

把握AI增收主线，重视业绩反转节点

传媒团队 证券分析师：赵琳 SAC NO:S1120520040003

2022年5月16日

目录

- 01 长期低配+低景气，板块迎来底部反转
- 02 AI技术直接赋能游戏，降本能见度最高，增收亦不远
- 03 影视业绩回暖明确，优质版权价值凸显
- 04 稀缺文献叠加AI教育信息化，出版行业估值中枢上行
- 05 风险提示



01 长期低配+前期低景气，板块迎来底部反转

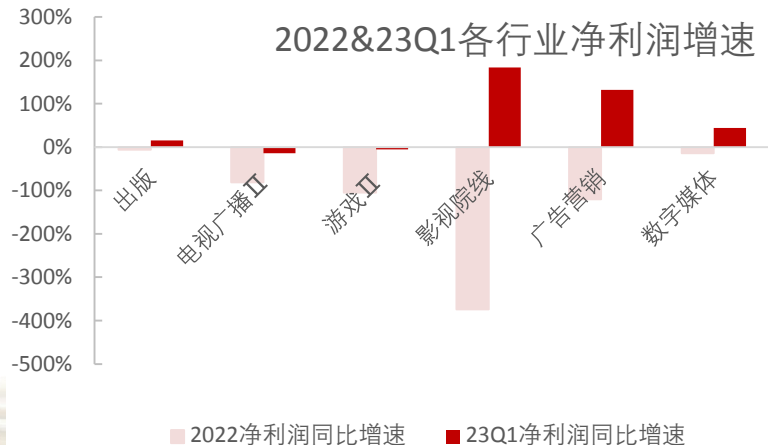
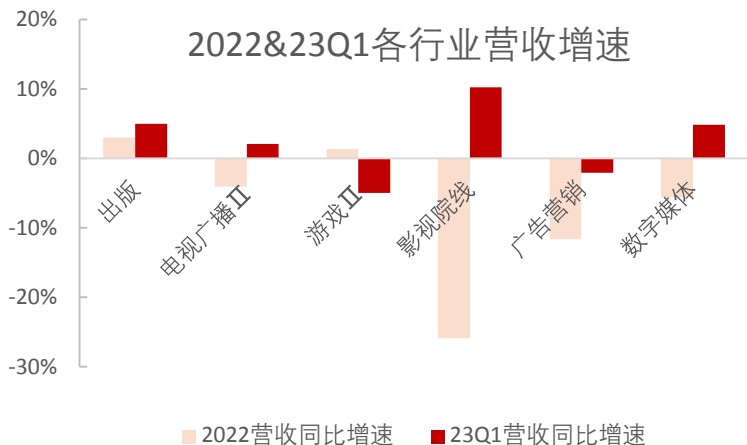
AI革命对标移动互联网浪潮，传媒有望继续领跑



数据来源：Wind，华西证券研究所

内容监管放松+线下修复，全赛道景气度上行，业绩拐点明晰

➤ 受益于线下渠道修复、内容供给审核放宽，传媒板块多个子赛道一季度营收增速打正、利润端大幅度减亏。



海内外大模型百花齐放，应用层微调成本持续降低

➤ 海外AI三足鼎立，各擅胜场

- **OpenAI（微软）领跑：**GPT4输出效果及普及化程度较高，发布一月内用户突破一亿，除文字输出外，旗下模型具备图像、音频、3D生成能力。
- **Claude（Anthropic）强势追赶：**大语言模型Claude以其生成文本内容的创意文本格式的能力而闻名，例如诗歌、代码、脚本、音乐作品、电子邮件、信件等，已经能够支持100K的上下文token长度，超过GPT4。
- **Bard（谷歌）场景占优：**五月面对公众开放，计划全线整合至谷歌旗下搜索引擎、Gmail邮箱、安卓手机系统、Adobe Firefly。

➤ 国内涌现百度、华为、阿里、讯飞、MiniMax多个大模型，充分受益于国产替代逻辑，商用进度与监管推进同步

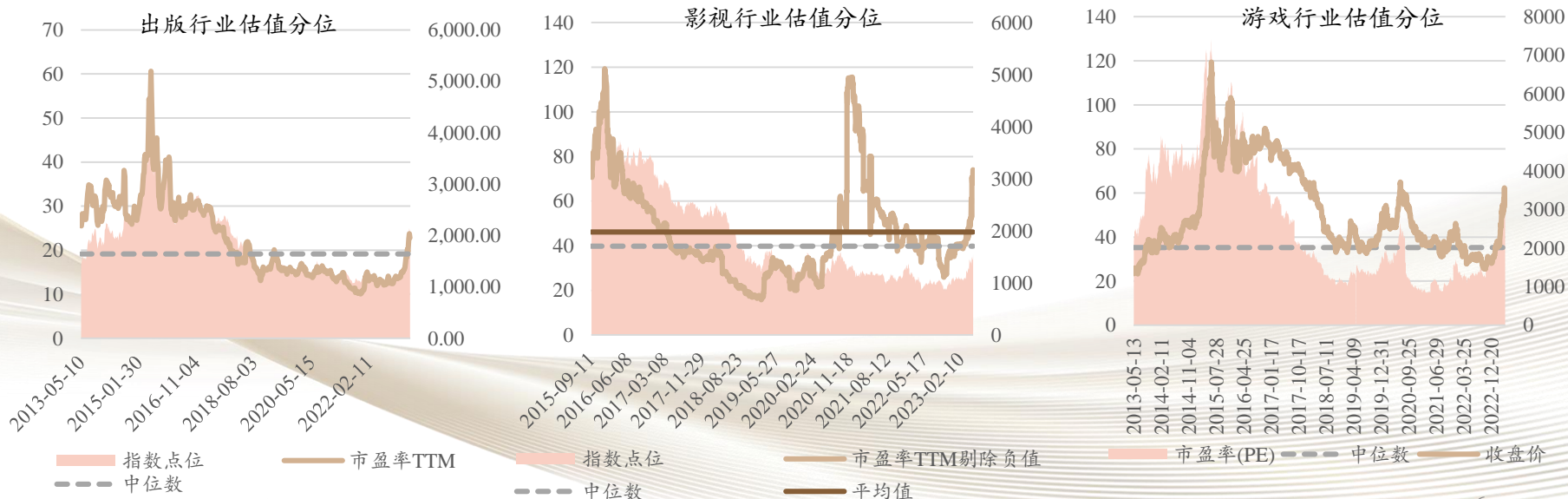
- 国内大模型B端商用产业链已经初具雏形，目前作为效率工具集成至企业工作流程中，但我们认为，大规模ToC商用还需经过有关部门对算法和技术进行评估

➤ 应用层RHLF精调成本持续下调，各细分赛道技术壁垒逐步降低，应用转化节奏加速

- 微软发布SpeedChat开源工具，我们判断应用层厂商在精调（根据自身产品特性对大模型进行调整）领域的成本及时长大幅缩短。

AI技术及基本面支撑估值上行，现阶段仍处于合理区间

- 1) 技术拔估值：**游戏、影视、出版、教育等赛道能够最快受益于AI生成技术，且商业模式、吸金能力领先；传媒行业的业绩本身对供给数量和节奏敏感，生产周期缩短、产量增长会显著驱动业绩；
- 2) 基本面支撑：**受商誉暴雷、前期监管政策收紧影响，板块长期低估，2023年起内容监管逐步缓和，行业本身来到了业绩修复的转折点。

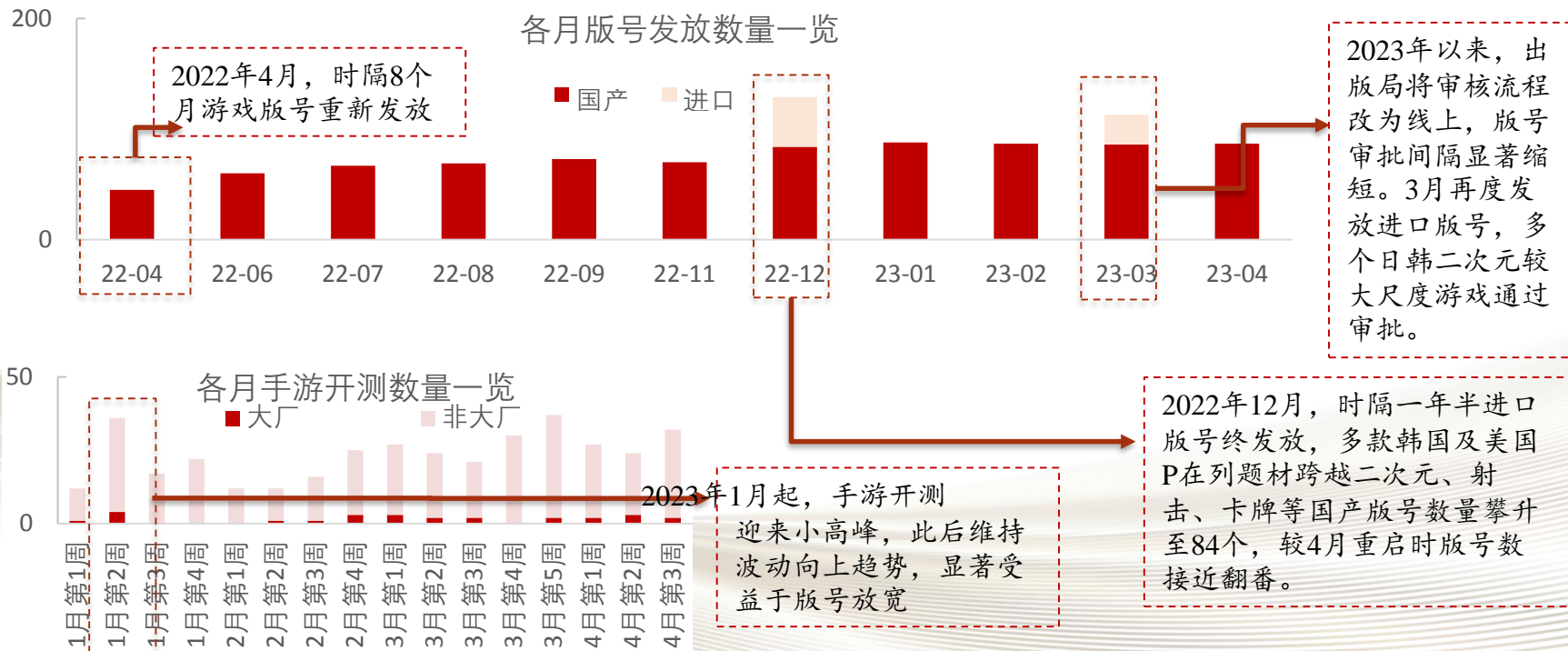


数据来源：Wind，华西证券研究所



02 AI技术直接赋能游戏，降本
能见度最高，增收亦不远

前期低基数+版号放宽，业绩反转具有确定性



AI融入研发+营销全环节流程，成本优化空间大

- **研发环节：**文本（NPC对话、剧情、文案）、美术（人设、道具、皮肤、怪物反馈）、音效（人物音、环境音）、场景（地图）均已能够采用AI方式生成。

内容生产

利用AI图像及3D建模生成技术，根据设计者需求生成立绘、配乐，文本。

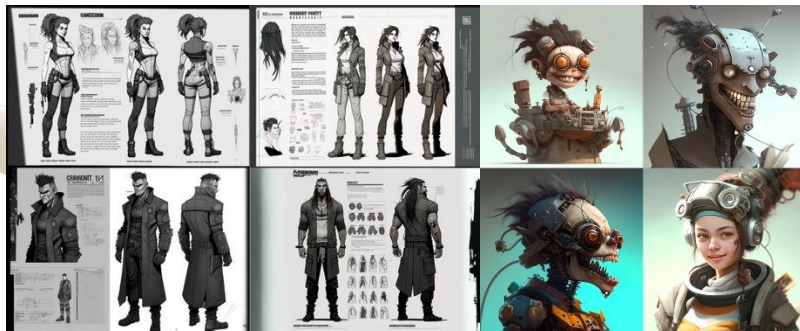
地图生成

使用人工智能和机器学习算法快速生成环境、地形。

程序化内容生成

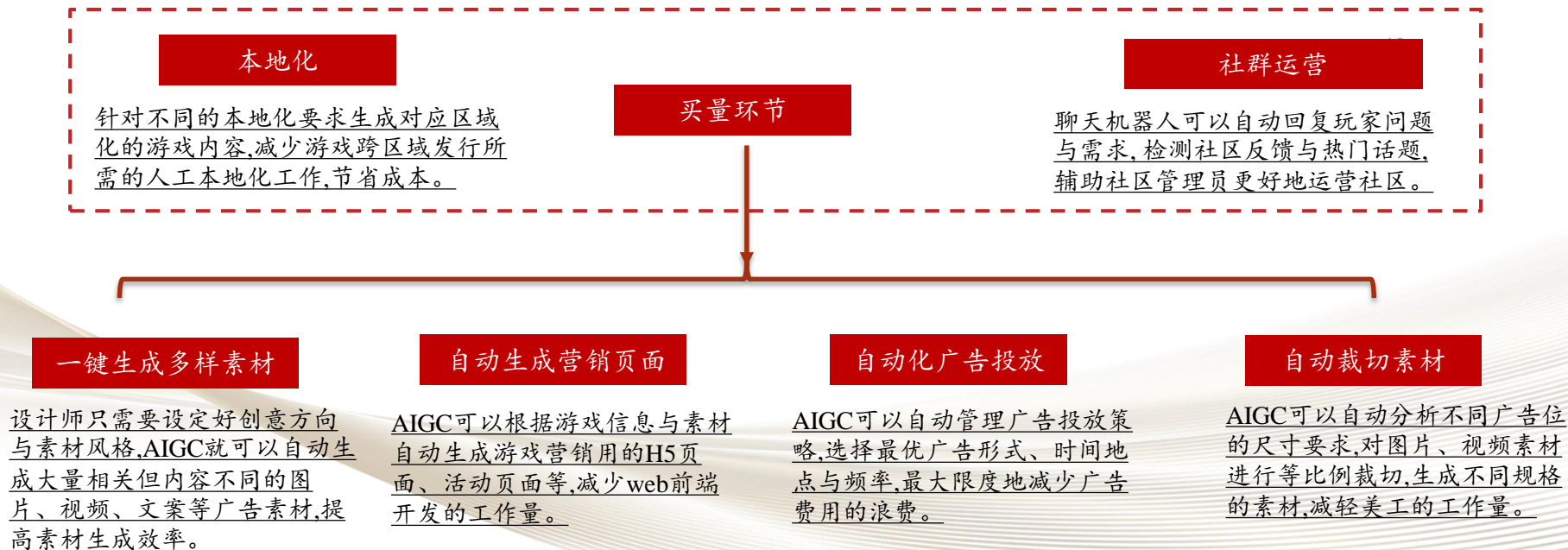
基于开发者设计的生成规则，结合一定的随机化因素，自动生成关卡或怪物分布

AIGC生成模型及人物素材



AI融入研发+营销全环节流程，成本优化空间大

- **发行环节：**本地化翻译、买量素材制作能够直接受益于现有的AI对话大模型及图像模型技术。



AI新玩法以情感交互为主，未来可能随机生成角色、副本

- 游戏公司通过AI降本增效本质是存量博弈，但如果能制造新的付费点（玩家从为道具和皮肤付费，转向为AI带来的随机体验付费），游戏行业的估值空间将进一步提升。
- 我们认为考虑到AI模型目前最成熟的应用还是文本生成，互动游戏极可能成为AI为游戏增收的起点，而为情绪价值付费的商业化空间极大，看好强社交属性游戏领域的相关尝试。

资料来源：网易，GLOW，Pi，华西证券研究所

网易《逆水寒》手游，最快将在今年上半年在游戏中实装游戏ChatGPT



基于AI的情感陪伴型机器人服务





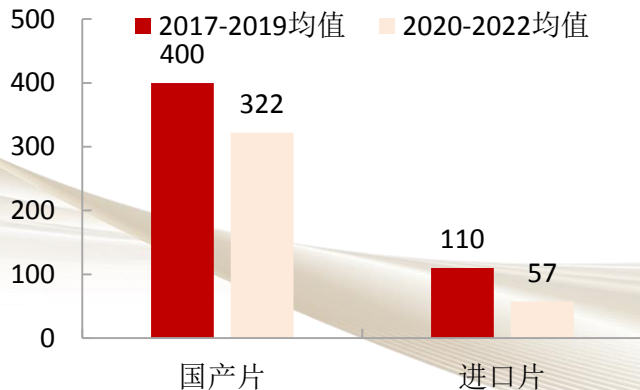
03 影视业绩回暖明确，优质版权 价值凸显

前期监管环境下负面产能出清，优质IP内容价值凸显

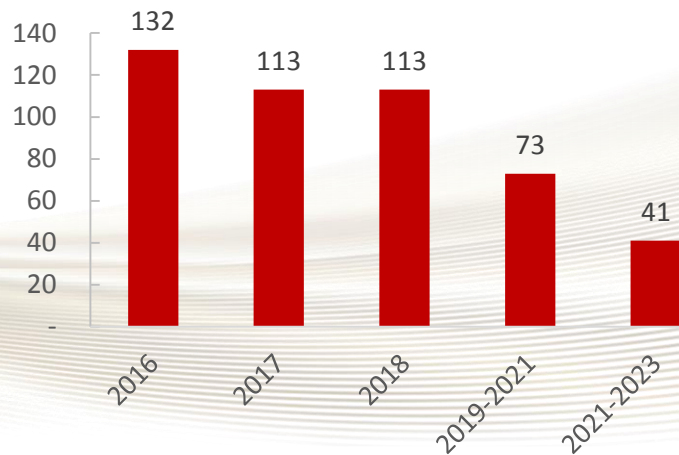
➤ 精品化趋势下影视产业“去肥增瘦”，供给侧总量显著下滑，优质内容出品方稀缺性提升

- **电影产业：**国产及进口电影上映数量三年均值由2017-2019年的400部、110部分别下滑至2020-2022年的322部及57部。具体来看，2022年全年共上映影片324部，同比下滑超50%。
- **剧集产业：**2018年起广电总局披露的剧集备案数量由1231部逐年下滑至472部，获甲种剧集制作许可的机构数自2016年的132家收紧至41家。

电影上映数量三年均值显著下滑



持有电视剧制作许可证（甲种）机构数量

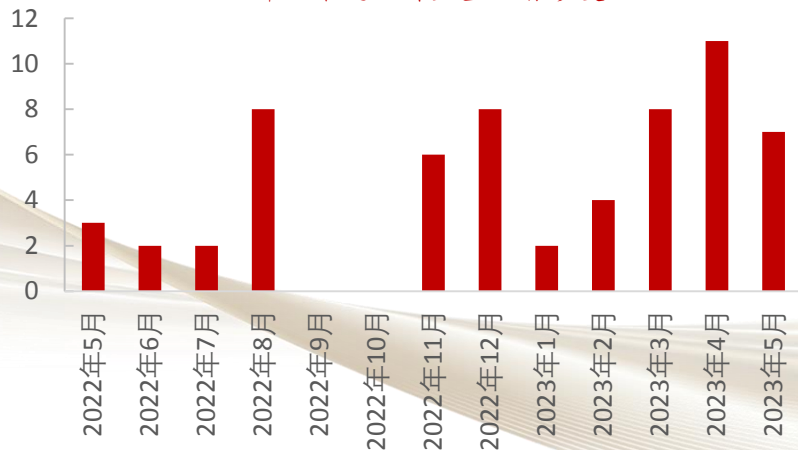


院线、剧集供给陆续回春，业绩反转在即

➤ 2023年以来，官方定调文娱突出问题得到遏制，并明确提出繁荣发展文化产业。

2022年3月，网信办宣布“清朗”系列专项行动取得了明显成效，2022年12月广电总局再提“探索推进题材、体裁、风格、样式创新”，鼓励现实题材创作。2023年起内容监管转向包容，进口片、耽美影视等供给回暖，业绩趋势修复明确。我们坚定看好鼓励创新趋势下内容全产业链的复苏机会，判断修复将由供需两端共同完成。

一年以来进口片数量显著修复



阿凡达开启进口片回暖潮



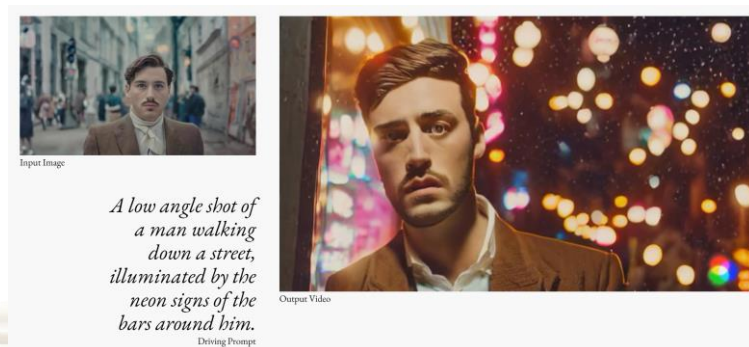
视听全环节受益于AI，制作成本优化空间大

- 我们判断剧本创作、配音等涉及文本及音频的环节已经受益于AI技术，随着AI生成视频技术成熟，未来分镜、剪辑、特效、过场动画等多个环节均能结合商业模型API进行降本、增产。
- 我们判断人力成本优化比例在40%-60%，目前动画电影及短视频最直接受益。

Stable Animation 可根据文本生成 3D 动画模型



Gen2可根据图片生成真人视频



新技术加速风险暴露，视听版权将迎来价值重估

➤ **AI孙燕姿爆火，验证应用层进展加速，版权风险将充分暴露。**

AI孙燕姿火遍全网，上传者利用名为SoVitsSvc的开源项目，使用孙燕姿的干声素材作为训练数据，通过模型训练和后期处理，达到极为逼真的翻唱效果，引发公众关注。

➤ **我们认为，AI技术进展已经达到了草根创作者能够实现完整训练的阶段，应用层技术壁垒持续降低，AI作为生产力工具的普惠性充分体现，公众认知度将加速提升，涉及公众人物，版权问题亦将充分暴露。结合2023年5月欧盟起草AI监管法案，我们认为，版权问题将成为监管的重点领域，文娱领域优质版权公司价值凸显。**

AI孙燕姿火遍全网

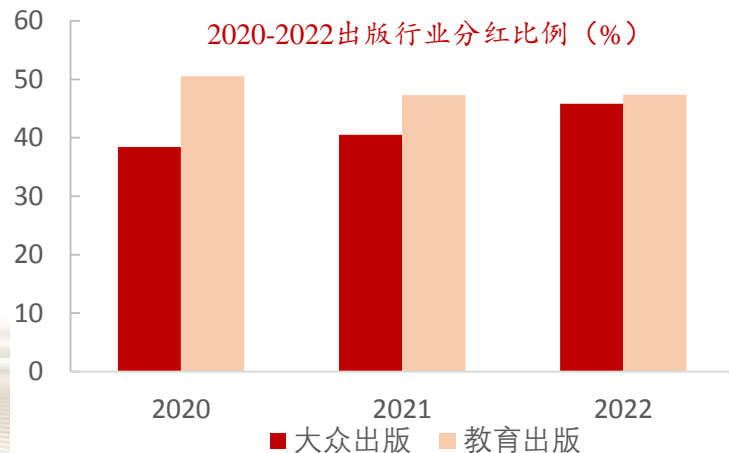
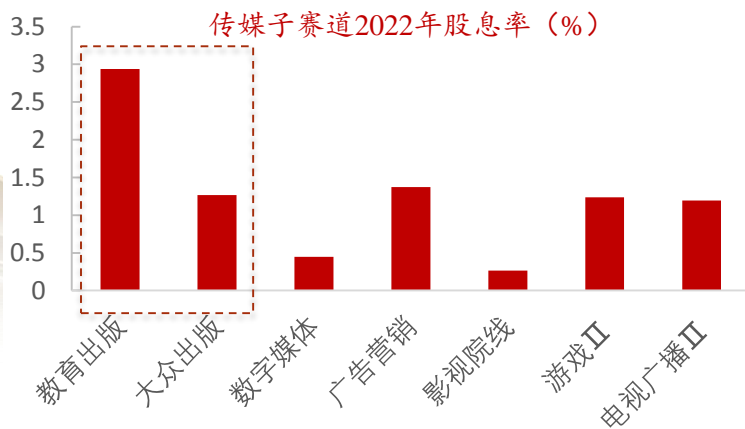




04 稀缺文献“卖水”叠加AI教育信息化，出版行业估值中枢上行

出版：业绩稳健正增长，发行业务受益于线下渠道修复

- **经营稳健，现金充沛，高分红、高股息：**受益于教材教辅产品的刚性需求，国有出版公司受外部环境波动影响相对较小，现金储备丰富。
- **业绩改善：**受疫情反复及复杂宏观环境下居民消费疲软等因素影响，2022年图书市场持续承压，疫情等外部因素影响逐渐减弱，供给侧线下门店开业、线上物流/供应链压力均有所缓解，需求侧消费者图书需求亦或有所回升。



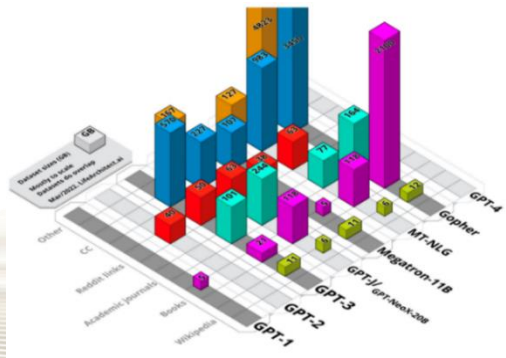
出版：稀缺数据优势凸显，受益于AI监管推进节奏

- 数据是大模型训练的重要环节，期刊文献、书籍等高质量数据是数据集的主要构成。OpenAI并没有公开训练ChatGPT的相关数据集来源和具体细节，我们参考Alan D. Thompson文章，判断主流大模型数据集来源可分为六类，分别是：维基百科、书籍、期刊、Reddit（社交媒体平台）链接、Common Crawl（大型数据集）和其他数据集（GitHub等代码数据集、StackExchange 等对话论坛和视频字幕数据集）。

主流大模型数据集来源可分为六类

	Wikipedia	Books	Journals	Reddit links	CC	Other	Total
GPT-1		4.6					4.6
GPT-2				40			40
GPT-3	11.4	21	101	50	570		753
The Pile v1	6	118	244	63	227	167	825
Megatron-11B	11.4	4.6		38	107		161
MT-NLG	6.4	118	77	63	983	127	1374
Gopher	12.5	2100	164.4		3450	4823	10550

各类数据来源大小



出版：稀缺数据优势凸显，受益于AI监管推进节奏

➤ 海外市场已在尝试变现路径：

- 图片数据库:Shutterstock在2021年即有将图片及元数据出售给OpenAI用于帮助训练DALL-E；
- 社交平台：Twitter、Reddit等网站提出API场景下的收费模式，通过按月/条数进行调用API定价。

➤ 国内部分公司尚在探索定价模式，但增量市场的形成依赖于数据监管。

- 目前国内大模型数据库未受到明确版权监管，因此采购需求尚不明朗，仅有中文在线在关注函中回复称“定价模式按采集数据包的大小及数据类别进行收费”。
- 2023年官方发布关于《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，就训练数据做出明确表述。

➤ 科技文献、古籍等资源难以模糊引用，从数据价值上看具有稀缺性，变现能见度更高。

出版：地方教育壁垒明确，AI有望赋能教育云系统

- 各地国有出版公司积极布局教育信息化，AI技术有望集成至教学系统。我们判断目前地方教育出版公司相关布局主要集中在AI教学系统及数字化教学资源两部分：

AI 赋能教学系统

AI阅卷评估系统

智慧校园系统

XR沉浸网课直播

AI英语对话助手

个性化作业辅导

数字化教学资源

数字网课

数字教材教辅

教学内容平台



05 风险提示

监管风险；AI道德及伦理风险；新技术审批进度不及预期风险。

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
行业评级标准	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。