

传媒行业2026年度投资策略

关注景气赛道趋势，布局政策转向与AI应用机会

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

业绩加速向上，估值、配置逐步修复。1) 25年年初至今传媒（申万传媒指数）板块上涨24.36%，相对沪深300超额收益10.35%；产品周期推动的业绩周期上行的游戏板块个股涨幅领先；2) 前三季度A股传媒板块上市公司共计实现营业收入3876亿元、归母净利润321亿元，同比分别增长5.41%、37.18%；营收相比上年同期小幅回暖向上、净利润显著改善；Q3传媒板块上市公司共计实现营业收入1327亿元、归母净利润103亿元，同比分别增长8.11%、59.33%，加速上行；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 44x，处于过去5年80%分位数；横向比较，当前申万传媒指数TTM-PE估值分位数处于全市场中位数水平，在TMT中估值及历史分位数均低于其他行业；4) 机构持仓比例为1.11%，从2023年Q3以来持续上行但仍处于历史较低水平。

游戏、IP谷子景气高位，关注产品周期及景气趋势。1) 受益游戏新品周期表现，Q3传媒游戏板块上市公司共计实现营业收入304亿元、归母净利润46亿元，同比分别增长28.60%、111.65%，业绩进一步加速；头部公司新品强周期持续，26年业绩及估值均有上行空间；2) 手办/盲盒/卡牌/IP谷子等潮玩赛道依然火热；从二次元人群到谷子，当前消费群体仍处于较低的渗透水平；从日漫到国漫，国产谷子IP内容关注度逐渐超越进口，有助加速谷子人群破圈；出海加速，成长天花板进一步打开。

政策转向与AI应用加持，把握新一轮上升机遇。1) 娱乐内容产业发展与政策导向息息相关，从版号重启稳定发放、中办国办首提动漫游戏消费到“广电21号文”出台、《声鸣远扬》播出，政策持续转向；内容供给端改善之下有望逐步带动需求端回暖；长视频之外，微短剧人群持续破圈、海外市场持续高增长，娱乐内容产业在政策与内容创新驱动下景气度有望逐步改善。2) 新科技应用是娱乐内容产业的加速器，AI应用从“AI+”到“+AI”正在快速渗透；漫剧+AI显著降低成本、提升效率和内容生产投资回报率，成为内容产业新蓝海；AI赋能营销产业，从AppLovin到汇量科技，正在展现AI在营销端巨大商业化潜力；AI与游戏融合，从交互、个性化内容生成到产品运营持续推进。

投资观点：关注景气赛道趋势，布局政策转向与AI应用机会。1) 关注景气赛道趋势。强新品周期有望推动游戏板块业绩与估值持续上修，自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐巨人网络、吉比特、恺英网络、心动公司、三七互娱等标的；受众及品类持续泛化、出海打开新空间，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；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）；2) 布局内容政策转向与AI应用机会，重点看好AI动漫短剧方向。娱乐内容关注政策转向、供给端底部改善带动需求改善可能，推荐平台（芒果超媒、哔哩哔哩）、内容（光线传媒、华策影视等）以及播放渠道（万达电影等）；AI应用重点把握应用场景机会，重点关注AI动漫短剧方向，关注广告、游戏、玩具等领域机会，AI动漫短剧推荐中文在线、昆仑万维、哔哩哔哩、芒果超媒等IP、平台出海标的、关注高弹性的内容制作公司如华策影视等，AI广告营销方向推荐汇量科技、浙文互联等标的，AI游戏关注恺英网络、三七互娱、顺网科技等标的。

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。

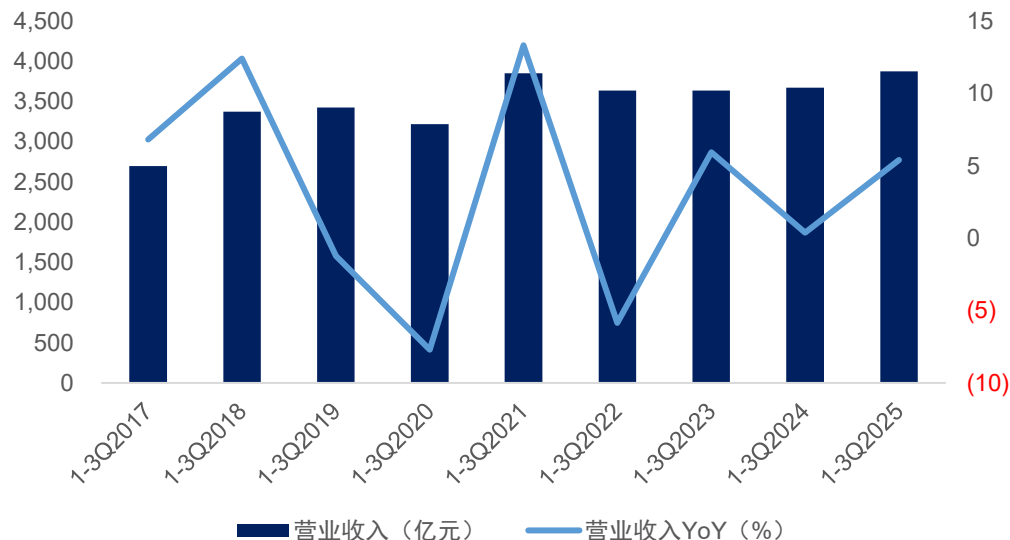
- [01] 传媒板块回顾：业绩加速向上，估值、配置逐步修复
- [02] 游戏、IP谷子景气高位，关注产品周期及景气趋势
- [03] 政策转向与AI应用加持，把握新一轮上升机遇
- [04] 投资建议：把握景气赛道趋势，布局政策转向与AI应用机会

1.传媒板块：业绩加速向上，估值、配置逐步修复

1.1 景气拐点向上：1-3Q营收同比向上，净利润显著改善

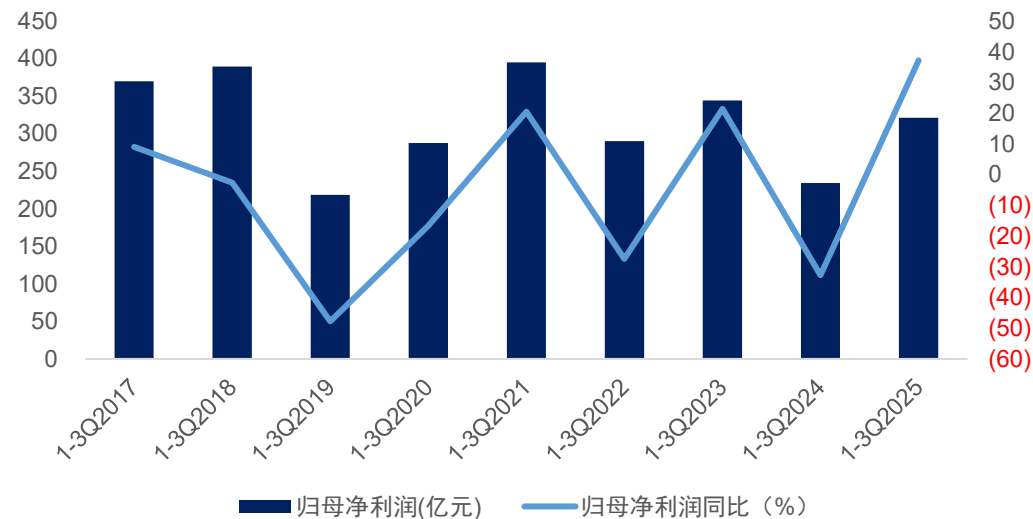
- 2025年前三季度A股传媒板块（申万传媒行业分类，下同）上市公司共计实现营业收入3876亿元、归母净利润321亿元，同比分别增长5.41%、37.18%
- 营收相比上年同期回暖向上、净利润显著改善；主要原因一方面在于去年同期较低的基数效应，另一方面在于费用端的显著下降（管理费用率/所得税等）。

图：2025年前三季度传媒板块营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年前三季度传媒板块归母净利润及增速

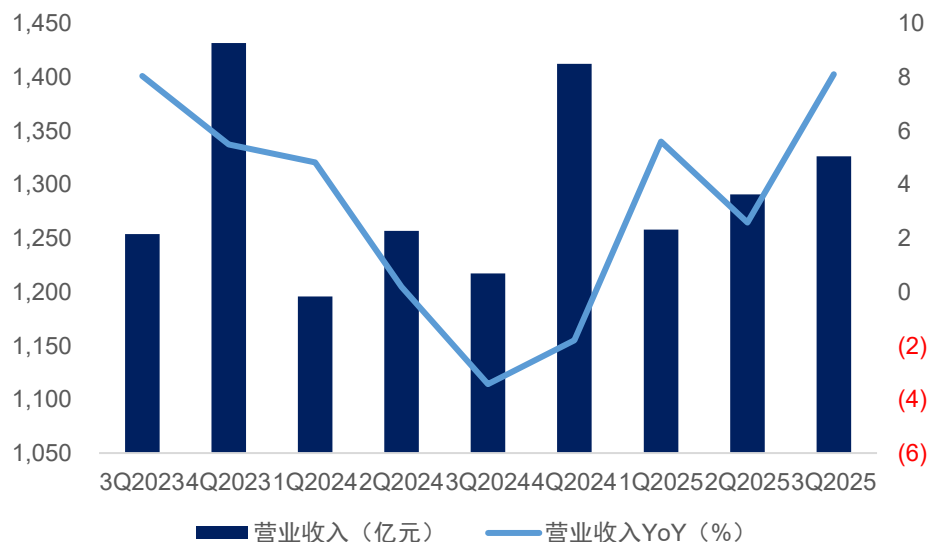


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 景气拐点向上：Q3营收及业绩增速加速上行

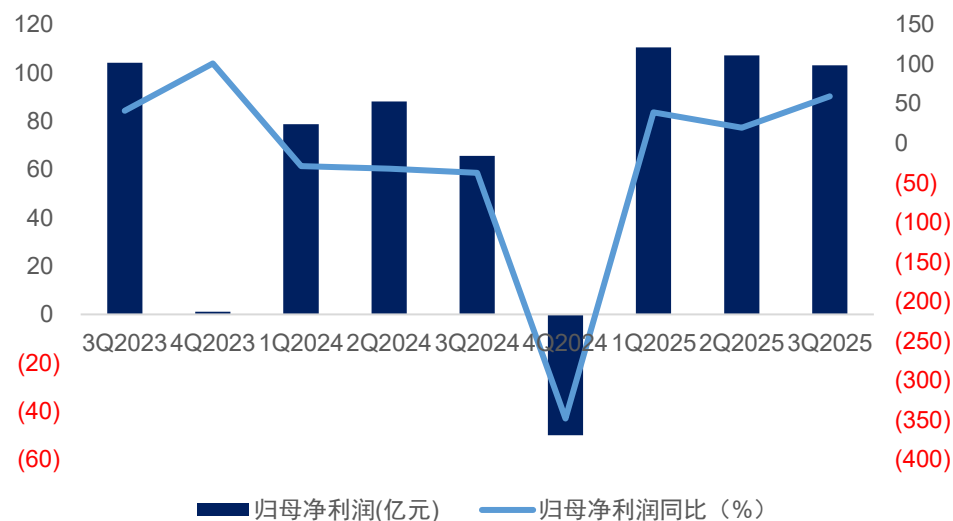
- 25年Q3 A股传媒板块上市公司共计实现营业收入1327亿元、归母净利润103亿元，同比分别增长8.11%、59.33%，
- **增速持续向上。**归母净利润在经历了24年Q1以来的连续4个季度下滑后显著转正向上；营收亦从24年Q3以来的持续下滑后拐点温和向上；主要得益于游戏板块在新游带动下净利润同比大幅改善、出版行业所得税优惠延续之后净利润同比转正。

图：传媒板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

1.2 新品周期带动游戏板块业绩加速

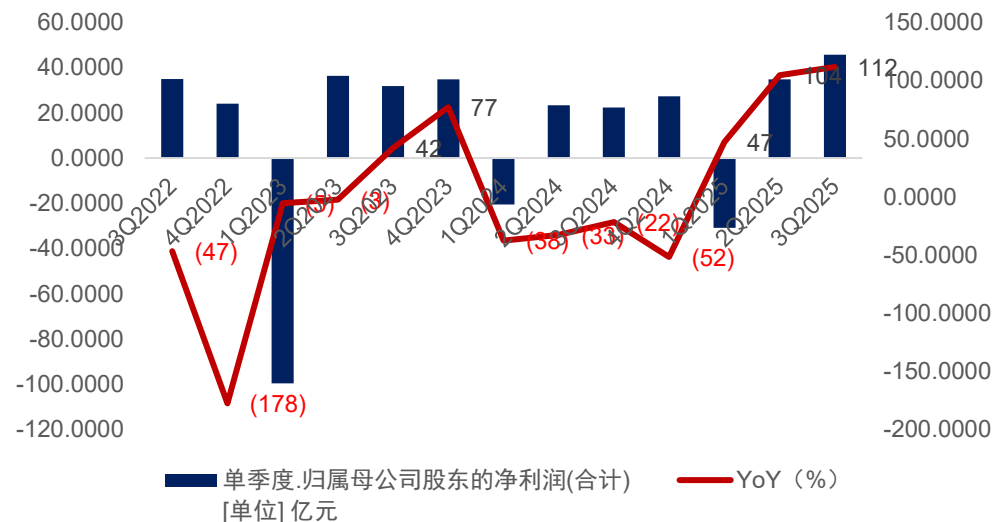
- 25年Q3A股传媒游戏板块上市公司共计实现营业收入304亿元、归母净利润46亿元，同比分别增长28.60%、111.65%；
- 归母净利润增速从25年Q1以来转正并呈现加速向上；营收亦持续拐点向上；主要得益于部分上市公司新品表现优异（如世纪华通、巨人网络等）。

图：游戏板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：游戏板块归母净利润及增速（季度）

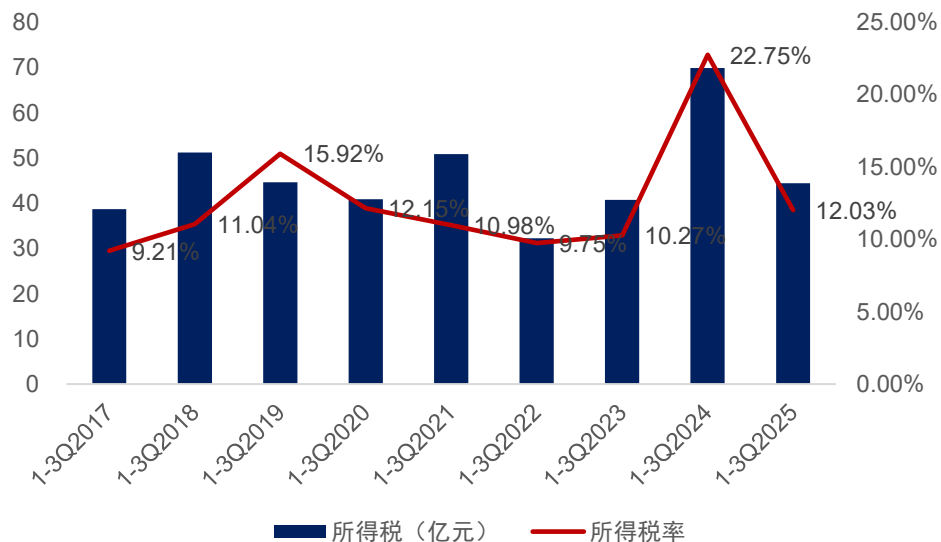


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.2 所得税率恢复正常带动出版行业业绩修复

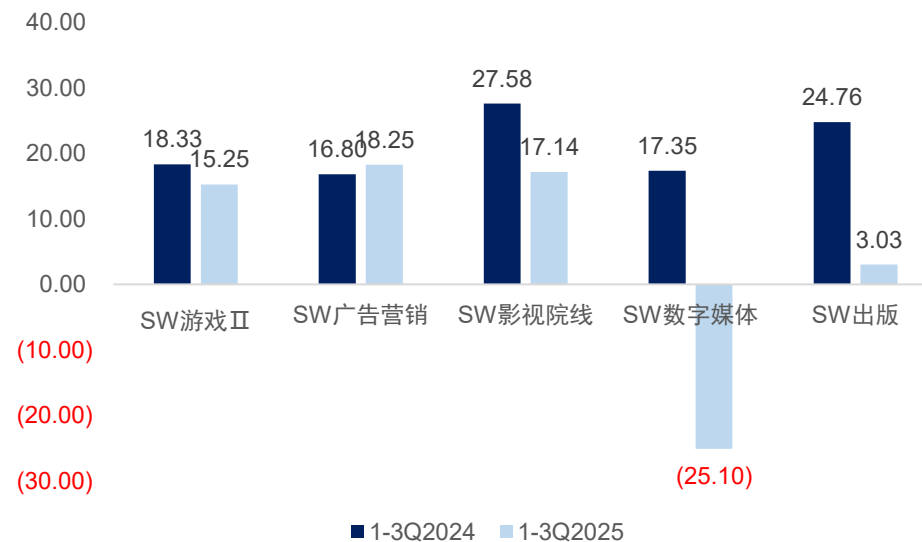
- 受所得税税率政策调整影响，24年所得税率显著提升，也是造成同期归母净利润大幅下滑的重要原因；25年所得税率恢复正常，前三季度整体税率约为12%，与之前基本相当；
- 具体来看，子板块中出版（25%到3%）、数字媒体（17%到-25%）所得税率影响最为显著；出版行业所得税免征政策2024年到期导致税率大幅提升、25年恢复正常；数字媒体行业主要在于芒果超媒提所得税资产所带来的基数效应。

图：所得税率恢复至正常水平（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：出版、数字媒体行业所得税影响明显（单位：%）

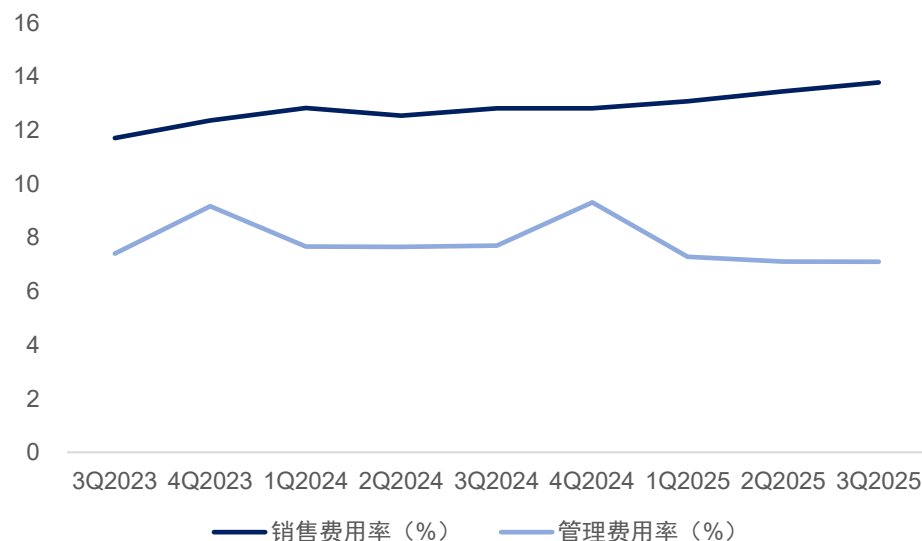


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 25年Q3业绩回顾：毛利率稳中有升，净利率与ROE改善明显

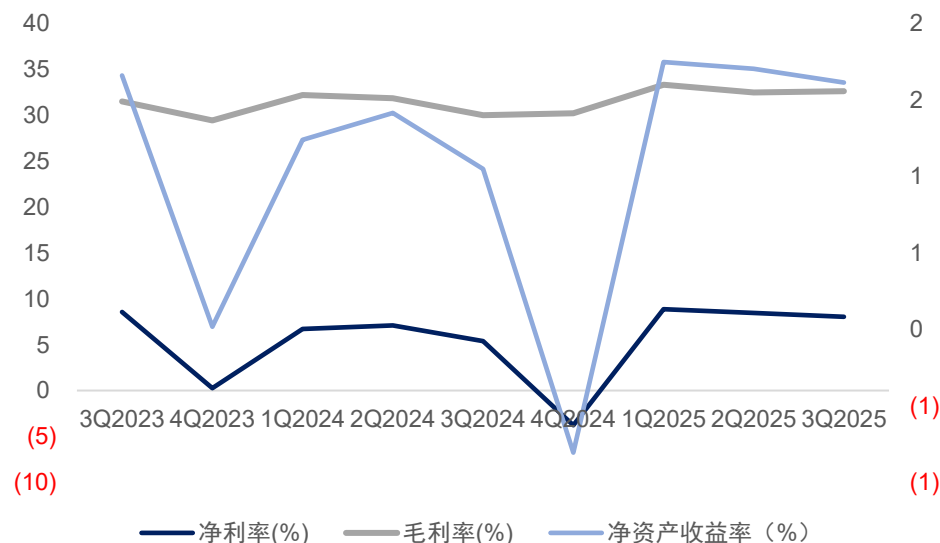
- 2025年Q3传媒板块毛利率稳中有升，同比提升2.63个百分点至32.63%；净利率同比提升2.62个百分点至8.02%；
- 管理费用率保持稳定，管理费用率7.10%、与上年基本一致；销售费用率同比提升0.96个百分点至13.78%；

图：费用率保持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率稳中有升，净利率及ROE改善明显

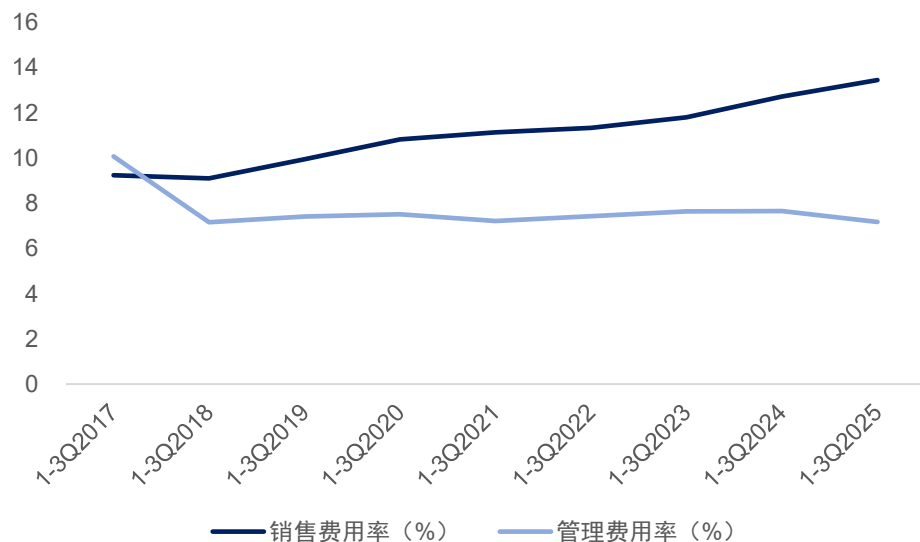


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 景气拐点向上：1-3Q营收同比向上，净利润显著改善

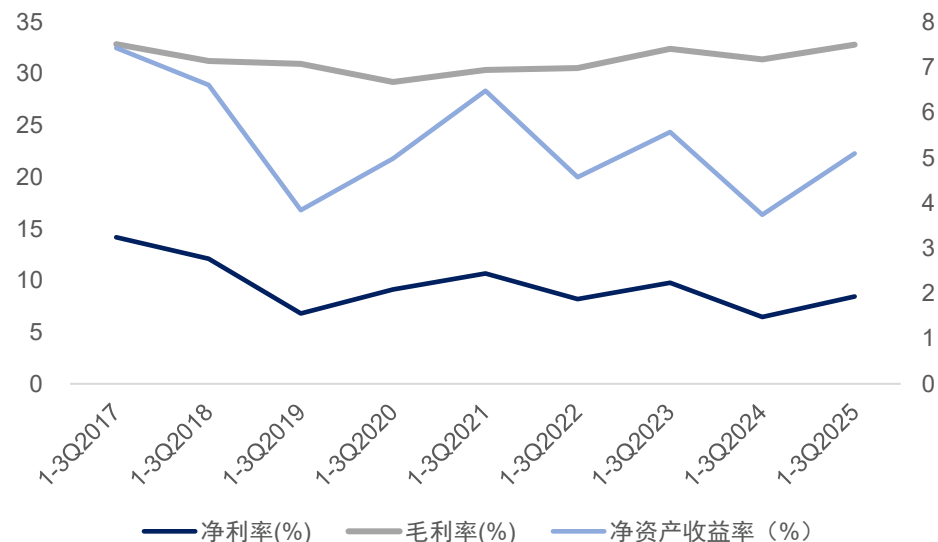
- 传媒板块毛利率稳中有升，同比提升1.44个百分点至32.81%；净利率同比提升1.97个百分点至8.44%；
- 管理费用率7.16%、比上年同期下降0.49个pct；销售费用率同比略提升0.73个百分点至13.44%；

图：销售费用率同比提升明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率稳定，净利率及ROE提升明显

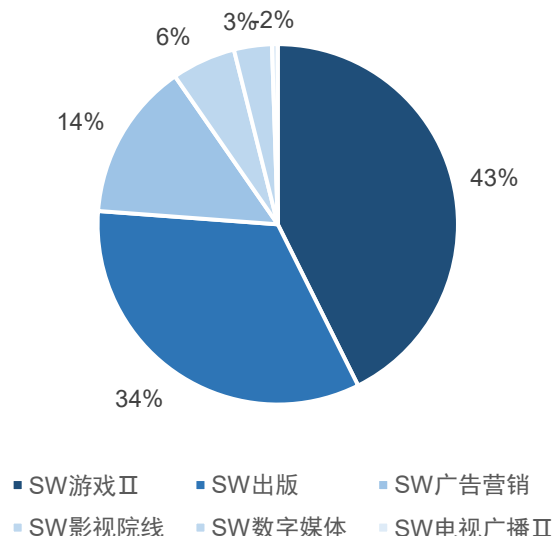


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 子版块：游戏及影视行业高增长

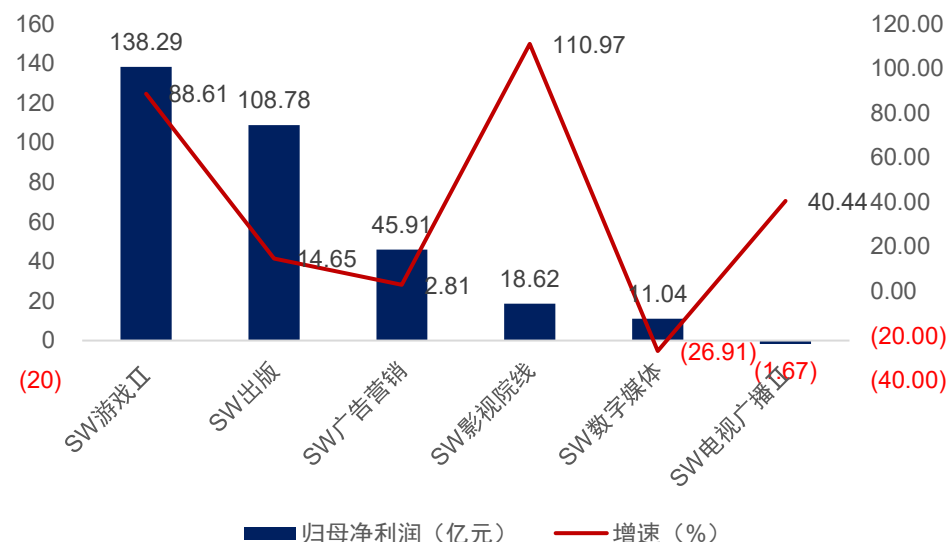
- 前三季度主要板块利润表现中，游戏行业实现归母净利润138亿元、同比增长88.61%、行业占比上升至43%，超越出版行业成为第一大利润板块；出版行业整体实现归母净利润108.78亿元、同比增长14.65%、行业占比34%，位居第二；
- 整体来看，游戏、影视行业实现高增长，除数字媒体外、其他子版块均实现正增长。

图：子版块利润体量占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：子行业归母净利润及增速

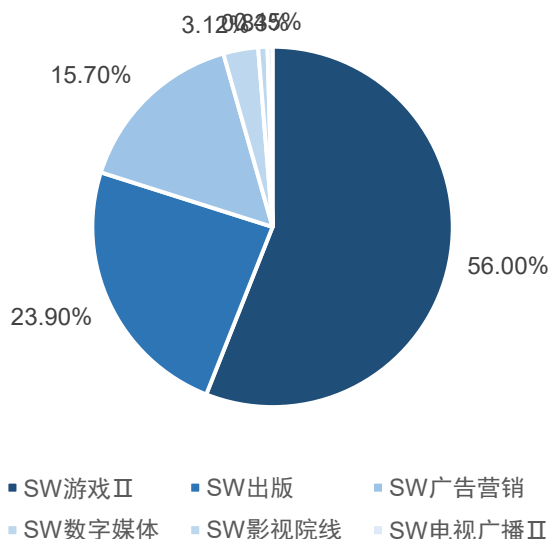


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 子版块：全部子行业利润均转正，游戏行业增速一枝独秀

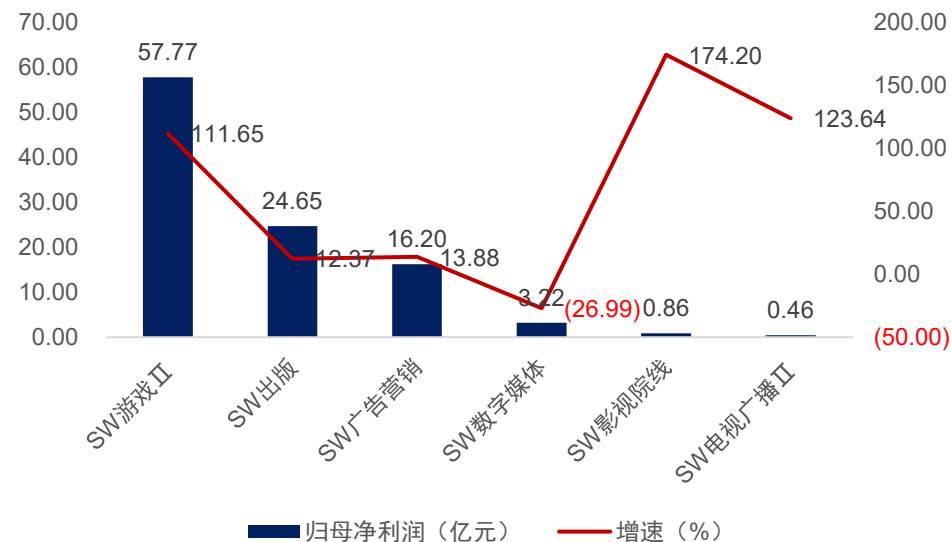
- 2025年Q3主要板块利润表现中，游戏、出版、广告营销行业位居前三，分别实现归母净利润57.77、24.65、16.2亿元；全部子行业均实现利润为正；
- 增速上来看，除数字媒体外、均实现正增长；其中游戏、出版分别同比增长111.65%、12.37%。

图：子版块利润体量及占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：子行业归母净利润及增速

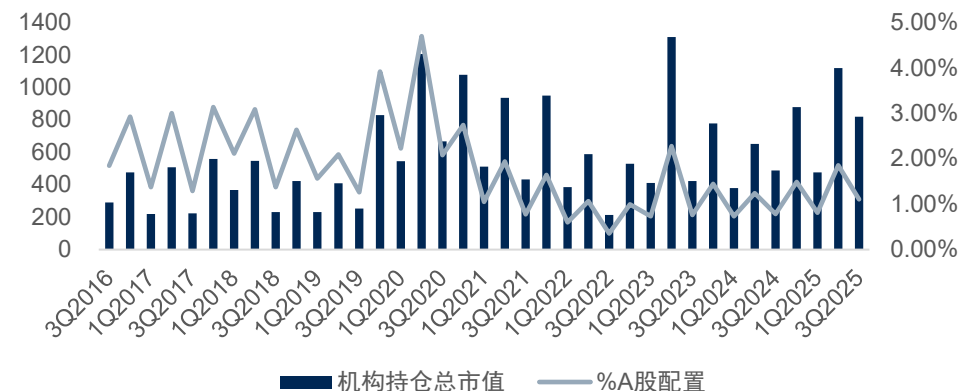


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 公募机构配置占比提升

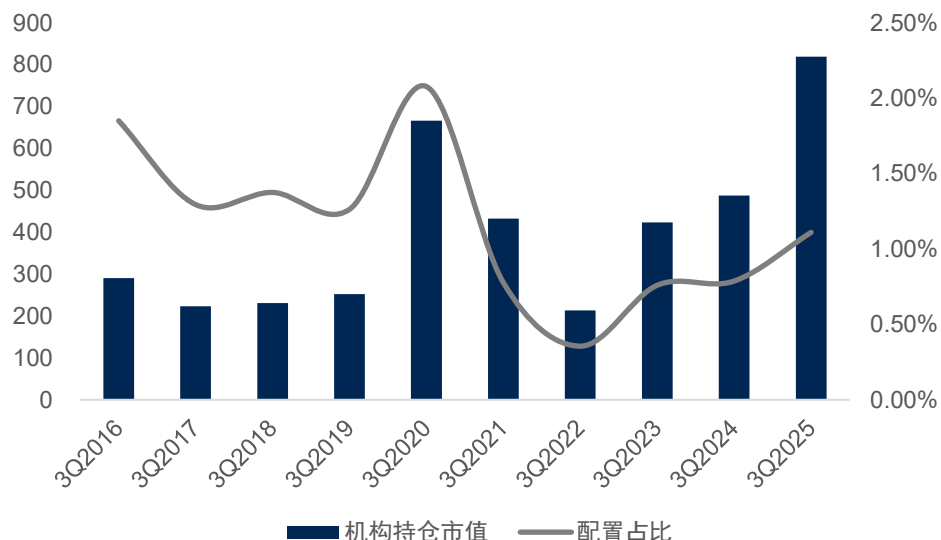
- 截至Q3（0930），公募机构在传媒板块持仓总市值819亿元，占传媒板块总市值4.43%，占公募机构A股持仓比例为1.11%，从2023年Q3以来持续上行；
- 相比历史配置均值，当前仍有较大上行空间

图：公募基金持仓占板块总市值（Q3）



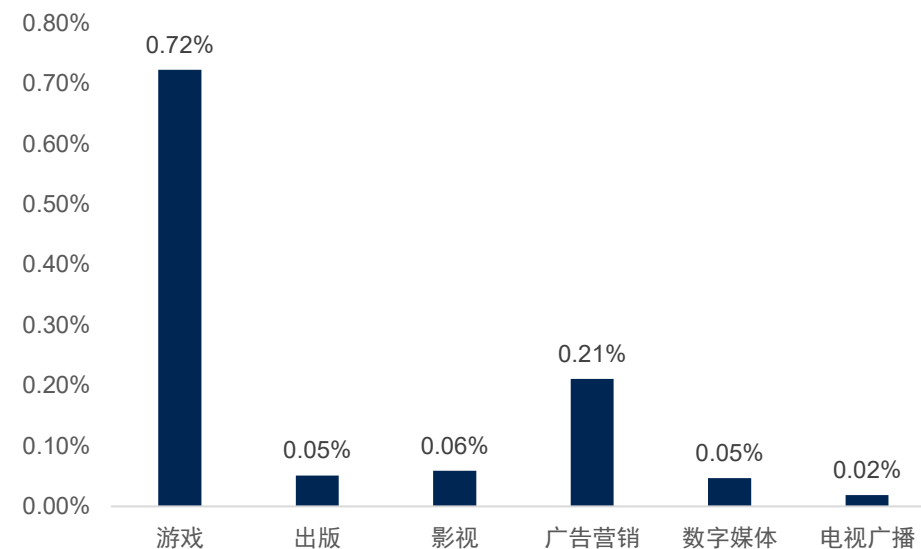
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募机构配置（亿元）占比（Q3）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申万二级行业公募机构配置比例（Q3）

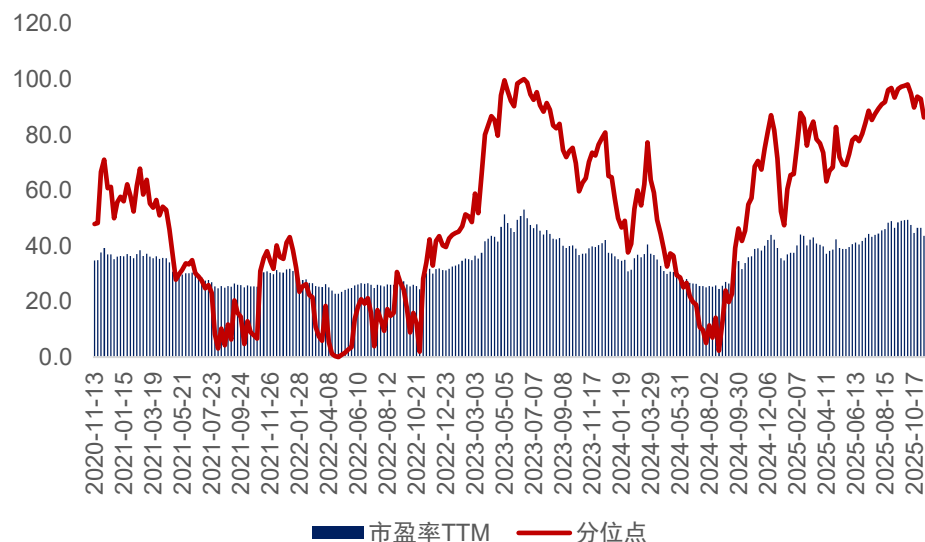


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 横向比较估值在TMT行业中仍处于较低水平

- 年初至今传媒板块上涨24.36%，相对沪深300超额收益10.35%，表现良好
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 44x，处于过去5年80%分位数；
- 横向比较，当前申万传媒指数TTM-PE估值分位数处于全市场中位数水平，在TMT中估值及历史分位数均低于其他行业；

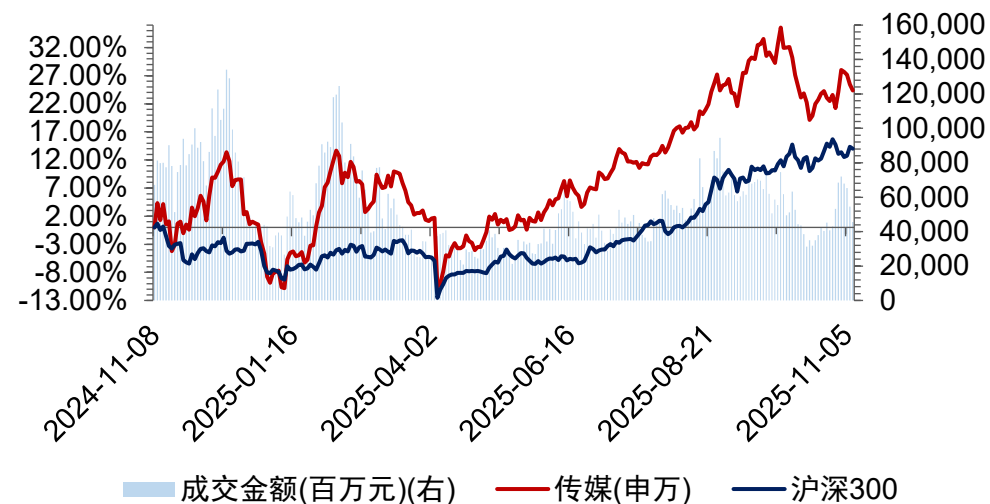
图：传媒板块TTM估值及分位点（%）



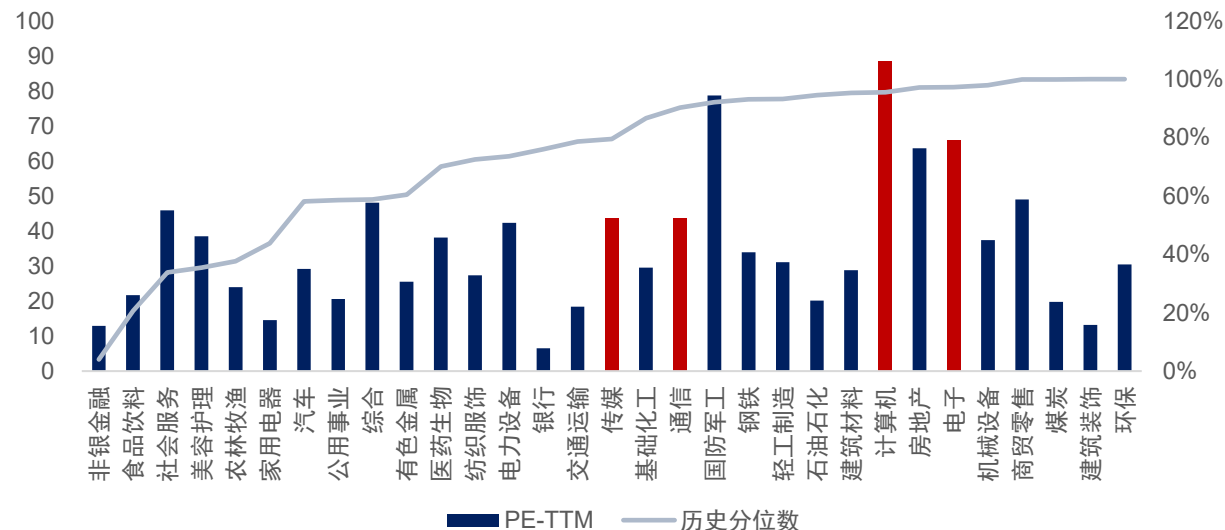
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

传媒(申万)-行情图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



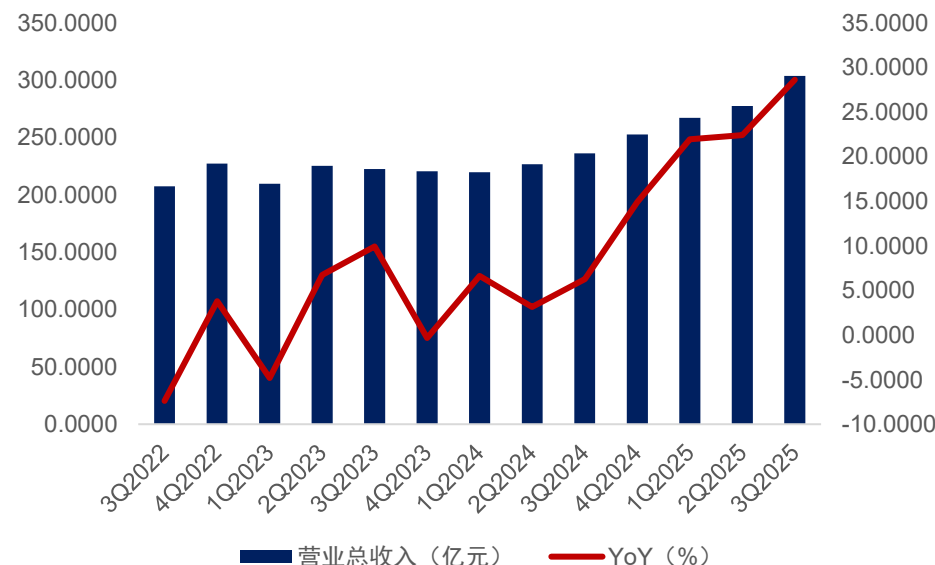
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.游戏、IP谷子景气高位，关注产品表现及景气趋势

2.1 游戏：业绩向上

- 25年Q3A股传媒游戏板块上市公司共计实现营业收入304亿元、归母净利润46亿元，同比分别增长28.60%、111.65%；
- 归母净利润增速从25年Q1以来转正并呈现加速向上；营收亦持续拐点向上；主要得益于部分上市公司新品表现优异（如世纪华通、巨人网络等）。

图：游戏板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：游戏板块归母净利润及增速（季度）

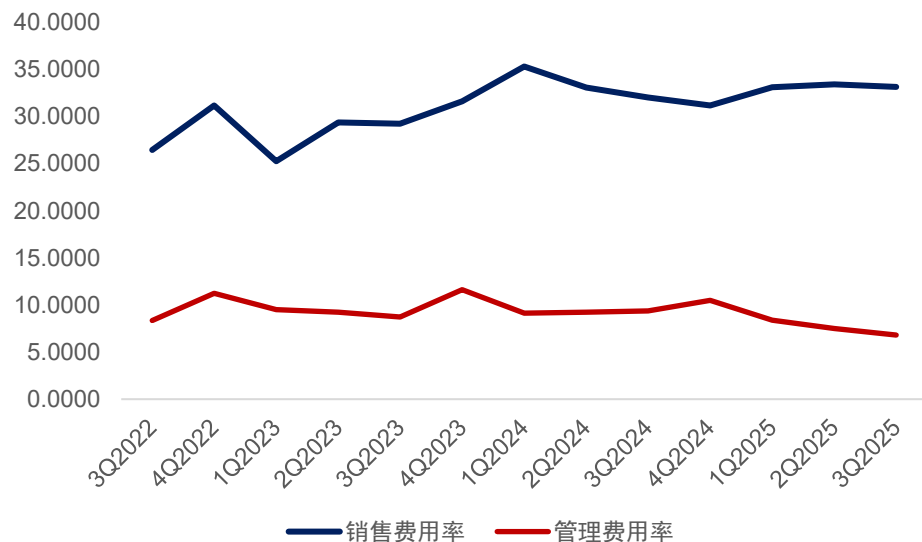


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.1 游戏：费用率管控良好，净利率改善向上

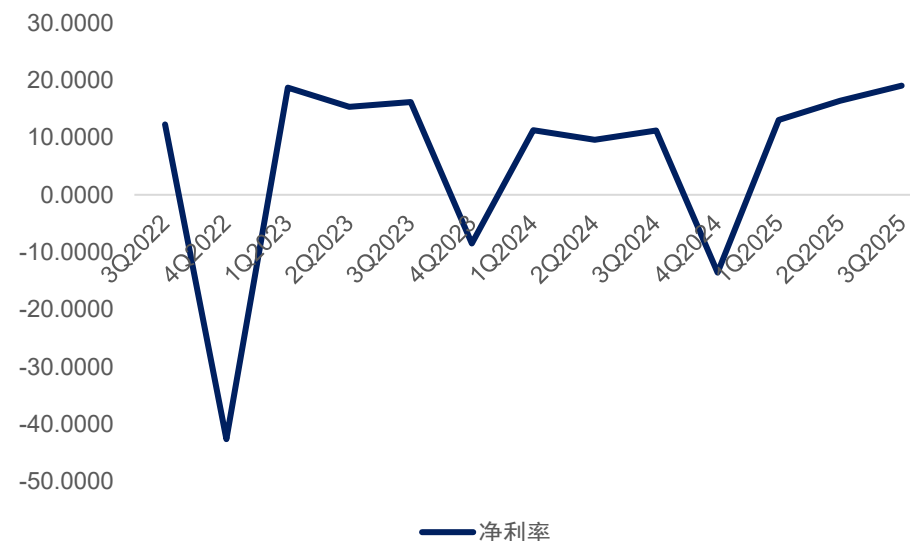
- 营收大幅增长的背景下，费用率整体表现良好。销售费用率33%，与Q1基本持平、与上年同期略微提升1个pct，表明新品内容质量提升带动作用较为明显；管理费用率下降，Q3全行业为6.8%，同、环比分别下降2.56、0.69个pct；
- 净利率改善明显，Q3环比Q2提升2.65个pct至19%、同比则提升7.83个pct。

图：游戏板块季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：净利率（季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.1 头部公司新品强周期

- 巨人网络《超自然行动组》：创新性恐怖冒险手游，2025年1月23日正式上线。主打"中式微恐+多人合作"的差异化玩法，核心采用当下流行的"搜打撤"（搜索、战斗、撤离）机制，结合PVE合作生存模式。在这一设计下，四名玩家需要组队进入神秘古迹探险，寻找高价值道具（如圣杯、雪莲、龙珠），同时需要协同对抗AI控制的"鬼怪"并成功撤离。
- 2025年7月游戏首次进入iOS免费榜TOP3并于7月25日官宣“同时在线人数突破100万”的重要里程碑。8月根据Sensor Tower的统计ios流水位居第10位，超越同类型老牌手游《第五人格》；

图：《超自然行动组》ios排行及评分



资料来源：七麦数据，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：8月ios手游收入排名



资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

图：《超自然行动组》同时在线破百万



资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

2.1 头部公司新品强周期

- **世纪华通**：得益于《Whiteout Survival》、《Kingshot》、《无尽冬日》等游戏的优异表现，9月世纪华通两款手游位居中国手游海外榜单前2。
- SLG+X模式打造爆款工厂，《奔奔王国》小游戏及APP陆续上线，有望带动营收及利润持续向上；

图：9月世纪华通两款手游位居出海前二名

2025年9月中国手游收入TOP30 | 海外App Store + Google Play

手游及发行商	
1 Whiteout Survival 点点互动	16 鸣潮 库洛游戏
2 Kingshot 点点互动	17 Destiny: Rising 网易
3 Gossip Harbor: Merge & Story 柠檬微趣	18 万国觉醒 莉莉丝游戏
4 Last Z: Survival Shooter Florere Game	19 Tasty Travels: Merge Game 点点互动
5 PUBG MOBILE 腾讯	20 Project Makeover Magic Tavern
6 使命召唤手游 动视暴雪 & 腾讯	21 Archero 2 海彼
7 Dark War Survival Florere Game	22 Lands of Jail 益世界
8 原神 米哈游	23 杖剑传说 雷霆网络
9 崩坏：星穹铁道 米哈游	24 绝区零 米哈游
10 Top Heroes 江缘互动	25 明日方舟 鹰角网络 & 悠星网络 & 心动网络
11 Seaside Escape: Merge & Story 柠檬微趣	26 口袋奇兵 江缘互动
12 Age of Origins Carnel Games	27 荒野行动 网易
13 Mobile Legends: Bang Bang 沐瞳科技	28 王国纪元 IGG
14 恋与深空 叠纸网络	29 碧蓝航线 悠星网络
15 Puzzles & Survival 三七互娱	30 三国志·战略版 灵犀互娱

以上榜单来源于Sensor Tower 2025年9月期间中国大陆以外App Store及Google Play商店之手游收入估算。

图：《无尽冬日》



资料来源：游戏官网，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：《奔奔王国》



资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

2.1 头部公司新品强周期

- 吉比特：《问道》、《一念逍遥》保持稳定，奠定业绩基础。
- 新品《问剑长生》、《仗剑传说》表现良好，打开业绩增长空间
- SLG新品《九牧之野》等

图：《仗剑传说》



资料来源：游戏官网，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：《问剑长生》



资料来源：游戏官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

2.1 关注流水与新品表现

- 产品周期表现强势。1) 年初至今，头部游戏公司爆品频出，世纪华通《无尽冬日》《Kingshot》、巨人网络《超自然行动组》DAU及流水实现大突破、吉比特《杖剑传说》等表现超预期；2) 展望未来，上述产品强周期有望持续；头部公司/新品中，《奔奔王国》国内上线、巨人网络《名将杀》等值得期待、完美世界《异环》、恺英网络《斗罗大陆》《盗墓笔记》、神州泰岳多款SLG新品等，头部公司新品强周期有望持续；
- 估值具备向上空间：按照一致预期，26年头部公司估值已经调整至20x以下水平，正常波动区间15-25x；而从产品和业绩周期来看，存在产品推动下的业绩与估值持续向上可能。

表：主要游戏公司盈利预测与估值

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
002602.SZ	ST华通	1287	524	1213	6058	10153	246	106	21	13
002558.SZ	巨人网络	687	1086	1425	2217	3358	63	48	31	20
002517.SZ	恺英网络	503	1462	1628	2162	2527	34	31	23	20
300418.SZ	昆仑万维	556	1258	(1595)	(393)	133	44	(35)	(141)	419
002555.SZ	三七互娱	463	2659	2673	2970	3201	17	17	16	14
2400.HK	心动公司	341	(83)	812	1653	1995	(411)	42	21	17
603444.SH	吉比特	348	1125	945	1554	1791	31	37	22	19
002624.SZ	完美世界	329	491	(1288)	792	1581	67	(26)	42	21
300002.SZ	神州泰岳	232	887	1428	1164	1477	26	16	20	16
600633.SH	浙数文化	169	663	512	652	749	25	33	26	23
300113.SZ	顺网科技	149	170	252	368	451	88	59	40	33
002605.SZ	姚记科技	107	562	539	601	661	19	20	18	16
300031.SZ	宝通科技	96	106	210	341	401	90	46	28	24

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，其中盈利预测为wind一致预期

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.2 IP潮玩：品类泛化，景气持续

- 从手办、盲盒到卡牌
- “塑料黄金” IP谷子
- 根据QuestMobile的预测，国内谷子经济市场规模将从2022年的941亿元增长至2025年的2406亿元，未来三年仍将以超过10%的速度增长

图：LABUBU



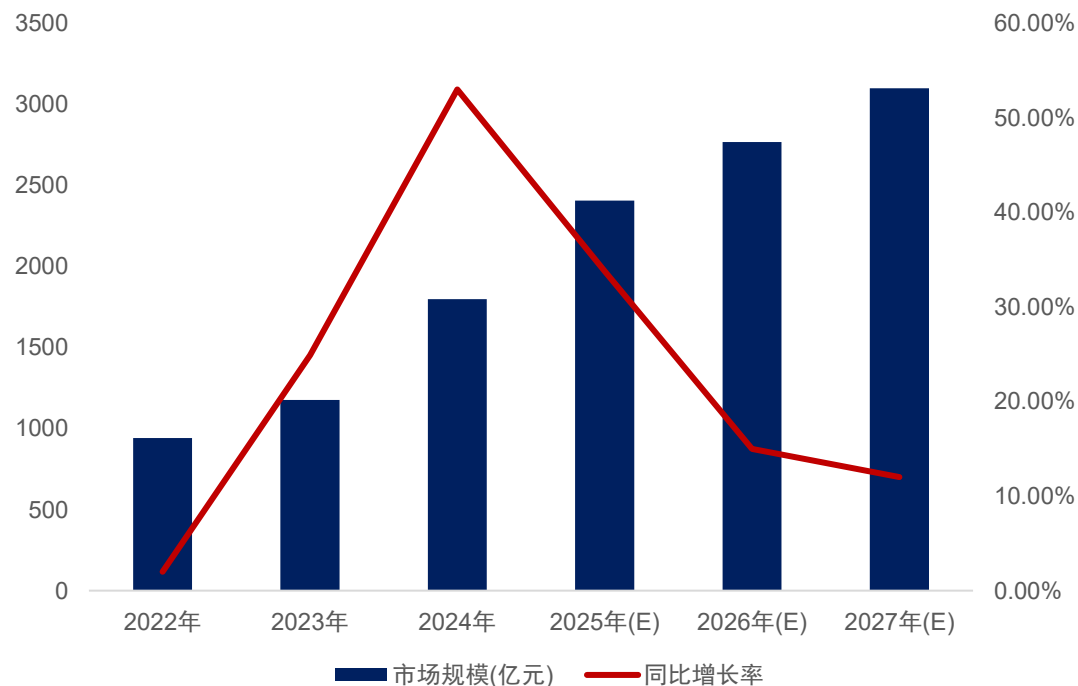
资料来源：泡泡玛特淘宝旗舰店，国信证券经济研究所整理

图：卡游小马宝莉卡片



资料来源：卡游淘宝旗舰店，国信证券经济研究所整理

图：IP谷子

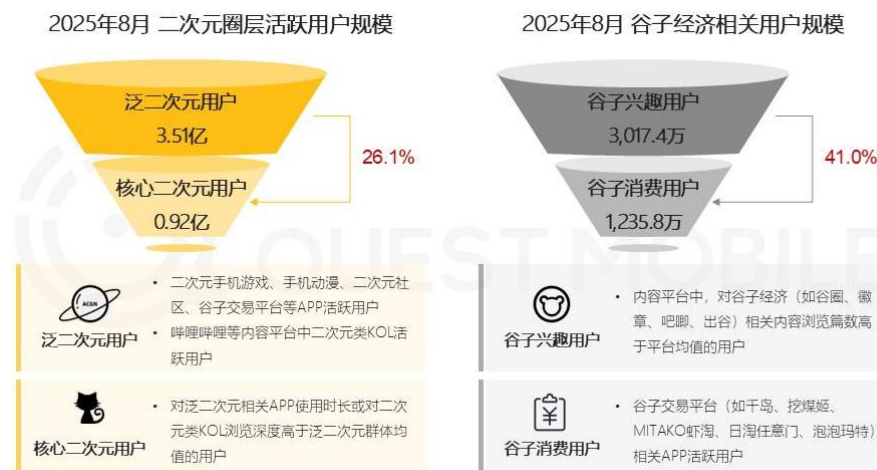


资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

2.2 IP潮玩：国漫崛起，人群破圈

- 相比3.51亿的二次元人群，当前谷子经济兴趣用户0.3亿、消费用户0.12亿，仍处于较低的渗透水平；
- 从日漫到国漫，国产谷子IP内容关注度逐渐超越进口，有助于加速谷子人群破圈。

图：二次元与谷子经济用户群体对比



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

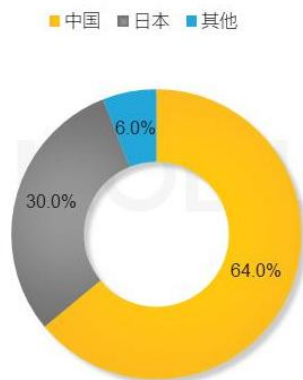
图：国产谷子关注度提升明显

国产与进口 谷子IP 用户内容关注度变化

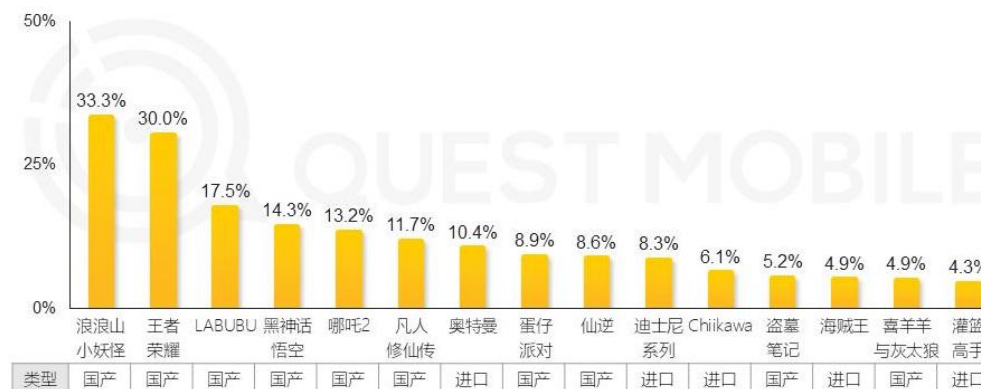


资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

2025年8月 用户内容关注度TOP100 谷子IP 国别分布



2025年8月 全网用户关注度TOP15谷子IP

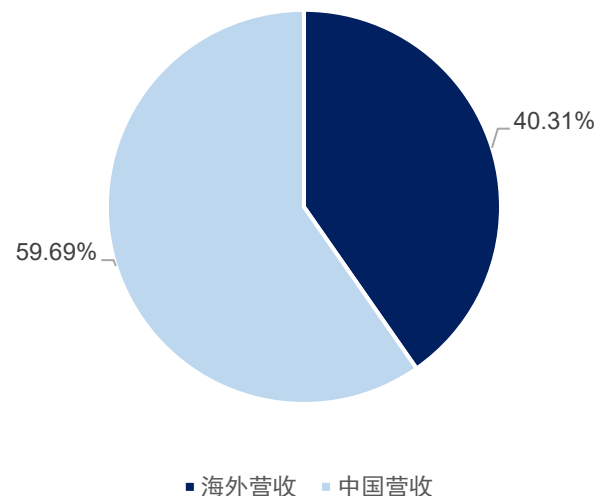


资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

2.2 IP潮玩：文化出海，星辰大海

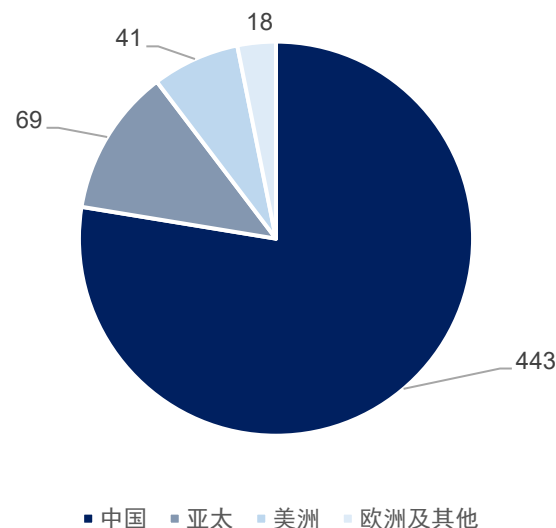
- 2025年上半年泡泡玛特海外实现海外营收55.9亿元、营收占比40%；
- Q3海外市场增长进一步加速

图：泡泡玛特上半年海外营收占比



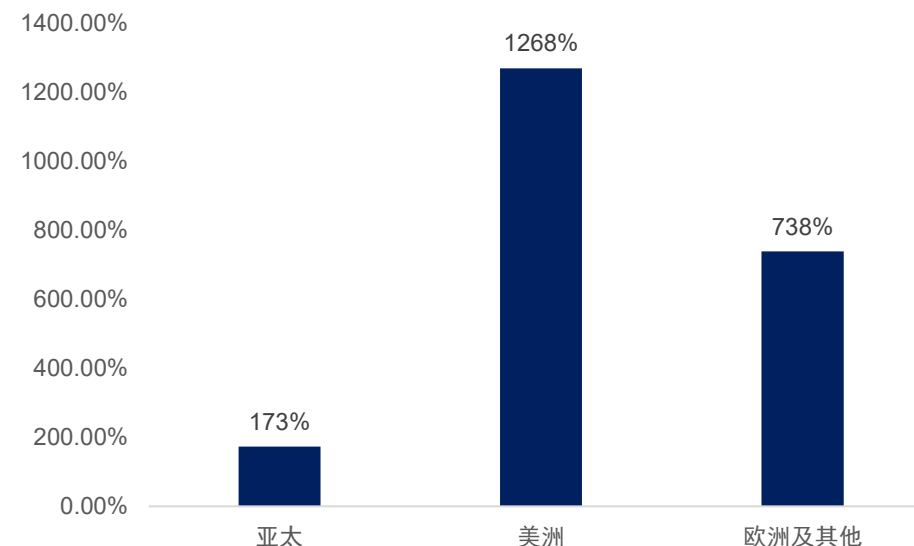
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特上半年门店分布



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特Q3主要区域增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，其中增速为Q3预告数据中位数

3. 政策转向与AI应用加持，把握新一轮上升机遇

3.1 政策周期

- 2011年十七届六中全会通过《《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，从顶层设计推动文化产业发展进入快车道
- 2012-2015，财政、金融等领域政策持续扶持
- 2015年互联网+，进一步推动行业发展走向高潮

年份	政策名称	发布部门	核心内容	重点支持方向
2012	《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》	中共中央办公厅、国务院办公厅	提出文化强国战略，推动文化产业成为国民经济支柱性产业（占比5%）。	文化体制改革、国有文化企业转型、新兴媒体发展
2012	《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》	文化部、中国人民银行等九部委	鼓励银行开发文化信贷产品，支持文化企业上市融资。	文化金融、融资渠道拓宽
2013	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	国务院	推动三网融合，支持数字内容产业发展（如网络视听、动漫游戏）。	数字内容、信息技术与传媒融合
2013	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	国务院	强调文化创意与科技、旅游等产业融合，培育新型文化业态。	跨界融合、创意设计
2014	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	中央深改组	首次提出“媒体融合”国家战略，要求传统媒体转型全媒体。	媒体融合、全媒体建设
2014	《关于支持电影发展若干经济政策的通知》	财政部、国家新闻出版广电总局	对电影产业实行税收优惠，设立电影专项资金。	电影产业、财税支持
2014	《关于大力支持小微文化企业发展的实施意见》	文化部、工信部等	通过减税、补贴、简化审批等扶持小微文化企业。	小微企业、创业支持
2015	《关于加快构建现代公共文化服务体系的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	要求基层文化设施全覆盖，推动文化资源数字化共享。	公共文化服务、数字化传播
2015	《三网融合推广方案》	国务院办公厅	全面推广电信、广电、互联网业务双向进入。	三网融合、网络基础设施

资料来源：政府网站，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 政策周期

➤ 2016-2022，政策转向

年份	领域	政策/事件名称	发布机构	核心措施	典型案例/影响
2016	内容安全	《网络视听节目创作播出管理通知》	广电总局	禁播"非正常题材"网剧	《上瘾》《余罪》等下架
	资本市场	影视并购重组收紧	证监会	叫停明星证券化并购	唐德影视收购范冰冰公司被否
2017	内容安全	《网络视听节目内容审核通则》	广电总局	确立"十不准"内容红线	《白夜追凶》修改后上线
	资本市场	再融资新规	证监会	限制定增和大股东减持	华谊兄弟市值腰斩
2018	内容安全	游戏版号冻结	中宣部、广电总局	暂停游戏审批8个月	腾讯股价跌40%
	资本市场	明星税务稽查	税务总局	追缴影视行业税款	补税117亿元
2019	内容安全	《网络信息内容生态治理规定》	网信办	建立内容黑名单制度	微博清理千万条信息
	资本市场	文娱类IPO收紧	证监会	通过率降至30%	开心麻花IPO终止
2020	平台经济	《关于平台经济领域的反垄断指南》	市场监管总局	禁止"二选一"、"大数据杀熟"	阿里、美团等被立案调查
	内容安全	网络直播专项整治	网信办等8部门	封禁违规直播账号	虎牙、斗鱼被约谈
2021	平台经济	阿里"二选一"垄断处罚	市场监管总局	罚款182亿元	中国互联网史上最大罚单
		《数据安全法》实施	全国人大	严控数据跨境流动	滴滴APP下架
	内容安全	"清朗"系列专项行动	网信办	整治"饭圈"乱象	微博明星榜下线
2022	平台经济	《互联网信息服务算法推荐管理规定》	网信办等4部门	要求算法备案，禁止诱导沉迷	抖音、微信调整推荐机制
		游戏版号再次收紧	国家新闻出版署	全年仅发放400+个版号	腾讯《王者荣耀世界》延期
	资本市场	中概股审计监管新规	证监会、美国PCAOB	要求审计底稿开放	200+家中概股面临退市风险

资料来源：政府网站，国信证券经济研究所整理

3.1 政策周期

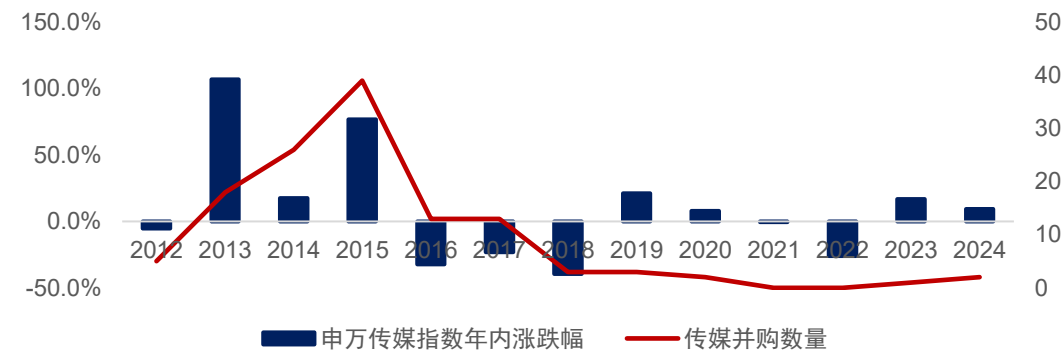
➤ 2022年至今，政策转向；科技创新、走出去

年份	领域	政策名称	发布部门	核心支持措施	量化目标/国际对标
2022	文化数字化	《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	中办、国办	1. 建设国家文化大数据体系 2. 文化遗产高精度数字化采集（单项目补贴最高500万元）	2035年完成100万件文物数字化
	平台经济	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	国家发改委、市场监管总局	设立"红绿灯"机制，鼓励平台参与科技创新	平台研发投入年均增长15%
	金融监管	《金融科技发展规划（2022-2025）》	中国人民银行	试点区块链在版权交易中的应用	文化类数字资产交易规模破千亿
2023	文化科技融合	《文化产业赋能乡村振兴计划（2023-2025）》	文旅部等六部门	1. 开发乡村元宇宙文旅项目（每县补助2000万元） 2. 建设AR/VR非遗体验馆	建成200个数字非遗工坊（对标UNESCO）
	国际化	《"数字文化出海"三年行动》	商务部、网信办	1. 网文、短剧海外发行退税15% 2. 建设10个海外文化数据中心	2025年数字文化出口额300亿美元
	AI+文化	《新一代人工智能在文化领域创新应用指南》	科技部、文旅部	重点发展AIGC内容生成，建立AI伦理审查机制	培育30家AI文化标杆企业
2024	数据要素	《"数据要素×"三年行动计划（2024-2026）》	国家数据局	1. 试点文化数据资产入表 2. 开放公共文化数据	文化数据交易年均增长20%
	金融监管	《关于金融支持文化和旅游行业恢复发展的通知》	中国人民银行、文旅部	1. 文旅企业贷款贴息 2. 景区门票收益权质押融资	文旅贷款增速不低于10%
	元宇宙	《关于推进元宇宙产业创新发展若干措施》	工信部	开放故宫、敦煌等国家级场馆元宇宙开发权限	2027年建成3个全球级文化元宇宙平台
2025	文化经济	《关于推动文化高质量发展的若干经济政策》	国务院办公厅	1. 设立500亿元文化专项基金 2. 文化企业上市"绿色通道" 3. 研发费用加计扣除150%	培育50家文化领军企业
	国际标准	《文化科技国际标准制定行动计划》	市场监管总局、国家标准委	主导制定云演艺、数字文物等国际标准	2026年前主导5项国际标准（对标IEEE）
	金融监管	《文化金融改革创新试点方案》	中国人民银行、证监会	1. 试点文化知识产权证券化 2. 放宽跨境融资限制	2027年形成可复制文化金融模式

3.1 从政策周期看传媒板块表现

- 2012之前：平淡期
- 2012-2015，文化体制改革、互联网+政策护航，移动互联网产业红利
- 2016-2022，调整期
- 2023年至今，游戏版号重启、AI应用风起

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

传媒(申万)-行情图



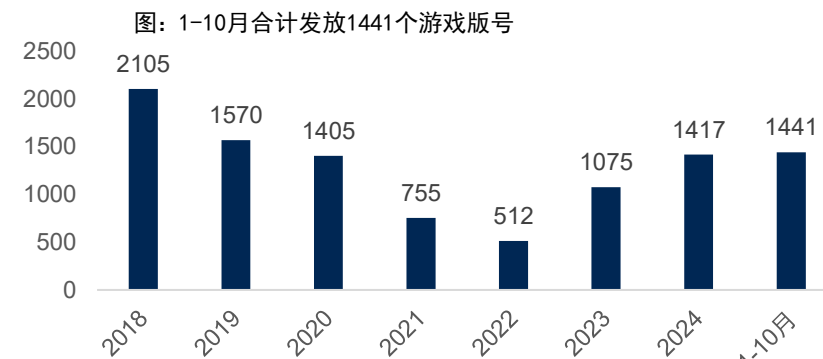
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 监管环境：游戏版号常态化发放

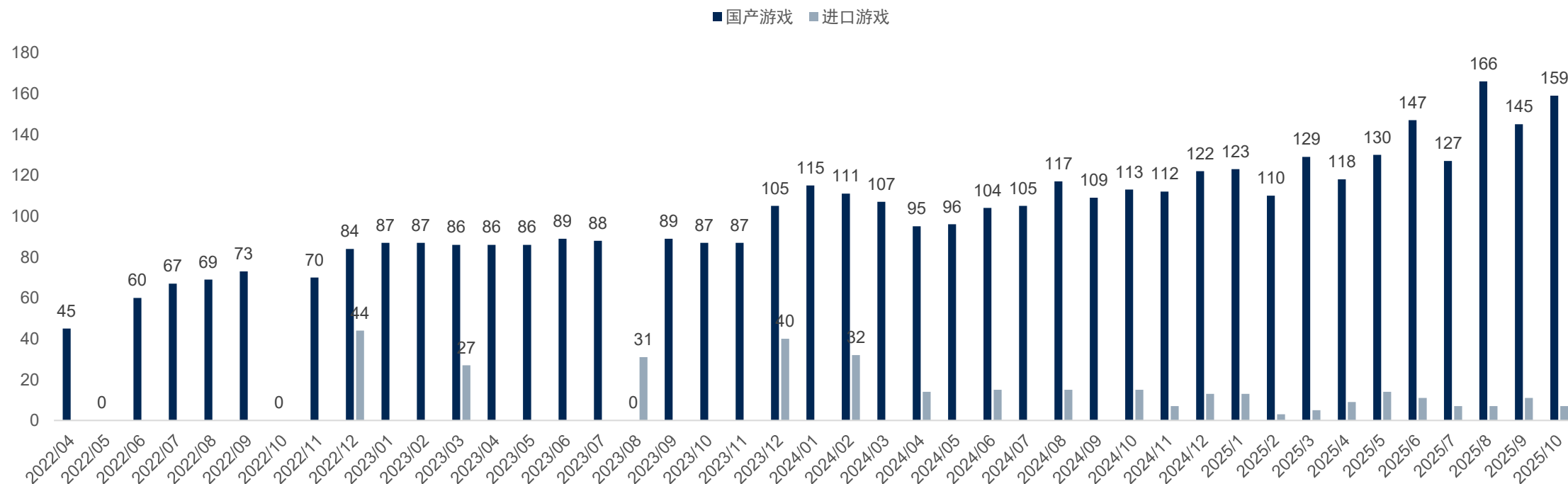
➤ 游戏版号保持常态化发放趋势、月均版号发放数量过百，监管政策保持稳定

➤ 1-10月份累计发放游戏版号1441个，同比增长23.9%

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

3.2 中办、国办促进动漫游戏

- 中办、国办《提振消费专项行动方案》，首次提出“促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费”；
- 除此之外，中央及地方亦不断推出游戏行业支持政策，外部监管环境持续向好；

图：中央及地方政府游戏相关支持政策

部门	文件名称	时间	相关内容
中共中央办公厅/国务院办公厅	“十四五”文化发展规划	2022	鼓励依托网络平台推出优秀网络游戏产品，发展积极健康的网络文化，推动数字文娱产业创新
			强调文化数字化战略，支持游戏与动漫、影视等产业融合
中共中央办公厅/国务院办公厅	提振消费专项行动方案	2025	首次明确支持游戏消费，提出促进动漫、游戏、电竞及衍生品消费，推动国货“潮品”国内外市场拓展
			鼓励原创IP开发，将中华优秀传统文化融入游戏设计
地方政府	文件名称	时间	相关内容
上海市	电竞之都建设	2024	计划投资80亿元打造“全球电竞中心”，支持电竞赛事、游戏研发及技术创新
			鼓励原创精品游戏，对获得版号的游戏给予奖励，并支持与国际发行平台合作
浙江	《关于支持浙产游戏出海的若干措施（征求意见稿）》	2025	优化审批流程，推动属地化管理试点； 鼓励精品3A游戏开发，支持与国际发行平台合作，培育游戏直播达人； 以杭州为核心，打造环之江文化产业带；提供工商登记、住房等配套服务，助力游戏企业发展
成都高新区	《加快数字经济产业高质量发展若干政策》	2023	支持游戏产品研发上线，每家企业每年最高不超过500万元；鼓励游戏企业发行结算，每家企业每年最高不超过1000万元；鼓励优秀文创作品创作运营，每家企业每年最高不超过200万元；支持举办顶尖电竞赛事，每家企业每年最高不超过500万元；

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 “广电21条” 出台、《声鸣远扬》播出，影视内容政策底部显现



- 国家广播电视总局印发实施《进一步丰富电视大屏内容 促进广电视听内容供给的若干举措》，其中包括“取消40集上限”“不严格限制古装剧数量”“抓好纪录片精品制作”“大力支持精品优秀动画片”等21条改革措施；
- 具体来看，广电21条”在内容制作、审查机制、播出等环节对相关政策做出了诸多优化调整，有望带动内容供给端持续改善、从而逐步带动需求端回暖，影视内容行业底部反转有望。

表：“广电21条”主要内容

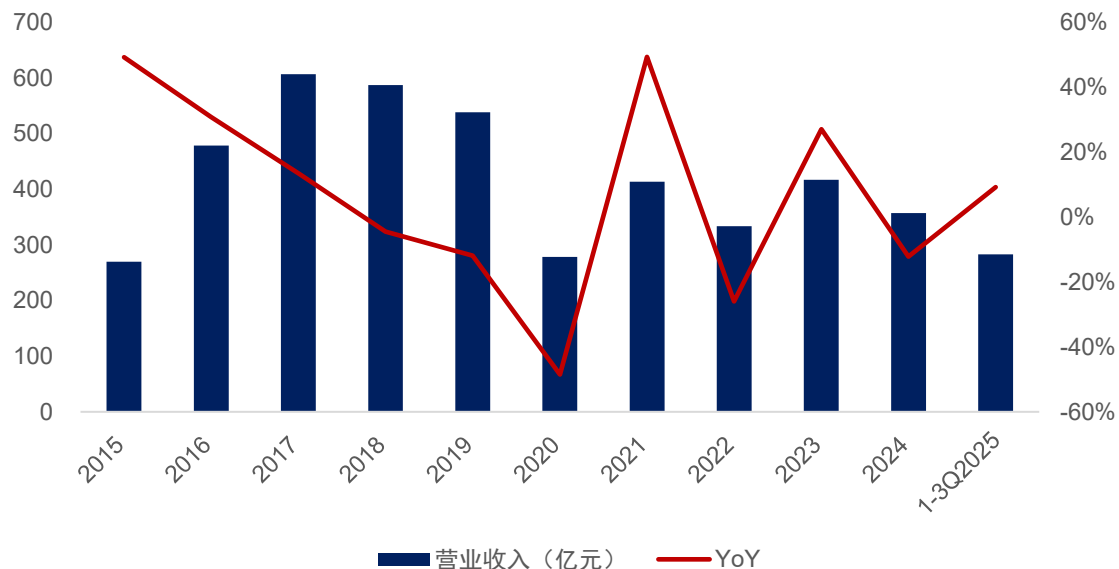
类别	主要内容
内容创新与建设	• 实施“内容焕新计划”，加强内容创新。 • 加强纪录片、动画片精品创作。 • 鼓励支持优秀微短剧进入电视播出。
电视剧管理政策优化	• 取消电视剧40集上限（但超长剧目仍需特别审核，防止“注水剧”）。 • 取消季播剧播出间隔一年的限制。 • 古装剧播出调控不再严格限制时长和比例。 • 不再限制“一剧两星”，大力支持网台同步播出。
引进境外优秀节目	• 鼓励择取境外优秀作品进行高质量本土化改编（并不局限于日、韩IP）。 • 支持引进优质海外电视剧、纪录片、动画片在卫视频道黄金时段播出。 • 优化引进剧集指标分配，取消单一主体引进指标数量限制。
审查机制改进	• 建立总局和省局同步审查机制，缩短审查周期。 • 审查时限由50天压缩至30天。（注：部分协审时限不超过50天） • 对系列剧、季播剧、单元剧、情景喜剧等试行“边审边播、边改边播”。 • 优化协审机制（如专家提前介入，非必要不协审）。
技术发展与版权保护	• 加强超高清节目制作播出宣传推介。 • 加强相关法律法规制度建设，加强节目版权保护。

资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

3.3 影视内容：景气持续低位

- 2017年以来影视内容行业进入下行周期；
- 2025年1-3Q全行业实现营收和净利润的同比正增长，但绝对值依然处于低位

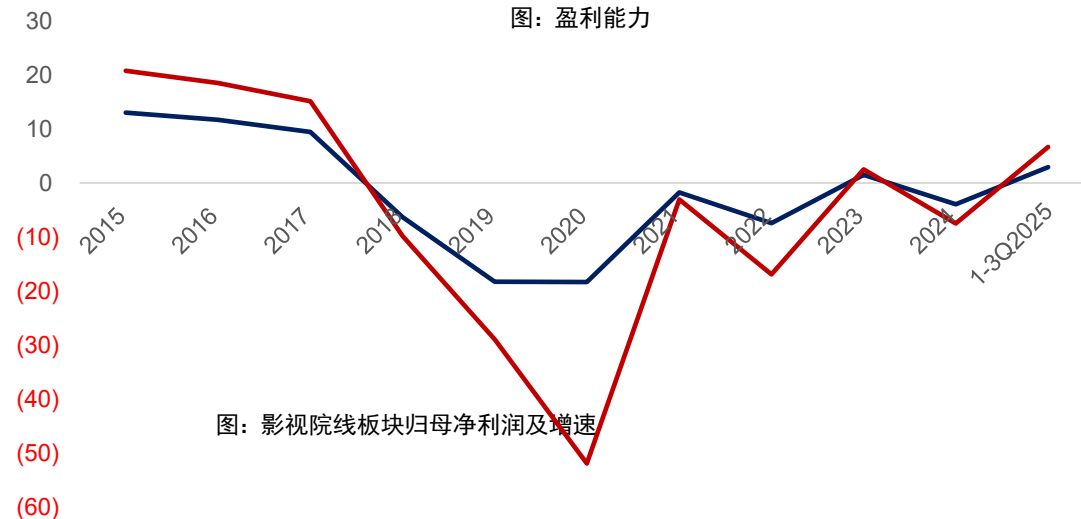
图：影视院线板块季度营收及增速



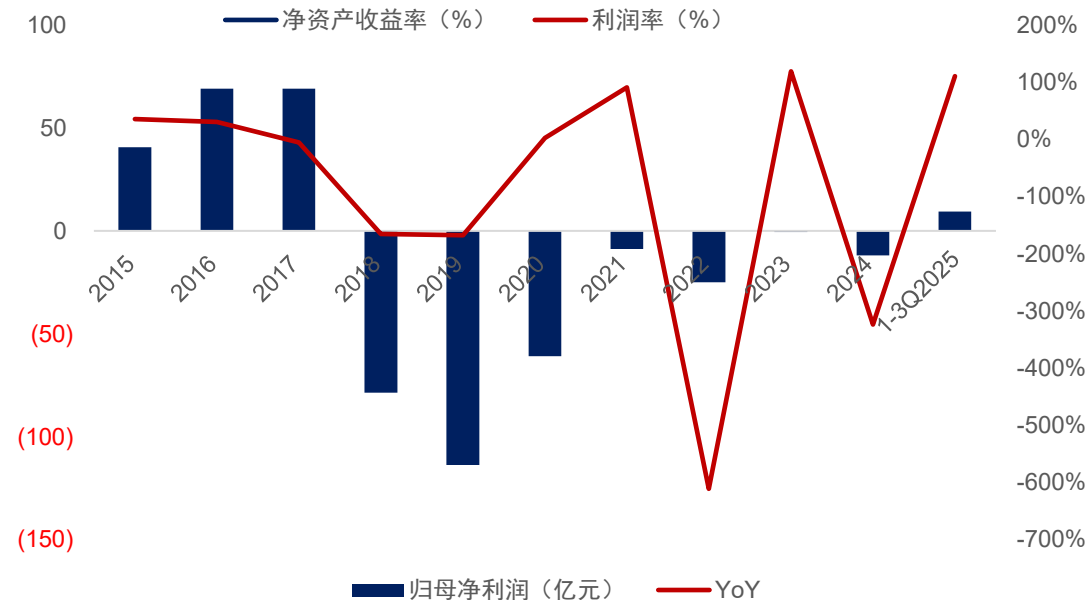
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：盈利能力



图：影视院线板块归母净利润及增速

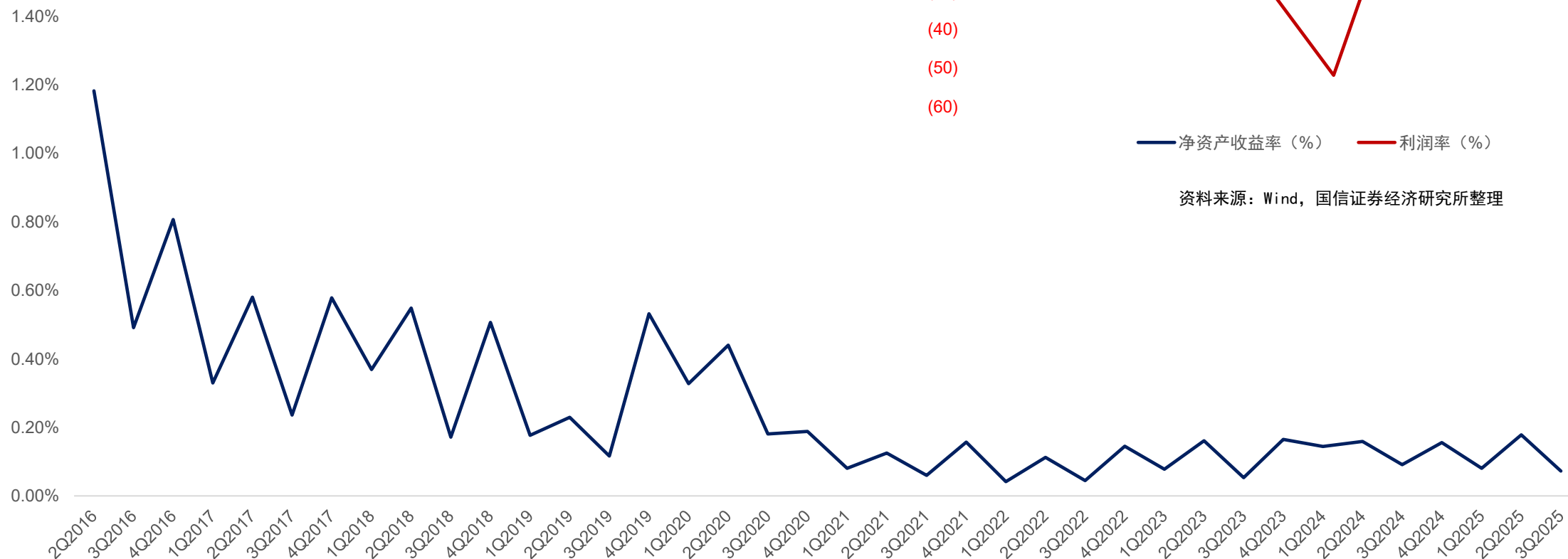


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.3 影视内容：盈利能力与机构配置均处于低位

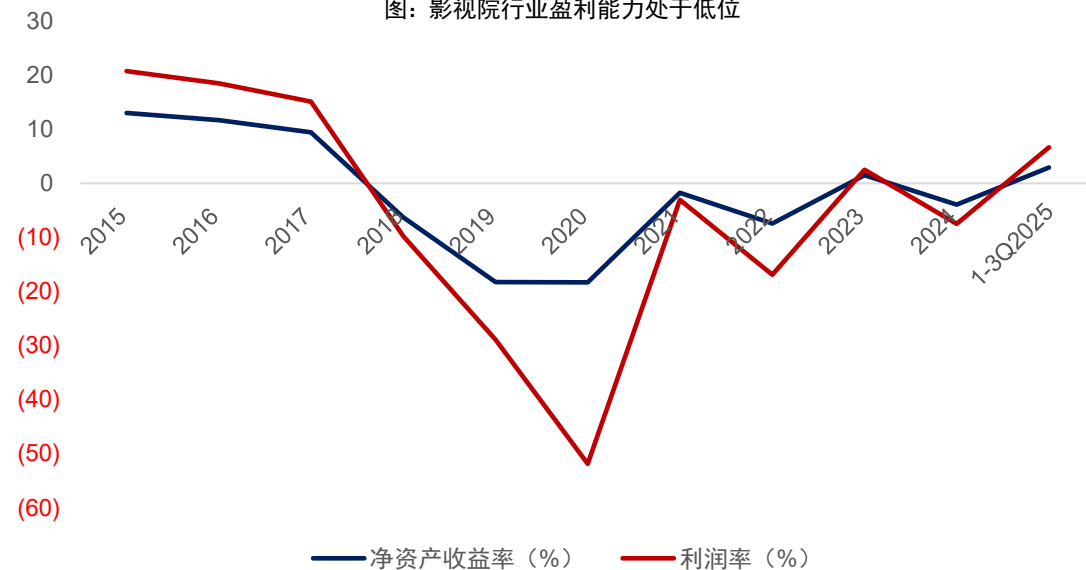
- 盈利能力持续处于低位；
- 低景气、低盈利能力背景下，机构持仓持续下行，Q3公募机构持仓占比仅为0.07%；

图：机构持仓配置持续下行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：影视院行业盈利能力处于低位

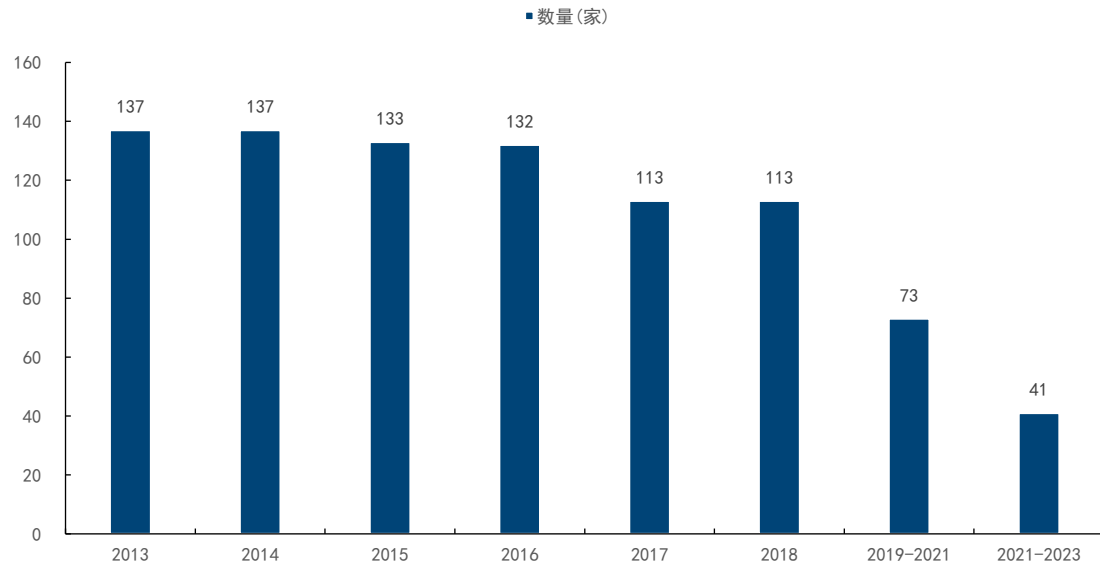


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.3 供给改善有望带动影视内容底部反转

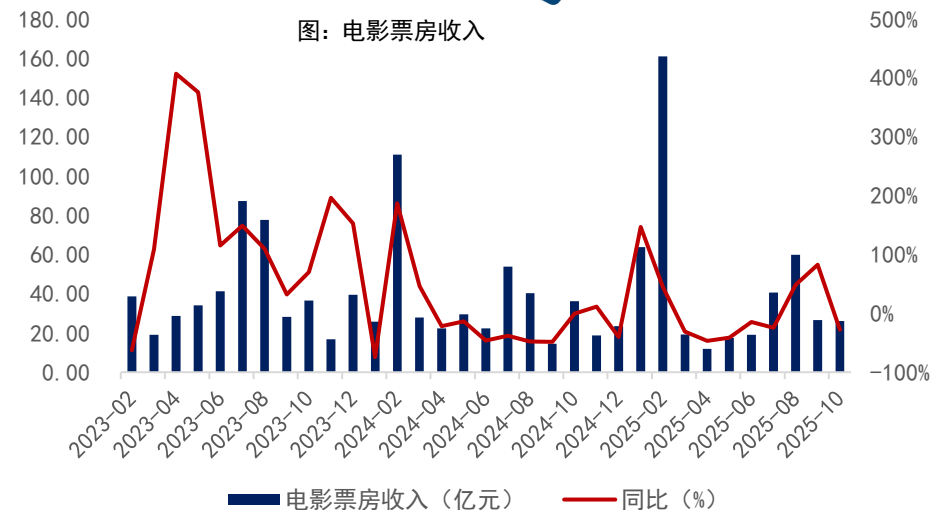
- 国内电视剧加证机构数量从2013年的137家下降至2023年的41家；
- 影片上映数量从高峰期的接近600部下降至不到300部；
- 内容产业“供给创造需求”，供给改善之下行业景气及盈利能力有望逐步向上

图：电视剧甲证机构数量



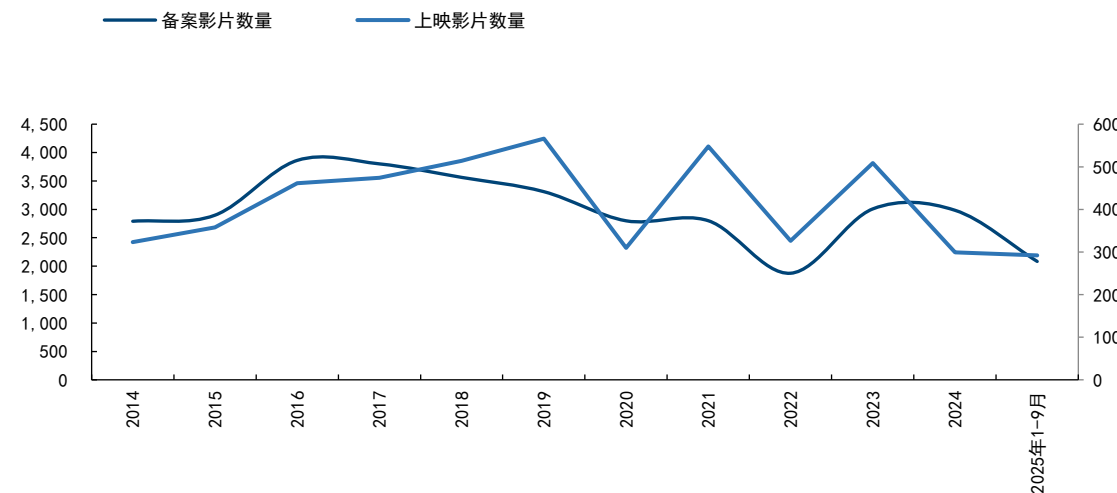
资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

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：广电总局，国信证券经济研究所整理

图：备案与上映影片数量

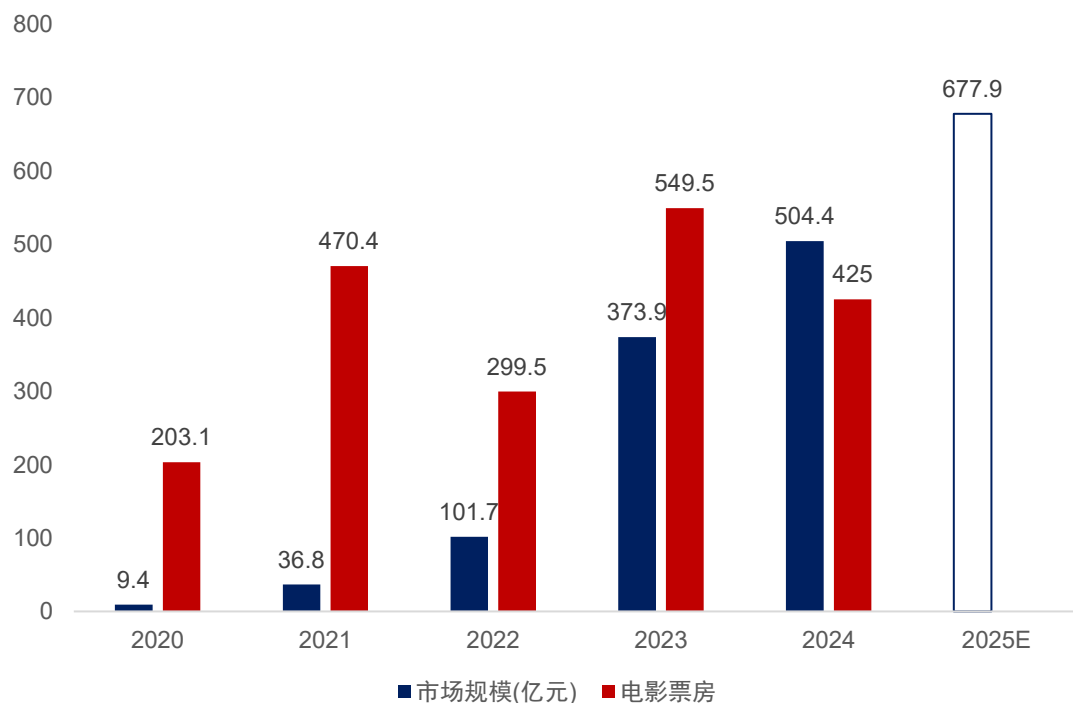


资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

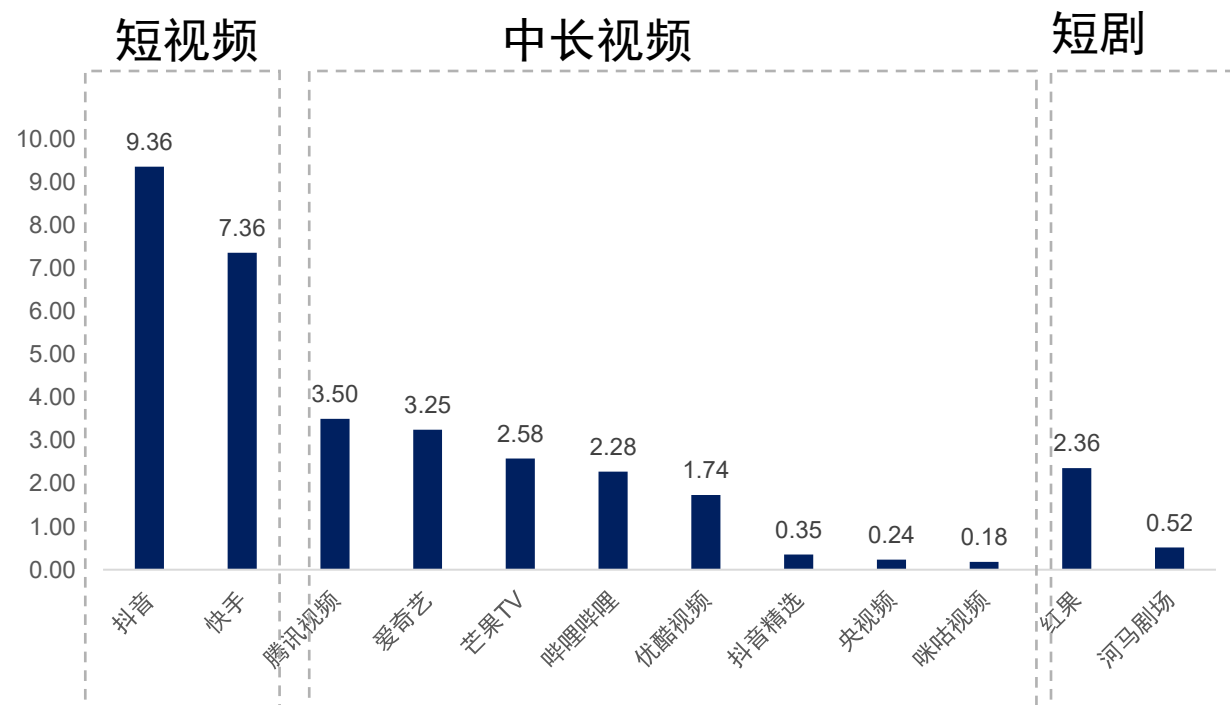
3.3 从长视频到微短剧，供给创造需求

➤ 影视剧→短视频→微短剧；

- ✓ 2024年国内短剧市场超越电影票房；红果短剧用户数接近爱奇艺
- ✓ 出海市场，
- ✓ 中国60岁以上老年人口达3亿（占总人口21.1%），其中50岁以上中老年网民规模3.25亿，月均上网时长127.2小时，刷短视频/微短剧成为主要娱乐方式；微短剧市场50岁以上用户占比近50%（40-59岁占37.3%，60岁以上占12.1%），付费意愿显著（如《闪婚老伴是豪门》充值额超2640万元）



资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理



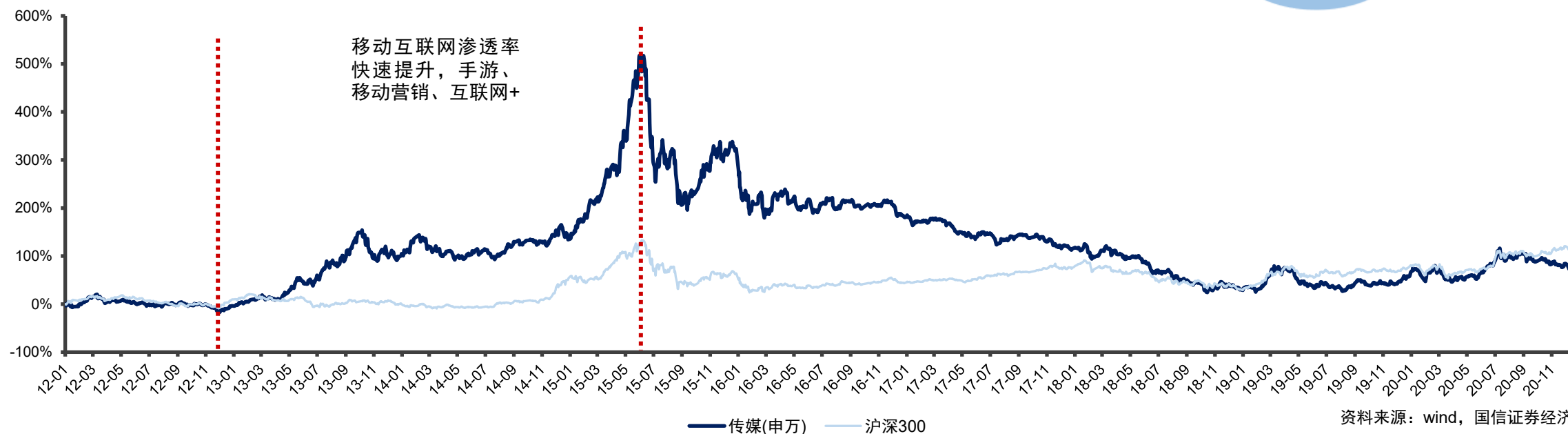
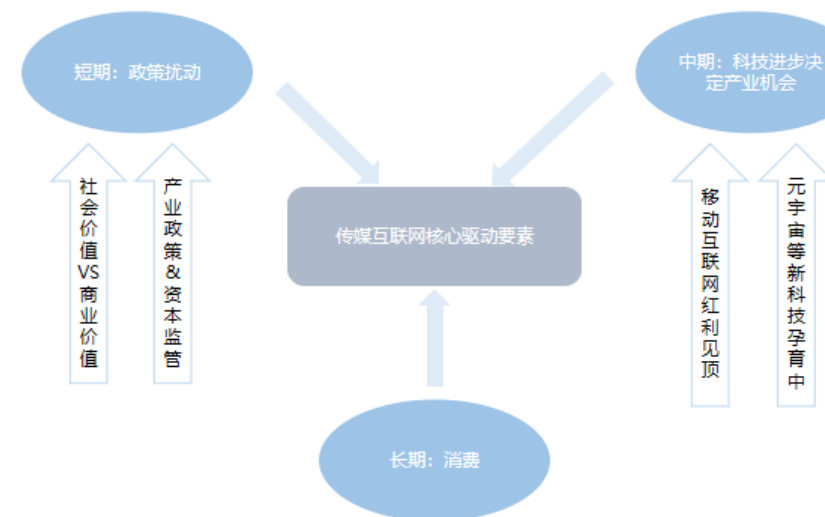
资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

3.4 AI应用的时代机遇

➤ 产业及资本市场的超额收益来自于新科技应用所带来的创新与重构

➤ 典型如移动互联网

传媒行业核心驱动要素分解

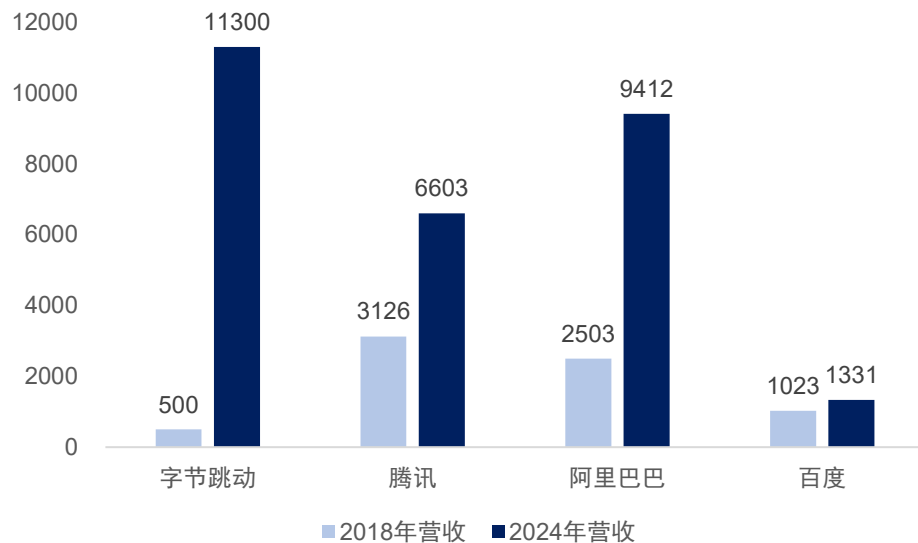


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

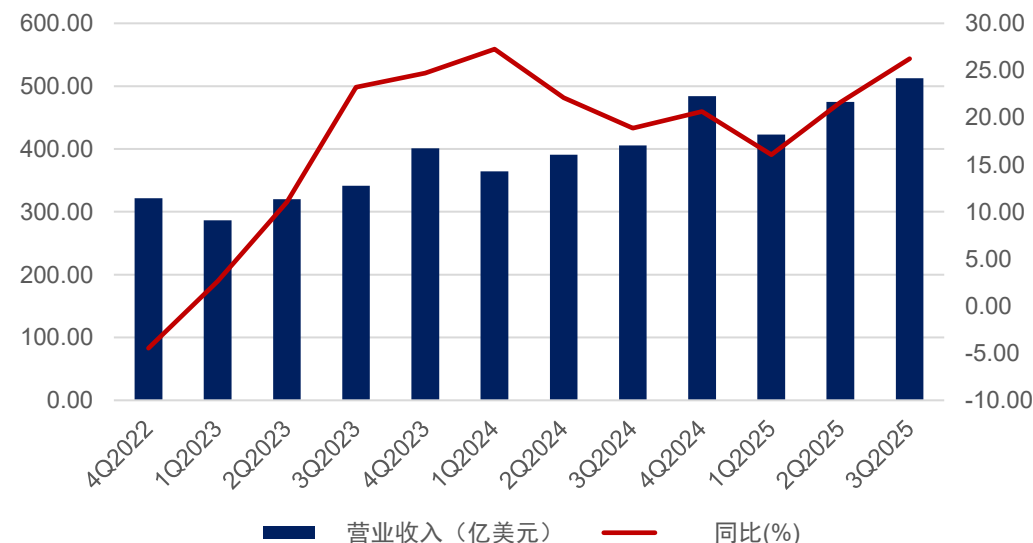
3.4 AI应用的时代机遇

- 短期：降本
- 长期：基于生产力提升的增效，场景的重构与增益
 - 上一代AI应用典型：抖音VS优爱腾、拼多多vs京东淘宝、美团、小红书
 - AIGC+时代：全新的人机交互与信息生产、分发模式

字节跳动与BAT 营业收入对比（亿元人民币）



AI带动Meta营收向上

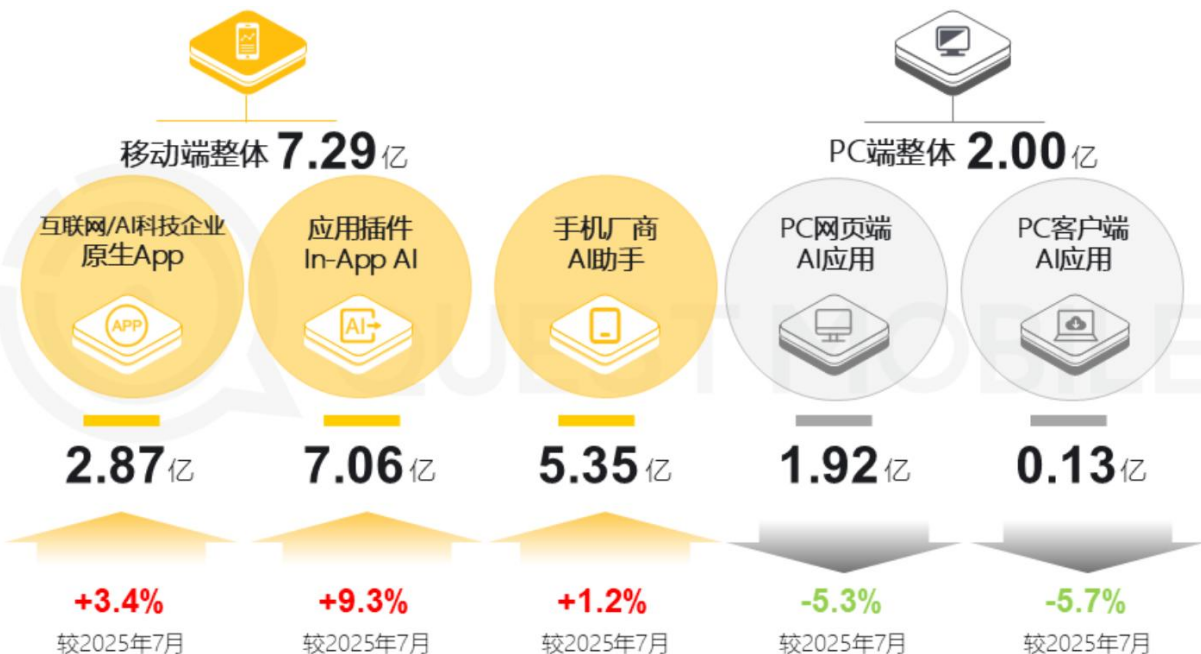


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.4 AI应用：从“AI+”到“+AI”

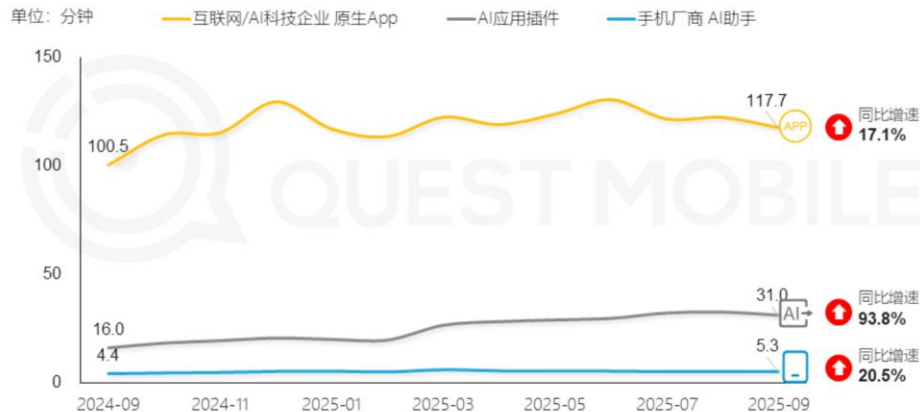
- 根据 Quest Mobile数据，2025年9月原生App、In-App AI及手机厂商 AI助手，用户规模分别达2.87亿、7.06亿和5.35亿；
- 插件形态的In-App AI时长同比增幅达93.8%，远高于原生APP增速，AI进入到场景普及阶段；
- 人均单次Token消耗下降，费效比持续改善；

字节跳动与BAT 营业收入对比（亿元人民币）



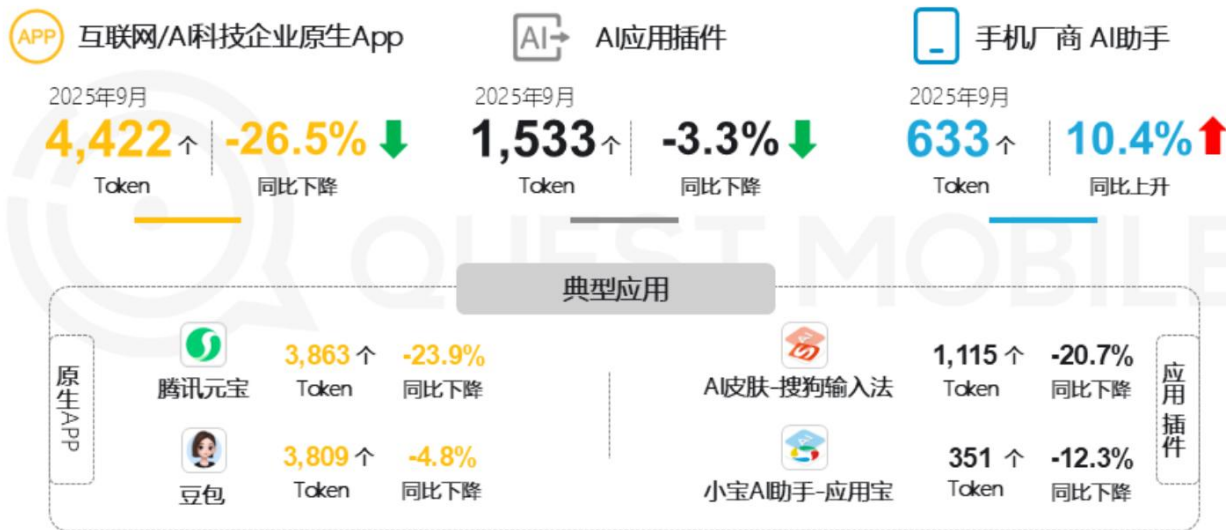
资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

人均使用时长



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

2025年9月 vs 2024年9月 移动端三类形态AI应用
人均单次Token 变化



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

3.4 AI应用：短/漫剧+AI

➤AI动漫短剧是指运用AIGC技术，从剧本创作、角色设计、场景搭建到动画制作全流程参与或主导的动漫短剧形式。通过A实现内容的快速生成和批量化生产，显著降低了传统动漫制作的门槛和成本。得益于AI技术的快速进步以及短剧受众迅速扩大，AI动漫短剧正成为内容市场的高成长蓝海赛道；

➤AI漫剧内容形态多样，主要有AIGC类微短剧、动态漫、表情包动画（沙雕漫）等形态。

- ✓ AIGC微短剧是完全通过AI生成的原创动画短剧，利用AI技术完成从剧本到成片的全流程制作，代表平台有快手“可灵AI”、阅文“漫剧助手”等；
- ✓ AI+动态漫：在已有漫画基础上，通过AI技术增加动态效果、配音和音效，将静态漫画转化为动态视频，适合将网文、漫画IP快速视频化；
- ✓ 表情包动画（沙雕漫）：以“熊猫头”等表情包为素材，配合静态场景和配音制作的搞笑内容

图：首部AIGC原创奇幻微短剧《山海奇镜之劈波斩浪》



资料来源：快手，国信证券经济研究所整理

图：动态漫《我在末世当老板 员工全是S级变异体》



资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

图：沙雕漫《烤鸡王爷拒绝分封》



资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

3.4 AI应用：短/漫剧+AI



- AI视频生成技术持续提升，奠定应用基础。1）多模态输入成为标配：广泛支持文生视频和图生视频，逐步实现音画同步生成；2）生成质量显著提升：角色一致性、分镜设计、关键帧控制及口型同步等方面表现优异；3）视频时长与分辨率提升：视频时长从几秒延长至数分钟，画面分辨率普遍提升至2K甚至4K级别，帧率可达60fps
- 成本下降，带通应用端投资回报率提升。API单秒调用价格仅为0.2-1元，传统视频制作成本为千元级至十万元级

表：海内外AI视频生成技术持续进化

公司	产品/模型	发布时间	核心突破与特点	技术参数/性能	市场表现
OpenAI	Sora 2	2025年9月30日	物理引擎级真实模拟、音画同步沉浸式体验 Cameo功能、多镜头连贯性与状态持久化	篮球反弹轨迹误差率降低72%；唇形对齐偏差小于3帧；支持多语言语音、环境音效	iOS应用采用TikTok风格feed界面；零基础用户5分钟内制作电影级短片
OpenAI	Sora APP	2025年9月30日	TikTok风格feed界面，简化专业功能	场景选择-参数调节-一键生成三步流程	被称为"视频生成领域的GPT-3.5时刻"
腾讯	混元图像3.0	2025年10月	开源多模态图像生成模型；原生多模态架构	800亿参数；处理文字、图片、视频、音频多模态输入输出	LMarena竞技场文生图榜单登顶；为国内开发者提供工具
腾讯	混元3D生成模型2.5	2025年	支持4K高清纹理和细粒度bump贴图	3D内容生成	增加免费生成额度；推动3D内容创作普及
快手	可灵AI多图参考模型	2025年1月	视频的多图参考模型	盲测效果提升102%；角色、主体、场景一致性、动态质量提升	-
快手	可灵AI模型升级	2025年7月	模型升级优化	盲测效果提升102%	-
快手	可灵2.5Turbo	2025年10月	风格保持、动态流畅度、人物表现力提升	三大维度质变	全球用户突破2200万；累计生成视频超1.68亿个；覆盖200多个国家
阿里巴巴	万相2.5-Preview	2025年四季度	通过RLHF优化模型，提升生成质量	摆脱"赛博审丑"标签	中美两大明星产品之一
阿里巴巴	通义系列模型	2025年云栖大会	发布6款模型和1个新品牌，覆盖全场景	文本、视觉、语音、视频、代码、图像全场景	-
阿里巴巴	通义Qwen3-Max	2025年	旗舰模型性能提升	性能超越GPT-5、Claude Opus4等	跻身全球前三
谷歌	Veo 3.1	2025年	乐高积木式控制权设计；多轨道音频控制	支持上传3张参考图；分离对话/音效/配乐；首尾帧插值生成视频	-
谷歌	Veo 3	2025年	音画一体生成技术	延展视频生成（实测稳定30秒内）	AI 100榜单头部产品；5天下载量突破100万次

资料来源：快手，腾讯，阿里巴巴，Google，OpenAI，国信证券经济研究所整理

3.4 AI应用：短/漫剧+AI

➤+AI，大幅改善供给端成本与效率。1）AI编剧助手可以快速构建剧情；视觉制作上，“文生图”、“图生视频”工具能快速生成角色与场景；后期制作中，AI配音、智能剪辑大幅提升了效率；2）AI真人短剧每分钟制作成本大幅低于传统真人短剧，降幅超过六成；AI漫剧的成本优势更为突出，每分钟制作成本仅为传统动画短剧的1/5；

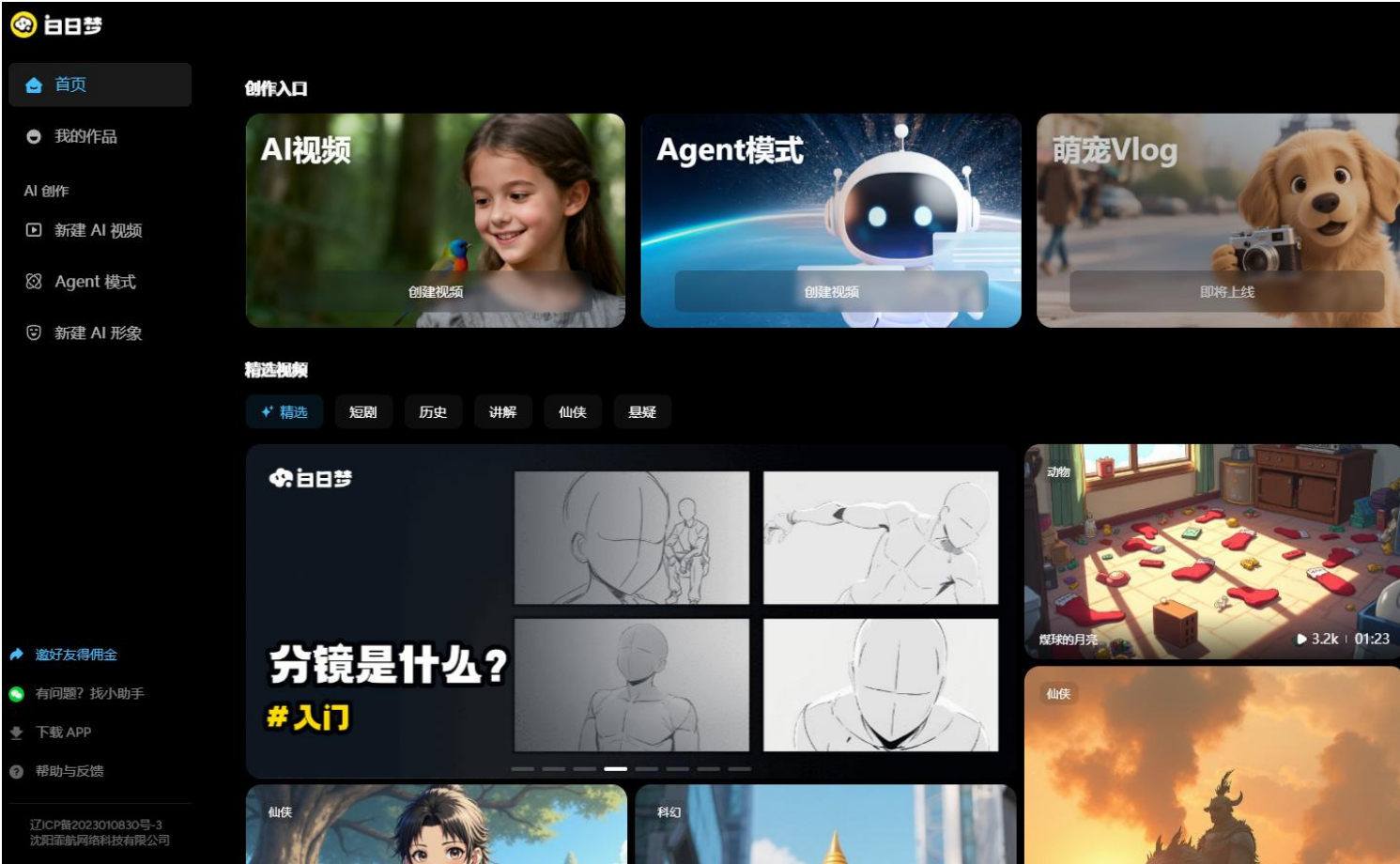
表：AI驱动 workflows 相比传统影视 workflows 大幅节省人工/时长

项目阶段	AI驱动内容工作流	传统影视工作流
前期策划	导演+GPT	导演+策划组
	1周内	1个月以上
美术设计	导演+Midjourney	导演+美术组
	1周内	1个月以上
	AI生成角色	艺人
演员选角	迅速且无后期风险	费用昂贵、档期协同问题导致拍摄延期、后期有人员风险
素材生产	AI工作流根据分镜脚本生产(Kling/Runway)	组织各工种进行拍摄
	规模化后，可以非线性工作以压缩大量时间；废片量低；后期修改空间大	周期长，必须线性工作，受天气等客观因素影响大；各工种协调难度大，受导演时间限制；后期修改难度大
人员构成	人数减少（实现高人效比）	传统影视工种人员众多
	短剧可控制在10人以内	导演、演员、摄制组、制片组等（短剧50+人参与）
后期制作	导演+AI工具（剪辑、音乐音效设计、调色）	导演+剪辑师+音乐音效设计+调色师
	节省人员开支、降低音乐版权费用	人员开支高、音乐版权费用高

资料来源：流媒体网，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

表：白日梦AI漫剧生成工具

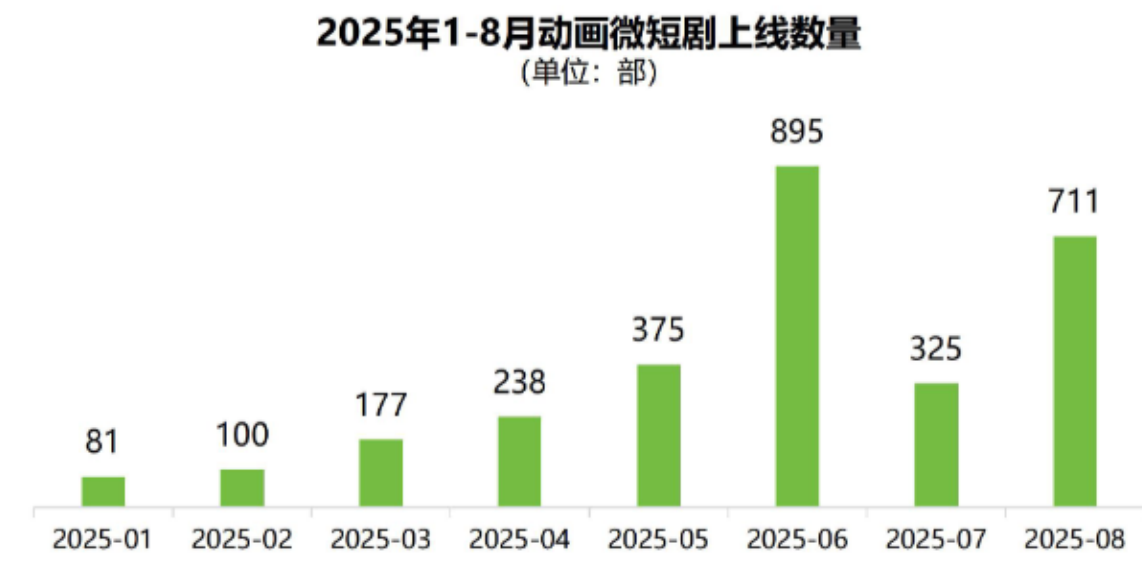


资料来源：白日梦AI，国信证券经济研究所整理

3.4 AI应用：短/漫剧+AI

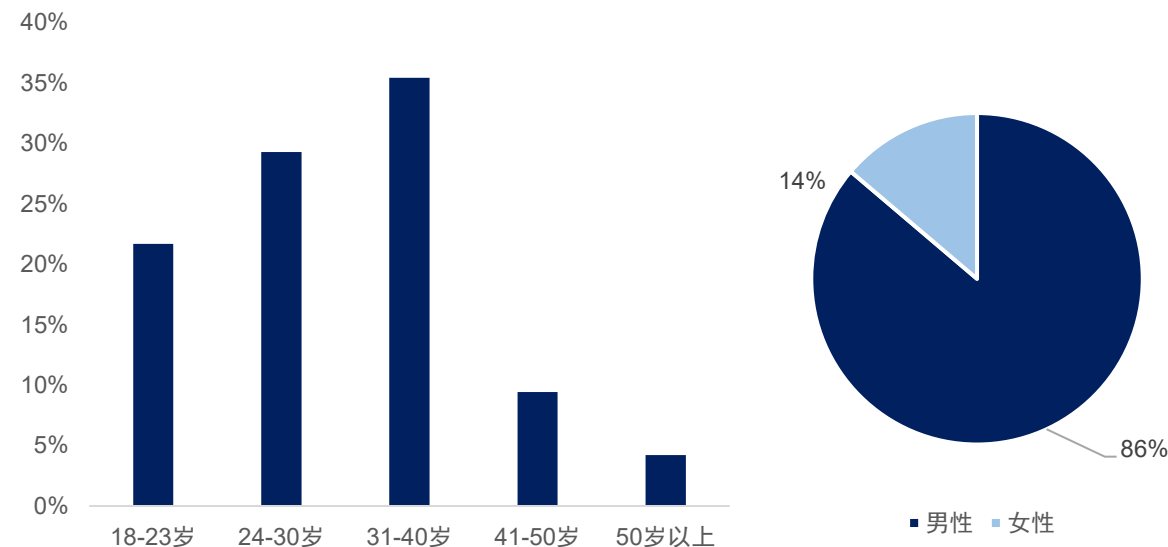
- 供给提速：2025 年1-8 月，AI动画微短剧上线数量持续走高，各平台累计上线 2902 部；
- 人群破圈：漫剧核心受众是以Z世代为主的年轻人，主要集中在24-30岁，用户人群主要以男性为主，占比高达 90% 以上。与之相对的是，传统短剧市场的受众以女性为主，女频短剧占据了70% 的市场，大多数短剧用户的年龄都在30岁以上；

表：AI动画微短剧上线数量



资料来源：中国网络视听协会，国信证券经济研究所整理

表：漫剧用户画像（性别及年龄）



资料来源：红果，国信证券经济研究所整理

3.4 AI应用：短/漫剧+AI



➤平台加大扶持力度，AI漫剧市场大有可为；

表：部分上市公司布局情况

公司名称	短剧布局	短剧业务情况
中文在线 (300364.SZ)	IP、海外发行、AI技术	拥有海量网文IP，短剧平台 ReelShort 在北美影响力居前；同时利用自研AI大模型提升内容生成和全球化适配效率。
华策影视 (300133.SZ)	内容制作、AI技术应用	作为头部影视公司，短剧年产能超80部；与抖音合作推出精品短剧《21和31》，总播放量超2亿，旗下drama wave平台累计下载量超3000万次，月活用户破1000万；已自研“AIGC大模型”并用于剧本生成等环节，提升制作效率。
慈文传媒 (002343.SZ)	内容制作、海外发行	拥有丰富的头部IP储备，并与腾讯达成战略合作；其联合出品的短剧曾登陆北美平台并取得良好排名。
国脉文化 (600640.SH)	AI技术、内容制作	将AI技术深度应用于短剧制作，2025年上半年成功制作并上线了125集AI短剧。
因赛集团 (300781.SZ)	营销服务、AI技术	为品牌方提供短剧内容营销全链服务；自研InsightGPT用于生成脚本和视频剪辑，已发布AI微短剧预告片探索AIGC赛道。
百纳千成 (300291.SZ)	内容制作	已推出动画短剧《观复猫》和中短剧《超越吧！阿娟》，这两部作品已于2024年初在抖音上线
欢瑞世纪 (000892.SZ)	IP储备、内容制作	拥有大量小说改编权等IP资源，并已在AI短剧、AI漫剧等新兴赛道深化布局。
芒果超媒 (300413.SZ)	内容生态、AI技术	覆盖内容制作与平台运营全产业链，其AI大模型已备案，并应用于微短剧、综艺等内容生产。
完美世界 (002624.SZ)	内容制作	在抖音等平台设有短剧频道，并尝试将游戏IP改编为短剧，与影视业务协同发展。
阅文集团 (0722.HK)	IP及内容	开放十万余部精品网文IP用于漫剧等可视化开发，2025年上半年国产动画热度TOP10中，有8部改编自阅文IP；战略投资头部AI漫剧制作公司酱油动漫；微信和抖音等平台推出了超过50款短剧小程序，如“星月漫故事”、“仙草短剧”等
哔哩哔哩 (9626.HK)	平台	开源动漫视频生成模型AniSora；发布了动画短剧的扶持政策“觉醒计划”，该计划面向UP主、MCN和动画短剧相关公司，提供30%至100%的成本覆盖、最高分成80%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：平台政策

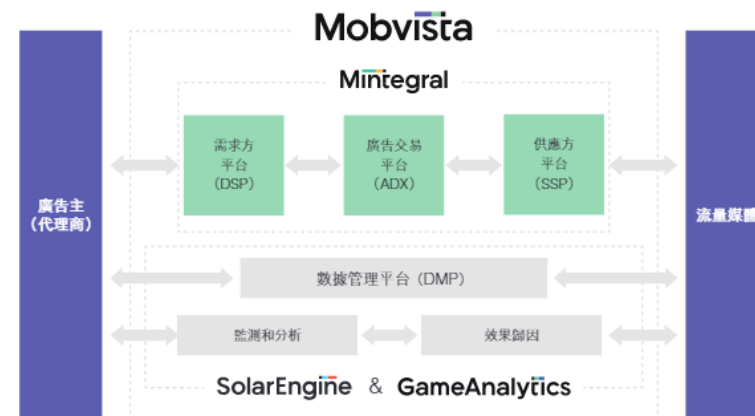
平台	政策名称/类型	发布时间	核心政策要点	分成/补贴模式	资源/流量支持	特色亮点/市场表现
抖音	漫剧扶持三项政策	2025年8月15日	将漫剧列为战略级赛道，全链路生态布局	全渠道免付费净收益的90%-95%归版权方，部分项目叠加50%额外扶持；提供数万至数十万元前期补贴	开放6万+部番茄小说IP；成立“短剧版权中心”统一对接	“IP+达人”双轮驱动；单部作品收益已突破600万元
快手	灵感·新纪元AIGC创投计划	2025年9月	技术驱动，AIGC与漫剧深度绑定	联合出品：最高1000万灵感值+1亿流量，按投资比例分账 联合运营：最高500万灵感值+1亿流量，最高分账90%	提供可灵AI算力成本覆盖；单项目最高可千万级灵感值和亿级流量扶持	推出“星芒创想计划”；变现模式覆盖IAAP、IAA等多维度
B站	觉醒计划	2025年	将动画短剧作为年度重要方向，发挥二次元基因优势	30%-100%的制作成本覆盖，分成比例最高达80%	千万级流量扶持；纳入“小说短剧Q3闭环iaa分润政策”	2025年Q1动画短剧单月流水破千万，季环比增速近140%
爱奇艺	漫剧合作计划	2025年10月	推出三重合作模式，剧本激励丰厚	成片合作：保底收益、高额分成、框架合作 剧本合作：最高5万元剧本费+播后奖励	分成比例最高可达100%；为有产能团队提供框架式保底+分成	与阅文集团达成合作，共同推动IP改编
红果短剧	全周期扶持政策	2025年10月30日	现金补贴+跨端分发，依托抖音生态	提供数万至数十万元前期拍摄补贴；平台可全额承担制作成本	作为抖音一级入口，可同步分发至抖音原生端拓宽曝光	与抖音形成协同效应，聚焦优质内容孵化
微信	小程序跳转引流模式	未明确	以小程序为核心载体，构建“外引流+内变现”闭环	变现以“前免费+后付费”为主，兼容广告、品牌定制	依赖在抖音、快手等公域平台投放贴片引流至微信小程序	“外引流+内变现”闭环模式
优酷	扶摇计划（覆盖）	2023年（漫剧共创计划）	超前布局，漫剧作为内容多元化的一部分	信息未明确	通过“扶摇计划”覆盖动漫和短剧，但资源更侧重网络电影和短剧	2023年推“漫剧共创计划”但未引起广泛关注

资料来源：DoNews，36Kr，国信证券经济研究所整理

3.5 AI应用：营销+AI，从Applovin到汇量科技

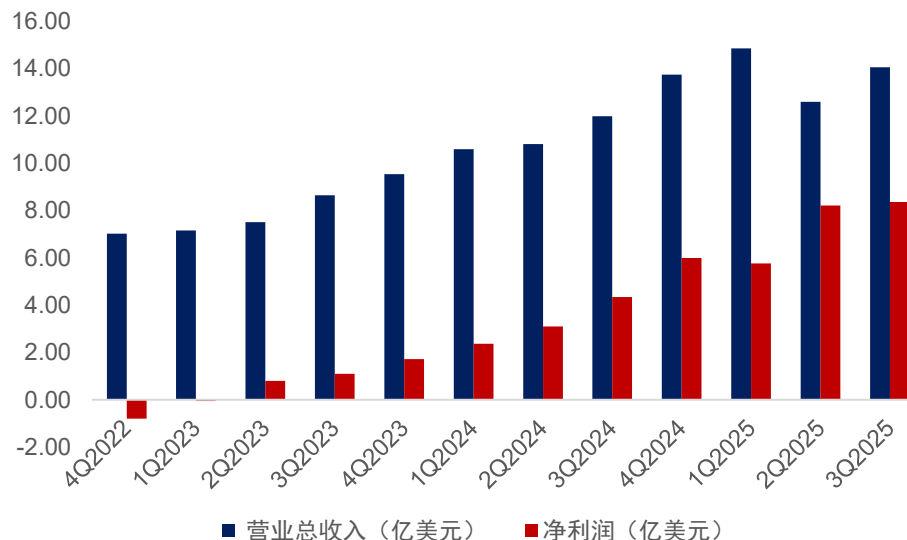
- AppLovin主要帮助游戏开发者发行、变现和获客，通过应用内实时竞价交易平台连接广告买家与全球超过20亿台移动设备和3500万个CTV用户家庭，以展示次数为单位通过程序化方式进行购买。依托人工智能进行高效的数据驱动营销决策，帮助企业在全球海量市场中提供个性化的投放买量；
- AppLovin持续展现营销+AI商业化潜力。2025年三季度营收14.05亿美元，同比增长68.23%；净利润8.36亿美元，同比增长92.34%；第三季度毛利率、净利率分别达到77%、59%，显著高于传统营销代理公司；
- 汇量科技，营收高增长，从IAA进入IAP大赛道

图：程序化广告产业链



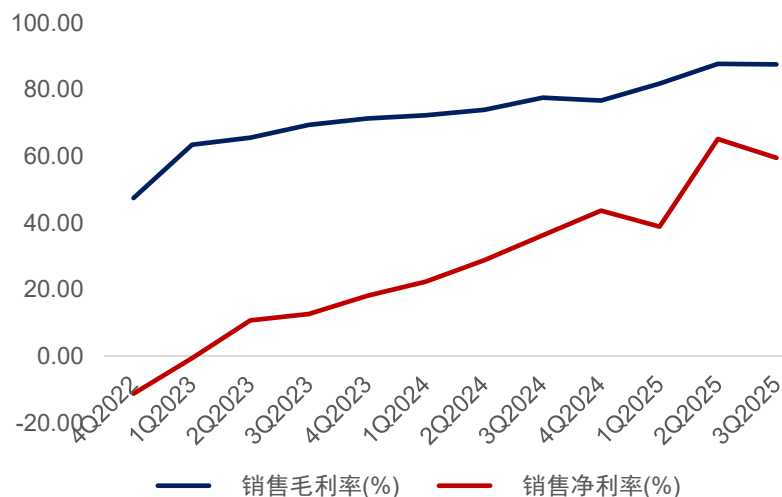
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Applovin营收与利润高增长



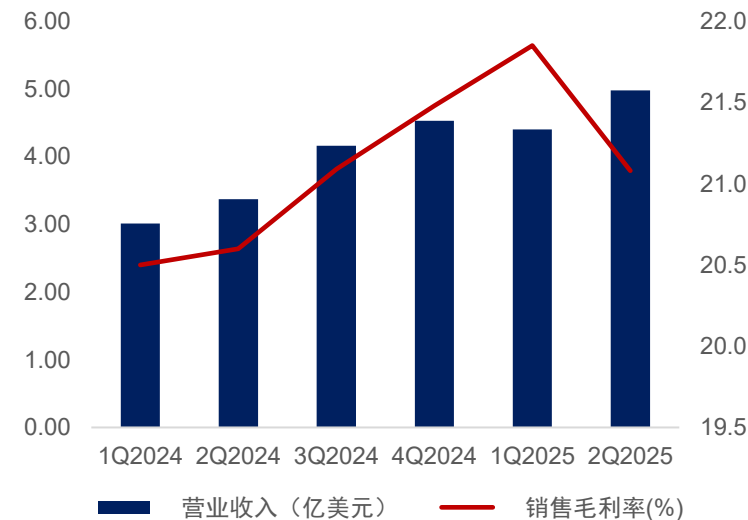
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：Applovin毛利率与净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：汇量科技营收及毛利率表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.6 AI应用：游戏+AI

➤ 游戏+AI

➤ 智能NPC与动态交互

- 情感化交互：AI驱动的NPC能理解复杂指令并提供沉浸式协同作战，如腾讯魔方工作室《F. A. C. U. L》项目融合语音输入与大语言模型，使AI队友能识别游戏中的数千种物体并提供战略支持
- 动态叙事：《Whispers from the Star》将AI从幕后工具变成台前主角，玩家与AI少女Stella的所有互动均由大模型实时生成，没有预设对话树、固定关卡或脚本结局
- 多模态交互：《火影忍者》手游成为全球首个使用强化学习技术的格斗游戏产品，《暗区突围：无限》项目组首次公布全球首个语音指挥FPS AIF. A. C. U. L. 技术示范

➤ 个性化游戏体验

- 玩家画像分析：AI构建精准玩家画像，预测生命周期价值(LTV)，提前识别高价值用户与流失风险群体
- 动态内容生成：AI根据玩家选择和行为实时调整剧情走向，提供独一无二的故事线
- UGC生态：网易《逆水寒》接入AI生成工具后，用户创作地图日均超百万张

图：《Whispers from the Star》



资料来源：17173，国信证券经济研究所整理

图：自然选择3D AI伴侣产品《EVE》



资料来源：17173，国信证券经济研究所整理

3.6 AI应用：游戏+AI

表： 游戏厂商产品布局

厂商/工作室	游戏/产品名称	AI技术应用亮点	核心技术/模型	效果/成果
腾讯	《和平精英》	首款接入DeepSeek技术的腾讯游戏	DeepSeek	于2025年2月正式接入
腾讯	《王者荣耀》	优化游戏平衡性，提升玩家体验	绝悟系统	测试周期大幅压缩，智能匹配
腾讯	QuickSilverX引擎 / GiiNEX	提升游戏开发效率	自研游戏AI引擎GiiNEX	支持PC/移动端互通；游戏资产创作提效40倍以上
网易	《逆水寒》	为NPC加载智能引擎，赋予个性	智能引擎	400多名NPC拥有独特性格、情绪与记忆；AI竞技场上线1月内全球参与人数最多
网易	伏羲AI实验室	服务多款游戏产品，提升工作效率	伏羲AI	累计服务超百款产品，关键环节工作效率提升超90%
网易	《永劫无间》手游	引入实时语音交流AI队友	智能语音系统	玩家可通过语音创建个性化角色
完美世界	《诛仙世界》	实现逼真的数字人交互	英伟达Audio2Face、ACE平台	画面精致，交互逼真
完美世界	自研算法	提供高效智能对话反馈	游戏业务垂类大模型	智能角色对话
三七互娱	《Puzzles & Survival》	将传统武术技巧融入角色动作	AI动作捕捉技术	融入第34代少林武僧武术技巧
三七互娱	数智化产品矩阵	提升游戏工业化水平	决策式AI与生成式AI	应用于研发和运营全流程
巨人网络	《太空杀》	实现AI玩家的“谋略性”行为	Multi-Agent框架	颠覆传统NPC逻辑
巨人网络	“形意” AI大模型	覆盖多种生成功能	“爱动”动画生成器、“仙术”地图生成器	已应用到游戏开发中
Anuttacon工作室	《Whispers from the Star》	玩家与AI少女互动由大模型实时生成	大模型	米哈游创始人领衔；好评率93%
Ada Eden工作室	《1001夜》	所有素材与机制均由AI生成	AI生成	号称世界首款全AI生成游戏
Max Loh	《AI Roguelite》	完全由AI生成的游戏	AI生成	代表前沿探索
DanZero	掇蛋/麻将等	AI应对麻将游戏复杂状态	分布式框架训练系统	应对大规模状态和动作空间

资料来源：澎湃新闻、腾讯新闻，国信证券经济研究所整理

4. 投资建议：把握景气赛道趋势，布局政策转向与AI应用机会

- **把握景气赛道产品与行业趋势；** 1) 强新品周期有望推动游戏板块业绩与估值持续上修，自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐巨人网络、吉比特、恺英网络、心动公司等标的； 2) 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； 3) 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）；
- **关注内容政策转向与AI应用机会，重点看好AI动漫短剧方向。** 内容政策转向、中长期AIGC应用及VR/AR等为代表的新科技有望逐步落地，重点把握内容政策底与AI应用场景机会； a) 影视内容关注政策转向、供给端底部改善带动需求改善可能，推荐平台（芒果超媒、哔哩哔哩）、内容（光线传媒、华策影视等）以及播放渠道（万达电影等）； b) AI应用重点把握应用场景机会，重点关注AI动漫短剧方向，关注广告、玩具等领域机会，AI动漫短剧推荐中文在线、昆仑万维、哔哩哔哩、芒果超媒等IP、平台出海标的、关注高弹性的内容制作公司如华策影视等，AI广告营销方向推荐汇量科技、浙文互联等标的；

风险提示

减值风险；

业绩不达预期风险；

新品周期不达预期风险；

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