

传媒行业9月投资策略

持续看好游戏板块新品周期，关注IP潮玩及AI应用布局机会

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

chenaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

8月跑赢市场。1) 25年8月份传媒板块（申万传媒指数）上涨10.70%，跑赢沪深300指数0.37个百分点，在申万一级31个行业中排名第9位；2) 吉视传媒、果麦文化、利欧股份、ST惠程、智度股份涨幅居前，ST华扬、金逸影视、上海电影、北京文化等跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 47.9x，处于过去5年87%分位数。

游戏市场1-7月营收持续较快增长，持续看好关注政策、景气度与AI应用驱动下的板块机会。1) 8月份共有166款国产游戏和7款进口游戏过审，1-8月份累计发放游戏版号1119个，同比增长20.8%；8月游戏版号发放数量创新高、进口版号持续发放；2) 7月中国游戏市场收入291亿元，同比增长4.7%；移动游戏市场实际销售收入214亿元，同比增长0.9%；3) 板块估值处于低位，新品、监管政策以及AI应用驱动之下，板块具备向上修复可能，重点关注新品表现。

暑期档收官同比向上，综艺市场爱腾芒领先。1) 25年8月总票房59.90亿元人民币，同比增长48.6%，关注《731》等新片表现；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) 综艺市场腾讯《心动的信号 第八季》全网正片市占率12.35%、腾讯的《地球超新鲜》正片市占率6.74%排名第二、腾讯《王牌对王牌 第九季》全网正片市占率6.20%；网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯分别占据4/2/5个。

AI应用：8月AI应用下载量环比上涨7%，AI模型持续突破。1) 《2025全球独角兽榜》发布，SpaceX、字节跳动和OpenAI排名前三；2) DeepSeek-V3.1大模型发布，腾讯、特斯拉均已接入；3) 谷歌推出第三代通用世界模型Genie3、发布Nano Banana可以将2D图像转为3D；4) 《生成式人工智能服务安全管理办法》2.0发布、《人工智能生成合成内容标识办法》实施，国内AI行业将更为规范。

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，推荐巨人网络、恺英网络、三七互娱、吉比特、心动公司等标的；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）；影视内容关注供给端底部改善可能、推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；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，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、巨人网络、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：8月投资组合为分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司、泡泡玛特，9月投资组合为哔哩哔哩、巨人网络、心动公司、芒果超媒、吉比特。

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：8月跑赢市场

02

游戏：游戏市场1-7月持续较快增长，重点关注新品表现

03

暑期档收官同比向上，综艺市场爱腾芒领先

04

AI：8月AI应用下载量环比上涨7%，AI模型持续突破

05

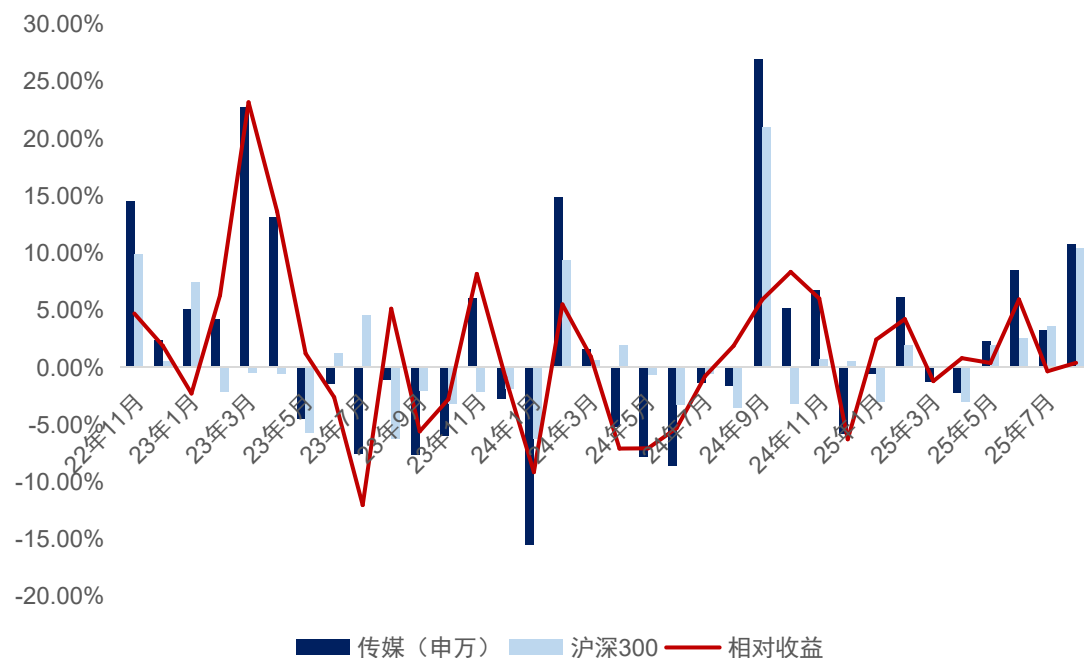
投资建议：关注游戏新品表现，把握AI应用及IP潮玩布局机会

1. 市场及行业回顾：8月跑赢市场

1.1 板块表现回顾

➤ 25年8月份传媒板块（申万传媒指数）上涨10.70%，跑赢沪深300指数0.37个百分点；

图：申万传媒指数8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

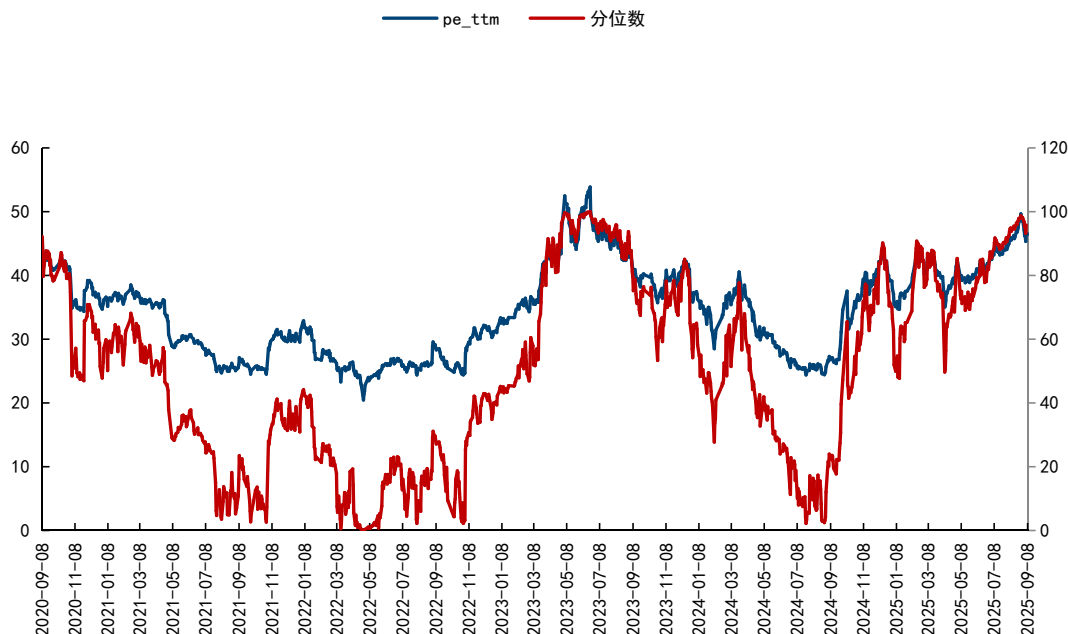


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 板块表现回顾

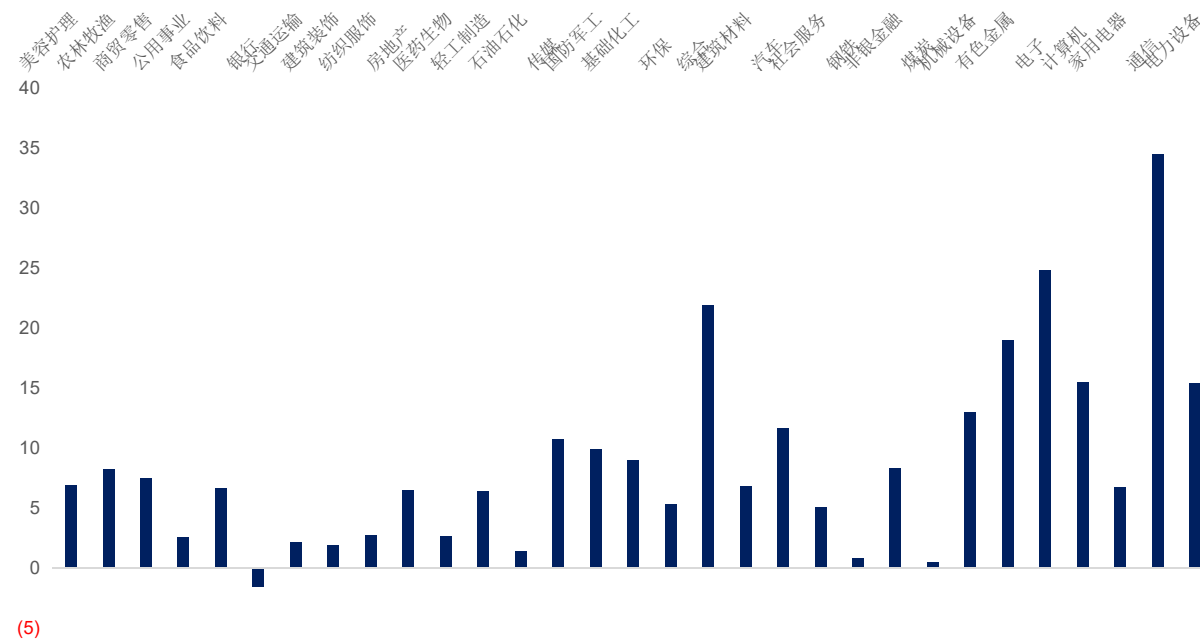
- 8月传媒板块在申万一级31个行业中排名第9位；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 46.5x，处于过去5年96%分位数。

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：8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，吉视传媒、果麦文化、利欧股份、ST惠程、智度股份涨幅居前，ST华扬、上海电影、金逸影视、北京文化等跌幅居前。

表：8月个股涨跌幅排行

8月涨幅排行					8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）
601929.SH	吉视传媒	158%	191%	175	603825.SH	ST华扬	-20%	-35%	25
301052.SZ	果麦文化	53%	232%	82	601595.SH	上海电影	-16%	26%	143
002131.SZ	利欧股份	51%	75%	392	002905.SZ	金逸影视	-15%	28%	35
002168.SZ	*ST惠程	45%	69%	40	000802.SZ	北京文化	-15%	-32%	34
000676.SZ	智度股份	44%	24%	161	300987.SZ	川网传媒	-14%	29%	33
002115.SZ	三维通信	36%	66%	93	300781.SZ	因赛集团	-9%	3%	71
603444.SH	吉比特	35%	113%	331	300654.SZ	世纪天鸿	-7%	2%	39
300113.SZ	顺网科技	34%	47%	180	300295.SZ	三六五网	-6%	-19%	27
002558.SZ	巨人网络	32%	206%	604	600551.SH	时代出版	-6%	5%	61

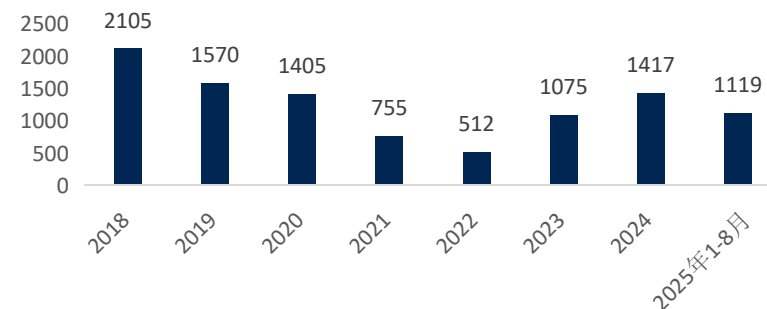
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.游戏： 版号数量创新高， 关注头部新品表现

2.1 版号常态化发放

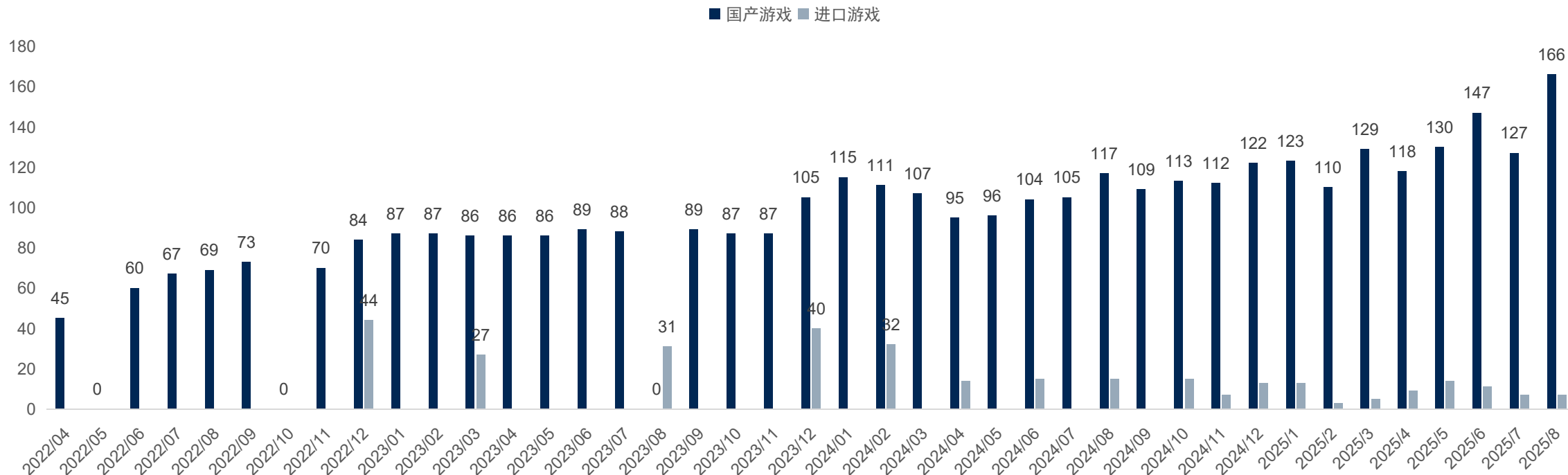
- 8月份共有166款国产游戏和7款进口游戏过审，创年内新高；
- 1-8月份累计发放游戏版号1119个，同比增长20.8%；8月国内游戏版号发放数量新高、进口版号持续发放。

图：1-8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

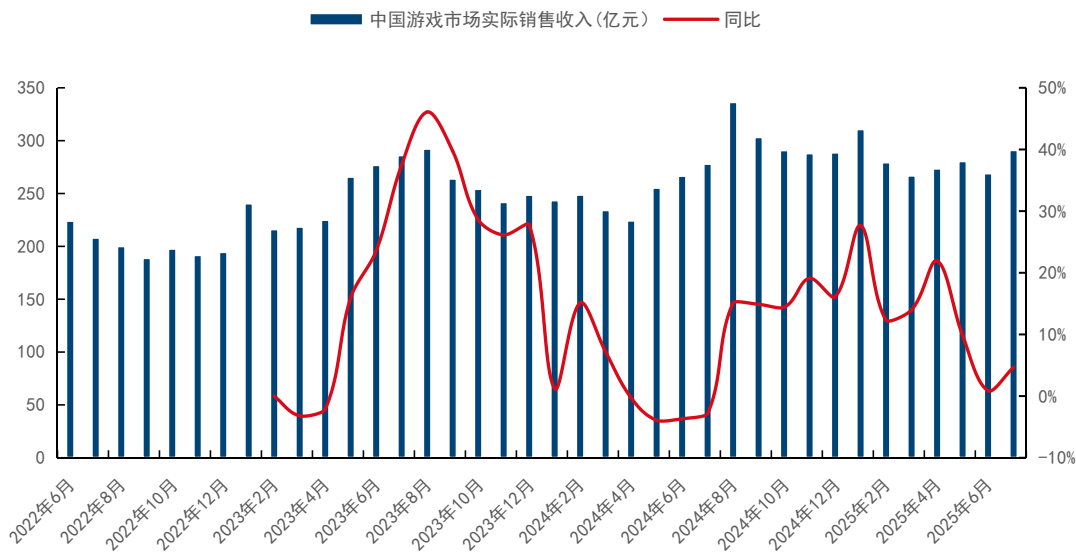


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

2.2 7月国内游戏市场整体保持正增长

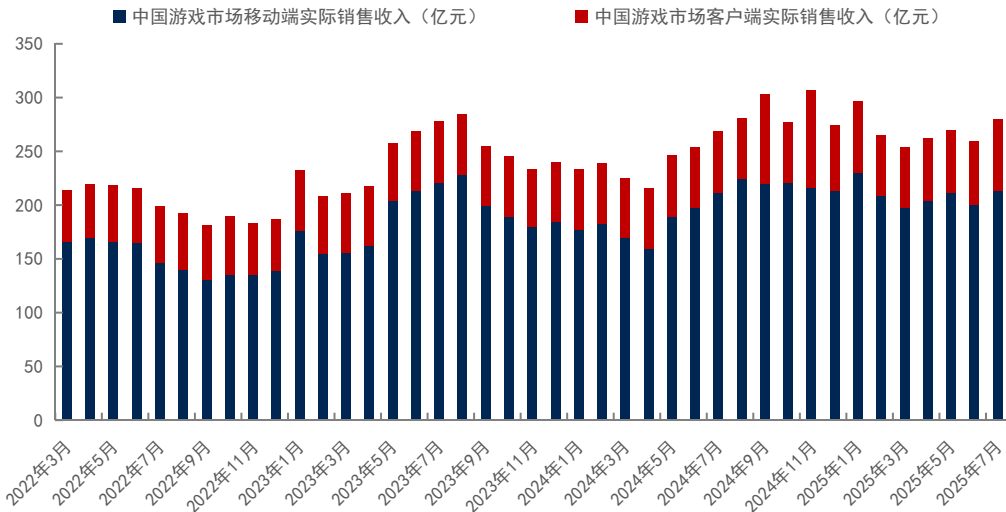
- 24年8月以来游戏行业持续保持较高增速；
- 7月，中国游戏市场收入291亿元，同比增长4.7%；移动游戏市场实际销售收入214亿元，同比增长0.9%；

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 出海收入同比向上

- 25年7月，中国自研游戏海外收入16.93亿美元，同比增长6.7%，主要由于成熟期产品《崩坏：星穹铁道》《Last War:Survival》等增量显著，新品《杖剑传说》等表现较好；
- 从具体厂商来看，出海排名前三的发行商为点点互动、米哈游、腾讯，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：出海手游发行商排名

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

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：《超自然行动组》《Kingshot》表现亮眼

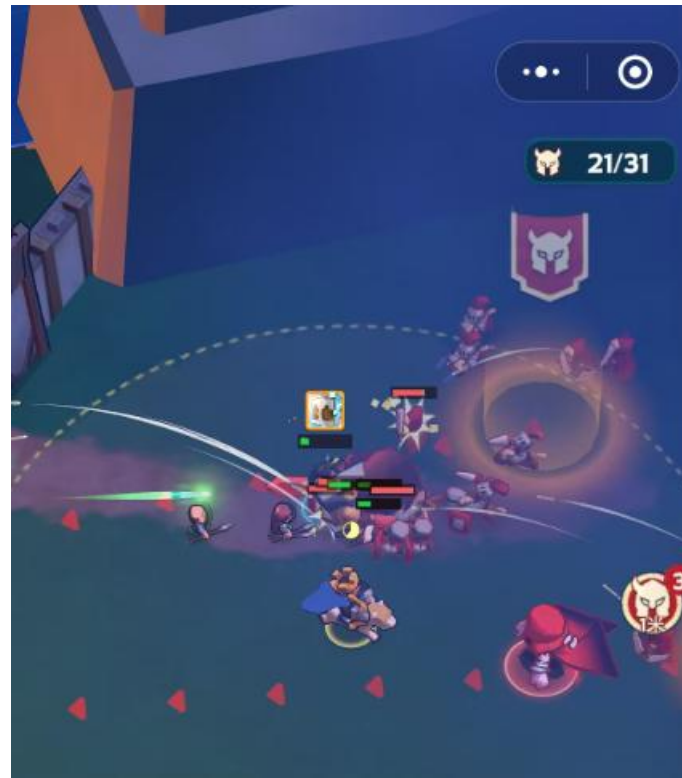
- 8月，巨人网络《超自然行动组》流水环比翻倍，8月17日推出首款双形态时装“巫铃儿·镜生遗梦”深受玩家追捧，当日流水创下历史新高，并首次跻身中国iOS手游收入榜第10名；《超自然行动组》的亮眼表现带动公司8月整体收入环比提升72%。
- 8月，点点互动《Kingshot》收入创新高，累计收入突破3亿美元。8月28日《Kingshot》国内版上线了微信小游戏版本《奔奔王国》，人处于前期的预热调优阶段。

图：《超自然行动组》游戏海报



资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

图：《奔奔王国》游戏画面



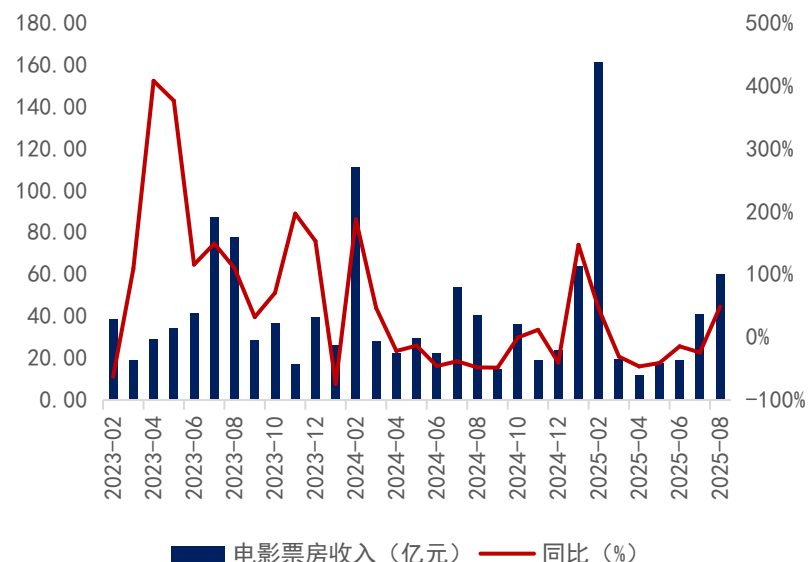
资料来源：TapTap，国信证券经济研究所整理

3.影视：暑期档收官同比向上，综艺市场爱腾芒领先

3.1 8月电影票房市场同比大涨48%

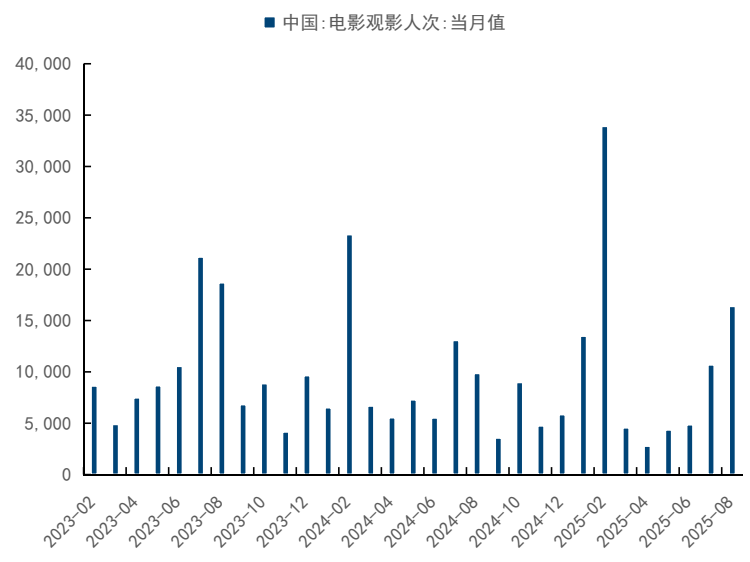
- 据灯塔专业版数据，今年8月总票房达59.90亿元人民币，同比增长48.6%，环比增长47.2%；
- 观影总人次1.64亿人次，同比/环比分别增长66%/53.3%；平均票价达到36.5元（上月38.0元），下滑较为明显。

图：8月电影票房收入同比大幅增长



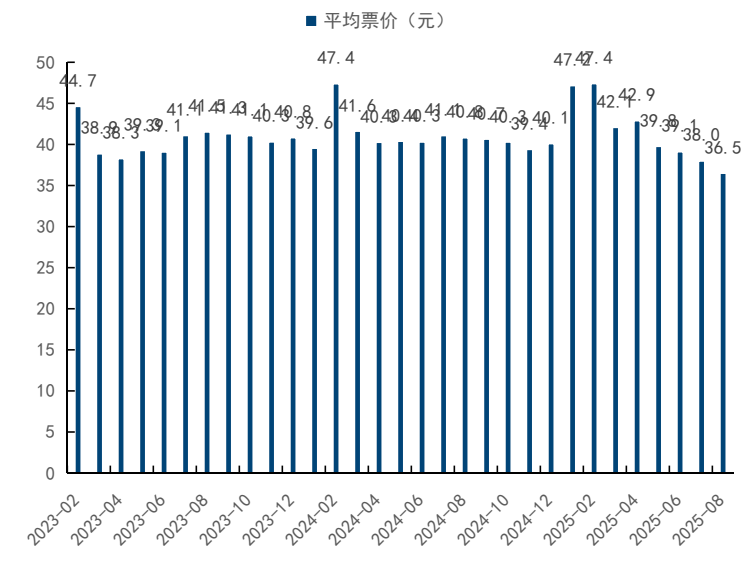
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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

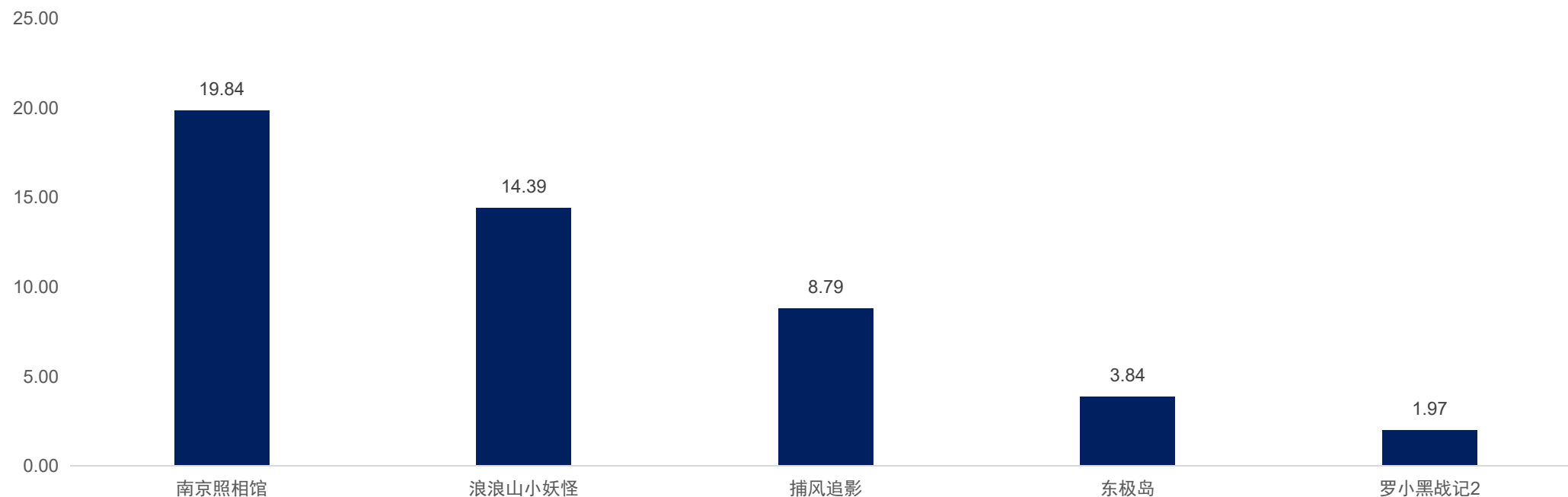


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.1 8月票房回暖明显，《南京照相馆》《浪浪山小妖怪》表现亮眼

- 从单片表现来看，《南京照相馆》、《浪浪山小妖怪》、《捕风追影》、《东极岛》、《罗小黑战记2》分列8月票房市场前5，票房相比7月大幅改善，《南京照相馆》《浪浪山小妖怪》表现突出。

图：8月电影票房TOP5（亿元）

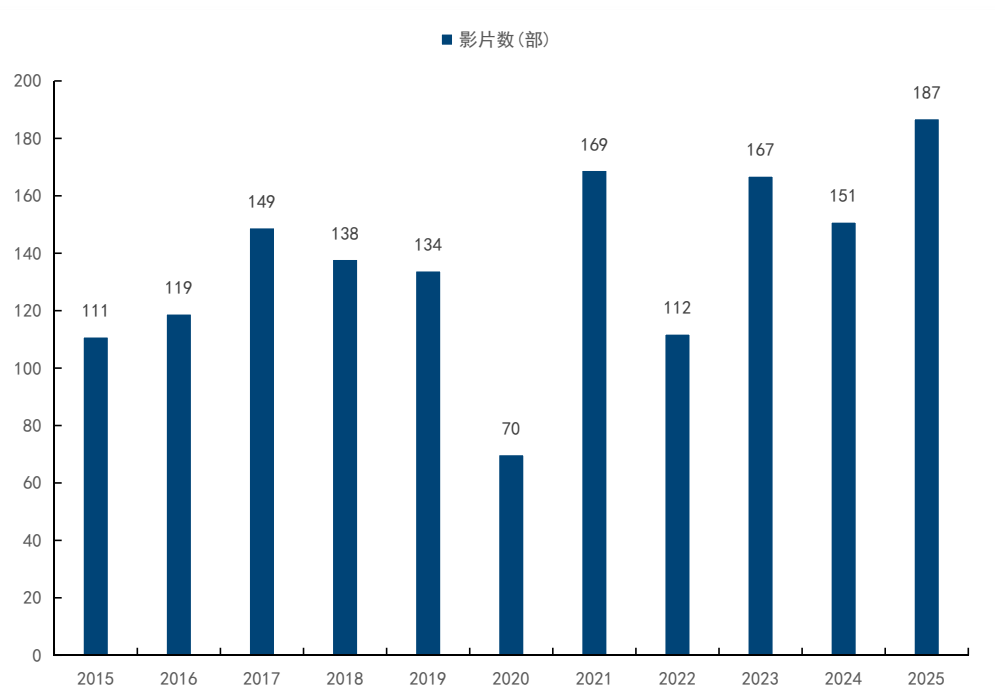


3.1 暑期档供给改善，头部影片拉动下票房表现较好

➤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；

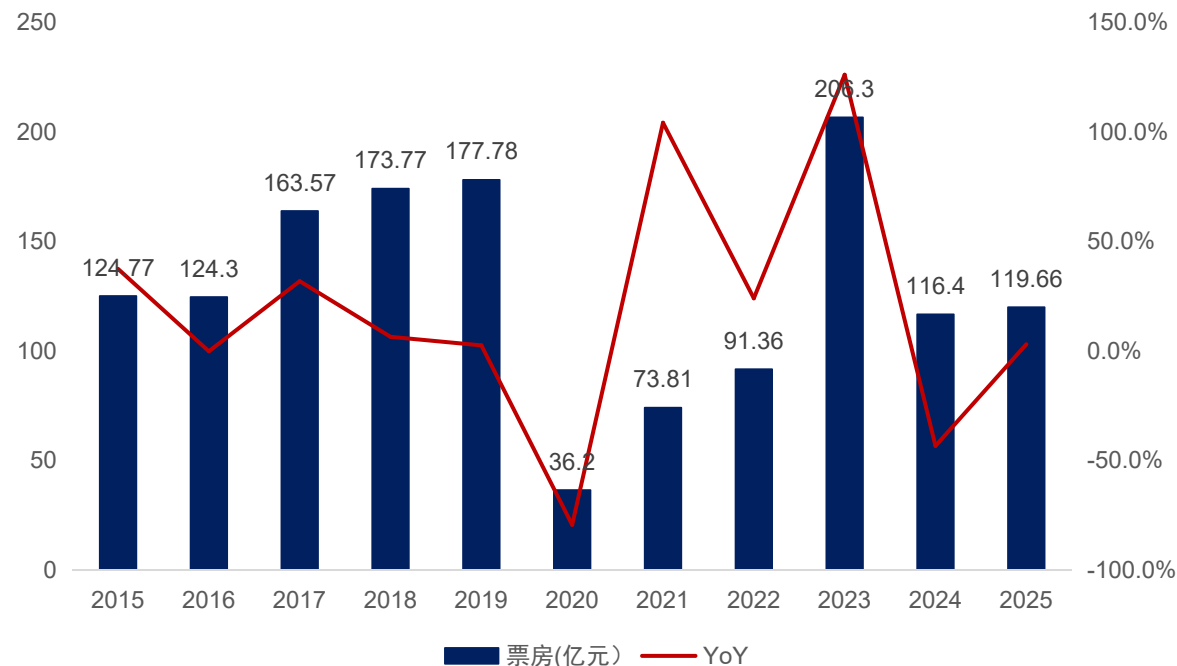
➤暑期档作为核心档期，对全年总体票房规模影响显著；25年暑期档票房同比增长2.8%至119.7亿元；

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：历年暑期档票房



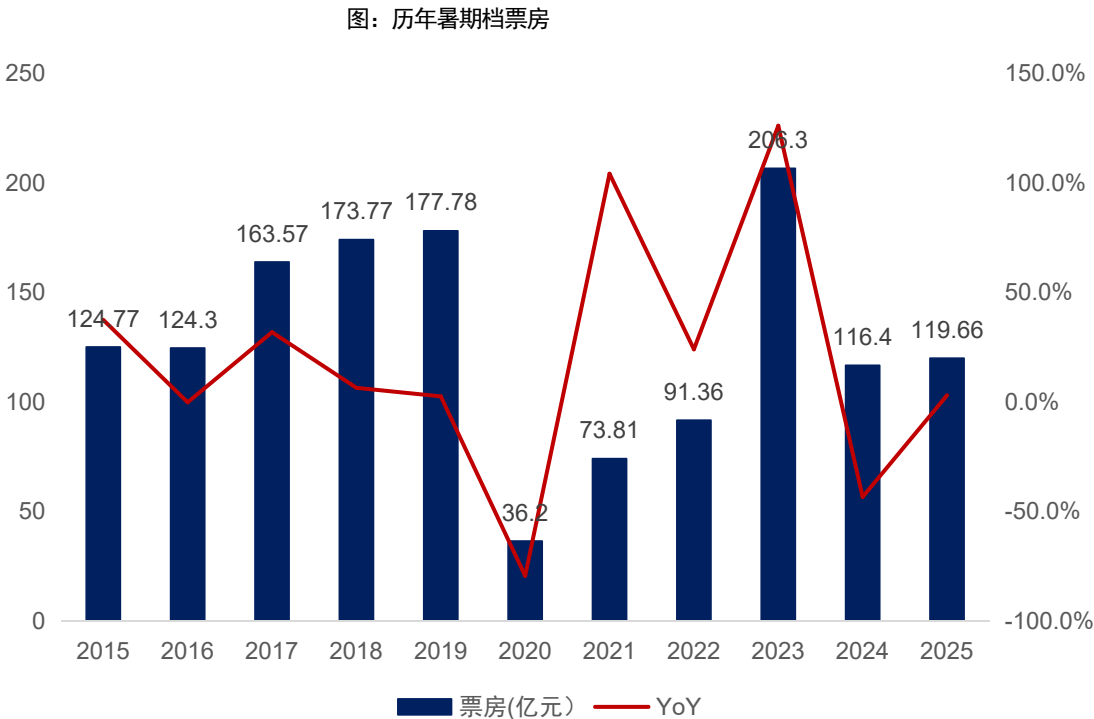
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

3.1 暑期档供给改善，头部影片拉动下票房表现较好

➤从单片表现来看，票房排名前三的分别为《南京照相馆》（档期票房28.9亿）《浪浪山小妖怪》（档期票房14.6亿）《捕风追影》（档期票房8.8亿元）。

表：暑期档排名前十的影片（截至2025/9/9）			
影片名称	上映时间	档期票房（万）	参与公司
南京照相馆	2025/7/25	289046.5	中影电影、上狮文化、裕野文化、幸福蓝海
浪浪山小妖怪	2025/8/2	145548.8	上海美术电影制片厂、上影元、小目标、猫眼影业
捕风追影	2025/8/16	87900.36	爱奇艺、淘票票、北京海润
长安的荔枝	2025/7/18	67800.79	爱美影视、猫眼微影、元气娱乐、儒意影业
侏罗纪世界：重生	2025/7/2	56718.36	广州超乐无限、猫眼影业、中影集团
罗小黑战记 2	2025/7/18	49240.6	千万间、北京寒木、中文在线
F1：狂飙飞车	2025/6/27	42901.27	华纳兄弟、中国电影、华夏电影
戏台	2025/7/25	40258.4	欢喜传媒、淘票票、长影集团
名侦探柯南：独眼的残像	2025/6/27	39837.08	中影集团
东极岛	2025/8/8	38394.5	北京七印象、淘票票、珠江电影、光线影业

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理



资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

3.2 剧集市场：8月播放量维持高水平，爱优腾芒领先

- 8月正片播放量的全网剧集TOP10中，《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；
- 《生万物》15.00亿的播放量登顶电视剧榜，网络剧《凡人修仙传》则以10.22亿的播放量表现位居网络剧的第一。

图：8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：8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：8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：芒果的《爸爸当家》表现出色

- 综艺市场腾讯《心动的信号 第八季》全网正片市占率12.35%、腾讯的《地球超新鲜》正片市占率6.74%排名第二、腾讯《王牌对王牌 第九季》全网正片市占率6.20%。
- 网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯分别占据4/2/5个。

图：8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：8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：8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：8月AI应用下载量环比上涨7%，AI模型持续突破

4.1 8月全球AI下载量3.7亿，字节有3款APP流量大幅增长

- 行业层面，8月全球AI市场双端预估下载总量达3.7亿次（不含重复下载），环比7月上涨6.9%；其中，ChatGPT、Perplexity、Edits、Google Gemini和豆包位列TOP 5，占据了全球市场双端AI应用下载量的44%。
- 从增速层面，AI应用AI应用市场又有新玩家突围。Instagram推出的AI视频剪辑应用Edits跻身全球市场双端预估下载量TOP 3，字节旗下星绘下载量也大幅增长，而在投放端，AI抖音买量素材大涨180.2%。

图：2025年8月全球AI APP双端下载量



图： 智元机器人

2025年8月全球市场AI APP双端下载榜

DataEye 联合 点点数据

		月下载 (万)	下载环比
1	 ChatGPT	9991	+0.4%
2	 Perplexity	1882	+73.0%
3	 Edits	1555	+79.1%
4	 Google Gemini	1519	-8.9%
5	 豆包	1388	+33.5%
6	 AadhaarFaceRD	592	-36.4%
7	 DeepSeek	579	-13.5%
8	 ShotCut AI	528	-9.5%
9	 UpFoto	524	+5.8%
10	 星绘	466	+454.4%

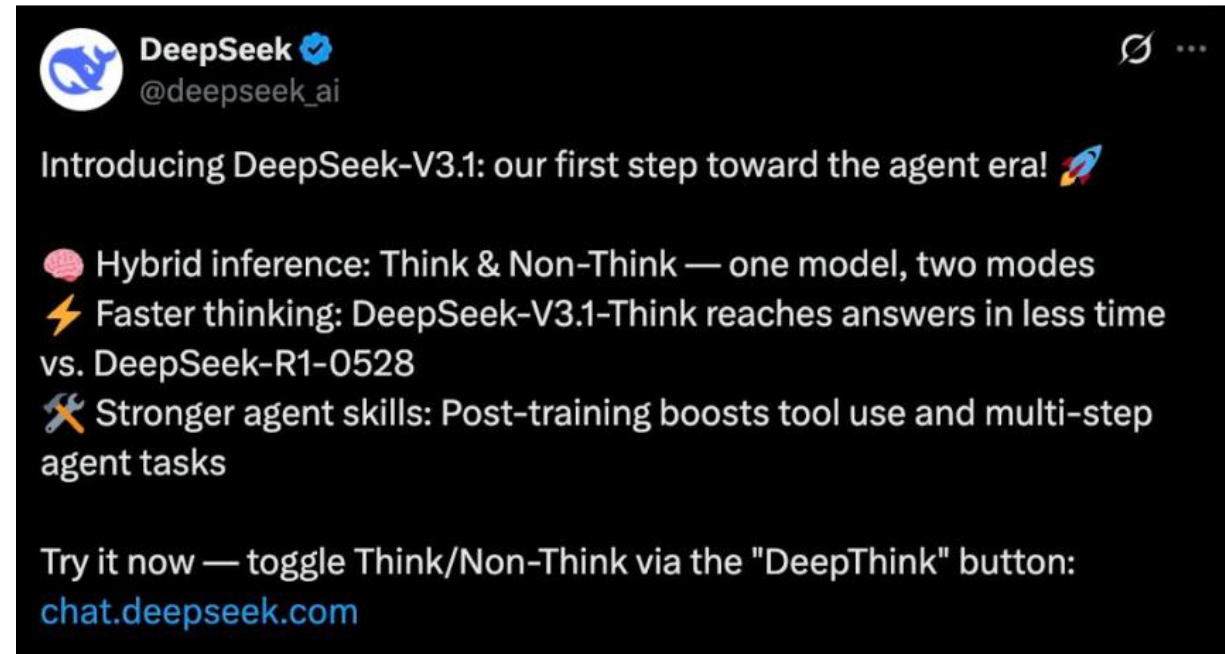
Source: DataEye-ADX行业版、点点数据

资料来源：DataEye，国信证券经济研究所整理

4. 2 DeepSeek-V3. 1大模型发布，腾讯、特斯拉均已接入

- DeepSeek-V3. 1于8月21日官宣，作为首款“混合推理”模型，将开启智能体新时代。新模型共有671B参数，编码实力大幅超过DeepSeek-R1、Claude 4 Opus，登顶编程开源第一。
- 8月22日，腾讯元宝接入 DeepSeek V3. 1 最新版，电脑版、网页版均可体验。
- 8月21日，特斯拉正在为其车辆的语音助手功能引入更强的AI能力。特斯拉的语音助手将得到火山引擎提供的Doubao大模型（云雀大模型）和DeepSeek Chat的技术支持。

图：2025 H1中国移动互联网用户规模增长榜单



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图：2025 H1中国移动互联网用户规模增长榜单

Benchmarks	DeepSeek-V3.1	DeepSeek-V3-0324	DeepSeek-R1-0528
SWE-bench Verified	66.0	45.4	44.6
SWE-bench Multilingual	54.5	29.3	30.5
Terminal-Bench	31.3	13.3	5.7

资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

4.3 谷歌推出第三代通用型世界模型 Genie 3

- 2025年8月5日，谷歌DeepMind正式发布了其最新一代世界模型 Genie3，拥有强大的实时交互能力和多样化的环境生成能力。Genie3不仅在生成时长、分辨率和物理一致性上实现显著提升，还支持通过文本动态改变虚拟世界事件，为AI智能体训练、游戏开发和教育等领域开辟了全新可能。
- Genie3作为一款通用世界模型，能够以24帧每秒的速度生成720P分辨率的交互式3D环境，较前代Genie2（360P，10-20秒一致性）实现了显著飞跃。
- Genie3引入了革命性的“可提示世界事件”功能，用户可以通过简单的文本指令动态修改虚拟世界。
- Genie3无需依赖传统物理引擎，而是通过大规模视频数据集训练，自主学习重力、物体运动和交互等物理规律。Genie3的通用性和实时交互能力使其成为训练AI智能体的理想平台。例如，机器人可以在模拟仓库中学习应对不可预测的场景，而无需真实世界的试错成本。教师可通过简单的文本提示生成沉浸式历史或科学场景，游戏开发者则能快速构建动态虚拟世界，缩短开发周期。

图：Genie 3



资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

图：Genie 3的实时交互能力强



资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

4.4 谷歌推出Nano Banana

- 8月26日，谷歌正式推出了其最新一代的图像生成与编辑模型Gemini 2.5 Flash Image，代号“纳米香蕉”（nano banana）。nano Banana在图像编辑实测中效果惊艳并迅速出圈，它不仅能融合多张图片拼接出全新画面，还能理解地理、建筑与物理结构，甚至将二维地图转化为三维景观。
- Nano Banana的亮点包括：图像编辑与场景一致、解读创意和模糊指令，还支持上传多张图片合成新场景，在电商、广告、设计、影视、游戏等领域有望加速落地应用。
- 适用场景包括：融合多张照片、电商产品可视化、营销活动内容创作、教育图解可视化、图像视角变换、2D图像转3D等等。

图：Nano Bananan能处理模糊指令



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

4.5 国内AI监管加强，AI应用和AI生成内容将更为规范

- 《生成式 AI 服务安全管理暂行办法》2.0发布：8 月 1 日，中国四部门联合发布《生成式 AI 服务安全管理暂行办法》2.0，要求所有面向公众的大模型上线前需通过“三级等保 + 红队 + 水印”三道关卡，幻觉率、偏见率、违法内容率分别不得高于 2%、1%、0.1%，未通过评估的服务将被强制下架并罚款 1000 万元，执行日期为 10 月 1 日。
- 《人工智能生成合成内容标识办法》实施：9 月 1 日起，中国《人工智能生成合成内容标识办法》施行，要求生成内容添加隐式标识与显式标识，传播平台需核验标识并提醒用户，实现从生成到传播的全链条治理。

图：AI生成的图片需要标注



资料来源：IT时报，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9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。1) 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、巨人网络、姚记科技、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩等）；影视内容供给端有望底部改善，推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；2) 同时从高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；
- 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，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、引力传媒等）、教育（皖新传媒）、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、巨人网络、姚记科技、掌趣科技等）、AI短剧（中文在线、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8月投资组合为分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司、泡泡玛特，整体表现良好；9月投资组合为哔哩哔哩、巨人网络、心动公司、芒果超媒、吉比特

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%
002558	巨人网络	31.60	33.1%	22.77%	22.41%
2400.HK	心动公司	80.80	54.2%	43.86%	43.50%
801760.SI	传媒（申万）	830.23	10.7%	0.37%	
000300.SH	沪深300	4496.76	10.3%		

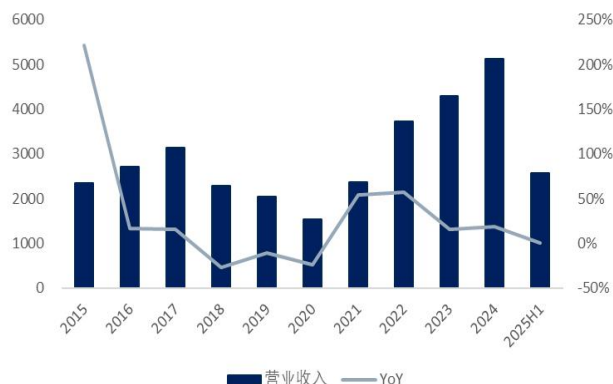
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：恺英网络（002517.SZ）：关注新品及AI应用表现



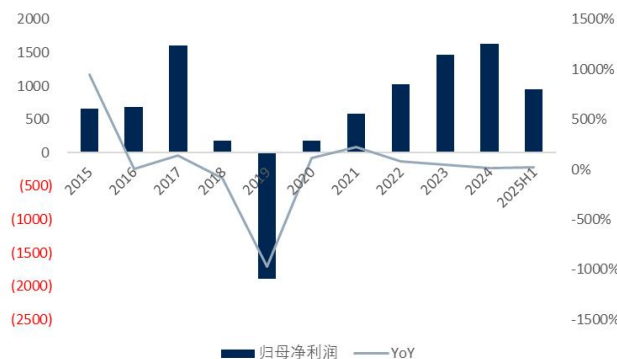
- **业绩增长稳健。**1) 公司25年上半年实现营业收入25.78亿元，同比增长0.89%；实现归母净利润9.50亿元，同比增长17.41%，对应全面摊薄EPS 0.44元；实现扣非归母净利润9.39亿元，同比增长17.18%；2) 25年Q2单季度营业收入12.25亿元，同比下降1.8%；归母净利润4.32亿元，同比增长12.8%，对应摊薄EPS 0.20元；
- **产品矩阵持续丰富，出海增速显著。**1) 公司产品现主要由复古情怀品类和创新精品构成。复古情怀品类包括《原始传奇》《天使之战》《龙之谷世界》等产品；创新品类包括新国战SLG游戏《三国：天下归心》、《斗罗大陆：诛邪传说》、《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



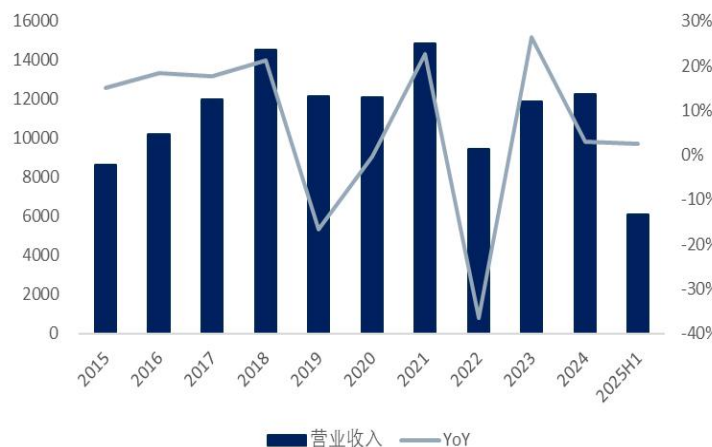
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



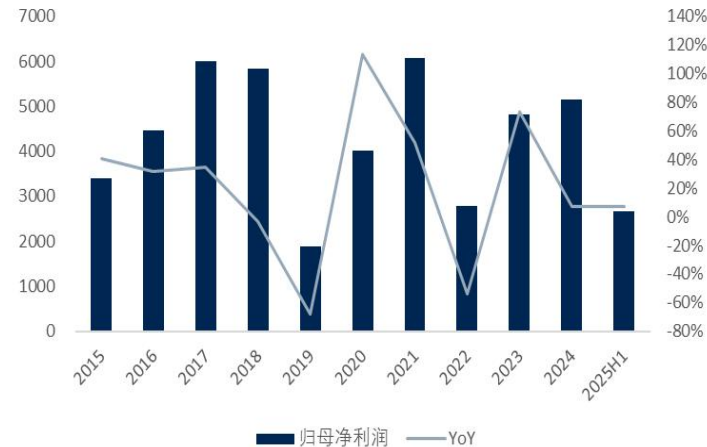
- **营收及利润增长稳健。**1) 上半年公司实现营业收入61.12亿元、归母净利润26.65亿元，同比分别增长2.43%、6.87%；对应摊薄EPS 0.18元；实现扣非归母净利润24.64亿元、同比增长12.17%；2) 25年Q2单季度公司实现营收32.55亿元、归母净利润15.3亿元，同比分别增长0.52%、5.25%，对应摊薄EPS 0.11元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健；
- **毛利率及净利率稳定向上、表现亮眼。**上半年公司毛利率达到68.3%、同比提升3.15个百分点；净利率则达到43.4%，提升2.3个百分点，处于近年来的较高水平；25Q2毛利率和净利率分别达到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



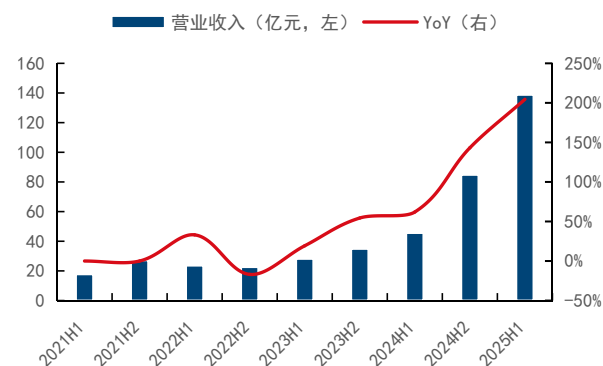
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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%



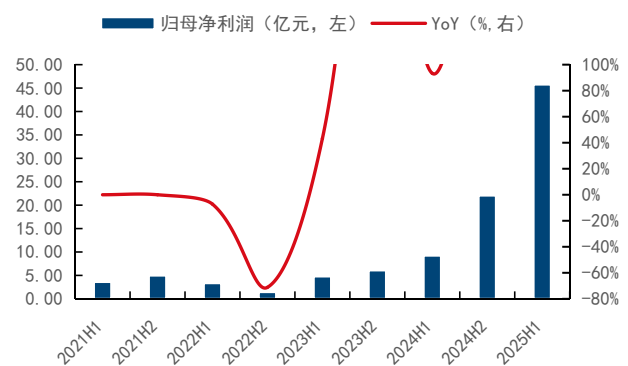
- THE MONSTERS引领成长，公司25H1收入增长204%、利润增长397%。2025年上半年，公司收入138.8亿，同增204.4%，分地区看中国/海外收入分别为82.8/55.9亿，分别同增135.2%/439.6%；归母净利润45.7亿，同增396.5%。利润率维持高水平，公司2025上半年毛利率70.3%，同比增长6.3个百分点，主要由于高毛利的美洲地区收入占比上升；费用端，公司销售/管理/财务费用率分别为23.0%/5.6%/0.2%，分别同比下滑6.5/4.0/0.2个百分点，主要由于规模效应提升；
- P热度持续提升，2025上半年有13个IP收入过亿。分IP看：1）成熟IP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，我们上调盈利预测，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



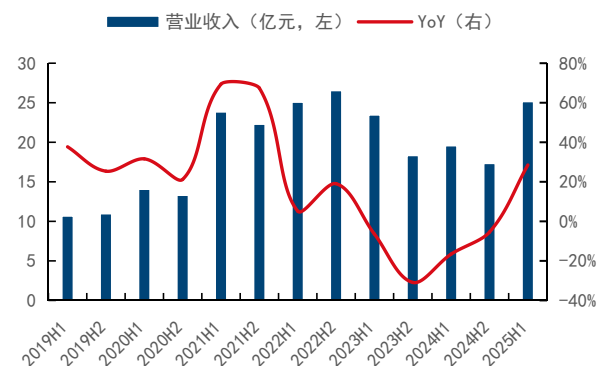
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

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



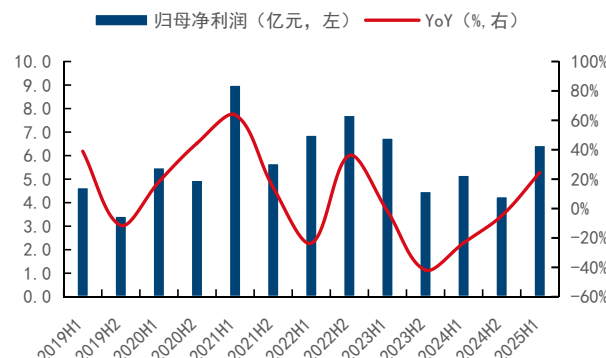
- 2025上半年公司收入增长29%，第二季度新游戏上线收入增长加速。1）2025上半年，公司收入25.2亿，同比增长28.5%，其中《问道手游》流水同比下滑7.3%至10.7亿、新游戏《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》流水分别为5.7亿和4.2亿；归母净利润6.5亿，同比提升24.5%，主要由于《一念逍遥（大陆版）》。
- 毛利率同比增长4.1个百分点，费用率整体略增1.3个百分点。2025上半年，公司的毛利率92.3%，同比增长4.1个百分点；费用率整体上升1.3个百分点至54.4%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为33.2%/8.2%/-1.2%/14.2%，分别同比+5.8%/-1.0%/+2.3%/-5.8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，我们上调盈利预测，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、%）



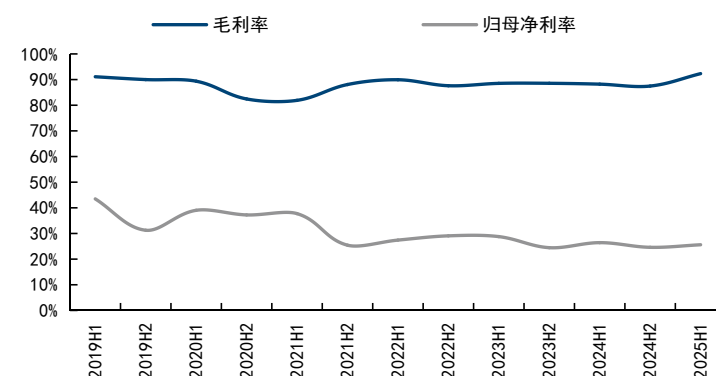
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。

免责声明



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