

传媒行业10月投资策略

持续看好游戏板块新品周期，把握影视内容及AI应用底部机会

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

9月跑赢市场。1) 25年9月份传媒板块（申万传媒指数）上涨4.96%，跑赢沪深300指数1.76个百分点，在申万一级31个行业中排名第5位；2) 巨人网络、芒果超媒、ST华通、幸福蓝海涨幅居前，游族网络、吉视传媒、山东出版、汤姆猫等跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 46.5x，处于过去5年95.9%分位数。

游戏市场8月收入环比增长0.6%，持续看好政策、景气度与AI应用驱动下的板块机会。1) 9月份共有145款国产游戏和11款进口游戏过审，1-9月份累计发放游戏版号1275个，同比增长23.2%；9月游戏版号发放宽松，进口版号持续发放；2) 8月中国游戏市场收入293亿元，同比/环比分别-13.0%/+0.6%；移动游戏市场实际销售收入215亿元，同比/环比分别-4.2%/+0.8%；3) 新品周期、监管政策转向以及AI应用驱动之下，板块具备中长期持续向上可能，重点关注新品表现。

国庆档同比下滑，综艺市场芒果表现出色。1) 25年9月总票房26.61亿元人民币，同比增长82.8%；国庆档票房下滑12.8%至18.4亿元，主要由于缺乏具有号召力的新片；2) 剧集市场，《生万物》15.00亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《凡人修仙传》和《锦月如歌》，分别取得10.22亿和9.48亿的成绩；3) 综艺市场芒果《披荆斩棘》全网正片市占率9.72%、腾讯的《心动的信号》正片市占率7.95%排名第二、腾讯《地球超新鲜》全网正片市占率6.02%；网综方面，前十的综艺中芒果/腾讯/爱奇艺分别占据3/6/2个。

AI应用：底层技术持续突破，AI视频进展迅速。1) Meta超级智能实验室突破RAG技术瓶颈，核心创新在于通过一个轻量级模型将冗长的上下文内容压缩成简洁摘要，从而减少解码器需要处理的信息量；2) Google推出“推理记忆”框架，让AI智能体实现“自我进化”；3) OpenAI发布Sora2，支持生成高质量的视频+音频；4) 快手发布可灵2.5 Turbo，视频生成价格下降30%。

投资观点：持续看好景气改善与IP/AI驱动下的板块机会。1) 持续看好产品周期推动下的游戏板块机会，关注广告媒体、影视等板块底部向上机会，寻找个股 α 。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、三七互娱、吉比特等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩、芒果超媒等）；影视内容关注政策转向、供给端底部改善带动需求改善可能，推荐平台（芒果超媒、哔哩哔哩）、内容（光线传媒、华策影视等）以及播放渠道（万达电影等）；2) 行业 β 持续看好高景气的IP潮玩以及从0到1阶段的AI应用。IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，近期调整下具备较好配置机会，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI应用处于加速落地的阶段，重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G关注营销、教育等领域落地可能；2C关注AI游戏（恺英网络、姚记科技等）、AI玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）等领域；

重点推荐组合：9月投资组合为哔哩哔哩、芒果超媒、吉比特，整体表现良好，10月投资组合为哔哩哔哩、芒果超媒、完美世界、分众传媒。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。

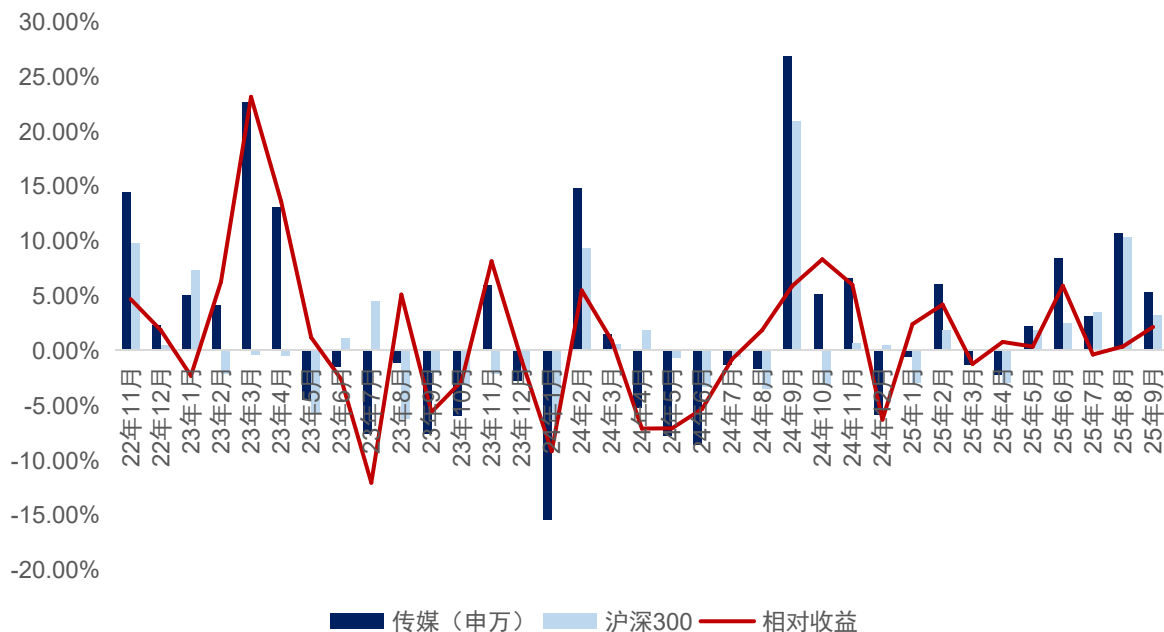
- [01] 传媒板块市场回顾：9月跑赢市场
- [02] 游戏：游戏8月收入环比增长0.6%，持续看好政策、景气度与AI应用驱动下的板块机会
- [03] 暑期档收官同比向上，综艺市场芒果表现出色
- [04] AI：底层技术持续突破，AI视频进展迅速
- [05] 投资建议：持续看好景气改善、政策转向与IP/AI驱动下的板块机会

1. 市场及行业回顾：9月跑赢市场

1.1 板块表现回顾

➤ 25年9月份传媒板块（申万传媒指数）上涨4.96%，跑赢沪深300指数1.76百分点；

图：申万传媒指数9月跑赢市场



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申万传媒指数2024以来表现

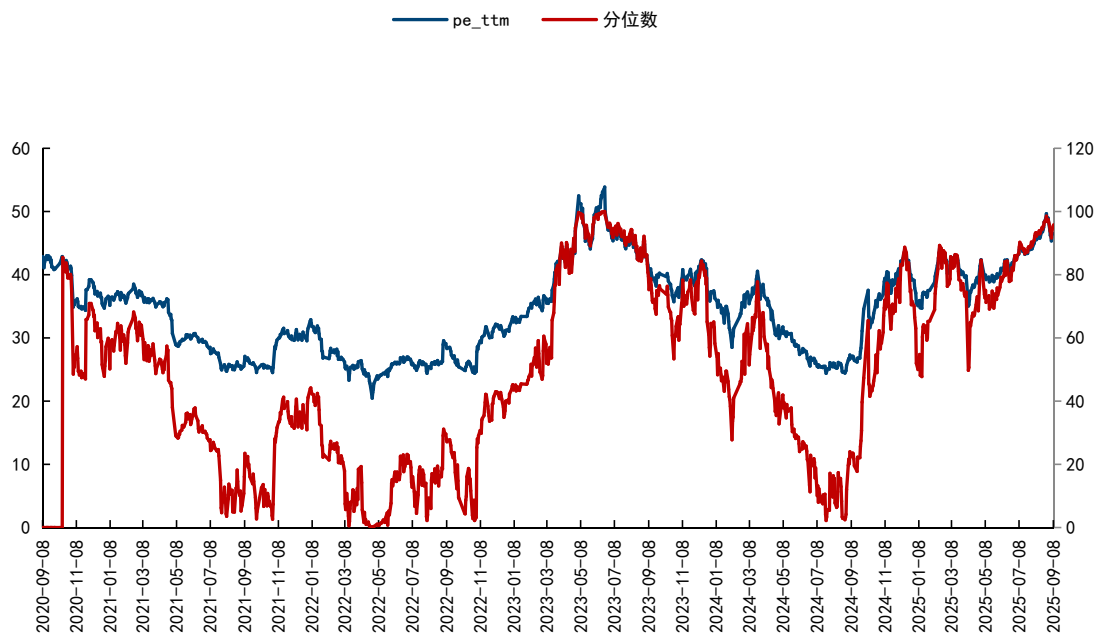


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 板块表现回顾

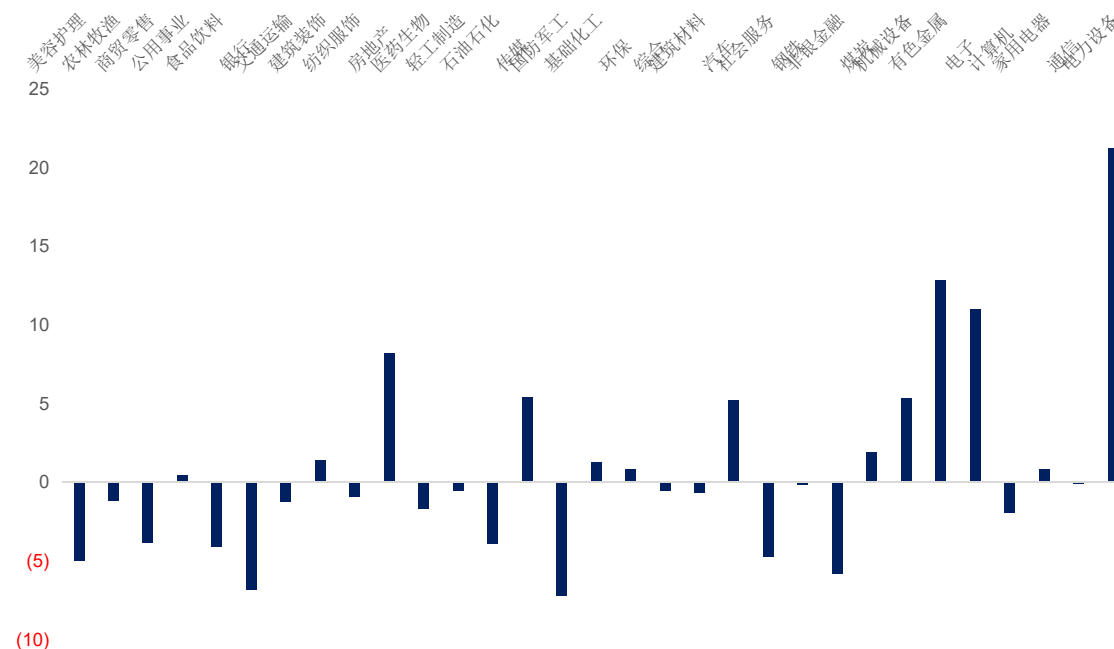
- 9月传媒板块在申万一级31个行业中排名第5位；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 46.5x，处于过去5年95.9%分位数。

图：传媒板块TTM-PE 分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：9月传媒行业涨幅(%)排名第9位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 个股表现

➤ 个股表现上，巨人网络、芒果超媒、ST华通、幸福蓝海涨幅居前，游族网络、吉视传媒、山东出版、汤姆猫等跌幅居前。

表：9月个股涨跌幅排行

9月涨幅排行					9月跌幅排行				
代码	公司	月涨幅	年涨幅	市值（亿）	代码	公司	月涨跌幅	年涨跌幅	市值（亿）
002558.SZ	巨人网络	43%	230%	874	002174.SZ	游族网络	-32%	22%	114
300413.SZ	芒果超媒	37%	19%	669	601929.SH	吉视传媒	-17%	103%	132
002602.SZ	ST华通	33%	291%	1538	601019.SH	山东出版	-16%	-29%	160
300528.SZ	幸福蓝海	27%	127%	81	300459.SZ	汤姆猫	-15%	-16%	170
600892.SH	*ST大晟	27%	21%	23	000676.SZ	智度股份	-15%	15%	124
300043.SZ	星辉娱乐	27%	81%	83	600986.SH	浙文互联	-14%	32%	123
000892.SZ	欢瑞世纪	27%	93%	64	002168.SZ	*ST惠程	-13%	46%	33
603444.SH	吉比特	25%	150%	409	603230.SH	内蒙新华	-13%	1%	43
001330.SZ	博纳影业	25%	-9%	89	603466.SH	风语筑	-12%	3%	56

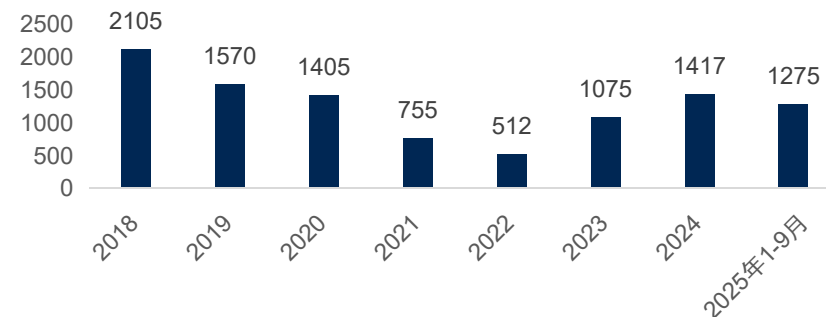
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.游戏： 版号持续发放，关注新品周期、景气度与AI应用驱动下的板块机会

2.1 版号常态化发放

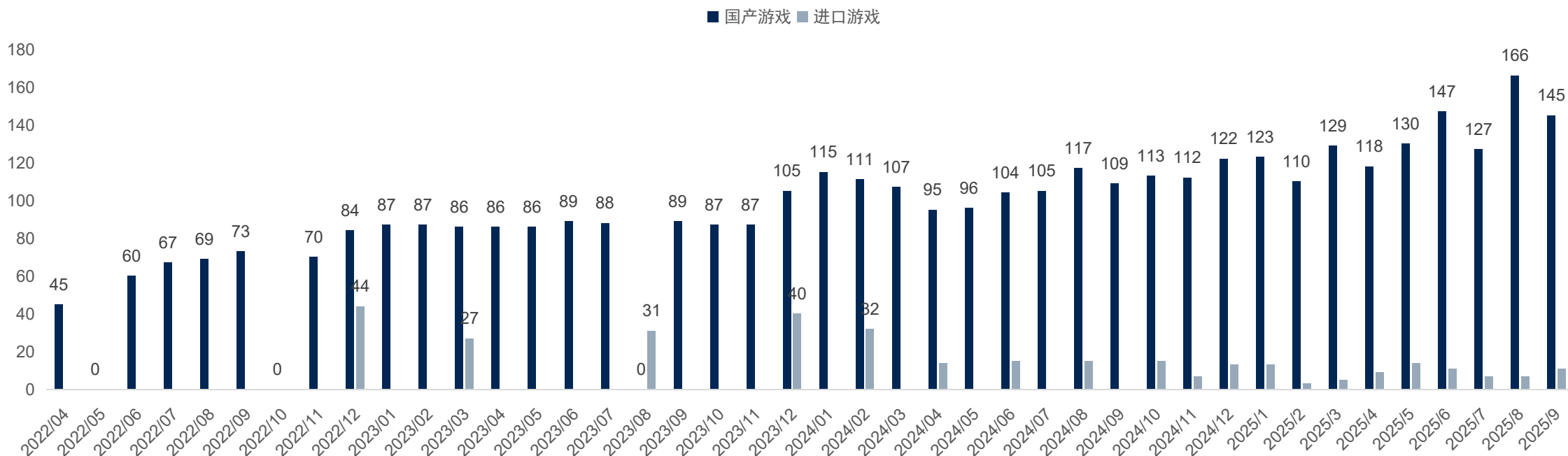
- 9月份共有145款国产游戏和11款进口游戏过审，持续维持高位；
- 1-9月份累计发放游戏版号1275个，同比增长23.2%；9月国内游戏版号发放数量新高、进口版号持续发放。

图：1-9月合计发放654个游戏版号



图：游戏版号发放情况

资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

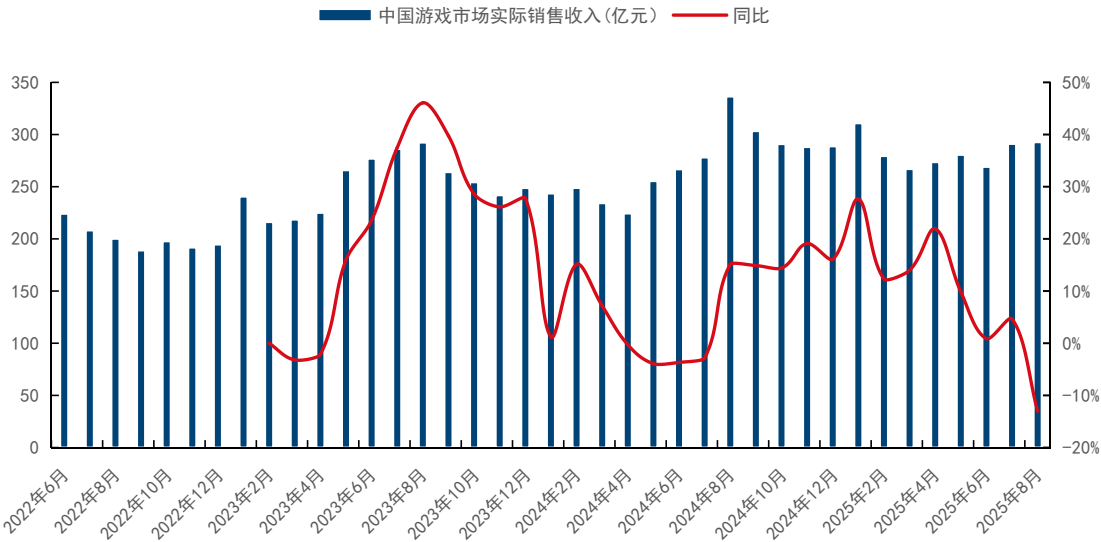


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

2.2 8月国内游戏市场在高基数下下滑13.0%

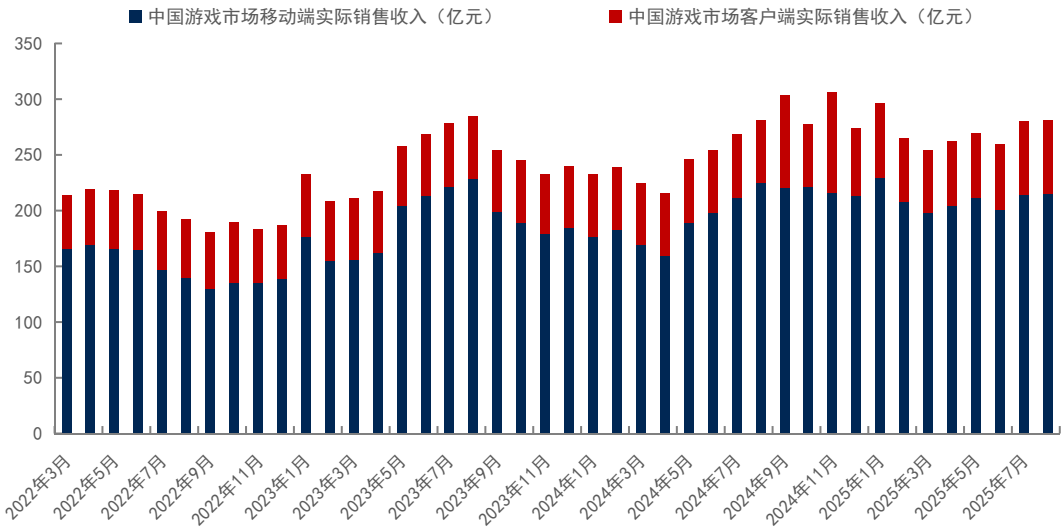
- 24年8月以来游戏行业单月收入在300亿上下；
- 8月，中国游戏市场收入293亿元，同比下滑13.0%，主要由于头部大厂新产品较少，环比来看8月收入上涨0.6%；移动游戏市场实际销售收入215亿元，同比下滑4.2%，环比上涨0.8%。

图：中国市场实际销售收入及增长率



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

图：移动游戏收入增速

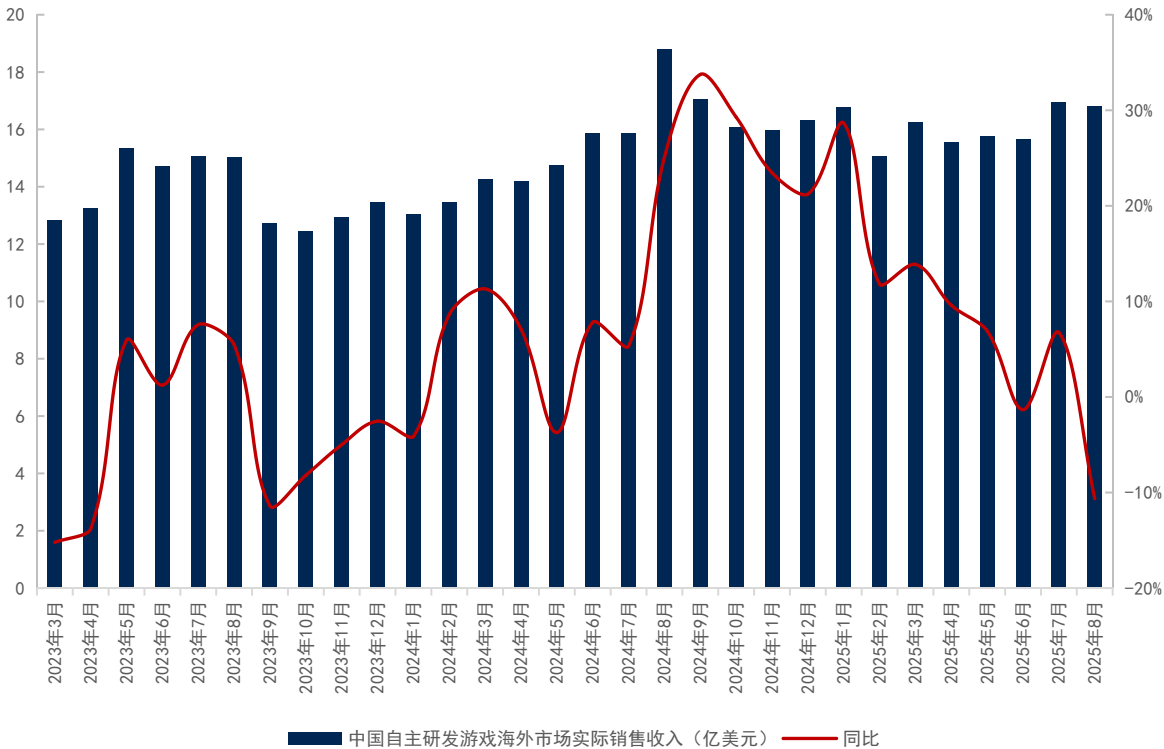


资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

2.3 出海收入环比下滑0.8%

- 25年8月，中国自研游戏海外收入16.80亿美元，同比下滑10.6%，环比下滑0.8%；
- 从具体厂商来看，出海排名前三的发行商为点点互动、腾讯、柠檬微趣，点点互动的《Kingshot》《Whiteout Survival》表现亮眼。

图：出海保持高增长



资料来源：中国游戏产业研究院、伽马数据（GAM），国信证券经济研究所整理

图：出海手游发行商排名

8月中国游戏厂商出海收入榜 2025年8月1日-8月31日					点点数据 app dian dian.com	
排名	公司	在架App数	主要应用	排名趋势		
1	点点互动 (SZ:002602)	253		↑ 0		
2	腾讯 (HK:00700)	2558		↓ 1		
3	柠檬微趣	45		↓ 1		
4	米哈游	72		↑ 2		
5	网易 (NASDAQ:NTES) (HK:09999)	956		↑ 0		
6	江娱互动	23		↑ 0		
7	三七互娱 (SZ:002555)	256		↑ 0		
8	莉莉丝	82		↑ 0		
9	海彼	43		↑ 0		
10	雷霆游戏 (SH:603444)	190		↓ 5		
11	壳木游戏 (SZ:300002)	32		↑ 0		
12	悠星网络	8		↑ 0		
13	沐瞳	17		↑ 3		
14	4399	249		↑ 1		
15	IGG (HK:00799)	85		↓ 1		
16	叠纸游戏	7		↑ 2		
17	麦吉太文	13		↑ 0		
18	新创娱游	6		↑ 0		
19	Onemt	32		↓ 1		
20	库洛游戏	3		↑ 1		
21	乐元素	99		↓ 3		
22	Tap4Fun	50		↑ 1		
23	益世界	47		↓ 3		
24	友塔游戏	33		↑ 2		
25	灵犀互娱	48		↑ 0		
26	心动网络 (HK:02400)	198		↑ 3		
28	雅乐游戏 (NYSE:YALA)	20		↓ 2		
27	BeheFun	10		↓ 8		
28	Leniu Games	15		↑ 1		
30	星合互娱	8		↓ 3		

资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理

2.4 新游市场：10月网易《命运：群星》、英雄《二重螺旋》领衔

- 回首暑期档，大厂出手的重量级产品数量，相比于往年有所减少，如网易再暑期档较为低调。
- 十月份的新游中，知名厂商发布产品的比重正在增加。如网易的两款IP改编游戏《漫威秘法狂潮》和《命运：群星》、还有英雄的《二重螺旋》、快手的《三国望神州》、恺英的《仙境传说之约定好的冒险》、乐元素的《溯回青空》、金山的《鹅鸭杀》。

图：2025年10月新游盘点

2025年10月新游盘点					
序号	游戏名称	类型	平台	厂商	预计上线时间
1	碧优蒂小镇	模拟经营	移动端	零点一娱乐	10月1日
2	漫威秘法狂潮	策略卡牌	跨端	网易	10月9日
3	三国群英传：策定九州	SLG	跨端	广东星辉	10月11日
4	决战破晓	MMORPG	移动端	南京游动	10月13日
5	辉烬	二次元俯视角共斗	移动端	海南千乎网络	10月15日
6	命运：群星	刷宝射击	移动端	网易	10月16日
7	山海幻境	卡牌RPG	移动端	深圳灿和新网络	10月16日
8	溯回青空	二次元RPG	移动端	乐元素	10月21日*
9	三国望神州	三国战棋	跨端	快手	10月23日
10	消消英雄2	三消	移动端	北京阿琳娜	10月25日*
11	二重螺旋	二次元ARPG	跨端	英雄游戏	10月28日
12	仙境传说之约定好的冒险	2D竖版RPG	移动端	恺英网络	10月28日
13	鹅鸭杀	狼人杀派对游戏	移动端	金山世游	10月30日*

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

资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

图：网易《命运：群星》



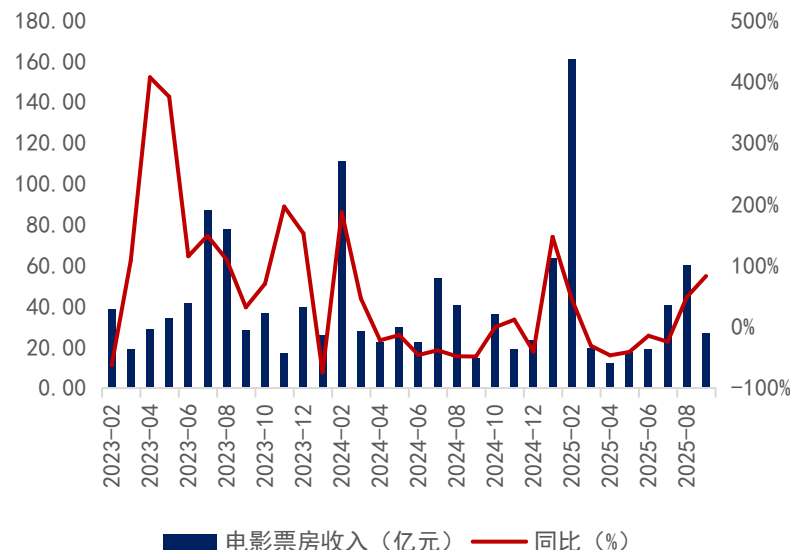
资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

3.影视：国庆档同比下滑，综艺市场芒果表现出色

3.1 9月电影票房市场同比大涨83%

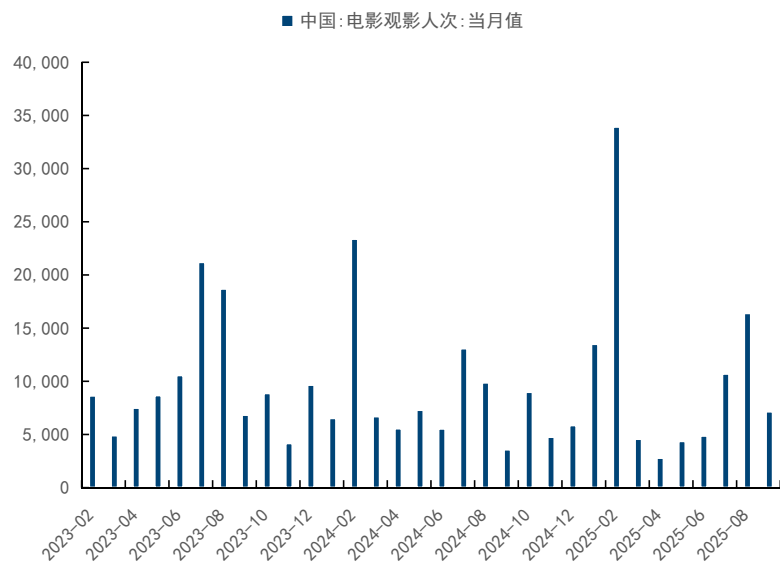
- 据灯塔专业版数据，今年9月总票房达26.61亿元人民币，同比增长82.8%；
- 观影总人次0.72亿人次，同比增长99.8%；平均票价达到37.2元（上月36.5元），略有回升。

图：8月电影票房收入同比大幅增长



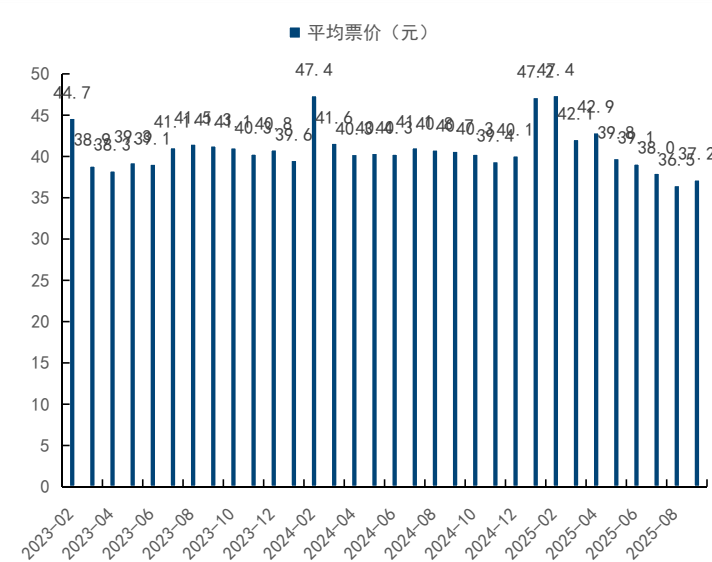
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：观影人次



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：平均票价

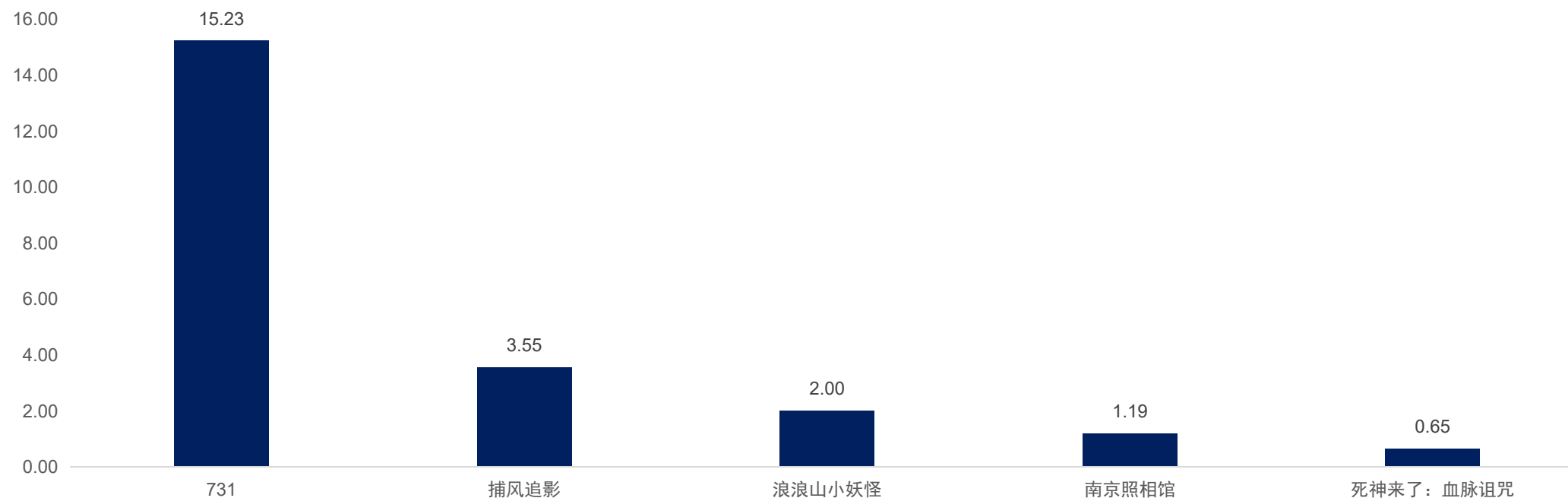


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.1 9月票房同比向上，《731》表现亮眼

- 从单片表现来看，《731》、《捕风追影》、《浪浪山小妖怪》、《南京照相馆》、《死神来了：血脉诅咒》分列8月票房市场前5，票房同比增长明显，《731》表现突出。

图：9月电影票房TOP5（亿元）

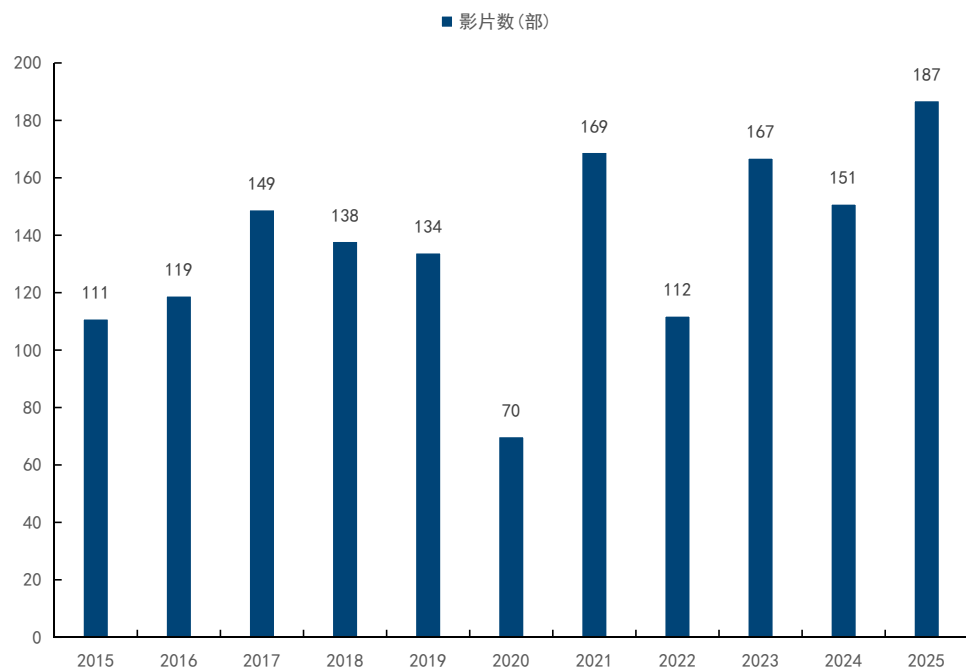


3.1 国庆档同比下滑，主要由于缺乏头部新片

➤从国产电影备案数量上来看，20年至22年呈现显著下滑趋势；23年以来拐点趋势明显，备案数量同比增长60%；考虑到影片制作时间周期，25年开始国产优质内容供给有望底部向上，从而带动票房市场持续回暖；

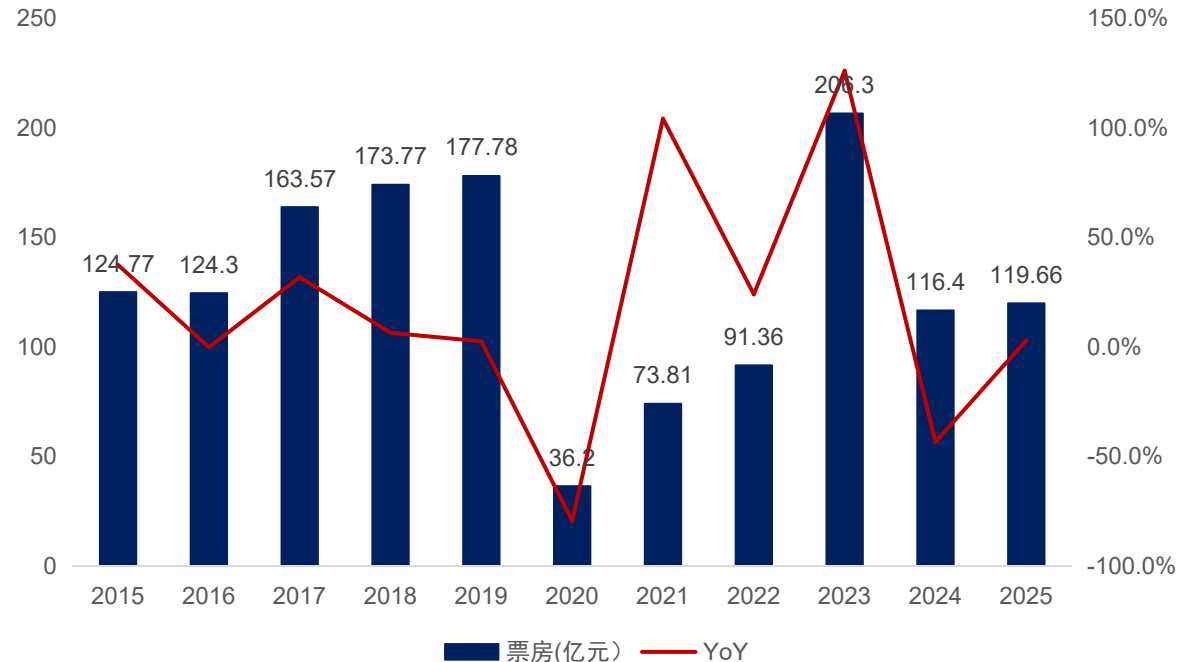
➤2025年国庆档总票房18.35亿元，同比下滑12.8%；其中，观影人次/平均票价分别同比下滑3.9%/9.4%。

图：备案影片数量



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图：历年国庆档票房



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

3.1 国庆档缺乏具有号召力的头部影片

➤从单片表现来看，国庆档票房排名前三的分别为《南京照相馆》（档期票房4.5亿）《731》（档期票房3.5亿）《捕风追影》（档期票房3.0亿元）。

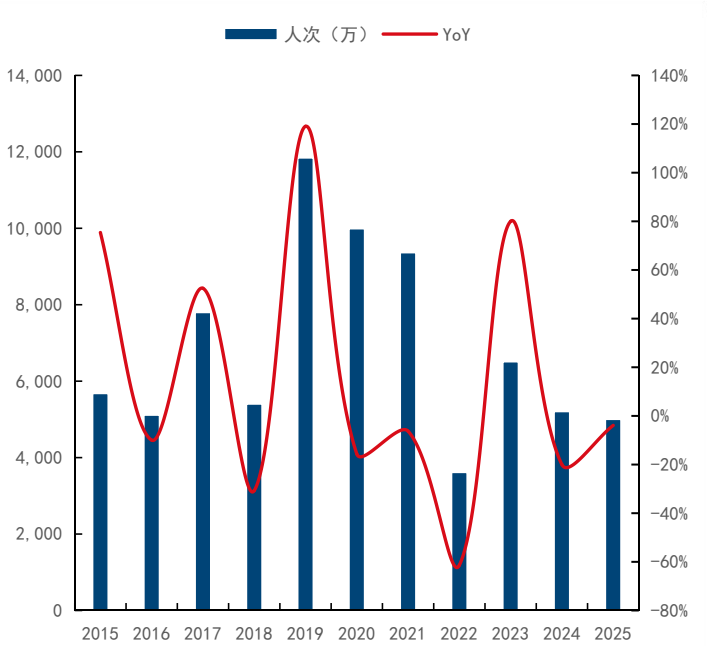
➤ 2025年国庆档总票房18.35亿元，同比下滑12.8%；其中，观影人次/平均票价分别同比下滑3.9%/9.4%。

表：国庆档票房排名

排名	影片名称	上映日期	档期票房（万）	参与公司
1	《志愿军：浴血和平》	2025/9/30	45060.91	中国电影、中影创意
2	《731》	2025/9/18	34503.45	长影集团、保利影业、环鹰时代
3	《刺杀小说家 2》	2025/10/1	29526.89	华策影业、猫眼影业、宁波元气娱乐
4	《浪浪人生》	2025/9/30	21911.96	亭东影业、猫眼影业、中影集团、万达影视
5	《震耳欲聋》	2025/10/4	17528.77	联瑞影业、中影集团、猫眼影业、横店影视
6	《三国的星空第一部》	2025/10/1	7471.63	果麦文化、光线影业、海平屋脊、亭东影业
7	《风林火山》	2025/10/1	7246.19	银都机构、嘉映文化、一生电影
8	《毕正明的证明》	2025/10/1	5176.54	麦特影业、淘票票、西嘻影业
9	《猪猪侠·一只老猪的逆袭》	2025/10/1	4876.53	咏声动漫、众和千澄
10	《浪浪山小妖怪》	2025/8/2	3870.74	上海美术电影制片厂、上影元、上海小苜标文化

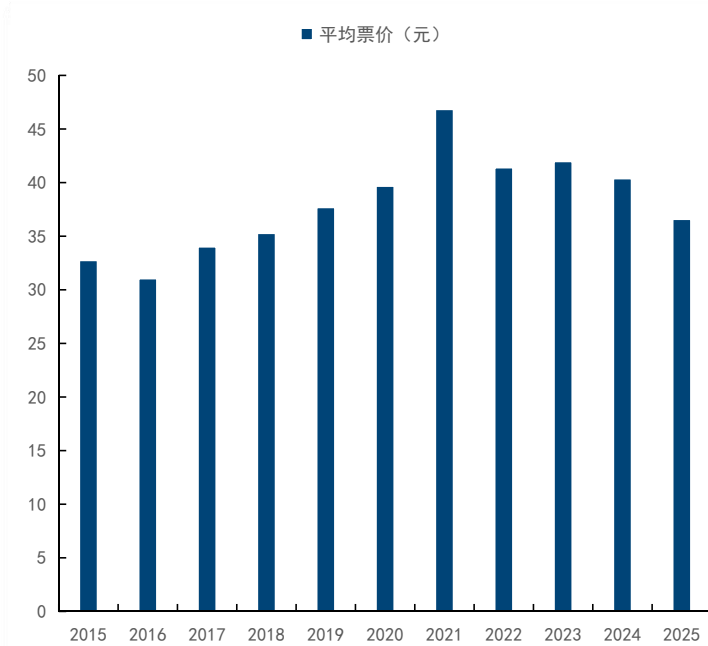
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图：暑期档观影人次



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图：暑期档平均票价



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

3.2 剧集市场：9月播放量维持高水平，爱优腾芒领跑

- 9月正片播放量的全网剧集TOP10中，《赴山海》10.18亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《灼灼韶华》和《生万物》，分别取得5.47亿和5.15亿的成绩；
- 《灼灼韶华》5.47亿的播放量登顶电视剧榜，网络剧《赴山海》则以10.18亿的播放量表现位居网络剧的第一。

图：9月剧集播放量排名



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：9月电视剧播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：9月网剧播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

3.3 综艺市场：芒果《披荆斩棘》表现出色

- 综艺市场芒果《披荆斩棘》全网正片市占率9.72%、腾讯的《心动的信号》正片市占率7.95%排名第二、腾讯《地球超新鲜》全网正片市占率6.02%。
- 网综方面，前十的综艺中芒果/腾讯/爱奇艺分别占据3/6/2个。

图：9月综艺播放量排名



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：9月电视综艺播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：9月网络综艺播放量排行



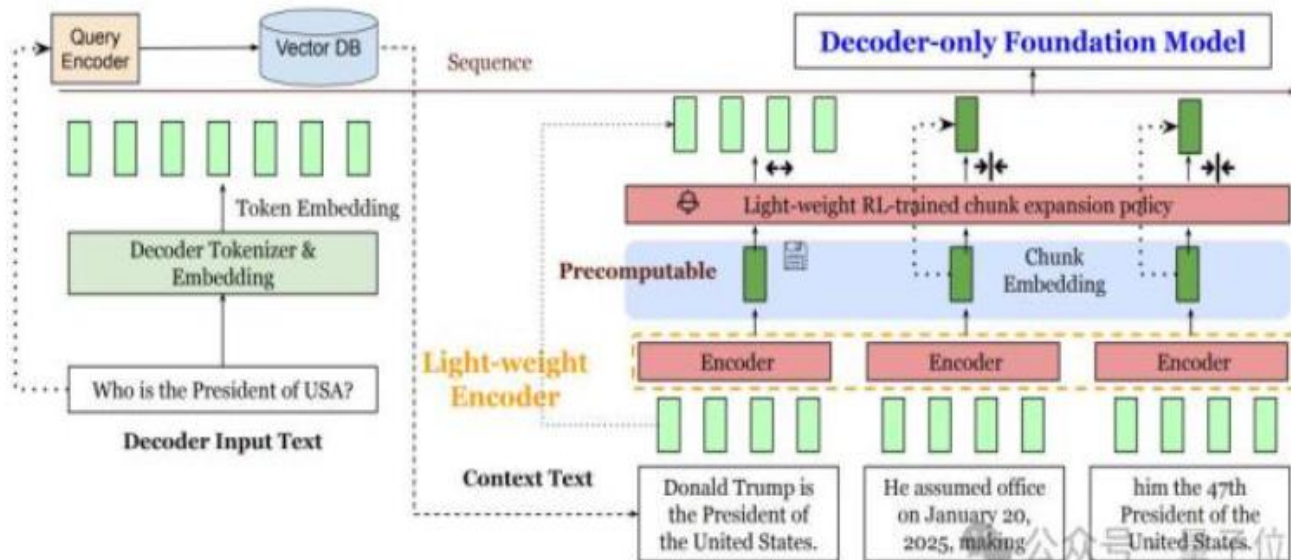
资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

4. AI应用：底层技术持续突破，AI视频生成进展迅速

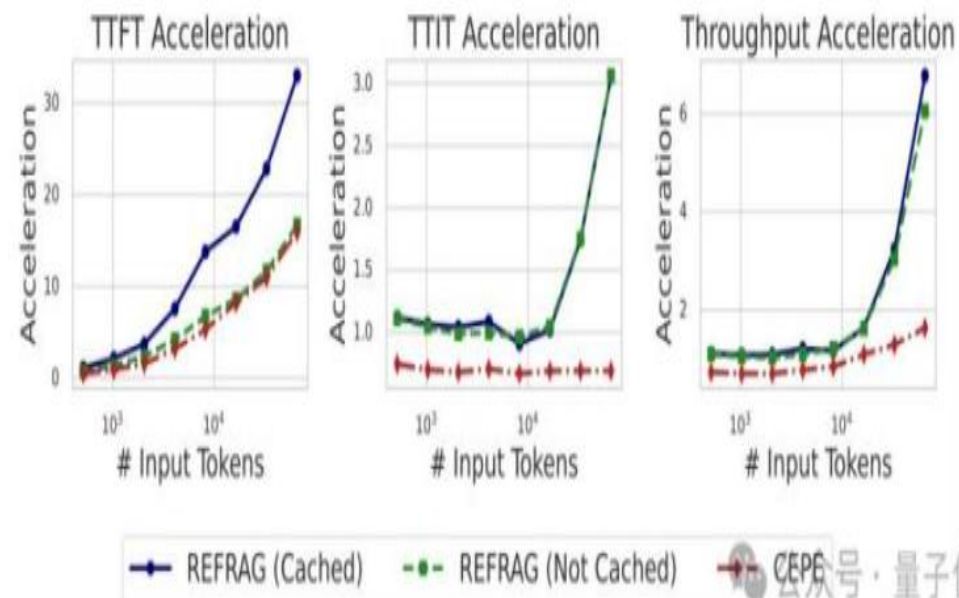
4.1 Meta超级智能实验室突破RAG技术瓶颈

- Meta超级智能实验室近日推出一项突破性技术，使大型语言模型在检索增强生成任务中的推理速度提升超过30倍。这一创新成果发表在题为《REFRAG: Rethinking RAG based Decoding》的论文中，为AI模型的运作方式带来了深刻变革。
- REFRAG框架的核心创新在于通过一个轻量级模型将冗长的上下文内容压缩成简洁摘要，从而减少解码器需要处理的信息量。这种方法不仅显著加快了处理速度，也降低了计算复杂度，提升了模型的整体效率。
- 经过全面测试，REFRAG在多项任务中表现出色，尤其在时间延迟和数据吞吐量方面的提升尤为显著。实验数据显示，在压缩比达到16倍的情况下，REFRAG不仅在速度上超越了此前最先进的模型CEPE，而且在准确性方面几乎没有损失。

图：REFRAG主要通过压缩、感知、扩展优化LLM处理外部知识的方式



图：REFRAG框架在多个维度上取得了较为不错的成果



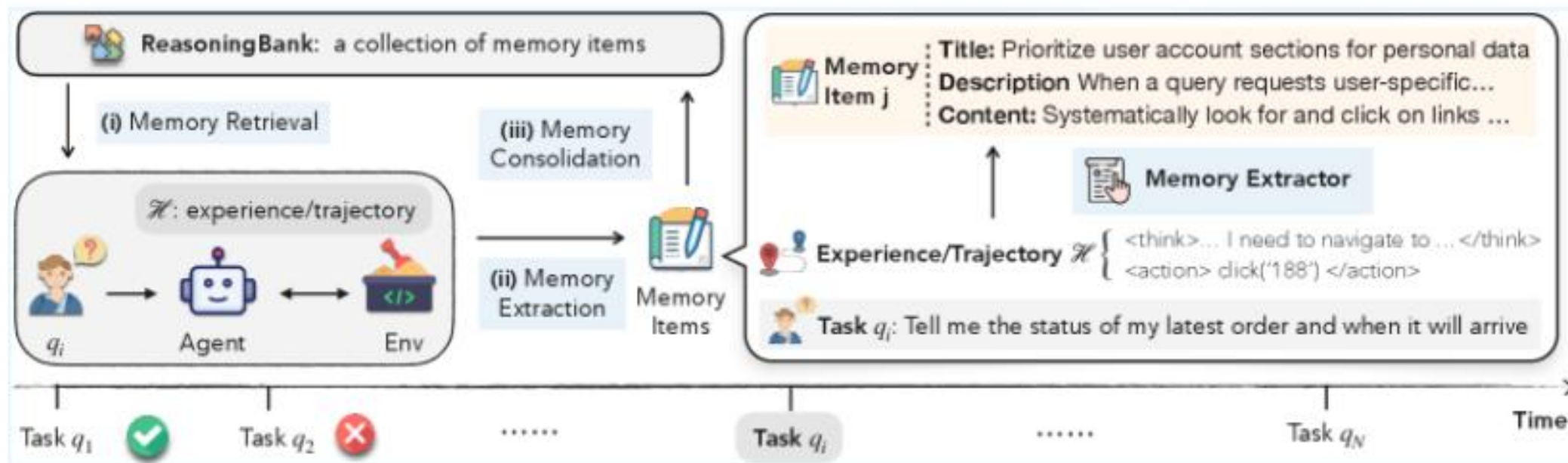
4.2 Google推出“推理记忆”框架，让AI智能体实现“自我进化”



国信证券
GUOSEN SECURITIES

➤ 近期，谷歌的最新研究提出了一种名为“推理记忆（Reasoning Memory）”的框架（可学习的推理记忆），旨在使AI Agent能够从自身的经验和错误中积累知识，实现真正的“自我进化”。这项创新有潜力解决当前由大型语言模型（Large Language Model, LLM）驱动的Agent的关键缺陷，推动AI朝着更智能和自主的方向发展。

图：智能体和环境交互后，经验会被提炼为结构化记忆存入Reasoning Bank

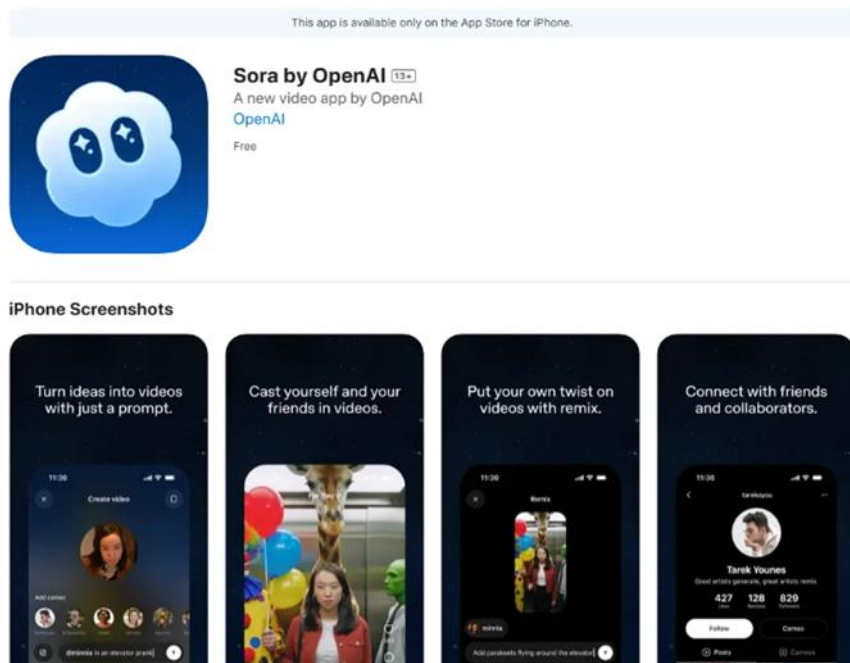


资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

4.3 OpenAI发布Sora2，支持生成高质量的视频+音频

- 2025年10月1日，OpenAI 发布了下一代视频生成模型 Sora 2。这款新模型在拟真视频效果上有明显提升，并新增音频生成能力。其继承并扩展了早期的图像生成技术，在同期推出的新版 App 中，用户可以通过一次性录制自己的视频和语音来完成身份验证，然后在生成的视频中“客串”自己或他人。
- 与上一代相比，性能在多方面取得跃升：1) 更能遵循遵守物理定律；2) 能保持在整个虚拟世界的“逻辑一致”；3) 实现音画同步。同时，OpenAI 推出的“AI 版抖音”、全新iOS 社交App——Sora，在这款应用里，用户能创作AI内容、对他人生成的AI 内容进行二次创作、在可自定义的信息流里发现新视频，还能通过“客串（cameos）”功能，经身份验证和捕捉形象，让自己或朋友进入Sora 生成的环境。

图：Sora2 APP 介绍



资料来源：APP STORE，国信证券经济研究所整理

图：Sora2 生成的音视频



资料来源：OpenAI 官网，国信证券经济研究所整理

4.3 OpenAI发布Sora2，支持生成高质量的视频+音频

- 10月9日，Sora业务负责人Bill Peebles表示，Sora APP在上线后不到五天下载量便突破100万次，达成百万下载量的速度甚至超过了ChatGPT，或将成为AI时代又一标志性APP。
- OpenAI官方称，Sora2是视频生成领域的“GPT-3.5时刻”，在物理逼真度和用户可控性上实现了很大提升，并首次加入了同步的配音。
- 另外，版权方面Sora2也较为明确，此次升级包括自定义内容屏蔽、风格指南设定，并引入版权保护角色的客串

图：Sora2 生成的视频



资料来源：OpenAI官网，国信证券经济研究所整理

图：Sora2 生成的音视频

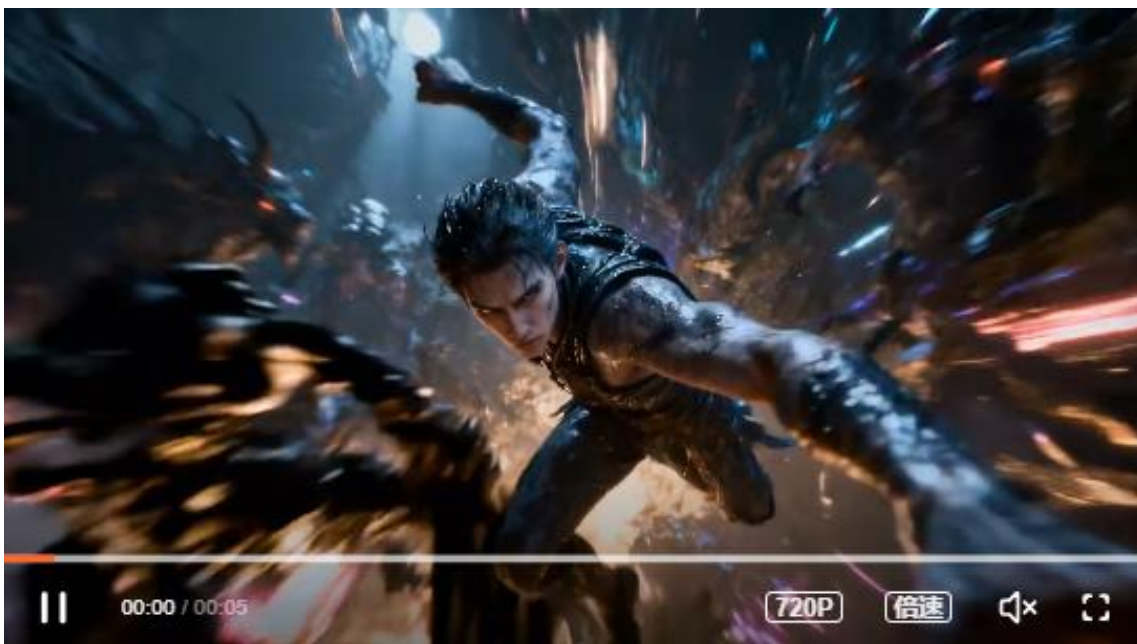


资料来源：OpenAI官网，国信证券经济研究所整理

4.4 快手发布可灵2.5 Turbo，视频生成价格下降30%

- 9月23日消息，快手可灵 AI 基座模型再升级，视频生成推出可灵 2.5 Turbo 模型。在文本响应、动态效果、风格保持以及美学效果等多个关键维度上，可灵 2.5 Turbo 模型持续保持着全球领先的优势。
- 在高质量模式（1080p）下，新模型生成5秒视频的价格仅为25点，相较于2.1版本便宜了近30%。
- 10月2日，AI基准测试机构Artificial Analysis公布了最新一期全球视频生成大模型榜单。其中，快手可灵2.5 Turbo模型（1080P）表现亮眼，在图生视频、文生视频两个赛道分别斩获1329和1252的Arena EL0基准测试评分，一举超越Veo3、Ray3、PixVerse V5等一众模型，荣登榜首。

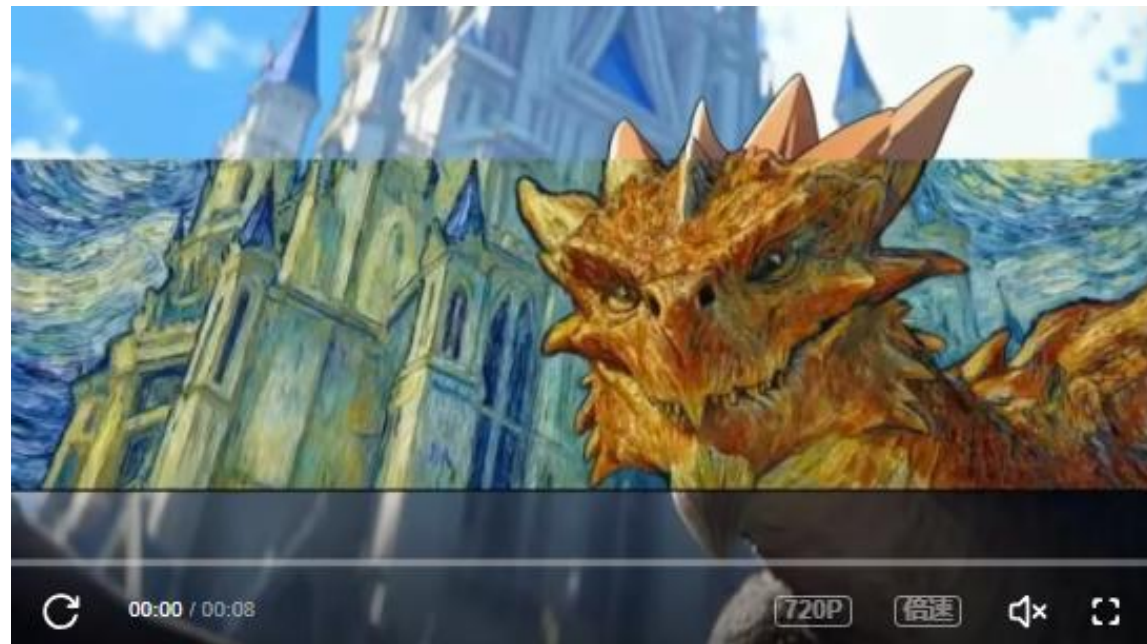
图：可灵2.5 Turbo生成的视频



资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：Nano Banana将2D图片转为3D手办



资料来源：机器之心，国信证券经济研究所整理

5. 投资建议：持续关注游戏新品表现，把握AI应用及IP潮玩布局机会

5.1 投资建议与10月组合



- 持续看好游戏板块新品周期，关注广告媒体、影视等板块底部反转可能，寻找个股α。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、姚记科技等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒等）；影视内容关注政策转向、供给端底部改善带动需求改善可能，推荐平台（芒果超媒、哔哩哔哩）、内容（光线传媒、华策影视等）以及播放渠道（万达电影等）；
- 行业β持续看好高景气的IP潮玩以及从0到1阶段的AI应用。1）IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，近期调整给予良好配置机会，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；2）AI应用处于加速落地的阶段，重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G关注营销（浙文互联、蓝色光标等）、教育、数据要素（浙数文化）等领域落地可能；2C关注AI游戏（恺英网络、姚记科技、掌趣科技等）、AI短剧（掌阅科技、华策影视等）、AI玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）；
- 25年9月投资组合为哔哩哔哩、芒果超媒、吉比特整体表现良好，10月投资组合为哔哩哔哩、芒果超媒、完美世界、分众传媒。

图：投资组合表现

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

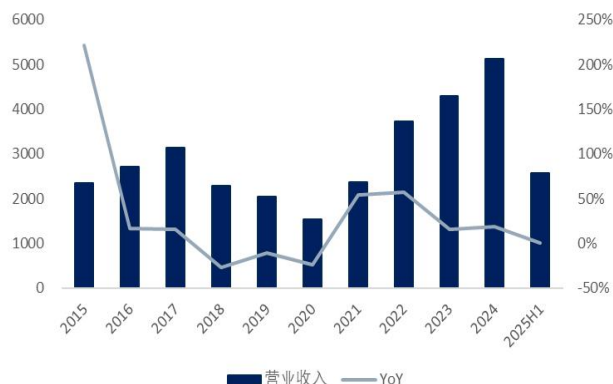
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：恺英网络（002517.SZ）：关注新品及AI应用表现



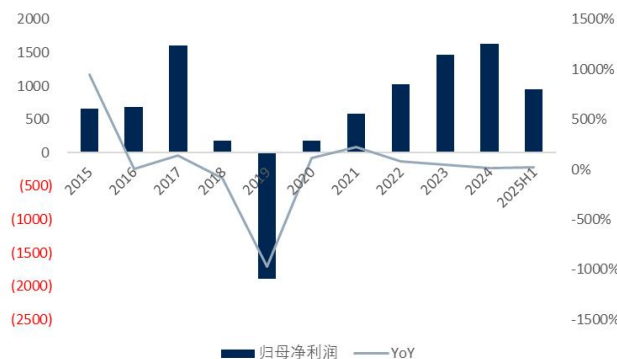
- **业绩增长稳健。**1) 公司25年上半年实现营业收入25.78亿元，同比增长0.89%；实现归母净利润9.50亿元，同比增长17.41%，对应全面摊薄EPS 0.44元；实现扣非归母净利润9.39亿元，同比增长17.18%；2) 25年Q2单季度营业收入12.25亿元，同比下降1.8%；归母净利润4.32亿元，同比增长12.8%，对应摊薄EPS 0.20元；
- **产品矩阵持续丰富，出海增速显著。**1) 公司产品现主要由复古情怀品类和创新精品构成。复古情怀品类包括《原始传奇》《天使之战》《龙之谷世界》等产品；创新品类包括新国战SLG游戏《三国：天下归心》、《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》等产品；从复古情怀到创新精品，公司产品矩阵日趋丰富。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传：新的开始》成功登上澳门iOS免费榜第一，还斩获了台湾Google Play免费榜第一、香港Google Play免费榜第二以及香港iOS免费榜第七的佳绩，荣获独立出海联合体发起的“2024中国游戏出海；优质产品带动之下，上半年公司海外营业收入2.02亿元，同比增长59.6%、显著高于整体收入增速。
- **AI应用持续推进，传奇盒子等新业务布局新增长曲线。**1) AI方面，公司自研“织梦”大模型，发布专为游戏行业打造的AI全流程开发平台“AI 工业化管线”《SOON》，实现从美术资产生成到代码部署全流程的自动化操作；2) 打造基于传奇游戏及游戏要素独家开发、运营、推广游戏社区的“传奇盒子”，以汇聚各类游戏为特色的，集游戏、直播、电竞、小说、短剧等为一体的游戏社区平台，丰富内容生态并有望构筑新增长点。此外旗下数字资产平台拾元立方以“拾遗、元宇、立异、方等”为理念，整合区块链、Web3.0与AI技术，构建数字艺术品营销生态，并通过“数字资产+实体经济”模式激活文旅消费；
- **看好IP扩展及AI应用前景，维持“优于大市”评级。**我们维持2025/26/27年盈利预测为22.68/24.32/26.61亿元，对应摊薄EPS=1.05/1.13/1.24元。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及AIGC、VR等领域前瞻布局，继续维持“优于大市”评级

图：恺英网络营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：恺英网络归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：SOON游戏创作平台



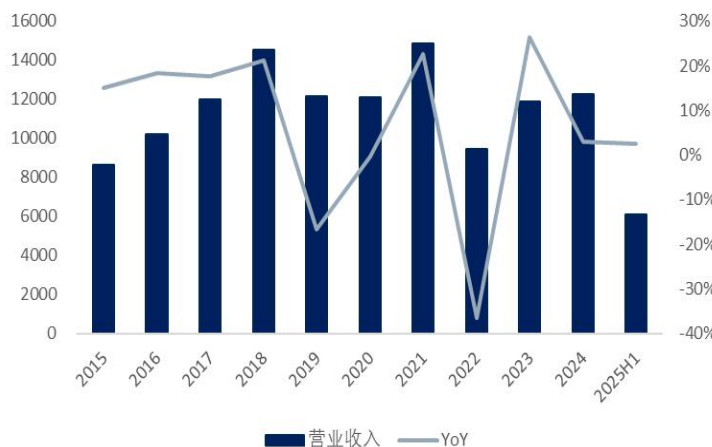
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：分众传媒（002027.SZ）：增长稳健，竞争格局改善与科技赋能助力经营向上



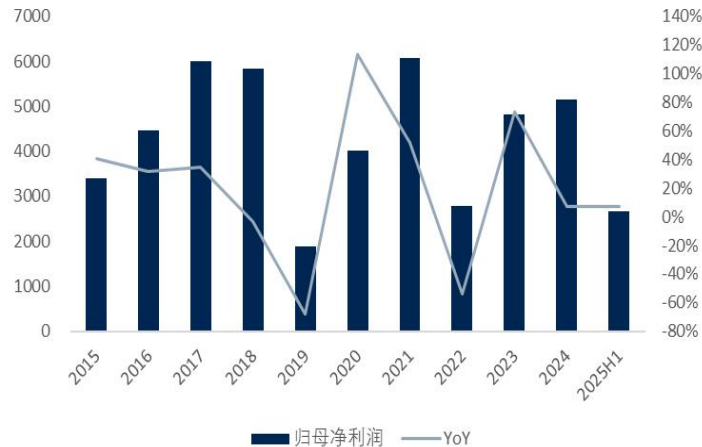
- **营收及利润增长稳健。**1) 上半年公司实现营业收入61.12亿元、归母净利润26.65亿元，同比分别增长2.43%、6.87%；对应摊薄EPS 0.18元；实现扣非归母净利润24.64亿元、同比增长12.17%；2) 25年Q2单季度公司实现营收32.55亿元、归母净利润15.3亿元，同比分别增长0.52%、5.25%，对应摊薄EPS 0.11元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健；
- **毛利率及净利率稳定向上、表现亮眼。**上半年公司毛利率达到68.3%、同比提升3.15个百分点；净利率则达到43.4%，提升2.3个百分点，处于近年来的较高水平；25Q2毛利率和净利率分别达到71.4%、46.7%，同比分别提升3.4/2.2个pct；毛利率及净利率持续改善充分展现展现出公司良好的产业链议价能力。
- **资源点位优势稳固、收购新潮优化竞争格局，与支付宝合作电梯场景全新生态。**1) 截至7月31日公司的生活圈媒体网络覆盖国内339个城市以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度和日本等国，媒体资源点位领先优势显著；2) 公司公告计划收购新潮传媒，若能顺利落地，有望进一步优化行业竞争格局，扩展媒体及客户资源，充分发挥规模优势；3) 公司联合支付宝打依托支付宝“碰一下”的创新交互方式，打造“技术创新+场景渗透”的全新生态，充分提升企业“线上线下品效协同”经营能力，重塑了线下场景的商业价值。AI应用方面，公司营销垂类大模型已进入测试阶段，未来通过基于AI驱动的全新行业解决方案，公司有望重塑广告创意生成、广告策略制定、广告投放优化和广告数据分析的全产业链上下游价值模型。
- **看好公司竞争格局改善及内需市场受益可能，维持“优于大市”评级。**我们预计25/26/27年归母净利润分别为59.69/65.66/68.10亿元，对应摊薄EPS=0.41/0.45/0.47元。公司为国内最大的生活圈媒体平台，点位优势显著，宏观预期改善有望带动增速向上、AI技术有望推动公司运营效率提升、“碰一碰”有望打开成长新空间，维持“优于大市”评级

图：分众传媒营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分众传媒归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率及净利率



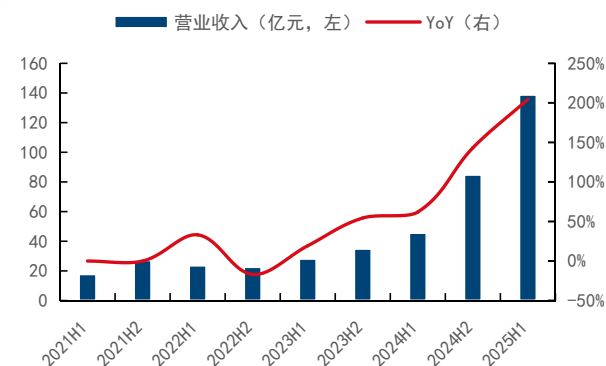
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



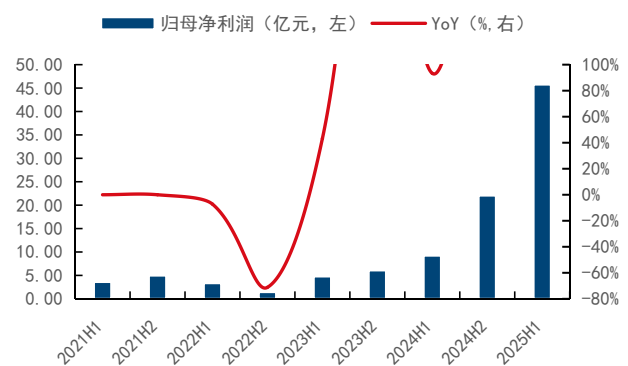
- THE MONSTERS引领成长，公司25H1收入增长204%、利润增长397%。2025年上半年，公司收入138.8亿，同增204.4%，分地区看中国/海外收入分别为82.8/55.9亿，分别同增135.2%/439.6%；归母净利润45.7亿，同增396.5%。利润率维持高水平，公司2025上半年毛利率70.3%，同比增长6.3个百分点，主要由于高毛利的美洲地区收入占比上升；费用端，公司销售/管理/财务费用率分别为23.0%/5.6%/0.2%，分别同比下滑6.5/4.0/0.2个百分点，主要由于规模效应提升；
- P热度持续提升，2025上半年有13个IP收入过亿。分IP看：1）成熟IP方面，THE MONSTERS跻身世界级IP、MOLLY等成熟IP保持旺盛的生命力。THE MONSTERS/MOLLY/SKULLPANDA/DIMOO的收入分别为48.1/13.6/12.2/11.1亿，分别同增668.0%/73.5%/112.4%/192.5%。CRYBABY跻身前五大IP，收入增长248.7%至12.2亿。2）新IP方面，星星人为成长最快的新兴IP，2025上半年收入3.3亿元。
- 海外收入增长迅猛，2025下半年计划新增60家以上门店。公司海外门店已有140家，中国/亚太/美洲/欧洲地区的收入分别为82.8/28.5/22.6/4.8亿，同比提升135.2%/257.8%/1142.3%/729.2%，年内将新增60家以上门店；
- 看好潮玩龙头的IP运营能力和出海空间，维持“优于大市”评级。由于公司的IP势能和海外扩张节奏迅猛，我们维持盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为98.7/128.6/154.0亿，同比增长215.7%/30.3%/19.8%，当前股价对应PE=40/31/26x。公司的IP打造与运营能力得到持续验证、海外渠道维持迅猛成长；同时IP乐园、联名活动等有望提升IP运营深度，长线IP打造与运营、商业化变现能力有望持续增强，维持“优于大市”评级。

图：泡泡玛特营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：核心IP矩阵



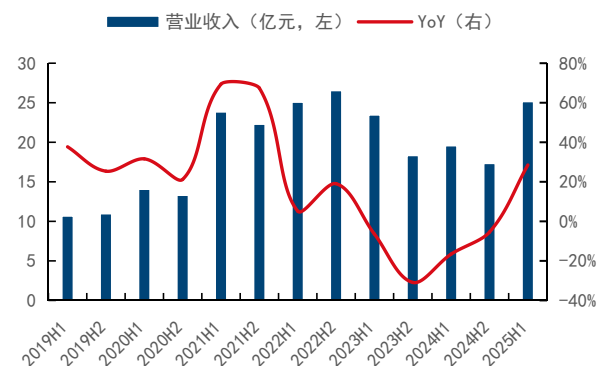
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

重点公司：吉比特（603444.SH）：《杖剑传说》表现亮眼，2025H1收入增长29%



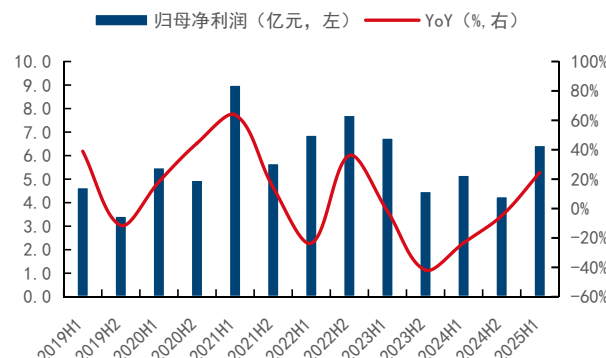
- 2025上半年公司收入增长29%，第二季度新游戏上线收入增长加速。1）2025上半年，公司收入25.2亿，同比增长28.5%，其中《问道手游》流水同比下滑7.3%至10.7亿、新游戏《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》流水分别为5.7亿和4.2亿；归母净利润6.5亿，同比提升24.5%，主要由于《一念逍遥（大陆版）》。
- 毛利率同比增长4.1个百分点，费用率整体略增1.3个百分点。2025上半年，公司的毛利率92.3%，同比增长4.1个百分点；费用率整体上升1.3个百分点至54.4%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为33.2%/8.2%/-1.2%/14.2%，分别同比+5.8%/-1.0%/+2.3%/-5.8个百分点，主要由于新品上线买量费用上升。
- 《杖剑传说》表现优异。1）境内游戏：《问道手游》流水同比下滑7.3%至10.7亿，其中第二季度流水同比基本持平；2024年10月上线的《封神幻想世界》和2025上半年上线的《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》贡献增量收入和利润。2）境外：公司的境外游戏收入下滑21.0%至2.0亿元，主要由于《飞吧龙骑士（港澳台韩版）》《一念逍遥（欧美版）》本期流水有所减少。3）储备产品方面，公司将持续推进自研产品《杖剑传说》《问剑长生》的全球化发行，此外公司将代理运营三国题材SLG游戏《九牧之野》。4）IP孵化业务方面，公司取得《明克街13号》《术师手册》等多部网文IP的游戏改编权，积极探索IP运营以拓宽用户基础；
- 公司新产品表现亮眼、自研产品海外发行及代理产品有望贡献增量，维持“优于大市”评级。由于公司的《杖剑传说》表现优异，我们维持盈利预测，预计2025-2027年净利润分别为14.5/15.4/16.3亿（原预测为10.1/11.4/12.3亿），EPS分别为20.15/21.33/22.64元，对应PE为22x/21x/19x；公司产品研发实力较强、长线运营能力优秀，下半年自研产品海外发行、代理产品都将贡献增量，维持“优于大市”评级。

图：吉比特营业收入及增速（单位：亿元、%）



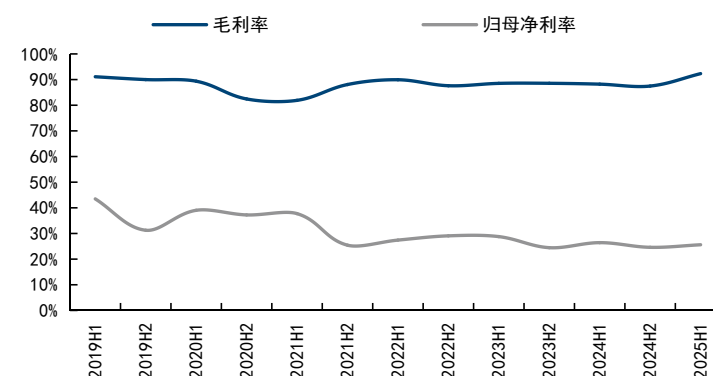
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：吉比特归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率和费用率



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

商誉减值风险；

业绩不达预期；

经营管理风险；

监管政策风险；

新技术落地低于预期等。

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

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032