

# 内容生态开启正循环，AI酝酿创新场景

## 2024年互联网传媒行业策略报告

### 首创证券互联网传媒团队

王建会 SAC执证编号：S0110522050001

李甜露 SAC执证编号：S0110516090001

辛迪 SAC执证编号：S0110522110003

2024年1月12日

# 核心观点

- **影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式。**作为传媒板块线下属性最强的赛道，电影院线行业开启了后疫情时期的全力复苏。随着导致影视行业困顿多年的节点逐渐疏通，内容生态进入正循环，观影需求逐渐复苏。2024年，各大出品方有望加快制作进度，迎合受众需求，继续释放充沛储备，AI技术对于影视制作的赋能也会继续提升。小程序微短剧在2023年异军突起，内容形式迎合当下，创新分发手段优势显著。随着行业迅速成长、资金涌入，小程序微短剧的行业格局正在不断变化。行业监管、平台政策、受众喜好等因素的变迁让具有投流优势和IP优势的两类参与者脱颖而出，出现头部微短剧公司，行业也开始向内容精品化嬗变。同时，挑战与机遇共存的短剧出海，也将在2024年继续吸引市场目光。**重点关注：万达电影、光线传媒、中国电影、博纳影业，相关标的：猫眼娱乐、横店影视等。**
- **游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇。**2023年版号恢复常态化发放，行业政策稳定，供给周期逐步开启，新游表现亮眼，国内游戏市场收入端显著恢复，行业景气度持续抬升。我们预计2024年游戏新品供给端虽不及2023年拥挤，但仍较为充沛，供给驱动的游戏行业复苏有望持续。2023年小游戏市场规模快速增长，成为行业新增量，各大厂商积极布局小游戏，同时当前由于技术限制，超一线厂商难以在小游戏赛道复制其在美术、剧情、特效等方面的优势，存在买量、轻量化游戏及创新玩法设计的二梯队厂商更易实现弯道超车，但中长期来看，行业精品化、轻度+重度玩法兼容、精细化运营等趋势不变，同时AIGC帮助降本增效，革新游戏行业生产力，IP加持抬升内容力。**建议重点关注：神州泰岳、吉比特、三七互娱、盛天网络、祖龙娱乐，相关标的：腾讯控股、网易-S、恺英网络、游族网络、姚记科技等。**
- **广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链。**宏观环境和内需市场的复苏，让2023年广告市场摆脱困境，实现恢复性增长。低基数之下，2023年4、5月全市场广告花费分别实现15.1%和21.4%的增长，6月-10月增速维持在5%之上，快消品广告投放保持较大体量，娱乐休闲、IT类广告重现正增长。我们观察到，广告营销公司继续探索AI的垂直模型应用，即包括在营销素材的视觉呈现环节广泛应用AIGC工具、AI数字人，同时也开始探索AI的大模型级应用，即包括应用AI大模型来策划营销素材的创意设计以及用AI大模型来提升广告投放精准度。展望2024年，我们关注广告营销行业在AI应用场景上的持续深挖。**建议重点关注：分众传媒、芒果超媒、三人行、天下秀、兆讯传媒等，相关标的：蓝色光标等。**
- **互联网：关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度。**流量大盘稳健增长，具备银发人群驱动增长、线下快速复苏、小程序流量入口地位稳固等结构性亮点。商业化维度，电商、广告、订阅等传统变现方式均有新的变化，我们推荐观众内容平台电商渗透率提升、广告商业化程度与流量规模不匹配等现象下蕴藏的投资机会。我们认为，优质的内容公司凭借其夯实的内容储备，在基础业务之外存在多元变现可能，商业变现天花板有望不断提升，建议关注流量投放加持下基于优质内容能力的衍生变现方式。**建议重点关注：快手-W、阅文集团、值得买，相关标的：哔哩哔哩-W等。**
- **出版及其他：重视AI赋能带来新机会，关注IP消费。**出版行业龙头具备2022年业绩基数低、AI赋能、数据语料等三大优势，当前具备较高配置价值。**建议重点关注：泡泡玛特，相关公司：中南传媒、凤凰传媒、世纪天鸿等。**

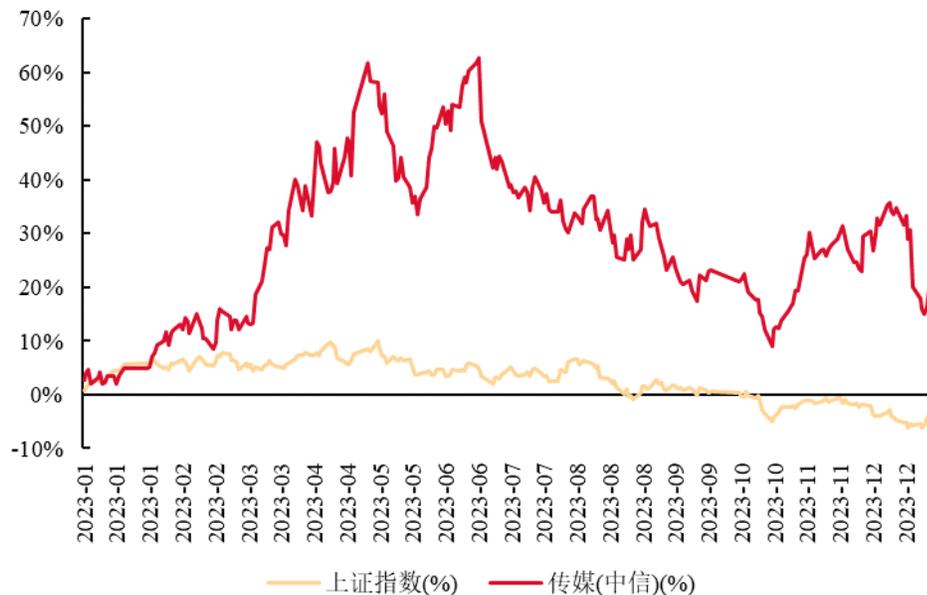
风险提示：宏观环境风险，监管政策风险，项目推进风险，内容侵权风险。

# 1. 传媒行业总览

## 1.1 板块总览

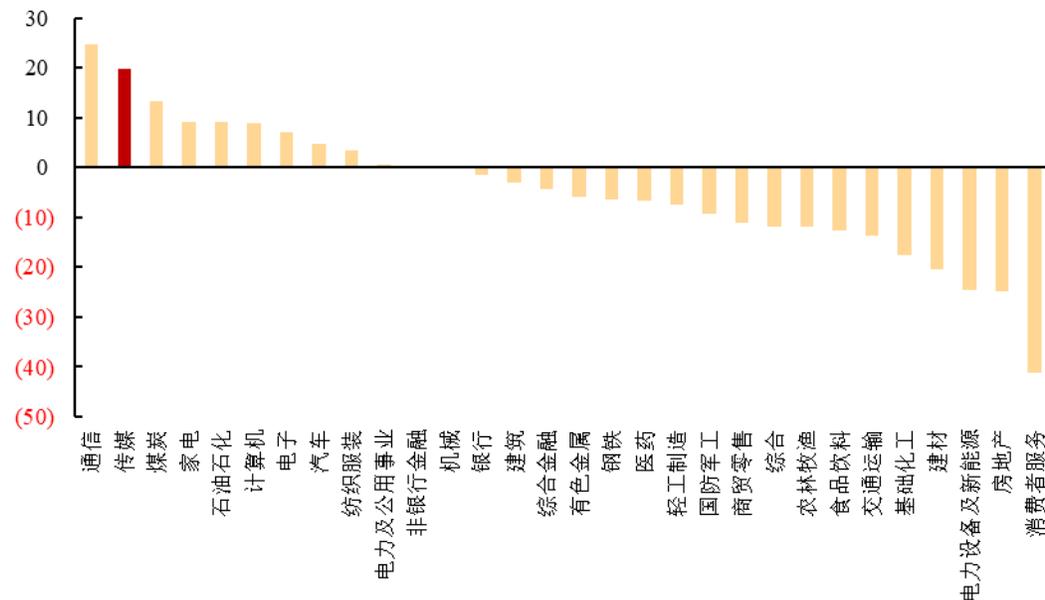
- **2023年年初开始，传媒板块表现明显优于大盘，但波动较大。**相较于年初，CS传媒行业最大涨幅为62.6%，传媒板块在5月4日和6月20日涨幅达到年内高点后进入调整期，传媒板块下半年表现相对平淡，10月底开始，受小游戏、短剧等概念驱动，传媒板块有所回升。
- 截至12月31日，行业涨幅已回落至19.8%。总体来看，传媒板块年初至今涨幅在中信一级行业中排名第二。

图：传媒（中信）自年初涨跌幅



资料来源：Wind，首创证券

图：中信一级行业涨跌幅度 (%)



资料来源：Wind，首创证券

# 1. 传媒行业总览

## 1.1 板块总览

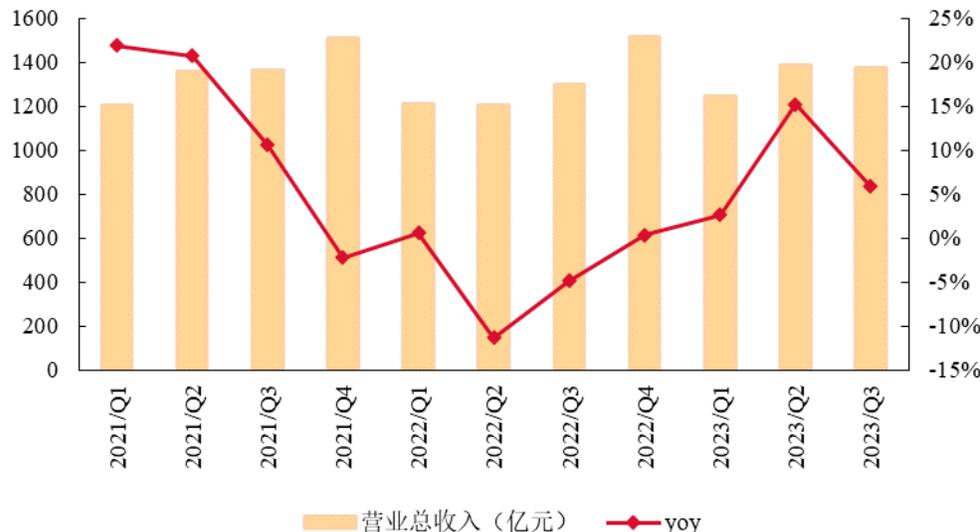
- **传媒板块行业估值水平位于近10年6.8%分位，近3年34.2%分位。**2023年上半年，受AI大模型不断涌现等事件催化，A股传媒板块整体估值水平持续抬升，下半年受AI应用兑现节奏等影响，估值水平回落。当前CS传媒板块PE（TTM，整体法，剔除负值）为23.1，仍处于过去10年和3年间的合理分位。
- **传媒板块整体景气度回升。**营收端来看，CS传媒板块2023年Q1/Q2/Q3营业总收入分别同比增长2.64%/15.23%/5.83%。

图：CS传媒PE（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：Wind，首创证券  
截至：2024年1月9日

图：CS传媒行业营业总收入



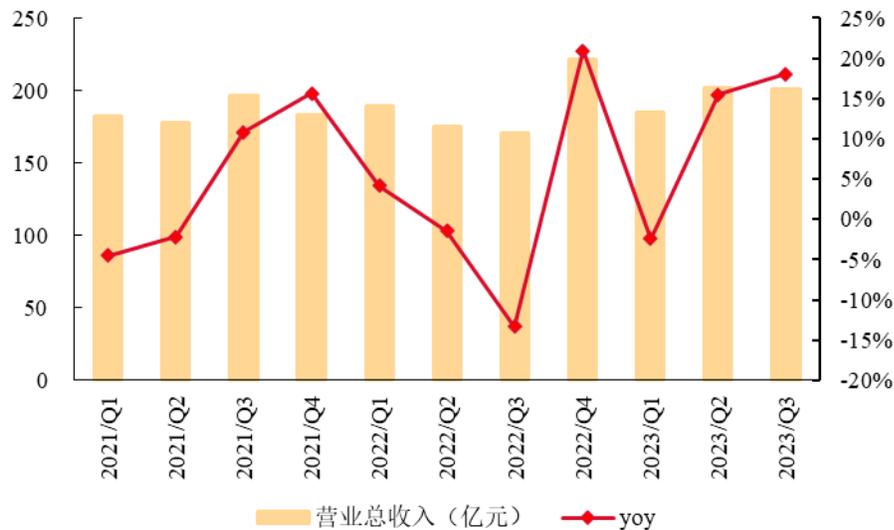
资料来源：Wind，首创证券

# 1. 传媒行业总览

## 1.2 分板块情况

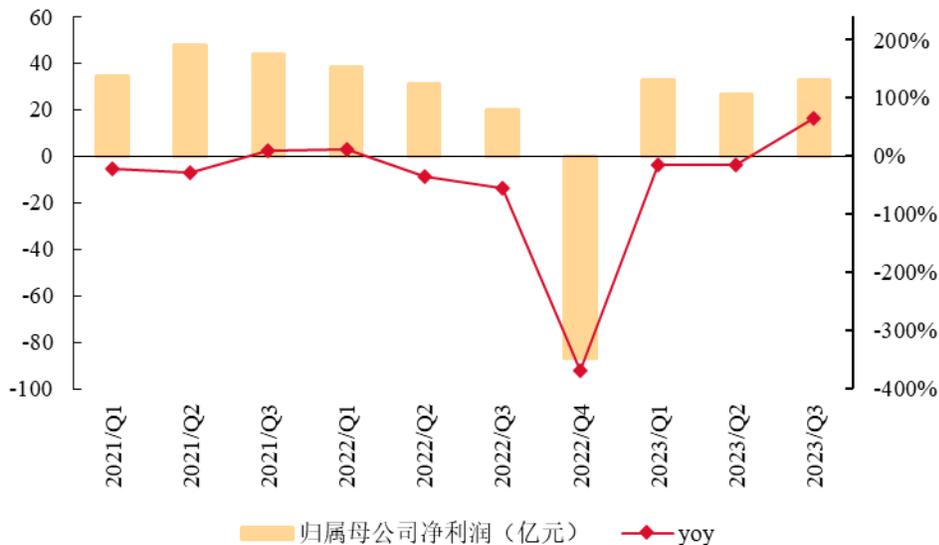
- **游戏板块整体业绩向好。** 游戏板块2023年Q1/Q2/Q3营业总收入分别为184.98/201.74/201.00 亿元，分别同比增长-2.43%/15.45%/18.02%，前三季度的同比增速逐步提高。2023年Q3，游戏板块实现归母净利润32.88亿元，同比增长64.42%，自2022年Q2以来近6个季度首次实现正增长，整体业绩向好。
- 我们预计2024年游戏新品供给端虽不及2023年拥挤，但仍较为充沛，供给驱动的游戏行业复苏有望持续。小游戏赛道提供新增量，同时AIGC帮助降本增效，革新游戏行业生产力，IP加持抬升内容力。

图：游戏板块营业总收入



资料来源：wind，首创证券

图：游戏板块归母净利润



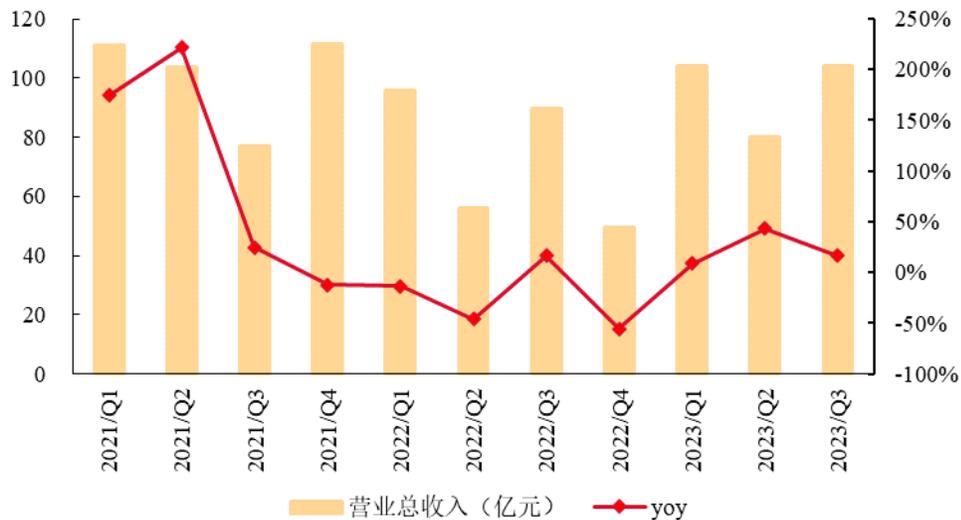
资料来源：wind，首创证券

# 1. 传媒行业总览

## 1.2 分板块情况

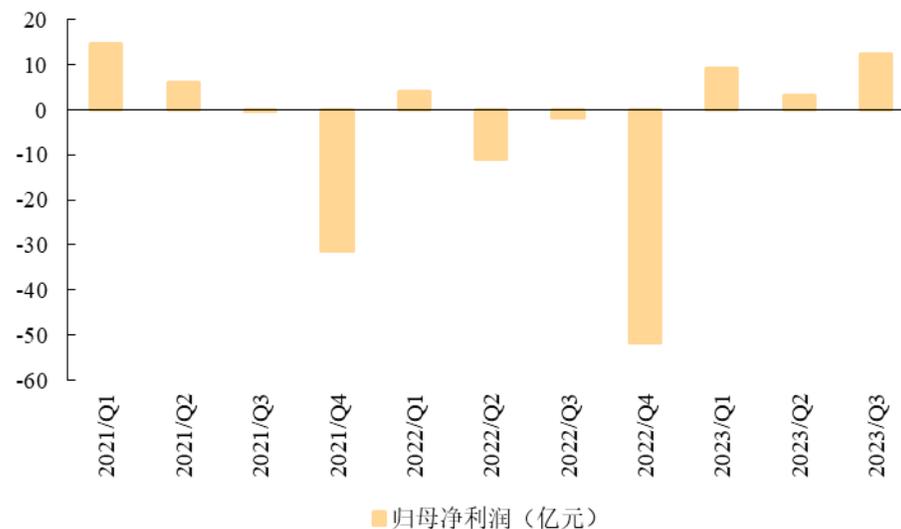
- 暑期档票房新高驱动影视板块优异表现。** 作为传媒板块线下属性最强的赛道，电影院线行业开启了后疫情时期的全力复苏。优质国产电影《消失的她》《孤注一掷》等口碑与票房同步发酵，带动2023年暑期档票房大盘创下206亿元历史新高。影视板块Q1/Q2/Q3营业总收入分别为104.08亿元/80.16亿元/103.96亿元，分别同比增长8.54%/42.94%/16.25%。2023年Q3，影视板块归母净利润12.23亿元，同比大幅扭亏。
- 2024年，各大出品方有望加快制作进度，迎合受众需求，继续释放充沛储备；AI技术对于影视制作的赋能也会继续提升；小程序微短剧在2023年异军突起，行业格局正在不断变化，出海有望释放新增量。

图：影视板块营业总收入



资料来源：wind，首创证券

图：影视板块归母净利润



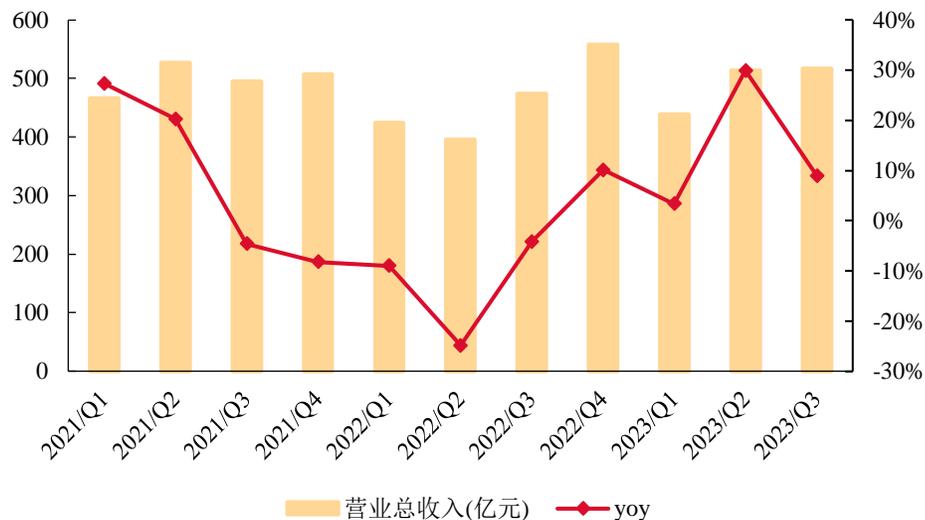
资料来源：wind，首创证券

# 1. 传媒行业总览

## 1.2 分板块情况

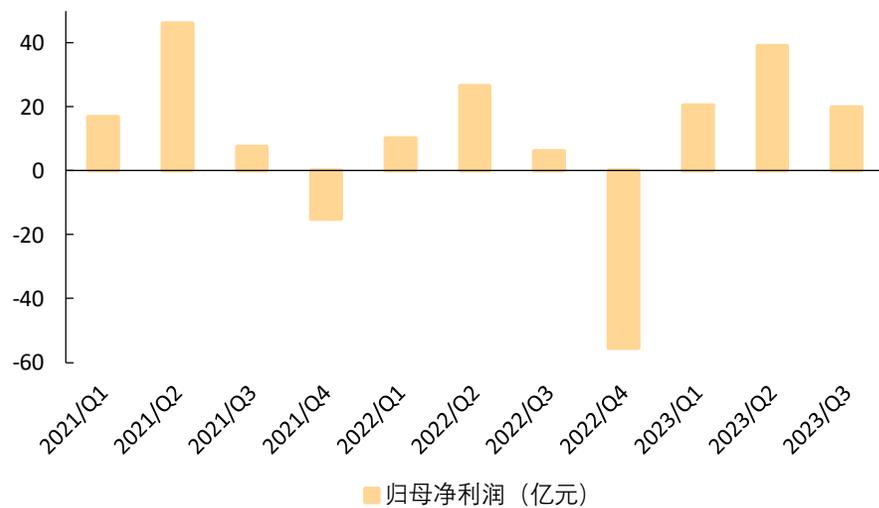
- **市场持续复苏，广告板块回暖。**宏观环境和内需市场的复苏，让2023年广告市场摆脱困境，实现恢复性增长。CS广告营销板块2023年Q1/Q2/Q3营业总收入分别为438.7/514.0/516.9亿元，同比增长3.35%/29.89%/8.96%，2023年Q1/Q2/Q3归母净利润分别为20.47亿元/39.15亿元/19.82亿元，同比增长101.13%/47.41%/217.61%。
- 我们观察到，广告营销公司继续探索AI的垂直模型应用，即包括在营销素材的视觉呈现环节广泛应用AIGC工具、AI数字人，同时也开始探索AI的大模型级应用，即包括应用AI大模型来策划营销素材的创意设计以及用AI大模型来提升广告投放精准度。

图：广告板块营业总收入



资料来源：wind，首创证券

图：广告板块归母净利润



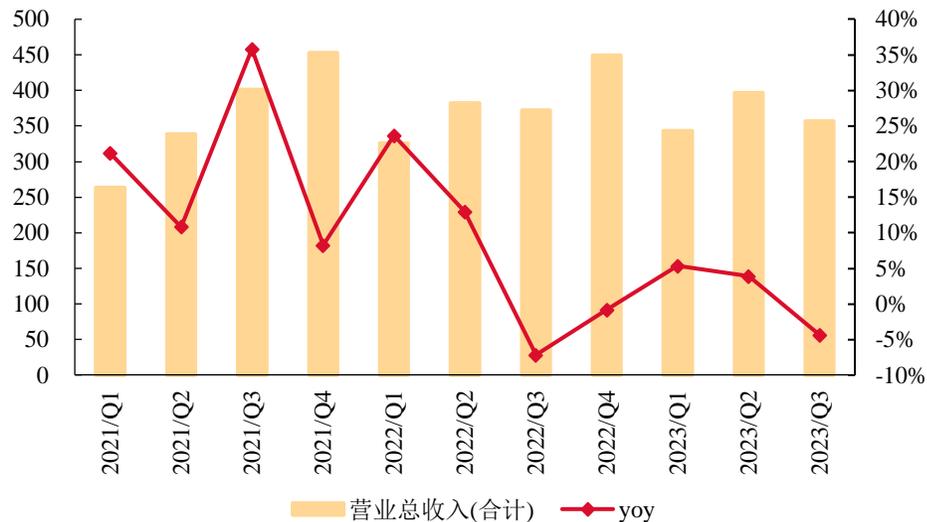
资料来源：wind，首创证券

# 1. 传媒行业总览

## 1.2 分板块情况

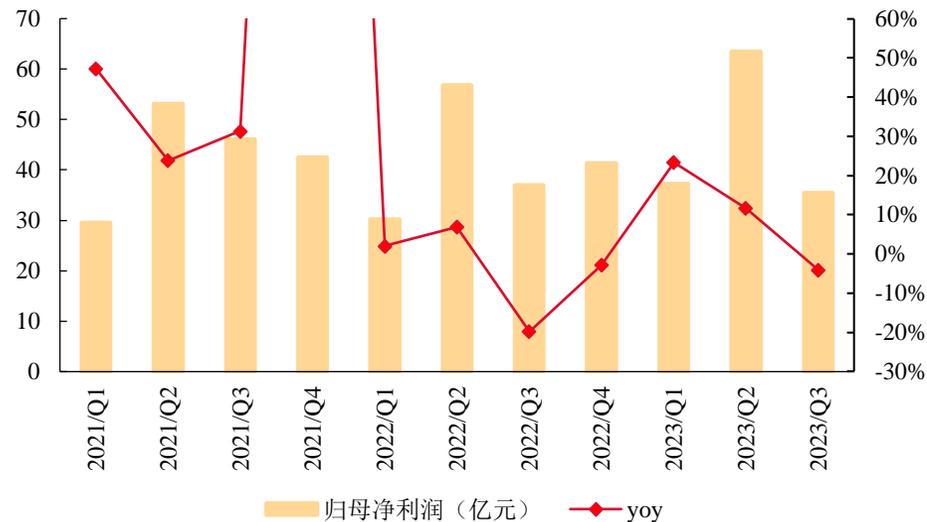
- **出版板块走势平稳。**出版板块2023年Q1/Q2/Q3营业总收入分别为343.00亿元/397.02亿元/356.25亿元，同比增长5.32%/3.91%/-4.36%，前三季度营业总收入1096.26亿元，同比增长1.48%，归母净利润136.21亿元，同比增长9.82%。
- 出版公司业绩稳健，分红水平较高，防御属性显著。同时出版行业龙头具备2022年业绩基数低、AI赋能、数据语料等三大优势，当前具备较高配置价值。

图：出版板块营业总收入（亿元）



资料来源：国家统计局，首创证券，wind

图：出版板块归母净利润



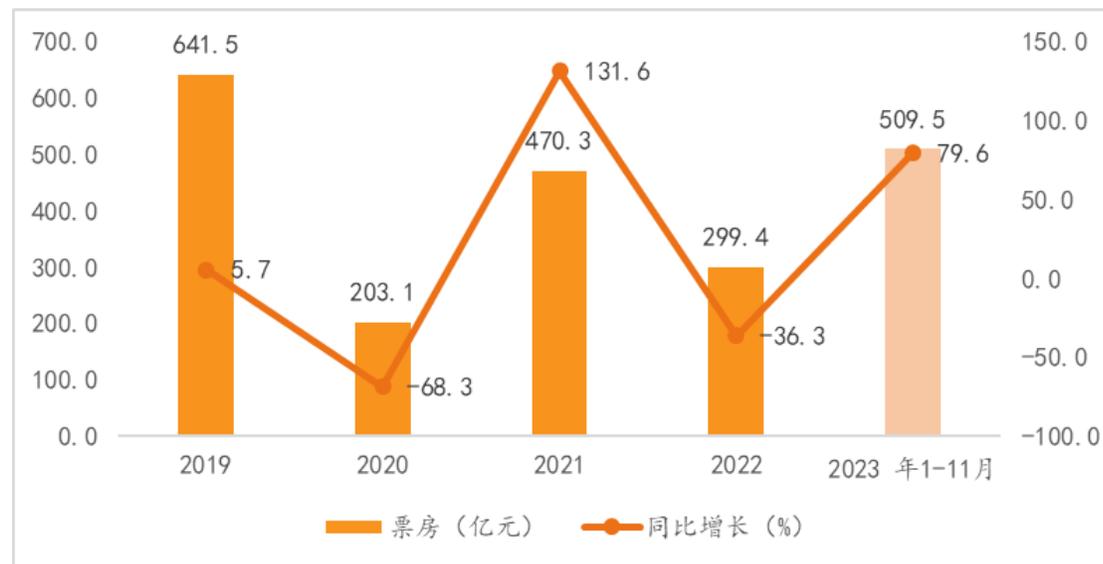
资料来源：国家统计局，首创证券，wind

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.1 电影：票房大盘显著回暖，观影需求恢复弹性

- 2023年，作为传媒板块线下属性最强的赛道，电影院线行业开启了后疫情时期的全力复苏。截至11月30日，2023年国内电影票房已累计至509.5亿，超过过去三年的全年票房，是2019年同期的85%。
- 过去几年，国内线下观影市场受到疫情防控和线上娱乐渠道的影响，票房规模被严重挤压。2023年以来，国内疫情防控进入新阶段，叠加影视行业生态的改善，线下观影市场进入恢复期。
- 与此同时，导致影视行业困顿多年的节点逐渐疏通，内容生态的正循环也刺激了观影群体对优质影片的需求，多部精品电影脱颖而出，在春节档、暑期档取得了较好的票房成绩。
- 截至11月30日，2023年全国票房前三的影片是《满江红》（45.4亿）、《流浪地球2》（40.29亿），《孤注一掷》（38.5亿）。
- 2024年，各大出品方有望加快制作进度，迎合受众需求，继续释放充沛储备。

图：2019-2023年11月全国电影总票房及同比增长率



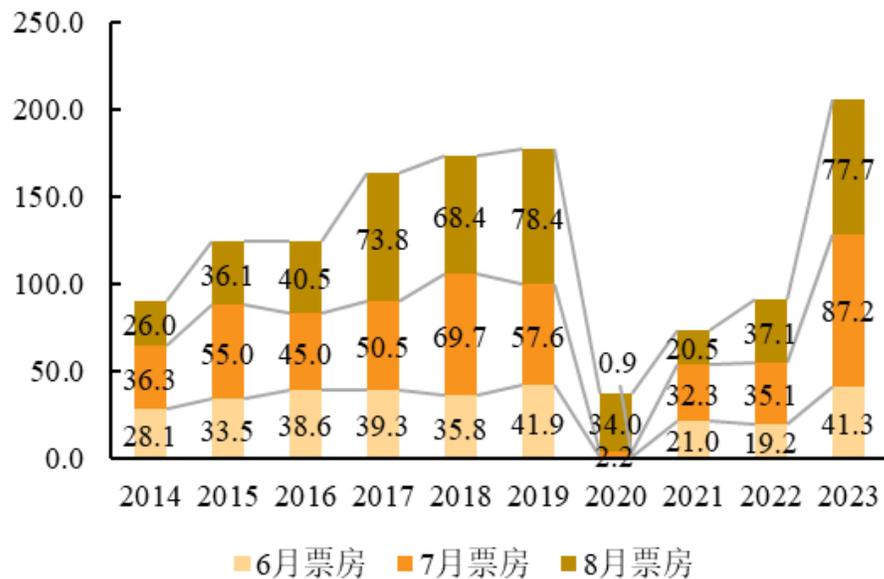
资料来源：猫眼专业版，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.1 电影：票房大盘显著回暖，观影需求恢复弹性

- 在内容供给和观影需求的共同作用下，国内电影票房从二季度末开始复苏，并创造了206亿的“最强暑期档”的票房新纪录。端午期间首映的《消失的她》票房率先爆发超过35亿。暑期档票房超过10亿的影片分别还有《孤注一掷》（8月8日首映，累计票房35.3亿）、《封神第一部》（7月20日首映，票房24.8亿）、《八角笼中》（7月6日首映，票房22.0亿）、《长安三万里》（7月8日首映，票房18.0亿）。暑期档（6月1日-8月31日）总票房超过206亿，单月票房均创下历史纪录。

图：2014-2023年暑期档单月票房（亿元）情况



资料来源：猫眼专业版，首创证券

图：2014-2023年暑期档影片定档情况



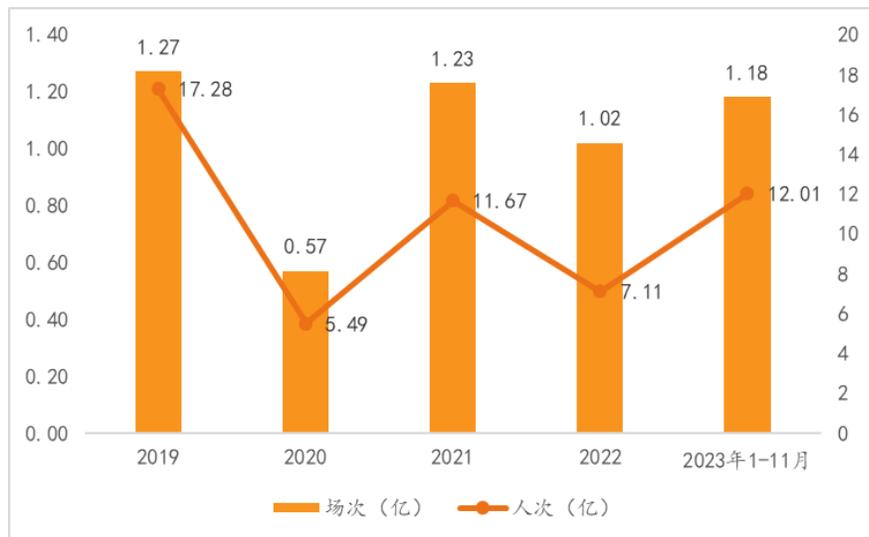
资料来源：猫眼专业版，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.1 电影：票房大盘显著回暖，观影需求恢复弹性

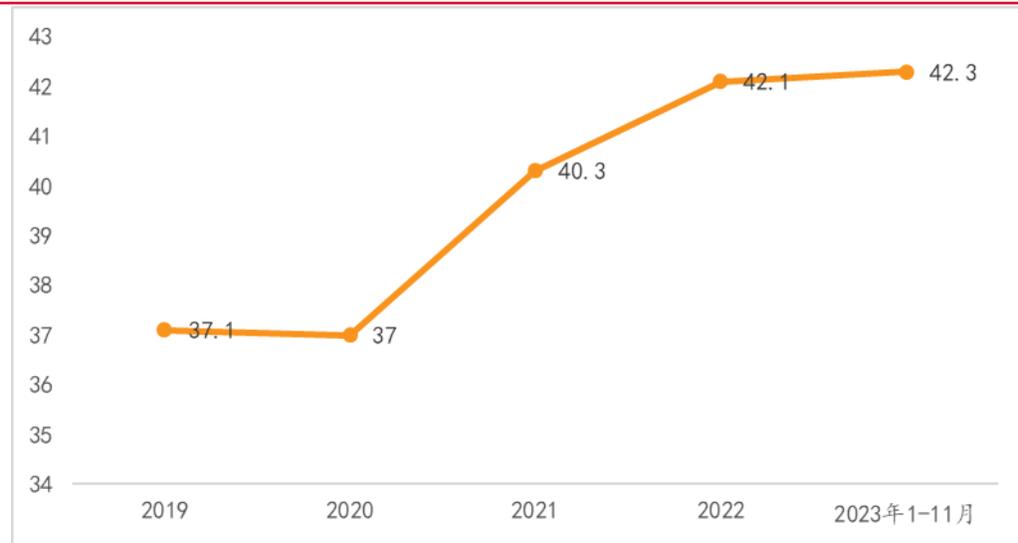
- 观影人次的显著修复体现观影需求回温，平均票价实现温和上涨。** 2023年1-11月放映场次达到了1.18亿场，超过2022年全年，略高于21年同期。相比之下，观影人次的恢复更加显著，2023年1月-11月的观影人次达到了12.01亿人次，超越过去三年，约为2019年疫情前同期水平的74%。随着观众对于观影热情的回温，场次的增加无疑给予了观众更多的选择和机会。与此同时，大盘平均票价也出现了小幅增长。2023年1-11月平均票价为42.3元，比2022年全年增长了0.2元，涨幅小于疫情期间。

图：2019-2023年11月电影放映总场次及观影总人次



资料来源：猫眼专业版，首创证券

图：2019年-2023年11月电影平均票价



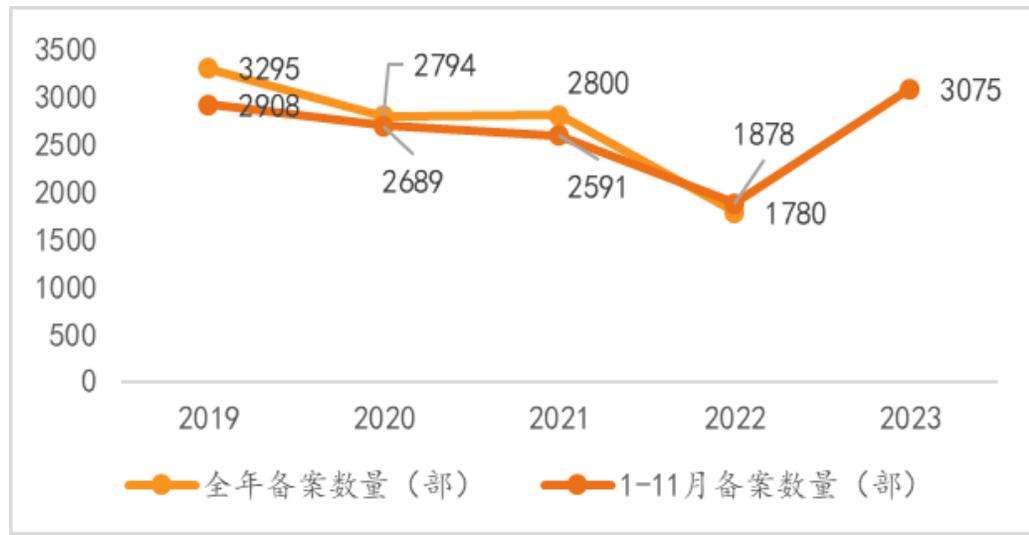
资料来源：猫眼专业版，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.2 电影：影片供给充足，创作宣发环境呈现活力

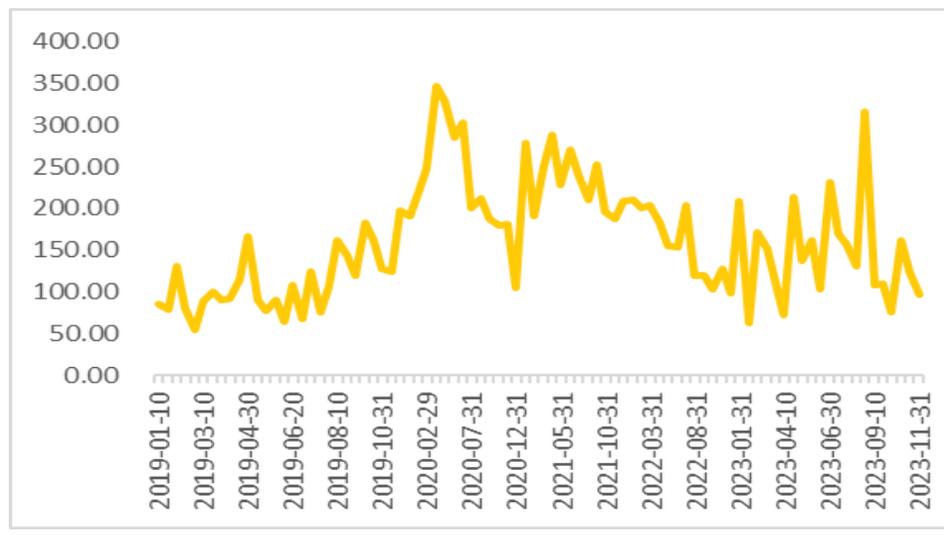
- 备案数量稳步回升，创作源头恢复活力。**从供给端来看，优质影片有望延续强档期的观影需求。随着备案数量的复苏、积压的库存影片陆续定档，宣发档期延长，预计未来电影市场的供给端将保持较充足的水平。这将为观众带来更多的选择和更好的观影体验，也将为电影产业的发展注入新的活力。截至目前，2023年1-11月的电影剧本（梗概）备案结果已释出，2023年以来总共备案数量3075部，比2022年同期增长了64%，超过2019年同期，备案公布的频次也恢复成2019年的1月两期（20年-22年为1月1期），备案审核效率提升。全国电影剧本的备案数量连续多年下滑后迎来回升，意味着电影行业经历了漫长寒冬之后，从创作源头恢复活力，供给端开启全面复苏。

图：2019-2023年全年及1-11月电影剧本（梗概）备案数量



资料来源：Wind，国家电影局、首创证券

图：2019-2023年11月每期电影剧本（梗概）备案数量变化



资料来源：Wind，国家电影局、首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.2 电影：影片供给充足，创作宣发环境呈现活力

- 院线影片供给充足，积压作品陆续上映。2023年院线的整体影片供给将比2022年更充足。原因一是许多在2022年撤档的作品于2023年上映；二是疫情期间大量制作完成的影片被积压。前期积压作品中，《封神》和《坚如磐石》两部备受关注的作品已相继上映，取得票房佳绩。截至目前，《封神》票房超过26亿，并荣获金鸡奖最佳故事片，《坚如磐石》票房则超过13亿，为中秋国庆档票房第一。

- 电影宣发周期充足，映前热度最大化释放。根据电影宣发的传统逻辑，一部电影的宣传需要经历三个阶段：认知覆盖、兴趣激发和最终选择，才能成功地促成购票转化。然而，由于疫情的反复，2022年，许多重量级国产影片在宣布定档之前只有很短的时间，被称为“极限定档”，最短的从定档到上映只有三天半时间。从2023年开始，电影市场中的“极限定档”和“映后宣发”现象正在得到改善。影片的定档时间更加均匀，宣发周期也更加充足。
- 短视频、微博等线上营销制胜爆款电影，热门社交议题助推宣发热度。经历疫情三年，电影的线上营销已经成为主要宣发渠道。在这个新的背景下，我们可以观察到观众对于社交平台上话题性较强的影片更感兴趣。影片发行方广泛采用制造、助推和关联社会议题的方式来引导观众自主观影、推动电影市场回暖。2023年暑期档票房黑马《消失的她》就展示了女性角色如何勇敢地对抗社会不公并寻求公正，从而揭示女性力量。电影在宣发和上映期在男女关系和女性议题上的内容拓展赢得了话题红利，并持续吸引众多网友参与讨论。

图：《封神》第一部获金鸡奖海报以及合影



资料来源：电影封神第一部官方微博，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.2 电影：影片供给充足，创作宣发环境呈现活力

表：2023年国内票房前20位影片

影片名称	年票房 (亿)	上映时间	上市公司参与情况
1 满江红	45.44	2023/1/22	猫眼娱乐(参与出品、主发), 光线传媒(参与出品), 中国电影(参与出品、发行)
2 流浪地球2	40.29	2023/1/22	中国电影(主投、主发), 万达电影, 华策影业, 华谊兄弟, 上海电影, 横店影业(以上5家均为参投)
3 孤注一掷	38.38	2023/8/8	中国电影(参与出品、发行), 万达电影(联合出品), 博纳影业(联合出品)
4 消失的她	35.23	2023/6/22	上海电影(联合出品)、猫眼娱乐(联合出品、发行)
5 封神第一部	26.34	2023/7/20	北京文化(主投、发行), 猫眼娱乐(参与出品、主发)
6 八角笼中	22.07	2023/7/6	猫眼娱乐(参与出品、主发), 中国电影(发行)
7 长安三万里	18.24	2023/7/8	猫眼娱乐(参与出品), 中国电影(参与出品)
8 熊出没伴我熊芯	14.95	2023/1/22	横店影业(参与出品), 中国电影(参与出品、发行), 万达电影(参与出品), 猫眼娱乐(联合出品), 华策影业(联合出品)
9 坚如磐石	13.49	2023/9/28	光线传媒(主投、主发), 上海电影(参与出品)
10 人生路不熟	11.84	2023/4/28	猫眼微影(参与出品、发行), 中国电影(参与出品、联合发行), 横店影业(参与出品)
11 前任4	10.11	2023/9/28	华谊兄弟(主投、主发), 中国电影(参与出品), 猫眼娱乐, 万达电影, 横店影业、华策影业(以上4家均为联合出品)
12 速度与激情10	9.84	2023/5/17	中国电影(发行)
13 无名	9.31	2023/1/22	博纳影业(主投主发), 中国电影(参与出品、联合发行)
14 深海	9.20	2023/1/22	光线传媒(主投、主发), 中国电影(联合发行)
15 热烈	9.13	2023/7/28	中国电影(参与出品、发行), 横店影业(参与出品、发行), 万达电影(参与出品)
16 巨齿鲨2	8.51	2023/8/4	中国电影(参与出品、联合发行)
17 长空之王	8.50	2023/4/28	中国电影(参与出品、联合发行), 博纳影业(参与出品), 上海电影(联合出品), 猫眼娱乐(联合出品、联合发行)
18 志愿军: 雄兵出击	8.27	2023/9/28	中国电影(主投、主发), 博纳影业(参与出品)、万达电影、横店影业(以上两家联合出品), 猫眼娱乐(联合出品发行)
19 铃芽之旅	8.07	2023/3/24	中国电影(发行)
20 阿凡达2	7.43	2022/12/16	中国电影(发行)

资料来源：猫眼专业版，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.2 电影：影片供给充足，创作宣发环境呈现活力

表：各上市公司电影项目储备（数据统计到12月29日，包含部分元旦档影片）

公司	储备项目
猫眼娱乐	《年会不能停!》《金手指》《危机航线》《一闪一闪亮星星》《盗火者》《藏地白皮书》 《舒克贝塔之五角飞碟》《天才游戏》《时间之子》《伞少女》《重生》
中国电影	《我们一起摇太阳》《朝云暮雨》《天将降大任于斯人也》《瞧一桥》《来都来了》《信仰无敌》《桑丘的故事》《听到请回答》《试探》《九江口》《红鬃烈马》《小可历险记》 《美人鱼2》《圆梦星球》《守龙者》《大路》《走走停停》《威武小狮王》《绿荫少年》 《追声人（原名《直播开国大典》）》《发明一个夏天》《无人伴奏》《功夫茶茶》 《龙与地下城》《群星闪耀时》《天才翻译家》《薛仁贵征东》《再见了，我们的幼儿园》 《寻牛》《白菜玫瑰》《射雕英雄传》《我和我的春晚》《只此青绿》《非演不可（原名《NPC培训班》）》 《帆船向远方》《六度嫌疑》《疯回路转》《我不是梵高》《非诚勿扰3》 《一点就到家2》《木星之伴》《荒野救援》《再见了，老板》《时空弹幕》
光线传媒	《大雨》《扫黑·拨云见日》《草木人间》《本色》《她的小梨涡》《透明侠侣》《墨多多谜境冒险》 《会飞的蚂蚁》《哪吒之魔童闹海》《大鱼海棠2》《相思》《朔风》《小倩》《红孩儿》 《照明商店》《第二十条》《西游记之大圣闹天宫》《最后的魁拔》《茶啊二中2》 《八仙过大海》《姜子牙2》《大理寺日志》《丢影子的夏天》《妲己》《去你的岛》《二郎神》 《我想永远陪着你》《你的孤独，虽败犹荣》《三体（新）》《白夜行》《以爱人之名》 《往后余生》《初恋这件小事》《好想好好谈恋爱》《不存在的同学潘博文》《来电》《火星孤儿》 《强制执行》《奔跑吧！爷爷》《合唱团》《枕边有你》《群星》《约会清单》 《我身体里的那个家伙》《你还好吗，十七岁的陈涯白》《夏日时光机》
博纳影业	《阿麦从军》《红楼梦之金玉良缘》《实习爱神》《爆裂点》《狂奔吧老爸》《少年时代》 《刀尖》《传说》《红海行动2：虎鲸行动》《智取威虎山前传》《三星堆：未来启示录》 《枭雄》
万达电影	《我才不要和你做朋友呢》《误杀3》《重案检察官》《女大佬》
华谊兄弟	《非诚勿扰3》《狗阵》《美人鱼2》《小兵张嘎》《少年火箭》《平行任务》《网中人》 《特殊的礼物》《超级马丽》《分手清单》《来福大酒店》

资料来源：中国电影、光线传媒、万达电影、华谊兄弟、博纳影业、猫眼娱乐公司公告，首创证券

表：2023年12月至2024年已定档国产电影

片名	上映时间	上市公司参与情况
照明商店	2023/12/8	光线传媒主控及发行
爆裂点	2023/12/8	博纳影业主控
瞒天过海	2023/12/8	万达电影联合出品
三大队	2023/12/15	万达电影主控出品
月光武士	2023/12/15	芒果超媒联合出品
怒潮	2023/12/16	猫眼主控主发，光线传媒联合出品、中国电影联合发行
敦煌英雄	2023/12/22	百纳千成主控
年会不能停	2023/12/29	猫眼主控主发，中国电影发行、横店影业联合发行
一闪一闪亮星星	2023/12/30	猫眼、横店影业、华谊兄弟出品，中国电影发行，横店、猫眼联合发行
金手指	2023/12/30	猫眼娱乐出品发行，中国电影发行，横店影业联合发行
非诚勿扰3	2023/12/30	中国电影、华谊兄弟出品
天降大任	2023/1/6	中国电影出品
大雨	2023/1/12	光线传媒出品
动物园里有什么	2023/1/12	猫眼娱乐出品
没有一顿火锅解决不了的事	2023/1/13	百纳千成主控
红毯先生	2023/2/10	

资料来源：猫眼专业版，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.3 电影：中短期监管政策持续优化，长期导向重视内容创新与工业化进程

表：2023年国内票房前20位影片

2023年票房过5亿的26部电影				
影片名称	票房	上映日期	定档日期	时长
满江红	45.44亿	23.1.22	22.12.27	3周5天
流浪地球	40.29亿	23.1.22	20.11.27	112周2天
孤注一掷	38.49亿	23.8.8	23.6.15	7周5天
消失的她	35.24亿	23.6.22	23.2.6	19周3天
封神第一部	26.32亿	23.7.20	23.6.6	6周2天
八角笼中	22.07亿	23.7.6	23.4.18	11周2天
长安三万里	18.24亿	23.7.8	23.4.20	11周2天
熊出没·伴我“熊芯”	14.95亿	23.7.8	22.11.24	8周3天
坚如磐石	12.65亿	23.9.28	23.8.2	8周1天
人生路不熟	11.84亿	23.4.28	23.1.28	12周6天
前任4：英年早婚	10.11亿	23.9.28	23.8.14	6周3天
速度与激情	9.84亿	23.5.17	23.4.8	5周4天
无名	9.31亿	23.1.22	23.1.1	3周
深海	9.19亿	23.1.22	23.1.3	2周5天
热烈	9.13亿	23.7.28	23.4.11	15周3天
巨齿鲨2：深渊	8.51亿	23.8.4	23.3.3	22周
长空之王	8.50亿	23.4.28	23.1.9	15周4天
志愿军：雄兵出击	8.28亿	23.9.28	23.4.21	22周6天
铃芽之旅	8.07亿	23.3.24	23.2.8	6周2天
保你平安	7.01亿	23.3.10	22.9.26	23周4天
莫斯科行动	6.63亿	23.9.29	23.8.29	4周3天
灌篮高手	6.60亿	23.4.20	23.4.20	7周6天
变形金刚：超能勇士崛起	6.55亿	23.6.9	23.4.28	6周
学爸	6.14亿	23.8.18	23.4.18	17周3天
银河护卫队3	6.07亿	23.5.5	23.3.17	7周
拯救嫌疑人	5.61亿	23.11.1	23.6.6	21周

资料来源：猫眼专业版，首创证券

- **动态变化：定档自由度提高。**
- 7月31日，国家发展改革委《关于恢复和扩大消费措施的通知》中提出，促进文体体育会展消费。加快审批等工作进度，持续投放优秀电影作品和文艺演出。
- 2022年票房过5亿的15部影片中，定档上映时长间隔超过5周的有5部，占比33.3%。2023年票房过5亿的26部影片中，定档上映时长间隔超过5周的有22部，占比85%，超过10周的有12部，占比46%。
- 更长的定档上映间隔意味着更长的营销宣传期，片方在影片发行上更加游刃有余。
- **短期支持：有力措施促进影院市场修复，阶段性免征专项资金。**
- 5月21日，财政部、国家电影局发布《关于阶段性免征国家电影事业发展专项资金政策的公告》，其中提到，自2023年5月1日至2023年10月31日免征国家电影事业发展专项资金。此次免征期长达6个月，涵盖五一、暑期、国庆等多个票房产出能力较强的档期，直接让利产业链各环节，也有利于促进影片的库存释放。此外，新建影院仍然实行先征后返国家电影专项资金政策。

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.3 电影：中短期监管政策持续优化，长期导向重视内容创新与工业化进程

- **中期治理：不断强化版权专项整治，营造版权保护良好环境。** 2023年以来，国家版权局持续强化重点领域版权专项整治工作，会同相关部门相继组织开展了院线电影版权保护专项行动，内容包括开展版权预警保护、加强巡查监测，严防偷拍盗录传播行为、查办大案要案等，切实维护了良好的电影市场版权秩序。截至2023年11月，国家电影局已发布十三批重点作品版权保护预警名单。
- **长期引导其一：鼓励电影行业科技创新，构建电影工业化体系。** 国家电影事业发展专项资金管理委员会自2012年开始实施的国家对国产高新技术格式影片创作生产予以资金补贴扶持政策。政府采用按票房收入分档对影片版权方进行资金奖励的方式，对高新技术格式影片制作费进行补贴，最高可执行1000万元的补贴标准。2023年10月16日，由国家电影局主办的座谈会提到，电影具有突出的科技属性，因此它的发展趋势必然遵循科技发展趋势和规律。中国电影家协会副主席尹鸿认为，真正的电影工业体系不仅仅是服务于高成本大片，而是服务于所有工业产品。要让区域性电影成为全国、全球共享的电影，让地方性文化成为全国文化、世界文化的组成部分。从电影技术的发展来看，人工智能技术和LED放映技术将在电影领域引发成像技术、制片流程、剧组结构、创作方式等方面关键革新。
- **长期引导其二：聚焦温暖现实主义和传统文化，专注电影内容创新。** 2023年6月举办的文化强国建设高峰论坛“电影业高质量发展分论坛”提到，温暖现实主义电影是市场上一道亮丽的风景线。2023年8月举办的第18届中国长春电影节举行电影主题论坛中提到，现实主义题材影片最重要的是和观众契合，艺术表达要与观众在情感上达到共情。在现实主义题材电影创作中，将传统文化进行转化是一个重要的课程。著名影评人汪海林表示，“现实题材一定会成为中国电影的一个主流类型，当电影创作人开始关注自己身边的问题，关注时代的问题的时候，这对于电影来讲是一个特别好的发展机遇。”

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.4 AI赋能：颠覆内容创作概念，动画电影有望加速降本提效

- 2023年，AI领域涌现出更多优秀的应用。对于在内容创作上需要消耗海量创意和人工的影视行业，在AI技术的应用上也呈现出非常复杂的态度。一方面，对于AI技术在影视行业应用的争议和防备是酝酿好莱坞编剧演员大罢工的重要因素；另一方面，一直以来苦于制作成本、周期和难度的动画电影，开始积极拥抱AI技术：
  - ✓ 华特迪士尼公司已设立 AI 小组，正在研究 AI 以及如何导入各项业务中，包括制作、行销与管理。迪士尼目前正与第三方创业公司合作，同时也开了 11 个工作缺额，招募具有 AI 和机器学习工作经验的人才，包含主题公园的工程部门 - 华特迪士尼幻想工程、电视及广告团队等。
  - ✓ 国内上市公司百纳千成在2021年上映的电影《雄狮少年》的制作中已开始尝试与相关AI技术的融合，在数字角色、场景、动画表演等方面，实现了画面质感提升的同时大幅提高了生产效率，例如其中雄狮比赛决赛场上1800多个观众，即是基于4个基础人物模型，由AI自动生成的自动动画。
  - ✓ 在动画电影领域深耕多年的上市电影公司光线传媒董事长王长田发布公司内部信称，光线传媒海外动画制作团队已经在摸索ChatGPT在业务上的应用，今后视需要有可能强化海外团队以与海外领先软件对接。在国内，光线传媒也参与了百度“文心一言”的测试，并尝试在影视细分领域参与AI的开发和应用。在回答投资者提问时，公司也表示AI技术成熟后，预计可带来50%的效率提升。在AI技术的帮助下，公司动画电影未来有望从每年2-3部提升到每年4-5部。
  - ✓ 北京电影学院等制作的首部AI全流程大型动画电影《愚公移山》在北京隆重开机。
  - ✓ 11月29日，AI自动生成视频软件Pika上线1.0，能够根据文字自动生成和编辑3D动画、动漫、卡通和电影，光影、动作流畅度都令人赞叹。目前，Pika 1.0已经开启了申请试用，预约名额还在与日爆增。成立仅6个月，Pika已经完成了三轮融资，总金额5500万美元。据《福布斯》报道，估值在2~3亿美元之间，超过了10亿人民币。

图：Pika宣传视频中“马斯克穿着太空服，3D动画”截图



资料来源：投资界，首创证券

图：AI动画电影《愚公移山》海报



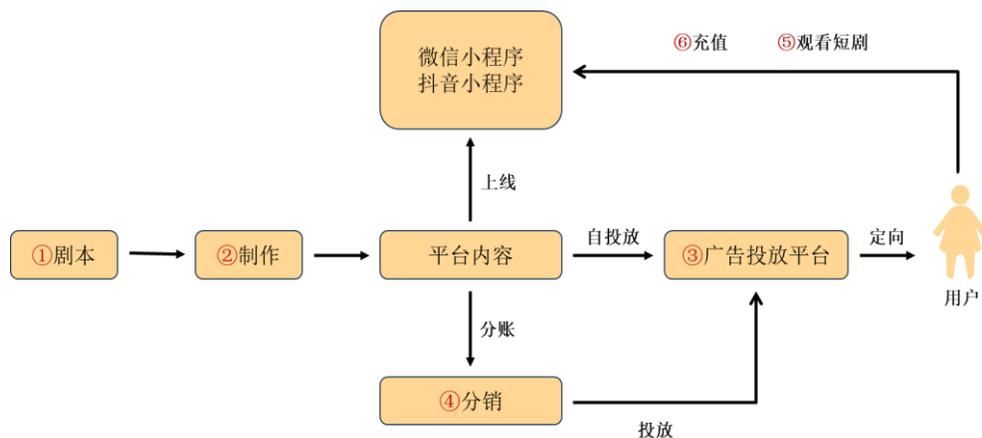
资料来源：wuhu动画人空间，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.5 小程序微短剧：异军突起，开启元年

- 2022年下半年，在短视频平台投流，转到微信小程序播放的付费微短剧热度上升，2023年，小程序微短剧火爆出圈。根据微短剧社群“短剧自习室”在2023年年中统计的数据，微短剧在广告大盘投流的日均消耗在4000万以上，预计下半年的大盘消耗还将翻一番。
- iiMedia Research（艾媒咨询）称，中国网络短剧市场在2023年间呈现出火爆的态势，2023年中国网络微短剧市场规模为373.9亿元，同比增长267.65%，2027年市场规模有望达到1000亿元。
- 根据国家广电总局发布的数据，2021年微短剧全年备案数量为398部，2022年备案数量接近2800部，同比增长600%。2023年上半年我国各网络平台共上线480多部微短剧，超过2022年全年的数量，相当于平均一天就要上线2.7部。
- **创新的按集付费模式让小程序微短剧在2023年爆款频出。**2023年8月，爆款短剧《无双》播出8天后收入超1亿元，创下了短剧最高充值纪录。此后《哎呀！皇后娘娘来打工》24小时充值破1200万，更有短剧24小时充值破2000万。

图：小程序微短剧的业务主线流程图



资料来源：短剧自习室，首创证券



## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.5 小程序微短剧：内容形式迎合当下，创新分发手段优势显著

图：小程序微短剧（分销短剧）与分账短剧的区别

	分账短剧		分销短剧
	横屏	竖屏	竖屏
主流平台	爱奇艺 优酷 腾讯视频	抖音 快手	微信小程序 抖音小程序
短剧类型	长视频短剧	短视频短剧	小程序短剧
作品集数	一般15-20集	一般20集以内	一般100集以内
单集时长	8-10 min	2 min起	1-2 min
入局门槛	低	较低	最低
拍摄周期	一般15天以内	一般21天以内	一般7天以内
拍摄成本	200-300W	50-80W	40-60 W

- 小程序微短剧的单集短小、竖屏画面的内容形式迎合当下受众娱乐习惯：
  - ✓ 男频女频网文IP,悬疑点、爽点、苏点密集
  - ✓ 重人物轻场景道具，类追星族“直拍”
  - ✓ 大集数，类似短视频平台一直可以往后刷
- 同时，与在大平台播放的分账短剧相比，小程序微短剧由独立小程序平台播放，平台方通过一定分销比例分发，再根据用户充值金额乘以分销比例进行分成即可。
- 这个方式让短剧分发更高效，同时符合内容方快速回款、留存用户的需求，受到各方追捧。

资料来源：短剧自习室，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.5 小程序微短剧：平台广告费用高企，投流占收入八成以上

表：微短剧成本项分析

微短剧成本项	介绍
剧本费用	保底1-10万+充值流水分账1%-2%。保底费用按照各编剧的能力有所差异，初入门的基本在1-2万，有爆款作品的会去到8-10万。如果购买网文小说IP,还会涉及对应IP的授权费用
制作费用	制作费40万-60万+充值流水分账2%-8%。其中制作成本涉及拍摄、后期剪辑、配乐、演员、群演、服化道，其中演员工资大概是按每天几千到两三万，一部剧一般拍7-8天。第三方制作方分账比例较高。
投流广告费用	按投放ROI来推测，目前平台保底线在ROI在1.18-1.2,所以广告费用大概占充值流水的83%-85%。
分销费用	平台方有些可能是自投放，有些会开放给分销商投放，分成比例大概在充值流水的85%-90%
视频CDN成本	观看短剧时还会涉及CDN带宽成本，它是视频观看体验的基础保障，CDN成本和充值流水成正比，普遍是2-3%。
小程序技术通道费	微信小程序从2023年8月15日开始收费，目前是按照10%收取技术服务费，目前其中5%会作为广告金返回。抖音小程序目前0.7%。

资料来源：短剧自习室，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.5 小程序微短剧：行业格局不断演进，多方入局头部初现

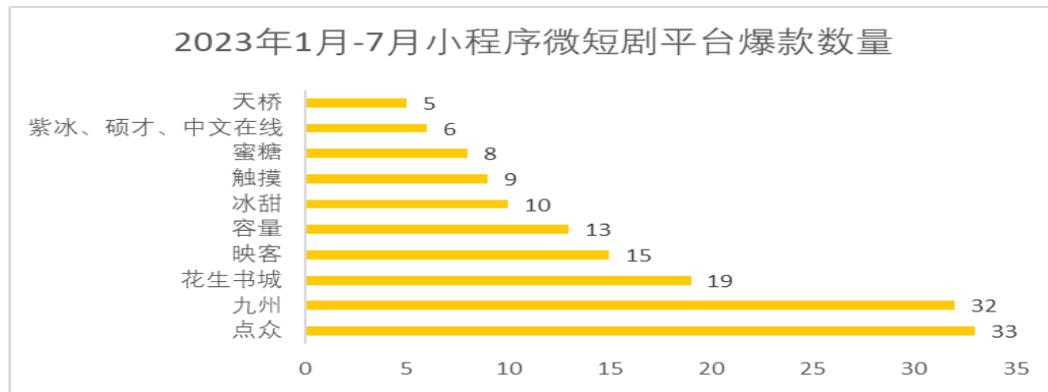
- 随着行业迅速成长、资金涌入，小程序微短剧的行业格局正在不断变化。
- 一方面，来自上游版权、中游内容制作、投流平台和营销宣发行业的参与者纷纷涉入，互动短剧爆款《完蛋！我被美女包围了》加速了“短剧+游戏”的探索；
- 另一方面，行业监管、平台政策、受众喜好等因素的变迁让具有投流优势和IP优势的两类参与者脱颖而出，出现头部微短剧公司。

表：微短剧上下游角色盘点

角色	产生分工	参与者行业背景	参与者代表
小说IP版权方	输出小说IP	网络小说、动漫、游戏版权方	中文在线、点众、番茄小说
原创剧本方	原创短剧剧本	网络小说、剧本杀相关企业	神书、中夏星影以及个人编剧
承制方	拍摄和制作成品	信息流广告相关企业、MCN、影视公司	丰行文化、昊月堃、原上慕光
出品方	出资，承担制作费	MCN、影视公司、信息流广告相关企业	日新阅益、欧耶、听花岛
平台方	自建小程序、APP或者快应用整合短剧内容	网络小说、社交、游戏、电商、MCN等企业	九州、容量、映客、麦芽、新娱
分销方	投流分发短剧	网络小说、电商、广告代理商	迪弗瑞特、梦嘉、瓯源
媒体方	提供广告投放平台用以短剧引流	有流量的APP企业	字节、腾讯、百度、快手
代理商/代运营	信息流广告开户、垫资、代运营	广告代理商	傲星、巨网、思恩客
承载平台	提供小程序平台载体	活跃用户量级大的APP	微信小程序、抖音小程序

资料来源：短剧自习室，首创证券

图：短剧自习室周爆款平台上榜次数（2023年1月第3周-7月第3周）



资料来源：字节、短剧自习室，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.5 小程序微短剧：行业监管叠加平台政策，精品化趋势显著

#### • 行业监管：认可生命力，加强付费短剧管理，鼓励精品化

2023中国视听创新大会上国家广电总局网络视听节目管理司一级巡视员董年初发言表示微短剧要走精品化路线，付费微短剧要统一管理；国家广播电视总局发展研究中心发布的《【观察】微短剧：发展和治理要两手抓两加强》，文中认可短剧行业的生命力，并表示短剧不应该只是昙花一现的热闹，希望短剧行业能保持健康的、可持续性发展。2023年3月至11月中旬，广电总局督导抖音、快手、腾讯、B站、小红书、好看视频等平台累计对外发布公告40余期，清理低俗有害网络微短剧35万余集（条）、2055万余分钟；分级处置传播低俗有害网络微短剧的“小程序”429个、账号2988个。广电总局还建立了网络微短剧“黑名单”机制。下一步7大举措：一是加快制定《网络微短剧创作生产与内容审核细则》；二是研究推动网络微短剧APP和“小程序”纳入日常机构管理；三是建立小程序“黑名单”机制、网络微短剧推流统计机制；四是委托中国网络视听协会开展网络微短剧日常监看工作；五是推动行业自律，互相监督，全行业共同抵制违规网络微短剧；六是再次开展为期1个月的专项整治工作，围绕网络微短剧的导向、片名、内容、审美、人员、宣传、播出等方面，加大违规网络微短剧处置和曝光力度，进一步优化算法推荐，完善广告推流审核机制，取得立竿见影成效；七是加强创作规划引导，继续打造精品力作。

#### • 平台态度：加强审核限制投流，聚焦原生微短剧，力推精品化

11.14 快手发布了针对违规微短剧类小程序的专项治理公告，下架了10余部违规微短剧；11.16 抖音发布《抖音关于打击违规微短剧的公告》；11.23 抖音不再支持新增代投，包括一对一代投，一对多代投；11.28 抖音小程序短剧、外跳至其他第三方平台的短剧，都应向短剧类小程序内容库申请并通过审核，方可进行广告投放；11.30 快手拟切断第三方微短剧小程序的商业推广和投放，专注发展基于快手小程序和快手内部链路的原生微短剧生态和商业链路。

#### • 传统影视行业：老牌影视人开始入局小程序微短剧，践行精品化

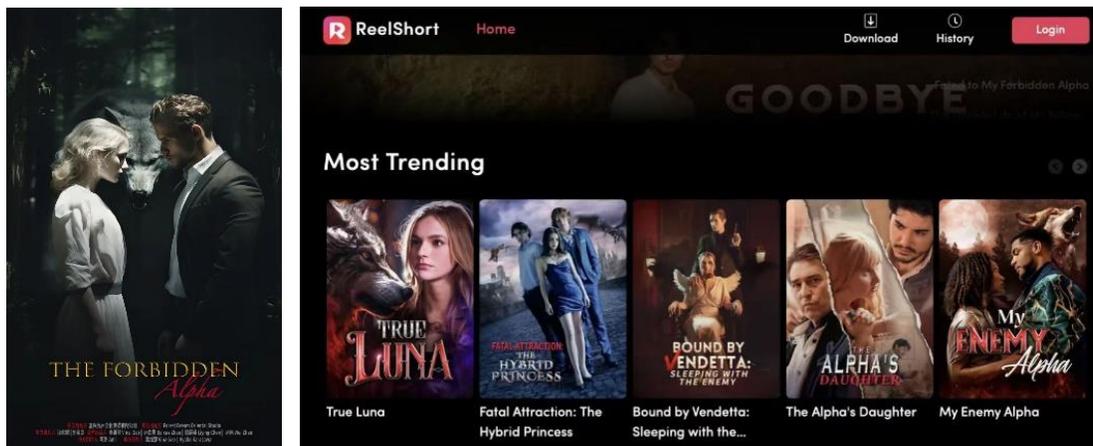
11.26 香港著名导演王晶在横店为短剧进行开机仪式；11.29 由高亚麟（饰演《家有儿女》里的爸爸夏东海）担任出品人之一的短剧《失控的爱》开机；12.4 赵本山两位弟子，丫蛋和唐鉴军（饰演《乡村爱情故事》里的谢广坤）饰演短剧《绝世强者》

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.5 小程序微短剧：出海市场前景诱人，制作与投流成本大于国内

- **国内短剧行业竞争激烈，出海市场却已有先行者尝到甜头。**中文在线旗下的ReelShort从2022年8月上线海外市场以来，截至12月初，下载量超过1100万次，一度在美国App Store的娱乐类应用榜单上名列第一。当下，国内的网文公司中文在线、安悦、新阅时代等，短剧公司九州、点众、酷匠等都在入场海外短剧市场，在北美、东南亚、中东等地区淘金。
- 出海微短剧与国内微短剧相同之处在于：情节基于网文，爽点密集，集数超过100集以上，目前以按集解锁为主，美国地区一般0.3元/集，东南亚地区一般0.1元/集，这也是基于海外用户刷短视频的娱乐习惯。
- 但和所有出海业务一样，微短剧作为内容产品，本土化的难度不小，目前的出海微短剧与国内微短剧主要有以下区别：
  - ✓ **制作流程和成本：**海外观众对制作水准要求更高，海外短剧的制作团队会分为两批人，一批在国内负责对接网文平台等投资人，一批负责在海外落地拍摄执行。制作模式多是甲方提供剧本，负责发行，承制方负责制作。制片人打款多是3-3-4模式，即“先付给制作方30%，再付30%，给完成片再付40%。”这也要求承制团队要保障成品的质量，才能拿到尾款。筹备20天，拍摄10天，加上后期，海外短剧的制作周期多在两个半月，团队20人上下，50多集的成本，总项目体量为15万美金左右。平台会按照人员构成直接打款给承制方。总体来说，承制方的利润率在10%左右。
  - ✓ **内容题材：**女频为主，狼人题材、霸道总裁更受欢迎，整体受众层次较高。
  - ✓ **宣发投流：**海外短剧APP主要选择的渠道是Tiktok，其次是Meta (Facebook)、YouTube等，考虑到30%的通道费，ROI甚至要超过1.3才能盈利。

图：出海微短剧爆款《The Forbidden Alpha》和 ReelShort



资料来源：娱乐资本论，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.6 万达电影（002739）：行业复苏提振业绩，关注主控内容释放

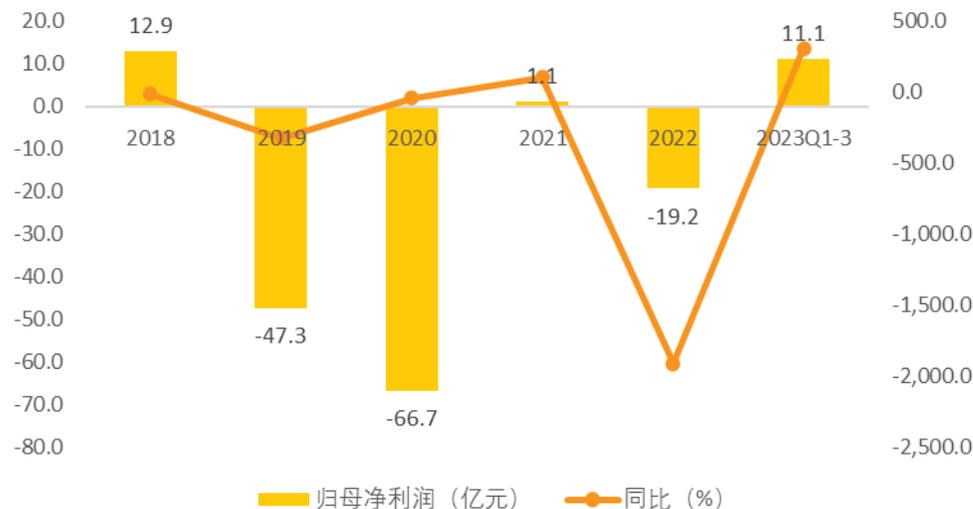
- 2023年前三季度，公司参与投资出品的电影《流浪地球2》《熊出没：伴我熊芯》《宇宙探索编辑部》《倒数说爱你》《热烈》《孤注一掷》《第八个嫌疑人》等先后上映，整体票房表现较好；投资出品的电视剧《他是谁》和《最灿烂的我们》在卫视和流媒体平台播出，获得较好的口碑和收视成绩，因此内容板块经营业绩较上年同期亦有明显提升。12月15日，公司主控影片《三大队》上映，截至2023年12月13日上午，点映票房已超过8600万。公司储备项目还包括《我才不要和你做朋友呢》、《误杀3》、《重案检察官》、《女大佬》。
- 我们预计公司2023-2025年营业收入为136.28/150.34/160.70亿元，同比增加40.6%/10.3%/6.9%，归母净利润分别为12.07/16.69/17.72亿元，同比扭亏/增长38.2%/增长6.2%，维持“买入”评级。

图：公司2018-2023年Q3营业收入变化



资料来源：Wind，首创证券

图：公司2018-2023年Q3归母净利润变化



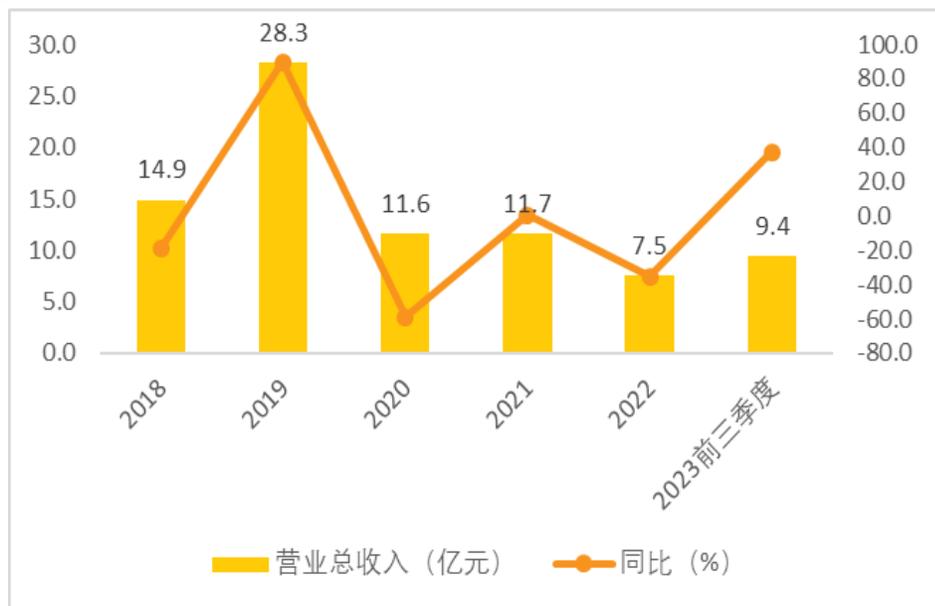
资料来源：Wind，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.6 光线传媒（300251）：电影工业化赋能主业，内容释放乘势加速

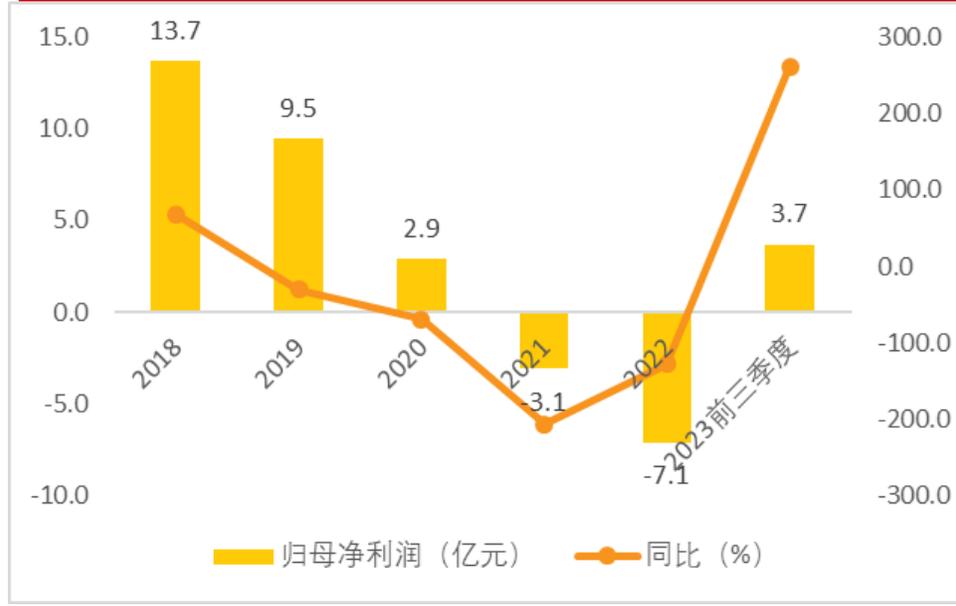
- 公司深耕影视赛道，内容创作基因一脉相承。公司是国内动画电影赛道的先行者，长期坚定开拓本土动画电影市场，着力打造双动画电影厂牌：彩条屋整合国内优质动画电影产能，新厂牌光线动画牵头中国神话宇宙。2024年，公司有《哪吒之魔童闹海》、《小倩》两部重磅动画电影上映。2024年，公司的储备真人电影包括张艺谋导演电影《第二十条》等。
- 预计公司2023-2025年营业收入为14.2/22.5/26.7亿元，同比增加88.5%/58.0%/18.6%，归母净利润分别为6.1/9.3/11.0亿元，同比扭亏/增长52.7%/增长17.5%，预计公司2023-2025年EPS分别为每股0.21/0.32/0.37元，对应2024年1月2日股价，PE为39/26/22倍。2024年电影行业供需两端强力复苏，公司业绩改善预期较强，维持“买入”评级。

图：公司2018-2023年Q3营业收入变化



资料来源：Wind，首创证券

图：公司2018-2023年Q3归母净利润变化



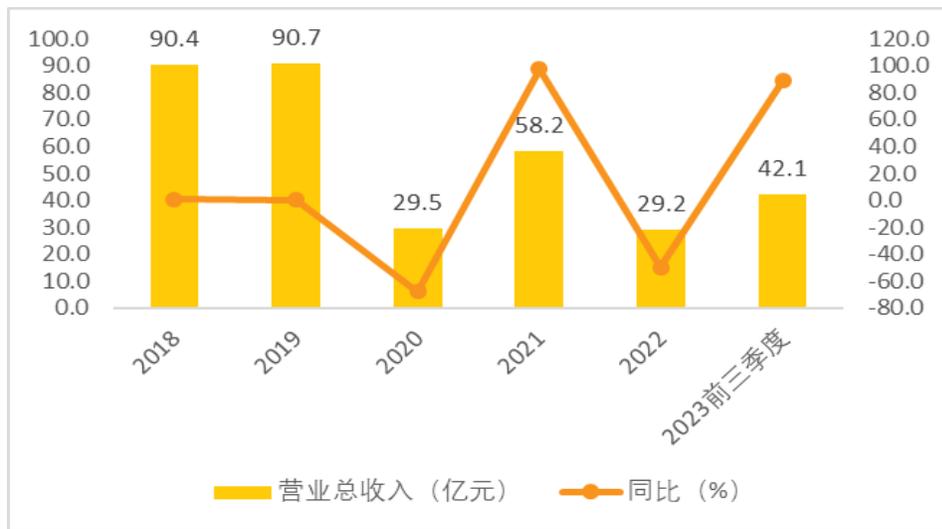
资料来源：Wind，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

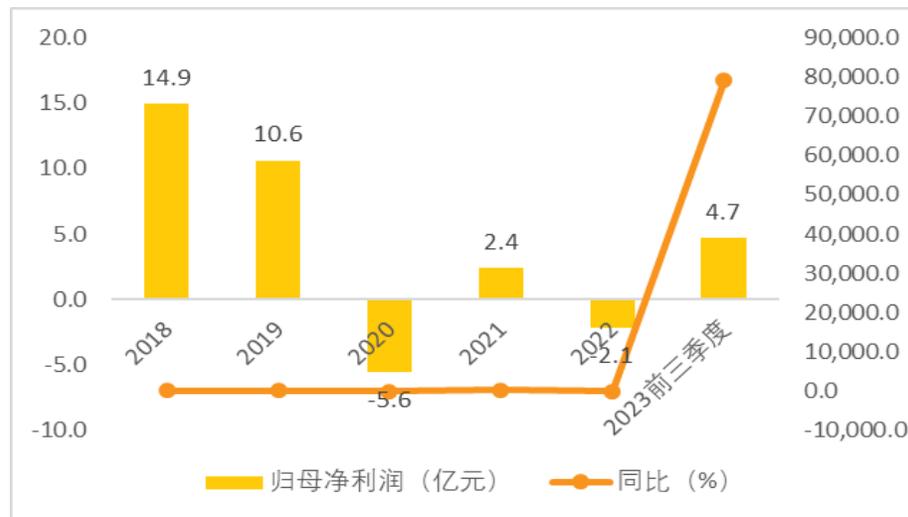
### 2.6 中国电影（600977）：坐稳市场主导地位，充足内容储备有望业绩持续复苏

- 公司作为极具行业领导力的中央企业，在目前的行业形势下具有更强的资源获得能力和抗风险能力，估值水平略高于其他行业内公司属于合理情况。2023年前三季度，公司主导或参与出品并投放市场的影片共28部，累计实现票房231.02亿元，占同期全国国产影片票房总额的61.44%。其中，公司出品的《流浪地球2》《满江红》《熊出没·伴我“熊芯”》《人生路不熟》《长安三万里》《孤注一掷》等6部影片进入2023年以来国产片票房前十。公司主出品影片《非诚勿扰3》拟于12月30日上映，参与出品影片《年会不能停！》拟于12月29日上映。公司重点储备影片包括《天才翻译家》、《我不是梵高》、《我和我的春晚》、《射雕英雄传》等。

图：公司2018-2023年Q3营业收入变化



图：公司2018-2023年Q3归母净利润变化



资料来源：Wind，首创证券

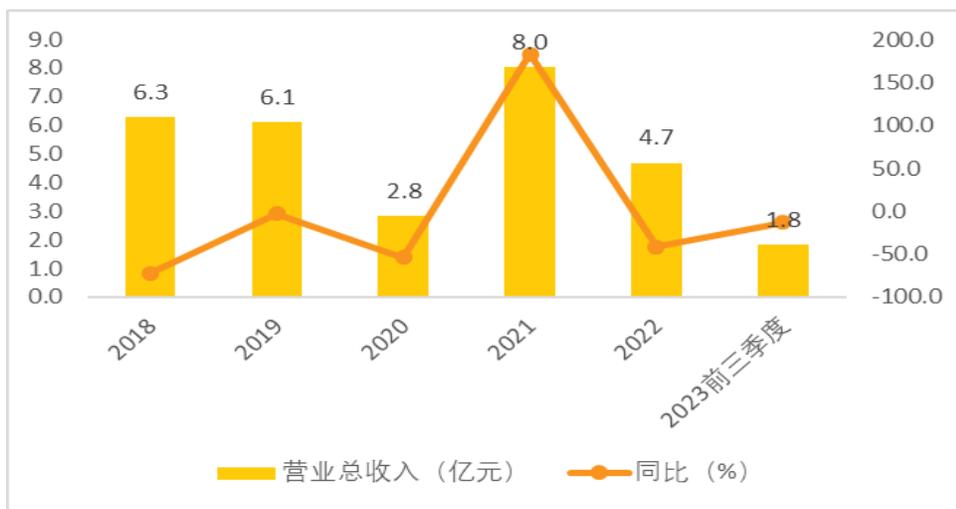
资料来源：Wind，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.6 百纳千成（300291）：重磅项目定档，储备片单有望陆续释放

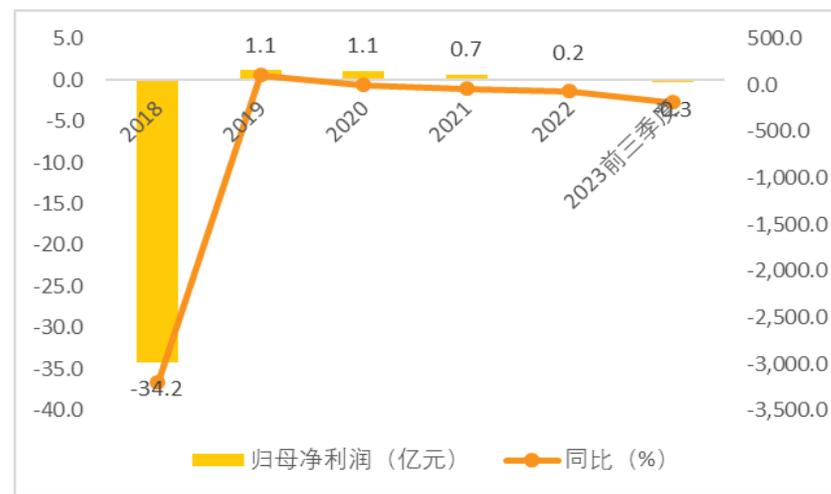
- 进入四季度以来，公司主投主控项目陆续定档，包括《热搜》定档12月1日。公司待重新定档的《敦煌英雄》取材改编自沙州军民归唐风云史，是公司旗下北京精彩“中国少年宇宙”首部真人电影，是导演曹盾、编剧马伯庸继《长安十二时辰》之后首次携手大银幕，张苗担任出品人和总制片人，制作班底强大，有望取得出色的票房成绩。根据中报，公司当前储备的影视剧+电影项目近40部，其中多部作品已进入后期阶段，随着重磅产品的陆续定档排播，有望持续贡献业绩增量。公司与大鱼快游、bilibili 游戏联合出品的长篇真人互动全视频影视游戏《隐藏真探》已完成后期制作，目前处于内测及报批阶段。展望2024年，公司剧集及电影业务产品线充沛，项目陆续释放有望增厚公司业绩。

图：公司2018–2023年Q3营业收入变化



资料来源：Wind，首创证券

图：公司2018–2023年Q3归母净利润变化



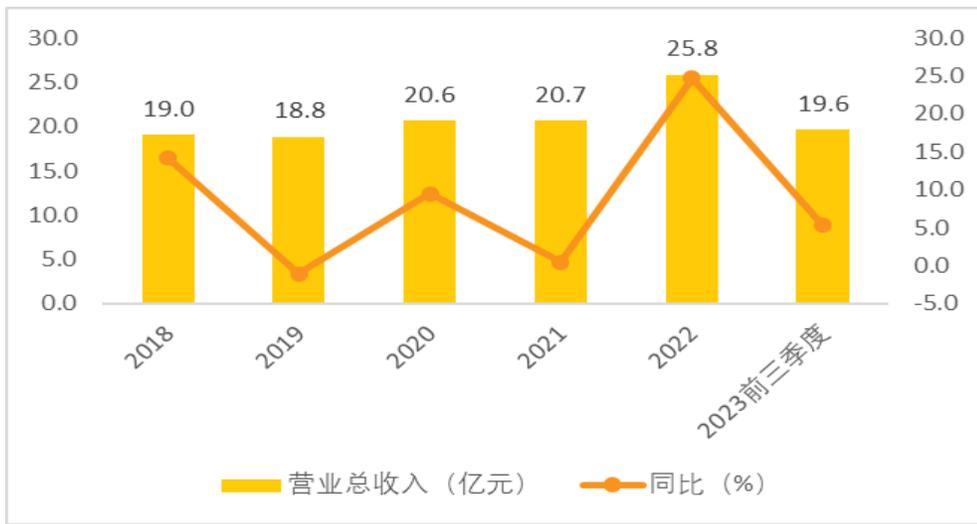
资料来源：Wind，首创证券

## 2. 影视：供需两端呈现繁荣，微短剧颠覆内容商业模式

### 2.6 掌阅科技（603533）：免费阅读业务稳健推进，短剧业务有望快速发展

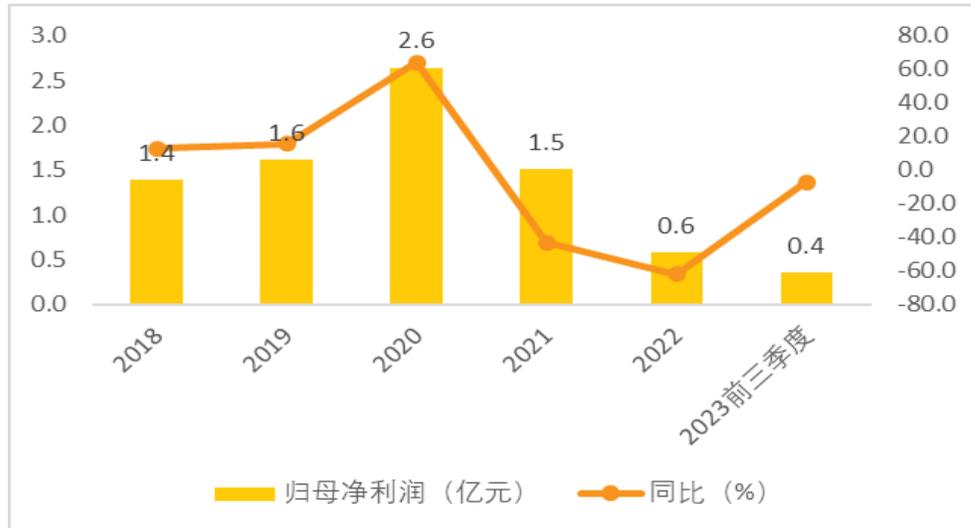
- 公司进一步推进业务结构转型升级，在稳步发展免费阅读业务的同时，加大对短剧等创新业务的投入，公司2021年开始在IP短剧领域发力，已搭建起专业的短剧生产运营体系，建立了短剧内容侧高效、高质输出的能力。我们认为，公司进军短剧赛道，在IP储备和用户触达方面均具备优势，有望进入行业第一梯队。公司持续增强优质内容储备，并通过免费阅读、付费阅读、短剧、动漫、出海等多元化方式挖掘优质内容商业化能力。
- 预计公司2023-2025年营业收入为29.78/35.18/39.62亿元，同比增加15.3%/18.1%/12.6%，归母净利润分别为0.59/1.12/1.48亿元，同比增加1.7%/90.3%/32.1%，维持“买入”评级。

图：公司2018-2023年Q3营业收入变化



资料来源：Wind，首创证券

图：公司2018-2023年Q3归母净利润变化



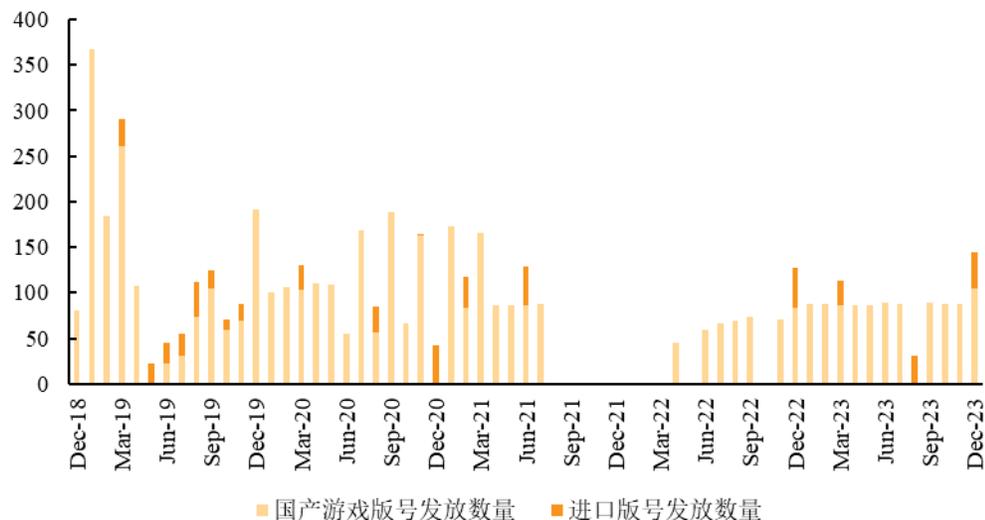
资料来源：Wind，首创证券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

## 3.1 供给驱动复苏有望持续

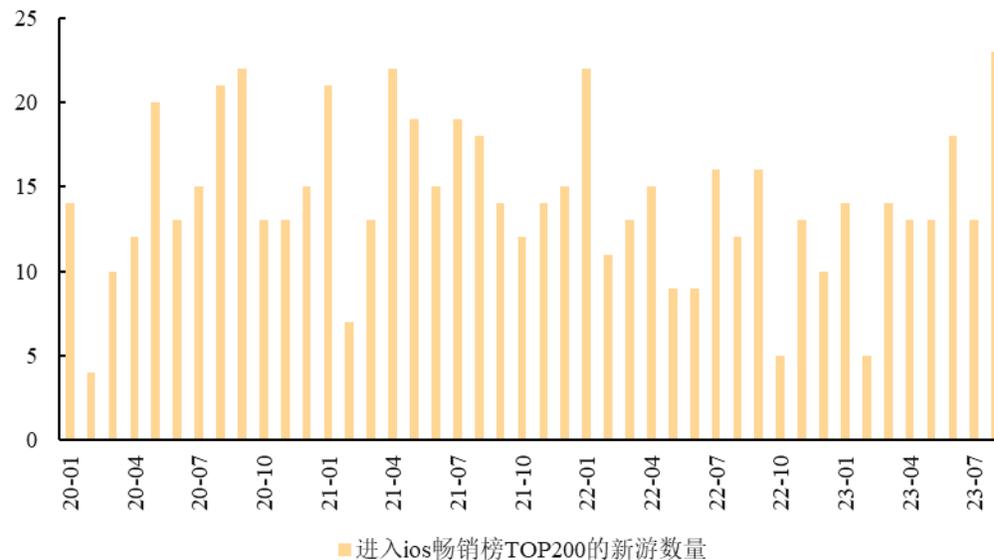
- **2023年版号恢复常态化发放，行业政策稳定。** 2022年4月版本号重启发放，2023年以来游戏版号的发放频率和数量趋于稳定，基本保持了每月发放一次国产游戏版号，每次发放80-90个（其中2023年12月发放了105个）；每年发放2次进口游戏版号，每次发放20-30个的常态化节奏（其中2023年12月发放了40个）。
- **供给周期逐步开启，新游表现亮眼。** 稳定政策驱动下，行业供给端显著恢复。2023年Q2以来新品陆续上线。据GameLook估算，2023年7-8月有近50款新游戏上线。2023年8月，进入过iOS日畅销榜TOP200的新游数量为23款，创2021年以来新高。

图：2018-2023年12月游戏版号发放数量



资料来源：新闻出版署，首创证券

图：进入iosTOP200的新游数量



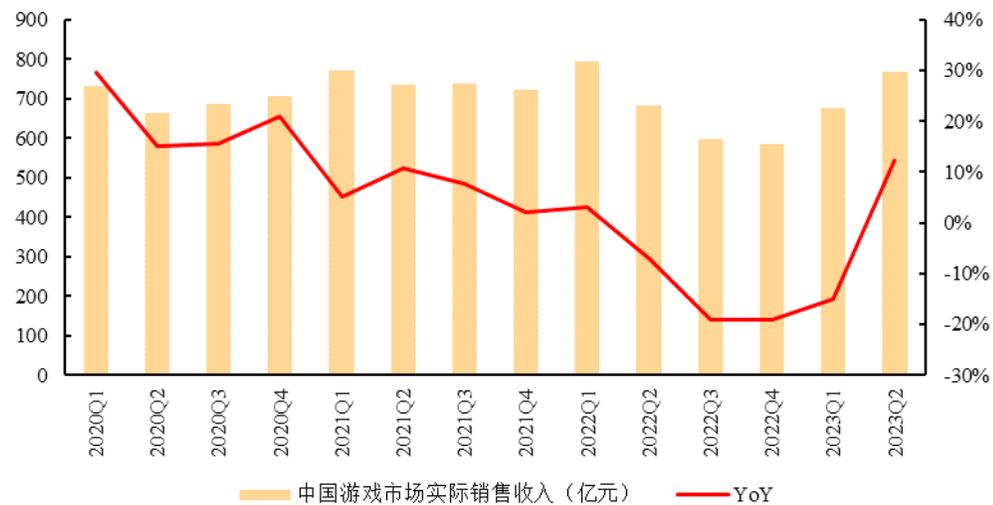
资料来源：伽马数据，首创证券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

## 3.1 供给驱动复苏有望持续

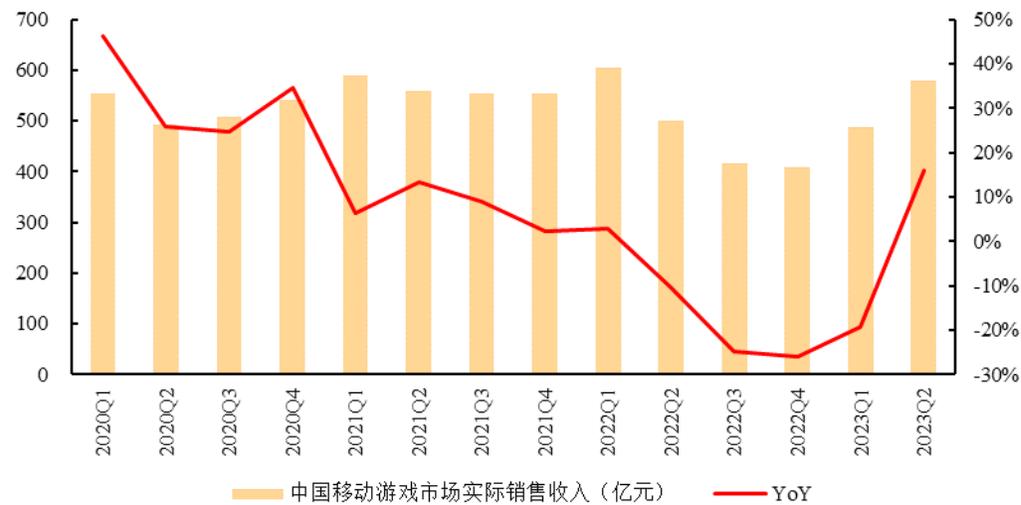
- 国内游戏市场收入端显著恢复，行业景气度持续抬升。充裕供给的促进下，2023年中国游戏市场收入持续恢复。据伽马数据，2023年Q2，中国游戏市场实际销售收入767.54亿元，同比增长12.35%，中国移动游戏市场实际销售收入580.11亿元，同比增长15.92%，环比增长19.13%。进入7、8月暑期，老产品促活、促付费活动陆续开展，叠加新游流水释放，中国移动游戏市场实际销售收入增速进一步提升至51.09%、63.73%，行业景气度持续抬升。

图：中国游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，首创证券

图：中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，首创证券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

## 3.1 供给驱动复苏有望持续

- 供给驱动的游戏行业复苏有望持续。当前包括版号在内的政策环境预计保持稳定，各大厂商在研产品陆续取得版号，同时部分游戏公司2023年待上线产品研发进度有所延后，我们预计2024年游戏新品供给端虽不及2023年拥挤，但仍较为充沛。据“游戏日报”整理，当前包含腾讯、网易、米哈游、三七互娱等厂商共有80余款产品在测，头部及次头部厂商待上线产品储备依然较为丰满。

表：腾讯、网易、米哈游等部分在研及测试产品储备表

相关公司	产品/代号	产品类型	是否有版号	预计上线时间
三七互娱	空之勇者	MMORPG	有	
三七互娱	曙光计划	MMORPG	有	
三七互娱	诸神黄昏：征服	MMORPG	有	
三七互娱	失落星环	卡牌	有	
三七互娱	Mecha Domination	SLG		
三七互娱	代号：放置X	昆虫放置		
三七互娱	离火之境	MMORPG	有	
完美世界	女神异闻录：夜幕魅影	回合制	有	2024
完美世界	一拳超人：世界	动作		2024
完美世界	乖离性百万亚瑟王：环	卡牌		2024
完美世界	诛仙世界	MMORPG	有	
完美世界	淡墨水云乡	模拟经营	有	
完美世界	完美新世界	MMORPG		
恺英网络	纳萨力克之王	RPG、策略、冒险	有	2023Q4
恺英网络	仙剑奇侠传：新的开始	RPG	有	2023Q4
恺英网络	妖怪正传2	RPG	有	2023Q4-2024Q1
恺英网络	临仙		有	2024
恺英网络	代号：转生史莱姆			2023
恺英网络	斗罗大陆：诛邪传说	MMORPG	有	2023Q4-2024Q1

资料来源：游戏日报，首创证券

表：腾讯、网易、米哈游等部分在研及测试产品储备表

相关公司	产品/代号	产品类型	是否有版号	预计上线时间
腾讯	白荆回廊	策略RPG	有	有望2023年上线
腾讯	星之破晓	格斗	有	有望2023年上线
腾讯	创造吧！我们的星球	开放世界	有	2023年12月
腾讯	元梦之星	多人派对	有	2023年12月
腾讯	Stampede: Racing Royale	竞速		2023上线
腾讯	命运与征服：军团	策略		2023上线
腾讯	塔瑞斯世界	MMORPG		2024
腾讯	大航海时代：海上霸主	SLG	有	2024
腾讯	二之国：交错世界	MMORPG	有	2024
腾讯	三角洲行动	FPS	有	2025
腾讯	手工星球	沙盒	有	
腾讯	宝可梦大集结	MOBA	有	
腾讯	刺客信条：Jade	潜行		
腾讯	洛克王国手游	养成		
腾讯	冲呀！饼干人：王国	卡牌	有	
腾讯	Nightingale	开放世界		
腾讯	星际战甲手游	动作		
网易	代号：ATLAS	非对称对抗	有	2023年12月
网易	燕云十六声	开放世界	有	2024年Q2前
网易	代号：ATLAS	生存		
网易	代号56	射击		
网易	七日世界	生存	有	
网易	突袭：暗影传说	策略卡牌	有	
网易	九畿：歧风之旅	放置	有	
网易	龙之灵域	MMORPG	有	
网易	代号：烛	动作		
网易	代号：EXTREME	射击		
网易	射雕	MMORPG		
网易	永劫无间手游	大逃杀		
米哈游	绝区零	ARPG	有	2024

资料来源：游戏日报，首创证券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

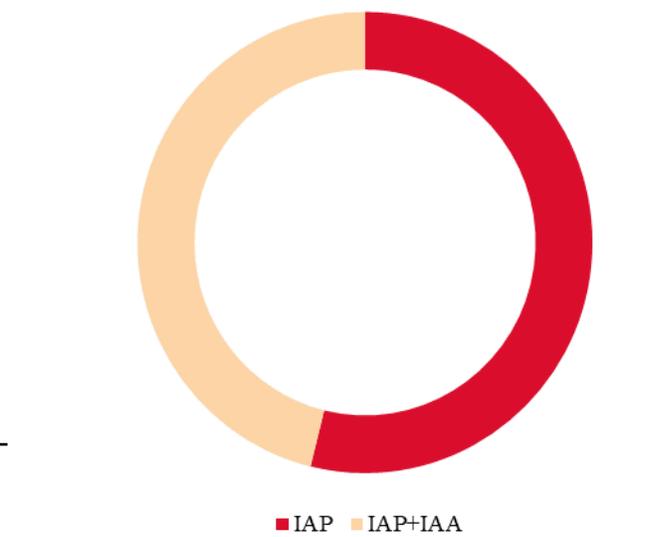
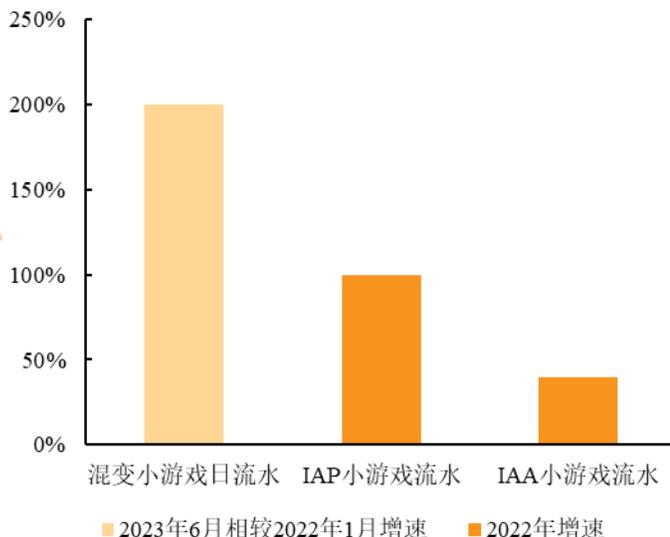
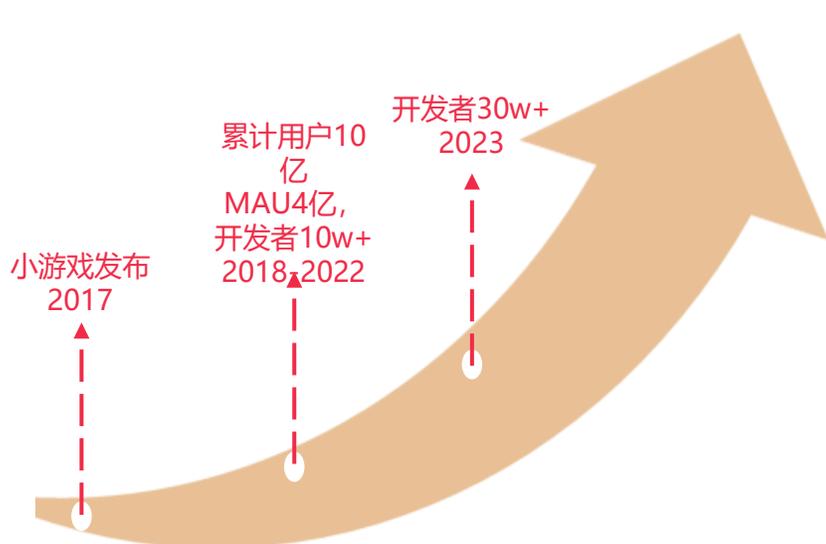
## 3.2 小游戏：市场规模快速增长，成为行业新增量

- 技术、流量、平台激励驱动小游戏行业快速发展。** 小游戏指以小程序为载体的游戏产品形态，具备无需下载、即点即玩、体验轻便等特点，碎片化属性明显。从变现形式上，小游戏主要分为IAP（内购付费）、IAA（广告变现）、IAP+IAA（混合变现）三类。微信小游戏自2017年发布以来，诞生了跳一跳、合成大西瓜、羊了个羊等依靠用户社交裂变等形式传播获量等现象级产品，总体以IAA形式为主。
- 一方面，包含引擎兼容性等技术难点突破，小游戏参与门槛有所降低，参与者数量显著提升；另一方面，微信体系广告库存释放以及跨平台流量打通，小游戏买量模式跑通，获量渠道扩张，IAP模式快速发展，2023年以来混合变现小游戏数量和流水快速增长；此外，各平台均对小游戏有所激励，刺激行业快速发展。

图：微信小游戏发展历程（部分）

图：微信小游戏变现情况变化趋势

图：2023年8月综合热投TOP26小游戏变现模式



资料来源：GameLook，首創證券

资料来源：腾讯广告，首創證券

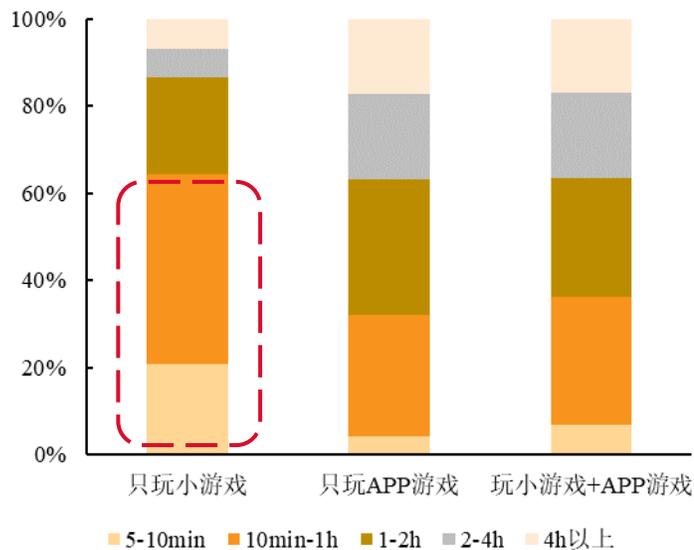
资料来源：Data Eye，首創證券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

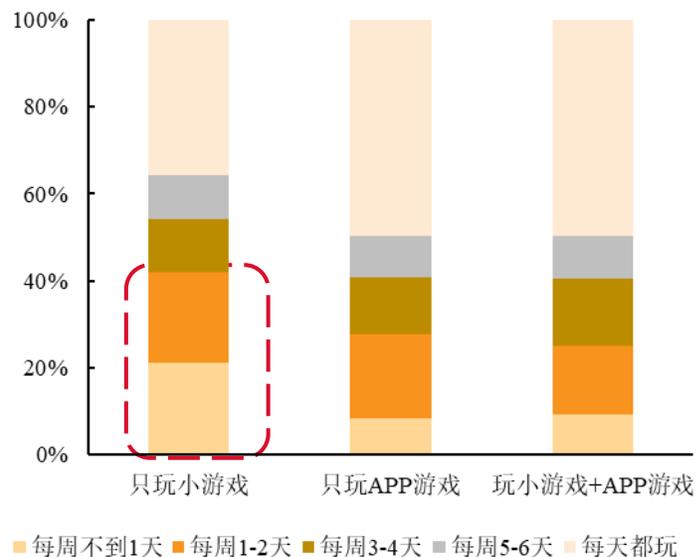
## 3.2 小游戏：市场规模快速增长，成为行业新增量

- **小游戏用户与传统APP游戏用户重合率较低。**小游戏用户具备游戏时间碎片化、粘性较弱、用户年龄层相对较大、性别分布更均衡等特征，与传统APP游戏用户画像、使用场景形成差异化，2022年只玩小游戏的抖音用户中，单日小游戏使用时长在1小时以下的用户占比超过6成。据腾讯23Q2业绩会披露，微信小游戏与腾讯手游用户重合度不到50%。
- **抖音小程序渗透率较低，具备广阔发展空间。**抖音入局小程序较晚，当前抖音小程序MAU为2.67亿，渗透率较低，为36.2%。本地生活、小游戏等驱动下，抖音小程序生态有望进入快速发展，存在布局红利期，提升空间广阔。

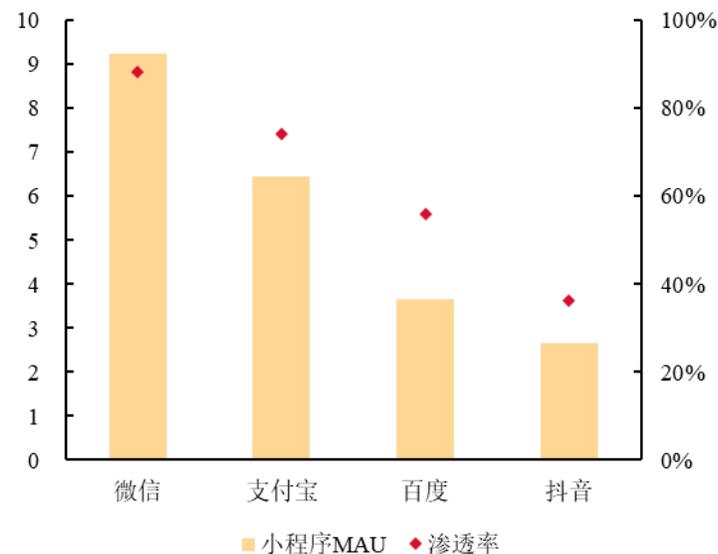
图：抖音小游戏用户单日使用时长



图：抖音小游戏用户使用频率



图：各平台小程序MAU及渗透率



资料来源：巨量算数，首创证券

资料来源：巨量算数，首创证券

资料来源：Quest Mobile，首创证券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

## 3.2 小游戏：开发成本低、玩法轻度、重买量

- **小游戏研发成本较低。**据DataEye，即使是原生制作的小游戏，研发周期与成本至少能降低至手游APP的50%。小游戏研发成本更低，周期更短，资金周转效率更高。
- **小游戏玩法相对轻度。**收入前100位移动游戏中，MOBA、射击等相对重度品类占比近1/3，TOP3品类中，核心贡献产品包括《王者荣耀》《逆水寒》《崩坏：星穹铁道》《和平精英》等。而从小游戏大盘品类分布占比情况来看，“角色卡牌”和“放置类”产品合计占比约为50%，市场表现强势，主要由《咸鱼之王》《寻道大千》《疯狂骑士团》等玩法简单的产品贡献。

表：小游戏不同研发路线成本对比（以一款仙侠RPG为例）

	原生制作	H5版本兼容
研发周期	6-8个月	3-4个月
研发费用	500w-1000w	100w-200w
生命周期	1.5-2年	

资料来源：Data Eye, 首創證券

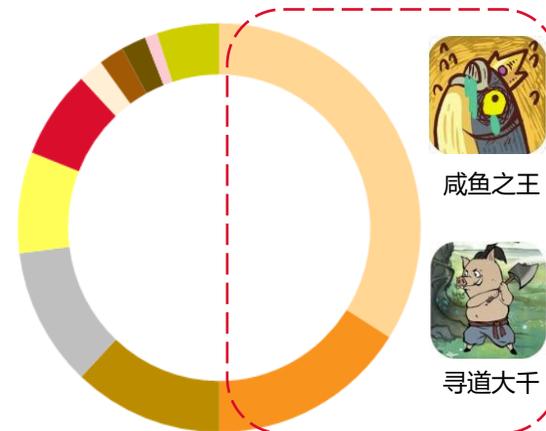
图：收入前100位移动游戏品类分布（按流水）



MOBA 射击类 角色扮演类 回合制RPG 策略类 休闲类  
棋牌类 捕鱼游戏 卡牌类 自走棋 其他

资料来源：伽马数据, 首創證券

图：2023年8月小游戏流水TOP100中跨领域IP改编



角色卡牌 放置 传奇RPG 仙侠RPG 模拟经营 战争策略  
塔防 Roguelike 女性向 泛棋牌 其他RPG

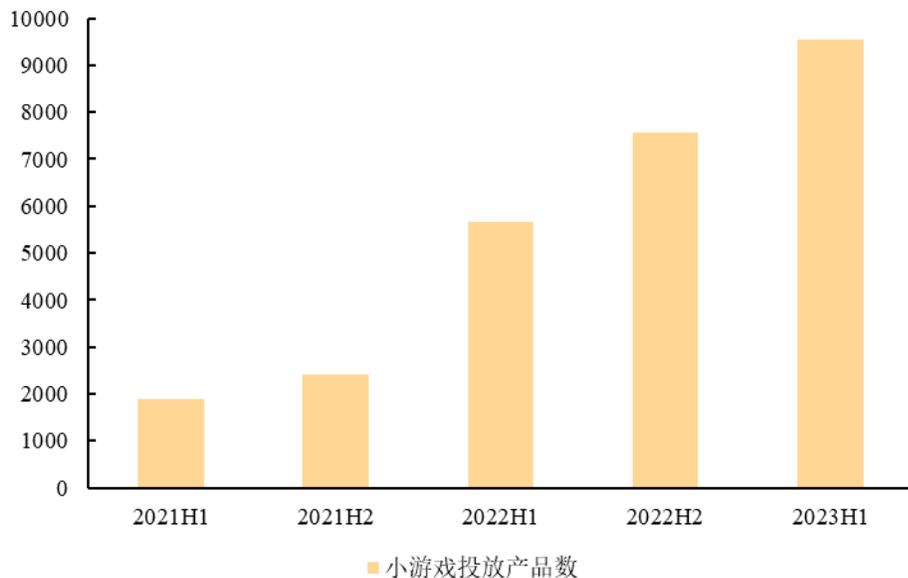
资料来源：Data Eye, 首創證券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

## 3.2 小游戏：开发成本低、玩法轻度、重买量

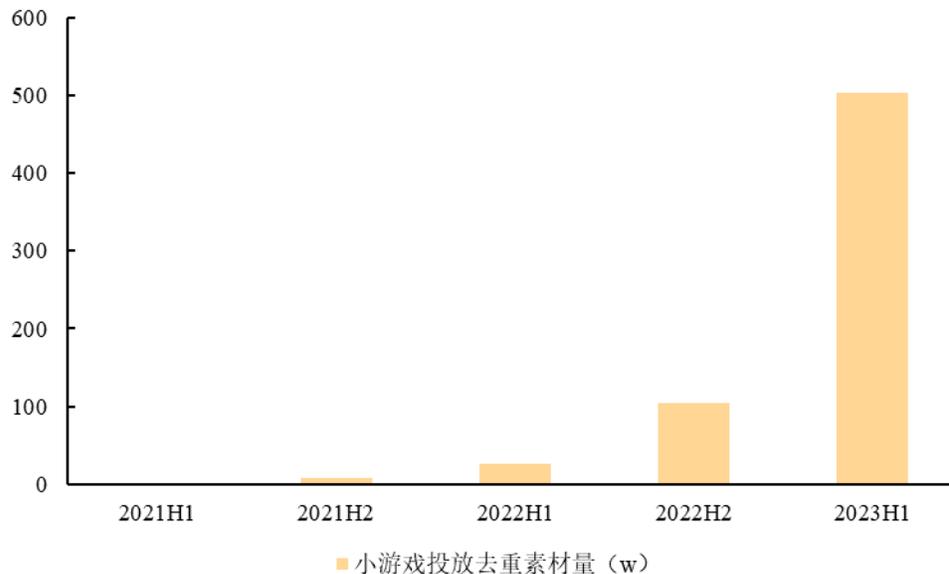
- 2023年上半年，微信小游戏素材投放量飙升。**微信小游戏具有买量成本普遍低于APP、转化链路短、渠道多元、用户基数广等优势，因此大量开发者入局投放。虽在投放总数方面与APP游戏仍有距离，但2023上半年微信小游戏整体投放表现强势，去重投放素材量环比增长约4倍，在投产品接近1万款。小游戏投放下半年仍延续高速增长，以10月为例，DataEye-ADX数据显示10月微信小游戏日均投放素材量超过15万组，素材大盘总量环比提升20%以上；10月日均参与投放小游戏超过3700款，其中10月下半月日均在投小游戏接近4000款。

图：微信小游戏在投游戏数量趋势



资料来源：Data Eye，首創證券

图：微信小游戏去重投放素材量趋势（万）



资料来源：Data Eye，首創證券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

## 3.2 小游戏：各大厂商积极布局，行业精品化、玩法兼容等趋势不变

- 各大厂商积极布局小游戏，非超一线厂商存在弯道超车机会。据微信APP，2023年12月初的微信小游戏畅销榜TOP30中，来自上市游戏公司的产品占比在1/3左右，包括三七互娱《寻道大千》《灵魂序幕》、中旭未来《三国吧兄弟》等，超一线厂商腾讯、网易分别有一款产品进入TOP 30。其他有所布局上市公司包括完美世界、掌趣科技、星辉娱乐、巨人网络、冰川网络、吉比特等。据“游戏日报”公众号统计，11月初，上市游戏公司旗下产品在小游戏畅销榜TOP99中的席位占比已接近4成。我们认为，由于当前技术限制，超一线厂商难以在小游戏赛道发挥其在美术、剧情、特效等方面的优势，**存在买量、轻量化游戏及创新玩法设计的二梯队厂商更易实现弯道超车**，当前传统厂商布局思路主要是储备产品线的双/三端发展，如吉比特《勇者与装备》、恺英网络《仙剑奇侠传之新的开始》等。
- 但同时，我们也看到，早期微信小游戏市场更多以轻度游戏为主，近年来得益于技术进步，逐渐融入重度元素，此外还包括行业竞争加剧下买量成本上升对APRU值提出更高要求，**行业精品化、轻度+重度玩法兼容、精细化运营等趋势不变**。

表：微信小游戏畅销榜TOP 30

排名	游戏名	发行商	排名	游戏名	发行商
1	寻道大千	三七互娱	16	跃动小子	堃冠科技
2	灵魂序幕	三七互娱	17	道天录	豪腾创想
3	冒险大作战	四三九九	18	葫芦娃大作战	大梦龙途
4	咸鱼之王	豪腾创想	19	大话西游归来	网易
5	商业都市	益世界	20	天眼传奇	杭州掌兴文化创意
6	青云诀之伏魔	元游信息	21	少年名将	ST鼎龙
7	小鸡舰队出击	寰宇九州	22	疯狂骑士团	豪腾嘉科
8	次神光之觉醒	云游互动	23	超能世界	冰川网络
9	魔神之战	非玩不可	24	大圣顶住	掌趣科技
10	三国吧兄弟	中旭未来	25	凌云记	南艺网
11	侠客梦	三贤人	26	幻象忍者	倾城网络
12	仙剑奇侠传之新的开始	恺英网络	27	天龙八部荣耀版	初心互动
13	口袋奇兵	江娱互动	28	最牛射击手	豪腾创想
14	欢乐斗地主	腾讯	29	烈焰之刃	非玩不可
15	国王指意	临游科技	30	几何王国	盛景网势

资料来源：Wind，微信游戏，游戏日报，首创证券  
数据采集日期：2023-12-5

## 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

### 3.3 AIGC帮助降本增效，革新游戏行业生产力

- **游戏仍是AIGC降本增效落地最确定的方向**，AIGC等新技术概念的火热也驱动游戏公司加速技术投入，推动行业生产力和产品力的革新。AI重塑游戏全产业链，覆盖游戏制作、运营及周边生态全生命周期，具体而言：1) 在游戏前期的制作环节，AI能够有效降本，如可以将某些2D美术环节工作量由数周降低至几小时，并辅助平衡性测试等环节，大大节约游戏开发时间；2) AI辅助编程工具等降低行业门槛，新游戏开发者不断涌现；3) 在游戏发行等环节，辅助智能投放和海量素材生成，提升投放效率；4) 智能NPC交互等提升玩家体验，促进单用户变现能力提升。

图：AI在游戏产业全链路中的研究与应用能力（以腾讯AI Lab为例）



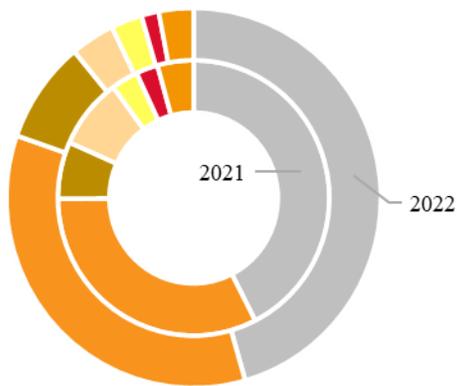
资料来源：腾讯AI实验室，首创证券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

## 3.4 受新游戏冲击，但IP游戏领域依然重要

- **2023年受到新游冲击，但IP游戏仍是重要市场组成部分。**据伽马数据，2023年8月，流水TOP50移动游戏中IP游戏数量与上年同期持平，但由于《蛋仔派对》等新游发力，流水占比有所下降。我们认为，2023年前三季度中国移动游戏IP市场收入占移动游戏市场收入的77.7%，IP在移动游戏领域的影响力越来越大，是游戏公司吸引用户的重要手段之一。

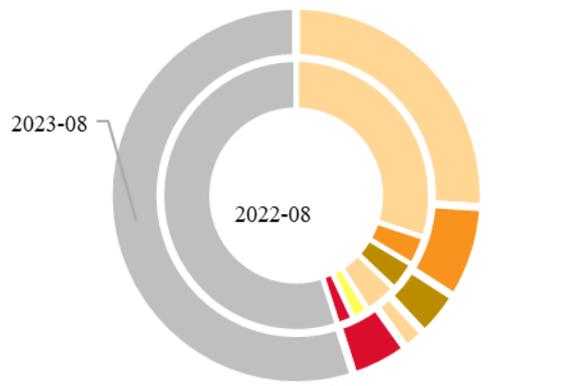
图：2021-22年流水TOP100移动游戏中IP游戏流水占比



■ 无IP ■ 客户端游戏 ■ 单机游戏 ■ 小说  
■ 动漫 ■ 移动游戏 ■ 其他

资料来源：伽马数据，首创证券

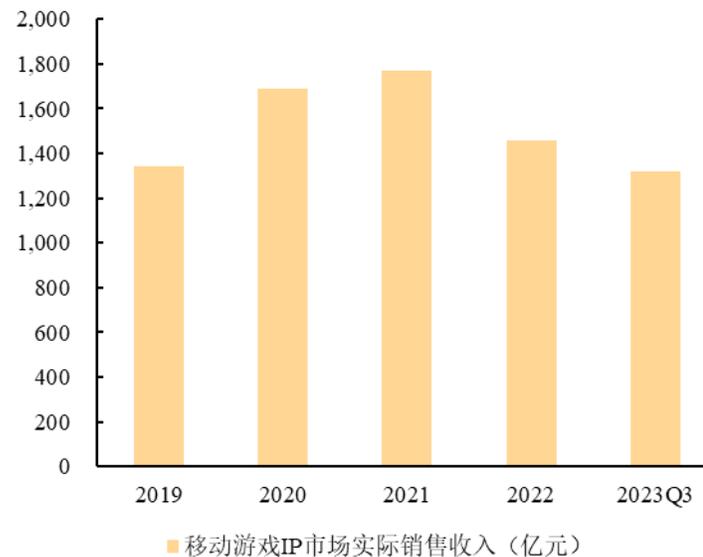
图：2022-08及2023-08流水TOP50移动游戏中IP游戏数量占比



■ 客户端游戏 ■ 单机游戏 ■ 动漫 ■ 移动游戏  
■ 小说 ■ 其他 ■ 无IP

资料来源：伽马数据，首创证券

图：移动游戏IP市场实际销售收入（亿元）



■ 移动游戏IP市场实际销售收入（亿元）

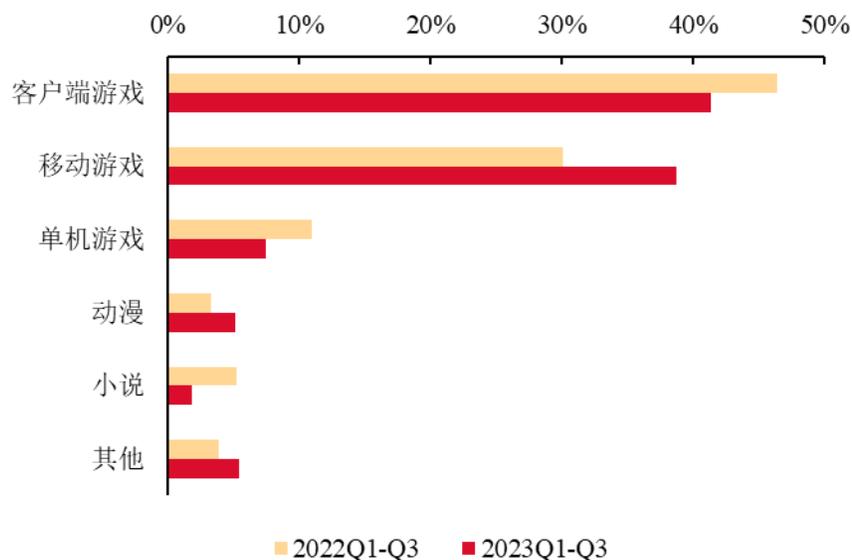
资料来源：伽马数据，首创证券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

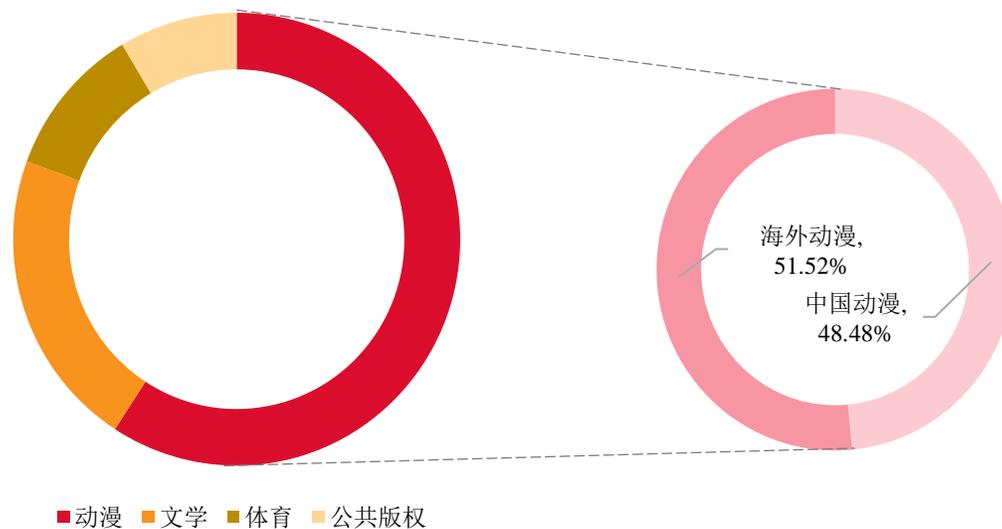
## 3.4 游戏IP来源结构变化蕴藏新机遇

- IP来源结构变化蕴藏新机遇。** IP来源方面，客户端游戏和移动游戏为移动游戏IP市场最大的IP来源，2023年前三季度客户端游戏和移动游戏分别贡献该市场41.31%和38.77%的流水。但同时，近年来原创客户端IP改编新品数量持续降低，截至9月，原创客户端游戏IP在原创IP头部市场中的占比由2019年的五成降至三成以下，而移动IP和部分跨领域IP占比则有所提升。跨领域IP改编移动游戏产品中，共有12款产品登入移动游戏流水TOP100榜单。12款产品中，动漫IP改编产品流水占比达59.16%，跨领域融合或会为游戏IP发展带来内容创新与市场推广新机遇。

图：移动游戏IP市场各IP来源类型分布（按流水）



图：2023年1—9月移动游戏流水TOP100中跨领域IP改编移动游戏IP来源分布（按流水）



资料来源：伽马数据，首创证券

资料来源：伽马数据，首创证券

## 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

### 3.5 神州泰岳（300002）：核心产品流水仍在爬坡，计算机业务有望减亏

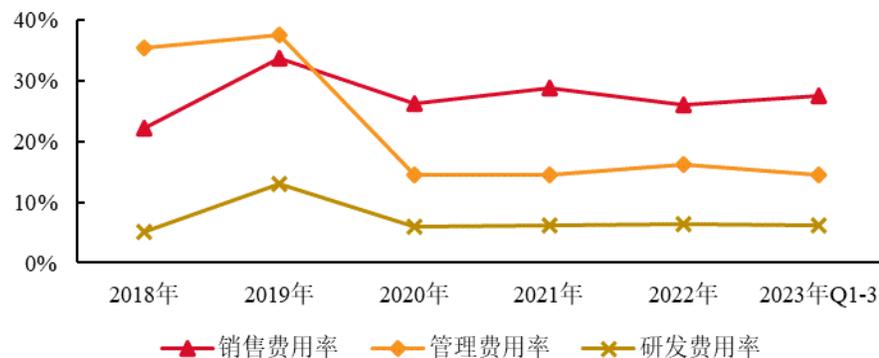
- 核心产品流水仍处于爬坡期，两款“SLG+模拟经营”新品蓄势待发。**公司两款主力游戏流水环比稳中有升，其中：上线5年的《旭日之城》在上半年月均流水3,500万美元的水平上继续爬坡，上线8年的《战火与秩序》月均流水稳定在1,300万美元之上。公司Q3加大了对《旭日之城》的投放，由于游戏产品流量投放与产生收入间存在一定期限错配，我们看好核心产品《旭日之城》2024年流水的持续提升。公司有《代号DL》和《代号LOA》两款“SLG+模拟经营”玩法游戏待上线。
- 智能催收业务品牌升级赋能B端客户，鼎富智能有望持续减亏。**计算机业务方面，公司凭借NLP技术积累推出人工智能催收解决方案“泰岳小催”平台，公司“智能催收”业务快速发展。下半年“泰岳小催”平台再次升级为“泰岳智呼”，新开辟智能电销业务线，助力B端客户售前售后服务，人工智能业务线营收贡献有望持续提升。
- 投资建议：**公司在游戏业务方面擅长大单品运营，核心产品仍处于流水爬坡期，同时计算机业务有望持续减亏，利润表现将持续提升。我们预计公司2023-2025年营业收入为58.61/67.50/74.24亿元，同比增加21.9%/15.2%/10.0%，归母净利润分别为7.93/9.80/11.39亿元，同比增加46.3%/23.6%/16.2%，对应PE为23/18/16倍，维持“买入”评级。

图：公司核心产品收入情况（亿元）



资料来源：神州泰岳公司公告，首创证券

图：2023年1—9月移动游戏流水TOP100中跨领域IP改编移动



资料来源：伽马数据，首创证券

## 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

### 3.5 吉比特（603444）：底盘扎实，关注新品进展

- 底盘扎实，新品周期有望开启。**公司两款核心产品《问道手游》《一念逍遥（大陆版）》继续保持长线运营思路。其中，《问道手游》延续往年四大版本计划，《一念逍遥（大陆版）》保持稳定的迭代更新计划，总体保持了较好的盈利能力。公司积极拓展境外业务，已逐步不断丰富游戏内容并完善社交机制建立起一套较为完善的境外产品测试与发行体系，可实现公司“小步快跑”研发策略在境外地区的应用。新品方面，8月《飞吧龙骑士》《勇者与装备》（小程序版本）《新庄园时代》陆续上线，公司多个产品取得版号，多元化产品线稳健推进中，我们看好公司新产品上线后对业绩的驱动。

表：吉比特储备产品

研发商	产品/代号	产品类型	是否有版号	预计上线日期
自研	不朽家族	家族题材放置养成	有	2023下半年
自研	超喵星计划	3D 捏猫抽卡养成类	有	2024H1
自研	Outpost: Infinity Siege	第一人称射击类端游		2024Q1
自研	M88（代号）	魔幻题材放置养成类		2024（境外）
自研	最强城堡	策略塔防类	有	-
自研	原点（代号）	西幻题材放置卡牌		-
自研	M72（代号）	放置挂机修仙游戏		-
自研	M11（代号）	西幻题材放置挂机		-
代理	皮卡堂之梦想起源	模拟经营类	有	2023H2
代理	超进化物语 2	策略卡牌养成类	有	-
代理	Project S（代号）	Roguelike、SLG		-
代理	神州干食舫	模拟经营类	有	-
代理	Beast Planet	异兽题材生存策略		-

资料来源：吉比特公司公告，首创证券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

## 3.5 三七互娱 (002555)：业绩稳健，小游戏业务亮眼

- 1) 公司坚持“研运一体”战略，持续推进产品结构转型与优化，坚持精品化、全球化、多元化路径，储备项目丰富，多款产品取得版号，产品管线有望加速兑现；
- 2) 公司2012年开始布局海外市场，已形成《Puzzles & Survival》《云上城之歌》等为核心的基石产品矩阵，叠加丰富的产品储备和出色的本地化发行能力，海外收入有望进一步爬升；
- 3) 公司比较早布局小游戏赛道，并取得不俗成绩，公司成熟的研运团队和研发资源，以及优秀的流量经营能力有助于在小游戏赛道快速获取份额。
- 公司研发实力雄厚，国内外发行能力领先，随着丰富储备项目上线及各环节效率提升，业绩有望加速兑现。

表：三七互娱储备产品

研发商	产品/代号	产品类型
代理	Bugtopia	昆虫题材 SLG
代理	织梦森林	农场类模拟经营
代理	金牌合伙人	商业题材模拟经营
代理	Yes Your Highness	中世纪题材模拟经营
代理	代号琉璃	古风题材模拟经营
代理	代号休闲	现代度假村休闲游戏
代理	Puzzles & Chaos	西方魔幻 SLG
代理	万乘之国	多文明题材 SLG
代理	代号三国 CB	三国题材 SLG

资料来源：三七互娱公司公告，首创证券

表：三七互娱储备产品

研发商	产品/代号	产品类型
自研	空之勇者	MMORPG
自研	扶摇一梦	唯美古风 MMORPG
自研	失落之门：序章	西方魔幻 MMORPG
自研	龙与爱丽丝	神话题材卡牌
自研	代号斗罗 MMO	国漫东方玄幻 MMORPG
自研	代号战歌 M	西方魔幻 MMORPG
自研	代号正奇 SLG	写实三国 SLG
自研	代号休闲 SLG	Q 版战争 SLG
自研	代号 G2N	写实欧洲中世纪 SLG
自研	代号 RR	Q 版西方魔幻
自研	代号小游戏 A	Q 版东方玄幻
自研	代号小游戏B	Q 版东方玄幻
自研	代号小游戏C	写实西方魔幻
自研	赘婿	-
代理	Mecha Domination	SLG
代理	曙光计划	MMORPG
代理	诸神黄昏：征服	MMORPG
代理	失落星环	卡牌
代理	代号龙骑士	日式 Q 版 MMORPG
代理	洪荒异兽录	修仙题材 MMORPG
代理	平行轨迹	未来都市 MMORPG
代理	万乘之国	多文明题材 SLG
代理	离火之境	MMORPG
代理	代号三国 CB	三国题材 SLG
代理	故土与新世界	魔幻 Q 版 SLG
代理	代号二次元 ZQ	东方玄幻卡牌
代理	空之要塞：启航	蒸汽朋克卡牌
代理	原野传说：史前万年	史前文明 SLG

资料来源：三七互娱公司公告，首创证券

# 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

## 3.5 祖龙娱乐 (9990.HK)：硬核研发为底色，进入新游释放期

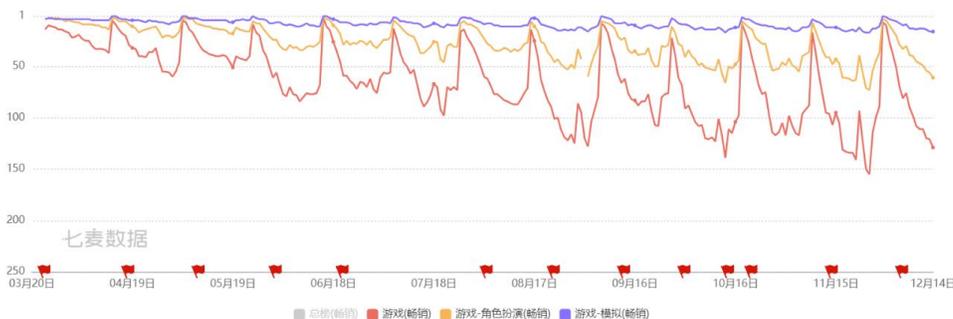
表：祖龙娱乐储备产品

- 公司硬核研发为底色，爆款出品稳定，发行能力不断提升。**当前新游突围难度提升，玩法微创新+美术提升是确定性较高的发力方向。公司立足MMORPG优势品类，通过玩法微创新拓展新赛道，推动其他主流游戏品类与MMORPG的有机融合，平均1-2年推出一部爆款产品，且核心游戏产品生命周期较长，持续贡献收入，具备长线运营能力。祖龙娱乐逐步以海外市场为抓手，探索自发行能力的建设，逐步建立起自发行方法论，2023年3月，公司自发行的《以闪亮之名》在中国大陆地区上线，表现亮眼，公司的自发行体系建设进入新阶段。
- 公司产品线储备充足，全球化定位提升产品价值张力。**公司储备有多类型的游戏组合，预计于2023年至2025年期间在全球各地推出10款MMORPG、SLG、女性向、射击、策略卡牌及其他类型的游戏产品。AIGC赋能游戏全产业链，促进行业成本下降及内容质量和用户体验的提升。公司面对新技术一贯保持较为开放的态度和投入的决心，并在搭建团队和工作流方面具备较为成熟的方法论，有望率先受益于技术升级。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年营业收入为13.1/18.1/21.1亿元，同比增速124.3%/38.4%/16.5%，归母净利润分别为0.42/3.32/4.78亿元，同比增速-688.2%/44.2%，预计公司2023-2025年EPS分别为每股0.05/0.41/0.59元，对应PE为47/6/4倍，维持“买入”评级。

研发商	产品/代号	产品类型	预计上线日期	主要市场
自研	阿凡达：重返潘多拉	MMORPG、射击	2023H2	东南亚市场
自研	三国群英传：鸿鹄霸业	SLG	2023H2	亚洲
代理	Madtale:Idle RPG	卡牌RPG	2023H2	欧美、东南亚市场
自研	项目代号：IM	卡牌	2024	亚洲
自研	阿凡达：重返潘多拉	MMORPG+射击	2024	除东南亚全球市场
自研	项目E	卡牌	2024	全球
代理	Madtale:Idle RPG	卡牌RPG	2024	除东南亚亚洲市场
自研	项目代号：重生	开放世界角色扮演	2025	全球
自研	项目F	MMORPG+	2025	全球
自研	项目G	MMORPG+射击	2025	全球
自研	项目H	MMORPG+动作	2025	全球

资料来源：祖龙娱乐公司公告，首创证券

图：《以闪亮之名》2023年03月20日 - 2023年12月14日 ios畅销榜排名趋势



资料来源：七麦数据，首创证券

## 3. 游戏：供给驱动复苏，技术、渠道变迁带来新机遇

### 3.5 恺英网络（002517）：传奇筑基，多维成长

- 公司中短期成长逻辑：传奇品类基石稳健，市占率有望提升。**据DataEye推算，传奇类游戏市场规模近300亿元，考虑到传奇类游戏玩法、情怀、操作难度等与核心用户群体的高度适配，我们预计其市场规模将维持稳定。同时随着2023年“传奇”IP版权争端落地，赛道生态有望持续优化。公司依靠长期积累的强大研发实力、丰富买量运营经验、深厚行业资源及众多经典产品，已在传奇/奇迹品类领域建立起独有竞争壁垒，同时把握小程序等新动能，有望持续推出爆款，市占率不断提升。
- 公司中长期成长逻辑1：多元化品类布局+发行业务布局，打开成长空间。**产品端，公司不断向其他游戏品类扩张，2017年开始陆续上线了包括《高能手办团》《零之战线》等用户反馈、流水表现均较好的产品。公司当前加速向新品类的探索和布局，非“传奇/奇迹”类项目储备10余款，其中10款游戏已获版号，产品周期有望加速释放。发行端，公司以XY游戏平台为核心，并调整发行业务架构，形成更灵活的项目制小前台，积极布局全球化发行，发行体系逐步完善；公司积极把握直播、小程序等新兴渠道，发行效率不断优化。
- 公司中长期成长逻辑2：投资+IP业务，提升协同力和生命力，有望进入收获期。**公司投资业务与发行业务形成深度协同，已投资游戏公司超过20家，2024年旗下投资企业预计有5-8款产品上线。此外，IP在移动游戏领域影响力越来越大，公司重视通过引入、自研等方式获取IP，并尝试IP运营，力争最大限度挖掘提升IP品牌价值。公司大部分储备项目为IP向产品，如《纳萨力克之王》《斗罗大陆·诛邪传说》等。

表：恺英网络储备产品

产品/代号	产品类型	预计上线日期
纳萨力克之王	RPG, 策略, 冒险	2023.11
仙剑奇侠传：新的开始	RPG	2023Q4
妖怪正传2	RPG	2023Q4-2024Q1
山海浮梦录	卡牌	-
归隐山居图	卡牌	-
图兰卡的挽歌	-	-
永恒觉醒	-	-
一念永恒：少年追梦	-	-
龙腾传奇	传奇	-
临仙	-	2024
VR	-	2023
关于我转生变成史莱姆这档事：新世界	魔国建设策略手游	2024
斗罗大陆·诛邪传说	MMORPG	2023Q4-2024Q1
代号：盗墓	-	-
代号：仙王	-	-
代号：崛起	-	-
代号：信长	ARPG	-

资料来源：恺英网络公司公告，首创证券

## 4. 广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链

### 4.1 宏观经济疫后开启稳步复苏，10月社零数据同比增长提速

- 2023年以来，国内宏观经济在三年疫情之后开启稳步复苏。前三季度，GDP同比增速分别录得4.5%、6.3%、4.9%。中长期看，我国经济具有较大潜力。
- 从居民人均可支配收入来看，2022年三季度以来5%左右的同比增速，2023年二季度、三季度提升至6.5%、6.3%。

图：最近12个季度GDP（不变价）数据



资料来源：Wind，首创证券

图：2020年以来季度居民人均可支配收入增速变化



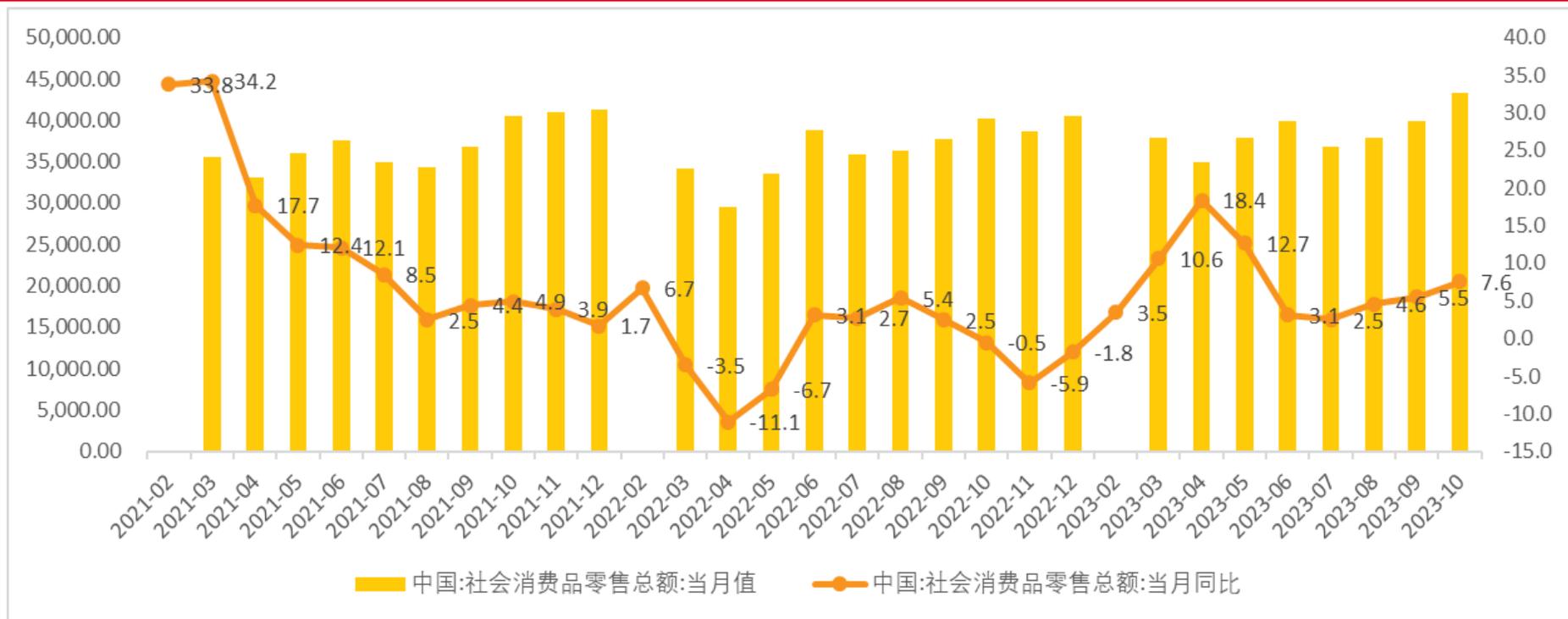
资料来源：Wind，首创证券

## 4. 广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链

### 4.1 宏观经济疫后开启稳步复苏，10月社零数据同比增长提速

- 从衡量内需状况的社零数据来看，面向2024年，广告品牌主们所面对的行业环境正在逐步向好。
- 2023年春季，社零数据在低基数之下实现了同比高增，暑期增速回落，但7月-10月，同比增速逐月攀升，10月中秋国庆连休，当月同比增速达到7.6%，高于市场预期，同时绝对值也成为过去四年来的新高。

图：中国社会消费品零售总额（亿元）及同比增速



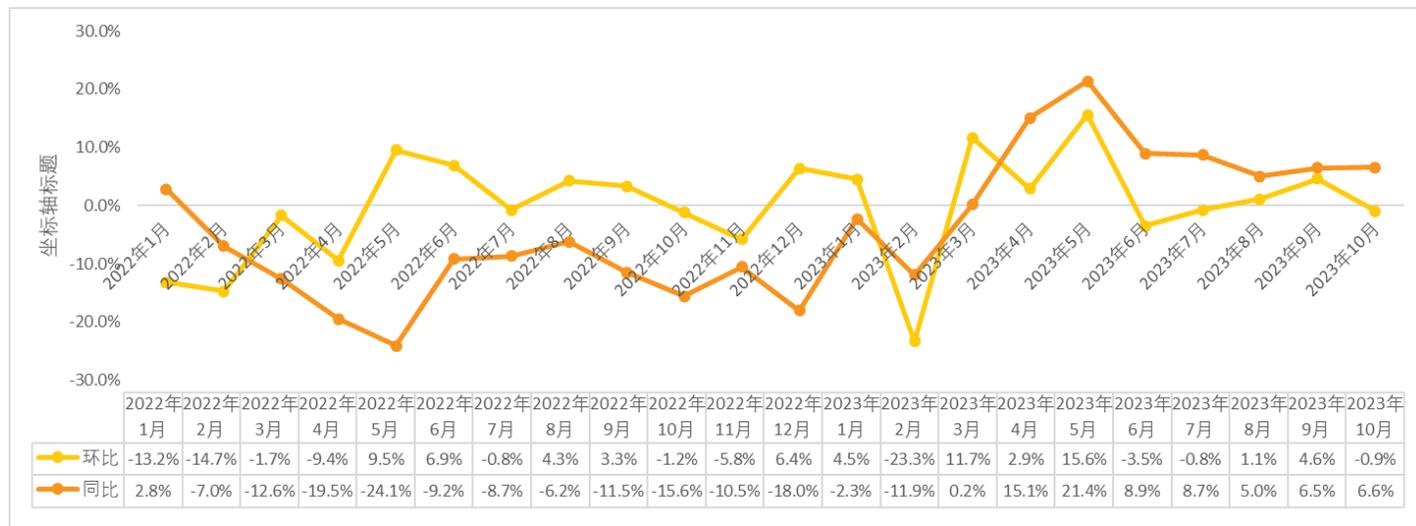
资料来源: Wind, 首创证券

# 4. 广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链

## 4.2 广告全市场实现恢复性增长，下半年增速稳健

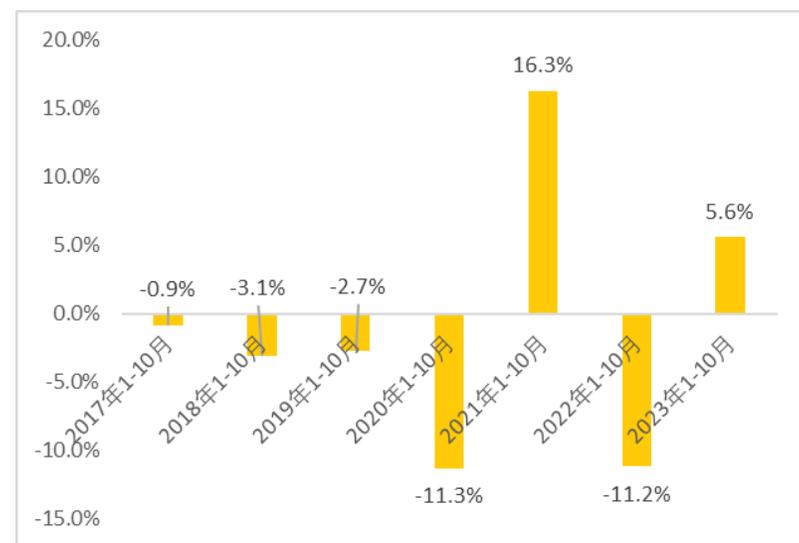
- 宏观环境和内需市场的复苏，让2023年广告市场摆脱困境，实现恢复性增长。低基数之下，2023年4、5月全市场广告花费分别实现15.1%和21.4%的增长，6月-10月增速维持在5%之上。
- 根据CTR统计，2023年1-10月国内广告花费同比上涨5.6%。

图：广告市场分月广告花费变化



资料来源：CTR媒介动量，首创证券

图：2017-2023年1-10月广告花费同比变化情况



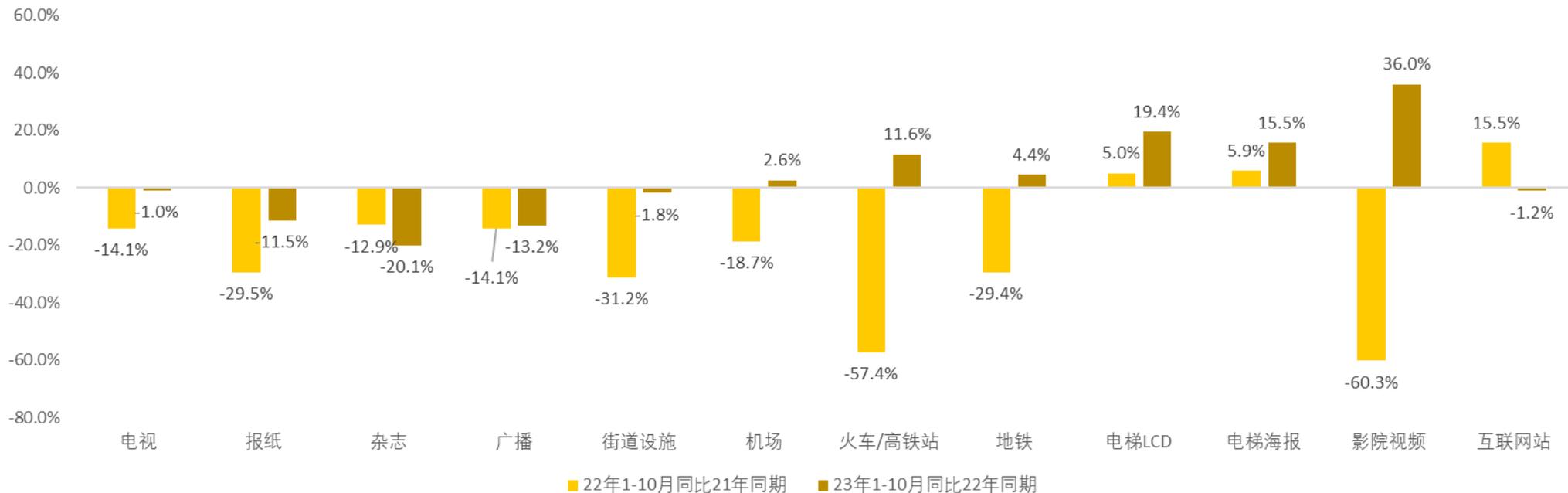
资料来源：CTR媒介动量，首创证券

## 4. 广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链

### 4.2 影院、高铁站强力反弹，梯媒继续保持较强成长性

- 2023年1月-10月，从分媒体广告的视角来看，影院视频和火车/高铁站由于基数较低分别出现36.0%和11.6%的强力反弹，梯媒继续保持较强的成长性：电梯LCD(19.4%)、电梯海报(15.5%)，地铁、机场增速为正，电视、互联网站、街道设施小幅下滑，报纸、杂志、广播等传统媒体仍然保持规模缩减的态势。

图：分媒体广告花费同比变化



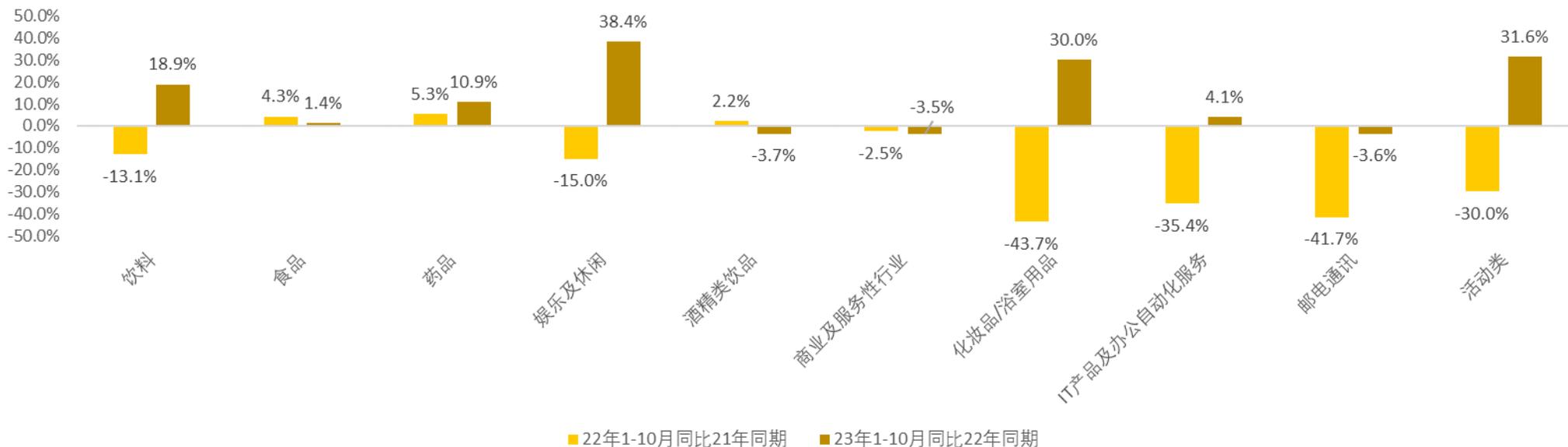
资料来源：CTR媒介动量，首创证券

## 4. 广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链

### 4.2 快消品广告投放保持较大体量，娱乐休闲、IT类广告重现正增长

- 2023年1-10月广告市场头部榜单里，饮料、食品、酒精类饮品等快消品行业保持着较大的投放体量，广告花费同比分别为18.9%、1.4%和-3.7%；娱乐及休闲、化妆品/浴室用品、IT产品及办公自动化服务行业重现正增长，同比分别上涨38.4%、30.0%和4.1%。
- 其中，增速最高的娱乐/休闲类主要是得益于国家/城市形象、学习机、快餐店、公园/风景区、酒楼/餐厅/酒廊等品类大幅增投宣传推广。IT产品及办公自动化服务行业整体广告花费上扬主因是移动客户端应用软件及服务、电脑两个投放量大的品类加大宣传拉动，增投显著的品牌包括小猿、东郊到家微信公众号、中免、滴滴、BOSS直聘、汉王等。

图：行业（大类）花费同比变化



资料来源：CTR媒介动量，首创证券

## 4. 广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链

### 4.3 AI赋能：深挖行业应用潜力，大模型助力精准营销

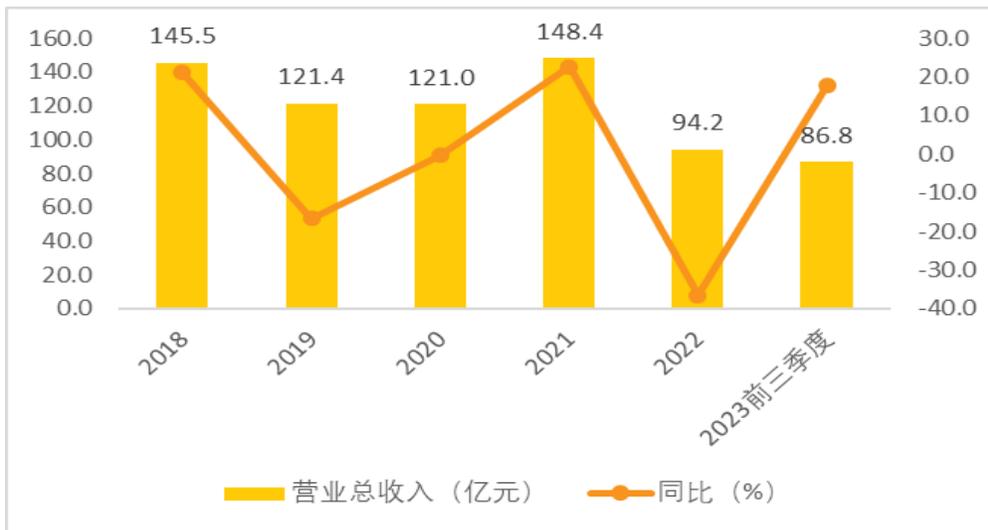
- **2023年，广告营销行业继续深挖AI赋能的潜力。**
- 我们观察到，广告营销公司继续探索AI的垂直模型应用，即包括在营销素材的视觉呈现环节广泛应用AIGC工具、AI数字人，同时也开始探索AI的大模型级应用，即包括应用AI大模型来策划营销素材的创意设计以及用AI大模型来提升广告投放精准度。
- **视觉呈现案例：**2023年愚人节，支付宝联合广告导演同时也是AI特训营的导师赵伯祚，发布了一支营销短片。这支短片以《支付往事》为主题，讲述了中国支付从钱包、互联网，到二维码的手机，再到展望未来万物互联，用拐杖支付的历史轨迹，其中所有的视觉呈现全部由AI完成。
- **AI数字人案例：**腾讯云结合一汽-大众面临的挑战，推出全新云展厅，并打造云展厅中的“数智导购”Ida。Ida综合应用ASR、TTS、NLP、多模态等AI技术，能够不依靠人力而实现场景化的复杂多轮交互对话，同时支持语音识别纠错、公共场合降噪、拟人音色合成、场景对话生成等特色功能，最终呈现出高拟真、低延迟的流畅交互体验。同时，基于汽车行业语料构建行业专属知识图谱，Ida能够在客户提出对车辆的疑问时，给出最贴切的内行回答。Ida储备的销售话术语料、卓越的对话能力，以及有富有表达性的肢体动作，都给人无限接近真人导购的真实感。
- **AI创意策划案例：**钟薛高与百度文心一言合作，在上海的年度新品发布会上推出了新品系列“Sa Sa”。据品牌宣称，这次新品从起名、包装到口味、设计，均由AI主导。
- **AI提升广告投放精准度案例：**Google发布了Video View和Demand Gen两种全新的广告服务，两者皆基于AI功能开发，旨在更有效地连接企业和消费者。通过Video View，广告商能将广告投放至YouTube的所有资源版位上，包括流媒体、信息流和短视频，并通过谷歌AI找出最佳投放位置。按照谷歌之前的统计，相比于单次收费的可跳过插播式广告，Video View产生的平均浏览量可高出40%。Demand gen能将广告商们在YouTube、Shorts、Discover和Gmail上表现最好的视频和图片资源整合进谷歌广告，并利用它们进行投放。通过Demand gen和Video view，广告商们可以基于战略目标来优化竞价，以此获得特定受众的转化率和点击率。

## 4. 广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链

### 4.3 分众传媒 (002027)：业务稳健复苏，全年持续向好

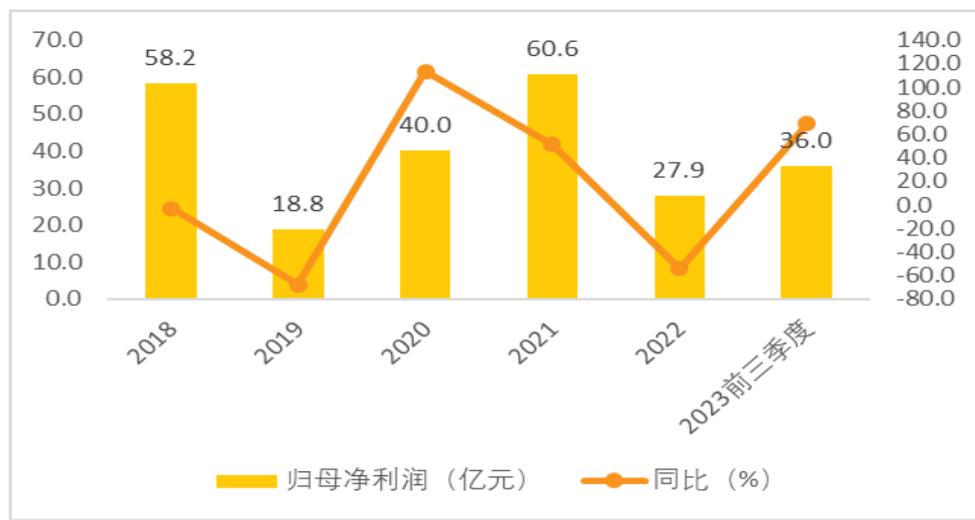
- 公司营销垂类大模型已完成部署，叠加独特的楼宇+社区消费数据赋能，有望通过基于AI驱动的全新行业解决方案，在广告投放全链路提升对广告主的赋能能力，并持续提升在中小广告主端的渗透率，提升三线及以下城市楼宇媒体单点位价值。我们看好公司作为梯媒龙头把握高价值核心资源点位的差异化价值，以及积极拥抱技术变革下单点位价值的不断提升。
- 预计公司2023-2025年营业收入为129.68/151.42/169.82亿元，同比增加37.6%/16.8%/12.2%，归母净利润分别为49.0/57.9/65.5亿元，同比增加75.6%/18.2%/13.1%，维持“买入”评级。

图：公司2018-2023年Q3营业收入变化



资料来源：Wind，首创证券

图：公司2018-2023年Q3归母净利润变化



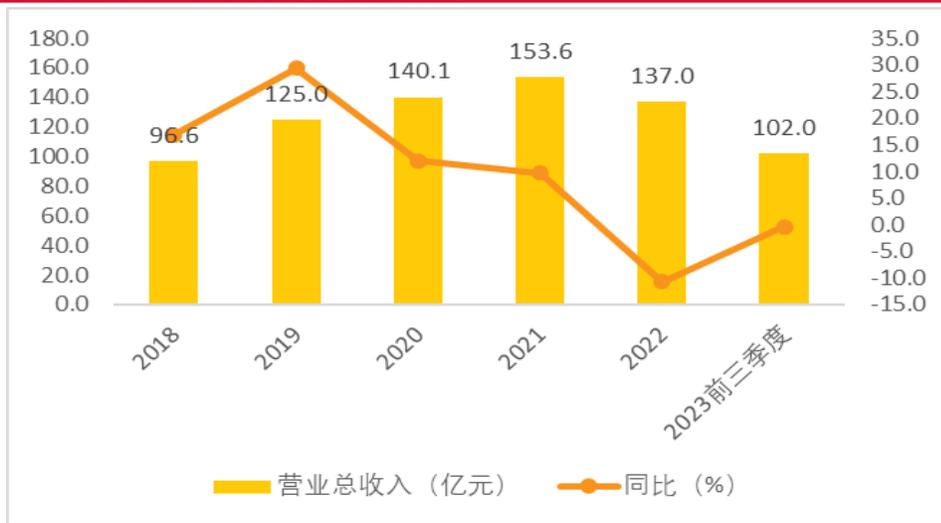
资料来源：Wind，首创证券

## 4. 广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链

### 4.3 芒果超媒（300413）：稳定产出优质综艺，关注剧集业务快速成长

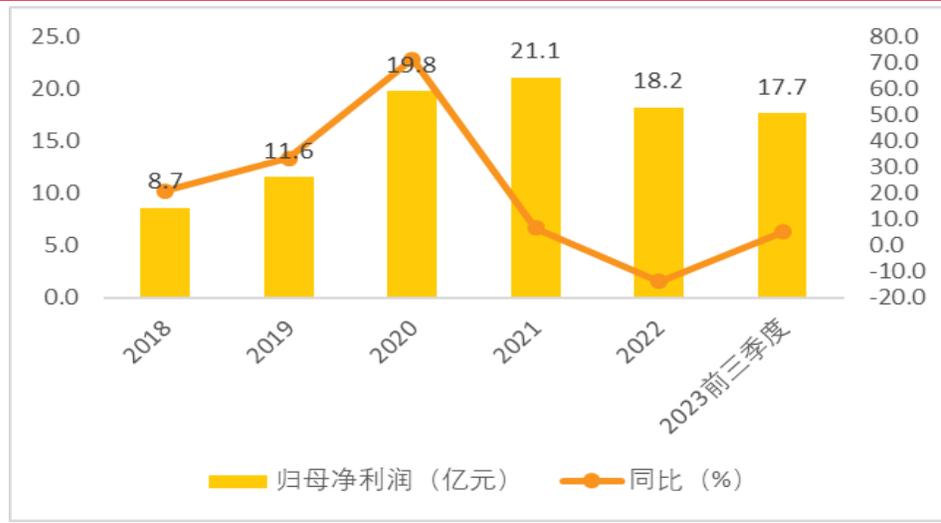
- 优质综艺陆续上新夯实会员基础，S级项目有望Q4上线拉动广告收入。2024年，芒果音综、竞演、迷综、情感、亲子等各大赛道持续发力，《声生不息》《时光音乐会》《披荆斩棘》《乘风2024》《大侦探》《再见爱人》《爸爸当家》《花儿与少年》《全员加速中》《中餐厅》等王牌IP蓄势待发。《歌手2024》“国际版”更将在阔别三年之后重磅回归。在Q3的全网新剧中，芒果TV的《我有一个朋友》、《装腔启示录》和《大宋少年志》获得良好口碑，均进入当季新剧豆瓣评分的前10。公司受益于湖南广电双平台联动共生优势，同时始终秉承内容创新基因，完成收购金鹰卡通，有望继续夯实优质生态基础，领航内容赛道。
- 我们预计公司2023-2025年营业收入为145.90/167.59/189.46亿元，同比增加6.5%/14.9%/13.0%，归母净利润分别为21.84/25.06/29.85亿元，同比增加19.7%/14.7%/19.2%，维持“买入”评级。

图：公司2018-2023年Q3营业收入变化



资料来源：Wind，首创证券

图：公司2018-2023年Q3归母净利润变化



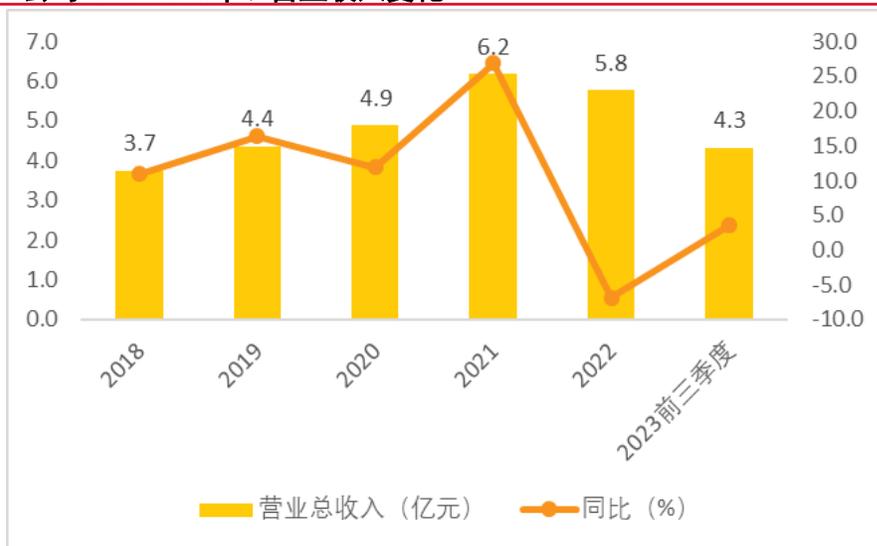
资料来源：Wind，首创证券

## 4. 广告营销：信心与动力的复苏，AI营销焕新产业链

### 4.3 兆讯传媒（301102）：出行消费强力复苏，高铁站及商圈媒体资源价值抬升

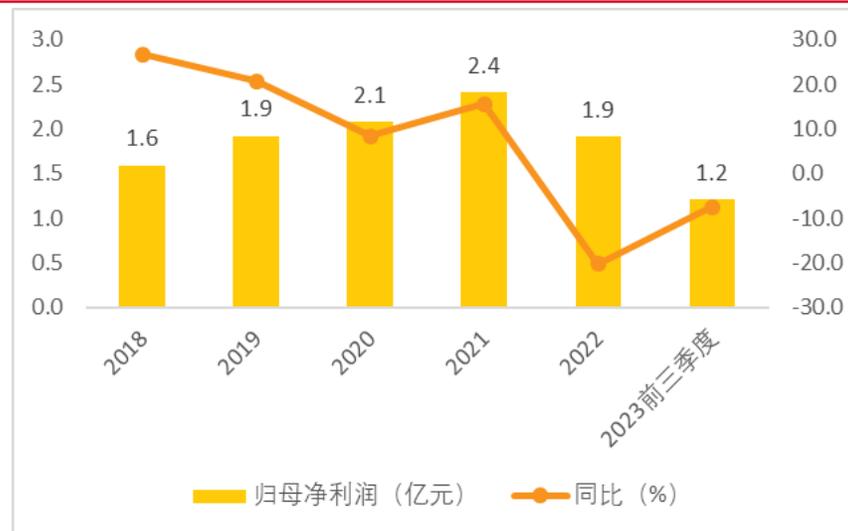
- 随着暑期、中秋国庆高铁客流量的强力复苏，公司媒体资源的品牌认可度有望提升，从而优化高铁媒体上刊率，为公司主业业绩增速提供弹性。公司已陆续落地6块裸眼3D大屏，高铁与商圈的品牌资源有望互相转化。商圈大屏业务是公司计划的“第二增长曲线”，可对媒体资源覆盖范围进行有效扩充，同时进一步巩固重点城市资源优势，增进优质客户粘性。

图：公司2018-2023年Q3营业收入变化



资料来源：Wind，首创证券

图：公司2018-2023年Q3归母净利润变化



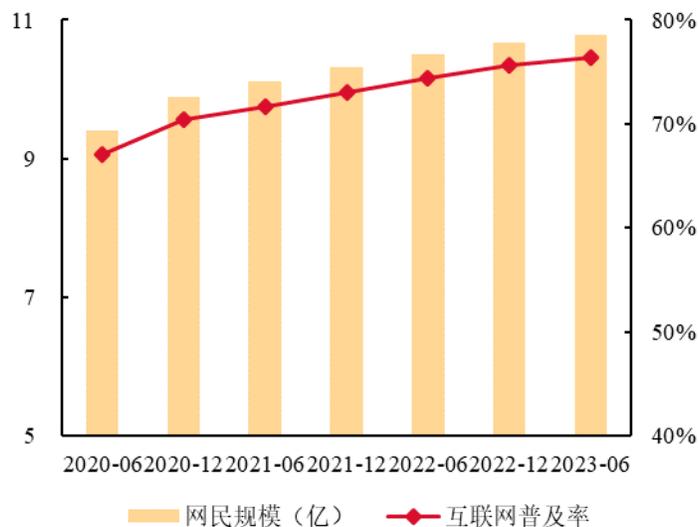
资料来源：Wind，首创证券

## 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

### 5.1 流量格局：大盘稳健增长，具备结构性亮点

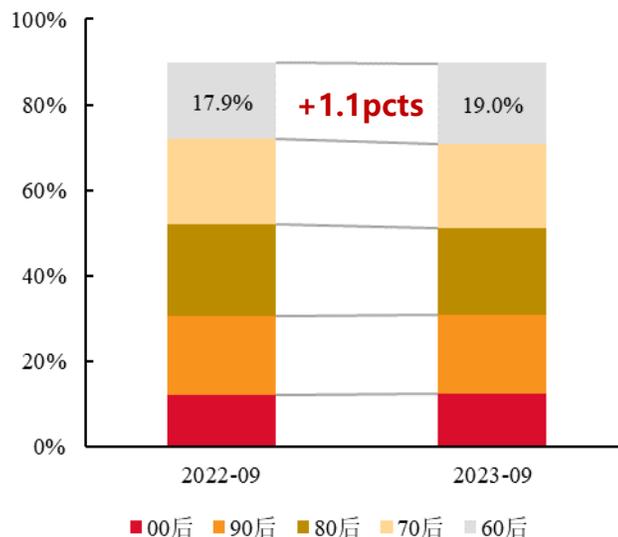
- **流量大盘稳健增长，银发人群仍是流量增长源。**据CNNIC，2023年上半年，国内网民规模达到10.79亿，互联网普及率达到76.4%，移动互联网大盘流量增速进一步放缓，用户数量端逐渐触顶。互联网继续向中老年群体渗透，60后用户在持续数字化渗透中，成为移动互联网主要增长源，据Quest Mobile，2023年9月，60后用户占比较2022年同期占比提升1.1pcts；同时银发人群人均使用时长127.2小时，同比提升5.2%。

图：中国网民规模及互联网普及率



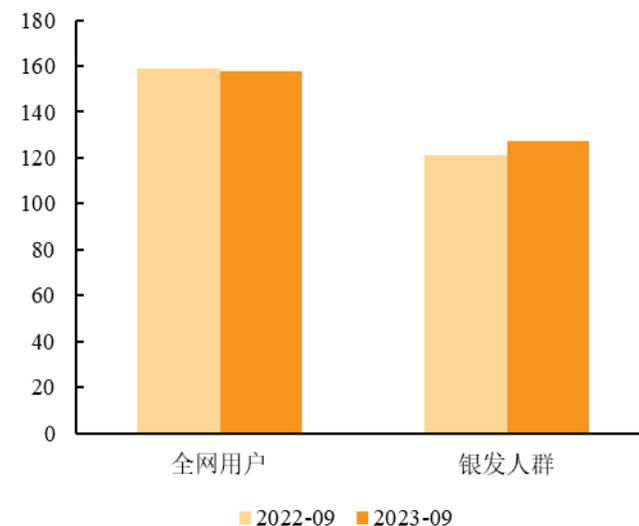
资料来源：CNNIC，首创证券

图：网民代际结构变化



资料来源：Quest Mobile，首创证券

图：银发人群及全网用户使用时长（小时）



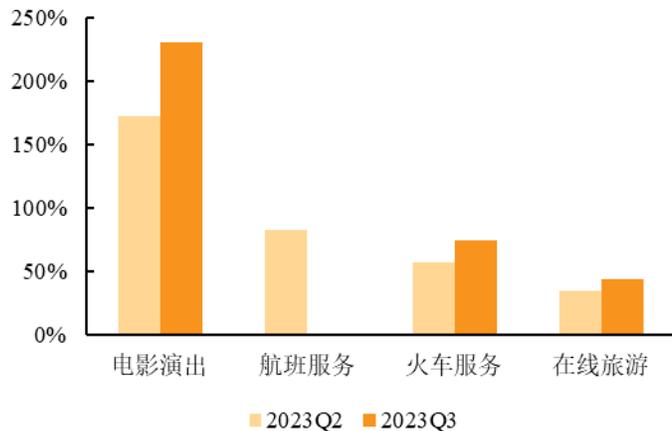
资料来源：Quest Mobile, 首创证券

## 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

### 5.1 流量格局：大盘稳健增长，具备结构性亮点

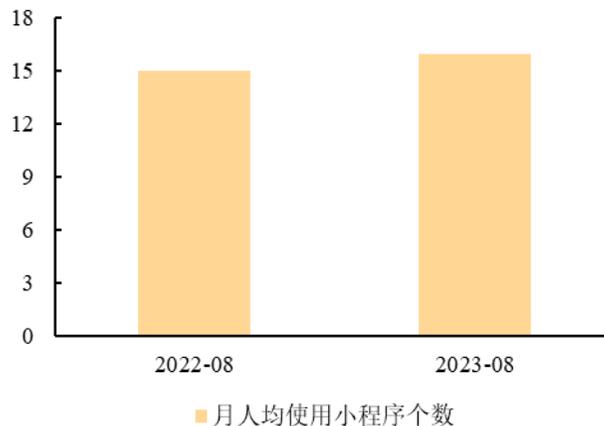
- **线下娱乐、出行等领域复苏显著。**明星演唱会、爆款影片等供给提升，助推社会娱乐热潮，线下娱乐快速复苏，票务平台流量高速增长，2023年9月，电影演出行业MAU同比增长172%；清明、五一、端午、中秋国庆等假期，叠加暑期效应，旅游出行需求快速释放，行业复苏态势显著，2023年6月航班、火车出行行业MAU同比增速超50%，进入Q3进一步延续快速增长。
- **小程序流量入口逐渐稳固。**流量竞争加剧背景下，APP与小程序联动布局成为打造头部应用的更好选择，据QuestMobile，2023年8月全渠道（APP+小程序）MAU超千万应用为351个、APP为272个，小程序已充分融入用户互联网使用场景，用户使用习惯逐步稳定，月人均使用小程序个数15.9个，渗透率稳步提升。

图：MAU同比增长率



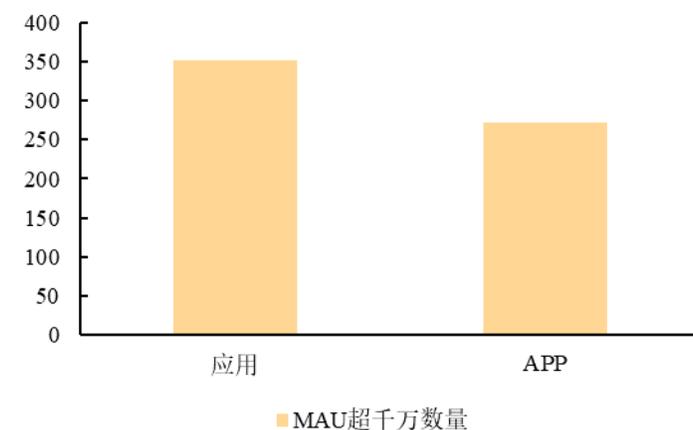
资料来源：Quest Mobile，首创证券

图：月人均使用小程序个数



资料来源：Quest Mobile，首创证券

图：2023年8月MAU超千万应用及APP数量



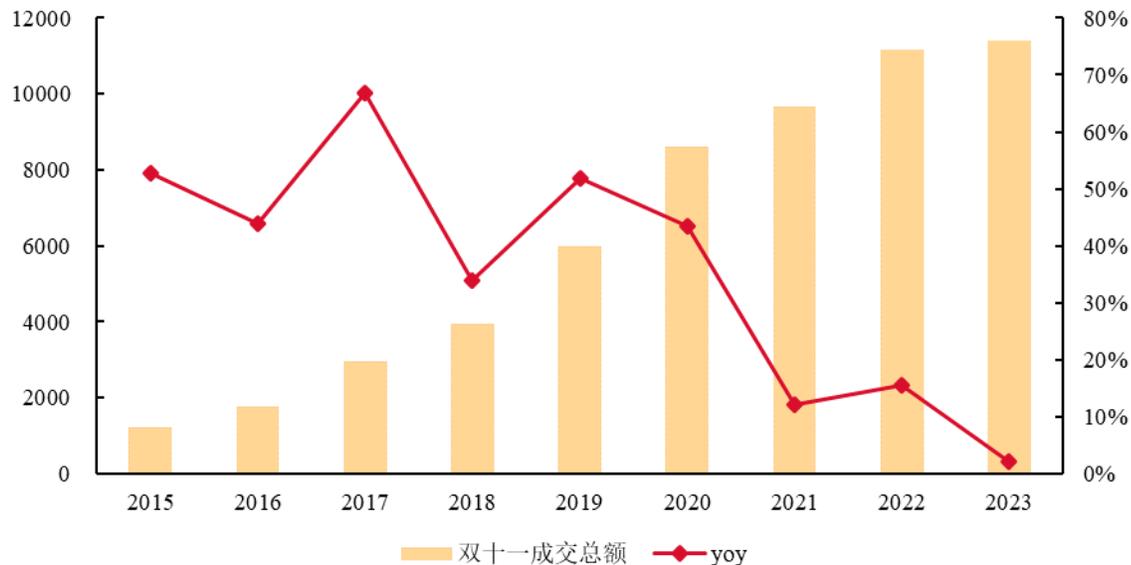
资料来源：Quest Mobile, 首创证券  
应用指App及其关联的多个小程序(包括微信、支付宝、百度、抖音等平台)的总体

## 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

### 5.2 电商：低价竞争突出，内容平台渗透率持续提升

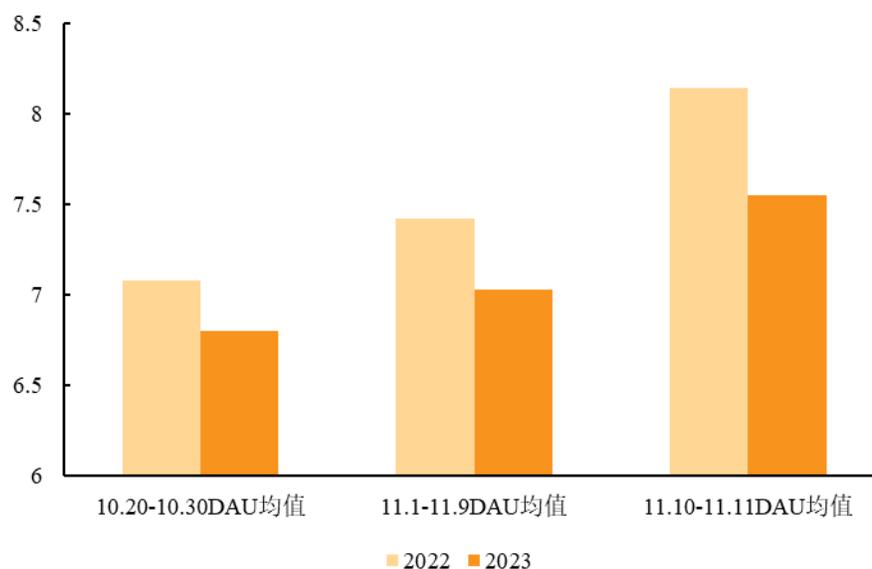
- **大促热度下降，“全网最低价”是双十一核心竞争点。**2023年双十一，各大平台纷纷简化优惠规则，增加补贴力度，低价好物成为竞争主线，成交总额获得正增长。但同时，双十一期间移动购物APP日均用户规模有所下降，GMV增速进一步下滑，电商购物节热度降温。

图：2015-2023年中国电商平台“双十一”成交总额（亿元）



资料来源：艾媒咨询，星图数据，首创证券

图：2022-2023年双十一期间移动购物APP日均用户规模（亿）



资料来源：Quest Mobile，首创证券

## 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

### 5.2 电商：低价竞争突出，内容平台渗透率持续提升

- 以抖音、快手等为核心的短视频平台持续抢占市场份额，强化货架、短视频电商场景，不断完善电商基建。艾媒咨询数据显示，直播电商平台在2023年“双十一”第一波活动的销售额为989亿元，同比上升10%，其中：抖音占比41%、快手占比28%。相较于传统电商平台份额的下滑，直播电商平台的市场占有率正在稳步提升，如快手2023年Q3电商GMV同比增速近30%，远超行业平均水平。此外，短视频平台不断扩展电商服务场景，发力全域电商，强化短视频及泛货架电商模式，取得亮眼增长。
- B站、小红书等内容社区借助大促窗口发展电商业务，线下商业借助本地生活平台和电商平台对“双十一”等线上大促参与度不断增加。

图：2023年“双十一”第一波活动直播电商平台销售额占比



■ 快手 ■ 抖音 ■ 其他

资料来源：艾媒咨询，首创证券

图：内容平台2023年“双十一”战报及部分季度经营情况



双十一：抖音商城GMV同比增长119%；抖音商城消费人数同比增长111%；挂购物车短视频播放量1697亿次；



Q3：短视频GMV同比超翻倍增长；搜索GMV同比提升近70%；泛货架整体GMV占比接近20%

双十一：泛货架GMV同比增长160%；短视频GMV增长139%；搜索成交GMV增长146%



双十一：相较于2022年同期，电商订单数为3.8倍，参与商家数为4.1倍，直播间GMV为4.2倍；店播开播商家数为8倍，店播GMV为6.9倍；开播买手数为3.3倍，买手直播GMV为3.5倍；出现了董洁、章小蕙单场GMV破亿的直播间

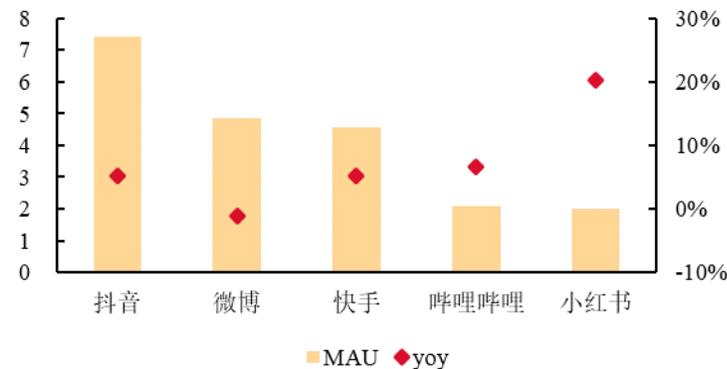
资料来源：艾媒咨询，抖音电商公众号，快手公告，首创证券

# 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

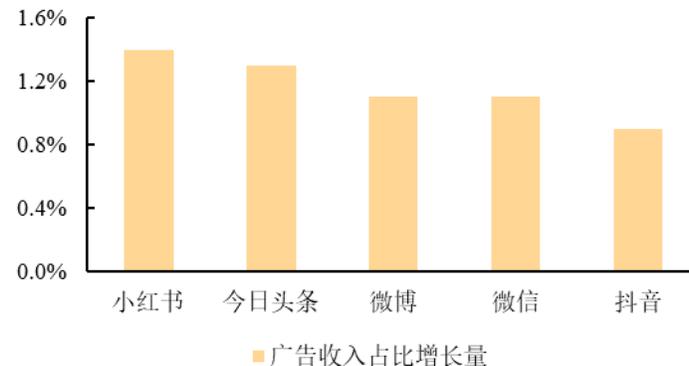
## 5.2 广告：具有流量优势的平台，持续获取广告主预算

- 互联网广告市场逐季恢复，高流量平台持续吸引广告主预算。当前，宏观经济和营销客户的信心恢复仍然面临一定挑战，但互联网广告市场增速仍在逐季恢复，据Quest Mobile 估计，2023年Q2，互联网广告市场规模1593亿元，增速进一步提升至8.1%。
- 需求端，广告主持持续优化媒介布局，用户增长显著、用户粘性强的媒介获得广告主垂青，小红书、今日头条、微博、微信、抖音等平台广告收入在大盘占比有所提升。
- 供给端，快手、小红书、微信等平台凭借商业化产品升级、技术及算法能力建设，并深化细分垂直行业运营，同时释放更多营销资源，广告收入取得优于行业增速的增长。

图：各内容社区MAU情况（2023-09，亿）

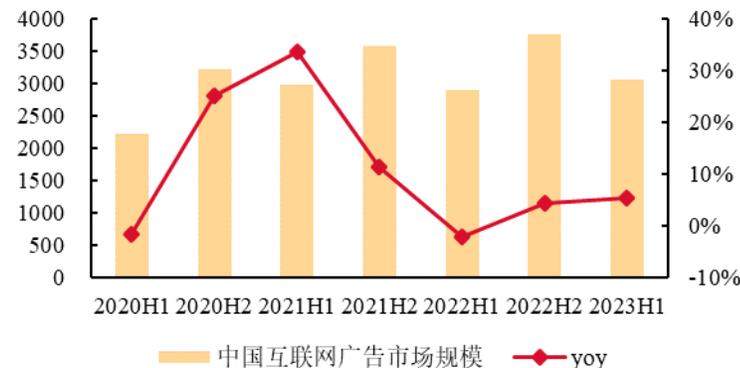


图：广告收入占比增长TOP5媒介（2023H1）



资料来源：Quest Mobile，首创证券

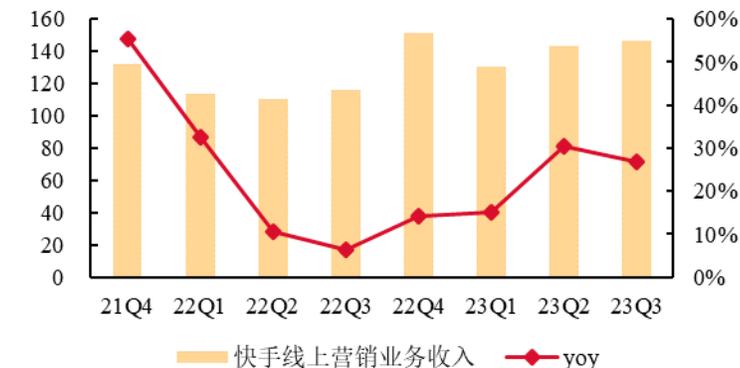
图：中国互联网广告市场规模（亿元）



资料来源：Quest Mobile，首创证券

资料来源：Quest Mobile，首创证券

图：快手线上营销业务收入（亿元）



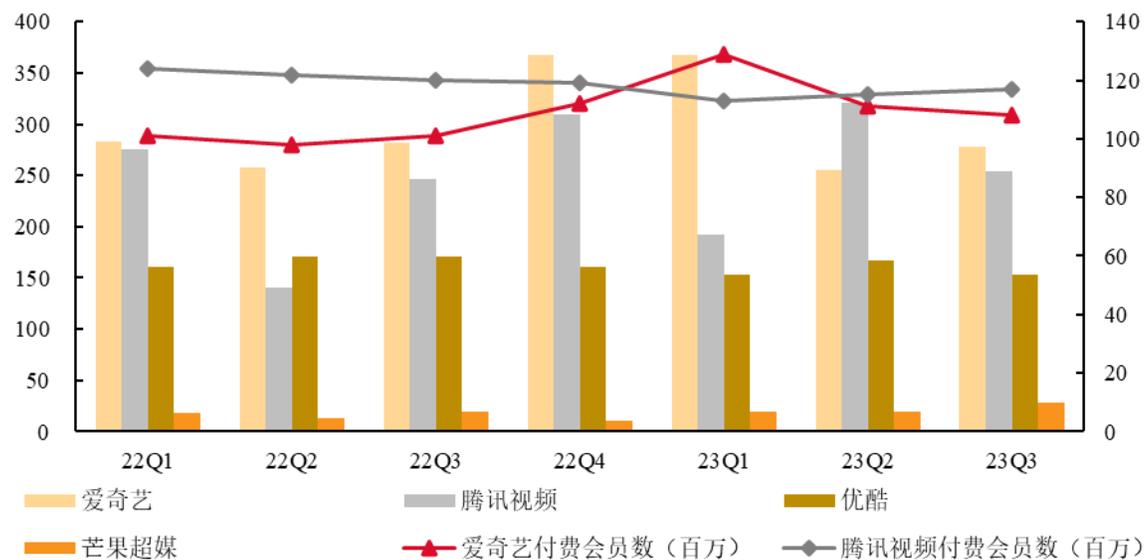
资料来源：Wind，首创证券

## 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

### 5.2 订阅：长视频、音频格局稳定，数字阅读或触底回升

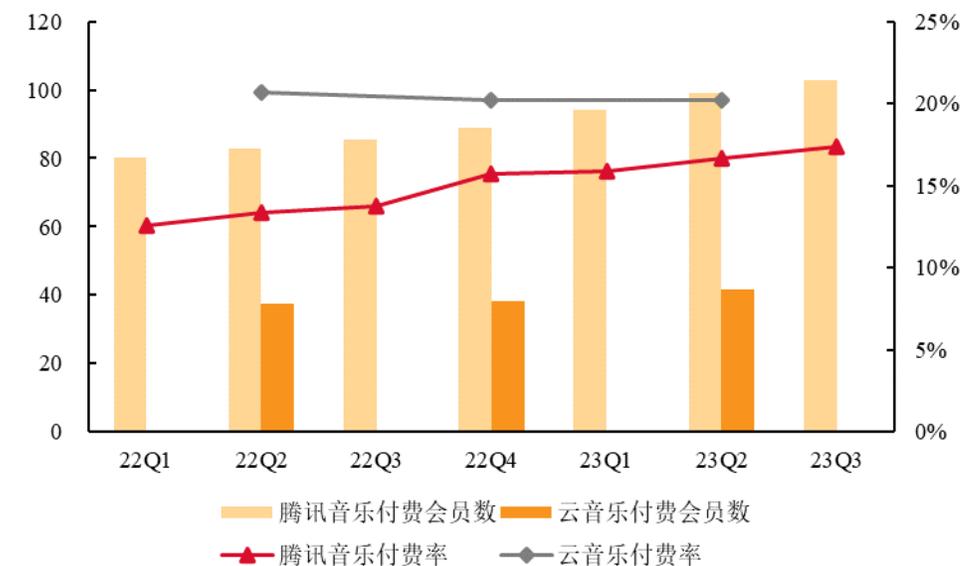
- 长视频、音频赛道格局稳定，ARM和付费率交替驱动行业成长。**长视频平台方面，当前行业竞争格局稳定，各大平台付费会员基本盘稳固，但季度表现随爆款剧集播出节奏而上下波动，如在2023年Q1，近3年来唯一有效播放破百亿的剧集《狂飙》，带动爱奇艺付费会员数创下1.29亿的历史新高。同时，长视频平台通过补贴退坡、分层会员权益升级、非会员权益收缩等手段，促进ARM有效提升，会员付费收入稳定增长。音频平台方面，腾讯音乐凭借版权优势占据更大市场份额，云音乐亦凭借社区氛围及差异化供给形成独特竞争力，两者付费用户规模不断扩张，APRU值表现同样稳健。

图：长视频平台剧集有效播放（亿）及付费会员数（百万）情况



资料来源：云合数据，Wind，首创证券

图：腾讯音乐及云音乐付费用户数（百万）情况



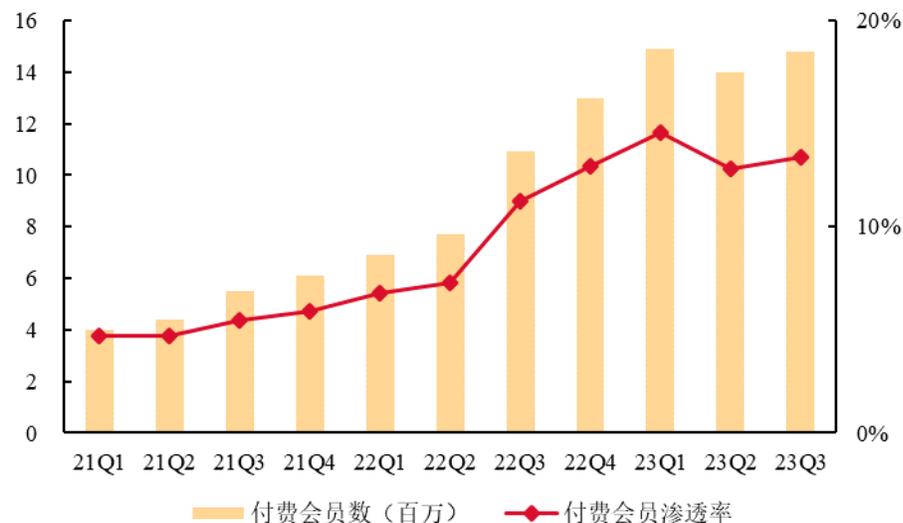
资料来源：Wind，首创证券  
云音乐为半年报数据

## 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

### 5.2 订阅：长视频、音频格局稳定，数字阅读或触底回升

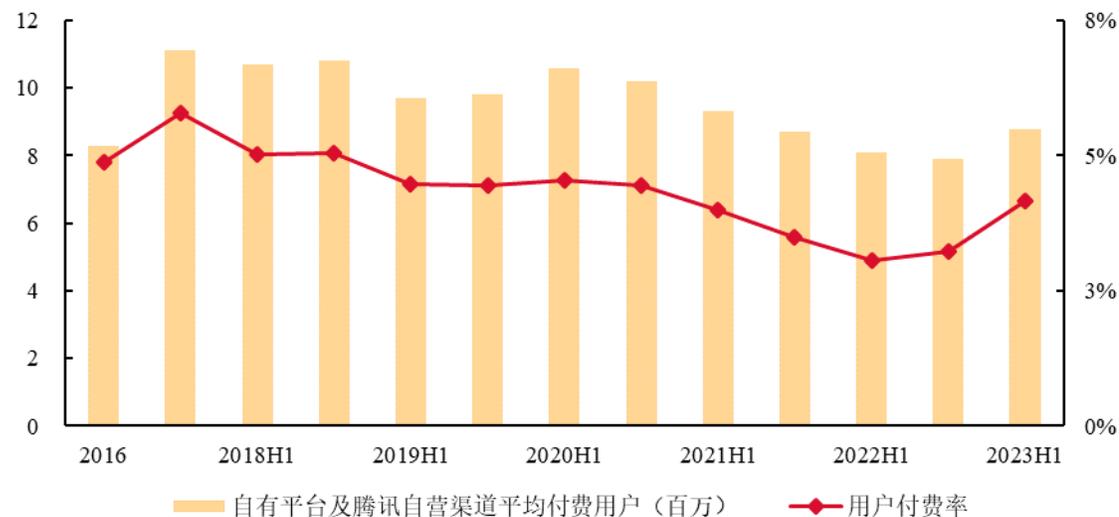
- **数字阅读平台精细化运营流量，付费率触底回升。**在线阅读领域，阅文集团继续强化在线阅读业务的内容生态，平台作家和优质内容稳健增长，同时得益于聚焦优质内容、有效的反盗版措施和社区互动玩法等，公司在线阅读付费率正如我们之前的预期迎来拐点：2023年H1，公司MPU同比提升8.6%、环比提升12.8%至880万，付费率回升至4.2%。
- 知乎持续扩大优质会员内容的供给，从而释放商业化潜力，2023年Q3，知乎付费会员收入同比增长39.2%至4.67亿元，平均每月订阅会员同比增长35.9%，达到1480万。此外，公司于2023年5月正式推出了为订阅会员打造的精品短篇故事APP“盐言故事”。

图：知乎用户付费情况



资料来源：Wind，首创证券

图：阅文集团付费用户数情况



资料来源：Wind，首创证券

# 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

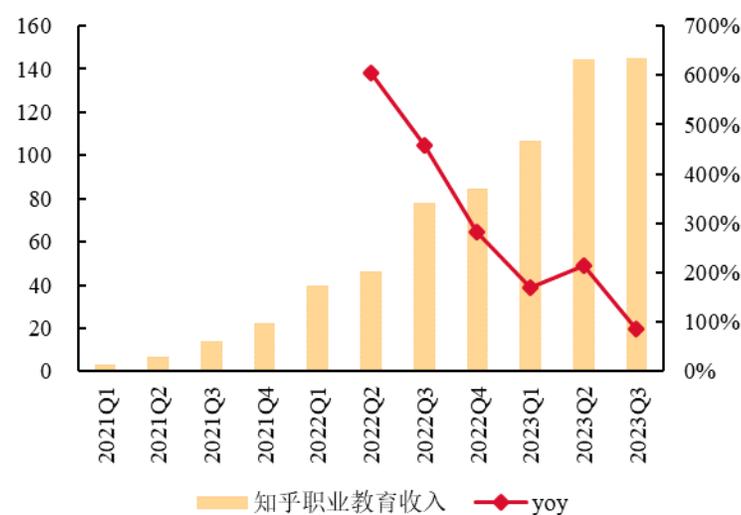
## 5.2 其他：关注流量投放加持下基于优质内容能力的衍生变现方式

- 我们认为，优质的内容公司凭借其扎实的内容储备，在基础业务之外存在多元变现可能，商业变现天花板有望不断提升，如前期的数字阅读平台将网文IP开发为剧集、电影、动漫、游戏等衍生产品形式。当前依托短视频投流等手段，部分公司实现在短剧、小程序等新赛道上的成长。
- 数字阅读龙头进军短剧行业：**付费观看模式跑通背景下，2023年短剧行业快速发展。据公众号“短剧人”统计，中文在线旗下ReelShort自2022年8月上线以来，下载量达1100万次，产生了2200万美元净收入，在海外市场取得优异成绩。国内其他数字阅读厂商如阅文集团、掌阅科技也抓住机会进入短剧赛道，有望在年内贡献收入增长。
- 职业教育：**知乎凭借专业领域内容储备进军职业教育赛道，2023年前三季度，公司职业教育业务收入3.96亿元，成为第二增长极。

图：【ReelShort】2023年4月1日 - 2023年12月07日排名趋势（美国市场）



图：知乎职业教育收入（百万元）



资料来源：七麦数据，首创证券

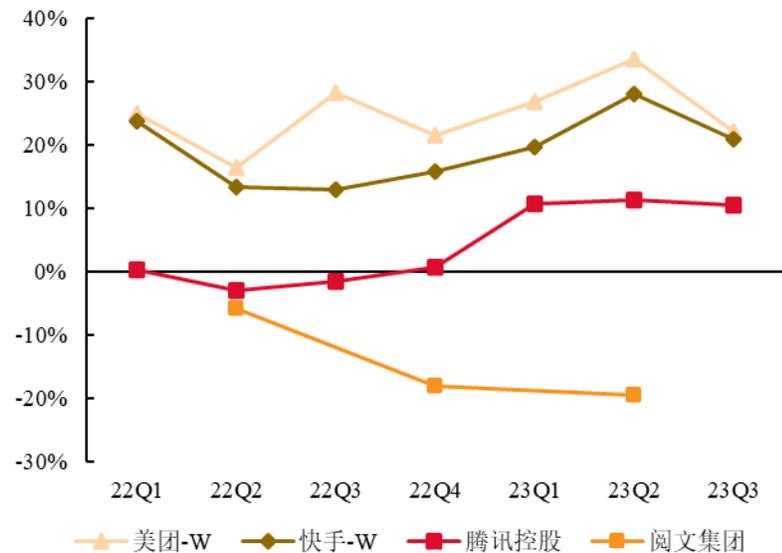
资料来源：wind，首创证券

# 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

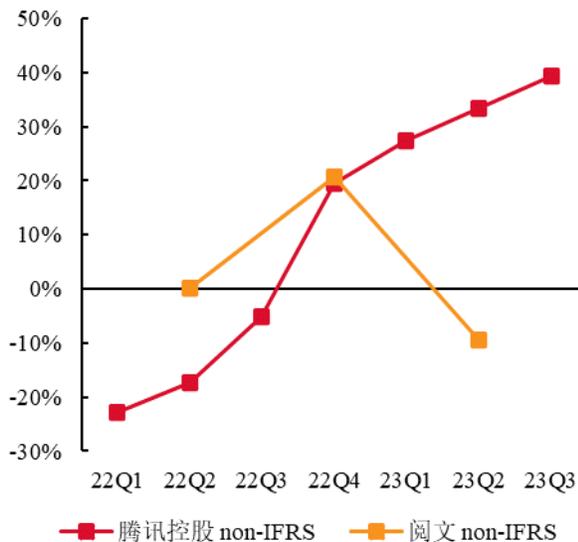
## 5.3 降本增效卓有成效，经营杠杆显现，估值压制因素有所缓和

- 降本增效背景下，经营杠杆显现。** 得益于降本增效背景下运营效率的提升，2023年头部互联网公司盈利能力恢复显著，腾讯、阅文等在营收增速承压背景下，获得了更为可观的盈利能力改善；快手、美团在业务快速发展背景下，盈利能力亦取得重大突破，non-IFRS净利润快速回升。我们看好流量结构性机会、互联网平台不断挖掘自身变现潜力下行业高质量发展前景，以及ChatGPT推出一周年以来，AIGC行业加速发展，国内大模型、垂类模型及AI+应用陆续推出，有望加速赋能传统行业生态，带来效率提升，建议密切关注AI应用落地带来的投资机会。
- 估值方面，当前我们观察到的积极动态包括：** 美联储加息或降速，宏观经济进一步复苏、人民币汇率走强以及中美关系阶段性改善等。

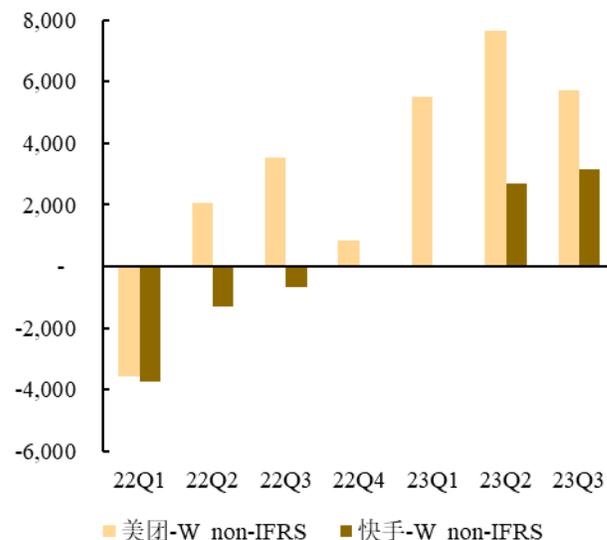
图：部分互联网公司营收增长情况



图：部分互联网公司利润增长情况



图：部分互联网公司利润情况（百万元）



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：wind，首创证券

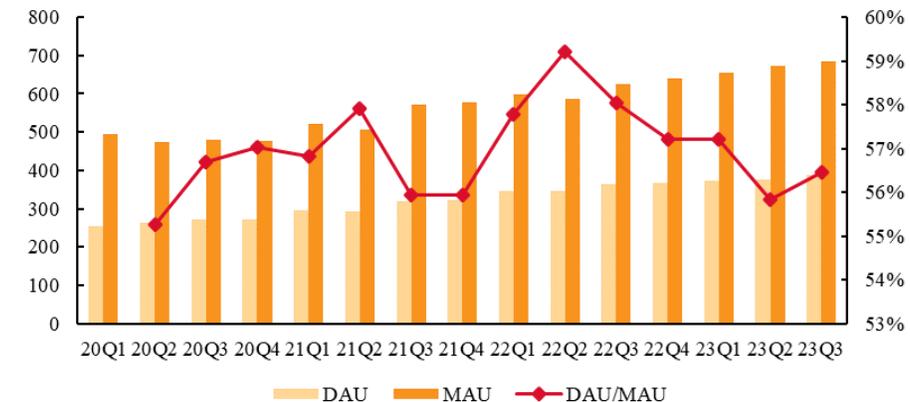
资料来源：wind，首创证券

# 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

## 5.4 快手 (1024.HK)：关注平台基建能力释放，商业化进展

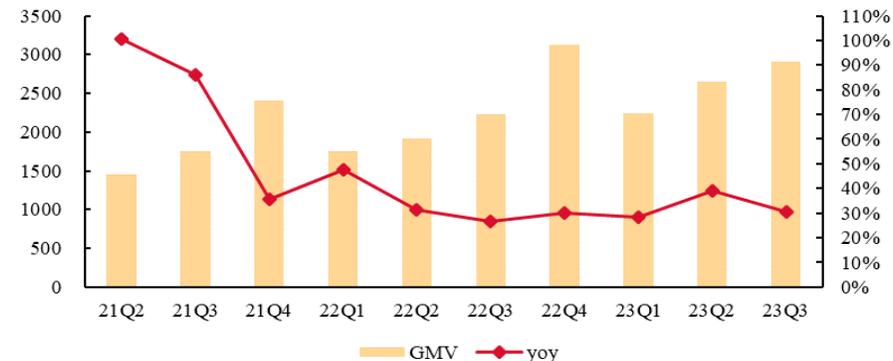
- 看生态：用户规模历史新高，原生内容生态繁荣，用户粘性进一步提升。** 公司获客策略进一步优化，并跑通电商及本地生活相关的营销内容投放的新获客模式，2023Q3快手应用DAU及MAU达到3.87亿及6.85亿的历史新高。快手平台内容创作者生态持续繁荣，平台垂类内容供给进一步丰富。我们观察到用户平台行为广度变化中显示用户粘性的不断提升，继续强调关注公司流量结构的变化趋势下用户全生命周期价值的提升。
- 看商业化：看好营销及电商业务空间。** 外循环广告增速转正，活跃广告主数量翻倍增长，关注公司营销产品力提升，看好公司营销基建能力提升、深度为广告主赋能下，营销业务增长空间。品牌化进展喜人，电商业务结构持续优化，看好公司电商结构化改善趋势下的GMV增长空间。“直播+”服务稳步发展，海外业务亏损进一步收窄。成本费用持续优化，2023年Q2首次实现IFRS盈利。
- 投资建议：** 公司商业化进展顺利，我们预计公司2023-2025年营业收入为1152/1396/1587亿元，同比增加22.3%/21.2%/13.7%，净利润分别为44.2/125.9/198亿元，经调整净利润分别为95.96/188.3/268.83亿元，预计公司2023-2025年EPS分别为每股1.03/2.92/4.59元，对应PE为57/20/13倍。我们看好公司在生态能力不断完善的同时，平台商业化价值的持续释放，维持“买入”评级。

图：快手用户情况（百万）



资料来源：Wind, 首創證券

图：快手电商GMV（亿元）



资料来源：Wind, 首創證券

## 5. 关注流量格局变化，重视能力圈与商业化水平匹配度

### 5.4 阅文集团 (0772.HK)：加码可视化开发链条，IP价值有望加速释放

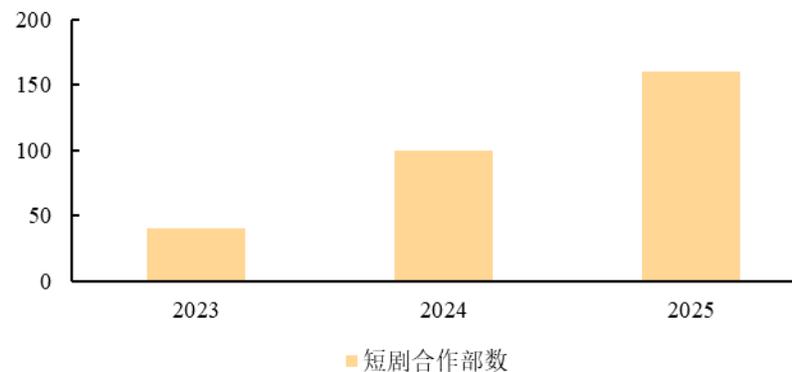
- **在线阅读生态不断深化，海量网文IP储备。**公司持续强化在线阅读业务的内容生态，平台作家和优质内容稳健增长，截至2023年H1，公司有约1044万作家和1640万部作品。
- **加码可视化开发链条，IP价值有望加速释放。**2023年12月11日，公司发布系列公告，宣布将以6亿元收购腾讯动漫，并宣布将在短剧项目发行、云服务等方面与腾讯集团进一步扩大合作。动漫和影视是公司IP可视化的两个重要方向，在影视开发领域，公司2018年通过并购新丽传媒补齐项目制作能力。据公告披露，阅文是腾讯动漫目前最大的内容提供商，腾讯动漫畅销榜前30部漫画作品中约有50%改编自阅文的文学作品，收购腾讯动漫有望进一步补齐公司在动漫开发领域的专业能力，提升IP从孵化到可视化及商业化的效率和成功率。此外，腾讯动漫旗下多个高人气头部IP资源的加入有望进一步丰富阅文精品内容矩阵，整合创作者资源。
- **积极布局短剧等新领域，多维深化IP价值。**2023年，小程序微短剧火爆出圈，公司积极拥抱行业机会，大力发展短剧业务。据公告，2023-2025年，阅文与腾讯在短剧发行方面预计合作项目数量分别为40、100、160个。
- **投资建议：**我们预计公司2023-2025年营业收入为76.8/83.4/90.5亿元，同比增加0.8%/8.5%/8.6%，净利润分别为11.8/14.2/18.4亿元，经调整净利润分别为15.0/17.5/21.7亿元，预计公司2023-2025年EPS分别为每股1.16/1.40/1.81元，对应PE为24/20/15倍，维持“买入”评级。

图：阅文集团作家及作品数量



资料来源：Wind, 首创证券

图：阅文集团与腾讯合作短剧推广部数计划 (部)



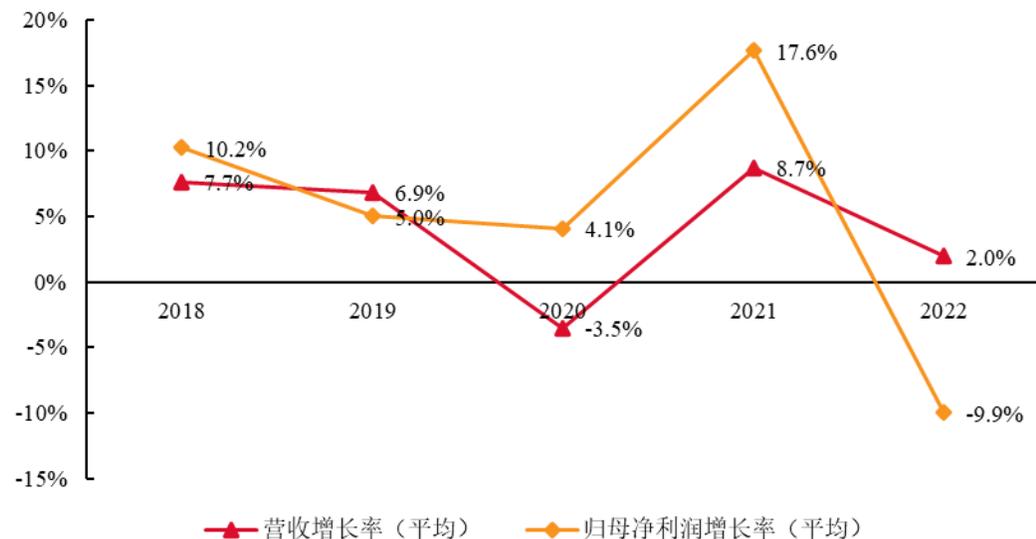
资料来源：Wind, 首创证券

# 6. 出版及其他：重视AI赋能带来新机会，关注IP消费

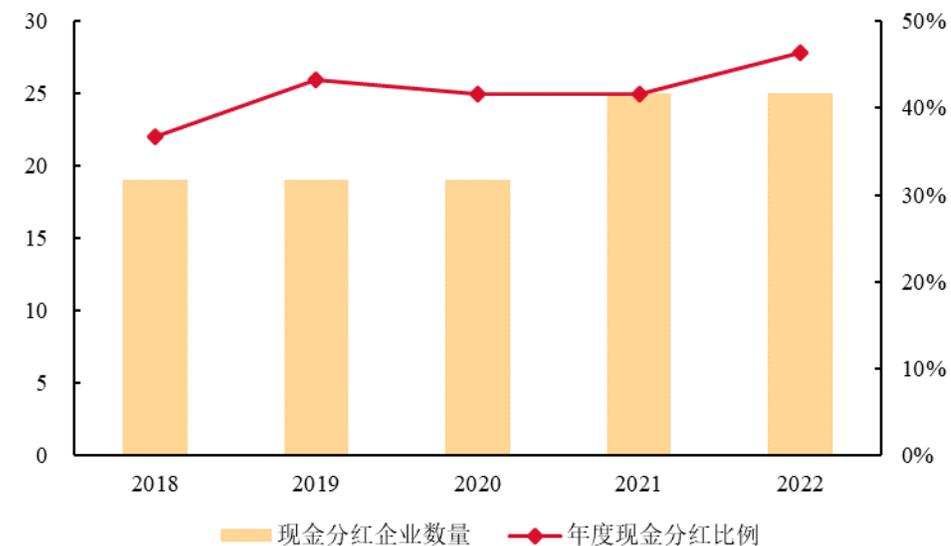
## 6.1 出版行业基本面稳健，分红水平较高，具备较强防御属性

- **出版行业基本面稳健，分红水平较高，具备较强防御属性。**剔除极少部分极值，出版行业业绩稳健，2018年以来收入和利润年平均增长率基本在[-10%，10%]区间浮动。此外，受政策及宏观经济偏弱影响，行业2022年业绩基数较低，具备修复空间。
- 行业分红水平客观，2019年以来，行业年度分红比例普遍在40%以上，部分地方性公司如中南传媒近两年年度现金分红比例超过80%，凤凰超媒超过50%。

图：CS出版板块2018-2022年营收和利润平均增长率



图：CS出版板块2018-2022年度现金分红企业数及现金分红比例（平均值）



资料来源：wind，首创证券  
去除了部分年份、部分公司的极值数据，占数据总量比例不超过3%

资料来源：wind，首创证券

# 6. 出版及其他：重视AI赋能带来新机会，关注IP消费

## 6.2 AI赋能传统出版行业三大方向

- **AI降本增效，理顺数字化出版流程。**如中信出版集团抱着测试态度开启“‘血与锈’经典科幻系列”的策划出版，文本翻译、图片生成、营销素材生成等环节中AI的参与大大简化了出版流程，缩短了出版周期。
- **AI+教育，打开行业增收思路。**如世纪天鸿推出“小鸿助教”产品，南方传媒推出“粤教讯飞E听说”系列产品等。
- **AI加速发展背景下，数据要素提升资产价值。**

图：2023年中信出版利用AI技术策划出版的图书“血与锈”经典科幻系列



“血与锈”经典科幻系列  
亮相第六届世界人工智能大会



“血与锈”经典科幻系列（全3册）  
作者：[美]保罗·巴奇加卢比/著，万洁、平行出版实验室/译  
出版社：中信出版集团  
出版时间：2023年8月

图：小鸿助教2.0界面



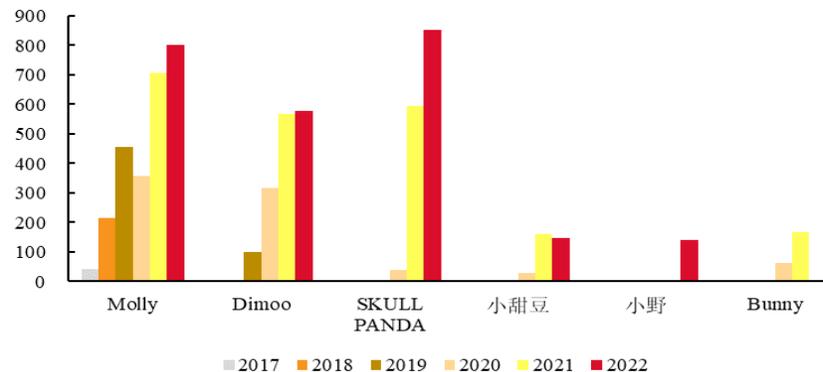
资料来源：世纪天鸿公众号，首创证券

## 6. 出版及其他：重视AI赋能带来新机会，关注IP消费

### 6.3 泡泡玛特：增长强劲，持续关注核心IP影响力破圈进展

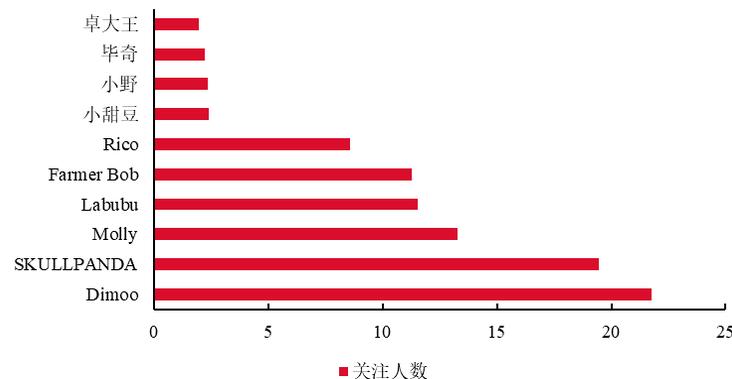
- **渠道和区域角度，线下渠道快速恢复，抖音渠道高增，海外市场加速拓展。**2023年Q3，随着线下消费快速恢复，公司零售店和机器人商店收入增速进一步抬升。线上渠道方面，泡泡玛特抽盒机、天猫旗舰店环比上半年显著改善；抖音渠道表现突出，收入同比激增875%-880%。公司三季度积极加速全球门店布局，成功在泰国、美国和澳大利亚等地新开设线下门店，公司DTC战略持续顺利推进，公司海外影响力不断上升。
- **IP角度，头部IP生命力持续旺盛，新锐原创IP影响力增强。**2023年Q3，公司推出MOLLY、SKULLPANDA新系列盲盒产品销售表现良好。原创IP方面，9月以Zsiga的首套盲盒“森林漫步”系列为主题的首家Zsiga定制主题店落地广州天环，有望促进IP粉丝粘性提升及扩大IP影响力，原创IP小野也维持了较好的销售表现。
- **产品线角度，日益丰富的SKU之下，重点关注核心IP影响力破圈进展。**我们认为，公司SKU持续扩充和联名授权活动的广泛开展，本质是持续扩大公司核心IP影响力、勾勒新的商业化价值外沿。我们认为，公司核心IP有能力从“盲盒IP”破圈成为“全民IP”，从而打开成长天花板。
- **投资建议：**预计公司2023-2025年营业收入为62.0/76.1/90.8亿元，同比增加34.4%/22.6%/19.4%，净利润分别为9.3/12.4/15.9亿元，对应PE为31/24/18倍。我们看好公司IP运营全产业链平台壁垒及头部IP影响力加速扩张潜力，维持“买入”评级。

图：泡泡玛特独家IP历年创收情况（百万元）



资料来源：泡泡玛特招股书，泡泡玛特公司公告，首创证券

图：二手交易社区IP关注度TOP 10（万人）



资料来源：千岛潮玩族小程序，首创证券

# 风险提示



## 宏观环境风险

具体因素：国民经济增长状态、居民可支配收入变化、消费市场景气程度等



## 监管政策风险

具体因素：游戏、书刊、音像制品等出版物版号发放情况、影视项目审核制度、广告市场治理力度、税收优惠政策变化、内容版权政策变化等



## 项目推进风险

具体因素：拍摄场地变化；拍摄器材损坏；演员预期外调整后成本；研发或操作技术预期外成本、市场需求变化导致项目取消等



## 内容侵权风险

创意团队故意或无意在内容产品的标题、情节、形象、拍摄手法等方面对已有版权物造成侵权

# 法律声明

## 分析师简介

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

王建会，复旦大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

辛迪，中央财经大学经济统计学硕士，中央财经大学金融数学学士，2022年加入首创证券，覆盖互联网传媒领域。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

谢谢观看!