

颠覆、重塑与繁荣——把握 AIGC 内容变革机遇

——2024 年传媒互联网行业策略报告

传媒互联网行业

推荐

维持评级

核心观点:

- **2023 年复盘：AI 驱动为主** A 股传媒板块 2023 年走势受 AI 相关概念驱动明显，整体波动幅度较大。**从业绩面来看**，23 年前三季度整体业绩呈平稳复苏，影视及游戏板块实现营收净利润同增，但整体上业绩动能尚未充分释放；**从资金面来看**，行业配置比例低位回升；**从估值面来看**，板块整体仍处于历史底部区间，当前阶段板块内头部公司 24 年估值均已接近历史最低水平。
- **2024 年观点：坚守长期逻辑，把握确定性** 市场当前主要担忧前期板块上涨受主题和概念催化较多，业绩缺乏落地性。我们认为当前仍处于 AI 浪潮下新一轮科技周期的初期，下游应用端的商业化仍在探索期，业绩表现存在一定时滞，随着 AI 技术对行业的颠覆不断加速，坚守产业长期增长的逻辑确定性才是关键。我们认为由 AIGC 引爆的内容端生产力革命不论是在短期降本增效还是在中长期创新赋能方面均有持续驱动，因此我们看好受内容供给侧改善最明显的两个赛道，游戏和影视行业。
- **游戏：AI 重塑产业链，新产品周期开启，新赛道增量可期** 遵循供给端降本增效、需求端革新交互体验、挖掘用户付费意愿的逻辑，目前 AIGC 已对游戏行业全产业链条进行重塑。**在 AIGC 的赋能下，我们认为应关注由新产品周期带来的确定性增长机会以及部分如 VR 游戏、小程序游戏等新赛道驱动的增量。**
- **影视院线：大盘持续修复，AI 推动内容生态繁荣** 自 2023 年以来，中国影视市场迎来确定性复苏。同时，AIGC 在影视生产全环节得到广泛应用，从生产供给端持续提升效率。**在 AI 的赋能下，我们认为应关注顺周期复苏下的影视院线板块以及内容业态的新增量。**
- **投资建议：**基于前面观点，AI 驱动下内容价值向上，游戏和影视院线赛道将率先受益，建议关注兼具高壁垒和成长性的标的，**游戏：**腾讯控股、网易、完美世界、吉比特、恺英网络、三七互娱、完美世界等；**影视院线：**光线传媒、万达电影、华策影视、博纳影业等。

重点公司盈利预测与估值（截至 12 月 5 日）

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
0700.HK	腾讯控股	14.68	17.79	20.41	19.23	15.86	13.83	推荐
9999.HK	网易-S*	8.57	9.12	10.05	16.64	15.68	14.19	推荐
603444.SH	吉比特	16.40	19.47	23.77	15.45	13.01	10.66	推荐
002555.SZ	三七互娱*	1.47	1.73	1.97	15.53	13.20	11.59	推荐
300251.SZ	光线传媒*	0.23	0.36	0.42	33.87	21.64	18.55	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（标*公司预测来自 wind 一致预测(180 天)）

- **风险提示：**AIGC 技术发展和内容供给质量不及预期的风险，作品内容审查或审核的风险，新兴业态需求不及预期的风险等。

分析师

岳铮

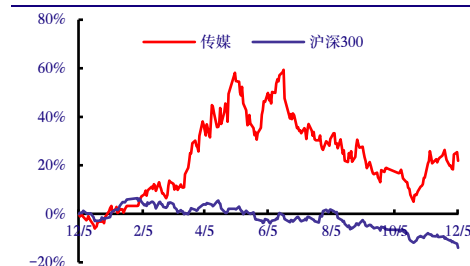
☎：(010) 8092-7630

✉：yuezheng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030006

相对沪深 300 表现图

2023-12-5



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河传媒互联网】行业深度报告_2023 年中期策略报告_复苏之风起，AI 赋能迎变而上

【银河传媒互联网】2023 年年度策略——复苏必有时，新兴皆可期

【银河传媒互联网】行业深度报告_2022 年中期策略报告_政策转暖，把握互联网、游戏复苏双主线

【银河传媒互联网】行业深度报告_2022 年度策略报告_科技驱动加速文化出海，四大优质赛道扬帆起航

【银河传媒互联网】行业深度报告_2021 年中期策略报告_拥抱 Z 世代消费浪潮

目 录

一、2023 年复盘&2024 年展望：颠覆式创新，内容生产进入新时代	3
（一）2023 年行情与估值回顾：AI 驱动为主，短期调整长期升势不改	3
（二）2024 年看什么？AI 赋能前景尽可期	4
二、游戏行业：AI 重塑产业链，新产品周期开启，新赛道增量可期	7
（一）AI 赋能游戏产业链，助力产业全面降本增效	7
（二）新产品周期：游戏储备丰富，关注确定性增长机会	9
（三）新赛道：VR 游戏、小程序游戏、真人互动游戏发力加速	15
三、影视行业：影视大盘持续复苏，AI 推动内容生态繁荣	20
（一）AI 赋能提升生产效率，供给改善持续释放	20
（二）需求端：观影需求超预期复苏	22
（三）供给端：储备充足，关注优质内容上线	26
（四）宣发端、渠道：宣发模式再进阶，关注抖音营销渠道	28
（五）院线：院线供给侧持续复苏	29
（六）短剧市场：数量井喷式发展，市场规模增长迅速	30
四、投资建议	32
（一）持仓占比及板块估值仍处于低位	32
（二）关注兼具高壁垒和成长性的标的	33
五、风险提示	33

一、2023 年复盘&2024 年展望：颠覆式创新，内容生产进入新时代

（一）2023 年行情与估值回顾：AI 驱动为主，短期调整长期升势不改

2023 年至今，A 股传媒板块走势受 AI 相关概念催化明显，短期调整长期升势不改。具体来看，2 月上旬，AIGC 和 ChatGPT 相关概念股表现突出，而游戏板块在版号常态化发放下实现估值修复，但整个行业尚未形成全面上涨的趋势。而从 3 月上中旬开始，传媒板块上涨行情全面启动，此时海外端 OpenAI 发布了新一代 LLM ChatGPT-4.0，同时还开放了 ChatGPT 的 API 接口，使外部开发者能够正式将 ChatGPT 集成到自己的产品和服务中，受 LLM 消息高频率，大密度的催化作用，3 月传媒指数涨幅达到 22.67%。在迅速上涨后，4 月传媒行情开始出现剧烈波动，板块内部轮动加快，游戏板块继续上涨。5 月，传媒指数经历了迅速的回调，后又因 5 月 29 日，英伟达宣布推出全新定制 AI 模型代工服务 NVIDIA ACE 游戏开发版（NVIDIA Avatar Cloud Engine for Games），利用 AI 驱动的自然语言交互技术，为游戏中的非玩家角色（NPC）带来智能，新技术的涌现再次推动了新一轮上涨行情。6 月，板块冲高回落，SW 传媒指数于 6 月 20 日创年初来最高，探顶 873.64。Q3 以来，AI+热度逐步退却，板块整体迎来调整期。10 月中旬以来，短剧概念持续走高，引领传媒指数新一波上涨行情。

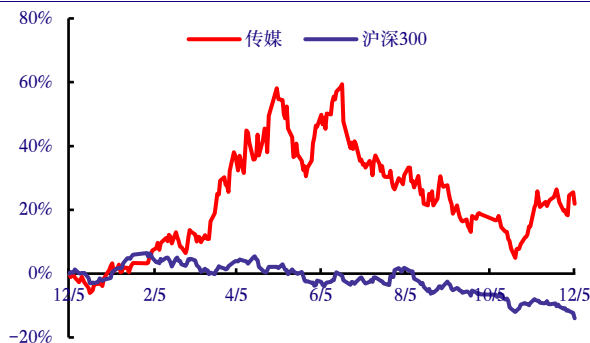
图 1：传媒行业指数 2023 年以来涨跌幅（截至 2023.12.5）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

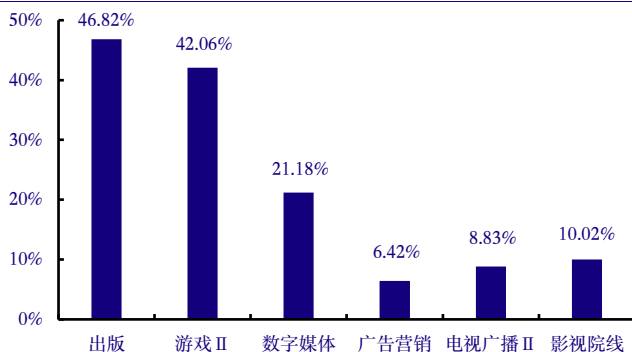
传媒板块领跑大盘，整体走势向上。近一年（截至 2023 年 12 月 5 日），传媒行业指数累计上涨 21.91%，同期沪深 300 指数累计下跌 14.00%。总体看，近一年来传媒涨幅大幅领先沪深 300 指数 35.91 个百分点。

图 2：传媒行业指数一年涨跌幅（截至 2023.12.5）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：传媒子版块年内涨跌幅（截至 2023.12.5）



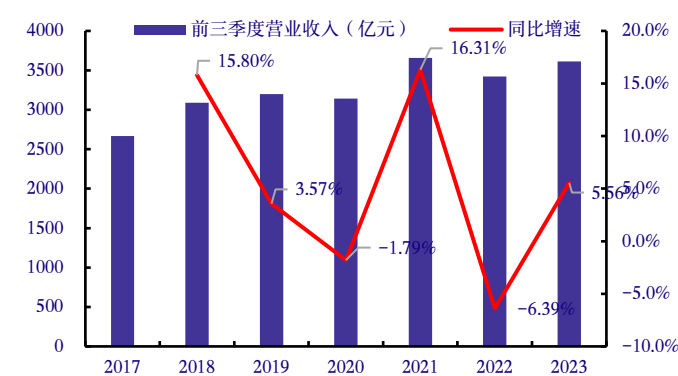
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从业绩面来看，经历过 2022 年基本面触底后，2023 年传媒板块业绩整体呈平稳修复的态势，在 AIGC 的降本增效赋能下，我们认为 2024 年行业利润端有望迎来业绩新增。

营收端：2023 年前三季度传媒行业（剔除传媒行业 ST 股后）实现营业收入 3612.19 亿元，同比上升 5.56%，其中影视院线板块为增长的主要支撑，同比增长 28.27%。分子板块来看，2023 年前三季度传媒子板块除电视广播板块外整体营收均同比增长，其中影视院线板块领涨，行业整体景气度高。同比增速前三的子板块为影视院线（YOY +28.27%）、广告营销（YOY +5.61%）、出版（YOY +4.14%），营业收入分别为 302.17 亿元、1124.69 亿元、1034.77 亿元。

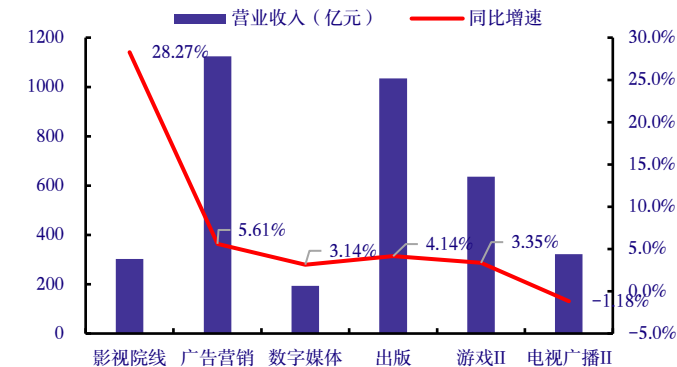
利润端：2023 年前三季度传媒行业实现归母净利润 341.74 元，同比上升 8.23%，其中影视院线板块归母净利润增长显著，板块整体扭亏为盈。总体看来，游戏、出版、数字媒体和广告营销板块保持稳定增长，电视广播板块归母净利润下滑。2023 年前三季度归母净利润同比增速前三名的子板块为影视院线（YOY +557.63%）、广告营销（YOY +15.93%）和数字媒体（YOY +6.76%），归母净利润分别为 28.61 亿元、47.70 亿元和 24.38 亿元。

图 4：2017-2023 前三季度传媒行业营收及增速



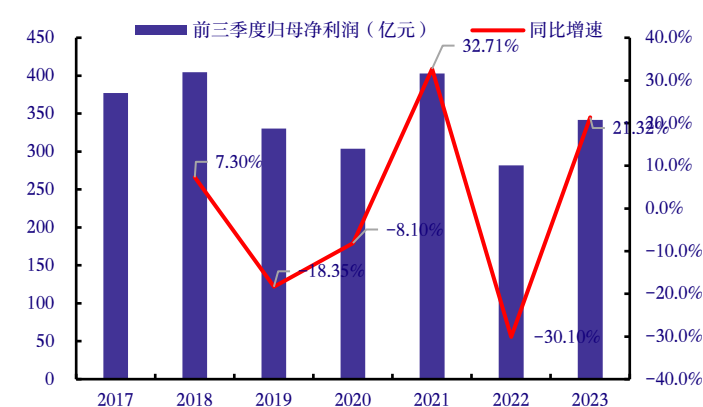
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 5：2023 前三季度传媒行业分板块营业收入及增速



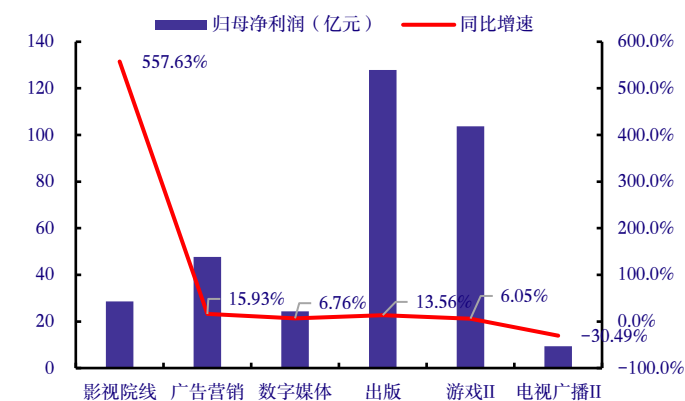
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 6：2017-2023 前三季度传媒行业归母净利润及增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 7：2023 前三季度传媒行业分板块归母净利润及增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）2024 年看什么？AI 赋能前景尽可期

政策端持续加码。2023 年 8 月 15 日，网信办联合发改委、教育部、科技部等 7 部门公布的《生成式人工智能服务管理暂行办法》正式施行。该办法为国内首个、全球领先的生成式人工智能管理条例，包含了对人工智能技术及其在应用中可能出现的个人信息、道德伦理、安全隐患、算法歧视等问题的宏观把控，强调发展与安全并重，防范 AIGC 发展中带来的各种类型的潜在风险，促进 AIGC 健康、高

质量、可持续发展。政府积极参与 AI 行业的建设，响应之快，参与范围之广，层次之深是前所未有的，在政策利好的大环境下，我们认为 2024 年 AI 产业将不断快速发展。

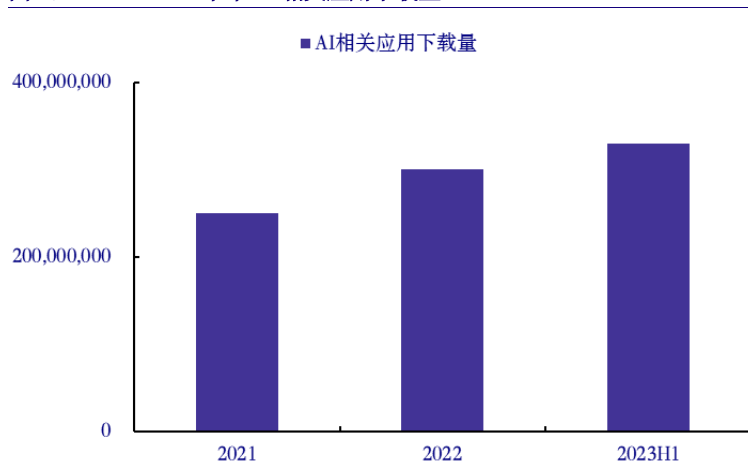
表1：部分 AI 大模型的基本情况

大模型	发布时间	所属公司	性能
GPT-4	2023.3.15	Open AI	与前代相比提高了参数数量，有更强大的学习推理能力，能够更好地捕捉复杂的语言结构和语义信息，从而提高文本生成的质量。同时在响应速度和知识面覆盖上也有所提升。
通义千问	2023.4.11	阿里巴巴	具有多轮对话、文案创作、逻辑推理、多语言支持等能力。提供插件功能，允许开发者进行个性化开发，形成产品生态。
混元大模型	2023.9.7	腾讯	参数规模超千亿，预训练语料超 2 万亿 tokens。在 10 月更新后，中文能力整体超过 GPT-3.5，代码能力提升 20%。
文心一言 4.0	2023.10.17	百度	综合水平对标 GPT-4，理解、生成、逻辑和记忆对比前代模型提升明显。
星火认知大模型 V3.0	2023.10.24	科大讯飞	七大能力持续提升，整体超越 ChatGPT，升级了启发式对话、AI 人设功能，能够打造更个性化的 AI 助手。预计 2024 年启动对标 GPT-4。

资料来源：澎湃新闻，百度世界大会，2023 科大讯飞开发者节，2023 阿里云峰会，中国银河证券研究院整理

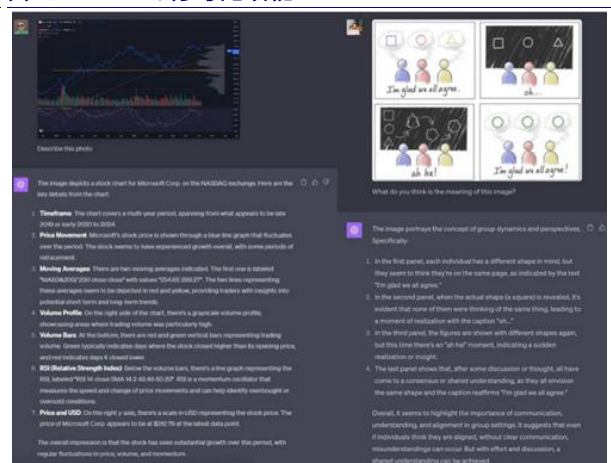
年内 AI 大模型密集发布，国产模型迭代加速。阿里巴巴、腾讯、百度、科大讯飞等多家厂商在年内发布了 AI 大模型。部分大模型已经在国内开放服务：8 月 31 日，首批通过《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案的大模型产品开始陆续向全社会提供服务，包括百度的文心一言、抖音的云雀、百川智能的百川大模型、智谱华章（清华系 AI 公司）旗下的智谱清言、中科院的紫东太初、商汤的“商量 SenseChat”、MiniMax 的 ABAB 大模型、上海人工智能实验室的书生通用大模型等。我们认为大模型对社会开放服务，一方面有助于用户利用 AI 大模型产品来完成部分任务，提高效率；另一方面对于大模型本身而言，各式各样的用户提出的任务不仅会为大模型提供大量训练素材，同时可以反哺大模型进步。

图 8：2021-2023 上半年 AI 相关应用下载量



资料来源：Sensortower，中国银河证券研究院

图 9：ChatGPT 的多模态功能



资料来源：ChatGPT，中国银河证券研究院

多模态 AI 应用落地，AI 应用生态构建中。多模态 AI 大模型除了能够理解文字，还能够理解图片、语音、视频等更加复杂的信息。多模态的 AI 大模型可以帮助用户处理更加复杂和多元的问题，进一步拓宽了 AI 大模型的应用场景，2023 年的 AI 相关应用下载量也同比大幅增长，半年下载量已经超过 2022 全年。多模态功能已经成为各大 AI 应用的“必争之地”：ChatGPT 的多模态功能开放；Meta 推出 AudioCraft，通过 AI 生成音乐；谷歌 Bard 及必应机器人均已部署多模式功能；苹果也在试验 AI 生成语音 Personal Voice。我们认为，在算力芯片不断迭代的前提下，2024 年 AI 多模态应用与 AI 大模型将呈现螺旋推进的态势，相互推动，共同构建 AI 应用生态。

OpenAI 开启 AI 应用新时代。2023 年 9 月 25 日，OpenAI 宣布对 ChatGPT 进行重磅升级实现看图、听声音、输出语音内容三大功能，此次 ChatGPT 实现看图、听声音、输出语音内容三大功能，或进一步带动多模态大模型发展。2023 年 11 月 6 日，OpenAI 在旧金山成功举办了首届全球开发者大会“OpenAI DevDay”，推出了性能强大的新型模型 GPT-4 Turbo，并展示了 ChatGPT 的多项升级功能。借助 GPT Store 和 Assistants API 等工具，OpenAI 能够针对用户特定需求打造专属智能助手，使得定制和使用 AI 应用变得更加普及，开启了 AI 应用的新时代。11 月 10 日，自定义 GPTs 功能开始对所有 ChatGPT Plus 全面开放。即使官方的 GPT Store 还未上线，11 月 10 日 9 点到 19 点，短短 10 小时内，用户上传到第三方网站“GPTs Hunter”中的 GPT 助手数量从 1114 个上涨到 2369 个；开放仅一周时间 GPTs Hunter 已经收录了 1.5 万个 GPTs，并且还在持续增长。据第三方网站 allgpt.co 的统计，GPTs 的上传速度高达三分钟一个。AIGC 在文本、图像、代码、音频和视频等领域均展现出了强大的能力，国内 AI 大模型的应用场景正不断得到拓展，我们认为 2024 年中国的 AI 应用有望进入大爆发时代。

2024 年行业投资策略：随着国内外大模型保持高速迭代、应用持续升级，大模型备案落地，国内应用也将有所突破，站在 AI 浪潮下新一轮科技周期的初期，**我们持续看好 AI 发展的长期产业趋势。**无论技术如何发展，在传媒互联网领域优质内容永远是稀缺资源，而由 AIGC 引爆的内容端生产力革命不论是在短期降本增效还是在中长期创新赋能方面均有持续驱动，展望 2024 年，我们认为受内容供给侧改善最明显的两个赛道，**游戏和影视行业**将率先验证 AIGC 降本增效，提高付费意愿上限的逻辑。

二、游戏行业：AI 重塑产业链，新产品周期开启，新赛道增量可期

（一）AI 赋能游戏产业链，助力产业全面降本增效

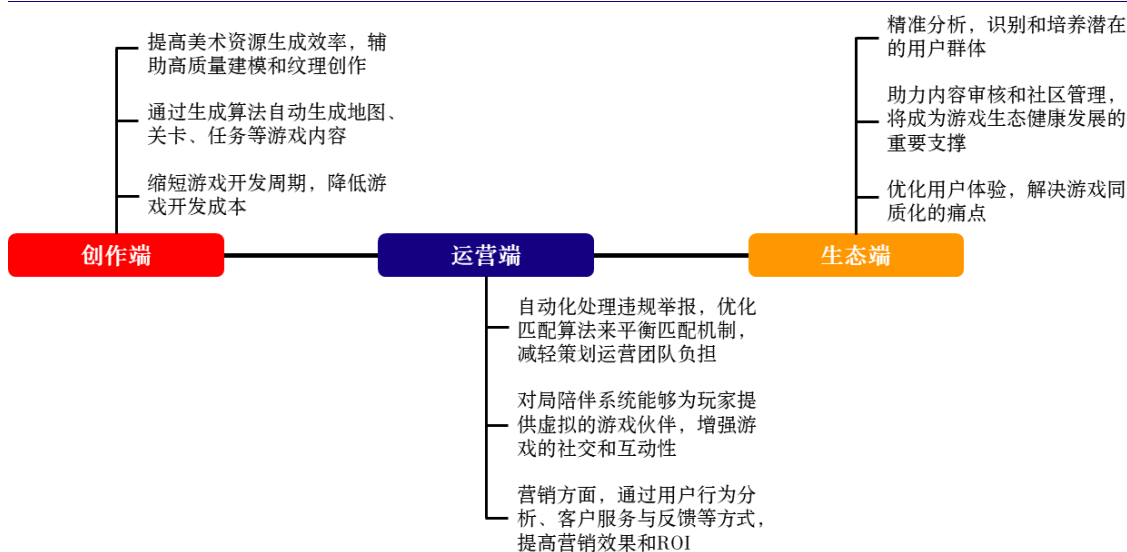
游戏作为集合了文字、图像、声音、视频等内容形式的商业化应用，有望更好地在研发端利用多模态大模型的能力，AI 对游戏行业的长期催化作用值得看好：经过技术探索 and 商业化落地，AIGC 技术已被广泛应用在游戏资产生成，仿真场景渲染等多个环节。**遵循供给端降本增效，需求端革新交互体验，挖掘用户付费意愿的逻辑，我们认为，AI 技术将通过 AIGC 工具（绘画工具、文本创作、语音合成等）和 AI 工具来对游戏行业全产业链条进行重塑：**

1) **创作端**：传统的游戏创作端存在着资源生成效率低、成本高昂的痛点。特别是在美术资源的制作上，高质量的 3D 模型和纹理的创作往往需要大量的手工艺术家工作时间，这不仅使得游戏开发周期延长，而且大幅度增加了开发成本。在 AI 技术的加持下，游戏创作将在自动化内容生成（如 AIGC 绘画工具和 3D 模型生成）方面发生根本性的变革。具体来说，AIGC 可以通过生成算法自动生成地图、关卡设计、任务等游戏内容，分析玩家数据并进行游戏平衡性调整等，提高开发效率和游戏多样性。

2) **运营端**：在游戏运营方面，AI 技术可以通过智能 NPC、智能 BOT 和掉线托管等应用，解决现有运营工作杂、营销转化弱的难题。例如，AI 可以帮助处理违规审判，通过学习判断何为游戏内的违规行为，自动化处理大量的审判工作，减轻运营团队的负担；AI 也能实现平衡匹配，通过分析玩家的技能水平和游戏习惯来优化匹配算法，从而提供更公平、更有趣的游戏体验；同时，对局陪伴系统能够为玩家提供虚拟的游戏伙伴，增强游戏的社交和互动性。在游戏营销方面，AIGC 可以通过用户行为分析、客户服务与反馈、营销预测和广告优化等方式，提高营销效果和 ROI。

3) **生态端**：在游戏生态构建上，AI 技术的应用将有助于优化用户体验和增强运营工作的自动化，解决游戏体验同质化的痛点。AI 可以通过精准的数据分析来提升营销转化率，为运营团队提供决策支持，并帮助他们识别和培养潜在的用户群体。此外，AI 在内容审核和社区管理方面的应用，如自动化过滤不良信息，也将成为游戏生态健康发展的重要支撑。最终，这些进步将推动游戏行业朝着更加智能化和个性化的方向发展。

图 10：AI 赋能游戏全产业链



资料来源：中国银河证券研究院整理

综合应用 AIGC 技术可以降低游戏开发成本和人力投入，同时提升游戏的创新性、个性化和用户体验，增加游戏产业的商业价值。此外，游戏+AI 在智能 NPC、AI bot、结合 AIGC 的玩法创新等领域有望逐步落地，进一步提升用户体验和付费意愿，打开游戏整体收入增量空间。

降本：首先，AI 为游戏美术和程序应用方面提供了高效的工具和算法，能够自动化处理游戏中的基础重复性工作，例如通过使用 AI 生成的游戏场景、角色模型和特效，加速游戏制作流程，大幅减少人工制作的时间和成本。其次，游戏开发者能够利用大规模 AI 模型和垂直领域小模型，快速生成高质量的代码，提升研发效率并降低开发成本。此外，AI 技术还可赋能游戏音乐，AI 生成的动态音轨能根据玩家的行为和游戏进展自动调整，节省音乐制作成本。例如，初创公司 AI Music 开发了一个“无线音乐引擎”，可以生成根据用户的使用场景或心情而变化的动态音轨；随后它被 Apple Music 收购，以进一步增强 Apple Music 的服务功能。

增效：游戏中 AIGC 技术的应用能为 NPC 赋能更加智能和真实的交互特征，使 NPC 的战斗策略、“人”格特征、自由对话等智能化。例如，网易率先将 AI 技术应用在了《逆水寒》的捏脸、战斗、剧情等多个方面，取得了市场积极反馈。在基础设定上，伏羲实验室和密歇根大学研究人员共同研发的 MeInGame 技术，甚至允许玩家上传图片以实现想要的目标面貌。在玩法上，千人千面的故事逻辑从底层系统上重新构建了玩家体验。玩家不仅可以和 AI 队友一起下副本，还能随处碰见 AI NPC，直观感受到 NPC 独特的人设与富有内涵的游戏世界观，提高游戏的可玩性和重复率。AI NPC 能够根据玩家行为和游戏历史对玩家做出个性化适应，为不同的玩家推荐更加个性化的游戏内容和道具，从而提高 ARPU 值。在游戏运营和营销方面，AI 能够通过分析玩家反馈和测试数据，优化游戏版本和更新内容，提升游戏品质 and 用户满意度；AI 还能生成用户画像，了解玩家的消费能力、游戏偏好和活跃度等信息，帮助游戏公司实施精细化运营和营销策略，根据玩家数据和行为进行投放广告和促销信息，提高用户参与度和付费转化率。

图 11: 逆水寒 AI NPC 游戏实景图



资料来源：逆水寒手游，中国银河证券研究院

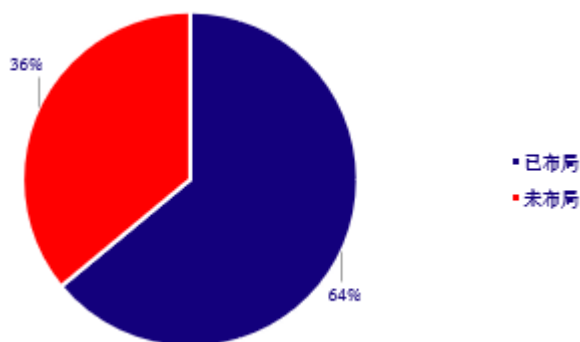
图 12: 逆水寒 AI NPC 与玩家对话



资料来源：逆水寒手游，中国银河证券研究院

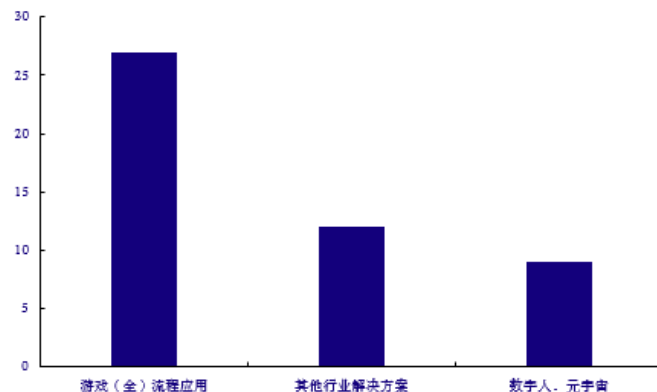
目前超六成头部国内游戏企业明确 AIGC 布局。据伽马数据 2023 年 7 月的《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》，中国游戏应收 TOP50 企业的 AIGC 布局率达到 64%，其中 27 家企业深入探索 AIGC 对于自身游戏业务的促进作用，计划将 AIGC 投入到游戏研发、营销、运营等游戏产业全流程应用层面；12 家运用 AIGC 相关技术，为其他行业或企业提供解决方案，解决更多其他产业的问题；9 家企业重点布局数字人/元宇宙领域，探索 AIGC 技术热门应用方向。

图 13：中国游戏营收 TOP50 企业 AIGC 布局率



资料来源：《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》，中国银河证券研究院

图 14：中国游戏营收 TOP50 企业 AIGC 核心应用方向状况



资料来源：《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》，中国银河证券研究院

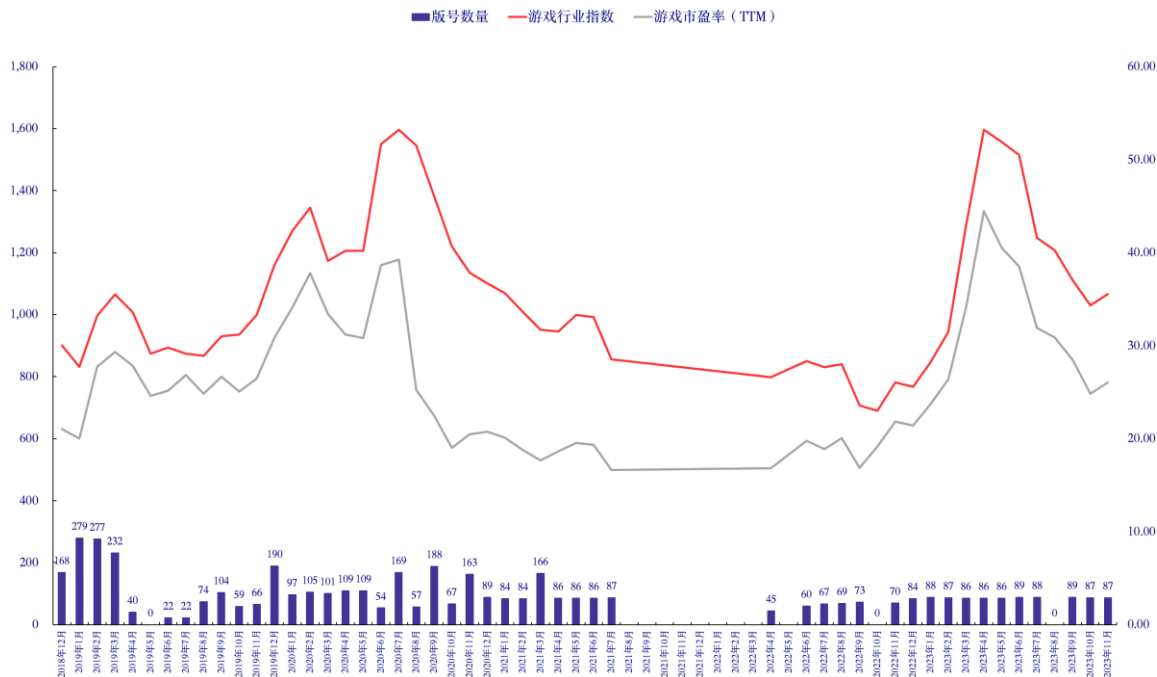
（二）新产品周期：游戏储备丰富，关注确定性增长机会

1. 政策向暖，版号发放常态化，行业恢复快节奏

2022 年年底以来，游戏行业相关政策风向明显转暖，游戏社会价值已逐渐显现。游戏产业与前沿科技密不可分，一方面，游戏科技在助力 5G、芯片产业、人工智能等先进技术产业发展中起到了重要的作用，游戏技术正成为推动不同产业进行数字化转型、走向数实融合、构建数字孪生体的重要工具；另一方面，游戏在破除文化壁垒、增强中华文明传播影响力方面也发挥着重要作用。同时各地也相继出台利好政策支持游戏产业发展。在 2023 中国首届国际 AI 游戏产业大会上，上海浦东新区发布了《浦东新区促进文创类互联网平台产业高质量发展的若干政策举措》(下文简称“八大举措”)。“八大举措”提出，文创类互联网平台企业落户上海浦东新区将在资金、人才、办公空间、营商服务等各方面得到全力支持。上海浦东新区会在五年内拟投入超过 100 亿元，重点支持游戏产业的内容研发和技术创新。

游戏行业价值产出高度依赖供给端的新内容提供，版号数量、质量的双提升将持续优化供给端，进一步支撑游戏行业基本面复苏。目前版号审批已逐渐松动，在数量和质量持续提升。国内版号：自 2022 年 4 月版号恢复下发后，2022 年 4/6/7/8/9/11 月分别发放版号 45/60/67/69/73/70 款，共计发放了 384 个版号。2023 年 1 月以来，游戏行业版号发放逐渐呈现常态化，2023 年 1/2/3/4/5/6/7/9/10/11 月分别发放版号 88/87/86/86/86/89/88/89/87/87 款，2023 年至今版号发放量达 873 款，较去年全年增长 86.54%。进口版号：继 2023 年 3 月 20 日之后，进口版号于今年 Q3（8 月 29 日）第二次发放，为近年来首次在一年内发放多批进口游戏版号，共发放 58 款进口版号。我们认为游戏新产品周期正逐步开启，游戏行业收入规模将会实现显著的恢复性增长，各家游戏公司盈利端将逐步企稳，厂商业绩有望相继修复。

图 15：2018 年 12 月至今每月版号发放数量

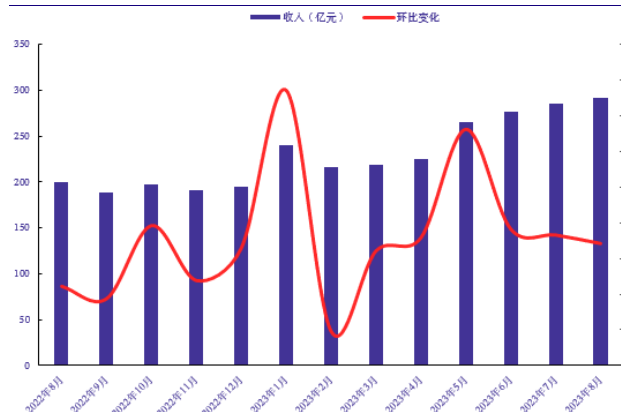


资料来源：国家新闻出版署，Wind，中国银河证券研究院整理

2. 丰富优质新品打开业绩上行空间

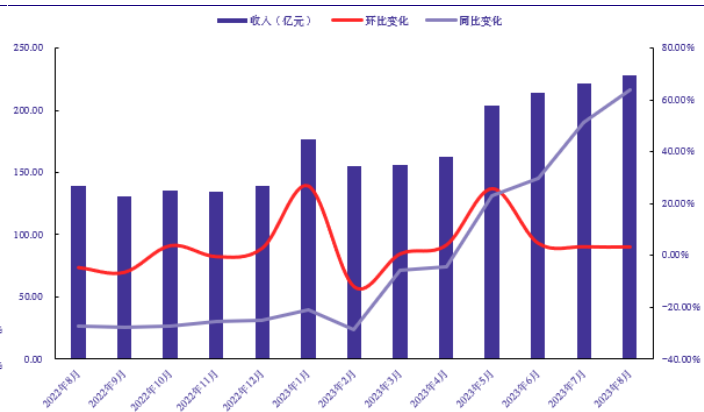
游戏大盘持续回暖。根据伽马数据，2023H1，中国游戏市场实际销售收入 1442.63 亿元，环比增长 22.16%，同比下降 2.39%；中国游戏用户达 6.68 亿，同比增长 0.35%，达历史新高点；移动游戏市场实际销售收入 1067.05 亿元，环比增长 29.21%。自 2023 年 3 月以来，中国游戏市场收入同比环比皆持续改善。2023 年 8 月，中国游戏市场实际销售收入 292.26 亿元，环比上升 2.15%，同比上升 46.08%，同比增长幅度再次扩大，保持连续增长趋势。其中移动游戏市场实际销售收入 228.51 亿元占据大头，环比上升 3.35%，同比上升 63.73%。

图 16：中国游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

图 17：中国移动游戏销售收入



资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

优质项目储备充足，新游密集上线将贡献业绩增量。2023 年游戏行业版号发放逐渐常态化，各游戏厂商储备游戏陆续上线，游戏产品新周期开启。叠加上线运营周期正常化和游戏收入确认的滞后性，我们认为：各公司在下半年和明年初上线的多款游戏或将在 2024 年开始确认收入，为游戏行业带来新一波利润增量。

表2：部分上市游戏公司重点游戏储备情况

公司名称	游戏名称	获版号否	计划上线时间或进度
腾讯	石器时代：觉醒	是	10.26 上线
	Stampede: Racing Royale	-	7 月至 8 月开启测试，预计 11 月份上线 steam
	命运与征服：军团	-	已开启内测，预计年内上线
	王者荣耀：世界	-	今年 5 月底发布实机演示，预计 2024 年上线公测
	星之破晓	是	有望 2023 上线，8 月下旬开启新一轮测试
网易	白荆回廊	是	10.31 上线
	九畿：歧风之旅	是	6 月公开首曝 PV
	零号任务	是	6 月开启共创测试，11 月 10 日开启曙光测试
	天垣记	是	
三七互娱	宝可梦大探险	是	5.13 上线
	扶摇一梦	是	11.17 上线
	失落之门：序章	是	
中手游	仙剑世界	是	12.15 开启二测，计划于年内上线
	全民街篮	是	计划于年内上线，已经完成研发并在开启多轮测试
	城主天下	是	11.21 上线
	仙剑奇侠传：新的开始	是	预计 11.30 上线
	斗罗大陆：史莱克学院	-	11.27 开启测试，计划于年内上线
完美世界	一拳超人：世界	-	已进行测试
	女神异闻录：夜幕魅影	是	已进行测试，或 2025 年发售
	Perfect New World	-	已开启二测
	诛仙世界	-	预计将于 2023 年 12 月进行压轴测试
吉比特	勇者与装备（代号 BUG）	是	2023 年下半年（大陆）
	Outpost: Infinity Siege		2024 年第一季度
	不朽家族（代号 M66）	是	2023 年下半年（大陆），已开启公测预约
	超喵星计划	是	2024 年上半年
	皮卡堂之梦想起源	是	2023 年下半年
恺英网络	石器时代：觉醒	是	10.26 上线
	纳萨力克之王	是	11.21 上线
	仙剑奇侠传：新的开始	是	预计 11.30 上线
心动公司	铃兰之剑	-	预计 11.23 上线
	出发吧麦芬	-	预计 24Q1 前上线
祖龙娱乐	阿凡达：重返潘多拉	-	预计东南亚 2023 年底前，其他地区 2024 年
	三国群英传：鸿鹄霸业	是	预计 2023 年内
	Madtale: Idle RPG	-	预计东南亚和欧美 2023 年内，亚洲其他地区 2024 年
创梦天地	卡拉彼丘	-	预计 2024 暑期上线
冰川网络	暮光幻想	是	或年内上线
巨人网络	龙与世界的尽头	-	预计年内上线

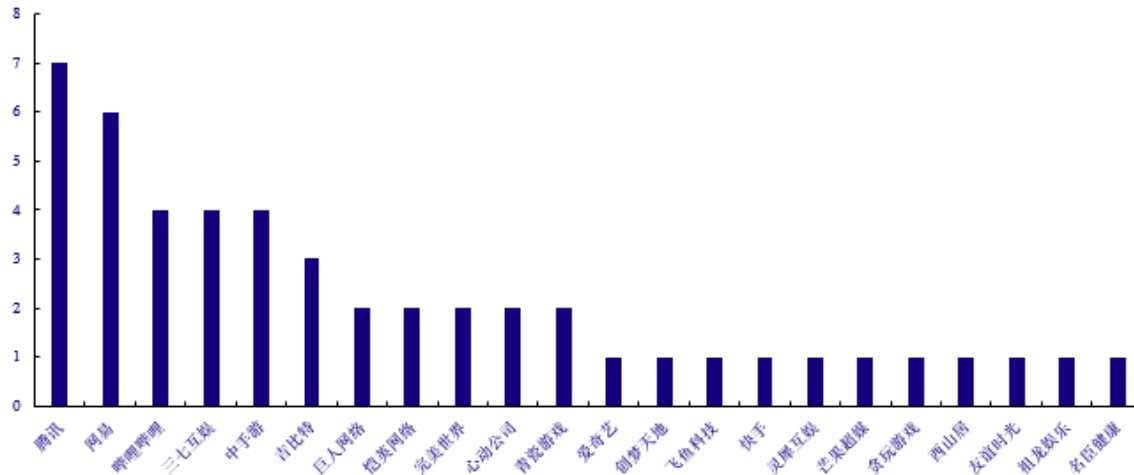
资料来源：公司公告，七麦数据，中国银河证券研究院

3. 游戏行业内卷加剧，精细化运营或打破买量依赖成趋势

游戏行业进入存量时代，新游内卷加剧。据游戏财经汇不完全统计，2023 年 1-8 月，22 家上市公司在国内市场一共上线了 48 款手游。48 款游戏中，约四成产品曾经一度跌出 iOS 畅销榜 TOP200，35%

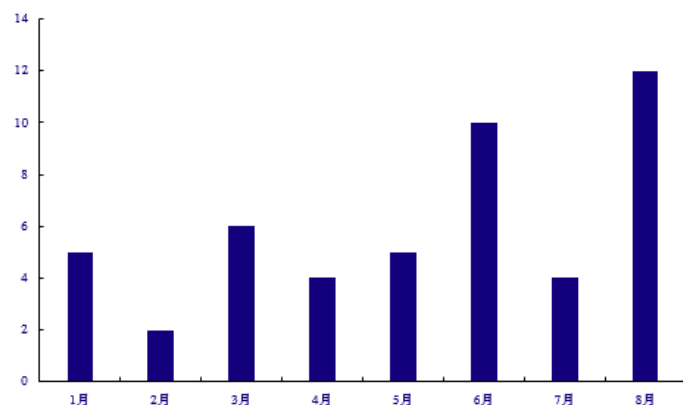
的产品上线 2 个月就跌出畅销榜 TOP200。在“宅红利”消退、新品频出的背景下，游戏增速放缓，获客难度加大，上线时间较长的存量产品，也面临着生存空间越来越拥挤，被迫“内卷”的窘境。每个游戏都争夺有限的用户时间和注意力，用户选择的余地更大，游戏公司要吸引并成功留存用户变得更加困难，需要更高质量的内容和用户体验才能吸引用户留存和付费。

图 18：2023 年 1-8 月主要上市游戏公司新游数量（按公司）



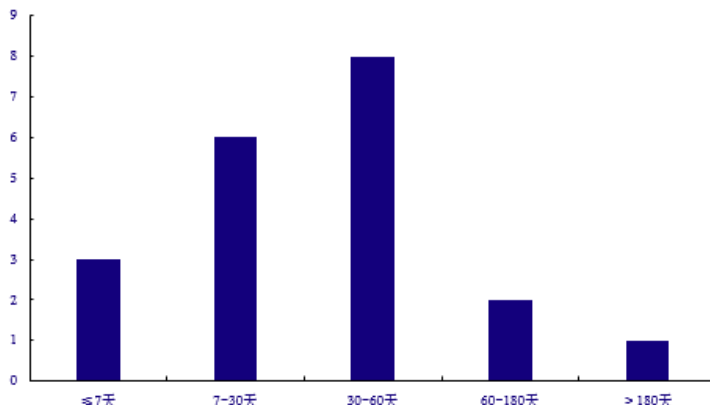
资料来源：公司公告，DataEye，中国银河证券研究院

图 19：2023 年 1-8 月主要上市游戏公司新游数量（按月份）



资料来源：公司公告，DataEye，中国银河证券研究院

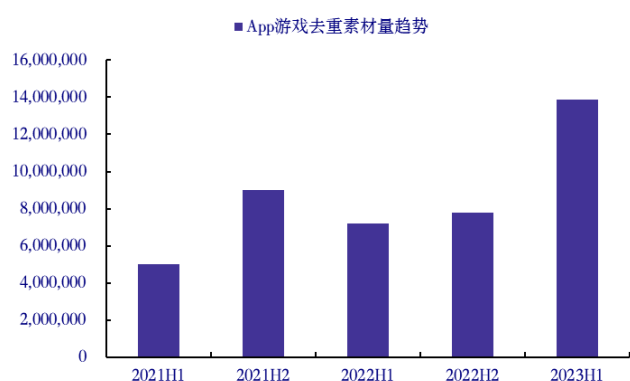
图 20：48 款新游首次跌出 iOS 畅销榜前 200 时间



资料来源：公司公告，DataEye，中国银河证券研究院

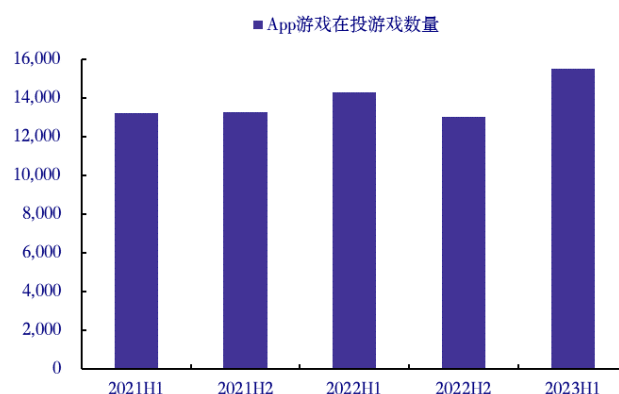
供给侧拥挤导致新游买量逐渐成为获客的“必选项”，游戏投放数据飙升。据 Dataeye 数据，2023 年上半年在投手游突破 1.5 万款，增长 6.3%；去重素材量超 1300 万，同比、环比接近翻倍。微信小游戏在投产品近 1 万款，环比增长 26%，与 APP 相比仍有一定差距，但增速稳定；投放素材量超过 500 万组，较 2022 年下半年增长约五倍，创历史新高。随着下沉市场成为获量主要用户池，叠加用户个性化、圈层化情况广告主对于潜在用户的精准感知越发困难，尝试性生产素材、二次剪辑拼接、尝试性投放情况较多，整体素材使用效率仍不高，不利于精准获客、提升转化率。

图 21: App 游戏去重素材量趋势



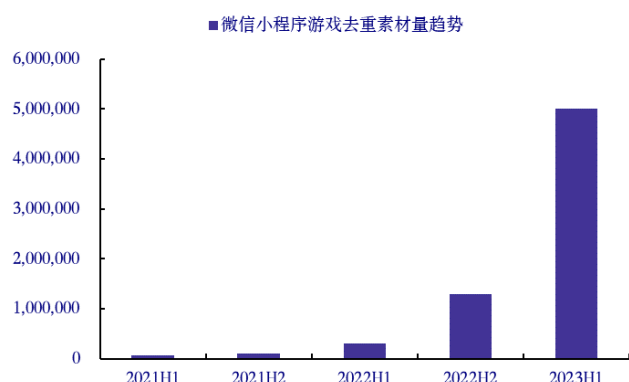
资料来源: DataEye, 中国银河证券研究院

图 22: App 游戏在投游戏数量



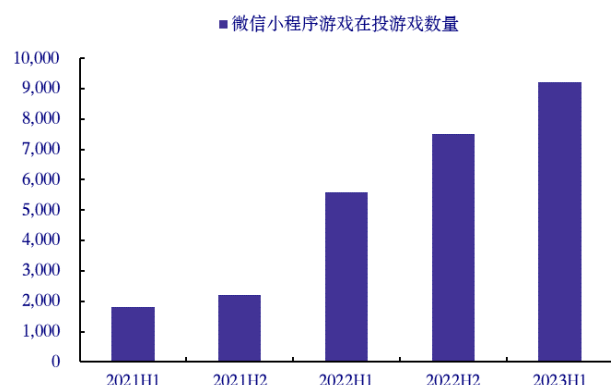
资料来源: DataEye, 中国银河证券研究院

图 23: 微信小程序游戏去重素材量趋势



资料来源: DataEye, 中国银河证券研究院

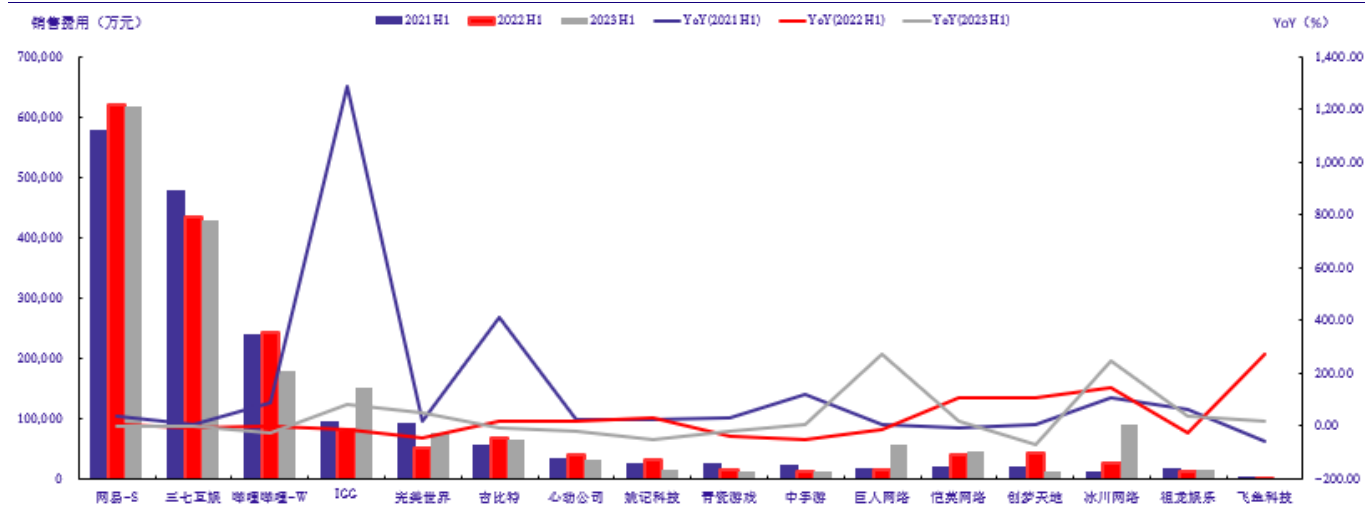
图 24: 微信小程序游戏在投游戏数量



资料来源: DataEye, 中国银河证券研究院

买量策略推升销售成本，压缩盈利空间。由于市场上同类游戏的供应量较大，游戏公司为了获得更多用户，通过买量策略进行大规模营销，即通过增加广告投入、促销力度等方式来争夺玩家市场份额和提高游戏销量。然而，随着市场竞争的加剧，广告平台上的买量成本也相应上升。买量成本上升意味着游戏公司需要投入更多的资金来获得用户流量，销售费用增加，盈利空间缩窄，造成行业整体利润率的下降，业绩未充分释放。从各游戏公司披露的半年报中可以发现，多家游戏公司上半年销售费用大幅增长。如巨人网络上半年销售费用达 5.6 亿元，同比增长超 4 亿元，涨幅达 270.9%；其中，广告宣传费用约 4.1 亿元，占总销售费用约 73.2%。此外，IGG、中手游、祖龙娱乐、冰川网络、完美世界等多家公司销售费用增长达到 40% 及以上。

图 25：2021-2023 年 H1 主要上市游戏公司销售费用及同比增长率（按公司）



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

随着新产品周期开启，原已内卷的买量赛道竞争将加剧，仅靠买量难以突破流量图层和留住深度玩家，精细化运营或助推公司冲出重围。在买量成本逐渐升高、用户对“诈骗式”广告接受度持续下滑的情况下，游戏厂商需要思索更多元的获量和变现模式，精细化运营是游戏厂商必须选择的路径，加强对游戏内容和体验的精品化打磨，才能凭口碑和差异化开拓新的增量空间，获得更长的生命周期。头部研发内容优势公司拥有业内一流研发团队、丰富的优质内容研发经验，更有能力通过自身的实力来打造具有差异化和品质保证的游戏产品，获得口碑和用户认可。因此，更有可能提前验证“买量时代已过，优质内容为王”的逻辑。

关注各公司策略，多家大厂求变，摆脱买量依赖。腾讯游戏开始借助字节系流量进行推广，旗下多款产品通过拥抱字节流量平台，实现更高效的获量和营销，扩大覆盖范围并吸引更多的下载量。与此同时，雷霆游戏和冰川网络等传统买量厂商为了降低成本和提高效率，削减了买量素材投放。相比之下，米哈游和网易相对稳定，不依赖买量，通过投放平稳来稳定市场。总的来说，游戏公司根据市场需求和自身情况灵活调整推广策略，以实现最佳效果。

（三）新赛道：VR 游戏、小程序游戏、真人互动游戏发力加速

1. VR 游戏：硬件加速发展，VR 游戏或乘东风起

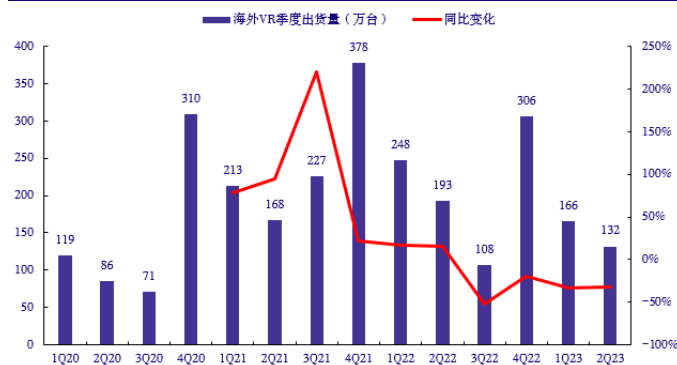
VR 硬件持续迭代，硬件基数不断扩大。自 2022 年下半年开始，VR 硬件的迭代加速，全球主要厂商均先后发布 VR 新品，带动 VR 硬件基数不断扩大，为 VR 游戏的发展奠定硬件基础。据 wellsenn，2022 年下半年至 2023 年上半年，全球 VR 硬件出货量约 805 万台，其中国内 VR 出货量约 95 万台。

分季度来看，今年一二季度的 VR 出货量呈现同比较大程度的下降，主要可能的原因有：①海内外硬件龙头逐步转变营销思路，原有的“降价冲量”的销售策略发生改变。海外龙头 Meta 在 2022 年 10 月发布的新品 Quest Pro 和新入局的 Apple Vision Pro 定位高端，对于大部分消费者而言性价比不高；国内 Pico 4 取消了上一代 Pico 3 的“打卡返半价”的活动。价格的提高在一定程度上抑制了硬件出货量的增长势头。②PS VR2 出货量不及预期，由于 PS VR 系列的定位主要以游戏为主，且需要连接主机使用，这对用户受众产生了较大的限制，在国内 VR 应用整体偏轻度、休闲的大环境下，PS VR 的出货量并未达到预期。

据映维网，腾讯和 Meta Quest 已经达成初步协议，腾讯将于 2024 年年底开始在中国大陆独家代理 Meta 一款全新的，价格较低的 VR 头显版本，对于希望提振全球市场对这种小众设备的需求的 Meta 而言，与腾讯达成的协议将会为 Meta 提供一个重要的新市场；苹果公司计划于 2024 年年初在美国市场推出其新款头显产品 Vision Pro，并在年底将其推向全球市场。

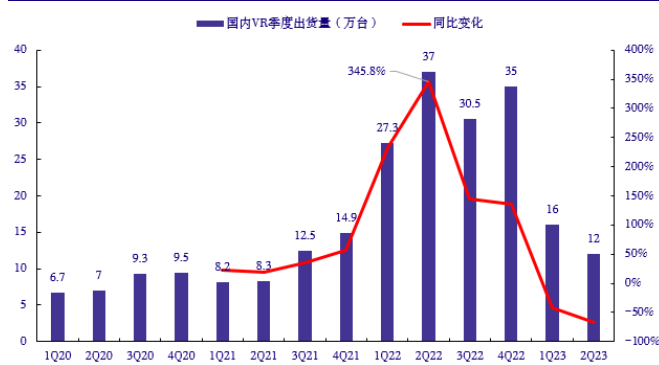
展望后续 VR 硬件市场，我们认为在 2023 年国内和国际 VR 硬件市场承压后，2024 年随着 Vision Pro 以及 Meta 新款平价 VR 头显设备的发售，国内外的 VR 硬件出货量将迎来同比回暖。预计 2024 年国内 VR 的出货量在 100 万台，结合目前市场上主流的消费级 VR 硬件设备售价在 2500 元-4500 元区间，估计 2024 年国内 VR 硬件的市场规模在 25-45 亿元。

图 26：海外 VR 季度出货量



资料来源：wellsenn，中国银河证券研究院

图 27：国内 VR 季度出货量



资料来源：wellsenn，中国银河证券研究院

硬件迭代完善用户体验，普及度有望进一步提高。随着这一轮 VR 硬件迭代，目前市面上主流的 VR 设备基本都采用了较轻便的 Pancake 透镜，在提高光学成像质量的同时极大减少了光学部件的体积。同时，在分辨率、芯片性能上也基本完成了迭代更新。目前的主流 VR 硬件，已经可以支持较高画质的游戏流畅运行，同时用户长时间佩戴的头部负担也随着整机重量的不断轻量化而减轻。目前的主流 VR 硬件已经具备了支持大型游戏长时间运行的能力。

图 28：近年 VR 设备的关键技术迭代与部分代表产品



资料来源：Meta，Sony，映维网，Wellsenn，Pico VR，中国银河证券研究院

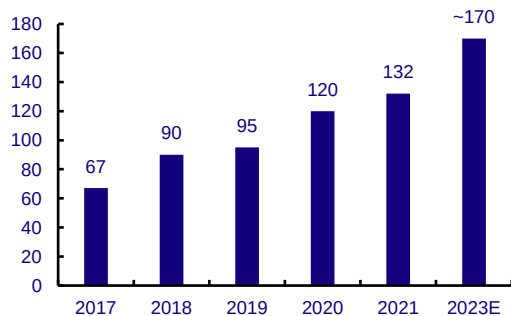
表 3：2022 年下半年以来主要 VR 硬件新品

	Pancake 1	Pico 4	Quest Pro	PS VR 2	Vision Pro	Quest 3
发布时间	2022.7.25	2022.9.27	2022.10.12	2023.2.22	2023.6.6	2023.9.27
芯片	骁龙 XR2	骁龙 XR2	骁龙 XR2	MediaTek	M2+R1	骁龙 XR2 Gen 2
透镜	Pancake 透镜	Pancake 透镜	Pancake 透镜	菲涅尔透镜	Pancake 透镜	Pancake 透镜
分辨率	2280*2280	2160*2160	1800*1920	2000*2040	约 3548*3144	2064*2208
首发售价	¥ 2999 起	¥ 2499	\$1,499.99	¥ 4499	\$3499	\$499

资料来源：映维网，京东，中国银河证券研究院

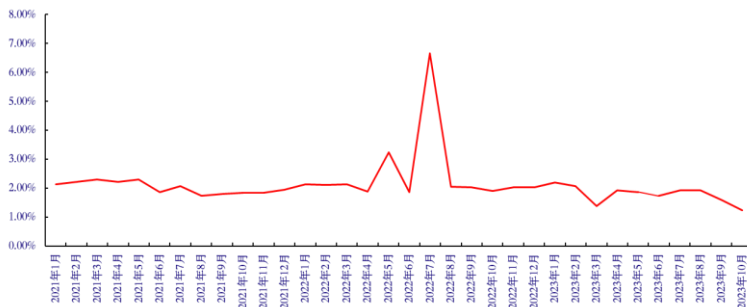
VR 游戏需求端：玩家数量积累中，主机游戏玩家是潜在用户。根据 Steam 公布的数据，2023 年三季度 Steam VR 玩家平均占比为 1.82%，Steam 公布的 2021 年月活跃用户数为 1.32 亿，我们估计 2023 年月活数量可达 1.7 亿左右，据此估算全球 Steam VR 月活跃数量约 310 万。国内方面，我们估计 Steam VR 玩家中 10%~20% 的玩家为中国玩家，推算国内 Steam VR 月活跃用户约 30~60 万人。对比硬件出货量，尽管还有 PS VR、Quest Store 这样的游戏平台未统计，但国内 VR 重度游戏玩家的数量目前也远远不能支撑 VR 设备出货量的持续增长。由于主机游戏与 VR 游戏在游戏模式、玩家群体上有比较高的相似性。我们认为主机游戏的玩家是 VR 重度游戏的潜在用户：据中国游戏产业年会公布的数据，2020~2022 年国内主机游戏用户数量分别为 639.8、820.8、893.5 万，体量较大且保持较好的增长速度，因此，VR 游戏的用户发展具有一定的潜力，在用户数量原始累积阶段结束后，VR 游戏的生态将会迎来高速的发展。

图 29：2017~2023E Steam 月活玩家数量（百万）



资料来源：Steam，中国银河证券研究院

图 30：Steam VR 用户占比



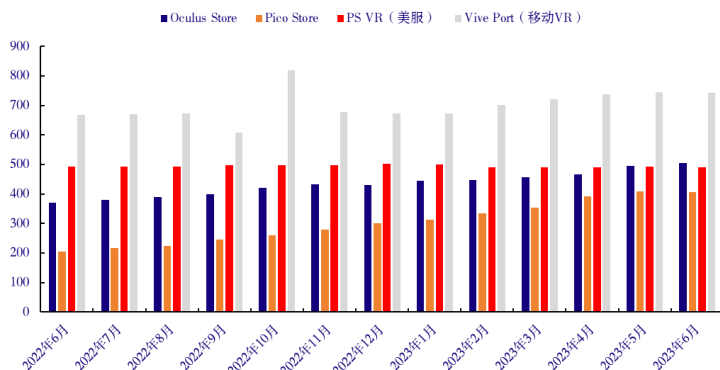
资料来源：Steam，中国银河证券研究院

VR 游戏供给端：VR 新游频发，内容端加速发力。目前国内外主要的 VR 应用商店如 Quest Store、Pico Store 等均保持较高的内容增速。Quest Store 目前应用数量已经超过 500 个，且据公司在 Connect 2023 大会的披露，在年底将会有 100 款左右的全新游戏和升级游戏；Pico Store 内游戏应用数量已经超

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

过 330 个，且仍在以较为稳定的频率更新。我们认为，随着 VR 游戏供给端的不断完善，VR 游戏产业也会吸引更多的内容创作者和用户，整个 VR 游戏产业将会实现发展的良性循环。

图 31：VR 内容平台应用数量



资料来源：Pico VR，青亭网，中国银河证券研究院

图 32：VR 产业链的良性循环



资料来源：中国银河证券研究院

2. 小程序游戏：小赛道迸发大能量

我们认为，小程序游戏能够起量，主要有以下原因：

- **定位优势：**小程序游戏集中体现了“用完即走”的概念。作为一种不需要下载安装即可使用的应用，用户无需关心应用的安装带来的问题，极大的降低了用户的体验成本和使用门槛。小程序游戏随处可见、随时可用、无需安装写在的特点将最大限度地帮助其发掘尽可能多的潜在用户。
- **流量优势：**背靠大流量平台，自带流量加持。小程序游戏背靠微信、抖音等大流量平台，通过平台自带的流量进行引流。据阿拉丁，截至 2023H1，微信小程序的 DAU 已经超过 11 亿，环比增长接近 5 倍。通过微信、抖音流量的加持，小程序游戏相比于其他类型游戏能够更加容易的获客。
- **创作优势：**相比传统游戏，小程序游戏的制作门槛和成本更低。目前，微信小程序的包体限制在 1G 以内，因此小程序游戏整体体量往往偏轻。如果采用基于 H5 版本的基础上进行开发，整体成本相比于 APP 游戏的长周期开发，成本会有较大幅度的节约。
- **投放优势：**目前小程序游戏的买量数量较低，买量效果好。据 DataEye，2023 上半年在投手游 APP 超过 1.5 万款，微信小游戏也接近 1 万款产品在投，考虑到微信小游戏开发和制作门槛更低，数量更多，目前小程序游戏的买量还处在初期，竞争还不激烈，部分大厂尚未入局。对比当前 App 游戏买量普遍化、必须化的强竞争情况，当前小程序游戏的买量效果明显更好。
- **利润优势：**相比 App 游戏，小程序游戏目前效益更好，且市场处在发展期，具有很大的发展空间。据腾讯，2023 年上半年微信小程序游戏的 MAU 已经超过 4 亿，按照活跃用户 ARPU 为 5-10 元估计，我们预计微信小程序游戏目前的直购年流水约为 240-480 亿。对比小程序游戏和 App 游戏，微信小程序游戏在平台抽成后，流水实际到手比例约 60-70%，考虑到平台对游戏的广告金补贴和激励计划，实际到手比例更高。而 App 游戏的平台整体抽成更高（Android 70%，iOS 30%）。叠加考虑小程序游戏目前的开发成本和投流成本都更低，小程序游戏目前对开发商的经济效益更好，因此吸引了大量的厂商入场。

监管政策落地，市场有序发展。随着小程序游戏的迅速起量，相关的监管政策也逐步落地，助力小程序游戏赛道规范、向好发展：

- 2023 年 8 月 4 日，工业和信息化部发布《工业和信息化部关于开展移动互联网应用程序备案工作的通知》，要求所有小程序和 App 都需要进行备案后才能上架。微信公众平台运营中心于 8 月 9 日要求所有 9 月 1 日后上架的微信小程序须完成备案，已上架小程序须于 2024 年 3 月 31 日前完成备案，否则进行清退处理。

图 33：微信小程序发布已需要备案



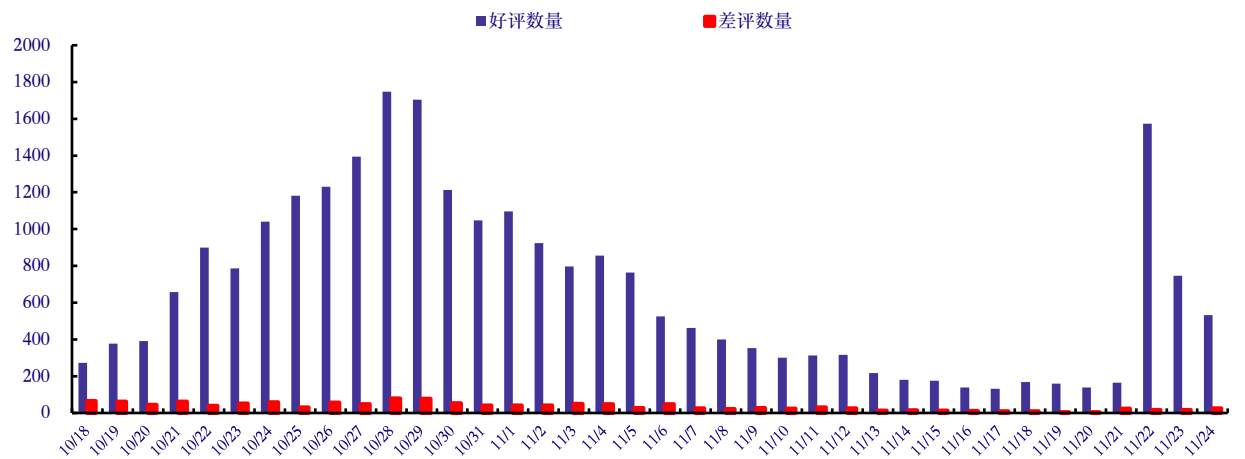
资料来源：微信，中国银河证券研究院

- 2023 年 8 月 31 日，广东省新闻出版局公布关于进一步规范国产游戏小程序备案工作的通知。通知要求游戏小程序运营机构需要每月申报一次备案；已上线的游戏小程序应于一年内补办备案手续，未补办备案手续的游戏小程序不得继续上线。

3. “短剧+游戏”：爆款出圈叠加 AI 受益，探索游戏新形态。

10 月 18 日，Steam 平台上线了一款真人恋爱影视游戏《完蛋，我被美女包围了！》。游戏采用第一人称视角，使玩家沉浸式体验与六位女主角恋爱的过程。截至 11 月 24 日，该游戏已连续五周登榜 Steam 畅销榜（其中两周登顶），且受到广泛好评，在约 34600 条评论中，好评率达到 95.6%。我们认为，该游戏能够在剧本结构相对简单的情况下受到广泛好评，主要原因有两点：六位女主角均是偶像团体成员或专业演员，剧情演绎效果好；制作组设计了六位人设各异的女主角，玩家在游玩的过程中能够满足自身的情绪价值。

图 34：《完蛋，我被美女包围了》上线初期 Steam 评论数量



资料来源：Steam，中国银河证券研究院

我们认为，“短剧+游戏”具有以下竞争优势：1) 可交互的沉浸体验，用户体感好：“短剧+游戏”融合了两种原有题材的优点。对比传统 Galgame，真人出镜给用户更好的沉浸体验和代入感；对比短剧，用户可以游戏选项来自行决定剧情走向，更大程度的优化了用户的游戏体验。2) 成本相对较低，制作周期较短：作为互动类的游戏，“短剧+游戏”无需版号即可发行：尽管当前版号政策趋松，但“短剧+游戏”无需版号的特点可以让其在制作周期和宣发时间上具有更高的确定性。且游戏的基本架构和剧情结构与 Galgame 类似，目前互联网上有大量 Galgame 的模板架构，相较于其他品类的游戏，“短剧+游戏”的制作周期更短，成本也相对较低，主要集中在“短剧”部分的拍摄上。3) AI 技术的双重受益：“短剧+游戏”品类可以充分受益于 AI 技术对于游戏和影视行业的降本增效效果，从而进一步降低游戏的制作成本。

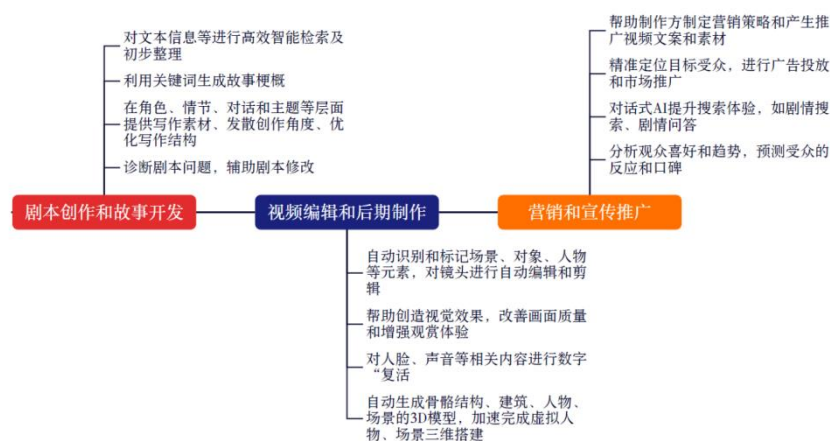
目前，部分上市公司已经开始对这一新品类游戏的探索，随着同品类游戏数量的增加，“短剧+游戏”的商业逻辑和商业模式将不断验证和优化，有望开拓游戏行业的新赛道。

三、影视行业：影视大盘持续复苏，AI 推动内容生态繁荣

（一）AI 赋能提升生产效率，供给改善持续释放

AIGC 有望在影视生产全环节得到广泛应用。前期策划阶段，AIGC 可根据电影主题、风格、人物等要素自动生成剧本草稿。此外，AI 还可以辅助分镜制作，提供视觉参考，从而加快电影前期准备工作。电影制作阶段，多模态 AI 可以低成本地生产图片、音频、视频等素材，从而提供更多元的内容供给。AI 技术还可用于辅助场景生成，特效制作等环节，从而为影片带来更逼真的视觉效果和更丰富的细节。AI 工具还为视频处理提供了有力的工具，大幅降低了视频去除噪点、模糊、抖动，提升画质，提取关键镜头的剪辑难度。此外，AIGC 还可用于进行风格迁移，从而加速电影 IP 向周边商品、漫画、游戏等媒介的落地。宣发阶段，AI 模型可根据用户画像定制优化预告片、海报及展示的评论等。同时结合虚拟数字人技术，发行商有望以极低的成本实现映前观众与电影人物的“面对面”交流，从而持续地在维持电影话题热度。

图 35：AI 赋能影视生产全环节



资料来源：中国银河证券研究院整理

2023 年 1 月，Netflix 与微软小冰和日本制作室 WIT STUDIO 共同合作创作了动画片《犬与少年》。该片标志着 AIGC 结合 PGC、UGC 共同创作内容的技术路径已实现。在该片中，AI 负责部分动画场景的绘制工作。这一合作为业界带来了新的商业化机遇，展示了 AIGC 技术在动画制作领域的巨大潜力。

如今 AIGC 蓄势待发，预备在影视行业掀起新一轮的技术变革和竞争力洗牌，国内各大平台与影视公司也在 AIGC 的应用研究与业务协同上开启了应对未来的准备。从《斗罗大陆》《吞噬星空》到《三体》《遮天》，腾讯视频在视效技术规模化运用和长期投入方面展现出了灵敏的嗅觉。自 AIGC 出现后，腾讯视频在动画行业中也开始探索二维和三维界限的打破。我们认为，未来通过借助三维工业化流程和 AIGC 的辅助，如文生图、图生图的能力，行业难题有望被突破，二维动画的效率和产能将有进一步的提升。

图 36: Netflix 推出首支 AIGC 动画片《犬与少年》



资料来源: Netflix, 中国银河证券研究院

图 37: AI 小冰创作集《或然世界:谁是人工智能画家小冰?》



资料来源: 中信出版, 京东商城, 中国银河证券研究院

11 月 28 日, AI 视频工具 Pika1.0 发布, 具有文生视频、用文字完成视频局部编辑等功能, 产品效果与 Runway 旗下的 Gen-2 效果相当。

目前, 公司只有 4 位全职员工。创始人郭文景 (Demi Guo) 和联合创始人兼 CTO Chenlin Meng 都是斯坦福大学 AI Lab 博士生, 第三位创始人 Karlin Chen 拥有 CMU 的 ML&CV 硕士学位, 曾在商汤担任工程师, 4 号员工 Matan Cohen-Grumi 的经验主要在创意领域。Pika 已经完成了总计 5500 万美元的融资, 其中种子前轮和种子轮由 Nat Friedman 和 Daniel Gross 领投, A 轮融资由 Lightspeed Venture Partners 领投。

根据 Pika 官方网站给出的宣传片, Pika1.0 目前的主要功能包括:

- 高质量文生视频: Pika 目前表现出了较好的语义理解能力, 在处理复杂逻辑文本时也有较好的表现。视频质量上, 以往 AI 视频在大幅动作时不稳定的问题基本没有出现。
- 图生视频: 根据给出的图片来生成一段视频
- 视频生视频: 在 Pika 的宣传片中, Pika 根据给出的黑白原视频和文字补充生成了各种风格的彩色视频。

图 38: Pika 根据文本生成视频功能



资料来源: Pika, 中国银河证券研究院

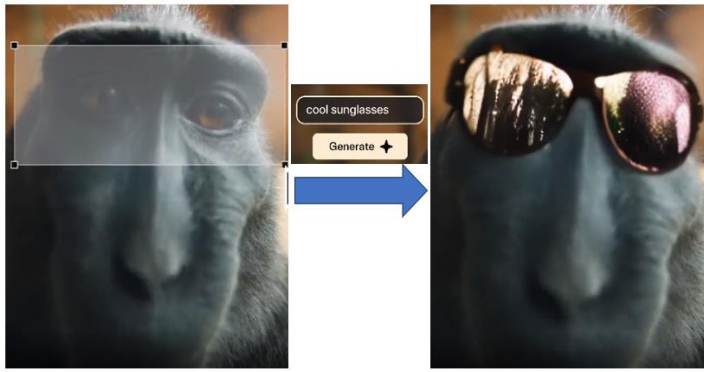
图 39: Pika 根据黑白视频和文字生成的彩色视频



资料来源: Pika, 中国银河证券研究院

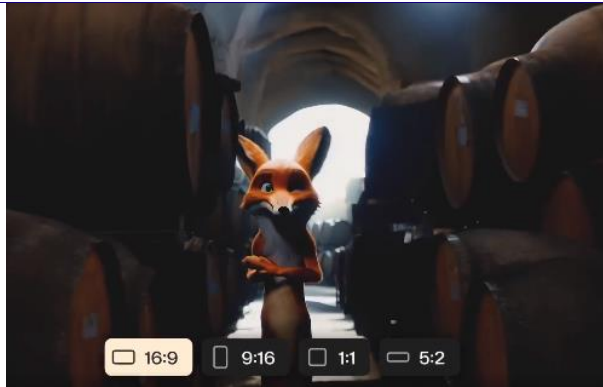
- 局部修改: Pika 可以通过选中视频特定区域来添加特定元素。
- 尺寸修改: Pika 可以根据用户需求的比例调整缩放视频, 并补充缺失的场景。

图 40: Pika 根据文本生成视频功能



资料来源: Netflix, 中国银河证券研究院

图 41: Pika 根据黑白视频和文字生成的彩色视频



资料来源: 中信出版, 京东商城, 中国银河证券研究院

过去一年, 视频生成领域的进展迅速, **海内外科技巨头及 AI 独角兽公司纷纷涌入 AI 文生视频赛道**。国外方面, Runway 先后发布了 Gen-1、Gen-2, 上周推出的 Motion Brush 则在可靠性上向前了一步; Stability AI 也在上周发布了自己的首个 Text-to-Video 模型 Stable Video Diffusion; 11 月 16 日, Meta 推出两大 AI 视频编辑新功能“Emu Video”和“Emu Edit”, 前者可以根据字幕、图像、文字描述等自动生成四秒长的视频, 后者允许用户通过文本指令更容易地修改或编辑视频。国内方面, 360 智脑大模型 4.0 版本发布, 具备文字、图像、语音和视频等跨模态处理和生成能力, 其中的“文生视频”多模态功能为国内首发, 任何文字脚本都可生成视频, 不受专业技能和素材限制。

表4: Pika 及部分可比产品对比

公司	Pika Labs	Runway	Stability AI
产品	Pika 1.0	Gen-2	Stable Video Diffusion 模型 (SVD)
定位	AI 视频生成工具	AI 视频生成工具	AI 视频生成工具
竞争优势	1.生成的视频在时长、逻辑连贯性、流畅性、画质和风格准确性上有明显优势。 2.Pika Labs 1.0 能够支持对于视频实时编辑和修改。	相比于传统的文本控制扩散模型, Gen 通过文本、图像、视频混合的训练模式, 提高了生成视频的质量和一致性, 同时还降低了训练消耗。 同时, Runway 还提出了延时扩散模型, 在预训练的扩散模型中引入时序层, 使得模型在推理阶段具有更高的时间一致性。	在用户偏好研究中, Stable Video Diffusion 在稳定性和性能上超过了商业竞争对手 RunwayML 和 Pika Labs。该模型以图像到视频的形式发布, 提供 14 或 25 帧, 可在 3 到 30 帧每秒之间调整帧率, 并基于 Stable Diffusion 图像模型。但 Pika 1.0 版本的发布或改变这一状况。
产品局限性	少数视频可能缺少真实感	对复杂语句的理解可能出现偏差	Stable Video Diffusion 对生成视频长度有限制; 存在光影不对、而且整体不连贯 (视频帧与帧之间闪烁) 等问题。
运营模式及后续发展	创始人郭文景表示, 未来会考虑当前唯一收费的文生视频应用是 Runway Gen-2, 商业模式与图片生成趋同, 即主要按照生成量定价。 分层订阅模式, 即用户支付更多费用可获得更多功能。	Stability AI 表示 SVD 目前仅限于研究, 不适用于实际或商业应用。SVD 目前也不是所有人都可以使用, 但已开放用户候补名单注册。 采用免费增值业务模式和付费层级相结合。	

资料来源: Pika, 澎湃新闻, 中国银河证券研究院

据 Quest Mobile, 2022 年底视频 (短视频+在线视频) 使用时长占移动互联网用户使用总时长的 35%。当前 AI 视频应用初现雏形, **随着 AI 视频应用的不断完善和更新, 我们认为 AI 视频有望凭借人工智能的技术优势和视频这一品类的内容优势打开市场**: 在 C 端, 通过 AI 视频生成, 此类 AI 视频应用有望通过其生成的内容来构建自有用户流量池, 完成后续的流量变现; 在 B 端, AI 视频可以大幅度降低视频的制作成本, 对广告营销、影视、游戏等都有可观的降本增效作用。

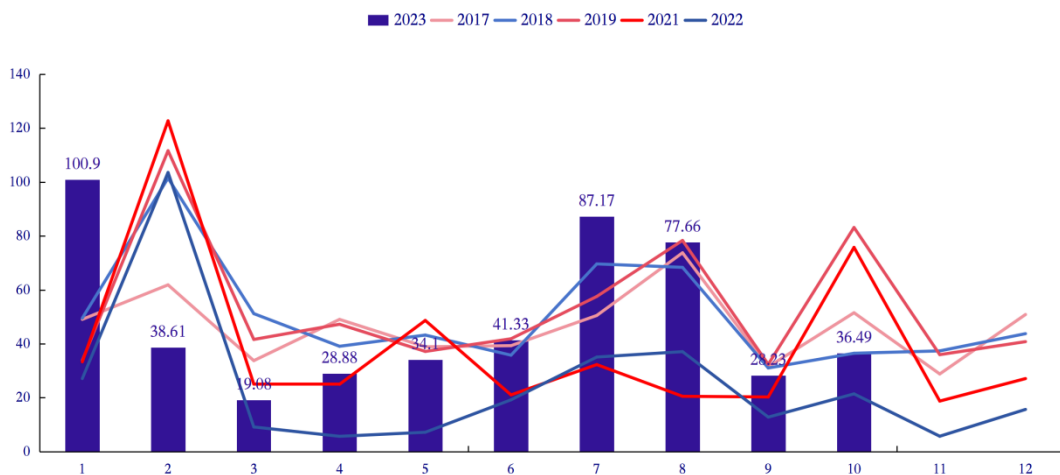
(二) 需求端: 观影需求超预期复苏

自 2023 年以来, 优质内容持续供给, 中国电影市场迎来确定性复苏。截至 12 月 4 日, 2023 年全年累计票房达 513.70 亿元, 恢复至 19 年全年的 80.01%。其中观影人次为 12.13 亿人, 恢复至 19 年的 70.20%; 年内平均票价则稳步提升至 42.33 元, 达历史新高。热门档期市场表现突出, 观众的观影热情请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

恢复，观影需求持续释放，并且得到了市场的验证与支持。后续影片储备相对充足，未来票房仍有回升空间。

基于上半年国内电影市场的强劲复苏，我们预测 2023 年票房大盘有望超过去年同期表现，逐年恢复稳定的增长趋势。参考疫情前的 2017-2020 年 10、11、12 月票房对全年的贡献占比和票房年度同期增长率，10 月票房主要依靠国庆档拉动，11 月票房约占全年票房的 5%-6%，12 月票房呈现总量逐年下降趋势。综合来看，保守估计 2023 年第四季度票房在 70-120 亿元左右。预计 2023 全年票房在 530-580 亿元左右，相较 2022 年的 299.39 亿元增加约 77%-93%，和 2019 年的 641.49 亿元仍有约 9%-17% 的差距。

图 42：2017-2023 年分月票房（亿元）

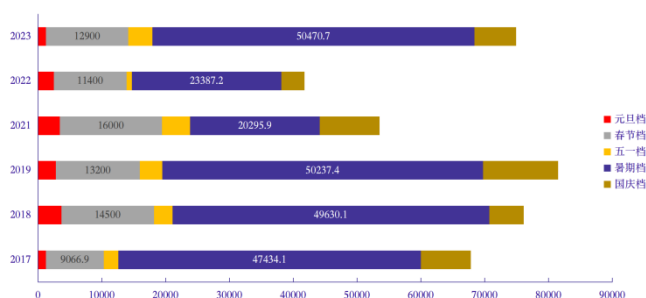


资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

据灯塔专业版，2023 年暑期档票房达 206.18 亿（含服务费）、同比上涨 125.68%，观影人次 5.047 亿、同比上涨 115.80%，场次 3461.3 万场、同比上涨 16.50%，票房、观影人次及场次均创下中国影史暑期档新纪录。国庆档八天全国电影总票房约 27.35 亿元，较去年国庆档上涨 12.38 亿，同比涨幅近 83%。总场次约为 353.7 万场，较去年 272 万场次增长了 30%，刷新国庆档场次纪录。今年国庆档观影人次约为 6512.3 万，观影场次 353.8 万场，人均观影 1.19 次，基本回升至 2019 年水平。此外，全年重点档期的上座率自疫情下降两年后，在今年也基本回升至疫情前水平。

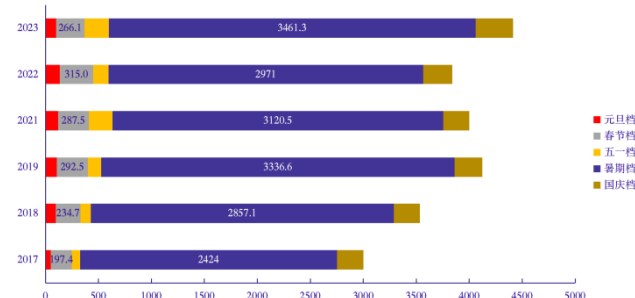
综合来看，过去五年由于疫情影响春节档、暑期档和国庆档的观影人次都呈现出较大的波动和变化；排除疫情影响，2023 年需求端数据已经基本和疫情前水平持平，因此我们预测 2024 年春节档、暑期档和国庆档的观影人次基本与 2017-2019、2023 年规模相当，将分别达到 13562.5 / 50890.1 / 7785.8 万人次。

图 43：2017-2023 年重点档期观影人次（万）



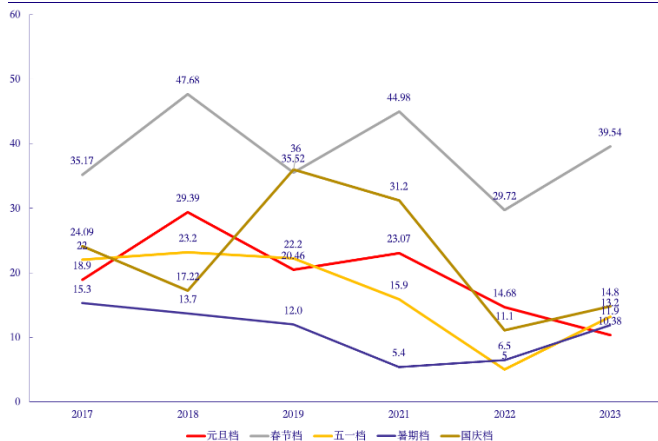
资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

图 44：2017-2023 年重点档期观影场次（万）



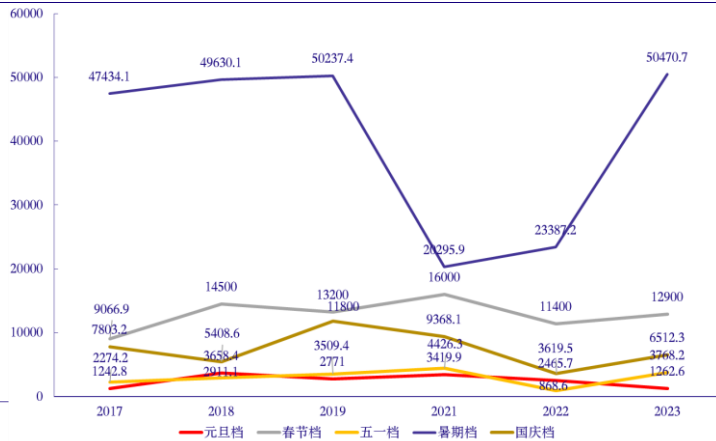
资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

图 45：2017-2023 年重点档期观影上座率（%）



资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

图 46：2017-2023 年重点档期观影人次（万）



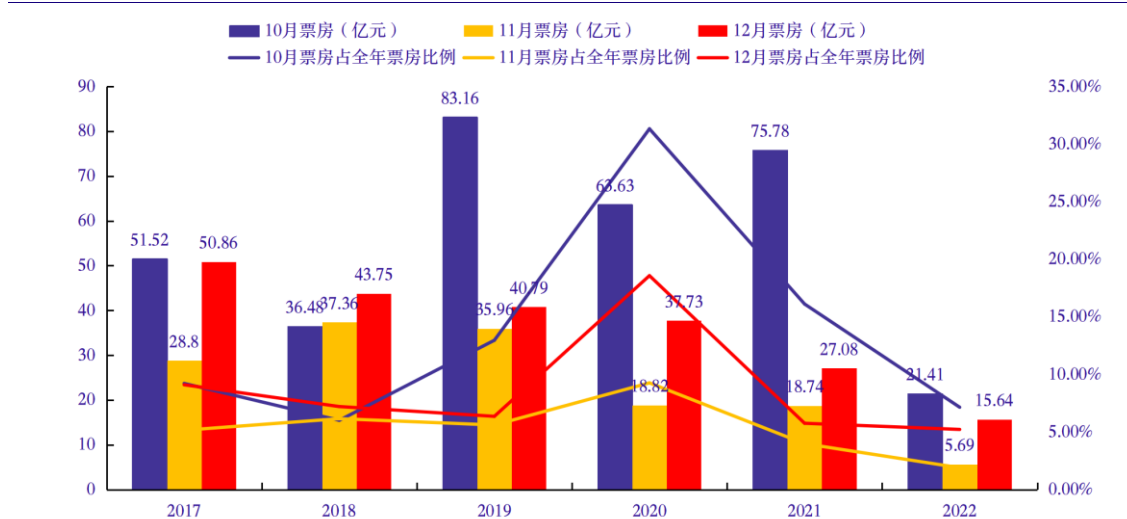
资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

表5：2017-2024E 春节档、暑期档、国庆档观影人次及同比变化

档期		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
春节档	观影人次（万）	9066.9	14530.4	13220.3	18.3	16045.8	11446.3	12936.7	13562.5
	同比		60.26%	-9.02%	-99.86%	87581.97%	-28.66%	13.02%	4.84%
暑期档	观影人次（万）	47434.1	49630.1	50237.4	10361.9	20295.9	23387.2	50470.7	50890.1
	同比		4.63%	1.22%	-79.37%	95.87%	15.23%	115.80%	0.83%
国庆档	观影人次（万）	7803.2	5408.6	11800.0	9994.8	9368.1	3614.0	6512.3	7785.8
	同比		-30.69%	118.17%	-15.30%	-6.27%	-61.42%	80.20%	19.56%

资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

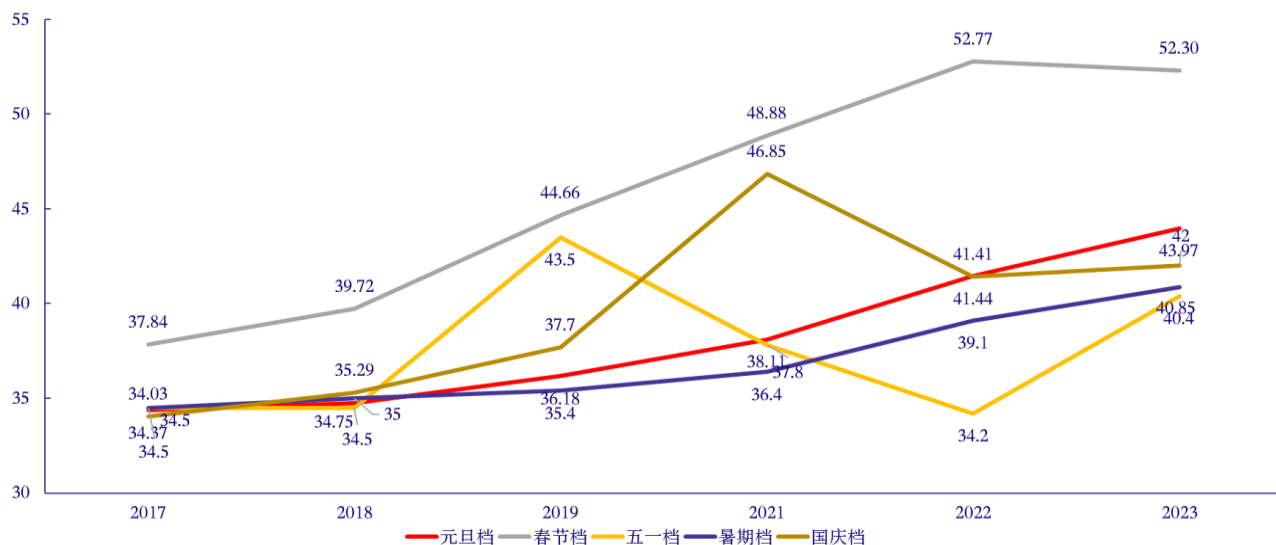
图 47：2017-2022 年 10-12 月综合票房及占比情况



资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

综合来看，过去五年各重要档期的平均票价都呈现出波动上升的趋势。其中，由于疫情等因素的影响，2020-2022 年的平均票价出现了不同程度的波动。在正常年份，平均票价基本保持稳定或者有轻微的增长。基于此趋势我们推测 2024 年，各热门档期的平均票价在 2023 年的基础上保持 4%-6%左右的微增，预计 2024 年春节档、暑期档、国庆档的平均票价分别为 55.5/42.6/43.9 元。

图 48：2017-2023 年重点档期观影平均票价



资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

表6：2017-2024E 春节档、暑期档、国庆档平均票价及同比变化

档期		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
春节档	平均票价（元）	37.84	39.72	44.66	100.73	48.88	52.77	52.3	55.5
	同比		4.97%	12.44%	125.55%	-51.47%	7.96%	-0.89%	6.12%
暑期档	平均票价（元）	34.48	35.01	35.39	34.93	36.38	39.06	40.85	42.6
	同比		1.54%	1.09%	-1.30%	4.15%	7.37%	4.58%	4.28%
国庆档	平均票价（元）	34	35.3	37.7	39.7	46.8	41.4	42.0	43.91
	同比		3.82%	6.80%	5.31%	17.88%	-11.54%	1.45%	4.54%

资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

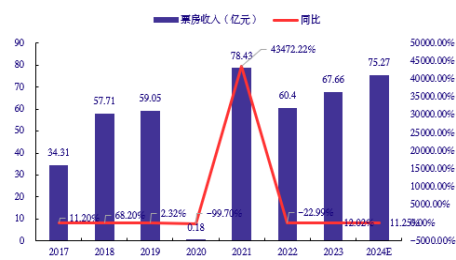
为预测 2024 年重点档期票房，参考 2017-2023 年的历史数据，量价拆分后估算，**预计 2024 年春节档、暑期档和国庆档的观影人次将分别达到 13562.5 / 50890.1 / 7785.8 万人次，平均票价将分别达到 55.5 / 42.6 / 43.91 元，票房收入将分别达到 75.27 / 216.79 / 34.18 亿元。**

表7：2017-2024E 春节档、暑期档、国庆档票房收入及同比变化

档期		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
春节档	票房收入（亿元）	34.31	57.71	59.05	0.18	78.43	60.4	67.66	75.27
	同比		68.20%	2.32%	-99.70%	43472.22%	-22.99%	12.02%	11.25%
暑期档	票房收入（亿元）	163.57	173.77	177.78	36.2	73.81	91.36	206.18	216.79
	同比		6.24%	2.31%	-79.64%	103.90%	23.78%	125.68%	5.15%
国庆档	票房收入（亿元）	26.56	19.08	44.66	39.67	43.89	14.97	27.35	34.18
	同比		-28.16%	134.07%	-11.17%	10.64%	-65.89%	82.70%	24.99%

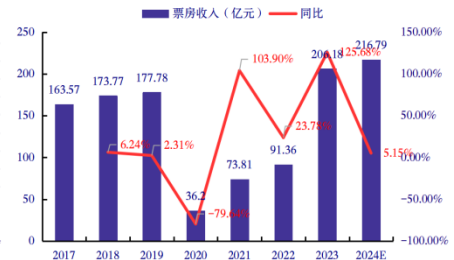
资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

图 49：2017-2024E 春节档票房及同比变化



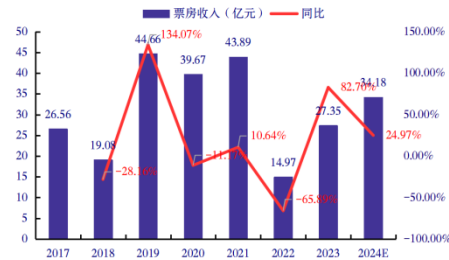
资料来源：中国银河证券研究院

图 50：2017-2024E 暑期档票房及同比变化



资料来源：中国银河证券研究院

图 51：2017-2024E 国庆档票房及同比变化



资料来源：中国银河证券研究院

我们预计 2024 年平均票价将会延续平缓上涨的趋势，观影人次也将逐渐回升，2024 年的全年票房收入有望突破 600 亿元，向 2018、2019 年靠拢。但由于口碑成为电影票房的主要决定因素、观众不再急于尝鲜及预售期被缩短等各种电影市场新规律的出现，未来电影票房具体表现如何仍需密切关注后续影片的定档上映情况以及市场表现。

表8：2017-2024E 观影人次、平均票价、票房收入及同比变化

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
观影人次 (亿)	16.24	17.18	17.28	5.49	11.67	7.12	12.71	13.75
同比	18.28%	5.79%	0.58%	-68.23%	112.57%	-38.99%	78.50%	8.22%
平均票价	34.42	35.32	37.11	36.98	40.29	42.08	42.49	43.93
同比	3.86%	2.61%	5.07%	-0.35%	8.95%	4.44%	0.97%	3.39%
票房收入 (亿元)	558.8	606.88	641.49	203.14	470.36	299.49	540.00	604.18
同比	22.78%	8.60%	5.70%	-68.33%	131.54%	-36.33%	80.31%	11.89%

资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

(三) 供给端：储备充足，关注优质内容上线

2023 年后续还有圣诞、贺岁等重要档期，陆续上线的优质影片仍有望驱动观影需求恢复，可以分别关注国产和进口电影定档上映情况。

1) **国产**：多家影视公司有多部重磅影片待映，国产影片储备丰富。目前光线传媒、万达电影、博纳影业、百纳千成等公司影片储备较多，影片选材定档的自由度增加，优质内容供给成为票房主要驱动力。关注后续春节档电影上映情况：《志愿军 2》、《第二十条》、《飞驰人生 2》、《射雕英雄传：侠之大者》、《非诚勿扰 3》等多部影片预计上线春节档，多种题材、续作新作叠加，有望助推 2024 年春节档票房继续实现增长。

2) **进口**：2023 年进口影片数量和质量有限，预计将于 2024 年回归正常。2023 年受好莱坞罢工影响，多部进口影片拍摄、制作进度放缓，上映延期，例如《沙丘 2》档期已经从原来的 2023 年 11 月 3 日推迟至 2024 年 3 月 15 日；《指环王：洛希尔之战》从原定 2024 年 4 月 12 日北美上映推迟至 2024 年 12 月 13 日。2023 年 12 月进口电影供应相对充足，《旺卡》、《泰勒·斯威夫特：时代巡回演唱会》、《海王 2》即将上映，经典电影《爱乐之城》也将迎来重映。

表9：2023 年 12 月上映日历（截至 2023 年 11 月 24 日）

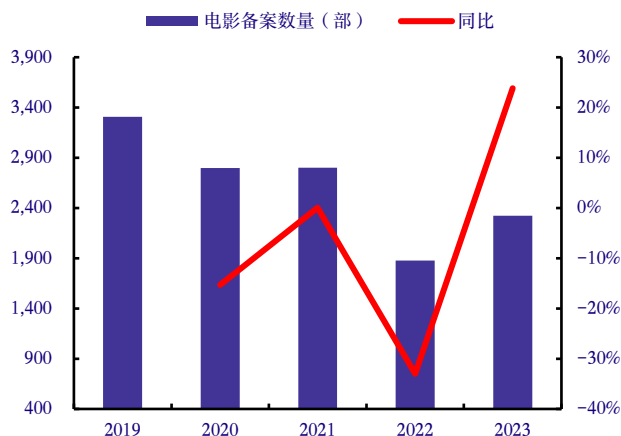
上映日期	影片名称	影片类型	导演	主演
2023/12/1	再见，李可乐	剧情	王小列	闫妮 / 谭松韵 / 吴京
2023/12/1	热搜	剧情 / 犯罪	忻钰坤	周冬雨 / 宋洋 / 袁弘
2023/12/1	不要走散好不好	爱情	郑来志/阿猛	徐若晗 / 张开泰

2023/12/1	拿破仑	剧情 / 传记 / 动作	雷德利·斯科特	华金·菲尼克斯 / 凡妮莎·柯比
2023/12/1	火凤重天	剧情 / 爱情 / 动画	浩克/唐亮/成宝钢	范馨源 / 路扬 / 陈喆
2023/12/1	沉默笔录	剧情 / 犯罪 / 悬疑	郝飞环	章宇 / 马吟吟 / 孙敏
2023/12/2	疾速营救	动作 / 犯罪 / 惊悚	尼姆罗德·安陶尔	连姆·尼森 / 诺玛·杜梅温尼
2023/12/3	琬翠	剧情	刘东阳	杨小米 / 乌日根
2023/12/5	光明使者周维忠	-	-	-
2023/12/8	瞒天过海	剧情 / 犯罪 / 悬疑	陈卓	许光汉 / 张钧甯 / 惠英红 / 尹正
2023/12/8	旺卡	喜剧 / 奇幻 / 冒险	保罗·金	提莫西·查拉梅 / 奥利维娅·科尔曼
2023/12/8	爆裂点	动作 / 犯罪	林超贤/唐唯瀚	张家辉 / 陈伟霆
2023/12/8	飞鸭向前冲	喜剧 / 动画 / 奇幻	本杰明·雷内	库梅尔·南贾尼 / 伊丽莎白·班克斯
2023/12/8	最后一夜	剧情 / 爱情	唐皓	蒋中炜 / 蔡雪晴 / 王若珊
2023/12/8	诡摇铃	惊悚 / 恐怖	毕鉴威	邱意浓 / 丁圣霏 / 廖茉汐
2023/12/9	大工斩玉	纪录片	张维栋	崔磊
2023/12/10	少年先锋	剧情 / 儿童 / 历史	李安东	牛明山 / 王泓力 / 李牧谣
2023/12/11	仲肯	剧情	邢潇	李泰 / 周静波
2023/12/15	三大队	剧情 / 犯罪	戴墨	张译 / 李晨 / 魏晨
2023/12/15	照明商店	剧情 / 悬疑	蔡婧	章若楠 / 白宇帆 / 刘奕君
2023/12/15	月光武士	剧情	虹影	左航 / 冯家妹 / 白恩
2023/12/15	戏杀	喜剧 / 悬疑	牛朝阳	贾冰 / 喻恩泰 / 蒋梦婕
2023/12/15	狭路“箱”逢	剧情 / 喜剧	曾武森	乔新峰 / 庞勇 / 戎威峰
2023/12/20	海王 2：失落的王国	科幻 / 奇幻 / 冒险	温子仁	杰森·莫玛 / 帕特里克·威尔森 / 安珀·赫德
2023/12/22	逆境追凶	剧情 / 犯罪 / 悬疑	石杰	王培根 / 张焱森 / 尹箭
2023/12/22	爱乐之城	剧情 / 爱情 / 歌舞	达米恩·查泽雷	瑞恩·高斯林 / 艾玛·斯通 / 约翰·传奇
2023/12/22	怒潮	动作 / 犯罪	马浴柯	张家辉 / 阮经天 / 王大陆
2023/12/22	敦煌英雄	历史 / 古装	曹盾	章宇 / 窦骁 / 吕凉
2023/12/22	消失的收藏家	惊悚 / 恐怖	唐明智	韩伯维 / 迟志强 / 洪紫琳
2023/12/28	天下无敌	剧情 / 历史	谭俏/麦咏麟/蓝海瀚	任达华 / 曾志伟 / 安志杰
2023/12/29	潜行	剧情 / 动作 / 犯罪	关智耀	刘德华 / 林家栋 / 彭于晏 / 刘雅瑟
2023/12/29	年会不能停！	剧情 / 喜剧	董润年	大鹏 / 白客 / 庄达菲
2023/12/30	一闪一闪亮星星	爱情 / 奇幻	陈小明	章攀 / 屈楚萧 / 张佳宁 / 傅菁
2023/12/30	金手指	剧情 / 犯罪	庄文强	梁朝伟 / 刘德华 / 蔡卓妍 / 任达华
2023/12/30	舒克贝塔·五角飞碟	喜剧 / 动画 / 奇幻	郑亚旗	杨凝 / 张璐 / 郑渊洁
2023/12/31	兄弟，请注意	喜剧	崔志佳/杨沅翰	于文文 / 张一鸣
2023/12/31	你的婚礼	爱情	韩天	许光汉 / 章若楠 / 丁冠森

资料来源：灯塔专业版，中国银河证券研究院

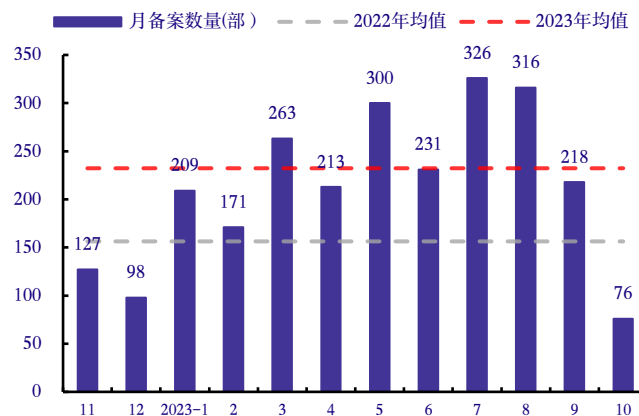
此外，2023 年以来备案电影数量维持高位，年内三个月备案电影数量超过 300 部。年内电影备案数量已达 2323 部（10 个月），超过 2022 全年的数量。2023 年每月平均备案数量达到 232 部，显著高于 2022 年的月平均备案数量。

图 52：2019–2023 年电影备案数量（2023 年仅统计前 10 个月）



资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

图 53：近一年电影备案数量



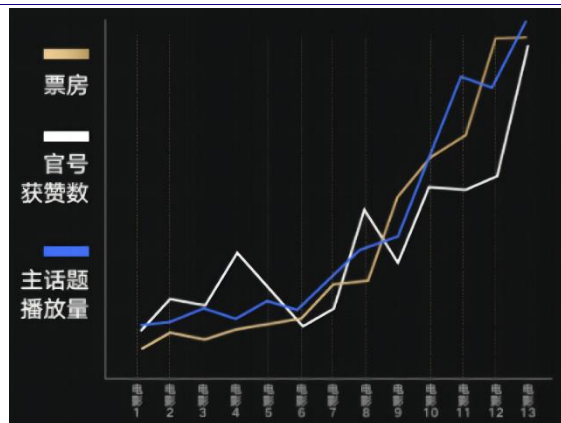
资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

（四）宣发端、渠道：宣发模式再进阶，关注抖音营销渠道

基于定档窗口时长的恢复，今年暑期档电影宣发活动更加丰富。2018 至 2022 年，由于内容审核趋严和疫情影响，电影定档前的宣发窗口期越来越短。根据拓普数据，2018/2019/2020/2022 年票房超过 5000 万的影片中，在上映前 30 天内确定定档的比例分别为 28%/42%/58%/62%，其中 2022 年定档时间在映前 2 周内的占比仅有 36%，映前的宣发时间明显不足。随着防疫情况好转和内容审批放松，2023 年暑期档票房超过 5000 万的影片全部提前至少 30 天定档，片方有更多主动权和准备时间来选择定档时点，可以实现大范围线下点映、主创全国路演、线上精准营销、病毒式内容营销推广等多样化的宣发活动，有效助推暑期档票房增长。

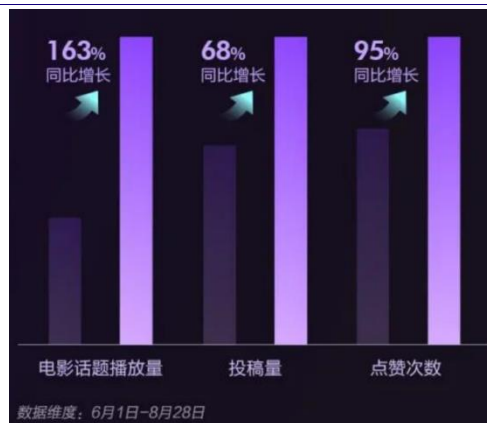
短视频的巨大流量正改变着电影行业的营销玩法，以抖音为代表的短视频平台正在成为电影宣发重要阵地之一。数据显示，抖音暑期档电影相关内容播放量高达 1238 亿次，视频发布量超过 287 万条，点赞超过 17 亿次，投稿量同比增长 68%，点赞次数同比增长 95%。暑期档电影票房大盘同比增长 162%，暑期档电影抖音话题播放量同比增长 163%，抖音热度高的影片正是暑期档头部影片，说明抖音热度和影片票房的正向关联越来越密切。抖音用户对电影内容消费持续增长，对电影内容喜爱度及参与度加深。

图 54：抖音热度表现与电影票房正相关



资料来源：亿欧智库，中国银河证券研究院

图 55：抖音暑期档电影播放量、投稿量、点赞数同比增长显著

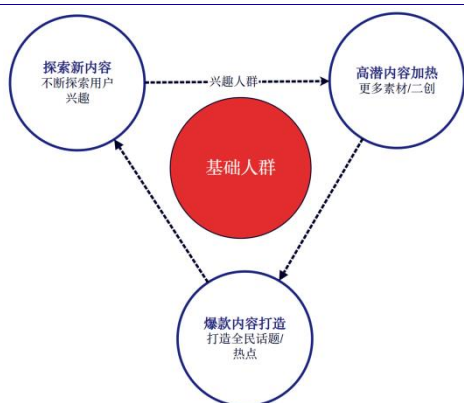


资料来源：《2023 暑期档电影数据洞察报告》，中国银河证券研究院

抖音作为一个具有庞大用户基础和强大传播环境的平台，能够利用多元内容种草、阵地经营和短视频+直播协同等玩法，为电影的宣发提供强有力的支持。

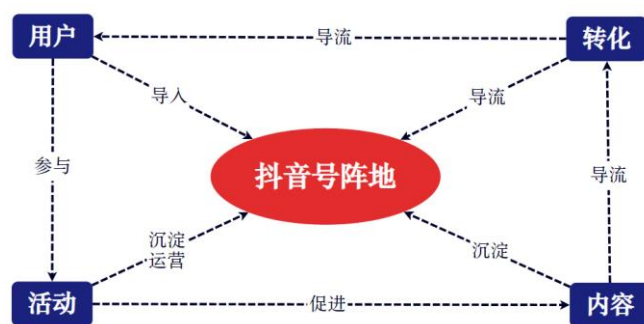
- 1) **多元内容种草抓住情绪共鸣点**：抖音短视频能够差异化解构电影内容“卖点”，通过官方素材预热、达人二创内容种草，吸引海量的路人盘，勾起观众的观影欲望，为电影制造关注度；在此基础上，情绪共鸣与话题营销又能进一步带动电影口碑持续发酵，引发用户自发创作和互动，并通过用户之间的互动和口碑传播实现影片的出圈效应。
- 2) **阵地经营长线，持续拉升影片热度**：抖音官方号和明星号是核心阵地，通过高频更新用户期待的素材，汇聚流量发散话题，为影片吸引关注、沉淀粉丝。通过阵地经营，影片可以实现长线的热度提升，对于票房的增长至关重要。
- 3) **短视频+直播协同玩法**：通过短视频和直播的协同，打造一个立体化的内容矩阵。短视频让用户多角度了解影片的各种细节与亮点，延长影片的热度周期；直播则能拉近影片和用户的情感距离，唤醒观影欲望。

图 56：“人群规模-内容组合”实现破圈种草



资料来源：猫眼研究院，中国银河证券研究院整理

图 57：阵地经营拉伸影片热度



资料来源：中国银河证券研究院整理

在宏观方面，随着后疫情时代经济的复苏，人们的可支配收入有望增加，激发观众带来更多的观影需求。随着素质提升和消费升级，人们更加注重观影体验、电影品质和多元内容选择，愿意花更多的钱去观看高质量的电影作品，对电影的消费需求也更加多样化和个性化。人们对电影消费意愿的不断增强，将进一步推动票房增长。在微观方面，影片的宣传发行机制和技术不断改善，能够更好地吸引观众的眼球并提升观影体验。从宣传方式看，电影宣传通过微博、微信、抖音等社交媒体平台，电影可以更精准地触达目标观众群体，并与观众进行互动和分享，增强口碑效应。从发行方式看，许多网络平台如爱奇艺、腾讯视频等开始购买电影版权并通过网络首映的方式进行发行，迎合观众在线观影的需求。综合考虑收入、消费水平、电影宣发手段以及上映时间等宏观和微观影响因素，持续看好未来电影票房走势。

（五）院线：院线供给侧持续复苏

放映端，万达影投、院线市占率维持行业第一。院线分账票房格局存在明显的分层，万达电影排名第一，分账票房达到 74.04 亿元，市占率 16.7%，Tier2 的中影数字、上海联合、中影南方、大地电影分账票房在 30-40 亿元水平，Top6-10 的公司分账票房大多在 15-20 亿元区间；影投分账票房则是万达以 65.78 亿元的票房稳坐龙头，市占率约为 15%。

相较于疫情前，分账票房前十排名略有改变，头部院线公司更多通过轻资产方式扩张。曾经的全国第二大影院品牌“大地影院”在疫情期间面临经营困境，旗下超过 100 家影院倒闭，票房份额随之大幅下滑；横店影视、上海星轶、幸福蓝海等在疫情期间继续扩建影院，票房市占率有所提升。根据拓普数据，横店的票房份额从 19 年暑期档的 3.45% 提升至 23 年暑期档的 3.62%，旗下直营影院净增 99 家，23H1 公司新开业 10 家影院、扩建速度领先，已成为全国第二大影院品牌。幸福蓝海的票房份额请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

额从 19 年暑期档的 1.21% 提升至 23 年暑期档的 1.52%，旗下直营影院净增 61 家，23H1 公司新开业 2 家影城。参考各公司中报，2023H1 头部影投公司中只有万达和横店保持直营的扩张势头，各公司更多通过院线或轻资产方式实现市占率的提升。

图 58：2023 年院线分账票房前十（2023.12.5）

排名	院线	分账票房（亿元）
1	万达电影	78.28
2	中影数字	41.36
3	上海联和	38.29
4	中影南方	34.98
5	大地电影	31.53
6	幸福蓝海	20.34
7	横店影视	19.54
8	金逸珠江	18.97
9	中影电影	16.60
10	华夏联合	15.08

资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

图 59：2023 年影投分账票房前十（2023.12.5）

排名	影投	分账票房（亿元）
1	万达	69.49
2	横店	15.77
3	CGV	12.02
4	大地	11.06
5	星轶	10.08
6	金逸	9.92
7	博纳	9.74
8	中影	8.91
9	幸福蓝海	7.67
10	百老汇	5.77

资料来源：灯塔数据库，中国银河证券研究院

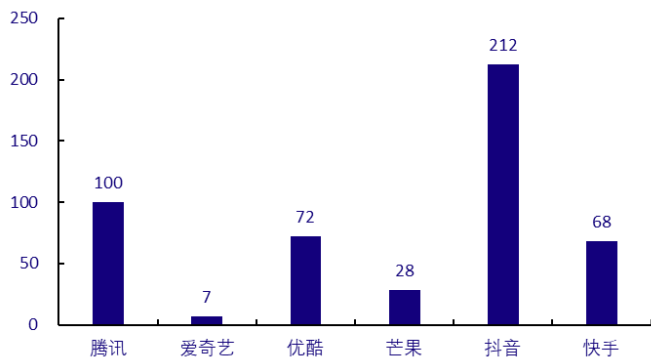
院线持续复苏，本土特效厅市场加速发展。2023 年上半年影视院线公司中，A 股 6 家公司归母净利润同比增长率均超过 100%，最高达到 1684.56%。值得一提的是，其中有四家公司院线收入占比都超过 50%。暑期档票房达到 206.18 亿元，观影人次超过 5.04 亿人次，刷新了中国影史暑期档最高票房和最高人次纪录。特效厅在票房中的占比不断增加，2023 年上半年全国共有特效厅 8779 个，数量占比由 2018 年的 9.6% 扩大至 2023 年的 11.8%；上半年特效厅票房 53.4 亿元，贡献了 20.3% 的大盘票房。包括 IMAX 影院在内的特效厅数量逐年扩大，让 IMAX Corporation 中国地区业绩快速上升，其聚焦中国地区业务、登陆港交所的上市子公司 IMAX China 发布的 2023 年上半年业绩报告显示，IMAX China 上半年取得收入 4534.2 万美元，同比增加 38.5%；公司应占期内利润 1387.6 万美元，同比 2022 年同期的 76.6 万美元增加 1711.5%；毛利为 2871.8 万美元，同比增约 54.2%。

（六）短剧市场：数量井喷式发展，市场规模增长迅速

视频平台短剧布局已久，小程序短剧发展迅速。短剧是长短视频平台的重要内容组成之一，2013 年在优酷播出的短剧《万万没想到》，单集的最高播放量达到 4000 万以上。此后在 2018-2020 年，长视频平台爱优腾芒和短视频平台抖音快手先后布局短剧市场，并推出自己的短剧品牌。2023 年以来，小程序短剧高速发展，据中国经济网，截至 2023 年 7 月小程序短剧市场规模增长 179%，规模超 40 亿元。

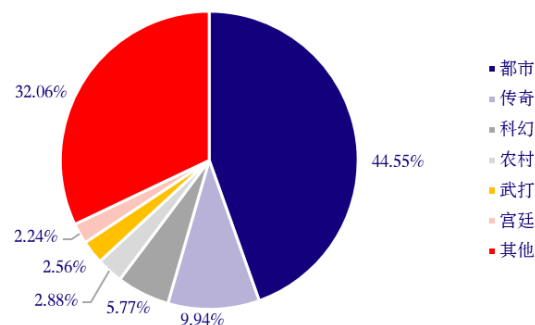
供给端：数量井喷式发展。国内短剧市场的供给呈现井喷式发展。据德塔文 2023 年 1-9 月，在国家广电总局备案的微短剧数量 2007 部，其中 9 月份备案的 312 部中，都市题材占据本月备案微短剧总量的 44.55%。新上架剧集情况，2023 年上半年共上新视频平台微短剧 481 部，其中抖音和快手两大短视频平台新上架数量占据新上架总量的 58%，对比 2022 年全年上新的 454 部，可见微短剧市场供给规模呈现高速扩张的趋势。

图 60：2023 年上半年上线微短剧数量（按平台）



资料来源：德塔文，中国银河证券研究院

图 61：2023 年 9 月备案短剧分类情况



资料来源：德塔文，中国银河证券研究院

小程序短剧着眼下沉市场，买量是核心获客渠道。小程序短剧在平台短剧的基础上进一步压缩了单集时长，相比于视频平台短剧的单集 5-10 分钟的时长，小程序短剧的单集时长在 1 分钟左右，其主要的受众用户为下沉市场 35-55 岁的用户。其盈利模式类似于网络小说，为“平台推流吸引用户-用户观看免费剧集-吸引用户购买后续付费剧集”的模式。因此平台推流是小程序短剧的核心获客渠道。

监管政策和平台分利收紧，倒逼短剧厂商提升质量。在短剧发展的早期，为快速拓展市场与受众人群，短剧的内容存在同质化较为严重的问题。但随着监管和平台政策收紧：《网络剧片发行许可和播出管理提示》规定自 2023 年 6 月 1 日起，新上线播出的网络剧、网络微短剧、网络电影、网络动画片，需为通过“重点网络影视剧信息备案系统”申报，且通过省级以上广电管理部门内容审核后，取得《网络剧片发行许可证》或上线备案号的作品；微信于 2023 年 8 月 15 日发布新规，微信平台针对微短剧类目开发者通过虚拟支付能力产生的交易，将收取 20%的技术服务费（目前仅收取 10%，其中 5%会返利给企业做为广告金）。抖音巨量广告页要求短剧投放广告主必须具备三种证件，这间接利好头部短剧公司，有利于推进短剧业务的合规发展。监管政策的收紧，使部分低质量的短剧难以顺利通过审核；而平台抽成的增加，将会压缩短剧厂商的利润空间，低质量、低盈利空间的短剧产品将会被厂商放弃，两相叠加，将倒逼短剧制作厂商提升短剧质量。

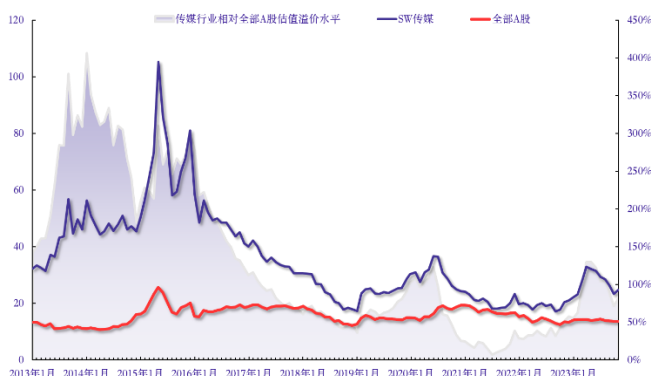
全产业链受益，市场规模可期。目前短剧市场的高速发展将会使短剧相关的全部产业链受益：平台方面，作为短剧获客的重要媒介，无论是自有的短剧平台还是推流的小程序短剧，都会给平台带来较为可观的收益；影视公司方面，短剧的制作周期和发行成本相对较低，发行的确定性相对较高，能够提高影视公司的周转速度；网文公司方面，储备的大量网络小说可以为短剧提供剧本，提高了中长尾网文的版权变现能力；“短剧+游戏”这一全新的品类也在探索当中。据快手，2023 三季度付费短剧投放增长超过 300%。根据投放情况估计短剧市场的市场规模：据 Dataeye，2023 年下半年短剧的广告投放大盘实现了跨越性的增长，单日投放量级从 2022 年的百万量级增长至 2023 下半年的 8000 万量级，按照 ROI 在 1.1-1.2 之间估计，短剧市场目前的年市场规模预计在 300-350 亿左右。叠加后续行业市场渗透率进一步提升、剧目的质量和短剧的付费率转化逐渐上升后，我们估计，短剧市场稳态有望达到 500 亿以上的市场规模。

四、投资建议

（一）持仓占比及板块估值仍处于低位

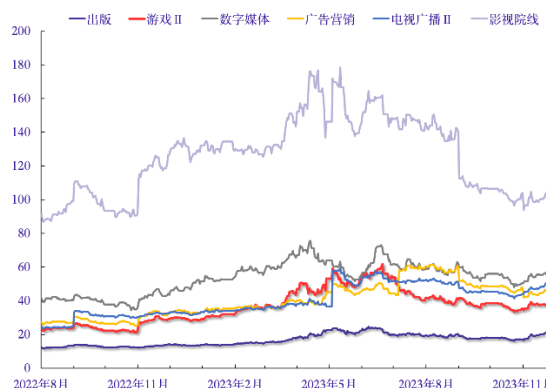
从估值面来看，年内估值波动较大，板块整体仍处历史底部区间。截至 12 月 5 日，传媒行业滚动市盈率为 25.59 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股 13.36 倍，分别较 2013 年以来的历史均值低 27.82% 和低 14.91%。行业估值溢价率方面，目前传媒股的估值溢价率较历史平均水平低 38.01 个百分点。当前值为 91.54%，历史均值为 129.55%。

图 62：SW 传媒行业与 A 股估值比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

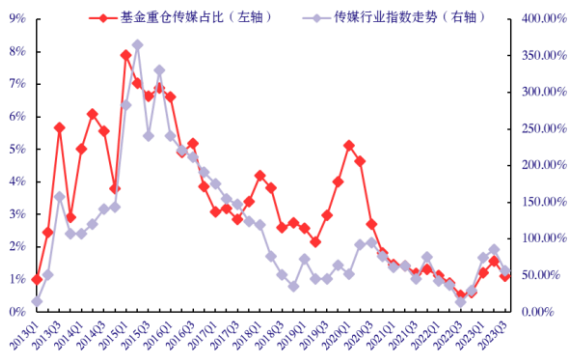
图 63：传媒行业子板块 PE 整体走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

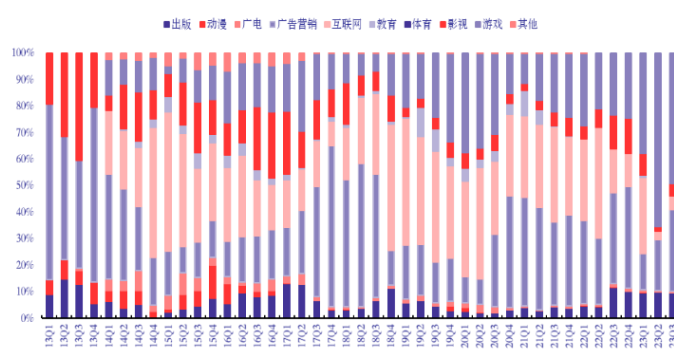
从资金面来看，行业配置比例仍处于低位。截至 2023Q3 传媒行业在公募基金重仓占比的比重是 1.10%，自 2013Q1 以来基金持仓传媒占比全市场重仓比重的均值为 3.4%，中位数为 3.0%，当前仍然显著低于历史均值水平。从 23Q3 传媒各板块重仓资金配置比例来看，游戏、广告营销、出版位列前三，其中，游戏板块占比下降 16 个百分点，环比下降 24.64%，较上一期下降至 49.30%。广告营销板块占比增长 11 个百分点，环比增长 58.66%，较上一期增长至 30.79%。互联网板块占比上升 2 个百分点，环比上升 79.12%，较上一期增加至 5.35%；影视板块占比上升 2.5 个百分点，环比上升 130.0%，较上一期增加至 4.42%。在传媒行业各子行业中，公募基金持股市值占流通市值的比例仍低于 5%。

图 64：基金重仓传媒比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 65：2013 年至今传媒行业各板块季度公募基金重仓比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）关注兼具高壁垒和成长性的标的

基于传媒行业本身，内容生产处于传媒产业链和价值链的中上游位置，而优质内容始终是稀缺资源。我们认为随着 AI 技术不断催化，生产力革命迎来革新，AI 技术与内容创作的结合将进入实质阶段，内容市场因此进入长线复苏趋势，而内容生态繁荣也是带来消费增长的基本盘。与此同时，随着内容制作效率的提高以及制作难度的下降，AI 技术也有望解锁全新的商业模式及创新方式，助力更多优质内容更好的展现以及变现。

此外，当前阶段板块整体经历前期的深度回调，头部公司 24 年估值均已接近历史最低水平，目前行业业绩动能尚未充分释放，我们预计 24 年业绩有望随之改善，当前时点值得更加积极布局 AI 赋能下的游戏+影视板块。

游戏：腾讯控股、网易、完美世界、吉比特、恺英网络、三七互娱等；

影视院线：光线传媒、万达电影、华策影视、博纳影业等。

表10：重点公司估值表（截至 12 月 5 日，港股标的股价已按当日汇率折算）

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
0700.HK	腾讯控股	282.24	14.68	17.79	20.41	19.23	15.86	13.83
9999.HK	网易-S*	144.41	8.57	9.12	10.05	16.64	15.68	14.19
002624.SZ	完美世界	12.77	0.47	0.66	0.81	27.17	19.35	15.77
603444.SH	吉比特	253.30	16.40	19.47	23.77	15.45	13.01	10.66
002517.SZ	恺英网络*	11.70	0.70	0.89	1.06	16.71	13.15	11.04
002555.SZ	三七互娱*	22.83	1.47	1.73	1.97	15.53	13.20	11.59
300251.SZ	光线传媒*	7.79	0.23	0.36	0.42	33.87	21.64	18.55
002739.SZ	万达电影	12.45	0.52	0.65	0.76	23.94	19.15	16.38
300133.SZ	华策影视*	6.90	0.26	0.32	0.38	26.54	21.56	18.16
001330.SZ	博纳影业*	7.58	0.09	0.34	0.44	84.22	22.29	17.23

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（标*公司预测数据来自 wind 一致预测（180 天））

五、风险提示

AIGC 技术发展及内容供给质量不及预期的风险：AIGC 相关产业技术发展仍不成熟且技术成本较高，结合 AI 技术在行业应用落地及内容质量效果存在不确定性；

作品内容审查或审核的风险：AI 技术生成效果难免不够精确和可控，版权、隐私等法律和伦理问题为重要隐患；

新兴业态需求不及预期的风险：新兴业态在发展前期往往能实现爆发式增长，若后续用户对需求低于预期，则可能对行业后续的成长能力造成影响。

图表目录

图 1: 传媒行业指数 2023 年以来涨跌幅 (截至 2023.12.5)	3
图 2: 传媒行业指数一年涨跌幅 (截至 2023.12.5)	3
图 3: 传媒子版块年内涨跌幅 (截至 2023.12.5)	3
图 4: 2017-2023 前三季度传媒行业营收及增速	4
图 5: 2023 前三季度传媒行业分板块营业收入及增速	4
图 6: 2017-2023 前三季度传媒行业归母净利润及增速	4
图 7: 2023 前三季度传媒行业分板块归母净利润及增速	4
图 8: 2021-2023 上半年 AI 相关应用下载量	5
图 9: ChatGPT 的多模态功能	5
图 10: AI 赋能游戏全产业链	7
图 11: 逆水寒 AI NPC 游戏实机图	8
图 12: 逆水寒 AI NPC 与玩家对话	8
图 13: 中国游戏营收 TOP50 企业 AIGC 布局率	9
图 14: 中国游戏营收 TOP50 企业 AIGC 核心应用方向状况	9
图 15: 2018 年 12 月至今每月版号发放数量	10
图 16: 中国游戏市场实际销售收入	10
图 17: 中国移动游戏销售收入	10
图 18: 2023 年 1-8 月主要上市游戏公司新游数量 (按公司)	12
图 19: 2023 年 1-8 月主要上市游戏公司新游数量 (按月份)	12
图 20: 48 款新游首次跌出 iOS 畅销榜前 200 时间	12
图 21: App 游戏去重素材量趋势	13
图 22: App 游戏在投游戏数量	13
图 23: 微信小程序游戏去重素材量趋势	13
图 24: 微信小程序游戏在投游戏数量	13
图 25: 2021-2023 年 H1 主要上市游戏公司销售费用及同比增长率 (按公司)	14
图 26: 海外 VR 季度出货量	15
图 27: 国内 VR 季度出货量	15
图 28: 近年 VR 设备的关键技术迭代与部分代表产品	16
图 29: 2017-2023E Steam 月活玩家数量 (百万)	16
图 30: Steam VR 用户占比	16
图 31: VR 内容平台应用数量	17
图 32: VR 产业链的良性循环	17
图 33: 微信小程序发布已需要备案	18
图 34: 《完蛋, 我被美女包围了》上线初期 Steam 评论数量	19
图 35: AI 赋能影视生产全环节	20
图 36: Netflix 推出首支 AIGC 动画片《犬与少年》	21
图 37: AI 小冰创作集《或然世界: 谁是人工智能画家小冰?》	21
图 38: Pika 根据文本生成视频功能	21
图 39: Pika 根据黑白视频和文字生成的彩色视频	21
图 40: Pika 根据文本生成视频功能	22
图 41: Pika 根据黑白视频和文字生成的彩色视频	22
图 42: 2017-2023 年分月票房 (亿元)	23
图 43: 2017-2023 年重点档期观影人次 (万)	23
图 44: 2017-2023 年重点档期观影场次 (万)	23
图 45: 2017-2023 年重点档期观影上座率 (%)	24

图 46: 2017-2023 年重点档期观影人次 (万)	24
图 47: 2017-2022 年 10-12 月综合票房及占比情况	24
图 48: 2017-2023 年重点档期观影平均票价	25
图 49: 2017-2024E 春节档票房及同比变化	26
图 50: 2017-2024E 暑期档票房及同比变化	26
图 51: 2017-2024E 国庆档票房及同比变化	26
图 52: 2019-2023 年电影备案数量 (2023 年仅统计前 10 个月)	28
图 53: 近一年电影备案数量	28
图 54: 抖音热度表现与电影票房正相关	28
图 55: 抖音暑期档电影播放量、投稿量、点赞数同比增长显著	28
图 56: “人群规模-内容组合”实现破圈种草	29
图 57: 阵地经营拉伸影片热度	29
图 58: 2023 年院线分账票房前十 (2023.12.5)	30
图 59: 2023 年影投分账票房前十 (2023.12.5)	30
图 60: 2023 年上半年上线微短剧数量 (按平台)	31
图 61: 2023 年 9 月备案短剧分类情况	31
图 62: SW 传媒行业与 A 股估值比较	32
图 63: 传媒行业子板块 PE 整体走势	32
图 64: 基金重仓传媒比例	32
图 65: 2013 年至今传媒行业各板块季度公募基金重仓比例	32

表格目录

表 1: 部分 AI 大模型的基本情况	5
表 2: 部分上市游戏公司重点游戏储备情况	11
表 3: 2022 年下半年以来主要 VR 硬件新品	16
表 4: Pika 及部分可比产品对比	22
表 5: 2017-2024E 春节档、暑期档、国庆档观影人次及同比变化	24
表 6: 2017-2024E 春节档、暑期档、国庆档平均票价及同比变化	25
表 7: 2017-2024E 春节档、暑期档、国庆档票房收入及同比变化	25
表 8: 2017-2024E 观影人次、平均票价、票房收入及同比变化	26
表 9: 2023 年 12 月上映日历（截至 2023 年 11 月 24 日）	26
表 10: 重点公司估值表（截至 12 月 5 日，港股标的股价已按当日汇率折算）	33

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

岳铮，传媒互联网行业分析师。约翰霍普金斯大学硕士，于 2020 年加入银河证券研究院投资研究部。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn