

## 紧抓 AI 应用及文化出海，布局高景气赛道

### ——2025 年传媒互联网行业年度策略

#### 报告要点：

#### ● AI 应用：模型能力向上价格向下，应用繁荣

我们重点看好 2025 年 AI 应用端的投资机会。模型层面，o1 引领大模型发展新范式，新的 Scaling Law 有望驱动模型能力进一步提升，同时对于技术创新、工程能力和算力提出更高要求。竞争格局方面，海外头部大厂模型竞争格局已经收敛，国内大模型厂商集中度有望提升。应用端，随着大模型竞争格局的逐步清晰，行业进入到价值实现和落地阶段。模型层能力向上价格向下降低应用层创新门槛，AI Agent 升级交互方式，应用层迎来百花齐放。C 端应用方面，头部产品流量保持良好增长，C 端商业化持续探索，期待杀手级产品落地，AI+搜索、AI+陪伴等赛道具备潜力。B 端方面，企业投入预算加大，看好金融政务医疗等垂直赛道。硬件方面，AIPC、AI 手机、AI 眼镜、AI 耳机等端侧硬件快速落地，我们看好 AI+眼镜、AI+玩具等方向的端侧布局。

#### ● 游戏：AI 持续赋能，25 年产品丰富

2024 年中国游戏市场总规模为 3257.83 亿元，+7.53%，创历史新高，其中主机游戏、策略类游戏、女性向游戏是年内亮点，《黑神话：悟空》、《DNF》、《三谋》、《无尽冬日》、《恋与深空》等产品表现突出。24 年整体版号发放节奏稳定，支撑新品测试及上线节奏。小游戏市场则继续保持快速增长，市场规模达 398.36 亿元，同比增长 99.18%。另一方面，AI 在游戏行业适用场景不断拓展，3D 及空间生成能力的提升有望给游戏行业带来颠覆性的变革。2025 年重点关注游戏出海、产品创新以及新品周期带来的投资机会，优选个股。

#### ● 影视：短剧快速发展，电影市场关注供给改善

短剧方面，国内 2024 年微短剧市场突破 500 亿，同比增长 35%，其中免费短剧崛起，与付费短剧互补完善短剧商业模式，红果短剧背靠字节快速增长，MAU 11 月突破 1.4 亿。出海方面可统计范围内海外短剧应用内购收入达到 5.7 亿美元，较 2023 年增长 1231%，继续高歌猛进，DramaBox、Reelshort、Shortmax 收入占比位列前三。整体短剧景气度依然维持较高水平，全球增长机会显著。电影行业方面，市场全年实现票房收入 425 亿，同比下滑 22.6%，超高及中高票房影片匮乏，二季度后重点档期表现不及预期，展望 2025 当前多部重磅影片定档，我们整体看好 25 年春节档的票房表现，关注爆款内容带来的投资机会。

#### ● 出版：业绩稳健，高分红高股息

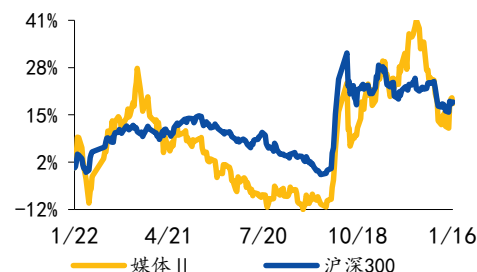
前三季度出版整体收入端稳健，国有文化企业所得税优惠政策 24 年落地提升板块盈利水平，传统教材教辅出版发行业务保持稳定，一般图书市场小幅度承压内，但生活、教辅、语言、自然科学、少儿和教育类增长良好。国有类文化出版公司经营稳健，分红比例 2021-2023 年稳中有升保持较高水平，投资价值凸显。

#### ● 广告：出海营销，AI+营销驱动业务增长

国内方面，2024 年广告主投放意愿及投放预算整体温和回暖，1-11 月广告市场同比上涨 1.7%。出海方面，中国企业加速出海并加大海外营

## 推荐|维持

#### 过去一年市场行情



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券行业研究-传媒行业月报：OpenAI 发布 o3 模型，CES 2025 开幕》2025.01.09

《国元证券行业研究-AI 行业深度报告：模型能力向上价格向下，应用繁荣》2024.12.31

#### 报告作者

分析师 李典  
执业证书编号 S0020516080001  
电话 021-51097188-1866  
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 邵子娴  
电话 021-51097188  
邮箱 gaozixian@gyzq.com.cn

销投入，全球营销服务商作为中国企业出海“卖水人”持续受益，预计 2025 中国出海企业海外营销突破 500 亿美元，同比增长 19%。AI 持续赋能营销企业，海外营销公司 AppLovin 借助 AI 营销实现业绩高速增长。2025 年重点关注 AI+营销以及出海营销的投资机会。

### ● 投资建议

展望 2025 年，我们认为核心的两条主线，一个来自于 AI 应用方面，模型层能力向上价格向下降低应用层创新门槛，看好应用层百花齐放。AI+游戏、AI+影视、AI+广告、AI+电商、AI+陪伴、AI+搜索、AI+玩具等多领域中 AI 有望持续在 2B/2C 两端赋能。另外一条主线来自于文化出海，2024 年我们看到中国产品在短剧、游戏、潮玩、电商等领域纷纷走出去，出现如 ReelShort、《黑神话：悟空》、泡泡玛特等代表性的产品在全球范围取得巨大成功，2025 年中国文化企业面向全球市场，有望有更多的产品跑出来，文化出海大有可为，重点关注：潮玩、游戏、短剧三个文化出海方向。标的方面重点关注：恺英网络、姚记科技、视觉中国、神州泰岳、吉比特、巨人网络、浙数文化、完美世界、快手、心动公司、上海电影、芒果超媒、南方传媒、皖新传媒等。

### ● 风险提示

消费市场疲软的风险，头部产品流水和商业化能力大幅下滑的风险，AI 进展不及预期的风险等。

附表：重点公司盈利预测

| 公司代码    | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘<br>(元) | 总市值<br>(百万元) | EPS   |       |       | PE      |        |        |
|---------|------|------|------------|--------------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|
|         |      |      |            |              | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A   | 2024E  | 2025E  |
| 002517  | 恺英网络 | 买入   | 12.90      | 27,767.48    | 0.68  | 0.83  | 0.99  | 19.00   | 15.57  | 12.97  |
| 002605  | 姚记科技 | 买入   | 27.60      | 11,447.74    | 1.36  | 1.46  | 1.72  | 20.22   | 18.90  | 16.04  |
| 000681  | 视觉中国 | 买入   | 21.53      | 15,083.43    | 0.21  | 0.17  | 0.20  | 103.60  | 125.68 | 107.93 |
| 300002  | 神州泰岳 | 买入   | 11.59      | 22,746.13    | 0.45  | 0.70  | 0.72  | 25.62   | 16.65  | 16.02  |
| 603444  | 吉比特  | 买入   | 207.61     | 14,956.45    | 15.62 | 12.64 | 15.19 | 13.29   | 16.42  | 13.66  |
| 002558  | 巨人网络 | 买入   | 11.79      | 22,810.71    | 0.55  | 0.71  | 0.81  | 21.42   | 16.51  | 14.60  |
| 600633  | 浙数文化 | 买入   | 9.78       | 12,401.77    | 0.52  | 0.42  | 0.50  | 18.67   | 23.45  | 19.68  |
| 002624  | 完美世界 | 增持   | 9.70       | 18,817.69    | 0.25  | -0.24 | 0.28  | 38.29   | -41.08 | 35.07  |
| 1024.HK | 快手-W | 买入   | 40.75      | 176,042.78   | 2.38  | 4.09  | 5.20  | 15.82   | 9.21   | 7.24   |
| 2400.HK | 心动公司 | 买入   | 23.85      | 11,711.64    | -0.17 | 1.24  | 1.56  | -130.15 | 17.78  | 14.08  |
| 601595  | 上海电影 | 买入   | 24.98      | 11,196.04    | 0.28  | 0.30  | 0.58  | 88.17   | 83.19  | 42.92  |
| 300413  | 芒果超媒 | 买入   | 26.65      | 49,854.71    | 1.90  | 0.77  | 1.19  | 14.02   | 34.68  | 22.42  |
| 601900  | 南方传媒 | 买入   | 14.58      | 13,061.88    | 1.43  | 0.98  | 1.10  | 10.18   | 14.88  | 13.30  |
| 601801  | 皖新传媒 | 买入   | 6.53       | 12,785.29    | 0.47  | 0.41  | 0.45  | 13.88   | 15.89  | 14.42  |

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：数据截至 2025.1.19，港股标的单位为港元

## 目 录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 1.板块行情及基本面：AI 带动板块行情 .....             | 5  |
| 2.AI 应用：模型能力向上价格向下，应用繁荣 .....          | 8  |
| 2.1 模型层：竞争格局收敛，o1 引领大模型发展新范式 .....     | 8  |
| 2.2 应用层：成本下行推动创新，应用端百花齐放 .....         | 10 |
| 3.游戏：AI 持续赋能，25 年产品丰富 .....            | 16 |
| 4.影视：短剧快速发展，电影市场关注供给改善 .....           | 24 |
| 4.1 短剧：国内市场红果短剧发展迅猛，短剧出海空间广阔 .....     | 24 |
| 4.2 电影：年内票房表现整体平淡，关注重点 IP 大作定档情况 ..... | 27 |
| 5.出版：业绩稳健，高分红高股息 .....                 | 29 |
| 6.广告：出海营销，AI+营销驱动业务增长 .....            | 32 |
| 7.投资建议与盈利预测 .....                      | 35 |
| 8.风险提示 .....                           | 35 |

## 图表目录

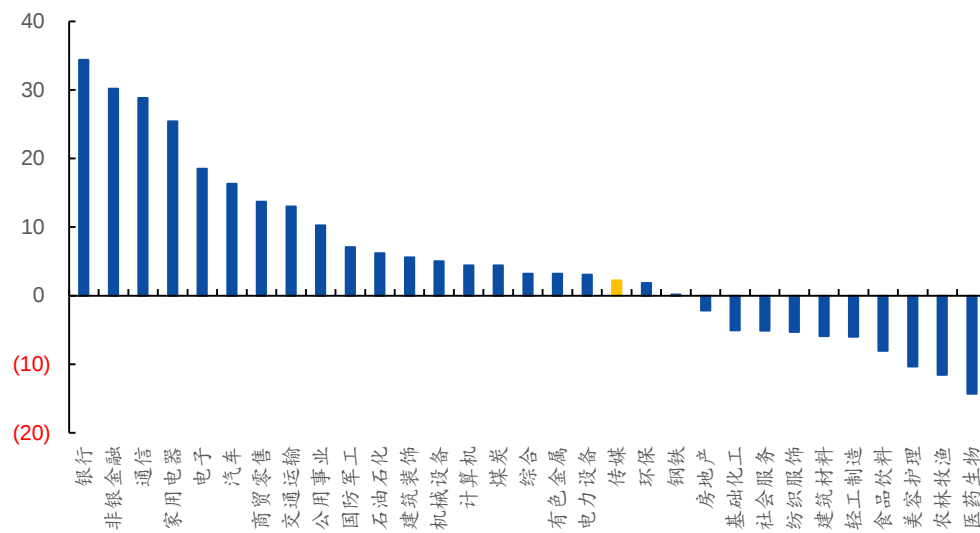
|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1：申万一级行业 2024 年年内涨跌幅对比（%） .....          | 5  |
| 图 2：2024 年板块涨幅及大盘涨幅对比（%） .....             | 5  |
| 图 3：申万二级子行业 2024 年涨跌幅对比 .....              | 6  |
| 图 4：LLM 性能与计算量、参数量和数据量三者呈现幂律关系 .....       | 8  |
| 图 5：o1 性能随强化学习和思考时间的增长而提升 .....            | 8  |
| 图 6：OpenAI o1 和 GPT-4o 在推理密集型任务中成绩比较 ..... | 8  |
| 图 7：Claude、GPT、Gemini 对比情况 .....           | 9  |
| 图 8：海外模型厂商竞争格局 .....                       | 9  |
| 图 9：国内大模型竞争和发展情况 .....                     | 9  |
| 图 10：国内 AIGC 应用全景图谱 .....                  | 10 |
| 图 11：OpenAI 及 Anthropic 的模型调用成本下移 .....    | 11 |
| 图 12：国内以及国际厂商主力模型推理价格对比 .....              | 11 |
| 图 13：国内 MaaS 在各行业应用占比 .....                | 13 |
| 图 14：各个行业通用场景 AI 化的成熟度 .....               | 13 |
| 图 15：中国游戏市场实际销售收入（亿元）及增速（%） .....          | 16 |
| 图 16：中国自主研发游戏海外市场销售收入（亿美元）及增速（%） .....     | 16 |
| 图 17：中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）及增速（%） .....        | 16 |
| 图 18：中国主机市场销售收入（亿元）及增速（%） .....            | 16 |
| 图 19：游戏版号发放情况 .....                        | 18 |
| 图 20：小程序游戏市场规模（亿元）及增速（%） .....             | 19 |
| 图 21：恺英网络“形意”多模态产品矩阵 .....                 | 20 |
| 图 22：中国网络微短剧市场规模（亿元）及增速（%） .....           | 24 |
| 图 23：IAA 短剧市场规模预估（亿元） .....                | 24 |
| 图 24：红果短剧月度下载量 .....                       | 25 |

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 25: 海外短剧 APP 内购收入增长趋势 (美元) .....             | 26 |
| 图 26: 2024 年海外短剧 APP 内购收入 Top10 地区占比 (%) ..... | 26 |
| 图 27: 海外短剧 APP 内购收入 TOP10 及占比情况 .....          | 26 |
| 图 28: 海外短剧 APP 下载量 TOP10 及占比情况 .....           | 26 |
| 图 29: 中国电影市场院线票房 .....                         | 27 |
| 图 30: 2018-2024 各年内票房体量新片数量 .....              | 27 |
| 图 31: 出版板块营业收入及同比变化 .....                      | 29 |
| 图 32: 出版板块归母净利润及同比变化 .....                     | 29 |
| 图 33: 整体零售市场码洋规模 (亿元) 及增速 (%) .....            | 29 |
| 图 34: 2024 年零售市场各渠道码洋结构占比情况 .....              | 29 |
| 图 35: 2024 年零售市场主要细分类码洋同比增长率 (%) .....         | 30 |
| 图 36: 月度广告市场规模同比变化 (%) .....                   | 32 |
| 图 37: 2024 年 1-11 月 TOP10 行业广告花费变化 (%) .....   | 32 |
| 图 38: 中国出海企业营销市场规模 (亿美金) 及增速 (%) .....         | 33 |
| <br>                                           |    |
| 表 1: 传媒及子板块 2024 年前三季度收入及归母净利润增速 .....         | 6  |
| 表 2: 传媒及细分板块估值水平 .....                         | 7  |
| 表 3: 部分厂商 AI Agent 布局情况 .....                  | 12 |
| 表 4: 11 月全球 AI 应用 Web 端访问 TOP20 .....          | 14 |
| 表 5: 部分 AI 眼镜产品情况 .....                        | 15 |
| 表 6: 中国 APP Store 手游收入月度排行榜 .....              | 17 |
| 表 7: 恺英网络储备游戏 .....                            | 21 |
| 表 8: 吉比特储备游戏 .....                             | 21 |
| 表 9: 神州泰岳储备游戏 .....                            | 22 |
| 表 10: 完美世界储备产品 .....                           | 22 |
| 表 11: 腾讯储备游戏 .....                             | 22 |
| 表 12: 网易储备游戏 .....                             | 23 |
| 表 13: 各类型短剧情况对比 .....                          | 25 |
| 表 14: 2024 年票房排名 TOP5 .....                    | 27 |
| 表 15: 春节档定档影片 (截至 1.16) .....                  | 28 |
| 表 16: 部分国企出版公司 21-23 年分红金额及分红比例 .....          | 31 |
| 表 17: 国内代表性上市广告营销公司的海外布局情况 .....               | 33 |
| 表 18: 重点公司估值表格 .....                           | 35 |

## 1. 板块行情及基本面：AI 带动板块行情

**板块行情复盘**，2024 年传媒上涨 2.23%，位列申万 31 个子行业的第 19 位，同期沪深 300 上涨 14.68%。2024 年传媒行情主要集中在 2-3 月以及四季度，其中 2-3 月主要受到 Sora、Kimi 等大模型及 AI 产品的催化，四季度传媒则进入到传统交易旺季叠加 OpenAI、Google 等头部 AI 厂商密集产品发布的影响表现较好。

图 1：申万一级行业 2024 年年内涨跌幅对比（%）



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所 注：统计截至 2024.12.31

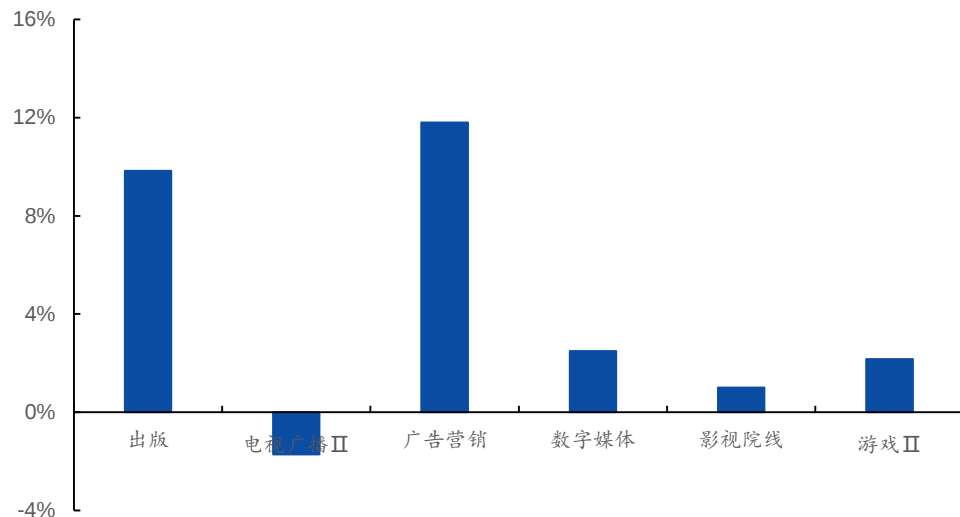
图 2：2024 年板块涨幅及大盘涨幅对比（%）



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

二级板块方面，广告营销以及出版表现相对较好，其中广告营销受海外 AI+营销公司 APPIovin 映射表现较好；出版板块业绩稳健，分红及股息率较高，偏防御属性，同时年内财政部、税务总局、中央宣传部发布《关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业税收政策的公告》，出版相关公司所得税优惠政策落地。

图 3：申万二级子行业 2024 年涨跌幅对比



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

注：涨跌幅计算截至 2024.12.31，按照板块总市值加权计算（剔除 ST/\*ST 股票）

基本面方面，前三季度行业营收端基本持平，盈利端继续承压。前三季度传媒板块实现总营业收入 3466.73 亿元，同比 2023 年微降 1.01%，净利润 233.83 亿元，同比下降 32.97%。子板块前三季度利润均受到不同程度的压力，其中广告营销整体相对较好，影视院线板块受到 24 年春节档后影片优质影片供给不足的影响利润端承压更为显著。

表 1：传媒及子板块 2024 年前三季度收入及归母净利润增速

| 板块      | 2024 年前三季度收入增速 | 2024 年前三季度归母净利润增速 |
|---------|----------------|-------------------|
| 传媒      | -1.01%         | -32.97%           |
| 出版      | -1.80%         | -26.29%           |
| 电视广播 II | -4.00%         | -83.99%           |
| 广告营销    | 6.00%          | -8.76%            |
| 数字媒体    | -4.26%         | -38.60%           |
| 影视院线    | -14.31%        | -69.01%           |
| 游戏 II   | -3.78%         | -36.51%           |

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

估值方面，目前传媒整体板块估值 25.68x，处于近年三年估值水平的 49.52%分位数水平，其中数字媒体、广告营销目前处于近 3 年估值较低分位数水平。

表 2：传媒及细分板块估值水平

| 板块      | 市盈率   | 近 3 年最高市盈率 | 近 3 年最低市盈率 | 目前估值所处近 3 年分位水平 |
|---------|-------|------------|------------|-----------------|
| 传媒      | 25.68 | 35.92      | 15.64      | 49.52%          |
| 游戏 II   | 28.35 | 44.70      | 16.22      | 42.59%          |
| 影视院线    | 82.39 | 95.65      | 25.91      | 81.00%          |
| 广告营销    | 29.23 | 41.28      | 25.91      | 21.63%          |
| 电视广播 II | 39.49 | 50.87      | 19.07      | 64.21%          |
| 数字媒体    | 28.44 | 67.72      | 19.34      | 18.81%          |
| 出版      | 15.27 | 21.76      | 10.66      | 41.58%          |

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

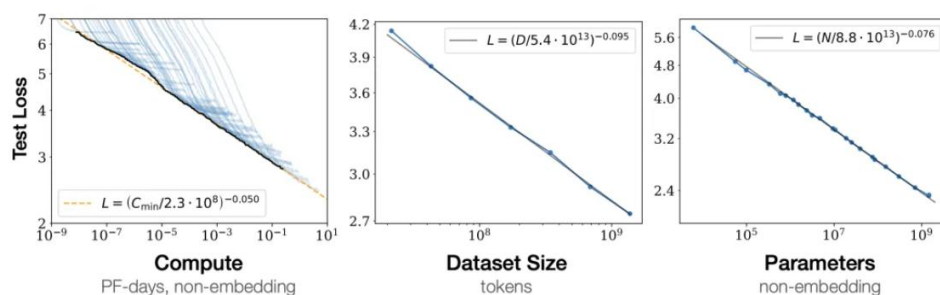
注：市盈率选取 2024 年 12 月 31 日收盘市盈率，按照剔除负值整体法计算；行业按照申万 2021 年行业标准选取

## 2.AI 应用：模型能力向上价格向下，应用繁荣

### 2.1 模型层：竞争格局收敛，o1 引领大模型发展新范式

传统 **Scaling Law** 面临挑战，但仍是驱动模型能力的核心。传统 **Scaling Law** 由 OpenAI 团队在 2020 年的论文《Scaling Laws for Neural Language Models》中最先提出，指 LLM 性能与计算量、参数量和数据量三者呈现幂律关系，随着大模型参数的增加，大模型性能不断提升，**Scaling Law** 是过去几年大模型发展的核心驱动，但也面临挑战，主要原因包括：（1）训练数据逐渐枯竭，特别是高质量数据。（2）模型参数过大对于 GPU 训练集群的内存和通信要求较高，堆 GPU 卡的方式进行训练面临算力利用率降低问题。

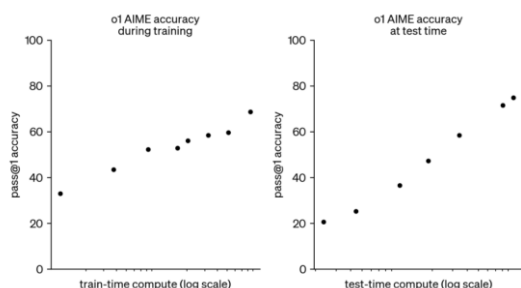
图 4：LLM 性能与计算量、参数量和数据量三者呈现幂律关系



资料来源：Jared Kaplan, Sam McCandlish 《Scaling Laws for Neural Language Models》，国元证券研究所

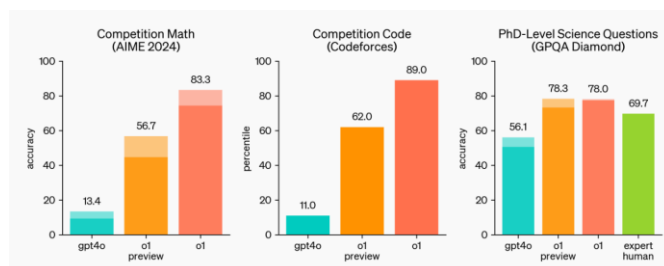
新 **Scaling Law** 有望成为大模型发展的新驱动力，同时对于技术创新、工程能力和算力提出更高要求。2024 年 OpenAI 在 o1 模型的论文《On The Planning Abilities of OpenAI's o1 Models: Feasibility, Optimality, and Generalizability》提出全新的 **Scaling Law**：当模型的推理时间越多，模型的推理能力越强。o 系列模型重构了训练范式，将 GPU 资源在预训练、后训练和推理之间做出了更均衡的分配，开辟了模型发展的新范式。同时新的 **Scaling Law** 对于技术创新、工程能力和算力提出更高要求。

图 5：o1 性能随强化学习和思考时间的增长而提升



资料来源：OpenAI，国元证券研究所

图 6：OpenAI o1 和 GPT-4o 在推理密集型任务中成绩比较

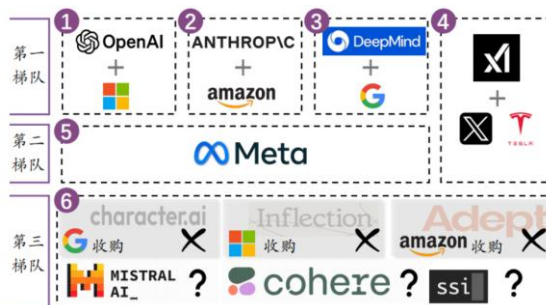
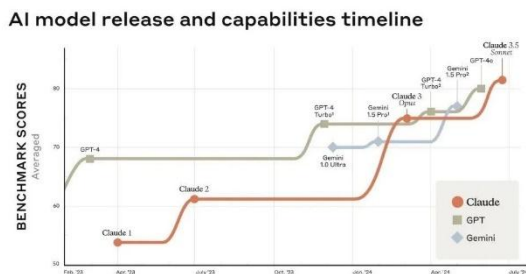


资料来源：OpenAI，国元证券研究所

海外大模型玩家竞争格局收敛，OpenAI 领跑，与 Anthropic、谷歌厂商形成第一梯队。2023 年全球范围内 OpenAI 领先优势明显，但进入 2024 年，GPT-5 进度延缓，随着 Anthropic Claude3.5/谷歌 Gemini1.5 的推出，第一梯队模型厂商能力差距缩小，Anthropic 旗舰模型如代码能力等方面超越 GPT-4o。一梯队中，OpenAI 具有先发、品牌认知、商业化能力等优势；Anthropic 人才优势显著；而谷歌具备垂直整合能力更强，其 TPU 有望在 2025 年与英伟达 GPU 正面竞争；x AI 算力和人才资源增长迅速，以创纪录的速度打造了拥有 10 万 GPU 的“Colossus”集群，成为数据中心扩张的标杆，是潜在的一梯队预备成员。第二梯队 Meta 采取差异化开源策略，Llama3.1 有效缩小了开源模型和 GPT-4 差距。第三梯队 Inflection、Adept、Character 被巨头收购退出竞争，其他玩家还包括 Mistral AI、Cohere、ssi 等。以巨头及巨头深度合作厂商为主的海外大模型竞争格局已经形成。

图 7：Claude、GPT、Gemini 对比情况

图 8：海外模型厂商竞争格局



资料来源：量子位，国元证券研究所

资料来源：量子位《大模型落地与前沿趋势研究报告》，国元证券研究所

国内模型层目前主要由互联网大厂、创业公司和传统技术大厂三类组成，未来竞争格局有望进一步集中。2022 年 11 月 ChatGPT 发布后，国内模型厂商逐渐崛起，创业公司和互联网头部公司纷纷入局，目前我国 AI 大模型主流厂商大致可以分为三类：1) 互联网/科技大厂：以百度、阿里、腾讯、字节、华为等为代表，大模型驱动大厂云业务的增长，通常进行综合布局。2) 技术类公司：以昆仑万维、科大讯飞、商汤科技为代表的专注于 AI 研发与应用的科技公司，主要在已有业务和渠道上做延伸；3) 创业类公司：以智谱 AI、MiniMax、阶跃星辰、百川智能、月之暗面和零一万物为代表的创业六小虎。创业类公司根据自生的资源禀赋形成差异化的布局，如智谱更加聚焦 B 端和 G 端，Minimax 在 C 端影响力较强，百川智能聚焦医疗赛道。

图 9：国内大模型竞争和发展情况

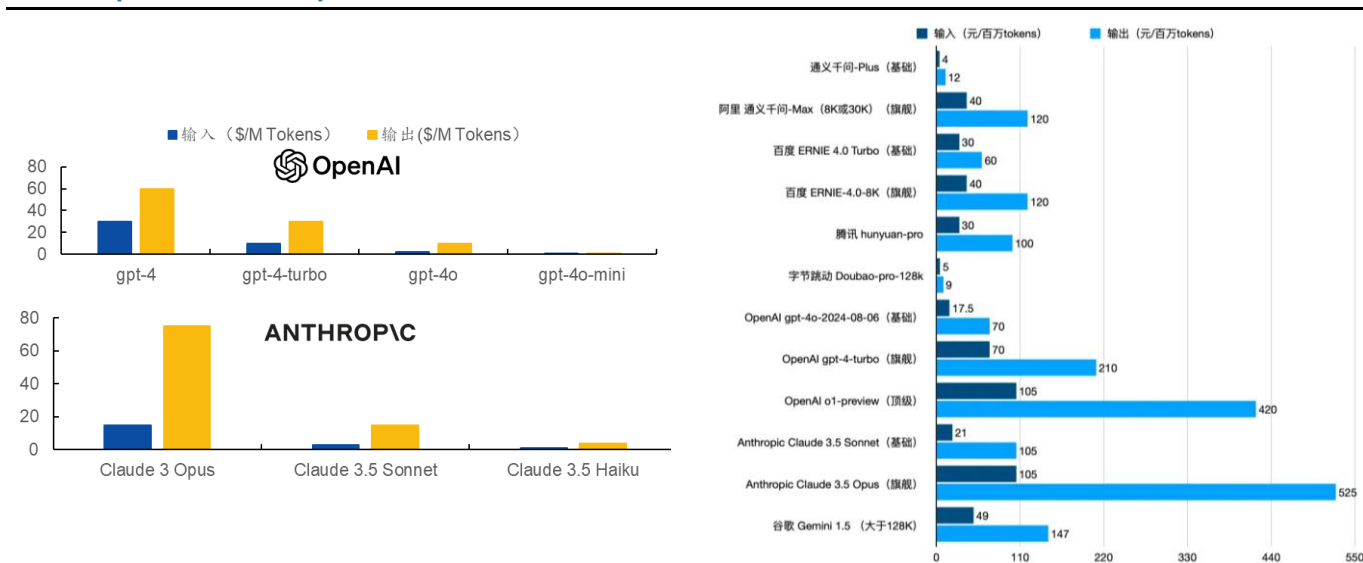


资料来源：SuperClue，量子位《大模型落地与前沿趋势研究报告》，国元证券研究所



图 11: OpenAI 及 Anthropic 的模型调用成本下移

图 12: 国内以及国际厂商主力模型推理价格对比



资料来源: OpenAI、Anthropic 官网, 国元证券研究所

资料来源: 各公司官网, 《财经》, 国元证券研究所

统计时间: 2024 年 9 月 16 日

**AI Agent 带动交互方式升级, 进一步促进 AI 应用端繁荣。**2024 年 AI Agent 逐渐爆发, AI 产品逐渐从 Copilot 模式向 Agent 模式转变。国内外厂商加速布局 AI Agent, 根据彭博消息, OpenAI 正在准备推出一款代号“Operator”的全新 AI Agent 产品, 可以自动执行各种复杂操作, 包括编写代码、预订旅行、自动电商购物等; Salesforce 在 9 月 12 日推出自动化 AI Agent 产品——Agentforce, 并在 10 月宣布 Agentforce 进入全面商用阶段, 企业可构建定制 AI Agent, 连接企业数据并代表员工执行销售、服务、营销、商务等相关任务。苹果于 10 月发布 Apple Intelligence。国内厂商方面, 荣耀率先发布首个跨应用开放生态 AI 智能体, 智谱于 11 月发布 AutoGLM、AutoGLM-Web、AutoGLM-PC 三款 Agent 产品。AI Agent 改变 AI 交互方式, 与 AI 端侧硬件相结合重塑流量入口。在 B 端方面, 则有望帮助 AI 加速落地行业场景。

**表 3：部分厂商 AI Agent 布局情况**

| 厂商        | 布局                                                                                                                                                                             |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| OpenAI    | OpenAI 正在准备推出代号“Operator”全新的 AI Agent 产品，可以自动执行各种复杂操作，包括编写代码、预订旅行、自动电商购物等，预计将于 2025 年 1 月发布。                                                                                   |
| 微软        | 10 月微软宣布在 Dynamics 365 中集成 10 个自主 AI Agent，并支持 OpenAI 最新模型 o1；11 月微软 Ignite 大会上，微软宣布已建立全球规模最大的企业级 AI Agent 生态系统。企业用户现在可以通过 Azure AI 目录访问超过 1800 个 AI 模型，用于支持各类 AI Agent 的部署和运行 |
| 谷歌        | 12 月 11 日，谷歌发布了 Gemini 2.0 并推出了三个基于 Gemini 2.0 架构的 AI 智能体原型，分别是 Project Astra、Project Mariner 和 Jules                                                                          |
| Anthropic | 10 月 Anthropic 升级 Claude3.5 Sonnet，公测版中引入了一项突破性的新功能：计算机使用。通过 API 接入，开发人员可以指导 Claude 使用计算机，就像人们看屏幕、移动光标、单击按钮和输入文本一样。                                                            |
| 苹果        | 10 月 28 日推出 APPLE Intelligence                                                                                                                                                 |
| 联想        | 10 月推出 AI Now PC 个人助手智能体                                                                                                                                                       |
| 荣耀        | 9 月 6 日，荣耀在 IFA 2024 上发布了行业首个跨应用开放生态智能体——荣耀 AI 智能体（AI Agent），并宣布荣耀 Magic7 系列将首发搭载荣耀 AI 智能体。                                                                                    |
| 华为        | 推出 Harmony Intelligence                                                                                                                                                        |
| 智谱        | 11 月发布 AutoGLM、AutoGLM-Web、AutoGLM-PC 三款 Agent 产品，其中 AutoGLM 可模拟用户访问网页、点击网页的浏览器助手，与微信、淘宝、美团、小红书等 8 款知名应用软件合作，覆盖日常生活常用的线上聊天、网购、社交、地图、酒店火车票订票等功能，同时支持用户通过语音进行交互。                 |

资料来源：各公司官网，AIGC 新知，新浪财经，36Kr，国元证券研究所

软件应用方面，(1) B 端应用方面，企业投入预算加大，看好金融政务医疗等方向。相比于 C 端，B 端商业模式更加清晰，当前大模型在企业可以通过本地部署、公有云、私有云、混合云等部署方式适配不同的规模 and 不同行业的企业，实现成本、私密安全性和大模型能力效果三者的平衡。当前企业端对于大模型预算持续加大，根据 a16z 对于 500 强和行业头部企业 24 年 3 月的调研数据，被采访公司 2023 年在基础模型 API、模型托管和微调模型方面的平均支出为 700 万美元，几乎每家企业都看到 Gen-AI 将对企业工作流程产生巨大效益，并计划在 2024 年将支出增加 2 倍至 5 倍，以支持将 AI 嵌入到更多业务生产环节中。另一方面，企业主也更加重视大模型投入的 ROI，目前 AI 投入短期主要为企业带来效率提升和成本节约，中期（2~3 年）看有助于带动收入增长、客户满意度提升等。海外市场方面，目前大模型在代码辅助、营销与客户管理、企业检索、办公软件等多场景落地较好，垂类行业中在医疗、法律、金融服务、媒体等垂直行业落地更快，如医疗领域 Abridge 和 SmarterDx 等产品正在自动化临床工作流程，包括分诊到收入周期管理的各个环节；法律方面，Everlaw 和 Harvey 等工具正在实现法律研究、合同审查和电子证据发现流程的自动化；金融服务方面，Numeric 和 Arkifi 这样的初创公司通过 AI 驱动的解决方案革新了会计和金融研究领域。国内市场方面，根据智能超参数公众号统计，2024 年全年公开渠道统计到的大模型相关中标项目共计 1520 个，其中 413 个项目未披露金额，其余 1107 个中标项目披露金额达到 64.67 亿元，同比 2023 年全年数据中标数量增长 15.5 倍，中标金额增长 7.2 倍。其中科大讯飞、百度、智谱、火山引擎、阿里云、腾讯云为 2024 年前六的通用大模型中标厂商。

图 13：国内 MaaS 在各行业应用占比

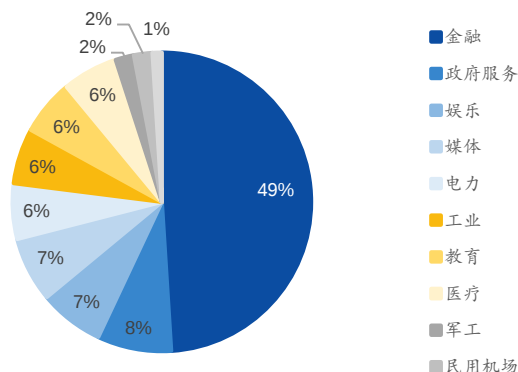
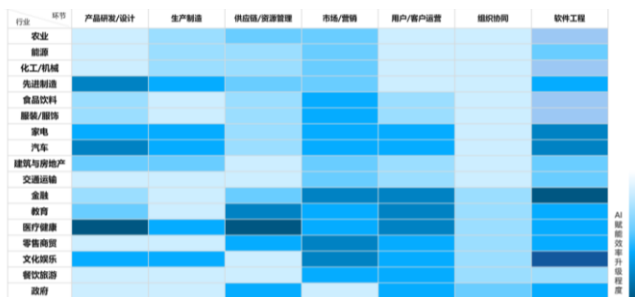


图 14：各个行业通用场景 AI 化的成熟度



资料来源：中国信息通信研究院，国元证券研究所

资料来源：易观，国元证券研究所

**(2) C 端应用方面，流量保持良好增长，商业化持续探索，期待杀手级产品落地。** 2024 年头部产品 ChatGPT web 端月度访问量从年初的 17 亿次，提升到了 11 月接近 40 亿次，流量较年初提升 138%，根据公司披露，12 月 ChatGPT 周度活跃用户数突破 3 亿。全球范围来看头部前 20 的产品中，Suno、Claude、AI 搜索引擎 Perplexity 11 月对比年初流量增长分别达到 648%/342%/127%，增速领先。AI ChatBots、AI 内容生成与编辑、AI 搜索、AI 角色扮演是目前 C 端落地主流场景。AI 搜索方面，除 ChatGPT 外，Perplexity、Claude、Grok、Meta AI、Poe 等 AI 产品持续瓜分搜索市场，专业领域如 Causaly（科学）、Consensus（学术研究）、Harvey（法律）和 Hebbia（金融服务）也在持续渗透。内容生产及编辑类工具产品呈现出多模态的趋势，过去以图片为主，24 年我们看到视频类、音频类的增长快速，典型的代表如音乐类 Suno、Udio，视频类 Luma、Viggle 和 Vidnoz。在 AI 角色扮演赛道，Character AI 11 月 web 端访问量达到 2.14 亿，APP 端 MAU 达到 2688 万，出海产品 Talkie APP MAU 也达到了 2519 万，Janitor AI、Crushon、Candy.AI 等表现不俗。国内方面，AI ChatBots 在各细分品类中有绝对优势，目前形成了“1+1+6”的格局，其中豆包在规模、增长、活跃、留存等各项数据上均断层式领先，截止 2024 年 10 月，豆包累计下载量超过 1.4 亿。Kimi 则表现次之，文小言、智谱清言、讯飞星火、天工 AI、阿里通义、腾讯元宝和海螺 AI 六个产品位于第三梯队。AI 陪伴赛道国内众多厂商布局，猫箱、星野、X Eva 表现靠前，AI 视频领域 2024 年受益于大模型多模态能力的提升，Vidu、PixVerse、可灵 AI、智谱清言、即梦等代表性产品出现，有待引爆。厂商方面，字节采取饱和式打法，根据新皮层统计目前正常运营 AI 应用约有 20 款，在国内和出海方面都取得了不错成绩，字节在 8 月 a16z 的全球 AI 榜单中共有 5 个产品上榜，表现优异，分别是教育应用 Gauth、开发平台 Coze、通用助手豆包、豆包英文版 Cici、照片和视频编辑工具 Hypic。

**表 4：11 月全球 AI 应用 Web 端访问 TOP20**

| 排名 | 产品               | 访问量（百万） | VS 1 月增速 |
|----|------------------|---------|----------|
| 1  | ChatGPT          | 3920    | 137.58%  |
| 2  | NewBing          | 1830    | 27.08%   |
| 3  | CanvaTexttoImage | 827.62  | 52.52%   |
| 4  | Gemini           | 283.61  | -16.60%  |
| 5  | 360AI 搜索         | 282.73  | -        |
| 6  | DeepI            | 215.92  | -19.14%  |
| 7  | CharacterAI      | 213.6   | 2.99%    |
| 8  | NotionAI         | 155.04  | -15.13%  |
| 9  | Shop             | 135.79  | 49.32%   |
| 10 | PerplexityAI     | 107.84  | 126.75%  |
| 11 | Q-Chat           | 103.96  | -9.94%   |
| 12 | SalesforceAI     | 99.97   | 8.26%    |
| 13 | Claude           | 89.32   | 342.40%  |
| 14 | Jambot           | 86.36   | 0.90%    |
| 15 | copilot   微软     | 81.33   | -        |
| 16 | Quillbot         | 79.56   | 44.73%   |
| 17 | JanitorAI        | 78.17   | 119.64%  |
| 18 | Remove.bg        | 72.08   | 15.49%   |
| 19 | Grammarly        | 62.83   | -0.59%   |
| 20 | Suno.com         | 55.81   | 648.12%  |

资料来源：AI 产品榜 aicpb.com，国元证券研究所

硬件方面，AIPC、AI 手机、AI 眼镜、AI 耳机等端侧硬件快速落地，其中 AI 眼镜成为关键硬件载体。2024 年 4 月，Meta、微软、苹果等集中发布 Llama-3、Phi-3、OpenELM 的等模型，此外 MobileLLM、Gemma-7B、Qwen-7B、MiniCPM、TinyLlama 等一系列端侧模型及小模型相继问世，带动 AI 端侧布局的发展。在手机和电脑端，年初国内 OPPO 和 vivo 即推出 AI 手机，将部分 AI 功能集成到手机终端，三星也在最新的 S24 系列中加入 GalaxyAI 的功能，10 月苹果推出 Apple Intelligence。在 AIPC 方面，联想、戴尔为代表的头部电脑厂商开始在 PC 终端集成 AI 相关功能。AI 眼镜方面，23 年 9 月 Meta 发布 Ray-Ban Meta，据 The Verge 统计，截至 24 年 5 月已经实现全球销量 100 万副，成为首个消费级爆款 AI 硬件产品。AI 眼镜作为轻量级的可穿戴产品，通常嵌入了耳机、摄像头、WiFi 蓝牙模块等相关硬件以及生成式人工智能模型应用，具备信息获取和交互的便捷性，相比于手机、电脑等传统电子终端，AI 智能眼镜能够解放用户双手，提供更具沉浸式的交互体验，是未来发展下 AI 部署的关键硬件载体。目前 AI 眼镜主要有三种技术路径，分别是 AI、AR 及 AI+AR，以 Ray-Ban Meta、Meta Orion、Rokid Glasses 为代表。

表 5：部分 AI 眼镜产品情况

| 技术路线  | 企业    | 发布时间         | 产品特点                                                                                                            | 售价/元  |
|-------|-------|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| AR    | 苹果    | 2024. 01. 19 | 混合现实头显设备， M2 芯片， 2300 万像素屏幕， 支持眼球追踪和手势操作                                                                        | 29999 |
| AI    | OPPO  | 2024. 02. 26 | 轻量级双目全彩 AR 眼镜， 集成 OPPO 的 AndesGPT 大语言模型， 树脂衍射光波导镜片， 显示亮度高达 1000 尼特， 支持触控手势操作， 可通过软件更新获得导航、 提词器、 快速健康、 健身信息预览等功能 | 4999  |
| AR    | XREAL | 2024. 05. 30 | 提供高达 330 英寸虚拟屏幕， 重量仅 72 克， 兼容多种设备， 支持大部分新款手机和游戏设备                                                               | 3999  |
| AI    | 闪极科技  | 2024. 05. 31 | 采用紫光展锐旗舰级 AI 芯片和索尼 1600 万像素背照式摄像头， 支持实时在线、 听音和视觉体验                                                              | 999   |
| AI    | 北京蜂巢  | 2024. 08. 08 | 内置先进的 AI 芯片与音频模块， 实现语音命令控制音乐播放、 接听电话或获取导航信息等智能功能                                                                | 799   |
| AI    | 百度    | 2024. 11. 12 | 首款搭载中文大模型的原生 AI 眼镜， 具备第一视角拍摄、 边走边问、 识物百科等六大功能                                                                   |       |
| AI+AR | Rokid | 2024. 11. 18 | 与 BOLON 眼镜合作， 采用衍射光波导成像技术， 接入通义千问大模型， 兼具 AR 眼镜、 耳机、 AI 助手和相机的多方面能力， 支持物体识别、 文字翻译、 数学题解答等功能                      | 2499  |

资料来源：量子位， 国元证券研究所

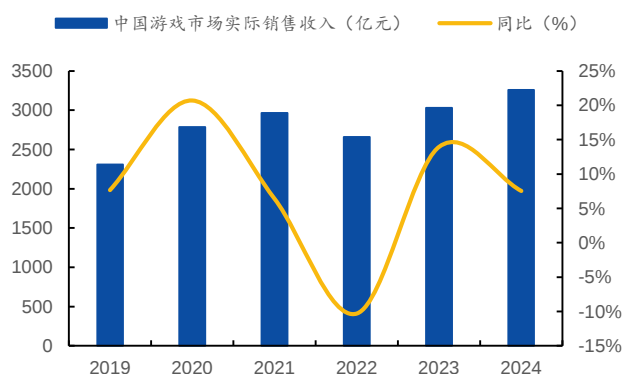
展望 2025 年，模型层面，o1 引领大模型发展新范式，新的 Scaling Law 有望驱动模型能力进一步提升，同时对于技术创新、工程能力和算力提出更高要求。竞争格局方面，海外头部大厂模型竞争格局已经收敛，国内大模型厂商集中度有望提升。应用端，随着大模型竞争格局的逐步清晰，行业进入到价值实现和落地阶段。模型层能力向上价格向下降低应用层创新门槛，AI Agent 升级交互方式，应用层迎来百花齐放。C 端应用方面，头部产品流量保持良好增长，C 端商业化持续探索，期待杀手级产品落地，AI+搜索、AI+陪伴等赛道具备潜力。B 端方面，企业投入预算加大，看好金融政务医疗等垂直赛道。硬件方面，AIPC、AI 手机、AI 眼镜、AI 耳机等端侧硬件快速落地，我们看好 AI+眼镜，AI+玩具等方向的端侧布局。

### 3.游戏：AI 持续赋能，25 年产品丰富

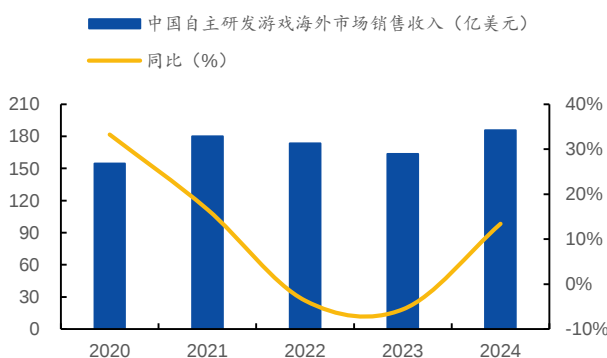
2024 年中国游戏市场总规模为 3257.83 亿元，同比增长 7.53%，创历史新高，其中主机游戏、策略类游戏、女性向游戏是年内亮点。2024 年中国游戏市场总规模为 3257.83 亿元，同比增长 7.53%，实现稳健增长。分品类来看，移动游戏市场为 2382.17 亿元，同比增 5.01%，24 年手游细分赛道中策略类游戏、女性向游戏贡献重要增量；主机游戏实现销售收入 44.88 亿元同比增长 55.13%，在爆款内容《黑神话：悟空》带动下表现亮眼。客户端游戏实现营业收入 679.81 亿元，同比增长 2.56%；网页游戏实现收入 46.38 亿元，同比下滑 2.35%。出海方面，全年中国自主研发游戏海外销售收入 185.57 亿美元，同比增长 13.39%。

图 15：中国游戏市场实际销售收入（亿元）及增速（%）

图 16：中国自主研发游戏海外市场销售收入（亿美元）及增速（%）



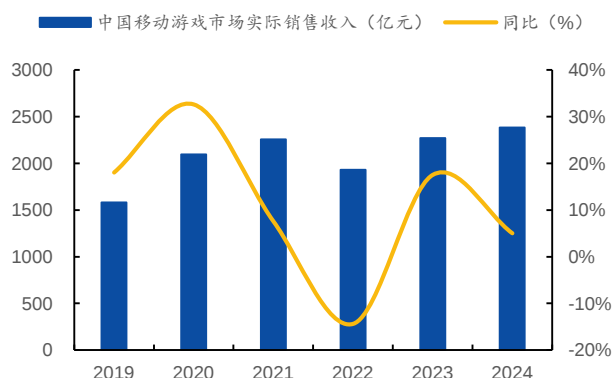
资料来源：伽马数据，国元证券研究所



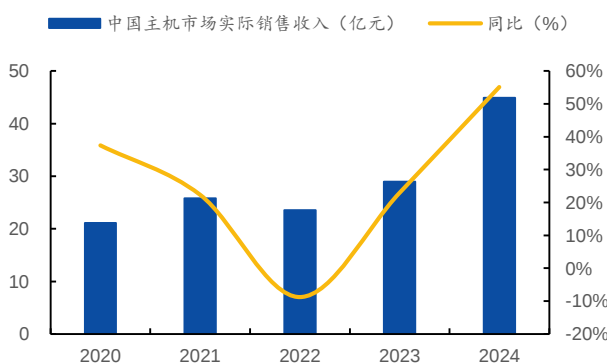
资料来源：伽马数据，国元证券研究所

图 17：中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）及增速（%）

图 18：中国主机市场销售收入（亿元）及增速（%）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

新游中《黑神话：悟空》、《DNF》、《三谋》、《无尽冬日》、《恋与深空》等产品表现突出。手游方面，24 年腾讯《地下城与勇士：起源》、叠纸《恋与深空》、哔哩哔哩《三

国：谋定天下》、米哈游《绝区零》、网易《永劫无间》、点点互娱《无尽冬日》、心动的《出发吧麦芬》等新游表现较好，进入中国 APP Store 月度收入 TOP10 榜单。在题材方面，SLG 产品中 B 站发行的《三国：谋定天下》凭借“降肝减氪”打破了传统率土 like 产品“重肝重氪”特征，获得核心玩家和年轻用户的青睐，取得高流水；《无尽冬日》则是在国外已经取得较大成功的《Whiteout Survival》的国内版本，该产品将玩法轻度化和变现重度化结合，国内外均有不俗成绩。MMOARPG 方面，腾讯 DNF 手游激活了大量的 IP 粉丝，上线后维持在 APP Store 月度收入 TOP3 的水平。女性向游戏方面，叠纸深耕该赛道，新作《恋与深空》持续迭代，流水在 9 月进入排行榜第六。二次元游戏方面，2024 年主要代表产品是米哈游二次元箱庭 ARPG《绝区零》。3A 产品方面，《黑神话：悟空》8 月 20 日全球发售，获得 Steam 年度最佳游戏奖，取得巨大成功。

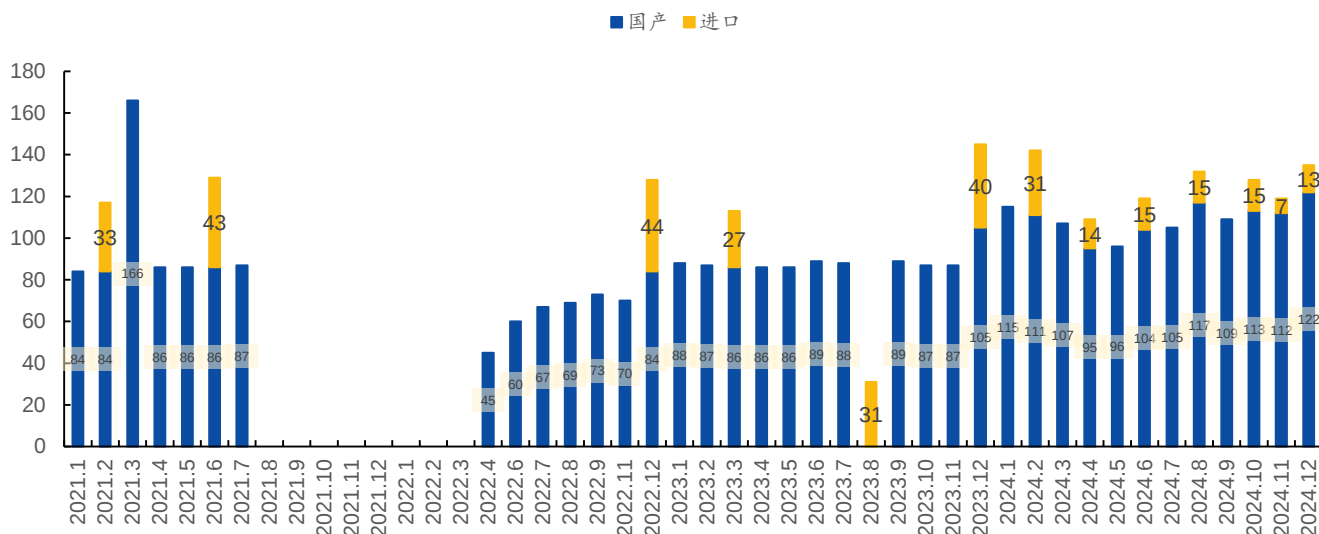
表 6：中国 APP Store 手游收入月度排行榜

| 排名 | 1 月     | 2 月     | 3 月     | 4 月     | 5 月       | 6 月       | 7 月       | 8 月       | 9 月       | 10 月      | 11 月      |
|----|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1  | 王者荣耀    | 王者荣耀    | 王者荣耀    | 王者荣耀    | 王者荣耀      | 地下城与勇士：起源 | 地下城与勇士：起源 | 王者荣耀      | 王者荣耀      | 王者荣耀      | 王者荣耀      |
| 2  | 金铲铲之战   | 和平精英    | 和平精英    | 和平精英    | 和平精英      | 王者荣耀      | 王者荣耀      | 地下城与勇士：起源 | 地下城与勇士：起源 | 和平精英      | 和平精英      |
| 3  | 和平精英    | 英雄联盟手游  | 崩坏：星穹铁道 | 原神      | 地下城与勇士：起源 | 和平精英      | 和平精英      | 和平精英      | 和平精英      | 地下城与勇士：起源 | 地下城与勇士：起源 |
| 4  | 穿越火线    | 金铲铲之战   | 穿越火线    | 金铲铲之战   | 金铲铲之战     | 金铲铲之战     | 逆水寒       | 金铲铲之战     | 金铲铲之战     | 无尽冬日      | 无尽冬日      |
| 5  | 逆水寒     | 逆水寒     | 逆水寒     | 梦幻西游    | 梦幻西游      | 三国：谋定天下   | 绝区零       | 三国：谋定天下   | 无尽冬日      | 金铲铲之战     | 金铲铲之战     |
| 6  | 英雄联盟手游  | 穿越火线    | 金铲铲之战   | 英雄联盟手游  | 崩坏：星穹铁道   | 崩坏：星穹铁道   | 梦幻西游      | 英雄联盟手游    | 恋与深空      | 逆水寒       | 英雄联盟手游    |
| 7  | 原神      | 蛋仔派对    | 梦幻西游    | 崩坏：星穹铁道 | 英雄联盟手游    | 梦幻西游      | 英雄联盟手游    | 永劫无间      | 梦幻西游      | 捕鱼大作战     | 恋与深空      |
| 8  | 梦幻西游    | 崩坏：星穹铁道 | 英雄联盟手游  | 逆水寒     | 逆水寒       | 出发吧麦芬     | 三国：谋定天下   | 剑与远征：启程   | 三国：谋定天下   | 梦幻西游      | 三国志·战略版   |
| 9  | 捕鱼大作战   | 原神      | 捕鱼大作战   | 三国志·战略版 | 火影忍者      | 英雄联盟手游    | 无尽冬日      | 无尽冬日      | 英雄联盟手游    | 炉石传说      | 梦幻西游      |
| 10 | 三国志·战略版 | 恋与深空    | 三国志·战略版 | 穿越火线    | 三国志·战略版   | 逆水寒       | 恋与深空      | 穿越火线      | 逆水寒       | 英雄联盟手游    | 三国：谋定天下   |

资料来源：Sensor Tower, 国元证券研究所，加红色为 2024 年新游

游戏版号方面，全年发放节奏稳定，支撑新品测试及上线节奏。2024 年全年版署共计发放国内版号 1306 个，较 2023 年全年增长 33.54%，进口版号 110 个较 2023 年增长 12.24%，月度来看，每月下发国内版号数据均为 100+。整体版号发放节奏稳定，支撑新品测试及上线节奏。

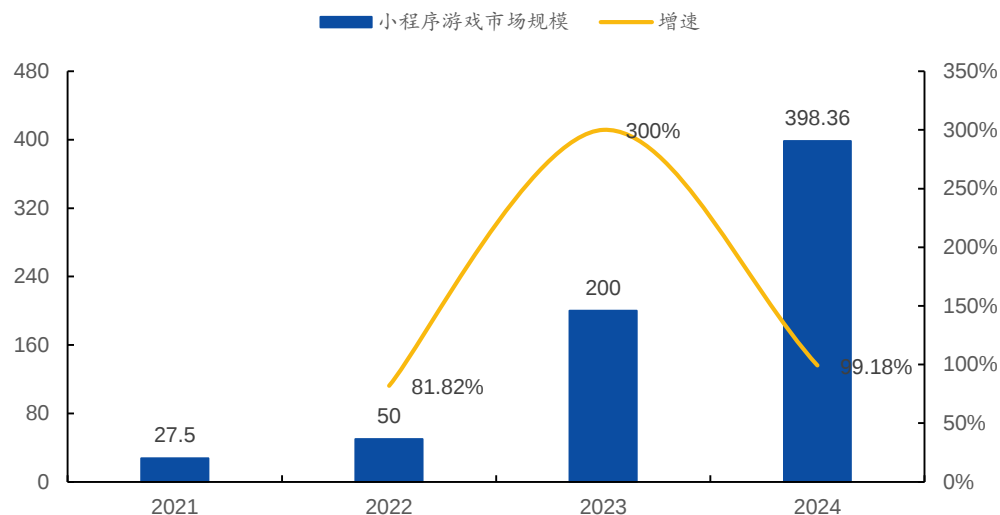
图 19：游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

小游戏赛道保持良好增长，产品呈现玩法多元化、中重度化趋势，小游戏出海快速发展。2024 年小游戏市场快速增长，根据伽马数据，2024 年小游戏市场规模达到 398.36 亿元，同比增长 99.18%，占移动游戏市场比重由 2023 年的 9% 增长 2024 年的 17%。其中内购产生的销售收入 273.64 亿元，同比增长 159.65%。广告变现收入 124.69 亿元，同比增长 31.80%。从微信平台来看，小游戏 DAU 2024 年突破 1 亿，MAU 达到 5 亿，IAA 同比增长 30%；抖音小游戏付费用户数同比提升 300%。产品方面，小游戏产品整体呈现玩法多元化以及中重度化趋势。另一方，小游戏逐渐和 APP 端打通，以《无尽冬日》为代表，该游戏于 4 月上线小游戏渠道，在一个月内攀升至月度排行榜榜首，在小游戏渠道取得优秀成绩后，5 月底，《无尽冬日》APP 端正式上线，并于 3 天内取得 IOS 端游戏畅销榜 TOP20 的好成绩。出海方面，根据伽马数据，有十余款小程序游戏成功出海，11 月 30 日当日微信小程序游戏榜单 TOP30 产品中，50% 产品已出海，《菇勇者传说》、《小妖问道》、《暴走小虾米》等产品出海表现不俗。

图 20：小程序游戏市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

**AI 实现对游戏行业的持续赋能，3D 及空间生成能力的提升有望给游戏行业带来颠覆性的变革，A 股上市公司方面恺英网络、巨人网络等上市游戏厂商积极布局。**2024 年，伴随人工智能的快速发展，模型多模态生成能力、理解能力的迭代升级，AI 在游戏行业适用场景不断拓展，由 23 年的图片、文案生成等基础的生成类工作，逐渐落地游戏制作、运营、发行、买量的全工作流程中。比如，AI 通过分析玩家行为对游戏进行智能调优，提升玩家活跃度；引入以更强模型能力为技术底座的智能 NPC，提升交互体验，实现玩法创新，完善游戏生态，增加游戏可玩性，从多角度实现对游戏行业的赋能游戏。年底，以谷歌 Genie2 和李飞飞团队的 World Webs 为代表的世界模型陆续发布，以 Genie 2 为例，它能够根据单张图片或文字描述，生成可交互的 3D 游戏世界，3D 及空间生成能力的提升有望给游戏行业带来颠覆性的变革。A 股游戏上市公司方面，恺英网络自研“形意”模型已在实际开发场景落地。“形意”主要拥有“形”与“意”两大功能，分别用于图像生成和注重文本内容的理解与处理。

“形意”结合公司对游戏研发领域的经验与认知，生成内容将更贴近实际研发需求。公司推出可应用于游戏开发各个环节的“形意”多模态产品矩阵：具有界面生成功能的“绘界”、动画生成功能的“爱动”、代码生成功能的“羽扇”、地图生成功能的“仙术”、数值生成功能的“树懒”以及全自动游戏生成器“跃迁”，后续“跃迁”将作为游戏生成工程自动化代表，借助多个独立研发工具，形成整套工作流，最终实现游戏的自动生成。巨人网络则将 AI 作为重要的业务领域，持续投入。2024 年 8 月，巨人网络旗下《太空杀》上线业内首款多智能体 AI 原生游戏玩法“AI 残局挑战”，以 AI 实验室自研的 Multi-Agent 游戏技术框架作为核心支撑，将真人玩家置身于一个充满挑战的多人在线互动推理场景中，与由多智能体大模型驱动的 AI 玩家实时较量，创新玩法显著提升了游戏可玩性，增强玩家的用户粘性。2024 年中国游戏产业年会上，巨人网络发布“千影 QianYing”有声游戏生成大模型，实现自研语义大模型、语音大模型及视频大模型的多模态全矩阵布局，加速布局“游戏+AI”从降本增效向颠覆

式创新快速转化。

图 21：恺英网络“形意”多模态产品矩阵



资料来源：公司公众号，国元证券研究所

**A 股游戏公司迎来产品拐点，25 年新品看点充足。**恺英网络 24 年底上线《梁山传奇》巩固公司在复古情怀赛道的优势，另外由恺英研发贪玩发行的 MMORPG《斗罗大陆：诛邪传说》，ARPG《盗墓笔记：启程》，3D MMORPG《龙之谷世界》（定档 2 月 20 日），SLG《三国：天下归心》等品类有望陆续在 25 年上线，25 年公司有望步入产品收获年。吉比特方面，《问剑长生》于 1.2 开启公测，目前保持在国内 IOS 畅销榜前 30，另一款重磅产品《杖剑传说》也有望在 25 年上线。神州泰岳方面，科幻题材融合模拟经营类 SLG 游戏《Stellar Sanctuary》以及文明题材 SLG《LOA》已在海外开启商业化，持续进行调优迭代，《Stellar Sanctuary》国内版本《荒星传说：牧者之息》已获国内版号，有望 25 年国内上线。巨人网络《原始征途》正式版于 2025 年 1 月 10 日上线，公司还储备有 SLG、卡牌、休闲等品类产品。完美世界《诛仙世界》于 12.19 开启公测，《异环》、《诛仙 2》等重点产品有望在 2025 年上线。

**表 7：恺英网络储备游戏**

| 序号 | 游戏名称      | 客户端 | 游戏类型         | 自研/代理 | 版号 |
|----|-----------|-----|--------------|-------|----|
| 1  | 王者传奇 2    | 移动端 | MMOARPG      | 自研    | 有  |
| 2  | 龙之谷世界     | 移动端 | 3D 动作        | 代理    | 有  |
| 3  | 代号：KOF    | 移动端 | 横版卡牌格斗       | 自研    |    |
| 4  | 代号：X      | 移动端 | 3D 魔幻 MMORPG |       |    |
| 5  | 代号：传说     | 移动端 | MMORPG       |       |    |
| 6  | 代号：新热江    | 移动端 | 武侠 MMORPG    |       |    |
| 7  | 纳萨力克：崛起   | 移动端 | 冒险 RPG       | 自研    | 有  |
| 8  | 数码宝贝：源码   | 移动端 | 冒险           | 代理    | 有  |
| 9  | 蒸汽堡垒      | 移动端 | 模拟经营/策略对战    | 代理    | 有  |
| 10 | 钢铁苍穹      | 移动端 | 未来科幻对战       |       | 有  |
| 11 | 生存大作战     | 移动端 | 放置 RPG       |       | 有  |
| 12 | 代号：黑猫警长   | 移动端 | 休闲           |       |    |
| 13 | 代号：BLEACH | 移动端 | 热血策略 RPG     |       |    |
| 14 | 盗墓笔记：启程   | 移动端 | ARPG         | 自研    | 有  |
| 15 | 三国：天下归心   | 移动端 | 三国争霸策略游戏     | 自研    | 有  |
| 16 | 古龙群侠传     | 移动端 | 武侠 RPG 游戏    |       | 有  |
| 17 | 三国特攻队     | 移动端 | 冒险 RPG 游戏    |       |    |
| 18 | 代号：射雕     | 移动端 | 武侠           |       |    |
| 19 | 代号：斗罗     | 移动端 | 冒险 RPG       |       |    |
| 20 | 小兵打天下     | 移动端 | 冒险 RPG       |       | 有  |
| 21 | 开心小矿工     | 移动端 | 休闲挖矿         |       | 有  |
| 22 | 代号：大富翁    | 移动端 | 休闲策略         |       |    |

资料来源：公司公众号，国家新闻出版署，国元证券研究所

**表 8：吉比特储备游戏**

| 序号 | 游戏名称         | 客户端 | 游戏类型      | 自研/代理 | 版号  | 上线地区        | 预计上线时间    |
|----|--------------|-----|-----------|-------|-----|-------------|-----------|
| 1  | 杖剑传说（代号 M88） | 移动  | 魔幻题材放置养成类 | 自研    | 有   | 中国大陆及港澳台、日韩 | 2025 年上半年 |
| 2  | 最强城堡         | 移动  | 策略塔防类     | 自研    | 有   | 全球          | 未确定       |
| 3  | M11（代号）      | 移动  | 科幻题材放置类   | 自研    | 已申请 | 全球          | 未确定       |
| 4  | 亿万光年         | 移动  | 科幻题材策略卡牌  | 代理    | 有   | 全球          | 未确定       |
| 5  | 冲啊原始人        | 移动  | 策略卡牌战斗    | 代理    | 有   | 欧美地区        | 未确定       |
| 6  | 开罗全能经营家      | 移动  | 模拟经营      | 代理    | 有   | 中国大陆        | 未确定       |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**表 9：神州泰岳储备游戏**

| 序号 | 游戏                          | 移动端/客户端 | 上线区域        |
|----|-----------------------------|---------|-------------|
| 1  | Stellar Sanctuary/荒星传说：牧者之息 | 移动端     | 海外已上线，国内待上线 |
| 2  | Next Agers                  | 移动端     | 海外已上线，国内待上线 |
| 3  | 第七纪幸存者                      | 移动端     | 国内          |
| 4  | 海岛守望                        | 移动端     | 国内          |

资料来源：投资者平台，国家新闻出版署，国元证券研究所

**表 10：完美世界储备产品**

| 序号 | 游戏名称     | 客户端    | 自研/代理 | 版号 | 预计上线时间     |
|----|----------|--------|-------|----|------------|
| 1  | 诛仙 2     | 移动、客户端 | 自研    | 有  | 2025 年     |
| 2  | 女神异闻录：魅影 | 移动     | 自研    | 有  | 2025 年上线海外 |
| 3  | 代号：野蛮人   | 移动     | 自研    |    | 2025 年     |
| 4  | 异环       | 移动、客户端 | 自研    |    | 2025 年     |
| 5  | 代号 Z     |        | 自研    |    | 2026 年     |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**表 11：腾讯储备游戏**

| 序号 | 游戏名称           | 客户端    | 游戏类型     | 自研/代理 | 版号 |
|----|----------------|--------|----------|-------|----|
| 1  | 卡拉彼丘           | 移动     | 二次元射击    |       | 暂无 |
| 2  | 黑色沙漠           | 移动端    | MMORPG   | 代理    | 有  |
| 3  | 硅基宇宙           |        | 开放世界沙盒冒险 |       | 暂无 |
| 4  | 爆裂小队           |        | 休闲竞技     | 代理    | 有  |
| 5  | NBA2K All Star | 移动     | 篮球竞技     |       | 暂无 |
| 6  | 剑灵 2           | 移动、客户端 | MMORPG   |       | 有  |
| 7  | 世界启元           | 移动     | SLG      |       | 有  |
| 8  | 逆战：未来          | 移动、客户端 | PVE 射击   | 自研    | 有  |
| 9  | 龙石战争           | 移动     | SLG      |       | 有  |
| 10 | 三国志异闻录         | 移动     | 回合制 RPG  |       | 有  |
| 11 | 王者荣耀：世界        |        | 开放世界     |       | 暂无 |

资料来源：腾讯游戏发布会，国元证券研究所

**表 12：网易储备游戏**

| 序号 | 游戏名称                 | 客户端     | 游戏类型             | 自研/代理 | 版号 |
|----|----------------------|---------|------------------|-------|----|
| 1  | 破碎之地                 | 移动端/客户端 | 冒险射击             | 自研    | 是  |
| 2  | 九畿：歧风之旅              | 移动端/客户端 | 卡牌 RPG           | 代理    | 是  |
| 3  | 天启行动                 | 移动端/客户端 | FPS, 5v5 多英雄技能射击 | 自研    | 是  |
| 4  | 圣剑传说 VISIONS of MANA | 移动端     | 角色扮演             | 代理    | 是  |
| 5  | 突袭：暗影传说              | 移动端     | 卡牌 RPG           | 代理    | 是  |
| 6  | 龙之灵域                 | 移动端     | 魔幻冒险 MMORPG 手游   | 自研    | 是  |
| 7  | 勇拳冲锋                 | 客户端     | VR 角色动作格斗        | 代理    | 否  |
| 8  | 指环王：纷争               | 移动端     | SLG              | 合研    | 是  |

资料来源：网易游戏发布会，国元证券研究所

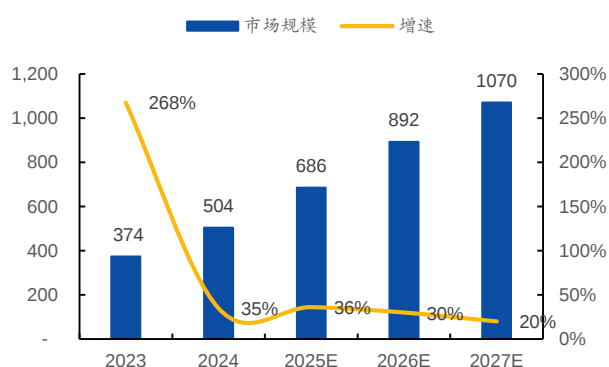
## 4.影视：短剧快速发展，电影市场关注供给改善

### 4.1 短剧：国内市场红果短剧发展迅猛，短剧出海空间广阔

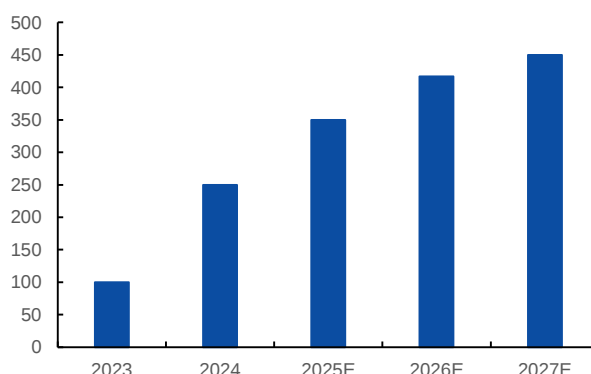
**2024 年微短剧市场突破 500 亿，同比增长 35%。**根据 DataEye 研究院数据，2024 年中国微短剧市场规模达到 504 亿，同比增长 35%，预计 2027 年将突破千亿。其中 IAA 短剧市场规模 250 亿，同比增长 150%，2024 年红果短剧异军突起，同时拼多多、淘宝、京东、美团等大厂也纷纷以 IAA 方式入局短剧赛道。短剧投流方面，2024 年短剧投流规模约为 330 亿，占短剧收入贡献的 65%。

图 22：中国网络微短剧市场规模（亿元）及增速（%）

图 23：IAA 短剧市场规模预估（亿元）



资料来源：DataEye，国元证券研究所



资料来源：DataEye，国元证券研究所

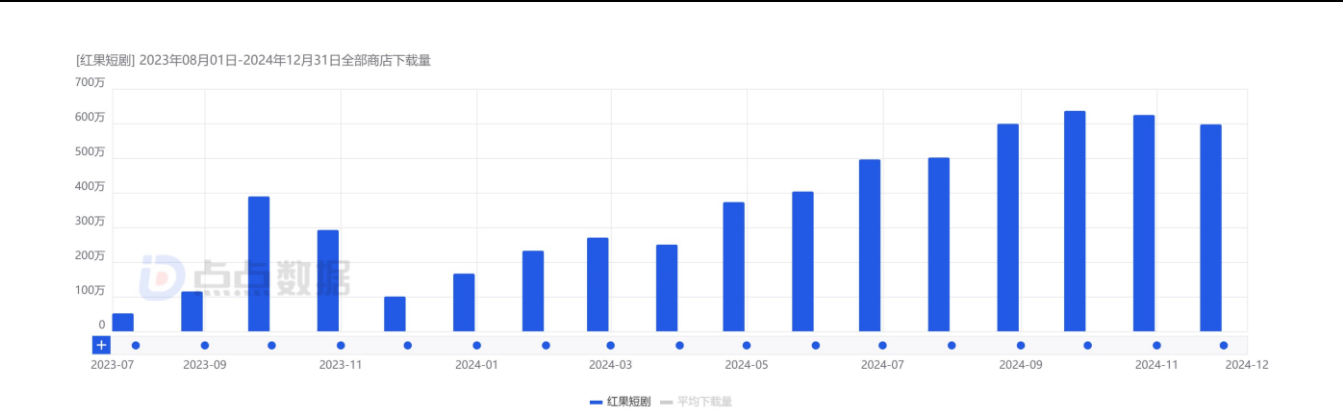
**免费短剧崛起，与付费短剧互补完善短剧商业模式，其中红果短剧背靠字节快速增长，MAU 11 月突破 1.4 亿。**免费短剧以广告分成收益为主，通过应用内自然流量推荐短剧，用户观看广告解锁剧集，进行广告分成变现，投流成本由平台方承担，内容版权方的分账为纯收益。而付费短剧则通过投流获取用户并吸引用户付费，投流费用为主要的成本项。付费短剧是此前行业的主流模式，随着免费短剧平台崛起，整体短剧商业化渠道被拓宽，内容的生命周期也被拉长。免费短剧平台红果短剧 2023 年 8 月正式上线，受益于字节的生态优势、流量扶持以及和番茄在 IP 上协同等，用户数快速攀升，根据 QuestMobile 数据，2024 年 11 月，红果短剧月活突破 1.4 亿，是亿级 APP 中用户规模增长最快的应用之一，根据红果短剧版权负责人袁子超 24 年 11 月透露，过去 10 个月时间里，红果短剧日活增长了 6 倍以上。根据 ADX 行业版数据显示，截至 11 月 4 日红果短剧共投放 213 万+组素材，投放主要集中在字节系平台，包括主要为穿山甲联盟、西瓜视频、番茄小说、今日头条等。用户时长方面，根据 QuestMobile 数据，2024 年 3 月红果短剧人均单日使用时长达到 1.38 小时，超过爱优腾芒这四家长视频网站。目前红果短剧已与 600 余家短剧机构合作，上架剧目约 15000 部，是最大的短剧播放平台。根据红果短剧版权合作负责人袁子超透露，2024 年 6 月，红果短剧实现首次分账过亿，9 月超过了 2 个亿，11 月分账超过 3 个亿。

表 13：各类型短剧情况对比

| 短剧类型 | IAP 短剧                                        | IAA 短剧                            | IAAP 短剧                                                  |
|------|-----------------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 内容载体 | 小程序                                           | 小程序、APP                           | 小程序、APP                                                  |
| 收益类型 | 以付费充值收益为主                                     | 以广告分成收益为主                         | 广告分成收益+会员分成收益                                            |
| 收益方式 | 通过商业流量推荐短剧小程序或自然流量推荐端原生内容，吸引用户付费购买，获取用户付费充值收益 | 通过应用内自然流量推荐短剧，用户观看广告解锁剧集，进行广告分成变现 | 通过应用内自然流量推荐短剧，用户观看广告解锁剧集或开通平台会员，进行以应用内广告分成为主、会员充值分成为辅的变现 |
| 收益逻辑 | 用户数*单价                                        | 时长*单价                             | 时长*广告分成单价+用户数*会员分成单价                                     |

资料来源：短剧自习室，国元证券研究所

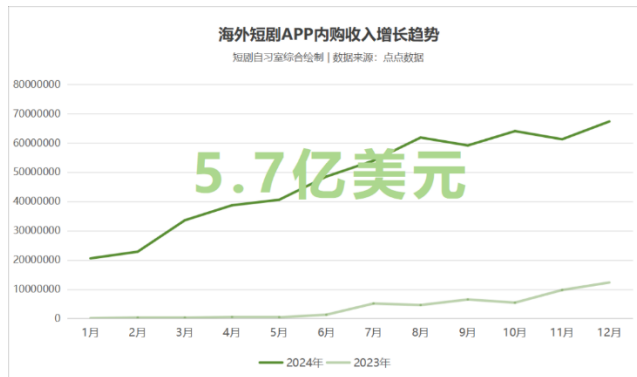
图 24：红果短剧月度下载量



资料来源：点点数据，国元证券研究所

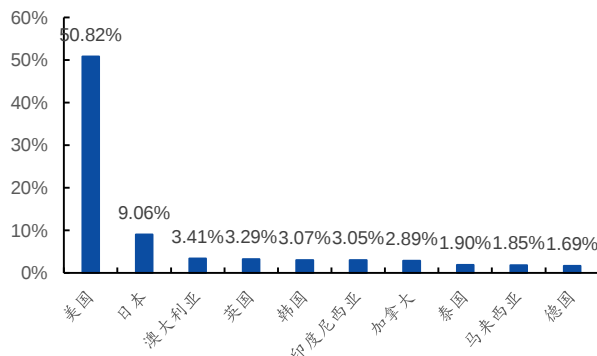
短剧出海快速增长,DramaBox、Reelshort、Shortmax 收入占比位列前三。2024 年根据短剧自习室数据,可统计范围内海外短剧 202 款 APP 应用内购收入达到 5.7 亿美元,较 2023 年增长 1231%,月度来看海外短剧 APP 内购收入持续攀升,12 月月内购收入接近 7000 万美金。2024 年 202 款海外短剧 APP 约获得 3.7 亿次下载,相较于 2023 年的 3179.9 万次,增长 1157%。区域方面,短剧 APP 内购收入前十名地区依次是美国、日本、澳大利亚、英国、韩国、印度尼西亚、加拿大、泰国、马来西亚、德国。其中美国地区占比高达 50.82%。DramaBox、ReelShort、ShortMax 是 2024 年出海短剧前三产品,其中,ReelShort 布局较早,美国区域贡献较大,根据点点数据分析美国市场为其收入贡献超 6 成,剧集方面则以本土剧为主;DramaBox 由点众科技于 2023 年 4 月推出,背靠点众在国内市场的河马剧场、繁华剧场等短剧平台,以译制剧抢占市场份额,2024 年下载量/收入均位于行业首位;ShortMax 相对出海时间较晚,但背靠国内短剧资源、和主攻东南亚及日韩的打法使其迈入增长通道。

图 25：海外短剧 APP 内购收入增长趋势（美元）



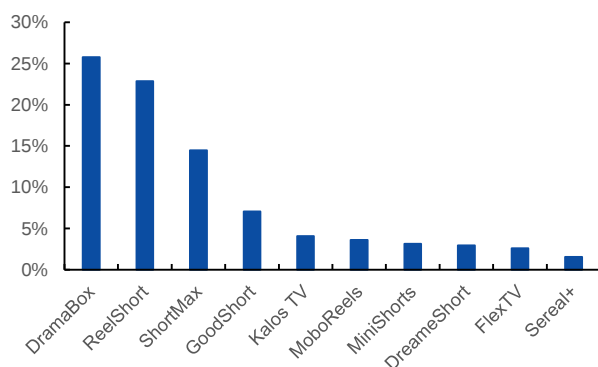
资料来源：点点数据，短剧自习室，国元证券研究所

图 26：2024 年海外短剧 APP 内购收入 Top10 地区占比 (%)



资料来源：点点数据，国元证券研究所

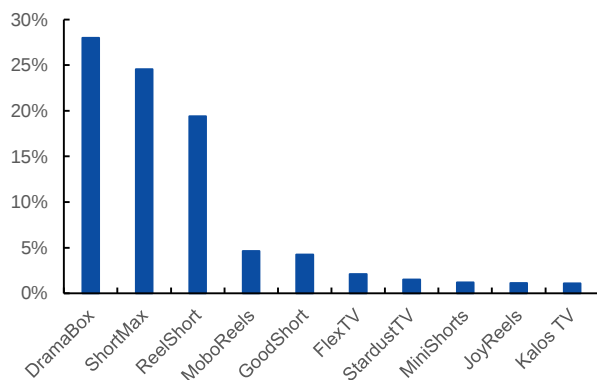
图 27：海外短剧 APP 内购收入 TOP10 及占比情况



资料来源：点点数据，短剧自习室，国元证券研究所

统计周期：2023 年 1 月-2024 年 12 月

图 28：海外短剧 APP 下载量 TOP10 及占比情况



资料来源：点点数据，短剧自习室，国元证券研究所

统计周期：2023 年 1 月-2024 年 12 月

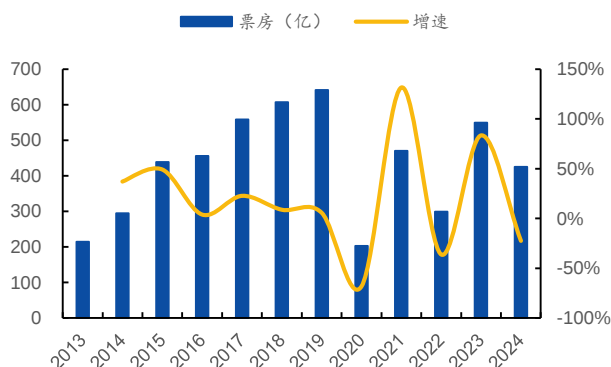
重点关注中文在线，目前旗下拥有 **ReelShort**、**Sereal+**以及 **UniReel** 三大平台，行业中具有领先地位，实现多平台多市场多渠道布局。中文在线自 2021 年开始布局中短剧市场，拥有短剧全链路的内容编辑、审核、评测及制作能力。集团已打造出专业化、精品化的国际微短剧开发制作和发行团队，还通过自研 AI 大模型“中文逍遥”赋能多语种专业短剧剧本创作。目前公司旗下拥有 **ReelShort**、**Sereal+**以及 **UniReel** 三大平台，布局欧美、日本、东南亚等市场，并上线真人短剧、动漫短剧等多形态内容，实现多平台多市场多渠道布局。中文在线参股公司 CMS 短剧产品 **ReelShort** 于 2022 年 8 月上线，根据七麦数据抓取的 IOS 实时排名（2025 年 1 月 16 日 10:00）**ReelShort** 在 104 个国家位列娱乐免费榜 Top10，在全球 135 个国家进入娱乐畅销榜 Top10。参股公司 CMS 2024 年上半年实现营业收入 10.87 亿元，同比增长 434.29%，实现净利润 2293.34 万元，同比增长 298.79%。公司旗下短剧平台 **Sereal+**

于 2023 年 12 月上线,上线后为稳定在美国 IOS 畅销榜 Top50,除北美市场,Sereal+ 还迅速扩展至全球 100 多个国家和地区。日本子公司 COL JAPAN 于 2024 年 11 月推出的短剧应用 UniReel,是中文在线拓展日本市场重要布局。

#### 4.2 电影：年内票房表现整体平淡，关注重点 IP 大作定档情况

全年实现电影票房收入 425 亿，同比下滑 22.6%，超高及中高票房影片匮乏，二季度后重点档期表现不及预期。2024 年电影总票房为 425.0 亿元，同比下降 22.6%，观影人次 10.1 亿，同比下降 22.3%，平均票价 42.0 元，与 2023 年基本持平。分档期看，受益于优质影片供给，24 年春节档、清明档票房创同期新高，但从 Q2 开始，市场上优质影片供给不足，暑期档等重要档期表现不及预期。影片方面，票房过亿新片 72 部较 2023 年增加 2 部，但超高及中高体量影片在 24 年匮乏，5-10 亿影片 9 部，较 23 年减少 9 部，10 亿以上影片 7 部，较 23 年减少 4 部。2024 年 Top5 的影片分别《热辣滚烫》(34.17 亿元)、《飞驰人生 2》(33.61 亿元)、《抓娃娃》(33.27 亿元)、第二十条(24.29 亿元)以及《熊出没·逆转时空》(19.84 亿元)。

图 29：中国电影市场院线票房



资料来源：拓普数据，国元证券研究所

图 30：2018-2024 各年内票房体量新片数量

2018-2024 年各年内票房体量新片数量 单位：部

| 票房体量        | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 20亿以上       | 6    | 6    | 2    | 3    | 3    | 6    | 4    |
| 10-20亿      | 10   | 9    | 2    | 7    | 4    | 5    | 3    |
| 5-10亿       | 16   | 13   | 4    | 9    | 8    | 18   | 9    |
| 2-5亿        | 26   | 33   | 10   | 18   | 7    | 21   | 27   |
| 1-2亿        | 24   | 27   | 8    | 21   | 18   | 20   | 29   |
| 过亿          | 82   | 88   | 26   | 58   | 40   | 70   | 72   |
| 5000万-1亿    | 30   | 19   | 12   | 24   | 16   | 22   | 21   |
| 1000万-5000万 | 63   | 84   | 34   | 67   | 35   | 49   | 61   |
| 1000万以下     | 341  | 375  | 238  | 399  | 235  | 368  | 343  |
| 累计          | 516  | 566  | 310  | 548  | 326  | 509  | 497  |

资料来源：拓普数据，国元证券研究所

表 14：2024 年票房排名 TOP5

| 排名 | 电影名      | 总票房（亿元） | 票房占比（%） | 上映日期      | 观影人次（万人） |
|----|----------|---------|---------|-----------|----------|
| 1  | 热辣滚烫     | 34.17   | 8.0%    | 2024.2.10 | 7116.4   |
| 2  | 飞驰人生 2   | 33.61   | 7.9%    | 2024.2.10 | 6998.5   |
| 3  | 抓娃娃      | 33.28   | 7.8%    | 2024.7.16 | 8040.8   |
| 4  | 第二十条     | 24.29   | 5.7%    | 2024.2.10 | 5244.9   |
| 5  | 熊出没·逆转时空 | 19.84   | 4.6%    | 2024.2.10 | 4313.5   |

资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所

当前多部重磅影片定档，看好 25 年春节档的票房表现。2025 年春节档目前有 6 部影片定档，分别为《唐探 1900》、《封神第二部：战火西岐》、《射雕英雄传：侠之大者》、《哪吒之魔童闹海》、《蛟龙行动》和经典动画 IP 电影《熊出没：重启未来》。其中《唐探 1900》由万达电影、猫眼、中国儒意等出品，猫眼想看人数 81 万，前作《唐人街探案》、《唐人街探案 2》以及《唐人街探案 3》分别于 2015 年元旦、2018

及 2021 年春节档上映，实现票房 8.23 亿元/33.97 亿元/45.23 亿元。《哪吒之魔童闹海》由光线传媒主投主控，前作《哪吒之魔童降世》于 2019 年暑期档实现票房 50.35 亿元，当前猫眼想看人数 70 万。《射雕英雄传：侠之大者》由中国电影、横店影视等出品，当前猫眼想看人数 55 万；《封神第二部：战火西岐》由北京文化、阿里影业等出品，前作《封神第一部》2023 年暑期档实现票房 26.34 亿元，当前猫眼想看人数 54 万；《蛟龙行动》由博纳影业出品，前作《红海行动》2018 年春节档实现票房 36.52 亿元，当前猫眼想看人数 18 万。作为全年最重要的档期之一，目前看整体春节档上线作品质量高、系列影响力较大，有望提振观影情绪，推动票房增长。

**表 15：春节档定档影片（截至 1.16）**

| 影片名        | 类型       | 导演     | 主演          | 想看人数   |
|------------|----------|--------|-------------|--------|
| 唐探 1900    | 喜剧/悬疑    | 陈思诚、戴墨 | 王宝强、刘昊然、周润发 | 81.4 万 |
| 哪吒之魔童闹海    | 喜剧/剧情/动画 | 饺子     | 吕艳婷、囡森瑟夫、瀚墨 | 69.9 万 |
| 射雕英雄传：侠之大者 | 武侠       | 徐克     | 肖战、庄达菲、梁家辉  | 55.3 万 |
| 封神第二部：战火西岐 | 神话/史诗/战争 | 乌尔善    | 黄渤、于适、那尔那茜  | 53.6 万 |
| 熊出没·重启未来   | 动画/科幻/冒险 | 林永长    | 谭笑、张秉君、张伟   | 29.0 万 |
| 蛟龙行动       | 剧情/动作/战争 | 林超贤    | 黄轩、于适、张涵予   | 17.8 万 |

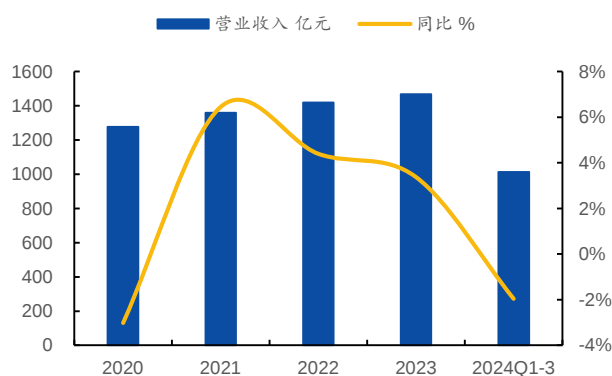
资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所

## 5.出版：业绩稳健，高分红高股息

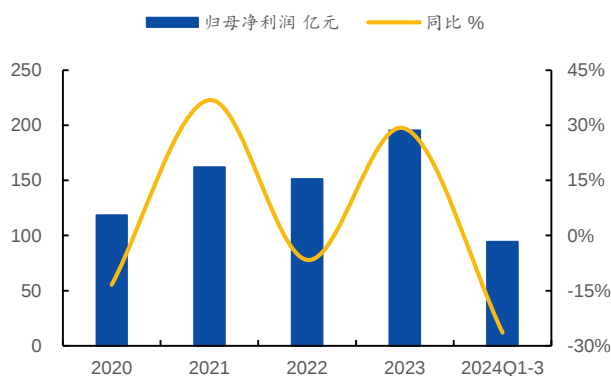
前三季度出版整体收入端稳健，国有文化企业所得税优惠政策 24 年落地提升板块盈利水平。2024 年申万出版板块前三季度实现营业收入 1013.85 亿元，同比微降 1.96%，归母净利润实现 94.19 亿元，同比-26.38%，主要由于行业税收优惠政策调整对于前三季度利润的影响，12 月财政部、税务总局、中央宣传部发布《关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业税收政策的公告》，新的税收优惠政策落地有望增厚板块内国有出版企业利润。

图 31：出版板块营业收入及同比变化

图 32：出版板块归母净利润及同比变化



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

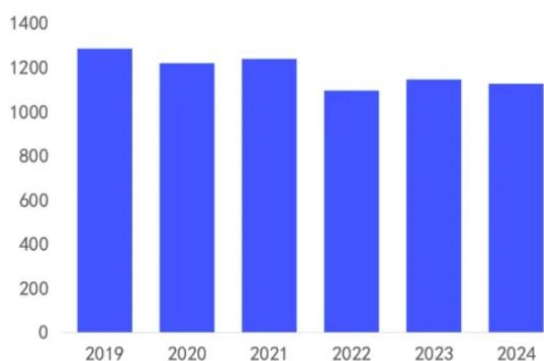


资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

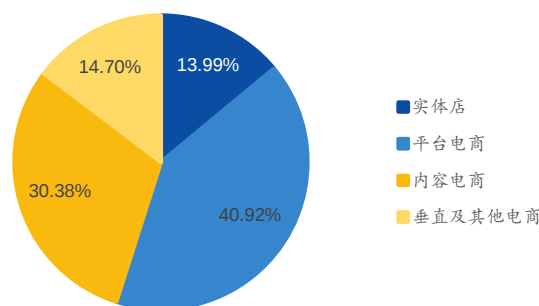
传统教材教辅出版发行业务保持稳定，一般图书市场小幅度承压内。2024 年整体图书零售市场码洋规模为 1129 亿，下降 1.52%，不含教材教辅市场码洋同比下降 4.83%。从不同渠道码洋结构比例看，平台电商码洋比重 40.92%，占比最大，内容电商码洋比重 30.38%，排名第二，垂直及其他电商和实体店分别是 14.70%和 13.99%。实体店、平台电商以及垂直及其他电商 2024 年呈现负增长，内容电商保持正向增长。

图 33：整体零售市场码洋规模（亿元）及增速（%）

图 34：2024 年零售市场各渠道码洋结构占比情况



资料来源：北京开卷，国元证券研究所

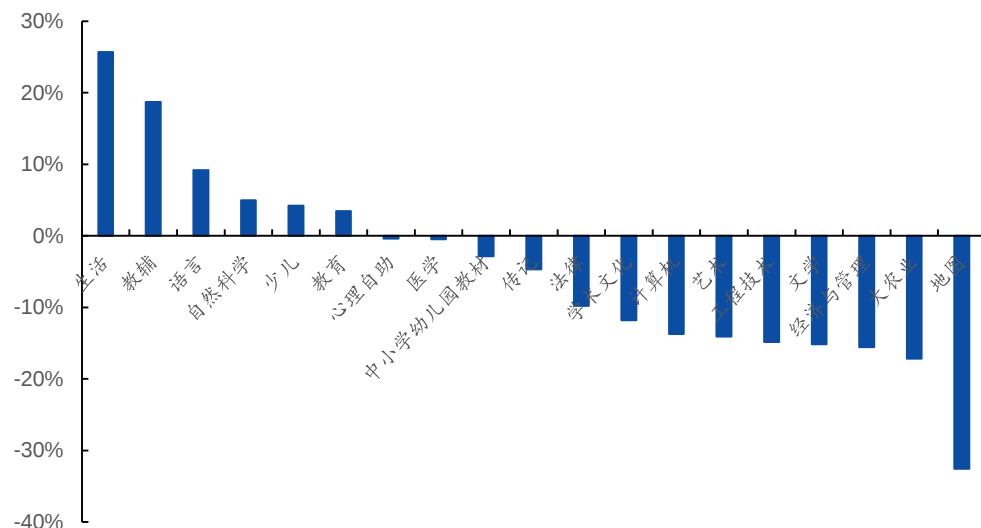


资料来源：北京开卷，国元证券研究所

品类方面，部分偏刚需品类增长较好，生活类及教辅类涨幅明显。从 2024 年各类图书的码洋构成来看，少儿类是码洋比重最大的类别，为 28.16%；其次是教辅类，码

洋比重为 25.33%；文学和学术文化类码洋比重在 7%~9%。2024 年重点二级细分类中有 6 个细分类实现正向增长，分别是生活、教辅、语言、自然科学、少儿和教育类。其中生活类增长 25.70%，教辅类图书增长 18.73%，2024 年伴随政策调整大众对于教辅类图书需求进一步转移到零售市场中。

图 35：2024 年零售市场主要细分类码洋同比增长率（%）



资料来源：中国出版传媒商报，国元证券研究所

国有类文化出版公司经营稳健，分红比例维持较高水平，2021-2023 年稳中有升，投资价值凸显。根据我们统计的国有出版企业的分红比例，2021-2023 年平均分红比例分别为 39.81%、40.34%、44.20%，整体维持较高分红水平，分红比例稳中有升，在低息时代下投资价值凸显。

**表 16：部分国企出版公司 21-23 年分红金额及分红比例**

| 代码        | 名称   | 分红金额（百万元） |          |          | 分红比例   |        |        |
|-----------|------|-----------|----------|----------|--------|--------|--------|
|           |      | 2021      | 2022     | 2023     | 2021   | 2022   | 2023   |
| 601928.SH | 凤凰传媒 | 1,272.45  | 1,272.45 | 1,272.45 | 51.79% | 61.12% | 43.11% |
| 601019.SH | 山东出版 | 730.42    | 813.89   | 1,168.66 | 47.65% | 48.43% | 49.19% |
| 601098.SH | 中南传媒 | 1,167.40  | 1,077.60 | 987.80   | 77.04% | 77.01% | 53.26% |
| 600373.SH | 中文传媒 | 921.44    | 1,016.30 | 1,055.33 | 45.09% | 52.65% | 53.66% |
| 601921.SH | 浙版传媒 | 711.11    | 777.78   | 866.67   | 53.99% | 55.02% | 57.43% |
| 601858.SH | 中国科传 | 200.79    | 219.76   | 205.53   | 41.28% | 46.89% | 40.04% |
| 601811.SH | 新华文轩 | 253.41    | 269.25   | 459.30   | 30.23% | 30.04% | 45.32% |
| 601801.SH | 皖新传媒 | 338.16    | 368.00   | 597.17   | 52.86% | 51.99% | 63.81% |
| 601949.SH | 中国出版 | 235.10    | 196.83   | 291.31   | 30.14% | 30.24% | 30.12% |
| 601900.SH | 南方传媒 | 291.05    | 414.53   | 476.26   | 36.01% | 43.94% | 37.10% |
| 000719.SZ | 中原传媒 | 337.66    | 388.82   | 429.75   | 34.63% | 37.67% | 30.94% |
| 600757.SH | 长江传媒 | 449.05    | 388.37   | 485.46   | 64.38% | 53.25% | 47.79% |
| 605577.SH | 龙版传媒 | 44.44     | 48.89    | 35.56    | 10.03% | 10.23% | 10.32% |
| 600551.SH | 时代出版 | 139.97    | 121.08   | 242.16   | 38.96% | 35.17% | 78.53% |
| 300788.SZ | 中信出版 | 96.60     | 66.93    | 58.95    | 39.98% | 53.08% | 50.66% |
| 600825.SH | 新华传媒 | 10.45     | 0        | 13.58    | 31.28% | 0.00%  | 37.54% |
| 600229.SH | 城市传媒 | 111.00    | 132.14   | 178.39   | 39.86% | 39.34% | 43.75% |
| 603230.SH | 内蒙新华 | 22.98     | 53.03    | 159.09   | 10.06% | 19.80% | 50.53% |
| 601999.SH | 出版传媒 | 33.05     | 23.14    | 34.16    | 30.39% | 30.70% | 30.47% |
| 603999.SH | 读者传媒 | 25.92     | 25.92    | 29.95    | 30.47% | 30.15% | 30.51% |
|           | 平均值  |           |          |          | 39.81% | 40.34% | 44.20% |

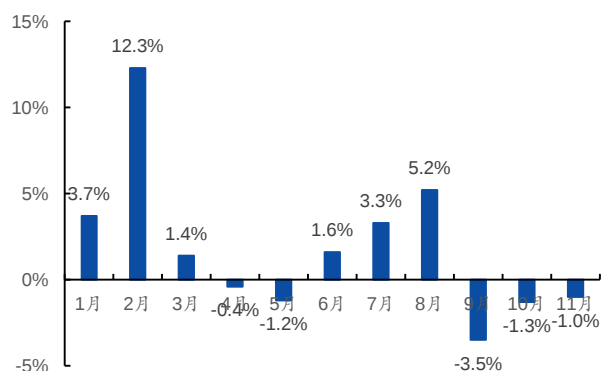
资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

**大模型能力迭代提升，推动 AI 在多个教育场景的落地，出版类上市公司如南方传媒、世纪天鸿等积极布局。**目前 AI 已经实现在校内外多个具体的教育场景落地，如校内的自动阅卷、精准教学和校外的口语学习、拍照搜题等多个使用场景，在 AI 的辅助下，还可以实现个性化的学习计划和错题学习，提升教育的精准度和效率。国内出版类企业凭借多年教育行业深耕积极布局，以南方传媒为例，已推出万卷教义大模型，高效应用于包括语文的教学设计，语文的阅读素养提升、数学解题、英语高频词学习等多个场景，同时与公司现有的粤教翔云结合，丰富 AI 备课、AI 办学等功能。世纪天鸿则依托积累多年的优质教辅内容资源以及教研资源，探索“教育+AI”的落地及应用，向师生提供“技术平台+内容资源+教研服务”三位一体的数字化校本综合方案，同时针对教师端开发“小鸿助教”、“作文批改”、“口算批改”等 AI 产品矩阵，提升教学效率。

## 6.广告：出海营销，AI+营销驱动业务增长

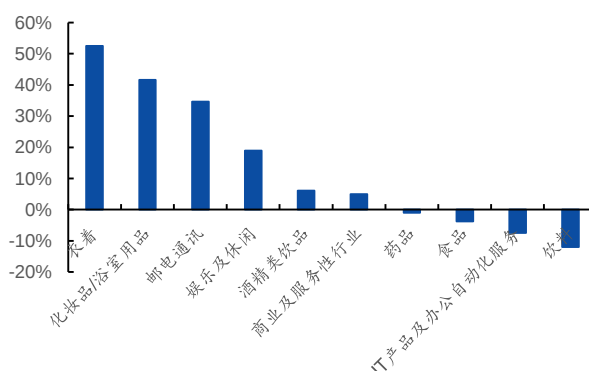
国内市场方面，月度广告市场规模同比企稳。2024 年，广告主投放意愿及投放预算整体温和回暖，广告市场从年初以来规模企稳，2024 年前 11 个月中有 6 个月的广告市场规模同比实现正增长，1-11 月广告市场同比上涨 1.7%。分品类看，1-11 月，娱乐及休闲、化妆品/浴室用品、邮电通讯、衣着行业广告刊例花费同比增长均达双位数；酒精类饮品、商业及服务性行业的广告投放也呈现个位数的同比上涨，药品、食品、IT 产品及办公自动化服务和饮料花费同比下降。

图 36：月度广告市场规模同比变化（%）



资料来源：CTR，国元证券研究所

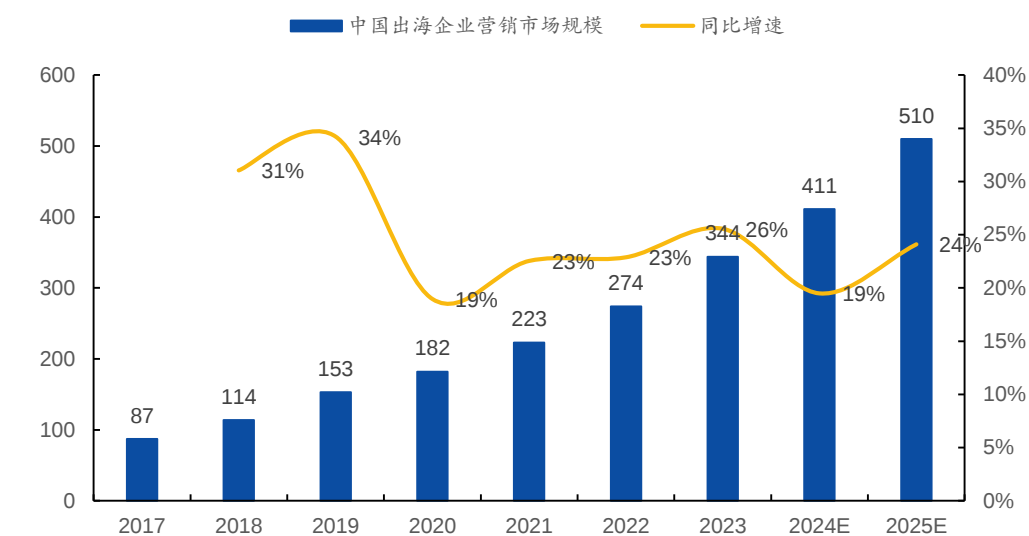
图 37：2024 年 1-11 月 TOP10 行业广告花费变化（%）



资料来源：CTR，国元证券研究所

中国企业加速出海并加大海外营销投入，全球营销服务商作为中国企业出海“卖水人”持续受益，预计 2025 中国出海企业海外营销突破 500 亿美元。根据 MoonFox 预测以及 Statista 数据，2023 年中国出海企业营销市场规模为 344 亿美金，预计 2025 年达到 510 亿美金，其中电商和游戏是重点行业。电商方面，营销金额突破百亿美元，跨境电商历经多年发展，已于海外迈入私域运营、品牌搭建阶段。游戏行业出海模式成熟，于宣发、买量端投入成本较高，当下同样开始关注品牌营销，发力私域运营。国内广告营销企业抓住出海机遇积极布局海外营销市场。蓝色光标是 Meta、Google、TikTok for Business、Twitter、微软广告等平台国内官方授权代理商，为中国出海企业开展出海广告服务；省广股份获得 Tiktok 等多款海外流量产品在 150+ 个国家的海外代理权，帮助国内企业进行投流和推广；汇量科技旗下 Mintegral 广告技术平台深度挖掘用户特征及行为，为广告主提供更具有差异化的出价策略和投放计划；易点天下与 Google、Meta、TikTok for Business、巨量引擎等全球头部媒体及当地特色流量资源保持着长期稳定且良好的合作伙伴关系，效果广告服务积累了丰富的业务实践经验。

图 38：中国出海企业营销市场规模（亿美金）及增速（%）



资料来源：Statista，创业邦报告，MoonFox，国元证券研究所

表 17：国内代表性上市广告营销公司的海外布局情况

|      | 24H1 海外营销收入 | 同比增速   | 海外营销布局                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------|-------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 蓝色光标 | 237.91 亿元   | 49.86% | 公司是 Meta、Google、TikTok for Business、Twitter、微软广告等平台国内官方授权代理商，为中国出海企业包括跨境电商、本土品牌、移动游戏、应用工具等行业客户开展出海广告服务。2024 年上半年公司出海业务保持着强劲的发展势头，收入呈现出高速增长态势，代理 Meta 和 Google 广告收入增长率保持在两位数，毛利率也在日趋激烈的竞争环境下保持稳定。随着闭环电商突破、短剧行业的迅猛发展，代理 TikTok For Business 的广告收入增长率同比增长了 100%。 |
| 省广集团 | 18.05 亿元    | 66.25% | 省广集团拥有抖音国际版等多款海外流量产品在五大洲 150 多个国家和地区的出海代理权。公司积极与海外的营销机构、媒体平台等建立合作关系，整合海外的营销资源。通过与海外合作伙伴的协同合作，省广集团能够更好地了解海外市场的营销环境、文化差异和消费者需求，为国内企业提供更具针对性的海外营销解决方案。                                                                                                           |
| 汇量科技 | 6.38 亿美元    | 26.10% | Mintegral 广告技术平台是汇量科技营销出海的核心平台之一，能够深度挖掘用户特征及行为，实现精准的目标用户定位，为广告主提供更具有差异化的出价策略和投放计划，精准地控制投入产出比，提高广告投放的整体效果。                                                                                                                                                     |
| 易点天下 | 9.28 亿元     | 8.80%  | 公司与 Google、Meta、TikTok for Business、巨量引擎、磁力引擎、Kwai for Business、Microsoft 广告、Apple Ads 等在内的全球头部媒体及当地特色流量资源保持着长期稳定且良好的合作伙伴关系。公司的效果广告服务积累了丰富的业务实践经验，累计实现应用安装、用户注册、商品销售等商业效果转化超过 8 亿次，覆盖有效设备超过 70 亿台，遍及全球 200 余个国家和地区，单日最高有效转化达到百万量级。                            |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：汇量科技 24H1 海外营销收入及同比增速为公司整体营业收入及增速；易点天下同比增速为 24 年 H1 公司整体营业收入增速

**AI 持续赋能营销企业，海外 AppLovin 借助 AI 营销实现业绩高增。**AppLovin 推出由 AI 驱动的 Axon 2.0 广告引擎，支持 AppDiscovery、MAX 等工具，发布后对于广

告主的投放效率及回报率有着较为明显提升。AI 提升效率驱动广告主增加投放，现有用户在 AI 推动下投放广告效率提升，吸引更多的增量预算。24Q3 AppLovin 营收 12.0 亿美元，YoY+39%，业绩表现出色，软件平台部门的收入增长尤为显著，达到了 8.35 亿美元，同比增长 66%，业绩增长亮眼。国内营销企业也在持续布局 AI，蓝色光标实行 ALL IN AI 战略，自研营销行业大模型，构建全套的 AI 营销工具矩阵；浙文互联也推出效果营销 AI 程序化投放工具派智，同时开发一系列 AI 广告应用工具，已经初步在业务流程中落地；因赛集团自研“InsightGPT”模型，赋能业务发展；易点天下旗下拥有商业智能化数字营销平台 Cyberclick、智能化数字广告平台 Yeahmobi、以 AI 驱动的程序化广告平台 zMaticoo 三大核心业务子品牌及多个产品品牌，通过数据和算法驱动的营销科技矩阵。

## 7.投资建议与盈利预测

展望 2025 年，我们认为核心的两条主线，一个来自于 AI 应用方面，模型层能力向上价格向下降低应用层创新门槛，看好应用层百花齐放。AI+游戏、AI+影视、AI+广告、AI+电商、AI+陪伴、AI+搜索、AI+玩具等多领域中 AI 有望持续在 2B/2C 两端赋能。另外一条主线来自于文化出海，2024 年我们看到中国产品在短剧、游戏、潮玩、电商等领域纷纷走出去，出现如 ReelShort、《黑神话：悟空》、泡泡玛特等代表性的产品在全球范围取得巨大成功，2025 年中国文化企业面向全球市场，有望有更多的产品跑出来，文化出海大有可为，重点关注：潮玩、游戏、短剧三个文化出海方向。标的方面重点关注：恺英网络、姚记科技、视觉中国、神州泰岳、吉比特、巨人网络、浙数文化、完美世界、快手、心动公司、上海电影、芒果超媒、南方传媒、皖新传媒等。

表 18：重点公司估值表格

| 公司代码    | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘    | 总市值        | EPS   |       |       | PE      |        |        |
|---------|------|------|--------|------------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|
|         |      |      | (元)    | (百万元)      | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A   | 2024E  | 2025E  |
| 002517  | 恺英网络 | 买入   | 12.90  | 27,767.48  | 0.68  | 0.83  | 0.99  | 19.00   | 15.57  | 12.97  |
| 002605  | 姚记科技 | 买入   | 27.60  | 11,447.74  | 1.36  | 1.46  | 1.72  | 20.22   | 18.90  | 16.04  |
| 000681  | 视觉中国 | 买入   | 21.53  | 15,083.43  | 0.21  | 0.17  | 0.20  | 103.60  | 125.68 | 107.93 |
| 300002  | 神州泰岳 | 买入   | 11.59  | 22,746.13  | 0.45  | 0.70  | 0.72  | 25.62   | 16.65  | 16.02  |
| 603444  | 吉比特  | 买入   | 207.61 | 14,956.45  | 15.62 | 12.64 | 15.19 | 13.29   | 16.42  | 13.66  |
| 002558  | 巨人网络 | 买入   | 11.79  | 22,810.71  | 0.55  | 0.71  | 0.81  | 21.42   | 16.51  | 14.60  |
| 600633  | 浙数文化 | 买入   | 9.78   | 12,401.77  | 0.52  | 0.42  | 0.50  | 18.67   | 23.45  | 19.68  |
| 002624  | 完美世界 | 增持   | 9.70   | 18,817.69  | 0.25  | -0.24 | 0.28  | 38.29   | -41.08 | 35.07  |
| 1024.HK | 快手-w | 买入   | 40.75  | 176,042.78 | 2.38  | 4.09  | 5.20  | 15.82   | 9.21   | 7.24   |
| 2400.HK | 心动公司 | 买入   | 23.85  | 11,711.64  | -0.17 | 1.24  | 1.56  | -130.15 | 17.78  | 14.08  |
| 601595  | 上海电影 | 买入   | 24.98  | 11,196.04  | 0.28  | 0.30  | 0.58  | 88.17   | 83.19  | 42.92  |
| 300413  | 芒果超媒 | 买入   | 26.65  | 49,854.71  | 1.90  | 0.77  | 1.19  | 14.02   | 34.68  | 22.42  |
| 601900  | 南方传媒 | 买入   | 14.58  | 13,061.88  | 1.43  | 0.98  | 1.10  | 10.18   | 14.88  | 13.30  |
| 601801  | 皖新传媒 | 买入   | 6.53   | 12,785.29  | 0.47  | 0.41  | 0.45  | 13.88   | 15.89  | 14.42  |

资料来源：wind，国元证券研究所 注：数据截至 2025.1.19，港股标的单位为港元

## 8.风险提示

消费市场疲软的风险，头部产品流水和商业化能力大幅下滑的风险，AI 进展不及预期的风险等。

## 投资评级说明

| (1) 公司评级定义 |                        | (2) 行业评级定义 |                          |
|------------|------------------------|------------|--------------------------|
| 买入         | 股价涨幅优于基准指数 15%以上       | 推荐         | 行业指数表现优于基准指数 10%以上       |
| 增持         | 股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间 | 中性         | 行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间 |
| 持有         | 股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间  | 回避         | 行业指数表现劣于基准指数 10%以上       |
| 卖出         | 股价涨幅劣于基准指数 5%以上        |            |                          |

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

## 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

| 合肥                                | 上海                                   | 北京                                    |
|-----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 | 地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            | 邮编：100027                             |