

传媒行业3月投资策略

持续看好AI应用与IP潮玩，把握游戏板块底部反弹机会

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

2月跑输市场。1) 26年2月份传媒板块（申万传媒指数）下跌4.95%，跑输沪深300指数5.05个百分点，在申万一级31个行业中排名第31位；2) 中信出版、友车科技、风语筑、掌阅科技、捷成股份涨幅居前，天地在线、易点天下、因赛集团、蓝色光标、福石控股跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 48.6x，处于过去5年94.6%分位数。

版本号数量维持高位，关注新品周期、景气度与AI应用驱动下的板块机会。1) 2月份共有146款国产游戏和6款进口游戏过审，2026年1-2月累计发放游戏版本号334个，同比增长34.1%；国内游戏版本号发放节奏持续、进口版本号持续发放；2) 1月中国游戏市场实际销售收入325亿元，同比增长4.5%；移动游戏市场实际销售收入226亿元，同比下滑1.5%；3) 新品、监管政策以及AI应用驱动之下，中长期看板块具备向上可能，重点关注新品表现。

春节档较为平淡，综艺市场爱优腾芒领先，漫剧和AI真人漫热度高涨。1) 据灯塔专业版数据，今年2月总票房77.93亿元人民币，同比下降51.6%；春节档不含服务费的分账票房51.66亿元，同比下滑39.6%；主要由于新片供应较少；2) 剧集市场，2月正片播放量的全网剧集TOP10中，《唐宫奇案之青雾风鸣》7.77亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《太平年》和《成何体统》，分别取得6.35亿和6.24亿的成绩；3) 综艺市场爱奇艺《宇宙闪烁请注意》全网正片市占率8.60%、芒果的《快乐老友·有风季》正片市占率6.22%排名第二、优酷《周五晚高疯》全网正片市占率4.75%；网综方面，前十的综艺中芒果/腾讯/优酷/爱奇艺分别占据3/4/2/2个。

AI应用：从生成内容走向自主执行任务，OpenClaw引领新一代AI Agent。1) a16z发布全球AI消费级应用百强榜，ChatGPT居榜首；用户的多租户行为也日益普遍，反映出用户在结合不同模型的长处寻找最优工具组合；2) AI应用正在经历从生成内容走向自主执行任务、从单点工具走向工作流 Agent的过程。OpenClaw智能体具有自动化执行能力，发布后快速登顶GitHub；Anthropic发布Claude for Excel与Claude for PowerPoint，核心突破为“跨文件上下文共享”。

投资观点：AI应用破圈及商业化落地加速，把握IP潮玩与游戏板块底部机会。1) OpenClaw持续破圈、加速AI能力与渗透率提升，持续看好AI应用端机会；关注受益流量入口竞争下的营销行业机会，从营销中介到优质语料、大模型平台有望持续受益；大模型看好昆仑万维、AI营销方向；语料方向关注浙数文化、中文在线等标的；平台端持续看好受益AI提升广告投放效率的哔哩哔哩；2) 把握业绩与估值兼备的游戏板块底部布局机会，自下而上把握产品周期及业绩表现以及具备AI产品落地的相关标的，推荐巨人网络、吉比特、恺英网络、心动公司、三七互娱等标的；3) IP潮玩把握泡泡玛特底部修复机会。

重点推荐组合：2月投资组合为巨人网络、恺英网络、泡泡玛特、哔哩哔哩、昆仑万维、中文在线，3月投资组合为巨人网络、泡泡玛特、哔哩哔哩、昆仑万维、汇量科技。

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。

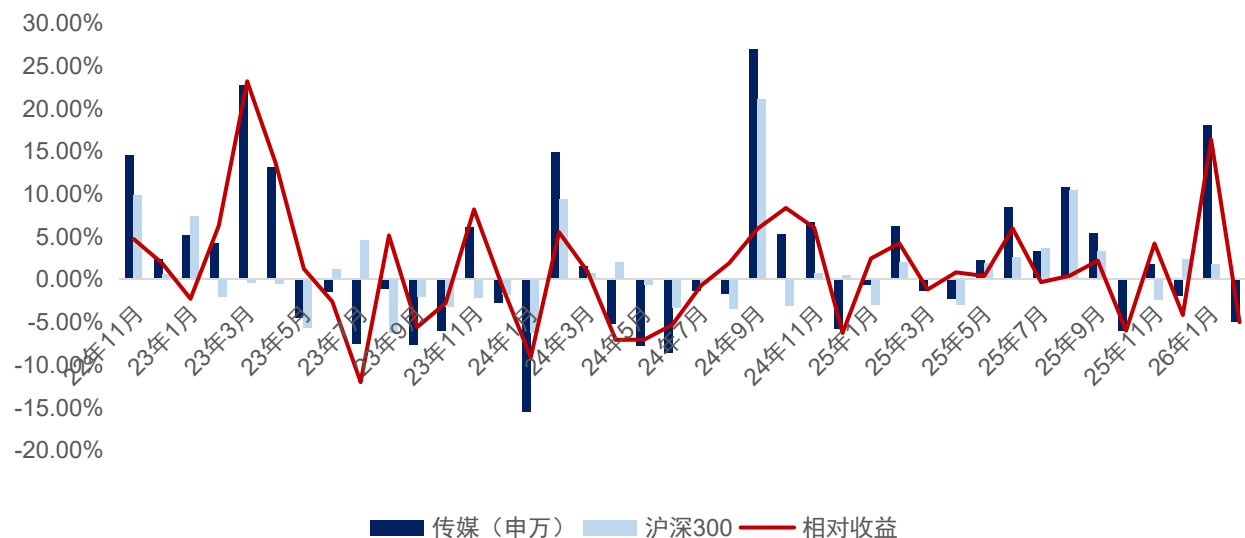
- [01] 传媒板块市场回顾：2月跑输市场
- [02] 游戏：版号数量维持高位，关注新品周期、景气度与AI应用驱动下的板块机会
- [03] 春节档较为平淡，综艺市场爱优腾芒领先，漫剧和AI真人漫热度高涨
- [04] AI应用：从生成内容走向自主执行任务，OpenClaw引领新一代AI Agent
- [05] 投资建议：大模型能力与大厂AI应用加速，把握AI催化下的板块投资机会

1. 市场及行业回顾：2月跑输市场

1.1 板块表现回顾

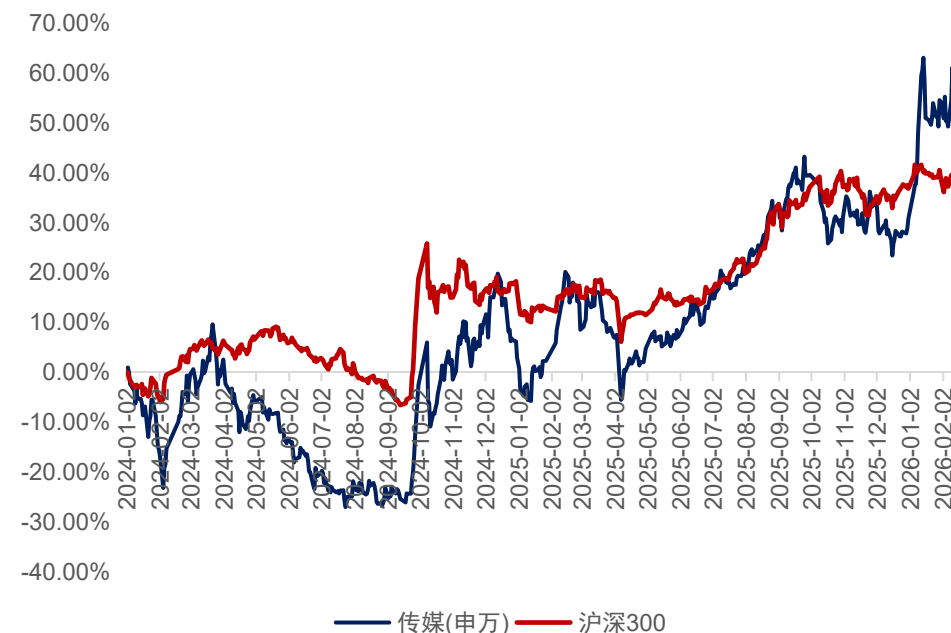
➤ 26年2月份传媒板块（申万传媒指数）下跌4.95%，跑输沪深300指数5.05个百分点；

图：申万传媒指数2月跑输市场



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

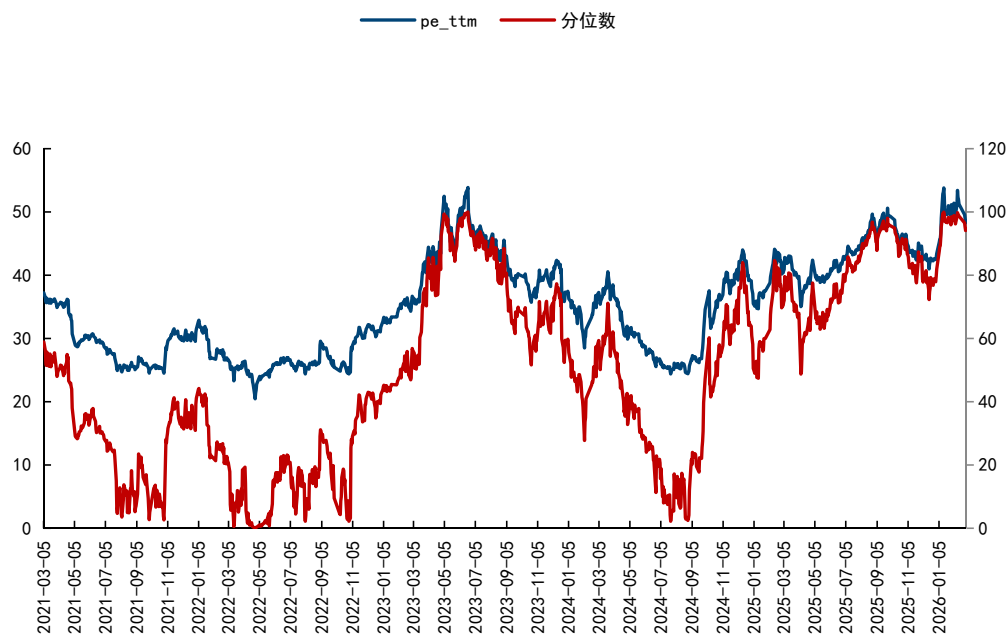


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 板块表现回顾

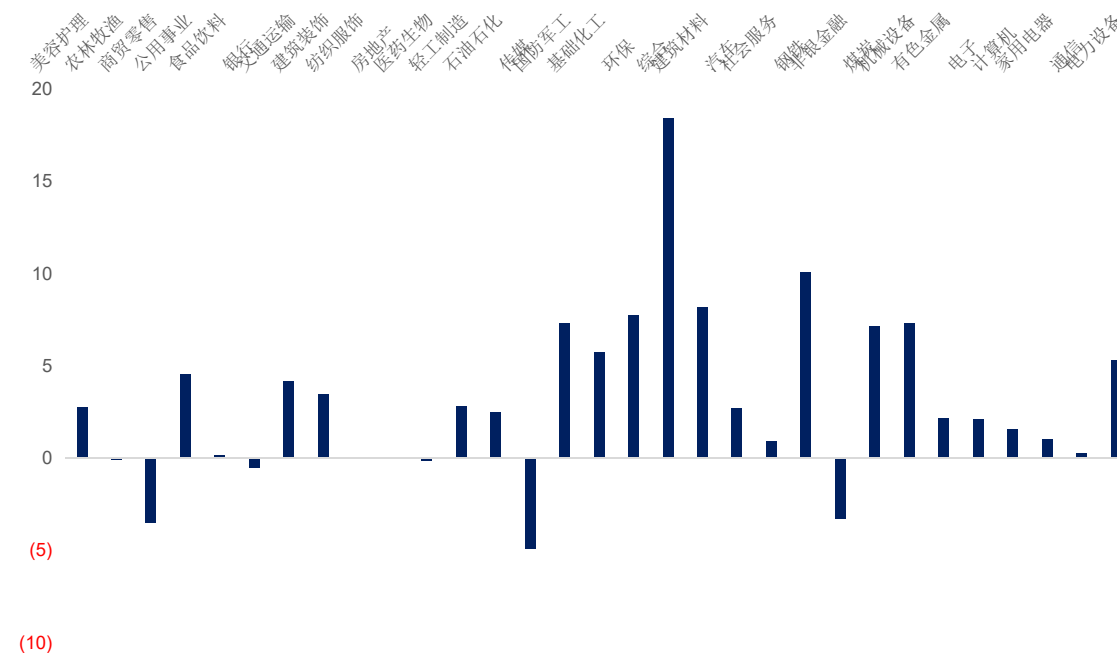
- 2月传媒板块在申万一级31个行业中排名第31位；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 48.6x，处于过去5年94.6%分位数。

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：2月传媒行业涨幅(%)排名第31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，中信出版、友车科技、风语筑、掌阅科技、捷成股份涨幅居前，天地在线、易点天下、因赛集团、蓝色光标、福石控股等跌幅居前。

表：2月个股涨跌幅排行

| 2月涨幅排行 | | | | | 2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） |
| 300788.SZ | 中信出版 | 56% | 45% | 89 | 002995.SZ | 天地在线 | -26% | 41% | 46 |
| 688479.SH | 友车科技 | 35% | 71% | 43 | 301171.SZ | 易点天下 | -21% | 27% | 267 |
| 603466.SH | 风语筑 | 28% | 19% | 71 | 300781.SZ | 因赛集团 | -21% | 11% | 71 |
| 603533.SH | 掌阅科技 | 22% | 23% | 132 | 300058.SZ | 蓝色光标 | -21% | 44% | 664 |
| 300182.SZ | 捷成股份 | 18% | 17% | 191 | 300071.SZ | 福石控股 | -17% | -15% | 58 |
| 301025.SZ | 读客文化 | 16% | 21% | 52 | 603598.SH | 引力传媒 | -17% | 27% | 66 |
| 002624.SZ | 完美世界 | 15% | 22% | 419 | 300063.SZ | 天龙集团 | -17% | 48% | 104 |
| 600158.SH | 中体产业 | 11% | 16% | 101 | 600977.SH | 中国电影 | -16% | -12% | 277 |
| 000793.SZ | *ST华闻 | 10% | 3% | 60 | 002558.SZ | 巨人网络 | -16% | -18% | 718 |

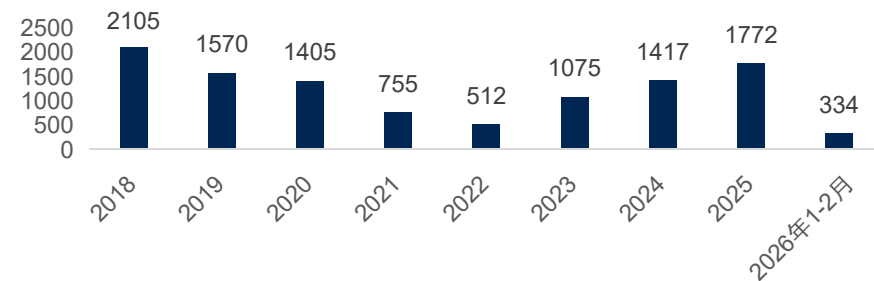
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.游戏： 版本号数量维持高位， 关注新品周期、景气度与AI应用驱动下的板块机会

2.1 版本号常态化发放

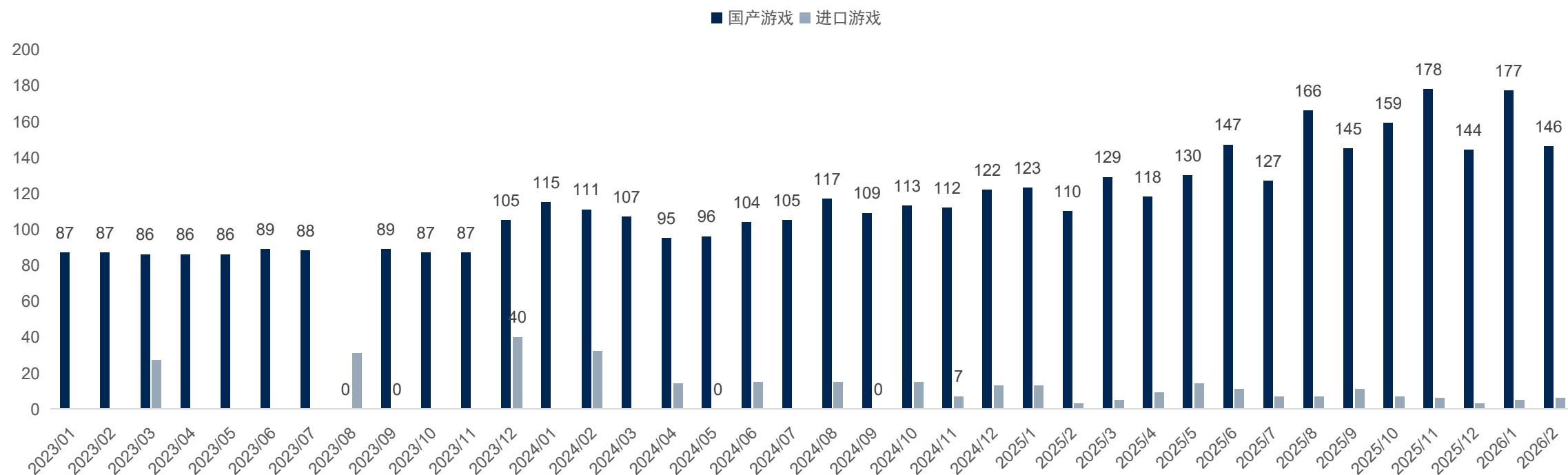
- 2月份共有146款国产游戏和6款进口游戏过审；
- 2026年1-2月累计发放游戏版本号334个，同比增长34.1%；国内游戏版本号发放节奏持续、进口版本号持续发放。

图：2026年1月发放182个游戏版本号



图：游戏版本号发放情况

资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

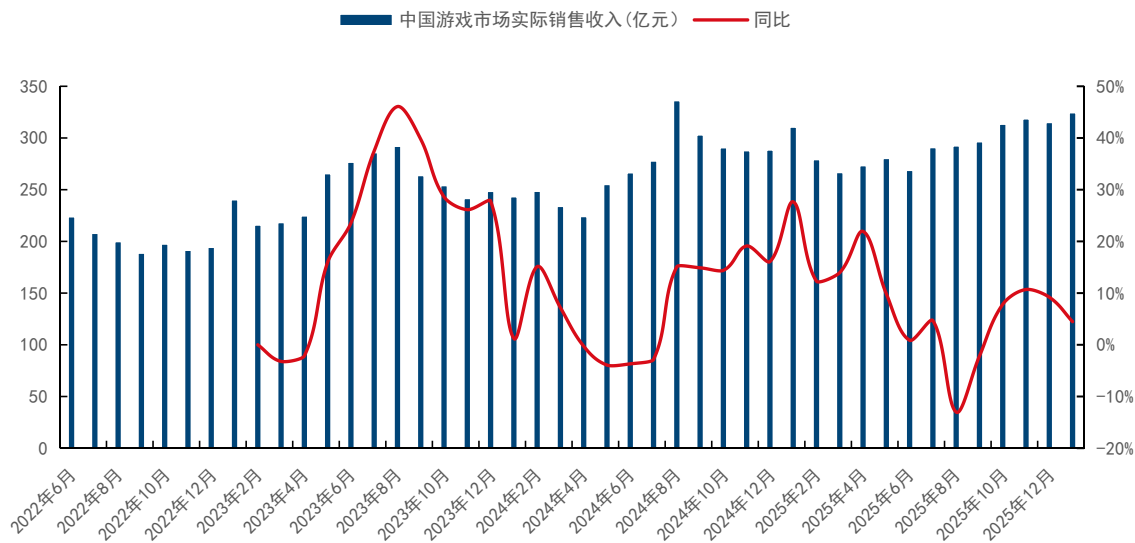


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

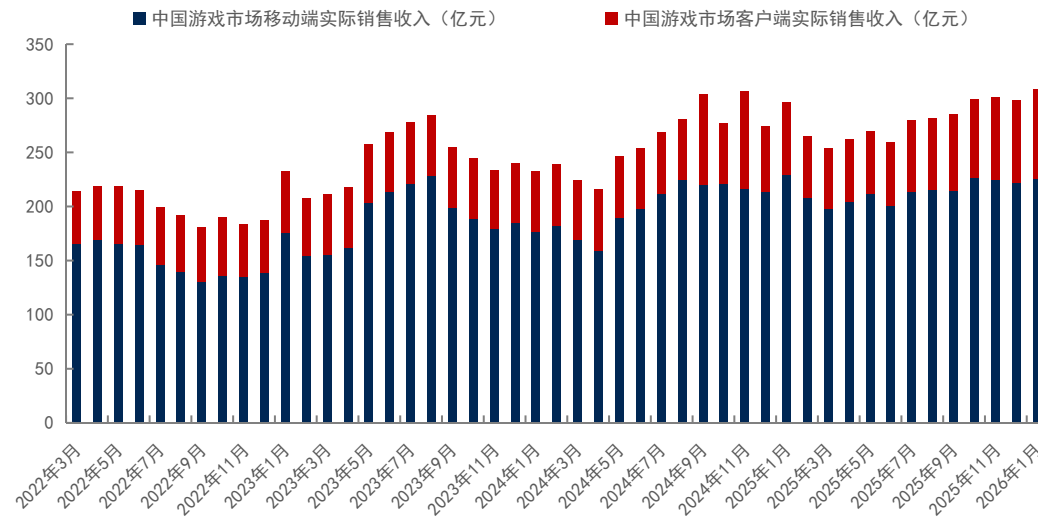
2.2 2026年1月国内游戏市场增长4.5%

- 2026年1月中国游戏市场实际销售收入325亿元，同比增长4.5%；
- 其中，1月移动端/客户端实际销售收入分别为226/82亿元，分别同比-1.5%/+23.5%。

图：中国市场实际销售收入及增长率



图：中国市场移动端/客户端销售收入情况



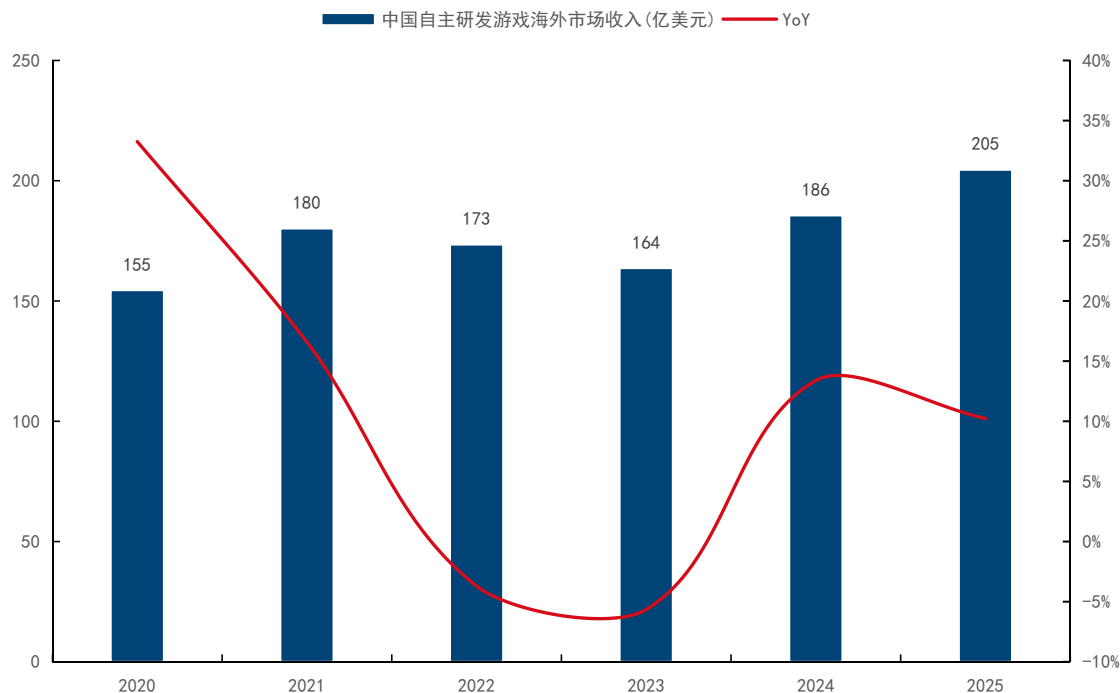
资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

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

2.4 1月自研游戏海外收入增长24%，点点互动领先

- 2026年1月自主研发游戏海外市场收入为20.77亿美元，同比增长24.0%；
- 2026年1月游戏厂商出海收入榜中，点点互动排名第一。

图：中国自主研发游戏海外市场收入



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：1月中国手游发行商

| 排名 | 公司 | 开发者账号 | 主要应用 | 排名趋势 |
|----|------------------------------|-------|-------------|------|
| 1 | 点点互动 (SZ:002602) | 61 | 点点互动 | +0 |
| 2 | 腾讯 (HK:00700) | 154 | 王者荣耀, 和平精英 | +0 |
| 3 | 柠檬微趣 | 9 | 柠檬微趣 | +0 |
| 4 | 米哈游 | 9 | 原神, 崩坏星穹铁道 | +0 |
| 5 | 江娱互动 | 7 | 江娱互动 | +0 |
| 6 | 网易 (NASDAQ:NTES) (HK:09999) | 56 | 梦幻西游, 阴阳师 | -1 |
| 7 | 三七互娱 (SZ:002555) | 74 | 斗罗大陆, 斗罗大陆2 | -1 |
| 8 | 悠星网络 | 3 | 悠星网络 | -7 |
| 9 | 莉莉丝 | 16 | 莉莉丝 | -1 |
| 10 | 沐瞳 | 10 | 沐瞳 | -4 |
| 11 | 鹰角网络 | 15 | 明日方舟 | -22 |
| 12 | 壳木游戏 (SZ:300002) | 16 | 壳木游戏 | +3 |
| 13 | 库洛游戏 | 1 | 库洛游戏 | +3 |
| 14 | 海彼 | 5 | 海彼 | -1 |
| 15 | IGG (HK:00799) | 12 | IGG | -1 |
| 16 | 4399 | 31 | 4399 | -5 |
| 17 | 麦吉太文 | 2 | 麦吉太文 | -1 |
| 18 | 叠纸游戏 | 2 | 叠纸游戏 | +6 |
| 19 | 心动网络 (HK:02400) | 6 | 心动网络 | -10 |
| 20 | 雷霆游戏 (SH:603444) | 25 | 雷霆游戏 | -3 |
| 21 | 新创游乐 | 4 | 新创游乐 | -2 |
| 22 | 灵犀互娱 | 15 | 灵犀互娱 | -2 |
| 23 | 紫龙游戏 | 5 | 紫龙游戏 | -12 |
| 24 | 乐元素 | 10 | 乐元素 | +3 |
| 25 | BeheFun | 8 | BeheFun | +3 |
| 26 | 冰川网络 (SZ:300533) | 15 | 冰川网络 | +3 |
| 27 | 益世界 | 9 | 益世界 | +0 |
| 28 | 乐牛游戏 | 2 | 乐牛游戏 | +0 |
| 29 | Tap4Fun | 15 | Tap4Fun | -5 |
| 30 | 哔哩哔哩 (NASDAQ:BILI)(HK:09626) | 29 | 哔哩哔哩 | +0 |

资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理

2.5 新游市场：3月12款新游预计上线，腾讯《洛克王国：世界》领衔



- 据GameLook统计，3月预计有12款新游上线，其中大厂的头部产品较少。
- 其中最值得关注的是腾讯的《洛克王国：世界》，这是国民级IP《洛克王国》的续作，《洛克王国：世界》本身在国内市场就具备极其广泛的IP用户基础，截止3月3日游戏的全平台预约量已经接近5000万。

图：2026年3月新游盘点

| 2026年3月新游盘点 | | | | | |
|-------------|---------|-----------|-----|--------|--------|
| 序号 | 游戏名称 | 类型 | 平台 | 厂商 | 预计上线时间 |
| 1 | 超迷足球 | 体育竞技 | 移动端 | 上海零越 | 3月3日 |
| 2 | 横扫千军怀旧服 | 策略 | 移动端 | 心动 | 3月5日 |
| 3 | 种田掌门人 | 模拟经营 | 移动端 | 广州金乌 | 3月5日 |
| 4 | 字走山海 | 文字冒险肉鸽 | 移动端 | 海南昆磐 | 3月11日 |
| 5 | 三国志异闻录 | 回合制MMORPG | 移动端 | 腾讯 | 3月17日 |
| 6 | 梦境护卫队 | 肉鸽塔防 | 移动端 | 诗悦 | 3月18日* |
| 7 | 领主契约 | 暗黑风MMORPG | 移动端 | 北京神奇影创 | 3月20日 |
| 8 | 洛克王国：世界 | 开放世界捉宠 | 跨端 | 腾讯 | 3月26日 |
| 9 | 龙约 | 策略卡牌 | 移动端 | 上海爽游 | 3月26日* |
| 10 | 圣灵之境 | 回合制放置 | 移动端 | 深圳全民互娱 | 3月28日 |
| 11 | 斗罗大陆：零 | 卡牌肉鸽 | 移动端 | 广州龙畅网络 | 3月30日* |
| 12 | 香草英雄团 | 冒险RPG | 移动端 | 北京天呈文化 | 3月31日* |

注：标“*”产品上线日期为App Store页面显示预定信息，尚未正式定档，具体上线时间以游戏官方公布为准
制图：GameLook

资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

图：腾讯《洛克王国：世界》



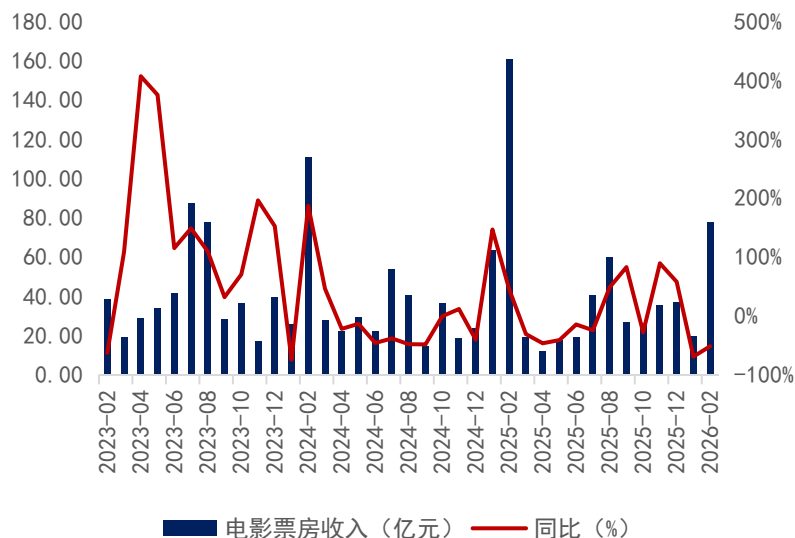
资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

3. 影视：春节档较为平淡，综艺市场爱优腾芒领先，漫剧和AI真人漫热度高涨

3.1 2月电影票房市场同比下降51.6%

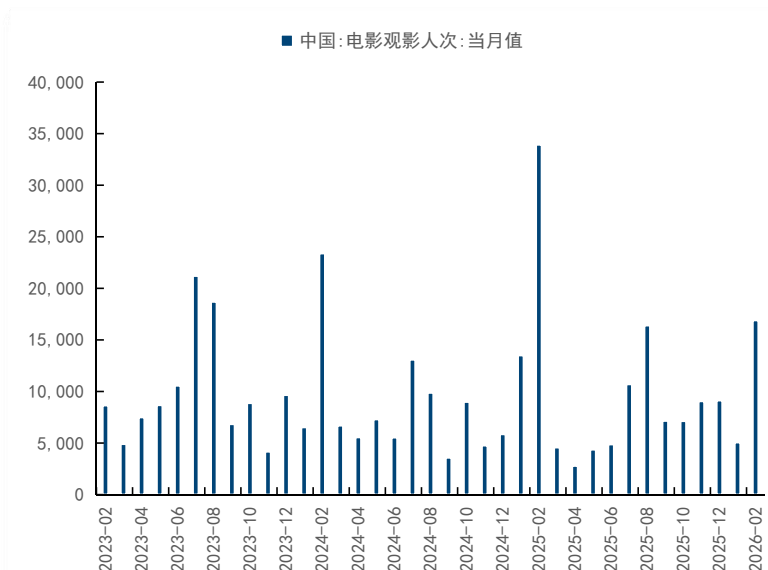
- 据灯塔专业版数据，今年2月总票房77.93亿元人民币，同比下降51.6%，主要由于新片供应较少；
- 观影总人次1.69亿人次，同比下滑50.2%；平均票价达到46.1元（上月38.8元）。

图：2月电影票房收入同比大幅增长



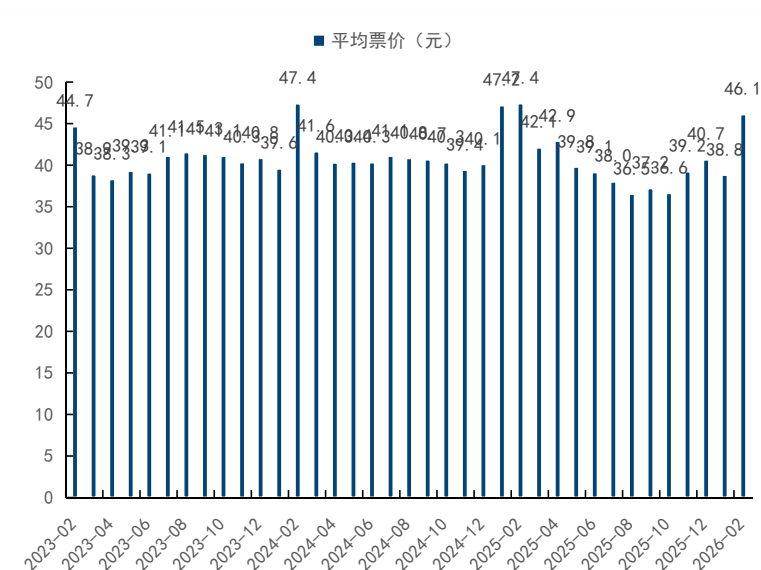
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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

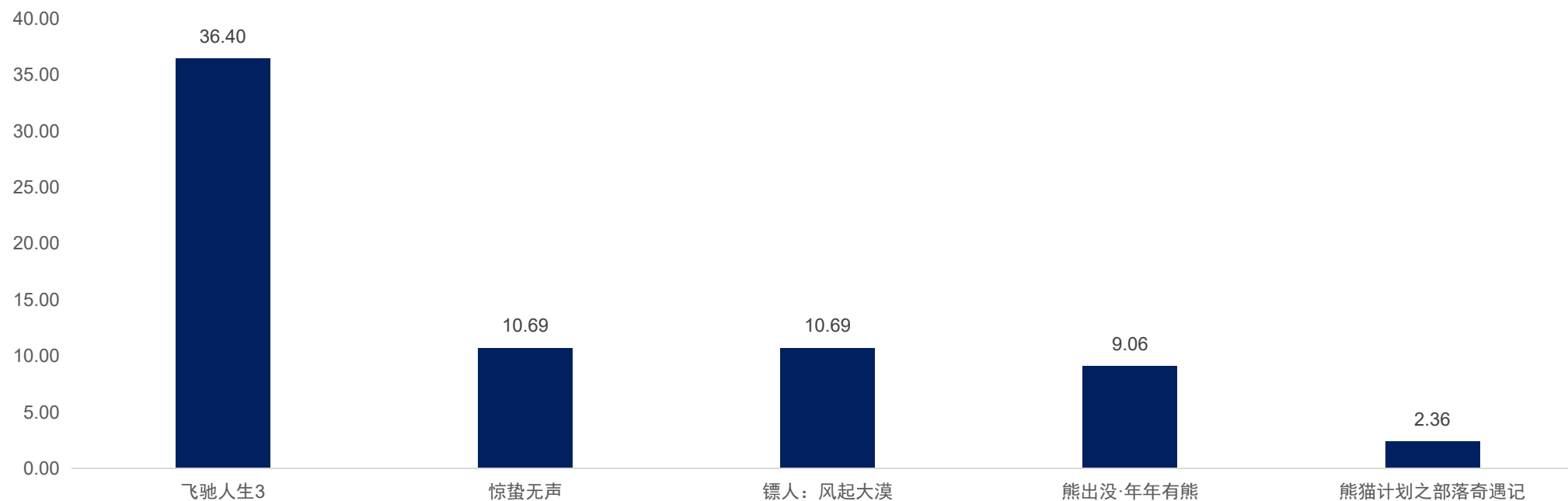


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.1 2月《飞驰人生3》领跑

- 从单片表现来看，《飞驰人生3》、《惊蛰无声》、《镖人：风起大漠》、《熊出没·年年有熊》、《熊猫计划之部落奇遇记》分列2月票房市场前5，《飞驰人生3》领跑。

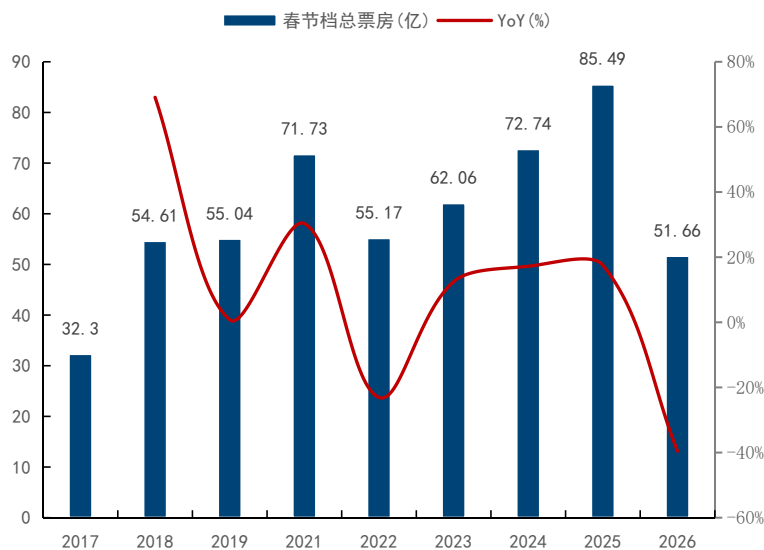
图：2月电影票房TOP5（亿元）



3.1 春节档：表现较为平淡，主因缺乏头部内容供给

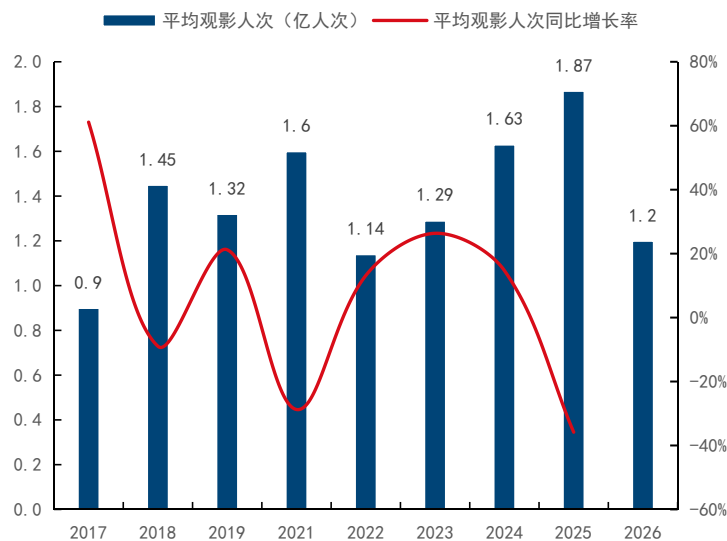
- 2026年中国春节档分账票房51.66亿（不含服务费），同比下滑39.6%，由于缺乏类似《哪吒2》的大片票房整体下滑。2026年截至2月24日，中国电影总票房接近78亿（不含服务费）。2026年春节假期比去年多一天，但春节档电影于2月17日上映，实际上映天数与去年相当，而且缺乏头部IP的拉动，整体票房略显平淡。
- 2026年春节档单日票房均有同比下滑。2026年春节档初一至初七的单日票房分别同比下滑29.16%/37.43%/39.21%/40.77%/44.40%/44.82%/49.27%，票房同比跌幅呈扩大趋势，主要是去年基数效应下票房持续居高，而今年缺乏头部影片的供给。
- 拆分量价数据来看，观影人次下滑是主要原因。2026年春节档平均票价42.9元，同比下滑5.92%，主要是由于缺乏特效大片；平均观影人次为1.20亿，同比下滑35.8%，本次春节档观影人次的下滑是票房下滑的主要原因。

图：历年春节档表现（亿元）



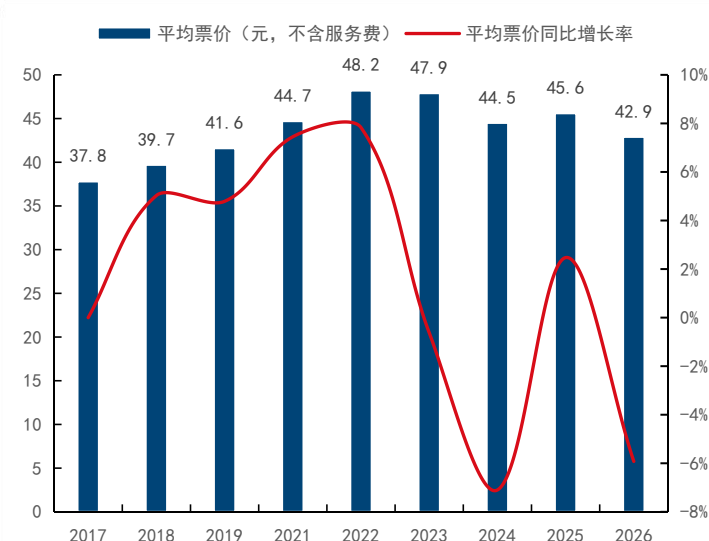
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图：历年春节档观影人次（亿人）



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图：平均票价（元）



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

3.1 春节档：《飞驰人生3》领跑春节档，票房超越前作



➤ 2026年春节档共有6部影片上映，按照票房贡献顺序分别是《飞驰人生3》、《惊蛰无声》、《镖人：风起大漠》、《熊出没·年年有熊》、《熊猫计划之部落奇遇记》和《星河入梦》，其中《飞驰人生3》贡献总票房的50.8%断层领先、《惊蛰无声》《镖人：风起大漠》分别贡献档期票房的15.1%/14.0%，头部效应显著。

表：2026年春节档电影票房表现

| | 分账票房 (亿, 不含服务费) | 票房占比 (%) | 排片占比 (%) | 上座率 (%) | 票价 (元) | 观影人次 (万) | 出品方 |
|------------|-----------------|----------|----------|---------|--------|----------|---|
| 飞驰人生3 | 26.26 | 50.8% | 31.6% | 28.1% | 43.6 | 6013.40 | 亭东影业、猫眼电影、大麦娱乐、万达影视、博纳影业 |
| 惊蛰无声 | 7.81 | 15.1% | 17.7% | 21.2% | 43.1 | 1809.50 | 大麦娱乐、中中影业、黎枫文化、中国电影 |
| 熊出没·年年有熊 | 6.46 | 12.5% | 11.8% | 26.2% | 42.1 | 1531.80 | 华强方特、横店影视、中国电影、猫眼娱乐、万达影视、联瑞影业、儒意影业 |
| 镖人：风起大漠 | 7.24 | 14.0% | 15.2% | 22.8% | 43.4 | 1666.50 | 和平影业、大麦娱乐、登峰国际、梦启影视、鹰美影业、合乐影业、华夏电影、中国电影 |
| 熊猫计划之部落奇遇记 | 1.71 | 3.3% | 6.2% | 17.2% | 39.8 | 430.20 | 峨眉电影、猫眼影业、万合天宜、光线影业、华夏电影 |
| 星河入梦 | 0.72 | 1.3% | 3.4% | 12.5% | 41.0 | 175.30 | 中国电影、横店影视、上海电影、联瑞影业、中国电影 |

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

3.2 剧集市场：2月播放量较为平淡

- 2月正片播放量的全网剧集TOP10中，《唐宫奇案之青雾风鸣》7.77亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《太平年》和《成何体统》，分别取得6.35亿和6.24亿的成绩；
- 《唐宫奇案之青雾风鸣》7.77亿的播放量登顶电视剧榜，网络剧《成何体统》则以6.24亿的播放量表现位居网络剧的第一。

图：2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：2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：2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：爱优腾芒持续领先

➤ 综艺市场爱奇艺《宇宙闪烁请注意》全网正片市占率8.60%、芒果的《快乐老友·有风季》正片市占率6.22%排名第二、优酷《周五晚高疯》全网正片市占率4.75%。

➤ 网综方面，前十的综艺中芒果/腾讯/优酷/爱奇艺分别占据3/4/2/2个。

图：2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：2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：2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

3.4 短剧&漫剧：漫剧、AI真人漫热度居高

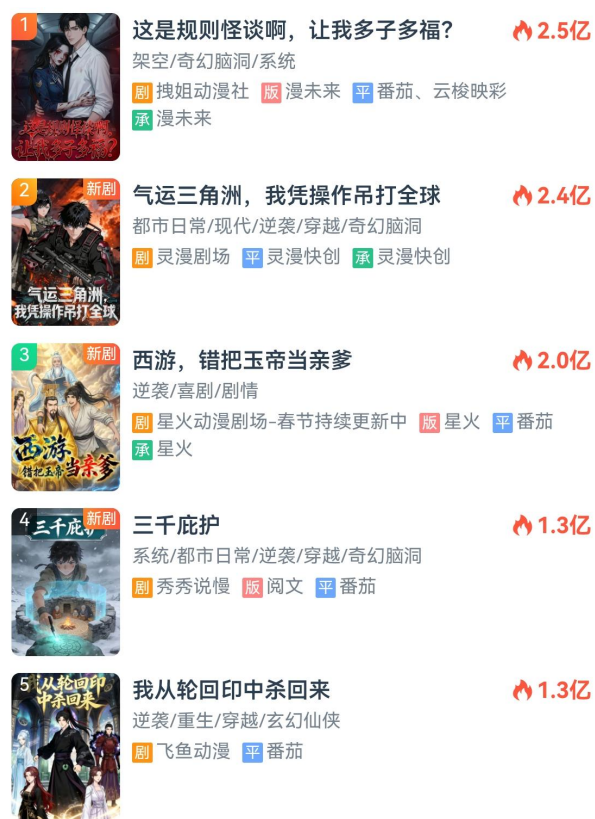
- 短剧方面，2月热度前三的为《扫黑》《她以身入局清算一切》《修好铁疙瘩转身踏青云》，TOP5短剧中，番茄/河马/山海分别占比3/1/1个。
- 漫剧方面，2月热度前三的分别为《这是规则怪谈啊，让我多子多福？》《气运三角洲，我凭操作吊打全球》《西游，错把玉帝当亲爹》，头部漫剧的抖音累计播放量在2亿次以上。
- AI真人漫快速起量，头部AI真人漫的播放了达到2亿次以上，平台主要为九州、番茄。

图：2月短剧热力值排名



资料来源：剧查查，国信证券经济研究所整理

图：2月动态漫热力值排行



资料来源：剧查查，国信证券经济研究所整理

图：2月AI真人漫热力值排行



资料来源：剧查查，国信证券经济研究所整理

4. AI应用：从生成内容走向自主执行任务， OpenClaw引领新一代AI Agent

4.1 行业动态：a16z发布全球AI消费级应用百强榜，ChatGPT居榜首

- 硅谷知名风投机构 a16z 近日发布的“2026年3月顶级100款生成式AI消费级应用”报告显示，全球人工智能市场正呈现出前所未有的扩张与分化态势。在这场竞赛中，ChatGPT 依然占据着无可争议的统治地位，其网页端流量与移动端活跃用户数均达到竞争对手 Gemini 的两倍以上。过去一年里，ChatGPT 的周活跃用户数激增5亿，目前全球已有超过10% 的人口每周都在使用这一工具，使其成为了现象级的全球基础设施。
- 用户的多租户行为也日益普遍，约有20% 的 ChatGPT 忠实用户会同时调用 Gemini 来处理任务。这种竞争格局的变化反映出用户在追求通用智能的同时，也在根据不同模型的特性寻找最优的工具组合。

图：全球前50的AI应用榜单（月独立访问口径）



图：全球前50的AI应用榜单（月活跃用户口径）



资料来源：a16z，国信证券经济研究所整理

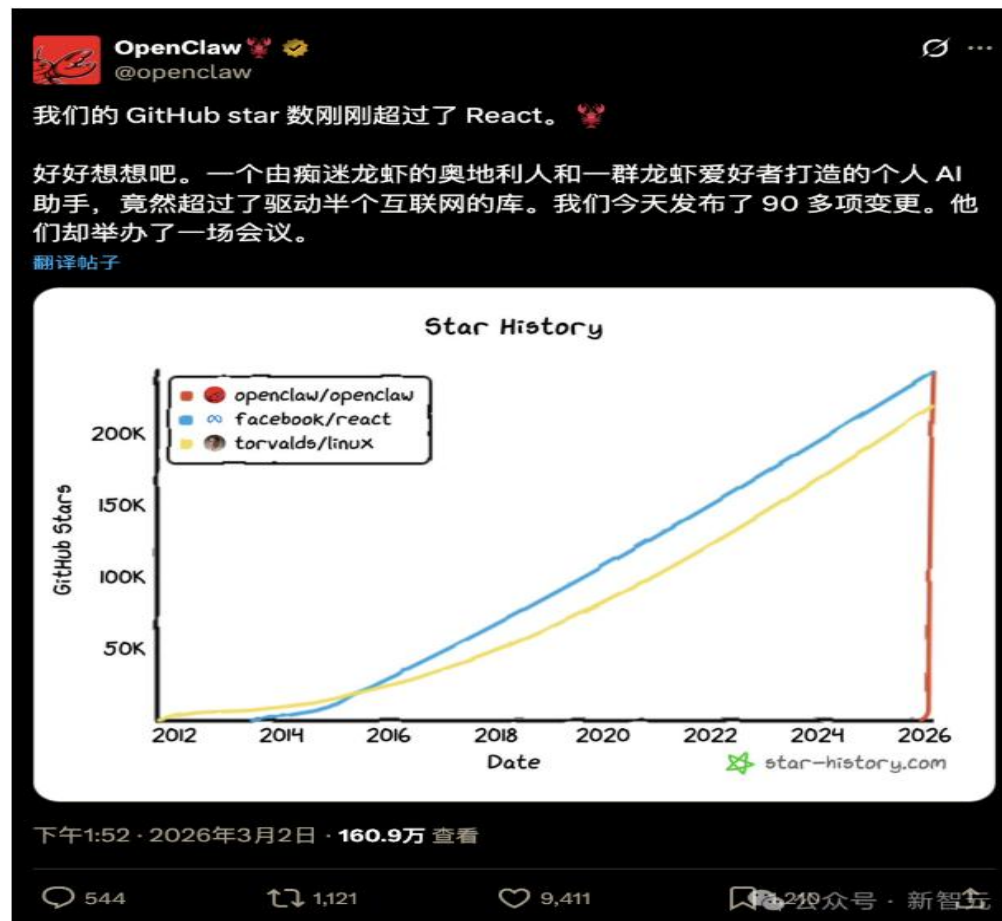
资料来源：a16z，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

4.1 行业动态：OpenClaw登顶GitHub

- 3月2日，OpenClaw已经超越了所有GitHub开源软件项目的星标数（Star），正式加冕史上最受欢迎开源项目。
- OpenClaw智能体具有自动化执行能力，可“接管电脑、解放双手”，标志着智能体从“问答工具”向“可落地执行的实干助手”的本质跃迁，并深度嵌入业务 workflow、适配多场景应用。

图：OpenClaw快速登顶GitHub

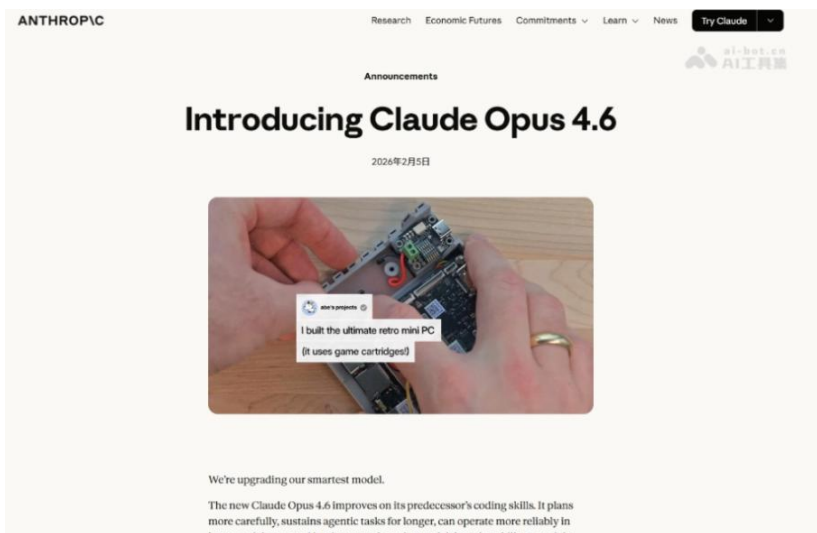


资料来源：OpenClaw官方推特、新智元，国信证券经济研究所整理

4.3 行业动态：Anthropic发布Claude Opus 4.6与Claude in PowerPoint

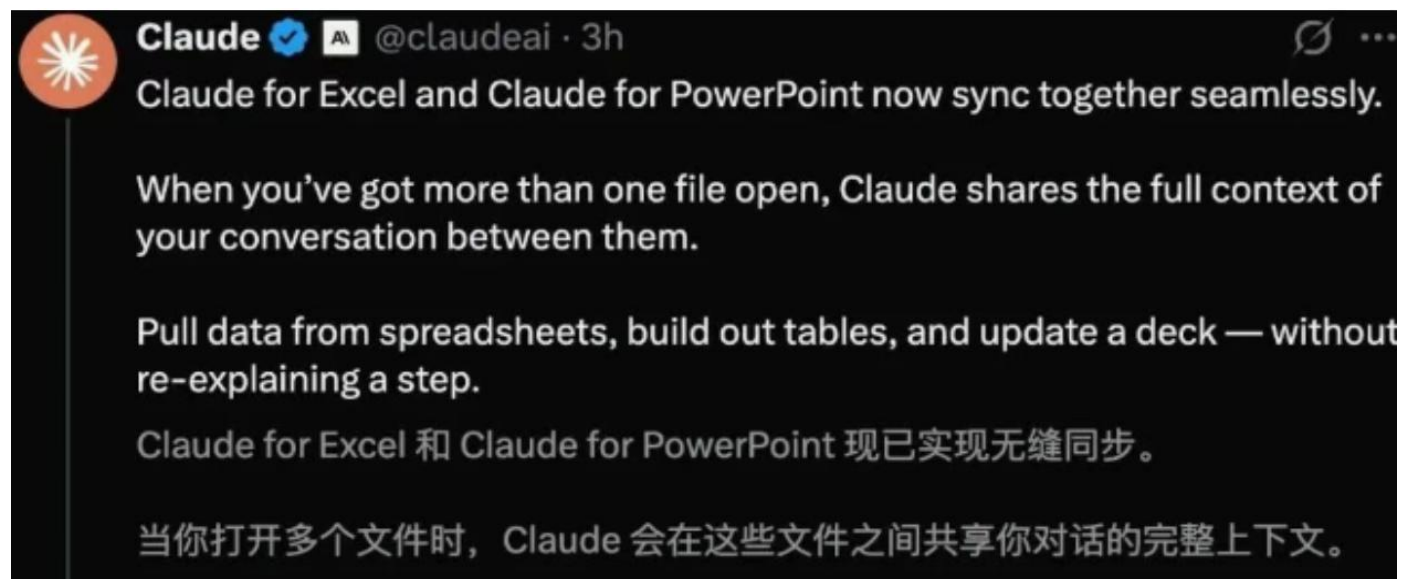
- 2月5日，Anthropic 宣布推出 Claude Opus 4.6，标志着是大模型向企业级自主 Agent转型的关键里程碑。与前代相比在三个维度实现突破：1) 提供 1M token 超长上下文 (Beta)；2) 复杂任务规划、并行子任务执行、长时间会话维持；3) Terminal-Bench 2.0 评测中成为全球最强编码模型。
- 3月12日，Anthropic正式发布Claude for Excel与Claude for PowerPoint重大更新，以“跨文件全上下文共享”为核心突破，实现单一对话中同时操控多个Excel工作簿与PowerPoint幻灯片，数据可无缝迁移无需重复解释，标志着Claude从聊天助手全面升级为深度参与办公流程的AI智能体。

图：Claude Opus 4.6发布



资料来源：Anthropic官网，国信证券经济研究所整理

图：Claude For Excel和Claude For Powerpoint发布



资料来源：Claude官方推特，国信证券经济研究所整理

4.4 行业动态：爱诗科技完成C轮融资，发布首个实时世界模型

- 3月12日，爱诗科技完成C轮融资，本轮融资由鼎晖领投，并吸引了中国儒意、三七互娱以及多家全球知名机构跟投。
- 融资发布当天，公司推出实时世界模型 PixVerse R1，实现了 AI 视频技术从“单向观看”到“实时响应”的质变：1) 从生成到交互:PixVerse R1允许用户在生成视频的过程中进行实时操控和持续延展，视频不再是静态的短片，而是一个可互动的数字世界。2) 推理效率领跑:在保持极致画质的同时，公司通过算法创新显著提升了推理效率，使其在全球权威评估机构 Artificial Analysis 的榜单中稳居第一梯队。
- 目前，PixVerse 累计用户已突破1亿，实时交互场景下的 Token 消耗量较传统生成模式呈现出百倍级的跃升

图：爱诗科技Pixverse R1模型



资料来源：爱诗科技，国信证券经济研究所整理

5. 投资建议：大模型能力与大厂AI应用加速，持续看好IP与AI应用机会

5.1 投资建议与3月组合

- AI应用破圈及商业化落地加速，把握IP潮玩与游戏板块底部机会。1) OpenClaw持续破圈、加速AI能力与渗透率提升，持续看好AI应用端机会；关注受益流量入口竞争下的营销行业机会，从营销中介到优质语料、大模型平台有望持续受益；大模型看好昆仑万维、AI营销方向；语料方向关注浙数文化、中文在线等标的；平台端持续看好受益AI提升广告投放效率的哔哩哔哩；2) 把握业绩与估值兼备的游戏板块底部布局机会，自下而上把握产品周期及业绩表现以及具备AI产品落地的相关标的，推荐巨人网络、吉比特、恺英网络、心动公司、三七互娱等标的；3) IP潮玩把握泡泡玛特底部修复机会。
- 重点推荐组合：2月投资组合为巨人网络、恺英网络、泡泡玛特、哔哩哔哩、昆仑万维、中文在线，3月投资组合为巨人网络、泡泡玛特、哔哩哔哩、昆仑万维、汇量科技。

图：投资组合表现

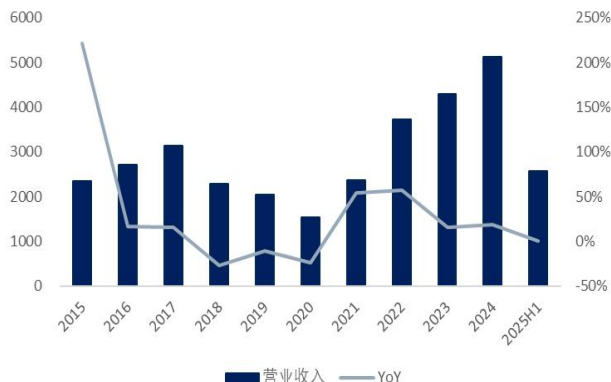
| 代码 | 简称 | 股价 | 月涨幅 | 相对沪深300涨幅 | 相对行业指数涨幅 |
|-----------|--------|---------|-------|-----------|----------|
| 002517 | 恺英网络 | 23.27 | 26.7% | 16.41% | 16.04% |
| 002027 | 分众传媒 | 8.31 | 14.0% | 3.66% | 3.29% |
| 9626.HK | 哔哩哔哩 | 180.90 | 0.8% | -9.55% | -9.92% |
| 801760.SI | 传媒（申万） | 830.23 | 10.7% | 0.37% | |
| 000300.SH | 沪深300 | 4496.76 | 10.3% | | |

资料来源：Wind，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

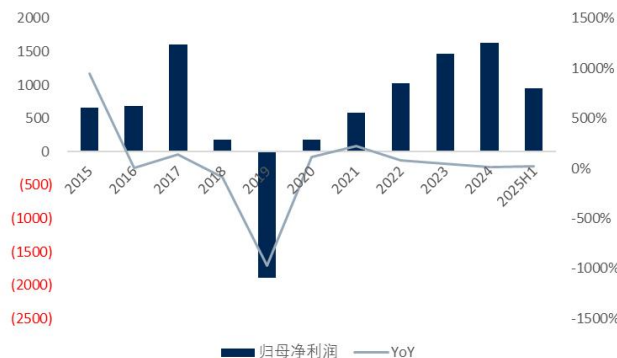
- **业绩增长稳健。**1) 公司25年上半年实现营业收入25.78亿元，同比增长0.89%；实现归母净利润9.50亿元，同比增长17.41%，对应全面摊薄EPS 0.44元；实现扣非归母净利润9.39亿元，同比增长17.18%；2) 25年Q2单季度营业收入12.25亿元，同比下降1.8%；归母净利润4.32亿元，同比增长12.8%，对应摊薄EPS 0.20元；
- **产品矩阵持续丰富，出海增速显著。**1) 公司产品现主要由复古情怀品类和创新精品构成。复古情怀品类包括《原始传奇》《天使之战》《龙之谷世界》等产品；创新品类包括新国战SLG游戏《三国：天下归心》、《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》等产品；从复古情怀到创新精品，公司产品矩阵日趋丰富。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传：新的开始》成功登上澳门iOS免费榜第一，还斩获了台湾Google Play免费榜第一、香港Google Play免费榜第二以及香港iOS免费榜第七的佳绩，荣获独立出海联合体发起的“2024中国游戏出海；优质产品带动之下，上半年公司海外营业收入2.02亿元，同比增长59.6%、显著高于整体收入增速。
- **AI应用持续推进，传奇盒子等新业务布局新增长曲线。**1) AI方面，公司自研“织梦”大模型，发布专为游戏行业打造的AI全流程开发平台“AI工业化管线”《SOON》，实现从美术资产生成到代码部署全流程的自动化操作；2) 打造基于传奇游戏及游戏要素独家开发、运营、推广游戏社区的“传奇盒子”，以汇聚各类游戏为特色的，集游戏、直播、电竞、小说、短剧等为一体的游戏社区平台，丰富内容生态并有望构筑新增长点。此外旗下数字资产平台拾元立方以“拾遗、元宇、立异、方等”为理念，整合区块链、Web3.0与AI技术，构建数字艺术品营销生态，并通过“数字资产+实体经济”模式激活文旅消费；
- **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：SOON游戏创作平台

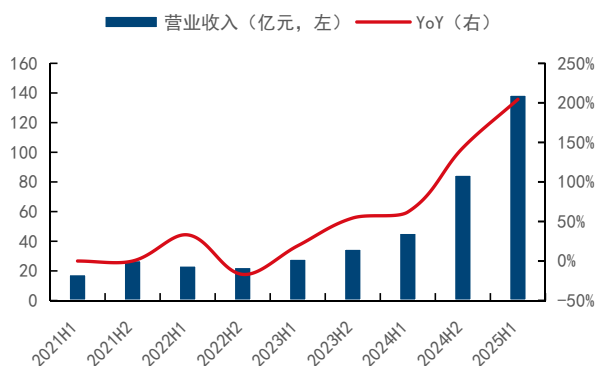


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：泡泡玛特（09992.HK）：IP与全球化势能强劲，上半年利润+397%

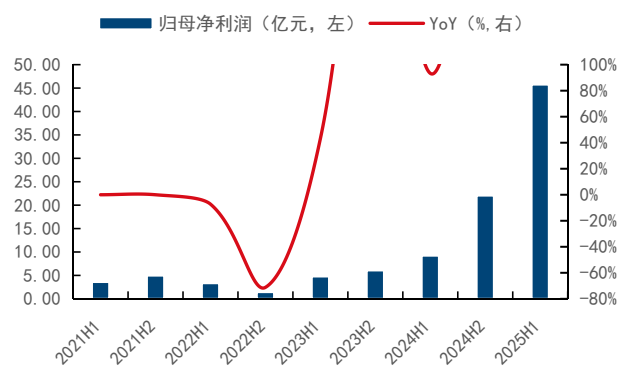
- THE MONSTERS引领成长，公司25H1收入增长204%、利润增长397%。2025年上半年，公司收入138.8亿，同增204.4%，分地区看中国/海外收入分别为82.8/55.9亿，分别同增135.2%/439.6%；归母净利润45.7亿，同增396.5%。利润率维持高水平，公司2025上半年毛利率70.3%，同比增长6.3个百分点，主要由于高毛利的美洲地区收入占比上升；费用端，公司销售/管理/财务费用率分别为23.0%/5.6%/0.2%，分别同比下滑6.5/4.0/0.2个百分点，主要由于规模效应提升；
- P热度持续提升，2025上半年有13个IP收入过亿。分IP看：1) 成熟IP方面，THE MONSTERS跻身世界级IP、MOLLY等成熟IP保持旺盛的生命力。THE MONSTERS/MOLLY/SKULLPANDA/DIMOO的收入分别为48.1/13.6/12.2/11.1亿，分别同增668.0%/73.5%/112.4%/192.5%。CRYBABY跻身前五大IP，收入增长248.7%至12.2亿。2) 新IP方面，星星人为成长最快的新兴IP，2025上半年收入3.3亿元。
- 海外收入增长迅猛，2025下半年计划新增60家以上门店。公司海外门店已有140家，中国/亚太/美洲/欧洲地区的收入分别为82.8/28.5/22.6/4.8亿，同比提升135.2%/257.8%/1142.3%/729.2%，年内将新增60家以上门店；
- 看好潮玩龙头的IP运营能力和出海空间，当前估值低位具备修复空间，维持“优于大市”评级。我们维持盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为120.2/170.5/208.9亿，同比增长284.4%/41.9%/22.6%，当前股价对应PE=27.3/19.3/15.7x。公司的IP打造与运营能力得到持续验证、海外渠道维持迅猛成长；同时IP乐园、联名活动等有望提升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。

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

商誉减值风险；

业绩不达预期；

经营管理风险；

监管政策风险；

新技术落地低于预期等。

| 国信证券投资评级 | | | |
|---|--------|------|-----------------------|
| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 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中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。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