

传媒行业6月投资策略

关注游戏新品表现，把握AI应用与IP潮玩布局机会

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

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

5月跑赢市场。1) 25年5月份传媒板块（申万传媒指数）上涨2.20%，跑赢沪深300指数0.36个百分点，在申万一级31个行业中排名第17位；2) ST惠程、游族网络、元隆雅图、ST返利、ST大晟涨幅居前；荣信文化、光线传媒、天娱数科、浙数文化、皖新传媒等跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 49x，处于过去5年76%分位数。

游戏市场1-4月营收持续高增长，持续看好关注政策、景气度与AI应用驱动下的板块机会。1) 5月份共有130款国产游戏和14款进口游戏过审，1-4月份累计发放游戏版号654个，同比增长14.7%；2) 中国游戏市场收入267亿元，同比增长22%；移动游戏市场实际销售收入204亿元，同比增长28%；3) 板块估值处于低位，新品、监管政策以及AI应用驱动之下，板块具备向上修复可能，重点关注新品表现。

5月票房市场新片乏力，综艺市场芒果腾讯领先。1) 25年5月总票房达17.38亿元人民币，同比下滑41.1%，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，5月正片播放量的全网剧集TOP10中，《藏海传》10.08亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《折腰》和《蛮好的人生》，分别取得8.78亿和7.04亿的成绩；3) 综艺市场芒果TV《乘风2025》全网正片市占率13.20%；网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯/优酷分别占据2/2/6/1个。

AI应用：Agent进展迅速，中国与开源AI崛起。1) OpenAI升级Agents SDK和Codex、字节跳动发布图像Agent“小云雀AI”、DeepSeek-R1-0528发布并开源、谷歌发布Gemini2.5pro预览版，Firecrawl发布/search API大幅简化AI数据处理；2) 硅谷投资人Mary Meeker最新发布的AI报告显示，中国与开源AI正在迅速崛起。

投资观点：持续看好景气改善与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、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、哔哩哔哩、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：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，整体表现良好；6月投资组合为恺英网络、分众传媒、泡泡玛特、巨人网络、心动公司

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。

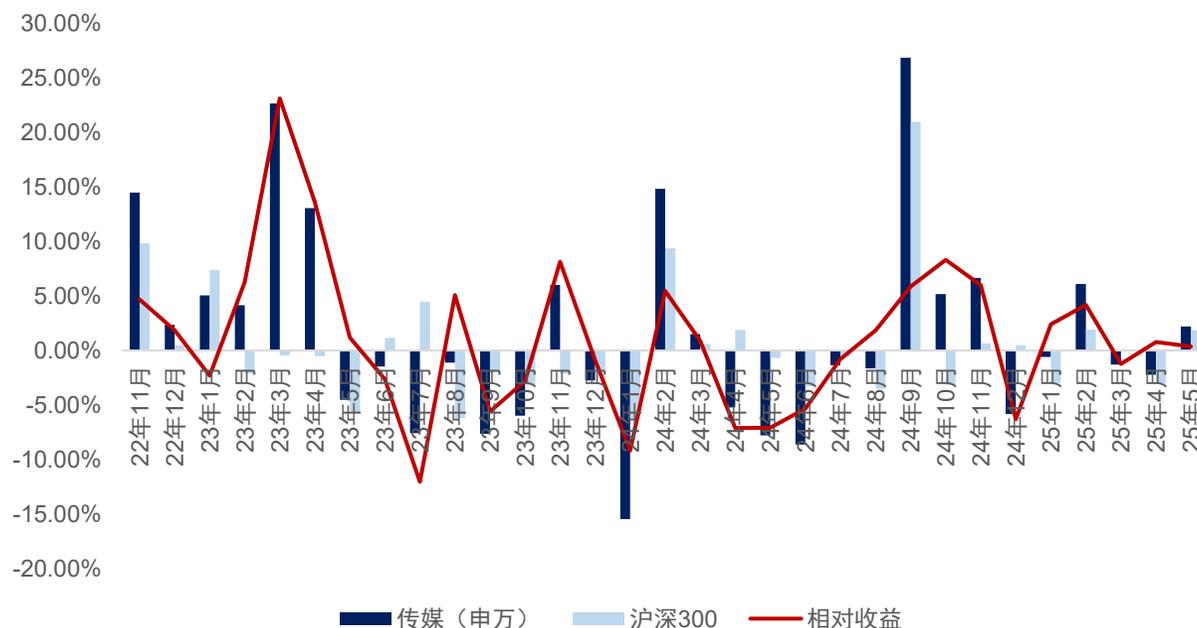
- [**01**] 传媒板块市场回顾：5月跑赢市场
- [**02**] 游戏：1-4月营收保持较快增长，版号稳定发放
- [**03**] 电影：电影市场新片乏力，综艺市场芒果腾讯领先
- [**04**] AI：Agent进展迅速，中国与开源AI崛起
- [**05**] 投资建议：关注游戏新品表现，把握AI应用及IP潮玩布局机会

1. 市场及行业回顾：5月跑赢市场

1.1 板块表现回顾

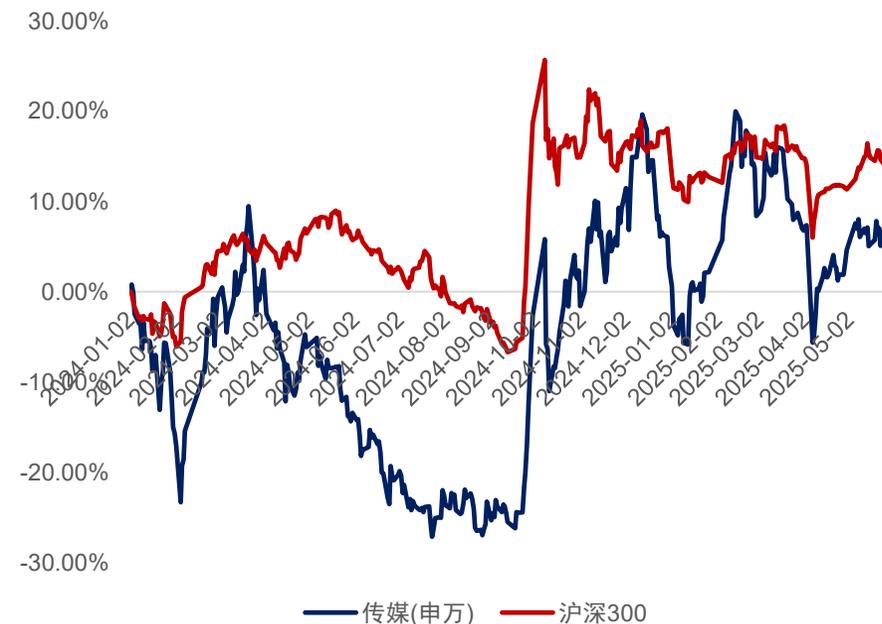
➤ 25年5月份传媒板块（申万传媒指数）上涨2.20%，跑赢沪深300指数0.36百分点；

图：申万传媒指数5月跑赢市场



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申万传媒指数2024年以来表现

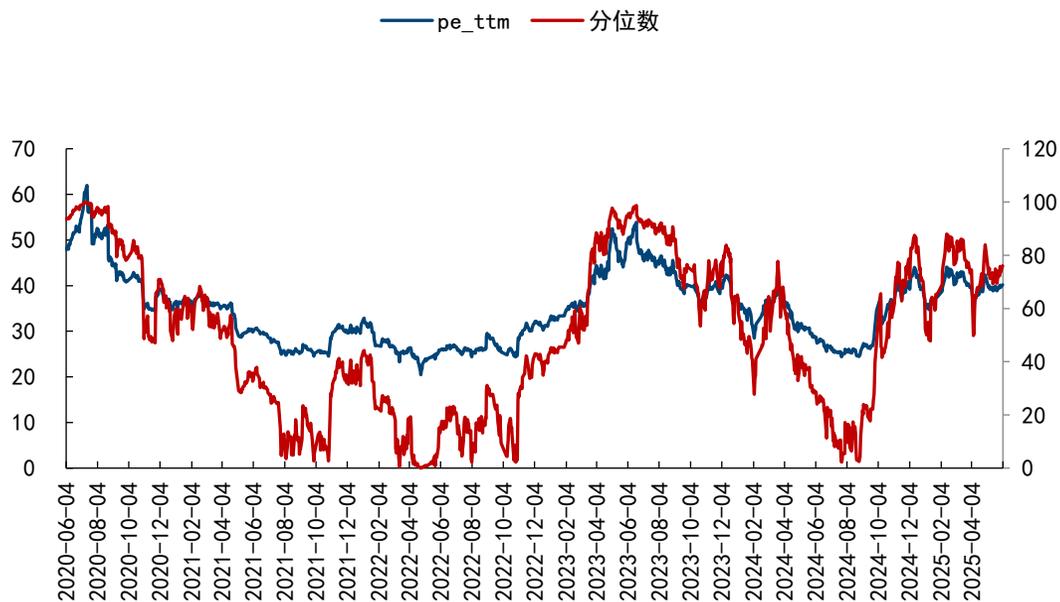


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 板块表现回顾

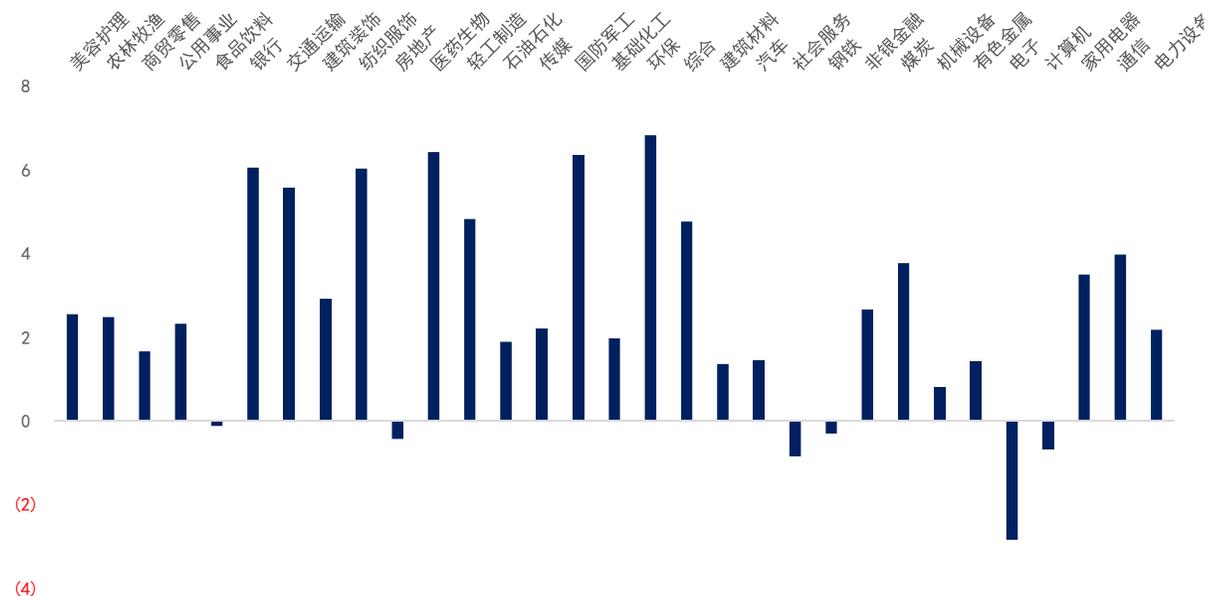
- 5月传媒板块在申万一级31个行业中排名第17位；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 49x，处于过去5年76%分位数。

图：传媒板块TTM-PE 分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：5月传媒行业涨幅(%)排名第17位



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，ST惠程、游族网络、元隆雅图、ST返利、ST大晟涨幅居前，荣信文化、光线传媒、天娱数科、浙数文化、皖新传媒等跌幅居前。

表：5月个股涨跌幅排行

5月涨幅排行					5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)
002168.SZ	*ST惠程	55%	23%	26	301231.SZ	荣信文化	-12%	29%	20
002174.SZ	游族网络	45%	39%	125	300251.SZ	光线传媒	-8%	90%	514
002878.SZ	元隆雅图	37%	11%	50	002354.SZ	天娱数科	-6%	19%	104
600228.SH	*ST返利	36%	-30%	19	600633.SH	浙数文化	-6%	29%	163
600892.SH	*ST大晟	29%	-9%	18	601801.SH	皖新传媒	-5%	-7%	131
002103.SZ	广博股份	25%	26%	61	002555.SZ	三七互娱	-5%	-2%	325
002602.SZ	ST华通	24%	78%	684	601900.SH	南方传媒	-5%	6%	141
600551.SH	时代出版	21%	4%	66	301171.SZ	易点天下	-5%	-9%	116
300467.SZ	迅游科技	19%	32%	42	002517.SZ	恺英网络	-5%	24%	340
002343.SZ	慈文传媒	19%	25%	37	300133.SZ	华策影视	-5%	-3%	129

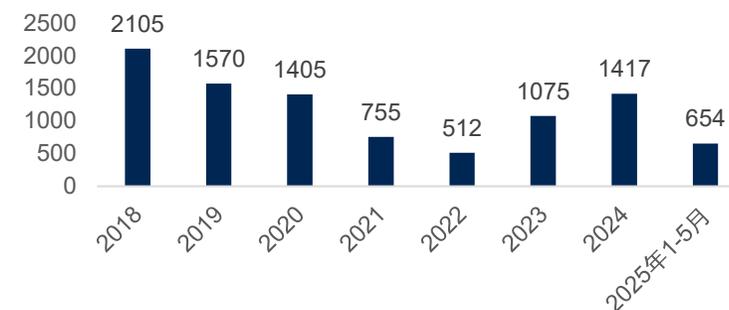
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.游戏：营收持续高增长，版号稳定发放

2.1 版本号常态化发放

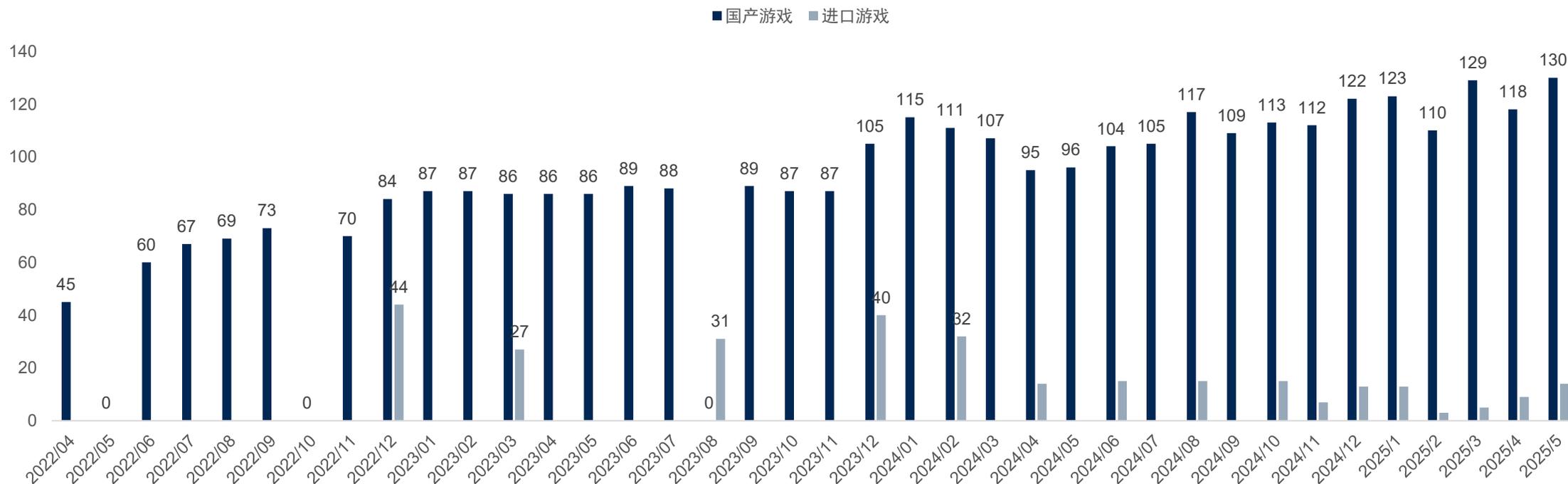
- 5月份共有130款国产游戏和14款进口游戏过审，继续保持在较高水平
- 1-5月份累计发放游戏版本号654个，同比增长14.7%；游戏版本号保持常态化发放趋势、月均版本号发放数量过百，监管政策保持稳定。

图：1-5月合计发放654个游戏版本号



图：游戏版本号发放情况

资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

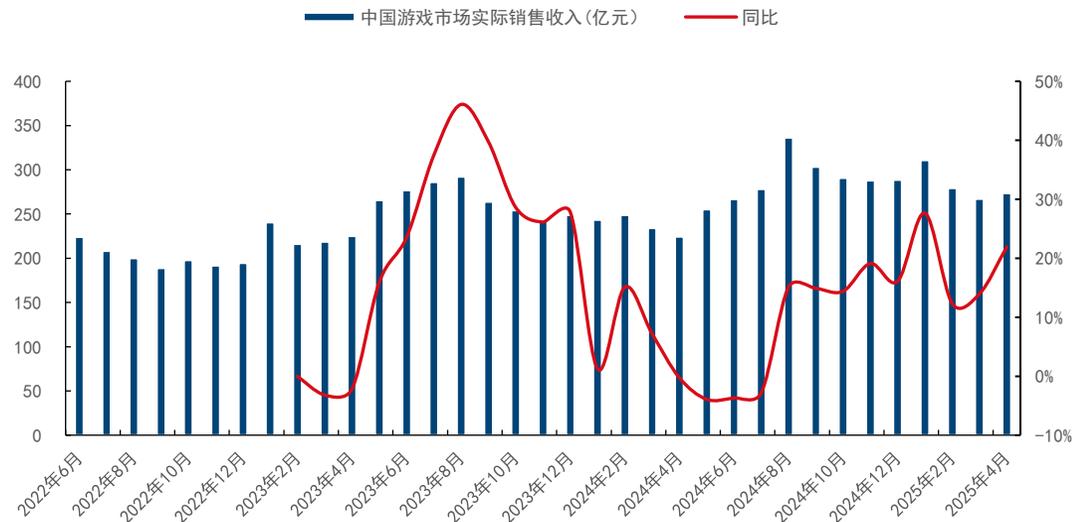


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

2.2 4月国内游戏市场同比增速超过20%

- 24年8月以来游戏行业持续保持较高增速；
- 其中4月中国游戏市场收入267亿元，同比增长22%；移动游戏市场实际销售收入204亿元，同比增长28%；

图：中国市场实际销售收入及增长率



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

图：移动游戏收入增速

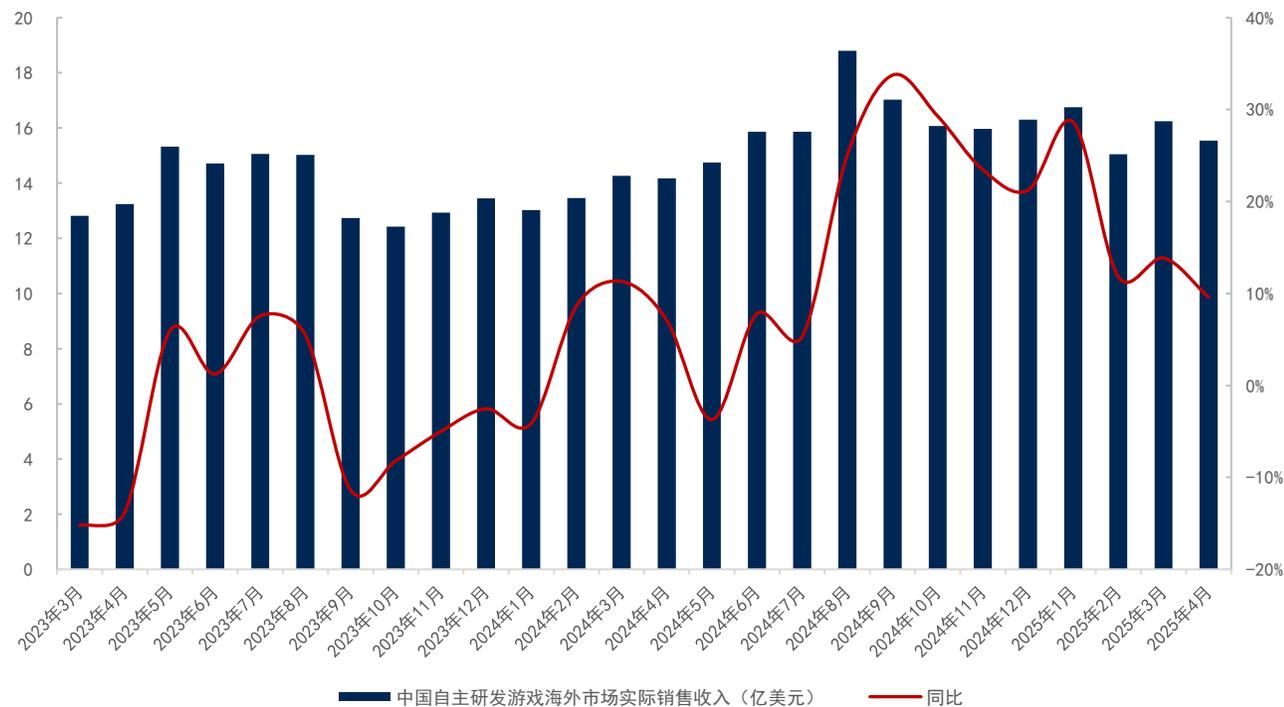


资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

2.3 游戏出海同比保持高增长

- 4月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为15.54亿美元，同比增长9.6%，继续保持较快增长；分公司来看，点点互动、米哈游、腾讯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；米哈游的《崩坏：星穹铁道》借助两周年活动实现流水回暖，带动收入提升。

图：出海保持高增长



图：出海手游发行商排名



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：《群星纪元》、《剑灵2》表现良好

- 25年4月共有5款游戏预估月流水首次突破3000万元。其中，其中有3款是4月份发布的新游，另外两款则是在月流水首次突破3000万元的产品。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；
- 4月表现最亮眼的游戏分别是：儒意景秀《群星纪元》、腾讯《剑灵2》、InnPlay Labs的《Animals & Coins》、TOP GAMES的《Run! Goddess》和SuperPlay的《Disney Solitaire》。

图：新游表现

2025年4月全球预估月流水首破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	群星纪元	儒意景秀	SLG	手游+PC	4月17日	国内	1亿
2	剑灵2	腾讯	MMO	手游+PC	4月3日	国内	8000万+
3	Animals & Coins	Innplay Labs (Playtika)	休闲	手游	2021.5.13	全球	4000万+
4	Run! Goddess	TOP Games	二次元放置RPG	手游	2024.11.16	全球	3000万+
5	Disney Solitaire	SuperPlay (Playtika)	融合休闲纸牌	手游	4月17日	全球	3000万+

PC：手游收入比按1:1计，预估流水仅供参考，不构成投资建议
制图：Gamelook

资料来源：Game look，国信证券经济研究所整理

图：群星纪元



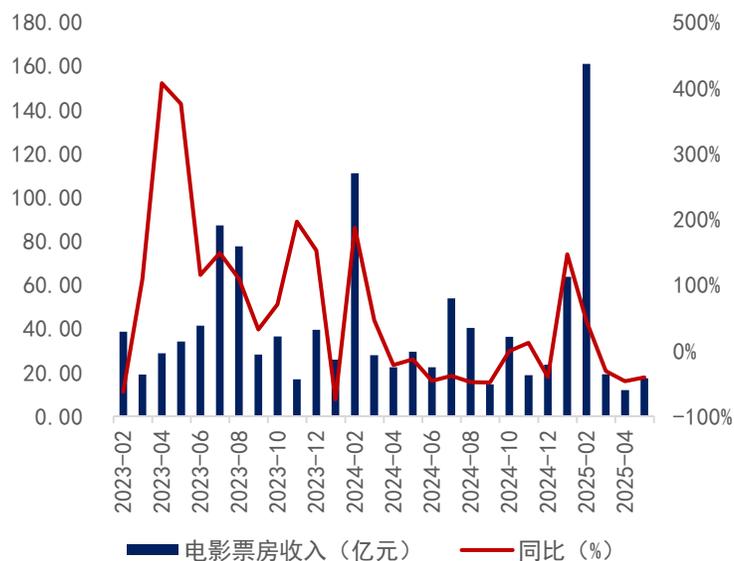
资料来源：TapTap，国信证券经济研究所整理

3. 影视：电影市场新片乏力，综艺市场芒果腾讯领先

3.1 新片匮乏、5月电影票房市场同比下滑

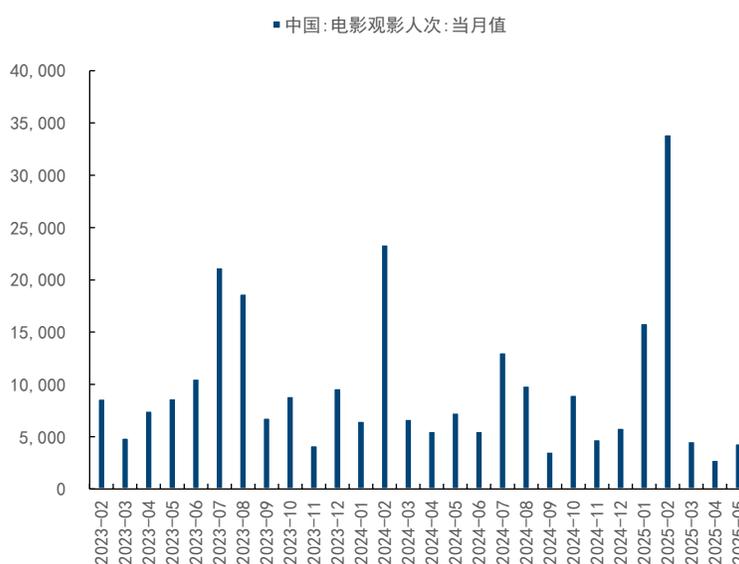
- 据灯塔专业版数据，今年5月总票房达17.38亿元人民币，同比下滑41.1%；
- 观影总人次2789万人次，平均票价达到39.8元（上月42.9元），下滑较为明显。

图：4月电影票房收入同比向下



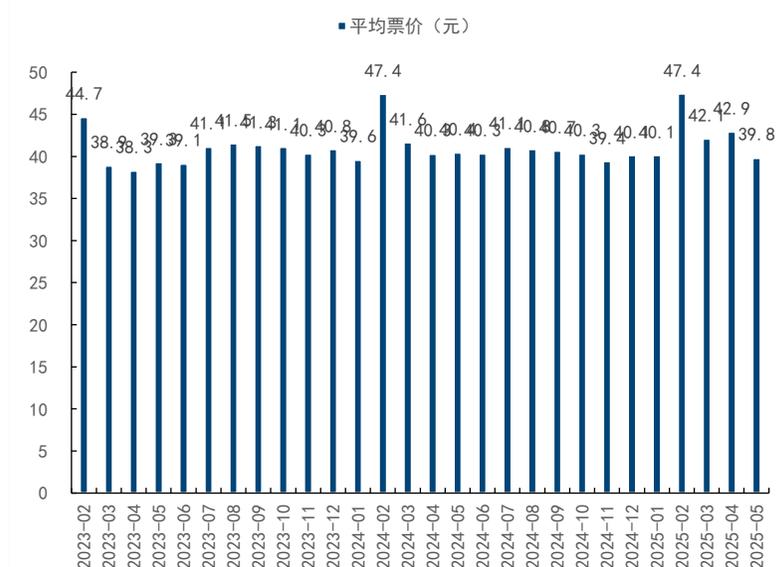
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：观影人次



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：平均票价

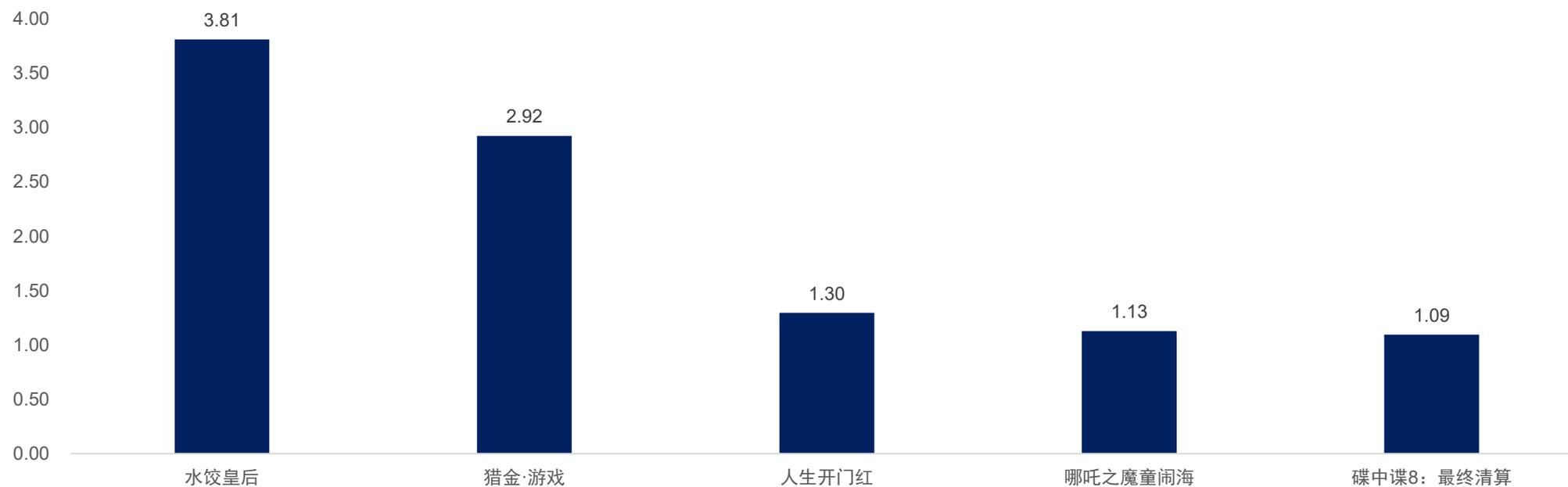


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.1 新片匮乏、5月电影票房市场同比下滑

- 从单片表现来看，《水饺皇后》、《猎金·游戏》、《人生开门红》、《哪吒之魔童闹海》、《碟中谍8：最终清算》分列5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：5月电影票房TOP5（亿元）



3.1 端午票房市场同比提升

- 据灯塔专业版数据，今年端午档总票房达4.60亿元人民币，同比提升20.1%；
- 观影总人次1890万人次（+22%），平均票价达到39.09元（上年39.77元），同比略下滑1.7%。

图：五一档电影票房收入同比向下



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：观影人次



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：平均票价



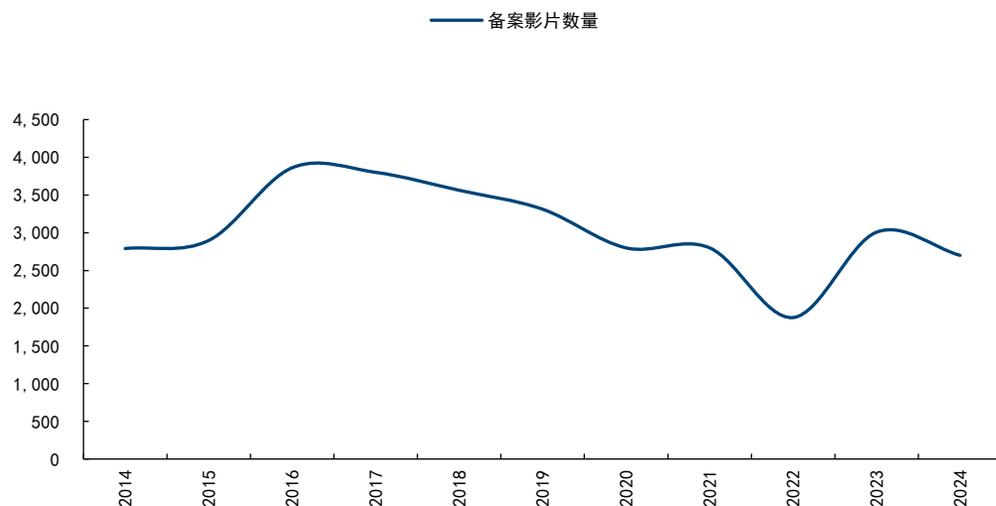
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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

➤ 5月正片播放量的全网剧集TOP10中，《藏海传》10.08亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《折腰》和《蛮好的人生》，分别取得8.78亿和7.04亿的成绩；

➤ 《藏海传》10.08亿的播放量登顶电视剧榜，网络剧《折腰》则以8.78亿的播放量表现位居网络剧的第一

图：5月剧集播放量排名



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：5月电视剧播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：5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

3.3 综艺市场：芒果TV、腾讯表现领先

➢ 综艺市场芒果TV《乘风2025》全网正片市占率13.20%、腾讯和爱奇艺的《哈哈哈哈哈 第五季》正片市占率9.78%排名第二、腾讯《开始推理吧 第三季》全网正片市占率8.91%。

➢ 网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯/优酷分别占据2/2/6/1个（其中《哈哈哈哈哈 第五季》为腾讯和爱奇艺联合制作）

图：5月电视综艺播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：5月电视综艺播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：5月网络综艺播放量排行



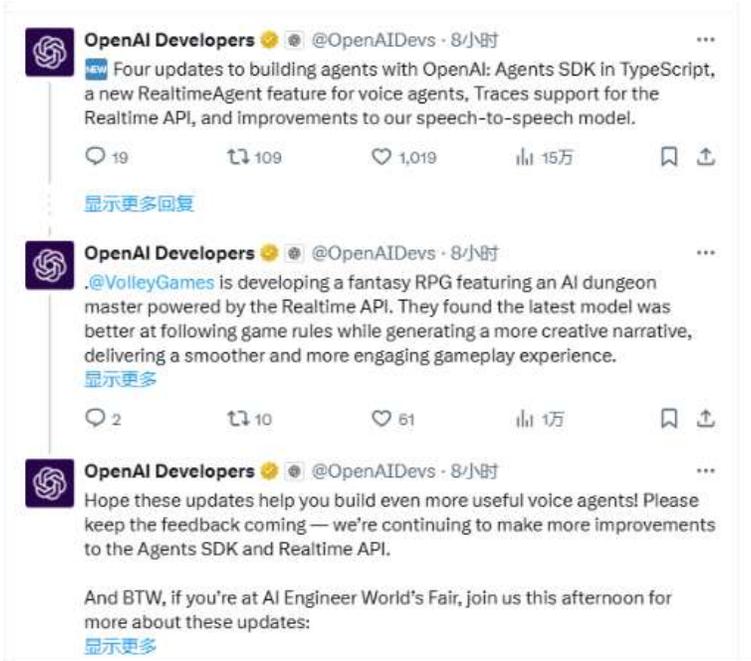
资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

4. AI应用：Agent进展迅速，中国与开源AI崛起

4.1 OpenAI升级Codex和Agents SDK

- OpenAI 宣布对其 AI 智能体开发工具进行了一系列重要升级：1) Agents SDK新增了对 TypeScript 的支持，让JavaScript和Node.js环境下的开发者也能参与到智能体的开发中。2) 推出了RealtimeAgent 功能：集成了音频输入输出、状态交互及中断处理等功能。3) 对 Traces 仪表盘进行了升级，支持对 Realtime API 的会话进行追踪，改进了语音对话功能。
- OpenAI对其编程工具 Codex 进行了全面升级，新增了语音输入和联网能力。1) 在新版本中，Codex 能够在执行任务时访问互联网，开发者无需手动配置，Codex 可以自动安装基础依赖项，运行代码检查 (Linting)，并进行测试，甚至能够执行需要访问测试服务器的脚本。2) OpenAI 还降低了 Codex 的使用门槛。过去Codex 仅限于 Enterprise、Team 和 Pro 用户使用，现在每月只需支付20美元的 ChatGPT Plus 用户也能使用这一工具，创建编程环境并将任务委托给 AI。3) OpenAI 还引入了语音输入功能。用户可以通过口述任务，让 Codex 更自然地接收指令。4) 在技术层面，OpenAI 还对 Codex 进行了多项底层改进，包括扩大差异限制 (Diff Limits)，加速设置脚本，优化 iOS 平台表现，以及改善与 GitHub 的连接流程。

图：OpenAI对Agent SDK的升级



图：OpenAI对Codex进行重大升级



资料来源：OpenAI官方推特，国信证券经济研究所整理

资料来源：OpenAI官方推特，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

4.2 字节跳动发布图像Agent “小云雀AI”

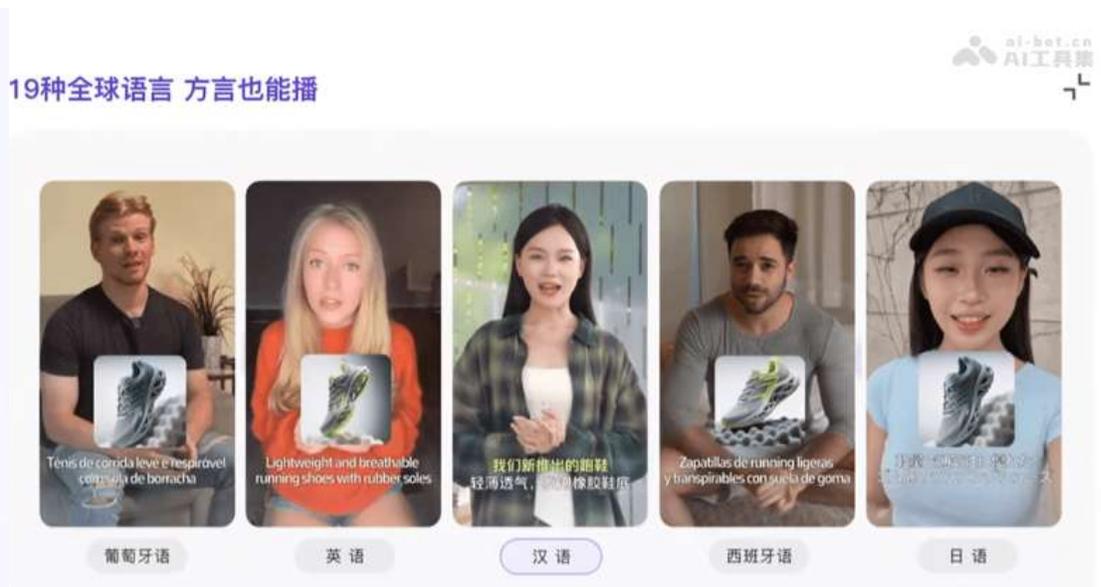
- ▶字节跳动推出了全新的图像Agent——“小云雀AI”。不同于传统 AI 工具仅提供一个通用输入框，「小云雀AI」先让用户明确选择场景（如智能成片、数字人视频、AI 设计、AI 换背景等），以此避免生成内容“跑题”，提升了交互效率和结果的相关性。
- ▶在“智能成片”这一核心功能中，小云雀支持用户用一句话指令完成整个视频生产流程。
- ▶在“数字人视频”方面，小云雀也做了极大简化。用户无需繁琐地设置形象、声音、动作等参数，只需输入一段话，系统便自动调用预设形象和语音生成完整视频。
- ▶此外，小云雀还支持 AI 海报生成与商品背景替换等图像类任务，强化了其在“电商创作工具链”中的多面能力，真正做到了“内容一体化生产”的 Agent 形态。

小云雀的视频剪辑功能



资料来源：小云雀APP，国信证券经济研究所整理

小云雀的数字人视频功能



资料来源：小云雀APP，国信证券经济研究所整理

4.3 DeepSeek-R1-0528发布并开源，多家头部大厂宣布接入

- DeepSeek平台发布R1模型的最新0528版本，据悉，R1-0528版本的性能在著名代码测试平台 Live CodeBench 上的测试结果显示，其表现与 OpenAI 最新的 o3模型相当。
- 本次DeepSeek主要有以下升级：1) 支持128K超大上下文窗口，为处理复杂任务提供了更广阔的空间。2) 代码生成与写作能力大幅提升。此外，DeepSeek R1-0528在如此大幅升级的情况下，依然保持免费使用的政策。
- 目前，字节跳动火山方舟、百度智能云千帆、百度文小言APP、OpenRouter等头部大厂接入DeepSeek-R1-0528；

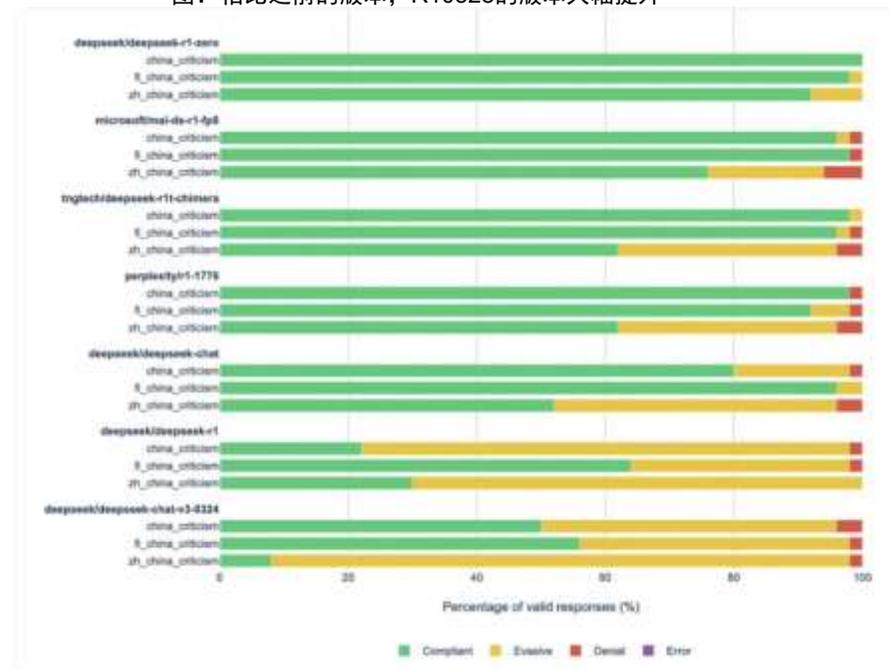
图：DeepSeek-R1-0528在Livebench上与GPT-O3表现相当

Rank	Model	Pass@1 ↓	Easy-Pass@1	Medium-
1	Q4-Mini (High)	80.2	99.1	8
2	O3 (High)	75.8	99.1	8
3	Q4-Mini (Medium)	74.2	98.2	8
4	DeepSeek-R1-0528	73.1	98.7	8
5	Q3-Mini-2025-01-31 (High)	67.4	99.1	8
6	Grok-3-Mini (High)	66.7	97.3	7
7	Q4-Mini (Low)	65.9	98.2	8
8	Qwen3-235B-A22B	65.9	99.1	8
9	Q3-Mini-2025-01-31 (Med)	63	99.1	8
10	Gemini-2.5-Flash-Preview	60.6	99.1	7
11	Q3-Mini-2025-01-31 (Low)	57	99.1	6

资料来源：AI base，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：相比之前的版本，R10528的版本大幅提升



资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

4.4 谷歌发布Gemini2.5pro预览版，编码能力领先

- 谷歌近日推出了其最新的 Gemini2.5Pro 预览版，这款被誉为“最智能”模型的产品，首次在3月份宣布，随后在5月份进行了升级。此次发布的预览版旨在为企业提供一个测试新应用程序或替换早期版本的机会。
- 新版本的 Gemini2.5Pro 在性能测试中表现优异，相较于早期版本，LMArena 测试分数提高了24分，WebDevArena 则提升了35分，当前在排行榜上名列前茅。谷歌的基准测试显示，该模型在编码能力上超过了 OpenAI 的 o3、o3-mini、o4-mini，Anthropic 的 Claude4opus，以及 xAI 的 Grok3Beta 和 DeepSeek R1等竞争对手。

图：Gemini2.5 pro测试数据



资料来源：谷歌官网，国信证券经济研究所整理

图：Gemini 2.5pro官方介绍



资料来源：谷歌官网，国信证券经济研究所整理

4.5 Firecrawl的/search API发布，大幅简化AI数据处理

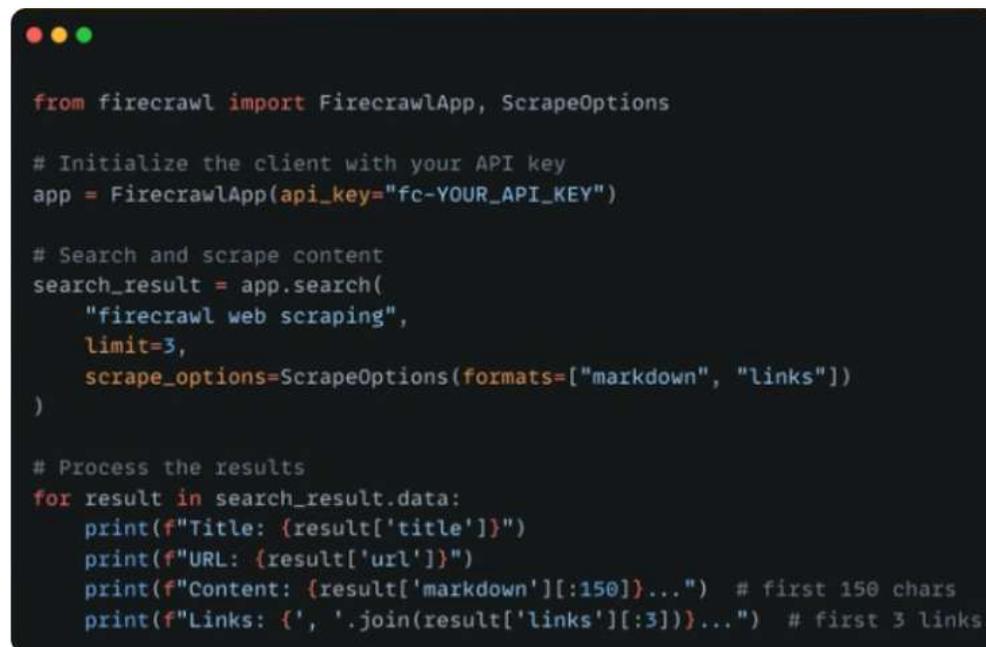
- Firecrawl推出了一项突破性功能——全新/search API，通过一次API调用即可实现网页搜索与内容抓取，大幅简化AI数据处理流程。具体看：
 - 1) 一键搜索与抓取，简化数据获取流程：该功能允许开发者通过一次API调用，直接在后端执行自然语言查询，无需依赖浏览器或第三方搜索服务，即可获取目标网页的完整内容。
 - 2) 多格式输出，适配LLM需求：Firecrawl的/search API支持多种输出格式，包括Markdown、HTML、纯链接和网页截图，能够无缝对接大型语言模型（LLM），为模型训练、知识库构建和实时数据处理提供高质量输入。
 - 3) 无需第三方依赖，后端驱动更高效：无需借助浏览器或外部搜索服务即可完成自然语言查询和数据抓取。
- /search API的推出为多种AI应用场景提供了强大支持，比如智能代理开发、内容聚合与分析、RAG系统优化等，此外，/search API还可与LangChain、LlamaIndex等框架无缝集成，进一步增强AI应用的开发效率。

图：Firecrawl的搜索界面



资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

图：一键搜索与抓取，简化数据获取流程

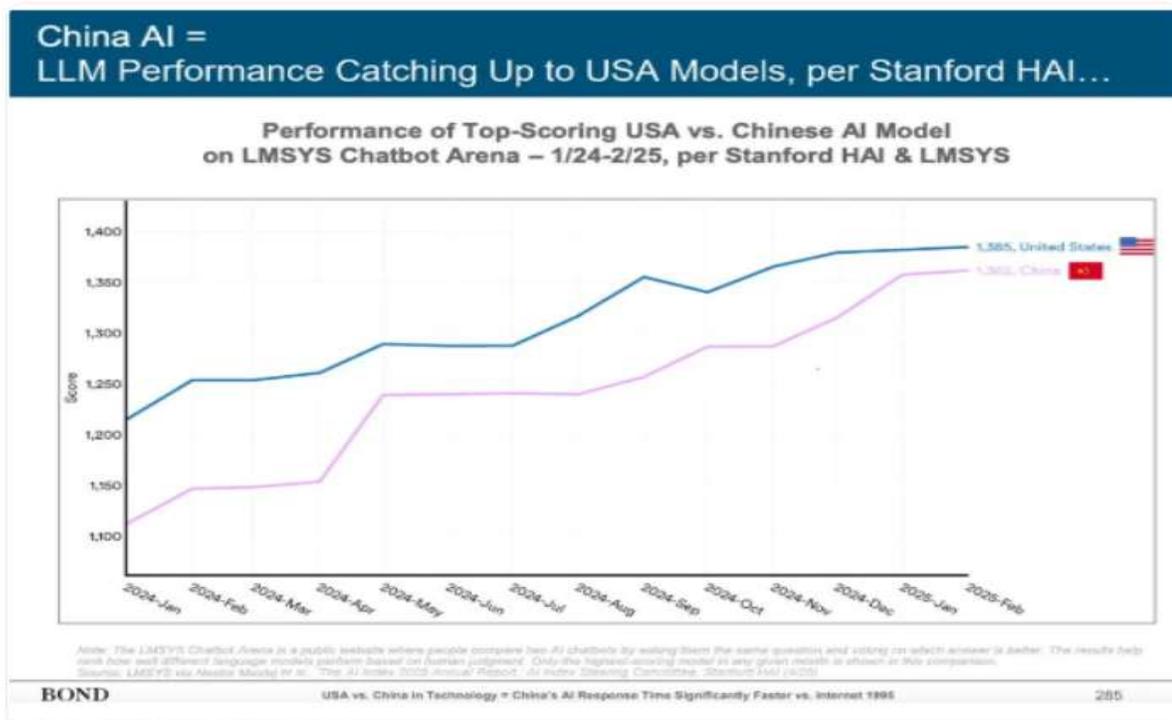


资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

4.6 硅谷投资人报告显示，中国与开源AI全面突围

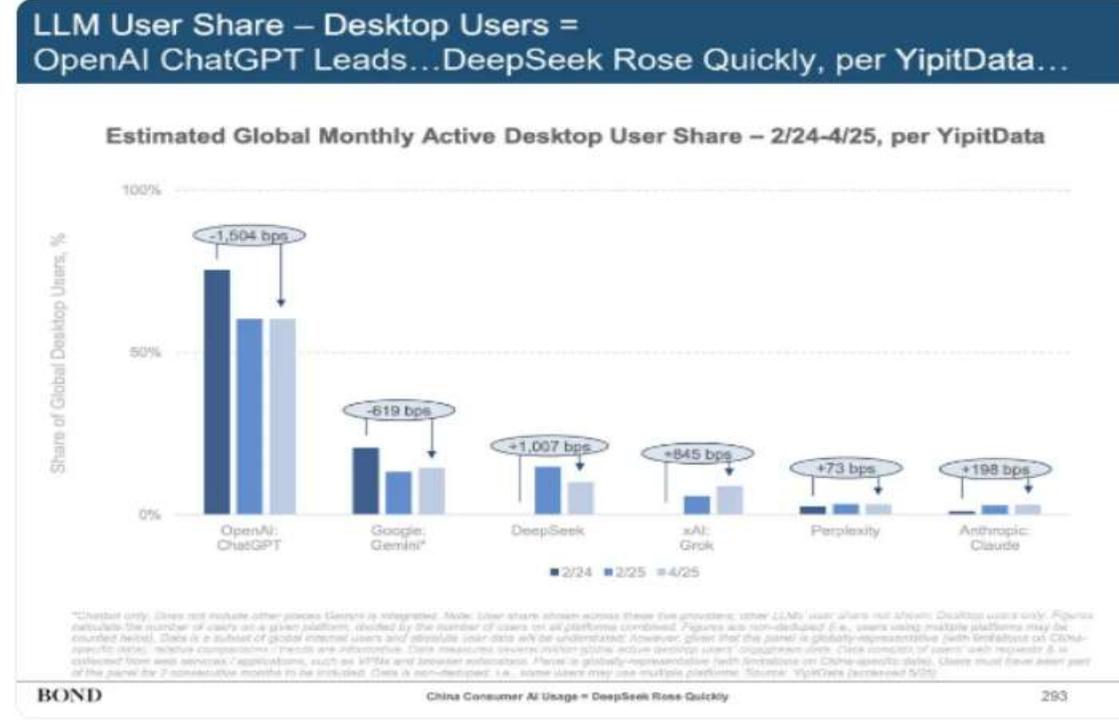
- 硅谷投资人Mary Meeker最新发布的AI报告揭示:中国力量与开源浪潮正在撼动OpenAI等头部公司主导的生态。
- 据Chatbot Arena数据显示，截至2025年2月，中国顶尖模型评分已达1362分，仅次于美国模型的1385分，差距进一步缩小。据YipitData数据显示，从2024年2月至2025年4月，ChatGPT虽仍稳居全球桌面端AI用户份额第一，但DeepSeek、Google Gemini、Anthropic Claude等后起之秀正在快速追赶。
- 此外，开源浪潮打破技术垄断。报告显示，Llama模型在8个月内下载量增长3.4倍;Hugging Face平台上开源模型数量在两年内暴增33倍。更重要的是，在代码生成等细分任务中，DeepSeek等开源模型已能在性能上直逼OpenAI等闭源模型，形成“性能差距逐步收敛”的新趋势。

图：中美AI顶尖模型差距缩小



资料来源：Mary Meeker、斯坦福HAI，国信证券经济研究所整理

图：中国头部AI应用下载量快速追赶ChatGPT



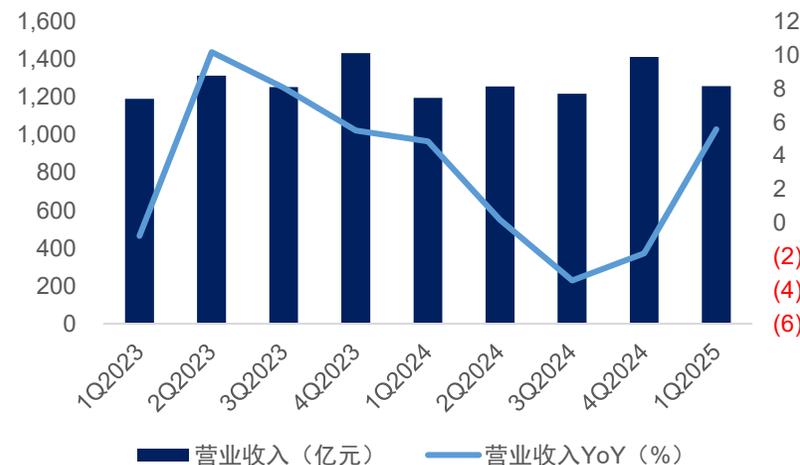
资料来源：Mary Meeker，国信证券经济研究所整理

5. 投资建议：关注游戏新品表现，把握看好AI应用及IP潮玩调整布局机会

5.1 短期负面因素改善，景气度有望持续向上

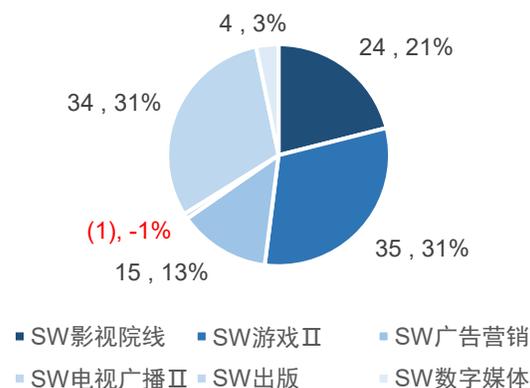
- 游戏及出版构成传媒板块业绩主体；24年所得税费率调整（0提升至25%）是出版板块业绩大幅向下的主要原因；版号重启之下新游密集上线导致游戏板块费用率显著提升压制游戏板块短期业绩表现；电影及影院板块更多受制于内容制作周期影响；
- 广告、媒体则受制于外部宏观周期影响
- 中期来看，在基数效应减弱（游戏、出版）、供给周期上行（影视）以及宏观预期改善之下，板块业绩有望再度上行；25年Q1板块业绩拐点已现，景气有望持续向上

图：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：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：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 投资建议与6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，整体表现良好；6月投资组合为泡泡玛特、恺英网络、分众传媒、巨人网络、心动公司；

图：投资组合表现

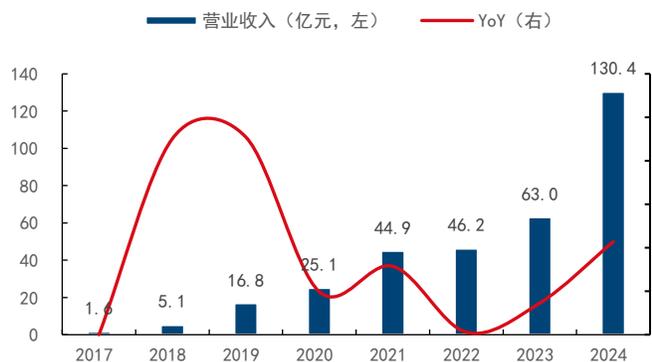
代码	简称	股价	月涨幅	相对沪深300涨幅	相对行业指数涨幅
002517	恺英网络	15.93	-6.3%	-8.14%	-8.50%
002027	分众传媒	7.47	3.7%	1.90%	1.55%
9626.HK	哔哩哔哩	147.10	7.6%	5.76%	5.40%
9992.HK	泡泡玛特	220.40	14.2%	12.35%	11.99%
600633	浙数文化	12.89	-8.4%	-10.23%	-10.59%
601900	南方传媒	15.79	-4.2%	-6.09%	-6.45%
801760.SI	传媒（申万）	670.54	2.2%	0.36%	
000300.SH	沪深300	3840.23	1.8%		

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

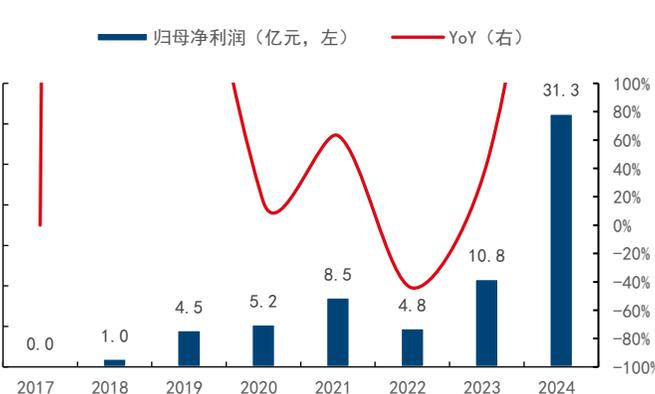
- 出海和品类扩张带动公司收入增长107%、利润增长324%。公司2024年收入130.4亿元，同比增长107%，其中，中国除港澳台/海外地区收入分别为79.4/50.7亿元，分别同比+51.7%/+375.2%；归母净利润31.3亿元，同比增长324.1%。利润率维持高水平，公司2024年毛利率66.8%，同比增长5.5个百分点，主要由于海外占比提升、供应链优化和自主产品占比提升；费用率持续优化，销售/管理/财务费用分别-3.6/-3.9/+1.1个百分点至28.0%/7.3%/-1.3%；
- 公司的IP矩阵持续优化，13个IP收入过亿。1) 成熟IP持续维持强劲的增长势头，MOLLY/THE 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/HACIPUPU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。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、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：核心IP矩阵



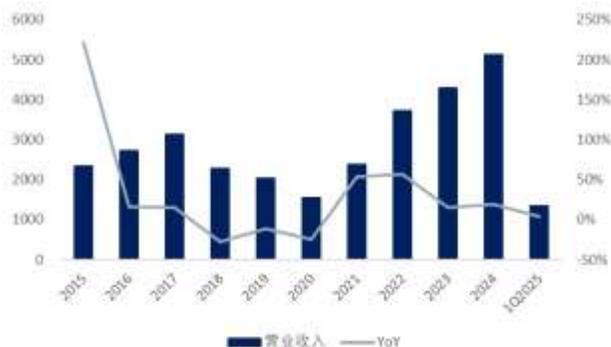
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

重点公司：恺英网络（002517.SZ）：关注新品及AI应用表现



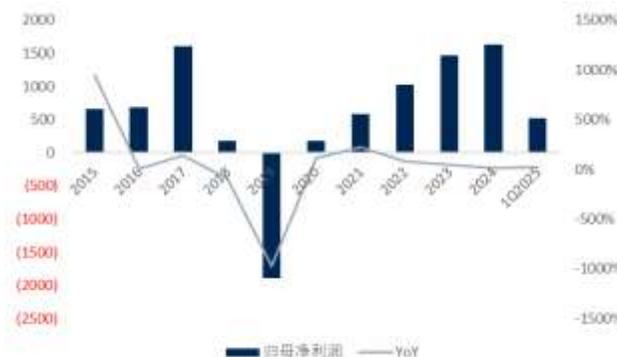
- **业绩增长稳健。**1) 公司24实现营业收入51.18亿元，同比增长19.16%；实现归母净利润16.28亿元，同比增长11.41%，对应全面摊薄EPS 0.77元；实现扣非归母净利润15.99亿元，同比增长18.43%；2) 25年Q1单季度营业收入13.53亿元，同比增长3.46%；归母净利润5.18亿元，同比增长21.57%，对应摊薄EPS 0.24元；扣非归母净利润5.16亿元，同比增长21.66%；
- **产品组合良好，出海表现值得期待。**1) 复古情怀品类方面，《原始传奇》《天使之战》《梁山传奇》等经典产品持续焕发活力、保持稳定；创新品类方面，《仙剑奇侠传：新的开始》等开启全平台公测，《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》《王者传奇 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。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、%）



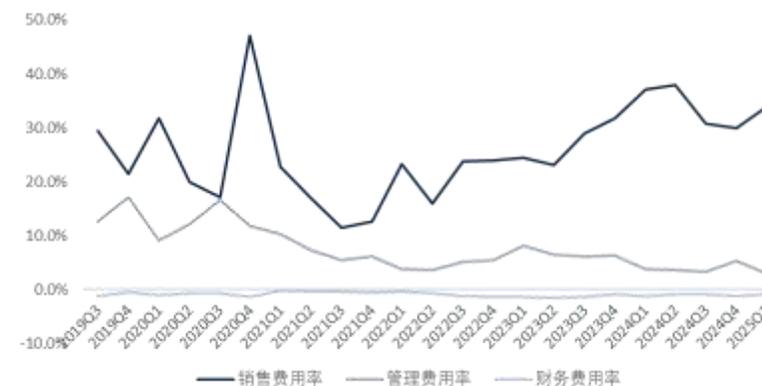
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：恺英网络归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费用率

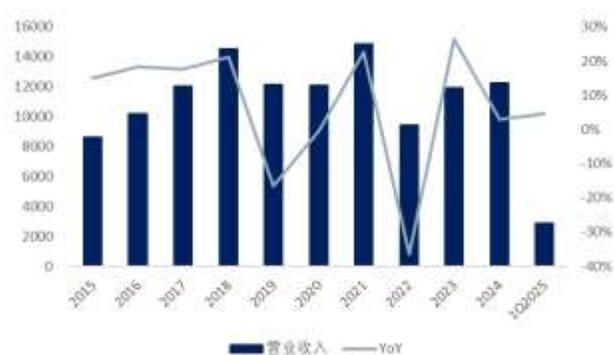


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

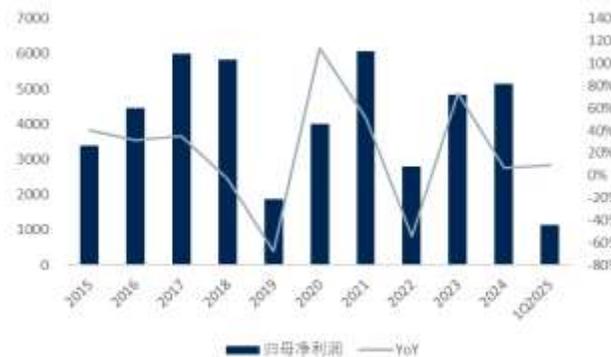
- **营收及利润增长稳健。**1) 24年公司实现营业收入122.62亿元、归母净利润51.55亿元，同比分别增长3.01%、6.80%；对应摊薄EPS 0.36元；实现扣非归母净利润46.68亿元、同比增长6.73%；2) 25年Q1单季度公司实现营收28.58亿元、归母净利润11.35亿元，同比分别增长4.70%、9.14%，对应摊薄EPS 0.08元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健；
- **毛利率及净利率提升，收购新潮优化竞争格局。**24年公司毛利率达到66.3%、相比去年同期提升0.8个百分点；净利率则达到41.4%，同比提升1.0个百分点，处于近年来的较高水平；25年Q1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pct；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。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、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分众传媒归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率及净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。

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.GSI）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
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		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。本报告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、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告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
GUOSEN SECURITIES

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