

传媒行业7月投资策略

持续看好游戏板块表现，把握AI应用与IP潮玩布局机会

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

6月跑赢市场。1) 25年6月份传媒板块（申万传媒指数）上涨8.40%，跑赢沪深300指数5.90个百分点，在申万一级31个行业中排名第7位；2) 巨人网络、联建光电、ST广网、欢瑞世纪、冰川网络涨幅居前；祥源文旅、游族网络、新华都、ST大晟、三六五网等跌幅居前；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1-5月营收持续高增长，持续看好关注政策、景气度、AI应用及新品上线驱动下的板块机会。1) 6月份共有147款国产游戏和11款进口游戏过审，1-6月份累计发放游戏版号812个，同比增长17.9%；北京、浙江等地推出游戏行业支持政策，6月游戏版号发放数量创新高；2) 5月中国游戏市场收入281亿元，同比增长10%；移动游戏市场实际销售收入212亿元，同比增长12%；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。

关注暑期档新片，综艺市场芒果腾讯领先。1) 25年6月总票房达19.06亿元人民币，同比下滑14.6%，持续关注《731》《长安的荔枝》等暑期档新片表现；2) 剧集市场，6月正片播放量的全网剧集TOP10中，《藏海传》15.24亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《临江仙》和《七根心简》，分别取得11.88亿和6.40亿的成绩；3) 综艺市场爱奇艺&腾讯《哈哈哈哈哈第五季》全网正片市占率9.16%、芒果的《歌手2025》市占率8.04%排名第二；网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯/优酷分别占据2/3/5/1个。

AI应用：AI图像、视频生成、游戏等领域持续推进。1) 《2025全球独角兽榜》发布，SpaceX、字节跳动和OpenAI排名前三；2) OpenAI、字节跳动、Runway、智谱等发布重磅更新。OpenAI发布Deep Research API，专为高阶分析和深度信息合成设计。字节开源图像编辑模型VINCIE-3B和视频模型EX-4D、智谱AI开源视觉模型GLM-4.1V-Thinking，国内头部AI大厂的视频理解和生成能力持续快速提升。RunwayAI宣布即将推出全新生成式AI平台“游戏世界”。

投资观点：持续看好景气改善与IP/AI驱动下的板块机会。1) 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，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、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、芒果超媒等）；影视内容关注供给端底部改善可能，渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；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：6月投资组合为恺英网络、分众传媒、泡泡玛特、巨人网络、心动公司整体表现良好，7月投资组合为恺英网络、分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司

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。

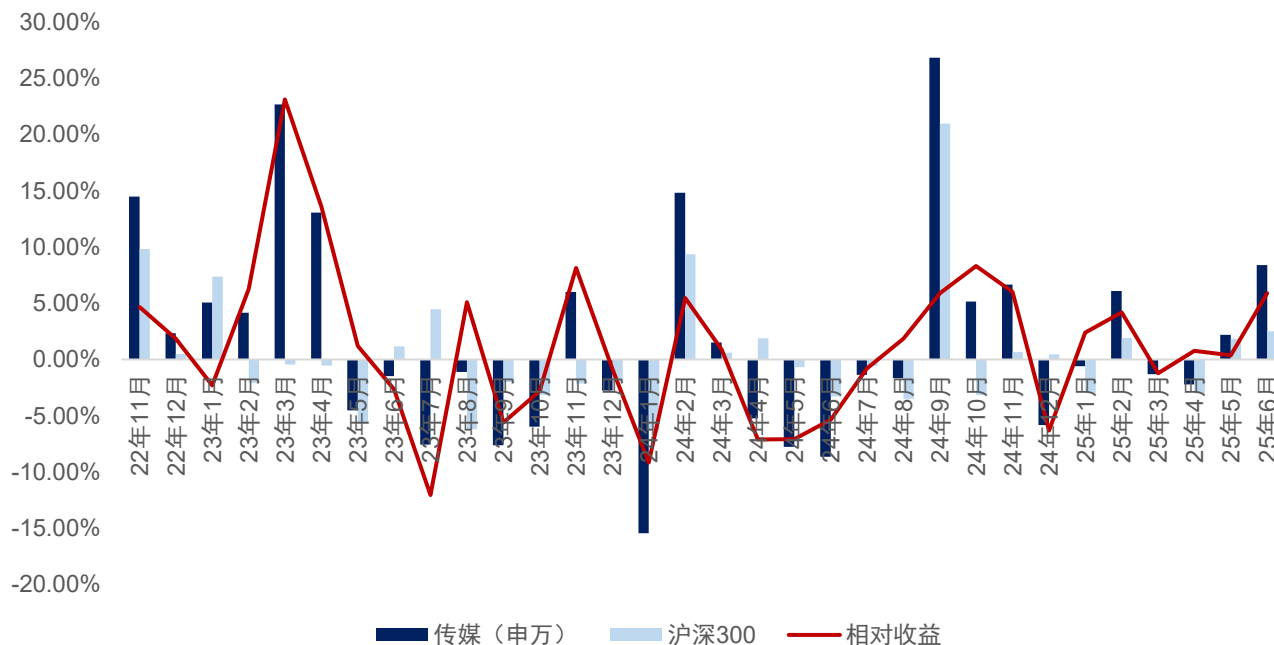
- [01] 传媒板块市场回顾：6月跑赢市场
- [02] 游戏：版号数量创新高，新品表现良好
- [03] 电影：关注暑期档新片，综艺市场芒果腾讯领先
- [04] AI：AI图像、视频生成领域持续突破
- [05] 投资建议：关注游戏新品表现，把握AI应用及IP潮玩布局机会

1. 市场及行业回顾：6月跑赢市场

1.1 板块表现回顾

➤ 25年6月份传媒板块（申万传媒指数）上涨8.40%，跑赢沪深300指数5.90百分点；

图：申万传媒指数6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

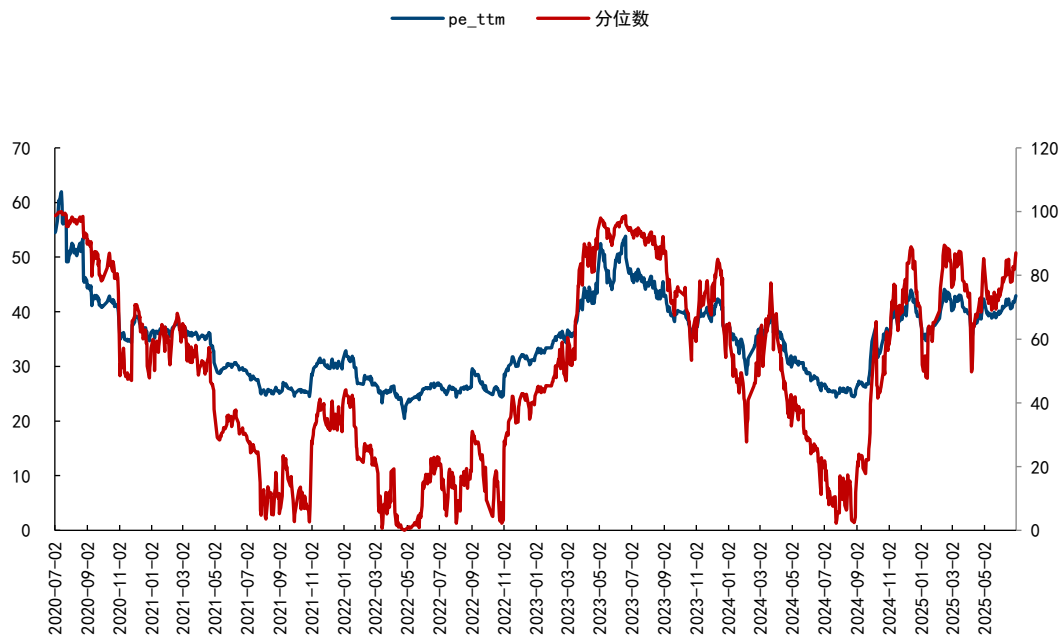


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 板块表现回顾

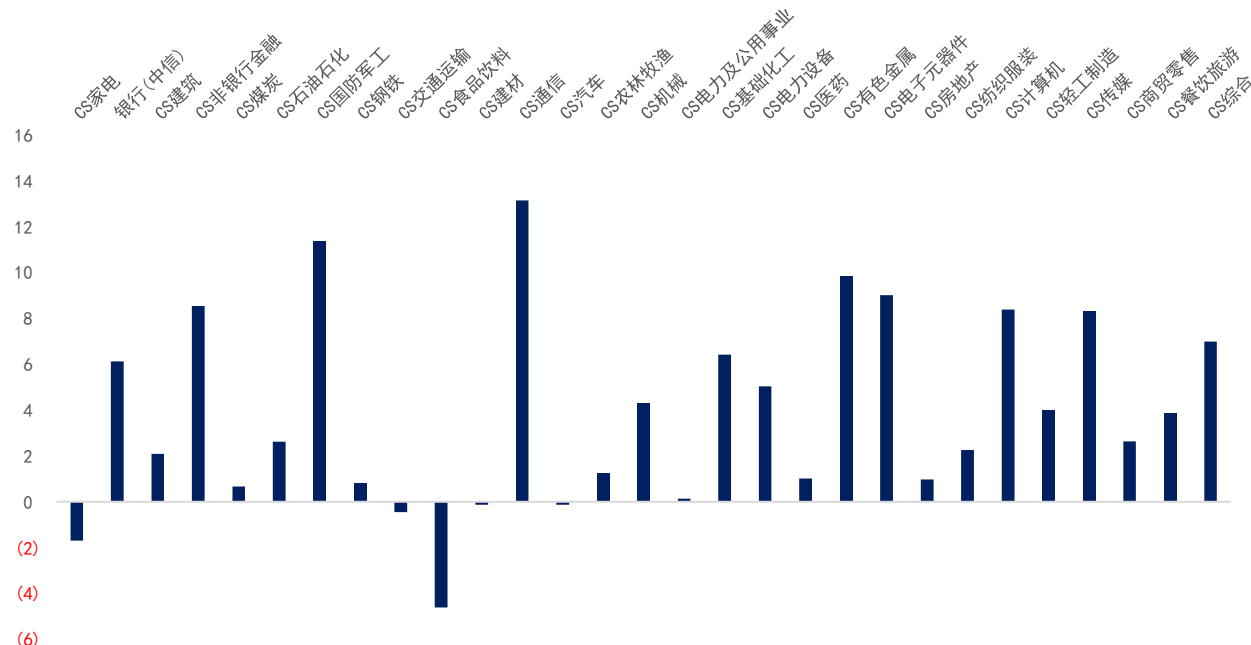
- 6月传媒板块在申万一级31个行业中排名第7位；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 47.9x，处于过去5年87%分位数。

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：6月传媒行业涨幅(%)排名第7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、联建光电、ST广网、欢瑞世纪、冰川网络涨幅居前，祥源文旅、游族网络、新华都、ST大晟、三六五网等跌幅居前。

表：6月个股涨跌幅排行

6月涨幅排行					6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	63%	85%	456	600576.SH	祥源文旅	-21%	16%	85
300269.SZ	联建光电	50%	50%	32	002174.SZ	游族网络	-11%	28%	111
600831.SH	ST广网	34%	64%	28	002264.SZ	新华都	-7%	3%	46
000892.SZ	欢瑞世纪	33%	45%	47	600892.SH	*ST大晟	-6%	-14%	17
300533.SZ	冰川网络	30%	69%	78	300295.SZ	三六五网	-6%	-6%	30
002181.SZ	粤传媒	30%	25%	84	600551.SH	时代出版	-6%	5%	60
300364.SZ	中文在线	30%	6%	193	601019.SH	山东出版	-5%	-13%	198
300043.SZ	星辉娱乐	29%	40%	60	601928.SH	凤凰传媒	-5%	-2%	284
002425.SZ	ST凯文	26%	57%	32	600986.SH	浙文互联	-5%	33%	122
300299.SZ	富春股份	26%	39%	53	600228.SH	*ST返利	-4%	-28%	18

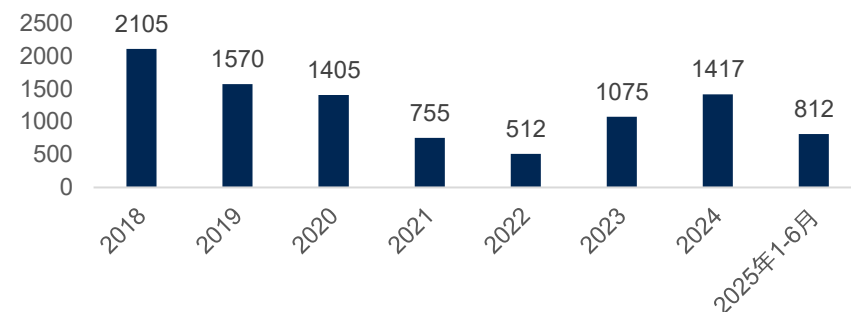
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.游戏：版号数量创新高，新品表现良好

2.1 版号常态化发放

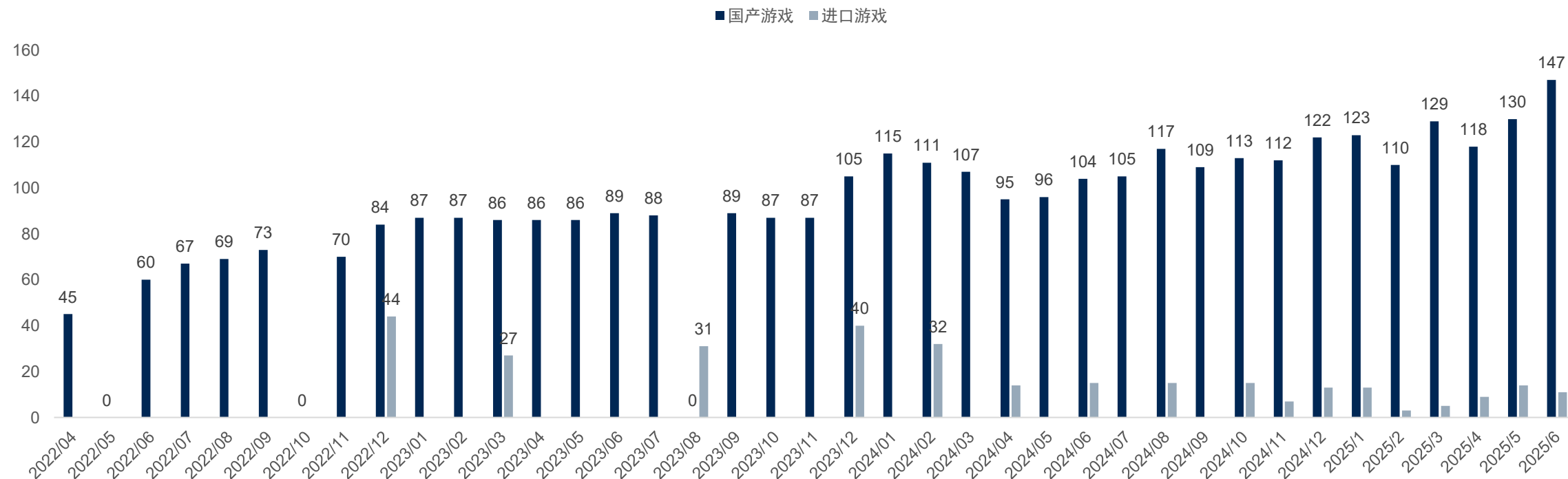
- 6月份共有147款国产游戏和11款进口游戏过审，继续保持在较高水平
- 1-6月份累计发放游戏版号812个，同比增长17.9%；北京、浙江等地推出游戏行业支持政策，6月游戏版号发放数量创新高。

图：1-6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

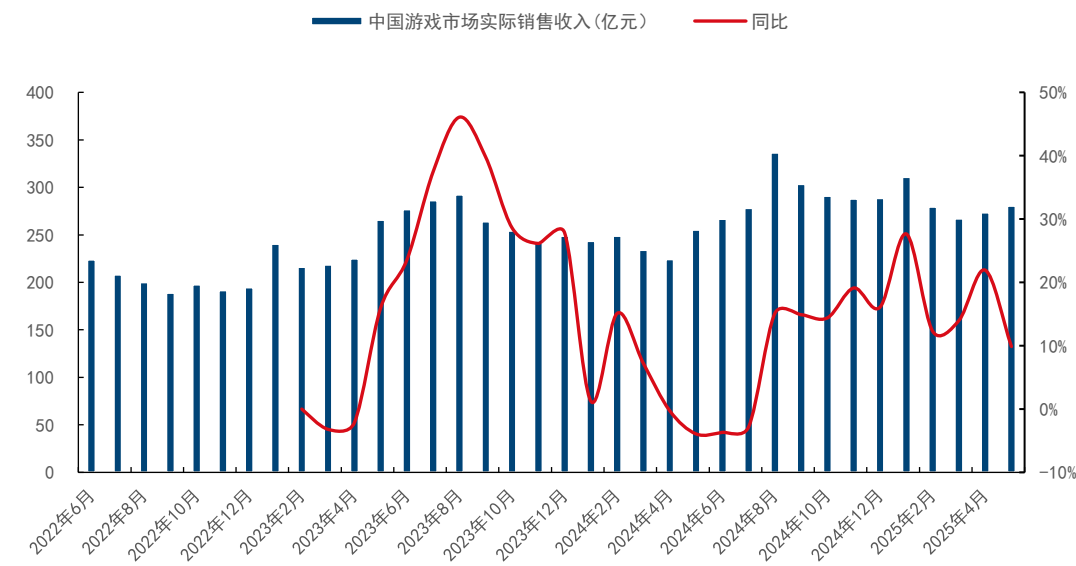


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

2.2 5月国内游戏市场保持较快增长，移动游戏同增12%

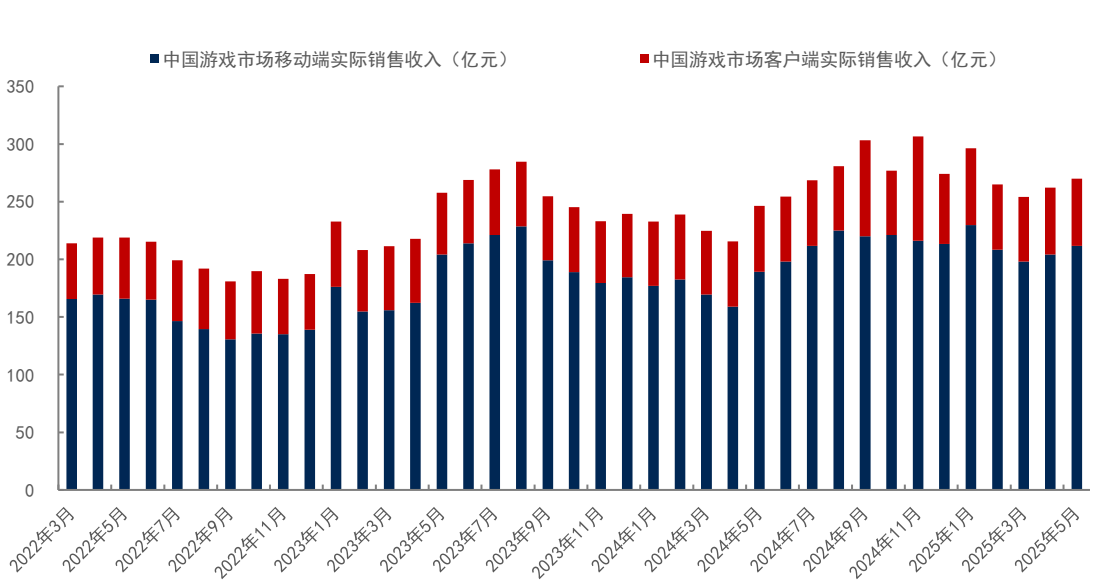
- 24年8月以来游戏行业持续保持较高增速；
- 其中5月中国游戏市场收入281亿元，同比增长10%；移动游戏市场实际销售收入212亿元，同比增长12%；

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

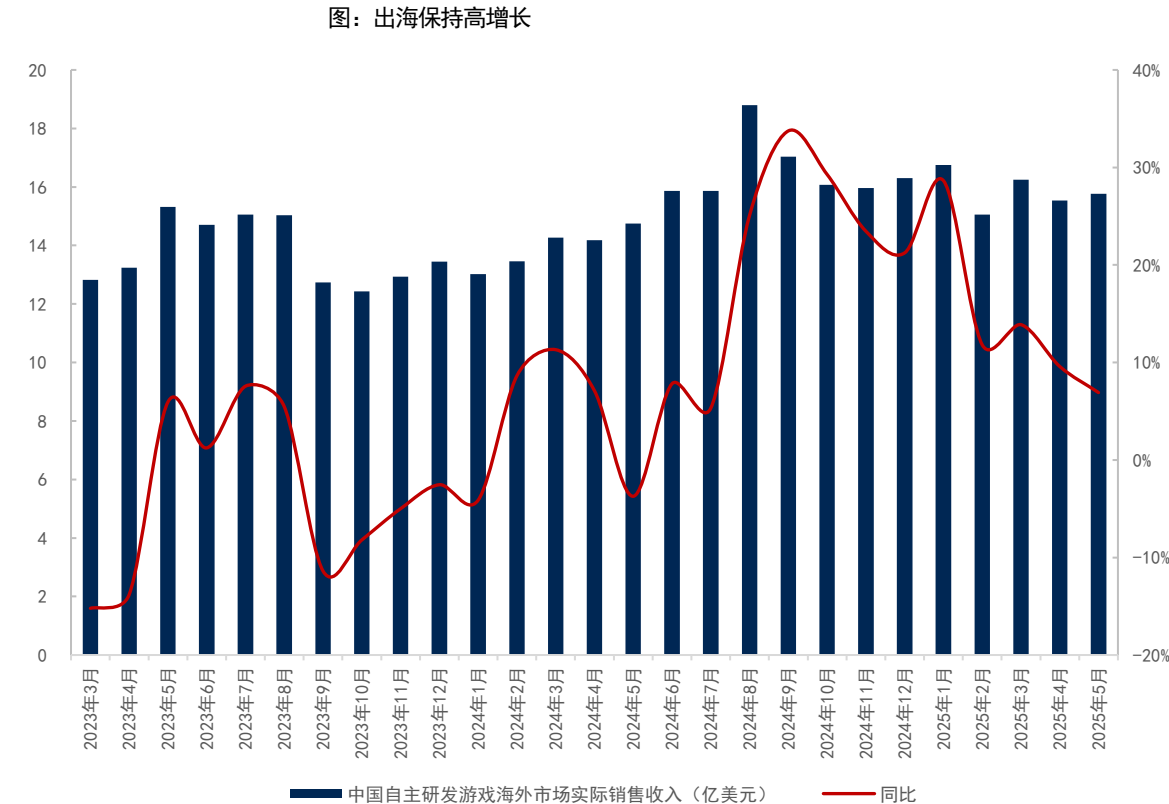


资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

2.3 游戏出海同比保持高增长

- 5月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为15.77亿美元，同比增长6.9%，继续保持较快增长；分公司来看，点点互动、腾讯、米哈游位居出海收入榜单前三；
- 收入增长主要由于各大厂商开始暑期档布局，点点互动旗下4X策略新游《Kingshot》五月收入数据环比增长超81.7%再创新高，当月预估收入突破1.9亿元，与《Whiteout Survival》共同推动点点互动5月收入增长11%+，维持领先地位；五月网易(NASDAQ:NTES)整体海外收入增幅超4%，旗下产品《全明星街球派对》的国际服版本《Dunk City Dynasty》于上月正式上线并在不足十天的时间内取得了超百万美元的收入数据成绩，或将成为其海外收入增长的新突破口。

图：出海手游发行商排名



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



资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理

2.4 新游市场：5月IP产品《七骑士》《洛奇Mobile》表现良好

- 5月是暑期档重要的前哨战，共有18款新游上线，有9款游戏预估月流水突破3000万元。其中有5款是5月发布的新游，另外4款则是在月流水首次突破3000万元的产品。中国厂商发行的游戏数量达7款，仍是由中国公司主导新游市场；
- 整体来看，5月新游市场最大赢家是韩国公司NEXON，两款MMO类的IP产品《七骑士Re: BIRTH》《洛奇 Mobile》领跑5月新游收入榜单。

图：新游表现

2025年5月全球预估流水首破3000万的手游产品							
序号	游戏	厂商	类型	平台	上线时间	地区	收入
1	七骑士 Re: BIRTH	Netmarble	二次元MMO	PC+手游	5月15日	韩国	2.8亿+
2	洛奇 Mobile	NEXON	二次元MMO	PC+手游	3月27日	韩国	2.2亿+
3	胜利女神：新的希望	腾讯	二次元角色扮演	PC+手游	5月22日	国内	1.5亿+
4	英勇之地	点触科技	刷宝沙盒RPG	手游	5月22日	国内	1.2亿+
5	Lands of Jail	益世界	休闲化SLG	手游	3月19日	海外	7000万+
6	Carnival Tycoon: Idle Games	新创联游	模拟经营放置	手游	2024年5月	海外	5000万+
7	不休旅途：绘卷世界	4399	放置RPG	手游	3月下旬	海外	5000万+
8	热血美职篮	腾讯	篮球竞技	手游	5月8日	国内	3000万+
9	永远的蔚蓝星球	诗悦网络	肉鸽塔防割草	iOS	5月28日	国内	近3000万

资料来源：Game look，国信证券经济研究所整理

图：洛奇Mobile



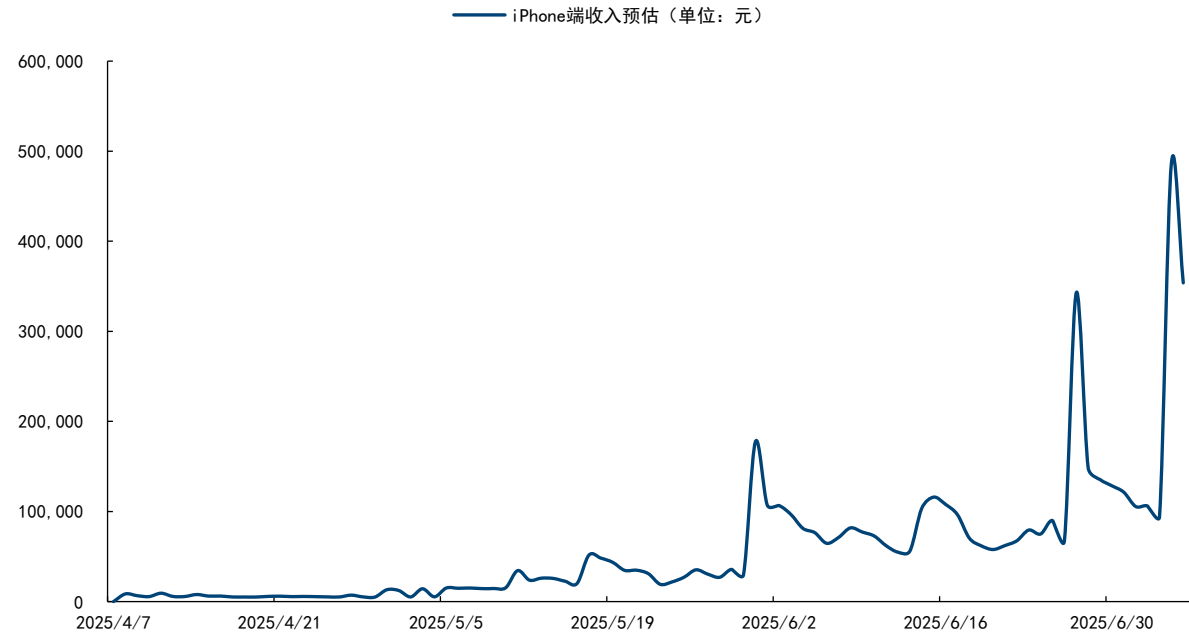
资料来源：TapTap，国信证券经济研究所整理

2.4 新游市场：《超自然行动组》表现良好，3A游戏《解限机》上线



- 7月4日《超自然行动组》完成重大活动更新，数小时内其在 iOS 游戏畅销榜上的排名从第 40 位飙升至第 11 位，成功进入 iOS 畅销榜 Top10。根据七麦数据，近期《超自然行动组》在 iPhone 端的收入也大幅提升，且持续呈提升趋势。
- 西山居自研的科幻机甲对战游戏《解限机》7月2日全球公测。《解限机》开服数小时内，便达成了 Steam13.2 万玩家同时在线的里程碑，并迅速跻身 Steam 平台全球热门趋势第1位。

图：《超自然行动组》iPhone端近三个月收入趋势预估



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图：《解限机》在STEAM平台全球热门趋势榜第1位



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：7月预计22款游戏上线，继续带动暑期档游戏市场表现



图：7月新游

- 根据GameLook的统计数据，7月预计有22款新游上线；
- 上市公司来看，腾讯《星痕共鸣》、三七《斗罗大陆：猎魂世界》、金山软件《解限机》等游戏产品上线；

序号	游戏名称	类型	平台	厂商	预计上线时间
1	碳碳岛	休闲模拟经营	移动端	腾讯	7月2日
2	洛伊的移动要塞	放置RPG	移动端	海南好玩互动	7月3日
3	自在江湖	国风MMO	移动端	海南琴弦网络	7月3日
4	纸嫁衣8千子树	悬疑解谜	买断制移动端	成都惊帆	7月4日
5	奇幻梦旅人	二次元MMO	移动端	广州万紫	7月5日*
6	御剑封魔	修仙肉鸽	移动端	成都上宅科技	7月9日*
7	王国传承	策略卡牌	移动端	长沙逐风者科技	7月11日*
8	晴空之下	二次元战棋	移动端	英澈网络	7月14日
9	黑子的篮球：街头对决	体育竞技	移动端	成都德意扬帆	7月17日
10	星之旅人	像素风RPG	移动端	厦门魔兔	7月17日*
11	盗墓笔记	放置卡牌	移动端	广东星辉	7月18日
12	神探诡事录	策略冒险	移动端	灵犀	7月24日
13	火影忍者：木叶高手	放置卡牌	移动端	中手游	7月24日*
14	酋长你别跑	肉鸽刷宝	移动端	广州捷游	7月25日*
15	地下城里开商店	模拟经营	移动端	合肥乐堂动漫	7月25日*
16	时隙之旅	二次元放置卡牌	移动端	北京羽红	7月30日*
17	解限机	机甲竞技	PC主机	西山居	7月2日
18	狭道英雄	JRPG肉鸽	跨端	多益	7月4日
19	斗罗大陆：猎魂世界	MMORPG	跨端	三七	7月11日
20	完蛋！我被美女包围了！2	真人互动影视	跨端	广州小有内容	7月17日
21	星痕共鸣	二次元MMO	跨端	腾讯	7月17日
22	明末：渊虚之羽	单机ARPG	PC主机	灵泽科技	7月24日

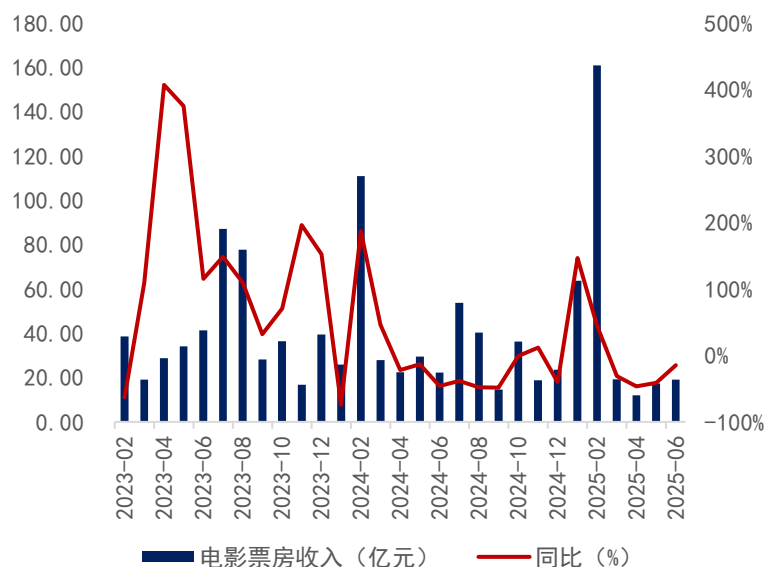
资料来源：Game Look，国信证券经济研究所整理

3.影视：关注暑期档新片，综艺市场芒果腾讯领先

3.1 6月电影票房市场降幅缩窄

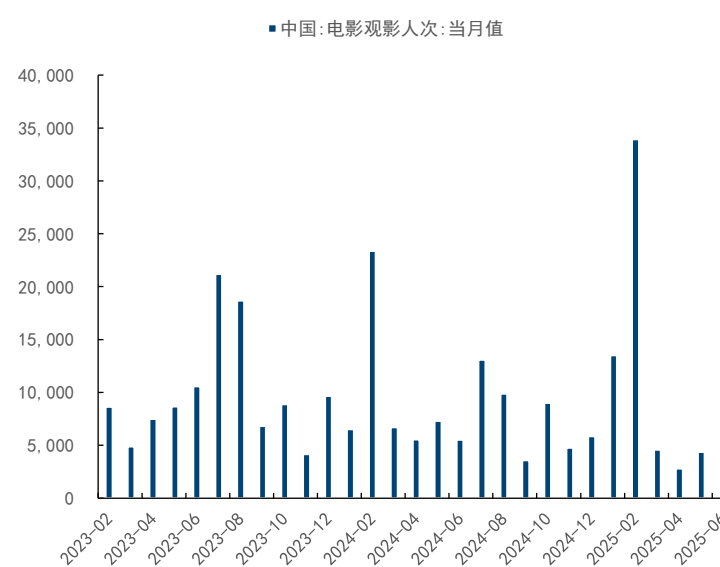
- 据灯塔专业版数据，今年6月总票房达19.06亿元人民币，同比下滑14.6%，环比增长9.7%；
- 观影总人次4870万人次，平均票价达到39.1元（上月39.8元），下滑较为明显。

图：6月电影票房收入降幅收窄



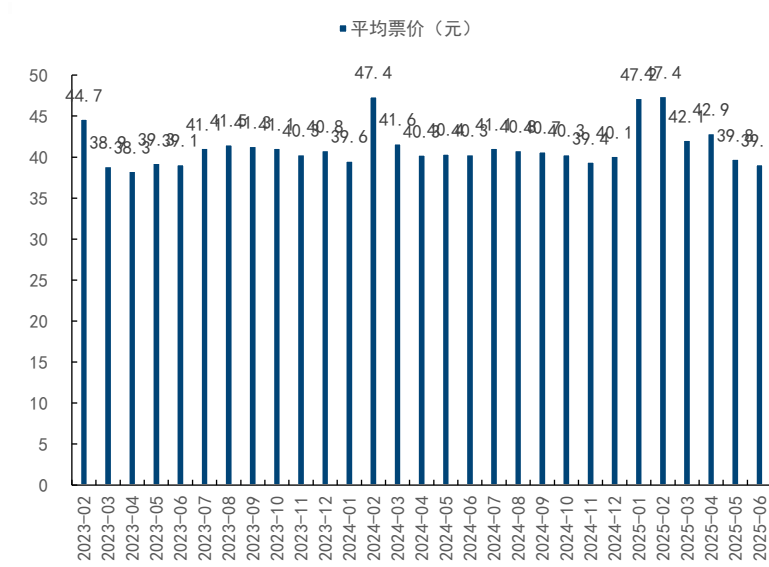
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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

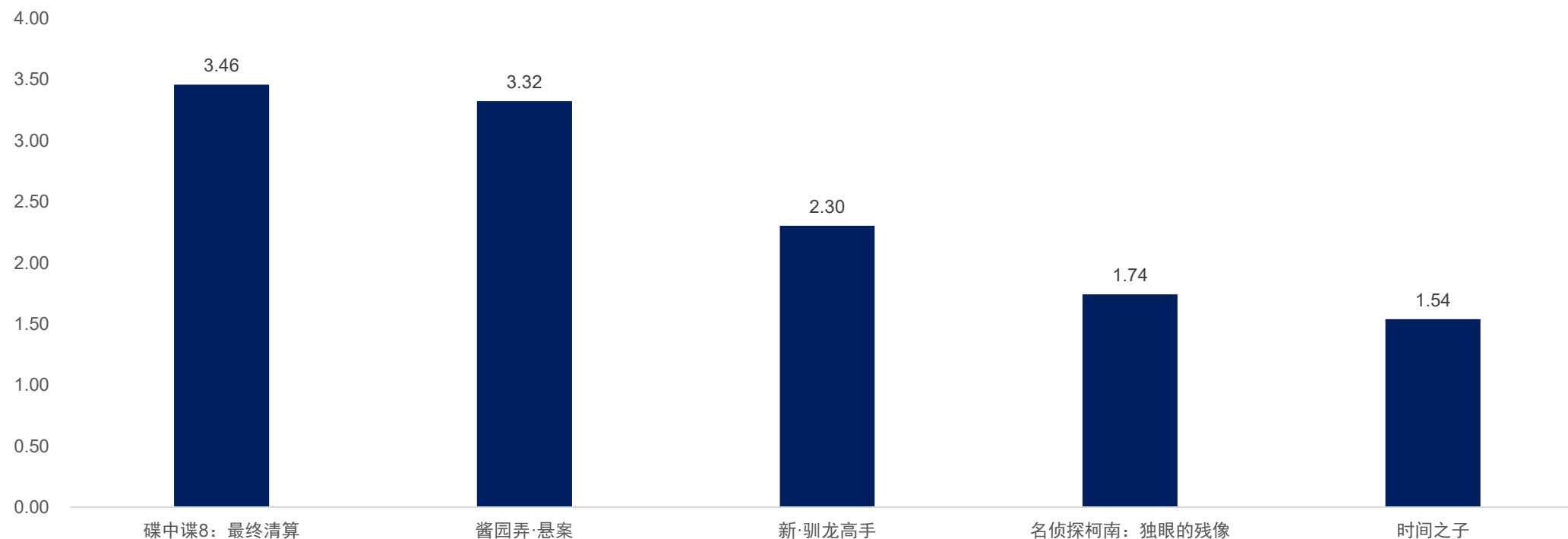


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.1 6月电影市场票房降幅缩窄

- 从单片表现来看,《碟中谍8:最终清算》、《酱园弄·悬案》、《新·驯龙高手》、《名侦探柯南:独眼的残像》、《时间之子》分列6月票房市场前5,票房相比5月有所改善,但仍缺乏票房号召力的新片,票房市场表现处于较低水平。

图: 6月电影票房TOP5 (亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

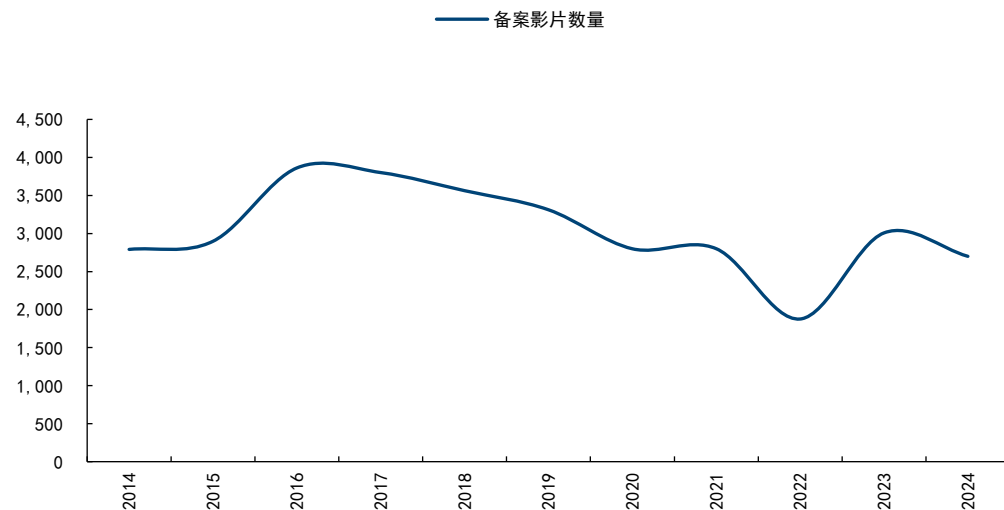
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.1 备案数量充足，关注暑期档表现

➤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；

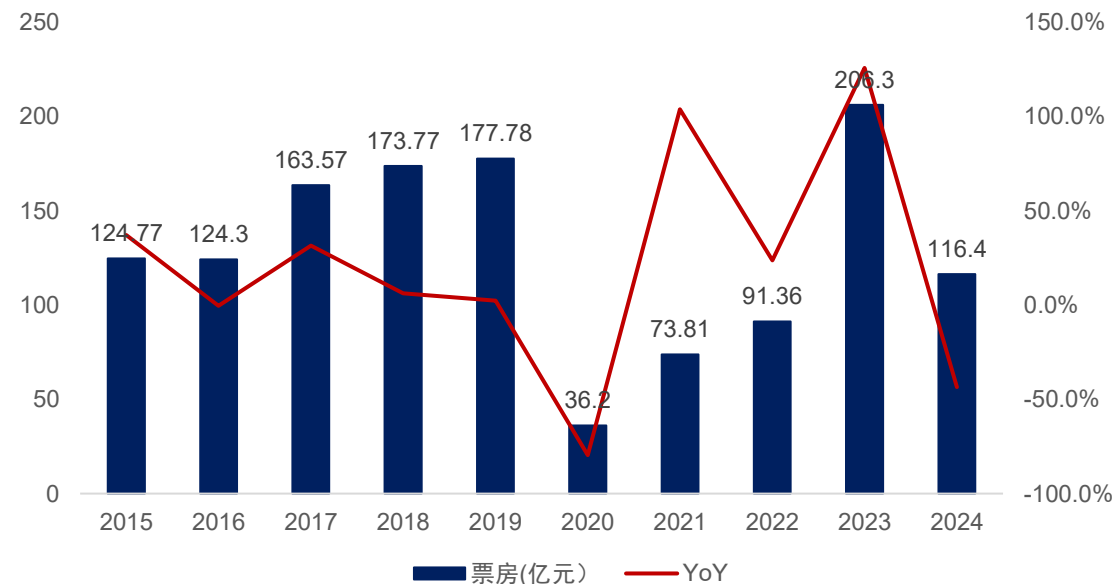
➤暑期档作为核心档期，对全年总体票房规模影响显著；23年暑期档票房历史新高后24年下滑明显，关注25年暑期档票房表现；

图：备案影片数量



资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

图：历年暑期档票房



资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

3.1 暑期档超过60部电影定档，关注新片表现

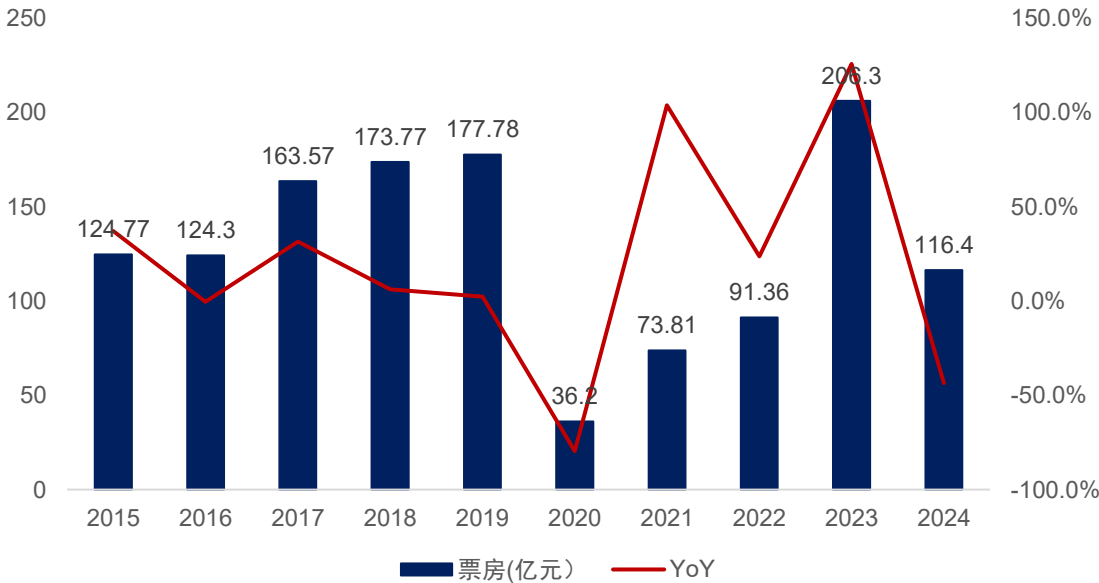
- 截至7月3日，暑期档的票房为21.46亿元，同比下滑11.29%；
- 从片单来看，待上映的影片中，热度前三的分别为《731》、《长安的荔枝》、《小王子》（重映），截至7月3日猫眼想看人数分别为77.95、34.87、23.17万人。

表：暑期档待上映影片（截至2025/7/3）

片名	上映日期	题材	猫眼想看人数	参与公司
《731》	2025/7/31	剧情/历史/战争	779466	长春电影制片厂、保利影业、环鹰时代
《长安的荔枝》	2025/7/25	剧情/古装/喜剧	348746	爱美影视、猫眼微影、北京元气娱乐
《小王子》（重映）	2025/7/18	剧情/动画/冒险	231739	法国橙子、法国日落、法国盗映
《你行！你上！》	2025/7/25	剧情/喜剧	162355	四川大虫、联瑞影业、中影集团
《罗小黑战记2》	2025/7/18	奇幻/冒险/家庭/动画	118854	北京千万间、北京寒木、中文在线
《恶意》	2025/7/5	剧情/悬疑	85405	壹同影视、亭东影业、猫眼影业
《东极岛》	2025/8/8	剧情/历史/战争	84487	七印象文化、淘票票、光线影业、中影集团
《浪浪山小妖怪》	2025/8/2	动画/剧情/喜剧	81885	上海美术电影制片厂、上影元、小目标
《聊斋：兰若寺》	2025/7/12	动画/剧情/喜剧	63632	追光动画、儒意影业、万达影视
《八戒之天蓬下界》	2025/7/11	神话/动画	60926	北京环宇星漫、中青新影

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：广电总局，国信证券经济研究所整理

3.2 剧集市场：暑期到来播放量整体上升，爱优腾表现优异

- 6月正片播放量的全网剧集TOP10中，《藏海传》15.24亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《临江仙》和《七根心简》，分别取得11.88亿和6.40亿的成绩；
- 《藏海传》15.24亿的播放量登顶电视剧榜，网络剧《临江仙》则以11.88亿的播放量表现位居网络剧的第一。

图：6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：6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：6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：头部集中度下降，芒果、腾讯、爱奇艺领先

- ▶ 综艺市场爱奇艺&腾讯《哈哈哈哈哈第五季》全网正片市占率9.16%、芒果的《歌手2025》正片市占率8.04%排名第二、腾讯《开始推理吧 第三季》全网正片市占率6.99%。
- ▶ 网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯/优酷分别占据2/3/5/1个（其中《哈哈哈哈哈 第五季》为腾讯和爱奇艺联合制作）。

图：6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：6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：6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：AI图像、视频生成领域持续突破

4.1 《2025全球独角兽榜》发布，SpaceX、字节跳动和OpenAI排名前三

- 胡润研究院近日发布了《2025全球独角兽榜》，这份榜单令人瞩目，列出了自2000年后成立、估值超过10亿美元的非上市公司。根据榜单统计，全球独角兽企业的数量已达到1523家，创下历史新高！在这个数量惊人的榜单中，美国以758家的独角兽数量高居榜首，中国则以343家紧随其后，印度和英国分别位列第三和第四。
- 榜单的明星是 SpaceX，凭借26000亿元人民币的估值，首次成为全球最高价值的独角兽。
- OpenAI 和字节跳动则并列第二，估值均达到22000亿元人民币。这三家公司不仅在市场上占有一席之地，还引领了科技字节创新的潮流。

图：SpaceX估值26000亿人民币



资料来源：SpaceX官网，国信证券经济研究所整理

图：OpenAI估值22000亿元人民币

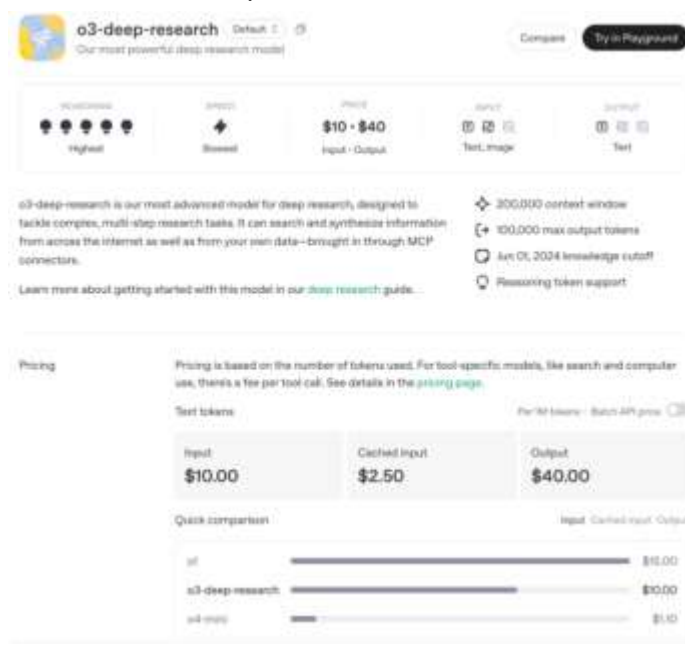


资料来源：OpenAI官方推特，国信证券经济研究所整理

4.2 OpenAI发布Deep Research API、官宣开发者大会将10月召开

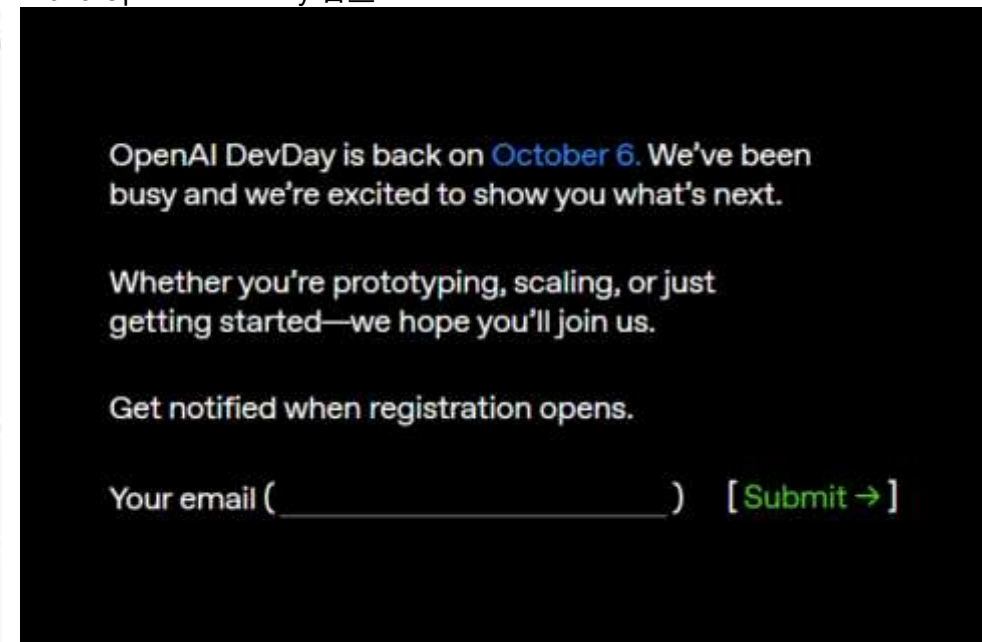
- **OpenAI发布Deep Research API**：6月26日宣布推出两款全新的 Deep Research API模型：o3-deep-research-2025-06-26和 o4-mini-deep-research-2025-06-2。这两款模型专为高阶分析和深度信息合成设计，o3-deep-research 是OpenAI目前最强大的深度研究模型，推论能力达到最高等级（5/5），专为需要复杂推理和精准分析的任务打造，例如金融分析、科学研究等。相比之下，o4-mini-deep-research 则注重高效和成本效益，适合快速处理大规模查询，同时保持较高的智能水平。
- **OpenAI宣布2025年开发者大会将在旧金山举办**：OpenAI 已正式公布了其下一届开发者大会（DevDay）的时间和地点，定于2025年10月6日在旧金山举行。这次大会将吸引超过1500名开发者参加，预计将成为迄今为止规模最大的一次开发者活动。

OpenAI O3和O4mini介绍



资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

2025 OpenAI Dev Day 官宣

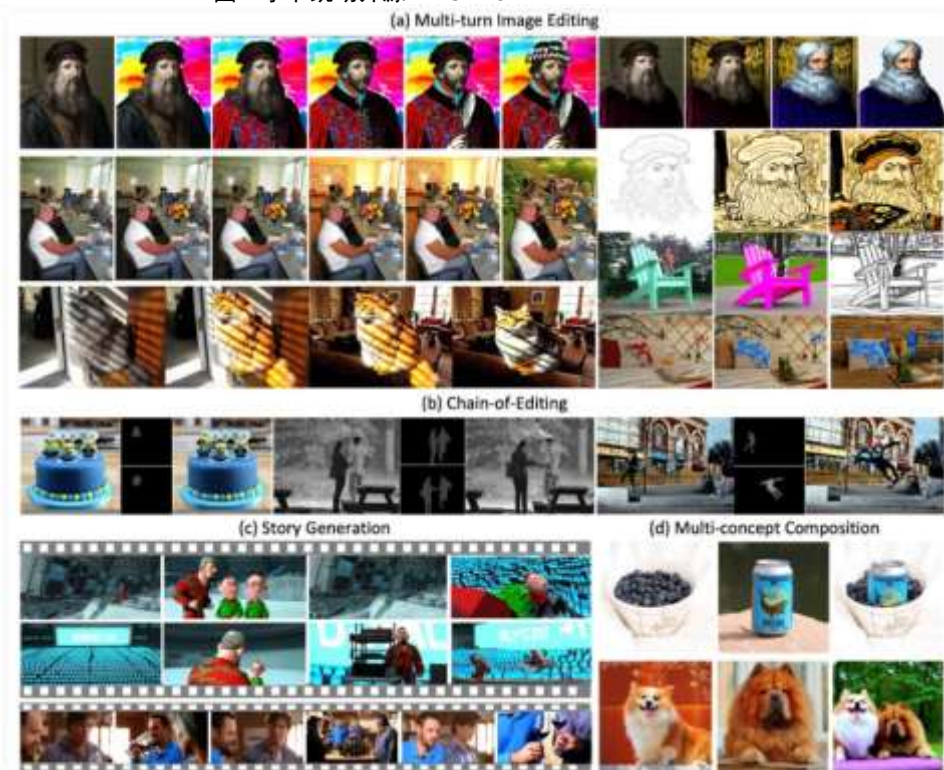


资料来源：OpenAI官网，国信证券经济研究所整理

4.3 字节开源图像编辑模型VINCIE-3B和视频模型EX-4D

- **字节跳动宣布开源VINCIE-3B**：这是一款支持上下文连续图像编辑的3亿参数模型，基于其内部MM-DiT架构开发。这款模型突破了传统图像编辑的局限，首次实现从单一视频数据中学习上下文感知的图像编辑能力，无需依赖复杂的分割或修复模型生成训练数据。VINCIE-3B的发布为创意设计、影视后期及内容生成领域带来了全新的可能性。
- **字节开源视频模型EX-4D**：字节跳动旗下PICO-MR团队正式开源了**EX-4D**，一款突破性的4D视频生成框架。这款工具能够从单一视角（单目）视频生成高质量、多视角的4D视频序列（3D空间+时间维度），标志着视频生成技术迈向了新的里程碑。EX-4D不仅在技术指标上超越现有开源方法，还为沉浸式3D内容创作和“世界模型”构建提供了关键支持。

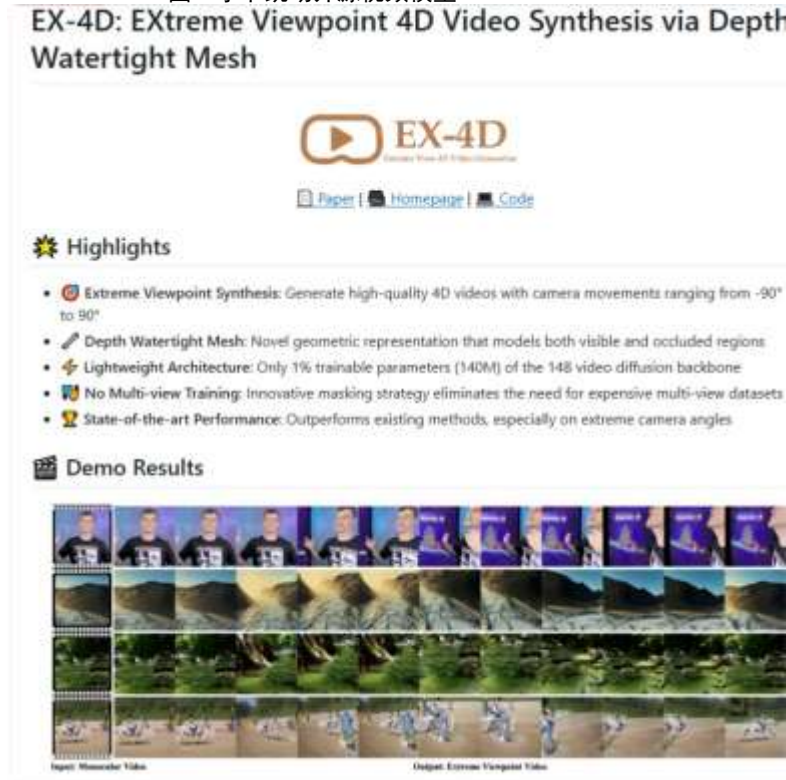
图：字节跳动开源VINCIE-3B



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：字节跳动开源视频模型EX-4D

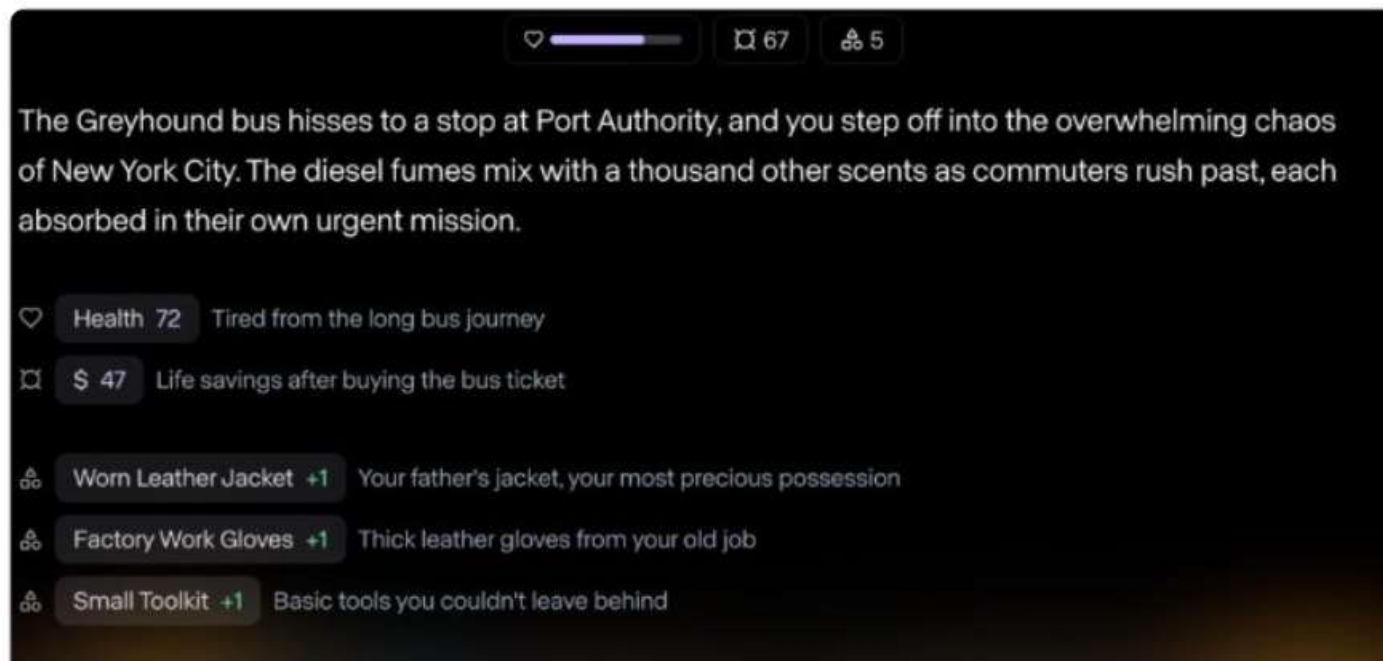


资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

4.4 RunwayAI 宣布即将推出全新生成式AI平台“游戏世界”

- AI技术先锋企业Runway宣布即将推出其全新生成式AI平台“游戏世界”（Game Worlds）。具体看：
 - 1) AI驱动互动文本冒险：Runway的“游戏世界”平台以生成式AI为核心，允许用户通过简单的文字输入即可创建并体验基于文本的冒险游戏。用户只需提供游戏世界的名称、核心概念和氛围描述，AI便能生成符合设定风格的视觉基调和角色形象，为玩家打造沉浸式的互动体验。
 - 2) 创新数值系统：“游戏世界”的一大亮点在于其创新的数值系统设计。玩家在每次与游戏世界的交互中，都会根据选择获得或失去与游戏相关的数值，例如资源、技能点或剧情进展。这种机制为游戏增添了目标感和持续吸引力，激励玩家长时间投入其中。
 - 3) 社区创作分享：除了个人创作，“游戏世界”还支持用户将自创游戏发布至社区，与全球玩家分享。这一功能极大增强了平台的社交属性，让每位用户都有机会成为游戏设计师。

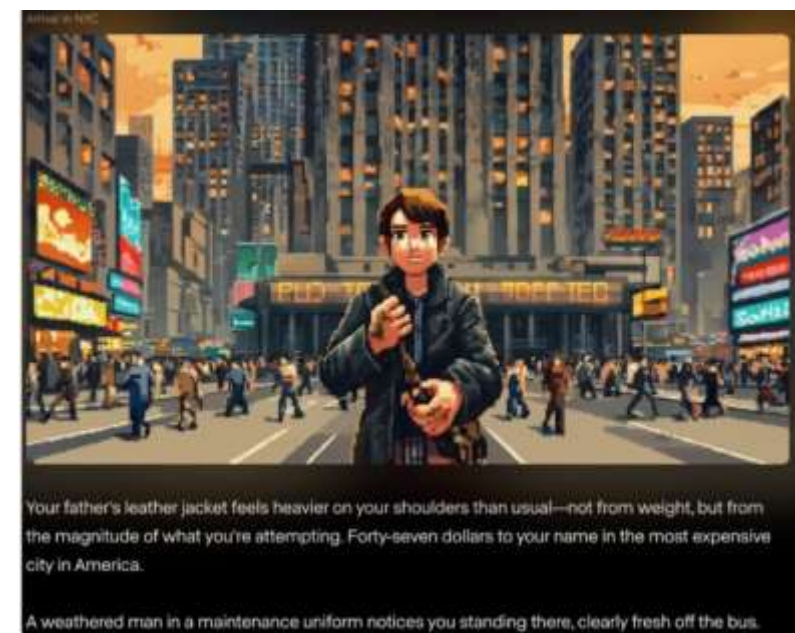
图：在Runway“游戏世界”平台中输入指令



资料来源：Runway官网，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：Runway“游戏世界”生成的游戏界面



资料来源：Runway官网，国信证券经济研究所整理

4. 5 智谱AI 开源视觉模型GLM-4. 1V-Thinking



- 智谱AI于近日正式开源其新一代通用视觉模型GLM-4. 1V-Thinking。这款9亿参数的多模态推理模型凭借卓越的性能和广泛的应用场景，不仅在多项权威评测中刷新纪录，还展现了比肩甚至超越72亿参数模型的强大实力。具体看：1）引入思维链推理，性能大幅提升：这一机制使其能够更高效地处理多模态输入，包括图像、视频和文档等。2）多模态能力全面覆盖：GLM-4. 1V-Thinking支持高达64K的上下文长度和4K图像分辨率，无论是长视频理解、图像问答、学科解题、文字识别、文档解读，还是图像定位（Grounding）、GUI代理操作以及代码生成都可以轻松完成。
- 性能方面，该模型在多项复杂任务中表现出色，尤其是在STEM学科问题和长文档理解等高难度场景中，部分性能甚至超过了OpenAI的GPT-4o模型。

图：智谱GLM-4.1V-Thinking视频理解能力强



图：智谱GLM-4.1V-Thinking测试数据

Benchmarks		GLM-4.1V -9B-Thinking		Qwen2.5-VL 72B	InternVL3 9B	Kimi-VL A330-Thinking	MiMo-VL 72B-RL	Qwen2.5-VL 72B	GPT-4o ~2024-11-20
General VQA	MMBench_V11_EN	85.8	82.7	81.7	71.6*	79.4*		88.0	84.4*
	MMBench_V11_CN	84.7	80.1*	80.9*	70.2*	80.3*		86.7*	83.2*
	MMStar	72.9	63.9	66.3	62.3*	69.3*		70.8	66.2*
	BLINK_Val	65.1	45.7*	58.6	53.5*	62.4		58.0*	66.4*
STEM	MURBENCH	74.7	53.2*	51.4	56.8*	64.8*		62.9*	69.7*
	MMMU_Val	68.0	58.6	52.7	61.7	66.7		70.2	69.1*
	MMMU_Pro	57.1	38.3	42.1*	45.5*	53.1*		51.1	54.6*
	VideoMMMU	61.0	47.4	-	-	43.3		60.2	61.2*
OCR & Chart	A2D	87.9	83.8*	84.6	78.1*	83.5		87.6*	84.8*
	MattVista	80.7	68.2	71.5	71.3	81.5		74.8	64.0*
	WebMath	63.8	31.0*	33.8	36.0*	66.3		46.0*	44.4*
	ChartQAPro	59.5	38.0*	36.1*	44.1*	53.6*		48.7*	49.4*
Long Document	ChartMuseum	48.8	27.2*	21.5*	29.3*	44.4*		39.6*	42.7*
	OCRBench	84.2	84.5*	87.7	78.7*	86.6		85.3*	81.1*
	MMLongBench-Doc	42.4	25.1*	20.4*	35.1	24.9*		35.3*	41
	RefCOCO_avg (val)	87.4	87.1	88.7	-	89.6		90.2	-
Visual Grounding	OSWorld	14.9	1.9*	1.4*	8.2	1.9*		8.8	5.0*
	AndroidWorld	41.7	27.6	1.9*	-	10.8*		35.0	34.5
	WebVoyage50m	69.0	14.1	19.5*	1.8*	34.0*		40.4	59.4*
	Webquest-SingleQA	72.1	53.5*	39.3*	56.8*	64.0*		60.5*	57.8*
Coding	Webquest-MultiQA	54.7	39.4*	26.4*	42.0*	47.5*		52.3*	52.8*
	Design2Code	64.7	29.3*	15.3*	38.8*	28.7*		41.9*	35.33
	Flan-VLM-Code	72.5	25.0*	11.3*	36.3*	8.8*		46.3*	75
	VideoMME(w/o)	68.2	65.3	66.7	67.8	67.4		73.3	71.9
Video UnderStanding	VideoMME(w/)	73.6	71.6	68.9	72.6	72.8*		79.1	77.2
	MMVU	59.4	50.1	-	-	52.4*		62.9	61.4*
	LVBench	45.1	45.3	-	-	37.1*		47.3	48.9
	MotionBench	59.0	-	-	-	48.4*		-	58.0*

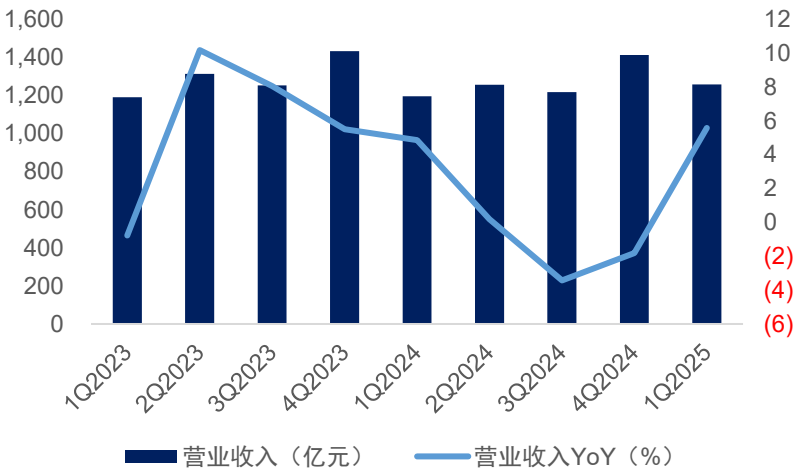
资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

资料来源：IT BEAR，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，把握看好AI应用及IP潮玩调整布局机会

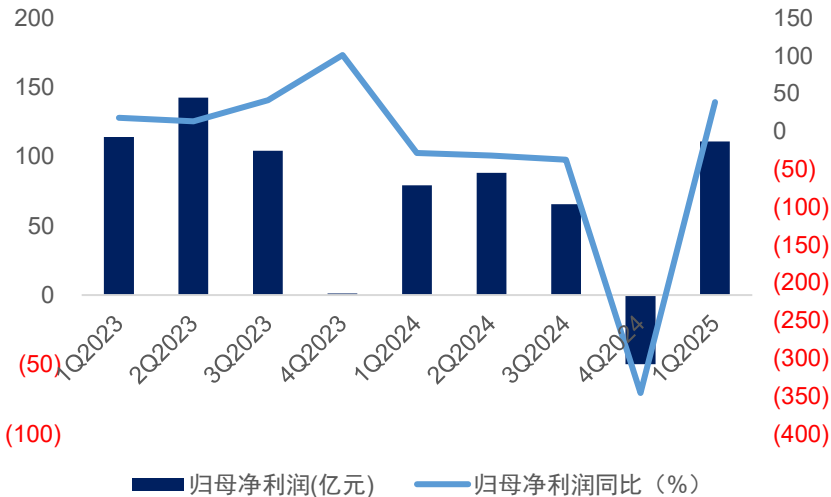
5.1 板块景气度有望持续向上

图：营收增速持续改善（季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

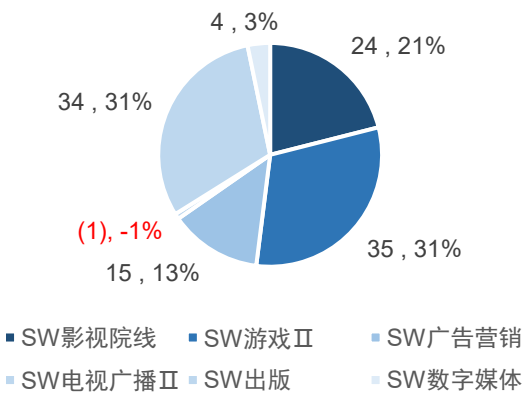
图：归母净利润及增速（季度）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 游戏及出版构成传媒板块业绩主体；24年所得税费率调整（0提升至25%）是出版板块业绩大幅向下的主要原因；版号重启之下新游密集上线导致游戏板块费用率显著提升压制游戏板块短期业绩表现；电影及影院板块更多受制于内容制作周期影响；
- 广告、媒体则受制于外部宏观周期影响
- 在基数效应减弱（游戏、出版）、供给周期上行（影视）以及宏观预期改善之下，板块业绩有望再度上行；25年Q1板块业绩拐点已现，中期景气周期有望持续向上

图：游戏及出版构成传媒板块业绩主体（25Q1）



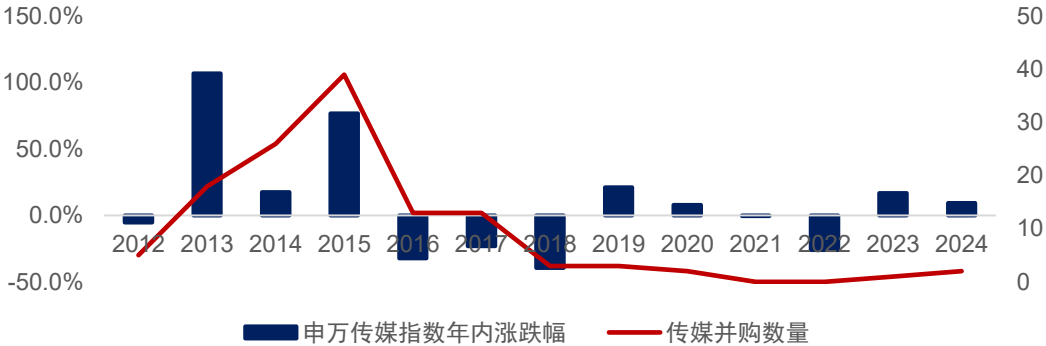
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.1 中长期持续看好AI应用/IP潮玩



- +AI，营销/教育/社交/电商/游戏……，形态升级&估值重构
- IP+，从手办盲盒到卡牌、IP谷子，景气与估值的共振向上
- AR/VR/MR
- 文化出海，星辰大海
- 并购重组，政策转向下的底层资产质量改善

图：A股传媒板块年度涨幅表现及当年上市公司并购重组数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：AI概念催化市场表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：AIGC带动2023年板块表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.1 投资建议与6月组合



- 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，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（易点天下、浙文互联、蓝色光标、引力传媒等）、教育（南方传媒、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6月投资组合为恺英网络、分众传媒、泡泡玛特、巨人网络、心动公司整体表现良好，7月投资组合为恺英网络、分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司；

图：投资组合表现

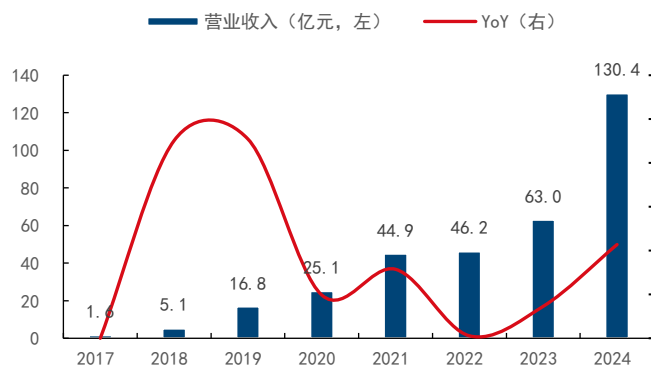
代码	简称	股价	月涨幅	相对沪深300涨幅	相对行业指数涨幅
002517	恺英网络	19.31	21.9%	19.43%	13.53%
002027	分众传媒	7.30	-2.3%	-4.77%	-10.68%
9992.HK	泡泡玛特	266.60	21.0%	18.47%	12.56%
002558	巨人网络	23.55	63.1%	60.59%	54.69%
2400.HK	心动公司	48.25	32.0%	29.49%	23.58%
801760.SI	传媒（申万）	726.87	8.4%	5.90%	
000300.SH	沪深300	3936.08	2.5%		

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势能强劲，全球化运营打开新空间

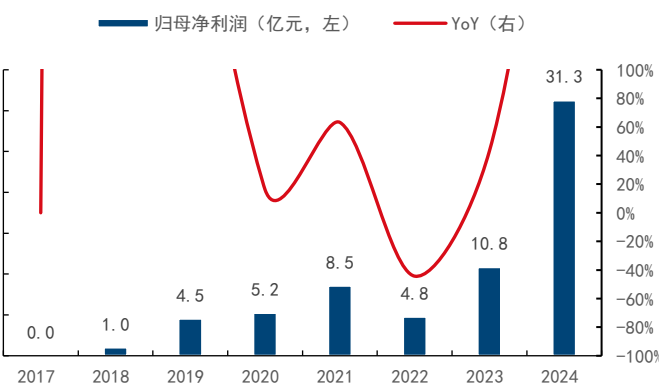
- 出海和品类扩张带动公司收入增长107%、利润增长324%。公司2024年收入130.4亿元，同比增长107%，其中，中国除港澳台/海外地区收入分别为79.4/50.7亿元，分别同比+51.7%/+375.2%；归母净利润31.3亿元，同比增长324.1%。利润率维持高水平，公司2024年毛利率66.8%，同比增长5.5个百分点，主要由于海外占比提升、供应链优化和自主产品占比提升；费用率持续优化，销售/管理/财务费用分别-3.6/-3.9/+1.1个百分点至28.0%/7.3%/-1.3%；
- 公司的IP矩阵持续优化，13个IP收入过亿。1）成熟IP持续维持强劲的增长势头，MOLLY/THE MONSTERS/SKULLPANDA/DIMOO收入分别为20.9/30.4/13.1/9.1亿元，分别同比增长105.2%/726.6%/27.7%/23.3%，THE MONSTERS在欧美和东南亚人气超高、DIMOO成为中泰建交50周年大使。2）新IP方面，Crybaby收入同比增长1537%至11.7亿元；此外，PDC旗下多个IP取得出色成绩，Hirono/Zsiga/HACIPUPU收入分别为7.3/2.4/2.2亿元，分别同比增长106.9%/145.1%/47.8%；
- 海外收入增长迅猛，2025年计划新增100家门店。公司海外门店已有130家，东南亚/东亚港澳台/北美/欧澳的收入分别为24.2/13.9/7.2/5.5亿，同比提升619.1%/184.6%/556.9%/310.7%，年内将新增100家门店；
- 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。我们预计2025-2027年经调整后归母净利润分别为50.2/63.0/78.8亿，同比增长60.7%/25.3%/25.2%；摊薄EPS=3.74/4.69/5.87元。公司头部IP维持亮眼表现、新品推出稳定，IP打造与运营能力得到持续验证；海外渠道成为公司新增长极；同时IP乐园、积木、卡牌、内容短片有望提升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



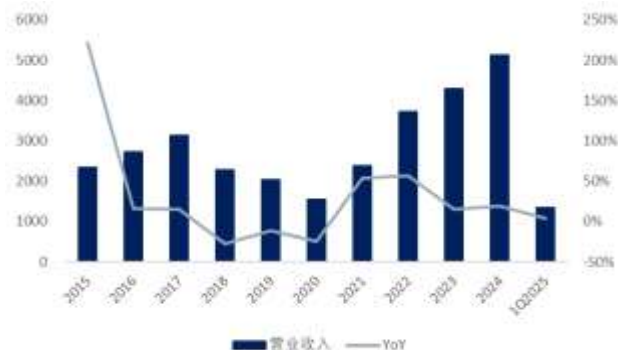
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

重点公司：恺英网络（002517.SZ）：关注新品及AI应用表现



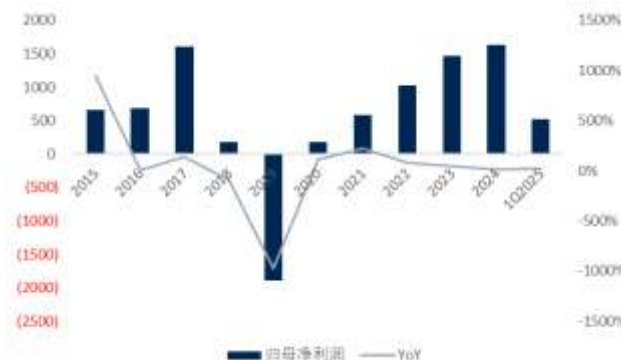
- **业绩增长稳健。**1) 公司24实现营业收入51.18亿元，同比增长19.16%；实现归母净利润16.28亿元，同比增长11.41%，对应全面摊薄EPS 0.77元；实现扣非归母净利润15.99亿元，同比增长18.43%；2) 25年Q1单季度营业收入13.53亿元，同比增长3.46%；归母净利润5.18亿元，同比增长21.57%，对应摊薄EPS 0.24元；扣非归母净利润5.16亿元，同比增长21.66%；
- **产品组合良好，出海表现值得期待。**1) 复古情怀品类方面，《原始传奇》《天使之战》《梁山传奇》等经典产品持续焕发活力、保持稳定；创新品类方面，《仙剑奇侠传：新的开始》等开启全平台公测，《龙之谷世界》、《诸神劫：影姬》上线表现良好。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传》在港澳台地区上线，《天使之战》成功进入东南亚市场；《诸神劫影姬》和《怪物联萌》也在港澳台市场取得了优异成绩；24年公司海外营业收入3.75亿元，同比增长221.48%；
- **《传奇》IP之外有望再造“传奇”，AI领域布局领先。**1) AI方面，公司自研“形意”大模型，形成了爱动（动画师）、树懒（策划师）、仙术（场景师）、羽扇（架构师）、绘界（设计师）与跃迁（自动化）的恺英 AI-电子智能体系，“AI 工业化管线”已初见成效；完成对 AI 公司自然选择海外控制主体投资，持股比例超16%。自然选择旗下《EVE》是全球首款 3D AI 智能陪伴应用，为用户提供高度拟真的情感陪伴体验；2) 新品方面，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》《热血江湖：归来》《王者传奇 2》《三国：天下归心》等涵盖MMO、ARPG、卡牌、开放世界冒险 RPG、SLG等多元赛道，传奇IP之外，公司新品周期正在持续展现；
- **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、%）



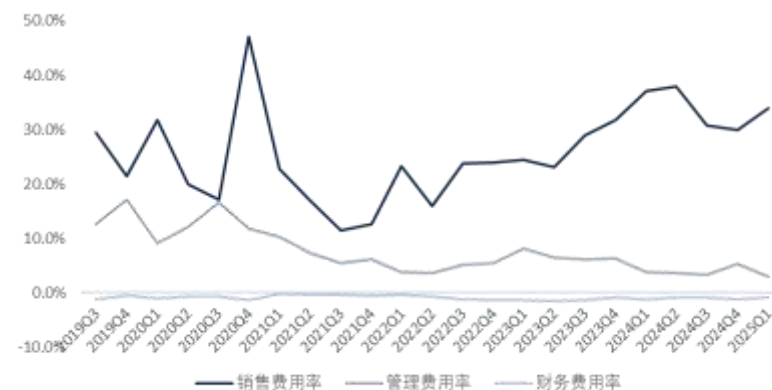
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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：费用率



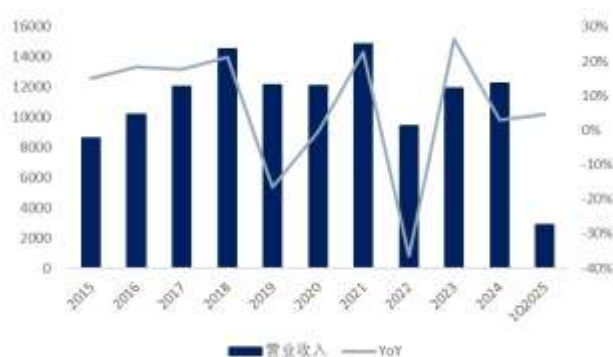
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：分众传媒（002027.SZ）：竞争格局改善，“碰一碰”有望打开成长新空间



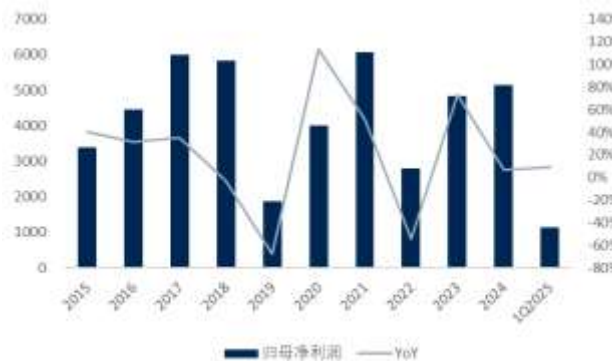
- **营收及利润增长稳健。**1) 24年公司实现营业收入122.62亿元、归母净利润51.55亿元，同比分别增长3.01%、6.80%；对应摊薄EPS 0.36元；实现扣非归母净利润46.68亿元、同比增长6.73%；2) 25年Q1单季度公司实现营收28.58亿元、归母净利润11.35亿元，同比分别增长4.70%、9.14%，对应摊薄EPS 0.08元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健；
- **收购新潮优化竞争格局，“碰一碰”打开成长新空间。**24年公司毛利率达到66.3%、相比去年同期提升0.8个百分点；净利率则达到41.4%，同比提升1.0个百分点，处于近年来的较高水平；25年Q1毛利率和净利率分别达到64.7%、37.1%，同比分别提升3.0/2.4个pct；考虑到公司自23年以来点位持续扩张，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；未来若宏观周期向上，公司业绩有望基于较高的经营杠杆展现更快的增长势能；3) 公司的生活圈媒体网络覆盖国内约300个城市以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度和日本等国约100个主要城市。资源点位优势稳固、中长期关注下沉市场及海外进展；公司公告计划83亿元收购新潮传媒，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；4) 公司近期与支付宝合作“碰一碰”探索近场交互场景，有望代开成长新空间
- **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
- **风险提示：**宏观经济波动；竞争加剧；技术进步导致媒体环境变化等。

图：分众传媒营业收入及增速（单位：亿元、%）



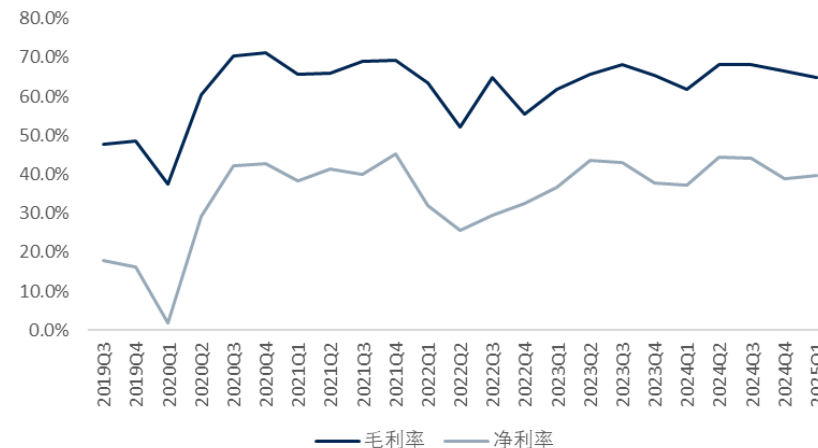
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

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