

传媒

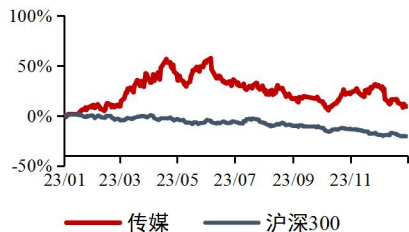
年度策略报告

领先大市-A(首次)

2024年1月16日

行业研究/行业年度策略

传媒板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票

评级

601595.SH 上海电影 买入-A

分析师：

潘宁河

执业登记编码：S0760523110001

邮箱：panninghe@sxzq.com

王德坤

执业登记编码：S0760523090001

邮箱：wangdekun@sxzq.com

投资要点：

➢ **行业复盘：全年涨幅领先，业绩增长良好。**2023年全年传媒指数上涨16.8%，在31个申万一级行业中位居第2；子板块中，出版、游戏行业全年涨幅分别为33.7%、31.8%，较为领先。2023年前三季度，传媒行业营收3637.17亿元、同比+0.02%，归母净利润344.01亿元、同比+18.57%；子板块中，前三季度影视院线营收309.42亿元、同比+24.2%，归母净利润29.09亿元、同比扭亏为盈，影视院线业务营收、归母净利润增速均最亮眼，主因疫情后影院营业秩序和观影需求恢复。纵观全年，AI应用催化+市场风格转换+业绩稳步复苏共同助力传媒行业股价取得良好表现。

➢ **影视：供需双扩张，持续复苏可期。**2023年全年票房收入已达548.47亿元、恢复至2019年的86.3%。此外，放映场次、观影人次也表现出了较好的恢复趋势，2023年全年观影人次已达12.15亿人次，超越2021年。据美国、日本等全球主要电影市场经验，疫后复苏可持续。2023年国产片票房占比达83.5%，优质国产内容也是促进市场回暖的重要因素。展望未来，中国电影制造能力不断提升、影片供给增长稳定、电影基建已较完善，未来中国电影市场将回归稳定增长。据普华永道估计，中国电影票房收入将在2027年达到约132亿美元，2022-27年CAGR为23.77%。

➢ **游戏：国内市场回暖，关注AI技术应用的持续落地。**2023年国内游戏收入3029.64亿元、同比+14.0%。国内游戏市场明显回暖，用户规模恢复增长、版号发放数量明显增加是主因。展望未来，AIGC在游戏内容生产、降本增效等领域具备广阔应用空间，国内众多TOP游戏企业已有相关布局并已逐步有产品落地。根据Newzoo预计，在疫情导致的波动之后，全球游戏行业发展将趋于稳定，全球游戏收入在2027年能达到2057亿美元。我国游戏市场收入增速将在较高水平，据普华永道估计，我国电子游戏和电子竞技市场收入在2027年有望达到1155亿美元，2022-27年CAGR为13.1%。

➢ **投资建议。**我们认为，2024年伴随疫后业务经营秩序持续恢复、AI技术发展和AI应用的持续落地，传媒行业有望保持复苏，其中影视、游戏等子板块业绩改善的确定性或较高。建议关注影视及游戏板块中业务开展或产品落地进度较为领先的公司。我们重点推荐电影主业稳步复苏、大IP开发业务持续深入发展的上海电影，建议关注已有AIGC与游戏项目落地的重点公司，如网易-S、巨人网络和昆仑万维。

**风险提示：**政策风险，宏观经济下行风险，产品上线不及预期，竞争加剧等。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

## 目录

1. 行业复盘：全年涨幅领先，业绩增长良好.....	6
2. 影视行业：供需双扩张，持续复苏可期.....	8
2.1 观影需求复苏、优质影片供给增加，产业链整体受益.....	8
2.2 展望未来：电影制造能力提升，市场或从疫后复苏转向稳定增长.....	11
2.2.1 上海电影：影院业务提效，大 IP 开辟新赛道.....	13
3. 游戏行业：国内市场回暖，关注 AI 技术应用的持续落地.....	18
3.1 国内市场显著回暖，海外市场略显承压.....	18
3.2 全球游戏市场增长乏力，主因亚太市场表现疲软.....	19
3.3 展望未来：关注 AI 技术应用的持续落地.....	21
3.3.1 AIGC 将深入影响游戏行业发展，国内企业布局正在进行时.....	22
3.3.2 网易：《逆水寒》智能 NPC 增加游戏丰富度和趣味性.....	24
3.3.3 巨人网络：《太空杀》借助 AIGC 实现玩法创新.....	26
3.3.4 昆仑万维：《Club Koala》运用 AI 赋能 UGC 开发.....	27
4. 投资建议.....	29
风险提示.....	30

## 图表目录

图 1： 传媒行业全年涨幅位居第 2.....	6
图 2： 传媒指数全年累计涨跌幅表现.....	6
图 3： 传媒行业子板块中出版、游戏涨幅领先.....	6
图 4： 传媒行业 PE 估值处于中上水平.....	6
图 5： 传媒行业单季营收及增速（亿元）.....	7
图 6： 传媒行业单季归母净利润及增速（亿元）.....	7



图 7: 我国电影行业产业链.....	8
图 8: 日本电影票房占 2019 年同期票房比重.....	9
图 9: 美国电影票房占 2019 年同期票房比重.....	9
图 10: 中国电影票房占 2019 年同期票房比重.....	9
图 11: 中国电影放映场次和观影人次 (万场/亿人) .....	9
图 12: 2023 年上座率明显回升.....	10
图 13: 平均票价保持上升 (元) .....	10
图 14: 国产片票房占比稳步提升.....	11
图 15: 我国影院数量 (个) .....	12
图 16: 我国影院银幕总数 (块) .....	12
图 17: 美国平均观影人次 (次/年/人) .....	12
图 18: 中美电影票房收入对比 (百万美元) .....	13
图 19: 中美观影人次对比 (百万人次) .....	13
图 20: 票房收入与观影人次 (亿元、万人次) .....	14
图 21: 上海电影票房收入市占率.....	14
图 22: 《时光代理人》在 SFC 进行线下点映.....	14
图 23: SFC 影城为 LOL S13 总决赛合作院线.....	14
图 24: 上海影城全新升级.....	15
图 25: 《中国奇谭》第二季宣传图.....	17
图 26: 《小妖怪的夏天》大电影概念图.....	17
图 27: 国内游戏市场收入明显回暖 (亿元) .....	18
图 28: 发行终端占比基本保持稳定.....	18
图 29: 国内游戏用户规模恢复增长 (百万人) .....	18



图 30: 版号发放趋于常态化 (个) .....	18
图 31: 中国游戏海外市场收入 (亿美元) .....	19
图 32: 中国游戏海外市场收入分地区占比.....	19
图 33: 2023 年全球游戏收入分终端占比.....	20
图 34: 2023 年全球游戏收入分终端同比增速.....	20
图 35: 2023 年全球游戏收入分地区占比.....	20
图 36: 2023 年全球游戏收入分地区同比增速.....	20
图 37: 2023 年全球游戏玩家分地区占比.....	21
图 38: 2023 年全球游戏玩家分地区同比增速.....	21
图 39: 中国电子游戏和电子竞技市场收入规模及预测 (亿美元) .....	21
图 40: 国内营收 TOP50 企业 AIGC 应用布局 (个) .....	22
图 41: 国内营收 TOP50 企业 AIGC 应用布局 (个) .....	22
图 42: AIGC 对游戏企业的长期影响排名.....	23
图 43: 目前游戏企业 AIGC 应用的关注点排名.....	23
图 44: 玩家对游戏中 AI 技术应用期待结果排名.....	23
图 45: 超 5 成玩家有过游戏创作愿望.....	23
图 46: 使用望气打开 NPC 属性.....	24
图 47: 使用望气打开 NPC 生平.....	24
图 48: 在结识界面选择结识 NPC.....	25
图 49: 通过江湖悬赏追踪 NPC.....	25
图 50: 玩家与智能 NPC 的友好交互.....	25
图 51: 玩家与智能 NPC 的恶意交互.....	25
图 52: 《太空杀》内置的剧本工坊模式.....	26



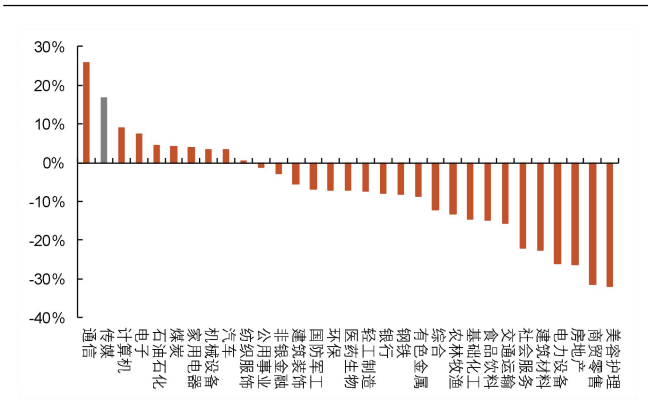
图 53: 《太空杀》在休闲类游戏和家庭聚会类游戏之中的排名.....	26
图 54: 《Club Koala》玩家 UGC 内容.....	27
图 55: 《Club Koala》中 Home Island 玩法.....	28
图 56: 《Club Koala》中 AI NPC 展示.....	28
图 57: 《Club Koala》类似一个游戏平台, 玩家可以基于平台进行 UGC 创作.....	28
表 1: 传媒行业子板块营收、归母净利润及增速 (亿元) .....	7
表 2: 2023 年中国及世界电影票房排行榜.....	10
表 3: 国内电影春节档及之前待上映的重要影片.....	11
表 4: 美影厂及上影集团授予上影元的 IP.....	16
表 5: 重点公司.....	29

## 1. 行业复盘：全年涨幅领先，业绩增长良好

传媒行业涨幅居前，子板块中出版、游戏涨幅领先。2023 年全年，传媒指数累计上涨 16.8%，在 31 个申万一级行业中位居第 2。传媒指数全年录得良好表现，一方面系 AI 技术自年初以来发展较快，以 CHATGPT 和 PIKA 等 AI 工具作为强劲生产力，可有效赋能传媒行业内容生产和降本增效；另一方面，经济景气度不佳逐步影响市场预期，顺周期行业普遍承压，市场风格偏好中小市值，传媒亦受益于市场风格变化。传媒行业子板块中，出版、游戏行业全年涨幅分别为 33.7%、31.8%，较为领先，出版和游戏是最有望受益于 AI 发展的两个子板块。

截至目前，传媒指数 PE（TTM）估值为 22.37x，在所有行业中处中上水平。

图 1：传媒行业全年涨幅位居第 2



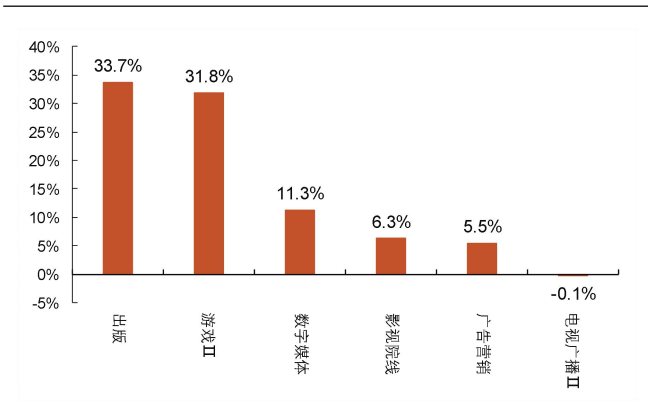
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：传媒指数全年累计涨跌幅表现



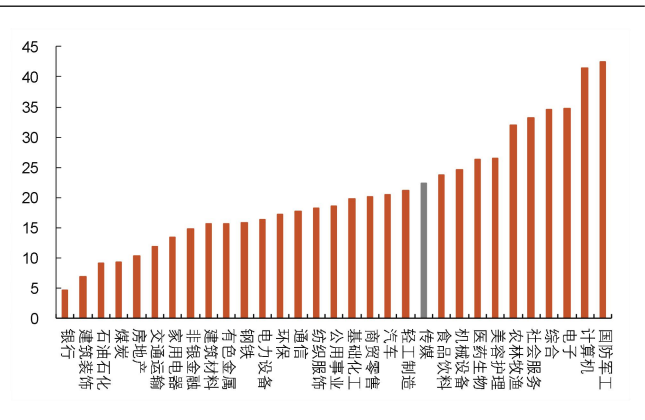
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：传媒行业子板块中出版、游戏涨幅领先



资料来源：Wind，山西证券研究所

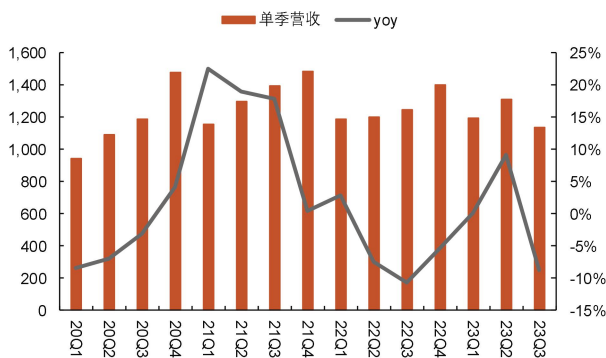
图 4：传媒行业 PE 估值处于中上水平



资料来源：Wind，山西证券研究所。截至 2024.1.10

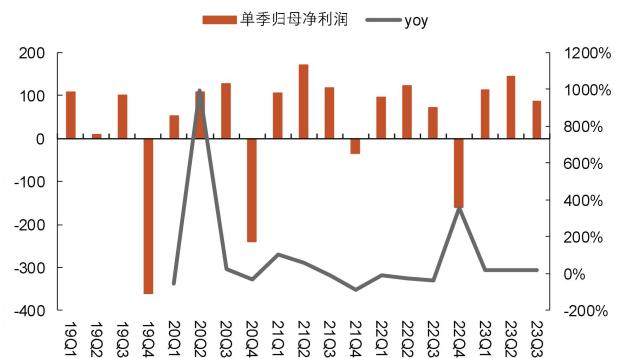
传媒行业营收持平，归母净利润增长良好。2023 年前三季度，传媒行业营收 3637.17 亿元、同比+0.02%，归母净利润 344.01 亿元、同比+18.57%。分季度来看，营收增速逐季度下降、归母净利润增速各季度保持平稳。子板块中，广告营销营收下滑是拖累传媒行业整体营收增速的主因，宏观经济景气度下滑背景下消费未见明显复苏，广告需求疲软，前三季度广告营销收入 1124.94 亿元、同比-8.1%。影视院线业务营收、归母净利润增速均最亮眼，主因疫情后影院营业秩序和观影需求恢复，前三季度影视院线营收 309.42 亿元、同比+24.2%，归母净利润 29.09 亿元、同比扭亏为盈。游戏、数字媒体和出版行业营收及净利润增速保持平稳。

图 5：传媒行业单季营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：传媒行业单季归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1：传媒行业子板块营收、归母净利润及增速（亿元）

	营收			归母净利润		
	23Q3	22Q3	同比	23Q3	22Q3	同比
游戏 II	648.88	638.63	1.6%	105.42	95.24	10.7%
广告营销	1,124.94	1,223.50	-8.1%	47.70	46.56	2.5%
<b>影视院线</b>	<b>309.42</b>	<b>249.08</b>	<b>24.2%</b>	<b>29.09</b>	<b>-4.61</b>	<b>扭亏为盈</b>
数字媒体	192.81	184.91	4.3%	24.38	22.29	9.4%
出版	1,034.77	1,016.76	1.8%	127.94	119.94	6.7%
电视广播 II	326.35	323.50	0.9%	9.48	10.71	-11.5%

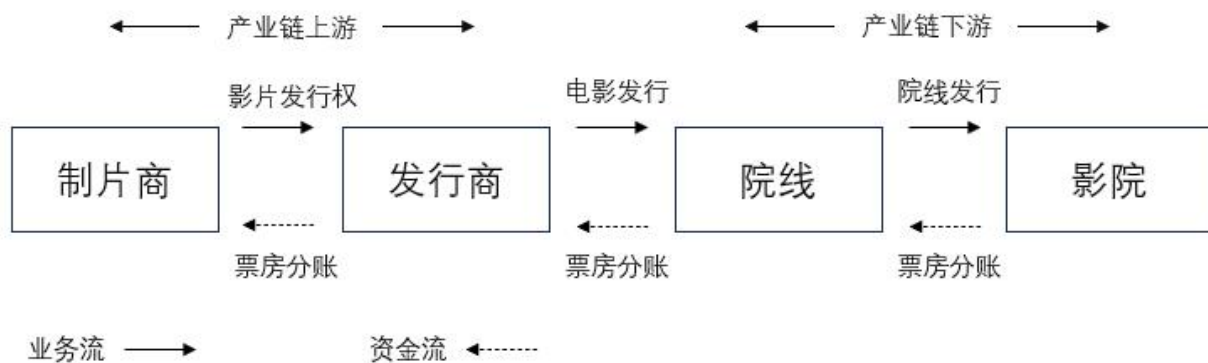
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. 影视行业：供需双扩张，持续复苏可期

### 2.1 观影需求复苏、优质影片供给增加，产业链整体受益

疫情后影院经营秩序恢复、观影需求复苏和优质影片供给增加将共同促进电影产业链收益。我国电影产业链已较为成熟，业务流角度：制片商授予发行商影片发行权，发行商与电影院线协商影片发行和放映，院线则组织旗下影院进行影片放映，影院获取票房收入。资金流角度：各环节按照一定比例进行票房分账，获取各自收入。疫情对电影产业链影响沉重，不只是影院终端放映受影响，电影的生产亦会受到拖累。2023 年以来，我国电影市场逐步摆脱疫情影响，供给、需求皆呈扩张态势，带动产业链整体复苏。

图 7：我国电影行业产业链



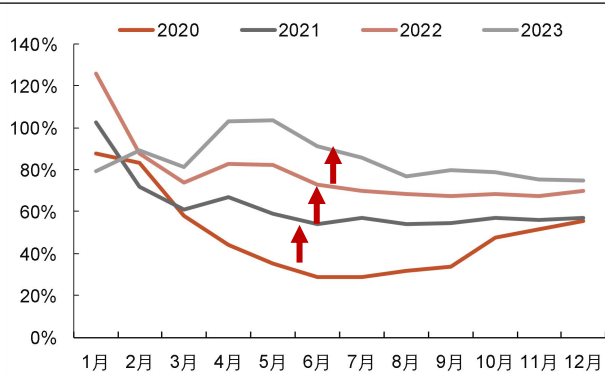
资料来源：万达电影招股说明书，山西证券研究所

我们认为我国电影市场复苏趋势或可持续。

电影市场的疫后复苏是世界趋势。2020 年以来，疫情对世界电影市场冲击巨大，但伴随疫情消退，电影市场也呈现稳步复苏态势。我们以疫情后每年各个时间段的累计票房占 2019 年同期累计票房的比重来分析电影市场的复苏程度，发现美国、日本等全球主要电影市场，疫后复苏趋势较为明显。日本 2020 年、2021 年、2022 年及 2023 年的累计票房占 2019 年同期票房比重为 55.7%、57.0%、69.9%及 74.6%，全年票房复苏趋势较好，并且年中各时间段的复苏形势好于全年。美国 2020 年、2021 年、2022 年及 2023 年的累计票房占 2019 年同期票房比重为 18.6%、39.4%、64.9%及 78.4%，全年及年中各时间段的票房复苏趋势均较为明显。

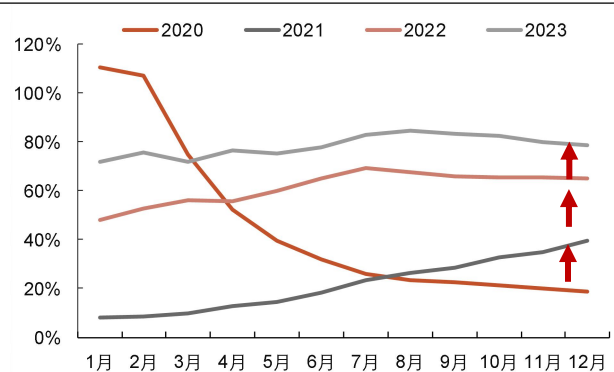


图 8：日本电影票房占 2019 年同期票房比重



资料来源：Box Office Mojo，山西证券研究所

图 9：美国电影票房占 2019 年同期票房比重

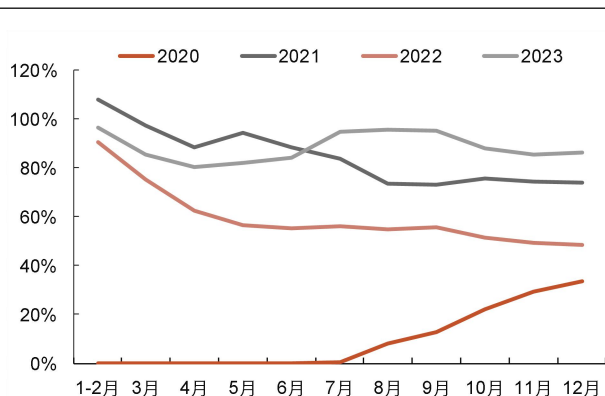


资料来源：Box Office Mojo，山西证券研究所

我国因为在 2022 年遭遇疫情反复，电影市场复苏趋势被打断。早在 2021 年时，我国电影市场复苏趋势在世界上较为领先，当年电影票房恢复至 2019 年的 74.0%，远高于美国、日本等主要电影市场。2022 年上海疫情封城及全国各地疫情点状爆发背景下，影院经营受到严重影响，全年票房跌至 2019 年同期的 48.5%。

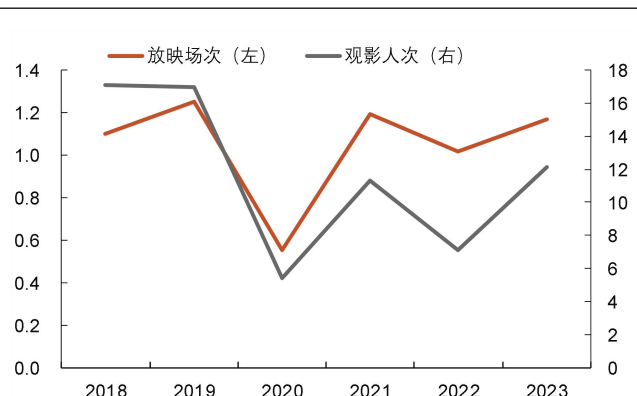
2023 年开年以来，我国电影市场保持着良好的复苏节奏，“春节档”、“暑期档”等热门档期票房复苏尤其明显。2023 年全年票房收入已达 548.47 亿元、恢复至 2019 年的 86.3%。此外，放映场次、观影人次也表现出了较好的恢复趋势，2023 年全年观影人次已达 12.15 亿人次，超越 2021 年。

图 10：中国电影票房占 2019 年同期票房比重



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：中国电影放映场次和观影人次（万场/亿人）

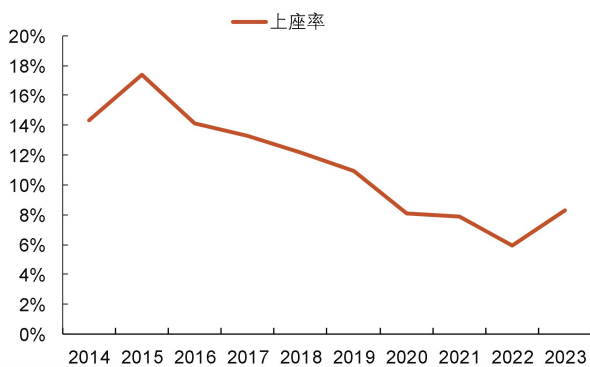


资料来源：Wind，山西证券研究所

上座率及平均票价也呈现我国电影市场复苏趋势。上座率角度，2015-22 年上座率持续下

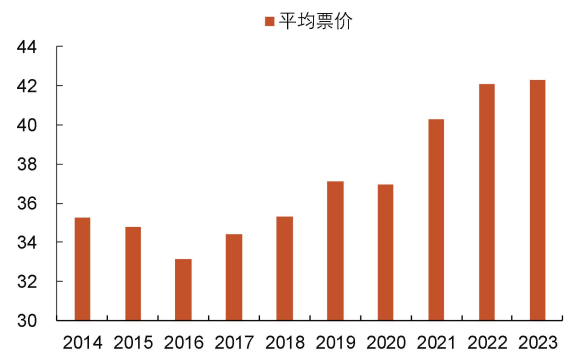
滑，由 2015 年峰值 17.4% 降至 2022 年低谷 5.9%，2023 年上座率迎来首次回升，升至 8.3%。在疫情暴发以来，影院基建投入减缓之际，2023 年观影人次回升基本依靠上座率回升实现。票价角度，2023 年平均票价 42.28 元、同比+0.2 元，平均票价在 2021 年提升幅度明显，2022 年亦有小幅提升，2023 年基本保持平稳。

图 12：2023 年上座率明显回升



资料来源：灯塔专业版 APP，山西证券研究所

图 13：平均票价保持上升（元）



资料来源：灯塔专业版 APP，山西证券研究所

优质国产内容供给也是促进市场回暖的重要因素，国产电影已成为国内票房的主要贡献者。2023 年中国电影票房排行榜中，前 10 名均为国产电影，且满江红（票房 45.44 亿元人民币、约 6.40 亿美元）、流浪地球 2（票房 40.29 亿元人民币、约 5.67 亿美元）也进入了 2023 年世界票房排行榜前 10 名。

表 2：2023 年中国及世界电影票房排行榜

中国电影票房排行榜（亿人民币）			世界电影票房排行榜（亿美元）		
排名	影片	票房	排名	影片	票房
1	满江红	45.44	1	Barbie	14.46
2	流浪地球 2	40.29	2	The Super Mario Bros. Movie	13.62
3	孤注一掷	38.48	3	Oppenheimer	9.52
4	消失的她	35.23	4	Guardians of the Galaxy Vol. 3	8.46
5	封神第一部	26.34	5	Fast X	7.05
6	八角笼中	22.07	6	Spider-Man: Across the Spider-Verse	6.91
7	长安三万里	18.24	7	满江红	6.40
8	熊出没·伴我“熊芯”	14.95	8	The Little Mermaid	5.70
9	坚如磐石	13.49	9	Mission: Impossible - Dead Reckoning Part One	5.68
10	人生路不熟	11.84	10	流浪地球 2	5.67

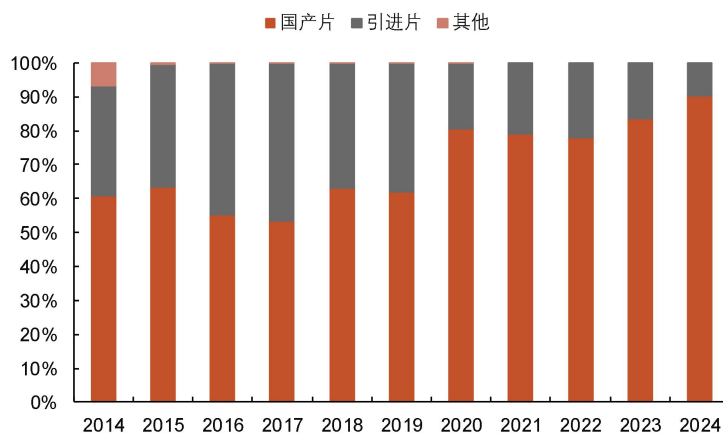
资料来源：Box Office Mojo，猫眼专业版 APP，山西证券研究所

## 2.2 展望未来：电影制造能力提升，市场或从疫后复苏转向稳定增长

中国电影制造能力不断提升，影片供给增长稳定，电影基建已较完善，未来中国电影市场将回归稳定增长。

供给方面，国产片发力非一日之功，票房占比逐年提升已成趋势。2023年国产片票房占比达83.5%，而在2016年、2017年国产片票房占比仅有54.4%、53.3%。2024年以来，国产片票房占比依旧处于高位，国产片对国内电影市场的提振作用或将愈发明显。

图 14：国产片票房占比稳步提升



资料来源：灯塔专业版 APP，山西证券研究所

春节档在即，优质国产电影及进口影片有望延续电影市场需求复苏趋势。2023年是中国国产电影大年，2024年春节档已有熊出没、飞驰人生2等重磅影片定档，期间票房收入或现惊喜，进一步巩固中国电影制作信心。

表 3：国内电影春节档及之前待上映的重要影片

影片	上映时间	类型	主演	出品方
养蜂人	2024.1.12	动作/剧情/悬疑	杰森·斯坦森/乔什·哈切森等	中国电影
动物园里有什么	2024.1.12	喜剧	包贝尔/宋晓峰/潘斌龙等	猫眼影业
临时劫案	2024.1.19	犯罪/喜剧	郭富城/林家栋/任贤齐等	爱奇艺影业、淘票票等
家有儿女之神犬当家	2024.1.20	家庭/喜剧	梅根·福克斯等	华夏电影、保利影业等
熊出没·逆转时空	2024.2.10	动画/喜剧	张伟/张秉君等	中国电影、横店影业等
飞驰人生2	2024.2.10	喜剧/剧情	沈腾/范丞丞/尹正等	博纳影业、中国电影等
红毯先生	2024.2.10	剧情/喜剧	刘德华/单立文/余伟国等	欢喜传媒等
热辣滚烫	2024.2.10	喜剧/剧情	贾玲/雷佳音/张小斐等	中国电影、阿里影业

资料来源：猫眼专业版 APP，山西证券研究所

基建方面，影院/银幕数量建设完备，数量渐趋饱和，未来发展重心在于提升年均观影人次。我国影院数量和银幕数量峰值均出现于 2023 年，影院数量峰值 12750 个、银幕数量峰值 78115 块。截至目前，我国影院数量 11881 个、较 2023 年底减少 869 个，银幕数量 73230 块、较 2023 年底减少 4885 块。我国影院及银幕数量增长在疫情以来便陷入停滞，叠加前述上座率在 2022 年及以前不断下滑，我国影院和银幕数量或已见顶，未来影院经营重在提高效率。

图 15：我国影院数量（个）

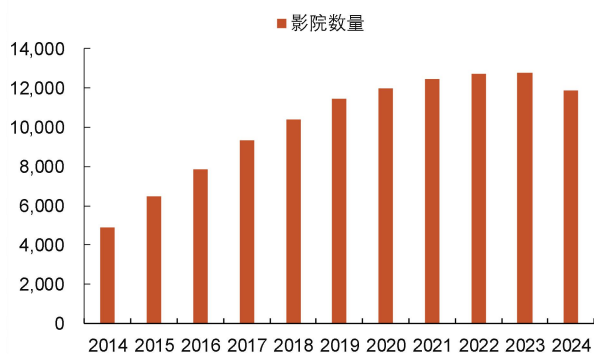
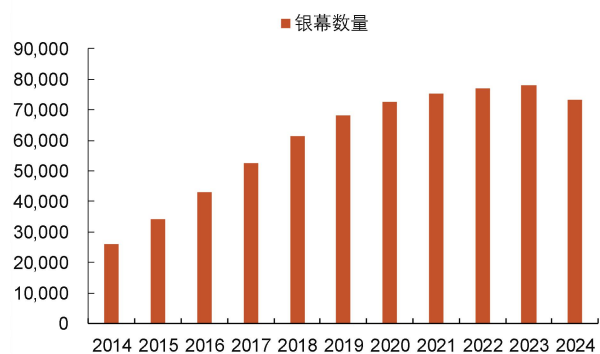


图 16：我国影院银幕总数（块）

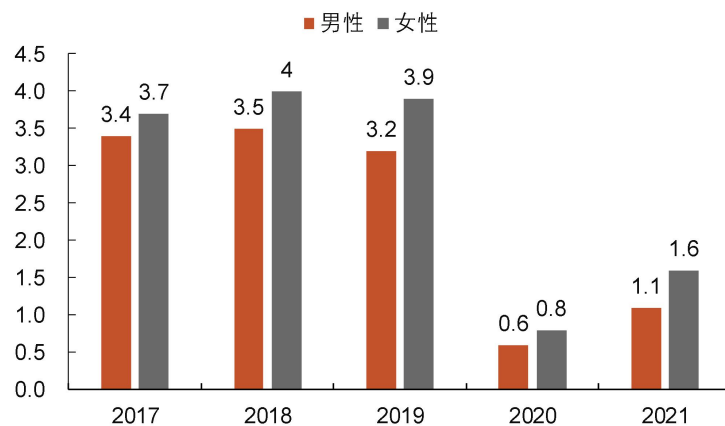


资料来源：灯塔专业版 APP，山西证券研究所

资料来源：灯塔专业版 APP，山西证券研究所

与美国相比，我国年均观影人次还处在较低水平，这意味着影院提效还有较大空间。美国疫情前正常经营年份，每人每年观影次数稳定在 3 次以上，而中国疫情前的 2019 年为 1.20 次、疫情后的 2023 年为 0.86 次，均显著低于美国。在优质内容供给和影院提效经营背景下，我国每人每年观影次数或将逐步提升，成为带动我国电影市场发展和票房增长的重要力量。

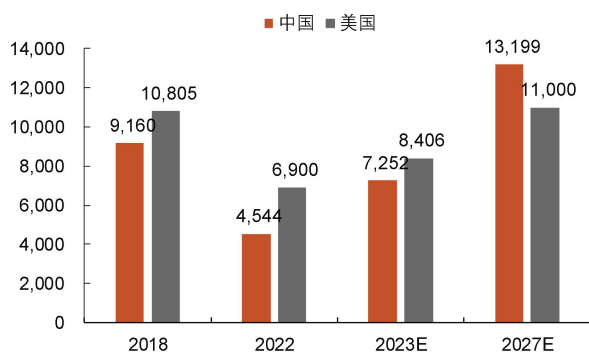
图 17：美国平均观影人次（次/年/人）



资料来源：美国电影协会，中国电影报，山西证券研究所

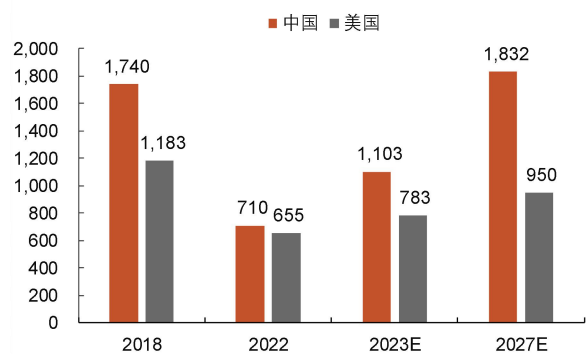
中长期来看，在良好的电影制作能力和基础设施建设下，我国电影市场将从疫情后的复苏转变为稳定增长。据普华永道《全球娱乐及媒体行业展望 2023-2027：中国摘要》，中国电影票房收入在 2022 年至 2027 年的复合增速将达到 23.77%，且 2027 年票房收入将达到约 132 亿美元、票房全球市占率升至约 27%（vs2018 年约 24%）、年度观影人次将达到 18.32 亿人次。此外，中国电影收入将在约 2024-2025 年超越美国，中国也将据此成为全球第一大电影市场。

图 18：中美电影票房收入对比（百万美元）



资料来源：普华永道《全球娱乐及媒体行业展望 2023-2027：中国摘要》，山西证券研究所

图 19：中美观影人次对比（百万人次）



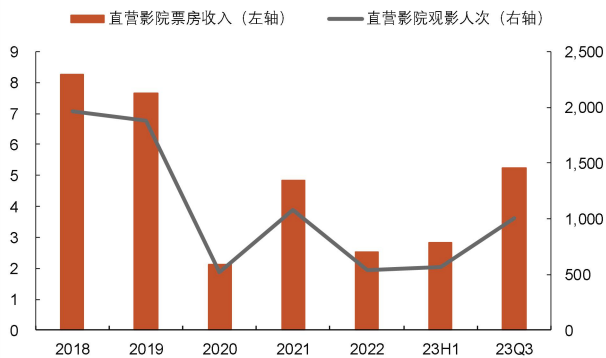
资料来源：普华永道《全球娱乐及媒体行业展望 2023-2027：中国摘要》，山西证券研究所

## 2.2.1 上海电影：影院业务提效，大 IP 开辟新赛道

上海电影主业转变为电影+大 IP 开发双轮驱动。上海电影原以电影放映、发行和院线业务等传统电影业务为主业，2023 年 3 月收购上影元文化 51% 股权后，依托其丰富的 IP 储备进军大 IP 开发业务。电影主业方面，公司一方面依托电影市场复苏实现票房收入回暖，另一方面也在积极探索提效利用影院以增加非票房收入的措施。大 IP 开发业务方面，公司旗下经典 IP 众多，2023 年确立“IP+商品化授权”、“IP+游戏联动”及“IP+营销授权”三大措施，收到较明显的成效。

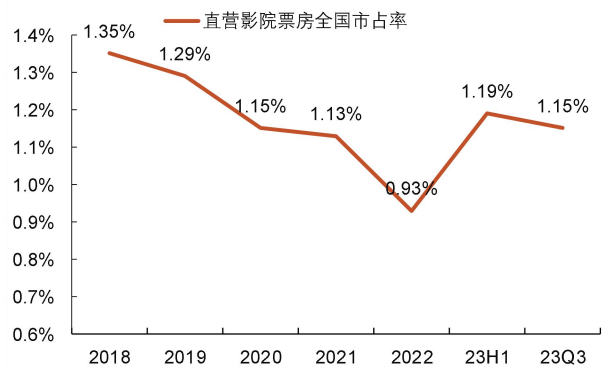
首先，电影主业方面，行业复苏带动收入回升。2023 年以来，公司影院和银幕数量未显著增加，但是票房复苏明显，我们认为是受到电影行业复苏带动，单个影院、单块银幕产出明显增加。公司直营影院票房市占率常年维持在 1.1% 左右，2022 年受疫情冲击跌破 1%、降至 0.93%，2023 年前三季度又恢复至 1.15%。

图 20：票房收入与观影人次（亿元、万人次）



资料来源：上海电影各年年报、中报、三季报，山西证券研究所

图 21：上海电影票房收入市占率



资料来源：上海电影各年年报、中报、三季报，山西证券研究所

公司在影院未排片时，积极与其他视频媒介合作，创造边际收益。2023 年 6 月，《时光代理人》第二季在 SFC 上影影城举行线下点映，来自全国各地的 5000 余名粉丝参与。此外，SFC 上影影城亦为影竞联盟成员之一，重要的电子竞技直播比赛，影院也会转播。比如 2023 年 11 月举行的英雄联盟 S13 总决赛，上影影城便为直播合作影院之一。

图 22：《时光代理人》在 SFC 进行线下点映



资料来源：SFC EVENTS，山西证券研究所

图 23：SFC 影城为 LOL S13 总决赛合作院线



资料来源：影竞联盟微信小程序，山西证券研究所

影城焕新方面，公司以“SHO”品牌重塑上海影城，并在业界引起较强反响。上海影城以

影院为基础，积极探索 IP+业务模式。在焕新发布日当天，公司宣布投入 3 亿元用于支持文化产业前沿科技项目的孵化和落地，聚焦 AIGC、大数据、VR/MR/AR、元宇宙等技术，以及科技与 IP 融合的创新体验场景。上海影城定位于电影首映地+品牌首发地+艺术首秀地，焕新后的上海影城 1 号厅升级为“上海杜比剧场”，能容纳千人，为亚洲首个杜比剧场。除电影放映业务外，上海影城还将周期性组织 SHO·路演秀、行业高峰论坛、行业闭门会等活动，进一步提升影院利用效率。

图 24：上海影城全新升级



资料来源：上海电影官方微信，山西证券研究所

此外，大 IP 开发业务方面，公司持续深入布局。2023 年 3 月，公司公告收购控股股东上影集团持有的上影元文化 51% 股权，正式开辟 IP 业务赛道。上影元成立于 2022 年 10 月，定位为整个上影集团大 IP 全产业链开发运营平台，成立时由上影集团与上海美术电影制片厂联合授权 60 部优质作品商业运营权利，授权期 10 年，到期优先续约 10 年。上影元运营的 IP 版权包括《大闹天宫》、《葫芦兄弟》、《黑猫警长》、《天书奇谭》等经典动画作品和 2023 年开年爆火的《中国奇谭》，以及《日出》、《阿 Q 正传》、《庐山恋》和《三毛从军记》等作品，IP 数量众多，覆盖全年龄段人群，与“数字化”“新消费”、“大文旅”等新场景融合潜能较大。

表 4：美影厂及上影集团授予上影元的 IP

序号	美影厂授权		序号	集团授权	
	独占许可	非独占许可		独占许可	非独占许可
1	大闹天宫（含金猴降妖）	没头脑和不高兴	1	日出	春风得意梅龙镇
2	葫芦兄弟（含葫芦小金刚）	魔方大厦	2	天云山传奇	等到满山红叶时
3	黑猫警长（含翡翠之星）	中国奇谭	3	阿 Q 正传	午夜两点
4	哪吒闹海	舒克和贝塔	4	三毛从军记	对岸的战争
5	天书奇谭（精修版）	骄傲的将军	5	少爷的磨难	长恨歌
6	九色鹿	超级肥皂	6	上海伦巴	江城奇事
7	雪孩子	小蝌蚪找妈妈	7	巴山夜雨	子夜
8	邈邈大王奇遇记	牧笛	8	陈毅市长	蓝色档案
9	我为歌狂系列	鹿铃	9	上海舞女	假女真情
10	宝莲灯	渔童	10	阙里人家	上海新娘
11	熊猫百货商店	金色的海螺	11	青春万岁	极地营救
12	三个和尚	猪八戒吃西瓜	12	上海纪事	渡江侦察记
13	阿凡提的故事	狐狸打猎人	13	苦恼人的笑	人约黄昏
14	山水情	猴子捞月	14	小街	说好不分手
15	鹬蚌相争	西岳奇童（上下）	15	庐山恋	拯救爱情

资料来源：《上海电影（集团）有限公司拟将其持有的上影元（上海）文化科技发展有限公司 51% 股权协议转让给上海电影股份有限公司涉及的上影元（上海）文化科技发展有限公司股东全部权益价值评估资产评估报告》，山西证券研究所

此外，公司不断开拓，积极扩张新的 IP 版图。截至目前，公司 IP 开发业务计划包括 IP 扩容、IP 开发和 IP 焕新。IP 扩容是指丰富拓展现有 IP 宇宙的角色和故事线，目前规划有《中国奇谭》第二季和《小妖怪的夏天》大电影。IP 开发是指开发新的 IP 角色及故事线，目前公司已与中国科幻领域“四大天王”之一的何夕达成合作，未来将共同开发科幻 IP 宇宙。IP 焕新是指基于公司的经典老 IP 重新制作影视等内容，公司计划拍摄真人电影《邈邈大王》（《邈邈大王奇遇记》IP），导演为忻钰坤（《心迷宫》、《爆裂无声》等悬疑片导演）。

需要特别说明的是，《中国奇谭》系列证明了公司开发新 IP 的创作能力和深厚底蕴。截至 11 月底，《中国奇谭》B 站播放量已经突破 3 亿，流传度足以媲美于公司旗下的经典 IP，“奇谭宇宙” IP 也将成为公司未来 IP 开发的重点。

AI 技术为公司 IP 开发提供充分助力。公司 IP 基本是以动画或影视创建的，AI 工具一方面可以使得公司在创作新内容时更加高效，另一方面在 IP 进行商业化运营时能提供更多方式。在集团支持下，公司未来计划以上影元为主体开展 AIGC 项目试点合作，并通过旗下上影新视野基金和战投资金投资“文创+科创”相关企业，链接创新技术和 IP 储备，提升竞争力。



我们预期公司 IP 开发计划将逐步形成新的催化，带动公司 IP 开发业务持续向好发展。

图 25: 《中国奇谭》第二季宣传图



资料来源：上影元官方微信，山西证券研究所

图 26: 《小妖怪的夏天》大电影概念图



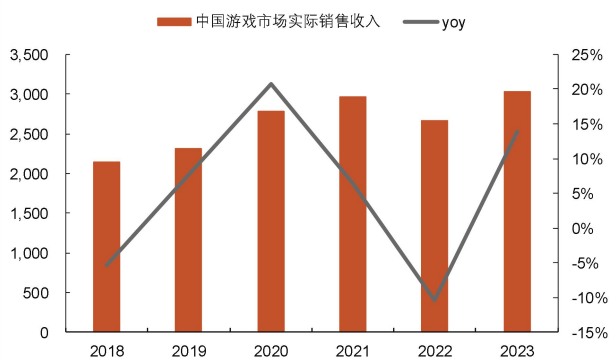
资料来源：上影元官方微信，山西证券研究所

### 3. 游戏行业：国内市场回暖，关注 AI 技术应用的持续落地

#### 3.1 国内市场显著回暖，海外市场略显承压

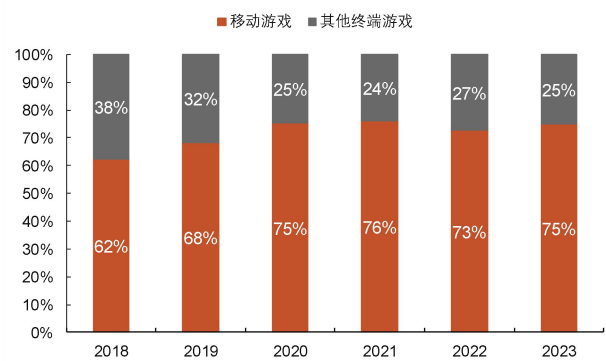
2023 年我国国内游戏市场明显回暖，用户规模恢复增长、版号发放数量明显增加是主因。2023 年中国游戏市场实际销售收入 3029.64 亿元、同比+14.0%，创下历史新高。移动终端发行游戏占比 75%，整体市场已基本由移动游戏主导。2023 年全年发放游戏版号 977 个，同比几近翻倍，国内游戏用户规模回升至 6.68 亿人、同比+0.6%。2023 年版号发行趋于常态化，游戏供给大幅提升，期间不乏《崩坏：星穹铁道》、《逆水寒》等爆品出现，叠加长期运营类游戏产品共同支撑起流水。同时，疫情后用户消费能力及意愿有所提升，也助力行业回暖。

图 27：国内游戏市场收入明显回暖（亿元）



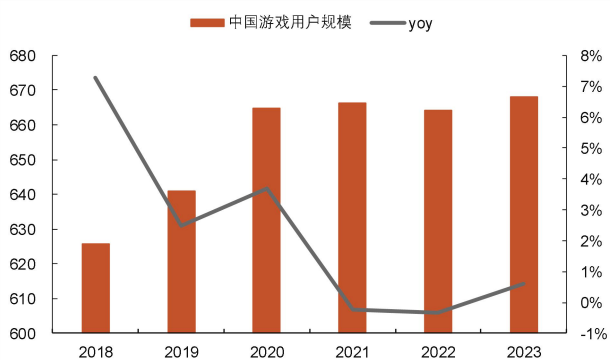
资料来源：伽马数据，游戏工委，山西证券研究所

图 28：发行终端占比基本保持稳定



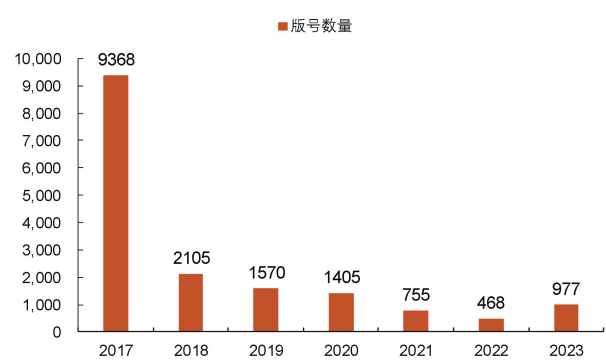
资料来源：伽马数据，游戏工委，山西证券研究所

图 29：国内游戏用户规模恢复增长（百万人）



资料来源：伽马数据，游戏工委，山西证券研究所

图 30：版号发放趋于常态化（个）

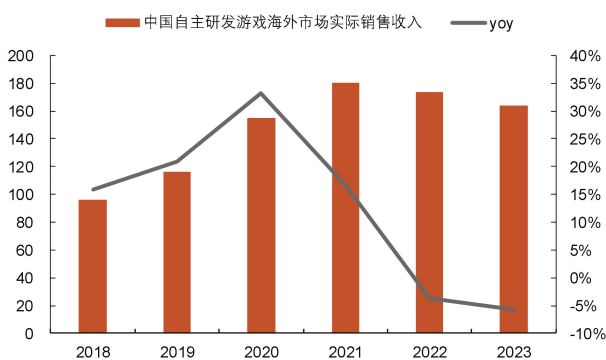


资料来源：国家新闻出版总署，山西证券研究所

中国游戏出海创收增速持续放缓。2023 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 163.66 亿美元、同比-5.7%，规模虽连续四年超过千亿人民币，但增速却呈现逐年下降的趋势。国际局势变化、市场竞争激烈及隐私政策等因素，增加了中国游戏公司出海难度和经营成本。

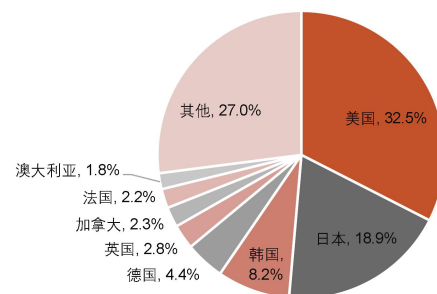
美国仍旧是中国游戏的主要海外市场，日本、韩国紧随其后。2023 年中国游戏海外收入来源中，美国占 32.5%、稳居第一。日本、韩国居第二、第三，占比分别为 18.9%和 8.2%，德国、英国加拿大、法国等国占比均在 2%以上，其他国家或地区占比均在 2%以下。

图 31：中国游戏海外市场收入（亿美元）



资料来源：伽马数据，游戏工委，山西证券研究所

图 32：中国游戏海外市场收入分地区占比



资料来源：伽马数据，游戏工委，山西证券研究所

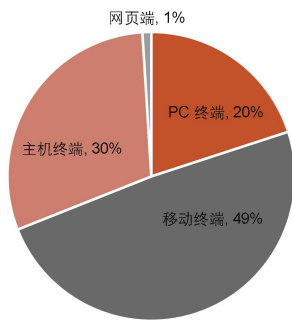
### 3.2 全球游戏市场增长乏力，主因亚太市场表现疲软

全球游戏市场增长乏力，各发行终端、各地区表现有所分化。根据 Newzoo 最新的游戏市场报告，2023 年全球游戏市场收入预计为 1877 亿美元、同比+2.6%。

从平台分布来看，手游为主、主机及 PC 端次之。手游仍占据行业最大市场份额，市占率达 49%，规模同比+0.8%。其次是主机端（市占 30%、规模同比+7.4%）、PC 端（市占 20%、规模同比+1.6%）、网页端（市占 1%、规模同比-16.9%）。主机和 PC 游戏市场的增长主要得益于大量商业成功的 3A 游戏发布，其中很多是因为疫情影响导致跳票到了 2023 年发布。

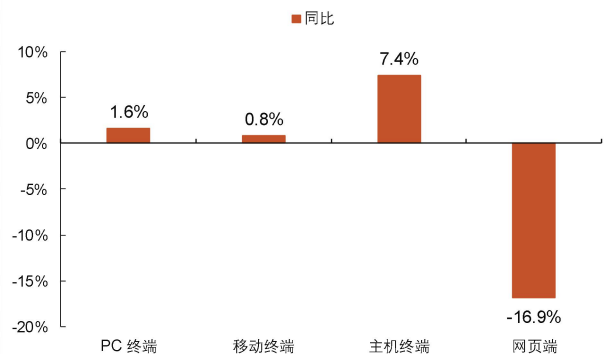
从市场划分来看，亚太地区占全球游戏产业市场份额的 46%，其次是北美 27%、欧洲 18%、拉丁美洲 5%和中东&非洲（4%）。亚太地区占比最高却增速最低。

图 33：2023 年全球游戏收入分终端占比



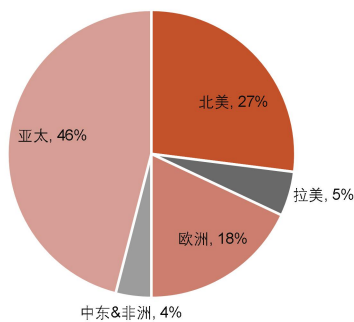
资料来源：Newzoo，山西证券研究所

图 34：2023 年全球游戏收入分终端同比增速



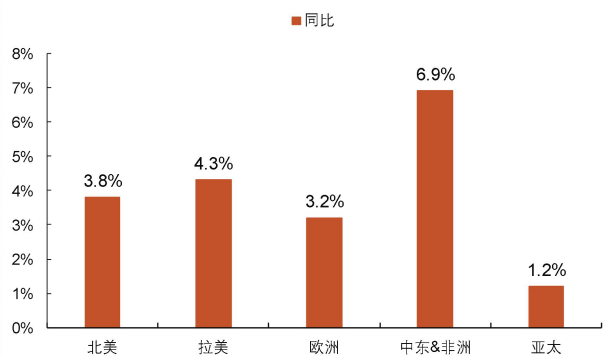
资料来源：Newzoo，山西证券研究所

图 35：2023 年全球游戏收入分地区占比



资料来源：PlayerAuctions，Newzoo，山西证券研究所

图 36：2023 年全球游戏收入分地区同比增速

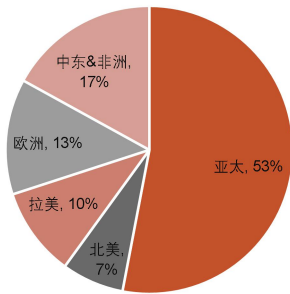


资料来源：PlayerAuctions，Newzoo，山西证券研究所

**全球游戏玩家数量普遍增长。**2023 年全球游戏玩家数量达 33.8 亿人、同比+6.3%，其中亚太市场玩家数量位居第一，占比达 53%，其次是中东&非洲 17%、欧洲 13%、拉美 10%、北美 7%。全球各地玩家数量在 2023 年均有所增长，其中中东&非洲地区增速最高、北美地区增速最低。

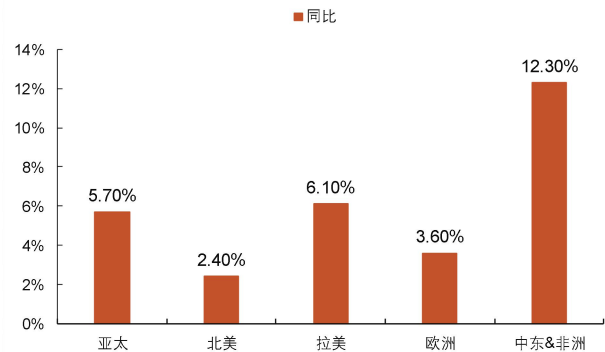
**全球游戏行业或将逐步回归稳定增长。**根据 Newzoo 预计，在疫情导致的波动之后，全球游戏行业发展将趋于稳定，全球游戏行业收入在 2027 年能达到 2057 亿美元，即 2023-27 年 CAGR 约为 2.7%，游戏玩家人数将达 37.9 亿人。

图 37：2023 年全球游戏玩家分地区占比



资料来源：Newzoo，山西证券研究所

图 38：2023 年全球游戏玩家分地区同比增速

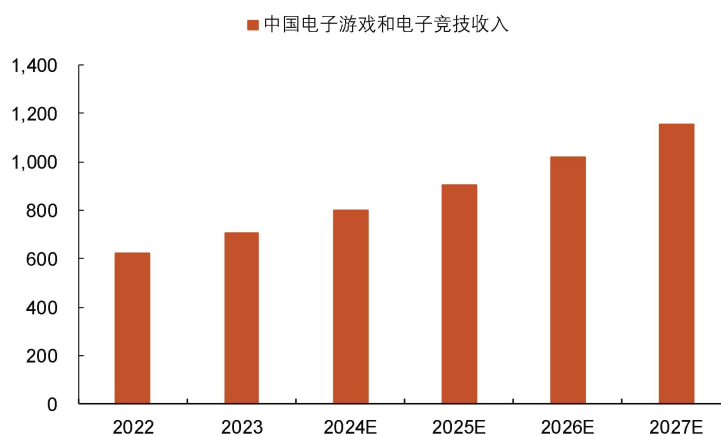


资料来源：Newzoo，山西证券研究所

### 3.3 展望未来：关注 AI 技术应用的持续落地

在游戏消费回暖+游戏供给增加+监管成效显著的大背景下，我国游戏行业有望实现稳定增长。据普华永道估计，我国电子游戏和电子竞技市场收入规模在 2027 年有望达到 1155 亿美元，2022-27 年 CAGR 为 13.1%。中国已在 2021 年取代美国成为全世界最大的电子游戏市场，并且根据预测的高增长率，2027 年中国电子游戏及电子竞技收入将高出美国约 49%。2023 年游戏审核、版权管理渐趋规范化，版号发放渐趋常态化，叠加消费需求不断变化，更加丰富的游戏供给或可期待，推动整个行业持续稳定发展。

图 39：中国电子游戏和电子竞技市场收入规模及预测（亿美元）

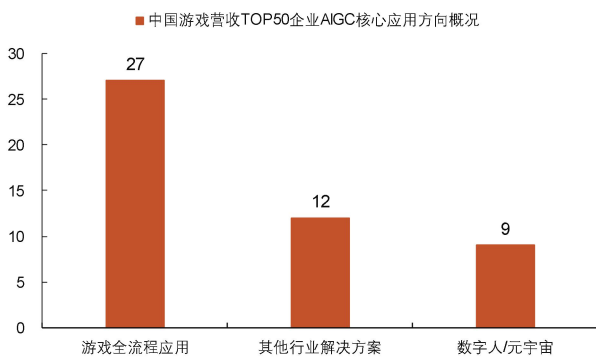


资料来源：普华永道《全球娱乐及媒体行业展望 2023-2027：中国摘要》，山西证券研究所

### 3.3.1 AIGC 将深入影响游戏行业发展，国内企业布局正在进行时

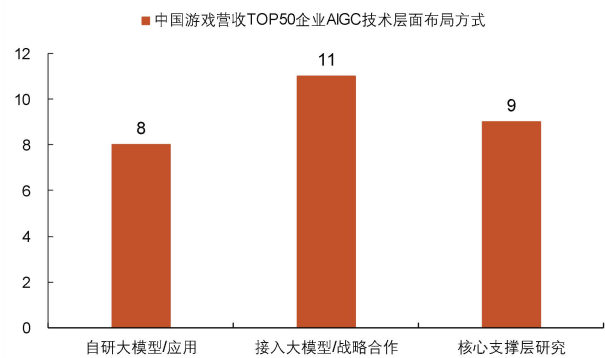
国内游戏企业 AIGC 布局正在进行时。根据伽马数据《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》，国内 TOP50 游戏企业中已有超 60% 明确布局 AIGC 相关领域，且有实质性动作。进行布局的企业中，27 家企业有投入游戏研发、营销、运营等游戏产业全流程应用层面；12 家企业运用 AIGC 相关技术为其他行业或企业提供解决方案；9 家企业选择重点布局数字人/元宇宙领域。从 AIGC 技术层面布局方式来看，8 家选择自研大模型、11 家选择接入大模型/战略合作、9 家选择核心支撑层研究。相关布局企业有望依托于自身资本和技术积累，持续探究 AIGC 技术及应用，推动中国大模型的独立自主发展。

图 40：国内营收 TOP50 企业 AIGC 应用布局（个）



资料来源：《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》，山西证券研究所

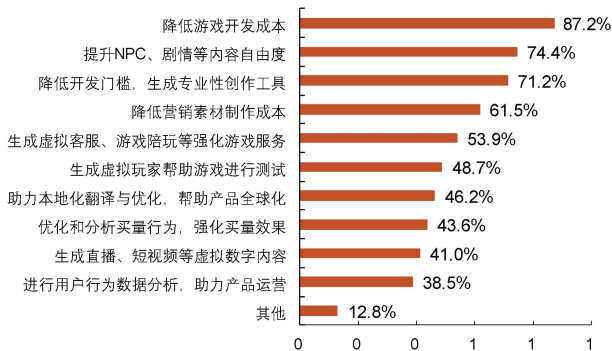
图 41：国内营收 TOP50 企业 AIGC 应用布局（个）



资料来源：《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》，山西证券研究所

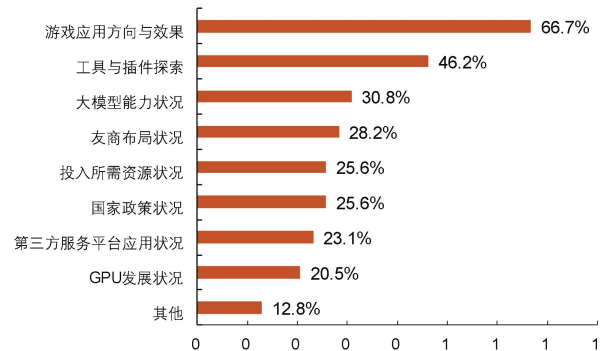
AIGC 有望较大助力游戏行业降本增效。《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》中的企业访谈结果表明，企业普遍认为 AIGC 相关技术在强化内容创作、优化玩法、助力本地化翻译等多个层面具备广阔应用空间。企业也对 AIGC 的业态发展持续保持关注，其中最为关注的是与自身游戏业务相关的状况，同时对 AIGC 工具与插件探索、大模型能力状况、友商布局状况等方面保持着不同程度的关注。

图 42: AIGC 对游戏企业的长期影响排名



资料来源:《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》, 山西证券研究所

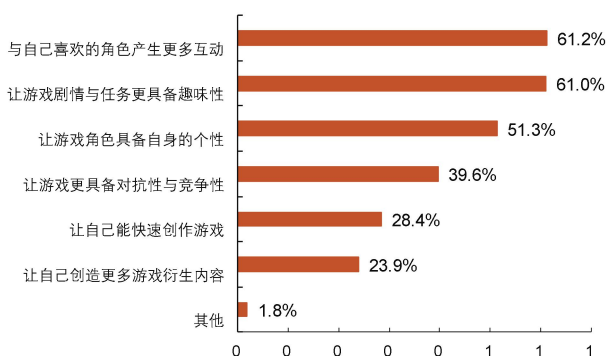
图 43: 目前游戏企业 AIGC 应用的关注点排名



资料来源:《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》, 山西证券研究所

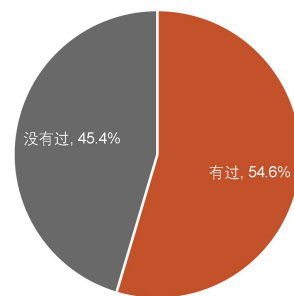
玩家角度, 游戏用户整体对于 AIGC 的发展也具备较高期待, 有望促进 UGC 创作。玩家期待 AIGC 应用于角色互动、剧情趣味性、内容创作等多个层面, 玩家对 AIGC 的期待也将推动游戏企业在相关领域拓展的动力。此外, AIGC 发展有望促进 UGC 创作。《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》调查显示, 将近 55% 的受调查用户有过创作游戏产品的想法, 而超 4 成用户有过创作游戏相关产品的经历。伴随 AIGC 技术成熟, 越来越多的玩家可以便利地加入创作者生态。

图 44: 玩家对游戏中 AI 技术应用期待结果排名



资料来源:《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》, 山西证券研究所

图 45: 超 5 成玩家有过游戏创作愿望



资料来源:《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》, 山西证券研究所

### 3.3.2 网易：《逆水寒》智能 NPC 增加游戏丰富度和趣味性

网易人工智能自 2011 年起即专注于计算机视觉、自然语言处理、语音交互、深度学习等技术研究领域，经过多年沉淀，在 AIGC 层面已经较多技术优势。在游戏领域，AIGC 技术的成熟应用有效提高了用户体验，例如游戏领域智能 NPC、AI 捏脸等显著提升了游戏玩法的丰富度和趣味性。

我们以网易手游《逆水寒》中智能 NPC 为例说明 AIGC 技术对于提升游戏体验的作用。

在游戏中，有三个技巧可以更深入地和 NPC 交流：

**第一技巧即使用望气，打开 NPC 面板，以便对 NPC 知根知底。** NPC 面板中一般包含属性、生平和关系等信息。在属性界面，玩家可以观察到 NPC 对其的好感度和 NPC 的背包，玩家可以通过与 NPC 交互，以索要、领取报酬和妙手空空等操作获取 NPC 背包中的物品；在生平界面，会记录 NPC 与玩家之间发生过的所有事情，也即 NPC 是有记忆的，玩家灌输给 NPC 的理念，会实实在在影响 NPC 的行为；在关系界面，会记录 NPC 的一些重要关系，NPC 可以与众多玩家产生交互，NPC 与各玩家之间的互动关系均会记录在此。

图 46：使用望气打开 NPC 属性



资料来源：逆水寒手游官方微信，山西证券研究所

图 47：使用望气打开 NPC 生平



资料来源：逆水寒手游官方微信，山西证券研究所

**第二个技巧即结识 NPC，以此对 NPC 进行追踪，便于发展长线关系。**在普通游戏中，玩家与 NPC 往往只有一面之缘，难以建立长期关系。而在《逆水寒》中，玩家可以点击“结识”，便可以在地图上追踪智能 NPC 的踪迹，“结识”界面还会简要列出 NPC 的性格、关系、对玩家的印象、好感度、最近的记忆等等。此外，也可以通过江湖悬赏来追踪智能 NPC，除玩家会被悬赏外，NPC 也可以被悬赏。



图 48：在结识界面选择结识 NPC



资料来源：逆水寒手游官方微信，山西证券研究所

图 49：通过江湖悬赏追踪 NPC



资料来源：逆水寒手游官方微信，山西证券研究所

第三个即与 NPC 的善恶交互路线。玩家可以根据自身对 NPC 的喜好，选择与之交好或与之交恶。如采取交好，智能 NPC 可能会向玩家讨教如何提升武功、如何赚钱等，如果玩家回答令对方满意，智能 NPC 还会给予奖励；如采取交恶，比如与之打斗等，智能 NPC 也会通过江湖悬赏或者报官等方式，引导官府或其他捕快对玩家进行追捕。总之，与 NPC 的交互会让 NPC 产生对玩家的印象、记忆及后续反应，玩家在游戏世界的举动，会真实地辐射影响整个游戏世界。

图 50：玩家与智能 NPC 的友好交互



资料来源：逆水寒手游官方微信，山西证券研究所

图 51：玩家与智能 NPC 的恶意交互



资料来源：逆水寒手游官方微信，山西证券研究所

### 3.3.3 巨人网络：《太空杀》借助 AIGC 实现玩法创新

在巨人网络旗下轻度休闲手游《太空杀》中，开发团队借助了 AIGC 实现玩法的创新。《太空杀》手游中，团队打造了一个 AI 推理剧场，作为内置玩法。玩家需在给定的一个案件背景的情况下，和 AI 进行人机对话，其中 AI 已经预置了不同人设的背景，玩家需要根据 AI 回答，结合案件经过判断，直到破案成功。AI 的加入使得游戏玩法更有创意：通过大语言模型实现 AI 陪玩，让 AI 可以和玩家进行有逻辑的沟通交流；提供 AI 发言辅助，进一步降低玩家在游戏中的发言门槛。

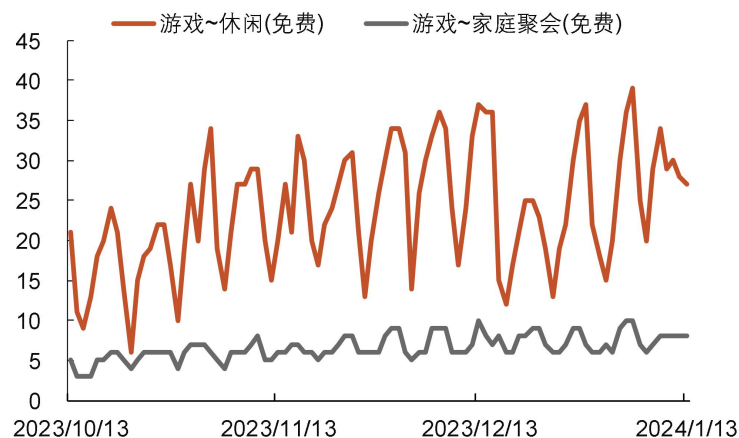
图 52：《太空杀》内置的剧本工坊模式



资料来源：手游那点事微信公众号，山西证券研究所

创新玩法使《太空杀》在手游排行榜中排名稳中有升。《太空杀》近三月在休闲类游戏和家庭聚会类游戏游戏中的排名仍居前列且保持稳定。

图 53：《太空杀》在休闲类游戏和家庭聚会类游戏游戏中的排名



资料来源：七麦数据，山西证券研究所

### 3.3.4 昆仑万维：《Club Koala》运用 AI 赋能 UGC 开发

2023 年 8 月，昆仑万维自研的首款 AI 出海游戏《Club Koala》在德国科隆游戏展亮相。

《Club Koala》也是全球首款 AI UGC 的游戏平台，通过 AI 赋能 UGC 游戏开发，提供全新的游戏体验和创造力，增加玩家在创造力方面的体验。《Club Koala》的核心组成部分是 Koala Editor，一个零代码的游戏编辑器，玩家可以轻松地进行游戏关卡的创作，在游戏里轻松制作各种各样的小游戏。Koala Editor 里还配备有完备的功能组件、素材箱这类辅助工具，提供各种创作资源，激发玩家的创作灵感，帮助玩家更快速构建游戏。

图 54：《Club Koala》玩家 UGC 内容



资料来源：七点 GAME 微信公众号，山西证券研究所

《Club Koala》的另一大玩法是 Home Island。玩家在 Home Island 中创造自己的虚拟形象，建造、装饰自己的岛屿和房屋，还可以参加种植、钓鱼、烹饪等有趣的活动，或者和好友互相拜访，形成一个活跃的玩家模拟社区。

《Club Koala》引入了 AI NPC 以提升游戏丰富度和趣味性。AI NPC 具有自我意识和自主行为，能与玩家互动并记住交互行为，并在后续交互行为中体现出来。游戏中，AI NPC 能够自主制定日程并执行，并且能对突发行行为作出反应。每一个 AI NPC 都会根据自己性格、特点、愿望和记忆来进行自己的行为，并且会影响彼此的关系和发展。

图 55: 《Club Koala》中 Home Island 玩法



资料来源: 七点 GAME 微信公众号, 山西证券研究所

图 56: 《Club Koala》中 AI NPC 展示



资料来源: 七点 GAME 微信公众号, 山西证券研究所

《Club Koala》意在通过模拟社区的形式，将玩家有机地聚集起来。在制作好游戏之后，玩家将不需要再去搭建服务器或运营，直接就可以向社区里其它玩家发布游戏，从而实现从创作到发布的平台一体化。

图 57: 《Club Koala》类似一个游戏平台，玩家可以基于平台进行 UGC 创作



资料来源: 七点 GAME 微信公众号, 山西证券研究所

## 4. 投资建议

我们认为，2024 年伴随疫后业务经营秩序持续恢复、AI 技术发展和 AI 应用的持续落地，传媒行业有望保持复苏，其中影视、游戏等子板块业绩改善的确定性或较高。建议关注影视及游戏板块中业务开展或产品落地进度较为领先的公司：

**影视：**美国、日本等国际电影市场发展表明，疫后电影市场复苏有持续动力。据普华永道预计，在市场秩序恢复、内容供给增长背景下，未来 5 年我国电影票房收入复合增速将超 20%。中国电影制造能力不断提升、影片供给增长稳定、电影基建已较完善，未来中国电影市场将回归稳定增长。我们重点推荐电影主业稳步复苏、大 IP 开发业务持续深入发展的上海电影（601595.SH）。

**游戏：**在游戏消费回暖+游戏供给增加+监管成效显著的大背景下，我国游戏行业有望实现稳定增长。据普华永道估计，我国电子游戏和电子竞技市场收入规模在 2027 年有望达到 1155 亿美元，2022-27 年 CAGR 为 13.1%。AIGC 深度赋能游戏行业内容生产和降本增效，国内游戏企业 AIGC 布局正在进行时。根据伽马数据《中国游戏产业 AIGC 发展前景报告》，国内 TOP50 游戏企业中已有超 60%明确布局 AIGC 相关领域，且有实质性动作。玩家角度，游戏用户整体对于 AIGC 的发展也具备较高期待，有望促进 UGC 创作。建议关注已有 AIGC 与游戏项目落地的重点公司，如网易-S（9999.HK）、巨人网络（002558.SZ）和昆仑万维（300418.SZ）。

表 5：重点公司

股票	代码	收盘价	EPS				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
上海电影	601595.SH	22.63	-0.75	0.36	0.64	0.84	-30.17	62.86	35.36	26.94
网易-S	9999.HK	140.60	6.17	8.86	9.2	10.16	20.72	14.43	13.90	12.58
巨人网络	002558.SZ	10.65	0.46	0.67	0.79	0.89	23.15	15.85	13.52	11.99
昆仑万维	300418.SZ	33.98	0.97	0.63	0.79	0.96	35.03	54.28	42.90	35.33

资料来源：Wind，山西证券研究所。其中上海电影为推荐公司，其他公司为建议关注的公司。上海电影预测数据来自山证，其余公司预测数据来自 WIND 一致预测，数据截至 2024.1.12

## 风险提示

### 行业风险：

**政策风险。**国家对游戏、电影等行业监管趋严背景下，版号发放、平台监管、电影过审可能受到影响，板块主要公司业务开展可能受限；

**宏观经济下行风险。**传媒行业主要子板块具有经济后周期特征，宏观经济下行压力下消费景气度可能受到影响，需求恢复不及预期；

**产品上线不及预期风险。**新游戏上线不及预期可能导致流水下滑，影视作品供给减少，相关公司业绩或受到影响。

### 公司风险：

**上海电影：**IP 开发业务进度不及预期，新 IP 开发成果不及预期，公司电影业务收入市占率下滑等。

**网易-S：**游戏表现不及预期，游戏净利率波动性较大，竞争加剧等。

**昆仑万维：**AIGC 发展不及预期，模型开发进度不及预期，海外市场推广效果不达预期等。

**巨人网络：**产品表现不及预期风险，市场竞争加剧风险等。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

