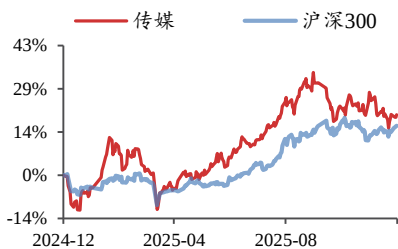


传媒

2025 年 12 月 26 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《大厂加速模型升级，继续布局游戏等多模态 AI 应用——行业周报》
-2025.12.21

《坚定布局游戏板块——行业周报》
-2025.12.14

《聚焦豆包 AI 进展及游戏、电影上新——行业周报》-2025.12.7

AI 与 IP 相融共生，共驱内容繁荣

——行业投资策略

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

● 盈利驱动传媒板块上涨，AI 赋能打开远期空间，业绩与估值或共振

截至 12 月 24 日，年内传媒行业共演绎两轮上涨行情，我们认为，1-2 月首轮约 24% 的上涨主要系国产大模型 DeepSeek 亮眼表现提振国内 AI 应用发展预期；4-9 月第二轮近 47% 的上涨，主要系 AI 大模型迭代及应用逐步落地，游戏等子板块业绩释放，叠加关税担忧削减修复风险偏好。回顾各板块业绩，我们认为情绪消费刚需+新游供给释放或推动游戏高景气延续；《哪吒 2》为代表的高口碑 IP 内容或成影视板块业绩驱动力；“AI 赋能+消费复苏”或驱动营销板块业绩修复；高股息+高现金储备凸显出版防御属性。AI 或驱动内容生态繁荣及行业长期成长，当前板块基本面维持高景气，业绩与估值有望共振。

● AI：技术飞轮加速，生态繁荣可期，关注 AI+游戏/影视/营销/电商/教育等

海内外大厂争相投入 AI，驱动基础大模型持续迭代升级，大模型能力边界不断拓展。Nano banana pro 提升文本渲染等多维度能力，Claude Opus 4.5 推动编程 SOTA 水平再提升，模型商业可用性跃升，AI 应用技术底座愈发坚实，建议关注：

（1）**游戏**：行业供需两旺，国内核心厂商老游戏运营稳健，热门新游频现，出海拓展增量，基本面高景气。行业优质新游储备丰富，AI 一面重构开发流程逐步释放降本潜力，一面创新交互体验丰富玩法内容，前景广阔。**推荐标的**：巨人网络、恺英网络、吉比特、心动公司、哔哩哔哩、神州泰岳、腾讯控股、网易。

（2）**影视**：“广电 21 条”等政策支持或推动长剧及综艺迎来向上拐点；短剧国内供需共振，出海创造增量；AI 视频工具提升影视生产力，漫剧或率先受益，叠加平台及 IP 方扶持政策，漫剧市场有望快速扩张。**推荐标的**：芒果超媒、上海电影，**受益标的**：中文在线、捷成股份、华策影视、光线传媒。

（3）**营销**：AI 持续赋能程序化广告平台，算法优化提升获客效率，海内外 AI 广告先锋或率先受益。**推荐标的**：汇量科技、引力传媒，**受益标的**：蓝色光标、易点天下。

（4）**电商**：AI 融合电商实现全流程降本提效，助力 Shopify 增长提速。值得买打造完善 AI 电商产品矩阵，AI 增量或逐步显现。**推荐标的**：值得买。

（5）**教育**：多邻国以 AI 大模型赋能口语教学、提升课程产能，2025H1 用户数及业绩快速增长。国内公司积极布局 AI 教育，持续迭代优化产品，B/C 端商业化加速或释放可观增量。**受益标的**：世纪天鸿、豆神教育、网龙、粉笔。

● IP：出海、品类扩张、资本化加速，开启成长新篇

从内容到潮玩，出海已成为 IP 公司成长的核心驱动力。从线上到线下，从虚拟到实物，IP 公司不断拓展品类，实现持续增长。2024 年以来，卡游、布鲁可、52TOYS 等相继在港交所递表，资本化或加速 IP 公司成长。**推荐标的**：阅文集团、奥飞娱乐，**受益标的**：广博股份、实丰文化、创源股份、京基智农。

● **风险提示**：AI 大模型迭代速度、AI 应用商业化落地进展、IP 变现进度不及预期，内容行业政策变化带来的风险等。

目 录

1、 行情复盘：盈利驱动传媒板块上涨，AI 赋能打开远期空间.....	5
1.1、 盈利驱动 2025 年传媒行业上涨约 24%	5
1.2、 AI 助传媒板块盈利能力提升，或驱动内容生态繁荣及行业长期成长.....	5
2、 AI：技术飞轮加速，应用生态繁荣可期	8
2.1、 海内外大模型不断迭代升级，为 AI 应用生态繁荣奠定基础.....	8
2.2、 AI+游戏.....	9
2.2.1、 游戏行业供需两旺，丰富新游储备或支撑高景气延续.....	9
2.2.2、 AI 重构开发流程并创新交互体验，或为行业锦上添花.....	11
2.2.3、 重点推荐：巨人网络、恺英网络、吉比特、心动公司、哔哩哔哩、神州泰岳、腾讯控股、网易	13
2.3、 AI+影视.....	19
2.3.1、 “广电二十一条”出台，选秀重返荧幕，长剧及综艺拐点或至	19
2.3.2、 国内供需共振，出海创造增量，短剧高景气或延续.....	20
2.3.3、 AI 视频工具提升影视生产力，AI 漫剧市场快速扩张	21
2.3.4、 重点推荐：芒果超媒、上海电影.....	23
2.3.5、 受益标的：中文在线、捷成股份、华策影视、光线传媒	24
2.4、 AI+营销.....	25
2.4.1、 AI 重塑程序化广告平台，驱动业绩高增	25
2.4.2、 重点推荐：汇量科技、引力传媒.....	26
2.4.3、 受益标的：蓝色光标、易点天下.....	27
2.5、 AI+电商.....	28
2.5.1、 AI 赋能电商全流程，推动增长提速	28
2.5.2、 重点推荐：值得买	29
2.6、 AI+教育.....	30
2.6.1、 AI 助力个性化教育，产品商业化或加速	30
2.6.2、 受益标的：世纪天鸿、豆神教育、网龙、粉笔.....	32
3、 IP：出海、品类扩张、资本化加速，开启成长新篇.....	33
3.1、 出海打造 IP 公司第二成长曲线.....	33
3.2、 品类扩张不断为 IP 公司培育新增长极.....	34
3.3、 资本化成为 IP 公司成长的加速器.....	34
3.4、 重点推荐：阅文集团、奥飞娱乐	35
3.5、 受益标的：广博股份、实丰文化、创源股份、京基智农.....	36
4、 投资建议及风险提示	38
4.1、 推荐及受益标的	38
4.2、 风险提示	39

图表目录

图 1： 截至 12 月 24 日，2025 年传媒指数累计涨幅 24%，PE（TTM）下降 26%	5
图 2： 2025Q1-3 传媒行业营收同比+6%，单 Q3 营收同比+10%.....	6
图 3： 2025Q1-3 传媒行业归母净利润同比+38%，单 Q3 归母净利润同比+61%.....	6
图 4： 2025Q1-3 游戏行业营收同比+24%，单 Q3 营收同比+29%.....	6
图 5： 2025Q1-3 游戏行业归母净利润同比+89%，单 Q3 归母净利润同比+112%.....	6
图 6： 2025Q1-3 影视行业营收同比+9%，单 Q3 营收同比-2%	7

图 7: 2025Q1-3 影视行业归母净利润同比+110%, 单 Q3 归母净利润同比+182%	7
图 8: 2025Q1-3 广告营销行业营收同比+6%, 单 Q3 营收同比+8%	7
图 9: 2025Q1-3 广告营销行业归母净利润同比+3%, 单 Q3 归母净利润同比+14%	7
图 10: 2025Q1-3 出版行业营收同比-7%, 单 Q3 营收同比-4%	8
图 11: 2025Q1-3 出版行业归母净利润同比+15%, 单 Q3 归母净利润同比+16%	8
图 12: 2025 年 1-11 月国产游戏发放版数为 1532 个, 同比增长 29%	10
图 13: 2025 年中国游戏市场累计收入约 3508 亿元, 同比增长 8%	10
图 14: 巨人网络、吉比特、心动公司等游戏厂商的核心游戏内地 iOS 游戏畅销榜排名居前	10
图 15: 世纪华通、神州泰岳旗下部分游戏位居美国 iOS 游戏畅销榜前列	11
图 16: 谷歌 Genie3 可通过单个文本提示词创建交互式、可玩的环境	12
图 17: 恺英网络及极逸公司孵化专为游戏行业打造的 AI 全流程开发平台	12
图 18: 《逆水寒》上线 DeepSeek 驱动的智能 NPC “沈秋索”	13
图 19: 恺英网络投资企业自然选择开发全球首款 3D AI 智能陪伴应用	13
图 20: 太空杀联合国产三大模型打造 AI 原生玩法“残局对决”	13
图 21: 时隔近 4 年, 内地选秀类节目重返荧幕	20
图 22: 快手短剧用户持续增长, 重度用户占比提升	20
图 23: 短剧内容及创作者数量高增, 题材持续多元化	20
图 24: 短剧出海持续贡献增量	21
图 25: 变现前 TOP10 漫剧主要以男频为主	22
图 26: 以抖音端为例, 漫剧自然流、商业化投流增长迅速	22
图 27: 2022Q1 以来, Applovin 业绩震荡上升	26
图 28: 2023Q1 以来, Applovin 广告收入逐季攀升	26
图 29: 2019-2024 年, 汇量科技营收 CAGR 达 23%	26
图 30: Sidekick 是一款用于转化网店访客的 AI agent	29
图 31: 2021 年以来, Shopify 营收保持高速增长	29
图 32: 值得买上线 AI 购物管家“张大妈”	29
图 33: 多邻国营收保持快速增长	31
图 34: 2023 年以来多邻国利润大幅改善	31
图 35: 多邻国发布 AI 功能大版本更新	31
图 36: Gauth 提供综合学习方案	32
图 37: 豆神教育超能训练场具备“解、带、细、实”核心能力	32
图 38: 小鸿助教网页版更高效助力教师备课	32
图 39: 海外社媒中 LABUBU 频繁出镜	34
图 40: 泡泡玛特海外门店遍布多国	34
图 41: 哈利波特 IP 覆盖书籍、电影、主题乐园等	34
图 42: 52TOYS 产品矩阵丰富	35
图 43: 52TOYS 2022-2024 销售收入整体提升	35
图 44: TOPTOYS 产品矩阵丰富	35
图 45: TOPTOYS 相关 IP 众多	35
图 46: 阅文集团旗下知名产品众多	36
图 47: 奥飞娱乐 IP 多元	36
图 48: 广博股份子品牌丰富	37
图 49: 实丰文化 2025 年新款 IP 潮流玩具	37
图 50: TOPTOYS 相关 IP 众多	37

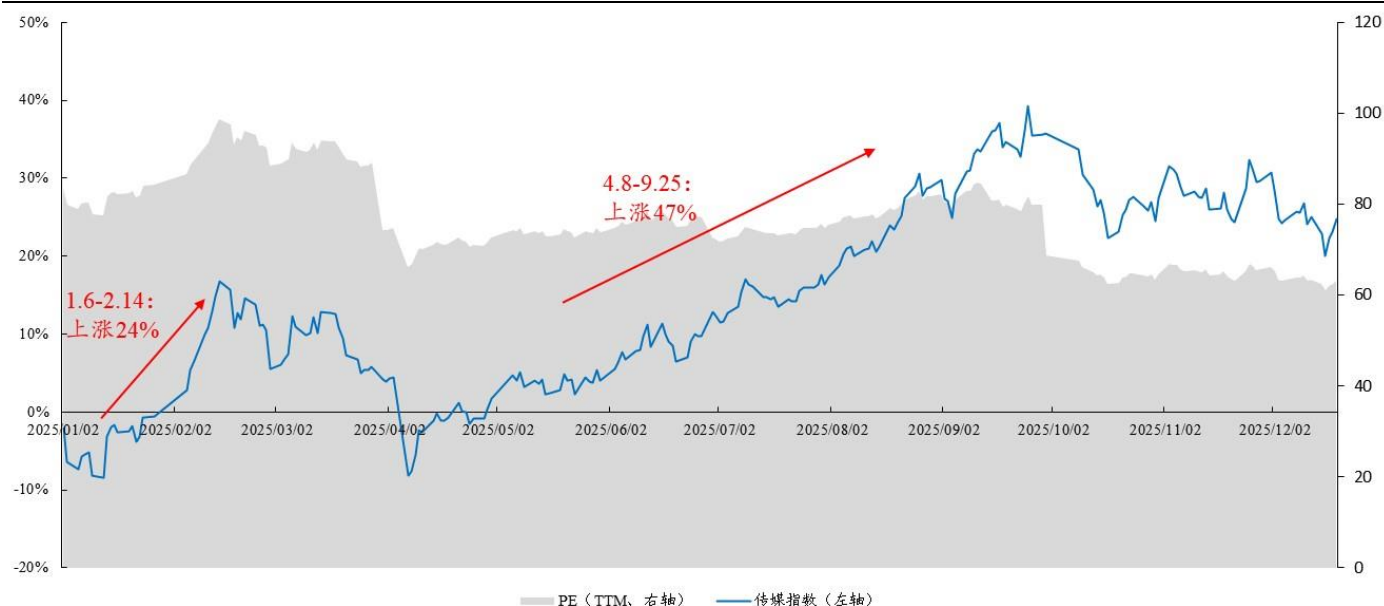
表 1: 海外科技大厂持续迭代大模型, API 调用成本快速下降, 为促进 AI 应用生态繁荣奠定基础.....	8
表 2: 上市公司优质新游储备丰富	11
表 3: AI 重构游戏开发流程, 大幅降本增效	12
表 4: “广电二十一条”大幅放宽长剧内容限制.....	19
表 5: 2024 年来国内外 AI 视频生成模型不断涌现	21
表 6: 视频平台及 IP 版权方出台系列支持政策.....	22
表 7: AI 赋能多邻国多个领域	31
表 8: 重点推荐及受益标的包括互联网、游戏、影视、IP、教育等行业	38

1、行情复盘：盈利驱动传媒板块上涨，AI 赋能打开远期空间

1.1、盈利驱动 2025 年传媒行业上涨约 24%

AI 突破提振成长预期,盈利驱动 2025 年传媒行业上涨约 24%。2025 年 1-2 月,或由于国产大模型 DeepSeek 亮眼表现提振国内 AI 应用发展预期,传媒行业上涨近 24%;4 月,关税扰动压低市场风险偏好,传媒指数承压;随 AI 大模型迭代及应用逐步落地,叠加游戏等子板块业绩释放,传媒指数由 4 月低位上涨近 47%。截至 12 月 24 日,2025 年传媒指数累计上涨约 24%,而 PE (TTM) 下降近 26%,业绩释放为上涨核心驱动力。

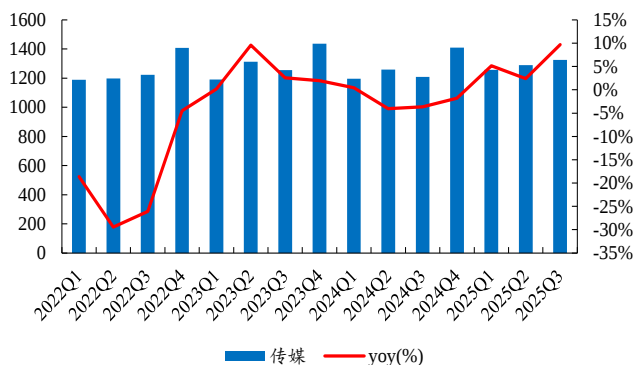
图1：截至 12 月 24 日，2025 年传媒指数累计涨幅 24%，PE (TTM) 下降 26%



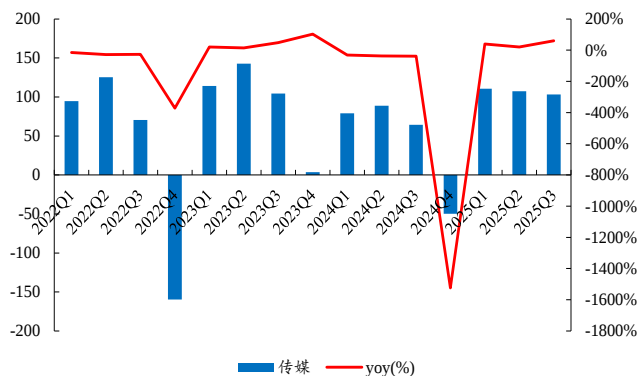
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：传媒指数选取行业内代表性指数）

1.2、AI 助传媒板块盈利能力提升，或驱动内容生态繁荣及行业长期成长

2025Q1-3 传媒行业总营收同比增长 6%，总归母净利润同比增长 38%。单 Q3 看，行业总营收同比增长 10%，归母净利润同比增长 61%，盈利增速显著高于营收，盈利能力明显提升。我们认为，AI 降本增效举措推进或持续提升传媒板块整体盈利能力；随 AI 大模型、Agent 继续迭代升级及 AI 端侧硬件设备成熟，AIGC 内容生态繁荣或持续驱动传媒板块业绩成长。

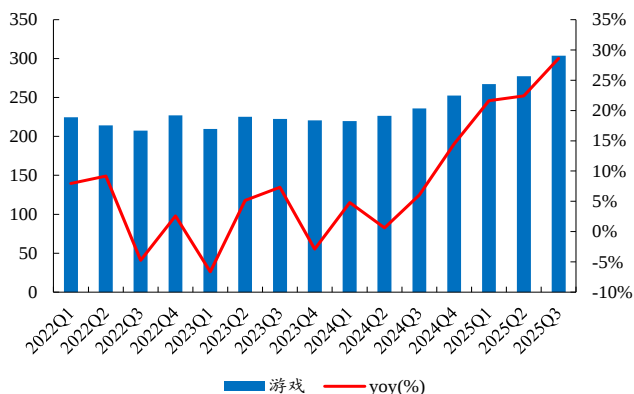
图2：2025Q1-3 传媒行业营收同比+6%，单 Q3 营收同比+10%


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

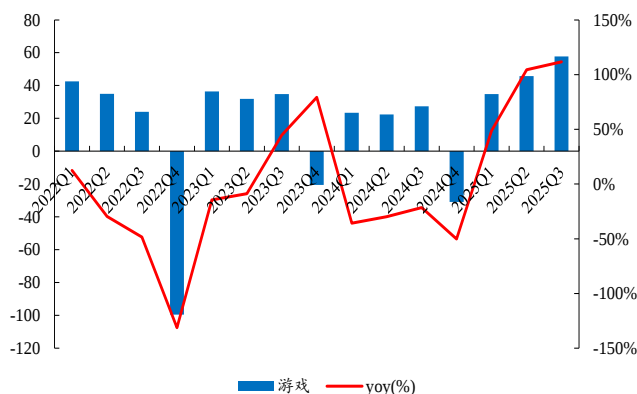
图3：2025Q1-3 传媒行业归母净利润同比+38%，单 Q3 归母净利润同比+61%


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

分板块看，游戏业绩加速提升，情绪消费刚需及新游供给释放或推动高景气延续。2025Q1-3 游戏行业总营收同比增长 24%，总归母净利润同比增长 89%。单 Q3 看，行业总营收同比增长 29%，归母净利润同比增长 112%。单季度营收近 7 个季度均同比增长，且同比增速近 5 个季度逐季提升；2025Q3 盈利创 2021Q1 以来季度新高，且同比增速大幅提升。我们认为，游戏出海及各厂商基于用户洞察开发出热门头部新游，是行业增长的核心驱动力；展望未来，游戏作为能提供新奇、解压、认同等情绪需求的重要载体，或持续受益于年轻用户情绪消费刚需，叠加版号宽松背景下新游丰富的供给，供需共振下，行业有望延续高景气。

图4：2025Q1-3 游戏行业营收同比+24%，单 Q3 营收同比+29%


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

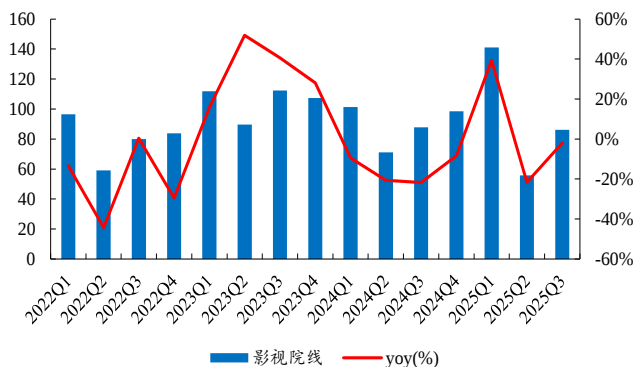
图5：2025Q1-3 游戏行业归母净利润同比+89%，单 Q3 归母净利润同比+112%


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

《哪吒2》彰显影视内容强劲消费力，高口碑 IP 内容成为业绩驱动力。2025Q1-3 影视行业总营收同比增长 9%，总归母净利润同比增长 110%。单 Q3 看，行业总营收同比下滑 2%，归母净利润同比增长 182%。2025Q1 业绩同比高增主要系《哪吒2》《唐探 1900》等头部影片的带动下，春节档票房及人次创历史新高。《哪吒2》国内

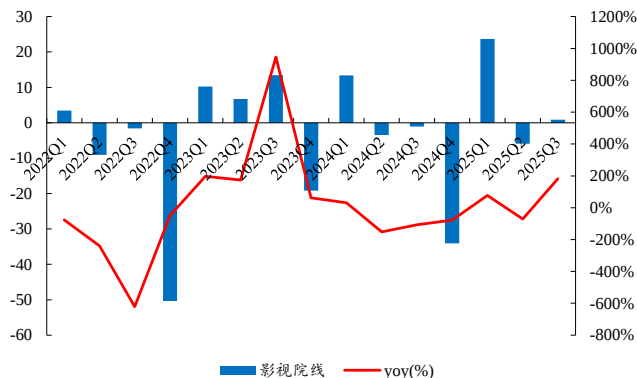
票房以约 154 亿元收官，获内地影史总票房冠军、内地影史观影人次冠军等。我们认为，《哪吒 2》票房彰显国内观众对优质 IP 内容依然具有强劲的消费意愿，雄厚的中华文化为影视内容制作提供丰富的优质 IP 素材，优质影视内容推出或驱动后续业绩改善。

图6：2025Q1-3 影视行业营收同比+9%，单 Q3 营收同比-2%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

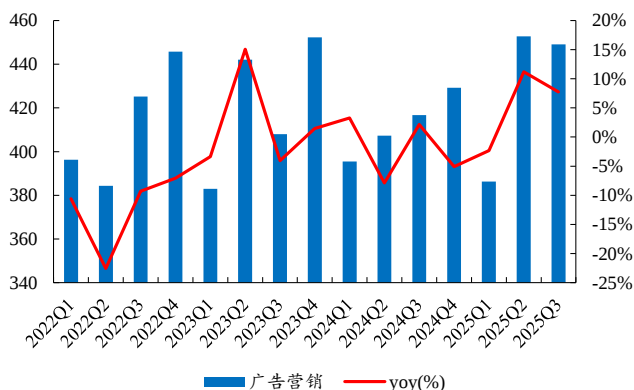
图7：2025Q1-3 影视行业归母净利润同比+110%，单 Q3 归母净利润同比+182%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

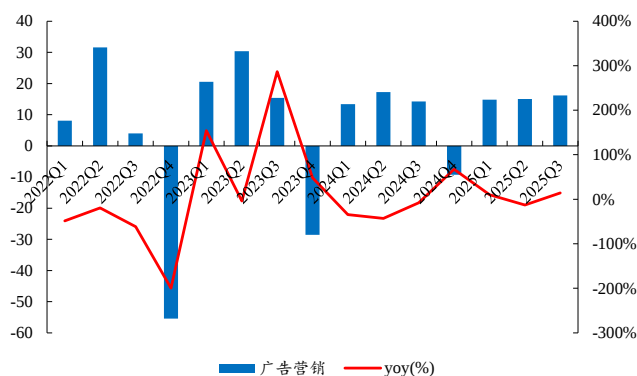
营销行业盈利能力回升，“AI 赋能+消费复苏”或驱动业绩持续修复。2025Q1-3 广告营销行业总营收同比增长 6%，总归母净利润同比增长 3%。单 Q3 看，行业总营收同比增长 8%，归母净利润同比增长 14%。我们认为，广告营销行业 2025H1 增收不增利主要系宏观经济承压背景下，行业竞争加剧使毛利率承压；Q3 盈利能力回升，随消费环境企稳向好，AI 持续赋能广告营销公司成本端优化，板块业绩有望持续修复。

图8：2025Q1-3 广告营销行业营收同比+6%，单 Q3 营收同比+8%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

图9：2025Q1-3 广告营销行业归母净利润同比+3%，单 Q3 归母净利润同比+14%

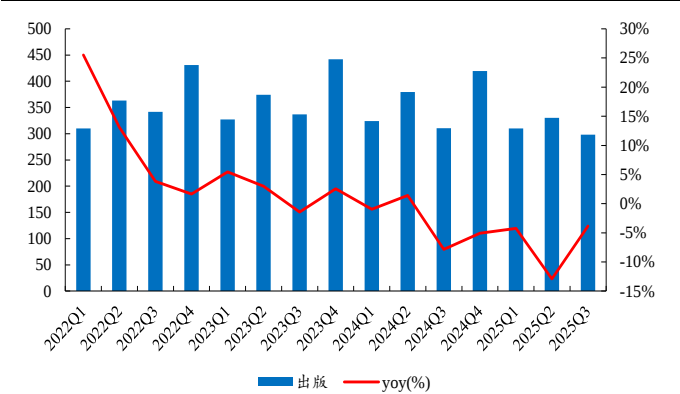


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

所得税优惠恢复驱动出版行业盈利提升，“高股息+高现金储备”凸显防御属性。2025Q1-3 出版行业总营收同比下降 7%，总归母净利润同比提升 15%。单 Q3 看，行

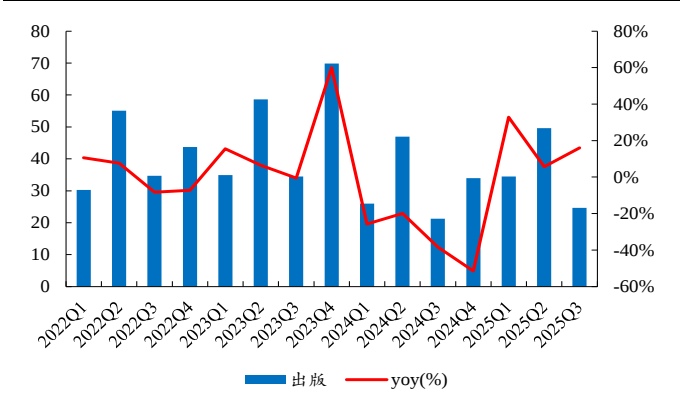
业总营收同比下降 4%，归母净利润同比提升 16%，盈利提升主要系国有文化企业所得税优惠政策恢复。我们认为，出版板块整体高股息及高现金储备的特征，为板块提供较高安全边际，基于 AI 大模型的教育数字化产品及图书 IP 衍生产品的推出，或成为后续业绩增长的驱动力。

图10：2025Q1-3 出版行业营收同比-7%，单 Q3 营收同比-4%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

图11：2025Q1-3 出版行业归母净利润同比+15%，单 Q3 归母净利润同比+16%



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业内代表性指数成分衡量行业表现）

2、AI：技术飞轮加速，应用生态繁荣可期

2.1、海内外大模型不断迭代升级，为 AI 应用生态繁荣奠定基础

海内外科技大厂持续迭代大模型，API 调用成本快速下降，为促进 AI 应用生态繁荣奠定基础。海外，Open AI 发布 GPT-5 及 Sora2 模型，GPT-5 幻觉率较 o3 显著降低；Sora2 支持音视频同步生成，画面逻辑一致性突出。Google Gemini 3 多模态能力突出，nano banana pro 在文本编辑、风格融合等方面能力再进一步。Anthropic 持续强化模型可控及可解释性，Claude Sonnet 4.5 能自主运行 30 小时，生成 1.1 万行代码。国内，DeepSeek 持续创新架构及机制，以更低成本提供与 SOTA 相媲美的模型。阿里巴巴打造“AI 时代的安卓”，累计发布超 300 款模型，凭借优异的性能及突出的性价比替代 Open AI 成为 Airbnb 主要选择。字节跳动发布 3D 生成大模型 Seed3D 1.0，迭代视频生成、图像生成及编辑模型。快手发布可灵 2.5 Turbo，实现更精准的提示词理解与时序控制，更稳定的高速动态质量，价格比可灵 2.1 同档位便宜 30%。

表1：海外科技大厂持续迭代大模型，API 调用成本快速下降，为促进 AI 应用生态繁荣奠定基础

公司	发展战略	重要动态
OpenAI	专注于开创“推理计算”范式, 并利	GPT-5 发布：模型幻觉率较 o3 下降约 80%，前端能力加强，上下文能力提升至 400k，API 价格仅为同期发布的 Claude Opus 4.1 的 1/15；
	用先发优势打造新一类智能体模型，战略由单一模型的突破转向	发布 Sora2 模型及社交 app：音视频同步生成模型，逻辑一致性突出，可将现实元素融入视频生成；
	平台化、生态化和商业化	生态构建：推出用于构建、部署和优化智能体的工具集 AgentKit、支持与外部应用直接交互的可对话应用（Apps）
Google	实施“平台与产品组合”战，通过 Gemini 家族提供一套模型，并深度集成到 Google Cloud 生态系统，	Gemini 3 发布：具备博士级推理能力，发布时登顶 LMArena Leaderboard 等多项榜单，多模态能力突出，在 SimpleQA Verified（事实准确性测试）中保持对 Claude Sonnet 4.5、GPT-5.1 的领先；

公司	发展战略	重要动态
	多模态能力突出	Nano banana pro 发布： 基于 Gemini 3 增强的推理能力、世界知识和实时信息，提升文字渲染能力,最多支持融入 14 张图像并保持 5 位人物的一致性和相似度,具备更改角度、焦点、场景光照等丰富的局部编辑功能，支持丰富的宽高比调整和 2K、4K 分辨率； Veo3.1 发布及影像创作工具 Flow 更新： Veo 3.1 单次支持输出最长 8 秒的视频，并可最长扩展至 148 秒。基于 Veo 模型，Flow 能将静态图像转换为视频，将多张图像中的人物、物体或元素整合进同一视频中
Anthropic	采取“安全优先，能力驱动”的路线，紧随 OpenAI 进入推理（“混合推理”）和智能体（“计算机使用”、智能体 API）领域，但通常更强调可控、可理解的过程和企业级的可靠性，并且目前更加强	Claude Sonnet 4.5 发布： 性能跑分登顶，实测中，模型能自主运行 30 小时，生成 1.1 万行代码，完整开发出类似钉钉的企业聊天应用，涵盖数据库配置、域名注册、合规审计等全流程，成为首个实现“生产级交付”的 AI 模型； Claude Opus 4.5 发布： 真实世界软件工程测试中达到行业 SOTA 水平，优于 GPT-5.1-Codex-Max、Gemini 3 Pro 及 Sonnet 4.5，API 定价对比上代 Opus 4.1 降低 2/3。
DeepSeek	奉行清晰的开源共享战略，在 MoE、MLA 等公开透明的架构上积极创新，以更低成本提供与 SOTA 相媲美的模型。	DeepSeek-V3.1 发布： 推出混合推理架构，实现更高的思考效率、更强的 Agent 能力； DeepSeek-V3.2 系列模型发布： V3.2-Exp 引入 DeepSeek Sparse Attention（一种稀疏注意力机制），针对长文本的训练和推理效率进行优化和验证，实现 API 调用价格下降 50% 以上。V3.2 平衡推理能力与输出长度，将思考融入工具使用，在推理类测试中达到 GPT-5 的水平，相比 Kimi-K2-Thinking，V3.2 的输出长度大幅降低，显著减少了计算开销与用户等待时间。V3.2-Speciale 在主流推理基准测试上的性能表现媲美 Gemini-3.0-Pro。
阿里巴巴	采用“灵活产品组合”战略,全栈布局，提供丰富模型矩阵，布局多语言和开源模型领域	系列模型发布： 2025 云栖大会上发布 7 个模型更新，包括 Qwen3-MAX（万亿参数大模型，编程与工具调用能力登顶国际榜单）、Qwen3-Omni（原生全模态大模型）等，覆盖图片编辑、视频生成、视频理解等多领域。截至 9 月 24 日，通义系列累计发布了 300 多款模型。
字节跳动	全栈布局底层硬件到上层应用，以 C 端超级 App 流量与 B 端企业服务双轮驱动	系列模型持续迭代： 发布视频生成模型 Seedance 1.0 pro、VLA 模型 Seed GR-3、多模态生图及编辑模型 Seedream 4.0、3D 生成大模型 Seed3D 1.0 等； 即梦： Seaweed 模型支持文本生成视频、动作模仿、多模态参考等功能，平台集成创作、编辑、分享完整生产链条。
快手	以 OneRec 推荐大模型和可灵视频生成大模型为基础，从底层逐步重塑平台的运营效率和内容生产力	OneRec 模型： 与传统的“筛选-排序”级联架构不同，OneRec 采用全新的技术范式，以一个统一模型直接生成符合用户偏好的视频内容，有效提升了用户时长和留存率并大幅降低成本，官方数据显示，其有效计算量提升了 10 倍，而运营成本仅为传统方案的 10.6%； 可灵模型： 陆续上线了“多图参考”、“灵动画布”等功能，提升了生成内容的一致性和可控性，使其更接近于一个一站式的 AI 创意工具。

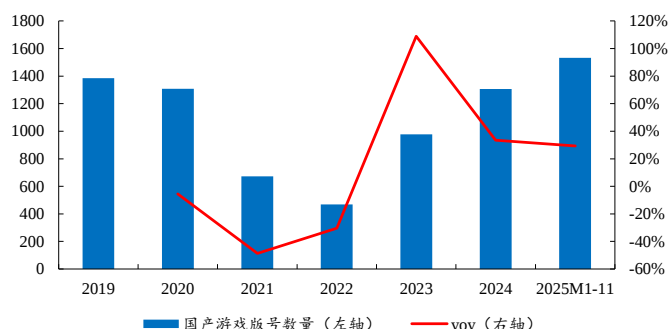
资料来源：阿里云开发者公众号、腾讯科技公众号、量子位公众号、机器之心公众号、新智元公众号、智东西公众号、极客公园公众号、InfoQ 公众号、DeepSeek 公众号、21 世纪经济报道公众号、字节跳动 Seed 公众号、觉醒元宇宙 AI 公众号、开源证券研究所

2.2、AI+游戏

2.2.1、游戏行业供需两旺，丰富新游储备或支撑高景气延续

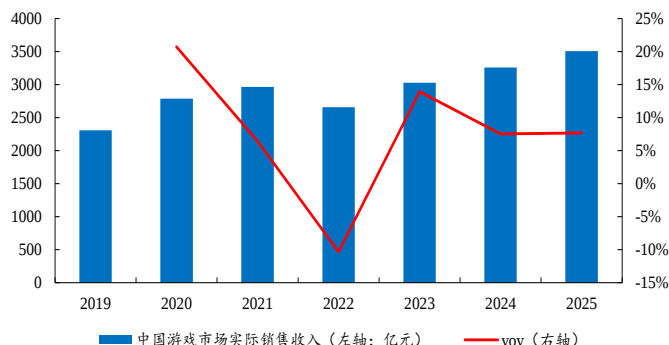
游戏行业供需两旺。供给侧，版号发放数量自 2022 年触底以来稳步回升，2025 年 1-11 月国产游戏发放版号数为 1532 个，同比增长 29%。需求侧，游戏作为情绪消费的重要赛道，市场规模持续扩容，2025 年中国游戏市场累计收入约 3508 亿元，同比增长 8%。

图12：2025 年 1-11 月国产游戏发放版号数为 1532 个，同比增长 29%



数据来源：国家新闻出版署、财经网科技公众号、游戏葡萄公众号、游戏智库公众号、蓝鲸新闻公众号、开源证券研究所

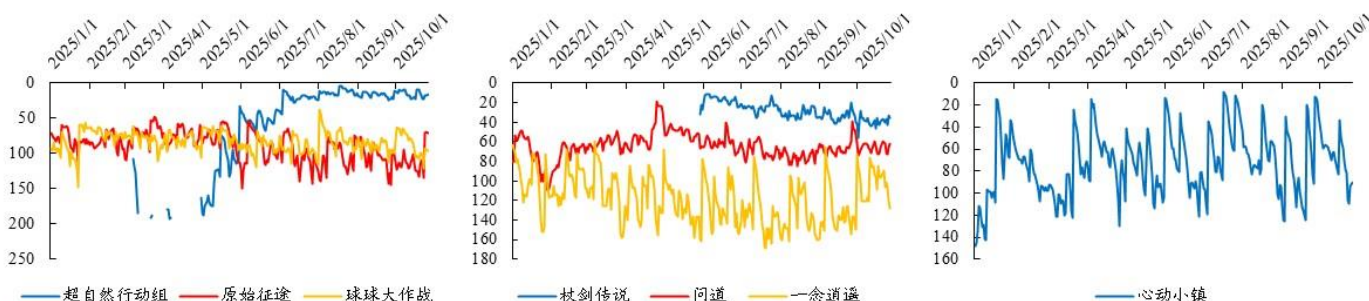
图13：2025 年中国游戏市场累计收入约 3508 亿元，同比增长 8%



数据来源：伽马数据、游戏产业报告公众号、开源证券研究所

核心游戏厂商凭用户洞察推出多款热门新游，借长线运营稳老游戏流水。热门新游频现，巨人网络《超自然行动组》2025 年 1 月上线后迅速成长为现象级游戏，7 月同时在线人数突破 100 万，8 月内地 iOS 畅销榜排名最高位列第 4。据 QuestMobile，8 月游戏月活达 795 万人。吉比特《杖剑传说》5 月 29 日上线，首月流水约 4.24 亿元。老游戏运营稳健，心动公司《心动小镇》等持续联动知名 IP、更新优质内容，畅销榜排名中枢稳定或有所提升。

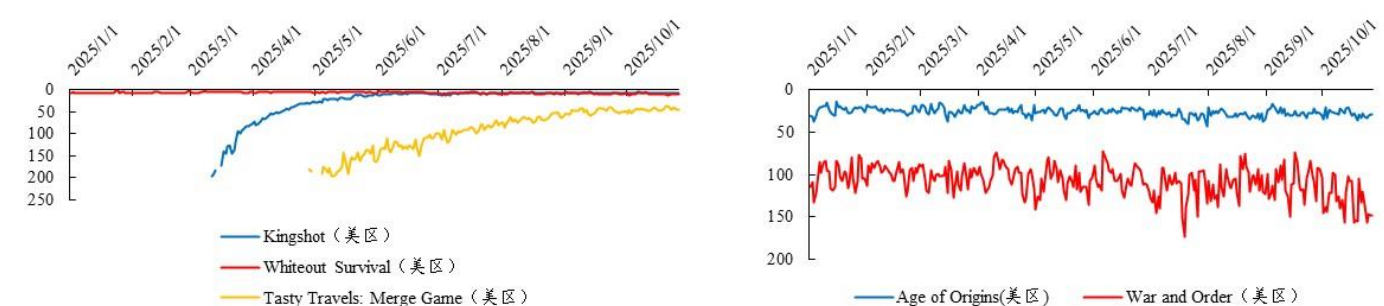
图14：巨人网络、吉比特、心动公司等游戏厂商的核心游戏内地 iOS 游戏畅销榜排名居前



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

以世纪华通、神州泰岳为代表，国内厂商积极推动游戏出海，拓展增量业务。据 SensorTower，《Whiteout Survival》2025 年 1-11 月累计收入或超 20 亿美元。《Tasty Travels: Merge Game》《Kingshot》表现亮眼，《Kingshot》自 2025 年 2 月在海外上线以来，iOS 游戏畅销榜排名迅速攀升，美区排名最高达第 3，据 SensorTower，截至 11 月累计收入已超过 6.4 亿美元；《Tasty Travels: Merge Game》7 月首登 SensorTower 出海手游收入榜，排名第 29，7/8/9/10/11 月收入环比增长 52%/30%/26%/15%/10%，11 月收入榜排名攀升至第 17。《Age of Origins》《War and Order》作为运营超 6 年的游戏，畅销榜排名亦韧性十足。

图15：世纪华通、神州泰岳旗下部分游戏位居美国 iOS 游戏畅销榜前列



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

游戏上市公司优质新游储备丰富，后续上线或进一步贡献增量。储备新游覆盖 MMORPG、SLG、ARPG、开放世界等众多高景气赛道，包含《仙境传说 RO》《斗罗大陆》等知名 IP 授权产品，以及《异环》等创新题材品类。

表2：上市公司优质新游储备丰富

厂商	游戏	类型	简介及亮点	Taptap 评分	Taptap 预约人数	进展
心动公司	仙境传说 RO：守护永恒的爱 2	MMORPG	《仙境传说 RO》系列续作，开放世界	7.6	12 万	2025 年 12 月首测
巨人网络	五千年	SLG	重社交战争策略手游	/	/	已经过超 6 轮测试
恺英网络	斗罗大陆：诛邪传说	MMORPG、3D	《斗罗大陆》正版授权的自由冒险游戏，开放世界	8.3	44 万	2025 年 12 月计费删档测试
恺英网络	三国：天下归心	SLG	为 Z 世代打造的新国战 SLG 手游，主打不种田不内卷、超高福利养成资源免费产、本服跨服同时游玩	8.9	14 万	已经过多轮测试
恺英网络	盗墓笔记：启程	寻宝盗墓探险	由南派三叔正版授权的真寻宝盗墓探险游戏	8.5	33 万	已经过多轮测试
完美世界	异环	二次元、ARPG	超自然都市开放世界题材游戏，工作室曾开发《幻塔》	9	396 万	或于 2026 年上线
神州泰岳	代号：XCT	SLG	城建末世题材	/	/	计划 2025 年底开启商业化测试
神州泰岳	代号：AOO2	SLG	冰雪末世题材	/	/	计划 2026 年初开启商业化测试
神州泰岳	代号：MN	SLG	黑帮题材	/	/	计划 2026H1 开启商业化测试
哔哩哔哩	闪耀吧！噜咪	捉宠、模拟经营	竖屏游玩，融合宠物养成和模拟经营的玩法	9.6	2.2 万	2025 年 12 月首曝并开启测试

资料来源：TapTap、各游戏公众号、各公司公众号、游戏那点事 Gamez 公众号等、开源证券研究所（注：评分及预约人数为截至 12 月 21 日数据）

2.2.2、AI 重构开发流程并创新交互体验，或为行业锦上添花

AI 逐步赋能游戏开发全流程，从早期的美术资源生成、代码辅助编写等辅助性请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

工作，逐步向玩法设计、剧情架构等核心创意领域渗透，有望持续提升游戏研发效率。据腾讯内部统计，AI 赋能下，光子工作室的角色动画制作周期缩短了 40%，部分项目组角色技能原型验证时间从 2 周压缩至 3 天。

表3：AI 重构游戏开发流程，大幅降本增效

环节	原流程及工作量	AI 赋能下流程及优化效果
动画制作-骨骼蒙皮	蒙皮是动画制作中骨骼绑定环节的重头戏，占该环节 70%-80%的工作量，是人力重投入的环节	AI 自动蒙皮工具将原本需要 1.5 天到 3.5 天才能完成的工作，缩短至 1 到 3 小时，节省 70%-90%人工
动画制作-关键帧生成	手工 K 帧（逐帧调整）是行业主流，占单角色动画制作总工时（可长达数周）的 60%-70%，是人力成本的主要消耗点	使用动画生成大模型，根据少量关键帧（5~10 帧）自动生成完整的流畅动画（如 60 帧），将效率提升 3~5 倍。
3D 场景与资产构建	游戏原型外景需用无人机和 3D 扫描设备扫描，过程依赖取景团队、现场指导、当地地陪等	次级资源可由 3D 生成工具直接生成，对于美术成本超亿元的 3D 类产品来说，其中 20%-30%的次级资源可以用 AI 工具解决，由此达到千万元级别的降本效果

资料来源：第一财经公众号、开源证券研究所

谷歌、恺英网络等国内外科技、游戏大厂积极布局。谷歌 Genie3 已具备通过单个文本提示词创建可交互环境的能力，恺英网络联合孵化的《SOON》平台凭借对多模态大模型能力的深度整合，实现了从美术资产生成到代码部署全流程的自动化操作。

图16：谷歌 Genie3 可通过单个文本提示词创建交互式、可玩的环境



资料来源：量子位公众号

图17：恺英网络及极逸公司孵化专为游戏行业打造的 AI 全流程开发平台



资料来源：恺英网络公告

AI 重塑游戏交互体验，其中智能 NPC 发展引人注目。传统 NPC 行为模式固定，交互体验生硬；而基于深度学习的智能 NPC 能够理解玩家意图，实时调整对话策略与行为逻辑，提供高度个性化的交互体验。网易《逆水寒》中的智能 NPC 可根据玩家过往行为与对话内容，在剧情分支中展现不同反应。

图18: 《逆水寒》上线 DeepSeek 驱动的智能 NPC “沈秋索”



资料来源: 逆水寒手游公众号

叙事类游戏或率先受益于 AI 玩法革新。AI 驱动的动态剧情生成系统能够根据玩家实时决策, 自动生成后续剧情, 打破线性叙事局限, 提升游戏可玩性。恺英网络投资企业自然选择旗下《EVE》融合情感对话大模型 Vibe 和记忆大模型 Echo, 全方位实现语言、视觉与情感的个性化沉浸式体验。巨人网络《太空杀》联合国内三大模型, 推出“残局对决”等 AI 原生玩法, 相关模式累计参与玩家达数百万, 对局量数千万。我们认为, 开放世界 RPG 游戏能容纳海量 AI 玩法, 有望深度受益于 AI 游戏发展。

图19: 恺英网络投资企业自然选择开发全球首款 3D AI 智能陪伴应用



资料来源: 恺英网络公告

图20: 太空杀联合国产三大模型打造 AI 原生玩法“残局对决”



资料来源: 巨人网络公告

2.2.3、重点推荐: 巨人网络、恺英网络、吉比特、心动公司、哔哩哔哩、神州泰岳、腾讯控股、网易

(1) 巨人网络 (002558.SZ): 《超自然行动组》致 Q3 业绩高增, 后续增长动能强劲

《超自然行动组》及储备新游或驱动公司业绩持续高增

2025Q1-3 公司实现营收 33.68 亿元 (同比+51.84%), 归母净利润 14.17 亿元 (同

比+32.31%)，扣非后归母净利润 14.84 亿元（同比+16.50%），其中 Q3 营收 17.06 亿元（同比+115.6%、环比+81.8%），归母净利润 6.40 亿元（同比+81.2%，环比+49.1%），业绩高增主要系《超自然行动组》表现亮眼。2025Q1-3 毛利率 90.6%（同比+1.7pct），净利率 42.5%（同比-6.1pct），净利率下滑主要系新游投放使销售费率同比+4.3pct。截至 Q3 末，公司合同负债达 13.33 亿元（同比+172%、环比+50%），我们认为其或反映《超自然行动组》收入确认周期延长，递延收入 Q4 释放有望驱动业绩增长加速。

大 DAU 赛道积累深厚，《超自然行动组》持续突破

《球球大作战》于 2015 年公测，次年 DAU 破千万，作为上线超 10 年产品，2025 年其单月流水创五年新高，并通过小游戏拓展用户圈层，2025H1 累计新进超 1100 万用户，8 月十周年庆典拉动内地 iOS 游戏畅销榜排名最高达第 37。我们认为《球球大作战》《太空杀》等的成功验证公司在大 DAU 赛道的能力积累。《超自然行动组》作为又一大 DAU 力作，2025 年 6/8 月 MAU 分别达 386/795 万（QuestMobile 数据），玩家规模持续上升。据七麦数据，8 月 17 日首款梦幻级时装上线拉动《超自然行动组》内地 iOS 游戏畅销榜排名升至第 4，虽然 9 月下旬系列活动为国庆预热，但 9 月游戏畅销榜排名均值仍为 17，反映扎实的玩家基本盘，10 月国庆档排名最高达第 9，我们看好内容更新推动游戏玩家规模及 ARPU 持续提升。

《名将杀》具大 DAU 潜力，《五千年》持续打磨，业绩增长动力充足

《名将杀》联合“杀牌”类玩法创始人设计游戏规则，创新地融入身份推理玩法，策略深度上限高，并设置多种玩法模式满足不同玩家需求。公司持续打磨赛季制 SLG《五千年》，逐步重塑角色立绘，2025 年启动超 6 轮测试，储备游戏陆续上线或驱动业绩持续高增。

(2) 恺英网络 (002517.SZ)：Q3 业绩高增，新游及传奇盒子共驱持续成长

Q3 业绩亮眼，新游戏上线及传奇盒子共驱成长

公司 2025Q1-3 实现营收 40.75 亿元（同比+3.75%），归母净利润 15.83 亿元（同比+23.70%），扣非归母净利润 15.20 亿元（同比+18.65%）。单 Q3 营收 14.97 亿元（同比+9.1%、环比+22.2%），归母净利润 6.33 亿元（同比+34.51%、环比+46.66%）。2025Q1-3 毛利率为 83.0%（同比+0.8pct），净利率为 38.9%（同比+6.3pct），盈利能力提升主要得益于销售费率同比-3.9pct 以及政府补助增加。我们认为销售费率同比下降或系传奇盒子收入占比提升及推广效率增加。截至 Q3 末，公司合同负债达 3.5 亿元（同比+106%、环比+70%），或反映传奇盒子业务增量未完全兑现，Q4 有望延续高增。

传奇盒子汇集优质垂类内容，正向飞轮初启，商业化推进或持续贡献增量

截至 2024H1，传奇游戏中国市场累计流水达 3713 亿元，传奇 IP 市场空间广阔。公司旗下传奇盒子获官方独家授权，为玩家提供正版游戏入口及语音、玩家社区等全面配套服务，继 Q3 吸引三九互娱等三家“传奇”大厂入驻后，9 月超 25 款精品游戏陆续入驻，10 月再与顺网科技、顺玩网络达成共建传奇、传世品类 PC 游戏社区合作，后续拟引进超百款传奇类游戏。我们认为优质内容入驻为平台带来新增流量，而平台流量提升亦会吸引更多大厂加入。公司推动平台商业化，开发直播、道具交易平台、云游戏等功能，围绕 IP 拓展短剧、小说、数藏等新业态，我们看好流量

增长、商业化推进带来的 ARPU 提升共同驱动平台业务高速增长。

储备游戏丰富，重磅产品持续测试完善，增长动能强劲

多角色养成手游《仙境传说之约定好的冒险》9 月 25 日起陆续上线微信小游戏及安卓、苹果端，10 月入选微信小游戏畅销榜。三国题材 SLG《三国：天下归心》融入交易系统 MMO 元素，有望差异化竞争打开市场，其于 10 月 21 日启动付费删档测试，有望于 2026 年上线。储备游戏丰富，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记启程》等重磅产品已完成多轮测试，新游陆续上线或驱动持续成长。

(3) 吉比特 (603444.SH)：出海及新游或持续驱动业绩高增长

新游业绩持续释放，高增长有望延续

2025Q1-3 公司实现营收 44.86 亿元，同比+59.17%，归母净利润 12.14 亿元，同比+84.66%，扣非归母净利润 12.11 亿元，同比+97.48%，利润接近预告区间上限。单 Q3 公司实现营收 19.68 亿元，同比+129.19%，环比+42.37%，归母净利润 5.69 亿元，同比+307.70%，环比+57.58%，业绩高增主要系《杖剑传说（大陆/境外版）》《道友来挖宝》等新游贡献增量。2025Q3 毛利率 93.3%，同比+4.9pct，净利率 33.6%，同比+4.6pct，销售/管理/研发/财务费率分别为 32.2/7.1/14.3/-0.9%，同比+4.3/-2.3/-6.5/+1.0pct，盈利能力提升及费率下降或受益于规模效应释放，销售费率提升主要系新游投放增加。公司 Q3 拟每 10 股分红 60 元（含税），前三季度股利支付率约 75%，高分红延续。

联动外部知名 IP，挖掘《问道》IP 潜力，核心游戏有望延续高流水

《杖剑传说》持续更新优质内容，7 月联动《为美好的世界献上祝福！》，带动内地 iOS 畅销榜排名升至第 13，9 月坎斯汀音乐节拉动内地 iOS 畅销榜排名升至第 20，Q3 国内流水 7.42 亿元，环比+75%。《杖剑传说》海外表现亮眼，7/8/9 月分列 SensorTower 出海手游收入榜第 28/18/23，Q3 海外流水 4.78 亿元。10 月《杖剑传说》联动《罗小黑战记 2》，我们看好丰富内容吸引更多玩家并激发付费意愿。《道友来挖宝》5 月上线，在轻度买量下长期维持微信小游戏畅销榜 Top5，9 月一度登顶，截至 Q3 上线以来流水 3.16 亿元。该游戏是《问道》IP 衍生产品，立绘设计相近，我们看好其借小游戏低门槛优势，持续吸引《问道》老玩家回流。

新游拓展海外市场，储备游戏陆续上线，增长动能充沛

1 月新游《问剑长生》前三季度流水达 7.13 亿元，其于 11 月 27 日上线中国港澳台、韩国等地。三国题材赛季制 SLG 游戏《九牧之野》12 月 18 日公测，公测首日位居内地 iOS 游戏畅销榜第 23。新游海外发行、储备游戏上线或驱动业绩延续高增。

(4) 心动公司 (02400.HK)：中报业绩大增，看好新游 TapTap 继续打开成长空间

中报业绩同比大增，看好新游/Taptap 继续打开成长空间

公司 2025H1 实现营收 30.82 亿元，同比+39%；经调整利润 8.53 亿元，同比+206%；归母净利润 7.55 亿元，同比+268%。业绩高增主要系《仙境传说 M：初心服》（简称

《初心服》《心动小镇》《火炬之光：无限》表现亮眼，以及 TapTap 算法改进、用户参与度提升拉动业绩增长。2025H1 毛利率同比+6pct 至 73%，主要系采用净额确收的《初心服》海外服收入占比提升；期间费率同比-11pct 至 45%，净利率同比+15pct 至 26%。

长线运营或打造批量长青游戏，区域拓展及经典 IP 储备游戏积蓄增长动能

2025H1 游戏收入 21 亿元，同比+39%，毛利率 68%（同比+8pct），网游平均月活 1141 万人（同比+20%），平均月付费用户 132 万人（同比+21%）。《心动小镇》凭内容更新持续吸引玩家，据七麦数据，其 Q1/Q2/7-8 月（截至 8.30）iOS 内地游戏畅销榜排名均值分别为 85/70/61（7 月最高第 8），海外服上线或再拉升流水。《火炬之光：无限》年内赛季更新驱动流水提升；公司有望凭长线运营打造更多长青游戏。《初心服》上半年表现体现 IP 受众广度，《仙境传说 RO：守护永恒的爱 2》是基于同 IP 打造的开放世界 MMO 游戏，玩法画面再升级，有望成为重要长青游戏。

新游及 AI 助力，叠加 PC 端、小游戏拓展，TapTap 收入或延续高增长

2025H1 TapTap 收入 10.1 亿元，同比+38%，毛利率为 84%（同比+1pct），平台国内月活达 4363 万人（同比+1%）。上半年公司推动更多游戏接入 TapSDK 与生态服务，引入 AI 游戏推荐助手，持续优化开发者、玩家体验。公司 4 月顺应游戏多端化趋势推出 TapTapPC 版，已上线超百款头部游戏；7 月发布 TapTap 小游戏进军新市场，我们看好 TapTap 乘新游及 AI 东风，持续优化平台体验，设备多端化、游戏多品类化拓展，推动收入延续高增及盈利能力持续提升。

(5) 哔哩哔哩-W (09626.HK)：Q3 广告亮眼，新游蓄势待发，看好商业化持续推进

Q3 业绩同环比大增，广告表现亮眼，看好商业化推进

公司 2025Q3 实现营收 76.85 元（同比+5%、环比+5%），归母净利润 4.70 亿元（同比扭亏为盈、环比+115%），经调整净利润 7.86 亿元（同比+233%、环比+40%）。2025Q3 增值服务收入 30.23 亿元（同比+7%、环比+7%），主要得益于付费会员等服务增加；广告收入 25.70 亿元（同比+23%、环比+5%），主要得益于广告产品供应改善及广告效益提升；移动游戏收入 15.11 亿元（同比-17%、环比-6%），主要系《三国：谋定天下》上线初期集中推广使同期流水基数较高；IP 衍生品及其他收入 5.82 亿元（同比+3%、环比+32%）。毛利率连续 13 个季度环比提升，Q3 达 36.7%（同比+1.8pct，环比+0.2pct）；销售、管理及研发费率加总为 32.1%（同比-3.7pct、环比-1.0pct），经营杠杆效应持续显现。

热门游戏出海及多端化拓展或贡献增量，《三国：百将牌》蓄势待发

《三国：谋定天下》着眼长线运营，9 月 20 日新剧本上线带动内地 iOS 游戏畅销榜排名升至第 5，公司拟于 2026Q1/H2 上线港澳台/其他国际服，热门手游出海或贡献增量。《逃离鸭科夫》上线首月销量超 300 万份，同时在线人数最高达 30 万，同 IP 主机移植和手游项目已启动，或延续亮眼表现。《三国：百将牌》拟于 2026Q1 上线，其休闲玩法创新，有望凭借社区（UP 主、直播）推广兑现大 DAU 潜力，成为新一款长青游戏。

社区生态繁荣，平台商业化推进或驱动持续增长

Q3B 站用户数据创新高，DAU 为 1.17 亿（同比+10%），MAU 为 3.76 亿（同比+8%），DAU/MAU 升至 31%，日均使用时长达 112 分钟（同比+6 分钟）。社区发展健康，前三季度 UP 主人均收入同比+22%。《凡人修仙传》单集播放三日破亿，《守护解放西》系列播放量破 14 亿，精品内容提升用户付费意愿，Q3 月均付费用户超 3500 万（同比+17%），大会员数达 2540 万（同比+16%）。优质内容吸引用户集聚，广告等流量变现设施持续完善，平台商业化推进或驱动持续增长。

（6）神州泰岳（300002.SZ）：新游周期及 AI 商业化将开启，业绩拐点渐近

Q3 业绩同比降幅收窄，看好新游周期下业绩迎来拐点

公司 2025Q1-3 实现营收 40.68 亿元（同比-9.86%），归母净利润 7.24 亿元（同比-33.77%），扣非归母净利润 6.96 亿元（同比-16.42%），其中 Q3 营收 13.84 亿元（同比-5.3%），扣非归母净利润 2.08 亿元（同比-3.2%）。核心游戏产品进入成熟期以及投放策略调整使业绩承压，但 Q3 营收及扣非归母净利润同比降幅明显收窄，凸显核心游戏韧性。2025Q1-3 毛利率 58.6%，同比-3.4pct，期间费用率 39.6%，同比-1.2pct，净利率 17.5%，同比-6.5pct，净利率下降主要系 2024Q3 存在 2.53 亿元的非经常性坏账计提冲减（影响净利率 5.6pct）。

核心游戏企稳向上、储备游戏丰富，或开启新一轮成长

据七麦数据，《Age of Origins》7 至 9 月美国 iOS 游戏畅销榜排名均值分别为 30/29/26，排名整体企稳向上，其中 9 月 7 周年庆典活动拉动排名最高至第 17。据 SensorTower，《Age of Origins》7/8/9 月分列出海手游收入榜第 12/11/12，头部地位稳固。据七麦数据，《War and Order》7 至 9 月美国 iOS 游戏畅销榜排名均值分别为 117/109/108，同样呈现向好趋势。我们认为两款核心游戏分别上线超 6/8 年情况下流水整体平稳足见公司 SLG 实力，持续输出优质内容有望支撑流水延续。两款 SLG 新游《Stellar Sanctuary》《Next Agers》步入商业化测试尾声，且已获得国内版号并开发了小程序版本，国内外发行推广有望贡献业绩增量。在研游戏丰富，其中 3 款 SLG 新游计划于 2026 年中以前陆续开启商业化测试，新游周期开启或启动新一轮成长。

智能语音机器人 avavox 落地多场景，全球化拓展有望贡献业绩增量

公司 7 月推出智能语音机器人 avavox，其在出行服务场景落地成效显著，通话效率较传统人工坐席提升 3-5 倍，预计可降低业务沟通环节运营成本 40%-60%，目前落地场景覆盖金融证券、在线教育、电商推广等。10 月公司发布 avavox 全球菁英生态伙伴计划，全球市场拓展有望贡献业绩增量。

（7）腾讯控股（00700.HK）：业绩延续高增，AI 应用深化及新游共驱成长

海外游戏高增，看好新老游及 AI 应用深化驱动成长

公司 2025Q3 实现营收 1929 亿元（同比+15%，环比+5%），归母净利润 631 亿元（同比+19%，环比+13%），Non-IFRS 归母净利润 706 亿元（同比+18%，环比+12%）。分业务看，增值服务收入 959 亿元（同比+16%），其中国内游戏收入 428 亿元（同比+15%），主要系《王者荣耀》等长青游戏收入增长及《无畏契约》手游贡献增量，海外游戏收入 208 亿元（同比+43%），主要系新收购游戏工作室并表、《消逝的光芒：

困兽》销量亮眼等，社交网络收入 323 亿元（同比+5%）。营销服务收入 362 亿元（同比+21%），主要系用户参与度及广告加载率提升带动广告曝光量增长，以及 AI 拉动 eCPM 提升。金科企服收入 582 亿元（同比+10%），主要系商业支付及消费贷款服务、企业客户 AI 相关服务及微信小店技术服务的收入增长。自研游戏、视频号及微信搜索等高毛利业务带动下，Q3 毛利率同比+3pct 至 56%，其中增值/营销/金科企服分别同比+4/+4/+2pct。

AI 技术持续迭代，并赋能广告、电商等业务，投入收益有望逐步显现

公司持续升级混元基础模型的团队及技术架构，截至 11 月 12 日，混元图像生成模型位列 LMArena 文生图模型全球第一。广告领域，新推出的智能投放产品矩阵腾讯广告 AIM+ 支持广告主自动配置定向、出价及版位，并优化广告创意，提升营销 ROI 并拓展中小广告主业务。电商领域，AI 提升商品推荐能力，促进微信小店交易额增长。微信承载强大的通信、社交、内容、电商、支付生态，已在搜索、公众号评论区等场景融入元宝 AI 功能，有望通过深度集成 AI 转型为“超级”智能体，提升用户交互深度并打开业务空间。

新游及长青老游表现亮眼，重磅储备游戏陆续上线，游戏增长动能强劲

新游表现亮眼，《三角洲行动》Q3 位居行业流水前三，《无畏契约》端手游国服月活破 5000 万。老游戏彰显长青，《王者荣耀》2025 年日活破 1.39 亿，《皇室战争》9 月日活及流水创新高。《王者荣耀世界》拟 2026 年春季公开亮相，《王者万象棋》12 月开启大规模测试，重磅 IP 衍生游戏陆续上线或驱动业务增长。

(8) 网易-S (9999.HK)：看好游戏出海、新游上线及 AI 赋能深化驱动成长

递延收入高增积蓄增长动能，看好出海及新游驱动成长

公司 2025Q3 实现营业收入 284 亿元（同比+8.2%，环比+1.7%），归母净利润 86 亿元（同比+31.8%，环比+0.2%）。Q3 毛利率为 64.1%（同比+1.2pct），销售/管理/研发费率分别为 15.7%/4.1%/16.0%（同比+1.2/-0.1/-0.9pct），净利率为 31.0%（同比+5.4pct），盈利能力提升主要得益于股票投资公允价值变动收益及较低的净汇兑损失。截至 2025Q3 末，公司合同负债达 195 亿元（同比+25%，环比+15%），递延收入逐步释放或驱动业绩延续高增。

《梦幻西游》彰显长线运营实力，出海及新游研发持续推进，增长动能强劲

2025Q3 游戏及相关增值服务实现收入 233 亿元（同比+11.8%，环比+2.3%），同比增长源于《梦幻西游》端游、《蛋仔派对》及新游《燕云十六声》等，环比增长源于《梦幻西游》端游、《逆水寒》手游等；毛利率为 69.3%，同比+0.5pct。自 Q3 起《梦幻西游》端游最高同时在线人数连创四次新高（11 月 2 日破 358 万），经典游戏焕新表现彰显公司长线运营实力，《天下》等老游戏全面升级或驱动流水回升。海外产品日趋丰富，《命运：群星》登顶欧美多地 iOS 下载榜，《燕云十六声》海外版本 24 小时玩家超 200 万，出海或贡献增量。《无限大》9 月实机演示视频 B 站播放量超 700 万，《遗忘之海》计划 2026 年同步上线 PC 端、手机端及主机端，新游上线或为业绩增长提供强劲动能。

云音乐盈利能力提升，有道 AI 相关收入高增，AI 持续全面赋能

云音乐持续优化收入结构，Q3 实现收入 19.6 亿元（同比-1.8%），毛利率同比提升 2.6pct 至 35.4%，推出“AI 调音大师”，为用户打造“千歌千面”体验。有道继续以 AI 驱动业务创新，Q3 实现收入 16.3 亿元（同比+3.6%，环比+14.9%），主要系在线营销服务同比增长。Q3 有道领世收入同比增长超 40%，用户留存率超 75%(2024Q4 约 70%)。AI 驱动订阅服务收入约 1 亿元，同比增长超 40%，创历史新高。我们看好 AI 持续赋能音乐、教育业务，驱动公司成长。

2.3、AI+影视

2.3.1、“广电二十一条”出台，选秀重返荧幕，长剧及综艺拐点或至

“广电二十一条”出台，政策支持或驱动长剧回暖。8 月，国家广播电视总局下发《进一步丰富电视大屏内容 促进广播电视听内容供给的若干举措》的通知（简称“广电 21 条”），一方面支持海外优质内容引进，放宽海外 IP 本土化改编及古装剧播出限制，丰富长剧内容；一方面优化审查机制，试行“边审边播”等，疏通发行障碍。我们认为，系列举措有助于长剧题材内容更加丰富、品质口碑进一步提升，从而有望推动剧集价格、用户付费及广告植入收入重新迎来上行期。

表4：“广电二十一条”大幅放宽长剧内容限制

政策	具体举措
内容及播放限制变少	取消剧集长度限制： 电视剧集数不再设 40 集上限，超 40 集的剧目经总局全剧本评审后可备案公示，鼓励自由创作。
	季播剧排播自由化： 取消两季间隔一年的限制，单集时长灵活化，按市场需求定档
	古装剧调控灵活化： 古装剧的播出调控不再限制时长和比例，不再硬性规定电视台古装剧年度占比（原≤15%）及平台首屏月度数量（原≤2 部）
	不再限制“一剧两星，一晚两集”： 实施一剧多星、联播联播政策，大力支持网台同步
审查机制微调	中插广告不再禁止： 经总局批准后，可实施每集电视剧中间插入一次不长于 30 秒的剧情或商业广告等。
	总局与省局同步审查： 针对卫视黄金档及重点网站首屏剧目，总局与省局同步审查，缩短审查周期
	试行建立“边审边播”机制： 系列剧、季播剧、单元剧、情景喜剧等类型剧可试行分集/分单元送审，边修改边播出
	优化涉案剧内容审查： 明确了仅三类剧目需公安部审查（以重大革命史、公安史以及各个历史时期公安部主要领导同志为原型；跨境犯罪、全国性影响的重特大敏感案件）。其他涉案题材剧目可只征求地方省级公安部门意见。
确立微短剧的主流地位	优化协审机制，以专家介入取代不必要的协审： 专家提前介入取代冗长协审，保证作品的专业性、准确性、严谨性即可
	支持优秀微短剧通过电视平台播出， 拓宽内容供给渠道
	可择取境外优秀作品进行高质量本土化改编，本土化改编并不局限于放开日、韩 IP。
促进境外节目引进	优化引进剧集指标分配，支持卫视频道等重点主体引进优秀电视节目，取消单一主体引进指标数量限制。
	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。

资料来源：文化上海滩公众号、开源证券研究所

时隔近 4 年，内地选秀类节目重返荧幕。选秀类节目是撬动粉丝经济的关键环节，李宇春等“民选偶像”的影响力及“超女”对赞助商蒙牛的品牌价值助力，均彰显选秀类节目商业价值。我们认为，《声鸣远扬 2025》节目启动代表全民选秀节目

的回归，选秀综艺的重启有望为长视频平台、电视台带来广告招商收入的拐点。

图21：时隔近4年，内地选秀类节目重返荧幕

早期卫视选秀：2004年湖南卫视和天娱传媒合作推出了《超级女声》系列，2005年，李宇春以352万票拿下冠军。

网络选秀：2018年起，腾讯、爱奇艺推出《创造营》、《青春有你》等选秀综艺，蒙牛以3亿元的赞助费拿下《青春有你1》的独家冠名权，并连续三年赞助“青春有你系列”。刘宇粉丝应援筹集经费超1000万元。

2021年，国家广电总局下发了加强网络综艺节目的管理通知，偶像养成类节目被全面叫停。

2025年9月，音乐选秀节目《声鸣远扬2025》全球启动发布会在北京举行。这档由湖南卫视芒果TV联合多家头部省级卫视与网络平台倾力打造的专业音乐赛事正式拉开帷幕。

资料来源：36 氪、南方都市报、开源证券研究所

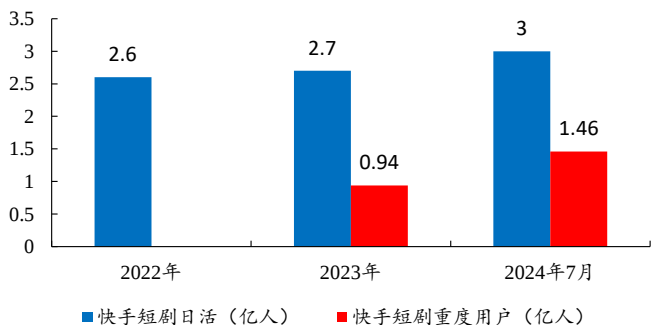
2.3.2、国内供需共振，出海创造增量，短剧高景气或延续

据《2025 快手短剧白皮书》，2024 年中国短剧市场规模达 504 亿，且预计在 2027 年突破千亿。供需共振下，短剧高景气或延续。

需求侧，据《第 56 次中国互联网发展状况统计报告》，截至 2025 年 6 月，我国微短剧用户规模已达 6.26 亿人，占网民整体的 55.8%。短剧用户粘性提升，快手短剧重度用户占日活比例由 35%提升至 49%。艾媒咨询调查显示，超七成用户形成短剧观看习惯，短剧已成为用户的刚性娱乐消费。

供给侧，短剧内容及创作者数量高增，截至 2025 年 2 月，快手短剧内容消费业务中心累计上传新剧数量已超过 5.3 万部，快手短剧 IAP+IAA 累计作者同比提升 61 倍。内容高质量发展，题材经历了由霸总甜宠，向现实主义、都市情感等更丰富的题材延伸的过程，节奏内核逐渐摆脱“无脑爽点”的单一叙事，成为映射现实、反映亲密关系、呈现不同世界观的内容载体。

图22：快手短剧用户持续增长，重度用户占比提升



数据来源：《2025 快手短剧白皮书》、开源证券研究所

图23：短剧内容及创作者数量高增，题材持续多元化



资料来源：《2025 快手短剧白皮书》、开源证券研究所

出海创造增量。据 SensorTower，2025Q2 共有 10 款短剧应用入围出海应用收入榜 TOP20，2025Q3，头部应用下载量和收入持续保持高位。

图24：短剧出海持续贡献增量



资料来源：SensorTower 公众号、开源证券研究所

2.3.3、AI 视频工具提升影视生产力，AI 漫剧市场快速扩张

海内外视频生成模型高速迭代，推动影像制作生产力不断提升。海外方面，10月，Open AI、谷歌相继更新视频生成模型，Sora2 支持音频、视频同步生成，免去后续配音工作，视频画面逻辑一致性提升显著；Veo3.1 通过扩展功能可生成 148 秒视频，时长延长可容纳更多内容。国内方面，视频生成模型“百花齐放”，在快手内部的多项胜负率评测中，对比同期模型 Veo2/Sora，可灵 2.0 胜负比分别为 205%/367%。我们认为，视频制作门槛下降，或推动视频内容供给大幅增加，具备 IP 粉丝流量基础的内容更易脱颖而出，IP 储备丰富的公司或充分受益。

表5：2024 年来国内外 AI 视频生成模型不断涌现

区域	发布时间	视频 AI 模型	可生成视频时长	特点
国内	2025 年 4 月 15 日	可灵 2.0	2 分钟（30fps、1080p） （2024 年 6 月版本）	基于 Multi - modal visual language（MVL）交互，支持多模态信息输入，含多维度复杂创意传达
	2025 年 6 月 25 日	即梦 3.0 pro	10 秒（1080P 高清）	支持文生视频、图生视频，具备多镜头叙事能力，能更精准遵循指令，动态表现流畅自然
	2025 年 2 月 18 日	Step-Video-T2V	直接生成 204 帧（约 8.5 秒、540P 分辨率）	复杂运动、美感人物、视觉想象力、基础文字生成、原生中英双语输入和镜头语言等生成能力强
	2025 年 4 月 21 日	SkyReels-V2	理论支持无限时长扩展	融合扩散强迫框架、多模态大语言模型等
	2025 年 4 月 22 日	MAGI-1	支持 1-10 秒基础生成 （可扩展）	全球首个自回归视频生成大模型，24 帧分块策略+因果注意力机制，实时交互
	2025 年 4 月 22 日	Vidu Q1	5 秒（1080P 高清）	首创 U-ViT 架构，支持“首尾帧运镜”“一句话生成音效” （多音效叠加）
国外	2025 年 10 月 16 日	Veo3.1	148 秒（1080P）	支持文本、图像、视频片段等多种输入形式；最多支持 3 张参考图像，精准把控输出内容的视觉风格；首尾帧插值技术，实现不同场景间的自然无缝过渡；智能延续原有视频的动作与运镜逻辑

区域	发布时间	视频 AI 模型	可生成视频时长	特点
	2025 年 10 月 1 日	Sora2	20 秒（1080P）	可创作带有原生音频的电影级视频，专为呈现更符合物理规律的场景和更精细的创作控制而设计

资料来源：可灵官网、即梦官网、Sora 官网、Veo 官网等、开源证券研究所

AI 打破供给瓶颈，释放漫剧潜力。漫剧指对网文、平面漫画或原创剧本等图文故事的视频化再创作，其结合短剧的精悍爽感和动漫天马行空的世界观，内容引人入胜。据广电家，传统制作方式需 90 天方可完成的动态漫，通过引入 AI 可将制作周期压缩至 10-13 天，单部成本可控制在 10-30 万元（据 Tech 星球，单分钟平均制作成本不足传统动画的 1/10），且有望随技术成熟进一步下降。

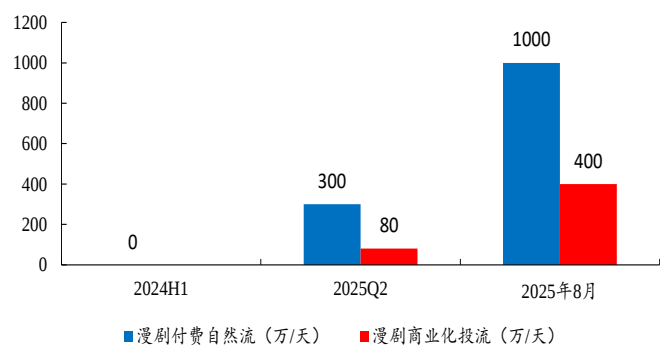
漫剧市场快速扩张。据巨量引擎及广电家，2025 年上半年漫剧供给量以 83% 的复合增长率持续扩容，上线作品数超 3000 部，流水规模增长 12 倍；全年市场规模预计突破 200 亿元量级，相关企业数量预计将突破数十万家。**我们认为随短剧版权方、传统动画制作方等新老玩家持续下场，叠加平台及 IP 方扶持政策，漫剧市场有望持续高速增长；拥有流量优势的头部漫剧平台、头部 IP 厂商及领先的 AIGC 视频工具提供商或充分受益于产业发展。**

图25：变现前 TOP10 漫剧主要以男频为主



资料来源：短剧自习室公众号

图26：以抖音端为例，漫剧自然流、商业化投流增长迅速



数据来源：短剧自习室公众号、开源证券研究所

表6：视频平台及 IP 版权方出台系列支持政策

平台	时间	支持政策
抖音	2025 年 8 月	番茄 IP 授权改编漫剧合作，成片内容框架保底合作，头部精品漫剧单部采买合作
快手	2025 年 9 月	以联合出品、联合运营两大模式，助力 AI 精品短剧/AI 精品 IP。联合出品模式下，单项目最高 1000 万灵感值（可灵算力）及 1 亿流量投入，漫剧类项目优先；联合运营模式下，单项目最高 500 万灵感值及 1 亿流量扶持
哔哩哔哩	2025 年 9 月	引入 SS、S、A、B 四档评级体系，SS 级作品可获得百万级创作基金+全站推广资源；鼓励漫剧与 B 站生态深度融合，为使用“弹幕互动”、“共

平台	时间	支持政策
		创投稿”等功能的作品提供额外加权；开放“必剪”AI 功能模块，提供一键线稿上色、自动中割生成等专业动画制作功能
阅文	2025 年 10 月	开放 10 万部精品 IP，设立亿元专项基金为作家跨界支持

资料来源：新腕儿公众号、DataEye 短剧观察公众号等、开源证券研究所

2.3.4、重点推荐：芒果超媒、上海电影

(1) 芒果超媒（300413.SZ）：微短剧战略深化，头部综艺或驱动业绩继续回暖

业绩已现回暖趋势，看好公司综艺剧集长期成长性

2025 年 Q1-Q3 公司实现营收 90.6 亿元（同比-11.8%），主要系电商业务营收下降所致，归母净利润 10.2 亿元（同比-29.7%），主要系持续加大内容、研发投入致互联网视频业务成本上升，其中 Q3 营收 31.0 亿元（同比-6.6%），归母净利润 2.5 亿元（同比-33.5%）。

芒果 TV 月活稳健增长，广告业务回暖，政策或助力长期发展

2025 年 Q1-Q3 芒果 TV 用户月活均值同比增长 11%（QM 数据），Q3 广告收入实现同比增长。此外，公司保持良性的经营性现金流，Q1-Q3 经营性现金流量净额 6.7 亿元（同比+307%），9 月末资金储备超 130 亿元，为后续持续加大内容、技术和新业务布局提供坚实支撑。8 月出台的《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》放宽影视制作监管限制，或为公司主业注入增长动能。

微短剧战略深化，选秀综艺有望驱动广告收入进一步增长

2025 年 10 月，芒果 TV 启动“AIGC 微短剧创作者生态计划”，将提供百部微短剧剧本、漫剧版权 IP、AI 工具及资金流量扶持，该举措有望进一步扩大优质内容供给，带动会员业务收入增长。此外，公司时隔多年重启全民选秀音综《声鸣远扬 2025》，该综艺覆盖“美声、民族、流行”三大唱法，以 38 座城市、37 家专业院团、86 所艺术高校构建人才选拔网络，自预选赛启动以来热度持续攀升，总决赛首场直播在 CSM 全国网、中国视听大数据（CVB）、欢网、酷云中，收视率、份额总和在省级卫视综艺项目中第一。直播一小时，微博指数破 8500 万，创综艺首播新高。我们看好公司持续打造高热度选秀综艺，驱动广告主增加投放，为公司业绩贡献可观增量。

(2) 上海电影（601595.SH）：IP 商业化加快，AI 赋能打开成长空间

2025Q1-3 实现营收 7.23 亿元（同比+29%），归母净利润 1.39 亿元（同比+30%）。我们看好电影、IP 业务共驱成长。

《浪浪山小妖怪》票房口碑双丰收，《中国奇谭 2》定档元旦，经典 IP 商业化变现加快

分业务来看，2025H1 联和院线实现业务票房 22.1 亿元（同比+26%），市场份额提升至 7.57%，直营影院实现票房 2.73 亿元（同比+11%），全国影投排名第 11，较同期提升 2 名；电影方面，截至 10 月 25 日，《浪浪山小妖怪》总票房已超 17.03 亿元，成为中国影史二维动画票房冠军，进入中国影史动画票房榜前五名。IP 方面，公司

重点拓展《浪浪山小妖怪》商业授权及衍生，与 40 余家知名企业达成合作，IP 衍生品 SKU 达 800 余个，全国首家上美影经典 IP 沉浸式儿童乐园开业前预售 300 万元，首日客流 3000 人次，抖音、小红书等新媒体矩阵粉丝量超 500 万，通过常态化焕新经典动画，有效提高消费者触达，促进 IP 价值最大化。《中国奇谭 2》定档 2026 年元旦，4 组首季导演及 5 组新引入导演共同打造九部风格各异的动画短片，有望延续首季亮眼表现并进一步提升 IP 价值。《大闹天宫》《中国奇谭》等经典 IP 衍生业务或给公司带来业绩弹性。

多维布局 AI 技术，打造产业升级新引擎

公司全面拥抱 AI，聚焦 AI/XR/MLED 等前沿技术并结合宣发、渠道等业务；联合字节跳动、阶跃星辰等 AI 生态伙伴拓展 IP 运营新路径；以新视野基金为核心支点推进产融结合，布局“AI+影视”“AI+社交”“AI+游戏”等未来赛道，驱动产业升级。此外，公司落地“全球 AI 视觉创意大赛”“即梦 X 上海电影 AI 动画创作周”等赛事链接顶尖技术项目和人才，投资企业珞博智能首款 AI 产品“芙崽”京东首发售罄，计划共研 AI 潮玩。AI 多维应用有望驱动产业升级，培育新增长点。

2.3.5、受益标的：中文在线、捷成股份、华策影视、光线传媒

中文在线 (300364.SZ)：自有内容平台积累丰富 IP 资源，积极拓展短剧、AI 漫剧等多元变现路径

2025Q1-3 公司营业收入 10.11 亿元，同比增长 25.12%；归母净亏损 5.20 亿元，同比下滑 176.64%。公司自有内容平台积累丰富 IP 资源及创作者，截至 2025H1，平台数字内容资源超 560 万种，网络原创驻站作者 450 余万名。围绕 IP，公司拓展音频、漫画、漫剧、动画、短剧、影视、游戏以及文创周边。短剧方面，2025H1 公司在红果平台上线作品的爆款率达到 80%，公司同步打造海外短剧 APP FlareFlow，平台上线 3 个月内，FlareFlow 每月用户充值收入增速超 500%，截至 Q3 末累计下载量超 1900 千万人次。AI 方面，公司自研数字内容智能生成模型“中文逍遥”，并持续探索多模态技术。针对 AI 漫剧，公司自研 AI 工具链，运营抖音、快手、哔哩哔哩等渠道，在抖音星图任务榜位列行业头部，并成为快手平台暑期重点推广合作方，已基于 AI 产出超百部漫剧，旗下 AI 漫剧团队出品的《从娘胎开始逆袭》登上抖音动态漫榜第 3 位，且自 9 月 27 日上线后专辑播放量已突破 1 亿。我们看好公司利用 AI 工具持续挖掘自有 IP 资源价值并商业化变现。

捷成股份 (300182.SZ)：垂直布局版权、AI 工具及漫剧制作，或随 AI 漫剧产业齐飞

2025Q1-3 公司营业收入 20.52 亿元，同比下滑 2.89%；归母净利润 2.12 亿元，同比下滑 41.35%。公司以“内容版权运营”为核心，拓展 AIGC、版权创新业务。公司已积累 10 万余小时的影视、动漫等版权内容，持续探索多元变现模式。公司已形成短剧、短视频、长视频等综合内容梯队，2025H1 积极投入 AI 研发，一方面为各类大模型的视频学习提供高质量语料库，一方面为创作者提供 AI 工具。公司自研的 AI 智能体灵犀重点应用于漫剧内容的规模化生产，打造自主可控、高品质、高效率的 AI 动漫生产平台，助力 AI 漫剧生产的降本增效提质。公司目前已发行超百部漫剧，尚有 20 余部 AI 漫剧在制作中，计划于 2025 年底前陆续完成并上线。我们看

好公司凭版权、AI 工具及自制内容布局，随 AI 漫剧产业共同高速发展。

华策影视 (300133.SZ)：内容筑壁垒，短剧、动漫、算力业务开辟第二增长曲线

2025Q1-3 公司营业收入 10.41 亿元，同比增长 16.62%；归母净利润 1.75 亿元，同比增长 5.35%。公司以内容筑壁垒，《国色芳华》刷新芒果 TV 历史播放纪录，成为现象级 IP，2025H1 开机 6 部、杀青 5 部、取证 3 部，储备项目丰富。短剧、动漫、算力业务崭露头角，开辟第二增长曲线。微短剧方面，月产能已提升到 20 部。上线的《以爱之名》正片总播放量已破 5.4 亿，《亲爱的宿敌》上线 1 个月播放量破 3.2 亿次，国际短剧 APP DailyShort 已上线。动漫方面，公司联合孩之宝共同出品的《小猪佩奇：完美假期》、独立制作的《芝麻狐狂想诗之笑仙缘》预计将于 2026 年登陆院线。算力方面，公司构建 AI 时代专业化内容创制平台全栈能力，2025H1 算力业务收入 5650 万元。

光线传媒 (300251.SZ)：储备影视项目充足，IP 全产业链布局构筑稳定增长中枢

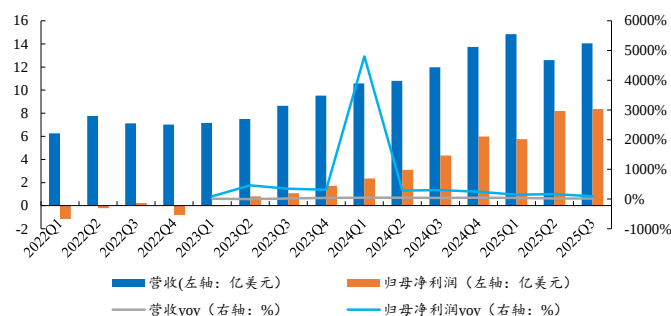
2025Q1-3 公司营业收入 36.16 亿元，同比增长 151%；归母净利润 23.36 亿元，同比增长 407%。储备项目丰富，预计上映电影数达 7 部，预计制作电影数达 46 部，处于制作或前期策划阶段的电视剧/网剧数达 2 部，增长动能充足。公司逐步推动从“高端内容提供商”向“IP 的创造者和运营商”转型，内部围绕 IP 打造系列衍生品并筹备线上电商、线下品牌旗舰店、快闪店等；同时拓展游戏及卡牌业务，合资游戏公司团队规模已超过 50 人，第一款 3A 游戏已在制作过程中；IP 全产业链布局有望打开业务空间并持续贡献业绩增量。

2.4、AI+营销

2.4.1、AI 重塑程序化广告平台，驱动业绩高增

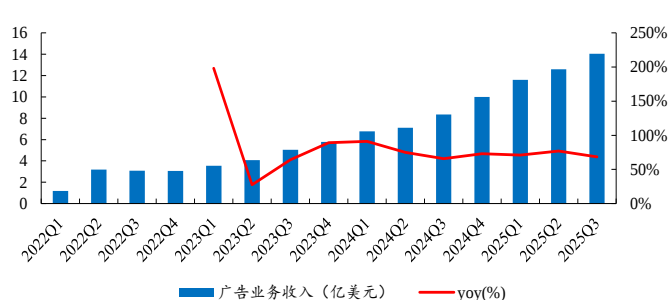
Applovin 聚焦广告业务，2023 年推出集成广告 AI 模型的 AXON 系统，2022-2024 年广告收入 CAGR 达 75%。Applovin 以搭建链接开发者与广告商的移动营销平台起家，先后通过收购数据分析公司 Adjust、Twitter 旗下移动广告平台 MoPub 及多家游戏工作室，补全构建广告 AI 模型所需能力及资源。2023 年，公司推出 AXON 2.0 广告引擎，其能在冷启动阶段快速建模，仅需基础信息即可实现精准投放。高转化质量推动广告业务由 2022 年的 10.49 亿美元增长至 2024 年的 32.24 亿美元。2025 年，公司剥离游戏业务，聚焦广告主业，2025Q3 实现营收 14.05 亿美元，同比+17%，归母净利润 8.36 亿美元，同比+93%。

图27：2022Q1 以来，Applovin 业绩震荡上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

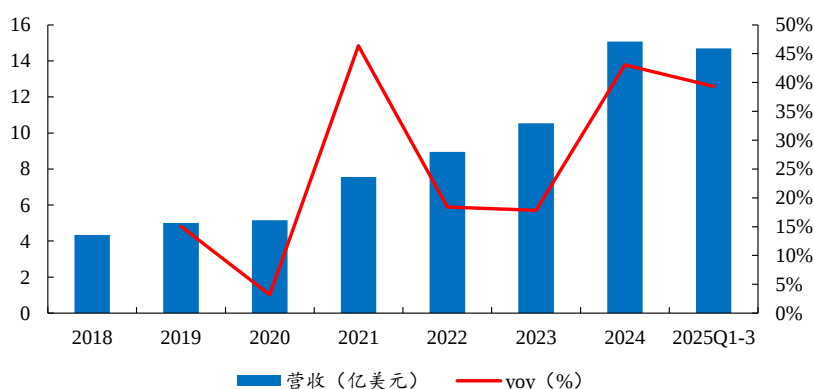
图28：2023Q1 以来，Applovin 广告收入逐季攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

汇量科技持续迭代 AI 广告投放策略，营收增速逐步提升。公司 2015 年孵化 AI 驱动的程序化交互式广告平台 Mintegral，2023 年大力发展基于 AI 和机器学习的智能出价体系，持续优化投放策略。2025Q1-3 公司实现营收 14.7 亿美元，同比+39%，2025Q3 智能出价体系贡献流水占 Mintegral 总流水的 80% 以上，是公司收入及利润的核心驱动力。

图29：2019-2024 年，汇量科技营收 CAGR 达 23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4.2、重点推荐：汇量科技、引力传媒

(1) 汇量科技 (1860.HK)：Q3 经调整利润高增，看好 AI 赋能深化驱动成长

经调整利润大增，看好 AI 赋能 Mintegral 高速成长

2025Q1-3 公司实现营收 14.7 亿美元（同比+39%），归母净亏损 0.22 亿美元，主要系可换股债券衍生金融负债计提非经常性的 0.81 亿美元损失，经调整净利润 0.84 亿美元（同比+167%），其中 Q3 公司实现营收 5.32 亿美元（同比+28%，环比+7%），经调整净利润 0.24 亿美元（同比+126%，环比+51%）。2025Q1-3 毛利率为 21.24%（同比+0.47pct），销售/管理/研发费率分别为 3.81%/3.54%/9.09%（同比-0.48/-0.64/-1.21pct），经调整净利率 5.71%（同比+2.73pct），规模效应逐步显现，盈利能力显著提升。

游戏基本盘增势强劲，非游戏品类稳步扩张，智能出价产品持续放量

Q3 广告技术业务收入 5.27 亿美元（同比+27.8%，环比+6.7%），其中程序化广

告业务 Mintegral 收入 5.08 亿美元（同比+26.2%，环比+6.6%）。游戏基本盘增势强劲，实现收入 3.84 亿美元，同比+30.5%；非游戏品类稳步扩张，实现收入 1.24 亿美元，同比+14.5%。Q3 营销技术业务收入 452 万美元，同比+12.8%。自 2023 年 5 月以来，Mintegral 已相继推出 4 款基于 AI 的智能出价产品，围绕广告主设定 ROAS、CPE 等指标持续优化广告投放效果，2025 年中（6 月）非游戏应用广告主 Target ROAS/Target CPE 投放支出较年初上涨 7%/38%，2025Q3 智能出价产品体系收入占 Mintegral 总收入比例超 80%。

AI 应用深化，有望推动服务竞争力提升并驱动业绩持续增长

公司推动 AI 在广告服务各环节应用深化。素材制作环节，旗下 Playturbo 平台 3 月支持 AI 配音/翻译/极速生图等，8 月上线“数字人视频”、“图片转视频”两大 AI 视频功能；广告投放环节，4 月 Hybrid ROAS 竞价策略优化模型上线，助力开发者锁定高价值人群，7 月 IAP ROAS 优化策略正式上线，赋能 IAP 应用出海并提升质效。我们看好 AI 持续赋能广告业务，提升服务竞争力并驱动业绩持续增长。

（2）引力传媒（603598.SH）：营收大增，看好公司主业、AI 赋能驱动长期成长

营收大增，看好品牌、电商、社交、出海营销成长性

2025Q1-3 公司营收 64.62 亿元(同比+45.8%)，归母净利润 0.20 亿元(同比+4.4%)，毛利率 2.69%（同比-1.73pct），或系公司拓展业务以提升市占率，致利润短期承压所致。

新品牌、新平台拓展卓见成效，主业持续向好

业务层面，（1）品牌营销业务深扎客户导向，核心客户伊利、美的等执行额贡献度攀升，重点客户立白、科沃斯等显著增长，拓展 37 个执行额超百万腰部客户，同时梳理“引力品牌营销服务体系”，推出“IP + 四环理论”等核心工具矩阵。（2）社交营销业务扩容，前五大客户执行额增长，新增客户 1984 个，小红书 FS 业务同比增长超 200%，巨量星图执行额增速领先媒体大盘，腾讯互选、B 站等潜力平台拓展成效初显。（3）电商营销与运营业务巨量千川核心消耗量强劲增长，阿里妈妈合作店铺 333 家(同比+92%)，成立“京东事业部”发力电商全平台业务，斩获千川创新奖、阿里妈妈 UD 效果 TOP 技术团队奖等荣誉。

AIGC 推动内容创作质效双升，出海业务加速扩张，驱动公司长期成长

公司 AI 技术工具内部渗透率高，“核力星推”6 月使用人数较 1 月增长 100%，3 月推出“九合创意”AIGC 平台，融合前沿大模型，覆盖创意构思、脚本生成等流程，打造 AI 数字人生成/短视频生成/审稿等新 workflow，关键环节嵌入智能体，下半年计划增设大数据中心并推进数字员工建设。此外，出海业务营收加速增长，聚焦游戏、3C 等行业，服务 Vidu、XTOOL 等客户，与 Instagram、YouTube 等平台合作，赋能 YADEA 开拓越南市场，验证中国营销模式国际适配能力。

2.4.3、受益标的：蓝色光标、易点天下

蓝色光标（300058.SZ）：AI 智能营销平台收入同环比双位数增长，海外合作平台拓展贡献出海业务增量

2025Q1-3 公司实现营收 511 亿元，同比+12.5%，归母净利润 1.96 亿元，同比+58.9%。2025H1，公司全方位深化“All in AI”战略，用 AI 驱动更多收入增长战略的全面提升。面向中小客户的自研智能营销平台“鲁班”通过引入数据资源，融合“数据+AI”构建标准化、行业化解决方案，收入同比与环比均保持双位数增长。随 AI 赋能加深，增速有望进一步提升。2025H1 出海业务实现收入同比与环比双增长，其中 Meta、Google、TikTok For Business 三大战略合作平台的广告收入均实现同比与环比双增长。全球 AI 驱动效果广告平台 Moloco 在 2025 年上半年延续快速增长，成为重要的新兴媒体增长点。Amazon Ads 同样实现数倍增长，为游戏及品牌客户提供独特营销价值。海外广告平台拓展有望为出海业务持续贡献增量。

易点天下 (301171.SZ)：首家 AppLovin 大中华区电商一级代理商，有望充分利用 AI 转化丰富广告主、媒体资源

2025Q1-3 公司实现营收 27.17 亿元，同比+54.94%，归母净利润 2.04 亿元，同比+4.41%。2025 年 1 月，公司旗下业务品牌 Cyberclick 成为 AppLovin 的大中华区首家电商一级代理商，合作有望深化公司在电商领域广告布局并提升综合广告能力。AI 赋能下，公司手握 Google、Microsoft 等全球主要互联网媒体及小米、美图秀秀等其他中长尾媒体，与 Temu、阿里巴巴、SHEIN 等知名客户建立良好关系，有望充分利用 AI 转化广告主、媒体资源。

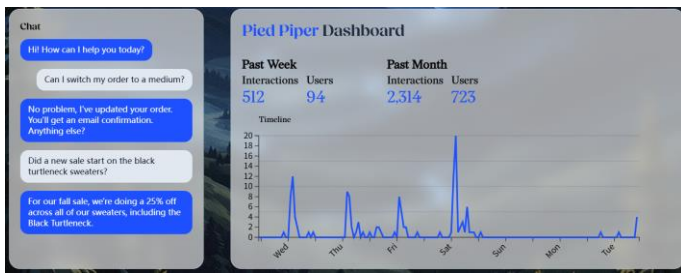
2.5、AI+电商

2.5.1、AI 赋能电商全流程，推动增长提速

AI 融合电商实现全流程降本提效，2032 年全球 AI 电商市场的规模或达 457 亿美元。根据 Bloomreach 数据，当前将近九成（84%）的电商企业都将发展 AI 功能视为首要任务，AI 电商可以使客户满意度、平台收入提高 25% 以上，Bloomreach 预计 2032 年全球 AI 电商市场的规模将 457.2 亿美元。

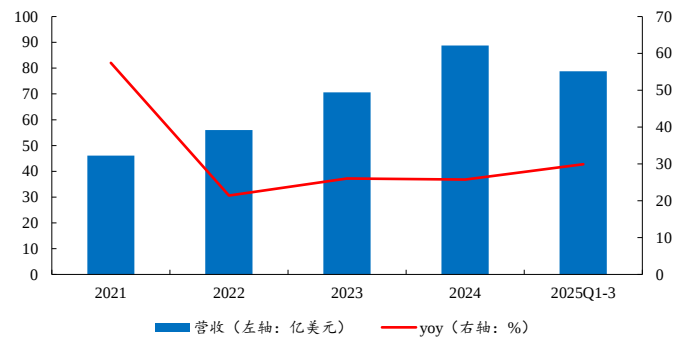
AI 应用贯穿 Shopify 的内部流程与商家工具，助力增长提速。Shopify 打造支付、履约、跨境、税务、AI 助手等“新基建”产品群，内部通过构建 MCP server 系统提升资源调用效率，外部重构面向商户的 AI 工具 Sidekick，使其具备更强的推理能力、可处理更大数据集，且支持多语种使用，Sidekick 的月活跃用户在 2025 年初以来已翻倍增长。公司与 OpenAI、Perplexity 等建立合作，确保平台商品能在 AI 搜索引擎、推荐系统中优先展示，通过打造结构化商品目录成为 AI agent 交易底座。2024 年，公司实现营收 88.8 亿美元，同比+26%，归母净利润 20.19 亿美元，同比+1430%。

图30: Sidekick 是一款用于转化网店访客的 AI agent



资料来源: Sidekick

图31: 2021 年以来, Shopify 营收保持高速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

B、C 端共举, 值得买 2025 年前三季度 AI 相关收入超 3000 万元。面向 C 端, 2025 年 9 月, 公司推出自研 AI 购物管家“张大妈”App 正式版。其基于推理模型, 将意图解析与任务执行相结合, 有效提升用户决策效率与消费体验。面向 B 端, 2025 年 7 月, 公司研发了“值数”AI 全域洞察平台, 该平台通过 AI 能力评估内容质量, 洞察用户情绪, 帮助品牌更好地理解消费者需求和市场动态, 在内容、渠道、用户三个维度支持品牌提升营销效果。

值得买不断开展生态合作, 拓展 AI 电商产品商业化场景。2025 年 5 月, 上线“海纳”MCP Server, 供合作伙伴 Agent 调用平台内容。2025 年 9 月, 公司与华为签署战略合作协议, 深化在华为云、华为终端 BG、市场联合营销及海外市场合作等方面的合作。2025 年 10 月, 公司与微盟集团达成战略合作, 共同为外部 AI 生态提供“专业消费内容+AI 导购推荐+交易转化”的技术底座。

图32: 值得买上线 AI 购物管家“张大妈”



资料来源: 亿欧

2.5.2、重点推荐: 值得买

(1) 值得买 (300785.SZ): AI 商业化成效初显, 深化 AI 战略合作助力成长

业务结构优化升级, 看好 AI 全面赋能公司成长

2025Q1-Q3 公司营收 8.1 亿元（同比-20%），主要系公司低毛利业务战略性收缩及业务升级，归母净利润 0.13 亿元（同比+253%），主要系公司确认大额递延所得税抵免，其中，Q3 营收 2.2 亿元（同比-24%），归母净利润 0.008 亿元（同比+120%）。

AI 商业化成效初显，Q4 “双 11”、“双 12” 购物节有望助力业绩修复

2025Q1-Q3 公司确认 AI 相关收入 3229 万元，正式开启 AI 商业化。9 月，公司调用第三方大模型 API 消耗 tokens 数量达 1,084 亿，较 6 月+47%，海纳 MCP Server 输出量超 2,087 万，较 6 月+154%。此外，“双 11”大促开启期，“国补”政策消费拉动力强劲，截至 10.20，京东“双 11”5.2 万+个品牌的成交额同比增长超 300%，10.15 天猫预售 1 小时内，破亿品牌数、成交翻倍品牌数、活跃用户数均超去年同期，“什么值得买”平台内相关消费 GMV 实现单日环比+103%。

深化 AI 战略合作助力成长，品牌、用户两端赋能推动 AI 电商闭环

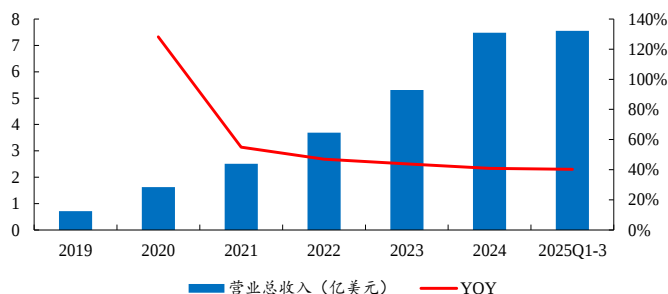
2025 年 7 月，公司研发“值数”AI 全域洞察平台，该平台通过 AI 能力评估内容质量、洞察用户情绪，从内容、渠道、用户三个维度助力品牌营销效果提升。9 月，“张大妈”App 正式上线，AI 购物管家“张大妈”基于推理模型，将意图解析与任务执行结合，有效提升用户决策效率与消费体验，另外，公司与华为签署战略合作协议，深化过往在华为云、华为终端 BG、市场联合营销等方面的合作。10 月，公司与微盟的 SaaS 商业操作系统深度对接，将依托“海纳”MCP Server 开放消费数据服务能力，共同为外部 AI 生态提供“专业消费内容+AI 导购推荐+交易转化”的技术底座，构建“匹配—交易”AI 电商闭环。

2.6、AI+教育

2.6.1、AI 助力个性化教育，产品商业化或加速

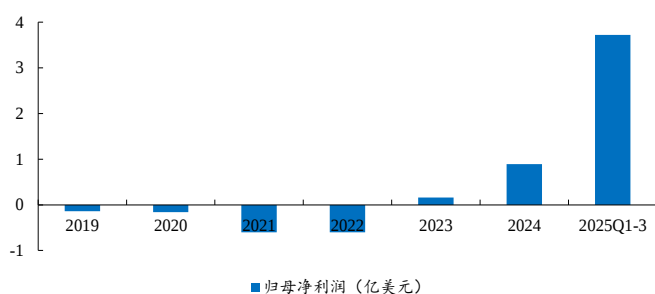
多邻国以 AI 为支撑，帮助学习链路个性化，大幅提升课程产能，同时结合贴近年轻人的趣味内容，以其独特的品牌风格占领用户心智，实现 AI 与口语训练的高效结合，驱动用户规模及业绩高增长。2025Q3，多邻国月活跃用户数达 1.35 亿，同比增长 20%，日活跃用户数达 0.51 亿，同比增长 36%，季末付费用户总数达 1150 万，同比增长 34%；2025Q1-3 营业收入为 7.55 亿美元，同比增长 40%，归母净利润为 3.72 亿美元，同比增长 398%。多邻国 APP 持续迭代，2024 年 9 月发布 AI 功能大版本更新，应用程序内新增 AI 视频通话（AIVideoCall）及冒险（Adventure）功能，用户可与名为 Lily 的角色进行互动式对话，体验真人般 AI+语言学习。2025 年 4 月，公司提出“AI 优先”战略，AI 年生成课程数达 148 门（过去 12 年人工仅生产 100 门），客服工单的 70%-80%可由 AI 处理。

图33：多邻国营收保持快速增长



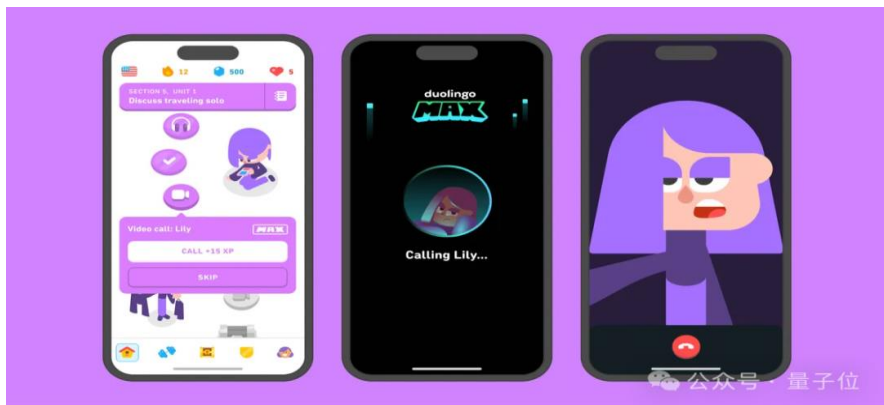
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2023 年以来多邻国利润大幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：多邻国发布 AI 功能大版本更新



资料来源：量子位公众号

表7：AI 赋能多邻国多个领域

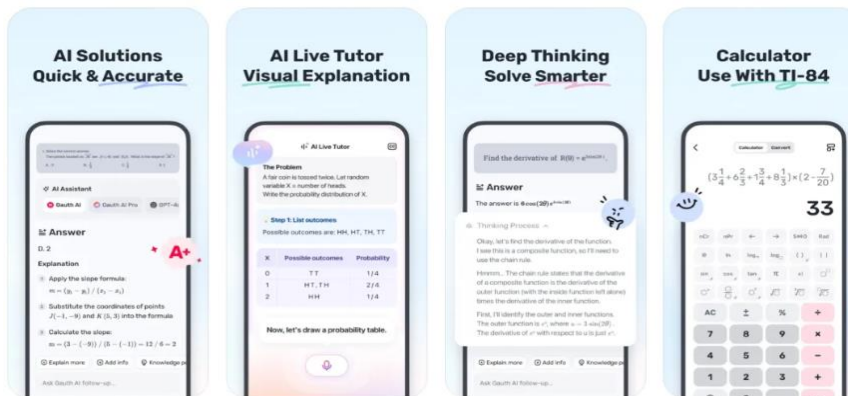
赋能领域	具体影响
无限产能	课程产能提升： 过去 12 年做 100 门课，现在用 AI，一年就新增了 148 门
	新业务闪电战： 国际象棋课程，一个不懂编程、不懂下棋的团队，靠着 AI 工具，只用了 9 个月就开发上线
	全公司提效： 客服工单的 70%-80% 可以由 AI 处理，工程师的开发效率也大幅提升
极致个性化	从“标准餐”到“私人订制”： AI 会根据个人兴趣和目标，定制专门的课程
成本结构重塑	创造新体验： AI 学习伙伴
	内容成本趋近于零： AI 生成内容是一次性的，极大地降低了课程开发的边际成本
	服务普惠化： 过去只有付费用户才能享受的客服支持未来有望向所有用户开放

资料来源：混沌学园公众号、开源证券研究所

出海方面，字节跳动、作业帮等厂商持续开疆拓土，Gauth 稳居美区教育免费榜前列。据 Statista，2026 年全球在线教育市场规模或达 3700 亿美元，年复合增长率超过 20%。字节跳动 Gauth 在 2020 年以“AI 解题助手”的身份出海，并逐步依靠对话式解题界面、基于自研大模型的“举一反三”式讲解过程、基于用户错题数据的复习强化功能，转型为综合学习系统，用户留存率长期高于行业均值约 15%。据 FoxData，2025Q3，Gauth 全球月下载量约 200 万次，月营收达 100 万美元，同比增

长超 400%。2025 年 9 月以来，Gauth 长期位居美国 iOS 教育免费榜前 3，商业化空间广阔。

图36: Gauth 提供综合学习方案



资料来源：多鲸出海公众号

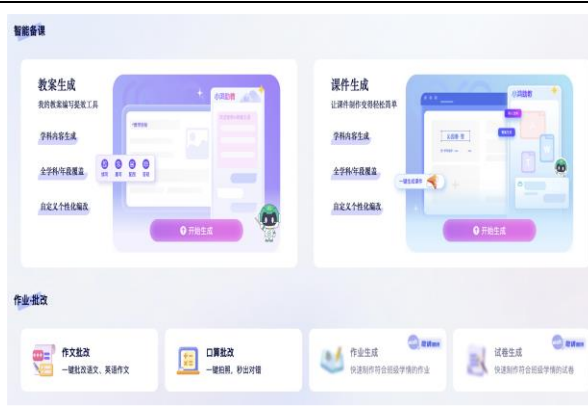
国内市场：产品持续迭代，B/C 端应用落地及商业化或加速。2024 年 10 月，豆神教育推出自主研发的端模一体教育产品——豆神 AI，旨在打造针对 C 端的“超拟人”AI 导师。2025 年 7 月，豆神教育发布“AI 双师+超能训练场+学伴机器人”教育新范式，其目标为具备“名师”能力，可实现个性化、直观、可互动、有切实产出的教学过程。世纪天鸿于 2024 年 10 月上线小鸿助教网页版，可进行教案生成、作文批改、教师评语等，并逐步迭代更新 AI 个性化出题、个人智能体、个人知识库等功能，持续助力教师高效备课。

图37: 豆神教育超能训练场具备“解、带、细、实”核心能力



资料来源：多知公众号、开源证券研究所

图38: 小鸿助教网页版更高效助力教师备课



资料来源：小鸿助教官网

2.6.2、受益标的：世纪天鸿、豆神教育、网龙、粉笔

(1) 世纪天鸿（300654.SZ）：聚焦教辅内容研发，推动“AI+教育”快速落地

2025Q1-3 公司实现营收 3.82 亿元，同比下降 1.73%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比下降 18.01%。公司深耕 K12 教育领域，打造以“志鸿优化”为核心品牌的系列教辅读物。此外，公司持续开发迭代 AI 助教产品——“小鸿助教”，2024 年 10 月发

布升级版“小鸿助教网页版”，助力教研效率提升。2025Q2 产品启动商业化试点，已落地全国数十家中、小学及区县教育局等单位，商业化部署推进有望打造第二增长曲线。

(2) 豆神教育 (300010.SZ): 持续推动素质教育 AI 化, AI 产品初步放量

2025Q1-3 公司实现营收 7.76 亿元, 同比+39%; 实现归母净利润 0.92 亿元, 同比-17%。公司传统业务稳健, 持续推动素质类学习服务业务的 AI 化, 2025Q3 发布 AI 教育生态矩阵新产品“AI 双师”“AI 超能训练场”, 两款产品 Q3 累计收入约 5000 万元。AI 教育内容及产品逐步丰富, 有望驱动业绩持续高增。

(3) 网龙 (0777.HK): 新游逐步上线, 教育产品持续迭代, 业绩有望重拾增长

2025H1 公司实现营收 23.81 亿元, 同比-28%; 实现归母净利润 0.30 亿元, 同比-93%。公司主营业务包括游戏、教育两部分, 教育业务方面, 公司持续迭代核心产品, 于 2025Q3 完成 AI 语音助手技术收购, 技术升级将大幅提升教育软硬件在教学场景的互动体验, 有望驱动业务企稳回升。

(4) 粉笔 (2469.HK): 围绕垂类模型打造 AI 产品矩阵, 产品功能拓展及体验升级或驱动业务成长

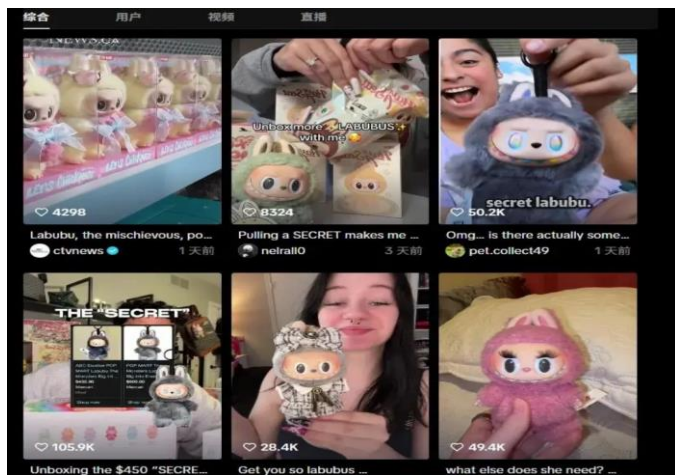
2025H1 公司实现营收 14.92 亿元, 同比-8.50%; 实现归母净利润 2.27 亿元, 同比-18.39%。公司主营职业教育服务, 积极围绕自研招录类考试 AI 垂类模型, 打造粉笔 AI 老师、AI 面试点评、AI 刷题系统班等智能教学产品, 2025H1 在线学习产品收入约 4690 万元, 截至 2025 年 6 月 30 日, AI 刷题系统班累计销售约 5 万人次, 收款约 2000 万元。AI 产品迭代升级有望加速在线教育市场份额获取, 驱动业绩增长。

3、IP: 出海、品类扩张、资本化加速, 开启成长新篇

3.1、出海打造 IP 公司第二成长曲线

从内容到潮玩, 出海已成为 IP 公司成长的核心驱动力。赛道方面, 以网文、游戏、短剧为代表的高景气行业, 在海外市场取得高速增长; IP 衍生品方面, 以泡泡玛特为代表的潮玩品牌在海外市场快速提升, 泡泡玛特自 2020 年 9 月在韩国首尔开设首家海外直营店以来, 海外零售稳步增长。2024 年港澳台及海外营收同比增长 375%, 达 50.66 亿元, 营收占比由 2023 年的 16.9% 大幅提升至 2024 年的 38.9%; 2025H1 中国、亚太、美洲、欧洲及其他四大区域均实现 100% 以上同比增长, 其中美洲同比增速超 10 倍。

图39：海外社媒中 LABUBU 频繁出镜



资料来源：TIKTOK

图40：泡泡玛特海外门店遍布多国

国家	城市	地址（门店所在地）
韩国	首尔	江南区国际贸易中心
新加坡	新加坡城	Funan Mall
英国	伦敦	Shaftesbury大道
新西兰	奥克兰	Queen Street
日本	东京	原宿
澳大利亚	墨尔本	Chadstone 购物中心
法国	巴黎	Westfield Forum des Halles 购物中心
马来西亚	吉隆坡	Pavilion Kuala Lumpur
美国	East Rutherford	American Dream Mall
泰国	曼谷	Central World 购物中心
荷兰	阿姆斯特丹	Kalverstraat 商业街
越南	胡志明市	Crescent Mall
印度尼西亚	雅加达	Gandaria City
意大利	米兰	Corso Buenos Aires

资料来源：泡泡玛特官网、开源证券研究所

3.2、品类扩张不断为 IP 公司培育新增长极

从线上到线下，从虚拟到实物，IP 公司不断拓展品类，实现持续增长。成功 IP 往往会横跨多个品类，实现与消费者在不同生活场景的深度链接。以著名 IP “哈利波特”为例，IP 由书籍延展至电影、主题乐园、实物衍生品等。伴随着 IP 公司出海进程的加速，其 IP 品类也不断扩张，持续带来增长动能。以国内头部 IP 运营企业泡泡玛特为例，运营品类从最初的手办、盲盒，不断向积木、毛绒挂件、卡牌、家具文创、珠宝、线下乐园、游戏等多品类扩充。

图41：哈利波特 IP 覆盖书籍、电影、主题乐园等



资料来源：深度文娱公众号、开源证券研究所

3.3、资本化成为 IP 公司成长的加速器

2025 年以来，IP 公司资本化加速。2024 年卡游、布鲁可分别在港交所递表，2025 年 IP 公司资本化进一步加速，1 月布鲁可上市，4 月卡游再次更新招股书，5 月以来，52TOYS、TOP TOY、金添动漫等纷纷递交招股书。与此同时，上市公司也在加速设立 IP 子公司/IP 业务矩阵，相关公司包括创源股份、京基智农等。

（1）52TOYS：定位收藏玩具的生态平台。自 2015 年成立以来，公司已拥有超过 100 个自有及授权 IP，并开发成不同类型的玩具产品，包括静态玩偶、可动玩偶、发条玩具、变形机甲和拼装模型、毛绒玩具及衍生周边。作为国内 IP 玩具领域的佼

佼者,52TOYS自2019年起便持续推出自有潮流IP。除了NOOK,梦幻治愈的Sleep、暗黑甜酷的Lilith等,也各自拥有稳定的粉丝群体。在潮流IP之外,52TOYS还拥有科幻IP猛兽匣,文化IP超活化、胖哒幼Panda Roll,构建起了风格多元的自有IP矩阵。按2024年中国GMV计,52TOYS在中国多品类IP玩具公司中排名第二。2025年5月22日,北京乐自天成文化发展股份有限公司(简称“52TOYS”)在港交所递交招股书。

图42: 52TOYS 产品矩阵丰富



资料来源: 乐自天成招股书

图43: 52TOYS 2022-2024 销售收入整体提升

项目	2022年 (千元)	2022年 百分比	2023年 (千元)	2023年 百分比	2024年 (千元)	2024年 百分比
自有IP	131,687	28.5%	129,936	27.0%	153,969	24.5%
授权IP	232,555	50.2%	286,233	59.3%	406,432	64.5%
外部采购	92,618	20.0%	62,244	12.9%	68,736	10.8%
小计	456,860	98.7%	478,413	99.2%	629,137	99.8%
其他服务	6,059	1.3%	3,895	0.8%	993	0.2%
合计	462,919	100.0%	482,308	100.0%	630,130	100.0%

资料来源: 乐自天成招股书、开源证券研究所

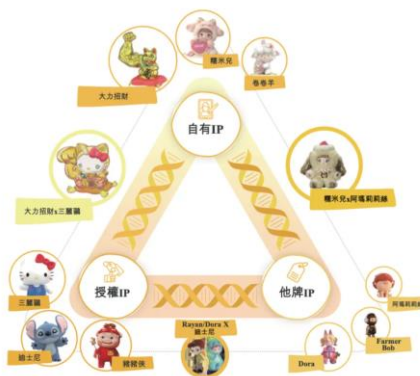
(2) TOPTOY: 潮玩集合店品牌。TOP TOY 是名创优品集团旗下全球潮玩集合店品牌,成立于2020年12月。品牌定位涵盖盲盒、积木、手办、拼装高达等核心品类,商品价格覆盖59元至上万元区间。IP包括漫威、迪士尼、三丽鸥等国际IP,以及自主研发的卷卷羊、Nommi糯米儿等原创IP,SKU超4000个。背靠名创优品,52TOYS拥有强大的供应链管理能力和渠道拓展能力,从而快速在全国铺开大型门店,过去三年收入年复合增长率达67.6%,已成为中国第三大潮玩零售商。2025年9月26日,TOPTOY正式向联交所递交上市申请。

图44: TOPTOYS 产品矩阵丰富



资料来源: TOPTOYS 招股书

图45: TOPTOYS 相关IP众多



资料来源: TOPTOYS 招股书

3.4、重点推荐: 阅文集团、奥飞娱乐

阅文集团: 文学 IP 龙头, 看好 IP 商业化加速驱动公司成长。阅文集团是中国领先的网络文学平台和 IP 培育平台,位于 IP 产业链的最上游,成立于2015年3月,

由腾讯文学与盛大文学整合组建而成。阅文旗下品牌包括 QQ 阅读、起点读书、新丽传媒、腾讯动漫，覆盖 200 多种内容品类，知名网文 IP 包括《庆余年》《赘婿》《鬼吹灯》《全职高手》《斗罗大陆》《琅琊榜》等。

2025H1，公司在线业务收入 19.9 亿元（同比+2.3%），系公司在线阅读内容生态繁荣，在线阅读平台新增 20 万名作家及 41 万本小说，新增字数 200 亿，平均月付费用户 920 万人（同比+4.5%）。潮玩、卡牌等 IP 衍生品业务快速增长，上半年 GMV 达 4.8 亿元（2024 全年为 5 亿元）。

图46：阅文集团旗下知名产品众多



资料来源：阅文集团官网、开源证券研究所

奥飞娱乐：以 IP 为核心，布局动画、电影、潮玩手办等全产业链。奥飞娱乐成立于 1997，于 2009 年上市。公司以 IP 为核心驱动力，打造集动画、电影、婴童用品、玩具、潮玩手办、衍生品授权、实景娱乐等业务为一体的全产业链平台。公司重点 IP 包括“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“量子战队”、“萌鸡小队”等。衍生品业务方面，公司“玩点无限”潮玩品牌立足年轻群体，此外与米哈游、网易、腾讯、叠纸等知名企业品牌达成合作，围绕相关 IP 多品类开发潮玩产品，已陆续开发推出盲盒、叠叠乐等产品。

图47：奥飞娱乐 Ip 多元



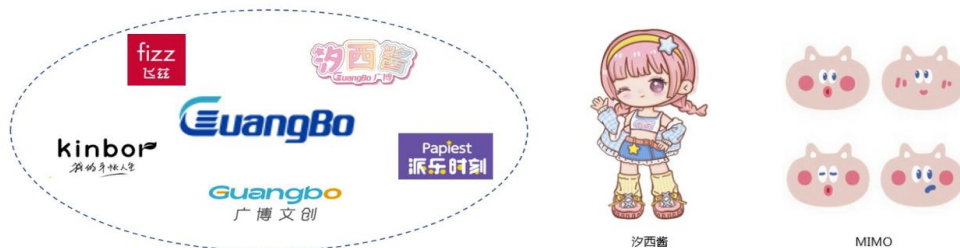
资料来源：奥飞娱乐官网

3.5、受益标的：广博股份、实丰文化、创源股份、京基智农

广博股份：打造多元文创品牌，传统文具与新兴 IP 周边并行。广博股份是一家从传统文具制造转型 IP 文创的综合企业，于 2007 年在深交所上市。其核心业务主

要包括三大板块：文具业务、跨境电商业务、互联网营销业务。品牌战略布局上，除“广博”这一经典自有品牌外，陆续打造“kinbor”、“fizz 飞兹”、“papiest 派乐时刻”、“汐西酱”、“广博文创”等多元子品牌，除了覆盖传统文具赛道外，聚焦手帐周边、二次元周边及潮流生活等细分品类。2025Q1-3，广博股份实现营收 18.39 亿元，同比+4.59%，归母净利润 1.25 亿元，同比+18.87%。

图48：广博股份子品牌丰富



资料来源：广博股份公告、开源证券研究所

实丰文化：布局玩具及游戏，合作优质 IP 或驱动成长。公司核心业务包括玩具和游戏两大板块。其中玩具业务主要聚焦 AI 智能电动玩具、IP 动漫衍生品玩具、潮流玩具三大主要产品线。随着 IP 与玩具行业的融合趋势愈发显著，公司积极与重磅优质 IP 合作，目前已经取得国际 IP 宝可梦、游戏 IP 蛋仔派对、手游 IP 贪吃蛇大作战、动画 IP 超级飞侠、表情包 IP 小刘鸭、奇魔猪、萌二、乖巧宝宝等热门 IP 的正版授权，以开发宝可梦场景套装玩具系列、伊布款（电动）玩具、喷火龙款（电动）玩具、超级飞侠智能感应故事机器人、奇魔猪光盲盒摆件等系列 IP 潮流玩具等。

图49：实丰文化 2025 年新款 IP 潮流玩具



资料来源：实丰文化公告

图50：TOPTOYS 相关 IP 众多



资料来源：实丰文化公告

创源股份：越南产能逐步释放，全球市场持续拓展，增长动能强劲。公司深耕文教休闲、运动健身及生活家居三大业务领域，其中文教休闲业务主要面向欧美市场，2025 年公司积极扩充越南产能，并与知名 IP “我是不白吃”战略合作打造联名

产品，越南北部工厂预计 2026 年初投产，有望贡献业绩增量。运动健身板块以子公司睿特菲作为主营平台，通过亚马逊平台与自有官网双渠道深耕家用健身市场，持续打造自主品牌并丰富产品矩阵，2025 年 5 月睿特菲启动 TikTok 运营，截至 10 月 29 日已跃居平台 Hardline 大类 TOP3 商家，并登顶力量训练器械品类第一。2025 年德国亚马逊站开通、2026 年欧洲预计启动销售，市场拓展或驱动成长。生活家居板块以子公司禾源纺织品作为主营平台，供应花园旗产品、彩旗、户外旗等。2025Q1-3 公司实现营收 16.02 亿元，同比+15.63%，归母净利润 0.80 亿元，同比+33.44%。

京基智农：合作优质 IP，持续推进自主 IP 构建，有望打造新增长曲线。公司主营业务覆盖生猪养殖等农业、处于存量去化阶段的房地产、潮流时尚艺术 IP 业务。子公司应允之地为潮流时尚艺术 IP 业务主体，其业务分两种模式，第一是通过与顶流 IP 的合作共创，为顶流 IP 策划设计系列周边产品和匹配的线上线下推广活动；第二部分是通过与腰部 IP 的合作共创，打造应允之地自有的核心 IP 产品。截至 2025H1，公司已完成一场港星演唱会、一场青年艺术家儿力力个人艺展，同时在成都启动了全球艺术家空山基的“光·透明·反射”个展。自有 IP 产品亦在设计开发中，IP 业务有望打开公司业务空间。

4、投资建议及风险提示

4.1、推荐及受益标的

我们看好 AI 赋能游戏、影视、营销、电商、教育等各领域，驱动核心受益标的业绩增长；重点 IP 公司出海、品类扩张、资本化加速，开启成长新篇。

表8：重点推荐及受益标的包括互联网、游戏、影视、IP、教育等行业

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS(2024A, 元/股)	EPS(2025E, 元/股)	EPS(2026E, 元/股)	PE (2024A)	PE (2025E)	PE (2026E)
2400.HK	心动公司*	买入	64.55	319	1.65	3.47	4.77	39	19	14
9626.HK	哔哩哔哩-W*	买入	191.50	806	-3.23	2.43	4.96	-59	79	39
002517.SZ	恺英网络*	买入	22.07	472	0.77	1.01	1.30	29	22	17
002558.SZ	巨人网络*	买入	46.01	890	0.78	1.25	1.95	59	37	24
300002.SZ	神州泰岳*	买入	11.36	223	0.73	0.59	0.88	16	19	13
603444.SH	吉比特*	买入	436.78	315	13.15	22.65	26.77	33	19	16
0700.HK	腾讯控股*	买入	603.00	55,058	20.94	24.76	28.02	29	24	22
9999.HK	网易*	买入	213.20	6,754	9.37	11.27	12.08	23	19	18
300785.SZ	值得买*	买入	39.81	79	0.38	0.45	0.55	105	88	73
0772.HK	阅文集团*	买入	32.32	330	-0.21	1.56	1.25	-154	21	26
300413.SZ	芒果超媒*	买入	24.28	454	0.73	0.82	0.99	33	30	24
601595.SH	上海电影*	买入	29.20	131	0.20	0.61	0.84	146	48	35
1860.HK	汇量科技*	买入	15.10	238	0.07	0.11	0.73	207	133	21
603598.SH	引力传媒*	买入	16.22	44	-0.07	0.19	0.30	-232	84	55
002292.SZ	奥飞娱乐	买入	8.78	130	-0.19	0.15	0.21	-46	59	42
300364.SZ	中文在线	未有评级	24.16	176	-0.33	-0.21	0.11	-73	-113	223

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS(2024A, 元/股)	EPS(2025E, 元/股)	EPS(2026E, 元/股)	PE (2024A)	PE (2025E)	PE (2026E)
300182.SZ	捷成股份	未有评级	5.29	141	0.09	0.16	0.19	59	33	28
300133.SZ	华策影视	未有评级	8.15	154	0.13	0.18	0.25	63	44	32
300251.SZ	光线传媒	未有评级	16.12	473	0.10	0.82	0.39	161	20	41
300654.SZ	世纪天鸿	未有评级	9.45	35	0.12	0.13	0.14	79	74	69
002103.SZ	广博股份	未有评级	9.30	50	0.29	0.35	0.44	32	27	21
300058.SZ	蓝色光标	未有评级	8.88	319	-0.12	0.07	0.09	-77	125	100
301171.SZ	易点天下	未有评级	35.47	167	0.49	0.56	0.68	72	64	52
300010.SZ	豆神教育	未有评级	7.25	150	0.07	0.10	0.17	109	71	44
0777.HK	网龙	未有评级	10.39	55	0.59	0.89	1.37	18	12	8
2469.HK	粉笔	未有评级	2.20	49	0.11	0.11	0.14	20	20	15
002862.SZ	实丰文化	未有评级	20.19	34	0.08	-	-	252	-	-
300703.SZ	创源股份	未有评级	25.95	47	0.60	0.74	1.11	43	35	23
000048.SZ	京基智农	未有评级	14.86	79	1.38	0.73	1.41	11	20	11

数据来源：Wind、开源证券研究所（“*”公司盈利预测取自开源证券研究所，其余公司盈利预测取自 Wind 一致预测，股价及市值截至 2025 年 12 月 25 日收盘，港股公司所示市值及股价为港币，计算采用 1 港币=0.9021 人民币、1 美元=7.0161 人民币进行换算）

4.2、风险提示

- （1）**AI 大模型迭代速度不及预期：**AI 大模型更新迭代受技术路径、算力成本、人员投入及监管等影响，其进展存在不确定性。
- （2）**AI 应用商业化落地进展不及预期：**受大模型能力、实际应用效果、消费者接受度及收入预期等因素影响，AI 应用商业化进展存在不及预期的风险。
- （3）**内容行业政策变化带来的风险：**影视、综艺等内容制作业务的开展受行业政策的影响较大，监管政策的变化对于公司业绩的影响存在不确定性。
- （4）**IP 变现进度不及预期：**潮玩 IP 变现落地实际效果存在不确定性，且可能因版权问题影响 IP 变现进程。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn