

内容提质与技术创新，期待 2024 年 AI 应用落地

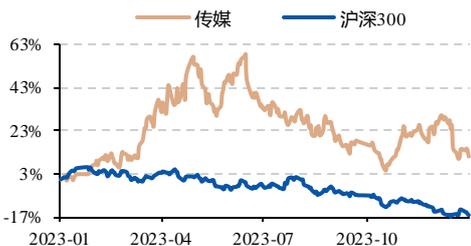
2024 年 01 月 07 日

评级

同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
传媒	-11.08	-5.99	9.04
沪深 300	-3.79	-9.77	-14.48

何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001
hechen@hncasing.com

曹俊杰

分析师

执业证书编号:S0530522050001
caojunjie@hncasing.com

相关报告

- 1 传媒行业 2023 年 12 月报：AI 多模态迭代进展超预期，关注跨年主题行情 2023-12-19
- 2 传媒行业 2023 三季报及基金重仓情况分析：Q3 重仓持股总市值环比回落，前三季度业绩复苏稳健 2023-12-01
- 3 传媒行业 2023 年 11 月报：GPT4 迎重大升级，进入业绩真空期有利于主题行情 2023-11-20

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
分众传媒	0.19	32.58	0.34	18.21	0.42	14.74	买入
芒果超媒	0.98	24.65	1.09	22.17	1.00	24.16	买入
三七互娱	1.33	14.11	1.39	13.50	1.51	12.43	买入
恺英网络	0.48	22.19	0.65	16.38	0.78	13.65	增持
蓝色光标	-0.87	-7.82	0.14	48.57	0.23	29.57	增持
万达电影	-0.88	-15.05	0.54	24.52	0.61	21.70	增持
浙数文化	0.39	28.13	0.56	19.59	0.58	18.91	增持

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- 回顾 2023 年：“AI+”主线贯穿传媒全年行情。(1) 2023 年，申万传媒指数上涨 16.80%，跑赢 WIND 全 A 21.99pct，涨幅位列申万行业第二名。(2) 监管方面，促进行业更加规范运行。一方面，此前针对网络安全、平台经济、泛文娱等多领域的整顿治理取得积极成效，游戏管理新规旨在促进行业运行更加规范，短剧强调发展与治理并重；另一方面，高层高度重视 AI、虚拟现实等新技术的发展应用；积极推进数字经济发展规划，完善数据要素基础设施，深入挖掘数据资产价值，赋能传统产业转型升级。
- 展望 2024 年：一是关注 AI/数据要素/MR 等主题投资机会。(1) AI：多模态迭代超预期，2024 年有望迎来下游应用爆发时刻。海外 OpenAI 巨头领跑，不断推出 GPT-4 Turbo、GPTs 等重磅更新；toC 付费订阅带动 OpenAI 年营收已达 13 亿美元，较 2022 年收入增长超 45 倍，未来商业化空间可期。下游应用有望在 2024 年迎来爆发，一是协同办公、搜索引擎等为代表的工具端商业化进程提速，如 Microsoft 365 Copilot 正式开启商用、NewBing 企业版的推出等；二是 AIGC 重塑内容生产流程，赋能影视、游戏、营销等多内容场景实现降本增效。(2) 数据要素：政策指引逐渐完善，产业落地加快。一方面，2023 年数据要素制度建设明显加快，企业会计资产入表、数据要素×三年行动计划等顶层指引不断出台，各地方省市的大数据条例、数据要素相关细则逐渐完善。另一方面，地方数据交易平台加快建设，截至 2023 年 8 月，我国已上线 226 个地方数据开放平台；公共数据授权运营积极展开，衡阳市公共资源交易中心以 18 亿元首次公开交易“衡阳市政务数据资源和智慧城市特许经营权”。随着人工智能、大数据等高速发展，数据要素有望进一步释放我国经济增长动能。(3) VR/AR/MR：硬件性能持续改进，有望拉动 2024 年出货量提升。近两年受大环境低迷、需求不足等影响，全球 VR 出货量持续走低、投融资活动趋于放缓，2023 年前三季度全球 VR 出货量同比降低 30.39% 至 449 万台，2023H1 全球 VR/AR 行业年度融资并购金额同比减少 73.21% 至 87.4 亿元。

2023年6月,以Meta的Quest3、苹果的Vision Pro为代表的两款MR设备相继发布,备受市场瞩目,硬件性能取得明显提升,有望驱动2024年全球VR设备出货量进入上升通道。

- **二是关注影视院线/游戏/营销等子板块的结构性机会。(1)影视院线:内容提质增效,关注短剧增量及电影分线发行。**2023年1-11月电视剧备案数量同比多增52部,2023前三季度全网剧集和综艺正片有效播放量同比增速分别为0.84%和-0.47%;微短剧热度持续上升,近两年备案量均突破2500部,预估当前市场规模达200亿元,未来有望继续保持快速增长。电影方面,2023年全国电影票房突破540亿元,创近三年最高水平,关注未来分线发行可能带来的结构性增长机会。**(2)游戏:版号供给释放,关注小游戏渠道红利和结构性出海机会。**新品周期带动大盘恢复增长,2023年中国游戏市场规模同比增长13.95%至3029.64亿元,游戏用户微增0.61%至6.68亿人,创下历史最高水平。版号预期稳定释放,2023年累计下发978款国产游戏版号和98款进口游戏版号。存量竞争下,微信小游戏凭借轻量化、碎片化、下沉化的特点,渠道红利优势凸显,成为短期中小游戏厂商拓展增量的重要来源。出海竞争逐渐加剧,但仍有长尾市场可以挖掘,同时在现有国内监管态势下,出海仍是各游戏企业拓展增量的重要渠道。**(3)营销:广告需求复苏,AI+营销工具广泛推出。**宏观经济弱复苏背景下,互联网广告、线下梯媒品牌广告率先取得较快恢复。2023年前三季度,中国互联网广告同比增长6.61%至4815.5亿元,电梯LCD、电梯海报同比分别增长19.9%、13.9%。“AI+营销”成为落地最广泛的细分场景,一方面,“AI+应用”带来流量入口和使用场景的重新分配,助力广告形式的创新;另一方面,助力文本/图片等内容生成实现降本增效,海外Meta已引入AI智能辅助工具提高广告效率,国内营销公司相继推出营销行业垂直细分小模型。随着AI+营销工具的更广泛结合,AI赋能降本增效、创造更多的广告场景和形式等有望在2024年看到兑现。
- **投资建议:**一方面,进入岁末年初的业绩真空期,把握AI、数据要素、MR等主题投资机会;另一方面,随着经济基本面修复和行业发展边际向好,关注影视院线、游戏、营销等结构性机会。重点关注分众传媒、芒果超媒、三七互娱、恺英网络、吉比特、万达电影、浙数文化、蓝色光标等。维持行业“同步大市”评级。
- **风险提示:**政策监管风险;AI技术应用落地不及预期;项目上线延迟;产品表现不及预期。

内容目录

1 传媒行业 2023 年回顾	5
1.1 政策回顾：促进行业规范运行，积极引导 AI、数据要素等产业化落地.....	5
1.2 市场回顾：TMT 领跑大盘，传媒指数涨幅位居行业第二.....	7
1.3 展望 2024 年：把握 AI/数据要素/MR 等主题，关注子板块的结构性机会.....	9
2 AI、数据要素、VR/AR/MR	10
2.1 AI 多模态进展超预期，AIGC 赋能价值重估.....	10
2.1.1 海外 AI 巨头领跑，多模态迭代进展迅速.....	10
2.1.2 提质增效，下游应用有望在 2024 年迎来爆发.....	13
2.2 数据要素：政策指引逐渐完善，产业落地加快.....	15
2.2.1 政策配套先行，市场加快培育.....	15
2.2.2 产业落地加快，有望加速经济动能释放.....	16
2.3 VR/AR/MR：优质内容不断增长，硬件性能持续提升.....	18
2.3.1 全球 VR 出货量持续走低，内容生态不断完善.....	18
2.3.2 硬件性能持续提升，有望带动 2024 年出货量提升.....	20
3 影视院线、游戏、营销	22
3.1 影视院线：内容提质增效，关注短剧及电影分线发行.....	22
3.1.1 疫后需求稳步恢复，内容提质增效.....	22
3.1.2 短剧贡献行业增量，电影试水分线发行满足多样化需求.....	23
3.2 游戏：版号供给释放，关注小游戏渠道红利和结构性出海机会.....	24
3.2.1 大盘恢复增长，版号供给稳定释放.....	24
3.2.2 微信小游戏高速增长，出海结构性机会仍存.....	26
3.3 营销：广告需求逐渐复苏，AI+工具落地广泛.....	27
3.3.1 经济稳步恢复，广告渠道呈结构化复苏.....	27
3.3.2 AI+营销工具落地广泛，有望带来结构性增长机会.....	29
4 重点投资标的	30
4.1 分众传媒（002027.SZ）：需求稳定复苏，淡季不淡彰显经济韧性.....	30
4.2 芒果超媒（300413.SZ）：前三季度业绩符合预期，关注 2024 年重点片单.....	31
4.3 三七互娱（002555.SZ）：整体业绩稳健，微信小游戏表现亮眼.....	32
4.4 恺英网络（002517.SZ）：Q3 业绩增长符合预期，关注后续新品上线.....	33
4.5 蓝色光标（300058.SZ）：营收增长强劲、出海提升较快，但 Q3 盈利略低于预期.....	34
4.6 万达电影（002739.SZ）：暑期档表现优异，前三季度业绩大幅增长.....	34
4.7 浙数文化（600633.SH）：社交业务收缩致 Q3 收入承压，大数据交易中心稳步推进.....	35
5 风险提示	36

图表目录

图 1：2023 年申万一级子行业涨跌幅.....	7
图 2：申万传媒行业 PE（TTM，中值）.....	8
图 3：申万传媒行业 PB（MRQ，中值）.....	8
图 4：2014 年-2022 年传媒指数涨跌幅.....	9
图 5：2023 年申万传媒子板块指数涨跌幅.....	9
图 6：国内大数据交易所（中心、平台等）建设历程.....	17
图 7：中国数字经济规模（万亿元）.....	18

图 8: 全球 VR 出货量 (季度, 分海外和中国)	18
图 9: 全球 VR 出货量 (年度)	18
图 10: 全球 VR/AR 行业年度融资并购金额	19
图 11: 全球 VR/AR 行业年度融资并购数量	19
图 12: 主流平台支持 VR 内容数量	19
图 13: Quest 商店 MR 内容定价分布	20
图 14: Quest 商店 VR 内容定价分布	20
图 15: 2017 年-2023 年 1-11 月电视剧备案情况	22
图 16: 2023Q1-3 全网剧集&综艺播放量情况	22
图 17: 2023 年全国电影票房及其同比增速	23
图 18: 2023 年全国观影人次及其同比增速	23
图 19: 全国影院及银幕数量	23
图 20: 全国单影院/银幕产出	23
图 21: 网络微端剧备案数量	24
图 22: 中国 (移动) 游戏市场规模及其同比增速	25
图 23: 中国 (移动) 游戏用户规模及其同比增速	25
图 24: 中国自研游戏国内收入及其同比增速	25
图 25: 中国自研游戏海外收入及其同比增速	25
图 26: 2016 年-2023 年国产游戏版号发放数量	26
图 27: 2016 年-2023 年进口游戏版号发放数量	26
图 28: 中国小程序游戏收入及其同比增速	26
图 29: 2023 年中国自研移动游戏海外地区收入占比	27
图 30: 2023 年中国自研游戏海外收入前 100 收入占比	27
图 31: 中国互联网广告规模及其同比增速	28
图 32: 典型互联网平台广告收入规模及其同比增速	28
图 33: 2023 年 1-10 月整体广告市场同比增速	28
图 34: 2023 年 1-10 月电梯 LCD 和电梯海报同比增速	28
表 1: 近两年传媒重要领域政策及事件	6
表 2: 近期海外 AI 重大事件	11
表 3: 近期国内 AI 重大事件	12
表 4: AI 技术赋能传媒内容生产	14
表 5: 近几年地方数据条例及 2023 年部分地方数据要素相关政策出台情况	16
表 6: Meta Quest3 与 Apple Vision Pro 主要性能参数	21
表 7: 微信小游戏分成和激励规则	27
表 8: 国内营销行业上市公司推出的营销垂直模型	29

1 传媒行业 2023 年回顾

1.1 政策回顾：促进行业规范运行，积极引导 AI、数据要素等产业化落地

整体监管态势边际放松，积极重视以 AI 通用人工智能、AR/VR/MR、数据要素等为代表的新技术、新模式的产业化应用。一方面，今年以来，我们观察到此前针对网络安全、互联网平台经济、泛文娱等多领域的整顿治理取得积极成效，行业运行更加规范化、合理化，整体互联网经济监管呈边际宽松态势。另一方面，在互联网存量经济下，监管高度重视 AI、虚拟现实等新技术的应用发展，及时出台配套政策加以引导；同时，积极推进数字经济发展规划，完善数据要素基础设施，深入挖掘数据资产价值，赋能传统产业转型升级，符合党中央“以科技创新引领现代产业体系建设”、“推动高质量发展”等相关政策精神。

积极引导 AI 技术发展，扎实推进数据资产落地

(1) AI 方面，2023 年 4 月，国家网信办发布《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》，率先表明了国家对人工智能的支持态度，并就 AI 的软件安全性、数据合法性和结果合规性等多方面做出合理规定；7 月，国家网信办等七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》，鼓励生成式人工智能在各行业、各领域的创新应用，并探索优化应用场景，构建应用生态体系；8 月，百度、字节、商汤、中科院旗下等多个 AI 大模型通过首批备案；10 月，全国信息安全标准化技术委员会发布《生成式人工智能服务安全基本要求》（征求意见稿），强调生成式 AI 服务需要通过语料安全、模型安全、安全措施、安全评估等多方面评估方可通过备案。

(2) 数据要素方面，2022 年 12 月，国务院发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（又称“数据二十条”），为数据要素发展打牢政策基础。2023 年数据要素培育加快，一是顶层制度进一步清晰，8 月财政部发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，为企业数据资产入表提供指引；10 月国家数据局正式揭牌成立；12 月国家发改委出台《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）（征求意见稿）》，旨在激活数据要素潜能，加快数据要素应用场景广度和深度大幅拓展。二是产业落地加快，授权运营的公共数据平台数量持续增长。根据《复旦 DMG：2023 中国地方公共数据开放利用报告（省域）》，截至 2023 年 8 月，我国已有 226 个省级和城市的地方政府上线了数据开放平台（2017 年仅有 20 个），其中省级平台 22 个（不含直辖市和港澳台），城市平台 204 个（含直辖市、副省级与地级行政区）。

互联网及泛文娱：内容监管边际放缓，短剧强调发展与治理并重

(1) 平台经济，2023 年 3 月政府工作报告指出：促进平台经济健康持续发展，发挥其带动就业创业、拓展消费市场、创新生产模式等作用；同时，经济日报发文称，平台经济是数字经济的重要形态，要着力通过持续的技术进步和模式创新，促进数据要素深入参与经济循环。随着专项整改的完成，互联网平台迎来疫后高质量发展阶段。2023 年

前三季度，受益于经济需求恢复、降本增效措施等，互联网平台企业取得了比行业平均水平更快的业绩恢复速度。

(2) 游戏，供给端版号发放稳定，科技价值定位凸显，监管重在规范行业发展。随着 2022 年 4 月版号重启发放，2023 年每月国产游戏版号稳定在 87 款上下，供给端市场预期较为稳定。2023Q1 腾讯公布未成年人在其游戏时长、流水中占比仅为 0.4% 和 0.7%，这也意味着防止未成年人沉迷网络游戏工作取得积极进展。2022 年 11 月、2023 年 2 月，人民网、新华社等相继发文，均提倡重视游戏产业的科技价值。随着文生图、文生视频等多模态 AI 大模型发布，游戏成为 AI 最具落地前景的行业。12 月国家新闻出版署发布《网络游戏管理办法（征求意见稿）》，重点内容有：限制游戏过度使用和高额消费，网络游戏不得设置每日登录、首次充值、连续充值等诱导性奖励；禁止强制对战；规范游戏币交易等。我们认为，监管的初衷在于提升游戏用户体验，规范行业健康有序发展，且征求意见稿距离正式稿落地尚有很大的空间，对待游戏行业不应过度悲观，应重视游戏行业暂时被低估后的长期发展价值。

(3) 短剧，供给端制作周期更短、回报验证更快，需求端更契合下沉观众的短平快需求。随着短剧的爆火，内容低俗、技术手段不规范等问题逐渐暴露，2022 年 11 月，广电总局发布《关于进一步加强网络微短剧管理的通知》；近一年来，也先后多次开展整顿治理行动，下架了多部违规短剧。2023 年 11 月，抖音公告称，要进一步加强短剧投融资质并禁止代投，快手、微信等平台也相继加强微短剧生态治理。我们预计，短剧行业作为新模式的出现，严监管的概率不大，未来播出平台或将承担更多的主体审核责任，即更加强调“发展”与“治理”并重。

表 1：近两年传媒重要领域政策及事件

	重要政策制度及事件
人工智能	2017 年，国务院《新一代人工智能发展规划》；2020 年，五部门《国家新一代人工智能标准体系建设指南》； 2021 年，《十四五规划纲要和 2035 远景目标纲要》； 2022 年，科技部《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》； 2023 年 4 月，国家网信办《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》； 2023 年 5 月，抖音《关于人工智能生成内容标识的水印与元数据规范》； 2023 年 7 月，国家网信办等七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》； 2023 年 8 月，国内 11 家通过《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案的 AI 大模型陆续上线； 2023 年 10 月，全国信息安全标准化技术委员会发布《生成式人工智能服务安全基本要求》（征求意见稿）
数据要素	2022 年 1 月，国务院《十四五数字经济发展规划》；2022 年 12 月，中共中央、国务院《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（即“数据二十条”）；2023 年 2 月，国务院《数字中国建设整体布局规划》； 2023 年 8 月，财政部《企业数据资源相关会计处理暂行规定》； 2023 年 9 月，中国资产评估协会《数据资产评估指导意见》；2023 年 10 月，国家数据局正式揭牌成立； 2023 年 12 月，国家发改委《“数据要素 X”三年行动计划（2024—2026 年）（征求意见稿）》；
AR/VR/MR	2018 年 12 月，《关于加快推进虚拟现实产业发展的指导意见》；2021 年 7 月，《5G 扬帆行动计划（2021-2023 年）》 2022 年 5 月，中共中央、国务院《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》；2022 年 10 月，五部门《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》； 2023 年 5 月，文化和旅游部《关于开展 2023 年度国家文化和旅游科技创新研发项目推荐工作的通知》； 2023 年 9 月，Meta 发布 MR 头显 Quest3；2023 年 11 月，苹果宣布将正式量产第一代 MR 产品 Vision Pro

平台经济
 2022年1月，国家发改委《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》；2022年4月，中央政治局会议：完成平台经济专项整改，实施常态化监管；2022年7月，中央政治局下半年经济工作会议提出，推动平台经济规范健康持续发展，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例；2022年12月，中央经济工作会议“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”；
 2023年3月，政府工作报告：大力发展数字经济；促进平台经济健康持续发展，发挥其带动就业创业、拓展消费市场、创新生产模式等作用；2023年3月，经济日报：提升平台经济价值，着力通过持续的技术进步和模式创新，促进数据要素深入参与经济循环

游戏
 2022年4月，游戏版号时隔8个月重启发放；2022年11月，人民网《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》；2022年12月，全国政协委员王学坤认为应鼓励开发弘扬社会主义核心价值观的游戏；
 2023年2月，新华社《别忽视游戏行业的科技价值》；
 2023年6月，国家新闻出版署主办首届网络出版发展论坛，积极肯定游戏成为人工智能创新和应用场景的意义；
 2023年12月，国家新闻出版署发布《网络游戏管理办法（征求意见稿）》；

短剧
 2022年11月下旬，广电总局集中利用3个月时间，组织开展了“小程序”类网络微短剧专项整治工作；
 2022年12月，广电总局发布《关于进一步加强网络微短剧管理 实施创作提升计划有关工作的通知》；
 2023年11月，广电总局再次开展为期1个月的网络微短剧专项整治；抖音强调短剧投流资质并禁止代投；微信/快手等平台先后打击违规短剧，进一步加强微短剧内容治理；
 2023年11月，国家广播电视总局发展研究中心刊文《微短剧：发展和治理要两手抓两加强》；
 2023年12月，微信短剧小程序开始收取保证金；12月，中央网信办开展为期一个月的“清朗·整治短视频信息内容导向不良问题”专项行动

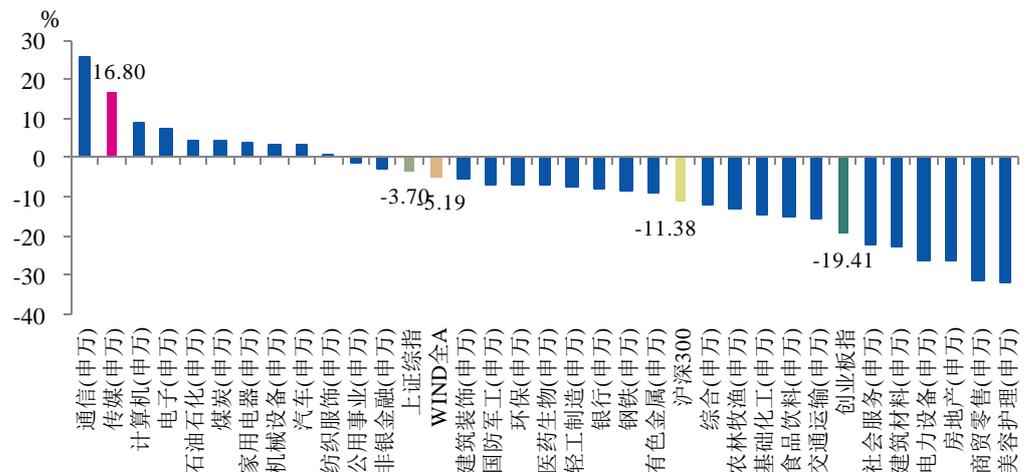
资料来源：中国政府网，国家发改委，网信办，国家广电总局，中国资产评估协会，新华社，抖音官方，财信证券

1.2 市场回顾：TMT领跑大盘，传媒指数涨幅位居行业第二

2023年，传媒(申万)指数上涨16.80%，分别跑赢上证综指、沪深300、创业板指、WIND全A指数20.5pct、28.18pct、36.21pct和21.99pct，涨跌幅位居申万子行业第二名。

子板块而言，出版、游戏、数字媒体、影视院线、广告营销、电视广播的涨跌幅分别为33.71%、31.84%、11.32%、6.29%、5.5%和-0.09%。

图 1：2023 年申万一级子行业涨跌幅

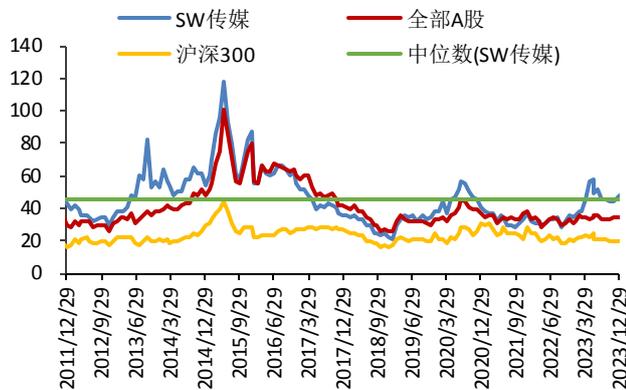


资料来源：wind，财信证券

估值方面，截至2023年最后一个收盘日(12月29日)，传媒(申万)板块PE(TTM，

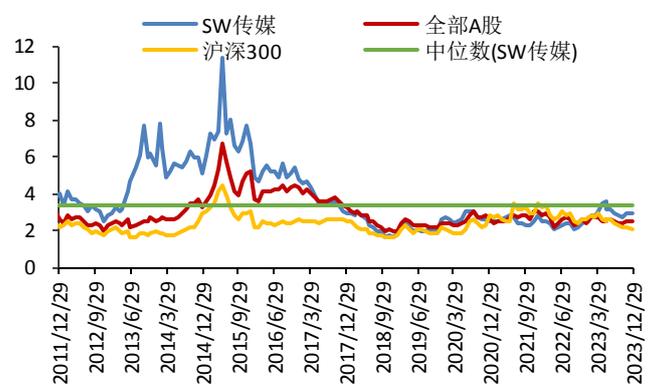
中值)为 47.77 倍(2022 年底是 34.44 倍),位于 2010 年以来的前 43.79%分位,相对沪深 300 的比值为 2.50 倍;PB(MRQ,中值)为 2.90 倍(2022 年底是 2.48 倍),位于 2010 年以来的前 63.31%分位,相对沪深 300 的比值为 1.40 倍。

图 2: 申万传媒行业 PE (TTM, 中值)



资料来源: wind, 财信证券

图 3: 申万传媒行业 PB (MRQ, 中值)



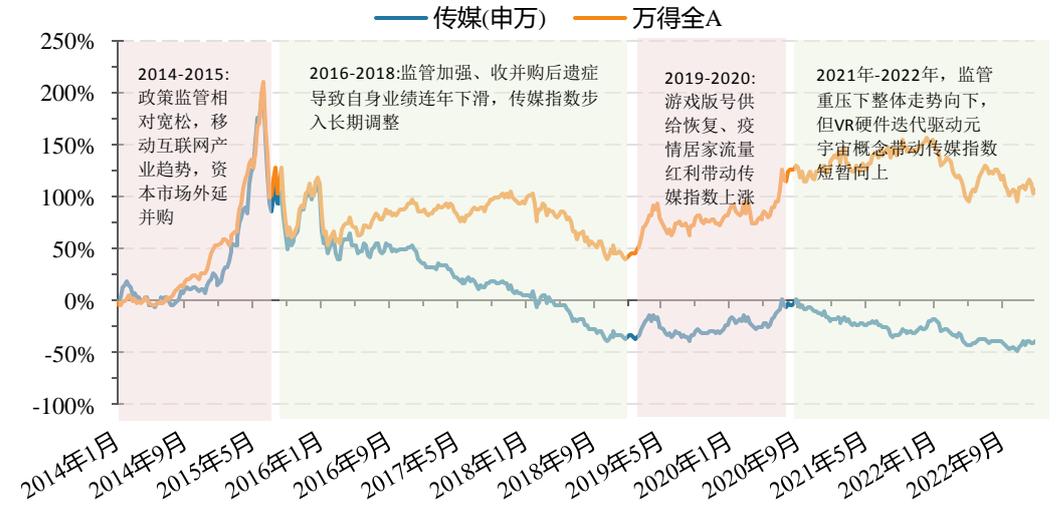
资料来源: wind, 财信证券

回顾 2014 年来的传媒行情:一是 2014 年-2015 年,传媒指数大幅上涨,主要系移动互联网产业趋势快速发展,政策监管环境相对宽松,资本市场收并购加速外延生长。二是 2016 年-2018 年,监管加强叠加收并购后遗症导致自身业绩连年下滑,传媒指数步入长期调整。随着收并购资产盈利不及预期,出现商誉暴雷、存货/应收账款等大额资产减值,严重拖累板块业绩;叠加 2018 年文娱领域监管加强,如 2018 年 4 月-11 月游戏版号暂停发放、天价片酬/阴阳合同/税收整顿等,传媒指数长期低位调整。三是 2019 年-2020 年,供给释放、流量红利带动传媒指数上涨。随着 2018 年 12 月游戏版号重启发放,5G 牌照发放革新算力网络基础设施催生云游戏概念,叠加 2020 年初疫情居家流量红利,带动传媒指数迎来触底反弹。四是 2021 年-2022 年,监管重压下整体走势向下,但 VR 硬件迭代驱动元宇宙概念带动传媒指数短暂向上。2021 年监管针对平台经济反垄断、K12 教育双减、网络数据安全、未成年人沉迷网络游戏、文娱饭圈整治等多重领域重拳出击,2021 年 8 月-2022 年 3 月游戏版号第二轮暂停发放,叠加疫情防控导致内容供给不及预期,传媒指数整体趋势向下调整。但 2021 年下半年元宇宙概念的爆火和 5G 网络的发展,VR 硬件被认为有望带动互联网进入下一代发展形态,带动传媒指数短暂走高。

2023 年以来,传媒板块大致可划分为三波上涨行情:一是 2023 年初-4 月底,以 2022 年 11 月海外 ChatGPT 发布为标志,国内百度、科大讯飞、商汤等多家互联网及科技企业相继公布自研大模型,带动传媒子板块形成普涨行情。5 月由于市场 AI 情绪有所消退,传媒指数最高向下回调接近 20%。二是 2023 年 6 月,市场对全年的科技主线逐渐形成共识,游戏成为 AI 最具落地前景的行业、出版的语料库对于 AI 大模型训练具备较高的价值,于是形成游戏、出版领涨行情。7 月-10 月,部分 AI 概念公司大股东宣布离婚、减持公告,引发行情开始回调;叠加部分游戏公司中报不及预期、三季报缺乏亮点、市场催化较少等,市场 AI 情绪淡化。截至 2023 年 10 月下旬,传媒指数较 6 月最高水平回落 35%-40%。三是 2023 年 11 月至 12 月上旬,在真人互动游戏、短剧等创新商业模式带领下,影视、游戏、IP 出版等板块率先开启反弹行情;11 月底,以 Pika 视频生成工具、谷歌的

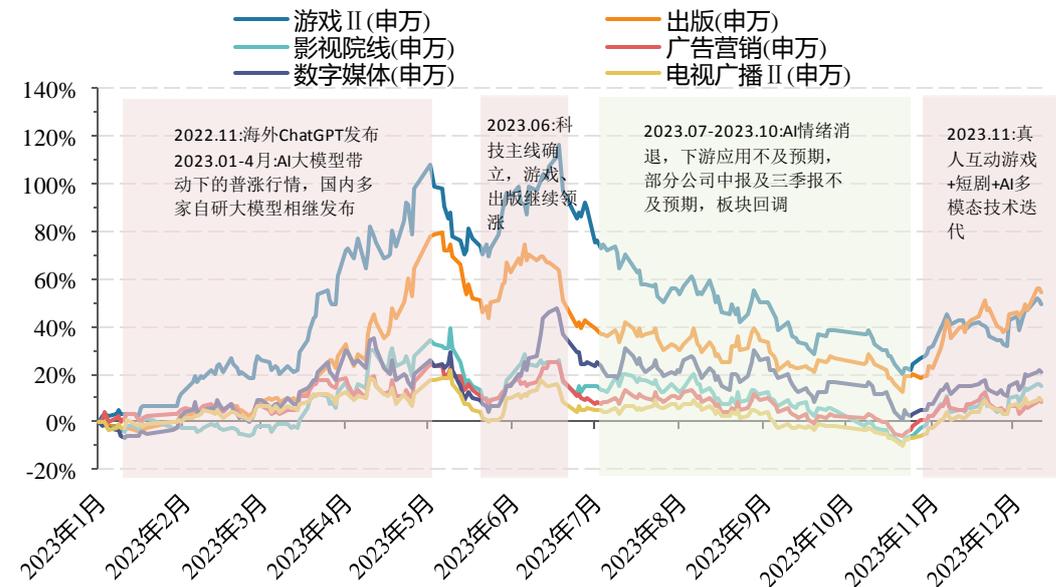
Gemini 为代表的 AI 多模态模型取得超预期进步，叠加市场顺周期情绪较弱，传媒指数开启向上行情，较 10 月低点水平而言，传媒指数最高上涨超 20%。

图 4：2014 年-2022 年传媒指数涨跌幅



资料来源：wind，财信证券

图 5：2023 年申万传媒子板块指数涨跌幅



资料来源：wind，财信证券

1.3 展望 2024 年：把握 AI/数据要素/MR 等主题，关注子板块的结构性机会

回顾 2023 年，“AI 大模型+”主线贯穿传媒全年行情，以 ChatGPT 为代表的人工智能技术进入发展快车道，通用人工智能的“AI 奇点”时刻或将很快到来。展望 2024 年，我们认为仍要重点关注 AI 技术迭代下的下游应用端爆发机遇，以及数据要素、MR 等主题下重点子板块的结构性机会，具体如下：

一是进入岁末年初的业绩真空期，把握传媒行业的主题投资机会。

(1) AI 多模态模型迭代超预期，2024 年有望迎来下游应用爆发时刻，重点关注“AI+影视/游戏/营销”等下游子板块的应用落地情况。

(2) 数据要素政策利好相继落地，产业化进程加快。随着顶层规划、地方配套政策、企业数据资产入表的会计指引等相继发布，各地方数据交易中心建设加快，利好数据运营/确权/分析/安全/存储/评估等全产业链，关注传媒端具备数据确权能力、拥有大量 IP 数据资产的方向。

(3) MR 技术不断迭代，有望带动 2024 年硬件出货量提升。2023 年 6 月，Meta 发布 MR 头显 Quest3；2023 年 11 月，苹果宣布将正式量产第一代 MR 产品 Vision Pro，关注海外科技大厂硬件技术迭代下的内容端爆款机会。

二是影视院线、游戏、营销等重点子板块的结构性机会。

(1) 影视院线、游戏等内容板块，供给释放+需求改善+AI 工具提质增效。二者均具备娱乐内容消费属性，在过去一年的产业变化中也有诸多相似的特点，如供给释放（游戏版号恢复发放、电视剧/网络剧备案数量提升）、需求改善（头部精品游戏带动用户付费、疫后线下观影意愿提升）、新商业模式的涌现（微信小程序游戏渠道红利、短剧）。此外，拥有丰富 3D 资产的游戏板块、影视/动画电影等在生产流程和供给端，有望充分受益于 AI 多模态工具的技术迭代。

(2) 营销板块，一方面与宏观经济联系紧密，随着今明两年宏观经济稳定复苏，广告大盘及优质龙头公司业绩有望继续修复；另一方面，基于大模型底座开发出的垂类 AIGC 营销模型，成为 AI 落地最充分的领域。未来，营销板块有望受益于宏观经济修复性增长与 AI 垂类模型带来的广告投放效率提升。

2 AI、数据要素、VR/AR/MR

2.1 AI 多模态进展超预期，AIGC 赋能价值重估

2.1.1 海外 AI 巨头领跑，多模态迭代进展迅速

海外 AI 巨头领跑，多模态迭代进展迅速。(1) 以 OpenAI 为代表，多模态迭代速度亮眼。今年以来，ChatGPT 多模态功能迭代超预期，3 月推出 GPT-4，具备更高水平的识图能力、更长的上下文输入限制；二季度，相继推出 ChatGPT 众多插件和联网功能，并针对大语言模型 API（包括 GPT-4 和 GPT-3.5-turbo）新增函数调用功能、降低使用成本等重大更新。进入三四季度后，AI 多模态功能迭代提速：9 月 ChatGPT 加入了语音与图像功能，并引入“Consensus”插件让论文检索更高效；同时，宣布文生图模型 DALL·E-3 版本；11 月首届全球开发者大会上，OpenAI 重磅推出 GPT-4 Turbo、GPTs 等模型迭代，支持更长文本、更多模态（支持图片/文本输入、集成 DALL-E 3/语音合成/语音转文字等跨模态融合能力），支持用户自定义 GPTs、开发者自定义 Assistants API 等。随着 CEO

Altman 重回董事会, OpenAI 预计 GPT 商店将于 2024 年初上线; 我们预计更智能的 GPT5 也有望于明年推出。

(2) 谷歌发布多模态大模型 Gemini。12 月 6 日, 谷歌宣布多模态大模型 Gemini1.0 版本正式上线 (对标 GPT-4), 可自动生成文本、代码、总结内容等, 并能理解图片、音频和视频内容。Gemini 共分为 Nano、Pro、Ultra 三个模型版本。其中, Ultra 是功能最强版本, 可用于高度复杂的任务, AI 算力消耗非常大; Pro 的参数只有 Ultra 的一半, 性能很好适用于大规模应用部署, 并已经接入 Bard; Nano 是轻量级模型, 适用于移动设备和个人、小规模部署。此外, 谷歌还推出了最先进的文生图大模型 Imagen 2, 可根据用户提示词生成高质量、效果逼真的图像, 并新增渲染文本和 logo 设计等能力, 可对标 DALL·3、Midjourney 等头部文生图模型。

(3) 视频生成工具 Pika1.0 版本正式发布。Pika 的创始团队是美国 AI 初创公司 Pika Labs, 团队仅有 4 人。4 月下旬, Pika 初版在 Discord 上公测; 7 月, Pika 测试版在 Discord 正式推出服务器; 11 月 29 日, Pika 1.0 版本正式上线, 可根据用户的语言描述生成各种风格的视频、动漫、3D 动画、电影等, 也可通过简单的语言描述实现视频风格转换、扩展一致性较高的画布背景等功能。Pika 的海外同行主要是 Runway 和 Stability AI, Runway 分别在今年 2 月和 11 月推出了 Gen-1 和 Gen-2; Stability AI 则在今年 11 月推出 Stable 3D、全新开源文生视频扩散模型 Stable Video Diffusion、开源文生图模型 SDXL Turbo 等。

表 2: 近期海外 AI 重大事件

时间	海外 AI 重大事件
2022 年 11 月	OpenAI 发布 ChatGPT。
2023 年 3 月	OpenAI 发布 GPT-4; 微软 宣布新必应搜索引擎正在运行 GPT-4。 谷歌 向公众开放人工智能聊天机器人 Bard 的访问权限。
2023 年 4 月	微软 宣布开源 Deep Speed Chat, 帮助用户训练类 ChatGPT 等大语言模型。 谷歌 大脑和 DeepMind 组成新部门 Google DeepMind。全球云巨头 亚马逊 推出生成式 AI(AIGC) 工具“全家桶”。 Adobe 宣布旗下视频创作应用 Premiere Pro 将具备系列新 AI 功能。 苹果 软件工程师提议将 ChatGPT 技术整合到 Siri 语音助手中。 Stability AI 构建开源 AI 项目, 发布开源大语言模型 StableLM; 公司已于 2022 年推出开源文生图模型 Stable Diffusion。
2023 年 5 月	微软 “2023 Build 开发者大会”, 宣布将与 ChatGPT 深度融合, 如将搜索引擎 Bing 集成在 ChatGPT 中, Microsoft 365 Copilot 智能助手集成到 Edge 和 win11, 预计在 2024 年发布的 Windows 12 上迎来史上首次真正意义上的操作系统底层 AI 变革。 谷歌 押注 OpenAI 的竞争对手 Anthropic, 此前已向该公司投资 3 亿美元, 获得 10% 股份; 宣布开放 AI 搜索项目 Search Labs 的访问权限, 测试嵌入生成式 AI 的全新搜索功能; 推新音频模型 SoundStorm。 ChatGPT 推出 iOS 版 APP, 推出插件和联网功能。 Meta 开源多模态大模型 MMS, 能识别 4 千种语言, 生成 1 千种语音。 英伟达 宣布将为游戏提供定制 AI 模型代工服务—Avatar Cloud Engine (ACE) for Games, 可开发在云端和 PC 上运行的 AI 模型。 Tiktok 加入 AI 聊天机器人 Tako。
2023 年 6 月	欧洲议会 通过《人工智能法案》草案。 Meta 发布 AI 音乐生成器 MusicGen。 Unity 推出“Unity Sentis”及“Unity Muse”两款 AI 驱动引擎工具。 OpenAI 宣布对大语言模型 API (包括 GPT-4 和 GPT-3.5-turbo) 进行重大更新, 包括新增函数调用功能、降低使用成本等多项内容。
2023 年 7 月	Anthropic 推出 ChatGPT 竞品 Claude 2。 Meta 推出大模型 Llama 2, 包含 70 亿、130 亿和 700 亿三种参数类型, 可免费商用或研究; 推出文本到图像模型 CM3leon, 可生成高保真度图象。 谷歌 Bard 推出新功能, 新增 40 多种语言和图像分析。 微软 将 Bing AI 引入更多浏览器, 如苹果的 Safari 和谷歌的 Chrome。
2023 年 8 月	OpenAI 开放 GPT-3.5 Turbo 进行定制调优, 产生的定制模型在某些任务上可以与甚至超过 GPT-4 的能力, 以前

	商业客户仅限于使用 GPT-3 变种进行微调。 Adobe 推出新的 Adobe Express，可用其创建各种多媒体内容，包括传单、TikTok 视频、简历、Reels、徽标、横幅等，适用于所有人。
2023 年 9 月	OpenAI 的 ChatGPT 多模态功能升级，加入语音与图像功能，引入“Consensus”的插件让论文检索更高效；推出文生图模型 DALL·E-3 版本，并集成至 ChatGPT。 Anthropic 推出付费版本 Claude Pro，每月 20 美元。 微软 宣布把基于 GPT-4 的 Microsoft Copilot 正式集成到 Windows 11、微软 Office 365 全系产品，及网络浏览器 Edge、Bing 中。 Meta 发布视频跟踪工具 CoTracke，具备像素级追踪能力。
2023 年 10 月	OpenAI 宣布在 ChatGPT Plus 和企业版用户中，全面开放文生图模型 DALL·E 3。 英伟达 在官网开源 TensorRT-LLM，以加速和优化 NVIDIA GPU 上最新大语言模型的推理性能。 谷歌 意向生成式 AI 平台 Anthropic 投资 20 亿美元，助其与 ChatGPT 等产品竞争。
2023 年 11 月	OpenAI 首届全球开发者大会上推出 GPT-4 Turbo (GPT-4o) 等模型，GPT 应用商店即将上线。 微软 Copilot for Microsoft 365 正式面向企业开放商用；推出允许任何人自定义 AI 对话机器人的 Copilot Studio (预览版)，在 Azure AI 云开发平台新增 Falcon、Phi、Jais、Code Llama、CLIP、Whisper V3、Stable Diffusion 等 40 个新模型，涵盖文本、图像、代码、语音等内容生成。 Runway 的文生视频产品 Gen-2 更新，含运动画笔、预设风格、更新导演模式和优化图像模型 4 个功能，文本、图片生成视频的质量重磅升级。 Meta 正式宣布 Emu Video (文生视频) 和 Emu Edit (文生图像)，对标 Gen-2。视频生成工具 Pika 1.0 版本正式发布。 谷歌 的 DeepMind 发布目前最先进的 AI 音乐模型—Lyria。 Stability AI 推出 Stable 3D (支持用户通过文本/图片/插图直接生成高质量 3D 模型，并支持二次编辑)、全新开源文生视频扩散模型 Stable Video Diffusion、开源文生图模型 SDXL Turbo 等。 Midjourney 新增 Styletuner 功能，用户可以定制图像风格。
2023 年 12 月	谷歌 发布全新多模态大模型 Gemini，有 Ultra、Pro、Nano 三个版本；推出最先进文生图大模型 Imagen 2。 OpenAI 将向德国媒体巨头 Axel Springer 支付费用以使用内容。 Stability AI 官网开源 30 亿参数的大语言模型 StableLM Zephyr 3B，专用于手机/笔记本等移动设备，主打参数小/性能强/算力消耗低的特点。 微软 正式发布小语言模型 Phi-2，拥有 2.7B 参数，仅用于研究目的、不支持商用。

资料来源：财联社、华尔街日报、AIGC 开放社区、彭博社、微软官方、界面新闻、有连云、财信证券

ToC 付费订阅带动 OpenAI 营收大涨，商业化初具雏形，未来发展空间可期。根据外媒 The Information 报道，OpenAI 的 CEO Altman 透露，自今年 2 月推出付费版 ChatGPT 以来，OpenAI 的年营收已达到 13 亿美元（大致截至 2023 年 10 月），较今年夏天增长了 30%，较 2022 年的 0.28 亿美元收入增长超 45 倍。而公司营收增速显著增长，主要来自用户对其会话聊天机器人的订阅。在用户方面，自 2022 年 11 月 30 日 ChatGPT 发布后，仅用 2 个月便积累了 1 亿用户，全球头部消费级应用 TikTok、Instagram 达到 1 亿用户分别用了 9 个月、30 个月。根据 AI 新智界，2023 年 5 月，ChatGPT 全球访问量达到 19 亿次峰值，8 月降至 14 亿次左右，9 月再次上升至 15 亿次左右，10 月和 11 月均达到了 17 亿次左右；同时，ChatGPT App 的使用量也在逐月上升，由 8 月的 3 亿次上升至 11 月的 10 亿次左右。

表 3：近期国内 AI 重大事件

时间	国内 AI 重大事件
2023 年 3 月	百度 发布文心一言 3.0 版本。 清华系智谱 AI 发布 ChatGLM，并开源 6B 参数模型。 蓝色光标 成为微软广告官方代理商。
2023 年 4 月	商汤科技 推出日日新 SenseNova 大模型。 昆仑万维 “天工” 3.5 大语言模型启动内测。 阿里 发布通义千问。 知乎 正式对外发布“知海图 AI”中文大模型。 蓝色光标 获得微软云官方 AI 调用和训练许可；决定无期限全面停止创意设计、方案撰写、文案撰写、短期雇员四类相关外包支出。 万兴科技 与微软签署云服务框架协议。 中文在线 与智源研究院签署框架合作协议。
2023 年 5 月	百度 宣布将推出文心大模型 3.5 版本。 微盟 正式发布基于大模型的 AI 应用型产品 WAI。 医联 发布自研国内首

	款医疗大语言模型—MedGPT。北京大学团队开源名为 PKU-Beaver（河狸）项目。抖音发布《关于人工智能生成内容的平台规范暨行业倡议》、《关于人工智能生成内容标识的水印与元数据规范》。
2023年6月	科大讯飞发布星火认知大模型 1.5 版本。北京智源推出悟道 3.0 大模型体系。华为云盘古大模型 3.0 正式发布。360 发布 AI 智脑 4.0 及数字人广场。智谱 AI 迭代 ChatGLM2，含 6B、130B、12B、32B、66B 等参数。百川智能推出 70 亿参数量的开源中英文预训练大模型——baichuan-7B。中科院自动化研究所发布“紫东太初”2.0 全模态大模型。字节跳动的火山引擎发布首款 MaaS 云产品“火山方舟”。美图推出奇想智能视觉大模型及 7 款 AI 新品。视觉中国 AI 灵感绘图功能上线。掌阅科技“AI+数字分身”产品“阅爱聊”首发上线内测。
2023年7月	阿里达摩院推出开源大模型 PolyLM，含 1.7B 和 13B 两种大小可选。京东推出言犀大模型，立足于产业研发，融合 70% 通用数据与 30% 数智供应链原生数据，支持语言、语音、视觉、多模态等。智谱 AI 宣布 ChatGLM-6B 和 ChatGLM2-6B 对学术研究完全开放，企业在登记授权后可免费商用。百川智能发布 Baichuan-13B-Base、对话模型 Baichuan-13B-Chat 及其 INT4/INT8 两个量化版本。
2023年8月	国内 11 家 AI 大模型通过《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案。字节跳动推出旗下首款 AI 对话产品“豆包”。雷军宣布，小米大模型主力突破轻量化，手机端已初步跑通，已正式为小爱同学接入大模型。科大讯飞发布讯飞星火大模型 V2.0，代码能力接近 ChatGPT。阿里云发布 AI 视频生成工具 Live Portrait，可一键让照片说话。
2023年9月	国内大模型初创公司月之暗面发布首款大模型和相关产品 Kimi Chat。字节跳动发布大模型“AI 助手”，也是火山引擎发布的第一款大模型接入的数据产品。360 智脑大模型创收近两千万，成首家中国公司盈利。
2023年10月	百度发布文心一言 4.0 版本，Comate 智能编程助手全面开放；千帆 AI 原生应用商店正式上线。智谱 AI 推出 ChatGLM3 版本，含 1.5B、3B 和 6B 三种参数。阿里发布通义千问 2.0。
2023年11月	国内第二批 11 家 AI 大模型通过备案，累计已超 20 个大模型获得备案。vivo 正式发布自研蓝心大模型 BlueLM、OriginOS 4、自研蓝河操作系统 BlueOS。
2023年12月	百度李彦宏谈及国内 AI 行业现状时表示：国内大模型太多，而模型之上开发的 AI 原生应用太少。阿里发布通义千问闭源模型 2.1 版本。

资料来源：财联社、华尔街日报、AIGC 开放社区、彭博社、微软官方、界面新闻、有连云、财信证券

2.1.2 提质增效，下游应用有望在 2024 年迎来爆发

一是工具端，商业化进程提速。AI 助力搜索引擎、协同办公更加高效便捷。

(1) AI+搜索引擎。微软 New Bing 推出用户订阅付费模式，新形式的出现进一步增加广告场景。2 月 7 日，微软正式发布整合了 ChatGPT 技术的新版 Bing；4 月，根据 StatCounter 数据显示，Bing 超过百度成为国内最大的桌面搜索引擎，Bing 市场份额达 37.4%，比百度高出超 10pct；5 月-7 月，Bing 搜索逐渐纳入 ChatGPT，新增图像识别、视觉搜索、重新生成回答等功能，并透露 Bing 聊天语言模型每年大约更新 3 次；10 月 3 日，微软宣布，第三代文生图模型 DALL-E3 已面向所有 Bing Chat 和 Bing Image Creator 用户开放；12 月 5 日，微软宣布将推出深度搜索功能，可为复杂的搜索查询提供更相关、更全面的答案。在商业化方面，7 月微软推出聊天企业版 Bing Chat Enterprise，采取订阅付费模式，每位用户每月 5 美元。此外，随着微软旗下产品与 Copilot 的全线结合，引入生成式 AI 及其他多模态模型的 Bing 搜索，在回答问题、智能聊天、生成总结等新场景中可进一步探索广告投放机会。微软国内广告代理商之一的蓝色光标曾表示，将持续探索在具备生成式 AI 能力的 New Bing 浏览器上为出海广告主提供营销服务。

(2) AI+办公软件。Microsoft 365 Copilot 正式开启商用：3 月 16 日，微软正式宣布推出 Microsoft 365 Copilot，并在隔天宣布 Microsoft 365 服务将全面接入 AI 功能；7 月

18日，微软宣布 Microsoft 365 Copilot 将以每名用户每月 30 美元的价格向商业客户提供，适用于 Microsoft 365 E3、E5、商业标准版和商业高级版客户；11月1日，Microsoft 365 Copilot 正式面向企业开放商用。定价方面，目前微软中国官网显示 Microsoft 365 E3 260 元/年/户；商业基础版 43 元/月/户；企业应用版 87 元/月/户；家庭版（2-6 人使用）498 元/年，或者 50 元/月；个人版 398 元/年，或者 39 元/月。**金山办公 WPS AI 功能陆续向全体用户开放，个人版关闭第三方广告，用户体验全面提升。**4月18日，金山办公正式发布具备大语言模型能力的生成式人工智能应用；7月6日，2023 世界人工智能大会期间正式推出智能办公助手 WPS AI，官网同步上线；11月16日，WPS AI 开启公测，功能覆盖了文字、演示和表格等方面；12月20日，公司正式宣布 WPS Office 国内个人版将正式关闭第三方商业广告。

(3) AI+在线会议。谷歌 AI 会议助手 Duet AI，有效提高协同生产力。8月，谷歌宣布将在所有的 Workspace 应用中推出人工智能助理 Duet AI，包括 Gmail、Drive、Slides、Docs 等，企业版订阅收费为 30 美元/月/户。在 Google Meet 中使用 Duet AI，可为 Google Meet 视频电话生成背景、智能调整光照和声音、自动速记和生成总结等；此外，还可作为 AI 数字分身参加会议，并在适当时机发言提问。**腾讯会议接入混元大模型，建立覆盖会议全流程的 AI 小助手。**9月，2023 腾讯全球数字生态大会上，腾讯会议宣布已接入混元大模型，并发布了腾讯会议 AI 小助手，可根据用户简单的指令，完成信息提取、内容分析、会管会控等多种复杂任务；同时，基于云录制功能，还可在会后自动生成智能总结摘要、拆分出多个易于浏览的章节、区分不同发言人，帮助用户提升开会效率。

二是内容端，AIGC 重塑内容生产流程，赋能多细分场景变革。一是“降本”，通过节省人力、重塑生产流程，降低生产成本和内容创作门槛，提高生产效率和产能上限。二是“增效”，AIGC 使得人机交互更加智能化，全新的内容体验带来更多元的用户生态，用户粘性和潜在付费意愿进一步提升。

表 4：AI 技术赋能传媒内容生产

落地行业	AI 赋能主要逻辑
游戏	1) 降本方面，AI 可以在美术、文本故事、程序代码、配乐等方面替代部分初级人力，提高潜在利润率水平。 2) 增效方面，文生文、文生图片等 AI 工具可以大大缩短创作周期、提高生产效率，打破现有的产能掣肘、加快内容上线速度；同时，AI 赋予 NPC 更智能的交互性、平衡战斗体系、辅助数值体系设计等来丰富游戏生态体验，甚至利用 AIGC 来探索更多游戏的玩法类型，进而提升用户潜在的付费意愿
广告	1) AI 赋能重塑行业生产流程：目标客户定位和分析，实现个性化方案设计；内容自动生成，实现降本增效，助力数字化营销形成闭环；自动化推送和投后分析复盘。2) AI 技术助力创新广告形式：“AI+应用”层出不穷，流量入口和使用场景重新分配。3) AI 赋能下的虚拟人，更加拟人化、自动化、适配化
影视院线	目前文生视频技术尚不完全成熟，AI 技术的应用主要体现在剧本创作、后期制作、宣发运营、个性化推荐等方面

资料来源：财信证券

总结来看，2023 年是 AI 大模型快速爆发的元年，海内外 AI 巨头争相发布自研大模型，并率先整合进入自身产品体系，同时积极拓展合作伙伴、广泛建立朋友圈，下游应用生态雏形初步显现。随着近期多模态技术的超预期迭代，我们认为 AI 在垂直细分领域有望加速落地，下游应用有望在 2024 年迎来爆发。

2.2 数据要素：政策指引逐渐完善，产业落地加快

2.2.1 政策配套先行，市场加快培育

政策体系逐渐完善，数据要素市场加快构建。自 2019 年，十九届四中全会首次将数据列为生产要素以来，中央多次发布政策文件，2022 年国务院相继发布《十四五数字经济发展规划》以及《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（即“数据二十条”），为数据要素发展打牢政策基础。进入 2023 年，数据要素制度建设明显加快：

一是 10 月国家数据局正式挂牌成立，数据要素基础制度建设进入快车道。11 月，国家数据局局长刘烈宏就“数据要素改革”密集发声。12 月，国家发改委发布《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）（征求意见稿）》，解决应用场景释放不够、数据供给不足、流通机制不畅等短板，提出：到 2026 年底，打造 300 个以上示范性强、显示度高、带动性广的典型应用场景，培育一批创新能力强、市场影响力大的数据商和第三方专业服务机构，数据产业年均增速超过 20%，数据交易规模增长 1 倍，让数据要素赋能经济提质增效、驱动经济高质量发展。

二是会计指引数据资产入表，推动企业数据资源价值重估。8 月，财政部发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，初步肯定了数据资源作为报表资产的价值；同时指出数据资产入表的确认情况主要有：无形资产（符合无形资产确认条件得）、存货（日常活动持有、用于出售）、不符合资产入表条件，自 2024 年 1 月 1 日起施行。9 月，中国资产评估协会发布《数据资产评估指导意见》，进一步就“数据价值如何评估”给出三种方法：收益法、成本法、市场法。虽然目前尚未就“数据资产价值确定”取得共识，但上述《企业数据资源相关会计处理暂行规定》及《数据资产评估指导意见》的出台，为后续数据资产的会计核算提供了坚实的依据。

三是地方配套制度相继出台，进一步细化操作指引。一方面，2015 年国家实施大数据战略以来，目前已有超 20 个省份经地方人民代表大会或其常务委员会通过了大数据条例，为地方数据要素的发展提供了法律依据。另一方面，今年以来，随着国家数据局的正式挂牌成立，地方性数据要素配套政策也加快出台，数据要素市场建设加快。11 月，浙江省发布了《数据资产确认工作指南》，成为国内首个针对数据资产确认制定的地方性标准，也为探索数据资产管理和公共数据授权运营管理提供了重要的支撑；广东省印发了《“数字湾区”建设三年行动方案》，支持政府部门和企业开展数据可信流通交易，推动数据要素合规高效、安全有序流通；贵州省印发《数据要素登记服务管理办法（试行）》，规范数据要素登记服务；湖北省发布了《数据交易管理暂行办法（征求意见稿）》，以规范数据交易行为，促进数据高效有序流通。此外，还有云南省发布了《公共数据管理办法（征求意见稿）》；广西发布了《数据要素市场化发展管理暂行办法》。

表 5：近几年地方数据条例及 2023 年部分地方数据要素相关政策出台情况

地方数据条例出台情况	
2016 年	贵州省大数据发展应用促进条例
2018 年	天津市大数据发展应用促进条例
2019 年	贵州省大数据安全保障条例。海南省大数据开发应用条例。
2020 年	浙江省数字经济促进条例。吉林省促进大数据发展应用条例。贵州省政府数据共享开放条例。沈阳市政务数据资源共享开放条例。山西省大数据发展应用促进条例。
2021 年	河南省数字经济促进条例。福建省大数据发展条例。上海市数据条例。山东省大数据发展促进条例。广东省数字经济促进条例。深圳经济特区数据条例。安徽省大数据发展条例。
2022 年	厦门经济特区数据条例。北京市数字经济促进条例。山西省数字经济促进条例。四川省数据条例。广西壮族自治区大数据发展条例。陕西省大数据条例。深圳经济特区数字经济产业促进条例。辽宁省大数据发展条例。江苏省数字经济促进条例。河北省数字经济促进条例。黑龙江省促进大数据发展应用条例。广州市数字经济促进条例。重庆市数据条例。浙江省公共数据条例。
	吉林省大数据条例（修订）。安徽省大数据发展条例（修订）。成都市促进大数据产业发展专项政策实施细则（修订）。石家庄市数字经济促进条例。
	3 月，浙江省《关于推进浙江省产品主数据标准试点的实施意见（试行）的通知》
	4 月，山西省《加快建设高标准市场体系实施方案》；河南省《2023 年大数据产业发展工作方案》；青海省《数字经济发展三年行动方案（2023—2025 年）》。
	5 月，吉林省《大数据产业发展指导意见》；山东省《大数据产业发展 2023 年工作要点》
	7 月，北京市《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》、《北京市公共数据专区授权运营管理办法（征求意见稿）》；深圳市《数据产权登记管理暂行办法》；贵州省《数据要素市场化配置改革实施方案》；河南省《实施扩大内需战略三年行动方案（2023-2025 年）》；青海省《关于加快数字政府建设的实施意见》；上海市《促进浦东新区数据流通交易若干规定（草案）》；长沙市《政务数据运营暂行管理办法（征求意见稿）》。
2023 年	8 月，上海市《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025 年）》；湖北省《数据要素市场建设实施方案》；贵州省《数据要素市场化配置改革实施方案》；
	9 月，福建省《关于加快推进数据要素市场化改革的实施方案》；广西《构建数据基础制度更好发挥数据要素作用总体工作方案》。
	11 月，浙江省《数据资产确认工作指南》，首个省级地方性标准；广东省《“数字湾区”建设三年行动方案》；贵州省《数据要素登记服务管理办法（试行）》；湖北省《数据交易管理暂行办法（征求意见稿）》；云南省《公共数据管理办法（征求意见稿）》；广西《数据要素市场化发展管理暂行办法》；深圳数据交易所正式发布深圳数据交易指数；太原市《政务数据资源共享实施办法》。
	12 月，安徽省《数字基础设施建设发展三年行动方案（2023—2025 年）》的通知。

资料来源：各地方政府官网，财信证券

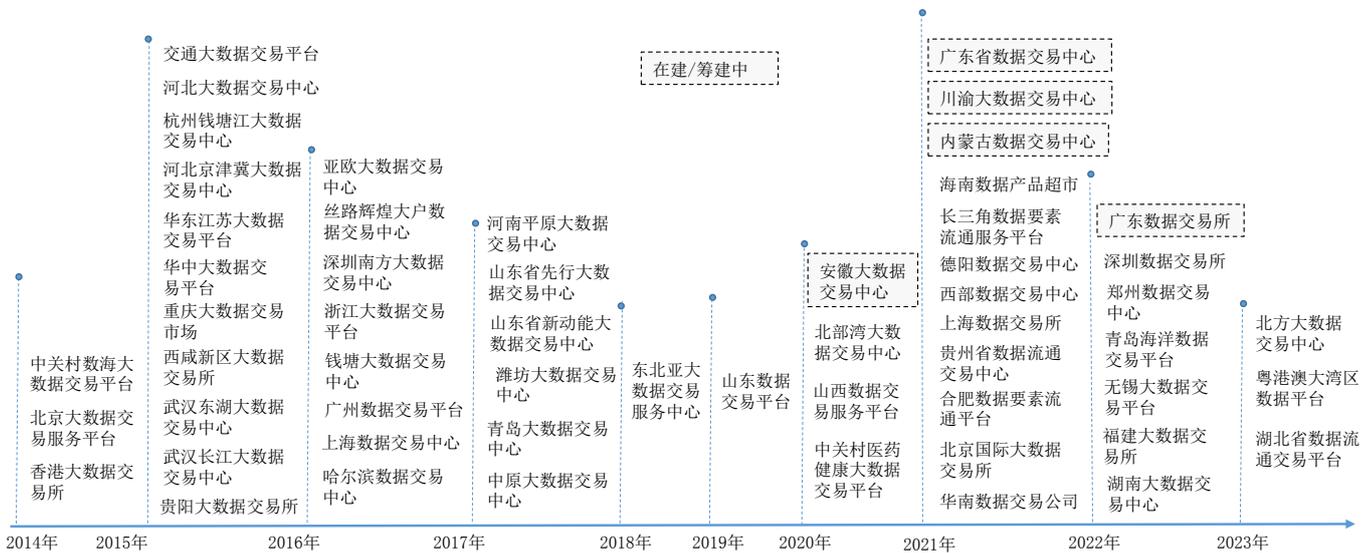
2.2.2 产业落地加快，有望加速经济动能释放

地方数据交易平台加快建设。根据中国信通院发布的《数据要素白皮书（2022）》报告，自我国 2014 年开始探索建立类似证券交易所形式的数据交易机构以来，各地先后成立 48 家（截至 2022 年 11 月）；2023 年来，北方大数据交易中心、湖北省数据交易平台、粤港澳大湾区数据平台等正式揭牌成立。此外，根据复旦大学联合国家信息中心数字中国研究院发布的“2023 年度中国开放数林指数”暨《中国地方公共数据开放报告——省域》，截至 2023 年 8 月，我国已有 226 个省级和城市的地方政府上线了数据开放平台，其中省级平台 22 个（不含直辖市和港澳台），城市平台 204 个（含直辖市、副省级与地级行政区），较 2022 年下半年新增 18 个地方平台（含 1 个省级平台和 17 个城市平台），

较 2017 年的 20 个左右增长超 10 倍。

公共数据授权运营积极展开,数据交易取得突破。中国气象局通过中国气象数据网开放气象数据,在 2023 年 2 月、7 月先后发布两批《基本气象数据开放共享目录》,共包含 106 项气象数据产品,在天气预报、农业指导、物流运输等场景发挥着极为重要的作用。11 月 10 日,衡阳市公共资源交易中心发布公告,以网上竞价的方式出让“衡阳市政务数据资源和智慧城市特许经营权出让项目”,项目起始价为 18 亿元,这是全国首次公开交易公共数据特许经营权。12 月 15 日,“湖北省数据流通交易平台”正式上线,首笔数据交易“电力+金融”通过平台成功交易。上海数据交易所,目前累计挂牌数据产达 2000 个,预计 2023 年全年数据交易额突破 10 亿元。贵阳数据交易所,目前已入住 750 家数据商、54 家数据中介、累计交易额超 20 亿元。

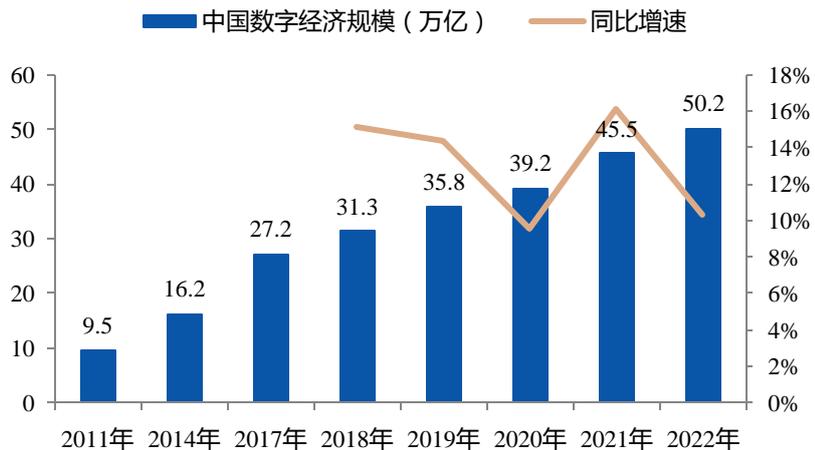
图 6: 国内大数据交易所(中心、平台等)建设历程



资料来源: 中国信通院, 南方都市报, 人民网, 新华网, 财信证券

数据要素市场规模庞大,有望进一步加速我国经济增长动能释放。2022 年我国数字经济规模达 50.2 万亿元,同比增长 10.33%,已连续 11 年高于 GDP 增速;占 GDP 比重达 44.34%,同比增加 2.95pct。根据《中国数据要素市场发展报告》,2021 年数据要素对我国 GDP 增长的贡献率和贡献度分别 14.7%和 0.83pct,呈持续上升状态。此外,根据中国信通院,2021 年我国大数据产业规模达 1.3 万亿元;而《“十四五”大数据产业发展规划》提出:到 2025 年我国大数据产业测算规模突破 3 万亿元,则 2021 年-2025 年大数据产业市场规模年均复合增速约为 23.25%。数据要素是土地、劳动力、资本、技术之后的第五大关键生产要素,对推动经济高质量发展具有放大、叠加、倍增作用。随着人工智能、大数据、区块链、云计算等的高速发展,数字化、智能化、信息化生产高度融合,数据要素有望进一步释放我国经济增长动能。

图 7：中国数字经济规模（万亿元）



资料来源：wind，财信证券

2.3 VR/AR/MR：优质内容不断增长，硬件性能持续提升

2.3.1 全球 VR 出货量持续走低，内容生态不断完善

大环境低迷、内需不足等因素影响下，近两年全球 VR 出货量持续走低。根据 Wellsenn XR，2022 年全球 VR 出货量约 986 万台，同比降低 4.18%。其中，Meta 出货量约 790 万台，同比降低约 9%，主要系 Quest2 已发售两年、销量随产品生命周期下滑、同时 2022Q3 提价 100 美元所致；此外，2022 年 10 月份 Meta 发售的 Quest Pro 定价较高，造成销量不及预期，2022 年销量仅为 11.2 万台。2023 年在全球经济衰退、互联网巨头裁员等不利影响下，全球 VR 出货量进一步走低，前三季度全球 VR 累计出货量为 449 万台，同比降低 30.39%；其中，海外 VR 出货量为 411 万台，同比降低 26.34%；中国 VR 出货量为 38 万台，同比降低 55.81%。Wellsenn XR 预计 2023 年全球 VR 出货量 710 万台，同比降低 27.99%。

图 8：全球 VR 出货量（季度，分海外和中国）



资料来源：Wellsenn XR，财信证券

图 9：全球 VR 出货量（年度）



资料来源：Wellsenn XR，财信证券

全球经济低迷、生成式 AI 热潮等影响下，全球 VR 行业投融资活动放缓，产业趋于冷静。随着 2022 年全球 VR 头显销量下滑、新一轮生成式 AI 热潮、国际形势紧张，经济大环境等多方面影响，全球 VR/AR 行业投融资并购规模及数量均有明显下滑。从 2023

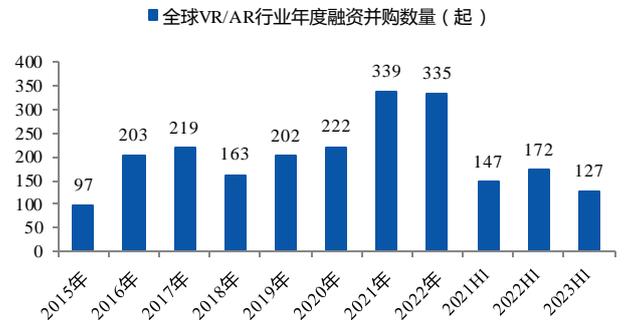
年上半年来看，全球 VR/AR 行业年度融资并购金额约 87.4 亿元，同比减少 73.21%；数量也有所减退，2023H1 全球 VR/AR 行业年度融资并购数量 127 起，同比减少 26.16%。

图 10：全球 VR/AR 行业年度融资并购金额



资料来源：VR 陀螺，财信证券

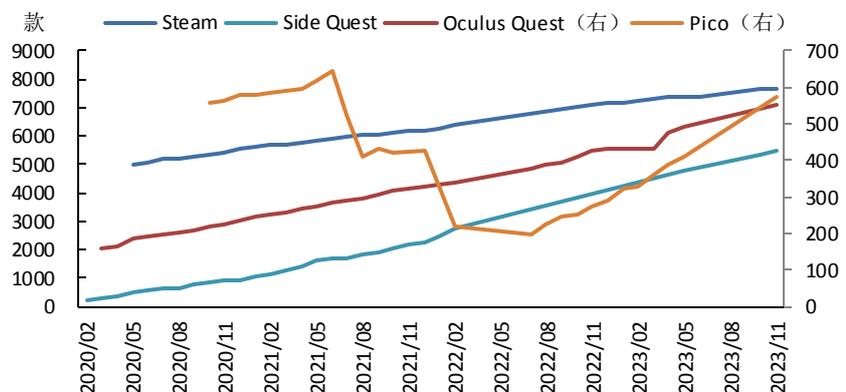
图 11：全球 VR/AR 行业年度融资并购数量



资料来源：VR 陀螺，财信证券

优质内容规模不断增长,但仍需更多爆款内容拉动硬件销量。内容方面,主流开放式平台的 VR 内容保持了持续快速增长。截至 2023 年 11 月底, Steam 依旧是支持 VR 内容数量最多的平台、共计 7675 款,较 2022 年底增加 518 款;第三方平台 SideQuest 内容增长最快,平均每月增加 200-300 款新内容,11 月底支持 VR 内容数量共计 5474 款,较 2021 年底已增长超过一倍。主流封闭式平台方面, Pico 平台内容数量已逐渐追赶并有超过 Quest 平台之势;但整体而言, Quest 平台与 Pico 平台的内容增长相对平稳,平均每月增加几款至几十款新内容。在设备活跃度方面,目前 Steam 平台 VR 活跃用户占比平均在 2% 上下,整体变化幅度不大。不过,随着 Meta 的 Quest3 在 10 月份发售, Meta 旗下的 VR 设备活跃度占比在 11 月重回 60% 以上、达到 62.06%,后续有望进一步提高。总结来看,主流平台支持 VR 的优质内容规模在不断增长,但类似于《半条命:Alyx》的现象级爆款 VR 游戏仍然较少,对 VR 硬件的拉动作用有限;后续随着 VR 硬件性能的持续提升,期待出现更多优质的 VR 内容与硬件销量形成良性循环。

图 12：主流平台支持 VR 内容数量

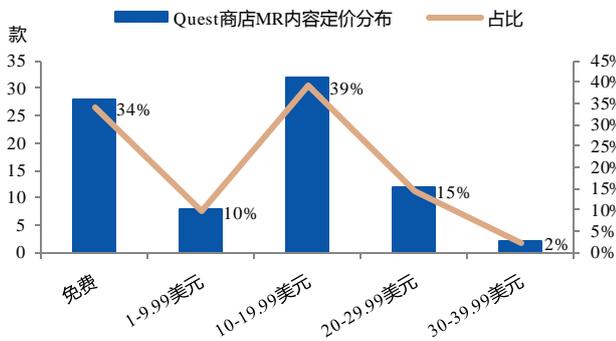


资料来源：VR 陀螺，财信证券

定价方面,VR/MR 内容玩法偏简单、整体定价水平并不算高。目前,绝大部分 MR 内容都是在 VR 内容基础上,以补丁的形式免费更新混合现实模式,定价差别也不大。根

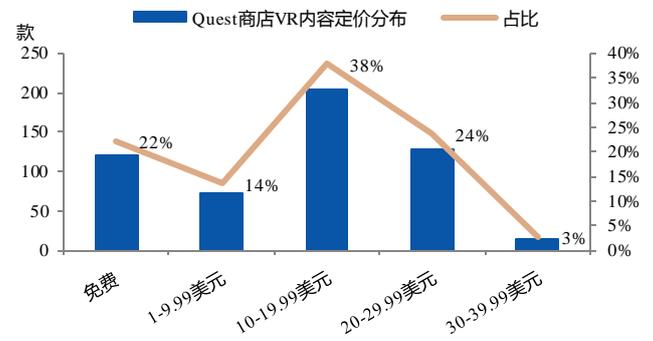
据 VR 陀螺，截至 2023 年 11 月 8 日，Quest 商店内容共 540 款，包含 MR 功能的内容有 82 款，其中 MR 专用内容为 6 款，支持 MR 内容的有 76 款；其中，免费 MR 内容占比 34%，1-19.99 美元的 MR 内容占比 49%。总之来看，目前，Meta 商店的内容定价大都在 40 美元以内，最好在 30 美元以下更易被大众市场所接受。

图 13: Quest 商店 MR 内容定价分布



资料来源: VR 陀螺, 财信证券

图 14: Quest 商店 VR 内容定价分布



资料来源: VR 陀螺, 财信证券

2.3.2 硬件性能持续提升，有望带动 2024 年出货量提升

VR 被视为继 PC、智能手机之后的下一代互联网及计算机平台。人们希望随着 VR 硬件性能的持续完善，尤其是 Meta 的 Quest2 VR 一体机销量在 2021 年突破 1000 万台后，大众的 VR 消费心智可以被逐渐培养起来。可是由于内容生态体系的不完善、硬件性能尚待进一步改进、全球经济低迷等因素，目前只能说大众对 VR 的接受度获得了大大的提高。苹果虽然不是 VR 行业的开创者，但是凭借自身强大的产品技术创新能力，人们希望其能在 VR 行业做出类似 iPhone 的具有划时代意义的产品，为行业带来颠覆性改变，即虚拟现实的“iPhone 时刻”。2023 年 6 月，Meta 和苹果相继发布了自身的 VR/MR 产品，备受市场瞩目，两款新品的硬件性能均有明显提升，或有望驱动 2024 年全球 VR 设备出货量进入上升通道。

对比来看，苹果和 Meta 的两款新品定位不同。(1)苹果 MR 设备(Vision Pro)定位生产力工具，主打性能优越，面向中高端市场。苹果的目的在于将其打造为通用控件计算平台，更侧重于生产力工具。追求硬件的顶配性能，因此成本和售价均较高。市场定位方面，主打中高端市场，但随着 MR 市场的打开和技术生产成本的下降，苹果有望推出不同价格梯度的 MR 设备以更好的切入中低端市场。在内容和开发者生态方面，苹果希望在做好底层相关搭建后，吸引开发者自建内容和软件生态。此外，苹果坚信 Vision Pro 将成为 2024 年用户的关注焦点，并相信它可能会在几年内“成为其财务故事的重要组成部分”。(2)Meta 的 VR/MR 设备(Quest3)定位社交和娱乐消费工具，主打产品性价比，面向中低端市场。Meta 对 VR/MR 设备的定位侧重社交和娱乐属性的消费工具，主打相对低价也能体验到较为先进的 MR 功能且大多数消费者能负担得起，主要面向中低端市场。价格相对便宜，Quest 系列 VR 设备一体机的价格普遍在 300-500 美元之间，仅相当于一款中端手机的价格；但随着生产技术的成熟和行业的稳定，Meta 仍有机会向中高端市场发力。在内容和开发者生态方面，Meta 倾向先用低价获取大量的用户基础，

以此来促进开发者生态的繁荣。

以下为两款新产品的部分硬件性能及搭配介绍：

苹果 Vision Pro：(1) 芯片方面，搭载 M2 和全新的 R1 芯片，R1 芯片为苹果全新设计，专为头显处理摄像头、传感器的数据传输（12 个摄像头、5 个传感器和 6 个麦克风的输入）。(2) 操作系统，专为空间计算设计的全新操作系统 Vision OS，可与 iPhone、iPad 等设备实时同步。(3) 显示屏幕，搭载 2 块 1.42 英寸定制 Micro-OLED 内屏，双眼分辨率达 8K，可实现广色域和高动态范围；外部配 1 块 OLED 柔性外屏；增加 EyeSight 反向透视功能，能让用户看到身边的人。(4) 全新设计 Optic ID 安全认证系统，支持虹膜识别以快速解锁设备。(5) 起售价 3499 美元，相对高昂。

Meta 的 Quest 3：(1) 首次采用高通骁龙 XR2 Gen2 芯片（高通专为 AR/VR/MR 等产品定制的芯片产品），与第一代骁龙 XR1 相比，GPU 性能提升了 2.5 倍，GPU 效能提升了 50%，大大提升了穿戴眼镜的续航；VST 视频透视线程优化，时延降至 12ms；支持 3K×3K 显示，12ms 全彩 VST，支持最新的 Wi-Fi 7 无线协议。(2) 增加了 2 颗彩色摄像头和 1 颗深度传感器实现 VST，让原来的 VR 设备变身成为能够看得到外界的 MR 设备。

(3) 通过传感器及 AI 算法，首次实现了通过 VR 设备采集场景数据、网格数据和深度数据三种空间数据，具有更强的环境感知能力。(4) 已于 2023 年 10 月 10 日发售，起售价 499 美元，相比 Quest2 提价后的 399 美元起，产品性价比更高。截至 2023 年 3 月，Meta 的 Quest 系列头显在全球的累计销量突破 2000 万台，用户在 Quest 商店的累计消费超过 20 亿美元。

根据华尔街日报，腾讯已与 Meta 达成初步协议，将于 2024 年底在中国销售新款“平价版”VR 头显。腾讯将负责 Meta Quest 的代理销售、营销和客户服务等方面的工作，而 Meta 将获得设备销售的大部分收入。我们认为，依托腾讯自身强大的内容和生产能力，有助于进一步丰富 VR 内容的生态；同时，凭借 Meta Quest3 的产品力，有助于进一步提高国内对 VR 设备的认可度，扩充市场规模。

表 6：Meta Quest3 与 Apple Vision Pro 主要性能参数

公司	Meta	Apple
产品名称	Meta Quest3	Apple Vision Pro
产品形态	VR 一体机	MR 一体机（电池外置）
处理器	高通骁龙 XR2+Gen2	M2+R1 协处理器
屏幕	2 块倾斜 21° 安装 LCD（JDI 和京东方）	2×1.42 英寸 Micro-OLED 内屏+1×OLED 柔性外屏
分辨率	单目 2064×2208	（内屏）双屏 3200 万像素，单眼 4K；外屏分辨率不详
刷新率	最高 120Hz	90-96Hz
光学方案	Pancake	3P Pancake
视场角	水平 97°，垂直 93°	90° -97°
瞳距	机械式 IPD 调整	电动调节
电池	配备可选外接电池（19.44Wh）	外置电池，MagSafe 接口，续航 2 小时
摄像机	6 颗（4 颗 Canyon 摄像头、2 个 Teton 摄像头）	12 颗
传感器	中间一颗深度传感器	1×LiDAR，2×结构光深度传感器，2×IR 红外传感器

ROM	128GB	64GB 起
自由度	6DoF	6DoF
通讯传输	支持 USB-C、蓝牙、Wifi	支持 Wifi、蓝牙
操作系统	Android	Vision OS
人机交互	无眼动/面部追踪/支持手柄/手势/全彩 VST	按键/语音/手势/眼动/面部/全彩 VST/虹膜识别
配套内容	兼容 Quest2 应用商店游戏、应用程序和体验	——
重量	约 503 克	定制磁吸屈光模块
屈光度	无，用户需自行适配镜片	支持虹膜识别/空间音频/具有 EyeSight 反向透视
产品单价	499.99 美元	3499 美元
发布时间	2023 年 6 月 1 日发布，10 月发售	2023 年 6 月 6 日发布，预计 2024 年量产上市

资料来源：VR 陀螺，IT 之家，财信证券

3 影视院线、游戏、营销

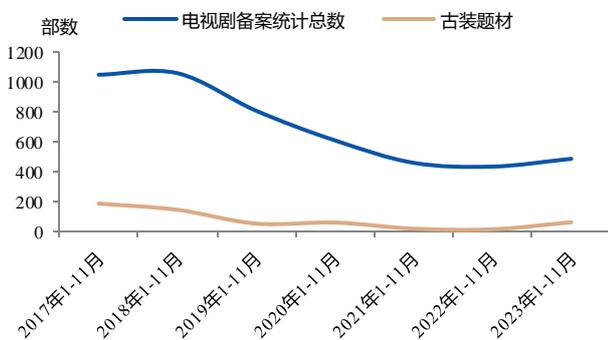
3.1 影视院线：内容提质增效，关注短剧及电影分线发行

3.1.1 疫后需求稳步恢复，内容提质增效

在政策监管边际放松的大环境下，疫后大众线下娱乐需求恢复，内容行业呈现供需双改善态势。

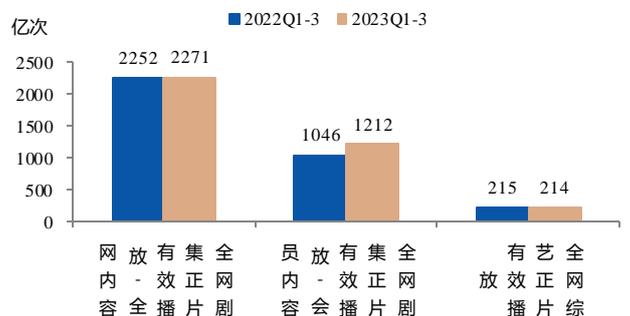
(1) 影视内容板块。随着前两年影视行业的监管整治，行业基本步入规范和健康发展。从电视剧备案来看，内容供应量边际增多，2023 年 1-11 月电视剧备案数量达 489 部，较 2022 年、2021 年同期分别多增 52 部、27 部；其中，古装题材也呈现回暖迹象，2023 年 1-11 月古装备案数量达 65 部，较 2022 年、2021 年同期分别多增 47 部、43 部。播出端，长视频内容线上播放量同比也取得一定增长。根据云合数据，剧集端，2023 前三季度全网剧集正片有效播放量 2271 亿，同比增长 0.84%，其中会员内容有效播放量同比增长 15.87%；综艺端，2023 前三季度全网综艺正片有效播放量 214 亿，同比略降 0.47%。

图 15：2017 年-2023 年 1-11 月电视剧备案情况



资料来源：国家广电总局，财信证券

图 16：2023Q1-3 全网剧集&综艺播放量情况

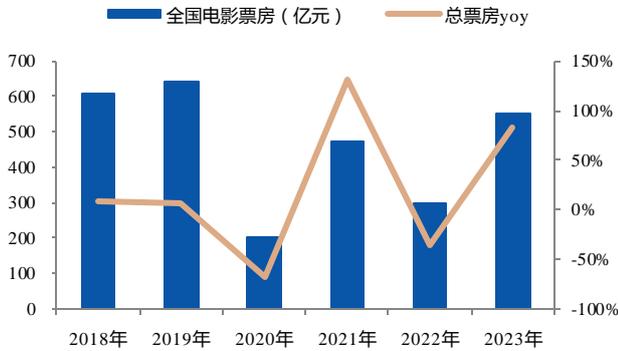


资料来源：云合数据，财信证券

(2) 院线放映板块。随着疫后大众观影需求恢复、海外大片表现不及预期及国产影片的优质供给，国内电影市场取得明显增长，单银幕产出水平明显改善。2023 年全国电影票房约 549.41 亿元，同比增长 83.46%，创下近三年最高票房水平；观影人次 12.99 亿

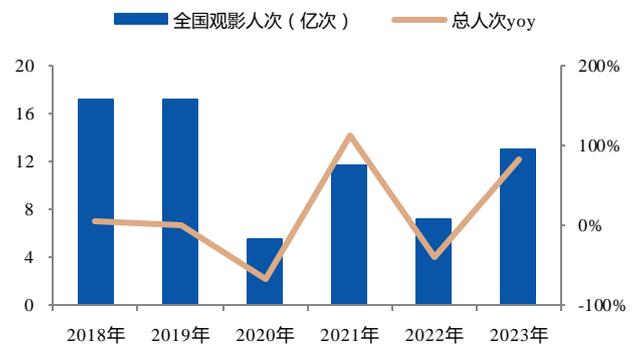
次，同比增长 82.44%；平均票价 42.30 元，同比增长 0.48%；全国上座率 8.00%，同比增加 2pct。全国银幕增速放缓，单银幕产出提高。2023 年全国共有 77697 块银幕，同比微增 0.87%；单银幕产出 70.71 万元/块，同比增长 81.87%。

图 17：2023 年全国电影票房及其同比增速



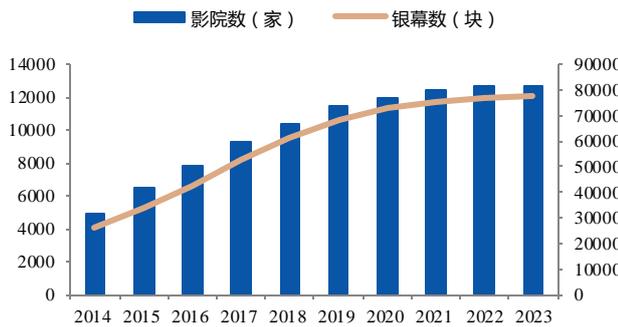
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 18：2023 年全国观影人次及其同比增速



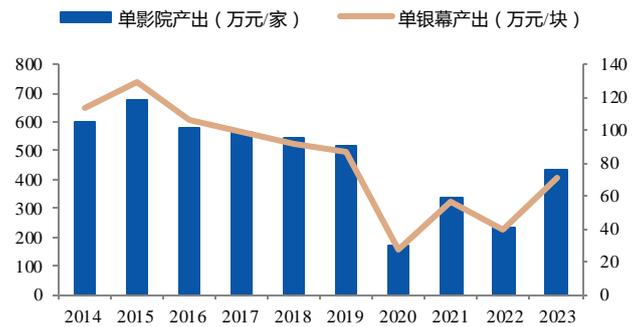
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 19：全国影院及银幕数量



资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 20：全国单影院/银幕产出



资料来源：灯塔专业版，财信证券

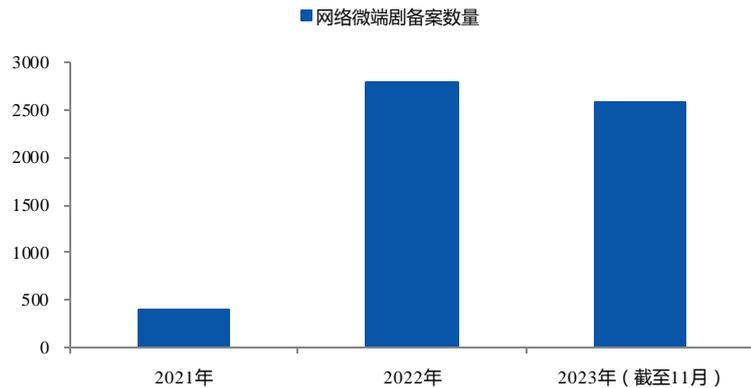
3.1.2 短剧贡献行业增量，电影试水分线发行满足多样化需求

微短剧热度持续上升，备案量和上线量快速增长。国家广电总局国家广电总局将微短剧定义为“单集时长从几十秒到 15 分钟左右”。与长视频相比，微短剧的生产制作成本低、回收周期大大缩短、备案上线流程相对简单、投资回报率更高，而且在剧情设置方面更能密集的切中观众的爽点。因此，在当前用户需求多元化的背景下，微短剧迎来快速发展。根据国家广电总局数据，近两年年均全国微短剧拍摄备案数量均超 2500 部，较 2021 年水平增长超 5 倍。此外，根据德塔文数据，2022 年 10 月-2023 年 8 月底，长短视频平台共上线 1125 部微短剧，同比过去三年的不足 500 部，实现了跨越式增长；分平台看，短视频、长视频平台成为微短剧的主要播出平台，抖音、快手分别上新了 455 部、214 部；优酷、腾讯、芒果位列其后，分别上新了 189 部、176 部、66 部；爱奇艺仅上线了 12 部；B 站、百视 TV、搜狐视频等长尾平台也逐步入局微短剧，上线作品少于 10 部。

我们预估当前微短剧市场规模在 200 亿元上下，未来有望继续保持快速增长。根据

字节跳动数据，2023年9月短剧行业大盘日均消耗规模超5000万元。新腕儿显示，国庆等节假日期间短剧行业日消耗峰值破亿，由此我们预估当前微端剧市场规模在200亿元上下。随着近期监管对短剧行业的规范整顿，抖音收紧平台的代投资质，微信、快手等相继加强短剧内容审核等，且有以传统影视公司为代表的强制作方入场，行业有望迎来更加规范健康发展。但我们认为，短剧行业的出现其实是满足了不同层次人群的需求，尤其是下沉市场用户的碎片化娱乐需求，因此未来行业有望继续保持快速增长。

图 21：网络微端剧备案数量



资料来源：国家广电总局，财信证券

电影试水分线发行，满足更多层次的观影需求。分线发行，即与以往的一部影片全国院线统一放映不同，而是片方可以选择提供较优条件的院线或影院投资管理公司进行交易，如提供的黄金场次较多、排片比例较高、放映周期较长、影片票房结算分账比例较高等，都属于择优考虑的范畴。《“十四五”中国电影发展规划》中，明确鼓励开展分线发行、多轮次发行、区域发行、分众发行等创新业务。近日举行的第24届全国电影推介会暨首届全国电影交易会上，《再团圆》、《红猪》、《小行星猎人》等24部影片完成了分线发行签约，12月1日上映的《沉默笔录》成为首部分线发行的新片。中国电影的分线发行模式正式启动，在统一发行、统一放映的基础上，探索市场化的分线发行。

总体来看，分线发行有助于提高片方和影院的收益，满足全国观众的多样化需求：一方面，有利于探索新市场化、灵活化的交易方式，传统院线的分账比例为扣除上缴的国家电影专项基金后，片方43%、影院57%；另一方面，有利于提高影院和银幕的利用率，提高放映方的收益，传统大片喜欢在节假日等重要档期扎堆上映，而非档期时间又无片可看，造成资源的浪费。因此，分线发行的最终目的是让作品方和观众达到双赢。

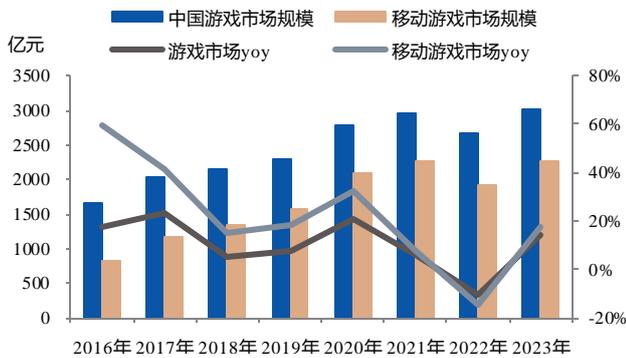
3.2 游戏：版号供给释放，关注小游戏渠道红利和结构性出海机会

3.2.1 大盘恢复增长，版号供给稳定释放

新品周期带动大盘恢复增长，用户规模创下新高。在版号恢复发放、新品密集上线背景下，2023年中国游戏行业市场规模达3029.64亿元，同比增速13.95%；中国自研游戏国内收入2563.75亿元，同比增长15.29%。其中，移动游戏市场规模2268.60亿元，同

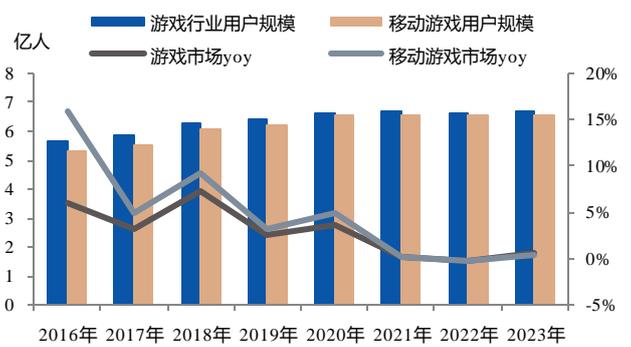
比增速 17.51%；端游市场规模 662.83 亿元，同比增长 8%；主机市场规模 28.93 亿元，同比增长 22.93%。在新游带动下，2023 年中国游戏用户规模达 6.68 亿人，同比增长 0.61%，创历史新高；其中，移动游戏用户规模 6.57 亿人，同比增长 0.38%。出海方面，受国内外局势、市场竞争加剧、隐私政策变动等影响，2023 年中国自研游戏海外收入 163.66 亿美元，同比增速-5.65%，但市场规模仍保持了连续四年超过千亿人民币。

图 22：中国（移动）游戏市场规模及其同比增速



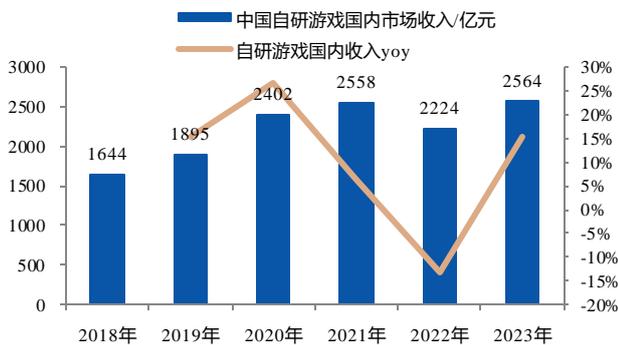
资料来源：伽马数据，财信证券

图 23：中国（移动）游戏用户规模及其同比增速



资料来源：伽马数据，财信证券

图 24：中国自研游戏国内收入及其同比增速



资料来源：伽马数据，财信证券

图 25：中国自研游戏海外收入及其同比增速



资料来源：伽马数据，财信证券

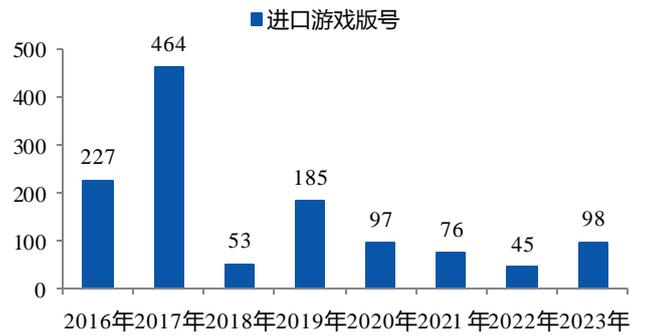
供给端，版号发放稳定。2023 年，国家新闻出版署累计下发 978 款国产游戏版号，已超过去年水平，平均每月 82 款；其中，12 月下发 105 款版号，数量较平常增多，显示出了监管对于稳定市场预期的决心。进口版号方面，2023 年国家新闻出版署累计下发 98 款，已超过去年水平。其中，腾讯的《指环王：纷争》、祖龙的《阿凡达：重返潘多拉》、网易的《指环王：纷争》和《劲舞团：全民派对》、完美世界的《女神异闻录：夜幕魅影》和《一拳超人：世界》、恺英网络的《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》、吉比特的《烛火地牢 2》等重点产品相继获得进口版号。

图 26：2016 年-2023 年国产游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，财信证券

图 27：2016 年-2023 年进口游戏版号发放数量

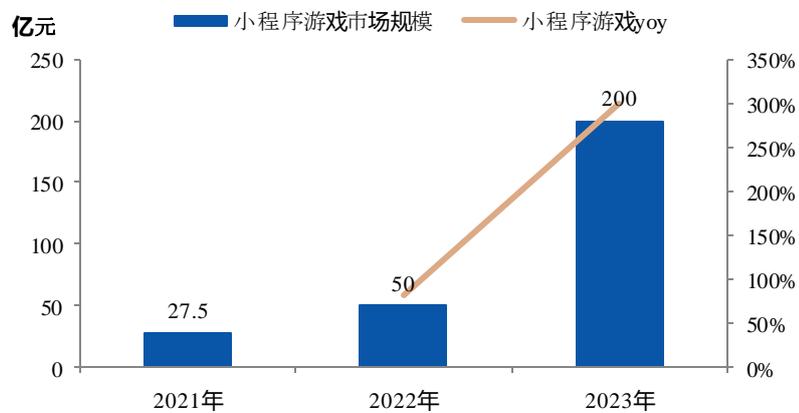


资料来源：国家新闻出版署，财信证券

3.2.2 微信小游戏高速增长，出海结构性机会仍存

互联网流量红利见顶背景下，微信小游戏迎来快速发展。在整体互联网流量红利消退、传统买量成本激增背景下，小游戏作为内嵌在微信中的小程序，拥有点开即玩即走、付费便捷、玩法简单等特点，且碎片化的游戏模式也扩充了新的游戏场景和用户规模。根据腾讯在 6 月微信公开课披露，小游戏上线 5 年来，累计用户 10 亿，月活跃用户突破 4 亿，开发者规模突破 30 万，其中 50% 是小于 30 人的团队。此外，微信全面鼓励小游戏开发，给出一系列配套鼓励政策：一是推出的 Unity 导出 H5 的优化工具专门适配小程序游戏，提升了渲染能力和游戏品质；同时，放宽本地小游戏的缓存限制，从最初的 50M 到 2020 年的 200M、再到 2022 年的 1G，让小游戏的画质、流畅度有了飞跃提升，C 端用户可玩性大大提高。二是调动开发者积极性，分成和激励向其倾斜。根据最新规则，开发者在安卓端的分成比例是普通小游戏 60%、创意小游戏 70%，苹果端微信暂不参与分成、苹果官方抽取 30%；此外，在广告金增配方面，整体相当于提供 4~5 折优惠，大大助推了小游戏的推广起量。三是不断优化审核流程，一般游戏审核都将在 24 小时内完毕、力争 12 小时。整体而言，微信小游戏具有轻量化、碎片化、下沉化的特点，在传统游戏用户红利见顶背景下，渠道红利优势凸显，成为短期中小游戏厂商拓展增量的重要来源。

图 28：中国小程序游戏收入及其同比增速



资料来源：伽马数据，财信证券

根据伽马数据统计，2023 年国内小程序游戏市场收入 200 亿元，同比增长 300%。

以平均 4 亿月活用户来计算，人均 ARPU 值约 50 元，与休闲游戏的水平较为相近。

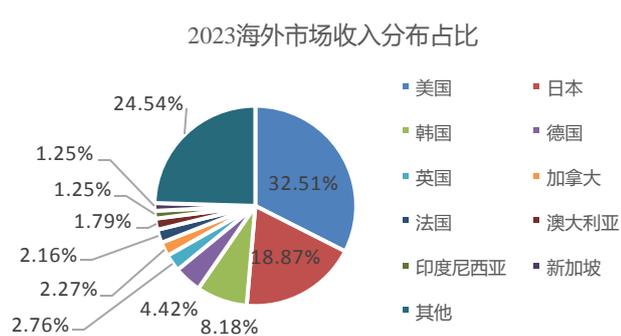
表 7：微信小游戏分成和激励规则

分成	小类	规则
现金分成	安卓端普通小游戏	开发者可得 60%
	安卓端创意小游戏	开发者可得 70%
广告金配赠规则	转充激励金	对于全部月流水：使用快周转，可获转充款 50% 的广告金，最高为月流水的 10%
	直接激励金	月流水 ≤ 50 万元部分：直接激励流水 40% 的广告金，最高 20 万元 自月流水初次 ≥ 1 万元起，窗口期 12 个月
	成长激励计划	近 30 天内，安卓现金投放每满 200 万元：可申请 10 万广告金；多次达标多次申领，可用于安卓定向投放

资料来源：微信开放社区（微信官方公告），财信证券

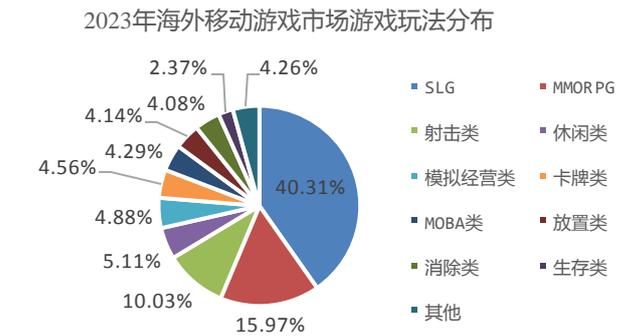
监管鼓励文化出海，结构性机会仍存。从 2023 年中国自研游戏出海情况来看，美、日、韩仍是我国移动游戏的主要海外市场，占比分别为 32.51%、18.87%、8.18%；此外，德国、英国、加拿大合计占比 9.45%，中东、拉美等海外新兴市场则未见显著提升。从游戏类别来看，2023 年在中国自研移动游戏海外市场收入前 100 的游戏中，策略类近三年一直是海外营收主力，前三大类别游戏分别是策略类、角色扮演类、射击类，占比分别为 40.31%、15.97%、10.03%，合计营收占比同比增加了 2.44pct 至 66.31%。整体而言，虽然海外市场竞争有逐年加剧趋势，但仍有较多的长尾市场有待挖掘，同时在国内监管趋势下，如 12 月 22 日发布的《网络游戏管理办法》（草案征求意见稿）中提到：鼓励网络游戏出版经营单位开拓海外市场，加强网络游戏国际合作，促进国际文化交流，提升中华文化国际影响力，出海仍是各游戏企业的首选之路。

图 29：2023 年中国自研移动游戏海外地区收入占比



资料来源：伽马数据，财信证券

图 30：2023 年中国自研游戏海外收入前 100 收入占比



资料来源：伽马数据，财信证券

3.3 营销：广告需求逐渐复苏，AI+工具落地广泛

3.3.1 经济稳步恢复，广告渠道呈结构化复苏

在宏观经济缓慢复苏的大背景下，整体广告投放需求逐渐恢复，但广告主对渠道的选择更加谨慎、预算投放也更加看重回报和效率。渠道表现分化，互联网视频广告、线下梯媒品牌广告更受广告主青睐。

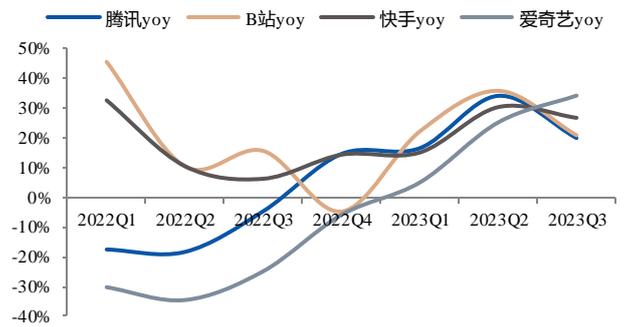
一是以腾讯视频号为代表的互联网视频广告增速恢复最快。根据 Questmobile, 2023 年 1-9 月中国互联网广告市场规模 4815.5 亿元, 同比增速 6.61%; 其中, Q1、Q2、Q3 的同比增速分别为 2.31%、14.08%、3.60%。典型互联网平台企业的广告收入增速恢复更快, 主要系以短视频为代表的广告更具变现效率、成为广告主投放首选, 如 2023Q1、Q2、Q3 腾讯广告收入同比增速分别为 16.54%、34.15%、19.95%, 快手线上营销收入同比增速分别为 15.09%、30.36%、26.75%, B 站广告收入同比增速分别为 22.19%、35.84%、20.89%, 长视频平台爱奇艺的广告收入同比增速分别达 5.01%、25.21%、34.24%, 均远远超出了行业平均增速。

图 31: 中国互联网广告规模及其同比增速



资料来源: Questmobile, 财信证券

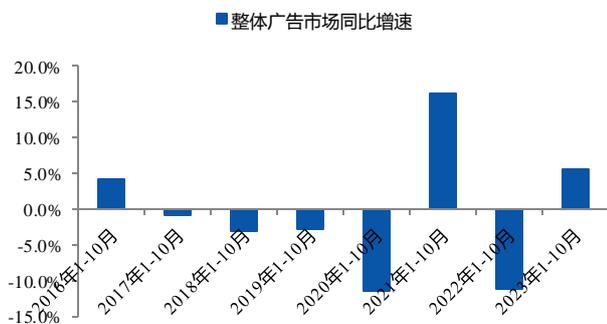
图 32: 典型互联网平台广告收入规模及其同比增速



资料来源: wind, 财信证券

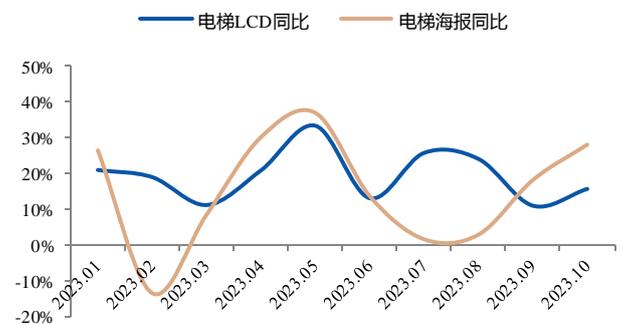
二是以分众传媒为代表的线下梯媒广告, 成为品牌广告主的首选。梯媒广告面向城市主流人群、在密闭空间中能够多次有效触达, 因此也成为数不多的在大多数年份都能保持正增长的品牌广告渠道。根据 CTR, 2023 年 1-10 月整体广告市场花费同比增速为 5.6%。分渠道而言, 2023 年 1-9 月, 电梯 LCD、电梯海报的同比增速分别为 19.9%、13.9%; 单 10 月, 电梯 LCD、电梯海报的同比增速分别为 15.7%、28.1%, 环比增速分别为 4.8%、-6.5%。分众传媒 2023 年前三季度营收和归母净利润分别达 86.75 亿元、36.02 亿元, 同比增速分别达 17.71%、69.06%; 单 Q3 淡季表现不淡, 分别实现营收和归母净利润分别为 31.58 亿元、13.71 亿元, 同比增速分别为 25.44%、88.48%, 环比增速分别为 7.35%、6.24%, 彰显出整体需求复苏稳中向好的态势。

图 33: 2023 年 1-10 月整体广告市场同比增速



资料来源: CTR, 财信证券

图 34: 2023 年 1-10 月电梯 LCD 和电梯海报同比增速



资料来源: CTR, 财信证券

3.3.2 AI+营销工具落地广泛，有望带来结构性增长机会

AIGC技术的成熟进一步赋能广告行业全方位、全流程发展。具体流程可以分为：1) 目标客户定位和分析，实现个性化方案设计。使用 AI 技术对海量客户群进行定位、识别、分群，基于分群进行个性化方案设计，设置自动化营销流程。2) 内容自动生成，实现降本增效，助力数字化营销形成闭环。在数字化营销流程中，内容自动化生成是过去较为薄弱的环节，AIGC 技术的应用也有助于数字化营销实现业务闭环。例如，AI 技术可基于特定的提示词，辅助营销创意的构思，同时实现文字、图片、音频、视频等广告物料的自动化生成，替代了传统人工的重复性工作，达到降本增效的目的。3) 自动化推送和投后分析复盘。AI 技术下实现全渠道的对接，能够自动推送个性化营销方案和内容，实时优化广告投放与转化，事后针对营销全景进行复盘分析与营销方案再生成。

生成式 AI 技术助力创新广告形式。随着 AI 技术与各行业应用的融合，“AI+应用”层出不穷，流量入口和使用场景重新分配，广告形式也将随之创新。例如，2 月微软宣布旗下 New Bing 接入 GPT4，截至 5 月基于 GPT-4 的 Bing AI 已经提供了 5 亿次聊天，并且有 2 亿人使用该平台生成 AI 图像，日活已超过 1 亿。随着 New Bing 带来更多的商业化流量，4 月微软宣布正在尝试将搜索广告嵌入 New Bing 中。预计未来随着“AI+应用”对商业化流量的重新塑造，创新的广告形式也将更加多样化。

当前，生成式 AI 技术主要在文本/图片等内容生成方面助力降本增效。(1)海外方面，已有互联网龙头率先取得成效。5 月，Meta 推出了人工智能工具和服务 AI Sandbox（人工智能沙盒），主要可以用于生成文本和背景、显示图像等。其中，生成文本可用于产生多个版本的广告文案，供广告商选择；生成背景可用于广告材料背景；显示图像是广告商想在 Instagram 的主 feed 及 Stories 和 Reels 上发布广告时，只需在这三个页面提供一张图片，该工具可以自动调整图片的高宽比。在人工智能技术加持下，目前有超越 3/4 的广告商选择 Reels 投放广告，Meta 还在进一步提升 Reels 的收入逆差。(2)国内方面，营销行业成为 AI 工具落地最为广泛的细分场景之一。目前国内多家广告公司均推出了基于营销行业的垂直细分模型，如因赛集团的 InsightGPT，蓝色光标的 Blue AI，易点天下的 KreadoAI，三人行的“一个 AI”，分众传媒的营销大模型已部署完成、正在持续的微调迭代等。一方面可以对内使用，简化自身工作流程、提高工作效率；另一方面也可以对外赋能广告主，满足中小长尾客户的个性化需求，提升客户签单率。总结来看，随着 AI 工具和营销细分场景的更广泛结合，AI 赋能降本增效、创造更多的广告场景和广告形式等有望在 2024 年看到兑现。

表 8：国内营销行业上市公司推出的营销垂直模型

公司	主要 AI 落地情况
因赛集团	推出营销行业垂直模型 InsightGPT：1) 预计于 24 年 1 月中旬前，开放体验视频智能剪辑功能；2) 预计于 24 年 2 月上旬，开发上线面向 C 端用户的可裂变推广的子产品，用户可自行输入需求生成动态视频；3) 预计于 24 年 2 月底前，开放体验图生视频相关营销应用产品；4) 预计于 24 年 3 月底前，开发实现文生视频功能，在时机成熟后推出公测版正式启动商业化
蓝色光标	9 月发布营销行业模型“Blue AI”，接入微软云、百度、智谱 AI 等多家 TOP 合作伙伴，并在蓝色光标内部全员展开应用。Blue AI 有望改变传统营销作业方式，加速降本增效，推动 AI 时代营销行业的资产建设和沉淀。目

	前，公司基本实现 100%全工种、全员使用 AI，整体业务提效超 35%；尤其是出海业务，基本可实现 600%-800%的效率提升
天娱数科	旗下虚拟人已接入 GPT-4 的 API 接口；打造“MetaSurfing-元享智能云平台”，通过 AIGC、大模型、智能学习、3D 动作数据库、专精知识库等多类型智能算法和资源，打造技术、内容、营销三位一体的全栈式数字人解决方案，并延伸出元趣 AI、元享数字魔盒等软硬件产品，涵盖数字人直播、数字人代言、数字人员工等多种应用
易点天下	7 月份发布了 AIGC 数字营销平台 kreadoAI，9 月全新升级 2.0 版本：新增真人语音克隆、真人形象克隆、PPT 文件生成数字人口播视频、数字人人物全身出镜、数字人口播视频背景更换、视频比例设置、数字人热门人物排序等在内的 7 大核心亮点功能，可复刻真人音色、音律，只需提交 5 分钟录制音频，即可高度还原真人音色，克隆后还可以随意切换 140+种多国语言输出。公司是 HUAWEI 官方的出海广告营销“认证服务商”，与 HUAWEI 旗下鲸鸿动能达成深度合作，为客户接入依托于 HUAWEI 的全场景生态、自有媒体和全球三方媒体优质流量，帮助客户精准触达海外目标用户群体
三人行	12 月推出营销领域多模态 AI 产品“一个 AI”，是依托科大讯飞星火大模型 3.0 技术及三人行二十年专业营销经验和数据，在独家专业数据基础上衍生出的垂类 AI 产品，能为客户提供从品牌战略、媒介策略、创意内容产生到媒介预算投放的全链条智能营销服务
华扬联众	全新开发的 HiGC 智能营销平台已经接入了 ChatGPT-4，该系统目前只对公司内部员工开放并实现下列功能：1) ChatGPT，基于 3.5/4.0 模型，支持聊天组；2) Midjourney，提供 V4/V5，支持 Promp 优化；3) Stable Diffusion，本地化部署；4) 变换视频风格，本地上传视频，生成多种风格转化
天地在线	5 月，公司与聆心智能合作，双方将合力整合营销垂类知识，共同打造营销行业模型，并推出细分行业垂类模型解决方案。同时在此基础上开发企业 AI 助手、AI 数字人、AIGC 营销工具等应用产品，帮助企业提高工作效率和协作能力、提升内容创作效率和质量
分众传媒	营销大模型已部署完成，正在持续的微调和迭代；计划 toB 赋能中小客户，提升获客签单率

资料来源：wind，投资者互动平台，财信证券

4 重点投资标的

4.1 分众传媒 (002027.SZ)：需求稳定复苏，淡季不淡彰显经济韧性

公司 2023 年前三季度实现营收 86.75 亿元，同比增速 17.71%；归母净利润 36.02 亿元，同比增速 69.06%；其中，Q3 实现营收 31.58 亿元，同比增速 25.44%、环比增速 7.35%；归母净利润 13.71 亿元，同比增速 88.48%、环比增速 6.24%。

需求复苏稳中向好，淡季不淡彰显韧性。整体来看，今年前三季度消费需求稳步恢复，公司盈利能力明显提升，毛利率和净利率分别为 65.51%和 41.31%，同比分别增加 4.50pct 和 11.86pct。其中，单 Q3 的广告市场需求呈现淡季不淡局面，公司归母净利润环比增长 6.24%至 13.71 亿元、接近此前预告上限，扣非归母净利润环比增长 9.66%至 12.85 亿元。市场方面，根据 CTR 最新数据，2023 年 1-10 月整体广告市场同比增长 5.6%，单 10 月同比增长 6.6%、环比略降 0.9%。分渠道来看，梯媒同比增长态势良好，10 月电梯电视、电梯海报分别同比增长 15.7%、28.1%，环比增速分别为 4.8%、-6.5%。

核心城市规模优势稳固，AI 赋能客户服务和提升运营效率。截至 2023 年 7 月底，公司国内屏幕数量（含参股）269.6 万块，同比增长 5.35%；海外屏幕 12.6 万块，同比增长 18.87%。其中，国内一二线城市自营屏幕数量 205.8 万块，同比增长 4.63%；三线及以下城市自营屏幕数量 25.5 万块，同比减少 4.85%。目前，公司的垂类大模型已经部署完

成，正在持续的微调和迭代。公司部署的基于 AI 驱动的解决方案，将主要集中在广告创意生成、广告策略制定、广告投放优化、广告数据分析等多方面的综合能力，赋能更多广告主、扩大公司对中小潜在客户的服务半径。

随着消费需求稳步恢复，公司业绩彰显宏观经济复苏韧性。预计公司 2023 年/2024 年/2025 年分别实现营收 124.10 亿元/146.59 亿元/161.75 亿元，归母净利润 49.20 亿元/61.09 亿元/67.76 亿元，EPS 分别为 0.34 元/0.42 元/0.47 元，对应 PE 为 18.21 倍/14.74 倍/13.17 倍。维持“买入”评级。

风险提示：政策监管风险；广告主投放不及预期；市场竞争加剧。

4.2 芒果超媒（300413.SZ）：前三季度业绩符合预期，关注 2024 年重点片单

公司 2023 年前三季度实现营收 101.96 亿元，同比增速-0.42%；归母净利润 17.66 亿元，同比增速 5.21%。其中，单 Q3 实现营收 35.07 亿元，同比增速-0.50%；归母净利润 5.15 亿元，同比增速 5.62%、环比增速-27.04%。

财务指标平稳，金鹰卡通完成并表。2023Q1、Q2、Q3 分别实现营收 30.56 亿元、36.33 亿元、35.07 亿元，同比增速分别为-2.16%、1.18%、-0.50%；归母净利润 5.45 亿元、7.06 亿元、5.15 亿元，同比增速分别为 7.39%、3.29%、5.62%。整体来看，公司盈利水平较为稳定、期间费用率略降。2023 前三季度公司毛利率和净利率分别为 35.80%和 16.79%，同比分别变化-0.6pct 和 0.69pct；销售/管理/研发/财务等期间费用率合计为 19.67%，同比降低 1.20pct。2023 年 7 月，公司宣布拟以自有资金 8.35 亿元收购金鹰卡通 100% 股权，金鹰卡通承诺 2023 年、2024 年、2025 年净利润分别不低于 0.46 亿元、0.54 亿元、0.60 亿元。2023 年 10 月，金鹰卡通正式完成工商变更登记成为公司的全资子公司，并纳入公司的合并报表，有望进一步增厚公司业绩。

2024 年片单发布，综艺赛道优势保持，剧集持续补短板。(1)综艺方面：新老 IP 创新不断，多赛道齐头并进。头部综 N 代活力依旧，《乘风 2024》、《披荆斩棘 4》、《大侦探 9》、《密室大逃脱 6》、《花儿与少年 6》、《中餐厅 8》、《全员加速中 2024》、《声生不息·中华季》、《时光音乐会·亚洲金嗓季》等经典 IP 持续深耕，《歌手 2024》国际版也将重磅回归；全新竞演类综艺，如《中国村花》（长短视频结合播出）、《舞蹈狂花》（全女性街舞生存竞技真人秀）、《来者何人》（青年动作演员成长秀）等；迷踪赛道进一步拓展，有《街头猫鼠战争》、《旅行任意门》、《火星一号》、《魔方新世界》等 4 档全新 IP 品牌；情感赛道，除在播的《再见爱人 4》、《爱的修学旅行》之外，全新打造的《是女儿是妈妈》、《逃出讨厌岛》等将关注更深层次的社会情绪；职场类《初入职场·机长季》等。此外，公司还将重点推出“艺人 IP 全链路新综艺”，如《快乐老友记》（0713 成员自创自制）、拟邀张颂文的《小熊花园》（优质男演员与朋友们的真实生活场景）、《林中小屋》（为科技达人设置全屋智能生活美学体验）、《人生至少有一次》（冒险极地旅行）、《你没事儿吧》（主打朋友间反差感）等。(2)剧集：全力补短板，加速打造头部内容。2023 年，芒果双平台剧集播出表现取得一定成就，涌现出《去有风的地方》、《我的人间烟火》、《以爱为营》等

出圈剧集。2024年，公司加强剧集补短板力度，打造了涵盖古装、女性、都市、现实等多题材内容。一方面，与中国移动开启“大片联创计划”，着力打造头部影视项目，发布了首部作品《水龙吟》。另一方面，加深与头部影视公司及知名创作人的合作，如与华策影视合作将推出《国色芳华》、《都是好时光》等大剧；与高群书、月关、梁振华、余飞、海飞、郭敬明等知名导演、编剧合作，将带来《末路之徒》（根据真实涉赌案件改编）、《瓷龙入海》（瓷与诗的历史传奇故事）、《女神蒙上眼》（女性律师题材）、《算账》（悬疑题材）、经典IP《画皮》电视剧版、《长夜长安》（古装奇幻），以及政法系列三部曲《追踪夺命金》、《治安先锋》、《大瘾》等系列大作。

随着宏观经济复苏及广告主投放需求恢复，公司广告收入有望恢复增长，平台用户及会员规模也有望进一步提升。考虑到国企文化税收优惠到期影响，我们下调公司2024年及以后盈利水平，预计公司2023年/2024年/2025年营收139.67亿元/153.73亿元/165.64亿元，归母净利润20.43亿元/18.73亿元/19.99亿元，EPS分别为1.09元/1.00元/1.07元，对应PE分别为22.17倍/24.16倍/22.58倍。维持“买入”评级。

风险提示：政策监管风险；宏观经济疲软；广告恢复不及预期；会员增长不及预期。

4.3 三七互娱（002555.SZ）：整体业绩稳健，微信小游戏表现亮眼

公司2023年前三季度实现营收120.43亿元，同比增速3.12%；归母净利润21.92亿元，同比增速-2.85%。单Q3实现营收42.82亿元，同比增速19.43%；归母净利润9.66亿元，同比增速72.06%。

整体业绩稳健，单Q3扣非归母净利润超预期。前三季度，公司毛利率、净利率分别为79.20%、17.99%，同比分别降低3.29pct、1.12pct；营业成本占营收比重20.80%，同比增加3.3pct；期间费用率略有下降，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为52.82%、3.52%、4.76%，同比分别变化-0.15pct、0.67pct、-1.53pct；同时，公司利润增速小于收入增速，主要系Q2代理游戏收入占比提升带动对外分成成本增加所致。Q3公司扣非归母净利润9.62亿元，超出此前预告上限（8.5-9.5亿元）；盈利水平明显改善，毛利率、净利率分别为80.39%、22.40%，同比分别增加2.25pct、6.93pct，环比分别增加1.54pct、11.34pct，主要系《斗罗大陆：魂师对决》、《Puzzles&Survival》、《叫我大掌柜》、《小小蚁国》等存量产品的长线运营，以及Q2上线的《凡人修仙传：人界篇》、《最后的原始人》、《霸业》等新品在Q3逐渐进入稳定增长期，为收入和利润贡献增量。

紧抓微信小游戏渠道红利，产品储备丰富。《问道大千》于今年6月上线，但自7月起该款游戏就一直排名微信小游戏畅销榜前列，预计月流水破亿。该款游戏的出海同样取得不凡战绩，8月底《小妖问道》（即《寻道大千》港台版）上线港台地区，排名基本稳定在港台市场畅销榜top20，预计月流水接近3000万；10月12日发布韩服，10月27日发布日服版《妖游记》，日韩市场有望复刻港台成功经验。整体而言，此轮版本号重新发放后，新产品上线紧凑，传统买量竞争加剧带动获客成本提升。公司紧抓微信小游戏渠道红利，率先在小游戏赛道取得不俗战绩。后续公司储备了《扶摇一梦》、《空之勇者》、《龙

与《爱丽丝》等十余款自研产品,《曙光计划》等二十余款代理产品,其中包括3款自研小游戏有望于未来季度间陆续发行,为公司业绩提供坚实保障。

公司多元化品类矩阵及充足的产品储备有望实现平稳业绩增长。预计公司2023年/2024年/2025年营收170.32亿元/179.01亿元/188.60亿元,归母净利润30.84亿元/33.45亿元/35.39亿元, EPS分别为1.39元/1.51元/1.60元,对应PE分别为13.50倍/12.43倍/11.73倍。维持“买入”评级。

风险提示:政策监管风险;产品上线延迟;流水不及预期;立案处罚结果不确定。

4.4 恺英网络(002517.SZ): Q3业绩增长符合预期,关注后续新品上线

公司2023年前三季度实现营收30.29亿元,同比增长7.23%;归母净利润10.82亿元,同比增长18.39%。其中,单Q3实现营收10.53亿元,同比增长29.10%、环比增长3.09%;归母净利润3.58亿元,同比增速25.05%、环比减少17.58%。

长线产品稳定运营、新品表现优异、小游戏表现出色等带动Q3业绩增长。公司Q3业绩实现同比增长,主要系《原始传奇》、《王者传奇》、《天使之战》、《永恒联盟》等传统品类稳定运营,以及《新倚天屠龙记》(6月13日上线)、《全民江湖》(8月2日上线)、《仙剑奇侠传:新的开始》(9月19日上线)等新品贡献流水增量。其中,《仙剑奇侠传:新的开始》小游戏版本表现不错,位于微信小游戏畅销榜10名左右。此轮版本号恢复发放后,市场竞争加剧推动获客成本提升,而微信小游戏对研发和买量的要求较App版本更低、玩家更易上手,短期渠道红利明显。

产品储备丰富,关注后续上线计划。公司于10月26日上线了《石器时代:觉醒》,目前在IOS畅销榜平均位列40名上下。后续公司储备的产品还有《纳萨力克之王》(预计今年底上线)、《仙剑奇侠传:新的开始》APP版(预计今年底上线)、《斗罗大陆·诛邪传说》(预计今年底或明年初上线)、《妖怪正传2》(预计今年底或明年初上线)、《临仙》(预计明年上半年)、《龙腾传奇》、《归隐山居图》、《代号:转生史莱姆》、《代号:盗墓》(无版本号)等。此外,还有一款动作竞技类的VR游戏预计在今年底前上线。子公司盛和网络剩余股权8月实现并表,大股东回购彰显信心。此前,公司于5月公布拟以自有资金5.70亿元收购控股子公司盛和网络29%少数股权,8月通过相关部门审核并取得营业执照,完成并表。此外,10月26日,公司大股东宣布拟以自有资金1亿元增持公司股份,彰显对未来发展的信心。

公司产品运营稳健,新一轮发展周期下,业绩增长向好。不考虑盛和网络剩余股权并表影响,预计公司2023年/2024年/2025年营收42.28亿元/48.31亿元/54.87亿元,归母净利润13.94亿元/16.71亿元/18.97亿元, EPS分别为0.65元/0.78元/0.88元,对应PE分别为16.38倍/13.65倍/12.10倍。维持“增持”评级。

风险提示:政策监管风险;核心产品流水下滑;产品上线延迟。

4.5 蓝色光标 (300058.SZ): 营收增长强劲、出海提升较快, 但 Q3 盈利略低于预期

公司 2023 年前三季度实现营收 363.12 亿元, 同比增速 36.65%; 归母净利润 2.88 亿元, 同比增速 847.94%。单 Q3 实现营收 143.22 亿元, 同比增速 45.24%; 归母净利润 0.03 亿元, 同比增速-86.54%; 扣非归母净利润 0.62 亿元, 同比增速-12.04%。

营收增长强劲, 出海收入占比提升降低整体毛利率, Q3 盈利略低于预期。前三季度, 公司实现营收 363.12 亿元, 已接近 2022 全年营收水平; 毛利率、净利率分别为 3.95%、0.78%, 同比分别变化-1.03pct、0.68pct, 整体毛利率持续走低主要系低毛利率的出海收入占比提升较快所致。单季度来看, Q3 营收 143.22 亿元, 环比增长 17.25%, 主要得益于全球化战略和出海业务的持续增长; 毛利率和净利率分别为 2.95%、0.01%, 同比分别减少 0.50pct、0.21pct, 环比分别减少 1.36pct、1.09pct, Q3 公司盈利水平面临较大幅度下滑, 原因有二: 一是低毛利率的出海收入增长较快, 带动整体毛利率降低; 二是国内复苏进程较慢背景下, 部分品牌客户投放减缓带动国内业务盈利能力下降所致。根据公司中报, 2023H1 公司出海收入同比增长 32.60%至 158.75 亿元, 占营收比重同比增加 0.55pct 至 72.19%, 创历史新高。

基于 AI 战略布局, 助力降本增效。今年 9 月, 公司发布了营销行业模型“Blue AI”, 接入了微软云、百度、智谱 AI 等多家 TOP 合作伙伴, 改变了传统营销行业的作业方式。目前, 该模型已在公司内部全工种展开应用。据公司官方披露, 该模型能给整体业务提效超 35%, 出海业务甚至提效 600%-800%, 未来有望加速实现降本增效。

随着广告行业景气度向好, 公司作为全球领先的营销传播集团, 全球化战略布局和出海收入提速, 业绩有望保持稳健。预计公司 2023 年/2024 年/2025 年营收分别为 466.56 亿元/513.22 亿元/564.54 亿元, 归母净利润分别为 3.47 亿元/5.61 亿元/7.34 亿元, EPS 分别为 0.14 元/0.23 元/0.30 元, 对应 PE 分别为 48.57 倍/29.57 倍/22.67 倍。维持“增持”评级。

风险提示: 政策监管风险; 市场竞争加剧; 新技术业务落地不及预期。

4.6 万达电影 (002739.SZ): 暑期档表现优异, 前三季度业绩大幅增长

公司 2023 年前三季度实现营收 113.48 亿元, 同比增速 46.98%; 归母净利润 11.15 亿元, 同比增速 309.14%。单 Q3 实现营收 44.79 亿元, 同比增速 60.97%; 归母净利润 6.92 亿元, 同比增速 1340.97%。

疫后线下娱乐恢复较快, 暑期档及全年电影大盘表现优异带动公司业绩逐步回升。暑期档全国电影票房 206.16 亿元, 创历史最高水平, 同比增长 125.66%; 2023 年全国电影票房 549.41 亿元, 创近三年最高水平, 同比增长 83.46%。公司前三季度国内影院实现票房 62.2 亿元 (不含服务费), 同比增长 67.6%, 较 2019 年同期增长 5.2%; 观影人次 1.5

亿, 同比增长 68.7%, 较 2019 年同期增长 3.7%。其中 7-9 月公司国内影院实现票房 25.7 亿元 (不含服务费), 同比增长 102.1%, 较 2019 年同期增长 21.2%, 整体表现好于行业平均水平。公司 2023Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 3.16 亿元、1.07 亿元、6.92 亿元, 盈利水平明显好转。

放映端, 行业龙头地位稳固。截至 2023 年 9 月底, 公司国内拥有已开业影院 877 家, 7338 块银幕; 其中, 直营影院 709 家、6159 块银幕, 轻资产影院 168 家、1179 块银幕, 前三季度公司累计市场份额 16.5%、较 2019 年提高超 2pct, 经营效率持续提升, 行业市占率第一的地位稳固。

公司放映端在国内市场份额第一, 有望更多受益电影大盘复苏。预计公司 2023 年/2024 年/2025 年营收分别为 136.20 亿元/148.95 亿元/160.14 亿元, 归母净利润分别为 11.62 亿元/13.40 亿元/15.53 亿元, EPS 分别为 0.54 元/0.61 元/0.71 元, 对应 PE 分别为 24.52 倍/21.70 倍/18.65 倍。维持“增持”评级。

风险提示: 政策监管风险; 全国电影票房不及预期; 影片上线延迟。

4.7 浙数文化 (600633.SH): 社交业务收缩致 Q3 收入承压, 大数据交易中心稳步推进

公司 2023 年前三季度实现营收 22.88 亿元, 同比增速-41.85%; 归母净利润 6.92 亿元, 同比增速 92.17%。单 Q3 实现营收 5.99 亿元, 同比增速-60.18%; 归母净利润 0.59 亿元, 同比增速-52.71%; 扣非归母净利润 1.11 亿元, 同比增速-35.55%。

公司围绕建设成为“浙江及国内领先的数字文化和数字科技产业集团”战略目标, 聚焦数字文化、数字科技、创业投资三条业务主线。数字文化主要包括数字娱乐 (边锋网络为代表的休闲类游戏业务)、数字文旅 (艺术产业集团、战旗网络、图影科技等为代表的艺术产业、体育展示及新媒体整合营销业务)、数字园区等; 数字科技主要包括数字基础设施 (富春云科技为代表的 IDC 业务)、数据资源 (浙江大数据交易中心)、数字应用等; 创业投资产业, 主要是深化数字科技板块的产业布局, 海看股份首发上市为公司前三季度带来投资收益的影响金额约 2.13 亿元。

社交业务收缩致收入承压, 大数据交易中心业务稳步推进。2022 年公司拓展社交业务, 贡献 25.82 亿元收入, 占比约 50%; 2023 年预计公司有意收缩在线社交业务, 导致了公司营收同比减少较多。预计边锋网络的休闲类游戏业务稳定。IDC 方面, 富春云科技现已基本建成超 10000 组机柜, 主要提供基础设施建设及运营的服务; 杭州富阳数据中心为目前华东地区单体规模居前的数据中心, 为网易、阿里等企业提供服务。数据交易中心方面, 浙江大数据交易中心作为浙江省唯一一家经省政府批准的数据交易场所, 已被列入全省数字经济创新提质“一号发展工程”, 承担建设全省数据流通服务平台体系的任务, 数据交易服务平台已上线温州专区、数据国际交易专区、义乌 (商贸) 专区、余杭专区、新昌专区。此外, 近日浙江大数据交易中心完成了全国首单电力数据产品市场价值评

估，也是目前国内第一单在数据交易所提供市场参考价的基础上，以市场法公允价值与成本法参考相结合进行评估的案例。

公司背靠浙江日报报业集团，有望充分受益于数据要素的政策利好释放。预计公司2023年/2024年/2025年营收分别为39.66亿元/41.27亿元/43.15亿元，归母净利润分别为7.14亿元/7.29亿元/7.64亿元，EPS分别为0.56元/0.58元/0.60元，对应PE分别为19.59倍/18.91倍/18.28倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：政策监管风险；游戏业务收入不及预期；数据资产落地进度不及预期。

5 风险提示

政策监管风险；AI技术应用落地不及预期；项目上线延迟；产品表现不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438