

# 传媒行业 2022 年业绩前瞻与展望

严冬已过，暖风徐来

超配

## 核心观点

**22 年整体遭遇业绩寒冬，机构配置持续低位。**1) 外部诸多负面压制下，A 股传媒板块 90 家业绩预告上市公司中，38 家盈利、52 家亏损；绝对值上 5 家全年业绩超过 10 亿，亏损额最大的为世纪华通（70 亿元，主要为商誉计提）；Q4 单季度大部分公司录得亏损、仅有 27 家业绩为正；绩增速上仅 20 家实现了正增长，Q4 单季度更是呈现加速下滑的趋势；2) Q4 末机构持仓占比板块 1.57%、仓位配置占比仅 0.28%，处于十年低位。持仓前十个股占比 83%，集中度进一步提升。

**短期：负面因素消退，主要板块景气度有望触底回升。**监管政策、宏观环境、疫情管控以及历史商誉等问题压制景气度表现，展望 23 年，寒冬已过、核心板块有望迎来基本面复苏时刻，盈利能力将持续改善：1) 游戏版号重启、新品大年驱动国内需求释放，海外市场增量可期，头部公司有望迎来行业复苏与集中度双重推动；2) 广告：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）乃至营销服务环节均有望持续受益；3) 影视：春节档验证复苏潜力，优质内容（国产及进口）供给加速国内观影需求释放，影视行业迎来确定性复苏时刻、高固定资产投入有望带来高利润弹性，院线及头部内容公司持续受益。

**中期：新科技加速落地，从主题到成长渐行渐近。**新科技以及与之相应的新商业模式是驱动传媒行业板块性投资机会的主要来源；1) VR/AR、AI、云计算、5G 等新科技逐步走向成熟，为下一代信息技术创新奠定了良好基础，媒介与内容形式的创新一触即发；2) 以 web3 为代表的新理念有望带动互联网的迭代与重构；3) 新科技（AI 等）、新模式（web3 等）创新持续推动之下，传媒板块有望持续迎来从主题到成长的持续性机会。

**风险提示：**疫情反复；政策监管风险；科技落地低于预期；市场竞争加剧。

**投资建议：**行业有望迎来业绩与估值双重提升期，两条主线：1) 景气度底部拐点，低配置、低估值下的修复机会：重点推荐线下娱乐及广告营销产业链，战略性把握游戏板块机会、自下而上推荐游戏个股，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) 新科技持续落地，从主题到成长，板块有望迎来新型赛道投资机遇期，重点看好 AIGC、web3、VRAR、数字人、数据要素等方向，关注芒果超媒、阜博集团、视觉中国、中文在线、昆仑万维、蓝色光标、遥望网络、浙数文化等标的。

## 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	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002027.SZ	分众传媒	买入	6.68	964.74	0.28	0.42	23.9	15.9
002555.SZ	三七互娱	买入	18.10	401.43	1.44	1.66	12.6	10.9
300413.SZ	芒果超媒	买入	30.02	561.59	1.15	1.34	26.1	22.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 行业研究 · 行业专题

### 传媒

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

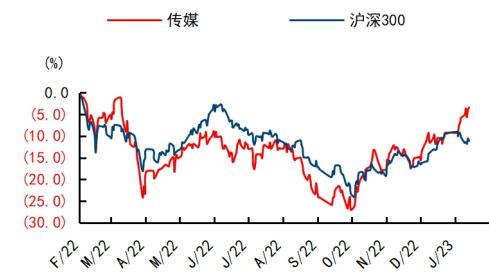
证券分析师：夏妍

021-60933162

cnxiayan2@guosen.com.cn

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

《传媒互联网周报-ChatGPT 加速商业化，看好 AIGC 在游戏、数字人领域的应用》——2023-02-12

《传媒互联网周报-持续看好 AIGC 方向，关注 web3 概念海外映射》——2023-02-05

《传媒行业 2023 年 2 月投资策略-复苏进行时，关注 AIGC 时代机遇》——2023-02-02

《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-以影史第二高迎开门红，信心重塑进行时》——2023-01-29

# 内容目录

<b>整体表现：年报业绩承压，机构配置处于低位</b> .....	5
2022 整体遭遇业绩寒冬.....	5
机构配置占比处于低位，持续下行.....	8
<b>景气度有望触底向上</b> .....	9
游戏：下行周期已过，多因素驱动行业反转向上.....	9
广告：宏观经济预期向好，23 年板块有望持续温和复苏.....	15
影视：看好 2023 年内容供给端修复.....	20
<b>新一轮科技红利渐行渐近</b> .....	25
科技是传媒互联网成长的中期核心驱动力.....	25
AI 落地：从信息分发到内容生成（AIGC）.....	25
Web3：互联网商业模式的迭代与重构.....	30
<b>投资建议：复苏与成长兼备，看好景气度与主题驱动下的板块投资机会</b> .....	32
估值与景气度存在双重修复空间.....	32
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 等新兴科技方向.....	33
<b>风险提示</b> .....	34

# 图表目录

图1: 年报业绩预告区间分布（预告区间均值，单位：亿元）	5
图2: 22年Q4业绩预告区间分布（预告区间均值，单位：亿元）	5
图3: 传媒板块90家公司业绩预告分布情况	6
图4: 机构配置（亿元）及占比	9
图5: 机构配置（亿元）及占比（Q4）	9
图6: 游戏公司业绩预告情况分布	9
图7: 游戏板块季度营业收入（亿元）及增速	10
图8: 游戏板块季度归母净利润（亿元）及增速	10
图9: 2019至今月度版号发放情况	11
图10: 中国移动游戏市场实际销售收入（季度）	11
图11: 中国移动游戏市场实际销售收入（年度）	11
图12: 游戏板块TTM-PE处于历史低位	14
图13: 机构对游戏公司配置急剧下降	14
图14: 相比20年高点游戏指数下跌52.4%	14
图15: 广告营销板块收入变化	15
图16: 广告营销板块净利润变化	15
图17: 分众传媒机构持仓变化（截至22Q3）	16
图18: 兆讯传媒机构持仓变化（截至22Q3）	16
图19: 蓝色光标机构持仓变化（截至22Q3）	16
图20: 天下秀机构持仓变化（截至22Q3）	16
图21: 广告营销板块指数变化	17
图22: 广告投放持续下滑	18
图23: 分众传媒、兆讯传媒季度业绩变化	19
图24: 不同媒介CPM价格对比	19
图25: 广告营销PE Bands	19
图26: 万达电影机构持仓变化（截至22Q3）	21
图27: 中国电影机构持仓变化（截至22Q3）	21
图28: 光线传媒机构持仓变化（截至22Q3）	21
图29: 华策影视机构持仓变化（截至22Q3）	21
图30: 电影板块底部反弹情况	22
图31: 影视剧板块底部反弹情况	22
图32: 2010.7-2022年北美电影总票房	22
图33: 2017-2022年北美地区电影供给情况	22
图34: 2017-2022年北美票房观影人次和平均票价	22
图35: 北美地区总票房和观影人次增长拟合情况	22
图36: 影视板块收入变化	24
图37: 影视板块净利润变化	24

图38: 传媒行业核心驱动要素分解.....	25
图39: 新科技推动产业进步.....	25
图40: 人工智能所涉及的基础技术及终端产品.....	26
图41: 人工智能发展的三次浪潮.....	26
图42: 抖音使用时长位居前列.....	27
图43: ChatGPT 训练模型.....	27
图44: ChatGPT 百度搜索指数大幅提升.....	27
图45: AIGC 生成的获奖绘画作品《太空歌剧院》.....	28
图46: AIGC 应用场景.....	28
图47: Web3 整体脉络.....	31
图48: Web1.0-Web3 的关键特性演进.....	31
图49: Web3 应用场景.....	32
图50: 年度营业收入（亿元）及增速.....	32
图51: 年度归母净利润（亿元）及增速.....	32
图52: 季度营业收入（亿元）及增速.....	33
图53: 季度归母净利润（亿元）及增速.....	33
图54: 各行业 PE-TTM.....	33
图55: PB、PE 历史分位数.....	33

表1: 业绩预告盈利与亏损前十公司（单位: 亿元）.....	6
表2: 传媒板块业绩预告梳理（截至 23 年 2 月 4 日）.....	7
表3: 传媒板块机构配置前十（截至 2022/12/31）.....	8
表4: 游戏板块业绩预告情况.....	10
表5: 上市公司新增版号情况.....	12
表6: 广告公司业绩情况.....	15
表7: IMF 对主要经济体经济增长预期（%）.....	18
表8: 影视公司业绩预告情况.....	20
表9: 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）.....	23
表10: 传媒板块 AIGC 相关标的梳理.....	29
表11: 重点公司估值表.....	34

# 整体表现：年报业绩承压，机构配置处于低位

## 2022 整体遭遇业绩寒冬

**全年业绩表现较差，Q4 业绩加速下滑。**1) A 股传媒板块（中信传媒板块）共计 90 家上市公司业绩预告，占板块公司数量的 61%。2) 从 22 年全年业绩预告来看，38 家公司业绩为正、52 家公司全年业绩亏损；从绝对值上来看，5 家公司全年业绩超过 10 亿（最高为分众传媒的 28 亿元），大部分上市公司业绩集中在-5 到 10 亿利润区间，亏损额最大的为世纪华通、ST 明诚、蓝色光标，分别亏损 70、41、20 亿元，主要为商誉计提；2) 从 Q4 单季度业绩表现来看，大部分公司录得亏损，仅有 27 家上市公司业绩为正；利润最高的为分众传媒（6 亿元），亏损最多的分别为世纪华通（77 亿）、ST 明诚（34 亿）、蓝色光标（20 亿）。

图1: 年报业绩预告区间分布（预告区间均值，单位：亿元）

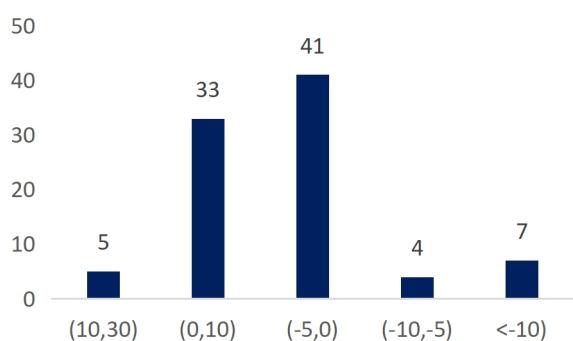
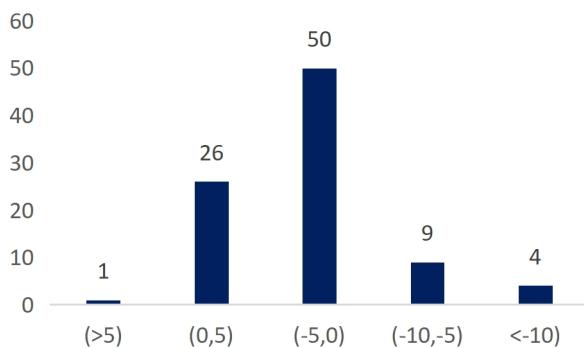


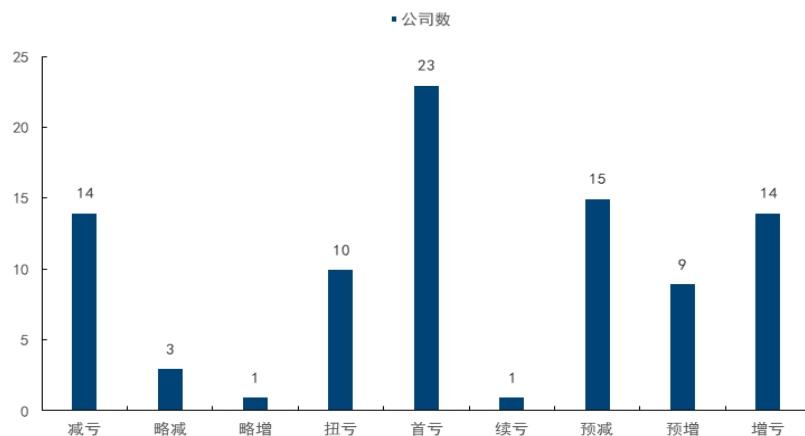
图2: 22 年 Q4 业绩预告区间分布（预告区间均值，单位：亿元）



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

**景气度继续处于低位。**1) 全年业绩增速表现上来看，20 家公司实现了正增长（其中 10 家公司实现扭亏）、52 家公司业绩亏损（其中 23 家首亏）；2) 22Q4 单季度业绩增速表现来看，大部分公司业绩增速相比前三季度呈现加速下滑的趋势。

**图3: 传媒板块 90 家公司业绩预告分布情况**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

上市公司盈利与亏损情况来看, 盈利居前的为分众传媒、芒果超媒、完美世界、昆仑万维、恺英网络等公司, 亏损居前的为世纪华通、ST 明诚、蓝色光标、万达电影、文投控股等标的。

**表1: 业绩预告盈利与亏损前十公司 (单位: 亿元)**

代码	简称	业绩预告上限	业绩预告下限	均值	增速上限	增速下限	Q4 上限	Q4 下限
002027.SZ	分众传媒	28.5	27.7	28.1	-53%	-54%	-59%	-63%
300413.SZ	芒果超媒	18.9	17.9	18.4	-11%	-15%	80%	5%
002624.SZ	完美世界	14.4	13.6	14.0	290%	268%	-101%	-82%
300418.SZ	昆仑万维	11.0	10.0	10.5	-29%	-35%	-139%	-125%
002517.SZ	恺英网络	11.3	9.3	10.3	96%	61%	-158%	-424%
000529.SZ	广弘控股	10.0	8.2	9.1	201%	147%	174%	-36%
605168.SH	三人行	7.4	7.2	7.3	47%	43%	79%	72%
600037.SH	歌华有线	3.8	3.1	3.4	80%	50%	-63%	-112%
603000.SH	人民网	3.6	3.0	3.3	117%	81%	154%	85%
300494.SZ	盛天网络	2.4	2.1	2.3	92%	68%	253%	40%
300251.SZ	光线传媒	(6.3)	(7.3)	(6.8)	-102%	-134%	-16%	-4%
000793.SZ	华闻集团	(6.8)	(8.9)	(7.9)	-5164%	-6728%	21426%	31474%
002425.SZ	凯撒文化	(8.1)	(9.4)	(8.7)	-1088%	-1247%	349%	430%
600936.SH	广西广电	(9.2)	(11.0)	(10.1)	-163%	-215%	409%	587%
300027.SZ	华谊兄弟	(8.8)	(13.0)	(10.9)	-255%	-430%	-26%	25%
600715.SH	文投控股	(10.0)	(12.0)	(11.0)	-39%	-67%	55%	100%
002739.SZ	万达电影	(13.0)	(19.5)	(16.3)	-1323%	-1934%	315%	667%
300058.SZ	蓝色光标	(18.0)	(22.0)	(20.0)	-445%	-522%	7509%	9175%
600136.SH	ST 明诚	(31.0)	(51.0)	(41.0)	-217%	-422%	184%	417%
002602.SZ	世纪华通	(60.0)	(80.0)	(70.0)	-358%	-444%	1570%	2067%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**表2: 传媒板块业绩预告梳理 (截至 23 年 2 月 4 日)**

编 号	代码	名称	2022 年归母净利下限 (百万元)		2022 年归母净利上限 (百万元)		2022 年归母净利同比增长 (%)		2022Q4 归母净利下限 (百万元)		2022Q4 归母净利上限 (百万元)		2022Q4 归母净利环比增速 (%)		2022Q4 归母净利同比增长 (%)		2022Q4 归母净利环比增速 (%)		2022Q4 归母净利同比增长 (%)	
			预警	预减	扭亏	首亏	首亏	扭亏	首亏	扭亏	首亏	扭亏	首亏	扭亏	首亏	扭亏	首亏	扭亏	首亏	扭亏
1	300295.SZ	三六五网	预减	5	8	-82%	-72%	-10	-7	498%	345%	-59%	-70%							
2	600892.SH	大晟文化	扭亏	20	30	—	—	-1	9	-104%	-29%	-99%	-109%							
3	000676.SZ	智度股份	首亏	-395	-305	—	—	-514	-424	-1372%	-1149%	451%	354%							
4	000793.SZ	华闻集团	首亏	-890	0	—	—	-675	-465	398%	243%	32182%	22134%							
5	000892.SZ	欢瑞世纪	扭亏	25	25	—	—	-62	-62	-208%	-208%	-84%	-84%							
6	001330.SZ	博纳影业	首亏	-74	-37	—	—	-159	-122	6%	-19%	-155%	-142%							
7	002115.SZ	三维通信	扭亏	100	150	—	—	12	62	-70%	59%	-102%	-108%							
8	002131.SZ	利欧股份	减亏	-437	-377	—	—	-362	-302	-65%	-71%	-61%	-68%							
9	002168.SZ	惠程科技	减亏	-114	-76	—	—	-30	8	-10%	-123%	-68%	-108%							
10	002174.SZ	游族网络	首亏	-660	-330	—	—	-734	-404	-23846%	-13171%	294%	117%							
11	002181.SZ	粤传媒	预减	37	55	-59%	-39%	10	28	98%	460%	-63%	4%							
12	002291.SZ	遥望科技	减亏	-255	-170	—	—	-460	-375	-587%	-497%	-17%	-32%							
13	002343.SZ	慈文传媒	扭亏	32	48	114%	121%	-23	-7	-296%	-162%	-90%	-97%							
14	002354.SZ	天娱数科	首亏	-285	-190	-767%	-545%	-258	-163	2237%	1376%	-1703%	-1113%							
15	002502.SZ	鼎龙文化	首亏	-265	-177	—	—	-187	-99	940%	449%	-834%	-488%							
16	002599.SZ	盛通股份	预减	4	6	-94%	-91%	3	5	-91%	-86%	-202%	-273%							
17	002602.SZ	世纪华通	首亏	-8000	-6000	—	—	-8690	-6690	-4353%	-3374%	2060%	1563%							
18	002699.SZ	ST 美盛	扭亏	100	150	142%	163%	-54	-4	-158%	-104%	-81%	-99%							
19	002712.SZ	思美传媒	首亏	-400	-360	—	—	-405	-365	-102506%	-92404%	-4680%	-4228%							
20	002739.SZ	万达电影	首亏	-1950	-1300	—	—	-1417	-767	-3050%	-1697%	669%	316%							
21	002858.SZ	力盛体育	首亏	-77	-77	-802%	-802%	-38	-38	-11024%	-11024%	518%	518%							
22	002878.SZ	元隆雅图	预增	170	190	47%	64%	-7	13	-384%	439%	-120%	-62%							
23	002905.SZ	金逸影视	增亏	-460	-360	—	—	-177	-77	105%	-11%	13%	-51%							
24	002995.SZ	天地在线	预减	2	3	-96%	-94%	8	9	68%	87%	-156%	-163%							
25	300027.SZ	华谊兄弟	增亏	-1304	-875	—	—	-1044	-615	1436%	805%	26%	-26%							
26	300242.SZ	佳云科技	扭亏	14	20	—	—	-19	-12	-135%	-122%	-92%	-95%							
27	300291.SZ	百纳千成	预减	13	20	-80%	-71%	23	30	-517%	-633%	238%	332%							
28	300299.SZ	富春股份	略减	40	50	-47%	-33%	16	26	302%	559%	13%	85%							
29	300418.SZ	昆仑万维	略减	1000	1100	-35%	-29%	213	313	49%	118%	-131%	-145%							
30	300612.SZ	宣亚国际	预增	43	63	339%	544%	3	23	-79%	83%	-90%	-13%							
31	300805.SZ	电声股份	增亏	-163	-140	-375%	-308%	-139	-116	22130%	18448%	239%	182%							
32	300860.SZ	锋尚文化	预减	10	15	-89%	-84%	-39	-34	177%	141%	441%	371%							
33	301011.SZ	华立科技	首亏	-75	-50	—	—	-94	-69	-671%	-520%	-1457%	-1098%							
34	600052.SH	东望时代	增亏	-204	-204	—	—	-226	-226	-693%	-693%	275%	275%							
35	600070.SH	浙江富润	减亏	-408	-408	—	—	-202	-202	45%	45%	-64%	-64%							
36	600088.SH	中视传媒	增亏	-71	-71	—	—	-1	-1	-96%	-96%	-110%	-110%							
37	600136.SH	ST 明诚	增亏	-5100	-3100	—	—	-4531	-2531	2091%	1124%	363%	158%							
38	600715.SH	文投控股	增亏	-1200	-1000	—	—	-891	-691	812%	608%	101%	56%							
39	600936.SH	广西广电	增亏	-1100	-920	—	—	-696	-516	316%	209%	587%	409%							
40	600986.SH	浙文互联	预减	70	81	-76%	-72%	-55	-44	-191%	-173%	-166%	-153%							
41	600996.SH	贵广网络	扭亏	10	14	—	—	288	293	-202%	-204%	121%	124%							
42	601595.SH	上海电影	首亏	-390	-325	—	—	-229	-164	-3516%	-2544%	64490%	46117%							
43	601929.SH	吉视传媒	首亏	-116	-93	—	—	-28	-5	-395%	-153%	-10%	-84%							
44	603103.SH	横店影视	首亏	-365	-269	—	—	-259	-163	577%	325%	404%	217%							
45	603533.SH	掌阅科技	预减	52	63	-65%	-58%	14	25	-1086%	-1820%	658%	1222%							
46	603598.SH	引力传媒	减亏	-120	-80	42%	61%	-146	-106	-4209%	-3083%	-37%	-54%							
47	603729.SH	龙韵股份	增亏	-205	-137	—	—	-168	-100	693%	372%	410%	204%							
48	603825.SH	华扬联众	首亏	-550	-400	—	—	-613	-463	-8247%	-6254%	-741%	-584%							
49	000665.SZ	湖北广电	增亏	-630	-460	—	—	-257	-87	72%	-42%	3%	-65%							
50	002113.SZ	ST 天润	减亏	-163	-118	—	—	-105	-60	516%	251%	-75%	-86%							
51	002292.SZ	奥飞娱乐	减亏	-170	-130	—	—	-158	-118	-1181%	-907%	-51%	-64%							

52	300031.SZ	宝通科技	首亏	-383	-282	-195%	-170%	-483	-383	-1064%	-863%	-796%	-651%
53	300051.SZ	三五互联	增亏	-55	-28	—	—	-34	-7	399%	7%	96%	-58%
54	300052.SZ	中青宝	续亏	-50	-30	—	—	-57	-37	1146%	709%	-5%	-38%
55	300071.SZ	福石控股	预减	22	31	-90%	-86%	-12	-3	209%	-33%	-104%	-101%
56	300251.SZ	光线传媒	增亏	-730	-630	—	—	-832	-732	742%	641%	-4%	-15%
57	300269.SZ	联建光电	首亏	-45	-30	—	—	-41	-26	-229%	-182%	67%	6%
58	300315.SZ	掌趣科技	扭亏	85	119	—	—	-61	-27	-204%	-146%	-96%	-98%
59	300336.SZ	*ST新文	减亏	-140	-110	—	—	-70	-40	280%	118%	-85%	-92%
60	300392.SZ	*ST腾信	增亏	-300	-220	—	—	-142	-62	532%	176%	136%	3%
61	300426.SZ	唐德影视	预增	24	36	27%	91%	99	111	-606%	-667%	-20%	-10%
62	300467.SZ	迅游科技	减亏	-25	-20	—	—	-27	-22	520%	407%	-87%	-89%
63	300494.SZ	盛天网络	预增	210	240	68%	92%	20	50	-73%	-33%	40%	253%
64	300987.SZ	川网传媒	预减	25	35	-70%	-58%	7	17	—	—	-87%	-69%
65	600158.SH	中体产业	预减	10	15	-82%	-73%	53	58	286%	323%	-38%	-32%
66	600637.SH	东方明珠	预减	127	190	-93%	-90%	-182	-119	-1203%	-821%	-121%	-114%
67	600977.SH	中国电影	首亏	-240	-200	—	—	-241	-201	1128%	924%	854%	695%
68	603466.SH	风语筑	预减	56	80	-87%	-82%	44	68	-49%	-21%	-9%	42%
69	300766.SZ	每日互动	预减	25	30	-78%	-74%	4	9	-157%	-228%	-84%	-64%
70	600640.SH	国脉文化	减亏	-220	-180	38%	50%	-120	-80	54%	3%	-23%	-49%
71	002027.SZ	分众传媒	预减	2771	2851	-54%	-53%	640	720	-12%	-1%	-61%	-56%
72	002425.SZ	凯撒文化	首亏	-935	-805	—	—	-860	-730	3143%	2653%	436%	355%
73	002517.SZ	恺英网络	预增	930	1130	61%	96%	16	216	-94%	-25%	-79%	187%
74	300043.SZ	星辉娱乐	减亏	-372	-260	44%	61%	-323	-211	806%	493%	-22%	-49%
75	300058.SZ	蓝色光标	首亏	-2200	-1800	—	—	-2230	-1830	-10238%	-8419%	9189%	7523%
76	300061.SZ	旗天科技	扭亏	45	64	—	—	-9	10	-161%	-28%	-97%	-103%
77	300113.SZ	顺网科技	首亏	-560	-400	—	—	-626	-466	-3350%	-2519%	567%	396%
78	300364.SZ	中文在线	首亏	-365	-285	—	—	-242	-162	286%	159%	-684%	-491%
79	300413.SZ	芒果超媒	略减	1790	1890	-15%	-11%	112	212	-77%	-57%	-17%	58%
80	300528.SZ	幸福蓝海	增亏	-370	-270	—	—	-168	-68	126%	-9%	191%	17%
81	600037.SH	歌华有线	预增	313	376	50%	80%	-15	47	-106%	-83%	-112%	-63%
82	600242.SH	*ST中昌	减亏	-360	-290	—	—	-274	-204	992%	712%	-37%	-53%
83	300148.SZ	天舟文化	减亏	-320	-260	—	—	-330	-270	5875%	4790%	-54%	-62%
84	002624.SZ	完美世界	预增	1360	1440	268%	290%	-82	-2	-127%	-101%	-81%	-100%
85	300533.SZ	冰川网络	扭亏	124	168	—	—	23	67	-111%	-134%	-133%	-197%
86	603000.SH	人民网	预增	300	360	81%	117%	161	221	439%	640%	86%	155%
87	000529.SZ	广弘控股	预增	817	997	147%	201%	79	259	-87%	-58%	-7%	203%
88	002103.SZ	广博股份	首亏	-60	-30	—	—	-81	-51	-734%	-498%	1673%	1014%
89	000802.SZ	北京文化	减亏	-59	-45	56%	66%	-19	-6	39%	-58%	-82%	-94%
90	605168.SH	三人行	略增	723	740	43%	47%	421	438	390%	409%	72%	79%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 机构配置占比处于低位，持续下行

截至 2022 年 12 月 31 日，机构对 A 股传媒板块持仓总市值为 194 亿元（Q3 为 194 亿元），占传媒板块总市值 1.57%，占股票型基金+混合型基金净值比例为 0.28%，（Q3 为 0.31%），同比 2021 年 Q34 的持仓比例持续下滑，整体显著低配。持仓个股来看，分众传媒、芒果超媒、三七互娱、吉比特等龙头白马位居前列，前十持仓市值达到 161 亿元，占总持仓市值的 83%，持仓集中度相比 Q3 进一步提升。

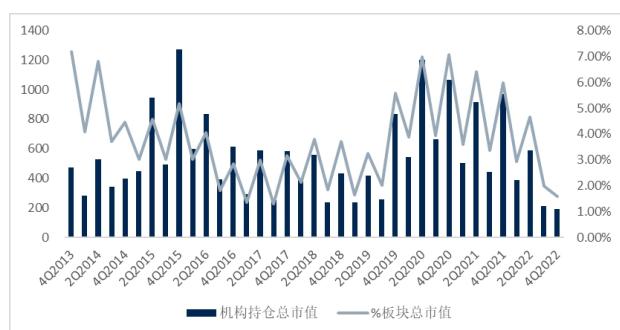
表3: 传媒板块机构配置前十（截至 2022/12/31）

代码	简称	股价	市值（亿元）	机构持仓市值（亿元）	机构持仓占比
002027.SZ	分众传媒	5.52	797.2	59.8	7.5%
300413.SZ	芒果超媒	24.93	466.4	23.9	5.1%
002555.SZ	三七互娱	17.42	386.4	19.1	4.9%
603444.SH	吉比特	248.51	178.6	13.6	7.6%

300251.SZ	光线传媒	7.10	208.3	12.2	5.9%
002291.SZ	遥望科技	13.84	126.1	9.7	7.7%
601928.SH	凤凰传媒	8.48	215.8	8.1	3.8%
601098.SH	中南传媒	9.84	176.7	5.6	3.1%
002739.SZ	万达电影	10.43	227.3	5.4	2.4%
002624.SZ	完美世界	12.42	240.9	4.1	1.7%

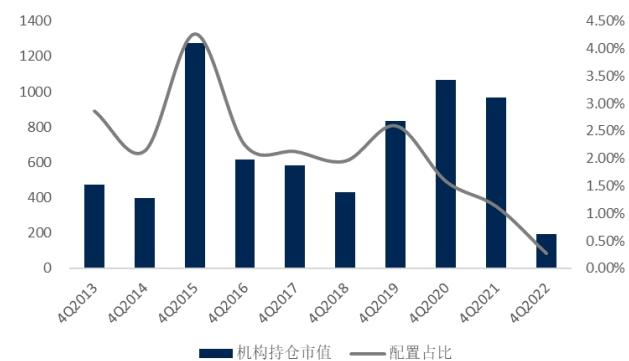
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图4: 机构配置 (亿元) 及占比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图5: 机构配置 (亿元) 及占比 (Q4)



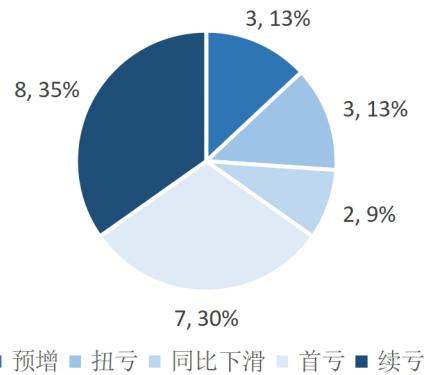
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

## 景气度有望触底向上

### 游戏: 下行周期已过, 多因素驱动行业反转向上

游戏板块延续前三季度下滑趋势。1) 在21年较高的基数以及版号约束下的新品匮乏、宏观收入预期波动等负面因素压制下,前三季度游戏板块上市公司营收及归母净利润均呈现显著下滑趋势;2)从全年预告来看,在已经发布预告的23家公司中,仅有8家公司实现盈利;同比增速表现上来看,6家公司实现增长、其余仅有较为明显下滑;3)从Q4单季度来看,仅有7家公司预告业绩为正,规模较大的为昆仑万维(单季度1.7-2.7亿净利润)。

图6: 游戏公司业绩预告情况分布



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图7: 游戏板块季度营业收入 (亿元) 及增速

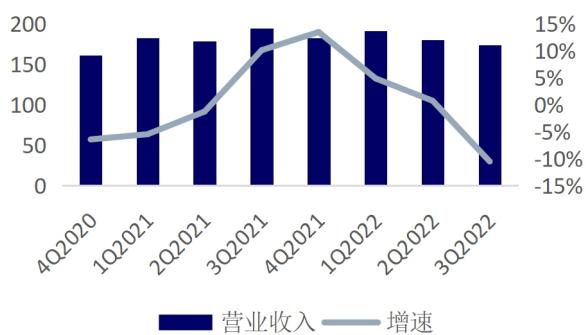
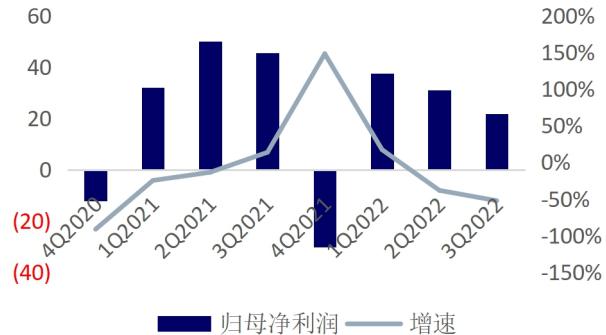


图8: 游戏板块季度归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

**个股分化显著。**1) 从利润绝对值上来看,完美世界、恺英网络、昆仑万维等公司位居前列,保持在10亿以上的净利润规模;其中恺英网络主要受益于良好的产品周期表现;利润表现较差的为世纪华通(亏损60-80亿元)、凯撒文化、顺网科技等标的,其中世纪华通业绩大幅亏损主要在于商誉减值影响;2) 增速表现上来看,完美世界、冰川网络、恺英网络等公司表现突出,主要在于基数/产品周期表现等因素。

表4: 游戏板块业绩预告情况

代码	简称	2022全年				2022Q4			
		业绩上限	业绩下限	增速上限	增速下限	业绩上限	业绩下限	增速上限	增速下限
002624.SZ	完美世界	14.4	13.6	290%	268%	0.0	(0.8)	-101%	-82%
002517.SZ	恺英网络	11.3	9.3	96%	61%	(0.4)	(2.4)	-158%	-424%
300418.SZ	昆仑万维	11.0	10.0	-29%	-35%	2.7	1.7	-139%	-125%
300494.SZ	盛天网络	2.4	2.1	92%	68%	0.5	0.2	253%	40%
300533.SZ	冰川网络	1.7	1.2	367%	296%	0.9	0.5	-234%	-171%
300315.SZ	掌趣科技	1.2	0.9	110%	107%	(0.3)	(0.6)	-98%	-96%
300299.SZ	富春股份	0.5	0.4	-33%	-47%	0.3	0.2	100%	28%
600892.SH	大晟文化	0.3	0.2	127%	118%	0.1	(0.0)	-107%	-98%
300467.SZ	迅游科技	(0.2)	(0.3)	89%	86%	(0.6)	(0.6)	-73%	-71%
300051.SZ	三五互联	(0.3)	(0.6)	-14%	-123%	(0.1)	(0.3)	-56%	98%
300052.SZ	中青宝	(0.3)	(0.5)	35%	-8%	(0.3)	(0.5)	-44%	-11%

002168.SZ	惠程科技	(0.8)	(1.1)	66%	49%	0.1	(0.3)	-114%	-73%
002113.SZ	ST 天润	(1.2)	(1.6)	63%	50%	(0.6)	(1.0)	-86%	-75%
002502.SZ	鼎龙文化	(1.8)	(2.7)	-4220%	-6269%	(1.0)	(1.8)	-480%	-826%
002354.SZ	天娱数科	(1.9)	(2.9)	-545%	-767%	(1.9)	(2.8)	-1267%	-1858%
300148.SZ	天舟文化	(2.6)	(3.2)	62%	53%	(2.8)	(3.4)	-61%	-53%
300043.SZ	星辉娱乐	(2.6)	(3.7)	61%	44%	(2.1)	(3.2)	-49%	-22%
300031.SZ	宝通科技	(2.8)	(3.8)	-170%	-195%	(3.2)	(4.2)	-560%	-705%
002174.SZ	游族网络	(3.3)	(6.6)	-297%	-493%	(4.0)	(7.3)	117%	294%
300113.SZ	顺网科技	(4.0)	(5.6)	-754%	-1015%	(4.9)	(6.5)	418%	589%
002425.SZ	凯撒文化	(8.1)	(9.4)	-1088%	-1247%	(7.2)	(8.5)	349%	430%
600715.SH	文投控股	(10.0)	(12.0)	-39%	-67%	(6.9)	(8.9)	55%	100%
002602.SZ	世纪华通	(60.0)	(80.0)	-358%	-444%	(67.2)	(87.2)	1570%	2067%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

**版号重启、游戏行业外部经营环境有望持续改善。**1) 游戏版号常态化发放: 自2022年4月游戏版号恢复发放重启之后, 基本保持每个月发一次国产游戏版号的节奏, 每批次发放数量逐步提升、版号获取的可预见性得到提升; 2) 央媒发文重视游戏产业潜在价值, 外部环境持续改善。人民网于11月16日发布《人民财评: 深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》, 文章指出电子游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性, 已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的行业。

图9: 2019至今月度版号发放情况

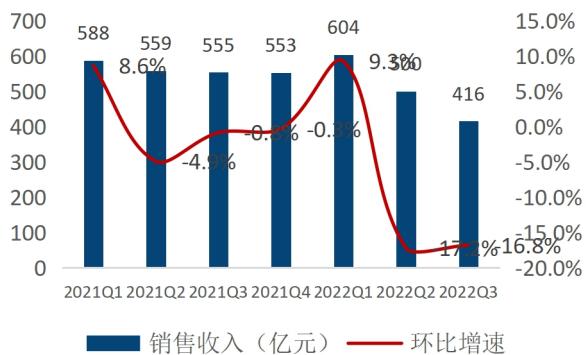


资料来源: 伽马数据、国家新闻出版署, 国信证券经济研究所整理

**新品释放游戏需求, 低基数下景气度有望拐点向上。**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10: 中国移动游戏市场实际销售收入(季度)

图11: 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

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

表5：上市公司新增版号情况

相关公司	名称	申报类别	文号	获得版号时间	上线时间	TapTap评分
	疯狂的库库姆	移动	国新出审[2022]659号	2022/6/5	2023/1/4 上线	7.5
	谍：惊蛰	移动	国新出审[2022]1012号	2022/7/30		9.6
	健康保卫战	移动	国新出审[2022]1190号	2022/9/9		9.3
	合金弹头：觉醒	移动	国新出审[2022]1587号	2022/11/16		7.0
	白荆回廊—古剑奇谭	移动、客户端	国新出审[2022]1561号	2022/11/16		9.2
	无畏契约	客户端	国新出审[2022]1665号	2022/12/10		-
	尖塔奇兵	客户端	国新出审[2022]1661号	2022/12/10		8.2
	命运方舟	客户端	国新出审[2022]1670号	2022/12/10		-
腾讯	饥荒：新家园	移动	国新出审[2022]1641号	2022/12/10		7.2
	宝可梦大集结	移动、游戏机-Switch	国新出审[2022]1653号	2022/12/10		8.3
	大航海时代：海上霸主	移动	国新出审[2022]1644号	2022/12/10		7.1
	重生边缘	客户端	国新出审[2022]1700号	2022/12/24		-
	西行纪 燃魂	移动	国新出审[2022]1681号	2022/12/24		-
	白夜极光	移动	国新出审[2023]7号	2023/1/17		9.2
	黎明觉醒：生机	移动	国新出审[2023]55号	2023/1/17		8
	铸时匠	游戏机-Switch	国新出审[2022]400号	2022/4/8		8.9
	三国演义：兵临城下	移动	国新出审[2022]920号	2022/7/11		-
	明日战姬	移动	国新出审[2022]904号	2022/7/11		-
	波西亚时光	游戏机-Switch	国新出审[2022]993号	2022/7/30		9.2
中青宝	异星指令	移动	国新出审[2022]1187号	2022/9/9	2022/11/9 上线	6.9
	藏武	移动	国新出审[2022]1564号	2022/11/16		8.1
	奇迹降临	客户端	国新出审[2022]1673号	2022/12/10		-
	解压神器	移动	国新出审[2022]1668号	2022/12/10		2.8
	天国旅立	移动	国新出审[2022]1646号	2022/12/10		9.6
	梦想酒店	移动	国新出审[2022]1643号	2022/12/10		-
	边境军团	移动	国新出审[2022]1750号	2022/12/24		9.5

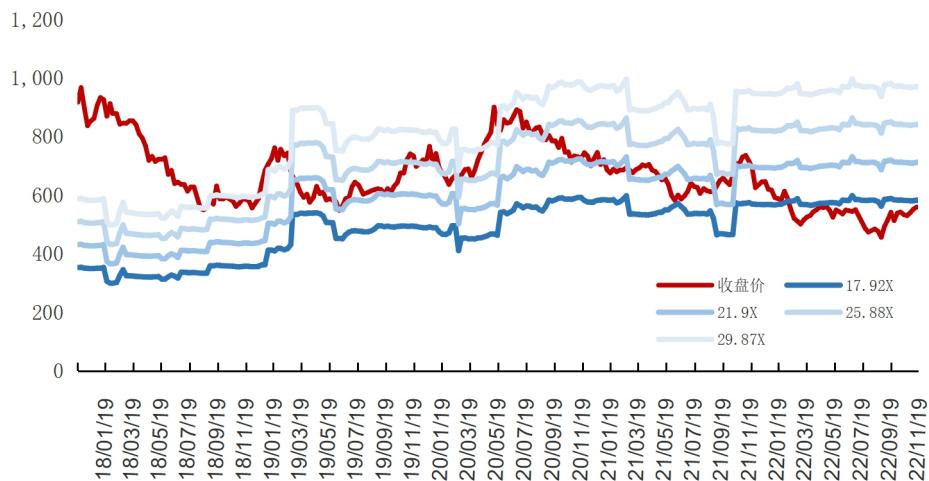
吉比特	喵神的迷宫	移动	国新出审[2022]1687号	2022/12/24	9.2
	盒裂变	客户端	国新出审[2022]416号	2022/4/8	-
	塔猎手	客户端	国新出审[2022]416号	2022/4/8	8.5
	皮卡堂之梦	移动(试点)	国新出审[2022]711号	2022/6/5	-
	想起源				
	勇敢的哈克	移动	国新出审[2022]873号	2022/7/11	2022/12/20 上线
	超喵星计划	移动	国新出审[2022]1025号	2022/7/30	8.5
	雨纪	游戏机-Switch	国新出审[2022]1000号	2022/7/30	2021/1/7 上线 Steam
	皇室护卫队	移动-休闲益智	国新出审[2022]1213号	2022/9/9	9.1
	捕梦猫	移动	国新出审[2022]1563号	2022/11/16	-
网易	渊海王座	移动	国新出审[2022]1725号	2022/12/24	10
	这个地下城有点怪	移动	国新出审[2022]1693号	2022/12/24	-
	全明星街球派对	移动	国新出审[2022]1245号	2022/9/9	9.6
	大话西游：归来	移动	国新出审[2022]1546号	2022/11/16	-
	幻想生活	移动	国新出审[2022]1662号	2022/12/10	8.9
	突袭：暗影传说	移动	国新出审[2022]1650号	2022/12/10	7.5
	巅峰极速	移动	国新出审[2022]1757号	2022/12/24	8.3
	超凡先锋	移动	国新出审[2023]25号	2023/1/17	6.5
	派对之星	移动	国新出审[2022]410号	2022/4/8	2022/4/23 上线
	模拟江湖	客户端	国新出审[2022]1234号	2022/9/9	6.8
心动网络	退休模拟器	移动、客户端	国新出审[2022]1580号	2022/11/16	已于 2022/4/20 上线 Steam
	无尽旅图	移动	国新出审[2022]1663号	2022/12/10	8.8
	火炬之光：无限	移动	国新出审[2023]58号	2023/1/17	9.6
	龙腾传奇	移动	国新出审[2022]407号	2022/4/8	2022/8/23 上线
	归隐山居图	移动	国新出审[2022]1554号	2022/11/16	-
	纳萨力克之王	移动	国新出审[2022]1659号	2022/12/10	9.2
	仙剑奇侠传：新的开始	移动	国新出审[2022]1636号	2022/12/10	-
	奇点时代	移动	国新出审[2022]1679号	2022/12/24	-
	剑网3缘起	客户端	国新出审[2022]379号	2022/4/8	8.4
				2022/5/13 上线	8.7
西山居	双相	移动、客户端	国新出审[2022]896号	2022/7/11	8.6
	彼界	移动、客户端	国新出审[2022]1607号	2022/11/16	已于 2022/5/18 测试
	尘白禁区	移动、客户端	国新出审[2022]1737号	2022/12/24	8.9
	黑猫奇闻社	移动(试点)	国新出审[2022]692号	2022/6/5	9.2
	迷失蔚蓝	移动	国新出审[2022]1559号	2022/11/16	2022/8/23 上线
	双点医院	客户端	国新出审[2022]1674号	2022/12/10	7.1
	筑梦颂	客户端	国新出审[2022]1639号	2022/12/10	8.4
	天龙八部2：飞龙战天	移动	国新出审[2023]19号	2022/1/17	-
	梦想大航海	移动	国新出审[2022]391号	2022/4/8	-
					7.6
完美世界	霸业	移动	国新出审[2022]998号	2022/7/30	-
	小小蚁国	移动	国新出审[2022]1003号	2022/7/30	6.3
	扶摇一梦	移动	国新出审[2023]23号	2023/1/17	-
	龙之谷世界	移动(试点)	国新出审[2022]697号	2022/6/5	6.9
	飞龙岛历险记	移动	国新出审[2022]1051号	2022/7/30	已于 2022/9/8 测试
	最后的江湖	移动	国新出审[2022]1002号	2022/7/30	2022/9/24 上线
	我的御剑日记	移动	国新出审[2022]1049号	2022/7/30	-
	镇魂街：天生为王	移动	国新出审[2022]1219号	2022/7/30	2022/11/1 上线
	吞噬星空：黎明	移动	国新出审[2022]1605号	2022/11/16	8.7
					6.5
中手游					8.2

哔哩	暗影火炬城	客户端、游戏机-PS5	国新出审[2022]871号	2022/7/11	7.9
哔哩	长安百万贵	移动	国新出审[2022]1010号	2022/7/30	定档 2023/4/1
	艾塔纪元	移动	国新出审[2023]36号	2023/1/17	8
莉莉	生活派对	移动	国新出审[2022]375号	2022/4/8	-
丝	战火勋章	移动	国新出审[2022]1571号	2022/11/16	7.3
青瓷	三国演义：兵临城下	移动	国新出审[2022]920号	2022/7/11	-
游戏	超喵星计划	移动	国新出审[2022]1025号	2022/7/30	2022/9/17 上线
米哈	科契尔前线	移动（试点）	国新出审[2022]685号	2022/6/5	-
游	崩坏：星穹铁道	移动、客户端	国新出审[2023]16号	2023/1/17	8.6
快手	舞动星闪耀	移动	国新出审[2022]1053号	2022/7/30	已于 2022/11/24 测试
祖龙	以闪亮之名	移动、客户端	国新出审[2023]80号	2023/1/17	8.4

资料来源：新闻出版总署，taptap，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。

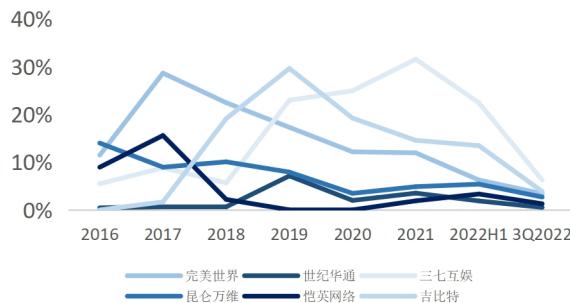
图12: 游戏板块 TTM-PE 处于历史低位



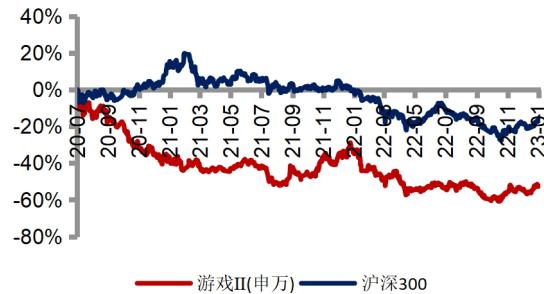
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图13: 机构对游戏公司配置急剧下降

图14: 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

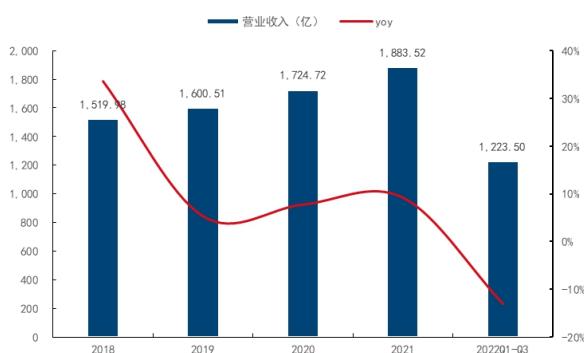


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 广告: 宏观经济预期向好, 23年板块有望持续温和复苏

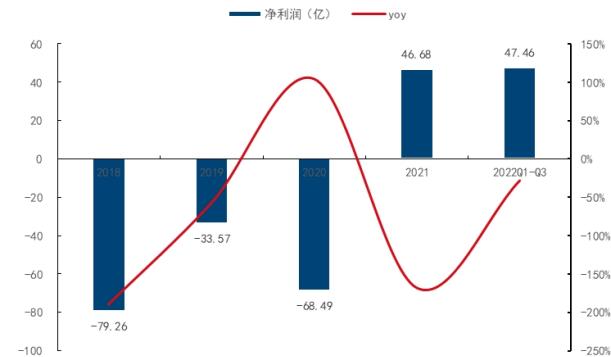
**22Q4 广告营销板块业绩下滑放缓, 但改善预期已开始演绎。**1) 前三季度广告营销板块营收下滑 13%, 而利润端为正, 同比下滑 28%一方面疫情等外部环境因素导致广告主投放预算收缩, 另一方面 2021 年以前数字营销板块仍处于商誉减值消化期。此外, 因疫情放开短暂影响开工, 22Q4 业绩持续低迷; 2) 广告营销板块发布预告的 27 家上市公司, 22 年利润为正的 12 家, 利润为正的其中仍保持利润增长的公司有 3 家; 3) 利润体量贡献较高的为分众传媒 (27.82-28.51 亿), 其次为三人行和元隆雅图, 业绩亏损较多的公司包括蓝色光标 (亏损 18-22 亿, 减值 13.5-14 亿)、华扬联众和利欧股份; 3) 盈利能力较强的公司如分众传媒位处媒介资源端, 受大环境影响业绩下滑, 三人行、元隆雅图因受益于冬奥会, 仍有业绩增量贡献, 而中介代理端相关公司业绩亏损严重主要因商业模式差、疫情停工、经济下滑等, 此外, 还包括计提减值、投资收益亏损等原因。

图15: 广告营销板块收入变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 广告营销板块净利润变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表6: 广告公司业绩情况

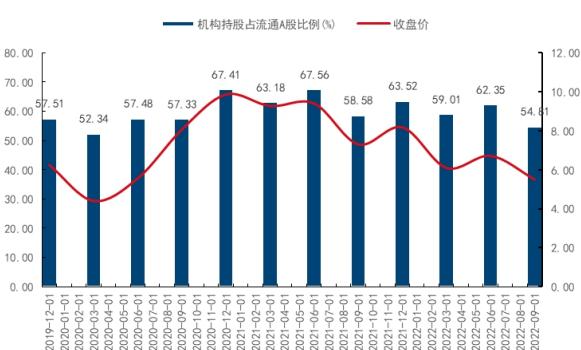
代码	名称	预警类型	2022 年 归母净 利下限 (百万 元)	2022 年 归母净 利上限 (百万 元)	中位数	2022 年归 母净利同 比增长下 限 (%)	2022 年归 母净利同 比增长上 限 (%)	2022Q4 归 母净利下 限 (百万 元)	2022Q4 归 母净利上 限 (百万 元)	2022Q4 归 母净利环 比增速下 限 (%)	2022Q4 归 母净利环 比增速上 限 (%)	2022Q4 归 母净利同 比增速下 限 (%)	2022Q4 归 母净利同 比增速上 限 (%)
			2022 年 归母净 利 (百万 元)	2022 年 归母净 利 (百万 元)		2022 年归 母净利同 比增长下 限 (%)	2022 年归 母净利同 比增长上 限 (%)	2022Q4 归 母净利下 限 (百万 元)	2022Q4 归 母净利上 限 (百万 元)	2022Q4 归 母净利环 比增速下 限 (%)	2022Q4 归 母净利环 比增速上 限 (%)	2022Q4 归 母净利同 比增速下 限 (%)	2022Q4 归 母净利同 比增速上 限 (%)

002027.SZ	分众传媒	预减	2771	2851	2811	-54%	-53%	640	720	-12%	-1%	-61%	-56%
605168.SH	三人行	略增	723	740	732	43%	47%	421	438	390%	409%	72%	79%
002878.SZ	元隆雅图	预增	170	190	180	47%	64%	-7	13	-384%	439%	-120%	-62%
002115.SZ	三维通信	扭亏	100	150	125	—	—	12	62	-70%	59%	-102%	-108%
600986.SH	浙文互联	预减	70	81	76	-76%	-72%	-55	-44	-191%	-173%	-166%	-153%
300061.SZ	旗天科技	扭亏	45	64	55	—	—	-9	10	-161%	-28%	-97%	-103%
300612.SZ	宣亚国际	预增	43	63	53	339%	544%	3	23	-79%	83%	-90%	-13%
300987.SZ	川网传媒	预减	25	35	30	-70%	-58%	7	17	—	—	-87%	-69%
300766.SZ	每日互动	预减	25	30	28	-78%	-74%	4	9	-157%	-228%	-84%	-64%
300071.SZ	福石控股	预减	22	31	27	-90%	-86%	-12	-3	209%	-33%	-104%	-101%
300242.SZ	佳云科技	扭亏	14	20	17	—	—	-19	-12	-135%	-122%	-92%	-95%
002995.SZ	天地在线	预减	2	3	3	-96%	-94%	8	9	68%	87%	-156%	-163%
300269.SZ	联建光电	首亏	-45	-30	-38	—	—	-41	-26	-229%	-182%	67%	6%
002103.SZ	广博股份	首亏	-60	-30	-45	—	—	-81	-51	-734%	-498%	1673%	1014%
600088.SH	中视传媒	增亏	-71	-71	-71	—	—	-1	-1	-96%	-96%	-110%	-110%
603598.SH	引力传媒	减亏	-120	-80	-100	42%	61%	-146	-106	-4209%	-3083%	-37%	-54%
300805.SZ	电声股份	增亏	-163	-140	-152	-375%	-308%	-139	-116	22130%	18448%	239%	182%
603729.SH	龙韵股份	增亏	-205	-137	-171	—	—	-168	-100	693%	372%	410%	204%
002291.SZ	遥望科技	减亏	-255	-170	-213	—	—	-460	-375	-587%	-497%	-17%	-32%
300392.SZ	*ST腾信	增亏	-300	-220	-260	—	—	-142	-62	532%	176%	136%	3%
600242.SH	*ST中昌	减亏	-360	-290	-325	—	—	-274	-204	992%	712%	-37%	-53%
000676.SZ	智度股份	首亏	-395	-305	-350	—	—	-514	-424	-1372%	-1149%	451%	354%
002712.SZ	思美传媒	首亏	-400	-360	-380	—	—	-405	-365	-102506%	-92404%	-4680%	-4228%
600070.SH	浙江富润	减亏	-408	-408	-408	—	—	-202	-202	45%	45%	-64%	-64%
002131.SZ	利欧股份	减亏	-437	-377	-407	—	—	-362	-302	-65%	-71%	-61%	-68%
603825.SH	华扬联众	首亏	-550	-400	-475	—	—	-613	-463	-8247%	-6254%	-741%	-584%
300058.SZ	蓝色光标	首亏	-2200	-1800	-2000	—	—	-2230	-1830	-10238%	-8419%	9189%	7523%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

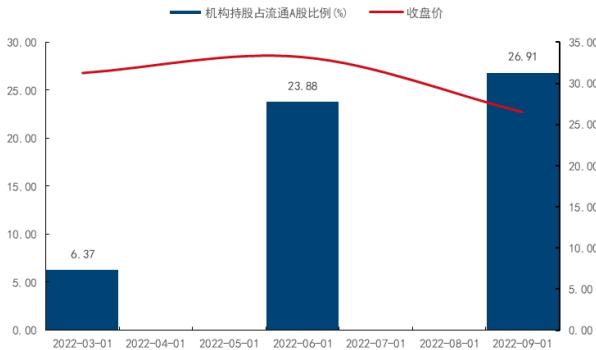
从广告营销核心标的机构持仓来看，分众传媒持仓变化虽有波动但与消费板块趋于一致，兆讯传媒作为次新标的因回暖确定性强和成长属性自22Q2开始机构加配，蓝色光标、天下秀都是自21Q4元宇宙催化大幅加配，22年开始逐季减配。

图17：分众传媒机构持仓变化（截至22Q3）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

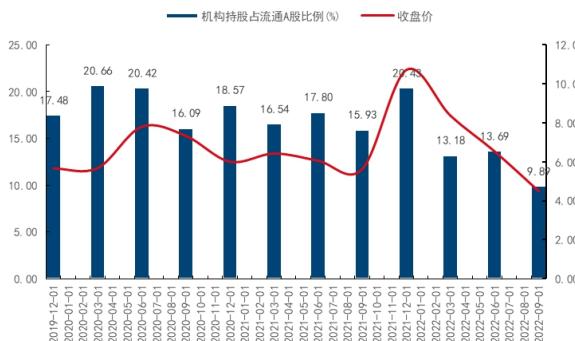
图18：兆讯传媒机构持仓变化（截至22Q3）



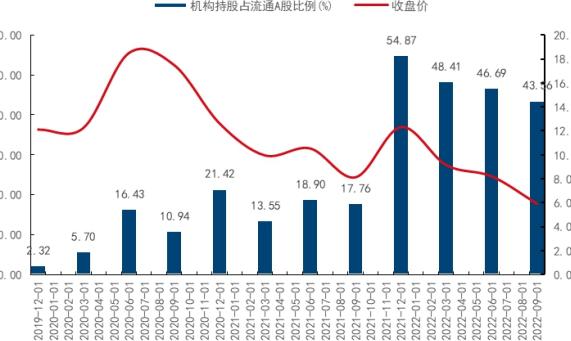
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图19：蓝色光标机构持仓变化（截至22Q3）

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



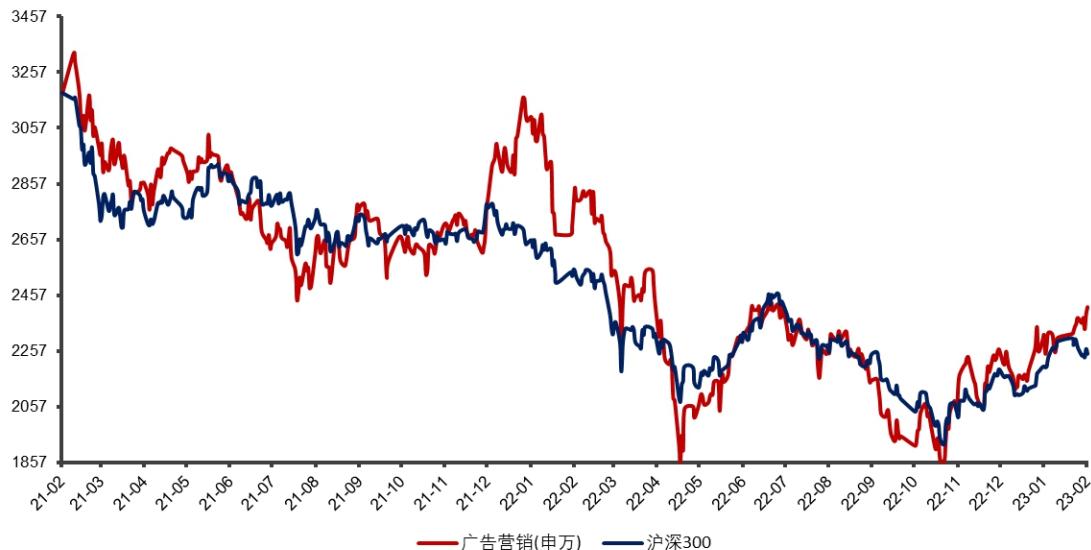
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**2023 年广告营销有望延续反弹。**一方面，广告营销板块和经济、消费强相关，2022 年板块指数变化基本和沪深 300 涨跌幅一致；另一方面，广告营销板块自 22Q4 以来因疫情后政策放开预期，受情绪面影响 22 年 10 月底以来反弹 30%，跑赢沪深 300 (+17%)，线下媒介型公司有望温和复苏，兆讯传媒因公司自身经营层有较大的改善，在消费向好时有望享受 a 成长，乘 AIGC 东风，数字营销板块相关公司有望借新技术提升内容、服务效率。

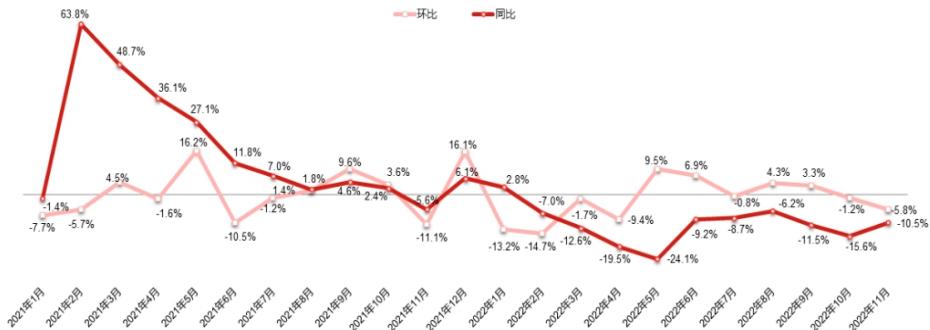
图21: 广告营销板块指数变化



资料来源:

### 复苏展望：看好媒介端分众传媒、兆讯传媒，数字营销把握新科技趋势

**2022 年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22: 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7: IMF 对主要经济体经济增长预期 (%)**

	2022	2023	2024
<b>全球</b>	3.4	2.9	3.1
<b>发达经济体</b>	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
<b>其他发达经济体</b>	2.8	2.0	2.4
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	3.9	4.0	4.2
<b>亚洲新兴与发展中地区</b>	4.3	5.3	5.2
中国	3.0	5.2	4.5
印度	6.8	6.1	6.8
<b>欧洲新兴与发展中地区</b>	0.7	1.5	2.6
俄罗斯	-2.2	0.3	2.1
<b>拉丁美洲与加勒比地区</b>	3.9	1.8	2.1
巴西	3.1	1.2	1.5
墨西哥	3.1	1.7	1.6
<b>中东与中亚</b>	5.3	3.2	3.7
沙特阿拉伯	8.7	2.6	3.4
<b>撒哈拉以南非洲地区</b>	3.8	3.8	4.1
尼日利亚	3.0	3.2	2.9
南非	2.6	1.2	1.3

新兴市场和中等收入经济体	3.8	4.0	4.1
低收入发展中国家	4.9	4.9	5.6

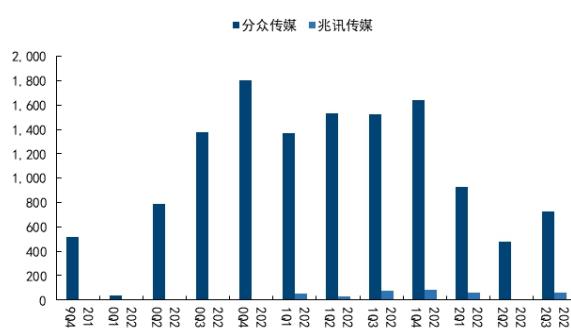
资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

### 继续看好媒介资源端标的分众传媒和兆讯传媒

从行业基本面来看，1) 在技术端未出现根本性变革的背景下，广告市场增速和GDP增速呈现正相关关系。2022年是广告营销产业标的底部布局的时间区间，2023年有望持续温和复苏；2) 广告营销板块有结构性机会：具有交互转化和销售转化的电商广告和短视频广告占据互联网广告市场60%以上的市场份额，平台经济政策见底，web2.0时代的巨头仍有修复机会。元宇宙生态、区块链技术、AIGC催化数字营销向内变革，广告政策环境更加规范，数字经济加快数字营销企业转型；3) 线下广告刚性投放价值凸显，关注宏观经济拐点及线下人流双重修复所带来的基本面拐点机会，推荐分众传媒、兆讯传媒。

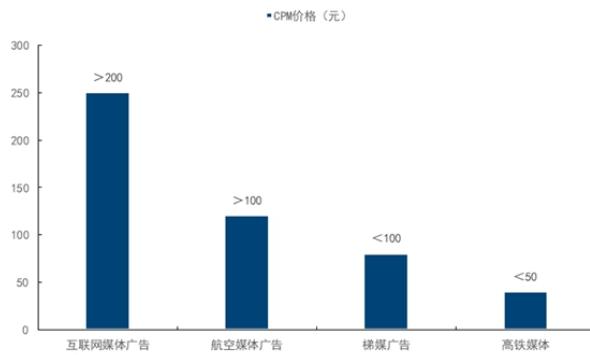
具体来说：1) 分众传媒复苏确定性较强。分众传媒的生活圈媒体价值得到验证，竞争者压力疑虑渐消除，考虑分众经营杠杆效应，公司业务恢复后利润弹性较大；公司不断优化客户结构，消费类广告主构成公司业务基本盘，抗风险能力较强；公司开启海外扩屏周期，中长期空间打开；2) 看好兆讯传媒弹性空间。公司仍有量价提升的逻辑，尤其是价格端较线上媒体及线下其他媒体价格有显著的优势；23年有望实现高增，基于公司广告主质量又上新台阶及自身经营效率的大幅提升；3) 裸眼3D业务构成公司业绩新增长一极。

图23: 分众传媒、兆讯传媒季度业绩变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图24: 不同媒介 CPM 价格对比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从广告营销板块估值来看，23Q1在AIGC催化下数字营销有望维持高景气，目前PE在历史估值中位，预计部分底部营销公司有望摆脱经营困境，媒介端分众传媒受益于消费复苏维持景气度高位，兆讯传媒作为23年高成长标的，预计23年利润有望达50%-60%，根据我们的预测目前PEG小于0.5，公司23年PE23倍，全年持续推荐看好兆讯传媒。

图25: 广告营销 PE Bands



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 影视：看好 2023 年内容供给端修复

### 22 年影视持续低迷，影视剧公司业绩好于电影院线

2022 年影视板块业绩持续低迷。主要因上游内容制作、下游终端院线影院均收到疫情影响。除了影视剧公司唐德影视、慈文传媒、欢瑞世纪业绩为正（完美世界主要因游戏业绩贡献，芒果超媒核心逻辑在视频平台），其他影视相关公司 2022 年均面临大额业绩亏损，其中万达电影因较高的经营杠杆效应，亏损程度最高（预计亏损 13-19.5 亿）。

其中影视剧公司业绩好于电影院线公司，具体来看，欢瑞世纪、慈文传媒、唐德影视分别实现扭亏、扭亏和预增，但 22Q4 以来二级市场表现弱于电影院线，主要因储备剧集上线视频平台，相比电影公司更有业绩平滑效应，万达电影、横店影视、中国电影均亏损严重，主要因 22 年疫情反复影院营业率大幅降低。

10 月底预期疫情放开后，受政策影响影视板块大幅反弹，我们认为 2023 年影视板块将逐渐步入实质性复苏，内容供给端有望有序恢复。

表8: 影视公司业绩预告情况

代码	名称	预警类型	2022 年归母净利下限 (百万元)		2022 年归母净利上限 (百万元)		2022 年利增长下限 (%)		2022 年利同比增长 (%)		2022 年归母净利下限 (百万元)		2022 年归母净利上限 (百万元)		2022 年利增长下限 (%)		2022 年利同比增长 (%)		2022 年归母净利下限 (百万元)		2022 年归母净利上限 (百万元)	
			归母净利下限 (百万元)	归母净利上限 (百万元)	归母净利下限 (%)	归母净利上限 (%)	利增长下限 (%)	利同比增长 (%)	归母净利下限 (%)	归母净利上限 (%)	归母净利下限 (百万元)	归母净利上限 (百万元)	利增长下限 (%)	利同比增长 (%)	归母净利下限 (%)	归母净利上限 (%)	利增长下限 (%)	利同比增长 (%)	归母净利下限 (%)	归母净利上限 (%)	利增长下限 (%)	利同比增长 (%)
000892.SZ	欢瑞世纪	扭亏	25	25	—	—	—	—	-62	-62	-208%	-208%	-84%	-84%	—	—	—	—	—	—	—	—
001330.SZ	博纳影业	首亏	-74	-37	—	—	—	—	-159	-122	6%	-19%	-155%	-142%	—	—	—	—	—	—	—	—
002343.SZ	慈文传媒	扭亏	32	48	114%	121%	—	—	-23	-7	-296%	-162%	-90%	-97%	—	—	—	—	—	—	—	—
002739.SZ	万达电影	首亏	-1950	-1300	—	—	—	—	-1417	-767	-3050%	-1697%	669%	316%	—	—	—	—	—	—	—	—
002905.SZ	金逸影视	增亏	-460	-360	—	—	—	—	-177	-77	105%	-11%	13%	-51%	—	—	—	—	—	—	—	—
300027.SZ	华谊兄弟	增亏	-1304	-875	—	—	—	—	-1044	-615	1436%	805%	26%	-26%	—	—	—	—	—	—	—	—
600052.SH	东望时代	增亏	-204	-204	—	—	—	—	-226	-226	-693%	-693%	275%	275%	—	—	—	—	—	—	—	—
600715.SH	文投控股	增亏	-1200	-1000	—	—	—	—	-891	-691	812%	608%	101%	56%	—	—	—	—	—	—	—	—
601595.SH	上海电影	首亏	-390	-325	—	—	—	—	-229	-164	-3516%	-2544%	64490%	46117%	—	—	—	—	—	—	—	—
603103.SH	横店影视	首亏	-365	-269	—	—	—	—	-259	-163	577%	325%	404%	217%	—	—	—	—	—	—	—	—
300251.SZ	光线传媒	增亏	-730	-630	—	—	—	—	-832	-732	742%	641%	-4%	-15%	—	—	—	—	—	—	—	—
300426.SZ	唐德影视	预增	24	36	27%	91%	99	111	-606%	-667%	-20%	-10%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

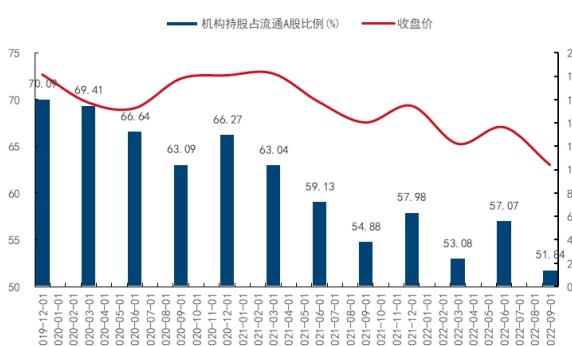
600977.SH	中国电影	首亏	-240	-200	—	—	-241	-201	1128%	924%	854%	695%
300413.SZ	芒果超媒	略减	1790	1890	-15%	-11%	112	212	-77%	-57%	-17%	58%
300528.SZ	幸福蓝海	增亏	-370	-270	—	—	-168	-68	126%	-9%	191%	17%
002624.SZ	完美世界	预增	1360	1440	268%	290%	-82	-2	-127%	-101%	-81%	-100%
000802.SZ	北京文化	减亏	-59	-45	56%	66%	-19	-6	39%	-58%	-82%	-94%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 头部公司持仓变化: 22Q3 机构持三年新低, 预计 22Q4 以来机构配置攀升

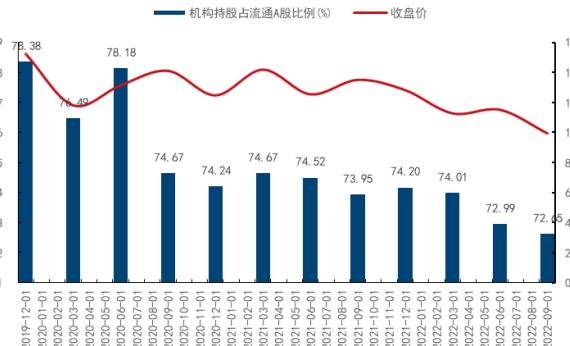
截至 2022 年三季报, 核心公司持仓都处于三年历史低位, 万达电影机构持仓较 2019Q4 下降 26%, 中国电影较 2019Q4 下降 7%, 光线传媒较 2019Q4 下降 9%, 华策影视较 2019Q4 下降 30%, 其中龙头万达电影、华策影视机构持仓下滑程度较大。

图26: 万达电影机构持仓变化 (截至 22Q3)



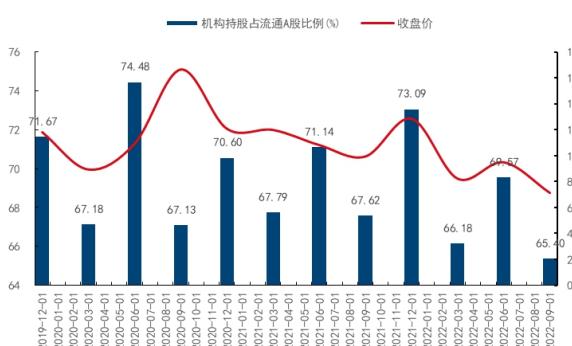
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 中国电影机构持仓变化 (截至 22Q3)



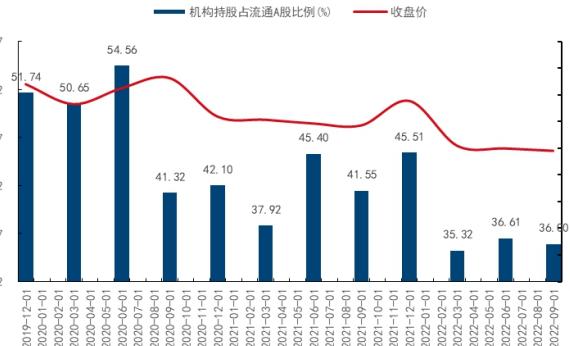
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 光线传媒机构持仓变化 (截至 22Q3)



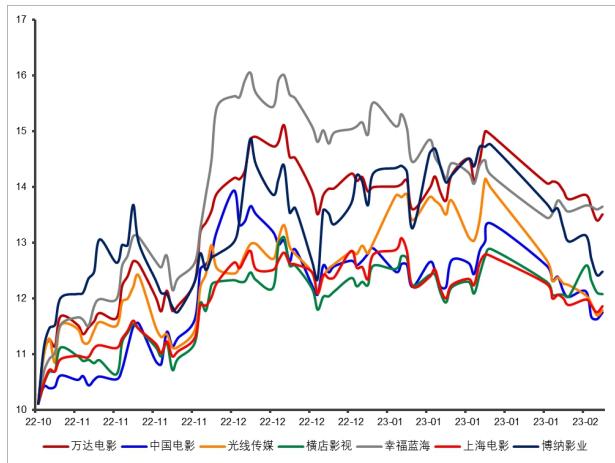
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 华策影视机构持仓变化 (截至 22Q3)

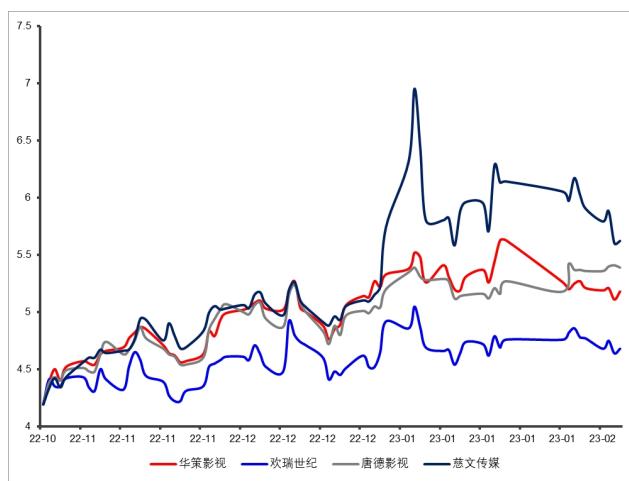


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2023 年 2 月 9 日, 电影板块万达电影、中国电影、光线传媒和横店影视 10 月底以来涨幅为 34%/16%/17%/20%, 华策影视、欢瑞世纪、唐德影视和慈文传媒 10 月底以来涨幅为 24%/12%/29%/34%。疫情防控修复程度弱于消费、航运等板块, 核心在于内容修复周期长, 电影院线仍然受制于上游内容端。

**图30: 电影板块底部反弹情况**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

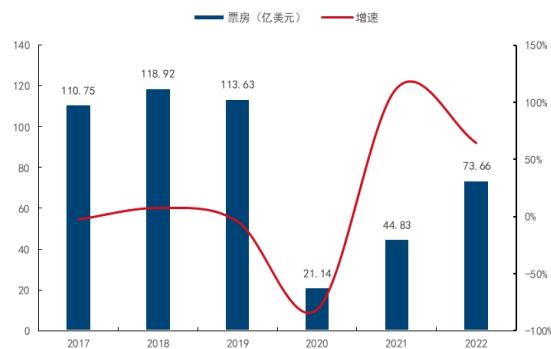
**图31: 影视剧板块底部反弹情况**


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 复苏展望: 内容、终端有望全面恢复, 影视回暖可以更乐观

2023年有望成电影市场实质性回暖的关键性一年, 参考北美电影市场疫后恢复情况, 疫情反复不会构成更大的冲击, 考虑我国政策放开进程较快和消费支持力度较大, **2023年中国电影票房有望恢复至2019年票房的70%-80%水平。**

2022Q1 北美疫后放开后 2022 年恢复至 2019 年票房约 65%, 供给端不足是北美票房恢复程度较低的核心原因。1) 从北美电影总票房数据来看, 疫后放开票房恢复至疫情前不足 70%水平; 2) 从北美电影供给端看, 疫情后电影上映数量仍只有疫情前一半; 3) 从北美票房量价数据来看, 海外票房修复主要靠观影人次提升。

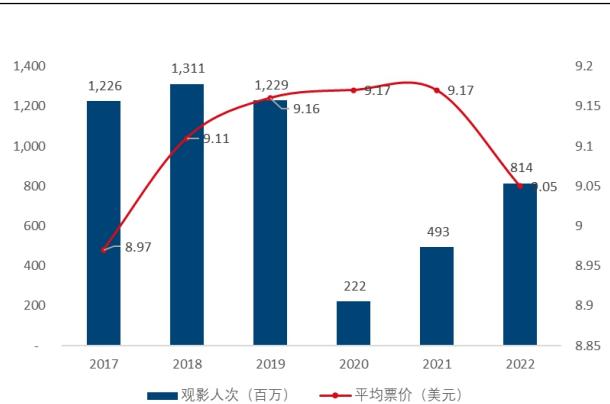
**图32: 2010-2022年北美电影总票房**


资料来源: 猫眼专业版, 国信证券经济研究所整理

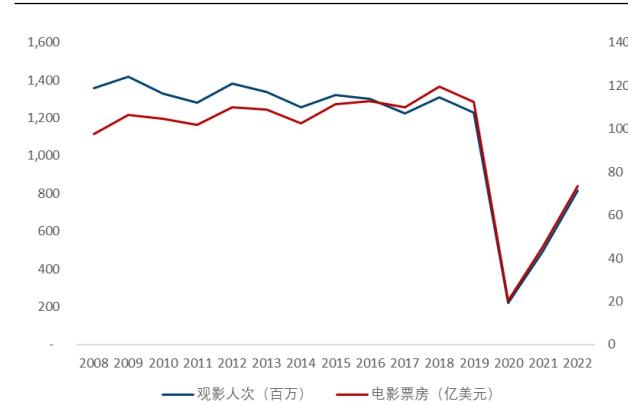
**图33: 2017-2022年北美地区电影供给情况**


资料来源: 猫眼专业版, 国信证券经济研究所整理

**图34: 2017-2022年北美票房观影人次和平均票价**
**图35: 北美地区总票房和观影人次增长拟合情况**



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

**春节档进一步印证了电影端需求端的旺盛，内容端持续发力，投资逻辑或将从  $\beta$  性恢复转向  $\alpha$  性成长。**2023 年超 10 万且待映、未确定档期的国产电影有 21 部，《蚁人与黄蜂女：量子狂潮》（《蚁人 3》）将于 2 月 17 日在北美和国内同步上映，《黑豹 2》也将于 2 月 7 日在国内上映。

表9: 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	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	林辰涵、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	亭东影业、阿里巴巴影业、中国电影	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	亭东影业、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	察院影视中心	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	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、	-	-	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	亭东影业	-	-	106,342

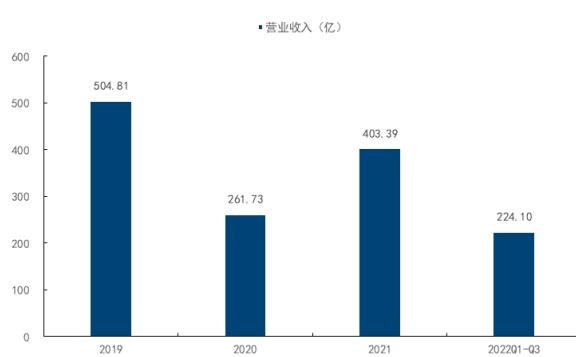
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

### 持续看好万达电影、光线传媒、芒果超媒、华策影视

从基本面来看，疫后复苏主线来看我们的核心推荐组合是万达电影和光线传媒，其中万达电影有望获得行业修复的全产业链红利，院线龙头在疫情之下市占率稳步提升，中小出清之下龙头具有韧性，万达电影仍有修复空间，院线弹性标的建议关注横店影视；看好 2023 年行业内容供给端的修复，光线传媒、华策影视是内容弹性标的，博纳影业（尚未覆盖）是主流价值观影片的重要内容方；内容、院线之外，关注电影产业链关键环节，a) 电影发行、票务等环节，b) 提升单荧幕产出的特效技术影厅，c) 影视版权中间环节，建议关注港股相关电影标的和捷成股份；关注政策回暖，行业长期向好趋势。关注进口片引进情况，建议关注中国电影；在监管导向趋于稳定、行业经历出清之后，内容龙头有望享受周期向上红利，推荐芒果超媒。

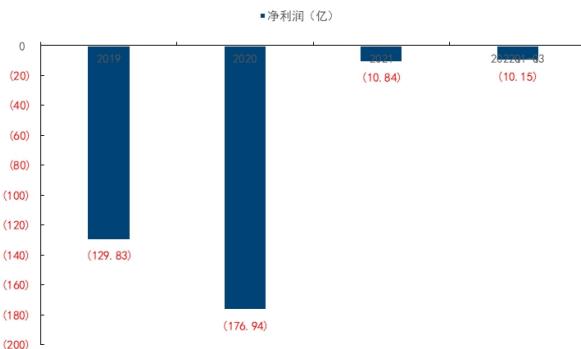
从估值角度来看，2023 年若内容供给端逐渐恢复有望带来业绩兑现，同时带动行业景气度提升。

图36: 影视板块收入变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图37: 影视板块净利润变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 新一轮科技红利渐行渐近

## 科技是传媒互联网成长的中期核心驱动力

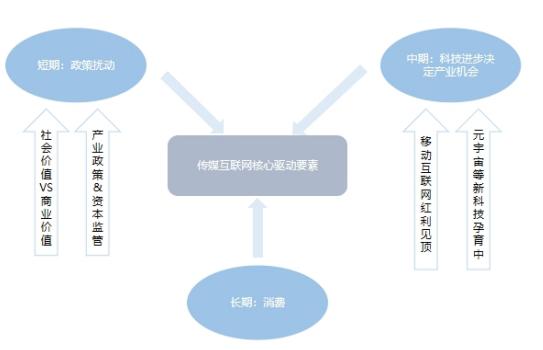
监管政策、科技进步、消费升级是传媒互联网短中长期核心成长动力，并直接影响着传媒板块二级市场的表现；2017年以来，传媒板块无论是短期政策因素，还是中期的新科技红利来看，均呈现边际向下的趋势，进而导致行业景气度与二级市场股价表现的大幅波动。

**外部短期因素压制的低景气度有望拐点向上修复。**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：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需求萎缩。正如我们上文所述，短期外部负面因素的扰动正在过去，景气度有望底部反转、迎来业务正常化经营的春天。

**新科技导入是未来行业能否迎来基本面与估值重塑的核心变量。**1) 从行业核心驱动要素来看，传媒行业供给创造需求的特征非常明显：技术进步引发媒介革命，新老媒体交替登场内容与新型媒体互相融合，形式及商业模式、市场空间随之巨变；2) 从过往表现来看，每一轮的技术革命均会在传媒领域引发巨大的产业革命和投资机会，典型如无线电时代的广播、电视，PC时代的门户互联网，智能手机时代的移动互联网等。

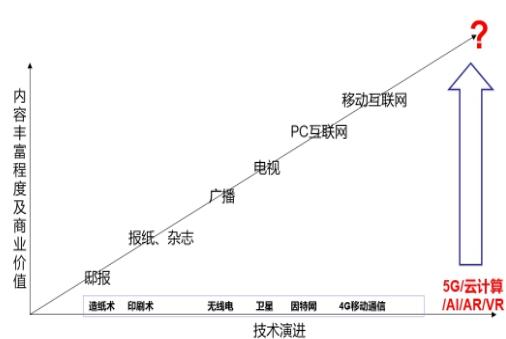
**新一轮科技红利正在渐行渐近，景气度反转、低市值、低配置背景下有望迎来持续主题催化。**1) VR/AR、AI、云计算、5G等新科技逐步走向成熟，为下一代信息技术创新奠定了良好基础，媒介与内容形式的创新一触即发；2) 以web3为代表的新理念有望带动互联网的迭代与重构；3) 新科技（AI等）、新模式（web3等）创新持续推动之下，传媒板块有望持续迎来主题催化的机遇。

图38: 传媒行业核心驱动要素分解



资料来源：国信证券经济研究所整理

图39: 新科技推动产业进步



资料来源：国信证券经济研究所整理

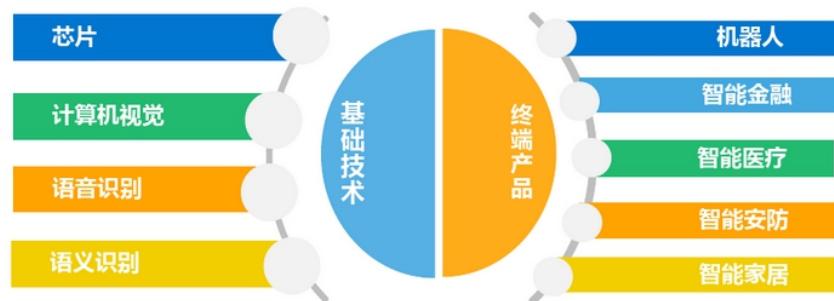
## AI 落地：从信息分发到内容生成（AIGC）

### 何为 AI：利用机器智能化替代人类的革命

通俗理解，人工智能是机器对人的行为和思想的模拟，利用机器学习和数据分析的方法，赋予机器人类的能力，从而实现解放人力、降本提效的目的。1952年，图灵在《计算机械与智能》一文中提到了“图灵测试”来验证机器是否具有智能：

如果一台机器能够与人类展开交流，并且有超过30%的人无法在规定时间内识别出与自己交谈的是人还是机器，那么这台机器可以被认为是具有智能的。后来，科学家又提出了其他界定人工智能的标准：例如能否实现语音识别、机器翻译、自动写作等等。本报告中所提及的人工智能技术，不仅包括具有自然语言处理能力、或通过图灵测试的AI技术，还包括有海量数据、超复杂性、要求实时性、人类智能暂时无法处理的机器智能技术。

图40：人工智能所涉及的基础技术及终端产品

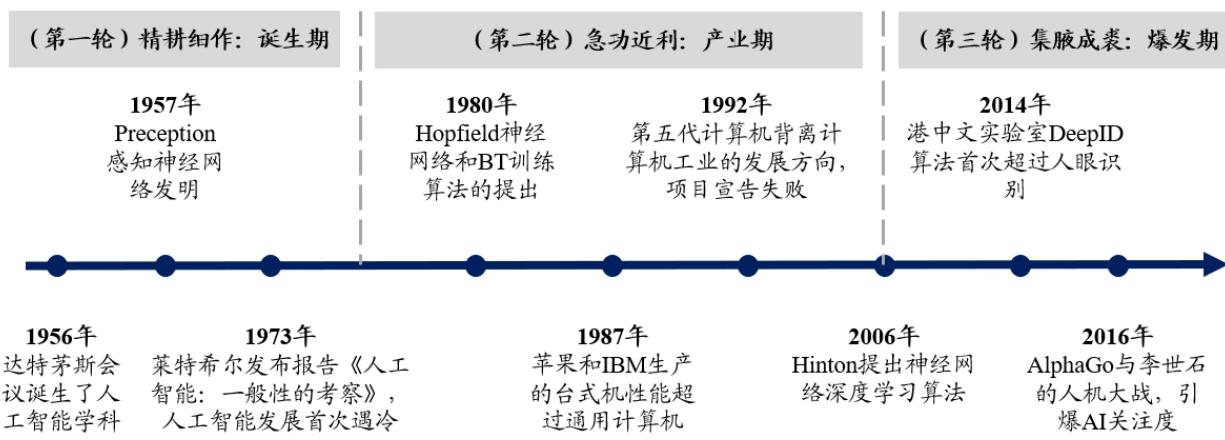


注释：自动驾驶行业是AI的一个重要分支，关于该领域的研究讨论请参见36氪研究院系列报告《自动驾驶行业研究报告》。

资料来源：36kr，国信证券经济研究所整理

**三起三落，人工智能迎来落地期。**1) 回顾人工智能技术的发展历程，我们发现，人工智能所经历的三次兴起浪潮均源于底层算法的革命性进展，而前两轮的衰落是由于计算机数据处理性能及底层算法的局限，使AI技术无法顺利着陆；2) 2006年，Hinton提出深度学习算法，利用多层神经网络，将人类从复杂的算法归纳中解放出来，只要给予机器足够多的数据，便能使其自动归纳出算法，叠加底层算力的不断发展及互联网时代海量数据的积累，人工智能三驾马车：算法、算力和数据皆已准备就绪，使AI技术彻底走出实验室，渗透进各个行业。

图41：人工智能发展的三次浪潮

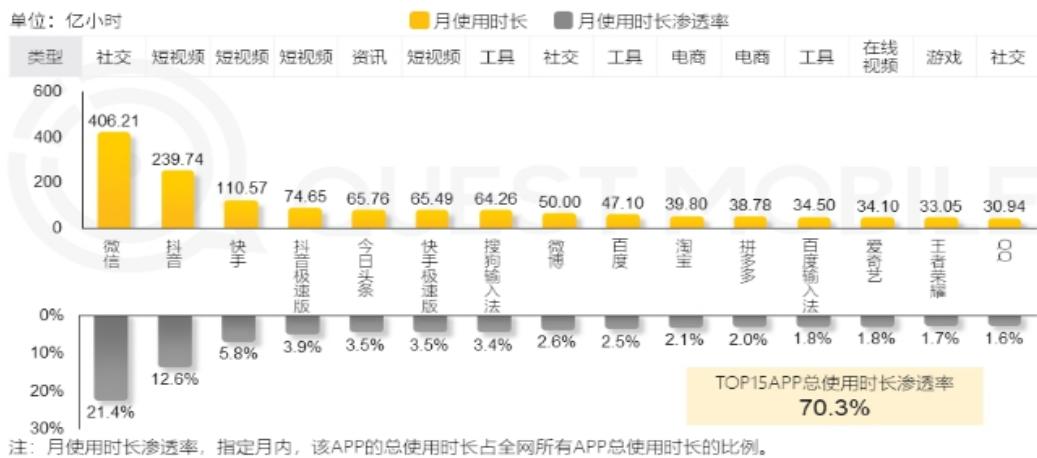


资料来源：艾瑞咨询，《智能时代》，国信证券经济研究所整理

**AI技术驱动，始于资讯，兴于短视频，字节跳动的快速崛起验证了AI技术的强**

**大生命力和对传统业态的颠覆可能。**字节跳动科技有限公司成立于2012年3月，是最早将人工智能技术大规模应用于移动互联网场景的公司之一。公司产品布局于移动资讯、短视频、内容社区、教育等多赛道，在其多产品矩阵中，以移动资讯App今日头条及短视频App抖音表现最佳；从用户时长来看，当前抖音仅次于微信，稳居全行业第二。

图42: 抖音使用时长位居前列



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

### 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。

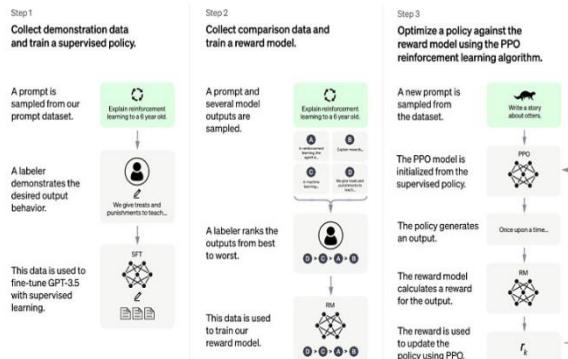
OpenAI被AI研究人员评为全球三大AI实验室之一，该公司开发了可以在Dota 2等电子游戏中击败人类的游戏AI软件，该公司也是火爆AI聊天机器人ChatGPT的开发者。在此之前，2019年7月微软以10亿美元投资OpenAI；此外OpenAI的独家云服务提供商亦为微软，未来微软与OpenAI将共同打造超级计算并创造新的人工智能体验。

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。

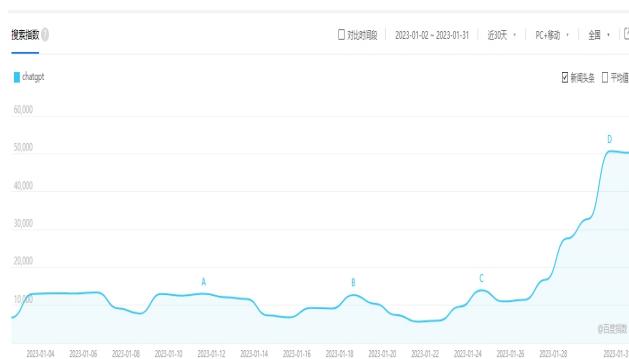
ChatGPT是基于GPT-3.5（Generative Pre-trained Transformer 3.5）架构开发的对话AI模型；其受到广泛认可的重要原因是引入了RLHF（基于人类反馈的强化学习），其解决了人工智能模型的产出与人类认知等领域保持一致的问题；GPT系列自然语言处理模型起源于2018年6月的GPT-1模型，经过数代的模型迭代，ChatGPT已经从早期的1.17亿参数量提升至当前的千亿级以上，在数据、算法、算力上处于业内领先水平。

图43: ChatGPT训练模型

图44: ChatGPT百度搜索指数大幅提升



资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

## ChatGPT 火爆出圈，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；同时从场景落地上看，以 ChatGPT 为代表的 NLP 技术走向成熟，也将加速数字人产业的成熟，带动内容与营销服务产业迈入新阶段。

图45: 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46: AIGC 应用场景



资料来源：量子位，国信证券经济研究所整理

从 AIGC 对内容板块的影响来看，其背后是决策式 AI 向生成式 AI 的转变，a) 决策式 AI 的核心是解决单任务线或垂直领域渠道的分发效率问题，举例来说传媒上

个时代火爆的智能营销、平台巨头字节短视频推送的精准算法，都是 AI 对平台、渠道产生带来正面效能的案例；b) 以 AIGC 为代表的生成式 AI 解决了渠道分发之外，内容生产的问题，如果将内容划分为标品、非标品，AIGC 可以进一步解决标品内容的生产效率问题；c) 从逻辑上来说，一方面，AIGC 可以降低内容的不确定性和生产的波动性，并更好地匹配渠道分发，另一方面，若 AI 真正对内容渠道、内容生产产生重大变革，与此同时，平台的分发效率更高，从内容到平台的估值体系也有望重塑。

**表10：传媒板块 AIGC 相关标的梳理**

编号	代码	公司名称	AIGC 模态及应用领域	主要进展
1	000681.SZ	视觉中国	图片内容、拥有丰富图片数据	<p>1) 全球最大的数字版权内容平台之一，提供 4 亿张图片、3000 万条视频和 35 万首音乐等可销售的各类内容素材资源，可为 AIGC 模型训练提供数据；</p> <p>2) 公司与百度正式签署战略合作协议，与百度旗下的 AI 作画平台文心一格将在创作者赋能和版权保护等方面展开多项合作，共探 AIGC 内容产业发展方向，发挥各自在 AI 技术与素材资源端优势，加速 AIGC 在图片等领域商业化落地。</p> <p>公司已推出 AI 主播、AI 绘画和 AI 文字创作功能，并在研发推动更多 AIGC 功能落地。</p> <p>1) AI 主播已在有声书生产中应用，根据文字故事情节的真实语境，用独创的情绪情感控制模块，结合语音深度学习合成技术，真实还原角色情感，生动模拟人声音色以塑造角色，讲述故事。</p>
2	300364.SZ	中文在线	文字内容、文字数据丰富	<p>通过针对不同的描写场景填写关键词和辅助短语，即可生成对应的文字内容描写用于作品使用，目前可针对人物、物品等进行 AI 文字创作，并针对不同的作品类别如古风、都市等进行不同的内容适配。</p> <p>3) 文字内容 IP 数据丰富，公司深耕文化数字产业 20 余年，拥有海量的 IP 数据，随着技术的迭代更新，AI 可在更多应用领域提升内容创作效率，产出更多精品内容，降低成本，扩大更多 AI 内容衍生品类。</p>
3	300418.SZ	昆仑万维	AI 图像、音乐、文本、编程生成，算法开源	<p>1) 公司 AIGC 领域布局早，拥有相关技术积累。昆仑万维从 2020 年开始布局 AIGC 领域，训练集群 200 张卡，投入数千万元，组建了二百余人的研发团队，2020 年底至 2021 年 4 月份研发出百亿参数的中文 GPT-3 模型，并于 2021 年 8 月开始研发基于自有大文本模型的对话机器人；2022 年 1 月启动 SkyMusic 音乐实验室，2022 年 4 月达到人工智能领域最优效果；2022 年 9 月份启动编程、图像、文本方向的 AIGC 产品。</p> <p>2) 公司算法开源助力迭代速度，AI 图像、文本、音乐、编程多方布局。目前公司 AI 图像、AI 文本、AI 编程的模型已经在 GitHub 上开源并推出天工巧绘 SkyPaint、天工乐府 SkyMusic、天工妙笔 SkyText 和天工智码 SkyCode 多方布局通过 AI 大模型生成内容。</p>
4	300058.SZ	蓝色光标	输入文本生成画作	<p>蓝色光标博特 2021 年开始探索 NLP 技术对文本和图片进行情绪识别，通过对数据库中的图片素材进行微标签处理，并以此为突破口对模型进行上万次的训练，从而总结出有的“康定斯基模型”，并根据该模型发布一键生成抽象画平台“创意画廊”。用户使用“康定斯基模型”输入文本即可在 6 分钟内生成一幅抽象画作，后续该模型也会生成可直接调用的 APIs，支持虚拟人创作、AI 营销、DTC 电商等各领域的用户使用。</p> <p>1) 2022 年 6 月，公司与浙江省北大信息技术高等研究院、科大讯飞签署了《战略合作框架协议》，三方将在智能语音及 AI 技术场景化应用、IP 合作、移动互联网教育产品开发、智能硬件开发、人才培养等领域开展深度合作。目前公司正积极推进与科大讯飞等合作伙伴在人机交互、智能语音、AI 虚拟场景等方面的具体合作事项，同时公司也在积极探索 AI 生成内容等技术在游戏产品、智能语音交互产品等业务上的应用，持续为用户打造更逼真的交互体验。公司与科大讯飞等企业的合作仍处于前期研究阶段。</p>
5	300459.SZ	汤姆猫	AI 智能交互、探索 AIGC 在游戏产品中的应用	<p>2) 公司围绕“会说话的汤姆猫家族”IP 交互陪伴这一深入人心的特征，积极着力于用户交互体验的升级，通过技术与玩法的创新进一步发挥汤姆猫家族 IP 的智能交互与虚拟陪伴优势。2021 年，公司海外子公司推出了 GameBudTalkingTom 语音智能交互玩伴，该智能产品实现了与《汤姆猫跑酷》《汤姆猫英雄跑酷》等游戏产品进行链接，拥有游戏陪玩、实时交流、语音互动等多个功能。公司将根据市场需求，重点关注智能交互功能的升级和研发。</p>
6	605168.SH	三人行	探索 AIGC 在数字营销领域应用，拥有大量场景数据	<p>1) ChatGPT 在数字营销领域有广阔的应用及想象空间，公司不断积累 AIGC 技术的应用经验，创意团队利用包括 ChatGPT、shopify 等 AIGC 工具不仅可以回应客户提出的各类需求，还能为文案、平面、视频等广告创意作品提供海量创意思路参考、设计灵感启发和拍摄脚本多维度改进意见，通过自动化简化内容创作过程，节约成本的同时提高了内容营销的效率和效果；</p> <p>2) 公司通过服务众多消费品、汽车、通讯运营商、金融等客户，积累大量场景数据形成了数据壁垒，利用相关技术不断完善 AI 创意能力，有效满足客户对于文案、平面、视频等广告创意作品的独特创作视角、审美水平的要求。</p>
7	00772.HK	阅文集团	文本内容数据资源丰富	公司拥有大量资深编辑和丰富语料库可用于开发对应的大型 AI 语言训练模型，实现 AI 生成文本内容
8	01357.HK	美图公司	图像生成，图像、文本、视频跨模态生成	美图旗下 APP Meitu 推出 AI 绘画功能在海外市场风靡，AIGC 一直是美图影像 AI 技术研发的关键领域，AIGC 的细分场景众多，美图更关注图像生成、视频生成及图像与文本间的跨模态生成。
9	002123.SZ	梦网科技	布局 NLP、AIGC 等相关领域	公司布局了人工智能的研发，如超大规模神经网络、知识图谱、自然语言处理、AI 内容生成、机器视觉、人脸建模与形象驱动、生成式对抗网络。
10	002315.SZ	焦点科技	文本生成	公司在商品文本描述自动生成、智能客服等业务方向运用了 AIGC 相关技术。

11	002354.SZ	天娱数科	AIGC 互动直播功能落地	1) 2022 年公司推出 MetaSurfing-元享平台, 发挥数据、算法、场景优势, 利用人脸建模、形象驱动、语音合成、语音识别、语义理解、图像处理等多项 AI 技术, 实现元宇宙人货场的“批量化、短周期、低成本”制作, 陆续为 AMD、腾讯、百度、外研在线、匹克、沪上阿姨等各领域一线客户提供技术服务; 2) 公司近期升级推出的“MetaSurfing-元享智能云平台”, 并接入了 ChatGPT 等模型, 进一步实现从文本、音频等低密度模态向图像、视频、实时交互等信息密度更高模态的转化, 并结合多模态智能算法, 完成了 AIGC 互动直播功能的落地, 先后在 TikTok 跨境电商直播、虚拟主播互动直播等场景中实践应用, 并形成产品化解决方案。 公司旗下米塔数字艺术作为元宇宙艺术创作社区, 已开启 AIGC 模式, 现支持 AI 绘画和手动绘画两种模式, 打开 AI 绘画即可使用 AI 进行绘制。此外, 宫玖羽是汽车之家特邀 AI 体验官, 目前宫玖羽全网曝光量接近 2 亿, 全网粉丝已接近百万。公司旗下浙安果合负责其形象制作、内容策划、编导及内容产出。
12	600986.SH	浙文互联	AIGC 绘画	公司参股子公司世优科技数字人已经接入 chatGPT, 正在通过数字人自身的人设背景等
13	300182.SZ	捷成股份	参股子公司数字人接入 chatGPT, 探索 AI 数字人	相关数据集, 并基于 OpenAI 来训练这个数字人专有大脑形成个性化模型。未来世优科技的 AI 数字人除了将拥有 chatGPT 的超强“AI 大脑”通用能力外, 特定数字人还将具备个性化独有的人设背景表达能力。
14	002291.SZ	遥望科技	布局发展 AI 虚拟人直播业务	公司规划在 2023 年发力虚拟人直播等业务, 计划利用公司过往积淀的技术优势, 实现高效率低成本的 AIGC 内容生成, 使得直播时长更长, 以长尾效应进一步扩大供应链竞争优势。
15	300781.SZ	因赛集团	探索 NLP 在营销内容方面的运用, 推出人工智能高运营效率。	1) 近年持续通过 NLP 技术探索 AI 技术在品牌内容营销方面的应用, 并取得一些应用成果, 其中也包括 GPT 技术。公司开发利用该项技术, 早期主要是通过 GPT2 模型训练, 探索自然语言处理技术在营销内容方面的运用, 开发微信公众号标题和文案的自动生成工具与游戏社群互动工具, 应用在社群互动等营销场景上, 从而减轻运营成本, 提高运营效率。 2) 目前公司的人工智能创意生成及管理平台“因赛引擎 INSIGHTengine”, 正紧跟 AI 的技术迭代步伐, 研发应用 ChatGPT 等相关的技术, 持续开发自然语言处理(文章撰写、标题创作、创意文本)等方面的应用, 与图像和视频 AIGC 技术协同, 提升品牌的内容营销的质量和效率。
16	300785.SZ	值得买	通过算法和机器的方式生产内容	自 2017 年 10 月 1 日开始, 公司就尝试通过算法和机器的方式生产内容, 内部称为 MGC (Machine-GeneratedContent, 机器贡献内容)。2021 年, 机器贡献的内容占比为 18.97%。公司非常重视 AIGC 和 ChatGPT 相关的技术, 将继续在该领域加大投入, 目前相关技术还在研究与迭代阶段。
17	002717.SZ	岭南股份	-	子公司恒润集团与腾讯已签署元宇宙业务的战略合作协议, 在 AI、云计算、大数据等领域进行全方位的合作。AIGC 属于 AI 的具体应用领域之一, 也属于双方合作领域。 1) 公司从 2020 年开始, 已经陆续在 NLP (Natural Language Processing, 即自然语言处理)、OCR (Optical Character Recognition, 即光学字符识别)、机器视觉、语音等多个领域开展预训练大模型的实践, 不仅进一步提升了公司各项核心算法的性能效果, 同时也大幅提升了公司的算法生产效率, 已经在城市治理、金融、智能制造等行业应用中体现价值;
18	688327.SH	云从科技	预训练大模型实践、相关算法开发	2) 公司一直以来都在人机协同领域布局, 打造了像人一样思考和工作的人机协同操作系统 (CWOS), 致力于整合打通视觉、语音、NLP 等多个领域的大模型, 不止于像 ChatGPT 那样在文本世界实现超级智能, 还要彻底打通数字世界和物理世界。大模型给 AI 行业带来了巨大的想象空间和市场机会, 也是公司的巨大想象空间和市场机会。
19	300250.SZ	初灵信息	AI 智能对话平台	初灵信息的智能对话平台是基于 AI 技术, 以 Chatbot 方式面向用户提供多媒体智能应答服务, 主要应用包括 AI 智能客服、智能外呼、文本机器人、来电助理、智能培训等。公司制作的虚拟数字人可在各类活动中担任虚拟主持人、AI 讲师、AI 客服等工作。公司制作的虚拟数字人在语音交互功能中应用了基于 AIGC 技术的 NLP 问答技术。上述业务尚处于研究和探索阶段, 存在较大不确定性。
20	002467.SZ	二六三	布局探索 AIGC 在虚拟数字人方向的应用	公司持续进行图片、视频领域 AI 基础、AI 分割、AI 生成等技术的研发和探索, 目前已于多个产品内落地虚拟人、文生图、AI 智能抠像、AI 智能降噪、AI 音乐重组、AI 换脸等诸多 AI 功能, 并逐步从泛娱乐、泛知识向泛营销领域等多场景渗透。
21	300624.SZ	万兴科技	探索 AI 多场景应用	公司基于自身在 NLP 技术领域的全面性以及长期在行业端的深耕, 对不同行业客户的数据特点、业务需求的理解更为深刻, 在项目磨炼中, 已经形成自身独有的算法模型, 更能为行业客户提供满足需求、输出结果更为专业精准的专业化模型, 这在项目中已经落地并得到实践验证。
22	002362.SZ	汉王科技	NLP 算法模型	

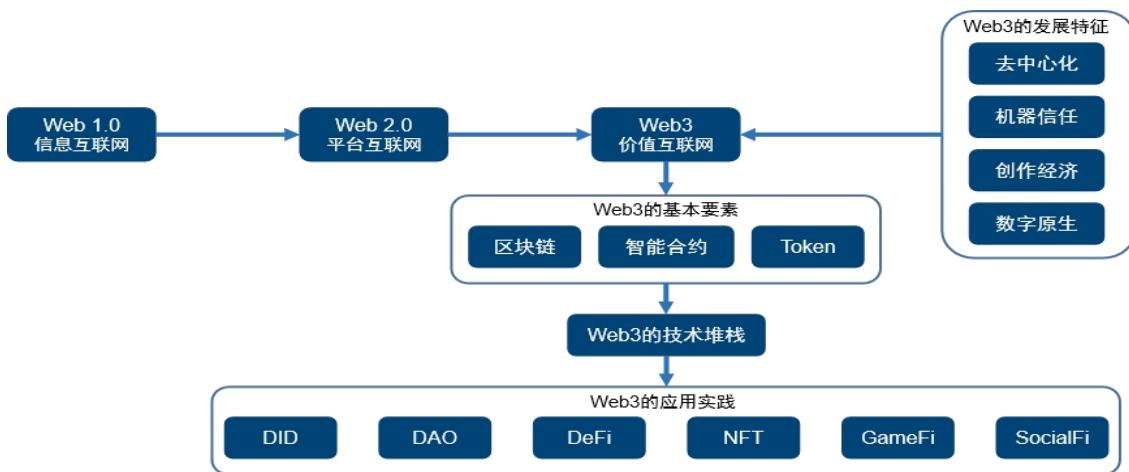
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## Web3：互联网商业模式的迭代与重构

基于区块链技术的 Web3 概念是由以太坊联合创始人、Polkadot 创始人 Gavin Wood 于 2014 年 4 月提出。用一句话来解释 Web3, Gavin 认为 Web3 的核心理念是“less trust, more truth”（少一些信任, 多一些事实）。当前 Web3 处于发展初期的探索阶段, 对 Web3 仍没有确切的定义, 但是初步达成的共识是：狭义上, web 1.0 阶段用户只能被动浏览网页, Web 2.0 阶段用户依赖平台创造和传播信息, Web3 阶段用户可以更加自主的管理数据并在互联网内容创造中获得价值；广义上, Web3 通过设计新的技术协议和建设新的基础设施, 让互联网更加去中心化、更加安全, 让用户掌握自己的数字身份和数字资产, 也是首次在数字世界中创造了真正可面

向数据要素确权、流通、交易的经济体系，从而实现技术体系与经济体系协同创新，促进数字经济与实体经济的融合发展。

图47: Web3 整体脉络



资料来源：国信证券经济研究所整理

**Web3 有望带动数据捕获与价值分配范式演变，重构互联网商业形态。** 1) Web 1.0 (1990-2004)：广告经济时期。网站几乎无法获取用户个人数据，内容平台创造，收益平台享有；2) Web 2.0：平台经济时期。中心化平台收集、积累大量用户信息，通过算法精准推送信息。内容用户创造，收益分配平台主导；3) Web 3.0：去中心化，内容用户创造，数据归用户所有。核心思想在于将生产和所有权交给参与生态、使用平台的用户，而不是由互联网平台或者控制互联网平台公司的少数人拥有。

图48: Web1.0-Web3 的关键特性演进

互联网演变	Web1.0: 静态互联网	Web2.0: 平台互联网	Web3: 价值互联网
入口	浏览器 (Browser)	应用 (App)	钱包 (Wallet)
后端逻辑处理	服务器 (Servers)	云服务 (Cloud)	区块链 (Blockchain)
交互方式	读	读、写	读、写、拥有
经济模式	广告经济	平台经济、广告经济	所有权经济、创作者经济
网络形态	分散式	中心化	分布式、多中心
数据/内容发布者	机构	PGC、UGC	PGC、UGC、DAO
数据/内容所有权	机构	公司及平台	组织及个人、可移植
数字身份系统	用户名密码	平台内数字身份	跨平台、基于私钥数字身份

资料来源：可信区块链推进计划（TBI），国信证券经济研究所整理

Web3 已初步形成包括协议层、基础设施层、应用层、入口层在内的四层功能框架。其核心是数字身份和数字资产的构建，应用层将依托于底层区块链技术构建的分

布式基础设施重塑存储、计算、组织范式，以数字钱包为入口，接入网络并连接浏览、社交、媒体、游戏等不同领域的去中心化 Web3 应用，这些应用包括：1) DID；2) DAO；3) DeFi；4) NFT；5) GameFi；6) SocialFi。

图49: Web3 应用场景

DID	DAO	DeFi	NFT	GameFi	SocialFi
<ul style="list-style-type: none"> <li>decentralized identity</li> <li>去中心化身份系统</li> <li>Web3的身份管理系统</li> <li>利用区块链技术实现让数字身份真正为用户所拥有并支配。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Decentralized Autonomous Organization</li> <li>去中心化自治组织</li> <li>Web3的组织范式</li> <li>由计算机代码运行的组织，组织成员基于共同的信念、价值观，将组织运行管理规则写入区块链智能合约中，由组织的发起方、代币的持有者等成员负责控制和监督组织的运营，从而实现分布式的自治化。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Decentralized Finance</li> <li>去中心化金融</li> <li>Web3的金融系统</li> <li>由计算机代码运行的组织，组织成员基于共同的信念、价值观，将组织运行管理规则写入区块链智能合约中，由组织的发起方、代币的持有者等成员负责控制和监督组织的运营，从而实现分布式的自治化。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Non-Fungible Token</li> <li>非同质化通证</li> <li>Web3的数字资产</li> <li>基于区块链技术的数字化凭证，具有唯一性，可确认其拥有者的权利，并且可以追溯 NFT 的整个创作和交易过程。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>区块链游戏</li> <li>试图为传统游戏赋予开放的“经济系统”，玩家可以以NFT的形式实际拥有他们在游戏中努力获取的物品，并在交易平台上二次交易游戏物品或将其实带到别的游戏中去。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于区块链技术构建的社交网络</li> <li>以所有经济活动公开透明地进行为前提，为用户们构建一个完善自治的经济系统，致力于实现用户掌控自己的数据和内容、自我主导自己的数据和内容的收益。</li> </ul>

资料来源：国信证券经济研究所整理

## 投资建议：复苏与成长兼备，看好景气度与主题驱动下的板块投资机会

### 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1-3QA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50: 年度营业收入（亿元）及增速

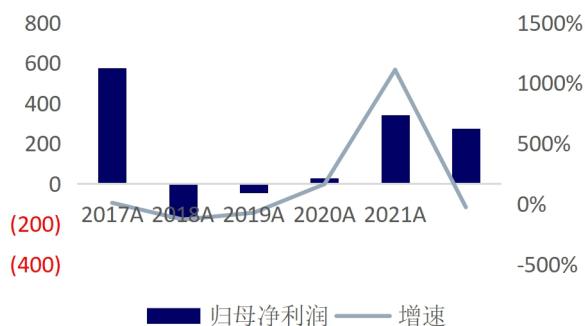
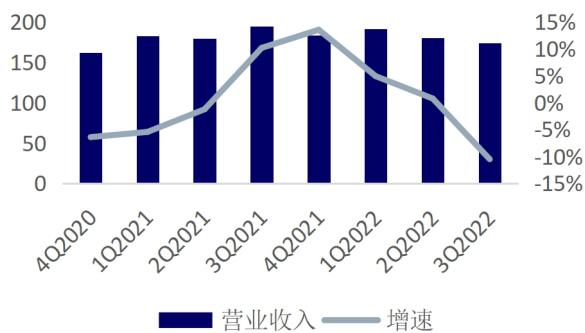


图51: 年度归母净利润（亿元）及增速

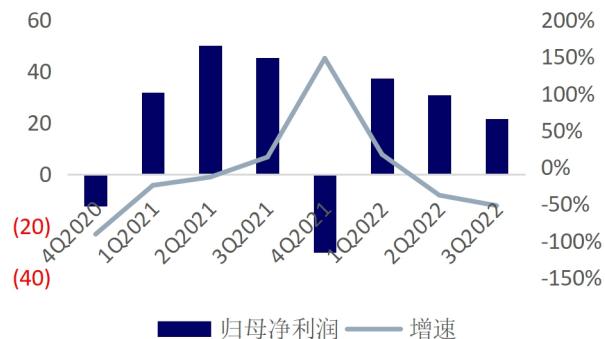


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

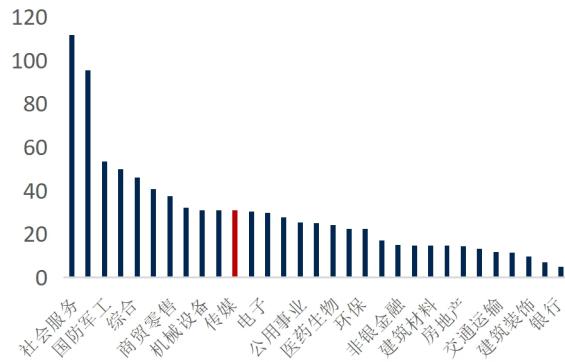
**图52: 季度营业收入 (亿元) 及增速**


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

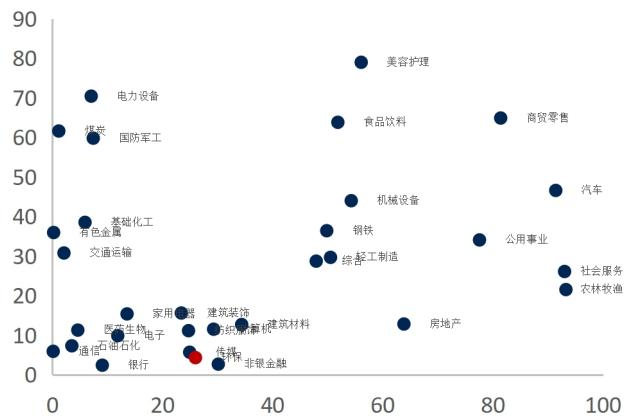
**图53: 季度归母净利润 (亿元) 及增速**


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54: 各行业 PE-TTM**


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

**图55: 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 等新兴科技方向**

1) 看好景气度底部拐点，低配置、低估值下的板块修复机会：重点推荐线下娱乐及广告营销产业链，战略性把握游戏板块机会、自下而上推荐游戏个股，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) 新科技持续落地, 从主题到成长, 板块有望迎来新型赛道投资机遇期, 重点看好 AIGC、web3、VRAR、数字人、数据要素等方向, 关注芒果超媒、视觉中国、中文在线、昆仑万维、蓝色光标等标的。

表11: 重点公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300788.SZ	中信出版	增持	22.30	42.40	1.27	1.41	1.61	17.56	15.82	13.85
603096.SH	新经典	增持	21.34	34.68	0.8	1.24	1.43	26.68	17.21	14.92
603999.SH	读者传媒	增持	6.14	35.37	0.15	0.19	0.22	40.93	32.32	27.91
002292.SZ	奥飞娱乐	增持	5.38	79.55	-0.28	0.09	0.2	-19.21	59.78	26.90
002739.SZ	万达电影	增持	13.71	298.79	0.05	0.27	0.54	274.20	50.78	25.39
300133.SZ	华策影视	买入	5.31	100.95	0.21	0.23	0.28	25.29	23.09	18.96
300251.SZ	光线传媒	买入	7.91	232.05	-0.11	0.26	0.36	-71.91	30.42	21.97
600977.SH	中国电影	增持	12.40	231.51	0.13	0.23	0.45	95.38	53.91	27.56
002291.SZ	星期六	买入	14.94	136.14	-0.77	0.73	1.11	-19.40	20.47	13.46
300058.SZ	蓝色光标	增持	6.05	150.71	0.21	0.16	0.25	28.81	37.81	24.20
600556.SH	天下秀	增持	7.77	140.46	0.2	0.18	0.24	38.85	43.17	32.38
600986.SH	浙文互联	增持	5.74	75.91	0.22	0.29	0.37	26.09	19.79	15.51
603825.SH	华扬联众	增持	15.70	39.77	0.9	1.19	1.61	17.44	13.19	9.75
605168.SH	三人行	增持	112.11	113.69	7.25	7.26	10.12	15.46	15.44	11.08
002027.SZ	分众传媒	买入	6.80	982.07	0.42	0.28	0.43	16.19	24.29	15.81
002517.SZ	恺英网络	增持	8.64	185.98	0.27	0.36	0.47	32.00	24.00	18.38
002555.SZ	三七互娱	买入	21.69	481.05	1.3	1.5	1.72	16.68	14.46	12.61
002602.SZ	世纪华通	增持	4.61	343.56	0.31	0.48	0.58	14.87	9.60	7.95
002605.SZ	姚记科技	增持	16.09	66.06	1.42	1.68	2.05	11.33	9.58	7.85
002624.SZ	完美世界	增持	14.66	284.40	0.18	0.93	1.05	81.44	15.76	13.96
300031.SZ	宝通科技	增持	15.97	65.79	0.98	1.27	1.53	16.30	12.57	10.44
300113.SZ	顺网科技	增持	12.05	83.66	0.09	0.18	0.21	133.89	66.94	57.38
300418.SZ	昆仑万维	增持	21.78	257.49	1.29	1.53	1.71	16.88	14.24	12.74
603444.SH	吉比特	买入	368.81	265.05	20.43	20.56	24.76	18.05	17.94	14.90
000681.SZ	视觉中国	买入	16.66	116.72	0.22	0.3	0.34	75.73	55.53	49.00
300413.SZ	芒果超媒	买入	34.55	646.33	1.13	1.24	1.47	30.58	27.86	23.50
603533.SH	掌阅科技	增持	18.01	79.05	0.34	0.49	0.7	52.97	36.76	25.73
9626.HK	哔哩哔哩-SW	买入	172.20	705.89	-17.38	-19.95	-14.06	-9.91	-8.63	-12.25
9992.HK	泡泡玛特	买入	22.90	316.14	0.61	0.57	0.84	37.54	40.18	27.26
2400.HK	心动公司	买入	27.05	129.96	-1.8	-0.92	0.1	-15.03	-29.40	270.50
0302.HK	中手游	增持	2.06	57.02	0.22	0.27	0.33	9.36	7.63	6.24
3738.HK	阜博集团	买入	4.41	98.47	-0.01	0.01	0.03	-441.00	441.00	147.00
9990.HK	祖龙娱乐	增持	5.05	40.40	-0.37	0.37	0.65	-13.65	13.65	7.77
0772.HK	阅文集团	买入	38.65	392.39	1.81	1.28	1.48	21.35	30.20	26.11
603466.SH	风语筑	增持	14.91	88.92	0.73	0.58	1.05	20.42	25.71	14.20
301102.SZ	兆讯传媒	买入	40.87	81.74	1.60	1.12	1.80	25.54	36.49	22.71
300364.SZ	中文在线	增持	12.12	88.47	0.14	0.22	0.26	86.57	55.09	46.62

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 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。

# 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 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 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 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 ±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。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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