

# 传媒行业 2023 年 2 月投资策略

## 复苏进行时，关注 AIGC 时代机遇

**超配**

### 核心观点

**1 月跑输市场，复苏向有所调整。**1) 1 月份传媒（申万传媒指数）板块上涨 5.06%，但跑输沪深 300 指数 2.31 个百分点，在申万一级 31 个行业中，传媒板块排名第 20 位；2) 个股上，ST 新文、视觉中国、天威视讯、ST 中昌、恺英网络、三人行等标的领涨；生意宝、中科云网、金逸影视、北京文化、幸福蓝海等领跌。

**春节档验证修复潜力，持续看好复苏主线。**1) 2023 年中国春节档票房 62 亿（不含服务费），同比 12.47%，影史第二高；得益于内容供给及线下影院开业率的快速回升，中性假设下预计全年修复至疫情前的 70-80% 左右；2) 根据 IMF 展望，预计中国 2023/24 年 GDP 增速有望分别达到 5.2%、4.5%；宏观拐点之下，广告产业链有望迎来底部复苏时刻，从媒介资源端（分众传媒、芒果超媒、兆讯传媒等）到内容端（华策影视等）均有望持续受益。

**游戏行业有望重拾增长，把握中长线战略布局机会。**1) 基本上，游戏版本号常态化发放、新品驱动行业景气度回升；买量回报有望改善、出海及集中度提升加速龙头公司胜出；2) 景气度回升、监管转向，AIGC、元宇宙、web3，助力估值修复；3) 空间上，游戏指数高点回落超 50%、估值处于历史分位数低位、机构配置历史低位，具备中长期良好布局价值。

**ChatGPT 火爆出圈，关注 AIGC 主题机遇。**1) 微软计划投资 OpenAI、ChatGPT 火爆出圈，AIGC 产业有望迎来加速发展期；2) 从内容分发进一步提升至内容生产，AIGC 有望改变内容产业生产效率和商业模式，内容 IP 及平台价值有望进一步放大，建议关注视觉中国、中文在线、芒果超媒等标的。

**投资观点：两条主线把握板块投资机会。**1) 外部负面冲击减弱之下的基本面及估值低位修复可能，重点推荐线下娱乐及广告营销产业链，自下而上关注低估值游戏个股，影视 IP 推荐光线传媒、华策影视、万达电影、阅文集团等标的；广告营销及互联网产业链推荐分众传媒、芒果超媒、哔哩哔哩、兆讯传媒等标的；游戏板块推荐恺英网络、三七互娱、吉比特、完美世界等标的；潮玩行业关注泡泡玛特；2) 关注新科技推进所带来的主题投资机会，关注元宇宙、web3、VRAR、AIGC、数字人、数字藏品、数据要素等方向，近期重点推荐 AIGC 防线，关注视觉中国、中文在线、芒果超媒等标的

**重点推荐组合：**1 月投资组合光线传媒、兆讯传媒、恺英网络、吉比特、芒果超媒，2 月组合为恺英网络、三七互娱、芒果超媒、视觉中国、心动公司。

**风险提示：**业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等

### 重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码      | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS   |       | PE    |       |
|-----------|------|------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |      |         |          | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| 002027.SZ | 分众传媒 | 买入   | 6.8     | 982      | 0.21  | 0.32  | 32    | 21    |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 买入   | 20.69   | 459      | 1.35  | 1.59  | 15    | 13    |
| 300413.SZ | 芒果超媒 | 买入   | 31.2    | 584      | 1.38  | 1.64  | 23    | 19    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业投资策略

#### 传媒

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn xiayan2@guosen.com.cn

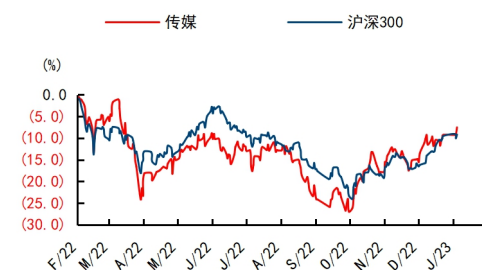
S0980517060002

证券分析师：夏妍

021-60933162

S0980520030003

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《国信证券-游戏行业深度复盘与展望-新周期下的新起点，看好底部双击可能》——2023-01-31  
 《电影专题系列——2023 年春节档解读-以影史第二高开门红，信心重塑进行时》——2023-01-29  
 《传媒互联网周报-春节档加速电影市场回暖，关注 ChatGPT 相关主题》——2023-01-29  
 《传媒互联网周报-2023 年 VR/AR 出货量有望重回增长，关注春节档票房表现及 AIGC 产业进展》——2023-01-15  
 《传媒互联网周报-关注春节档票房表现，看好高铁媒体市场修复》——2023-01-08

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 传媒板块行情回顾：跑输市场表现.....                           | 5  |
| 板块表现回顾.....                                    | 5  |
| 个股表现.....                                      | 5  |
| 春节档验证修复潜力，持续看好复苏主线.....                        | 6  |
| 春节档票房影史第二，全年复苏有望.....                          | 6  |
| 广告市场景气度有望底部反转，媒介资源及相关内容、服务环节有望拐点向上.....        | 10 |
| 游戏行业有望重拾增长，把握中长线战略布局机会.....                    | 11 |
| 版号常态化发放，新品周期有望带动景气度反转.....                     | 11 |
| ChatGPT 引发市场关注，持续看好 AIGC 方向，关注相关主题投资机会.....    | 14 |
| 微软投资 OpenAI、ChatGPT 火爆全网.....                  | 14 |
| 投资建议：持续看好行业复苏，关注 AIGC、WEB3 等新科技主题.....         | 16 |
| 估值与景气度存在双重修复空间.....                            | 16 |
| 看好基本面底部拐点所带来的业绩与估值双重提升机会，关注 AIGC、WEB3 等主题..... | 17 |
| 免责声明.....                                      | 19 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 一月跑输市场表现.....                       | 5  |
| 图 2: 一月传媒行业涨幅(%) 排名第 20 位.....           | 5  |
| 图 3: 国内票房市场 22 年以来同比持续下滑.....            | 6  |
| 图 4: 12 月以来日票房变化.....                    | 7  |
| 图 5: 开业影院数量直线回升.....                     | 7  |
| 图 6: 历年春节档票房情况 (不含服务费) .....             | 7  |
| 图 7: 2023 年春节档日票房变化 (不含服务费) .....        | 7  |
| 图 8: 春节档平均票价变化 (含服务费) .....              | 8  |
| 图 9: 春节档平均观影人次变化.....                    | 8  |
| 图 10: 历年春节档单日票房变化对比.....                 | 8  |
| 图 11: 2010-2022 年北美电影总票房.....            | 10 |
| 图 12: 2017-2022 年北美地区电影供给情况.....         | 10 |
| 图 13: 广告投放持续下滑.....                      | 10 |
| 图 14: 2016-2023 年 1 月游戏版号发放数量.....       | 12 |
| 图 15: 2021 年 1 月-2023 年 1 月每月版号发放情况..... | 12 |
| 图 16: 中国移动游戏市场实际销售收入 (季度) .....          | 13 |
| 图 17: 中国移动游戏市场实际销售收入 (年度) .....          | 13 |
| 图 18: 游戏板块 TTM-PE 处于历史低位.....            | 13 |
| 图 19: 机构对游戏公司配置急剧下降.....                 | 14 |
| 图 20: 相比 20 年高点游戏指数下跌 52.4%.....         | 14 |
| 图 21: ChatGPT 训练模型.....                  | 15 |
| 图 22: ChatGPT 百度搜索指数大幅提升.....            | 15 |
| 图 23: AIGC 生成的获奖绘画作品《太空歌剧院》 .....        | 15 |
| 图 24: AIGC 应用场景.....                     | 15 |
| 图 25: 年度营业收入 (亿元) 及增速.....               | 16 |
| 图 26: 年度归母净利润 (亿元) 及增速.....              | 16 |
| 图 27: 季度营业收入 (亿元) 及增速.....               | 16 |
| 图 28: 季度归母净利润 (亿元) 及增速.....              | 16 |
| 图 29: 各行业 PE-TTM.....                    | 17 |
| 图 30: PB、PE 历史分位数.....                   | 17 |

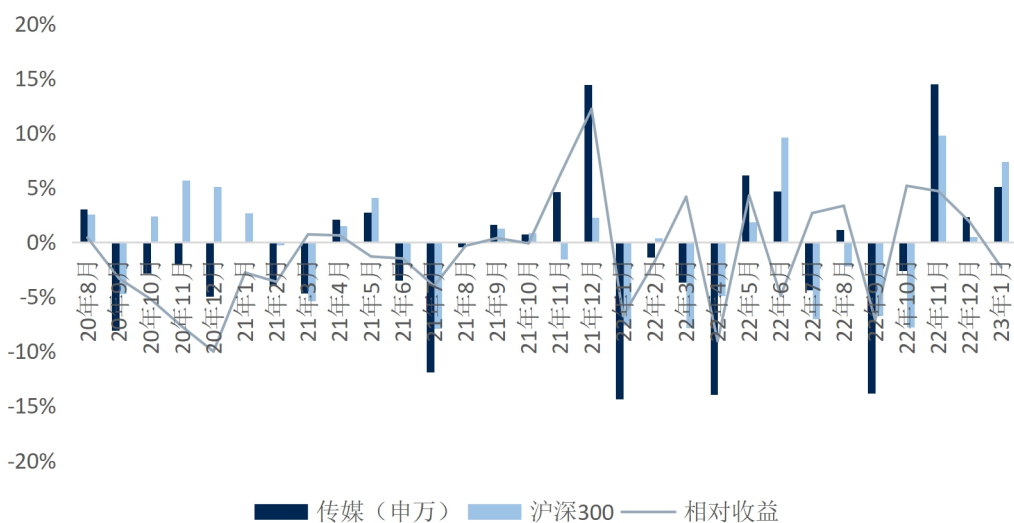
|   |    |
|---|----|
| 表1：1月涨跌幅排行.....                           | 6  |
| 表2：2023年待映热门电影片单（截至1月28日，猫眼想看人数超10万）..... | 8  |
| 表3：IMF对主要经济体经济增长预期（%）.....                | 11 |
| 表4：重点公司估值表.....                           | 18 |

## 传媒板块行情回顾：跑输市场表现

### 板块表现回顾

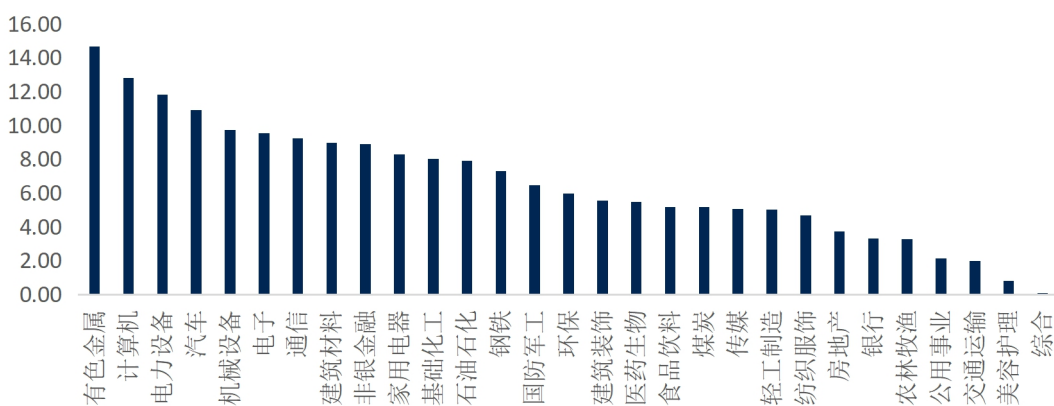
1 月份传媒（申万传媒指数）板块上涨 5.06%，但跑输沪深 300 指数 2.31 个百分点，在申万一级 31 个行业中，传媒板块排名第 20 位；个股表现分化显著，12 月份表现较强的数据要素主题调整幅度较大、复苏主线（广告及影视娱乐）表现较弱，AIGC 概念及业绩高增长标的表现相对较好。

图1：一月跑输市场表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：一月传媒行业涨幅(%)排名第 20 位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 个股表现

个股表现上，ST 新文、视觉中国、天威视讯、ST 中昌、恺英网络、三人行等标的领涨；生意宝、中科云网、金逸影视、北京文化、幸福蓝海等上月表现较好的中小市值标的跌幅居前。

表1：1月涨跌幅排行

| 1月涨幅排行    |        |     |     |       | 1月跌幅排行    |        |      |      |       |
|-----------|--------|-----|-----|-------|-----------|--------|------|------|-------|
| 代码        | 公司     | 月涨幅 | 年涨幅 | 市值(亿) | 代码        | 公司     | 月涨跌幅 | 年涨跌幅 | 市值(亿) |
| 300336.SZ | *ST 新文 | 38% | 38% | 14    | 002095.SZ | 生意宝    | -20% | -20% | 56    |
| 000681.SZ | 视觉中国   | 24% | 24% | 71    | 002306.SZ | 中科云网   | -15% | -15% | 38    |
| 002238.SZ | 天威视讯   | 24% | 24% | 44    | 002905.SZ | 金逸影视   | -15% | -15% | 33    |
| 600242.SH | *ST 中昌 | 22% | 22% | 7     | 000802.SZ | 北京文化   | -15% | -15% | 33    |
| 002558.SZ | 巨人网络   | 21% | 21% | 157   | 300528.SZ | 幸福蓝海   | -13% | -13% | 27    |
| 300051.SZ | 三五互联   | 21% | 21% | 20    | 600576.SH | 祥源文旅   | -11% | -11% | 76    |
| 002517.SZ | 恺英网络   | 20% | 20% | 127   | 300392.SZ | *ST 腾信 | -10% | -10% | 13    |
| 605168.SH | 三人行    | 20% | 20% | 71    | 600052.SH | 东望时代   | -8%  | -8%  | 42    |
| 002174.SZ | 游族网络   | 18% | 18% | 71    | 300148.SZ | 天舟文化   | -8%  | -8%  | 28    |
| 002291.SZ | 遥望科技   | 16% | 16% | 153   | 600715.SH | 文投控股   | -7%  | -7%  | 42    |

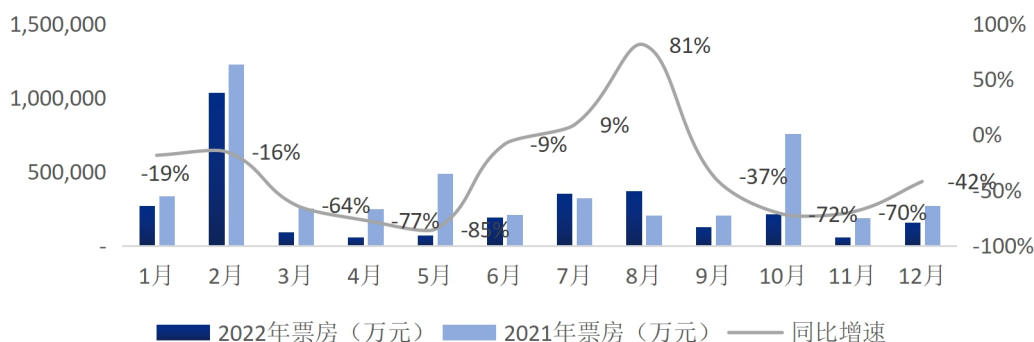
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 春节档验证修复潜力，持续看好复苏主线

### 春节档票房影史第二，全年复苏有望

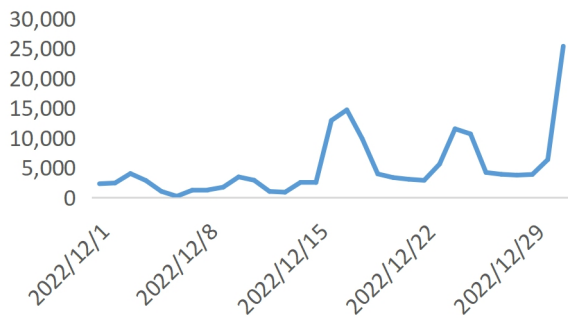
**疫情管控政策转向扭转电影行业趋势。**1) 受疫情管控等外部因素影响，2022 年国内电影市场内容供给、影院开业率持续处于低位，全国 41.5%的影院停业时间长达 3 个月以上，从而导致全年总产出仅为 301 亿元，同比下滑 36%；2) 12 月中疫情管控政策拐点变化之后，行业整体经营环境快速逆转、开业影院数量直线回升，从最低点（12 月 6 日）全国 8.5%的开业率回升至月底 90%左右的开业率，景气度及从业者信心得到大幅提振，行业经营趋势实现逆转。

图3：国内票房市场 22 年以来同比持续下滑



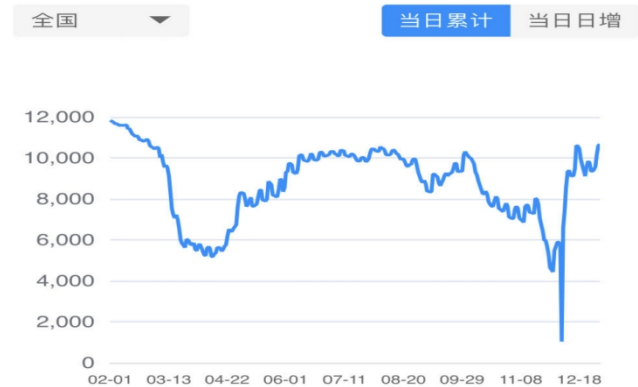
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图4：12月以来日票房变化



资料来源：艺恩数据，国信证券经济研究所整理

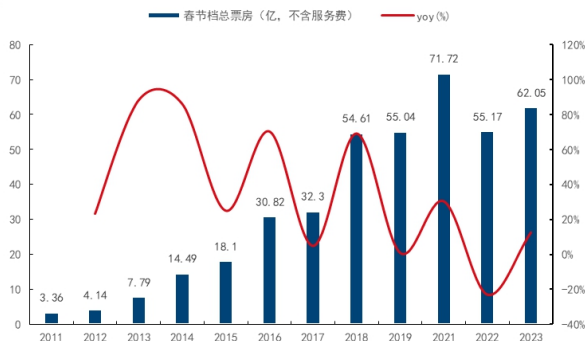
图5：开业影院数量直线回升



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

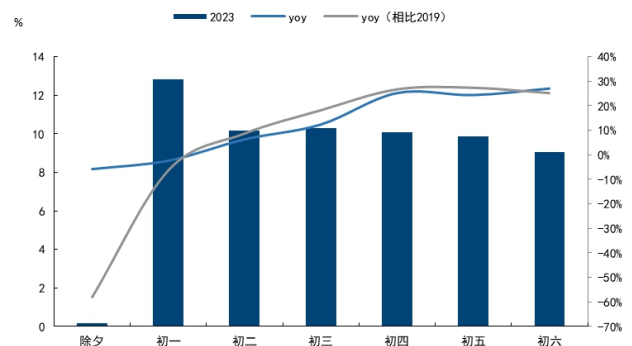
**优质内容供给释放观影需求，2023 年电影市场迎来开门红。**1) 在《流浪地球》、《满江红》、《熊出没》等优质内容提振下，2023 年中国春节档票房取得 62.05 亿（不含服务费）的成绩，同比增加 12.47%，录得中国春节档影史第二高，仅次于 2021 年的 71.71 亿，超过疫情前 2019 年的 55.04 亿；2) 截至 1 月 31 日，国内票房达到 97.2 亿元，同比 21 年增长 258.9%，创历年一月票房新高。

图6：历年春节档票房情况（不含服务费）



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

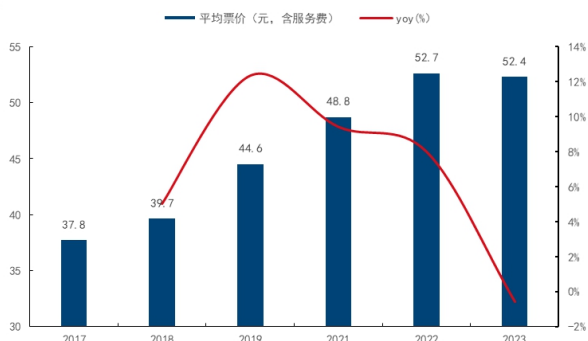
图7：2023 年春节档日票房变化（不含服务费）



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

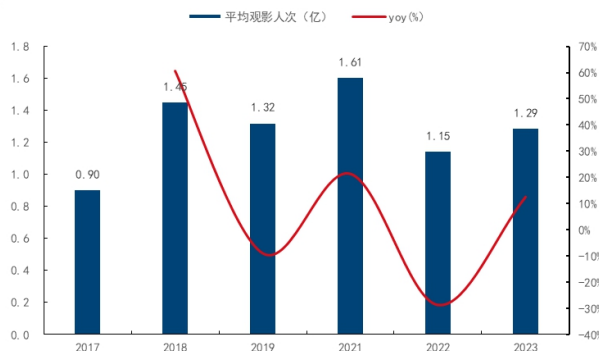


图8：春节档平均票价变化（含服务费）



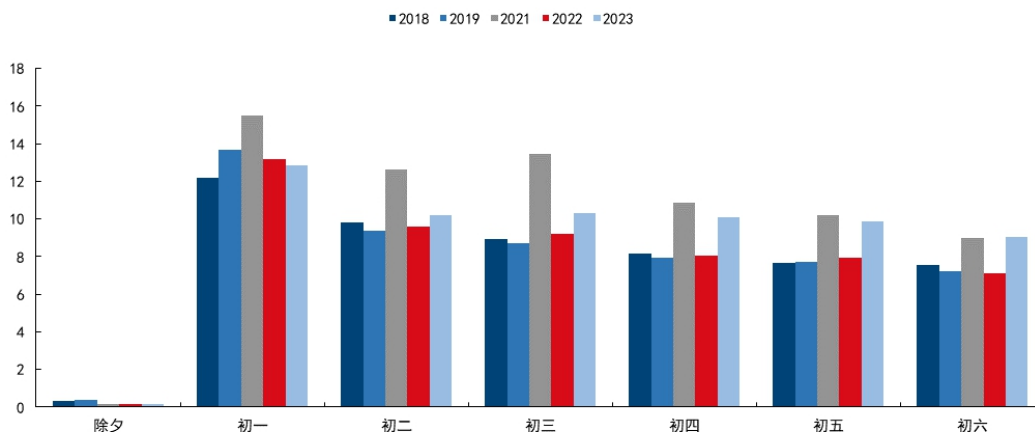
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图9：春节档平均观影人次变化



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图10：历年春节档单日票房变化对比



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

**优质内容陆续上线，全年票房市场超预期复苏有望。**1) 从国产片来看，根据猫眼想看人数，2023 年超 10 万且待映、未确定档期的国产电影有 21 部，2 月确定档期猫眼想看超 20 万的国产电影有《风再起时》、《中国乒乓之绝地反击》；2)，2020-2022 年海外引进影片数量分别为 59/67/57 部，约为疫情前的一半。疫情期间，随着海外头部影片引进数量减少，进口片票房占比也从疫情前超过 35%降至 15%上下；而随着好莱坞内容产能释放，23 年累计的进口片优质内容有望集中释放，加速电影市场复苏进度；3) 参考 2022Q1 北美疫后放开后电影市场修复进度（2022 年恢复至 2019 年票房约 65%），我们认为在更为充裕的内容供给及疫情环境下，中性假设下 2023 年中国电影票房有望恢复至 2019 年票房的 70%-80%水平。

表2：2023 年待映热门电影片单（截至 1 月 28 日，猫眼想看人数超 10 万）

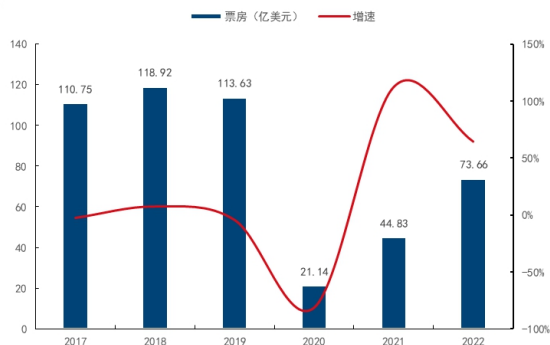
| 编号 | 电影名称 | 定档日期     | 影片类型     | 导演  | 主演         | 出品公司      | 联合出品公司  | 发行公司    | 猫眼想看人数  |
|----|------|----------|----------|-----|------------|-----------|---------|---------|---------|
| 1  | 风再起时 | 2023/2/5 | 犯罪/剧情/动作 | 翁子光 | 郭富城、梁朝伟、杜鹃 | 大地时代、美亚电影 | 博纳影业、猫眼 | 猫眼、大地时代 | 225,316 |



|    |             |           |          |        |                 |                       |                        |             |         |
|----|-------------|-----------|----------|--------|-----------------|-----------------------|------------------------|-------------|---------|
| 2  | 黑豹 2        | 2023/2/7  | 动作/奇幻/冒险 | 瑞恩·库格勒 | 利蒂希娅·赖特、露皮塔·尼永奥 | 美国漫威影业                | -                      | 中国电影、华夏电影   | 203,843 |
| 3  | 中国乒乓之绝地反击   | 2023/2/17 | 剧情/运动    | 邓超、俞白眉 | 邓超、孙俪、许魏洲       | 恒业影业、爱奇艺              | 中国电影、上海电影、光线传媒、猫眼、幸福蓝海 | 恒业影业、爱奇艺    | 219,597 |
| 4  | 蚁人与黄蜂女：量子狂潮 | 2023/2/17 | 科幻/冒险    | 佩顿·里德  | 保罗·路德、伊万·杰琳·莉莉  | 美国漫威影业                | -                      | 中国电影、华夏电影   | 152,984 |
| 5  | 我的初恋十八岁（重映） | 2023/2/18 | 青春/爱情    | 王择谚    | 林宸涵、曹峻祥、翁虹      | 梦影时光                  | -                      | 基点影视        | 118,889 |
| 6  | 长空之王        | 2023/4/28 | 剧情/动作    | 刘晓世    | 王一博、胡军、周冬雨      | 亨东影业、阿里巴巴影业、中国电影、博纳影业 | 上海电影、猫眼、抖音             | 阿里巴巴影业、华夏电影 | 395,220 |
| 7  | 人生路不熟       | 2023/4/28 | 喜剧/剧情    | 易小星    | 乔杉、范丞丞、马丽       | 亨东影业、中国电影、横店影业        | -                      | -           | 105,433 |
| 8  | 检察风云        | 2023/4/29 | 剧情/犯罪    | 麦兆辉    | 黄景瑜、白百合、王丽坤     | 最高人民检察院影视中心、文投控股      | 猫眼、华夏电影                | 猫眼、华夏电影     | 309,168 |
| 9  | 请别相信她       | 2023/5/20 | 喜剧/爱情    | 杨沅翰    | 章若楠、吴昱翰、吴彦姝     | 大地时代、猫眼、金逸影视          | 捷成股份                   | 猫眼          | 132,545 |
| 10 | 超能一家人       | 2023 年待定  | 喜剧/奇幻/动作 | 宋阳     | 艾伦、沈腾、陶慧        | 开心麻花影业、中国电影、阿里巴巴影业    | 横店影业                   | 淘票票、中国电影    | 733,238 |
| 11 | 前任 4：英年早婚   | 2023 年待定  | 爱情/喜剧    | 田羽生    | 韩庚、郑恺、于文文       | 华谊兄弟、新圣堂影业            | -                      | -           | 495,835 |
| 12 | 平原上的火焰      | 2023 年待定  | 爱情/犯罪    | 张骥     | 周冬雨、刘昊然、梅婷      | 猫眼、潇湘电影               | 西部国家版权交易中心             | 猫眼          | 360,267 |
| 13 | 维和防暴队       | 2023 年待定  | 动作/剧情    | 李达超    | 黄景瑜、王一博、钟楚曦     | 中中影业、捷成股份、万达影视        | -                      | -           | 294,763 |
| 14 | 回廊亭         | 2023 年待定  | 犯罪/悬疑/爱情 | 来牧宽    | 任素汐、刘敏涛、李传缨     | 天马映像影业、东阳向上影业         | 猫眼、中国电影                | 猫眼、中国电影     | 271,843 |
| 15 | 暗杀风暴        | 2023 年待定  | 犯罪/悬疑    | 邱礼涛    | 张智霖、古天乐、吴镇宇     | 银都机构、昇格传媒、爱奇艺         | 金逸影视                   | 淘票票、昇格传媒    | 258,840 |
| 16 | 热烈          | 2023 年待定  | 剧情       | 大鹏     | 黄渤、王一博          | 儒意影业、他城影业、中国电影        | 华数传媒                   | -           | 184,097 |
| 17 | 断网          | 2023 年待定  | 犯罪/动作/剧情 | 黄庆勋    | 郭富城、任达华、林家栋     | 银都机构、昇格传媒、寰亚电影        | 横店影业、中国电影              | -           | 173,698 |
| 18 | 巨齿鲨 2：深渊    | 2023 年待定  | 动作/科幻/冒险 | 本·维特利  | 吴京、杰森·斯坦森、蔡书雅   | 华人影业                  | -                      | -           | 152,573 |
| 19 | 惊天救援        | 2023 年待定  | 剧情/灾难    | 彭顺     | 杜江、王千源、佟丽娅      | 亚太华影、寰宇纵横、联瑞影业        | -                      | -           | 132,687 |
| 20 | 倒数说爱你       | 2023 年待定  | 爱情/奇幻    | 林孝谦    | 陈飞宇、周也、赵小棠      | 万达影业                  | -                      | -           | 119,384 |
| 21 | 念念相忘        | 2023 年待定  | 青春/爱情    | 刘雨霖    | 刘浩存、宋威龙、卜冠今     | 亨东影业                  | -                      | -           | 106,342 |

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图11：2017-2022 年北美电影总票房



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图12：2017-2022 年北美地区电影供给情况

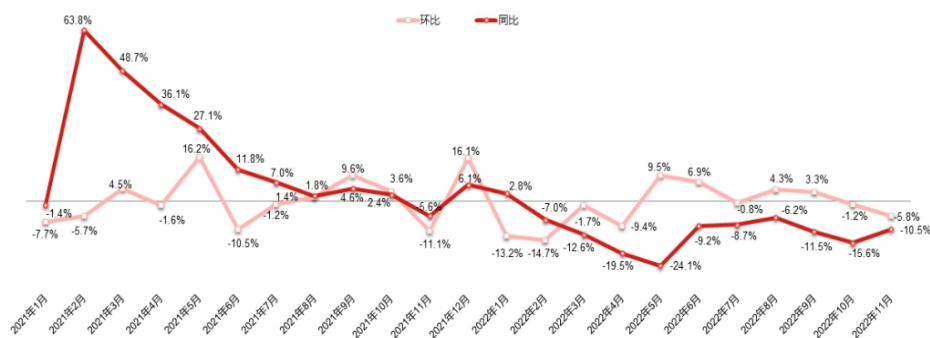


资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

## 广告市场景气度有望底部反转，媒介资源及相关内容、服务环节有望拐点向上

**宏观经济波动压制广告产业链。**1) 广告主预算投放意向与宏观经济预期高度相关，同时广告预算波动直接对媒介端收入产生影响（互联网、长视频、短视频等），进而对内容需求（影视剧等）、营销服务等环境产生影响；2) 在 2022 年疫情波动、全球宏观经济面临压力的背景下，国内广告市场持续萎缩，根据 CTR 的统计数据，1-11 月份广告同比下滑 10.4%，预计全年下滑 12% 左右（主要受 12 月份疫情管控政策转向所带来的短期冲击）；3) 与之相应的对广告资源端（典型如芒果超媒、分众传媒、兆讯传媒以及主要互联网平台）收入产生较大压力，同时进一步压制了内容及营销服务环节业绩表现。

图13：广告投放持续下滑



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

**宏观经济预期向好，广告产业链有望触底向上。**1) 根据 IMF 对主要经济体的增长预期展望，预计中国 2023/24 年 GDP 增速有望分别达到 5.2%、4.5%，在主要经济体中位居前列，宏观经济预期有望触底向上；2) 宏观拐点之下，广告产业链有望迎来底部复苏时刻，从媒介资源端（分众传媒、芒果超媒、兆讯传媒等）到内容端（华策影视等）均有望持续受益。

表3：IMF 对主要经济体经济增长预期（%）

|                  | 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  |
| 尼日利亚             | 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

## 游戏行业有望重拾增长，把握中长线战略布局机会

### 版号常态化发放，新品周期有望带动景气度反转

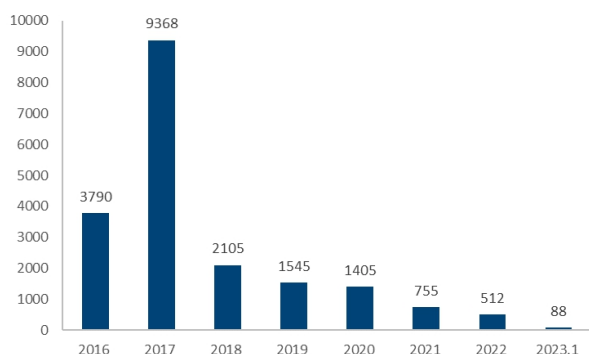
1月17日，国家新闻出版署发布2023年第一批国产网络游戏审批信息。本批次共计88款游戏获得版号，其中84款移动游戏，8款客户端游戏（含5款移动、客户端双平台游戏）和1款游戏机-Switch游戏。

从版号发放节奏来看，版号发放常态化。自2022年4月版号恢复发放以来，国家新闻出版署分别于2022年4月11日/6月7日/7月12日/8月1日/9月13日/11月17日/12月28日，分别发放国产游戏版号45/60/67/69/73/70/84/88款，2022年总计发放七个批次共474款国产网络游戏版号，并于2022年12月28日发放

44 款进口游戏版号。2023 年 1 月 17 日，国家新闻出版署发放 2023 年第一批次游戏版号，总体上仍保持在每月发放一次游戏版号的节奏。

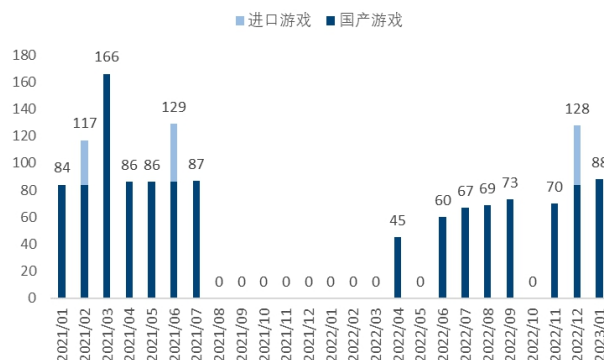
从版号发放的数量来看，版号数量缓步提升。自 2022 年 4 月恢复发放游戏版号至今，共发放 8 个批次的国产游戏版号，版号的数量也从 4 月第一批次的 45 款增至 1 月第八批次的 88 款，每批次的版号发放数量基本保持缓步提升态势。

图 14: 2016-2023 年 1 月游戏版号发放数量



资料来源：伽马数据、国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

图 15: 2021 年 1 月-2023 年 1 月每月版号发放情况

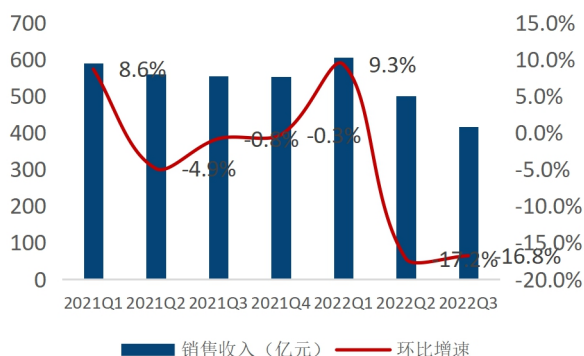


资料来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

**多家上市公司重点游戏获得版号。**本批次重点企业、重点游戏产品获得版号情况包括：腾讯《元梦之星》《黎明觉醒：生机》《白夜极光》、网易《超凡先锋》、米哈游《崩坏：星穹铁道》、三七互娱《扶摇一梦》《凡人修仙传：人界篇》《故土与新世界》、完美世界《天龙八部 2：飞龙战天》、心动公司《火炬之光：无限》、祖龙娱乐《以闪亮之名》、盛天网络《遇见梦幻岛》、冰川网络《暮光幻想》、汤姆猫《汤姆猫小小勇士》、吉比特《超进化物语 2》、恺英网络《龙神八部之西行纪》、宝通科技《起源：无尽之地》。

**新品周期驱动之下，行业景气度有望底部反转。**1) 受版号暂停、爆款新品匮乏以及宏观背景下的收入预期下降等因素影响，2022 年中国游戏市场遭遇了过去十年最严酷的寒冬：全年实现销售收入 2658.84 亿元，同比下降 10.33%，其中移动游戏市场实际销售收入 1930.58 亿元，同比下降 14.40%；2) 低基数下，新品供应增加、宏观预期改善，移动游戏市场景气度有望底部反转。版号重启之下，优质新品有望批量上市，累积的需求有望得到释放；在较低的基数下，国内移动游戏市场景气度有望持续改善。

图16: 中国移动游戏市场实际销售收入（季度）



资料来源：中国游戏产业研究院&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

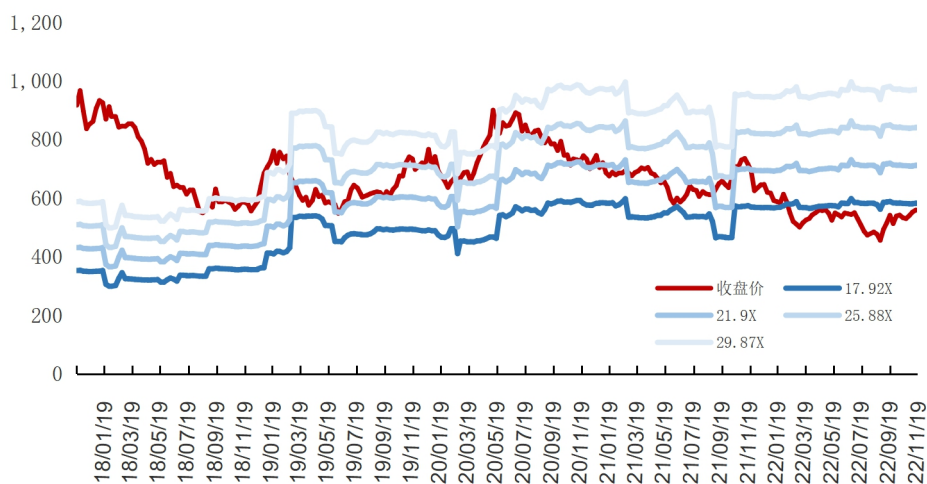
图17: 中国移动游戏市场实际销售收入（年度）



资料来源：中国游戏产业研究院&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

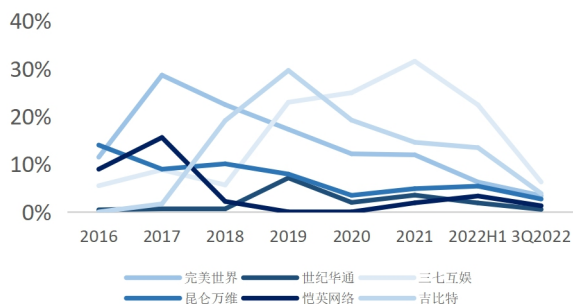
**景气度有望反转，低估值、低配置背景下具备较好的中长线布局价值。**1）相比上一轮游戏行业高点，游戏行业指数（申万游戏）下跌幅度达到52.4%，同期沪深300指数下跌14.7%，板块整体大幅跑输市场表现；2）从历史景气度与估值分位数来看，游戏板块（申万游戏指数）ROE处于历史30%分位数，PB处于8%分位数，绝对估值低于2018年底估值水平；机构持仓亦处于历史低位；3）景气度有望反转之下，估值与业绩均有显著上行空间，中长线布局价值凸显。

图18: 游戏板块 TTM-PE 处于历史低位



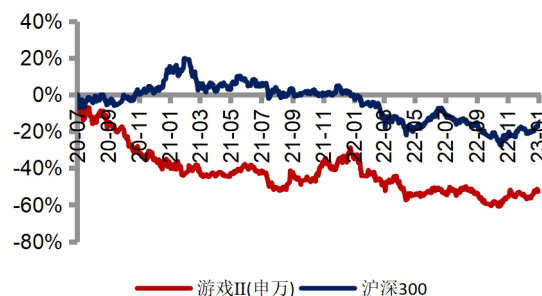
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图19：机构对游戏公司配置急剧下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图20：相比20年高点游戏指数下跌52.4%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## ChatGPT 引发市场关注，持续看好 AIGC 方向，关注相关主题投资机会

### 微软投资 OpenAI、ChatGPT 火爆全网

微软大手笔投资 OpenAI，引发市场对 AI 产业关注度大幅提升。1 月 23 日微软宣布与 ChatGPT 开发商 OpenAI 进行一项新的多年、数十亿美元的投资。微软拒绝提供具体金额，但此前媒体报道称，这项投资可能高达 100 亿美元。

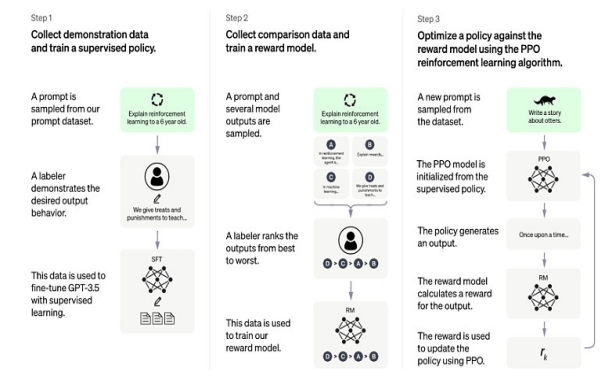
OpenAI 被 AI 研究人员评为全球三大 AI 实验室之一，该公司开发了可以在 Dota 2 等电子游戏中击败人类的游戏 AI 软件，该公司也是爆火 AI 聊天机器人 ChatGPT 的开发者。在此之前，2019 年 7 月微软以 10 亿美元投资 OpenAI；此外 OpenAI 的独家云服务提供商亦为微软，未来微软与 OpenAI 将共同打造超级计算并创造新的人工智能体验。

ChatGPT 是由人工智能研究实验室 OpenAI 在 2022 年 11 月 30 日推出的一款对话式 AI 模型。ChatGPT 是一种专注于对话生成的语言模型，可以根据用户的文本输入，产生相应的智能回答，既可以是简短的词语，也可以是长篇文章。其中 GPT 是 Generative Pre-trained Transformer（生成型预训练变换模型）的缩写。从应用场景上来看，可以用来创作故事、撰写新闻、回答客观问题、聊天、写代码和查找代码问题等。

ChatGPT 是基于 GPT-3.5（Generative Pre-trained Transformer 3.5）架构开发的对话 AI 模型；其受到广泛认可的重要原因是引入了 RLHF（基于人类反馈的强化学习），其解决了人工智能模型的产出于人类认知等领域保持一直的问题；GPT 系列自然语言处理模型起源于 2018 年 6 月的 GPT-1 模型，经过数代的模型迭代，ChatGPT 已经从早期的 1.17 亿参数量提升至当前的千亿级以上，在数据、算法、算力上处于业内领先水平。



图21: ChatGPT 训练模型



资料来源: OpenAI, 国信证券经济研究所整理

图22: ChatGPT 百度搜索指数大幅提升



资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

## ChatGPT 火爆出圈的背后，AIGC 的时代机遇

AIGC (AI Generated Content)，即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，ChatGPT 正是其典型应用之一。

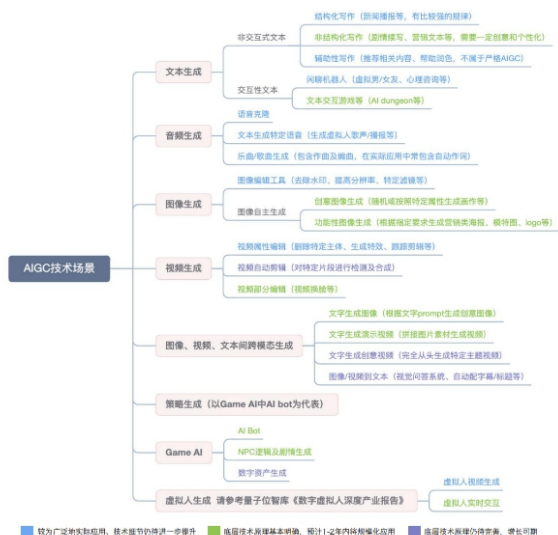
AIGC 可以助力文本、音频、图像和视频等内容生成，并实现不同内容模态之间的转化，譬如通过文字或图像生成视频。从内容生成方式发展来看，随着深度学习技术的进一步发展和商业化的持续探索，AIGC 有望成为继专业生产内容 (PGC)、用户生产内容 (UGC) 之后的新型内容创作方式，实现从简单的降本增效向创造额外价值转移，提升内容生产效率、并最终实现商业模式的转变，具备场景落地优势以及 IP 内容资源优势的平台及内容公司有望胜出，建议关注芒果超媒、视觉中国、中文在线、掌阅科技等标的。

图23: 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

图24: AIGC 应用场景



资料来源: 量子位, 国信证券经济研究所整理

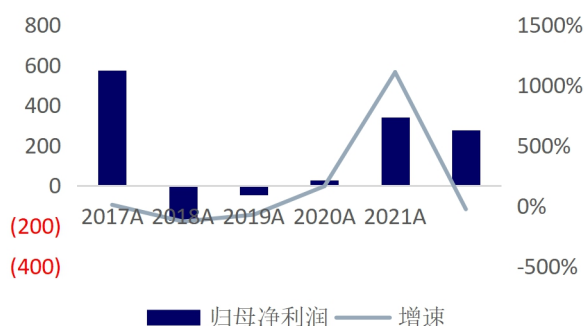


## 投资建议：持续看好行业复苏，关注 AIGC、WEB3 等新科技主题

### 估值与景气度存在双重修复空间

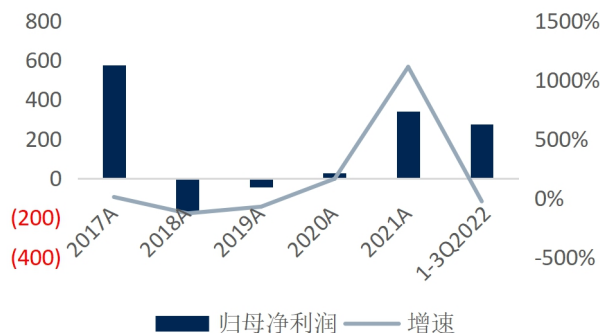
外部因素压制板块近年经营业绩表现。监管政策扰动微观经营周期，宏观经济下行压力导致广告投放及文娱消费承压，疫情管控加大线下娱乐下行风险；22 年以来外部负面约束冲击强化并成为产业及市场表现的核心变量。从业绩上来看，2022 年 1-3Q 股传媒板块上市公司共计实现营业收入 4699 亿元、归母净利润 276 亿元，同比分别增长 2%、-29%，营收基本稳定、净利润出现明显下滑；主要原因在于疫情对影视娱乐行业经营产生显著影响，同时宏观经济增速下降对广告主广告投放亦产生较大影响。

图 25：年度营业收入（亿元）及增速



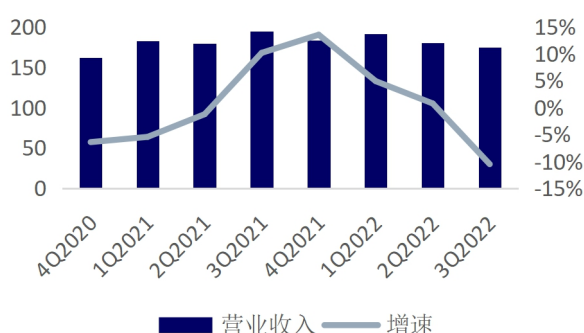
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 26：年度归母净利润（亿元）及增速



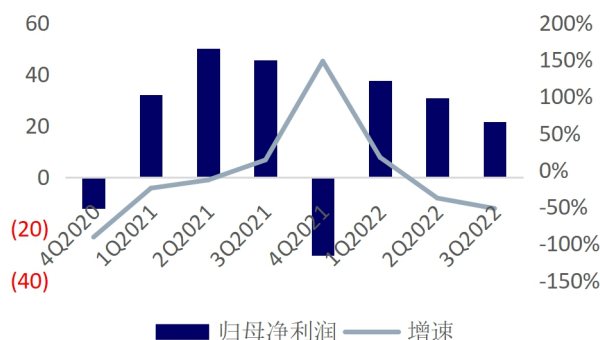
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 27：季度营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 28：季度归母净利润（亿元）及增速

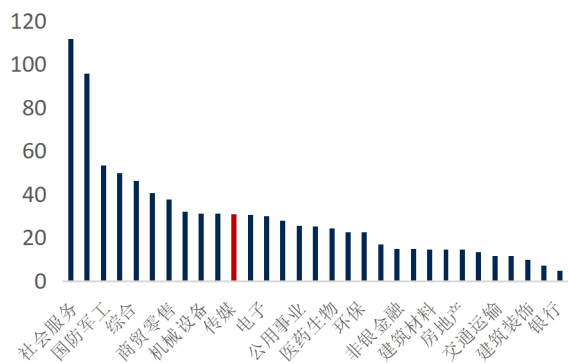


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

低景气度下的低估值，具备向上修复空间。我们用 PE、PB 两种估值体系观察传媒板块估值波动，从申万传媒指数来看，在盈利能力处于低位的情况下、当前行业 ttm PE 30x，处于历史低位；PB 则为 1.9x，亦处于历史低位；从历史估值分位

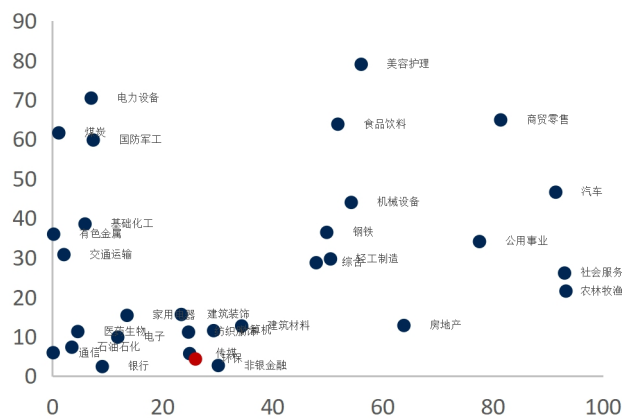
来看，PE、PB 估值分别处于历史分位数的 25%、6%，显著低于同样受疫情冲击显著的社服、出行等板块；在疫情防控政策转向、外部宏观经济有望底部回升的背景下。

图 29：各行业 PE-TTM



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 30：PB、PE 历史分位数



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 看好基本面底部拐点所带来的业绩与估值双重提升机会，关注 AIGC、WEB3 等主题

1) 关注外部负面冲击减弱之下的基本面及估值低位修复可能，重点推荐线下娱乐及广告营销产业链，自下而上关注游戏个股。影视 IP 推荐光线传媒、华策影视、万达电影、阅文集团等标的；广告营销及互联网产业链推荐分众传媒、兆讯传媒、芒果超媒、哔哩哔哩、遥望科技、三人行、蓝色光标等标的；游戏板块推荐恺英网络、三七互娱、吉比特、完美世界，关注昆仑万维、电魂网络、姚记科技、心动公司等标的；潮玩行业推荐泡泡玛特；

2) 关注新科技及商业模式推进所带来的主题投资机会，重点推荐 AIGC、web3、等方向，建议关注视觉中国、中文在线、阜博集团、三人行、蓝色光标、浙文互联、风语筑等标的；

3) 1 月投资组合为光线传媒、兆讯传媒、恺英网络、吉比特、芒果超媒，2 月投资组合为恺英网络、三七互娱、芒果超媒、视觉中国、心动公司。

### 1 月投资组合表现

| 代码        | 简称     | 股价       | 月涨幅    | 相对沪深 300 涨幅 | 相对行业指数涨幅 |
|-----------|--------|----------|--------|-------------|----------|
| 300251    | 光线传媒   | 8.17     | -5.31% | -12.68%     | -10.37%  |
| 301102    | 兆讯传媒   | 38.09    | 3.46%  | -3.91%      | -1.61%   |
| 002517    | 恺英网络   | 8.29     | 20.12% | 12.75%      | 15.06%   |
| 603444    | 吉比特    | 350.85   | 13.00% | 5.63%       | 7.94%    |
| 300413    | 芒果超媒   | 31.20    | 1.53%  | -5.83%      | -3.53%   |
| 801760.SI | 传媒（申万） | 581.24   | 5.06%  | -2.31%      |          |
| 000300.SH | 沪深 300 | 4,181.15 | 7.37%  |             |          |

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表4: 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)    | 2020   | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2020 | 2021  | 2022E | 2023E |
| 300788.SZ | 中信出版   | 增持 | 21.68  | 41.22   | 1.48   | 1.27    | 1.10    | 1.31    | 15   | 17    | 20    | 16    |
| 603096.SH | 新经典    | 增持 | 20.41  | 33.17   | 1.35   | 0.80    | 1.12    | 1.38    | 15   | 25    | 18    | 15    |
| 603999.SH | 读者传媒   | 增持 | 5.91   | 34.0416 | 0.13   | 0.15    | 0.19    | 0.22    | 46   | 40    | 32    | 27    |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐   | 增持 | 5.18   | 76.60   | (0.30) | (0.28)  | 0.01    | 0.10    | (17) | (18)  | 426   | 52    |
| 002739.SZ | 万达电影   | 增持 | 14.07  | 306.64  | (3.06) | 0.05    | (0.23)  | 0.50    | (5)  | 288   | (60)  | 28    |
| 300133.SZ | 华策影视   | 买入 | 5.25   | 99.81   | 0.21   | 0.21    | 0.23    | 0.28    | 25   | 25    | 23    | 19    |
| 300251.SZ | 光线传媒   | 买入 | 8.24   | 241.73  | 0.10   | (0.11)  | 0.06    | 0.33    | 83   | (78)  | 136   | 25    |
| 600977.SH | 中国电影   | 增持 | 13.06  | 243.83  | (0.30) | 0.13    | (0.11)  | 0.51    | (44) | 103   | (120) | 26    |
| 002291.SZ | 星期六    | 买入 | 15.2   | 138.51  | 0.03   | (0.77)  | 0.62    | 1.03    | 570  | (20)  | 24    | 15    |
| 300058.SZ | 蓝色光标   | 增持 | 5.58   | 139.00  | 0.29   | 0.21    | 0.13    | 0.26    | 19   | 27    | 44    | 22    |
| 600556.SH | 天下秀    | 增持 | 7.6    | 137.39  | 0.16   | 0.20    | 0.17    | 0.23    | 46   | 39    | 45    | 33    |
| 600986.SH | 浙文互联   | 增持 | 5.53   | 73.13   | 0.07   | 0.22    | 0.29    | 0.38    | 78   | 25    | 19    | 15    |
| 603825.SH | 华扬联众   | 增持 | 15.24  | 38.61   | 0.83   | 0.90    | 1.05    | 1.46    | 18   | 17    | 15    | 10    |
| 605168.SH | 三人行    | 增持 | 111.17 | 112.73  | 3.58   | 4.98    | 7.22    | 10.10   | 31   | 22    | 15    | 11    |
| 002027.SZ | 分众传媒   | 买入 | 6.8    | 982.07  | 0.28   | 0.42    | 0.21    | 0.32    | 25   | 16    | 32    | 21    |
| 301102.SZ | 兆讯传媒   | 买入 | 38.84  | 77.68   |        | 1.60    | 1.12    | 1.80    |      | 24    | 35    | 22    |
| 002517.SZ | 恺英网络   | 增持 | 8.08   | 173.92  | 0.08   | 0.27    | 0.45    | 0.57    | 98   | 30    | 18    | 14    |
| 002555.SZ | 三七互娱   | 买入 | 20.69  | 458.88  | 1.24   | 1.30    | 1.35    | 1.59    | 17   | 16    | 15    | 13    |
| 002602.SZ | 世纪华通   | 增持 | 4.11   | 306.30  | 0.40   | 0.31    | 0.27    | 0.37    | 10   | 13    | 15    | 11    |
| 002605.SZ | 姚记科技   | 增持 | 15.44  | 63.39   | 2.66   | 1.40    | 1.04    | 1.31    | 6    | 11    | 15    | 12    |
| 002624.SZ | 完美世界   | 增持 | 14.15  | 274.51  | 0.80   | 0.19    | 0.97    | 1.08    | 18   | 74    | 15    | 13    |
| 300031.SZ | 宝通科技   | 增持 | 15     | 61.80   | 1.06   | 0.98    | 0.73    | 1.22    | 14   | 15    | 20    | 12    |
| 300113.SZ | 顺网科技   | 增持 | 11.35  | 78.80   | 0.13   | 0.09    | 0.10    | 0.17    | 87   | 129   | 114   | 68    |
| 300418.SZ | 昆仑万维   | 增持 | 16.86  | 199.33  | 4.22   | 1.31    | 0.90    | 1.10    | 4    | 13    | 19    | 15    |
| 603444.SH | 吉比特    | 买入 | 351.05 | 252.29  | 14.56  | 20.43   | 19.42   | 23.19   | 24   | 17    | 18    | 15    |
| 000681.SZ | 视觉中国   | 买入 | 16     | 112.09  | 0.20   | 0.22    | 0.21    | 0.33    | 79   | 73    | 77    | 49    |
| 300413.SZ | 芒果超媒   | 买入 | 31.2   | 583.66  | 1.06   | 1.13    | 1.38    | 1.64    | 29   | 28    | 23    | 19    |
| 603533.SH | 掌阅科技   | 增持 | 17.01  | 74.66   | 0.60   | 0.34    | 0.43    | 0.58    | 28   | 50    | 39    | 29    |
| 9626.HK   | 哔哩哔哩-W | 买入 | 203.60 | 834.60  | (7.35) | (16.56) | (19.10) | (12.32) | (28) | (12)  | (11)  | (17)  |
| 9992.HK   | 泡泡玛特   | 买入 | 25.50  | 352.04  | 0.38   | 0.62    | 0.57    | 0.85    | 67   | 41    | 45    | 30    |
| 2400.HK   | 心动公司   | 买入 | 27.60  | 132.61  | 0.02   | (1.80)  | (1.05)  | 0.08    | 1450 | (15)  | (26)  | 354   |
| 0302.HK   | 中手游    | 增持 | 2.04   | 56.47   | 0.25   | 0.22    | 0.05    | 0.21    | 8    | 9     | 40    | 10    |
| 3738.HK   | 阜博集团   | 买入 | 4.78   | 101.27  | 0.00   | (0.01)  | 0.04    | 0.07    | 966  | (447) | 121   | 68    |
| 9990.HK   | 祖龙娱乐   | 增持 | 4.46   | 35.68   | (0.95) | (0.38)  | (0.52)  | 0.36    | (5)  | (12)  | (9)   | 12    |
| 0772.HK   | 阅文集团   | 买入 | 41.80  | 424.37  | (4.42) | 1.82    | 1.01    | 1.35    | (9)  | 23    | 41    | 31    |
| 1119.HK   | 创梦天地   | 增持 | 4.11   | 57.97   | (0.31) | (0.11)  | (0.07)  | 0.14    | (13) | (37)  | (58)  | 29    |

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

## 免责声明

### 分析师声明

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。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 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中所提及的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 层

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