

传媒

优于大市（维持）

证券分析师

马笑

资格编号：S0120522100002

邮箱：maxiao@tebon.com.cn

研究助理

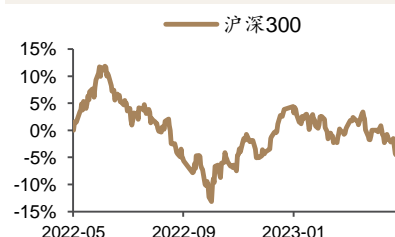
刘文轩

邮箱：liuwx@tebon.com.cn

王梅卿

邮箱：wangmq@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

1. 《恺英网络（002517.SZ）事件点评：收购浙江盛和少数股权，有望整合传奇奇迹赛道研发能力，并增厚上市公司利润》，2023.5.26
2. 《网易-S（9999.HK）23Q1 财报点评：利润大超预期，《蛋仔派对》表现惊艳，《逆水寒手游》即将上线》，2023.5.26
3. 《传媒互联网行业周报：ChatGPT 上线 iOS 移动端，北京启动通用人工智能产业创新伙伴计划》，2023.5.21
4. 《AIGC 专题四：国内外大模型和 AI 应用梳理》，2023.5.19
5. 《游戏行业深度：多重周期共振向上，展望全年维度的双击》，2023.5.18

传媒互联网行业周报：微软重磅推出 Windows Copilot；恺英网络拟收购浙江盛和少数股权

投资要点：

- **投资组合：**腾讯控股、三七互娱、恺英网络、姚记科技、思美传媒、快手、百度集团-SW、美团-W、网易-S、完美世界、分众传媒等。
- **投资主题：**游戏，出版，AI 和 VR 应用，动漫 IP，恒生科技，长视频，广告等。
- **受益标的：**港股海外公司阿里巴巴-SW、京东集团-SW、拼多多、爱奇艺、移卡、阅文集团、美图公司、哔哩哔哩-W、猫眼娱乐、泡泡玛特、云音乐、祖龙娱乐、中手游、心动公司等；A 股主要有思美传媒、皖新传媒、南方传媒、中文传媒、电魂网络、芒果超媒、汤姆猫、冰川网络、中文在线、昆仑万维、万兴科技、吉比特、游族网络、力盛体育、遥望科技、东方时尚、浙数文化、浙文互联、零点有数、兆讯传媒、风语筑、视觉中国、创业黑马等。
- **投资建议：扩大内需关注文体娱乐互联网新消费，平台经济强调引领发展创造就业和国际竞争。**我们认为行业的整体加配机会已现良机，基于以下三点理由：1) 预计今年基本面逐步修复；2) ARVR 和 AIGC 赛道成长预期非常明显，当下正是布局时机；3) 政策支持数字经济、文化产业和平台经济发展。《扩大内需战略规划纲要》强调文化、体育、互联网+社会服务、共享经济、新个体经济领域对于促进消费发展的重要性，结合二十大关于繁荣文化产业、网络强国、数字强国的表述，以及中央经济会议支持平台经济在引领发展、创造就业和国际竞争中发挥作用，看好未来发展。
- **微软重磅推出 Windows Copilot，发展 AI 插件生态系统。**5 月 23 日，在 Build 2023 中，微软重磅推出了 Windows Copilot，是第一个为客户提供集中式 AI 帮助的 PC 平台。调用 Windows Copilot 的按钮位于任务栏的前面和中心，易于查找和使用。Windows 的功能包括，复制/粘贴、Snap Assist、截图和个性化等。例如，用户不仅可以复制/粘贴，还能要求 Windows Copilot 重写、总结或解释内容。Windows Copilot 将于 6 月开始公开测试，之后陆续向现有 Windows11 用户推送。同时，Bing 搜索也将整合到 ChatGPT，ChatGPT 可以通过网络访问提供更多最新的答案。此外，微软和 OpenAI 将通过互操作性来支持和发展 AI 插件生态系统。开发人员现在可以使用一个平台来构建插件，包括 ChatGPT，Bing，Dynamics 365 Copilot 和 Microsoft 365 Copilot。在 AIGC 和 ChatGPT 方面，我们建议持续关注技术发展和应用情况，把握技术催化和商业化落地带来的投资机会，重点关注：万兴科技、昆仑万维、汤姆猫、中文在线、思美传媒、美图公司、百度集团-SW、商汤-W、腾讯控股、阅文集团；皖新传媒、南方传媒、焦点科技、风语筑、利欧股份、神州泰岳、联络互动、捷成股份、掌阅科技、立方数科、元隆雅图。
- **5 月国产游戏版号下发，看好全年维度游戏行业的戴维斯双击。**5 月国产游戏版号下发，合计 86 款产品获发，重点产品获批情况整理如下：腾讯《王牌战士 2》；网易《七日世界》；哔哩哔哩《依露希尔：星晓》《光隙解语》；吉比特《勇者与装备》；恺英网络《永恒觉醒》；赤子城科技《爱丽丝的妙趣仙境》；三七互娱《失落之门：序章》（移动+PC 端）；电魂网络《大领主传说》等。对于国内游戏市场的全年展望，一方面，逐档期环比优化，暑期档值得期待。另一方面，微观角度上，一季度游戏市场的环比修复已经开始。具体到投资逻辑上，我们看好全年维度游戏行业的戴维斯双击，认为有两条主线值得关注：1) 年内产品储备丰富的游戏研发商与发行商，着重关注 AI 与产品结合落地。**A 股推荐：**三七互娱、恺英网络、完美世界、姚记科技，建议关注名臣健康；**港股推荐：**腾讯控股、网易-S、心动公司、哔哩哔哩-W，建议关注中手游。2) 有望充分受益于行业 β 的游戏发行渠道。**推荐港股公司：**心动公司、哔哩哔哩-W。
- **风险提示：**疫情反复、技术发展不及预期、商誉风险、监管政策变化等。

内容目录

1. 核心观点、投资策略及股票组合	4
1.1. 本周重点推荐及组合建议	4
1.2. 重点事件点评	4
1.2.1. 微软重磅推出 Windows Copilot, 发展 AI 插件生态系统	4
1.2.2. 5月国产游戏版号下发, 看好全年维度游戏行业的戴维斯双击	5
1.3. 核心公司观点及投资逻辑	5
2. 市场行情分析及数据跟踪	10
2.1. 行业一周市场回顾	10
2.2. 行业估值水平	11
2.3. 重点公告回顾	12
2.4. 行业动态回顾	13
2.5. 一级市场投资动态	14
2.6. 股权激励及回购	15
2.7. 游戏市场高频跟踪	17
2.8. 新游跟踪	18
3. 风险提示	18

图表目录

图 1: Windows Copilot	4
图 1: 传媒板块与创业板、沪深 300、上证指数比较	11
图 2: 传媒各子板块周涨跌幅比较	11
图 3: 传媒行业 PE 近五年变化	11
图 4: 传媒行业 PB 近五年变化	11
图 5: 申万传媒指数与上证综指走势比较	11
图 6: 过去一年游戏市场国内 iOS 渠道周度流水	17
图 7: 过去一年游戏市场境外 iOS+GooglePlay 渠道周度流水	17
图 8: 过去一年腾讯国内 iOS 渠道周度流水	18
图 9: 过去一年腾讯境外 iOS+GooglePlay 渠道周度流水	18
图 10: 过去一年网易国内 iOS 渠道周度流水	18
图 11: 过去一年网易境外 iOS+GooglePlay 渠道周度流水	18
表 1: 重点产品获批情况	5
表 2: 重点公司盈利预测	9
表 3: A 股传媒行业指数 (SW) 及一周涨跌幅变化对比	10
表 4: 传媒板块上周涨跌幅前十个股	11
表 5: 本周国内融资/并购事件	14
表 6: 近 6 个月股权激励统计	15
表 7: 2023 年公司回购梳理	15
表 8: 近期上线重点新游跟踪	18

1. 核心观点、投资策略及股票组合

1.1. 本周重点推荐及组合建议

投资组合：腾讯控股、三七互娱、恺英网络、姚记科技、思美传媒、快手、百度集团-SW、美团-W、网易-S、完美世界、分众传媒等。

投资主题：游戏，出版，AI 和 VR 应用，动漫 IP，恒生科技，长视频，广告等。

受益标的：港股海外公司阿里巴巴-SW、京东集团-SW、拼多多、爱奇艺、移卡、阅文集团、美图公司、哔哩哔哩-W、猫眼娱乐、泡泡玛特、云音乐、祖龙娱乐、中手游、心动公司等；A 股主要有思美传媒、皖新传媒，南方传媒，中文传媒、电魂网络、芒果超媒、汤姆猫、冰川网络、中文在线、昆仑万维、万兴科技、吉比特、游族网络、力盛体育、遥望科技、东方时尚、浙数文化、浙文互联、零点有数、兆讯传媒、风语筑、视觉中国、创业黑马等。

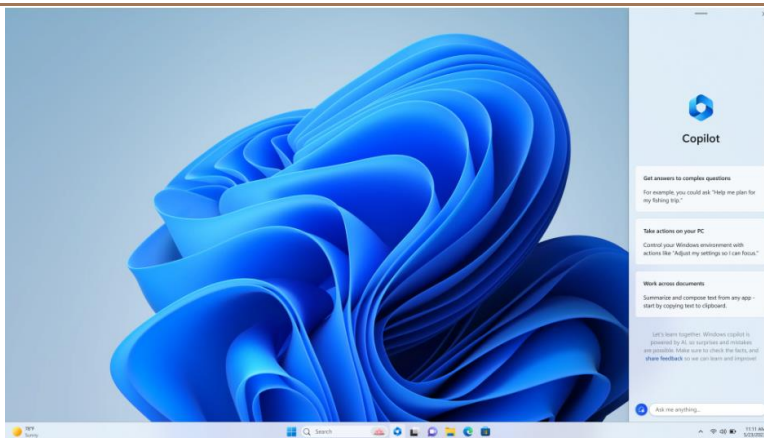
投资建议：我们认为行业的整体加配机会已现良机，基于以下三点理由：1) 预计今年基本面逐步修复；2) ARVR 和 AIGC 赛道成长预期非常明显，当下正是布局时机；3) 政策支持数字经济、文化产业和平台经济发展。《扩大内需战略规划纲要》强调文化、体育、互联网+社会服务、共享经济、新个体经济领域对于促进消费发展的重要性，结合二十大关于繁荣文化产业、网络强国、数字强国的表述，以及中央经济会议支持平台经济在引领发展、创造就业和国际竞争中发挥作用，看好未来发展。

1.2. 重点事件点评

1.2.1. 微软重磅推出 Windows Copilot，发展 AI 插件生态系统

5 月 23 日，在 Build 2023 中，微软重磅推出了 Windows Copilot，是第一个为客户提供集中式 AI 帮助的 PC 平台。调用 Windows Copilot 的按钮位于任务栏的前面和中心，易于查找和使用。Windows 的功能包括，复制/粘贴、Snap Assist、截图和个性化等。例如，用户不仅可以复制/粘贴，还能要求 Windows Copilot 重写、总结或解释内容。Windows Copilot 将于 6 月开始公开测试，之后陆续向现有 Windows11 用户推送。

图 1: Windows Copilot



资料来源：微软官网，德邦研究所

同时，Bing 搜索也将整合到 ChatGPT，ChatGPT 可以通过网络访问提供更多最新的答案。现在，答案以搜索和网络数据为基础，并包括引用，因此用户可

以直接从聊天中了解更多信息。新体验将向 ChatGPT Plus 订阅者推出，并且只需启用插件即可很快提供给免费用户。

此外，微软和 OpenAI 将通过互操作性来支持和发展 AI 插件生态系统。开发人员现在可以使用一个平台来构建插件，包括 ChatGPT，Bing，Dynamics 365 Copilot 和 Microsoft 365 Copilot。同时，必应正在增加对插件的支持。除了之前宣布的 OpenTable 和 Wolfram Alpha 插件外，还将在 Bing 生态系统中接入 Expedia，Instacart，Kayak，Klarna，Redfin 和 Zillow 等。

未来大模型有望与操作系统深度结合并全面嵌入应用当中，重塑互联网软件生态。在 AIGC 和 ChatGPT 方面，我们建议持续关注技术发展和应用情况，把握技术催化和商业化落地带来的投资机会，重点关注：万兴科技、昆仑万维、汤姆猫、中文在线、思美传媒、美图公司、百度集团-SW、商汤-W、腾讯控股、阅文集团；皖新传媒、南方传媒、焦点科技、风语筑、利欧股份、神州泰岳、络互动、捷成股份、掌阅科技、立方数科、元隆雅图等。

1.2.2. 5 月国产游戏版号下发，看好全年维度游戏行业的戴维斯双击

5 月 22 日，5 月国产游戏版号下发，合计 86 款产品获发。

表 1：重点产品获批情况

相关公司	游戏
腾讯	《王牌战士 2》
网易	《七日世界》（移动+PC 端）
哔哩哔哩	《依露希尔：星晓》、《光隙解语》
吉比特	《勇者与装备》
恺英网络	《永恒觉醒》
赤子城科技	《爱丽丝的妙趣仙境》
三七互娱	《失落之门：序章》（移动+PC 端）
电魂网络	《大领主传说》

资料来源：国家新闻出版署，德邦研究所

对于国内游戏市场的全年展望，一方面，逐档期环比优化，暑期档值得期待。另一方面，微观角度上，一季度游戏市场的环比修复已经开始。根据伽马数据，3 月移动游戏市场同比下滑已经收窄到个位数。考虑到当前游戏广告投放显著环比回暖的趋势，和 4 月的基数高低切换，预计移动游戏市场的增速在二季度会进一步修复。

具体到投资逻辑上，我们看好全年维度游戏行业的戴维斯双击，认为有两条主线值得关注：1) 年内产品储备丰富的游戏研发商与发行商，着重关注 AI 与产品结合落地。A 股推荐：三七互娱、恺英网络、完美世界、姚记科技，建议关注名臣健康；港股推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、哔哩哔哩-W，建议关注中手游。2) 有望充分受益于行业 β 的游戏发行渠道。推荐港股公司：心动公司、哔哩哔哩-W。

1.3. 核心公司观点及投资逻辑

腾讯控股：强势复苏，展现利润弹性。1) 本土市场游戏：存量产品屡创新高，新品储备丰富，全年展望乐观。本季度存量产品表现强劲，核心产品《王者荣耀》等均于本季度创下流水历史新高，23 年已经在国内发行的新产品也表现优异。展望未来，当前公司年内产品、版号均储备丰富，存量产品受益于积极的内容更新和消费大盘的复苏，我们对该业务年内展望乐观。2) 国际市场游戏：结构性增量与核心产品矩阵的稳健表现下，收入超预期。国际市场游戏收入增长 25%至 132 亿元预计上述增长主要由《胜利女神：NIKKE》、《Triple Match 3D》的结构性增量，以及《VALORANT》端游流水增长 30%所驱动。此外，核心产品《PUBG Mobile》在玩法、内容更新下 DAU 恢复。展望未来，我们认为在上

述驱动因素的影响之外，公司仍储备有《AVATAR: Reckoning》等产品，并有望获得投资并表的游戏厂商产品上线的贡献。3) 网络广告业务：Alpha+Beta 驱动下稳健增长。23Q1 实现收入 210 亿元，同比增长 17%，基本符合预期。视频号的用户时长及播放量均迅速上升，我们预计视频号广告库存的扩张是一个逐步上量的过程，因此上述的增长有望在较长时间中驱动广告业务，即使在后续季度不存在结构性的增量。4) 金融科技与企业服务业务：顺周期修复，展望视频号直播与 AI 布局所带来的增长点。本季度实现收入 487 亿元，同比增长 14%。我们预计收入增长主要由支付业务，尤其是线下支付业务的复苏所驱动。我们预计年内金融科技与企业服务业务顺周期修复，维持几项业务中相对较高的增速；而后续视频号直播技术服务费、AI 布局的逐步落地有望贡献新的增长点。根据 23Q1 经营所带来的增量信息，我们略微调整公司 2023-2025 年预测：1) 预计实现收入 6397/7191/8005 亿元，同比增长 15%/12%/11%；2) 实现 NON-IFRS 口径下归母净利润 1506/1738/1971 亿元，同比增长 30%/15%/15%。总的来说，我们认为本季度财报充分体现了公司在收入复苏下，降本增效成果释放所能带来的利润弹性。展望未来，我们认为丰沛的产品储备、视频号广告的放量、存量业务的顺周期修复是显著的增长点，而视频号直播电商、AI 布局的落地有望贡献更大的想象空间。

网易-S：利润大超预期，《蛋仔派对》表现惊艳，《逆水寒手游》即将上线。
《蛋仔派对》表现惊艳，消化暴雪空缺后游戏业务仍超预期。游戏及相关增值业务实现收入 201 亿元，同比增长 8%，超彭博一致预期。短期有压力，但新一段产品密集上线期即将开始；《逆水寒手游》有望拓展 MMORPG 产品的游戏内社交体验。展望未来，由于并无大体量产品上线，但又要面临 22Q2 上线的《暗黑破坏神：不朽》海外服的基数；以及旗舰新品《逆水寒手游》的上线前期推广、《哈利波特：魔法觉醒》海外服自发行部分预热的销售费用投入需求，预计二季度移动游戏业务收入端、利润端都有一定压力。但于 6 月起，《超凡先锋》、《巅峰极速》、《逆水寒手游》等多款产品将陆续上线国内市场；《哈利波特：魔法觉醒》海外服在经过了长时间的调优后，将于今年夏季上线；《蛋仔派对》也将于海外市场推出；新的一段产品密集上线期即将开启。云音乐直播业务收缩，但盈利能力改善；有道在宏观环境影响下承压。预计 23-25 年实现收入 1031/1135/1229 亿元，同比增长 7%/10%/8%；其中在线游戏业务实现收入 743/818/884 亿元，同比增长 8%/10%/8%；实现 NON-GAAP 口径下归母净利润 253/275/297 亿元，同比增长 11%/9%/8%。我们认为在公司的长线运营能力加持下，存量游戏流水基本盘具有较强的韧性；虽然短期有一定的压力，但新一段产品密集上线期即将开始，《逆水寒手游》、《哈利波特：魔法觉醒》海外服等重点产品即将相继上线，加之尚在研发中的《永劫无间手游》，有望贡献增量流水，驱动利润端的扩张。

哔哩哔哩-W：减亏幅度超预期，23 年重点关注亏损率收窄斜率的边际变化。
三季度收入端符合预期，亏损改善幅度好于彭博一致预期。1) 游戏业务受困于产品周期，短期流水、收入均处于承压状态，预计随着后续自研产品《斯露德》、《依露希尔：星晓》，及《千年之旅》等一系列代理产品上线，流水重回增长趋势。此外，随着国内游戏版号的发放恢复常态化，年内产品供给有望显著改善，大体量二次元产品的上线有望为渠道业务带来全新增量。2) 在切换重心后，本季度用户增长更为健康，增值服务中直播业务 22 年收入增速超过 30%，其中四季度主播数量同比增速也超过 70%，供给端仍然在扩张。展望 2023 年，我们认为基于游戏等垂类的优势，直播业务仍然会维持稳健增长，并且随着分成比例的逐步优化，利润率表现仍将持续改善。3) 广告业务略低于彭博一致预期。拆解来看，预计同比的下滑主要来自于品牌向广告（包括商单广告和常规品牌广告）；受到本季度同比增长 77% 的日均 VV 带来的广告库存扩张所驱动，效果广告收入同比增长仍超过 50%。展望未来，预计随着公司强调 DAU 增长，以及竖屏广告 Story Mode 逐渐贡献更多的 VV 绝对值，效果广告总库存量仍然会维持一个相对快速的增长；而随着宏观经济的逐步修复，品牌、效果广告主投放需求均有望回暖，带动效果广告侧的 CPM 和品牌向广告流水的复苏，我们对全年广告收入增速仍然维持乐观。4) 整体来看，在全年增收减亏为首要目标的策略下，公司对 2023 年总收入做出指引，中位数为 250 亿元，低于前期彭博一致预期。但另一方面，明确了实现减亏的具体措施 A) 降低带宽成本、员工成本、内容成本等相

对固定的成本项；B) 通过以 DAU 为用户增长重心减少销售费用投入，聚焦游戏自研品类以减少研发费用投入等方式控制费用端支出。总而言之，我们认为 23 年市场关注的重点在亏损率收窄斜率的边际变化。一方面，在公司长经营杠杆的商业模式下，收入端的景气度会是重要因子，我们预计收入端一季度仍然会有所承压，二季度环比有望显著改善，带动上述斜率的边际变化扩大；另一方面，收窄幅度的超预期有望驱动市场上调远期稳态利润率的假设，进而带来估值的提升。预计 2023-2024 年实现营业收入 250/296 亿元，同比增长 14%/19%；实现经调整归母净利润-35/0.5 亿元，对应净亏损率 14%/0%。

百度集团-SW：广告业务增速回正、云服务首度盈利，AI 能力加速融合。展望未来，我们预计随着宏观经济的持续修复，以及在基数调整的影响下，在线营销业务收入增速有望持续回升。智能云业务盈利，大模型商业化进展加速。23Q1 实现收入 64 亿元，同比增长 11%。1) 智能云方面，23Q1 收入增长 8%，且在 NON-GAAP 层面上实现 OPM 回正。2) 大模型方面：随着大模型商业化应用的逐步落地，我们预计大模型将在两方面带来收入端的扩张：其一，有望带来增量用户，进而驱动 PaaS 层收入规模扩张。其二，文心一言已经与百度移动生态内的多个应用场景相结合，随着后续用户体验的优化，和随之而来的用户粘性提升，有望增加移动生态的广告召回量。3) 自动驾驶方面：23Q1 萝卜快跑订单数量达到 66 万，同比增长 236%，环比增长 38%，维持高速增长；并获准在北京开展车内无安全员的公开道路商业化运营，商业模式跑正更进一步。基于 23Q1 经营情况，略微调整公司 23-25 年收入预测至 1400/1530/1651 亿元，同比增长 13%/9%/8%；NON-GAAP 口径下归母净利润 244/264/301 亿元，同比增长 16%/8%/14%。我们认为百度核心的广告业务基本盘有望持续受益于国内线下场景、宏观经济环境的复苏，并且随着后续对公众提供大模型服务的政策落地，在 AI 加持下移动生态产品矩阵有望获得用户粘性的进一步提升，和广告变现能力的强化。另一方面，随着公司自身基于大模型的产品打磨进一步成熟，在上述政策落地后，亦可为 AI 智能云业务带来增量的使用场景和用户群体，并提升产品的标准化程度。加之自动驾驶领域的稳步发展，我们看好 AI 浪潮下公司的长期发展。

快手-W：收入、利润端均超预期，展望持续的盈利能力改善。宏观逆风下各业务实现收入端稳健增长。1) 广告业务实现收入 151 亿元，同比增长 14%。得益于用户规模扩展改带来的广告库存绝对值提升，以及内循环广告的贡献，在 22Q4 疫情反复所带来的宏观经济波动中，仍然取得了较高的同比增速。此外，通过底层算法策略的升级，以及积极的行业扶持政策拓展广告客户，22Q4 广告主数量同比保持高速增长。2) 直播业务实现收入 100 亿元，同比增长 14%，单季度收入创历史新高，主要源于供给的持续丰富、生态的持续优化以及直播算法的持续迭代，其中公域直播收入同比增长超过 150%，快聘业务日均简历投递量较 22Q1 实现超翻倍增长，理想家业务半年累计 GMV 突破百亿。3) 其他业务实现收入 32 亿元，同比增长 34%，其中电商 GMV 达到 3124 亿元，同比增长 30%。在运营与算法的加持下，人货匹配精确度上升，22Q4 公域流量的直播千次曝光成交额同比高速增长，月均动销商家数量同比增长超过 50%，头部商家月均店效实现双位数增长。根据本季度的经营情况，我们调整 2023-2024 年盈利预测，并且新增 2025 年预测：预计公司实现收入 1110/1279/1447 亿元，同比增长 18%/15%/13%；实现经调整净利润 13/128/240 亿元，对应净利润率 1.2%/10.0%/16.6%。

心动公司：亏损大幅收窄，23 年关注自研产品周期释放与行业的供给优化。游戏业务方面，我们认为公司仍处于本轮自研产品周期的释放过程中，重点产品《火力苏打》、《火炬之光：无限》已在国内取得版号，有望于 23Q2-Q3 相继上线贡献增量。此外，Pipeline 尚储备有四款产品，其中像素风格战棋游戏《铃兰之剑》(Sword of Convallaria) 有望于 23Q2-Q3 开启海外测试；截止 3 月末《心动小镇》TAPTAP 预约用户近 160 万，并已经进行了两轮测试。信息服务业务方面，用户稳步增长，关注 2023 年行业性的产品供给优化，所带来的投放需求提升。随着 2022 年下半年以来国内游戏版号恢复常态化发放，游戏厂商待上线产品数量稳步增长，考虑到获得版号与产品上线之间，通常还存在付费测、调优的环节，有一定滞后性，我们看好 2023 年暑期档优质产品的密集上线，所

带来的推广需求扩张，推动国内 TAPTAP 平台用户数、单用户下载量和广告价格的提升。预计公司 23-24 年分别实现收入 44/55 亿元，同比增长 29%/24%；实现归母净利润 0.5 亿元/2.8 亿元，在收入规模扩展，和降本增效成果释放之下，2023 年有望实现扭亏为盈。

美团-W：行业复苏，外卖坚韧，到店直面竞争。尽管 2022 年 10、11 月疫情管控对酒旅业务的负面影响持续，12 月疫情管控解除后，旅游需求、酒店间夜量实现了迅速回升。后续随着疫情影响的消退，我们对到店酒旅业务后续的复苏保持乐观。另一方面，由于 2022 年以来抖音对于本地生活领域的积极推进，预计到店业务的市占率维持会是美团 2023 年的首要目标。具体到方式方法上，或将进一步投入，以在供给端拓展上线商户数量、在需求端提升用户粘性，意味着短期或有对到店业务利润率的负面影响。但随着后续的竞争趋缓，市占率稳定，预计利润率仍然会回升到新的均衡上。新业务方面，亏损持续收窄，料高质量发展将仍然是贯穿 23 年的主线。美团优选通过加强供应链及加强履约，聚焦高质量发展增长，保持市场领先地位并提高了效率。22Q4 疫情反复的大背景下，美团买菜需求激增，收入端录得强劲增长，并且取得了经营效率的提升。预计 23-25 年公司实现收入 2788/3435/4080 亿元，同比增长 27%/23%/19%。

云音乐：商业化稳步扩张，减亏幅度超预期。22 年收入端表现基本符合我们之前的预期，减亏幅度超过我们的预期，并且实现了正向经营性现金流入。付费率增长是在线音乐服务业务主要的增长引擎，主要由内容端供给侧扩张所驱动。展望未来，我们认为这一过程仍将持续，并推动付费率的进一步上行。此外，我们认为公司有望后续持续受益于内容差异化带来的用户增长，这一过程主要由独立音乐人、自制音乐内容驱动。社交娱乐服务维持高速增长，展望未来，我们认为基于音乐的直播形式与在线音乐平台的强契合度，仍将驱动社交娱乐业务的付费用户数扩张，但高位的 ARPPU 仍有被稀释的压力。预计 2023-2024 年，公司实现营业收入 108/128 亿元，同比增长 20%/19%（ARD 口径）；实现 Non-IFRS 口径下归母净利润 2.8/7.1 亿元，对应利润率 2.6%/5.5%。

分众传媒：复苏趋势已然明显，展望周期性和成长性的接棒。点位梳理或持续，随着国内经济复苏，后续有望开启新扩张周期。展望未来，我们认为随着疫情影响消退，国内宏观经济走入复苏区间，存量点位刊挂率上涨，一方面在存量点位梳理持续的基础上，新点位的开拓有望走上正轨，带动整体点位资源绝对数量的同比提升，另一方面常规性提价有望恢复，成长性有望边际增强。此外，随着境外业务的持续推进，海外部分亦将持续贡献点位增量。仍然处于复苏周期的初段，后续利润端空间、弹性可期。据 CTR，23 年 1-2 月广告市场刊例花费同比减少 6.7%，相比于 22 年 10-12 月的同比下降 15.6%/10.5%/18.0%已经显著收窄，综合其他宏观经济指标，广告投放的渐进式复苏特征明显。由于公司本身的商业模式特点在于高经营杠杆，收入端复苏趋势会被放大（例如 23Q1 收入环比+25%，毛利润环比+40%），我们维持前期深度报告的观点，认为短期来看周期性是核心变量，当前修复仍处于初期，后续利润端空间和弹性兼具。基于本季度经营的增量信息，我们略微调整 2023-2024 年盈利预测，并且新增 2025 年盈利预测：预计实现营业收入 128/148/171 亿元，同比增长 36%/16%/15%；实现归母净利润 48/57/67 亿元，同比增长 73%/18%/18%。

恺英网络：业绩强劲、储备丰富、探索 AI 赋能。1) 传奇奇迹基本盘稳健，自研架构调整升级。2) 产品及版号储备丰富，高流水与战略转型并举。公司于 2023 年产品储备丰富，且版号充足：年内有《龙腾传奇》（已获版号）等多款传奇奇迹类产品待上线；并储备有《仙剑奇侠传：新的开始》、《归隐山居图》、《山海浮梦录》等多款已获版号的创新品类产品；以及基于斗罗大陆、盗墓笔记等大 IP 的面向战略转型在研产品。3) 积极探索 AIGC 助力游戏制作，斗罗 IP 产品有望搭载 AI 技术。4 月 23 日，旗下子公司与复旦大学签署《软件定制开发协议》，共同探索将 AIGC 技术运用到游戏产品 AINPC 研发中，有望实现首个搭建 AIGC 及 AINPC 技术的斗罗大陆 IP 手游。AI 技术于游戏研发中的应用，有望进一步提升公司美术生产力、研发效率，及游戏产品本身玩法的多样性。我们略微调整 2023-2024 年公司的盈利预测，并新增 2025 年盈利预测：预计公司实现收入 51/60/69 亿元，同比增长 36%/19%/15%；预计实现归母净利润 14.5/18.2/21.5

亿元，同比增长 41%/26%/18%。

姚记科技：一季度游戏业绩强劲，后续或将持续释放。1) 扑克牌量价齐升，产能扩充下展望更高市占率。根据我们的测算，2022 年单副扑克牌的收入（单价）同比提升 9%到 1.07 元，毛利润 0.25 元，同比提升 11%。我们认为随着国内扑克市场格局优化，公司凭借自身品牌效应和产品质量，有望持续提升占有率和单价。此外，公司当前扑克牌的年生产能力仅能勉强满足公司现有业务需求，因此公司正在积极推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”，新的扑克牌生产基地已经在建设中，产能瓶颈有望解决。2) 游戏、广告复苏明显，投放优化下销售费用同比大幅度下滑，是本季度强劲业绩的主要原因。2023 年后，复苏趋势明显，一季度游戏、广告业务均实现了收入和利润的双增长。此外，在 23Q1，游戏业务前期广告营销投入效果显现，加之投放策略优化，利润开始回收。本季度公司销售费用由去年同期的 1.94 亿元同比下降 76%至 0.46 亿元，销售费用率同比下降 15.3pct。考虑到毛利率、其他费用率和其他营业利润相关的收益都较为稳定，我们认为销售费用率的下降是本季度利润强劲的核心原因。我们略微上调对于公司 23-24 年的盈利预测，并且新增 25 年预测。预计公司 23-25 年实现收入 49/57/65 亿元，同比增长 24%/18%/14%；实现归母净利润 6.8/8.3/9.8 亿元，同比增长 94%/22%/18%。

思美传媒：困境反转拥抱 AI，文旅融合未来可期。公司拥有矩阵化的媒体资源布局，合作媒体 200 余家。客户资源丰富，覆盖汽车、互联网、电商、游戏、金融、旅游、快速消费品等行业。宏观经济复苏有望带动广告业务基本盘顺周期上行。广告行业的表现受宏观经济的影响，2022 年以来的疫情反复造成宏观经济波动，导致了广告需求的下滑。随着疫情结束，全市场广告刊例花费进入复苏前的震荡期，有望在进入复苏区间后迎来上涨。广告为公司基本盘，公司积极进行品牌营销直播电商等广告业务拓展。与智谱华章达成战略合作，协助 AI 大模型在传媒领域变现。思美传媒与智谱华章签署了《战略合作协议》，将围绕传媒各个业务领域，包括媒体、数字人、智能写作等方面进行业务探索，并充分探讨智谱华章主导研发的大模型的商业化落地模式。未来随着双方业务合作的进一步加深，预计将对公司经营发展产生积极影响。与川旅投旗下安逸酒店集团开展战略合作，促进文旅融合产业的开发及落地，有望贡献增量。安逸酒店集团于 2021 年成立，为四川旅投旗下子公司，管理 167 家酒店、超 3 万张床位。公司与安逸酒店集团开展战略合作，并设立文旅电商服务平台“安逸旅途”，拟就文旅产品再塑及产品推、销数字一体化，以及文旅电商服务及红人经纪开展合作。此次联合有望推动安逸酒店集团的文旅资源，与公司旗下的整合营销资源的互相促进和融合，为公司在文旅产业实现展业打开空间。除广告影视阅读等业务的 AI 积极赋能外，文旅本地生活等空间广阔，新业务战略规划进行中，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 60/81/105 亿元，同比增长 44%/34%/30%；实现归母净利润 1.8/2.5/3.4 亿元，同比变化 143%/42%/33%。

三七互娱：一季度业绩超预期，储备产品兑现节奏或即将加速。根据 22 年财报，当前公司储备有 5 个垂类共计 33 款产品，其中 7 款为自研产品：11 款 MMORPG（4 款自研）+11 款 SLG（2 款自研）+6 款卡牌（1 款自研）+4 款模拟经营+1 款休闲。另一方面，版号储备同样丰富，在其中 22 款有境内发行计划的产品中，13 款已经获得版号，在当前国内游戏版号发放常态化的大背景下，预计储备产品具有较强的兑现能力。具体到产品上，22 年 12 月测试的放置类产品《最后的原始人》、3 月测试的自研 MMO《凡人修仙传：人界篇》已经定档 5 月；代理的 MMO 产品《梦想大航海》已经于 2 月完成测试，而自研 MMO《扶摇一梦》、代理的 MMO《曙光计划》、代理的模拟经营产品《金牌合伙人》、《织梦森林》均于 4 月开始测试。简而言之，我们认为公司已经进入了“排期较早的产品即将上线，储备产品密集测试”的状态，产品兑现节奏或即将加速。我们略微调整公司 23-24 年盈利预测，并新增 25 年盈利预测：预计实现收入 190/219/247 亿元，同比增长 16%/15%/12%；实现归母净利润 35/40/45 亿元，同比增长 17%/15%/13%。

表 2：重点公司盈利预测

子行业	证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE(%)	EPS	PE	PB
-----	------	------	---------	--------	-----	----	----

					TTM	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E	LF
游戏	002624.SZ	完美世界*	339	3.59	0.40	1.01	1.19	-	43.50	17.28	14.66	-	3.89
	002555.SZ	三七互娱*	633	26.69	1.34	1.56	1.79	2.03	21.31	18.29	15.94	14.05	4.87
	603444.SH	吉比特	355	32.06	19.68	22.81	26.55	30.13	25.06	21.62	18.57	16.37	8.73
	300418.SZ	昆仑万维	623	14.90	0.83	1.11	1.27	1.43	62.90	46.92	40.89	36.48	4.83
	300031.SZ	宝通科技	108	10.54	-0.93	1.03	1.38	1.82	-28.34	25.53	18.98	14.41	3.13
	002517.SZ	恺英网络*	338	16.93	0.50	0.67	0.85	1.00	31.72	23.46	18.49	15.72	7.07
电商与营销	002878.SZ	元隆雅图	37	13.19	0.30	0.83	0.99	1.10	56.19	20.18	16.99	15.27	3.69
	002027.SZ	分众传媒*	937	32.99	0.19	0.33	0.40	0.46	33.45	19.67	16.23	14.11	5.24
	002727.SZ	南极电商	162	14.01	1.80	2.03	2.40	2.83	15.11	13.39	11.32	9.60	2.18
	300785.SZ	值得买	58	10.08	0.80	1.34	1.71	2.05	54.57	32.55	25.42	21.18	3.20
视频/影视动漫	300413.SZ	芒果超媒	540	12.46	1.00	1.25	1.49	1.72	29.01	23.03	19.39	16.82	2.79
	300182.SZ	捷成股份	152	6.47	0.15	0.27	0.35	0.41	39.08	21.47	16.51	14.03	2.01
	002292.SZ	奥飞娱乐	122	-12.87	-0.08	0.11	0.24	0.32	-98.03	72.09	34.32	25.36	3.74
	300251.SZ	光线传媒	241	-3.26	-0.23	0.26	0.36	0.41	-36.19	32.00	22.98	20.08	2.87
	300133.SZ	华策影视	135	6.03	0.23	0.28	0.34	0.38	31.02	25.62	20.91	18.62	1.95
	600977.SH	中国电影	261	2.13	-0.08	0.49	0.61	0.70	-175.36	28.32	23.02	19.92	2.38
	002739.SZ	万达电影	269	1.19	-0.76	0.51	0.66	0.74	-16.28	24.14	18.65	16.58	3.66
互联网	603533.SH	掌阅科技	105	5.94	0.18	0.34	0.45	0.58	132.35	70.85	53.05	40.96	4.06
	000681.SZ	视觉中国	115	4.69	0.18	0.24	0.29	0.33	91.85	69.32	56.13	50.38	3.37
海外/港股公司	0700.HK	腾讯控股*	27,849	29.77	19.89	19.63	19.39	23.97	14.19	14.80	14.98	13.45	3.48
	3690.HK	美团-W*	7,086	-21.08	0.38	1.07	3.31	6.50	289.94	106.12	34.30	19.38	5.13
	9618.HK	京东集团-SW*	3,727	-1.80	6.17	5.19	8.13	-	18.45	22.59	14.42	-	1.71
	PDD.O	拼多多	6,714	11.48	-0.05	5.83	8.15	11.18	17.60	86.71	62.04	6.39	5.15
	9999.HK	网易-S*	3,790	19.00	4.88	6.55	7.10	7.62	16.22	17.95	16.56	17.13	3.39
	9888.HK	百度集团-SW*	2,935	5.19	5.10	7.55	8.52	9.87	19.99	13.91	12.32	11.80	1.24
	1024.HK	快手-W*	2,102	135.83	-1.92	-1.17	-0.02	1.47	-24.58	-	-	36.60	5.14
	9626.HK	哔哩哔哩-W*	500	-46.34	-17.52	-12.03	-0.49	-	-6.62	-	-	-	3.25
	0772.HK	阅文集团	276	11.44	0.60	1.20	1.46	1.70	44.96	22.58	18.63	17.69	1.52
	IQ.O	爱奇艺	305	-85.43	-1.13	0.22	0.41	0.60	94.58	145.40	78.20	7.50	2.80
	2400.HK	心动公司*	90	-37.55	-1.15	0.10	0.59	-	-16.21	188.35	31.92	-	4.75
	1896.HK	猫眼娱乐	70	4.72	0.09	0.42	0.57	0.65	65.57	14.40	10.66	10.33	0.84

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 带*为已覆盖标的, 采用德邦预期, 其余为 wind 一致预期; 市值截止 2023 年 5 月 26 日。

2. 市场行情分析及数据跟踪

2.1. 行业一周市场回顾

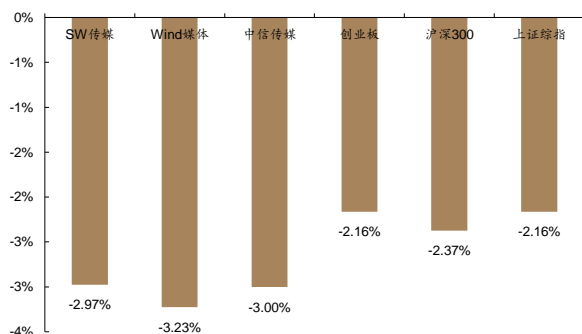
上周(5月22日-5月26日), 传媒行业指数(SW)跌幅为 2.97%, 沪深 300 跌幅为 2.37%, 创业板指跌幅为 2.16%, 上证综指跌幅为 2.16%。传媒指数相较创业板指数下跌 0.81%。各传媒子板块中, 媒体下跌 2.97%, 广告营销下跌 3.02%, 文化娱乐下跌 3.03%, 互联网媒体下跌 2.87%。

表 3: A 股传媒行业指数(SW)及一周涨跌幅变化对比

时间	SW 传媒	Wind 媒体	中信传媒	创业板	沪深 300	上证综指
2023/5/22	-1.47%	-1.07%	-1.45%	0.07%	0.63%	0.39%
2023/5/23	-2.08%	-2.25%	-2.10%	-1.18%	-1.41%	-1.52%
2023/5/24	0.91%	-0.08%	0.86%	-0.36%	-1.38%	-1.28%
2023/5/25	-2.33%	-1.91%	-2.34%	-0.05%	-0.22%	-0.11%
2023/5/26	2.04%	2.11%	2.08%	-0.66%	0.01%	0.35%
一周涨跌幅	-2.97%	-3.23%	-3.00%	-2.16%	-2.37%	-2.16%

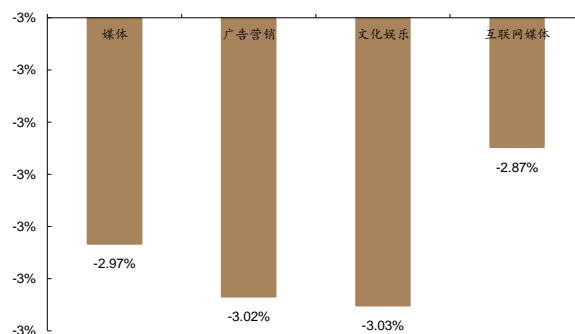
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：传媒板块与创业板、沪深 300、上证指数比较



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：传媒各子板块周涨跌幅比较



资料来源：Wind，德邦研究所

注：各子版块口径均为 WI

表 4：传媒板块上周涨跌幅前十个股

涨幅前十 (%)			跌幅前十 (%)		
002654.SZ	万润科技	20.67%	002113.SZ	*ST 天润	-22.22%
300280.SZ	紫天科技	18.26%	002858.SZ	力盛体育	-13.57%
300654.SZ	世纪天鸿	11.91%	601949.SH	中国出版	-12.05%
002354.SZ	天娱数科	8.23%	300295.SZ	三六五网	-11.96%
300533.SZ	冰川网络	7.67%	300148.SZ	天舟文化	-10.74%
002280.SZ	联络互动	6.94%	002712.SZ	思美传媒	-10.73%
600070.SH	ST 富润	6.47%	600576.SH	祥源文旅	-10.31%
603444.SH	吉比特	6.39%	600386.SH	北巴传媒	-9.29%
600892.SH	大晟文化	5.49%	002175.SZ	吉视传媒	-8.82%
000676.SZ	智度股份	5.23%	002558.SZ	巨人网络	-8.48%

资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 行业估值水平

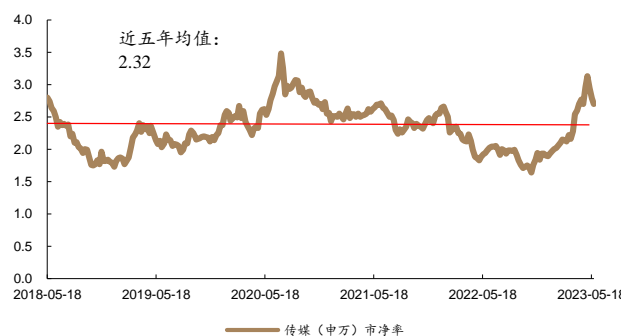
传媒行业指数 (SW) 最新 PE 为 44.97，近五年平均 PE 为 32.75；最新 PB 为 2.7，近五年平均 PB 为 2.32。

图 4：传媒行业 PE 近五年变化



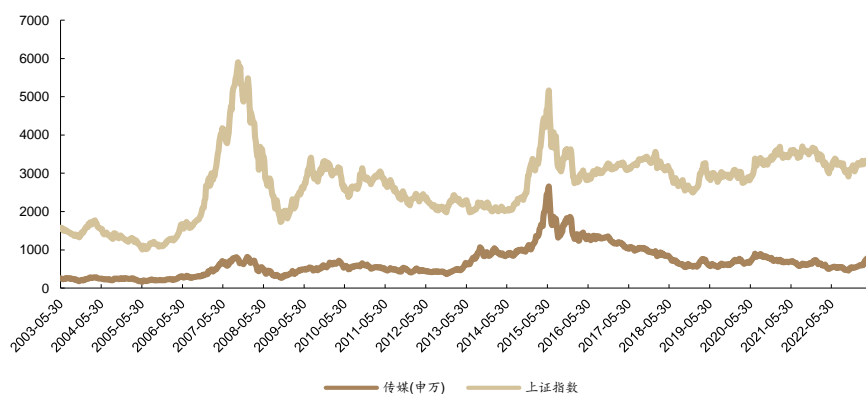
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：传媒行业 PB 近五年变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：申万传媒指数与上证综指走势比较



资料来源：Wind，德邦研究所

2.3. 重点公告回顾

5月22日

【兰生股份】公司将按总价 1 元的价格回购东浩兰生集团应补偿的股份 4,137,097 股并予以注销。本次注销完成后，公司股份总数将由 532,761,055 股变更为 528,623,958 股，公司注册资本将由人民币 532,761,055 元变更为人民币 528,623,958 元。

【汤姆猫】公司国内研发团队在前期加入了性格设定、情绪识别、内容过滤等功能的智能语音交互产品原型的基础上，尝试利用国内开源模型、多模态模型、西湖心辰等合作方自有模型，进一步为产品原型添加更加深度、丰富的 AI 交互功能，并梳理更多用户的真实需求点，指导后续应用产品开发。

5月23日

【三七互娱】李卫伟先生辞去公司总经理职务，辞职后仍继续担任公司董事长、战略委员会主任委员、提名委员会委员。董事会同意聘任徐志高先生为公司总经理，任期自本次董事会审议通过之日起至第六届董事会任期届满之日止。

【华谊兄弟】公司将在 2023 年持续强化内容优势，项目储备丰富。陈凯歌导演的《志愿军：雄兵出击》已定档 2023 年国庆，管虎导演的《狗阵》、陆川导演的《749 局》、周星驰导演的《美人鱼 2》、高虎导演的《好像也没那么热血沸腾》（原名：《篮球冠军》）均进入了后期制作阶段，《特殊的礼物》《网中人》《平行任务》《少年火箭》《超级玛丽》等多个电影项目也正在加紧筹备开机。

5月24日

【光线传媒】披露年度权益分派实施公告，公司 2022 年度权益分派方案为：以公司 2022 年 12 月 31 日剔除回购股份后的总股本 2,913,880,857 股为基数（通过集中竞价交易方式回购的股份不参与利润分配），向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.50 元（含税）。公司本次实际参与现金分红的股本 2,913,880,857 股，本次现金分红总额 145,694,042.85 元。

【力盛体育】公司与北京百度网讯科技有限公司近日在上海签署了《战略合作框架协议》，双方将充分发挥各自优势，基于百度人工智能大模型和力盛体育现有的数字化平台用户运动行为数据沉淀，致力于利用人工智能技术推动体育多模态大模型的发展实现全方位立体合作。

5月25日

【恺英网络】披露 2022 股权激励计划，本激励计划采取的激励形式为股票

期权。股票来源为公司从二级市场回购的本公司人民币 A 股普通股股票。拟授予激励对象的股票期权数量为 1,971.4415 万份，约占本激励计划草案公布日公司股本总额 215,251.7634 万股的 0.9159%。激励对象共计 21 人，授予股票期权的行权价格为 4.86 元/股。

5月26日

【恺英网络】公司与金丹良先生、陈忠良先生签署《股权转让协议》，拟使用 5.70 亿元自有资金购买金丹良先生、陈忠良先生持有的浙江盛和 29% 股权。

【捷成股份】张明先生因个人身体原因申请辞去公司董事、董事会战略委员会委员、总经理职务。张明先生辞任相关职务后，仍在公司全资子公司华视网聚任职。

【浙文互联】公司的控股股东杭州浙文互联企业管理合伙企业（有限合伙）与山东科达集团有限公司于近日签署了《杭州浙文互联企业管理合伙企业（有限合伙）与山东科达集团有限公司关于浙文互联集团股份有限公司之股东协议之补充协议》。

【三七互娱】披露 2022 年年度权益分派实施公告，公司按分配比例不变的方式，以分红派息股权登记日实际发行在外的总股本剔除上市公司回购专用证券账户的股份为基数，向全体股东每 10 股派送现金股利 4.50 元（含税），剩余未分配利润结转至下一年度；不派送红股，不以资本公积转增股本。

2.4. 行业动态回顾

5月22日

1、国家新闻出版署今日晚间发布了 2023 年 5 月份国产网络游戏审批信息，共有 86 款国产网络游戏获批版号。（IT 之家）

2、爱奇艺奇遇与利亚德、泰迪文投签署三方战略合作协议。三方将立足各自优势，在技术、产品与市场等多方面通力合作，并围绕以文旅等为代表的典型场景展开数字化的探索与布局。（DoNews）

5月23日

1、遥望科技表示未来将大力发展头部明星达人“直播+短视频”模式。该公司自主研发升级的“遥望云 AIOS 平台”希望成为直播电商行业效率工具，将具有智能选品、任务分发、智能客服、AI 助理、虚拟人等功能，有效提升公司内部管理以及直播全流程效率。（有连云）

2、财政部、国家电影局联合发布《关于阶段性免征国家电影事业发展专项资金政策的公告》。为支持电影行业发展，将阶段性免征国家电影事业发展专项资金，自 2023 年 5 月 1 日至 2023 年 10 月 31 日免征国家电影事业发展专项资金。（国家电影局）

5月24日

1、小米集团表示，4 月正式组建了 AI 实验室大模型团队，目前 AI 领域相关人员超 1200 人；小米将不断挖掘 AI 相关的用户场景，发挥自身技术优势，并以开放的态度与合作伙伴开拓更多机会。（快科技）

5月25日

1、爱奇艺 CEO 龚宇表示，爱奇艺目前正在为在香港二次上市制定“技术细节”。但没有说明详细的时间表。（金十数据）

5月26日

1、抖音、京东、快手等发起网络直播和短视频营销平台自律公约，旨在促进直播和短视频营销业态健康发展，引导网络市场营销活动更加规范，保护消费者合法权益。（电商报）

2.5. 一级市场投资动态

表 5：本周国内融资/并购事件

获投时间	获投资公司	所属领域	轮次	投资金额	投资者
2023/5/26	蜜悦科技	企业服务	A 轮	2800 万人民币	国亿私募基金
2023/5/26	良柚智能	企业服务	A 轮	数千万人民币	未披露
2023/5/26	蜜悦科技	企业服务	A 轮	2800 万人民币	国亿私募基金
2023/5/26	Springpod	企业服务	战略投资	340 万欧元	[领投] Edge VC
2023/5/26	VIAS	教育	A 轮	330 万美元	Arthur Ventures
2023/5/26	PoP Planet	社交网络	天使轮	400 万美元	[领投] Foresight Ventures
2023/5/25	加米时代	游戏	战略投资	未披露	小米集团
2023/5/25	Mitiga Solutions	企业服务	A 轮	1440 万美元	[领投] Kibo Ventures, Microsoft Climate Innovation Fund 等
2023/5/25	INSIDER	企业服务	战略投资	1.05 亿美元	未透露
2023/5/25	Opus.	教育	A 轮	680 万美元	[领投] Stage 2 Capital, NextView Ventures, Bling Capital
2023/5/25	Ulipsu	教育	Pre-A 轮	570 万美元	未披露
2023/5/25	CareerPath	教育	种子轮	23 万欧元	[领投] QVentures
2023/5/25	UFABER	教育	A 轮	300 万美元	[领投] Mastermind JPIN Capital Partners, Gray Matters Capital
2023/5/25	Semafor	文娱传媒	战略投资	1900 万美元	未披露
2023/5/25	BandLab	文娱传媒	B+轮	2500 万美元	[领投] Cercano Management, Prosus Ventures-Naspers
2023/5/24	Sealos	企业服务	天使轮	2000 万人民币	[领投] 高捷资本
2023/5/24	云天畅想	企业服务	C+轮	数千万美元	成都高新策源资本, 四川国合国际合作基金
2023/5/24	见见交友	社交网络	天使轮	100 万人民币	Andreessen Horowitz-a1
2023/5/24	Datasemby	企业服务	B 轮	1600 万美元	[领投] Noro-Moseley Partners, Grotech Ventures 等
2023/5/24	Builder.ai	企业服务	D 轮	2.5 亿美元	[领投] 卡塔尔投资局 QIA, Insight Partners
2023/5/24	Kustomer	企业服务	战略投资	6000 万美元	[领投] Battery Ventures
2023/5/24	Anthropic	企业服务	C 轮	4.5 亿美元	[领投] Spark Capital, Google 谷歌等
2023/5/24	Sealos	企业服务	天使轮	2000 万人民币	[领投] 高捷资本
2023/5/24	EQuest	教育	战略投资	1.2 亿美元	KKR
2023/5/24	amify	广告营销	B 轮	1000 万美元	[领投] Mercury Fund, [领投] Cincy Tech, [领投] SAAS Ventures
2023/5/23	可尼集团	文娱传媒	战略投资	未披露	中国星耀
2023/5/23	Firmbase	企业服务	种子轮	1200 万美元	[领投] S Capital, Meron Capital
2023/5/23	Async	企业服务	战略投资	400 万美元	Box Group, Shrug Capital 等
2023/5/23	美国 Zip	企业服务	C 轮	1 亿美元	[领投] Y Combinator, CRV, Tiger Global 老虎海外
2023/5/23	Everseen	企业服务	A 轮	7132 万美元	[领投] Crosspoint Capital Partners
2023/5/23	AltSchool Africa	教育	种子轮	100 万美元	未披露
2023/5/23	Play Sense	教育	战略投资	未披露	Grindstone Ventures
2023/5/22	领信数科	企业服务	B 轮	数亿人民币	晨壹基金
2023/5/22	智子引擎	企业服务	天使轮	1000 万人民币	未披露
2023/5/22	潞晨科技	企业服务	A 轮	数亿人民币	[财务顾问] 义柏资本
2023/5/22	SquareX	企业服务	种子轮	600 万美元	Sequoia Southeast Asia
2023/5/22	Senzai	企业服务	种子轮	200 万美元	[领投] ALLVP
2023/5/22	Instawork	企业服务	D 轮	6000 万美元	[领投] TCV, Greylock Partners 等
2023/5/22	Rooms.xyz	文娱传媒	种子轮	1000 万美元	[领投] Andreessen Horowitz-a16z
2023/5/22	cluster.mu	社交网络	D 轮	52 亿日元	[领投] SPARX Group, SBI 投资(思佰益)等

资料来源：IT 桔子，德邦研究所

2.6. 股权激励及回购

表 6：近 6 个月股权激励统计

代码	名称	草案公告日	方案进度	激励标的物	激励总数（万股 / 万份）	占总股本比例（%）	期权初始行权价格 / 授予价格（元/股）
605168.SH	三人行	2023/5/27	草案公布	限制性股票	47.75	0.47%	不低于 64.43 元
002291.SZ	遥望科技	2023/4/12	实施	股票期权	4000	4.39%	14.33
300079.SZ	数码视讯	2023/4/12	实施	第一类限制性股票	298.08	0.21%	3.39
300766.SZ	每日互动	2023/4/5	实施	第二类限制性股票	1200	3.00%	20.01
300071.SZ	福石控股	2023/4/4	实施	第二类限制性股票	500	6.22%	1.26
300031.SZ	宝通科技	2023/2/25	实施	第二类限制性股票	810	1.97%	7.54
300418.SZ	昆仑万维	2023/2/25	实施	第二类限制性股票	4274.5	3.60%	10.88
300781.SZ	因赛集团	2022/12/27	实施	股票期权	400	4.55%	13.03

资料来源：Wind，德邦研究所

表 7：2023 年公司回购梳理

证券代码	股票名称	回购计划及实施情况
603258.SH	电魂网络	<p>截至 2023 年 3 月 31 日，公司拟用于回购限制性股票的资金总额为 19,483,158 元，资金来源为自有资金。本次回购注销完成后，公司总股本将由 245,762,900 股变更为 244,768,100 股；公司注册资本也将相应由 245,762,900 元变更为 244,768,100 元。</p> <p>2023 年 3 月 29 日召开第四届董事会第十五次会议，审议通过了《关于回购注销激励对象已获授但尚未解除限售的限制性股票的议案》，鉴于 2020 年限制性股票激励计划（以下简称“激励计划”）业绩指标未达到激励计划规定的首次授予第三个解除限售期的解除限售条件，公司拟回购注销激励对象已获授但尚未解除限售的 994,800 股限制性股票。</p>
300133.SZ	华策影视	<p>截至 2023 年 1 月 16 日，公司首次通过回购专用证券账户，以集中竞价交易方式回购公司股份 1,825,400 股，占公司总股本 0.10%，最高成交价为 5.39 元/股，最低成交价为 5.36 元/股，成交总金额为 9,807,589 元（不含交易费用）。</p> <p>截至 2023 年 2 月 1 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 4,317,000 股，占公司总股本 0.23%，最高成交价为 5.39 元/股，最低成交价为 5.21 元/股，成交总金额为 22,881,289 元（不含交易费用）。</p> <p>截至 2023 年 3 月 1 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 12,174,500 股，占公司总股本 0.64%，最高成交价为 5.58 元/股，最低成交价为 5.17 元/股，成交总金额为 65,070,811 元（不含交易费用）。</p> <p>截至 2023 年 3 月 20 日，公司本次回购股份方案已实施完毕。公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 14,814,000 股，占公司总股本的 0.78%，最高成交价为 6.87 元/股，最低成交价为 5.17 元/股，支付的总金额为 80,014,456 元（不含交易费用）。</p>
002291.SZ	遥望科技	<p>截至 2023 年 1 月 31 日，公司累计回购股份 475.6 万股，占公司总股本 0.52%，已使用资金 6851.7 万元。</p> <p>截至 2023 年 2 月 28 日，公司以集中竞价方式已累计回购公司股份 4,755,591 股，占公司总股本的 0.52%，最高成交价为 16.39 元/股，最低成交价为 13.41 元/股，已用资金总额 68,516,827.36 元（不含交易费用）。</p> <p>截至 2023 年 3 月 31 日，公司以集中竞价方式已累计回购公司股份 4,755,591 股，占公司总股本的 0.52%，最高成交价为 16.39 元/股，最低成交价为 13.41 元/股，已用资金总额 68,516,827.36 元（不含交易费用）。</p> <p>截至 2023 年 5 月 4 日，本次回购公司股份的方案已实施完毕。本次回购实本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。际回购时间为 2022 年 5 月 10 日至 2023 年 5 月 4 日，公司以集中竞价方式累计回购股份 8,567,491 股，占公司目前总股本的 0.94%，最高成交价为 21.89 元/股，最低成交价为 13.41 元/股，成交总金额为人民币 151,045,220.36 元（不含交易费用）。</p>
300860.SZ	锋尚文化	<p>2023 年 2 月 28 日，公司通过回购专用证券账户，以集中竞价交易方式回购公司股份 55,900 股，占公司总股本 0.0407%，最高成交价 53.9 元/股，最低成交价 53.4 元/股，成交总金额 2,998,533 元（不含交易费用）。</p> <p>截至 2023 年 3 月 31 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 361,720 股，占公司总股本 0.2634%，最高成交价为 53.95 元/股，最低成交价为 52.35 元/股，成交总金额为 19,361,994.66 元（不含交易费用）。</p> <p>截至 2023 年 4 月 30 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 361,720 股，占公司总股本 0.2634%，最高成交价为 53.95 元/股，最低成交价为 52.35 元/股，成交总金额为 19,361,994.66 元（不含交易费用）。</p> <p>公司于 2023 年 4 月 27 日召开了第三届董事会第三次会议和第三届监事会第十一次会议，审议通过了《关于回购注销部分已授予但尚未解除限售的限制性股票的议案》，鉴于公司 2021 年限制性股票激励计划中首次授予的 4 名激励对象因个人原因已离职，董事会同意公司将其持有的已获授但尚未解除限售的 0.6200 万股限制性股票进行回购注销，本次部分限制性股票回购注销完成后，公司总股本将从 137,331,308 股减至 137,167,748 股，注册资本将由人民币 137,331,308 元变更为人民币 137,167,748 元。</p>

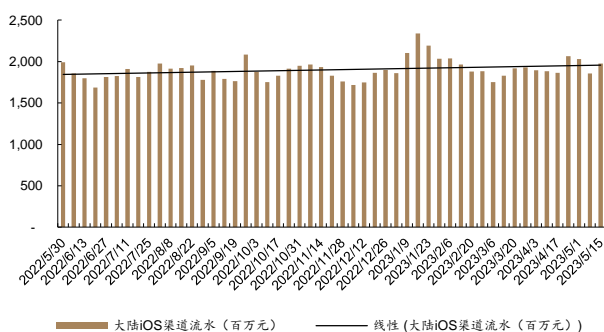
002555.SZ	三七互娱	截至 2023 年 1 月 31 日, 公司累计回购股份 496 万股, 占公司总股本 0.22%, 成交总金额 8309 万元。
		截至 2023 年 2 月 28 日, 公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 4,962,434 股, 占公司目前总股本的 0.22%, 最高成交价为 16.94 元/股, 最低成交价为 16.53 元/股, 成交总金额为 83,094,240.93 元 (不含交易费用)。
		截至 2023 年 3 月 31 日, 公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 4,962,434 股, 占公司目前总股本的 0.22%, 最高成交价为 16.94 元/股, 最低成交价为 16.53 元/股, 成交总金额为 83,094,240.93 元 (不含交易费用)。
002558.SZ	巨人网络	截至 2023 年 4 月 30 日, 公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 4,962,434 股, 占公司目前总股本的 0.22%, 最高成交价为 16.94 元/股, 最低成交价为 16.53 元/股, 成交总金额为 83,094,240.93 元 (不含交易费用)。
		截至 2023 年 1 月 31 日, 公司通过集中竞价方式累计回购股份数量 25,562,840 股, 占公司总股本的 1.2750% (公司于 2022 年 11 月 2 日注销部分回购股份, 总股本由 2,024,379,932 股变更为 2,004,937,008 股)
		截至 2023 年 2 月 28 日, 公司通过集中竞价方式累计回购股份数量 32,402,640 股, 占公司总股本的 1.6161% (公司于 2022 年 11 月 2 日注销了部分回购股份, 总股本由 2,024,379,932 股变更为 2,004,937,008 股)
603729.SH	龙韵股份	截至 2023 年 3 月 7 日, 公司通过集中竞价方式累计回购股份数量为 34,188,640 股, 占公司目前总股本的 1.7052%, 最高成交价为 11.15 元/股, 最低成交价为 7.26 元/股, 成交总金额为 300,003,824.70 元 (不含交易费用)。公司回购金额已达回购方案中的回购金额下限, 且不超过回购方案中回购金额的上限, 公司本次回购股份实施完成。
		截至 2023 年 1 月 31 日, 公司已通过集中竞价交易方式回购股份 72.4 万股, 已支付总金额 999.7 万元。
		截至 2023 年 1 月 31 日, 公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 724,000 股, 已支付的总金额为 9,997,005.00 元 (不含交易费用)。
002602.SZ	世纪华通	截至 2023 年 2 月 24 日, 公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 724,000 股, 已回购股份占公司总股本的比例为 0.7757%, 购买的最高价为 14.47 元/股、最低价为 12.12 元/股, 已支付的总金额为 9,997,005.00 元 (不含交易费用)。
		截至 2023 年 2 月 27 日, 公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 977,900 股, 占公司总股本的比例为 1.05%, 与上次披露数相比增加 0.27%, 回购的最高价为 14.47 元/股, 回购的最低价为 12.12 元/股, 已支付的总金额为 13,533,961.00 元 (不含交易费用)。
		截至 2023 年 3 月 31 日, 公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 1,172,900 股, 占公司总股本的比例为 1.26%, 回购的最高价为 14.47 元/股, 回购的最低价为 12.12 元/股, 回购均价为 13.87 元/股, 已支付的总金额为 16,270,165.00 元 (不含交易费用)。本次股份回购已完成 50.26%。
002027.SZ	分众传媒	截至 2022 年 12 月 31 日, 公司已累计回购 128 万股, 占总股本 0.02%, 成交总金额为 573.2 万元。12 月 31 日, 公司终止回购公司股份。
		截至 2023 年 2 月 28 日, 公司尚未开始回购股份。
		截至 2023 年 3 月末, 公司尚未回购股份。
300113.SZ	顺网科技	截至 2023 年 4 月 15 日, 公司暂未进行回购。
		截至 2023 年 1 月 31 日, 公司累计回购股份 530 万股, 占公司总股本 0.76%, 成交总金额 5999.2 万元。
		截至 2023 年 2 月 22 日, 公司累计回购股份数量 7,533,500 股, 约占公司总股本的 1.09%, 最高成交价为 14.55 元/股, 最低成交价为 9.63 元/股, 成交总金额 88,790,695.19 元 (不含交易费用)。
002174.SZ	游族网络	截至 2023 年 2 月 28 日, 公司累计回购股份数量 8,417,500 股, 约占公司总股本的 1.21%, 最高成交价为 14.55 元/股, 最低成交价为 9.63 元/股, 成交总金额 99,984,312.19 元 (不含交易费用)。
		截至 2023 年 3 月 31 日, 公司累计回购股份数量 9,402,200 股, 约占公司总股本的 1.35%, 最高成交价为 14.55 元/股, 最低成交价为 9.63 元/股, 成交总金额 113,213,654.19 元 (不含交易费用)。
		截至 2023 年 4 月 21 日, 回购金额已达回购股份方案中的回购金额下限, 且未超过回购方案中回购金额上限, 本次回购股份实施完毕。公司通过回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购股份 9,402,200 股, 约占公司总股本的 1.35%, 最高成交价为 14.55 元/股, 最低成交价为 9.63 元/股, 成交金额为 113,213,654.19 元 (不含交易费用)。
000676.SZ	智度股份	截至 2023 年 1 月 31 日, 公司累计回购 1370 万股, 占公司总股本 1.5%, 成交总金额 1.6 亿元。
		截至 2022 年 3 月 11 日, 公司通过集中竞价方式累计回购公司股份 10,571,500 股, 占公司当时总股本的 1.15%, 最高成交价为 12.20 元/股, 最低成交价为 10.97 元/股, 成交总金额为 124,833,929.71 元 (不含交易费用)。
		2023 年 1 月 31 日, 公司发布公告, 拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份, 用于后续实施员工持股计划或股权激励。回购股份的价格区间不超过人民币 6.5 元/股。回购股份的数量和占总股本的比例按回购资金总额上限人民币 30,000 万元、回购价格上限 6.5 元/股进行测算, 预计回购股份约 4,615.38 万股, 约占公司目前已发行总股本的 3.62%。按回购资金总额下限人民币 15,000 万元、回购价格上限 6.5 元/股进行测算, 预计回购股份约 2,307.69 万股, 约占公司目前已发行总股本的 1.81%。
000676.SZ	智度股份	截至 2023 年 2 月 28 日, 公司尚未回购股份。
		2023 年 3 月 16 日, 公司首次通过回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份 641,600 股, 占公司目前总股本的 0.05%, 最高成交价为 6.06 元/股, 最低成交价为 5.98 元/股, 成交总金额为 3,857,923 元 (不含交易费用)。
		截至 2023 年 3 月 31 日, 公司通过回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司股份 11,217,757 股, 占公司目前总股本的 0.88%, 最高成交价为 6.48 元/股, 最低成交价为 5.98 元/股, 成交总金额为 71,388,445.42 元 (不含交易费用)。
000676.SZ	智度股份	截至 2023 年 4 月 30 日, 公司通过回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司股份 11,217,757 股, 占公司目前总股本的 0.88%, 最高成交价为 6.48 元/股, 最低成交价为 5.98 元/股, 成交总金额为 71,388,445.42 元 (不含交易费用)。

603258.SH	兰生股份	公司于 2023 年 5 月 22 日召开 2022 年年度股东大会，审议通过了《关于公司重大资产重组事项业绩承诺方对公司进行业绩补偿暨回购并注销股份及减少注册资本的议案》，根据公司与东浩兰生集团签署的《业绩承诺补偿协议》及其补充协议规定，公司将按总价 1 元的价格回购东浩兰生集团应补偿的股份 4,137,097 股并予以注销。本次注销完成后，公司股份总数将由 532,761,055 股变更为 528,623,958 股，公司注册资本将由人民币 532,761,055 元变更为人民币 528,623,958 元。
300058.SZ	蓝色光标	公司分别于 2023 年 4 月 19 日及 2023 年 5 月 24 日召开第五届董事会第三十二次会议、第五届监事会第十二次会议及 2022 年年度股东大会审议通过了《关于注销回购股份并减少注册资本的议案》，鉴于存放于公司回购专用账户的 3,499,100 股回购股份未能使用完毕且即将到期，公司拟对上述股份进行注销。本次注销完成后，公司总股本将由 2,491,037,834 股减少为 2,487,538,734 股。
9888.HK	百度集团-SW	2023 年 2 月 22 日，公布董事会已授权一项新股份回购计划，据此，本公司可回购不超过 50 亿美元的股份，有效期至 2025 年 12 月 31 日。
0700.HK	腾讯控股	2023 年 1 月 3 日，回购股份 978,200 股，占比 0.01023%，付出总额 329,995,476.54HKD。 2023 年 1 月 6 日，回购股份 15,700 股，占比 0.00016%，付出总额 5,449,699.22HKD。 2023 年 1 月 9 日，回购股份 37,500 股，占比 0.00039%，付出总额 13,236,858.75HKD。 2023 年 1 月 10 日，回购股份 980,000 股，占比 0.01025%，付出总额 352,906,330HKD。 2023 年 1 月 11 日，回购股份 181,700 股，占比 0.0019%，付出总额 67,188,281.03HKD。 2023 年 1 月 12 日，回购股份 960,000 股，占比 0.01004%，付出总额 351,825,120HKD。 2023 年 1 月 13 日，回购股份 950,000 股，占比 0.00993%，付出总额 347,070,625HKD。 2023 年 1 月 16 日，回购股份 950,000 股，占比 0.00994%，付出总额 352,761,505HKD。 2023 年 1 月 17 日，回购股份 950,000 股，占比 0.00994%，付出总额 351,335,935HKD。 2023 年 1 月 18 日，回购股份 930,000 股，占比 0.00973%，付出总额 351,258,396HKD。 2023 年 1 月 19 日，回购股份 920,000 股，占比 0.00962%，付出总额 350,935,748HKD。
9901.HK	新东方-S	2023 年 2 月 22 日，公司进一步购回债券，且截至 2023 年 2 月 22 日，购回的本金总额合计为 285,147,000 美元（「已购回债券」），占债券初始本金额约 95.0%。

资料来源：Wind，德邦研究所

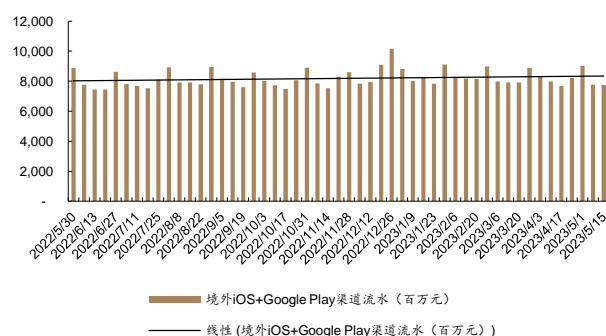
2.7. 游戏市场高频跟踪

图 7：过去一年游戏市场国内 iOS 渠道周度流水



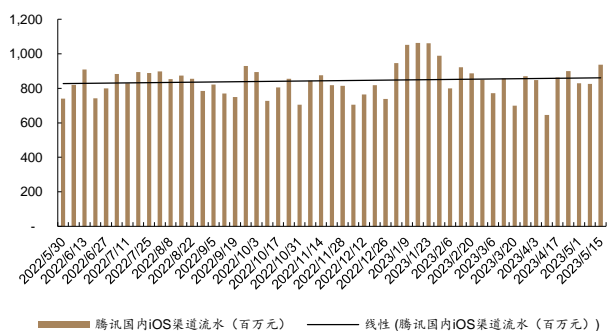
资料来源：SensorTower，德邦研究所

图 8：过去一年游戏市场境外 iOS+GooglePlay 渠道周度流水



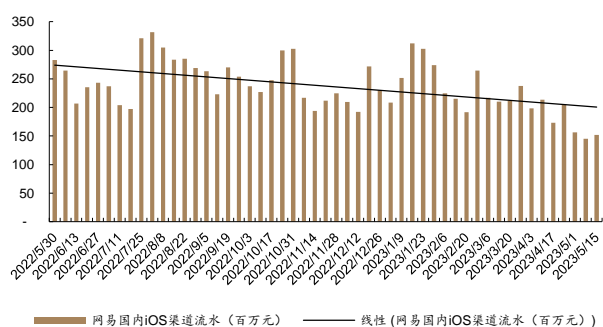
资料来源：SensorTower，德邦研究所

图 9：过去一年腾讯国内 iOS 渠道周度流水



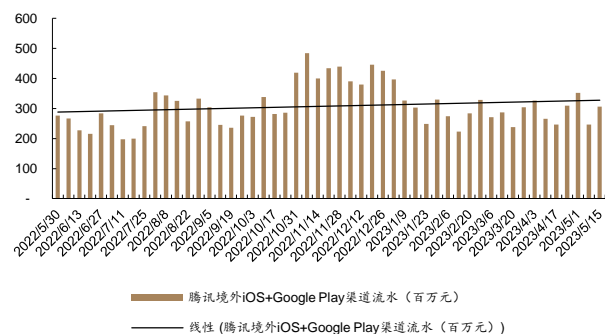
资料来源：SensorTower，德邦研究所

图 11：过去一年网易国内 iOS 渠道周度流水



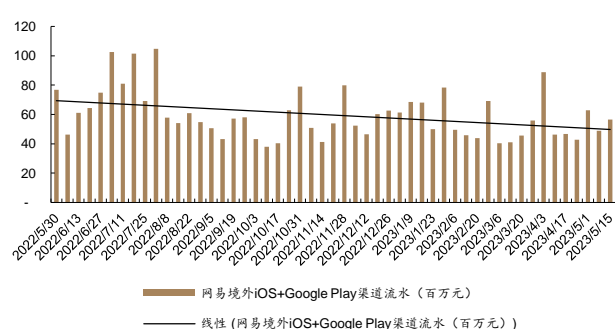
资料来源：SensorTower，德邦研究所

图 10：过去一年腾讯境外 iOS+GooglePlay 渠道周度流水



资料来源：SensorTower，德邦研究所
注：包含 Supercell、Riot 以及其他腾讯第一方发行的产品

图 12：过去一年网易境外 iOS+GooglePlay 渠道周度流水



资料来源：SensorTower，德邦研究所

2.8. 新游跟踪

表 8：近期上线重点新游跟踪

产品名称	发行商	品类	时间	事件	版本号
Streetball2: On Fire (街篮 2)	樂曼多 LMD Games	动作	2023/5/22	iOS 上线	有
凡人修仙传：人界篇	37 手游	MMO	2023/5/24	不删档内测	有
白荆回廊	腾讯	角色扮演	2023/5/24	巡声测试	有
火线精英 2	四三九九网络股份有限公司	射击	2023/5/25	限量删档测试	有
逆水寒	网易游戏	武侠	2023/6/30	iOS 上线公测	有

资料来源：玩匠，七麦，游戏产业网，德邦研究所

3. 风险提示

疫情反复、技术发展不及预期、商誉风险、监管政策变化等。

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022 年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5 年多二级研究经验，2 年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券 TMT 组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018 年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020 年 wind 金牌分析师。

刘文轩，2021 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

王梅卿，2022 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。