

# 传媒行业5月投资策略

板块业绩触底向上，看好AI应用与IP潮玩机会

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

[zhangheng2@guosen.com.cn](mailto:zhangheng2@guosen.com.cn)

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

[chenyaorong@guosen.com.cn](mailto:chenyaorong@guosen.com.cn)

S0980523100001

# 报告摘要



**4月跑赢市场，25年Q1业绩触底向上。**1) 25年4月份传媒板块（申万传媒指数）下跌2.23%，跑赢沪深300指数0.78个百分点，在申万一级31个行业中排名第14位；完美世界、荣信文化、横店影视、ST华闻、ST华通涨幅居前；ST返利、ST天泽、ST云网、ST中青宝、ST大晟等跌幅居前；估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 43x，处于过去5年83%分位数；2) 25年Q1A股传媒板块共计实现营业收入1258.53亿元、归母净利润110.77亿元，同比分别增长5.59%、28.63%，归母净利润在经历了24年Q1以来的连续4个季度下滑后显著改善向上；营收亦从24年Q3以来的持续下滑后拐点向上；主要得益于一方面影视行业在《哪吒2》票房带动下营收及净利润大幅增长，另一方面基数效应以及所得税政策调整所带来的税费端改善；基数效应、需求端改善之下，25年传媒板块净利润增速相比24年有望持续改善；

**游戏市场1-3月营收双位数增长，持续看好关注政策、景气度与AI应用驱动下的板块机会。**1) 4月份共有118款国产游戏和9款进口游戏过审，1-4月份累计发放游戏版号510个，同比增长7.6%；2) 1-3月份中国游戏市场实际销售收入达到857.04亿元，同比增长17.99%；移动游戏市场收入636.26亿元，同比增长20.29%，保持较高增长；

**4月票房市场新片乏力，综艺市场芒果继续表现优异。**1) 25年4月总票房达11.97亿元人民币，同比下滑46.5%，新片表现乏力，持续关注国产电影内容供给修复情况；2) 剧集市场，4月正片播放量的全网剧集TOP10中，《无忧渡》8.65亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《蛮好的人生》和《我的后半生》，分别取得6.50亿和6.10亿的成绩；3) 综艺市场芒果TV《乘风2025》全网正片市占率16.09%、《大侦探》市占率9.25%位居第二；网综方面，芒果TV继续领跑，前十综艺中有4部综艺上榜；

**AI应用：Agent进展迅速，创投市场AI领域占比大幅提升。**1) Google推出Agent2Agent (A2A) 协议、字节跳动推出通用AI智能体Agent平台“扣子空间”、魔搭上线最大MCP中文社区、Meta推出独立AI助手应用；2) 投融资方面，OpenAI完成新一轮融资，估值达3000亿美元；一季度全球AI和机器学习领域投融资规模占全球风投总额比重为57.87%；

**投资观点：持续看好景气反转与IP/AI驱动下的板块机会。**1) 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，寻找个股α。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技、哔哩哔哩、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；影视内容关注供给端底部改善可能，渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；2) 行业β持续看好高景气的IP潮玩以及从0到1阶段的AI应用。IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI应用处于加速落地的阶段，重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G关注营销、教育等领域落地可能；2C关注AI游戏（恺英网络、巨人网络、姚记科技等）、AI玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）等领域；

**重点推荐组合：**4月投资组合为泡泡玛特、恺英网络、分众传媒、哔哩哔哩、南方传媒，整体表现良好；5月投资组合为恺英网络、分众传媒、泡泡玛特、南方传媒、浙数文化

**风险提示：**业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。

[ 01 ] 传媒板块市场回顾：4月跑赢市场，25年Q1业绩触底向上

[ 02 ] 游戏：1-3月营收双位数增长，版号稳定发放

[ 03 ] 电影：电影市场新片乏力，综艺市场芒果继续领跑

[ 04 ] AI：Agent领域进展迅速，AI创投市场活跃

[ 05 ] 投资建议：板块业绩触底向上，持续看好AI应用及IP潮玩板块机会



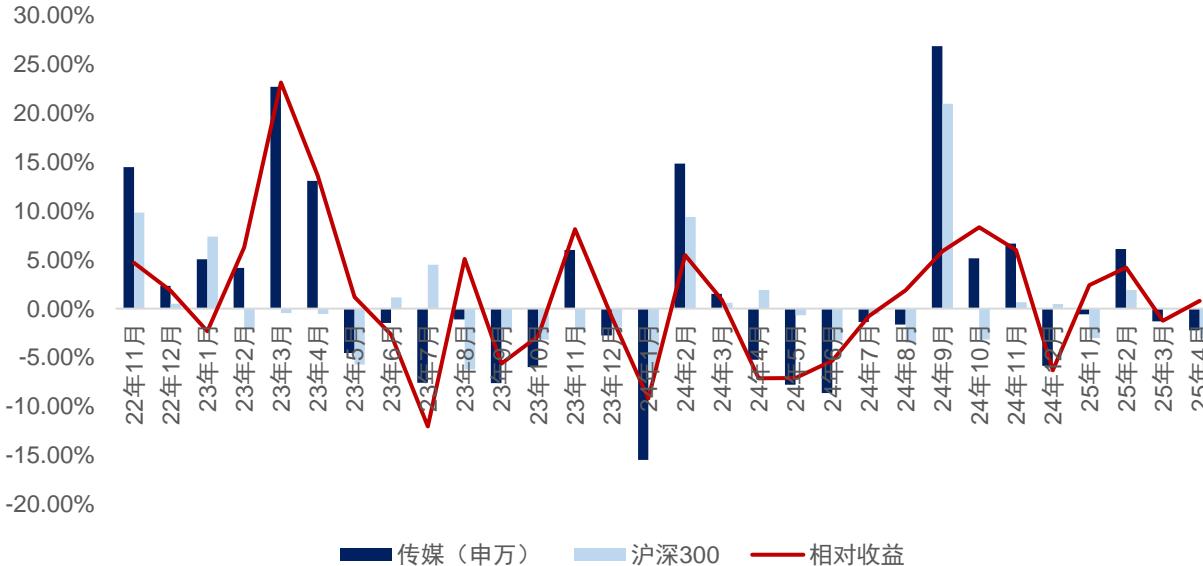
# 1. 市场及行业回顾：4月跑赢市场，25年Q1业绩触底向上

# 1.1 板块表现回顾



➤ 25年4月份传媒板块（申万传媒指数）下跌2.23%，跑赢沪深300指数0.78个百分点；

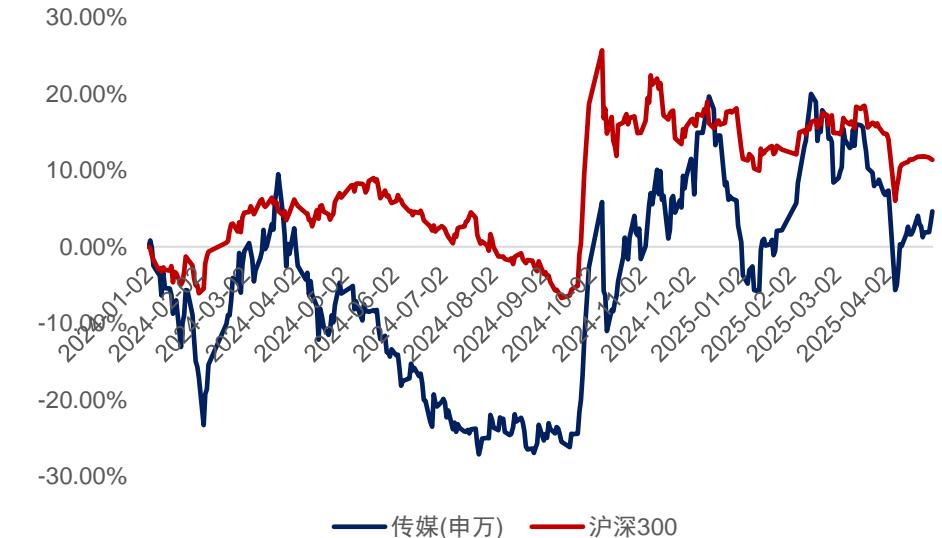
图：申万传媒指数4月跑赢市场



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：申万传媒指数2024以来表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 1.1 板块表现回顾

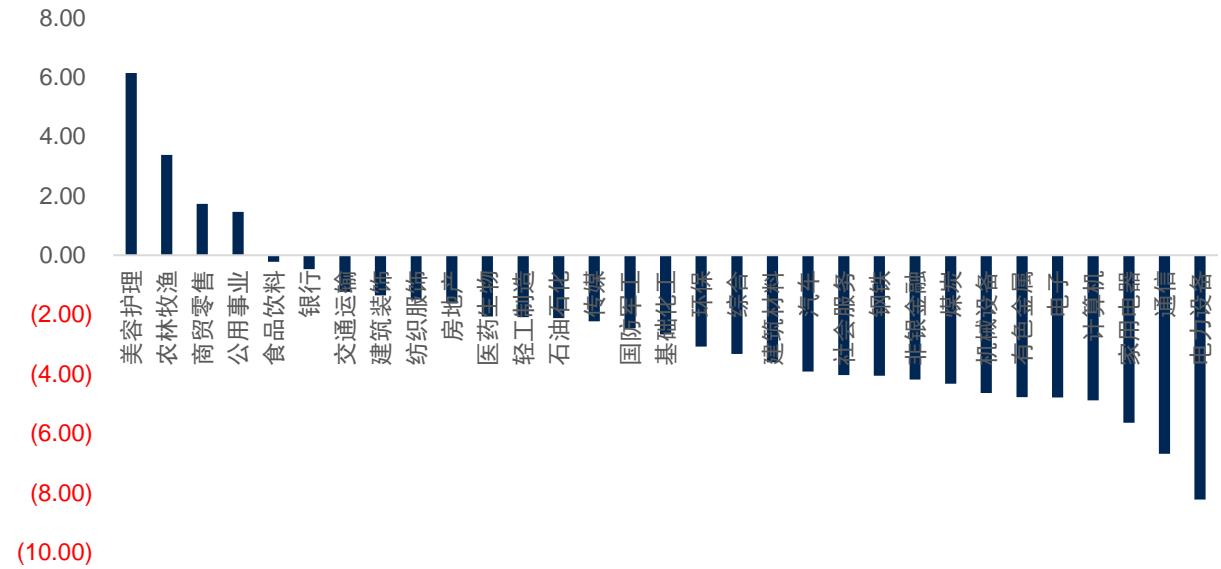


- 4月传媒板块在申万一级31个行业中排名第14位；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 43x，处于过去5年83%分位数。

图：传媒板块TTM-PE 分位数



图：4月传媒行业涨幅(%) 排名第14位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 1.1 个股表现



➤ 个股表现上，完美世界、荣信文化、横店影视、ST华闻、ST华通涨幅居前；ST返利、ST天泽、ST云网、ST中青宝、ST大晟等跌幅居前。

表：4月个股涨跌幅排行

4月涨幅排行					4月跌幅排行				
代码	公司	月涨幅	年涨幅	市值（亿）	代码	公司	月涨跌幅	年涨跌幅	市值（亿）
002624.SZ	完美世界	18%	32%	264	600228.SH	*ST返利	-39%	-50%	13
301231.SZ	荣信文化	18%	54%	23	603721.SH	*ST天择	-29%	-30%	24
603103.SH	横店影视	16%	9%	99	002306.SZ	*ST云网	-29%	-43%	14
000793.SZ	ST华闻	16%	-4%	51	300052.SZ	ST中青宝	-22%	-50%	22
002602.SZ	ST华通	16%	45%	554	600892.SH	*ST大晟	-18%	-31%	14
600715.SH	文投控股	11%	5%	96	300413.SZ	芒果超媒	-18%	-15%	425
300528.SZ	幸福蓝海	11%	5%	34	300002.SZ	神州泰岳	-17%	-6%	215
600757.SH	长江传媒	10%	0%	116	605577.SH	龙版传媒	-17%	-16%	54
000719.SZ	中原传媒	10%	9%	127	603999.SH	读者传媒	-16%	-2%	35
002425.SZ	ST凯文	8%	8%	22	300031.SZ	宝通科技	-15%	25%	96

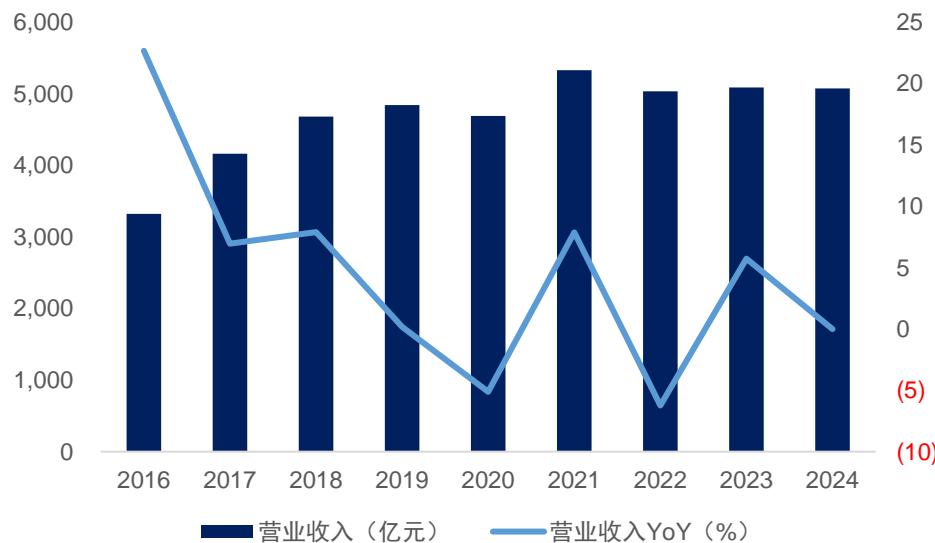
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

# 1.2 2024年业绩回顾：营收持平、归母净利润大幅下滑

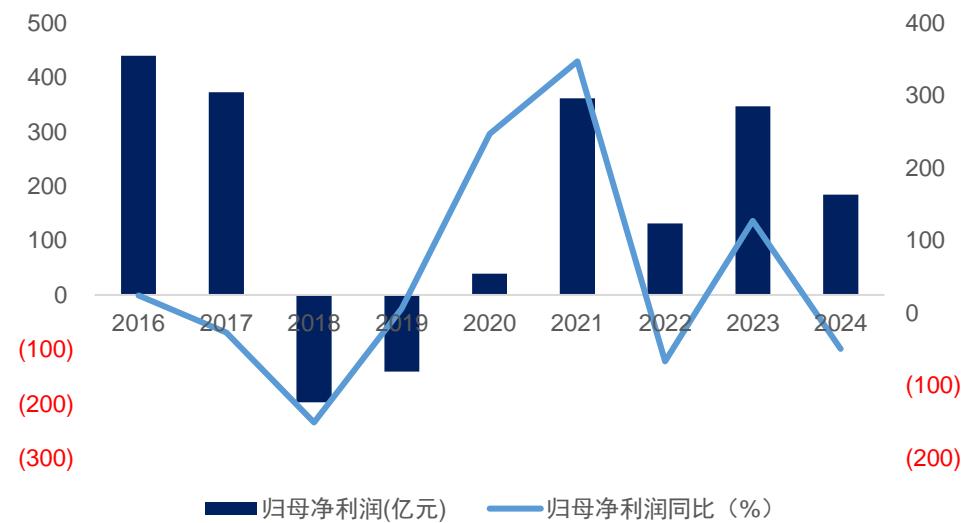


- 2024年A股传媒板块（申万传媒行业分类，下同）上市公司共计实现营业收入5072亿元、归母净利润185亿元，同比分别下滑0.01%、49.61%
- 营收相比2023年保持稳定、净利润下滑明显；主要原因一方面在于去年同期较高的基数效应，另一方面在于费用端的显著提升（销售费用率/所得税等）。

图：2024年传媒板块营收及增速



图：2024年传媒板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

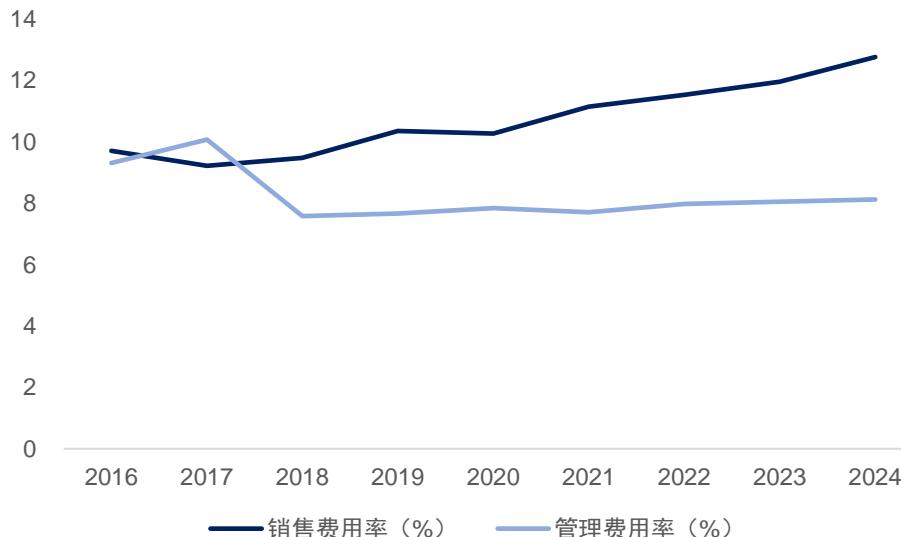
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 1.2 2024年业绩回顾：毛利率稳定，净利率与ROE下滑明显

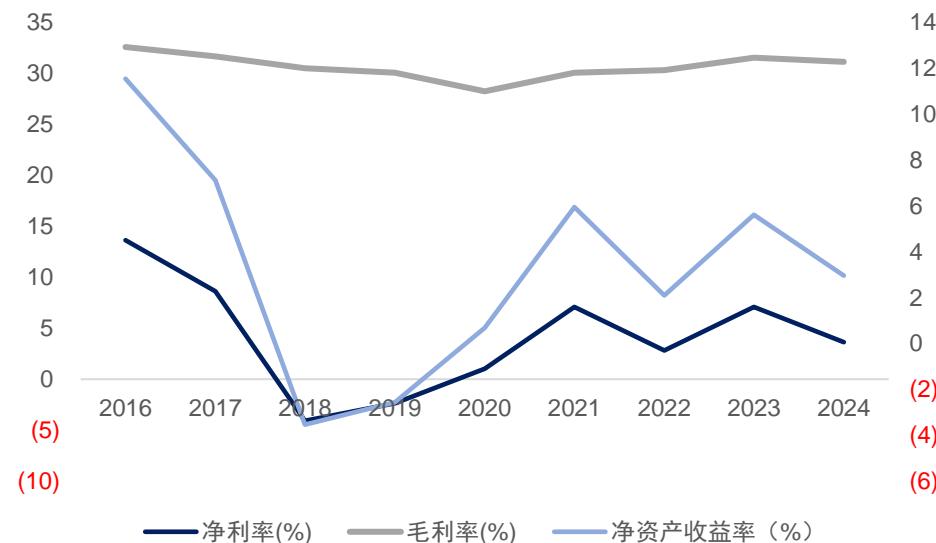


- 2024年传媒板块毛利率基本稳定，同比略降0.4个百分点至31.12%；净利率同比下滑3.46个百分点至3.63%、降幅明显；
- 管理费用率保持稳定，管理费用率8.12%、与上年基本一致；销售费用率同比提升0.81个百分点至12.77%；

图：销售费用率同比提升明显



图：毛利率稳定，净利率及ROE下滑明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

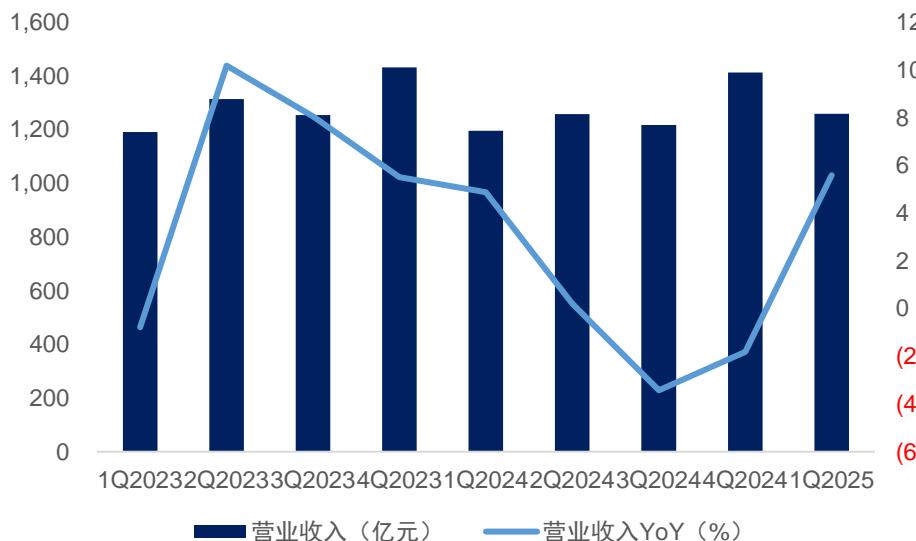
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 1.3 2025年Q1营收及业绩触底向上

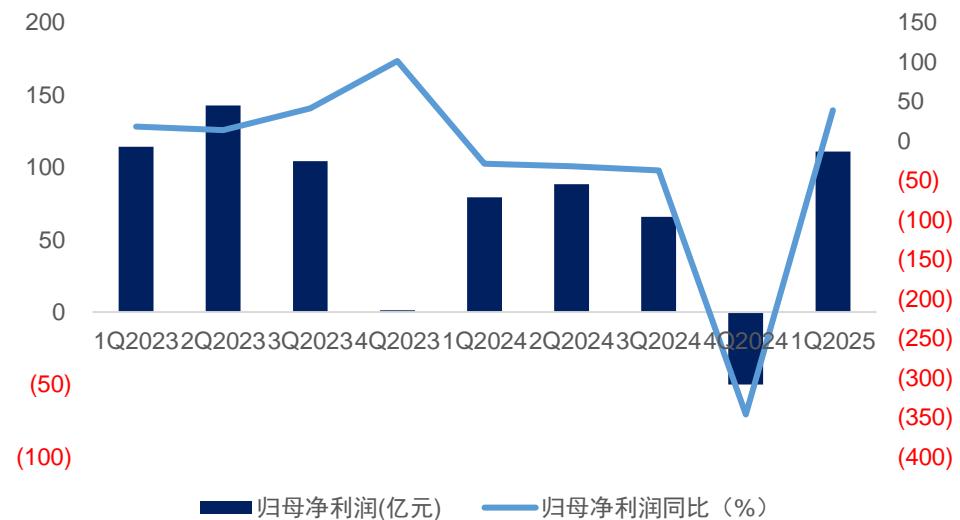


- 25年Q1A股传媒板块上市公司共计实现营业收入1258.53亿元、归母净利润110.77亿元，同比分别增长5.59%、28.63%，
- 归母净利润在经历了24年Q1以来的连续4个季度下滑后显著改善向上；营收亦从24年Q3以来的持续下滑后拐点向上；主要得益于一方面影视行业在《哪吒2》票房带动下营收及净利润大幅增长，另一方面基数效应以及所得税政策调整所带来的税费端改善。

图：传媒板块季度营收及增速



图：传媒板块归母净利润及增速（季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

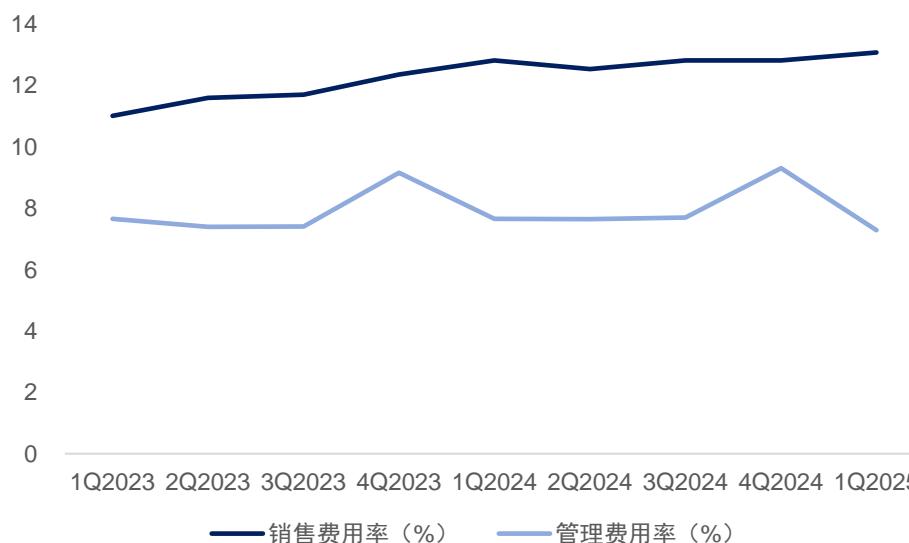
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 1.3 25年Q1业绩回顾：毛利率稳中有升，净利率与ROE改善明显

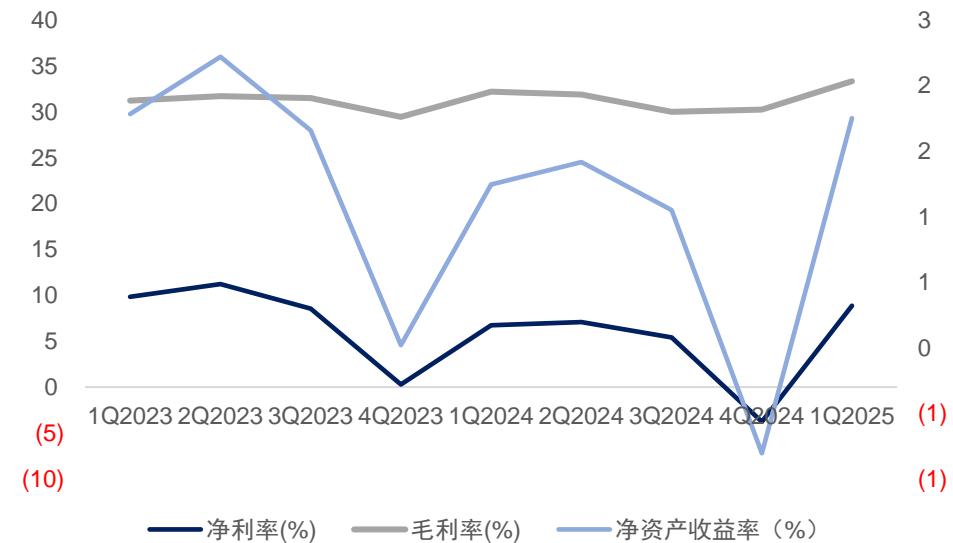


- 2025年Q1传媒板块毛利率稳中有升，同比提升1.12个百分点至33.33%；净利率同比提升2.14个百分点至3.63%；
- 管理费用率保持稳定，管理费用率7.29%、与上年基本一致；销售费用率同比提升0.26个百分点至13.08%；

图：费用率有所改善



图：毛利率稳中有升，净利率及ROE改善明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

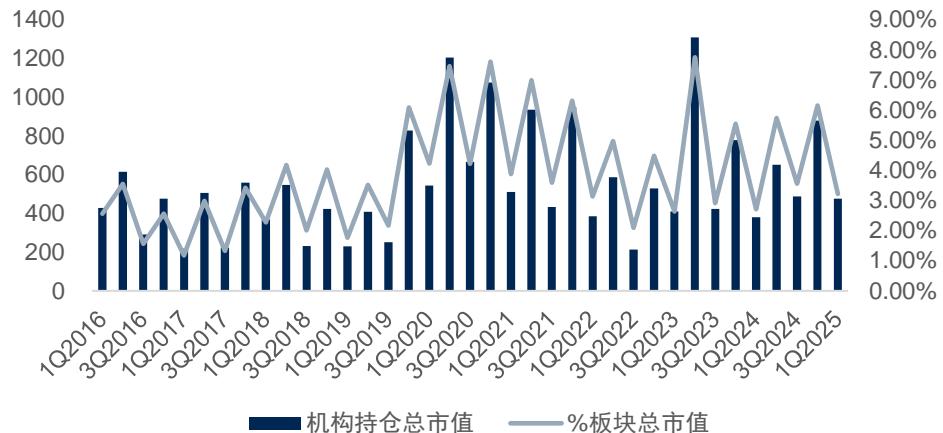
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 1.4 机构配置：公募持仓配置处于低位

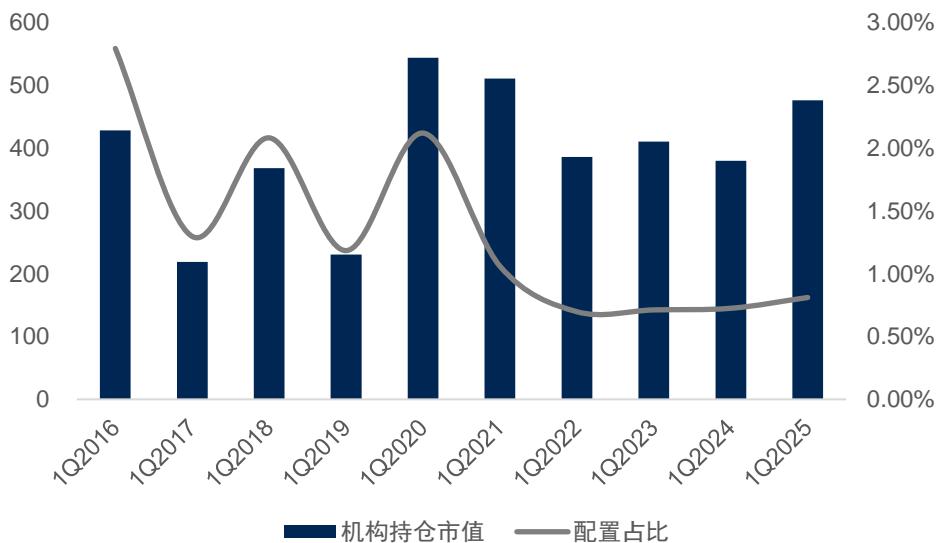


➤ 截至Q1（0331），公募机构在传媒板块持仓总市值476亿元，占传媒板块总市值3.22%，占公募机构A股持仓比例为0.81%，继续处于历史低位。

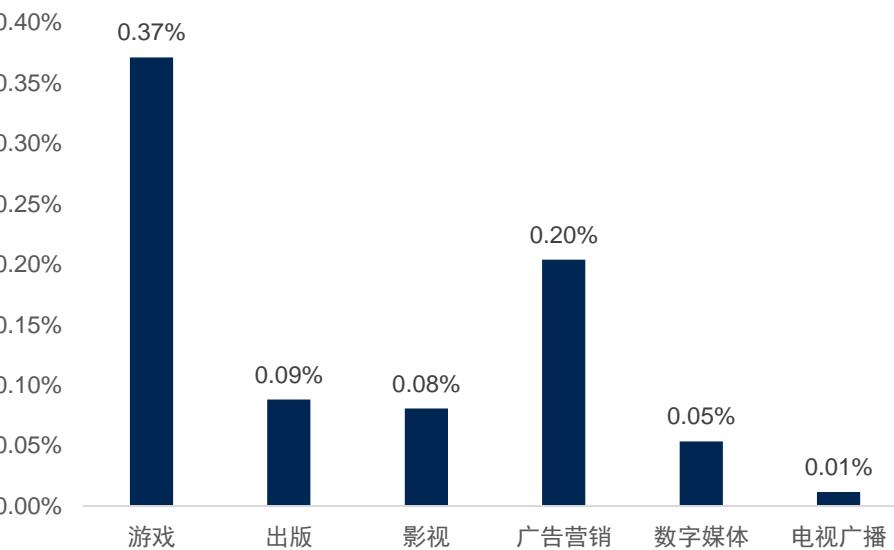
图：公募基金持仓占板块总市值（Q1）



图：公募机构配置（亿元）占比（Q1）



图：申万二级行业公募机构配置比例（Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



2. 游戏：1-3月营收双位数增长，版号稳定发放

## 2.1 版号常态化发放

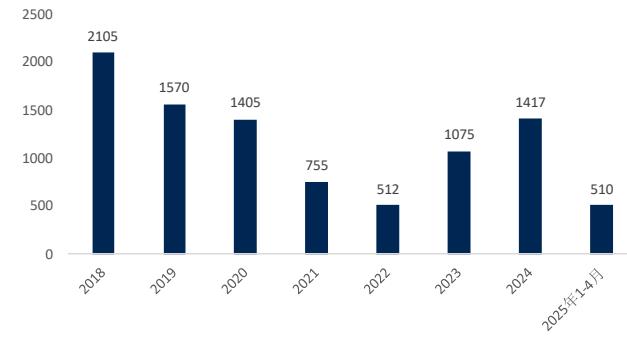


➤ 4月份共有118款国产游戏和9款进口游戏过审，继续保持在较高水平

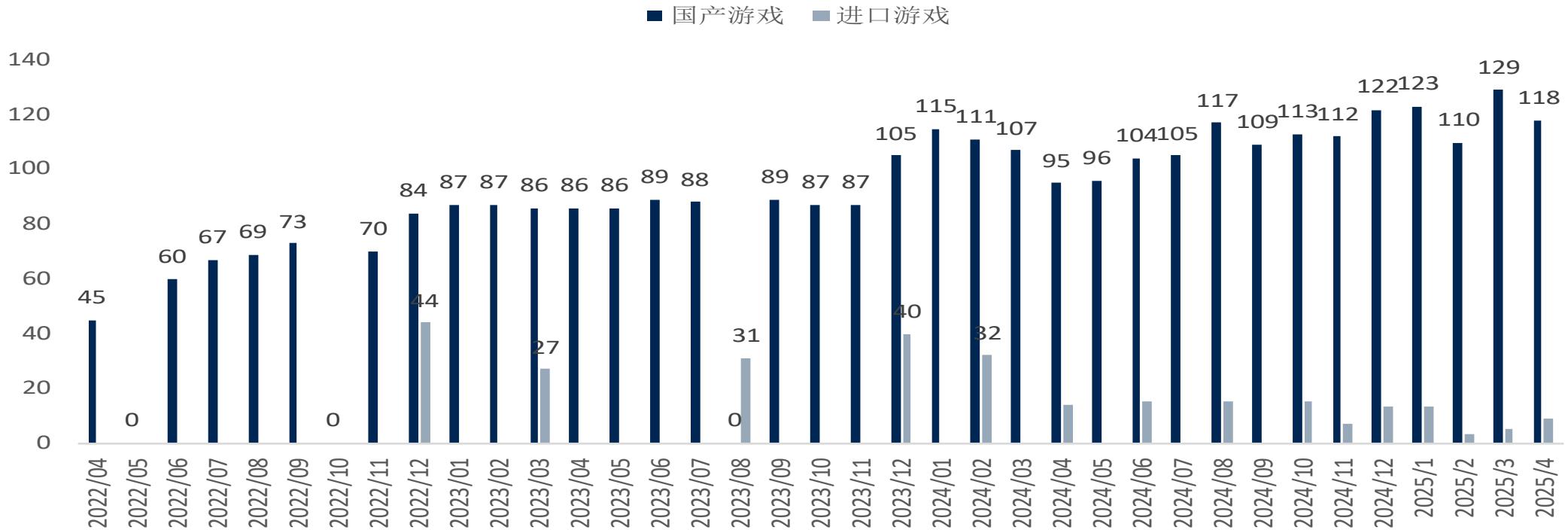
➤ 1-4月份累计发放游戏版号510个，同比增长7.6%；游戏版号保持常态化发放趋势、月均版号发放数量过百，监管政策保持稳定。

图：游戏版号发放情况

图：1-4月合计发放510个游戏版号



资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理



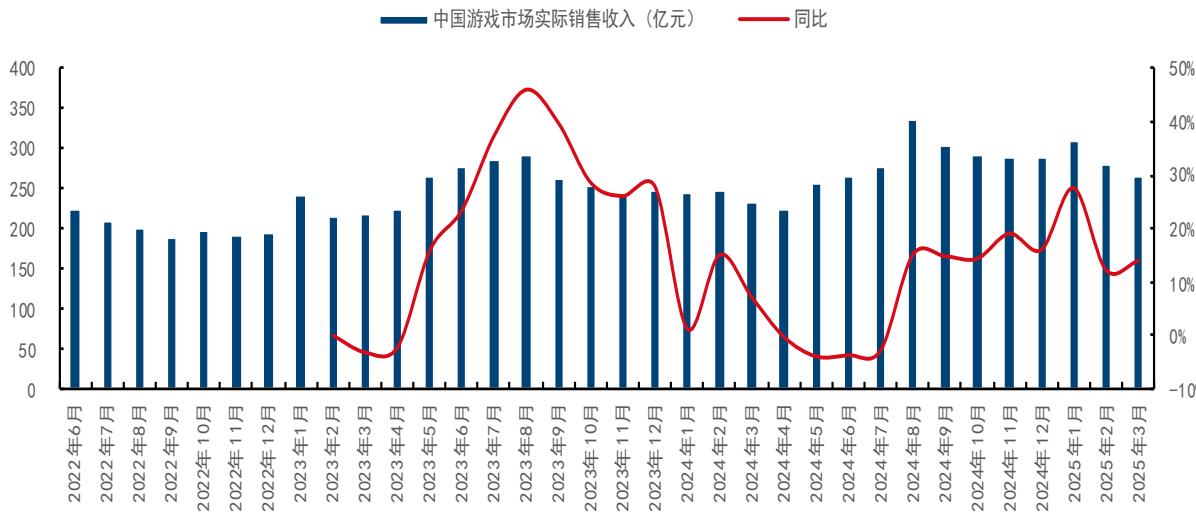
资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

## 2. 2 3月国内游戏市场同比双位数增长



- 24年8月以来游戏行业持续保持较高增速；
- 其中3月中国游戏市场收入267亿元，同比增长14%；移动游戏市场实际销售收入198亿元，同比增长17%；

图：中国市场实际销售收入及增长率



图：移动游戏收入增速



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

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

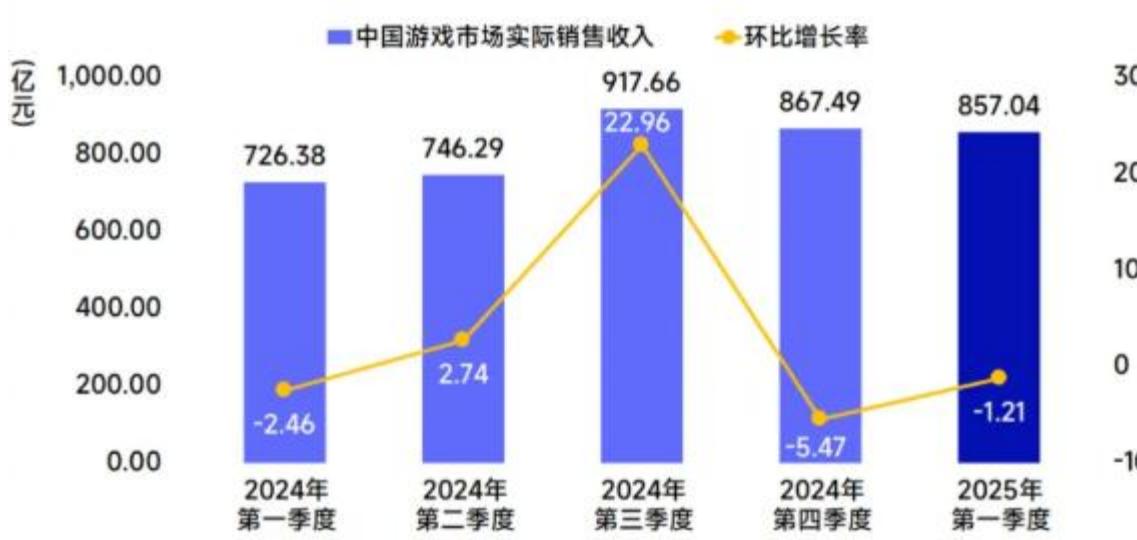
## 2. 2 1-3月国内游戏市场同比双位数增长



➤ 1-3月份中国游戏市场实际销售收入达到857.04亿元，同比增长17.99%；

➤ 其中移动游戏市场收入636.26亿元，同比增长20.29%；

图：中国市场实际销售收入及增长率



图：移动游戏收入增速



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

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.3 游戏出海同比保持高增长



- 3月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为16.25亿美元，同比增长13.9%，继续保持双位数增长；分公司来看，点点互动、腾讯、米哈游位居出海收入榜单前三；
- 收入增长主要由长线产品带来增量，点点互动旗下《Whiteout Survival》二周年庆典并上线第11代的“盾-埃莱奥诺拉、矛-劳埃德、弓-鲁弗斯”三名新英雄，助力游戏在全球多地收入榜登顶并创下新的收入纪录；腾讯旗下《PUBG MOBILE》七周年庆典，新版本带来的全新“金沙奇境”玩法和新地图“金沙遗都”，以及一系列道具和皮肤推动三月游戏海外收入增幅超60%。

图：出海保持高增长



图：出海手游发行商排名

3月中国游戏厂商出海收入榜 2025年3月1日-3月31日					
排名	公司	排名趋势	排名		
1	点点互动 (SZ:002602)	↑ 0	16	麦吉太文	↑ 0
2	Tencent 腾讯 (HK:00700)	▲ 1	17	Tap4Fun	▲ 4
3	米哈游	▲ 1	18	新创娱乐	▲ 2
4	柠檬微趣	▲ 1	19	乐元素	▲ 4
5	海彼	▲ 1	20	叠纸游戏	▲ 4
6	沐瞳	▲ 4	21	灵犀互娱	▼ 6
7	三七互娱 (SZ:002555)	↑ 0	22	友塔游戏	▼ 4
8	莉莉丝	▲ 1	23	江娱互动	▼ 4
9	网易 (NASDAQ:NTES)(HK:09999)	▲ 3	24	天游网络	▲ 12
10	壳木游戏 (SZ:300002)	▲ 2	25	心动网络 (HK:02400)	▼ 3
11	4399 4399	▲ 2	26	Onemt	▼ 1
12	Leniu Games	↑ 0	27	星合互娱	▲ 5
13	IGG (HK:00799)	▲ 2	28	雅乐游戏 (NYSE:YALA)	▲ 2
14	库洛游戏	▲ 3	29	有爱互娱	↑ 0
15	悠星网络	▲ 1	30	冰川网络 (SZ:300533)	▼ 4

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

资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理

## 2.4 新游市场：《龙息：神寂》、《英雄没有闪》表现良好



- 25年3月共有10款游戏预估月流水首次突破3000万元。本月，仅4款产品来自国区，但仍是数量最多的单一市场。同时中国厂商发行的游戏数量达7款，仍是由中国公司主导新游市场；
- 3月表现最亮眼的游戏分别是：腾讯《龙息：神寂》、三七互娱《英雄没有闪》、腾讯《美职篮全明星》、Wemade《레전드 오브 이미르（尤弥尔传奇）》、Netmarble《RF Online Next》、FunPlus《DC: Dark Legion》、乐牛《I9:인페르노 나인》、点点《Kingshot》、Aniplex《魔法少女小圆外传觉醒前夜》、云岐网络《高达钢铁之诗》

图：新游表现

2025年3月全球预估流水首破3000万的手游产品							
序号	游戏	厂商	类型	平台	上线时间	地区	收入
1	龙息:神寂	腾讯	魔幻卡牌RPG	手游+PC	3月20日	国内	1.6亿+
2	英雄没有闪	三七互娱	放置APRG刷宝	iOS端	2月28日	国内	1.5亿
3	美职篮全明星	腾讯	体育竞技	手游	3月25日	国内	1.3亿左右
4	레전드 오브 이미르	Wemade	MMORPG	手游+PC	2月20日	韩国	1.2亿
5	RF Online Next	Netmarble	MMORPG	手游+PC	3月20日	韩国	1.2亿
6	DC: Dark Legion	FunPlus	SLG	手游	3月14日	海外	6000万
7	I9:인페르노 나인	乐牛	MMORPG	手游	1月16日	韩国	6000万
8	Kingshot	点点	SLG	手游	2月26日	海外	5000万+
9	魔法少女小圆外传觉醒前夜	Aniplex	回合制RPG	手游	3月26日	日本	4000万左右
10	高达钢铁之诗	云岐网络	卡牌对战	手游	3月13日	国内	3000万

资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：龙息：神寂



资料来源：TapTap，国信证券经济研究所整理



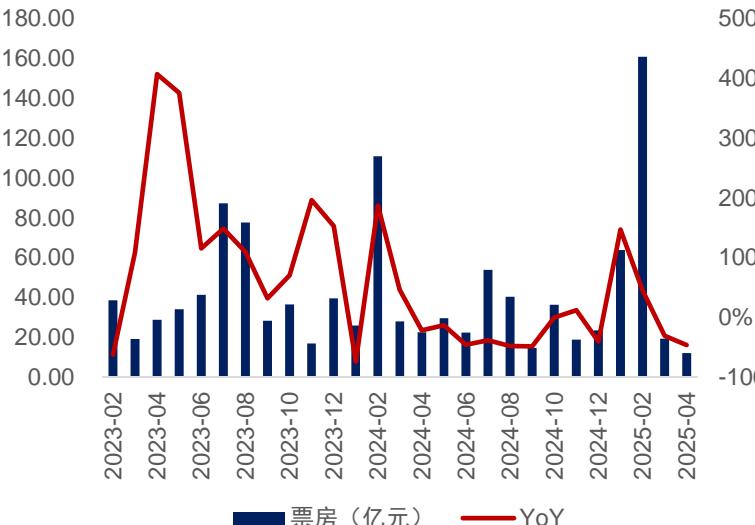
### 3.影视：电影市场新片乏力，综艺市场芒果继续领跑

### 3.1 新片匮乏、4月电影票房市场同比下滑

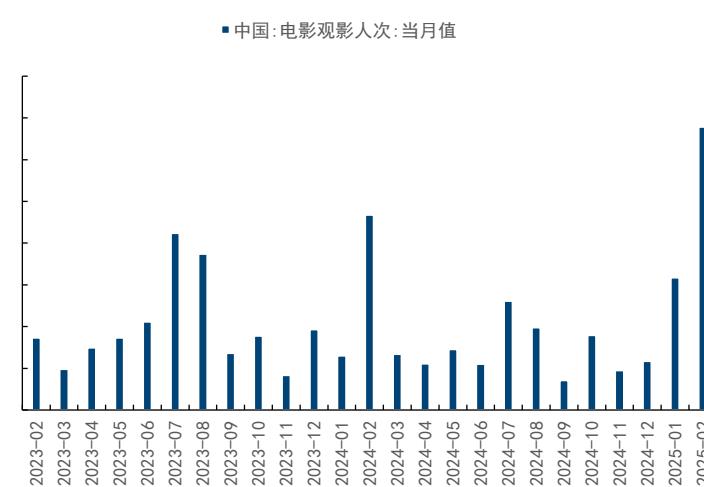


- 据灯塔专业版数据，今年4月总票房达11.97亿元人民币，同比下滑46.5%；
- 观影总人次2789万人次，平均票价达到42.9元（上月42.1元），下滑较为明显

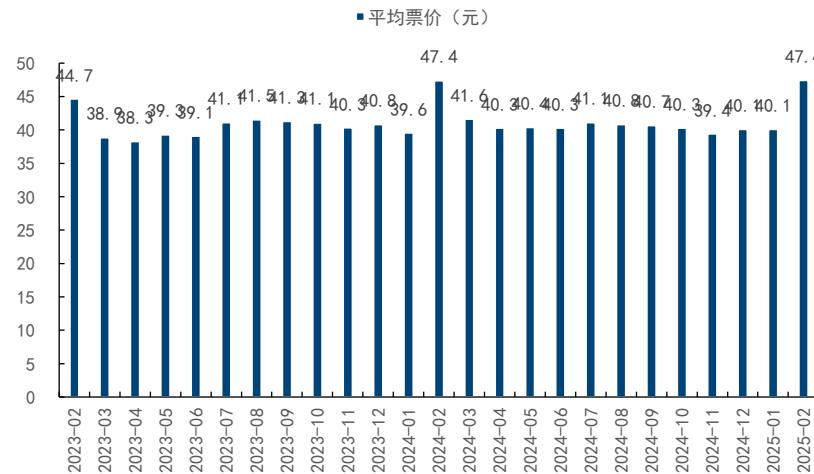
图：4月电影票房收入同比向下



图：观影人次



图：平均票价



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

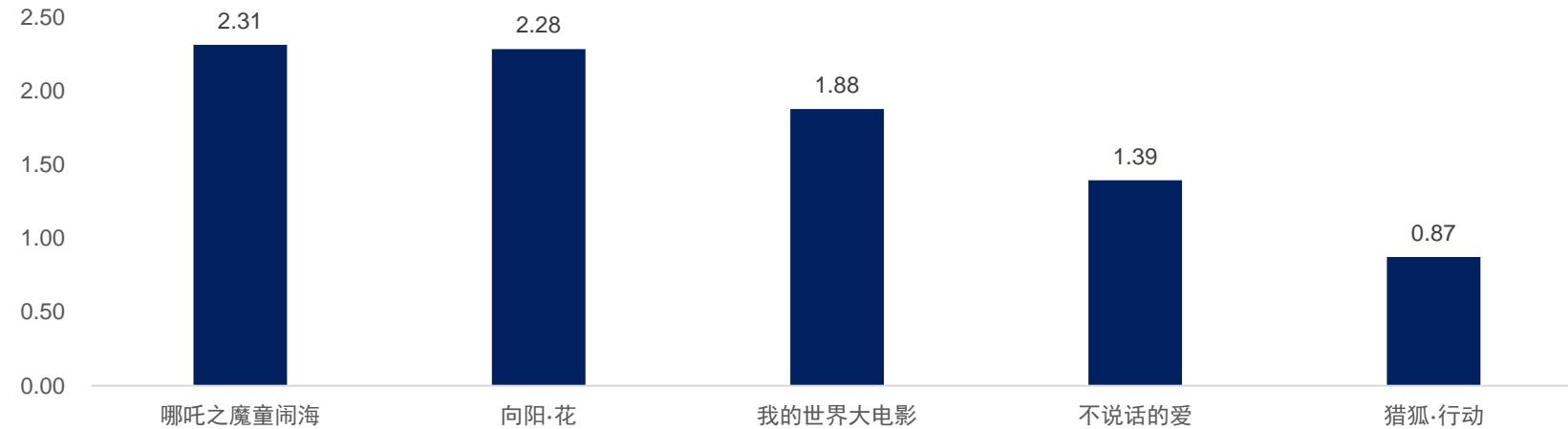
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 3.1 新片匮乏、4月电影票房市场同比下滑



- 从单片表现来看，《哪吒》、《向阳花》、《我的世界大电影》、《不说话的爱》、《猎狐行动》分列4月票房市场前5，《哪吒》之后，缺乏票房号召力新片上映，票房市场表现再次处于较低水平

图：4月电影票房TOP5（亿元）



资料来源：wind, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

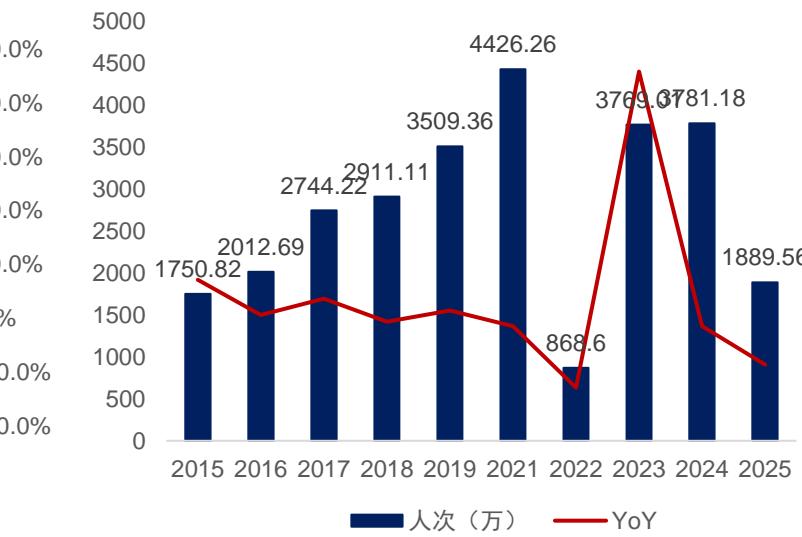
### 3.1 五一票房市场表现冷淡

- 据灯塔专业版数据，今年五一档总票房达7.47亿元人民币，同比下滑51%；
- 观影总人次1890万人次（-50%），平均票价达到39.53元（上年40.4元），下滑较为明显

图：五一档电影票房收入同比向下



图：观影人次



图：平均票价



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

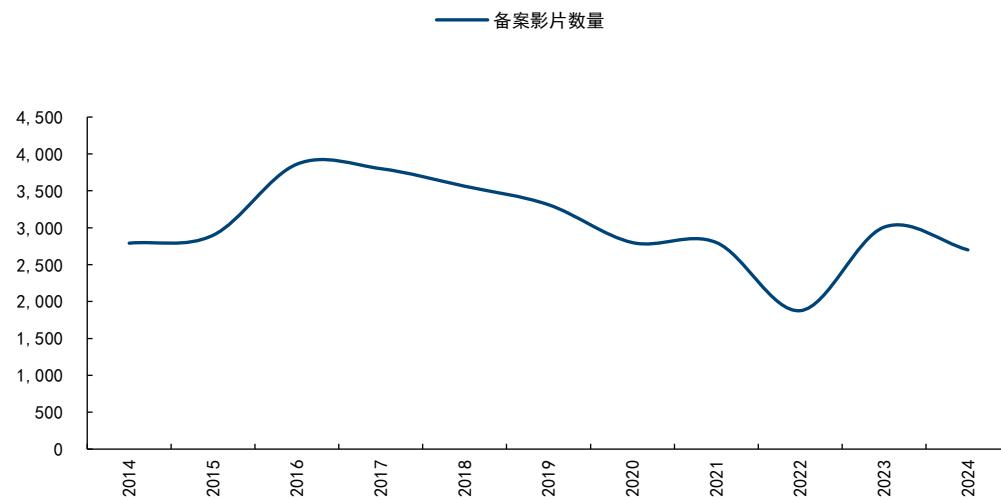
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 3.1 关注暑期档表现及供给修复

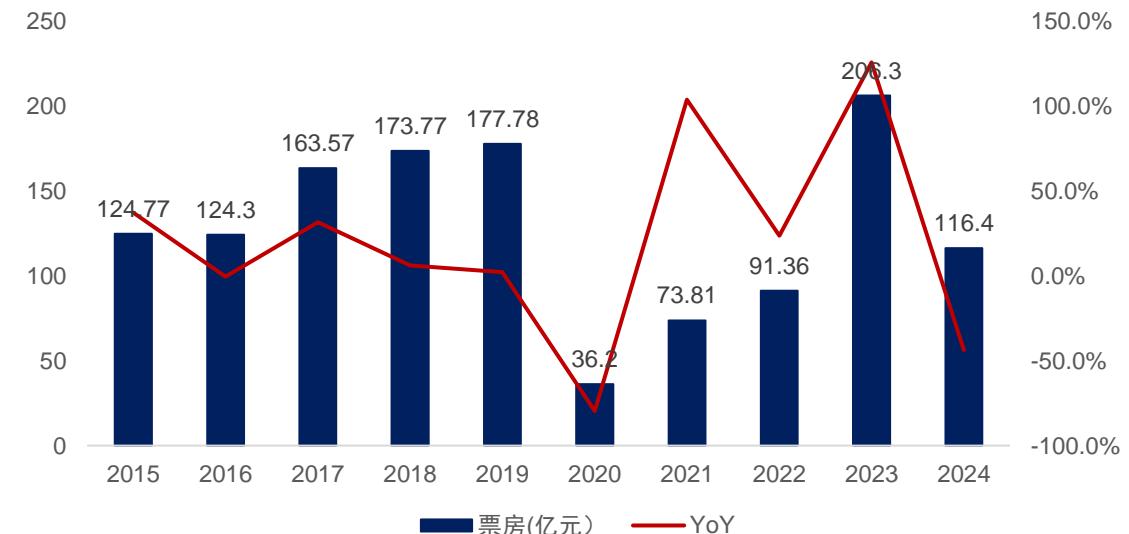


- 从国产电影备案数量上来看，20年至22年呈现显著下滑趋势；23年以来拐点趋势明显，备案数量同比增长60%；考虑到影片制作时间周期，25年开始国产优质内容供给有望底部向上，从而带动票房市场持续回暖
- 暑期档作为核心档期，对全年总体票房规模影响显著；23年暑期档票房历史新高后24年下滑明显，关注25年暑期档票房表现；

图：备案影片数量



图：历年暑期档票房



资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

## 3.2 剧集市场



- 4月正片播放量的全网剧集TOP10中，《无忧渡》8.65亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《蛮好的人生》和《我的后半生》，分别取得6.50亿和6.10亿的成绩；
- 《蛮好的人生》6.50亿的播放量登顶电视剧榜，网络剧《无忧渡》则以8.65亿的播放量表现位居网络剧的第一

图：3月剧集播放量排名



图：3月电视剧播放量排行



图：3月网剧播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

### 3.3 综艺市场：芒果TV表现领先



- 综艺市场芒果TV《乘风2025》全网正片市占率16.09%、《大侦探》市占率9.25%位居第二，整体表现领先于其他视频平台
- 网综方面，芒果TV继续领跑，前十综艺中有4部综艺上榜

图：3月综艺播放量排名



图：3月电视综艺播放量排行



图：3月网络综艺播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理



## 4. AI应用：Agent进展迅速，创投市场AI领域占比大幅提升

## 4.1 Google推出Agent2Agent (A2A) 协议



- 谷歌在 Google Cloud Next '25 大会上推出 Agent2Agent 协议 (A2A)，这是一项全新的开放标准，旨在让 AI 智能体能够相互通信。此前，Anthropic 的模型上下文协议 (MCP) 让智能体提供了一种结构化的工具调用方式，而 A2A 则为智能体提供了一种相互协作的方式，就像是给 AI 智能体们定下了一套“通用社交礼仪”和“标准沟通语言”，让它们可以互相理解、协作，共同完成复杂任务；
- A2A 协议基于 HTTP 和 JSON – RPC 等标准构建，核心组件包括：Agent Card（智能体名片）：每个智能体通过 JSON 文件声明自身能力供其他智能体发现；任务管理：定义任务生命周期，支持实时状态订阅；多模态通信：允许消息包含文本、文件、结构化数据等多种内容类型，支持用户体验协商；
- 典型工作流程：发现：客户端智能体通过 Agent Card 定位目标智能体；任务发起：通过 tasks/send 接口发送任务请求（如生成报告）；状态跟踪：订阅任务进展（如“处理中”或“完成”）；结果获取：接收包含 artifact（任务输出）的响应

图：Agent2Agent (A2A) 协议



资料来源：Google，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：Agent2Agent (A2A) 协议联盟



资料来源：Google，国信证券经济研究所整理

## 4.2 字节跳动推出通用AI智能体Agent平台“扣子空间”



- 字节跳动推出通用AI智能体Agent平台扣子空间，旨在为用户提供一个聚焦“任务协作”与“智能执行”的新型AI工作环境；
- 与传统AI工具不同，扣子空间不是单一的聊天机器人或AI问答系统，而是一个可自主思考、分解任务并联动多种工具完成复杂工作的“通用型智能体”平台。让普通用户无需具备编程能力，也能与AI像与真实助理一样自然协作，完成从调研、写作、生成PPT，到数据分析、日常办公等各类事务。对于专业用户或企业用户来说，它也能作为一个可扩展的AI操作系统，通过插件与工具对接，将AI能力深度嵌入业务流程
- 目前扣子空间的功能已经涵盖了“任务自动化”、“多智能体协作”、“插件调用系统”以及“专家级智能体”等核心能力。初期上线就包括例如“华泰A股观察助手”、“用户研究专家”等特定行业应用型Agent，展示了平台在企业级场景中的潜力

扣子空间

在扣子空间 :)  
和 Agent 一起开始你的工作 🚀

扣子空间是你和 AI Agent 协同办公的最佳场所。  
在扣子空间里，精通各项技能的「通用实习生」，各行各业的「领域专家」，任你选择。

快速开始



生产力全面提升  
从回答问题，到解决问题，让 Agent 帮你完成更多的工作

研究报告



热门内容



专家能力深度支持  
专家Agent生态，让更专业 Agent 来为你提供服务

官方演示

The screenshot shows the 'Agent's workspace' interface. At the top, there's a header bar with tabs for '实时原稿' (Real-time original text), '浏览器' (Browser), and '文件' (File). Below the header, a main area displays a travel plan titled '10月上海到香格里拉7日游规划'. A message box says: '我需要一个10月1-7日从上海出发的7天香格里拉行程，总共一行5人，预算10万人民币左右。我们喜欢历史遗迹、神秘的宝地和藏族文化。我们想飞到丽江后一路自驾，请提供详细的行程安排和一个简单的HTML旅行手册，包含地图、景点描述、必备的装备和我们整个旅程中可以参考的旅行小贴士'.

下方有 a message: '已接收到你的任务，我将立即开始处理...' and a list of tasks: 'Q 正在搜索 10月1日上海到丽江航班', 'Q 正在搜索 10月2日上海到丽江航班', 'Q 正在搜索 10月3日上海到丽江航班', 'Q 正在搜索 10月4日上海到丽江航班', 'Q 正在搜索 10月5日上海到丽江航班', 'Q 正在搜索 10月6日上海到丽江航班', 'Q 正在搜索 10月7日上海到丽江航班'. At the bottom right, there are buttons for '已完成该任务' and '重新回放'.

On the right side, there's a section titled '② 行程路线图' showing a map of the route from Shanghai to Lijiang, with stops at Jinshajiang and Shangri-La. Below it is a green box labeled '前期准备'.

资料来源：扣子，国信证券经济研究所整理

资料来源：扣子，国信证券经济研究所整理

## 4.3 魔搭上线最大MCP中文社区，独家首发支付宝、Minimax等MCP



- 阿里云旗下AI开源社区魔搭（ModelScope）正式推出全新MCP广场，成为目前国内最大中文MCP（Model Context Protocol，模型上下文协议）社区，并独家首发支付宝、Minimax等明星服务，为开发者提供一站式AI开发与商业化解决方案；
- 魔搭目前上线近1500种MCP服务，涵盖搜索、地图、文件系统、开发者工具等最热门领域。魔搭也提供简单易上手的工具和调试环境MCP实验场，让开发者在1分钟内就能搭建好自己需要的复杂MCP服务。魔搭上的这些MCP服务支持云上托管或本地部署，且均可开放被集成至第三方平台，大大降低了开发者使用MCP服务的门槛；
- 魔搭社区于2022年11月由阿里云联合CCF开源发展委员会共同推出，秉承“模型即服务”（MaaS, Model as a Service）的理念，将AI模型变为直接可用的服务，为AI开发者提供模型体验、下载、调优、训练、推理、部署等一站式服务。目前，魔搭社区模型总量已超过5万个，涵盖LLM、对话、语音、文生图、图生视频等多个领域；

图：魔搭（ModelScope）推出全新MCP广场



资料来源：魔搭，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：魔搭（ModelScope）上线近1500种MCP服务

The screenshot shows a grid of service cards from the ModelScope MCP Marketplace. Each card includes the service name, a small icon, a brief description, and some statistics like '240' or '410'. The services listed include:

- Fetch网页内容抓取
- 搜索引擎
- 交互协作工具
- 开发工具
- 娱乐与多模体
- 文件系统
- 金融
- 知识管理与记忆
- 位置服务
- 文化与艺术
- 学术研究
- 日程管理
- 其他
- 支付宝MCP
- 飞常准·Aviation
- 百度地图
- Taivly悟空
- Minimax
- Elasticsearch
- 必应搜索中文
- 12306-MCP车票查询工具
- 微店读书
- 今天吃什么
- ElasticSearch

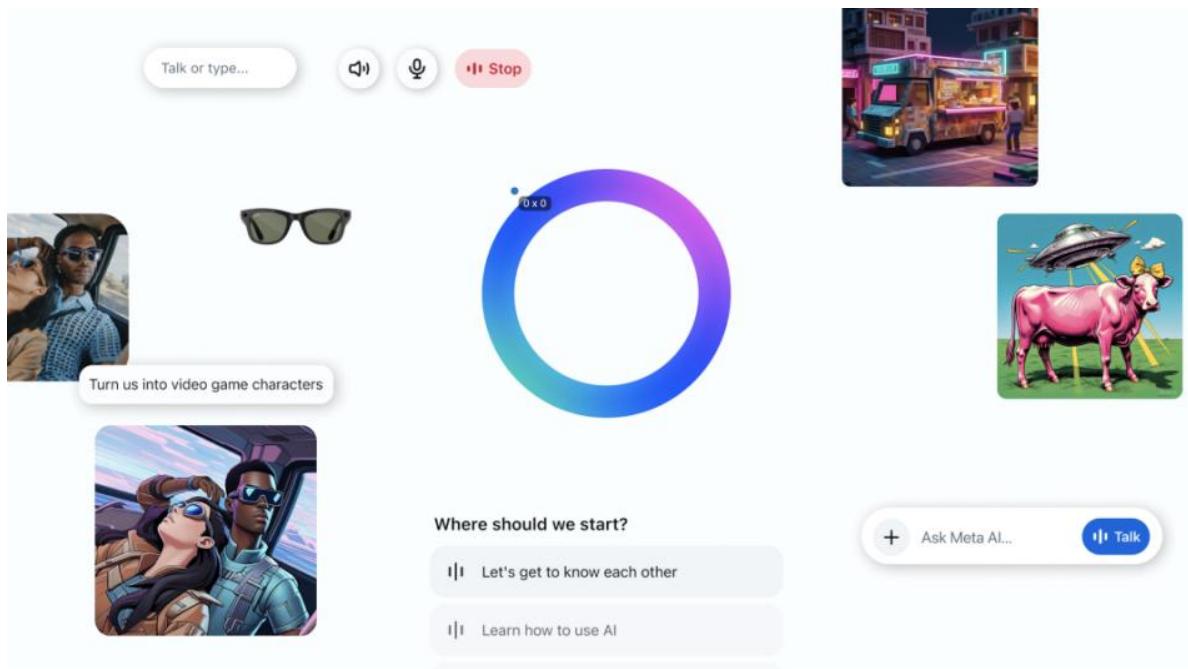
资料来源：魔搭，国信证券经济研究所整理

## 4.4 Meta 推出独立 AI 助手应用，融合社交元素挑战 ChatGPT



- Meta 正式发布其独立的 AI 助手应用——Meta AI，旨在与 ChatGPT 等竞争对手抗衡。该应用具备当前 AI 助手的典型功能，用户可以通过文字输入或语音对话与其交互，生成图像，并获取实时网络搜索结果。
- Meta AI 应用的最大创新之处在于其“发现”（Discover）信息流功能，在“发现”信息流中，**用户可以看到其他用户（包括 Instagram 和 Facebook 上的朋友）选择分享的与 Meta AI 的交互内容**，这些内容是基于一个个具体的提示词（prompt）进行展示的。用户可以对这些共享的 AI 帖子点赞、评论、分享，甚至将其重新混合（remix）为自己的内容。

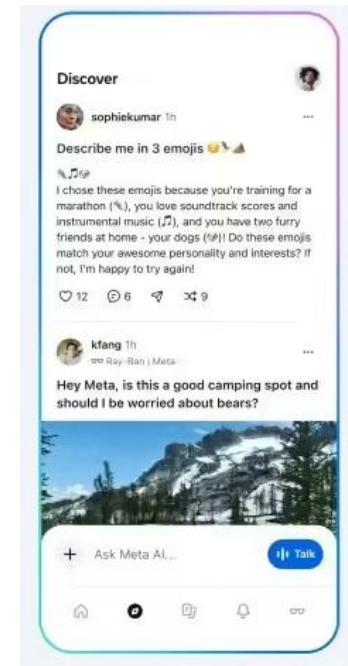
图：Meta AI



资料来源：腾讯新闻，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：Meta AI “发现”信息流



资料来源：腾讯新闻，国信证券经济研究所整理

## 4.5 OpenAI完成新一轮融资，估值达3000亿美元



- OpenAI CEO山姆·奥特曼官宣完成新一轮400亿美元融资，投后估值达到3000亿美元；去年10月OpenAI宣布融资筹集66亿美元的新资金，当时的投后估值为1570亿美元，由Thrive Capital、微软、英伟达、软银、老虎全球基金、Altimeter Capital等联合投资
- 本轮融资由日本软银领投，其出资300亿美元，其他支持者包括核心投资者微软以及Coatue、Altimeter和Thrive；
- 与此同时，奥特曼还在X上宣布计划在未来几个月内发布自GPT-2以来的首个开源语言模型，据称该模型将具备与o3-mini相当的推理能力；

图：OpenAI历次融资

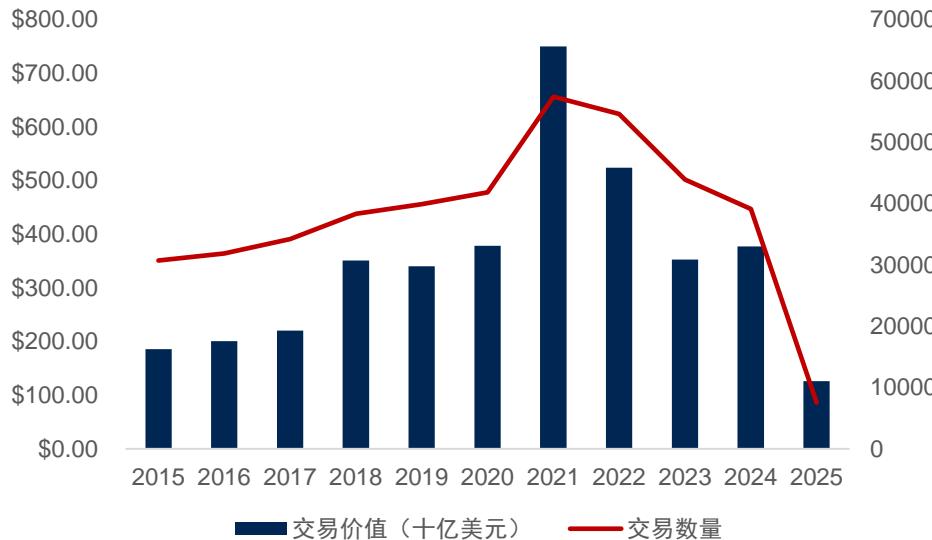
时间	金额	投资者	估值
2015.6	10亿 美元	个人投资者Peter Thiel、Reid Hoffman、Elon Musk、Sam Altman等	未公开
2019.3	5000万 美元	Khosla Ventures、Reid Hoffman Foundation	未公开
2019.4	1000万 美元	Matthew Brown	未公开
2019.4	1000万 美元	Matthew Brown	未公开
2019.7	10亿 美元	微软	20亿 美元
2021.1	未披露	a16z、老虎全球管理基金、Bedrock Capital	15亿 美元
2021	20亿 美元	微软	未公开
2022.1	2.5亿 美元	红杉资本等	未公开
2023.1	100亿 美元	微软	未公开
2023.4	3亿 美元	Thrive Capital、红杉资本、a16z、Founders Fund、K2 Global	270亿 至290亿 美元
2023.11	未披露	Thrive Capital等	860亿 美元
2024.1	500万 美元	MIS (Al Moammar Information systems)	860亿 美元
2024.1	66亿 美元	Thrive Capital、微软、英伟达等	1570亿 美元

资料来源：第一财经，国信证券经济研究所整理

## 4.6 AI领域投资活跃度持续提升

- 美国研究机构Crunchbase和PitchBook-NVCA近日发布的两份全球风投交易市场报告显示，截至3月31日的2025年第一季度，由于全球AI领域投融资活跃，全球风险投资市场创下2022年中期以来的最强劲表现。PitchBook报告显示，2025年第一季度，全球风险投资交易数量达7551件，同比下降约32%；交易总价值达1263亿美元（约合人民币9180亿元），同比上涨约53.46%。
- AI和机器学习领域投融资市场最为活跃，一季度该领域交易数量2101件，交易价值（额）731亿美元，占全球风投总额比重为57.87%

图：全球风险投资规模

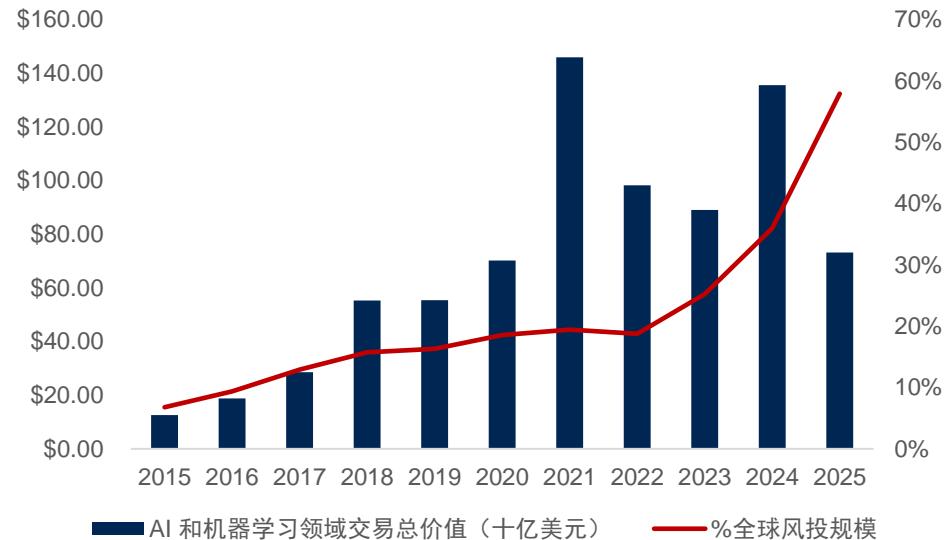


资料来源：钛媒体，国信证券经济研究所整理



资料来源：钛媒体，国信证券经济研究所整理

图：AI领域投资规模占比持续上升



资料来源：钛媒体，国信证券经济研究所整理



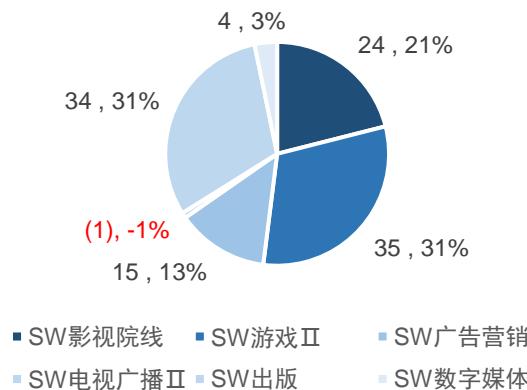
5. 投资建议：板块业绩触底向上，持续看好AI应用及IP潮玩板块机会

## 5.1 短期负面因素改善，景气度有望持续向上



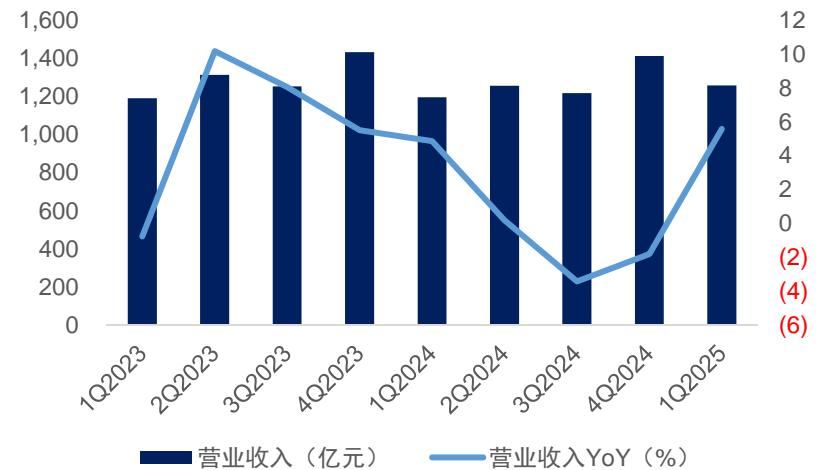
- 游戏及出版构成传媒板块业绩主体；24年所得税费率调整（0提升至25%）是出版板块业绩大幅向下的主要原因；版号重启之下新游密集上线导致游戏板块费用率显著提升压制游戏板块短期业绩表现；电影及影院板块更多受制于内容制作周期影响；
- 广告、媒体则受制于外部宏观周期影响
- 中期来看，在基数效应减弱（游戏、出版）、供给周期上行（影视）以及宏观预期改善之下，板块业绩有望再度上行；25年Q1板块业绩拐点已现，景气有望持续向上

图：游戏及出版构成传媒板块业绩主体（25Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：营收增速持续改善（季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润及增速（季度）

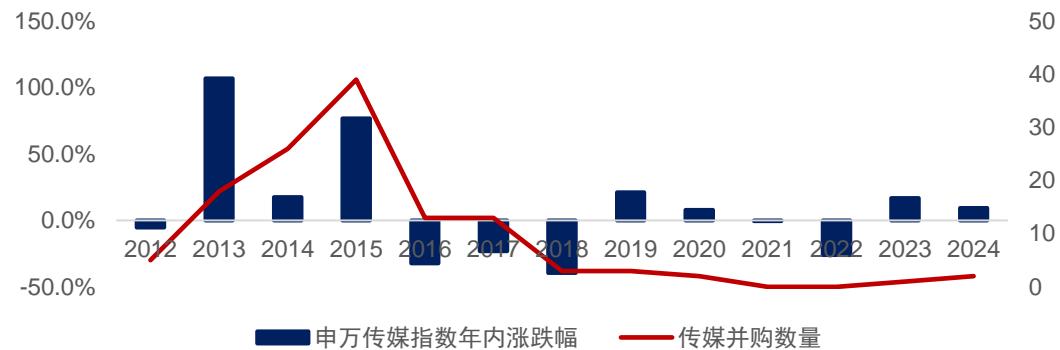


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 5.1 中长期持续看好AI应用/IP潮玩

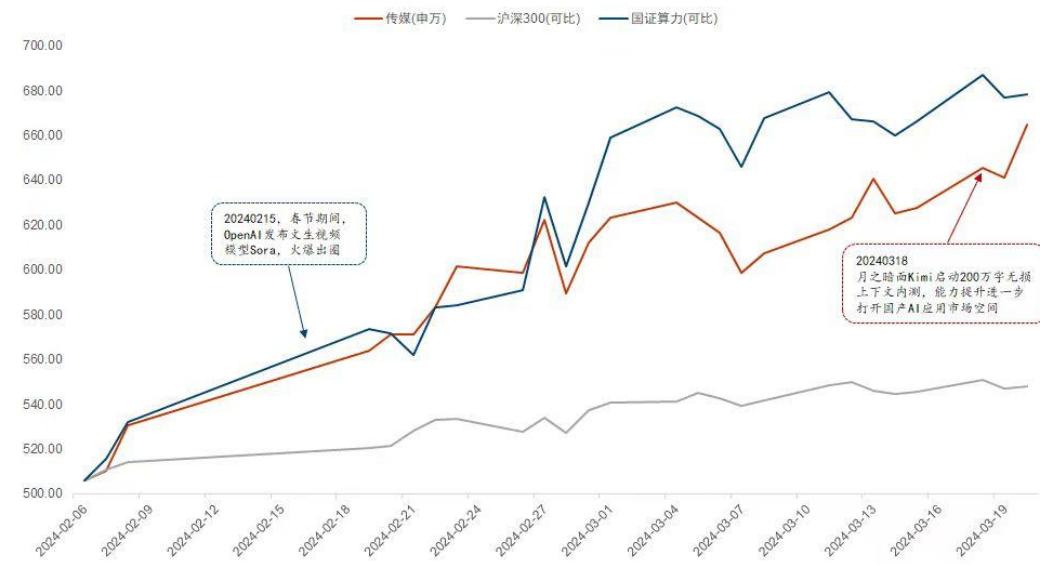
- +AI，营销/教育/社交/电商/游戏……，形态升级&估值重构
- IP+，从手办盲盒到卡牌、IP谷子，景气与估值的共振向上
- AR/VR/MR
- 文化出海，星辰大海
- 并购重组，政策转向下的底层资产质量改善

图：A股传媒板块年度涨幅表现及当年上市公司并购重组数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

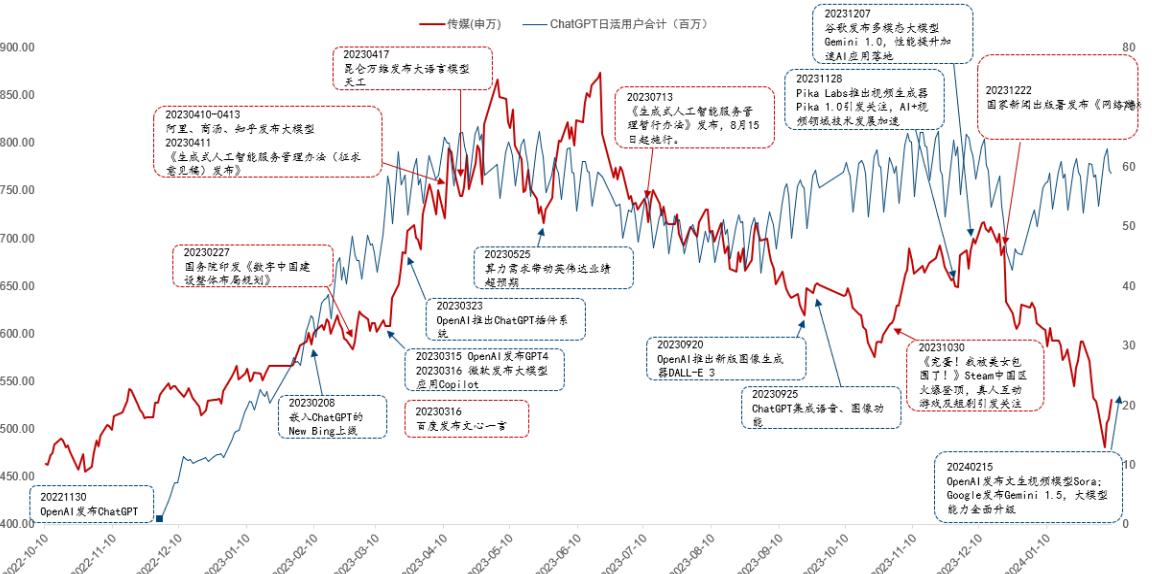
图：AI概念催化市场表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：AIGC带动2023年板块表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 5.1 投资建议与5月组合



- 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，寻找个股α。1) 游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技、哔哩哔哩、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；影视内容供给端有望底部改善，推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；2) 同时从高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；
- 行业β持续看好高景气的IP潮玩以及从0到1阶段的AI应用。1) IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；2) AI应用处于加速落地的阶段，重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G关注营销（易点天下、浙文互联、蓝色光标、引力传媒等）、教育（南方传媒、皖新传媒）、数据要素（浙数文化）等领域落地可能；2C关注AI游戏（恺英网络、巨人网络、姚记科技、掌趣科技等）、AI短剧（中文在线、掌阅科技、华策影视等）、AI玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）；
- 25年4月投资组合为泡泡玛特、恺英网络、分众传媒、哔哩哔哩、南方传媒，整体表现良好；5月投资组合为泡泡玛特、恺英网络、分众传媒、南方传媒、哔哩哔哩、浙数文化；

图：投资组合表现

代码	简称	股价	月涨幅	相对沪深300涨幅	相对行业指数涨幅
002517	恺英网络	17.00	5.9%	8.86%	8.08%
002027	分众传媒	7.20	2.6%	5.57%	4.79%
9626.HK	哔哩哔哩	136.70	-8.1%	-5.07%	-5.84%
9992.HK	泡泡玛特	193.80	23.8%	26.84%	26.06%
601900	南方传媒	16.49	4.2%	7.17%	6.39%
801760.SI	传媒（申万）	656.08	-2.2%	-1.23%	
000300.SH	沪深300	3770.57	-3.0%		

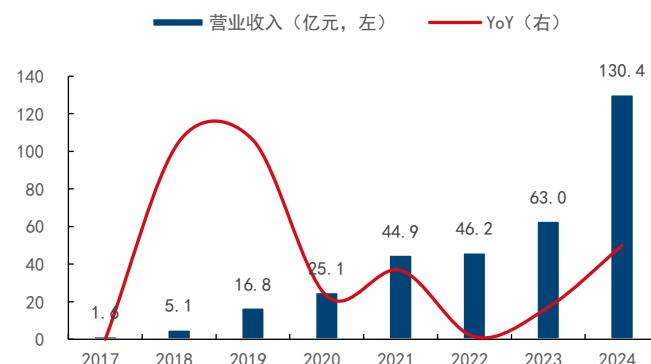
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司：泡泡玛特（09992.HK）：IP势能强劲，全球化运营打开新空间



- 出海和品类扩张带动公司收入增长107%、利润增长324%。公司2024年收入130.4亿元，同比增长107%，其中，中国除港澳台/海外地区收入分别为79.4/50.7亿元，分别同比+51.7%/+375.2%；归母净利润31.3亿元，同比增长324.1%。利润率维持高水平，公司2024年毛利率66.8%，同比增长5.5个百分点，主要由于海外占比提升、供应链优化和自主产品占比提升；费用率持续优化，销售/管理/财务费用分别-3.6%/-3.9%/+1.1个百分点至28.0%/7.3%/-1.3%；
- 公司的IP矩阵持续优化，13个IP收入过亿。1) 成熟IP持续维持强劲的增长势头，MOLLY/THE MONSTERS/SKULLPANDA/DIMOO收入分别为20.9/30.4/13.1/9.1亿元，分别同比增长105.2%/726.6%/27.7%/23.3%，THE MONSTERS在欧美和东南亚人气超高、DIMOO成为中泰建交50周年大使。2) 新IP方面，Crybaby收入同比增长1537%至11.7亿元；此外，PDC旗下多个IP取得出色成绩，Hirono/Zsiga/HACI PUPU收入分别为7.3/2.4/2.2亿元，分别同比增长106.9%/145.1%/47.8%；
- 海外收入增长迅猛，2025年计划新增100家门店。公司海外门店已有130家，东南亚/东亚港澳台/北美/欧澳的收入分别为24.2/13.9/7.2/5.5亿，同比提升619.1%/184.6%/556.9%/310.7%，年内将新增100家门店；
- 看好潮玩龙头的IP运营能力和出海空间，维持“优于大市”评级。我们预计2025-2027年经调整后归母净利润分别为50.2/63.0/78.8亿，同比增长60.7%/25.3%/25.2%；摊薄EPS=3.74/4.69/5.87元，当前股价对应PE=35/28/22x。公司头部IP维持亮眼表现、新品推出稳定，IP打造与运营能力得到持续验证；海外渠道成为公司新增长极；同时IP乐园、积木、卡牌、内容短片有望提升IP运营深度，长线IP打造与运营、商业化变现能力有望持续增强，维持“优于大市”评级。

图：泡泡玛特营业收入及增速（单位：亿元、%）



图：泡泡玛特归母净利润及增速（单位：亿元、%）



图：核心IP矩阵



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

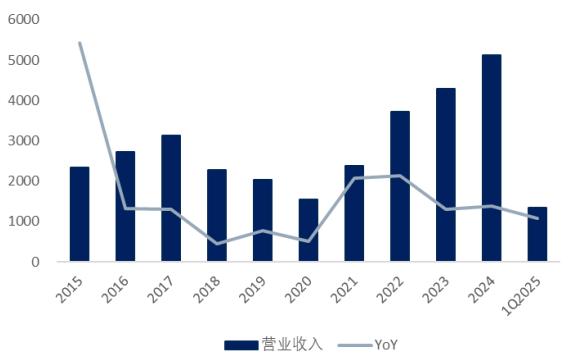
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 重点公司：恺英网络（002517.SZ）：关注新品及AI应用表现

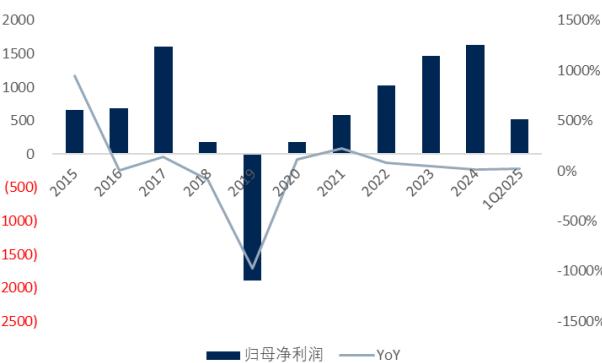


- **业绩增长稳健。**1) 公司24实现营业收入51.18亿元，同比增长19.16%；实现归母净利润16.28亿元，同比增长11.41%，对应全面摊薄EPS 0.77元；实现扣非归母净利润15.99亿元，同比增长18.43%；2) 25年Q1单季度营业收入13.53亿元，同比增长3.46%；归母净利润5.18亿元，同比增长21.57%，对应摊薄EPS 0.24元；扣非归母净利润5.16亿元，同比增长21.66%；
- **产品组合良好，出海表现值得期待。**1) 复古情怀品类方面，《原始传奇》《天使之战》《梁山传奇》等经典产品持续焕发活力、保持稳定；创新品类方面，《仙剑奇侠传：新的开始》等开启全平台公测，《龙之谷世界》、《诸神劫：影姬》上线表现良好。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传》在港澳台地区上线，《天使之战》成功进入东南亚市场；《诸神劫影姬》和《怪物联萌》也在港澳台市场取得了优异成绩；24年公司海外营业收入3.75亿元，同比增长221.48%；
- **《传奇》IP之外有望再造“传奇”，AI领域布局领先。**1) AI方面，公司自研“形意”大模型，形成了爱动（动画师）、树懒（策划师）、仙术（场景师）、羽扇（架构师）、绘界（设计师）与跃迁（自动化）的恺英AI-电子智能体系，“AI 工业化管线”已初见成效；完成对AI公司自然选择海外控制主体投资，持股比例超16%。自然选择旗下《EVE》是全球首款3D AI智能陪伴应用，为用户提供高度拟真的情感陪伴体验；2) 新品方面，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》《热血江湖：归来》《热血传奇2》《三国：天下归心》等涵盖MMO、ARPG、卡牌、开放世界冒险RPG、SLG等多元赛道，传奇IP之外，公司新品周期正在持续展现；
- **看好IP扩展及AI应用前景，维持“优于大市”评级。**我们维持2025/26/27年盈利预测为22.68/24.32/26.61亿元，对应摊薄EPS=1.05/1.13/1.24元，当前股价对应PE=15/14/13x元。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及AIGC、VR等领域前瞻布局，继续维持“优于大市”评级

图：恺英网络营业收入及增速（单位：亿元、%）



图：恺英网络归母净利润及增速（单位：亿元、%）



图：费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

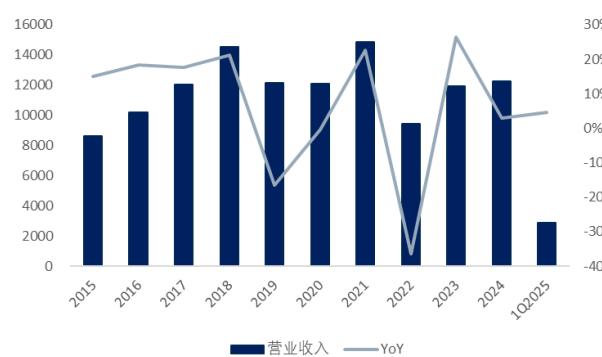
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 重点公司：分众传媒（002027.SZ）：增长稳健，竞争格局改善助力经营向上

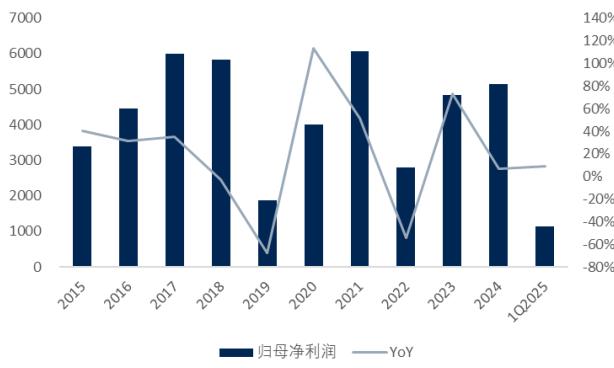


- **营收及利润增长稳健。**1) 24年公司实现营业收入122.62亿元、归母净利润51.55亿元，同比分别增长3.01%、6.80%；对应摊薄EPS 0.36元；实现扣非归母净利润46.68亿元、同比增长6.73%；2) 25年Q1单季度公司实现营收28.58亿元、归母净利润11.35亿元，同比分别增长4.70%、9.14%，对应摊薄EPS 0.08元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健；
- **毛利率及净利率提升，收购新潮优化竞争格局。**24年公司毛利率达到66.3%、相比去年同期提升0.8个百分点；净利率则达到41.4%，同比提升1.0个百分点，处于近年来的较高水平；25年Q1毛利率和净利率分别达到64.7%、37.1%，同比分别提升3.0/2.4个百分点；考虑到公司自23年以来点位持续扩张，毛利率及净利率持续改善充分展现展现出公司良好的产业链议价能力；未来若宏观周期向上，公司业绩有望基于较高的经营杠杆展现更快的增长势能；3) 公司的生活圈媒体网络覆盖国内约300个城市以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度和日本等国约100个主要城市。资源点位优势稳固、中长期关注下沉市场及海外进展；4) 公司近期公告计划83亿元收购新潮传媒，若能顺利落地，有望进一步优化行业竞争格局，扩展媒体及客户资源，充分发挥规模优势；3) 客户结构来看，日用消费品仍是主要收入来源且表现稳健（24年收入占比59%，同比增长14.6%），有望受益于内需市场改善
- **看好公司竞争格局及内需市场受益可能，维持“优于大市”评级。**我们预计25/26/27年归母净利润分别为59.69/65.66/68.10亿元，对应摊薄EPS=0.41/0.45/0.47元，当前股价对应PE=16/14/13x。公司为国内最大的生活圈媒体平台，点位优势显著，宏观预期改善有望带动增速向上、AI技术有望推动公司运营效率提升，维持“优于大市”评级
- **风险提示：**宏观经济波动；竞争加剧；技术进步导致媒体环境变化等。

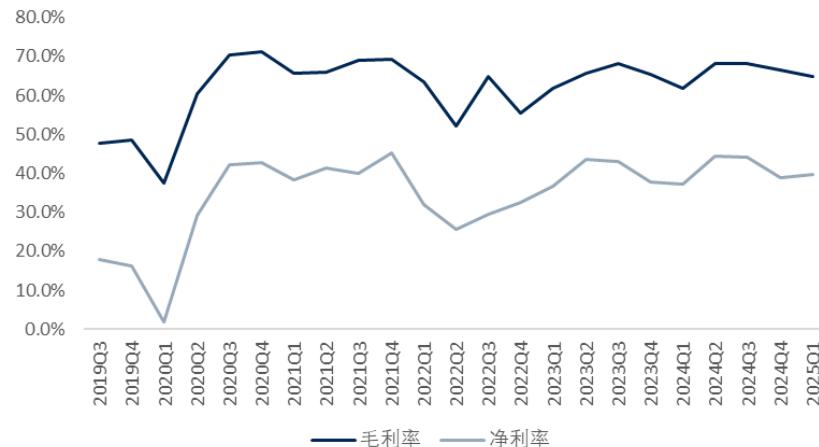
图：分众传媒营业收入及增速（单位：亿元、%）



图：分众传媒归母净利润及增速（单位：亿元、%）



图：毛利率及净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 风险提示



商誉减值风险；  
业绩不达预期；  
经营管理风险；  
监管政策风险；  
新技术落地低于预期等。

# 免责声明



## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数(IXIC.GI)为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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

## 证券投资咨询业务的说明

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

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



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046    总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032