

## 传媒

2024年12月29日

## “AI、出海、IP”为舵，乘风破浪

### ——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

肖江洁（联系人）

fangguangzhao@kysec.cn

tianpeng@kysec.cn

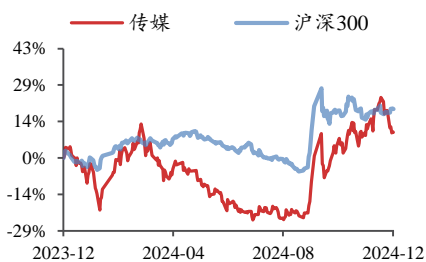
xiaojiangjie@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

证书编号：S0790124070035

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《微信小店灰度测试“送礼物”，关注微信电商产业链—行业点评报告》

-2024.12.24

《关注豆包 AI 应用、微信小店电商生态及线下文娱—行业周报》

-2024.12.22

《豆包大模型家族再扩容，继续布局 AI 应用—行业点评报告》-2024.12.19

● **复盘及展望：AI 进展为行情主要催化剂，板块后续或迎业绩、估值双重修复**  
传媒板块在 2024 年 2-3 月与 2024 年 10-12 月迎来两轮上涨，2-3 月上涨或主要由 OpenAI 推出视频生成模型 Sora、Kimi 访问量创新高等 AI 产业进展驱动，10 月以来或主要源于政策推动下市场普涨及 AI 应用方向持续突破，细分板块中，广告、出版板块收益率跑赢行业整体，游戏、影视板块跑输行业。当前传媒板块整体估值（PE，TTM）较 2024 年初有所提升。业绩方面，2024 年前三季度广告、出版板块业绩相对稳健，出版高股息特征突出，游戏板块和影视板块分别受新游供给较弱及头部影片供给不足影响，业绩下滑。展望后市，游戏新品稳步推出，多部头部影片或陆续定档 2025 年春节档及其他重要档期，内容供给释放或助力游戏、影视板块业绩修复，广告板块业绩或随消费复苏继续修复，出版板块有望延续业绩稳健及高股息特征，AI 或继续全面赋能传媒各子行业降本提效、拓展全新变现模式，并逐步体现在业绩上，传媒板块行情或迎来估值、业绩共振。

#### ● 2025 年核心主线之一：AI 应用

AI 应用持续推新，商业化空间或逐步打开。AI 影视新品不断涌现，AI 陪伴用户开始放量，AI Agent 助力电商行业降本增效，AI 赋能营销生产力大幅提升，AI 教育产品不断迭代，B、C 端商业化开始落地。重点推荐芒果超媒、快手-W、顺网科技、值得买、汇量科技，受益标的包括华策影视、汤姆猫、返利科技、引力传媒、因赛集团、世纪天鸿、盛通股份、南方传媒等。

#### ● 2025 年核心主线之二：文化出海

国内公司手游出海竞争力依然突出，《黑神话：悟空》带动 PC 及主机游戏出海或成为后续重要驱动力；供需共振下，短剧出海有望延续高增长，市场规模或达百亿美元级；Tiktok 用户延续快速增长，商业化或加快，为出海营销公司拓展成长空间。重点推荐腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特，受益标的包括宝通科技、中文在线、蓝色光标、易点天下等。

#### ● 2025 年核心主线之三：IP 衍生

(1) **动漫游戏周边**：Z 世代用户基数大，能提供情绪价值、满足精神刚需的“谷子”经济兴起，供给端释放驱动行业规模或不断扩容。(2) **集换式卡牌**：用户收藏、社交等多元需求驱动下，量价或齐升，推动市场规模延续高增长。重点推荐上海电影、姚记科技、奥飞娱乐、阅文集团，受益标的包括华立科技等。

● **风险提示**：AI 大模型研发进展不及预期、AI 应用商业化落地进展不及预期、新游戏上线推迟或流水不及预期、IP 衍生产业规模增长不及预期等。

## 目 录

1、 传媒板块复盘与展望 .....	5
1.1、 行情与估值复盘：板块行情受 AI 事件催化及大盘影响，整体估值有所提升 .....	5
1.2、 业绩复盘与展望：内容板块业绩或主要受供给端影响，营销、出版相对稳健 .....	5
1.2.1、 游戏：新品供给影响业绩释放，后续游戏新品上线或驱动板块业绩修复 .....	5
1.2.2、 影视：优质影片供给不足影响重要档期，随头部影片陆续定档，板块业绩有望改善 .....	6
1.2.3、 广告营销：广告刊例花费持续上涨，板块业绩已开启修复 .....	7
1.2.4、 出版：整体业绩趋稳，高股息特征凸显 .....	8
2、 2025 年核心主线之一：AI 应用 .....	9
2.1、 AI+影视：边界不断拓展，AI 影视内容有望迎来快速增长期 .....	9
2.1.1、 AI+影视作品不断涌现，多模态大模型或继续助力市场规模扩容 .....	9
2.1.2、 重点推荐：芒果超媒、快手-W .....	10
2.1.3、 受益标的：华策影视 .....	11
2.2、 AI+社交陪伴：空间广阔，商业化进程或加速 .....	12
2.2.1、 海外“AI+社交陪伴”领域已产生头部应用，国内 AI 陪伴应用迅速崛起 .....	12
2.2.2、 重点推荐：顺网科技 .....	13
2.2.3、 受益标的：汤姆猫 .....	14
2.3、 AI+电商：Agent 有望打开商业化空间 .....	14
2.3.1、 AI 深度融合电商全流程降本提效，Agent 拓展增量空间 .....	14
2.3.2、 重点推荐：值得买 .....	15
2.3.3、 受益标的：返利科技 .....	16
2.4、 AI+营销：赋能营销全流程，或大幅提升营销生产力 .....	16
2.4.1、 多模态模型助力下，AIGC 赋能营销全流程 .....	16
2.4.2、 重点推荐：汇量科技 .....	17
2.4.3、 受益标的：引力传媒、因赛集团 .....	17
2.5、 AI+教育：多邻国将 AI 与语言学习深度融合，产品不断迭代，实现高增长 .....	18
2.5.1、 受益标的：世纪天鸿、盛通股份、南方传媒 .....	20
3、 2025 年核心主线之二：出海 .....	21
3.1、 游戏出海：手游竞争力持续提升，PC/主机游戏或成新驱动力 .....	21
3.1.1、 中国移动游戏出海竞争力不断增强，头部公司有望延续快速成长 .....	21
3.1.2、 游戏出海市场规模增速提升，PC 及主机游戏出海或成为后续重要驱动力 .....	21
3.1.3、 重点推荐：腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特 .....	22
3.1.4、 受益标的：宝通科技 .....	26
3.2、 短剧出海：供需共振，短剧出海仍处于快速增长期 .....	26
3.2.1、 受益标的：中文在线 .....	27
3.3、 电商/营销出海：Tiktok 商业化有望加速，出海营销增量空间或打开 .....	27
3.3.1、 受益标的：蓝色光标、易点天下 .....	28
4、 2025 年核心主线之三：IP 衍生 .....	29
4.1、 动漫/游戏周边：泛二次元群体基数大，“谷子”市场或不断扩容 .....	29
4.1.1、 重点推荐：姚记科技、上海电影、奥飞娱乐、阅文集团 .....	31
4.1.2、 受益标的：华立科技 .....	34
5、 风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1: 2024 年 10 月以来, 传媒指数有所回升.....	5
图 2: 截至 2024 年 12 月传媒板块 PE (TTM) 有所提升.....	5
图 3: 2024Q3 游戏板块营业收入同比增长.....	6
图 4: 2024Q3 游戏板块归母净利润下滑幅度收窄.....	6
图 5: 2024 年 10 月以来游戏板块由跌转涨.....	6
图 6: 受重点档期票房下滑影响, 影视板块营收下滑.....	7
图 7: 受重点档期票房下滑影响, 影视板块利润下滑.....	7
图 8: 2024 年 7 月以来影视板涨幅弱于传媒板块整体.....	7
图 9: 2024Q3 广告板块营业收入同比增速提升.....	8
图 10: 2024 年来广告营销板块连续三个季度盈利.....	8
图 11: 2024 年 10 月以来广告营销板块涨幅强于传媒板块整体.....	8
图 12: 2024Q3 出版板块营业总收入同比略有下滑.....	9
图 13: 2024 年出版板块利润端受所得税政策影响明显.....	9
图 14: 2024 年以来大部分时间出版板块涨幅跑赢传媒整体.....	9
图 15: AI 妆造大模型“神力霓裳”生成的古代仕女妆造图.....	10
图 16: character.ai 提供多种 AI 陪伴角色.....	12
图 17: 通过 AI 技术可以低成本生产商品图片.....	14
图 18: 电商平台值得买推出 AI 购物助手小值.....	15
图 19: 因赛集团“InsightGPT”全面为营销赋能.....	16
图 20: 2024 年全球营销人工智能产业规模或达 360 亿美元.....	17
图 21: 多邻国营收保持快速增长.....	19
图 22: 2023 年以来多邻国利润大幅改善.....	19
图 23: 2023 年来多邻国超额收益明显.....	19
图 24: 多邻国发布 AI 功能大版本更新.....	19
图 25: Gauth AI 自 2024 年 9 月以来稳居教育免费榜第一名.....	20
图 26: 小鸿助教网页版更高效助力教师备课.....	20
图 27: 全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中, 国产移动游戏数量均超 30.....	21
图 28: 点点互动旗下产品排名 2024 年 9 月出海收入第一.....	21
图 29: 2024Q1 以来中国自研游戏海外市场收入增速持续提升.....	22
图 30: 《黑神话: 悟空》2024Q3 位列欧美市场游戏收入榜第五位.....	22
图 31: 出海短剧单月收入保持快速增长.....	27
图 32: ReelShort 下载量和收入不断走高.....	27
图 33: 出海短剧玩家与数量都处在快速增长期.....	27
图 34: 2024 年 5 月全球 TikTok 下载量创新高.....	28
图 35: 预计 2019-2029 年美国电商市场规模持续增长.....	28
图 36: 中国泛二次元用户群体基数广泛.....	29
图 37: 2019 年来二次元周边市场快速增长.....	29
图 38: 2023 年游戏 IP 衍生品市场规模为 40.6 亿元.....	29
图 39: 我国集换卡行业市场规模预计在 2027 年达到 310 亿.....	30
图 40: 我国球星卡/明星卡消费者规模有望快速增长.....	30
图 41: 2024 年上半年卡游在潮玩盲盒品牌市占率为 8.1%.....	31
图 42: 经销商渠道为卡游贡献主要收入.....	31

---

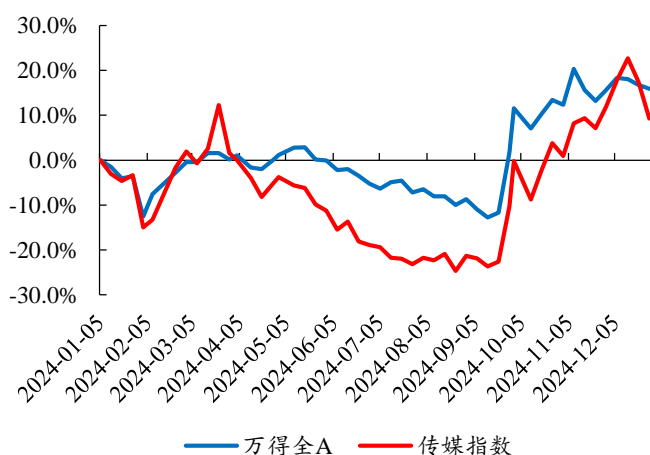
表 1: 2024 年来国内外 AI 视频生成模型不断涌现 .....	10
表 2: 预计 2027 年, AI 陪伴市场将达到千亿规模 .....	13
表 3: 各家卡牌公司 IP 定位差异化 .....	31
表 4: 推荐及受益标的盈利预测与估值 .....	34

## 1、传媒板块复盘与展望

### 1.1、行情与估值复盘：板块行情受 AI 事件催化及大盘影响，整体估值有所提升

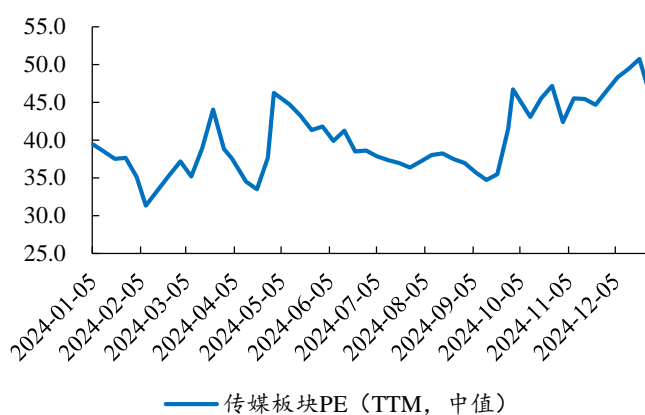
A 股传媒板块在 2024 年 2-3 月与 2024 年 9-12 月迎来两波上涨，2-3 月或主要受 OpenAI 推出 Sora、Kimi 访问量创新高、阶跃星辰大模型发布等 AI 大模型、应用端突破影响，9 月底以来或由于市场普涨，及 11 月以来豆包等 AI 应用端持续突破。截至 2024 年 12 月 26 日，传媒指数相比年初上涨 9.3%，但相对 Wind 全 A 指数(15.9%)仍低 6.6%。估值来看，截至 2024 年 12 月，传媒板块整体 PE (TTM) 有所提升，从 1 月初至 12 月底，PE (TTM) 从 39.4 倍提升至 46.5 倍。

图1：2024 年 10 月以来，传媒指数有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2024 年 12 月 26 日

图2：截至 2024 年 12 月传媒板块 PE (TTM) 有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2024 年 12 月 26 日

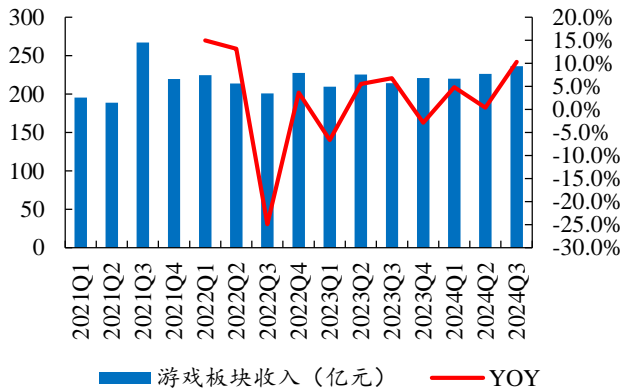
### 1.2、业绩复盘与展望：内容板块业绩或主要受供给端影响，营销、出版相对稳健

#### 1.2.1、游戏：新品供给影响业绩释放，后续游戏新品上线或驱动板块业绩修复

2024 年前三季度 A 股游戏板块实现营业收入 681.8 亿元，同比增长 5.1%，实现归母净利润 73.3 亿元，同比下滑 30.4%，或主要受 2024 年游戏上市公司头部新品供给较少影响。或受 2024Q1、Q2 及 Q3 业绩影响，2024 年 4 月以来游戏板块涨幅弱于大盘整体。2024 年前 10 个月已发放 1072 款版号（2023 年全年共发放 1075 款），展望后市，丰富的版号储备或推动游戏新品陆续上线，供给释放或推动游戏板块业绩修复，10 月以来游戏板块由跌转涨。另外，中国首款 3A 游戏《黑神话：悟空》火热出圈，或提振端游/主机游戏景气度，给游戏板块贡献业绩增量。

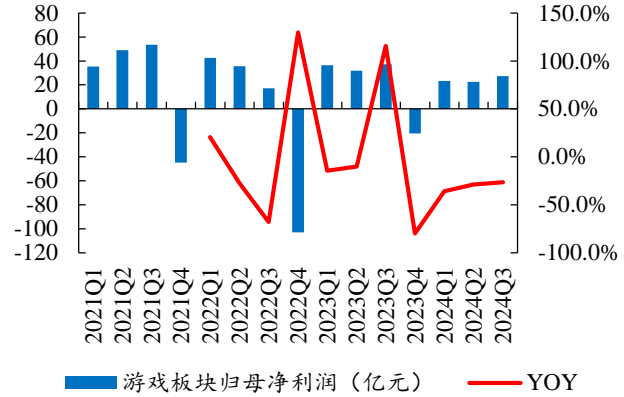


图3：2024Q3 游戏板块营业收入同比增长



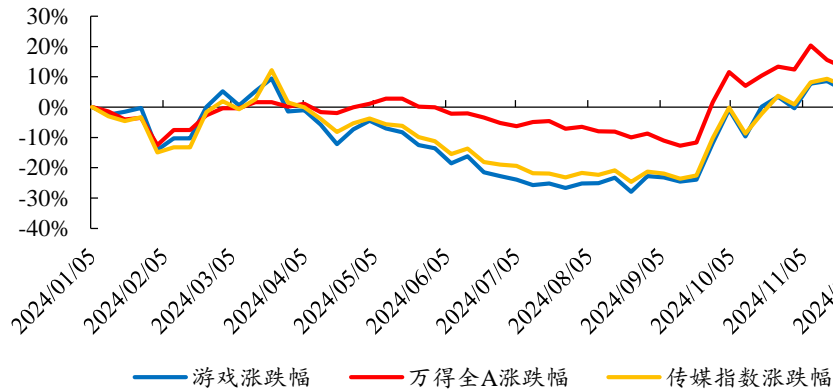
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q3 游戏板块归母净利润下滑幅度收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年10月以来游戏板块由跌转涨



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至2024年12月26日

### 1.2.2、影视：优质影片供给不足影响重要档期，随头部影片陆续定档，板块业绩有望改善

2024年前三季度A股影视板块实现营业收入258.9亿元（同比-16.3%），实现归母净利润8.9亿元（同比-69.5%），影院经营成本刚性或致利润增速低于收入增速。截至2024年12月26日的国内全年电影票房为418.55亿元（2023全年为549亿元），观影总人次为9.90亿人（2023全年为12.99亿人），或由于2023年优质影片集中上映，2024年头部影片供给不足，致暑期档、国庆档等重要档期票房明显下滑。或由于季度业绩因素影响，7月以来影视板块涨幅弱于大盘整体。展望后市，《哪吒之魔童闹海》（《哪吒1》票房超50亿）、《封神第二部：战火西岐》（前作票房26.34亿元）、《唐探1900》（《唐探3》票房45.23亿元）、《射雕英雄传：侠之大者》、IP系列电影《熊出没·重启未来》、《蛟龙行动》（前作《红海行动》票房超36亿）、《无名之辈2》（《无名之辈1》票房8亿）已定档2025年春节档，《狂野时代》、《敦煌英雄》、《她的小梨涡》、《老江湖》等值得期待的优质电影有望陆续定档重要档期，或驱动电影票房及影视板块业绩改善。

图6：受重点档期票房下滑影响，影视板块营收下滑

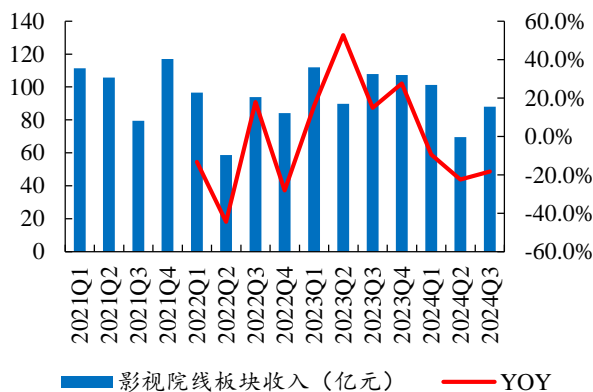
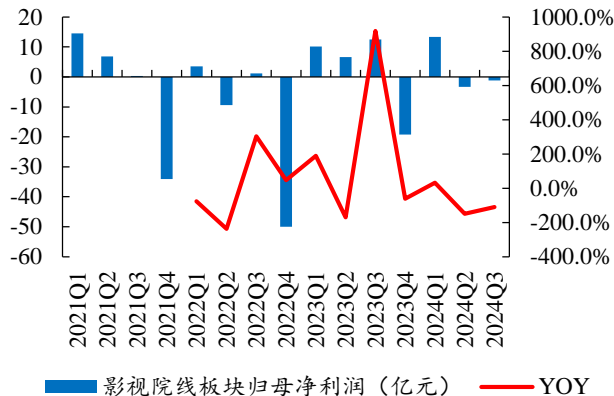


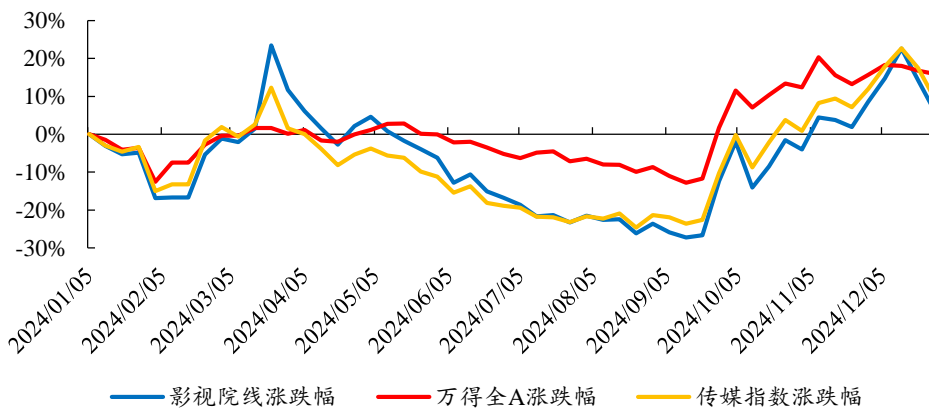
图7：受重点档期票房下滑影响，影视板块利润下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年7月以来影视板涨幅弱于传媒板块整体

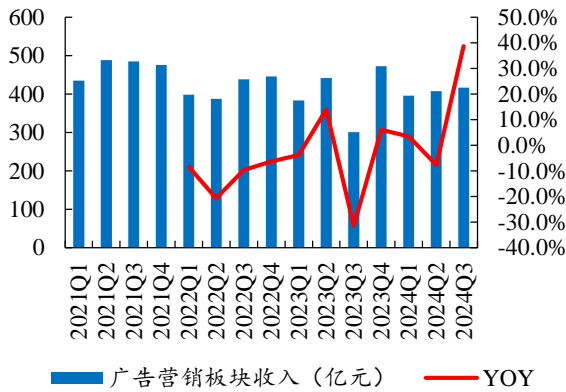


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至2024年12月26日

### 1.2.3、广告营销：广告刊例花费持续上涨，板块业绩已开启修复

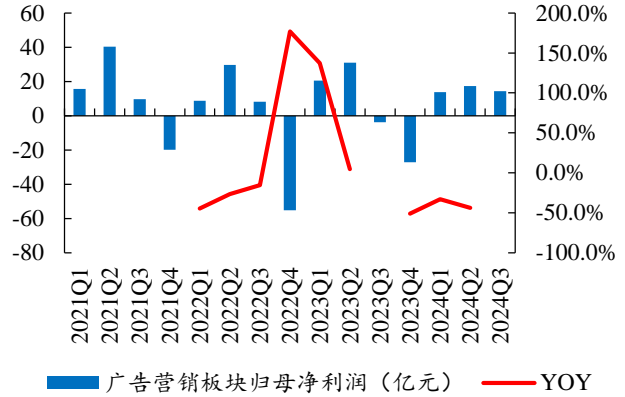
2024年前三季度A股广告营销板块营业收入为1,220.2亿元(同比+8.5%)，归母净利润为45.4亿元(同比-4.8%)，其中2024Q3营业收入为416.8亿元(同比+38.6%)，增长较快或主要系2023Q3基数较低及2024年来广告商投放预算逐步恢复。根据CTR媒介智讯，2024年1-10月整体广告花费同比上涨1.9%，10月花费环比上涨1.9%；或由于业绩修复相对较快，且出海营销、AI赋能提升板块估值水平，2024年10月以来广告营销板块涨幅强于传媒板块整体。展望后市，广告市场景气度或随经济企稳、消费复苏继续回升，推动广告营销板块业绩进一步增长。

图9：2024Q3 广告板块营业收入同比增速提升



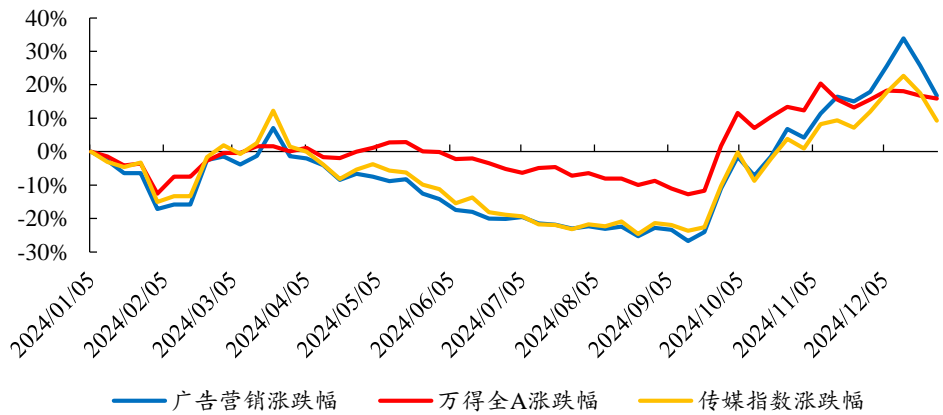
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024 年来广告营销板块连续三个季度盈利



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024 年 10 月以来广告营销板块涨幅强于传媒板块整体



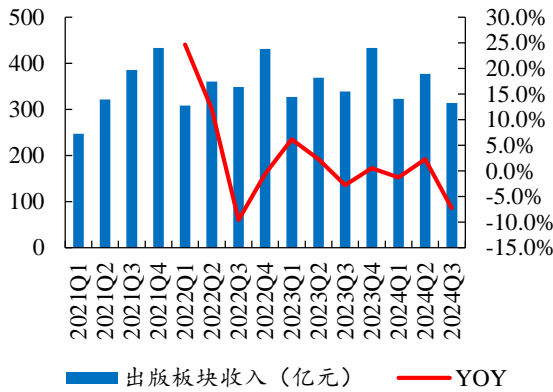
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2024 年 12 月 26 日

### 1.2.4、出版：整体业绩趋稳，高股息特征凸显

2024 年前三季度 A 股出版板块实现营业收入 1013.8 亿元（同比-2.0%），实现归母净利润 94.2 亿元（同比-26.4%），收入端总体保持稳定，利润端下滑或主要系所得税政策调整影响；地方国有出版公司现金储备丰富，截至 2024 年 12 月 26 日，25 家重点出版公司平均股息率为 2.82%，部分国有出版公司股息率在 5%以上，高股息特征凸现。出版企业整体业务稳定，高股息特征凸显，2024 年以来大部分时间出版板块涨幅明显优于传媒行业整体。展望后市，基于地方国有出版公司教材教辅主业竞争格局相对稳定，所得税影响的基数效应将消除，出版板块整体业绩或延续稳定，基于高现金储备和政策鼓励积极分红，或延续高股息特征。

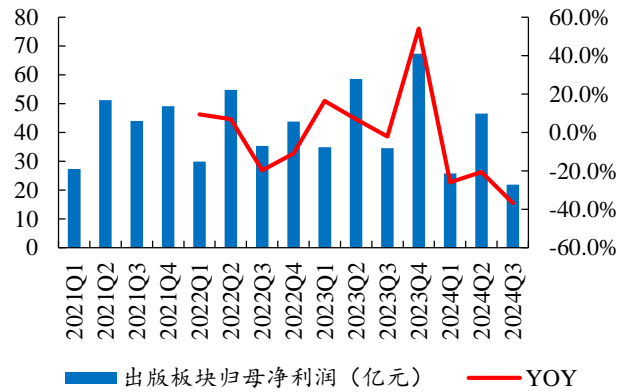


图12：2024Q3 出版板块营业总收入同比略有下滑



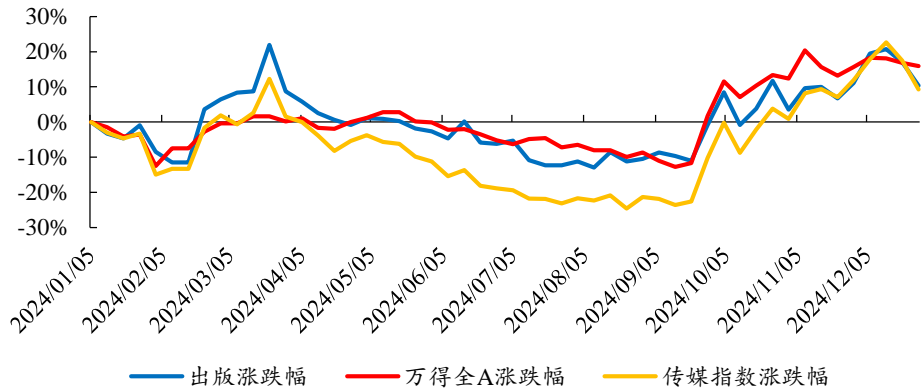
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024 年出版板块利润端受所得税政策影响明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024 年以来大部分时间出版板块涨幅跑赢传媒整体



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2024 年 12 月 26 日

## 2、2025 年核心主线之一：AI 应用

### 2.1、AI+影视：边界不断拓展，AI 影视内容有望迎来快速增长长期

#### 2.1.1、AI+影视作品不断涌现，多模态大模型或继续助力市场规模扩容

2024 年来，国内快手可灵、字节豆包、美图 MOKI、Minimax 等视频大模型频频推出，海外方面 Sora、Meta、Adobe 也推出自研大模型，从前期筹备，到虚拟拍摄、后期配音，在影视制作的各个环节，AI 技术的参与程度都日渐加深。芒果 TV 旅行真人秀节目《我们仨》中，首次出现 AI 助理导演“爱芒”；央视频 AI 频道上线的微短剧《中国神话》，AI 编剧占比达 80%，充分展现 AI 技术在影视产品创意研发中的潜力。根据百通数据，预计 2024 年中国 AI 影视市场规模达 216 亿元。我们认为，AI 正在重塑影视工业制作的全流程，不仅可以带来影视内容生产的降本增效，还可赋能剧本内容创作，使内容更贴近甚至创造用户需求，文生视频、图生视频等多模态大模型不断更新迭代的推动下，AI 生成的影视内容市场空间或进一步打开。

**表1: 2024 年来国内外 AI 视频生成模型不断涌现**

	发布时间	视频 AI 模型	生成视频时长	特点	优势
国内	2024 年 6 月 6 日	快手可灵	2 分钟	文生、图生	模拟物理世界、电影级图像
	2024 年 9 月 24 日	字节豆包	3-10 秒	文生、图生	复杂动作、多镜头组合、运镜控制
	2024 年 8 月 6 日	字节即梦	3-12 秒	文生、图生	控制视频走向、运镜和速度控制
	2024 年 7 月 26 日	智谱清影	6 秒	文生、图生	快速推理、网页端和 APP 端兼容
	2024 年 9 月 26 日	美图 MOKI	2 分钟	文生	AI 脚本、AI 分镜、AI 视频
	2024 年 5 月 15 日	Minimax 海螺	6 秒	文生	分屏、操作简单、风格多元
	2024 年 4 月 27 日	Vidu	4-6 秒	文生、图生	快速推理、精确理解、高动态性
国外	2024 年 1 月	PixVerse	5-10 秒	文生、图生	风格化功能、多种视频比例
	2024 年 2 月 16 日	Sora	1 分钟	文生	视频时长突破 1 分钟、模拟物理世界
	2024 年 9 月 29 日	Meta Make-A-Video	几秒	文生、图生	伪 3D 卷积、时间维度的可控性
	2024 年 10 月 15 日	Adobe Firefly	5 秒	文生、图生	多语言支持、与 Adobe 生态系统集成

资料来源：可灵官网、美图官网、Sora 官网、Meta 官网等、开源证券研究所

**图15: AI 妆造大模型“神力霓裳”生成的古代仕女妆造图**


资料来源：slec 公众号

### 2.1.2、重点推荐：芒果超媒、快手-W

#### 1、芒果超媒（300413.SZ）：会员数再创新高，优质内容释放或推动业绩修复

##### 核心主业稳健发展，看好后续优质内容释放

2024 年前三季度公司营业收入为 102.78 亿元(同比-0.85%)，归母净利润为 14.44 亿元(同比-18.96%)；2024Q3 公司营业收入为 33.18 亿元(同比-7.14%)，归母净利润为 3.80 亿元(同比-27.41%)，主要系企业所得税政策调整影响。我们看好优质内容释放叠加消费预期改善驱动业绩增长，预测 2024-2026 年归母净利润分别为 19.18/21.80/23.81 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.17/1.27 元。

##### 头部内容拉新作用明显，会员数再创新高，出海业务亮眼

会员业务增长亮眼，《歌手 2024》拉新效果显著，带动芒果 TV 国际 APP 新增 1853 万的用户，2024 年国际 APP 有望实现 2.6 亿用户目标，国内 APP 平台有效会员超 7000 万(截至 2024 年 10 月)，再创新高。费用方面，2024 前三季度销售费用为 12.2 亿元，同比下降 24.19%，管理费用为 2.57 亿元，同比下降 36.32%，研发费用为 1.28 亿元，同比下降 26.52%。2024 年前三季度毛利率为 29.15%，同比下降 6.66 pct，净利率为 13.87%，同比下降 2.92 pct，主要受到企业所得税政策调整影响，公

司所得税费用较 2023 年同期增加 2.8 亿。

### 优质剧综逐步释放，AIGC 全面参与内容生产，后续业绩修复空间大

内容来看，2024Q4 上线《再见爱人 4》（10 月 17 日）；《小巷人家》（10 月 28 日）；微短剧《赎爱》（10 月 19 日）；《日光之城》（10 月 17 日）；《森林进化论 2》（10 月 15 日）；《国医少年志》（10 月 18 日），双平台共 8 个节目内容主理人赛道，49 个节目自制团队。《声生不息·港乐季 2》《女子推理社 2》《时光音乐会 4》《芒果新生班·搭档季》等重点节目或继续驱动会员及广告收入增长。AI 方面，芒果大模型已运用于《爱的修学旅行》《我们仨》《中国官箴》等 8 档节目，发布基于 AIGC 打造面向短剧的创新生产引擎——山海短剧智能制作平台，AIGC 全面参与内容生产，或助力内容生产降本提效。

## 2、快手-W (1024.HK)：线上营销服务收入强势增长，盈利能力持续提升

### Q3 营业收入持续增长，毛利率同比提升显著，维持“买入”评级

公司 2024Q3 营业收入为 311.3 亿元（同比+11.4%），毛利率为 54.3%（同比+2.6pct，环比-1pct），经调整净利润为 39.5 亿元（同比+24.4%），经调整 EBITDA 为 55.8 亿元（同比+12%）。公司 2024Q1-Q3 营业收入为 915.1 亿元（同比+13.1%），经调整净利润为 130.2 亿元（同比+120.3%），经调整 EBITDA 为 179.0 亿元（同比+58.5%），线上营销及电商业务拉动增长。我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年净利润为 156.23/195.72/233.61 亿元，对应 EPS 分别为 3.6/4.5/5.4 元，经调整利润净额分别为 179.46/222.57/264.62 亿元。

### IAA 短剧营销模式跑通，电商生态不断丰富拉动 GMV 增长

收入结构来看，2024Q3 线上营销服务收入为 176 亿元（同比+20%），或得益于跑通 IAA 模式带来短剧营销业务快速增长，2024 年 Q3 快手短剧营销消耗同比增长超过 300%，单日短剧营销消耗峰值突破 4000 万。直播方面实现收入 93 亿元（同比-3.9%），其他服务（含电商）业务实现收入 42 亿元（同比+17.5%），其中 2024Q3 平台 GMV 为 3342 亿元（同比+15.1%），电商生态不断丰富，快手电商月均动销商家数同比增长超 40%。泛货架电商和短视频电商继续拉动增长，2024Q3 泛货架电商 GMV 占比提升至 27%，短视频电商 GMV 同比增长超 40%。需求端保持活跃，2024Q3 电商月活跃买家数为 1.33 亿（同比+12.2%）。

### 优质内容驱动 DAU 创新高，AI、出海进展顺利

得益于优质内容生态带动用户增长，2024Q3 平台 DAU 为 4.08 亿（同比+5.4%，环比+3.1%），MAU 为 7.14 亿（同比+4.3%，环比+3.2%），每日活平均线上营销收入为 43.3 元（同比+13.9%，环比-2.3%）。AI 方面，2024 年 9 月平台发布可灵 AI 1.5 版本，持续赋能内容创作。出海方面，2024 年 10 月，快手国际版 Kwai 已在巴西市场推出电子商务平台 Kwai Shop，目前已覆盖巴西全域的 27 个州。我们认为，平台用户规模持续增长，AI、出海或打开长期成长空间。

### 2.1.3、受益标的：华策影视

**华策影视 (300133.SZ)：AIGC 深度融合全链条业务，深化“影视+文旅”新模式**

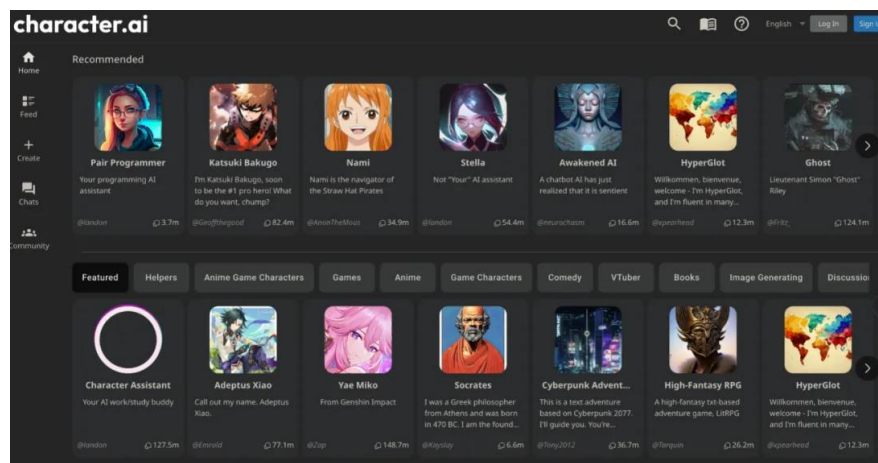
2024年第三季度,公司营业收入5.25亿元,同比增长60.16%,环比增长174.88%;归母净利润0.95亿元,同比增长9.46%,环比增长130.69%。公司自研“有风”大模型按通过国家生成式人工智能服务名单备案,实现3分钟完成一部IP作品的初筛评估,30分钟完成百万字作品内容精确评估,同时围绕“影视+AI”建立实用型AI工具,极大提升创作和评估效率。公司影视剧内容储备充足,主控主投电影《万里归途》累积票房15.93亿,荣获大众电影百花奖四项提名;《承欢记》跻身腾讯视频现代剧总榜前三,“承欢游”实现电视剧与城市文旅的双向引流;精品短剧聚焦IP联动、文旅融合、品牌合作,不断深化“影视+文旅”的合作模式,打造利润增长第二曲线。

## 2.2、AI+社交陪伴：空间广阔，商业化进程或加速

### 2.2.1、海外“AI+社交陪伴”领域已产生头部应用，国内AI陪伴应用迅速崛起

多模态大模型助力下, AI聊天陪伴产品陆续推出,目前主要有两个主流产品路线:一是广义的AI伴侣,包括虚拟男友/女友、虚拟故事角色、AI虚拟偶像三个赛道;二是从已有的虚拟世界即游戏出发的“AI陪伴”。无论产品设计和玩法如何不同,其共性都是“以对话为主要形式,为用户提供情感体验”。海外头部产品Character.AI因提供丰富的AI智能体来满足不同功能取向的对话,受到大量用户欢迎,截至2024年6月Character.AI移动端累计下载量3432万。同时,国内AI陪伴产品也在快速发展,代表产品包括X Eva、Aiu、星野、Taklie等,上市公司顺网科技、盛天网络等亦积极布局,根据腾讯研究院数据,2027年国内AI陪伴市场或达千亿规模。

图16: character.ai 提供多种 AI 陪伴角色



资料来源: Founder Park 公众号

**表2: 预计 2027 年, AI 陪伴市场将达到千亿规模**

赛道	2027 年 AI 陪伴市场预估 (亿元)	陪伴市场 AI 渗透率
虚拟故事角色	~400	30%
虚拟男友/女友	~20	10%
AI 心理顾问	150~200	5%
AI 游戏陪玩	100~150	30%
AI 虚拟偶像	100~150	5%
AI 开放世界游戏	~30	20%
AI 老年陪伴(下文展开)	~40	100%
AI 儿童陪伴 (下文展开)	~100	10%
总计	~1000 亿	~12%

资料来源: 腾讯研究院、开源证券研究所

### 2.2.2、重点推荐: 顺网科技

**顺网科技 (300113.SZ): Q3 延续高增长, 关注电竞及 AI 算力云业务进展**

**展会业务或驱动 Q3 业绩增长亮眼, 看好公司长期成长**

公司 2024 前三季度实现营业收入 13.96 亿元 (同比+25.96%), 归母净利润 2.12 亿元 (同比+34.92%), 扣非归母净利润 2.09 亿元 (同比+36.36%)。Q3 实现营业收入 5.89 亿元 (同比+37.80%, 环比+48.8%), 归母净利润 1.17 亿元 (同比+22.45%, 环比+177.91%), 扣非归母净利润 1.18 亿元 (同比+26.44%, 环比+197.99%)。公司 Q3 业绩环比增长主要系 Chinajoy 展会收入在 Q3 进行确认, Q3 业绩同比增长或由于电竞服务需求复苏带动公司网络广告及增值业务收入增长所致。我们看好电竞、CJ、算力云、AI 多元业务共同驱动成长, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.26/3.00/3.71 亿元, EPS 分别为 0.33/0.43/0.53 元。

**公司费用率控制良好, 或持续驱动盈利能力提升**

公司 2024Q3 毛利率为 43.28% (同比-10.79pct, 环比+3.59pct), 毛利率同比下滑或由于毛利率较低的网络广告及增值业务收入占比同比提升, 同时毛利率较高的展会业务收入在 Q3 确认带动整体毛利率环比提升。公司 2024Q3 销售费用率为 4.12% (同比-2.14pct, 环比-2.23pct), 管理费用率为 7.18% (同比-4.58pct, 环比-2.19pct), 研发费用率为 6.66% (同比-3.05pct, 环比-5.79pct), 公司费用率控制良好, 或持续驱动盈利能力提升。

**自研“智能陪伴” AI 应用灵悉引擎, 赋能 AI 应用广阔市场**

基于全场景娱乐布局与算力优势, 公司率先提出“智能陪伴”概念, 此后发布灵悉引擎, 以灵悉引擎为基础, 打造了首款智能应用“顺网唠唠”, 面向个人用户提供“捏、修、聊、乐”智能陪伴服务。凭借引擎的强大能力, 在唠唠上用户可通过自然语言构建个性化智能体, 并进一步开启与 AI 陪伴智能体交互的全新方式。公司在应用层推出“顺网唠唠”, 有望推动 AI 陪伴等 C 端 AI 应用落地及商业化, 赋能 AI 应用广阔市场。



### 2.2.3、受益标的：汤姆猫

#### 汤姆猫 (300459.SZ)：开发儿童情感陪伴 AI 模型，拓展三四线城市亲子乐园

公司大力推进 AI 创新业务，与西湖心辰联合打造“汤姆猫情感陪伴垂直模型”，聚焦于儿童陪伴领域的语料及特有声音等，目前已具备鲜明的 IP 拟人化交互特征，待通过测试评估后，将上线量产。2024 年 Q3 公司在海外上线了新一代虚拟宠物养成类游戏《我的汉克狗：海岛》，2024Q4《汤姆猫闯乐园》登陆苹果 Apple Arcade 等渠道。此外，公司正在研发的 AI 产品包括汤姆猫 AI 语音机器人、AI 讲故事 APP、AI 游戏等系列产品。其中，第一代汤姆猫 AI 机器人产品已于 12 月 21 日上市。同时，公司积极拓展三四城市的亲子主题乐园业态，打造主题乐园知名品牌。

## 2.3、AI+电商：Agent 有望打开商业化空间

### 2.3.1、AI 深入融合电商全流程降本提效，Agent 拓展增量空间

从商品推荐、客户服务、供应链管理，到营销推广、物流配送等，AI 可以低成本完成电商需要的各项日常工作。此外，AI 助手及 AI 导购等 Agent 应用，如值得买推出 AI 购物助手“小值”，或可深度挖掘用户需求、提升用户购买体验，从而有望提升用户购买转化率，驱动整体电商市场规模提升。根据 Bloomreach 数据，当前将近九成（84%）的电商企业都将发展 AI 功能视为首要任务，AI 电商可以使客户满意度、平台收入提高 25% 以上，Bloomreach 预计 2032 年全球 AI 电商市场的规模将 457.2 亿美元。

#### 图17：通过 AI 技术可以低成本生产商品图片



资料来源：亚马逊云科技



**图18：电商平台值得买推出 AI 购物助手小值**


资料来源：值得买科技

### 2.3.2、重点推荐：值得买

**值得买 (300785.SZ)：“双 11” 或助力业绩修复，AI+出海驱动长期成长**

**2024Q3 收入增长，亏损同比缩窄，看好业绩持续修复**

2024Q3 公司营业收入为 2.96 亿元（同比+5.19%），归母净亏损为 385.3 万（同比缩窄 72.68%），2024 年 Q1-Q3 营业收入为 10.12 亿元（同比+5.54%），归母净利润为 380.5 万元（同比-72.94%）。2024Q3 毛利率为 44.21%（同比+1.4pct），销售费用为 4775.2 万元（同比-15%），管理费用为 4475.5 万元（同比+0.74%），研发费用为 4042.2 万元（同比+3.92%），净利率为-0.9%（同比+4.3pct）。基于 AI、出海业务投入及“双 11”或助力业绩修复，我们预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 0.91/1.27/1.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.46/0.64/0.92 元。

**“什么值得买” APP 持续迭代，“双 11” 叠加“以旧换新” 或驱动流量增长**

产品侧，2024Q3 “什么值得买 GEN2” 已进入内测阶段，并正在根据内测数据和用户反馈逐步放量，公司未来或与更多外部伙伴合作，共建“AI+兴趣” 双轮驱动的消费生态。根据天猫，2024 年“双 11” 预售首日天猫大家电成交同比增长 765%，2024Q4 迎来时间最早、周期最长、最开放的“双 11”，叠加以旧换新补贴，或持续拉动家电家居、数码 3C 等品类销售额增长，3C、家电为“什么值得买” 平台重点品类，“双 11” 或助力平台流量生态繁荣，驱动广告收入增长。

**持续推进 AI 生态共建，丰富自身产品矩阵，出海业务稳步推进**

AI 方面，公司定位“大模型消费信息提供者”，已与 Kimi、智谱清言、讯飞星火、海螺 AI、Kimi、MiniMax、腾讯元宝、华为鸿蒙等大模型及应用达成合作，在 AI 产业共创、技术创新、营销生态等领域全面推进。自身 AI 产品方面，公司已构建了包括“1 个消费大模型、2 个数据库、3 个引擎、4 类应用”的自身 AI 产品矩阵，继续推动 AI 赋能业务提效。出海业务方面，公司全资子公司“海南数值科技有限公司” 2024 年上半年设立的 3 家海外全资子公司/孙公司，已于 9 月完成了 ODI（境外直接投资）备案，“AI+出海” 有望驱动长期成长。

### 2.3.3、受益标的：返利科技

#### 返利科技（600228.SH）：全场景导购平台，持续引入AI助力导购服务

公司是国内领先的全场景导购平台，截至2024年6月30日，公司“返利”APP注册用户数为26,602.04万。公司导购业务与拼多多、京东、唯品会、淘宝等电商平台合作良好，基于本地生活的导购业务合作方包括美团、饿了么等平台或品牌。基于AI技术开发了电商导购APP“如意”，可通过AI对话的交互方式为用户提供购物问答、建议清单、全网比价、评价提炼、评测聚合等网购服务。后续公司将立足业务服务质量提升及服务场景拓宽，持续引入AI等新技术提升产品竞争力。

## 2.4、AI+营销：赋能营销全流程，或大幅提升营销生产力

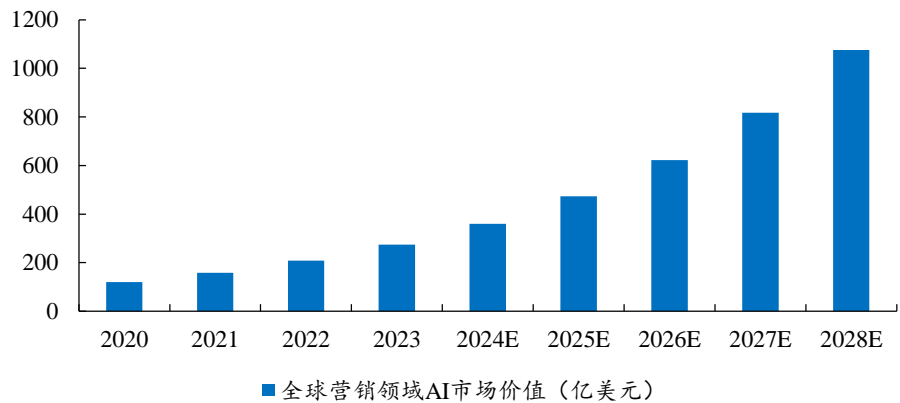
### 2.4.1、多模态模型助力下，AIGC赋能营销全流程

生成式AI通过提升洞察能力（通过自然语言处理和情感分析技术，可帮助企业实时监测和分析用户反馈，及时调整营销策略）、创意能力（创造和生成文字、图片、视频等营销内容）和媒介沟通能力（提高使用媒介渠道的效率），从而有望大幅提升营销生产力。根据《2024 AI+：生成式营销产业研究蓝皮书》，2024年全球营销人工智能产业规模预计达到360亿美元。国内营销公司也在大力布局营销大模型，如因赛集团推出“InsightGPT”、蓝色光标自研AI行业模型Blue AI等。

图19：因赛集团“InsightGPT”全面为营销赋能



资料来源：因赛集团官网

**图20：2024 年全球营销人工智能产业规模或达 360 亿美元**


数据来源：《2024 AI+：生成式营销产业研究蓝皮书》

### 2.4.2、重点推荐：汇量科技

**汇量科技 (1860.HK)：Mintegral 收入加速扩张，AI 赋能飞轮增长**

**2024Q3 收入利润快速增长，看好技术创新推动拓客**

公司 2024 年前三季度实现营业收入 10.55 亿美元（同比+36.0%）；实现经调整利润净额 1916.4 万美元（同比+37.4%）；公司 2024Q3 实现营业收入 4.16 亿美元（同比+54.6%，环比+23.6%），经调整利润净额为 1066.8 万美元（同比+162.4%），业绩增长主要系 Mintegral 技术驱动规模效应凸显。考虑到公司技术迭代驱动快速拓客，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.40/0.72/0.88 亿美元，对应 EPS 分别为 0.03/0.05/0.06 美元。

**游戏基本盘持续渗透，非游客户增长显著，规模效应驱动盈利能力明显提升**

程序化广告平台 Mintegral 收入加速增长，2024Q3 实现收入 4.03 亿美元（同比+57.6%，环比+25.7%），自 2023Q4 以来增速逐级走高，或系 ROAS 技术能力提升带动垂类客户突破，2024Q3，游戏品类为基本盘，实现收入 2.95 亿美元（同比+46.5%，环比+26.2%），非游品类实现收入 1.08 亿美元（同比+98.5%，环比+24.6%），公司多垂类战略彰显成效。2024Q3 营销技术业务实现收入 400 万美元（同比+1%，环比-10.7%）。得益于技术驱动规模效应凸显，盈利能力大幅提升，2024Q3 毛利率为 21.1%（同比+0.5pct），归母净利率为 2.4%（同比+1pct）。

**AI 赋能 ROAS 技术持续迭代，助力客户营销 ROI 提升，驱动长期成长**

公司持续运用 AI 迭代 Mintegral 平台，2024 年 10 月 Mintegral 智能出价体系正式上线 D7 Target ROAS 功能，进一步帮助广告主提升产品 LTV，同时，Mintegral Retargeting 助力客户营销 ROI 提升，拓客成效渐显。在非游品类，Mintegral 拓展客户包括 Crazy Maple Studio、Appsky、MAGIC SOLUTIONS 等，在游戏品类已助力 Libii、多比特、Hello World、Wonder Kingdom 等休闲及中重度开发者及 Car Jam 等产品开拓全球市场。我们认为，公司 ROAS 技术持续迭代，积累丰富营销投放数据，有望通过“AI 技术+营销数据”实现增长飞轮，驱动业绩增长。

### 2.4.3、受益标的：引力传媒、因赛集团

**1、引力传媒 (603598.SH)：全链条数智化营销服务，探寻 AI+营销领域价值落地**

2024 年前三季度公司实现营业收入 44.33 亿元，同比增长 28.43%；归母净利润 1950.64 万元，同比下降 44.59%。其中第三季度营业总收入 14.8 亿元，同比上升 26.74%，第三季度归母净利润 165.3 万元，同比下降 48.01%。公司为进一步提升内容创意创作和 IP 营销能力，自主研发智能营销工具“核力系统”，赋能效果、社交、电商营销的多业务环节，实现“智能化策略产出、智能化精准投放、全数据贯通、全链路可视”。公司基于自有营销电商行业模型自研并推出“创意助手”、“视频助手”和“通用助手”三大 AIGC 产品，实现从 AI 口播到 AI 混剪的全链路产出，提高内容产出效率。

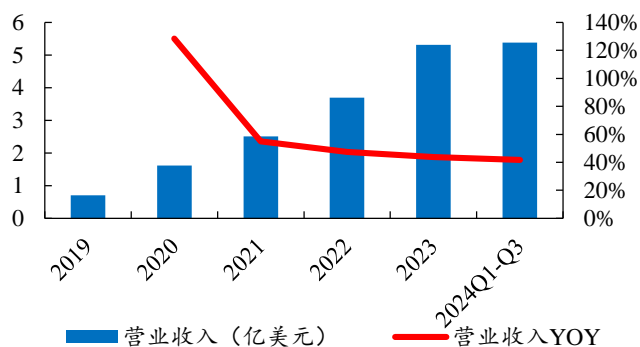
## 2、因赛集团 (300781.SZ)：出海效果营销业务快速扩张，自研多模态营销 AIGC 应用大模型合作客户快速拓展

公司 2024 年前三季度实现营业收入 7.01 亿元，同比增长 80.91%；归母净利润 3626.93 万元，同比增长 10.51%；扣除非经常性损益后的净利润 3410.54 万元，同比增长 59.45%。公司主业稳健，国内及出海效果营销业务快速扩张，于 Q3 与行业优秀团队新设了赛成数科、因赛河南等公司，强化国内信息流投放业务。AI 方面，公司自研多模态的营销 AIGC 应用大模型，目前已具备文生文、文生图、图生视频、视频剪辑、文生视频等功能，为腾讯游戏、Krafton、魅族等大客户提供图片/视频的 AI 生成/剪辑等服务，以及与文心一言、Kimi、豆包等知名大模型在 API 接口调用方面有合作。2024 年 10 月公司收购智者品牌，在公关传播业务方面增强协同效应。

## 2.5、AI+教育：多邻国将 AI 与语言学习深度融合，产品不断迭代，实现高增长

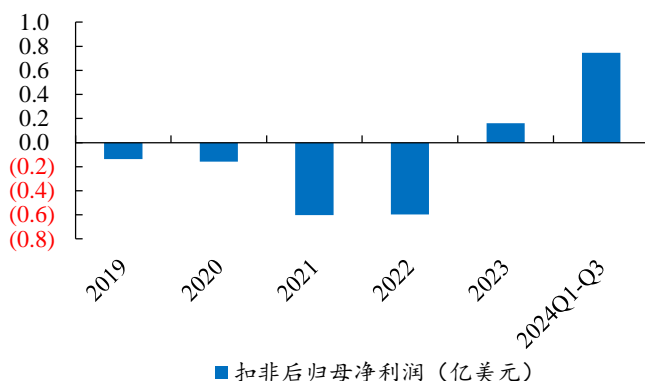
多邻国以 AI 为支撑，帮助学习链路个性化，同时结合贴近年轻人的趣味内容，以其独特的品牌风格占领用户心智，实现 AI 与口语训练的高效结合，驱动用户规模及业绩高增长。截至 2024Q3 末，多邻国月活跃用户数达 1.13 亿，同比增长 36%，日活跃用户 3720 万，同比增长 54%，付费用户总数达到 860 万，同比增长 47%，占总用户比例由 8%增至 8.5%；2024 年前三季度营业收入为 5.39 亿美元，同比增长 41.7%，扣非后归母净利润为 0.75 亿美元，同比增长 364%。多邻国 APP 持续迭代，2023 年 3 月推出多邻国 Max 版本，提供“角色扮演”和“解释我的回答”两大新功能，2024 年 9 月多邻国发布 AI 功能大版本更新，应用程序内新增 AI 视频通话 (AI Video Call) 及冒险 (Adventure) 功能，用户可与名为 Lily 的角色进行互动式对话，体验真人般 AI+语言学习。

图21：多邻国营收保持快速增长



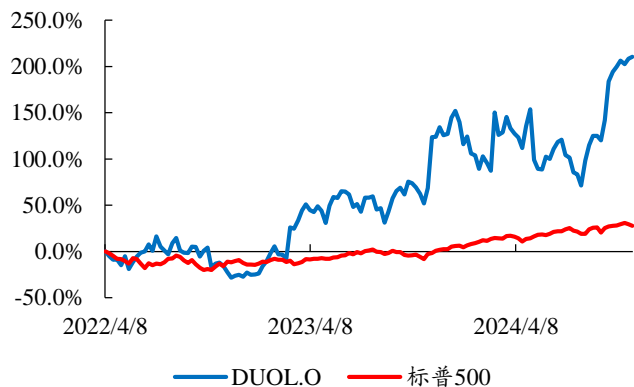
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2023年以来多邻国利润大幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2023年来多邻国超额收益明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：多邻国发布 AI 功能大版本更新

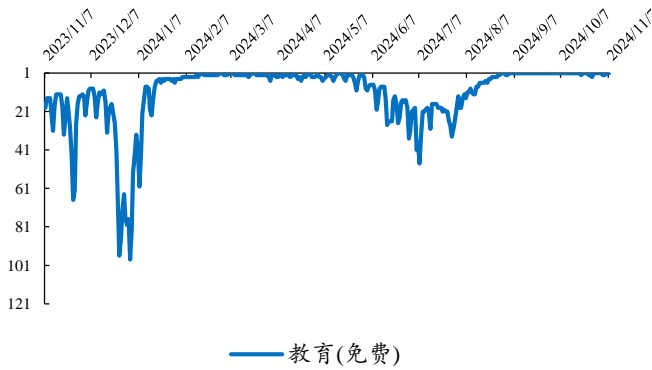


资料来源：量子位公众号

**出海方面，Gauth 稳居美区教育免费榜第一：**据 Statista，2026 年全球在线教育市场规模或达 3700 亿美元，年复合增长率超过 20%；截至 2024 年 8 月，字节跳动旗下的 AI 解题应用 Gauth 月活规模超过 2600 万，同比增速达 158.45%，自 2024 年 9 月以来稳居美国教育应用免费榜第一名，商业化可期。

**国内市场：产品持续迭代，B/C 端应用落地及商业化或加速。**2024 年 7 月，网易有道展示了翻译、作文批改、语法精讲、句子解析、体育教育、口语练习、家庭辅导 10 大 AIGC 应用，基本上实现了课上+家庭、线上+线下的多场景布局，公司 2024Q2 在 AI 订阅服务收入超 6000 万，同比增长近 200%。2024 年 10 月，豆神教育推出自主研发的端模一体教育产品——豆神 AI，旨在打造针对 C 端的“超拟人”AI 导师。2024 年 10 月，世纪天鸿上线小鸿助教网页版，可进行教案生成、课件生成、作文批改、口算批改、文档处理、活动策划、PPT 大纲、思维导图设计、教师评语以及工作总结等，助力教师高校备课。



**图25: Gauth AI 自 2024 年 9 月以来稳居教育免费榜第一名**


数据来源: 七麦数据、开源证券研究所

**图26: 小鸿助教网页版更高效助力教师备课**


资料来源: 小鸿助教官网

### 2.5.1、受益标的: 世纪天鸿、盛通股份、南方传媒

#### 1、世纪天鸿 (300654.SZ): 聚焦教辅内容研发, 推动“AI+教育”快速落地

2024 年前三季度公司实现营业收入 3.88 亿元, 同比增长 5.26%; 实现归母净利润 0.31 亿元, 同比增长 0.30%。2024Q3 营业收入为 2.25 亿元, 同比增长 2.75%; 归母净利润为 0.24 亿元, 同比增长 0.24%。公司深耕 K12 教育领域, 打造以“志鸿优化”为核心品牌的系列教辅读物, 2024 年 H1 组织落地教研服务活动 275 场次, 赋能客户 63 家。持续开发迭代 AI 助教产品——“小鸿助教”, 在 2024 年 3 月上线作文批改助手, 5 月上线口算批改助手, 10 月发布升级版“小鸿助教网页版”, 助力教研效率提升, 打造第二成长曲线。

#### 2、盛通股份 (002599.SZ): “印刷+教育”双主业的稳健发展, 人工智能+教育成增长新引擎

2024 年前三季度公司实现营业收入 15.04 亿元, 同比下降 16.32%; 归母净利润 45.22 万元, 同比增长 102.03%。其中第三季度营业总收入 4.94 亿元, 同比下降 22.04%, 第三季度归母净利润 0.17 亿元, 同比上升 85.84%。公司持续布局 AI+教育, 课程方面, 公司基于智谱 AI 研发一系列 AI 创作课程, AI 功能方面, 已通过智谱 AI 调用 GPT API 开发出内测版本模型“盛通教育学习助手”, 推出“校园智慧伙伴 AI 终端——AI 数字人学伴”建设服务。公司旗下还拥有教育品牌中鸣机器人, 聚焦智能机器人教育, 2024 年 11 月推出 GO1 机器狗, 以“AI+机器人”赋能青少年科技教育业务。

#### 3、南方传媒 (601900.SH): 主业经营稳健, “AI+教育”业态持续拓展

2024 年前三季度公司实现营业收入 64.78 亿元, 同比增长 0.49%; 归母净利润为 5.29 亿元, 同比下降 22.24%。其中第三季度营业总收入为 24.54 亿元, 同比上升 2.71%, 第三季度归母净利润为 2.30 亿元, 同比下降 14.63%。公司旗下拥有“粤教翔云数字教材应用平台”、“粤高中学习平台”、“语言乐学平台”以及 AI 教育应用“万卷要义学习大模型”, 高效应用于包括语文教学设计、语文阅读素养提升、数学解题、英语高频词学习等多个教育场景, 在内容生成、知识检索与个性化学习服务等方面赋能教育教学。公司主业经营稳健, 旗下 AI 产品丰富, 有望持续拓展“AI+教育”新业态, 驱动业绩增长。



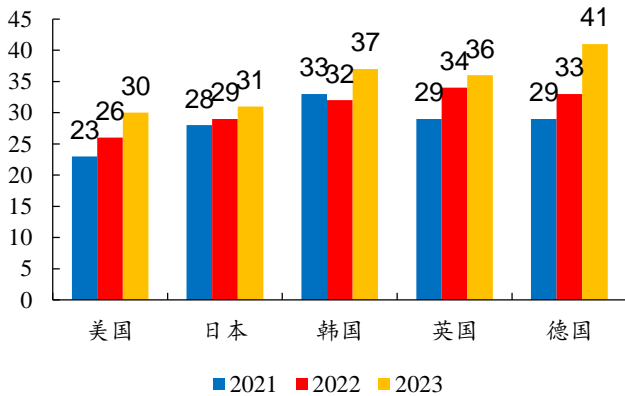
### 3、2025 年核心主线之二：出海

#### 3.1、游戏出海：手游竞争力持续提升，PC/主机游戏或成新驱动力

##### 3.1.1、中国移动游戏出海竞争力不断增强，头部公司有望延续快速增长

2021-2023 年，在全球五个重要出海移动游戏市场流水 TOP100 产品中，国产手游数量持续提升，2023 年均超 30 款。世纪华通旗下点点互动的爆款游戏《Whiteout Survival》登顶 9 月出海手游收入榜，截至 9 月底，《Whiteout Survival》全球累计收入已突破 13 亿美元。神州泰岳旗下核心游戏《Age of Origins》与《War and Order》出海收入排名稳步提升。全球来看，中国游戏厂商在手游研发及发行方面优势明显，在细分品类具备突出优势及本地化运营能力突出的公司有望持续提升海外游戏市场份额，延续高增长。

图27：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 产品中，国产移动游戏数量均超 30



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图28：点点互动旗下产品排名 2024 年 9 月出海收入第一

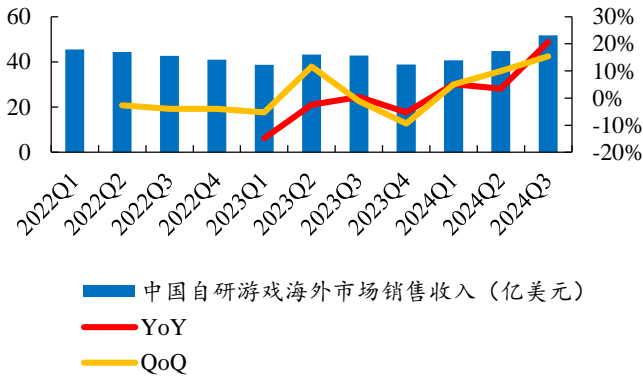


资料来源：sensor tower

##### 3.1.2、游戏出海市场规模增速提升，PC 及主机游戏出海或成为后续重要驱动力

根据伽马数据，2024Q1 以来，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入增速持续提升，2024Q3 收入为 51.69 亿美元，达近 5 个季度最大值，环比增长 15.41%，同比增长 20.74%，增长源于部分头部产品收入增长，如《绝区零》及《黑神话：悟空》等。根据 Newzoo，《黑神话：悟空》2024Q3 位列欧美市场游戏收入榜第五位，并拿下 PC 单榜收入冠军。《黑神话：悟空》在海外的成功标志着国内 PC/主机游戏制作水平大幅提升，基于国内人才优势，PC 及主机游戏出海或成为游戏出海的增量驱动力。

图29：2024Q1 以来中国自研游戏海外市场收入增速持续提升



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图30：《黑神话：悟空》2024Q3 位列欧美市场游戏收入榜第五位



资料来源：游侠网公众号

### 3.1.3、重点推荐：腾讯控股、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

#### 1、腾讯控股（00700.HK）：新游戏周期及微信生态商业化有望继续驱动增长

##### 国内游戏及营销服务表现亮眼

公司 2024 年前三季度实现营业收入 4878 亿元（同比+7%），归母净利润 1427 亿元（同比+62%），Non-IFRS 归母净利润 1674 亿元（同比+46%）。2024Q3 实现营业收入 1672 亿元（同比+8%），归母净利润 532 亿元（同比+47%），Non-IFRS 归母净利润 598 亿元（同比+33%）。2024Q3 增值服务业务收入 827 亿元（同比+9%），其中国内市场游戏收入 373 亿元（同比+14%），国际市场游戏收入 145 亿元（同比+9%），社交网络收入 309 亿元（同比+4%），主要系《无畏契约》《DNF 手游》《PUBG MOBILE》《荒野乱斗》等游戏表现强劲所致。营销服务业务收入 300 亿元（同比+17%），主要系视频号、小程序及微信搜一搜广告需求强劲所致。金融科技与企业服务业务收入 531 亿元（同比+2%），主要系理财服务收入、云服务及商家技术服务费增长所致。基于公司业绩，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1930/2169/2363（前值为 1567/1873/2051）亿元，对应 EPS 分别为 20.8/23.4/25.5 元。

##### 高质量收入增长持续驱动公司盈利能力提升

2024Q3 公司毛利率为 53%（同比+4pct），主要系国内游戏收入、视频号及微信搜一搜等高毛利率收入增长良好。此外，Non-IFRS 准则下分占联营及合营公司盈利达 85 亿元（同比+77%），在毛利率提升、分占联营及合营公司盈利增长共同驱动下，2024Q3 的 Non-IFRS 净利率达 35.8%（同比+6.7pct，环比+0.2pct）。

##### 新游戏有望继续驱动增长，微信体系商业化变现效率持续提升

2024 年以来公司新游戏表现亮眼，《DNF》手游多日保持在 iOS 畅销榜第 1 名，《三角洲行动》最高排名 iOS 畅销榜第 18 名，《宝可梦大集结》最高排名 iOS 畅销榜第 11 名。《星之破晓》《彩虹六号》等储备游戏上线有望继续贡献增量。2024Q3 小程序 GMV 超 2 万亿元，同比增长十几个百分点，基于微信平台超 13 亿月活跃用户的庞大用户基数，视频号、小程序、搜一搜等有望持续驱动公司业绩增长。

#### 2、心动公司（02400.HK）：看好《心动小镇》长线运营、麦芬全球发行、TapTap

## 增长共同驱动长期成长

### 2024H1 业绩大增，新游戏及 TapTap 有望驱动增长

2024H1 公司实现营业收入 22.21 亿元 (同比+26.7%); 归母净利润 2.05 亿元 (同比+127.4%), 经调整归母净利润 2.37 亿元 (同比+110%)。业绩增长主要系: (1)《出发吧麦芬》《铃兰之剑》《火炬之光: 无限》等新游戏带动游戏业务收入增长至 14.86 亿 (同比+29.3%); (2) TapTap 月活用户增加及游戏广告主投放需求增加带动 TapTap 收入达 7.34 亿元 (同比+21.7%)。我们看好新游戏《出发吧麦芬》《心动小镇》及 TapTap 驱动公司业绩增长, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.83/11.37/12.46 亿元, 对应 EPS 分别为 1.6/2.4/2.6 元。

### 大 DAU 游戏《心动小镇》商业化潜力大,《出发吧麦芬》韩服已上线, 欧美服及日服将陆续上线, 新游戏有望继续驱动业绩快速增长

《铃兰之剑》国际服于 8 月上线,《出发吧麦芬》韩服于 9 月 11 日上线, 随着长期运营活动展开, 有望持续贡献流水。此外,《出发吧麦芬》欧美服、日服及其他国际服将陆续上线, 或带来可观流水及利润增量。《心动小镇》已于 7 月 17 日上线, 9 月 19 日, 在新卡池的带动下,《心动小镇》畅销榜排名一度提升至第 5, 12 月 14 日,《心动小镇》再度联名“线条小狗”IP 开启冬日运营活动, 或再度驱动流水提升。基于大 DAU 基础, 随游戏内容不断丰富, 用户体验持续提升, 以及商业化设计的不断完善,《心动小镇》商业化潜力有望逐渐释放, 成为公司长生命周期基石产品。

### TapTap 用户快速增长, 长期成长及变现空间广阔

TapTap 2024H1 MAU 达 4324 万, 同比+27.3%。TapTap 独家发行的《心动小镇》累计下载量达 3420 万, 为平台带来大量新增用户, 后续随重磅新游戏的上线, 平台 MAU 有望再创新高, 并持续增长。此外, 公司为保证用户体验限制了广告加载率, 长期来看平台广告的量、价提升空间广阔。

## 3、神州泰岳 (300002.SZ): Q3 业绩延续高增长, 关注新游戏上线表现

### 老游戏继续驱动业绩增长, 看好新游戏表现

公司 2024 前三季度实现营业收入 45.14 亿元 (同比+11.42%), 归母净利润 10.94 亿元 (同比+94.33%), 扣非归母净利润 8.32 亿元 (同比+54.84%)。Q3 实现营业收入 14.61 亿元 (同比+4.53%), 归母净利润 4.63 亿元 (同比+191.43%, 环比+37.72%), 扣非归母净利润 2.15 亿元 (同比+38.76%)。公司 2024Q3 扣非归母净利润同比增长主要系核心游戏《Age of Origins》(《旭日之城》) 保持增长,《War and Order》(《战火与秩序》) 等游戏表现稳健, 而销售费用同比减少所致。2024Q3 归母净利润同比增长主要系收回大唐半导体、大唐微电子向公司支付的约 2.45 亿元诉讼应收款冲减以前计提的坏账准备所致。基于公司信用减值损失变化及核心游戏表现, 我们看好新游戏及 AI 相关业务继续驱动增长, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.74/14.14/16.29 亿元, 对应 EPS 分别为 0.70/0.72/0.83 元。

### 毛利率保持稳定, 随费用率控制, 盈利能力有望持续提升

2024Q3 公司毛利率为 61.19% (同比-2.13 pct, 环比+0.15pct); 销售费用率为 14.64% (同比-14.77pct, 环比-2.09pct), 主要系减少推广费用所致; 管理费用率为 24.37%

(同比+7.5pct, 环比+8.85pct), 主要系公司确认诉讼相关费用及增加职工薪酬所致; 研发费用率为 5.39% (同比-0.52pct, 环比-1.04pct); 扣非后净利率为 14.69% (同比+3.62pct), 随一次性费用影响消除公司利润率或继续提升。

#### SLG 新游戏上线在即; AI 大模型技术持续赋能有助于打开业务成长空间公司

《代号 DL》和《代号 LOA》两款 SLG 游戏新游戏预计 2024 年底或 2025 年在海外上线, 基于公司丰富发行经验及大量数据积累, 新游戏上线有望助力公司长期业绩增长。此外, 公司两款 ICT 运营管理软件通过中国信通院大模型认证, 在 AI 数字员工、“AI+安全”、AI 绘画平台 UltraAI 等多领域陆续落地 AI 应用, AI 赋能不断深化, 或为公司计算机业务打开新的成长空间, 并赋能游戏业务降本增效。

#### 4、恺英网络 (002517.SZ): 2024Q3 利润增速提升, 继续关注后续产品线

##### 2024Q3 业绩增长亮眼, 产品周期持续向上

公司 2024 前三季度实现营业收入 39.28 亿元 (同比+29.65%), 归母净利润 12.80 亿元 (同比+18.27%), 扣非归母净利润 12.81 亿元 (同比+23.43%)。Q3 实现营业收入 13.72 亿元 (同比+30.33%, 环比+10.00%), 归母净利润 4.71 亿元 (同比+31.52%, 环比+22.97%), 扣非归母净利润 4.80 亿元 (同比+32.53%, 环比+27.43%)。公司 2024Q3 业绩增长主要系《原始传奇》《热血合击》等老游戏表现稳健, 《石器时代: 觉醒》《怪物联萌》等新游戏贡献增量所致。我们看好后续新游戏上线继续驱动增长, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 18.18/21.67/24.01 亿元, EPS 分别为 0.84/1.01/1.12 元。

##### 不断丰富的产品线, 有望继续驱动增长

继《诸神劫: 影姬》10 月 9 日在港澳台地区上线、《怪物联萌》海外版《怪咖侦察队》10 月 17 日在海外上线, 正版授权手游《彩虹橙》10 月 20 日公测后, 公司产品线仍在不断丰富。3D 动作 MMORPG 手游《龙之谷世界》在十一测试期间取得了优异的数据表现, 或 2024 年底上线; 《斗罗大陆: 诛邪传说》在 10 月 10 日开启首轮测试, 在 TapTap 预约量超 23 万; 8 月份至今, 公司旗下《开心小矿工》《原始觉醒》《蓝月纪元》《王国危机》《布衣战神》《永恒龙族》《黑龙风暴》等游戏陆续获得版号, 有望加速上线, 进一步丰富公司产品线, 驱动业绩增长。

##### AI 大模型全自动生成游戏或加速实现游戏生产方式的变革

2024Q3 公司毛利率为 82.59% (同比-1.07pct, 环比+0.61pct), 销售费用率 30.79% (同比+1.83pct, 环比-7.05pct), 管理费用率 3.34% (同比-2.68pct, 环比-0.21pct), 研发费用率 12.43% (同比+0.52pct, 环比+3.01pct), 归母净利率 34.31% (同比+0.31pct, 环比+3.62pct), 费用率控制持续驱动利润率提升。公司旗下“形意”大模型可实现 AI 全自动画图、写文档、做美术等, 并自动整合出完整的游戏, 或进一步提升游戏研发效率, 降低试错成本, 进而驱动长期利润率改善。

#### 5、完美世界 (002624.SZ): 《诛仙世界》《异环》开启新品周期, 业绩或迎反转

##### 公司完成战略调整, 或推动高效健康发展



2024 年公司进行了组织结构、管理机制及经营策略调整，对短期业绩带来一定影响，后续随新游戏陆续上线，进入新产品周期，公司业绩有望迎来反转。基于公司业绩及产品周期，我们看好新产品周期驱动公司业绩改善，预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 -5.89/7.88/12.04 亿元，对应 EPS 分别为 -0.30/0.41/0.62 元。

### 优质美术、丰富玩法及纯正仙侠 MMO 设计或助《诛仙世界》取得良好表现

公司自研 MMO 端游《诛仙世界》公测定档 12 月 19 日。《诛仙世界》基于虚幻 5 引擎打造，美术及画面表现优秀。在游戏玩法上，PVP（团队副本）、PVE（世界 BOSS、200v200 据点战、100v100 帮派联赛、地图阵营等）、PVX（地图探索、家园玩法等）等丰富的玩法可以满足不同用户的游戏需求，特别是团队副本这一传统 MMO 玩法上的表现出色，使得游戏受到大量玩家好评。在战斗系统设计上，《诛仙世界》遵循了经典 MMO 的战斗设计逻辑，在游戏的技能链基础上，增加了“弹反”“解控”等额外的博弈窗口，使得 PVP 玩法更加具有深度。在付费设计上，《诛仙世界》采用了不卖数值的赛季制运营，付费内容主要由月卡（42 元）、战令（68、128 元）、外观商城组成，倾向于长周期运营。此外，《诛仙世界》不上移动端的选择使得游戏能够充分发挥出 PC 性能优势，提供更好的游戏体验。基于知名 IP《诛仙》的用户影响力和《诛仙世界》本身优秀品质，《诛仙世界》官网预约量超 300 万，后续正式上线后有望为公司贡献可观业绩增量。

### 《异环》首曝反响热烈，或为下一款头部二次元开放世界游戏

《异环》基于虚幻 5 引擎开发，为公司《幻塔》之后又一款二次元开放世界游戏。目前《异环》首曝 PV&实机演示视频在 B 站累计播放量超 900 万，并于 9 月 22 日举办线下封闭试玩会，广受玩家好评，11 月 28 日开启奇点测试。基于公司丰富研发经验及开放都市的独特游戏设计，《异环》有望成为头部开放世界游戏，进一步推动公司业绩反转。

## 6、吉比特（603444.SH）：老游戏流水下滑或放缓，关注新产品周期驱动增长

### Q3 扣非归母净利润同比下滑 15%，拟每 10 股派现 20 元

公司 2024Q3 实现营业收入 8.59 亿元（同比-10.36%，环比-16.83%），归母净利润 1.40 亿元（同比-23.82%，环比-47.19%），扣非后归母净利润 1.51 亿元（同比-15.33%，环比-43.01%）。2024Q3 业绩环比下滑主要系：（1）《问道》端游 2024Q3 营业收入及利润环比减少；（2）《问道手游》2024Q2 开启 8 周年活动取得较好效果，2024Q3 营业收入及利润环比下滑；（3）《一念逍遥（大陆版）》2024Q3 由于发行投入增加金额超过营业收入增加金额，整体利润环比减少。2024Q3 业绩同比下滑主要系：《问道》端游、《问道手游》及《一念逍遥（大陆版）》营业收入及利润同比均有所减少。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 20 元。基于公司业绩，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 9.25/11.55/13.09 亿元，对应 EPS 分别为 12.84/16.03/18.17 元。

### 核心游戏流水下滑或逐步放缓，海外收入延续高增长

《问道》端游 2024H1 流水为 6.56 亿元（同比+16.31%），2024Q3 流水为 2.25 亿元（同比-11.42%），核心端游流水有所波动但整体保持增长；《问道手游》2024H1 流水为 11.55 亿元（同比-14.66%），2024Q3 流水为 4.57 亿元（同比-12.62%）；《一念

《逍遥（大陆版）》2024H1 流水为 3.11 亿元（同比-54.81%），2024Q3 流水为 1.68 亿元（同比-18.45%），核心手游流水同比下滑或逐步减缓。此外，公司海外收入延续高增长，2024 年 1-9 月海外收入达 3.69 亿元（同比+99.57%）。

#### 精品储备游戏丰富，新游戏陆续上线有望驱动业绩增长

公司多款储备游戏已取得版号并有望加速上线，包括《杖剑传说》（拟 2025 年上半年上线）、《问剑长生》、《最强城堡》、《亿万光年》等。随着丰富储备游戏上线开启新产品周期，有望逐步抵消老游戏流水下滑，进一步驱动公司业绩增长。

#### 3.1.4、受益标的：宝通科技

##### 宝通科技（300031.SZ）：工业互联网与游戏业务积极拓展海外市场

公司工业物联网业务立足国内，深耕海外市场，建立泰国工厂，打造全球技术服务中心，并组建国际化的团队，与全球优秀的合作伙伴建立紧密的合作关系。游戏业务方面，进一步拓宽全球业务版图，公司在日本地区重点推出了新游戏《ドット勇者（浮空秘境）》游戏上线 9 个月（即 2024 年 6 月）突破 1 亿美元流水，实现了日本市场的突破。

#### 3.2、短剧出海：供需共振，短剧出海仍处于快速增长期

**供需共振，短剧出海仍处于快速增长期。**需求端，海外用户短剧观看总时长大幅增长，话题度迅速升温，根据 TikTok for Business，2024 年 3 月全球短剧 APP 的用户总时长约为 4700 万小时，2023 年 4 月为 300 万小时；短剧平台用户量和收入仍处在快速增长期，根据点点数据，2024 上半年，出海短剧平台总流水已突破 2.3 亿美元、预计全年将达到 4 亿美元以上。以 Reelshort 为例，2023 年 7 月以来下载量有所波动但整体看实现大幅增长，同时变现能力明显增强，2023 年 10 月以来月收入持续走高，2024 年 7 月收入突破千万美元，同比增长 153%，其中北美市场占比 66%。**供给端**，2024Q1 出海活跃短剧 APP 相比 2023 年增长 30% 以上，出海头部短剧平台总剧目相比 2023Q2 增长 10 倍以上，增速明显快于国内短剧供给。海外短剧用户付费习惯成熟，深耕女性用户之外，逐步拓展男频题材，且除美国外的新市场快速扩张，供需两端或共同驱动短剧出海延续高增长。

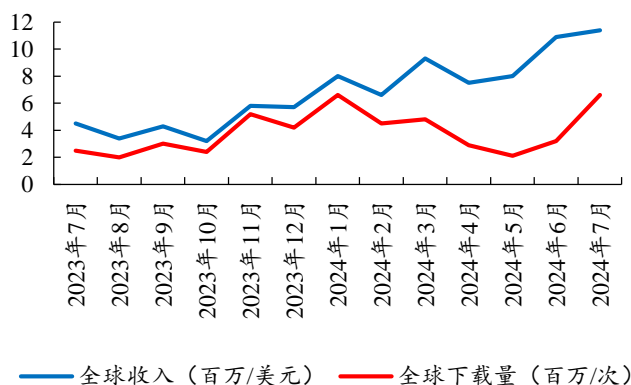


图31：出海短剧单月收入保持快速增长



数据来源：点点数据、开源证券研究所

图32：ReelShort 下载量和收入不断走高



数据来源：点点数据、开源证券研究所

图33：出海短剧玩家与数量都处在快速增长期



资料来源：TikTok for Business

### 3.2.1、受益标的：中文在线

#### 中文在线 (300364.SZ)：AIGC 技术赋能 IP 价值释放，出海短剧再下一城

2024 年第三季度，公司营业收入 3.46 亿元，环比增长 44.38%；归母净利润-0.38 亿元，环比减亏 53.41%，业绩大幅改善，其中参股公司枫叶互动 2024H1 实现总收入 10.86 亿元，实现净利润 2293 万元。2024 年目前已上线多部漫画、动态漫及短剧，2024 年上半年公司与腾讯视频联合开发了《修罗武神》动画第二季。在新布局的动态漫画板块，公司 2024 年新上线作品 24 部，其中 AI 动态漫作品《全民转职：我的技能全是禁咒》蝉联腾讯动态漫收入榜 Top5。2024 年 11 月 26 日，中文在线日本子公司 COL JAPAN 推出的短剧应用 UniReel 正式上线，由日本电视台制作的第一部原创短剧也在 UniReel 同步播出，致力于在全球短剧市场扩大影响力。

### 3.3、电商/营销出海：Tiktok 商业化有望加速，出海营销增量空间或打开

**Tiktok 用户规模创新高。**2024H1，TikTok 全球月均下载量达到 8173 万次，同比上升 6.6%。其中，5 月份下载量达到新高，突破 8670 万次。从月活跃用户量来看，上半年美国月活稳定在 1.7 亿以上，在 TikTok Shop 国家中位居第一。

**TikTok 美国市场电商商业化大有可为。**据 The Information 报道，自 2023 年 7 月以来，TikTok Shop 的月销售总额已突破 10 亿美元，2024 年美国商品销售总额或

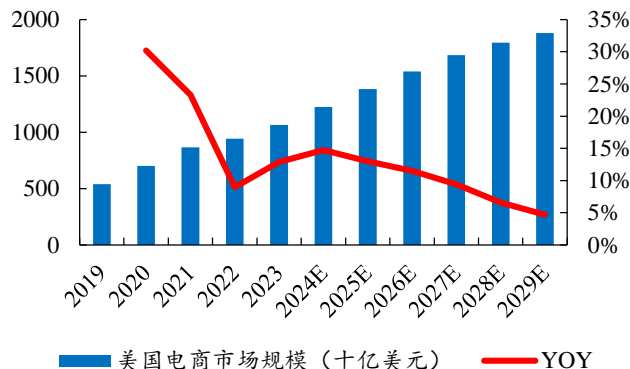
达到 175 亿美元。Statista 预测，2024-2029 年期间，美国电商市场的规模预计将会以 8.99% 的复合年增长率持续扩大，到 2029 年，或将增长至 1.88 万亿美元，届时电商用户数量将会达到 3.335 亿，电商用户渗透率也将增长到 97.1%，TikTok 在美国电商市场渗透率或进一步提升。

图34：2024年5月全球 TikTok 下载量创新高



资料来源：超店有数

图35：预计 2019-2029 年美国电商市场规模持续增长



数据来源：Statista、开源证券研究所

### 3.3.1、受益标的：蓝色光标、易点天下

#### 1、蓝色光标 (300058.SZ)：2024 年 AI 驱动收入或达 10 亿元，“AI+出海”成为增长引擎

公司 2024 年前三季度实现营业收入 454.23 亿元，同比增长 25.09%，归母净利润为 1.23 亿元，同比下降 57.23%；扣非归母净利润为 1.23 亿元，同比下降 62.24%。AI 方面，公司持续迭代 Blue AI 营销行业模型，积极推动公司向 AI Native 商业模式转型，预计 2024 年 AI 驱动的收入为 10 亿元左右。此外，2024 年 9 月公司推出了自研的行业模型 Blue AI 心影创作平台，并接入快手可灵 AI 视频大模型 API，积极探索 AI+视频新应用、新业态、新模式。出海方面，继越南、日本、荷兰、新加坡设立独立办公室之后，蓝色光标泰国公司正式成立，通过本地化运营与深度服务，持续推动业务拓展、团队建设的全球化进程，此外，公司全球化出海团队启动“海外平台业务”战略，用 AI 新范式构建技术壁垒。“AI+出海”有望推动公司 AI 驱动的收入突破 50 亿元，成为业绩新的增长点。

#### 2、易点天下 (301171.SZ)：自研数字营销创作平台 KreadoAI，助力出海营销业务收入增长

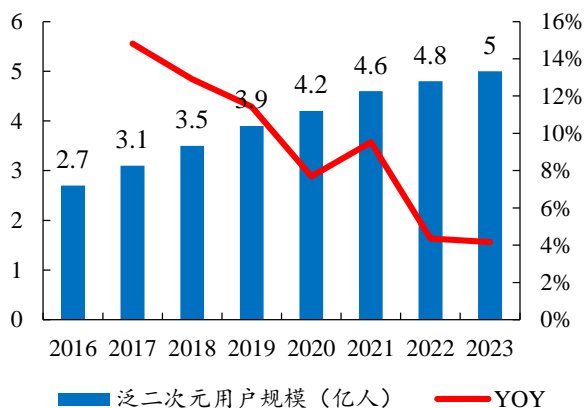
公司 2024 年前三季度营收为 17.54 亿元，同比增长 10.75%；归母净利润为 1.95 亿元，同比增长 7.85%；扣非后净利润为 1.85 亿元，同比增长 16.31%。公司专注于数字营销和广告推广，自研数字营销创作平台 KreadoAI，基于先进的人工智能技术，制作数字人代替真人主播出镜，帮助客户高效吸引用户、提升品牌知名度及实现商业化收益。2024 年 10 月，公司与火山引擎合作，打造高效的全场景分析数据湖仓，公司基于 AI 营销模型有望持续拓展客户，助力出海营销业务收入增长。

## 4、2025 年核心主线之三：IP 衍生

### 4.1、动漫/游戏周边：泛二次元群体基数大，“谷子”市场或不断扩容

中国泛 Z 二次元群体基数广泛，消费意愿强，“谷子”市场或不断扩容。“谷子”，是“Goods（商品）”，泛指 ACGN 内容衍生周边。从分类来看，以游戏周边为例，可分为具有收藏观赏价值的硬周边和具有实用情绪价值的软周边，硬周边包括手办、粘土人等，软周边包括徽章（吧唧）、亚克力系列等。市场规模来看，根据商启咨询，2023 年国内二次元周边衍生市场同比增长 37.6% 至 1024 亿元，增速快于二次元内容市场的 20.1%。分结构来看，根据伽马数据，2023 年游戏 IP 衍生品的市场规模为 40.6 亿元，2019 至 2023 年复合增长率达 17%。我们认为，需求端来看，购买周边为粉丝提供情绪价值和心理认同，强化了粉丝与内容的情感链接，供给端来看，周边作为 IP 的延续，帮助 IP 方延续 IP 的热度和影响力，随着泛二次元用户消费群体逐渐占据主流、IP 衍生市场作为 IP 产业的增量市场，或继续保持快速增长。

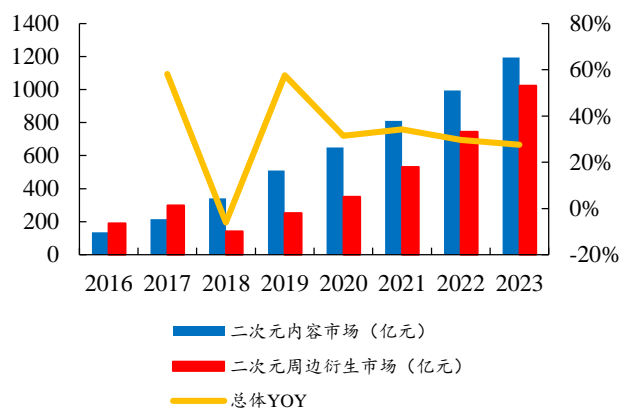
图36：中国泛二次元用户群体基数广泛



数据来源：商启咨询、开源证券研究所

注：二次元用户是指二次元产品和服务的消费者及二创作者，泛二次元用户消费过二次元产品，但不如核心群体热衷

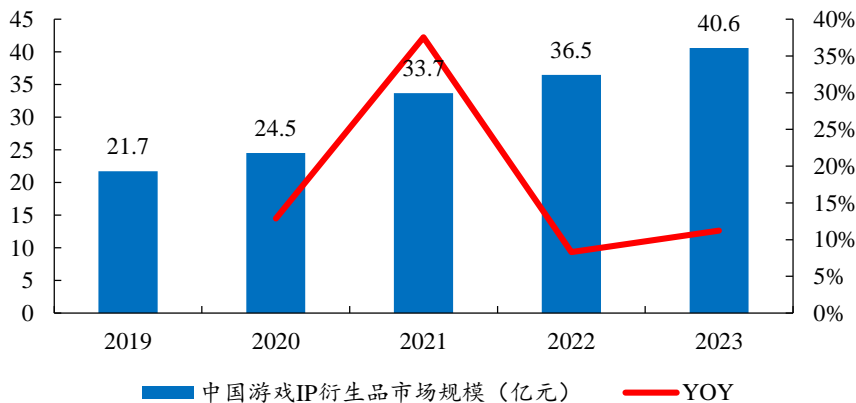
图37：2019 年来二次元周边市场快速增长



数据来源：商启咨询、开源证券研究所

注：二次元周边衍生市场包括商品、虚拟偶像、线下娱乐、服装四个板块

图38：2023 年游戏 IP 衍生品市场规模为 40.6 亿元



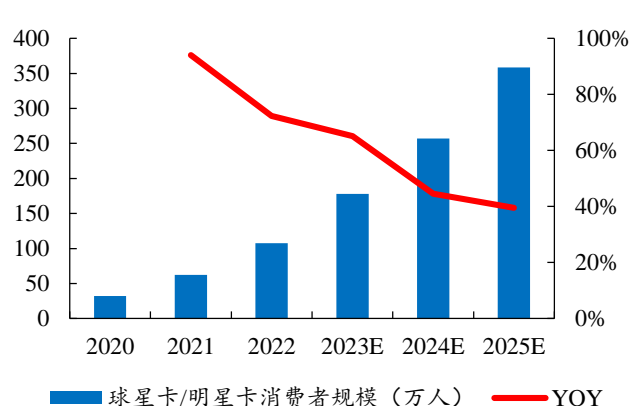
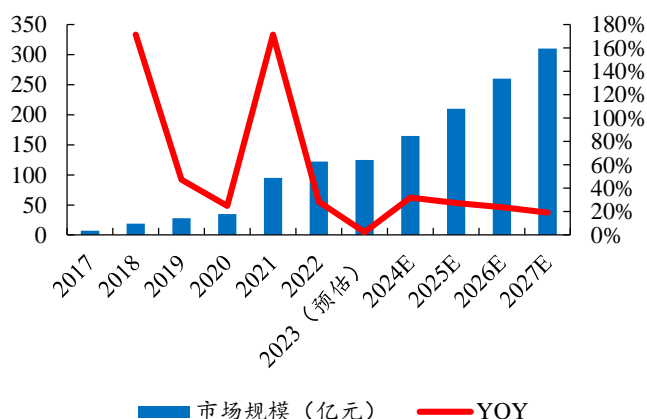
数据来源：伽马数据、开源证券研究所

集换式卡牌 (TCG) 是指有特定主题，可供消费者收藏、交换或者畅玩的卡牌，分为竞技型（核心功能为对战，代表为宝可梦 PTCG 等）和非竞技型（核心功能为

收藏和赏玩，代表为 NBA 球星卡、小马宝莉卡等)。量价齐升驱动下，市场规模或延续增长，根据灼识咨询，中国集换式卡牌市场规模由 2017 年的 7 亿元增加至 2022 年的 122 亿元，CAGR 为 78.4%，2027 年有望达到 310 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 20.5%。量的角度来看，卡牌复购率及用户规模有望提升，(1) **复购率方面**，卡牌通过绑定 IP 获得年轻消费者青睐，拆卡玩法或强化用户粘性，提升复购率；(2) **用户规模方面**，基于卡牌社交属性及卡牌商持续开发新品类、直播拆卡等方式吸引新增用户，或持续破圈。价格角度来看，IP 效应、稀有度、卡牌功力等影响单卡价格，日本/美国集换卡人均支出分别为中国（2022 年为 8.6 元）的 11/6 倍，我国卡牌人均支出有较大提升空间。

图39：我国集换卡行业市场规模预计在 2027 年达到 310 亿

图40：我国球星卡/明星卡消费者规模有望快速增长



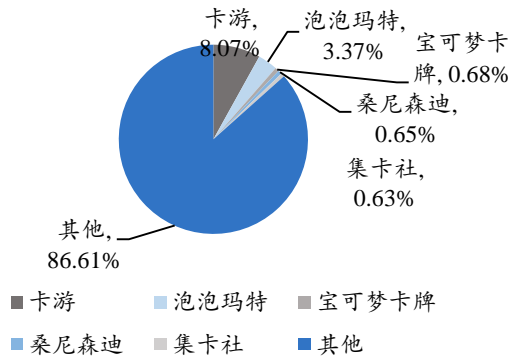
数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

**当前集换卡行业集中度较高，新兴品牌快速崛起，竞争格局或趋于开放。**根据灼识咨询，2022 年在我国集换式卡牌前五大公司市占率合计为 76.7%，卡游以 71.0% 的市场份额位居第 1。线上渠道多个新兴品牌销售额快速增长。根据蝉魔方数据，2024 年上半年抖音潮玩盲盒品类品牌 TOP5 的整体集中度为 13.39%，卡游为 8.07% 排名第一，新兴品牌销售额快速增长，集卡社同比增长 701.85%，WOWLUCKY、Hitcard 环比增长速度分别约为 650 倍、170 倍，集换式卡牌行业竞争格局有望趋于开放。

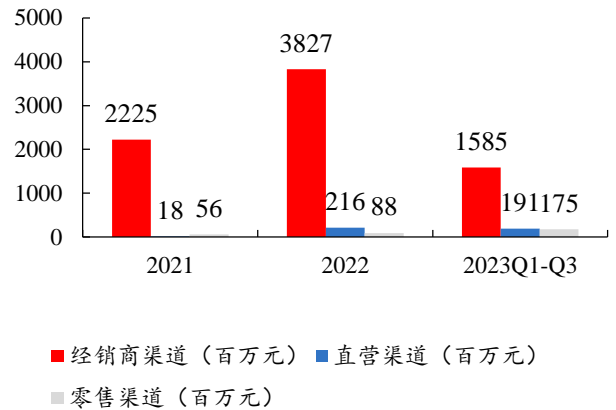
**IP/渠道为核心竞争要素。**(1) **IP**：由于卡牌是 IP 的承载，卡牌授权方所拥有的 IP 资源成为核心竞争力。(2) **销售渠道**：对收藏卡而言，销售渠道较为重要。铺设销售渠道时间周期较长，对卡牌商而言，拥有稳定强大的渠道销售体系将成为重要竞争力。

图41: 2024 年上半年卡游在潮玩盲盒品牌市占率为 8.1%



数据来源: 蝉魔方、开源证券研究所

图42: 经销商渠道为卡游贡献主要收入



数据来源: 卡游招股书、开源证券研究所

表3: 各家卡牌公司 IP 定位差异化

卡牌公司	IP 数量统计	代表性 IP	千岛粉丝量
卡游	100+	小马宝莉、叶罗丽、奥特曼 X 档案、英雄对决、魔道祖师、海绵宝宝、奥特曼、斗罗大陆等	4.3 万
趣卡社	6+	三国、封神榜、绝代双骄等	3432
集卡社	43+	斗罗大陆、撒野、小黄人、时光代理人、鬼灭之刃、一人之下、全职高手、斗破苍穹等	3402
卡宝文创	8+	妖精的尾巴、魔卡少女樱、狐妖小红娘、蜡笔小新等	3185
万画云游	1+	三丽鸥、芭比、创造营、乘风 2024 等	390
万代卡牌	10+	OPCG 简中、原神、哆啦 A 梦、机动战士高达等	310
Hitcard	5+	大闹天宫、泡泡玛特、幻雾等	/

资料来源: 千岛、开源证券研究所

### 4.1.1、重点推荐: 姚记科技、上海电影、奥飞娱乐、阅文集团

#### 1、姚记科技 (002605.SZ): Q3 扣非归母净利润增速提升, 关注游戏和卡牌业务

#### Q3 扣非归母净利润增速提升, 看好主业回暖及新业务

公司 2024 年前三季度营业收入为 27.90 亿元(同比-21.89%), 归母净利润为 4.24 亿元(同比-23.95%), 扣非后归母净利润 4.06 亿元(同比-22.42%)。前三季度营业收入下降主要系数字营销板块业务结构调整及游戏板块充值流水波动导致的营业收入减少所致; 归母净利润下降主要系: (1) 游戏板块充值流水波动; (2) 2023 年前三季度存在大额投资性房地产处置收益; (3) 可转换公司债券利息计提影响。公司 2024Q3 实现营业收入 8.81 亿元(同比-28.08%, 环比-4.92%), 归母净利润 1.40 亿元(同比-6.72%, 环比+4.92%), 扣非归母净利润 1.37 亿元(同比+7.55%, 环比+14.62%)。2024Q3 扣非归母净利润同比和环比增速均有所提升。我们看好扑克牌业务、游戏业务回暖及卡牌业务驱动公司业绩增长, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 6.09/7.82/8.52 亿元, 对应 EPS 分别为 1.47/1.89/2.06 元。

#### 收入结构调整带来的毛利率提升驱动公司盈利能力增强



公司 2024Q3 毛利率为 40.17% (同比+9.87pct, 环比+4.49%), 或由于数字营销业务结构调整, 致毛利率较高的游戏业务收入占比提升, 带动整体毛利率提升。2024Q3 归母净利率为 15.88% (同比+3.64pct, 环比+1.49pct), 归母净利率提升主要由毛利率提升所驱动。我们认为, 经过收入结构调整及游戏等高毛利率业务收入的逐步回暖, 以及新扑克牌生产基地建成后, 带来的规模效应提升, 公司整体毛利率与净利率有望继续提升。

### 核心游戏表现依旧稳健, 投资的球星卡交易平台有望为业绩带来积极贡献

游戏业务方面, 公司通过持续运营优化及内容更新, 确保游戏产品长周期运营, 核心游戏《指尖捕鱼》2024 年以来基本保持在 iOS 畅销榜前 150 名, 持续为公司贡献稳定流水。此外, 公司于 2022 年 1 月投资卡牌交易平台“卡淘”, 持股 38%, 进军球星卡牌赛道, 根据上海元促会数据, 卡淘 2020-2022 年 GMV 分别约为 2、5.4、10 亿元。截至 2023 年 9 月, 注册用户超过 25 万, 日活超过 2 万; 目前已实现国内外顶级体育 IP、电竞、文化娱乐等全品类覆盖, 占国内球星卡二手交易市场份额近 70%, 卡淘或受益于近年来体育明星 IP 不断升高的热度, 延续 GMV 高增长, 从而为公司带来积极业绩贡献。

## 2、上海电影 (601595.SH): 拟收购上影元少数股权, 进一步完善 IP 业务布局

### 拟收购上影元少数股权, 或强化 IP 布局、增厚公司业绩

公司发布公告, 拟进一步收购上影集团、上美影合计持有的上影元 19% 股权。本次交易完成后, 上影元股权结构为公司持股 70%, 上美影持股 30%。此前公司 2023 年 3 月公告收购上影元 51% 股权, 对应全部股东权益价值评估值为 1.2 亿元, 本次交易转让价格对应全部股东权益价值估值为 3.5 亿元, 上影元公司价值有明显提升。上影元 2023 年度净利润 1658.53 万元, 2024 年半年度净利润 2112.02 万元, 随着 IP 全产业链开发运营业务开展, 上影元盈利能力快速提升, 此次收购上影元少数股权有望进一步增厚公司业绩。基于对未来电影市场预期和对公司成功收购上影元少数股权的预期, 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.39/2.73/3.76 (2025-2026 年前值为 2.49/3.35) 亿元, EPS 分别为 0.31/0.61/0.84 元。

### 上影元 IP 商业化价值持续凸显, 内容焕新或带来业绩增量

2024 年, 齐天大圣、哪吒等 30+ 动画角色亮相央视 2024 春晚节目, 全网话题浏览量、播放量超 6 亿; 与人民日报携手打造《奔赴热爱》运动主题短片, 齐天大圣孙悟空的形象贯穿始终, 视频播放量超过 2 亿次。AI 方面, 上影元与跃然创新(Haivivi)就“IP+AI 玩具”已达成战略意向, 通过 AI 玩具形态释放 IP 潜在价值, 上影元所运营的经典 IP 商业化价值或持续凸显。此外, 公司旗下影片《好东西》11 月 22 日上映后, 3 日累计票房超 1.3 亿元。《中国奇谭》第二季、《小妖怪的夏天: 从前有座浪浪山》预计于 2025 年上映, “奇谭宇宙”有望贡献新的内容及授权衍生收益。《葫芦兄弟》《黑猫警长》等经典作品中各类角色衍生故事在各大短视频平台的矩阵常态化焕新, 助推公司在商品、营销、游戏等多领域的授权联名合作。

### 头部新片陆续定档, 或驱动电影大盘及公司影视业务修复

《哪吒之魔童闹海》《唐探 1990》《封神第二部: 战火西岐》《熊出没·重启未来》《射雕英雄传: 侠之大者》《蛟龙行动》等已定档 2025 年春节档, 头部新片陆续上映



或驱动票房大盘回暖，带动公司院线业务修复。

### 3、奥飞娱乐 (002292.SZ)：毛利率持续提升，玩具新品有序推出或驱动业绩增长

#### 2024Q3 毛利率继续提升，看好玩具新品推出驱动增长

公司 2024Q3 实现营业收入 7.06 亿元 (同比-1.91%)，实现归母净利润 1624.0 万元 (同比-22.55%)，扣非归母净利润为 1068.3 万元 (同比-16.31%)，2024 年前三季度实现营业收入 20.11 亿元 (同比-0.45%)，归母净利润为 7124.4 万元 (同比-12.50%)，扣非归母净利润为 7185.5 万元 (同比+14.34%)，或系精细化运营管理驱动毛利率提高所致，2024Q3 公司毛利率为 42.76% (同比+2.78pct)。考虑到公司玩具新品上线节奏较慢，我们看好后续“自研+授权”玩具新品有序推出驱动业绩增长，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.27/2.27/3.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.09/0.15/0.21 元。

#### 费用端略有提升，盈利能力稳定，收现能力有所增强

费用端略有提升，公司 2024Q3 销售费用率为 12.6% (同比+0.98pcts)，管理费用率为 17.17% (同比+1.93pcts)，研发费用率为 7.97% (同比+1.55pcts)，净利率为 1.94% (同比-0.56pcts)，盈利能力总体保持稳定。2024 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 1.76 亿元 (同比+677.91%)，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致，公司收现能力有所增强。

#### 持续丰富产品线，“自研+授权”并举，AI 陪伴玩具新品有序推出或驱动业绩增长

自有 IP 方面，《铠甲勇士-星曜诀醒》2024 年内播出，2024 年 9 月公司推出爆裂飞车 5 晶码迷踪项目，2024-2025 年整个爆裂推广周期将配合宣传，2024Q4 推出以年轻群体为核心的 IP 新品：铠甲勇士新品、巴啦啦小魔仙新品、卡牌系列、量子战队机器人等；授权 IP 方面，2024 年 9 月以来玩点无限合作推出蓝色禁区、天线宝宝、三丽鸥、蜡笔小新、天官赐福等 IP 的玩具新品，2024Q4 已推出变形金刚 AAE 系列、小马宝莉软周边等新品。AI 方面，公司已推出 AI 陪伴玩具“喜羊羊超能铃铛娃娃”和“哄睡 AI 喜羊羊”，后续或将继续推出益智教育、桌面机器人等智能硬件新品。公司产品线丰富，“自研+授权”并举，玩具新品有序推出或驱动公司业绩增长。

### 4、阅文集团 (00772.HK)：头部 IP 内容释放驱动业绩增长，IP 商业化多点开花

#### 优质 IP 内容驱动 2024H1 业绩增长，看好后续内容上新

2024H1 公司实现主营业务收入 41.91 亿元 (同比+27.7%)，其中在线业务收入 19.40 亿元 (同比-2.2%)，主要系公司优化投资回报率较低的分发渠道所致。版权运营及其他业务收入 22.51 亿元 (同比+73.3%)，主要系公司爆款剧集、电影及动画上线数量增加及 IP 授权改编业务规模扩大所致。2024H1 公司毛利率为 49.7% (同比+0.8pct)，净利率为 12% (同比+0.56pct)，归母净利润为 5.04 亿元 (同比+33.8%)，归母净利润增长主要系收入增长及渠道优化带来的毛利率提升所致。我们看好公司头部 IP 内容上线持续驱动业绩增长，预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.04/13.49/15.13 亿元，对应 EPS 分别为 1.1/1.3/1.5 元。

#### 大 IP 作品连续取得亮眼表现，头部 IP 产品储备丰富，或继续驱动增长

2024H1《庆余年第二季》在腾讯视频最高热度达 34389，刷新平台历史最高季度，在 CCTV-8 连续 18 天全国全部频道实时收视率 TOP1。《热辣滚烫》累计票房 35 亿元，目前为 2024 年票房冠军。《与凤行》《玫瑰的故事》等剧集也取得亮眼表现。头部 IP 作品的亮眼表现对公司业绩推动作用明显，公司储备大 IP 内容还包括《大奉打更人》《赘婿 2》《斗罗大陆 2》《完美世界》等等，基于头部 IP 影响力及公司强大的内容能力，IP 内容的持续释放有望继续驱动版权运营业务增长。

#### IP 商业化多点开花，短剧、卡牌等新赛道快速增长，IP 价值有望加速释放

对于头部 IP 的开发，除了推出影视作品，公司也开展了 IP 的全产业链联动，庆余年 IP 卡牌在剧播前 GMV 已达 2000 万，IP 授权合作超 20 个，单 IP 授权金额创年度新高，盲盒销量超 20 万，IP 商业化实现多点开花。此外，公司领投 Hitcard 新一轮融资，拥有 Hitcard 公司 10% 的股权；公司旗下的 IP 衍生品厂牌阅文好物于 12 月上线“吃谷”小程序“阅谷咪”，以更有趣的方式进行玩谷、货盘和会员体系搭建；IP 卡牌产品整体 GMV 超 1 亿元；IP 授权领域覆盖快消、3C、美妆、服饰、餐饮等。IP 商业化的多点开花，有望加速释放公司丰富 IP 储备价值。

#### 4.1.2、受益标的：华立科技

##### 华立科技 (301011.SZ)：产业链下游需求旺盛，IP 矩阵持续扩容

2024 年前三季度营业收入 7.52 亿元，同比增长 26.4%，归母净利润 0.70 亿元，同比增长 55.7%；其中 2024Q3 营收 2.9 亿元，同比增长 24.1%，归母净利润 0.34 亿元，同比增长 23.5%，保持高速增长。公司主营业务聚焦“线下游戏游艺+IP 运营+衍生品”，专注于储备全球顶流 IP 和国内潮流 IP，手握《宝可梦》、《奥特曼》、《太鼓之达人》等多款重磅 IP 代理权，深化自研国潮风卡片机《三国幻战》的运营与推广。2024 年 11 月 6 日，卡片机系列《假面骑士 正义变身》获得“2024 年度中国游戏行业最受期待游戏机游戏”奖，《三国幻战》获得“2024 年度中国游戏行业优秀游戏机游戏”奖。10 月 14 日，公司旗下华立商城上新 4 款配色三国幻战官方卡砖；11 月，华立商城上新太鼓之达人 8 款毛绒轻松锤、2 款 T 恤及 2 款大号毛绒玩偶。

表4：推荐及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价		EPS		PE		
			2024/12/26	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300413.SZ	芒果超媒	买入	27.73	1.03	1.17	1.27	26.9	23.7	21.8
1024.HK	快手-W	买入	40.45	3.60	4.50	5.40	11.2	9.0	7.5
0700.HK	腾讯控股	买入	394.67	20.80	23.40	25.50	19.0	16.9	15.5
2400.HK	心动公司	买入	23.77	1.60	2.40	2.60	14.9	9.9	9.1
300002.SZ	神州泰岳	买入	11.99	0.70	0.72	0.83	17.1	16.7	14.4
300113.SZ	顺网科技	买入	16.67	0.33	0.43	0.53	50.5	38.8	31.5
300785.SZ	值得买	买入	38.98	0.46	0.64	0.92	84.7	60.9	42.4
002517.SZ	恺英网络	买入	13.94	0.84	1.01	1.12	16.6	13.8	12.4
002624.SZ	完美世界	买入	10.60	-0.30	0.41	0.62	/	25.9	17.1
603444.SH	吉比特	买入	219.89	12.84	16.03	18.17	17.1	13.7	12.1
601595.SH	上海电影	买入	25.20	0.31	0.61	0.84	81.3	41.3	30.0

002605.SZ	姚记科技	买入	27.18	1.47	1.89	2.06	18.5	14.4	13.2
002292.SZ	奥飞娱乐	买入	8.94	0.09	0.15	0.21	99.3	59.6	42.6
0772.HK	阅文集团	买入	25.42	1.10	1.30	1.50	23.1	19.6	16.9
1860.HK	汇量科技	买入	7.87	0.03	0.05	0.06	35.9	21.6	18.0
300133.SZ	华策影视	未评级	7.52	0.21	0.25	0.27	35.5	29.9	27.5
603598.SH	引力传媒	未评级	17.41	0.21	0.36	0.54	82.0	48.2	32.0
300031.SZ	宝通科技	未评级	18.93	0.95	1.09	1.25	20.0	17.3	15.1
300364.SZ	中文在线	未评级	25.80	0.01	0.13	0.22	2367.0	192.4	116.8
301011.SZ	华立科技	未评级	27.05	0.56	0.73	0.90	48.7	37.0	30.0
300459.SZ	汤姆猫	未评级	6.25	0.20	0.23	/	31.9	27.2	/
600228.SH	返利科技	未评级	7.29	/	/	/	/	/	/
300781.SZ	因赛集团	未评级	63.70	0.43	0.60	0.77	148.0	106.6	82.3
300654.SZ	世纪天鸿	未评级	10.91	0.15	0.18	0.21	74.0	61.4	51.9
300010.SZ	豆神教育	未评级	6.19	0.06	0.10	0.16	98.4	61.0	39.7
002599.SZ	盛通股份	未评级	8.09	0.04	0.10	0.18	186.4	79.0	45.2
601900.SH	南方传媒	未评级	15.05	0.98	1.09	1.22	15.3	13.8	12.4
300058.SZ	蓝色光标	未评级	9.57	0.12	0.20	0.25	80.4	48.1	38.1

资料来源：Wind、开源证券研究所（买入评级公司盈利预测取自开源证券研究所，未评级公司盈利预测取自 Wind 一致预测，收盘价取自 2024 年 12 月 26 日，2024 年 12 月 27 日港币兑人民币汇率为 0.9397，港币兑美元汇率为 0.1288，汇量科技 EPS 单位为美元）

## 5、风险提示

**(1) AI 大模型研发进展不及预期：**AI 大模型更新迭代受技术路径、算力成本、人员投入及监管等影响，其进展存在不确定性。

**(2) AI 应用商业化落地进展不及预期：**受大模型能力、实际应用效果、消费者接受度及收入预期等因素影响，AI 应用商业化进展存在不及预期的风险。

**(3) 新游戏上线推迟或流水不及预期：**受各家公司产品周期、买量成本变化及测试情况等影响，新游戏上线时间具有不确定性，上线后受消费市场整体、用户偏好变化及推广运营策略影响，流水存在不及预期的风险。

**(4) IP 衍生产业规模增长不及预期：**IP 衍生产业发展受经济周期、消费预期、行业监管、用户偏好变化等影响，市场规模增长存在不及预期的风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn