

传媒

行业年度策略报告

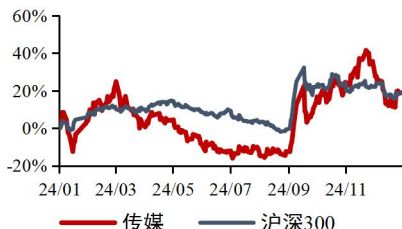
领先大市-A(维持)

AI 应用催化叠加供需向好，行业基本面有望边际改善

2025年1月21日

行业研究/行业年度策略

传媒板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
300418.SZ	昆仑万维	买入-A
601595.SH	上海电影	买入-A
603258.SH	电魂网络	增持-A

相关报告：

【山证传媒】AI 发展仍处快车道，关注传媒行业应用落地-【山证传媒】行业中期策略报告 2024.6.26

分析师：

潘宁河

执业登记编码：S0760523110001

邮箱：panninghe@sxzq.com

林挺

执业登记编码：S0760524100003

投资要点：

➢ 全年表现跌宕起伏，行业营收增速平稳。2024 年全年，传媒指数累计上涨 2.23%，位于申万 31 个一级子行业的第 19 名。传媒子板块中，广告营销、出版涨幅分别为 7.42%、6.68%，涨幅较为领先。2024 年 Q1-Q3，传媒行业实现营收 3662.1 亿元，同比+0.82%；实现归母净利润 233 亿元，同比-32.28%。子板块中，广告营销、游戏板块营收表现亮眼，增速分别为+8.4%、+5.1%。纵观全年，AI 仍为 24 年全年传媒板块上涨的催化剂。

➢ AI 大模型百舸争流，AI 应用端有望加速落地。自 2022 年 ChatGPT 的出现引领大模型浪潮兴起；2023 年国内大模型呈现井喷式爆发态势，能力快速迭代，模态持续拓展；2024 年大模型推理理解能力跃迁，并开始探索垂类领域应用落地。随着生成式 AI 的高速发展，人工智能基础设施逐步完善以及深度学习技术的不断进步，生成式 AI 的应用场景也逐步增多，有望助力产业实现数字化、智能化转型发展。根据艾瑞咨询预测，中国生成式人工智能产业规模有望于 2030 年突破万亿大关。国内 AI 应用流量持续高增，其中字节跳动的豆包表现突出。

➢ 2024 年电影行业表现承压，关注 2025 年春节档、AI+影视应用。2024 年受制于优质内容供给不足，国内电影市场票房收入同比下降 22.34%。展望 2025 年，考虑到备案电影作为电影市场的内容储备且新片备案数量充沛，我们预计 2025 年电影市场的内容供给端有望得到明显改善。同时，春节档高质量影片的上线有望带动影视票房复苏提振市场信心。AI 文生视频技术不断提升，有望实现更加精准、高效、多样化的视频内容。

➢ 国内游戏市场延续增长态势，新品周期开启推动业绩增长。2024 年中国游戏市场收入为 3257.83 亿元，同比增长 7.53%，其中手游收入同比增长 5.01%，端游收入同比增长 2.56%；2024 年出海市场收入为 185.57 亿美元，同比增长 13.39%。同时，中长期来看 AI 赋能游戏行业带来玩法创新及制作效率提升。2025 年游戏市场有望受益于新游产品周期的稳步开启，叠加出海产品竞争力的不断提升，有望带动游戏行业收入稳步增长。

➢ 投资建议：展望 2025 年，我们认为国内外优质的 AI 应用的出现或将持续提升传媒行业的成长性和估值，同时游戏、影视行业有望受益于新游周期的开启、优质内容供给端改善以及 AI 赋能行业革新。重点推荐布局大模型、All in AI 开辟新增长曲线的昆仑万维 300418.SZ、持续推进 IP 业务布局的上海电影 601595.SH 以及新游周期开启的电魂网络 603258.SH。

风险提示：政策风险，宏观经济下行风险，产品上线不及预期，竞争加剧等。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



目录

1. 行业复盘：全年表现跌宕起伏，行业营收增速平稳.....	5
2. AI：大模型百舸争流，AI 应用端有望加速落地.....	7
2.1 AI 大模型：大模型千帆竞渡、百舸争流.....	7
2.2 AI 应用加速落地，产业数智化发展提速.....	10
2.3 昆仑万维：天工大模型表现亮眼，All in AI 战略稳步推进.....	11
3. 影视：24 年电影行业表现承压，关注 25 年春节档、AI+影视应用.....	14
3.1 电影市场：优质内容供给不足，电影行业表现承压.....	14
3.2 AI+影视：AI 文生视频技术发展较快，或将革新影视行业生产力工具.....	17
3.3 上海电影：影视主业短期承压，持续推进 IP 业务布局.....	18
4. 游戏：国内游戏市场延续增长态势，新品周期开启推动业绩增长.....	20
4.1 版号恢复常态化发放，游戏厂商项目储备丰富.....	20
4.2 游戏市场稳步增长，游戏出海步伐加快.....	23
4.3 AI+游戏：AI 技术赋能游戏行业全面发展.....	25
4.4 电魂网络：专注精品厚积薄发，期待新品周期开启.....	27
5. 投资建议.....	28
6. 风险提示.....	30

图表目录

图 1： 传媒行业全年涨幅排名第 19 名.....	5
图 2： 传媒指数全年累计涨跌幅表现.....	5
图 3： 传媒行业子板块中广告营销、出版涨幅领先.....	6
图 4： 传媒当前 PE（TTM）高于所有行业中位数.....	6
图 5： 传媒行业单季度营收及增速（亿元）.....	6



图 6: 传媒行业单季度归母净利润及增速 (亿元)	6
图 7: 中国生成式人工智能产业规模有望于 2030 年突破万亿大关 (亿元)	10
图 8: mUserTracker-2024 年中国移动互联网 AI 赛道用户规模.....	11
图 9: 移动端 AI 细分领域 11 月份活跃用户和使用时长.....	11
图 10: 截止 24 年 9 月, 天工 AI 位居中国原生 AIGC 应用月活第六名.....	12
图 11: “天工大模型 4.0” o1 版大幅提升了数学、代码和逻辑推理能力.....	12
图 12: 天工 APP 中 Skyo 入口与界面.....	13
图 13: Skyo 所采用的语音对话框架.....	13
图 14: 海外各短剧平台的下载量、商店收入增长迅猛.....	13
图 15: SkyReels 在剧本质量评估上领先于业内其他大模型.....	13
图 16: 2019-2024 年年度电影票房收入情况及同比增速.....	14
图 17: 2019-2024 年月度电影票房收入表现情况 (亿元)	14
图 18: 2019-2024 年月度电影上映次数表现情况 (万次)	15
图 19: 2019 年-2024 年月度观影人次表现情况 (万人次)	15
图 20: 历年上座率变化趋势.....	15
图 21: 历年平均票价变化趋势.....	15
图 22: 2019-2024 年 11 月电影备案数量及同比增速.....	16
图 23: 2023 年以来当月电影备案数量及同比增速.....	16
图 24: 中央广播电视总台推出文生视频 AI 系列动画片《千秋诗颂》系列.....	17
图 25: 国内首部 AIGC 原创奇幻短剧《山海奇镜之劈波斩浪》由可灵 AI 提供深度技术支持.....	17
图 26: 直营影院票房及观影人次 (亿元、万人)	18
图 27: 直营影院票房市占率.....	18
图 28: 《中国奇谭》第二季、《小妖怪的夏天: 从前有座浪浪山》宣传海报.....	19

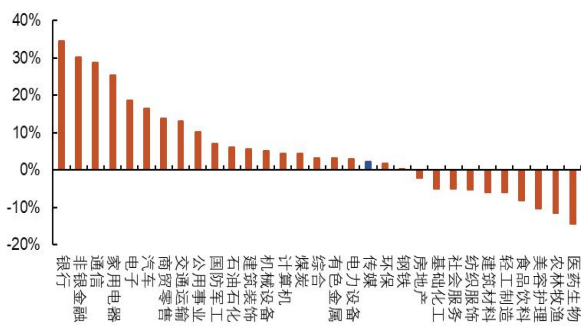


图 29: 上影元 IP 开发业务商业化逐步兑现.....	19
图 30: 国产游戏版号发放数量.....	20
图 31: 进口游戏版号发放数量.....	20
图 32: 中国游戏市场规模及同比增速.....	23
图 33: 中国游戏用户规模及同比增速.....	23
图 34: 中国移动游戏市场实际销售收入及同比增速.....	24
图 35: 中国客户端游戏实际销售收入及同比增速.....	24
图 36: 中国自研游戏海外市场规模及同比增速.....	25
图 37: 2024 年中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布.....	25
图 38: AI 应用深入游戏全生命周期.....	26
图 39: 永劫无间携手网易伏羲推出全球首款游戏 Copilot 队友.....	26
图 40: 语音 AI 队友应用背景及演示.....	26
图 41: 《野蛮人大作战 2》宣传海报.....	27
图 42: 《修仙时代》宣传海报.....	27
图 43: 公司海外地区收入及同比增速（百万元，%）.....	28
图 44: 电魂网络与网易智企合作.....	28
表 1: 传媒行业子板块营收、归母净利润及增速（亿元）.....	6
表 2: 中国 AI 大模型分类.....	7
表 3: 2024 年以来我国各地出台的大模型产业相关政策.....	8
表 4: 2025 年春节档定档影片.....	16
表 5: 游戏厂商项目储备丰富.....	21
表 6: 重点公司.....	30

1. 行业复盘：全年表现跌宕起伏，行业营收增速平稳

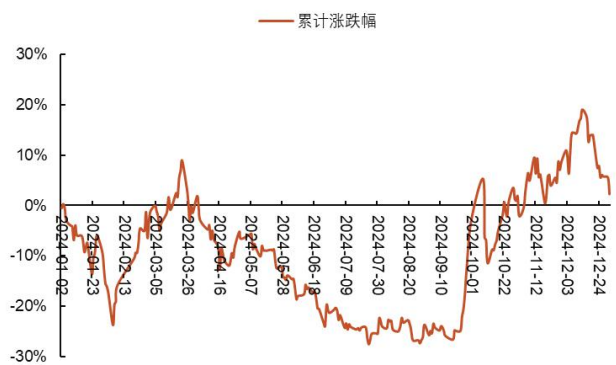
年内传媒行业表现跌宕起伏，排名位居各行业中后位置。2024 年全年，传媒指数累计上涨 2.23%，位于申万 31 个一级子行业的第 19 名。分阶段来看，2 月至 3 月，中小盘股受益于政策面、资金面多方支持以及 Sora、Kimi 等大模型快速出圈，带动板块指数一度取得正回报；4 月开始，AI 应用场景能否兑现的讨论从美国扩散开来，全球 AI 相关概念股普遍回调，传媒作为国内与 AI 关联最为紧密的板块之一，且短期来看业绩未见明显改善，出现明显回调；9 月在国内财政货币政策宽松预期下随大盘一同回升；11 月受海外 AI 应用龙头 Applovin 股价上涨带动国内传媒板块估值提升。整体来看，AI 仍为 24 年全年传媒板块上涨的催化剂。

图 1：传媒行业全年涨幅排名第 19 名



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：传媒指数全年累计涨跌幅表现

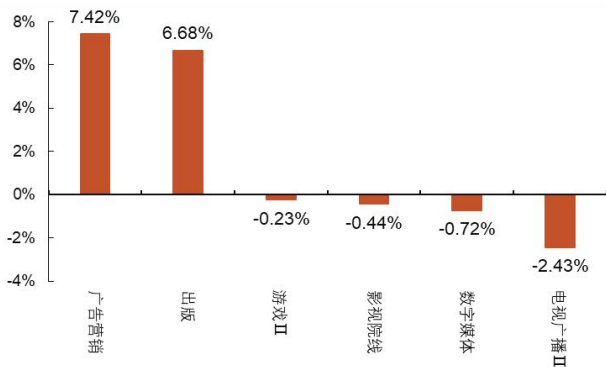


资料来源：Wind，山西证券研究所

传媒子板块中，广告营销、出版涨幅领先。2024 年全年，传媒行业各子板块累计涨跌幅分别为：出版+6.68%、影视院线-0.44%、电视广播-2.43%、游戏-0.23%、数字媒体-0.72%、广告营销+7.42%。

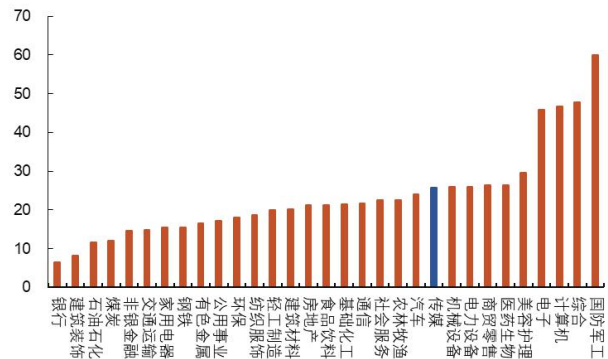
传媒行业 PE (TTM) 估值略高于所有行业估值中位数。2024 年全年，传媒 PE (TTM) 估值为 25.67x，略高于所有行业中位数 21.28x。我们认为传媒行业是最有可能因 AI 而迎来变革的行业之一，在算力不断升级、模型不断迭代、推理成本不断下降的背景下，当前估值并未过度透支行业的增长预期。

图 3：传媒行业子板块中广告营销、出版涨幅领先



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：传媒当前 PE (TTM) 高于所有行业中位数

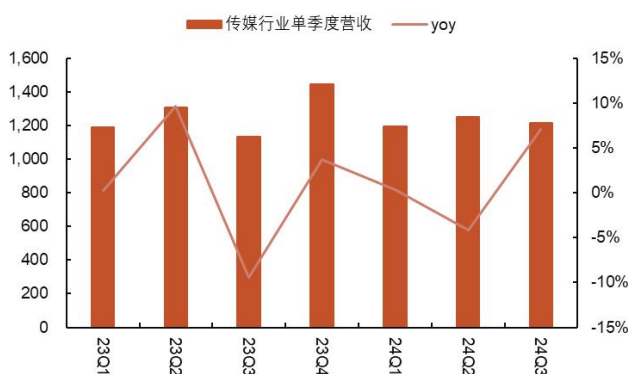


资料来源：Wind，山西证券研究所

行业营收增速平稳，净利润显著承压。2024 年 Q1-Q3，传媒行业实现营收 3662.1 亿元，同比+0.82%；实现归母净利润 233 亿元，同比-32.28%。

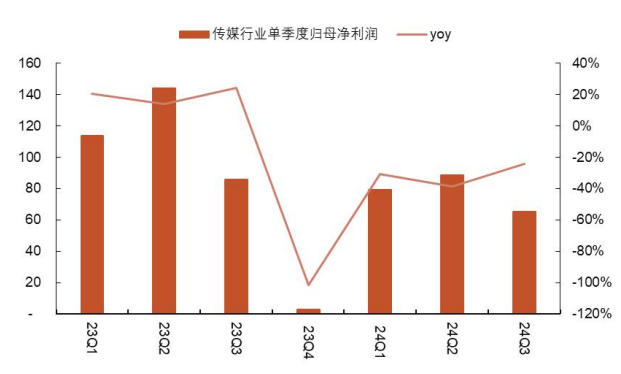
子板块中，24Q1-Q3 广告营销、游戏营收表现亮眼，净利润均有所承压。2024 年 Q1-Q3，传媒各行业子板块营收增速分别为：游戏+5.1%、广告营销+8.4%、影视院线-16.3%、数字媒体-4.3%、出版-2.0%、电视广播-5.7%；净利润增速分别为：游戏-30.4%、广告营销-4.8%、影视院线-69.3%、数字媒体-38.6%、出版-26.4%、电视广播-142.4%。

图 5：传媒行业单季度营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：传媒行业单季度归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1：传媒行业子板块营收、归母净利润及增速（亿元）

子板块	营收	归母净利润
广告营销	~1000	~100
出版	~500	~50
游戏Ⅱ	~1000	~100
影视院线	~1000	~100
数字媒体	~1000	~100
电视广播Ⅱ	~1000	~100

	营收			归母净利润		
	24Q1-Q3	23Q1-Q3	同比	24Q1-Q3	23Q1-Q3	同比
游戏 II	681.77	648.88	5.1%	73.32	105.42	-30.4%
广告营销	1,219.46	1,124.69	8.4%	45.43	47.70	-4.8%
影视院线	258.91	309.42	-16.3%	8.93	29.09	-69.3%
数字媒体	184.55	192.74	-4.3%	14.97	24.38	-38.6%
出版	1,013.85	1,034.77	-2.0%	94.19	127.94	-26.4%
电视广播 II	303.56	321.96	-5.7%	-3.96	9.35	-142.4%

资料来源：Wind，山西证券研究所

2. AI：大模型百舸争流，AI 应用端有望加速落地

2.1 AI 大模型：大模型千帆竞渡、百舸争流

国内 AI 大模型产业呈现蓬勃发展的态势，目前形成千帆竞发、百舸争流的市场格局。自 2022 年 ChatGPT 的出现引领大模型浪潮兴起；2023 年国内大模型呈现井喷式爆发态势，能力快速迭代，模态持续拓展；2024 年大模型推理理解能力跃迁，并开始探索垂类领域应用落地。2023 年 3 月 16 日，百度正式推出了基于百度新一代大语言模型的生成式 AI 产品“文心一言”。此后，阿里、华为、腾讯、京东、科大讯飞、360、字节跳动等科技巨头也纷纷发布了自家的大模型。科研院及创业公司同样发布像“悟道”、“书生”、“智谱”等大模型。根据《全球数字经济白皮书（2024 年）》统计，全球的基础大模型已有 1328 个，中国的大模型为 478 个，约占全球数量的 36%。

表 2：中国 AI 大模型分类

类别	AI 大模型功能	AI 大模型案例
AI 通用大模型	文本生成、语言理解、知识问答、逻辑推理、数学能力、代码能力、多模态能力等	百度公司——文心一言大模型 科大讯飞——讯飞星火认知大模型 阿里巴巴——通义千问大模型
AI 行业大模型	金融：文档处理、知识问答、内容生成、辅助决策 医疗：医学影像生成、知识问答、辅助决策 政务：政策检索、知识问答、辅助决策 电商：经营分析、商品推广、商品销售 传媒：录音转写、新闻写作、视频剪辑	密度——文修大模型 容联云——赤兔大模型 用友——YonGPT 大模型 人民网——“写易”智能创作引擎
AI 端侧大模型	物体识别、语言理解	蔚来——NOMI GPT
AI 端云结合大模型	语义搜索、知识问答、文本创作、图片	Vivo——蓝心大模型

类别	AI 大模型功能	AI 大模型案例
	生成、智慧交互等	

资料来源：人民网财经研究院《2024 年中国 AI 大模型产业发展报告》，至顶科技，山西证券研究所

伴随生成式人工智能和大模型技术的爆发式发展，多地政府相继出台相关支持政策和行动计划，多方位协同助力企业抢占 AI 发展新高地。在国家层面，2024 年政府工作报告明确提出开展“人工智能+”行动，通过鼓励 AI 大模型在多个领域落地应用、构建安全标准体系等举措，助力人工智能垂直化、产业化发展。政策从宏观层面为大模型发展提供了良好的生态环境和战略指引，有助于推动传统产业数字化转型；在地方层面，北京、上海等人工智能技术产业聚集地，在产业政策、算力基础设施建设、人才培养、数据要素流通规范等方面多措并举，促进 AI 大模型产业高质量发展，催生新业态、新模式。

表 3：2024 年以来我国各地出台的大模型产业相关政策

发布时间	发布机构	政策标题	相关政策内容
2024 年 2 月 1 日	内蒙古自治区政务服务与数据管理局、中共内蒙古自治区委员会网络安全和信息化委员会办公室、内蒙古自治区科学技术厅、内蒙古自治区工业和信息化厅	《内蒙古自治区促进通用人工智能发展若干措施》	支持大模型算法及技术研究。鼓励支持区内企业、高校、研究机构加强与国内外行业头部企业、科研机构加强合作，围绕大型语言模型构建、训练、调优对齐、推理部署等，开展创新算法及技术研究。鼓励支持企业、高校、研究机构参与探索多模态通用模型架构，研究大模型高效并行训练技术，以及逻辑和知识推理、指令学习、人类意图对齐等调优方法。鼓励支持发展人工智能芯片、传感器、智能理解设备、智能控制设备等人工智能相关硬件产品，鼓励开发人工智能应用软件产品。
2024 年 2 月 2 日	长春市人民政府办公厅	《长春市数字经济发展攻坚突破行动计划》	加快推进人工智能大模型的研发和应用，引进 360、百度、科大讯飞等企业，建立大模型研发中心、大模型应用推广中心，开发基于大模型的定制化行业专用模型 10 个以上，实现 10 个以上应用场景落地。“十四五”末期，全市人工智能产业企业营业收入力争突破 400 亿元。
2024 年 3 月 20 日	福州市政府办公厅	《福州市促进人工智能产业创新发展行动方案（2024—2026 年）》	积极引进业界知名的符合国家规范的多模态大模型落地，重点围绕智能制造、智慧医疗、金融科技、社会治理、民生普惠等领域，支持重点企业开展行业基础模型架构创新研究，鼓励开源技术生态建设。支持龙头企业联合省内外一流高校院所实施一批省级人工智能科技重大项目，争取省级相关补助。采取“揭榜挂帅”工作机制，发布关键核心技术攻关项目清单，树立人工智能领域标杆企业，培育创新发展主力军，对人工智能通用技术攻关给予最高 500 万元补助。
2024	贵阳市大数据发展管理	《贵阳贵安关于支持人	发放“贵阳贵安智算券”。每年发放不超过 2000 万元“贵阳贵



发布时间	发布机构	政策标题	相关政策内容
2024年3月25日	贵阳市大数据和科技创新局、贵阳市财政局、贵安新区大数据和科技创新局、贵安新区财政和金融工作局	人工智能大模型发展的若干措施（试行）	“安智算券”，鼓励各地企业、高校、科研院所购买贵阳贵安智算服务，开展人工智能大模型训练。支持人工智能大模型研发训练。鼓励企业、高校、科研院所在贵阳贵安开展人工智能大模型研发及训练。对通过国家网信办境内深度合成服务算法备案的大模型，按其建设成本的30%给予一次性补助，最高不超过500万元。
2024年5月8日	河北省人民政府办公厅	《河北省人民政府办公厅关于进一步优化算力布局推动人工智能产业发展的意见》	鼓励优势企业、高校、科研院所强化科技研发和自主创新，支持人工智能领域创新平台布局建设，优先将算力、算法、算网、数据安全、云计算等领域关键共性技术纳入年度科技攻关计划。推动建设人工智能软硬件适配中心，重点围绕党政机关、国有企业、关基行业等领域，开展开发集成、适配验证等工作，加快构建全栈自主可控的人工智能大模型技术体系
2024年5月30日	陕西省工业和信息化厅	《陕西省加快推动人工智能产业发展实施方案（2024-2026年）》	到2024年，建设2-3个人工智能产业园，新增一批人工智能领域的国家级重点项目，新增100家制造业企业通过DCMM贯标，加快行业大模型落地应用。到2025年，突破一批关键核心技术，形成30个具有核心竞争力的人工智能产品，创新应用场景数量达到50个以上。到2026年，建成3个人工智能产业集聚区，打造智能算力、智能机器人、智能无人机、智能网联汽车、智能软硬件等5个产业集群，人工智能（大数据）产业链规模突破千亿元。人工智能重点技术产品在工业领域普及应用，创新应用场景数量达到100个以上，赋能水平迈上新台阶。
2024年6月25日	山西省政府办公厅	《山西省促进先进算力与人工智能融合发展的若干措施》	支持智算中心建设。支持各市试点开展智算中心建设，优先纳入省级重点工程项目，积极支持申报地方政府专项债。对智能算力规模达到100PFlops（半精度FP16）以上的新建项目，按平台软件和硬件设备实际投资的15%给予补贴，最高不超过5000万元，对获得项目贷款的，给予贷款企业最高2%的贴息补助，补贴期不超过2年。对特别重大的项目，省市可采用“一事一议”方式支持。
2024年7月18日	北京市发展和改革委员会、北京市经济和信息化局、北京市科学技术委员会、中关村科技园区管理委员会	《北京市推动“人工智能+”行动计划（2024-2025年）》	2025年底，通过实施5个对标全球领先水平的标杆型应用工程、组织10个引领全国的示范性应用项目、推广一批具有广泛应用前景的商业化应用成果，力争形成3-5个先进可用、自主可控的基础大模型产品、100个优秀的行业大模型产品和1000个行业成功案例。率先建设AI原生城市，推动本市成为具有全球影响力的人工智能创新策源地和应用高地。
2024年12月18日	深圳市工业和信息化局	《深圳市打造人工智能先锋城市的若干措施》	发放“训力券”。每年发放最高5亿元“训力券”，降低人工智能模型研发和训练成本。对租用智能算力开展大模型训练的企业、高等院校和科研机构，按不超过服务合同金额的50%，给予最高1000万元资助，对初创企业提高资助比例至60%。发放“语料券”。每年发放最高5000万元“语料券”，促进语料开放共享和交易，推动数据要素市场建设。对通过数据交易平台购买非关联方语料进行大模型研发和应用的企业，按不超过合同

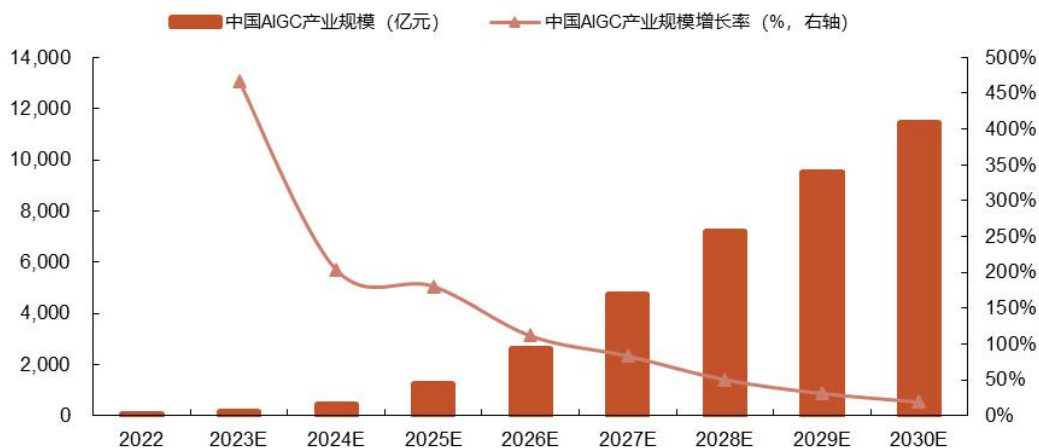
发布时间	发布机构	政策标题	相关政策内容
2024年12月20日	上海市人民政府办公厅	《关于人工智能“模塑申城”的实施方案》	金额的30%，给予最高200万元资助。 到2025年底，建成世界级人工智能产业生态，力争全市智能算力规模突破100EFLOPS，形成50个左右具有显著成效的行业开放语料库示范应用成果，建设3-5个大模型创新加速孵化器，建成一批上下游协同的赋能中心和垂直模型训练场。

资料来源：内蒙古自治区工业和信息化厅，长春市政务服务和数字化建设管理局，福州市人民政府，贵阳市大数据发展管理局，河北省人民政府公众号，中国中小企业河北网，陕西省工业和信息化厅，陕西发布，山西省人民政府，北京市发展和改革委员会，深圳市司法局，深圳市工业和信息化局，上海市人民政府，一网通办，山西证券研究所

2.2 AI应用加速落地，产业数智化发展提速

中国AI大模型正处于爆发式发展阶段。大模型的加速发展同样推动了生成式AI应用的爆发式增长。根据艾媒咨询预测，随着底层算力基建、大模型平台等新型基础设施的逐步完善，中国生成式人工智能产业规模有望于2030年突破万亿大关。

图7：中国生成式人工智能产业规模有望于2030年突破万亿大关（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，昆仑万维2023年年报，山西证券研究所

AI应用加速落地，产业数智化发展提速。随着生成式AI的高速发展，人工智能基础设施逐步完善以及深度学习技术的不断进步，生成式AI的应用场景也逐步增多，有望助力产业实

现数字化、智能化转型发展。从现有 APP 应用场景来看，可大致将其分为 AI 工具和 AI 社交/娱乐两大赛道。细分来看，我国 AI 产品聚焦包括 AI 智能助手、AI 陪伴、AI 相机、AI 写作、综合类套件、AI 修图、AI 视频、AI 教育、AI 音乐/音效、AI 设计、AI 生图、AI 搜索、AI 图示、AI 总结和 AI 翻译。

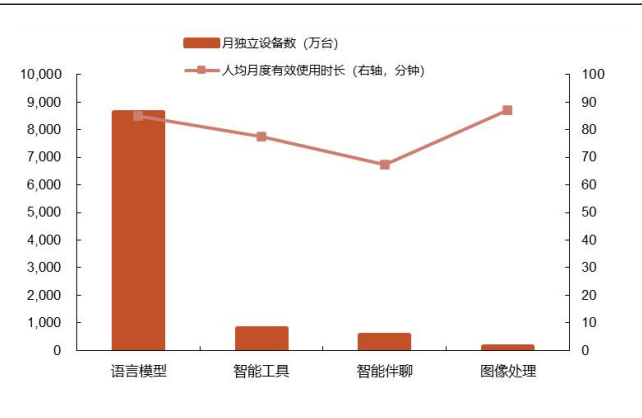
AI 应用流量增长强劲，其中语言模型类 AI 应用增长迅猛。根据艾瑞咨询数据统计，2024 年 1-11 月，AI 应用流量增长强劲，自 24 年 1 月的 3268 万台增值 11 月的 1.09 亿台，月均增速达 12.8%。分赛道来看，AI 语言模型类应用流量呈现快速增长态势且占比较大，比如豆包自 24 年 1 月至 11 月活跃用户规模月均增速达 18.9%，并于 11 月以 4686.8 万台月独立设备数领先于同类产品；Kimi 智能助手自今年 1 月正式上线后，截止 11 月的月复合增长率达 45%，增速大幅领先同类 APP。

图 8：mUserTracker-2024 年中国移动互联网 AI 赛道用户规模



资料来源：艾瑞咨询公众号，山西证券研究所

图 9：移动端 AI 细分领域 11 月份活跃用户和使用时长



资料来源：艾瑞咨询公众号，山西证券研究所

2.3 昆仑万维：天工大模型表现亮眼，All in AI 战略稳步推进

公司自 2020 年开始关注大模型和 AIGC 领域，目前已成功构建了 AI 大模型、AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏在内的多元 AI 业务矩阵，并推出“天工大模型 4.0” o1 版和 4o 版、Skyo、SkyReels 等 AI 应用，位居国内人工智能行业前列。

图 10: 截止 24 年 9 月, 天工 AI 位居中国原生 AIGC 应用月活第六名

序号	应用名称	2024年9月MAU(万)
1	豆包	4,197.58
2	Kimi智能助手	1,213.09
3	文小言	1,191.54
4	腾讯元宝	471.40
5	智谱清言	413.83
6	天工	405.44
7	猫箱	355.14
8	星野	327.00
9	讯飞星火	317.34
10	通义	308.85
11	扮伴-AI绘画	200.42
12	海螺AI	108.57
13	星绘	80.93
14	即梦AI	55.61
15	逗逗游戏伙伴	54.94

资料来源: 昆仑万维集团公众号, QuestMobile, 山西证券研究所

上线“天工大模型 4.0”o1 版, AI 推理能力显著提升。相较之前的版本, 此次上线的 Skywork o1 在以下三个方面进行了升级: PRM 优化、基于 Q 算法的推理系统优化以及创新性提出 Step-DAPO 算法, 力争解决训练效果不稳定、计算资源开销过大等问题, 大幅提升了数学、代码和逻辑推理能力。该模型采用混合专家模型 (MoE) 架构, 拥有 4000 亿级参数, 规模位居业界前列。

图 11: “天工大模型 4.0” o1 版大幅提升了数学、代码和逻辑推理能力

Table 1: Performance on maths benchmarks.						Table 2: Performance on code benchmarks.				Table 3							
Model	GSMSK	MATH	OlympiadBench	AIME-24	AMC-23	Model	HumanEval	MBPP	LiveCodeBench (2408-2411)	BigCodeBench	模型名称	算 24	条件逻辑	密码	最小和	数独	总分 (百分制)
o1-mini	93.6	93.7	61.8	60.0	90.0	o1-mini	95.1	89.0	58.0	45.0	o1-mini	25	13	15	23	25	67
GPT4o	87.4	73.1	39.7	20.0	57.5	GPT4o	86.0	84.2	36.0	47.3	GPT4o	16	10	6	6	4	28
Claude-3.5-Sonnet	95.5	71.2	30.2	16.7	37.5	Claude-3.5-Sonnet	89.6	87.0	32.1	44.9	Claude-3.5-Sonnet	15	11	10	5	1	28
Qwen2.5-72B-instruct	95.8	83.1	46.1	13.3	62.5	Qwen2.5-72B-instruct	86.6	88.2	30.4	46.4	Qwen2.5-72B-instruct	7	8	3	10	2	20
Qwen-QwQ	95.8	89.3	57.9	50.0	77.5	Qwen-QwQ	87.2	83.2	50.0	45.6	Qwen-QwQ	26	11	2	4	0	29
Deepseek v3	95.8	90.2	50.1	39.2	80.0	Deepseek v3	90.9	89.0	40.5	48.2	Deepseek v3	19	10	5	12	1	31
Skywork o1 Lite	95.7	90.0	57.2	40.0	82.5	Skywork o1 Lite	89.0	83.0	27.7	46.0	Skywork o1 Lite	19	10	10	22	15	51
Skywork o1 Preview	96.3	92.8	61.0	56.7	95.0	Skywork o1 Preview	94.5	93.4	44.6	45.4	Skywork o1 Lite	19	10	10	22	15	51

资料来源: 昆仑万维集团公众号, 山西证券研究所

Skywork 4o 赋能实时语音助手 Skyo, 持续提升 AI 交互体验。“天工大模型 4.0” 4o 版 (Skywork 4o) 作为公司的自研多模态模型, 其搭载的实时语音对话助手 Skyo, 具备高效响应速度、支持实时打断、情感理解与个性化记忆、可定制的声音风格、有能力支持多语言的功

能，持续提升 AI 交互体验。此外，为了达成“像和真人一样说话聊天”的效果，Skyo 通过多模态 LLM 端到端建模，保障 Skyo 能在多任务下表现出色，尤其在高强度多轮对话交互中仍能保持稳定性和流畅性。

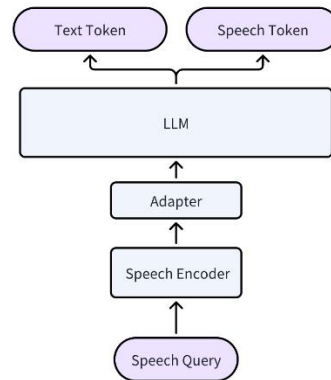
图 12：天工 APP 中 Skyo 入口与界面



图 12 | 天工 APP 中 Skyo 入口与界面 (来源: 昆仑万维)

资料来源：昆仑万维集团公众号，山西证券研究所

图 13：Skyo 所采用的语音对话框架



资料来源：昆仑万维集团公众号，山西证券研究所

海外短剧市场高速增长，公司于 24 年 12 月在美国上线 Skyreels AI 短剧平台。根据 Meta 《2024 年短剧出海白皮书》数据，海外各短剧平台下载量及商店收入呈现逐月增长态势。海外短剧市场有望复刻国内成长趋势，公司及时加大海外短剧投入，于 24 年 12 月在美国上线 Skyreels AI 短剧平台。这标志着公司在全球 AI 娱乐市场的进一步扩张，同时也将为北美观众带来全新的智能短剧体验。SkyReels 平台集成了昆仑万维自研剧本大模型 SkyScript、自研分镜大模型 StoryboardGen、自研 3D 生成大模型 Sky3DGen，以及业界首个将 AI 3D 引擎与视频大模型深度融合的创新平台 WorldEngine。多项技术的融合使得 Skyreels 在剧本质量、分镜质量、人物表演等各维度质量评估上均领先于业内其他大模型。

图 14：海外各短剧平台的下载量、商店收入增长迅猛

图 15：SkyReels 在剧本质量评估上领先于业内其他大模型

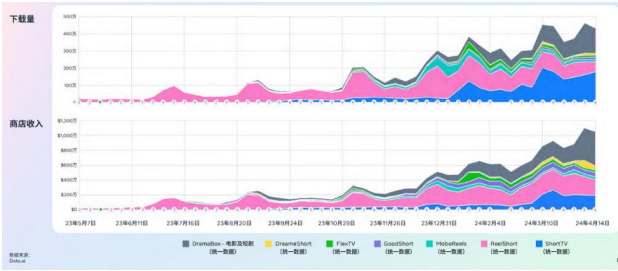
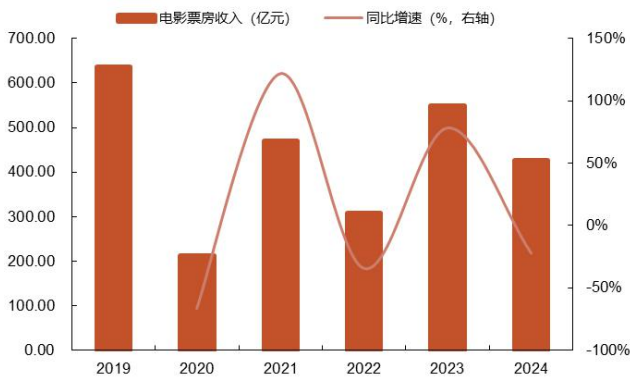
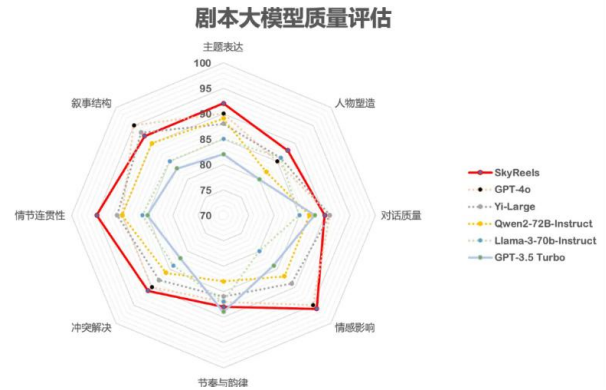


图 16：2019-2024 年年度电影票房收入情况及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所



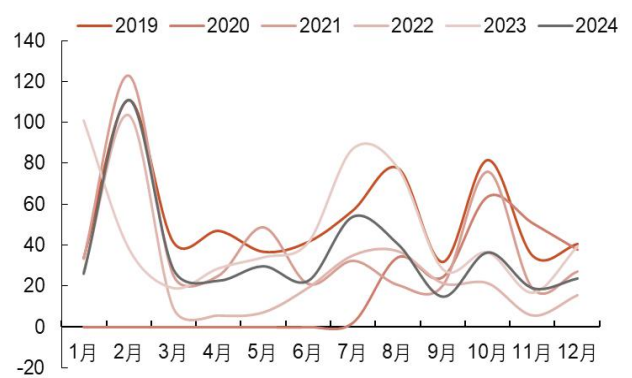
资料来源：昆仑万维集团公众号，山西证券研究所

3. 影视：24 年电影行业表现承压，关注 25 年春节档、AI+影视应用

3.1 电影市场：优质内容供给不足，电影行业表现承压

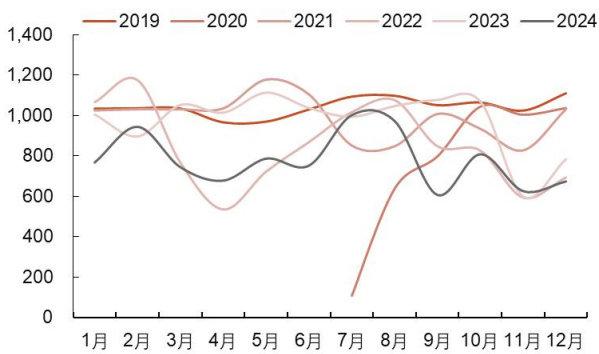
需求端层面：优质内容供给不足，电影行业表现承压。2024 年国内电影市场票房收入达 425.96，同比下降 22.34%，恢复至 2019 年同期的 67%。拆分来看，2024 年观影人次为 10.08 亿，同比下降 17%；放映场次为 0.94 亿，同比下降 19.86%，主要系头部爆款影片较 2023 年同期有所减少，导致电影行业整体表现相对平淡。

图 17：2019-2024 年月度电影票房收入表现情况 (亿元)



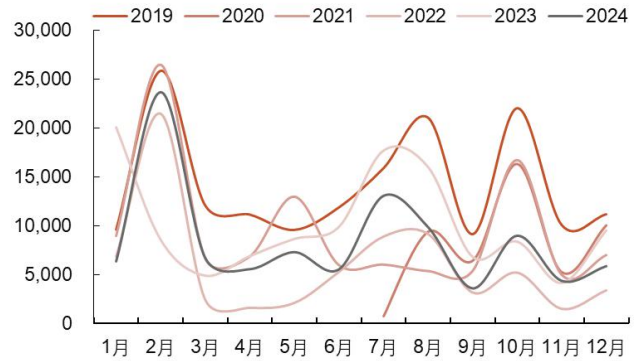
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：2019-2024 年月度电影上映次数表现情况（万次）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：2019 年-2024 年月度观影人次表现情况（万人次）



资料来源：Wind，山西证券研究所

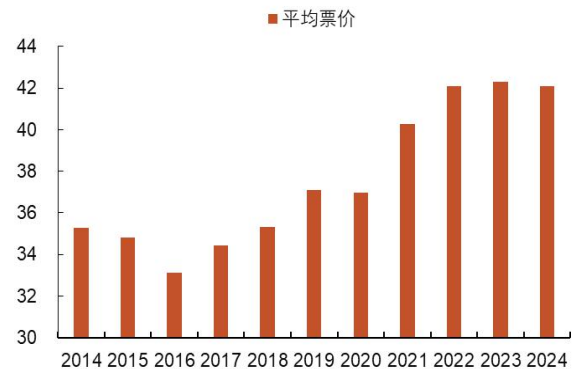
由于缺少优质内容，上座率、平均票价均略有下滑。从上座率角度来看，2015-2022 年上座率持续下滑，由 2015 年峰值 17.4% 下降至 2022 年低谷的 5.9%，2023 年上座率迎来首次回升至 8.3%。2024 年由于电影市场缺少优质内容，上座率略选疲态，回落至 5.8%。从票价角度来看，2024 年平均票价为 42.10 元，同比-0.18 元，平均票价在 2021 年提升幅度明显，2022 年亦有小幅提升，2023 年基本保持平稳，2024 年出现微幅回落趋势。

图 20：历年上座率变化趋势



资料来源：灯塔专业版 APP，山西证券研究所

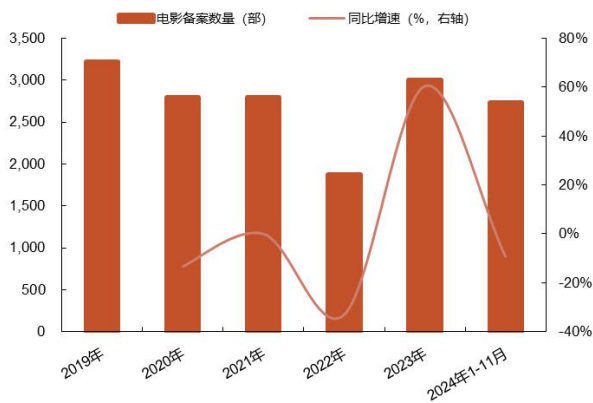
图 21：历年平均票价变化趋势



资料来源：灯塔专业版 APP，山西证券研究所

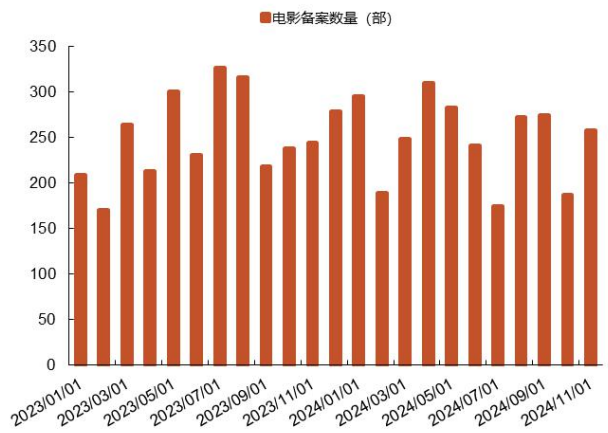
供给端层面，23年全国电影剧本备案数量同比22年大幅增长，24年1-11月与23年同期基本持平，预计25年内容供给端有望得到改善。根据国家电影局公布的电影剧本备案数量情况来看，23年全年电影备案数量为3009部，同比增长60%，已回升至疫情前水平。24年1-11月电影备案数量为2732部，与23年同期基本持平。由于电影项目从备案到上映一般需要2年以上的筹备时间，因而22年-23年备案的电影有望于25年之后陆续推向市场。考虑到备案电影作为电影市场的内容储备且新片备案数量充沛，我们预计25年电影市场的内容供给端有望得到明显改善。

图 22：2019-2024 年 11 月电影备案数量及同比增速



资料来源：国家电影局，山西证券研究所

图 23：2023 年以来当月电影备案数量及同比增速



资料来源：国家电影局，山西证券研究所

25年春节档开启定档，多部力作定档有望带动影视票房复苏提振市场信心。根据猫眼专业版，截止2024年12月26日，已经宣布定档春节的有《封神第二部：战火西岐》、《熊出没：重启未来》、《神雕英雄传：侠之大者》、《哪吒之魔童闹海》、《唐探1900》、《蛟龙行动》，其中多部电影为历年票房冠军的续集，且涵盖了喜剧、动作、武侠、科幻、动画等多种类型电影。高质量影片的上线有望带动影视票房复苏提振市场信心。展望25年，电影大盘有望基于24年低基数下迎来修复。

表 4：2025 年春节档定档影片

影片	类型	导演	主演	上映时间	前作票房
封神第二部：战火西岐	战争、奇幻、古装	乌尔善	黄渤、于适、那尔那茜、陈牧驰、费翔、娜然、吴兴国等	2025年1月29日	《封神第一部》 26.34 亿
熊出没：重启未来	剧情、喜剧、科幻、动画	林永长、林汇	-	2025年1月29日	《熊出没：逆转时空》

影片	类型	导演	主演	上映时间	前作票房
	动画	达		日	19.83 亿
射雕英雄传：侠之大者	武侠、古装	徐克	肖战、庄达菲、梁家辉等	2025 年 1 月 29 日	-
哪吒之魔童闹海	剧情、动画、奇幻	饺子	-	2025 年 1 月 29 日	《哪吒之魔童降世》 50.35 亿
唐探 1900	喜剧、悬疑	陈思诚、戴墨	王宝强、刘昊然、周润发、白客、岳云鹏、张新成等	2025 年 1 月 29 日	《唐人街探案 3》 45.23 亿
蛟龙行动	动作、战争	林超贤	黄轩、于适、张涵予等	2025 年 1 月 29 日	《江海行动》 36.52 亿

资料来源：猫眼专业版公众号，猫眼专业版 APP，上海本地宝公众号，山西证券研究所

3.2 AI+影视：AI 文生视频技术发展较快，或将革新影视行业生产力工具

AI 文生视频技术发展较快，或将革新影视行业生产力工具。2024 年 2 月 16 日，OpenAI 公司发布了其首个 AI 视频生成模型 Sora，只需输入内容、提示词或图片，Sora 就能在一秒内生成达 60 秒的高保真视频，并且包含高度细致的背景、复杂的多角度镜头，以及富有情感的多个角色。自 Sora 发布以来，国内快手可灵、字节 PixelDance 及 Seaweed、美图 MOKI、Mimimax 海螺等均逐步发布自研文生视频大模型。从目前影视行业的应用情况来看，AI 文生视频技术主要应用于特效制作、分镜、剪辑合成、声音合成与配乐、脚本设计等部分流程。我们预计随着算法和大模型计算能力持续迭代的驱动下，AI 文生视频技术将不断提升，有望实现更加精准、高效、多样化的视频内容。

图 24：中央广播电视总台推出文生视频 AI 系列动画片《千秋诗颂》系列

图 25：国内首部 AIGC 原创奇幻短剧《山海奇镜之劈波斩浪》由可灵 AI 提供深度技术支持



资料来源：央视一套公众号，山西证券研究所



资料来源：德塔文影视观察公众号，快手官方，山西证券研究所

3.3 上海电影：影视主业短期承压，持续推进 IP 业务布局

受制于电影市场大盘表现疲软影响导致公司电影主业承压。2024H1 上海电影实现票房收入 2.45 亿元、同比-13.24%，较 21H1 下降 7.55%，主要系电影市场大盘表现疲软。24H1 票房市占率 1.03%、同比-0.16pct。展望 2025 年，多部力作春节定档有望带动影视票房复苏提振市场信心。此外，公司参与的《中国奇谭》第二季、《小妖怪的夏天：从前有座浪浪山》预计于 2025 年正式上映。

图 26：直营影院票房及观影人次（亿元、万人）

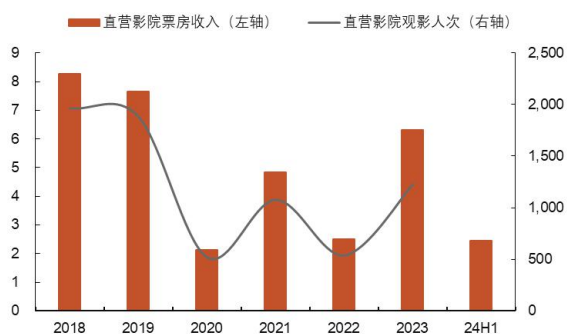
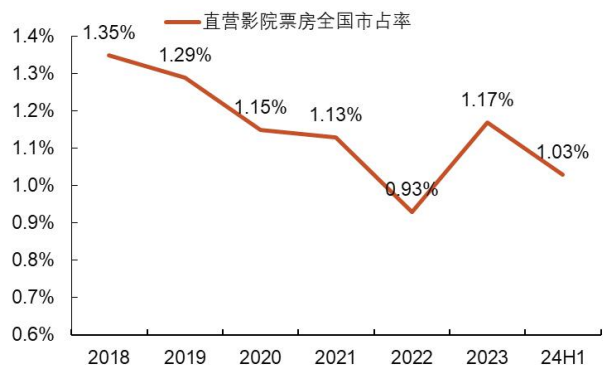


图 27：直营影院票房市占率



资料来源：上海电影 2018 至 2024 年半年报，山西证券研究所

资料来源：上海电影 2018 至 2024 年半年报，山西证券研究所

图 28：《中国奇谭》第二季、《小妖怪的夏天：从前有座浪浪山》宣传海报



资料来源：上海美术电影制片厂公众号，山西证券研究所

IP 开发业务商业化逐步兑现，或成为新增长引擎。2023 年起，公司围绕 IP 全产业链开发运营，在经典 IP 内容焕新、商品及营销授权、游戏联动及授权、文创产品、数字文化开发等领域积极拓展。1) **游戏授权**：24 年上半年公司与《光遇》、《决战平安京》、《永劫无间》、《超能世界》、《时光旅行社》、《球球英雄》等多款多类型游戏开展联动，总传播曝光量超过 30 亿。公司与恺英网络达成战略合作，双方将共同推出首个 IP 合作项目《黑猫警长》授权游戏；2) **商品授权**：与光明乳业、星巴克、必胜客、宝马、瑞幸、古茗、华莱士、中国邮政、京东、雀巢等知名品牌在衣食住行等领域展开 IP 授权联名合作；3) **文创产品**：持续打造精品文创新品牌“上影元品”，开发了包括自研、联合开发、定制开发在内的上百款 SKU；4) **AI+IP**：公司积极推进 IP 与互动影游、AI、MR 产业等新兴科技娱乐领域领先企业合作，推动沉浸式互动体验的创新，为用户带来更加丰富多元的娱乐体验；5) **IP 授权**：与跃然创新（Haivivi）就未来在“IP+AI 玩具”领域的深入合作达成战略意向，有助于进一步夯实上影元 IP 商业开发体系，增强核心盈利能力，以 IP 赋能新业态，创造新收益。

图 29：上影元 IP 开发业务商业化逐步兑现



资料来源：上影元公众号，山西证券研究所

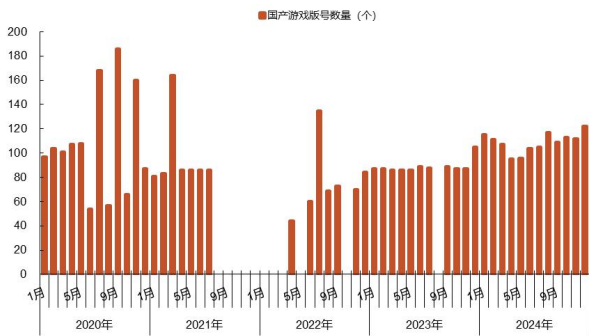
4. 游戏：国内游戏市场延续增长态势，新品周期开启推动业绩增长

4.1 版号恢复常态化发放，游戏厂商项目储备丰富

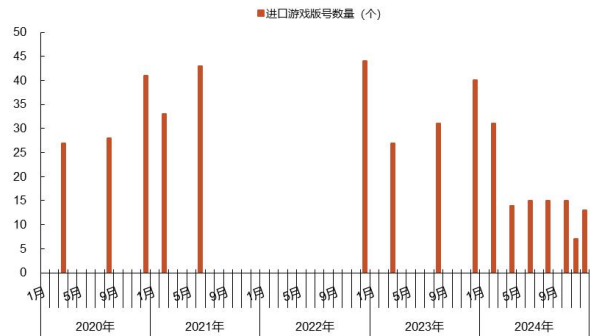
政策端边际改善，游戏版号恢复常态化发放。2023 年整体版号发放节奏和数量都逐步趋于稳定，全年发放游戏版号 1075 款，其中国产 977 款，进口 98 款。2024 年版号发放力度再次加大，其中国产游戏版号月均发放数量过百，进口游戏版号发放速度加快。根据国家新闻出版署数据，2024 年共发放游戏版号 1416 款，其中国产 1306 款，进口 110 款。此外，广东率先实施游戏无需版号也可备案测试，有望加快游戏厂商的上线进程。

图 30：国产游戏版号发放数量

图 31：进口游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，山西证券研究所



资料来源：国家新闻出版署，山西证券研究所

游戏厂商项目储备丰富，新游周期仍将延续，有望持续注入发展动能。随着版号恢复常态化发放，各大游戏厂商储备多款重点产品，后续新游的陆续上线有望游戏公司业绩恢复增长。具体来看，电魂网络储备新游《野蛮人大作战2》、《修仙时代》；完美世界储备新游《诛仙世界》、《异环》；神州泰岳储备新游《代号 DL》、《代号 LOA》；吉比特储备新游《仗剑传说》、《问剑长生》；恺英网络储备新游《EVE》。

表 5：游戏厂商项目储备丰富

公司简称	游戏名称	游戏题材、类型	研发/代理	预计上线时间
恺英网络	纳萨力克：崛起	《OVERLORD》改编，开放世界动作冒险	自研	未定
	代号：信长	SLG，“信长” IP	联合研发	未定
	三国：天下归心	SLG 回合战斗制手游	自研	未定
	代号：DR	正版 DRAGON RAJA 的 MMORPG 手游	自研	未定
	龙之谷世界	3D 动作 MMORPG，龙之谷 IP	与盛趣游戏联合发行	2025 年 2 月 20 日公测
	数码宝贝：源码	次世代 PBR 写实风格数码宝贝手游	代理	未定
	古怪的小鸡	休闲小游戏，小鸡孵化主题	代理	未定
	太上补天卷	修仙题材，放置卡牌手游	代理	未定
	蒸汽堡垒	模拟经营+塔防 +Roguelike+大地图 SLG	代理	未定
	EVE	AI 情感陪伴	自研自发	2024 年开启首测，后续根据产品迭

				代情况确定进一步产品上线计划
神州泰岳	代号 DL	SLG+模拟经营, 科幻题材	自研	2024 年末
	代号 LOA	SLG+模拟经营, 文明题材	自研	2024 年末
吉比特	异象回声	都市怪谈悬疑策略	代理	2024 年下半年
	杖剑传说 (代号 M88)	魔幻题材放置养成	自研	2025 年上半年
	问剑长生 (代号 M72)	放置修仙	自研	未定
	M11 (代号)	西幻题材放置	自研	未定
	最强城堡	策略塔防类	自研	未定
	冲啊原始人	策略卡牌战斗	代理	未定
	亿万光年	科幻题材策略卡牌、轻度 SLG	代理	未定
	开罗全能经营家	模拟经营类	代理	未定
	王都创世录	模拟经营策略、RPG 养成	代理	2024 年下半年
世纪华通	饥困荒野	“饥荒” IP	-	未定
三七互娱	斗罗大陆: 猎魂世界	国漫东方玄幻 MMORPG	自研	未定
	代号战歌 M	西方魔幻 MMORPG	自研	未定
	代号 MLK	日式 Q 版 MMORPG	自研	未定
	代号休闲 SLG	Q 版战争 SLG	自研	未定
	代号正奇 SLG	写实三国 SLG	自研	未定
	代号 M1	欧美卡通休闲	自研	未定
	代号 MR	Q 版 RPG	自研	未定
	代号 DLXD	Q 版玄幻 RPG	自研	未定
	代号 DLL	Q 版简笔魔幻塔防	自研	未定
	诸神黄昏: 征服	西方魔幻 MMORPG	代理	未定
	帝国与魔法	西方魔幻 SLG	代理	未定
	神域纪元	西方魔幻数值 RPG	代理	未定
	上古洪荒决	东方玄幻国战 SLG	代理	未定
	代号斗兽	巨兽题材 SLG	代理	未定
	女武神战纪	西方魔幻幻想卡牌	代理	未定
	代号小铁匠	日式 RPG	代理	未定
	赤壁之战 2	三国题材 SLG	代理	未定
	赘婿	古风水墨模拟经营	代理	未定
	时光大爆炸	时代进阶绘本卡通国风模拟经营	代理	未定
	四季城与多米糯	奇幻 Q 版模拟经营	代理	未定
代号休闲	现代度假村休闲游戏	代理	未定	
Abyss Survivor	魔幻卡通 SLG	代理	未定	

	Bugtopia	昆虫题材 SLG	代理	未定
	代号商途	古穿商斗模拟经营	代理	未定
	Match Cozy 3D	现代卡通休闲益智	代理	未定
完美世界	诛仙世界	新国风休闲 MMORPG 端游	自研	定档 24 年 12 月 19 日公测
	异环	超自然都市开放世界 RPG	自研	现已开启“奇点测试”招募
	乖离性百万亚瑟王：环	策略卡牌	自研	未定
	代号野蛮人	-	-	未定
	代号 Z	-	-	未定
	诛仙 2	仙侠 MMORPG	自研	未定
电魂网络	野蛮人大作战 2	魔性竞技+RPG	自研	目前产品处于研发中，择期上线
	修真聊天群	开放式场景探索卡牌游 戏	合作发行	-
	修仙时代	国风修仙题材开放世界 冒险游戏	-	目前产品仍在研发中

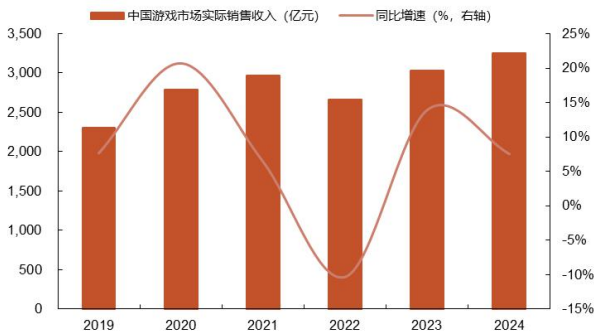
资料来源：恺英网络公众号，盗墓笔记启程公众号，盛趣客服公众号，恺英网络公司公告《002517 恺英网络业绩说明会、路演活动信息 20241128》，神州泰岳 2023 年年报，神州泰岳公司公告《2024 年 10 月 29 日投资者关系活动记录表》，吉比特 2024 年半年报，世纪华通 2024 年半年报，三七互娱 2024 年半年报，完美世界 2024 年半年报，电魂网络 2024 年半年报，完美世界公司公告《002624 完美世界投资者关系管理信息 20241108》，山西证券研究所

4.2 游戏市场稳步增长，游戏出海步伐加快

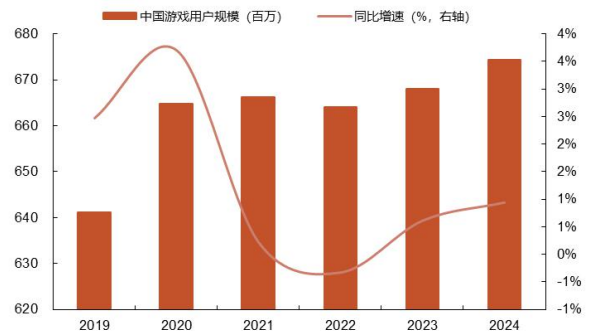
24 年游戏供给端持续改善，驱动游戏市场稳步增长。2024 年中国游戏市场收入为 3257.83 亿元，同比增长 7.53%；游戏用户规模为 6.74 亿人，同比增长 0.94%。市场收入与用户规模同步增长并再创新高的主要原因包含：1) 游戏新品数量有所增加，且出现爆款大作《黑神话：悟空》；2) 多款长青产品运营平稳；3) 小游戏表现亮眼，增长势头强劲；4) 多端发行与云游戏使用户消费更为便利。我们认为在供给端版号常态化、AI 技术赋能以及出海态势良好背景下，有望推动游戏行业持续回暖。

图 32：中国游戏市场规模及同比增速

图 33：中国游戏用户规模及同比增速



资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会，伽马数据，山西证券研究所

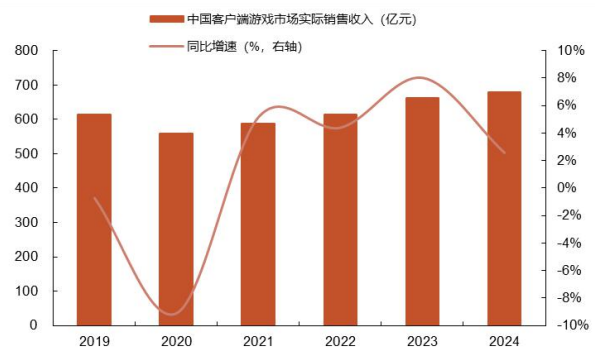
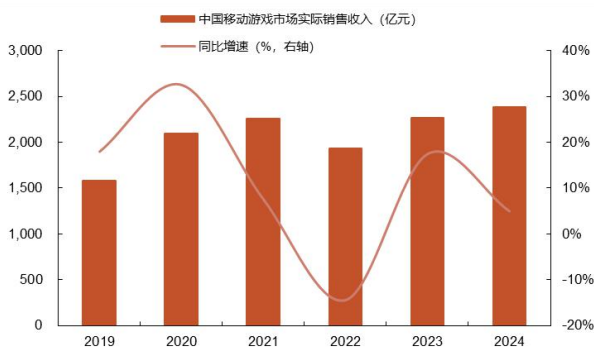


资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会，伽马数据，山西证券研究所

移动游戏、客户端游戏、主机游戏、小程序游戏收入均实现同比增长。2024 年中国移动游戏市场实际销售收入为 2382.17 亿元，同比增长 5.01%，再创市场收入新纪录；客户端游戏市场实际销售收入为 679.81 亿元，同比增长 2.56%，主要得益于头部长青游戏的稳定表现，以及多部移动游戏新品在 PC 端的同步发行；网页游戏市场实际销售收入为 46.38 亿元，同比下降 2.35%；主机游戏市场实际销售收入为 44.88 亿元，同比增长 55.13%，主要得益于新品表现优异；小程序游戏市场收入为 398.36 亿元，同比增长 99.18%，增速亮眼，主要系大厂（包括三七互娱、点点互动、4399、贪玩）积极布局小游戏，同时大量中小团队也在积极入局，秉承“小研小发”的道路，两者共同研发各种新玩法（比如背包 like、LDlike 等），带动行业规模持续增长。

图 34：中国移动游戏市场实际销售收入及同比增速

图 35：中国客户端游戏实际销售收入及同比增速



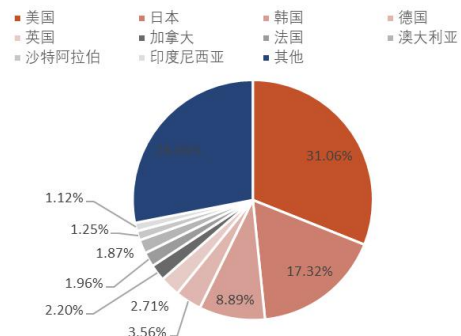
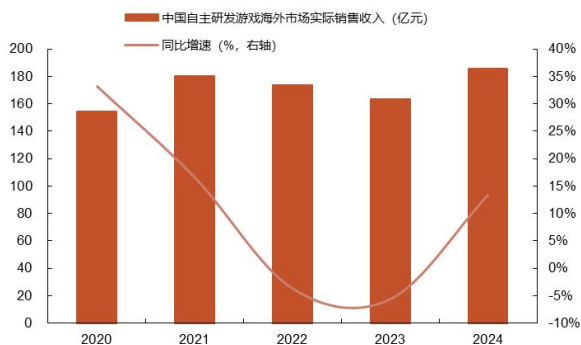
资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会，伽马数据，山西证券研究所

资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会，伽马数据，山西证券研究所

游戏出海市场拐点向上，美、日、韩合计占比达 57.27%。根据伽马数据，2024 年中国自研游戏海外市场规模为 185.57 亿美元，同比增长 13.39%，其规模已连续五年超千亿人民币，并再创新高，主要系国产 3A 大作《黑神话：悟空》、部分小程序游戏在海外市场表现较为优异以及多个企业游戏全球化布局的拓展。分地区来看，美国占 31.06%，日本占 17.32%，韩国占 8.89%，上述三国仍是中国游戏的主要海外目标市场，合计占比为 57.27%，同比略有下降。

图 36：中国自研游戏海外市场规模及同比增速

图 37：2024 年中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布



资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会，伽马数据，山西证券研究所

资料来源：游戏产业报告，中国游戏产业研究专家委员会，伽马数据，山西证券研究所

4.3 AI+游戏：AI 技术赋能游戏行业全面发展

AI 技术赋能游戏行业，带来效率提升及玩法革新。当前 AIGC 技术已广泛应用于游戏研发、运营及发行等环节中。在内容生成端，AI 绘图、AI 建模等自动化内容生产工具可以帮助减少生产高质量内容所需的时间和资源，提升其工作效率；在内容消费端，由生成式大模型驱动的智能 NPC 可以为用户提供开放式、个性化的游戏体验，还可用于分析玩家行为和喜好，

对游戏进行智能调控，增强游戏可玩性，提高用户留存率及用户潜在的付费意愿等关键指标。

图 38：AI 应用深入游戏全生命周期



资料来源：游戏葡萄公众号，腾讯 AI Lab，山西证券研究所

网易伏羲探索 AI 游戏应用，携手永劫无间手游推出 Copilot 语音 AI 队友。在传统 PVP 游戏当中，社恐玩家的社交体验、情绪价值、对于战局的操纵感、游戏体验无法得到有效满足。因此，为了满足玩家对于游戏互动和情绪价值的需求，网易伏羲助力永劫无间推出多模态实时交互的语音 AI 队友。该玩法一经推出即受到玩家的高度评价，且相关用户生成内容迅速登上抖音和 B 站热门榜单。AI 队友能够在战斗中自主跑图、执行战术动作，并根据玩家指令汇报战况。此外，丰富的人设选项不仅能够与玩家建立复杂的互动关系，还能根据不同的游戏情境展现出独特的性格特点，进一步增强游戏的沉浸感和互动体验。对于新手玩家，该语音 AI 队友还具备教学引导功能，可以帮助他们更快地熟悉游戏机制。

图 39：永劫无间携手网易伏羲推出全球首款游戏 Copilot 队友

图 40：语音 AI 队友应用背景及演示



资料来源：永劫无间手游公众号，山西证券研究所



资料来源：DataFunTalk 公众号，山西证券研究所

4.4 电魂网络：专注精品厚积薄发，期待新品周期开启

存量产品筑基，新品打开增量空间。1) 经典 IP 显现长生命力，持续贡献稳定业绩：《梦三国》是电魂网络自主研发的以国风竞技为核心的 MOBA 端游。自 2009 年正式投入运营后，《梦三国》端游流水常年维持在 4-5 亿元之间，主要通过多版本的高频迭代、多维度赛事体系、MMO+MOBA 游戏特性，保持近 15 年长青。同时，公司 19 年推出的《梦三国手游》自上线以来凭借其出色的品质表现，吸引了大批端游玩家回归；2) 项目储备丰富，发展动能充足。在新品储备方面，公司未来计划上线的重磅产品包括《野蛮人大作战 2》、《修真聊天群》、《修仙时代》等。其中《野蛮人大作战 2》是公司自主研发的魔性竞技+RPG 多元化游戏，并计划在移动端、PC 端、主机端等多端发行。其前作《野蛮人大作战》口碑较好，且已接入网易伏羲 AI-bot 技术；《修仙时代》是一款国风修仙题材开放大世界游戏，已获得移动端、PC 端版号。截止 2025 年 1 月 7 日，在 TapTap 上已有超 29 万人预约。

图 41：《野蛮人大作战 2》宣传海报



图 42：《修仙时代》宣传海报



资料来源：TapTap，山西证券研究所

资料来源：TapTap，山西证券研究所

稳步开拓海外市场，积极拥抱 AI 前沿技术。目前公司已在中国香港、日本、新加坡、澳洲等多个国家和地区成立子公司，布局全球市场。后续我们认为伴随新产品的陆续上线以及游戏出海大盘景气度改善，有望催化公司海外收入进入回升通道。对于对战类游戏而言，人机的智能表现直接影响玩家游戏体验，进而影响游戏流水。因此公司积极与网易智企展开深度合作，并于 23 年 7 月订战略合作协议，共同成立“游戏人工智能联合实验室”，将围绕游戏 AI 技术研发、商业应用与实践等方面展开深度合作。AI 赋能有望进一步提升游戏品质和用户体验，并巩固公司在竞技类游戏中的研发优势和运营优势。

图 43：公司海外地区收入及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 44：电魂网络与网易智企合作



资料来源：网易智企技术+公众号，山西证券研究所

5. 投资建议

全年表现跌宕起伏，行业营收增速平稳。2024 年全年，传媒指数累计上涨 2.23%，位于申万 31 个一级子行业的第 19 名。传媒子板块中，广告营销、出版涨幅分别为 7.42%、6.68%，较为领先。2024 年 Q1-Q3，传媒行业实现营收 3662 亿元，同比+0.82%；实现归母净利润 233 亿元，同比-32.28%。子板块中，广告营销、游戏板块营收表现亮眼，增速分别为+8.4%、+5.1%。纵观全年，AI 仍为 24 年全年传媒板块上涨的催化剂。

AI 大模型市场百舸争流，AI 应用端有望加速落地。自 2022 年 ChatGPT 的出现引领大模型浪潮兴起；2023 年国内大模型呈现井喷式爆发态势，能力快速迭代，模态持续拓展；2024

年大模型推理理解能力跃迁，并开始探索垂类领域应用落地。随着生成式 AI 的高速发展，人工智能基础设施逐步完善以及深度学习技术的不断进步，生成式 AI 的应用场景也逐步增多，有望助力产业实现数字化、智能化转型发展。根据艾瑞咨询预测，中国生成式人工智能产业规模有望于 2030 年突破万亿大关。国内 AI 应用流量持续高增，其中字节跳动的豆包表现突出。

2024 年电影行业表现承压，关注 2025 年春节档、AI+影响应用。24 年受制于优质内容供给不足，大盘票房表现疲软。24 年国内电影市场票房收入同比下降 22.34%。展望 25 年，考虑到备案电影作为电影市场的内容储备且新片备案数量充沛，我们预计 25 年电影市场的内容供给端有望得到明显改善。同时，春节档高质量影片的上线有望带动影视票房复苏提振市场信心。AI 文生视频技术发展较快，或将革新影视行业生产力工具。

国内游戏市场延续增长态势，新品周期开启推动业绩增长。国内来看，24 年中国游戏市场收入为 3257.83 亿元，同比增长 7.53%，其中手游收入同比增长 5.01%至 2382.17 亿元，端游收入同比增长 2.56%，小程序游戏收入同比增长 99.18%至 398.36 亿元，增速表现亮眼；出海市场来看，24 年出海市场收入 185.57 亿美元，同比增长 13.39%。同时，中长期来看 AI 赋能游戏行业带来玩法创新及制作效率提升。25 年游戏市场有望受益于新游产品周期的稳步开启，叠加出海产品竞争力的不断提升，有望带动游戏行业收入稳步增长。

我们重点推荐：

1) **昆仑万维 300418.SZ：布局大模型，All in AI 开辟新增长曲线。**公司自 2020 年开始关注大模型和 AIGC 领域，目前已成功构建了 AI 大模型、AI 搜索、AI 音乐、AI 视频、AI 社交、AI 游戏在内的多元 AI 业务矩阵，并推出“天工大模型 4.0”4o 版本、Skyo、SkyReels 等 AI 应用，部分业务已实现商业化落地，位居国内人工智能行业前列。

2) **上海电影 601595.SH：影视主业短期承压，持续推进 IP 业务布局。**2024H1 上海电影实现票房收入 2.45 亿元、同比-13.24%，较 21H1 下降 7.55%，主要系电影市场大盘表现疲软。展望 2025 年，多部力作春节定档有望带动影视票房复苏提振市场信心。公司参与的《中国奇谭》第二季、《小妖怪的夏天：从前有座浪浪山》预计于 2025 年正式上映。公司围绕 IP 全产业链开发运营，在经典 IP 内容焕新、商品及营销授权、游戏联动及授权、文创产品、数字文化开发等领域积极拓展。

3) **电魂网络 603258.SH：专注精品厚积薄发，期待新品周期开启。**从当前时点来看行业版号常态化发放、AI 赋能游戏玩法创新，同时公司核心产品梦三国系列依托其长线运营能力，能够平缓地度过新老游戏的交替周期。随着后续新产品周期的陆续开启以及游戏出海的顺利推

进，公司业绩确定性较强。

表 6：重点公司

股票	代码	收盘价	EPS				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
上海电影	601595.SH	25.67	0.28	0.31	0.59	0.83	90.61	82.81	43.51	30.93
昆仑万维	300418.SZ	36.35	1.02	0.71	0.78	0.82	35.57	50.96	46.46	44.33
电魂网络	603258.SH	21.38	0.23	0.37	1.34	1.68	92.96	57.78	15.96	12.73

资料来源：Wind，山西证券研究所。盈利预测来自山西证券研究所，数据截至 2025 年 1 月 21 日

6. 风险提示

行业风险：

政策风险。国家对游戏、电影等行业监管趋严背景下，版号发放、平台监管、电影过审可能受到影响，板块主要公司业务开展可能受限；

宏观经济下行风险。传媒行业主要子板块具有经济后周期特征，宏观经济下行压力下消费景气度可能受到影响，需求恢复不及预期；

产品上线不及预期风险。新游戏上线不及预期可能导致流水下滑，影视作品供给减少，相关公司业绩或受到影响。

公司风险：

上海电影：IP 开发业务进度不及预期，新 IP 开发成果不及预期，公司电影业务收入市占率下滑等。

昆仑万维：AIGC 发展不及预期，模型开发进度不及预期，海外市场推广效果不达预期等。

电魂网络：产品上线进度不及预期，新游表现不及预期，营业收入主要依赖于单款游戏的风险，海外市场风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

