



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

传媒互联网年度策略：MR及AI技术催化内容繁荣， 互联网高质量经营

分析师：金荣（S0010521080002）

2024年1月15日

华安证券研究所

投资建议

- **MR开启新创新拐点，建议关注内容生态侧百花齐放。** Vision Pro MR 预计2024年2月首批上市，作为苹果首款MR头显升级软硬件技术开启空间计算，通过打造生态降低应用迁移门槛，有望催化MR内容生态繁荣，建议关注VR\AR\MR内容侧有所布局及具备较强3D渲染能力的公司。
- **AI大模型有望在场景明确的垂直领域持续落地，并逐步具备明确的商业模式。** AI大模型与垂直领域工作流的结合，可以提升生产和制作效率，用户价值的提升有望带来很明确的商业模式，建议关注在AI结合电商、搜索、教育等领域具备布局的公司。训练语料库为大模型提供基石，建议关注具备数据内容资源的公司。
- **CV领域大模型国内外同频共振，具备较好的开源性，大模型技术变革有望加速IP衍生变现。** 国内CV模型厂商不断迭代，开源模型丰富，建议关注AI对创作、影视、营销、游戏、视频等领域的赋能，同时具备优质IP储备的公司有望得到IP资产价值重估。
- **游戏出海依然是高景气度方向，小程序游戏有望贡献行业大盘增量。** AI赋能游戏有望产生更多高质量内容，游戏精品化推动用户付费及出海增长，建议关注产品储备丰富、产业链布局完整及具备技术储备的厂商。
- **“悦己经济”有望促进影视、视频等文化消费繁荣。** 短剧建议关注后续内容质量提升与规范，同时关注出海提升天花板，分线发行有望降低档期对作品的限制，电影大盘预计2024年持续增长，关注院线龙头公司及具备丰富内容储备的公司。
- **互联网估值处于历史较低水平，可关注在宏观复苏和公司经营效率优化双轮驱动下的估值修复空间。** 建议关注在垂直领域具备较强业务壁垒和组织壁垒的公司。

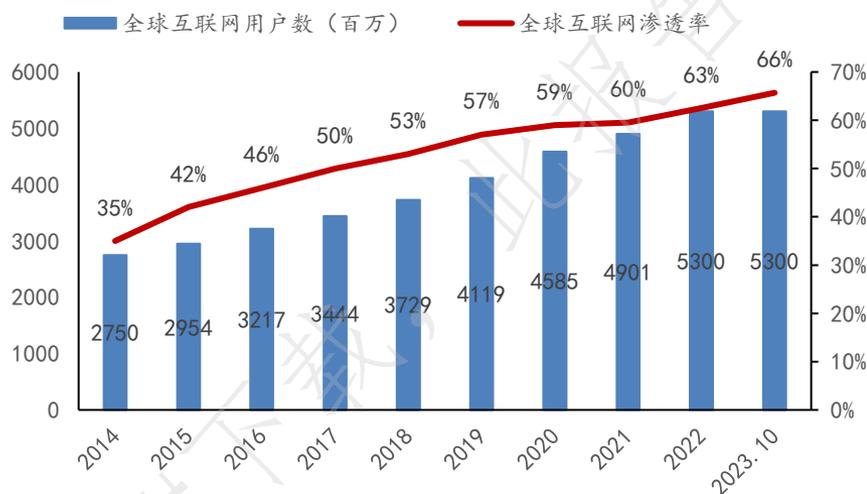
风险提示：消费恢复不及预期风险、用户增长不及预期风险、行业竞争格局剧变风险、宏观经济波动风险、政策及监管趋严风险、科技创新落地进展不及预期风险

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模渗透率双增长，用户粘性趋于稳定
- 2 AIGC：开源模型种类不断丰富，性能参数屡创新高，场景多元化覆盖
- 3 游戏：政策监管规范化，精品国产游戏持续出海，关注AI赋能及新渠道价值
- 4 长中短视频、网文、出版：短剧上游网文IP价值重估，短视频流量红利推动矩阵式电商直播
- 5 出版：转型拥抱AI+教育，积极探索多服务场景
- 6 影视院线：AI赋能IP价值有望重构，影视内容制作有望落地
- 7 广告：广告大盘随宏观经济回暖，AI赋能广告短片全链路制作
- 8 互联网：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

全球互联网大盘：全球互联网渗透率达66%，欧美渗透率较高，非洲渗透空间较大

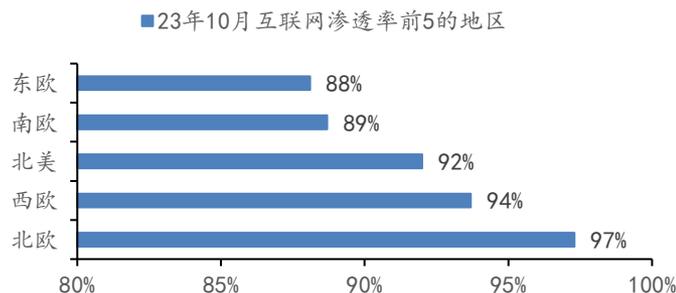
- Statista数据显示，2023年10月全球互联网用户规模达53亿，全球互联网渗透率达66%。
- 据统计，欧美地区互联网渗透率较高，非洲互联网渗透率较低，提升潜力较大。Statista数据显示，截至23年10月，全球互联网渗透率最高的5个地区为北欧、西欧、北美、南欧、东欧，渗透率分别为97%、94%、92%、89%、88%，排名与22年同期保持不变，全球互联网渗透率最低的5个地区为东非、中非、西非、南亚、北非，渗透率分别为24%、28%、48%、52%、66%。

图表1：2010-2023(10月)年全球互联网用户数(百万)与全球互联网渗透率



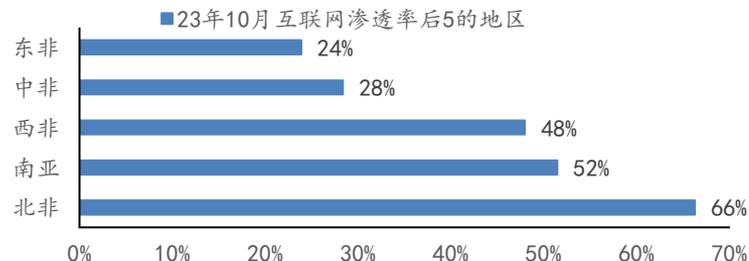
资料来源：Statista，世界银行数据库，华安证券研究所

图表2：23年10月互联网渗透率前5的地区



资料来源：Statista，华安证券研究所

图表3：23年10月互联网渗透率后5的地区

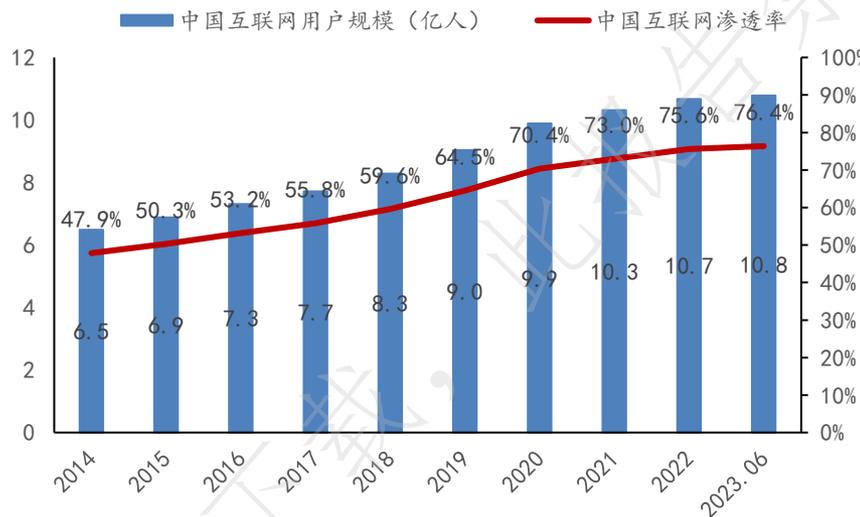


资料来源：Statista，华安证券研究所

中国互联网大盘：中国移动互联网用户规模达10.8亿，用户规模渗透率双增长

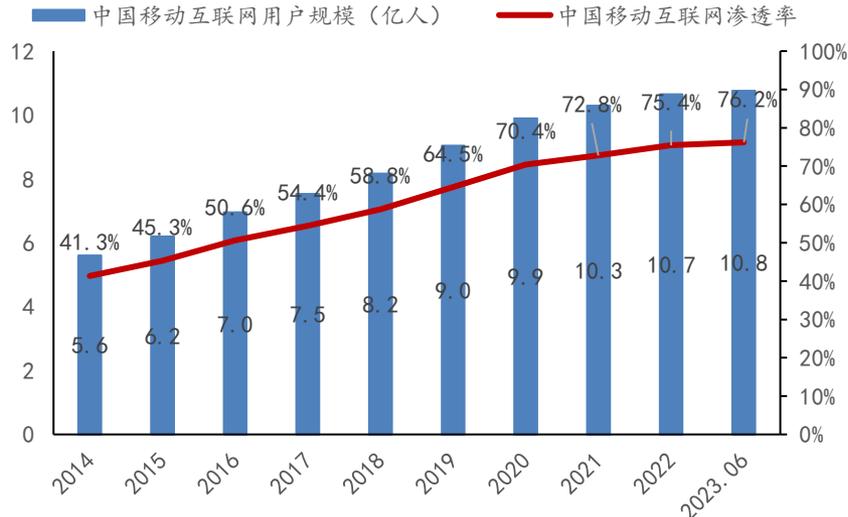
- **互联网用户规模与渗透率持续稳定增长：**根据CNNIC数据，截至23年6月，中国互联网用户数达10.8亿，较22年底提升约1109万人，互联网渗透率达76.4%，较21年底提升0.8pct。
- **移动互联网渗透率与互联网渗透率持平：**数字基础设施建设进一步加快，资源应用不断丰富，根据CNNIC数据，截至23年6月，移动互联网用户规模达10.8亿，移动互联网渗透率达76.2%，基本与互联网渗透率规模相持平。

图表4：2014-2022.06中国互联网用户规模与渗透率



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

图表5：2010-2022.06中国移动互联网规模和移动互联网渗透率

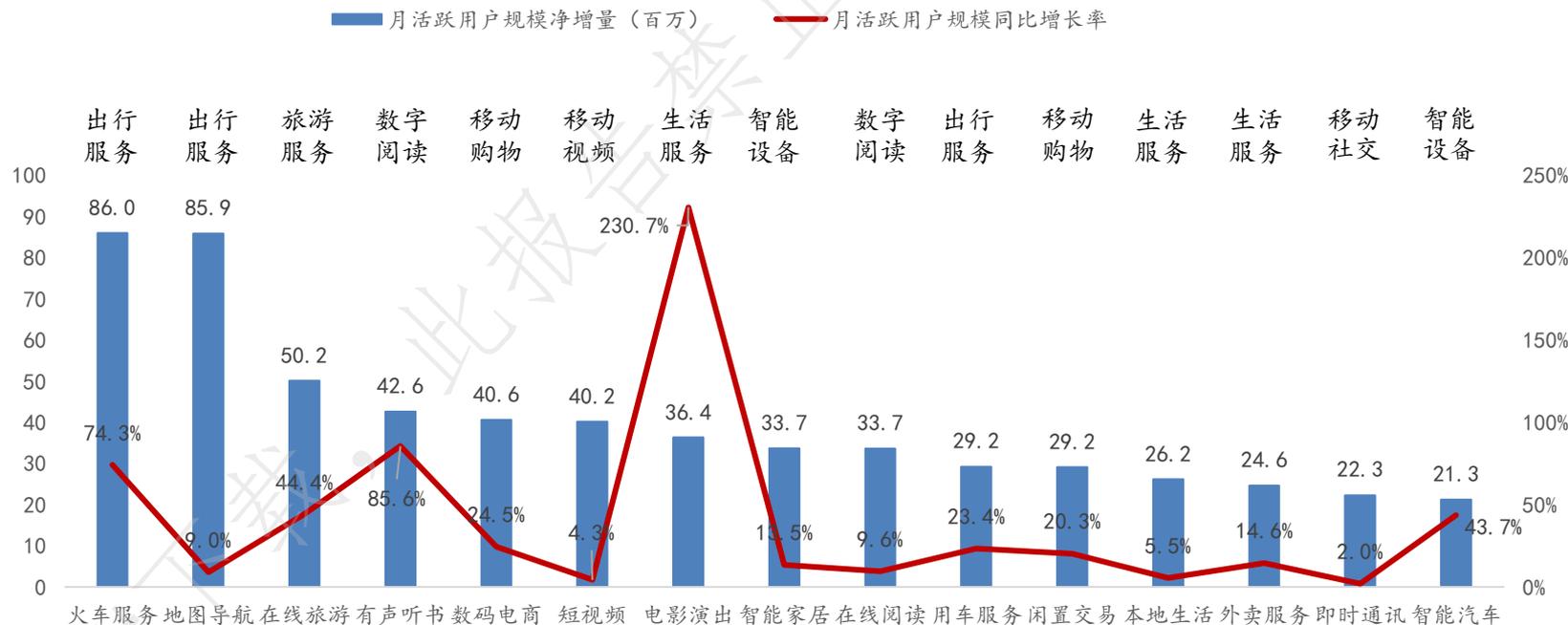


资料来源：CNNIC，华安证券研究所

中国移动互联网大盘：线下出行娱乐、线上娱乐及智能化等场景迎来复苏及发展

- 2023年Q3，Questmobile 数据显示，暑期效应加持下，线上线下场景齐上量，旅游出行、电影演出、生活服务等线下场景流量增速显著；阅读、视频等线上娱乐场景亦有提升。其中，23年9月出行服务月活跃用户规模净增量超2亿，居月活用户之首。生活服务中的电影演出的增长率为230.7%，位居增长率第一。

图表6: 2023年Q3中国移动互联网细分行业月活跃用户规模净增量（百万人）及同比增长



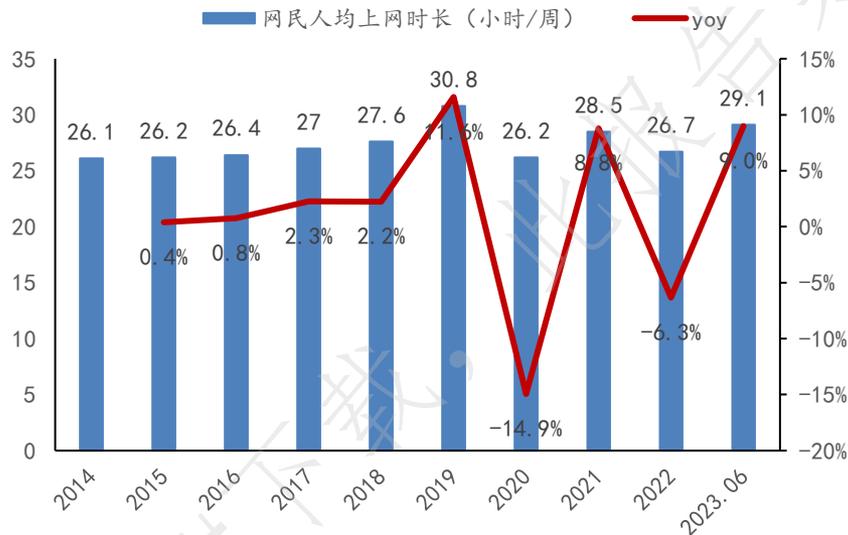
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

注：1. Questmobile和CNNIC对于网民和MAU的定义不同，故CNNIC的移动互联网用户数和Questmobile的MAU数存在差异
2. 月活跃用户规模净增量=2023年9月APP行业活跃用户规模-2022年9月APP行业活跃用户规模

中国移动互联网大盘：用户上网时长居高位，用户粘性趋于稳定

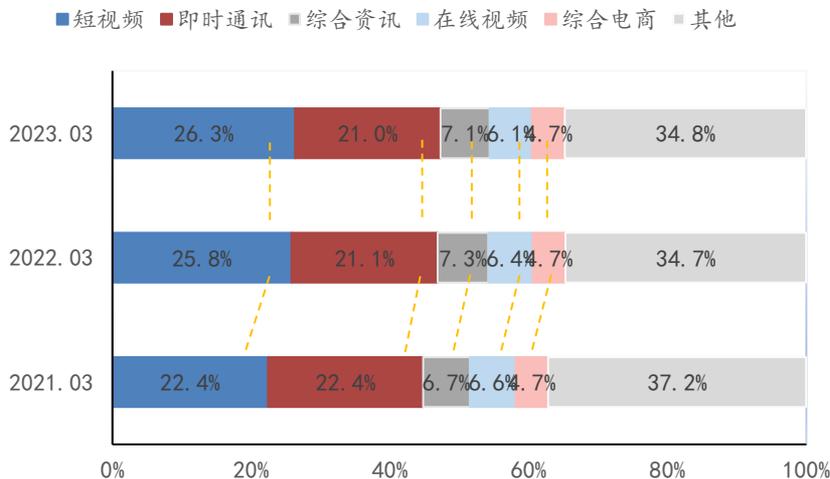
- **互联网用户上网时长回升：**截至 2023 年 6 月，中国互联网用户的人均每周上网时长 16 为 29.1 个小时，较 2022 年 12 月提升 2.4 个小时。供给端效能释放，行业数字化进程进一步增长。
- **截至2023年3月，我国互联网细分行业用户粘性趋于平稳：**短视频部分使用时长占比持续提升，21年/22年/23年占比分别为22.4%/25.8%/26.3%。主要由于随着短视频的兴起，在智能算法加持下，融合了电商和短剧等增长因子所致。即时通讯是除短视频外使用时长占比最多部分，21年/22年/23年占比分别为22.4%/21.1%/21.0%。

图表7: 中国网民人均上网时长（小时/周）及同比增速



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

图表8: 中国互联网细分行业用户使用总时长占比

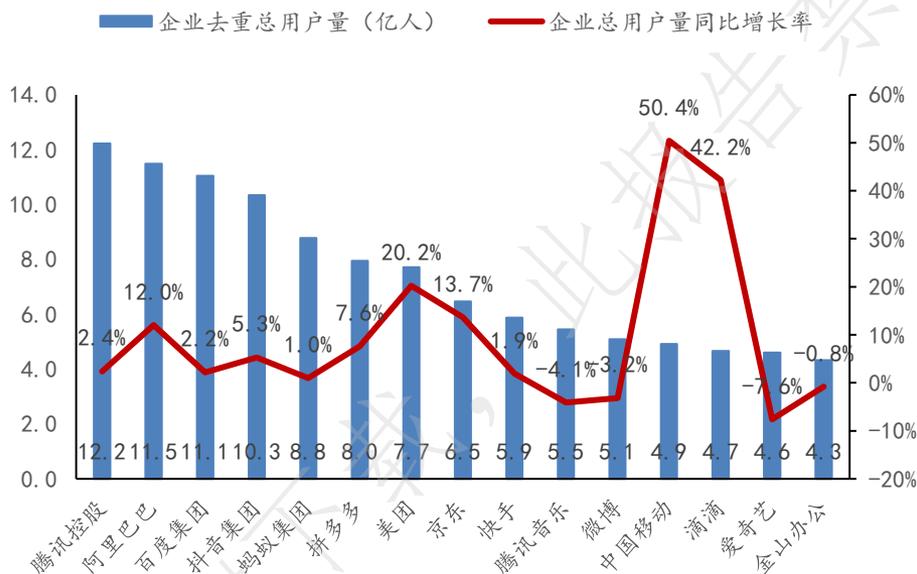


资料来源：Questmobile，华安证券研究所

中国移动互联网大盘：整体格局清晰，头部平台流量域规模稳定

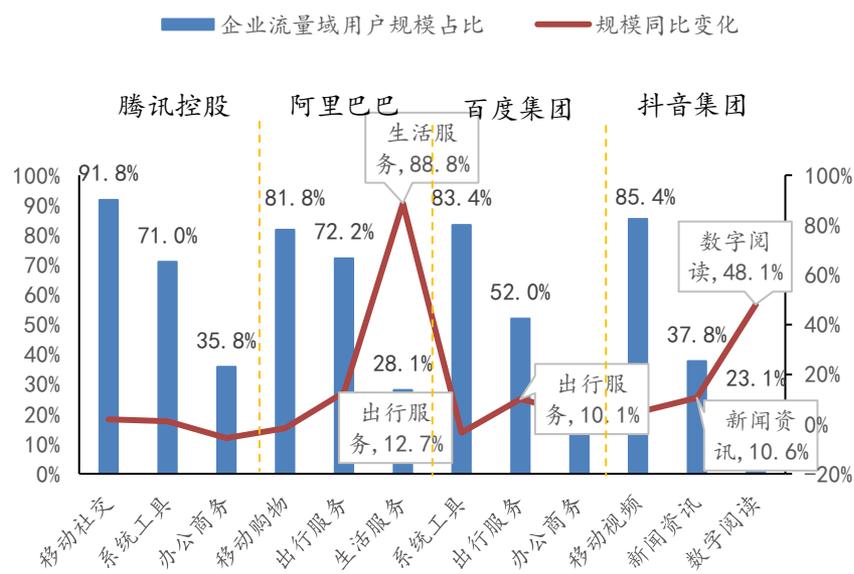
- QuestMobile 数据显示，腾讯、阿里、百度的去重总用户数为23年6月企业去重用户数TOP 3，分别达12.2、11.5、11.1亿。其中，腾讯旗下用户规模TOP 1的流量域为移动社交(占比91.8%)、阿里旗下用户规模TOP 1流量域为移动购物(占比81.8%)、百度旗下用户规模TOP 1的流量域为系统工具(占比83.4%)。其中阿里旗下的生活服务(yoy+88.8%)与出行服务(yoy+12.7%)，百度旗下的出行服务(yoy+10.1%)，抖音旗下的新闻资讯(yoy+10.6%)和数字阅读(yoy+48.1%)在2023年6月规模同比增长显著。

图表9:2023年6月去重总用户量TOP 15企业及企业总用户量同比增长率



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

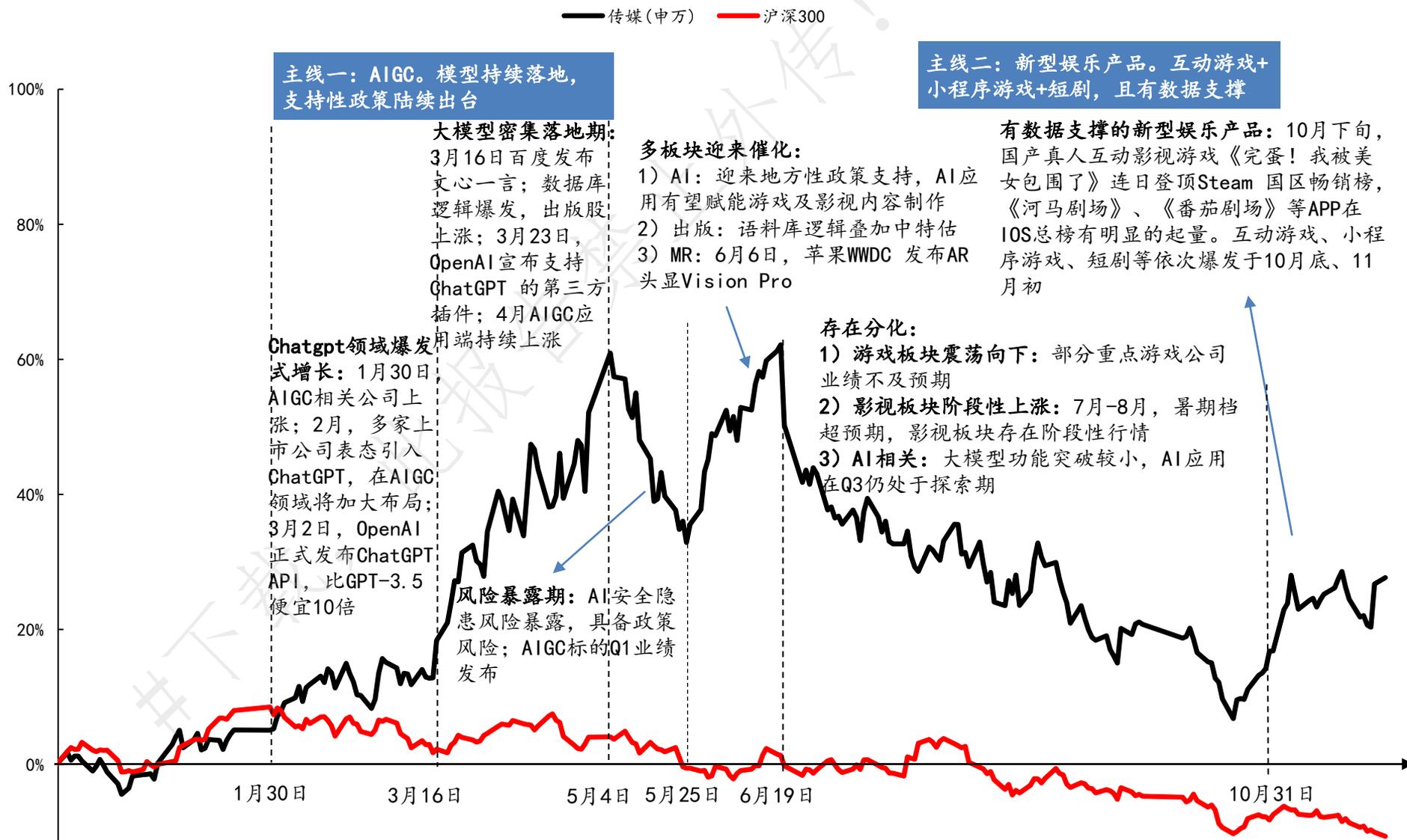
图表10:2023年6月部分头部互联网公司TOP 3 流量域用户规模占比及同比变动



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

注:1、流量域指该企业下关联应用所处的对应行业，其中应用指App和其关联的多个小程序的总体
2、规模同比变化指企业各流量域去重活跃用户规模较去年同期的变化

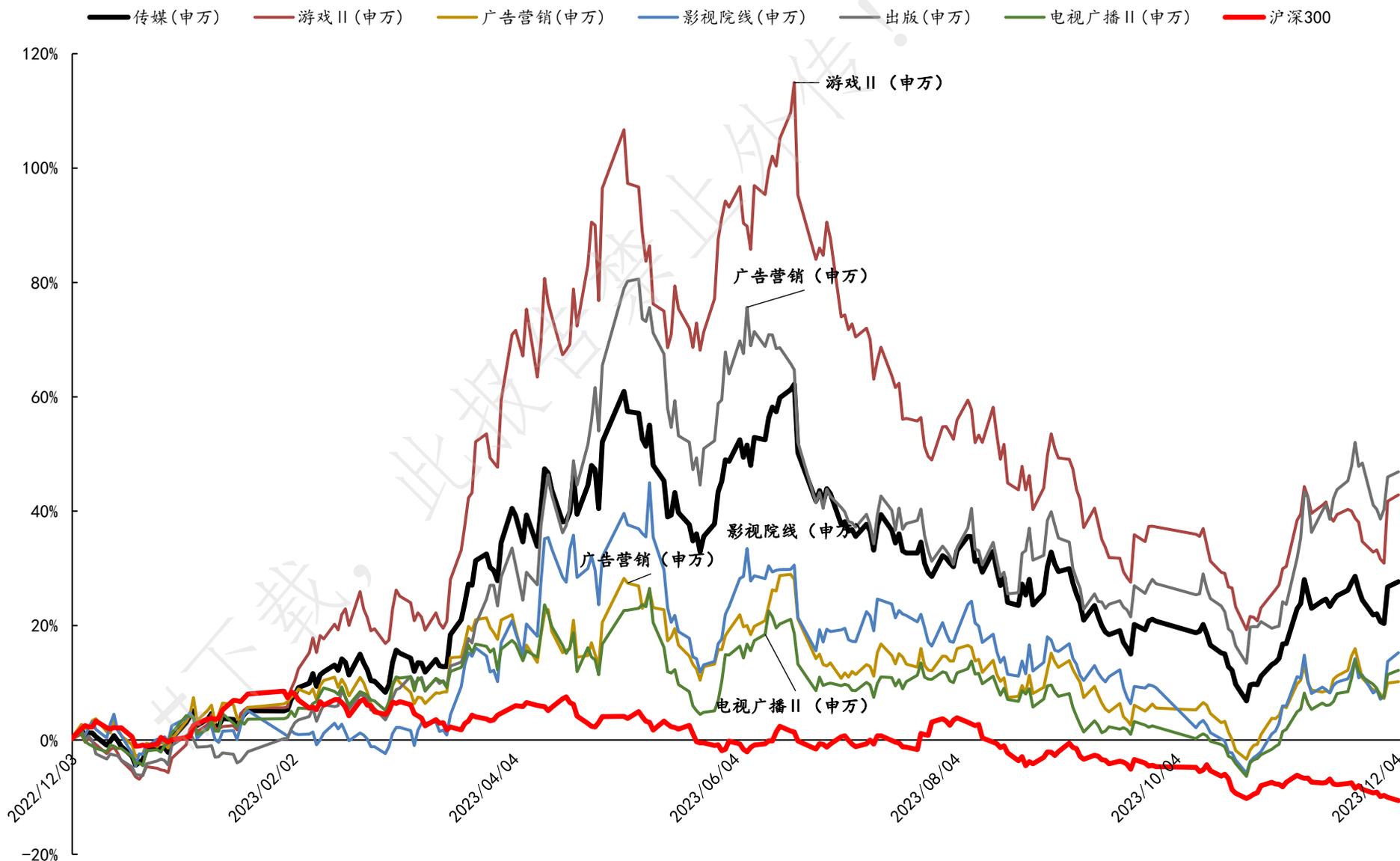
传媒行情复盘 (801760.SI)：全年两大主线穿插阶段性行情



资料来源：WIND，华安证券研究所

敬告投资者：请阅读末页重要声明及评级说明

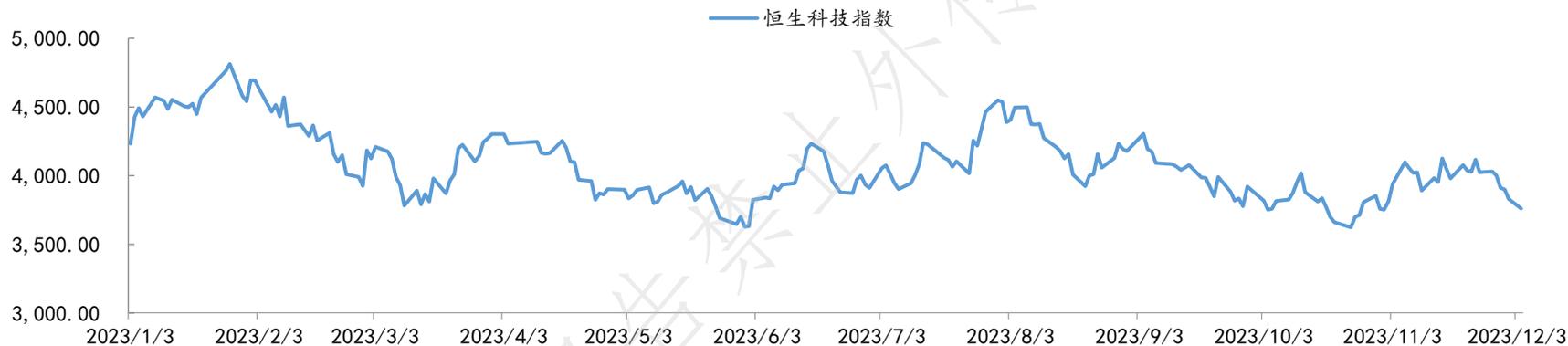
传媒行情复盘 (801760.SI)：游戏、广告细分板块涨幅领先于传媒整体板块



资料来源：WIND，华安证券研究所

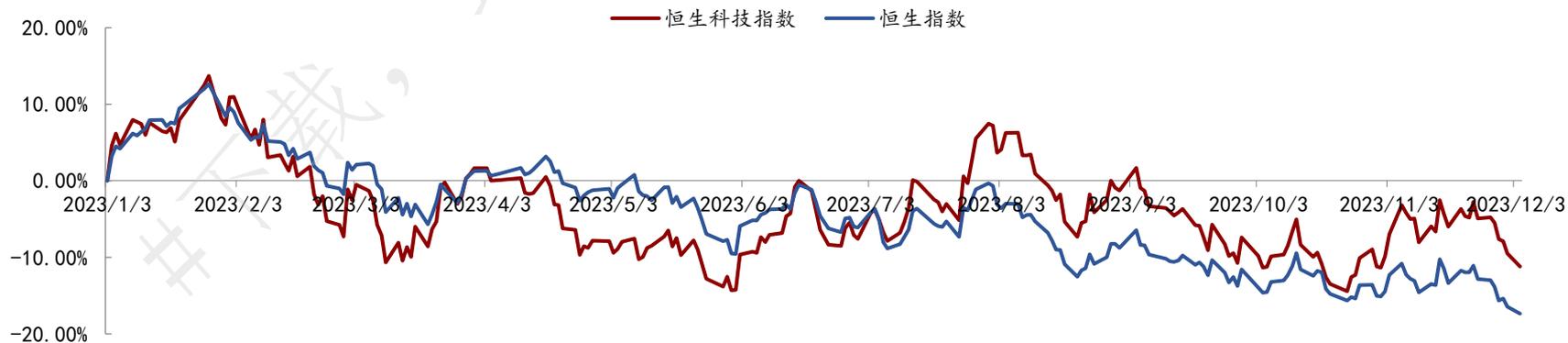
敬请参阅末页重要声明及评级说明

图表11：2023年恒生科技指数回顾



资料来源：WIND，华安证券研究所

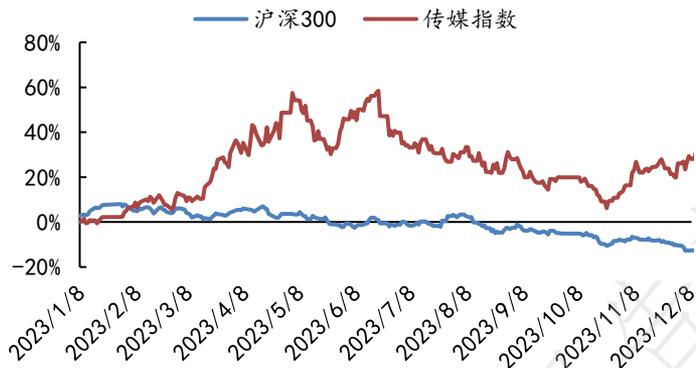
图表12：2023年恒生科技指数走势



资料来源：WIND，华安证券研究所

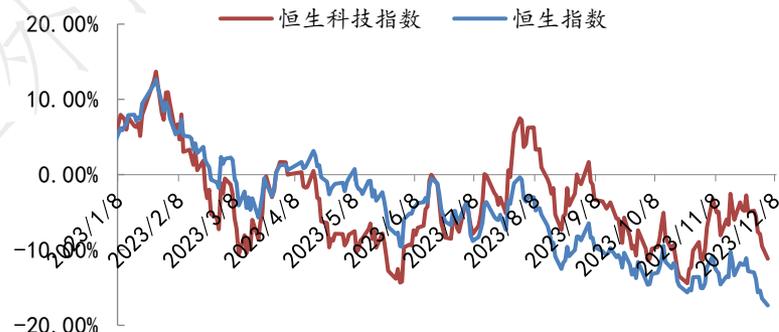
行情回顾：传媒板块表现良好，整体跑赢市场大盘

图表13: 2023年沪深300与申万传媒指数走势对比



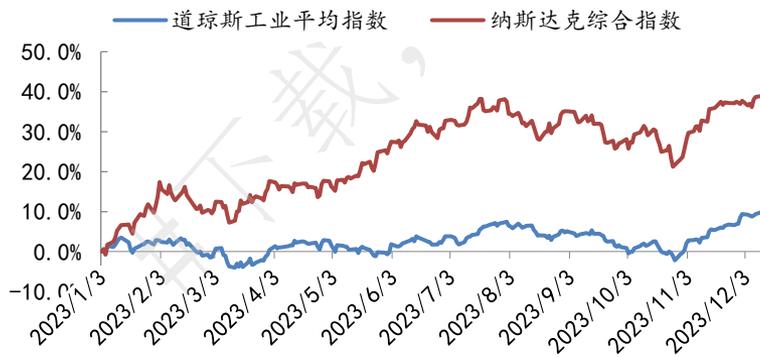
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表14: 2023年恒生指数与恒生科技指数走势对比



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表15: 2023年纳斯达克与道琼斯指数走势对比



资料来源：Wind，华安证券研究所

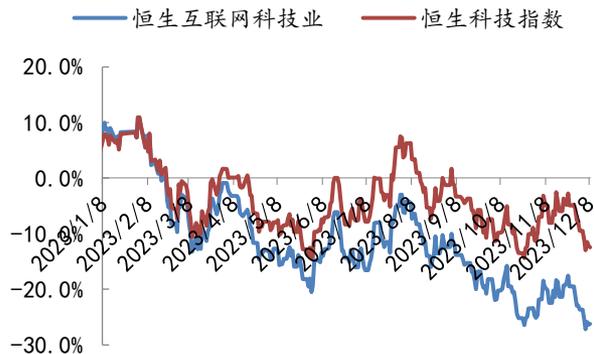
图表16: 沪港AH溢价指数走势



资料来源：Wind，华安证券研究所

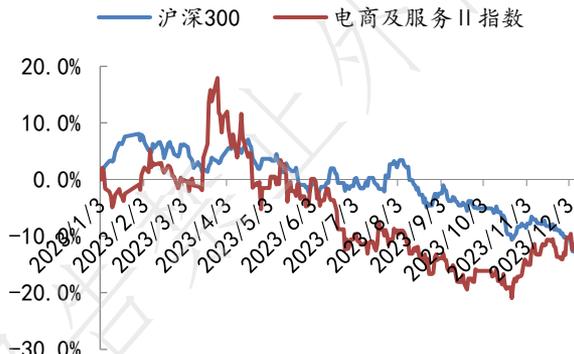
行情回顾：传媒板块表现良好，整体跑赢市场大盘

图表17: 2023年至今恒生指数及恒生互联网科技指数走势对比



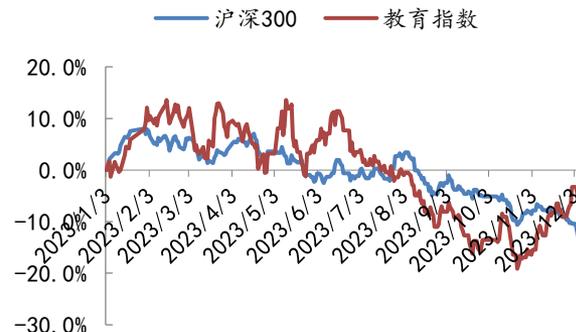
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表18: 2023年至今沪深300与中信电商及服务指数走势对比



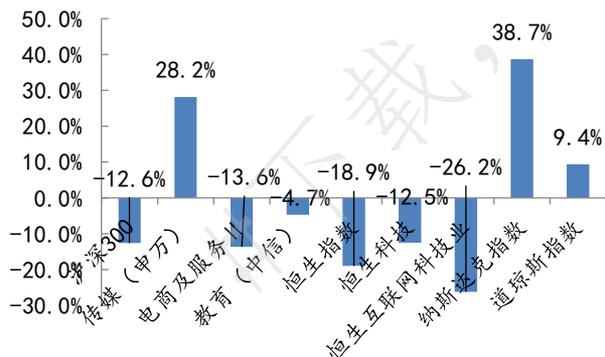
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表19: 2023年至今沪深300与中信教育指数走势对比



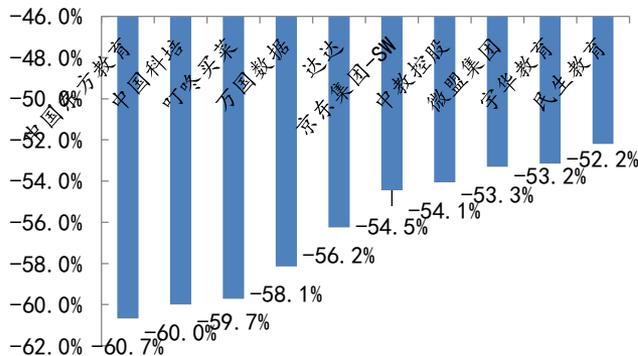
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表20: 2023年重点指数累计涨跌幅



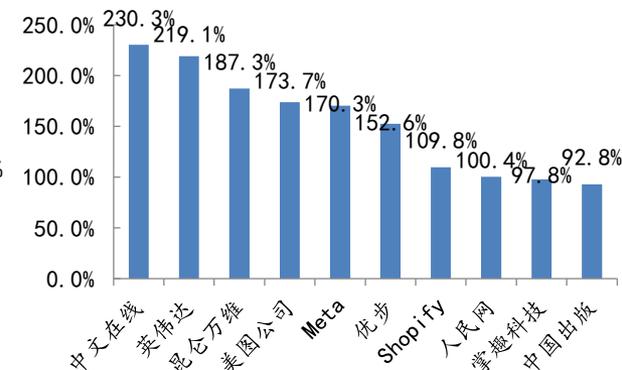
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表21: 2023年重点公司累计跌幅Top 10



资料来源: Wind, 华安证券研究所

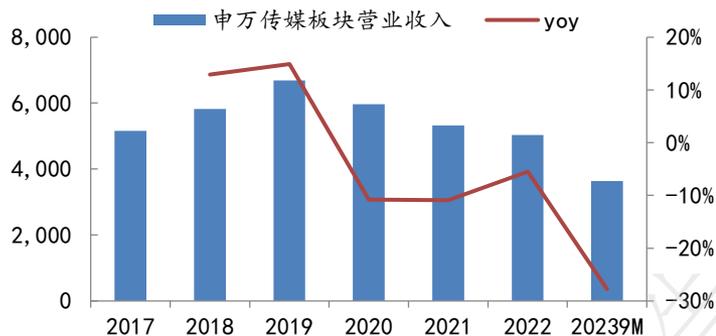
图表22: 2023年重点公司累计涨幅Top 10



资料来源: Wind, 华安证券研究所

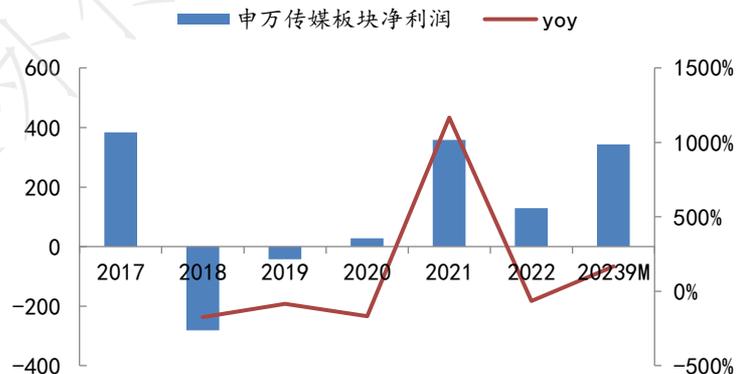
行情回顾：传媒板块表现良好，整体跑赢市场大盘

图表23:2017年至今申万传媒板块营业收入及同比



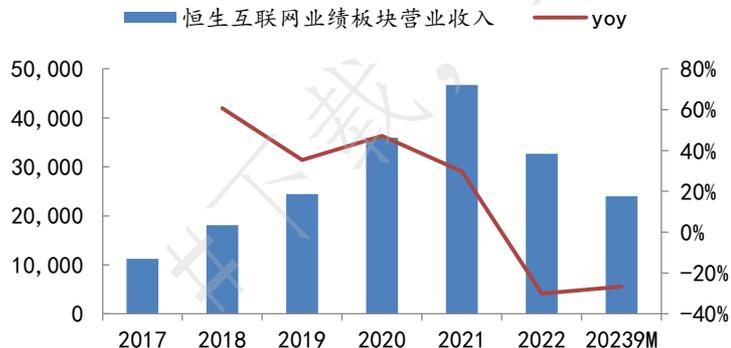
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表24:2017年至今申万传媒板块净利润及同比



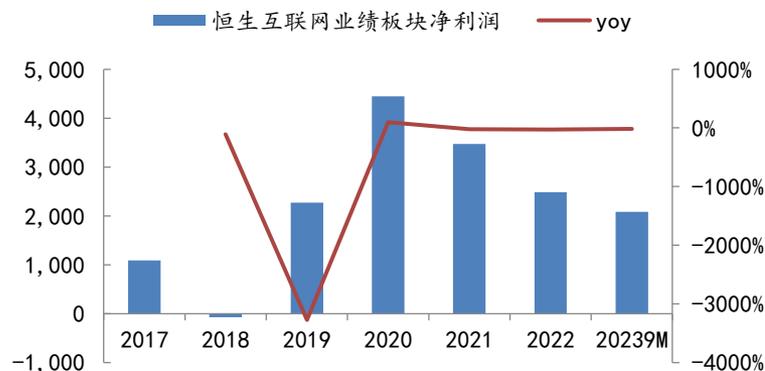
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表25:2017年至今恒生互联网业绩板块营业收入及同比



资料来源：Wind，华安证券研究所

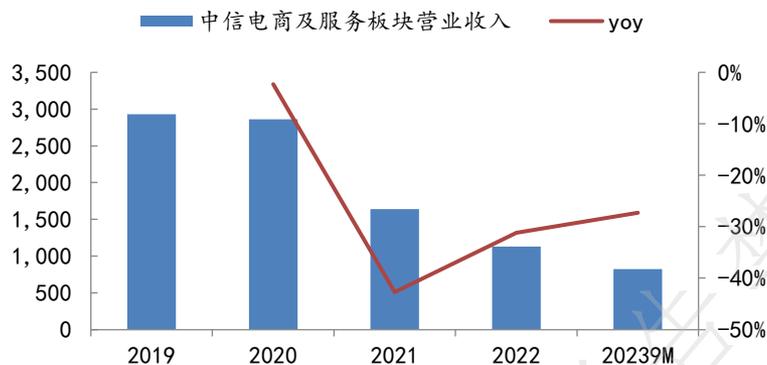
图表26:2017年至今恒生互联网业绩板块净利润及同比



资料来源：Wind，华安证券研究所

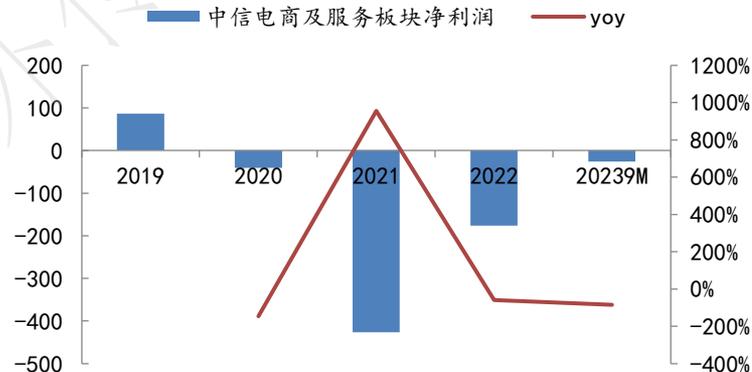
行情回顾：传媒板块表现良好，整体跑赢市场大盘

图表27: 2019年至今中信电商及服务板块营业收入及同比



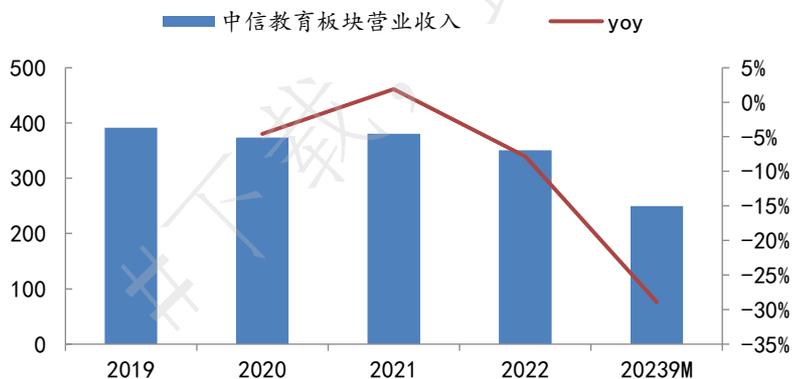
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表28: 2019年至今中信电商及服务板块净利润及同比



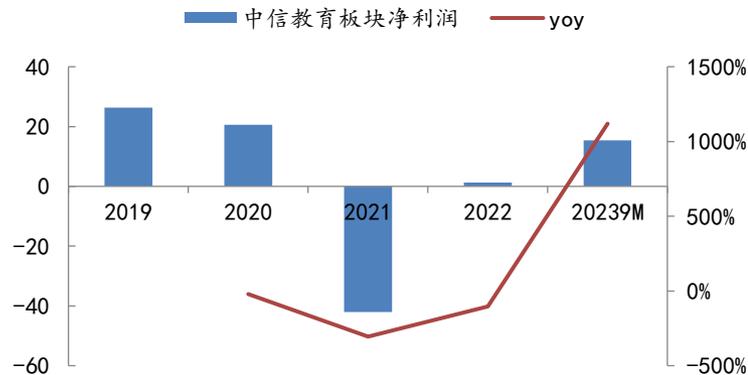
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表29: 2019年至今中信教育板块营业收入及同比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

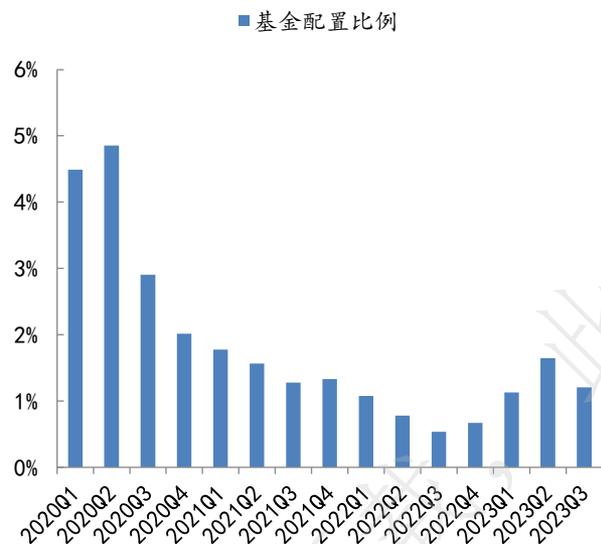
图表30: 2019年至今中信教育板块净利润及同比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

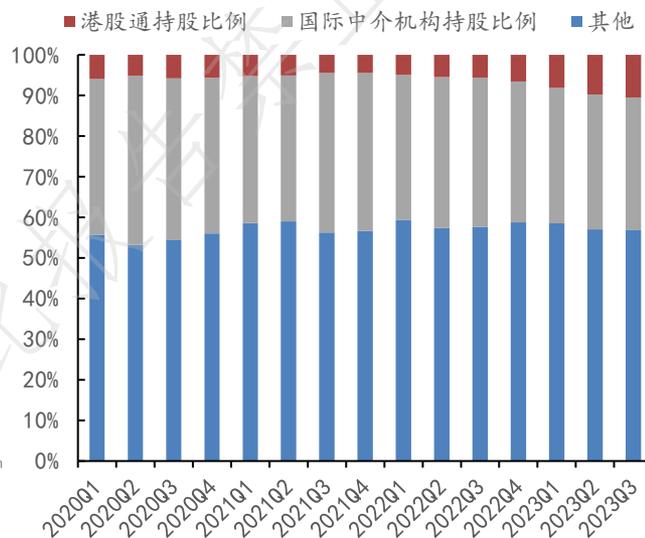
行情回顾：传媒板块表现良好，整体跑赢市场大盘

图表31:2020年至今申万传媒板块基金配置比例



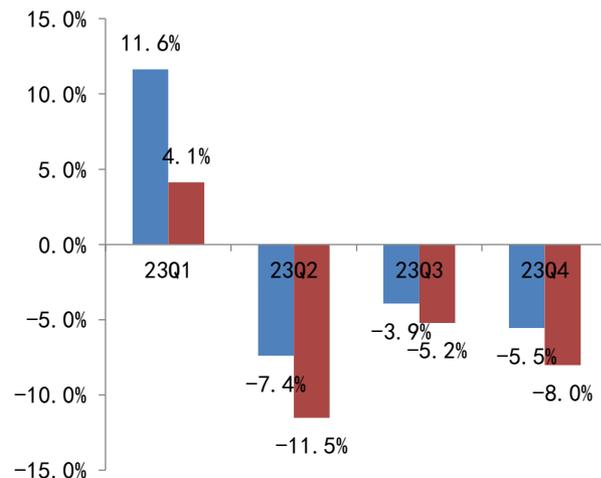
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表32:2020年至今恒生互联网科技板块港股通、国际中介持股占比



资料来源：Wind，华安证券研究所

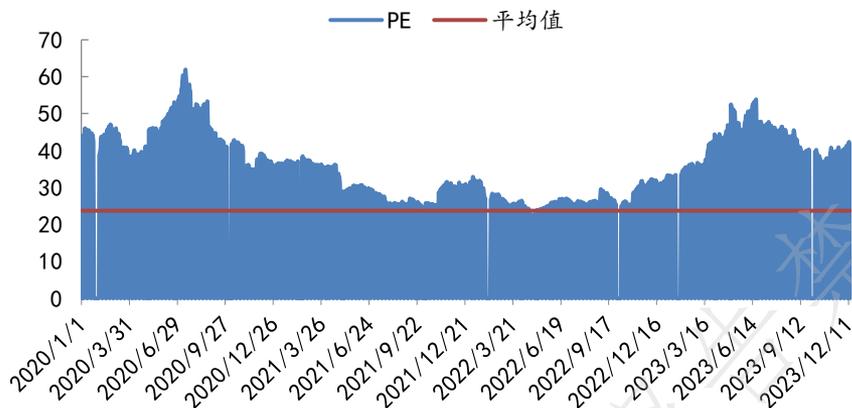
图表33:23Q1-23Q4恒生互联网科技板块港股通、国际中介机构持股市值变化



资料来源：Wind，华安证券研究所

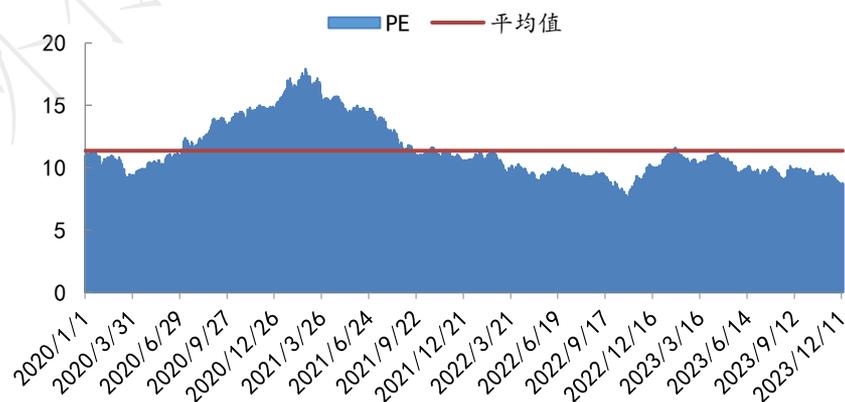
行情回顾：传媒板块表现良好，整体跑赢市场大盘

图表34：2020年至今申万传媒板块PE估值及中枢



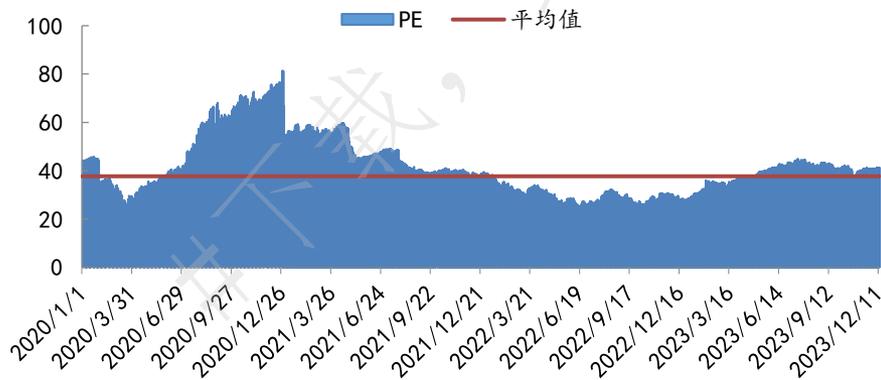
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表35：2020年至今恒生综合PE估值及中枢



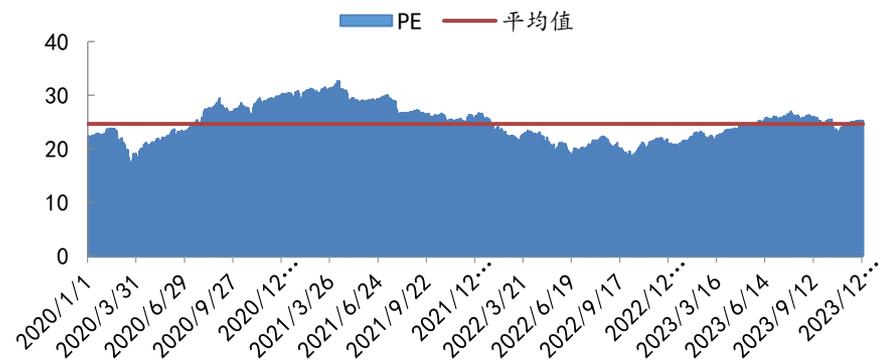
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表36：2020年至今纳斯达克PE估值及中枢



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表37：2020年至今道琼斯PE估值及中枢



资料来源：Wind，华安证券研究所

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模渗透率双增长，用户粘性趋于稳定
- 2 AIGC：开源模型种类不断丰富，性能参数屡创新高，场景多元化覆盖
- 3 游戏：政策监管规范化，精品国产游戏持续出海，关注AI赋能及新渠道价值
- 4 长中短视频、网文、出版：短剧上游网文IP价值重估，短视频流量红利推动矩阵式电商直播
- 5 出版：转型拥抱AI+教育，积极探索多服务场景
- 6 影视院线：AI赋能IP价值有望重构，影视内容制作有望落地
- 7 广告：广告大盘随宏观经济回暖，AI赋能广告短片全链路制作
- 8 互联网：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

大模型发展历程：大模型型号高速迭代，性能参数屡创新高

图表38：2023年海外大模型发展历程

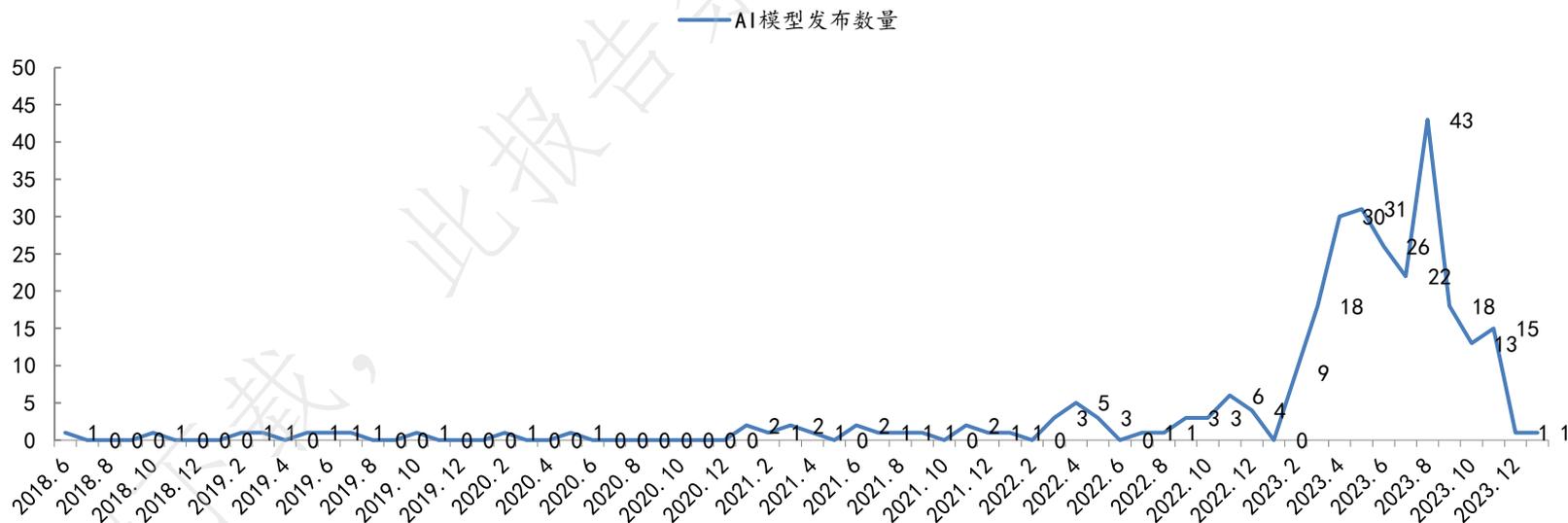
时间	大模型	公司	参数(亿)	模型介绍
2022. 11. 30	ChatGPT	OpenAI	1750	1750亿参数，全新对话式AI模型，通过GPT-3.5系列达语音模型微调而成，引入人工反馈的强化学习（RLHF）。
2023. 1. 21	ChatGPT Professional	OpenAI	1750	限于部分用户使用的付费版。
2023. 2. 24	LLaMA	Meta	650	650亿参数，SOTA大语言模型，对非商用的研究用例开源。
2023. 2. 7	Bard	Google	1370	1370亿参数，基于LaMDA。
2023. 3. 15	Claude	Anthropic	62	62亿参数，聊天机器人。
2023. 3. 15	GPT-4	OpenAI	17600	GPT-4是一个超大的多模态模型，支持富文本的数据，可以通过一张图片表达意图。
2023. 3. 15	Alpaca	斯坦福	70	70亿参数，由LLaMA 7B微调的模型，训练3小时，性能比肩GPT-3.5。
2023. 3. 17	GPT-4	OpenAI	10000	1万亿参数，大型多模态模型，不仅能阅读文字，还可以识别图像，并生成文本结果。
2023. 3. 6	USM	Google	20	20亿参数，对标Whisper。
2023. 3. 6	PaLM-E	Google&柏林工业大学	5620	5620亿参数，史上最大多模态具身视觉语言模型，可理解图像，生成语言。
2023. 4. 17	Titan	Amazon	-	一种是用于内容生成的文本模型，另一种是可创建矢量嵌入的嵌入模型，用于创建高效搜索功能等。
2023. 4. 17	DINOv2	Meta	10	采用transformer架构，能在语义分割、图像检索和深度估计方面实现自监督训练。
2023. 4. 28	DeepFloydIF	stabilityAI	130	解决了文生图领域的两大难题：正确生成文字，正确理解空间关系。
2023. 5. 10	PaLM2	Google	3400	部分能力超越GPT-4，经过了 3.6 万亿个 tokens 训练，训练数据量是前代的近 5 倍、参数量仅为第一代的 2/3 左右。
2023. 5. 23	Aurora genAI	英特尔	10000	用于各种科学应用：系统生物学、癌症研究、气候科学、宇宙学研究、高分子化学与材料等。
2023. 5. 9	imagebind	Meta	-	可以连接文本、图像/视频、音频、3D 测量（深度）、温度数据（热）和运动数据（来自 IMU），类似于人类感知或者想象环境的方式。
2023. 7. 11	Claude 2	Anthropic	-	上下文进一步扩展至200k，能够实现更长文本的响应，在编程、数学、推理等方面都有大幅提升。
2023. 7. 19	LLaMA 2	Meta	700	接受了 2 万亿个标记的训练，上下文长度是 Llama 1 的两倍；训练语料相比 LLaMA多出40%，上下文长度是由之前的2048升级到4096，可以理解和生成更长的文本。
2023. 9. 6	Falcon 180B	Hugging Face	1800	开源领域参数量最庞大的免费且可商用的模型。
2023. 11. 7	GPT4turbo	OpenAI	18000	拥有更长的上下文对话长度；更多的控制权；具备多模态API；GPT-4用户的Token速率限制扩大了一倍。
2023. 11. 22	Claude 2.1	Anthropic	-	支持输入多达 20 万个 Token，并改善了准确度，同时新增系统预设提示词（System Prompt）功能。

资料来源：CSDN，OpenAI，Google博客，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理

大模型发展历程：23年模型迎来爆发，后续关注迭代情况

- Datalearner数据显示，全球模型在2021年前处于理论研发期，市场上并未出现成熟可商业使用模型。
- 2022年，以ChatGPT为首的一系列大模型问世，AI大模型正式进入到高速发展阶段。
- 2023年是全球AI大模型增长爆发期，无论是在模型数量、应用领域、性能指标、反馈结果等方面，都不断进入新阶段。其中影响力最大的开源模型为Chat类大模型，后续竞争关键在于现有模型是否能以较高频率进行迭代升级，通过场景覆盖广度与深度学习能力的强度与其他模型在各参数指标上拉开差距。

图表39: 月AI模型发布量



资料来源：datalearner，华安证券研究所

注：数据为全球主要大模型，不代表全球所有的模型数据

大模型发展历程：大模型高速迭代，性能参数屡创新高

- 2023年，多家海外大模型厂商发布或升级其LLM模型，具体包括微软/OpenAI下的GPT-4（2023.3）、GPT4turbo（2023.11）、GPTs（2023.11）和GPT store（2023.11）；谷歌发布的PaLM-E 1/2（2023.3/2023.5）和 Gemini（2023.12）；Meta发布的LLaMA 1/2（2023.2/2023.7）。海外大模型厂商在较长时间积累推出自身第一款大语言模型后，专注于自身大模型的升级，迭代周期约在2个月。在各厂商迭代升级过程中，应用层面不断扩展，行业理解程度不断加深，后续商业化价值或将得以释放。
- 2023年，CV模型注重在分辨率方向的升级，在应用场景、应用载体和生成效率上不断提升。Stability AI的Stable Diffusion 1/2模型在2022年推出，并在2023年实现手机版和文生画功能。2023年7月，推出Stable Diffusion XL 1.0，包含35 亿个参数，在生成效率上得到极大提高，11月份推出的Stable Diffusion XL Turbo进一步提升了生成效率。Adobe的Firefly模型在2023年5月到10月期间完成版本迭代，在分辨率，图生图等功能上进行升级。

图表40：2023年海外大模型介绍

模型公司	大模型分类	技术能力	应用场景	落地产品
微软 /OpenAI	GPT	<p>2018年6月，GPT-1发布，参数量达到1.17亿个，语言泛化能力不足，无法解决通用的语言任务；</p> <p>2019年2月，GPT-2发布，参数量达到15亿个，舍弃模型微调，通过大模型进行预训练，开始能够解决多语言任务能力；</p> <p>2020年5月，GPT-3发布，参数量达到1750亿个，引入In-context训练方式学习上下文，翻译、聊天问答和文本填空等任务表现出色，能够生成难辨真假新闻的能力；</p> <p>2022年3月，InstructGPT发布，参数量达到5400亿个；</p> <p>2022年11月，推出对话式AI模型ChatGPT，由GPT-3.5大型语言模型微调而来，并引入人工反馈的强化学习（RLHF）。能够处理复杂语言工作，包括自动文本生成、自动问答、编写和调试计算机程序及创作故事；</p> <p>2023年3月，GPT-4发布，能够阅读文字和识别图像并生成文本结果，回复的准确性较历史版本有提升；</p> <p>2023年11月，GPT4turbo发布，拥有更长的对话长度；更多的控制权；具备多模态API；用户Token速率限制扩大了一倍；</p> <p>2023年11月，GPTs上线，可根据教学、游戏或创意设计等不同任务构建专属GPT；</p> <p>2023年11月，GPT store上线，作为数字市场，开发者和创作者可以在其中发布和获利他们自己建立的定制AI代理。</p>	生成、编辑和协助写作任务，图像识别，自动编程等	Office、GitHub Copilot、Codex； Inworld AI，多邻国、Yabble、Be My Eyes、Stripe、Khan Academy； Salesforce, Bain&Company, Snap, Shopify； Notion、newbing；Interact、Shop、Klarna
	DALL·E	<p>2021年1月发布DALL·E，120亿参数，基于自回归transformer，2.5亿图文训练集；</p> <p>2022年4月，DALL·E2发布，可以修改现有图像，创建处保有其显著特征的图像变体，并在两个输入图像之间进行插值；</p> <p>2023年9月，DALL·E 3发布，最大特点是与 ChatGPT 的集成，它原生构建在 ChatGPT 之上，用 ChatGPT 来创建、拓展和优化 prompt。</p>		—

资料来源：CSDN，OpenAI，Google博客，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理

大模型发展历程：大模型高速迭代，性能参数屡创新高

图表40：2023年海外大模型介绍

模型公司	大模型分类	技术能力	应用场景	落地产品
谷歌	PaLM	PaLM-E: 2023年3月发布, “PaLM-E-562B”具有5620亿个参数, 将5400亿的PaLM和220亿的ViT集成在一起, 分类为视觉-语言模型, 可用于感知推理任务、视觉语言任务和语言任务; PaLM2: 2023年5月发布, 具备3400亿参数, 部分能力超越GPT-4, 经过了3.6万个tokens训练, 训练数据量是前代的近5倍、参数量仅为第一代的2/3左右。	生成文本、对话、总结书面材料、解决数学定理、预测蛋白质结构	Bard、Chrome、Gmail、Google Workspace
	Claude-Next	隶属于AI研究初创公司Anthropic, 创始团队大都来自OpenAI, 包括前研究副总裁Dario Amodei; 2023年2月Google以30亿美金投后估值投资3亿美金, 合作涉及谷歌Cloud为Anthropic构建大规模GPU和TPU集群, 以训练其AI系统; 公司预计Claude-Next将需要10的25次方FLOPS的算力, 比最大的模型还大上几个数量级。计划在18个月内投入10亿美元。	运用“Constitutional AI”的训练技术使AI与人类思维一致。成为对标ChatGPT的对话式人工智能产品	Notion、Robin AI、AssemblyAI、Peo
	Gemini	2023年12月推出规模最大、功能最强大的人工智能模型Gemini。Gemini将包括三种不同的套件: Gemini Ultra, Gemini Pro和Gemini Nano。	科学到金融多场景应用	Bard
Meta	AV-HuBERT	2023年3月发布MuAViC, 是基于多语言的视听语料库, 首次将视听学习应用于准语音翻译, 应用于AV-HuBERT模型训练, 可以进行有噪音环境下的端到端翻译; 使用MuAViC情况下, AV-HuBERT模型能够结合面部特征和语音表现实现多模态输入提升识别的准确度。在World Error Rate和BLEU Score评测中, Meta模型都在嘈杂环境下取得更好的表现, 在清静环境下的表现与竞对一致。	利用视频和视觉输入对语音进行转录, 视听语音、翻译成文本	——
	LLaMA	LLaMA: 2023年2月发布, 具备650亿参数, SOTA大语言模型, 对非商用的研究用例开源; LLaMA 2: 2023年7月发布, 接受了2万个标记的训练, 上下文长度是Llama 1的两倍; 训练语料相比LLaMA多出40%, 上下文长度是由之前的2048升级到4096, 可以理解和生成更长的文本。	商业或者研究, 服务于对话场景	——
	imagebind	2023年5月发布, 可以连接文本、图像/视频、音频、3D测量(深度)、温度数据(热)和运动数据(来自IMU), 类似于人类感知或者想象环境的方式。	图像、文本、音频、深度、热学和IMU数据	——

资料来源：CSDN，OpenAI，Google博客，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理

大模型发展历程：大模型高速迭代，性能参数屡创新高

图表40：2023年海外大模型介绍

模型公司	大模型分类	技术能力	应用场景	落地产品
亚马逊	Bloom (Hugging Face & AWS)	Bloom是开源AI模型，在规模和范围上与OpenAI创建的ChatGPT模型竞争，并在AWS制造的专有人工智能芯片Trainium上运行； 2022年3月，Hugging Face联合众多学者宣布Bloom 1760亿参数模型开始训练； 2022年5月，Bloom 1.0版本诞生。6月，epoch 1开始训练； 2022年7月，Bloom 1.3版本诞生，模型训练结束； 2023年2月，亚马逊云科技宣布与Hugging Face进一步合作，加速对大语言模型和视觉模型的训练、精调和部署，促进生成式AI应用的创建。	用户针对特定用例优化模型性能和降低成本以构建生成式AI应用	BLOOM、Qualtrics
	Titan	2023年4月首次发布，可以总结、文本生成（如原创博客）、分类、开放式问答和信息提取等任务；将文本输入翻译成包含语义的数字表达； 2023年12月发布首个图像生成模型“Titan Image Generator”、文字生成模型“Amazon Titan Text Express”和“Titan Text Lite”。	检索增强生成、开放式文本生成、头脑风暴、汇总、代码生成、表格创建、数据格式化、释义、思维链重写、提取、问答和聊天	Amazon bedrock
Intel	Aurora genAI	2023年5月发布Aurora genAI 具有 1 万亿个参数，是纯粹以科学为目的的生成式 AI 模型，将潜在应用于系统生物学、癌症研究、气候科学、宇宙学、高分子化学与材料和科学等领域。除科研外，还具有在自然语言处理、机器翻译、图像识别、语音识别、金融建模等商业领域的应用潜力。	用于各种科学应用：系统生物学、癌症研究、气候科学、宇宙学研究、高分子化学与材料等	——
Hugging Face	Falcon 180B	2023年9月发布，参数量1800亿，是开源领域参数量最庞大的免费且可商用的模型，具有180B 参数并且是在在 3.5 万亿 token 的 TII RefinedWeb 数据集上进行训练，这也是目前开源模型里最长的单波段预训练。在开源模型排行榜（预训练）上名列前茅，并可与 PaLM-2 等专有模型相差无几。	是Falcon升级版本的高参数高性能的语言模型，适用于各类自然语言处理任务，另外还有其他商业用途	Hugging Face Space； 百度智能云
Stability AI	Stable Diffusion	2022年，Stability AI发布Stable Diffusion，主要用于文本生成图像的深度学习模型，通过给定文本提示词（text prompt），该模型会输出一张匹配提示词的图片。 2022年11月，Stable Diffusion2.0发布，采用了新的文本编码器OpenCLIP；默认支持768x768和512x512两种分辨率；放大扩散模型可以将图像分辨率提升四倍；Depth2img利用深度信息生成图片； 2023年5月，推出文生画功能；6月推出手机版； 2023年7月，推出Stable Diffusion XL 1.0，包含35 亿个参数，能在“几秒钟内”生成多种长宽比的100 万像素分辨率的完整图像； 2023年11月，推出 Stable Diffusion XL Turbo 模型，采用了“对抗性扩散蒸馏技术，将图片生成迭代步骤从原先的 50 步减少至 1 步。	Stable Diffusion可以用于生成高质量的图像，如人脸、物体等；利用Stable Diffusion的特性可以实现图像的风格迁移、图像修复、超分辨率重建等领域	——
Adobe	Firefly	2023年5月开放公测，可以通过文字提示快速扩展图像、添加或删除对象，用户可以用它创作出独特的插图、海报、标志、字体等艺术作品。 2023年10月，推出Firefly Image 2，默认生成分辨率到2048×2048，新增“图生图”模仿相似风格、生成设置调整等效果。	图像生成、视频编辑、营销素材、3D建模	Adobe Illustrator、 Adobe Express

资料来源：CSDN, OpenAI, Google博客, 量子位, 机器之心, AI奇点, 华安证券研究所整理
敬请参阅末页重要声明及评级说明

2023上半年



2023下半年

- 2.7 百度官宣类ChatGTP聊天机器人“文心一言”
- 4.7 阿里版ChatGPT上线，“通义千问”
- 4.10 商汤推出“商汤日日新大模型”
- 4.10 国内团队开发出进化版本Grounded-SAM
- 4.17 昆仑万维发布千亿级大语言模型“天工”
- 4.19 西交大开源SadTalker模型
- 4.21 复旦大学MOSS大模型正式开源
- 4.22 国产乾元2大模型：可编程金融文生图
- 5.4 南科大发布视频分割模型TAM
- 5.8 科大讯飞发布讯飞星火认知大模型
- 5.8 FlagAI发布文本到图像模型AItoDiffusion-m18
- 5.18 云从科技从容大模型正式发布
- 6.9 智源“悟道3.0”大模型系列问世

- 6.9 智源“悟道3.0”大模型系列问世
- 7.7 华为最新大模型盘古3.0问世
- 8.4 vivo首款自研6nm芯片
- 8.4 华为鸿蒙4.0大模型发布
- 8.15 讯飞星火认知大模型V2.0发布
- 8.27 国产大模型孟子GPT发布
- 9.23 百度发布首个量子领域大模型
- 10.13 中文在线发布全球首个万字创作大模型“中文逍遥”
- 10.17 百度文心大模型4.0版本发布
- 10.31 阿里云通义千问2.0升级发布
- 12.5 美图发布自研视觉大模型4.0

AI应用领域及布局：计算机视觉（Computer Vision）

- AI视觉大模型利用大量的数据和算法，构建具有高度识别、分析和表达能力的视觉系统。

图表41:A股布局计算机视觉领域公司整理

AI主要的应用领域	公司名称	细分领域	落地应用
计算机视觉	中文在线	AI绘画	文生图，已在海外交互式视觉阅读产品中使用
	昆仑万维	AI生成图像	已发布AIGC产品天工巧绘
	万兴科技	AI生成图像	万兴爱画推出“AI简笔画”新功能，成为全球首款交互型“图生图”AI绘画软件
		AI思维导图	万兴科技旗下亿图脑图AI智能助手升级1秒响应一键生成多分支思维导图
	浙文互联	AI绘画	元宇宙艺术创作社区米塔数字艺术利用Stable Diffusion模型支持AI绘画
	神州泰岳	AI生成图像	应用AI生成图片的技术已较为熟练，同时将会持续关注新技术对游戏创意、玩法、制作等各环节带来的变革
	视觉中国	AI生成图像	AI灵感绘图功能
	当虹科技	AI人脸识别；AI场景识别；AI图像识别	已应用在广电行业，智能审核
	汤姆猫	AI美术创作	海外美术团队已在局部美术创作中使用
	凯撒文化	AI生成图像	与上海交大合作，积极公关研发剧情动画生成系统
	电魂网络	AI生成图像	应用于在研游戏
	巨人网络	AI辅助美术工业化	已组建了AI实验室、创新实验室，三款在研游戏公布
	掌趣科技	AI生成图像	应用于游戏制作
	华策影视	AI海报制作	应用于影视行业
	光线传媒	AI图片生成	应用于动画电影
	上海电影	AI绘画	应用于原创IP开发
	吉宏股份	AI图片生成	应用于跨境电商业务的广告素材制作
	蓝色光标	AI图片生成	应用于模板海报生成
	风语筑	AI图片生成	应用于虚拟人打造
	天地在线	AI图片生成	应用于为客户提供内容生产和运营服务
	利欧股份	AI图片生成	目前产品奇思妙想(奇思为文字生成产品，妙想为图片生成产品)已在测试阶段
	天娱数科	AI图片生成	App“元趣”，具备文生文、文生图、文生音频、文生视频
	博瑞传播	AI图片生成	应用于游戏美术
	人民网	AI图像识别	应用于数据管理
	新华网	AI图像识别	应用于图片新闻审核
	中信出版	AI图像识别	出版个人绘画作品集
中文传媒	AI图像识别	应用于美术教材数字化	
国新文化	AI行为姿势识别	学生行为智能分析	

资料来源：CSDN，AIGC开放社区，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理

AI应用领域及布局：自然语言处理(Natural Language Process)

- **NLP是AI应用领域一个分支，基于人类语言建模，与机器学习和深度学习相结合，使计算机可以理解并处理文本或语音数据。**
- **NPL具体应用场景可分为：文本嵌入、常识推理、语句相似性、文本生成和代码补全等。具体落地可以分为AI文字创作、AI聊天、AI翻译、AI客服、AI生成代码、AI文字识别等。**
- **国内布局公司包括：中文在线、昆仑万维、神州泰岳、华策影视、焦点科技、易点天下、掌趣科技、博瑞传播、南方传媒等。**

图表42:A股布局自然语言处理领域公司整理

AI主要的应用领域	公司名称	细分领域	落地应用
自然语言处理	中文在线	AI文字辅助创作	拥有“逍遥”大模型，可一键生成万字小说
		AI交互聊天	已在有声书生产中应用
	昆仑万维	AI生成文本	已发布AIGC产品天工妙笔
		AI生成代码	已发布AIGC产品天工智码
		AI智能交互	正式推出人工智能服务Aria，将在包括欧盟在内的 180 多个国家/地区推行
		AI搜索	发布国内第一款AI搜索产品，Meta免费开源大型编码语言模型
	万兴科技	AI交互聊天	万兴科技旗下万兴播爆（直播版）升级上线AI互动功能
		AI文本生成	墨刀及其海外版Mockitt全球首发墨刀AI/MockittAI，上线AI生成原型页面、AI生成原型组件、AI文字智能填充、AI对话等AI功能
		AI翻译	万兴播爆（直播版）升级上线AI互动AI翻译等功能
	神州泰岳	AI文本机器人	文本机器人、语音机器人等能够结合上下文信息，理解用户意图，进行多轮问
		AI算法运用	新增专利涉及算法的运用
		AI中文信息深度处理	中文信息深度处理平台市公司的一款产品
	视觉中国	AI智能搜索	旗下网站vcg.com已推出AI智能搜索
	掌阅科技	AI个性化推荐	以实现相关产品和服务
		AI文字创作	应用于文案撰写
		AI交互聊天	AI产品“阅爱聊”封闭内测，支持角色和读书双重模式
网达软件	AI代码编程	企业内部广泛应用于代码编程	
汤姆猫	AI交互	已在魔塔会议系统中应用	
巨人网络	AI交互聊天	已应用于汤姆猫IP形象产品	
	AI交互聊天	应用于游戏NPC交互聊天	

资料来源：CSDN，AIGC开放社区，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理

AI应用领域及布局：自然语言处理(Natural Language Process)

图表42:A股布局自然语言处理领域公司整理

AI主要的应用领域	公司名称	细分领域	落地应用
计算机视觉	掌趣科技	AI交互	应用于AI游戏引擎
		AI代码辅助生成及校验	应用于游戏产品
	盛天网络	AI交互聊天	AI游戏社交“情感对话大模型”
	华策影视	AI影视剧本智能创作系统；AI文本生成	自研的”影视剧本智能创作系统“已于近日上线
	奥飞娱乐	AI交互聊天	应用于虚拟数字人
	返利科技	AI智能问答	应用于电商行业
	焦点科技	AI文本生成	应用于商品、文案、品牌文本生成
		AI智能客服；AI多语种智能翻译	应用于AI外贸助手
	吉宏股份	AI文本生成	应用于广告语、文案生成
		AI翻译；AI智能客服	应用于跨境电商业务
	联络互动	AI智能客服；AI搜索引擎优化；AI文本内容生成	应用于Newegg购物平台
	光云科技	AI智能客服；AI翻译；AI广告关键词推荐	拥有快麦小智，应用于电商购物服务
	值得买	AI交互	应用于对话式用户决策场景，电商行业
	易点天下	AI客服；AI企业知识库；AI内部助理	结合公司技术、产品与业务实际情况，实现内部AI助理、AI客服和企业知识库、设计师创意生成、素材生成模型等
	蓝色光标	AI文本对话；AI文本生成	应用于对话式生成策划案、品牌slogan
	风语筑	AI文本生成；AI交互	应用于虚拟人打造
	天地在线	AI行业分析	已在内部尝试应用GPT-3.5模型，辅助业务团队在行业分析、投放策略、广告素材创意等环节的工作
		AI交互	应用于数字人聊天窗口
	利欧股份	AI文字生成	应用于智能文案助手
	捷成股份	AI交互聊天	应用于虚拟数字人打造
	遥望科技	AI交互聊天	应用于虚拟数字人打造
	博瑞传播	AI文本生成	用于写稿、信息抓取、生成稿件
		AI代码编写	已应用在游戏中的基本代码编写
人民网	AI文字生成内容检测	应用于智能识别模型，进行数据管理	
新华网	AI文字审核	用于新闻审核	
中国科传	AI数据库	应用于教育云服务、教育资源数	
中信出版	AI文字生成；AI文字识别	内容生产传播、智慧阅读	

资料来源：CSDN，AIGC开放社区，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理

AI应用领域及布局：表格数据处理 (Tabular Data Process)

- 表格数据处理是指针对二维表格形式的数据处理任务，包括传统机器学习所使用的分类、聚类、回归等数据处理方法。
- 表格数据处理主要应用方法有：回归、聚类、分类等。具体落地可以分为AI数据增强、AI数据整合分析、AI数据中台等。
- 国内布局公司包括：神州泰岳、值得买、新华网、中文传媒、国新文化等。

图表43:A股布局表格数据处理领域公司整理

AI主要的应用领域	公司名称	细分领域	落地应用
表格数据处理	神州泰岳	AI数据增强	新增专利涉及数据增强
	值得买	AI数据整合分析	用于消费指数生成，整合分析
	新华网	AI数据中台	新华智云打造了数字资产中心、数智运营中心和数字传播中心，提供确权服务、运营服务和传播服务等
	中文传媒	AI数字化建设	正在推进党建数字化、人力资源数字化、协同办公室数字化、财务数字化等项目建设
	国新文化	AI数字化建设	应用于教育行业，教育服务，教育资源
AI数据分析		应用于课堂教学数据分析	

资料来源：CSDN，AIGC开放社区，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理

AI应用领域及布局：多模态学习(Multimodal Learning)

- 多模态学习是通过不同的策略和算法对不同模态的数据组合进行建模。模态是事物表现形式，多模态则是包含两个及两个以上的模态形式，从多个视角进行描述分析。多模态数据可以更清晰、立体、全面的呈现事物，应用领域包括但不限于情感分析、机器翻译、生物医药等前沿方向。
- 多模态学习主要应用场景包括：语音生成、音乐生成、文本生成、口语理解、自动语音识别等。具体落地可以分为AI主播、AI生成音乐、AI交互图生图、AI动漫、AI数字人、AI语音理解生成、AI游戏、AI原创IP开发、AI客服等。
- 国内布局公司包括：中文在线、昆仑万维、万兴科技、浙文互联、当虹科技、掌阅科技、汤姆猫、巨人网络、光线传媒、蓝色光标、天娱数科、遥望科技、国新文化等。

图表44:A股布局多模态学习领域公司整理

AI主要的应用领域	公司名称	细分领域	落地应用
多模态学习	中文在线	AI主播	已在有声书生产中应用
	昆仑万维	AI搜索能力	天工”3.5具备强大的自然语言处理和智能交互能力，天工AI助手的手机APP已开启内测
		AI生成音乐	天工乐府SkyMusic是国内第一款商用级AI作曲模型，该模型引入全局信息约束、和弦隐式表征，和弦准确率达到92.5%
		AI游戏	预计将在今年第四季度面向海外市场推出大DAU的自研AI游戏
		AI社交	计划于今年下半年推出基于AI的社交产品
		AI智能体	发布天工SkyAgents，零代码打造AI智能体
		AI动漫	准备在今年推出动漫创作工具
	万兴科技	AI交互图生图	公司旗下万兴爱画推出“AI简笔画”新功能，成为全球首款交互型“图生图”AI绘画软件
		AI数字人定制	万兴播爆已全面上线AI数字人定制服务，支持数字人形象定制、声音复刻和视频模板定制
		AI预设场景	绘图创意软件亿图脑图海外版Wondershare EdrawMind Web端，创新集成智能助手“亿图AI”，支持一键生成思维导图、AI连续对话、12大预设场景、智能注释等AIGC功能
		AI视频创意软件	AI视频创作软件Filmora13 推进AI技术在视频创意类软件应用落地
		AI人景融合实时演示效果	全新发布AI演示产品万兴智演，通过录制、直播功能，实现人景融合的实时演示效果
	浙文互联	AI批量生产数字产品	通过数字内容SaaS生产中台，产品相关的内容都可以按照定制的需求快速批量生成
		AI创意视频	AIGC视频创作平台，提供更为精准的3D以及视频创作工具
		AI数字虚拟人	已将虚拟数字人运用于公司数字营销和创新业务板块
神州泰岳	AI语言理解；AI语音合成；AI语音识别	子公司鼎富智能已在语言理解、语音合成、语音识别等方向应用Transformer	

资料来源：CSDN，AIGC开放社区，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理
 敬请参阅末页重要声明及评级说明

AI应用领域及布局：多模态学习(Multimodal Learning)

图表44：A股布局多模态学习领域公司整理

AI主要的应用领域	公司名称	细分领域	落地应用
计算机视觉	当虹科技	AI图像生成3D	应用于体育赛事、大型综艺6DOF直播以及元宇宙场景
		AI智能审核	AI智能审核系统主要已广泛覆盖应用于广电行业
		AI虚拟数字人	应用于传媒慢直播应用、活动直播应用、虚拟演播室节目制作、全息文旅等场景
		AI虚拟场景	可应用于AIGC的各类视频生成场景中
		AI视频生产编辑	为电视台、新媒体、互联网、泛媒体行业提供通过AI技术进行短视频、长视频的生产/加工等解决方案
		AI全景直播	“8K+双Vivid”技术首次用于亚运会直播
		AI语音识别	应用于智能审核系统
	掌阅科技	AI智能审核	已实现相关产品和服务
		AI虚拟人物	AI产品“阅爱聊”封闭内测，与虚拟小说人物进行对话
	网达软件	AI智能云剪系统	可以边直播、边录制、边剪辑，具有集锦自动制作、智能封面提取、热点视频自动制作、图集快速制作、智能字幕剪辑等功能，在重大赛事中取得了非常良好的应用效果
		AI数字人；AI沉浸式交互；AI 3D建模；AI空间计算；AI XR	应用于“魔塔会议系统”，基于空间计算技术，AI、3D建模、XR、沉浸式交互、数字人等技术，构建沉浸式数字化交流平台
	汤姆猫	AI语音识别；AI语音合成；智能语音交互	将汤姆猫IP形象植入产品功能原型，加入语音识别、语音合成、性格设定、内容过滤等功能
		AI IP形象生成和应用	将汤姆猫IP的应用场景从游戏拓展至教育、智能硬件、智能家居入口
	凯撒文化	AI游戏	应用于为“动物星球”游戏，正在研发阶段
		AI剧情动画生成系统	在AI视频图像和深度学习等领域和上海交大合作，积极攻关研发剧情动画生成系统
		AI游戏背景环境设计	应用于为“动物星球”的游戏背景环境，正在研发阶段
	电魂网络	AI对战博弈；AI深度学习	应用于在研游戏
	巨人网络	AI数字人	旗下品牌“脑白金”正式推出老头老太首个数字人形象
		AI游戏形象	首个国产AI生成的手游形象“太空鲨”
		AI游戏原画设计；AI游戏营销；AI玩法设计	已经在积极推动相关工具在游戏NPC、原画设计、玩法设计、游戏营销等业务场景的应用
		AI语音生成	应用于旗下征途IP的多款MMORPG游戏
掌趣科技	AI游戏研发发行	尝试AI工具在游戏研发、发行方面的应用	
	AI创意生产	与悠米将共同开发“AI游戏创作平台”	
	AI游戏智能互动；AI游戏智能运营	尝试将AINPC相关技术接入游戏产品，例如在游戏内智能互动、游戏智能运营等	
盛天网络	AI语音识别；AI智能推荐；AI社交匹配	声音社交的平台“带带电竞”	
	AI智能npc；AI虚拟陪伴	计划应用于社交应用	
	AI语音生成；AI音乐创作和社交	给麦APP，是一个AI音乐向探索的音乐社交+音乐创作平台，	

资料来源：CSDN，AIGC开放社区，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理

AI应用领域及布局：多模态学习(Multimodal Learning)

图表44：A股布局多模态学习领域公司整理

AI主要的应用领域	公司名称	细分领域	落地应用
计算机视觉	易点天下	AI 数字营销; AI 电商视频广告创意生成; AI 单文本生成数字人多语种视频; AI 多图视频生成; AI 人脸融合; AI 文本+绿幕生成多语种视频; AI 内部助理; AI 客服	应用于电商活动、直播
	蓝色光标	AI 虚拟人	虚拟人苏小妹AI已产生收入
		Ai 数字营销	针对出海广告主的AI营销工具(垂直行业模型)初代模型将于下半年推出并试运行
		AI 文化创意软件	推出AI新品: AutoSlogan, , 用户输入品牌产品名十分钟内自动批量生成多个场景下的品牌标语
		AI 虚拟空间	应用于元宇宙业务
	风语筑	AI 场景识别及更新	正探索AIGC与VR/AR/MR、数字虚拟人和元宇宙虚拟空间的融合应用与发展
		AI 虚拟空间模型生成3D	先后为安徽卫视及上海证券报打造虚拟主播, 为新华社及湖南卫视打造虚拟会务场景及全息虚拟舞台
		AI 交互体验	应用于打造击鼓舞狮的AI交互体验
	天地在线	AI 数字虚拟人	AI 数字人“世优BOTA”
		AI 3D城市建筑建模、驱动、渲染	自主研发的元宇宙虚拟数字商业综合体“无限盒子”APP正式上线
		AI 数字营销	已在内部尝试将ChatGPT与自身广告业务场景做结合
		AI 视频生成	应用于腾讯广告服务
	利欧股份	AI 短视频制作	推出生态平台“LEOAIAD”, 将AI能力延伸至短视频端。
	天娱数科	AI 数字营销; AI 视频合成混剪; AI 短视频智能营销	应用于“魔方Mix-AIGC短视频智能营销助手
		AI 互动直播; AI 人脸拟合动态背景生成、表情驱动、TTS; AI 虚拟数字人; AI 文生图、文生音频、文生视频	应用于MetaSurfing-元享智能云平台”
		AI 语音生成	应用于产品-元趣AI
		AI 导游、信息播报、交通导航	元享数字魔盒可提供虚拟导游、虚拟代言人、信息播报、票务售卖、交通导航、本地生活、语言翻译、文化交流等服务
	捷成股份	AI 数字人; AI 智能客服、电商、虚拟主播	世优科技数字人“阿央”已接入微信小程序, 应用于智能客服、电商虚拟主播业务
		AI IP角色制作	世优科技已为客户“复活”数字人超过800个
		AI 虚拟人交互	应用于直播、大屏互动
遥望科技	AI 数字虚拟人; AI 虚拟场景直播	拥有数字虚拟人孔襄, 直播中使用了较多的虚拟数字场景	
	AI 智能选品	自研的“遥望云”平台, 实现直播流程标准化、分析规模化、选品智能化。	
博瑞传播	AI 语音生成; AI 情绪识别; AI TTS语音驱动	应用于衍生应用“AI星助手	
	AI 虚拟主播	虚拟主持人N小黑和N小白, 并于2021年12月上线了7x24小时不间断播出的每经AI电视。	
	AI 游戏美术; AI 辅助教育	旗下生学教育、游戏业务以及文趣星球项目均采用了AI赋能	

资料来源：CSDN, AIGC开放社区, 量子位, 机器之心, AI奇点, 华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

AI应用领域及布局：多模态学习(Multimodal Learning)

图表44：A股布局多模态学习领域公司整理

AI主要的应用领域	公司名称	细分领域	落地应用
计算机视觉	欢瑞世纪	AI数字艺人	公司已在C端变现领域进行了探索和布局，包括MCN、数字资产等业务
	人民网	AI智能视频识别	首个AI生成内容检测工具AIGC-X开始公测，可快速区分机器生成文本与人工生成文本，在内容版权、网络钓鱼、虚假信息和学术造假检测等内容安全、内容风控方面有广阔的应用前景
	新华网	AI数字人API	发布元卯“极速数字人API”，在媒体、文旅、会议会展、金融等领域都有广泛应用，例如数字主播、文化IP、代言人IP、游客数字分身等
		AI视频生成；AI数字资产；AI智慧融媒系统；AI智慧媒资系统	新华智云产品包括：媒体大脑、数字文化操作系统，主要面向媒体、文旅、金融、会议行业和元宇宙领域
		AI音频新闻审核	核查机器人是基于新华智云自主研发的AI算法能实现对视频、音频、图片、文本等内容的统一审核，确保新闻内容的真实准确
	中国科传	AI在线教育、考试	“中科云教育平台”服务广大高等院校师生，提供在线教学、在线考试、在线观看视频等服务
	中国出版	AI协同技术应用制定平台	基于致远互联“平台+低代码”能力，打造一体化、可视化、高可用、高安全、快速开发集成的协同技术应用定制平台
	中信出版	AI数字资产；AI数智化出版	应用于电子书、有声书、播客、音视频课程和栏目等多元化的数字内容产品
	南方传媒	AI数字教育；AI数字媒体	推出多款市场化的AI+教育应用
	中文传媒	AI智慧教育移动终端应用	应用于以搭建数字资源管理运营平台以及核心数据库系统的“赣鄱书云”项目以及基于电子墨水屏技术的产品
	荣信文化	AI语音点读、互动、录制	已推出的乐趣小火箭AI智能点读笔集合了语音点读、AI智能语音互动、录制等功能
	中国高科	AI急救科普机器人	推出了AI急救科普产品-心脏复苏(CPR)AI科普机器人
国新文化	AI学生行为智能分析	目前的AI技术主要体现在学生行为智能分析，将推出教育数字化转型AI新品	
	AI全智能跟踪	奥威亚摄像机系列产品实现AI全智能跟踪，产品均已上线并投入使用	

资料来源：CSDN，AIGC开放社区，量子位，机器之心，AI奇点，华安证券研究所整理

AI应用领域及布局：开源模型种类不断丰富，场景多元化覆盖

- 国产开源大模型种类不断丰富，覆盖场景多元化，包括语言大模型、多模态大模型、向量大模型、编程大模型和AI Agent框架（模型）。目前，智谱AI、阿里巴巴的开源大模型都较为丰富，都开源了四种大模型。例如智谱AI开源的大模型包括：1) 大语言模型ChatGLM系列；2.多模态大模型CogVLM；3. Agent大模型AgentLM；4.编程大模型CodeGeeX。
- 编程大模型：智谱AI（国内唯一开源）；向量大模型：北京智源和阿里巴巴。

图表45: 中国大模型开源生态一览图



资料来源：DataLearnAI，华安证券研究所

图表46: 中国开源大模型企业及机构



资料来源：DataLearnAI，华安证券研究所

AI应用领域及布局：一级市场AI融资项目梳理

图表47:2023年部分中国AI企业融资情况

时间	公司	项目	轮次	融资金额
2023. 1. 6	知存科技	嵌入式人工智能芯片研发商	B+轮	2亿人民币
2023. 2. 6	Mindflow曼孚科技	AI基础架构与数据智能平台服务商	Pre-B轮	5000万人民币
2023. 5. 18	邦定智慧	工业认知AI解决方案提供商	Pre-A轮	1000万人民币
2023. 5. 25	国数集联	网络系统架构设计服务商	天使轮	数千万人民币
2023. 6. 5	星鲸科技	AI管理和协同服务器	天使轮	数千万人民币
2023. 6. 7	FOCO	AI数字人解决方案提供商	天使轮	数千万人民币
2023. 7. 28	一点知识	AI驱动的企业数字化学习平台提供商	Pre-A轮	数千万人民币
2023. 8. 10	芯向荣	云算力平台	天使轮	1亿人民币
2023. 8. 29	怀恩时代	AI绘画软件开发商	天使轮	1000万人民币
2023. 8. 30	昂迈微	半导体IP产品及解决方案提供商	天使轮	数千万人民币
2023. 8. 7	爱诗科技	AIGC视觉多模态算法开发商	天使轮	数千万人民币
2023. 9. 1	硅心科技	AI虚拟编程机器人研发商	A+轮	数千万人民币
2023. 9. 11	归一智能	深度定制AI应用服务提供商	战略投资	数千万人民币
2023. 9. 28	卓世科技	MaaS赋能企业数字转型	B轮	数千万人民币
2023. 9. 7	艾德未来智能	AI智能硬件开发商	Pre-A轮	数千万人民币
2023. 10. 9	Mindflow曼孚科技	AI基础架构与数据智能平台服务商	B轮	数千万人民币
2023. 11. 20	宽粉科技Realcome	AI虚拟博主品牌	战略投资	千万级人民币

资料来源：IT桔子，华安证券研究所

MaaS: 微软Azure云

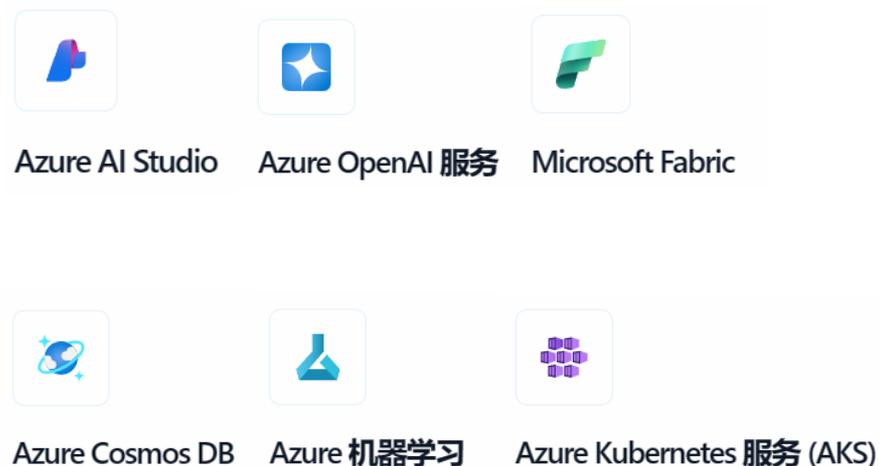
- 微软**Azure**可以在任何位置构建、管理和部署应用程序，从而实现目标。目的是利用生成式**AI**简化云运营和管理。
- Azure主要产品包括：1) Azure AI Studio: 构建、评估并部署生成式AI解决方案和自定义 Copilot; 2) Azure OpenAI 服务: 将高级编码和语言模型应用于各种用例; 3) Microsoft Fabric: 将数据和分析服务整合到一个AI支持的平台上; 4) Azure Cosmos DB: 构建或现代化可扩展的高性能应用; 5) Azure 机器学习: 构建、训练和部署机器学习模型; 6) Azure Kubernetes 服务 (AKS): 通过托管的 Kubernetes 构建和缩放应用。

图表48: 微软Azure云用例



资料来源: Microsoft Azure, 华安证券研究所

图表49: 微软Azure云主要AI产品



资料来源: Microsoft Azure, 华安证券研究所

MaaS: Amazon Cloud

- **Amazon Cloud**在机器学习上通过数据深入洞察，降低成本。**Amazon**拥有**20**多年的构建经验，目前**10万+**客户正在将**AWS**用于其**AI/ML**工作负载，最高提升数据科学家生产力**10**倍，在**AWS Marketplace**上拥有数百种算法和模型可供使用。
- Amazon Cloud机器学习主要产品包括：Amazon Q、Amazon Bedrock、Amazon SageMaker Studio、Amazon Q 代码转换、QuickSight 中 Amazon Q和Amazon WorkSpaces瘦客户端。
- 提供端到端解决方案和预先训练的 AI 服务，以便在完全托管的基础设施上构建模型。

图表50: Amazon Cloud机器学习模型优势



资料来源：Amazon Cloud官网，华安证券研究所

图表51: Amazon Cloud机器学习产品优势



资料来源：Amazon Cloud官网，华安证券研究所

MaaS: Google Cloud

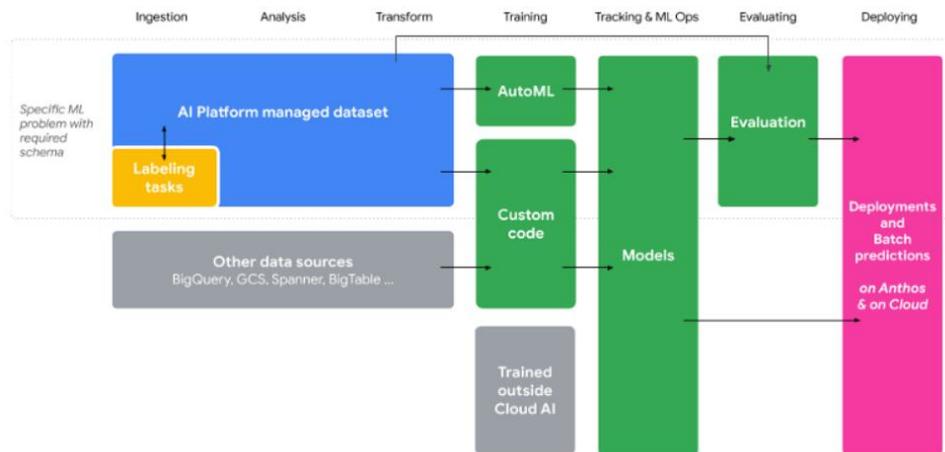
- AI将机器学习能力引入Google Cloud应用和工作流中，借助 Google 的大型语言模型，使用多种工具和 API 来构建简单、安全、可灵活伸缩的 AI 应用。
- Azure主要产品包括：TensorFlow、MakerSuite、PaLM和Kaggle。
- Vertex AI 的生成式 AI 支持已普遍可用，开发人员可以访问由 PaLM 2 支持的文本模型、文本嵌入 API 和 Model Garden 中的其他基础模型，以及利用 Generative AI Studio 中的用户友好工具进行模型调整和部署。在企业级数据治理、安全和安全功能的支持下，Vertex AI 可以让客户比以往更轻松地访问基础模型，使用自己的数据对其进行自定义，并快速构建生成式 AI 应用程序。

图表52:谷歌云主要产品



资料来源：Google Cloud，华安证券研究所

图表53:Vertex AI 架构



资料来源：Cloud Ace，华安证券研究所

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模渗透率双增长，用户粘性趋于稳定
- 2 AIGC：开源模型种类不断丰富，性能参数屡创新高，场景多元化覆盖
- 3 游戏：政策监管规范化，精品国产游戏持续出海，关注AI赋能及新渠道价值
- 4 长中短视频、网文、出版：短剧上游网文IP价值重估，短视频流量红利推动矩阵式电商直播
- 5 出版：转型拥抱AI+教育，积极探索多服务场景
- 6 影视院线：AI赋能IP价值有望重构，影视内容制作有望落地
- 7 广告：广告大盘随宏观经济回暖，AI赋能广告短片全链路制作
- 8 互联网：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

2024年游戏行业观点

1) 成长性:

- **小程序游戏:** 小程序游戏市场规模和手机游戏市场规模比例, 可以对标页游和端游市场规模比例, 根据我们测算, 小程序游戏23年市场规模(包括IAP-内购和IAA-广告) 400亿销售额, 26年有望突破700亿。
- **精品国产游戏出海:** 北美地区是全球游戏销售额的主要驱动因素, 仅有全球7%的玩家数量, 但贡献了全球28%的游戏销售额; 中国游戏厂商积极出海欧美、东南亚、中东等地区, 腾讯、网易、米哈游、三七互娱、莉莉丝、神州泰岳(壳木游戏)、世纪华通(点点互动)、FunPlus、智明星通(中文传媒旗下公司)等优秀游戏公司持续贡献精品游戏, 驱动国产游戏出海增长。

2) 政策:

- **游戏版号常态化发放:** 年版号批准量预估将稳定在1000款/年; 进口游戏版号每年预估分2批发放, 每批50款左右。
- **未成年人保护:** 未成年人保护监管措施落地效果良好, 腾讯、网易等大厂未成年人保护造成短期用户下滑的基数影响已经消退。
- **《网络游戏管理办法(草案征求意见稿)》:** 12月22日(周五)版署发布了该意见稿。12月23日版署表示该意见稿初衷旨在促进游戏行业繁荣发展, 同时将认真研究各方就《网络游戏管理办法》征求意见稿第十七条、第十八条提出的关切和意见。

3) 估值:

- 目前游戏行业核心公司PE(预测)处于15倍和20倍之间, 处于历史合理估值区间。

4) 科技主题催化:

- **多模态工具:** Pika多模态视频生成工具促进游戏内容生成。
- **AI美术工作流:** Stable Diffusion等AIGC工具不断深入游戏美术的工作流。
- **AI+NPC与智能沙盒世界:** AI Agents(AI智能体/AI助理)与游戏进行有机结合。

全球游戏市场空间：欧美驱动全球游戏持续复苏

根据Newzoo最新报告统计，23年预计全球游戏市场销售额1840亿美元(yoy 0.6%)，其中手机游戏收入905亿元(占比49%)，全球游戏产业在疫情高基数及宏观逆风因素压力下，逐步复苏。

图表54：全球游戏市场空间 - 销售额 (亿元)

	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
全球游戏市场销售额 (亿美元)	1,778	1,927	1,829	1,840	1,901	1,981	2,057
yoy %	21.96%	8.40%	-5.08%	0.60%	3.30%	4.20%	3.86%
按终端拆分：							
PC	373	366	384	384	399	416	411
yoy %	21.96%	-1.92%	4.91%	-0.02%	3.95%	4.20%	-1.09%
% of total	21%	19%	21%	21%	21%	21%	20%
主机游戏	498	540	512	532	532	555	576
yoy %	6.72%	8.40%	-5.08%	3.88%	0.04%	4.20%	3.86%
% of total	28%	28%	28%	29%	28%	28%	28%
手机游戏	871	1002	915	905	950	990	1,049
yoy %	32.80%	15.04%	-8.73%	-1.04%	5.01%	4.20%	5.94%
% of total	49%	52%	50%	49%	50%	50%	51%
网页游戏	36	19	18	19	19	20	21
yoy %	21.96%	-45.80%	-5.08%	3.88%	0.04%	4.20%	3.86%
% of total	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
按地区拆分：							
北美	462	462	457	506	513	535	555
yoy %	22.0%	0.1%	-1.1%	10.7%	1.4%	4.2%	3.9%
% of total	26%	24%	25%	28%	27%	27%	27%
拉丁美洲	71	77	91	87	95	99	103
yoy %	22.0%	8.4%	18.7%	-4.9%	9.2%	4.2%	3.9%
% of total	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
欧洲	320	347	329	336	342	356	370
yoy %	9.8%	8.4%	-5.1%	2.1%	1.8%	4.2%	3.9%
% of total	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
中东和非洲	53	77	73	71	76	79	82
yoy %	22.0%	44.5%	-5.1%	-3.0%	7.1%	4.2%	3.9%
% of total	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
亚太地区	871	963	878	840	874	911	946
yoy %	27.2%	10.6%	-8.9%	-4.3%	4.1%	4.2%	3.9%
% of total	49%	50%	48%	46%	46%	46%	46%

资料来源：Newzoo，华安证券研究所测算

全球游戏市场空间：欧美驱动全球游戏持续复苏

根据Newzoo最新报告统计，23年预计全球游戏玩家约33.8亿人，其中亚太地区占比53%，北美地区占比7%。从Newzoo全球各地区游戏销售额推算，2023年北美地区每年人均游戏消费 213.5美元，亚太地区每年人均游戏消费46.98美元，全球每年人均游戏消费54.4美元。北美地区是游戏销售额的主要驱动因素，仅有全球7%的玩家数量，但贡献了全球28%的游戏销售额。

图表55：全球游戏市场空间 - 玩家数量(亿人)

	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
全球游戏玩家 (亿人)	28.5	30.8	31.8	33.8	35.0	36.4	37.9
yoy %	11.1%	8.0%	3.4%	6.3%	3.4%	4.2%	4.0%
ARPU (美元/年)	62.4	62.6	57.5	54.4	54.4	54.4	54.3
亚太地区	15.38	16.62	17.18	17.88	18.53	19.31	20.09
yoy %	9.5%	8.0%	3.4%	4.1%	3.6%	4.2%	4.0%
% of total	54%	54%	54%	53%	53%	53%	53%
ARPU (美元/年)	56.62	57.98	51.12	46.98	47.19	47.19	47.11
北美	2.28	2.15	2.23	2.37	2.45	2.55	2.65
yoy %	15.4%	-5.5%	3.4%	6.4%	3.3%	4.2%	4.0%
% of total	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
ARPU (美元/年)	202.8	214.7	205.4	213.5	209.7	209.7	209.3
拉丁美洲	2.85	3.08	3.18	3.35	3.50	3.64	3.79
yoy %	13.4%	8.0%	3.4%	5.3%	4.4%	4.2%	4.0%
% of total	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
ARPU (美元/年)	25.0	25.0	28.8	26.0	27.2	27.2	27.1
欧洲	3.99	4.31	4.13	4.47	4.54	4.74	4.93
yoy %	11.9%	8.0%	-4.0%	8.1%	1.7%	4.2%	4.0%
% of total	14%	14%	13%	13%	13%	13%	13%
ARPU (美元/年)	80.2	80.5	79.6	75.2	75.3	75.3	75.1
中东和非洲	3.99	4.62	5.09	5.74	5.94	6.19	6.44
yoy %	12.7%	15.7%	10.3%	12.8%	3.5%	4.2%	4.0%
% of total	14%	15%	16%	17%	17%	17%	17%
ARPU (美元/年)	13.4	16.7	14.4	12.4	12.8	12.8	12.8

资料来源：Newzoo，华安证券研究所测算

中国游戏市场空间：23年《逆水寒手游》和《崩铁》等新品驱动大盘增长

根据伽马数据，2022年中国游戏市场销售额达到2659亿元。根据伽马数据23Q1-Q3已披露的数据，及腾讯、网易等公司收入增速市场预期，我们预判2023年中国游戏市场增速约5.3%，可以达到约2800亿元左右。2023年中国游戏版号常态化发放，2020-2021年宅家高基数的因素逐步出清，主流游戏厂商进入新一轮产品周期，2023年出现了《蛋仔派对》，《逆水寒手游》，《崩坏：星穹铁道》，《晶核》，《原始征途》，和《凡人修仙传》等一批优秀的游戏作品。

图表56：中国游戏市场空间

	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
中国游戏市场 (亿元)	2,309	2,787	2,965	2,659	2,800	2,954	3,131
yoy %	7.7%	20.7%	6.4%	-10.3%	5.3%	5.5%	6.0%
中国移动游戏市场	1,581	2,097	2,255	1,931	2,039	2,163	2,301
yoy %	18.0%	32.6%	7.6%	-14.4%	5.6%	6.1%	6.4%
% of total	68.5%	75.2%	76.1%	72.6%	72.8%	73.2%	73.5%
中国PC游戏市场	615	559	588	614	638	663	684
yoy %	-0.7%	-9.1%	5.2%	4.4%	4.0%	3.8%	3.2%
% of total	26.6%	20.1%	19.8%	23.1%	22.8%	22.4%	21.8%
中国网页游戏市场	99	76	60	53	50	49	48
yoy %	-22.0%	-22.9%	-20.7%	-12.4%	-5.0%	-3.0%	-2.0%
% of total	4.3%	2.7%	2.0%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%
其他	14	55	61	62	73	80	98
yoy %	-76.5%	296.5%	12.1%	0.5%	17.7%	9.5%	23.3%
% of total	0.6%	2.0%	2.1%	2.3%	2.6%	2.7%	3.1%
	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
中国自主研发游戏海外市场销售额(亿美元)	116	155	180	173	170	177	189
yoy %	21.0%	33.2%	16.6%	-3.7%	-2.0%	4.0%	7.0%
全球市占率,%	8.0%	8.7%	9.3%	9.5%	9.2%	9.3%	9.6%
全球游戏销售额(亿美元)(NewZoo口径)	1,457	1,778	1,927	1,829	1,840	1,901	1,981
yoy %		22.0%	8.4%	-5.1%	0.6%	3.3%	4.2%
中国游戏用户 (亿人)	6.41	6.65	6.66	6.64	6.65	6.68	6.69
yoy %	2.5%	3.7%	0.2%	-0.3%	0.2%	0.4%	0.2%

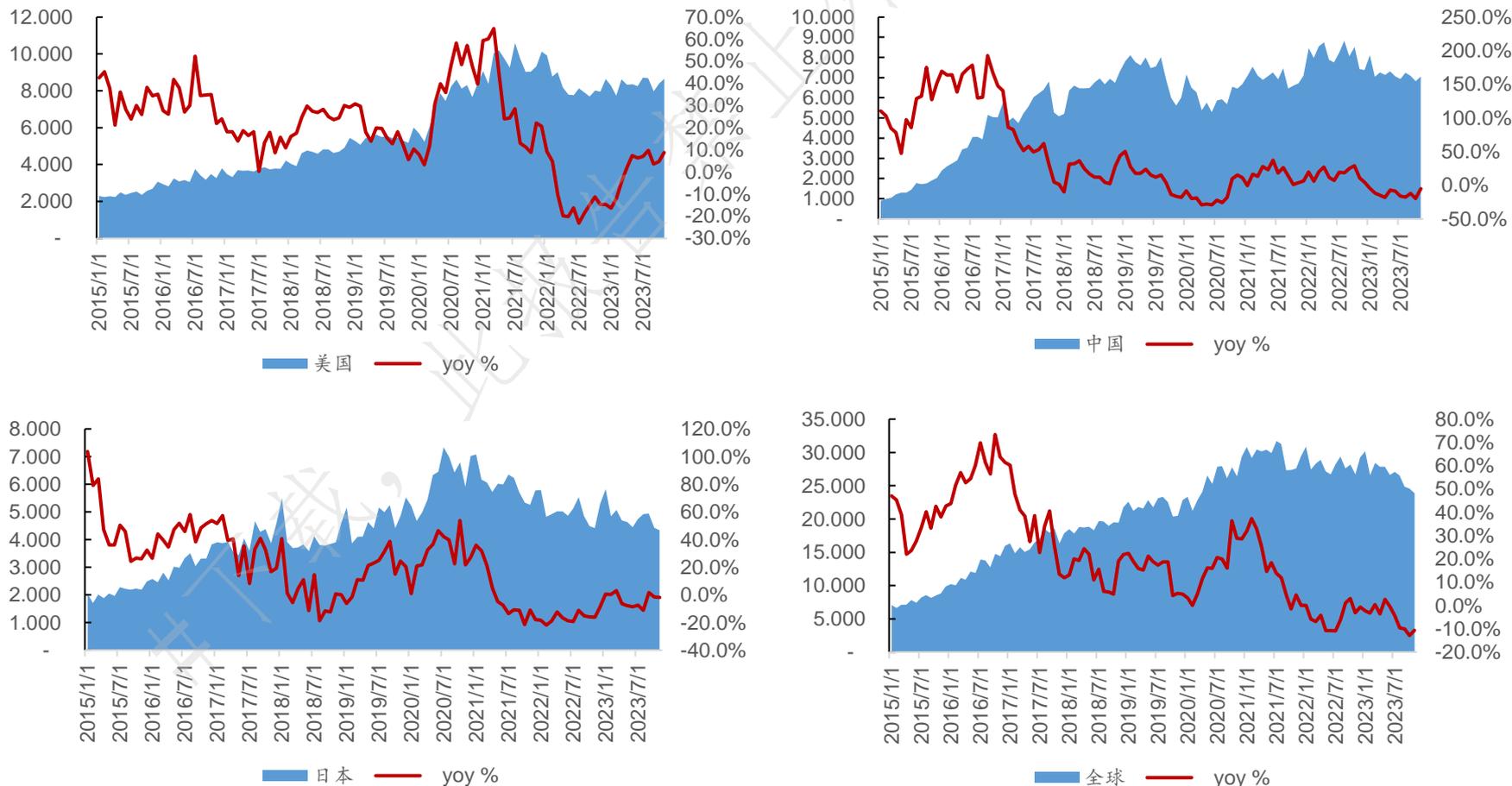
资料来源：伽马数据，华安证券研究所测算

中国游戏市场空间：23年《逆水寒手游》和《崩铁》等新品驱动大盘增长

根据“data.ai”统计，2023年全球手机游戏IOS端每月平均销售额26.7亿美元（其中，中国约占27%，美国约占31%，日本约占18%）。

图表57：全球手机游戏IOS端销售额月频统计（美元）

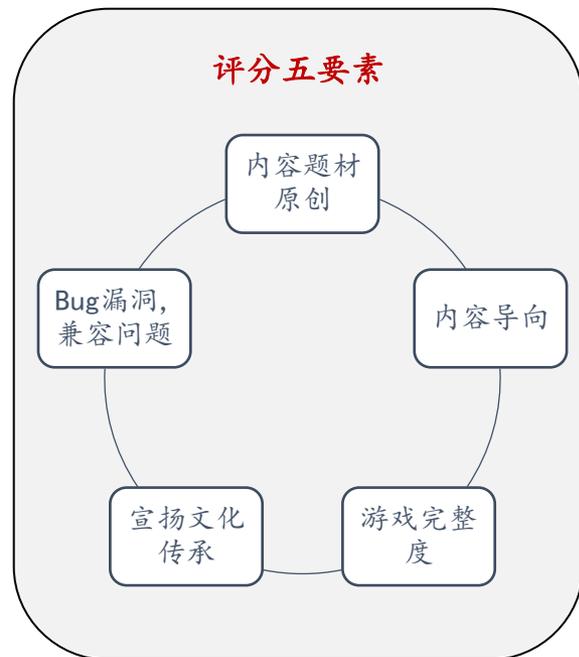
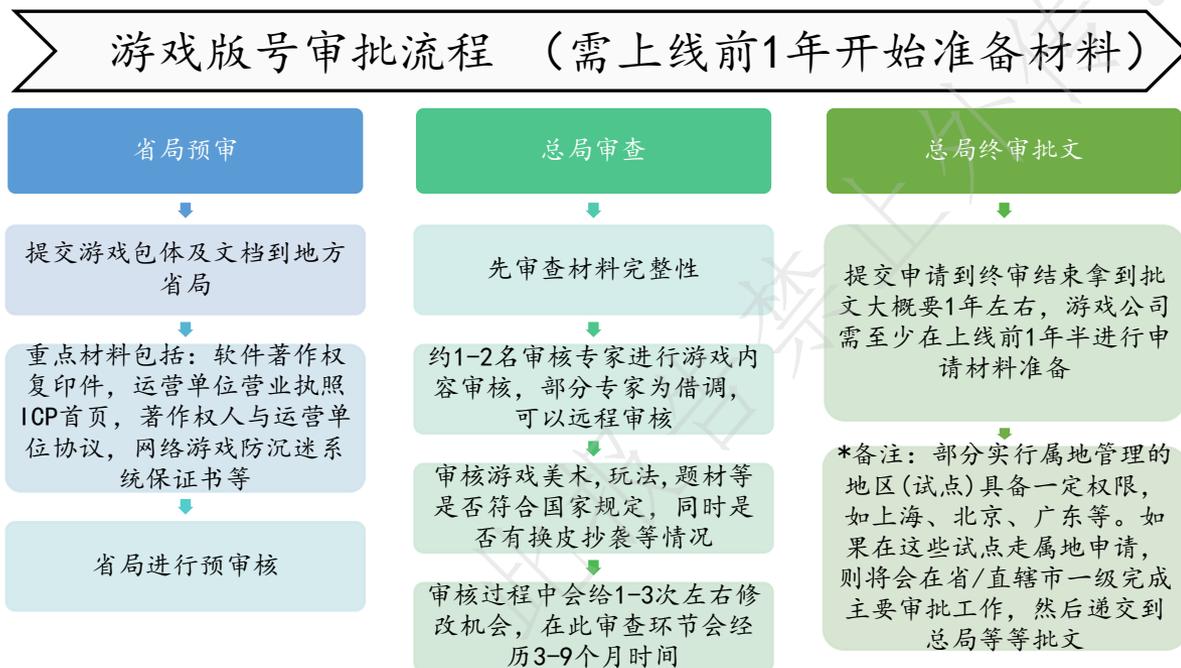
**注意：由于以下数据仅包括Data AI统计的IOS商城产生的游戏流水，不包括安卓端，同时由于部分IOS游戏也存在渠道外跳转支付的可能，所以以下统计仅供量级参考，但并不完全反应游戏行业的销售额的全貌。*



资料来源：data.ai，七麦数据，华安证券研究所测算

中国游戏版号政策：监管驱动游戏工业精品化转型

图表58：游戏版号审批流程



资料来源：国家新闻出版总署，华安证券研究所整理

国产版号数量

- **国内版号方面**：年版号数量预估900-1000款，月均80-90款。
- **进口版号方面**：如果进口版号半年发放一次，每年进口游戏有望达到80款左右。22年12月28日45款进口版号，23年3月20日27款进口版号。
- **Steam方面**：Steam作为文化产品的销售平台也受到世贸公约的保护，暂时在Steam上不需要游戏版号，但是部分游戏上Steam后会锁国区。
- **出海方面**：出海不需要版号，越南地区有一定审批制度。但总体需要符合对应国家的政策要求，一般来说发达地区有游戏年龄分级限制。

A股游戏公司估值情况：处于历史估值合理区间

图表59：主要游戏公司预测PE (FY1)



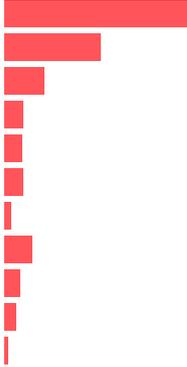
资料来源：wind，华安证券研究所整理

游戏行业一张表

备注1: 以下表格梳理中, 为了方便比较, 不同公司数据条长度尺度不同。腾讯、网易、米哈游使用同一数据条尺度进行衡量; 三七互娱、恺英网络、吉比特、神州泰岳、巨人网络、完美世界、姚记科技、电魂网络使用同一数据条尺度进行衡量。

备注2: 绝大多数上市公司不对具体游戏产品收入流水进行披露, 以下年化流水为结合第三方数据的测算值, 同时将具体数值隐去, 仅通过数据条长度展示游戏之间的量级差异, 方便阅读者理解公司收入的产品驱动因素。

图表60: 游戏行业一张表 (第1部分/共4部分)

公司名称	24年预估收入	老游戏	年化流水	储备游戏
 腾讯控股	1949亿元(仅游戏) (华安预测)	王者荣耀 和平精英(合并海外PUBG) Supercell产品矩阵 英雄联盟手游 穿越火线手游 金铲铲之战 黎明觉醒 英雄联盟(PC端游) 穿越火线(PC端游) 无畏契约(PC端游) 命运方舟		元梦之星(12/15上线) 王者星之破晓 王者荣耀世界 全境封锁2 极品飞车 宝可梦大集结 饥荒:新家园
 网易	921亿元(仅游戏) (华安预测)	梦幻西游 逆水寒手游 蛋仔派对 率土之滨 巅峰极速 大话西游 阴阳师 海外(荒野/第五/明日等)		燕云十六声 代号无限大 永劫无间手游 射雕 零号任务 七日世界 突袭:暗影传说
 米哈游	> 300亿元 (第三方数据)	原神(国内) 崩坏:星铁(国内) 原神(海外) 崩坏:星铁(海外)		绝区零(国内)

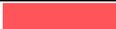
资料来源: 公司公告, data.ai, 七麦数据, wind一致预期, 华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

游戏行业一张表

备注：绝大多数上市公司不对具体游戏产品收入流水进行披露，以下年化流水为结合第三方数据的测算值，同时将具体数值隐去，仅展示通过数据条展示游戏之间的量级差异，方便阅读者理解公司产品驱动因素。

图表61：游戏行业一张表（第2部分/共4部分）

公司名称	24年预估收入	老游戏	年化流水	储备游戏
三七互娱 	205亿元 (wind预期)	寻道大千 Puzzles&Survival(仅海外) 凡人修仙传 斗罗大陆:魂师对决 叫我大掌柜 云上城之歌	     	扶摇一梦 空之勇者 龙与爱丽丝 失落之门:序章 斗罗MMO 代号:巨兽 Puzzles & Chaos 其他小程序游戏
恺英网络 	57亿元 (wind预期)	传奇类游戏(盛和) 原始传奇 天使之战 永恒联盟 热血合击 新品类游戏 石器时代觉醒 全民江湖 仙剑小程序 纳萨力克之王	       	斗罗大陆:诛邪 临仙 代号盗墓 妖怪正传2 代号史莱姆 怪物联萌 太上补天卷 其他小程序游戏
吉比特 	56亿元 (wind预期)	问道手游 一念逍遥 奥比岛	  	不朽家族(代号66) 勇者与装备(代号BUG) 皮卡堂之梦想起源 超进化物语2

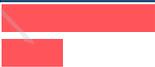
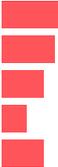
恺英分成机制较复杂，以上恺英游戏均为分成前的毛收入(即，玩家充值流水)

资料来源：公司公告，data.ai，七麦数据，wind一致预期，华安证券研究所测算

游戏行业一张表

备注：绝大多数上市公司不对具体游戏产品收入流水进行披露，以下年化流水为结合第三方数据的测算值，同时将具体数值隐去，仅展示通过数据条展示游戏之间的量级差异，方便阅读者理解公司产品驱动因素。

图表62：游戏行业一张表（第3部分/共4部分）

公司名称	24年预估收入	老游戏	年化流水	储备游戏
神州泰岳 	69亿元 (wind预期)	旭日之城 战火与秩序		代号DL 代号LOA
巨人网络 	38亿元 (wind预期)	原始征途 其他征途手游 球球大作战 太空行动 征途系列端游		征途IP小程序 王者征途(H5) 无主王座 全球化SLG
完美世界 	100亿元 (wind预期)	梦幻新诛仙 诛仙 完美世界 天龙八部 幻塔 经典端游		女神异闻录:夜幕魅影 一拳超人:世界 乖离性百万亚瑟王

资料来源：公司公告，data.ai，七麦数据，wind一致预期，华安证券研究所测算

游戏行业一张表

备注：绝大多数上市公司不对具体游戏产品收入流水进行披露，以下年化流水为结合第三方数据的测算值，同时将具体数值隐去，仅展示通过数据条展示游戏之间的量级差异，方便阅读者理解公司收入的产品驱动因素。

图表63：游戏行业一张表（第4部分/共4部分）

公司名称	24年预估收入	老游戏	年化流水	储备游戏
姚记科技	57亿元 (wind预期)	捕鱼系列 捕鱼炸翻天 指尖捕鱼		捕鱼游戏迭代 休闲游戏
电魂网络	10亿元 (wind预期)	梦三国(端游) 其余手游 梦三国手游 流浪方舟 游动网络 华武战国		螺旋勇士 野蛮人大作战2 代号：一剑

资料来源：公司公告，data.ai，七麦数据，wind一致预期，华安证券研究所测算

AI+游戏：Pika多模态视频生成工具促进游戏内容生成

- Pika基本情况：1) 产品形态：支持3种AI视频生成方式，文生视频，图生视频，和视频转视频。同时，有视频扩展(Expand Canvas)和区域修改(Modify Region)功能，可以在生成视频后进行二次编辑。2) 成立半年，完成3轮融资，获得5500万美元融资，获得诸多硅谷投资人青睐，估值超过2亿美元。
- Pika的出现**可极大拓展泛娱乐/游戏产品AIGC内容丰富度**；它有机会在工具侧将游戏CG动画，短剧视频作品，和交互式游戏打通。

图表64：Pika实例展示



资料来源：Pika官网，华安证券研究所

AI+游戏：Stable Diffusion等AIGC工具不断深入游戏美术的工作流

- **AIGC美术工具逐步走向成熟，在游戏工业中使用场景不断增多。** Stable Diffusion由于是开源模块，所以在生成作品的画风上有较多的可拓展性，可以较好的结合美术画师自己的艺术风格，训练自己独家的小模型，进一步提高创意生成效率，促进游戏工业化。

图表65：AIGC介入美术的工作流

AIGC介入游戏美术的工作流

训练	需求生成	工业化范式
<ul style="list-style-type: none"> • 找到80-100张素材图 • 打Tag，让AI理解某个词语等于某个特征 • LoRA + SD，LoRA的训练逻辑是首先冻结SD模型的权重，然后在SD模型的U-Net结构中注入LoRA模块，将其并与crossattention模块结合，并只对这部分参数进行微调训练 	<ul style="list-style-type: none"> • 需求清晰：将需求用ChatGPT转化为文生图等可以用的关键词；然后，文生图，生成概念稿，和策划去对需求，美术可以直接在这个基础上修改 • 需求不清晰：可以拿之前的图片素材，图生图，生成模糊需求的概念图 • 利用Controlnet，避免不稳定生成，可以把图片中的线稿、姿势等检测出来 	<ul style="list-style-type: none"> • 固定角色LoRA • 固定场景LoRA • 固定画风LoRA • 文生图或图生图去生成创意进行搭配 • 其他：1) 画师想法和输入越多，内容确定性越强，AI效益将递减，需要做好取舍；2) 买量驱动型游戏产品，品质要求不高，受益于AI

资料来源：CSDN, GitHub，华安证券研究所整理

AI+游戏：AI Agents(AI智能体/AI助理)与游戏进行有机结合

- **比尔盖茨看好AI Agents的未来。**2023年11月，比尔盖茨在个人博客中写道“Android、iOS和Windows都是平台，AI Agent将成为下一个平台”。AI Agents可以更好的解决用户提出的粗线条需求，通过自主感知和规划决策解决具体问题。
- **AI Agents和游戏也有紧密的结合。**2023年8月11日“斯坦福AI小镇”开源。25个AI智能体在虚拟小镇中生活，会沟通，讨论八卦，社交，举办派对等。这篇对应的论文是2023年4月，斯坦福大学的6名AI科学家近期发表了一篇有趣的论文“Generative Agents: Interactive Simulacra of Human Behavior”。

图表66: AI智能体(AI Agents)与斯坦福西部小镇



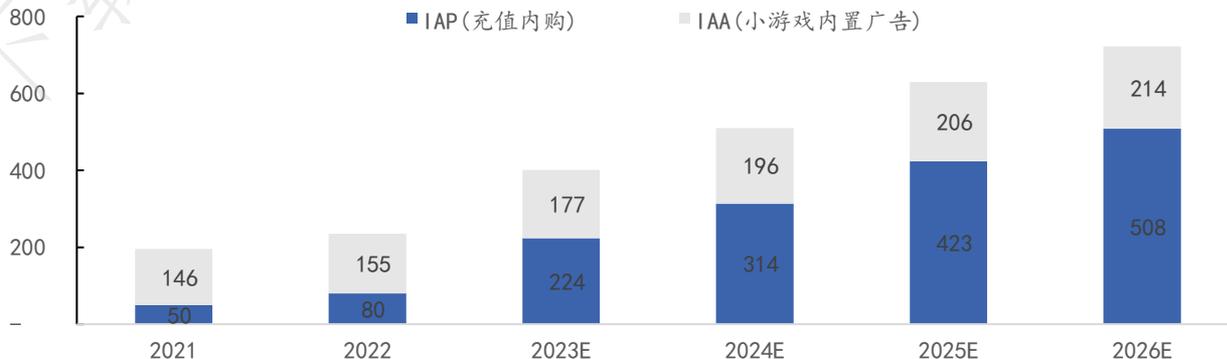
资料来源：arXiv，斯坦福大学，华安证券研究所整理

小程序游戏-空间有多大？23年400亿销售额，26年有望突破700亿

- 我们将在接下来的报告中，定量分析3件事：小程序游戏空间有多大？为什么？那又怎么样？
- 2023年预计小程序游戏销售额401亿元；其中IAP充值内购(即玩家道具消费充值的流水)占比55.9%，有希望达到224亿元；IAA小程序内置广告(即游戏内的一些广告位，激励广告等等)占比44.1%，有希望达到177亿元)；2022年基数较低，2023年微信平台开始重视小程序平台发展，同时平台出现了现象级的游戏产品，包括三七互娱的《寻道大千》(月活峰值5000万人+)，豪腾嘉科的《咸鱼之王》(月活峰值1.8亿人+)。

图表67：小程序游戏市场空间(IAP+IAA)

(单位:亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
IAP(充值内购)	50	80	224	314	423	508
yoy %	0.0%	60.0%	180.0%	40.0%	35.0%	20.0%
占比	25.5%	34.0%	55.9%	61.5%	67.3%	70.3%
IAA(小游戏内置广告)	146	155	177	196	206	214
yoy %	4.3%	6.2%	14.0%	11.0%	5.0%	4.0%
占比	74.5%	66.0%	44.1%	38.5%	32.7%	29.7%
用户(亿人)	4.0	5.0	5.4	5.8	6.1	6.6
yoy %			7.0%	8.0%	6.0%	8.0%
年付费率	3.0%	3.0%	5.5%	7.0%	8.0%	8.8%
+/- pct		0.0%	2.5%	1.5%	1.0%	0.8%
所有用户年客单价(元)	12.5	16.0	41.9	54.3	69.1	76.8
yoy %		28.0%	161.7%	29.6%	27.4%	11.1%
小程序游戏销售额总计	196	235	401	510	629	722
yoy %	3.2%	19.9%	70.5%	27.2%	23.5%	14.8%



资料来源：微信公开课，Questmobile，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

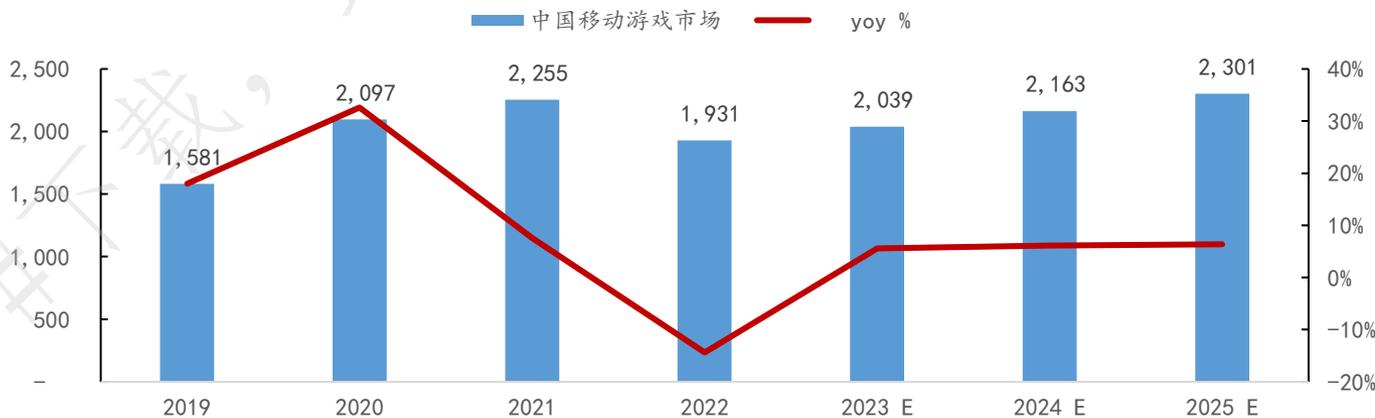
小程序游戏-为什么有这么大空间？对标页游与端游时代的增长模式

- 小程序游戏目前处于快速增长早期：由于三七互娱，恺英网络等公司已经普遍开始布局小程序游戏，同时微信加大了小程序游戏平台的推广力度，页游与小程序游戏的用户画像有相似性。如果对标2012-2015年“页游快速成长期”的页游与端游比例情况来看，预计自25年开始，小程序游戏市场空间有望达到手机游戏市场空间的30%左右。
- 经过我们测算，2026年小程序游戏市场空间有望达到722亿元(其中，IAP 508亿元，IAA 214亿元)。复合增长率来看，**小程序游戏23-26年CAGR预计21.7%；其中，IAP(充值内购)23-26年CAGR预计31.4%。**

图表68：页游/端游市场空间比例



图表69：中国移动游戏市场空间

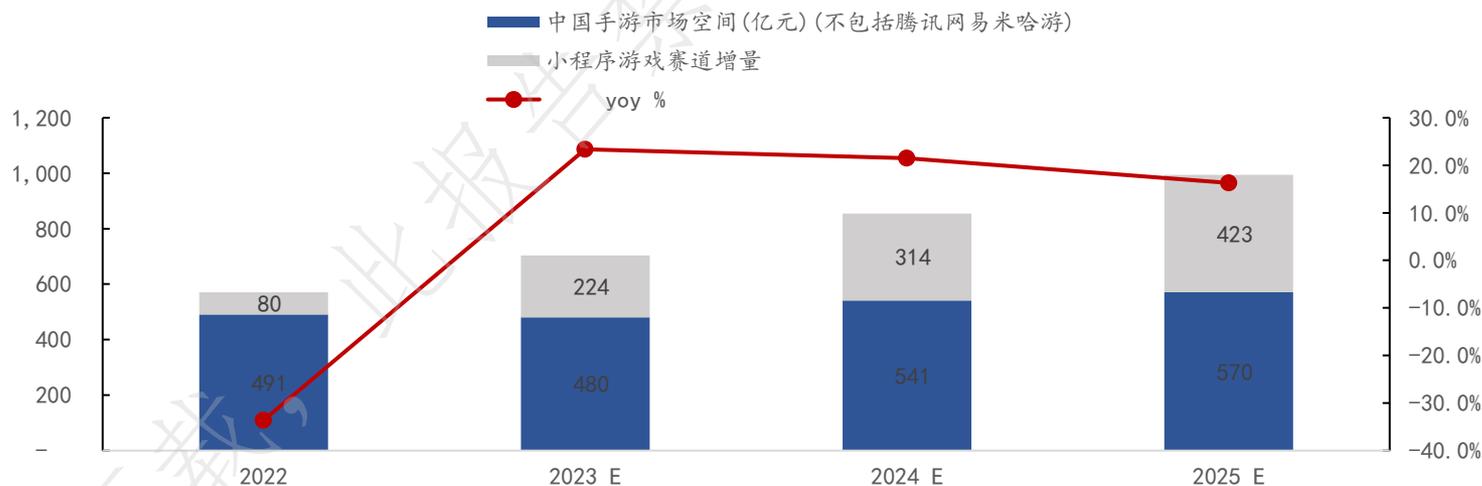


资料来源：伽马数据，华安证券研究所测算

小程序游戏-成长机遇意味着什么？二线游戏厂商目标用户的市场空间3年CAGR 20%

- 由于腾讯、网易、米哈游体量较大，同时产品调性不符合小程序游戏平台，我们认为腾讯、网易、米哈游参与小程序游戏更多是以品牌曝光引流的形式出现，并不会对其余游戏公司产生真正意义的竞争。
- 对于三七互娱、恺英网络、吉比特等20余家A股和港股主要的游戏公司(下文暂定义为二线游戏厂商)而言，以下2部分市场空间加总，才是其目标客群所对应的实际市场空间：1) 排除掉腾讯、网易、和米哈游销售额的国内手游市场空间；2) 小程序游戏赛道带来的增量。
- 经过测算，我们预计，**2022年二线游戏厂商市场空间571亿元，2025年二线游戏厂商市场空间994亿元，3年复合增长率(CAGR)达到20.3%。**

图表70：小程序游戏市场空间(IAP+IAA)



	2022	2023 E	2024 E	2025 E
中国手游市场空间(亿元)(不包括腾讯网易米哈游)	491	480	541	570
小程序游戏赛道增量	80	224	314	423
二线游戏厂商目标市场空间	571	704	855	994
yoy %	-33.7%	23.3%	21.5%	16.3%

资料来源：伽马数据，华安证券研究所测算

腾讯控股：期待《元梦之星》成为国内游戏新代表作

- 23Q3增值服务757.48亿元(yoy 4.2%，qoq 2.1%)。国内游戏收入327亿元(yoy 7.2%，qoq 3.4%)，国际游戏收入133亿元(yoy 13.7%，qoq 4.7%)。《王者荣耀》流水持续稳健，持续保持国内手游IOS畅销榜第一名。公司将持续打造小程序游戏生态，并不会下场去直接参与小程序游戏的竞争。
- 公司游戏产品储备中有9个重点产品。自有IP：王者荣耀世界，Valorant手游，三角洲行动；外部IP：怪物猎人，刺客信条，海贼王(one piece)；高潜新IP：元梦之星，夜莺(nightgale)，白荆回廊(ash echoes)。

图表71：腾讯控股利润表摘要

腾讯控股(0700.HK) - 核心财务指标

2023/11/20

	2022	2023E	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	554,552	611,530	667,224	730,214	149,986	149,208	154,625	157,711
yoy, %	-1.0%	10.3%	9.1%	9.4%	10.7%	11.3%	10.4%	8.8%
qoq, %					3.5%	-0.5%	3.6%	2.0%
增值服务	287,565	302,443	316,805	330,670	79,337	74,211	75,748	73,147
yoy, %	-1.4%	5.2%	4.7%	4.4%	9.1%	3.5%	4.2%	3.9%
qoq, %					12.7%	-6.5%	2.1%	-3.4%
国内游戏	123,900	128,477	132,943	137,561	35,100	31,800	32,700	28,877
yoy, %	-2.0%	7.0%	6.7%	6.0%	10.8%	4.7%	7.2%	5.2%
qoq, %					15.6%	-7.9%	3.4%	-4.4%
国际游戏	46,900	54,282	61,971	69,094	13,200	12,700	13,300	15,082
yoy, %	3.1%	15.7%	14.2%	11.5%	24.5%	18.7%	13.7%	8.5%
qoq, %					-5.0%	-3.8%	4.7%	13.4%
线上广告	82,729	99,955	116,831	132,813	20,964	25,003	25,721	28,267
yoy, %	-6.7%	20.8%	16.9%	13.7%	16.5%	34.2%	20.0%	14.6%
qoq, %					-15.0%	19.3%	2.9%	9.9%
金融科技和企服	177,064	204,496	228,641	261,878	48,701	48,635	52,048	55,112
yoy, %	2.8%	15.5%	11.8%	14.5%	13.9%	15.2%	16.1%	16.7%
qoq, %					3.1%	-0.1%	7.0%	5.9%
毛利润	238,746	293,031	329,631	362,861	68,182	70,840	76,523	77,486
yoy, %	-2.9%	22.7%	12.5%	10.1%	19.5%	22.4%	23.5%	25.3%
qoq, %					10.3%	3.9%	8.0%	1.3%
% of Revenue	43.1%	47.9%	49.4%	49.7%	45.5%	47.5%	49.5%	49.1%
SG&A支出	-135,925	-137,854	-151,899	-166,961	-31,660	-33,729	-34,201	-38,264
% of Revenue	-24.5%	-22.5%	-22.8%	-22.9%	-21.1%	-22.6%	-22.1%	-24.3%
经调整营业利润	153,538	205,836	231,020	252,940	48,389	50,122	55,483	51,842
yoy, %	-4%	34.1%	12.2%	9.5%	32.4%	36.7%	35.6%	31.5%
qoq, %					22.7%	3.6%	10.7%	-6.6%
% of Revenue	28%	33.7%	34.6%	34.6%	32.3%	33.6%	35.9%	32.9%
经调整净利润	115,649	154,398	189,400	210,841	32,538	37,548	44,921	39,391
yoy, %	-6.6%	33.5%	22.7%	11.3%	27.4%	33.4%	39.3%	32.6%
qoq, %					9.5%	15.4%	19.6%	-12.3%
% of Revenue	20.9%	25.2%	28.4%	28.9%	21.7%	25.2%	29.1%	25.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

腾讯控股：期待《元梦之星》成为国内游戏新代表作

- 《王者荣耀》与《和平精英》作为国民级常青手游，2款游戏收入每年约700亿元-800亿元之间，占国内游戏收入50%以上。
《王者荣耀》采用MOBA玩法，《和平精英》采用射击竞技玩法，有稳定复购人群，同时一直有较好的竞技表现。

图表72：腾讯国内手机游戏收入

国内游戏产品收入拆分(亿元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
国内手机游戏	23,446	23,074	23,600	20,400	23,900	23,300	22,400	18,700	24,600	22,600	23,217	20,214
yoy,%	26.9%	18.4%	6.7%	1.1%	1.9%	1.0%	-5.1%	-8.3%	2.9%	-3.0%	3.6%	8.1%
qoq,%	16.2%	-1.6%	2.3%	-13.6%	17.2%	-2.5%	-3.9%	-16.5%	31.6%	-8.1%	2.7%	-12.9%
王者荣耀												
和平精英												
穿越火线:枪战王者												
QQ飞车												
火影忍者												
英雄联盟手游												
金铲铲之战												
黎明觉醒:生机												
欢乐斗地主												
完美世界												
天涯明月刀												
QQ炫舞												
使命召唤手游												
光与夜之恋												
暗区突围												
麻将来了(QQ麻将)												

资料来源：Sensor Tower，公司季报，华安证券研究所

腾讯控股：期待《元梦之星》成为国内游戏新代表作

- 腾讯储备游戏中蛋仔派对(12月15日上线)和王者荣耀星之破晓有较高关注度，分别采用派对游戏玩法和动作游戏玩法。

图表73：蛋仔派对



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表74：王者荣耀星之破晓



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表75：产品储备Pipeline

游戏名称	版号	平台	合作方	游戏类型
近期已上线游戏				
无畏契约	是	PC	Riot games	射击
命运方舟	是	PC	Smile Gate	MMORPG
合金弹头觉醒	是	移动	Tencent	射击
白夜极光	是	移动	Tencent	RPG
末刀	是	移动/PC	Tencent	动作
西行记燃魂	是	移动	kuai shou	RPG
冒险岛：枫之传说	是	移动	NEXON	MMORPG
战地无疆	是	移动	Rastar	SLG
卡拉彼丘	是	移动/PC	iDreamSky	射击
手工星球	是	移动	Tencent	沙盒
新天龙八部	是	移动	Tencent	MMORPG
重生边缘	是	PC	Tencent	射击
全境封锁2	是	PC	Ubisoft	射击
高能英雄	是	移动	Tencent	射击
七人传奇：光与暗之交战	是	移动	Kodansha	RPG/策略
劲乐幻想	是	移动	Tencent	音乐
石器时代：觉醒	是	移动	恺英	MMORPG

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

游戏名称	版号	平台	合作方	游戏类型
未上线游戏重点				
元梦之星	是	移动	Tencent	派对
极品飞车	是	移动	Tencent	竞速
王者荣耀：星之破晓	是	移动	Tencent	动作
宝可梦大集结	是	移动/主机	Nintendo	MOBA
宝石大乱斗	是	移动	Tencent	休闲
冲呀！饼干人：王国	是	移动	Devsisters	模拟游戏
饥荒：新家园	是	移动	Shengqu	生存
航海王：壮志雄心	是	移动	Tencent	动作
王者荣耀：自走棋	是	移动	Tencent	SLG
王者荣耀：世界	否	移动/PC	Tencent	开放世界
地下城与勇士	是	移动	NEXON	MMOACT

网易-S：储备游戏《燕云十六声》预计24年开始贡献利润

- 23Q3营业收入272.7亿元(yoy 11.6%，qoq 13.6%)，基本符合市场预期；23Q3归母净利润(Non-GAAP)86.45亿元(yoy 15.7%，qoq -4.1%)，超出市场预期。公司毛利率的百分比连续3个季度环比提高，23Q3毛利率达到62.2%，很大程度受益于代理游戏比例下降，及支付渠道的优化(带来ios和安卓分成降低)。发行经典游戏《梦幻西游》、《大话西游》、《率土之滨》和《阴阳师》等经典游戏稳定贡献收益，《逆水寒》、《蛋仔派对》、和《巅峰极速》、《全明星街球派对》等新游戏持续驱动公司利润边际增长。

图表76：网易-S利润表摘要

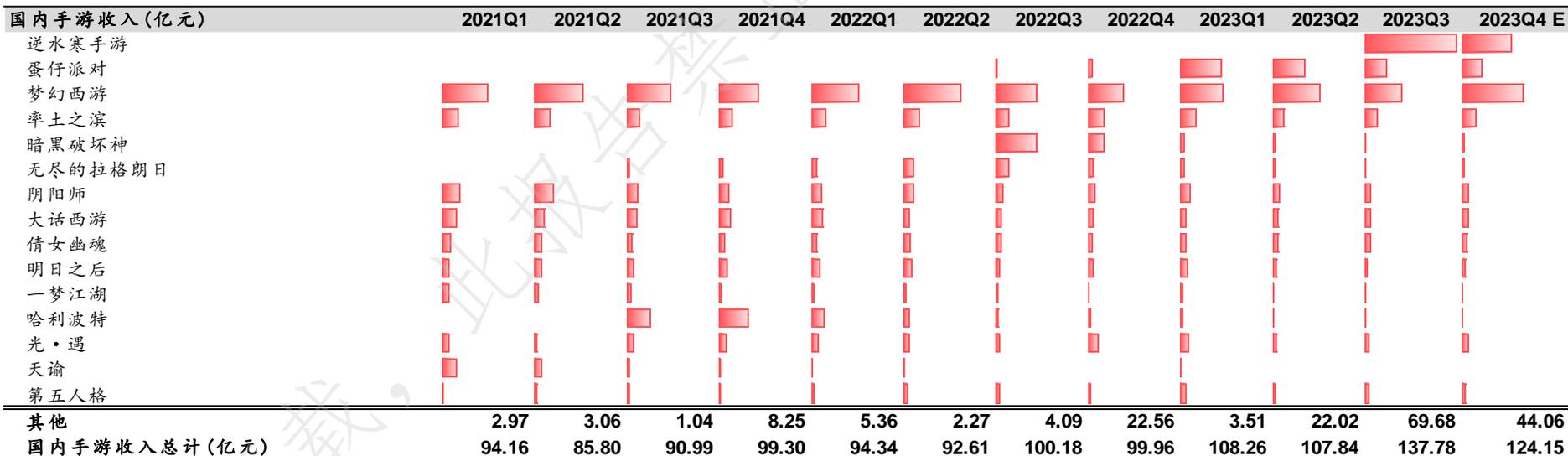
网易-S (9999.HK)												
2023/11/19												
单位：百万RMB												
	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4 E
营业收入	96,496	104,789	116,904	129,251	23,556	23,159	24,427	25,354	25,046	24,011	27,270	28,461
游戏	74,566	82,631	92,051	101,440	18,642	18,140	18,699	19,086	20,066	18,799	21,780	21,987
有道	5,013	5,514	6,286	7,103	1,201	956	1,402	1,454	1,163	1,207	1,539	1,605
云音乐	8,992	8,020	8,822	9,793	2,067	2,192	2,357	2,376	1,960	1,949	1,973	2,139
创新和其他	7,924	8,625	9,746	10,915	1,646	1,872	1,968	2,438	1,858	2,057	1,979	2,731
毛利润	52,766	63,970	71,896	79,618	12,836	12,941	13,744	13,244	14,897	14,375	16,966	17,731
销售费用	13,403	13,387	16,717	18,224	2,915	3,301	3,769	3,418	2,905	3,272	3,567	3,643
管理费用	4,696	5,014	4,910	6,075	1,016	1,113	1,264	1,303	1,022	1,132	1,494	1,366
研发费用	15,039	16,759	18,471	20,939	3,398	3,582	3,969	4,090	3,750	3,909	4,347	4,753
营业利润	19,629	28,810	31,798	34,381	5,507	4,946	4,742	4,433	7,220	6,063	7,558	7,969
归母净利润(Non-GAAP)	22,808	33,057	34,178	38,014	5,118	6,035	7,470	4,811	7,566	9,017	8,645	7,829
% yoy												
营业收入	10.1%	8.6%	11.6%	10.6%	12.7%	12.8%	10.1%	5.7%	6.3%	3.7%	11.6%	12.3%
游戏	9.9%	10.8%	11.4%	10.2%	15.7%	15.0%	9.1%	1.6%	7.6%	3.6%	16.5%	15.2%
有道	-6.4%	10.0%	14.0%	13.0%	-10.4%	-26.1%	1.1%	9.0%	-3.1%	26.2%	9.7%	10.4%
云音乐	28.5%	-10.8%	10.0%	11.0%	38.6%	29.5%	22.5%	25.8%	-5.2%	-11.1%	-16.3%	-10.0%
创新和其他	6.6%	8.8%	13.0%	12.0%	-16.4%	6.1%	13.6%	23.9%	12.8%	9.9%	0.5%	12.0%
毛利润	12.3%	21.2%	12.4%	10.7%	16.1%	15.7%	16.4%	2.5%	16.0%	11.1%	23.4%	33.9%
营业利润	19.6%	46.8%	10.4%	8.1%	28.8%	31.6%	25.6%	-3.8%	31.1%	22.6%	59.4%	79.8%
归母净利润(Non-GAAP)	15.4%	44.9%	3.4%	11.2%	0.7%	42.7%	93.6%	-27.1%	47.8%	49.4%	15.7%	62.7%
% 营收占比												
游戏	77.3%	78.9%	78.7%	78.5%	79.1%	78.3%	76.6%	75.3%	80.1%	78.3%	79.9%	77.3%
有道	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.1%	4.1%	5.7%	5.7%	4.6%	5.0%	5.6%	5.6%
云音乐	9.3%	7.7%	7.5%	7.6%	8.8%	9.5%	9.7%	9.4%	7.8%	8.1%	7.2%	7.5%
创新和其他	8.2%	8.2%	8.3%	8.4%	7.0%	8.1%	8.1%	9.6%	7.4%	8.6%	7.3%	9.6%
毛利润	54.7%	61.0%	61.5%	61.6%	54.5%	55.9%	56.3%	52.2%	59.5%	59.9%	62.2%	62.3%
销售费用	13.9%	12.8%	14.3%	14.1%	12.4%	14.3%	15.4%	13.5%	11.6%	13.6%	13.1%	12.8%
管理费用	4.9%	4.8%	4.2%	4.7%	4.3%	4.8%	5.2%	5.1%	4.1%	4.7%	5.5%	4.8%
研发费用	15.6%	16.0%	15.8%	16.2%	14.4%	15.5%	16.2%	16.1%	15.0%	16.3%	15.9%	16.7%
营业利润	20.3%	27.5%	27.2%	26.6%	23.4%	21.4%	19.4%	17.5%	28.8%	25.2%	27.7%	28.0%
归母净利润(Non-GAAP)	23.6%	31.5%	29.2%	29.4%	21.7%	26.1%	30.6%	19.0%	30.2%	37.6%	31.7%	27.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

网易-S：储备游戏《燕云十六声》预计24年开始贡献利润

- 发行经典游戏《梦幻西游》、《大话西游》、《率土之滨》和《阴阳师》等经典游戏稳定贡献收益，《逆水寒》、《蛋仔派对》、和《巅峰极速》、《全明星街球派对》等新游戏持续驱动公司利润边际增长。

图表77：网易游戏国内手游收入（亿元）



资料来源：Sensor Tower，公司季报，华安证券研究所

网易-S：储备游戏《燕云十六声》预计24年开始贡献利润

- 公司2024年6月底之前将上线重磅手机游戏《燕云十六声》，该游戏采取动作武侠开放世界玩法，在PC和手机游戏均有布局。
- 公司2023年积极推广的派对游戏《蛋仔派对》，在未来仍然有机会持续获得国内休闲派对游戏的市场份额，并且进行出海。
- 从游戏研发周期和回报周期来看，公司海外投资的工作室有机会在2025年之后逐步开始对公司产生收入贡献。

图表78：网易-S产品储备(pipeline)

网易游戏产品储备(Pipeline)				
2023/11/19				
游戏名称	游戏种类	平台	版号批准	版号日期
已上线游戏				
大话西游归来	休闲	移动	是	22/11/17
超凡先锋	大逃杀	移动	是	23/1/17
巅峰极速	赛车竞速	移动	是	22/12/28
逆水寒手游	MMORPG	移动	是	23/1/17
三国诛将录	动作	移动	是	19/10/25
全明星街球派对	体育	移动	是	22/9/13
待上线游戏				
零号任务	动作	移动	是	23/3/22
燕云十六声	RPG	跨平台	是	23/6/20
七日世界	开放世界	PC	是	23/5/23
代号：无限大	开放世界	跨平台	是	22/9/13
突袭：暗影传说	MMORPG	移动	是	22/12/28
幻想生活	模拟	移动	是	22/12/28
梦幻西游：时空	MMORPG	PC	是	23/2/10
蒸汽战机：联盟	策略	移动	是	21/6/28
龙之灵域	MMORPG	移动	是	17/8/9
月神的迷宫	卡牌	移动	是	20/7/1
永劫无间手机版	动作	移动	否	
指环王：纷争	策略	移动	是	23/8/25
射雕	武侠	移动	是	23/10/25

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表79：燕云十六声



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表80：蛋仔派对



资料来源：公司官网，华安证券研究所

三七互娱：向小程序游戏转型，《寻道大千》持续驱动收入增长

- 23Q3营业收入42.82亿元(yoy 19.43%, qoq 7.17%)，归母净利润9.66亿元(yoy 72.06%, qoq 114.0%)。《寻道大千》(小程序游戏)、《凡人修仙传》和《最后的原始人》等驱动边际增长，《斗罗大陆：魂师对决》和《Puzzles & Survival》玩家群体付费意愿稳固。
- 长线运营阶段游戏《斗罗大陆：魂师对决》、《叫我大掌柜》、和《Puzzles & Survival》(海外上线)等持续贡献收入；新近上线包括，《寻道大千》和《凡人修仙传》；储备游戏包括：1)自研：养成宫斗《扶摇一梦》，Q版MMO《空之勇者》，神话卡牌《龙与爱丽丝》，魔幻MMO《失落之门：序章》，和《代号斗罗MMO》等；2)代理：巨兽题材SLG《Mecha Domination》(海外上线)，西方魔幻SLG《Puzzles& Chaos》(海外上线)等。

图表81：三七互娱财务摘要

三七互娱	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	16,216	16,406	16,555	18,644	20,534	3,765	3,996	4,282	4,512
yoy %	12.6%	1.2%	0.9%	12.6%	10.1%	-7.9%	-0.2%	19.4%	-4.6%
qoq %						-20.4%	6.1%	7.2%	5.4%
毛利润	13,750	13,357	13,193	14,868	16,739	2,945	3,151	3,442	3,655
yoy %	8.8%	-2.9%	-1.2%	12.7%	12.6%	-16.5%	-4.6%	22.9%	-1.8%
毛利率	84.8%	81.4%	79.7%	79.7%	81.5%	78.2%	78.8%	80.4%	81.0%
销售和管理费用	9,588	9,259	9,086	9,564	10,521	2,044	2,492	2,248	2,301
yoy %	11.8%	-3.4%	-1.9%	5.3%	10.0%	-15.4%	16.8%	14.2%	-16.0%
费用率 %	59.1%	56.4%	54.9%	51.3%	51.2%	54.3%	62.4%	52.5%	51.0%
研发费用	1,250	905	754	1,019	1,019	200	188	185	180
yoy %	12.4%	-27.6%	-16.7%	35.2%	0.0%	-27.5%	-14.8%	-22.3%	6.3%
费用率 %	7.7%	5.5%	4.6%	5.5%	5.0%	5.3%	4.7%	4.3%	4.0%
营业利润	3,261	3,309	3,690	4,252	5,160	853	545	1,073	1,218
yoy %	0.1%	1.5%	11.5%	15.2%	21.3%	0.2%	-45.5%	67.3%	49.2%
qoq %						4.4%	-36.0%	96.8%	13.5%
营业利润率 %	20.1%	20.2%	22.3%	22.8%	25.1%	22.6%	13.6%	25.1%	27.0%
归母净利润	2,876	2,954	3,255	3,802	4,370	775	451	966	1,063
yoy %	4.2%	2.7%	10.2%	16.8%	15.0%	1.9%	-51.7%	72.1%	52.4%
qoq %						11.0%	-41.7%	114.0%	10.0%
净利润 %	17.7%	18.0%	19.7%	20.4%	21.3%	20.6%	11.3%	22.6%	23.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

完美世界：期待《女神异闻录》和《一拳超人》等贡献未来收入增长

- 23Q3营业收入17.36亿元(yoy -2.94%, qoq -32.10%)，归母净利润2.35亿元(yoy -22.89%, qoq 69.37%)。公司收入同比较轻微下降，主要系部分老游戏产品周期下行影响，但是由于公司23年上线了《天龙八部2》并且该款游戏在2023Q3确认了部分收入，所以抵消了一部分产品流水下滑的影响。同时由于公司在买量上投放较为审慎，所以当期利润状况较好。
- 主要产品储备期待《女神异闻录》(有版号，截止到23Q3已经完成2次测试)、《一拳超人：世界》(有版号，23年10月海外测试)、端游《诛仙世界》、和端游《Perfect New World》。公司2024年将是重要产品密集释放的关键年份。

图表82：完美世界财务摘要

完美世界	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	7,670	8,076	9,277	10,474	1,904	2,556	1,736	1,881
yoy %	-10.0%	5.3%	14.9%	12.9%	-10.6%	42.4%	-2.9%	-4.0%
qoq %					-2.8%	34.3%	-32.1%	8.4%
毛利润	5,250	4,997	6,071	6,848	1,241	1,370	1,104	1,283
yoy %	0.3%	-4.8%	21.5%	12.8%	-15.1%	13.7%	-16.1%	1.1%
毛利率	68.4%	61.9%	65.4%	65.4%	65.2%	53.6%	63.6%	68.2%
销售和管理费用	1,843	2,053	2,215	2,357	428	701	379	545
yoy %	-32.2%	11.4%	7.9%	6.4%	-9.1%	78.4%	-18.1%	5.6%
费用率 %	24.0%	25.4%	23.9%	22.5%	22.5%	27.4%	21.8%	29.0%
研发费用	2,290	2,125	2,424	2,788	553	508	528	535
yoy %	3.6%	-7.2%	14.1%	15.0%	-1.9%	4.1%	-8.4%	-19.1%
费用率 %	29.9%	26.3%	26.1%	26.6%	29.1%	19.9%	30.4%	28.4%
营业利润	1,473	974	1,503	1,859	250	191	273	260
yoy %	885.9%	-33.9%	54.3%	23.7%	-71.5%	-39.0%	-9.7%	1552.0%
qoq %					1494.0%	-23.7%	43.2%	-4.6%
营业利润率 %	19.2%	12.1%	16.2%	17.8%	13.1%	7.5%	15.7%	13.8%
归母净利润	1,377	836	1,242	1,541	241	139	235	221
yoy %	273.1%	-39.3%	48.6%	24.1%	-71.3%	-53.4%	-22.9%	441.2%
qoq %					472.6%	-42.6%	69.4%	-5.9%
净利润 %	18.0%	10.3%	13.4%	14.7%	12.7%	5.4%	13.5%	11.8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

恺英网络：传奇游戏收入稳健，积极转型拓展品类

- 公司23Q3营业收入10.53亿元(yoy 29.1%，qoq 3.1%)，归母净利润3.58亿元(yoy 25.05%，qoq -17.58%)。23年8月旗下浙江盛和已经完成工商变更手续，剩余股权收购完成，并入恺英网络。
- 公司23Q3《原始传奇》《王者传奇》《天使之战》《永恒联盟》等长线产品稳定运营贡献收入，边际上《新倚天屠龙记》、《全民江湖》、《仙剑奇侠传：新的开始》等贡献一部分收入增量。公司新产品《仙剑奇侠传：新的开始》，在小程序端表现亮眼，位于畅销榜前10，对应的App版预计23Q4上线。目前，公司的游戏新产品或储备产品包括：《石器时代：觉醒》(已与10月26日上线)，《纳萨力克之王》(11月上线)，《归隐山居图》、《龙腾传奇》、《妖怪正传2》、《临仙》、《斗罗大陆·诛邪传说》、《代号：盗墓》、《代号：转生史莱姆》，同时还有一款VR游戏预计与23年内上线。

图表83：恺英网络财务摘要

恺英网络	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	3,726	4,227	5,229	6,269	955	1,022	1,053	1,197
yoy %	56.8%	13.5%	23.7%	19.9%	-7.2%	4.2%	29.1%	33.0%
qoq %					6.1%	7.0%	3.1%	13.7%
毛利润	2,795	3,524	4,337	5,220	800	861	881	982
yoy %	66.2%	26.1%	23.1%	20.4%	11.0%	19.2%	36.6%	38.9%
毛利率	75.0%	83.4%	82.9%	83.3%	83.8%	84.3%	83.7%	82.0%
销售和管理费用	967	1,361	1,524	1,881	311	301	368	381
yoy %	83.9%	40.8%	11.9%	23.5%	12.5%	57.1%	57.1%	44.0%
费用率 %	26.0%	32.2%	29.1%	30.0%	32.6%	29.5%	35.0%	31.8%
研发费用	511	543	743	977	95	111	125	211
yoy %	50.7%	6.2%	36.8%	31.5%	14.0%	4.1%	30.0%	-5.9%
费用率 %	13.7%	12.8%	14.2%	15.6%	10.0%	10.9%	11.9%	17.6%
营业利润	1,341	1,659	2,105	2,368	390	497	378	394
yoy %	47.9%	23.8%	26.9%	12.5%	11.8%	5.6%	11.6%	115.9%
qoq %					113.4%	27.6%	-24.0%	4.4%
营业利润率 %	36.0%	39.3%	40.3%	37.8%	40.8%	48.7%	35.9%	32.9%
归母净利润	1,025	1,438	1,838	2,058	290	434	358	356
yoy %	77.8%	40.3%	27.8%	12.0%	16.7%	14.6%	25.0%	219.4%
qoq %					160.3%	49.9%	-17.6%	-0.7%
净利润 %	27.5%	34.0%	35.1%	32.8%	30.3%	42.5%	34.0%	29.7%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

吉比特：期待《勇者与装备》后续推广，及《不朽家族》最终上线表现

- 公司23Q3营业收入9.58亿元(yoy -27.4%，qoq -20.5%)，归母净利润1.83亿元(yoy -43.3%，qoq -50.4%)。主要系《问道手游》和《一念逍遥》手游均同比下降较多，但公司23Q3减少了部分买量投放，销售费用同比下降。
- 自研游戏关注《勇者与装备》(代号bug)，该游戏已经上线小程序，《不朽家族》(已经于24年1月上线公测)，其他游戏关注《皮卡堂之梦想起源》(12月初上线)，和《超进化物语2》(预约中)。

图表84：吉比特财务摘要

吉比特	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	5,168	4,470	5,162	5,858	1,144	1,205	958	1,164
yoy %	11.9%	-13.5%	15.5%	13.5%	-6.9%	-6.0%	-27.4%	-13.0%
qoq %					-14.4%	5.3%	-20.5%	21.5%
毛利润	4,585	3,959	4,630	5,243	1,010	1,069	838	1,042
yoy %	17.0%	-13.7%	16.9%	13.2%	-9.3%	-6.5%	-25.1%	-13.8%
毛利率	88.7%	88.6%	89.7%	89.5%	88.3%	88.7%	87.5%	89.5%
销售和管理费用	1,742	1,569	1,572	1,854	444	394	335	396
yoy %	11.8%	-9.9%	0.1%	18.0%	9.2%	-15.6%	-37.6%	19.7%
费用率 %	33.7%	35.1%	30.4%	31.7%	38.8%	32.7%	35.0%	34.0%
研发费用	673	734	772	911	174	195	182	182
yoy %	10.5%	9.2%	5.1%	18.0%	2.4%	-6.2%	9.8%	42.1%
费用率 %	13.0%	16.4%	15.0%	15.5%	15.2%	16.2%	19.0%	15.7%
营业利润	2,321	1,893	2,412	2,635	457	625	321	490
yoy %	8.9%	-18.4%	27.4%	9.3%	-17.5%	7.1%	-40.4%	-24.0%
qoq %					-29.0%	36.7%	-48.6%	52.5%
营业利润率 %	44.9%	42.3%	46.7%	45.0%	40.0%	51.9%	33.5%	42.1%
归母净利润	1,461	1,166	1,464	1,655	307	369	183	307
yoy %	-0.5%	-20.2%	25.6%	13.0%	-12.3%	9.1%	-43.3%	-31.7%
qoq %					-31.7%	20.5%	-50.4%	67.3%
净利润 %	28.3%	26.1%	28.4%	28.2%	26.8%	30.7%	19.1%	26.4%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

神州泰岳：游戏出海收入稳健，SLG融合品类不断扩张

- 23Q3收入13.98亿元(yoy 21.04%, qoq -3.05%)，归母净利润1.59亿元(yoy -1.57%, qoq -29.71%)。公司收入环比下滑主要系计算机收入确认有一定程度递延导致，旗下壳木游戏收入稳定增长。
- 公司主要的两款游戏产品稳中有升，今年前3季度均呈现上升趋势；今年上半年《旭日之城》月均流水达到3500万美元，《战火与秩序》月均流水达到1300万美元，两款游戏分别上线5年和8年。根据Data.ai发布的“2023年9月中国游戏厂商应用出海收入排行榜”，《旭日之城》与《战火与秩序》分别位列第7名与第22名。公司产品储备包括2款游戏，科幻题材的《代号DL(Dream Land)》和文明题材的《代号LOA》，都采取了SLG+模拟经营玩法。

图表85：神州泰岳财务摘要

神州泰岳	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	4,806	5,810	6,723	7,645	1,212	1,441	1,398	1,759
yoy %	11.4%	20.9%	15.7%	13.7%	22.4%	32.2%	21.0%	12.0%
qoq %					-22.8%	18.9%	-3.0%	25.9%
毛利润	2,902	3,694	4,225	4,849	775	896	885	1,137
yoy %	8.1%	27.3%	14.4%	14.8%	29.8%	34.0%	25.1%	22.4%
毛利率	60.4%	63.6%	62.8%	63.4%	64.0%	62.2%	63.3%	64.6%
销售和管理费用	2,034	2,409	2,666	3,014	480	572	647	711
yoy %	8.9%	18.5%	10.7%	13.0%	3.6%	27.1%	23.5%	19.0%
费用率 %	42.3%	41.5%	39.7%	39.4%	39.6%	39.7%	46.3%	40.4%
研发费用	303	341	358	424	98	66	83	94
yoy %	15.5%	12.3%	5.0%	18.6%	45.3%	-12.8%	8.9%	11.5%
费用率 %	6.3%	5.9%	5.3%	5.6%	8.1%	4.6%	5.9%	5.3%
营业利润	623	1,017	1,220	1,450	222	262	175	358
yoy %	32.9%	63.3%	20.0%	18.9%	225.8%	49.6%	-4.8%	82.9%
qoq %					13.4%	18.3%	-33.4%	104.7%
营业利润率 %	13.0%	17.5%	18.1%	19.0%	18.3%	18.2%	12.5%	20.3%
归母净利润	542	873	1,075	1,277	178	226	159	310
yoy %	40.9%	61.0%	23.2%	18.8%	182.4%	42.0%	-1.5%	95.4%
qoq %					12.3%	26.8%	-29.7%	95.1%
净利润 %	11.3%	15.0%	16.0%	16.7%	14.7%	15.7%	11.4%	17.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

电魂网络：MOBA品类稳定贡献收入，积极扩张游戏品类

- 23Q3收入1.87亿元(yoy 1.66%, qoq 15.05%)，归母净利润0.276亿元(yoy -44.55%, qoq -29.75%)。公司老游戏《梦三国》、《梦三国》手游、《我的侠客》等平稳贡献收入，旗下子公司游动网络研发实力强，持续贡献出海利润。
- 公司重点储备游戏包括《野蛮人大作战2》、《螺旋勇士》和《代号：一剑》(修仙开放世界)等。
- 电魂网络以电竞游戏见长，其核心游戏《梦三国》是第一批国产MOBA电竞游戏，有较为忠实的核心用户群。

图表86：电魂网络财务摘要

电魂网络	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	791	829	957	1,083	156	163	187	324
yoy %	-20.6%	4.9%	15.4%	13.2%	-31.4%	-21.2%	1.7%	87.0%
qoq %					-10.1%	4.4%	15.0%	73.1%
毛利润	647	673	791	895	126	133	153	261
yoy %	-21.5%	3.9%	17.7%	13.0%	-33.7%	-20.8%	3.3%	83.5%
毛利率	81.9%	81.1%	82.7%	82.6%	80.7%	81.6%	81.8%	80.6%
销售和管理费用	239	291	329	376	51	63	67	109
yoy %	-10.8%	21.7%	13.4%	14.2%	-23.5%	12.9%	25.0%	75.1%
费用率 %	30.2%	35.0%	34.4%	34.7%	32.8%	39.0%	35.7%	33.7%
研发费用	190	190	222	249	41	43	32	74
yoy %	-9.8%	0.2%	16.6%	12.4%	-8.6%	-19.8%	-33.7%	73.2%
费用率 %	24.0%	22.9%	23.2%	23.0%	26.2%	26.5%	17.3%	22.8%
营业利润	226	206	236	260	48	41	34	82
yoy %	-44.6%	-8.5%	14.3%	10.2%	-43.5%	-47.2%	-36.0%	990.7%
qoq %					542.1%	-14.1%	-16.8%	137.9%
营业利润率 %	28.5%	24.9%	24.6%	24.0%	31.0%	25.5%	18.4%	25.3%
归母净利润	201	190	211	232	47	39	28	76
yoy %	-40.7%	-5.4%	11.0%	10.1%	-33.8%	-46.8%	-44.5%	1210.7%
qoq %					717.9%	-16.9%	-29.8%	174.5%
净利润 %	25.4%	22.9%	22.0%	21.4%	30.4%	24.2%	14.8%	23.4%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

姚记科技：捕鱼等休闲游戏持续贡献收入

- 23Q3营业收入12.25亿元(yoy 33.9%, qoq 5.8%)，归母净利润1.49亿元(yoy 47.56%, qoq -28.35%)。公司游戏和广告业务持续贡献利润增长，广告业务提升导致营业成本有一定程度提升，但是整体公司的销售费用由于游戏进入回报期，买量投放减少，同比下降33.4%。
- 目前公司持续推动扑克牌生产线的产能扩张计划，未来扑克产能有望进一步释放。同时公司休闲游戏品类有望出海进一步扩大市场份额。

图表87：姚记科技财务摘要

姚记科技	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	3,915	4,397	5,106	5,816	1,188	1,158	1,225	826
yoy %	2.8%	12.3%	16.1%	13.9%	17.6%	30.3%	33.9%	-25.0%
qoq %					7.9%	-2.5%	5.8%	-32.6%
毛利润	1,515	1,500	1,981	2,170	406	467	371	257
yoy %	-2.2%	-1.0%	32.0%	9.5%	4.1%	38.1%	3.2%	-39.9%
毛利率	38.7%	34.1%	38.8%	37.3%	34.2%	40.3%	30.3%	31.1%
销售和管理费用	704	518	592	650	105	167	136	110
yoy %	-4.2%	-26.4%	14.4%	9.8%	-56.5%	-9.3%	-17.5%	-3.3%
费用率 %	18.0%	11.8%	11.6%	11.2%	8.8%	14.4%	11.1%	13.3%
研发费用	265	210	240	282	63	55	58	33
yoy %	21.0%	-20.6%	14.2%	17.6%	10.0%	-4.5%	-30.2%	-49.4%
费用率 %	6.8%	4.8%	4.7%	4.8%	5.3%	4.8%	4.8%	4.0%
营业利润	437	783	1,025	1,141	240	251	188	104
yoy %	-30.9%	79.2%	30.9%	11.4%	158.3%	160.3%	57.0%	-18.7%
qoq %					88.0%	4.5%	-24.9%	-44.9%
营业利润率 %	11.2%	17.8%	20.1%	19.6%	20.2%	21.7%	15.4%	12.6%
归母净利润	349	643	835	930	198	209	150	85
yoy %	-39.2%	84.4%	29.9%	11.4%	116.0%	111.9%	47.6%	51.3%
qoq %					252.3%	5.6%	-28.4%	-43.2%
净利润 %	8.9%	14.6%	16.3%	16.0%	16.7%	18.1%	12.2%	10.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

游族网络：少年系列打造国产游戏知名IP

- 23Q1-Q3归母净利润0.1亿元(yoy -85.9%)。
- 核心游戏：公司专注于卡牌游戏的研发和发行，具备研运一体化的实力。其核心IP包括“少年系列”IP，包括《少年三国志》，《少年三国志2》，《少年西游记》，SLG玩法《权力的游戏：凛冬将至》，《战火与永恒》(infinity Kingdom)。
- 储备游戏包括：3D回合制RPG手游《山海镜花》，二次元策略RPG卡牌手游《绯色回响》，少年系列卡牌《少年三国志2》，代理怪兽SLG手游《代号S》。
- 特色：三体IP，《三体》游戏预计24年上线，有望受益于24年B站《三体》番剧热度。

图表88：游族网络财务摘要

游族网络	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	545	479	438	519	1,981	474	372	333	1,179
yoy %	-42.3%	-41.8%	-41.4%	-24.8%	-38.2%	-13.0%	-22.4%	-23.9%	-19.3%
qoq %	-21.1%	-12.1%	-8.6%	18.6%		-8.7%	-21.6%	-10.3%	
毛利润	244	245	180	125	794	188	162	200	551
yoy %	-33.5%	-18.4%	-42.5%	-55.0%	-36.9%	-22.7%	-33.9%	11.4%	-17.6%
毛利率	44.7%	51.1%	41.1%	24.1%	40.1%	39.7%	43.6%	60.1%	46.7%
销售和管理费用	123	114	116	186	539	113	153	104	370
yoy %	-33.8%	-44.0%	-38.2%	-3.5%	-30.0%	-8.0%	34.5%	-10.4%	4.9%
费用率 %	22.5%	23.8%	26.6%	35.9%		23.8%	41.3%	31.3%	31.4%
研发费用	59	61	71	111	303	69	94	55	218
yoy %	-37.9%	-52.9%	-25.2%	25.4%	-25.9%	16.8%	54.1%	-22.7%	14.0%
费用率 %	10.8%	12.8%	16.3%	21.5%		14.5%	25.3%	16.6%	18.5%
营业利润	81	-3	-1	-702	-625	44	-91	60	13
yoy %	-57.1%	-103.9%	-101.1%	-322.5%	-430.1%	-46.1%	-2914.8%	6020.4%	-83.2%
qoq %	149.0%	-103.7%	66.4%	-69465.0%		106.2%	-306.5%	166.0%	
营业利润率 %	15.0%	-0.6%	-0.2%	-135.3%	-31.5%	9.3%	-24.4%	17.9%	1.1%
归母净利润	80	-9	3	-709	-635	43	-95	62	10
yoy %	-57.4%	-111.9%	-96.6%	-280.3%	-478.2%	-46.4%	-954.8%	1921.5%	-85.9%
qoq %	142.9%	-111.3%	134.4%	-23032.0%		106.0%	-321.5%	165.8%	
净利润 %	14.7%	-1.9%	0.7%	-136.6%	-32.1%	9.0%	-25.5%	18.7%	0.9%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

盛天网络：游戏业务与AI社交应用不断协同

- AI布局：打造了AI音乐社交应用 - 给麦，该产品会让公司的泛社交娱乐用户与游戏用户产生协同；与AR厂商Rokid在内容方面有深度合作经验，计划针对AR/VR平台打造沉浸式的互动游戏项目。
- 核心游戏产品：全资子公司天戏互娱与日本光荣合作多年，公司通过和研运方合作的形式成功授权《三国志·战略版》，《三国志2017》，和《真三国无双霸》等游戏。
- 储备游戏：《潮灵王国》（一款手办风格的融合类手游）、《星之翼》（一款动作格斗即时竞技玩法的3D手游）、《零域幻想》（一款新式国风卡牌小程序游戏）、《遇见梦幻岛》（一款卡牌融合模拟经营玩法的手游）等。

图表89：盛天网络财务摘要

盛天网络(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	319	414	450	475	1,658	429	383	271	1,083
yoy %	6.0%	29.8%	32.4%	82.0%	35.8%	34.5%	-7.5%	-39.9%	-8.5%
qoq %	22.3%	29.6%	8.8%	5.6%		-9.7%	-10.9%	-29.3%	
毛利润	87	107	125	133	453	117	115	77	309
yoy %	16.9%	64.3%	65.3%	85.8%	57.6%	33.9%	7.4%	-38.3%	-3.2%
毛利率	27.4%	25.9%	27.7%	28.0%	27.3%	27.3%	30.1%	28.4%	28.6%
销售和管理费用	16	17	22	76	132	24	26	27	77
yoy %	-8.4%	-1.3%	30.2%	142.1%	58.0%	51.4%	50.9%	21.3%	39.2%
费用率 %	5.0%	4.1%	4.9%	16.1%		5.6%	6.8%	9.9%	7.1%
研发费用	14	14	16	27	70	18	19	20	56
yoy %	0.6%	4.3%	19.1%	30.0%	15.5%	32.0%	36.1%	26.0%	31.1%
费用率 %	4.3%	3.3%	3.5%	5.7%		4.2%	4.8%	7.2%	5.2%
营业利润	62	72	84	34	253	82	84	34	200
yoy %	39.5%	99.1%	84.5%	133.3%	79.3%	32.5%	15.7%	-59.4%	-8.5%
qoq %	319.7%	17.6%	16.3%	-59.4%		138.4%	2.7%	-59.2%	
营业利润率 %	19.3%	17.5%	18.7%	7.2%	15.2%	19.0%	21.9%	12.6%	18.5%
归母净利润	52	64	74	32	222	74	72	33	179
yoy %	36.2%	103.1%	80.1%	127.1%	77.7%	40.0%	13.0%	-55.0%	-5.9%
qoq %	272.1%	21.9%	15.3%	-56.6%		129.4%	-1.7%	-54.1%	
净利润 %	16.4%	15.5%	16.4%	6.7%	13.4%	17.1%	18.9%	12.3%	16.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

宝通科技：积极推动东南亚游戏出海，旗下公司开展VR游戏内容研发

- VR布局：2017年投资了VR游戏研发商哈视奇，哈视奇目前紧跟产业巨头的发展趋势进行内容研发和适配。曾成功上线的VR游戏包括《奇幻滑雪》，《奇幻射鱼》等多款AR/VR游戏。
- 核心游戏：旗下“海南高图”自研游戏《Bloodline》和《King's Throne》流水稳健。
- 新上线游戏和储备游戏：23Q3公司旗下“易幻网络”在日本地区重点推广了新游戏《马赛克英雄》，但月流水突破了2000万美元，创造了易幻单月流水最高游戏的记录。23Q4，公司将继续发力欧美、日韩等市场，23Q4发布了《地牢猎手》和《重返未来：1999(港澳台版)》。

图表90：宝通科技财务摘要

宝通科技(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	662	863	862	871	3,259	755	790	873	2,418
yoy %	-9.6%	43.5%	35.3%	10.6%	18.1%	14.1%	-8.5%	1.2%	1.3%
qoq %	-15.9%	30.4%	-0.1%	1.0%		-13.3%	4.6%	10.4%	
毛利润	288	335	353	312	1,289	310	269	343	922
yoy %	-16.4%	35.3%	32.2%	12.1%	13.3%	7.7%	-19.8%	-2.9%	-5.6%
毛利率	43.5%	38.8%	41.0%	35.9%	39.5%	41.1%	34.0%	39.3%	38.1%
销售和管理费用	217	311	313	265	1,106	171	217	307	695
yoy %	-7.0%	140.4%	96.7%	40.0%	55.5%	-21.2%	-30.1%	-2.0%	-17.4%
费用率 %	32.8%	36.0%	36.3%	30.4%		22.7%	27.5%	35.2%	28.8%
研发费用	32	35	34	58	159	32	26	29	87
yoy %	56.3%	64.2%	-7.8%	3.7%	18.2%	1.3%	-26.0%	-15.1%	-13.8%
费用率 %	4.8%	4.1%	4.0%	6.6%		4.2%	3.3%	3.3%	3.6%
营业利润	90	-20	5	-487	-413	119	53	-11	160
yoy %	-30.9%	-111.9%	-95.1%	-1060.2%	-192.5%	32.7%	359.2%	-345.2%	115.7%
qoq %	77.4%	-122.5%	123.1%	-10525.8%		124.5%	-56.0%	-121.8%	
营业利润率 %	13.6%	-2.3%	0.5%	-55.9%	-12.7%	15.8%	6.6%	-1.3%	6.6%
归母净利润	69	-18	50	-497	-396	83	39	-18	103
yoy %	-44.0%	-114.3%	-40.5%	-815.8%	-198.3%	21.0%	313.5%	-136.9%	2.6%
qoq %	-0.9%	-126.3%	376.7%	-1090.8%		116.8%	-53.5%	-147.8%	
净利润 %	10.4%	-2.1%	5.8%	-57.0%	-12.1%	11.0%	4.9%	-2.1%	4.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

巨人网络：《征途》IP历久弥新，AIGC融入新游戏玩法

- 23Q3归母净利润4.21亿元(yoy 52.4%, qoq 0.6%)。《原始征途》开始稳定回报，营销费用投放有序稳健。
- 核心游戏产品：《征途》端游系列，《征途》手游系列，23年征途IP新游戏《原始征途》（目前月流水1亿元左右量级），《球球大作战》，《太空杀》，和《月圆之夜》等。
- 储备游戏：《原始征途》正式版和小程序版，《无主王座》（卡牌策略题材，国战题材，已经ChinaJoy亮相）。
- AI+游戏：太空杀融合AI推理剧场。

图表91：巨人网络财务摘要

巨人网络(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	580	483	509	465	2,038	508	936	824	2,267
yoy %	2.4%	3.1%	0.5%	-20.1%	-4.1%	-12.6%	93.6%	62.0%	44.2%
qoq %	-0.3%	-16.7%	5.2%	-8.5%		9.1%	84.4%	-12.0%	
毛利润	520	412	423	358	1,712	439	853	738	2,030
yoy %	5.1%	2.2%	-1.3%	-24.9%	-5.0%	-15.4%	107.1%	74.5%	49.9%
毛利率	89.5%	85.1%	83.1%	77.0%	84.0%	86.6%	91.1%	89.6%	89.5%
销售和管理费用	138	113	142	151	544	239	411	264	914
yoy %	-1.1%	-28.1%	-3.7%	-15.4%	-12.6%	72.8%	262.3%	85.8%	132.1%
费用率 %	23.8%	23.5%	27.9%	32.4%		47.0%	43.9%	32.0%	40.3%
研发费用	171	145	146	180	643	147	188	183	517
yoy %	-12.4%	-14.8%	-19.3%	8.2%	-9.9%	-14.3%	29.3%	25.3%	11.9%
费用率 %	29.5%	30.0%	28.7%	38.7%		28.9%	20.1%	22.2%	22.8%
营业利润	296	215	280	40	831	247	430	464	1,141
yoy %	-15.6%	-21.7%	-17.0%	-53.8%	-20.8%	-16.5%	99.6%	65.8%	44.2%
qoq %	238.9%	-27.2%	30.1%	-85.6%		512.0%	74.0%	8.0%	
营业利润率 %	50.9%	44.5%	55.1%	8.7%	40.8%	48.7%	45.9%	56.3%	50.3%
归母净利润	271	228	276	75	851	245	419	421	1,085
yoy %	-15.4%	-10.0%	-8.0%	-37.3%	-14.4%	-9.7%	83.6%	52.4%	39.9%
qoq %	125.4%	-15.8%	21.2%	-72.7%		224.9%	71.1%	0.6%	
净利润 %	46.7%	47.2%	54.4%	16.2%	41.8%	48.2%	44.7%	51.1%	47.8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

巨人网络：《征途》IP历久弥新，AIGC融入新游戏玩法

图表92：太空杀游戏玩法展示



资料来源：《太空杀》，华安证券研究所

图表93：原始征途玩法展示



资料来源：《原始征途》，华安证券研究所

名臣健康：擅长动漫IP改编与游戏研发结合，期待《境·界鸣刀》

- **业绩**：23Q3归母净利润0.66亿元(去年同期-0.46亿元)，23Q1-Q3归母净利润1.66亿元。
- **核心游戏**：约战沙城，镇魂街天生为王(中手游发行)，锚点降临(自研自发)，王者国度，百龙霸业。
- **储备游戏**：死神IP游戏(境·界刀鸣)，由字节发行。
- **特色**：字节重要合作伙伴，漫改IP游戏佼佼者，自研实力强，已经入局小程序游戏发行。

图表94：名臣健康财务摘要

名臣健康(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	149	196	218	382	945	407	438	459	1,303
yoy %	-31.2%	6.0%	27.3%	123.3%	27.0%	173.0%	123.9%	110.0%	131.5%
qoq %	-13.0%	31.2%	11.7%	75.1%		6.4%	7.6%	4.8%	
毛利润	65	82	24	325	496	250	288	301	838
yoy %	-45.0%	-18.3%	-70.6%	342.6%	32.4%	286.1%	249.2%	1133.0%	388.8%
毛利率	43.5%	42.1%	11.2%	84.9%	52.5%	61.5%	65.7%	65.5%	64.3%
销售和管理费用	34	42	48	280	403	191	198	200	589
yoy %	10.8%	-1.7%	43.4%	483.3%	161.2%	465.1%	374.7%	315.6%	376.3%
费用率 %	22.6%	21.3%	22.1%	73.2%		46.9%	45.2%	43.7%	45.2%
研发费用	24	25	27	33	110	32	32	25	88
yoy %	9.1%	7.9%	16.5%	13.7%	11.9%	29.5%	24.2%	-10.1%	13.7%
费用率 %	16.4%	13.0%	12.5%	8.7%		7.8%	7.2%	5.3%	6.7%
营业利润	1	23	-54	24	-5	25	57	64	145
yoy %	-98.3%	-32.0%	-328.5%	314.6%	-104.3%	2247.8%	145.0%	219.1%	594.4%
qoq %	-81.8%	2107.3%	-331.4%	144.6%		3.0%	130.3%	12.5%	
营业利润率 %	0.7%	11.9%	-24.6%	6.3%	-0.6%	6.1%	13.0%	13.9%	11.2%
归母净利润	2	26	-46	44	25	34	66	66	166
yoy %	-97.4%	-29.6%	-305.8%	250.5%	-81.0%	1981.8%	156.9%	245.5%	1002.4%
qoq %	-86.9%	1457.1%	-278.5%	196.0%		-22.0%	92.2%	1.1%	
净利润 %	1.1%	13.0%	-20.8%	11.4%	2.7%	8.4%	15.0%	14.4%	12.7%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

富春股份：《仙境传说RO》IP游戏持续贡献收入

- **业绩：**23Q1-Q3归母净利润 0.66亿元，处于老游戏流水下滑和新游戏上线交接期。
- **核心游戏：**《仙境传说 RO:新世代的诞生》(韩国，东南亚版本)。
- **储备游戏：**《仙境传说 RO:新世代的诞生》(欧美，大陆地区版本、大陆地区已获得版号)。
- **特色：**仙境传说IP，古剑奇谭IP，VR游戏研发(成功作品《噩梦猎手》)，参股留白影视等公司(有短剧互动游戏《神都不良探》)。旗下公司上海骏梦的精品游戏研发实力强劲，目前已经成功搭建了本地化AI应用工具，将其运用于美术、程序开发和测试等方面，持续推动研发效率提升，并不断探索AI互动等新游戏玩法。

图表95：富春股份摘要

富春股份(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	79	83	111	130	403	79	102	64	245
yoy %	-13.9%	-20.9%	-45.7%	-21.1%	-28.8%	0.1%	22.8%	-42.3%	-10.3%
qoq %	-51.9%	4.9%	34.4%	16.4%	-39.0%	28.7%	-36.9%		
毛利润	43	47	45	56	190	41	40	24	105
yoy %	-17.0%	-14.0%	-64.6%	-32.9%	-39.7%	-3.5%	-14.1%	-46.5%	-21.5%
毛利率	54.1%	56.4%	40.1%	43.1%	47.2%	52.1%	39.5%	37.2%	43.0%
销售和管理费用	13	11	15	16	55	12	15	14	42
yoy %	-2.3%	-28.3%	-32.1%	-18.4%	-21.8%	-5.2%	31.9%	-1.4%	7.1%
费用率 %	16.4%	13.7%	13.0%	12.4%	15.5%	14.7%	22.3%	17.0%	
研发费用	17	20	20	15	72	21	22	20	62
yoy %	-27.5%	6.1%	2.5%	-33.2%	-14.7%	23.4%	12.4%	-3.9%	9.8%
费用率 %	21.3%	23.7%	18.4%	11.9%	26.3%	21.6%	30.6%	25.5%	
营业利润	13	10	5	14	43	7	11	-12	6
yoy %	-5.8%	-5.0%	-90.9%	-55.5%	-62.9%	-47.7%	7.7%	-321.0%	-79.0%
qoq %	-58.5%	-20.4%	-47.9%	159.0%	-51.3%	64.0%	-206.8%		
营业利润率 %	16.5%	12.5%	4.8%	10.8%	10.6%	8.6%	11.0%	-18.6%	2.5%
归母净利润	12	8	4	16	41	8	9	-11	6
yoy %	8.8%	20.4%	-91.0%	16.4%	-46.0%	-30.8%	4.7%	-380.3%	-74.7%
qoq %	-12.1%	-32.4%	-52.8%	315.6%	-47.8%	2.2%	-226.4%		
净利润 %	15.5%	10.0%	3.5%	12.5%	10.1%	10.7%	8.5%	-17.0%	2.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

掌趣科技：积极拓展AI游戏引擎，均衡布局研发与发行

- **业绩：**23Q1-Q3归母净利润1.75亿元(yoy 20.2%)。
- **核心游戏：**MU Origin 3(全民奇迹)、一拳超人、拳皇98手游。
- **储备游戏：**《代号M》(SLG题材,出海游戏)目前仍在调测中。《代号H》和《代号S》处于研发中。同时,有若干款小程序游戏处于研发中。
- **特色：**具备自研自发实力,国内与国外的收入占比非常均衡。
- **AI+游戏引擎：**AI+游戏引擎稀缺标的。与北京蓝亚盒子科技(Layabox)达成战略合作协议。蓝亚盒子旗下AI游戏引擎LayaAir是一款重要游戏开发工具,可以较好的赋能AI+UGC,小程序游戏,3D Web等热门前沿游戏品类;同时,公司也与悠米合作AI游戏创作平台编辑器,推动AI+UGC的技术进步。

图表96：掌趣科技财务摘要

掌趣科技(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	329	319	298	266	1,213	246	213	246	705
yoy %	-6.9%	-31.5%	-17.2%	-9.0%	-17.6%	-25.3%	-33.4%	-17.5%	-25.6%
qoq %	12.5%	-3.0%	-6.5%	-10.8%		-7.7%	-13.5%	15.9%	
毛利润	261	257	247	192	957	197	167	189	553
yoy %	3.0%	-24.5%	-4.4%	-24.1%	-13.4%	-24.6%	-35.0%	-23.4%	-27.7%
毛利率	79.3%	80.6%	82.7%	72.1%	78.9%	80.0%	78.6%	76.7%	78.4%
销售和管理费用	122	106	126	125	479	86	84	149	320
yoy %	7.2%	-14.7%	63.7%	-29.8%	-2.8%	-29.2%	-20.6%	18.2%	-9.7%
费用率 %	37.1%	33.1%	42.3%	46.9%		35.1%	39.4%	60.6%	45.3%
研发费用	112	98	87	95	393	73	71	72	216
yoy %	4.5%	-24.4%	-31.9%	-50.6%	-29.6%	-35.1%	-27.4%	-17.3%	-27.3%
费用率 %	34.2%	30.7%	29.2%	35.8%		29.7%	33.5%	29.2%	30.7%
营业利润	37	63	63	-55	109	91	86	12	188
yoy %	-56.3%	-42.8%	10.6%	96.2%	109.1%	141.9%	36.0%	-81.7%	14.8%
qoq %	102.6%	68.7%	0.1%	-187.0%		264.7%	-5.2%	-86.5%	
营业利润率 %	11.4%	19.8%	21.2%	-20.7%	9.0%	36.9%	40.5%	4.7%	26.7%
归母净利润	32	56	59	-50	96	79	76	20	175
yoy %	-61.7%	-46.6%	1.5%	96.7%	107.7%	149.7%	36.4%	-65.2%	20.2%
qoq %	102.1%	75.6%	5.4%	-184.9%		258.9%	-4.1%	-73.1%	
净利润 %	9.6%	17.4%	19.7%	-18.7%	7.9%	32.2%	35.7%	8.3%	24.9%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

汤姆猫：老牌休闲游戏公司，AI玩法融入海外游戏产品

- 23Q1-Q3归母净利润2.0亿元(yoy -49.9%)。
- **核心游戏：**《会说话的汤姆猫》、《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》、《汤姆猫跑酷》、《我的汤姆猫 2》、《汤姆猫英雄跑酷》、《汤姆猫总动员》、《我的安吉拉 2》，依靠游戏的内置激励广告获得收入。
- **储备游戏：**公司储备了《汤姆猫图画册》、《金杰猫的游乐场》、《汤姆猫闯乐园》、《我的汉克狗：海岛》、《Sonic Dash: Endless Running》、和《Sonic Dash 2: SonicBoom》等。
- **特色：**有3款重要AI产品，和1款AI智能硬件。这3款AI重要产品包括：（1）与西湖心辰合作的多模态AI汤姆猫，实现了拍照识物，英文口语启蒙，科普教育等功能。（2）出海的AI手游《Talking Ben AI》已经进行了海外测试；（3）汤姆猫AI讲故事已于近期开启线下首轮测试。AI智能硬件包括，不断持续迭代升级的“智能语音机器人”- GameBud Talking Tom。

图表97：汤姆猫财务摘要

汤姆猫(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	464	388	407	374	1,633	341	347	340	1,028
yoy %	-6.2%	-8.1%	-16.1%	-30.7%	-15.9%	-26.5%	-10.6%	-16.5%	-18.4%
qoq %	-13.9%	-16.4%	4.8%	-8.2%		-8.6%	1.6%	-2.1%	
毛利润	433	369	387	325	1,515	312	315	315	941
yoy %	5.5%	2.0%	1.4%	-53.2%	-18.1%	-28.0%	-14.8%	-18.7%	-20.9%
毛利率	93.3%	95.1%	95.2%	87.1%	92.8%	91.3%	90.7%	92.7%	91.6%
销售和管理费用	209	194	206	176	785	155	167	174	496
yoy %	94.5%	108.3%	70.5%	-66.8%	-8.0%	-25.8%	-13.6%	-15.4%	-18.4%
费用率 %	45.0%	49.9%	50.6%	47.2%		45.4%	48.3%	51.2%	48.3%
研发费用	22	53	43	65	183	30	30	61	122
yoy %	-15.1%	39.5%	5.0%	338.9%	53.4%	37.3%	-42.9%	43.6%	3.3%
费用率 %	4.7%	13.7%	10.5%	17.5%		8.7%	8.8%	18.1%	11.8%
营业利润	191	116	117	41	465	106	92	55	253
yoy %	-18.6%	-40.8%	-39.8%	-69.3%	-38.6%	-44.5%	-21.0%	-52.7%	-40.3%
qoq %	44.8%	-39.1%	0.5%	-65.3%		161.8%	-13.4%	-39.8%	
营业利润率 %	41.1%	30.0%	28.7%	10.9%	28.5%	31.1%	26.5%	16.3%	24.7%
归母净利润	183	108	109	40	440	102	85	14	200
yoy %	-20.0%	-41.1%	-41.8%	-63.3%	-37.9%	-44.0%	-22.0%	-87.5%	-49.9%
qoq %	69.3%	-40.6%	0.9%	-63.8%		158.2%	-17.3%	-83.9%	
净利润 %	39.3%	27.9%	26.9%	10.6%	26.9%	29.9%	24.4%	4.0%	19.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

冰川网络：精准买量实力雄厚，《超能世界》全年成绩优异

- 23Q1-Q3归母净利润2.17亿元(yoy 115.6%)。
- 核心游戏：《超能世界》、《X-Hero》(自研RPG放置卡牌)、《Hero Clash》(《超能世界》海外版)等放置卡牌游戏；远征IP系列，包括《远征手游》，《远征2手游》，MMO国战手游。
- 产品储备：《天境传说》(卡牌)、《暮光幻想》(卡牌)、《代号Q》(MMOARPG)。
- 特色：游戏买量实力强劲；游戏产品调性适合小程序端，《超能世界》已经上线小程序游戏。

图表98：冰川网络财务摘要

冰川网络(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	479	341	432	794	2,046	690	704	720	2,114
yoy %	326.9%	220.8%	334.9%	320.6%	303.9%	43.9%	106.6%	66.7%	68.8%
qoq %	153.7%	-28.9%	26.7%	84.0%		-13.2%	2.1%	2.2%	
毛利润	460	321	407	736	1,924	655	667	683	2,006
yoy %	356.3%	235.8%	352.6%	325.0%	318.7%	42.4%	107.7%	67.9%	68.8%
毛利率	96.0%	94.3%	94.2%	92.6%	94.0%	95.0%	94.8%	94.9%	94.9%
销售和管理费用	167	143	570	569	1,449	343	631	515	1,489
yoy %	90.8%	157.6%	1091.5%	181.5%	268.6%	105.1%	341.8%	-9.7%	69.2%
费用率 %	34.9%	41.9%	132.0%	71.6%		49.8%	89.6%	71.5%	70.4%
研发费用	48	127	55	150	380	118	128	128	374
yoy %	35.3%	205.1%	15.3%	126.8%	98.9%	143.7%	1.2%	133.3%	62.6%
费用率 %	10.1%	37.3%	12.7%	18.9%		17.1%	18.2%	17.8%	17.7%
营业利润	240	81	-209	29	140	207	-58	51	199
yoy %	1456.8%	281.1%	-12769.7%	145.6%	341.7%	-13.7%	-172.4%	124.2%	79.2%
qoq %	480.4%	-66.4%	-359.6%	113.8%		619.2%	-128.2%	186.8%	
营业利润率 %	50.0%	23.6%	-48.4%	3.6%	6.8%	30.0%	-8.3%	7.0%	9.4%
归母净利润	217	83	-199	28	129	191	-29	55	217
yoy %	1632.3%	295.7%	-458935.7%	140.4%	304.3%	-12.0%	-135.0%	127.4%	115.6%
qoq %	411.1%	-62.0%	-341.1%	114.2%		578.3%	-115.1%	289.0%	
净利润 %	45.3%	24.3%	-46.1%	3.5%	6.3%	27.7%	-4.1%	7.6%	10.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

中手游：期待《仙剑世界》为公司24年利润带来增量

- 23年上半年公司发布多款新游戏，如《新仙剑奇侠传之挥剑问情》（23年6月）、《镇魂街：天生为王》、《我的御剑日记》（23年5月）、《吞噬星空：黎明》（23年4月）、《奥特曼：集结》（23年1月）等。
- 储备游戏包括：《仙剑世界》，该款游戏采用国民游戏仙剑奇侠传的IP，结合AI+NPC玩法，开放大世界场景，给人全新的武侠MMORPG体验，有希望于2024年上线。

图表99：中手游财务摘要

	2022	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业总收入	2,714	3,627	6,001	7,364
%yoy	-31.4%	33.6%	65.5%	22.7%
1) 游戏发行	2,114	2,851	4,563	5,613
%yoy	-25.0%	34.8%	60.1%	23.0%
占收入比例	77.9%	78.6%	76.0%	76.2%
2) 游戏开发	453	629	1,251	1,487
%yoy	-50.0%	39.1%	98.8%	18.8%
占收入比例	16.7%	17.4%	20.9%	20.2%
3) IP授权	147	146	186	264
%yoy	-36.6%	-0.5%	27.1%	42.1%
占收入比例	5.4%	4.0%	3.1%	3.6%
营业成本	-1,602	-2,170	-3,459	-4,430
%yoy	35.5%	-35.5%	-59.4%	-28.1%
毛利	1,112	1,456	2,542	2,934
%yoy	-24.6%	31.0%	74.5%	15.4%
毛利率	41.0%	40.2%	42.4%	39.8%
归母净利润	-196	402	788	929
%yoy			93.5%	21.4%
占收入比例	-7.2%	11.1%	13.1%	12.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

中手游：期待《仙剑世界》为公司24年利润带来增量

《仙剑世界》于23年12月15日展开了问剑测试

- 在场景完成度（杭州城），人物模型优化（李逍遥等）做了持续提升。
- 新增加场景桃花甸，增加了全新的剧情关卡，并增加了新的人物角色云瑞草。
- 同时作为《仙剑世界》的核心特色之一，御剑飞行玩法持续深度优化，带给玩家无拘无束的飞行探索体验。

图表100：仙剑世界“问剑测试”前瞻PV



资料来源：仙剑世界，华安证券研究所

心动公司：Taptap平台优势显著，自研实力不断增强

- 23H1收入17.5亿元（yoy 10%），其中，旗下游戏平台Taptap收入稳健约6亿元，收入同比增长30%；游戏方面，《香肠派对》表现稳健，23Q2上线的新游戏《火炬之光》和《火力苏打》贡献边际流水增量，同时此两款游戏为自研游戏毛利率较高。同时公司人员有所缩减，研发费用持续下降。《铃兰之剑》（23年8月上线港澳台，23年11月上线大陆地区），采用像素风战棋玩法。
- 储备游戏包括：《出发吧麦芬》（海外测试），《心动小镇》（模拟经营，预约中），《伊瑟·重启日》（二次元回合制RPG，预约中）。

图表101：心动公司财务摘要

心动公司	1H21	2H21	2021	1H22	2H22	2022	1H23
营业收入	1,379	1,324	2,703	1,594	1,837	3,431	1,753
yoy %	-4.3%	-5.9%	-5.1%	15.6%	38.7%	26.9%	10.0%
环比 %	-2.0%	-3.9%		20.4%	15.2%		-4.6%
毛利润	677	550	1,226	783	1,052	1,835	1,037
yoy %	-18.1%	-22.2%	-20.0%	15.7%	91.5%	49.7%	32.5%
毛利率	49.1%	41.5%	45.4%	49.1%	57.3%	53.5%	59.2%
销售和管理费用	-456	-559	-1,015	-508	-648	-1,157	-432
yoy %	-26.8%	-23.2%	-24.8%	-11.4%	-15.9%	-13.9%	15.0%
费用率 %	-33.1%	-42.2%		-31.9%	-35.3%		-24.7%
研发费用	-576	-666	-1,242	-656	-627	-1,284	-528
yoy %	-164.0%	-51.6%	-88.9%	-14.0%	5.8%	-3.4%	19.6%
费用率 %	-41.8%	-50.3%		-41.2%	-34.2%		-30.1%
营业利润	-337	-619	-956	-406	-161	-568	123
yoy %	-223.3%	-233.4%	-1189.7%	-20.6%	73.9%	40.6%	130.2%
环比 %	-81.6%	-83.6%		34.3%	60.3%		176.0%
营业利润率 %	-24.4%	-46.7%	-35.3%	-25.5%	-8.8%	-16.6%	7.0%
归母净利润	-325	-539	-864	-386	-167	-554	90
yoy %	-257.4%	-172.9%	-9550.9%	-18.7%	68.9%	35.9%	123.4%
环比 %	-64.7%	-65.7%		28.3%	56.6%		153.9%
净利润 %	-23.6%	-40.7%	-32.0%	-24.2%	-9.1%	-16.1%	5.1%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模渗透率双增长，用户粘性趋于稳定
- 2 AIGC：开源模型种类不断丰富，性能参数屡创新高，场景多元化覆盖
- 3 游戏：政策监管规范化，精品国产游戏持续出海，关注AI赋能及新渠道价值
- 4 长中短视频、网文、出版：短剧上游网文IP价值重估，短视频流量红利推动矩阵式电商直播
- 5 出版：转型拥抱AI+教育，积极探索多服务场景
- 6 影视院线：AI赋能IP价值有望重构，影视内容制作有望落地
- 7 广告：广告大盘随宏观经济回暖，AI赋能广告短片全链路制作
- 8 互联网：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

长短视频板块投资建议

• 2023年复盘：

- 1) **短视频**：短视频仍具备流量红利，总流量在高基数上仍保持增长；短视频广告效率较高，高于行业增速；平台致力于提升履约能力及商家服务闭环以提升用户体验，抖快积极推进货架电商及本地生活布局；小程序短剧凭借浓缩剧情、高频爽点及较强的社交属性风靡短视频平台。
- 2) **直播电商**：得益于更强的品牌方掌控力和更低的成本，店播占比不断提升；矩阵式直播间逐渐兴起，以承载更多品类的销售；科技赋能直播电商，虚拟主播、数字影棚等应运而生。
- 3) **中长视频**：提质减量为行业主题，平台对细分垂类内容进行深挖，注重题材的精细化运营。

• 2024年展望：

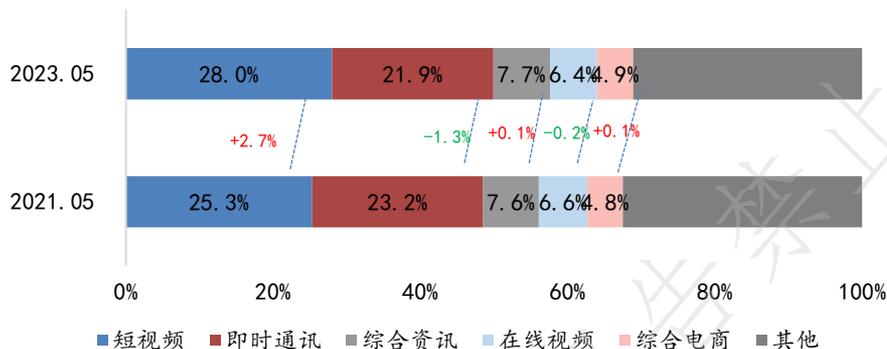
本地生活、货架电商、小程序短剧和小程序游戏等逐渐兴起下，短视频平台有望承载更多内容和功能，实现用户全方位需求，从而承接更多流量。

• 建议关注：

直播电商业务保持高速发展、内循环广告业务有望受益于直播电商高增速的短视频龙头快手-W；多渠道布局、积极拓展文旅业务的东方甄选；24年剧集储备丰富、具备IPTV和OTT双牌照的长视频龙头芒果超媒；进入盈利能力改善周期的爱奇艺；流量稳健增长的哔哩哔哩-W。

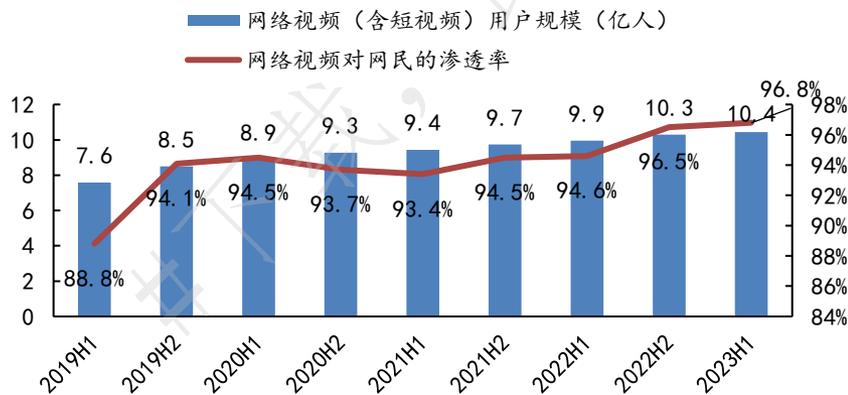
在线视频：在线视频（包括长视频、短视频）对网民的渗透率高达96.8%

图表102：中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比



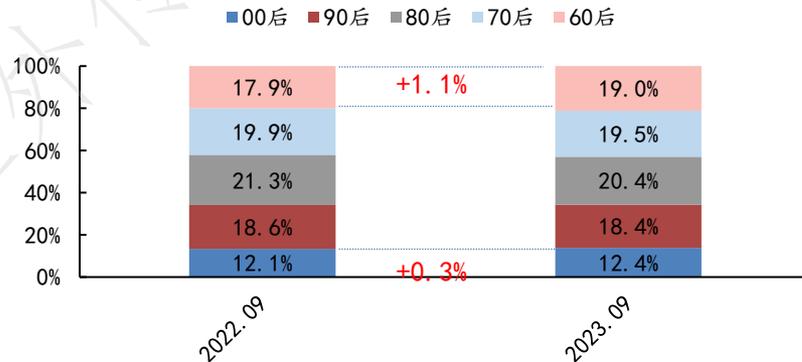
资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表104：网络视频（含短视频）用户规模及网民渗透率



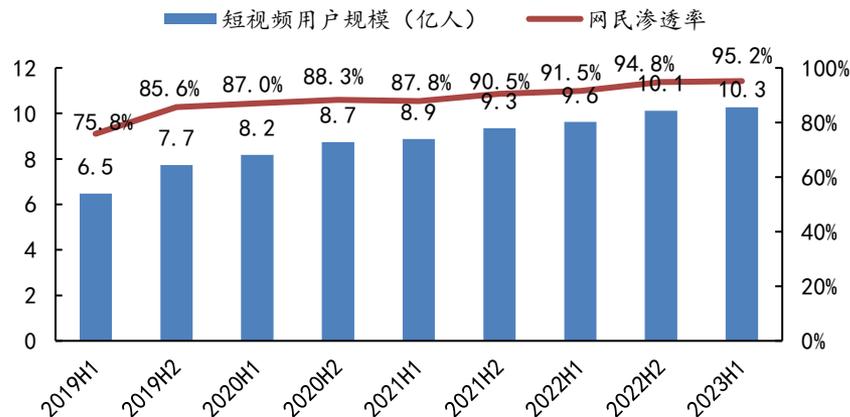
资料来源：CNNIC，华安证券研究所

图表103：中国移动互联网用户年龄代际分布



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

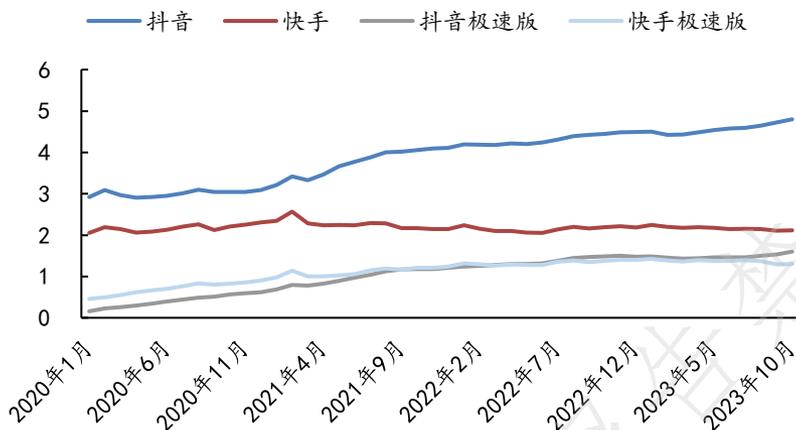
图表105：短视频用户规模及网民渗透率



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

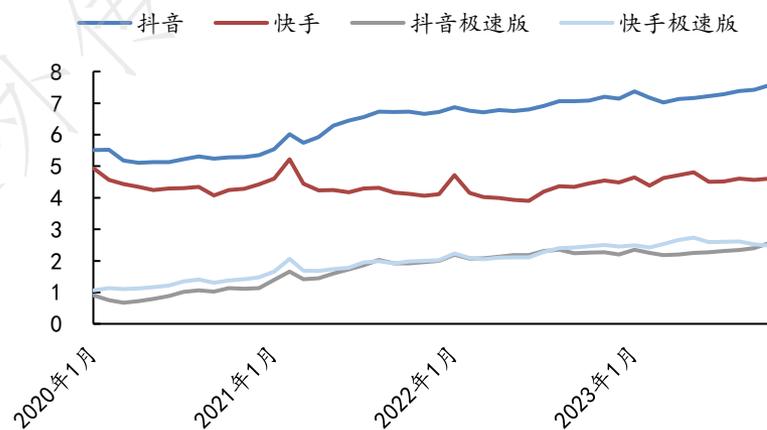
短视频流量情况：抖快格局稳定，用户规模持续走高

图表106: 20年1月-23年11月短视频平台DAU (亿人)



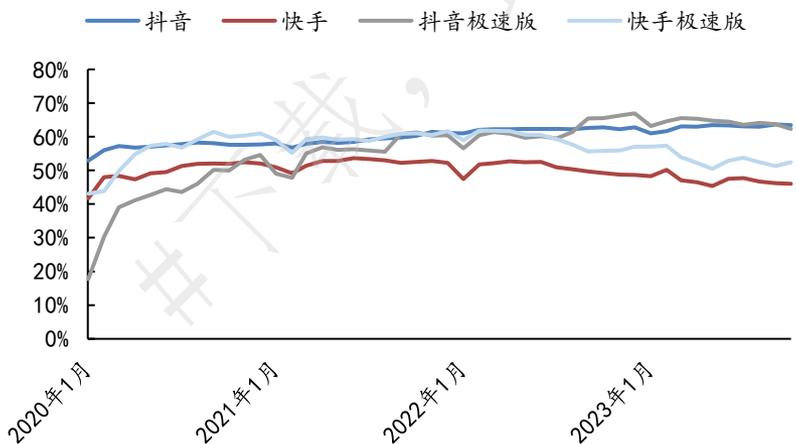
资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

图表107: 20年1月-23年11月短视频平台MAU (亿人)



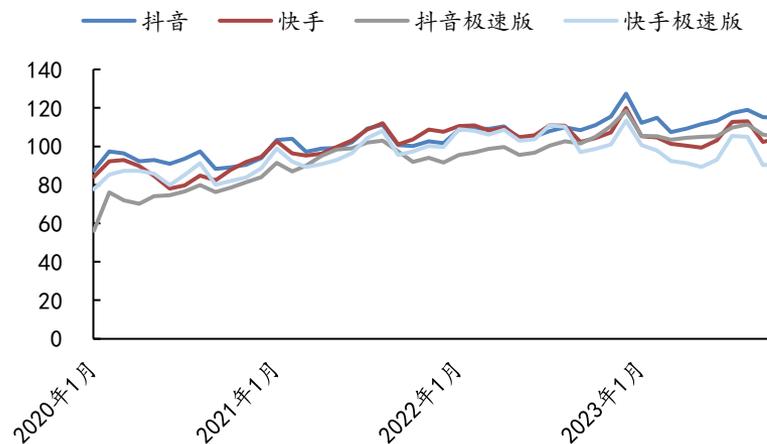
资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

图表108: 21. 01-23. 10短视频平台DAU/MAU



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

图表109: 21. 01-23. 10短视频平台人均单日使用时长 (分/人)

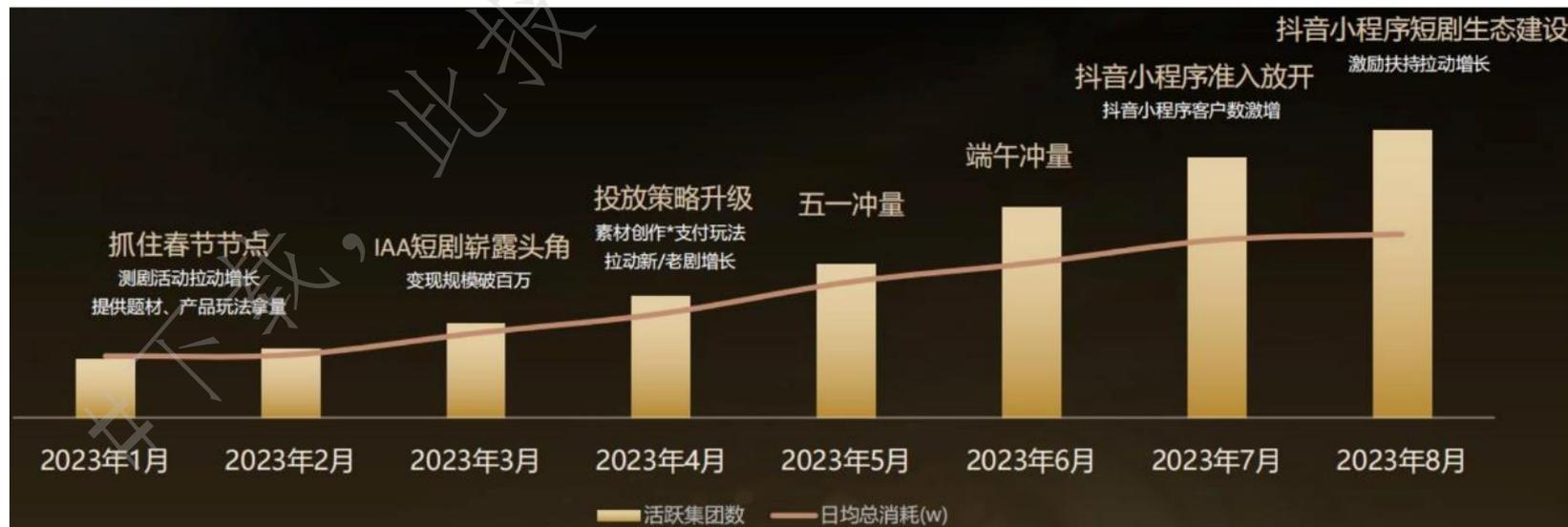


资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

短视频新趋势一：小程序短剧。剧情浓缩及社交属性迎合流量需求

- 定义：**小程序剧是微短剧的一种，不同于传统微短剧的是，小程序短剧单集时长更短（可短达1分钟/集）、集数更多（可长达100集）。小程序短剧的产生迎合了用户日益向“短”的内容观看需求，短小精悍的剧集创作是其自带的属性，在追求“流量至上”的平台媒体运行逻辑下，微短剧呈现浓缩化剧情、社交化互动、竖屏化形式等特征：
 - 1) 浓缩化剧情：**在“快手小剧场”中，微短剧平均一集时长不超过3分钟，常采用多线并置的叙事手法突出戏剧矛盾、加快叙事节奏；受制于短视频小屏播放方式，画面布局多以人物为主体，特写镜头较多，演员的情绪得以集中表达；
 - 2) 社交化互动：**在微短剧播放界面，点赞、评论、转发等互动功能得以延续，用户还可以直达微短剧创作者快手账号共同讨论剧情；
 - 3) 竖屏化形式：**竖屏微短剧是网络微短剧领域中崭露头角的短视频新样式，竖屏微短剧的文本特征体现为绝对的主人公聚焦、“快讲”与“快切”相契合的剧情逻辑、环境虚化与语言中心。

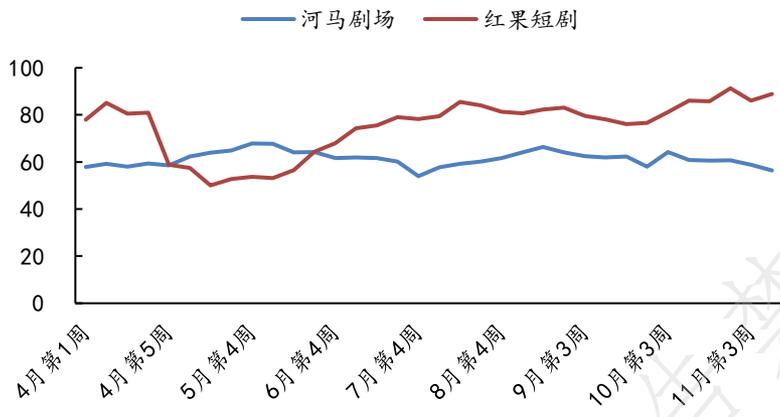
图表110：2023年小程序短剧的买量消耗规模推移（万元）



资料来源：巨量引擎，华安证券研究所

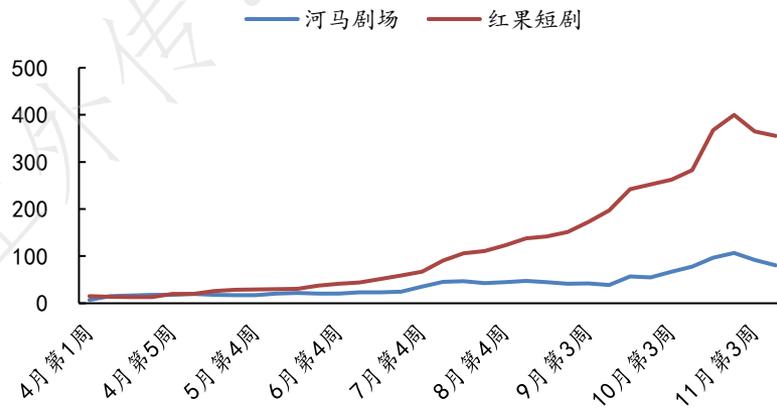
短视频新趋势一：小程序短剧。主流短剧APP 23年7月流量显著增加

图表111：23年4月-23年11月短剧APP单DAU人均使用时长（分钟）



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表112：23年4月-23年11月短剧APP DAU人数（万人）



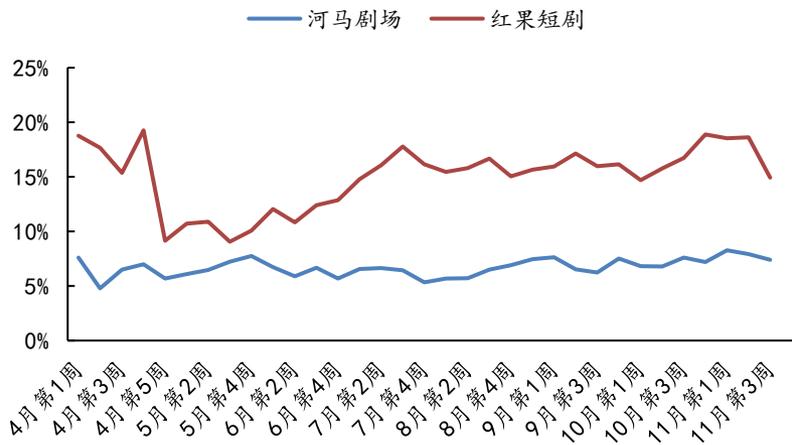
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表113：23年4月-23年11月短剧APP日均下载用户数（万）



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表114：23年4月-23年11月短剧APP新安装用户7日留存率

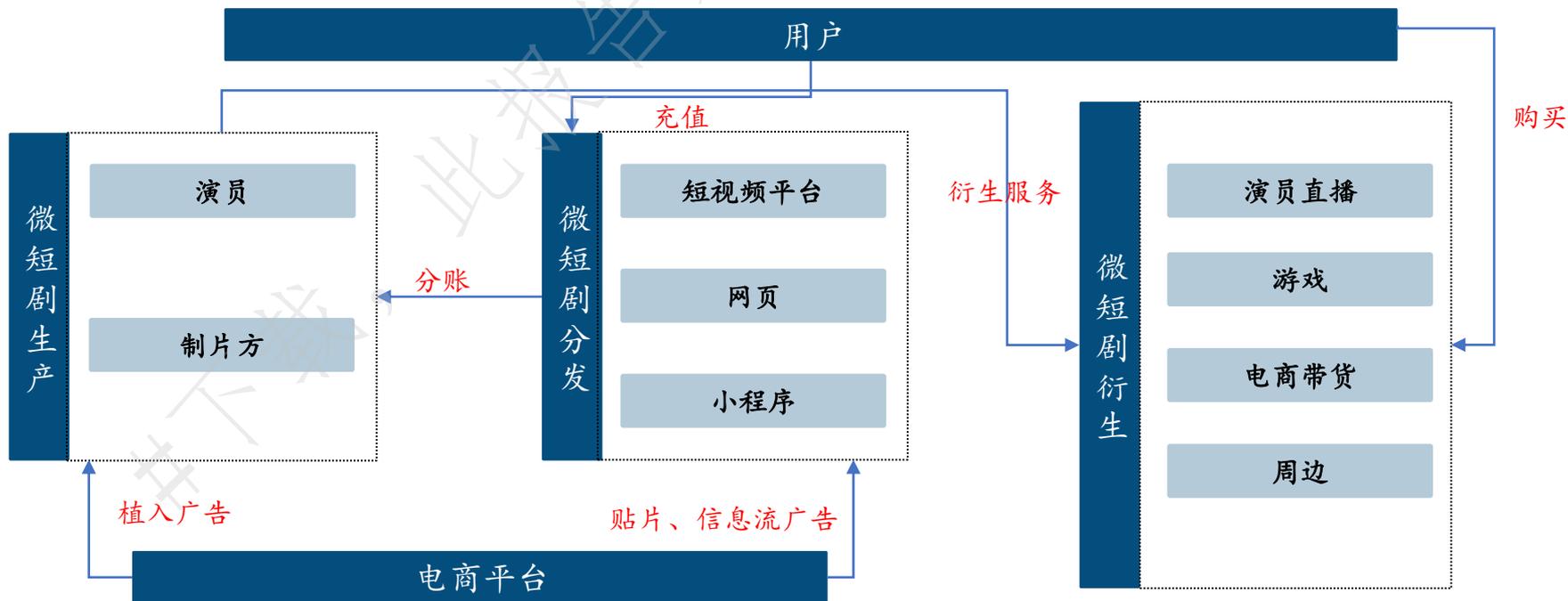


资料来源：Questmobile，华安证券研究所

短视频新趋势一：小程序短剧。商业模式及产业链拆解

- **微短剧产业链：**产业链及涉及的主体包括生产（演员、制作方）、分发（短视频平台、网页和小程序）、衍生（形式包括演员直播、衍生游戏、电商带货等）。
- **微短剧盈利模式：**主要包括用户付费充值、流量分账、平台定制采购、电商带货、广告等；其中，小程序剧的变现以用户付费充值为主，传统微短剧的变现以流量分账和平台定制为主。
- **微短剧观众观看频次高，整体粘性高：**根据艾媒咨询调研数据，36.19%的微短剧观众基本每天都观剧，38.15%的网民有每周观看网络微短剧的习惯。
- **AIGC在或将加速微短剧制作：**微短剧市场以量取胜，成本控制为行业的刚需。AIGC经过特定训练就可为编剧和导演提供大量不同题材的创意资源，帮助微短剧生产平台降本增效。

图表115：微短剧盈利模式



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所整理

短视频新趋势一：小程序短剧。平台审核叠加政策监管有望解决内容低质问题

• 问题：

1) **供给门槛较低**：微短剧创作门槛相对较低，在生产过程中难免出现剧情“低幼”“俗套”“狗血”、服化道粗糙失真、布光运镜缺少质感等问题；

2) **需求倒逼低质量**：“流量为王”的市场趋势下难以进行深度内容信息的传递，小程序短剧短剧试图利用密集的“高爽感”博人眼球、试探尺度底线，以换取流量和经济效益。

• 对策：

1) **平台侧**：11月16日，抖音发布打击违规微短剧公告，将对违规短剧进行严厉打击；11月20日晚，抖音巨量广告发布公告，对短剧投流资质和收紧分销和代投进行规定，23日起不接受新增短剧代投；11月底，快手表示将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，有望加强平台自有微短剧的审核和运营；11月底，抖音巨量广告最新公告表示，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；

2) **政策侧**：广电总局出手治理，引导市场健康运行。2023年3月以来，广电总局陆续开展“小程序”类网络微短剧专项整治工作，并开展平台督导行动；2023年11月中旬，广电总局再出文整改1个月小程序剧；11月27日，广电总局召开《网络微短剧创作生产与内容审核细则》（征求意见稿）座谈会。

图表116：11月20日晚间抖音巨量广告发布最新公告，对短剧投流资质和收紧分销和代投进行规定

The screenshot shows the 'Industry Qualifications' (行业资质) section of the announcement. It lists three required licenses for advertisers: Value-added Telecommunications Business License, Information Network Propagation and Broadcast Program License, and Broadcast Program Production License. The first license is highlighted with a red box. To the right, the 'Commitment Letter' (承诺函) section requires a short drama copyright statement and commercial promotion commitment. Two notes at the bottom provide additional conditions for advertisers without the Information Network License and for those promoting short dramas with significant influence.

行业资质	承诺函
广告主 增值电信业务经营许可证	短剧版权说明与商业推广承诺
广告主 信息网络传播视听节目许可证	
广告主 广播电视节目制作经营许可证	

【注】若无《信息网络传播视听节目许可证》，可提供《网络文化经营许可证》

【注】若广告主推广的短剧属于具有一定影响力或知名度等重点短剧的，需额外提供对应短剧的版权证明

资料来源：巨量引擎，华安证券研究所整理

短视频新趋势二：出海。多国政策监管承压，TikTok积极探索海外商业化

- 变现侧：The Information数据显示，字节23Q2收入达290亿美元，同比增长约40%，其中，字节海外市场营收占比约20%，截至2023年6月，TikTok月活用户已达11亿；23H1字节总营收达540亿美元（约人民币3858亿元），超过腾讯的414亿美元。
- 政策侧：23年以来，TikTok在许多国家遇到了来自监管、经营层面施加的压力。
- 竞争侧：Meta、Google等巨头开发的短视频“平替”产品也在加速上线。7月，Meta旗下的短视频产品Reels在Facebook和Instagram上的单日播放量已超过2000亿次，Reels年化广告收入超100亿美元；Google在7月的半年报中表示，旗下短视频产品YouTube Shorts产品的月活用户，已从一年前的15亿增长到了20亿以上。

图表117: Tiktok发展历程

2018	2019	2020	2021	2022	2023
<ul style="list-style-type: none"> • Tiktok登顶AppStore全球18Q1下载量榜首 • 4月抖音系海外产品（Tiktok和Musical.ly）月活过亿 • 12月全球MAU达2.71亿+ 	<ul style="list-style-type: none"> • 开启广告商业化及站内闭环电商业 • 12月全球MAU达5.07亿 • 2019年TikTok全球下载量7.4亿次，仅次于WhatsApp，排名全球第二 	<ul style="list-style-type: none"> • 7月全球MAU达6.89亿 • 2020年TikTok在年度下载榜单排全球第一位 	<ul style="list-style-type: none"> • 2月英国小店上线 • 4月印尼小店上线 • 9月全球MAU破10亿，是目前为止月活破十亿最快的软件 • TikTok电商2021年GMV约60亿元，其中70%+来自印度尼西亚，剩余不到30%来自英国 	<ul style="list-style-type: none"> • 4月东南亚四国（泰国、越南、菲律宾、马来西亚）小店上线 • 6月新加坡小店上线 • 6月MAU达10.3亿（yoy+3.7%），DAU达6.9亿（yoy+10.3%） • 11月美国小店上线 • 12月引入跨境服务市场 	<ul style="list-style-type: none"> • 2月在东南亚地区全面上线商城功能；欧洲月活跃用户数量突破1.5亿 • 4月美国本土店允许商家在官网上自主注册 • 5月推出“全托管模式” • 6月在东南亚市场启动6.6大促销活动；在东南亚月活用户达3.25亿 • 全年在英国、菲律宾、马来西亚、新加坡、泰国和越南等六个国家推出Big Saving Day促销活动

资料来源：字节跳动，36Kr，界面新闻，Sensortower，华安证券研究所

图表118: 2023年TikTok在海外各个国家或地区的政策风险

国家或地区	事件
美国	2月，美国政府正式发布禁令，要求于30天内确保在联邦设备和系统上禁用TikTok。 3月，拜登政府威胁字节出售TikTok在美业务，美众议院能源和商务委员会召开听证会质询，TikTok CEO周受资出席
欧洲	1月，TikTok因违反有关广告cookie链接的相关规定被法国数据隐私监管机构（CNIL）罚款500万欧元。TikTok回应称罚款是针对以前的行为，去年公司已就此做出改正。 3月，欧盟、英、法等国政府相继以“国家安全”为由禁止在官方设备使用TikTok
加拿大	2月，加拿大以维护政府信息安全为由禁止在政府部门使用TikTok，称其对隐私和安全构成了“不可接受”的风险。从2月28日起需从政府移动设备上删除
阿富汗	3月，塔利班以“保护年轻人不被误导”为由禁止TikTok和PUBG游戏
新西兰	3月，新西兰称根据政府网络安全专家的建议，禁止在议会设备上使用TikTok
越南	限时整改，整顿直播带货行业，确保其合法合规运营
印尼	禁止直播电商+禁止跨境电商售卖低于100美元商品

资料来源：环球时报，BBC，观察者网，凤凰网等，华安证券研究所

快手-W：电商驱动收入超预期，盈利能力持续提升

23Q3快手实现营收279.48亿元（YoY +20.8%），公司经调整归母净利润达31.73亿元（YoY +572.2%）；其中，23Q3国内收入为272.96亿元（YoY +19.0%），国外收入为6.52亿元（YoY +245.0%）；23Q3国内经营利润同比提升11.6%至31.55亿元，国外经营亏损同比收窄62.4%至6.35亿元。

• 流量方面：DAU、MAU再创新高，优质原生内容提升用户留存。

1) 23Q3公司MAU达6.85亿，同比增加9.4%，DAU达3.87亿人，同比增加6.4%，MAU、DAU均创历史新高；

2) 23Q3公司上线快手AI对话搜索功能，是中国短视频行业首个落地的大语言模型智能问答产品。

• 线上营销服务（广告）：线上营销受内循环广告拉动，AI产品上线助力降本增效。

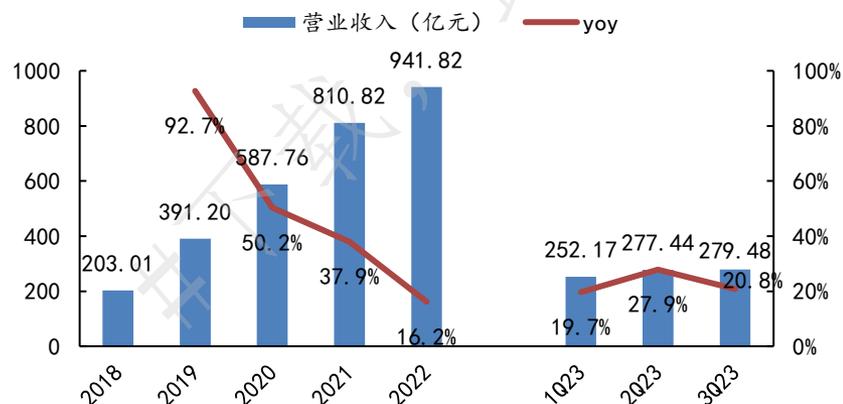
1) 内循环：得益于电商业务的持续扩张，内循环广告收入强劲增长；

2) 外循环：传媒资讯、教育培训等行业的效果类广告持续复苏，23Q3原生广告消耗环比提升超30%。

• 直播（直播打赏）：区域公会运营体系成功搭建，推动优质内容持续供给。23Q3直播收入达97.19亿（YOY +8.6%），其中ARPPU同比实现两位数增长。

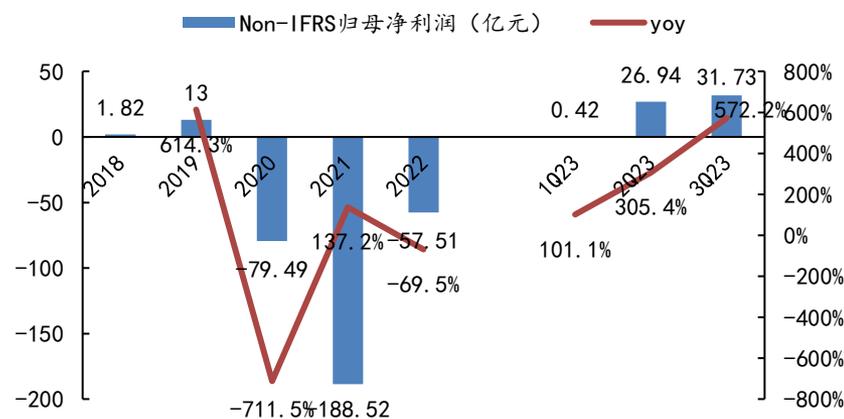
• 其他服务（包括电商）：Q3电商GMV同比增长30%，品牌商品占比提升。

图表119：2018-23Q3快手-W营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

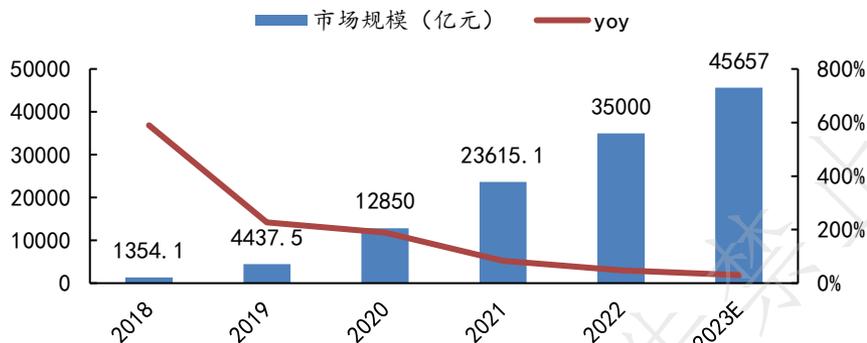
图表120：2018-23Q3快手-W Non-IFRS归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

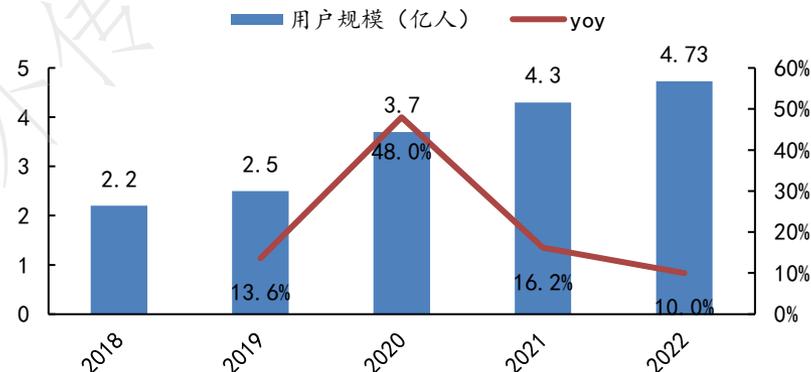
直播电商：直播电商行业整体向好，23年直播电商规模有望超4万亿

图表121: 2018-2023E直播电商行业规模及增速



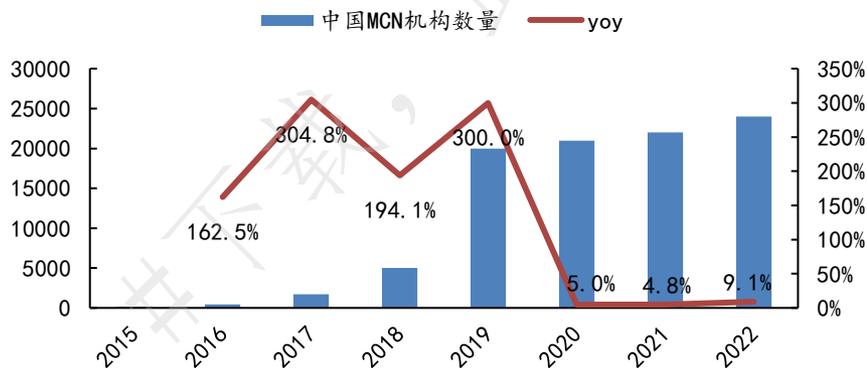
资料来源：网经社，华安证券研究所

图表122: 2018-2022直播电商用户规模及增长率



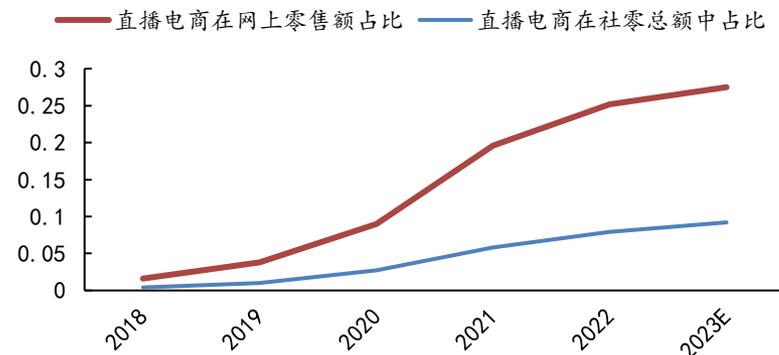
资料来源：网经社，华安证券研究所

图表123: 2015-2025E中国MCN行业规模及增速



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表124: 直播电商在社零与网购中的渗透率



资料来源：网经社，华安证券研究所

直播电商新趋势一：AIGC提质增效初显，或将开发新营销模式

多家直播电商企业将AIGC技术嫁接在已有能力上，现阶段已经有成熟度较高的提质增效的能力，主要包括虚拟主播生成，广告撰写、视频制作，3D商品展示图，AI换衣等。

- **抖音：**AI实景直播基于真实场景直播，提高直播在线市场的，官方推流，避免了录制播放所导致的官方限制和封号。
- **阿里巴巴：**通过阿里妈妈创意生态“AI直播间”和阿里妈妈万相台无界版“短直联动”两大能力，可以打造AI主播、创作AI智能脚本、搭建AI直播场景，让商家实现直播间的“24小时不停播”。
- **快手：**快手AI为直播电商商家提供了多种工具，包括：
 - 1) AI特效：包括人脸识别、人体分割、虚拟换装、虚拟试妆、虚拟试戴等功能；
 - 2) AI美颜：根据不同的场景、光线、角度，进行智能的美颜优化，让用户在直播间中展现最佳的状态；
 - 3) AI剪辑：根据视频内容，自动识别出视频的关键帧、关键词、关键音乐，进行智能的视频剪辑，生成精彩的视频。
- **京东：**云多模态数字人基于言犀数字人大模型，可通过少量素材，以对话交互模式，实现形象、音色、背景视觉、知识库到短视频等全链路内容自动生成，言犀数字人目前已服务超过4000个品牌，带动超过10亿元GMV。

图表125：快手直播间推出首个官方电商虚拟主播



资料来源：快手官网，华安证券研究所

图表126：京东云多模态数字人

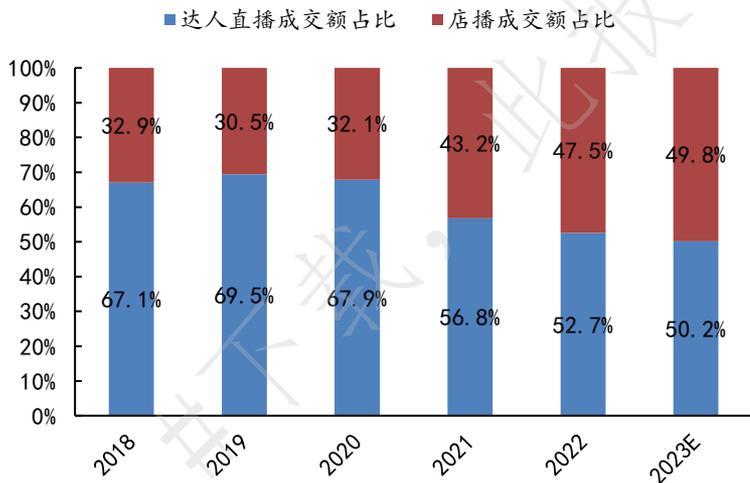


资料来源：京东官网，华安证券研究所

直播电商新趋势二：更强的品牌方掌控力和更低的成本，店播占比不断提升

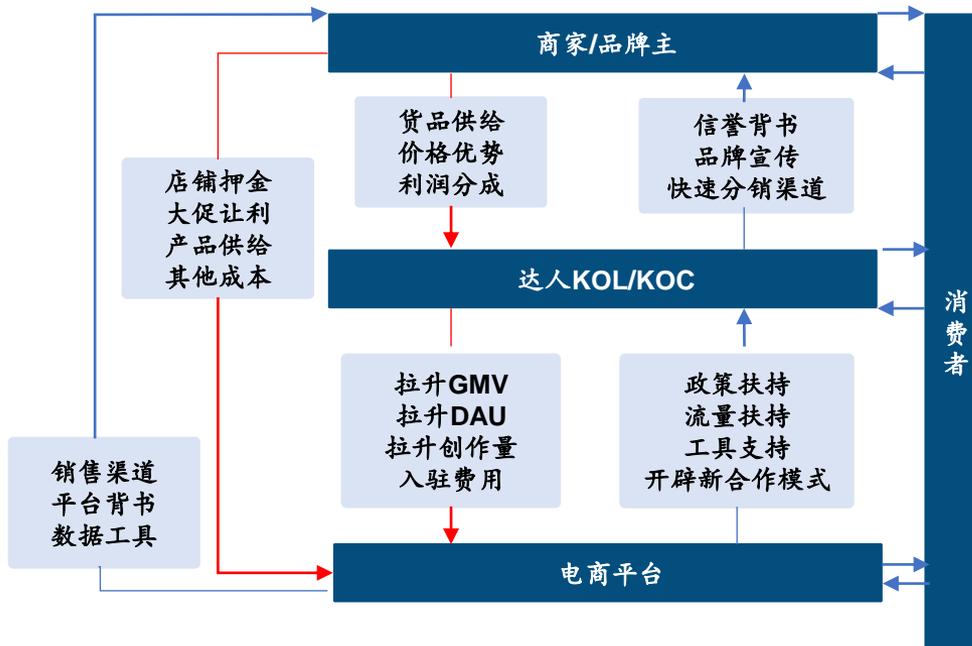
- **背景：**直播电商早期，头部达人凭借平台扶持和专业的直播能力，品牌方与达人合作意愿强，依赖后者议价能力，快速获利；随着电商行业发展，品牌方面临来自合作方（达人坑位费+抽佣；流量价格提升）和需求方（消费者更看重性价比）的双方压力，利润空间持续受到挤压。
- **定义对比：**店播（商家自播）指的是商家面向受众，用自有账号对自有产品进行直播带货；达人直播指的是商家请拥有专业知识、人设与一定粉丝群的第三方达人，在其直播间挂链接，与其他产品一起售卖。
- **特征对比：**相比于达人播，店播形态下，品牌方掌控力更强，由于无需支付坑位费或佣金费成本更低，且直播时间长、排期时间短，并可以实现店铺常态化直播，不过缺少达人的IP流量聚集效应。
- **发展现状：**艾瑞咨询数据显示，22年店播成交额占比达47.5%，23年该比例有望持续提升至49.8%。

图表127：2018-2023年中国企业自播与达人播市场占比



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表128：直播电商主体关系图谱



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

直播电商新趋势三：货架电商成新争夺点，内容场和货架场双轮驱动新增量

抖音、快手等直播电商平台纷纷布局货架电商，加强基础设施建设。内容场负责触达用户，建立“货找人”的有效链接，发挥信息分发平台的强项；货架场基于用户主动搜索、橱窗陈列的货架建设，反哺内容场，实现人与商品双向路径链接，撬动新增量。

• 抖音：

- 1) 2022年，抖音正式将“兴趣电商”升级为“全域兴趣电商”，平台不断完善搜索、商城等场景的基础设施建设，打通人找货的经营链路，帮助商家实现用户沉淀，提升复购，促进品牌商家在抖音的长效经营；
- 2) 2023年3月推出商品卡免佣金政策，有力推动货架场景销售规模增长。飞瓜数据显示，23H1抖音货架销售规模同比增长55.27%，大盘GMV占比超过15%。

• 快手：

- 1) 持续在泛货架场域中优化用户搜索体验，23Q3有电商意图的日搜索用户峰值环比提升25%，突破1亿，搜索GMV同比提升近70%；
- 2) 拓展买家首页及首页商城页流量规模，并通过商品详情内容化等差异化策略提升支付率，23Q3商城GMV环比持续提升，泛货架整体GMV占比接近20%。

图表129: 抖音商城入口



图表130: 快手泛货架场景



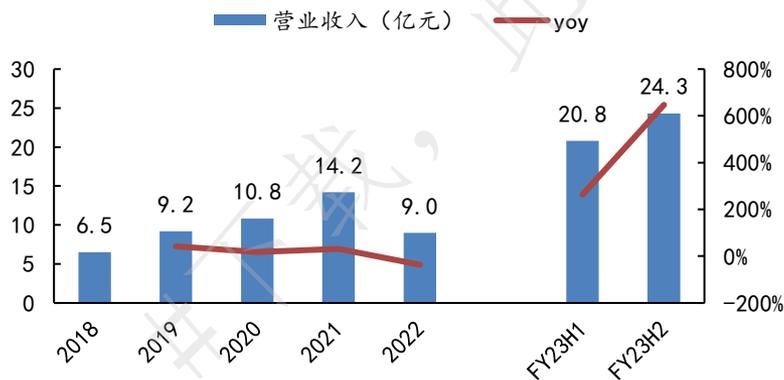
资料来源：抖音APP，华安证券研究所

资料来源：快手APP，华安证券研究所

东方甄选：横向接连拓宽直播平台，纵向持续提升履约能力

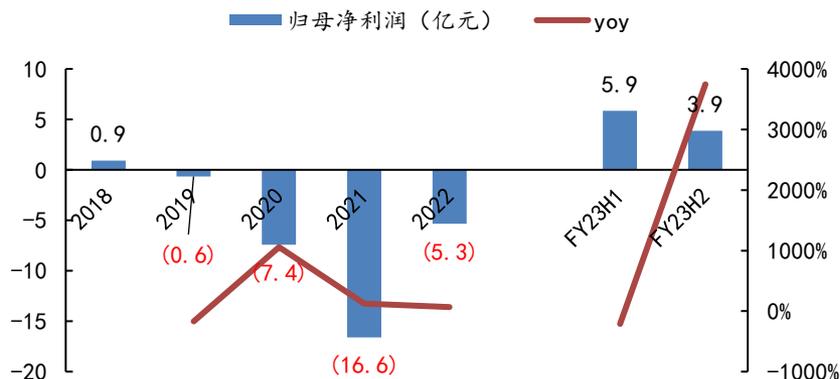
- 自营商品及直播电商业务：抖音账号奠定基本盘，淘宝账号+自营APP打开新增量。** FY23自营商品及直播电商业务总营收为39亿元，其中自营产品的总营收超过26亿元；自营产品及直播电商的毛利润为15亿元，毛利率为43.3%。
 - 1) 抖音账号：**截至FY23末，东方甄选在抖音平台共有6个直播带货账号，FY23抖音上第三方产品及自营产品的已付订单总数为136.3百万单。
 - 2) 自有APP：**23年7月，东方甄选APP全新改版，并于7月5日进行首次直播；7月26日至29日，东方甄选自营产品店铺及东方甄选自营产品直播间被抖音暂停营业三天，故自有APP紧急开启促销活动，全场自营产品85折，26日GMV破1750万元，27日GMV破3000万元，28日GMV破3200万元，29日GMV破3500万，持续刷新自营产品销售额记录。
 - 3) 淘宝账号：**8月29日早上8点，东方甄选淘宝首秀“东方盘淘会”正式开启，直至8月30日凌晨1点结束，直播时长达17小时，全天GMV达1.75亿。
- 大学教育及机构客户业务：**FY23大学教育收入为590.8百万元，同比增长14.2%，毛利率为74.6%；其中，大学教育业务的付费学生总人次大幅增加，FY23付费学生人数为58.1万人，同比增长6.4%，每付费学生人均开支为1544元，同比增长18%，公司在大学教育领域的领先地位和核心竞争力依旧。

图表131：2018-FY23H2东方甄选营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

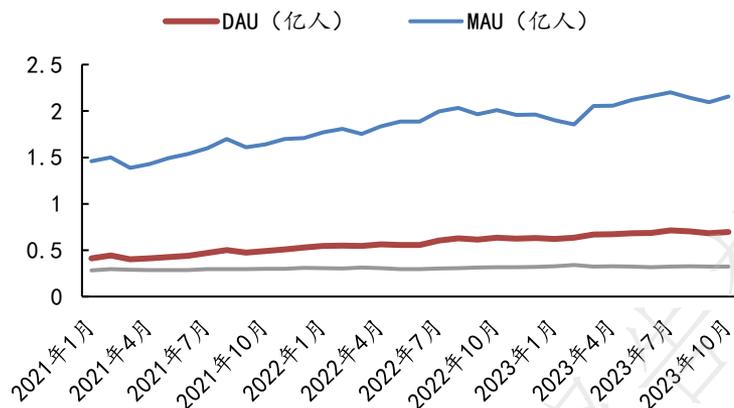
图表132：2018-FY23H2东方甄选归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

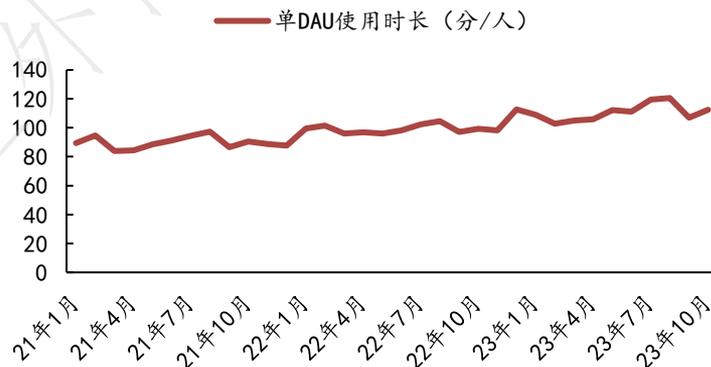
中长视频：B站MAU、人均使用时长持续走高，长视频赛道流量较为稳定

图表133：21.01-23.10 B站MAU、DAU、DAU/MAU



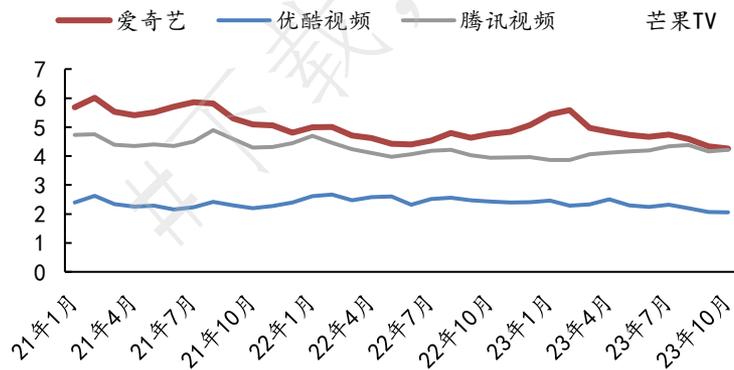
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表134：21.01-23.10 B站单DAU人均使用时长（分）



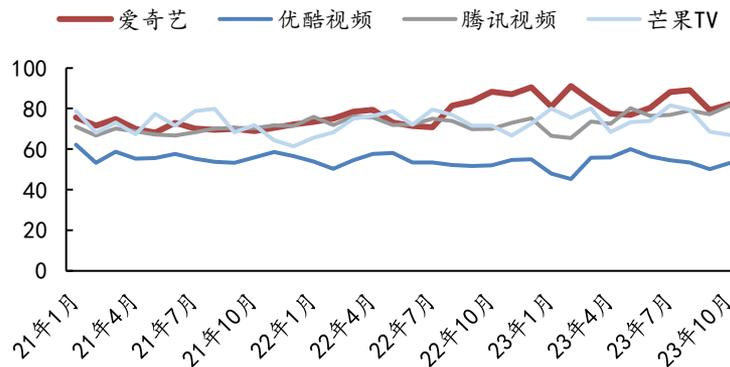
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表135：21.01-23.10 长视频赛道头部APP MAU表现（亿人）



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表136：21.01-23.10 长视频赛道头部APP单DAU人均使用时长（分）

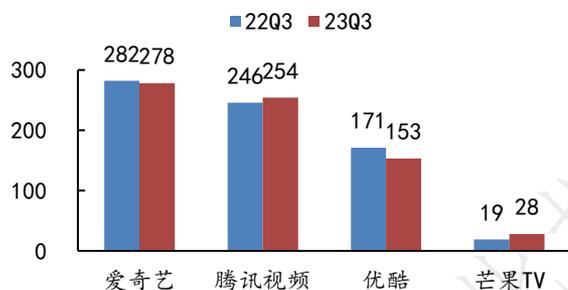


资料来源：Questmobile，华安证券研究所

中长视频：“两超两强”格局趋稳，会员粘性增强

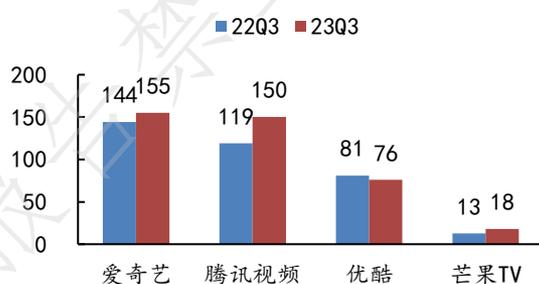
- “两超两强”格局趋稳，会员粘性增强：从剧集会员内容有效播放来看，23Q3爱、腾、芒均有提升，其中芒果TV提升幅度最大，yoy达40%。
- 23Q3爱奇艺有效播放和产能双高：从平台22Q3剧集上线数量和有效播放表现看，爱奇艺以57部上线数量排名第一，且全网正片有效播放最高。
- 爱优腾芒片单储备良好：以优质内容制作绑定会员，各平台差异化竞争。

图表137：各平台全网正片有效播放对比



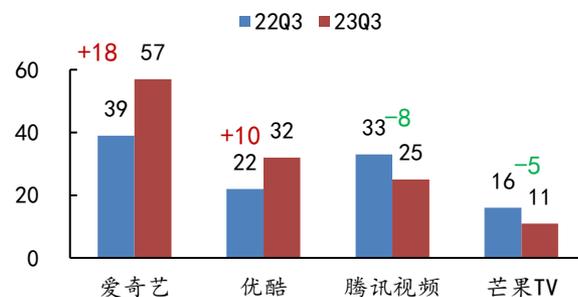
资料来源：云合数据，华安证券研究所

图表138：各平台全网剧集会员内容有效播放对比



资料来源：云合数据，华安证券研究所

图表139：22Q3与23Q3各平台上新剧部数比较



资料来源：云合数据，华安证券研究所

图表140：爱优腾芒储备剧集



资料来源：官方APP，华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

中长视频趋势一：平台对细分垂类内容进行深挖，注重题材的精细化运营

- 影视内容越来越重视对细分垂类内容的深挖，题材内容创作呈现精细化趋势：从23Q3各平台上线剧集的题材分布来看，爱优腾芒在都市、古装、年代、青春、悬疑、军旅等题材均有布局，题材精细化运营的趋势明显。
- 23Q3腾讯质量叫好，爱奇艺市场景气份额依然亮眼：腾讯凭借《长相思》《好事成双》《玉骨遥》，头部含量增加；爱奇艺热门热播剧相较其他平台仍有较大优势。

图表141：23Q3电视剧景气指数榜

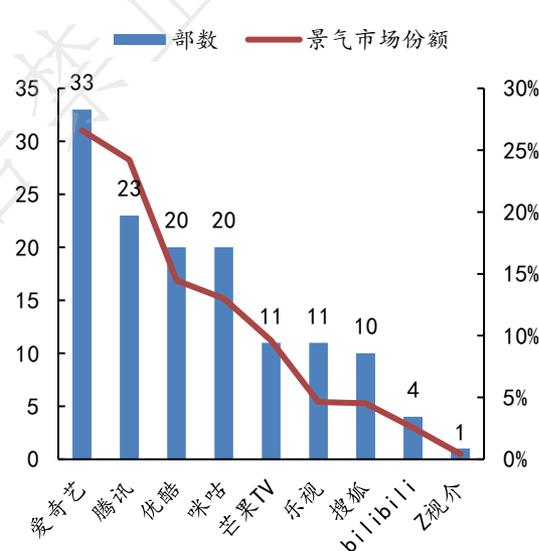


资料来源：德塔文数据，华安证券研究所
注：剧集上线日期为23.07.01-23.09.30

指标说明：

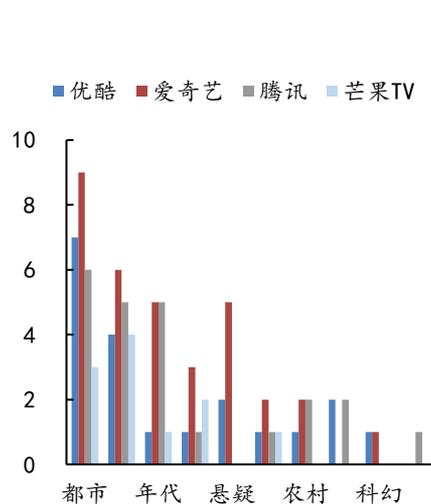
德塔文电视剧景气指数是以全国10亿网民在全网各个关键平台的观剧议剧行为为统计基础，通过对自然语言的理解与抓取，和多维度的建模计算得出的剧集在网络端的热度景气

图表142：23Q3平台景气市场份额



资料来源：德塔文数据，华安证券研究所
注：剧集上线日期为23.07.01-23.09.30

图表143：23Q3各平台剧集题材分布

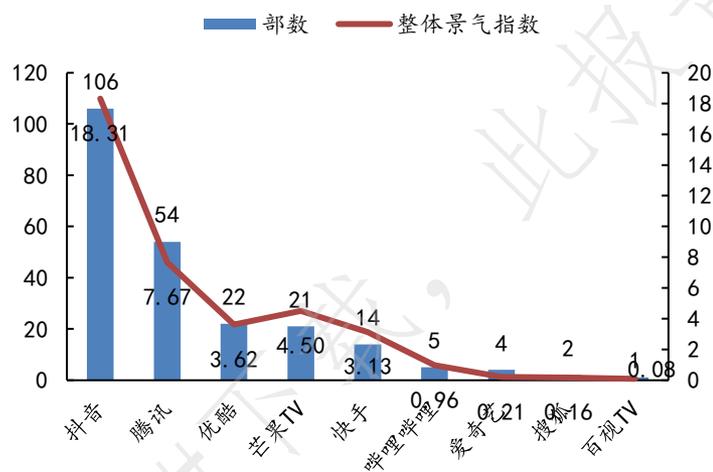


资料来源：德塔文数据，华安证券研究所
注：剧集上线日期为23.07.01-23.09.30

中长视频趋势二：长视频短剧化，微短剧行业景气度有所提高

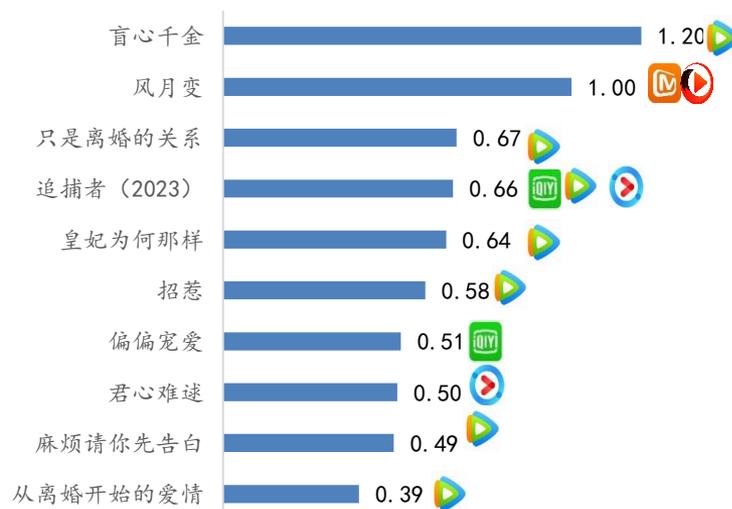
- **23Q3微短剧播出情况：**抖音播出数量占优，达106部，对微短剧行业整体景气贡献程度较高；腾讯视频播出剧质量占优，23Q3全网微短剧有效播放排名TOP10中，腾讯视频占有8部，平台有效播放靠前的短剧有《盲心千金》《只是离婚的关系》《追捕者》等。
- **23Q3微短剧分账情况：**根据鹰眼，23Q3分账数额最大的短剧是由芒果TV、搜狐视频、我们工作室出品，在芒果和搜狐播出的《风月变》，分账数额达1100万；此外，腾讯视频是出品的微短剧《盲心千金》《只是离婚的关系》《皇妃为何那样》《宠妃凰图》，分账数额排名靠前，分别为1000万/600万/300万/300万。

图表144：23Q3各大平台微短剧播出部数及整体景气指数



资料来源：德塔文，华安证券研究所整理

图表145：23Q3全网微短剧有效播放排名



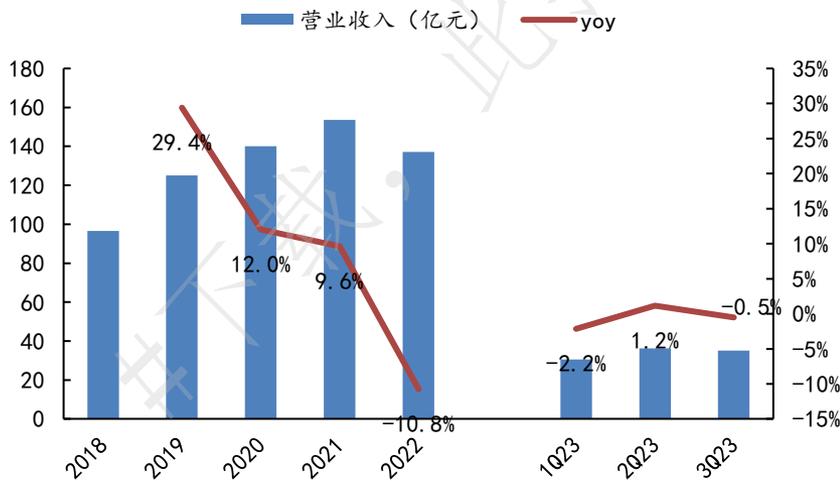
资料来源：云合数据，华安证券研究所整理

芒果超媒：利润稳定释放，24年内容储备丰富

23Q3公司实现营收35.07亿元(YoY-0.50%)，实现归母净利润5.15亿元(YoY+5.62%)；22年前三季度公司实现营收102.0亿元(YoY-0.42%)，实现归母净利润17.66亿元(YoY+5.21%)。

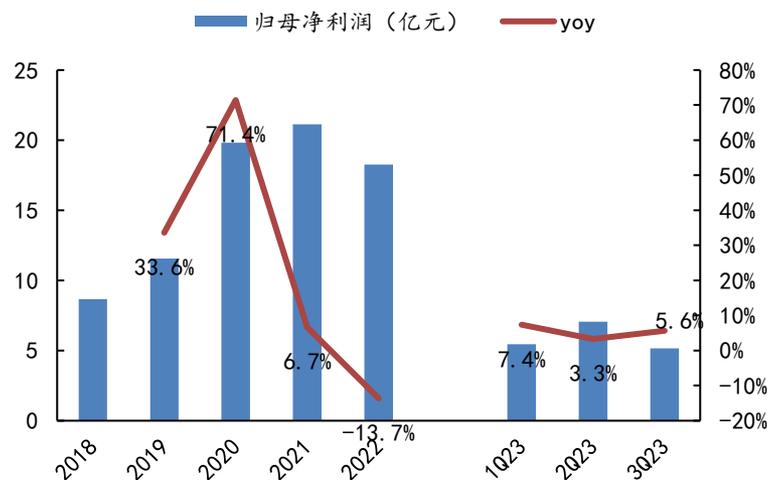
- **剧集侧：**Q3上新剧集同比减少5部，但有效播放量同比显著增长。云合数据显示，2023Q3长视频平台共上新国产剧集119部，同比增加18部。其中，芒果TV上新11部，同比减少5部；23Q3芒果TV正片有效播放28亿，同比上涨48%。虽然有效播放量与爱优腾存在差距，但是芒果TV的同比增速显著高于其他平台，剧集方面的竞争力边际上有所提升。
- **综艺侧：**Q3综艺有效播放量为行业第二，且与第一名差距持续缩小。云合数据显示，23Q3全网综艺大盘流量同比下降，累计正片有效播放80亿，降幅7%。其中，芒果TV综艺有效播放21亿，同比上涨4%；云合数据显示，23Q3共上新75部国产季播综艺（不含衍生、晚会），同比增加3部。其中，芒果TV上新17部。
- **收购金鹰卡通布局青少儿内容：**10月24日，公司公告表示已向芒果传媒支付 8.35 亿元股权转让款，完成对金鹰卡通公司100%的股权收购，2023年10月起金鹰卡通将被纳入公司合并报表范围。
- **与抖音签订合作协议并重点发布了“精品短剧扶持计划”：**12月14日，芒果TV与抖音举办发布会，签订合作协议并重点发布了“精品短剧扶持计划”，将以短剧联合开发为切口，后续推进二创视频、品牌营销等多方面的深度合作。

图表146: 2018-23Q3芒果超媒收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表147: 2018-23Q3芒果超媒归母净利润及同比增速



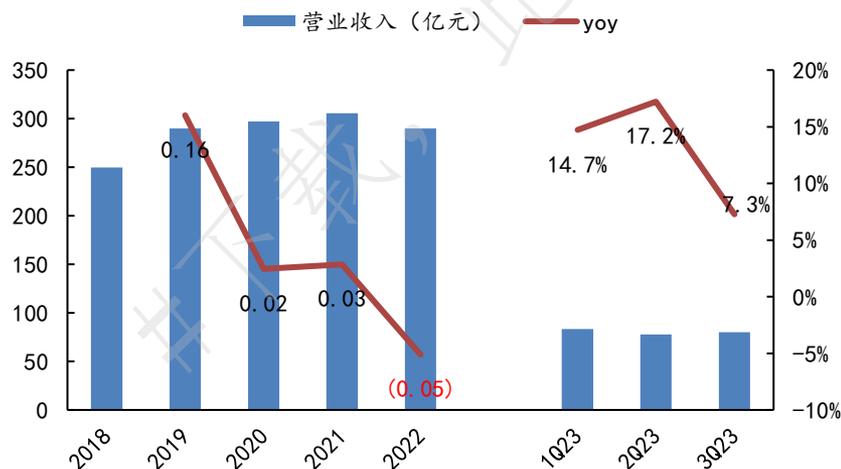
资料来源：公司财报，华安证券研究所

爱奇艺：收入稳健增长，持续释放经营杠杆

23Q3公司实现总营收80亿元（YoY +7.3%），实现NON-GAAP归母净利润 6.22亿元（YoY +20.30%），实现NON-GAAP经营利润 8.95亿（YoY +70.7%），连续6个季度NON-GAAP经营利润为正。

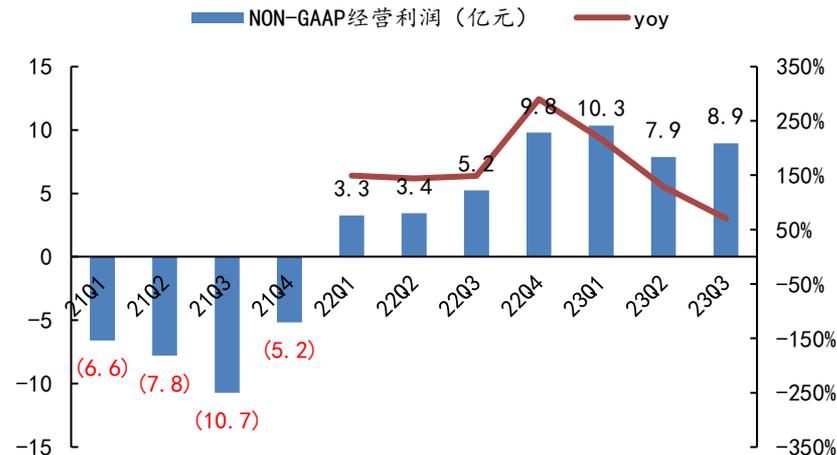
- **会员服务：**原创内容供应充足叠加会员福利丰富，会员收入稳定增长。23Q3公司实现会员收入50亿元（YoY +19%），日均订阅会员数达1.075亿（YoY +6.44%），23Q3月度平均单会员收入（ARM）达 15.54元（YoY +11.80%）。
- **在线广告服务：**综艺及大剧招商均实现同比高增，带动广告收入持续提高。23Q3公司实现广告收入17亿元（YoY +34%，QoQ +12%）。其中品牌广告同环比均实现了两位数增长，效果广告的同比增幅超过70%。
- **内容分发：23Q4持续推出高品质内容，继续巩固核心剧集赛道优势。**
 - 1) **剧集方面：**《一念关山》《仙剑4》《唐人街探案2》《大江大河3》以及《三大队》等待播剧集；
 - 2) **综艺方面：**首档自制体能PK节目《势不可挡》及《种地吧》的自制衍生项目《你好种地少年》；
 - 3) **原创动画、原创动漫方面：**有《无敌鹿战队第3季下》《大主宰年番》、《逆天邪神》、《喵能战士》、科幻题材《深渊游戏》以及知名漫改《万能恋爱杂货店第1季》等。

图表148：2018-23Q3爱奇艺营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表149：2018-23Q3爱奇艺归母净利润及同比增速



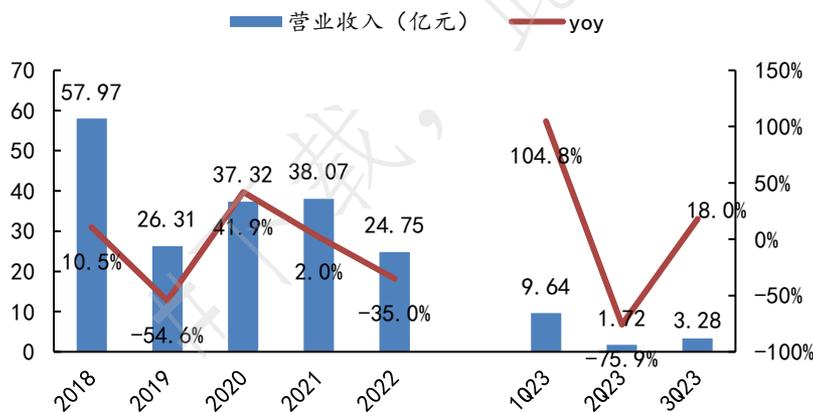
资料来源：公司财报，华安证券研究所

华策影视：内容侧显著修复，电视剧、电影、短剧多点开花

23Q3公司实现营收3.28亿元（YoY +18.0%），实现归母净利润 0.87亿元（YoY +42.1%），实现扣非归母净利润0.64亿元（YoY +62.2%）。

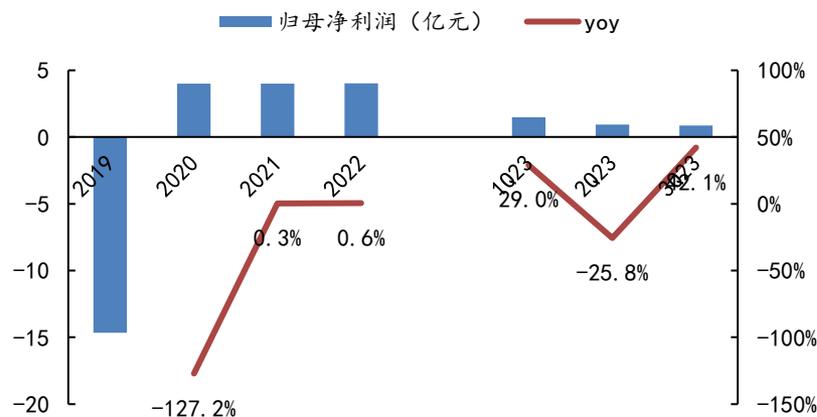
- **内容侧：以电视剧为核心，储备丰富，产能或迎来恢复。**
 - 1) **电视剧业务：**23年以来公司累计播出剧集8部，前三季度开机并完成杀青项目4部；23Q4拟开机4部，24Q1拟开机4部；
 - 2) **电影业务：**已开机两部，《亲爱的妈妈》和《误判》，今年年内和明年要开机的电影项目共五个，包括《刺杀小说家2》《狂野时代》等；
 - 3) **短剧业务：**公司从2022年开始关注并研究微短剧市场，23年6月开始逐步切入，目前已经建立了6支队伍，已有5个短剧项目完成拍摄，其中《落魄老公总裁身份曝光了》11月7日上线，《我的将军男友》等4个项目预计将在11月底上线。
- **版权业务侧：**公司完成了以自有资金对森联影视的收购，旗下影视剧版权数量扩充至超5万小时。
- **AIGC赋能：自研剧本创作系统已上线，影视工业化助推版权价值放大。**公司 AIGC 应用研究院基于自研剧本大模型“影视剧本智能创作系统”已于9月上线，“评估助手”和“编剧助手”的工具将分别在小说剧本评估和工作流改进方面为公司降本增效。

图表150：2018-23Q3华策影视营业收入以同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表151：2018-23Q3华策影视归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

长视频行业重点公司盈利预测及估值水平

图表152：芒果超媒盈利预测及估值水平

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13704	14158	16552	18266
收入同比 (%)	-10.8%	3.3%	16.9%	10.4%
归属母公司净利润	1825	2285	2758	3164
净利润同比 (%)	-13.7%	25.2%	20.7%	14.7%
毛利率 (%)	33.8%	34.4%	34.8%	35.0%
ROE (%)	9.7%	10.9%	11.7%	11.8%
每股收益 (元)	0.98	1.22	1.47	1.69
P/E	30.63	20.10	16.65	14.51
P/B	2.98	2.20	1.94	1.71
EV/EBITDA	7.19	6.01	5.20	4.49

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表154：爱奇艺盈利预测及估值水平

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	28,997.6	32,071.7	35,168.5	38,332.2
(+/-) (%)	-5%	11%	10%	9%
NON-GAAP 经营利润	2,173.4	3,616.5	4,712.0	5,829.5
(+/-) (%)	172%	66%	30%	24%
NON-GAAP 归母净利润	1,284.0	2,860.0	3,774.8	4,675.9
(+/-) (%)	129%	123%	32%	24%
EPS (NON-GAAP)	1.34	2.99	3.95	4.89
P/E (NON-GAAP)	27.24	10.32	7.82	6.31

资料来源：CNNIC，华安证券研究所

图表153：华策影视盈利预测及估值水平

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2475.0	3095.1	3781.3	4422.6
Yoy	-35.0%	25.1%	22.2%	17.0%
归母净利润	402.7	501.1	609.2	712.9
Yoy	0.6%	24.4%	21.6%	17.0%
EPS	0.21	0.26	0.32	0.38
PE	25.16	26.29	21.63	18.48

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

网络文学板块投资建议

- **文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点。**2022年中国网络文学市场规模为389.3亿元（yoy +8.8%），2022年中国网文出海市场规模达到30亿（yoy +50%）；截至22年底，中国网络文学用户规模达4.92亿，截至2022年底，中国海外网文访问用户规模达9.01亿。
- **网文和短剧有着天然连接，网络文学作为短剧上游IP方，有望显著受益于小程序剧的高速发展。**网文与短剧具备几个相同特征：移动端小屏观看、占据碎片化时间、分账+广告+章节付费模式。
- **网文公司积极推进IP改编：**
 - 1) **阅文集团（网文储备国内第一）：**12月5日，阅文集团发布“短剧星河孵化计划”，包括三大举措：
 - 启动“百部IP培育计划”，筛选超百部阅文IP进行短剧改编；
 - 阅文将推出“亿元创作基金”，为创作者提供亿元现金和流量扶持；
 - 阅文将以AIGC赋能，加速与行业伙伴联合开发互动短剧，阅文的首部双人互动影视也即将上线。
 - 2) **中文在线（网文储备国内第二）：**公司社区中网络原创作者超过450万名，与全国600余家版权机构有合作，签约作者超过2000位。公司庞大的IP资源将成为“微短剧”和“互动视频游戏”内容创意的上游源泉。例如，短剧《别跟姐姐撒野》改编自中文在线四月天作者鱼歌作品《霸婚：蓄谋已久》，上线首月播放量破20亿。
- **建议关注：**小程序短剧、互动影游等新型内容载体为网文IP提供新的变现路径，有望促进IP价值升维。建议关注与腾讯泛文娱业务协同较强的网文龙头阅文集团；积极布局海外短剧及互动阅读产品的中文在线。

- **市场规模：**中国社会科学院研究所数据显示，2022年网络文学市场规模为389.3亿元（yoy +8.8%）；2022年《中国网络文学亚洲传播报告》数据显示，2022年中国网文出海市场规模达到30亿（yoy +50%）。
- **用户规模：**2022年《中国网络文学亚洲传播报告》数据显示，截至22年底，中国网络文学用户规模达4.92亿，截至23H1网络文学用户规模达5.28亿；截至到2022年底，中国海外网文访问用户规模达9.01亿。
- **作家规模：**截止到2022年底，网络文学作家数量累计超过2278万。

图表155：2012-2022中国网文市场规模及同比增速



资料来源：《2022中国网络文学发展研究报告》，华安证券研究所

图表156：2017-2022中国网文出海市场规模及同比增速



资料来源：2022年《中国网络文学亚洲传播报告》，华安证券研究所

图表157：2017-2022中国网文用户规模及同比增速

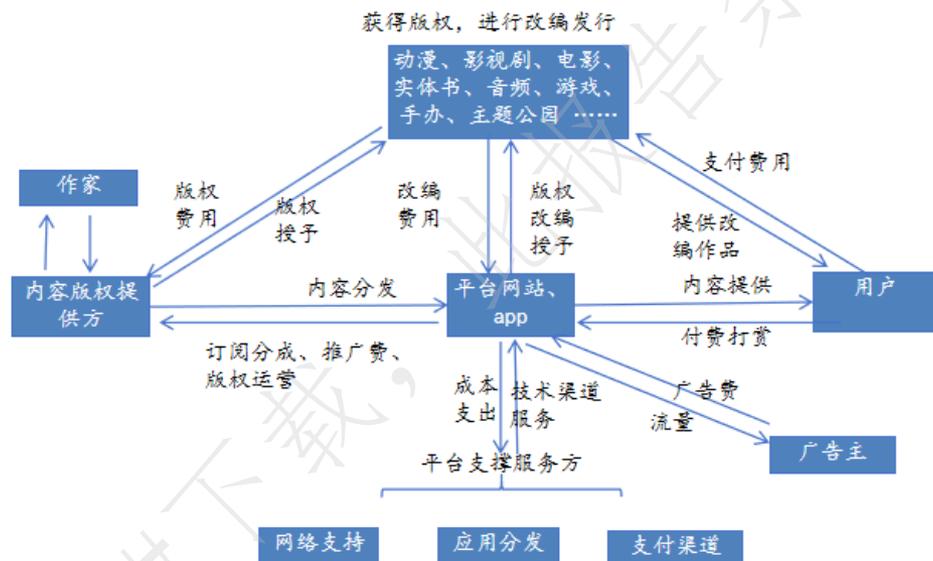


资料来源：2022年《中国网络文学亚洲传播报告》，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

- **上游：**上游为内容供应方，作者与平台签约，版权运营方获得版权，进一步分发内容，获得订阅分成等；也可以授权版权进行改编，获得版权费用；
- **中游：**产业链中游为平台网站和影视动漫制作平台等，平台网站既可以承载内容版权，也可向下游用户提供内容，以影视动漫公司为代表的IP衍生运营方，改编版权推出一系列衍生产品，完成IP衍生。此外第三方也为网络产业链提供服务；
- **下游：**下游为用户，平台网站和影视动漫制作方为用户提供内容，用户对内容付费。

图表158：中国网络文学产业链图谱



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

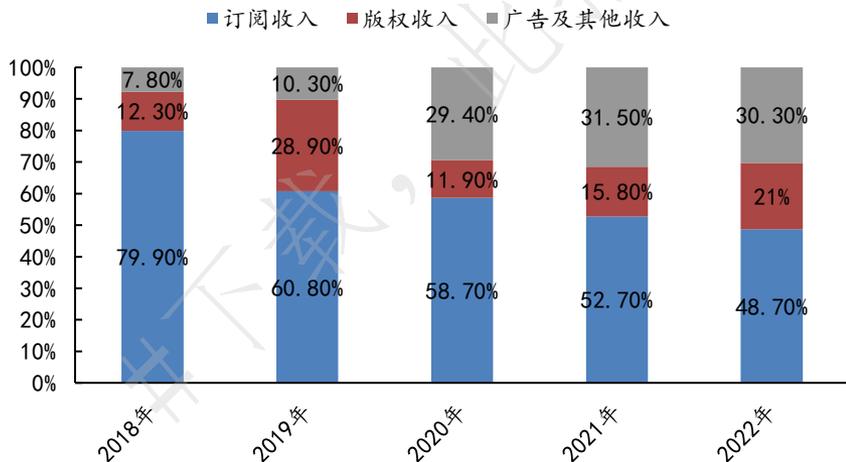
图表159：IP衍生进程图谱



资料来源：《2022中国网络文学发展研究报告》，华安证券研究所

- **变现方式多元化：**网络文学变现方式可以大致分为订阅制度、广告收入、版权运营以及其他。
 - 1) **订阅收入：**分为两类，第一类是按章节收费，灵活性强，收费较高，第二类是会员订阅制，可以按月或按年订阅；两种模式尝尝混合使用，以满足读者需要。中国音像与数字出版协会数据显示，22年订阅收入贡献了中国网文市场48.7%的收入，占比在逐年下降；
 - 2) **版权收入：**影视剧、游戏等制作方购买版权的变现模式。中国音像与数字出版协会数据显示，22年版权收入贡献了中国网文市场21%的收入；
 - 3) **广告及其他收入：**广告主投放广告的变现模式。中国音像与数字出版协会数据显示，22年广告及其他收入贡献了中国网文市场30.3%的收入，占比在逐年上升。
- **IP全链路多轮次开发：**《杜拉拉升职记》被改编成动漫、电视剧、电影、游戏等，打造超长产业链；以《斗破苍穹》为例，IP链路正在不断延伸，如图书出版、有声产品、影视剧及周边衍生。

图表160：2018-2022中国网文市场结构分布



资料来源：中国音像与数字出版协会，华安证券研究所

图表161：IP全链路开发示例

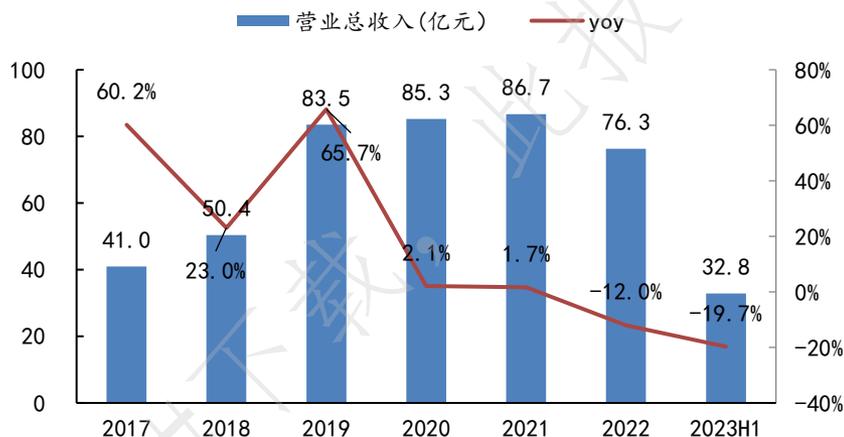


资料来源：《2022中国网络文学发展研究报告》，华安证券研究所

23H1公司实现营业收入 32.83 亿元 (yoy-19.7%)；23H1公司实现归母净利润3.77亿元 (yoy+64.8%)。

- **在线业务**：23H1在线业务收入为20.38亿元 (yoy-11.6%)，占总收入62.1%。其中自有平台收入为17.64亿元，腾讯产品渠道收入为1.77亿元 (yoy-49.0%)，第三方平台收入为0.98亿元 (yoy-50.3%)。23H1在线阅读平台新增了约20万名作家及35万本小说，新增字数超过195亿。
- **版权运营业务收入**：23H1版权运营收入及其他为12.44 亿元，同比减少 30.1%，主要原因在于上线的影视项目同比减少。上线了热播电视剧《平凡之路》和《纵有疾风起》；推出多部优质漫画作品如《大奉打更人》、《从红月开始》、《超神宠兽店》等；并推出了多个重点IP的衍生品，如《诡秘之主》和《斗破苍穹》的自研盲盒。
- **短剧及其他**：12月5日，阅文集团发布“短剧星河孵化计划”，将筛选超百部阅文IP进行短剧改编，首部双人互动影视也即将上线；12月11日，公司发布公告，拟6亿元收购腾讯动漫，具体资产包括腾讯动漫App、动画项目、影视项目及米橙子90%股权。

图表162：2018-23H1阅文集团营业收入及同比增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表163：2017-23H1阅文集团归母净利润及同比增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

23Q3 公司实现收入3.69亿元（yoy-13.26%），归母净利润0.39亿元（yoy+163.03%）。

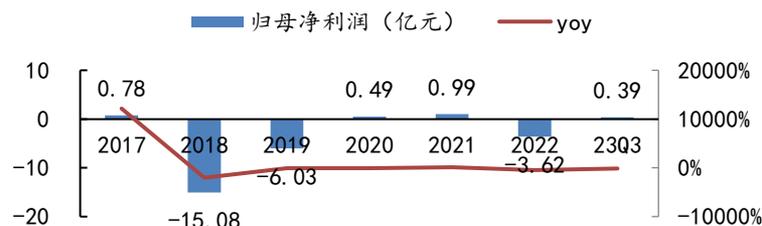
- **数字阅读业务**：公司具有海量核心文学IP资源(在国内公司的网文IP储备中，阅文集团第一，中文在线第二)；公司社区中网络原创作者超过450万名，与全国600余家版权机构有合作，签约作者超过2000位。公司持续与各下游渠道方合作，包括微信读书/QQ阅读/七猫阅读/喜马拉雅等，稳固并增强渠道销售能力。
- **IP衍生业务**：依托公司IP资源改编的重要短剧作品包括《招惹》、《月上东宫》和《仙君有劫》等；采用AIGC技术的动态漫《混沌剑神》获得了较多关注；旗下的ReelShort微短剧平台上线海外后，一直保持增长态势。公司海外产品Chapters采用互动式动漫游戏玩法，吸引了欧美较多女性玩家用户，该产品目前持续稳健运营为公司贡献海外地区收入。

图表164：2017-23Q3中文在线营业收入及同比增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表165：2017-23Q3中文在线归母净利润及同比增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表166：中文在线盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,180	1,639	2,135	2,472
收入同比 (%)	-0.8%	39.0%	30.3%	15.7%
归属母公司净利润	-362	132	183	223
净利润同比 (%)	-466.4%	136.4%	39.1%	21.9%
毛利率 (%)	49.89%	49.25%	51.18%	53.83%
ROE (%)	-31.4%	10.2%	12.5%	13.2%
每股收益 (元)	-0.49	0.18	0.25	0.31
P/E	N/A	86.47	62.17	51.00
P/B	6.33	8.85	7.75	6.73
EV/EBITDA	N/A	66.85	37.08	31.41

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表167：阅文集团盈利预测及估值水平

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2475.0	3095.1	3781.3	4422.6
Yoy	-35.0%	25.1%	22.2%	17.0%
归母净利润	402.7	501.1	609.2	712.9
Yoy	0.6%	24.4%	21.6%	17.0%
EPS	0.21	0.26	0.32	0.38
PE	25.16	26.29	21.63	18.48

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模渗透率双增长，用户粘性趋于稳定
- 2 AIGC：开源模型种类不断丰富，性能参数屡创新高，场景多元化覆盖
- 3 游戏：政策监管规范化，精品国产游戏持续出海，关注AI赋能及新渠道价值
- 4 长中短视频、网文、出版：短剧上游网文IP价值重估，短视频流量红利推动矩阵式电商直播
- 5 出版：转型拥抱AI+教育，积极探索多服务场景
- 6 影视院线：AI赋能IP价值有望重构，影视内容制作有望落地
- 7 广告：广告大盘随宏观经济回暖，AI赋能广告短片全链路制作
- 8 互联网：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

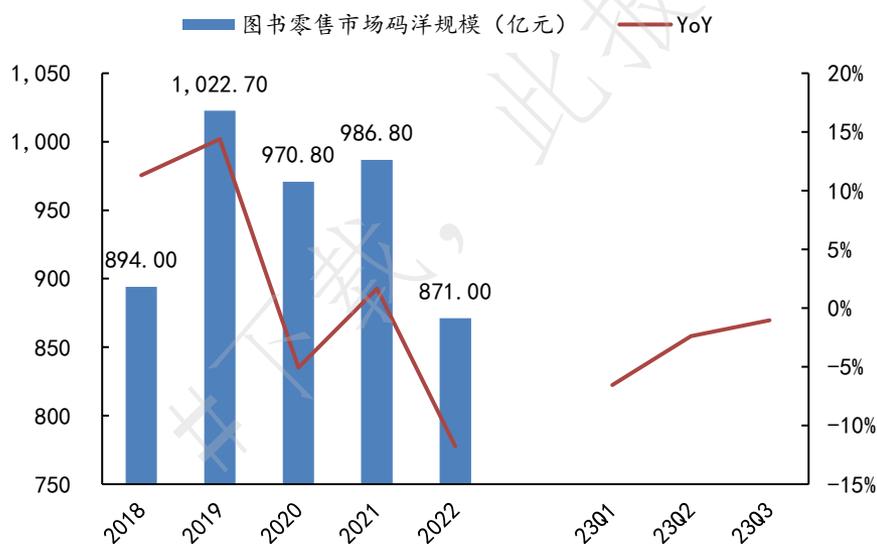
出版板块投资建议

- **出版公司积极转型，大力拥抱AI+教育。**AI+教育符合个性化教育需求，长期看有望构筑知识付费场景。例如，南方传媒推出粤教翔云数字教材平台，中南传媒推出致力于考试阅卷、考试测评等功能的中南智讯，长江传媒发布与图灵机器人共同打造的儿童AI学习机“豚小蒙”，凤凰传媒推出服务于小学生写作的智能导学聊天机器人“文小慧”，皖新传媒与华为合作实施“数字皖新”规划项目，中文传媒推出智慧作业系统。
- **出版行业积极探索研学文旅、课后托管等课后服务场景。**疫情后居民旅游需求复苏，学生研学热情高涨，而教育出版类公司是开展研学旅行的重要新势力，教育出版类公司不仅具有强大的教研教学能力，能够寓教于游，同学航海士央企或地方国企，家长认可度高。皖新传媒2023年半年报显示，“皖新号”研学专列重启，上半年已服务学校113所、师生3.98万人次，实现销售收入1360万元。
- **投资建议：**出版公司高分红、账上现金充足，目前板块内头部公司PE处于9-15倍，安全边际明显。
建议关注：中文传媒、南方传媒、中南传媒、皖新传媒、长江传媒、凤凰传媒。

出版行业市场规模：23年前三季度图书零售市场码洋规模同比下降1.04%

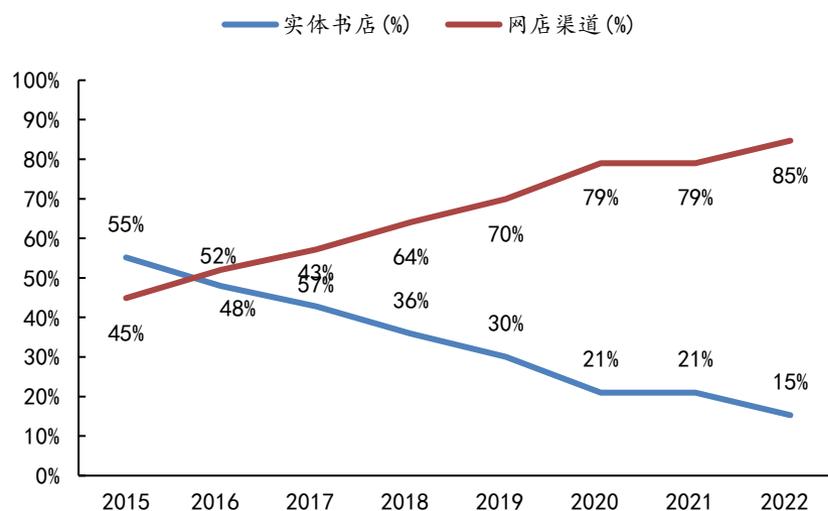
- 年度零售市场码洋规模呈现波动下滑趋势。2022年，国内图书零售码洋下降至871亿元，同比减少11.7%；2023年前三季度图书零售市场码洋规模同比下降1.04%，相较一季度的-6.55%和上半年的-2.41%，降幅持续收窄，市场复苏态势向好。
- 从销售渠道看，网店占比显著提升。自2016年首次超过实体书店以来，网店渠道占比稳步提高，2020年后增速有所放缓，2022年的零售占比为85%；实体书店渠道和前几年相比下降幅度进一步扩大。2022年，实体店销售码洋占比总销售码洋15%，相较于2015年减少近40个百分点。

图表168: 2018-23Q3图书零售市场码洋规模及同比增速



资料来源：北京开卷公众号，华安证券研究所

图表169: 2015-2022年图书零售市场渠道结构

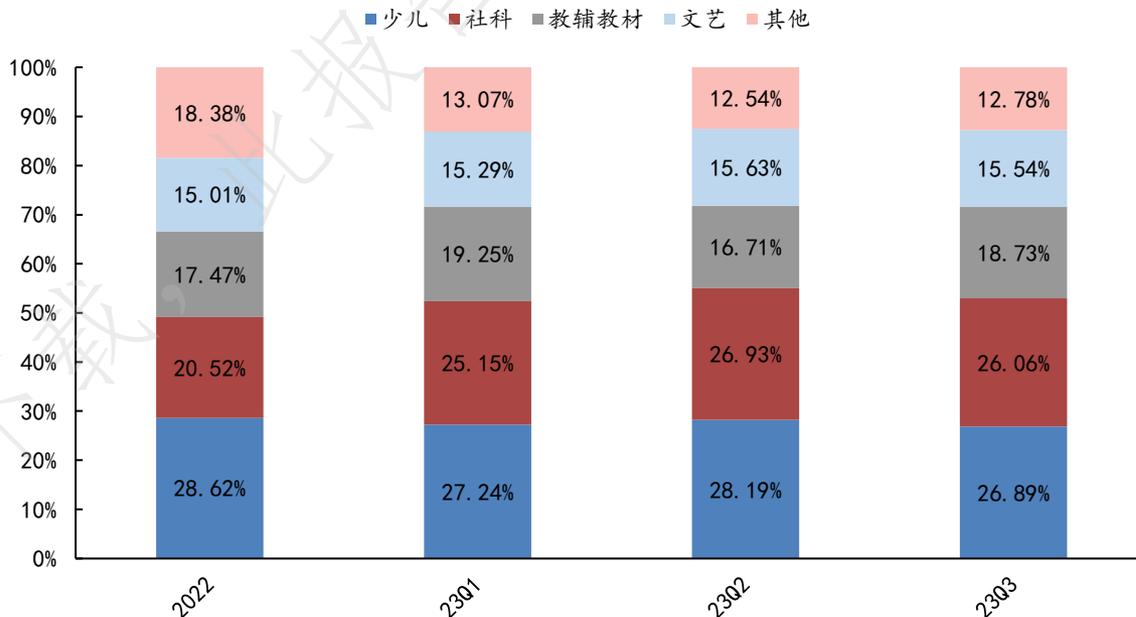


资料来源：北京开卷公众号，华安证券研究所

出版行业市场结构：少儿+社科类占比超一半

- 根据开卷信息统计，2022年，少儿、社科、教辅教材及文艺类图书销售码洋比重分别为28.62%、20.52%、17.47%和15.01%，占据前四大市场份额，合计约占图书销售总码洋的81.62%；其中，自2016年后超越社科类后，少儿类一直是图书零售市场中规模最大的细分市场。
- 2023年以来，在细分图书类别中，少儿类与教辅教材类图书码洋所占市场份额有所下降，社科类与文艺类图书码洋所占市场份额增加。

图表170:2022-23Q3图书零售市场一级细分类码洋比重

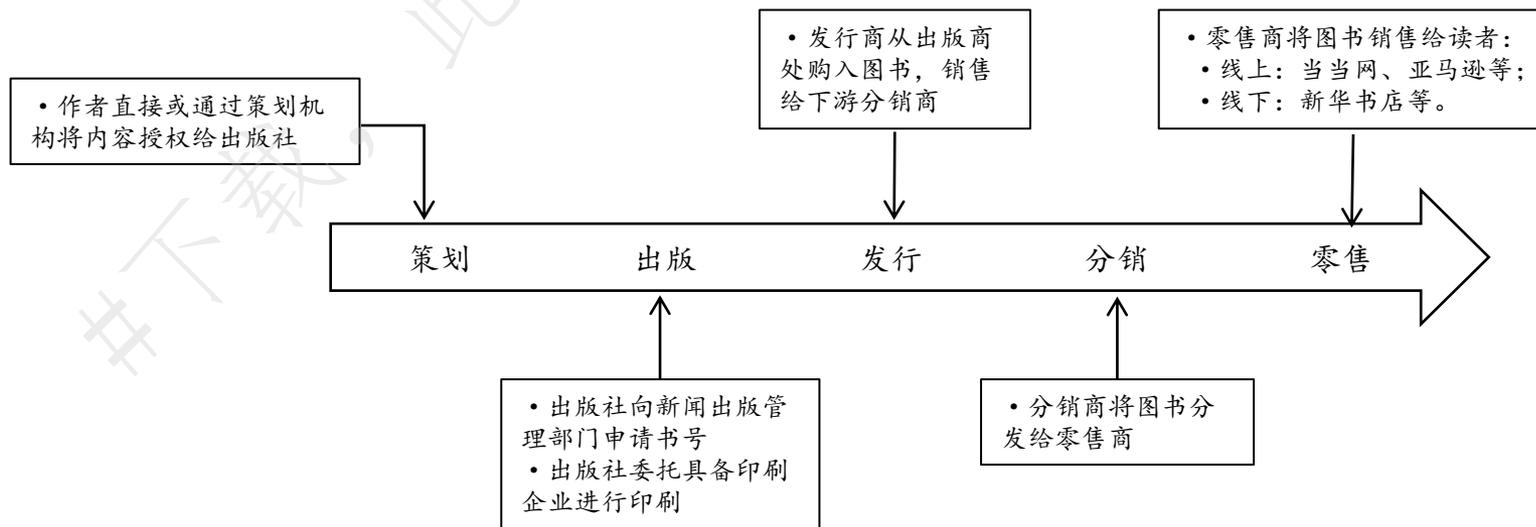


资料来源：北京开卷公众号，华安证券研究所

出版行业商业模式

- **产业链环节：**策划、出版、发行、分销和零售。
- **产业链涵盖对象：**
 - 1) 上游：作者、内容策划机构、印刷企业等；
 - 2) 中游：出版社和发行商；
 - 3) 下游：分销商、零售商；
 - 4) 读者。
- **整体运作模式为：**
 - 1) 作者直接或通过策划机构将内容授权给出版社；
 - 2) 在审校图书内容后，出版社向新闻出版管理部门申请书号，并委托具备相关资质的印刷企业进行印刷，最后将图书销售给发行商；
 - 3) 发行商通过分销商将图书分销出去以获取发行收入；
 - 4) 分销商将图书分发给零售商，零售商则通过实体书店或线上渠道将图书销售给读者。

图表171：出版行业产业链示意图



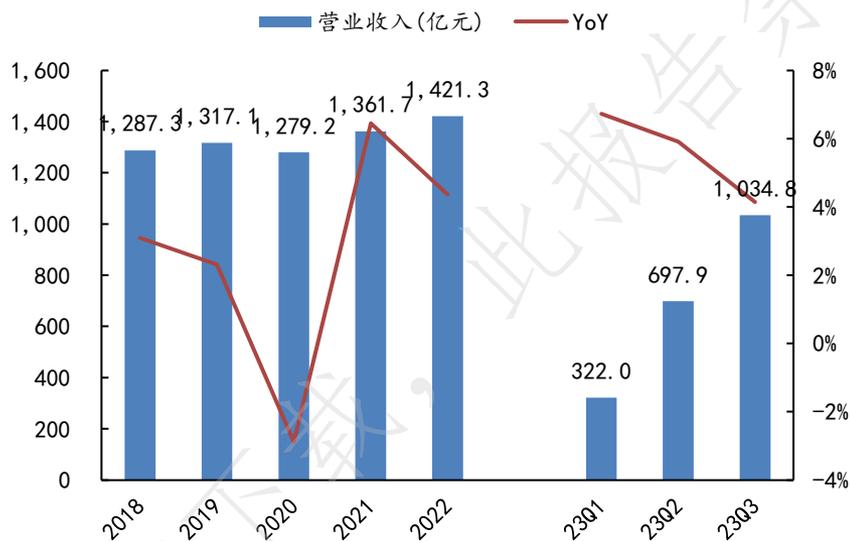
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

出版行业重要指标：利润增速高于收入增速，行业整体进入降本增效阶段

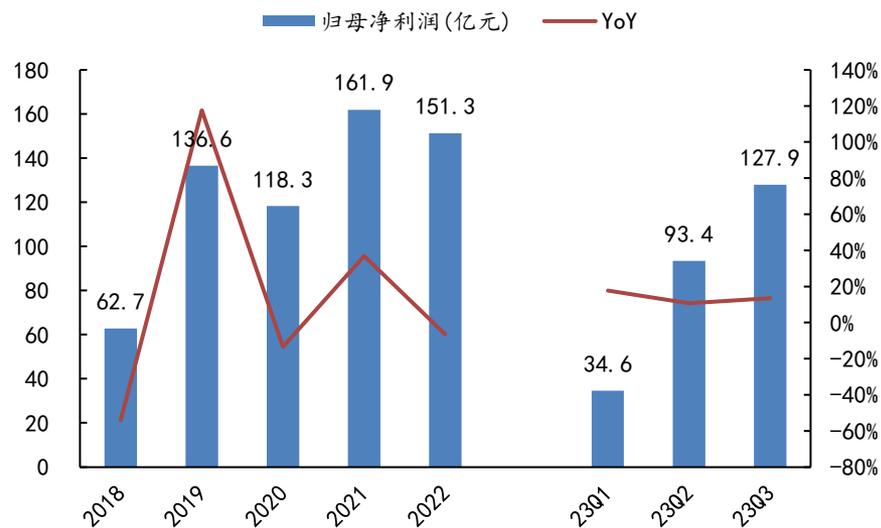
- 行业营收和净利润均实现增长，行业内企业经营业绩总体保持稳健：
 - 1) 营收端，23Q3出版行业营业收入为1,034.77亿元，同比增长4.14%；
 - 2) 利润端，23Q3行业归母净利润为127.94亿元，同比增长13.56%；扣非后归母净利润为119.26亿元，同比增长10.04%。

图表172：2018-23Q3出版行业营业收入及同比增速



资料来源：iFind，华安证券研究所
样本：申万II分类下的出版板块，共29家公司

图表173：2018-23Q3出版行业归母净利润及同比增速

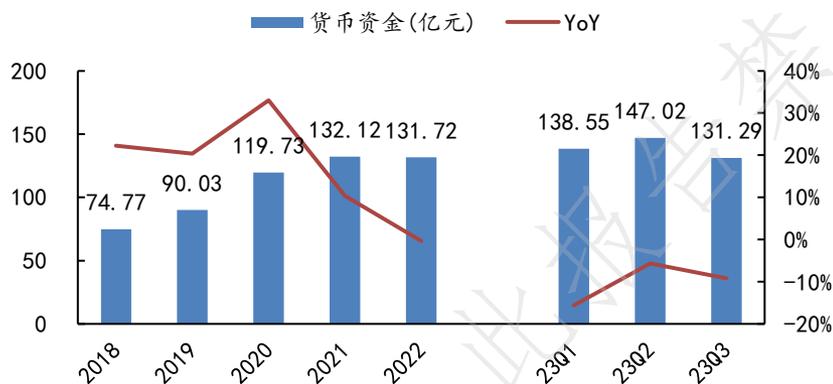


资料来源：iFind，华安证券研究所
样本：申万II分类下的出版板块，共29家公司

出版行业重点公司——中文传媒(600373. SH)

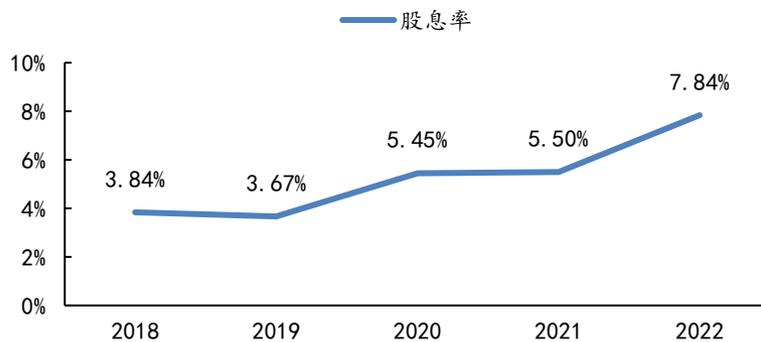
- 中文传媒成立于1998年，大股东是江西省出版传媒集团有限公司；23Q3实现收入70.59亿元(YoY-8.32%)，实现归母净利润12.52亿元(YoY+3.52%)；上市以来累计分红率达34.16%，2022年股利支付率达52.65%，股息率达7.84%。
- 智明星通：作为中文传媒的旗下子公司，2012年开始手游出海，深耕SLG品类。根据Sensor Tower数据，2023年9-10月，智明星通在中国手游发行商出海收入TOP30中排名23。

图表174: 2018-23Q3中文传媒账面现金及同比增速



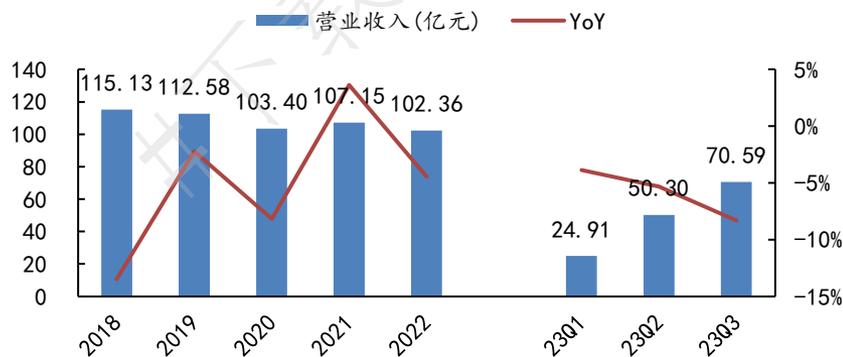
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表175: 2018-2022中文传媒股息率



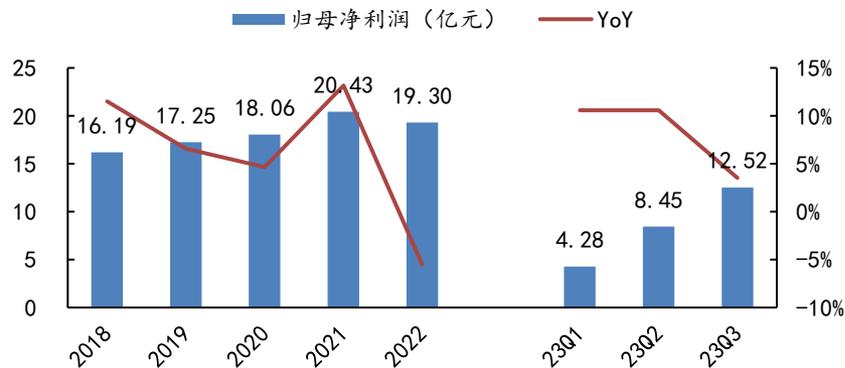
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表176: 2018-23Q3中文传媒收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表177: 2018-23Q3中文传媒归母净利润及同比增速

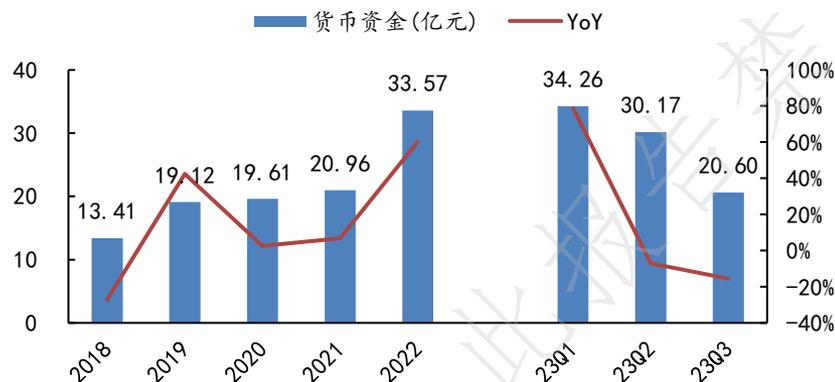


资料来源：公司财报，华安证券研究所

出版行业重点公司——南方传媒(601900.SH)

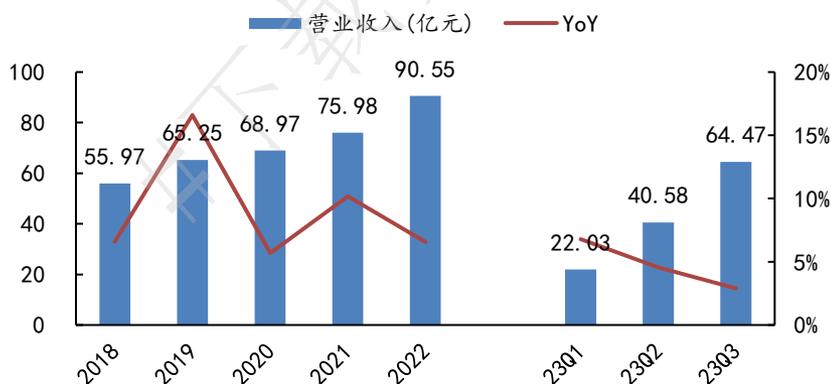
- 南方传媒成立于2009年，大股东是广东省出版集团有限公司；23Q3实现收入64.47亿元(YoY+2.91%)，实现归母净利润6.81亿元(YoY+22%)；上市以来累计分红率达30.39%，2022年股利支付率达43.94%，股息率达5.66%。
- 粤教翔云数字教材平台应用稳步提升，新增协同备课、任务中心、题教育等功能模块，计时器、思维导图等教学工具，提升平台“课前、课中、课后”的服务能力。
- 收并购逻辑渐明：2022年以10.48亿元收购教育书店，该公司2021年归母利润分别为1.60亿；2023年以1.88亿元收购岭南美术出版社、以2392.09万元收购广东省地图出版社。2022年1-10月，岭南美术出版社和广东省地图出版社的归母净利润分别为1399.92万元和-179.55万元。

图表178:2018-23Q3南方传媒账面现金及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表180:2018-23Q3南方传媒收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

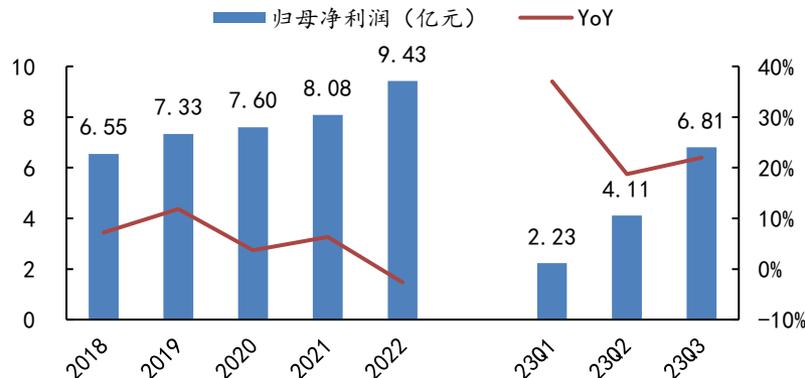
敬请参阅末页重要声明及评级说明

图表179:2018-2022南方传媒股息率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表181:2018-23Q3南方传媒归母净利润及同比增速

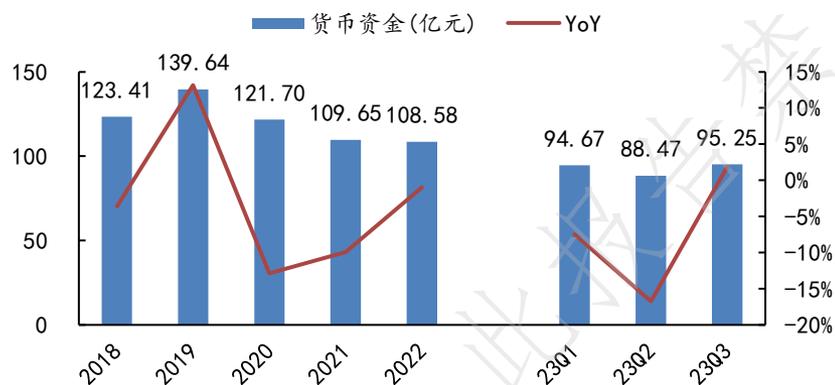


资料来源：公司财报，华安证券研究所

出版行业重点公司——中南传媒(601098.SH)

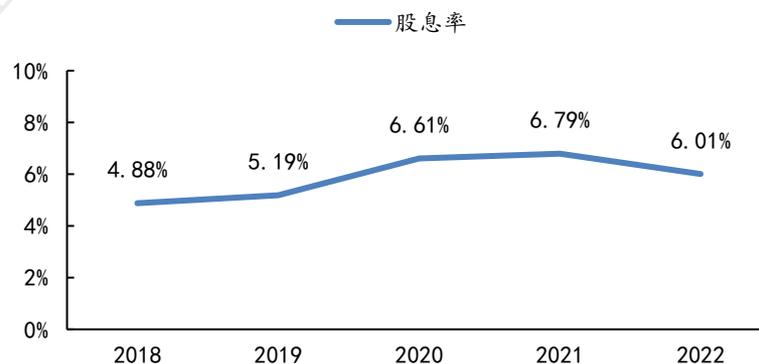
- 中南传媒成立于2008年，大股东主要包括湖南出版投资控股集团有限公司；23Q3实现收入92.07亿元(YoY+5.93%)，实现归母净利润12.36亿元(YoY+15.38%)；上市以来累计分红率达53.09%，2022年股利支付率达77.01%，股息率达6.01%。
- 数字化转型深化：贝壳网围绕融合出版、教育信息化与家庭教育方面，开发建设了六大产品体系，提供精准优质教育综合解决方案；中南迅智主要开展教育质量监测考试服务，重点打造考试阅卷系统、考试测评系统等产品，截至23H1末，中南迅智移动端应用注册用户数超560万。

图表182:2018-23Q3中南传媒账面现金及同比增速



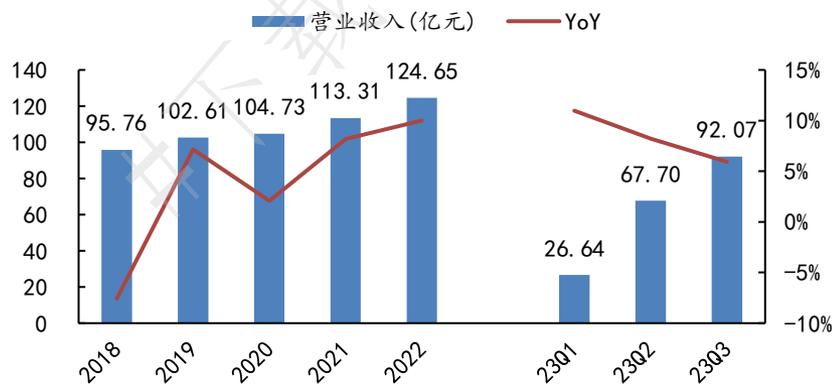
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表183:2018-2022中南传媒股息率



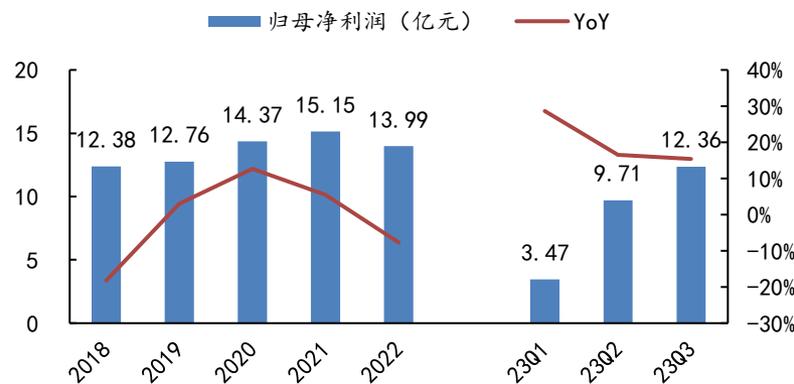
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表184:2018-23Q3中南传媒收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表185:2018-23Q3中南传媒归母净利润及同比增速

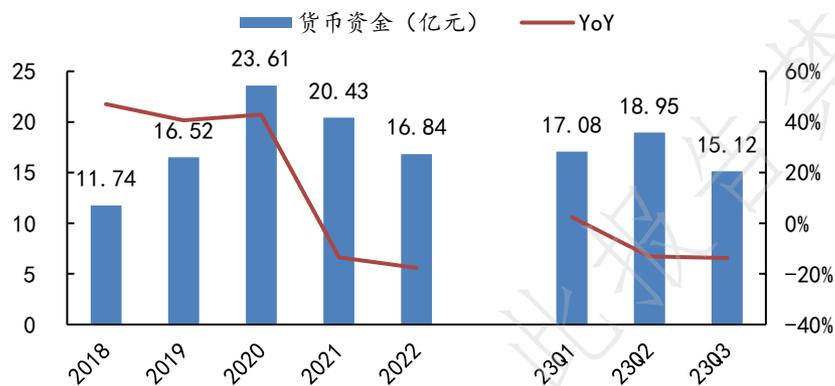


资料来源：公司财报，华安证券研究所

出版行业重点公司——长江传媒(600757.SH)

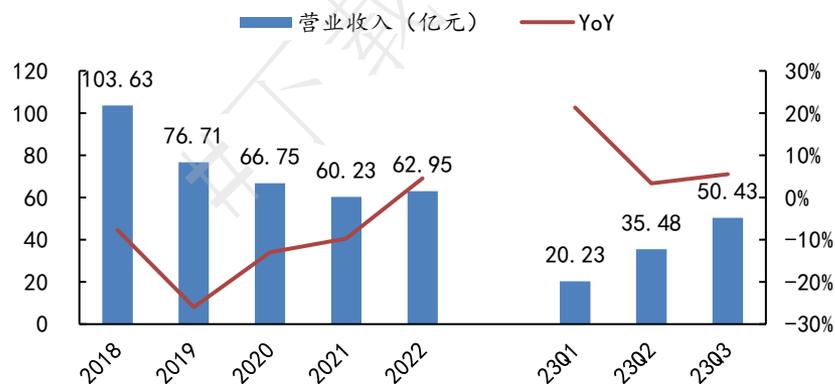
- 长江传媒成立于1996年，大股东主要包括湖北长江出版传媒集团有限公司；23Q3实现收入50.43亿元(YoY+5.51%)，实现归母净利润8.41亿元(YoY+19.40%)；上市以来累计分红率达32.33%，2022年股利支付率达53.25%，股息率达5.61%。
- 旗下公司海豚传媒是国内最大的少儿图书策划、制作和发行企业之一，公司持股22.41%；5月正式发布与图灵机器人共同打造的儿童AI学习机“豚小蒙”，7月与奥飞娱乐、光年无限达成合作，共同开发“儿童IP数字人”。

图表186: 2018-23Q3长江传媒账面现金及同比增速



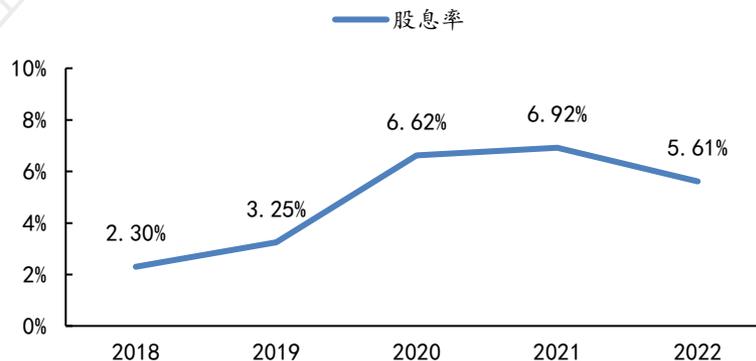
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表188: 2018-23Q3长江传媒收入及同比增速



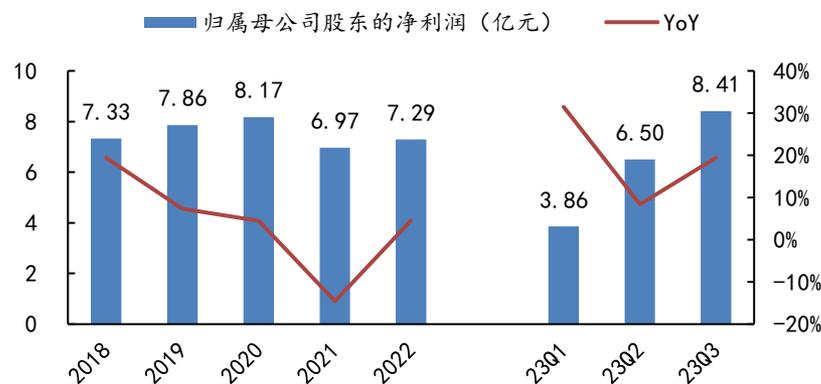
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表187: 2018-2022长江传媒股息率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表189: 2018-23Q3长江传媒归母净利润及同比增速

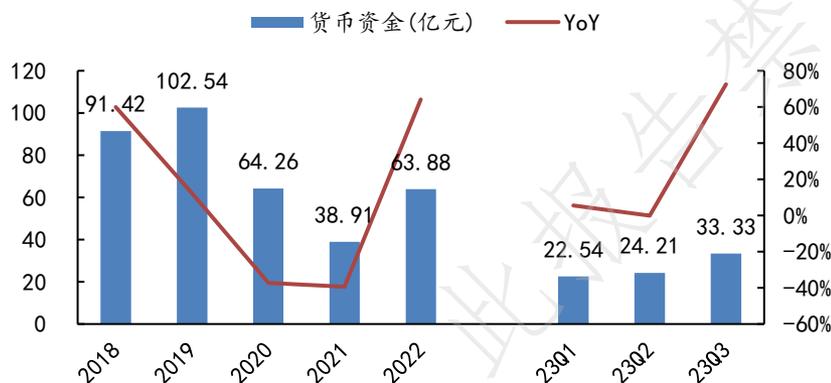


资料来源：公司财报，华安证券研究所

出版行业重点公司——凤凰传媒(601928.SH)

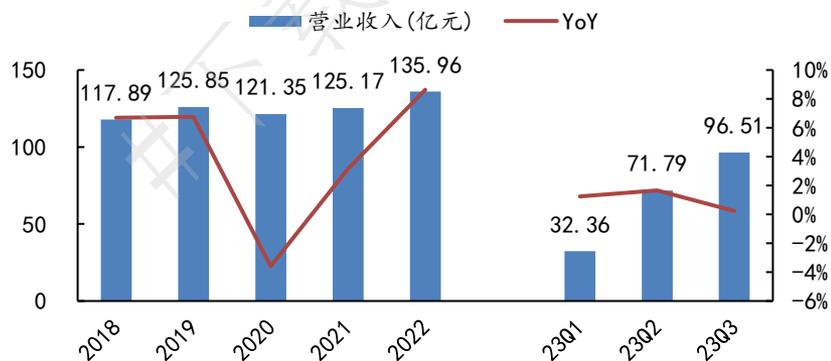
- 凤凰传媒成立于1985年，大股东主要包括江苏凤凰出版传媒集团有限公司；23Q3实现收入96.51亿元(YoY+0.23%)，实现归母净利润17.74亿元(YoY+2.17%)；上市以来累计分红率达45.62%，2022年股利支付率达61.12%，股息率达6.31%。
- 探索数字化及AI新业务：在数字阅读方面，借助移动咪咕云平台加强运营，合作联合会会员新产品体系；在数字教育方面，通过学科网深化合作，智慧校园建设中加强2B合作；并推出服务于小学生写作的智能导学聊天机器人“文小慧”，可以提供一对一的作文智能修改点评服务。

图表190:2018-23Q3凤凰传媒账面现金及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表192:2018-23Q3凤凰传媒收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

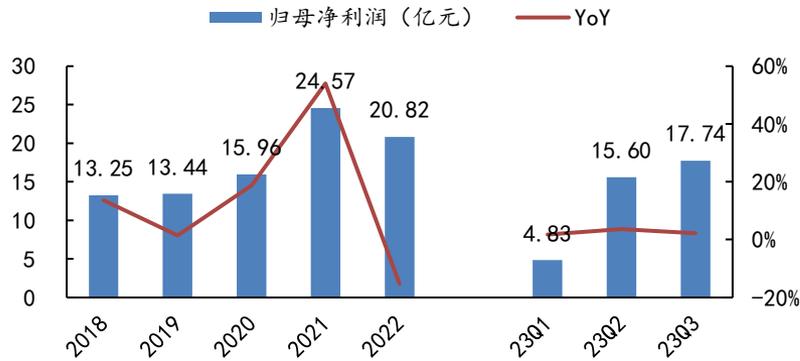
敬请参阅末页重要声明及评级说明

图表191:2018-2022凤凰传媒股息率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表193:2018-23Q3凤凰传媒归母净利润及同比增速

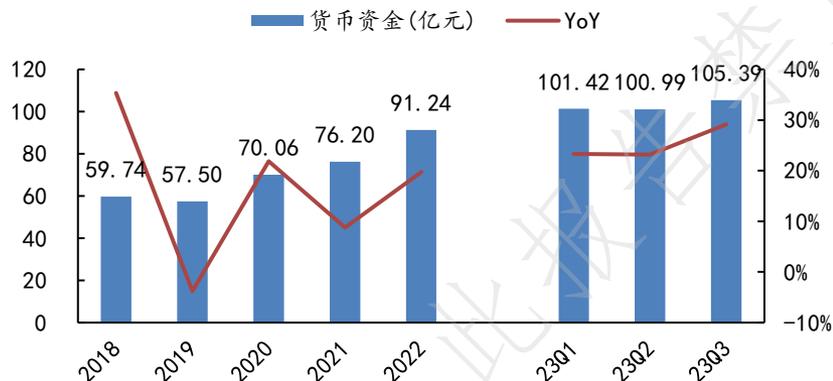


资料来源：公司财报，华安证券研究所

出版行业重点公司——皖新传媒(601801.SH)

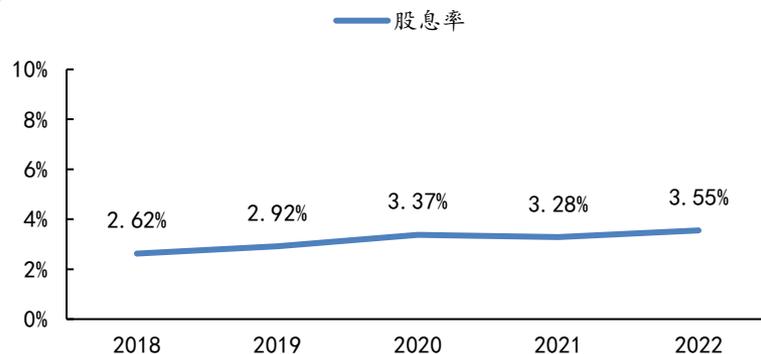
- 皖新传媒成立于1990年，大股东主要包括安徽新华发行(集团)控股有限公司；23Q3实现收入97.8亿元(YoY+5.92%)，实现归母净利润9.84亿元(YoY+18.32%)；上市以来累计分红率达32.85%，2022年股利支付率达51.99%，股息率达3.55%。
- 与华为合作实施“数字皖新”规划项目，组建“皖新-华为云”项目联合实施团队，共同开发“皖新学习机”，目前处于试营销阶段。

图表194:2018-23Q3皖新传媒账面现金及同比增速



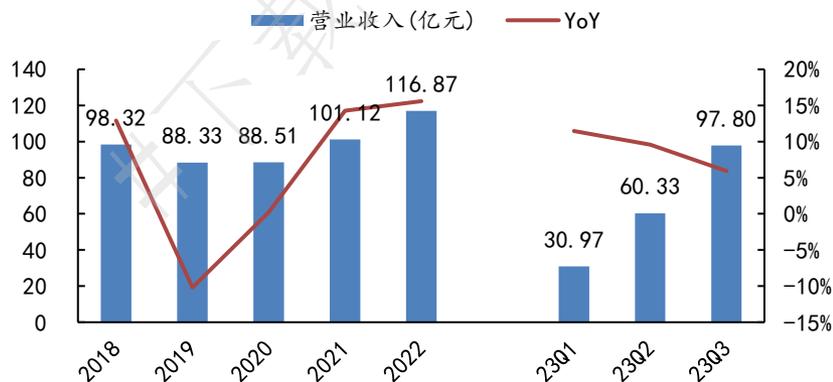
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表195:2018-2022皖新传媒股息率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

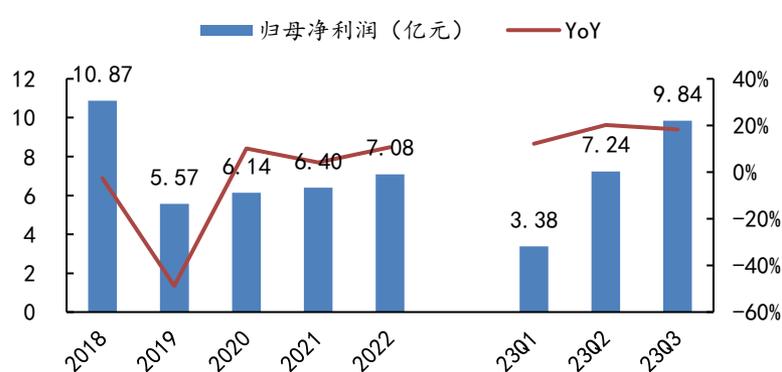
图表196:2018-23Q3皖新传媒收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

图表197:2018-23Q3皖新传媒归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

出版行业重点公司盈利预测及估值水平

图表198：中文传媒盈利预测及估值水平

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,236	9,827	10,417	11,042
(+/-) (%)	-4.46	-4.00	6.00	6.00
归母净利润	1,930	2,010	2,151	2,271
(+/-) (%)	-5.53	4.13	7.01	5.58
EPS	1.42	1.48	1.59	1.68
ROE (%)	11.04	11.20	11.30	11.30
ROA (%)	6.93	--	--	--
PE	6.72	9.07	8.48	8.03
PEG	-1.21	2.20	1.21	1.44

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表199：南方传媒盈利预测及估值水平

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,055	10,568	11,801	13,708
(+/-) (%)	6.57	16.71	11.67	16.15
归母净利润	943	1,165	1,328	1,599
(+/-) (%)	-2.65	23.53	13.99	20.38
EPS	1.05	1.30	1.48	1.78
ROE (%)	13.04	14.78	14.95	15.35
ROA (%)	7.59	7.10	7.40	--
PE	7.89	11.58	10.16	8.44
PEG	-2.97	0.49	0.73	0.41

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表200：中南传媒盈利预测及估值水平

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,465	13,519	14,617	15,750
(+/-) (%)	10.00	8.46	8.12	7.75
归母净利润	1,399	1,641	1,808	1,972
(+/-) (%)	-7.67	17.26	10.18	9.09
EPS	0.78	0.91	1.01	1.10
ROE (%)	9.56	10.86	11.49	11.95
ROA (%)	6.07	6.45	6.72	6.90
PE	12.81	12.14	11.02	10.10
PEG	-1.67	0.70	1.08	1.11

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表201：长江传媒盈利预测及估值水平

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,295	6,878	7,405	8,258
(+/-) (%)	4.52	9.26	7.66	11.52
归母净利润	729	887	1,139	1,390
(+/-) (%)	4.57	21.59	28.42	22.03
EPS	0.60	0.73	0.94	1.15
ROE (%)	8.64	10.05	12.22	14.00
ROA (%)	6.06	6.72	8.43	9.71
PE	9.49	10.37	8.08	6.62
PB	0.82	1.04	0.99	0.93

资料来源：iFind预期，华安证券研究所

图表202：凤凰传媒盈利预测及估值水平

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,596	14,486	15,517	16,625
(+/-) (%)	8.62	6.55	7.12	7.14
归母净利润	2,082	2,238	2,488	2,720
(+/-) (%)	-15.26	7.52	11.13	9.34
EPS	0.82	0.88	0.98	1.07
ROE (%)	12.06	12.36	12.81	12.91
ROA (%)	7.22	7.30	7.75	8.30
PE	9.68	11.45	10.30	9.42
PEG	-0.63	1.52	0.93	1.01

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表203：皖新传媒盈利预测及估值水平

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,687	13,819	16,028	18,447
(+/-) (%)	15.57	18.24	15.99	15.09
归母净利润	708	996	1,175	1,366
(+/-) (%)	10.65	40.66	18.03	16.24
EPS	0.36	0.50	0.59	0.69
ROE (%)	6.32	8.47	9.44	10.32
ROA (%)	4.25	5.55	5.90	6.20
PE	14.64	14.94	12.66	10.89
PEG	1.38	0.37	0.70	0.67

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模渗透率双增长，用户粘性趋于稳定
- 2 AIGC：开源模型种类不断丰富，性能参数屡创新高，场景多元化覆盖
- 3 游戏：政策监管规范化，精品国产游戏持续出海，关注AI赋能及新渠道价值
- 4 长中短视频、网文、出版：短剧上游网文IP价值重估，短视频流量红利推动矩阵式电商直播
- 5 出版：转型拥抱AI+教育，积极探索多服务场景
- 6 影视院线：AI赋能IP价值有望重构，影视内容制作有望落地
- 7 广告：广告大盘随宏观经济回暖，AI赋能广告短片全链路制作
- 8 互联网：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

影视院线板块投资建议

- **23年票房（含服务费）达549.4亿，展望2024年，电影行业有望质、量双升：**

1) **数量：**23年初电影恢复正常拍摄节奏，由于电影产品的制作周期要1年以上，因此大量电影作品将于24年上线，供给侧依旧繁荣；

2) **质量：**20-22年行业出清，资金实力雄厚、致力于打造精品内容的公司被筛选出来；同时20-22年间拍摄业务暂停，电影从业人员只能储备、打磨优质剧本，影片质量有望提升。

- **新技术有望赋能影视制作、提升IP价值：**

1) **AI+影视：**文生视频产品持续迭代，AI赋能影视内容制作有望落地。海内外文生视频产品频繁发布，包括一致性超强及宫崎骏画风浓郁的Pika、谷歌文生图模型Imagen 2、斯坦福华人研究人员提出的WonderJourney、李飞飞斯坦福团队同谷歌合作推出的W. A. L. T、Meta的文生视频工具Emu Video、RunwayAI的视频生成工具Gen-2；

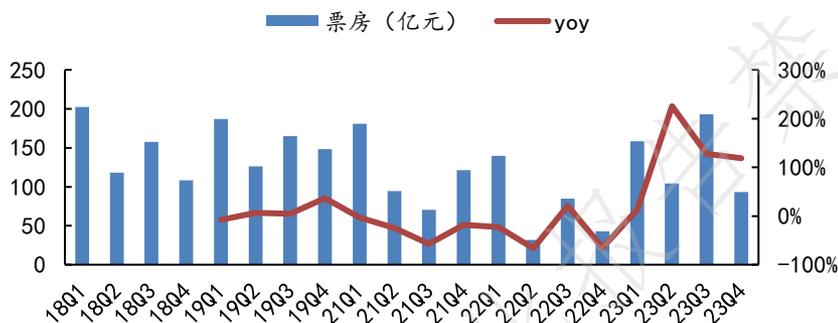
2) **IP：**AI赋能下，IP价值有望重构。影视公司拥有大量影视IP资源，可以进行二创或者处理成视频素材对大模型进行训练；23年下半年兴起的互动影游、小程序短剧也为影视IP提供新的变现思路。

建议关注：关注疫后修复机会及公司影片储备，建议关注全产业链覆盖的中国电影、动画电影优势显著的光线传媒、手握60个经典IP的上海电影、院线龙头万达电影、24年影片储备丰富的博纳影业、在线票务龙头猫眼娱乐、稳健增长的横店影视。

23年全年票房549.15亿（含服务费），增长势头强劲

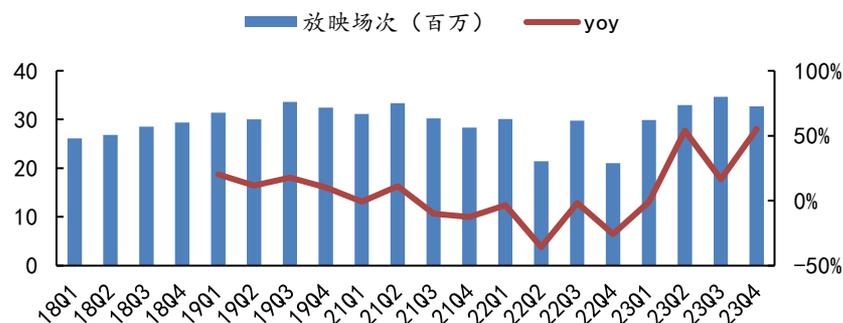
- 23年中国电影票房同比增长83.48%，达549.15亿元，各大档期表现存在分化。春节档强势回归，票房达67.65亿，居影史第二；暑期档票房达206.2亿，居影史第一；国庆档受出游、预售期缩短影响，27.35亿票房，不及预期。24年元旦档（2023.12.30-2024.1.1）总票房15.33亿，创中国影史元旦档票房、人次、场次新高。

图表204：18Q1-23Q4中国电影总票房及同比增速



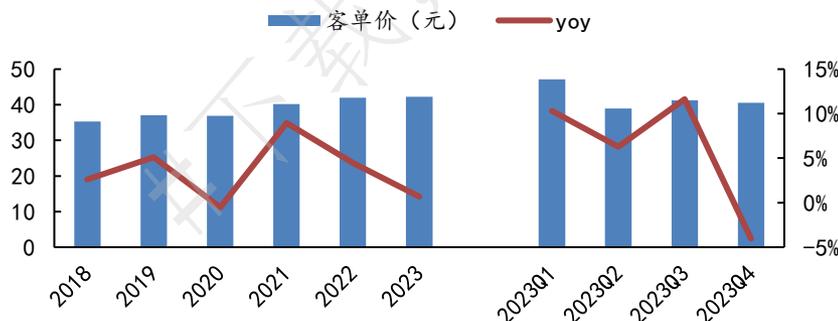
资料来源：猫眼专业版，国家电影局，华安证券研究所

图表205：18Q1-23Q4放映场次及同比增速



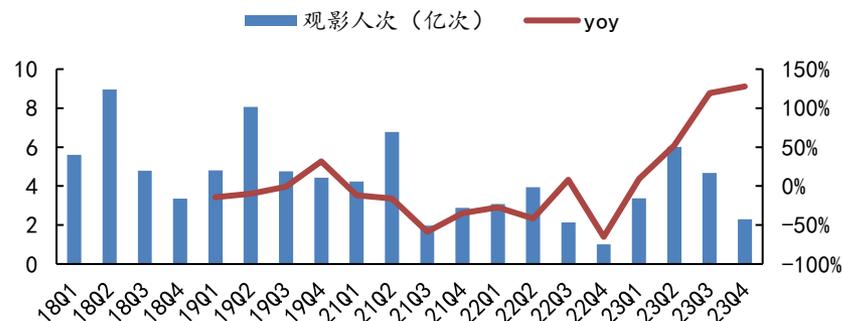
资料来源：艺恩内容智库-电影系统，艺恩娱数，华安证券研究所

图表206：2018-23Q4中国电影客单价及同比增速



资料来源：猫眼专业版，国家电影局，华安证券研究所

图表207：18Q1-23Q4观影人次及同比增速



资料来源：艺恩内容智库-电影系统，艺恩娱数，华安证券研究所

12月待播电影丰富，全年票房有望达549.15亿

图表208：2023年票房TOP 10电影投资方梳理

2023年			
排名	片名	票房	投资方
1	满江红	45.44亿	欢喜传媒主投，中国电影参投
2	流浪地球2	40.29亿	中国电影主投主控
3	孤注一掷	38.48	淘票票、中影参投
4	消失的她	35.24亿	淘票票参投
5	封神第一部	26.34	北文主投
6	八角笼中	22.07亿	猫眼参投
7	长安三万里	18.24亿	阿里影业、猫眼、中影参投
8	熊出没·伴我“熊芯”	14.95亿	华强方特主投，横店、中影、万达参投
9	坚如磐石	13.43亿	光线主投主控
10	人生路不熟	11.84亿	淘票票、猫眼、中影、横店参投

资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所整理

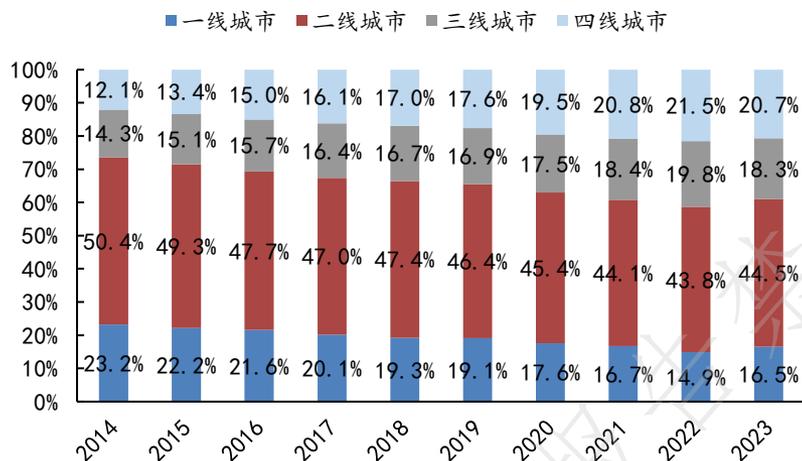
图表209：2023年12月重点影片上映日历

周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
11月27日	11月28日	11月29日	11月30日	12月1日	12月2日	12月3日
				热搜（百纳主控）		
12月4日	12月5日	12月6日	12月7日	12月8日	12月9日	12月10日
				瞒天过海		
				爆裂点（博纳主投）		
				照明商店（光线主投）		
12月11日	12月12日	12月13日	12月14日	12月15日	12月16日	12月17日
				三大队（万达主投）	名侦探柯南（中影独家发行）	
12月18日	12月19日	12月20日	12月21日	12月22日	12月23日	12月24日
		海王2（中影联合发行）		敦煌英雄（百纳主投）		
12月25日	12月26日	12月27日	12月28日	12月29日	12月30日	12月31日
				潜行	非诚勿扰3（中影主投）	
				年会不能停	一闪一闪亮晶晶（百纳主投）	
					金手指+舒克贝塔	

资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所整理

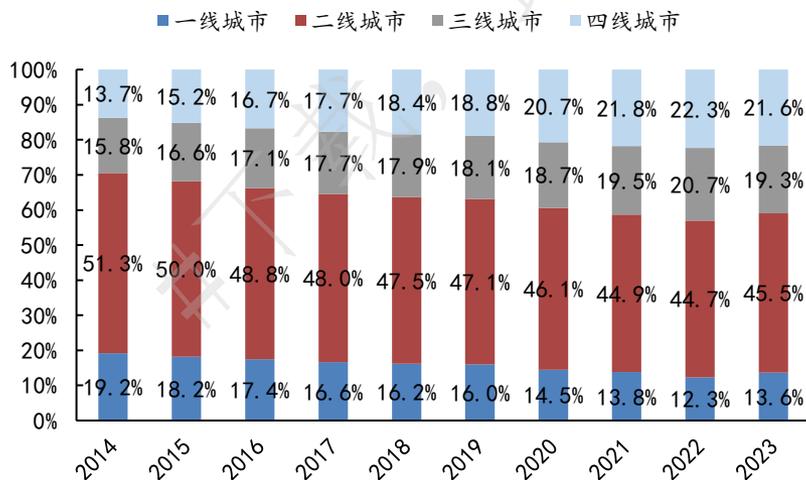
电影市场逐步向三四线城市下沉，平均票价稳步上升

图表210：2014-23年城市线级票房分布



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

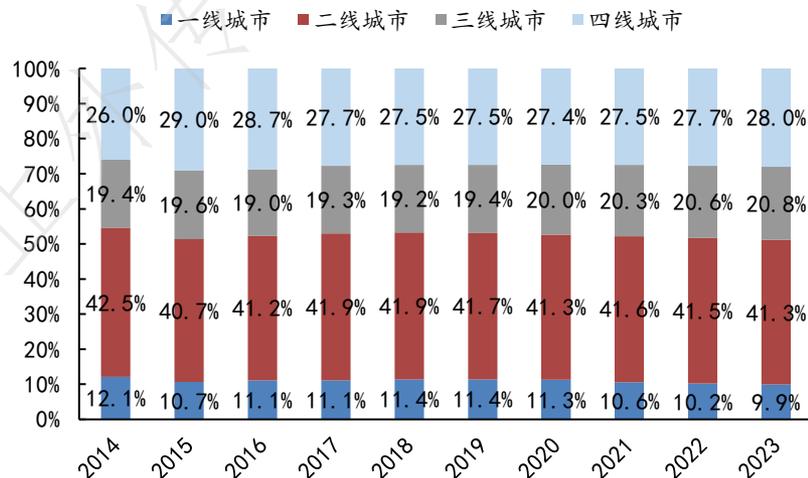
图表212：2014-23年城市线级人次分布



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

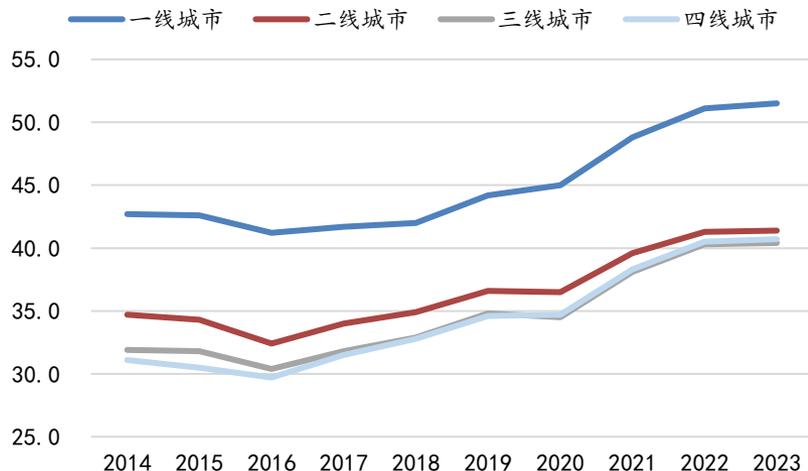
敬请参阅末页重要声明及评级说明

图表211：2014-23年城市线级银幕分布



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

图表213：2014-23年城市线级平均票价（元）



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

新技术和新制度的出现，市场格局将迎来新变化

1. LED影院屏技术，或催生新业态：上影集团与BOE（京东方）、中影股份与奥拓电子已在LED影院屏技术签署合作。

• 相较于传统放映机+幕布，LED显示屏存在的优点：

- 第一，显示技术的需求，许多3D大场面场景对于显示屏幕的要求越来越高；
- 第二，显示画面的优势，LED显示屏先进显示技术能够让画面的细节更加清晰、色彩更加鲜艳，同时在3D的放映亮度、HDR的实现等更具优势，更能给观众带来逼真且震撼的视觉体验；
- 第三，影厅的多功能性，观众无需在黑暗环境观影，有利于催生影院餐厅、赛事直播、企业活动等新业态。

2. 分线发行，有望重塑影视院线新格局：分线发行指的是部分影片由院线直接和片方采购，根据承诺能达到条件影院的情况和片方达成合作后，只供片给承诺能达到条件的影城，片方和影院可以根据待放映影片的特点、辐射区域的受众喜好等维度进行个性化排片。和传统的统一供片相比，分线发行有利于发挥市场机制，调整院线市场格局：

- 一是放映端的竞争将更加充分，有利于院线摆脱靠市场份额吃“大锅饭”的历史格局；
- 二是有利于中小发行公司与发行端票务平台争夺市场话语权；
- 三是大档期时代或将发生改变，降低档期对作品的限制。

图表214：上影集团与京东方签署战略合作协议 图表215：中影股份携手奥拓电子



资料来源：投影时代网，华安证券研究所



资料来源：投影时代网，华安证券研究所

图表216：首批分线发行影片

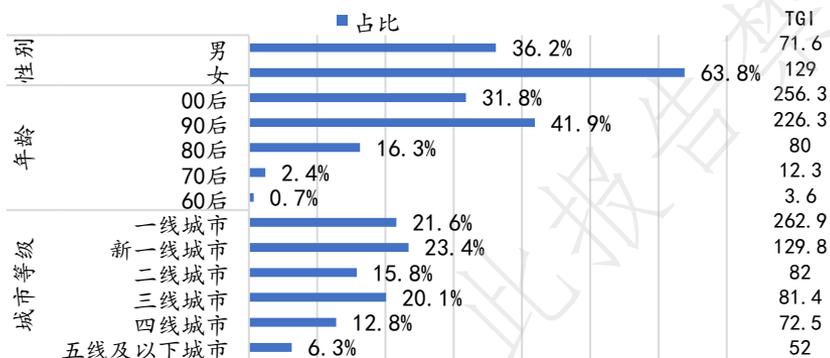
在团圆	没问题	红猪
妈妈和七天的时间	百川东到海	仲肯
寻秘自然：地球往事	最后一夜	雪云
寻秘自然：无形之力	小行星猎人	堡垒
A测试之爱情大冒险	少女与马	烽火糖田
人生大事（复映）	沉默笔录	沉默笔录
跳水吧！少年郎	树说	冰建王国
日暮归乡	国鼎魂	密语者
你的婚礼		

资料来源：中国电影报、证券时报，华安证券研究所

新媒体平台成为电影宣传新市场

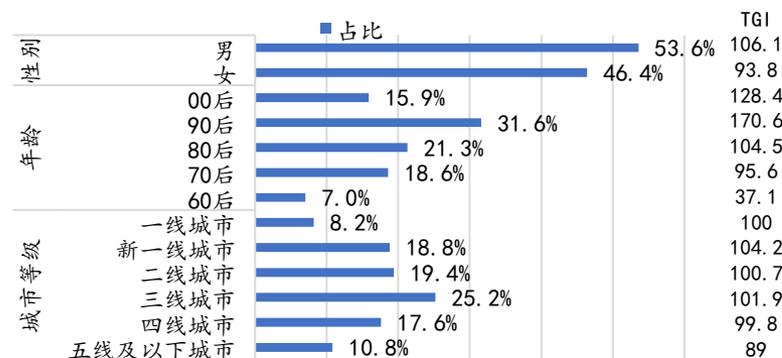
- **电影演出行业APP用户结构年轻化**：叠加暑期放假的因素，00后、90后用户占比超七成，一线城市用户线下观演积极性更高。
- **抖音成为电影宣传重要平台，打开电影下沉市场**：电影官方利用抖音短视频平台进行宣发营销，抖音逐渐成为电影营销的“标配”场景，抖音电影官方号活跃用户规模庞大。电影官方借助抖音平台庞大的用户池拓展受众，在收获年轻主流群体的同时，为触达70、80后及下沉市场人群提供更加精准快速的渠道。

图表217：2023年7月电影演出行业APP用户画像



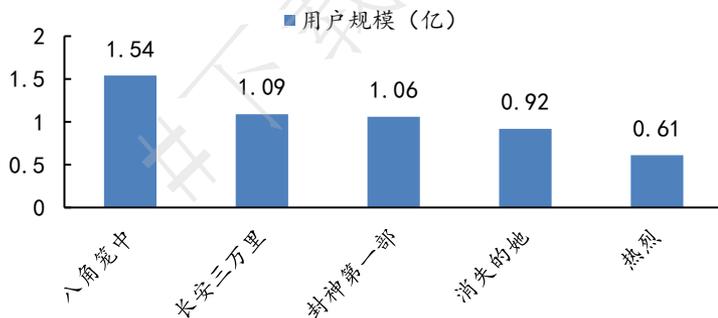
资料来源：QuestMobile GROWTH用户画像标签数据库，华安证券研究所

图表218：2023年7月电影封神第一部抖音官方号受众用户画像



资料来源：QuestMobile NEWMEDIA新媒体数据库，华安证券研究所

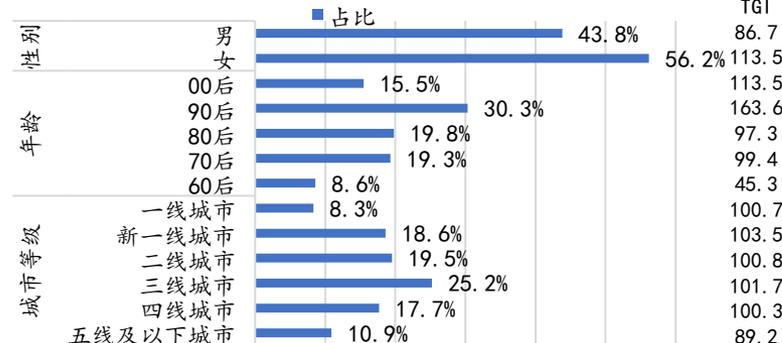
图表219：2023年7月热门电影抖音官方号活跃用户规模



资料来源：QuestMobile NEWMEDIA新媒体数据库，华安证券研究所

资料来源：，华安证券研究所整理
敬请参阅末页重要声明及评级说明

图表220：2023年7月电影消失的她抖音官方号受众用户画像



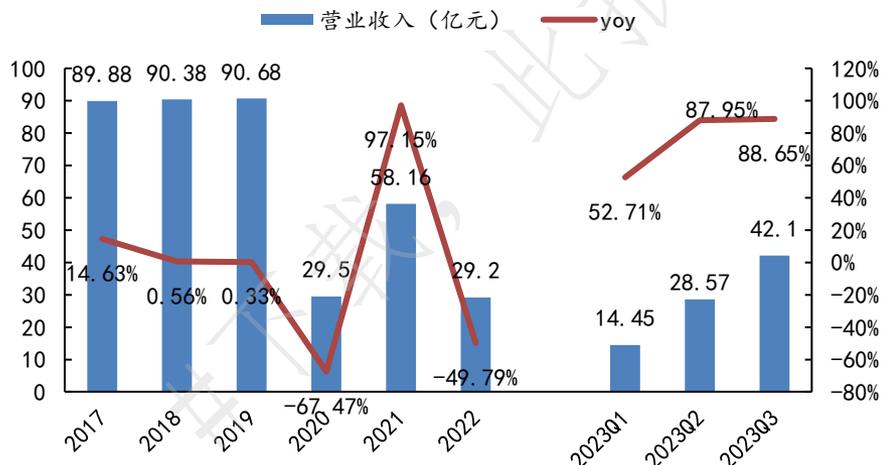
资料来源：QuestMobile NEWMEDIA新媒体数据库，华安证券研究所

中国电影（600977.SH）：各板块业务稳定，利润增速上升

23Q3公司实现收入13.5亿，yoy+90.13%；实现归母净利润1.1亿，同比扭亏为盈。23年前三季度，公司累计实现收入42.1亿，yoy+88.65%，累计实现归母净利润4.7亿，yoy+79104%。

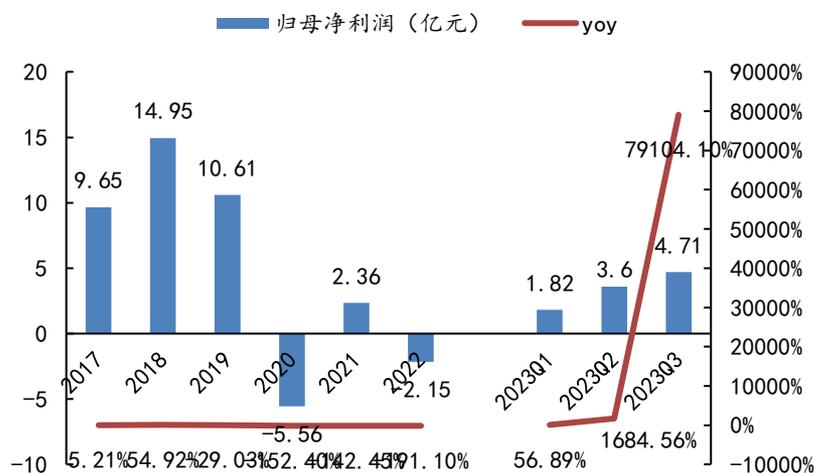
- **创作板块：**23年前三季度，公司主导或参与出品并投放市场的影片共28部，累计实现票房231.02亿，占同期全国国产影片票房总额的61.44%。
- **发行板块：**23年前三季度，公司主导或参与发行国产影片共347部，累计票房305.41亿元，占同期国产影片票房总额的88.24%；发行进口影片共78部，累计票房47.86亿元，占同期进口影片票房总额的70.23%。
- **放映板块：**截至9月30日，公司旗下共有营业控股影院128家，银幕964块；23年前三季度，公司旗下控参股院线和控股影院合计实现票房114.42亿元，观影人次共2.75亿。
- **科技板块：**截至报告期末，国内已开业CINITY影厅155个，已完成安装待开业影厅4个。

图表221：2017-2023Q3中国电影营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表222：2017-2023Q3中国电影归母净利润及同比增速



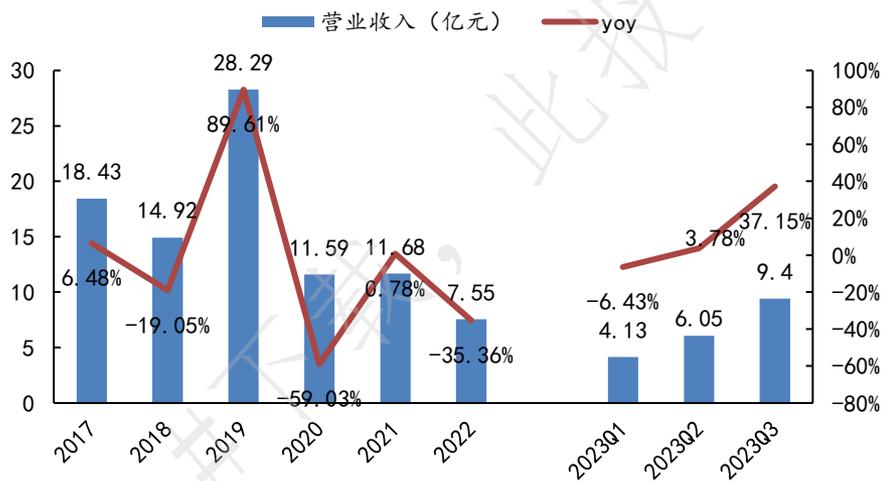
资料来源：公司财报，华安证券研究所

光线传媒 (300251.SZ)：利润稳健增长，关注《哪吒2》定档情况

23Q3公司实现收入3.35亿，yoy+227.5%；实现归母净利润1.66亿，同比扭亏为盈。23年前三季度，公司累计实现收入9.40亿，yoy+37.2%，累计实现归母净利润3.68亿，yoy+261.9%。

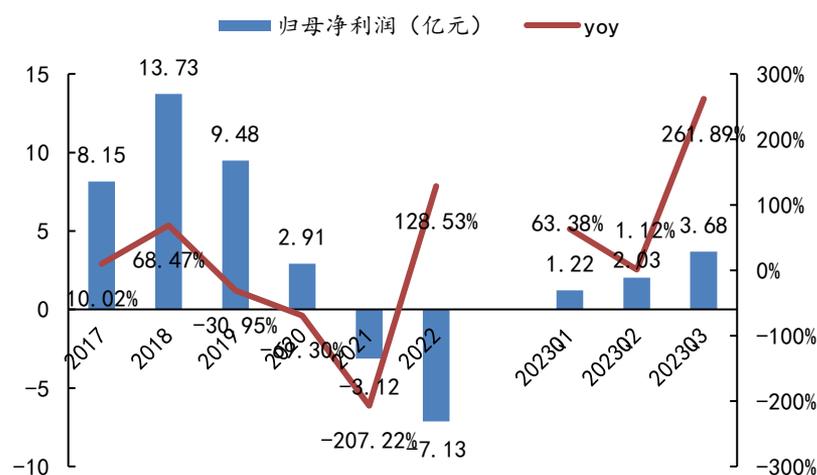
- **电影业务：**23Q3公司主投的《茶啊二中》已于7月14日上映，取得了3.84亿元的票房，《茶啊二中2》已进入前期策划阶段；主投的《坚如磐石》于9月28日上映，9月产生票房3.05亿，截至10月27日共产生票房12.9亿；公司主投的悬疑电影《照明商店》已定档12月15日；公司主投的动画电影《哪吒之魔童闹海》《小倩》在制作中，预计将于明年上映。
- **电视剧/网剧业务：**报告期内，公司制作的古装爱情轻喜剧《拂玉鞍》及改编自人气漫画《大理寺日志》的网剧《大理寺少卿游》已拍摄完成、有望于年内播出。

图表223：2017-2023Q3光线传媒营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表224：2017-2023Q3光线传媒归母净利润及同比增速



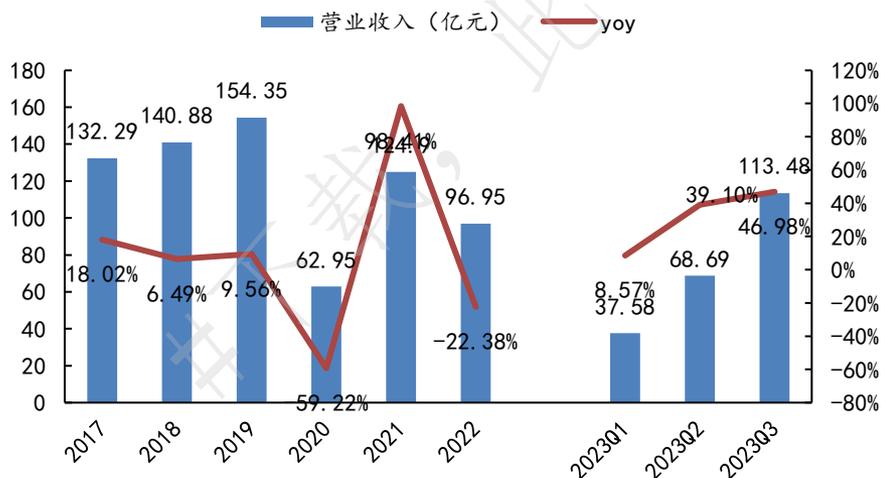
资料来源：公司财报，华安证券研究所

万达电影（002739.SZ）：逐渐释放经营杠杆，实控人更换

23Q3公司实现收入44.8亿，yoy+60.97%；实现归母净利润6.92亿，yoy+1340.97%。前三季度公司累计实现收入113.5亿，yoy+46.98%；实现归母净利润11.15亿，同比扭亏为盈。

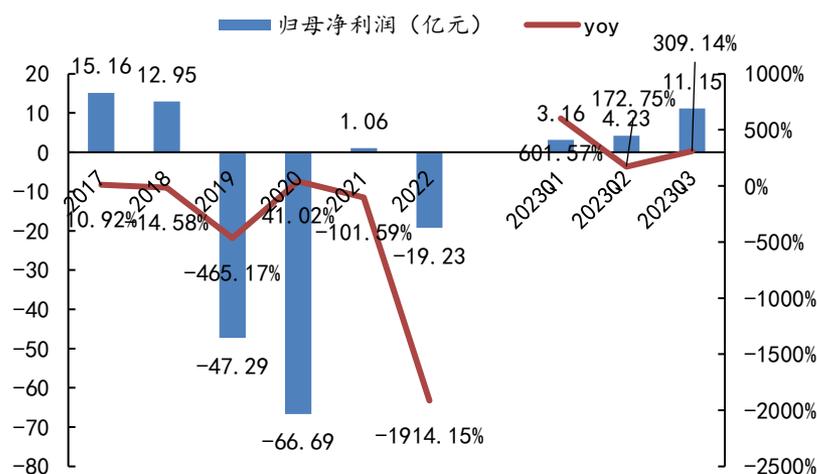
- **国内影院**：2023年1-9月，公司国内影院实现票房62.2亿元（不含服务费），较2019年同期增长5.2%，前三季度公司累计市场份额16.5%；观影人次1.5亿，较2019年同期增长3.7%。其中7-9月公司国内影院实现票房25.7亿元（不含服务费），较2019年同期增长21.2%，好于行业平均水平。
- **澳洲院线**：2023年1-9月，澳洲院线实现票房2.35亿澳元，同比增长16.8%，观影人次1,290万，同比增长9%，其中7-9月实现票房0.94亿澳元，同比增长43%，观影人次512万，同比增长31%。
- **股权变动**：12月12日，万达电影发布公告，间接控股股东们拟将其合计持有的万达投资的51%股权转让予儒意投资，转让价款共计人民币21.55亿元。柯利明先生为儒意投资的实际控制人，交易完成后，儒意投资将持有万达投资51%股权，将通过万达投资间接控制万达电影20%股权，公司实际控制人由王健林先生变更为柯利明先生。

图表225：2017-2023Q3万达电影营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表226：2017-2023Q3万达电影归母净利润及同比增速



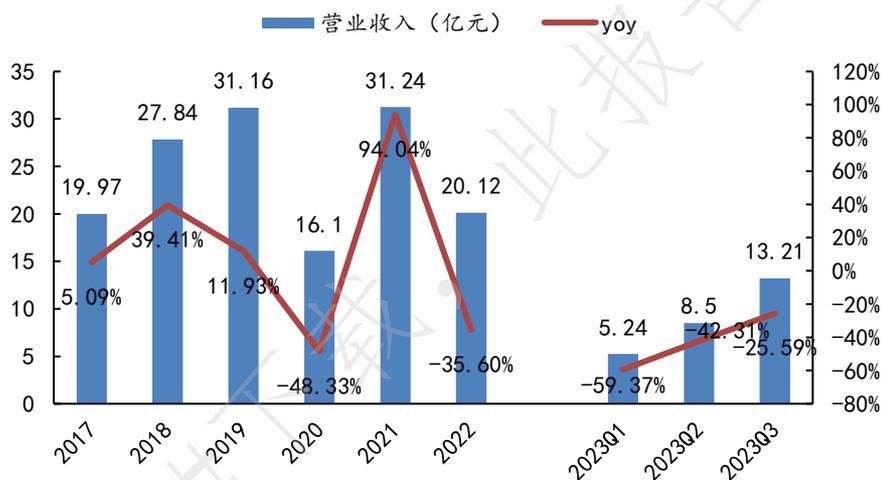
资料来源：公司财报，华安证券研究所

博纳影业 (001330.SZ) : 23Q4影片储备丰富, 24年有望是公司产品大年

23Q3公司实现收入4.72亿, yoy+55.72%; 实现归母净利润0.29亿, yoy+118.95%。前三季度公司累计实现收入13.21亿, yoy-25.59%; 实现归母净利润-2.36亿, yoy-377.22%。

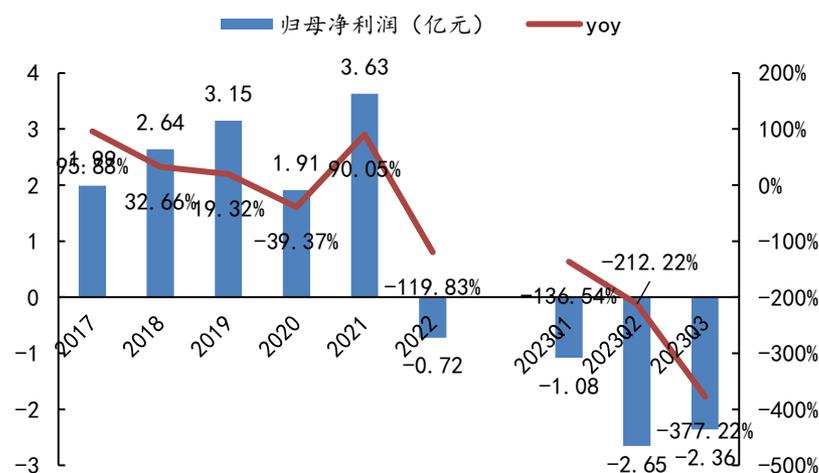
- 23Q4主投影片定档: 《刀尖》定档11月24日, 《爆裂点》定档12月08日。
- 后续储备作品丰富: 《传说》、《飞驰人生2》《红楼梦之金玉良缘》等影片待播。

图表227: 2017-2023Q3博纳影业营业收入及同比增速



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表228: 2017-2023Q3博纳影业归母净利润及同比增速



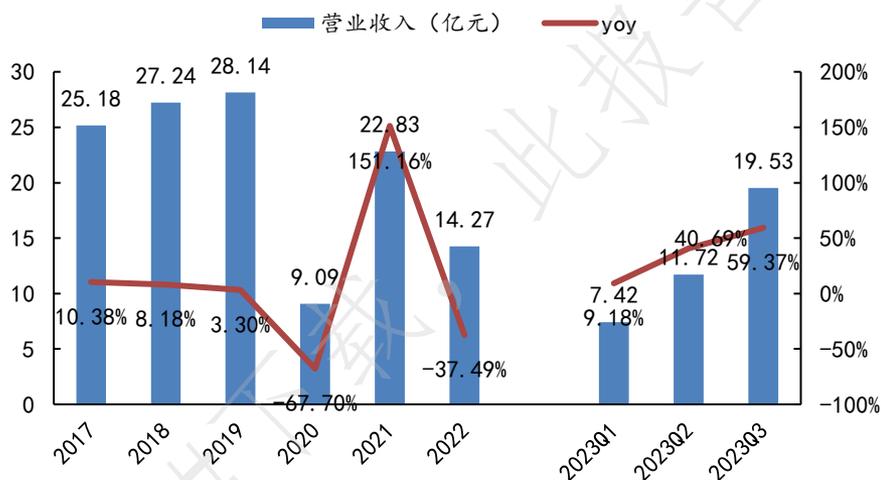
资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

横店影视（603103.SH）：大量储备影片陆续播出，逆转22年利润亏损

23Q3公司实现收入7.81亿，yoy+99%；实现归母净利润1.23亿，yoy+421.95%。前三季度公司累计实现收入19.53亿，yoy+59.37%；实现归母净利润2.36亿，yoy+321.58%。

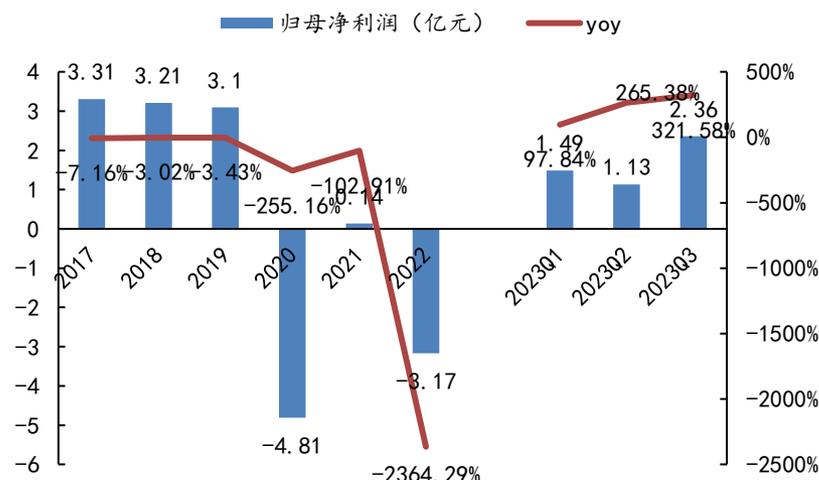
- **院线电影板块：**Q1-Q3票房收入6.38亿元，市场占有率3.62%，加盟影城实现票房收入0.97亿元，市场占有率0.55%，观影人次263.98万。公司参与出品影片数量众多，23年Q1-Q3内《流浪地球2》《熊出没·伴我“熊芯”》《志愿军：雄兵出击》《前任4：英年早婚》等众多影片已上映。
- **网络电影/网剧板块：**全资子公司影视制作正在全力孵化自主原创网络电影，同时积极开拓以爱奇艺“青创计划”为主的分账类网剧及网络电影投资业务，建设影视剧项目宣发能力及渠道。

图表229：2017-2023Q3横店影视营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表230：2017-2023Q3横店影视归母净利润及同比增速



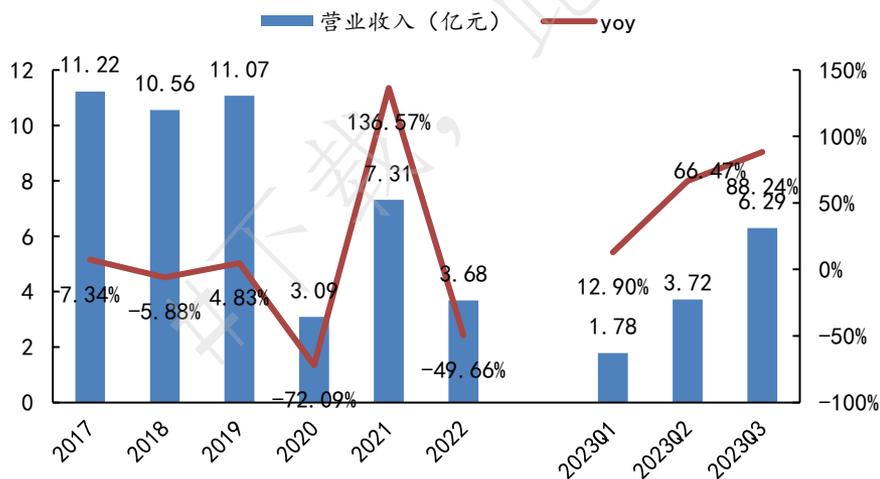
资料来源：公司财报，华安证券研究所

上海电影（601595.SH）：盈利能力显著改善，IP+AI带来广阔想象空间

23Q3公司实现收入2.57亿，yoy+132.10%；实现归母净利润0.59亿，yoy+679.42%。前三季度公司累计实现收入6.29亿，yoy+88.24%；实现归母净利润1.25亿，yoy+180.34%。

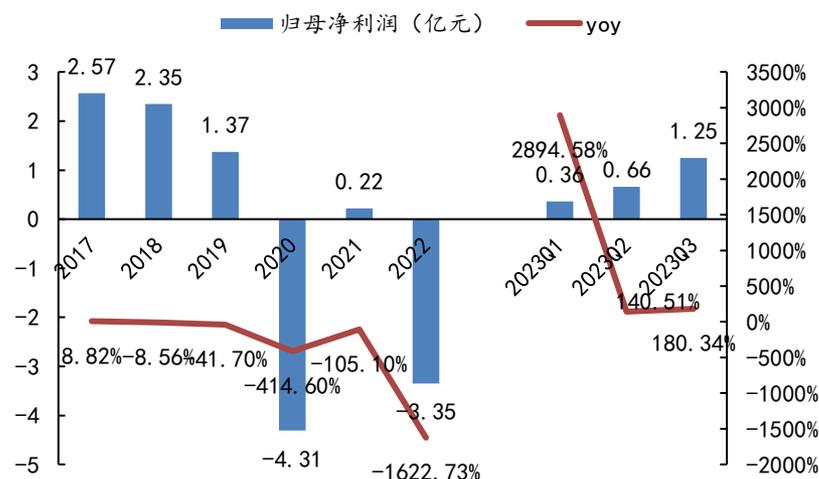
- 影片发行：公司参与发行《中国乒乓之绝地反击》《敦煌女儿》《望道》。
- IP开发：
 - 动画IP/真人影视：包括《中国奇谭》及《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《天书奇谭》等动画作品，《日出》《阿Q正传》《庐山恋》《三毛从军记》等影视作品；
 - IP授权：与麦当劳、KFC、雀巢咖啡、浦发银行万事达卡、中信出版集团等在衣食住行等领域展开IP授权联名合作；
 - 游戏联动：与网易、游族、途游、吉比特等游戏公司开展内容及玩法联动合作，覆盖《蛋仔派对》《大话西游》《跑跑卡丁车》《月圆之夜》等热门多类型游戏；
 - 技术赋能：“数智人”产品“哪吒·幻影SHO”于国庆节期间以数字化、智能化、交互化的形式亮相上海影城、车墩影视基地等地标性建筑，用IP和AIGC技术赋能线下多元业态。

图表231：2017-2023Q3上海电影营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表232：2017-2023Q3上海电影归母净利润及同比增速



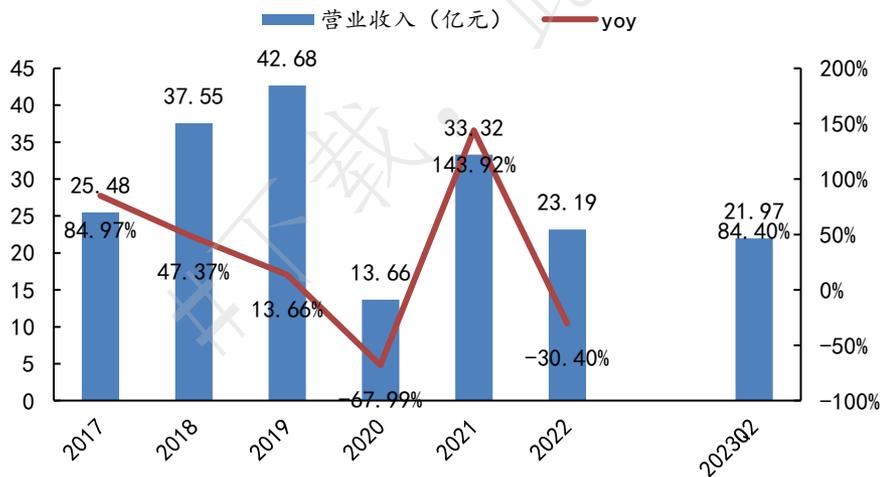
资料来源：公司财报，华安证券研究所

猫眼娱乐 (1896.HK)：影片发行成果显著，持续探索AI+影视融合

23H1公司实现收入21.97亿， yoy+84.40%；实现归母净利润4.07亿， yoy+167.77%。

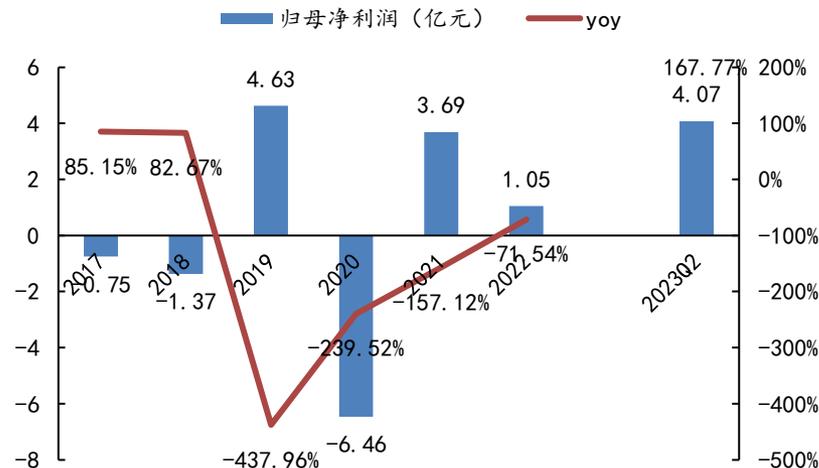
- **影片业务：**参与发行、出品的国产影片共24部（含主发影片13部）达到历史新高。春节档的票房前三名影片《满江红》《流浪地球2》《熊出没·伴我“熊芯”》、五一档的票房冠军和亚军影片《人生路不熟》《长空之王》、以及端午档的票房冠军影片《消失的她》，公司均有参与。影片储备包括《危机航线》《一闪一闪亮星星》《盗火者》《藏地白皮书》《舒克贝塔之五角飞碟》《天才游戏》《时间之子》《伞少女》《重生》等。
- **电影票务业务：**23H1猫眼演出的总GMV和订单数均已超过19年同期水平。为张学友、周杰伦、林俊杰等多位艺人的多场演唱会提供现场票务服务；为香港城市售票网提供优质的票务系统及营运服务，包括You & Mi郑秀文世界巡回演唱会香港站、第四十七届香港国际电影节、中国人寿（海外）FIVB世界女排联赛等。
- **广告服务业务：**23H1总计服务电影项目数量较去年同期增加85%。利用包括游戏类平台、音乐类平台、出行终端和手机厂商在内的多类型平台为电影的宣发提供服务。
- **宣传数据业务：**已打通抖音、微博、快手、微信、百度多渠道数据，实现了一站式宣传数据服务。
- **AI融合业务：**AI技术制作宣发物料、AI数据模型挖掘特定IP题材等。

图表233：2017-2023Q3猫眼娱乐营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表234：2017-2023Q3猫眼娱乐归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

电影行业重点公司盈利预测及估值水平

图表235：中国电影盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	2919.85	6193.04	7551.2	8889.62
(+/-) (%)	-49.79	112.1	21.93	17.72
归母净利润（百万）	-214.92	844.23	1052.16	1204.03
(+/-) (%)	-190.92	492.8	24.63	14.43
ROE (%)	-1.99	7	8.25	8.9
ROA (%)	-1.6	4.15	5.3	5.3
EPS	-0.12	0.45	0.56	0.64
P/E	-118.14	27.53	22.09	19.31
PEG	0.62	0.06	0.9	1.34

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表237：光线传媒盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	754.91	1716.27	2391.58	2765.87
(+/-) (%)	-35.35	127.35	39.35	15.65
归母净利润（百万）	-712.89	661.24	1058.98	1240.17
(+/-) (%)	-128.72	192.76	60.15	17.11
ROE (%)	-8.63	7.44	10.68	11.12
ROA (%)	-7.41	6.66	9.12	9.43
EPS	-0.24	0.23	0.36	0.42
P/E	-35.64	36.11	22.55	19.26
PEG	0.28	0.19	0.37	1.13

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表236：万达电影盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	9695.32	14584.45	16959.81	18943.88
(+/-) (%)	-22.38	50.43	16.29	11.7
归母净利润（百万）	-1923	1214.67	1537.62	1708.02
(+/-) (%)	-1908.47	163.17	26.59	11.08
ROE (%)	-27.09	14.61	16	15.02
ROA (%)	-7.01	4.5	5.6	--
EPS	-0.88	0.56	0.71	0.78
P/E	-15.87	22.61	17.86	16.08
PEG	0.01	0.14	0.67	1.45

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表238：博纳影业盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	2011.54	2464.19	3291.66	3981.23
(+/-) (%)	-35.6	22.5	33.58	20.95
归母净利润（百万）	-72.11	121.13	469.66	605.46
(+/-) (%)	-119.88	267.99	287.73	28.91
ROE (%)	-1.07	1.98	6.5	7.69
ROA (%)	-0.5	1.25	3.25	4.6
EPS	-0.05	0.09	0.34	0.44
P/E	-228.37	83.4	21.51	16.69
PEG	1.9	0.31	0.07	0.58

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

电影行业重点公司盈利预测及估值水平

图表239：横店影视盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	1426.84	2656.38	3014.5	3302.76
(+/-) (%)	-37.51	86.17	13.48	9.56
归母净利润（百万）	-317.43	283.05	379.04	437.78
(+/-) (%)	-2422.51	189.17	33.91	15.5
ROE (%)	-27.03	20.18	21.36	19.73
ROA (%)	-6.36	7.5	8.9	--
EPS	-0.5	0.45	0.6	0.69
P/E	-29.45	34.53	25.78	22.32
PEG	0.01	0.18	0.76	1.44

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表240：上海电影盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	368.35	844.5	1087.25	1303.67
(+/-) (%)	-49.62	129.27	28.74	19.9
归母净利润	-334.8	147.5	218.5	329.67
(+/-) (%)	-1630.74	144.06	48.14	50.88
ROE (%)	-21.26	8.7	11.32	14.37
ROA (%)	-10.9	4.95	6.45	9.2
EPS	-0.75	0.33	0.49	0.74
P/E	-14.69	65.33	44.1	29.23
PEG	0.01	0.45	0.92	0.57

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表241：猫眼娱乐盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	2319.48	4782.41	5594.03	6213.48
(+/-) (%)	-30.21	106.19	16.97	11.07
归母净利润	105.19	768.83	929.11	1082.93
(+/-) (%)	-71.45	630.9	20.85	16.56
ROE (%)	1.29	8.96	10.05	10.48
ROA (%)	1.5	6.6	7.49	7.99
EPS	0.09	0.67	0.81	0.94
P/E	87.53	--	--	--
PEG	-1.22	--	--	--

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模渗透率双增长，用户粘性趋于稳定
- 2 AIGC：开源模型种类不断丰富，性能参数屡创新高，场景多元化覆盖
- 3 游戏：政策监管规范化，精品国产游戏持续出海，关注AI赋能及新渠道价值
- 4 长中短视频、网文、出版：短剧上游网文IP价值重估，短视频流量红利推动矩阵式电商直播
- 5 出版：转型拥抱AI+教育，积极探索多服务场景
- 6 影视院线：AI赋能IP价值有望重构，影视内容制作有望落地
- 7 广告：广告大盘随宏观经济回暖，AI赋能广告短片全链路制作
- 8 互联网：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

广告板块投资建议

- **广告大盘随宏观经济有所回暖。**CTR数据显示，23年3月以来，广告市场整体呈同比正增长；QuestMobile数据显示，23Q3互联网广告市场规模有望达1671.3亿，同比增长8.1%。
- **随着短视频平台承载的内容与功能越来越多，广告主类型也将持续丰富。**23年，各大短视频平台持续拓宽功能及内容边界，吸引越来越多的增量广告主，例如本地生活商家、小程序短剧平台、小程序游戏等，24年有望持续贡献增量。
- **AI将赋能广告短片全链路制作。**随着文生文、文生图、文生视频产品的持续迭代，AI赋能广告短片的制作有望落地，23年3月，钟薛高推出一款平价产品Sa‘ssa，产品名字、口味均采用了AI建议，推广海报及视频也由AI制作。AI广告软件有望帮助增量广告主特别是小微商家，降低广告短片的制作门槛及创意门槛。
- **建议关注：**受益于直播电商业务高速发展的快手-W，广告持续复苏的百度集团-SW，拥有优质点位的梯媒龙头分众传媒。

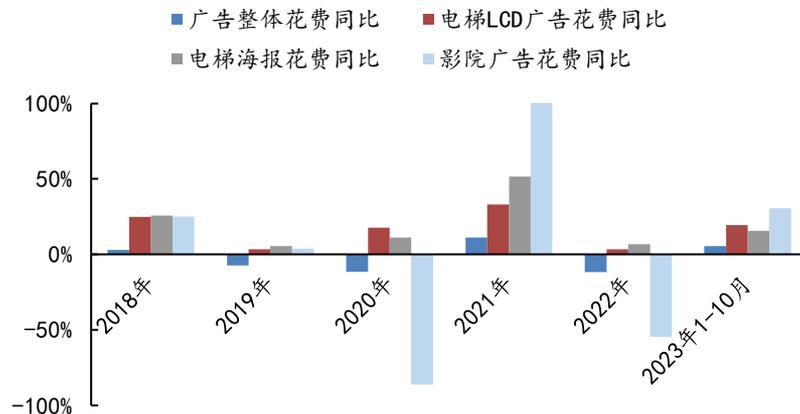
- CTR数据显示，今年1-10月广告市场同比上涨5.6%。电梯LCD、电梯海报、影院视频广告花费同比分别上涨19.4%、15.5%、30.6%，同比均增长。
- 广告市场刊例花费同比变动和社会消费品零售总额同比变动有关联性，2023年10月社会消费品零售总额同比增长7.6%，2023年10月广告刊例同比增长6.6%。

图表242: 2022-2023年10月广告刊例花费与社零对比



资料来源: CTR, 华安证券研究所

图表243: 2017年-2023年7月广告花费同比变化



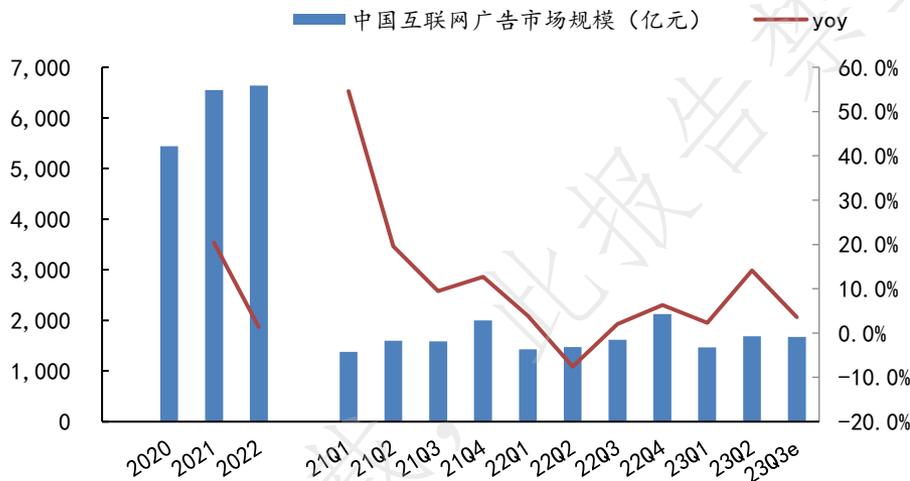
资料来源: CTR, 华安证券研究所

23年前三季度互联网广告均同比正增长，电商类、短视频类占比较高

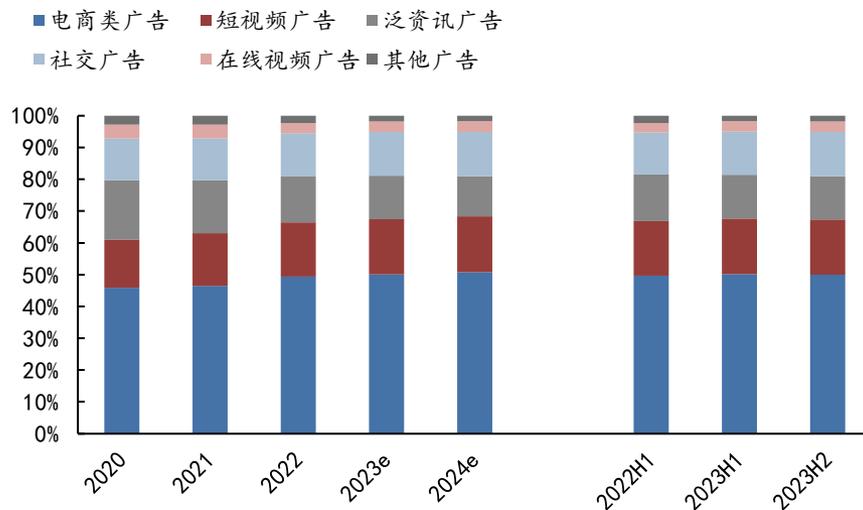
证券研究报告

- **市场规模：**QuestMobile数据显示，从23Q1开始，互联网广告市场恢复增长，23Q3规模达到1682亿元，同比增长2.3%，预计23Q3将达到1671.3亿，同比增长8.1%。
- **市场结构：**从广告主投放广告的媒介类型来看，短视频类媒介份额占比赶超泛资讯类媒介成为第二大广告媒介，电商类仍是最大的互联网广告类型，23H1电商类广告占比超50%。

图表244：2020-23Q3e中国互联网广告市场规模及同比增速



图表245：2020-2024e媒介行业互联网广告份额分布



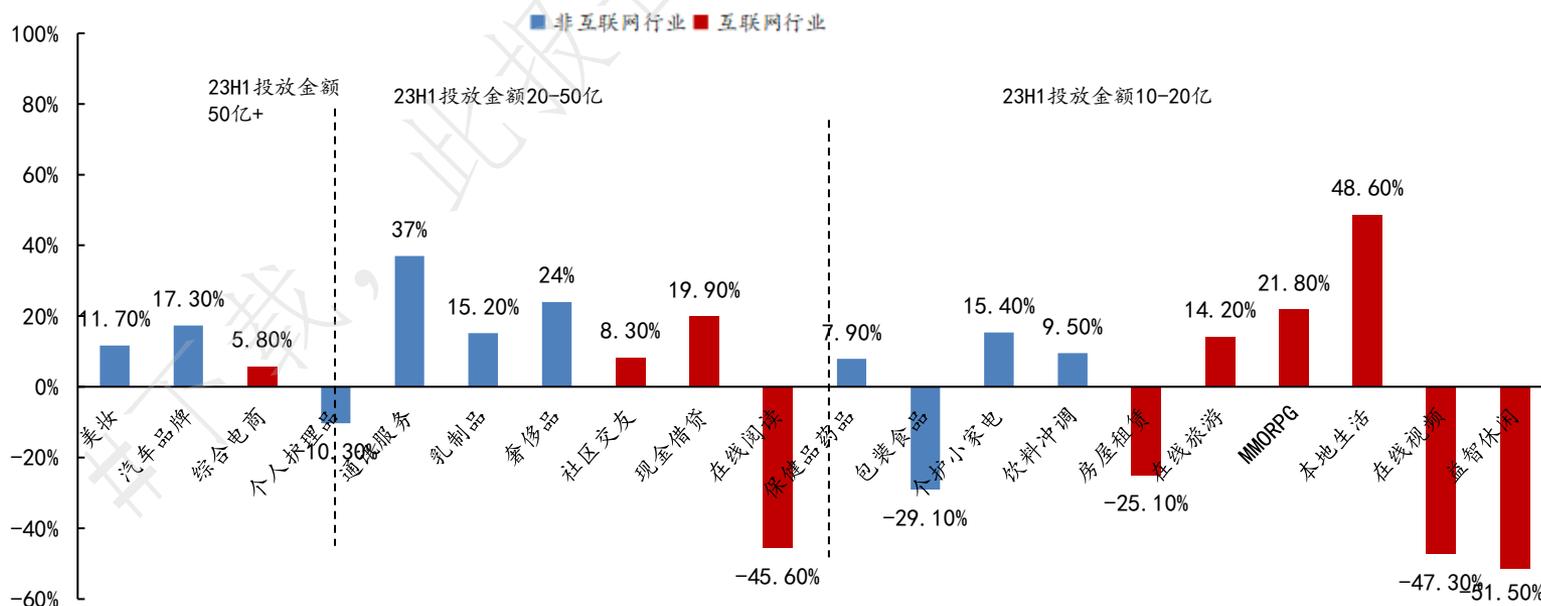
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

注：此处统计的“互联网广告”的广告形式为互联网媒介投放广告，不包括直播、软植、综艺节目冠名、赞助等广告形式

资料来源：Questmobile，华安证券研究所

- **广告投放的绝对值表现：**23H1非互联网行业中美妆类、汽车品牌类、互联网行业中综合电商类广告主投放费用超50亿，非互联网行业中个人护理品、通讯服务、乳制品、奢侈品，互联网行业中社区交友、现金借贷、在线阅读广告主投放费用超20亿。
- **广告投放的相对值表现：**23H1互联网行业中本地生活类广告主同比增长近50%，非互联网行业中通讯服务广告主同比增长近40%，增长较为突出。
- **行业特性：**头部行业投放持续增长，细分行业增长特征差异明显，家电细分行业由头部广告主增长驱动，新能源车行业投放增长，广告主投放收窄，行业格局随市场消费变化而变化。

图表246：23H1典型行业互联网广告投放费用同比增长率



资料来源：Questmobile, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

广告行业重点公司业绩回顾

证券研究报告

图表247：2019-2025E各互联网公司广告收入及市占率

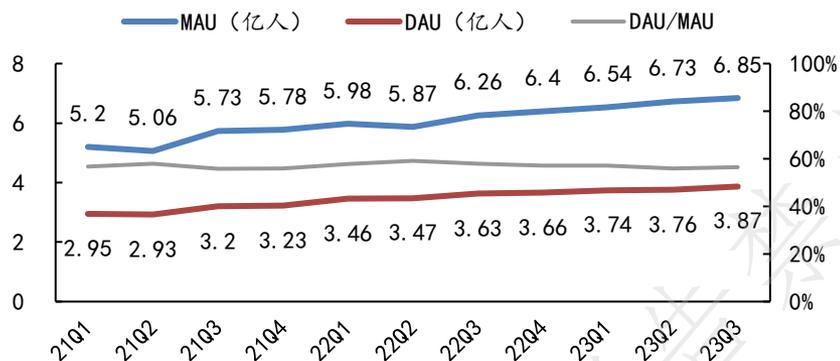
公司名称	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
阿里巴巴广告收入 (亿元)	2,460	2,874	3,164	2,935	3,092	3,240	3,290
yoy	24.87%	16.84%	10.08%	-7.23%	5.35%	4.78%	1.56%
market share	38.05%	37.49%	33.58%	29.16%	27.20%	25.82%	23.93%
字节国内广告收入 (亿元)	1,300	1,700	2,100	2,400	2,700	3,000	3,300
yoy		30.77%	23.53%	14.29%	12.50%	11.11%	10.00%
market share	20.11%	22.18%	22.29%	23.84%	23.75%	23.90%	24.00%
拼多多广告收入 (亿元)	301	537	867	1,303	1,787	2,144	2,526
yoy	129.74%	78.29%	61.34%	50.34%	37.08%	19.98%	17.81%
market share	4.66%	7.01%	9.20%	12.95%	15.72%	17.08%	18.37%
腾讯广告收入 (亿元)	684	823	887	827	1,011	1,158	1,334
yoy	17.73%	20.32%	7.77%	-6.70%	22.25%	14.46%	0.00%
market share	10.58%	10.73%	9.41%	8.22%	8.90%	9.22%	9.70%
京东广告收入 (亿元)	427	535	721	820	861	974	1,077
yoy	27.28%	25.29%	34.87%	13.66%	5.05%	13.11%	10.61%
market share	6.60%	6.98%	7.65%	8.14%	7.57%	7.76%	7.83%
百度广告收入 (亿元) [不包含爱奇艺]	700	663	739	695	768	817	860
yoy	-3.51%	-5.36%	11.52%	-5.95%	10.46%	6.41%	5.30%
market share	10.83%	8.65%	7.85%	6.91%	6.75%	6.51%	6.26%
快手泛广告收入 (亿元)	77	256	501	588	744	894	1,035
yoy	1172.06%	1330.61%	99.89%	31.43%	49.73%	23.61%	18.34%
market share	1.19%	3.34%	5.32%	5.84%	6.54%	7.13%	7.53%
美团广告收入 (亿元)	158	189	291	308	361	480	589
yoy	68.67%	19.37%	53.82%	5.79%	17.34%	32.93%	22.76%
market share	2.45%	2.47%	3.09%	3.06%	3.18%	3.82%	4.28%
微博广告收入 (亿元)	106	103	128	108	114	122	130
yoy	6.54%	-3.04%	24.62%	-15.79%	6.08%	7.15%	6.48%
market share	1.64%	1.34%	1.36%	1.07%	1.00%	0.97%	0.95%
爱奇艺广告收入 (亿元)	83	68	71	53	63	69	75
yoy	-11.34%	-17.51%	3.59%	-24.55%	17.84%	9.14%	9.08%
market share	1.28%	0.89%	0.75%	0.53%	0.55%	0.55%	0.54%
哔哩哔哩广告收入 (亿元)	8	18	45	51	65	80	97
yoy	76.28%	125.55%	145.47%	12.00%	27.97%	23.15%	20.99%
market share	0.13%	0.24%	0.48%	0.50%	0.57%	0.64%	0.70%

资料来源：WIND，华安证券研究所整理



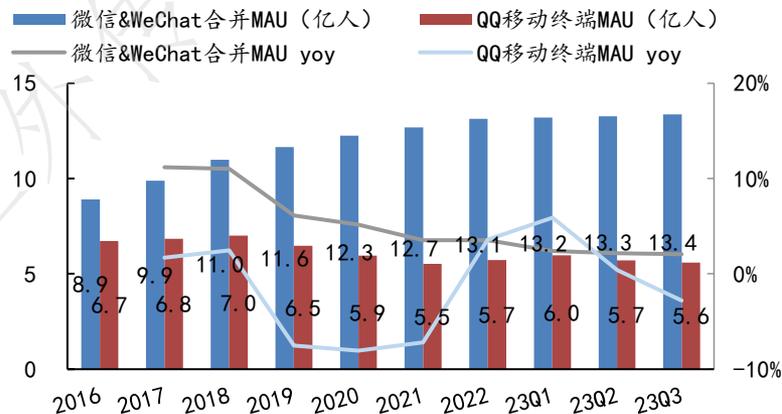
敬请参阅末页重要声明及评级说明

图表248：2021Q1-2023Q3快手-W MAU、DAU、DAU/MAU



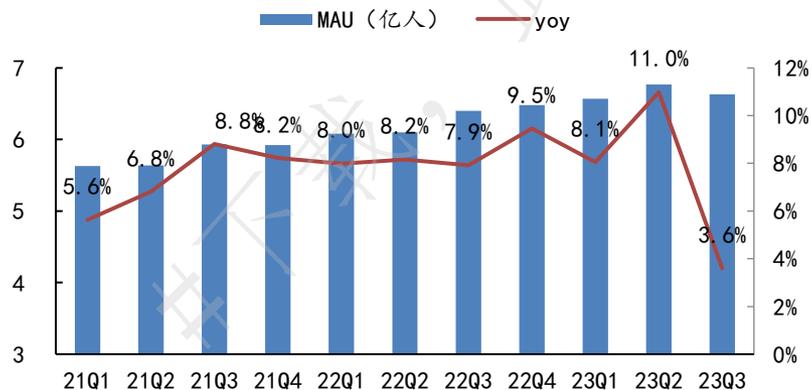
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表249：2016-2023Q3微信及QQ移动终端MAU及同比变动



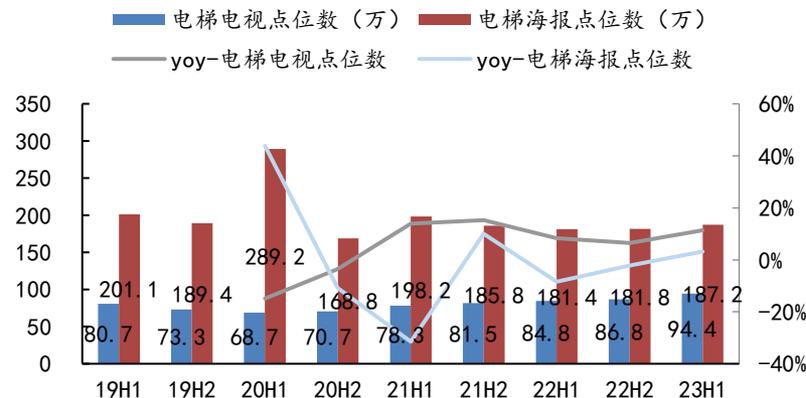
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表250：21Q1-23Q3百度MAU及同比变动



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表251：2019-2023H1分众传媒媒体数量及同比变动

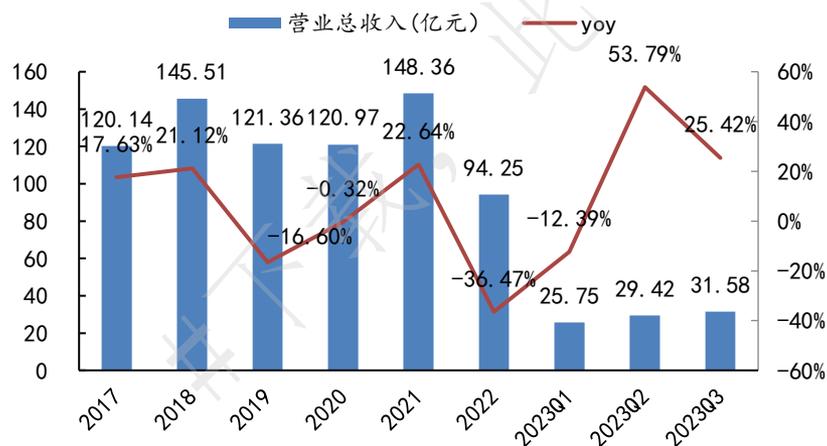


资料来源：公司财报，华安证券研究所

23Q3公司实现收入31.58亿（yoy +25.4%），实现归母净利润13.7亿元（yoy+88.48%；前三季度公司实现收入86.75亿（yoy+17.71%），实现归母净利润36.0亿（yoy+69.06%）。

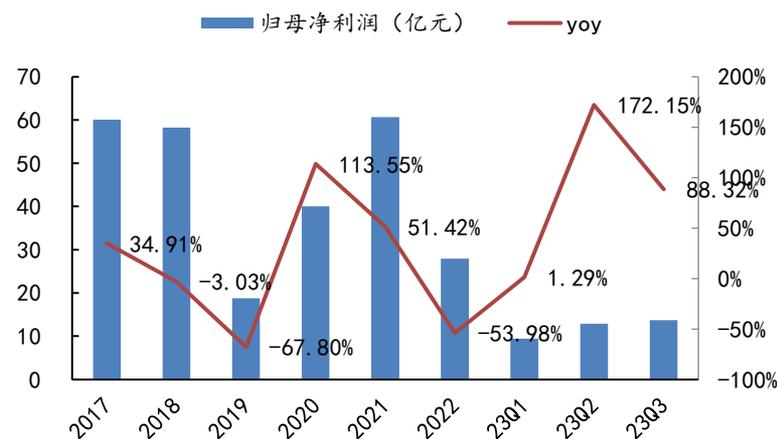
- **电梯电视媒体**：截至23年7月，公司电梯电视媒体总点位数约94.4万台（yoy+11.3%），其中自营设备约89.2万。自营设备的点位结构持续优化，一线城市点位达22.5万台（yoy+9.2%），二线城市点位达49.2万台（yoy+12.8%），三线及以下城市点位达5.5万台（yoy-3.5%），境外点位数达12.0万台（yoy+16.5%）。
- **电梯海报媒体**：截至23年7月，公司电梯海报媒体总点位数约187.2万台（yoy+3.2%），其中自营设备约154.7万台（yoy+0.5%）。自营设备持续淘汰低线点位，一线城市点位达42.1万台（yoy+4.2%），二线城市点位达92.0万台（yoy持平），三线及以下城市点位达20.0万台（yoy-5.2%），境外点位数达0.6万台（yoy+0.4%）。
- **影院媒体**：合作影院1827家，约1.3万个影厅，覆盖国内超过270个城市的观影人群。

图表252：2017-23Q3分众传媒营业收入及同比增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表253：2017-23Q3分众传媒归母净利润及同比增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表254: 快手-W盈利预测及估值水平

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	94,182	113,688	132,555	149,140
(+/-) (%)	16%	21%	17%	13%
归母净利润 (NON-IFRS)	-5,751	7,941	16,305	23,779
(+/-) (%)	69%	238%	105%	46%
EPS	-1.33	1.82	3.74	5.46
P/E (NON-IFRS)	-47.24	29.25	14.25	9.77

资料来源: WIND, 华安证券研究所测算

图表256: 百度集团-SW盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	123,675	134,505	147,576	162,384
收入同比 (%)	-0.66%	8.76%	9.72%	10.03%
归母净利润 (Non-GAAP)	20,680	26,449	28,192	30,033
净利润同比 (%)	9.8%	27.9%	6.6%	6.5%
ROE (%) (Non-GAAP)	9.25%	10.84%	10.65%	10.48%
每股收益 (Non-GAAP) (RMB)	7.4	9.5	10.1	10.7
P/E (X)	13.3	11.9	11.2	10.5

资料来源: WIND, 华安证券研究所测算

图表255: 腾讯控股盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	554,552	611,530	667,224	730,214
收入同比 (%)	-1.0%	10.3%	9.1%	9.4%
归母净利 (Non-IFRS)	115,649	154,398	189,400	210,841
归母净利润同比 (%)	-6.6%	33.5%	22.7%	11.3%
ROE (%)	14.8%	18.0%	19.2%	18.6%
每股收益 (元)	12.14	16.20	19.88	22.13
市盈率 (P/E)	24.69	17.86	14.56	13.08

资料来源: WIND, 华安证券研究所测算

图表257: 分众传媒盈利预测及估值水平

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9425	11975	14173	15915
收入同比 (%)	-36.5%	27.1%	18.4%	12.3%
归属母公司净利润	2790	4995	6044	6897
净利润同比 (%)	-54.0%	79.0%	21.0%	14.1%
毛利率 (%)	59.7%	66.3%	68.7%	69.2%
ROE (%)	16.5%	31.5%	27.6%	23.9%
每股收益 (元)	0.19	0.35	0.42	0.48
P/E	34.58	19.57	16.18	14.18
P/B	5.69	6.16	4.46	3.39
EV/EBITDA	15.16	17.45	13.44	10.89

资料来源: WIND, 华安证券研究所测算

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模渗透率双增长，用户粘性趋于稳定
- 2 AIGC：开源模型种类不断丰富，性能参数屡创新高，场景多元化覆盖
- 3 游戏：政策监管规范化，精品国产游戏持续出海，关注AI赋能及新渠道价值
- 4 长中短视频、网文、出版：短剧上游网文IP价值重估，短视频流量红利推动矩阵式电商直播
- 5 出版：转型拥抱AI+教育，积极探索多服务场景
- 6 影视院线：AI赋能IP价值有望重构，影视内容制作有望落地
- 7 广告：广告大盘随宏观经济回暖，AI赋能广告短片全链路制作
- 8 互联网：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

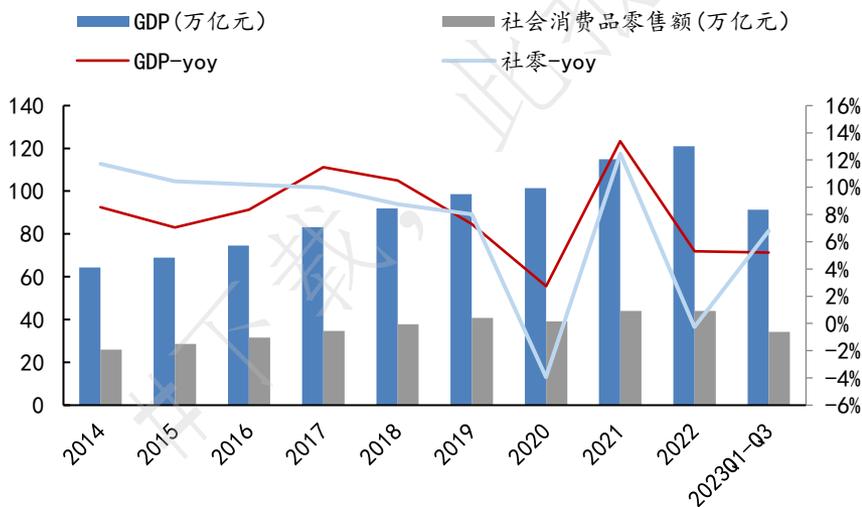
互联网投资建议

- **网上零售额重回双位数增长，电商平台持续提高经营效率，海外持续扩张。**前三季度网上零售额同比增速实现11.6%，回到双位数增速，占社零总额比例持续提升至31.6%。拼多多海外高速扩张，阿里及京东再次回归从用户价值出发，提升用户粘性，预计24年电商将持续回暖。
- **本地生活领域政策红利频出，餐饮、旅游、出行等线下需求复苏领先。**2022年底开始我国出行旅游需求出现迅速回暖，民航运输生产总体呈现快速恢复态势，叠加免签政策的持续推进，旅游市场显著恢复，2023年8-10月国内航线旅客运输量已经恢复至2019年同期的111%/103%/104%，餐饮行业增速亦领先社零增速。
- **教育供给侧出清基本完成，龙头抢占市场重回增长。**“双减”政策后，行业供给侧大幅出清，素质教育市场占比持续提升，头部公司增长曲线明确，布局硬件等领域，头部公司扭亏为盈。
- **建议关注：**具备强价格力心智且流量池优势显著并在海外发力的拼多多、国内开店稳健且海外业务跑通的名创优品、本地生活龙头美团-W、酒旅OTA龙头携程集团-S、培训龙头新东方-S。

电商：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

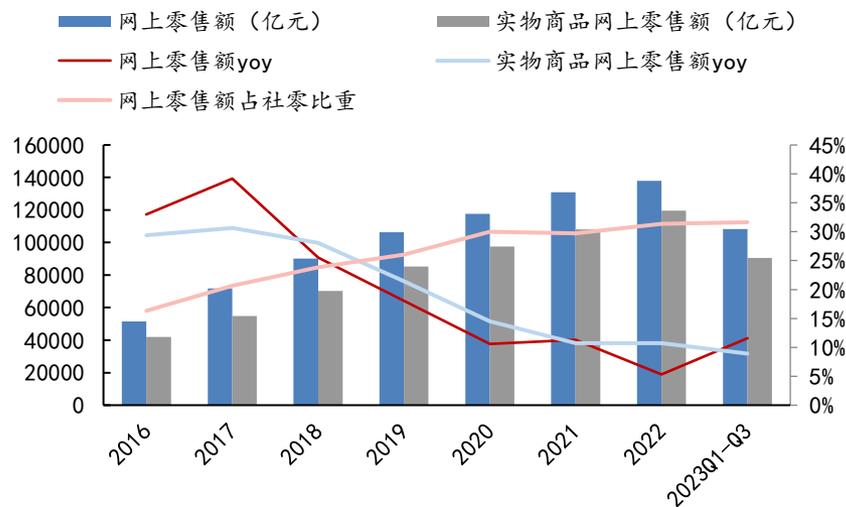
- **消费迎来复苏，社零拐点已现。**在去年低基数以及今年消费逐渐回暖的整体环境下，今年前三季度社零总额增速迎来反弹，实现同比增长6.8%，录得34万亿元。前三季度GDP达91万亿元，同比增长5.25%，我们预计明年消费将重回高速增长区间。
- **网上消费渗透率稳中有增，网上零售额重回双位数增长。**今年前三季度网上零售额同比增速由2022年的5.3%增长至11.6%，重回双位数增速。前三季度实物商品零售总额录得9万亿元，较去年同期增长8.9%。此外，网上消费占比持续提升，21年至今年前三季度网上零售额占社零总额为29.7%/31.3%/31.6%。
- **随着国民经济持续恢复向好，各项促消费政策加快落地见效，加上岁末年初传统消费旺季来临，预计年内消费市场将继续呈现稳步恢复态势，消费拉动经济增长的基础性作用将进一步发挥。**

图表258：GDP、社零总额及增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表259：网上零售额及实物商品网上零售额及增速

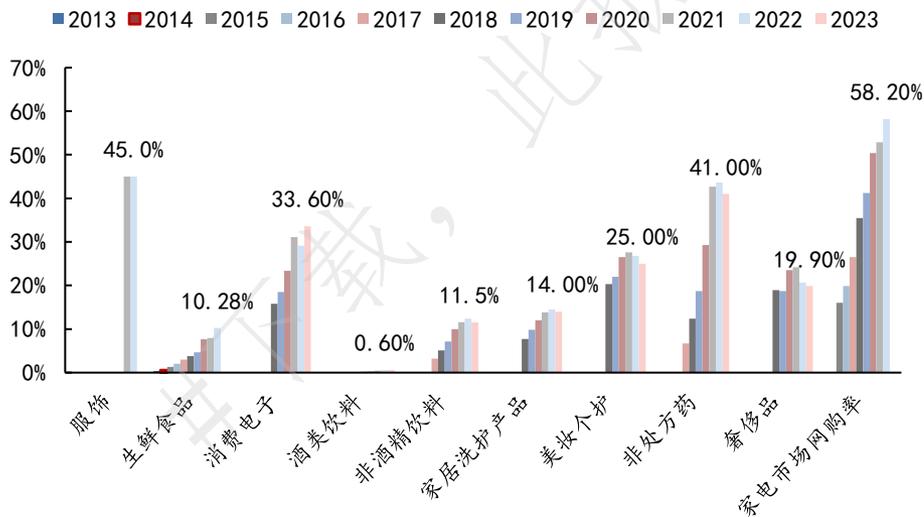


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

电商：网上零售额重回双位数增长，消费复苏势头明显

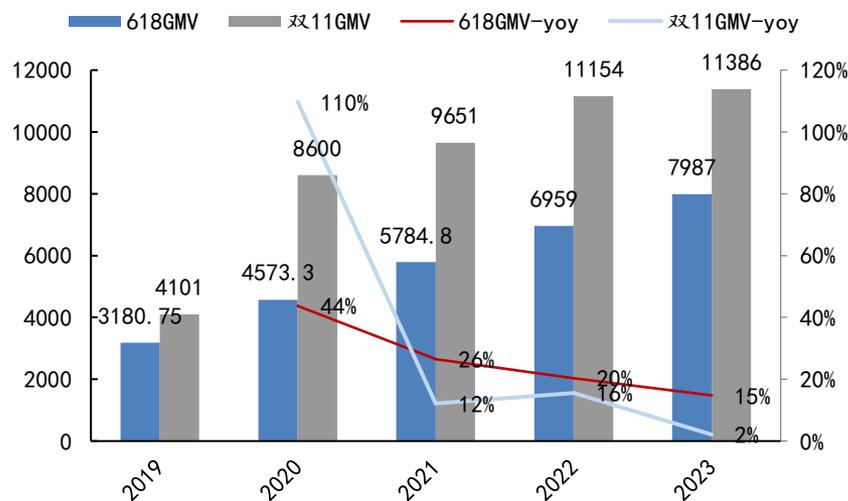
- **主要品类线上化趋势明显，家电板块线上渗透率已超过一半。**根据统计，家电、非处方药、服饰、消费电子板块线上化程度相对较高，均在30%以上，其中家电板块线上渠道销售额占比已近6成，服饰和非处方药均达到了40%以上，分别为45%和41%。
- **今年“618”和“双11”全网GMV分别达到7987亿元及11386亿元，同比+15%/+2%。**其中在双十一期间：1) **直播电商**：直播电商增速较为明显，期间累积GMV达2151亿元，同比增长18.58%，占全网GMV比重由去年的16.3%升至今年的18.9%，抖音、快手和点淘分别位列前三。2) **综合电商**：综合电商端表现较为平稳，录得GMV 9235亿元，销售额前三位分别为天猫、京东和拼多多。

图表260：各品类线上化对比



资料来源：Statista，华安证券研究所

图表261：历届大促全网GMV对比（亿元）

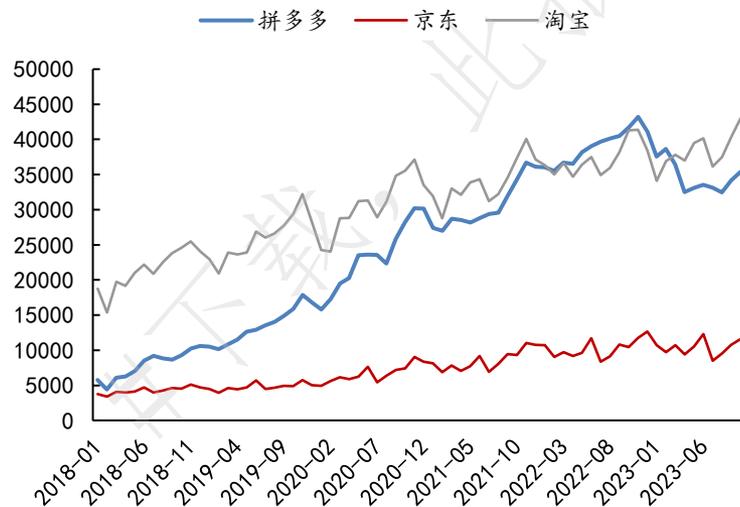


资料来源：星图数据，华安证券研究所

拼多多：价格力深入人心，TEMU在海外实现飞速扩张

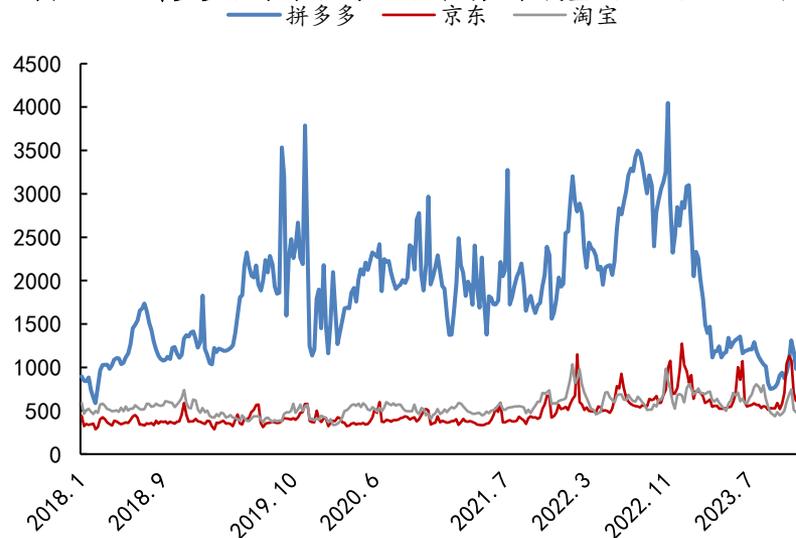
- **国内主站基本盘稳固，性价比标签深入消费者心智。**随着“百亿补贴”带来“性价比”优势深入人心，拼多多得以构筑强劲的品牌效应。而自身在供应链和技术上的持续投入，让源头厂家能享受到拼多多的流量红利，助力厂家生产出质优价好的产品，反过来加强了拼多多“性价比”的优势体验，实现了业务飞轮的高速运转。
- **坚持加码价格力，用户规模快速攀升。**今年二季度拼多多继续加码“百亿补贴”，推出长达两个月的“天天都是618”活动。“百亿补贴”力度持续加大，对数码家电、美妆、生鲜、服饰等全品类商品进行大幅加补让利。而在618已过、11.11未到的三季度传统淡季期，拼多多依旧借助平台丰收节、国货节、多多读书月、国庆大促等系列活动，最终在用户端，拼多多的日活用户逐渐向淘宝逼近，甚至曾一度反超，在新用户下载量中远超淘宝、京东。

图表262：拼多多、京东和淘宝的DAU（万人）IOS&安卓



资料来源：Questmoblie，华安证券研究所

图表263：拼多多、京东和淘宝的新用户下载量（万人）IOS&安卓

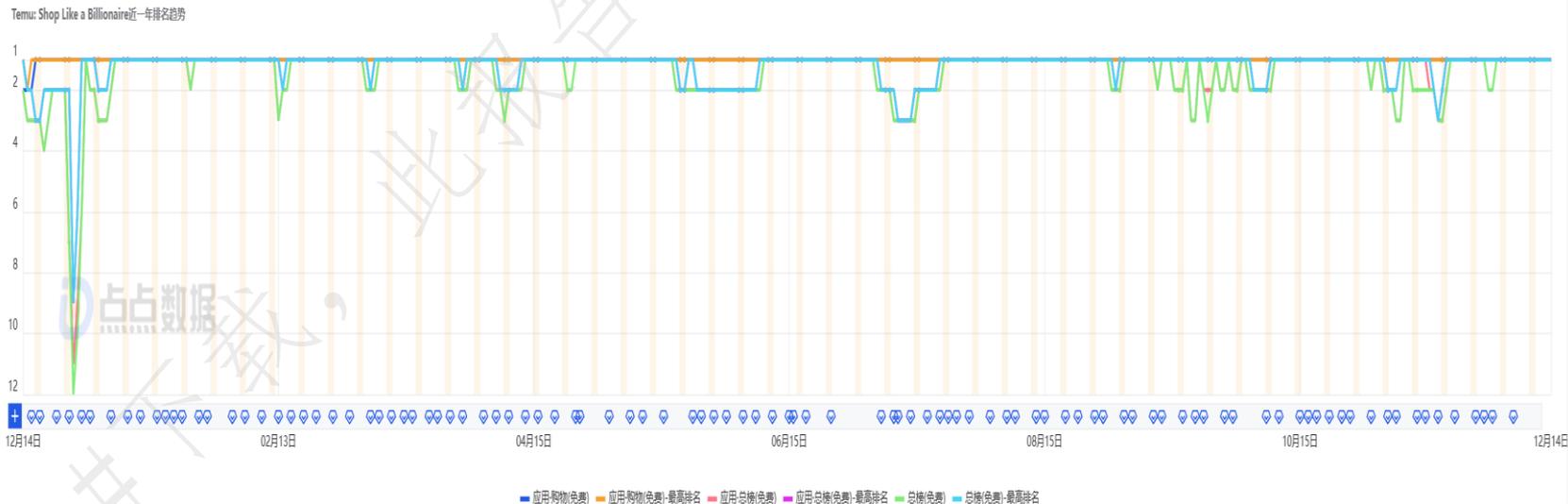


资料来源：Questmoblie，华安证券研究所

拼多多：价格力深入人心，TEMU在海外实现飞速扩张

- TEMU的供应链优势：拼多多能够为Temu 低价优质产品提供强有力的供应链支撑。Temu 凭借国内强大的供应链优势，在海外市场也建立起了极具价格力的竞争策略。**拼多多在长期的经营中建立了涵盖超1100万家供应商的网络。自2015年以来，拼多多培育了1000余个工厂品牌；2018年，拼多多率先在全行业推出“新品牌计划”，与源头厂商、品牌商深度合作。依托于拼多多，Temu能够直接触及供应链末端，以同品类最低的价格获得品牌同质货源，形成Temu供给端稳定优势。
- TEMU上线之后在美国迅速走红：与拼多多聚焦下沉市场类似，Temu主要客户定位在中低端消费者，满足人们对于高性价比产品的需求。**2022年9月拼多多在美国上线的电商平台Temu，上线仅两个月就超越Shein、亚马逊、沃尔玛、Shopify等，荣登美国App Store及Google Play的购物类应用软件榜首，此后更是长时间维持着其领先地位。

图表264：美国IOS应用商店中TEMU下载量排名

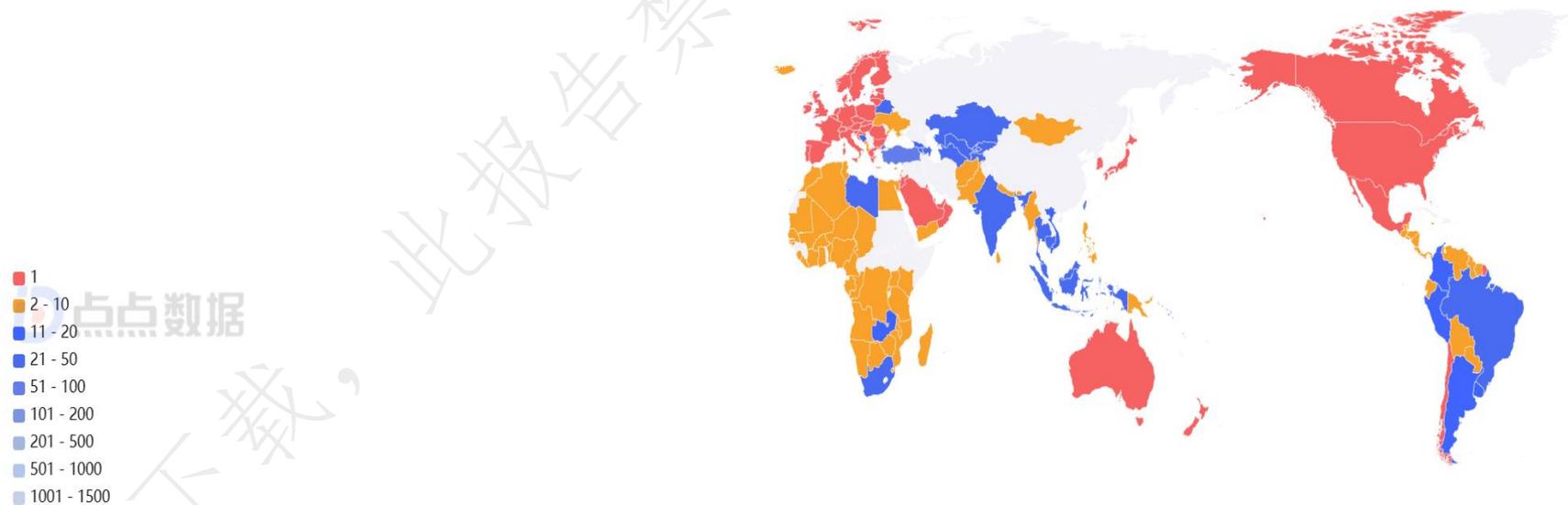


资料来源：点点数据，华安证券研究所

拼多多：价格力深入人心，TEMU在海外实现飞速扩张

- **TEMU的快速全球化战略：**在上线一年多的时间里，Temu以美国市场为起点，不断加快全球化布局。今年3月，布局澳大利亚；4月登陆英国等欧洲国家；7月布局日本、韩国等亚洲国家；8月后又陆续开设了菲律宾、马来西亚站点，其全球化的步伐正处于加速拓展阶段。
- **TEMU在多个国家地区都斩获成功：**在全球IOS应用商店的购物下载榜单中，TEMU在58个国家位列首位，其中主要集中在北美、澳洲、欧洲；在80个国家排名2-10位区间；在33个国家排名20-100区间。

图表265：全球IOS应用商店中TEMU下载量排名

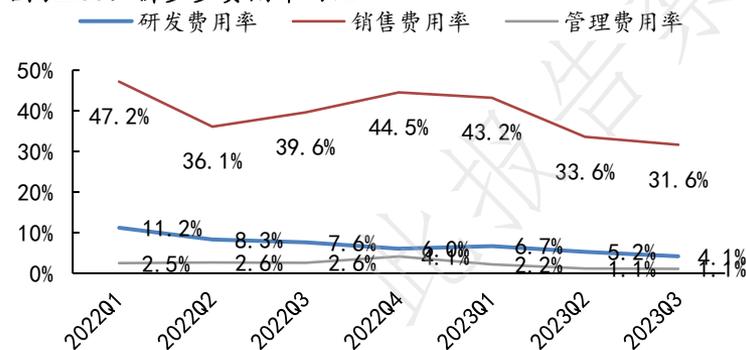


资料来源：点点数据，华安证券研究所

拼多多：价格力深入人心，TEMU在海外实现飞速扩张

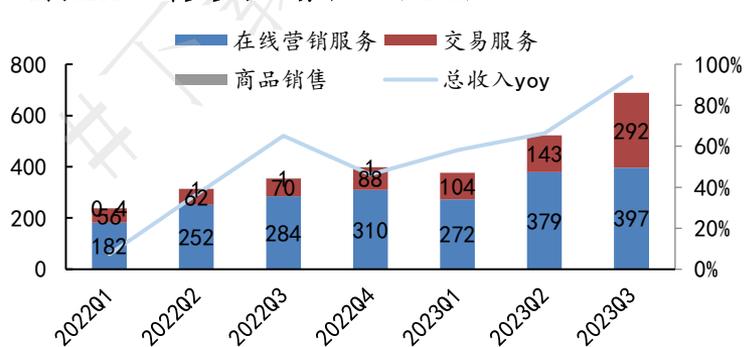
- **收入端：**公司今年以来均维持着大幅增长趋势，尤其是今年第三季度，公司总体营收同比增速接近翻番。在拼多多的收入构成中，1) **在线营销服务**是业务基本盘，今年前三季度分别同比+50%/+51%/+40%，收入主要来源于公司国内主站和多多买菜的广告佣金；2) **交易服务**是公司收入增长新的驱动力，今年第三季度交易服务业务同比增长315%至292亿元，我们认为交易服务业务的大幅拉升主要由于TEMU在海外的迅速扩张所致。
- **费用端：**三季度公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别录得 31.6%/1.1%/4.1%，环比减少 2.0pct、0.04pct 和 1.1pct，实现持续优化。
- **利润端：**三季度拼多多Non-GAAP 归母净利润达到 170.27 亿元，同比增长 36.8%，远超彭博一致性预期 30.4%。

图表266：拼多多费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

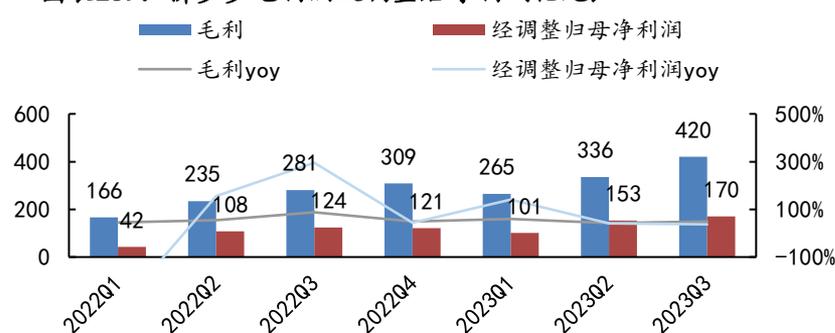
图表268：拼多多各业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

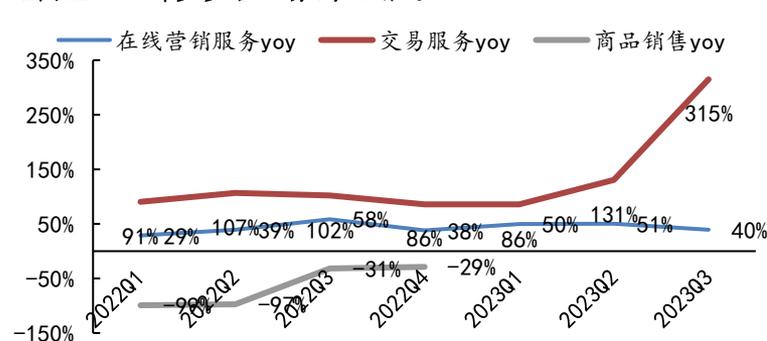
敬请参阅末页重要声明及评级说明

图表267：拼多多毛利润及调整后净利（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表269：拼多多各业务同比增速

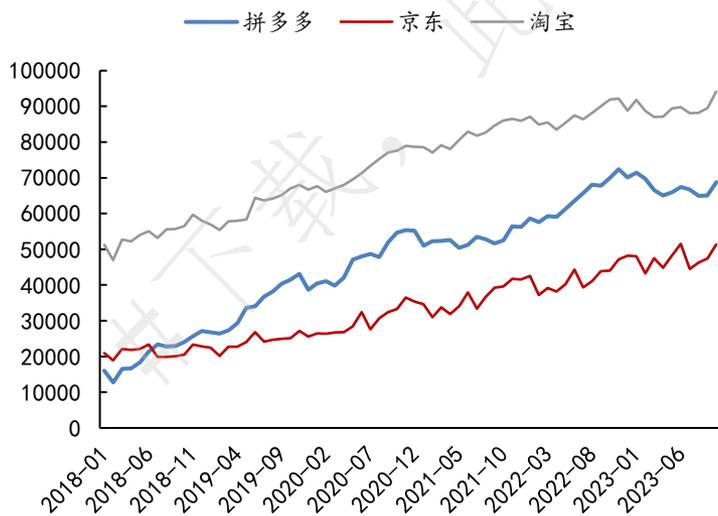


资料来源：公司公告，华安证券研究所

阿里巴巴-SW：用户为先，生态繁荣，科技驱动

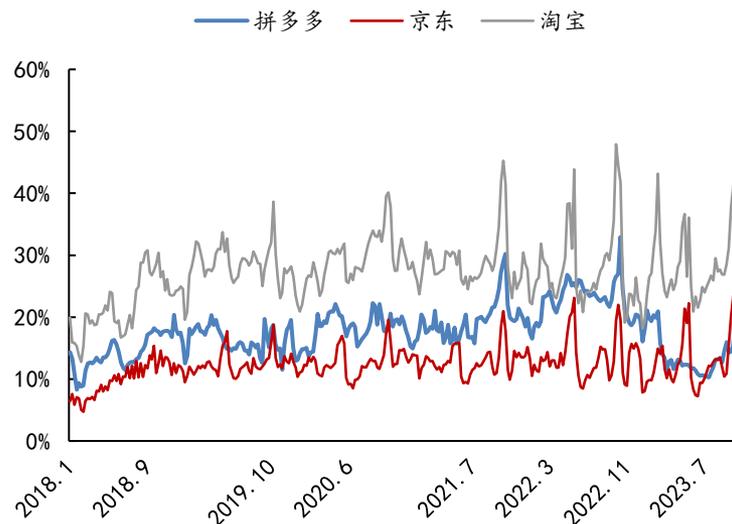
- 月活用户规模持续增长，用户留存领先行业。淘宝用户活跃度的提升，一是反映出消费市场的加速回暖，二是淘天集团一系列变革动作落地的结果。今年年中，淘天集团公布“用户为先，生态繁荣，科技驱动”三大战略。
- 用户为先战略下，服务品质得以保障，淘宝用户规模持续扩大：淘宝要做生活消费第一入口的国民APP，加大产品服务升级投入力度，实现用户规模扩大。①618期间，淘天设立“淘宝好价节”，首次在大促期间推出中小商家专属营销通道。中小企业发展中心同时推出3大中小商家专属发展计划：广告补贴、AI智能提效、营商保障，其中20亿流量推广补贴计划为史上最大力度。淘宝直播也为11个产业带的中小商家开设专场，提供专属流量；②今年双十一，全周期累计访问用户数超8亿，创下历史峰值。88vip用户规模突破3200万，再创历史新高，成交同比双位数增长；周主动运营商家数同比增长150%，日均广告付费商家数同比两位数增长。截至11月11日零点，淘宝天猫累计为商家带来新增会员超1亿，全平台商家会员规模同比增长近30%，包括服饰、快消在内的多个行业，会员规模保持两位数同比增长。

图表270：拼多多、京东和淘宝的MAU（万人）IOS&安卓



资料来源：Questmoblie，华安证券研究所

图表271：拼多多、京东和淘宝的30日留存率 IOS&安卓



资料来源：Questmoblie，华安证券研究所

阿里巴巴-SW：用户为先，生态繁荣，科技驱动

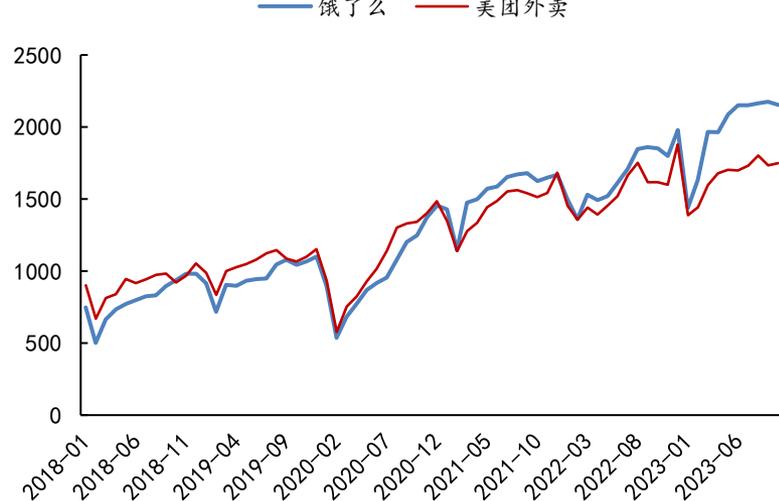
- 阿里国际商业集团：业绩高增，海外各主要电商平台表现亮眼。**
 - 速卖通：今年Q1速卖通推出 choice 频道后，通过与菜鸟的合作，履约端效果显著，订单量得以迅速增长。** AliExpress Choice主打极具性价比的货品。**物流端：**在物流配送上，AliExpress Choice将为选定国家/地区的客户提供免费送货、免费退货、送货保证以及更实惠的价格。在大多数地区，AliExpress Choice的产品将有资格享受单件商品或任意三件选定商品的免费送货服务，包括西班牙和法国在内的超过15个国家将享受所有产品的免费退货，德国、瑞士等近20个国家将提供送货保障。**用户端：**用户购买商品可享受多种服务，包括订单满10美元免费送货；10天内交货；每月最多3次免费退货等服务；
 - Lazada变现率持续提升，每单亏损环比收窄，订单量在今年三季度实现双位数增长；**
 - 阿里巴巴通过旗下电商平台Trendyol在土耳其投资20亿美元（约合145.92亿元人民币），进一步扩张土耳其乃至中东市场。**
- 本地生活集团：规模效应带来的降本效果明显，业务亏损持续收窄。**今年前三季度，本地生活集团经调整EBIT分别录得-41.53/-19.82/-25.64亿元，同比减亏13.30/10.62/9.92亿元。主要源于餐饮和非餐场景下的订单迅速增长带来的规模效应将本。

图表272：饿了么、美团外卖的MAU（万人）IOS&安卓



资料来源：Questmoblie，华安证券研究所

图表273：饿了么、美团外卖的DAU（万人）IOS&安卓



资料来源：Questmoblie，华安证券研究所

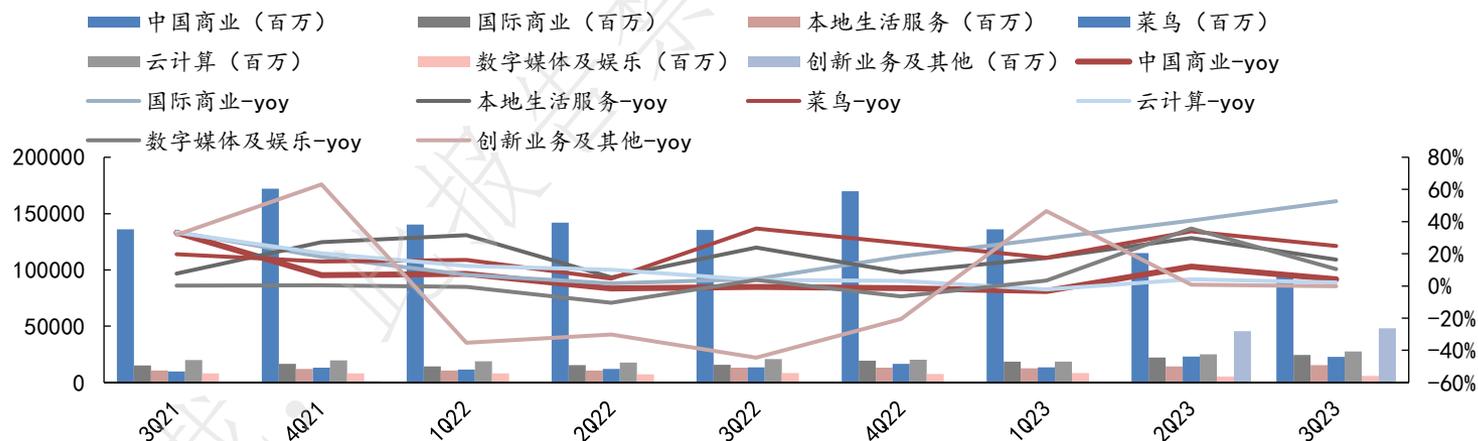
阿里巴巴-SW：用户为先，生态繁荣，科技驱动

- **菜鸟集团：**国内方面，菜鸟推出自营快递品牌菜鸟速递，持续强化送货上门、夜间揽收等服务，并紧锣密鼓地推进半日达开城计划。1) **品牌优势：**菜鸟速递与通达系相比，菜鸟速递的服务具备更强的确定性。因为是自营网络，所以端到端的全链路的可控性，以及末端丰富的配送方式能在市场上形成口碑；2) **网络覆盖：**截止到今年年中，菜鸟速递在全国覆盖了30个省，地级市覆盖了全国300个以上，区域性覆盖率达到90%。次日达能力覆盖了全国250个城市以上，其中当日达能力覆盖了全国40城，同时菜鸟和天猫超市在全国8个城市推出1212半日达的服务，并会在明年3月底之前完成16个城市的半日达产品；3) **资源布局：**菜鸟速递在全国目前具备了57个分拨中心，其中已经完成13个核心枢纽（一级分拨中心）的布局。在全国已经开通了7500条线路，自有车占比超过30%。终端方面，目前菜鸟速递在全国有5000多个站点，有53000多名快递员，会提供100%的按需上门的服务。
- **云智能集团：**公司宣布不再推进云智能集团拆分计划，主要由于美国近期扩大对先进计算芯片出口的限制，给云智能集团的前景带来不确定性，因此决定不再推进云智能集团的完全分拆，而是**专注建立云智能集团可持续发展的模型。**
- **大文娱集团：**收入稳中有增，爆片影视频出。今年9月份，阿里影业收购“大麦”全部股权，阿里影业通过扩大“大麦”品牌在活动主办及推广、场地运营及艺人经纪等现场娱乐产业价值链的上游影响力，进一步打造其线下娱乐业务的品牌知名度。大麦网于今年三季度 GMV 录得三位数同比增长，继续保持其行业领先地位，盈利能力同比持续提升。此外，今年内地暑期档票房创新高，由阿里影业合制的电影《孤注一掷》及《消失的她》成为今夏暑期档票房的首两位。由阿里影业联合出品并担任主宣发的动画《长安三万里》，成为 2023 年至今票房表现最好的动画电影。

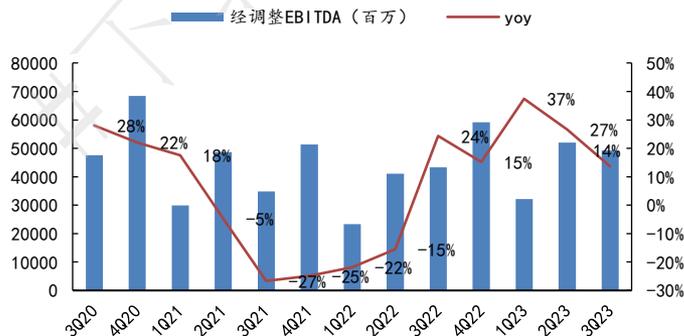
阿里巴巴-SW：用户为先，生态繁荣，科技驱动

- 降本增效效果明显，收入和利润两端稳中有增。
- 收入端，今年以来阿里巴巴收入维持稳定增长，尤其二、三季度，收入分别同比+13.9%、+8.5%。尤其是国际业务、本地生活和菜鸟集团收入端均维持着高增长态势。按调整后业务口径看，23Q3：1) 阿里国际数字商业集团该季度受各主要零售平台的强劲表现，收入录得 245.11 亿元 (yoy+52.8%)；2) 本地生活集团录得收入 155.64 亿元 (yoy+16.3%)，整体订单量同比增长近 20%；3) 菜鸟集团录得收入 228.23 亿元 (yoy+24.8%)，主要受跨境物流解决方案带动。
- 利润端，公司持续优化成本和费用支出，毛利和调整后净利均有亮眼增长，今年前三季度，公司毛利率分别同比+3.4pct/+4.5pct/+1.6pct，调整后净利润分别同比+38%/+48%/+19%。

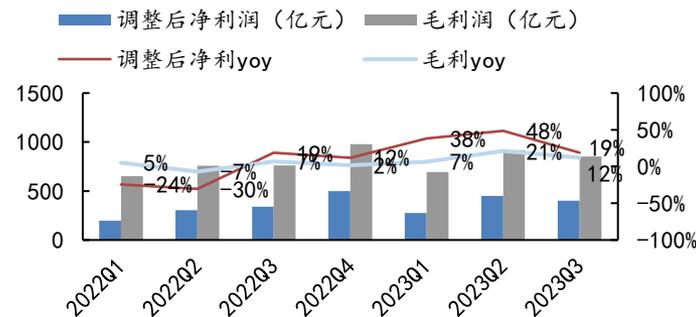
图表274：阿里巴巴各业务收入（百万）



图表275：阿里巴巴经调整EBITDA（百万）



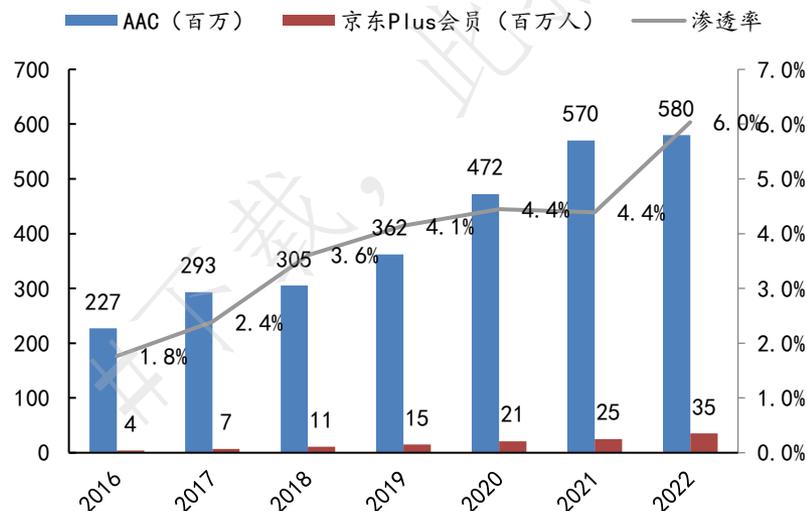
图表276：阿里巴巴毛利及调整后净利（亿元）



京东集团-SW：核心品类具备强韧性，付费会员规模领先行业

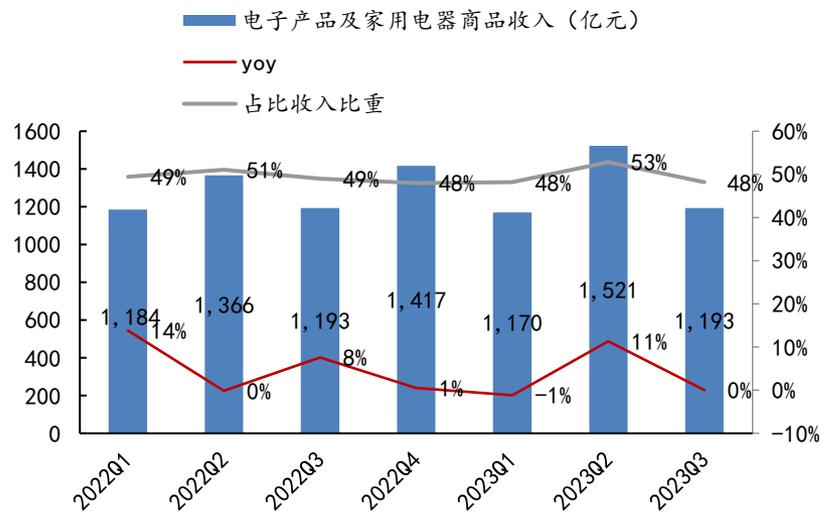
- 具备全行业规模最大、黏性最高的付费会员体系。会员数量京东PLUS会员数量已在2022年7月突破3000万，去年四季度末，京东PLUS会员数量达3400万，保持高速增长态势，持续成为行业内规模最大的付费会员体系。截至2022年，京东AAC已达5.8亿人，京东Plus会员达3500万人，渗透率达6%，同比提升1.6pct。在今年双十一中，京东在成交额、订单量、用户数方面齐创新高。新注册店铺数量同比去年增长3.4倍，商户参与数量较去年同期增长超1.5倍，近20000个品牌成交额同比增长超3倍，新商家成交单量环比增长超5倍。
- 电子3C及家用电器产品是公司的核心竞争力，收入占比半成左右，收入增速高于行业均值。今年京东发力低价策略，对收入增长造成一定压制，电子产品及家用电器收入前三季度同比小幅增长3.8%，今年第三季度维持去年同期水平，但三季度国家统计局公布的实物商品网上零售额增速为5.2%，家电品类下滑了3.6%，京东电子产品收入增速实现高于行业平均水平。

图表277：京东用户规模情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表278：京东电子及家电品类收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

京东集团-SW：核心品类具备强韧性，付费会员规模领先行业

- 整合德邦快递后，京东强化了自身的长线干线运输能力，进一步保证履约端时效。我们认为，德邦携手京东是强强联合，可以实现双方的资源互补，相较于同为直营快递的顺丰来说，京东物流一直以来是轻资产模式运营，强在丰富的客源和末端仓储运营，干线运输端相对较弱，德邦则具备着优质的大件干线运输能力，两者融合可以实现大于 2 的效果。今年 7 月份，京麦发布通知，当用户购买了超出京东快递揽收范围的超长超重商品，为解决其因售后自行寄回等造成的相应问题，京东上线了德邦和京东快运上门取件功能，凭借德邦快递优质的大件运输能力，可以为京东的大件逆向物流提供有效保证。

图表279：京东物流与德邦股份经营数据对比

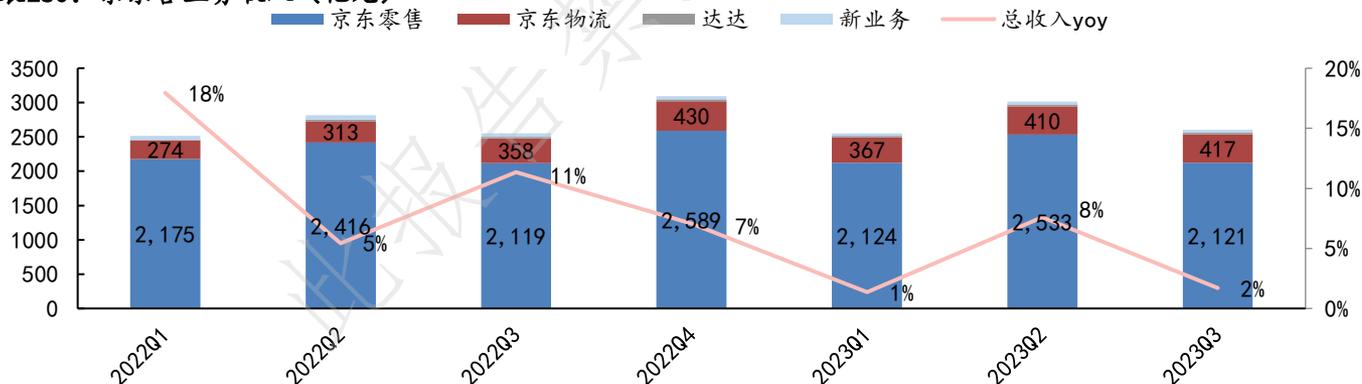
项目	京东物流	德邦股份
仓储网络		
仓库总面积	3000万平方米，包括自营及云仓	总面积97万平
仓库数量	自营1500个，云仓2000个，43个亚洲一号	146个
运输网络		
分拣中心	400个	132个
运输车队	自营运输车辆4万余辆	自营2.21万辆车，自有运力占比61.5%
干线运输		
航空货运	1000+条，全货机17条	2270条干线
飞机		
铁路线路	500条，200+条高铁线路	
配送网络		
配送人员	超过30万人	6.68万人
配送站/网点	1.9万个	8801个，直营网店5901个
服务站点/自提柜	超1万个自营，超30万个合作	
大件/快运网络		
仓库	90个	
分拣中心	100个	132个
总面积	300万平方米	232万平
大件配送及安装站点	1800个	
覆盖范围	全国31个省及444个城市	基本实现全国地级，区级城市覆盖，乡镇覆盖率94%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

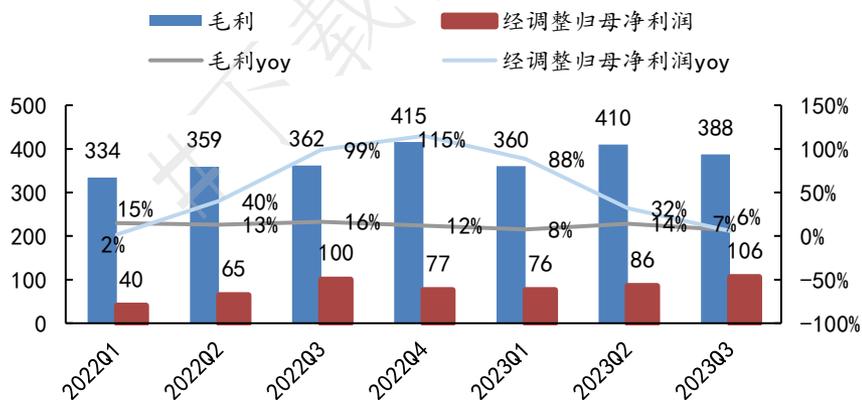
京东集团-SW：核心品类具备强韧性，付费会员规模领先行业

- 收入端，新业务今年以来同比降幅收窄，京东零售业务增速基本与去年同期持平，京东物流和达达维持高速增长。其中：1) 京东零售：今年前三季度收入同比增长1.0%，其中今年Q3收入录得2121亿元，同比+0.06%，基本与去年同期持平，随着宏观经济的改善，消费市场有望迎来持续复苏，2024年有望重回增长轨道；2) 京东物流：京东物流维持高增速，前三季度收入同比分别+34%/+31%/+16%，通过收购德邦快递，公司长途干线运输能力得到强化，进一步保证履约效率。3) 新业务：今年以来收入降幅逐步收窄，前三季度降幅环比收缩2pct/9pct/6pct。4) 达达：受益于京东到家平台导流，其商超资源极为丰富，为业务发展提供支点，今年Q3业务收入29亿元，同比+20%。
- 利润端：今年三季度经调整归母净利润达106亿元，达历史单季最高值，同比增长6%。

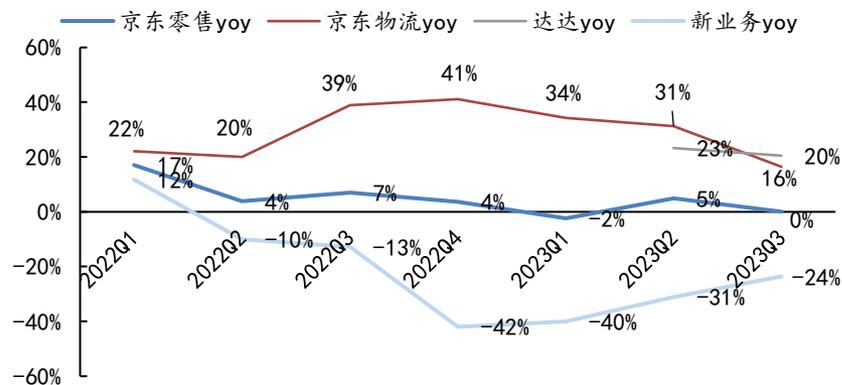
图表280：京东各业务收入（亿元）



图表281：京东毛利及调整后净利（亿元）



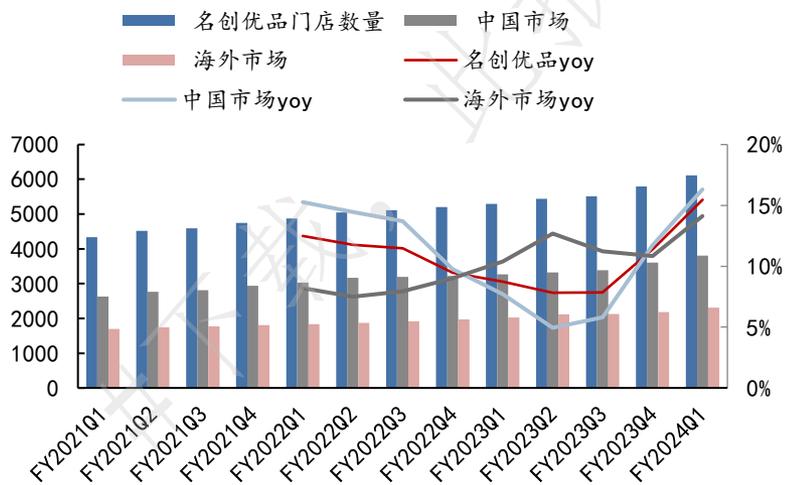
图表282：京东各业务收入同比增速



名创优品：扩张步伐加速，海外直营业务高增

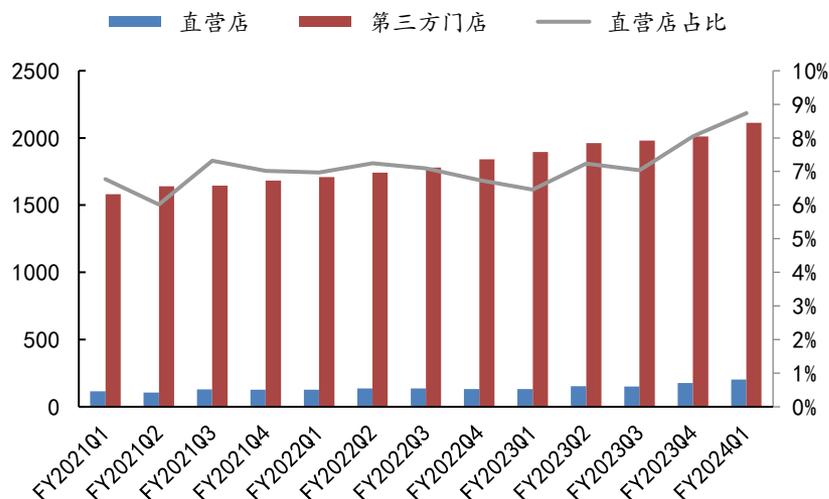
- 全球化扩张速度超预期，门店数达新高。截至FY24Q1，名创优品门店数量端，全球范围内该季度公司门店首次突破 6000 家，达到 6115家，同比增长 819 家，环比增长 324 家。其中超过 80 家来自于一二线城市，接近 60%的新增门店来自于三线及三线以下城市。第三季度国内门店的关店率仅为 1.4%，低于历史平均水平。分市场看：国内 MINISO 门店数达 3802 家，同比增长 533 家，环比增长 198 家；海外 MINISO 门店数达 2313 家，同比增加 286 家，环比增加 126 家。
- 受益于大店战略的持续推进以及公司优质的经营布局下，门店的快速扩张并未拖累单店店效，在单店收入端，国内和国外市场均出现了显著增长。其中，国内：1) 名创优品平均单店收入同比增长 23.8%，带动来自名创优品中国线下门店的收入同比增长41.2%；2) TOP TOY 平均单店收入同比增长 25.4%，带动来自 TOP TOY 的收入同比增长 46.1%。3) 海外：海外平均单店收入同比增加 25.1%。我们认为，大店背后是名创优品强大的产品创新能力和 IP 战略加持，可以实现较高的转化率，预计未来在大店战略的持续推进下，单店收入有望更上一层。

图表283：名创优品门店数量（家）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表284：名创优品门店结构（家）

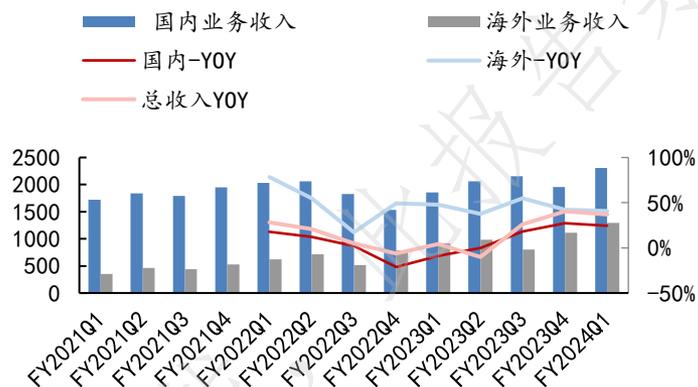


资料来源：公司公告，华安证券研究所

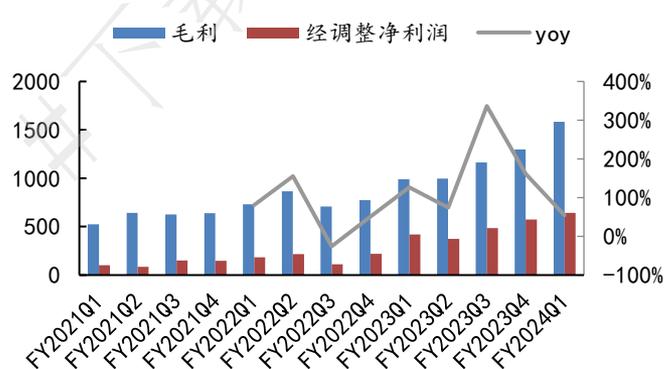
名创优品：扩张步伐加速，海外直营业务高增

- 收入高增，市场结构优化下推动利润上行。
- 1) 收入端，国内和海外两个市场均实现高速增长。FY24Q1公司录得营收 37.91 亿元，同比+36.7%，环比+16.6%。其中国内市场录得收入 24.96 亿元，同比+34.7%，海外市场 12.95 亿元，同比+40.8%；
- 2) 利润端，在海外直营市场占比提升的情况下，毛利率和调整后净利率维持上行趋势，利润端实现优化。公司毛利率达41.8%，同比+6.1pct；经调整净利润录得 6.42 亿元，同比+53.8%，环比+12.4%，剔除汇率影响后，经调整净利润率达 17.1%，同比+3.9pct，环比+1.6pct。在公司将部分代理市场逐渐转直营的战略推进下，海外直营业务收入连续两个季度保持 80%以上的同比增速。FY1Q24 公司直营市场的收入同比增长近 89%，直营市场收入占海外收入比重达 46%，同比增加约12pct。

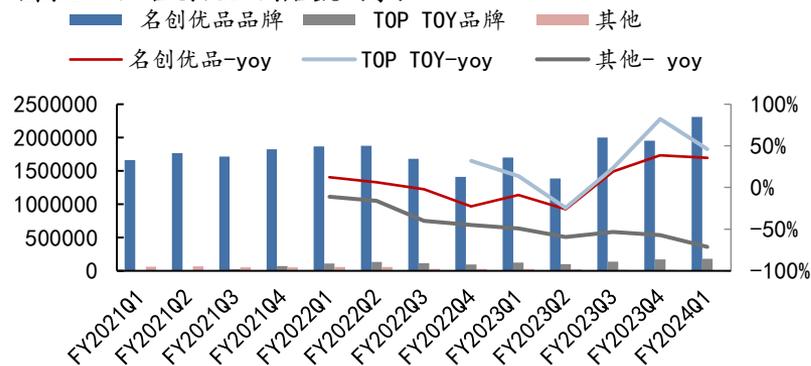
图表285：名创优品收入（百万元）



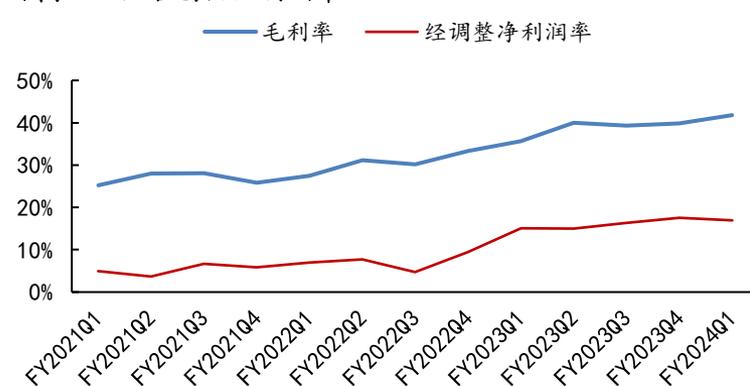
图表287：名创优品毛利及经调整净利（百万元）



图表286：名创优品门店数（家）



图表288：名创优品利润率



本地生活&出行酒旅：政策红利频出，出行需求快速复苏

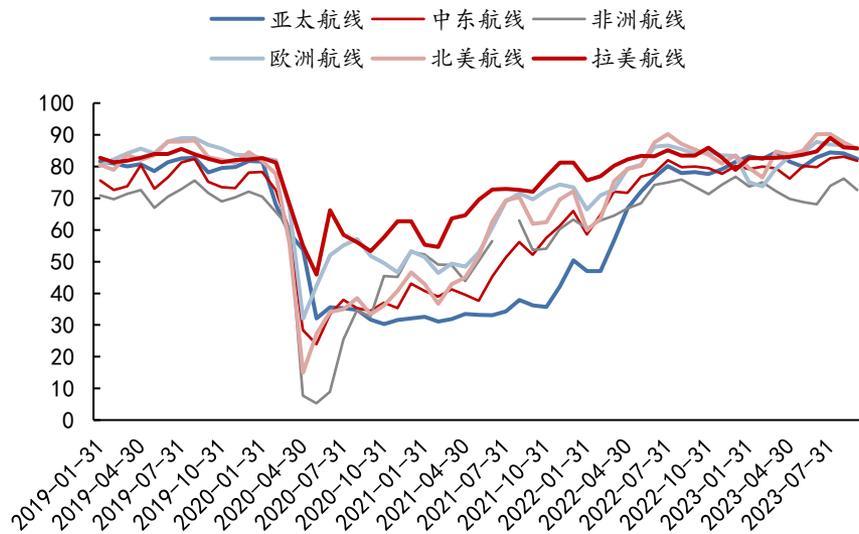
- **2022年底我国出行旅游需求出现迅速回暖，民航运输生产总体呈现快速恢复态势。**1) **国内航线**：截至今年8月份，国内航空客座率及旅客运输量已经恢复至2019年同期水平，9月和10月旅游旺季，国内航空运输旅客量出现大幅增长。今年8-10月，国内航线旅客运输量同比增长88%/153%/236%，恢复至2019年同期的111%/103%/104%；2) **国际航线**：今年8-10月，国际航线旅客运输量恢复至2019年同期的52%/54%/55%。
- **免签政策持续推进，有望带动国际出行需求增长。**自2023年11月17日起，我国对挪威公民实施72/144小时过境免签政策。至此，中国72/144小时过境免签政策适用国家范围增至54国。54国公民凭有效国际旅行证件和限定时间内确定日期及座位的联程客票过境上述城市前往第三国（地区），可免办签证在规定区域内停留不超过72小时或144小时，停留期间，可从事旅游和临时商务访问等短期活动。

图表289：航空客座率情况



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表290：国际航空客座率情况



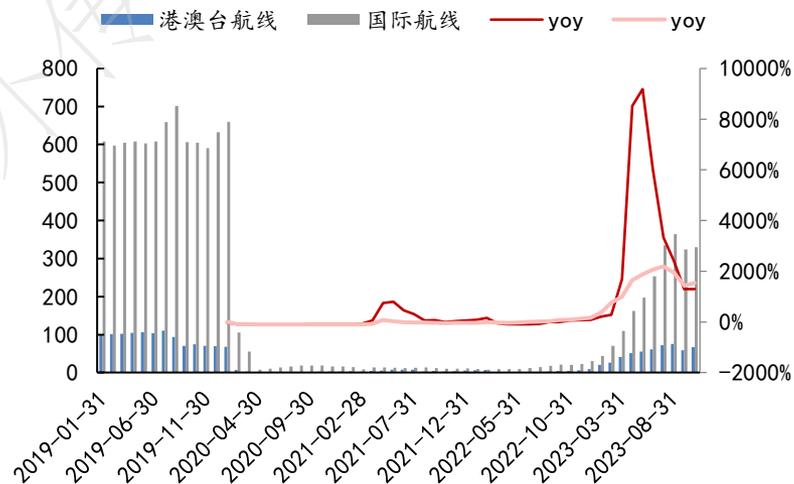
资料来源：iFind，华安证券研究所

本地生活&出行酒旅：政策红利频出，出行需求快速复苏

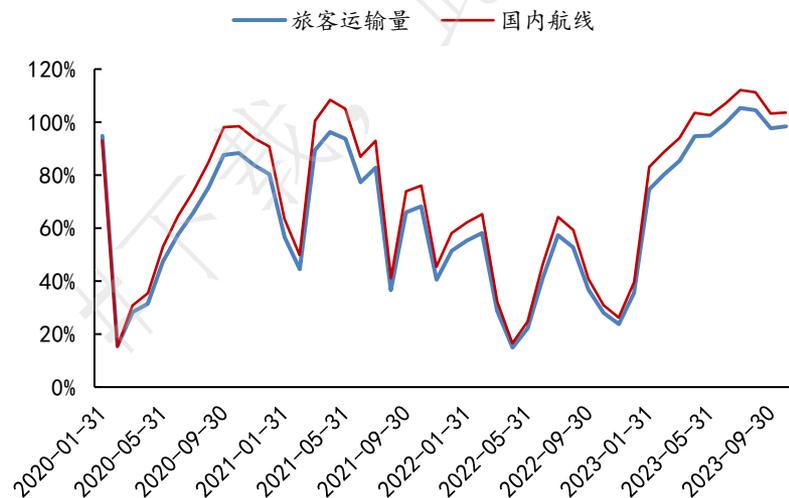
图表291：国内航线旅客运输量（万人）



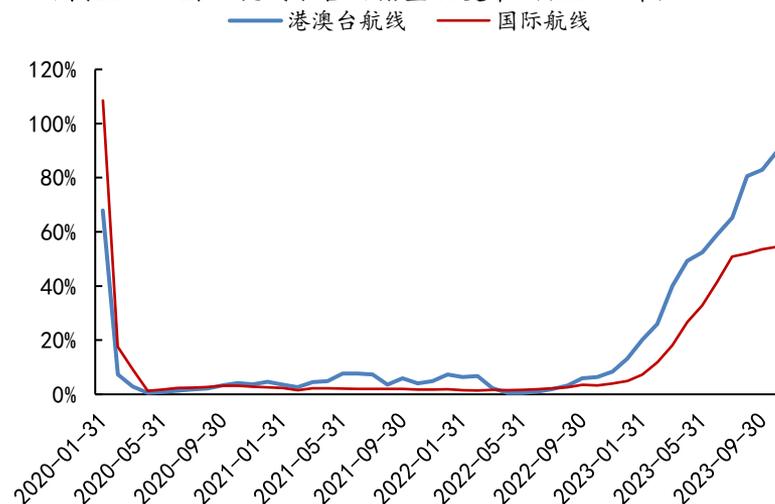
图表292：国际航线旅客运输量（万人）



图表293：国内航线旅客运输量恢复率（较2019年）



图表294：国际航线旅客运输量恢复率（较2019年）



本页资料来源：iFind，华安证券研究所

本地生活&出行酒旅：政策红利频出，出行需求快速复苏

图表295：今年以来签证相关政策整理

颁布时间	颁布部门	主要内容
2023/1/16	外交部	中国和阿尔巴尼亚在对方国家自入境之日起每180天停留不超过90天免办签证（不包括学习、工作、居留等情况）。协定将在双方各自完成国内相关程序后生效。
2023/2/16	外交部领事司	中国公民持有效的中国护照因旅游、商务、探亲、过境等短期事由拟在马尔代夫停留不超过30天，免办签证。
2023/3/15	外交部领事司	一、恢复2020年3月28日前签发且仍在有效期内的签证入境功能。二、驻外签证机关恢复审发外国人各类赴华签证。三、口岸签证机关恢复审发符合法定事由的各类口岸签证。四、恢复海南入境免签、上海邮轮免签、港澳地区外国人组团入境广东免签、东盟旅游团入境广西桂林免签政策。
2023/8/4	公安部	“对来华商务洽谈、商贸交流、安装维修、参展参会、投资创业等的外国人，来不及在境外办理来华签证的，可凭企业邀请函件和证明材料申请办理口岸签证入境。”除此以外，“因商贸业务需要多次往返的，入境后可以换发3年内多次入境有效商贸签证。”
2023/9/25	外交部	持外交、公务、公务普通护照的中国公民入境、出境、过境洪都拉斯，自入境之日起停留不超过30天，免办签证。
2023/11/10	外交部领事司	中国公民持公务普通护照、普通护照和旅行证，哈萨克斯坦公民持普通护照和回国证明，因私人事务、商务活动（包含谈判、签约、提供咨询服务及其他商务活动等）、旅游、医疗、国际运输及过境事由，在另一方入境、出境或者过境，自入境之日起单次停留不超过30日，每180日累计停留不超过90日，免办签证。
2023/11/10	外交部	中国公民持公务普通护照、普通护照和旅行证，哈萨克斯坦公民持普通护照和回国证明，因私人事务、商务活动（包含谈判、签约、提供咨询服务及其他商务活动等）、旅游、医疗、国际运输及过境事由，在另一方入境、出境或者过境，自入境之日起单次停留不超过30日，每180日累计停留不超过90日，免办签证。
2023/11/17	国家移民管理局	我国对挪威公民实施72/144小时过境免签政策。
2023/11/24	外交部	法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过15天，可免签入境。

资料来源：外交部，公安部，移民管理局，华安证券研究所

本地生活&出行酒旅：政策红利频出，出行需求快速复苏

图表296：今年以来旅游相关政策整理

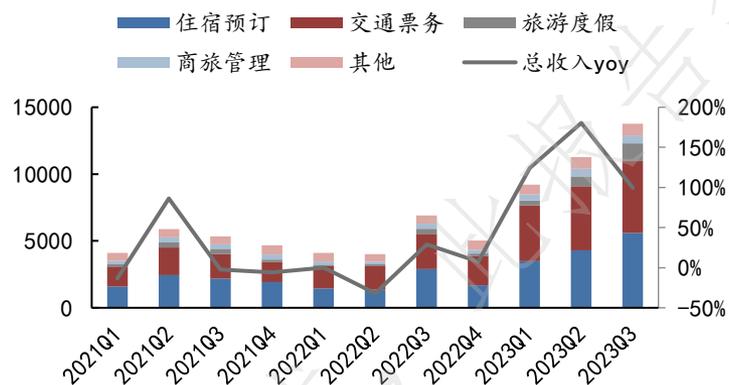
颁布时间	颁布部门	主要内容	政策文件
2023/1/12	文化和旅游部等部门	通过在全国选择部分县（市、区）开展文化产业赋能乡村振兴试点工作，充分发挥县域统筹规划、资源配置作用，推动各试点地区因地制宜，突出特色，改革创新，探索实施文化产业赋能乡村振兴新路径，推动建设宜居宜业宜游和美乡村。	《文化产业赋能乡村振兴试点工作方案》
2023/6/6	文化和旅游部办公厅等部门	从2023至2025年，每年培养支持500名左右的全国乡村文化和旅游带头人，各省级文化和旅游、农业农村部门根据实际情况培养支持一定数量的省级乡村文化和旅游带头人。	《乡村文化和旅游带头人支持项目实施方案（2023—2025年）》
2023/2/21	文化和旅游部	进一步规范文化和旅游标准化工作，充分发挥标准化对行业高质量发展的引领和支撑作用，自3月1日起，文化和旅游标准的制定、实施和监督应根据《管理办法》开展	《文化和旅游标准化工作管理办法》
2023/3/24	文化和旅游部	为进一步加强在线旅游市场管理，发挥在线旅游平台经营者整合旅游要素资源的积极作用，带动交通、住宿、餐饮、游览、娱乐等相关旅游经营者协同发展	《文化和旅游部关于推动在线旅游市场高质量发展的意见》
2023/3/29	文化和旅游部、国家发展改革委	全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，坚持创新驱动发展，推动高质量发展，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以高质量供给引领和创造市场新需求为导向，推动形成优势互补的东北地区旅游业高质量发展格局，引领和带动区域旅游统筹协调发展，为推动东北全面振兴取得新突破贡献力量。	《东北地区旅游业发展规划》
2023/11/13	文化和旅游部	到2025年，国内旅游市场规模保持合理增长、品质进一步提升。国内旅游宣传推广效果更加明显，优质旅游供给更加丰富，游客消费体验得到有效改善、满意度进一步提升，旅游公共服务效能持续提升，重点领域改革取得突破，旅游市场综合监管机制更加健全，现代治理能力进一步增强，国内旅游市场对促进消费、推动经济增长的作用更加突出。	《国内旅游提升计划（2023—2025年）》

资料来源：文旅部，华安证券研究所

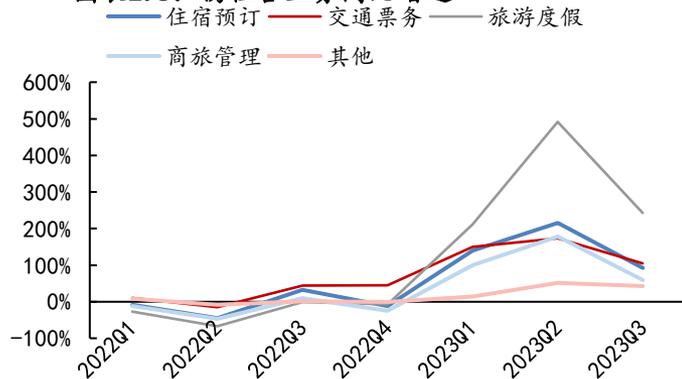
携程集团-S：旅游出行需求强劲复苏，收入呈现翻番增长

- 收入端，受去年低基数以及旅游需求复苏影响下，今年以来公司收入端实现大幅拉升，今年前三季度录得整体收入341.85亿元，同比翻番增长，达127.7%，其中第三季度收入137.51亿元，同比增长99%，环比增长22%。其中：1) 国内市场：23Q3国内酒店预订同比增长超90%，较2019年同期增长超70%；2) 国际市场：出境游需求复苏显著，尽管第三季度跨境航空客运量仅恢复至2019年同期的50%左右，但携程出境酒店和机票预订量已恢复到2019年同期水平的80%，入境游订单环比增长34%。此外，23Q3携程国际OTA平台的总预订量较去年同期及2019年同期水平增长均超过100%，实现翻倍增长。
- 利润端：降本增效明显，利润优化。今年前三季度公司调整后归母净利润为103.96亿元，去年同期为7.96亿元。前三季度毛利率为82.12%，较去年同期增长4.2pct。

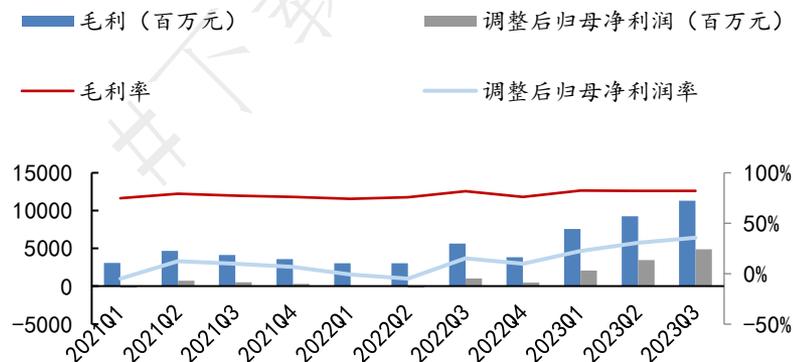
图表297：携程各业务收入（百万元）



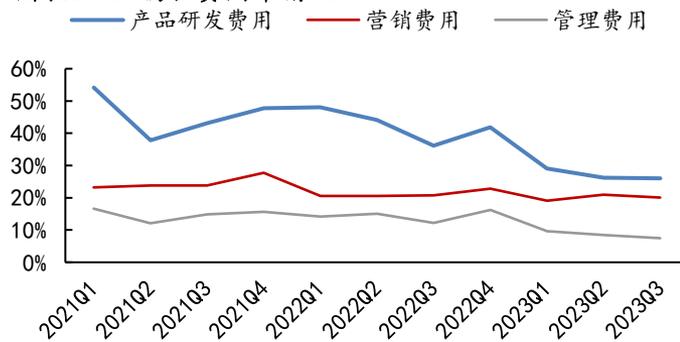
图表298：携程各业务同比增速



图表299：携程利润情况（百万元）



图表300：携程费用率情况



顺丰同城：拥抱行业红利，看好长期潜力释放

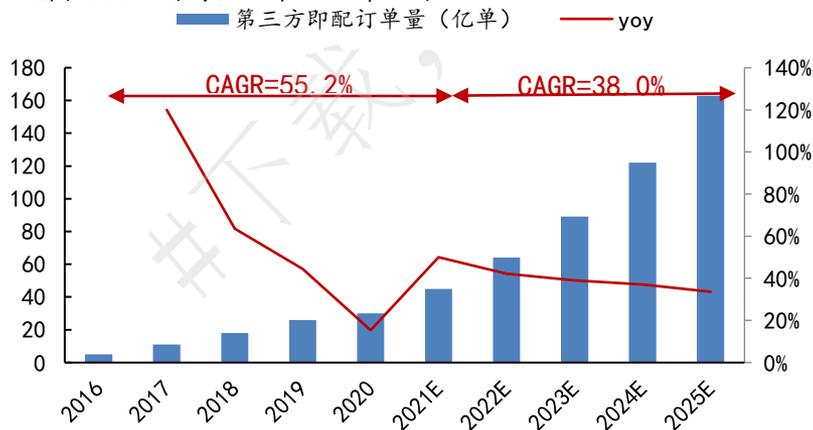
- 目前即配行业中消费场景多元化及商户私域化趋势明显，这与顺丰同城高品质服务、强履约能力、独立第三方角色相高度契合。其中，消费场景的多元化也意味着即配服务由标准化向非标化需求延伸，这对配送商的履约能力提出更高标准，同时商户的私域化向独立第三方即配商提供市场需求，我们认为顺丰同城作为高品质独立第三方即配商的龙头企业，会最大化收益于此。

图表301：国内即配行业格局



资料来源：华安证券研究所绘制

图表302：国内独立第三方即配行业规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表303：国内即配行业规模

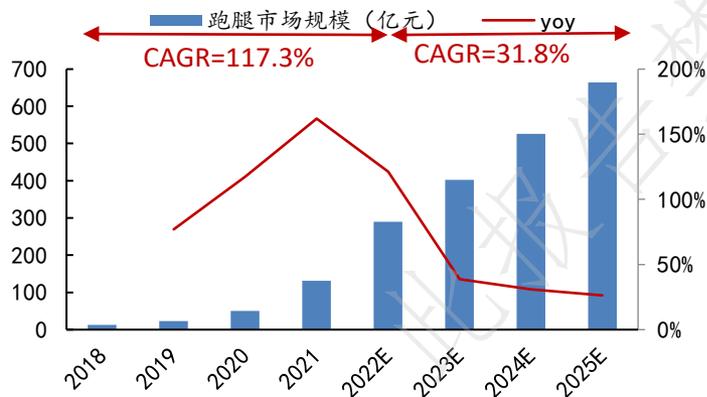


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

顺丰同城：拥抱行业红利，看好长期潜力释放

- 我国跑腿行业目前位于发展初期，21 年行业规模刚突破 100 亿元，市场需求还未完全形成，但长期来看，行业发展潜力是非常可观的。预计至 2025 年将突破 600 亿，22-25 年跑腿订单 CAGR 将达 31.8%。在目前阶段，抢占用户心智是核心，顺丰同城已在网络铺盖和业务布局方面领先其他玩家，具备明显优势。
- 顺丰同城的最后一公里业务主要基于与顺丰大网的末端协同作用，目前公司落地配业务量占顺丰控股业务量的比重不高，预计未来还会有较高的增长空间。

图表304：国内跑腿行业规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表306：顺丰同城最后一公里订单来源



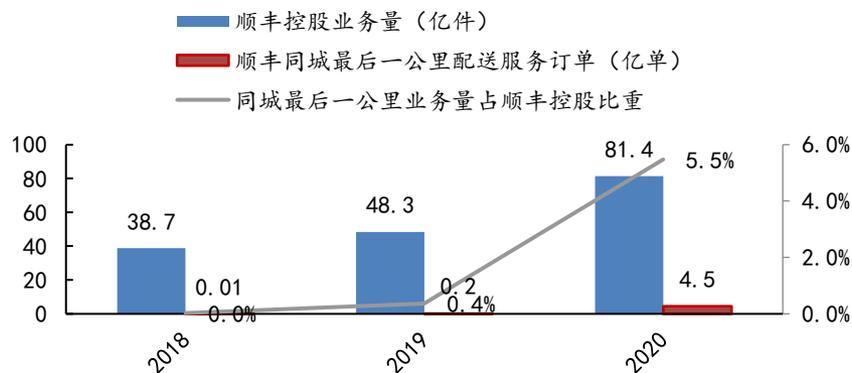
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表305：国内跑腿平台开通城市数对比

城市划分	美团	饿了么	闪送	顺丰	uu跑腿	达达
一线城市（开通数/总城市数）	4/4	4/4	4/4	4/4	2/4	4/4
新一线城市（开通数/总城市数）	15/15	15/15	15/15	15/15	12/15	15/15
二线城市（开通数/总城市数）	30/30	30/30	30/30	30/30	21/30	30/30
三线城市（开通数/总城市数）	43/70	41/70	70/70	70/70	63/70	70/70

资料来源：各平台APP，华安证券研究所

图表307：顺丰同城最后一公里订单占集团比重

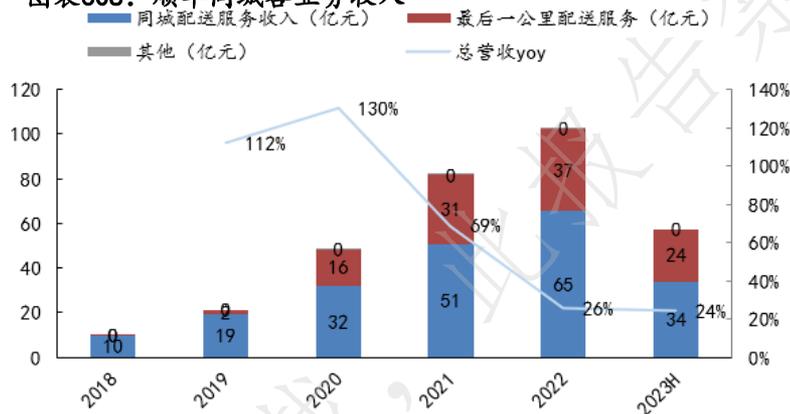


资料来源：公司公告，华安证券研究所

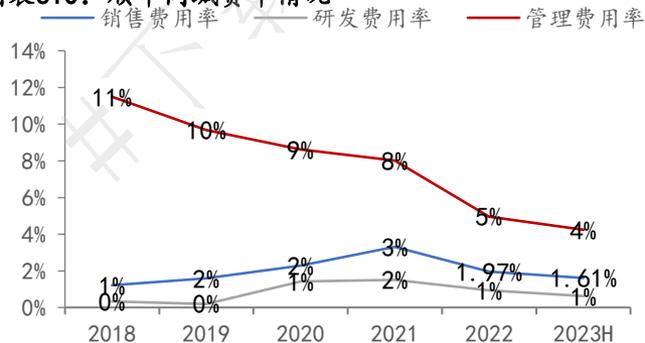
顺丰同城：拥抱行业红利，看好长期潜力释放

- 23 年上半年，公司在利润端首次实现盈利，录得净利润 0.3 亿元。公司之所以在利润端实现优化的原因主要有两个：①规模效应显现带来了单票履约成本的持续降低。顺丰同城在件量端保持着高速增长，使得单票成本出现明显下降，进一步释放了利润空间；②费用管控效果明显，费率下行。公司采用 ROI 费用管理制度使其在费用端持续优化，尤其是 22 年剔除了上市费用和以股份为基础的薪酬开支，费用率进一步下降。
- 自 2021 年起，公司费用率持续下行，公司采用 ROI 费用管理制度使其在费用端持续优化，尤其是 2022 年在剔除了上市费用和以股份为基础的薪酬开支（2020 年 1.5 亿元、2021 年 2.3 亿元）后，费用率进一步下降，这也是公司净利润自 2022 年以来得以优化的重要原因。此外，随着规模效应显现，公司单票成本也由 2018 年的 15 元降至 6.5 元。

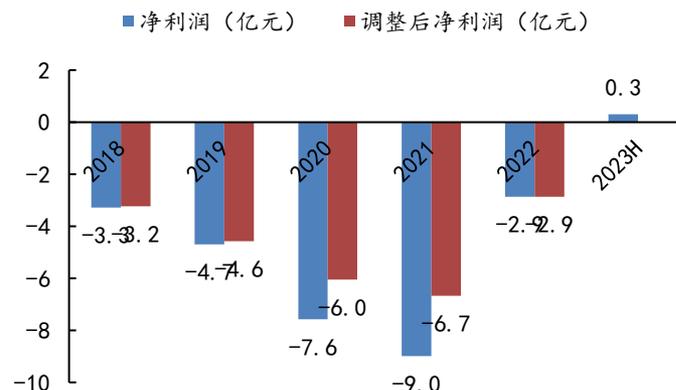
图表 308：顺丰同城各业务收入



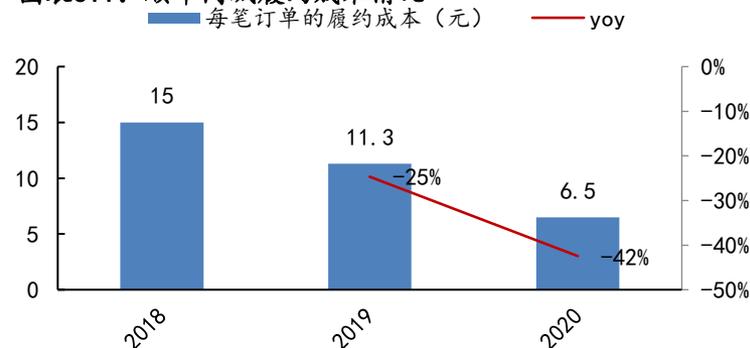
图表 310：顺丰同城费率情况



图表 309：顺丰同城利润情况



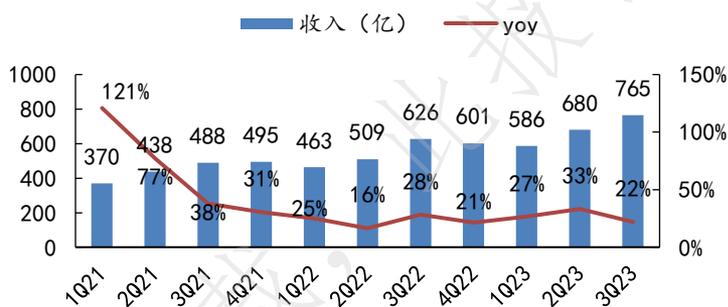
图表 311：顺丰同城履约成本情况



美团-W：利润短期承压，静待供给侧赋能驱动回暖

- **财务端：**23Q3营业收入达765亿人民币，同比增加22.1%，略超彭博一致性预期。盈利能力方面，经调整EBITDA为62亿元，YoY+28.9%。经调整净利润57亿元，YoY+62.4%，超出超彭博一致性预期，主要得益于餐饮外卖经营利润的稳健增长。
- **餐饮外卖业务及美团闪购业务：**“拼好饭”及“神抢手”满足用户价格带需求，同时为商户提供营销销售新场景：公司2023Q3即时配送交易笔数yoy+23%，我们预估其中外卖订单量yoy+20%。餐饮外卖日订单量峰值达7800万单，创历史新高；公司8月闪购的日订单量峰值突破1300万，低线城市用户数量增长显著，体现了用户即时配送的需求强劲。
- **到店酒旅业务：**交易金额同比增长超过90%，增加高性价比供给，内容策略持续落地。公司2023Q3核心本地商业收入577元，YoY+25%；经营利润为101亿元，增速8.3%，该分部OPM为17%。随着线下消费的复苏、内容方面的布局、流量运营能力的持续提升及商户的赋能，公司到店酒旅业务GTV同比增速超过90%。
- **新业务：**同比缩亏，后续高质量经营仍值得期待。23Q3新业务分部营收188亿元人民币，同比增加15.3%，经营亏损同比收窄至51亿元，经营亏损率同比收窄至27%，经营效率提升仍值得期待。

图表312：美团季度收入情况（亿元）



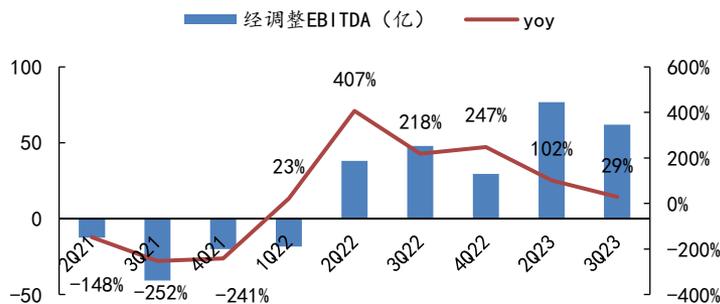
图表313：美团交易用户数目情况（亿人）



图表314：美团经调整净利润情况（亿元）



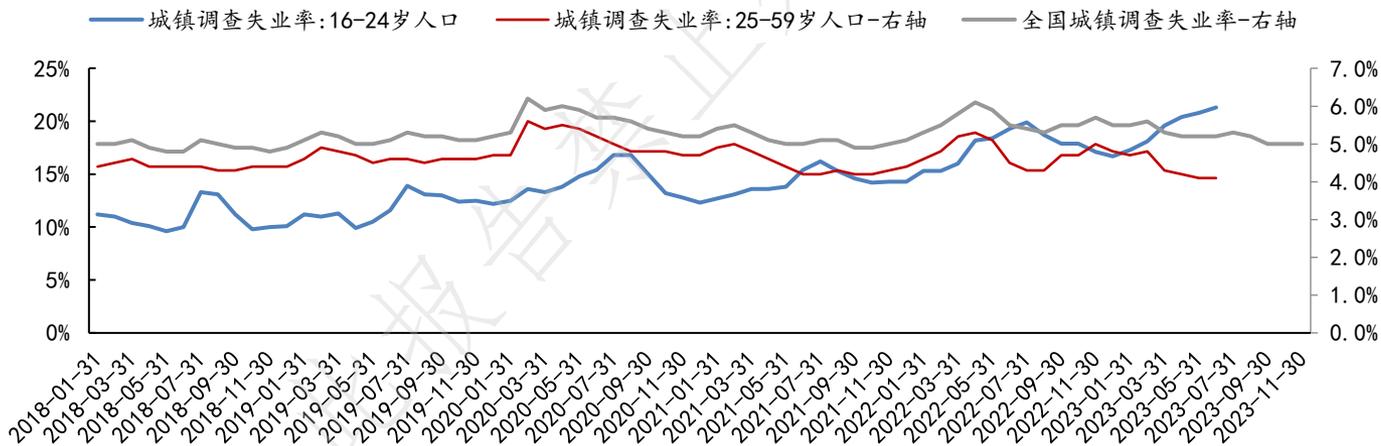
图表315：美团经调整EBITDA情况（亿元）



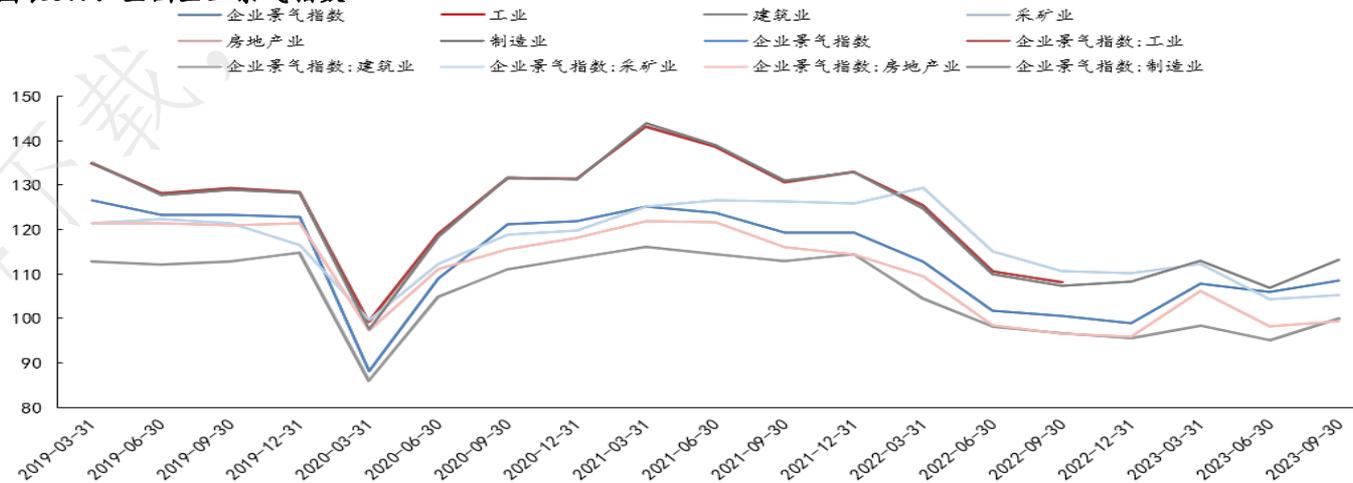
在线招聘：9月城镇失业率达今年最低值，就业市场处于修复期

- 今年以来，各种宏观经济调控政策频出，就业市场目前正处于修复阶段。今年以来，经济刺激政策频出，包括货币政策适度放松，房地产政策调整优化，同时各重点行业的扶持政策逐步落地执行，在政策红利的刺激作用下，企业经营活力出现逐渐复苏迹象。今年1-9月份，我国城镇失业率持续收缩，9月份失业率降至5%（年度最低水平），侧面反映就业市场正处于修复阶段。

图表316：全国失业率情况



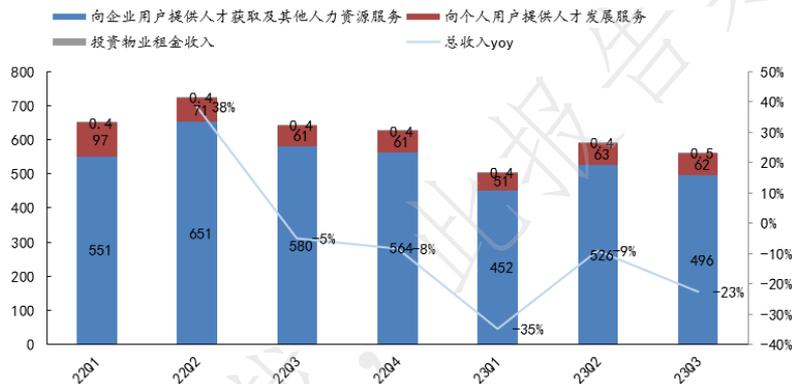
图表317：全国企业景气指数



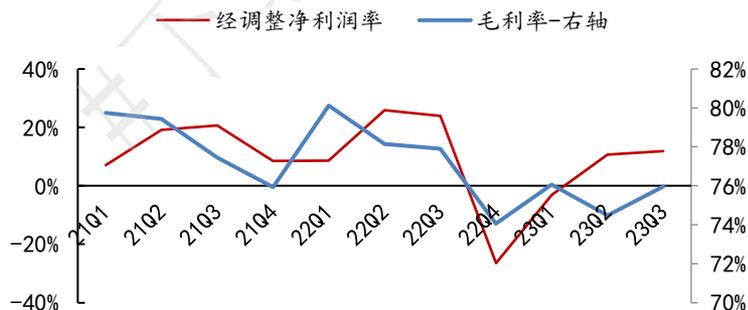
同道猎聘：短期业绩承压，静待市场迎来修复

- 受宏观经济疲软影响，公司主业收到较大冲击，收入和利润端出现下滑。今年前三季度，公司总收入录得16.52亿元，同比下降17.94%。其中23Q3公司收入5.59亿元（yoy-12.9%），1）来自企业客户的收入达4.96亿元（yoy-14.4%）；2）来自个人用户的收入为0.62亿元（yoy+1.7%），增长主要来自在线职业资格培训业务的修复。利润端，三季度公司净利润录得0.40亿元，同比下降68.2%，调整后净利润0.66亿元，同比下降64.5%。
- 销售费用管控效果明显，销售费率持续环比下降。公司进入今年以来，销售费用率实现持续环比下降，前三季度销售费用率环比-17.66pct/-7.9pct/-3.5pct。

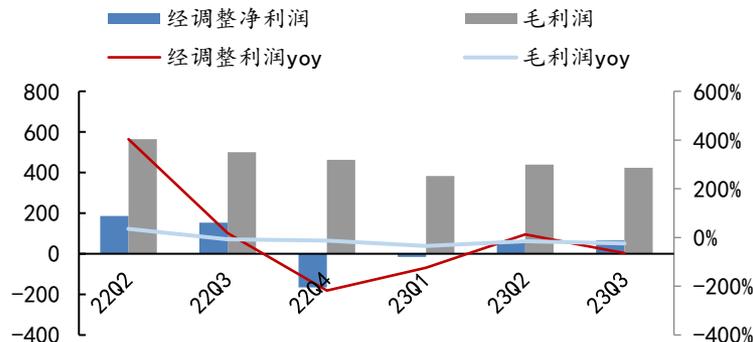
图表318：公司各业务收入情况（百万元）



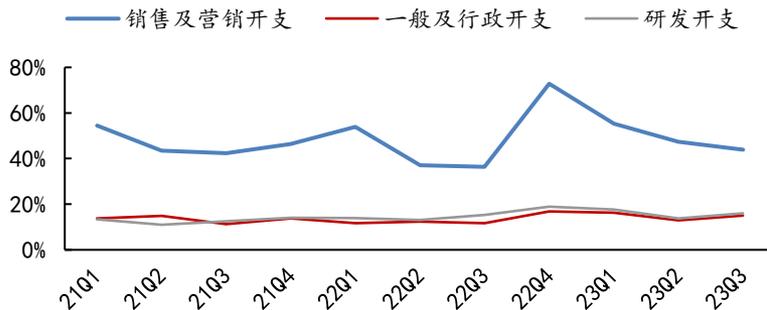
图表320：公司利润率情况



图表319：公司利润情况（百万元）



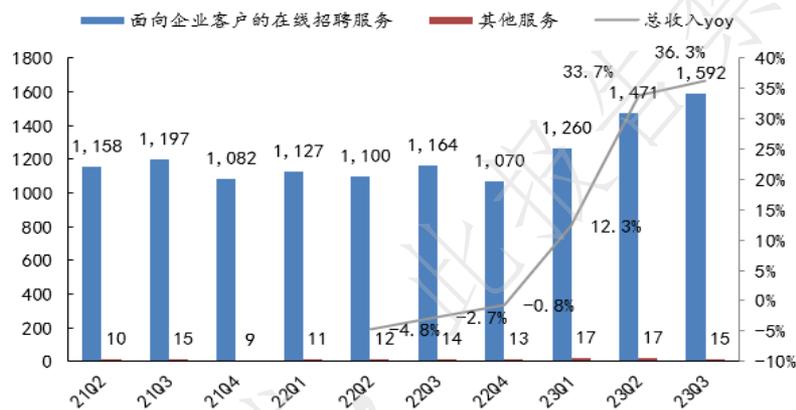
图表321：公司费率情况



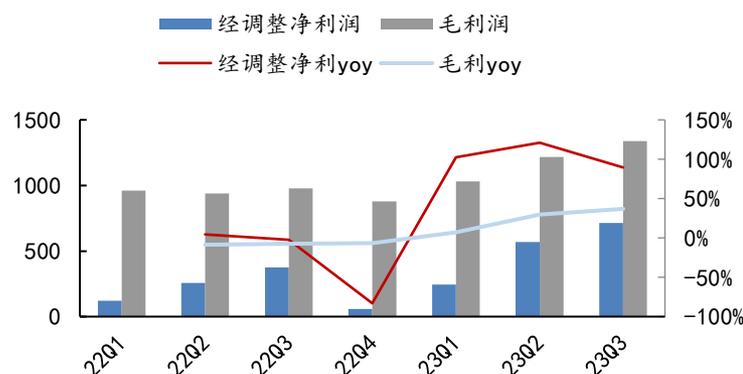
BOSS直聘-W：国内在线招聘龙头，业绩实现逆势增长

- 收入端逆势增长，降本增效明显，利润高增。**今年前三季度，公司实现总营收43.72亿元，同比增长27.5%，其中今年三季度公司营收同比增长36.3%至16.1亿元；净利润同比增长101.1%至4.3亿元；经调整净利润同比增长89.6%至7.1亿元。费用端，研发费率及行政费率企稳，销售费用环比下滑，前三季度销售费率分别环比-14pct/-18pct/-3pct。
- 付费、活跃用户创新高：**截至三季度公司的平均每月活跃用户2为4,460万，较2022年同期的3,240万增长37.7%；截至2023年9月30日止12个月，付费企业客户3总数为490万，较截至2022年9月30日止12个月的370万增加32.4%。我们预计随着经济复苏，求职招聘需求回暖，公司作为行业龙头，业绩有望实现进一步增长。

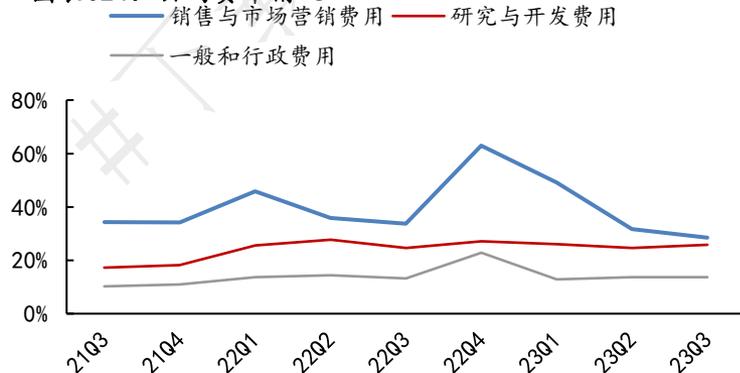
图表322：公司各业务收入情况（百万元）



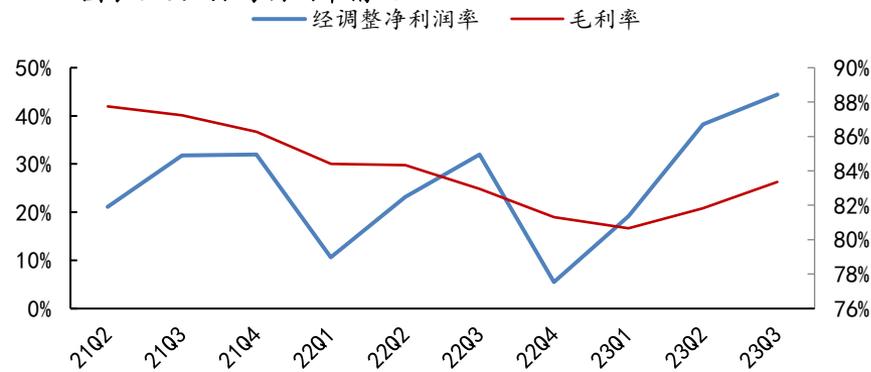
图表323：公司利润情况（百万元）



图表324：公司费率情况



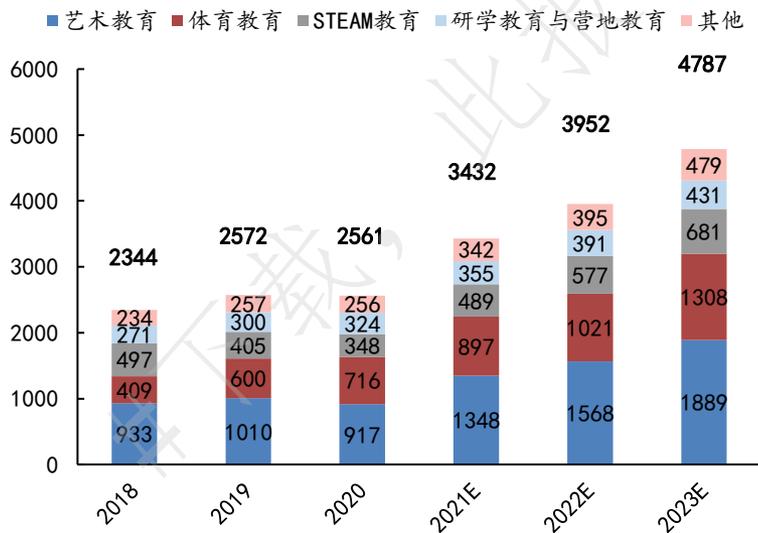
图表325：公司利润率情况



教育：双减政策影响下素质教育行业迎来增长，行业大幅出清格局改善

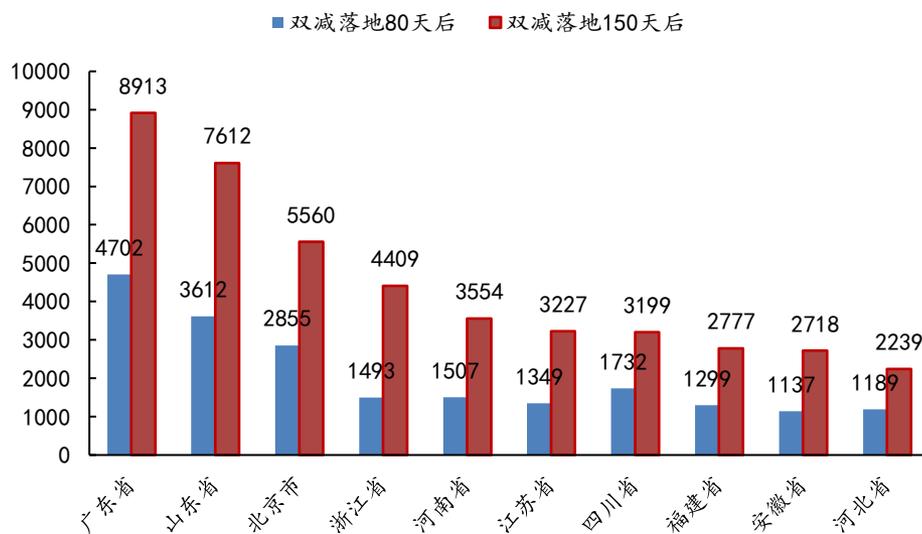
- 随着双减政策落地后，素质教育市场规模有望迎来高增长。目前艺术教育、体育教育、STEAM教育、研学与营地教育四大细分赛道的市场占有率约为90%，根据预测，2023年素质教育市场行业规模有望达到4787亿元。
- 受双减政策影响，行业供给侧大幅出清，竞争格局得以优化。政策落地后，中小玩家转型困难，预计行业龙头能够快速抢占市场份额。根据企查查数据显示，“双减”政策落地150天内，全国范围内共有近7万家教育相关企业吊销注销，平均每天超465家。各省相关企业吊注销量相较于“双减”落地80天期间数量分布普遍翻了一倍。

图表326：中国素质教育市场规模（亿元）



资料来源：多鲸教育研究院，华安证券研究所

图表327：双减政策发布后教育相关企业吊销数（家）

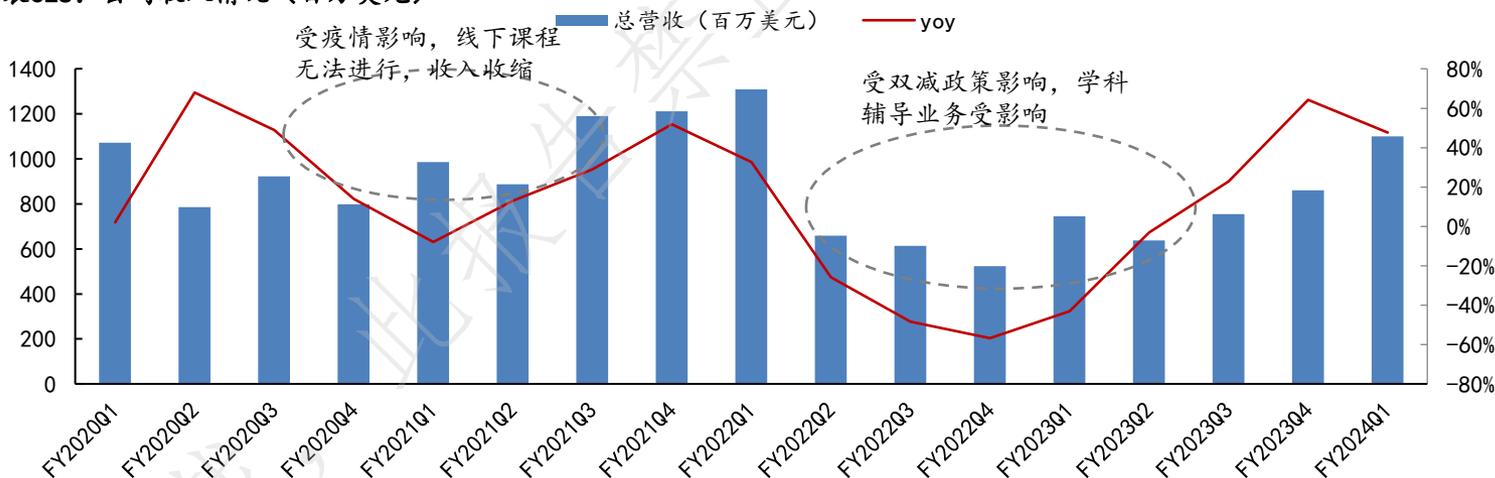


资料来源：企查查，华安证券研究所

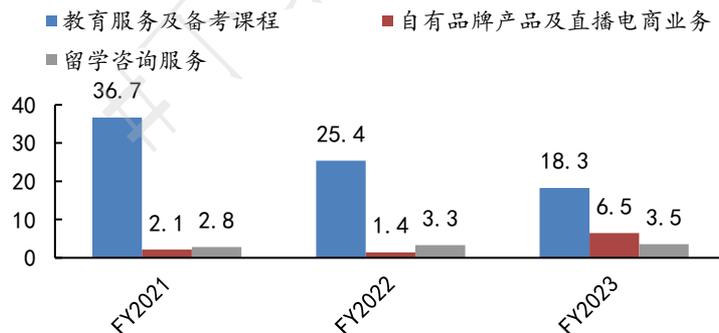
新东方-S：业务成功转型，行业供给侧出清下利好龙头抢占市场

- 公司营收曾先后受双减政策等影响，收入端大幅下滑，但目前公司已经找到了自身业务的第二增长曲线，非学科培训业务维持高增长。公司传统业务主要包括留学考培咨询、大学生境内考培以及高中培训等业务，2020-至今受到疫情和双减政策的打击，目前公司已经成功转型至电商及素质教育培训，两个业务在近两年均取得了亮眼增长，其中直播电商已站稳抖音头部直播间阵营，素质教育培训也乘政策红利东风实现较快发展。
- 调整后利润自23财年开始实现扭亏为盈，FY23Q1-FY24Q1分别实现同比-24.7% / +102% / +200% / +139% / +126%。

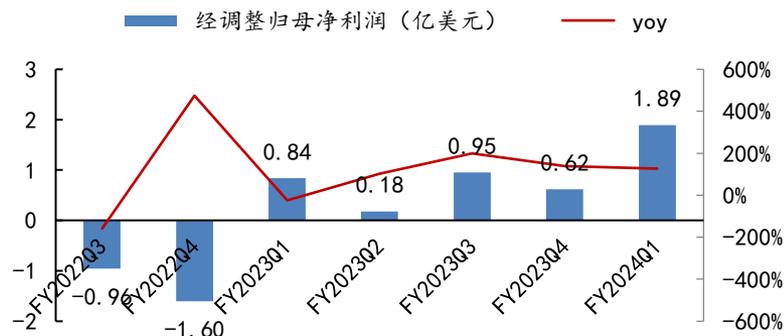
图表328：公司收入情况（百万美元）



图表329：公司各业务收入情况（亿美元）



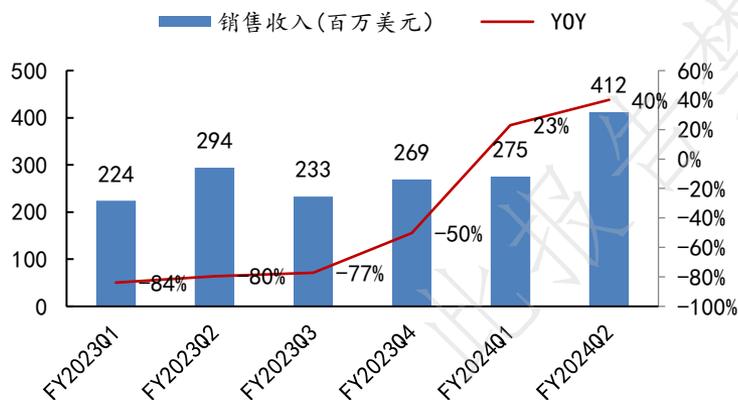
图表330：公司利润情况（亿美元）



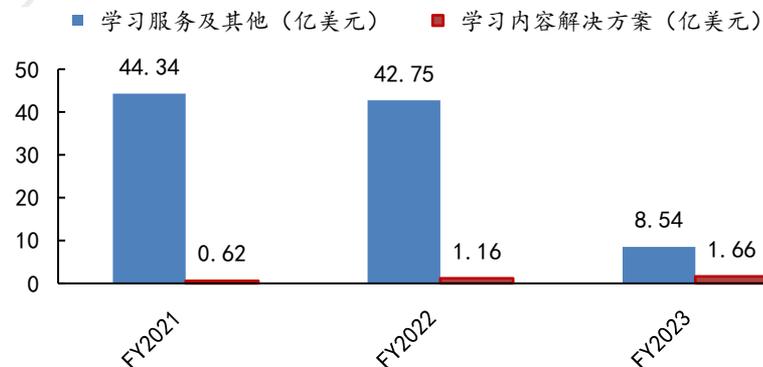
好未来：利润端扭亏为盈，素质教育与教育硬件产品双轮驱动

- 双减政策后，公司切入素质教育培训和教育硬件产品等新业务，并获得市场认可，实现素质教育培训+硬件产品双轮驱动业务模式。今年以来公司持续推进海外拓展，在美国、新加坡、香港等地设立了新教学点。内容解决方案主要包括销售智能图书、纸质图书、智能学习硬件和数字内容等产品，今年以来学习机推出了摩比思维机、高中培优资源、暑期充电包、AI精准学等产品。FY24Q2公司最终实现营收4.12亿美元，同比增长40%。
- 毛利率提升，调整利润实现单季转正。Q2公司non-GAAP归母净利润同比增长121%至5,879万美元，实现利润转正。

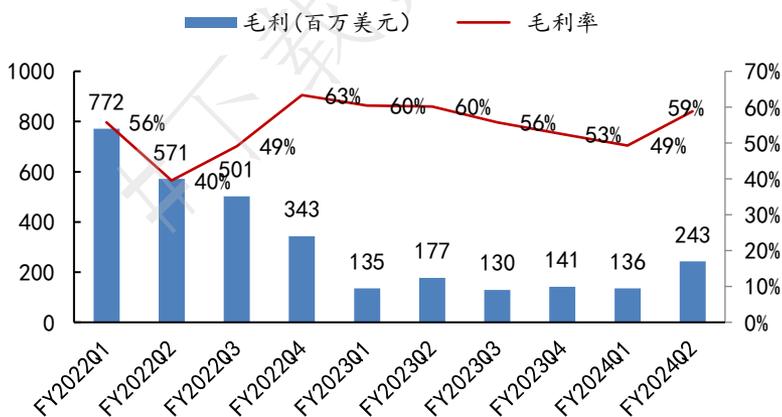
图表331：公司收入情况（百万美元）



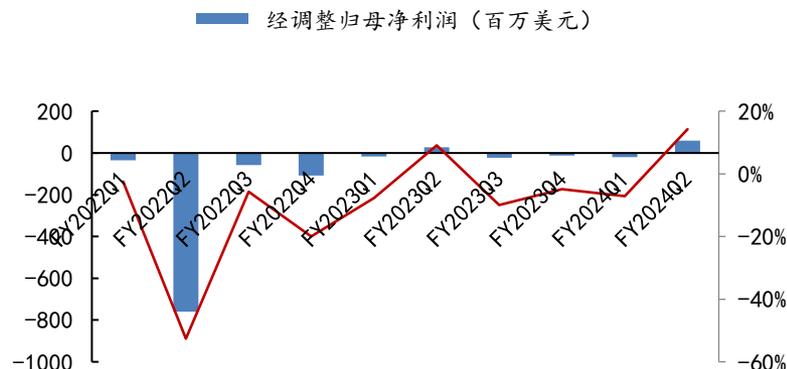
图表332：公司各业务收入情况（亿美元）



图表333：公司毛利情况（百万美元）



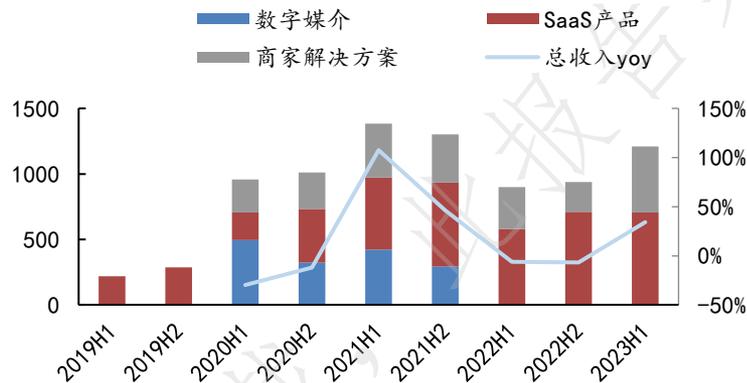
图表334：公司经调整利润情况（百万美元）



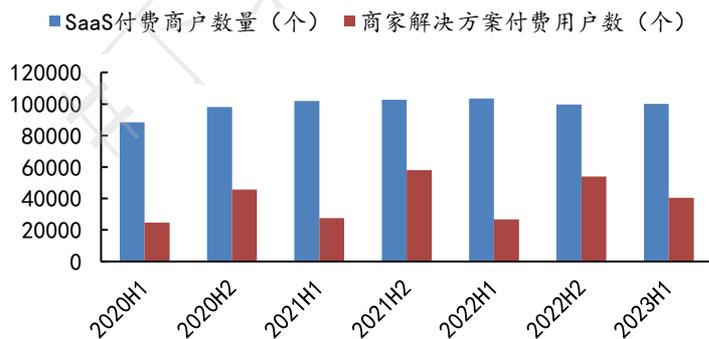
产业互联网：微盟集团：大客户战略带动收入增长，利润减亏明显

- **收入回暖趋势明显，亏损大幅收窄。**公司23H1实现收入12.1亿元，同比增长34.5%，毛利8.16亿元，同比增长36.6%，经营亏损3.85亿元，同比收窄38.9%，经调整净亏损2.54亿元，同比收窄55.2%。收入大幅回暖，大客占比提升，收益质量亦不断增进。
- **SaaS业务细分客户结构，大客化持续推进，ARPPU驱动增长。**上半年SaaS业务收入达7.06亿元，yoy+21.4%，每用户平均收入达7047元，yoy+26%。公司坚持大客户个性化战略，上半年品牌商户数量增至1223家，平均客单价达22.4万元。品牌客户聚集有望吸引中腰客户进驻，实现战略协同。SaaS+PaaS平台“WOS”持续发展，微盟云大客户渗透率达76%，客单价提升38%。
- **上半年商家解决方案（广告营销）业务收入达5.04亿元，yoy+58.3%。**毛收入达69.9亿元，yoy+66%，利润空间得到扩大，上半年广告返点差有所提升。付费商户数增长51.3%至4.05万名。

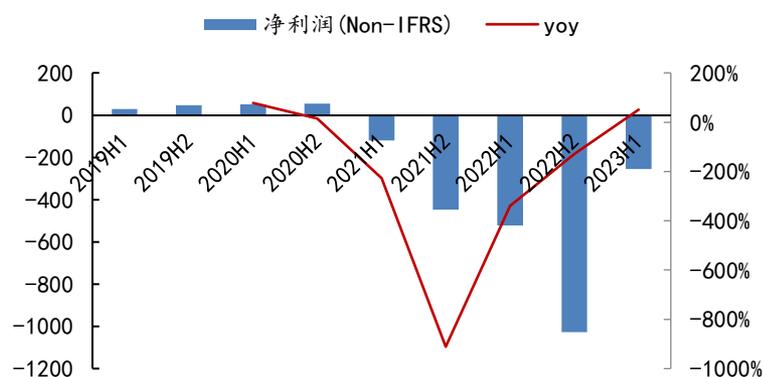
图表335：公司各业务收入情况（百万元）



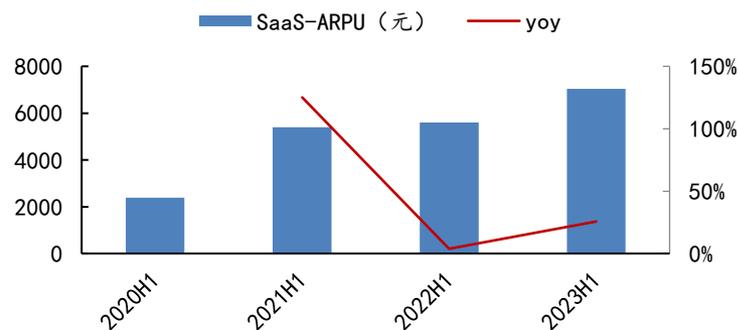
图表337：公司付费商家数量



图表336：公司利润情况（百万元）



图表338：公司SaaS业务ARPU



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。