

传媒行业专题

从修复到成长，AIGC开启传媒互联网新时代

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

年初至今传媒板块表现验证我们前期的判断。1) 我们22年底发布《2023年度投资策略-基本面及估值有望低位修复, 关注成长主题》、23年3月发布《严冬已过, 暖风徐来》行业专题以及AIGC、游戏等领域深度报告, 持续看好传媒板块底部反转机遇; 2) 年初至今, A股传媒板块指数上涨38% (截至5月26日, 申万传媒指数), 绝对与相对收益遥遥领先, 个股亦整体表现良好。

从超跌到修复: 市场表现的内在动因与展望。 1) **年初板块具备底部双击的客观基础:** 经历7年下跌, 在22年遭受较大外部冲击景气度处于低点的背景下、年初传媒板块PE、PB估值分别处于历史分位数的25%、6%, 显著低于同样受疫情冲击显著的社服、出行等板块, 估值与基本面均具备较为显著的修复基础; 年初机构对A股传媒板块持仓总市值为194亿元, 占股票型基金+混合型基金净值比例为0.28%, 显著低配、具备较大的加仓空间; 2) **驱动要素具备反转可能:** a) 监管政策转向有助于短期情绪修复; b) 外部环境改善来动2B (广告产业链等)、2C (游戏、影视等) 等领域景气度拐点向上; c) 供给出清加速上市公司业绩反转; 3) **从预期到验证:** a) Q1业绩拐点显现验证景气度底部反转趋势, 同时从基数效应来看未来几个季度传媒板块业绩仍将呈现加速增长态势; b) 机构持仓回升但仍处于低配、板块及行业龙头估值整体仍处于历史合理估值区间; 4) **展望未来, 在景气周期驱动之下, 业绩、估值以及机构配置比例仍有较大上行空间。**

从修复到成长, AIGC驱动传媒行业长周期投资机遇。 1) 预训练大模型打开技术上限并成为AIGC应用的技术底座、降低应用开发门槛与成本, 摩尔定律迭代的算力有望不断降低模型训练及推理成本, AIGC场景化应用有望迎来爆发期并成为产业链核心价值点; 2) 从传媒互联网的实践来看, 基于AI算法推送的信息分发模型已经为web 2.0时代主流的信息组织模式, 并诞生出以字节跳动、快手、小红书等为代表典型产品和商业案例; 内容生成 (AIGC) 时代的大门正在打开, 从PGC到AIGC, 内容生产的大爆炸将重塑内容与平台生态、商业模式, AIGC落地所驱动的新一轮产业机遇渐行渐近; 3) 从概念到产品, 海内外AIGC商业化落地亦在加速, 无论是从大模型还是应用端都在不断超预期推进; 大模型方面: 从文本到视觉再到多模态, 底层技术加速走向成熟; C端应用方面, 从文本、图片、音乐到搜索、浏览器、数字人、电商、视频、游戏, 从0到1的产品化、商业化正处在随时落地的奇点时刻, 应用端爆发指日可待。

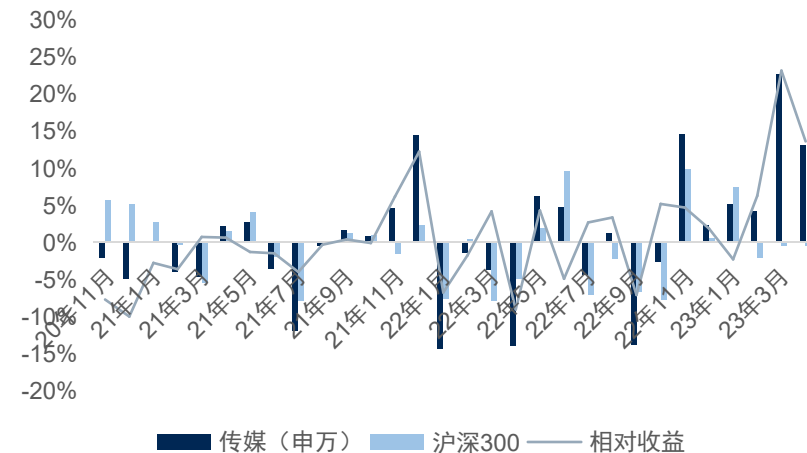
投资建议: 两条主线把握板块投资机会。 1) 持续看好基于AIGC、景气度改善所带来的低位估值修复, 重点推荐具备估值与成长优势的游戏板块, 关注广告、影视产业链, 推荐三七互娱、吉比特、恺英网络、巨人网络、姚记科技、芒果超媒、华策影视、分众传媒等标的以及整体估值较低、具备“中特估”与AIGC双重催化可能的国有传媒板块 (建议关注浙数文化、中信出版、中国科传、中南传媒等); 2) 持续看好AIGC所带来的长周期投资机会: 基于科技落地要素把握大模型、IP数据及率先落地的场景方向, 大模型推荐昆仑万维, IP及数据要素推荐上海电影、奥飞娱乐、光线传媒、中文在线、视觉中国、华策影视、汤姆猫、中国科传、浙数文化等标的, 场景落地关注AI+文学、音乐、数字人、营销服务、电商、视频、游戏等领域, 建议关注中文在线、汤姆猫、巨人网络、视觉中国、蓝色光标、引力传媒、天娱数科、遥望科技、浙文互联等标的。

风险提示: 监管政策风险; 宏观经济波动风险; 利润不达预期风险; 商誉及资产损失计提风险; 新科技落地不及预期等。

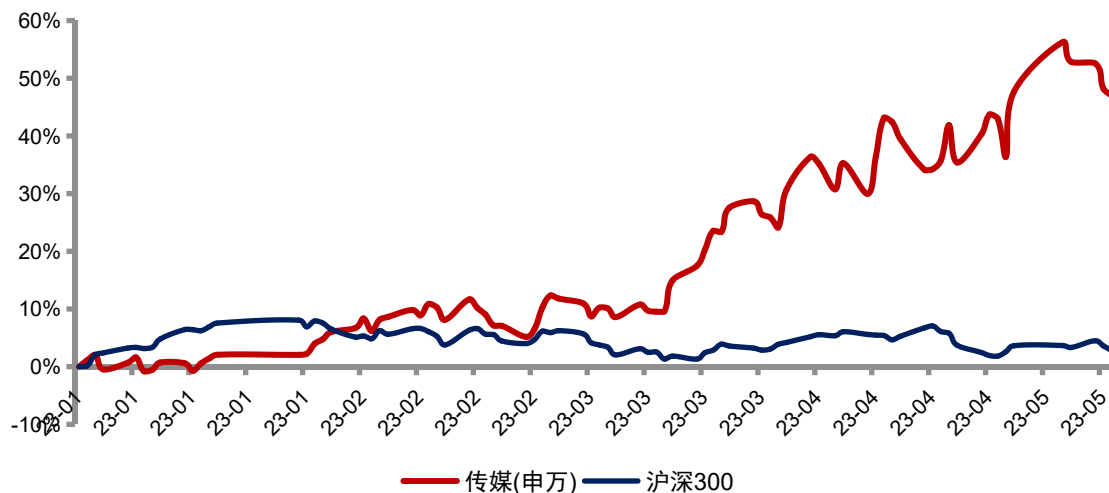
0. 年初以来的市场表现回顾

年初以来的传媒板块表现

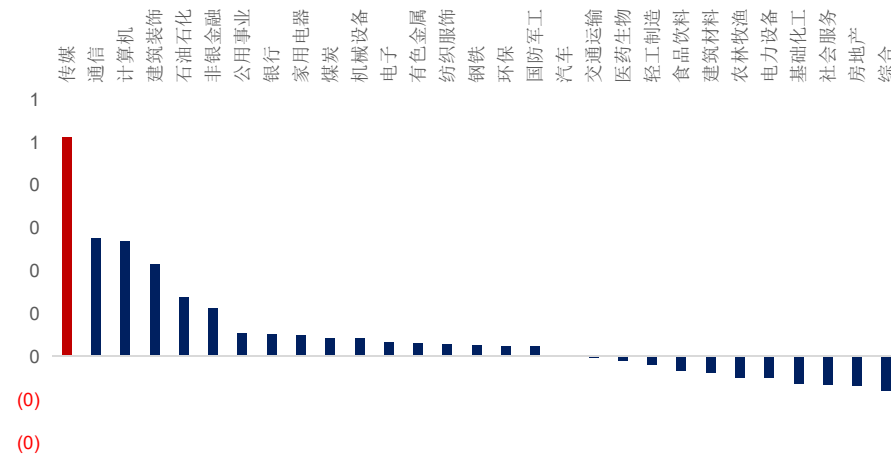
- 2023年传媒指数上涨38%（截至5月26日），绝对收益与相对收益遥遥领先；



传媒指数大幅跑赢沪深300



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

年初以来的传媒个股表现

证券代码	证券简称	市值	年涨跌幅	证券代码	证券简称	市值	年涨跌幅
300418.SZ	昆仑万维	623	262%	601900.SH	南方传媒	178	139%
300533.SZ	冰川网络	133	252%	601949.SH	中国出版	211	132%
601858.SH	中国科传	292	241%	002605.SZ	姚记科技	132	128%
301052.SZ	果麦文化	46	186%	002558.SZ	巨人网络	340	113%
300654.SZ	世纪天鸿	59	177%	002174.SZ	游族网络	176	107%
601595.SH	上海电影	130	165%	300058.SZ	蓝色光标	258	105%
300280.SZ	紫天科技	70	164%	603258.SH	电魂网络	106	99%
300002.SZ	神州泰岳	220	158%	300459.SZ	汤姆猫	216	95%
300494.SZ	盛天网络	102	151%	300031.SZ	宝通科技	108	90%
002517.SZ	恺英网络	338	140%	300426.SZ	唐德影视	52	85%

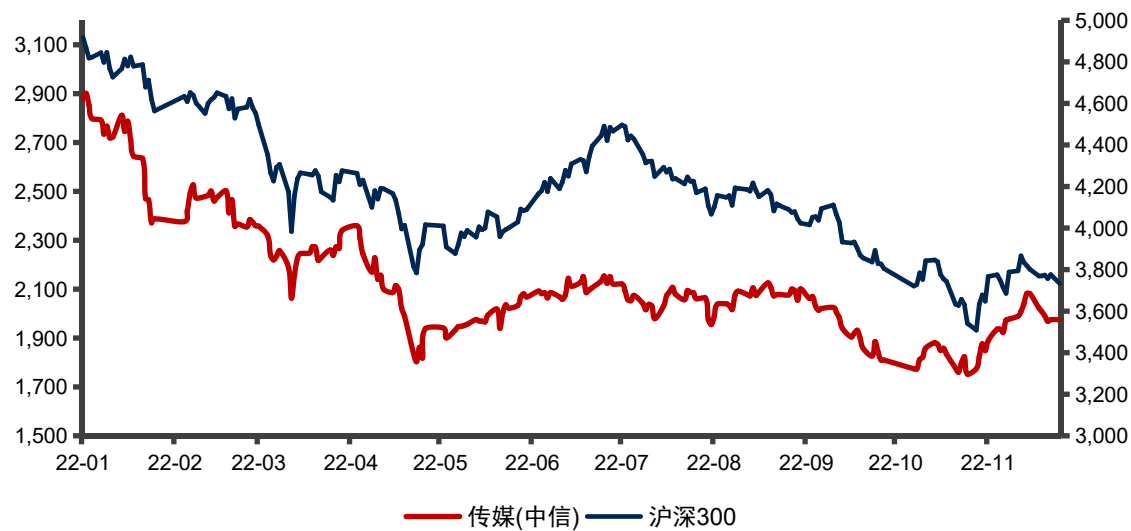
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1. 从超跌到修复：市场表现的内在动因

1.1 年初市场背景：连续7年熊市

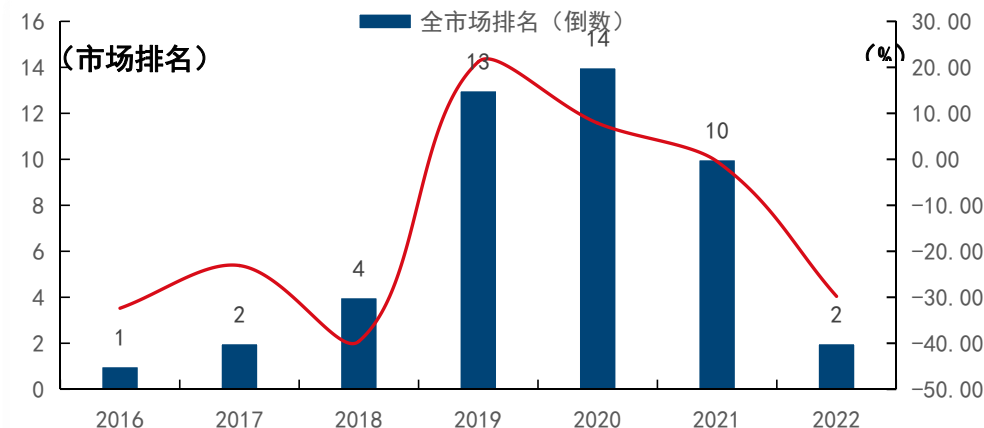
- 16年到22年，连续7年倒数前列
- 2022年传媒板块在中信指数29个行业中排名第28位，延续近年来的弱势表现；

22年传媒指数跑输沪深300



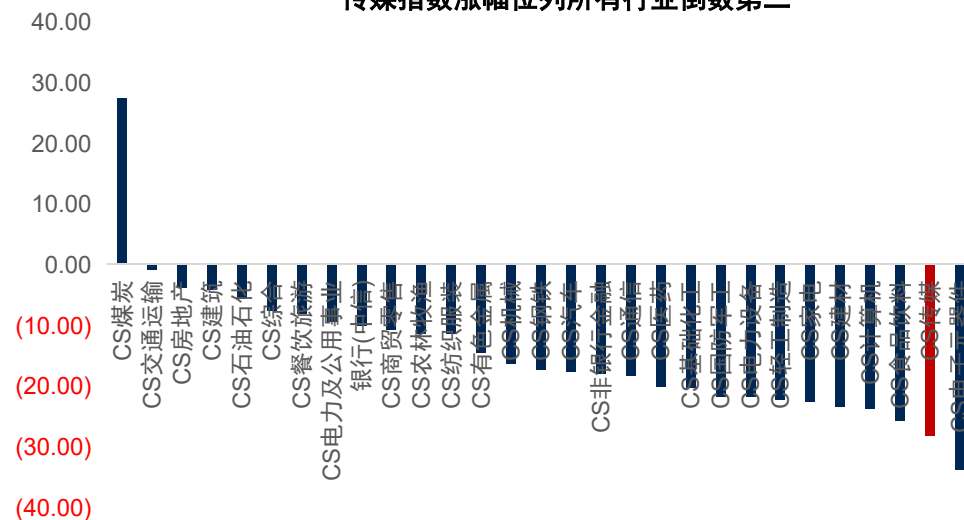
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

传媒板块近年市场表现排名



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

传媒指数涨幅位列所有行业倒数第二



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.1 年初市场背景：机构对传媒板块显著低配

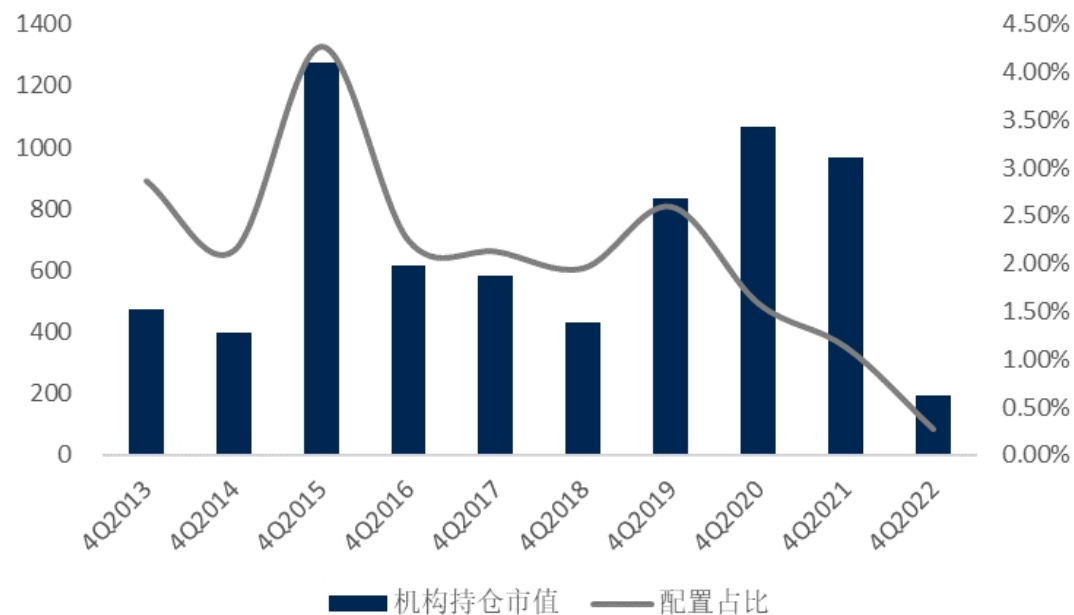
- 年初机构对A股传媒板块持仓总市值为194亿元，占传媒板块总市值1.57%，占股票型基金+混合型基金净值比例为0.28%，（Q3为0.31%）；前十持仓市值达到156亿元，占总持仓市值的73%；
- 从峰值接近4%到年初0.28%，机构仓位配置趋近于零

传媒板块机构配置前十（截至2022/12/31）

代码	简称	股价	市值（亿元）	机构持仓市值（亿元）	机构持仓占比
002027.SZ	分众传媒	5.52	797.2	59.8	7.5%
300413.SZ	芒果超媒	24.93	466.4	23.9	5.1%
002555.SZ	三七互娱	17.42	386.4	19.1	4.9%
603444.SH	吉比特	248.51	178.6	13.6	7.6%
300251.SZ	光线传媒	7.10	208.3	12.2	5.9%
002291.SZ	遥望科技	13.84	126.1	9.7	7.7%
601928.SH	凤凰传媒	8.48	215.8	8.1	3.8%
601098.SH	中南传媒	9.84	176.7	5.6	3.1%
002739.SZ	万达电影	10.43	227.3	5.4	2.4%
002624.SZ	完美世界	12.42	240.9	4.1	1.7%

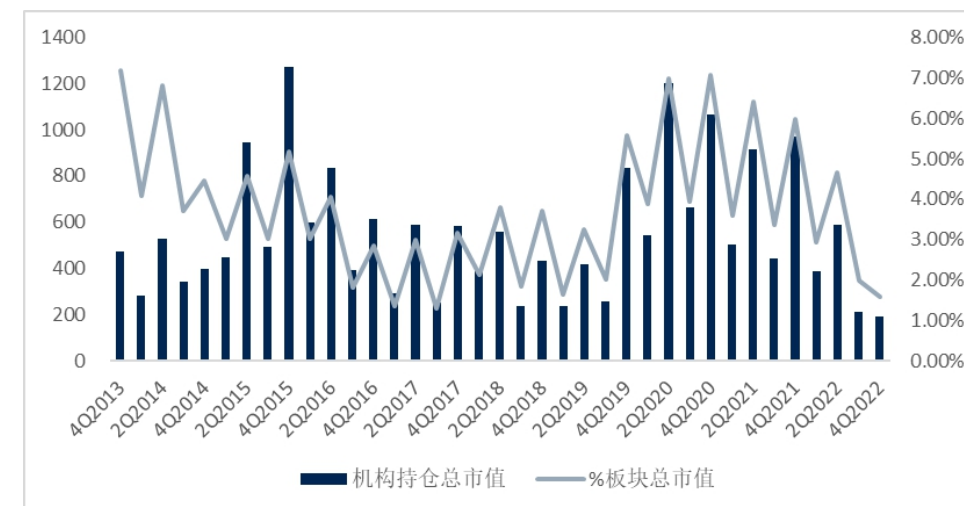
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

传媒板块机构持仓变化



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

机构配置（亿元）及占比

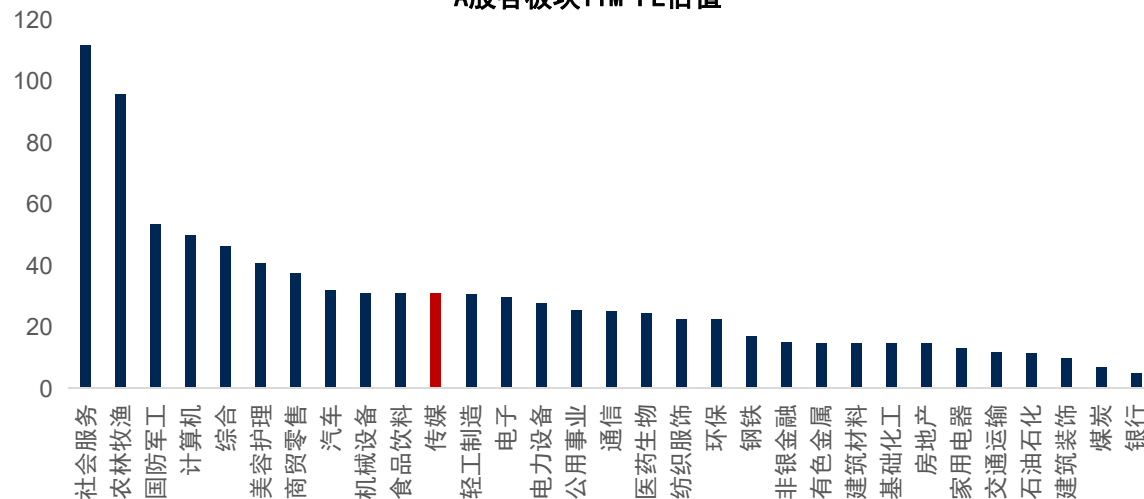


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

1.1 年初市场背景：估值与盈利双重历史低分位数

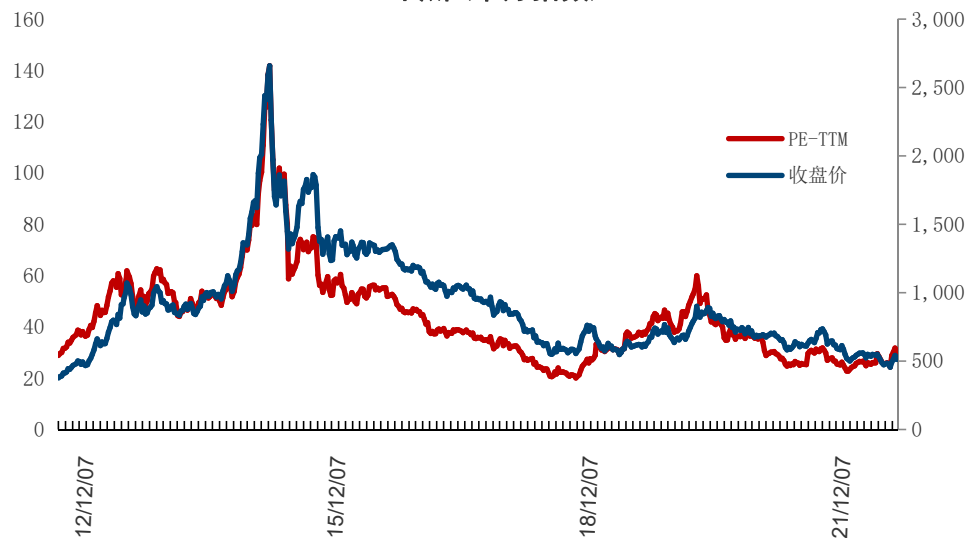
- 我们用PE、PB两种估值体系观察传媒板块估值波动，以申万传媒指数来看，年初PE、PB估值分别处于历史分位数的25%、6%，显著低于同样受疫情冲击显著的社服、出行等板块；
- 以ROE为代表的盈利能力亦处于过去10年的5%分位数

A股各板块TTM-PE估值



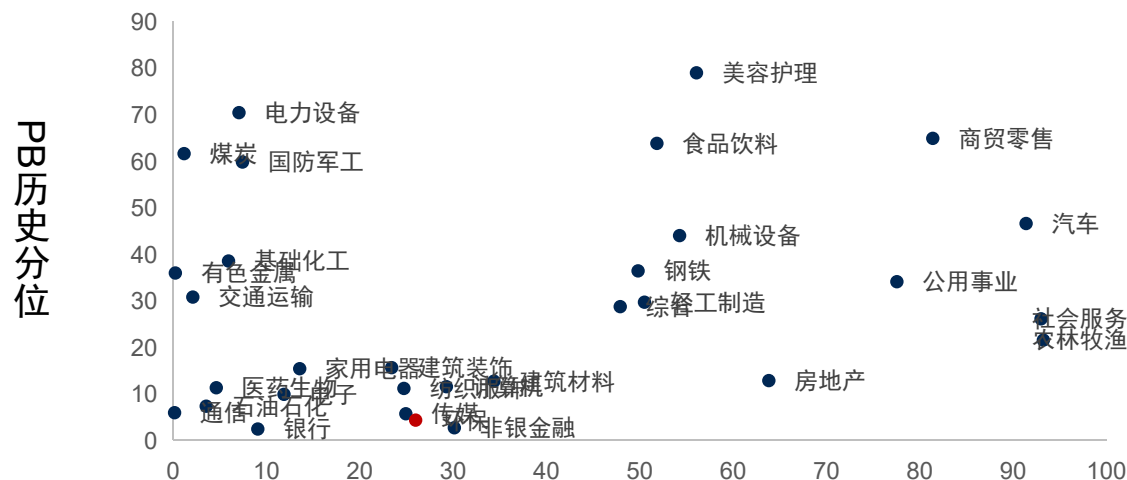
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

传媒(申万指数)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

A股各板块TTM-PE、PB估值历史分位

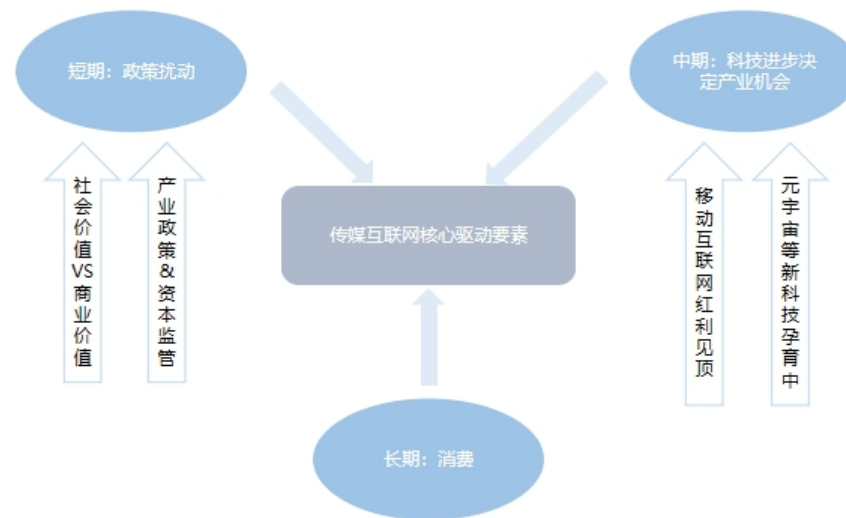


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.2 基本面：从驱动力看拐点变化

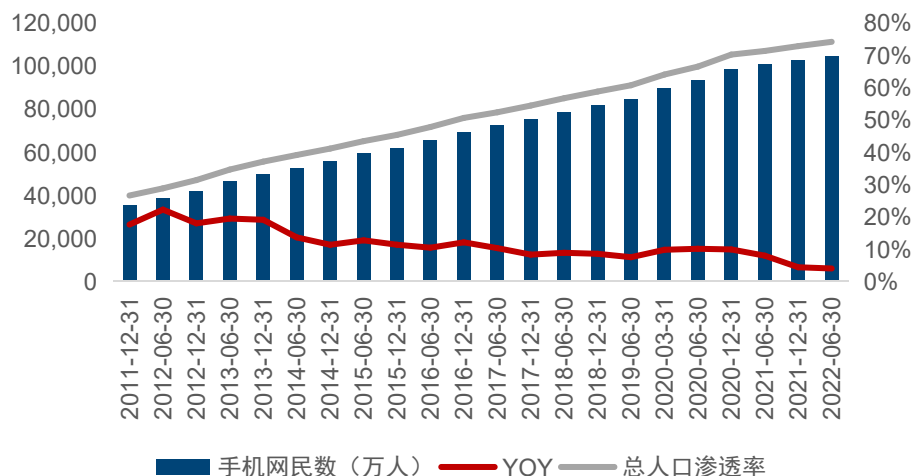
- 监管政策、科技进步、消费升级是传媒板块基本面与估值波动的核心动力；
- 短期看边际变化：拐点已至
 - ✓ 监管政策周期拐点
 - ✓ 宏观经济与疫情拐点
 - ✓ 上市公司资产负债表利空出清

传媒行业核心驱动要素分解



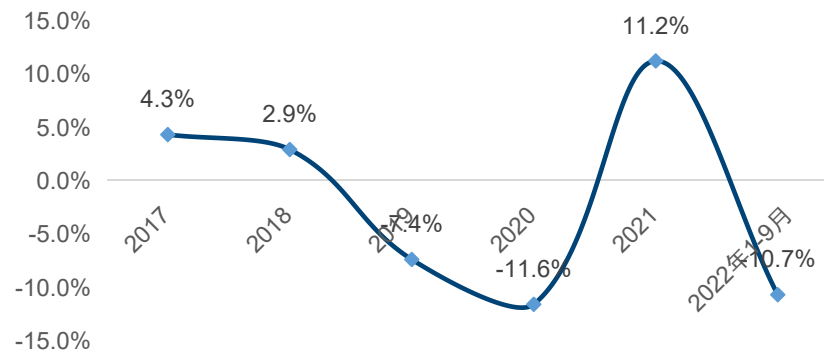
资料来源：国信证券经济研究所整理

移动互联网用户渗透率处于高位



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

2017-2022年广告刊例花费同比增幅



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

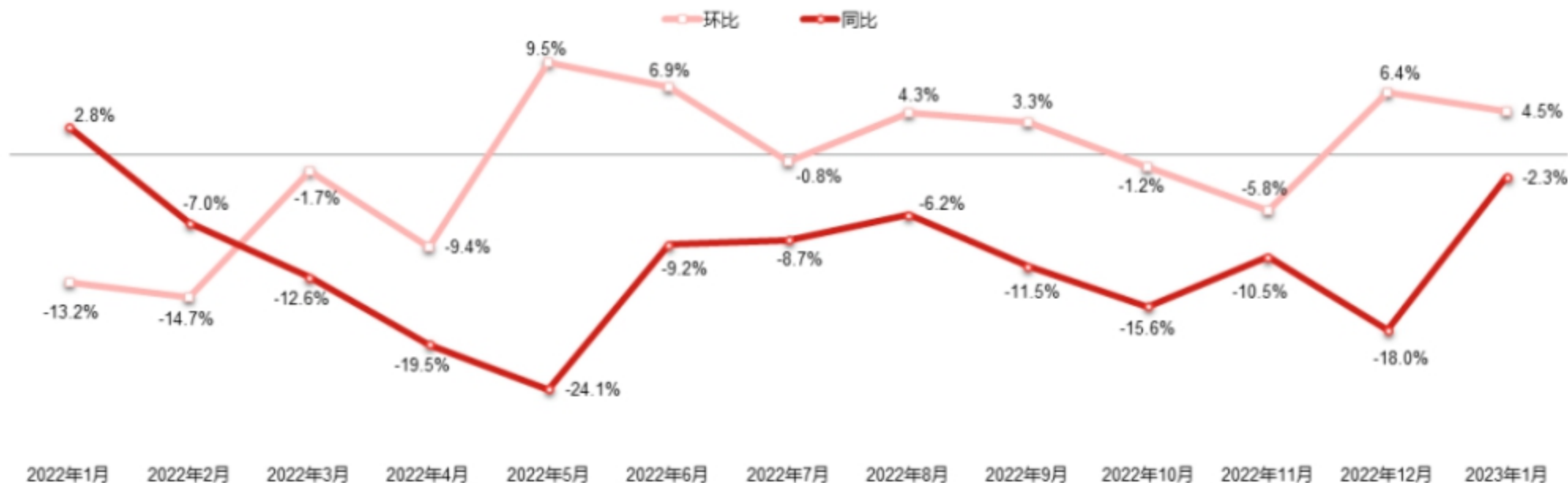
1.2 基本面：政策拐点

- 平台经济监管转向；
- 游戏版号重启且常态化发放；
- 人民网于11月16日发布《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》
-

1.3 基本面：传统赛道需求斜率向上，供给格局大幅改善

➤2B：广告产业链

2022年1月-2023年1月分月广告花费变化



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

1.3 基本面：传统赛道需求斜率向上，供给格局大幅改善

➤ GDP增速和广告增速高度相关

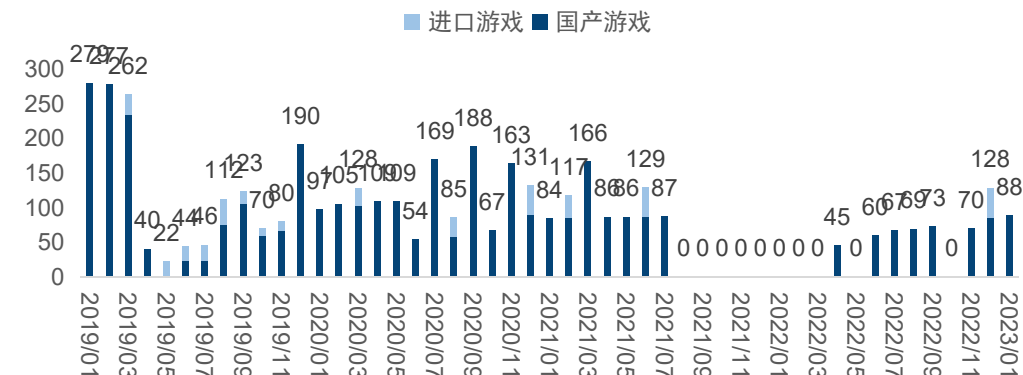
	2022	2023	2024
全球	3.4	2.9	3.1
发达经济体	2.7	1.2	1.4
美国	2.0	1.4	1.0
欧元区	3.5	0.7	1.6
德国	1.9	0.1	1.4
法国	2.6	0.7	1.6
意大利	3.9	0.6	0.9
西班牙	5.2	1.1	2.4
日本	1.4	1.8	0.9
英国	4.1	-0.6	0.9
加拿大	3.5	1.5	1.5
其他发达经济体	2.8	2.0	2.4
新兴市场和发展中经济体	3.9	4.0	4.2
亚洲新兴与发展中地区	4.3	5.3	5.2
中国	3.0	5.2	4.5
印度	6.8	6.1	6.8
欧洲新兴与发展中地区	0.7	1.5	2.6
俄罗斯	-2.2	0.3	2.1
拉丁美洲与加勒比地区	3.9	1.8	2.1
巴西	3.1	1.2	1.5
墨西哥	3.1	1.7	1.6
中东与中亚	5.3	3.2	3.7
沙特阿拉伯	8.7	2.6	3.4
撒哈拉以南非洲地区	3.8	3.8	4.1
尼日尼亚	3.0	3.2	2.9
南非	2.6	1.2	1.3
新兴市场 and 中等收入经济体	3.8	4.0	4.1
低收入发展中国家	4.9	4.9	5.6

资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

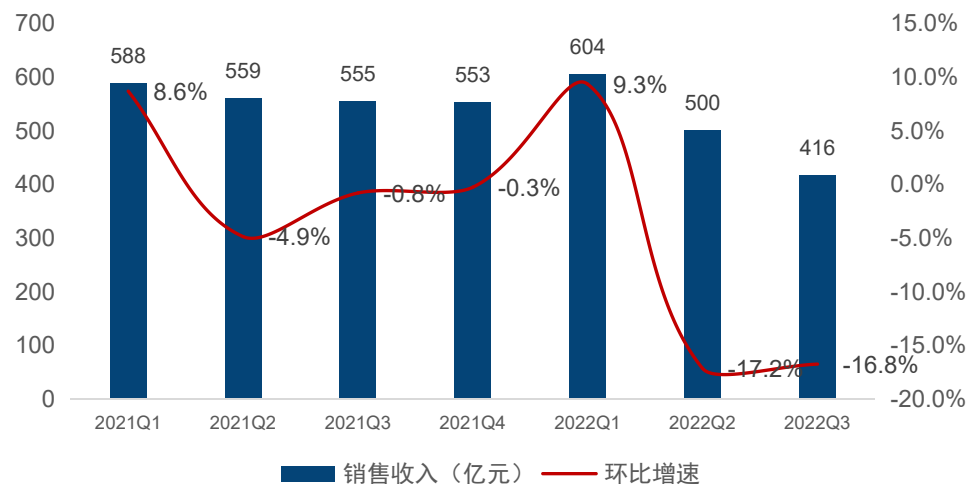
资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

1.3 基本面：传统赛道需求斜率向上，供给格局大幅改善

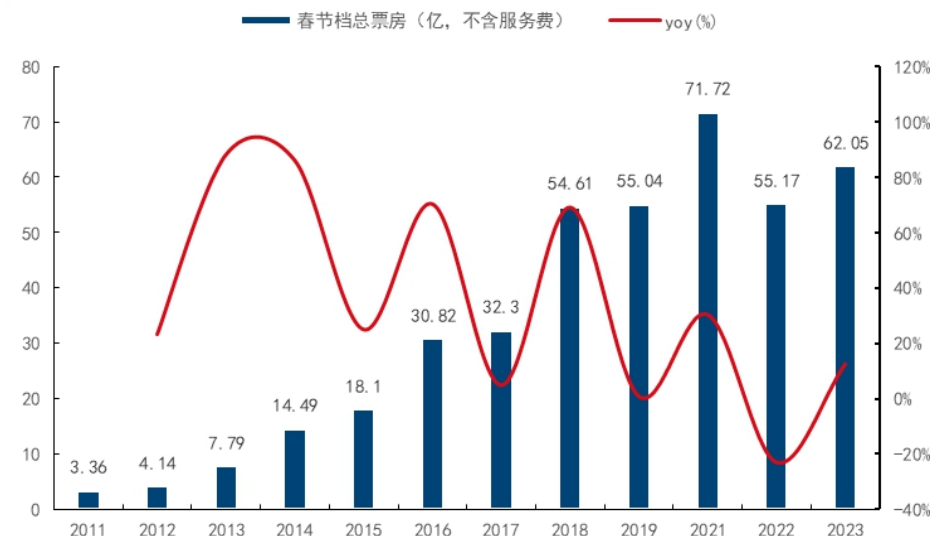
- 2C:
- 影视：疫情管控拐点
- 游戏：版号重启、需求释放



中国移动游戏市场实际销售收入（季度）



春节档票房

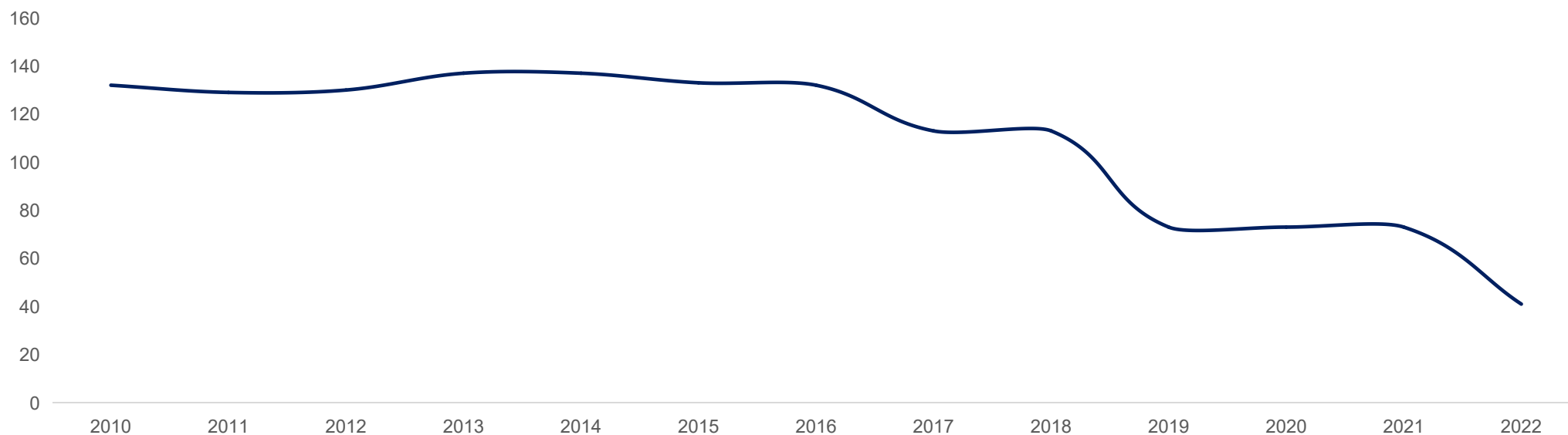


资料来源：灯塔数据，伽马游戏，国信证券经济研究所整理

1.3 基本面：传统赛道需求斜率向上，供给格局大幅改善

- 供给端格局大幅改善
- 以电视剧为例，甲证机构数量从137家下降至41家，减少70%

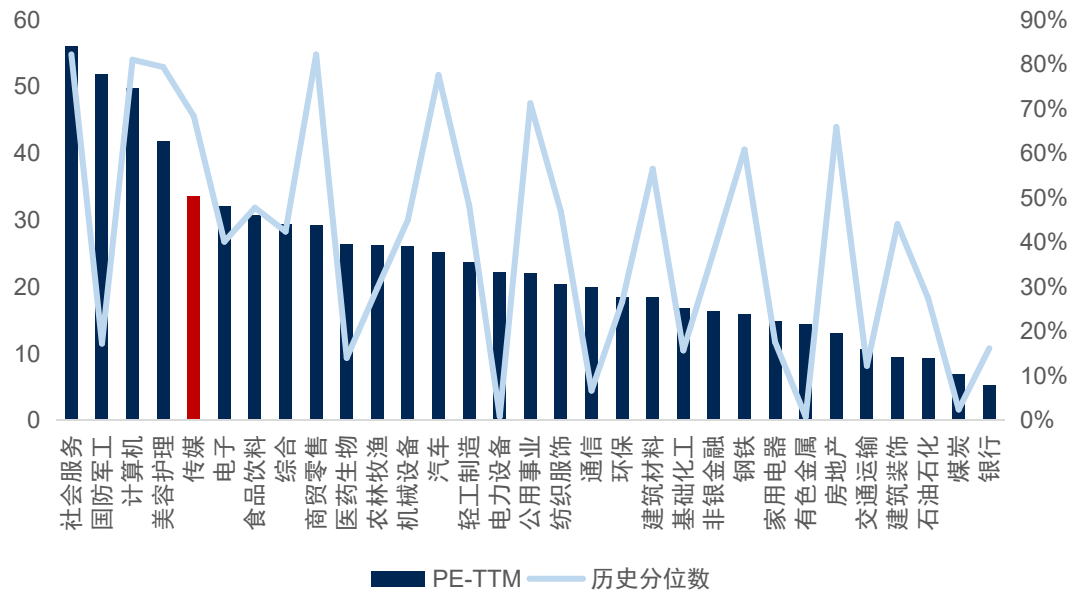
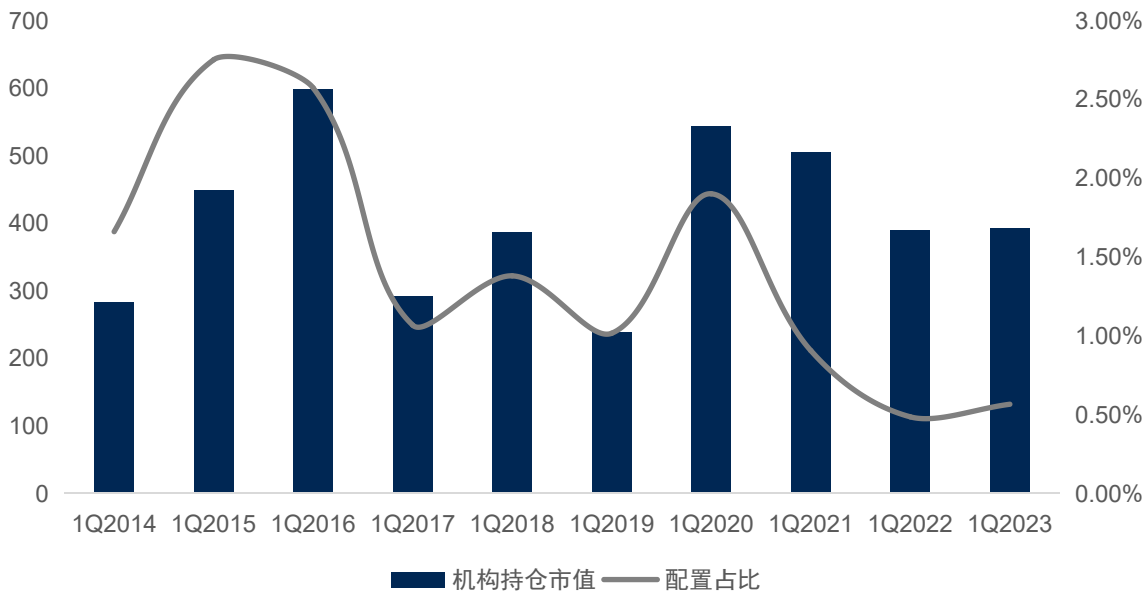
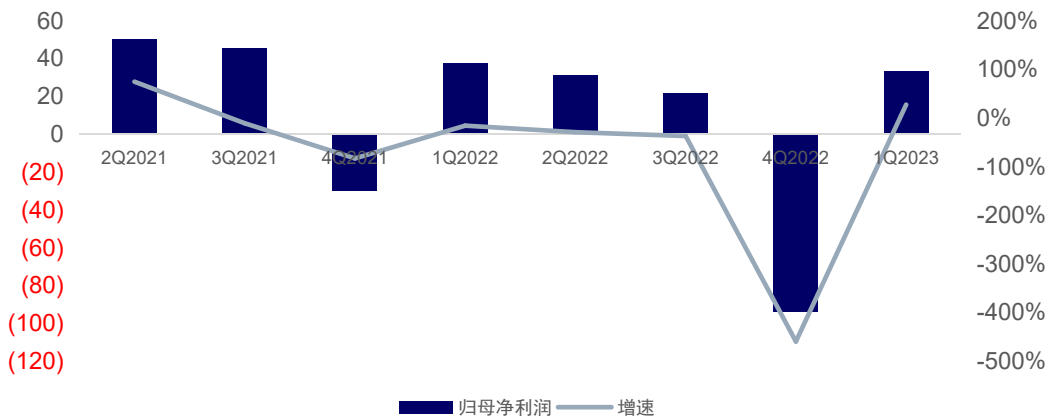
电视剧甲证机构数量



资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

1.4 从Q1看预期验证：基本面拐点向上，估值与配置仍有提升空间

- Q1业绩拐点显现
- Q1机构持仓回升但仍处于低配；
- TTM-PE历史分位数60%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.4 从Q1看预期验证：基本面拐点向上，估值与配置仍有提升空间



➤ 估值整体还有修复空间

➤ 游戏

➤ 出版

➤

代码	股票	市值	PE-TTM	PE-23	PE-24
600633.SH	浙数文化	173	24	26	23
603444.SH	吉比特	364	26	22	19
002555.SZ	三七互娱	773	26	23	20
002605.SZ	姚记科技	138	30	20	17
002517.SZ	恺英网络	355	33	25	20
300002.SZ	神州泰岳	265	40	37	31
002558.SZ	巨人网络	341	41	28	24
300494.SZ	盛天网络	109	45	37	30
002624.SZ	完美世界	416	53	26	22

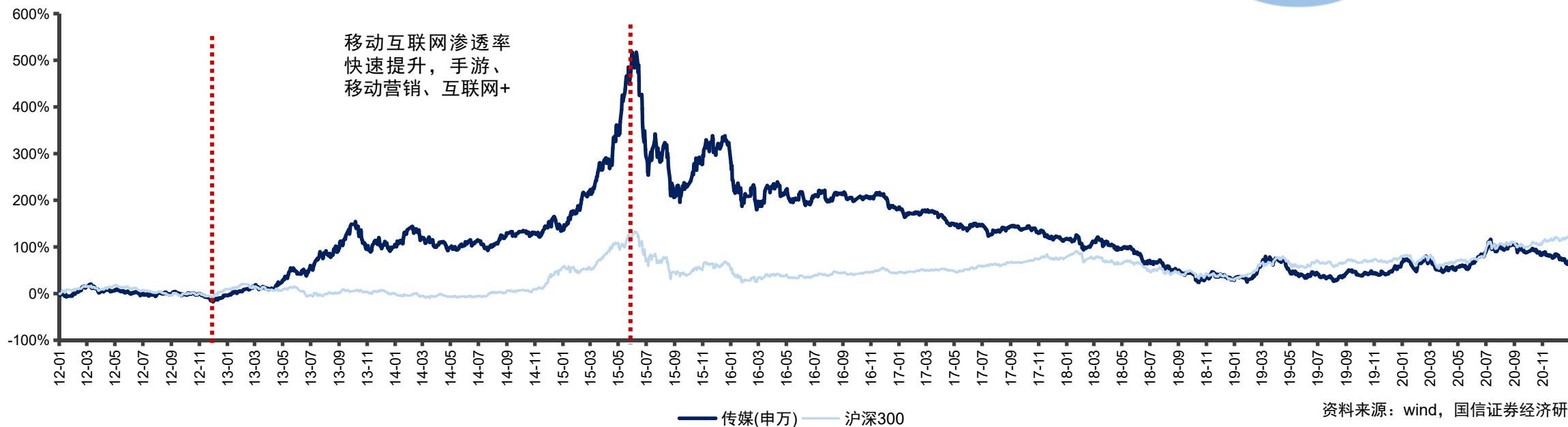
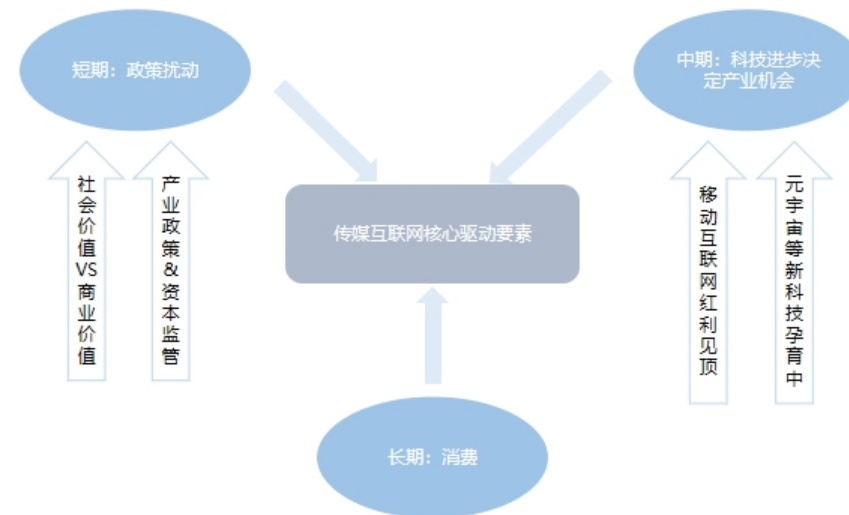
代码	股票	市值	PE-TTM	PE-23	PE-24	扣除现金估值（23）	扣除现金估值（TTM）	股息率
600373.SH	中文传媒	253	13	12	11	5	6	3.64
000719.SZ	中原传媒	143	14	0	0	0	9	2.36
605577.SH	龙版传媒	67	14	0	0	0	10	0.67
601019.SH	山东出版	260	15	14	14	10	11	2.81
601921.SH	浙版传媒	230	16	15	13	8	9	3.09
600757.SH	长江传媒	140	17	0	0	0	15	3.21
601811.SH	新华文轩	188	17	17	16	10	10	1.58
601098.SH	中南传媒	270	18	17	15	11	12	4.33
601928.SH	凤凰传媒	393	19	18	16	17	18	3.24
601900.SH	南方传媒	199	19	17	16	14	16	1.46
603230.SH	内蒙新华	57	19	0	0	0	15	0.40
600551.SH	时代出版	68	19	0	0	0	14	1.17
600229.SH	城市传媒	76	22	20	17	17	19	1.46
601801.SH	皖新传媒	191	26	25	22	11	12	1.77
603096.SH	新经典	42	30	24	20	23	29	2.25

2. 从修复到成长：AIGC驱动的长周期机遇

2.0 为什么要重视AIGC产业机遇？

- 监管政策、科技进步、消费升级是传媒板块基本面与估值波动的核心动力；
- 行业及二级市场的超额收益来自于新科技落地推动

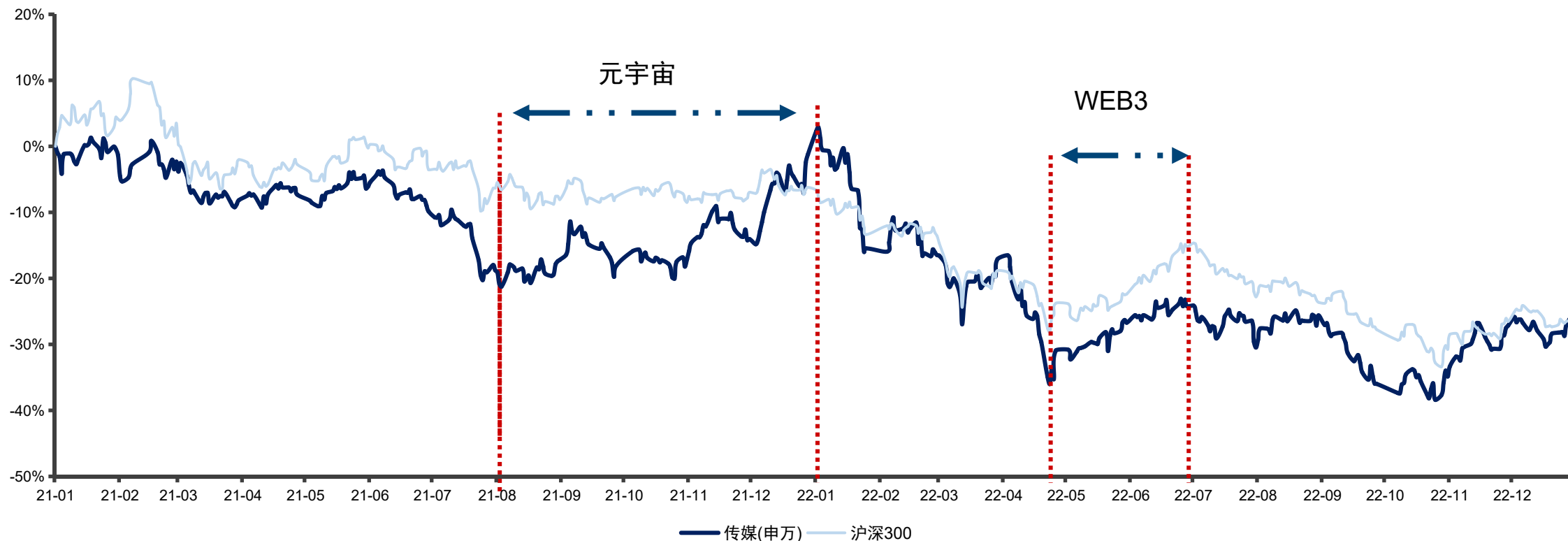
传媒行业核心驱动要素分解



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2.0 为什么要重视AIGC产业机遇？

➤ 20年以来下行中期中的两次反弹亦是对新科技落地的憧憬；



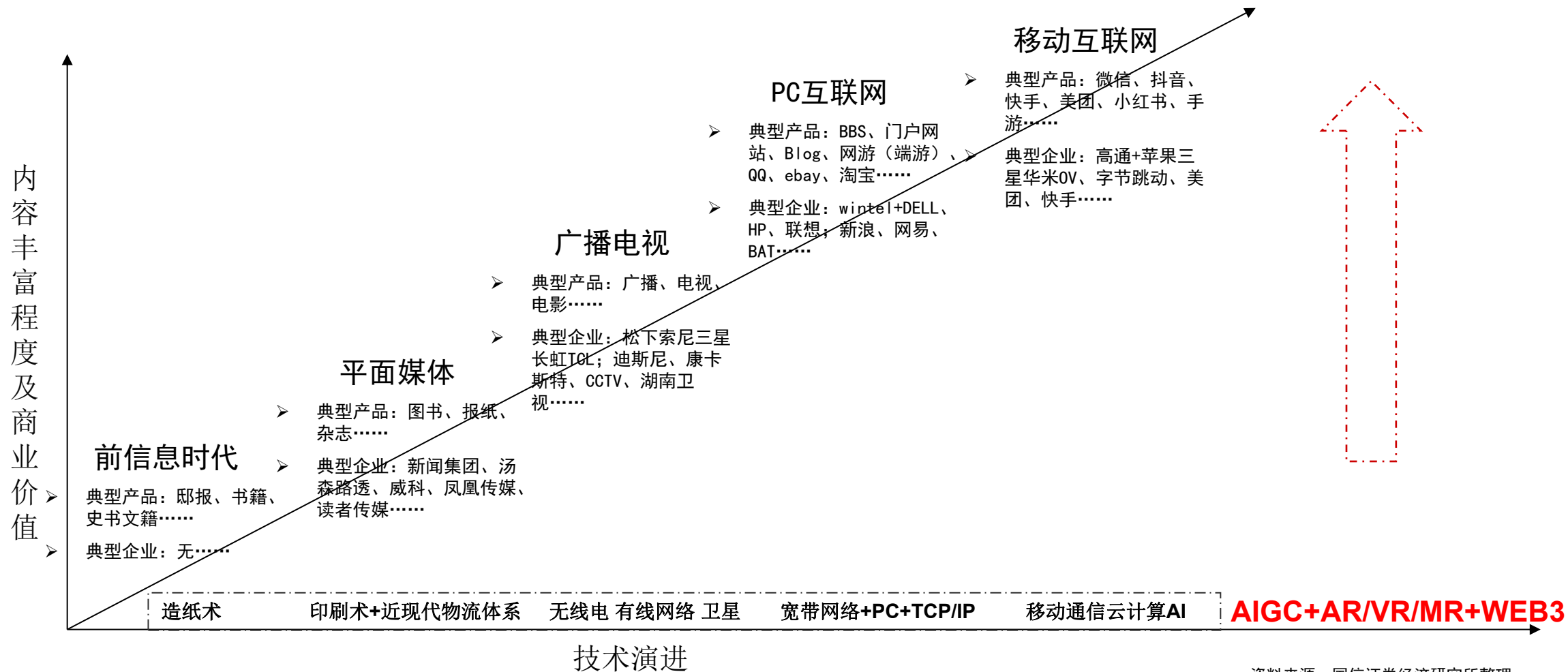
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2.0 为什么要重视AIGC产业机遇？

➤ 传媒行业供给创造需求，技术进步引发媒介革命，内容与新型媒体互相融合，形式及商业模式、市场空间随之巨变

➤ “人们总是高估一项科技所带来的短期效益，却又低估它的长期影响。”——阿玛拉定律

?



资料来源：国信证券经济研究所整理

2.0 为什么要重视AIGC产业机遇？

➤WEB3：商业模式的重构、互联网的“乌托邦”

➤AI：第四次生产力革命

➤元宇宙

- ✓ 空洞的概念？
- ✓ 新科技的交融！
- ✓ AI+VRARMR+WEB3

2.1 AIGC是什么

- AIGC（AI Generated Content），运用人工智能来生成内容，是基于生成对抗网络GAN、大型预训练模型等人工智能技术，通过已有数据寻找规律，并通过适当的泛化能力生成相关内容的技术，被认为是继PGC、UGC之后的新型内容创作方式
- 2022年8月，在美国科罗拉多州举办的新兴数字艺术家竞赛中，没有绘画基础的参赛者通过AIGC绘画作品《太空歌剧院》获得了此次比赛“数字艺术/数字修饰照片”类别一等奖，引发广泛关注

2022年8月通过AIGC生成的获奖绘画作品《太空歌剧院》



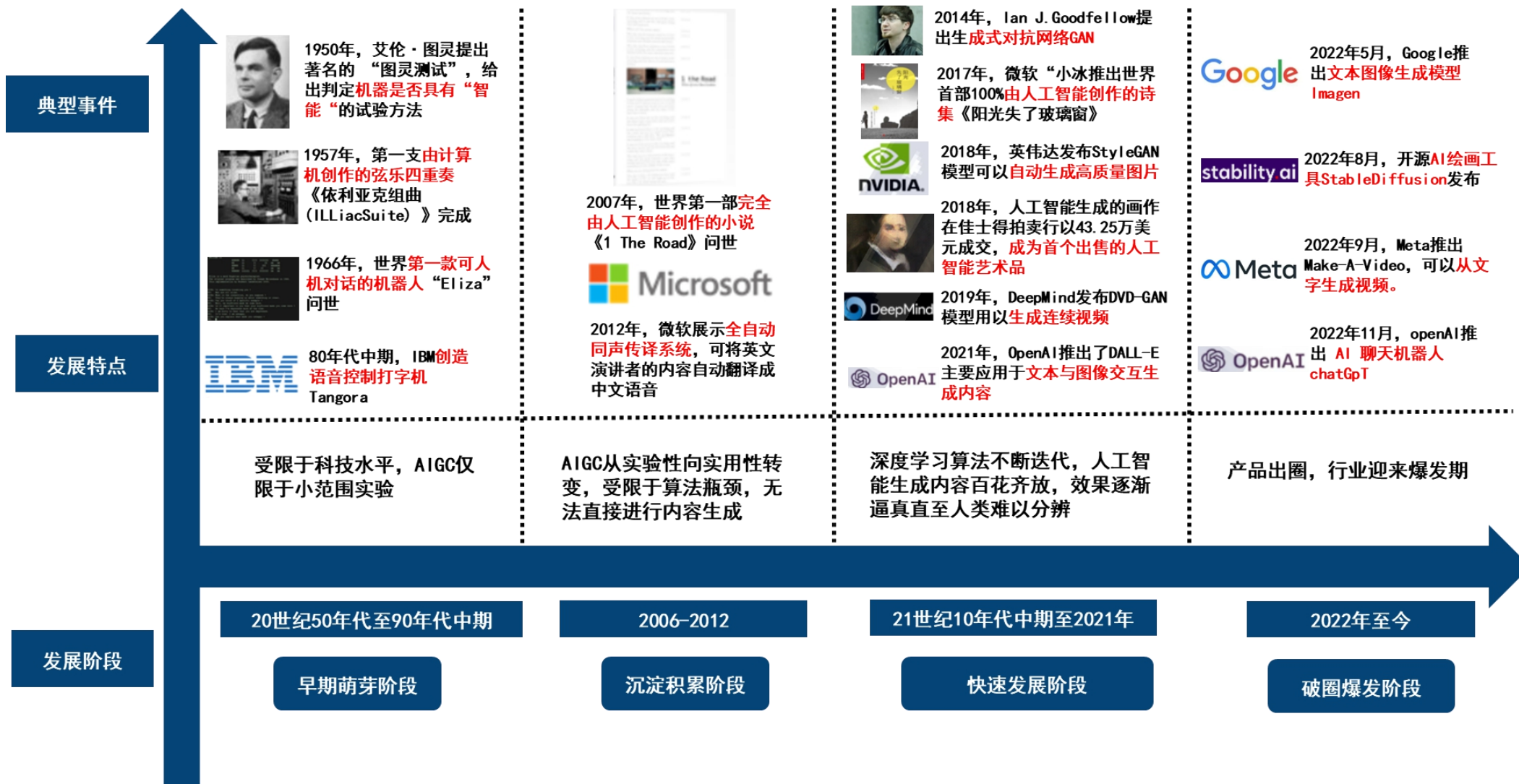
资料来源：甲子光年，国信证券经济研究所整理

AIGC相关深度学习模型迭代进程

序号	深度学习模型	出现时间	特点
1	GAN（Generative Adversarial Network）	2014年	1. 生成器用来生成图片，判别器用来判断图片质量，两者互相平衡之后得到结果； 2. 对输出结果的控制能力较弱，容易产生随机图像、分辨率比较低。
2	CLIP（Contrastive Language-Image Pre-Training）	2021年	1. 进行自然语言理解和计算机视觉分析； 2. 使用已经标注好的“文字-图像”训练数据。一方面对文字进行模拟训练。另一方面对图像进行另一个模拟的训练，不断调整两个模型内部参数，使得模型分别输出的文字特征和图像图正值并确认匹配。
3	Diffusion	2022年	1. 通过增加噪声破坏训练数据来学习，然后找出如何逆转这种噪声过程以恢复原始图像； 2. 经过训练，该模型可以应用这些去噪方法，从随机输入中合成新的“干净”数据。

资料来源：腾讯科技，国信证券经济研究所整理

2.1 AIGC发展历程

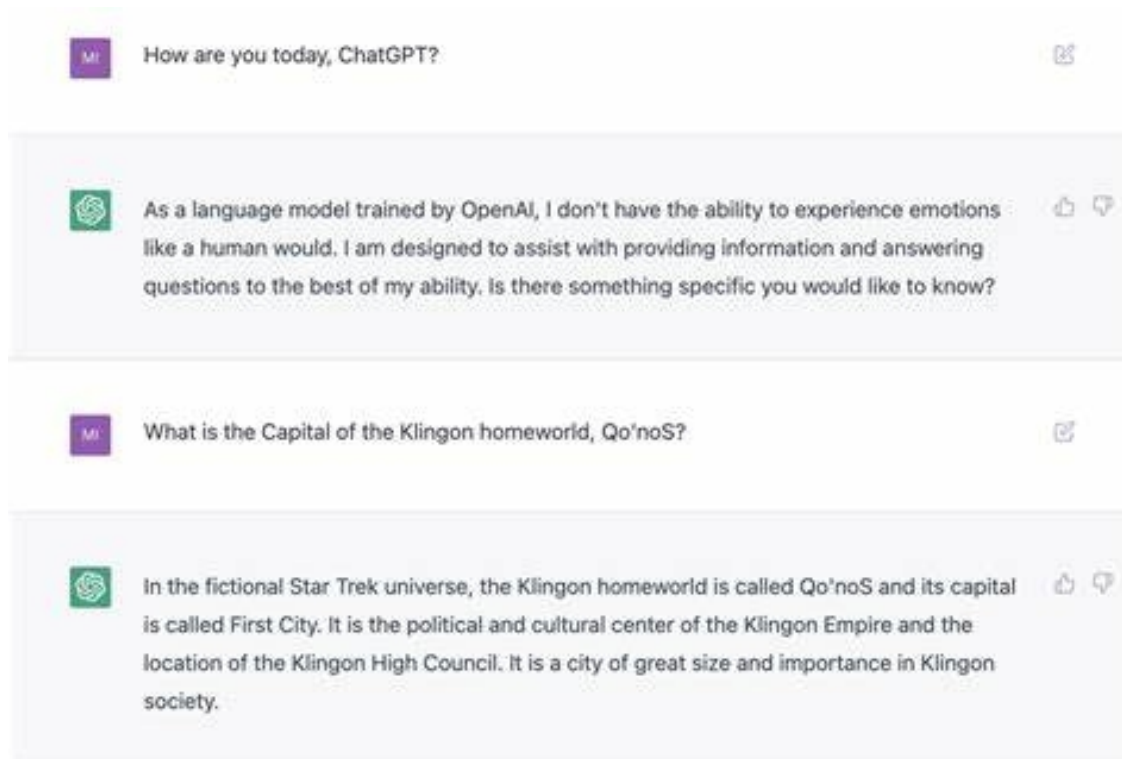


资料来源：中国信通院，国信证券经济研究所整理

2.2 AIGC能做什么

- AIGC：文本生成，ChatGPT
- AI画画
- AI音频生成
- 多模态：视频乃至游戏生成与复杂场景应用等

ChatGPT

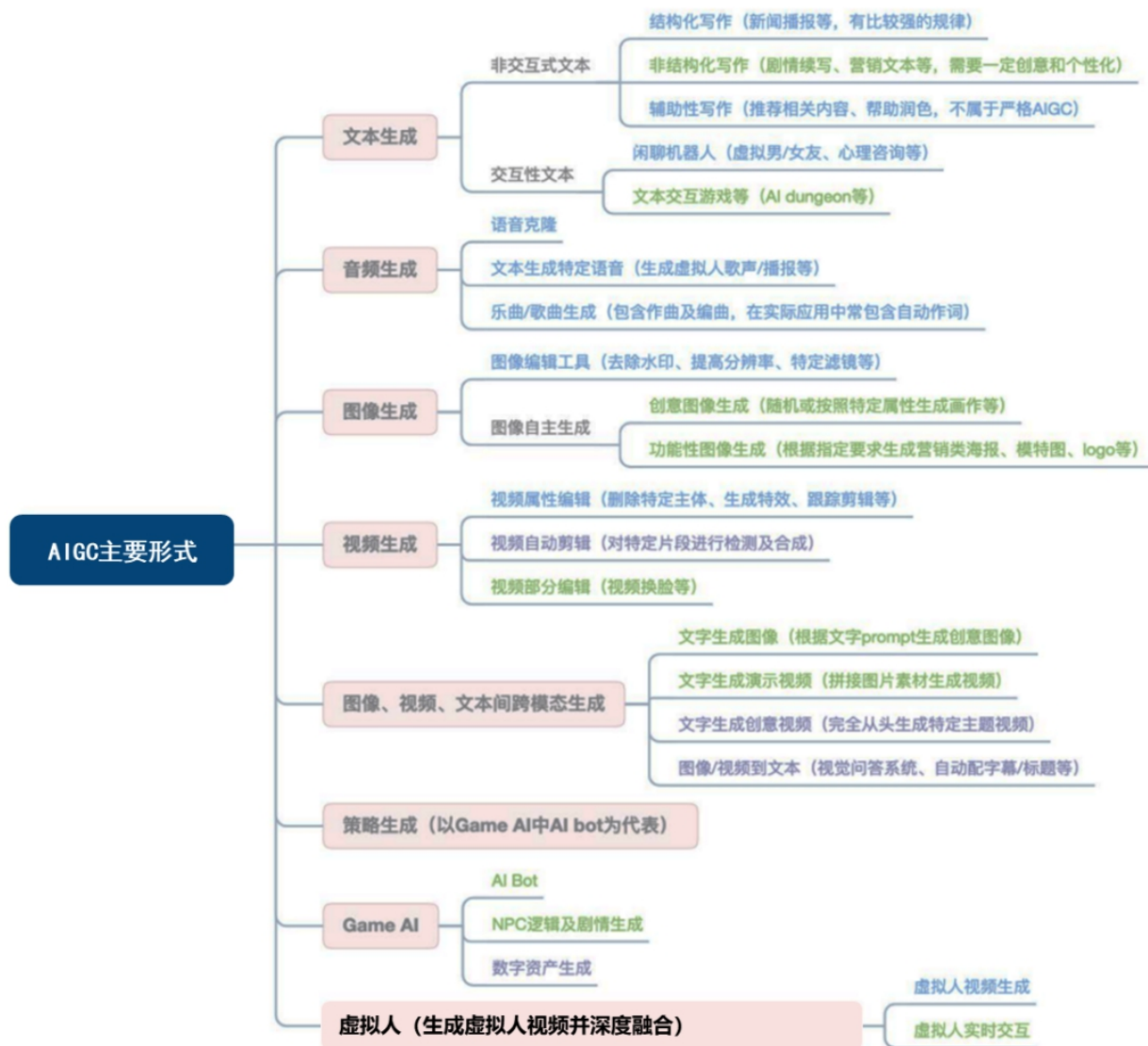


AI作画 Midjourney



资料来源：OpenAI，腾讯科技，国信证券经济研究所整理

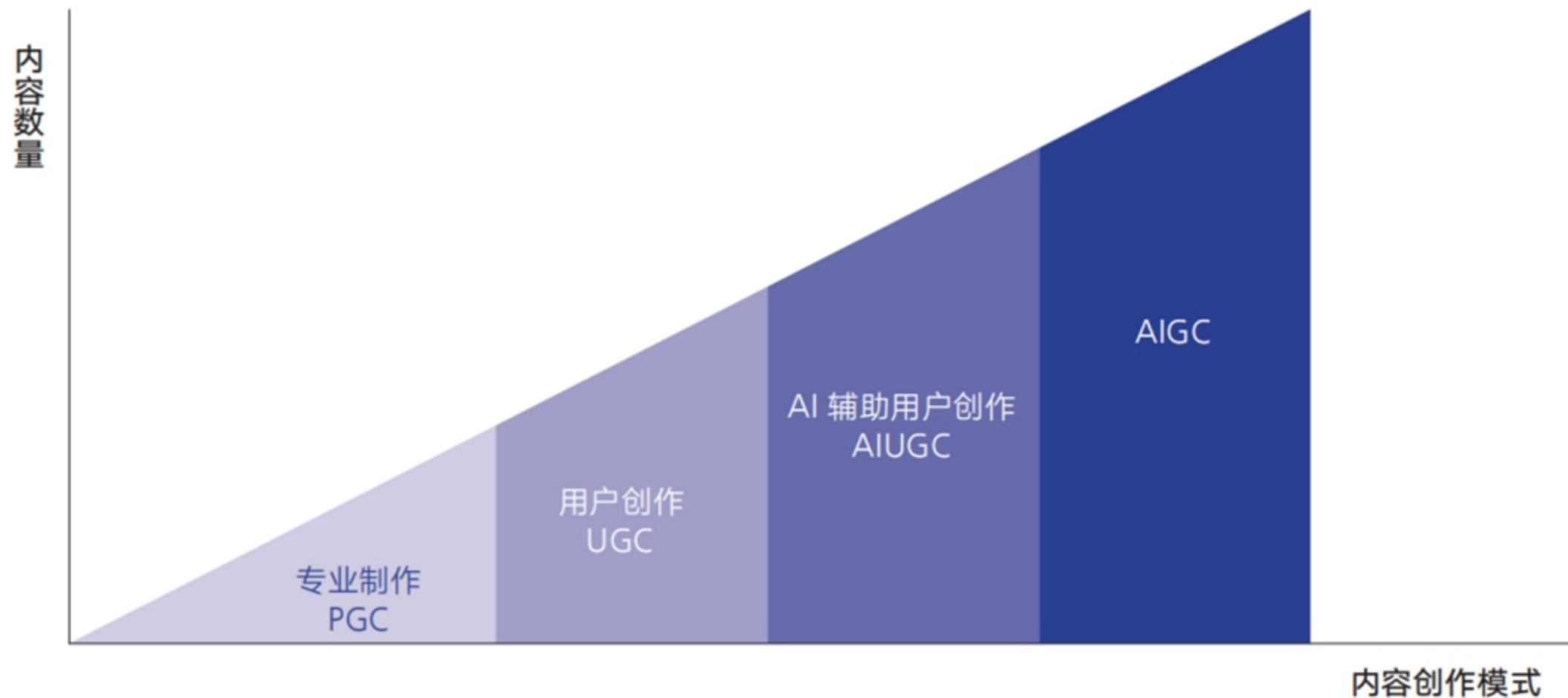
2.2 AIGC能做什么



■ 较为广泛地实际应用、技术细节仍待进一步提升 ■ 底层技术原理基本明确，预计1-2年内将规模化应用 ■ 底层技术原理仍待完善，增长可期

资料来源：量子位，国信证券经济研究所整理

2.3 从PGC到AIGC：AI将重构内容与平台生态

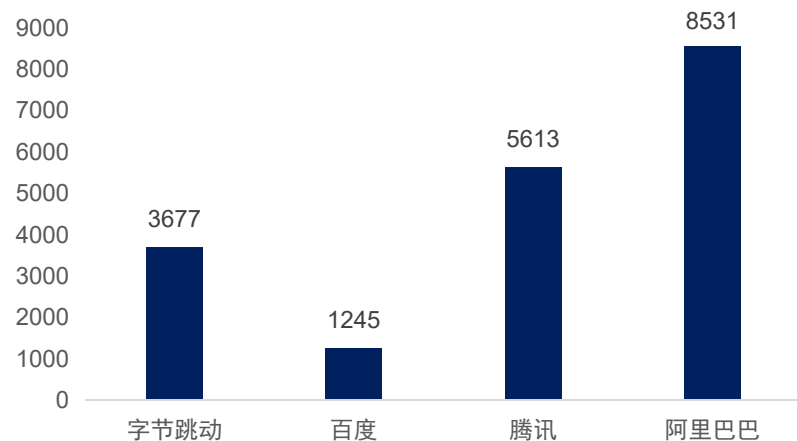


资料来源：腾讯研究院，国信证券经济研究所整理

2.3 从PGC到AIGC：AI将重构内容与平台生态

- 短期：降本
- 长期：基于生产力提升的增效，场景的重构与增益
 - 移动互联网时代的典型：字节跳动（抖音、今日头条）
 - AIGC+时代：全新的人机交互与内容生产、分发模式

字节跳动与BAT 2021年营业收入（亿元人民币）



黑客帝国

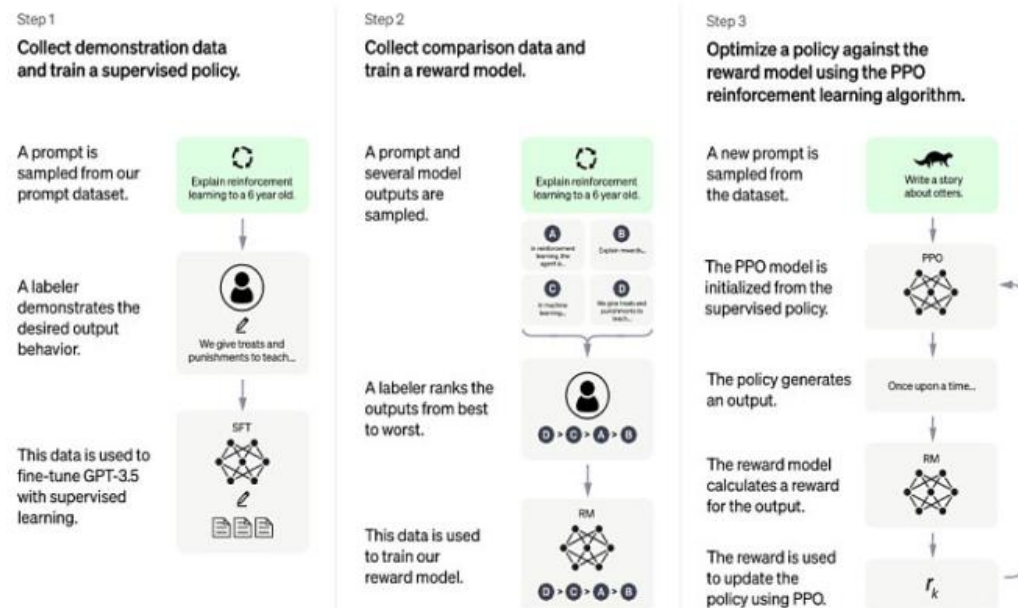


资料来源：wind，豆瓣，国信证券经济研究所整理

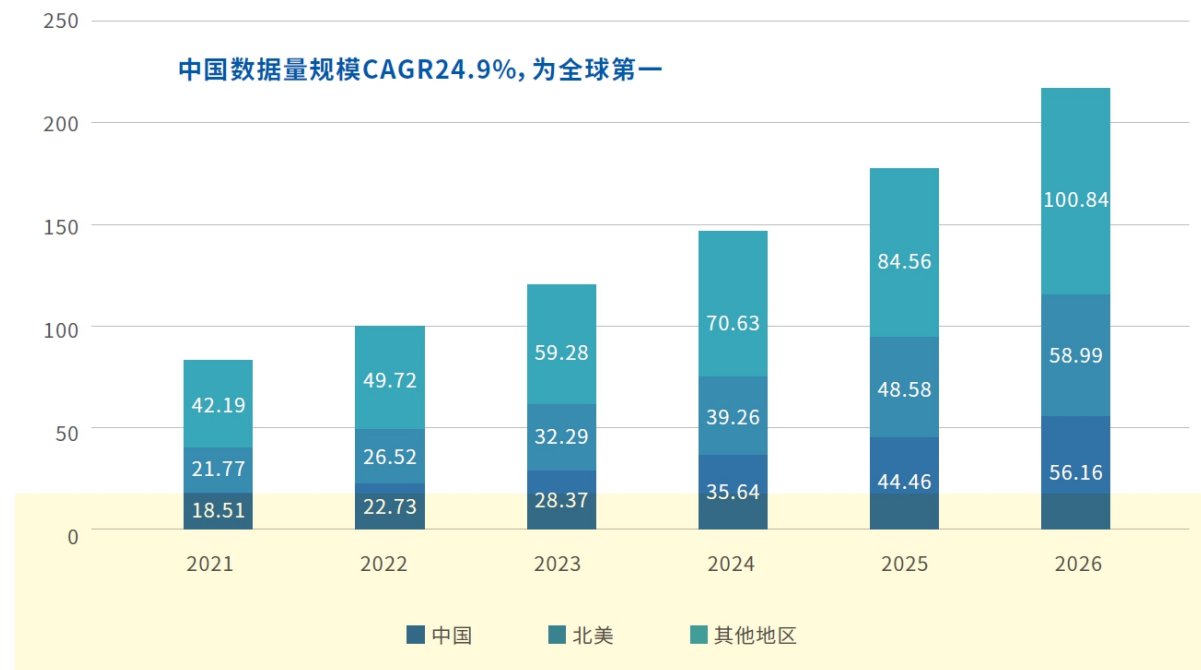
2.4 本轮AIGC的最大不同：预训练大模型

- 算力、数据积累加速模型训练曲线
 - 海外：OpenAI、Meta、Google等
 - 国内：百度、阿里巴巴、商汤科技、三六零、昆仑万维等
- 大模型打开技术上限
 - ChatGPT到SAM

GPT大模型



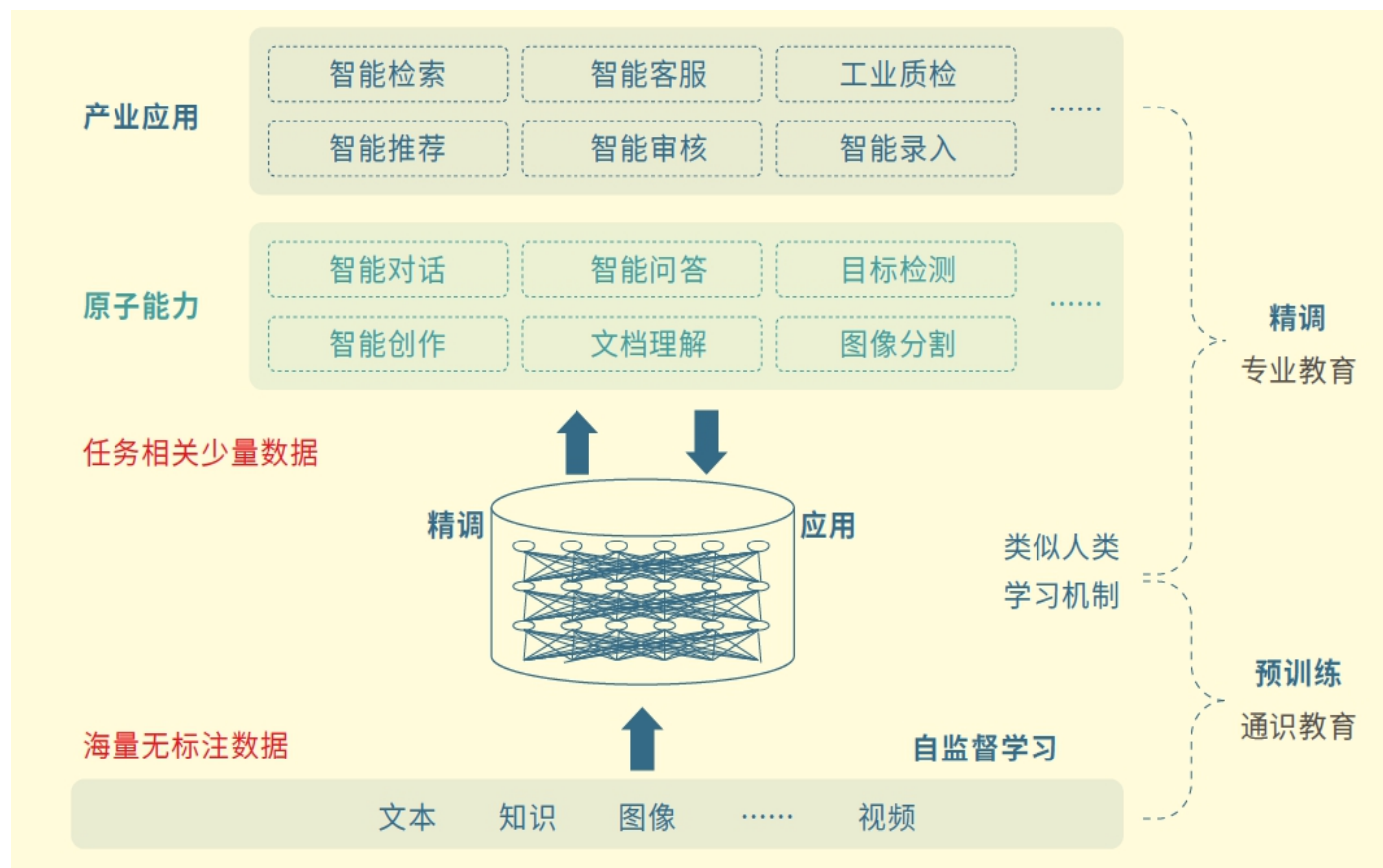
数据增长



资料来源：IDG，国信证券经济研究所整理

2.4 预训练大模型的意义与影响

- 预训练大模型降低开发门槛
- 算力提升降低单位算力运维开销



2.5 预训练大模型的进展

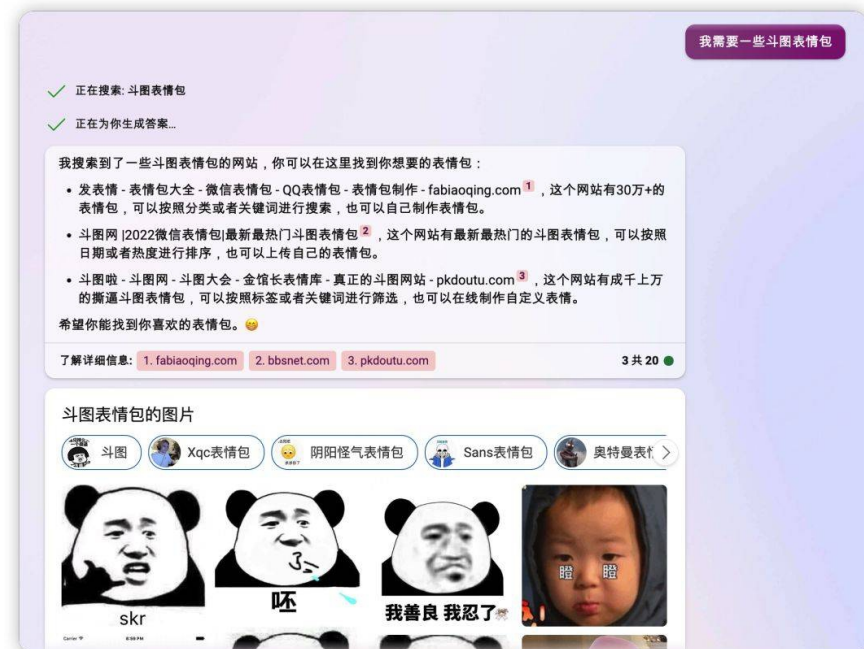
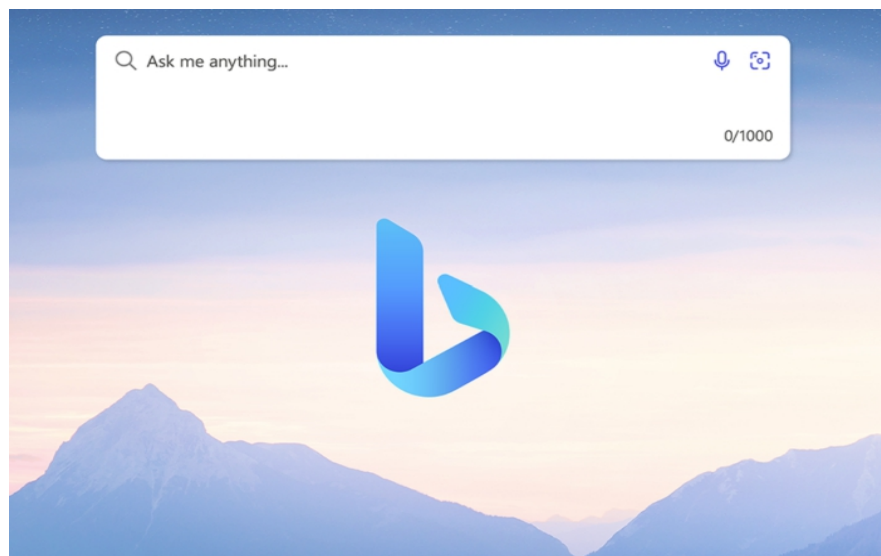
公司	预训练模型	应用	参数量	领域
谷歌	BERT	语言理解与生成	4810亿	NLP
	LaMDA	对话系统	-	NLP
	PaLM	语言理解与生成、推理、代码生成	5400亿	NLP
	Imagen	语言理解与图像生成	110亿	多模态
	Parti	语言理解与图像生成	200亿	多模态
微软	Florence	视觉识别	6.4亿	CV
	Turing-NLG	语言理解、生成	170亿	NLP
Facebook	OPT-175B	语言模型	1750亿	NLP
	M2M-100	100种语言互译	150亿	NLP
DeepMind	Gato	多面手的智能体	12亿	多模态
	Gopher	语言理解与生成	2800亿	NLP
	AlphaCode	代码生成	414亿	NLP
OpenAI	GPT3	语言理解与生成、推理等	1750亿	NLP
	CLIP & DALL-E	图像生成、跨模态检索	120亿	多模态
	Codex	代码生成	120亿	NLP
	ChatGPT	语言理解与生成、推理等	-	NLP
英伟达	Megatron-Turing NLG	语言理解与生成、推理	5300亿	NLP
Stability AI	Stable Diffusion	语言理解与图像生成	-	多模态

2.5 预训练大模型的进展

国内预训练大模型

序号	发布时间	大模型	发布机构	参数量	训练数据	模态	功能	是否开源
1	2021年4月	PLUG	阿里	270亿	高质量中文训练数据（1TB以上）	文本	自然语言理解（NLU）、文本生成	开源
2	2021年4月	盘古-α	华为	2000亿	40TB训练数据	文本	自然语言理解、文本生成	-
3	2021年4月	孟子	澜舟科技	10亿	基于数百 G 级别涵盖互联网网页、社区、新闻、电子商务、金融等领域的高质量语料训练	文本、图像	自然语言理解、文本生成	-
4	2021年6月	M6	阿里	1000亿	超过 1.9TB 的图像和 292GB 的文本	文本、图像	文本生成图像、图文匹配、图像描述	-
5	2021年6月	悟道 2.0	智源研究院	1.75万亿	-	双语多模态大模型	NLP理解、生成任务与文生图、图生文任务	开源
6	2021年7月	ERNIE 3.0（文心）	百度	2600亿	-	多模态大模型	语言理解、语言生成、图文生成	-
7	2021年9月	紫东太初	中科院自动化所	千亿	-	三模态大模型	通过跨模态语义关联达成视觉、文本、语音三模态同意表达和高效协同	开源
8	2021年9月	源 1.0	浪潮信息	2457亿	在海量中文互联网上收集整理超过5000G的高质量中文训练数据集	文本	文本生成	开源
9	2022年4月	混元	腾讯	万亿级别	-	跨模态大模型	已落地于腾讯广告、搜索、对话等内部产品并通过腾讯云服务外部客户	-
10	2022年5月	CogVideo	清华	94亿	-	文本生成视频	目前最大的通用领域文本到视频生成预训练模型	开源
11	2023年2月	Moss	复旦	百亿级别	-	文本	对话式大型语言模型	-

2.6 从大模型到应用：新Bing



2.6 从大模型到应用：AI绘画



资料来源：OpenAI，Midjourney，国信证券经济研究所整理

2.6 从大模型到应用：AIGC + 图文生成



安思鹤AskHer

4-19 15:37 来自 微博网页版

首位时间穿梭少女的时空日志今日更新

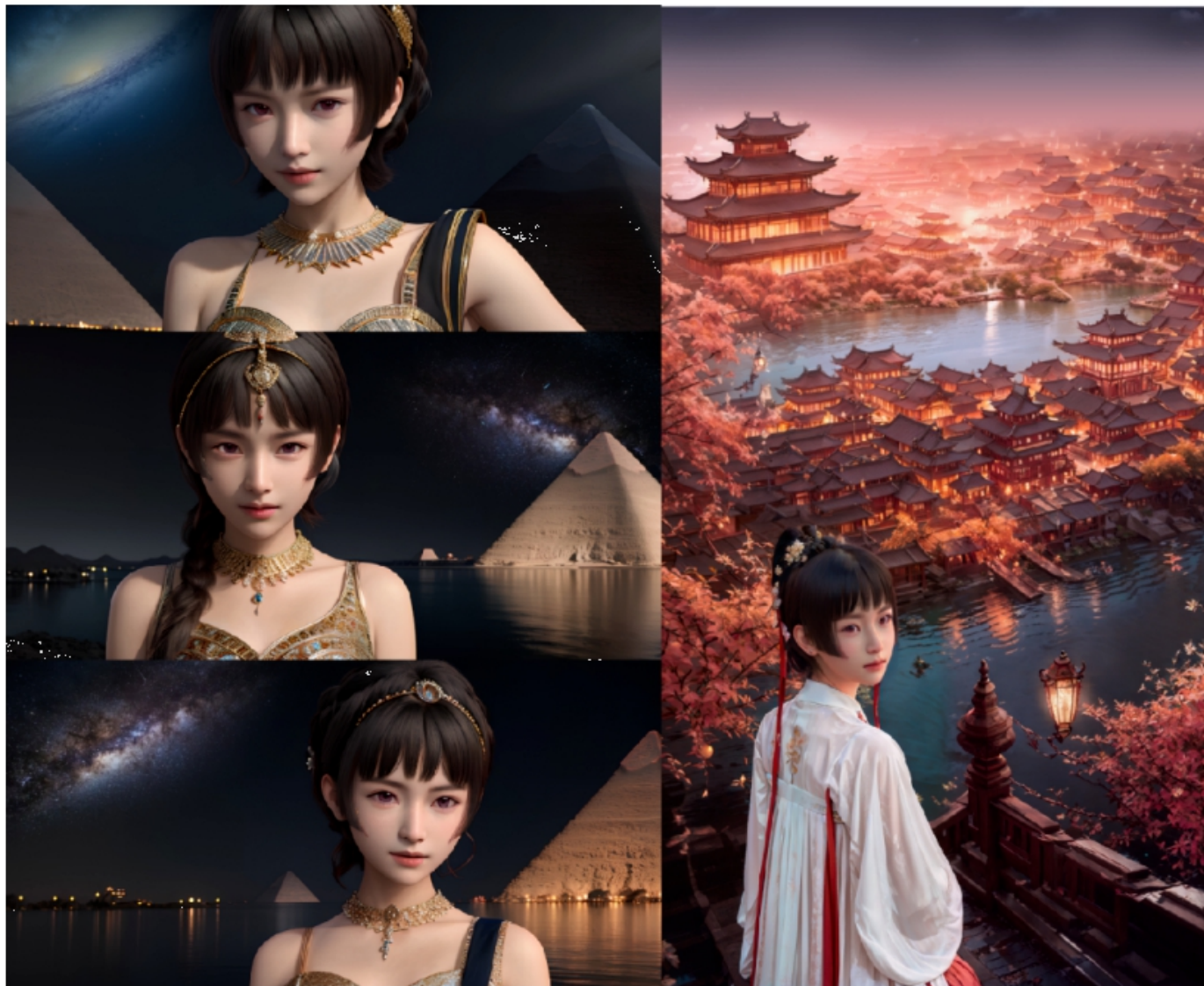
在安思鹤1.0版本中我以清华学生的视角体验了人类社会的校园及校外生活，本次实验升级，我将接入AI及ChatGPT的程序，进行更多维度的探索。我1000条vlog的目标依旧不变，这次我们去探索时间的1000种未来

如果你是第一次见面的朋友，那我们重新认识一下~

你好，这里是安思鹤，代号ASKHER。你可以看到我进行的各种时间旅行和探险，了解我对未来的想象和预测，还可以和我一起探讨一些科幻和未来科技的话题。如果你也喜欢科幻和冒险，欢迎关注加入我的旅程，我们一起去看看1000种未来

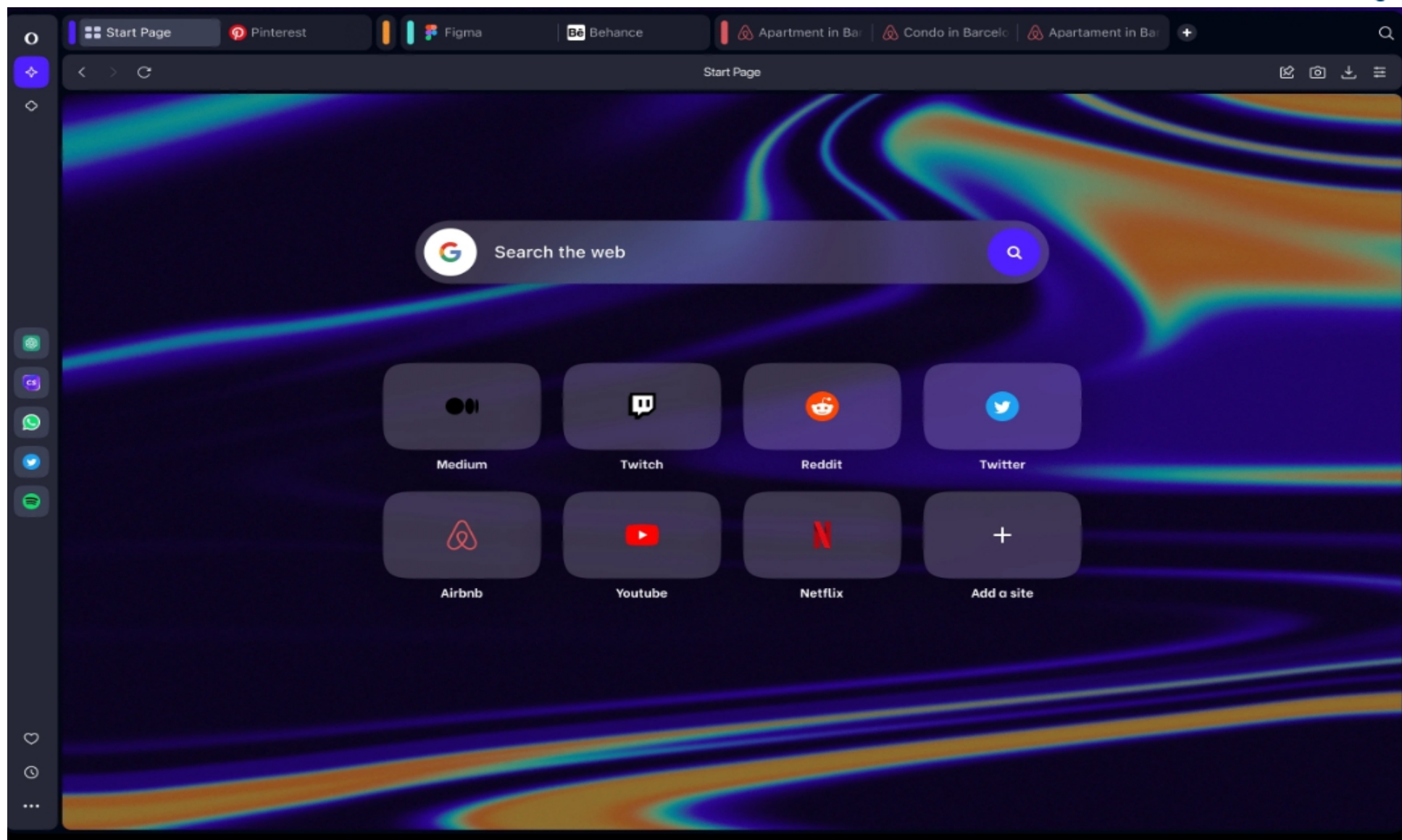
【时间少女-序章】撰写者：ChatGPT

时间在宇宙中流淌，无穷无尽，永不停歇。回眸过去，我们可以看到无数历史的痕迹，每一个瞬间都是独一无二的。而在宇宙的边缘，有一个神秘的黑洞，它吞噬着一切，包括时间本身。但是，传说进入黑洞可以实现时间穿越的秘密，于是一位神秘少女穿上了一套特制的宇航服，启动了时空穿梭装置，向着黑洞进发。在她的身后，时间和宇宙继续流淌，没有任何人知道她会去哪里，也不知道她是否能够回来。



资料来源：天娱数科，国信证券经济研究所整理

2.6 从大模型到应用：AIGC+浏览器



资料来源：OPERA，国信证券经济研究所整理

2.6 从大模型到应用：AIGC+音乐



【AI 孙燕姿】《发如雪》cover 周杰伦
UP 陈墨瞳1995 · 4-14



【AI 孙燕姿】经典歌曲合集
UP 锅盖Guy · 5-6



【AI 孙燕姿】《爱在西元前》汉谟拉比法典颁布距今已经379...
UP Eternity | L · 4-29



【AI 孙燕姿】《一场游戏一场梦》cover 王杰
UP 罗斯特_x · 4-30



「AI 孙燕姿」《下雨天》cover 南拳妈妈
UP Ozzy23 · 4-9



【AI 孙燕姿】《六月的雨》cover 胡歌
UP 罗斯特_x · 4小时前



【AI 孙燕姿 × 周杰伦】《半岛铁盒》终究只有5分19秒
UP Eternity | L · 4-27



ai孙燕姿《向天再借五百年》
UP 你去组成头部 · 5-4



【AI 孙燕姿】好汉歌COVER刘欢
UP HUE建筑学 · 4-26



2023最火的歌手竟是孙燕姿？本人一首没唱，AI却翻唱疯了！
UP music你我他 · 2小时前

2.6 从大模型到应用：AIGC+数字人



【AI珈乐】《反方向的钟》“停格内容不忠”

UP 存梦p · 2-21



【AI珈乐】《枝江》“若有一天你也离开”

UP 存梦p · 2-23



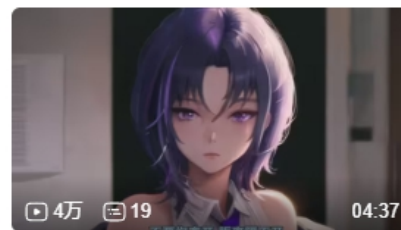
【AI珈乐】《枫》“我把爱烧成了落叶，却换不回熟悉的那张脸”

UP 赛博图恒宇 · 3-5



【AI珈乐】《白月光与朱砂痣》“再无激荡的波涛，也从未在梦里飘摇”

UP 赛博图恒宇 · 4-26



【AI珈乐】花海

UP 看张凉快照片 · 3-11



【AI珈乐】《斑马，斑马》“你还记得我吗，我是强说着忧愁的孩子啊”

UP 赛博图恒宇 · 3-23



【AI珈乐】《东京不太热》“去年夏天后就没聊过天”

UP 深罗cc · 3-18



【AI珈乐】《送别》“情千缕，酒一杯，声声离笛催”

UP 赛博图恒宇 · 5-10



【珈乐AI】《红色高跟鞋》

UP 乃莉Queen · 3-21



【AI珈乐】《他不懂》“他不懂你的心，假装冷静”

UP 存梦p · 2-27



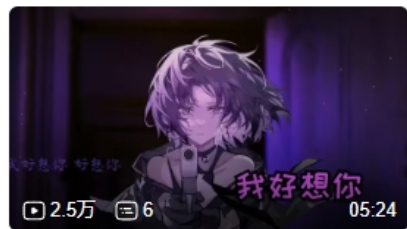
【AI珈乐】《爱情转移+富士山下》“谁能凭爱意要富士山私有”

UP 赛博图恒宇 · 3-14



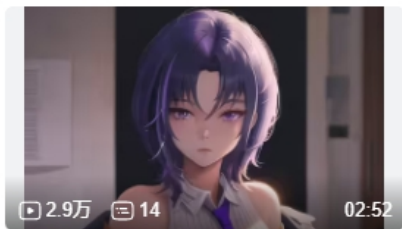
【A-SOUL/珈乐】ED-《大笨钟》【翻唱】

UP 账号已注销 · 2021-11-3



【AI珈乐】《我好想你》（完整版）“我还踮着脚思念，我还任记忆盘旋”

UP 存梦p · 3-8



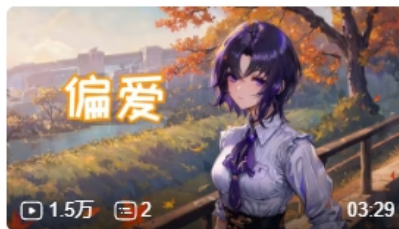
自炼珈乐lora模型跑图测试

UP ppupsie · 2-17



【AI珈乐】《山海》“出现在，没有我的故事里”

UP 存梦p · 3-13



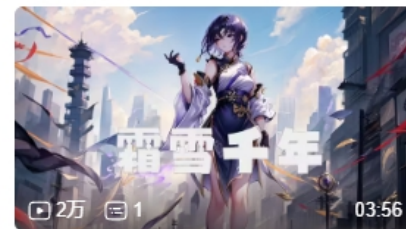
【AI珈乐】《偏爱》“没有别条路能走，你决定要不要陪我”

UP 存梦p · 3-28



【AI珈乐】《我记得》“时空是个圆圈，直行或是转弯，我们最终都会相见”

UP 赛博图恒宇 · 3-22



【AI珈乐】《霜雪千年》（完整版）“在这老街回眸，烟云中追溯我是谁”

UP 存梦p · 3-6

资料来源：哔哩哔哩，国信证券经济研究所整理

2.6 从大模型到应用：AIGC+视频生成



资料来源：哔哩哔哩，国信证券经济研究所整理

2.6 从大模型到应用：AIGC+游戏



资料来源：腾讯 AI 实验室，国信证券经济研究所整理

2.6 从大模型到应用：AIGC+游戏



资料来源：网易，汤姆猫，国信证券经济研究所整理

3. 大变局时代：传媒板块的投资机会 如何把握？

3.1 低估到修复乃至成长

➤ 从低估到修复

➤ 游戏

➤ 出版

➤

代码	股票	市值	PE-TTM	PE-23	PE-24
600633.SH	浙数文化	173	24	26	23
603444.SH	吉比特	364	26	22	19
002555.SZ	三七互娱	773	26	23	20
002605.SZ	姚记科技	138	30	20	17
002517.SZ	恺英网络	355	33	25	20
300002.SZ	神州泰岳	265	40	37	31
002558.SZ	巨人网络	341	41	28	24
300494.SZ	盛天网络	109	45	37	30
002624.SZ	完美世界	416	53	26	22

代码	股票	市值	PE-TTM	PE-23	PE-24	扣除现金估值（23）	扣除现金估值（TTM）	股息率
600373.SH	中文传媒	253	13	12	11	5	6	3.64
000719.SZ	中原传媒	143	14	0	0	0	9	2.36
605577.SH	龙版传媒	67	14	0	0	0	10	0.67
601019.SH	山东出版	260	15	14	14	10	11	2.81
601921.SH	浙版传媒	230	16	15	13	8	9	3.09
600757.SH	长江传媒	140	17	0	0	0	15	3.21
601811.SH	新华文轩	188	17	17	16	10	10	1.58
601098.SH	中南传媒	270	18	17	15	11	12	4.33
601928.SH	凤凰传媒	393	19	18	16	17	18	3.24
601900.SH	南方传媒	199	19	17	16	14	16	1.46
603230.SH	内蒙新华	57	19	0	0	0	15	0.40
600551.SH	时代出版	68	19	0	0	0	14	1.17
600229.SH	城市传媒	76	22	20	17	17	19	1.46
601801.SH	皖新传媒	191	26	25	22	11	12	1.77
603096.SH	新经典	42	30	24	20	23	29	2.25

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

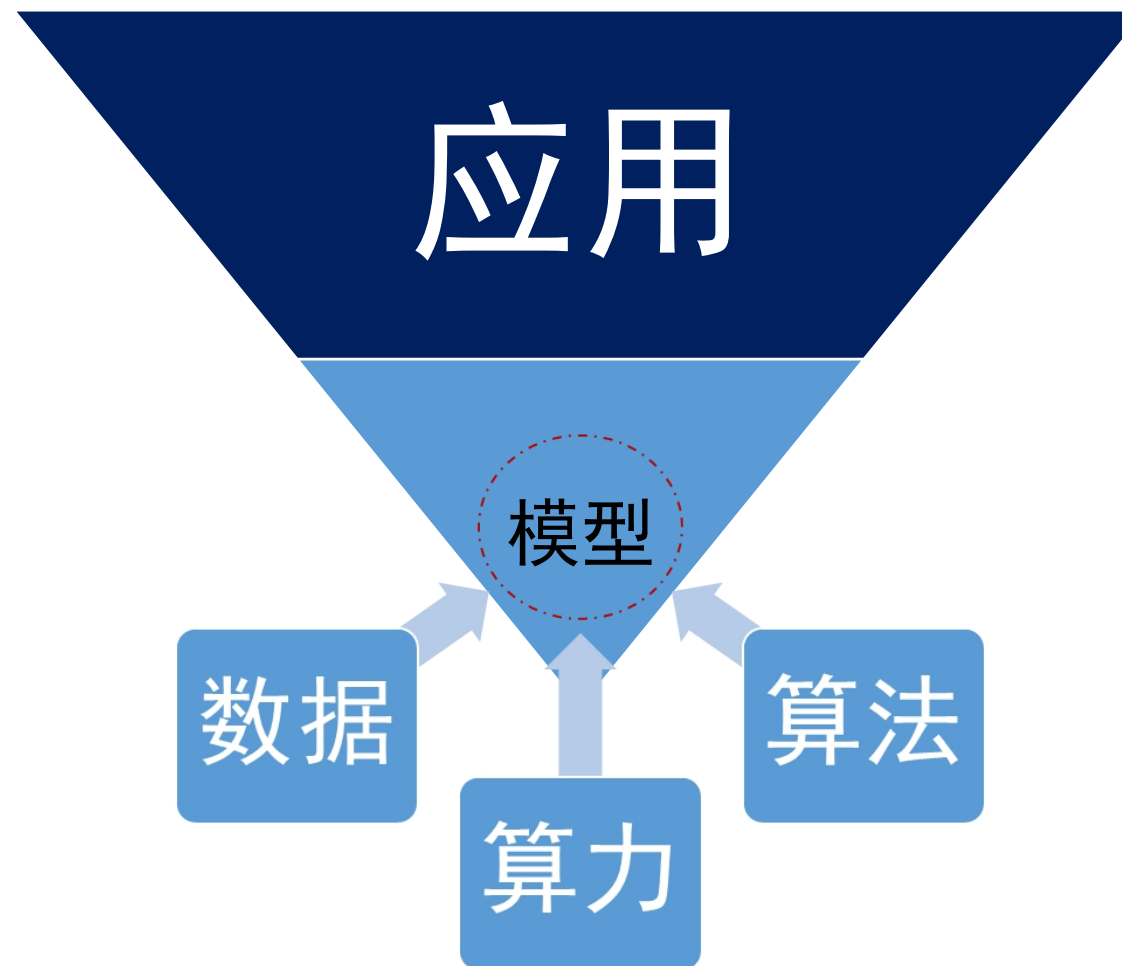
3.2 AIGC所带来的中长期机会

➤ 从修复到成长，把握AIGC产业化机遇

➤ 大模型

➤ 数据&IP

➤ 应用是星辰大海，看场景落地



资料来源：国信证券经济研究所整理

3.2 AIGC所带来的中长期机会

- 大模型：生产力（工具）
 - 下一代互联网的底层
 - 平台的入场券

3.2 AIGC所带来的中长期机会

- 网信办生成式AI征求意见稿
 - 内容导向
 - 训练数据合规

- IP内容：不可或缺的数据要素，商业变现的机会与价值的重估
 - 文本
 - 语音
 - 图片
 - 视频

- 数据交易
 - 确权
 - 交易平台

- 内容审核

3.2 AIGC所带来的中长期机会：头部IP

- 降本

- 内容生成

- 增效

- 跨内容品类生成与变现

- IP运营

- 以IP为核心的元宇宙？

3.2 AIGC所带来的中长期机会

➤ 场景：从0到1的历史机遇

- ✓ 文学创作
- ✓ 音乐、图片生产
- ✓ 数字人
- ✓ 营销服务
- ✓ 电商
- ✓ 视频
- ✓ 游戏
- ✓

4 综述

- 板块客观具备上涨基础；当前仍处于超跌之后的整体估值修复阶段；
- 本轮新科技所带来的长期影响可能是超越想象的，所带来的长期机会值得重视；中长期关注基于产业趋势及基本面驱动的赛道、个股投资机会，持续看好AIGC所带来的长周期投资机遇
- 两条主线把握板块投资机会。1) 持续看好基于AIGC、景气度改善所带来的低位估值修复，重点推荐具备估值与成长优势的游戏板块，关注广告、影视产业链，推荐三七互娱、吉比特、恺英网络、巨人网络、姚记科技、芒果超媒、华策影视、分众传媒等标的以及整体估值较低、具备“中特估”与AIGC双重催化可能的国有传媒板块（建议关注浙数文化、中信出版、中国科传、中南传媒等）；2) 持续看好AIGC所带来的长周期投资机会：基于科技落地要素把握大模型、IP数据及率先落地的场景方向，大模型推荐昆仑万维，IP及数据要素推荐上海电影、奥飞娱乐、光线传媒、中文在线、视觉中国、华策影视、汤姆猫、中国科传、浙数文化等标的，场景落地关注AI+文学、音乐、数字人、营销服务、电商、视频、游戏等领域，建议关注中文在线、汤姆猫、巨人网络、视觉中国、蓝色光标、引力传媒、天娱数科、遥望科技、浙文互联等标的。

附表：重点公司估值表



公司	公司	投资	昨收盘	总市值		EPS					PE	
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
300788.SZ	中信出版	增持	38.33	73	1.27	0.66	1.2	1.38	30	58	32	28
603096.SH	新经典	增持	24.68	40	0.8	0.84	1.07	1.26	31	29	23	20
603999.SH	读者传媒	增持	7.92	46	0.15	0.15	0.16	0.16	54	53	51	48
300364.SZ	中文在线	增持	23.9	174	0.14	-0.5	0.24	0.29	177	-48	101	82
002292.SZ	奥飞娱乐	增持	10.05	149	-0.28	-0.12	0.11	0.24	-36	-87	88	42
002739.SZ	万达电影	增持	14.66	319	0.05	-0.88	0.53	0.68	300	-17	28	22
300133.SZ	华策影视	买入	9.18	175	0.21	0.21	0.27	0.34	44	43	34	27
300251.SZ	光线传媒	买入	9.8	287	-0.11	-0.24	0.25	0.33	-92	-40	40	29
600977.SH	中国电影	增持	17.5	327	0.13	-0.12	0.51	0.6	138	-152	34	29
002291.SZ	遥望科技	买入	20.08	183	-0.77	-0.29	0.65	0.92	-26	-69	31	22
300058.SZ	蓝色光标	增持	12.17	303	0.21	-0.87	0.27	0.32	58	-14	45	38
600556.SH	天下秀	增持	7.81	141	0.2	0.1	0.15	0.23	40	78	52	34
600986.SH	浙文互联	增持	7.5	99	0.22	0.06	0.21	0.26	34	123	36	29
605168.SH	三人行	增持	131.98	134	4.98	7.26	10.13	13.1	27	18	13	10
002027.SZ	分众传媒	买入	6.98	1008	0.42	0.19	0.33	0.41	17	36	21	17
301102.SZ	兆讯传媒	买入	33.66	67		1.6	1.12	1.8		21	30	19
002517.SZ	恺英网络	增持	15.27	329	0.27	0.48	0.65	0.81	57	32	24	19
002555.SZ	三七互娱	买入	28.5	632	1.3	1.33	1.51	1.74	22	21	19	16
002602.SZ	世纪华通	增持	5.52	411	0.31	-0.95	0.22	0.33	18	-6	25	17
002605.SZ	姚记科技	增持	30.26	125	1.39	0.85	1.66	2.02	22	36	18	15
002624.SZ	完美世界	增持	18.48	359	0.19	0.71	0.83	0.98	97	26	22	19
300031.SZ	宝通科技	增持	23.7	98	0.98	-0.96	1.03	1.37	24	-25	23	17
300113.SZ	顺网科技	增持	15.6	108	0.09	-0.58	0.21	0.27	177	-27	73	59
300418.SZ	昆仑万维	增持	57.3	685	1.29	0.96	1.12	1.28	44	59	51	45
300459.SZ	汤姆猫	增持	6.8	239	0.2	0.13	0.17	0.19	34	54	40	35
603444.SH	吉比特	买入	468	337	20.38	20.28	22.88	26.51	23	23	20	18
000681.SZ	视觉中国	买入	18.68	131	0.22	0.14	0.23	0.3	86	132	80	63
300413.SZ	芒果超媒	买入	33.12	620	1.13	0.98	1.26	1.48	29	34	26	22
603533.SH	掌阅科技	增持	31.7	139	0.34	0.13	0.34	0.44	92	242	94	72

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

- 一、监管政策风险。监管政策变化对公司经营将带来较大的不确定性。
- 二、利润不达预期风险。影视票房、游戏流水等具备较大不确定性，相应营收和利润存在较大的不确定性。
- 三、技术进步低于预期的风险。新产业、新模式、新内容落地需要科技落地推动，软硬件进步若低于预期，将延迟内容等生态的成熟，影响行业成长速度。
- 四、疫情及宏观经济波动过于乐观的风险。疫情对于线下娱乐产业有显著冲击，宏观经济波动对广告投放规模有较大影响进而影响到平台、内容创作等领域营收增速，若疫情反复或宏观经济增长低于预期，将对相关板块营收带来较大影响。
- 五、商誉及资产损失计提等风险。

免责声明



国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险， 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032