

政策、事件驱动复苏，AI 赋能行业创新

强于大市 (维持)

——传媒行业投资策略报告

2023 年 06 月 28 日

行业核心观点:

传媒行业 2023 年上半年行情表现突出，截至 2023 年 6 月 16 日申万传媒行业上涨 59.48%，在申万各一级行业中排名第 1，跑赢沪深 300 指数及创业板指。行业估值 PE-TTM 逐步回升，已经超过近六年均值水平。宏观经济环境影响市场恢复，22 年营收、归母净利润同比回落，随着 23 年消费复苏，市场景气度上行，23Q1 营收、归母净利润同比上涨，归母净利润环比实现扭亏为盈。支持性政策指引产业方向，热点事件驱动市场发展，AIGC 赋能行业各个领域，推动市场全新发展，同时随着消费娱乐需求复苏，电影、广告、游戏等领域景气度逐步回升。

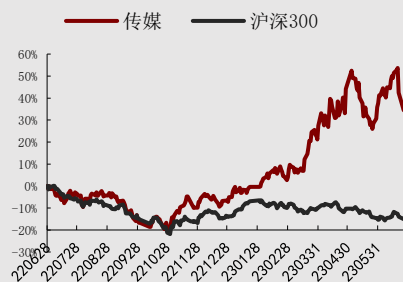
投资要点:

游戏：版号发放常态化，电竞市场热度回升。2023 年一季度中国游戏整体市场收入环比上升，4 月份保持稳步回升态势，其主要收入由移动端游戏占据，在春节提振作用及重点新游上线的促进下，收入月度持续环比上涨，随着版号持续常态化发放，新品上线节奏恢复，优质新游进入市场，刺激用户充值流水上升，市场竞争格局将有所改变，看好游戏景气度恢复，市场规模将再次迎来增长。在政策的支持和规范下，电竞已经成为集科技、竞技、娱乐、社交于一体的体育产业，初步实现成熟化运营，但受国内外宏观经济发展形势和游戏市场降温影响，电竞市场首次出现微幅回落，随着亚运会电竞赛事举办及消费复苏，其回弹趋势显著。

电影：免征政策助力市场恢复，暑期档电影蓄势待发。2023 年影院均恢复运营，扩内需促消费政策措施持续发力，电影作为线下消费的重要场景，呈现良好回暖态势，随着优质电影定档，Q1 票房 158.6 亿元，同比上涨 13.3%，各大档期票房表现良好；从影院建设来看，Q1 新增影院数量 214 家，同比下降 35.9%，电影市场资金投入建设较为谨慎，市场主要以恢复运营效率为首要任务。而随着免征电影发展资金政策发布，免征期跨越多个重点档期，影片供给端数量、质量有望进一步提升，暑期档待映电影品类丰富，类型多元，各大体量电影蓄势待发；影院运营压力将会有所缓解，推动影院加强市场拓展。

广告营销：梯媒表现突出，消费复苏有望带动行业回暖。广告市场 2023 年随着经济复苏、政策放开、居民消费意愿增强，整体花费跌幅同比缩窄。在各行业广告投放中，食品及饮料行业投放量仍处于头部，药品、化妆品/浴室用品和交通行业广告花费上涨显著。在 2023 年广告整体市场表现回暖的情况下，梯媒持续保持高景气度。随着宏观政策放开，线下消费场景的人流量逐步恢复，对应场景下的线下广告需求也会得到复苏。梯媒有着用户必经、人流量大的特点，预计 2023 年下半年仍为核心价值赛道；此外，影院广告等线下渠道复苏具备较大的弹性。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

端午档期表现超预期，“内容为王”仍是硬逻辑

6 月份版号稳定常态化发放，头部厂商重点手游备受市场关注

《王者荣耀》蝉联 5 月全球手游收入榜冠军，6 月游戏版号常态化发放

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583223620

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：李中港

电话：17863087671

邮箱：lizg@wlzq.com.cn

AIGC: AIGC 快速发展, 赋能行业多领域。 AIGC 已在广告、影视、游戏、娱乐等多个传媒互联网的细分领域进行广泛应用, 从而提升内容生产效率, 降低内容生产成本, 助力行业变革。游戏方面, AIGC 能压缩游戏整体项目的研发周期与人员规模, 大幅降低游戏制作成本, 降本增效; 对已有的游戏进行产品更新升级, 实现真正的人与 AI 的互动, 优化游戏体验; 对电竞行业进行数字化创新; 营销买量制作周期缩短, 缩减营销成本。广告营销方面, AIGC 内容生产能力契合广告营销需求, 从获取广告创意、进行内容生成、后期进行广告投放, 最后实现高效的消费转化, 有望显著提升营销内容生产效率, 同时降低优质营销内容生产门槛。电影、影视方面, AIGC 从剧本制作、影视制片、导演拍摄、后期制作以及宣发营销五大环节对整体影视制作提供助力, 大幅缩短创意落地实现的时间成本, 也降低了影片创作的人力成本, 显著提高工作效率。

投资建议: 政策指引、事件驱动、AIGC 技术创新, 共同赋能行业发展, 重点关注游戏、电影、广告营销等领域的投资机遇。

风险提示: 政策环境变化; 消费复苏不及预期; 市场竞争加剧; 创新技术应用不及预期; 商誉减值风险。

正文目录

1 需求复苏，政策指引+事件驱动+AI 赋能助推行业发展	5
1.1 市场表现：23H1 行情表现突出，估值逐步回升	5
1.2 业绩分析：2022 年业绩承压，2023Q1 营收、归母净利润同比上涨	6
1.3 行业展望：政策引导+事件驱动，AIGC 高速发展助力行业发展	7
2 游戏：版号发放常态化，电竞市场热度回升	8
2.1 游戏市场表现：市场收入表现良好，版号常态化发放	8
2.2 电竞市场：政策助推产业发展，亚运会重燃市场热度	11
3 电影：免征政策助力市场恢复，暑期档电影蓄势待发	15
3.1 影片：票房持续回暖，暑期档电影蓄势待发	15
3.2 影院：建设速度持续放缓，市场以恢复运营为主	17
3.3 政策：免征电影发展资金政策发布，助力市场恢复	18
4 广告营销：梯媒表现突出，消费复苏有望带动行业回暖	19
5 AIGC：AIGC 快速发展赋能多领域	22
5.1 游戏：AIGC 优化游戏制作流程，推动迈入制作运营新阶段.....	22
5.2 广告营销：AIGC 契合广告营销需求，带动行业变革	24
5.3 电影、影视：AIGC 赋能影视制作阶段，缩减实现成本	25
6 投资建议	27
7 风险提示	27
图表 1：2023 年 H1 申万各一级行业年涨跌幅情况 (%)	5
图表 2：2014 年至今传媒板块 PE 趋势	5
图表 3：18-22 年营收情况 (单位：亿元)	6
图表 4：18-22 年归母净利润情况 (单位：亿元)	6
图表 5：18-22 年三费情况	6
图表 6：18-22 年毛利率、净利率和期间费用率情况	6
图表 7：20Q1-23Q1 营收环比增速	7
图表 8：20Q1-23Q1 归母净利润情况 (单位：亿元)	7
图表 9：19Q1-23Q1 传媒板块营收、归母净利润及其变动情况 (单位：亿元)	7
图表 10：多因素助力传媒行业发展	8
图表 11：2021Q1-2023Q1 中国游戏市场实际收入 (亿元) 及同比	8
图表 12：2022Q1-2023Q1 中国游戏市场实际收入 (亿元) 及环比	8
图表 13：2022. 3-2023. 4 中国游戏市场实际销售收入 (亿元) 及环比	9
图表 14：2021Q1-2023Q1 中国移动游戏实际收入 (亿元) 及同比	10
图表 15：2022Q1-2023Q1 中国移动游戏市场实际收入 (亿元) 及环比	10
图表 16：2022. 3-2023. 4 中国移动游戏市场实际销售收入 (亿元) 及环比	10
图表 17：2022. 6-2023. 6 国产游戏版号发放数量	11
图表 18：电竞行业相关支持性政策	11
图表 19：2023 年中国电竞图谱	12
图表 20：中国电竞市场规模 (2020-2025 年)	13
图表 21：中国电竞用户规模 (2020-2025 年)	13
图表 22：亚运会电竞比赛项目	14
图表 23：2022KPL 夏季总决赛 XR 应用	14
图表 24：《王者荣耀》x 北京环球影城	15

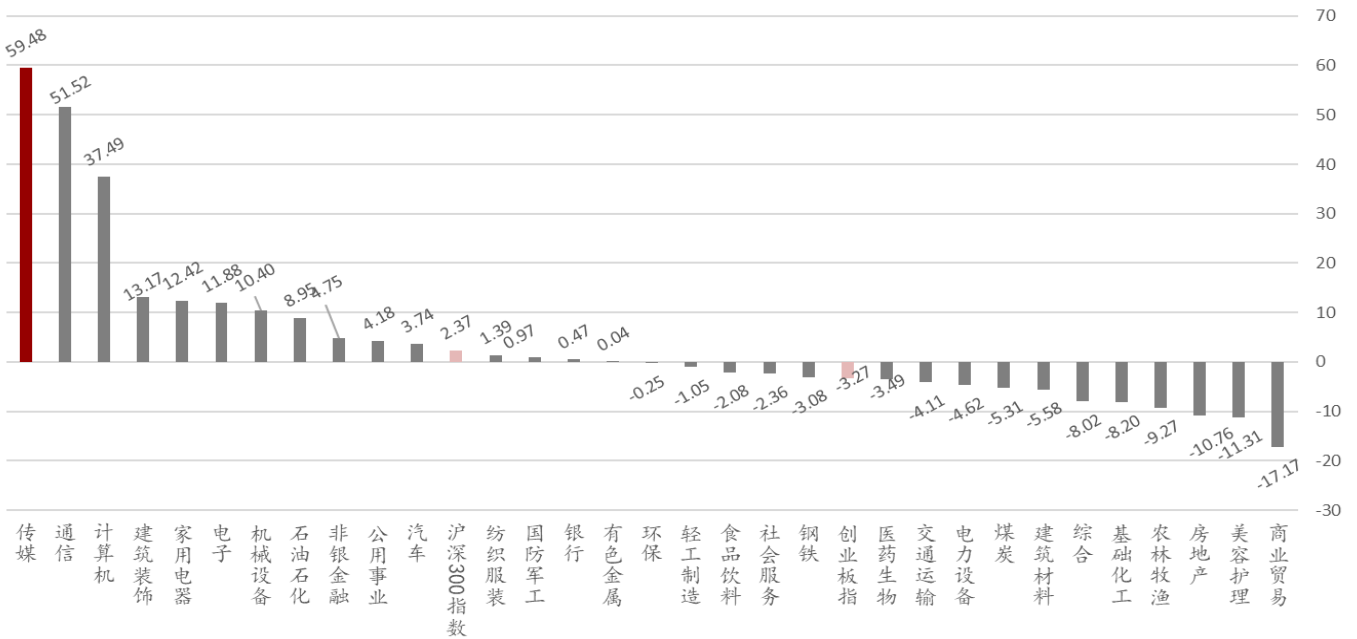
图表 25: 腾讯电竞 x TIMS 联名咖啡店	15
图表 26: 18-23 年 Q1 影院票房 (单位: 亿元)	15
图表 27: 2012-2023 年 Q1 月度票房变动 (单位: 亿元)	15
图表 28: 2018-2023 五一档票房 (含服务费) 及同比	16
图表 29: 2018-2023 端午档票房 (含服务费) 及同比	16
图表 30: 22Q1、23Q1 上映类型影片数量 (单位: 部)	16
图表 31: 22Q1、23Q1 上映类型影片票房 (单位: 亿元)	17
图表 32: 暑期档待上映电影 (想看人数过十万)	17
图表 33: 18-23 年 Q1 月度新建影院数量 (单位: 家)	18
图表 34: 23 年 Q1 票房 TOP10 院线及运营效率	18
图表 35: 23 年 Q1 票房 TOP10 影投票房、新增在映影院 TOP10 影投	18
图表 36: 广告市场 2017-2023 年 1-4 月整体花费同比变化情况	19
图表 37: 广告市场 2021-2023 年 4 月单月花费同比变化情况	20
图表 38: 广告市场整体花费 TOP10 行业 (大类) 2022 年 1-4 月花费变化情况	20
图表 39: 电梯 LCD 广告花费 TOP10 行业 (大类) 2023 年 1-4 月花费变化情况	21
图表 40: 电梯海报广告花费 TOP10 行业 (大类) 2023 年 1-4 月花费变化情况	21
图表 41: AIGC 应用内容示意图	22
图表 42: AI 赋能游戏行业	23
图表 43: 《Generated Adventure》	23
图表 44: 《逆水寒手游》植入 ChatGPT	23
图表 45: 《王者荣耀》绝悟 AI	24
图表 46: 虚拟裁判“奈昔”	24
图表 47: AI 赋能广告营销行业	24
图表 48: 淘宝全 AI 制作短片	25
图表 49: 可口可乐‘实拍+3D+Stable Diffusion’制作广告	25
图表 50: AI 赋能电影、影视行业	25
图表 51: AIGC 动画短片《犬与少年》	26
图表 52: AIGC 海报《去你的岛》	26

1 需求复苏，政策指引+事件驱动+AI 赋能助推行业发展

1.1 市场表现：23H1 行情表现突出，估值逐步回升

传媒行业行情表现突出。年初至今，申万传媒行业上涨59.48%，在申万各一级行业中排名第一，跑赢沪深300指数及创业板指。

图表1： 2023 年 H1 申万各一级行业年涨跌幅情况 (%)

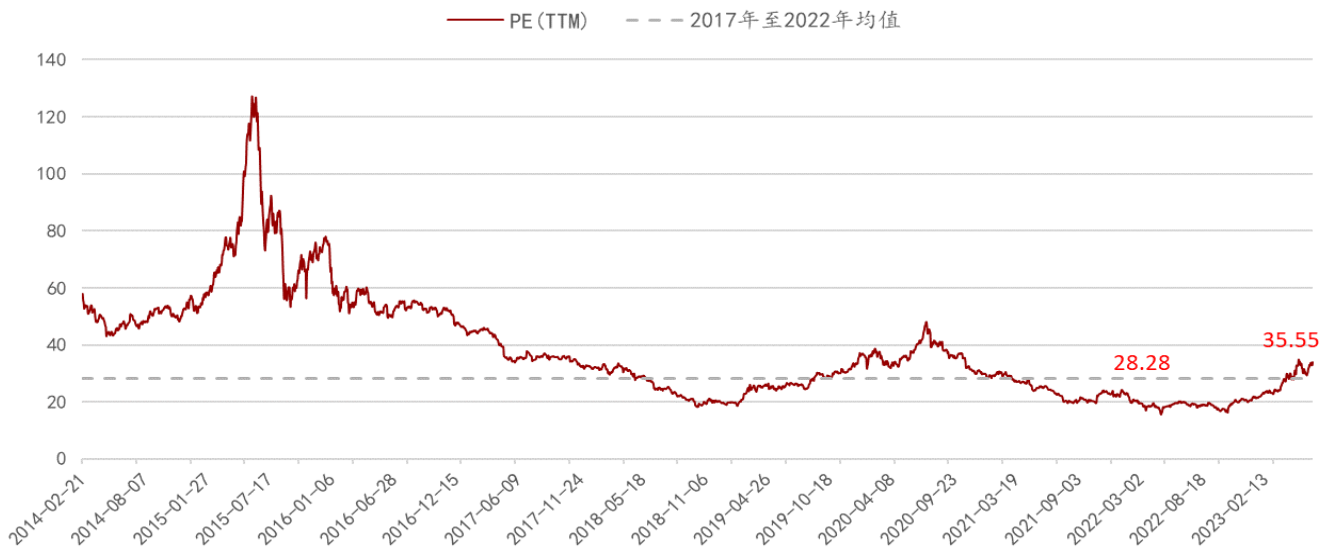


资料来源：iFind、万联证券研究所

注：数据截止时间为2023年6月16日。

估值逐步回升，超过6年均值水平。传媒行业2023年PE逐步回升至35.55倍，已经超过2017-2022年的PE均值28.28倍。

图表2： 2014 年至今传媒板块 PE 趋势



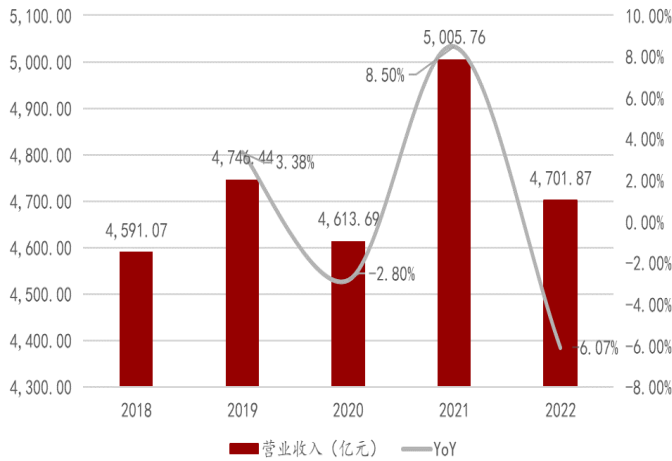
资料来源：iFind、万联证券研究所

注：数据截止时间为2023年6月16日。

1.2 业绩分析：2022 年业绩承压，2023Q1 营收、归母净利润同比上涨

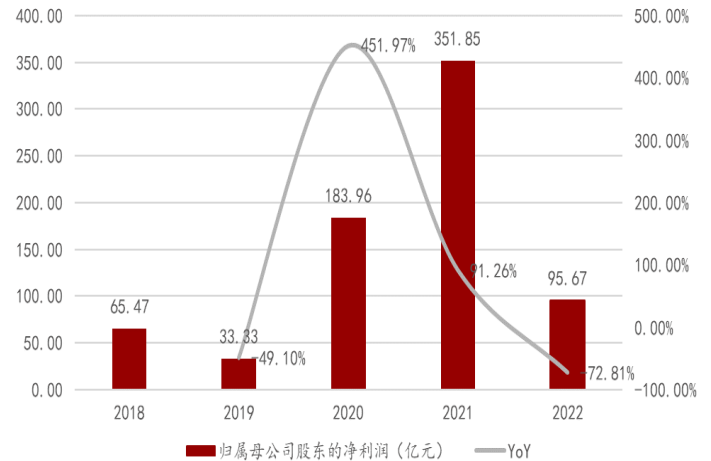
宏观经济环境影响市场恢复，22年营收、归母净利润同比回落。营收端，由于2022年宏观环境影响，传媒板块营业收入4701.87亿元，同比下降6.07%，回落至2019年水平；毛利率微幅上涨，为30.71%，上升0.12pct；归母净利润同比大幅下降72.81%至95.67亿元，主要原因在于各子板块受宏观经济影响，消费市场呈现消极态势，利润端均有所回落，但仍超过2019年水平，其中游戏板块归母净利润下降最为显著。费用端，销售费用率近年来稳步增长，上涨至11.78%，管理费用率及财务费用率较为稳定；净利率受净利润降速远超过营收影响，下降5.10pct至2.26%。

图表3： 18-22 年营收情况（单位：亿元）



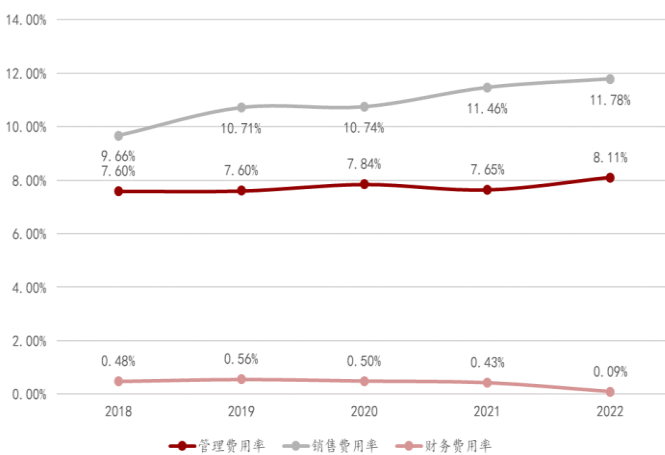
资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表4： 18-22 年归母净利润情况（单位：亿元）



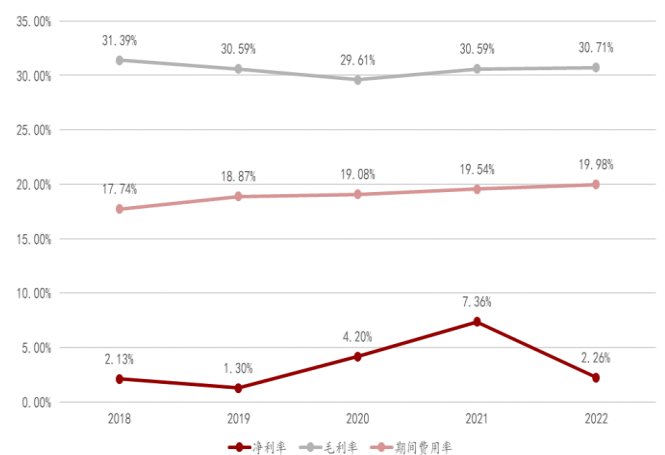
资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表5： 18-22 年三费情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

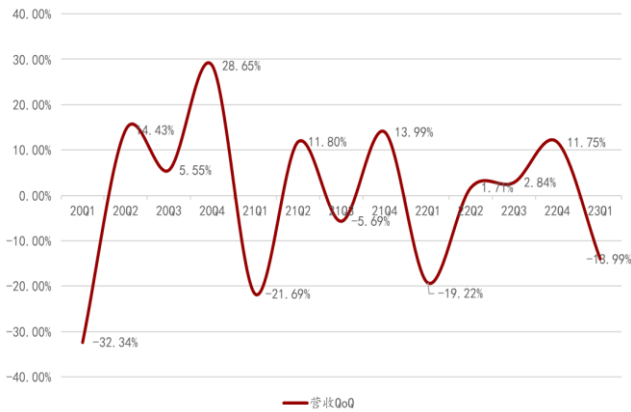
图表6： 18-22 年毛利率、净利率和期间费用率情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

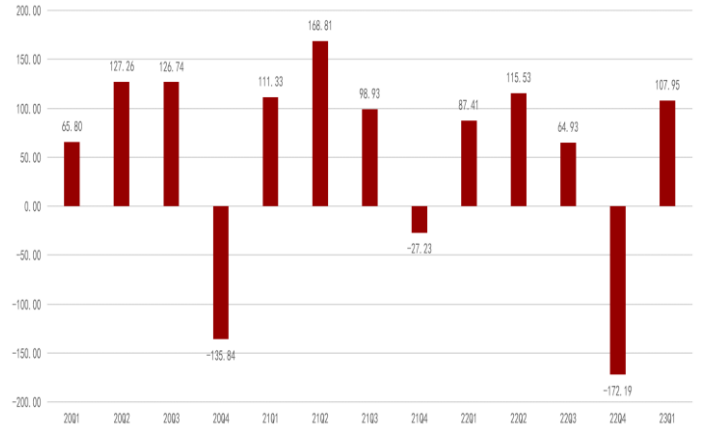
23Q1 营收、归母净利润同比上涨，归母净利润环比实现扭亏为盈。分季度同比来看，23Q1 营业收入相比去年基本持平，微幅上涨 0.53%至 1116.94 亿元，超过 19Q1 的 1019.23 亿元；归母净利润同比上涨 23.50%至 107.95 亿元，基本持平 19Q1 水平。分季度环比来看，23Q1 实现营收环比下降 13.99%，延续了此前 Q1 营收下降的周期，归母净利润实现扭亏为盈。

图表7: 20Q1-23Q1 营收环比增速



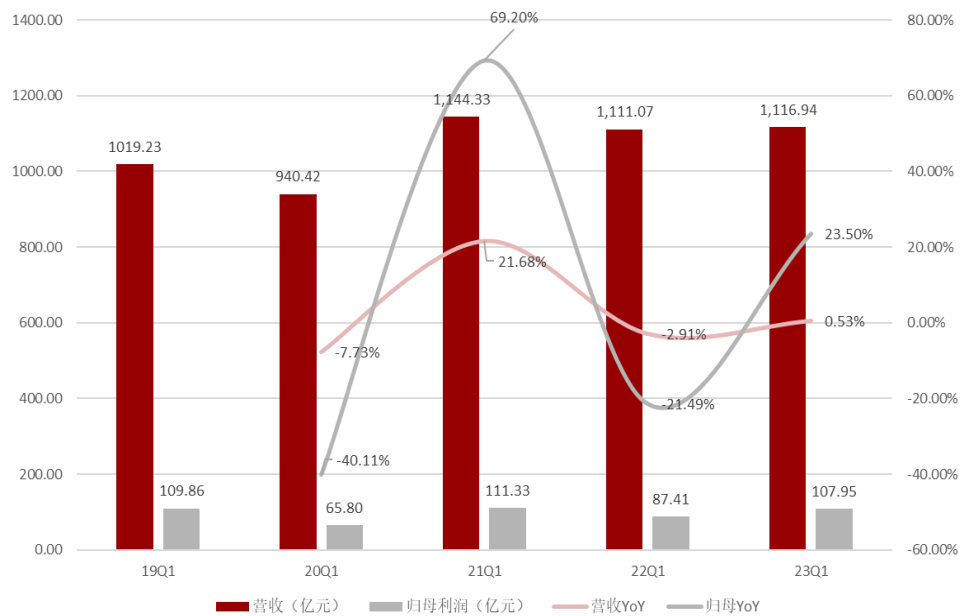
资料来源: iFinD、万联证券研究所

图表8: 20Q1-23Q1 归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD、万联证券研究所

图表9: 19Q1-23Q1 传媒板块营收、归母净利润及其变动情况 (单位: 亿元)

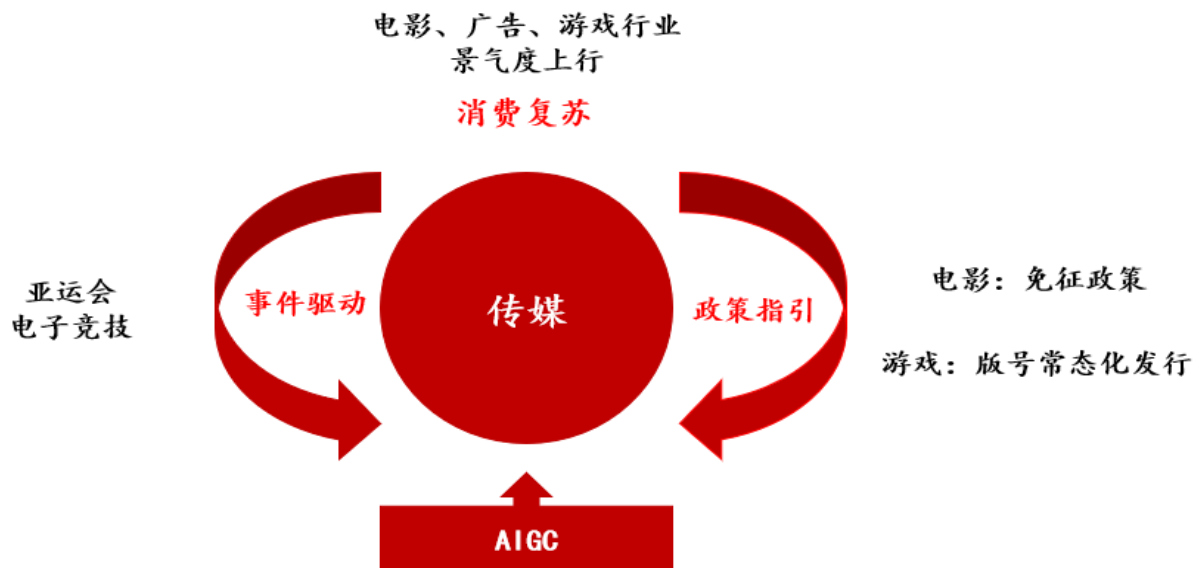


资料来源: iFinD、万联证券研究所

1.3 行业展望: 政策引导+事件驱动, AIGC 高速发展助力行业发展

政策指引产业方向, 事件驱动市场发展, AIGC推动行业新变革。电影免征政策颁布, 跨越多个重点档期, 有利于重点电影定档, 拉动市场票房回升, 助力影院恢复运营, 继续拓展; 游戏领域随着版号的持续发放市场回暖, 亚运会的稳步推进为电子竞技注入热度, 电竞行业在政策的支持和规范下蓬勃发展; 电影、广告、游戏等领域也随着线下消费娱乐的复苏景气度有所回升。AI赋能行业多个领域, AIGC高速发展, 实现全新内容创作模式, 利于企业降本增效, 推动整体市场全新发展。

图表10: 多因素助力传媒行业发展



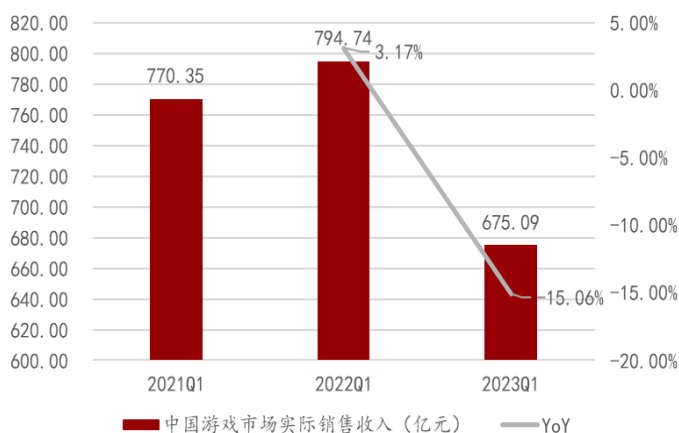
资料来源: 万联证券研究所

2 游戏: 版号发放常态化, 电竞市场热度回升

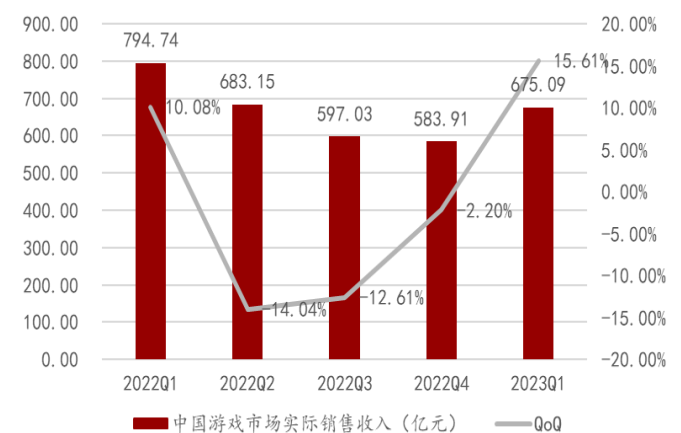
2.1 游戏市场表现: 市场收入表现良好, 版号常态化发放

23年一季度中国游戏整体市场收入环比上升, 4月份保持稳步回升态势。根据伽马数据报告显示, 2023年一季度中国游戏市场实际销售收入675.09亿元, 环比上升15.61%, 同比下降15.06%。环比增长的原因主要在于春节假期游戏活动推出, 版本更新, 带动市场规模增长以及厂商推出新游贡献了一定流水增量等; 而收入同比有所下降的原因主要在于旧游春节活动流水增量较去年同期有所减弱。分月度数据来看, 2023年Q1由于春节提前导致1月份收入数据增量显著, 环比增加23.62%至240.52亿元, 2、3月份收入虽然较1月旺季有所回落, 分别为216.09亿元、218.48亿元, 但较去年一年的月度数据处于中等偏上水平, 4月份维持住环比上升趋势, 增长2.96%至224.94亿元。

图表11: 2021Q1-2023Q1 中国游戏市场实际收入(亿元)及同比



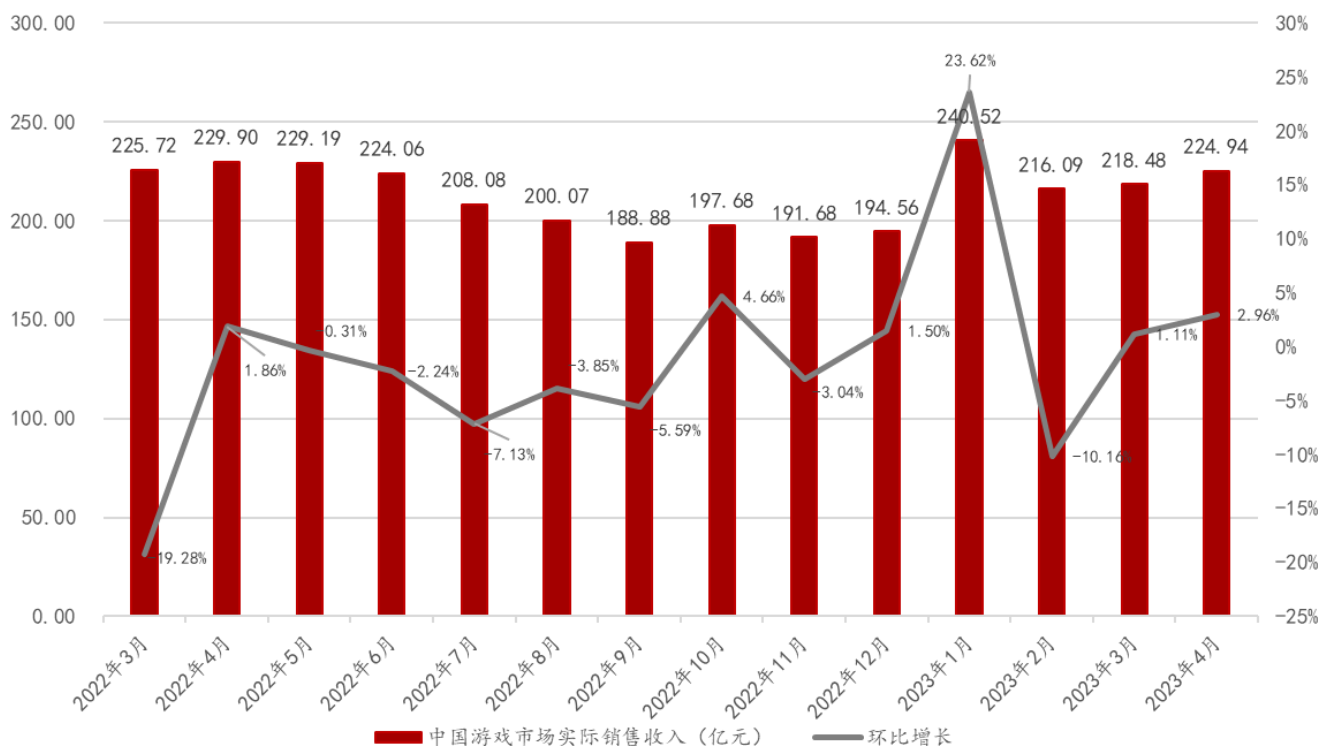
图表12: 2022Q1-2023Q1 中国游戏市场实际收入(亿元)及环比



资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

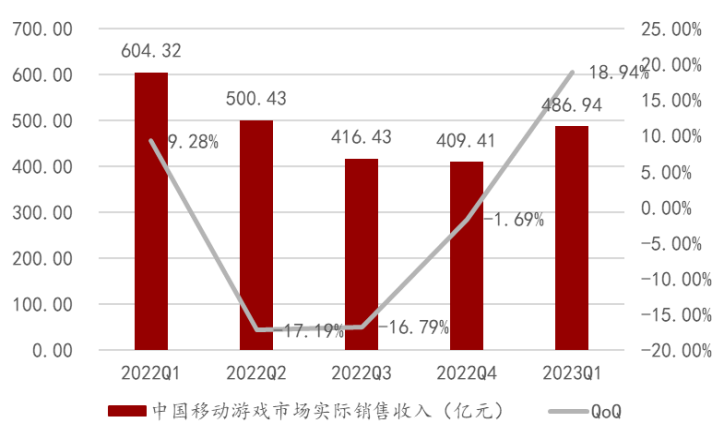
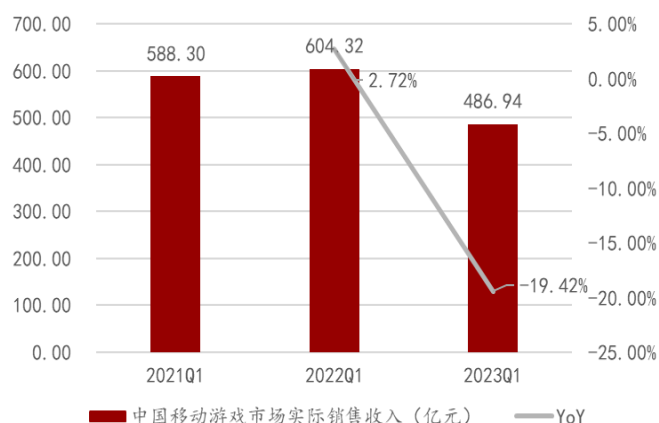
图表13: 2022.3-2023.4 中国游戏市场实际销售收入(亿元)及环比



资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

中国移动游戏市场规模环比周期性上升,新游表现突出,流水逐步释放。中国游戏市场收入主要由移动游戏占据,根据伽马数据报告显示,2023年一季度中国移动游戏市场实际销售收入为486.94亿元,环比上升18.94%,同比下降19.42%。移动游戏市场同样是受益于春节假期的提振作用,环比周期性上升,同时新品休闲游戏《蛋仔派对》成为黑马,吸金能力显著,春节期间日活指数级增长;《长安幻想》同样表现不俗,二者共同拉动收入增长;收入同比下降的原因主要在于部分头部旧游表现不如去年同期,以及部分预估表现较优的新品流水未完全于一季度释放,在4月份逐步释放,带来收入增量。**分月度数据来看**,2023年1月由于春节提前导致1月份收入数据增量显著,环比增加26.88%至176.19亿元,2、3月份收入有所回落,分别为154.86亿元、155.89亿元。从4月数据来看,获取版号的重点新游陆续上线,米哈游《星穹轨道》及腾讯《合金弹头:觉醒》拉动收入环比提升4.03%至162.18亿元。我们预计随着头部公司版号继续落地,新品上线节奏恢复,优质新游进入市场,刺激用户充值流水上升,市场竞争格局将有所改变,看好游戏景气度恢复,市场规模迎来进一步增长。

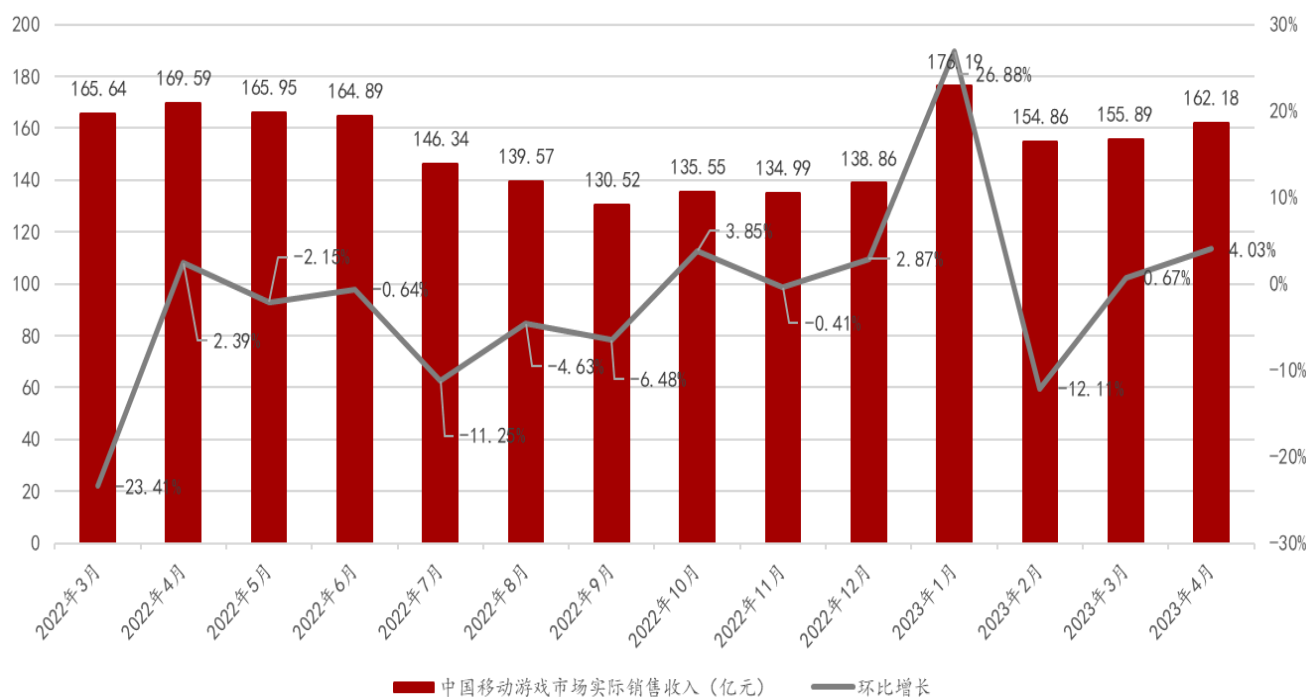
图表14: 2021Q1-2023Q1 中国移动游戏实际收入(亿元) 及同比
图表15: 2022Q1-2023Q1 中国移动游戏市场实际收入(亿元) 及环比



资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

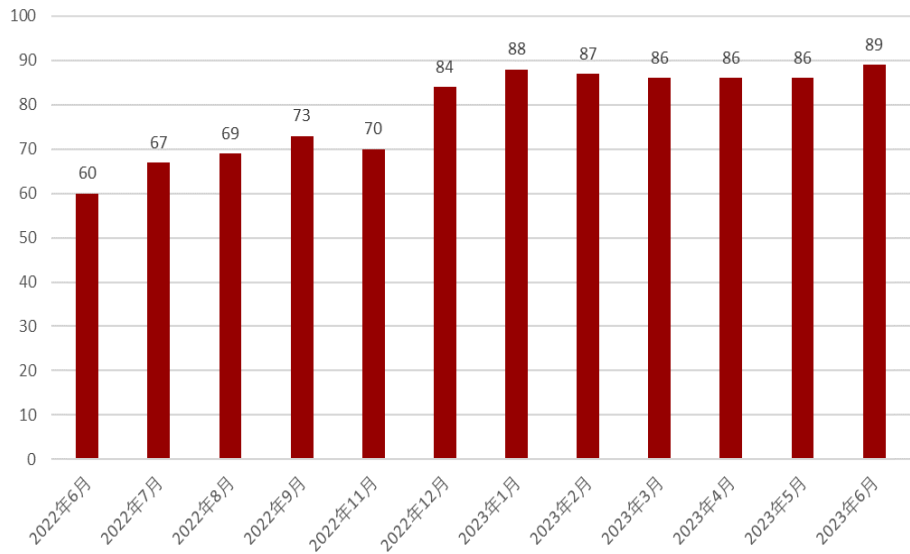
图表16: 2022.3-2023.4 中国移动游戏市场实际销售收入(亿元) 及环比



资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

版号常态化发放, 助力产业发展。 自从2022年4月游戏版号重新开始发放之后, 数量呈现显著上升趋势, 自2022年12月起, 游戏版号每月的发放数量均超过80款, 处于较高水平, 版号发放已经迈入常态化阶段, 市场发展释放积极信号。在版号发放稳定的情况下, 我们认为版号审批标准仍会保持严格的趋势不变, 随着多款优质游戏定档, 原本市场竞争格局将发生变化, 整体市场朝着优质化、精品化继续迈进。

图表17: 2022.6-2023.6 国产游戏版号发放数量



资料来源: 国家新闻出版署、万联证券研究所

2.2 电竞市场: 政策助推产业发展, 亚运会重燃市场热度

政策助推, 电竞行业发展稳步向前。2008年, 电子竞技被定义为我国第78个正式体育项目, 自2016年以来, 相关支持性政策逐步出台, 为电竞产业吸引人才、完善制度规范, 电子竞技逐渐被主流社会所接纳, 电竞市场稳步发展。

图表18: 电竞行业相关支持性政策

政策通知	发布时间	发布机构	相关内容
《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》	2016/4	国家发改委	明确指出在做好知识产权保护和对青少年引导的前提下, 以企业为主体, 举办全国性或国际性电子竞技赛事活动
《普通高等学校高等职业教育(专科)专业目录》	2016/9	教育部	增补“电子竞技运动与管理”专业
《“十三五”期间文化产业发展规划》	2017/4	文化部	推进游戏产业结果升级、推动网络游戏、电子游戏等游戏门类协调发展, 促进移动游戏、电子经济、游戏直播、虚拟现实游戏等新业态发展
《完善促进消费体制实施方案(2018-2020年)》	2018/10	国务院	体育领域积极培育冰雪运动、山地户外运动、水上运动、航空运动、汽车摩托车运动、电竞运动等体育消费新业态
《人社部、市场监管总局、统计局联合发布新职业》	2019/4	人社部、市场监管总局、统计局	人力资源社会保障部、市场监管总局、统计局联合发布13个新职业信息, 其中包括电子经济运营是和电子竞技员两个来自新兴产业的职业
《电子竞技员国家职业技能标准》	2021/2	人社部	首次颁布电子竞技员国家职业技术标准, 电子竞技员的职业定义为从事不同类型电子竞技项目比赛、陪练、体验及活动表演的人员
《京张体育文化旅游带建设规划》	2022/1	文化和旅游部、发改委、国家体育总局	加强奥运场馆赛后利用, 积极引入电子经济等特色赛事展会, 打造重要赛事集聚地
《关于推动我国电子竞技事业规范发展的提案》	2022/3	民主同盟中央委员会	从四个方面为两会提出了整顿电竞行业的措施: 1. 进一步加强对电竞行业的监管、扶持和引导 2. 大众

媒体、游戏企业、电竞俱乐部合理宣扬电竞运动的正确价值观 3. 完善电竞相关保障机制 4. 高质量研发本土精品游戏

资料来源：36氪研究院、万联证券研究所

近年来，电竞已经成为集科技、竞技、娱乐、社交于一体的体育产业，初步实现成熟化运营，并形成了较为完整的产业链，涵盖了上游内容授权、中游电竞赛事和内容制作、下游直播平台等。上游内容授权包括腾讯、网易、完美世界等游戏厂商，为市场提供精品游戏形成用户基础，目前，游戏研发市场由腾讯和网易主导；中游电竞赛事与内容是电竞产业的核心，赛事举办与俱乐部管理、内容提供是电竞的重中之重，电竞赛事如王者荣耀职业联赛KPL，和平精英职业联赛PEL等作为主要内容输出，吸引了大量用户；而电竞赛事往往需要运营公司来执行赛事的策划、推广等环节，国内目前已涌现出VSPN、ImbaTV等电竞赛事运营龙头。下游的内容传播主要以来直播平台实时传送，如：斗鱼、虎牙等直播平台。

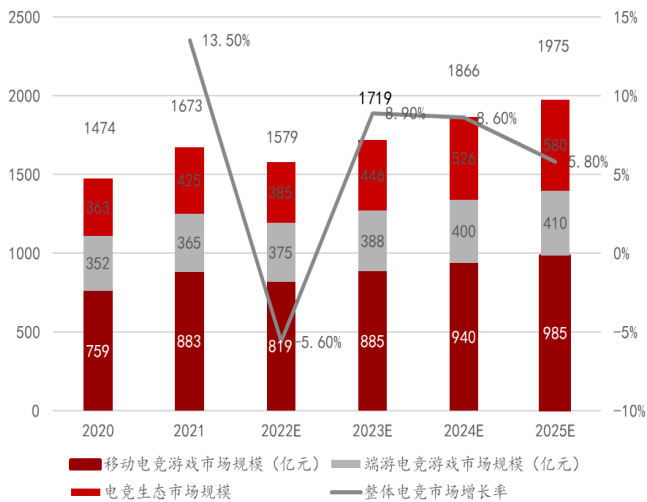
图表19: 2023年中国电竞图谱



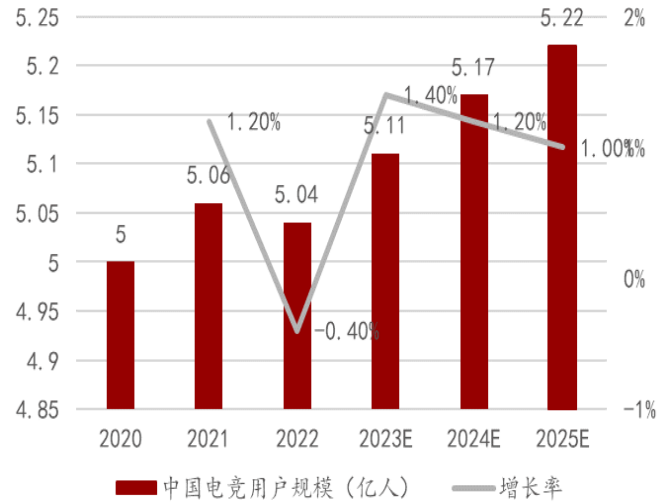
资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

电竞市场首次出现微幅回落，随着亚运会电竞赛事举办及消费复苏，回弹趋势显著。根据艾瑞咨询数据，2022年中国电竞市场规模约为1579亿元，同比微幅下降5.6%，中国电竞用户规模也降至5.04亿人次，同比减少0.4%，行业首次出现回落，主要原因在于受国内外宏观经济发展形势和游戏市场降温影响，电竞游戏、电竞直播等收入有所下滑，同时电竞赛事及相关线下活动由于场地关停等多重因素影响，开展相对保守。但是随着国内社会生产生活的有序恢复和消费复苏步伐加快，及杭州亚运会等综合性体育赛事举办，电竞市场预计在下半年将出现反弹及增长。

图表20: 中国电竞市场规模 (2020-2025年)



图表21: 中国电竞用户规模 (2020-2025年)



资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所

我们认为电竞产业在亚运会、消费复苏、新兴技术加持等多重有利因素推进下，未来的发展趋势如下：

1) 亚运会电竞比赛助力优质手游走向世界，打造自研电竞全球化格局。近年来，国内电竞游戏企业不断提升自研能力以减少对海外游戏的依赖，并以此为基础打开海外市场。《王者荣耀》、《和平精英》、《永劫无间》等国产自研电竞产品热度居高不下，每年举办的相关电竞赛事吸引众多观众观看；另一方面，国内游戏厂商也在积极布局海外市场。《第五人格》、《荒野行动》、《终结战场》等电竞产品深受日本玩家喜爱，《和平精英》更是初步实现自研电竞品牌全球化布局。此次亚运会设英雄联盟、王者荣耀（亚运版）、和平精英（亚运版）、刀塔2、梦三国2、街霸5和FIFA Online 4共7个项目，其中国民游戏《王者荣耀》于今年推出国际服，在巴西试运行，此次比赛则是采取国际服版本，有利于推进《王者荣耀》全球化进程，助力电竞、手游市场双向发展。

图表22: 亚运会电竞比赛项目



资料来源: 亚运会、万联证券研究所

2) 新兴技术持续为电竞产业赋能, 助力电竞产业发展。随着5G、XR、AI等技术的兴起, 电竞行业也在持续发展, 已经广泛应用于电竞游戏、电竞赛事、电竞直播及电竞场馆等“电竞+”场景。例如2022年KPL夏季总决赛实现了移动电竞比赛最高级别XR的应用, 将虚拟舞台和现实舞台紧密融合; 通过5G实现超高清赛事直播及转播; AI进行数据分析, 实现高效率陪练等。从整体上来看, 新兴技术不仅能够助力探索产业新模式, 同时也能拓宽产业发展空间, 优化用户消费体验, 释放“电竞+”模式的经济效益。

图表23: 2022KPL 夏季总决赛 XR 应用



资料来源: 财讯网、万联证券研究所

3) 电竞泛娱乐化趋势显著。在亚运会及消费复苏的加持下, 电子竞技泛娱乐化趋势逐渐显著, 电竞产业生态市场规模迅速扩大, 游戏用户对于电竞IP的强认同让其对于电竞产品、联名、服务等有更强烈的消费意愿, 各大城市、娱乐场所及品牌方纷纷进行共创内容、主题活动、沉浸体验等创新合作模式, 例如《王者荣耀》于北京环球影城推出春季主题活动“王者盛会”, TIMS联合腾讯电竞开设主题咖啡店等, 丰富行业消费形态, 为城市线下场景注入创新内容, 运用自身游戏IP流量优势、创新优势连接起线上虚拟产业与线下实体经济, 助力地方实体经济实现重振。

图表24: 《王者荣耀》x 北京环球影城



资料来源: 旅游时报、万联证券研究所

图表25: 腾讯电竞 x TIMS 联名咖啡店



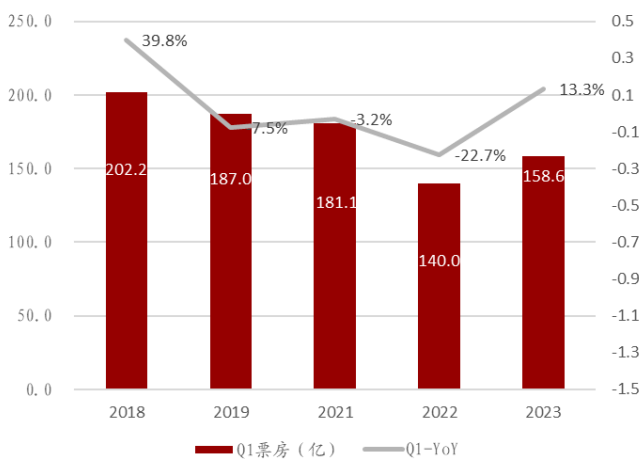
资料来源: IT时报、万联证券研究所

3 电影: 免征政策助力市场恢复, 暑期档电影蓄势待发

3.1 影片: 票房持续回暖, 暑期档电影蓄势待发

国内线下消费市场稳步复苏, 一季度影院票房呈现回暖态势。根据艺恩数据, 2023年影院均恢复运营, 扩内需促消费政策措施持续发力, 电影作为线下消费的重要场景, 呈现良好回暖态势。随着优质影片陆续定档, Q1票房158.6亿元, 同比上涨13.3%; 分月度情况看, 由于春节档所属月份不同, 1-2月表现差距显著, 从3月份来看, 同比回升至19.1亿元票房, 距离2018年存在一定差距, 主要原因在于今年1月份春节档电影热度不足以延续至3月份。

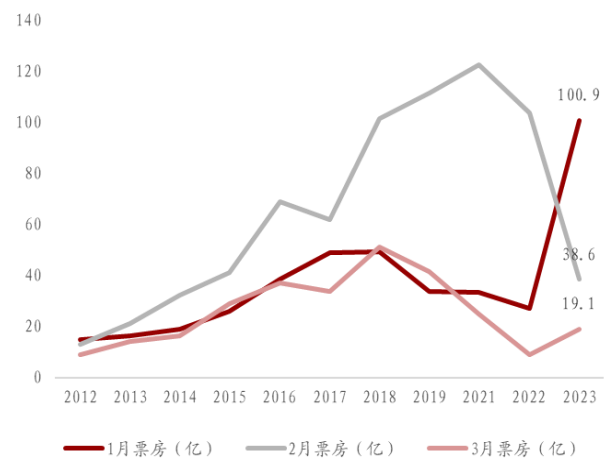
图表26: 18-23年Q1影院票房(单位: 亿元)



资料来源: 艺恩数据、万联证券研究所

注: 因2020年Q1影院暂停运营, 票房不计入统计, 下同

图表27: 2012-2023年Q1月度票房变动(单位: 亿元)

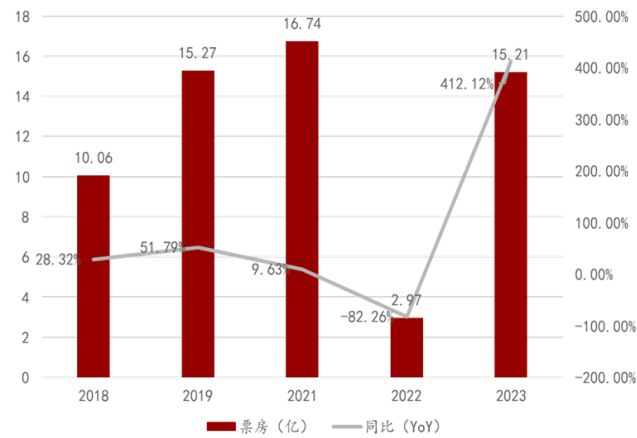


资料来源: 艺恩数据、万联证券研究所

观众消费热情重燃, 五一档、端午档表现突出。五一作为国内重要节假日, 档期票房一直在全年票房中占据重要地位, 随着2023年影院全面恢复运营, 观众消费热情重燃, 整个电影市场延续春节档的复苏势头, 票房同比去年大幅上涨412.12%至15.21亿元, 回归至2021年水平, 档期总票房在历年五一档期票房排名中位列第三名, 仅次于2021年及2019年; 端午档期作为中等体量档期, 处在五一大档期之后, 暑期档之前, 起到

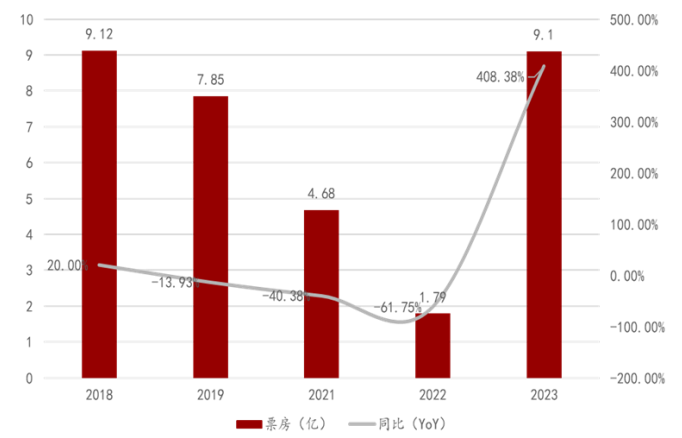
衔接过渡的作用，而此次高品质、强口碑的国产电影撑起了整个档期票房，发挥超出预期，票房同比大幅上涨408.38%至9.1亿元，仅次于2018年，成为历年来端午档票房第二名，实现强力反弹。

图表28: 2018-2023 五一档票房 (含服务费) 及同比



资料来源: 灯塔专业版, 万联证券研究所

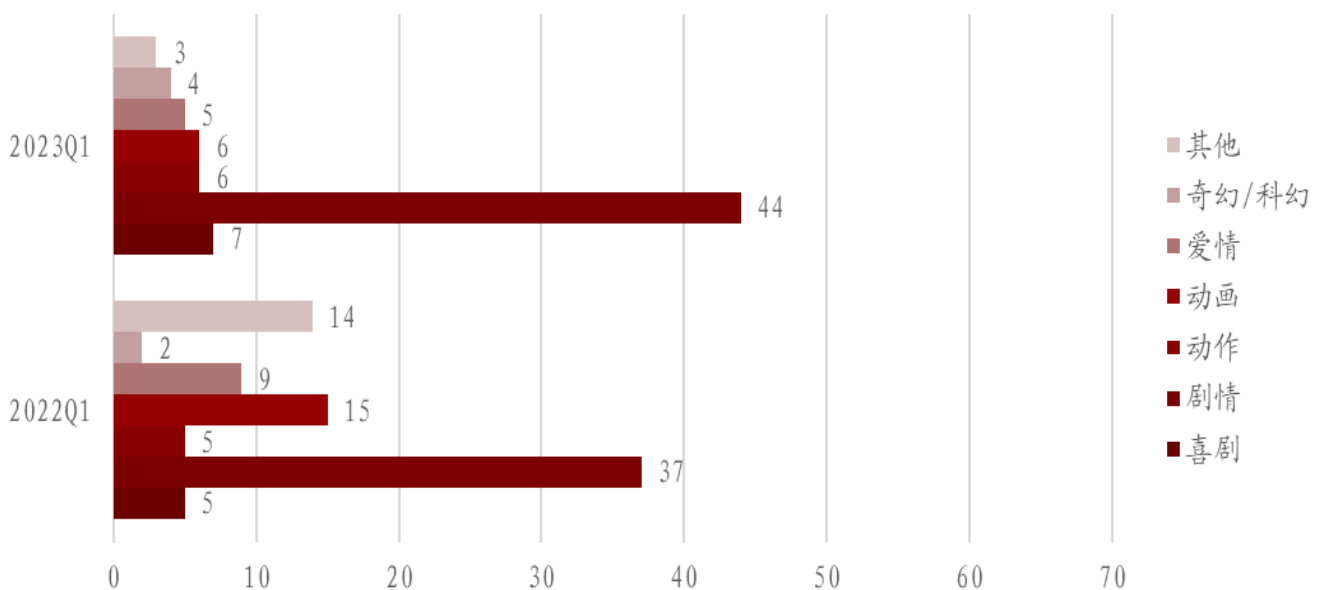
图表29: 2018-2023 端午档票房 (含服务费) 及同比



资料来源: 灯塔专业版, 万联证券研究所

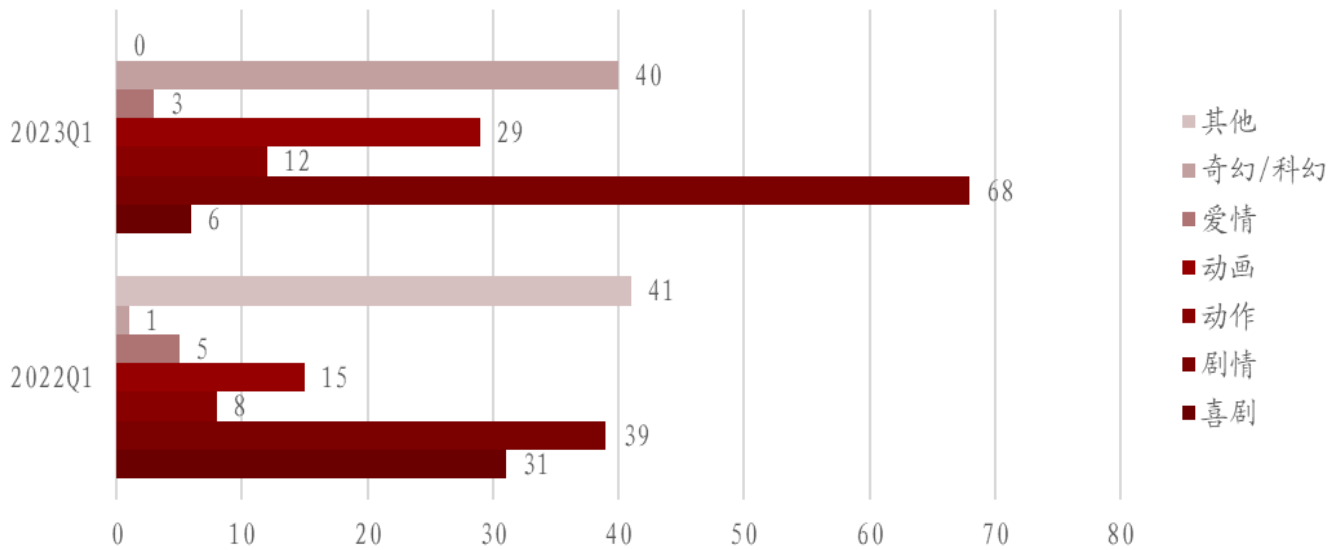
上映数量略有下降, 影片类型占比变化较小。从23年Q1上映影片数量及类型电影票房来看, 23年Q1共上映75部影片, 与22年Q1上映87部电影相比, 同比减少影片12部, 票房同比增加19亿元。上映影片类型中, 剧情片依旧占比较大, Q1共上映44部剧情影片, 较去年同期增加7部; 上映影片票房中, 剧情片票房达68亿元, 较去年同期增加29亿元, 位居所有类型影片票房首位, 《满江红》为2023年Q1票房最高的剧情片。喜剧片数量增加2部, 但票房缩水明显, 主要是由于《你好, 李焕英》去年表现极为突出, 今年Q1喜剧片表现平平; 动画片供给数量减少9部, 票房同比增加14亿, 票房贡献以《熊出没》为主; 科幻片在《流浪地球2》的加持下票房走高, 票房增长39亿元。

图表30: 22Q1、23Q1 上映类型影片数量 (单位: 部)



资料来源: 艺恩数据, 万联证券研究所

图表31: 22Q1、23Q1 上映类型影片票房 (单位: 亿元)



资料来源: 艺恩数据、万联证券研究所

暑期档备受关注, 各大体量电影蓄势待发。从暑期档待上映的电影来看, 品类丰富, 类型多元, 体量分布上既有头部影片扛起票房, 腰部力量依旧坚挺, 中小体量层出不穷, 国产电影和外国电影形成了分庭抗礼的格局。国产喜剧《超能一家人》春节撤档, 影片积攒热度, 于暑期档重磅回归, 想看人数遥遥领先, 头部趋势显著; 海外电影《巨齿鲨2: 深渊》作为续作, 自带热度, 同时有国民演员吴京参演, 影片吸引力及热度更上一层楼; 《热烈》作为上海电影节的闭幕影片, 影片已经收获了清一色好评, 同时流量明星王一博及喜剧演员黄渤演出加持, 该片有望成为档期黑马。

图表32: 暑期档待上映电影 (想看人数过十万)

影片	猫眼想看人数 (万)
超能一家人	85.1
巨齿鲨 2: 深渊	34.9
暗杀风暴	30.1
八角笼中	28.2
热烈	26.4
封神第一部	22.5
扫毒 3: 人在天涯	18.1
茶啊二中	14.5
念念相忘	12.5
学爸	10.2

资料来源: 猫眼专业版, 万联证券研究所

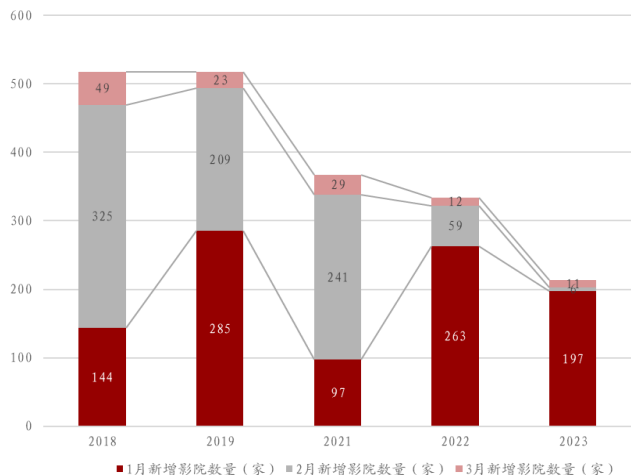
注: 统计时间截至2023年6月25日12:42。

3.2 影院: 建设速度持续放缓, 市场以恢复运营为主

影院建设速度持续放缓, 万达院线持续龙头地位。从影院建设方面来看, 23年Q1一共新增影院数量214家, 同比下降35.9%; 分月度来看, 23年1-3月分别新建影院197家、6家、11家, 相比去年同期分别减少66家、53家、1家, 2、3月新增数量均为2018-2023

年同期最低值。万达影投持续龙头地位，蝉联影投票房榜与新增影院数榜双第一，23年Q1万达影投票房为21.9亿元，同比增加13%，2023年Q1在映影院累计达720个，较去年新增影院15个。从院线市场份额来看，2023年Q1万达院线的票房市场份额达16.3%，运营效率达1.40，远超同行。这说明电影市场资金投入建设较为谨慎，市场主要以恢复运营效率为首要任务。

图表33: 18-23年Q1月度新建影院数量(单位:家)



资料来源:艺恩数据、万联证券研究所

图表34: 23年Q1票房TOP10院线及运营效率

院线名称	票房份额	较2022年票房增减幅	运营效率
万达院线	23.7	16.3%	15.6%
中影数字	12.7	8.8%	22.6%
上海联和	11.3	7.8%	20.7%
大地院线	10.8	7.5%	-5.0%
中影南方	9.5	6.6%	15.2%
横店院线	6.4	4.4%	17.6%
幸福蓝海	6.1	4.2%	10.2%
金逸珠江	5.7	3.9%	9.6%
中影星美	5.3	3.7%	10.0%
华夏联合	4.7	3.2%	9.6%

资料来源:艺恩数据、万联证券研究所

图表35: 23年Q1票房TOP10影投票房、新增在映影院TOP10影投

2023年Q1票房TOP10影投票房				2023年Q1新增在映影院TOP10影投			
影投名称	票房排名	票房(亿)	较22年同期变化	影投名称	新增影院数排名	新增影院数(家)	累计Q1在映影院
万达电影	1	21.9	13%	万达电影	1	15	720
横店院线	2	5.4	13%	上海星轶	2	13	141
大地影院	3	4	-15%	深圳中影	3	8	13
CGV影城投资公司	4	3.9	33%	万象影城	4	8	43
上海星轶影院	5	3.8	33%	上海木青	5	7	12
博纳影院投资	6	3.3	23%	幸福蓝海	6	6	127
金逸影视	7	3.2	31%	宸昌影城	7	5	5
中影影院投资	8	2.8	17%	七彩校园	8	5	11
幸福蓝海影院发展	9	2	14%	千金文化	9	5	5
UME电影	10	1.7	17%	博纳影院	10	4	118

资料来源:艺恩数据、万联证券研究所

3.3 政策: 免征电影发展资金政策发布, 助力市场恢复

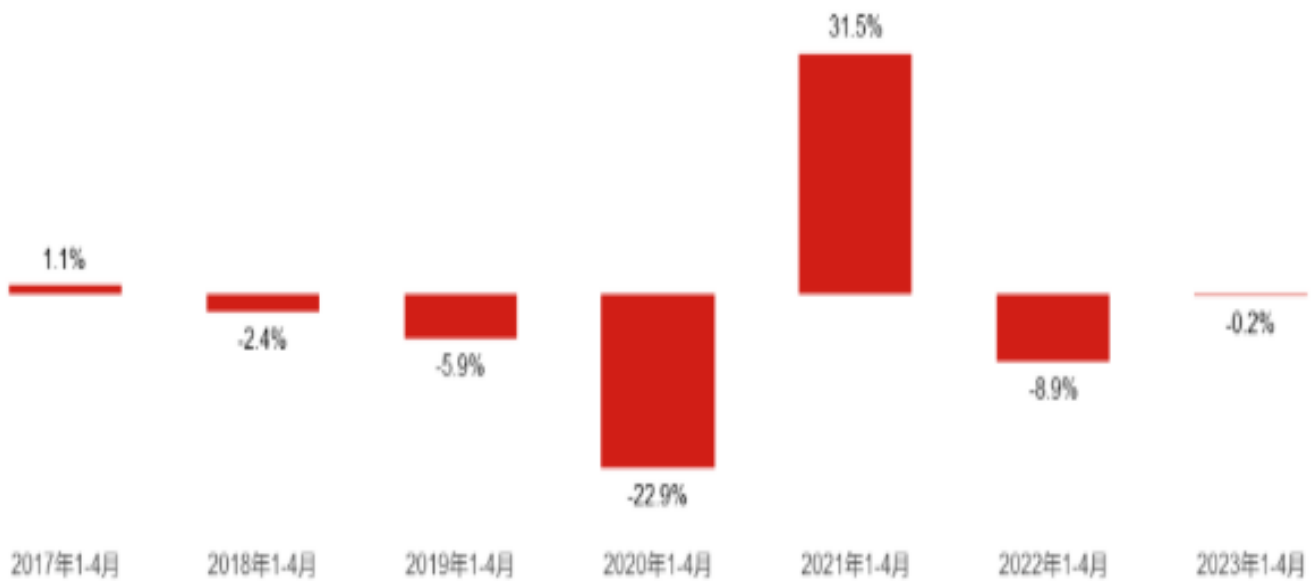
免征电影发展资金政策发布, 支持电影行业发展。2023年5月23日, 中华人民共和国财政部及国家电影局联合发布关于阶段性免征国家电影事业发展专项资金政策的公告, 将免征2023年5月1日至10月31日期间该项专项资金。该资金是通过电影院按照《电影事业专项资金管理办法》征收票房收入的5%, 用于加强电影行业宏观调控和扶持国产优秀电影发行放映, 促进中国电影市场良好发展。此次免征免除了这部分缴纳资金, 实则增加了5%的分账票房, 影院方及片方按照分账比例均可增加一定收入。

免征期跨越多个重点档期，影片供给端数量、质量有望进一步提升，影院运营压力将会有所缓解，推动影院加强市场拓展。从电影市场数据表现来说，整体票房2023Q1实现近五年首次同比增长，主要原因是观众消费热情爆发式回涨，观影人次同比上升幅度较强，但供给端的影片数量同期还有所下滑，2023Q1同比减少12部。此次免征期持续半年，并且全面覆盖五一档、暑期档及国庆档等多个重点档期，我们认为头部电影为追求更高收益，中小体量电影为降低回本难度，将积极定档在免征期间，影片供给端数量有望提升，同时竞争加剧的背景下定档影片质量也有望进一步加强，数量、质量的双提升将进一步拉动票房增长；从影院建设来说，新建影院数量同比减少超过30%，反映出在宏观经济逐步回暖、票房增长的情况下影院端的运营压力依旧存在，因此整体的市场战略较为谨慎，以提升运营效率为主。免征电影发展资金政策能直接提高影院经营收入，缓解运营压力，有望推动影院加大建设力度，加强市场拓展。

4 广告营销：梯媒表现突出，消费复苏有望带动行业回暖

广告市场逐步复苏，整体花费跌幅同比缩窄。广告营销行业2023年随着经济复苏、政策放开、居民消费意愿增强，整体市场花费跌幅同比缩窄。根据CTR数据显示，2023年1-4月广告市场同比微跌0.2%。

图表36: 广告市场 2017-2023 年 1-4 月整体花费同比变化情况



资料来源: CTR、万联证券研究所

其中，4月份广告市场花费同比持续增长，涨幅为15.1%，月度花费环比增长2.9%，涨幅较上月环比收窄近9个百分点。

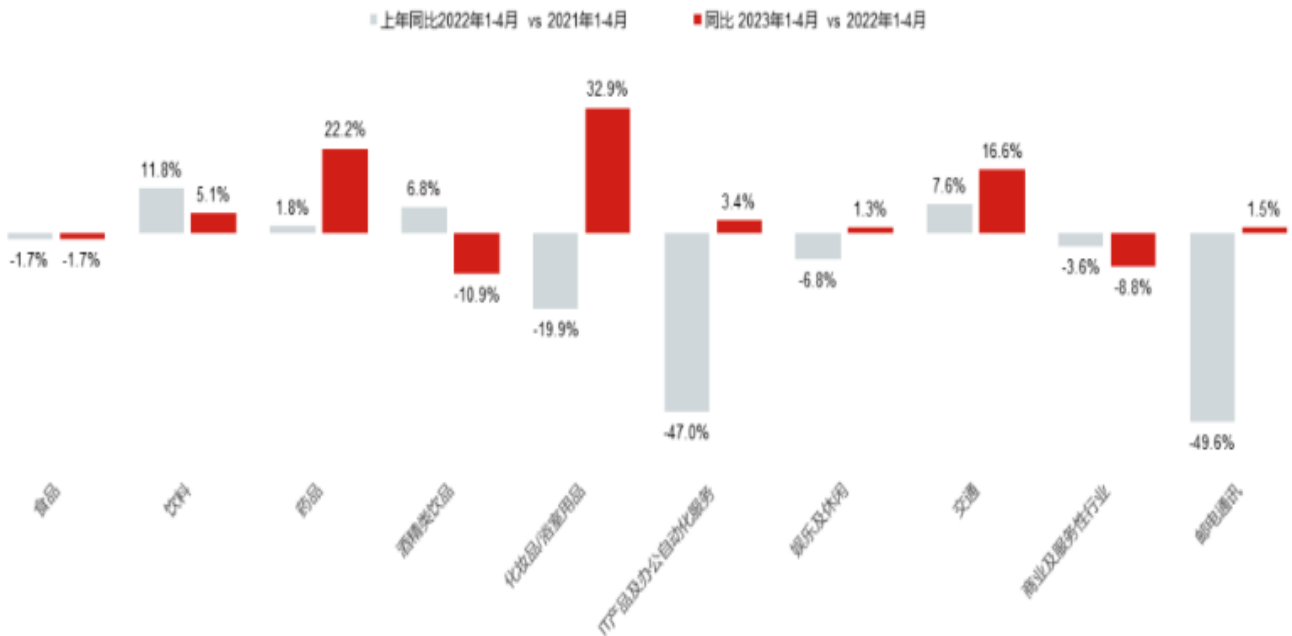
图表37: 广告市场 2021-2023 年 4 月单月花费同比变化情况



资料来源: CTR、万联证券研究所

在各行业广告投放中, 食品行业微幅下跌, 但整体广告投放量仍处于头部, 与饮料行业持续位居前列; 从增长幅度来看, 药品、化妆品/浴室用品和交通行业的广告花费上涨较显著, 同比分别增长22.2%、32.9%和16.6%。

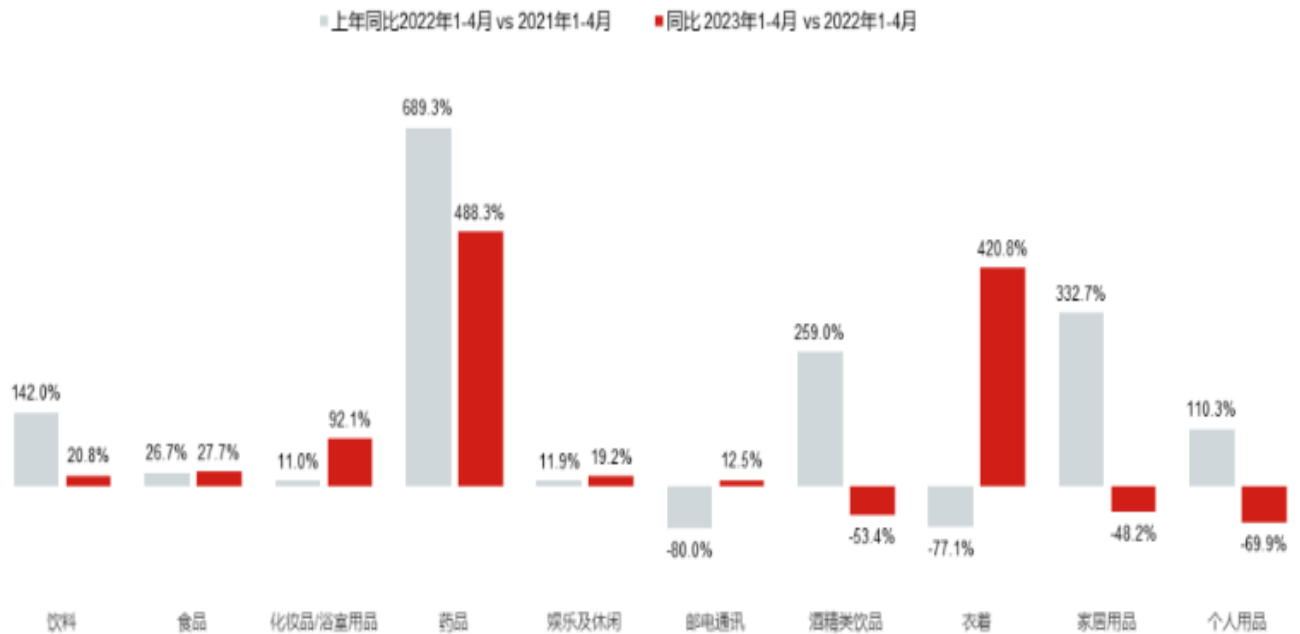
图表38: 广告市场整体花费 TOP10 行业 (大类) 2022 年 1-4 月花费变化情况



资料来源: CTR、万联证券研究所

在2023年广告整体市场表现回暖的情况下, 梯媒保持高景气度。2023年1-4月电梯LCD广告月度同比均为上涨, 4月份同比增长20.9%, 环比增长6.7%。其中各行业花费多为同比上涨, 其中药品、衣着及化妆品/浴室用品涨幅居前三位, 分别为488.3%、420.8%、92.1%。

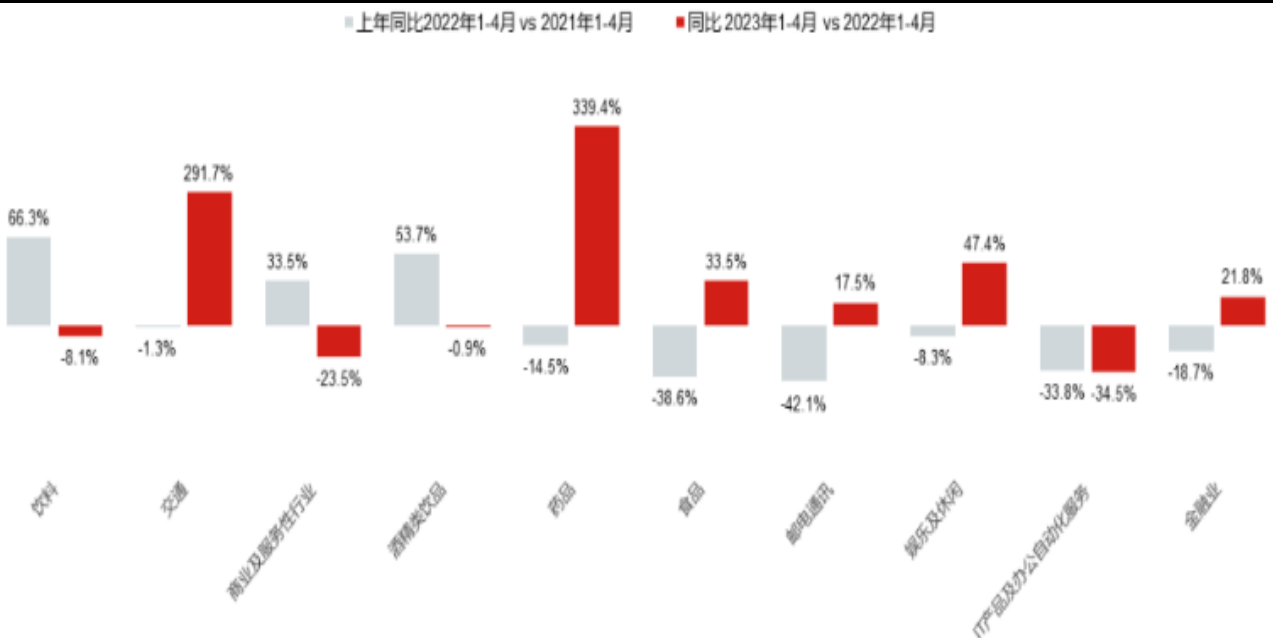
图表39: 电梯LCD广告花费 TOP10 行业 (大类) 2023 年 1-4 月花费变化情况



资料来源: CTR、万联证券研究所

2023年1-4月电梯海报广告除去2月份同比有所回落,其余月份同比均为上涨,4月份同比增长30.2%,环比增长19.3%。其中各行业花费也多为同比上涨,其中药品、交通、娱乐及休闲行业涨幅居前三位,分别为339.4%、291.7%、47.4%。

图表40: 电梯海报广告花费 TOP10 行业 (大类) 2023 年 1-4 月花费变化情况



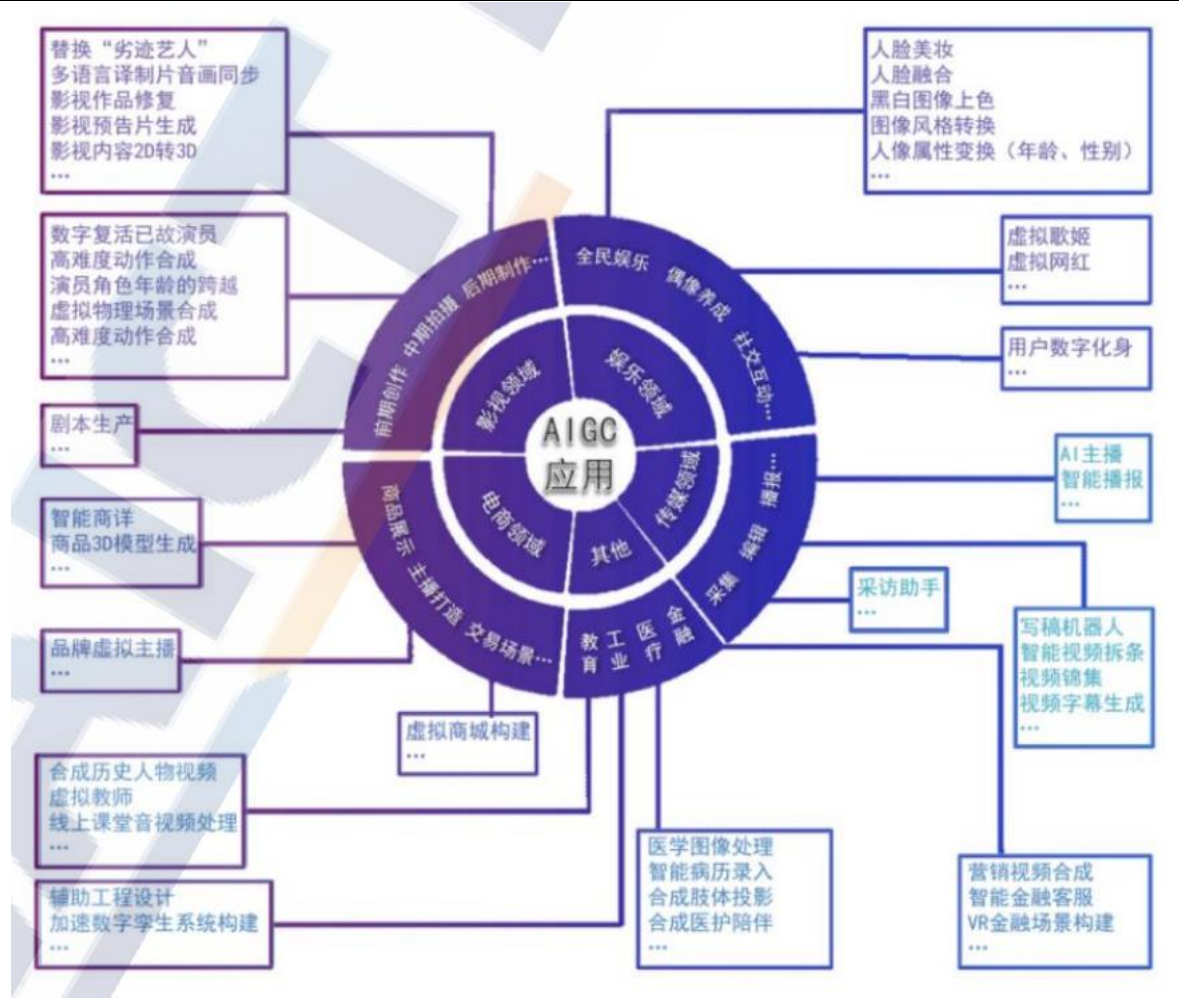
资料来源: CTR、万联证券研究所

消费复苏有望带动整体广告投放回暖,线下广告复苏弹性较大。随着宏观政策放开,线下消费场景的人流量逐步恢复,对应场景下的线下广告需求也会得到复苏。梯媒有着用户必经、人流量大的特点,预计2023年下半年仍为核心价值赛道;此外,影院广告等线下渠道复苏具备较大的弹性。

5 AIGC: AIGC 快速发展赋能多领域

AIGC赋能传媒行业，助力技术变革。AIGC即AI Generated Content，是指利用人工智能技术来生成内容，AIGC也被认为是继UGC（用户生成内容）、PGC（专业生产内容）之后的新型内容生产方式，AI绘画、AI写作等都属于AIGC的分支。目前，AIGC已在广告、影视、游戏、娱乐等多个传媒互联网的细分领域进行广泛应用，从而提升内容生产效率，降低内容生产成本，助力行业变革。

图表41: AIGC 应用内容示意图

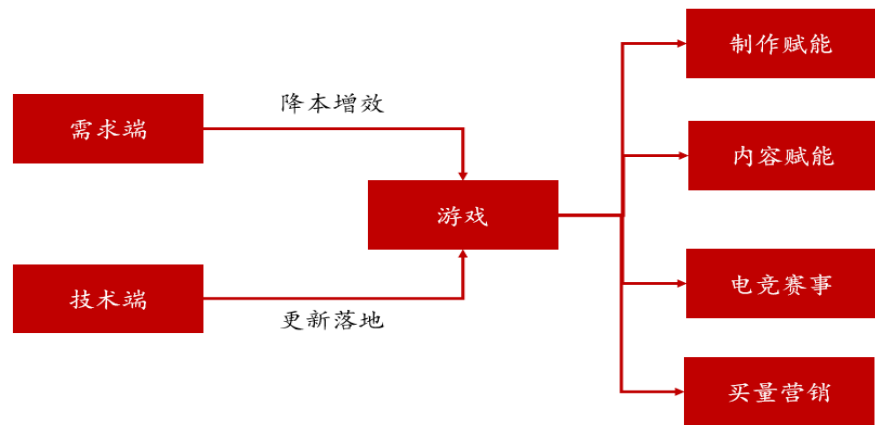


资料来源：中国信通院，万联证券研究所

5.1 游戏：AIGC 优化游戏制作流程，推动迈入制作运营新阶段

需求端、技术端双重促进AIGC赋能游戏领域。随着科技不断进步，AI已经逐步从弱人工智能向强人工智能迈进，数字内容生产方式也愈发高效，而游戏领域涉及的细分内容复杂且多，开发时间较长，开发商难以同时满足成本、质量、效率，为保证质量，需投入大量人员或延长制作周期，开发成本和效率难以控制，AIGC的投入使用，能够优化游戏制作全流程，提高开发人员制作效率，降低游戏研发成本，并赋能产品内容创新，并助力游戏行业运营、发行等领域实现变革，全方位推动行业迈入制作运营新阶段。

图表42: AI 赋能游戏行业



资料来源: 万联证券研究所

AIGC助力游戏制作、内容创新，降本增效，优化游戏体验。从游戏开发方面来说，主要分为游戏制作及内容创新。从游戏制作来看，AIGC能够根据文本生成语音、自助或协助编写代码、根据主题设计生成游戏地图、根据二维图像生成三维模型等，极大提升游戏的策划、音频、美术、程序等环节的生产力，压缩游戏整体项目的研发周期与人员规模，大幅降低游戏制作成本，例如《Generated Adventure》是一款点击冒险类游戏，其游戏的美术、UI、音乐等均由Midjourney、ChatGPT等AI工具所打造，耗时仅72小时，虽然游玩体验较为粗糙，但仍是一次全新的技术尝试，未来随着技术不断发展进步，AI全线制作游戏的可行性将大幅提升；从内容创新来看，对已有的游戏进行产品更新升级，实现真正的人与AI的互动，例如在游戏《逆水寒》中引入ChatGPT，打破固定交流模式，实现高自由度地游戏互动体验；《汤姆猫》也在接入ChatGPT实现真正的“互动交流”等，为玩家提供千人千面的游戏反馈，进而提升其操作空间和体验感。

图表43: 《Generated Adventure》



资料来源: 《Generated Adventure》官网、万联证券研究所

图表44: 《逆水寒手游》植入 ChatGPT



资料来源: IT之家、《逆水寒》、万联证券研究所

电竞行业进行数字化创新，营销买量制作周期缩短，实现降本增效。在游戏运营方面，电竞行业在赛事分析、电竞解说、虚拟对手训练等方面进行了技术升级，AIGC可以广泛应用于赛前阵容分析、赛后数据分析、赛事回放、虚拟裁判以及通过AI数据搜集计

算，生成虚拟对手进行实战演练，增强选手赛前训练以及赛后复盘效率。在游戏发行方面，随着AIGC投入使用，近年来游戏买量素材生命周期变短、素材创意不足的问题得到有效解决，同时AIGC能够分析数据，进行决策选择最优投放渠道及精准投放目标群体，提升投放效率及产出比，缩减游戏厂商买量营销成本。

图表45: 《王者荣耀》绝悟 AI



资料来源:《王者荣耀》, IT之家, 万联证券研究所

图表46: 虚拟裁判“奈昔”

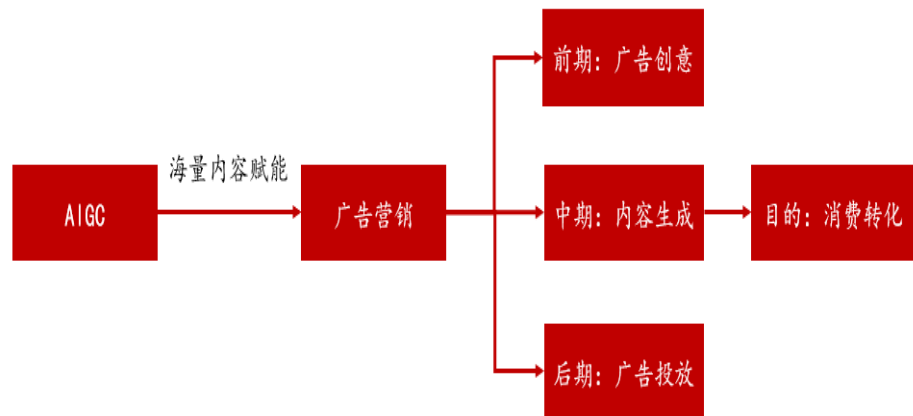


资料来源: 网易电竞NeXT, 万联证券研究所

5.2 广告营销: AIGC 契合广告营销需求, 带动行业变革

AIGC内容生产能力契合广告营销需求。AIGC通过其强大的内容生成能力赋能广告营销各个阶段, 从获取广告创意、进行内容生成、后期进行广告投放, 最后实现高效的消费转化, 有望显著提升营销内容生产效率, 同时降低优质营销内容生产门槛, 丰富广告服务功能, 长期来看带动广告营销实现行业变革。

图表47: AI 赋能广告营销行业



资料来源: 万联证券研究所

前期广告创意阶段, 通过ChatGPT等AI工具协助完成市场调研, 帮助快速搜集资料并高效整理, 并通过AI强大的计算能力分析市场主要关注内容, 提供创意方向, 深度挖掘创意潜力, 激发新的灵感来源, 减轻内容创作压力, 实现快速完成前期准备工作; 中期内容生成阶段, AIGC其强大的内容生成能力能够帮助营销公司从营销文案、拍摄素材、后期配音、视频剪辑等多个方面实现降本增效; 后期广告投放阶段, AIGC能够

通过对大量用户数据的学习，更加精确地匹配消费者偏好，针对不同细分市场、不同细分用户做更多适配性的设计，提高广告投放效果。

图表48: 淘宝全 AI 制作短片



资料来源: 淘宝、万联证券研究所

图表49: 可口可乐‘实拍+3D+Stable Diffusion’制作广告

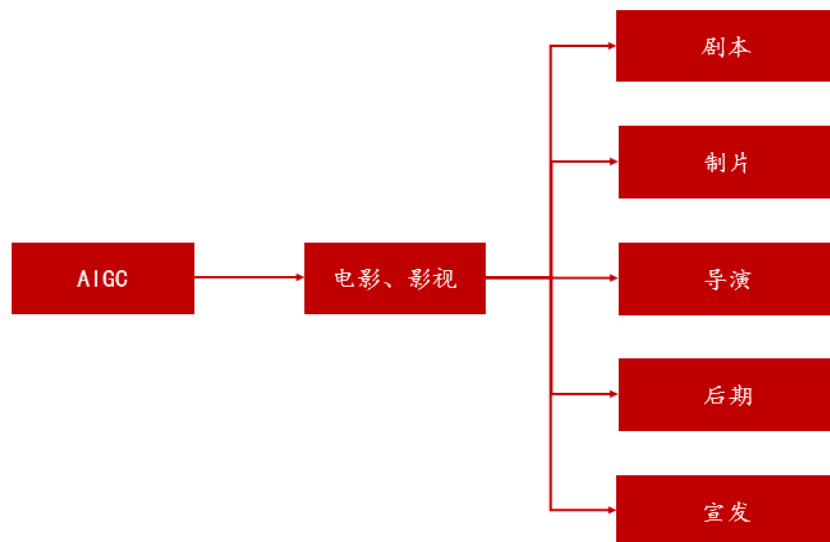


资料来源: 可口可乐、万联证券研究所

5.3 电影、影视: AIGC 赋能影视制作阶段, 缩减实现成本

AIGC赋能影视制作各个阶段, 大幅缩减创意落地实现成本。影视整体产业链中包括剧本制作、影视制片、导演拍摄、后期制作以及宣发营销五大环节, AIGC将从不同角度对整体影视制作提供助力, 大幅缩短创意落地实现的时间成本, 也降低了影片创作的人力成本, 显著提高工作效率。

图表50: AI 赋能电影、影视行业



资料来源: 万联证券研究所

剧本方面, AI能通过深度学习算法分析了所有先前的参考电影, 根据预测结果进行故事情节的分析, 按照预设风格生成剧本, 激发编剧创作灵感, 缩短创作周期, 同时在剧本预演阶段, 能够通过Midjourney等AI图像生成工具能快速把剧本内容具象化, 以供片方直观判断剧本影视化可能成效, 减少沟通成本; 制片方面, AI能够准确高效地辅助完成法务、制片统筹、剧组预算、日程安排等工作, 让制片人将工作转移重心到沟通交流、商务洽谈、团队组建等人际关系处理中, 实现个人能力最大化; 导演方面,

例如AI能从分镜绘制、设计镜头语言等方面进行辅助；后期方面，AI能够高效完成视频剪辑、字幕添加、颜色校正等重复性强、难度较低的任务，节省人力成本，还可通过AI进行面部识别进行数字建模，以达到替换劣迹艺人、调整演员微表情等目的，呈现更好的影视效果；宣发方面，AI可以通过数据搜集学习，完成不同风格的海报、文案等宣发材料制作。

图表51: AIGC 动画短片《犬与少年》



资料来源: Netflix、量子位、万联证券研究所

图表52: AIGC 海报《去你的岛》



资料来源: 《去你的岛》官博、万联证券研究所

6 投资建议

政策指引、事件驱动、消费复苏和AIGC技术赋能，推动行业发展。支持性政策指引产业方向，热点事件驱动市场发展，AIGC赋能行业各个领域，推动市场全新发展，同时随着消费娱乐需求复苏，电影、广告、游戏等领域景气度逐步回升。

1) 游戏：2023年中国游戏市场表现符合预期，随着版号持续常态化发放，新品上线节奏恢复，优质新游进入市场，刺激用户充值流水上升，市场竞争格局将有所改变，看好游戏景气度恢复，市场规模将再次迎来增长。在政策的支持和规范下，电竞已经成为集科技、竞技、娱乐、社交于一体的体育产业，初步实现成熟化运营，但受国内外宏观经济发展形势和游戏市场降温影响，电竞市场首次出现微幅回落，随着亚运会电竞赛事举办及消费复苏，其回弹趋势显著。

2) 电影：2023年影院均恢复运营，扩内需促消费政策措施持续发力，电影作为线下消费的重要场景，呈现良好回暖态势，随着优质电影定档，各大档期票房表现良好，影院新增速度减缓，电影市场资金投入建设较为谨慎，市场主要以恢复运营效率为首要任务。而随着免征电影发展资金政策发布，免征期跨越多个重点档期，影片供给端数量、质量有望进一步提升，暑期档待映电影品类丰富，类型多元，各大体量电影蓄势待发；影院运营压力将会有所缓解，推动影院加强市场拓展。

3) 广告营销：广告市场2023年随着经济复苏、政策放开、居民消费意愿增强，整体花费跌幅同比缩窄。在各行业广告投放中，食品及饮料行业投放量仍处于头部，药品、化妆品/浴室用品和交通行业广告花费上涨显著。在2023年广告整体市场表现回暖的情况下，梯媒持续保持高景气度。随着宏观政策放开，线下消费场景的人流量逐步恢复，对应场景下的线下广告需求也会得到复苏。梯媒有着用户必经、人流量大的特点，预计2023年下半年仍为核心价值赛道；此外，影院广告等线下渠道复苏具备较大的弹性。

4) AIGC：AIGC已在广告、影视、游戏、娱乐等多个传媒互联网的细分领域进行广泛应用，从而提升内容生产效率，降低内容生产成本，助力行业变革。游戏方面，AIGC能压缩游戏整体项目的研发周期与人员规模，大幅降低游戏制作成本，降本增效；对已有的游戏进行产品更新升级，实现真正的人与AI的互动，优化游戏体验；对电竞行业进行数字化创新；营销买量制作周期缩短，缩减营销成本。广告营销方面，AIGC内容生产能力契合广告营销需求，从获取广告创意、进行内容生成、后期进行广告投放，最后实现高效的消费转化，有望显著提升营销内容生产效率，同时降低优质营销内容生产门槛。电影、影视方面，AIGC从剧本制作、影视制片、导演拍摄、后期制作以及宣发营销五大环节对整体影视制作提供助力，大幅缩短创意落地实现的时间成本，也降低了影片创作的人力成本，显著提高工作效率。

7 风险提示

政策环境变化；消费复苏不及预期；市场竞争加剧；创新技术应用不及预期；商誉减值风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场