

传媒

2025年度策略——AI应用突破在即，重视并购重组下的国央企投资机会

AI+并购重组预期带动板块下半年上涨。2024年截至12/15传媒(中信)指数累计上涨21.11%，跑赢上证综指7.10pct，板块涨幅处于全行业第8。具体来看，涨幅榜前13个股具有明显的主题投资特色，四季度传媒板块在谷子经济、海外AI应用映射、豆包等主题催化下表现突出。截至2024Q3，主动偏股型基金中传媒板块持仓占比为0.83%，相比2024Q2的0.66%提升0.17pct，超配比例-0.86%，目前仍处于历史较低分位，传媒板块筹码优势依然显著，明年依然值得重点关注。

AI：重塑流量分发逻辑，创造应用新场景。

AI+教育：海内外应用加速落地，看好商业化变现前景。海外产品深耕教育刚需场景，商业化路径清晰，AI赋能下产品具备个性化、交互性、强付费意愿等属性，有效提升教学效率，带动用户数量提升显著。结合国内市场情况，我们乐观看待具有强产品力+清晰商业模式优势的头部教育公司产品落地速度与商业化变现机会。

AI+营销：AI重塑营销商业模式，AppLovin业绩兑现。AppLovin自推出AI广告引擎AXON 2.0以来，财报数据持续增长。公司旗下获客平台AppDiscovery和设计制作平台SparkLabs通过应用AI显著提升了工作效率。国内多家A股公司已通过AI技术实现广告制作及传播方式的迭新，在AI应用商业化方面具备潜力。同时借鉴AppLovin模式探索向流量端延伸产品矩阵以及拓宽市场与客户范围。

AI+电商：Shopify销售额创纪录，印证AI+电商具备商业化潜力。2023年Shopify推出AI聊天机器人Sidekick协助卖家高效完成业务。随后AI技术进一步带动产品力提升，Shopify的社交电商优势及独立站商家的平台优势进一步凸显。对于国内电商服务公司，Shopify值得借鉴的经验包括服务社交电商、服务跨境电商独立站以及建立AI商店生态系统。

并购重组：重视国央企投资机会。

证监会明确对产业升级跨界并购的支持态度，国资委扎实推进国央企市值管理。并购重组是传媒行业发展的重要推动力，证监会明确对产业升级的跨界并购的支持有助于行业更好发展。国资委今年明确对于国央企的市值管理要求并提出9条措施，结合国央企的资金相对优势我们认为这轮并购重组中应重视国央企机会。

游戏+出版+影视：基本面改善信号明确。

游戏：2025年将迎来产品上线周期，供给驱动行业景气度上行。2024年，国内游戏市场规模同比增长7.53%至3257.83亿元，其中移动游戏市场规模同比增长5.01%至2382.17亿元，小程序游戏市场收入同比增长99.18%至398.36亿元。2025年A股游戏行业将迎来产品密集上线的新周期，叠加出海产品竞争力不断提升，有望带动游戏行业收入整体增长。

出版：税收优惠政策承压，支撑2025年板块利润上行。2024年板块业绩受免税政策变化影响整体承压，2025年税收优惠政策确定延期，预计多数公司税后利润将大幅上涨；同时K12学生人口数量保持高位，对应教辅教材需求稳定，板块业绩基本盘稳固。基本面稳定+高股息特征延续，我们持续看好出版行业投资价值。

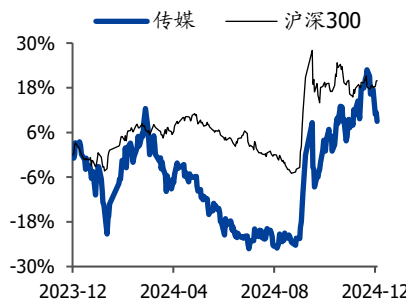
影视：2025年优质供给逐步释放，看好春节档大盘表现。2024年行业缺乏头部供给，大盘票房表现疲软；2025年储备影片类型多元，国产片方面，春节档《蛟龙行动》《封神第二部：战火西岐》《哪吒之魔童闹海》《唐探1900》等6部热门IP续作+名著经典改编电影已定档，后续预计将有《731》《英雄出少年》等重点影片上线；进口片方面，《美国队长4》《碟中谍8》《阿凡达3》等北美已定档，引进速度有望加快。优质供给强势恢复预期下，观影需求有望提振，看好春节档及后续票房表现。

板块观点与关注标的：1) 资源整合预期：中视传媒、国新文化、广西广电、唐德影视、吉视传媒、游族网络、上海电影等；2) AI：昆仑万维、汤姆猫、万兴科技、盛天网络、中文在线、易点天下、豆神教育、盛通股份、焦点科技等；3) 游戏：建议关注确定性强的神州泰岳、恺英网络、吉比特，关注困境反转的完美世界；4) 国企：慈文传媒、皖新传媒、中文传媒、南方传媒、凯文教育、大晟文化等；5) 有边际变化公司：博纳影业、果麦文化、华立科技、奥飞娱乐等；6) 教育：学大教育等；7) 港股：关注【腾讯控股】【泡泡玛特】，产业爆发在即的【阜博集团】，K12教培龙头【新东方】及业绩弹性较大的区域龙头【思考乐教育】【卓越教育】。

风险提示：政策监管风险，竞争加剧风险，宏观环境不确定性风险，并购和产业整合不及预期，AI发展不及预期。

增持(维持)

行业走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 刘书含

执业证书编号：S0680524070007

邮箱：liushuhan@gszq.com

研究助理 阮文佳

执业证书编号：S0680123040007

邮箱：ruanwenjia@gszq.com

相关研究

- 1、《传媒：ChatGPT 搜索全球上线，谷歌 Deepmind 推出 AI 视频模型 Veo 2》 2024-12-22
- 2、《传媒：OpenAI 发布视频生成模型 Sora Turbo，三部门颁布文化事业单位转制税收优惠政策》 2024-12-15
- 3、《传媒：教育部部署加强中小学人工智能教育，Google DeepMind 发布 Genie 2 世界模型》 2024-12-08

内容目录

1 市场回顾	5
2 AI: 重塑流量分发逻辑, 创造应用新场景	12
2.1 AI+教育: 海内外应用加速落地, 看好商业化变现前景	12
● 海外产品率先落地, 商业模式已得到验证	12
● 国内: 龙头有望领跑跑通, 看好商业化前景	17
2.2 AI+营销: AI 重塑营销商业模式, AppLovin 业绩兑现	20
2.3 AI+电商: Shopify 销售额创纪录, 印证 AI+电商具备商业化潜力	27
3 并购重组助力传媒发展, 重视国企机会	33
4 游戏: 2025 年将迎来产品上线周期, 供给驱动行业景气度上行	36
5 出版: 税收优惠政策延期, 支撑 2025 年板块利润上行	40
5.1 教材教辅: K12 学生人数维持韧性, 教辅具备刚需属性	40
5.2 大众出版: 码洋规模降幅持续收窄, 内容电商保持高速增长	41
5.3 24Q1~Q3 税前利润保持稳健, 看好税收优惠延期后板块业绩表现	43
5.4 行业股息率维持较高水平, 分红保持稳健	45
6 影视: 2025 年优质供给逐步释放, 看好春节档大盘表现	48
6.1 行业概况: 2024 年 1-11 月因缺乏头部供给大盘票房表现不佳	48
6.2 积极关注跨年档票房边际变化, 看好 2025 年春节档大盘表现	49
6.3 渠道端: 集中度同比微降, 龙头份额稳定	51
7 重点关注	53
8 风险提示	53

图表目录

图表 1: 2024.1.1-2024.12.15 中信一级板块涨跌幅	5
图表 2: 2024.1.1-2024.12.15 传媒各子板块及大盘涨跌幅对比	5
图表 3: 2024.1.1-2024.12.15 传媒板块涨跌幅前 15 个股 (股票池基于中信一级行业分类)	6
图表 4: 2024.1.1-2024.12.15 传媒板块涨跌幅前 15 个股及所属行业 (中信三级行业分类)	6
图表 5: 2016 年 1 月至今传媒 (中信) 市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.15)	7
图表 6: 中信各板块市盈率 (TTM, 剔除负值) (截至 2024.12.15)	7
图表 7: 传媒各子行业市盈率 (TTM, 剔除负值) (截至 2024.12.15)	7
图表 8: 广播电视板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	8
图表 9: 出版板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	8
图表 10: 互联网广告营销板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	8
图表 11: 其他广告营销板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	8
图表 12: 影视板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	8
图表 13: 动漫板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	8
图表 14: 游戏板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	9
图表 15: 其他文化娱乐板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	9
图表 16: 信息搜索与聚合板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	9
图表 17: 互联网影视音频板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)	9
图表 18: 传媒板块整体仓位变动	10
图表 19: 传媒板块前十大重仓股持仓市值及占比 (2024.09.30)	10
图表 20: 传媒港股互联网持仓	11
图表 21: 教育行业 AI 技术应用方向概览	12
图表 22: 2024 年 7-10 月五款 AI 教育 APP 下载量 (单位: 万次)	12
图表 23: 2024 年 7-11 月三款 AI 教育网站访问量 (单位: 万次)	12
图表 24: Duolingo Max AI 辅助学习功能	13
图表 25: Duolingo AI 视频通话功能	13
图表 26: Duolingo 冒险模式功能	13

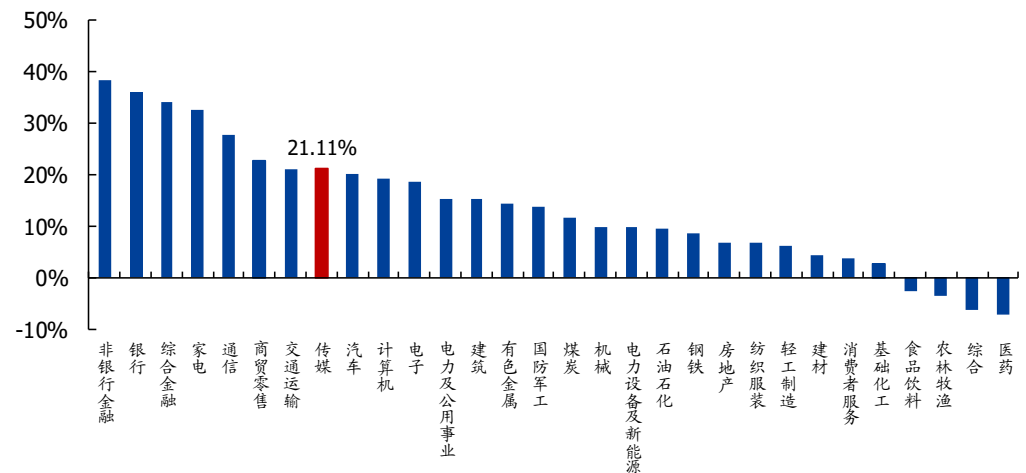
图表 27:	2020Q2-2024Q3 Duolingo MAU (单位: 百万)	13
图表 28:	DeepL 网页端功能页面	14
图表 29:	DeepL 翻译准确度与同类产品对比	14
图表 30:	Khanmigo 学生使用场景 (编程课程)	15
图表 31:	Khanmigo 教师使用场景 (备课场景)	15
图表 32:	多邻国“鼓励师”与 AI 机制下的“打卡劝学”提醒	16
图表 33:	多邻国“Adventures” AI 动态游戏剧情	17
图表 34:	Quizlet “配对” 游戏	17
图表 35:	2024 国内 AI+教育产业图谱	18
图表 36:	国内上市公司 AI 教育应用布局一览	18
图表 37:	国内上市公司 AI 教育硬件、系统、培训体系布局一览	20
图表 38:	Applovin 分季度收入 (单位: 百万美元)	21
图表 39:	Applovin 分季度 EBITDA (单位: 百万美元)	21
图表 40:	Applovin 软件平台板块产品矩阵	21
图表 41:	AppDiscovery 运营模式	22
图表 42:	AppLovin 素材投放趋势 (1-8 月)	22
图表 43:	SparkLabs 使用生成式 AI 技术的广告创意设计总数	23
图表 44:	2024 年全球应用广告类 SDK 份额占比排行榜	24
图表 45:	A 股 AI+营销标的梳理	25
图表 46:	Shopify 业务架构	27
图表 47:	Sidekick 辅助建立产品列表	28
图表 48:	Shop App 使用页面	28
图表 49:	Shopify 分季度收入 (单位: 百万美元)	28
图表 50:	Shopify 分季度收入 (单位: 百万美元)	28
图表 51:	Shopify App Store 及第三方 AI 应用推荐	29
图表 52:	Shopify AI 应用场景	29
图表 53:	美国用户各平台日均使用时长 (单位: 分钟)	30
图表 54:	Shopify、TikTok 扩大合作	30
图表 55:	2023 年美国各零售电商公司市占率	31
图表 56:	2024 上半年全球主流跨境电商平台 GMV	31
图表 57:	国内 AI+电商标的梳理	32
图表 58:	2015 年传媒板块部分个股上涨原因分析	33
图表 59:	2013-2018 年中国移动游戏市场规模 (单位: 亿元)	34
图表 60:	2013-2017 年中国移动广告市场规模 (单位: 亿元)	34
图表 61:	国央企资本运作案例	35
图表 62:	近年来中国游戏市场总收入 (单位: 亿元)	36
图表 63:	近年来移动游戏市场收入 (单位: 亿元)	36
图表 64:	近年来小程序游戏市场收入 (单位: 亿元)	36
图表 65:	近年来游戏出海总收入 (单位: 亿美元)	36
图表 66:	近年来游戏板块营收及同比增速 (单位: 亿元)	37
图表 67:	近年来游戏板块归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	37
图表 68:	A 股游戏公司重点产品储备	38
图表 69:	2015-2023 年新增出生人口数量 (左轴: 万人, 右轴: %)	40
图表 70:	2024-2035 年 K9 和高中学段适龄人口预测 (万人)	40
图表 71:	2023 年全国各级各类学历在校人数及同比 (左轴: 亿人, 右轴: %)	40
图表 72:	全国各级学历毛入学率 (左轴: %)	40
图表 73:	近年来教育出版板块年营收及同比增速 (单位: 亿元, %)	41
图表 74:	近年来教育出版板块归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)	41
图表 75:	2024 年 1-9 月不同渠道图书零售市场码洋同比增长率	42
图表 76:	2024 年 1-9 月整体零售中各分类码洋比重及变化	42
图表 77:	近年来大众出版板块年营收及同比增速 (单位: 亿元, %)	43
图表 78:	近年来大众出版板块归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)	43
图表 79:	2024 年前三季度出版公司利润和同比增速 (亿元, %)	44

图表 80:	所得税免征政策对大众出版公司归母净利润影响的测算 (亿元)	45
图表 81:	所得税免征政策对教育出版公司归母净利润影响的测算 (亿元)	45
图表 82:	出版板块与 8 个传统高股息板块 2016-2023 年历史股息率 (股价取 2024 年 12/10 收盘价)	46
图表 83:	2022、2023 年出版集团股息率、分红比例 (股价取 2024 年 12/10 收盘价)	47
图表 84:	历年票房及增速 (单位: 十亿元; %)	48
图表 85:	历年观影人次、平均票价及增速 (单位: 十亿次; 元; %)	48
图表 86:	2024 年 1-11 月月度票房、观影人次及增速 (单位: 亿元, 百万次; %)	49
图表 87:	历年进口片票房、观影人次及增速 (单位: 十亿元; 亿次; %)	49
图表 88:	2019-2024M10 国产电影备案公示数	49
图表 89:	2019-2024 年进口电影引进数 (含港澳台)	49
图表 90:	2025 年部分储备影片	50
图表 91:	2021-2024M11 前十影投票房及市占率 (单位: 亿元; %)	51
图表 92:	2021-2024M11 前十院线票房及市占率 (单位: 亿元; %)	52

1 市场回顾

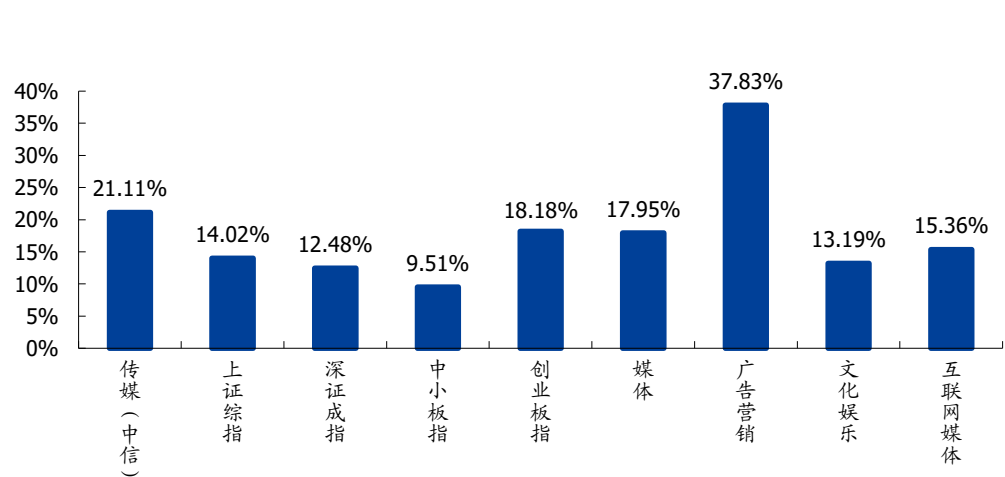
2024年年初至今(截至12/15)传媒(中信)指数累计上涨21.11%,跑赢上证综指7.10pct。传媒板块涨幅处于全行业第8。分子行业看,文化娱乐(13.19%)、互联网媒体(15.36%)、广告营销(37.83%)、媒体(17.95%)指数均有所上涨。

图表1: 2024.1.1-2024.12.15 中信一级板块涨跌幅



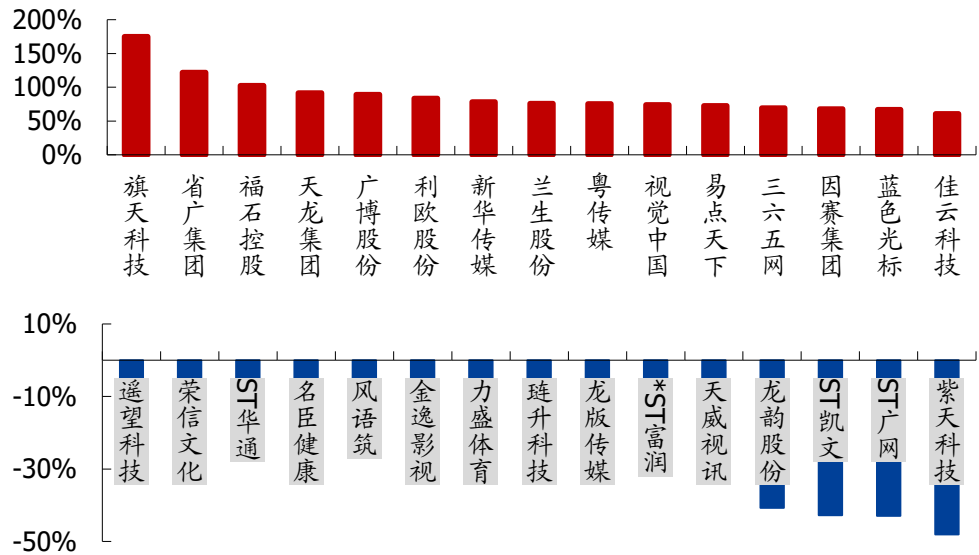
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 2024.1.1-2024.12.15 传媒各子板块及大盘涨跌幅对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 2024.1.1-2024.12.15 传媒板块涨跌幅前15个股 (股票池基于中信一级行业分类)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分析涨跌幅前十五公司, 从涨幅榜情况看, 我们发现 2024 年传媒投资主题特征明显, 谷子经济、海外 AI 应用映射、豆包概念股等主题催化了四季度的传媒行情。

图表4: 2024.1.1-2024.12.15 传媒板块涨跌幅前15个股及所属行业 (中信三级行业分类)

传媒涨幅前 15			传媒跌幅前 15		
公司名称	涨幅	所属行业	公司名称	跌幅	所属行业
旗天科技	174.91%	其他广告营销	紫天科技	-48.09%	互联网广告营销
省广集团	121.68%	互联网广告营销	ST 广网	-42.94%	广播电视
福石控股	102.31%	互联网广告营销	ST 凯文	-42.73%	游戏
天龙集团	91.68%	互联网广告营销	龙韵股份	-40.72%	其他广告营销
广博股份	89.14%	互联网广告营销	天威视讯	-30.98%	广播电视
利欧股份	83.56%	互联网广告营销	*ST 富润	-27.08%	互联网广告营销
新华传媒	78.55%	出版	龙版传媒	-23.85%	出版
兰生股份	75.90%	其他广告营销	铤升科技	-23.52%	游戏
粤传媒	75.31%	出版	力盛体育	-18.95%	其他文化娱乐
视觉中国	74.19%	信息搜索与聚合	金逸影视	-16.15%	影视
易点天下	72.53%	互联网广告营销	风语筑	-14.90%	其他文化娱乐
三六五网	69.42%	信息搜索与聚合	名臣健康	-12.51%	游戏
因赛集团	67.77%	其他广告营销	ST 华通	-12.02%	游戏
蓝色光标	66.73%	互联网广告营销	荣信文化	-10.90%	出版
佳云科技	61.01%	互联网广告营销	遥望科技	-10.87%	互联网广告营销

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

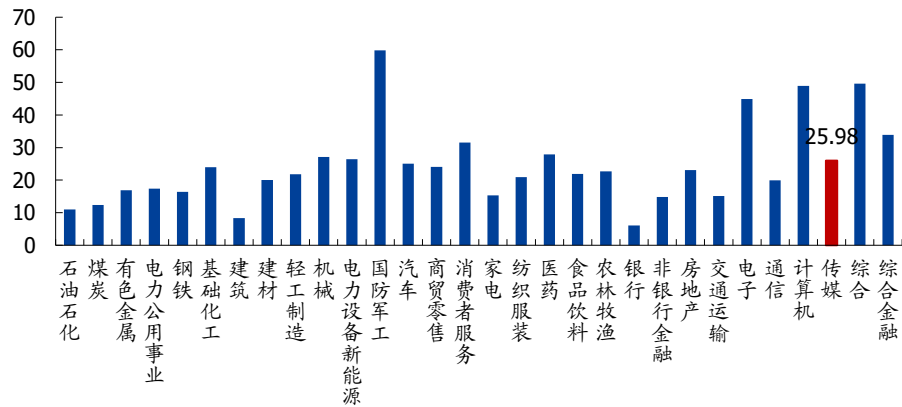
估值层面来看, 传媒行业估值 26x 处于历史中低部水平。2024 年 12 月 15 日传媒行业 PE 为 26x, 处于历史估值中低部区域, PE 水平在全行业中处于中等水平。相较 TMT 行业其他子行业, 传媒行业估值水平低于计算机行业及电子行业。

图表5: 2016年1月至今传媒(中信)市盈率变化(市盈率取PE TTM整体法, 剔除负值, 截至2024.12.15)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

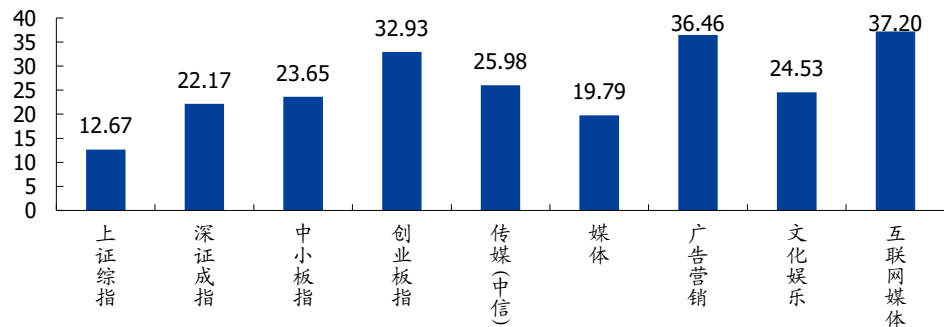
图表6: 中信各板块市盈率(TTM, 剔除负值)(截至2024.12.15)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从中信板块来看, 媒体 (20x), 广告营销 (36x), 文化娱乐 (25x), 互联网媒体 (37x)。细分板块层面, 广播电视 (58x), 互联网广告营销 (71x), 影视 (85x), 处于历史估值高位区域, 出版 (17x), 其他广告营销 (28x), 游戏 (26x), 信息搜索与聚合 (67x) 处于历史估值中位水平, 其余子板块估值均处于历史底部区域, 其中动漫 (210x), 其他文化娱乐 (5x), 互联网影视音频 (17x)。

图表7: 传媒各子行业市盈率(TTM, 剔除负值)(截至2024.12.15)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 广播电视板块市盈率变化(市盈率取PE TTM整体法,剔除负值,截至2024.12.13)



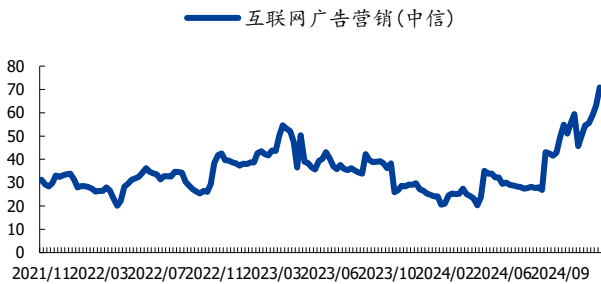
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 出版板块市盈率变化(市盈率取PE TTM整体法,剔除负值,截至2024.12.13)



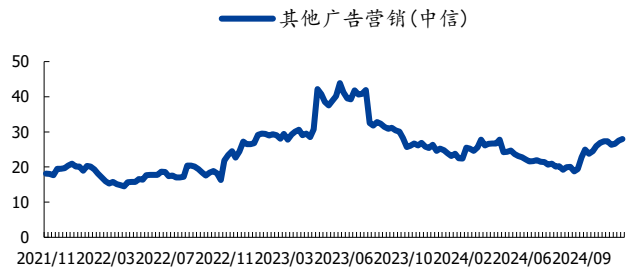
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 互联网广告营销板块市盈率变化(市盈率取PE TTM整体法,剔除负值,截至2024.12.13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 其他广告营销板块市盈率变化(市盈率取PE TTM整体法,剔除负值,截至2024.12.13)



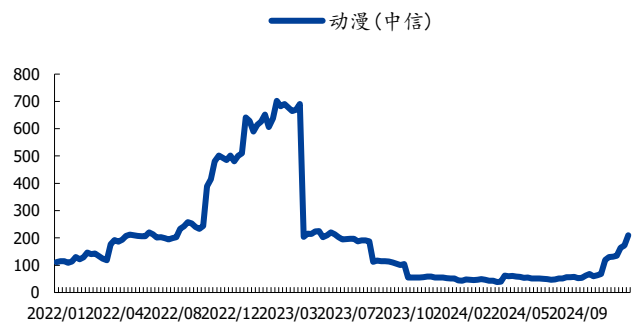
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 影视板块市盈率变化(市盈率取PE TTM整体法,剔除负值,截至2024.12.13)



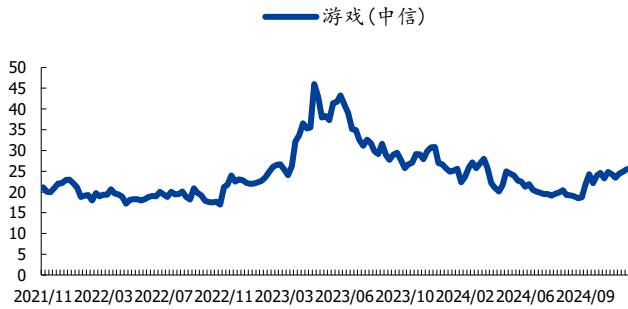
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 动漫板块市盈率变化(市盈率取PE TTM整体法,剔除负值,截至2024.12.13)



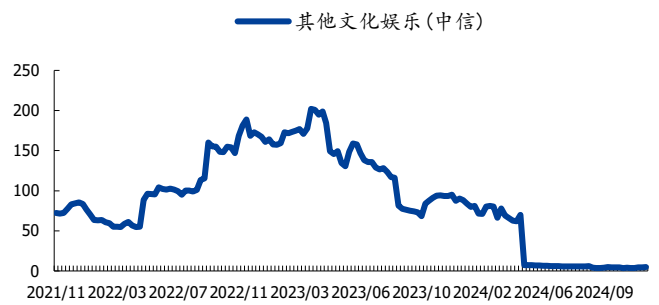
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 游戏板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)



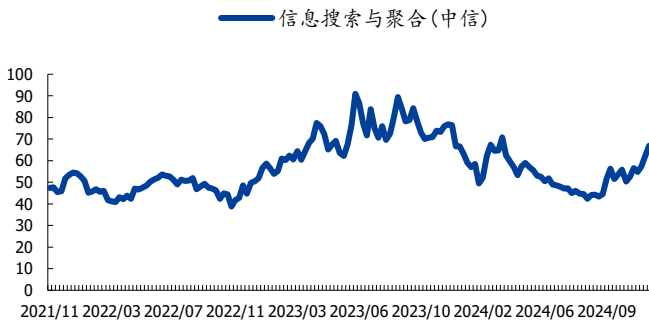
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 其他文化娱乐板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 信息搜索与聚合板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

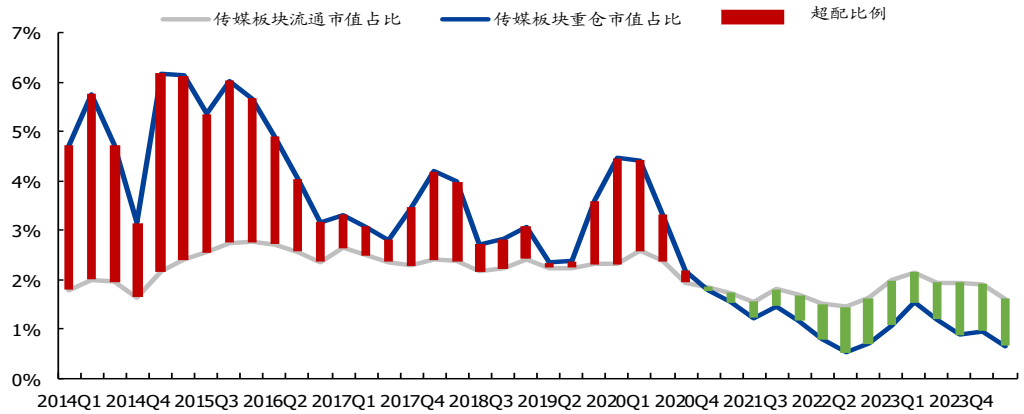
图表17: 互联网影视音频板块市盈率变化 (市盈率取 PE TTM 整体法, 剔除负值, 截至 2024.12.13)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2024Q3 主动偏股型基金中传媒板块持仓占比为 0.83%，较 2024Q2 的 0.66%提升 0.17pct，超配比例-0.86%，目前仍处于历史较低分位。

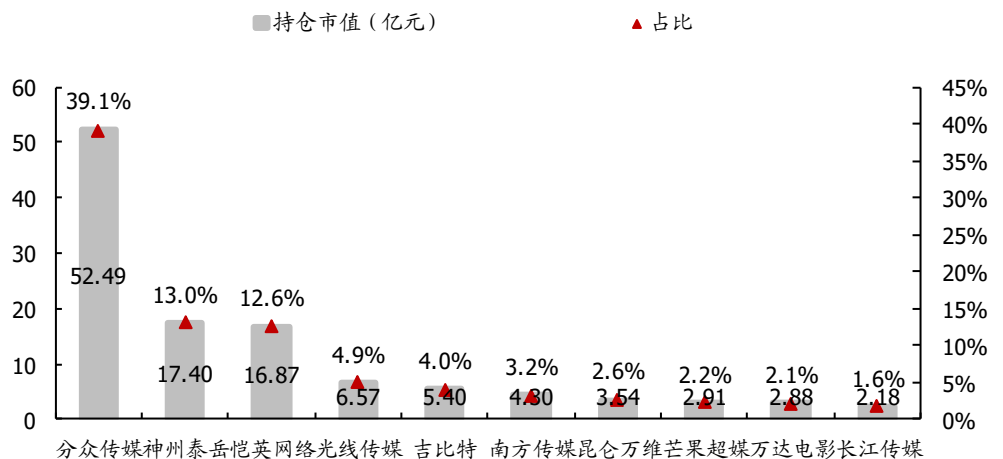
图表18: 传媒板块整体仓位变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

具体持仓构成: 持仓市值前五大的个股分别为分众传媒 (52.49 亿元)、神州泰岳 (17.40 亿元)、恺英网络 (16.87 亿元)、光线传媒 (6.57 亿元) 和吉比特 (5.40 亿元)。传媒板块重仓个股仍较为集中, 前十大重仓股持有市值已占整体持仓的 85.3%。分众传媒、神州泰岳、恺英网络分别被 112、68、56 只基金重仓。

图表19: 传媒板块前十大重仓股持仓市值及占比 (2024.09.30)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q3 沪港深基金重仓港股传媒互联网 9 家公司: 腾讯控股、快手、哔哩哔哩、泡泡玛特、阅文集团、美图公司、新华文轩、云音乐、阿里影业。其中重仓腾讯基金数环比增加 148 家, 持股占流通股比环比提升 0.06pct; 重仓快手基金数环比增加 16 家, 持股占流通股比环比降低 0.55pct; 重仓哔哩哔哩基金数环比增加 19 家, 持股占流通股比环比提升 0.36pct; 重仓泡泡玛特基金数环比增加 3 家, 持股占流通股比环比降低 0.41pct。

图表20: 传媒港股互联网持仓

名称	24Q3 持有基金数	24Q2 持有基金数	24Q3 持股总市值 (亿元)	24Q2 持股占流通股比	24Q3 持股占流通股比	环比变动
腾讯控股	651	503	463.43	1.24%	1.18%	0.06%
快手-W	96	80	41.69	2.36%	2.91%	-0.55%
哔哩哔哩-W	45	26	25.87	4.39%	4.02%	0.36%
泡泡玛特	51	48	18.84	2.92%	3.33%	-0.41%
阅文集团	10	13	5.86	1.96%	2.17%	-0.21%
美图公司	2	4	3.33	2.65%	2.92%	-0.27%
新华文轩	1	-	0.35	0.88%	-	-
云音乐	1	-	0.10	0.04%	-	-
阿里影业	1	-	0.03	0.02%	-	-

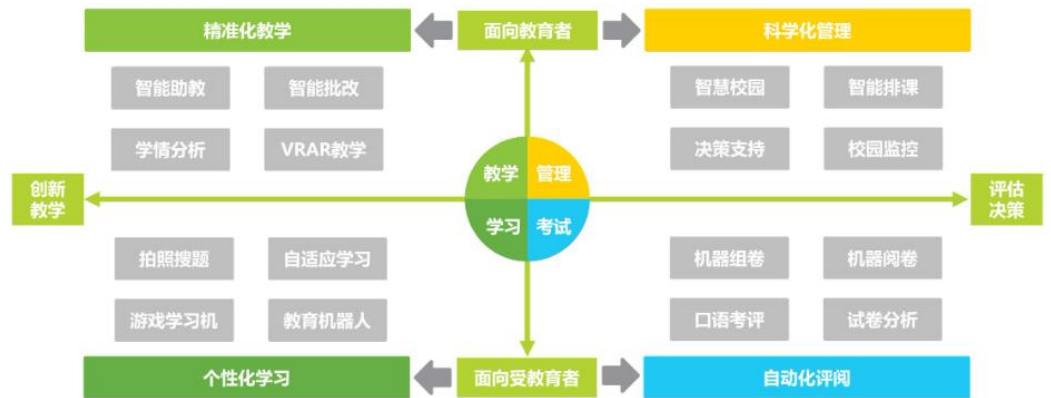
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2 AI: 重塑流量分发逻辑，创造应用新场景

2.1 AI+教育：海内外应用加速落地，看好商业化变现前景

AI 技术可在教学全流程实现应用，面对教师及学生端实现教学方式创新升级与智能评估决策等。教师端应用方向包括：1) 教学：智能助教、智能批改、学情分析等工具能辅助实现个性化教学；2) 教管：智慧校园与智能排课系统统筹教务管理。学生端应用方向包括：1) 学习：教育机器人、学习机等产品能根据个体特定需求实现自适应学习与个性化学习；2) 考试：组卷阅卷、试卷分析与口语测评等 AI 应用赋能自动化评阅，节省人力资源成本。

图表21: 教育行业 AI 技术应用方向概览



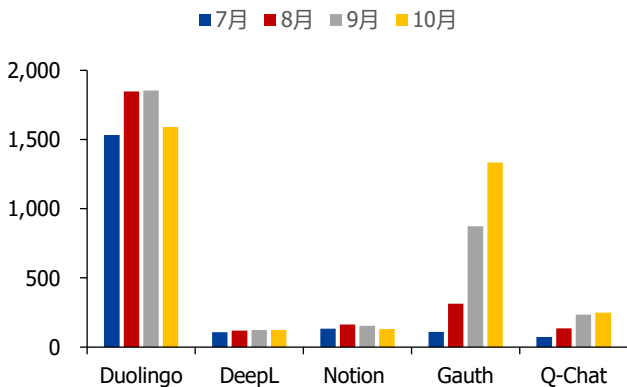
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

● 海外产品率先落地，商业模式已得到验证

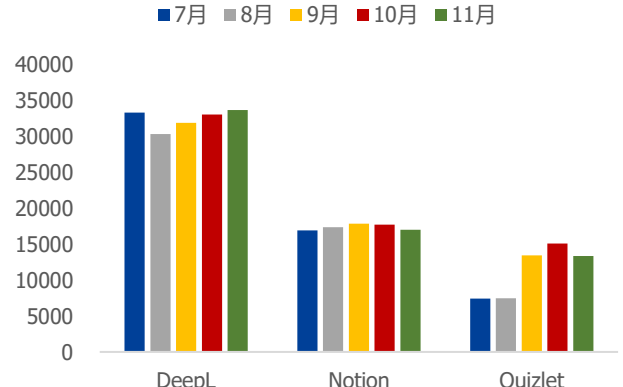
海外已有数家 AI+教育产品落地，商业模式已得到验证。2023 年 3 月 OpenAI 发布 GPT-4，在线语言学习&测评平台多邻国 (Duolingo)、涵盖数学、科学等学科的在线教育平台可汗学院 (Khan Academy) 成为首批 GPT-4 合作伙伴中唯二的教育科技公司。截至目前，已有多个海外 AI+教育应用发布，全球 AI 教育流量增长迅猛，商业模式已逐步完善。据公开资料，我们整理出以下具有代表性的海外 AI 教育 APP 产品：1) 语言类：Duolingo, DeepL；2) 理科/搜题类：Gauth；3) 教辅综合类：Q-Chat, Khanmigo。

图表22: 2024年7-10月五款AI教育APP下载量(单位: 万次)

图表23: 2024年7-11月三款AI教育网站访问量(单位: 万次)



资料来源: 非凡产研, 国盛证券研究所

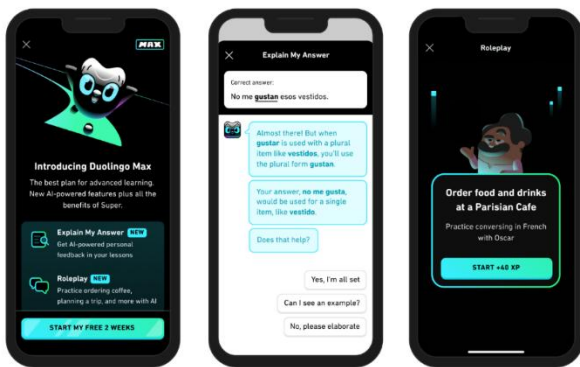


资料来源: semrush, 国盛证券研究所

Duolingo Max 基于 GPT4 提供对话类语言训练增值订阅服务，优化用户外语练习场景。多邻国为全球在线语言学习&测评平台，已深耕AI领域多年，除自有AI模型Birdbrain外，2023年3月多邻国与OpenAI的GPT-4结合，面向美国、英国、爱尔兰、加拿大、澳大利亚等地区ios端的西班牙语、法语学习用户推出升级版付费服务Duolingo Max(未来将持续扩展更多国家与语言选项)，其订阅服务收费30美元/月、168美元/年。截至目前，Duolingo Max AI辅助学习功能包括：1) Explain My Answer: 用户通过与AI交流，逐步获得其答案正确或错误的详细解释，助力用户搭建完整的解题思路，降低用户在同一问题上重复犯错的可能性；2) Roleplay: 用户可置身于预设的真实对话场景与AI进行外语练习，交流结束后AI将生成对话分析报告并对其中不自然的用语提出建议，提高用户学习体验；3) AI 视频通话: 用户可与AI角色进行面对面会话，模拟真人对话，提供个性化的交互式练习环境；4) Adventure: 用户可以在各种模拟现实场景中探索事件、发生故事、解决问题，将多邻国的日常课程场景化。

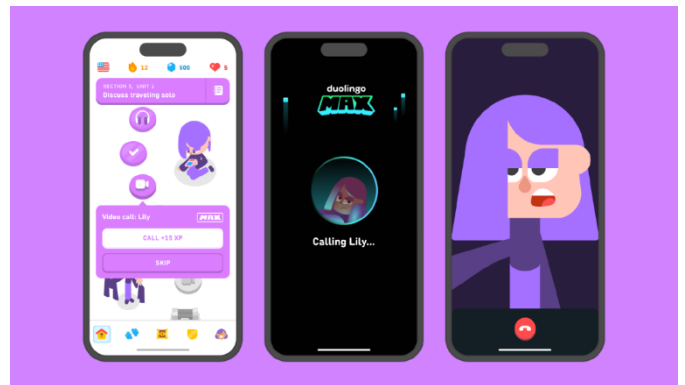
AI 赋能 Duolingo 业绩显著增长。AI 助力下公司业绩自 2023Q3 起表现强劲，截至 2024Q3，Duolingo 2024 前三季度实现收入 5.38 亿美元，同比增长 42%，净利润 7467 万美元，同比增长 1790%。其中单 Q3 收入达 1.926 亿美元 (YoY+40%)，净利润达 2336 万美元 (YoY+731%)，在 2023 年同期高基数基础上仍保持可观增长；日活跃用户 DAU 达 3720 万 (YoY+54%)，月活跃用户 MAU 达 1.131 亿 (YoY+36%)，付费订阅用户达 860 万 (YoY+47%)。

图表24: Duolingo Max AI 辅助学习功能



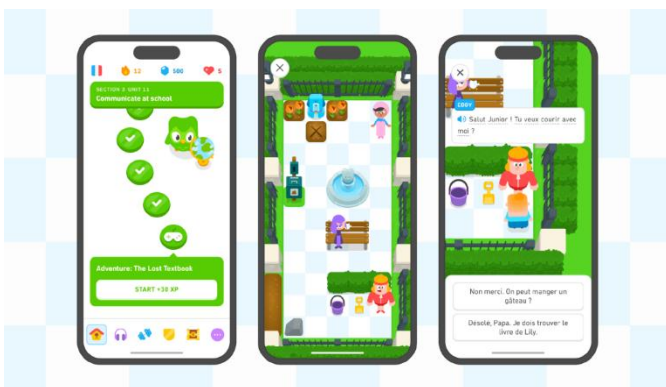
资料来源: 多邻国官网, 国盛证券研究所

图表25: Duolingo AI 视频通话功能



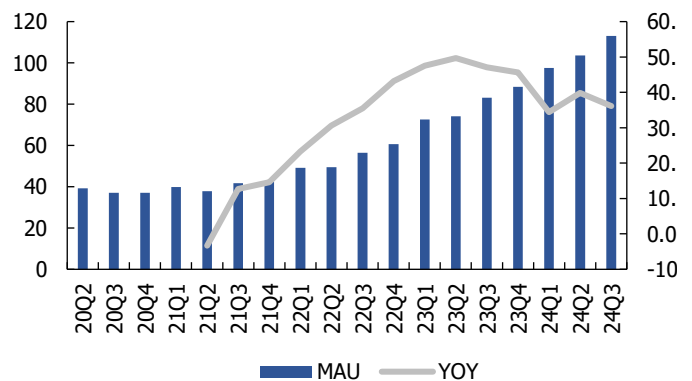
资料来源: 多邻国官网, 国盛证券研究所

图表26: Duolingo 冒险模式功能



资料来源: 多邻国官网, 国盛证券研究所

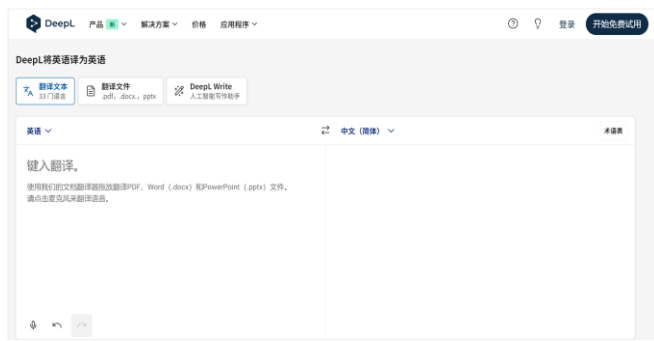
图表27: 2020Q2-2024Q3 Duolingo MAU (单位: 百万)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

DeepL 旗下三款 AI 产品覆盖文本翻译、写作、语音转译，AI 赋能提升产品力。 DeepL 是一家结合词典和搜索引擎功能的在线翻译平台，客群兼顾 2B 及 2C，2017 年起探索 AI 布局自研大模型，相关 AI 功能包括：1) DeepL Translator: 基于神经网络方法的新一代翻译引擎，使其能够理解语言的细微差别和复杂性，提供与专业人工翻译类似的准确翻译，目前支持 32 种语言；2) DeepL Write: 一款 AI 写作助手，可通过智能算法精准进行语法检查与纠正、改进表达风格与语气、提供同义词和专业术语建议、提升语句结构与段落连贯性等；3) DeepL Voice: 支持英语、德语、日语等 33 种语言的 AI 语音合成服务，可实现高质量语音合成、个性化语音选择、实时文本转语音等，实现面对面或虚拟场景下的多语言互动。据公司官网数据，经公司 AI 专有训练数据赋能后翻译准确度显著提高，翻译准确度在 ChatGPT-4、Google Translate 等竞品的 1.3 倍以上。该应用截至目前已有超过 50 万会员和超过 10 万家企业用户使用，采用免费增值模式，DeepL Pro 由初级层至最终层收费分别 104.88 美元/年、344.88 美元/年、689.88 美元/年，进阶版的 DeepL API Pro 收费 65.88 美元/年，外加每翻译 100 万个字符收费 25 美元。

图表28: DeepL 网页端功能页面



图表29: DeepL 翻译准确度与同类产品对比



资料来源: DeepL 官网, 国盛证券研究所

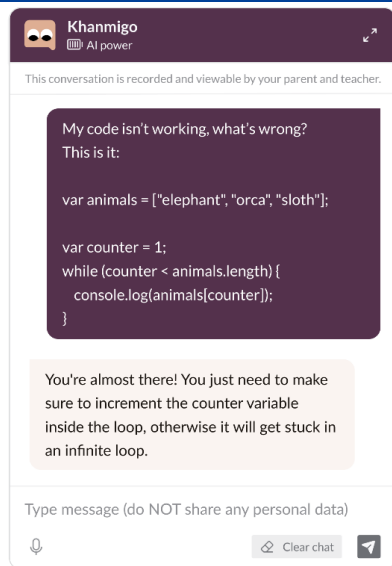
资料来源: DeepL 官网, 国盛证券研究所

字节跳动多学科 AI 解题应用 Gauth 出海打开成长空间。 Gauth 是字节跳动 2020 年推出的一款针对多学科的拍照搜题应用，涵盖数学、化学、物理、写作、社会科学等多个方向。Gauth 使用 AI 对用户上传的照片或文字题目进行分析，自动识别并给出分步解题的思路。此外，Gauth 还可根据用户的解题历史和薄弱环节智能推荐练习题目，并提供真人导师在线答疑增值服务，进一步解决学生学习困难。App 目前可免费下载，部分增值服务需要在 App 内付费订阅，以美国为例，Gauth PLUS 会员订阅可按月/季/年收费，价格分别为 11.99 美元/月、21.99 美元/季、99.99 美元/年。接入 GPT 后，Gauth 于 2024Q1 起流量暴涨，3 月一举冲至美国 IOS 教育免费应用排行榜第二，截至 2024 年 3 月 27 日，Gauth 的用户总数已超过 2 亿；据七麦数据，2024 年 10 月 Gauth 位于美国 IOS 教育免费应用排行榜前三，据钛媒体数据，2024 年 10 月 Gauth MAU 达 1626 万。

游戏化互动学习平台 Quizlet 推出 AI 聊天机器人 Q-Chat 与 AI 笔记功能 Magic Notes。 Quizlet 是一家在线互动式学习平台，其标志性特征为运用单词卡模式记忆与理解相关知识。2023 年 3 月 Quizlet 推出 AI 聊天机器人 Q-Chat，主要面向 13-24 岁的学生，区别于传统填鸭式背诵模式，Q-Chat 通过问答互动模式模拟教学场景，根据用户需求提供量身定制学习资料，包括抽认卡、练习测试、匹配测试等功能，适用于课堂内外各类场景。据多知公众号，截至 2024 年 7 月 13 日，Q-Chat 拥有超过 6000 万月活跃用户，排名稳定在 IOS 教育免费应用排行榜前 15。2023 年 8 月，Quizlet 推出 AI 笔记工具 Magic Notes，帮助学生自动化记录与生成教学笔记，并自动整理核心要点、创建图表，还可结合 Quizlet 现有闪卡、测验等游戏化方法，旨在加深学生理解与强化学习效果的互动体验。目前用户可免费体验 Q-Chat 功能，使用 Magic Notes 功能则需要用户订阅 Quizlet Plus 学生版（35.99 美元/年）或 Quizlet Teacher Plus 教师版（2B 定制报价）。

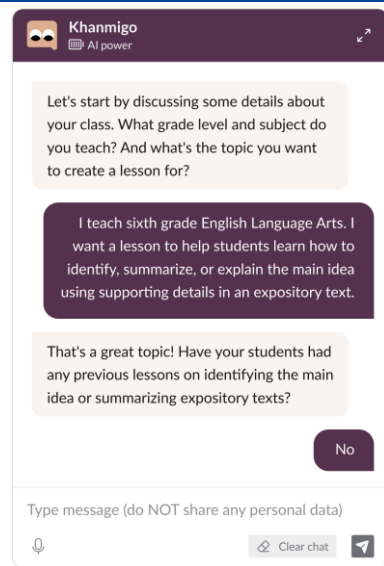
可汗学院 AI 助手 Khanmigo 提供学生+教师端个性化辅导，赋能校内教学场景。在线教育平台可汗学院免费为全年龄段学生提供数千门数学、编程、人文等学科视频课程，并为家长和教师提供教辅资源。2023年3月可汗学院与 OpenAI 合作推出人工智能助手“Khanmigo”，目标客群为学生与教师，学生端定价 4 美金/月或 44 美金/年，模仿一对一辅导为学生提供针对性的课程辅导与习题解答，通过互动与实时反馈引导学生，培养其学习思维，进而提升学习水平；教师端作为课堂助手协助教师设置课程规划与反馈学生情况，节省教师时间成本，2024年5月公司进一步与微软达成合作，通过微软小型 AI 模型 Phi-3 增强数学辅导功能，三方将免费向 K12 教师提供 Khanmigo 教师端产品。

图表30: Khanmigo 学生使用场景 (编程课程)



资料来源: 可汗学院官网, 国盛证券研究所

图表31: Khanmigo 教师使用场景 (备课场景)



资料来源: 可汗学院官网, 国盛证券研究所

综合分析海外 AI+教育应用，我们可以从拉新与留存两个维度分析上述应用可成功实现商业化落地的主要原因：

● **拉新：创造 AI 教学新场景，增值服务模式提升获客能力**

- **深耕具有刚需属性的垂直领域，创造 AI 教学新场景：**海外 AI+教育应用通常专注于特定细分方向，如语言学习 (Duolingo)、为教师与学生提供教辅资源 (Khanmigo)、即时答疑 (AnswerAI、Q-Chat) 等，均为教学场景中可补充现有传统教育因时间/人力成本、资源差异而产生不足的方向，为用户创造 AI 教学新场景，满足用户刚性需求，精准定位目标群体，有效吸引新用户增长。
- **具备丰富教学资源语料库优势，强产品力带动用户增长：**多邻国 (在线语言学习&测评平台)、可汗学院 (在线教育平台)、Quizlet (在线卡片式互动学习平台) 等产品在搭载 AI 功能之前便已有可观的老用户群体，其 AI 应用均在原有细分领域基础上进一步发展而非跨行业发展，垂类数据储备丰富，相较其他领域在模型训练方面更具优势，以强产品力提供用户优秀使用体验，从而以口碑带动 AI 产品用户增长。
- **“免费增值模式”强化新用户使用意愿与付费用户转化率：**AI+教育公司普遍采用“免费增值模式”，即免费开放通用学习功能，使得用户可以在充分了解应用质量后再根据自身需求选择收费订阅的 AI 等增值服务，如多邻国的 Super Duolingo 和 Duolingo Max 会员、Quizlet 的 Quizlet Plus 会员等。免费功能可加强传播力度持续吸引新用户，同时增值服务则提升用户粘性并加大付费用户转化率，商业化变现路径清晰。

● 留存：个性化“寓教于乐”学习模式，高附加值产品体验促进付费转化

- AI 个性化教学体验延长用户生命周期：多邻国、Khanmigo 等海外 AI+教育应用搭载的生成式 AI 大模型通常可通过实时评估用户的知识水平与学习习惯或根据用户实时反馈，为每位用户动态调整学习内容，提升学习效率与用户使用体验，并可结合文本、音频、视频等多形式教学材料满足用户多元化学习需求。此外，AI 可收集并分析用户学习数据，个性化生成成绩单与学习建议报告，帮助用户全面了解学习状况，以高附加值产品体验延长用户生命周期，促进付费转化。
- 引导式 AI 交互培养学习思维，趣味陪伴属性提升用户粘性：基于 AI 算法的教育应用相较传统课本或拍照解析融入了真人教学的“引导式”练习模式，会引导用户发掘问题、通过互动与实时反馈引导用户培养其学习思维，“授人以渔”式助力用户真正掌握学习技能而非直接得到完整答案。如多邻国的 Roleplay、AI 视频通话功能以及 DeepL 的 DeepL Voice 功能等可使用户与 AI 助手互动，在自然、真实的语境下练习外语；DeepL Write 可通过实时的 AI 建议来提升文字质量，包括词汇选择、措辞、风格和语气；Kahnmigo 可作为模拟教师模仿一对一辅导与学生互动，并作为课堂助手协助教师设置课程规划与反馈学生情况。此外，AI 教学助手可给予及时鼓励与支持，长期陪伴用户成长，为用户提供情感需求，强化学习的“交互”、“陪伴”属性，从而提升用户粘性。如多邻国的小绿鸟 Duo、拽姐 Lily 等“鼓励师”角色因其可爱的外表、丰富的表情、独特的个性获得用户喜爱，这些角色上线以来在社媒爆红，可吸引用户自然增长；同时公司运用“鼓励师”形象定制出“劝学”、“召回”短信与手机桌面小组件，运用 AI 算法根据用户 app 使用情况与学习进度、在合适的时间用不同的语句或不同的表情对用户进行“打卡”提醒，督促用户每日练习，趣味陪伴提升用户学习兴趣。

图表32: 多邻国“鼓励师”与 AI 机制下的“打卡劝学”提醒



资料来源：数英公众号，《硅星人》官方网易号，国盛证券研究所

- “游戏化”AI 教学激励机制激发用户参与性：区别于传统教育，海外 AI+教育应用利用 AI 的即时演算功能聚焦“兴趣融入学习”，设置学习挑战关卡匹配用户碎片时间，并推出积分、竞赛、成就系统激发用户学习动力，减少“功利性”“枯燥感”学习带来的心理负担，采用“游戏化”教学模式达到用户“自发性学习”的效果，从而增加用户使用时长与长期留存率。例如，多邻国大冒险（Adventures）功能以 AI 驱动，用户可与 Lily（拽姐）等人气 AI 角色对话共同体验 AI 动态游戏剧情，Quizlet 的“Match”和“Gravity”小游戏功能要求用户识别 AI 生成的词汇与定义。

图表33: 多邻国 “Adventures” AI 动态游戏剧情



资料来源: 多邻国官网, 国盛证券研究所

图表34: Quizlet “配对” 游戏



资料来源: Quizlet 官网, 国盛证券研究所

● 国内: 龙头有望领头跑通, 看好商业化前景

国内教育公司纷纷发力 AI+方向, 龙头有望领头跑通。随海外 AI+教育应用不断落地、变现模式得以验证, 国内 AI+教育国内教育公司亦通过自研模型+应用模式切入市场, 参与者主要包括教培机构、教育信息化公司、教育出版厂商等, 部分产品具备海外已跑出的爆款 APP 相似的潜力, 我们认为在个性化内容、语料库、付费模式、营销能力等方面具备优势的头部公司有望率先跑出。目前国内上市公司布局的 AI 教育方向主要包括应用类、硬件类、系统类与 AI 人才培养体系类: 布局应用类方向的公司通常具有教学内容、教学场景理解度与数据积累优势, 可使用大量结构化的教学数据为 AI 教育垂类模型训练沉淀丰富的数据资源, 多以学习终端、C 端 App 为载体, 主要包括语言类 (豆神教育、佳发教育等); 理科类 (好未来等); 综合教辅类 (世纪天鸿、中公培训公司等)。布局硬件与系统类的公司基本为教育信息化相关公司, 具备多年硬件设计与智能化软件技术相关经验, 且学校渠道销售优势较强, 主要集中做入校产品和服务的渗透, 代表公司包括方直科技、鸿合科技、视源股份等。布局 AI 人才培养方向的公司多为信息科技课程培训公司, 随 AI 以及相关应用技能的人才需求或持续提升, 此类公司顺应市场需求布局 AI 课程, 代表公司包括盛通股份、传智教育等。

图表35: 2024 国内 AI+教育产业图谱



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表36: 国内上市公司 AI 教育应用布局一览

公司	AI 应用类型	AI 布局方向
豆神教育	语言类	<ul style="list-style-type: none"> · 豆神 AI APP: 语文素质能力培养型 APP, 具备 AI 课文智能互动讲解、AI 作文批改、实时电话私教问答等功能, 现已登陆各大应用商店与 PC 微软商城。截至 2024 年 11 月, 豆神 AI 下载量已突破 19 万, 年会员数超 5 万人。 · 后续将布局 AI 硬件, 包括 AI 玩具“小豆”、AI 人形教育机器人(预计落地自习室)等。
佳发教育	语言类	<ul style="list-style-type: none"> · AI 英语学习助手: 为中考英语考生提供命题、一对一个性化口语对练、情景对话、题目解答、批改等功能, 2022 年试点基础定价为 365 元/年/人, 2023 年 12 月已进入内测阶段。 · AI 智能巡查: 支持 AI 巡考、靶向监控、数据分析, 能够实现考中实时分析、考后回放分析。 · AI 理化生实验解决方案: 为初中物理、化学和生物实验教学和考试场景设计, 提供动作识别、个性化反馈、身份验证、作弊检测、视频优化传输、多种考评模式支持。 · AI 体育教育解决方案: 采用智能体测设备记录学生运动数据, 提供智能体测、动作分析、个性化训练、健康监测、数据驱动教学、全流程数字化管理和家校互动平台。
网易有道	语言类	<ul style="list-style-type: none"> · 有道词典 APP: 具备 AI 查词、口语练习、翻译、写作、同传、AIBOX (智能改写) 等功能。 · Hi Echo 虚拟人口语私教 APP: 提供英语口语一对一陪练、纠音、即时评分与评测报告。收费标准为年度会员 698 元/年。 · 有道小 P APP: 涵盖全学段、全学科答疑, 提供 AI 查词、AI 翻译等服务, 该应用面向所有用户免费开放。 · 有道学习机: 搭载 Hi Echo 虚拟人口语私教与 AI 家庭教师小 P 老师。

高途集团	语言类	<ul style="list-style-type: none"> · 高途 AI 英语 APP: 主要面向 6-15 岁用户的英语素质拓展类软件, 具备数字人外教口语带读、真题作答、AI 一对一解答等功能。 · 途途系列: 可于小程序或高途 APP 内置功能使用, 主要面向一至九年级学生, 途途朗读提供 AI 朗读测评、AI 互动看图写话等 AI 功能, 终身 SVIP 售价 339 元; 途途口算提供口算检查、口算练习。 · AI 班级管家: 可于小程序使用, 是一款辅助老师写作教学智能作文批改工具, 其现已支持小学 24 种文体、初中 18 种文体的批改。 · 预见塔塔 APP: AI 塔罗心理聊愈应用, 可提供心理咨询、情绪管理、心事倾诉、情感咨询、人际交往等服务, 收费 49.9 元/月。
好未来	理科类	<ul style="list-style-type: none"> · 九章随时问 APP: 基于好未来自研数学领域九章大模型研发, 包括拍照答疑、智能辅导、自由追问、知识点讲解和个性化推荐等, “小智”“小思”两大 AI 老师运用苏格拉底式讲题模式引导学生自主学习数学, 计算能力覆盖小初高数学题多个题型, 模型准确率优于 chatgpt 等语言类大模型。 · 学而思学习机: 具备 AI 口语/听写/背诵/口算练习批改、AI 中英文作文助手、AI 教师等功能。
世纪天鸿	综合教辅类	<ul style="list-style-type: none"> · 笔神作文 APP: 参投公司一笔两画旗下 AI 作文学习平台与投稿社区, 包括范文搜索讲解、名著赏析、写作引导、写作批改等功能, 截止 2024H1 累计用户超过 1900 万, 月活用户 180 万, 作文社区每月投稿量超过 30 万篇, 收费标准为会员年卡 168 元/年。 · 小鸿助教: 上线小程序与 WEB 端, 功能包括教案生成、大纲设计、课件生成、作文批改、口算批改、文档问答、教师评语生成等, 适用于教师授课备课多重场景, 现处于内测阶段。
粉笔	综合教辅类	<ul style="list-style-type: none"> · AI 老师“粉笔头”: 搭载于拳头产品系统班中, 为系统班会员提供增值服务, 可提供实时评分、考情分析、分数预测、实时督学提醒、真实考场模拟、报考个性化指导等功能, 现已落地申论、行测及面试环节。
华图山鼎	综合教辅类	<ul style="list-style-type: none"> · 面试 AI 点评: 目前已覆盖公务员、事业单位等考试, 支持近两万道面试题目录, 学员在录制、上传自己的面试作答视频后, 面试 AI 点评可将学员的语言内容转化为文字, 以便 AI 对语言表达的细节进行全面分析; AI 也可以将点评内容转化为音频, 学员通过聆听音频即可掌握改进要点。目前正在进行商业化设计, 预计会作为独立产品进行单独售卖、同时作为现有面试服务的会员增值服务。
中公教育	综合教辅类	<ul style="list-style-type: none"> · 虚拟数字讲师“小鹿”: “AI 数智系统班”由虚拟数字讲师“小鹿”全程授课, 在中公网校平台上线, 并面向就业人群免费内测。 · 中公 AI 就业: 定位为人工智能教育与就业服务平台, 提供创新型的“一站式 AI 就业服务”模式, 并发布两款产品: AI 就业直通车 (专为大学生和大学毕业生设计, 提供一站式的学习课程计划, 包含公职类培训项目的直播和录播课程) 和 AI 就业学习机 (包含中公题库、就业资讯、任务规划、AI 助教、AI 测评、智能批改、AI 报岗等功能, 并提供学习进度跟踪和在线问答服务)。

资料来源: 多知, 同花顺, 华为应用商城, 网易有道公众号, 上海学而思上高中公众号, 教培攻略, 中国网教育, 雷科技, 学而思学习机官方商城, 央广网, 中国出版传媒商报, 笔神作文 APP, 粉笔公众号, 沈阳中公教育, 21 世纪商业评论, 新京报, 国盛证券研究所

图表37: 国内上市公司 AI 教育硬件、系统、培训体系布局一览

公司	AI 布局方向
方直科技	<ul style="list-style-type: none"> · 木愚数字人教师: 通过前期对教师形象和声音的采集, 形成可以自由根据内容匹配教师动作习惯、声音特征的数字人形象进行授课。 · 金太阳助教 AI 机器人: 教师可以运用 AI 机器人与学生进行互动, 已应用到语数外学科, 涵盖教师备课、学生互动、教师授课等功能。
鸿合科技	<ul style="list-style-type: none"> · AI 课堂分析应用联合解决方案: 通过与华为携手发布教育行业 AI 算力引擎为教师提供“课前备课、课中授课、课后教研”全环节 AI 课堂解决方案, 对教学行为、教学场景、语音内容等多维度分析形成课堂实录与分析报告。 · AI 自习室小优成长书房: 专为社区 6-15 岁孩子设计的智能学习空间, 为学生提供公司携手高斯(教培公司)合作开发的 AI 学习机使用权限, 提供伴学、托管服务。
视源股份	<ul style="list-style-type: none"> · 智能平板: 自研希沃教学大模型在教师端赋能“希沃第七代交互智能平板”和“希沃课堂智能反馈系统”等软硬件终端, 通过搭载本地化算力充分提升响应速度, 实现课件自动生成、课堂智能反馈、学情分析等功能; 在学生端, 大模型赋能希沃学习机, 实现个性化阅读计划定制、互动绘本精读、AI 共读等功能。 · 人工智能拍摄方案: 运用人工智能分析软件和机电一体化硬件实现智能构图拍摄。
国新文化	<ul style="list-style-type: none"> · 人工智能课堂分析方案: 对课堂师生视频、语音对话实现智能化识别提取, 输出课堂 ST 教学行为分析、学生专注度、课堂问答识别、教学语速识别等教学学情数据。 · 人工智能课堂 AIoT 方案: 通过对实时分析课室人员情况, 可以清点人数并掌握人员分布情况。同时可实现对 IoT 类环境设备进行自动化控制。
传智教育	<ul style="list-style-type: none"> · AI 课程培训: 课程涵盖了机器学习、深度学习等内容, 同时联合科大讯飞、阿里云、智谱华章等国内头部大模型公司共建大模型应用开发课程, 通过 AI 企业级项目提升学员的技术综合运用能力和典型行业问题解决能力。 · 具身智能机器人 GenkiArm: 基于模仿学习和行为克隆技术, 以低成本硬件实现高性能操作, 可精准理解并回应人类指令。
盛通股份	<ul style="list-style-type: none"> · AI 课程培训: 升级青少年 GPT 数字人助手项目, 开展了 ChatGPT-4o 夏令营活动, 通过定制化的营地课程帮助青少年体验前沿的人工智能技术和应用; 依托和腾讯的合作, 持续更新《AI 创作》里的 AI 视频等课程模块。 · AI 自习室“AI 数字人学伴”: 通过外采 AI 教育硬件和辅导老师伴读相结合的方式, 帮助学生进行课后自习。 · 中鸣机器人: 具有多款自主研发人型机器人, 包含表演用金属形态的人型机器人以及编程教学使用类人型机器人 Robo Maker。人型机器人支持图形化编程和三维动作仿真软件, 以支持学生深入理解机器人的动作设计与仿真。

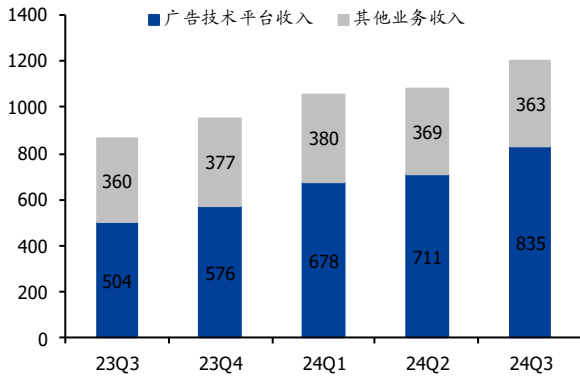
资料来源: 中宏网, 同花顺, 人民网, 鸿合科技公众号, 奥威亚官网, 传智教育官微, 盛通教育集团, 执象科技官网, 金融界, 每日经济新闻等, 国盛证券研究所

2.2 AI+营销: AI 重塑营销商业模式, AppLovin 业绩兑现

在线应用游戏和广告科技公司 AppLovin 于 2021 年首次推出 AI 广告引擎模型 AXON, 2023 年 AXON 升级至 2.0 版本。公司以该引擎支持旗下软件平台, 使广告主自动化完成营销和商业化工作, 也用于驱动游戏业务的广告投放和变现。

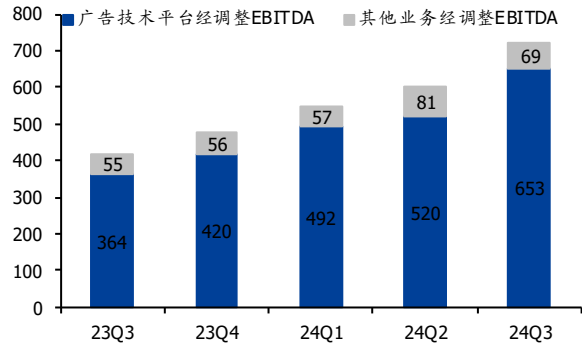
自 AXON 2.0 推出以来, AppLovin 财报数据持续增长。2024Q3 公司收入同比增长 39% 至 11.98 亿美元; 净利润同比增长 298% 至 4.34 亿美元, 调整后 EBITDA 率达到 60%。受 AXON 2.0 升级版模型的驱动, 2024Q3 AppLovin 广告技术平台收入同比增长 66% 至 8.35 亿美元; 广告技术平台业务经调整 EBITDA 达 6.53 亿元, 该业务 EBITDA 率达 78%。

图表38: Applovin 分季度收入 (单位: 百万美元)



资料来源: 智东西, 国盛证券研究所

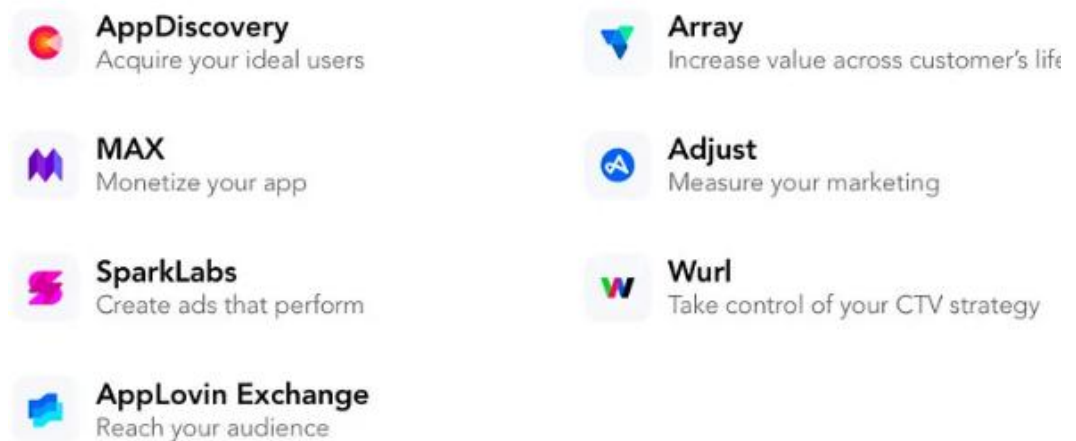
图表39: Applovin 分季度 EBITDA (单位: 百万美元)



资料来源: 智东西, 国盛证券研究所

AppLovin 旗下的软件平台矩阵包括: 获客平台 AppDiscovery、广告撮合平台 Max、设计制作平台 SparkLabs 等。其中 AppDiscovery 和 SparkLabs 通过应用 AI 显著提升了工作效率。

图表40: Applovin 软件平台板块产品矩阵

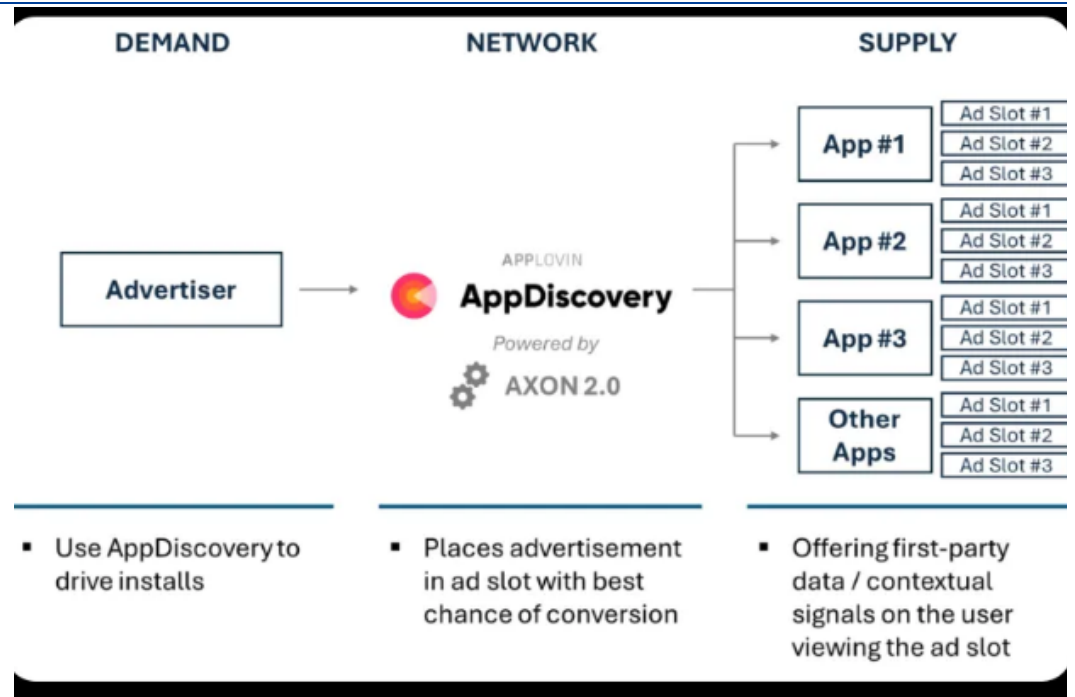


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

AppDiscovery: AppDiscovery 平台基于 AXON 引擎定向投放广告。2023 年公司对 AppDiscovery 进行了 AI 升级, 升级后平台能不受地区、设备及应用类型的限制, 更精准地定位广告最佳支出的节点, 并且无需手动优化和广告筛选, 即可有效提升不同规模广告主的营销效率。借助前沿 AI 技术, 广告主可以在平台上同时投放不同类型的广告, 获取留存率和 ROAS 曲线不同的用户, 从而确定哪种广告类型能获得最合适的用户, 并挖掘新的增量受众。

ADX 海外版数据显示, 在 AI 技术加持下, 2024 年来 AppLovin 广告平台投放的游戏素材数量总体增长, 在 5 月单月投放素材量突破 10 万组, 环比 4 月增长 38.5%。进入下半年, 8 月 AppLovin 投放素材量再次高增, 环比 7 月增长 65%, 单月投放素材量逼近 18 万组, 位列海外媒体素材榜第七。

图表41: AppDiscovery 运营模式



资料来源: Naavik, 国盛证券研究所

图表42: AppLovin 素材投放趋势 (1-8月)

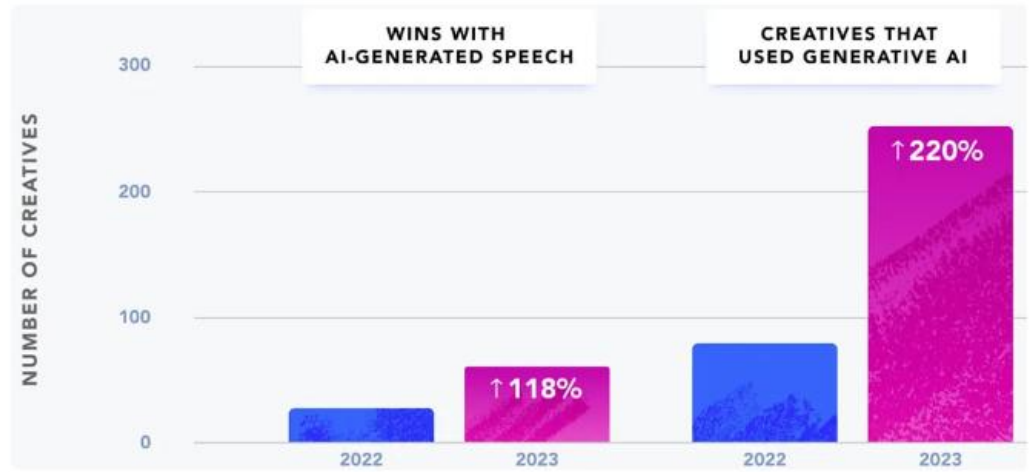


资料来源: DataEye 游戏观察, 国盛证券研究所

Sparklabs: SparkLabs 采用迭代测试的流程为客户制作广告, AI 在该流程的各个环节都能帮助提效, 包括收集数据、策略分析、素材制作和迭代测试等环节。尤其在素材制作环节, SparkLabs 结合使用了多种 AI 工具。例如借助 ChatGPT 辅助创意构思; 使用 MidJourney、DALL-E、Adobe Firefly 等工具生成基础素材; 利用 RunwayML、DeepMotion 等制作视频; 利用 Play.HT 配音并用 Lalal.ai 编辑音频等。

Sparklabs 结合 AI 技术后, 定制素材的用时可缩短至两周内, 且制作成本大幅降低。目前, 带用户交互功能的 SparkLabs 试玩广告能使平均 IPM 提升率达到 250%, 动态展示游戏玩法的视频广告能使平均 IPM 提升率达到 200%。2023 年, SparkLabs 使用 AI 技术的工作总量扩大了近 3 倍, 主要用于生成模型、美学风格化、生成式文本转语音等。视频、互动广告、联网电视和应用商店优化等场景中, 采用 AI 技术的广告创意设计总数较 2022 年增长了 220%。

图表43: SparkLabs 使用生成式 AI 技术的广告创意设计总数



资料来源: 智东西, 国盛证券研究所

我们认为, Applovin 能够跑通 AI+营销的商业变现路径, 主要得益于以下几个方面:

1) 产品层面: 打造流量买卖闭环, 提升用户黏性。公司同时运营需求方平台 AppDiscovery 和广告聚合平台 Max, 对于既是广告主同时也是广告位供应方的 App 开发商而言, 只需使用 Applovin 即可先通过 AppDiscovery 获取用户, 再将广告位接入 Max 进行变现, 便捷的一站式操作利于提升开发商的使用黏性和缩短 App 的投入回收期, 收回成本的开发商可能迅速开发同类型新品并继续使用 Applovin, 一边采买流量一边获取广告收入, 从而形成正向循环。

2) 技术层面: 收购游戏公司, 积累一手数据投喂模型。模型能力离不开数据训练, Applovin 服务的广告主以休闲游戏类为主, 而公司也在 2018~2022 年间陆续收购了 Belka Games、Machine Zone、Clipwire Games、Wordle 等游戏工作室和游戏开发商, 同时公司旗下运营 200 余个自有 App, 因此公司沉淀了大量一手数据、垂类数据用于训练其算法。目前公司已通过标签算法实现自动化升级和成本优化, 通过 App 用户有限的信息归纳用户特征及转化数据, 标签分类以提高推荐精确度; 同时, 游戏开发业务也为投入使用的自有模型提供了循环优化的实际场景, 数据沉淀能带来规模效应, 形成技术层面的先发优势。

图表44: 2024 年全球应用广告类 SDK 份额占比排行榜

排名	SDK 名称	SDK 所属公司	所属国家	SDK 类型	集成 SDK 的应用数(w)	份额占比
1	AdMob	Google	美国	广告	243767	71.11%
2	Unity Ads	Unity	美国	广告	186241	54.33%
3	AppLovin	AppLovin	美国	广告	118485	34.57%
4	Facebook Ads	Facebook	美国	广告	112032	32.68%
5	IronSource	Unity	美国	广告	93065	27.15%
6	Vungle	Blackstone	美国	广告	73840	21.54%
7	AdColony	Digital Turbine	美国	广告	61850	18.04%
8	Mintegral	Mobvista	中国	广告	56291	16.42%
9	Chartboost	Zynga	美国	广告	51004	14.88%
10	InMobi	InMobi	印度	广告	48214	14.07%
11	Fyber	Digital Turbine	美国	广告	36294	10.59%
12	穿山甲	字节跳动	中国	广告	25026	7.30%
13	Amazon Mobile Ads	Amazon	美国	广告	16512	4.82%
14	MoPub	Twitter	美国	广告	6583	1.92%
15	广点通	腾讯	中国	广告	3689	1.08%
16	SuperAwesome	Open Source	美国	广告	1099	0.32%
17	快手	快手	中国	广告	1048	0.31%
18	百度	百度	中国	广告	792	0.23%
19	Verizon	Verizon	美国	广告	769	0.22%
20	FairBid	Google	美国	广告	291	0.08%
21	Prebid	Open Source	美国	广告	174	0.05%
22	极光联盟	极光	中国	广告	132	0.04%

资料来源: AndroidGO 出海, 雪球, 汇量科技数据研究中心, 国盛证券研究所

3)策略层面: 组合中长尾媒体, 抢夺大厂 SDK 份额。市场广告投放总需求有限, Applovin 能够与 Google、Meta 等互联网大厂抢夺 SDK 份额, 从而为自身开拓出较大的市占率提升空间。Applovin 通过产品矩阵吸引和留存用户、以成熟模型和精准投放打造出 ROI 优势, 同时 Applovin 对自身的定位及对竞争方向的选择也为其带来了收入增长弹性: 通过整合中长尾媒体资源, 利用相对优势争夺大厂 SDK 份额。据汇量科技数据研究中心, AppLovin 在 2024 年全球应用广告类 SDK 份额占比达 34.57%, 排名第三, 已超越 Meta 旗下 Facebook Ads 的 32.68%, 而 Google 旗下 AdMob 的市场份额达 71.11%, 可见 Applovin 长期成长的天花板较高。此外, Applovin 所整合的垂类媒体资源更适合精确打造流量标签, 从而加强了其投放精确度方面的优势。

AppLovin 印证了 AI 重塑营销行业的可行性。在海外, 微软和 Snap 尝试在 AI 机器人中插入广告; 谷歌可利用生成式 AI 创建多模态内容, 并以 AI 工具实现智能竞价、动态展示广告等功能; Meta 推出了 AI 广告创建平台 AI Sandbox, 聚焦 AI 二创以及快速链接品牌素材; TikTok 已用生成式 AI 编写广告脚本, 广告营销行业经营模式不断迭新。

映射到国内来看, 多家 A 股公司已通过 AI 技术实现广告制作及传播方式的迭新, 在 AI 应用商业化方面具备潜力。我们认为, Applovin 的经验能为国内营销公司带来以下几点参考:

1) 产品矩阵向流量端延伸: Applovin 充分利用了旗下流量聚合平台与广告投放平台间的

协同效应，而国内广告营销公司多数只聚焦投放业务，无法直接触达C端用户，需要向下游平台采买流量，因此在投放效率、反馈数据质量、利润分成比例等方面受限。如果营销公司能布局流量聚合业务来直接获取流量资源，则更利于公司提升广告交易的效率并将客户留存在业务闭环内。

对营销服务商而言，向下游收购游戏、垂类媒体等也是触达流量的方式之一，通过并购整合下游资源，营销商能将使用产品的垂类用户纳入自身流量池，积累一手数据来训练AI模型，或将特定目标用户的广告定向投向自有产品。

2) 拓宽市场与客户范围: Applovin 在全球多个国家地区设立了分公司，广泛接触了具有不同消费习惯的市场，并服务游戏、金融、媒体等众多行业的客户；国内营销公司目前服务对象主要为国内电商、游戏等行业的广告主，进一步拓宽服务的市场与客户类型更利于营销公司降低对单一行业、国家地区经济环境的依赖性，也能接触更广泛的业务数据用来沉淀 AI 算法训练所需的数据、提升技术能力。

图表45: A股AI+营销标的梳理

证券简称	AI 相关内容梳理
易点天下	1、旗下商业化数字营销平台 Cyberclick 包含 CyberCreative AI 创意平台；2、zMaticoo 为易点天下旗下程序化广告平台，运用算法与 AI 技术能力打通多源数据及媒体资源，实现数据全链路实时化管理；3、2024 年 5 月，易点天下发布“AI+BI+CI”出海全链路数字化解决方案，以科技创新为底座，以 AIGC 数字营销创作平台 KreadoAI、数据分析&增长模型平台数眼智能、智能化多云管理平台 Gears 三大核心产品为引擎，可为出海企业提供从多云持续交付、多云财务管理、出海路径规划、产品智能化升级到数字化营销推广的全链路解决方案。
蓝色光标	1、蓝色宇宙全面推进 xR+AI 的内容开发与场景运营，集成虚拟现实、LBE 大空间、沉浸式体验内容 IP、AI 数字人直播与本地生活等应用模块；2、销售运营层面，以 AI 数字人直播与电商平台流量运营为核心的蓝标智播；3、构建了 AI 时代营销应用的数据底座， workflow 底座和创作底座。
天娱数科	1、公司自研智慧营销大模型，魔方 mixAI 营销 SaaS 平台基于智慧营销大模型基座，集 AIGC 广告素材生成、广告投放策略优化、AI 直播电商转化于一体；打造 AI 数字人 IP 矩阵；2、助推移动应用分发 SaaS 实现新增长，平台服务了众多头部 AI 类产品，带动平台收入同比增长 26%；3、聚焦 AI+3D，空间智能 MaaS 平台实现算法、模型双备案。平台现有两大功能，一是 AI+3D 可视化功能，为虚拟 3D 场景、AI 数字人交互等提供大模型服务；二是 AI+3D 数据集功能，构建高质量多模态数据集，目前拥有超 80 万条 3D 数据、35 万条多模态数据。
三人行	1、推出营销领域多模态 AI 产品：“一个” AI，为广告主智能化提供包括前期营销策略、中期创意输出、后期智能投放的全流程营销服务；2、以 AI 技术推进降本增效，利用 ChatGPT、shopify 等 AIGC 工具完善 AI 创意能力。
天地在线	1、依托多年为中小微企业的客户运营及资源优势，融合 AI 技术打造可以满足客户需求的企业级 AI 应用；2、AI 数字人服务，企业级 AI 应用等新兴方向进一步布局。
天龙集团	1、天龙 AIGC 引擎持续升级，围绕效率提升、创意颠覆、标准化产品三大应用方向进行布局；2、打造“品学·兼优” AI，集成了 GPT4o、KIMI、可灵、文心一言、通义千问、讯飞星火、百度擎舵、腾讯妙思等模型，通过自研创图助手、视频剪辑助手等小工具集，实现图片和视频的模版化批量生产制作，并建立 AI 标签及投

天下秀	<p>放效果跟踪体系。3、首创“AI 营销内容数字工厂”，构建基于 AI 技术的内容自动化处理平台和短视频营销内容生产平台。</p> <p>研发的 AIGC 产品“灵感岛”企业端全新上线，产品涵盖社媒内容 AI 运营、短视频内容 AI 运营、矩阵营销 AI 运营三大板块，可实现批量图文内容生成、爆款内容复刻、批量内容审核、批量短视频内容生成、社媒账号一键管理、企业数字人 IP 打造等多种营销场景应用。</p>
宣亚国际	<p>1、基于自研“巨浪技术平台”的 AI 能力打造了 OrangeGPT，已应用于创意文案、图片生成、视频脚本等营销业务中；2、OrangeGPT 新增 AI 一键成片能力，通过增强 AI 脚本创作、AI 视频解构和组合、智能视频配乐、智能视频混剪等能力，实现一键生成多样化短视频投放素材。</p>
引力传媒	<p>公司基于自有营销电商行业模型自研并推出“创意助手”、“视频助手”和“通用助手”三大 AIGC 产品应用。由“创意助手”生成相关视频脚本，基于视频脚本自动匹配相应素材并一次性迅速生成十条视频，实现了从 AI 口播到 AI 混剪的全链路产出</p>
因赛集团	<p>公司自研营销 AIGC 应用大模型“InsightGPT”，定位为 AIGC 驱动的营销全链路应用解决方案，致力将 AIGC 技术与营销策略洞察、内容创意生产、传播投放及效果转化等环节深度融合。</p>
元隆雅图	<p>1、公司元宇宙平台 UOVAMETA 已升级为 SaaS 多链数字私域社群运营平台，通过 AIGC 文生图垂类模型、AR、VR 等技术，可实现虚实结合产品快速开发、沉浸式场景搭建等能力，为企业提供一站式 IP 数字化营销及会员运营服务。2、公司应用 AI 技术建立了完善的集创意、策略、设计、内容、投放、数据为一体的全方位数字营销业务系统，提升了新媒体媒介账号选择和投放的效率和精准度。</p>
浙文互联	<p>1、公司正在推进 AIGC 应用向长安启源、方程豹汽车、伊利、一汽丰田等多个品牌开放，为品牌 AI 视频、AI 图文等多领域优质内容的生产赋能，精准有效触达目标用户。2、应用产品方面，以 AIGC 轻量应用“数眸”，按照“硬件+软件+内容策划”组合形式推进商业化落地，累计已实现 5000+次的生图与 300+次的付费体验；AIGC 绘画工具“米画”、AIGC 小说与剧本辅助写作工具“米文”等创作者应用产品迭代更新。</p>
省广集团	<p>打造包括 GIMC 云、灵犀 AI 在内的数智产品矩阵，以大数据为依托精准触达目标消费者。</p>
电声股份	<p>公司将 AI 大模型应用在私域用户运营业务，为品牌客户提升运营效率，上线了 AI 质检、AI 训练等工具，建立“行业小模型”，显著提高了私域运营人员的工作效率和效果。</p>
新华都	<p>开发并上线试运行智能化平台“久爱 AI”，一期版本开放商品评论分析、商品信息采集、违禁词风险评估、摘要抽取、文案大纲助手、简历筛选 6 项 AI 工具，为优化营销策略、产品结构和日常办公提供技术支持。</p>
华扬联众	<p>1、2024 年公司先后推出 AI 视频实验性创意短片《龙境之年》和 AI 音乐《大荒之宙重金属版》；2、接入基于人工智能技术的 AI 数据分析工具 Kimi 小脉营销助手 3.0；3、通过与原有 HIGC 智能平台的整合，启动全流程 AI 视频创作宣传片制作。</p>

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

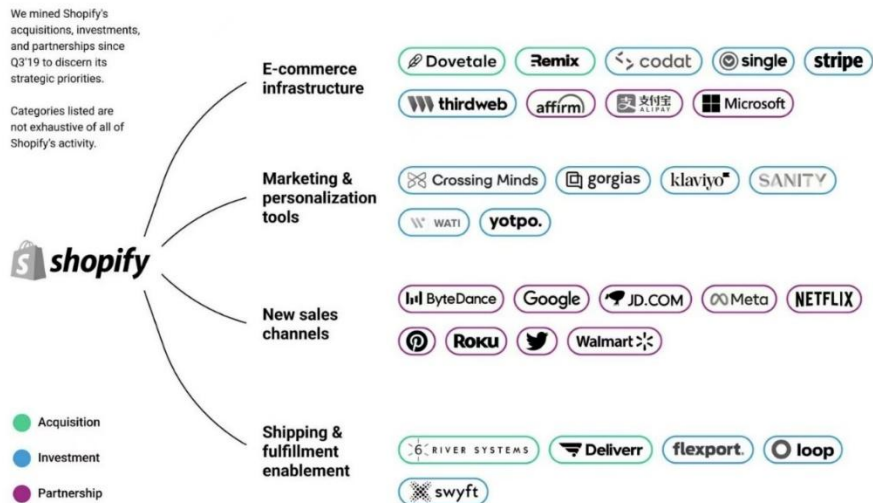
2.3 AI+电商：Shopify 销售额创纪录，印证 AI+电商业具备商业化潜力

电商建站 SaaS 平台 Shopify 旗下拥有多样化的产品和服务，包括搭建线上店铺服务、电商履约服务、SaaS 工具运营服务、消费者和商家金融借贷服务等。目前公司收入来源分为两大类：订阅服务收入和商户服务收入。订阅服务收入占比近 30%，毛利率超过 80%，该业务采用 SaaS 商业模式，商家订阅 Shopify 推出的各档服务工具包并按期缴纳订阅费用；商家解决方案收入占比达 70%，毛利率在 40% 左右，这部分收入包括平台手续费、交易费、物流服务费、金融业务下的利息收入，以及通用型管理 SaaS 工具的收入。

Shopify 在去年宣布将在 AI 应用层面探索更多可能性。2023 年 3 月，OpenAI 宣布 ChatGPT 实现支持插件，公司旗下 C 端购物应用 Shop 成为首批接入的插件。Shop App 的功能也经历了数次迭代，从不支持应用内搜索到能搜索品牌，再到能搜索产品，Shop App 推出 AI bot 后，品牌方只需在后台开通 Shop channel，设置相应的产品图片与描述，产品就可能出现在 AI bot 的回答中。

图表 46: Shopify 业务架构

Shopify's Strategy Map



资料来源：CBINSIGHTS, 国盛证券研究所

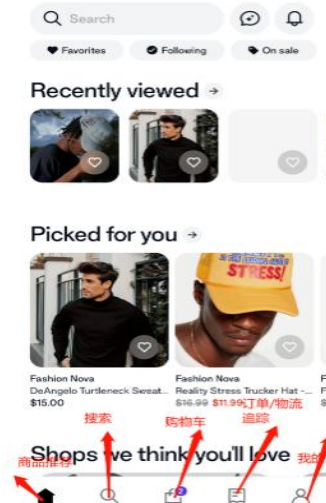
大语言模型的演进和开源为 Shopify 及其生态下的开发者提供了助力。2023 年 7 月，Shopify 推出 AI 聊天机器人 Sidekick；2024 年 6 月，Sidekick 更新至 2024 年夏季版。目前 Sidekick 可以协助卖家制作折扣代码、生成商店报告、提示营销灵感等；今年年初，Shopify 推出了 AI 图像生成工具，为卖家快速制作产品图。近期，Shopify 生态的开发者发布了 AI 广告产品 CreatorKit，产品基于生成式 AI 模型为 Shopify 卖家产出广告图片和视频。Shopify 未来策略重点是向 AI 能替代人力的业务方向发展，如零售电商和广告。

图表47: Sidekick 辅助建立产品列表



资料来源: 跨通社, 国盛证券研究所

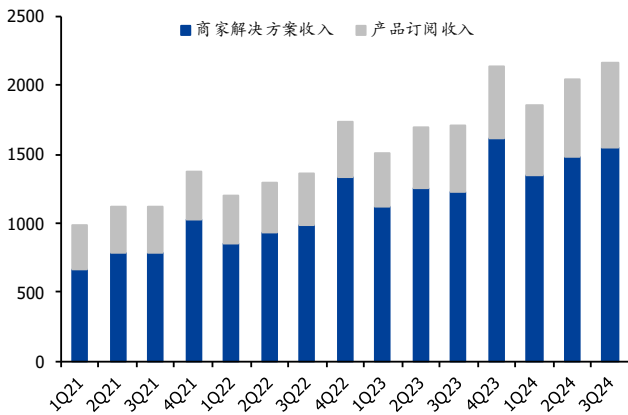
图表48: Shop App 使用页面



资料来源: 白鲸出海, 国盛证券研究所

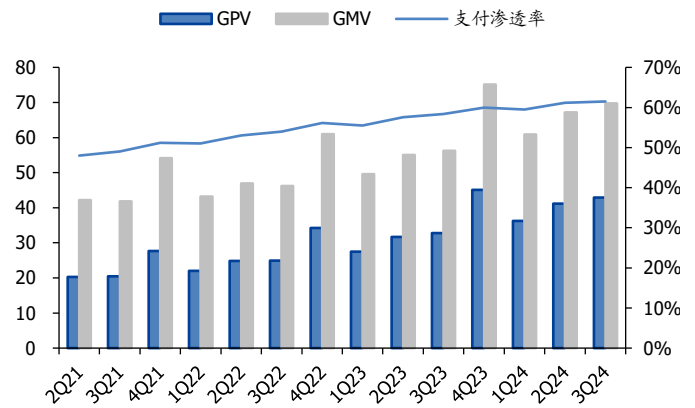
随着 AI 技术带动产品力提升, Shopify 取得了亮眼的销售数据及财务表现。据跨境必读, 今年黑五网一期间, Shopify 平台卖家销售额创下 115 亿美元的新纪录, 同比增长 24%, 全球共 7600 万+用户通过 Shopify 购买商品, 销售高峰期每分钟销售额达 460 万美元, 超 16500 名卖家在 Shopify 上进行了首次销售, 超过 67000 名卖家创下有史以来最高的单日销售额。据跨通社, 2024Q3, Shopify 商品交易总额为 697 亿美元, 同比增长 24%; 公司实现营收 21.6 亿美元, 同比增长 26%; 毛利润同比增长 99%至 3.44 亿美元。

图表49: Shopify 分季度收入 (单位: 百万美元)



资料来源: 海豚投研, 国盛证券研究所

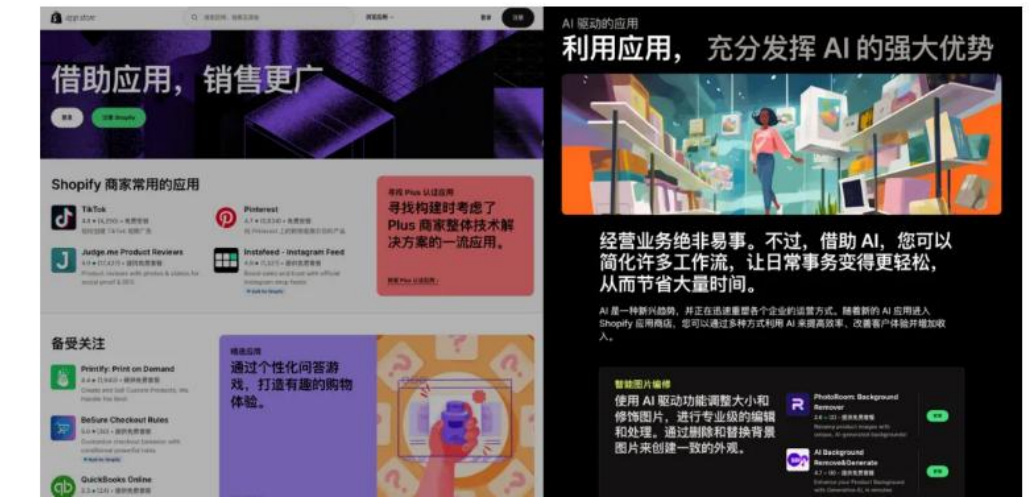
图表50: Shopify 分季度收入 (单位: 百万美元)



资料来源: 海豚投研, 国盛证券研究所

我们认为, Shopify 在 AI+电商领域取得优异表现主要得益于以下因素:
 1) 生态系统: Shopify App Store 生态促进了公司 AI 能力的全方位提升。Shopify 早在 2009 年就推出应用商店 Shopify App Store, 开发者可以从商店调用 Shopify API 并创建新插件, 进而提供商家需要的特定功能, 如 TikTok 在 Shopify App Store 中推出了应用程序, 商家下载后即可在 Shopify 中直接访问 TikTok for Business 广告管理器。通过这些第三方应用, Shopify App store 也为商户实现批量库存管理、批量订单管理、邮件营销、SNS 营销、安全支付、SEO、高阶数据分析等高级功能。App Store 补充了 Shopify 的各项垂直能力, Shopify 得以通过定向增强的专业服务赚取更高的订阅费。

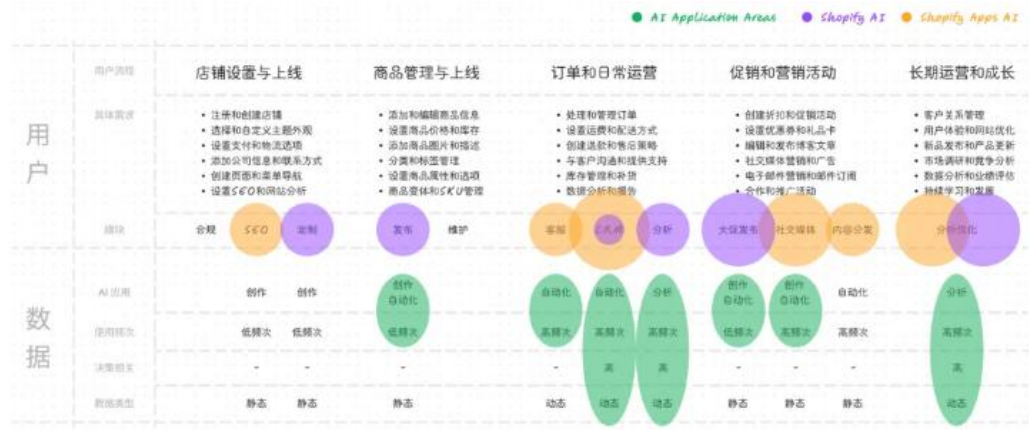
图表51: Shopify App Store 及第三方 AI 应用推荐



资料来源: EICO, 国盛证券研究所

App Store 生态系统强化了 Shopify 的工具属性, 这更利于与 AI 应用相结合, App Store 中 AI 技术的应用也更先发。在 Sidekick 发布之前, Shopify App Store 上已有大量基于 AI 功能的第三方服务, Shopify 做了专门的 AI Apps 推荐表单。应用商店全面延伸的技能触角和便捷的使用体验吸引和留存了大量用户, 这为众多第三方应用创造了产品落地的验证数据和来自商店的分成收入, 因此更多开发商和产品入驻应用商店, 平台综合能力进一步提升。这样的正循环在 AI 领域成效尤为显著, Shopify App Store 逐渐打造一个蓬勃成长的垂类 AI 应用生态系统, 甚至带动了 Shopify 自身推出 AI 功能的节奏加快。目前 Shopify AI 落地的能力主要在生成和分析, 更注重全局适用性; 第三方 App AI 主要落地在垂直场景, 如优化 SEO 与分发媒介、激活销售、提升客服能力等。

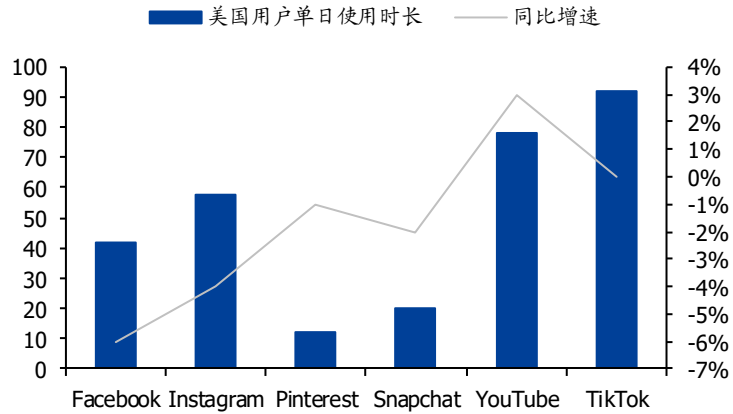
图表52: Shopify AI 应用场景



资料来源: EICO, 国盛证券研究所

2) 社交电商: 流量生态决定了社交电商的增长趋势, Shopify 较早布局社交电商资源。美国居民在 Youtube、Tiktok 等平台的日均使用时长约 80~90 分钟, 在 Facebook 和 Ins 等图文社交平台日均使用时长约 40~60 分钟, 可见 1 个社交媒体结合 1 个视频平台即可占据美国居民日均约 120 分钟, 且用户实际往往同时使用多个社交与娱乐平台, 因此美国整体线上流量大盘中, 社交娱乐平台流量规模远大于消费购物类平台。因此即使头部电商平台在流量层面也不具备优势, 而是需要从社交、娱乐、搜索等渠道获得流量, 再向商家分配。因此对商家而言, 直接从社交、娱乐、搜索渠道获取用户是更高效的途径, 由此形成的社交电商模式则具备较强的增长确定性。

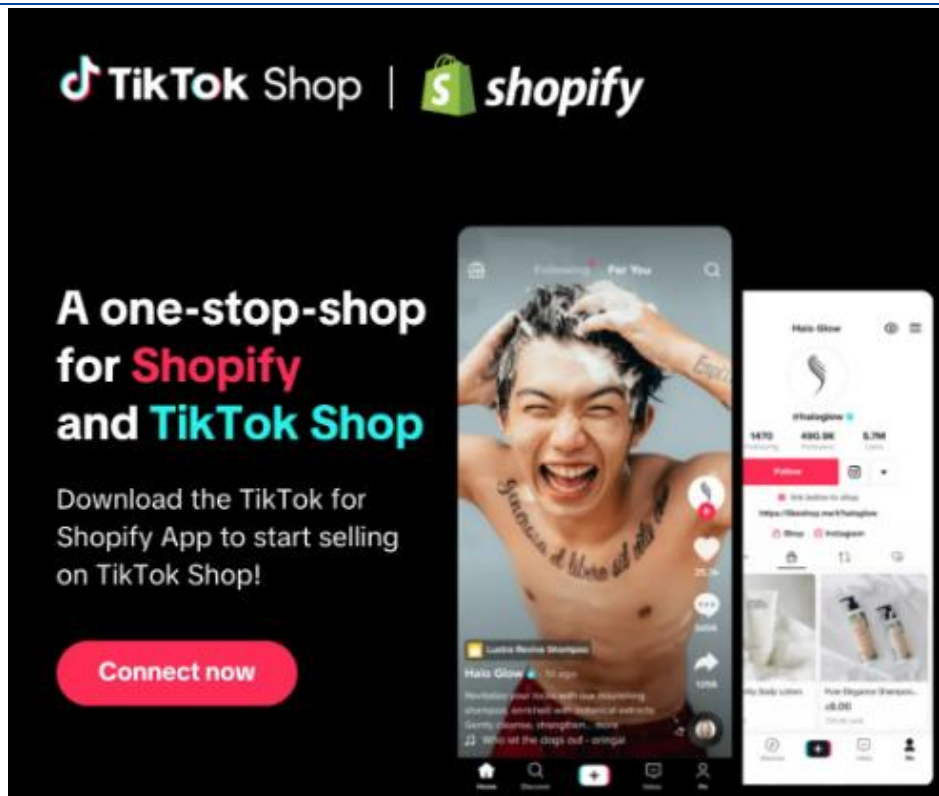
图表53: 美国用户各平台日均使用时长 (单位: 分钟)



资料来源: 海豚投研, 国盛证券研究所

Shopify 早在 2020 年押注 TikTok 的社媒影响力, 与 TikTok 建立合作并帮助商家高效参与 TikTok 社区营销活动。双方合作内容此后进一步拓展, 在美国、英国注册的 Shopify 卖家都可使用 TikTok for Shopify 应用程序同步他们的线上店铺, 把产品上传至 TikTok Shop 展示和销售。

图表54: Shopify, TikTok 扩大合作



资料来源: 跨通社, 国盛证券研究所

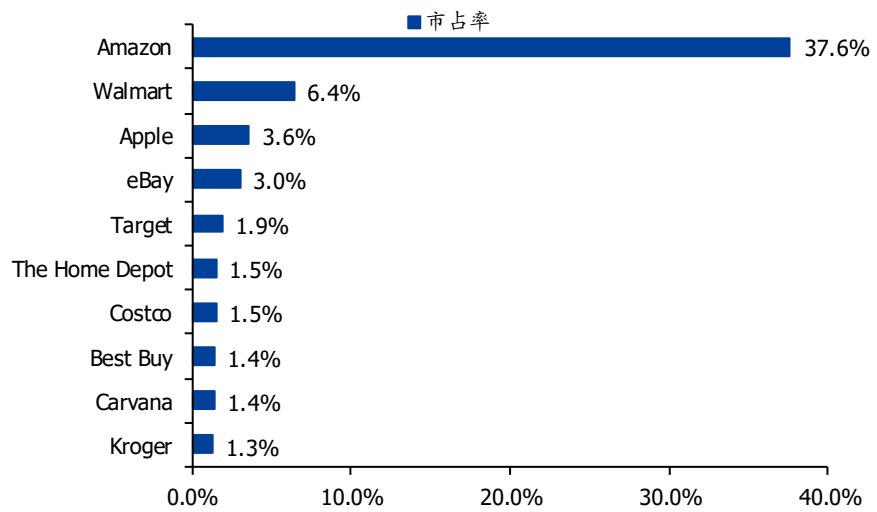
3) 独立站: 流量分布同样导致了独立站模式的蓬勃发展, Shopify 作为服务独立站商家的平台充分享受了赛道红利。

目前在国内, 社交电商主要以大平台内嵌功能的形式存在, 如流量平台抖音、快手搭建的闭环电商平台或电商平台淘宝等自身孵化的直播渠道; 而在美国则不同, 社交电商流量生态更开放, 独立站是社交电商的主要载体。

基于社交、娱乐、搜索渠道的流量优势, 商家如果以独立站的形式布局社交电商, 则更容易直接触达更大规模的流量池, 跳过电商平台的二次分配, 且更容易沉淀商家自身的私域流量。美国电商市场较分散且长尾, 2023年, 市场份额 Top1 的亚马逊、Top2~4 主体份额总和、其他主体份额总和分别为 40%、10%、50%。占据市场 50% 的众多其他主体, 单体份额不足 2%, 并且即使在头部 Top 10 中, Apple、Kroger、Walmart 和 Costco 也属于品牌商自有的线上销售渠道, 可见独立站模式已成为美国电商的主要业态。

立足独立站这一优质赛道, Shopify 在 2024 年上半年取得 1281 亿美元的总 GMV 以及全球第二的 GMV 排名。

图表55: 2023年美国各零售电商公司市占率



资料来源: 海豚投研, 国盛证券研究所

图表56: 2024上半年全球主流跨境电商平台 GMV

平台	GMV(亿美元)	地域
亚马逊(电商)	3500	全球
Shopify(生态)	1281	全球
沃尔玛(电商)	500	全球
Shopee	407	东南亚
eBay	370	全球
阿里速卖通	300	全球
shein	300	全球
美容多	240	拉美
拼多多(TEMU)	200	全球
lazada	150	东南亚

资料来源: 跨境必读, 国盛证券研究所

Shopify 验证了电商是 AI 技术商业化的重要场景, 国内也已有多家电商 SaaS 服务公司布局 AI 应用。我们认为对于国内电商服务公司, Shopify 有以下几点值得借鉴:

1) 服务社交电商: 我们认为, 流量分布导致社交电商成为行业发展趋势, SaaS 公司可以与头部社交、娱乐、搜索渠道建立强合作关系, 从而赋能社交电商客户在这些渠道高效获客。同时, 社交电商获客场景较为多元化, 需要的 SaaS 服务也更复杂, 例如直播电商需要直播功能支持、店铺商品管理、图文素材生成等。SaaS 公司如果能利用 AI 技术打造全方位全流程的服务能力, 则能吸引更多社交电商商家为之付费。

2) 服务跨境电商独立站: 尽管国内电商独立站的发展趋势尚不明朗, 但国内电商 SaaS 公司可以抢滩跨境电商独立站市场, 通过辅助国内商家在海外建站来享受海外独立站市场蓬勃发展带来的红利。

3) 建立 AI 商店生态系统: 电商 SaaS 公司可以通过搭建 AI 商店生态系统来补充自身功能矩阵, 从而留存更多电商用户并带动自身 AI 应用能力提升。

图表57: 国内 AI+电商标的梳理

公司名称	AI 应用相关梳理
值得买	2023 年, 值得买启动了“值得买消费大模型”的自主研发, 落地了各类 AIGC 应用工具。基于“值得买消费大模型”研发的 AI 购物助手“小值”于 2024 年 2 月在“什么值得买”App 上线, 这是值得买科技全面 AI 战略的代表性成果。作为融合了感知、分析、推荐和执行能力的 Agent 产品, “小值”能够通过多轮对话, 在深度理解用户意图的基础上, 高效总结全网实时消费经验与电商信息, 提供口碑总结、商品对比、商品推荐、全网比价等服务, 为存在不同决策难点的消费者提供个性化的建议, 从而提升消费决策的质量和效率。
焦点科技	2023 年推出应用于外贸 B2B 领域的 AI 助手“AI 麦可”; 2024 年 10 月, 公司面向全球发布了“AI+跨境”产品 Mentarc。Mentarc 是焦点科技 AI 业务板块 FocusAIM 推出的新产品, 它以 AI Agent 的形式为全球分销商和跨境电商卖家解决选品、货源查找、店铺运营等多方面难题, 让跨境电商从业者运用 AI 技术优化传统工作方式, 以低进入门槛、高发展空间的方式开展业务, 高效实现跨境电商闭环。
返利科技	公司以 AI 技术完善导购产品矩阵, 开发了电商导购 APP “如意”, 可通过 AI 对话的交互方式为用户提供购物问答、建议清单、全网比价、评价提炼、评测聚合等网购服务。2024 年, 公司持续研发“价安”“会省”等不同版本产品、开展市场测试, 加强推广获客策略优化研究。2024 年 6 月, “返利”APP 注册用户数达 2.66 亿, 较 2023 年底增长 7.68 万。
微盟集团	微盟于 2023 年 5 月份发布面向 SaaS 客户的微盟 WAI SaaS 版, 2024 年 7 月 AI Agent 上线后, 微盟 WAI SaaS 版月活客户环比提升 74%, WAI 助理对系统问答的准确率高达 82.5%。同时, Agent 团队上线后, Q3 SaaS 新客户交付期 WAI 使用量较 Q2 提升了 217.7%, AI 商业化收入增长 237%。2024 年使用 WAI 的中小商家续费率达 75%。至 2024 年 10 月, 微盟 WAI 已经拥有包括“系统客服、选品师、设计师、商家助理、商城运营、装修专家、营销策划、活动运营、短视频运营、直播运营、会员运营、多渠道运营、商品运营、导购助手、数据顾问”共 15 大 AI Agent 产品矩阵。自 6 月上线营销 Agent 团队, 已配备给超过 320 家 SaaS 客户, 并为客户提供多次大促建议、落地执行和系统配置。以助力“线上开店”的搭建 Agent 团队为例, Agent 仅耗时 2 分钟即可自主轻松搞定“基础配置、商品上架、店铺装修”等店铺上新全流程。

资料来源: 微盟、值得买科技公众号, 江苏省互联网协会, 返利科技公司公告, 国盛证券研究所

3 并购重组助力传媒发展，重视国企机会

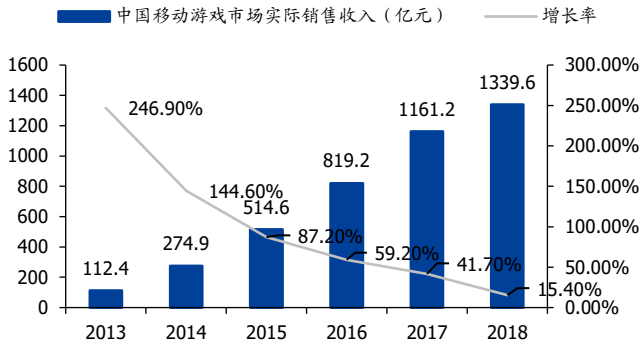
并购重组有助于传媒企业快速发展。由于传媒行业发展的非线性特征，在新技术出现时往往需要通过并购的形式快速对接新技术新方向等，因此并购重组天然存在于传媒行业的发展基因中。回顾2013-2015年的传媒牛市，并购重组是重要的催化因素，同时当时之所以其他行业企业纷纷跨界进入传媒板块，与当时移动互联网高速发展密不可分，如移动营销、手游等行业增速都能维持多年超过100%。

图表58: 2015年传媒板块部分个股上涨原因分析

公司名称	年度涨跌幅 (%)	上涨原因
中文在线	1715	2015年1月中文在线在深交所创业板上市，作为中国“数字出版第一股”，受到市场广泛关注。
万达电影	683	2015年1月22日万达院线上市，成为全球市值最大的电影院线公司。同年，万达电影以22亿元交易价格购买了慕威时尚与14家影院管理公司，还收购了澳大利亚第二大院线Hoyts，通过并购实现了规模扩张和资源整合。
迅游科技	649	新股上市效应：2015年5月，迅游科技上市，作为“网游加速器第一股”，市场对其有较高预期；资本运作影响：公司在2015年有一些资本运作动作，如11月21日宣布终止资产重组，并出资1亿元设立并购基金等。
引力传媒	564	新股上市效应：2015年引力传媒上市，作为在数字营销和电商运营领域具备潜力的公司备受关注。
分众传媒	483	2015年分众传媒借壳上市，市值突破1000亿元，当年良好的业绩预期也对股价带来利好；2015年公司引进百度云，结合之前的物业云，推动电梯海报精准投放，提升了广告投放效果和客户满意度，为公司业绩增长和股价上涨提供了有力支持。
富春股份	474	游戏业务拓展：2015年公司拟收购上海骏梦网络科技有限公司100%股权，合并其报表后，游戏业务收入增加，且游戏行业发展迅猛，市场对其未来盈利预期良好。
昆仑万维	450	2015年昆仑万维登陆创业板，IPO募集的13亿元用于游戏的研发和代理等，为公司业务拓展和发展提供了资金支持；2015年业绩稳定，良好业绩预期也促进股价上涨。
巨人网络	412	手游业务表现出色：2015年巨人网络在移动端发力，上半年连续发布了《征途口袋版》《大主宰》两款流水破亿的手游；借壳上市与重组预期：2015年巨人网络借壳世纪游轮，在当年第四季度放出重组消息。
顺网科技	404	产业链延伸布局：2015年VR产业开始受到市场关注，被认为是未来科技发展的重要方向之一。顺网科技提前布局VR产业，与HTC的合作使其在VR硬件代理、内容管理平台开发等方面占据先机。
唐德影视	399	热门作品带动业绩增长：2015年初播出的《武媚娘传奇》创下3.03%的全年最高收视，为公司带来了可观收入；次新股：唐德影视作为2015年2月上市的次新股，上市初期往往会受到市场的关注。
慈文传媒	356	借壳上市与资本运作：2015年9月，公司完成重大资产重组；11月，慈文传媒完成对北京赞成科技发展有限公司的收购，同年在深圳证券交易所正式挂牌上市；热门作品带动：《花千骨》的热播极大地提升了慈文传媒的知名度和市场影响力。
恺英网络	320	借壳上市与业绩承诺：2015年恺英网络作价73亿元借壳泰亚股份，这一重大资产重组使公司成功登陆资本市场，恺英网络承诺2015年、2016年、2017年扣非后归母净利润分别不低于4.6亿元、5.7亿元、7.0亿元；业务转型成效：2014-2015年公司从页游成功转型手游，受市场关注。
读者传媒	318	新股上市效应：2015年12月10日读者传媒上市；并购重组预期：虽然公司在2015年12月29日回复问询函称不存在筹划并购重组等重大事项，但在当时的市场环境下，并购重组是市场的热点题材之一，部分投资者可能对公司未来的并购重组仍抱有期待。
佳云科技	314	并购重组预期：佳云科技在2015年收购了北京金源互动科技有限公司、深圳市云时空科技有限公司、北京微赢互动科技有限公司，市场对公司通过并购实现业务拓展和业绩提升抱有期待。
汤姆猫	313	跨界重组转型：公司上市后即进行跨界重组，先是用自有资金1.44亿购买吉昌化学60%的股权整合主营业务产业链，同年11月拟收购杭州哲信信息技术有限公司100%股权，次年4月作价29亿正式完成收购，转型移动游戏。

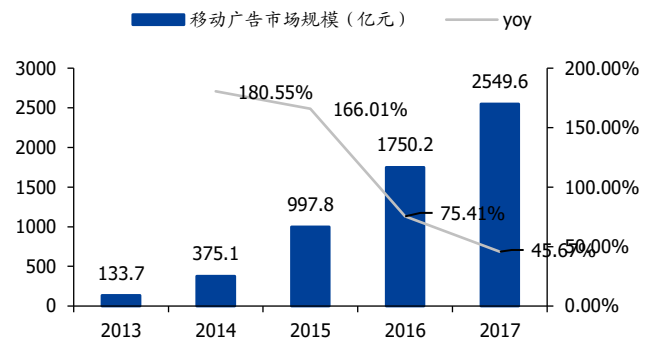
资料来源：WIND，公司官网，央广网，新浪财经，环球网，澎湃新闻，第一财经，财联社，企查查，同花顺，金融界，人民网，凤凰娱乐，南方经济，中证网，东方财富网，动点科技，智联招聘，证券之星，上观新闻等，国盛证券研究所

图表59: 2013-2018年中国移动游戏市场规模(单位:亿元)



资料来源: 游戏产业报告, 国盛证券研究所

图表60: 2013-2017年中国移动广告市场规模(单位:亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

证监会明确支持产业升级的跨界并购, 传媒行业发展迎来助力。在2024年9月24日在国新办新闻发布会上, 证监会主席吴清表示大力支持上市公司向新质生产力生产转型升级, 证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业发展进行并购, 包括开展区域转型升级等目标的跨行业并购, 以及有助于补链强链、提升关键技术水平的未盈利资产收购。证监会当晚就发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(即“并购六条”), 以更好发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用。证监会对于并购重组的大力支持, 为传媒行业后续更好发展提供了有力支持, 在政策发布后, 天地在线、因赛集团、创业黑马等公司纷纷发布并购预案。

国资委明确国央企市值管理纳入中央企业负责人业绩考核并发布 9 条措施。2024年1月24日, 在国新办新闻发布会上, 国资委产权管理局负责人谢小兵透露, 国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核, 引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现, 及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期, 加大现金分红力度来更好地回报投资者。12月17日, 国资委发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》, 《意见》提出了九条措施, 包括着力提高上市公司发展质量、积极开展有利于提高投资价值的并购重组、加大市场化改革力度、全面提高信息披露质量、主动加强投资者关系管理、稳定投资者回报预期、完善增强投资者信心的制度安排、健全市值管理工作制度机制、严守依法合规底线等。

国央企积极响应国资委号召, 资本运作明显加快。从政策力度上可见这一轮中央对国央企市值管理的高度重视, 在此影响下国央企资本运作显著加快, 从重组整合、外延并购到获取上市公司控制权, 我们可以看到今年发生多起案例。

图表61: 国央企资本运作案例

资本运作类型	上市公司	具体事件
重组合并	盐湖股份	9月7日, 中国五矿及所属子企业与青海省国资委、青海国投签署协议, 拟共同组建中国盐湖工业集团有限公司, 交易完成后, 盐湖股份控股股东将由青海国投变更为中国盐湖集团, 实际控制人将由青海省国资委变更为中国五矿。
	中国船舶、中国重工	中国船舶以发行A股股票方式换股吸收合并中国重工, 换股比例为1:0.1335。
	国泰君安、海通证券	12月13日, 国泰君安、海通证券的股东大会审议通过了国泰君安拟以发行A股股票、H股股票方式换股吸收合并海通证券并募集配套资金的相关议案。
并购	博雅生物	7月17日, 博雅生物拟以18.2亿元收购绿十字(香港)100%股权, 华润集团将成为绿十字(香港)的实际控制人。
	远达环保	远达环保拟通过发行股份及支付现金的方式, 购买中国电力、湘投国际合计持有的五凌电力100%股权以及国家电投广西公司持有的长洲水电64.93%股权, 并向特定投资者发行股份募集配套资金。
	龙源电力	公司拟现金收购控股股东国家能源集团旗下国能资产管理公司、国能甘肃电力和国能广西电力所持有的山东、江西、甘肃、广西区域共计8家新能源公司股权, 初步预计交易对价合计为16.86亿元。
	中钨高新	中钨高新拟通过发行股份及支付现金的方式, 购买五矿钨业、沃溪矿业合计持有的湖南柿竹园有色金属有限责任公司(以下简称“柿竹园”)100%股权, 交易价格为51.95亿元。
国央企购买上市公司股权	国网信通	12月9日, 国网信通公告与控股股东信产集团签署股权收购意向书, 拟以现金方式协议收购信产集团下属亿力科技100%股权, 包含福建亿榕信息技术有限公司59.3%股权和福建亿力电力科技有限责任公司100%股权, 不包含福建网能科技开发有限责任公司56%股权和江西思极智云数字科技有限公司57%股权。
	大晟文化	2023年12月22日, 大晟文化控股股东、实际控制人周镇科及其一致行动人深圳市大晟资产管理有限公司与唐山文旅集团签署《股份转让协议》, 拟将合计17.35%的大晟文化股权以7.35元/股的价格转让给唐山文旅集团, 并放弃所持有的剩余股份对应的表决权。24年3月, 该变更事项获得国资委同意批复。
	华扬联众	湖南湘江集团通过司法拍卖形式获得上市公司17.37%股权。
	天士力	8月初, 华润三九拟62.1亿元拿下天士力控股权, 华润集团将成为天士力集团的实际控制人。

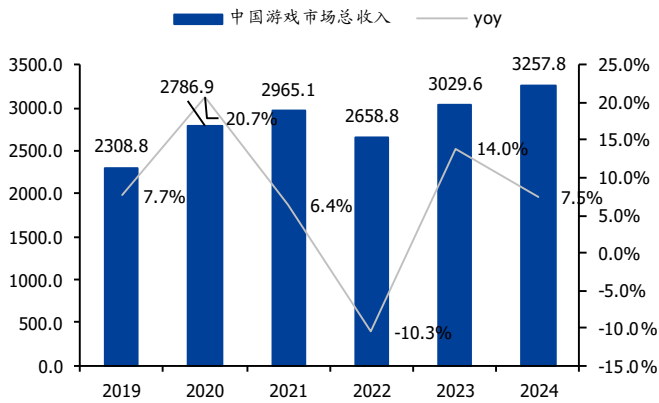
资料来源: 新华社, 同花顺财经, 新华财经, 金融界, 财联社, 中国经营报, 界面新闻, 财联社, 每日经济新闻等, 国盛证券研究所

相比 2015 年, 我们认为国央企将在这轮并购重组中扮演重要角色。2013-2015 年民企由于机制灵活的特点, 在那段时间的二级市场资本运作中扮演了主要角色。当下, 国央企在政策端相比过去更为灵活, 同时明确的考核任务将充分激发国央企资本运作的动力, 且在资金方面相比民企有一定优势, 我们认为应充分重视本轮并购重组中的国央企机会。

4 游戏：2025 年将迎来产品上线周期，供给驱动行业景气度上行

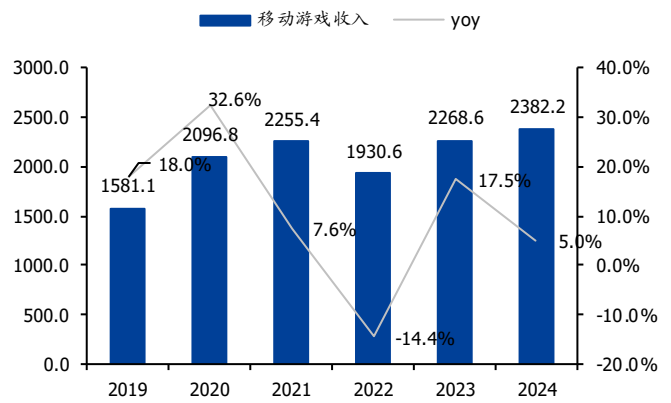
2024 年，国内游戏市场规模同比增长 7.53% 至 3257.83 亿元，创历史新高，其中移动游戏市场规模同比增长 5.01% 至 2382.17 亿元。游戏用户规模同比增长 0.94% 至 6.74 亿人。市场规模与用户规模同步增长主要得益于 1) 游戏新品数量有所增加，且出现爆款大作；2) 多款长线产品平稳运营；3) 小游戏增长势头强劲；4) 多端发行与云游戏使用户消费更便利。

图表62: 近年来中国游戏市场总收入 (单位: 亿元)



资料来源: 游戏产业报告, 国盛证券研究所

图表63: 近年来移动游戏市场收入 (单位: 亿元)

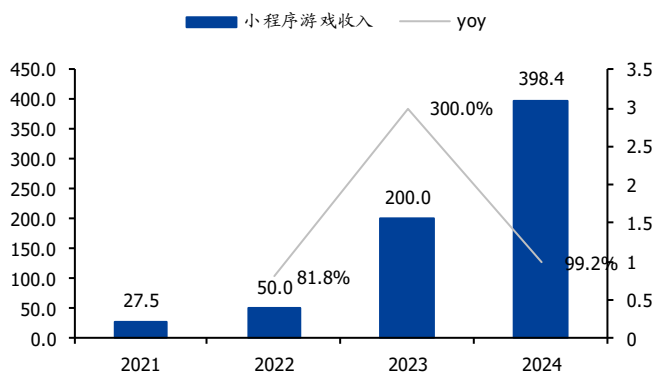


资料来源: 游戏产业报告, 国盛证券研究所

2024 年国内小程序游戏市场收入同比增长 99.18% 至 398.36 亿元，小游戏赛道处于快速成长期。其中内购收入 273.64 亿元，占比 68.7%；广告变现收入 124.72 亿元，占比 31.3%。

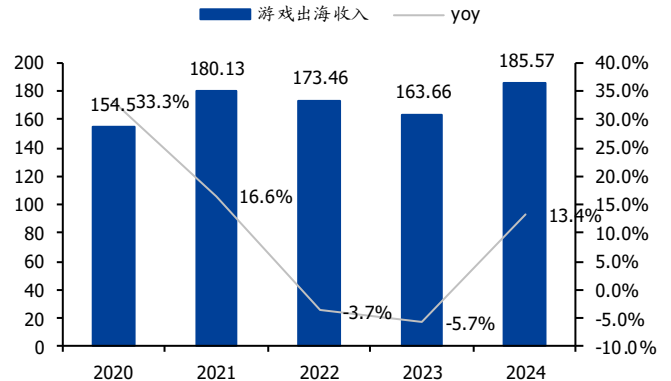
2024 年，自研游戏海外收入同比增长 13.39% 至 185.57 亿美元，游戏出海规模已连续五年超千亿元人民币，并再创新高。国内游戏企业在竞争逐渐激烈的全球市场表现出色。

图表64: 近年来小程序游戏市场收入 (单位: 亿元)



资料来源: 游戏产业报告, 国盛证券研究所

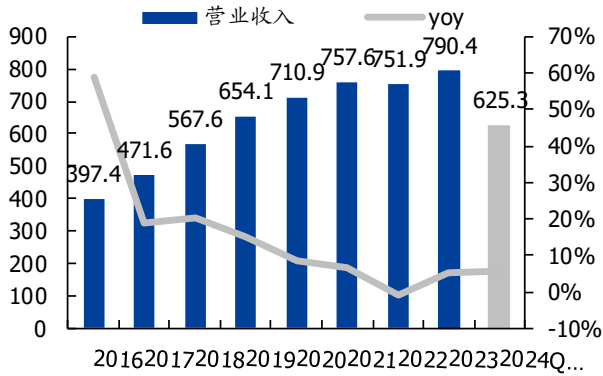
图表65: 近年来游戏出海总收入 (单位: 亿美元)



资料来源: 游戏产业报告, 国盛证券研究所

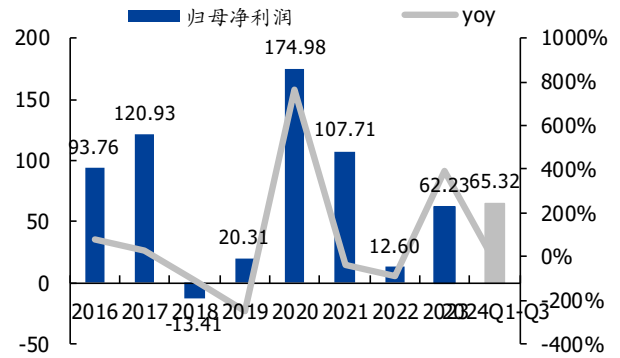
2024Q1-Q3，A 股游戏板块（合计 21 家上市公司）实现营收 625.29 亿元，同比增长 5.49%。在 AI 技术助推下，2024Q1-Q3 板块整体毛利率同比提升 0.94pct 至 67.58%。同时，我们认为 2024Q1-Q3 买量成本仍旧高企，A 股游戏板块销售费用率同比提升 5.58pct 至 34.98%。我们认为买量成本导致游戏公司业绩承压，2024Q1-Q3 游戏板块归母净利润同比下滑 29.93% 至 65.32 亿元，净利率同比降低 5.28pct 至 10.45%。

图表66: 近年来游戏板块营收及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表67: 近年来游戏板块归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们认为 2024 年游戏行业集中度有所提升。2024Q1-Q3，A 股游戏板块 21 家上市公司总营收同比增长 5.49%，而 2024Q1-Q3 腾讯游戏业务收入同比增长 6.92%，龙头收入增速高于板块整体增速。同时 A 股 21 家游戏公司中，营收前三的公司占板块总营收比重从 2023Q1-Q3 的 47.3% 提升至 2024Q1-Q3 的 53.4%，营收前五的公司占板块总营收比重从 2023Q1-Q3 的 60.3% 提升至 2024Q1-Q3 的 66.2%，行业份额进一步向头部公司集中。

游戏行业供给端的数量与质量对业绩表现起决定性作用，2025 年 A 股游戏行业将迎来产品密集上线的新周期，有望带动游戏行业收入整体增长。

图表68: A股游戏公司重点产品储备

上市公司	游戏名称	游戏品类	上线时间
恺英网络	王者传奇 2	-	2025 年
	纳萨力克: 崛起	开放世界动作冒险	-
	归隐山居图	国风卡牌角色扮演	-
	斗罗大陆: 诛邪传说	玄幻题材 RPG	2025 年 5 月 25 日
	盗墓笔记: 启程	冒险解密 ARPG	2025 年
	龙之谷世界	卡牌策略 MMORPG	2025 年
	三国: 天下归心	国战 SLG	2025 年
完美世界	神魔大陆	西方魔幻 MMORPG	-
	诛仙 2	国风仙侠 MMORPG	-
	异环	都市开放世界 RPG	-
	乖离性百万亚瑟王: 环	RPG	-
	代号野蛮人	-	-
	代号 Z	-	-
	吉比特	《问剑长生(代号 M72)》	放置修仙类
《杖剑传说(代号 M88)》		魔幻题材放置养成类	2025 年上半年
最强城堡		策略塔防类	-
M11(代号)		西幻题材放置类	-
亿万光年		科幻题材策略卡牌、轻度 SLG	-
开罗全能经营家		模拟经营类	-
斗罗大陆: 猎魂世界		国漫东方玄幻 MMORPG	-
代号战歌 M		西方魔幻 MMORPG	-
代号 MLK		日式 Q 版 MMORPG	-
代号正奇 SLG		写实三国 SLG	-
代号休闲 SLG		Q 版战争 SLG	-
代号 M1		欧美卡通休闲	-
代号 MR		Q 版 RPG	-
三七互娱	代号 DLXD	Q 版玄幻 RPG	-
	代号 DLL	Q 版简笔魔幻塔防	-
	上古洪荒决	东方玄幻国战 SLG	-
	代号斗兽	巨兽题材 SLG	-
	女武神战纪	西方魔幻幻想卡牌	-
	代号小铁匠	日式 RPG	-
	赤壁之战 2	三国题材 SLG	-
	赘婿	古风水墨模拟经营	-
	时光大爆炸	时代进阶绘本卡通国风模拟经营	2025 年 1 月 2 日
	四季城与多米糯	奇幻 Q 版模拟经营	-
	代号休闲	现代度假村休闲游戏	-

	代号商途	古穿商斗模拟经营	-	
	Bugtopia	昆虫题材 SLG	-	
电魂网络	野蛮人大作战 2	魔性经竞技+RPG	-	
	修仙时代	国风修仙题材	-	
	少年三国志 3	数值卡牌	-	
	Vice Nation	卡牌+SLG	-	
	我的三体：2277	创新类	-	
	代号 U	卡牌+ACT	-	
	代号 WH	策略数值卡牌	-	
	代号 SR2	模拟经营	-	
游族网络	代号 A	放置卡牌小游戏	-	
	代号 Pack	休闲 RPG 小游戏	-	
	代号 APACK	小游戏	-	
	代号 DH	小游戏	-	
	代号 Raft	小游戏	-	
	代号 IW	小游戏	-	
	代号 DM	小游戏	-	
	代号 MS	小游戏	-	
	盛天网络	真·三国无双 天下	动作类	-
		豆豆打僵尸	卡牌手游	-
	代号 Q	MMOARPG 手游	-	
冰川网络	代号 G	SLG 手游	-	
	代号破晓	竞技 ARPG 手游	-	
	代号 MG	H5 类型模拟经营手游	-	
	代号王者	休闲竞技手游	-	
	遮天世界	国风修仙题材	-	
ST 凯文	死神	RPG 卡牌策略手游	2025 年初	
	全明星觉醒	策略卡牌手游	2025 年	
	奥特曼（代号：光）	3D 回合动作手游	-	
星辉娱乐	斗破苍穹：异火降世	卡牌 RPG	-	
	三国群英传：策定九州	三国题材沙盘策略手游	-	

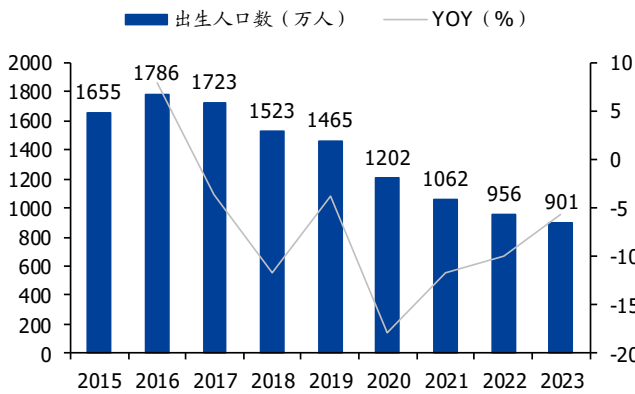
资料来源：各公司公告，TapTap，恺英网络公众号，App Store，上海市软件行业协会，国盛证券研究所

5 出版：税收优惠政策延期，支撑 2025 年板块利润上行

5.1 教材教辅：K12 学生人数维持韧性，教辅具备刚需属性

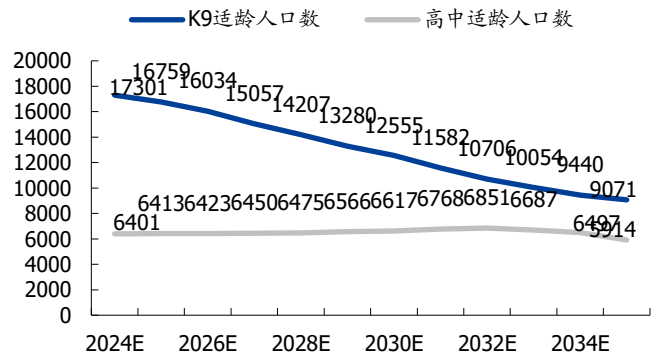
适龄人口规模稳定，叠加毛入学率提升，K12 在校生人数规模保持高位。根据出生人口及育龄人口数据预测，未来 10 年内我国 K9 适龄人口数（5-14 岁）呈下降趋势，高中适龄人口数（15-18 岁）呈稳定趋势，整体看 K12 适龄人口（5-18 岁）虽有所下降但仍保持高位，可支撑教辅教材市场至 2035 年的规模保持稳定。截至 2023 年学前教育/小学阶段（2022 年）/初中阶段（2022 年）/高中阶段/高等教育毛入学率为 91.1%/102.9%/102.5%/91.8%/60.2%，同比+1.4%/-/+0.2%/+0.6%。目前我国各级教育普及程度持续提升，在普及化的道路上持续推进，未来仍有较大提升空间。据教育部，我国 2023 年各级各类学历教育在校生 2.9 亿人，其中幼儿园/小学阶段/初中阶段/高中阶段/高等教育在校生人数为 4093/10800/5244/4102/4763 万人，同比-11.6%/+0.9%/+2.4%/+1.2%/+2.3%，人口及毛入学率因素共同推动我国在校生人数规模保持高位。

图表69：2015-2023 年新增出生人口数量（左轴：万人，右轴：%）



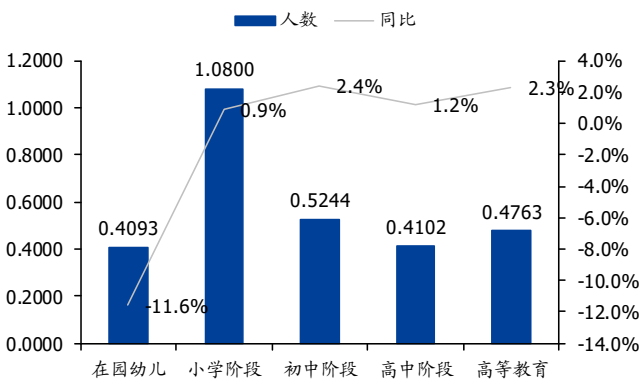
资料来源：国家统计局，iFinD，国盛证券研究所

图表70：2024-2035 年 K9 和高中阶段适龄人口预测（万人）



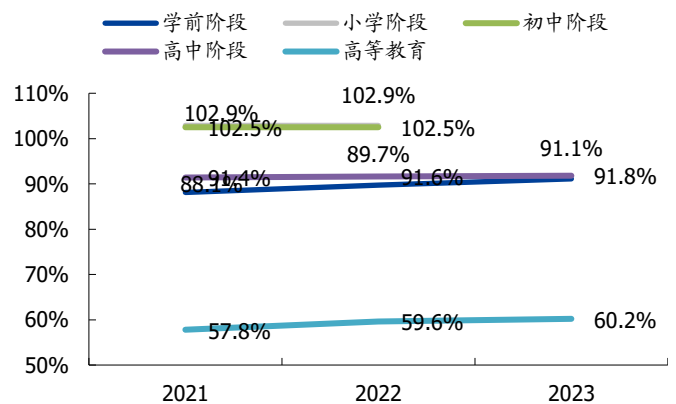
资料来源：WIND，育龄人口，人教版《体育与健康》教材，国盛证券研究所测算

图表71：2023 年全国各级各类学历在校生人数及同比（左轴：亿人，右轴：%）



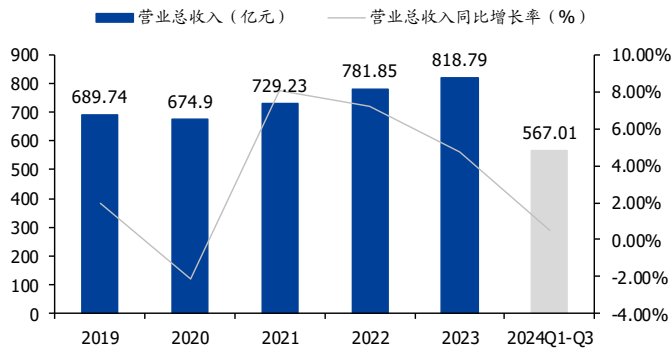
资料来源：教育部，国盛证券研究所

图表72：全国各级学历毛入学率（左轴：%）



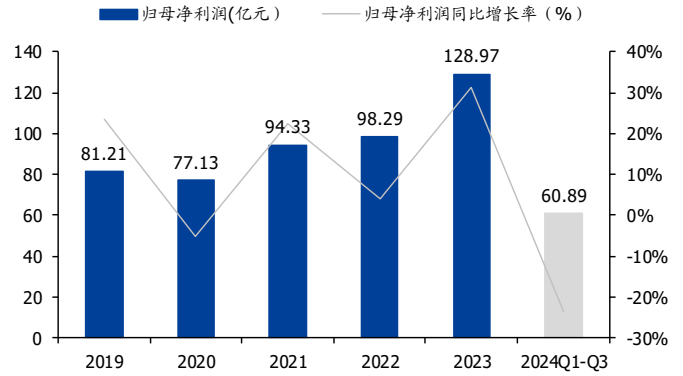
资料来源：WIND，教育部，国盛证券研究所

图表73: 近年来教育出版板块年营收及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表74: 近年来教育出版板块归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)



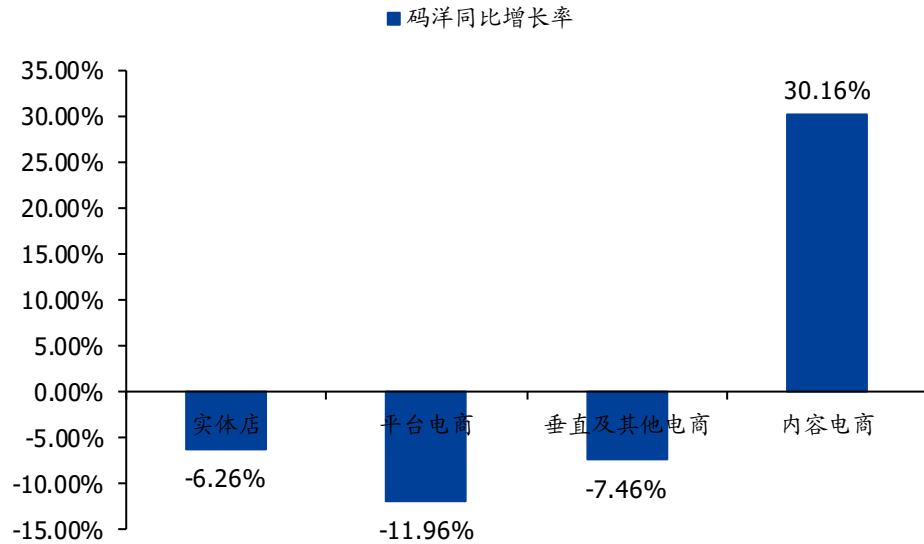
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

行业壁垒较高, 教辅图书公司基本面稳固。据《出版物市场管理规定》, 出版单位从事出版业务需申请并通过审批获得出版许可证。其中教育出版因其对知识传播和教育质量的重要影响而面临更为严格的政策监管, 国家在备案流程、内容审核、征订渠道、人员组织等方面均有要求, 行业准入门槛较高。同时, 在市场定价方面, 教辅材料的价格需按照政府指导价进行管理, 确保市场价格基本稳定。行业高壁垒+价格、学生人数稳定, 教辅教材公司整体基本面保持稳固。

5.2 大众出版: 码洋规模降幅持续收窄, 内容电商保持高速增长

2024 前三季度图书零售市场码洋降幅环比收窄, 内容电商颠覆图书选购模式实现高速增长。根据北京开卷公众号, 2024 年前三季度图书零售市场码洋同比下降 0.68%, 环比降幅收窄, 主要是由于 Q2 网店大促与 Q3 暑期和开学季带动。从不同渠道来看, 内容电商 (原短视频电商) 渠道依然呈现正向增长, 同比增长 30.16%, 环比增幅扩大, 主要是由于开拓下沉市场带来的增量效应, 该渠道具备“爆品”“弹性”特性, 通过“兴趣引导+算法推送”促成读者被动消费, 一定程度上颠覆传统图书选购模式; 其他三个渠道持续呈现负增长, 平台电商和垂直及其他电商渠道分别下降 11.96%和 7.46%, 实体店渠道同比下降 6.26%, 传统渠道仍面临较大压力。从细分市场来看, 教辅、中小学幼儿园教材等教辅出版及少儿、语言、生活、教育等实现正向增长。

图表75: 2024年1-9月不同渠道图书零售市场码洋同比增长率



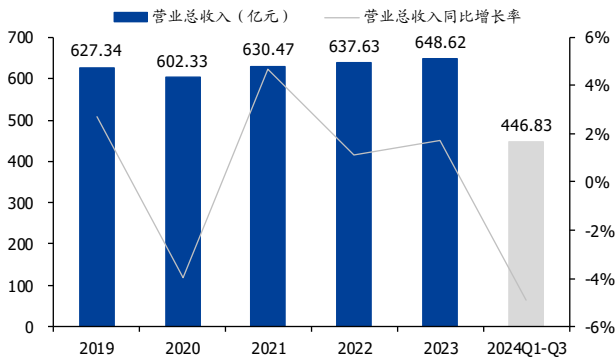
资料来源: 北京开卷公众号, 国盛证券研究所

图表76: 2024年1-9月整体零售中各分类码洋比重及变化

市场	码洋比重	码洋比重变化 (%)	同比增长率
少儿	27.87%	+0.91	5.14%
教辅	26.47%	+8.25	19.89%
文学	9.03%	-2.26	-10.57%
学术文化	7.56%	-1.98	-13.25%
语言	3.52%	+0.14	10.03%
心理自助	3.55%	-0.60	-9.83%
经济与管理	3.37%	-1.39	-20.98%
教育	2.44%	-0.01	3.50%
生活	2.31%	+0.02	12.45%
艺术	2.10%	-0.52	-12.45%
医学	2.86%	-0.35	-6.62%
自然科学	1.45%	-0.11	2.98%
工程技术	1.29%	-0.25	-15.79%
传记	1.19%	-0.20	-5.23%
计算机	0.98%	-0.28	-13.86%
法律	0.86%	-0.18	-8.62%
中小学幼儿园教材	0.83%	-0.03	1.67%
地图	0.35%	-0.08	-25.07%
大农业	0.08%	-0.03	-15.93%

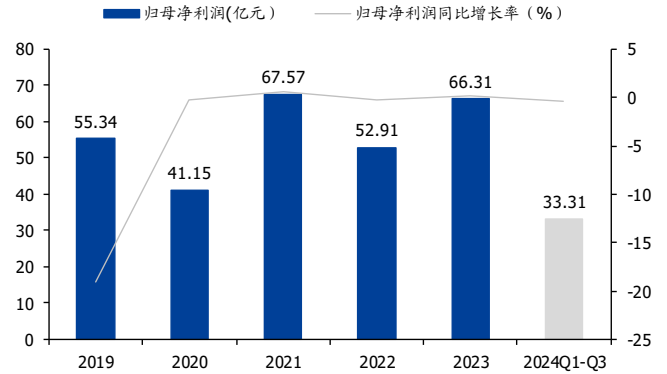
资料来源: 北京开卷公众号, 国盛证券研究所

图表77: 近年来大众出版板块年营收及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表78: 近年来大众出版板块归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

5.3 24Q1~Q3 税前利润保持稳健, 看好税收优惠延期后板块业绩表现

受免税政策调整的影响, 2024 年前三季度上市出版公司归母净利润普遍承压。据 2023 年出台的《关于延续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业有关税收政策的公告》, 原已转制且享受过 5 年免税期的企业不再享受所得税免税优惠, 除少部分因享受西部大开发、中小微企业优惠政策或改制未满五年等特殊原因仍适用税收优惠政策的企业外, 绝大部分出版企业均需按 25% 的法定税率缴纳或计提所得税。受此影响, 2024 年前三季度出版 (申万) 板块营收基本保持稳定, 归母净利润则大幅下滑, 21 家国有上市出版公司中, 有 14 家企业归母净利润同比降幅超过 20%。

税前利润保持, 体现板块基本面格局稳定。从税前利润来看, 2024 年前三季度出版 (申万) 板块税前利润达 129 亿元, 同比下滑 3.46%, 整体保持稳定; 21 家国有上市出版公司中, 共有 11 家企业实现税前利润正向增长, 少部分教辅出版公司因国标教材审批时间延后导致收入确认延期利润总额有所下降, 部分大众出版公司因一般图书市场需求环境变化等原因利润总额有所下降, 整体来看行业内多数公司通过优化业务结构和降本增效举措等措施, 实现板块基本面格局相对稳定。

图表 79: 2024 年前三季度出版公司利润和同比增速 (亿元, %)

企业名称	企业性质	24Q1~Q3 税前利润 (亿元)	税前利润同比增长率 (%)	24Q1~Q3 归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增长率 (%)
皖新传媒	省属国资控股	10.52	2.25	8.12	-17.45
中文传媒	省属国资控股	10.35	-18.71	7.28	-41.86
中原传媒	省属国资控股	7.55	3.19	5.08	-25.87
中国出版	央企国资控股	4.08	-7.91	3.13	-23.52
内蒙新华	省属国资控股	3.28	-0.74	2.95	-10.30
时代出版	省属国资控股	3.27	23.48	2.61	-0.30
中国科传	央企国资控股	3.03	0.14	2.18	-26.07
城市传媒	地市国资控股	2.02	-21.98	1.32	-48.43
中信出版	央企国资控股	1.64	25.65	1.3	3.05
大众出版	读者传媒	0.81	16.69	0.72	2.81
出版传媒	省属国资控股	0.68	16.66	0.44	-30.79
新华传媒	省属国资控股	0.22	-24.14	0.10	-65.37
粤传媒	地市国资控股	-0.29	-2113.34	-0.38	-85383.70
中文在线	民营企业	-1.85	-6040.53	-1.88	-7815.67
新经典	民营企业	1.62	-7.07	1.27	-1.58
华闻集团	其他企业	-1.02	13.31	-1.05	17.98
读客文化	民营企业	0.17	-16.41	0.15	-12.43
果麦文化	民营企业	0.24	-47.67	0.21	-46.70
荣信文化	民营企业	-0.30	-438.11	-0.25	-403.60
教育出版	世纪天鸿	0.45	1.55	0.31	0.30
长江传媒	省属国资控股	9.25	9.82	6.89	-18.03
山东出版	省属国资控股	13.22	5.28	9.69	-22.68
中南传媒	省属国资控股	13.92	5.50	9.57	-22.56
新华文轩	省属国资控股	10.67	7.76	8.91	-5.24
南方传媒	省属国资控股	8.19	2.33	5.29	-22.24
浙版传媒	省属国资控股	6.19	-28.52	4.33	-49.58
凤凰传媒	省属国资控股	17.84	-1.69	13.43	-24.27
龙版传媒	省属国资控股	2.78	-22.09	2.24	-37.38
天舟文化	民营企业	0.23	336.17	0.21	242.29

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

2024 年 12 月财政部明确延续免征所得税优惠政策, 板块 2025 年业绩有望大幅提升。 2024 年 12 月 11 日三部门发布《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》, 明确经营性文化事业单位于 2022 年 12 月 31 日前转制为企业的, 享受自转制注册之日起的免征所得税优惠政策延期至 2027 年 12 月 31 日。在不考虑 2024 年已缴纳税费变动情况下, 由于当前板块基本面保持稳定, 预计 2025 年板块业绩一方面主业有望保持小幅增长, 另一方面新政策将大幅减轻板块所得税支出, 预测多数企业的归母净利润同比增速有望超过 40%, 其中头部大众出版企业和教育出版领域的利润弹性将更加显著(2024 年 12 月 9 日 Wind 一致预期)。

图表80: 所得税免征政策对大众出版公司归母净利润影响的测算 (亿元)

证券简称	公司属性	未考虑免征所得税的 Wind 一致预期		2025年免征 25%所得税	
		归母净利润 (亿元)		归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增长率 (%)
		24E	25E		
中原传媒	地方国有企业	9.58	10.11	13.48	40.71
中信出版	中央国有企业	1.58	1.82	2.43	53.59
城市传媒	地方国有企业	3.26	3.76	5.01	53.78
中文传媒	地方国有企业	17.89	19.01	25.35	41.68
时代出版	地方国有企业	3.84	4.23	5.64	46.88
皖新传媒	地方国有企业	8.27	9.57	12.76	54.32%
中国科传	中央国有企业	4.08	4.25	5.67	38.89
内蒙新华 (地方国有企业)、读者传媒 (地方国有企业)、粤传媒 (地方国有企业)、新华传媒 (地方国有企业)、中国出版 (中央国有企业)、出版传媒 (地方国有企业) 暂无预测					
总计		48.50	52.75	70.33	45.02%

资料来源: Wind 一致预测 (数据截至 2024/12/09, 免征所得税政策发布之前), 国盛证券研究所

图表81: 所得税免征政策对教育出版公司归母净利润影响的测算 (亿元)

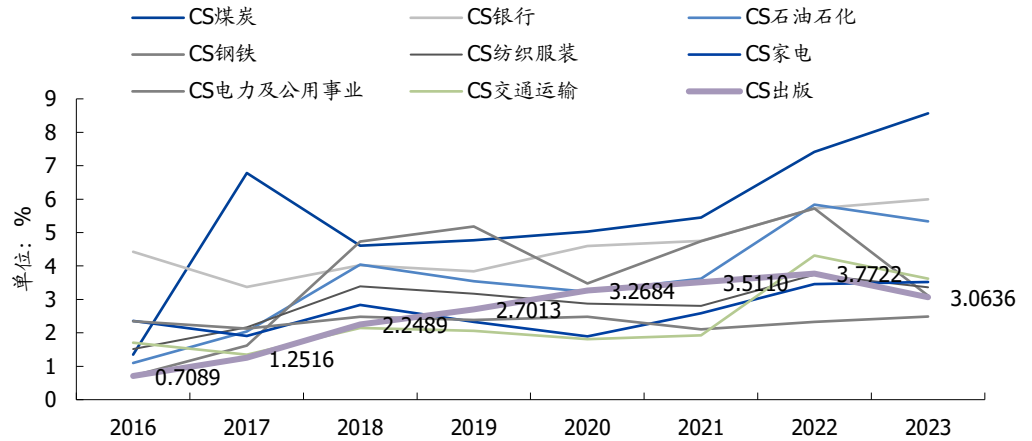
证券简称	公司属性	未考虑免征所得税的 Wind 一致预期		2025年免征收 25%所得税	
		归母净利润 (亿元)		归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速 (%)
		24E	25E		
长江传媒	地方国有企业	7.99	8.50	11.33	41.78
山东出版	地方国有企业	15.84	17.25	23.00	45.19
中南传媒	地方国有企业	13.85	14.75	19.67	42.03
新华文轩	地方国有企业	15.16	16.81	22.42	47.90
南方传媒	地方国有企业	8.88	9.82	13.09	47.37
浙版传媒	地方国有企业	10.93	11.87	15.82	44.81
凤凰传媒	地方国有企业	18.39	19.53	26.04	41.60
龙版传媒 (地方国有企业) 暂无预测					
总计		91.04	98.53	131.37	44.30

资料来源: Wind 一致预测 (数据截至 2024/12/09, 免征所得税政策发布之前), 国盛证券研究所

5.4 行业股息率维持较高水平, 分红保持稳健

出版板块近年来股息率呈稳步增长态势。出版公司具备发放高股息的条件: 1) 业绩稳定性强, 行业处于稳定期; 2) 行业内公司以轻资产运营为主, 资本开支需求低。将出版板块 2016-2023 年历史股息率与 8 个传统高股息板块进行对比 (股价取 2024/12/10 收盘价), 出版板块股息增长趋势较为明显, 2016-2022 年稳步增长。2022 年出版板块股息率达 3.77%, 超过纺织服饰、家电、电力及公用事业板块; 2023 年出版板块股息率为 3.06%, 超过电力及公用事业板块。

图表82: 出版板块与8个传统高股息板块 2016-2023年历史股息率(股价取2024年12/10收盘价)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

业绩基本面稳定+高股息、高分红特征延续，持续看好出版行业投资价值。按照2024年12月10日收盘价计算，山东出版（5.97%）、中文传媒（5.92%）、凤凰传媒（5.68%）位列2023年板块股息率前三，粤传媒（749.95%）、新经典（86.76%）、时代出版（78.53%）位列2023年板块分红比例前三。其中地方国企出版公司表现优异，主要是由于其主业多为教辅业务，具备高壁垒及刚需属性，同时地方国企资本支出需求低、资金充沛。业绩基本面稳定+高股息特征延续，同时随国家持续鼓励上市公司高分红，我们持续看好出版行业投资价值。

图表83: 2022、2023年出版集团股息率、分红比例(股价取2024年12/10收盘价)

股票简称	企业性质	股息率(%)		分红比例(%)	
		2023	2022	2023	2022
山东出版	省属国资控股	5.97	6.21	49.19	48.43
中文传媒	省属国资控股	5.92	7.84	53.66	52.65
凤凰传媒	省属国资控股	5.68	6.31	43.11	61.12
中南传媒	省属国资控股	5.41	6.01	53.26	77.01
长江传媒	省属国资控股	5.37	5.61	47.79	53.25
浙版传媒	省属国资控股	5.10	4.73	57.43	55.02
时代出版	省属国资控股	4.59	2.46	78.53	35.17
皖新传媒	省属国资控股	4.39	3.55	63.81	51.99
新经典	民营企业	4.33	3.85	86.76	92.55
中原传媒	省属国资控股	4.32	4.73	30.94	37.67
新华文轩	省属国资控股	4.25	3.43	31.25	30.04
南方传媒	省属国资控股	4.16	5.66	37.10	43.94
城市传媒	地市国资控股	3.58	2.83	43.75	39.34
内蒙新华	省属国资控股	2.90	1.36	50.53	19.80
中国出版	央企国资控股	1.79	1.26	30.12	30.24
粤传媒	地市国资控股	1.17	0.49	749.95	81.44
中国科传	央企国资控股	1.06	1.14	40.04	46.89
中信出版	央企国资控股	0.87	0.99	50.66	53.08
出版传媒	省属国资控股	0.83	0.64	30.47	30.70
读者传媒	省属国资控股	0.76	0.77	30.51	30.15
世纪天鸿	民营企业	0.38	0.61	42.97	464.15
龙版传媒	省属国资控股	0.34	1.11	10.32	10.23
果麦文化	民营企业	0.31	0.23	60.91	13.07
新华传媒	省属国资控股	0.29	--	37.54	--
荣信文化	民营企业	0.23	0.74	42.11	57.68
中文在线	民营企业	--	--	--	--
华闻集团	其他企业	--	--	--	--
读客文化	民营企业	--	0.92	--	69.37

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

6 影视：2025年优质供给逐步释放，看好春节档大盘表现

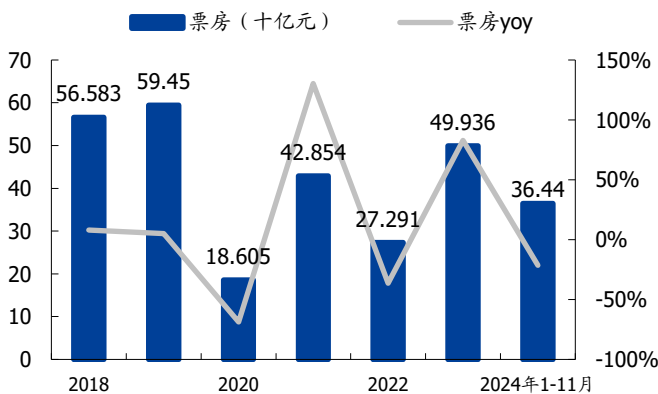
6.1 行业概况：2024年1-11月因缺乏头部供给大盘票房表现不佳

2024年M1-M11票房同比下降21.41%至364.4亿。2024年M1-M11票房（不含服务费）为364.4亿元，同比下降21.41%；拆分来看，M1-M11观影人次为9.54亿，同比降低20.68%；平均票价达38.2元，同比降低0.92%，平均票价呈微幅下降趋势，头部内容供应不足带来的观影人次减少为导致票房降低的主要因素。截至2024年12月12日，全年票房排名前五的影片分别为《热辣滚烫》、《飞驰人生2》、《抓娃娃》、《第二十条》、《熊出没·逆转时空》，分别实现票房34.60/33.98/33.27/24.54/20.06亿元，合计票房146.45亿元（yoy-21.17%），头部影片普遍具有题材新颖且引人深思、聚焦社会热点议题、卡司阵容优质等特质，体现观影需求持续向优质内容供给输出。

2024H1档期票房表现亮眼，H2整体优质内容缺位。季度来看，2024Q1受“最长春节档”拉动累计票房达149.03亿元（yoy+2.89%），观影人次达3.66亿人次（yoy+8.68%），其中春节档票房创下历史新高；Q2清明档票房创历史新高、五一档票房表现差强人意，端午档与高考季相撞，学生观影群体缺失，同时缺乏头部影片带动，导致票房表现不及预期。2024年7-11月实现票房（不含服务费）148.33亿元（YOY-34.24%），观影总人次4.03亿人次（YOY-32.59%），暑期档及国庆档整体表现偏弱。整体看2024H1多档期均刷新影史纪录，验证假期观影需求较为强劲，然由于影片本身制作周期长，原有优质库存片已于2024H1经过一轮释放，导致2024Q2起优质供给不足，大盘发展后劲不足整体表现疲软。

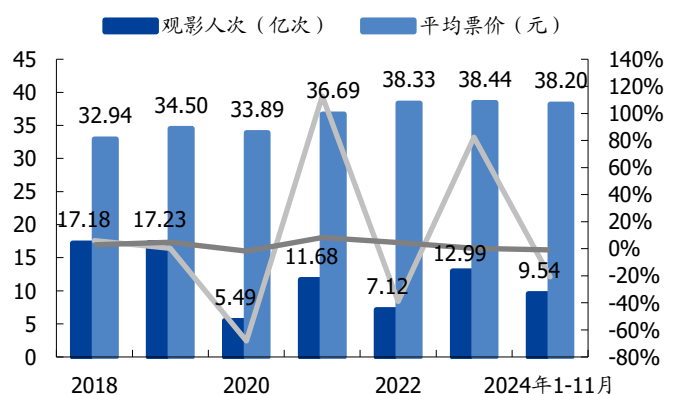
进口片整体表现相对稳定。受经典重映进口片（《哈利波特》系列等）带动，截至2024年12月21日，2024年进口片累计实现票房（不含服务费）87.2亿元，已超过2023年全年进口片票房，占全国票房比重23.25%；观影人次为2.41亿人次，已基本接近2023年全年人次，占全国观影人次24.52%。除经典重映片外，《哥斯拉大战金刚2：帝国崛起》、《异形：夺命舰》、《毒液：最后一舞》等佳作续篇表现较好，分别实现票房9.56亿元/7.86亿元/6.77亿元，优质进口片供给相对稳定。

图表84：历年票房及增速（单位：十亿元；%）



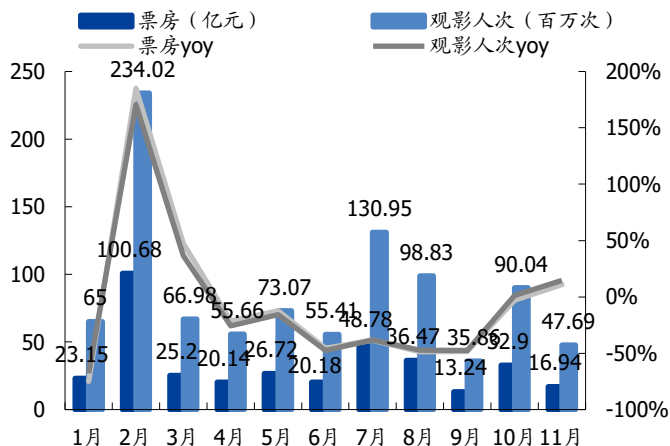
资料来源：艺恩娱数，国盛证券研究所

图表85：历年观影人次、平均票价及增速（单位：十亿人次；元；%）



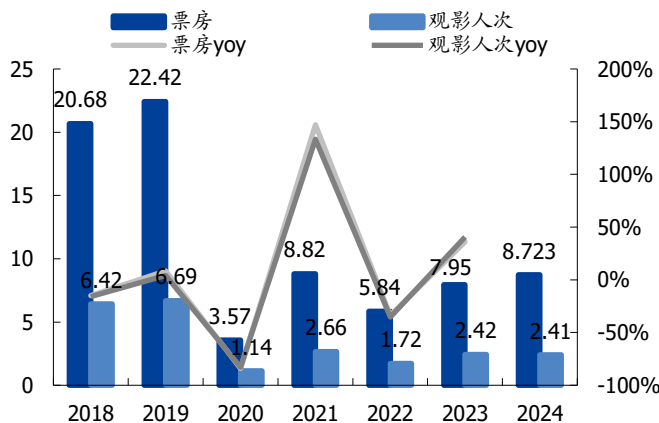
资料来源：艺恩娱数，国盛证券研究所

图表86: 2024年1-11月月度票房、观影人次及增速(单位:亿元,百万次;%)



资料来源: 艺恩娱数, 国盛证券研究所

图表87: 历年进口片票房、观影人次及增速(单位:十亿元;亿次;%)

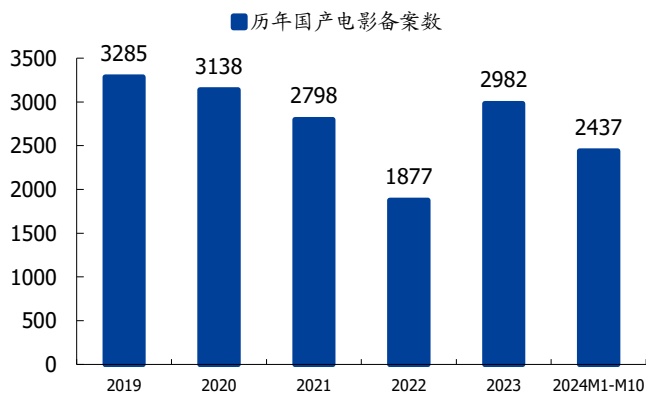


资料来源: 灯塔专业版 APP, 国盛证券研究所

6.2 积极关注跨年档票房边际变化, 看好 2025 年春节档大盘表现

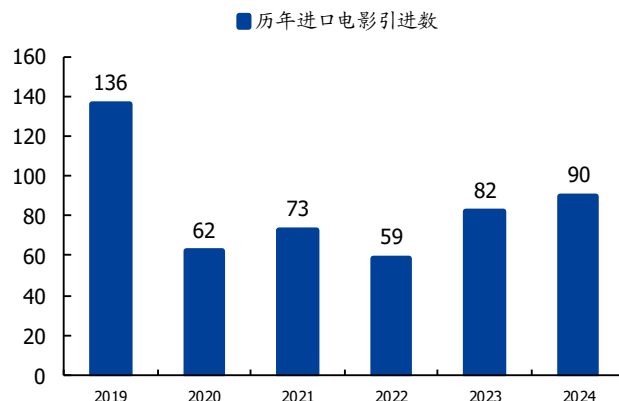
国产片备案数量保持高位, 题材多样化发展。从备案立项指标看, 截止 2024 年 10 月, 全国共备案立项影片 2437 项, 同比减少 1.18%, 预计全年电影备案数与 2023 年基本持平。尽管 2024 年票房整体有所下滑, 但行业创作积极性保持良好, 备案电影题材多元 (包括故事/动画/纪录/科教), 贴合消费者日益分层的观影兴趣, 供给数量稳定, 我们看好行业未来更多优质供给释放。

图表88: 2019-2024M10 国产电影备案公示数



资料来源: 国家电影局, 国盛证券研究所

图表89: 2019-2024 年进口电影引进数 (含港澳台)



资料来源: 灯塔专业版, 国盛证券研究所 (数据截至 2024/12/12)

国家电影局强调优化电影引进政策, 进口片引进节奏进一步加快。2024 年 5 月, 国家电影局常务副局长毛羽在法国戛纳参加中外电影合作交流时表示, 将改进电影引进政策, 通过促进影片类型、影片来源的多元化来支持引进业务的发展。2024 年以来, 已有多部外国引进影片在中国大陆上映, 进口片引进节奏进一步加快。

11 月淡季票房同比改善, 跨年档多部佳作待映, 年末大盘有望小幅回暖。在全年票房表现不佳的情况下, 上海电影《好东西》凭借其独特女性视角与深度故事情节, 借助下沉市场及女性观众力量, 累计实现票房 4.87 亿 (截止 12 月 8 日), 带动 11 月淡季票房同比改善。12 月起逐步开启跨年档, 其中多部已定档影片观众期待值较高, 包括金晨/孙阳

主演的爱情片《“骗骗”喜欢你》、肖央/佟丽娅主演的悬疑片《误杀3》、易烱千玺/林晓杰主演的剧情片《小小的我》等，且存在多部进口片待映，建议关注跨年档票房边际变化，期待年内实现温和复苏。

看好春节档票房表现，关注2025年重点影片供给释放情况。国产片方面，截止12月10日，2025年春节档已有《蛟龙行动》（博纳影业）、《射雕英雄传：侠之大者》（中国电影）、《封神第二部：战火西岐》（阿里影业）、《熊出没·重启未来》（华强方特）、《哪吒之魔童闹海》（光线传媒）、《唐探1900》6部电影官宣定档，均为热门IP续作+名著经典改编，看好春节档票房表现；后续预计将有《731》、《英雄出少年》等重点影片陆续上映，全年国产片票房值得期待。进口片方面，系列化电影储备丰富，《美国队长4》《碟中谍8：致命清算（下）》《阿凡达3：火与灰》《惊变28年》等多部重磅IP系列作品，《罪人》及《米奇17》等优质卡司储备作品陆续定档，题材涵盖惊悚/动作/科幻/冒险等。整体看2025年行业供给储备充足，优质供给释放下预计观影需求仍然旺盛，看好2025年供给催化下大盘改善。

图表90: 2025年部分储备影片

电影名称	类型	导演	主演	上映时间	出品方
“骗骗”喜欢你	爱情	苏彪	金晨、孙阳、李雪琴	2024/12/31	猫眼影业/儒意影视/万达影视
误杀3	犯罪	甘剑宇	肖央	2024/12/31	壹同传奇/万达影视/淘票票
小小的我	青春	杨荔钠	易烱千玺、林晓杰、蒋勤勤	2024/12/31	横店影业/淘票票
射雕英雄传：侠之大者	武侠	徐克	肖战、庄达菲	2025/1/29	中国电影/横店影业
封神第二部：战火西岐	神话	乌尔善	-	2025/1/29	阿里影业/摩天之眼
熊出没·重启未来	动画	林永长	-	2025/1/29	华强方特
哪吒之魔童闹海	动画	饺子	-	2025/1/29	光线影业
蛟龙行动	剧情	林超贤	黄轩、于适、杜江	2025/1/29	博纳影业
唐探1900	剧情	陈思诚	王宝强、刘昊然、岳云鹏	2025/1/29	壹同传奇
美国队长4	动作	朱利叶斯·约拿	安东尼·麦凯、丹尼·拉米雷斯	-	华特迪士尼
碟中谍8：致命清算（下）	动作	克里斯托夫·迈考利	汤姆·克鲁斯、西蒙·佩吉	-	-
阿凡达3：火与灰	动作	詹姆斯·卡梅隆	佐伊·索尔达娜、萨姆·沃辛顿	-	二十世纪福克斯
惊变28年	科幻/惊悚	丹尼·博伊尔	朱迪·科默、亚伦·泰勒-约翰逊	-	-
罪人	惊悚	瑞恩·库格勒	迈克尔·B·乔丹、海莉·斯坦菲尔德	-	-
米奇17	科幻/冒险	奉俊昊	罗伯特·帕丁森、史蒂夫·元	-	-
731	战争	赵林山	姜武、王志文、李乃文	2025/7/31	长春电影制片厂、保利影业
英雄出少年	喜剧	姜文	姜文、马丽、葛优	-	-

资料来源：猫眼专业版，豆瓣APP，国盛证券研究所

6.3 渠道端：集中度同比微降，龙头份额稳定

2024年1月-11月万达电影、横店影视保持领先地位，万象影城市占率有所提升。影投角度看，2024年1月-11月CR3/CR10分别达21.62%/34.35%，同比下降0.06pct/1.20pct，主要是受在映影院数量增加的影响；院线角度看，2024M1-M11CR3/CR10分别达34.88%/67.68%，同比上升1.08pct/0.31pct。票房前十的影投公司中，3家影投市占率提升，7家下降，万达电影市占率同比微降0.05pct至15.25%，横店院线市占率微涨0.12pct至3.74%，龙二地位稳固，万象影城受益于近年万象城的迅速扩张，市占率提升0.24pct至1.41%，表现相对突出。院线角度看，万达院线/中影数字/上海联合/中影南方/大地院线市占率分别为17.36%/9.28%/8.24%/7.98%/6.08%，稳居市场前五。

图表91：2021-2024M11前十影投票房及市占率（单位：亿元；%）

序号	2021			2022			2023			2024M1-M11		
	影投名称	票房	市占率	影投名称	票房	市占率	影投名称	票房	市占率	影投名称	票房	市占率
1	万达电影	62.08	14.49%	万达电影	43.93	16.10%	万达电影	76.86	15.39%	万达电影	55.59	15.25%
2	大地影院	17.72	4.13%	横店院线	9.92	3.63%	横店院线	18.06	3.62%	横店院线	13.63	3.74%
3	横店院线	15.56	3.63%	大地影院	8.84	3.24%	CGV	13.9	2.78%	上海星轶	9.59	2.63%
	CR3	95.36	22.25%	CR3	62.69	22.97%	CR3	108.82	21.79%	CR3	78.81	21.62%
4	CGV	11.93	2.78%	CGV	7.18	2.63%	上海星轶	12.19	2.44%	CGV	9.41	2.58%
5	金逸影视	10.29	2.40%	金逸影视	6.76	2.48%	大地影院	12.09	2.42%	金逸影视	7.60	2.09%
6	中影影院	9.79	2.28%	上海星轶	6.07	2.22%	金逸影视	11.47	2.30%	博纳影院	7.03	1.93%
7	博纳影院	8.26	1.93%	博纳影院	5.91	2.17%	博纳影院	11.03	2.21%	中影影院	6.68	1.83%
8	上海星轶	7.95	1.86%	中影影院	5.65	2.07%	中影影院	9.79	1.96%	大地影院	5.29	1.45%
9	百老汇	5.78	1.35%	幸福蓝海	3.99	1.46%	幸福蓝海	7.34	1.47%	幸福蓝海	5.23	1.44%
10	幸福蓝海	5.56	1.30%	百老汇	3.5	1.28%	百老汇	6.09	1.22%	万象影城	5.15	1.41%
	CR10	154.92	36.15%	CR10	101.75	37.28%	CR10	178.82	35.81%	CR10	125.2	34.35%
	合计	428.54	100.00%	合计	272.91	100.00%	合计	499.36	100.00%	合计	364.47	100.00%

资料来源：艺恩数据，国盛证券研究所（注：票房不包含服务费，数据截至2024年11月30日）

图表92: 2021-2024M11 前十院线票房及市占率 (单位: 亿元; %)

序号	2021			2022			2023			2024M1-M11		
	院线名称	票房	市占率	院线名称	票房	市占率	院线名称	票房	市占率	院线名称	票房	市占率
1	万达院线	65.31	15.24%	万达院线	46.61	17.08%	万达院线	84.01	16.82%	万达院线	63.26	17.36%
2	大地院线	40.64	9.48%	中影数字	22.52	8.25%	中影数字	44.17	8.84%	中影数字	33.82	9.28%
3	上海联合	33.27	7.76%	大地院线	21.77	7.98%	上海联合	41.30	8.27%	上海联合	30.05	8.24%
4	CR3	139.21	32.49%	CR3	90.90	33.31%	CR3	169.47	33.94%	CR3	127.13	34.88%
	中影数字	32.62	7.61%	上海联合	20.06	7.35%	中影南方	37.29	7.47%	中影南方	29.07	7.98%
5	中影南方	29.94	6.99%	中影南方	19.75	7.24%	大地院线	33.63	6.73%	大地院线	22.15	6.08%
6	金逸珠江	18.67	4.36%	幸福蓝海	12.06	4.42%	幸福蓝海	21.64	4.33%	横店院线	15.65	4.29%
7	横店院线	18.13	4.23%	金逸珠江	11.87	4.35%	横店院线	20.87	4.18%	幸福蓝海	15.34	4.21%
8	幸福蓝海	17.72	4.14%	横店院线	11.51	4.22%	金逸珠江	20.27	4.06%	金逸珠江	13.68	3.75%
9	中影院线	17.18	4.01%	中影院线	10.22	3.74%	中影院线	17.63	3.53%	中影院线	11.88	3.26%
10	华夏联合	14.72	3.44%	华夏联合	8.81	3.23%	华夏联合	15.95	3.19%	华夏联合	11.76	3.23%
	CR10	288.19	67.25%	CR10	185.18	67.85%	CR10	336.75	67.44%	CR10	246.66	67.68%
	合计	428.54	100.00%	合计	272.91	100.00%	合计	499.36	100.00%	合计	364.47	100.00%

资料来源: 艺恩娱数, 国盛证券研究所 (注: 票房不包含服务费, 数据截至 2024 年 11 月 30 日)

7 重点关注

1) 资源整合预期: 中视传媒、国新文化、广西广电、唐德影视、吉视传媒、游族网络、上海电影等; 2) AI: 昆仑万维、汤姆猫、万兴科技、盛天网络、中文在线、易点天下、豆神教育、盛通股份、焦点科技等; 3) 游戏: 建议关注确定性强的神州泰岳、恺英网络、吉比特, 关注困境反转的完美世界; 4) 国企: 慈文传媒、皖新传媒、中文传媒、南方传媒、凯文教育、大晟文化等; 5) 有边际变化公司: 博纳影业、果麦文化、华立科技、奥飞娱乐等; 6) 教育: 学大教育等; 7) 港股: 关注【腾讯控股】【泡泡玛特】, 产业爆发在即的【阜博集团】, K12 教培龙头【新东方】及业绩弹性较大的区域龙头【思考乐教育】【卓越教育】。

8 风险提示

- 1) 政策监管风险: 传媒行业可能面临各种监管措施, 若公司无法面对监管做出及时有效回应, 可能对公司业绩造成不利影响。
- 2) 竞争加剧风险: 传媒行业竞争日趋激烈, 若公司不能构建自身核心竞争力, 可能在竞争中面临失败。
- 3) 宏观环境不确定性风险: 宏观环境可能对公司业绩造成不利影响。
- 4) 并购和产业整合不及预期: 若并购和产业整合进度不及预期, 可能对相关公司市场表现带来不利影响。
- 5) AI 发展不及预期: 如果 AI 应用技术发展进度不及预期, 可能对 AI 应用相关公司业绩及市场表现带来不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com