 712.06 亿元，2019-2023 年的 CAGR 为 -1.40%，全国有线网络市场基本进入存量阶段，同时受到新媒体形式的冲击，整体市场呈现缓慢萎缩的趋势。

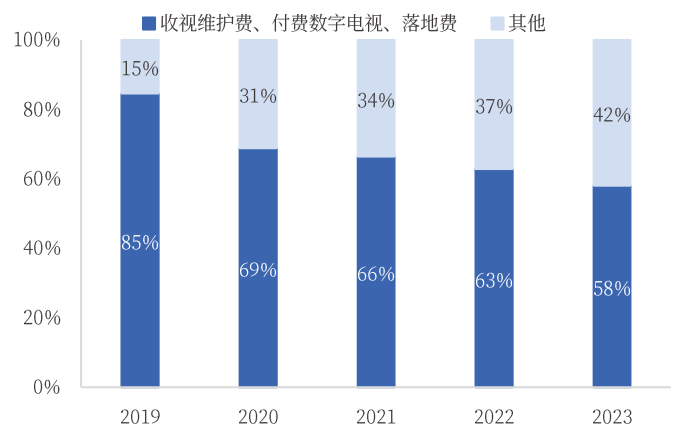
**细分来看，智慧城市、电视网络宽带收入占比逐年上升。**2019-2023 年，将有线电视收入构成分为落地、维护、付费电视等传统业务和其他业务（有线电视网络增值业务、集团客户、广电 5G 等新业务）来看。后者的占比呈现逐年上升的态势，占比从 2019 年的 15% 提升至 42%，提升幅度明显。而传统的付费数字电视及落地费、维护费收入占比从 85% 下滑至 58%。

图41：2019-2023 中国有线电视网络收入



资料来源：国家广播电视总局，中国银河证券研究院

图42：中国有线电视收入构成



资料来源：国家广播电视总局，中国银河证券研究院

### 2. 增量业务前景：整合地方优势资源，因地制宜创新发展

**全国有线电视网络整合，“一省一网”格局趋势确定。**我国广电有线网络基本形成“一省一网”格局，全国有线电视网络整合在即。截至目前，我国 31 个省级行政区（除港澳台地区）的地方广电公司中共有 14 家上市企业，分别是北京市的歌华有线、上海市的东方明珠、吉林省的吉视传媒、江苏省的江苏有线、浙江省杭州市的华数传媒、湖北省的湖北广电、湖南省的电广传媒、广东省的新媒股份以及广东省深圳市的天威视讯、贵州省的贵广网络、陕西省的广电网络（ST 广网）、广西壮族自治区的广西广电、山东省的海看股份、河北省的无线传媒。



在当前传统广电业务市场整体呈现萎缩的大背景下，我们认为，广电板块上市国有企业有望依靠自身国有背景，整合地方优势资源，因地制宜，通过在原有业务“智慧化”或开拓新兴业务等方式，实现自身业绩的可持续性增长。

**政企业务：**广电行业在建设 5G 发展初期，利用现有的网络基本可以实现业务部署，随着平台搭建推进，教育、医疗、民生、电子政务等目前具有一定基础的业务未来会覆盖面会更广。随着 5G 技术的快速推进，预计未来广电平台将与政府实现更多民生方面的合作，预计 To G 业务增量可期。

**文旅业务：**广电企业可以利用自身的媒体资源和品牌影响力，与文旅产业进行深度融合，打造具有广电特色的文旅产品和服务，通过数字化技术提升文旅产品的体验感和互动性，满足游客对高品质、个性化旅游产品的需求。此外，广电国有企业还可以根据当地情况，积极开发有特色的新文旅市场，如乡村旅游、红色旅游、文化旅游等，丰富产品线，提高市场竞争力。

**运营商业务：**2020 年 5 月 27 日，歌华有线控股股东东北广传媒投资发展中心拟以持有的公司股份出资共同发起组建中国广电网络股份有限公司（暂定名）。5 月 28 日，广电网络、电广传媒、湖北广电、贵广网络、东方明珠、吉视传媒、江苏有线等 9 家广电系上市公司发布公告，拟出资参与发起组建中国广电网络股份有限公司。中国广电拿到 5G 牌照，成为国内第四大运营商。中国广电通过 700MHz+4.9GHz 中低频独立组网的优势以及和中国移动共建共享的合作模式，以及广电系在传统业务上的用户积累，有望实现高效商业化。作为以 700MHz 建网的 5G 运营商，从技术角度而言，700MHz 频率具有覆盖广、信号强、损耗低、穿透力强、组网成本低等特点，优势明显，随着 5G 网络的铺开，运营商业务有望为相关公司业绩贡献新增量。

表17：广电板块国有企业增量业务发展情况梳理

公司	增量业务梳理
华数传媒	<p><b>面向集团客户（包括政府及所属部门、企事业单位）开展的智慧城市建设相关数字化业务：</b></p> <p>数字政务方面，参与城市物联感知平台、“最多跑一次”、应急管理、户外电子屏监管应用平台等各类政务数字化平台建设；</p> <p>数字社会方面，参与未来社区、数字乡村、智慧教育、智慧医养、智慧园区等建设；</p> <p>数字法治方面，参与雪亮工程、天网工程建设，全面提升城市社会治安防控管理水平，建设智慧警务、智安校园、基层治理等平台；</p> <p>数字文化方面，建设数智文化礼堂、云上老年大学、数字文旅、教育文化专网等。</p>
湖北广电	<p><b>在基本政企业务（专线业务、5G 政企业务、云服务、政企固话业务、DICT 业务、IDC 业务、有线电视）外深度拓展推进业务发展：</b></p> <p>根据现有“数公基”样板项目平台优势，在全面推广十堰优秀案例的同时，积极争取全省 17 个地市均有“数公基”项目的落地；</p> <p>根据宾馆酒店电视专项治理工作要求，努力将酒店客户业务转入广电业务系统内，形成集客融合的可持续发展局面；</p> <p>根据与各地网信办数字乡村框架协议，持续推广“广电数字乡村试点”工作，在进一步推进“5G+北斗+应急广播”项目试点建设的基础上，加大广电 5G 专网、物联网相关业务的推广落地并同步做好重大信息化项目的跟进工作。</p>
电广传媒	<p><b>聚焦优势产业，将文旅业务和投资业务作为公司两大核心业务和未来战略发展方向。</b></p> <p>锚定打造湖南最大文旅投资平台和中国旅游企业 20 强的目标，全面推进“新文旅”战略落地。充分发挥“传媒+文旅”独特的产业优势，强化“文旅+科技”的创新发展理念，坚持“一手抓产品、一手抓资源”的战术打法，以芒果 IP、芒果基因创新打造芒果味的新概念旅游度假产品，并形成可复制模式进行快速拓展，将文旅业务打造成为公司最重要的支柱产业之一。</p> <p>公司旗下的达晨创投、达晨财智是国内著名的创投机构，管理基金总规模近 600 亿元，共投资企业 760 余家，主要投资领域包括人工智能、信息技术、生命科学、国防军工等</p>
天威视讯	<p><b>公司在政企业务端，聚焦酒店治理、应急广播、智慧教育等领域推动重点项目拓新，</b>找准锚点推进教育数字化，持续推动深圳市老龄大学数字博物馆项目，新增 3D 智能实验模拟仓、大众/校园体育赛事 AI 直播平台功能，并成功落地体育赛事 AI 直播平台试点，助力优化教学资源配置。</p> <p>此外，公司数据中心业务已正式面向社会进行销售，电视购物业务及商业地产业务积极降本增效，开拓新业态。</p>
新媒股份	<p>深度结合公司各业务平台的大数据挖掘、会员深度运营，向用户精准发布广告、优质商品、增值服务等信息，激发核心受众的消费需求，通过吸引用户付费、广告收入等方式实现商业价值变现。</p>

海看股份	<p><b>公司微短剧业务快速推进。</b>报告期内，公司全资设立微短剧项目独立运营平台青岛八爪互娱传媒有限公司，规划“一个微短剧影视基地+一个微短剧产品矩阵+一批精品微短剧”的发展布局。截至 2024 年上半年，海看微短剧平台已审核通过微短剧作品 271 部、20,100 余集、剧本 181 部，累计上线作品 103 部。同时，公司已与知名平台 Remonfix 达成战略合作，共同布局短剧出海，力争与更多日韩、欧美方向的出海机构达成合作。</p> <p>公司充分发挥自身技术及资源优势，推出齐鲁高清数字影像记忆智慧平台，打造集数字内容入库、安全审核、图像视频修复、数据标注、版权交易、多平台智能分发的综合媒体再造平台。签约 36 家区县融媒体中心，数字化抢救 3,000 小时珍贵影像内容，人工标注 62 小时，细化、重塑标签颗粒度，加快数据资产化进程。</p>
无线传媒	<p><b>公司智能超媒业务逐步落地，</b>截至目前已完成“智慧教育云平台”一期建设并启动二期项目。平台深度整合了河北省、市、县、区各级教育主管部门和中小学的教育教学资源，通过 IPTV 向适龄青少年家庭提供了在线学习和家校互动的通道。</p>
歌华有线	<p>公司政企业务实现稳步增长：按照“全国城乡一体化应急广播试点地区”的项目要求，公司已在 7 个区部署了 36 套试点终端，试点终端通过歌华有线光传输专网和广电 5G 网络直联市级平台。同时积极创新开展并积极推进物联网卡项目</p>
东方明珠	<p><b>以融合媒体、智慧广电 5G 为主的智慧广电业务，以及以零售、文旅、文化地产为主的文旅消费业务是公司的两大业绩驱动。</b></p> <p>智慧广电业务在不断提升 C 端用户的通讯及文娱消费体验的同时，为政企用户提供有效的行业解决方案，努力实现向全业务运营商的转型发展；</p> <p>文旅业务方面，公司拥有东方明珠广播电视塔、上海国际会议中心、梅赛德斯-奔驰文化中心、东方绿舟等多个上海稀缺标志性文化旅游资源，一方面通过文化旅游业务满足用户的文旅需求，并通过持续整合内外部优质文旅资源另一方面，通过加快数字化建设，提升运营能级，升级文旅消费业务模式，并实现业务间的有效联动</p>
广电网络 (ST 广网)	<p><b>G 端业务方面：</b>公司开展“算力云网业务突破”专项行动，以专网专线业务带动融合云算力租赁、数据中心资源租赁业务发展，以系统集成业务向云生态解决方案牵引转型，采用“网+云+集成”模式，加快培育集客业务“上云用数”能力。同时推进智慧类项目落地；</p> <p><b>公司围绕“一网、一库、一平台、三中心”，不断完善文化大数据体系，增强落地应用。</b>积极对接省内宣传、文旅部门；公司有线电视网络、广电 5G 网络和文化大数据服务平台，实现文化数据的安全存储和高效利用。</p>
广西广电	<p>公司为政企客户提供数据专网等信息化服务，包括为党委政府、企事业单位提供智慧广电视频会议系统、智慧政务、智慧医疗、智慧教育、智慧社区、雪亮工程、智慧旅游、智慧酒店等一系列产品。</p>
江苏有线	<p>数字赋能政企业务，深化文化与科技融合，积极培育智慧广电业务新模式。</p>
贵广网络	<p>构建“1+3”产业融合发展新格局，加快布局文旅、科技和行业服务三大功能业务板块，打造新质生产力，改善提高公司经营业绩，以实施十大行动为保障，努力打造“文化+旅游+科技+服务”的新型综合文化企业。</p>
吉视传媒	<p>公司依托“混合云构架”设计的云计算大数据服务平台，为政企用户提供强大的云计算资源、高效能存储、大数据应用，提供流媒体应用、VR 场景、高密保护等增值服务。</p>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 五、投资建议

我们认为：在前期 A 股市场一波上涨行情后，当前市场情绪较为积极，整体风险偏好程度较高。展望 2025 年传媒重点板块业绩企稳确定性高，看好后续业绩根基稳定或有明显供给侧恢复、投资性价比较高的赛道和外延有增量维度或外围因素改善的弹性品种，把握顺周期可选消费、央国企改革、AI 应用赋能的三条主线：

### 1. 可选消费

1) **港股互联网**：目前港股市场仍然处于估值低位，且海外资金配置比例也处于低位，随着政策面的积极向好及海外流动性转宽松的趋势更加明显，长线资金有望持续回流。其中互联网板块龙头兼具高分红和景气向上，且盈利改善预期加强，投资性价比凸显。**建议关注：业务均稳健增长、基本面稳固的腾讯控股和业绩首次扭亏，后续有望持续改善的互联网视频平台公司哔哩哔哩。**

2) **广告营销**：年初至今的消费数据修复为广告投放市场带来信心，部分细分渠道投放表现增长亮眼，后续看好消费复苏所带来的市场增长。**建议关注：楼宇媒体和影院银幕广告处于行业领先地位的分众传媒。**

3) **影视院线**：我们认为，2025 年电影大盘供给端有望反转，电影市场复苏趋势明确。建议关注：优质影片待映的内容厂商博纳影业、院线端龙头万达电影以及影片出品宣发能力突出的猫眼娱乐。

4) **游戏**：目前游戏行业供给端趋于稳定状态，行业内高质量新游频出，2024 年的新游陆续确认收入有望助力相关公司业绩实现增长。**建议关注：深耕 SLG 品类、游戏出海业务亮眼的神州泰岳。**

### 2. 央国企

在央国企改革、地方资源整合和 AIGC 的多重赋能下，传媒央国企，尤其是出版行业的央国企将同时兼具业绩稳健高分红与新兴业务快速增长的双重属性，展现“攻守兼备”的行业特征。**建议关注：主营业务稳健、外延业务不断拓展的山东出版以及市占率提升叠加 AIGC 数智平台赋能的中信出版。**

### 3. AI 应用

短期来看，受 AI 技术及海外催化影响，建议关注海外映射 AI 产业链的投资机会。中长期来看，随着包括基础世界模型和视频生成模型在内的各种 AI 模型不断更新迭代，AI 技术潜在的应用行业或将受益。建议关注与 C 端用户体验密切相关的行业：1) **AI+影视：辅助制作、素材产出**；2) **AI+游戏：游戏内 NPC 互动、互动影游**；3) **AI+社交陪伴：陪伴交流、个性化社交需求**；4) **AI+电商：库存管理、用户分析**；5) **AI+营销：精准投放，个性化推荐**；6) **AI+教育：智教系统、虚拟实验室**；7) **AI+办公：内容生成、非结构化数据处理**；8) **AI+出版：校对修改、智慧发行等**。**公司层面，建议关注 AI 应用的相关公司：昆仑万维、芒果超媒等。**

表18: 重点公司估值表 (截至 2024 年 12 月 26 日)

股票代码	股票名称	EPS				PE				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
0700.HK	腾讯控股	16.63	23.99	25.93	28.00	23.35	16.19	14.97	13.87	推荐
9626.HK	哔哩哔哩-W	-8.13	-0.35	3.40	5.93	-	-	40.44	23.17	推荐
300788.SZ	中信出版	0.61	0.85	0.93	1.07	56.40	40.73	37.00	32.24	推荐
300002.SZ	神州泰岳	0.45	0.76	0.70	0.79	26.52	15.86	17.08	15.19	推荐
002027.SZ	分众传媒	0.33	0.37	0.40	0.44	21.12	19.22	17.49	16.06	推荐
002739.SZ	万达电影*	0.42	0.15	0.55	0.66	29.81	82.38	22.73	18.82	推荐
300413.SZ	芒果超媒	1.90	1.05	1.15	1.29	14.59	26.32	24.06	21.44	推荐
001330.SZ	博纳影业*	-0.40	-0.23	0.30	0.38	-	-	22.51	17.74	-
1896.HK	猫眼娱乐*	0.79	0.52	0.75	0.88	10.12	15.38	10.66	9.09	-
601019.SH	山东出版*	1.14	0.75	0.81	0.88	9.85	14.95	13.76	12.76	-
300418.SZ	昆仑万维*	1.04	-0.04	0.33	0.45	39.62	-	123.81	90.26	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (标\*公司预测数据来自 wind 一致预测 (180 天), 腾讯控股和哔哩哔哩的盈利和估值为经调整后口径)

## 六、风险提示

### 1. 市场竞争加剧的风险

在充分竞争的市场环境下，企业可能会面临来自各个竞争对手的激烈竞争，这些竞争可能通过价格战、产品创新、市场营销策略或技术优势等形式体现。若企业不能保持自身核心竞争力，不断创新，国内市场日益加剧的市场竞争可能导致企业的市场的份额下降、盈利水平降低。

### 2. 作品内容审查或审核的风险

对于以内容生产为主的传媒行业央国企，其作品可能因内容不符合相关法规、政策或社会主流价值导向，而面临被审查机构要求修改、下架或受到处罚等不确定性风险，这些风险可能对公司的经济效益和市场竞争能力产生负面影响。

### 3. 资源整合的不确定性风险

在央国企公司整合当地优势资源的过程中，由于各种内外部因素的变动和不确定性，导致资源整合的结果、效益以及成功与否存在难以预测和把握的风险。如在资源整合的过程中，公司可能面临文化冲突、管理风格差异、员工抵触情绪等挑战，这些都可能导致整合失败或效果不佳。

### 4. 新兴业态需求不及预期的风险

目前，小程序游戏和影视微短剧作为新兴业态，在出海方面的表现较为亮眼。然而，当前这些新兴业态的体量相对较小，市场的需求的顶部目前尚不明确。因此，从长期来看，新兴业态的发展存在一定的不确定性，相关业务的公司未来的收入可能会有不及预期的风险。

### 5. AIGC 技术和应用发展不及预期的风险

AIGC 技术具有巨大的潜力，但其发展速度或实际应用效果可能无法满足市场和用户的期望。这种风险可能源于技术成熟度不足、算法精确度不够或市场接受度低等因素。如果 AIGC 技术不能提供高质量、高效率、有竞争力的内容生成服务，可能会使在此方面布局或投入较大的企业投资回报周期变长，进而导致整体经营效率的下降。

## 图表目录

图 1: 传媒行业 2024 年行情复盘 .....	4
图 2: 传媒子版块年初至今涨跌幅 (截至 2024 年 12 月 13 日) .....	4
图 3: 2018-2024 年传媒行业营业收入及增速 .....	5
图 4: 2024 前三季度传媒行业分板块营业收入及增速 .....	5
图 5: 2018-2024 传媒行业归母净利润及增速 .....	5
图 6: 2024 前三季度传媒行业分板块归母净利润及增速 .....	5
图 7: 传媒细分行业估值走势 (截至 2024 年 12 月 13 日) .....	6
图 8: 2023Q1-2024Q3 基金重仓传媒比例 .....	6
图 9: 恒生传媒指数近期持续走强 (截至 2024 年 12 月 13 日) .....	7
图 10: 恒生指数与上证指数 2023 年以来涨跌幅对比 .....	9
图 11: 沪港 AH 溢价指数 2023 年以来走势 .....	9
图 12: 恒生指数 2019 年以来市盈率 (截至 2024 年 12 月 13 日) .....	10
图 13: 全球市场主要指数估值 (截至 2024 年 12 月 13 日) .....	10
图 14: 近 3 年单月南向资金净流入额(亿港元).....	11
图 15: 2017-2024 年重点档期观影人次 (万人) .....	14
图 16: 2017-2024 年重点档期票房 (亿元) .....	14
图 17: 2019-2024 年电影备案数量 (2024 年仅统计前 10 个月) .....	14
图 18: 2023 年以来单月电影备案数量 (部) .....	14
图 19: 2018-2025E 票房大盘 .....	16
图 20: 2022 年至今中国移动游戏销售收入 .....	17
图 21: AI 开源加速技术发展进程 .....	19
图 22: AI 赋能影视生产全环节.....	21
图 23: AI 赋能游戏产业链.....	22
图 24: AI 赋能社交陪伴领域.....	23
图 25: AI 赋能电商全流程.....	24
图 26: AI 赋能营销环节.....	24
图 27: RunwayAdobe 新发布的 Generative Extend .....	25
图 28: Imagen 3 在较长的提示中捕捉细节 .....	25
图 29: Sora 生成的高质量演示视频 .....	26
图 30: Veo 生成的演示视频时长达 82s.....	26
图 31: Movie Gen 的上传图片实现个性化视频生成.....	26
图 32: Pika1.5 全新物理特效「Pikffects」 .....	26
图 33: Gen-3 Alpha 的 Act-One 功能.....	27
图 34: Genie 根据潜在轨迹模拟出同一场景下多样化的角色轨迹 .....	27



图 35: Genie 可以模拟平台游戏在横移时的近远景视差.....	27
图 36: DUS3R 通过两张图片构建 3D 模型.....	28
图 37: 传媒行业央国企业的政策及牌照优势.....	30
图 38: 2018-2024 前三季度出版、广电及传媒整体上市公司平均货币资金情况 (亿元).....	32
图 39: 2018-2023 出版、广电及传媒整体上市公司平均经营活动现金净流量情况 (亿元).....	33
图 40: 2018-2026E 研学市场规模 (含预测).....	37
图 41: 2019-2023 中国有线电视网络收入.....	38
图 42: 中国有线电视收入构成.....	38
表 1: 中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施.....	10
表 2: 扩大 ETF 政策调整前后对比.....	11
表 3: 部分港股互联网公司营收和利润情况.....	12
表 4: 部分港股互联网公司费用率情况.....	12
表 5: 部分港股互联网公司分红和回购情况 (2024 年数据截至 12 月 13 日).....	13
表 6: 电影市场后续待上映电影情况整理.....	15
表 7: 2017-2025E 观影人次、平均票价、票房收入.....	16
表 8: 重点关注公司储备游戏进度梳理.....	17
表 9: Open AI 2024 年技术及产品进展梳理.....	20
表 10: 2024 年国内大厂 AI 重要进展梳理.....	20
表 11: 传媒及央国企重点子版块“一利五率”情况对比.....	31
表 12: 传媒及央国企重点子版块近年现金分红情况.....	33
表 13: 国有出版企业资本运作情况梳理.....	34
表 14: 近年数据要素与人工智能相关政策文件.....	35
表 15: 部分出版企业的 AI 布局.....	35
表 16: 出版企业研学业务探索情况.....	37
表 17: 广电板块国有企业增量业务发展情况梳理.....	39
表 18: 重点公司估值表 (截至 2024 年 12 月 24 日).....	42

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

岳铮，传媒互联网行业分析师。约翰霍普金斯大学硕士，于2020年加入银河证券研究院投资研究部。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn