

传媒行业8月投资策略

关注业绩表现，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

7月跑输市场。1) 25年7月份传媒板块（申万传媒指数）上涨3.18%，跑输沪深300指数0.37个百分点，在申万一级31个行业中排名第18位；2) 果麦文化、兰生股份、上海电影、易点天下涨幅居前，ST紫天、元隆雅图、联建光电、广博股份等跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 44.9x，处于过去5年93%分位数。

游戏市场1-6月营收持续较快增长，持续看好关注政策、景气度、AI应用及新品上线驱动下的板块机会。1) 7月份共有127款国产游戏和7款进口游戏过审，1-7月份累计发放游戏版号946个，同比增长19.1%；7月国内游戏版号发放数量过百、进口版号持续发放；2) 6月中国游戏市场收入281亿元，同比增长0.9%；移动游戏市场实际销售收入201亿元，同比增长1.4%；3) 出海方面，中国自研游戏1-6月出海收入95亿美元，同比增长11%，美日韩为主要市场、策略类为主力品类；4) 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，关注新品表现。

《南京照相馆》表现亮眼，综艺市场芒果领先。1) 25年7月总票房达40.67亿元人民币，同比下滑24.4%，《南京照相馆》票房亮眼有望拉动电影票房8月表现；2) 剧集市场，6月正片播放量的全网剧集TOP10中，《藏海传》15.24亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《临江仙》和《七根心简》，分别取得11.88亿和6.40亿的成绩；3) 综艺市场芒果《爸爸当家》全网正片市占率14.89%遥遥领先，腾讯《心动的信号》正片市占率7.95%排名第二；网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯分别占据3/2/5个。

AI应用：WAIC召开，AI模型与AI Agent持续突破。1) WAIC大会召开，具身智能行业进展迅速；2) 2025年用户增速APP榜单发布，DeepSeek位居第一。3) Kimi K2高速版模型发布，在参数规模一致的情况下输出速度提升4倍，此后团队将进一步提升模型的输出速度；4) 百度智能云宣布推出全球首批AI数字员工，具备“懂业务、给结果、可进化”三大能力。

投资观点：持续看好景气改善与IP/AI驱动下的板块机会。1) 持续看好产品周期推动下的游戏板块机会，关注广告媒体、影视等板块底部向上机会，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、推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；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：7月投资组合为恺英网络、分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司，8月投资组合为分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司、泡泡玛特

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。

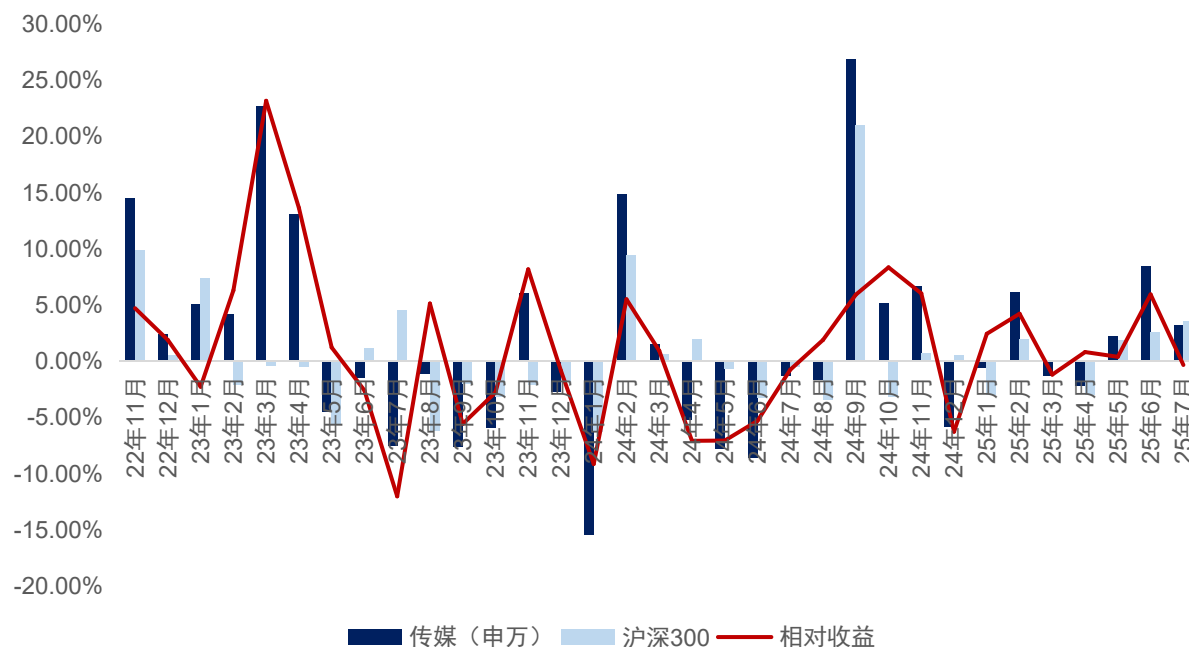
- [01] 传媒板块市场回顾：7月跑输市场
- [02] 游戏：游戏市场1-6月持续较快增长，持续关注新品表现
- [03] 电影：《南京照相馆》表现亮眼，综艺市场芒果领先
- [04] AI：WAIC召开，AI模型与AI Agent持续突破
- [05] 投资建议：关注游戏新品表现，把握AI应用及IP潮玩布局机会

1. 市场及行业回顾：7月跑输市场

1.1 板块表现回顾

➤ 25年7月份传媒板块（申万传媒指数）上涨3.18%，跑输沪深300指数0.37百分点；

图：申万传媒指数6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

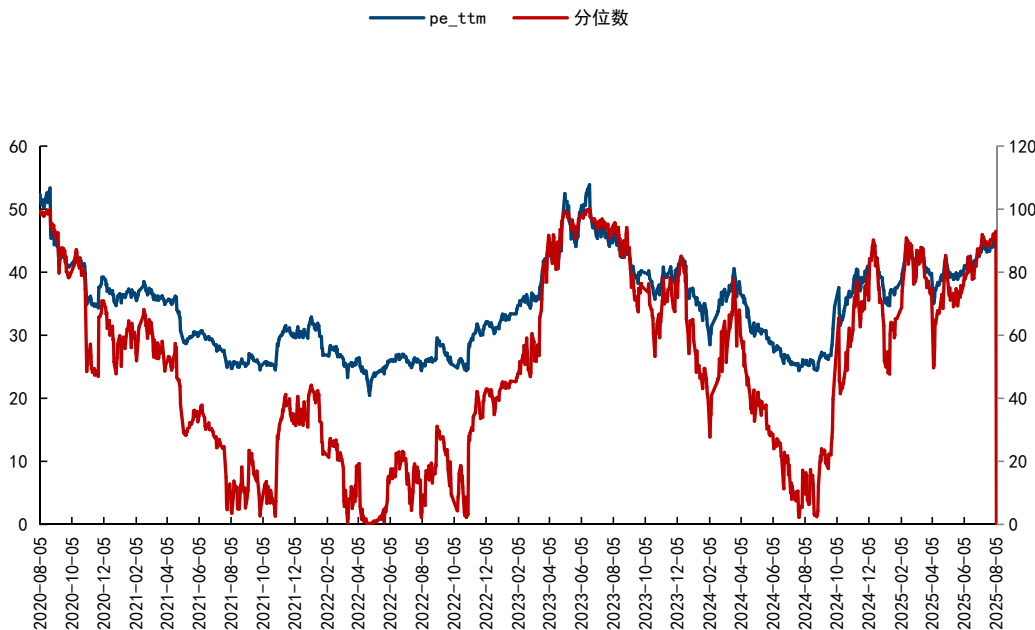


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 板块表现回顾

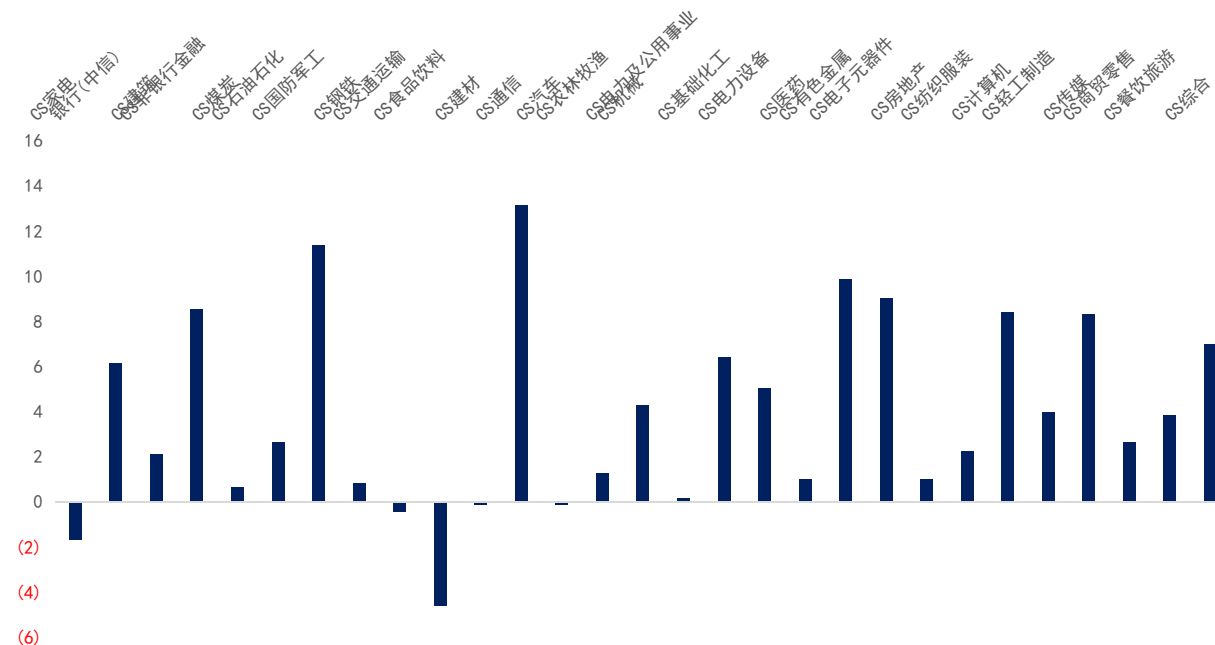
- 7月传媒板块在申万一级31个行业中排名第18位；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 44.9x，处于过去5年93%分位数。

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：7月传媒行业涨幅(%)排名第18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，果麦文化、兰生股份、上海电影、易点天下涨幅居前，ST紫天、元隆雅图、联建光电、广博股份等跌幅居前。

表：7月个股涨跌幅排行

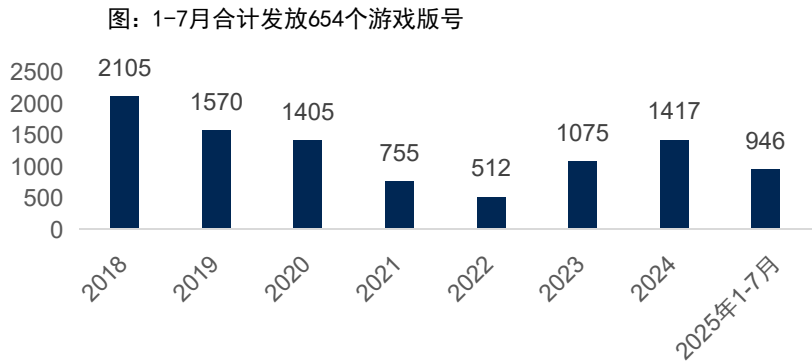
7月涨幅排行					7月跌幅排行				
代码	公司	月涨幅	年涨幅	市值（亿）	代码	公司	月涨跌幅	年涨跌幅	市值（亿）
301052. SZ	果麦文化	33%	167%	54	300280. SZ	*ST紫天	-69%	-87%	4
600826. SH	兰生股份	32%	32%	80	002878. SZ	元隆雅图	-19%	16%	50
300781. SZ	因赛集团	31%	6%	78	300269. SZ	联建光电	-13%	31%	28
601595. SH	上海电影	27%	42%	169	002103. SZ	广博股份	-12%	9%	54
301171. SZ	易点天下	25%	11%	158	002115. SZ	三维通信	-10%	28%	67
600977. SH	中国电影	24%	13%	248	603258. SH	电魂网络	-10%	17%	55
002174. SZ	游族网络	22%	71%	138	300315. SZ	掌趣科技	-9%	0%	149
002905. SZ	金逸影视	19%	23%	42	834021. BJ	流金科技	-9%	43%	24
002315. SZ	焦点科技	17%	23%	170	002425. SZ	ST凯文	-8%	48%	29
000802. SZ	北京文化	17%	-27%	40	300061. SZ	旗天科技	-8%	-2%	83

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.游戏：版号数量稳定发放，关注新品表现

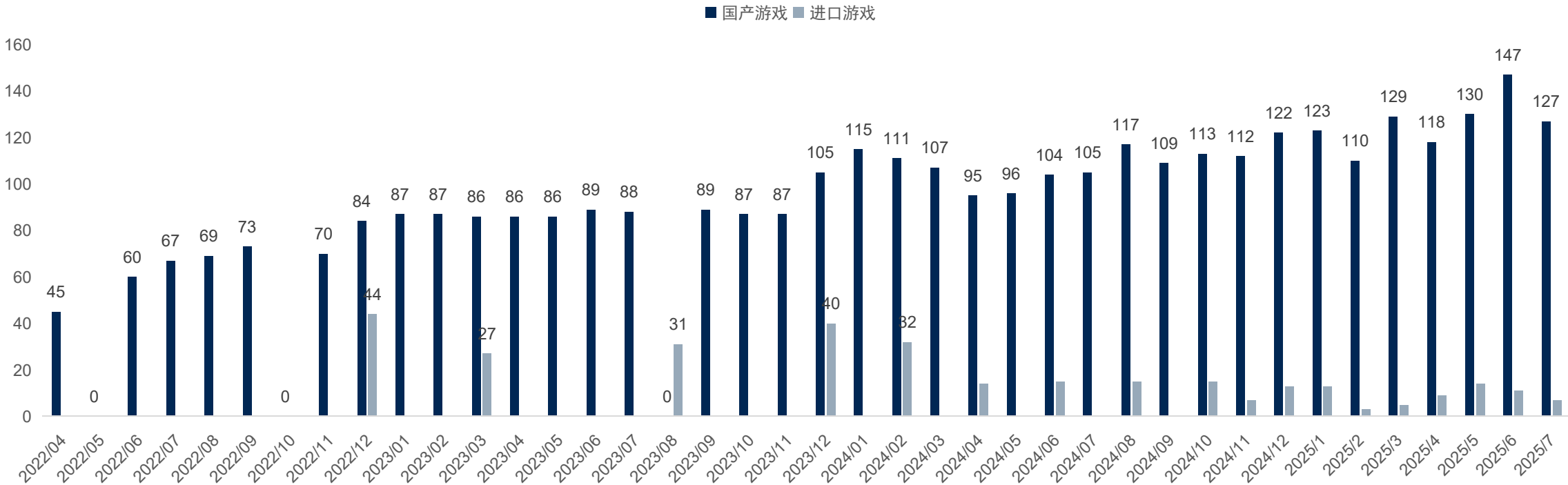
2.1 版号常态化发放

- 7月份共有127款国产游戏和7款进口游戏过审，继续保持在较高水平
- 1-7月份累计发放游戏版号946个，同比增长19.1%；7月国内游戏版号发放数量过百、进口版号持续发放。



图：游戏版号发放情况

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

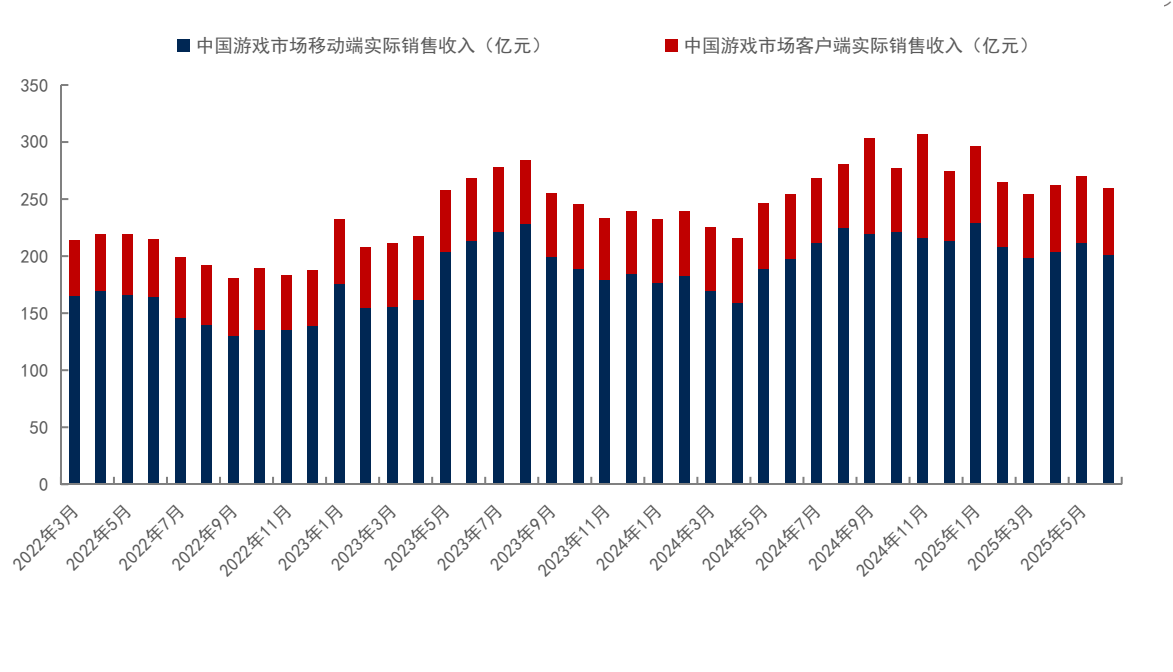
2.2 上半年游戏行业维持双位数增长

- 24年8月以来游戏行业持续保持较高增速；
- 25年1-6月，中国游戏市场实际销售收入1680亿元，同比增长14.08%；移动游戏市场实际收入1253亿元，同比增长16.55%；
- 单看6月，中国游戏市场收入281亿元，同比增长0.9%；移动游戏市场实际销售收入201亿元，同比增长1.4%；

图：中国市场实际销售收入及增长率



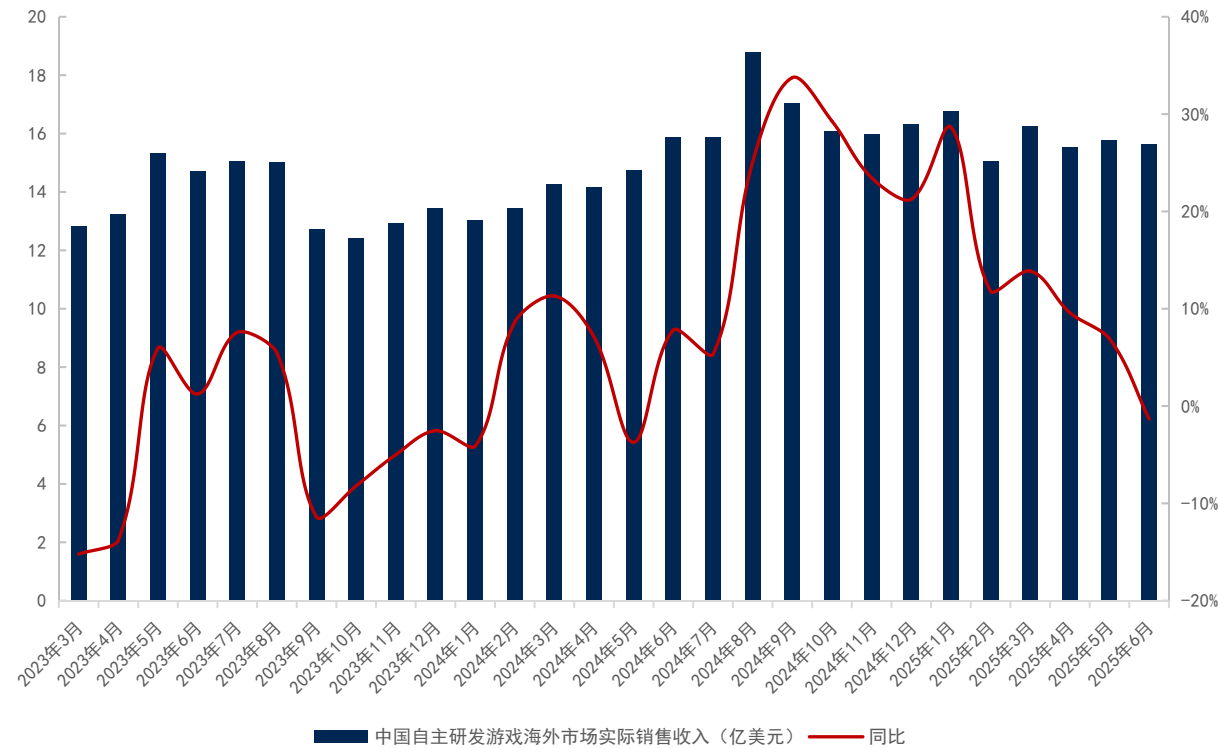
图：移动游戏收入增速



2.3 2025上半年游戏出海同比保持较高增长

- 25年1-6月，中国自研游戏海外收入95.01亿美元，同比增长11.1%，主要来自长线产品收益与2024年上市新品收入；
- 单看6月，中国自研游戏海外市场实际销售收入为15.65亿美元，同比下滑1.3%，新品较少是主因；

图：出海保持高增长



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：出海手游发行商排名

6月中国游戏厂商出海收入榜					点点数据	
2025年6月1日-6月30日					app.dian Dian.com	
排名	公司	在架App数	主要应用	排名趋势		
1	点点互动 (SZ:002602)	253		↑ 0		
2	米哈游	72		↓ 1		
3	腾讯 (HK:00700)	2558		↑ 1		
4	柠檬微趣	45		↑ 0		
5	网易 (NASDAQ:NTES) (HK:09999)	956		↑ 0		
6	海彼	43		↑ 0		
7	4399	249		↓ 1		
8	江娱互动	23		↓ 3		
9	库洛游戏	3		↓ 5		
10	三七互娱 (SZ:002555)	256		↑ 1		
11	莉莉丝	82		↓ 4		
12	壳木游戏 (SZ:300002)	32		↓ 2		
13	IGG (HK:00799)	85		↓ 3		
14	沐瞳	17		↑ 1		
15	叠纸游戏	7		↓ 3		
16	心动网络 (HK:02400)	198		↓ 13		
17	新创娱乐	6		↓ 1		
18	灵犀互娱	48		↓ 4		
19	悠星网络	8		↑ 4		
20	麦吉太文	13		↓ 3		
21	Tap4Fun	50		↑ 1		
22	益世界	47		↓ 1		
23	Onemt	32		↓ 2		
24	友塔游戏	33		↓ 3		
25	乐元素	99		↓ 6		
26	朝夕光年	20		↓ 5		
27	Leniu Games	15		↑ 3		
28	露珠游戏	22		↓ 2		
29	冰川网络 (SZ:300533)	83		↓ 2		
30	星合互娱	8		↓ 2		

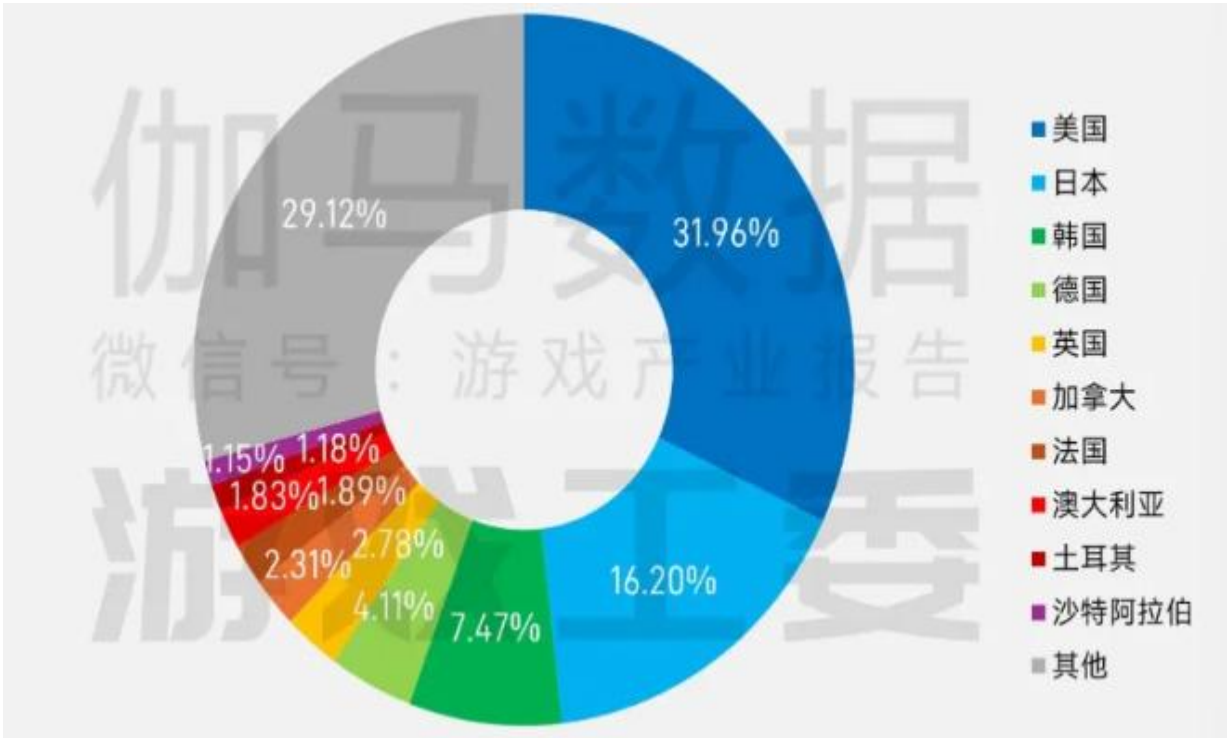
资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理

2.3 2025上半年，美日韩为出海主要目标市场、策略类为主力品类



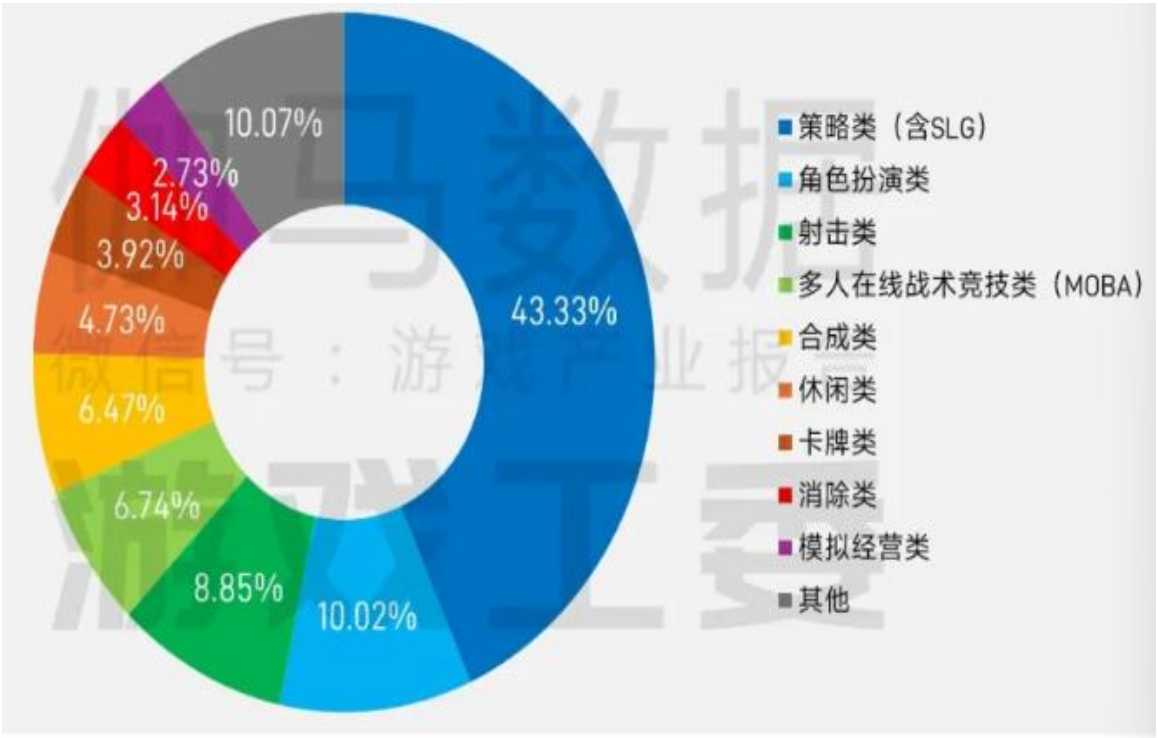
- 从地区分部来看，美日韩为主要目标市场。其中美国以31.96%的占比位居首位，日本占16.20%，韩国占7.47%。此外，德国、英国、法国等欧洲市场合计占比8.78%，欧洲成为中国游戏出海的重要增长极。
- 从产品类型来看，策略类成为主力。在海外收入前100位的自研移动游戏中占比43.33%，较去年有较大增幅；角色扮演类占比10.02%，虽同比略有下降但仍稳居第二；射击类以8.85%的占比位列第三，同比呈上升趋势。

图： 2025年1-6月中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布



资料来源：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： 2025年1-6月中国自主研发移动游戏出海收入前100类型收入分布



资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

2.4 新游市场：7月斗罗大陆表现良好

- 7月共有22款新游上线，中小公司及其中小体量游戏居多，新游中有9款游戏预估月流水突破3000万元。其中有5款是5月发布的新游，另外4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；
- 整体来看，7月新游市场由三七互娱的《斗罗大陆：猎魂世界》领衔，全球预估流水2.5亿以上，此款游戏3年投入超过2亿。此外，雷霆游戏的《仗剑传说》和腾讯的《星痕共鸣》7月流水也较为亮眼，均在5000万以上。

图：新游表现

2025年7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	7月预估流水
1	斗罗大陆：猎魂世界	三七互娱	大世界MMO	手游+PC	7月11日	全球	2.5亿+
2	仗剑传说	雷霆游戏	放置RPG	手游	7月15日	海外	6000万+
3	星痕共鸣	腾讯	二次元MMO	手游+PC	7月17日	国内	5000万+
4	Triple Match City	Radiant Cat Studio	堆叠消除+寻物解谜	手游	2024年7月	海外	5000万
5	火影忍者：木叶高手	中手游	放置卡牌	手游	7月24日	国内	3000万+
6	Palmon: Survival	莉莉丝	模拟经营+宠物收集	手游	2024年12月	海外	3000万
7	黑子的篮球：街头对决	成都德意扬帆	体育竞技	手游	7月16日	国内	3000万
预估流水仅供参考，不代表真实收入，不构成投资建议 制图：GameLook							

资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

图：斗罗大陆：猎魂世界



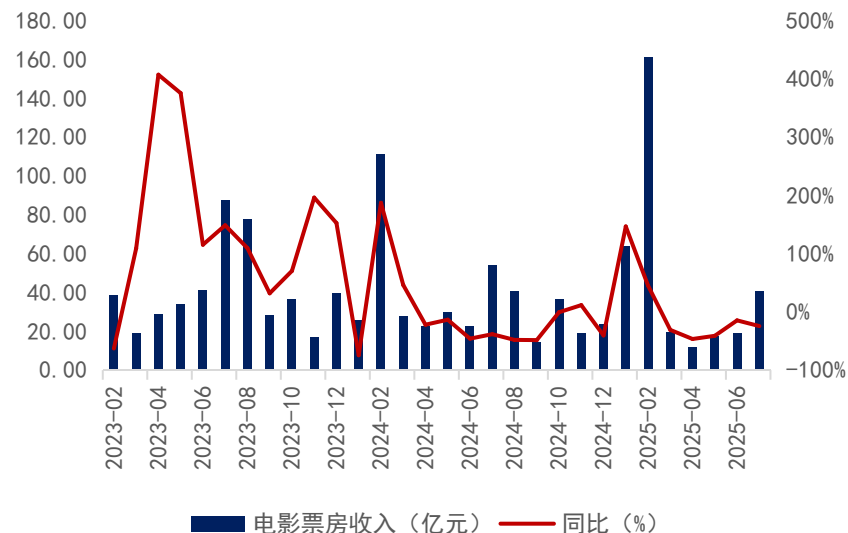
资料来源：TapTap，国信证券经济研究所整理

3.影视：《南京照相馆》表现亮眼，综艺市场芒果领先

3.1 7月电影票房市场下滑24%

- 据灯塔专业版数据，今年7月总票房达40.67亿元人民币，同比下滑24.4%，环比增长113.7%；
- 观影总人次1.07亿人次，平均票价达到38.0元（上月39.1元），下滑较为明显。

图：7月电影票房收入环比大幅增长



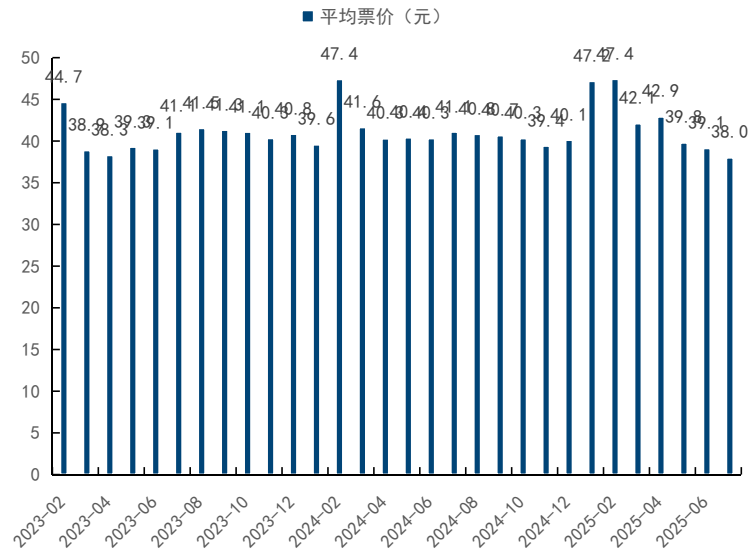
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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

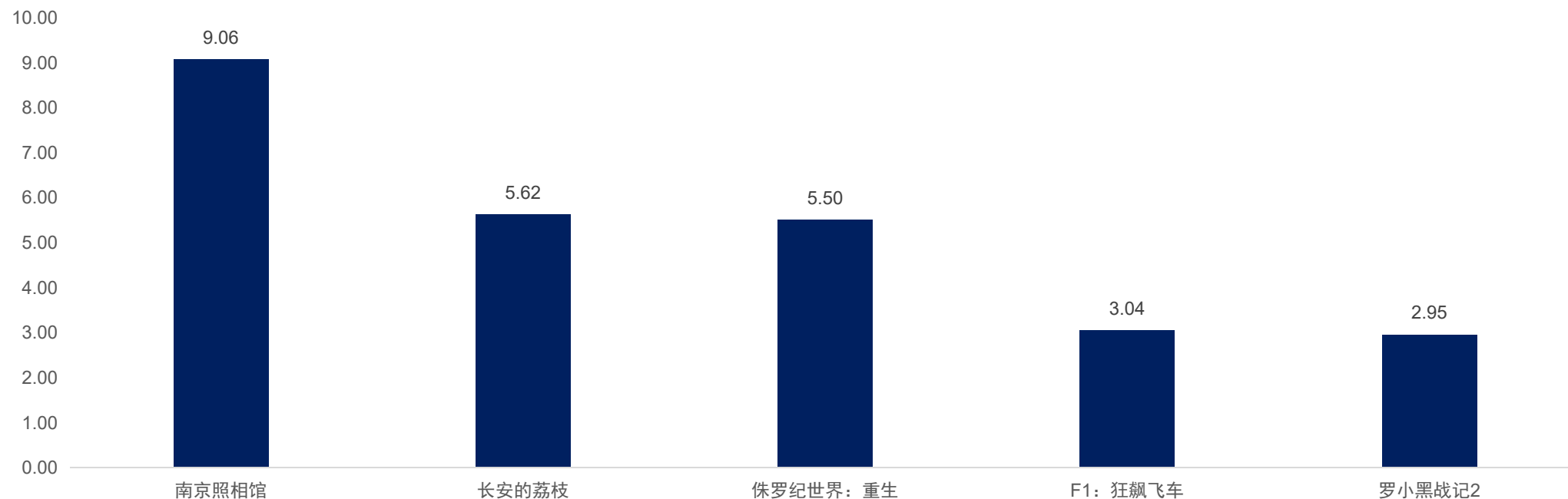


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.1 7月《南京照相馆》表现亮眼

- 从单片表现来看，《南京照相馆》、《长安的荔枝》、《侏罗纪世界：重生》、《F1：狂飙飞车》、《罗小黑战记2》分列7月票房市场前5，票房相比6月有所改善，《南京照相馆》表现突出，于7月25上映对7月票房贡献有限，预计将继续拉动8月票房。

图：7月电影票房TOP5（亿元）

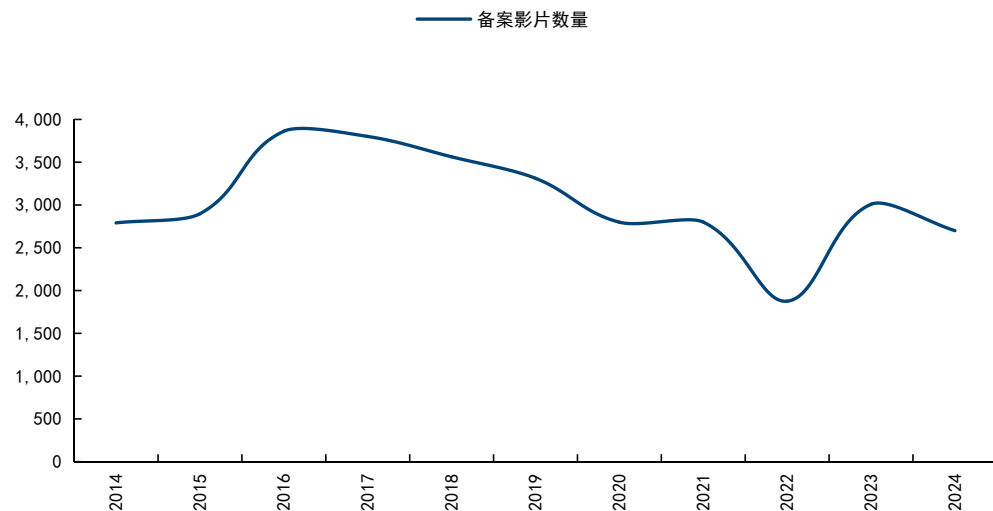


3.1 备案数量充足，关注暑期档表现

➤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；

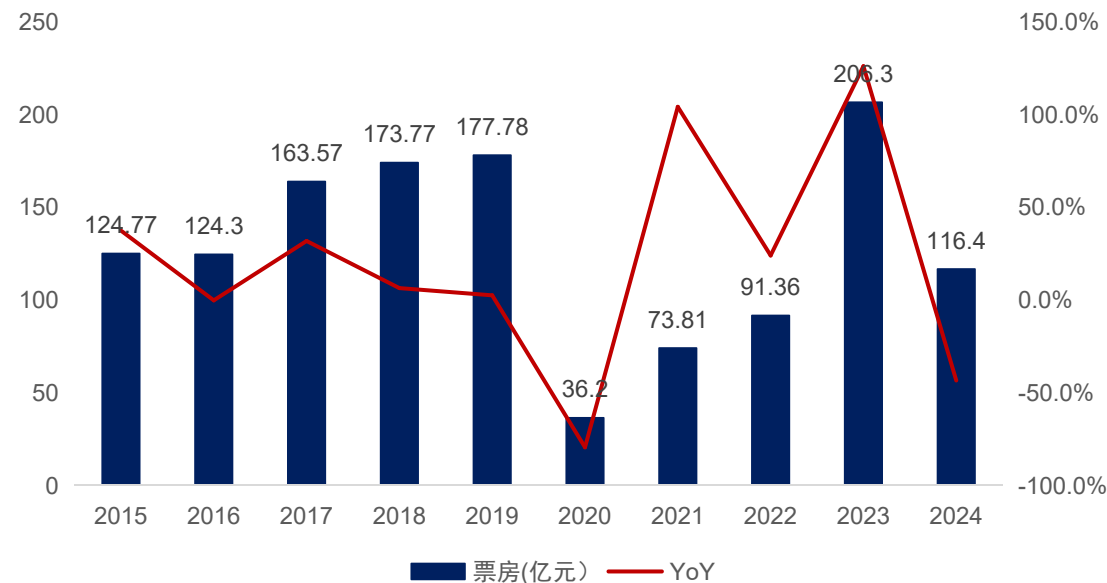
➤暑期档作为核心档期，对全年总体票房规模影响显著；23年暑期档票房历史新高后24年下滑明显，关注25年暑期档票房表现；

图：备案影片数量



资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

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

3.1 暑期档超过60部电影定档，关注新片表现

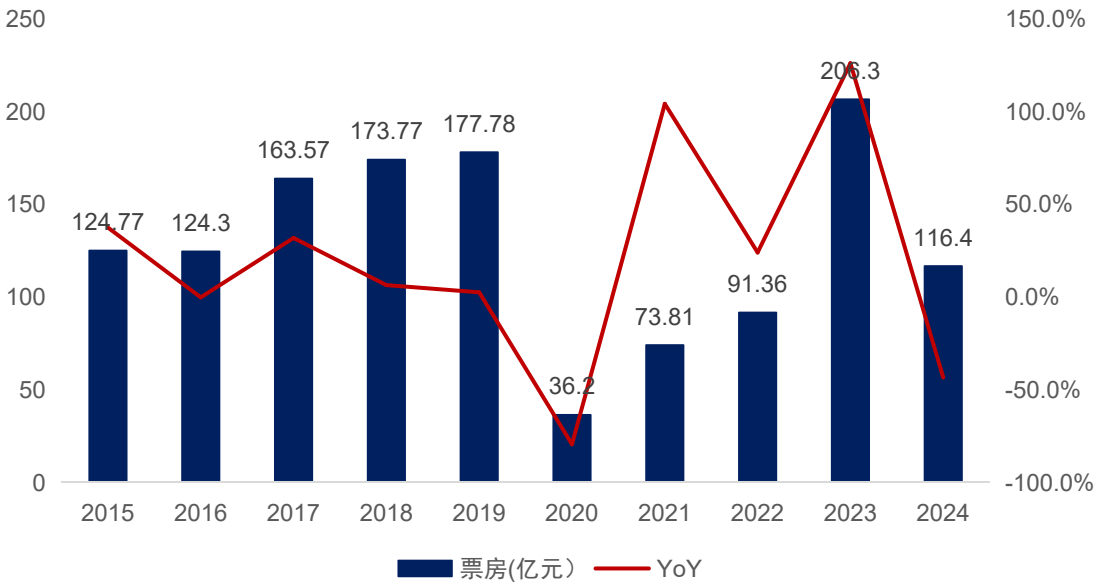
- 截至8月7日，暑期档的票房为76.61亿元，同比下滑8.98%，在《南京照相馆》的拉动下降幅环比收窄；
- 从片单来看，待上映的影片中，热度前三的分别为《东极岛》、《疯狂动物城》、《坏蛋联盟2》，截至8月7日猫眼想看人数分别为33.73、29.74、20.59万人。

表：暑期档待上映影片（截至2025/8/7）

片名	上映日期	题材	猫眼想看人数	参与公司
《东极岛》	2025/8/8	剧情/历史/战争	337254	北京七印象、淘票票、珠江电影集团、光线影业、中影集团
《疯狂动物城》（重映）	2025/8/8	动画/动作/冒险/合家欢	297442	华特·迪士尼
《坏蛋联盟2》	2025/8/16	动画	205915	美国环球影业
《捕风追影》	2025/8/16	动作/犯罪/剧情	127019	爱奇艺、淘票票、北京海润
《奇遇》	2025/8/8	喜剧/剧情	59922	广州超乐无限、猫眼影业、中影集团
《非人哉：限时玩家》	2025/8/8	动画/喜剧	44902	中影、淘票票
《开国将帅授衔1955》	2025/8/6	历史/剧情/战争	18221	之江影业、沅禾影视
《绑架毛乎乎》	2025/8/11	犯罪/喜剧/剧情	16399	河南静深、北京光影动画、阿那亚影业
《玛丽和麦克斯》	2025/8/8	剧情/喜剧/动画	5227	中影集团、高蒙电影、Sundanc
《夏雨来》	2025/8/16	剧情/喜剧	4663	无量泡映画、广东虎虎生威、微戏时代

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

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

3.2 剧集市场：7月播放量维持高水平，爱优腾芒领先

- 7月正片播放量的全网剧集TOP10中，《以法之名》15.21亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《朝雪录》和《七根心简》，分别取得11.39亿和10.59亿的成绩；
- 《以法之名》15.21亿的播放量登顶电视剧榜，网络剧《朝雪录》则以11.39亿的播放量表现位居网络剧的第一。

图：7月剧集播放量排名



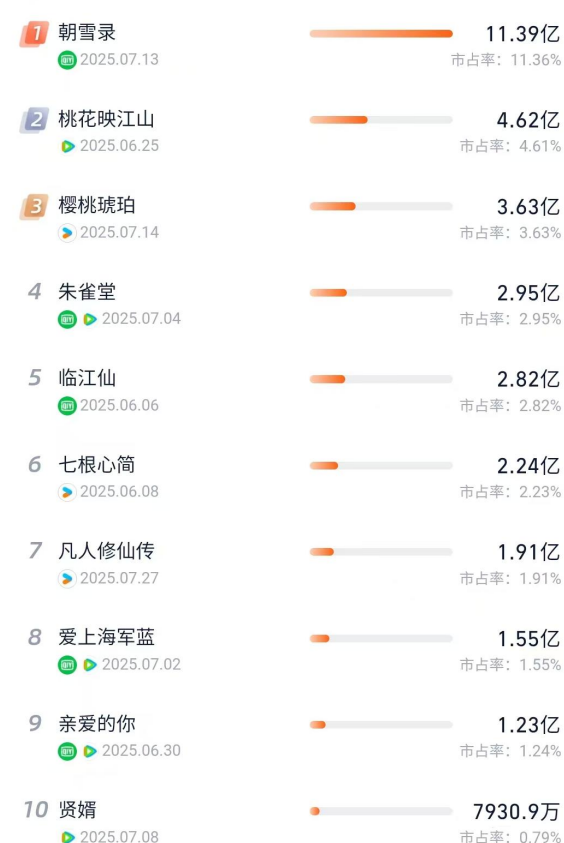
资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：7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：7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：芒果的《爸爸当家》表现出色

- 综艺市场芒果《爸爸当家·慢享季》全网正片市占率14.89%、腾讯的《心动的信号 第八季》正片市占率7.95%排名第二、腾讯《地球超新鲜》全网正片市占率7.09%。
- 网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯分别占据3/2/5个。

图：7月综艺播放量排名



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：7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：7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：WAIC召开，AI模型与AI Agent持续突破

4.1 WAIC大会召开，具身智能行业进展迅速

- 2025世界人工智能大会（WAIC）上，具身智能领域的最新进展引发了广泛关注。本届WAIC上有超过150台人形机器人同台亮相，其中，智元机器人、英伟达、清华大学等机构分享了他们在具身智能领域的突破性成果，榜单的明星是SpaceX，凭借26000亿元人民币的估值，首次成为全球最高价值的独角兽。
- 宇树科技举办了人形机器人G1的“擂台赛”，G1身高1.32米，体重35公斤，全身拥有29个灵活关节和平衡智能算法。在“对战”过程中，G1展示出了精彩的技能，包括拳击连招、干净利落的回旋踢，就算摔倒也不用人类干预，仅用数秒完成自主起身，恢复战斗姿态。
- 智元机器人表现也较为亮眼，在约300m²的空间里展出了工业、服务、家居、教育、文娱等五大商业场景展区。其中，一身百事可乐元素的机器人引起人们的围观。这是智元与百事可乐再度合作推出的“百事酷宝”，以智元灵犀X2为内核，搭载情绪识别系统与场景化决策能力，它不仅能维持现场秩序，还可以递送可乐，并主动搭话：“想喝冰可乐吗？加冰更清爽哦！”

图：宇树科技G1机器人在与观众互动



资料来源：DoNews，国信证券经济研究所整理

图：智元机器人



资料来源：DoNews，国信证券经济研究所整理

4.2 2025年用户增速APP榜单发布，DeepSeek位居第一

- 根据 Quest Mobile 的最新数据，2025年6月活跃用户规模超过1亿且同比增长率最高的前20款应用程序新鲜出炉。在这份榜单中，新兴的 AIGC 应用 DeepSeek 以1.63亿的月活跃用户数量拔得头筹。
- 豆包在 AIGC 领域中表现同样亮眼，月活跃用户达到了1.41亿，同比增幅高达410.69%。这意味着豆包在短短一年内增加了1.13亿的月活跃用户，显示出其强大的市场吸引力。
- 视频娱乐行业，红果免费短剧同样表现不俗，月活跃用户数达到2.12亿，同比增长率为178.99%。这一类应用以其短小精悍的特点满足了现代人日益增长的碎片化娱乐需求，吸引了大量观众。

2025 H1中国移动互联网用户规模增长榜单

QUEST MOBILE TRUTH 2025				
APP用户规模增长榜单 (MAU亿级)				
2025半年度中国移动互联网实力价值榜				
序号	行业分类	App名称	2025年6月MAU(万)	同比增长率
1	AIGC	DeepSeek	16,295.20	新上线
2	AIGC	豆包	14,051.59	410.69%
3	在线视频	红果免费短剧	21,205.79	178.99%
4	支付结算	云闪付	18,828.03	78.50%
5	运营商服务	中国移动	14,544.32	36.82%
6	本地生活	大众点评	15,484.44	33.40%
7	智能家居	米家	11,101.59	30.18%
8	浏览器	夸克	11,203.16	26.71%

资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

2025 H1中国移动互联网用户规模增长榜单

10	手机银行	中国农业银行	19,100.00	20.82%
11	手机银行	中国建设银行	16,746.58	19.21%
12	短视频	抖音	91,423.72	17.21%
13	闲置交易	闲鱼	20,989.10	14.50%
14	综合电商	京东	63,720.53	14.08%
15	在线视频	芒果TV	27,585.13	13.14%
16	社区交友	小红书	24,249.69	12.32%
17	手机银行	中国银行	10,477.58	11.49%
18	终端天气	OPPO天气	22,898.52	11.11%
19	终端天气	vivo天气	17,914.89	10.74%
20	在线阅读	番茄免费小说	24,069.56	10.38%

资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

4.3 Kimi K2高速版模型发布

- Kimi开放平台发布Kimi K2 高速版。新款模型命名为kimi-k2-turbo-preview，参数规模与现有kimi-k2 保持一致，但输出速度由每秒10 Tokens提升至每秒40 Tokens，能更快地生成文本内容。适用需要快速响应的场景，如实时对话、代码生成和内容创作等。现在用户通过 Moonshot AI 开放平台接入使用，体验高效、智能的语言模型服务。
- 官方表示，此次Kimi K2高速版的发布只是开始，团队将继续致力于模型的优化工作，力求进一步提升输出速度，为用户提供更加卓越的服务。

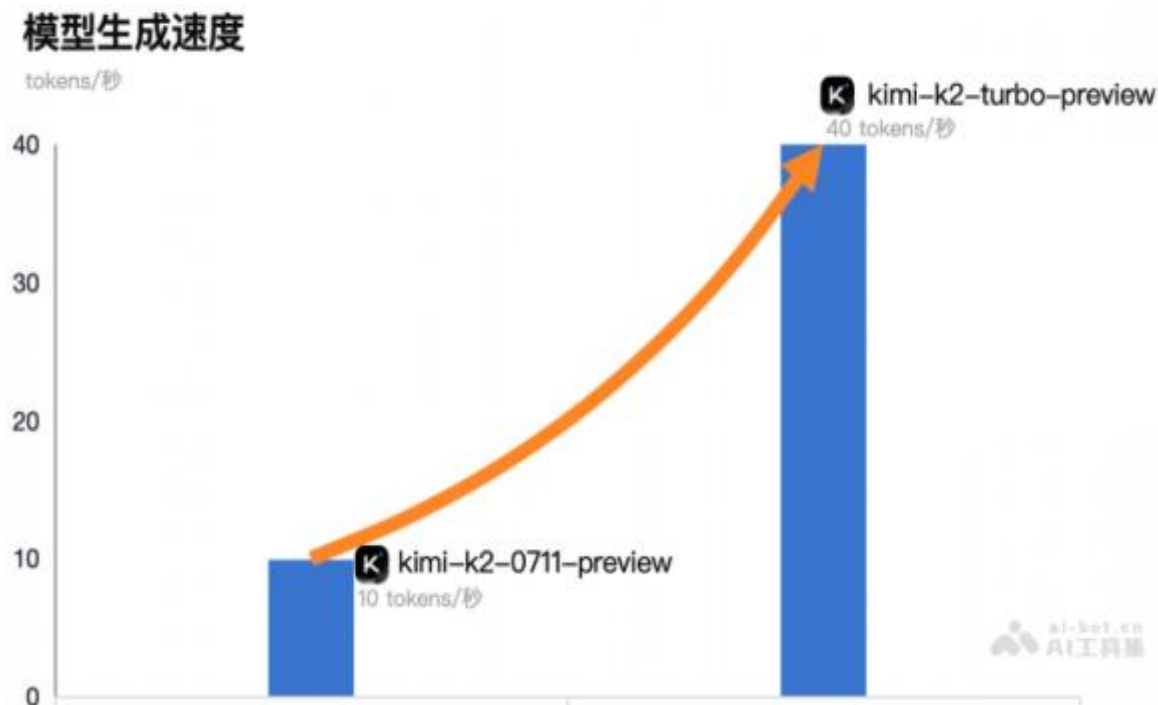
图：Moonshot AI



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：KIMI K2高速版生成速度大幅提升



资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

4.4 百度智能云宣布推出全球首批AI数字员工

- 8月5日，百度举办了“AI Day”开放日活动，其中百度智能云宣布推出全球首批 AI 数字员工，深度融合了大模型、数字人技术及行业 Know-How 等业务优势，实现“开箱即用”。
- 本次发布的数字员工涵盖营销经理、还款助理、汽车销售、促销专员、产品经理、课程顾问、招聘专员等核心业务技能，依托百度智能云的 AI 全栈能力，号称“落地即上岗”，赋能垂直业务场景的同时持续沉淀岗位能力，具备“懂业务、给结果、可进化”三大能力。
- 百度智能云正持续打造更多岗位的数字员工，今年将重点拓展教育、汽车、金融、快消四大行业的数字员工场景，联合头部客户打造高校招生顾问、4S 店销售专员、银行营销专员等典型样板。号称将使用门槛降至万元级，为更多行业提供低门槛、高适配的智能化解决方案。

图：百度智能云宣布推出AI数字员工

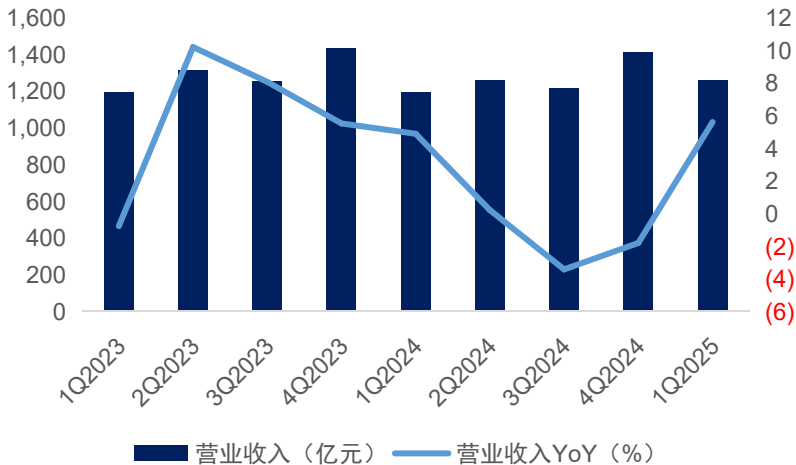


资料来源：IT之家，国信证券经济研究所整理

5. 投资建议：持续关注游戏新品表现，把握看好AI应用及IP潮玩调整布局机会

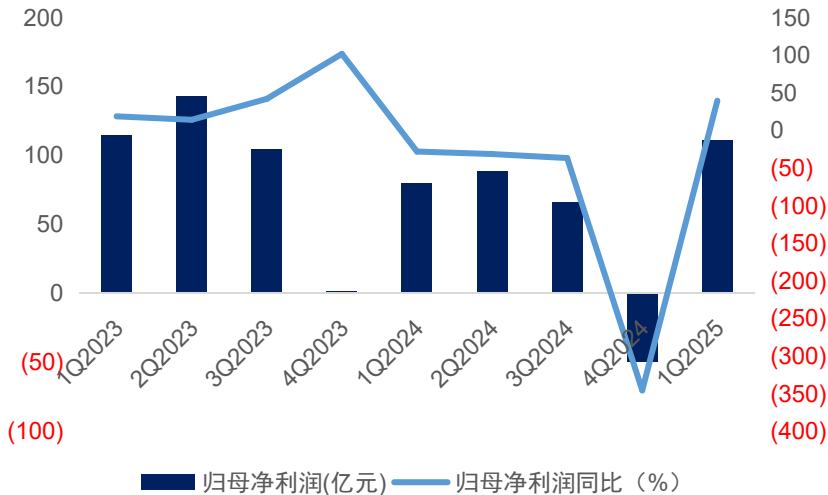
5.1 板块景气度有望持续向上

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

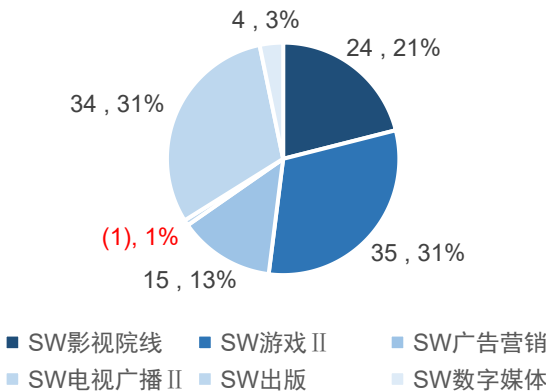
图：归母净利润及增速（季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 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
- 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，中期景气周期有望持续向上

图：游戏及出版构成传媒板块业绩主体（25Q1）

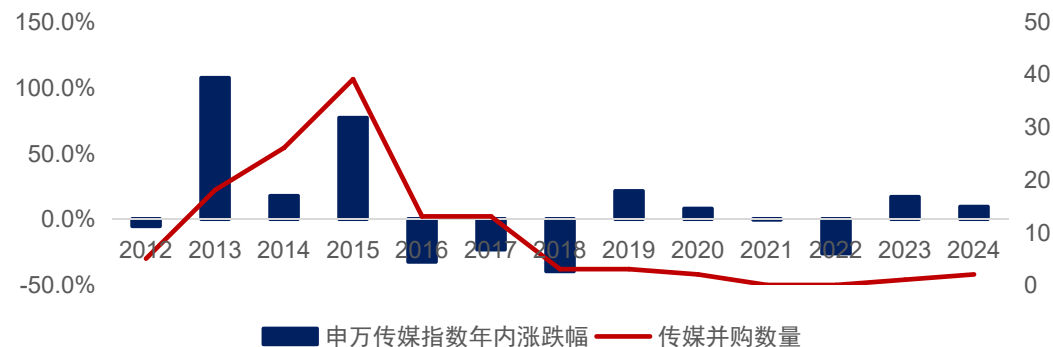


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



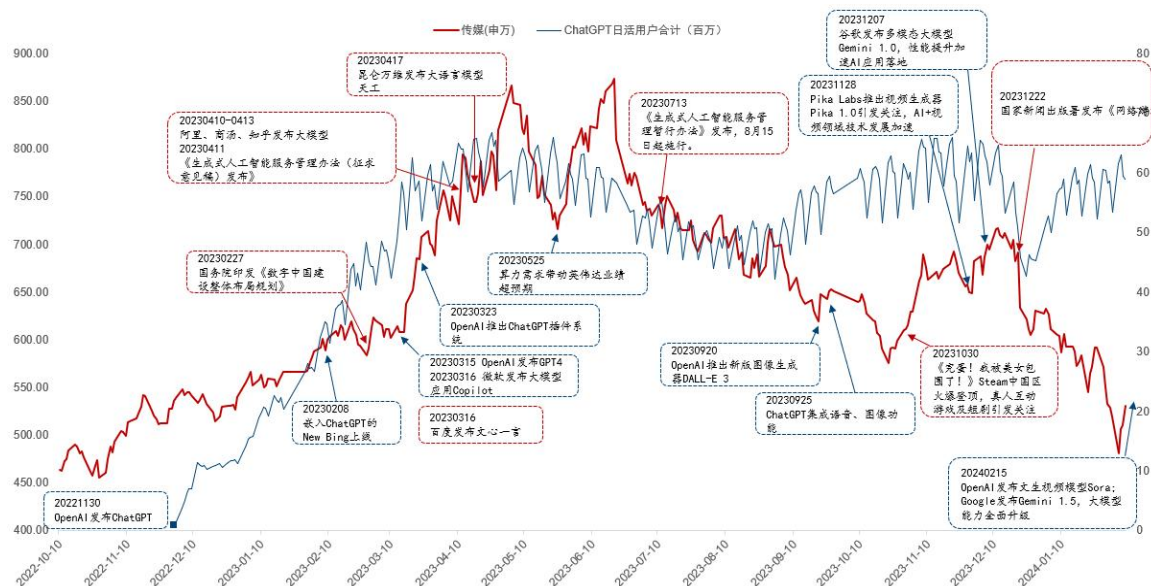
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

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8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、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7月投资组合为恺英网络、分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司，8月投资组合为分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司、泡泡玛特

图：投资组合表现

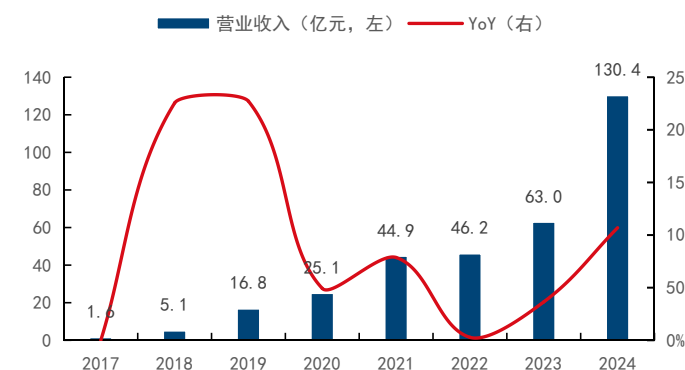
代码	简称	股价	月涨幅	相对沪深300涨幅	相对行业指数涨幅
002517	恺英网络	18.36	-4.9%	-8.46%	-8.10%
002027	分众传媒	7.50	2.7%	-0.80%	-0.44%
9626.HK	哔哩哔哩	179.50	7.0%	3.49%	3.86%
002558	巨人网络	23.74	0.8%	-2.74%	-2.37%
2400.HK	心动公司	52.40	8.6%	5.06%	5.42%
801760.SI	传媒（申万）	749.96	3.2%	-0.37%	
000300.SH	沪深300	4075.59	3.5%		

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

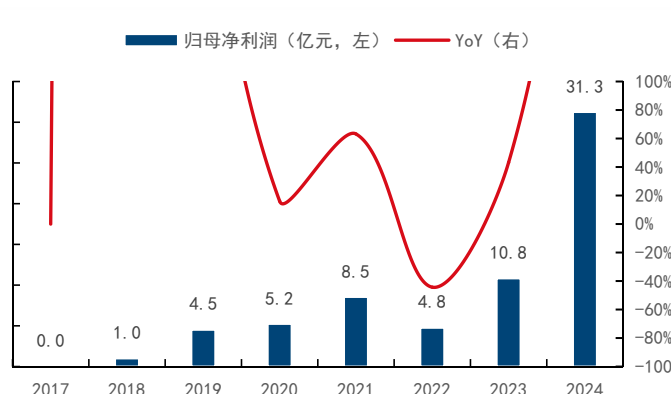
- 出海和品类扩张带动公司收入增长107%、利润增长324%。公司2024年收入130.4亿元，同比增长107%，其中，中国除港澳台/海外地区收入分别为79.4/50.7亿元，分别同比+51.7%/+375.2%；归母净利润31.3亿元，同比增长324.1%。利润率维持高水平，公司2024年毛利率66.8%，同比增长5.5个百分点，主要由于海外占比提升、供应链优化和自主产品占比提升；费用率持续优化，销售/管理/财务费用分别-3.6/-3.9/+1.1个百分点至28.0%/7.3%/-1.3%；
- 公司的IP矩阵持续优化，13个IP收入过亿。1）成熟IP持续维持强劲的增长势头，MOLLY/THE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



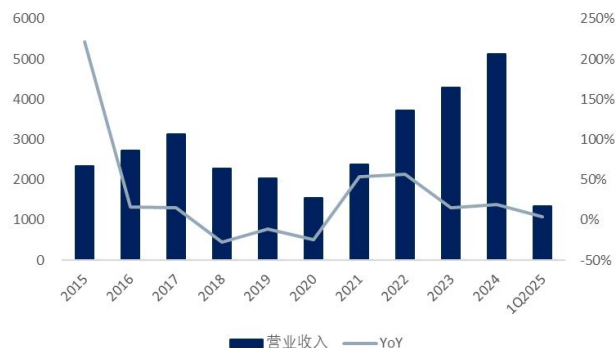
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

重点公司：恺英网络（002517.SZ）：关注新品及AI应用表现



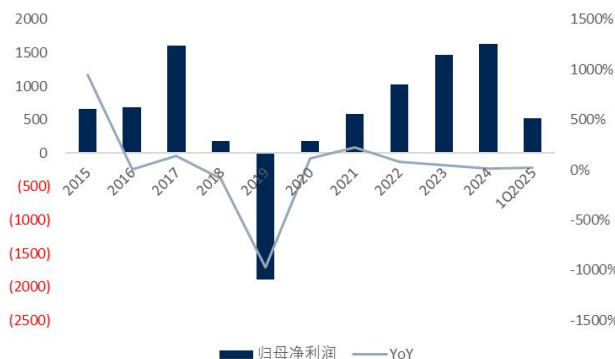
- **业绩增长稳健。**1) 公司24实现营业收入51.18亿元，同比增长19.16%；实现归母净利润16.28亿元，同比增长11.41%，对应全面摊薄EPS 0.77元；实现扣非归母净利润15.99亿元，同比增长18.43%；2) 25年Q1单季度营业收入13.53亿元，同比增长3.46%；归母净利润5.18亿元，同比增长21.57%，对应摊薄EPS 0.24元；扣非归母净利润5.16亿元，同比增长21.66%；
- **产品组合良好，出海表现值得期待。**1) 复古情怀品类方面，《原始传奇》《天使之战》《梁山传奇》等经典产品持续焕发活力、保持稳定；创新品类方面，《仙剑奇侠传：新的开始》等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



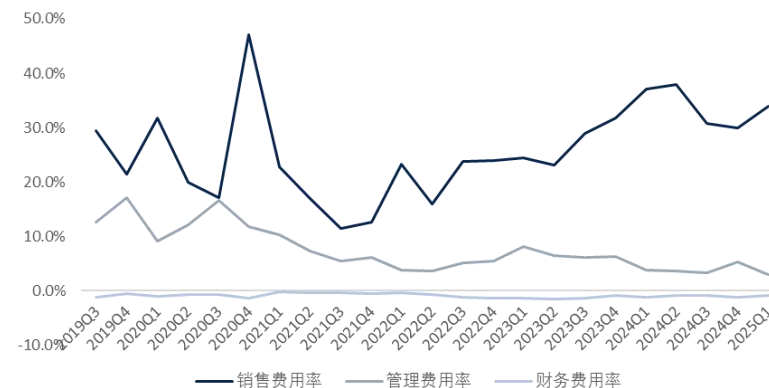
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



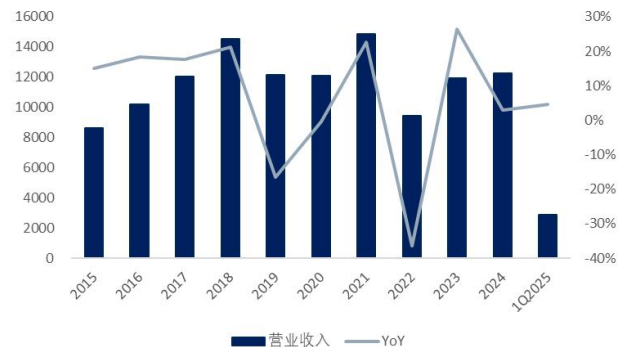
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：分众传媒（002027.SZ）：竞争格局改善，“碰一碰”有望打开成长新空间



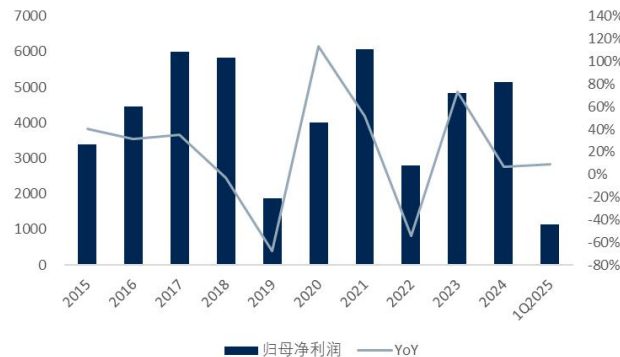
- **营收及利润增长稳健。**1) 24年公司实现营业收入122.62亿元、归母净利润51.55亿元，同比分别增长3.01%、6.80%；对应摊薄EPS 0.36元；实现扣非归母净利润46.68亿元、同比增长6.73%；2) 25年Q1单季度公司实现营收28.58亿元、归母净利润11.35亿元，同比分别增长4.70%、9.14%，对应摊薄EPS 0.08元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健；
- **收购新潮优化竞争格局，“碰一碰”打开成长新空间。**24年公司毛利率达到66.3%、相比去年同期提升0.8个百分点；净利率则达到41.4%，同比提升1.0个百分点，处于近年来的较高水平；25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；公司公告计划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；4) 公司近期与支付宝合作“碰一碰”探索近场交互场景，有望代开成长新空间
- **看好公司竞争格局改善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、“碰一碰”有望打开成长新空间，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。

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