

AIGC 渗透游戏产业链，商业化探索快速落地

——3 月行业动态报告

传媒互联网行业

推荐 (维持评级)

核心观点

- **最新观点** AIGC 深刻变革游戏产业链，把握商业化发展机会 随着 3 月份英伟达开发者大会（GTC）和微软游戏开发者大会（GDC）的相继召开，生成式人工智能（AIGC）颠覆传统游戏开发，塑造全新游戏体验，从而提高用户付费频次和实现潜在增收的逻辑基本成立。

算力基础方面，在 ChatGPT 持续渗透背景下，AIGC 领域软硬件结合的飞轮效应逐渐形成。据英伟达称，在 GTC 2023 大会上推出的 H100 NVL GPU 架构比目前的标配 8 卡 A100 服务器快 10 倍。这不仅将大大提升 AI 模型推理速度，还有望降低大型语言公司算力方面的成本。此外，英伟达宣布推出 DGX Cloud 云服务，并将与微软、谷歌等头部公司合作，为企业训练 AIGC 模型免除购置、部署和管理本地基础设施的复杂步骤。

AIGC 正深入渗透进入游戏开发各环节，在游戏资产生成，内容更新优化和游戏运营及管理各个领域的应用正快速落地，有望实现降本增效。游戏行业对于产品内容的剧情、美工等方面都有着很高的丰富度需求。而借用 AIGC 可以通过人工智能辅助美术绘画、程序化人物及场景生成等多领域应用，显著降低游戏开发的成本和门槛。

此外，AIGC 的应用将显著提高游戏的交互性、自由度和个性化设置，进一步提高用户的付费频次和付费深度，从而实现潜在的增收。尤其是在非玩家角色（NPC）智能交互和场景搭建方面，AIGC 技术将让游戏世界更加真实，NPC 更具“灵魂”，交互行为更加自然，从而为玩家提供更多的选择和挑战。随着能够实现游戏中语音、图像、文字等多种信息的智能识别和处理的多模态 AIGC 应用的成熟，游戏在玩法、剧情的自由度和多样性也有望得到显著提升。

- **投资建议** 短期我们看好受疫情及政策等多方面因素制约，正处于复苏阶段直接受损的子行业，长期我们看好有相当大增量空间，具备长期投资价值的优质赛道，建议关注以下几个方向：1. 受疫情冲击明显疫后修复弹性较大的营销板块（三人行、分众传媒等）；2. 版号常态化下目前储备丰富同时具备出海新动能的头部游戏公司（吉比特、三七互娱、完美世界、电魂网络、姚记科技、神州泰岳、祖龙娱乐、网易等）；3. 竞争优势显著的头部互联网企业（腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩-SW、阿里巴巴、拼多多等）；4. 元宇宙+Web3 发展下新兴领域。
- **风险提示** 市场竞争加剧的风险，政策及监管环境的风险，作品内容审查或审核风险，公共卫生风险等。

分析师

岳铮

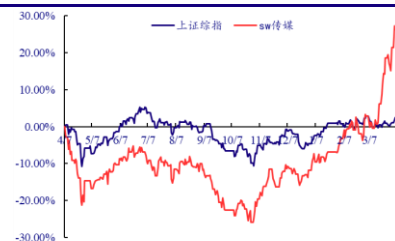
☎：(8610) 80927630

✉：yuezheng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030006

行业数据

2023.4.7



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

- 【银河传媒互联网】2月行业动态报告_“数字中国”重磅规划出台，关注传媒细分赛道机会
- 【银河传媒互联网】1月行业动态报告_关注 ChatGPT 催化，持续看好游戏板块投资机会
- 【银河传媒互联网】12月行业动态报告_政策支持持续转暖，持续关注疫后复苏及互联网投资机会
- 【银河传媒互联网】11月行业动态报告_《阿凡达2》定档，院线期待疫后复苏
- 【银河传媒互联网】10月行业动态报告_双十一预售火爆，关注 Q4 营销旺季
- 【银河传媒互联网】9月行业动态报告_业绩期来临，关注向好个股
- 【银河传媒互联网】8月行业动态报告_行业上半年业绩整体承压，后续关注复苏弹性
- 【银河传媒互联网】7月行业动态报告：关注暑期档及中报业绩
- 【银河传媒互联网】6月行业动态报告：“618”消费复苏态势显现，直播电商表现亮眼
- 【银河传媒互联网】5月行业动态报告：政策转暖，“618”大促进行中
- 【银河传媒互联网】4月行业动态报告：互联网政策底或已显现，关注头部平台配置机会
- 【银河传媒互联网】3月行业动态报告：进入业绩披露期，关注年报及一季报向好个股
- 【银河传媒互联网】2月行业动态报告：Keep 拟赴港上市，关注年报及一季报业绩边际改善公司

目录

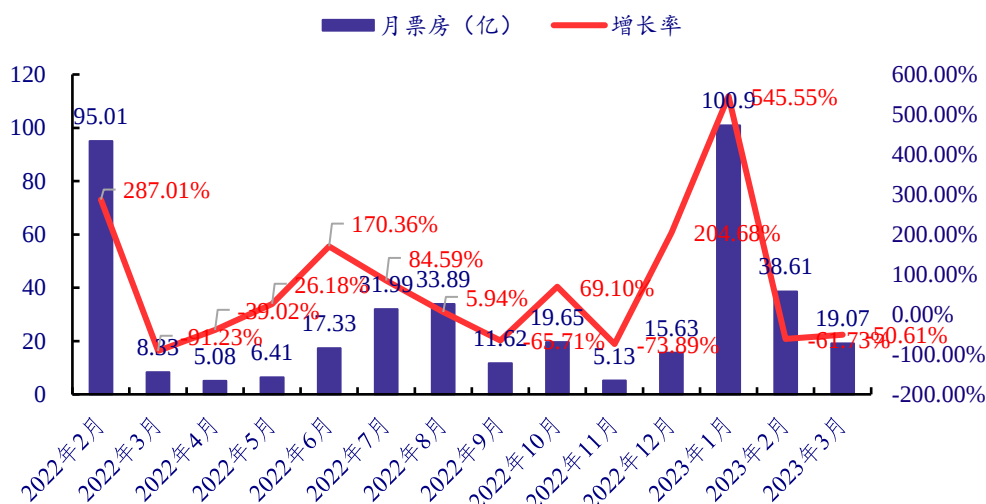
一、影视行业：票房同比增加，影视指数整体热度持平	3
1. 国产影片票房占比大，优质影登陆院线	3
2. 影视指数整体热度变化不大	5
二、游戏行业：版号持续常态化发放，关注近期定档新游	8
1. 2月春节假期热度消退，国内游戏市场有所回落	8
2. 2月，41个中国厂商合计吸金22亿美元，占全球TOP100手游发行商收入40%	8
3. 版号持续常态化发放，关注近期定档新游	9
三、AIGC专题：智能生成渗透游戏产业链，商业化探索快速落地	10
（一）渗透游戏开发各环节，助力降本增效	10
1. 生成游戏资产	10
2. 优化内容更新	11
3. 提升运营管理	12
（二）提升表现力及交互体验，挖掘增收潜能	13
1. 《逆水寒》：国内首个“游戏GPT”，AI加持NPC对话带来全新交互体验	13
2. 《活的长安城》：游戏版《西部世界》，自行演化的“AI社会”初显雏形	14
3. 《Microsoft Flight Simulator》：仿真新思路，AI辅助构建大场景及天气系统	15
（三）反哺芯片、云计算产业，扫清算力障碍	15
1. 底层硬件迭代加速，软硬件结合生态潜力显现	16
2. 云服务发展迅速，突破AI开发及应用算力瓶颈	16
四、传媒行业在资本市场中的发展情况	17
（一）传媒行业并购大潮回落，A股上市企业数量回升	17
（二）A股IPO审核依然趋严，中概股回流趋势明显	18
五、投资建议	21
六、风险提示	21

一、影视行业：票房同比增加，影视指数整体热度持平

1. 国产影片票房占比大，优质影登陆录院线

整体票房缩减至二月一半，电影行业有所降温。全国3月票房剔除服务费后达17.10亿元，环比下降50.61%，但同比仍然高于2022年3月水平。3月院线电影中，春节档上映的影片已退出排行榜前十：《保你平安》以票房55577.63万元位列第一，进口影片《铃芽之旅》票房43131.87万元占据第二，《回廊亭》、《毒舌律师》、《流浪地球2》分列3-5名。其余排行榜前十影片均系国产。

图1：2022-2023年全国月票房及增长率



资料来源：灯塔专业版数据，中国银河证券研究院

优质影片陆续定档，电影行业不断发力。4月已有超过40部影片定档，其中不乏值得关注的优质作品，热血励志大片《长空之王》定档4月28日，国产电影还包括《宇宙探索编辑部》《龙马精神》等；进口电影力度大增，4月共有11部进口电影定档，经典爱情电影《泰坦尼克号》、《超级马力欧兄弟大电影》分别有电影、游戏IP加持，映前关注度较高。3月份整体票房表现较去年同比增加128.93%，期待4月份新增影片持续为行业复苏注入活力。

表1：2023年3月电影票房前十名

排名	影片名	单月票房(万)	票房占比	平均票价	场均人次	淘票票评分
1.	保你平安	55,577.63	29.1%	42.1	6	9.6
2.	铃芽之旅	43,131.87	22.6%	33.6	11	9.5
3.	回廊亭	20,001.76	10.5%	41.6	4	8.8
4.	毒舌律师	10,911.74	5.7%	34.7	4	9.5
5.	流浪地球2	9,297.94	4.9%	44.0	3	9.6
6.	断网	6,419.46	3.4%	42.1	3	8.7

7. 满江红	6,378.52	3.3%	41.9	3	9.4
8. 熊出没·伴我“熊芯”	5,496.66	2.9%	39.7	4	9.2
9. 不止不休	5,303.61	2.8%	41.9	3	9.1
10. 深海	4,719.57	2.5%	41.8	3	9.0

资料来源：灯塔数据，中国银河证券研究院

表 2：2023 年 4 月部分定档影片情况

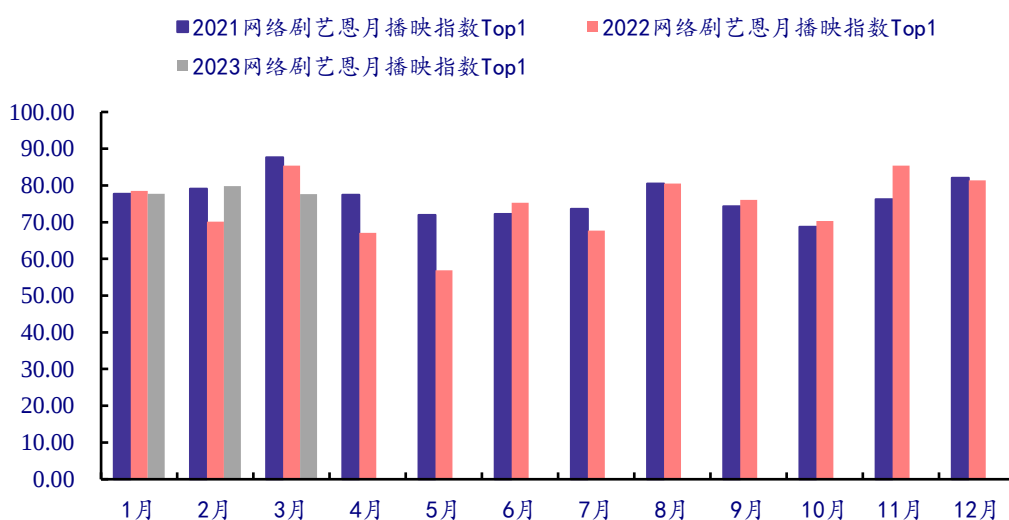
上映时间	电影名称	类型	主演	出品方
4/1	宇宙探索编辑部	科幻/喜剧	杨皓宇、艾丽娅、王一通等	中国电影股份有限公司、郭帆（北京）影业有限公司
4/3	泰坦尼克号	剧情/爱情	莱昂纳多·迪卡普里奥、凯特·温斯莱特等	美国二十世纪影业公司、美国派拉蒙影片公司
4/4	名侦探柯南：贝克街的亡灵	动画/悬疑/冒险	高山南、山崎和佳奈、神谷明等	日本株式会社 TMS 娱乐
4/5	超级马力欧兄弟大电影	动画/动作/喜剧	克里斯·帕拉特、安娜·德·阿玛斯、雅·泰勒·乔伊等等	环球影业
4/6	龙马精神	动画/喜剧/剧情	成龙、刘浩存、郭麒麟	北京阿里巴巴影业文化有限公司、北京海润影业股份有限公司
4/14	暴风	剧情/动作/悬疑	陈伟霆、王千源、王龙正	广东珠江影视制作有限公司、霍尔果斯壹点壹念影业有限公司
4/15	深海危机	剧情/动作/战争	严屹宽、屈菁菁	北京乐波影业股份有限公司
4/20	灌篮高手	动画/运动	樱木花道、赤木刚宪、宫城良田等	日本东映动画株式会社、日本汤婆婆动画工作室
4/28	长空之王	剧情/动作	王一博、胡军、周冬雨等	上海亭东影业有限公司、北京桂子源影视传媒有限公司、北京阿里巴巴影业文化有限公司、融动影视文化传媒（天津）有限公司
4/28	人生路不熟	剧情/喜剧	乔杉、范丞丞等	上海亭东影业有限公司、上海淘票票影视文化有限公司
4/28	惊天救援	灾难/动作/剧情	杜江、王千源、佟丽娅	亚太华影（江苏）文化发展有限公司
4/28	这么多年	爱情/家庭	张新成、孙千	北京光线影业有限公司、霍尔果斯五光十色影业有限公司
4/28	倒数说爱你	爱情/奇幻	陈飞宇、周也、赵小棠	万达影业（青岛）有限公司、万达影视传媒有限公司
4/29	检察风云	犯罪/剧情	黄景瑜、白百合、王丽坤等	最高人民检察院影视中心、福建平潭家家久文化传媒有限公司

资料来源：灯塔专业版数据，中国银河证券研究院

2. 影视指数整体热度变化不大

网络剧：3月Top1网络剧热度较去年3月略有下降，同比下降9.13%，和今年2月相比环比下降2.76%。腾讯、爱奇艺占据本月网络剧热度前三名，其中腾讯占据两席。排名第一的为丁禹兮、彭小苒主演，3月21日上线的《春闺梦里人》；排名第二的为同3月16日上线的《回响》；排名第三的为2023年3月15日上线的《花琉璃轶闻》。根据艺恩网络剧播映指数，3月播映指数Top10中有4位2月也在前十榜，为《听说你喜欢我》、《夏花》、《重紫》和《今日宜加油》。在播映指数Top10中，腾讯、爱奇艺分别占据6/3部的独播权。

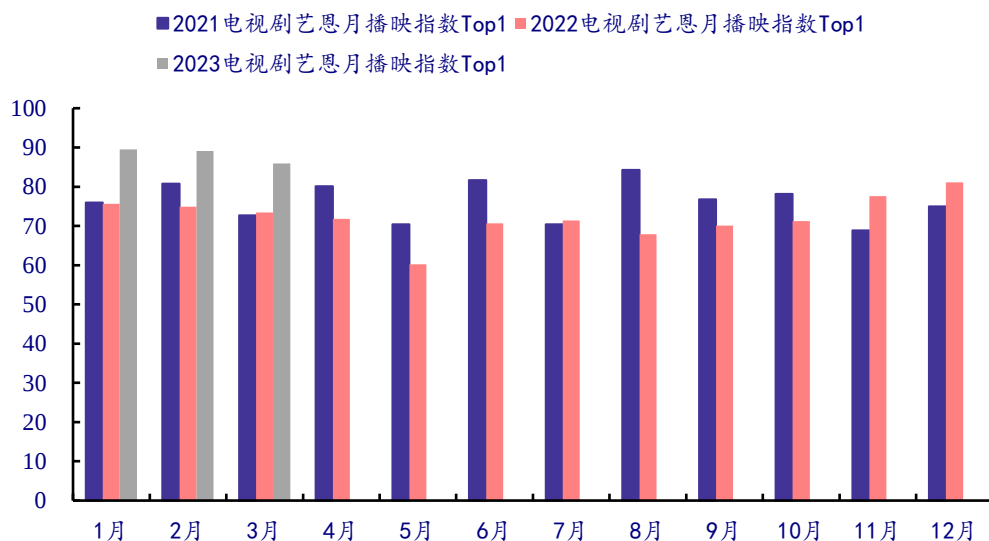
图3：网络剧月度播映指数Top1变化情况



资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

电视剧：2023年3月，电视剧Top1月度播映指数环比下降3.59%至85.9。根据艺恩数据电视剧播映指数数据，Top1《他是谁》，播映指数85.9；《归路》、《爱情而已》和《星落凝成糖》分列2-4位，播映指数均在76以上。总体而言，3月电视剧播映表现与2月基本持平，电视剧种类以剧情等类型为主，《狂飙》和《三体》热度已经基本消退。

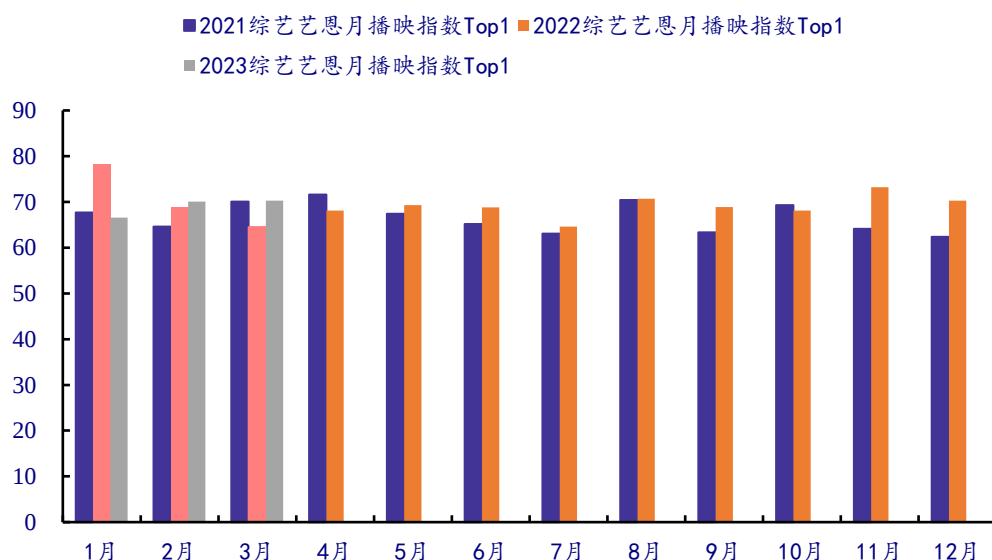
图 4：电视剧月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

综艺节目：2023 年 3 月，根据艺恩数据所统计的综艺节目播映指数排行数据，Top1 月度播映指数环比上升 0.29%至 70.3。榜单 Top1 为《声声不息·宝岛季》，《哈哈哈哈哈第三季》、《大侦探第八季》、《最强大脑第十季》、《我们的客栈》排列 2-5 名。榜单 Top10 中，芒果 TV 有五款独家播放，爱奇艺占有一款，四部综艺为多平台播放。

图 5：综艺节目月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

卫视收视率：根据酷云 EYE 所统计的收视率排行数据，2023 年 3 月卫视收视率排行榜中，湖南卫视、广东卫视、东方卫视、江苏卫视、浙江卫视位列前 5，其中湖南卫视以 0.208%的收

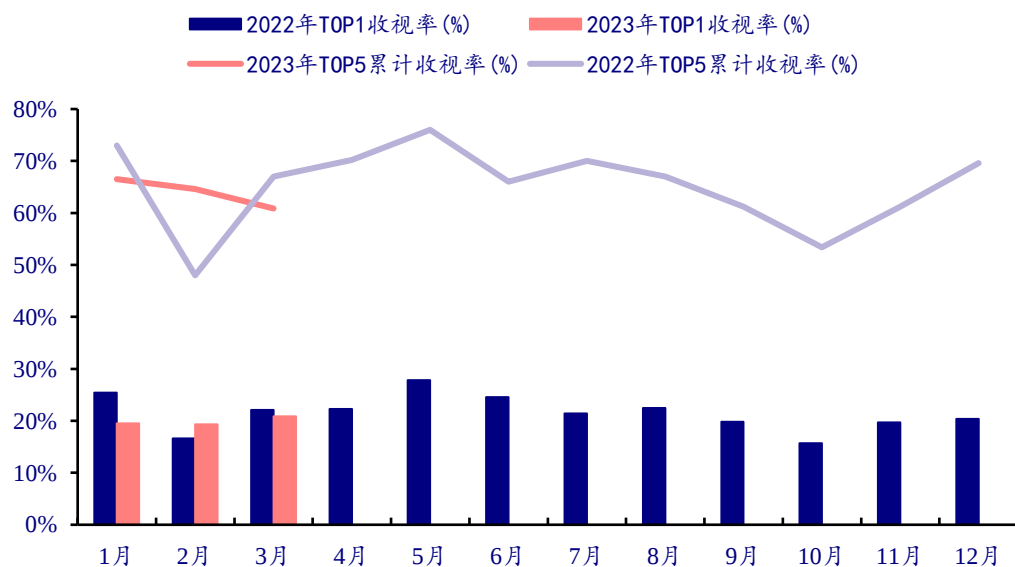
收视率位列第一，收视率环比上升 8%，Top5 收视率之和为 0.61%，环比下降 6%。

表 3：卫视月度收视率排行榜

2023 年 2 月卫视全天 (00:00-24:00) 收视率		
排序	频道	收视率 (%)
1	湖南卫视	0.208
2	广东卫视	0.114
3	东方卫视	0.108
4	江苏卫视	0.094
5	浙江卫视	0.084
6	湖南金鹰卡通频道	0.082
7	北京卫视	0.080
8	山东卫视	0.059
9	深圳卫视	0.057
10	天津卫视	0.056

资料来源：酷云 EYE，中国银河证券研究院

图 6：卫视收视率变化情况



资料来源：酷云 EYE，中国银河证券研究院

二、游戏行业：版号持续常态化发放，关注近期定档新游

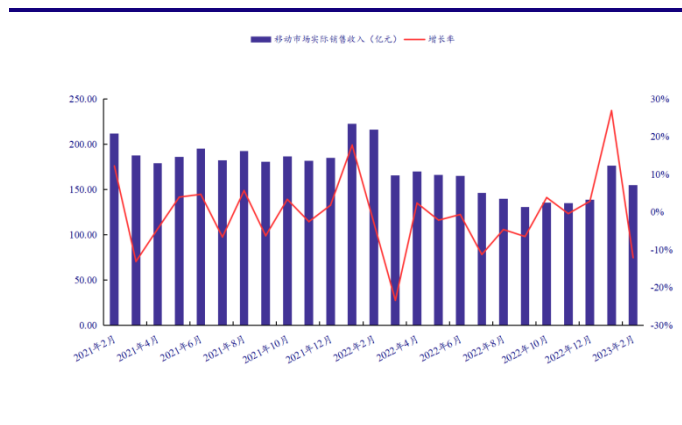
1.2 月春节假期热度消退，国内游戏市场有所回落

伽马数据发布了《2023 年 2 月游戏产业报告》。报告显示：2 月中国游戏市场实际销售收入 216.09 亿元，环比下降 10.16%，主要是因为春节假期期间用户活跃时间变长，产品春节系列活动刺激用户付费增加的促进效应逐渐消退。2 月移动游戏表现同样出现回落，中国移动市场实际销售收入 154.86 亿元，环比下降 12.11%。

虽然市场规模环比下降，但仍保持同比增长。《报告》指出，因春节假期结束，较多 2 月份举办的活动数量和用户付费意愿和力度均有所下降，且检测的 TOP100 客户端游戏产品直播热度环比下降，较多游戏 2 月流水环比同样下降。2 月新游中，《黎明觉醒：生机》、《乐鸿捕鱼》、《明日边境》、《永恒岛之彩虹岛物语》、《求知之路》为首月流水前五的游戏。本月新游《黎明觉醒：生机》流水表现亮眼，超过 3 亿元，其余产品表现一般，均未超过 1 亿元且均未进入伽马数据流水测算榜 TOP200。据报道称，《长安幻想》上线次月仍势头强劲，提供了主要的同比增量。

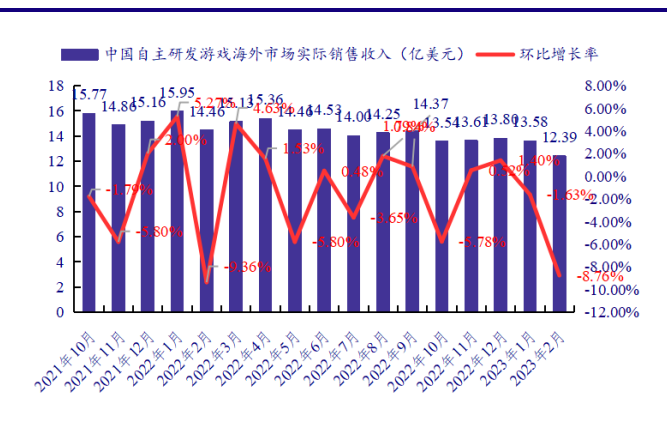
海外市场方面，2 月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 12.39 亿美元，环比下降 8.76%，主要受新年活动减弱或消退的影响，大部分产品收入均下降，导致市场规模仍处于近两年低位。

图 7：2021.1-2023.1 中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）



数据来源：伽马数据，中国银河证券研究院

图 8：2021.10-2023.2 中国自主研发海外市场实际销售收入情况（亿美元）



数据来源：伽马数据，中国银河证券研究院

2.2 月，41 个中国厂商合计吸金 22 亿美元，占全球 TOP100 手游发行商收入 40%

Sensor Tower 公布了 2023 年 2 月中国出海手游海外 App Store 和 Google Play 收入排名以及 2 月中国手游发行商全球收入排行榜两个榜单。2023 年 2 月中国手游出海收入排名前十的产品分别是：《原神》、《Puzzles & Survival》、《PUBG Mobile》、《万国觉醒》、《使命召唤手游》、《口袋奇兵》、《Mobile Legends: Bang Bang》、《Age of Origins》、《Last Fortress》和《王国纪元》。具体来看，《原神》成功通过胡桃和夜兰角色活动的举办以及 3.5 版本的更新，再次吸引了大量游戏用户，迎来了新一轮的收入增长，成功蝉联出海手游收入冠军。除此

之外,《崩坏3》、《万国觉醒》、《Mobile Legends: Bang Bang》等游戏也通过各类活动,实现了可观的收入增长。此外,2月份出海手游收入增长榜中,MMORPG类别游戏表现突出,包括以“驯龙”为主题的《卡利兹传说》、奇幻冒险主题的《Devil M》等游戏都实现了不错的收入增长。其中,《Devil M》的全球收入更是超过了1100万美元。在出海手游下载榜单方面,Adaric Music的音乐手游《Piano Fire》在2月海外下载量接近670万次,重回海外下载榜的榜首。综合来看,2月份整个行业呈现出良好的发展态势。

从2月中国手游发行商全球收入来看,腾讯、米哈游、网易依旧保持前三名,三七互娱、灵犀互娱、莉莉丝、IM30、壳木游戏、诗悦网络、悠星网络位列4-10名。随着2月7日胡桃、夜兰祈愿的开启,《原神》2月收入达到了过去11个月的最高值,位列全球手游收入榜第二名,米哈游移动端收入环比增长18.5%。另一方面,基于同名漫画开发的《长安幻想》自12月底上市以来一直表现强劲,保持着中国iPhone手游畅销榜前十的位置,打破了国内回合制手游市场长达8年的垄断格局。发行商诗悦网络的收入也再次创下新高,排名上升2位至第9名。《长安幻想》的成功在于多种因素的加持,例如原创漫画、二次元化和竖版操作,使其在回合制手游品类中脱颖而出,同时也反映了在长期缺乏回合制优质新品的环境下,玩家对这一品类依然具有需求。

在海外市场,基于末日题材的《Frozen City》(冰封时代)在模拟手游赛道上成功突围,收入环比激增59%,登顶2月全球模拟手游收入增长榜,成为点点互动旗下收入最高的手游产品。此外,《Family Farm Adventure》等多款主题各异的模拟手游也得到了玩家的喜爱,点点互动已经跻身全球模拟手游发行商收入排行榜第3名,超越了Supercell和Electronic Arts,仅次于Roblox和Playrix。

3. 版号持续常态化发放,关注近期定档新游

2023年3月20日,国家新闻出版署公布了2023年进口网络游戏版号,本次共有27款游戏通过审核。进口版号继2022年12月进口版号再次于Q1发放,且与上次仅相隔3个月,从数量上看,本次通过审批的进口网络游戏共27款,延续下降态势;从归属公司来看,头部公司持续获得版号,大厂获批的游戏包括腾讯的《庄园合合》、网易的《劲舞团:全民派对》、心动的《画中世界》《传说法师》等。我们认为在版号发放常态化的趋势下,进口版号年内有望再度获批。

2023年3月23日,国家新闻出版署正式发布3月份国产网络游戏审批信息,共86款国产网络游戏获得版号。国内版号持续发放,头部公司产品集中从数量上看,本次通过审批的游戏共86款,相比2月的87款基本持平。从近几个月的趋势来看,版号审批已经逐渐松动。从产品归属上看,国内众多头部公司均取得版号,网易、腾讯连续五轮获发,重点游戏产品包括腾讯《末刀》、网易《零号任务》、中青宝《曙光调查团》《进击的堡垒》《幻宠契约》、吉比特《硬核机甲》等。新游方面,巨人网络旗下MMO国战手游《原始征途》于3月24日上线;中手游负责发行的回合制卡牌游戏《吞噬星空:黎明》将于4月7日上线;完美世界的《天龙八部2:飞龙战天》将于4月14日上线;网易《逆水寒》6月30日上线前,将于4月28日迎来二测。

三、AIGC 专题：智能生成渗透游戏产业链，商业化探索快速落地

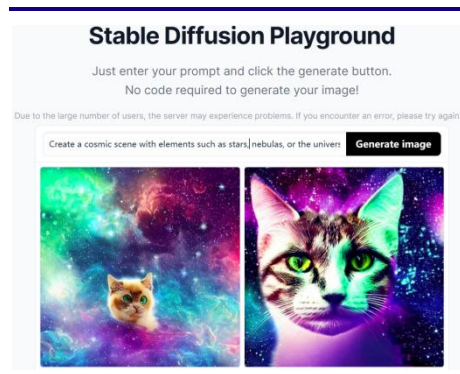
（一）渗透游戏开发各环节，助力降本增效

AIGC 深入渗透进入游戏开发各环节，在游戏资产生成，内容更新优化和游戏运营及管理等领域的应用正快速落地，有望实现降本增效。游戏行业由于其强交互性，对于产品内容的丰富程度要求非常高。在拓展游戏的“开放度”过程中，剧情、美工等方面都需要大量的投入。而 AIGC 赋能内容生产，可以通过人工智能辅助美术绘画、程序化人物及场景生成等多领域应用，在技术层面打通了游戏厂家之间的壁垒，打破了传统游戏开发领域成本、质量、速度只能三选其二的三角模型。特别是在开放世界游戏产品中，AI 可以根据指令智能生成人物、场景及其组件，可以快速生成高质量场景模型，减少人力投入，大幅降低游戏研发成本。此外，利用 AIGC 协助完成开发中的基础性、重复性工作，协助项目管理，可使开发者将精力更多地放在玩法设计等提升游戏核心竞争力的工作上，从而提高游戏整体质量。在 AIGC 的加持下，游戏内容的创意质量和创作效率有望持续提升，从而也能为用户带来更丰富优质的游戏内容和体验。

1. 生成游戏资产

Stable Diffusion 模型颠覆 AI 图像生成领域。Stability AI 推出的 Stable Diffusion 模型在算法和模型不断优化优化的情况下，具有运行速度快、消耗资源较少等优点，而且是免费开源的。应用 Stable Diffusion 模型的 Dream Studio 是一款面向消费者的 AI 智能绘图软件，其用户数量已超过 150 万，累计生成了 1.7 亿张图片。根据 Tech Crunch 的数据，截至 2022 年 10 月，已有超过 20 万开发者下载和使用 Stable Diffusion 模型，累计日活跃用户数超过 1,000 万。Scenario 的 Gen AI Engine 旨在通过由艺术家自主训练的人工智能，为游戏开发者提供“风格一致的游戏艺术”。联合创始人兼 CEO Emmanuel de Maistre 表示：“生成式人工智能对于游戏开发的变革将会像 Photoshop 对数字摄影的变革一样深远。”他还补充道：“数字艺术家必须能够培训自己的生成器，并且掌控他们的艺术。”

图 9：在 Stable Diffusion 官网生成图片



数据来源：Stable Diffusion 官网，中国银河证券研究院整理

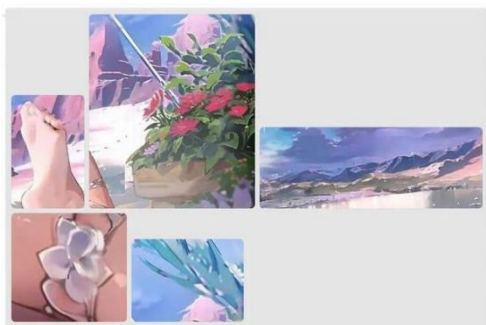
图 10：Scenario 生成游戏素材



数据来源：Scenario，中国银河证券研究院整理

虽然 AI 在绘制包括手、脚等细节时仍有些瑕疵，但在人工+AI 的工作模式下，角色创作，场景概念图等高时耗环节的生产效率有望被大幅提高。据 GameLook 报道，俄罗斯游戏工作室 Lost Lore 使用 Midjourney 软件，通过文字指令规定新角色的特征并结合已有角色的参考图，生成角色造型，使创作 100 名角色的时间及开发成本分别从 6 个月，5 万美元缩减至 1 个月，1 万美元。该工作室的美术画师基于 AI 生成结果进行进一步检修，以此大幅节省前期创意时间。例如通过使用以下文字指令 (Prompt)：一只行军中的邪恶灰熊，穿着铁制的盔甲和头骨装饰，动态的攻击姿势，佩戴着古老的头盔和防毒面具，背景中有后启示录风格的元素，Lost Lore 工作室可以迅速创建图 4 中展示的灰熊角色形象。

图 11：《白夜极光》因细节问题被质疑使用 AI 绘图



数据来源：NGA，中国银河证券研究院整理

图 12：Lost Lore 生成的灰熊角色



数据来源：GameLook，中国银河证券研究院整理

2. 优化内容更新

针对不同对象构建 AI 模型，提升内容更新速度，持续优化游戏画面。《原神》是一款开放世界线上游戏，采用多种类型的人工智能技术。人类、野生动物和战斗 NPC 都有独立的 AI 技术，超过 200 种。这种多样化的 AI 技术使得游戏变得更加真实生动，也催生了游戏设计师对更高效制作 AI 工作流的需求，提高游戏的流畅性和可玩性。

米哈游团队构建全新的 AI 框架，并使用决策树 (Decision Tree) 和状态机 (State Machine) 等轻量化技术，提高了游戏更新的效率和稳定性。他们最初使用行为树 (Behavior Tree) 构建，但由于树状结构逐渐膨大，副行为树与节点连接复杂，所以采用独立的 AI 管道 (Pipeline) 来更新不同的功能。使用 Key State Manager 进行开发，在战斗时刻启动，编辑好适当的状态转移并组织进入 AI 系统中。这些技术降低了更新成本，保证了游戏的六周更新频率。

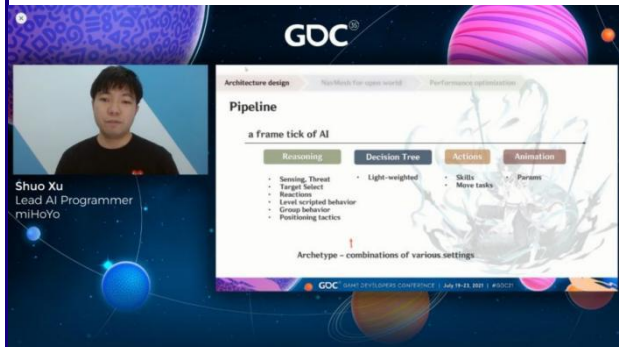
据 4Gamer 报道，在画面处理方面，《原神》使用了三个阶段的 LoD A (Level of Detail) 细化画面，并进行算法优化。其中，战斗中使用了一个阶段的 LoD A，非战斗时玩家周围的 AI 以 30fps 处理，远处则以 5fps 处理。采用多线程作法提高 CPU 计算能力，并优化算法。这些措施使得《原神》成为手游画面顶尖的代表之一。

图 13: 《原神》为玩家鼓掌的 NPC



数据来源: bilibili, 中国银河证券研究院整理

图 14: 米哈游 AI 团队负责人讲解模型



数据来源: 4Gamer, 中国银河证券研究院整理

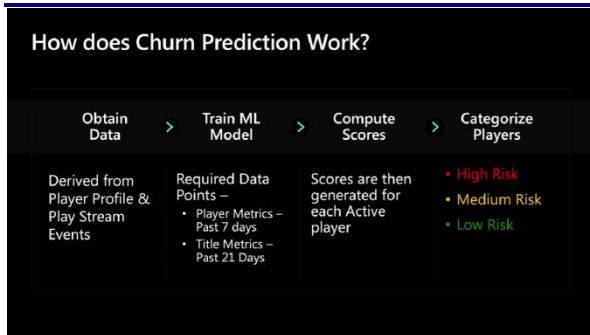
3. 提升运营管理

在 3 月底的 GDC 2023 全球站中, Azure PlayFab 再次发布三个主要功能, 旨在解决游戏创作者面临的一些重大挑战。它们分别是玩家流失预测服务, 出色的货币化和进度系统构建系统 PlayFab Economy v2 和集成至微软游戏开发工具包 (GDK) 中的 PlayFab SDK。

玩家流失预测服务通过 Azure Synapse 构建, 由 Azure 机器学习提供支持。该服务利用玩家数据和所有权数据为每个符合条件的玩家打分, 并将其流失风险分为高、中、低三档。**确认潜在的流失玩家后, 开发者可以采取预先构建的缓解策略, 比如发送信息或赠送虚拟游戏币等。**此外, 开发者还可以使用 Azure 功能创建定制化的解决方案, 并使用 PlayFab 的实验工具测试缓解策略的有效性。使用该服务无需额外的集成或修改代码, 只需在 PlayFab 标题中启用该功能, 并等待 48 小时完成对玩家的打分即可。

开发者可以通过提供创新的游戏体验来提升玩家的游戏参与度和留存率, 而游戏内的经济体系是实现这一目标的重要工具。**现在, Azure PlayFab Economy v2 已经普遍可用, 并为开发者提供了一个专门用于构建和管理游戏内经济的平台。**该服务在《Minecraft》, Microsoft Flight Simulator 等游戏中进行了一年以上的实战测试, 可以支持大型进度系统和巨大的库存, 并具有灵活性和可扩展性。通过 Azure PlayFab Economy v2, 开发者可以轻松创建和管理游戏中的虚拟游戏币、物品和奖励, 并设置多种货币和汇率的复杂经济系统。开发者还可以使用该平台创建和管理游戏内商店, 并实时跟踪玩家交易。Economy v2 还包括强大的市场功能, 可以集成多个游戏商店, 并通过幂等事务来维护操作完整性, 从而简化“一次购买, 随处畅玩” (BOPA) 的场景。

图 15：玩家流失预测服务原理



数据来源：GDC 2023，中国银河证券研究院整理

图 16：Economy v2 对《Minecraft》玩家和创作者的影响



数据来源：GDC 2023，中国银河证券研究院整理

（二）提升表现力及交互体验，挖掘增收潜能

AIGC 应用有望全面提升游戏体验，尤其是在 NPC 智能交互和场景搭建方面，从而进一步提高用户付费频次和付费深度，实现潜在增收。类 ChatGPT 的应用有望提高游戏的交互性和自由度，实现千人千面的游戏体验。此外，AI 在辅助大规模的场景搭建和更细致的个性化游戏设置方面也发挥着重要作用。与传统游戏中呆板的 NPC 交互行为相比，高智能版的 NPC 不断学习，摆脱了“主线剧情”的约束，被赋予了“灵魂”，共同组建壮大了开放世界游戏的庞大社会关系网，提高了游戏的自由度和开放度。随着多模态 AIGC 应用的成熟，游戏在玩法、剧情的自由度和多样性也有望得到显著提升，为游戏的创新发展带来新的可能。

1. 《逆水寒》：国内首个“游戏 GPT”，AI 加持 NPC 对话带来全新交互体验

2023 年 2 月 15 日，网易的手游《逆水寒》宣布实装了国内首个游戏 GPT。网易早在 2021 年 10 月就入选了浙江省科学技术厅发布的“尖兵”“领雁”高新科技研发攻关计划，并推出了“超大规模预训练模型云平台”项目。《逆水寒》搭载的 GPT 系统由网易伏羲 AI 技术开发，能够实现 NPC 高智能交互，而不是像市面上大多数类似的 ChatGPT 产品只能提供对话服务和搜索协助。逆水寒 GPT 定位为能够在具体情境中应用，与游戏机制深度融合结合的、由 AI 驱动的高智能 NPC 系统，能够用来丰富游戏虚拟世界。作为国内 2023 年第一款生成式 AI 游戏，《逆水寒》自由度和开放度极高，有以下特点：1）无设定自由交互，智能 NPC 成为虚拟世界的一份子，能进行游戏式互动，并赋予 NPC 内在性格特质，与玩家之间的差异进一步缩小；2）游戏内容无限生成，智能 NPC 基于对话语义进行无限延展，并记住该对话，从而使被玩家改变的 NPC 在再次相遇时维持被改变的特性；3）玩家 0 门槛创作内容，玩家可通过输入文字得到自生成脸部模型，同时还能通过一款功能强大的“大宋映画”游戏视频编辑器，通过文字指令拍摄视频。

图 17:《逆水寒》宣传画面



数据来源:《逆水寒》手游, 中国银河证券研究院整理

图 18:《逆水寒》游戏画面



数据来源:《逆水寒》手游, 中国银河证券研究院整理

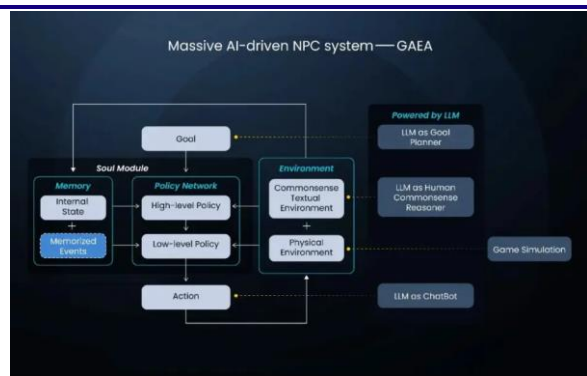
2.《活的长安城》: 游戏版《西部世界》, 自行演化的“AI 社会”初显雏形

近日超参数科技发布了《活的长安城》, 它是一个永续运转的“AI 社会”原型, 其中包含着各种性格各异的 AI NPC 角色。这些角色在这个社会中相互连接、影响, 创造了比人际互动更丰富的社会生活层面, 并不断地产生新奇有趣的事情。据超参数科技称, 这个原型将逐渐演化成为一个类似于《西部世界》一样的广阔蓝图。

在技术上,《活的长安城》基于用于构建 AI NPC 生态能力的技术系统 GAEE, 通过搭建由物理环境和社会环境构成的环境系统与处理 NPC 动机、记忆等“生命”相关的灵魂系统来最真实地呈现一个由 AI 构成的社会。简单来说, 这个原型中的每个场景都是非常复杂的, 由多个节点组成, 每个 NPC 都有很多选择, 因此会有很多不同的故事线。如果增加更多的 NPC, 场景中的节点数量和故事线数量就会呈指数级增长。

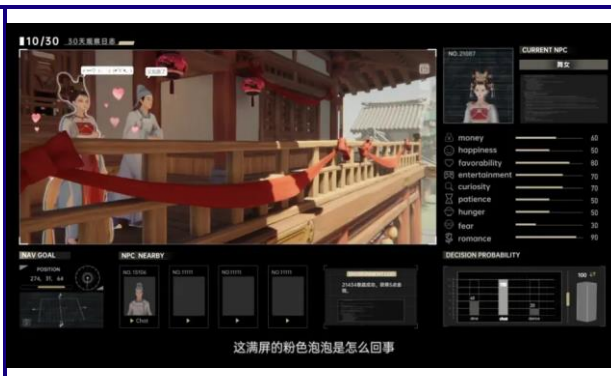
当人类用户进入其中时, 他们将沉浸于这个真实的世界中, 不再拥有上帝视角, 而是成为其中的一员, 感受到真实身临其境的体验。在没有脚本的情况下, 这个世界中既有诚实友好, 也有尔虞我诈, 未来永远未知, “时间永远分岔, 通往不可计数的未来”。

图 19: GAEE 原理图



数据来源: 超参数科技, 中国银河证券研究院整理

图 20:《活的长安城》舞女状态图



数据来源: 超参数科技, 中国银河证券研究院整理

3. 《Microsoft Flight Simulator》：仿真新思路，AI 辅助构建大场景及天气系统

在《Microsoft Flight Simulator》中，玩家可以在整个地球上飞行，这得益于微软与 Blackshark.ai 合作，通过机器学习技术从全球的卫星和航空图像中提取数据，生成基于地理数据的数字孪生场景，这些场景可用于可视化、模拟、绘图、混合现实环境和其他企业解决方案，并且能够实时更新场景数据。

Blackshark.ai 可以在 72 小时内重建整个地球表面，生成超过 15 亿建筑和 3000 多万平方千米的植物。微软与 Blackshark.ai 合作，利用人工智能技术从 2D 卫星图像生成逼真的 3D 世界，该模型可以随着时间的推移不断改进。此外，游戏中实时天气系统可以增强游戏体验感，提供实时天气和实际飞行路线，跟踪温度和风向等情况，这意味着每次玩游戏都会有不同的飞行体验。开发人员通过 Azure 的机器学习系统来构建模拟世界，可以查看地球上每平方公里的土地并识别个别的树木、草和水，然后用这些来建立 3D 模型，从而将整个地球转换为一个巨大的三维模型。此外，它还利用人工智能语音生成技术为飞行控制器的声音提供动力，其声音几乎与人类无异。

图 21: 《Microsoft Flight Simulator》游戏画面



数据来源：3DMGAME，中国银河证券研究院整理

图 22: 《Microsoft Flight Simulator》驾驶舱内画面



数据来源：3DMGAME，中国银河证券研究院整理

（三）反哺芯片、云计算产业，扫清算力障碍

在 ChatGPT 持续渗透的背景下，高性能计算硬件与 AIGC 应用将逐渐形成飞轮效应，国内相关产业链公司也将有望在产业转型变革过程中深度参与。英伟达于 3 月 22 日召开 GTC 2023 大会，展示了该公司在多个领域的软硬件布局，包括 AI 大模型、半导体光刻、元宇宙、量子计算和智能驾驶等。英伟达发布和更新了多个行业代表性产品，如 H100 NVL GPU（适用于 ChatGPT 大模型部署）、PCIe H100 等硬件，以及 AI 超级计算服务 DGX Cloud、光刻计算库 CuLitho、GPU 加速量子计算系统等。此次会议上，英伟达也预计 ChatGPT 对算力需求将快速提升，并计划结合其在训练领域的优势地位，加速底层硬件架构的迭代升级。此外，英伟达的 AIGC 软硬结合生态也初显雏形，公司预计 NVIDIA DGX Cloud 有望通过云端服务加速强算力硬件及 AI 应用软件向下游商业公司渗透。在 ChatGPT 持续渗透的背景下，高性能计算硬件与 AIGC 应用将逐渐形成飞轮效应，国内相关产业链公司也将有望在产业转型变革过程中深度

参与。

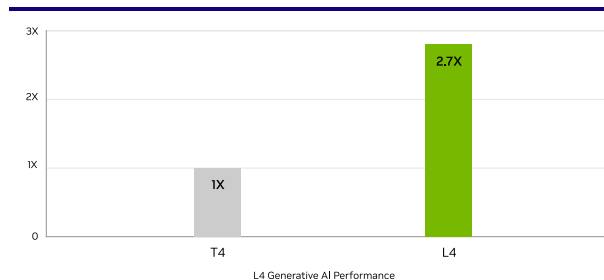
1. 底层硬件迭代加速，软硬件结合生态潜力显现

在 GTC 2023 大会上，英伟达一次性推出了 4 款 AI 推理芯片，其中 AI 视频芯片 L4 和专门用于训练大语言模型的 GPU——H100 NVL 表现最为亮眼。

L4 是一款专注于视频领域的云推理芯片，其主要功能包括视频解码、转码、视频内容审核、视频通话等。在视频通话过程中，L4 还可以实现背景替换、重新打光、增加眼神交流、语音转录和实时语言翻译等功能。L4 对标的主要是 2018 年推出，至今仍是主流推理芯片的 T4。据英伟达官方介绍，L4 的性能是 T4 的 2.7 倍，这将使应用了 L4 的图像和文本生成式 AI 性能大幅提升。

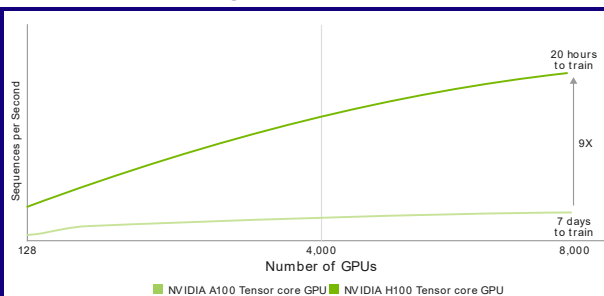
在 GTC 2022 大会上，英伟达发布了一款全新的 GPU 架构，称为 NVIDIA Hopper，并推出了首个基于该架构打造的产品，即 NVIDIA H100。在一年的时间里，NVIDIA H100 已经成为各大科技公司训练人工智能模型使用最多的 GPU 之一。今年推出的 H100 NVL 是一款基于去年发布的英伟达 H100 GPU 的改进版，支持 188 GB HBM3 内存，并且通过 NVLink 拼接两个 H100 GPU，以 600 GB/s 的速度进行连接。该卡名中的“NVL”代表 NVLink 技术，最多可以将 256 个 H100 GPU 连接在一起。H100 NVL 是专门为大型语言模型设计的 GPU 产品，预计将于下半年推出。与消费级 GPU 不同，它需要高容量的内存和横向扩展能力，以处理拥有 1750 亿参数的 GPT-3 等大型语言模型。目前，只有 A100 可以胜任这个任务，而 GPT-4 等更大参数的模型则需要更多的 A100 堆叠。H100 NVL 的性能比标配 8 卡 A100 服务器快 10 倍，这不仅提高了速度，也将降低大型语言模型公司在算力方面的成本。

图 23: L4 高达 2.7 倍的 AIGC 性能



数据来源：英伟达官网，中国银河证券研究院整理

图 24: Microsoft Flight Simulator 驾驶舱内画面



数据来源：英伟达官网，中国银河证券研究院整理

2. 云服务发展迅速，突破 AI 开发及应用算力瓶颈

在 GTC 2023 上，英伟达宣布推出 DGX Cloud，这是一种通过浏览器访问的云服务，可协助企业快速访问训练高级模型所需的基础设施和软件，从而降低了 AI 超级计算机服务使用门槛。英伟达计划以月租 3.7 万美元的形式开放 DGX Cloud 实例，每个实例均集成了 8 个 H100 或 A100 80GB GPU，通过软件收费模式提供强大的算力基础。英伟达已经与多家头部公司合作，包括微软 Azure、谷歌 OCP 和 Oracle OCI，以免除企业购置、部署和管理本地基础设施的复杂步骤，加速企业为生成式 AI 和其他应用训练模型的过程。

基于 NVIDIA DGX Cloud 提供的强大算力基础，英伟达与谷歌、微软、Oracle 合作开发了一系列应用模型 NVIDIA AI Foundations，包括文本生成模型构建服务 NVIDIA NeMo、视觉语言模型构建服务 NVIDIA Picasso、生命科学服务 NVIDIA BioNeMo 等。该业务的推出或将进一步加快超强算力与 AI 应用库向下游商业公司的渗透速率。预计云服务将成为 GPT 模型成熟过程中的重要商业模式之一。

四、传媒行业在资本市场中的发展情况

（一）传媒行业并购大潮回落，A 股上市企业数量回升

近年来，受国家政策扶持与产业较快发展、居民文化消费结构升级以及发展战略需求等因素驱动，传媒行业并购重组迎来快速发展期。2013-2015 年传媒行业迎来并购热潮，数据显示，2013 年传媒行业上市公司并购 21 起，并购金额 327.84 亿元；2014 年，上市公司并购 34 起，并购金额 988.00 亿元；到 2015 年并购数量增至 52 起，并购金额高达 1544.59 亿元。但随着 2016 年监管收紧，传媒行业并购大潮逐渐回落，2016 年完成并购 31 起，并购金额 898.01 亿元，2017 年完成并购 22 起，并购金额减少至 599.47 亿元，2018 年传媒行业中上市公司完成并购仅 5 起，并购金额 519.13 亿元；多家上市公司如出版传媒、印纪传媒等主动终止多起重大资产重组事项，并购重组渐趋理性。2019 年传媒行业中上市公司完成并购共 5 起，并购金额 610.16 亿元。2020 年至今，共披露重大重组事件 13 项，完成 5 起，并购金额 166.92 亿元，分别为哈高科定增收购电广传媒所持湘财证券 99.73% 股权（多元化战略）；科斯伍德定增收购龙门教育 50.17% 股权（多元化战略）；三爱富出售常熟新材料 100% 股权及新材料销售 100% 股权（战略合作）；中体产业定增收购中体彩科技 51% 股权、国体认证 62% 股权、中体彩印务 30% 股权和华安认证 100% 股权（资产调整）；以及 ST 慧球吸收合并天下秀 100% 股权。

传媒行业 A 股上市情况则呈现不同的特点。2014-2016 年，传媒行业 A 股上市数较少：根据数据显示，2014 年传媒行业 A 股上市企业为 0，2015 年有 5 家传媒企业登陆 A 股，融资规模 29.72 亿元，2016 年有 7 家传媒企业登陆 A 股，融资规模 102.49 亿元。但随着 2017 年《国家“十三五”时期文化发展改革纲要》、《电影产业促进法》、动漫游戏产业专项资金扶持项目等多个政策文化出台，推动传媒产业与资本深入融合发展，传媒行业迎来上市热潮，2017 年有 14 家传媒企业登陆 A 股，融资规模达 95.16 亿元。但是 2018 年整体市场环境恶化，加之 IPO 审批趋严，传媒行业上市企业数再次为 0。2019 年，有 8 家传媒互联网企业登陆 A 股，融资规模达到 48.51 亿元。2021 年有 5 家传媒互联网企业登录 A 股，融资规模达到 30.27 亿元。2022 年至今有 3 家传媒互联网企业登录 A 股，2022 年 3 月 28 日，兆讯传媒在深圳证券交易所创业板市场上市，发行价 39.88 元/股，公开发行股票 5000 万股，募集资金 19.94 亿元。2022 年 8 月 18 日，博纳影业在深圳证券交易所主板市场上市，发行的股票数量为 27490 万股，发行价格为 5.03 元/股，本次发行募集资金总额约 13.83 亿元。2022 年 8 月 19 日，易点天下在深圳证券交易所创业板市场上市，发行价为 18.18 元/股，发行数量 7550.18 万股，募集资金总额 13.73 亿元。

(二) A 股 IPO 审核依然趋严，中概股回流趋势明显

近年来传媒行业相对于其他行业，更主动地参与海外资本市场原因如下：

首先，中国的上市资质标准更偏好于企业存续时间长、现金流稳定的成熟型公司，然而传媒行业中包括大量新兴的互联网企业，这些企业成长性较强，但是成立时间较短，前期投入较大，短期内可能处于亏损，在 A 股上市相对困难，但是美股、港股对于此类新经济企业的接纳度较高。

其次，2017 年以来，证监会进一步加强了影视、娱乐类企业 IPO 审核，如 2016 年 7 月 15 日，深交所发布《深圳证券交易所创业板行业信息披露指引第 1 号——上市公司从事广播电影电视业务(2016 年修订)》，进一步规范广播电影电视相关业务所涉及的信息披露行为，在国内政策趋紧的背景下，传媒企业更多寻求海外资本市场融资。

但伴随着美国资本市场的确定因素加剧，以及港交所对新经济公司上市制度改革的完成，中概股公司回流上市趋势加速。2019 年 11 月阿里巴巴在香港二次上市，共募资 1012 亿港元，占当年香港 IPO 市场募资总额的 32.4%，是港交所有史以来第三大 IPO，也是新上市制度下第三家同股不同权上市公司。2020 年 6 月，网易和京东也先后通过港交所上市聆讯在香港二次上市。2021 年 2 月 5 日，“短视频第一股”快手正式登陆港交所，开盘价报 333 港元/股，较其发行价 11 港元上涨 193.91%。当日收盘报 300 港元/股，涨幅达 160.87%，盘中最高价为 345 港元/股，市值 1.23 万亿港元（约合人民币 1.03 万亿元）。3 月 15 日上，汽车之家（2518.HK）在香港成功上市，开盘价 181.3 港元，是第四家在香港与美国两地完成上市的大型中概股互联网企业。公司于 2018 年、2019 年、2020 年的营收分别为 72.33 亿元、84.2 亿元、86.59 亿元人民币，净利润分别为 28.64 亿元、32 亿元、34 亿元。2021 年 3 月 23 日百度集团（9888.HK）在港二次上市，首发价格 252 港元每股，发行股份数量 9500 万股，募集资金 239.4 亿港元。2021 年 3 月 29 日上午，bilibili（9626.HK）正式在香港二次上市，发售价 808 港元每股，发行股份数量 2500 万股，募资净额约 202 亿港元。5 月 26 日，高质量音乐社区网易云音乐向港交所提交上市申请书。2021 年 6 月 20 日，专注于日本快速消费品领域的品牌电商运营服务商优趣汇通过上市聆讯，并于 6 月 28 日起正式在港公开招股。招股书显示，优趣汇于 2018 年-2020 年的收入分别为 25.4 亿、27.8 亿、28.0 亿，毛利润分别为 24.3%、28.9%及 31.7%。6 月 23 日，中国最大美妆品牌电商服务商悠可集团也通过了港交所聆讯，公司 2020 年市场份额占比达到 13.3%，实现 GMV163 亿元。7 月 13 日及 7 月 16 日，两家教育行业公司华南职业教育、中国通才教育先后在港交所上市，华南职业教育 2018-2020 年营业收入分别为 4.70 亿元、5.14 亿元、5.21 亿元，中国通才教育 2018-2020 年营业收入分别为 2.75 亿元、2.76 亿元、2.78 亿元。7 月 19 日，天有教育也在港交所递交了上市申请。11 月营销公司 UJU HOLDING、12 月互联网公司网易云音乐依次登陆港交所。此外，青瓷游戏和微博已经通过港交所聆讯。2022 年 1 月 17 日，国内第二大角色知识产权公司德盈控股于港股上市，首发价格为 2.05 港币每股，首发数量 12000 万股。1 月 27 日，工业互联网信息安全领域的技术创新型企业纬德信息于上交所上市，首发价格为 28.68 元每股，首发数量约 2094 万股。3 月 11 日，电商服务企业青木股份于深交所上市，首发价格为 63.10 元每股，首发数量 1667 万股。3 月 28 日，国内专业的高铁数字媒体运营商兆讯传媒于深交所上市，首发价格为 39.88 元每股，首发数量 5000 万股。4 月 22 日，知乎正式在港交所挂牌上市，成为首家以双重主要上市方式回港的中概股互联网公司，首日知乎开盘价为每股 24.95 港元。7 月 27 日，金山云向港交所递交港股双重主要上市申请，中金公司、摩根大通

与瑞银集团为联席保荐人。2022 年以来，知乎、涂鸦、名创优品、贝壳等多家中概股已经在香港完成双重主要上市。金山云的回归也在意料之中。一旦金山云申请港股双重主要上市地获批，雷军在港股将拥有三家上市公司，包括金山软件、小米集团以及金山云。目前，雷军仍担任金山云董事长兼非执行董事，持股 11.82%，负责集团整体战略、业务发展、运营和管理。

表 4：2021-2022 年 8 月传媒互联网行业上市公司

	证券代码	证券简称	上市时间	分类
A 股	301171.SZ	易点天下	2022-08-19	传媒
	001330.SZ	博纳影业	2022-08-18	传媒
	430564.BJ	天润科技	2022-06-17	互联网
	688171.SH	纬德信息	2022-01-27	互联网
	301102.SZ	兆讯传媒	2022-03-28	传媒
	301110.SZ	青木股份	2022-03-11	电商
	301052.SZ	果麦文化	2021-8-30	传媒
	605577.SH	龙版传媒	2021-8-24	传媒
	601921.SH	浙版传媒	2021-07-23	传媒
	301025.SZ	读客文化	2021-07-19	传媒
	301001.SZ	凯淳股份	2021-05-28	电商
	300987.SZ	川网传媒	2021-05-11	传媒
	003032.SZ	传智教育	2021-01-12	教育
港股	6638.HK	金融壹账通	2022-07-04	互联网
	2250.HK	德盈控股	2022-01-17	传媒
	2390.HK	知乎-W	2022-04-22	互联网
	9899.HK	云音乐	2021-12-2	互联网
	1948.HK	UJU HOLDING	2021-11-08	
	2175.HK	中国通才教育	2021-07-16	教育
	6913.HK	华南职业教育	2021-07-13	教育
	2177.HK	优趣汇控股	2021-07-12	电商
	9961.HK	携程集团-S	2021-04-19	互联网
	9626.HK	哔哩哔哩-SW	2021-03-29	互联网
	9888.HK	百度集团-SW	2021-03-23	互联网
	1024.HK	快手-W	2021-02-05	互联网
	1490.HK	CHESHI	2021-01-15	互联网
	2125.HK	稻草熊娱乐	2021-01-15	传媒
美股中概股	DIDI.N	滴滴出行	2021-06-30	互联网
	CPOP.O	普普文化	2021-06-30	互联网
	DDL.N	叮咚买菜	2021-06-29	电商
	MF.O	每日优鲜	2021-06-25	电商
	YMM.N	满帮集团	2021-06-22	互联网
	RERE.N	万物新生	2021-06-18	互联网
	BZ.O	BOSS 直聘	2021-06-11	互联网

ZME.N	掌门教育	2021-06-08	教育
OG.N	洋葱	2021-05-07	互联网
EM.O	怪兽充电	2021-04-01	互联网
ZH.N	知乎	2021-03-26	互联网
TUYA.N	涂鸦智能	2021-03-18	互联网
JWEL.O	聚好商城	2021-03-17	电商
FHS.N	长水教育	2021-03-11	教育
SDH.O	师董会	2021-02-09	互联网
BAOS.O	宝盛科技	2021-02-08	互联网
KUKE.N	库客音乐(KUKE MUSIC)	2021-01-12	互联网

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

2023 年传媒互联网行业前瞻：

宏观层面，在全球疫情、政策趋严等多重因素的影响下，2022 年以来社会消费整体承压，传媒互联网各个细分子板块在直接受损及间接受损的状态下，整体走势震荡下行并弱于大盘，行业整体正处于估值底及业绩底的“双重底阶段”。目前阶段防疫政策正处于快速放松的状态下，预计经济大盘将随着社会复工复产逐渐企稳，同时行业监管政策也正逐步放松，我们看好 2023 年全年的疫后宏观经济发展趋势。中观层面，目前阶段行业整体从估值侧在定价层面已经消化了各项或有利空，业绩侧企业将随着宏观环境的向好开启趋势性上行。我们判断行业或将受到宏观因素拉动得到业绩估值的修复机会，因此短期我们看好受疫情及政策等多方面因素制约，正处于复苏阶段的直接受损的子行业。微观层面，一方面，多数公司正在开启多元化、国际化战略，专注提升企业独特竞争力，拉动行业健康稳步发展，进而提高市场份额。另一方面，Web3、VR/AR 等新兴产业正蓬勃发展，多数行业内的公司都在积极布局中，差异化发展势头迅猛，随着技术及产业链的逐渐成熟，未来商业化的展开有望为公司持续增长添加新动能。因此长期我们看好有相当大增量空间，具备长期投资价值的优质赛道。

看好的方向及推荐公司：

1. 受疫情冲击明显疫后修复弹性较大的营销板块（三人行、分众传媒等）；
2. 版号常态化下目前储备丰富同时具备出海新动能的头部游戏公司（吉比特、三七互娱、完美世界、电魂网络、姚记科技、神州泰岳、祖龙娱乐、网易等）；
3. 竞争优势显著的头部互联网企业（腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩-SW、阿里巴巴、拼多多等）；
4. AIGC+Web3 发展下新兴领域。

六、风险提示

市场竞争加剧的风险，政策及监管环境的风险，作品内容审查或审核风险，公共卫生风险等。

分析师简介及承诺

岳铮，传媒互联网行业分析师。约翰霍普金斯大学硕士，于2020年加入银河证券研究院投资研究部。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准**行业评级体系**

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系**中国银河证券股份有限公司 研究院**

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yi@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yi@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yi@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn