

分析师：乔琪
登记编码：S0730520090001
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

基本面逐渐好转，AI 带来内容生产变革

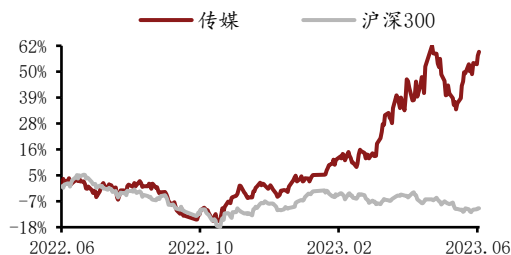
——传媒行业半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

强于大市(维持)

传媒相对沪深 300 指数表现

发布日期：2023 年 06 月 16 日



资料来源：Wind，中原证券

相关报告

《传媒行业月报：5月板块略有震荡，关注VR/AR/MR更新进展》 2023-06-05

《传媒行业分析报告：2023Q1业绩显著回暖，看好板块全年业绩修复》 2023-05-16

《传媒行业月报：4月传媒板块继续领涨，图书出版板块或迎价值重估》 2023-05-09

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- **传媒板块领跑大盘。**进入2023年后，A股传媒板块进入快速且连续的上涨状态，截至6月9日，2023年中信传媒板块已上涨53.99%，排在全行业第一位，大幅跑赢同期上证指数（+4.60%）、沪深300（-0.90%）以及创业板指（-8.68%），分别跑赢49.39pct、54.89pct和62.67pct。
- **2023年行业基本面逐渐好转，基数效应下预计全年增长较好。**2022年传媒板块下包括影视、广告、图书出版、游戏等细分领域都不同程度受疫情、监管政策、经济环境的影响，市场规模下滑，相关上市公司的业绩承压。进入2023Q1后，随着防控政策的调整、监管政策的边际转好以及消费需求和宏观经济的复苏，细分领域的景气度也开始有不同程度的回暖迹象，上市公司业绩有所改善，预计在2022年较低的基数下，细分领域的基本面好转将贯穿全年，带动市场规模以及上市公司业绩回升。
- **AI引领内容产业变革。**目前的AI技术的应用已经从最初的数据分析突破到创意性内容的生成，优秀的内容生成能力引发了大范围的关注，GPT-4、Midjourney等AIGC类应用产品的快速迭代和更新，部分传媒类公司或从业者也明确表示已经将AIGC看作内容生产的重要辅助工具并开始应用于内容生产过程中，表明了AIGC的发展已经步入快车道并正在给内容创作领域带来深刻的变革。在文本、图像、语音等内容的生成方面，AIGC已经得到初步的应用，在视频、3D等更加复杂的领域目前AI受制于技术限制还需要进行更多的探索和进步。但随着算法、算力的进步以及更多不同大模型或垂直领域专有模型的推出，未来的AIGC将实现更加高质量的内容产出，当前技术成熟度相对欠缺的长文本生产、视频生成以及横跨更多模态的多模态生成等方面也将逐一被突破、解决，进一步扩大AIGC技术的应用范围和普及率。

在内容生产上，AIGC已经率先被应用于游戏、影视、新闻媒体、文学创作、音乐、广告等多个内容领域，AIGC带来的高效率创作能够帮助B端和C端的内容创作者降低创作门槛，提升内容创作效率并带来更多的商业化变现可能，未来的AI技术影响范围还将进一

步扩大，有望实现全行业的“AI+”。

- **投资建议：**在子板块的推荐上，我们建议关注能够同时受益于基本面逐渐改善以及 AI 赋能的游戏、广告、图书、影视等子板块。个股方面建议关注：三七互娱、完美世界、吉比特、恺英网络、昆仑万维、芒果超媒、万达电影、中国电影、光线传媒、分众传媒、兆讯传媒、荣信文化

风险提示：宏观经济波动影响文化消费需求；行业监管政策变动超预期；项目制特点影响公司业绩稳定性；AI 技术应用效果以及技术进展不及预期；AI 面临政策性限制；宏观经济影响广告投放需求；市场竞争加剧影响盈利能力

内容目录

1. 行情与估值回顾：年内涨幅领先，估值修复开启	5
1.1. 传媒板块领跑大盘，位列全市场首位	5
1.2. 估值开启修复，子板块差异明显	6
2. 投资策略：基本面逐渐改善，AI 带来内容生产变革	6
2.1. 行业基本面和公司业绩逐渐改善	6
2.2. AI 带来内容生产变革	7
3. 游戏：政策向好，AI 助力	9
3.1. 市场规模同比降幅收窄，有望恢复正增长	9
3.2. 版号政策向好，新游上线带来增长空间	10
3.3. AI 为游戏产业带来长期优化空间	11
4. 广告：市场缓慢复苏，AI 助力降本增效	13
4.1. 宏观经济缓慢复苏，广告市场逐渐向好	13
4.2. AI 赋能广告素材制作，降低内容生产成本	14
5. 图书出版：销售情况修复，优质版权资源价值提升	16
5.1. 图书销售情况逐渐转好	16
5.2. AI 提升图书出版行业效率，优质版权资产价值或提升	16
6. 电影：全年票房修复明显，AI 助力影视内容创作	17
6.1. 2022 年市场受损严重，2023 年迎来修复	17
6.2. 渠道竞争压力趋缓，存量影院盈利能力或增强	19
6.3. 影视公司一季度业绩回升明显	20
6.4. AI 加快影视内容生产效率，降低成本	20
7. 投资建议	23
8. 建议重点关注公司	24
9. 风险提示	27

图表目录

图 1：2023 年中信一级板块涨跌幅（%）（截至 6 月 9 日）	5
图 2：2023 年传媒板块涨幅持续扩大	5
图 3：2023 年中信传媒重点子板块涨跌幅（%）（截至 6 月 9 日）	5
图 4：2023 年中信传媒重点子板块走势	5
图 5：传媒板块 2018 年以来 PE 值（截至 6 月 9 日）	6
图 6：中信一级行业分类 PE（截至 6 月 9 日）	6
图 7：传媒重点子板块 PE（截至 6 月 9 日）	6
图 8：传媒上市公司单季度营业收入	7
图 9：传媒上市公司单季度归母净利润	7
图 10：2013-2022 年国内游戏市场实际销售收入	10
图 11：2013-2022 年国内游戏市场用户规模	10
图 12：2021 年 4 月-2023 年 4 月国内游戏市场单季度销售收入	10
图 13：2021 年 4 月-2023 年 4 月国内手游市场单季度销售收入	10
图 14：国内游戏版号发放情况	11
图 15：Ghostwriter 用于角色对白生成	12
图 16：Stable Diffusion 用于图像生成	12
图 17：《逆水寒》手游接入游戏 GPT 技术	13
图 18：AI NPC 自驱动社交行为	13

图 19: 2018Q1-2023Q1 GDP 当季值及同比增幅.....	14
图 20: 2021-2023 年 4 月社会消费品零售总额同比变动.....	14
图 21: 2019-2023 年 4 月国内广告市场投放变化.....	14
图 22: 2016-2022 年广告投放花费同比变化.....	14
图 23: ChatGPT 用于广告文案和拍摄脚本的生成.....	15
图 24: 国内图书零售市场销售码洋.....	16
图 25: 2015-2022 年国内电影市场票房.....	18
图 26: 2021-2023 年国内电影市场月度票房（亿元）.....	18
图 27: 2019-2023 年国内电影单月上映影片数.....	18
图 28: 国内影院数量.....	20
图 29: 国内银幕数量.....	20
图 30: 2017-2023Q1 影视板块营业收入.....	20
图 31: 2017-2023Q1 影视板块归母净利润.....	20
图 32: 剧本写作 AI-Dramatron.....	21
图 33: Dramatron 以“托马斯前往火星和要毁灭世界的外星人作战”为大纲生成的剧本	21
图 34: 换脸软件 Faceswap.....	22
图 35: 《去你的岛》AI 制作海报.....	22
表 1: 2023 年以来 AI 相关的产业政策密集发布.....	8
表 2: 待上映影片.....	18
表 3: 重点关注公司估值表.....	27

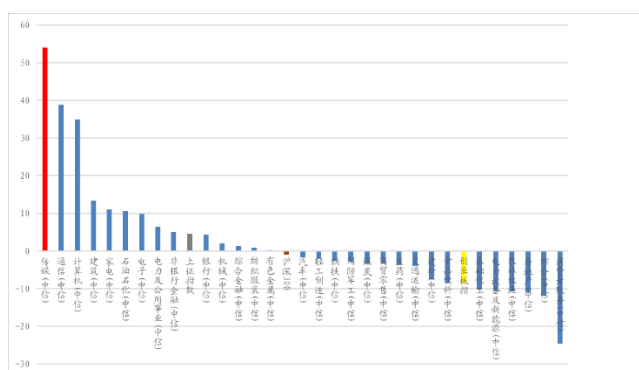
1. 行情与估值回顾：年内涨幅领先，估值修复开启

1.1. 传媒板块领跑大盘，位列全市场首位

进入 2023 年后，A 股传媒板块进入快速且连续的上涨状态，截至 6 月 9 日，2023 年中信传媒板块已上涨 53.99%，排在全行业第一位，大幅跑赢同期上证指数（+4.60%）、沪深 300（-0.90%）以及创业板指（-8.68%），分别跑赢 49.39pct、54.89pct 和 62.67pct。

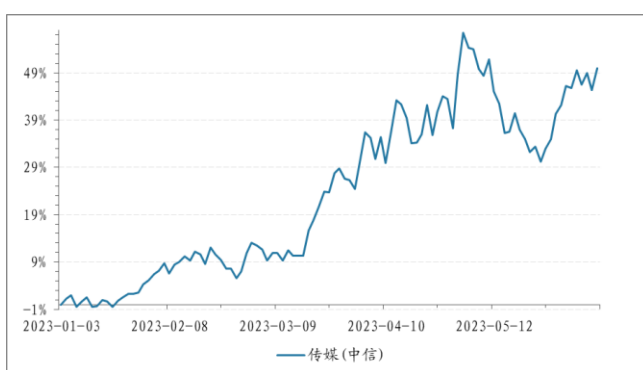
我们认为传媒板块年内走势亮眼主要来自两个方面，一方面是在 AIGC 主题带动下，内容板块估值中枢提升；另一方面则是在基数效应以及行业监管政策边际放松下带来的基本面和公司业绩改善的预期。

图 1：2023 年中信一级板块涨跌幅（%）（截至 6 月 9 日）



资料来源：Wind，中原证券

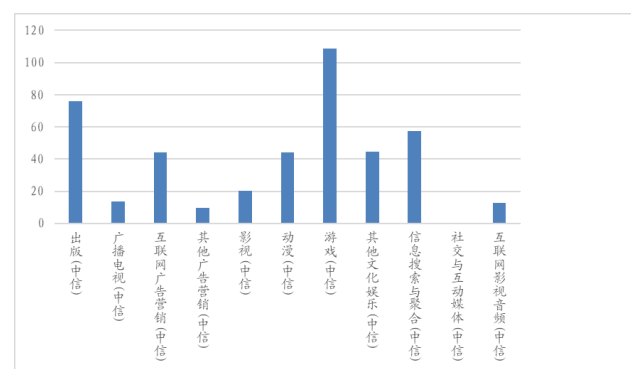
图 2：2023 年传媒板块涨幅持续扩大



资料来源：Wind，中原证券

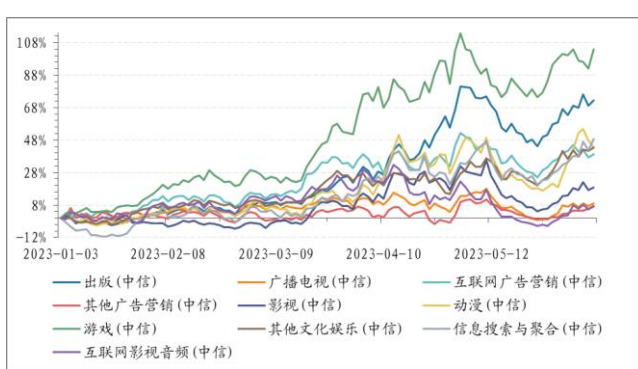
子板块虽然全部实现上涨，但各个板块之间走势表现分化也比较明显。最能够受益于 AIGC 技术以及政策监管边际放松的游戏子板块年内的上涨幅度已经达到 108.54%；其次是受益于低估值和 AI 训练语料概念带动的出版子板块，上涨幅度达到 76.13%；信息搜索与聚合子板块上周 57.29%，动漫、互联网广告营销以及其他文化娱乐涨超 40%。而其他广告营销、互联网影视音频、广播电视、影视子板块的涨幅相对落后，分别为 9.53%、12.52%、13.46%、20.53%。

图 3：2023 年中信传媒重点子板块涨跌幅（%）（截至 6 月 9 日）



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2023 年中信传媒重点子板块走势



资料来源：Wind，中原证券

1.2. 估值开启修复，子板块差异明显

在估值方面，截止至 6 月 9 日，传媒板块 PE 为 34.11 倍（TTM，整体法，剔除负值），自 2018 年以来的传媒板块 PE 平均值为 24.85 倍数，中位数为 24.33 倍；2015 年以来平均 PE 平均值为 34.79 倍，中位数为 28.89 倍。当前传媒板块的 PE 值略高于 2018 年以来的平均值，与 2015 年以来的平均值基本持平。

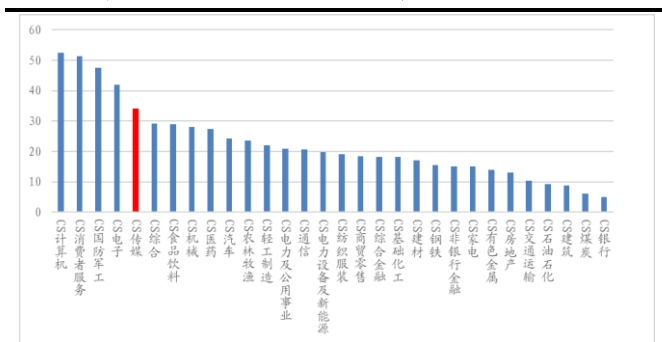
与中信一级行业分类下其他板块的市盈率相比，传媒板块整体的市盈率在 30 个行业中排在第五。

图 5：传媒板块 2018 年以来 PE 值（截至 6 月 9 日）



资料来源：Wind，中原证券

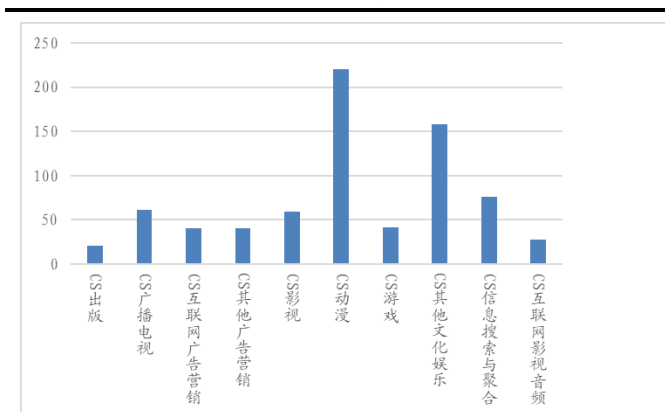
图 6：中信一级行业分类 PE（截至 6 月 9 日）



资料来源：Wind，中原证券

截至 6 月 9 日，传媒板块下的子板块中，动漫和其他文化娱乐的 PE 最高，分别为 220.16 倍和 158.76 倍，出版、互联网音视频 PE 最低，分别为 20.58 倍和 27.41 倍。游戏、其他广告营销、互联网广告营销三个子板块 PE 均在 40 倍以上。

图 7：传媒重点子板块 PE（截至 6 月 9 日）



资料来源：Wind，中原证券

2. 投资策略：基本面逐渐改善，AI 带来内容生产变革

2.1. 行业基本面和公司业绩逐渐改善

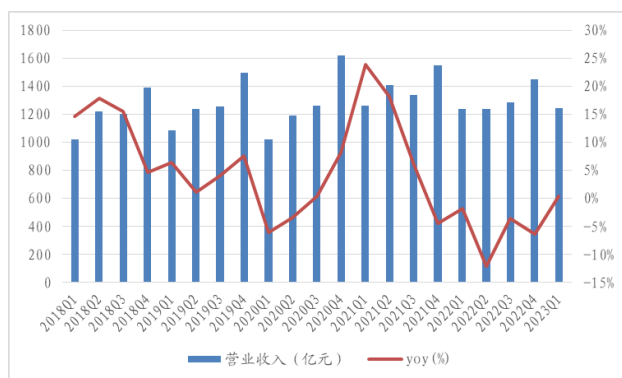
截至 2023 年 4 月 30 日，传媒板块内上市公司 2022 年年度报告和 2023 年一季度报告已全部发布完毕。

150 家传媒板块上市公司在 2022 年合计实现营业收入 5224.47 亿元，相比 2021 年减少 6.08%；归母净利润 65.51 亿元，同比大幅减少 82.07%。2022 年传媒板块收入端和利润端不同程度的下滑主要是由于年内宏观经济环境波动、多地区疫情反复以及部分行业监管政策收紧带来的影响。

具体到分季度来看，2022Q1-Q4 单季度板块整体营业收入分别同比减少-1.84%、-12.04%、-3.55%、-6.28%，Q2 和 Q4 收入下滑最明显；Q1-Q3 归母净利润同比减少-21.20%、-34.26%、-38.06%，Q4 亏损额从 2021 同期的 34.14 亿元扩大至 207.91 亿元。

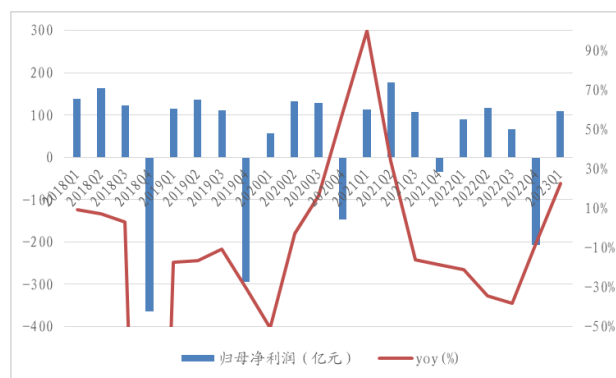
由于 2022 年行业的低迷导致 Q1-Q4 传媒板块上市公司整体业绩均出现不同程度的下滑并且下滑幅度逐季扩大。自 2023Q1 开始，伴随防控政策的调整、内容监管政策放松等因素的推动下，细分子行业基本面开始逐渐好转。加上 2022Q1 相对比较低的业绩基数，传媒板块的整体业绩存在修复迹象，2023Q1 板块整体营业收入同比增 0.37%至 1244.25 亿元，归母净利润同比增 22.59%至 110.17 亿元。预计传媒上市公司业绩的修复将继续延续至全年，带动 2023 年实现较大幅度的业绩增长。

图 8：传媒上市公司单季度营业收入



资料来源：Wind，中原证券

图 9：传媒上市公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，中原证券

注：2019Q4、2020Q4、2021Q4、2022Q4 由于上年利润基数为负，故不计算同比增长率

2.2. AI 带来内容生产变革

以 AI 生成的画作《太空歌剧院》获美国科罗拉多州艺术博览会数字艺术类别比赛冠军这一标志性事件为起点，自 2022 年开始，AIGC 技术广泛地走入大众视野，包括 ChatGPT、Midjourney、Copilot 等 AIGC 相关的应用产品及其迭代版本开始能够触达 C 端普通大众用户，与 AIGC 有关的内容在社交网站的讨论热度持续攀升，引发了较大范围的好奇与关注，AIGC 在 2022 年开始有明显的破圈迹象。随着 2023 年 GPT-4 等新一代 AI 技术及应用的再次迭代更新并展现出优异的内容生成能力，AIGC 技术正在逐渐改变当前的内容生产模式，带来全新的变革。

传媒行业本质是内容型产业，对于传媒产业下的游戏、影视、出版、广告营销等细分领域来说，内容即是产品。在内容需求端，内容产品数量、题材的丰富程度以及质量会对用户的文

化消费意愿产生很大影响;媒介和技术的变迁也对内容产品的形态和生产方式提出更高的要求。此外,内容产品数量的增加以及质量的提升还在不断拔高消费者对于内容产品质量的要求,消费者也顺应时代的变化开始追求内容的个性化和多元化。

但在内容生产端,受专业技能门槛、从业人员数量、内容创作效率等因素掣肘,内容产品的产出质量和生产效率仍存在比较大的不确定性,难以满足消费者对大量优质内容产品的需求。因此,能够降低内容生产的门槛和成本、提高内容生产的效率和质量的 AIGC 技术也将在传媒领域得到比较广泛的重视和应用。

短期来看,AIGC 所带来的文本生成、音频生成、图像生成、视频生成以及跨模态生成等功能都能够游戏、广告、图书、影视等多个传媒细分领域得到比较好的体现,为传媒产业持续赋能。在目前的传媒领域,AIGC 技术的应用短期将体现在两大通用功能:

(1) 作为内容辅助生产工具,提高内容创作的数量和效率,降低成本。具体来说:传统的内容生产模式下需要用户掌握写作、绘画、作曲、代码、拍摄、设计等各种比较复杂的专业技能并消耗大量的创作时间,内容创作的门槛比较高;而生成式 AI 技术只需要用户输入指令信息就能够在短时间内批量生成所需内容,用户再基于生成的内容进行调整或直接应用。一方面降低了内容生产的门槛,使不掌握专业技能的普通人也能够参与内容生产环节,实现内容生产端的降维,大幅增加能够参与内容生产的用户数量和数量,提供更多创意的可能性;另一方面对于掌握专业技能的用户来说,其自身掌握的技能虽然产出的内容质量高于普通用户,但通常需要花费较长的工作时间,AIGC 能够通过快速自动生产内容的方式提高效率,降低生产内容所需的时间和成本。

(2) 利用 AI 技术带来全新的内容使用体验。具体来说:AI 能够和现有的部分技术进行融合从而产生全新的内容交互方式和内容体验,例如游戏中的智能 NPC、AI Bot 等新模式体验,使传统游戏下线性交互的模式进化为开放式交互。新的内容体验和交互方式也会带来更多商业化的创新点,带动用户为内容付费意愿的提升。而基于 AI 技术的涌现效应,未来还可能产生目前难以预料的全新交互内容和商业模式。

我们认为 AI 技术为内容产业带来的改变将是长期且巨大的,虽然目前受限于技术瓶颈,通过 AI 生成的内容质量还不尽如人意,但其技术的进步速度之快也有目共睹。各国都已经将 AI 作为科技领域下一阶段的重点发展方向,国内中央及各省市也陆续出台了各类发展扶持政策,推动国内 AI 产业健康发展。

表 1: 2023 年以来 AI 相关的产业政策密集发布

时间	政策	主要内容
2023 年 6 月 1 日	《成都市关于进一步促进人工智能产业高质量发展的若干政策措施(征求意见稿)》	一、支持构建算法开发工具体系;二、支持算法突破升;三、支持算法首试首用;四、支持建设算法创新应用平台;五、支持企业做优做强;六、支持企业上市挂牌;七、支持企业集聚发展;八、支持高端要素聚集;九、支持重大展会落地、十、支持开展标准研制
2023 年 5 月 31 日	《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动	一、强化智能算力集群供给;二、增强关键核心技术与产品创新能力;二、增强关键核心技术与产品创新能力;四、打造全域全时场景应用;五、强化

	方案（2023—2024 年）》	数据和人才要素供给
2023 年 5 月 30 日	《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案(2023-2025 年)》	（一）着力突破人工智能关键技术，引领产业高水平发展；（二）全力夯实人工智能底层基础，筑牢产业创新发展底座；（三）加快构建人工智能产业方阵，全面提升产业发展能级；（四）加快推动人工智能场景建设，牵引创新成果落地应用；（五）持续构建人工智能产业生态，营造国际一流发展环境
2023 年 5 月 30 日	《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	一、提升算力资源统筹供给能力；二、提升高质量数据要素供给能力；三、系统构建大模型等通用人工智能技术体系；四、推动通用人工智能技术创新场景应用；五、探索营造包容审慎的监管环境
2023 年 5 月 30 日	《上海市加大力度支持民间投资发展若干政策措施》	积极引导民营企业深度参与集成电路、生物医药、人工智能三大产业高地建设，全面落实好三大产业相关的各项资金补助政策；充分发挥人工智能创新发展专项等引导作用，支持民营企业广泛参与数据、算力等人工智能基础设施建设。
2023 年 5 月 5 日	中央财经委员会第一次会议	要把握人工智能等新科技革命浪潮，适应人与自然和谐共生的要求，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。
2023 年 4 月 28 日	中共中央政治局会议	要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。
2023 年 4 月 11 日	《生成式人工智能服务管理 办法（征求意见稿）》	国家支持人工智能算法、框架等基础技术的自主创新、推广应用、国际合作，鼓励优先采用安全可信的软件、工具、计算和数据资源；提供者应当对生成式人工智能产品的预训练数据、优化训练数据来源的合法性负责。

资料来源：中国产业信息网、北京市政府、上海市政府、成都市经济和信息化局、国家网信办、中原证券

3. 游戏：政策向好，AI 助力

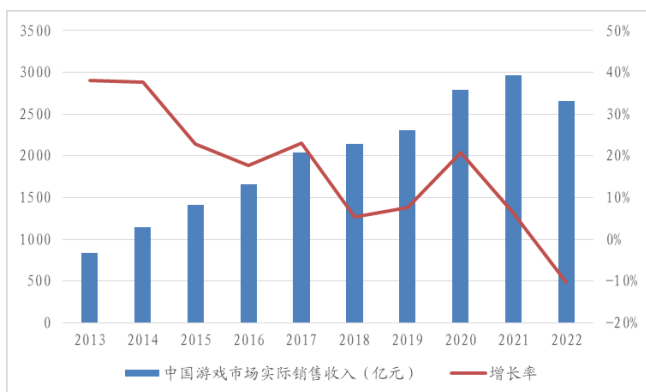
3.1. 市场规模同比降幅收窄，有望恢复正增长

根据伽马数据统计，2022 年国内游戏市场实际销售收入 2658.8 亿元，同比减少 10.3%，移动游戏市场实际销售收入 1930.6 亿元，同比减少 14.4%。2022 年由于疫情和政策因素的影响，游戏产业在游戏产品研发、玩家消费意愿和游戏企业投融资方面都陷入不同程度的困境，老游戏的流水下滑加上新游戏供给不足导致国内游戏行业的市场规模出现下滑。但在玩家数量方面，2022 年国内游戏玩家数量 6.64 亿人，同比仅小幅减少了 0.30%，变动幅度较小，稳定的游戏用户规模也为国内游戏产业规模未来反弹提供坚实基础。根据 NEWZOO 统计的数据，相比于日韩、北美以及欧洲的游戏市场来说，国内游戏用户 ARPU 值仍处于较低的水平，未来国内游戏用户 ARPU 值仍有提升空间，推动国内游戏产业规模持续增长。

2023 年 1-4 月国内游戏市场实际销售收入 900.03 亿元，同比减少 12.16%，移动游戏市场实际销售收入 649.12 亿元，同比减少 16.12%。其中 3 月游戏市场同比降幅收窄至 3.19%，环比增加 1.13%；4 月降幅收窄至 2.16%，环比增加 2.94%。

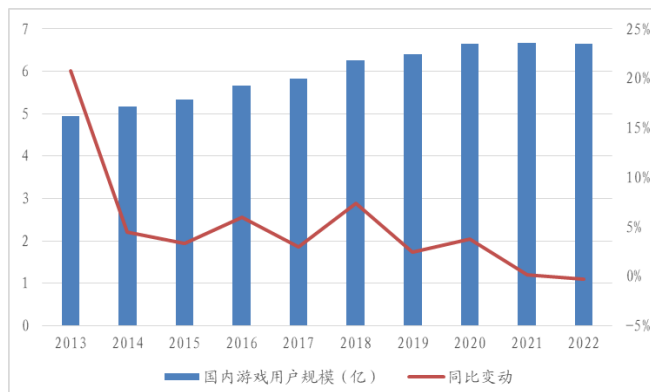
在版号政策恢复后，游戏公司能够上线的产品数量增加，新品上线节奏回归正常，刺激用户充值流水回升，游戏市场的同比降幅开始逐渐收窄。预计自 2023Q2 末或 Q3 初开始，国内游戏行业的市场规模有望恢复正增长。

图 10：2013-2022 年国内游戏市场实际销售收入



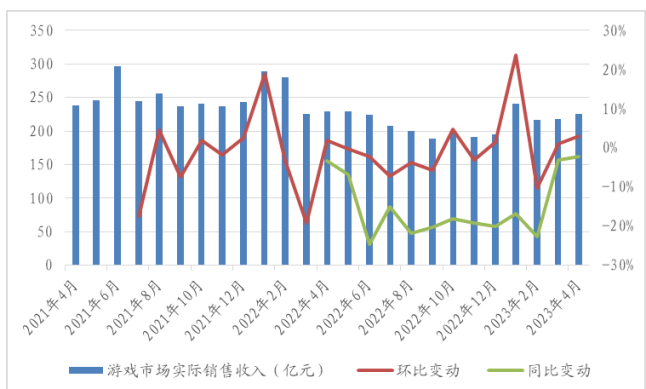
资料来源：伽马数据，中原证券

图 11：2013-2022 年国内游戏市场用户规模



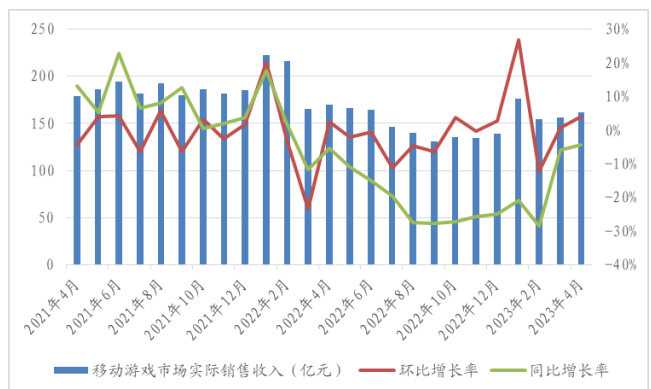
资料来源：伽马数据，中原证券

图 12：2021 年 4 月-2023 年 4 月国内游戏市场单季度销售收入



资料来源：伽马数据，中原证券

图 13：2021 年 4 月-2023 年 4 月国内手游市场单季度销售收入



资料来源：伽马数据，中原证券

3.2. 版号政策向好，新游上线带来增长空间

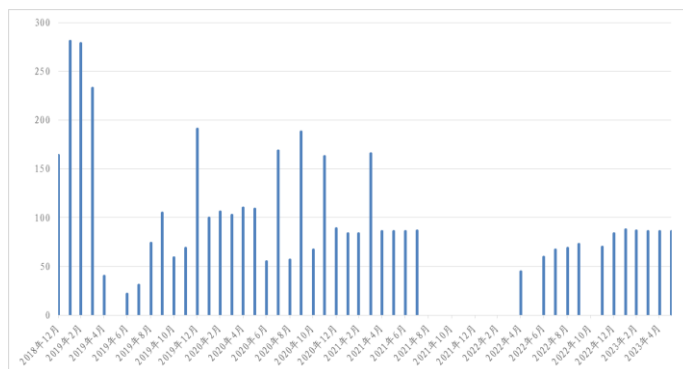
自 2022 年 4 月以来，游戏版号的发放情况趋于稳定。截止至 2023 年 5 月底，共发放了 12 批次合计 901 个游戏版号，平均每批次发放 75 个。相比 2018 年 12 月-2021 年 7 月平均每批次 111 个的发放数量减少了 32.4%，相比 2016-2017 年平均每批次 559 个的发放数量相差更加悬殊。监管部门对于游戏产品的审核和版号的发放标准以内容质量为导向，版号资源向高品质的游戏产品倾斜，从政策源头剔除低品质游戏产品，也符合游戏行业精品化、长线化的发展趋势。

游戏产品存在一定的生命周期，随着玩家的游戏时长增加，新鲜感也会逐渐消退，用户活跃度和充值意愿降低；虽然能够通过长线化、精细化的运营以及定期或不定期推出新活动、新版本等方式维持用户活跃度以及玩家充值流水，但总体来看老游戏的整体流水表现趋势依然会随着运营时间的拉长而逐渐下滑。

在当前国内游戏产业监管政策框架下，版号作为游戏上线以及商业化的批准文件，发放趋于稳定后，游戏公司能够满足上线条件的产品储备也会相应增加，对于新品上线的节奏更容易

把控，新游戏的上线可能带来更多的题材、玩法的新体验，激发玩家的尝鲜心理，带动充值意愿提升，为游戏市场带来更多的增长机会和增长空间。

图 14：国内游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，中原证券

3.3. AI 为游戏产业带来长期优化空间

游戏产业从研发到发行环节涉及的内容创作环节数量众多，流程复杂，从产业链来看，游戏的研发过程中包含了人物设定、剧情设计、美术绘画、场景生成、程序代码、音乐音效、3D 建模等大量内容要素，在游戏发行过程中也包含了营销素材制作、广告投放策略等多个环节。

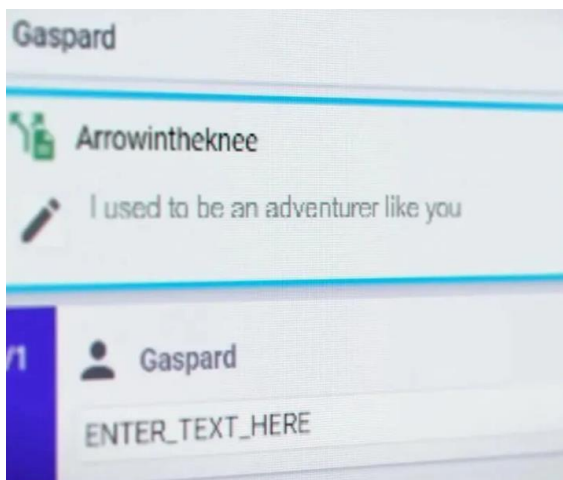
在玩家公认的质量上乘的 3A（3A 为 A lot of money、A lot of time、A lot of resources）级别游戏研发过程中，存在“成本、质量和速度”的不可能三角，质量的保障通常伴随高昂的成本和大量的研发时间，因此游戏产业对内容创作环节的降本增效需求也十分强烈。AIGC 技术所带来的内容创作模式变革能够打破人力生产内容的产能天花板，提升研发过程中内容产出的效率和发行的效率，在保障内容产品质量甚至进一步提升质量的同时还能够使研发和发行成本下降。

在研发阶段，文字生成工具已经可以实现创作型文本的生成到代码编写工作，通过创作型文本的生成可以为游戏的世界观、角色设定、剧情设计提供创意思路，策划人员也可以基于 AI 生成的文本内容进行简单调整或二次加工，节省大量的构思和文案撰写的时间。例如育碧推出的文案生成工具 Ghostwriter 能够辅助生成 NPC 对话，减少重复性任务所消耗的时间，将更多的精力和资源投入到更核心的游戏叙事、角色和剧情之中。在代码生成方面，OpenAI 和 GitHub 共同开发的代码自动生成工具 GitHub Copilot 能够分析用户输入的自然语言文本和上下文，将自然语言描述的逻辑转化为代码建议和代码片段，替代大量重复性、低端的代码工作。

在美术阶段，Stable Diffusion、Midjourney 等 AI 绘图工具能够实现文字到图像的跨模态生成，依据给定的 prompt 指令快速生成不同要素、不同风格的图片，将概念性的文字转化为可视化的图像，实现从 0 到 1 的美术元素生成，以更高的效率为游戏研发过程提供参考，降低策划和美术之间的沟通成本。此外 AI 也能够实现从线稿草图到完整图像的快速生成、绘图风格的快速切换等功能，节约大量的绘画美术工作的时间。在配乐阶段，AI 能够根据游戏风格和背景设定快速生成大量与游戏调性相符的音乐和音效供选择，降低游戏研发过程中音乐方面的制

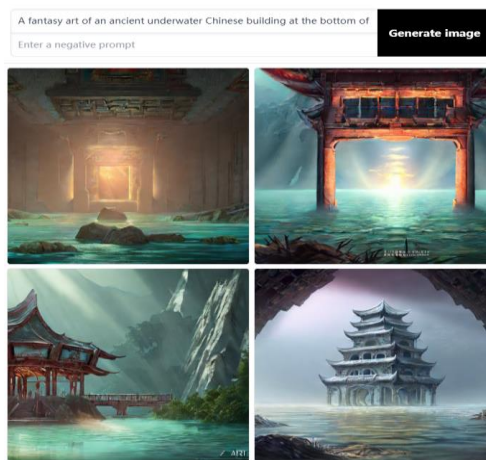
作成本。

图 15: Ghostwriter 用于角色对白生成



资料来源：CSDN，中原证券

图 16: Stable Diffusion 用于图像生成



资料来源：Stable diffusion，中原证券

在对游戏可玩性的提升方面，AI 可以基于特定的场景和问题，自主提出解决方案，生成游戏操作策略，可以用于注重对抗类的游戏产品。例如 Deepmind 的 AlphaGO 在围棋领域就展现出了十分强大的策略生成能力，能够战胜大量国内外顶尖棋手。在以《英雄联盟》为代表的 MOBA 类游戏以《星际争霸》为代表的 RTS 类游戏中，AI 的决策生成能力也能够得到比较好的应用，由于这类游戏机制复杂，十分考验临场反应、战略战术和玩家操作，AI 能够通过强化学习的方法模仿真实玩家的操作，包括发育、运营、协作等指标，以及 APM、技能释放频率、命中率、击杀数等具体参数，使 AI 更加接近玩家的真实表现，丰富 MOBA 类和 RTS 类游戏的可玩度和对战的真实感。

另一种能够将 AI 和游戏内容进行有效结合的方式是打造智能 NPC 以提升游戏体验。在以往的游戏里，NPC 的所有行为逻辑都是基于游戏策划的设定而行动，虽然 NPC 也能够根据玩家的不同选择做出不同的行为反馈，但依然无法脱离原本设定的分支树与玩家进行更加开放式的交互。

在接入 GPT 等 AI 模型后，NPC 的行为可以完全交由 AI 来驱动，使 NPC 能够依据自己对玩家的操作和交互行为的理解产生相应反馈，智能化程度得到大幅度提升，一改以往游戏模式下 NPC 只能根据系统设定的固定路径与玩家进行交互。通过 AI 的赋能能够在游戏世界中构建几乎无限且不重复的剧情，同一个 NPC 在面对不同玩家时也会产生完全不同的表现，达到 NPC 的“千人千面”，实现完全的开放世界；而 NPC 与 NPC 之间也会基于自己的设定和行为逻辑在彼此之间进行互动并产生连锁反应，打造更加拟真的世界环境，丰富用户的游戏体验和玩法上的自由度，带来更多的新奇体验。

举例来说，在论文《Generative Agents: Interactive Simulacra of Human Behavior》中，斯坦福大学和谷歌的研究人员创造了 25 名 NPC 并赋予每名 NPC 包括姓名、年龄、职业、性格等基本信息框架，由 AI 基于基础信息设定驱动 NPC 的日常行为，最终 AI NPC 如同现实中

的人类一样，形成了社交、工作、休闲等行为并共同构建了一个能够自运转的 AI 互动社会。网易旗下手游《逆水寒》在游戏中接入 GPT 技术，NPC 将对玩家输入的文本产生不同的反馈，也会对玩家使用的不同技能产生不同的反应，而玩家也有可能深度影响 NPC 的命运以及接下来的剧情走向。

图 17:《逆水寒》手游接入游戏 GPT 技术



资料来源：IT 之家，中原证券

图 18: AI NPC 自驱动社交行为



资料来源：《Generative Agents》，中原证券

在游戏公司层面，我们认为当前时点虽然 AIGC 技术已经在游戏行业得到一定程度的应用，但前期对于 AI 技术的投入成本以及相关人才的引进需求也同样较大，预计成本端并不会因为 AI 的参与而在短期出现大幅度下降。游戏公司目前使用 AIGC 技术的意义更多体现在游戏研发效率的提升以及模式创新上，例如产品研发周期缩短，版本更新速度加快，游戏玩法和体验创新等，达到提升游戏产品 ROI 的目的。而后长期的技术积累以及对使用 AI 熟练度的提升，AI 将越来越多参与游戏研发过程，成本端在长期存在下降的空间，同时实现增收和降本，提升游戏公司的整体利润率。

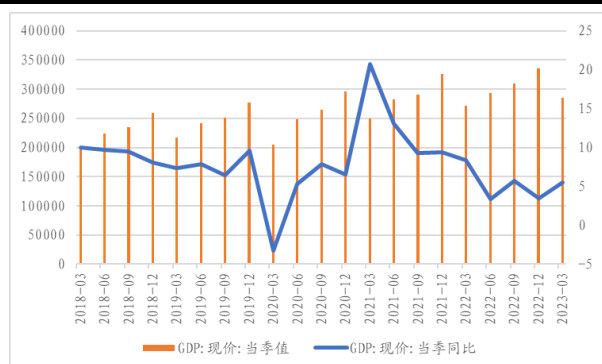
4. 广告：市场缓慢复苏，AI 助力降本增效

4.1. 宏观经济缓慢复苏，广告市场逐渐向好

广告行业会受经济环境、广告客户信心、消费者消费意愿等因素影响，在经济快速发展时期，广告主和消费者信心增强，推动广告投放的需求扩张；外部环境波动会影响消费者的消费意愿和广告主的信心，广告投放需求也会出现收缩。

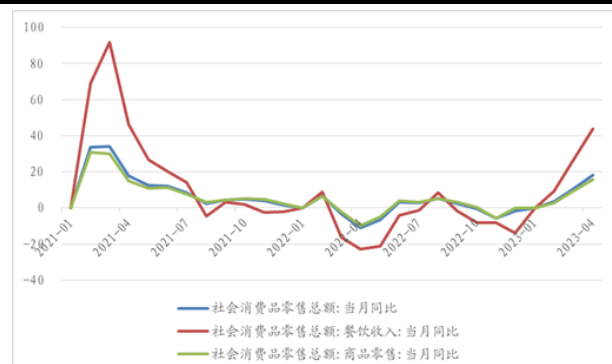
从宏观经济的表现来看，基数效应下 2023Q1 国内 GDP 同比增长 5.48%，增速相比 2022Q4 提升了 2pct，相比 2022Q1 下滑了 2.89pct，目前国内的经济正处在缓慢复苏中。在消费需求层面，根据国家统计局的数据显示，进入 2023 年后，在 2022 年同期比较低的基数下，社会消费品零售总额的同比增长比较明显，消费需求端同样在缓慢修复，消费的回升对于广告投放需求也存在一定的带动效应。

图 19：2018Q1-2023Q1 GDP 当季值及同比增幅



资料来源：国家统计局，中原证券

图 20：2021-2023 年 4 月社会消费品零售总额同比变动

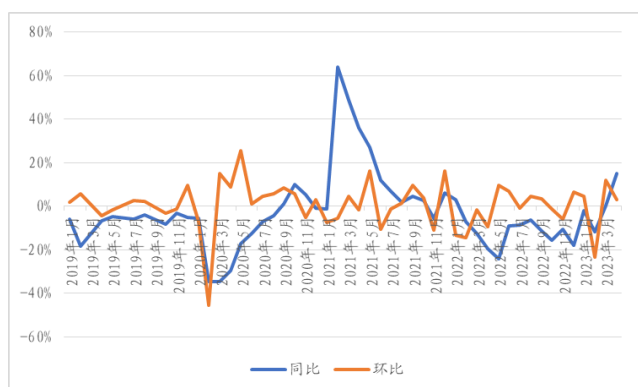


资料来源：国家统计局，中原证券

根据 CTR 数据显示，受外部的疫情、消费、经济等因素影响，2022 年国内广告市场的整体投放同比减少 11.8%，其中报纸、杂志、电视、广播等传统投放渠道影响力日渐式微，已经连续多年处于较为明显的下滑状态，但电梯海报和电梯 LCD 领域则始终保持明显超越行业整体的投放增长速度。

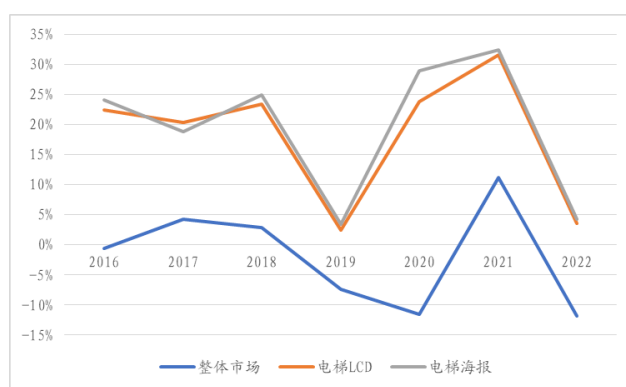
当前国内广告市场正处于缓慢复苏的状态。2023 年 3 月投放同比增长 0.2%，环比增长 11.7%；4 月投放同比增长 15.1%，环比增长 2.9%。2023 年 3 月和 4 月的广告投放花费在 2022 年同期比较低的基数上都实现了同比增长，也是自 2022 年 2 月以来首次转为同比正增长，广告市场的投放需求迎来修复。在未来经济恢复发展的过程中，消费者和广告客户信心增强，广告投放需求继续存在增长空间。

图 21：2019-2023 年 4 月国内广告市场投放变化



资料来源：CTR，中原证券

图 22：2016-2022 年广告投放花费同比变化



资料来源：CTR，中原证券

4.2. AI 赋能广告素材制作，降低内容生产成本

广告营销领域对广告创意、内容定制化要求程度高，广告内容创作和投放的环节也涉及大量的数据资料收集和处理、广告文案撰写、广告投放物料制作、投放渠道的管理与效果分析等工作，需要消耗大量的创意和时间，其中部分工作可以利用 AI 技术来代替人工的方式实现广告内容制作效率的提升和广告投放策略的优化。

在前期的数据收集和处理方面，AI 能够在社交媒体、搜索引擎、新闻网站等平台自动抓取

数据并将数据进行整合、优化和分析，帮助广告主更好地了解当前的市场趋势、竞争情况以及受众群体的偏好并制定相应的广告投放策略，同时 AI 还能够基于数据分析的结果和加上模型训练对广告投放策略进行模拟，对转化率、点击量、ROI 等指标进行预测并根据预测结果实时优化投放策略并反馈给广告主和营销策划机构。

在文案撰写方面，与游戏策划类似，AIGC 也可以在文本生成上实现创意性的广告文案创作、品牌营销软文以及相关的拍摄脚本思路的生成，降低广告文案的创作门槛，节约策划和文案创作的时间，提升效率。

图 23：ChatGPT 用于广告文案和拍摄脚本的生成



资料来源：ChatGPT，中原证券

另外在 AIGC 的图像生成功能也可以用于一部分的广告内容制作。以服装展示为例，传统模式下制作服装展示照片需要聘请专业的模特、摄影师、化妆师、灯光师和后期修图人员，花费较高的时间成本和金钱成本；但通过 AI 生成的模特同样可以达到展示服装的效果，并且 AI 模特也可以根据目标消费者的年龄、体型、脸型、肤色、发色、服装搭配等不同情况进行动态调整并生成出多类型的效果展示图，相比使用真人模特来说成本更低，效率更高并且能够更加多样化展示。当技术不断进步，AI 模特图也会不断优化，在展现效果上也将会越来越接近真人实拍，实现广告内容制作领域的降本增效和转化率的提升。

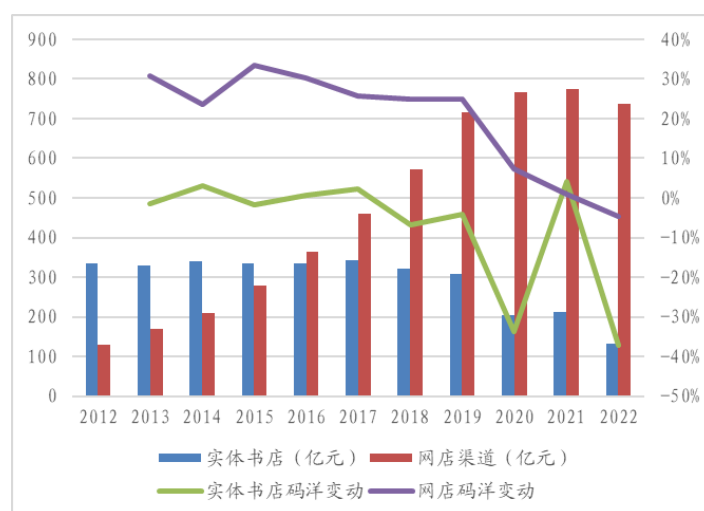
5. 图书出版：销售情况修复，优质版权资源价值提升

5.1. 图书销售情况逐渐转好

根据开卷数据，2022 年国内图书市场销售码洋 871 亿元，同比减少 11.73%，其中线下实体店销售码洋同比减少 37.22%，网店渠道销售码洋同比减少 4.75%，网店渠道首次出现负增长；而在疫情前国内图书市场零售码洋基本保持两位数增长。

2023Q1 图书零售市场同比下降 6.55%，相比于 2022Q1 的 13.28%降幅减少了 6.73pct，其中实体店降幅为 31.67%，相比 2022Q1 降幅扩大了 1.97pct，但相比 2022 年全年收窄了 5.55pct，网店渠道整体同比下降 0.75%，相比 2022Q1 的 8.34%降幅减少了 7.59pct，相比 2022 年全年收窄了 4pct，并且网店渠道在 2 月与 3 月均实现了正增长。此外，2023Q1 整体零售市场中的新书动销品种同比上升 3.28%近 4 万种，国内图书零售市场整体以及新书的销售正在逐渐恢复。

图 24：国内图书零售市场销售码洋



资料来源：开卷数据，中原证券

5.2. AI 提升图书出版行业效率，优质版权资产价值或提升

在出版领域，AI 能够在文学创作、语言翻译、校对、插画封面设计等必要环节起到比较有效的辅助作用，使图书内容的创作全流程更加高效，缩短出版过程中必要工作环节所需的时间。在文字生成领域，2017 年人工智能诗人小冰就创作了诗集《阳光失了玻璃窗》；自然语言处理模型 ChatGPT 的出现能够使 AI 更好地理解自然语言，根据用户的指令进行文章的生成、续写及修改等，智能化程度更上一层楼。

在内容编辑和校对上，AI 能够在较短的时间内自动检查不同语言图书内容在语法、用词、文笔等方面病提出相应的修改意见，解决人工校对所面临的时间、成本和不确定性痛点。

目前 AI 的训练需要海量的内容数据作为训练素材，而国内外主要模型的训练和预训练中使用了大量的互联网中公开免费的数据，但训练数据的质量存在参差不齐的现象，数据质量的不

稳定也影响了 AI 模型对于内容的理解和内容的输出。而出版行业拥有的大量优质内容以及 IP 内容可以作为高质量的训练素材帮助 AI 进一步完善内容理解和内容生产能力。

根据网信办发布的《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》中明确强调“提供者应当对生成式人工智能产品的预训练数据、优化训练数据来源的合法性负责”，其中包括“预训练、优化训练的数据应当不含有侵犯知识产权的内容”，明确了使用训练数据需要避免产生侵犯知识产权的情况；欧洲议会批准的《人工智能法案》也要求基础模型的供应商需要披露生成式 AI 训练数据的版权来源。显示出在 AI 模型的训练中，训练数据的版权问题越来越受到国内外的重视，对版权资源的保护成为 AI 发展浪潮中的大趋势。因此图书出版行业在向模型厂商提供版权以及 IP 内容作为训练素材时也具有了更多商业化的可能，帮助提升图书出版行业内容和 IP 价值。

6. 电影：全年票房修复明显，AI 助力影视内容创作

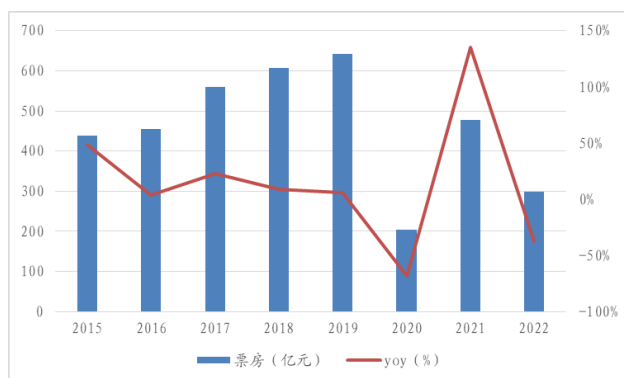
6.1. 2022 年市场受损严重，2023 年迎来修复

由于奥密克戎的超强传播性，2022 年国内的疫情曾屡次出现反弹情况，基于当时的情势和防疫管控政策，多地也曾采用静默管理的方式限制线下人员流动，对电影产业的放映端和内容端都造成较大冲击。根据灯塔专业版数据，2022 年电影市场总票房仅有 299.46 亿元，同比减少 37.23%，观影人次 7.12 亿人次，同比减少 37.02%。市场受损严重，国内票房仅略高于 2014 年和 2020 年。

进入 2023 年后，防控政策大幅调整后，电影行业面临的经营不确定性消除，影院营业率上升，内容端影片供给也逐渐恢复，国内电影票房开始复苏。2023 年春节档总票房 67.64 亿元，同比增加 11.99%，排在历年春节档第二名，仅次于 2021 年；观影人次 1.29 亿，同比增加 13.2%，票房和观影人次的增长展现出国内观众比较旺盛的需求。

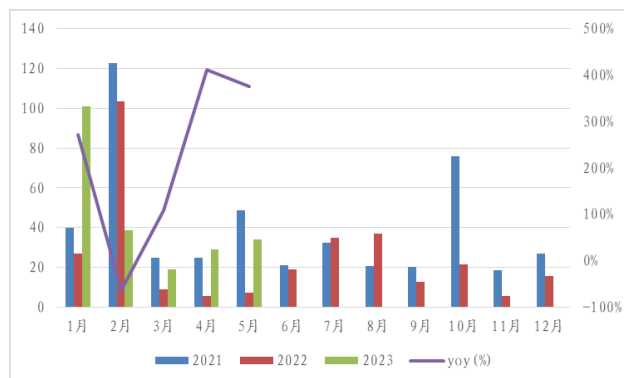
1-5 月国内电影市场总票房 221.56 亿元，同比增长 45.19%；观影人次 4.98 亿人次，同比增长 44.42%，相比 2019 年同期分别同比下降了 18.38%和 27.83%，其中 3-5 月在上年较低的基数上票房分别同比增长 108.8%、411.7%和 375.6%。

图 25：2015-2022 年国内电影市场票房



资料来源：灯塔专业版，中原证券

图 26：2021-2023 年国内电影市场月度票房（亿元）

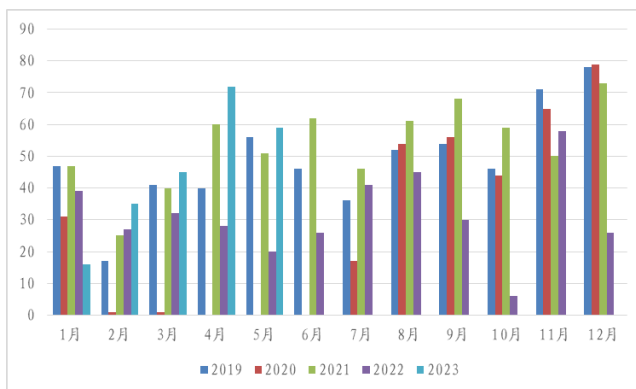


资料来源：灯塔专业版，中原证券

在内容供给端，由于影院端恢复常态化经营，国内影片开始先后定档，进口片的引进开始加速，影片内容的供给迎来修复。根据灯塔专业版数据，2023 年 1-5 月国内电影市场上映影片数量达到 227 部，达到近年来同期的最高水平。结合灯塔专业版和猫眼专业版截至目前的统计，2023 年已经定档的影片还有《闪电侠》、《消失的她》、《扫毒 3：人在天涯》、《超能一家人》、《巨齿鲨 2》、《暗杀风暴》等影片，此外还有《前任 4》、《平原上的火焰》、《维和防暴队》等影片也已基本满足上映条件等待下一步定档。

电影行业存在比较明显的供给驱动需求的特征，上映影片的丰富度的提升能够带动观众观影需求的回升，进一步助推国内票房的恢复和增长。

图 27：2019-2023 年国内电影单月上映影片数



资料来源：灯塔专业版，中原证券

表 2：待上映影片

影片	上映日期	类型	出品方
已定档			
闪电侠	6 月 16 日	动作/奇幻/冒险	美国华纳兄弟影业
疯狂元素城	6 月 16 日	动画	华特迪士尼影业
我爱你！	6 月 21 日	剧情/爱情/家庭	联瑞影业、横店影视、中国电影
绝地追击	6 月 21 日	犯罪/动作/灾难	爱奇艺影业、恒业影业、华文映像影业
别叫我“赌神”	6 月 21 日	剧情/家庭/运动	银都机构、博纳影业、步登高影像、阿里影业

消失的她	6月22日	犯罪/悬疑/剧情	壹同传奇影视、淘票票影视
透明侠侣	6月30日	喜剧/奇幻	青春光线影业、涛头立文化、天然生长文化
夺宝奇兵：命运转盘	6月30日	动作/冒险	迪士尼影业、派拉蒙影业、卢卡斯影业
扫毒3：人在天涯	7月6日	动作/犯罪/剧情	寰宇娱乐、人间指南影业、联瑞影业、尚乘数字、英明文化
八角笼中	7月6日	剧情	乐开花影业、向日葵影业、猫眼微影、宝唐影业
忠爱无言2	7月7日	剧情/家庭/动物	一九八五影视、博桥影业
长安三万里	7月8日	动画/历史	追光影业、小宇宙影视、猫眼微影、中国电影
茶啊二中	7月14日	动画/奇幻/冒险	光线影业、彩条屋科技、凝羽动画、自在境界文化、光线动画
碟中谍7：致命清算（上）	7月14日	动作/惊悚/冒险	派拉蒙影片、中国电影、华夏电影
封神第一部	7月20日	神话/动作/史诗	北京文化、世纪长生天影业
超能一家人	7月21日	喜剧/奇幻/家庭	开心麻花影业、中国电影、阿里影业、猫眼微影
热烈	7月28日	青春/励志/剧情	儒意影业、他城影业、淘票票影视、瀚纳影视、中国电影、横店营业、儒意影视
巨齿鲨2	8月4日	冒险/动作/科幻	华人影业、华纳兄弟、登峰国际、中国电影、阿里影业、引力影视
我是哪吒2之英雄归来	8月12日	动画/喜剧/奇幻	容纳文化、智杰影业、乾古文化、辛贵文化、鼎珍影视、众扶传视
暗杀风暴	8月18日	犯罪/悬疑	银都机构、昇格传媒、淘票票影视、爱奇艺影业、无限自在文化、畅想新影
学爸	8月18日	剧情/喜剧	银河酷娱、瀚纳影视、欢喜首映、华人影业
最后的真相	8月18日	剧情/悬疑/犯罪	风山影业、麦特文化、易星传媒、捕影传媒
念念相忘	8月22日	青春/爱情	亭东影业、淘票票影业、中国电影、横店营业、蓝天黑马文化、猫眼微影、灵河文化
志愿军：雄兵出击	10月1日	剧情/历史/战争	中国电影、八一电影制片厂、荣优影视
拯救嫌疑人	11月11日	犯罪/悬疑/剧情	恐龙影业、猫眼微影、晨翔文化、泰洋川禾、联瑞木马
未定档			
前任4：英年早婚		喜剧/爱情	华谊兄弟、新圣堂影业、阿里影业、中国电影、猫眼微影
平原上的火焰		爱情/犯罪	猫眼微影、无限自在、潇湘电影、突燃影业
维和防暴队		动作/剧情	中中影业、捷成星纪元、万达影视、文采文化
绑架游戏		剧情/悬疑/犯罪	
潜行	2023年待映	剧情/犯罪/动作	笨小孩影视、阿里影业、上狮文化、寰宇娱乐、坏猴子文化
扫黑·拨云见日		剧情/犯罪	春秋时代影业、光线影业、五元万象影业、长安出版传媒
刺猬		剧情/喜剧/家庭	英皇营业、欢喜首映、快乐阳光、坐北朝南影视
我经过风暴		剧情/家庭	猫眼影业、光线影业、飞鸟非鱼影视、阿那亚影视、自由酷鲸影业、郭帆影业

资料来源：灯塔专业版，猫眼专业版，中原证券

注：仅统计部分人气较高的影片定档情况

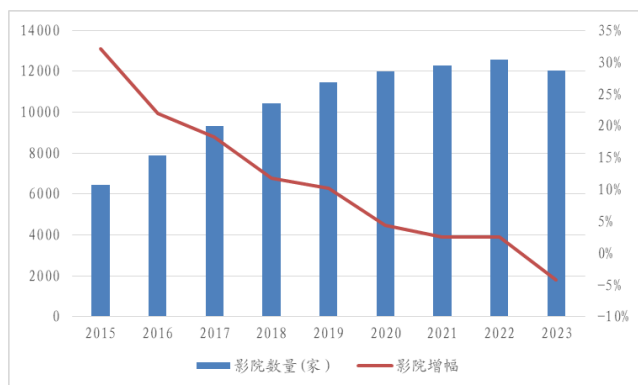
6.2. 渠道竞争压力趋缓，存量影院盈利能力或增强

根据灯塔专业版的数据，截止至2023年6月9日，国内营业影院数量约12053家，银幕数量73806块，相比于2022年底分别减少了4.25%和3.66%。在经历了连续多年影院和银幕数量增长所带来的竞争压力以及三年疫情带来的经营压力后，放映端开始有出清迹象，部分低

效的影院迫于市场竞争压力被淘汰或主动退出，新增影院越发重视盈利效率，预计未来国内影院数量将呈现动态的结构性调整。

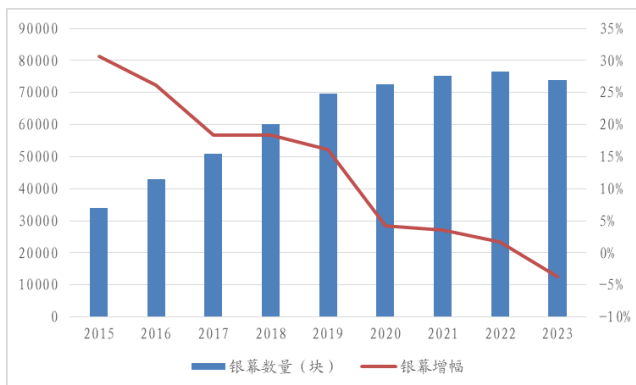
内容供给修复以及线下活动恢复正常的环境下，2023 年国内票房开始回升，行业的竞争压力也有望减缓，当前院线和影院的存量参与者盈利能力或增强，实现业绩的底部回升。

图 28：国内影院数量



资料来源：灯塔专业版，中原证券

图 29：国内银幕数量



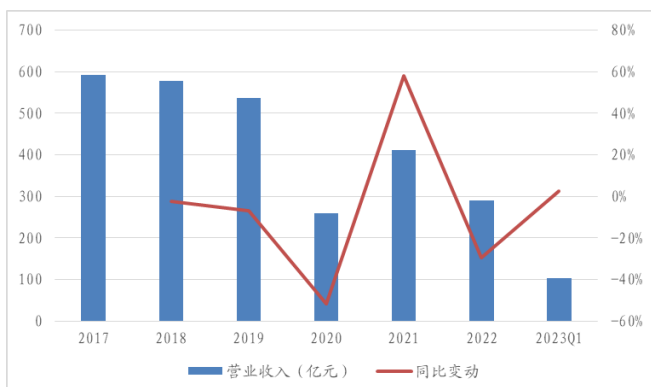
资料来源：灯塔专业版，中原证券

6.3. 影视公司一季度业绩回升明显

A 股影视板块的业绩也反映出行业基本面的逐渐改善。从板块 20 家上市公司（包括影视内容、院线等）的业绩表现来看，2023Q1 影视板块营收规模 104.08 亿元，同比增长 2.42%，归母净利润 9.16 亿元，同比增长 46.33%。

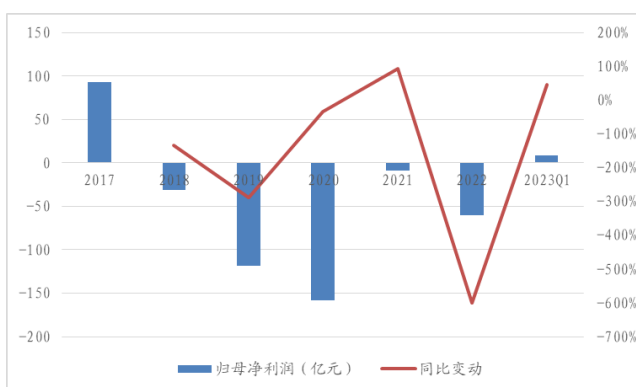
2023Q1 影视板块的营业收入和归母净利润的增长显示出国内电影市场基本面正在逐渐转好，业绩有比较明显的回升，预计 2023 年影视板块上市公司也将在 2022 年较低的业绩基数上实现较好的业绩增长。

图 30：2017-2023Q1 影视板块营业收入



资料来源：Wind，中原证券

图 31：2017-2023Q1 影视板块归母净利润



资料来源：Wind，中原证券

6.4. AI 加快影视内容生产效率，降低成本

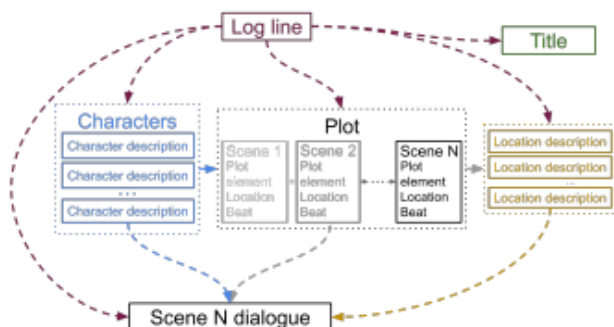
影视行业产业链中包含了上游的剧本创作、中游的影视内容拍摄、后期制作、宣发以及下游的播放环节。其中 AIGC 技术能够在在前期影视剧本创作环节、中期的影视拍摄和制作剪

辑环节以及后期的宣发环节进行深度参与。

在剧本创作方面，目前的影视剧本创作高度依赖编剧团队，导致剧本的撰写速度和质量会受编剧团队的灵感、状态等不确定性因素的影响。与游戏策划、广告文案撰写类似，AIGC 在文本生成领域能够高度参与影视剧本的创作，根据预先设定的主题或情节梗概能够自动生成具有较高关联性、逻辑性和连贯性的剧本构思大纲或完全独立进行剧本的撰写，在短时间内给作者和编剧提供不同的想法和思路；同时也能够基于编剧的特定需求指令帮助修正和优化剧本，使剧本的语言和剧情的推进更加流畅，缩短剧本的创作周期，增加剧本产出的稳定性。另外 AI 也能够通过分析大量影视戏剧作品的表现及数据的方式获取市场和观众的偏好，帮助剧本作者和制片方快速评估剧本的市场潜力，并根据市场偏好及时进行调整。

以 DeepMind 发布的 AI 剧本写作模型 Dramatron 为例，能够根据一句话大纲生成包括标题、角色列表、情节、场景描述和对话的完整电影脚本，具有比较强的连贯性。由 5 名编剧与 Dramatron 共同创作的剧本已经在 2022 年 8 月的埃德蒙顿国际边缘戏剧节上进行首演并收获不少好评。

图 32：剧本写作 AI-Dramatron



资料来源：《Co-Writing Screenplays and Theatre Scripts with Language Models An Evaluation by Industry Professionals》，
中原证券

图 33：Dramatron 以“托马斯前往火星和要毁灭世界的外星人作战”为大纲生成的剧本

资料来源：量子位，中原证券

在影视拍摄和后期制作环节，AIGC 能够利用计算机视觉和机器学习等技术在一些恢宏场景下自动批量生成大量不同体态、不同表情、不同动作、不同着装的数字人演员来替代真人表演，实现数字演员“千人千面”。另外在重要演员的场景方面，通过 AI 分析演员表情、语调、表演的方式实现部分演员功能的替代，例如通过换脸的方式替代影视作品中部分劣迹艺人的戏份，能够在不影响剧情表现的情况下降低艺人道德风险，减少制片方损失；或者通过让 AI 学习目标演员的职业生涯剧照及表演视频素材，生成目标演员的数字人，使已故的演员“复活”或让演员实现屏幕中的增龄或减龄。

在动画电影领域，由于动画电影的制作主要使用数字和技术工具，因此 AIGC 技术在动画电影领域具有天然优势。举例来说，传统的动画电影制作流程中，核心人物形象、场景等要素

通常需要花费美术师较长的时间来进行设计、作画和细节打磨，次要的角色、场景、动作等设计和制作也需要占据大量的劳动时间，产能效率的低下在很大程度上影响了动画电影的制作生产能力。但在生成式 AI 技术的加持下，动画的创作效率得到大幅提升，光线传媒董事长王长田在接受媒体采访时公开表示 AI 对动画电影主要环节的效率提升能达到 50% 的水平，在整个动画电影制作周期中，AI 能够提升 30% 的效率。

图 34：换脸软件 Faceswap



资料来源：Faceswap 官方网站，中原证券

在宣发环节，生成式 AI 能够基于影片内容按照创作者需求生成宣传片、海报、文案等宣发物料，帮助影片的宣传和推广工作。光线传媒利用 AI 技术为其动画电影《去你的岛》制作了宣传海报。著名导演陆川在接受采访时也公开表示“AI 用 15 秒做出来的效果比找专业海报公司做一个月后给过来的要强大很多”

图 35：《去你的岛》AI 制作海报



资料来源：《去你的岛》官方微博，中原证券

7. 投资建议

2022 年传媒板块下包括影视、广告、图书出版、游戏等细分领域都不同程度受疫情、监管政策、经济环境的影响，市场规模下滑，相关上市公司业绩承压。进入 2023Q1 后，随着防控政策的调整、监管政策的边际转好以及消费需求和宏观经济的复苏，细分领域的景气度也开始有不同程度的回暖迹象，上市公司业绩有所改善，预计在 2022 年较低的基数下，细分领域的基本面好转将贯穿全年，带动市场规模以及上市公司业绩回升。

传媒行业产品以内容型产品为主，底层技术的变革和消费者使用媒介的变迁都会带来内容数量规模和质量突破，也会带来新的商业模式和机会，从而带动传媒类公司估值和 EPS 的提升。在上半年 AIGC 主题带动下，传媒板块的整体估值抬升比较明显。但在经历了较大的幅度的普涨后，后续个股和子板块的表现可能会出行一定分化，能够更好地利用 AI 技术实现降本增效、商业模式创新并在业绩层面有所体现的公司将会具有更加长期的上涨动力以及更大的上涨空间。

目前的 AI 技术的应用已经从最初的数据分析突破到创意性内容的生成，优秀的内容生成能力引发了大范围的关注，GPT-4、Midjourney 等 AIGC 类应用产品的快速迭代和更新，部分传媒类公司或从业者也明确表示已经将 AIGC 看作内容生产的重要辅助工具并开始应用于内容生产过程中，表明了 AIGC 的发展已经步入快车道并正在给内容创作领域带来深刻的变革。在文本、图像、语音等内容的生成方面，AIGC 已经得到初步的应用，在视频、3D 等更加复杂的领域目前 AI 受制于技术限制还需要进行更多的探索和进步。但随着算法、算力的进步以及更多不同大模型或垂直领域专有模型的推出，未来的 AIGC 将实现更加高质量的内容产出，当前技术成熟度相对欠缺的长文本生产、视频生成以及横跨更多模态的多模态生成等方面也将逐一被突破、解决，进一步扩大 AIGC 技术的应用范围和普及率。

在内容生产上，AIGC 已经率先被应用于游戏、影视、新闻媒体、文学创作、音乐、广告等多个内容领域，AIGC 带来的高效率创作能够帮助 B 端和 C 端的内容创作者降低创作门槛，提升内容创作效率并带来更多的商业化变现可能，未来的 AI 技术影响范围还将进一步扩大，有望实现全行业的“AI+”。

在子板块的推荐上，我们建议关注能够同时受益于基本面逐渐改善以及 AI 赋能的游戏、广告、图书、影视等。

其中游戏子板块受益可能最为明显，具体来说：1) 版号政策回归常态化，游戏公司产品储备压力缓解，新品上线节奏恢复正常，带动游戏消费回暖，在较低的市场规模基数下有望回归正增长；2) 游戏研发与运营过程中涉及的代码、美术、音乐、文案策划、测试、数值调整、广告投放等多个环节都能够由 AI 作为辅助工具承担部分任务，提升整体的研发效率；3) 游戏产品所打造的虚拟世界独立于现实世界之外，在结合 AI 技术进行商业模式创新以及内容体验创新上遇到的阻力更小；4) 相比一般消费者，游戏玩家为内容创新和体验创新付费的意愿更高，由 AI 技术所带来的创新体验在游戏领域实现短期的商业化的可能性更高；5) 游戏子板块整体

估值水平相对偏低，头部有业绩支撑的游戏公司估值水平普遍在 20 倍-25 倍左右。

广告子板块来看：1) 国内经济和消费处于缓慢复苏中，对于广告的投放需求或在 2022 年的低基数上回暖；2) 根据《中国传媒产业发展报告（2019）》，发达国家广告行业营业额占其 GDP 比重约为 2% 左右，其中美国为 2.5%，日本为 1.6%。而中国目前广告行业营业额占 GDP 比重大约为 0.87%-0.9% 之间，仍有提升空间；3) AI 技术能够在广告内容制作上起到辅助作用，缩短案头工作的时间，提升广告投放素材的生产效率，减少部分外包工作的成本；4) 通过 AI 的数据分析功能实现投放渠道的精细化管理，实时监控投放效果并进行反馈调整，提升广告投放的触达率和转化效率。

图书出版子板块来看：1) AI 能够作为辅助工具参与文学创作、语言翻译、校对、插画封面设计等必要环节，减少人力劳动的工作量，提升效率，降低出错概率；2) 未来 AI 模型训练数据的使用可能面临版权保护政策的限制，图书出版企业拥有的优质、可靠的版权内容可以作为模型训练数据，拓宽图书出版企业的版权价值和商业化空间。

影视子板块来看：1) 线下人员活动恢复，影院经营恢复常态，政策性风险消除，在 2022 年的低基数上，2023 年可能实现较大幅度的增长，预估 2024 年能够恢复至疫情前水平；2) 内容储备丰富，海外影片加速引进，上映影片数量远超历年同期水平，内容丰富性的提升或提振观众观影需求；3) 放映端竞争压力和市场压力缓解，放映端数量结构动态调整，存量影院和盈利能力或提升；4) AI 提升影视内容以及宣发内容的制作效率，降低制作成本和制作时间。

8. 建议重点关注公司

完美世界

公司聚焦“MMO+X”和“卡牌+X”两大核心赛道，产品储备丰富，一方面在经典的 MMO 领域进行持续的迭代升级，夯实基本盘，另一方面加大对创新品类的研发投入，推动游戏业务持续转型升级。公司还坚持“技术驱动”核心理念，将 AI 相关技术融合于游戏研发之中，有望长期提升游戏研发效率并提升游戏体验。

风险提示：监管政策变化；市场竞争加剧；游戏产品上线进度和市场表现不及预期；宏观经济波动影响文娱消费

三七互娱

公司长周期产品表现较好，奠定公司稳健的业绩基本盘，海外市场因地制宜策略有成效，储备的覆盖海内外产品数量比较丰富，或为公司提供未来业绩保障。

风险提示：监管政策变化；市场竞争加剧；游戏产品上线进度和市场表现不及预期；宏观经济波动影响文娱消费

吉比特

公司核心产品运营稳健，新游储备比较丰富，将受益于版号常态化，新产品会根据研发进度、测试情况、版号等陆续上线，持续提供业绩增量。在分红方面长期保持较高的分红比例，自 2017 年上市以来累计分红 47.93 亿元，占期间净利润比重达 78.34%，具备较强吸引力。

风险提示：监管政策超预期收紧；行业竞争加剧；新产品上线进度及表现不及预期；老游戏流水下滑超预期

恺英网络

公司研发、发行、投资+IP 战略三大板块驱动公司业绩持续增长，传奇品类以及创新品类共同构筑的公司业绩基本保障和增长动力。收购浙江盛和剩余股权有望进一步整合优势产品、资源、人才和渠道，增强公司一体化的研运体系和能力，提高决策效率，增厚公司业绩。2023 年公司储备产品丰富，游戏制作将从中长期受益于 AI 技术带来的研发效率提升以及 AINPC 等创新模式，供给端也将会受益于版号政策的常态化。

风险提示：行业监管政策变化；游戏产品表现及上线时间不及预期；行业竞争加剧；宏观经济波动影响文娱消费

昆仑万维

公司五大业务板块发展稳健，出海发展取得较好进展。在 AI 领域，公司前瞻布局，将 AI 技术和公司现有业务进行融合，未来还将继续产出更多 AIGC 内容产品。2023 年，公司将对现有业务进行进一步调整，促进各业务板块协同发展，更加聚焦 AI、元宇宙以及科技股权投资业务。

风险提示：新技术表现不及预期；市场竞争加剧；游戏行业政策风险；海外市场拓展不及预期；投资项目表现不及预期

分众传媒

2023Q1 公司单季度营业收入降幅相比 2022 年收窄明显，归母净利润也已实现同比正增长。2023 年广告市场或伴随经济和消费的好转逐渐修复，公司业绩也有望回升；公司的影院媒体业务方面随着国内电影行业好转或恢复正常的投放。根据 CTR 数据显示，梯媒仍然是目前线下广告领域投放较为旺盛的渠道之一，在 2022 年广告市场整体投放同比减少 11.8% 的情况下，电梯 LCD 和电梯海报投放分别同比增长了 3.6% 和 4.3%，显示广告主对梯媒渠道的认可度较高。

风险提示：宏观经济波动影响广告投放需求、行业竞争加剧、广告投放渠道变迁、应收账款风险；部分广告主行业监管政策变化

兆讯传媒

进入 2023 年后，铁路客流量以及广告投放需求均有望回升，带动公司业绩回暖；在国家

层面正在加大高铁覆盖里程，高铁密度和营业里程占比不断提升，也为公司的高铁站广告媒体业务的拓展提供良好环境。核心城市的户外裸眼 3D 大屏广告也将充分受益于城市外出客流量的增加和经济的复苏，为公司提供“第二曲线”。

风险提示：宏观经济波动影响出行和广告投放需求；广告市场竞争加剧；媒体资源使用费上升或后续无法续约

光线传媒

行业的变化带动公司影片供给恢复正常水平，2023 年公司的电影业务收入和利润水平有望回升；另外随着电视剧项目的陆续上线播放也将逐渐确认收入，带动电视剧业务回升。在动画电影领域，公司优势明显，主投+发行的动画电影《深海》总票房超 9 亿元，相比真人电影，动画电影更易受益于 AI 技术的发展，公司也对此持重视和积极的态度，有望进一步巩固在动画电影领域的优势。

风险提示：影视项目上线进度及表现不及预期；宏观经济波动影响文娱消费；行业监管政策变化

万达电影

2022 年公司主要业务受外部影响较为严重，业绩承压明显。但 2023 年至今电影市场已逐渐恢复政策，行业复苏明显，公司作为电影行业头部公司有望充分受益。在行业恢复正常经营以及公司主投/参投影片较好的票房表现之下，带动公司 2023Q1 归母净利润大幅增长 601.57%，扣非后归母净利润大幅增长 1709.68%。未来公司扩大轻资产影院规模的策略下，影院端的经营风险或降低，收益水平有望提高。

风险提示：监管政策变化；行业竞争加剧；宏观经济波动影响文化消费；影片内容票房表现不及预期；商誉风险

中国电影

公司业务覆盖电影行业全产业链，具有较强的综合实力优势，2022 年受行业影响导致业绩出现较大压力，2023 年随着电影市场的好转有望迎来业绩的回升。

风险提示：宏观经济影响电影消费；进口影片表现不及预期；参与投资的电影内容上映票房不及预期

芒果超媒

公司继续保持优质内容的孵化和产出能力，付费会员持续增长，虽然短期广告招商效果受大环境影响导致业绩承压，但有望逐步回暖，2023 年公司将继续保持优质综艺、影视项目的上线节奏。

风险提示：宏观经济波动；监管政策变化；市场竞争加剧；内容上线进度及表现不及预期

荣信文化

公司专注少儿图书市场，具有较高的知名度和市占率排名，通过“乐乐趣”、“遨游猫”、“儿岛”三大童书品牌矩阵实现少儿图书细分市场的进一步覆盖。虽然短期受到疫情因素以及图书市场整体收缩的影响导致业绩短期承压，预计随着政策调整后，图书市场需求也将逐渐回暖，公司业绩有望回升。

风险提示：宏观经济波动影响图书消费需求；生育率下滑超预期；版权合同到期不能续约；知识产权受到侵害；行业竞争加剧

表 3：重点关注公司估值表

证券代码	证券简称	股价（元） (2023.6.15)	EPS（元）		每股净资产 (23AQ1)	PE（倍）		PB（23AQ1）	投资评级
			2023E	2024E		2023E	2024E		
002555.SZ	三七互娱	34.40	1.47	1.71	5.85	23.40	20.12	5.88	买入
002624.SZ	完美世界	18.67	0.83	0.98	4.83	22.49	19.05	3.87	买入
603444.SH	吉比特	530.28	23.36	25.44	59.60	22.70	20.84	8.90	买入
002517.SZ	恺英网络	17.44	0.62	0.79	2.22	28.13	22.08	7.84	买入
300418.SZ	昆仑万维	55.68	1.12	1.29	10.77	49.71	43.16	5.17	增持
002739.SZ	万达电影	12.54	0.40	0.55	3.37	31.35	22.80	3.72	增持
300251.SZ	光线传媒	9.22	0.24	0.31	2.86	38.42	29.74	3.22	增持
600977.SH	中国电影	15.88	0.42	0.55	5.89	37.81	28.87	2.70	增持
002027.SZ	分众传媒	7.37	0.32	0.39	1.24	23.03	18.90	5.95	买入
301102.SZ	兆讯传媒	43.22	1.45	1.90	14.86	29.81	22.75	2.91	增持
301231.SZ	荣信文化	40.19	0.41	0.48	11.00	98.02	83.73	3.65	增持
300413.SZ	芒果超媒	38.77	1.18	1.45	10.36	32.86	26.74	3.74	买入

资料来源：Wind，中原证券

9. 风险提示

宏观经济波动影响文化消费需求；行业监管政策变动超预期；项目制特点影响公司业绩稳定性；AI 技术应用效果以及技术进展不及预期；AI 面临政策性限制。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。