

行业深度

传媒

业绩与估值逐渐修复，持续看好 AI 产业趋势

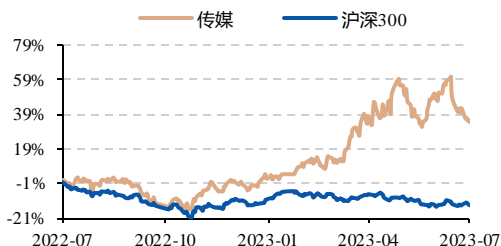
2023 年 07 月 10 日

评级

同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
传媒	-9.94	-1.18	35.31
沪深 300	0.20	-6.77	-13.20

何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001

hechen@hncasing.com

曹俊杰

分析师

执业证书编号:S0530522050001

caojunjie@hncasing.com

相关报告

- 1 传媒行业 2023 年 6 月报：技术迭代、大模型持续升级，关注细分优质个股 2023-06-19
- 2 传媒行业 2023 年 5 月报：AI 行情回落，关注基本面优质个股 2023-05-17
- 3 游戏行业深度：供需双改善，AI 赋能游戏板块价值重估 2023-05-08

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
三七互娱	1.33	22.84	1.51	20.12	1.63	18.64	买入
吉比特	20.33	21.86	23.18	19.17	25.19	17.64	买入
完美世界	0.71	22.37	0.81	19.60	0.92	17.26	买入
分众传媒	0.19	37.00	0.31	22.68	0.39	18.03	买入
芒果超媒	0.98	34.38	1.23	27.39	1.38	24.41	买入
万达电影	0.05	281.20	-0.7	-20.09	0.5	28.12	增持
中南传媒	0.78	15.17	0.9	13.14	0.99	11.95	买入

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- **传媒指数跑赢大盘、估值和业绩持续修复。**行情方面，2023H1 传媒(申万)指数上涨 42.75%，相对上证综指、沪深 300、创业板指、WIND 全 A 分别上涨 39.1pct、43.5pct、48.36pct、39.69pct，涨跌幅位居行业第二名。**估值方面**，截至 2023 年 6 月底，PE (TTM，中值) 为 49.75 倍，较 5 月高峰有所回调，位于 2010 年以来的后 59.26% 分位；与 2020 年估值中枢相近，仅次于 2013 年-2015 年估值区间水平。**业绩方面**，2022 年业绩承压，传媒行业营收同比减少 5.98%，归母净利润同比减少 66.77%；2023Q1 复苏迹象显现，传媒行业营收同比微降 0.58%，归母净利润同比增长 8.34%。
- **政策、技术、需求三重驱动力下，看好传媒板块未来表现。****政策监管方面**，今年以来整体监管态势回暖，平台经济、游戏、数字经济等重点领域得到官方积极鼓励。**技术进步方面**，AIGC 技术发展成熟，内容生产行业“降本增效”成为共识，一是重塑生产流程、节省人力、提高效率，达到降成本、降门槛、提产能；二是 AIGC 带来更智能化的人机交互和全新的内容体验，进而提升用户粘性和潜在付费意愿。随着国内外 AI 大模型的持续迭代，未来 AIGC 技术有望成为下一代互联网基础设施。**需求方面**，流量大盘稳中有升、短期泛文娱消费时长占比略降，但 2023Q1 “AI+搜索”的用户时长占比增长至 2.7%，同比和环比分别增加 0.4pct 和 0.3pct。与 AI 结合的互联网行业正迎来智能化变革窗口期，未来 AIGC 有望挖掘更多潜在消费场景。
- **子版块而言，游戏：监管态度转暖，AI 助力全流程制作。**版号趋势向好，市场建立常态化预期；今年 3 月以来，手游市场规模同比降幅逐月收窄，Camelook 预估上半年新游收入已占到整个市场大盘的 30%，新品贡献收入的逻辑正在逐渐兑现，后续大盘同比有望止跌回升。AI 技术可深入贯穿游戏研发、发行、运营等工业化全流程，实现降本增效、提升用户体验和粘性，甚至实现更多玩法创意。**广告：市场慢复苏，AI 全方位赋能行业发展。**2023 年 1-5 月整体广告市场同比已回正，低基数下后续将继续修复。AI 对广告行业的影响，一是 AI 实现内容自动化生成，使广告智能化实现全链路闭环；二是“AI+虚拟人”具备

适应更多场景能力和更大的营销价值；三是 AI 与不同行业的结合重塑用户流量场景，创造新的广告形式。**影视院线：供给好转、内容提质增效，AI 助力影视内容制作。**电影市场恢复良好，2023H1 全国电影票房同比增长 53.02%；长视频流量大盘回暖，供给提质增效，2023H1 剧集和综艺上新量同比分别上涨 19.43% 和 2.59%，正片有效播放同比分别上涨 0.81% 和 4%。目前文生视频技术尚无成熟应用，AI 技术的应用主要在剧本创作、后期制作、宣发运营、个性化推荐等方面。**出版：整体恢复向好，AI 提升版权价值、赋能教育发展。**2023Q1 图书零售市场码洋规模同比下降 6.55%，较 2022 全年降幅有所收窄。业绩稳中向好，2023Q1 出版板块上市公司营收同比增长 5.95%，归母净利润同比增长 16.32%，高股息率具备较强防御属性，中特估背景下迎来价值重塑。AI 与出版相互赋能，一是 AI 在选题策划、内容编辑和校对、后期营销等环节提高效率，实现降本增效；二是自身海量、正版 IP 可反哺 AI 模型的高质量训练；三是基于自身教育内容和新华书店渠道优势，深入布局“AI+中小学教育信息化”。

- **投资建议：**建议关注以下主线：一是版号趋势向好+自身基本面好转+AI 赋能下的游戏板块，如三七互娱、吉比特、完美世界；二是随着下半年稳复苏发力，以广告为代表的顺周期板块，如分众传媒、芒果超媒；三是国内电影市场复苏叠加短期暑期档表现亮眼的院线板块，万达电影；四是自身财务稳健、高股息率、强防御属性的出版板块，中南传媒。维持行业“同步大市”评级。
- **风险提示：**政策监管变化；宏观经济复苏不及预期；AI 技术应用落地不及预期；市场竞争加剧；内容产品表现不及预期。

## 内容目录

<b>1 行情、估值、业绩回顾</b>	<b>6</b>
1.1 行情回顾：TMT 领跑大盘，传媒指数涨跌幅位居第二	6
1.2 估值回顾：位处历史中部偏上水平，AI 助力估值持续修复	7
1.3 业绩回顾：2022 年业绩承压，2023Q1 业绩同比有所复苏	7
<b>2 驱动因素：政策、技术、需求</b>	<b>10</b>
2.1 政策监管：监管态势整体回暖，积极引导 AI 重大应用和产业化发展	10
2.2 技术进步：AI 大模型持续迭代，赋能下游应用生态	12
2.3 消费需求：泛文娱消费占比短期略降，AI 应用有望挖掘新需求	14
<b>3 游戏：监管态度转暖，AI 助力全流程制作</b>	<b>15</b>
3.1 市场同比开启修复，新品周期助力后续回正	15
3.2 版号趋势向好，市场建立常态化预期	17
3.3 AI 助力降本增效，提升长期有效空间	18
<b>4 广告：市场缓慢复苏，AI 全方位赋能行业发展</b>	<b>19</b>
4.1 宏观经济弱复苏，广告市场慢修复	19
4.2 AI 赋能全方位发展，助力数字化营销形成闭环	22
<b>5 影视院线：供给好转、内容提质增效，AI 助力影视内容制作</b>	<b>23</b>
5.1 电影&院线：2022 年受损严重，2023H1 恢复态势良好	23
5.2 剧集&综艺：提质增效，内容精品化发展	24
5.3 AI 技术助力影视内容制作	26
<b>6 出版：整体恢复向好，AI 提升版权价值、赋能教育发展</b>	<b>27</b>
6.1 2022 年图书零售规模持续缩减，2023Q1 降幅有所收窄	27
6.2 业绩稳中向好，“中特估+AI 产业趋势”下迎来价值重塑	28
6.3 相互赋能，AI 助力传统出版、版权价值及教育新业务	31
<b>7 重点投资标的</b>	<b>32</b>
7.1 三七互娱（002555.SZ）：新品周期开启，近期上线产品表现良好	32
7.2 吉比特（603444.SH）：预计《一念逍遥》二季度环比下滑，关注下半年新游上线	32
7.3 完美世界（002624.SZ）：业务转型初具成效，关注后续产品上线	33
7.4 分众传媒（002027.SZ）：梯媒行业龙头，广告行业复苏有望带动业绩增长	34
7.5 芒果超媒（300413.SZ）：优质内容密集上线，广告收入有望恢复增长	34
7.6 万达电影（002739.SZ）：上半年业绩回暖，龙头市场份额不断提升	35
7.7 中南传媒（601098.SH）：主业优势突出，财务表现稳健	36
<b>8 风险提示</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1：2023H1 申万一级行业涨跌幅（截至 2023 年 6 月 30 日）	6
图 2：2023H1 申万传媒指数月度涨跌幅（截至 6 月 30 日）	6
图 3：2023H1 传媒子版块涨跌幅（截至 6 月 30 日）	6
图 4：申万传媒行业 PE（TTM，中值）	7
图 5：申万传媒行业 PB（MRQ，中值）	7
图 6：2022 年传媒上市公司盈利状况统计	7
图 7：2022 年传媒上市公司盈利区间分布	7
图 8：2018 年-2022 年传媒行业营收及其同比增速	8

图 9: 2018 年-2022 年传媒行业盈利及其同比增速.....	8
图 10: 2018 年-2022 年传媒行业毛利率及归母净利率.....	8
图 11: 2018 年-2022 年传媒行业费用率情况.....	8
图 12: 2018 年-2022 年传媒行业经营活动现金流净额.....	9
图 13: 2018 年-2022 年传媒行业资产减值损失明细.....	9
图 14: 2018Q1-2023Q1 传媒行业营收及其同比增速.....	9
图 15: 2018Q1-2023Q1 传媒行业盈利及其同比增速.....	9
图 16: 2018Q1-2023Q1 传媒行业毛利率及归母净利率.....	9
图 17: 2018Q1-2023Q1 传媒行业费用率情况.....	9
图 18: 2023Q1 传媒行业上市公司盈利和亏损数量.....	10
图 19: 2023Q1 传媒行业上市公司盈利状况统计.....	10
图 20: 传媒行业驱动因素.....	10
图 21: AI 能力进化曲线.....	12
图 22: ChatGPT 的技术演化路径与历史地位.....	12
图 23: 中国社会消费品零售总额当月同比.....	15
图 24: 移动互联网用户规模及日均 app 使用时长.....	15
图 25: 移动网民 app 每日使用时长 top8 类型.....	15
图 26: 泛娱乐细分行业 app 每日使用时长占比.....	15
图 27: 中国游戏市场收入规模及其同比增速.....	16
图 28: 中国游戏市场用户规模及其同比增速.....	16
图 29: 中国手游市场收入规模及其同比增速.....	16
图 30: 中国自研游戏海外市场收入及其同比增速.....	16
图 31: 进入过 IOS 日畅销榜 top200 的新游情况.....	17
图 32: 国产游戏版号发放情况.....	17
图 33: AI 应用深入游戏全生命周期.....	19
图 34: 中国 GDP（不变价）同比.....	20
图 35: 中国广告市场规模及其同比增速.....	20
图 36: 整体广告市场同比增速.....	20
图 37: 整体广告市场同比及环比增速（分月份）.....	20
图 38: 2016 年-2021 年电梯 LCD 和电梯海报同比增速.....	21
图 39: 电梯 LCD 和电梯海报同比增速（分月份）.....	21
图 40: 互联网广告规模及同比增速.....	21
图 41: 互联网站渠道广告规模同比及环比（分月份）.....	21
图 42: 广告营销板块上市公司营收及其同比增速.....	21
图 43: 广告营销板块上市公司（扣非）归母净利润.....	21
图 44: 2017H1-2023H1 全国电影票房.....	23
图 45: 2017H1-2023H1 全国电影大盘观影人次.....	23
图 46: 2017H1-2023H1 全国电影大盘平均票价.....	24
图 47: A 股影视院线板块业绩情况.....	24
图 48: 剧集上新及播放情况.....	24
图 49: 剧集上新部均集数及评分情况.....	24
图 50: 各平台上新剧部数.....	25
图 51: 各平台全网剧集会员内容有效播放.....	25
图 52: 上新季播综艺部数.....	25
图 53: 各平台上新季播综艺部数.....	25

图 54: 全网综艺正片有效播放.....	26
图 55: 全网综艺分平台有效播放 .....	26
图 56: 中国图书零售市场码洋规模.....	27
图 57: 中国图书零售市场网店 vs 实体渠道情况.....	27
图 58: 2022 年分渠道图书零售市场码洋规模结构占比.....	28
图 59: 2022 年分渠道图书零售市场码洋规模同比增速.....	28
图 60: 2022 年按内容类别图书零售市场码洋规模占比.....	28
图 61: 出版板块上市公司营收及其同比增速.....	29
图 62: 出版板块上市公司归母净利润及其同比增速 .....	29
图 63: 出版板块上市公司毛利率及归母净利率 .....	29
图 64: 出版板块上市公司费用率情况 .....	29
图 65: 出版板块 PE(TTM) .....	30
表 1: 近两年传媒领域重要政策及事件.....	11
表 2: 海内外主要 AI 大模型情况 .....	12
表 3: 国内 AI 大模型快速跟进迭代.....	13
表 4: AI 技术赋能传媒内容生产 .....	14
表 5: 出版板块上市公司 2022 年&2023Q1 营收、归母净利润及分红率、股息率.....	30

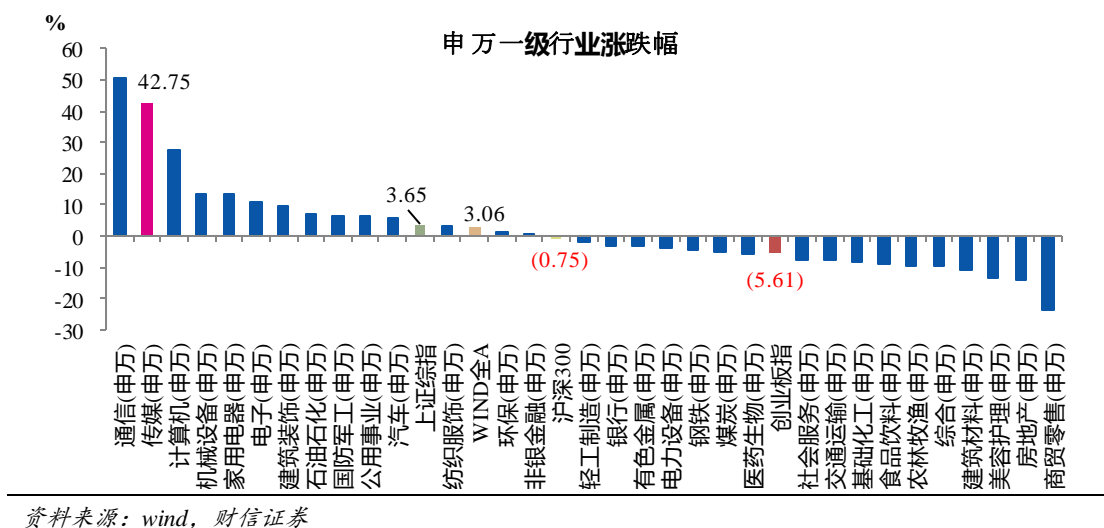
## 1 行情、估值、业绩回顾

### 1.1 行情回顾：TMT 领跑大盘，传媒指数涨跌幅位居第二

2023 上半年，传媒(申万)指数上涨 42.75%，相对上证综指、沪深 300、创业板指、WIND 全 A 分别变化 39.1pct、43.5pct、48.36pct 和 39.69pct，涨跌幅位居行业第二名。

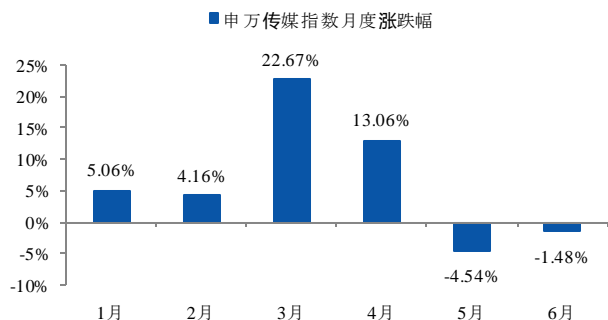
在 AI 主题行情带动下，上半年传媒子版块迎来普涨。2023H1 传媒子版块涨幅从高排列依次为游戏(93.99%)、出版(44.01%)、数字媒体(32.89%)、影视院线(16.08%)、广告(13.30%)、广电(8.67%)。具体来看，1 月-4 月为第一波普涨行情，主要演绎的是“AI 场景落地”+“AI 版权数据、IP 内容”，游戏、出版等板块上涨幅度均超 50%，其他板块亦均有良好表现。5 月 AI 主题及传媒指数出现短暂的回调。6 月上旬为第二波结构性补涨，以数字媒体、广电等板块为主，如芒果超媒、人民网、掌阅科技、电广传媒等，主要系国内经济复苏较弱、宏观高频数据不及预期背景；6 月末出现普遍回调，主要系股东减持、证监会立案等行业负面消息、以及海外 AI 应用端用户流量消减等影响。

图 1：2023H1 申万一级行业涨跌幅（截至 2023 年 6 月 30 日）



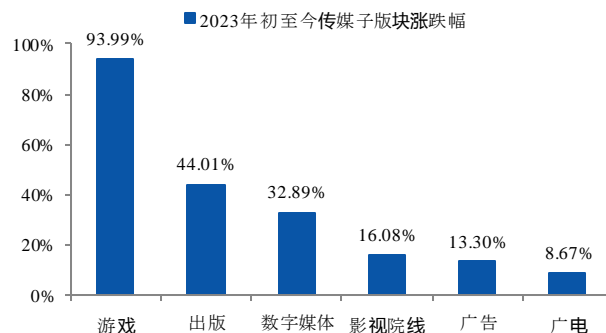
资料来源：wind，财信证券

图 2：2023H1 申万传媒指数月度涨跌幅(截至 6 月 30 日)



资料来源：wind，财信证券

图 3：2023H1 传媒子版块涨跌幅(截至 6 月 30 日)



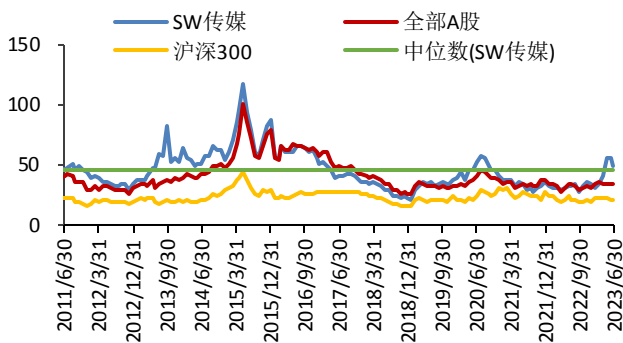
资料来源：wind，财信证券



## 1.2 估值回顾：位处历史中部偏上水平，AI 助力估值持续修复

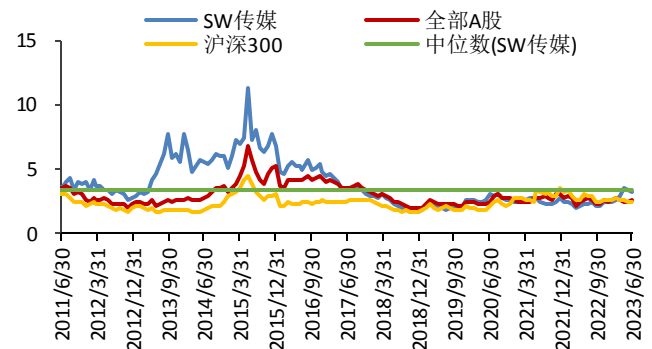
AI 大模型持续迭代、下游应用场景不断拓展下，传媒板块估值持续修复。截至 2023 年 6 月底，传媒（申万）板块 PB（MRQ，中值）为 3.27 倍，位于 2010 年以来的后 45.06% 分位，相对沪深 300 的比值为 1.33 倍；PE（TTM，中值）为 49.75 倍，较 5 月中旬（56 倍上下）有所回调，位于 2010 年以来的后 59.26% 分位，相对沪深 300 的比值为 2.36 倍；与 2020 年估值中枢相近，仅次于 2013 年-2015 年估值区间水平。

图 4：申万传媒行业 PE（TTM，中值）



资料来源：wind，财信证券

图 5：申万传媒行业 PB（MRQ，中值）

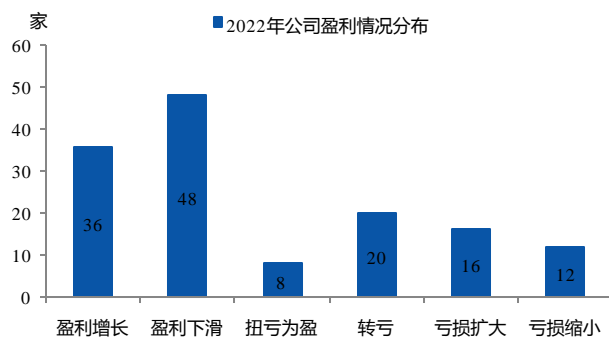


资料来源：wind，财信证券

## 1.3 业绩回顾：2022 年业绩承压，2023Q1 业绩同比有所复苏

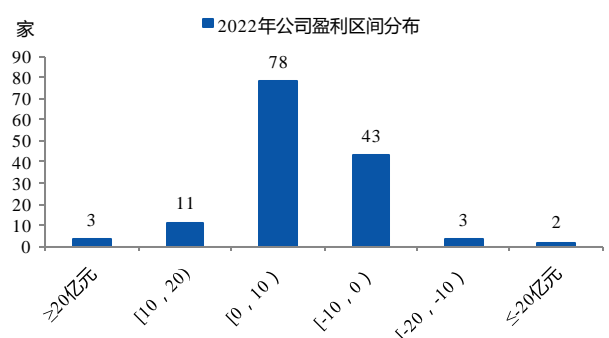
从盈利情况来看，2022 年有 92 家上市公司实现盈利（盈利增长 36 家、盈利下滑 48 家、扭亏为盈 8 家），48 家上市公司实现亏损（转亏 20 家、亏损扩大 16 家、亏损缩小 12 家）。从盈利区间来看，上市公司的盈利规模普遍降低，其中，归母净利润在 20 亿元以上的仅有 3 家，分别是三七互娱（29.54 亿元）、分众传媒（27.90 亿元）、凤凰传媒（20.82 亿元）；10 亿元~20 亿元的有 11 家，0~10 亿元的有 78 家，-10 亿元~0 亿元的有 43 家，-20 亿元~10 亿元的有 3 家；-20 亿元以下的仅有 2 家，分别为蓝色光标（-21.75 亿元）、世纪华通（-70.92 亿元），造成两者大幅亏损的主因系计提了商誉、长期股权投资等在内的大额资产损失。（以申万行业分类（2021）为标准，选取传媒行业标的作为统计样本）

图 6：2022 年传媒上市公司盈利状况统计



资料来源：wind，财信证券

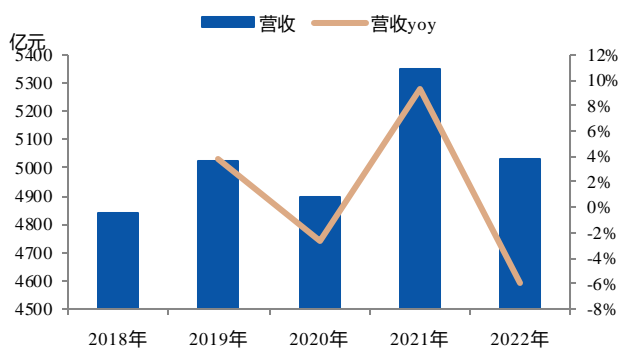
图 7：2022 年传媒上市公司盈利区间分布



资料来源：wind，财信证券

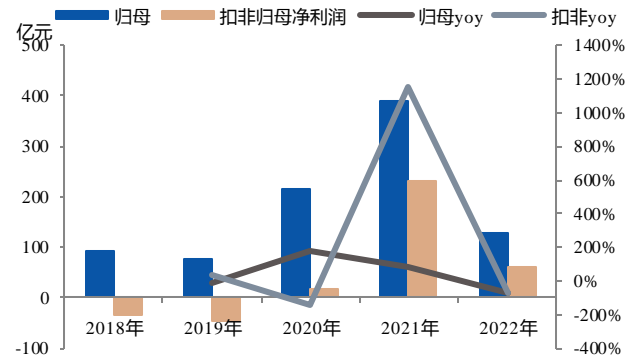
2022 年传媒板块业绩承压，主要系大环境影响下需求减弱、收入下滑、资产减值损失增所致。2022 年传媒行业上市公司实现营收 5029.46 亿元，同比增速-5.98%；归母净利润 129.11 亿元，同比增速-66.77%；扣非归母净利润 60.29 亿元，同比增速-74.06%；毛利率 30.38%，同比略增 0.08pct；归母净利率 2.57%，同比减少 4.70pc；费用率同比略有增加，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 11.62%、7.98%、3.39% 和 0.03%，同比分别增加 0.36pct、0.45pct、0.22pct 和-0.36pct；经营活动现金流净额 660.71 亿元，同比减少 79.32 亿元，占营收比重同比减少 0.70pct 至 13.14%。在大环境疲软、企业经营状况边际转差的条件下，2022 年传媒行业上市公司分别计提资产减值损失和信用减值损失 202.11 亿元和 79.01 亿元，同比分别多增 72.18 亿元和 32.34 亿元；其中，商誉减值损失 110 亿元，同比多增 46.29 亿元，主要系世纪华通和蓝色光标分别计提商誉减值 54.28 亿元和 12.82 亿元；存货跌价损失 26.63 亿元，同比减少 0.81 亿元。

图 8：2018 年-2022 年传媒行业营收及其同比增速



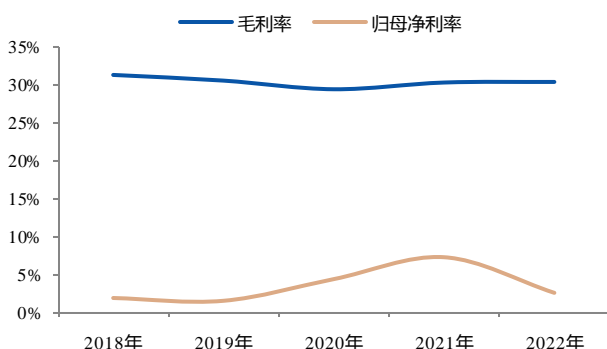
资料来源：wind，财信证券

图 9：2018 年-2022 年传媒行业盈利及其同比增速



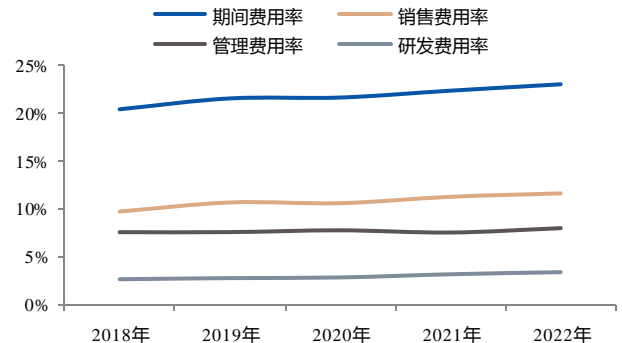
资料来源：wind，财信证券

图 10：2018 年-2022 年传媒行业毛利率及归母净利率



资料来源：wind，财信证券

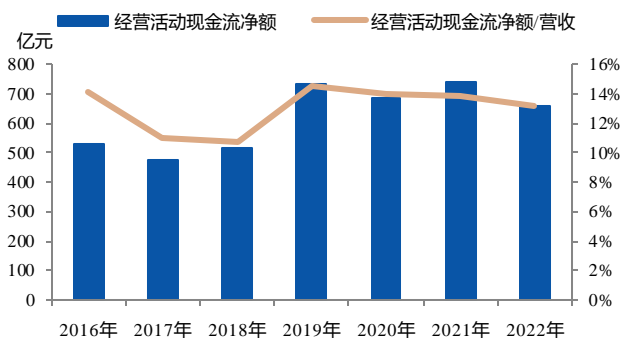
图 11：2018 年-2022 年传媒行业费用率情况



资料来源：wind，财信证券

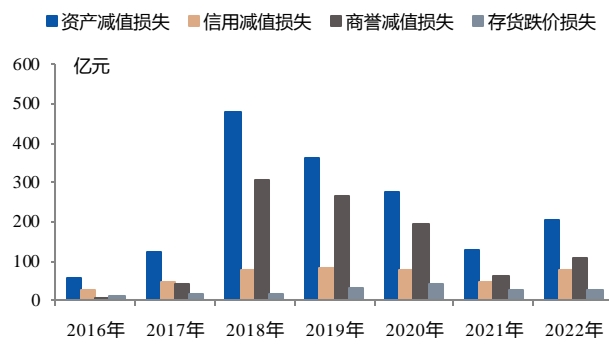


图 12：2018 年-2022 年传媒行业经营活动现金流净额



资料来源：wind，财信证券

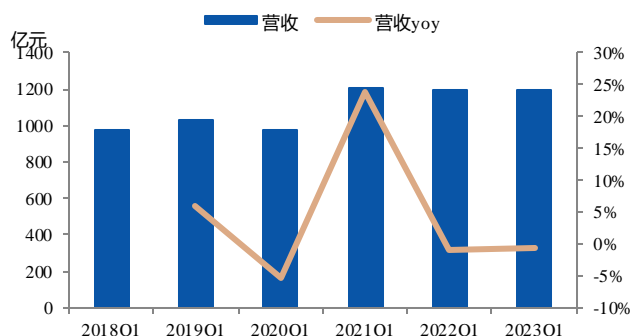
图 13：2018 年-2022 年传媒行业资产减值损失明细



资料来源：wind，财信证券

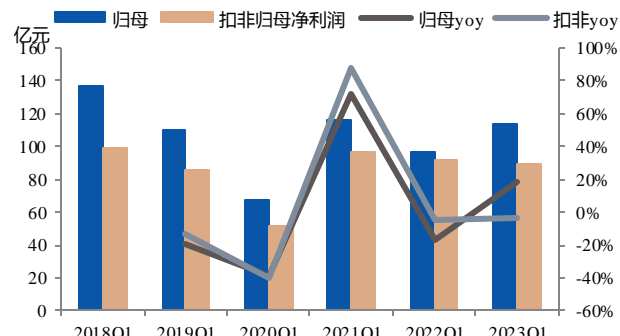
随着疫情防控全面放开、消费需求逐渐修复，2023Q1 业绩呈现复苏迹象。单季度来看，2023Q1 传媒行业上市公司实现营收 1190.59 亿元，同比增速-0.58%；归母净利润 113.92 亿元，同比增速 8.34%；扣非归母净利润 89.04 亿元，同比增速-3.18%。费用率有所下滑，盈利能力随之提升，2023Q1 传媒行业上市公司毛利率 31.21%，同比略减 0.96pct；归母净利率 9.57%，同比增加 1.53pct；销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 11%、7.65%、3.15%、0.12%，同比分别变化-0.61pct、0.21pct、-0.06pct、-0.20pct。

图 14：2018Q1-2023Q1 传媒行业营收及其同比增速



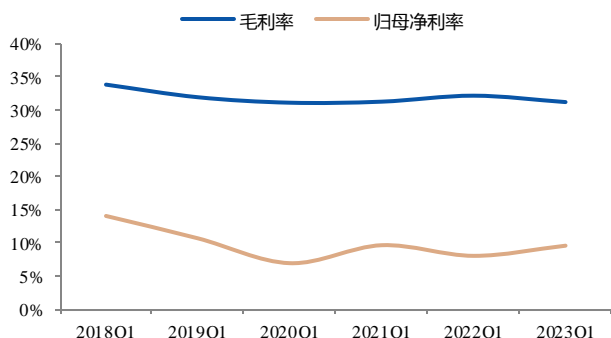
资料来源：wind，财信证券

图 15：2018Q1-2023Q1 传媒行业盈利及其同比增速



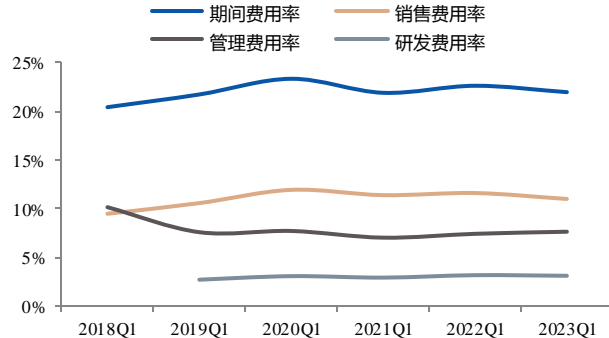
资料来源：wind，财信证券

图 16：2018Q1-2023Q1 传媒行业毛利率及归母净利率



资料来源：wind，财信证券

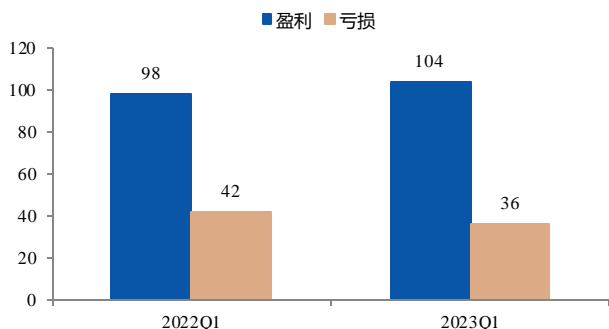
图 17：2018Q1-2023Q1 传媒行业费用率情况



资料来源：wind，财信证券

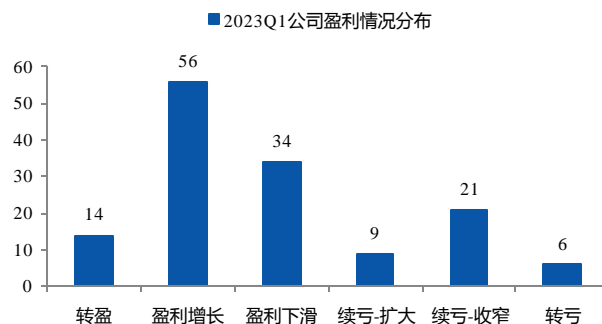
从盈利情况来看，2023Q1 传媒行业上市公司中有 104 家实现盈利（占比 74.29%），较 2022Q1 盈利数量多增 6.12%；其中，有 14 家实现同比转盈，56 家实现同比正增长，34 家实现同比下滑；36 家实现亏损，其中，有 9 家为亏损扩大，21 家实现亏损收窄，6 家实现同比由盈转亏。

图 18：2023Q1 传媒行业上市公司盈利和亏损数量



资料来源：wind，财信证券

图 19：2023Q1 传媒行业上市公司盈利状况统计

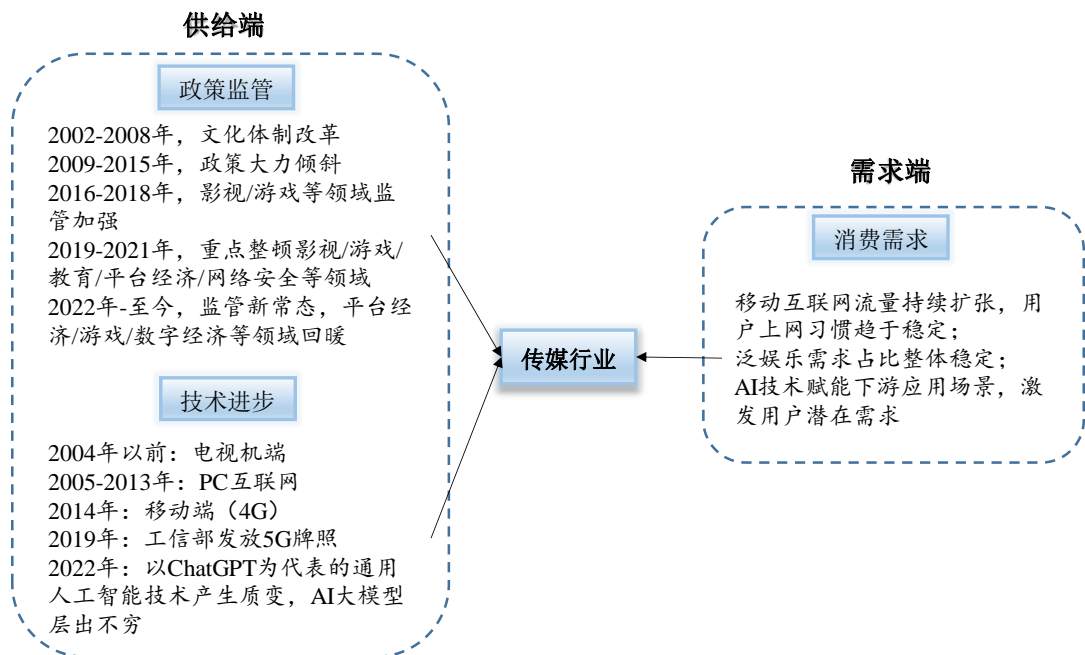


资料来源：wind，财信证券

## 2 驱动因素：政策、技术、需求

从驱动力来看，传媒行业的发展主要受到政策监管、技术进步和消费需求三个方面的影响。供给端的影响主要来自政策监管和技术进步，政策监管对供给边界会形成外部扰动，而技术进步往往是产业周期变革的重要推力。由于人们对内容创新的需求源源不断，因此，需求端弹性较大、但也会受到供给端的制约。

图 20：传媒行业驱动因素



资料来源：wind，财信证券

### 2.1 政策监管：监管态势整体回暖，积极引导 AI 重大应用和产业化发展

今年以来，政策监管态势整体回暖。我们观察到此前针对平台经济、文娱游戏等重点领域的前期整治取得了积极成效，行业运行规范化、合理化，今年以来的监管态度也有了积极转向。如针对平台经济，重点强调要发挥其带动就业创业、拓展消费市场、创新生产模式等作用；游戏方面，在 2022 年 4 月重启版号以来，发放节奏逐渐常态化，官方也强调要重视游戏产业的科技价值，肯定其作为人工智能技术创新和应用场景的意义，下半年版号数量方面或有积极变化。

**重视顶层设计，积极引导 AI 重大应用和产业化发展。**为抢抓人工智能发展的重大战略机遇，构筑我国人工智能发展的先发优势，2017 年国务院印发了《新一代人工智能发展规划的通知》，提出“三步走”战略：到 2020 年人工智能总体技术和应用与世界先进水平同步，到 2025 年人工智能基础理论实现重大突破，到 2030 年人工智能理论、技术与应用总体达到世界领先水平。为加强人工智能应用场景建设，2022 年我国又陆续出台了《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》和《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》，强调着力打造人工智能重大场景，形成可复制推广的标杆应用，实现 AI 与实体产业经济的深度融合。随着技术持续发展，2022 年底以 ChatGPT 为代表的生成式人工智能技术路线被证实可行，我国互联网大厂、细分领域企业龙头等相继发布自己的大模型，相应监管也紧密跟进。2023 年 4 月，国家网信办发布《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》，就软件安全性、数据合法性、结果合规性等多方面做出规定，进一步体现出国家对顶层设计的高度重视。

**表 1：近两年传媒领域重要政策及事件**

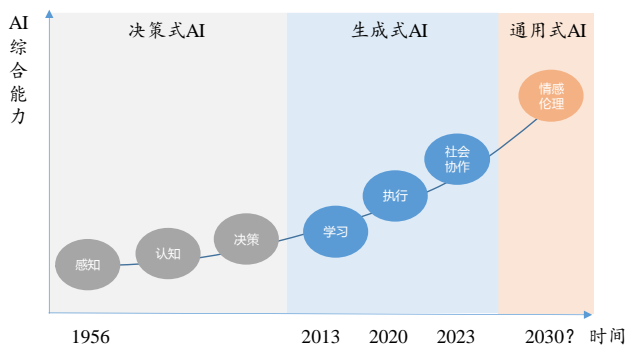
重要政策及事件	
人工智能	2017 年，国务院《新一代人工智能发展规划》；2020 年，五部门《国家新一代人工智能标准体系建设指南》；
	2021 年，《十四五规划纲要和 2035 远景目标纲要》；
	2022 年 7 月，科技部六部门《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》；
	2022 年 8 月，科技部《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》；
	2023 年 4 月，国家网信办《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》；
数字经济	2023 年 6 月，国家互联网信息办公室发布境内深度合成服务算法备案清单
	2022 年 1 月，国务院《十四五数字经济发展规划》；
	2022 年 5 月，中共中央、国务院《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》；
	2022 年 11 月，五部门《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》；
平台经济	2023 年 2 月，国务院《数字中国建设整体布局规划》
	2022 年 4 月，中央政治局会议提出：完成平台经济专项整改，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施；
	2022 年 7 月，中央政治局下半年经济工作会议提出：对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例；
	2022 年 12 月，中央经济工作会议：支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手；
	2023 年 3 月，政府工作报告：大力发展数字经济；发挥平台经济带动就业创业、拓展消费市场、创新生产模式等作用；
游戏	2023 年 3 月，经济日报：提升平台经济价值，促进数据要素深入参与经济循环
	2022 年 4 月，游戏版号时隔 8 个月重启发放；2022 年 11 月，人民网《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》；
	2022 年 12 月，全国政协委员王学坤认为应鼓励开发弘扬社会主义核心价值观的游戏；
	2023 年 2 月，新华社《别忽视游戏行业的科技价值》；
	2023 年 6 月，国家新闻出版署主办了首届网络出版发展论坛，积极肯定了游戏成为人工智能创新和应用场景的意义

资料来源：中国政府网，网信办，工信部，国家新闻出版总署，财信证券

## 2.2 技术进步：AI 大模型持续迭代，赋能下游应用生态

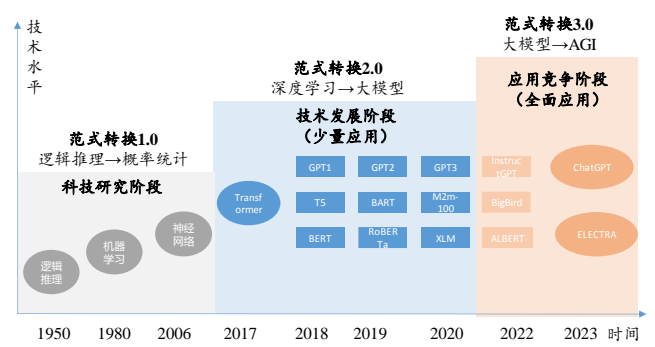
**ChatGPT 推动 AI 向通用人工智能靠拢。**ChatGPT 是一种基于自然语言处理技术的生成式 AI 模型，它使用了大规模的预训练语言模型，能自动从输入的文本中学习语言模式和上下文信息，并生成新的文本，因此也被广泛应用于对话系统、聊天机器人、智能客服等领域。ChatGPT 自推出后，用户流量得到快速提升，下游应用场景不断拓展。自 2022 年 11 月 30 日发布后，ChatGPT 仅用 2 个月便积累了 1 亿用户数量，而全球头部消费级应用 TikTok、Instagram 达到 1 亿用户分别用了 9 个月、30 个月；5 月 13 日，OpenAI 宣布向所有 ChatGPT Plus 用户开放联网功能和众多插件，这些插件包括推荐餐厅、制定网上购物计划、出游、办公、检索、语言教学等，涵盖衣食住行各个方面；5 月 19 日，ChatGPT 的 iOS App 版本在美区 App Store 应用商店率先上线。

图 21：AI 能力进化曲线



资料来源：同花顺, 甲子光年, 财信证券

图 22：ChatGPT 的技术演化路径与历史地位



资料来源：同花顺, 甲子光年, 财信证券

表 2：海内外主要 AI 大模型情况

企业	大模型	参数	算力	模型类型
OpenAI	GPT3.5	1750 亿	3640 (Pflops-day3) / 上万块 V100 GPU 组成 gao 带宽集群算力	多模态预训练模型结合 人类参与强化学习
清华大学联合达摩院	八卦炉	174 万亿	国产“海洋之光”超级计算机	多模态预训练模型
阿里	M6	10 万亿	512 块 GPU	多模态预训练模型
腾讯	混元	万亿	腾讯太极机器学习平台	多模态预训练模型
华为云	盘古	千亿	鹏城云脑 II 和全场景 AI 计算框架 MindSpore, 2048 块 GPU	多模态预训练模型
微软和英伟达	Megatron-Turing	5300 亿	280 块 GPU	NLP 大模型
百度和鹏程实验室	ERNI 3.0 Titan	2600 亿	鹏城云脑 II (2048 CPU) 和百度飞 桨	NLP 大模型
浪潮信息	源 1.0	2457 亿	4095 (Pflops-day) / 2128 张 GPU	NLP 大模型
商汤科技等	书生 (INTERN+)	100 亿	商汤 AIDC, 峰值算力 3740Petaflops3	计算机视觉模型
中科院自动化所	紫东太初	千亿	昇腾 AI 基础软硬件平台	图、文、音三模态
复旦大学	MOSS	百亿	复旦大学超算中心	对话式大型语言模型

资料来源：同花顺, 甲子光年, 财信证券

**国内外 AI 大模型持续迭代，下游应用场景不断拓展。**6 月 13 日，OpenAI 宣布对其大语言模型 API (包括 GPT-4 和 GPT-3.5-turbo) 进行重大更新，包括新增函数调用功能、降低使用成本等多项内容，其中最受欢迎的嵌入模型 Text-embedding-ada-002 成本降低 75%，GPT-3.5-turbo 的输入 token 成本降低 25%。与此同时，国内大模型也在快速迭代，百度自 3 月 16 日文心一言内测以来，一个多月完成了 4 次大的技术升级，大模型推理性能提升近 10 倍；此外，讯飞星火认知大模型 1.5、智源悟道 3.0、360 智脑 4.0、中国科学院“紫东太初”2.0 等也相继在 6 月推出。随着 AI 大模型处理能力的提升，下游应用场景也在不断拓展，如 ChatGPT 推出众多插件和联网功能，可获取实时最新数据和事件，大幅提升集成处理问题的能力，拓展更广泛的应用场景，向更加智能化、更贴近用户的方向发展。目前，ChatGPT 已在文科类岗位中广泛应用，如客服、教育、咨询等，未来有望在医疗、金融、物流等更多领域发挥切实作用。

**表 3：国内 AI 大模型快速跟进迭代**

企业	最新进展
百度	自 3 月发布后的一个多月中完成了 4 次大的技术升级，推理性能提升近 10 倍。主要提供两种服务：一是以文心一言为核心，为客户提供大模型服务，助力其改造产品和生产流程；二是允许企业基于文心千帆上的任何开源或闭源的大模型，开发专属大模型，并提供大模型开发和应用的整套工具链
科大讯飞	三个里程碑关键节点：6 月 19 日发布“讯飞星火认知大模型”V1.5，将突破开放式问答、多轮对话能力明显提升、数学能力再升级；8 月 15 日，代码能力升级以及多模态交互能力提升，希望能帮助更多的合作伙伴及开发者团队；10 月 24 日，将实现通用模型对标 ChatGPT，中文超越 ChatGPT 的当前版本，英文能做到相当水平，并在教育、医疗等领域做到业界领先
北京智源研究院	6 月 12 日，推出悟道 3.0 大模型体系，其中语言大模型 AquilaChat 内部评测认为综合能力已能够达到 GPT-4 的 70% 左右，甚至在某些单项任务上的分数比后者更高
360	6 月 13 日，发布认知型通用大模型“360 智脑 4.0”及 360AI 数字人，360 智脑在多模态等关键能力上完成迭代，将全面接入“360 全家桶”
百川智能	6 月 15 日，推出 70 亿参数量的开源中英文预训练大模型——baichuan-7B，为同等参数规模下中文表现最优秀的原生预训练模型
中科院自动化研究所	6 月 16 日，发布“紫东太初”2.0 全模态大模型，除了读懂图文外，还能“看懂”来自现实世界的影像数据、力触觉、工业传感信号等物联数据
美图	6 月 19 日，推出 7 款 AI 新品，除了底层的 AI 视觉大模型 MiracleVision 奇想智能外，还包括中间层的能修图修视频的美图 AI 助手 RoboNeo，应用层的 AI 数字人生成工具 DreamAvatar、一站式 AI 视觉创作服务应用 WHEE、用 AI 制作口播视频的开拍、桌面端 AI 视频编辑工具 WinkStudio、加速 AI 商业设计的美图设计室 X-Design，覆盖图片/视频/设计/数字人等多领域，从生活场景向生产力场景进化

资料来源：wind，财联社，财信证券

**AIGC 重塑内容生产流程，赋能传媒领域多细分场景变革。**AIGC 即生成式人工智能，基于生成对抗网络、大型预训练模型等技术方法，经过学习和推理的训练后，可自动生成文字、图像、音频、视频等内容。AIGC 旨在将不同模态的数据进行有效协调和协同生成，进而实现更全面、准确的智能决策和预测。目前，较为成熟运用的模态主要为文本和图像生成，如以 GPT 和 BERT 为代表的自然语言大模型，以 Stable Diffusion、DALL-E2、Midjourney 等为代表的文生图 AI 工具。在内容生产领域，AIGC 为行业带来的变革主要在“降本”和“增效”两个方面：一是通过节省人力、重塑生产流程，降低生产成本和



内容创作门槛，提高生产效率和产能上限；二是 AIGC 使得人机交互更加智能化，全新的内容体验带来更多元的用户生态，用户粘性和潜在付费意愿进一步提升。目前，在游戏、广告、影视等多个细分领域，AI 工具逐渐被整合进入生产运营流程，如 Unity 推出了“Unity Sentis”及“Unity Muse”两款 AI 驱动工具，赋能游戏开发者生态；蓝色光标宣布为全面拥抱 AIGC，全面停用文案外包；光线传媒发布了由 AI 设计生产的《去你的岛》官宣海报。因此，我们认为未来 AIGC 技术有望广泛应用于多个下游应用场景，成为下一代互联网基础设施，为更多创作者提供更智能、更便捷的生产工具，为消费者带来更多元、更新颖的内容体验。

**表 4：AI 技术赋能传媒内容生产**

落地行业	AI 赋能主要逻辑
游戏	1) 降本方面，AI 可以在美术、文本故事、程序代码、配乐等方面替代部分初级人力，进而提高潜在利润率水平。 2) 增效方面，文生文、文生图片等 AI 工具可以大大缩短创作周期、提高生产效率，打破现有的产能掣肘、加快内容上线速度；同时，AI 赋予 NPC 更智能的交互性、平衡战斗体系、辅助数值体系设计等来丰富游戏生态体验，甚至利用 AIGC 来探索更多游戏的玩法类型，进而提升用户潜在的付费意愿
广告	1) AI 赋能重塑行业生产流程：目标客户定位和分析，实现个性化方案设计；内容自动生成，实现降本增效，助力数字化营销形成闭环；自动化推送和投后分析复盘。2) AI 技术助力创新广告形式：“AI+应用”层出不穷，流量入口和使用场景重新分配。3) AI 赋能下的虚拟人，更加拟人化、自动化、适配化
影视院线	目前文生视频技术尚不完全成熟，AI 技术的应用主要体现在剧本创作、后期制作、宣发运营、个性化推荐等方面
出版	1) 对于出版行业而言，AI 主要在选题策划、内容编辑和校对、后期营销等环节提高决策和内容生产效率，缩短必要工作环节的时间，达到降本增效的效果。2) 出版行业拥有海量、正版优质 IP，可反哺 AI 大模型训练，优质 IP 商业价值得以提升。3) 出版企业基于自身独特的渠道和内容资源优势，“AI+教育”具备较大的发挥空间

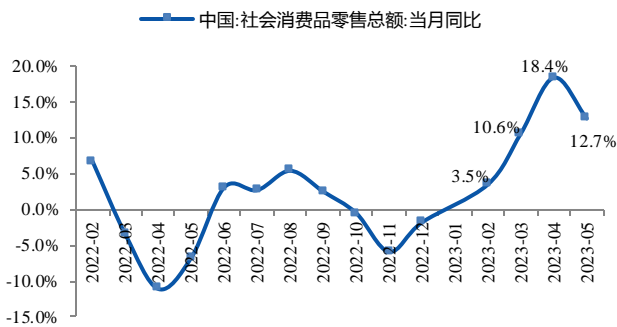
资料来源：财信证券

### 2.3 消费需求：泛文娱消费占比短期略降，AI 应用有望挖掘新需求

**外部消费弱复苏，流量大盘稳中有升。**随着疫情防控放开、生产活动加快，上半年全国社零消费市场同比有明显修复，2023 年 1-2 月中国社零总额同比增速开启由负转正，旅游、零售、餐饮、电影等多个细分领域同比修复明显，但以电影票房为代表的行业较疫情前水平仍有差距，整体呈现弱复苏态势。流量大盘方面，移动互联网活跃用户规模持续增长，新生代网民成为增长主力。截至 2023 年 3 月末移动互联网活跃用户规模已达到 12.03 亿，同比增加 2904 万；人均 app 的日均使用时长基本稳定在 5 小时以上；25 岁及以下、26-35 岁、36-45 岁、46 岁及以上的用户占比分别为 23.2%、23.5%、20%、33.2%，同比分别增加 1pct、-0.7pct、-0.1pct、-0.3pct。展望下半年，随着国常会一系列推动经济持续向好回升的措施出台、互联网行业进入平稳高质量发展阶段，消费市场复苏有望进一步激发互联网行业活力，为行业发展提供新动能。

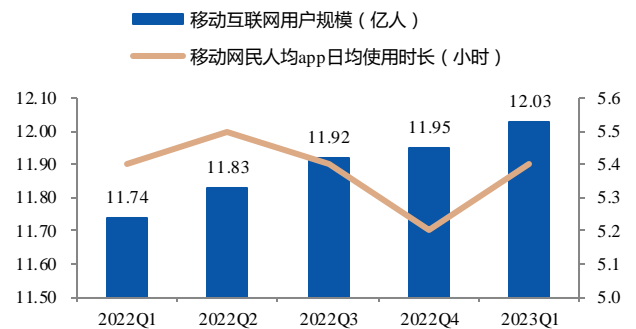


图 23：中国社会消费品零售总额当月同比



资料来源：wind，财信证券

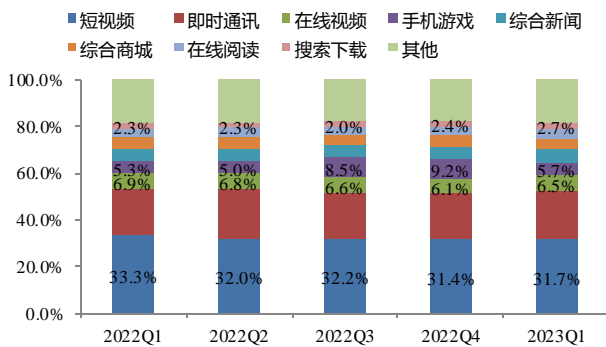
图 24：移动互联网用户规模及日均 app 使用时长



资料来源：同花顺,极光数据研究院，财信证券

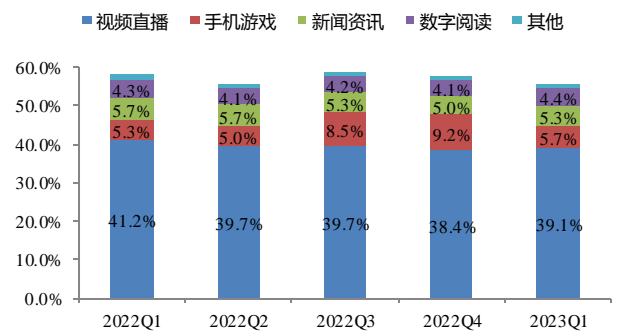
泛娱乐用户时长占比短期略下滑，“AI+应用”有望挖掘新需求。一方面，受疫情防控解除、用户注意力向线下转移影响，2023Q1 泛娱乐行业 app 日均使用时长占比出现下滑，同比减少 2.1pct 至 55.9%。其中，短视频、在线视频、手机游戏等行业的用户时长占比同比下滑较多。另一方面，随着以 ChatGPT、Stable Diffusion、Midjourney 等为代表的 AIGC 技术产生质变，结合下游应用场景的变革层出不穷。最先应用 AIGC 技术的搜索下载行业在 2023Q1 的用户时长占比增长至 2.7%，同比和环比分别提升了 0.4pct 和 0.3pct。可以看到，AI 技术加持下的互联网行业正迎来智能化变革窗口期，AI+新闻、AI+电商、AI+广告、AI+游戏、AI+智能剪辑等各个互联网场景将有望被 AIGC 技术重塑产品功能，提升用户生态体验，进而挖掘更多的潜在场景需求。

图 25：移动网民 app 每日使用时长 top8 类型



资料来源：同花顺,极光数据研究院，财信证券

图 26：泛娱乐细分行业 app 每日使用时长占比



资料来源：同花顺,极光数据研究院，财信证券

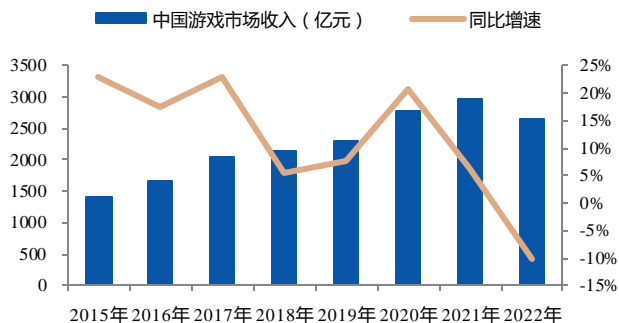
### 3 游戏：监管态度转暖，AI 助力全流程制作

#### 3.1 市场同比开启修复，新品周期助力后续回正

3 月以来，手游市场规模同比降幅逐月收窄。受过去两年疫情干扰、居民消费需求不足、版号暂停等影响，2022 年中国游戏行业出现萎缩。根据伽马数据，2022 年中国游戏市场收入规模同比降低 10.33% 至 2658.84 亿元，用户规模同比降低 0.33% 至 6.64 亿人。但随着此轮版号重启发放、多款高质量新品定档上线，今年 3 月以来中国手游市场收入规模同比降幅开始明显收窄至个位数以内。3 月中国手游市场收入规模同比降幅收窄至

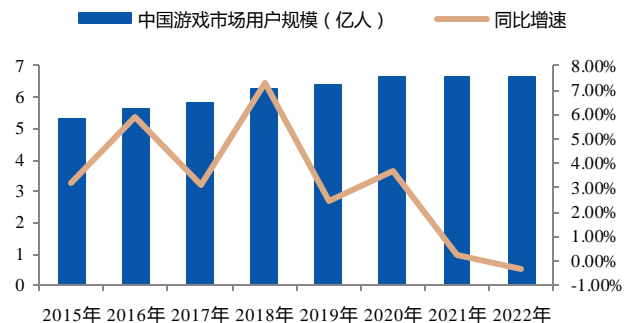
-5.89%（2月为-28.40%）、环比微增0.67%；4月中国手游市场收入规模同比降幅进一步收窄至-4.37%、环比增长4.03%。出海方面，新品助力下的环比增速也有所修复，4月中国自研游戏海外市场收入13.24亿美元，同比增速-13.80%、环比增长3.28%。

图 27：中国游戏市场收入规模及其同比增速



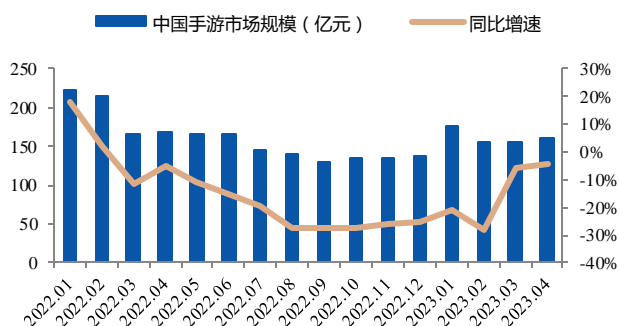
资料来源：伽马数据，财信证券

图 28：中国游戏市场用户规模及其同比增速



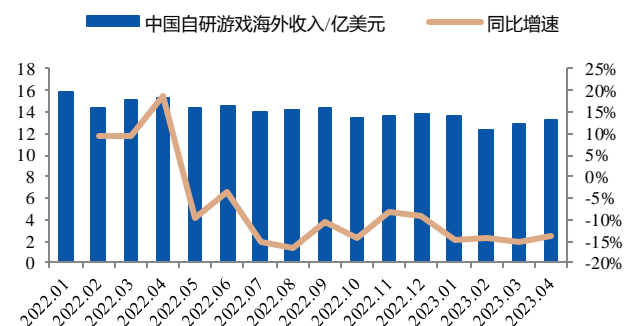
资料来源：伽马数据，财信证券

图 29：中国手游市场收入规模及其同比增速



资料来源：伽马数据，财信证券

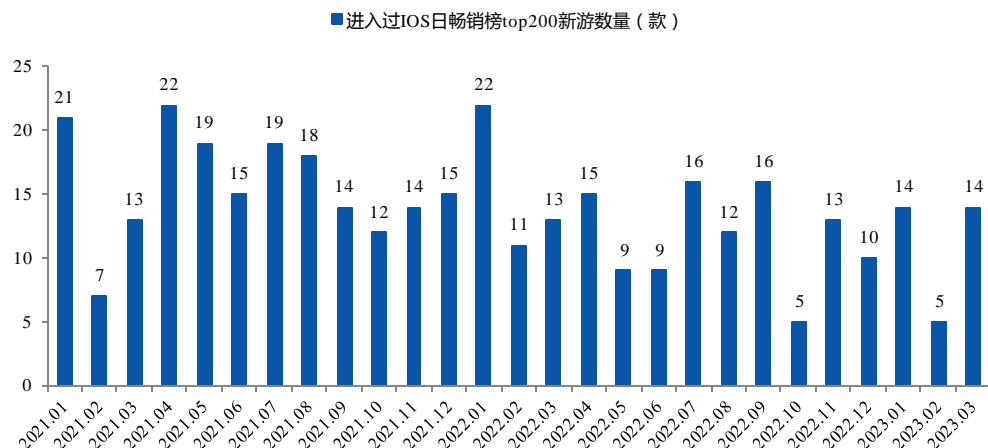
图 30：中国自研游戏海外市场收入及其同比增速



资料来源：伽马数据，财信证券

新品贡献可观收入，后续大盘有望止跌回升。新品方面，近期上线的多款新品表现可观，3月24日上线的《原始征途》（巨人网络）预估月流水破2亿元；4月14日上线的《天龙八部2》预估首月流水超2亿元；4月18日上线的《合金弹头：觉醒》（腾讯）预估首月流水超5亿元；4月26日上线的《崩坏：星穹铁道》（米哈游）表现最为亮眼，5月即超越《原神》位列出海手游收入榜首位、并蝉联增长榜冠军，预估首月流水超12亿元；5月24日上线的《凡人修仙传：人界篇》预估首月流水5-7亿元，目前全渠道日均流水预估稳定在1000万元以上。境外新游也逐渐贡献增量，3月28日上线的《万龙觉醒》（莉莉丝代理、乐狗研发）进入了多个国家与地区的IOS免费榜top10，预估4月流水达1.6亿元。根据Gamelook统计，上半年上线的新游收入，已经占到整个市场大盘月收入的30%，新品贡献收入的逻辑正在逐渐兑现。随着后续众多主力产品的定档，市场规模有望实现同比正增长。

图 31：进入过 IOS 日畅销榜 top200 的新游情况

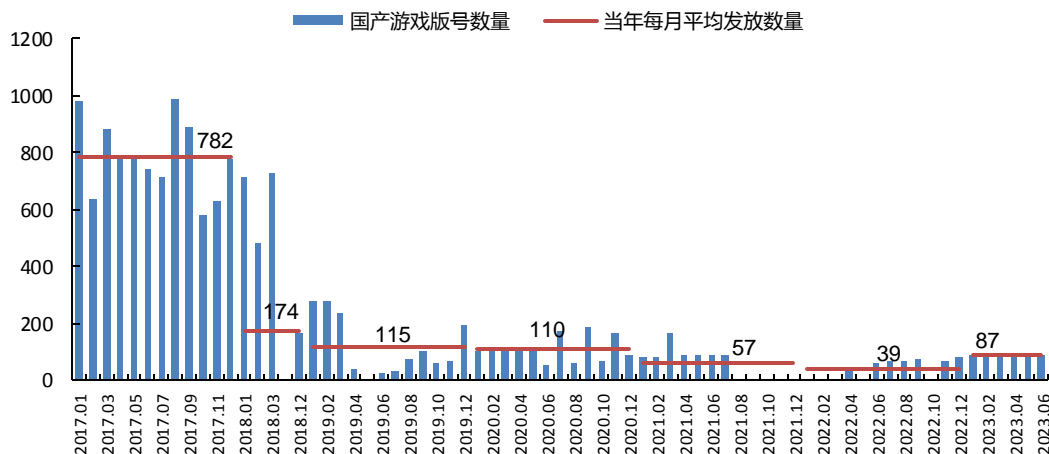


资料来源：伽马数据，财信证券

### 3.2 版本号趋势向好，市场建立常态化预期

**版本号趋势向好，市场建立常态化预期。**自 2022 年 4 月版本号重启以来，市场逐渐建立起版本号常态化信心；尤其自 2022 年 12 月以来，版本号质量明显提升，多款大厂主力产品陆续获得版本号、两批进口版本号也相近发放（2022 年 12 月 45 款、2023 年 3 月 27 款），几乎每月数量都稳定在 87 款上下。2023 年 6 月 16 日，国家新闻出版署主办了首届网络出版发展论坛，再次正面肯定了游戏的产业价值，提到如《英雄联盟》、《王者荣耀》等倡导的“团队精神、合作理念”，《和平精英》对“英雄正义的讴歌”，《原神》“探索精神和创新意识”等，同时也肯定了国内外游戏合作的价值、AIGC 技术对游戏产业的创新推动作用等。Gamelook 认为，首届网络出版发展论坛的召开得到了官方的认可和重视，标志着游戏已成为国际文化交流的重要窗口。随着过去几年版本号总量调控、未成年人防沉迷等工作取得阶段性成效，未来国内版本号总量调控政策或将迎来积极变化，待时机成熟、版本号发放数量有望进一步提升。

图 32：国产游戏版本号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，财信证券

### 3.3 AI 助力降本增效，提升长期有效空间

AI 对游戏行业的影响逻辑主要在于“降本”和“增效”两方面。降本方面，AI 可以在美术、文本故事、程序代码、配乐等方面替代部分初级人力，进而提高潜在利润率水平。参考 A 股游戏公司及部分研发费用率较高的游戏大厂，目前的平均研发费用率大约 15%-30%；研发成本中大约 70% 为美术成本；假设 AI 技术最终能够减少 30%-50% 的美术成本，则大约能提升 3.15%-10.5% 的利润率。2022 年中国手游市场规模大约 2000 亿元，根据一般的研发商（20%-30%）、代理商（20%-30%）及渠道商（IOS 平台 30%/安卓渠道 50%）的流水分成比例，节省的研发成本对应到游戏行业的规模大约为 60 亿元-180 亿元。考虑到对于节省出的研发成本，部分或用于加大营销推广，实际提升的利润率空间大约在 3%-5%。增效方面，文生文、文生图片等 AI 工具可以大大缩短创作周期、提高生产效率，打破现有的产能掣肘、加快内容上线速度。同时，AI 赋予 NPC 更智能的交互性、平衡战斗体系、辅助数值体系设计等来丰富游戏生态体验，甚至利用 AIGC 来探索更多游戏的玩法类型，进而提升用户潜在的付费意愿。比如《原神》后续版本的持续更新需要极大的投入，新角色、新地图、各地区不同的主线和支线的故事等均需较长的制作周期。随着 AIGC 技术引入游戏开发全流程，就可以提高版本的更新频次、缩短玩家等待时间、丰富地图探索性和 NPC 的智能交互性，进一步延长用户的生命周期。

AI 赋能游戏全制作流程，具体可进一步拆分为游戏内容制作、宣发运营及周边生态等环节。

在游戏内容制作环节，主要包括前期的立项准备、打造原型、Alpha 开发阶段、Beta 测试阶段等。①前期的立项准备工作，主要包括进行市场调查和竞品分析，确定项目类型、组建团队，并预估研发成本、项目周期。②打造原型阶段，即搭建游戏的“骨骼”，这个阶段基本实现了游戏所有的玩法、系统和功能，主要是为了验证游戏的可玩性和可实现性。此阶段，可利用 AI 图文生成技术快速生成概念图，使策划跟美术之间的交流障碍，减少中间返工成本，加速游戏 Demo 的落地。③Alpha 开发阶段，即丰富游戏的“血肉”，主要分为 3 设计和 3 制作，包括宏观设计、剧情设计、故事和环境设计，3D 建模制作、动画制作、声音制作。此阶段，可以广泛使用 AI 工具的编程能力，文本/图片/音频等资产生成能力，用于剧情生成（辅助剧情内容撰写、构建大世界架构）、角色/道具/场景生成（生成基础 2D 图，挑选最合适的用于进一步修改创作，提升工作效率）、数值设计（利用 AIGC 生成游戏角色的数值和能力，后期再进行修正）、音效制作（游戏中需要大量的背景音效，可先利用 AIGC 生成音频 Demo，提高音乐方面的制作效率，也可利用 AI 生成部分角色声音，替代部分后期配音）。④Beta 测试阶段，主要是对游戏进行迭代和测试，评测流程、玩法、修复细节 Bug。本来这项工作十分依赖玩家的参与，对于规则复杂的卡牌、策略类游戏，人力更是难以覆盖所有场景。但在 AI 工具的帮助下，则可以模拟出不同玩家的真实水平，协助完成复杂场景的测试，并且只需对 AI 进行较少的调整就能应对游戏升级、极大的减少维护成本。

在宣发和运营环节，提高发行效率、改善玩家的游戏体验。一是在发行端，AI 工具

可以用来本地化翻译、针对海外不同地区制作素材、优化不同平台的流量采买、辅助 KOL 创作内容等；二是在玩家运营环节，利用 AI 工具低成本、大规模生成 NPC，并赋予其较强的智能互动性。例如，网易宣布《逆水寒》手游中的 400 多名 NPC 都加载了伏羲人工智能实验室提供的 AI 引擎，有独立的性格特点和行为模式，进而提升玩家的互动真实感和深度参与性。此外，利用 AIbot 自动发言来带动社区活跃度，进而提升玩家留存率。

在游戏生态周边，提高 AI 可以广泛应用于支持电竞训练分析，例如电竞分析平台的 SenpAI 便可以向职业选手提供专业的比赛指导，以帮助整个团队相互配合；AI 职业教练可以向选手提供实时的战况分析和装备建议，甚至还有进攻防守的时机和位置规划等。针对比赛的结果，利用 AI 进行数据推测可以帮助观众更加精准了解比赛，提高观赛的趣味性和话题度。在直播阶段，AI 可用于直播解说以及集锦自动生成等方面。

图 33：AI 应用深入游戏全生命周期



资料来源：腾讯 AI 实验室(腾讯官方公众号)，财信证券

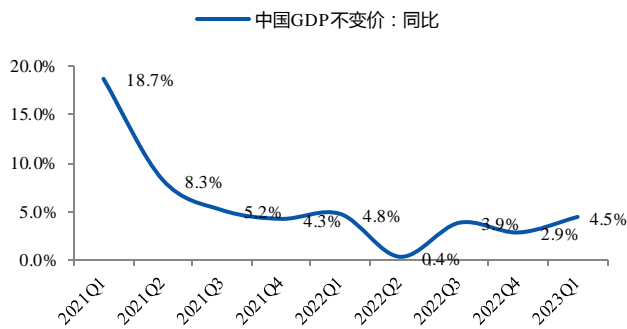
## 4 广告：市场缓慢复苏，AI 全方位赋能行业发展

### 4.1 宏观经济弱复苏，广告市场慢修复

上半年宏观经济弱复苏，广告市场慢修复。广告是典型的顺经济周期行业。在大环境影响下，2022 年中国广告市场规模 9213.50 亿元，同比增速-9.39%，也是首次录得负增长。2023 年上半年，宏观经济整体呈现弱复苏态势，广告行业同比修复速度也较为缓慢。根据 CTR，2023 年 1-5 月，整体广告市场同比增速 3.9%，较去年同期增速已由负转正。但从单月来看，3 月起整体广告市场同比开启转正、4 月和 5 月同比修复速度明显加快，具体而言，3、4、5 月整体广告市场同比增速分别为 0.2%、15.1%、21.4%，环比增速分别为 11.7%、2.9%、15.6%。在低基数下，预计后续广告市场同比将继续修复。

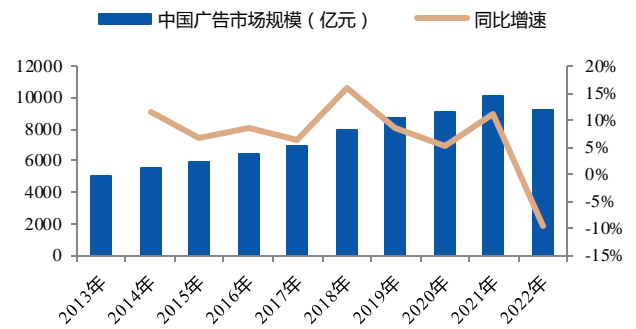


图 34：中国 GDP（不变价）同比



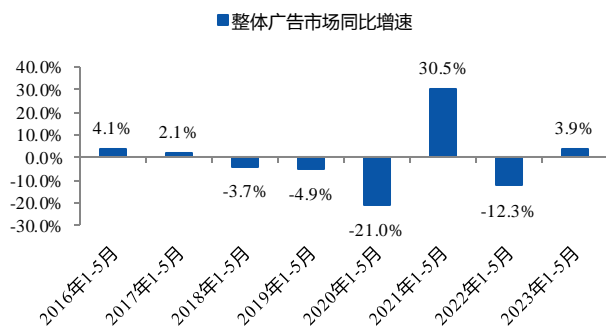
资料来源：wind，财信证券

图 35：中国广告市场规模及其同比增速



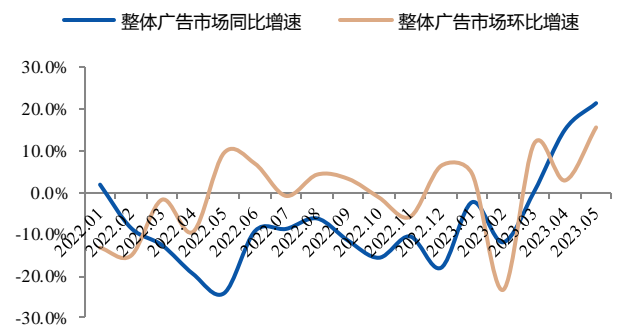
资料来源：Questmobile，财信证券

图 36：整体广告市场同比增速



资料来源：CTR，财信证券

图 37：整体广告市场同比及环比增速（分月份）

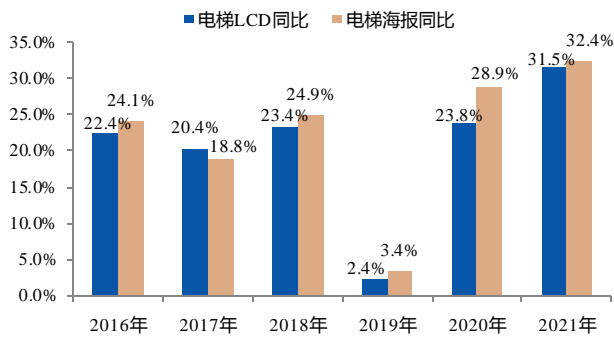


资料来源：CTR，财信证券

分渠道来看，结构性特征明显：梯媒广告、互联网广告具备长期增长潜力，年初以来复苏态势良好。一是梯媒广告，位处核心商业楼、住宅楼，面向主流价值人群、有限空间吸引用户高注意力，以品牌广告为主，也是长期以来为数不多能够持续增长的线下广告渠道之一。今年以来，在宏观经济弱复苏、整体消费态势疲软下，梯媒广告整体维持了两位数同比增长。在 618 重大购物节加持下，5 月电梯 LCD、电梯海报的同比增速分别为 33.4%、37.0%，环比增速分别为 37.9%和 27.0%。二是互联网广告，移动互联网的崛起带动用户注意力不断向线上转移，具备数字化、智能化、结果可视化等优势，尤其在宏观经济疲软时，广告主更加青睐以销售为导向的效果广告。如 2022Q2 广告主继续选择投放效果广告、占比达 87.9%，较 2020 年的 65.10%提高了 22.80pct。但受大环境影响，2022 年中国互联网广告市场规模同比仅增长 1.36%至 9213.50 亿元，占整体广告市场比重达到 72.06%，也是近十年来能够保持持续高增长的首要广告渠道。2023 年以来，互联网广告也保持了较好的复苏态势，2023Q1 中国互联网广告市场规模同比增长 2.31%至 1462.2 亿元；4 月、5 月互联网站广告同比增速分别达到了 6%、10.8%的增长态势。整体来看，梯媒广告、互联网广告具备吸引用户稳定注意力的优势，具备长期增长潜力。

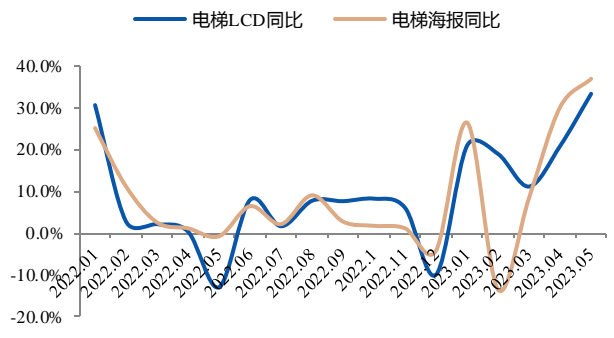


图 38：2016 年-2021 年电梯 LCD 和电梯海报同比增速



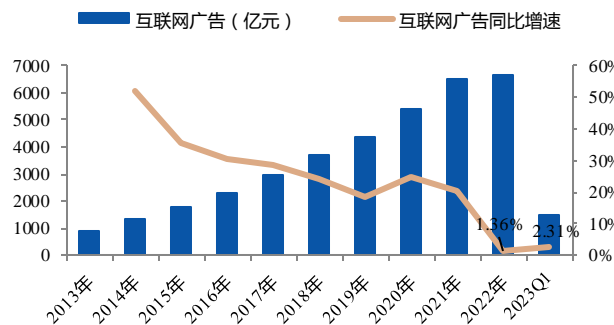
资料来源：CTR，财信证券

图 39：电梯 LCD 和电梯海报同比增速（分月份）



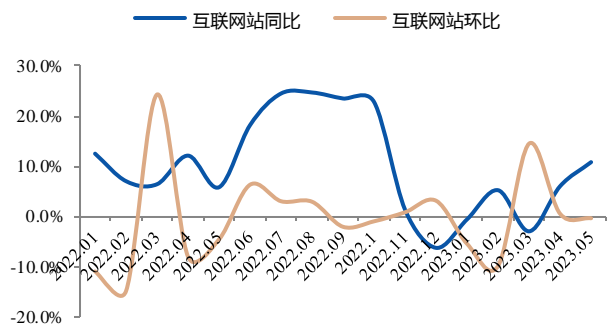
资料来源：CTR，财信证券

图 40：互联网广告规模及同比增速



资料来源：Questmobile，财信证券

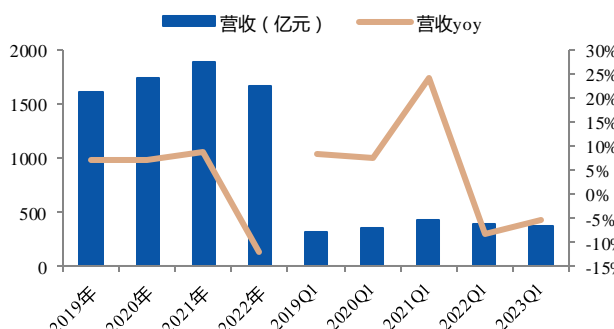
图 41：互联网站渠道广告规模同比及环比（分月份）



资料来源：CTR，财信证券

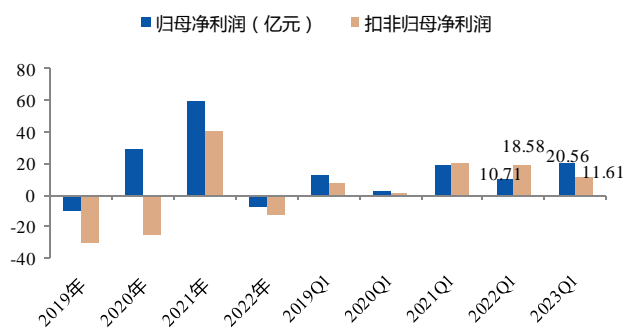
**2022 年盈利下滑，2023Q1 业绩尚未完全修复。**受疫情干扰、企业盈利能力下滑、广告投放需求不足等影响，2022 年广告营销板块上市公司实现营收 1668.99 亿元，同比降低 11.70%；归母净利润-7.47 亿元，由盈转亏。随着宏观经济弱复苏，广告大盘及消费需求有所修复、但业绩尚未完全恢复，2023Q1 广告营销板块上市公司实现营收 382.85 亿元，同比增速-5.17%；归母净利润 20.56 亿元，同比增速 91.56%；扣非归母净利润 11.61 亿元，同比增速-37.49%，主要系利欧股份（持有理想汽车股份公允价值变动收益 6.84 亿元）、分众传媒（计入当期损益的政府补助 1.87 亿元）等发生较大额非经常性收益所致。

图 42：广告营销板块上市公司营收及其同比增速



资料来源：wind，财信证券

图 43：广告营销板块上市公司（扣非）归母净利润



资料来源：wind，财信证券

## 4.2 AI 赋能全方位发展，助力数字化营销形成闭环

**AIGC 技术的成熟进一步赋能广告行业全方位、全流程发展。**具体流程可以分为：1) 目标客户定位和分析，实现个性化方案设计。使用 AI 技术对海量客户群进行定位、识别、分群，基于分群进行个性化方案设计，设置自动化营销流程。2) 内容自动生成，实现降本增效，助力数字化营销形成闭环。在数字化营销流程中，内容自动化生成是过去较为薄弱的环节，AIGC 技术的应用也有助于数字化营销实现业务闭环。例如，AI 技术可基于特定的提示词，辅助营销创意的构思，同时实现文字、图片、音频、视频等广告物料的自动化生成，替代了传统人工的重复性工作，达到降本增效的目的。3) 自动化推送和投后分析复盘。AI 技术下实现全渠道的对接，能够自动推送个性化营销方案和内容，实时优化广告投放与转化，事后针对营销全景进行复盘分析与营销方案再生成。

**AI 技术助力创新广告形式。**随着 AI 技术与各行业应用的融合，“AI+应用”层出不穷，流量入口和使用场景重新分配，广告形式也将随之创新。例如，2 月微软宣布旗下 New Bing 接入 GPT4，截至 5 月基于 GPT-4 的 Bing AI 已经提供了 5 亿次聊天，并且有 2 亿人使用该平台生成 AI 图像，日活已超过 1 亿。随着 New Bing 带来更多的商业化流量，4 月微软宣布正在尝试将搜索广告嵌入 New Bing 中。预计未来随着“AI+应用”对商业化流量的重新塑造，创新的广告形式也将更加多样化。

**此外，AI 赋能下的虚拟人，更加拟人化、自动化、适配化。**根据商汤智能产业研究院，AI 赋能虚拟人的生产过程主要体现在智能化生成、智能化驱动、智能化交互。在生成阶段，将 AI 与 CG 建模环节融合，能够支持 3D 超写实、3D 拟真、3D 卡通，2D 真人等多种数字人风格的快速生成，帮助开发者在 CG 建模环节降低所需投入的成本和时间。在驱动阶段，将 AI 与动画设计和制作环节相融合，通过算法、深度神经网络训练等提高数字人的动作协调，大幅减轻动画师的工作强度和人工成本。在交互阶段，通过视觉、语音识别等算法组合，高效构建 AI 数字人的多模态交互和深度学习能力；并可结合特定的场景和行业需求，快速定制 AI 数字人的智能语音对话和问答系统，接入后台运营管理平台后，还可在线更新和维护知识库，实现 AI 数字人的深度学习和迭代升级。

总结来看，随着 AI 技术在数字人形象生成、动作驱动和语言交互等环节的深入应用，AI 数字人逐渐变得拟人化、自动化、专业适配化。一是拟人化，从表情、姿态、动作、再到语言、语意、形态等多方面均逐渐逼近真人水平，AI 大模型使数字人更具个性化特色，从而提升交互体验；二是自动化，AI 技术重塑生产流程，在人物模型重建、动画准备和制作等各环节全面辅助数字人自动化生成，从而缩短生产周期、降低成本投入和制作门槛，加速虚拟人在下游场景的普及应用；三是专业适配化，AI 大模型赋能下，AI 数字人更加智能化，基于特定行业数据和应用场景的训练和调优后，有望适配更多细分场景。比如，天娱数科构建了 MetaSurfing-元享智能云平台，推出了接入 ChatGPT 模型的虚拟数字人“肫肫”，并于 4 月 11 日开启直播首秀。肫肫整合了数据、算法、场景多维度优势，通过大量训练和调优，形成了可以满足不同业务场景个性化需求的能力。

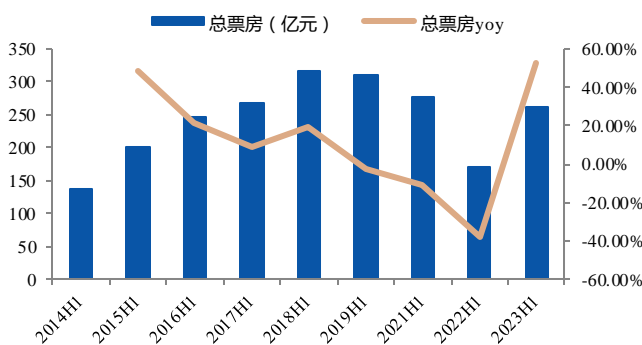
## 5 影视院线：供给好转、内容提质增效，AI 助力影视内容制作

### 5.1 电影&院线：2022 年受损严重，2023H1 恢复态势良好

市场端，2022 年受损严重，2023H1 市场回暖、下半年有望继续保持快速恢复。2022 年疫情影响下的电影市场受损严重，全年电影总票房同比下降 36.33% 至 299.47 亿元，总观影人次同比下降 38.99%，上座率同比减少 1.8pct 至 6pct。随着疫情防控全面放开、线下消费需求提升、优秀影片供给增多等，今年初以来电影市场不断修复，2023H1 全国电影票房同比增长 53.02% 至 262.90 亿元，与 2017H1 基本持平。分拆来看，观影人次提升占据主要因素，2023H1 全国观影人次同比增长 52.15% 至 6.05 亿次，平均票价同比增长 0.57% 至 43.47 元。上半年重点影片有春节档的《满江红》、《流浪地球 2》、《熊出没·伴我熊芯》等，分别收获票房 45.44 亿元、40.29 亿元、14.95 亿元，五一档的《人生路不熟》（票房 11.84 亿元），暑期档的《消失的她》（截至 6 月底已突破 20 亿），高口碑影片供应增多逐渐带动观影热情和大盘增长。此外，暑期档还有《八角笼中》、《封神第一部》、《长安三万里》、《碟中谍 7》、《超能一家人》等热门影片加持，下半年中国电影市场有望继续保持快速恢复态势。

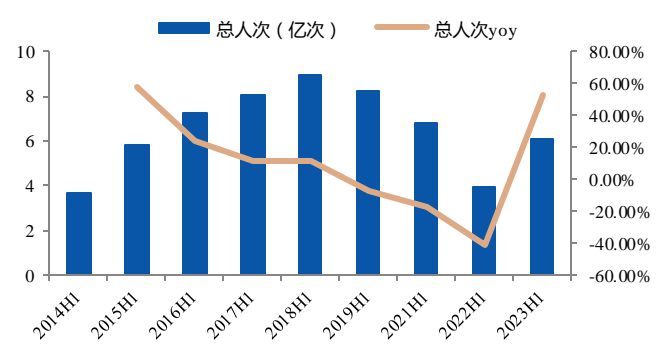
业绩端，2023Q1 同比修复明显。2023Q1 影视院线板块上市公司实现营收 111.86 亿元，同比增长 1.37%；归母净利润 10.15 亿元，同比增长 51.91%；经营活动现金流量净额 48.95 亿元，同比增长 8.81%。我们预计随着上半年电影票房逐渐回暖，影视院线板块中报业绩将持续同比正增长。

图 44：2017H1-2023H1 全国电影票房



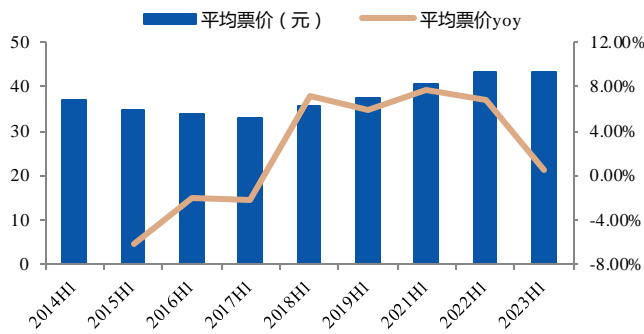
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 45：2017H1-2023H1 全国电影大盘观影人次



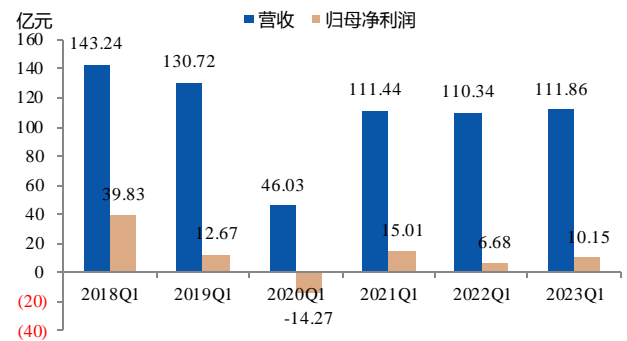
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 46：2017H1-2023H1 全国电影大盘平均票价



资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 47：A 股影视院线板块业绩情况



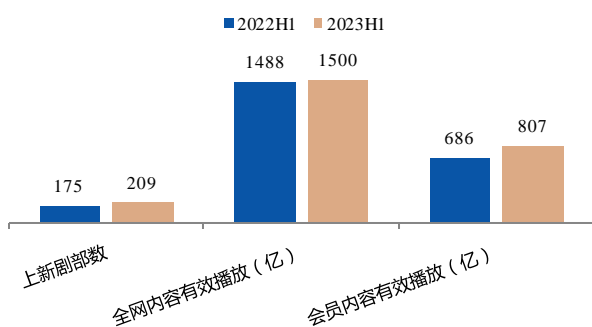
资料来源：wind，财信证券

## 5.2 剧集&综艺：提质增效，内容精品化发展

整体来看，长视频大盘播放量回暖，内容不断向高质量化、精品化发展。

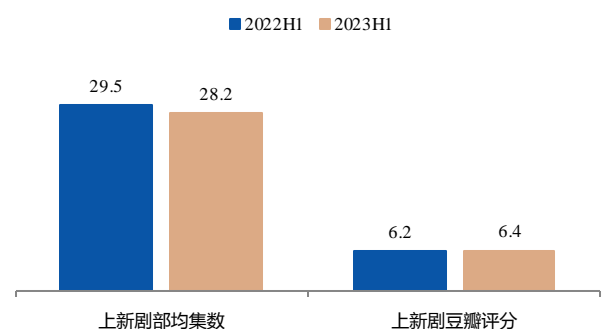
剧集端，供给量上升，部均集数减少，内容向精品化发展。根据云合数据，2023H1 长视频平台共上新国产剧 209 部，同比增长 19.43%；流量端有所回暖，全网剧集内容有效播放同比增长 0.81% 至 1500 亿；会员内容侧表现更加亮眼，在《狂飙》、《去有风的地方》、《长月烬明》、《长风渡》等精品剧目带动下，2023H1 全网会员内容有效播放同比增长 17.64% 至 807 亿，其中爱奇艺、优酷、芒果 TV 表现较好，会员内容有效播放分别增长 49.22%、11.41%、36.84%，腾讯视频会员内容有效播放同比下降 11.46%。从质量来看，部均集数持续减少，开分占比、部均评分均有上涨，剧集不断向精品化发展。2023H1 长视频平台上新剧部均集数为 28.2 集，同比减少 1.3 集；开分占比由 42% 上涨至 52%，豆瓣平均评分由 6.2 分上涨至 6.4 分。

图 48：剧集上新及播放情况



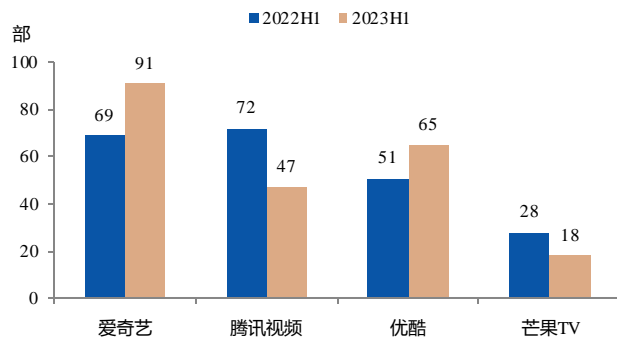
资料来源：云合数据，财信证券

图 49：剧集上新部均集数及评分情况



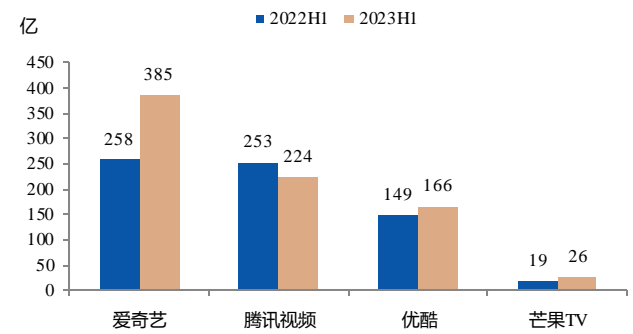
资料来源：云合数据，财信证券

图 50：各平台上新剧部数



资料来源：云合数据，财信证券

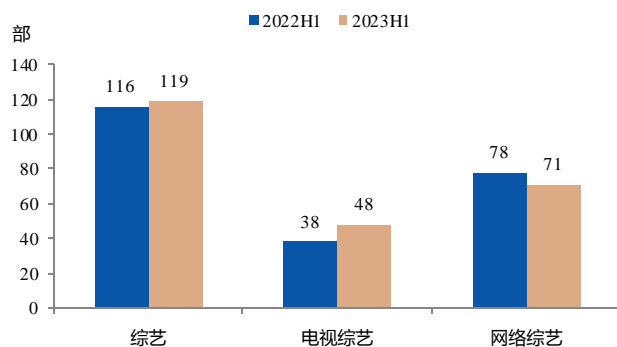
图 51：各平台全网剧集会员内容有效播放



资料来源：云合数据，财信证券

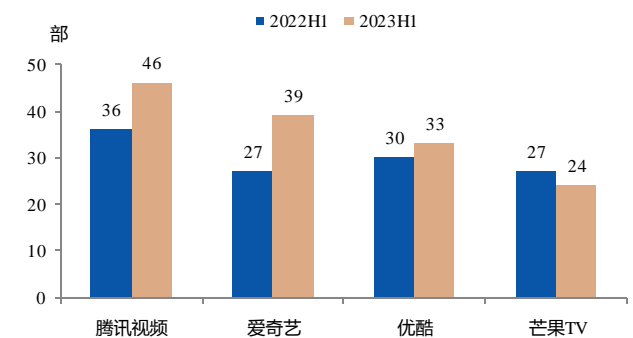
综艺端，整体上新量和大盘播放量均有增长，芒果TV综艺表现最为亮眼。根据云合数据，2023H1整体上新季播综艺同比增加3部，其中电视综艺上新量同比增加10部、网络综艺上新量同比减少7部；其中，仅有芒果TV季播综艺上新量同比减少3部。从播放量来看，全网综艺正片有效播放上涨4%，其中电视综艺同比减少7%、网络综艺同比增长15%。其中，腾讯视频、优酷的综艺播放量均有不同程度下滑，仅有芒果TV和爱奇艺的有效播放出现同比上涨。具体而言，芒果TV的整体有效播放同比增长54%，表现位于各大视频平台之首；在更综艺中，《大侦探第八季》、《声生不息·宝岛季》、乘风《2023》等热门综艺带动下，芒果TV播放表现最为突出，2023H1在更综艺正片有效播放同比上涨51%至29亿，而同期爱奇艺、腾讯视频、优酷的在更综艺正片有效播放同比增速分别为13%、-26%、-2%。

图 52：上新季播综艺部数



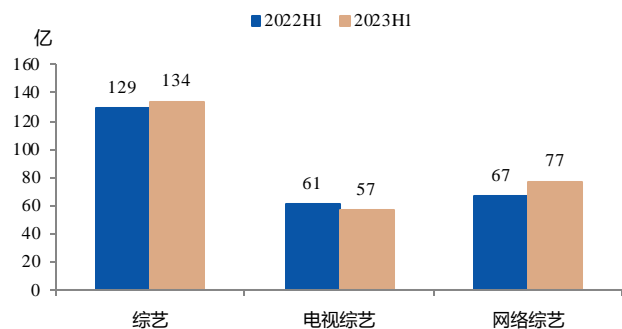
资料来源：云合数据，财信证券

图 53：各平台上季播综艺部数



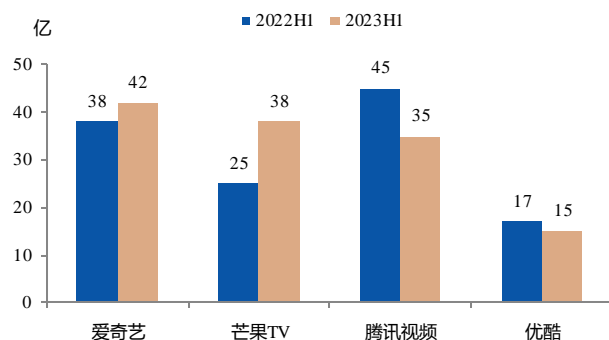
资料来源：云合数据，财信证券

图 54：全网综艺正片有效播放



资料来源：云合数据，财信证券

图 55：全网综艺分平台有效播放



资料来源：云合数据，财信证券

### 5.3 AI 技术助力影视内容制作

目前，文生视频技术在影视制作领域尚不成熟，AI 技术的应用主要体现在剧本创作、后期制作、宣发运营、个性化推荐等方面。具体而言：

一是在剧本创作方面，可应用的方面包括：数据分析，利用 AI 技术广泛收集社交媒体上的用户数据和观众反馈，帮助影视制作公司更好地了解观众喜好和市场走向，为剧本创作提供更多的灵感；自动生成剧本内容及符合角色性格的台词，根据提示自动生成新的故事内容、符合角色定位的台词，节省创作者的时间和精力，提高创作效率；剧本评估，利用 AI 技术对剧本情节、人物结构、语言等方面进行优化和反馈，从而提高剧本质量。

二是在后期制作中，可应用的方面包括：影视剪辑，通过 AI 选取最佳画面，确保剪辑效率和影片质量，从而也能替代大量后期人工成本，实现降本增效；影视特效，AI 辅助生成部分高质量的视觉效果，如场景合成、人物造型等；声音处理，通过语音识别、语音合成等技术处理音频，也能对后期声音进行微调；人脸替换，通过 AI 面部识别，可以后期替换演员人脸，既可以弥补前期演技不足、也能低成本替换后期演员塌房问题。

三是在宣发运营阶段，利用 AI 生成文案、图片、音频等宣传物料或者 AI 选取精彩片段，辅助产生宣传创意，节省人力创作时间，如光线传媒出品的动画电影《去你的岛》，首张宣传海报即利用了 GPT4、Midjourney、Stable Diffusion 等 AI 生成工具，后续 AI 也将深度参与电影的制作。

四是在个性化推荐方面，通过 AI 分析用户的口味和喜好，自动为用户匹配推荐相关的个性化内容。比如爱奇艺通过知识图谱与深度学习等 AI 技术，优化用户视频推荐模型，研发出“私人影院”、“短视频联播”等实用性很强的功能。此外，爱奇艺的 AI 技术还体现在：基于自研的人脸识别技术建成全网最大的智能明星库，匹配制片方需求；应用在自制综艺节目制作过程中的 AI 智能剪辑，后期可实现快速合版、过滤废材、有效索引、标签推荐等繁复的工作，有效利用内容、节省人力成本等。

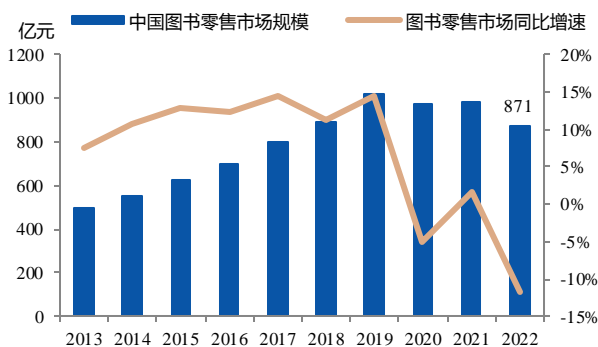


## 6 出版：整体恢复向好，AI 提升版权价值、赋能教育发展

### 6.1 2022 年图书零售规模持续缩减，2023Q1 降幅有所收窄，

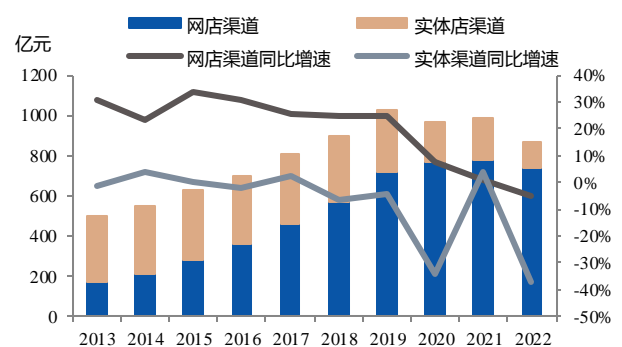
2022 年图书零售市场码洋规模持续缩减，2023Q1 降幅有所收窄。受疫情影响线下消费、居民收入及需求下滑等影响，2022 年中国图书零售市场码洋规模录得 871 亿元，同比下降 11.77%，较 2019 年高峰期下降 14.83%。其中，实体渠道码洋规模同比下降 37.22%，降幅超过 2020 年同比下降水平；网店渠道码洋规模同比下降 4.76%，为首次负增长，主要系平台电商、垂直及其他电商等非短视频电商渠道同比下降幅度较大所致。但随着疫情全面放开，图书零售市场逐渐向好恢复，2023Q1 图书零售市场码洋规模同比下降了 6.55%，较 2022 全年同比降幅有所收窄。其中，实体店渠道同比下降了 31.67%，较 2019 年同期下降超 60%，整体形式依然稍显严峻；网店渠道同比小幅下降了 0.75%，但较 2019 年同期仍实现正增长，短视频电商渠道表现依旧亮眼、同比增长率达到了 65.07%。

图 56：中国图书零售市场码洋规模



资料来源：北京开卷，财信证券

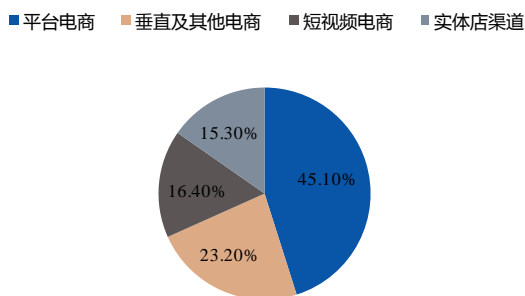
图 57：中国图书零售市场网店 vs 实体渠道情况



资料来源：北京开卷，财信证券

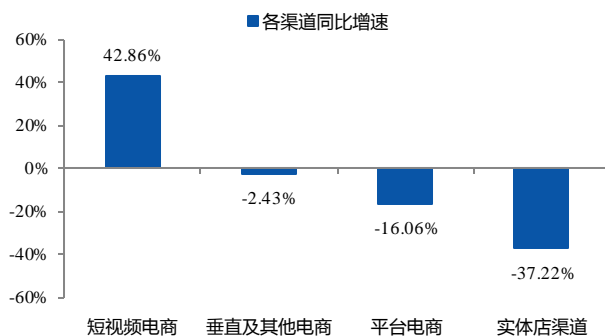
从渠道结构来看，短视频电商渠道占比已超过实体店渠道。受疫情影响，2022 年实体店渠道图书零售市场码洋规模同比下降了 37.22%，降幅超过了 2020 年下降水平，较 2019 年下降了 56.70%；占 2022 年整体市场码洋比重仅有 15.30%，同比减少 6.18pct、较 2019 年比重减少 14.79pct。但随着用户流量的线上化转移，网络渠道所占比重从 2019 年的 69.91% 不断提高至 2022 年的 84.72%。其中，短视频电商渠道的码洋规模提升最快、也是 2022 年唯一实现正增长(42.86%)的渠道；占整体图书零售市场码洋比重达 16.40%，比实体店渠道占比多出 1.10pct，规模仅次于平台电商渠道、垂直及其他电商渠道。我们认为线上、线下是互补协同的关系，因为实体店具备较好的展示作用，可以在线下种草用户后再引流至线上购买，因此实体店仍是许多出版公司的重要铺货渠道，未来线上、线下有望达成动态平衡。

图 58：2022 年分渠道图书零售市场码洋规模结构占比



资料来源：北京开卷，财信证券

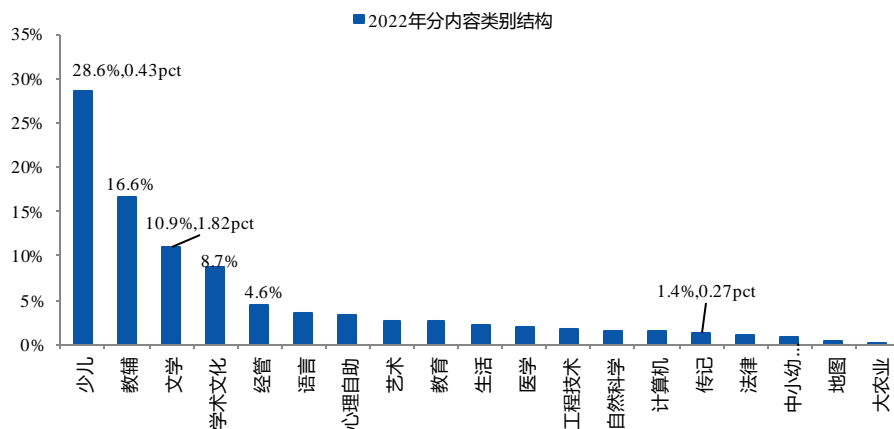
图 59：2022 年分渠道图书零售市场码洋规模同比增速



资料来源：北京开卷，财信证券

从细分市场看，少儿类码洋占比最高、教辅类码洋比重降幅最大。根据北京开卷，2022 年前三大细分图书品类分别是少儿类、教辅类、文学类，码洋比重分别为 28.62%、16.63%、10.90%，三者合计码洋比重达 56.15%，其余细分品类占比均不足 10%。从各类别增长情况来看，大部分细分品类均出现负增长，其中教辅类码洋比重降幅最大、较 2021 年减少了 2.26pct，语言类码洋比重较 2021 年减少了 0.55pct 至 3.59%。文学类码洋比重增加最多，较 2021 年增加了 1.82pct，主要受到网文纸书、经典读物以及名家新作的带动。少儿类、传记类等码洋比重也实现了正增长，较 2021 年分别增加了 0.43pct、0.27pct。

图 60：2022 年按内容类别图书零售市场码洋规模占比



资料来源：北京开卷，财信证券

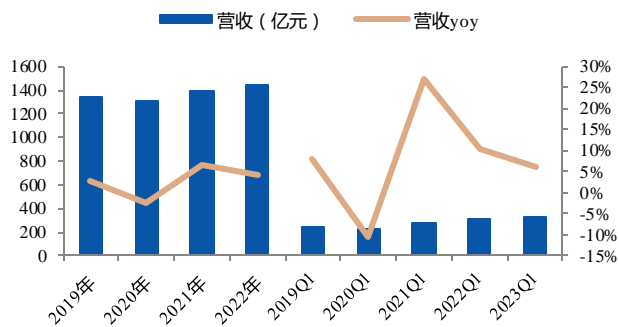
## 6.2 业绩稳中向好，“中特估+AI 产业趋势”下迎来价值重塑

**出版板块整体业绩最为稳健。**在 A 股 28 家出版上市公司中，有 6 家为个人民营企业、3 家中央国有企业、18 家地方国有企业（含地方政府、地方国资委）。地方出版集团一般承担了当地中小学教辅教材的出版、印刷、发行等工作，而教辅类相对大众图书而言需求相对刚性，因此出版板块业绩受疫情影响较小，除 2020 年板块业绩略有小幅下滑以外，整体表现均十分稳健。2022 年出版板块上市公司实现营收 1449.39 亿元，同比增速 4.05%；归母净利润 163.71 亿元，同比增速 -4.81%；扣非归母净利润 139.23 亿元，同比增长 6.71%。主要系广弘控股（处置子公司广东教育书店有限公司股权收益 9.68 亿元）、凤凰传媒（非

经常性收益 2.90 亿元) 等产生的较大规模非经常性损益所致。

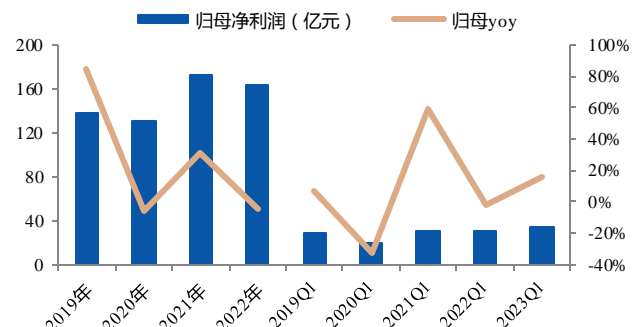
**一季度业绩同比持续改善。**2023Q1 出版板块上市公司实现营收 327.27 亿元, 同比增长 5.95%; 归母净利润 34.84 亿元, 同比增长 16.32%; 扣非归母净利润 30.31 亿元, 同比增长 2.83%。期间费用率整体变化不大, 但毛利率略有降低、归母净利率稳中略升, 2023Q1 出版板块毛利率 31.68%, 同比减少 0.56pct; 归母净利率 10.64%, 同比增加 0.95pct。

图 61: 出版板块上市公司营收及其同比增速



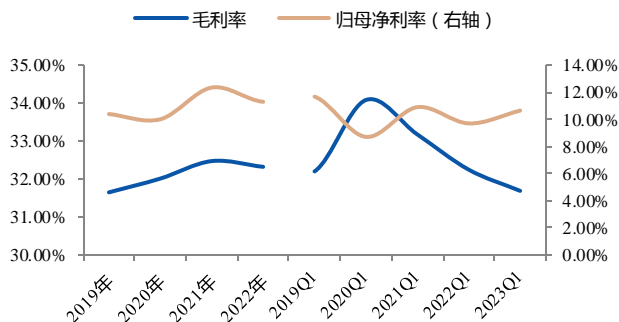
资料来源: wind, 财信证券

图 62: 出版板块上市公司归母净利润及其同比增速



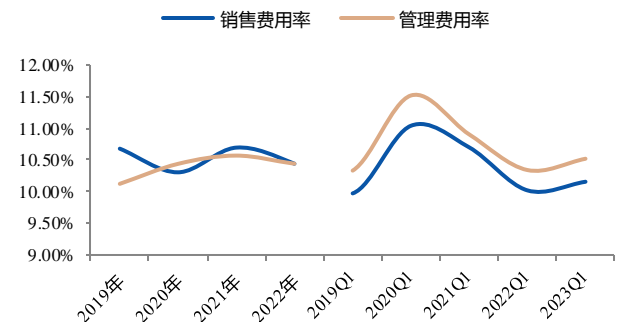
资料来源: wind, 财信证券

图 63: 出版板块上市公司毛利率及归母净利率



资料来源: wind, 财信证券

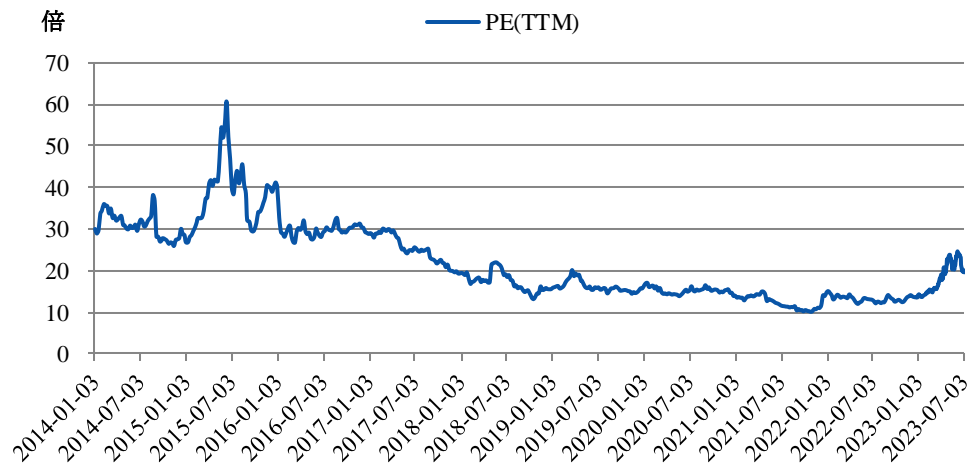
图 64: 出版板块上市公司费用率情况



资料来源: wind, 财信证券

**高股息率具备较强防御属性，中特估背景下迎来价值重塑。**从投资角度看，在中国图书市场稳健增长下，出版企业普遍具有业绩稳健、现金储备丰富、负债率低、高分红比例、高股息率的财务特点，且股利支付率基本稳定，具备较强的防御投资属性。一般而言，市场期待的股息率超过 4%，以而近三年中股息率大于 4% 的有中文传媒、凤凰传媒、山东出版、中南传媒、长江传媒、中原传媒，大于 6% 的有长江传媒、中南传媒、凤凰传媒。估值方面，在“中特估时代背景+AI 产业趋势”共振下，出版板块凭借稳定分红、高股息率、稳健的财务表现等迎来价值重估，PE(TTM)由此前的 10 倍-15 倍上下提升到了当前的 20 倍上下。

图 65：出版板块 PE(TTM)



资料来源：wind，财信证券

表 5：出版板块上市公司 2022 年&2023Q1 营收、归母净利润及分红率、股息率

证券简称	2022 年 分红率 (%)	2022 年 股息率 (%)	2022 年 营收 (亿元)	2022 年 营收 yoy	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年归 母净利润 yoy	2023Q1 营收 (亿元)	2023Q1 营收 yoy	2023Q1 归 母净利润 (亿元)	2023Q1 归母净利润 yoy
中文传媒	36.92	7.84	102.36	-4.46%	19.30	-5.53%	24.91	-3.86%	4.28	10.60%
凤凰传媒	50.66	6.31	135.96	8.62%	20.82	-15.26%	32.36	1.25%	4.83	1.77%
山东出版	43.78	6.21	112.15	2.98%	16.80	9.63%	21.72	6.54%	2.12	-0.59%
中南传媒	57.00	6.01	124.65	10.00%	13.99	-7.67%	26.64	10.98%	3.47	28.68%
南方传媒	34.88	5.66	90.55	19.17%	9.43	16.70%	22.03	6.80%	2.23	37.03%
长江传媒	37.24	5.61	62.95	4.52%	7.29	4.56%	20.23	21.35%	3.86	31.50%
中原传媒	30.15	4.73	96.29	3.97%	10.32	5.85%	18.69	6.01%	1.01	4.89%
浙版传媒	54.53	4.73	117.85	3.42%	14.14	7.33%	26.86	2.67%	1.46	17.03%
新经典	48.73	4.02	9.38	1.73%	1.37	4.82%	2.05	-0.82%	0.45	5.63%
皖新传媒	36.72	3.55	116.87	15.57%	7.08	10.65%	30.97	11.43%	3.38	12.16%
新华文轩	40.06	3.43	109.30	4.49%	13.97	6.95%	23.11	4.73%	2.00	18.01%
城市传媒	44.90	2.83	25.54	5.77%	3.36	20.63%	6.37	10.22%	0.97	10.45%
中国科传	37.21	2.57	27.09	2.88%	4.69	-3.63%	4.50	21.66%	0.43	124.95%
时代出版	27.33	2.46	76.46	-3.13%	3.44	-4.16%	16.98	5.16%	0.87	6.78%
中国出版	30.16	2.16	61.41	-2.59%	6.51	-16.56%	10.19	22.56%	0.33	838.10%
中信出版	37.08	1.74	18.01	-6.31%	1.26	-47.81%	4.27	3.69%	0.42	2.57%
内蒙新华	15.31	1.36	16.58	4.19%	2.68	17.20%	5.18	11.97%	1.42	25.73%
龙版传媒	10.14	1.11	18.06	0.85%	4.78	7.91%	6.18	-3.95%	1.41	1.84%
读客文化	59.30	1.07	5.14	-1.04%	0.62	-7.33%	1.04	-7.85%	0.06	-20.59%
世纪天鸿	38.92	0.79	4.33	5.25%	0.36	2.80%	0.85	31.54%	0.08	18.52%
读者传媒	30.99	0.77	12.91	5.67%	0.86	1.08%	2.21	13.85%	0.08	14.89%
荣信文化	57.68	0.76	3.21	-15.40%	0.23	-42.40%	0.66	-9.37%	0.03	3.65%
出版传媒	23.90	0.64	26.11	-8.98%	0.75	-30.71%	5.34	-5.51%	-0.04	49.20%
粤传媒	54.84	0.49	5.46	0.03%	0.44	-50.54%	1.02	-12.66%	-0.09	-269.43%

果麦文化	13.22	0.33	4.62	0.16%	0.41	-28.08%	1.15	9.36%	0.14	225.42%
新华传媒	33.84		12.59	-1.93%	0.09	-73.72%	1.66	-8.51%	0.04	343.27%
华闻集团			7.59	-24.80%	-6.83	-5189.28%	1.38	-35.33%	-0.22	54.92%
中文在线			11.80	-0.78%	-3.62	-466.45%	2.88	24.79%	-0.37	-130.32%

资料来源：wind，财信证券（2022 年分红率、股息率均以 2022 年最后一个交易日的收盘价计算）

### 6.3 相互赋能，AI 助力传统出版、版权价值及教育新业务

一是，对于出版行业而言，AI 主要在选题策划、内容编辑和校对、后期营销等环节提高决策和内容生产效率，缩短必要工作环节的时间，达到降本增效的效果。具体而言，根据产业链由上而下，在图书选题策划环节，可利用 AI 系统搜集所有平台交易行为及用户数据，深入数据挖掘，辅助出版公司选题决策。在内容编辑和校对上，AI 工具能够在语言翻译、插画和封面设计等必要环节提供支持和辅助，提高创意决策和产出效率；同时，校对环节是行业痛点之一，传统校对需要大量人工，但可训练 AI 系统进行文法、错别字、标点、上下文语意等检查和校对，弥补人工校对存在的时间、精力不足等问题，以降低成本、提高校对准确性和稳定性，也可以让人工专注在更有价值和含金量的图书产片上、扩大产品有效产能。在后期营销方面，AI 工具可以帮助识别目标客户、分析用户行为数据，提高线上营销效率。

二是，出版行业拥有海量、正版优质 IP，可反哺 AI 大模型训练，优质 IP 商业价值得以提升。1) 出版公司拥有海量、正版 IP 资源，全品类的图书内容可为大模型提供更好的语言场景训练，提升模型的训练效果。算力、算法、数据是 AI 大模型成功离不开的三大底座，随着 AI 大模型的持续迭代，高质量数据成为提高大模型内容理解和输出能力的重要竞争要素。2) 国内外的相关法律法规，对训练数据的版权问题也更加重视，优质 IP 价值凸显。4 月 11 日，国家网信办《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》，提到：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，其中不得含有侵犯知识产权的内容。6 月 14 日，欧洲议会批准的《人工智能法案》对“基础模型”或经过大量数据训练的强大 AI 系统施加了透明度和风险评估要求，如基础模型的供应商需声明是否使用受版权保护的材料来训练 AI。3) 海外优质数据 API 调用收费模式逐渐明晰。4 月 18 日，海外社交平台 Reddit（被称为“美国版百度贴吧”）表示，开始向访问其应用程序编程接口（API）的公司收费，外部企业可以通过付费下载和处理社交网络中的海量对话，此前 Reddit 平台上发布的聊天内容已成为谷歌、OpenAI 和微软等公司的训练素材。Twitter 宣布 2 月 9 日起不再免费提供 API 接口，对基础服务为每月收费 100 美元，企业版服务每月为 42000 美元。

三是，出版企业基于自身独特的渠道和内容资源优势，“AI+教育”具备较大的发挥空间。由于地方出版企业大多主营当地的教材教辅出版、发行业务，既掌握当地的出版、发行渠道，也具备当地中小学校的渠道资源，因此产品端兼具 toB 和 toC 优势。基于自身的渠道和内容优势，出版企业作为当地教育服务商所提供的服务主要围绕教育信息化的衍生需求展开，例如：1) 中南传媒打造的在线教育产品集群：天闻数媒以“平台+数



据”为核心，教学为主要应用，重点建设 ECO 云开放平台、ECR 教育资源云平台、AI 课堂、AI 评测等产品；贝壳网围绕融合出版、教育信息化与家庭教育方面，开发建设了六大产品体系；中南迅智主要开展教育质量监测考试服务，以试卷、教辅等纸媒为流量入口，重点打造考试阅卷系统、考试测评系统等产品。2) 南方传媒的数字教育平台：粤教翔云数字教材平台应用稳步提升，全省开通用户超 1300 万人，使用学校 1.6 万所，共上线数字教材 345 册，覆盖小学、初中 21 个学科，项目三期获得验收通过；数字教材应用培训成效明显，南方智慧作业系统完成初期研发并进入内测阶段。3) 凤凰传媒加大数字教育产品开发力度：新增 K12 理化生仿真实验、课后服务和中职服务等产品，新增阅卷功能，集成 AI 学科个性化报告服务，产品线逐渐形成矩阵式发展。

## 7 重点投资标的

### 7.1 三七互娱 (002555.SZ)：新品周期开启，近期上线产品表现良好

2022 年实现营收 164.06 亿元 (yoy+1.17%)，归母净利润 29.54 亿元 (yoy+2.74%)，扣非归母净利润 28.83 亿元 (yoy+9.76%)。2023Q1 实现营收 37.68 亿元 (yoy-7.94%)，归母净利润 7.75 亿元 (yoy+1.92%)，扣非归母净利润 6.7 亿元 (yoy-12.01%)。

**新品周期开启，近期上新产品表现良好。**出海产品《Puzzles&Survival》表现稳定，预估 2023 年 4 月流水达 3.5 亿元、创下新高。新品方面，2023Q2《凡人修仙传:人界篇》(5 月 24 日)、《最后的原始人》(5 月 6 日)、《霸业》(6 月 6 日)等相继上线。目前《凡人修仙传:人界篇》在 IOS 畅销榜平均位列 20 名，Gamelook 预估首月流水 5-7 亿元；《最后的原始人》在 IOS 畅销榜平均位列 50-60 名上下，预估首月流水破亿元。公司后续储备 30 余款，《扶摇一梦》、《原野传说：史前万年》、《失落之门：序章》、《龙与爱丽丝》、《王国火种》等均已获得版号，后续业绩动力强劲。

**AI 深度嵌入游戏工业化管线，九大中台产品贯穿研运全流程。**发行侧：“前期内容生产 (图灵)-中期投放 (量子)-后端运营 (天机)+游戏市场情报系统 (易览)”等全链路数智化产品。研发侧：数据分析系统 (雅典娜)-监控预警系统 (波塞冬)-用户画像系统 (阿瑞斯)-游戏研发中台 (宙斯)+AI 智能体替代人工进行大规模有策略的平衡性测试平台 (丘比特)，大幅提高了研发业务流程的自动化水平和研发效率。

**提高回购上限价格彰显信心，长期看好公司发展。**6 月 27 日，公司发布证监会立案公告；7 月 3 日，公司宣布将回购价格上限由不超过人民币 22.55 元/股调整为不超过人民币 47 元/股，彰显了公司对长期发展的信心。我们认为，近两年公司基本面有了实质性改善，“矩阵化产品建立+出海占比不断提升”增强了自身抗风险能力，在“版号常态化+AI 产业趋势+新一轮产品周期”下，公司业绩有望持续稳健提升。

风险提示：政策监管风险；AI 技术应用不及预期；产品上线延迟、流水不及预期。

### 7.2 吉比特 (603444.SH)：预计《一念逍遥》二季度环比下滑，关注下半年新



## 游上线

2022 年实现营收 51.68 亿元 (yoy+11.88%)，归母净利润 14.61 亿元 (yoy+0.52%)，扣非归母净利润 14.68 亿元 (yoy+19.79%)。2023Q1 实现营收 11.44 亿元 (yoy+6.90%)，归母净利润 3.07 亿元 (yoy-12.33%)，扣非归母净利润 2.81 亿元 (yoy-15.76%)。

**老产品《问道手游》表现稳健，多运营策略保持热度。**一般而言，公司每年推出新年服、周年服、国庆服三大版本，2022 年开始推出夏日服。2023 年 4 月《问道手游》开启 7 周年庆活动，此后的 4-5 月《问道手游》在 AppStore 游戏畅销榜平均排名为第 27 名，最高至该榜单第 10 名，预计 Q2 环比略有改善。《一念逍遥》买量减弱，预计 Q2 流水同比、环比略有下滑，目前 IOS 畅销榜排名波动较大、平均在 60 名上下。

**下半年产品上线计划饱满，储备产品丰富。**下半年计划上线的自研产品有《勇者与装备》(代号 bug，有版号)、《不朽家族》(代号 M66，有版号，自研)、《重装前哨》(端游，预计 Q3 在 Steam 发售)、《超标星计划》(授权青瓷游戏发行)，代理产品有《飞吧龙骑士》(公测定档 8 月 11 日)、《新庄园时代》(6 月 20 日第二次付费测试，预计 Q3 上线)、《皮卡堂之梦想起源》(有版号)，此外《封神幻想世界》、《超进化物语 2》、《神州千食舫》、《黎明精英》等均已取得版号。公司积极布局海外，2022 年海外收入占比 5.29%，后续建议积极关注新游在海内外的表现。

风险提示：政策监管风险；AI 技术应用不及预期；产品上线延迟、流水不及预期。

## 7.3 完美世界 (002624.SZ)：业务转型初具成效，关注后续产品上线

2022 年实现营收 76.70 亿元 (yoy+9.95%)，归母净利润 13.77 亿元 (yoy+273.07%)，扣非归母净利润 6.91 亿元 (yoy+580.20%)。2023Q1 实现营收 19.04 亿元 (yoy+10.55%)，归母净利润 2.41 亿元 (yoy+71.28%)，扣非归母净利润 2.04 亿元 (yoy+50.66%)。

**在研游戏以多端产品为主，“经典品类迭代升级+创新品类突破转型”双线推进。**公司代理发行的《天龙八部 2：飞龙战天》已于 2023 年 4 月 14 日上线，首月表现良好、最高进入 IOS 畅销榜前十，当前排名自然回落、平均在 IOS 畅销榜 90 名上下。目前公司在研的经典品类迭代产品，有新国风仙侠 MMORPG 端游《诛仙世界》(开发引擎有 UE4 升级为 UE5)、动作向端游产品《Perfect New World》、《诛仙 2》(已完成首测，反馈良好)、《代号：新世界》、《神魔大陆 2》等；创新品类突破转型方面，包括《一拳超人：世界》(动作冒险探索 RPG)、《百万亚瑟王》(多人协作策略卡牌 RPG)、《女神异闻录：夜幕魅影》(2023Q1 完成首测)等，基于国产科幻动画大作《灵笼》IP 研发的多人开放世界项目也在积极进行中。

**AI 产业趋势下，积极探索布局。**公司内部已成立 AI 中心，后续将持续深入探索 AI 技术在游戏研发、发行和运营中的更多应用场景，进一步提升游戏研发效率、优化玩家体验，获取更为广阔的市场空间。目前公司已将 AI 相关技术应用于游戏中的智能 NPC、

场景建模、AI 剧情、AI 绘图等方面。例如，《梦幻新诛仙》采用智能 NPC 与 IK 技术，使得 NPC 具有丰富的微表情，为玩家提供真实自然的交互体验；公司在研的仙侠题材 MMORPG 端游《诛仙世界》创新运用了全天候天气智能 AI 演算技术，实现了对雨、雪、大雾等天气的全局还原和细节处理，天气变化切实融入到玩家的游戏体验中。

风险提示：政策监管风险；AI 技术应用不及预期；产品上线延迟、流水不及预期。

#### 7.4 分众传媒（002027.SZ）：梯媒行业龙头，广告行业复苏有望带动业绩增长

2022 年实现营收 94.25 亿元（yoy-36.47%），归母净利润 27.90 亿元（yoy-53.99%），扣非归母净利润 23.94 亿元（yoy-55.78%）。2023Q1 实现营收 25.75 亿元（yoy-12.40%），归母净利润 9.41 亿元（yoy+1.34%），扣非归母净利润 8.00 亿元（yoy-1.42%）。

**梯媒广告媒体龙头，主流城市核心点位的品牌价值凸显。**公司是梯媒行业龙头，市占率预计在 70% 上下。截至 2023Q1，公司电梯电视和电梯海报（自营且不含境外）的点位数分别为 72 万台和 152.1 万台，较 2021 年末分别增加 4 万台和减少 5.7 万台。预计往后在常态化发展情况下，公司将以电梯电视媒体设备为主，平均每年保持 5%-10% 的点位扩张速度，不断巩固核心地区的规模优势。

**明显的顺经济周期行业，整体广告市场向好，下半年刊例提价 10% 落地。**二季度开始，广告行业呈现整体向好趋势。根据 CTR 最新数据，2023 年 1-5 月全媒体广告收入同比增长 3.9%；单 5 月全媒体广告收入同比和环比增长分别为 21.4% 和 15.6%，同比和环比已连续三个月改善。其中，梯媒作为核心生活圈媒体更具恢复弹性，表现好于传统媒体，今年以来同比增速几乎均在两位数。5 月电梯 LCD、电梯海报的同比增速分别为 33.4%、37.0%，环比增速分别为 37.9%、27.0%。在头部客户和消费行业的主力支撑下，7 月 9 日公司宣布对电梯 LCD、电梯海报、电梯智能屏三种媒体的刊例价自 2023 年 7 月上调 10%。我们预计在广告大盘持续修复、公司提价落地、头部客户及消费韧性的支撑下，梯媒有望成为最受益的广告渠道之一，公司业绩有望恢复至疫前水平。

风险提示：宏观经济变化；广告主投放不及预期；消费需求恢复不及预期。

#### 7.5 芒果超媒（300413.SZ）：优质内容密集上线，广告收入有望恢复增长

2022 年实现营收 137.04 亿元（yoy-10.76%），归母净利润 18.25 亿元（yoy-13.68%），扣非归母净利润 15.87 亿元（yoy-22.94%）。2023Q1 实现营收 30.56 亿元（yoy-2.16%），归母净利润 5.45 亿元（yoy+7.39%），扣非归母净利润 5.20 亿元（yoy+9.55%）。

**在优质内容带动下，上半年芒果 TV 剧集和综艺播放量表现位于行业前列。**根据云合数据，2023H1 全网剧集正片和会员内容的有效播放分别上涨 1% 和 18%，而芒果 TV 的剧集正片和会员内容的有效播放分别上涨了 21% 和 35%、均好于行业平均水平；综艺方面，2023H1 全网综艺正片和在更综艺正片的有效播放均上涨了 4%，而芒果 TV 的综艺正片和在更综艺正片的有效播放分别上涨了 54% 和 51%、且均为芒果 TV 上新季播综

艺均为独播发行。

**经典 IP 不断档，看好二三季度广告收入增长。**2023Q1 上线了《大侦探第八季》、《声生不息·宝岛季节》（预计招商体量与上季持平），《去有风的地方》创电视剧招商新高。2023Q2 上线的有《乘风 2023》IP 生命力持续，开播 10 天累计播放量超 9 亿，预估首期招商 10 亿；《青年π计划》由淘宝独家冠名，预计招商规模可观；《全员加速中 2023》将内容与 AI/VR 等技术相结合，预计招商进展正常。下半年重磅内容储备丰富，看好公司广告收入增长和会员规模提升。剧集方面，《我的人间烟火》已于 7 月 5 日上线，还有《以爱为营》、《大宋少年志 2》等；综艺方面，《哥哥 3》已于 6 月底开启录制，还有《再见爱人 3》（预计 Q4 上线）、《真正的勇士》等。

风险提示：政策监管变化；广告恢复不及预期；会员增长不及预期。

## 7.6 万达电影（002739.SZ）：上半年业绩回暖，龙头市场份额不断提升

公司发布 2023 中报，预计上半年实现营收 67 亿元-69 亿元，同比增长 35.6%至 39.7%；归母净利润 3.8 亿元-4.2 亿元，大幅扭亏。

**上半年大盘明显回暖带动业绩增长，预计全年票房有望突破 500 亿元。**根据灯塔专业数据，2023H1 全国总票房 262.90 亿元，同比增长 53.02%，恢复至 2019 年同期的 84.73%；观影人次 6.05 亿次，同比增长 52.15%，恢复至 2019 年同期的 73.32%；平均票价 43.47 元，同比增长 0.57%，较 2019 年同期增长 15.56%。公司作为院线行业龙头，旗下影院恢复速度好于全国平均水平。上半年万达影院票房收入同比增长 49.7%至 36.5 亿元（不含服务费），恢复至 2019 年同期的 93.5%；观影人次同比增长 54.4%至 0.88 亿，恢复至 2019 年同期的 96.4%。此外，观影人次的好转带动了高毛利的非票业务收入提升；海外的澳洲院线也已于 2022 年扭亏为盈，2023H1 实现票房 6.1 亿元，经营业绩同比改善。后续随着优质国产片供给增加、中腰部影片提质、暑期档多部优秀影片的定档，预计下半年国内电影市场有望继续发力，全年国内总票房有望突破 500 亿元。

**自身品牌力、战略管理能力强大，市场份额不断提升。**院线端，公司更加重视资产质量而非规模，直投影院从平均每年 50-60 家缩减到了 10-20 家。在一线及新一线城市以直营店为主，在二线及以下低线城市以轻资产扩张模式为主（输出品牌和管理体系）、并将当地客群引流至线上 APP 及小程序，助力公司全国性布局规划。2023H1 公司新开业影院 35 家（直营影院 6 家，轻资产影院 29 家），目前公司在国内拥有已开业影院 857 家、7203 块银幕（直营影院 708 家、6149 块银幕，轻资产影院 149 家、1054 块银幕）。目前公司累计市场份额 16.8%，较去年同期提高 0.5 个百分点，较疫情前提升 2-3 个百分点。

**内容端，将经营导向由以投资为主转变为自主研发、主投主控为主。**万达影视前两年着重研发项目及开发版权，储备了较多电影项目，其中的《三大队》、《我才不要和你做朋友呢》、《维和防暴队》等将于年内择机上映；与贾玲导演合作的《女大佬》，与文牧野导演合作的《神舟》，军旅题材的《未来请你来》、《重案检察官》等项目正在顺利推进中，爱情、合家欢等多种题材的多部影片也在积极筹拍中。电视剧方面，《最灿烂的我们》、

《叱咤之城》、《画眉》等均处于制作或待播环节。

风险提示：政策监管风险；影片上映延迟；票房不及预期。

## 7.7 中南传媒（601098.SH）：主业优势突出，财务表现稳健

2022 年实现营收 124.65 亿元（yoy+10.00%），归母净利润 13.99 亿元（yoy-7.67%），扣非归母净利润 14.68 亿元（yoy+12.04%）。2023Q1 实现营收 26.64 亿元（yoy+10.98%），归母净利润 3.47 亿元（yoy+28.68%），扣非归母净利润 3.31 亿元（yoy+7.36%）。

**主营业务稳定，高分红比例彰显长期投资属性。**2022 年公司出版、发行业务分别实现营收 34.38 亿元、98.37 亿元，其中教材教辅的出版、发行分别实现收入 25.95 亿元、53.19 亿元，一般图书的出版、发行分别实现收入 5.62 亿元、29.15 亿元，整体占比稳定。现金流充沛，截至 2022 年底，公司账面现金等价物 121.10 亿元，能够确保每年足够的分红。2010 年上市以来，公司累计分红 13 次，近三年分红比率超 75%、股息率均在 6% 以上。在中特估+AI 产业趋势下，长期投资价值凸显。

**主要产品市占率位居同行前列，渠道优势突出。**2022 年公司在全国综合图书零售市场的实洋占有率为 3.16%，在全国网上书店图书零售市场的实洋占有率为 3.31%，均排名第四；一般图书在各细分市场的市场占有率依然位于行业前列。渠道方面，新华书店不断加强发行主渠道地位，2022 年湖南省新华书店实现营业收入 82.78 亿元，同比增长 14.34%，实现净利润 9.23 亿元，同比增长 21.77%。

**打造多媒体矩阵，提供国内领先的数字教育解决方案。**公司整合旗下数字教育资源，打造在线教育产品集群。天闻数媒重点建设 ECO 云开放平台、ECR 教育资源云平台、AI 课堂、AI 评测等产品；贝壳网围绕融合出版、教育信息化与家庭教育方面，提供精准优质教育综合解决方案；中南迅智主要开展教育质量监测考试服务，重点打造考试阅卷系统、考试测评系统等产品。截至 2022 年底，天闻数媒数字教育产品 ECO 云开放平台聚合 1195 万用户及其数据。贝壳网注册用户达 921 万，同比增长 334 万，贝壳网 APP 累计下载量 333 万。中南迅智移动端应用注册用户数达 551 万，同比增长 37 万。

风险提示：宏观环境变化；老龄化问题；AI 教育业务落地不及预期。

## 8 风险提示

政策监管变化；宏观经济复苏不及预期；AI 技术应用落地不及预期；市场竞争加剧；内容产品表现不及预期。



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438