证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

2023 年 01 月 17 日

内容产业展望：困境反转之年，修复逻辑明确

关注低估值、低配置的传统文娱板块

前期多轮整改落地，政策面暖风吹拂

2021 年后影视备案数量滑坡明显，供给端收紧对业绩产生较大影响，叠加疫情扰动，行业估值长期处于低位。我们梳理 2022 年以来政策口径边际变化，判断 2023 年行业边际改善具有确定性。1）专项监管基本结束。二十大报告提出支持文化产业发展，广电总局出台相关意见鼓励内容创新。2）内容供给回暖。《阿凡达 2》定档、进口游戏版号发放，12 月版号及进口片数量均创全年最高。3）疫情管控措施转向。多地政府宣布疫情峰值已过，生产生活节奏的恢复将推动文娱消费迎来反弹，行业业绩修复弹性较大。

▸剧集综艺：内容创作阳春将至，全产业链有望受益

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。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。

▸电影：进口片破冰开启困境反转，强 call 疫后复苏及供给回暖逻辑

疫后修复逻辑明确，票房环比修复趋势确定。电影板块前期受疫情冲击最为强烈，防疫措施转向同期进口片数量创全年最高，我们判断随着“首脑外交”风继续吹，内容监管转向包容，进口合拍片、国产片均有望迎来供给回暖，2023 年票房板块修复弹性与确定性兼具。

▸游戏：版号常态化为供给端注入活水，产品上线推动业绩修复

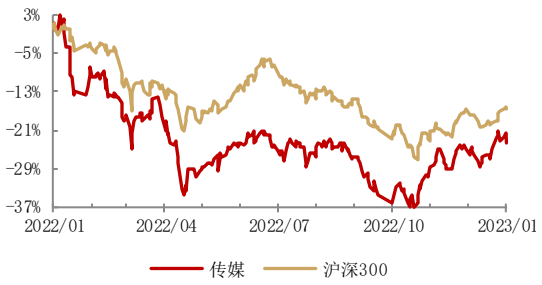
以 2022 年 11 月人民日报重评游戏行业为拐点，官方确认未成年防沉迷领域的整改已经基本完成，监管不确定性相对削弱。随着官方推动版号审批权下放至属地，积极信号不断释放，展望 2023，我们判断每月版号发放节奏将常态化，行业供给回暖。考虑到春节充值高峰将至，我们预计新品上线周期将相应缩短，且各大厂商均在重启此前停运的经典手游，业绩有望将在 1H23 实现快速修复，预期改善亦有望提振估值。

投资建议

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：赵琳
邮箱：zhaolin@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040003

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

1）剧集综艺板块：重点关注华策影视（300133.SZ）、芒果超媒（300413.SZ），同时提示关注在线阅读及影视版权赛道，受益标的包括阅文集团（0772.HK）、捷成股份（300182.SZ）
2）电影板块；前期整改加剧行业马太效应，我们重点推荐精品化、平台化的头部标的光线传媒（300251.SZ），受益标的包括万达电影（002739.SZ）、中国电影（600977.SH）、博纳影业（001330.SZ）。
3）游戏板块：版号常态化后精品化导向不改，头部厂商受益更显著，推荐腾讯控股（0700.HK）、网易（9999.HK）。

风险提示

产品上线节奏不及预期风险；疫情反复风险；经济修复不及预期风险。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价（元/港元）	投资评级	EPS（元）				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
0700.HK	腾讯控股	373.80	买入	13	12	17	20	25.00	27.09	19.12	16.25
9999.HK	网易-S	133.60	买入	5.15	6.76	7.52	8.19	22.56	17.19	15.45	14.18
300182	捷成股份	4.52	买入	0.17	0.23	0.31	0.37	26.59	19.65	14.58	12.22
300413	芒果超媒	31.60	买入	1.13	1.13	1.32	1.49	27.96	27.96	23.94	21.21
300133	华策影视	5.26	买入	0.21	0.34	0.4	-	25.05	15.47	13.15	-
300251	光线传媒	8.68	买入	-0.11	0.38	0.46	-	-78.91	22.84	18.87	-

资料来源：Wind，华西证券研究所
注：港股上市公司股价单位为港元；截至 1 月 17 日人民币港元汇率为 1.15

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

正文目录

1. 前期回顾：政策及疫情多因素压制，行业估值长期低落 4
1.1. 风气整肃：“清朗”持续推进，行业泡沫出清 4
1.2. 抑制供给：影视备案数滑坡明显，文娱多题材受波及 5
1.3. 疫情扰动：居民文娱支出占比下滑，电影行业首当其冲 8
2. 暖风吹拂：多领域破冰，内容产业链将迎戴维斯双击 10
2.1. 剧集综艺：内容创作阳春将至，全产业链有望受益 10
2.2. 电影：进口片破冰开启困境反转，疫后复苏及供给回暖 12
2.3. 游戏：供给端注入活水，产品上线推动业绩修复 13
3. 投资建议 16
4. 风险提示 16

图表目录

图 1 2020 年以来申万传媒指数市盈率 TTM 走势 4
图 2 电影上映数量三年均值显著下滑 5
图 3 电视剧备案数同比下降趋势明显 5
图 4 持有电视剧制作许可证（甲种）机构数量 6
图 5 持有电视剧制作许可证（甲种）的机构数同比下降 6
图 6 2019 年以来单月国产版号数量显著收紧 7
图 7 2019 年以来进口版号发放频率下降 7
图 8 3Q21-3Q22 中国游戏销售收入 8
图 9 3Q21-3Q22 中国手游销售收入 8
图 10 疫情以来消费者信心指数走势 8
图 11 疫情以来居民文娱支出占比波动下降(%) 8
图 12 疫情波动对观影人数影响显著 9
图 13 《三体》剧版并未回避敏感历史问题 10
图 14 现实主义题材剧《人世间》受人民日报点名表扬 10
图 15 疫情对公司收入影响显著 11
图 16 《流浪地球 2》定档春节上映 11
图 17 4Q21-3Q22 公司营收承压 11
图 18 内容自制能力是公司的一大壁垒 11
图 19 《黑豹 2》定档击破此前漫威被内地封禁的猜测 12
图 20 2022 年 12 月进口片数量为全年最高 12
图 21 4Q21-3Q22 公司营收承压 13
图 22 公司主投主控电影《深海》定档春节 13
图 23 韩国 MMO《命运方舟》取得进口版号 13
图 24 2022 年 12 月国产版号数量为全年最高 13
图 25 1Q21-3Q22 腾讯游戏流水测算 14
图 26《VALORANT》海外流水表现优异 14
图 27《巅峰竞速》系与 F1 游戏厂商 Codemasters 合作研发 15
图 28 SkyBox Labs 将于网易内部独立运营 15

表 1 近年官方就文娱行业风气整肃表态梳理 5
表 2 监管加强以来受官方点名题材统计 6
表 3 监管加强以来下架剧目/综艺梳理 7

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

1.前期回顾：政策及疫情多因素压制，行业估值长期低落

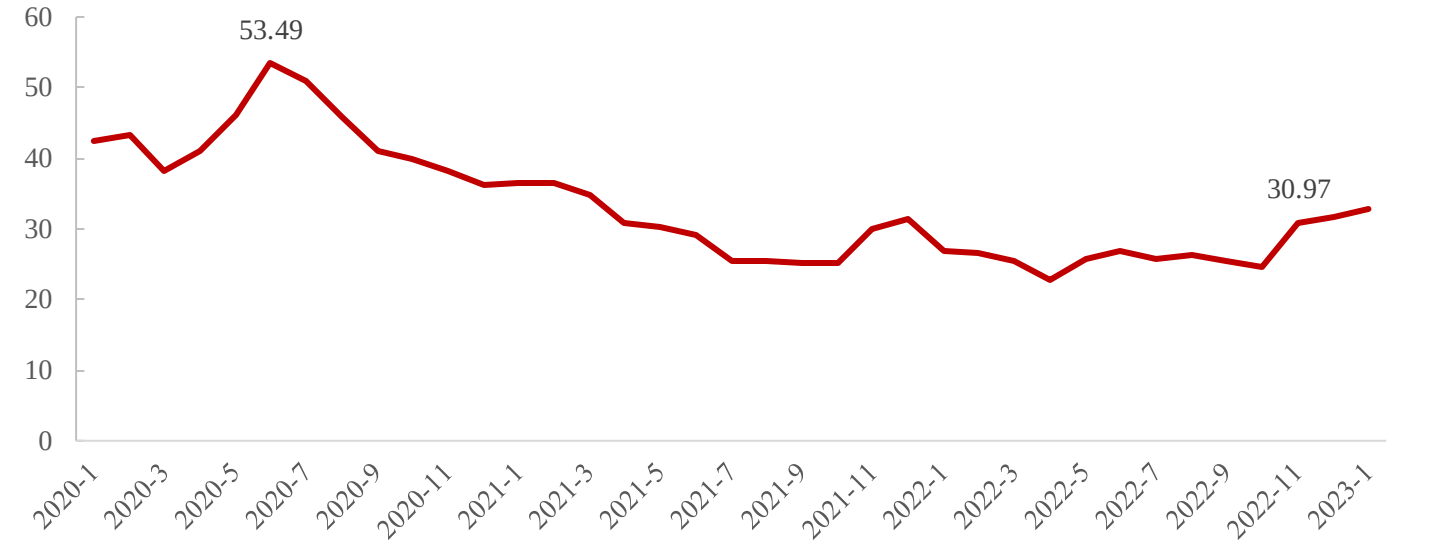
近年来传媒板块长期处于估值低位。我们回溯行业基本面，将抑制估值的因素概括为三点：

1）政策面监管收紧。“清朗”行动后官方口径趋于严厉，且互联网平台反垄断余震持续，预期受压制。

2）供给寒冬波及业绩。文娱领域多题材下架整改，影视备案及游戏版号数下降，业绩面负面影响滞后 1-2 个季度显现。

3）疫情期间文娱需求下滑。2020 年后消费信心指数回落，居民文娱消费占比下降，其中线下活动管制对电影板块影响最为显著。

图 1　2020 年以来申万传媒指数市盈率 TTM 走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.1.风气整肃：“清朗”持续推进，行业泡沫出清

2021 年起文娱监管趋严。近十年大量外部资本涌入影视行业，过度分散的市场格局导致产能过剩、资源利用效率低，生产端和播出端的市场高度饱和。2021 年起以网信办、中宣部、中纪委、广电总局为代表的主管机构密集表态，重点对以下现象做出规范:1）娱乐产业“唯流量论”：官方重点打击饭圈不良文化如应援攀比、“粉丝经济”等，除综艺下架外，相关平台、票务及 MCN 机构均受波及。2）“耽改”“娘炮”内容盛行：官方禁播同性网文改编影视，荧幕艺人染发纹身等特殊标志均被打码。3）艺人失德：通报处罚多位劣迹艺人，下架相关影视，针对明星高价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题加强管理整治。

流量泡沫出清与互联网平台整改同步。优爱腾等长视频企业背后为 BAT 三大互联网平台，传媒产业链上下游资本积累深厚，手握流量分发能力。反垄断整改期间阿里退出传媒领域投资、腾讯停止虎牙斗鱼及腾讯音乐相关并购、游戏版号停发，我们认

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

为内容寒冬不能作为细分赛道的孤立事件，对其关键时点的判断逻辑与平台企业整改分析近似。

表 1 近年官方就文娱行业风气整肃表态梳理

时间	表态机构	表态内容
2021 年 5 月	网信办	整治低俗化娱乐化炒作、劣迹艺人行为；规范明星及其背后机构、官方粉丝团的网上行为。
2021 年 6 月	网信办	开展“清朗·‘饭圈’乱象整治”专项行动，重点围绕明星榜单、热门话题、粉丝社群、互动评论等重点环节。
2021 年 8 月	中纪委	不良粉丝文化已到非整治不可的紧要时刻。
	新闻版署	配合未成年人防沉迷整改，游戏版号停发。
	中国文联	针对“饭圈文化”、“唯流量论”、”娘炮“形象等不良现象展开座谈。
2021 年 9 月	广电总局	坚决抵制违法失德人员、唯流量论、泛娱乐化、“娘炮”等畸形审美。
	中宣部	将“耽改之风”与“流量至上”“饭圈乱象”等一同列为亟待解决的问题。
	演出行业协会	发布关于加强演艺人员经纪机构自律管理的公告。
2021 年 11 月	网信办	严把内容导向，严格规范娱乐明星信息网上呈现，加强账号管理。
2022 年 1 月	北京广电	全面叫停耽改剧和偶像养成类节目。
2022 年 2 月	广电总局	针对明星高价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题加强管理整治。
2022 年 3 月	网信办	全面整治劣迹艺人、MCN 机构及其旗下账号违法违规行为。
	网信办	2021 年“清朗”系列专项行动取得明显成效，突出问题得到明显遏制。

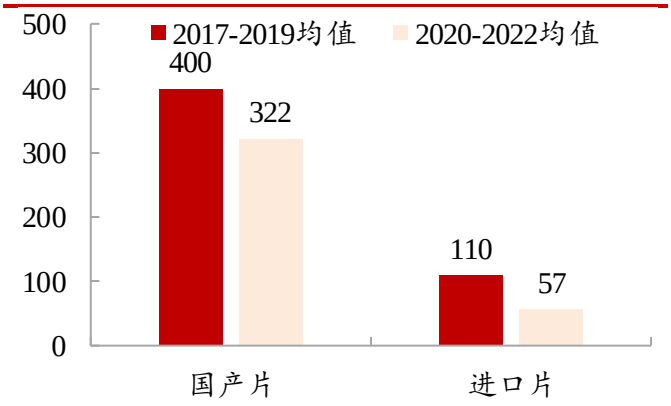
资料来源：公开信息整理，华西证券研究所

1.2.抑制供给：影视备案数滑坡明显，文娱多题材受波及

1.2.1.增量市场：影视行业供给下滑，游戏版号发放数量及频率下降

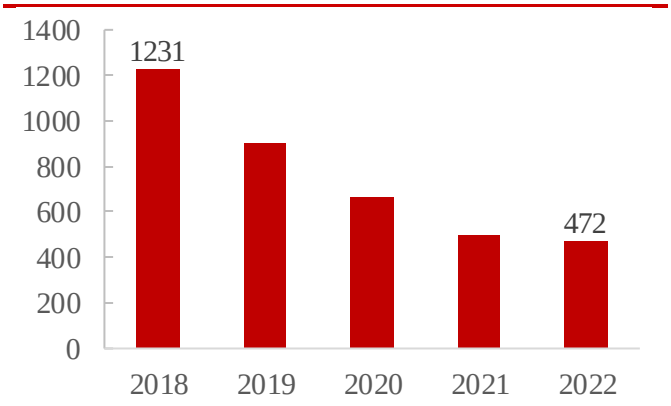
精品化趋势下影视产业“去肥增瘦”，供给侧总量显著下滑。

图 2 电影上映数量三年均值显著下滑



资料来源：猫眼电影，华西证券研究所

图 3 电视剧备案数同比下降趋势明显



资料来源：广电总局，华西证券研究所

1）从电影产业来看，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 322 部及 57 部。具体来看，2022 全年共上映影片 324 部，同比下滑超 50%。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

2）从剧集产业来看，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。

①注水剧逐年减少，单部剧集集数亦缩量。具体到项目层面，完美影视的《月里青山淡如画》、山西广播电视台的《王子回环》、北京浩瀚星光的《我们的当打之年》、海润影视的《老情书》，以及华录百纳的《上有老下有小》等多数作品将集数锁定在 20 集到 40 集左右，且 20 集以下小体量剧逐渐增多。

②影视题材受监管明确纠偏。2021 年起广电点名批评偶像养成、明星亲子、耽改等题材，现实主义及主旋律题材成为行业主流。

③内容生产源头去肥增瘦，获甲种剧集制作许可的机构数自 2016 年的 132 家收紧至 41 家，负面产能出清，头部机构优势凸显。

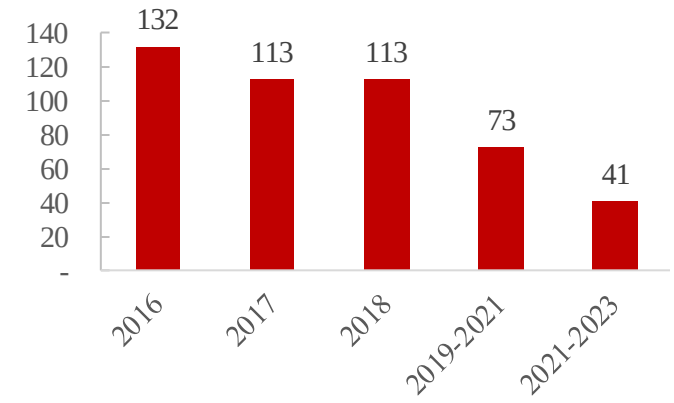
表 2 监管加强以来受官方点名题材统计

时间	监管机构	下架题材
2021/9/2	广电总局	偶像养成类节目、明星子女参加的综艺娱乐及真人秀节目
2021/9/17	广电总局	“耽改”（同性题材网文改编）影视
2022/9/26	广电总局	违背常识常理、随意戏说解读历史、过度娱乐化的抗战题材电视剧
2022/12/27	广电总局	聚焦色情低俗、血腥暴力、格调低下、审美恶俗等内容的“小程序”类网络微短剧

资料来源：公开信息整理，华西证券研究所

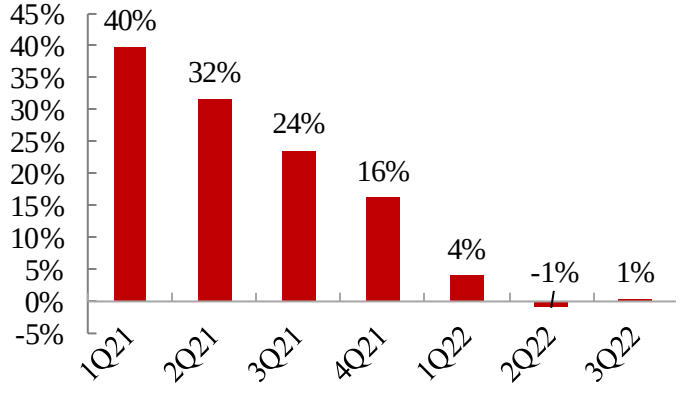
供给侧的收紧对文娱企业业绩端产生较大负面影响。2021 年起规模以上文化企业营收累计同比逐季下滑，至 2Q22 同比降 1%。以电影企业为例，从头部影片数量和市场表现来看，仅 7 部电影票房超十亿，总票房同比缩水 103 亿元。

图 4 持有电视剧制作许可证（甲种）机构数量



资料来源：广电总局，华西证券研究所

图 5 规模以上文化企业营收累计同比（%）

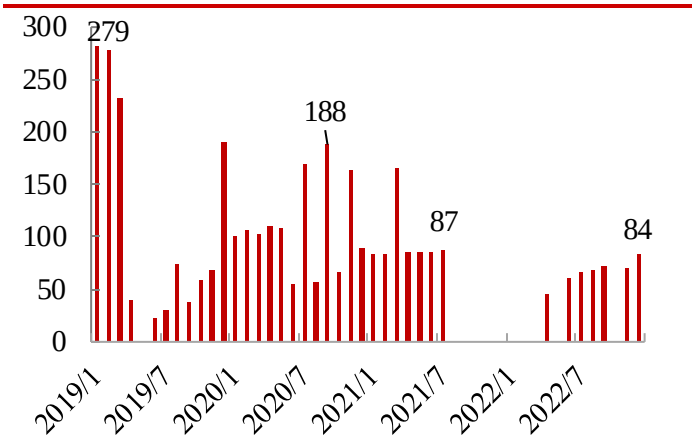


资料来源：iFind，华西证券研究所

2021 年 8 月起，为配合未成年人防沉迷整改，游戏版号再次停发，新游断供。版号停发意味着除少数储备外，游戏市场不再有新游进入。早在 2018 年版号首次暂停发放后，游戏每月过审数量已经发生较大幅度缩水，至第二次停发前，单月数量由 2019 年 1 月的 279 个下滑至 87 个，进口游戏版号已停发超一年。

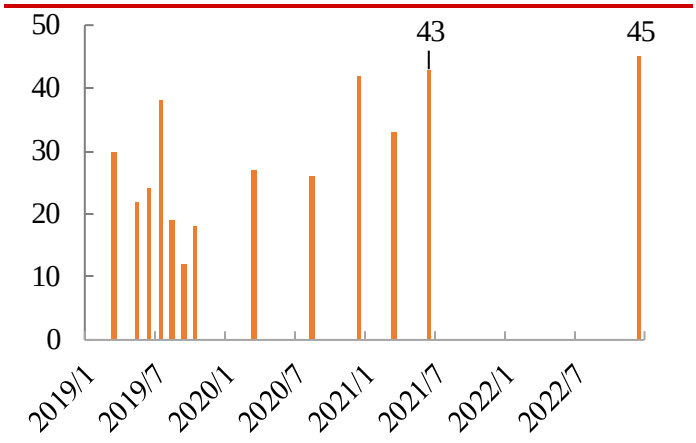
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

图 6 2019 年以来单月国产版号数量显著收紧



资料来源：国家新闻出版署，华西证券研究所

图 7 2019 年以来进口版号发放频率下降



资料来源：国家新闻出版署，华西证券研究所

1.2.2.存量市场：多款影视综艺自查下架，老游流水下滑

内容监管收紧，多款泛娱乐化影视综艺作品下架。我们对主要下架剧目做出梳理，判断违规题材集中于戏说历史、古装玄幻、选秀养成等，部分作品系引起广泛社会讨论或涉及失德艺人致下架。本轮下架潮多个互联网长视频平台均受波及。

表 3 监管加强以来下架剧目/综艺梳理

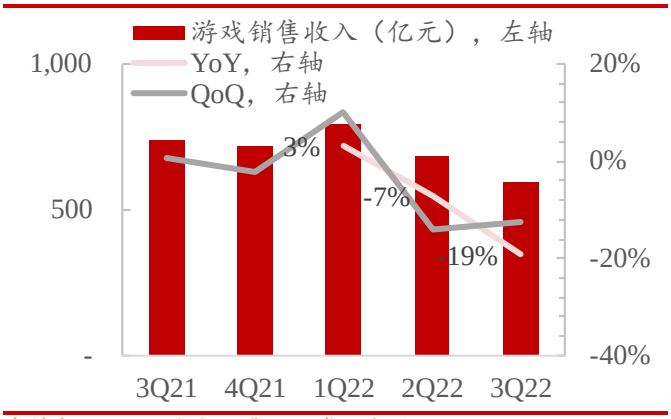
下架时间	名称	放映平台	类型
2021/6/1	《余罪》	爱奇艺	剧集
2021/8/1	《中国有嘻哈》	爱奇艺	综艺
2021/8/20	《如意芳霏》	爱奇艺	剧集
2021/8/20	《芸汐传》	爱奇艺	剧集
2021/8/20	《美人制造》	爱奇艺	剧集
2021/8/20	《班淑传奇》	腾讯视频	剧集
2021/8/20	《山河令》	优酷	剧集
2021/8/21	《我是唱作人》第二季	爱奇艺	综艺
2021/8/22	《国风美少年》	爱奇艺	综艺
2021/8/22	《国乐大典 3》	腾讯视频、B 站	综艺
2021/8/26	《微微一笑很倾城》	优酷	剧集
2021/8/26	《夏至未至》	芒果 TV、腾讯视频、搜狐、爱奇艺	剧集
2021/8/27	《古剑奇谭》	腾讯视频、乐视	剧集
2021/8/27	《还珠格格》	-	剧集
2021/8/27	《情深深雨濛濛》	-	剧集
2021/8/27	《演员请就位》	腾讯视频	综艺
2021/8/27	《中餐厅》第一季、第二季	芒果 TV	综艺
2021/10/9	《快乐大本营》	芒果 TV	综艺
2021/10/22	《全员加速中》第一季	芒果 TV、乐视	综艺
2022/5/4	《青春有你》第三季	爱奇艺	综艺

资料来源：公开资料，华西证券研究所

存量游戏流水自然下降，游戏收入同比环比均下滑。游戏产品自身的生命周期决定了老游的流水曲线向下趋势不可避免，在新游断供、中小游戏企业陆续清退的大环境下，中国游戏销售收入波动下降，行业站上逆风。

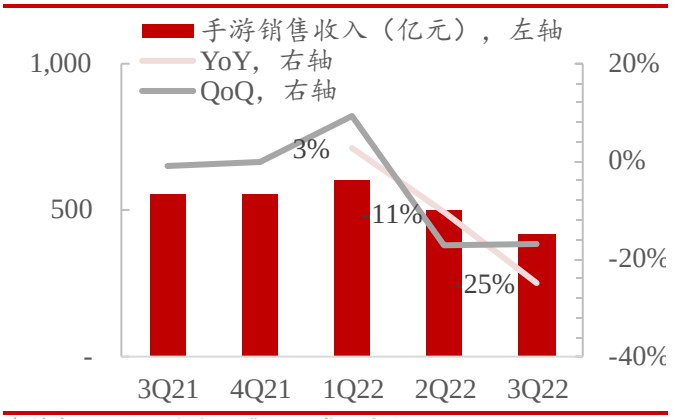
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

图 8 3Q21-3Q22 中国游戏销售收入



资料来源：伽马数据，华西证券研究所

图 9 3Q21-3Q22 中国手游销售收入

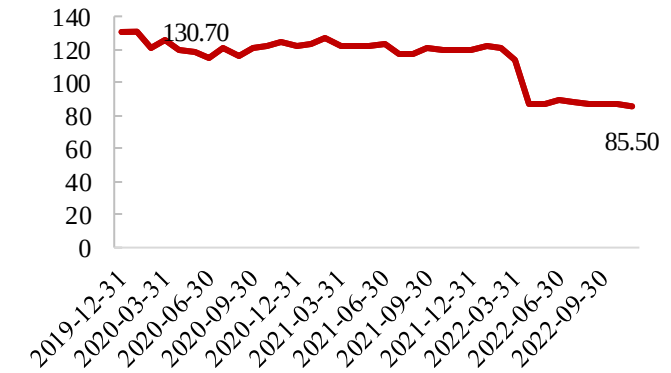


资料来源：伽马数据，华西证券研究所

1.3.疫情扰动：居民文娱支出占比下滑，电影行业首当其冲

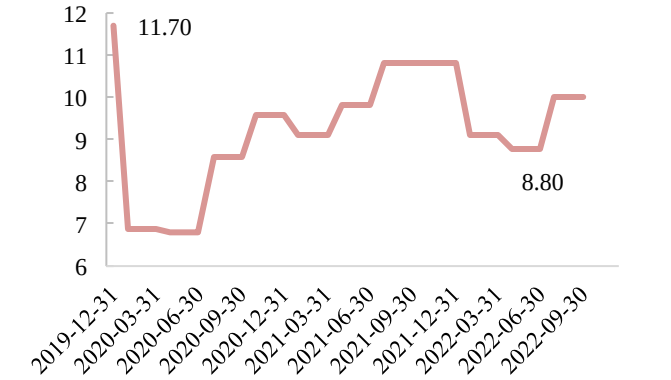
疫情挫伤消费信心，居民文娱支出下降。疫情反复及出行管制影响下居民生产生活部分受限，2022 年三季度消费者信心指数由 2020 年一季度的 130.7 下降至 85.5。文娱产业本身消费弹性较大，消费受挫致居民文娱消费支出占比一度由 11.7%下降至 8.8%。

图 10 疫情以来消费者信心指数走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 疫情以来居民文娱支出占比波动下降(%)

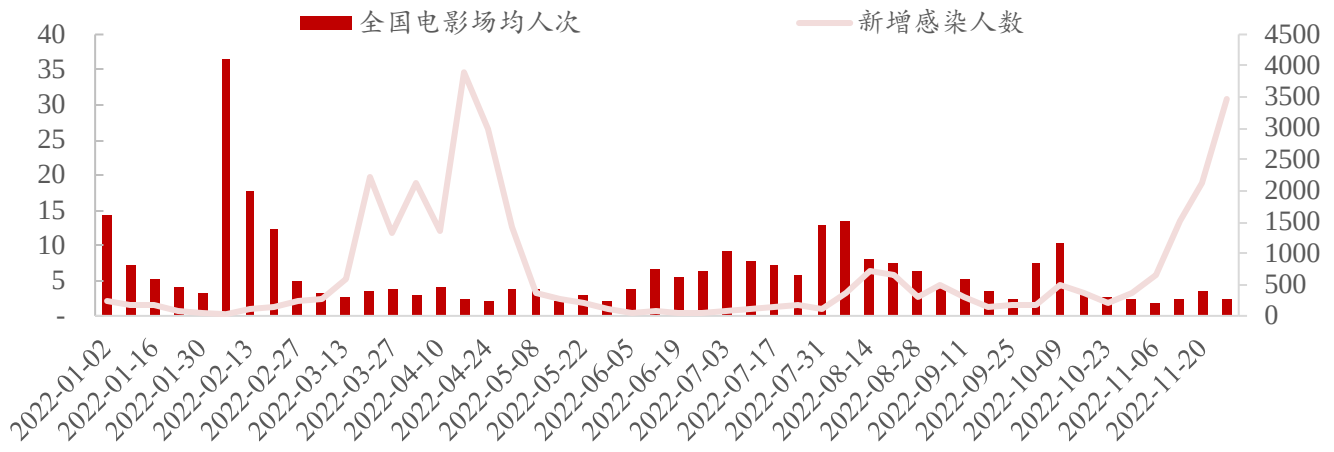


资料来源：Wind，华西证券研究所

2022 年以来电影行业受疫情冲击最为直观。线下管控加强致影院频繁关停，营业率及上座率双降。猫眼专业版数据显示，2022 年除春节档外，绝大部分时间里全国影院营业率不足 80%，有 46 天营业率不足 50%，从票房上看，2022 年全国院线电影总票房共计 300.67 亿元，相比 2021 年缩水 170 亿，全年单日大盘低于千万共 38 天。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

图 12 疫情波动对观影人数影响显著



资料来源：iFind，华西证券研究所

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

2.暖风吹拂：多领域破冰，内容产业链将迎戴维斯双击

我们梳理 2022 年以来政策口径边际变化，判断 2023 年内容产业精品化长期导向将持续，但边际改善具有确定性。

1）**专项监管基本结束。**二十大报告提出支持文化产业发展，广电总局出台相关意见鼓励内容创新。从外部环境来看，平台经济整改基本完成，多地政府调研平台企业，官方态度正在逐步趋向包容。

2）**内容供给回暖。**2022 年 4 月游戏版号重新发放，2022 年 12 月重磅引进片《阿凡达 2》上映、进口游戏版号发放，2023 年 1 月《三体》剧版定档央视、漫威电影重回银幕，均可视作内容回春的阶段性标志。

3）**疫情管控措施转向，业绩修复弹性较大。**自 2022 年 11 月“新二十条”颁布以来，出行限制逐步解除，截至 2023 年 1 月多地政府宣布疫情峰值已过，我们认为生产生活节奏的恢复将推动文娱消费迎来反弹，行业业绩修复弹性较大。

2.1.剧集综艺：内容创作阳春将至，全产业链有望受益

官方定调文娱产业突出问题得到遏制，“清朗”行动成效显著。2022 年 3 月，网信办副主任盛荣华指出 2021 年“清朗”系列专项行动取得了明显成效，网站平台主责意识明显增强，突出问题得到明显遏制，全年累计清理违法和不良信息 2200 多万条，处置账号 13.4 亿个，封禁主播 7200 余名，下架应用程序、小程序 2160 余款，关闭网站 3200 余家。

官方明确提出繁荣发展文化事业和文化产业。二十大报告提出“坚持以人民为中心的创作导向，推出更多增强人民精神力量的优秀作品”，2022 年 12 月广电总局再提“聚焦人民群众新期待，把握科技发展、技术变革新趋势，探索推进题材、体裁、风格、样式创新”，鼓励现实题材创作。

图 13 《三体》剧版并未回避敏感历史问题



资料来源：官方海报，华西证券研究所

图 14 现实主义题材剧《人世间》受人民日报点名表扬



资料来源：官方海报，华西证券研究所

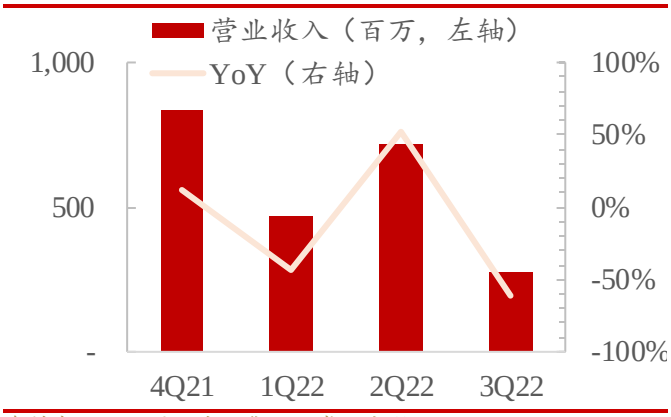
我们坚定看好鼓励创新趋势下内容全产业链的复苏机会，修复将由供需两端共同完成。重点关注以下受益标的：

1）华策影视（300133.SZ）：剧集数量领跑行业，前期疫情冲击较大

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

疫情致项目进度延后，营收同比下滑。2022 年前三季度公司实现营业收入 14.65 亿元，归母净利润 3.01 亿元，同比分别下滑 45.8%、7.1%，其中 Q3 单季度公司实现营业收入 2.78 亿元、归母净利润 0.61 亿元，同比分别下滑 62.6%、32.3%。

图 15 疫情对公司收入影响显著



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16 《流浪地球 2》定档春节上映



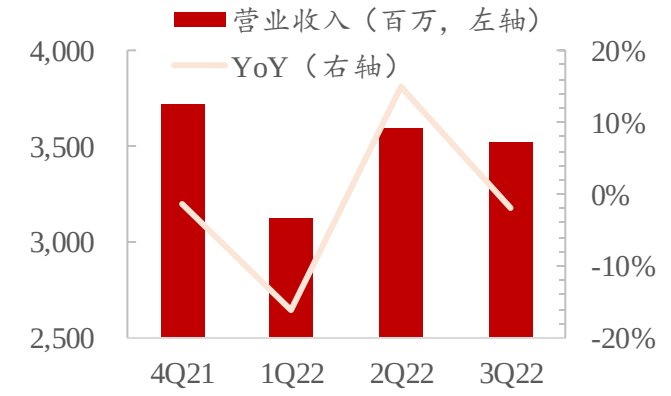
资料来源：官方海报，华西证券研究所

剧集数量领跑行业，显著受益于监管及防疫政策改善。公司影视制作实力突出，自身具备 α，2022 年前三季度公司电视剧业务首播 5 部，取证 6 部，拍摄及后期制作中的项目 9 部，参投电影《流浪地球 2》《熊出没·伴我熊芯》预计将于 2023 年春节档上映。随着防疫转向、供给宽松，公司将显著受益于板块反弹。

2）芒果超媒（300413.SZ）：疫情致广告收入承压，内容精品化趋势下优势突出

前期广告及内容业务承压，疫后修复具有确定性。2022 年前三季度广告收入同比-26.33%，主要系受宏观经济、新冠肺炎疫情等影响，互联网广告行业受到较大冲击。招商收入、会员收入等与内容供给亦密切相关，我们判断随着行业 β 不断修复，自身业务弹性使得业绩修复具有确定性。

图 17 4Q21-3Q22 公司营收承压



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 内容自制能力是公司的一大壁垒



资料来源：官方海报，华西证券研究所

综艺储备丰满，符合行业精品化导向。2023 年内容 IP 分享会信息显示，公司现有重点综艺、大型晚会和纪录片等各类项目 31 款，综艺节目储备聚焦音综、慢综和热血综艺、推理竞技和圈层定制四大赛道。我们认为自制实力及国资背景确保公司跑出自身强 α，监管侧不确定性显著低于同业。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

同时提示关注在线阅读及影视版权赛道：①在线阅读：位居影视产业链上游，已孕育多个爆款IP，当前付费阅读作品质量显著优于免费文学，IP影视化领域护城河较高，受益标的包括阅文集团（0772.HK）；②影视版权：数字院线及新媒体版权业务直接受益于电影“十四五”规划，在当下长短视频平台竞争优质内容的行业背景下，片库资产稀缺性显著，建议关注优质影视版权公司捷成股份（300182.SZ）。

2.2.电影：进口片破冰开启困境反转，疫后复苏及供给回暖

进口电影破冰，重磅电影定档刺激板块复苏。梳理近期进口片引进情况，9、10月引进片罕见开天窗，11月《阿凡达2》定档与北美同步上映，开启进口片定档潮，12月进口片数量创全年最高，平遥国际电影展1月重新开幕，漫威《黑豹2》《蚁人3》定档2月；国产片《深海》亦超预期定档春节上映，贺岁档7部重磅影片争艳，题材横跨悬疑、喜剧、动画、纪实、主旋律。我们判断随着“首脑外交”风继续吹，进口合拍片、国产片均有望迎来供给回暖。

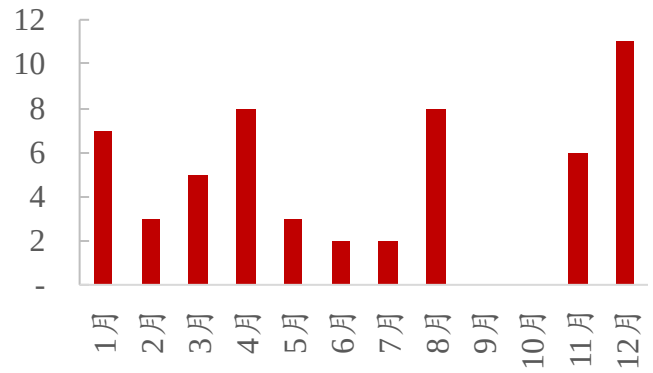
疫后修复逻辑明确，票房环比修复趋势确定。2022年11月防疫政策转向，至2023年1月初各省城乡感染陆续过峰，居民活动半径扩大，出行有所修复，1月2日-1月8日，全国电影上映211万次，恢复至2022年同期的81%。考虑到前期受疫情冲击最为强烈，我们判断2023年票房板块修复弹性与确定性兼具。

图19 《黑豹2》定档击破此前漫威被内地封禁的猜测



资料来源：官方海报，华西证券研究所

图20 2022年12月进口片数量为全年最高



资料来源：公开信息，华西证券研究所

前期整改加剧行业马太效应，我们重点推荐精品化、平台化的头部标的光线传媒（300251.SZ），受益标的包括万达电影（002739.SZ）、中国电影（600977.SH）、博纳影业（001330.SZ）：

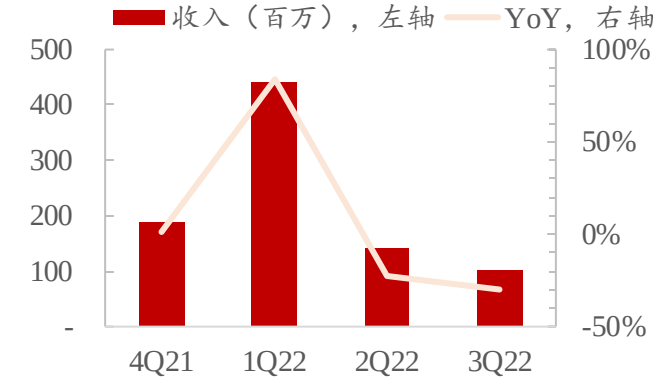
1）光线传媒（300251.SZ）：贺岁档表现可期，后续项目储备丰富

票房表现显著拖累前期业绩，贺岁档后业绩短期反弹具有确定性。2022年前三季度公司实现营业收入6.85亿元，同比-29.92%；扣非归母净利润4084.61万元，同比-91.22%。公司出品的动画电影《深海》、参与出品的《交换人生》《满江红》官宣定档23年春节档上映，后续票房环比修复有望有力带动业绩反弹。

后续项目储备丰富，动画领域优势明显。公司储备作品数位居行业前列，过审后即可安排合适档期上映。在动画领域成立厂牌“光线动画”，专注中国神话宇宙开发，储备包括《茶啊二中》《大雨》;《哪吒之魔童闹海》《西游记之大圣闹天宫》《姜子牙2》《大鱼海棠2》等项目正在推进中。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

图 21 4Q21-3Q22 公司营收承压



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 公司主投主控电影《深海》定档春节



资料来源：官方海报，华西证券研究所

2.3.游戏：供给端注入活水，产品上线推动业绩修复

以 2022 年 11 月人民日报重评游戏行业为拐点，官方确认未成年防沉迷领域的整改已经基本完成，监管不确定性相对削弱。

1）从供给数量上看，2022 年进口版号及 12 月国产版号同时发放，进口版号时隔一年半后终于落地，国产版号数量攀升至 84 个，较 4 月重启时版号数接近翻番；2023 年 1 月版号间隔半月再次发放，环比数量再增长。随着官方推动版号审批权下放至属地，积极信号不断释放，展望 2023，我们判断每月版号发放节奏将常态化，进口版号有望增至 2 批。

2）从供给质量上看，“外交小阳春”刺激内容产业发展观点受到验证，版署信息显示，2022 年引进游戏名单中，多款韩国及美国 IP 在列，题材跨越二次元、射击、卡牌等，较市场预期有所放宽，产品质量较往年更高，多款产品于海外得到口碑及业绩验证。

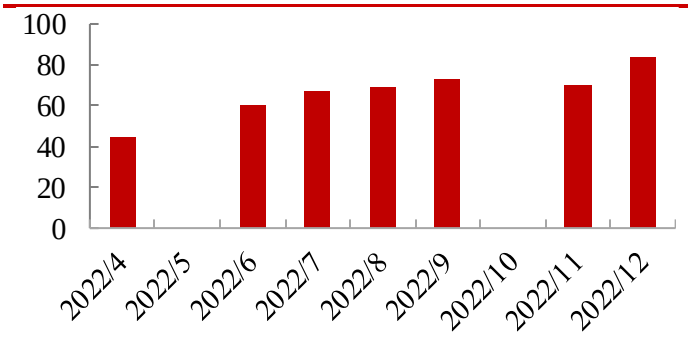
3）考虑到春节充值高峰将至，我们预计新品上线周期将相应缩短，且各大厂商均在重启此前停运的经典手游，业绩有望将在 1H23 实现快速修复，预期改善亦有望提振估值。

图 23 韩国 MMO《命运方舟》取得进口版号



资料来源：官网，华西证券研究所

图 24 2022 年 12 月国产版号数量为全年最高



资料来源：公开信息，华西证券研究所

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

版号常态化后精品化导向不改，头部厂商稳步受益。当下我们重点推荐以下标的：

1）腾讯控股（0700.HK）：储备接续在即，游戏业务将成收入修复最重要驱动

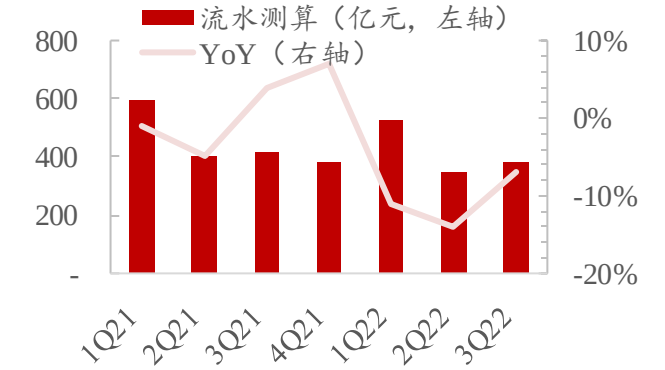
头部产品基本盘保持稳定。我们测算 4Q22 公司游戏业务环比两位数增长，其中《PUBG M》在世界杯、Arctic Wolf Companion 等一系列热门活动的带动下，海外收入环比增长 36%；ST 数据显示 2022 年 12 月《王者荣耀》全球流水近 2 亿美元（不含第三方安卓），我们测算同比+超 50%。

近两批版号下发公司显著受益。1）手游：《黎明觉醒：生机》《白夜极光》《元梦之星》《重生边缘》获版号，《大航海时代：海上霸主》《尖塔奇兵》预计由公司代理发行，持股公司创梦天地及快手分别取得《二之国：交错世界》《西行记：燃魂》版号，被投公司帕斯亚科技、浙江十勇士、北京攸乐科技亦获得版号。2）端游：《瓦罗兰（无畏契约）》《宝可梦大集结》《饥荒：新家园》《命运方舟》等端游已受海外市场验证，其中《瓦罗兰（无畏契约）》海外表现出色，流水及口碑双收获，预计国服有望接棒《守望先锋》。

重点关注两大精品储备。1）开放世界生存手游《黎明觉醒：生机》已取得版号，我们将其视作对标《和平精英》的重磅储备，预估上线首月贡献 20 亿元，国内市场年化流水有望破百亿元，若 1Q23 上线，有望带来 15%-20%业绩增量；2）《DNF 手游》此前亦取得版号，时隔四年韩国游戏《失落方舟》再次过审，我们对其上线时间持乐观态度，参照韩国市场优异表现，给出百亿流水预期。

《NIKKE》验证海外发行能力，出海三条主线稳步推进。2022 年 11 月《NIKKE》上线以来已创造 1.7 亿美元流水，彰显子公司 Level Infinite 海外强势发行能力。我们将当前公司出海策略总结为：1）支持投资版图中海外公司发布新作；2）推动国内产品出海；3）积极收购游戏工作室，扩大爆款变现可能性。

图 25 1Q21-3Q22 腾讯游戏流水测算



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 26《VALORANT》海外流水表现优异



资料来源：官方网站，华西证券研究所

2）网易（9999.HK）：基本盘稳健，将显著受益于板块修复

显著受益于版号常态化，《逆水寒手游》具备长线爆款潜力。公司已连续三批取得版号，其中《逆水寒手游》截至 2023 年 1 月 17 日预约人数已过百万，有望成为国产开放世界领军作，有力增厚业绩；此外《超凡先锋》《巅峰极速》亦取得版号，代理产品《幻想生活》《突袭：暗影传说》均为海外流水表现优异的佳作。

头部发行商地位稳固，12 月流水稳健增长。2022 年 12 月公司稳踞中国手游发行商收入前三甲，得益于《梦幻西游》《荒野行动》《实况足球 - 世界同台》等多款游戏收入增长，当月手游收入环比提升 6.4%。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

与暴雪解约的影响甚微，关注 3A 领域长期布局。公司实际已经通过投资及自设方式扩大海外布局，吸纳大量 3A 游戏制作人，且 2022 以来节奏更加密集，近期来看，公司于日本成立工作室 GPTRACK50，专注于制作高质量端游，同时投资瑞典 Liquid Swords、美国 Something Wicked Games、加拿大 SkyBox Labs 等工作室，长期主义导向突出。

图 27《巅峰竞速》系与 F1 游戏厂商 Codemasters 合作



资料来源：官网，华西证券研究所

图 28 SkyBox Labs 将于网易内部独立运营



资料来源：官网，华西证券研究所

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

3.投资建议

2021 年后影视备案数量滑坡明显，供给端收紧对业绩产生较大影响，估值长期处于低位。我们判断困境反转拐点已至，监管侧的边际改善有望缓解供给侧紧张形势，结合疫情逐步达峰后消费者信心有望修复，多因素作用下，2023 年内容产业估值及业绩均有望反弹。

1）剧集综艺板块：重点关注华策影视（300133.SZ）、芒果超媒（300413.SZ），同时提示关注在线阅读及影视版权赛道，受益标的包括阅文集团（0772.HK）、捷成股份（300182.SZ）

2）电影板块：前期整改加剧行业马太效应，我们重点推荐精品化、平台化的头部标的光线传媒（300251.SZ），受益标的包括万达电影（002739.SZ）、中国电影（600977.SH）、博纳影业（001330.SZ）。

3）游戏板块：版号常态化后精品化导向不改，头部厂商受益更显著，推荐腾讯控股（0700.HK）、网易（9999.HK）。

4.风险提示

产品上线节奏不及预期风险；疫情反复风险；经济修复不及预期风险。

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
	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%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	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
	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

华西证券免责声明

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。