

强于大市

传媒行业 2024 年度策略

关注内容和技术创新带来的新机会

2023年中国传媒互联网行业趋势向好，多个新技术概念持续轮动，传媒板块领涨A股。我们认为，2024年小游戏及海外短剧市场仍有红利期，MR/多模态AI/数据要素等新技术快速发展，将带来更多新机会。建议关注传媒行业。

支撑评级的要点

- 多个新技术概念持续轮动，传媒A股涨幅居前。**2023年第一个交易日至12月26日，申万传媒指数区间涨幅13.17%，同时期沪深300跌幅为14.12%，传媒板块行情大幅领先大盘，涨幅仅次于通信行业。2023年，AIGC、数据要素、MR、互动游戏、微短剧、多模态AI等概念持续轮动，传媒行情跟随题材起伏。同时期，恒生科技/恒生港股通指数区间跌幅分别达到14.07%/16.75%；恒生指数跌幅17.40%。港股互联网并未跟随概念浪潮，总体走势与中国宏观经济、美联储加息预期以及中美双边关系更加相关。
- 2023年传媒互联网各子行业基本面趋势向好。**根据游戏工委，23H2中国游戏市场收入同比增速反弹至34%，预计2024年将继续正增长。剧集和综艺优质内容供给增加，会员衍生价值空间提升；2023年内地电影票房预期550亿元，暑期档创造中国影史同档期最高纪录，若2024年进口片恢复速度加快，将带来明显的票房增量。图书零售市场缓慢好转；营销广告行业回暖节奏不一，效果和直播带货类广告恢复较好。23Q1-Q3港股互联网头部公司单季度收入均实现了同比正增长，利润端也在好转。
- 小游戏和微短剧等新内容快速发展，为行业带来新机会。**根据伽马数据，2023年小程序游戏市场规模可达200亿元，同比+300%。相比APP游戏，小游戏用户规模更大且更多元化，已形成了内购和广告混合变现模式。2023年下半年开始，多家游戏厂商均加强了小游戏布局。据艾媒咨询，2023年中国网络微短剧市场规模达到373.9亿元，同比+267.65%。众多公司参与布局，其中网文平台具备IP竞争力，但由于微短剧监管趋严，国资背景媒体公司更具有合规优势。短剧出海快速兴起，ReelShort表现最为亮眼，各参与者因地制宜打造差异化优势。
- 关注MR/多模态AI/数据要素等新技术发展，带领传媒行业进入新纪元。**外媒预计苹果Vision Pro将在2024年2月正式发售，2024年的销量目标是100万台；该产品有望带动全新的内容生态系统的建立和发展。OpenAI、Google等AI领域头部公司正持续推进多模态LLM研发，使AI交互更加自然和直观；AI Agent被认为是AI应用发展的方向之一，目前中国上市企业已推出或开发中的垂类产品涵盖了多个应用领域。数据要素发展持续受到中央和地方政策持续鼓励，数据交易所运营步入正轨，交易规模快速起量。

相关研究报告

《游戏行业事件点评》20231225

《爱奇艺》20231124

《互联网行业事件点评》20231118

中银国际证券股份有限公司

具备证券投资咨询业务资格

传媒

证券分析师：卢翌

(8621)20328754

yil.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

投资建议

- 游戏行业推荐完美世界、恺英网络、三七互娱、吉比特、心动公司；建议关注网易、巨人网络、姚记科技、神州泰岳。影视板块推荐芒果超媒和爱奇艺；建议关注上海电影、光线传媒、博纳影业、华策影视。教育行业推荐网龙，建议关注有道、南方传媒、凤凰传媒、中南传媒。出版阅读行业，建议关注中文在线、阅文集团、果麦文化、中信出版、读客文化、新经典。数据要素相关概念，建议关注浙数文化、中国科传、中国出版、人民网、新华网等。广告营销行业推荐快手、天下秀；建议关注腾讯控股、蓝色光标、易点天下、浙文互联、分众传媒。AI Agent和原生应用概念，建议关注昆仑万维、美图公司、视觉中国、天娱数科。**

评级面临的主要风险

- 宏观经济和消费恢复不及预期；多品类广告主需求持续低迷；市场竞争加剧导致行业利润率维持低位；超预期政策监管；新技术发展不及预期。**

目录

题材概念持续轮动，传媒 A 股涨幅居前	6
多个新技术概念持续轮动，传媒板块涨幅位居第二.....	6
港股互联网与 A 股传媒相比，行情趋势差异较大.....	7
2023 年传媒互联网基本面趋势向好	8
游戏产业统一主管单位确立，2023 年恢复高增长.....	8
影视内容消费随着供给质量提升而增长.....	12
图书零售市场缓慢好转.....	15
互联网广告市场保持增长.....	15
港股互联网公司业绩整体趋势向好.....	17
小游戏和微短剧等新内容带来新机会	18
小程序游戏市场规模快速增长.....	18
微短剧高速增长，海外发展空间广阔.....	19
新技术带领传媒行业进入新纪元	28
苹果 VISION PRO 有望引领内容领域进入空间计算时代.....	28
海外 AI 三足鼎立，多模态 AI 大模型引领发展趋势.....	29
数据要素发展持续受到政策鼓励，数据交易快速起量.....	38
投资建议	41
风险提示	47

图表目录

图表 1.传媒板块 2023 年涨幅位居第二.....	6
图表 2. 2023 年传媒子行业中出版板块区间涨幅最大.....	6
图表 3.2023 年传媒指数走势.....	7
图表 4. 2023 年传媒内部子行业板块走势.....	7
图表 5.2023 年港股三大指数均下跌.....	7
图表 6. 2023 年港股三大指数走势与宏观环境相关.....	7
图表 7.2023 上半年各板块营收和归母净利变动情况.....	8
图表 8.23Q3 各板块营收和归母净利变动情况.....	8
图表 9.中国游戏用户规模及增速.....	8
图表 10.中国整体游戏市场收入及增速.....	8
图表 11. 中国手游市场收入规模及版号下发总量变化.....	9
图表 12. 上市企业部分重点储备.....	10
图表 13. 《网络游戏管理办法》(草案征求意见稿)中部分条例.....	11
图表 14. 2023Q1-Q3 全网剧集上新数量.....	12
图表 15. 2023Q1-Q3 全网剧集正片会员内容有效播放.....	12
图表 16.2023 年以来全网剧集市占率峰值 TOP10.....	12
图表 17. 2023H1 芒果 TV 剧集有效播放同比+35%.....	13
图表 18. 2023Q3 芒果 TV 剧集有效播放同比+40%.....	13
图表 19. 2023Q1-Q3 全网综艺有效播放量.....	13
图表 20. 2023Q1-Q3 综艺分平台有效播放.....	13
图表 21.2023 年暑期档创造历史同档期新高.....	14
图表 22. 2023 年暑期档创造历史同档期新高.....	14
图表 23.2023 年贺岁档及 2024 年春节档期间目前已定档影片.....	14
图表 24. 9M23 中国图书零售市场同比增速.....	15
图表 25. 2023 上半年和 Q3 各细分渠道图书零售销量.....	15
图表 26. 广告市场整体花费同比变化.....	15
图表 27. 2022 年 1 月-2023 年 10 月份广告花费变化.....	15
图表 28. 2021 年 Q1-2023 年 Q3e 中国互联网广告市场规模变化.....	16
图表 29. 22Q3、23 Q3 快手、微博、腾讯、爱奇艺广告营销收入及同比变化.....	16
图表 30.电梯 LCD 广告刊例花费同比增速.....	17
图表 31. 电梯海报广告刊例花费同比增速.....	17
图表 32.2023 年 Q1-Q3 港股互联网企业收入均正增长.....	17
图表 33. 23Q1-Q3 港股互联网企业利润率缓慢上升.....	17
图表 34.小程序游戏市场规模及增长率.....	18
图表 35. 小程序游戏投放素材数.....	18
图表 36. 各小程序游戏分类投放素材数.....	18

图表 37. 各厂商小游戏产品及储备.....	19
图表 38.微短剧《无双》付费界面.....	20
图表 39.2020-2027 年中国微短剧市场规模及预测	21
图表 40.微短剧产业链分析.....	22
图表 41.部分上市公司布局微短剧业务情况.....	23
图表 42.国家广电总局对于微短剧监管政策.....	24
图表 43.抖音、快手、微信平台对于微短剧监管政策.....	25
图表 44. ReelShort 全球下载量.....	26
图表 45. ReelShort 近三月在 App Store 娱乐类的排名保持前列	26
图表 46.海外主要短剧 APP 情况	27
图表 47. Apple Vision Pro 开启空间计算新时代.....	28
图表 48. visionOS 苹果首个空间操作系统	28
图表 49. Explore the Cosmos.....	29
图表 50. Google 多模态大语言模型 Gemini	30
图表 51. OpenAI 多模态大语言模型 GPT-4v.....	30
图表 52. AI 联盟 (AI Alliance) 成员	31
图表 53. AIGC 应用的直接、间接、最终价值.....	31
图表 54. AI-智能家居解决方案	32
图表 55. New Bing 带来全新的搜索体验	32
图表 56. 全球流量排名 Top10 的 GPTs.....	32
图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品	33
续 图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品	34
续 图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品	35
续 图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品	36
续 图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品	37
图表 58. 数据要素相关政策.....	38
续 图表 58. 数据要素相关政策.....	39
图表 59. 中国主要数据交易所.....	40
图表 60. 完美世界盈利预测摘要.....	41
图表 61. 恺英网络盈利预测摘要.....	42
图表 62. 三七互娱盈利预测摘要.....	42
图表 63. 吉比特盈利预测摘要.....	43
图表 64. 心动公司盈利预测摘要.....	43
图表 65. 芒果超媒盈利预测摘要.....	44
图表 66. 爱奇艺盈利预测摘要.....	44
图表 67. 网龙盈利预测摘要.....	45
图表 68. 快手盈利预测摘要.....	45
图表 69. 天下秀盈利预测摘要.....	45
图表 70. 哔哩哔哩盈利预测摘要.....	46

附录图表 71. 上市公司估值表——互联网营销.....	48
附录图表 72. 上市公司估值表——电商.....	48
附录图表 73. 上市公司估值表——本地生活/O2O	48
附录图表 74. . 上市公司估值表——影视院线.....	48
附录图表 75. 上市公司估值表——游戏.....	49
附录图表 76. 上市公司估值表——出版.....	49

题材概念持续轮动，传媒 A 股涨幅居前

多个新技术概念持续轮动，传媒板块涨幅位居第二

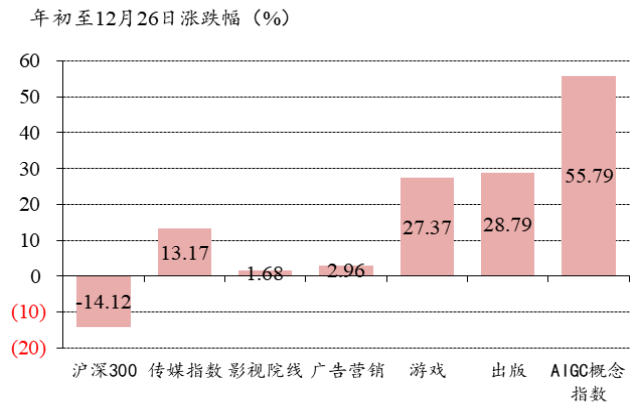
2023 年第一个交易日（1 月 3 日）至 12 月 26 日，申万传媒指数区间涨幅达 13.17%，同时期沪深 300 跌幅为 14.12%，传媒板块行情大幅领先大盘，涨幅仅次于通信行业。从子行业来看，出版行业受到 AIGC 数据要素、微短剧 IP 等概念拉动，申万出版指数区间涨幅位居第一，达到 28.79%；游戏行业收入恢复性增长，申万游戏指数区间涨幅达到 27.37%；申万影视院线和广告营销指数区间涨幅分别为 1.68%/2.96%；同花顺 AIGC 概念指数区间涨幅达到 55.79%。

图表 1. 传媒板块 2023 年涨幅位居第二



资料来源: iFind, 中银证券

图表 2. 2023 年传媒子行业中出版板块区间涨幅最大



资料来源: iFind, 中银证券

从具体走势来看，传媒行情跟随题材起伏轮动。3 月上旬开始，传媒行情全面启动，彼时 OpenAI 发布了新一代大语言模型 ChatGPT-4.0，智能表现惊艳世界，同时开放了 ChatGPT 的 API 接口；微软推出基于 GPT-4 技术的 New bing 以及 office 软件；百度发布了首个中文大语言模型“文心一言”。3 月申万传媒指数涨幅达到 22.67%。

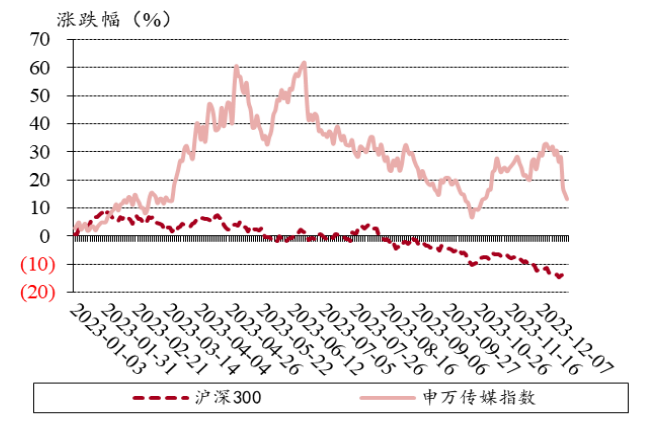
在各子行业全面上涨之后，4 月起传媒行情开始分化，板块内部轮动加快。游戏板块保持上涨，广告营销以及影视院线板块动能不足；4 月 11 日，网信办发布《AIGC 管理办法征求意见稿》，强调数据来源合法性，明确对 IP 版权的保护，出版、线上阅读等版权商将成为面向大模型厂商的数据和 IP 提供者，资金合力涌入，4 月出版指数涨幅 28.75%。

5 月传媒指数快速回调，6 月开启了第二轮登顶行情。5 月 29 日，英伟达宣布推出全新定制 AI 模型代工服务 NVIDIA ACE 游戏开发版 (NVIDIA Avatar Cloud Engine for Games)，利用 AI 驱动的自然语言交互技术，为游戏中的非玩家角色 (NPC) 带来智能。6 月 6 日，苹果公司在 WWDC 开发者大会上发布了 MR 头显“Apple Vision Pro”，AI 应用叠加 MR 技术概念，游戏指数上涨尤其明显，超过了 4 月的高峰。

此后缺乏题材催化，传媒行情开启了长达 4 个月的下跌趋势，期间 8 月底和 10 月底，由于行业内大市值公司半年报和三季度业绩略低于预期，整体下探幅度加大。8 月 31 日，首批通过《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案的大模型百度文心一言、百川智能、商汤商量 SenseChat、抖音 (云雀大模型)、智谱 AI (GLM 大模型)、中科院 (紫东太初大模型)、上海的 MiniMax (ABAB 大模型)、上海人工智能实验室 (书生通用大模型) 等准许面向全社会开放服务，标志着中国大语言模型大规模、合规化商用的开始。

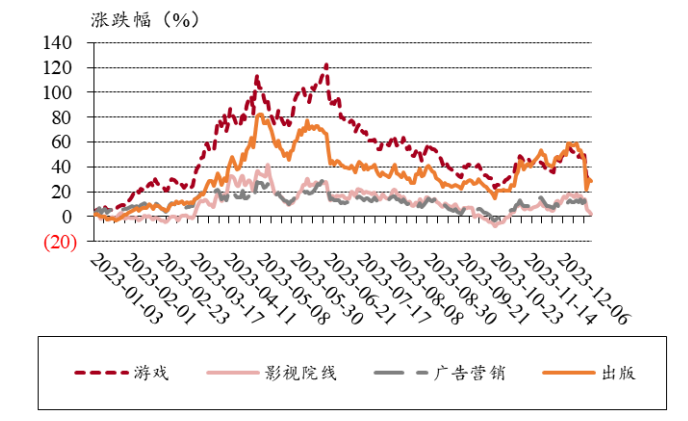
11 月初，市场在人气互动游戏《完蛋！我被美女包围了》以及微短剧市场规模高速增长的催化下，传媒行情出现了年内的第三波上涨，与网文 IP 相关的出版阅读上涨势头最猛。AI 大语言模型向多模态领域快速发展，12 月初，AI 文生视频应用 Pika1.0 以及 Google 多模态大模型 Gemini 引发市场关注，影视行情上涨明显。12 月 22 日，版署发布《网络游戏管理办法》(草案征求意见稿)，其中部分条款有较大解读空间，引起市场恐慌情绪，导致游戏板块行情快速下跌，并累及其他传媒子版块。后续监管官方表态该意见旨在促进行业健康发展，并将广泛吸取行业各方意见；多家游戏公司宣布回购帮助市场建立信心，12 月 25-26 日传媒行情跌幅有所收缩。

图表 3.2023 年传媒指数走势



资料来源: iFind, 中银证券

图表 4. 2023 年传媒内部子行业板块走势



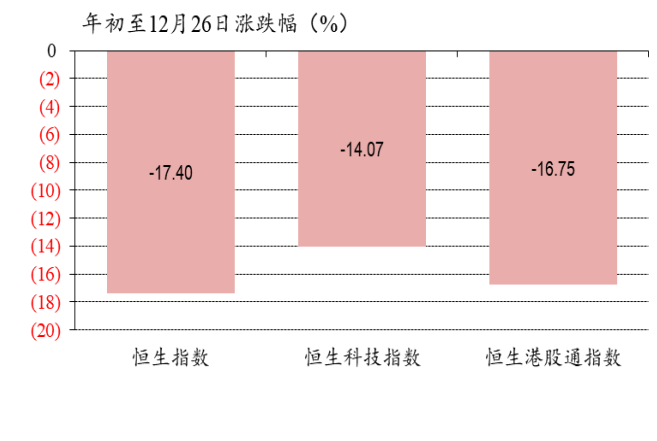
资料来源: iFind, 中银证券

港股互联网与 A 股传媒相比, 行情趋势差异较大

2023 年第一个交易日 (1 月 3 日) 至 12 月 22 日, 恒生科技指数/恒生港股通指数区间跌幅分别达到 14.07/16.75%, 同时期恒生指数跌幅 17.40%。港股互联网并未跟随 A 股的多轮题材概念浪潮, 总体走势与中国宏观经济复苏、美联储加息预期以及中美双边关系更加相关。

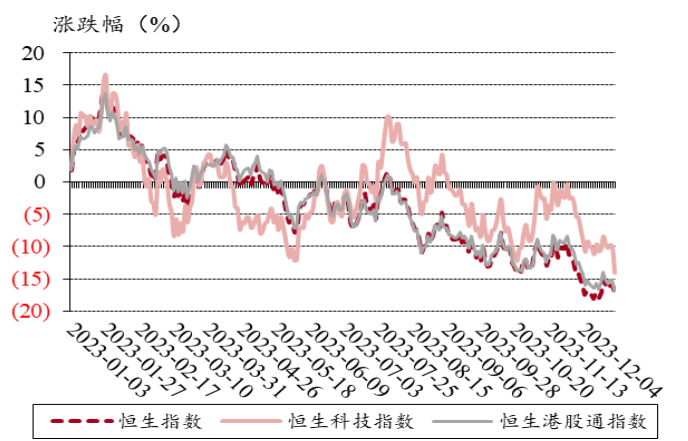
2023 年开年美国通胀持续放缓, 中国经济活动在疫情快速过峰后边际恢复, 港股资产表现较好; 2 月下旬科技股回调较大, 主要因为: 1) 美国和欧元区通胀韧性较强; 2) 互联网电商和生活服务竞争态势再次发生搅动, 京东宣布上线“百亿补贴”, 切入低价商品市场; 抖音推进本地生活和外卖业务, 市场对竞争格局有所担忧。5 月底美国通胀指标增速超预期上修, 两党就债务上限的谈判初步协议达成, 但中国经济修复动能不足, 港股指数震荡下行。下半年来看, 7 月初, 美国财政部长耶伦访华, 中美关系边际缓和, 恒生科技指数上涨明显; 11 月美联储暂停加息, 海外流动性利好兑现。但整体来看, 因为中国宏观经济复苏较弱, 港股互联网业绩成长性也受到影 响, 2023 年港股走势与 A 股相比明显较弱。

图表 5.2023 年港股三大指数均下跌



资料来源: iFind, 中银证券

图表 6. 2023 年港股三大指数走势与宏观环境相关

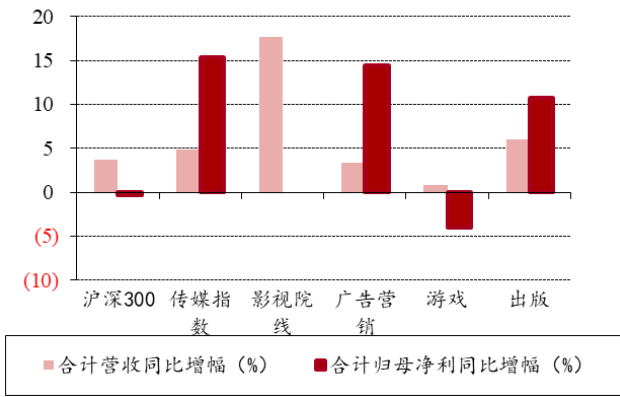


资料来源: iFind, 中银证券

2023 年传媒互联网基本面趋势向好

从行业基本面来看，2023 年上半年申万传媒指数成分股营业收入合计同比增长 4.8%，合计归母净利润同比增长 15.4%，恢复表现亮眼。2023 年 Q3 行业业绩同比恢复更强，申万传媒指数成分股营业收入合计同比增长 8.1%，合计归母净利润同比增长 40.9%。暑期档电影票房体量超过疫情前同期，因此影视院线指数成分股营业收入合计同比增长 44.9%；游戏产品供给也在暑期大幅增加，游戏指数成分股营业收入合计同比增长 9.9%。

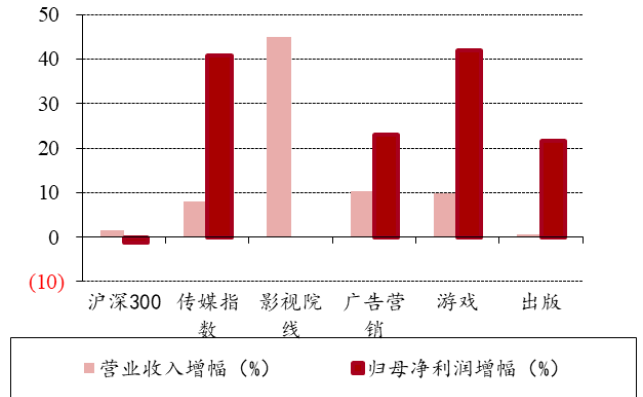
图表 7.2023 上半年各板块营收和归母净利变动情况



资料来源：iFind，中银证券

注：影视院线合计归母净利润同比增幅超 700%

图表 8.23Q3 各板块营收和归母净利变动情况



资料来源：iFind，中银证券

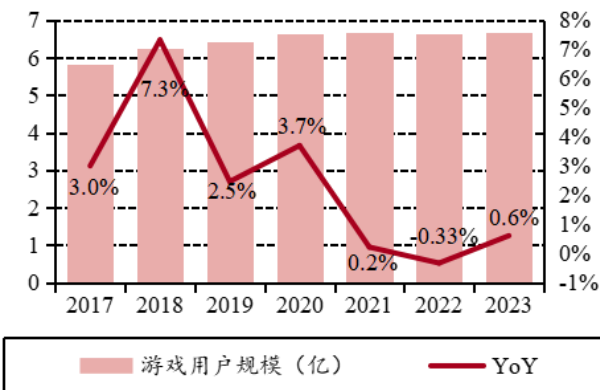
注：影视院线合计归母净利润同比增幅超 600%

游戏产业统一主管单位确立，2023 年恢复高增长

根据伽马数据，近年中国游戏用户规模总体呈上升趋势，2023 年达 6.68 亿，增速 0.6%，相比于 2022 年的负增长有所回升。整体市场收入方面，根据伽马数据，2023 年中国游戏市场收入大幅反弹。2023 年版号重新下发后的新品逐步上线，根据伽马数据，上半年同比收入增长率由 2022 年末的 -19% 缩窄至 -2%，下半年继续呈高速正增长，达 1,587 亿元，同比增速 34%。游戏行业已经完全进入复苏阶段，预计 2024 年市场规模将持续稳定呈现正增长。

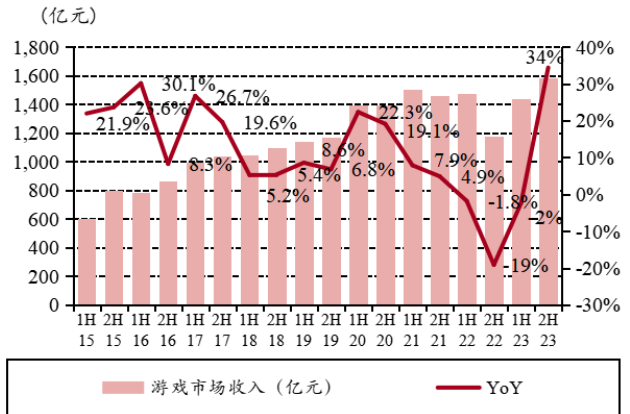
展望未来的中国游戏市场，我们仍认为行业整体将从以流量为导向的低质量增长模式转变为多样化精品内容驱动。随着目标用户审美提升、硬件设备升级、MR/AIGC 等技术带来新体验，玩家群体的付费欲望将与游戏品质形成更深度的绑定，提供优质内容以提升用户付费将成为中国游戏企业主要的发展战略。

图表 9.中国游戏用户规模及增速



资料来源：伽马数据，游戏工委，中银证券

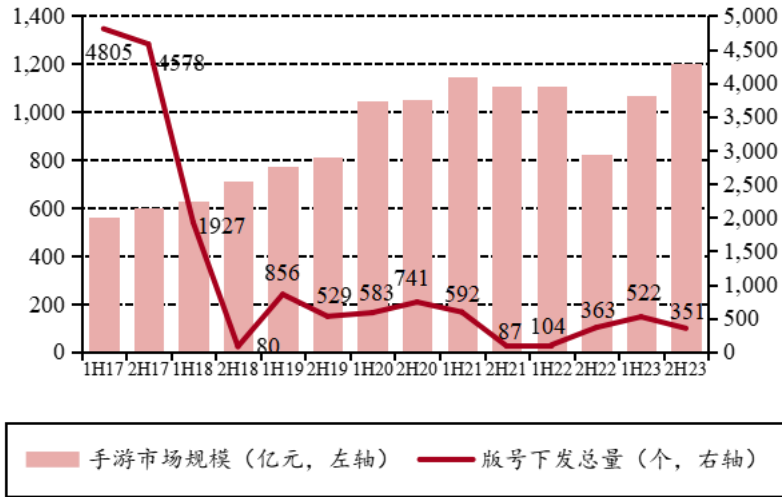
图表 10.中国整体游戏市场收入及增速



资料来源：伽马数据，游戏工委，中银证券

游戏产品供给受到政策影响较大，目前版号持续稳定下发。2022年11月后版号发放节奏稳定，截至2023年12月，月均稳定在87个左右，全年共发放版号873个。受版号复苏影响，中国手游市场规模于2023年上半年反弹至1,067亿元。2023年下半年，再受暑期利好，手游规模持续稳定增长，根据伽马数据，中国手游市场收入规模创下近6年历史同期最高值，达1,202亿元。2023年整体版号发放数量与节奏较为稳定，叠加可选消费提振，游戏行业收入规模实现了较大幅度的恢复性增长。

图表 11. 中国手游市场收入规模及版号下发总量变化



资料来源：国家新闻出版署，中银证券整理

2024年度行业整体，特别是头部公司产品储备丰富，其中不乏已获版号的重点储备产品。我们预计大量产品将逐步上线，有望满足多样化的用户需求，加速促进行业规模复苏。我们预计，若2024年每月版号发放数量与节奏持续稳定，叠加可选消费提振，2024年全年游戏行业收入规模将会继续实现较大幅度的恢复性增长。

图表 12. 上市企业部分重点储备

公司	游戏名称	游戏类型	自研/代理	有无版号	产品状态	发行区域
腾讯	宝可梦大集结	MOBA	自研	有	11.29 删档测试	国内（不含港澳台地区）
	王者万象棋	战棋	自研	有	-	-
	石器时代：觉醒	RPG	代理	有	7.12 删档内测	-
	塔瑞斯世界	MMORPG	代理	无	11.15 海外删档内测	国内（不含港澳台地区）
	代号：无限大	都市开放世界 RPG	自研	无	8.24 公布 PV	-
网易	射雕	RPG	自研	有	24Q2 前上线	国内（不含港澳台地区）
	九畿：岐风之旅	CCG	自研（合作）	有	11.30 删档测试	国内（不含港澳台地区）
	零号任务	RPG	自研	有	24Q2 前上线	全球
	龙之灵域	MMORPG	自研	有	全平台预约开启	国内（不含港澳台地区）
	燕云十六声	ARPG	自研	有	12.15 测试，24Q2 前上线	国内（不含港澳台地区）
	七日世界	求生动作	自研	有	5.22 获得版号	国内（不含港澳台地区）
	代号 56	冒险射击	自研	无	11.16 删档内测	国内（不含港澳台地区）
三七互娱	赘婿	模拟经营	-	有	2023.9 拿到版号	-
	三国群英传：鸿鹄霸业	SLG	代理	有	12.20 删档测试	-
	群英召唤师	RPG	代理	有	12.6 删档测试	-
吉比特	不朽家族（代号 M66）	家族题材放置养成	自研	有	2024.1.11 上线	国内（不含港澳台地区）
	Outpost: Infinity Siege（重装前哨）	第一人称射击类端游	自研	无	24Q1 上线	港澳台地区及其他国家和地区
完美世界	一拳超人：世界	动作 RPG	自研	有	8.19-8.24 进行限号删档测试	国内（不含港澳台地区）
	百万亚瑟王（代号:MA）	二次元回合制卡牌	自研	无	2022.12.28 开启测试招募，2023.1.12-15 开启限量删档测试	国内（不含港澳台地区）
	诛仙 2	MMORPG	自研	无	测试阶段	国内（不含港澳台地区）
	女神异闻录：夜幕魅影	JRPG	自研	有	8.18 开启第二次线上测试[觉醒测试]	国内（不含港澳台地区）
恺英网络	斗罗大陆：诛邪传说	MMORPG	自研	有	23Q4/24Q1	国内（不含港澳台地区）
	斗罗大陆：诛邪传说	角色扮演	-	有	2023.9 拿到版号	-
中手游	仙剑世界	开放世界 MMO	自研	有	6 月 17 日 实机测试	国内（不含港澳台地区）

资料来源：公司公告，中银证券整理

新《管理办法》征求意见稿旨在促进行业健康发展。12 月 22 日，国家新闻出版署就《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》公开征求意见，引起社会和市场的强烈反响。值得注意的是，草案征求意见稿未具备法律效应，最终成稿或在广泛征求社会和行业意见，并联合多部门讨论后有较大幅度改动。例如 2023 年 7 月 13 日中国国家网新版同四部委共同发布的《生成式人工智能服务管理暂行办法》，相较 2023 年 4 月 11 日国家网办发布的《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》，进一步明确了对生成式人工智能技术的鼓励态度，并减弱了监管及惩罚力度。

整体而言，《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》中的条款多为此前已有规定的重复和细化，新增条款中有部分明确了以往监管较为模糊的细则，另有部分仍有较大的解读空间以及后续大幅调整的可能性。**我们认为，征求意见稿中值得注意的条例主要有以下几点：**

第四条【主管部门及相关部门职责】：该条首先正式明确网络游戏的出版和经营统一由国家出版主管部门管理，标志着网络游戏监管进入统一部门管辖时代。其中提及“县级以上出版主管部门负责本行政区域内网络游戏出版经营活动的监督管理工作”，或将部分权力如版号审批等下放至地方，符合自 2021 年 9 月 3 日以来，国务院印发《关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新若干措施的通知》中开展网络游戏属地管理试点的方向。

第十二条【网络游戏审批制度】：该条将版号有效期明确为一年，有望杜绝囤版号行为。

第十四条【禁止买卖、套用版号】：此前已在实际执行中禁止类似经营行为，本次明确后应对行业整体以及主要厂商不存在较大影响。

第十七条【禁止强制对战】：强制对战应理解为强制玩家 PVP 行为，但若提前告知玩法规则即可避免，虽存在解读空间，但整体影响有限。

第十八条【限制游戏过度使用和高额消费】：“诱导性”定义解读空间较大，月卡、周卡、站令等设计均有可能受到影响，需细则进一步明确。若每日登录、首次充值、连续充值等被明令禁止，将影响大DAU、部分中重度游戏的运营方式，但视监管力度，或存在规避空间；充值上限方面，其具体数额、周期长度、执行空间均未有界定，须细则出台后方能确定具体影响程度。

第二十一条【技术测试规范】：不删档测试或将彻底成为历史，且测试人数将受限制，本条目的或在于杜绝以不删档名义提前运营的不合理经营模式。

第二十四条【游戏币交易规范】：该条结合第二十五条主要旨在监督游戏币交易，通过发行、交易主体分离和交易过程监督留底等形式确保游戏交易合法，并杜绝通过游戏进行非法金融行为。

第二十七条【随机抽取】：对该类变现方式此前已有相关规定，在兑换方面，高度取决于监管尺度，或存在灵活执行空间。

此外，《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》第二章，明确《网络出版服务许可证》取代原文化部的《网络文化经营许可证》，并结合出版资质，成为网络游戏出版单位的许可准入标准，填补了原有监管空白，并为游戏出版、运营企业提供指引。

在明确监管要求的同时，也通过诸如**第五十条【鼓励精品原创游戏】**、**第五十一条【鼓励国际合作】**、**第五十二条【优秀单位和个人给予奖励】**等条例承认和鼓励了游戏产业发挥的文化与科技价值，以及对精品内容研发的鼓励。

整体而言，我们认为《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》明确了主管部门，填补了监管空白，有利于游戏行业发展的规范化。在具体内容上，部分条例解读与执行空间较大，需待细则出台，并结合具体执行情况评估对产业的影响，但整体显示出主管部门释放的限制诱导氪金与过度使用等不健康盈利模式，以及促进游戏企业经营重心转向优质内容供应的方向性信号，有利于产业健康可持续发展。

图表 13. 《网络游戏管理办法》（草案征求意见稿）中部分条例

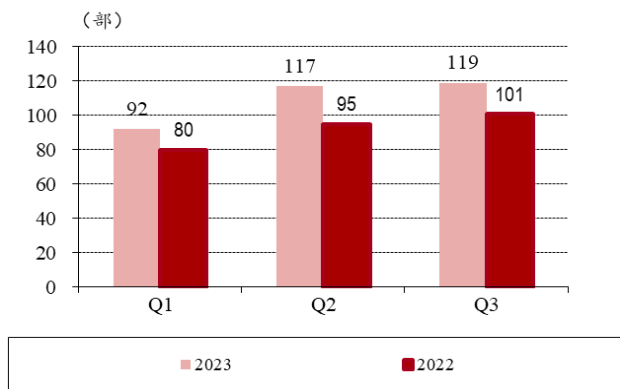
序号	标题	内容
第四条	主管部门及相关部门职责	国家出版主管部门负责全国网络游戏出版经营活动的监督管理工作。县级以上出版主管部门负责本行政区域内网络游戏出版经营活动的监督管理工作。县级以上地方各级人民政府其他有关部门按照相关职责分工，配合做好网络游戏监管查处工作。
第十二条	网络游戏审批制度	网络游戏出版运营前，须由获得《网络出版服务许可证》网络游戏出版业务范围的单位向所在地省级出版主管部门提出申请，经审核同意后，报国家出版主管部门审批。网络游戏出版和运营单位取得网络游戏批准文件后，应按批准文件要求，自批准文件签发之日起一年内组织游戏出版运营，超期不能出版运营的，应及时向属地省级出版主管部门书面说明理由。
第十四条	禁止买卖、套用版号	任何单位、个人不得以任何形式转借、出租、买卖、套用《网络出版服务许可证》、网络游戏批准文号、出版物号。
第十七条	禁止强制对战	网络游戏出版经营单位不得在网络游戏中设置强制对战。
第十八条	限制游戏过度使用和高额消费	网络游戏不得设置每日登录、首次充值、连续充值等诱导性奖励。 网络游戏出版经营单位不得以炒作、拍卖等形式提供或纵容虚拟道具高价交易行为。所有网络游戏须设置用户充值限额，并在其服务规则中予以公示，对用户非理性消费行为，应进行弹窗警示提醒。
第二十一条	技术测试规范	在获得国家出版主管部门批准出版前，网络游戏运营单位进行网络游戏技术测试的，应确保网络游戏内容符合本办法的相关要求，限额测试用户数不得超过2万，测试用户资料作删档处理。网络游戏运营单位应在每次测试开始前向所在地省级出版主管部门报告测试游戏的名称、范围、测试周期、用户规模，并提供技术测试内容、账号和内容合法承诺书。
第二十四条	游戏币交易规范	从事网络游戏币交易服务，应当遵守以下规定： （一）不得为未经审批的网络游戏提供交易服务； （二）应以实名制数字人民币钱包从事网络游戏币交易，不得向用户提供匿名数字人民币钱包交易服务； （三）应采取技术措施，对交易过程进行有效监管，对存在违法可疑行为的交易须及时报告有关部门，避免为网络赌博、网络诈骗等违法行为提供便利； （四）接到利害关系人、政府部门、司法机关通知后，应当协助核实交易行为的合法性，经核实属于违法交易的，应当立即采取措施终止交易服务并保存有关记录； （五）保存用户间的交易记录和账务记录等信息不得少于单次交易发生之日起的2年。
第二十七条	随机抽取	网络游戏出版经营单位在提供随机抽取服务时，应对抽取次数、概率作出合理设置，不得诱导网络游戏用户过度消费。同时应为用户提供虚拟道具兑换、使用网络游戏币直接购买等其他获得相同性能虚拟道具和增值服务的方式。

资料来源：国家新闻出版署《网络游戏管理办法》（草案征求意见稿），中银证券

影视内容消费随着供给质量提升而增长

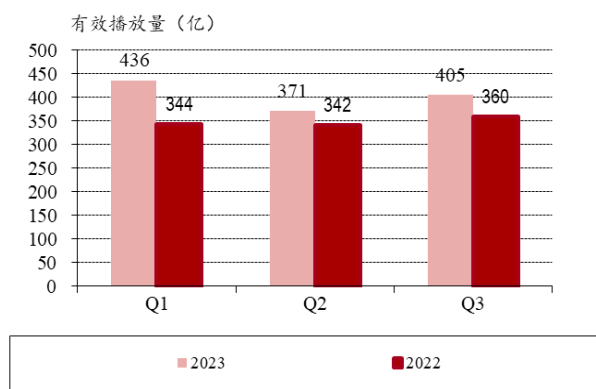
高质量内容供给增加，剧集会员播放随之增长。根据云合数据，2023年Q1-Q3长视频剧集供给数量同比明显提升，截至Q3末共上线了328部新剧，同比+18.8%。会员内容播放量相应也有较大增长，Q1-Q3会员内容有效播放量共计1212亿，同比+15.9%；在《狂飙》《向风而行》等多部开年热门剧集的带动下，Q1播放量同比增长达到27%。

图表 14. 2023Q1-Q3 全网剧集上新数量



资料来源：云合数据，中银证券

图表 15. 2023Q1-Q3 全网剧集正片会员内容有效播放



资料来源：云合数据，中银证券

剧集消费继续向头部内容集中，爱奇艺表现突出。根据云合数据，23H1爱奇艺独播剧集《狂飙》的有效播放单日市占率峰值达到67.9%，是近3年来单日热播榜市占率最高的剧集；22H1上新剧中，单日市占率峰值TOP2是多平台联播的《猎罪图鉴》(34.9%)以及《特战荣耀》(34.1%)，《狂飙》单部剧集市占率接近去年同期TOP2剧集之和。23Q3《长相思第一季》占据单日市占率峰值榜首(34.8%)，《莲花楼》(28.9%)和《长风渡》(28.1%)排名第二、三，市占率表现均好于22Q3前三名。

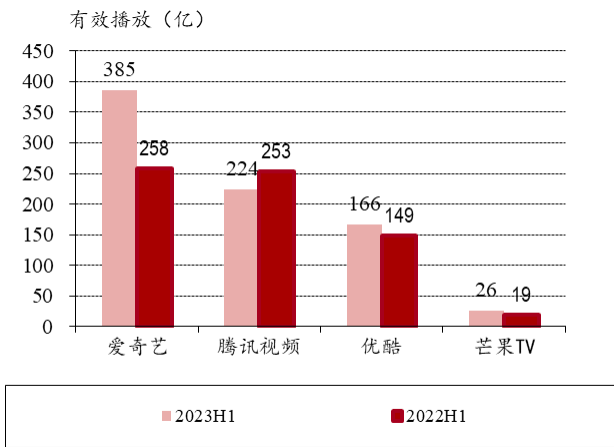
图表 16. 2023年以来全网剧集市占率峰值TOP10

2023年H1			2023Q3		
剧名	市占率峰值(%)	播放平台	剧名	市占率峰值(%)	播放平台
狂飙	67.9	爱奇艺	长相思第一季	34.8	腾讯视频
长月烬明	33.2	优酷	莲花楼	28.9	爱奇艺
云襄传	28.0	爱/腾	长风渡	28.1	爱奇艺
向风而行	28.0	爱/腾	好事成双	18.7	腾讯视频
长风渡	24.8	爱奇艺	云之羽	18.7	爱奇艺
归路	23.8	爱/芒	不完美受害人	15.5	爱奇艺
我们的日子	20.1	爱/腾	玉骨遥	15.4	腾讯视频
星落凝成糖	19.5	优酷	消失的十一层	15.4	爱奇艺
他是谁	18.9	优酷	曾少年	14.6	爱/腾
纵有疾风起	17.0	爱/腾	西出玉门	13.3	腾讯视频

资料来源：云合数据，中银证券

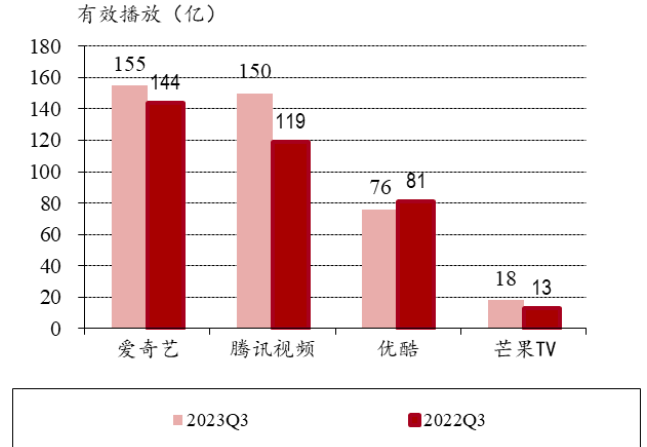
全年来看，芒果TV剧集播放表现进步最大。根据云合数据，23H1和23Q3芒果TV的剧集会员内容有效播放分别同比+35%和+40%，增长幅度在四大平台中最高；同时每个季度都有较为出圈的剧集作品，Q1《去有风的地方》、Q3《我的人间烟火》以及Q4《以爱为营》的正片有效播放市占率峰值分别达到10.6%/11.6%/12.6%，创近年来芒果TV剧集播放热度的新高。

图表 17. 2023H1 芒果 TV 剧集有效播放同比+35%



资料来源：云合数据，中银证券

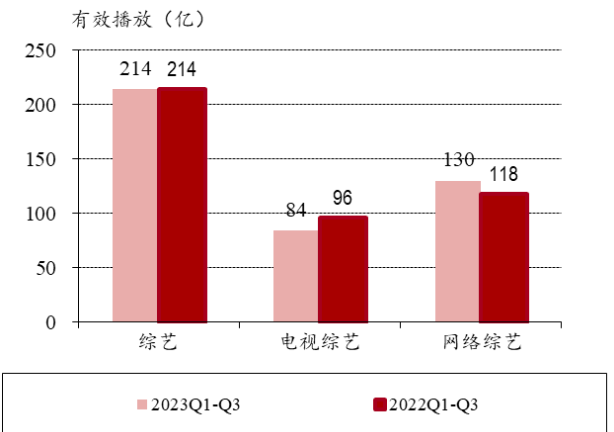
图表 18. 2023Q3 芒果 TV 剧集有效播放同比+40%



资料来源：云合数据，中银证券

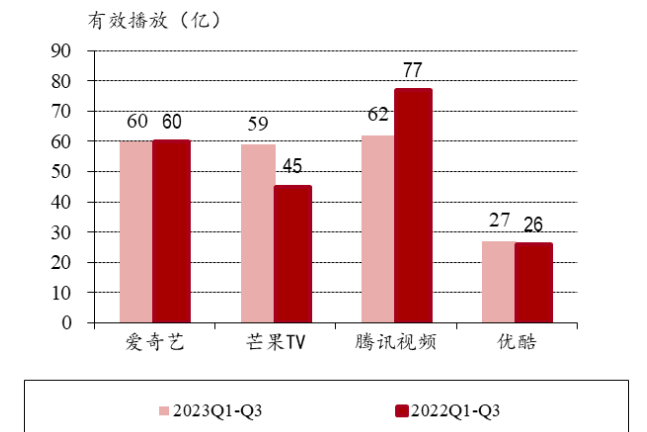
综艺内容大盘流量平稳，芒果继续保持前列。根据云合数据，2023H1 和 Q3 全网综艺正片有效播放分别同比+4%/-7%，网络综艺播放表现好于电视综艺。2023Q1-Q3 芒果 TV 有效播同比+31%，整体表现明显好于其他三大平台；重点 IP 《大侦探 8》《乘风 2023》《声生不息·宝岛季》《密室大逃脱 5》《披荆斩棘 3》《全员加速中 2023》在播期间均位列播放表现榜前十。

图表 19. 2023Q1-Q3 全网综艺有效播放量



资料来源：云合数据，中银证券

图表 20. 2023Q1-Q3 综艺分平台有效播放

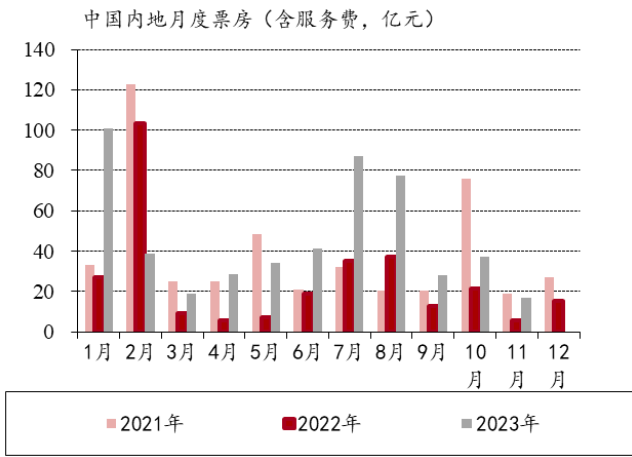


资料来源：云合数据，中银证券

电影方面，2023 年中国电影票房与优质影片供应相关性较大。根据猫眼数据，2023 年春节档总票房接近 68 亿元，成为中国影史春节档总票房第二名，TOP2 《满江红》和《流浪地球 2》两部电影票房占比达到 70%，票房均超 20 亿；暑期档总票房 206 亿元，创造了中国影史同档期最高的纪录，主要因为多部上映影片质量优秀，包括《孤注一掷》《消失的她》《封神第一部》《八角笼中》《长安三万里》，票房均在 15 亿元以上。后续进入 10 月后，国庆档影片表现乏力，票房表现明显弱于 2021 年，《坚如磐石》《前任 4：英年早婚》票房均未达 10 亿。总体来看，在消费较疲软的大环境下，电影票房对供应影片质量的依赖性加强。

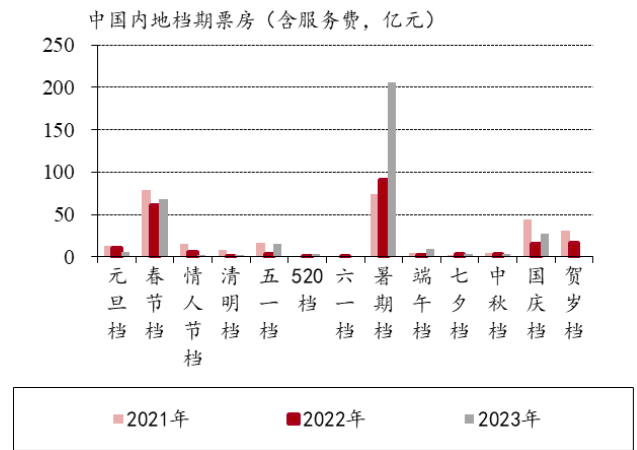
根据猫眼专业版数据，截至 2023 年 12 月 23 日下午 5 点，2023 年内地票房达到 534 亿元，全年预期达到 550 亿元，接近 2017 年水平（558.52 亿元），尚未恢复至 2019 年水平（641.48 亿元）。截至 11 月中，2023 年进口片占比 16.6%，大幅低于往年；我们预期若 2024 年进口片恢复速度加快，将带来明显的票房增量。

图表 21.2023 年暑期档创造历史同档期新高



资料来源: 猫眼, 中银证券

图表 22. 2023 年暑期档创造历史同档期新高



资料来源: 猫眼, 中银证券

据灯塔专业版数据显示, 截至 12 月 22 日 16 时, 2023 年贺岁档 (11 月 24 日-12 月 31 日) 票房破 28 亿元。目前票房冠军是《涉过愤怒的海》, 排名第二的是《三大队》, 第三名则是《一闪一闪亮星星》, 虽然该片还未上映 (定档 12 月 30 日), 但预售票房已经破 2.7 亿元。春节档目前已定档的影片仅两部:《红毯先生》和《熊出没·逆转时空》。

图表 23.2023 年贺岁档及 2024 年春节档期间目前已定档影片

定档时间	电影名称	类型	导演	主要演员	猫眼想看 (万人)	出品方
2023/12/22	消失的收藏家	剧情	唐明智	韩伯维、迟志强、洪冰瑶	1.36	福建省月氏影业
2023/12/29	潜行	剧情、犯罪	关智耀	刘德华、林家栋、彭于晏	22.64	上海笨小孩影视、北京阿里巴巴影业、上海上狮文化
	年会不能停!	喜剧、剧情	董润年	大鹏、白客、庄达菲	10.07	北京嘉映春天影业、中青新影文化传媒、华夏电影
2023/12/30	一闪一闪亮晶晶	爱情、奇幻	陈小明、章攀	屈楚萧、张佳宁、傅菁	185.84	北京酷鲸影视、天津猫眼微影、华夏电影
	金手指	剧情、犯罪	庄文强	梁朝伟、刘德华、蔡卓妍	31.84	英皇 (北京) 影视、新晖映影视、天津猫眼微影
	非诚勿扰 3	喜剧、爱情	冯小刚	葛优、舒淇、范伟	6.17	中影创意 (北京) 电影、浙江东阳美拉传媒、中国电影杭州童话大王影视、天津猫眼微影、霍尔果斯联瑞木马影视
2023/12/31	泰勒·斯威夫特: 时代巡回演唱会	纪录片、音乐、歌舞、真人秀	萨姆·伦奇	泰勒·斯威夫特、阿曼达·巴伦、泰勒·班克斯	17.10	美国泰勒·斯威夫特制作公司
2024/1/12	大雨	冒险、动画、奇幻	不思凡	陈浩、何梓骞、杏林儿	1.90	上海今涂影业、上海华人影业、北京光线影业
	动物园里有什么?	喜剧	安小满	包贝尔、宋晓峰、潘斌龙	1.44	无锡观时文化、上海淘票票影视、天津猫眼微影
2024/1/13	没有一顿火锅解决不了的事	剧情、悬疑、喜剧、犯罪	丁晟	杨幂、于谦、田雨	2.97	东方之美 (北京) 影业、北京百纳千成影视、宁波功到影业
2024/1/19	临时劫案	剧情、犯罪、喜剧	麦启光	郭富城、林家栋、任贤齐	2.93	银都机构、爱奇艺影业 (北京)、无限动力实业
2024/1/20	花千骨	奇幻、动作、爱情	张超理	陈都灵、李程彬、茅子俊	2.69	新派系 (上海) 文化、浙江秀合传媒、楚伦影业 (北京)
	江豚·风时舞	动画、爱情、奇幻	陈曦、陈伟健	蔡海婷、谷江山、聂曦映	1.69	江西文演影视、深圳市环球数码影视、江西省湖口县石钟山文化
2024/2/10	熊出没·逆转时空	动画、喜剧、科幻	林汇达	张秉君、张伟、谭笑	13.69	华强方特 (深圳) 动漫
	红毯先生	剧情、喜剧	宁浩	刘德华、单立文、玛席丹	8.73	上海欢十喜文化、欢喜传媒、北京欢喜首映文化

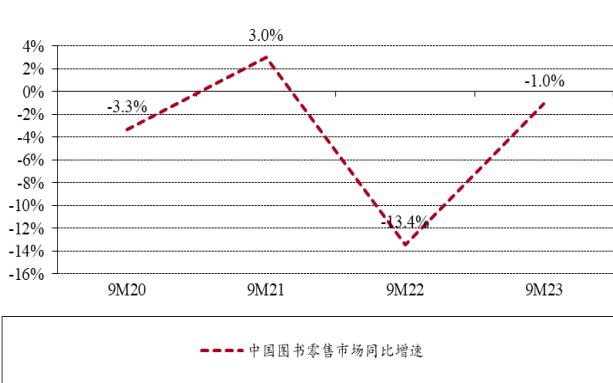
资料来源: 猫眼专业版 APP, 中银证券整理

图书零售市场缓慢好转

根据开卷数据，2023 年前三季度图书零售市场同比-1.04%，和第一季度以及半年度相比降幅进一步收窄。网店渠道图书零售市场前三季度同比增长了 3.37%，较半年度同比增幅进一步扩大；实体店渠道进入第三季度之后，各月指数依然呈现负增长，实体店渠道图书零售市场前三季度同比下降了 22.56%，较半年度同比降幅小幅收窄，但降幅依然明显。

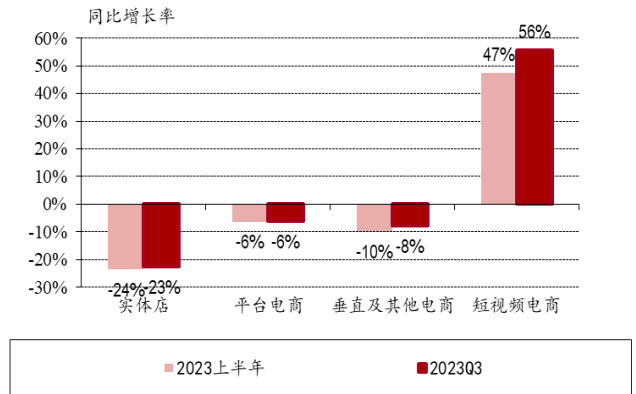
从网店细分渠道来看，23Q3 平台电商同比下降了 6.13%，垂直及其他电商下降 7.8%，降幅均较半年度有所收窄；短视频电商依然保持正增长，同比上升了 55.5%，较半年度增幅有所扩大。

图表 24. 9M23 中国图书零售市场同比增速



资料来源：开卷数据，中银证券

图表 25. 2023 上半年和 Q3 各细分渠道图书零售销量

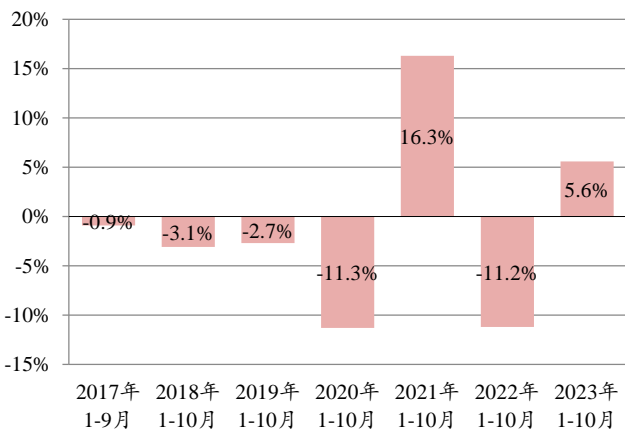


资料来源：开卷数据，中银证券

互联网广告市场保持增长

根据 CTR 数据，10 月份广告市场花费同比上涨 6.6%，与上月表现持平；月度花费环比微跌 0.9%。2023 年 1-10 月整体广告市场同比上涨 5.6%。

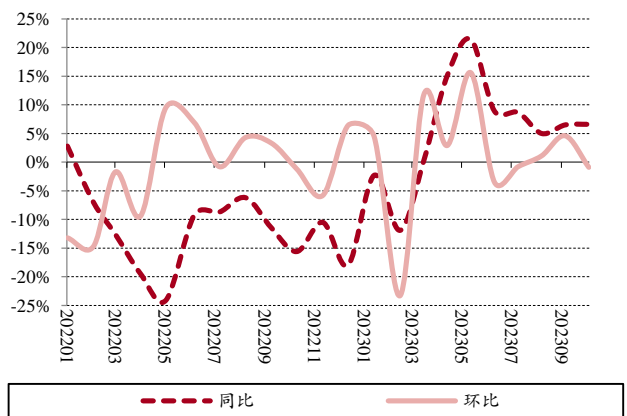
图表 26. 广告市场整体花费同比变化



资料来源：CTR，中银证券

注：广告渠道范围包含电视、广播、报纸、杂志、传统户外、电梯LCD、电梯海报、影院视频、互联网站

图表 27. 2022 年 1 月-2023 年 10 月份广告花费变化

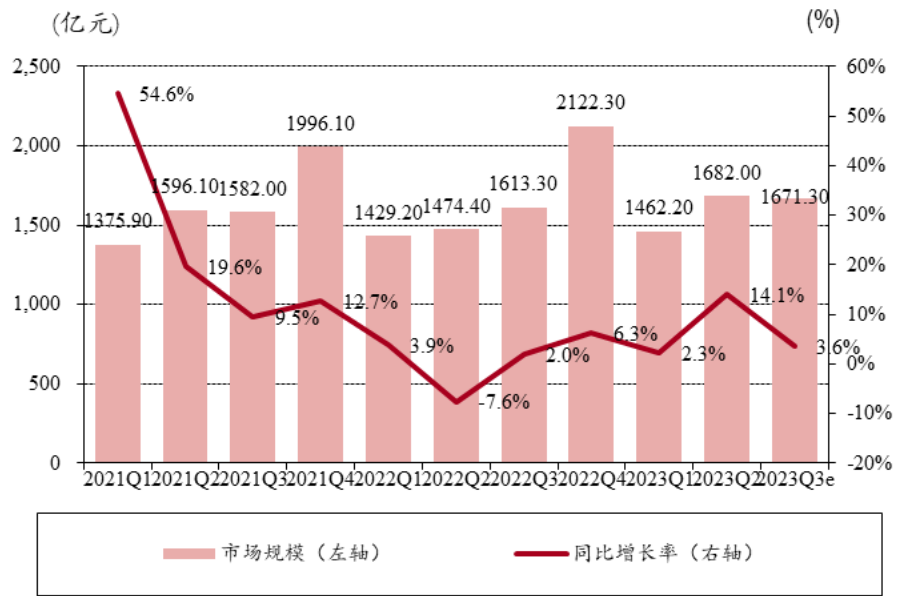


资料来源：CTR，中银证券

注：广告渠道范围包含电视、广播、报纸、杂志、传统户外、电梯LCD、电梯海报、影院视频、互联网站

2023 年中国互联网广告行业回暖节奏较为缓慢。根据 QM 数据，中国互联网广告（不包括应用商店内广告、游戏内广告、音频内广告以及扣除广告收入中含佣金的部分）市场规模在 23Q2 恢复势头较好，同比增长达到 14.1%，23Q3 市场规模预期为 1671.3 亿元，同比增速降至 3.6%。

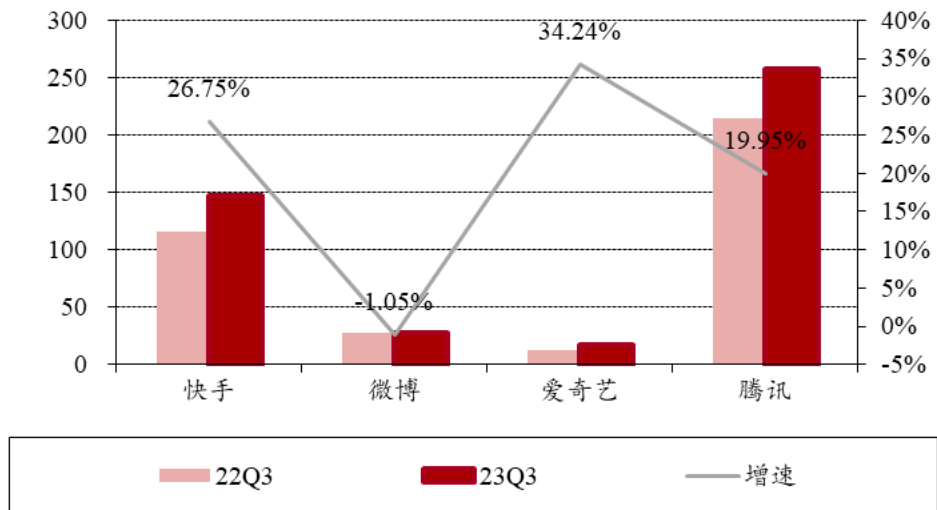
图表 28. 2021 年 Q1-2023 年 Q3e 中国互联网广告市场规模变化



资料来源: QM, 中银证券

细分而言, 效果类以及直播带货广告在当前经济环境下, 凭借数据可视化强、变现稳定且快速、相对成本低廉的特性, 广告主投放情况好于品牌广告。以四家互联网公司 23Q3 广告收入的同比变化为例, 相对偏重效果类和直播电商广告的快手 (26.75%)、腾讯 (19.95%) 的营销业务收入实现了较高的同比增长; 爱奇艺 (34.24%) 23Q3 营销业务收入同比增长幅度较大, 其中较大部分增量由平台效果广告贡献, 而以品牌广告为主的微博 (-1.05%) 营销业务收入则为负增长。

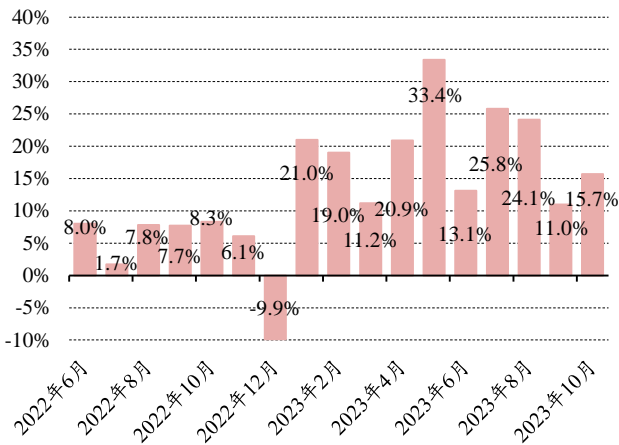
图表 29. 22Q3、23Q3 快手、微博、腾讯、爱奇艺广告营销收入及同比变化



资料来源: 公司财报, 中银证券

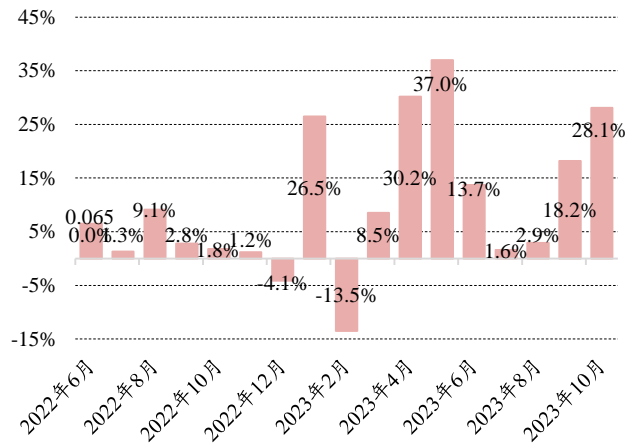
线下方面, 据 CTR 数据, 2023 年 10 月电梯 LCD、电梯海报和街道设施月度花费同比分别上涨 15.7%、28.1% 和 19.5%, 梯媒广告实现强势增长; 电视 (6.4%) 和火车/高铁站 (7.3%) 广告小幅上涨; 地铁月度花费微跌 0.1%, 而广播 (-10.3%)、机场 (-16.4%) 和影院视频 (-21.6%) 等广告花费均呈现双位数的同比减少。

图表 30. 电梯 LCD 广告刊例花费同比增速



资料来源: CTR, 中银证券

图表 31. 电梯海报广告刊例花费同比增速

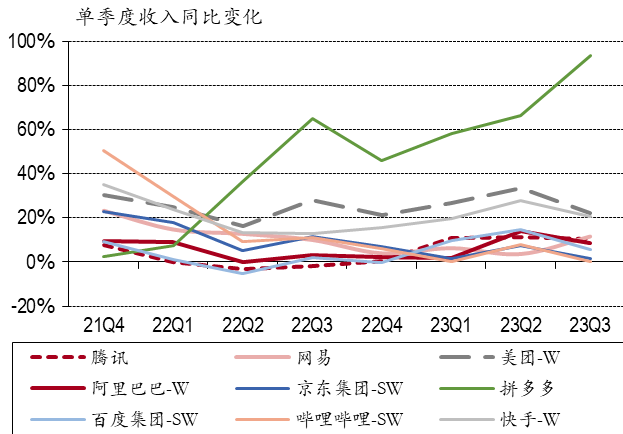


资料来源: CTR, 中银证券

港股互联网公司业绩整体趋势向好

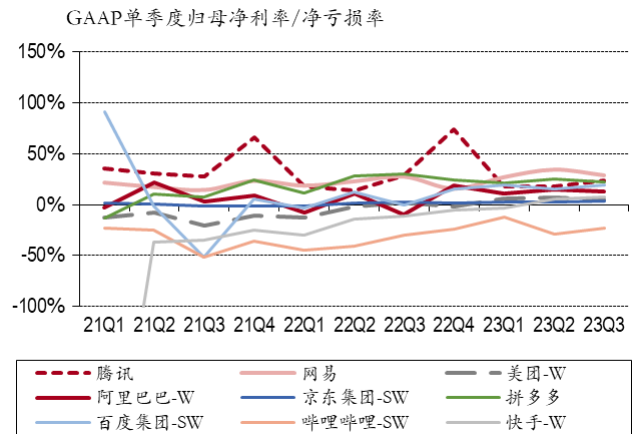
2023年Q1-Q3 港股互联网头部公司单季度收入均实现了同比正增长, Q3 在整体消费疲软以及电商、本地生活竞争趋于激烈的环境下, 各公司收入增速相对 Q2 放缓。拼多多凭借“极致性价比”的商业模式, 以及海外 Temu 的成功扩张, 收入增速节节攀高, 表现远超竞争对手。快手用户活跃数据在 Q3 达历史新高, 广告和电商业务增长强劲。各公司利润端也在好转, 快手从 Q1 开始实现集团层面的盈利, Q3 经营利润率达到 11.6%。哔哩哔哩明显减亏, 2024 年有望达成盈亏平衡目标。

图表 32. 2023 年 Q1-Q3 港股互联网企业收入均正增长



资料来源: iFind, 各公司财报, 中银证券

图表 33. 23Q1-Q3 港股互联网企业利润率缓慢上升



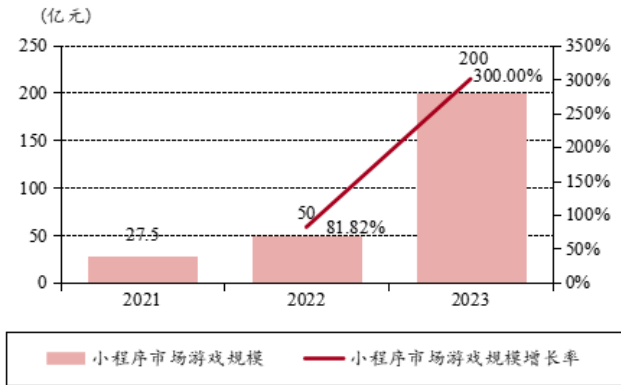
资料来源: iFind, 各公司财报, 中银证券

小游戏和微短剧等新内容带来新机会

小程序游戏市场规模快速增长

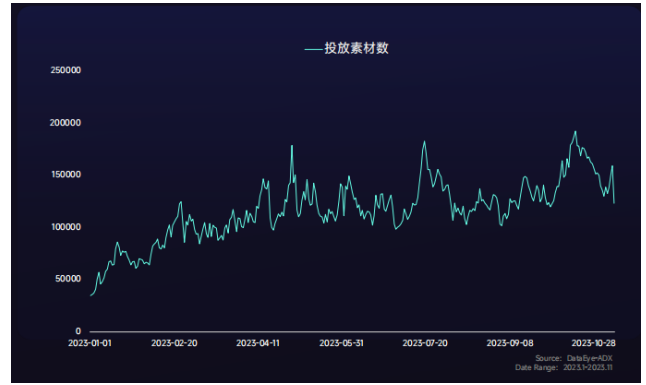
在平台的大力推广与开发者的积极参与下，近年小程序游戏市场规模扩大，投放素材持续增长。根据伽马数据，2023年小程序游戏市场规模可达200亿元，同比增长300%，预计未来市场规模将继续保持稳定增长。同时，2023年小程序游戏投放素材呈显著上升，2023年10月底投放素材约120,000，相比2023年年初增长超过200%，4月、7月、10月投放表现尤其突出，年内峰值超过180,000。

图表 34. 小程序游戏市场规模及增长率



资料来源：伽马数据，中银证券

图表 35. 小程序游戏投放素材数

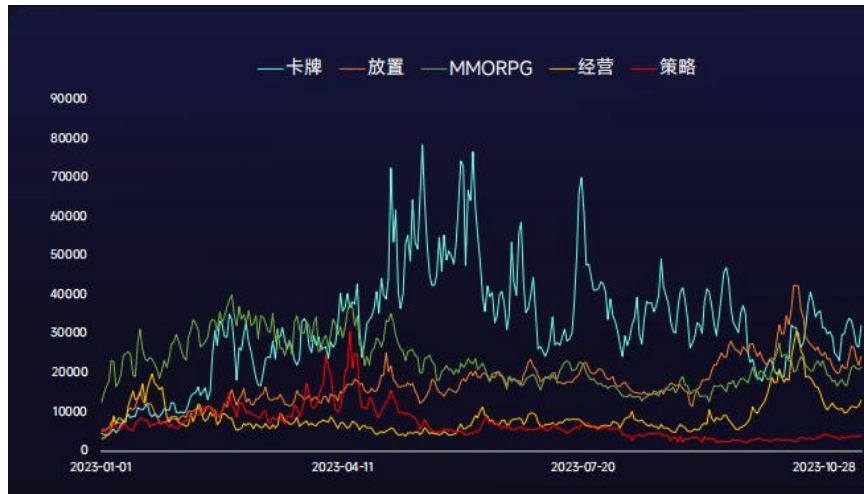


资料来源：DataEye，中银证券

就供应端而言，当前的小程序游戏提升了玩家体验，能够满足更多的用户需求。受益于 Unity 引擎在小游戏开发上的成熟度提升，以及其适配优化工具的推出，APP 端转入小游戏平台的成本得到降低。同时，微信小游戏的本地缓存空间从 200M 升级成 1G，提供了更大的游戏空间，能够承载更多的游戏素材，进而更好地还原游戏品质。

就需求端而言，相较于 APP，小游戏用户更为多元，根据游戏内的动力由浅到深可分为三类。首先是**基础盘休闲型玩家**，小游戏方便易上手，能够满足该类玩家轻松消磨时间的需求。其次是**社交性玩家**，小游戏便于互动且通常绑定社交平台，能够满足其社交乐趣。第三是**硬核玩家**，该类玩家探索欲强，往往愿意结合社交功能尝试多元化体验。小游戏类别方面，较为轻量的卡牌与放置类游戏为主流，因为其休闲的游戏模式与小游戏基本盘相契合。特别是卡牌类小游戏投放素材量在 2023 年 4 月至 8 月间远超其他类型。而策略类玩法较为重度，因此与小游戏用户的契合度低，投放素材低。

图表 36. 各小程序游戏分类投放素材数



资料来源：DataEye，中银证券

现阶段小程序游戏的变现模式由单一的广告变现，转变为了内购付费和广告变现的混合模式。内购付费占比的快速提升，使小游戏市场规模得到较快增长。目前，多家厂商均加强了在小游戏市场的布局，进一步拓宽了变现渠道，APP及小程序游戏双端上线的模式逐渐成为主流。根据伽马数据，2023年微信小游戏畅销榜TOP100中，有超过60%的游戏为双端运营。

此外，二线厂商为小程序游戏的主要入局者，此类厂商旗下产品多位于榜单前列，且收入表现优异。其中包括吉比特的重点产品《勇者与装备》、旗舰产品《一念逍遥》，恺英网络的《仙剑奇侠传：新的开始》，三七互娱的《寻道大千》、《叫我大掌柜》、《城主天下》等。

图表 37. 各厂商小游戏产品及储备

厂商	游戏名称	游戏类型	自研/代理	有无版号	APP端是否上线	小程序端是否上线
吉比特	勇者与装备	RPG	自研	有	否	是
	一念逍遥	RPG	自研	有	是	是
	寻道大千	MMORPG	自研	有	否	是
	叫我大掌柜	Simulation	自研	有	是	是
	城主天下	RPG	代理	有	是	是
三七互娱	霸业	MMORPG	自研	有	是	是
	灵魂序章	MMORPG	自研	有	否	是
	斗罗大陆：武魂觉醒	CCG	代理	有	是	是
	三国·兵临城下	Strategy	自研	无	是	是
三七互娱 (储备)	代号小游戏 A	暂未披露	自研	无	否	否
	代号小游戏 B	暂未披露	自研	无	否	否
	代号小游戏 C	暂未披露	自研	无	否	否
恺英网络	仙剑奇侠传：新的开始	RPG	代理	有	是	是
四三九九	冒险大作战	Casual	自研	有	否	是
网易	大话西游归来	Idle	自研	有	是	是
	欢乐斗地主	CCG	自研	有	是	是
腾讯	欢乐麻将	CCG	自研	有	是	是
	英雄杀	Strategy	自研	有	是	是
	穿越火线：枪战王者	ARPG	自研	有	是	是
巨人网络	原始征途	RPG	自研	有	是	是
	征途2	RPG	自研	有	是	否
	球球大作战	动作	自研	有	是	否
	月圆之夜	RPG	自研	有	是	否
冰川网络	超能世界	CCG	自研	有	是	是
	逍遥情缘	RPG	代理	有	是	是
星辉娱乐	冒险归来	RPG	自研	有	是	是
中手游	全民枪神：边境王者	ARPG	自研	有	是	是
浙数文化	雀神广东麻将	CCG	自研	有	是	是
掌趣科技	大圣顶住	Strategy	自研	有	是	是
	狂龙怒斩	RPG	自研	无	无	是
中旭未来	魔狱奇迹	RPG	自研	无	无	是
	神圣联盟	RPG	自研	无	无	是

资料来源：三七互娱2023年半年报，国家新闻出版署，巨人网络投资者互动平台，证券市场周刊，Gamelook，中银证券

微短剧高速增长，海外发展空间广阔

除小程序游戏外，影视领域也出现了新的内容形式，即微短剧。根据广电总局的最新定义，微短剧是指单集时长从几十秒到15分钟左右、有着相对明确的主题和主线、较为连续和完整故事情节的剧集。根据受众、时长、内容类型、播放平台类型、变现方式等，微短剧主要分为两种类型：

- 1) 横屏短剧，主要在爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果TV等主流长视频平台上播放。这些短剧是长剧内容的补充，保持了传统长剧的剧情核心逻辑，但内容时长更短、节奏更快，单集时长在10-15分钟，变现模式还是以会员付费为主。

2) **竖屏微短剧**，是从 2022 年下半年开始高速增长的一种新型短剧形式。主要在抖音、快手、微信小程序等大流量平台或垂直微短剧 APP 上播放。单集时长一般在 1 至 5 分钟之间，不超过 10 分钟，一般为竖屏拍摄，连载集数可能从几十集到 100 集不等，通常前 10 集免费，剧情设计充满反转和悬念，吸引用户为解锁后续集数而付费，方式包括直接付费充值虚拟货币、观看广告解锁、打包全集出售、平台会员等，付费单集价格在 0.5-2 元不等。付费用户主要集中在下沉市场，这部分群体对特定题材，如战神、霸道总裁、逆袭等特别感兴趣。

这类短剧可由第三方制作，在流量平台上进行投流，再将受众导至微信小程序或垂直微短剧 APP 上完成付费闭环；也可由抖音、快手等平台方拥有版权，由于这些短视频平台具有丰富的流量和商业资源，这类微短剧还可通过广告、品牌植入、剧情带货等方式变现。

图表 38.微短剧《无双》付费界面



资料来源：短剧《无双》小程序，中银证券

小程序微短剧需要在各大流量平台如今日头条、抖音、快手等进行投流活动，吸引目标受众群体，将其引导到相关小程序以实现付费观看。微短剧投流主要通过以下三个渠道实施：

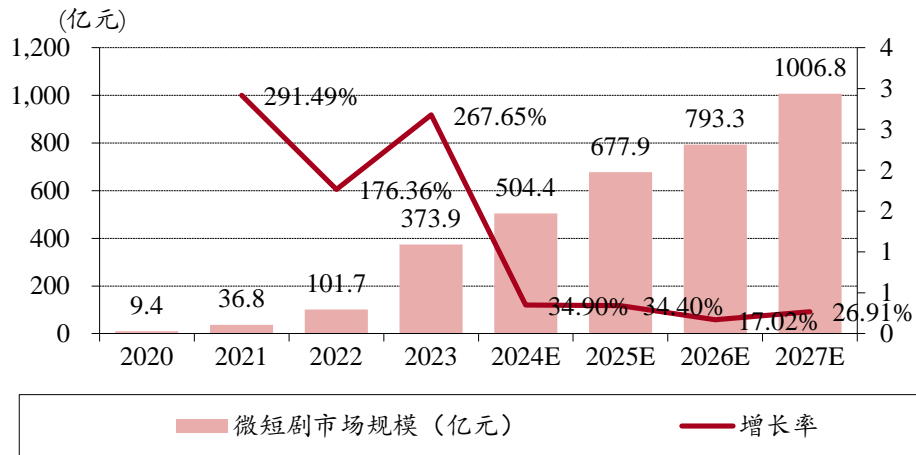
- 1) 短视频平台：抖音、快手等，占据大部分微短剧生产商的买量预算，视频内容传播效率高。
- 2) 图文信息流和网文平台：今日头条、番茄小说等，用户群与短剧目标观众高度契合。
- 3) 手机品牌终端：例如 OPPO、小米等，其应用软件程序中的广告位被有效利用。

投流渠道选择主要参考不同平台用户画像、工具支持和平台规则政策。投流团队会制作名场面素材，并在各大平台进行投放。这些素材通常作为广告视频出现在用户刷视频过程中，一旦用户点击观看全集，即跳转至小程序短剧页面进行观看和付费。

投流消耗占据了短剧的大部分成本。投流模型基于多平台测试，主要采取“跑量看效果”的策略。首日投放上千种模型，随后根据效果调整策略；第一周通常投入 80% 的预算，后期逐渐减少。投流团队会对素材物料、投放模型进行实时修正，以期获得最优的 ROI。投流效果主要通过 ROI 评估，一个高效的短剧投流案例可以达到 1.7 的综合 ROI，而 1.2 到 1.3 的 ROI 表示较好的效果。ROI 低于 1.1 时通常会选择停止投流。高买量投流意味着更多的用户吸引和更高的盈利水平，但同时需要承担高达 80%-90% 的买量成本。

据艾媒咨询提供的数据，微短剧市场的规模呈现出稳定上升的趋势。2023年中国网络微短剧市场规模达到373.9亿元人民币，同比增长267.65%；预计到2027年，市场规模将增至1006.8亿元人民币。2023年第三季度，中国网络微短剧正式渠道的发行量高达150部，几乎是2022年全年总量的两倍，发行剧集总数达到3311集。

图表 39.2020-2027 年中国微短剧市场规模及预测

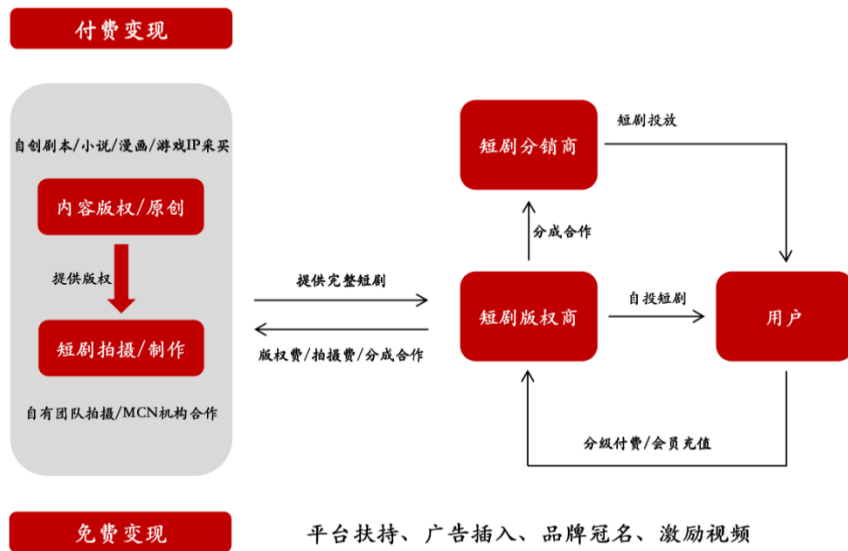


资料来源：艾媒数据中心，中银证券

微短剧产业链涵盖版权方、制作方、播放平台、分销商等环节，某一个公司可能承担好几个角色，合作关系紧密。各环节及其商业模式：

- 1) 版权方：例如中文在线、点众、九州、麦芽、掌阅科技等，自有短剧剧本或网文 IP，也可向外采购剧本或网文、漫画、游戏等内容。主要业务包括前端的剧本开发、牵头拍摄制作，后端的投流、用户私域运营、衍生内容等。在短剧生命周期结束后，版权方还可以低价出售给聚合平台，以免费形式播放，但伴随中插广告。国际市场的版权售卖也是一个潜在的盈利渠道。
- 2) 制作方：由于微短剧剧本价格不高、制作周期短、拍摄难度低，目前微短剧市场并没有大体量的制作公司。部分制作团队与版权方进行外包合作，获得制作费用；另一部分制作团队本身也是版权方，但由于没有投流经验，将剧集拍摄制作完成后交由其他大版权方运营，制作团队可以获取保底分成和提点收入。
- 3) 平台方：短剧的播放平台，包括长视频平台、短视频平台、微信小程序平台等，它们在其平台上播映的微短剧进行技术费率抽成，且负责内容审查等工作。除微信外，各大长视频平台、抖音、快手均具备自有的版权、制作和运营能力。
- 4) 分销方：分销方通常是具有小规模粉丝的自媒体账号，向版权方拿到短剧的内容授权，通过二次剪辑创作，引导用户去付费观看完整的短剧内容，分销方相应获得付费收益抽成。这种分销模式与过去常见的小说推广、游戏推广、直播间切片分发有类似的逻辑：利用授权将内容广泛地分发出去，拉高短剧作品的流量和付费。

图表 40.微短剧产业链分析



资料来源：36Kr，中银证券

微短剧市场的高速增长和相对较低的制作门槛，引发了众多公司参与布局。这些多样化的参与者不仅丰富了短剧的内容和形式，也推动了行业的综合发展。目前入局短剧行业的主要上市公司及其行业包括：

1) 网文平台和出版公司：

如中文在线、掌阅科技、阅文集团等。这些平台拥有丰富的网文 IP 资源，可以为短剧提供丰富的内容支撑、版权保障，推动内容创新，是微短剧最早一批入局者，具有明显的 IP 优势。

2) 国资背景传媒公司：

如浙版传媒、幸福蓝海、浙文影业、芒果超媒、海看股份、天威视讯等，这些公司具有国资背景，合规性优势强，致力于短剧内容的审核、分发及创新生产模式的探索，部分公司已经开发了垂直的微短剧 APP 平台。

3) 视频平台：

例如爱奇艺、腾讯控股、快手等。这些平台不仅作为短剧的播出渠道，也积极参与短剧内容的制作和发行。

4) 广告营销公司和 MCN 机构：

如思美传媒、因赛集团、遥望科技、元隆图雅等。这些公司拥有大量的红人、KOL 账号资源、拍摄团队、用户运营团队，在制作端拥有明显优势，广告、带货等变现链路完善。

5) 传统影视公司：

专业从事影视制作和发行的公司，例如华策影视、唐德影视、柠萌影视、捷成股份等。他们凭借丰富的影视制作经验和资源转型进入微短剧市场。这类公司在制作水平、营销手段等方面拥有明显优势，但可能在投流策略、题材感知敏感度方面稍弱。

6) 游戏企业：

例如完美世界、恺英网络等，这些公司通常结合短剧和游戏元素，探索新的内容形态，如互动剧。他们拥有强大的游戏 IP 和美术资源。

7) 其他企业：

如南极电商、喜临门等。这些公司原本不是专注于影视或广告的，但也开始尝试进入短剧市场。他们通过创新合作模式，探索微短剧内容的新可能性。

图表 41.部分上市公司布局微短剧业务情况

公司类型	公司名称	短剧业务情况
传统影视公司	华策影视	从 2022 年开始切入短剧市场，2022 年 8 月和抖音联合制作了家庭悬疑向的短剧《唐诗薄夜》。目前公司已经组建了 6 支队伍，5 个短剧项目完成拍摄。
	唐德影视	投拍多部短剧，打造小程序短剧，网络短剧《追捕者》已形成收入，对公司当期业绩没有重大影响。
	柠萌影视	2022 年至今已拍摄上线的短剧近 20 部，同步储备开发中的项目近百部。
	捷成股份	于 2022 年底开始布局微短剧的出品发行，并已参与发行了包括《是！老板》、《王妃万福》、《奇妙请微笑》等多部精品短剧。
国资背景传媒公司	浙版传媒	2023 年 6 月起开展短剧审核和内容分发业务，已有 9 部网络短剧及动画片通过备案，同时积极构建内容分发渠道，进一步放大数字内容价值。
	幸福蓝海	目前正积极研发推进当代国安、搏击励志、武术奇幻等多类型题材的短剧项目，努力提升产品多元化。
	浙文影业	包括悬疑题材、美食生活题材在内的《中馈录》、《晴川乐坊》等宋韵系列短剧均在开发进程中。
	芒果超媒	2019 年正式发布了“大芒计划”，2023 年上半年芒果 TV 上线“大芒计划”微短剧 45 部。12 月 14 日，芒果 TV 与抖音合作发布会暨签约仪式举行。双方宣布将以短剧联合开发为切口，后续推进多方面深度合作，并发布“精品短剧扶持计划”。
游戏企业	海看股份	2023 年 5 月正式启动微短剧项目，目前尚处在投流试运营的起步阶段，暂未形成规模化收益。
	天威视讯	参股子公司中广电传媒是短剧 APP 河马剧场的平台方和管理方。
	完美世界	2022 年组建了专门的微短剧团队。继《全职主夫培养计划》《觉醒吧！恋爱脑》之后，公司近日推出又一部微短剧《当家小娘子》。公司与长视频平台合作的微短剧《这个反派我不干了》《皎月流火》也会在近期陆续上线。
网文平台和出版公司	恺英网络	内部已有项目组对短剧和互动影游进行探索布局。
	中文在线	内容制作+IP，海外短剧 APP Reelshort。
	掌阅科技	内容制作+IP，2023 年上半年开始搭建短剧团队，短剧 APP 蕙米短剧和速看短剧，短剧小程序蕙米短剧、子诗短剧等。
视频和直播平台	阅文集团	2023 年 10 月底对外发布“剧本征集令”，正式进军短剧赛道。
	爱奇艺	2018 年，爱奇艺就率先在长视频侧布局微短剧，开辟“竖屏控剧场”，并集结一众网红推出微短剧《生活对我下手了》。
	腾讯控股	2021 年 6 月推出全新“微剧场”扶持精品微剧，腾讯微视推出扶持计划“火星计划”，12 月正式发布了业内首个微短剧品牌“十分剧场”。2023 年 10 月旗下阅文集团进军短剧。
广告营销公司和 MCN 机构	快手-W	2019 年 8 月“快手小剧场”入口建立，正式布局短剧业务。随后又推出“光合计划”。截至 2023 年 6 月，快手仅短剧业务有 2.6 亿日活用户。
	思美传媒	短剧业务主要由子公司掌维科技进行，已展开海外短剧改编权合作。
	因赛集团	公司子公司影行天下曾参与出品短剧《进击的金秘书》，市场反响较佳，预计 2024 年至少有 4 部其参与出品的短剧会上映。公司层面也在接触中国头部短剧平台和优秀的短剧业务团队，探讨战略合作的可行性。
	遥望科技	小程序短剧平台正在试运营当中，自制短剧正在拍摄。公司表示自制内容与平台预计十二月正式上线，截至 12 月 27 日未有明确消息发布。
非行业相关企业	元隆雅图	公司善于洞察营销市场趋势，已于 2023 年开始布局短剧营销业务，包括迷你剧、互动剧等内容形式。
	南极电商	全资子公司时间互联目前上映一部短剧《侯门闺杀》。短剧业务目前还在摸索阶段。
	喜临门	参股子公司浙江晟喜华视文化传媒有限公司充分结合市场需求及公司实际发展方向，相关微短剧业务已处于筹备阶段；由晟喜华视和临平区政府联袂打造的临平影视基地，主要服务于微短剧产业。

资料来源：投资者关系活动记录，同花顺财经，凤凰网财经，中银证券整理

微短剧的内容形式、题材风格、制作主体和目标受众，与传统影视剧有显著差异。首先在题材上，较容易出现炫富、复仇等不适当的内容，此外由于剧集数量庞大、制作主体众多，难以由国家机构统一进行播映前审查管理。

但自 2022 年下半年以来，国家广电总局连续出台了多个微短剧监管措施，至 2023 年 11 月，审查要求趋向明确和严格；抖音、快手、微信等平台也遵守国家政策要求，推出了平台层面的监管措施。其中，抖音要求最为严格，不仅对投流进行限制：短剧广告主必须有广播电视节目制作经营许可证，和视听许可证或网文许可证（二者选其一），以及增值电信业务经营许可证；还要求对所有短剧事先进行内容审查：抖音小程序短剧、抖音外跳至其他平台短剧（涉及微信小程序投放）均需要送至平台方进行审查，如果审核状态为可播放的短剧，可进行正常投放，如果审核状态为不可播放、未审核、审核中的短剧，暂时不可进行投放。

图表 42. 国家广电总局对于微短剧监管政策

日期	发布单位	具体内容
2020年8月	国家广播电视总局	在“重点网络影视剧信息备案系统”，增设网络微短剧快速登记备案模块，统称短剧为“网络影视剧中单集时长10分钟以内的剧集作品”，将微短剧正式纳入监管体系。
2020/12/8	国家广播电视总局	关于网络影视剧中微短剧内容审核有关问题的通知：规范“微短剧”定义，明确审核标准，审查细节等问题。内容审核要求与传统时长网络影视剧同一标准、同一尺度，由广电行政部门、播出平台、制作机构严格把关。
2022/4/29	国家广播电视总局	关于国产网络剧片发行许可服务管理有关事项的通知：符合以下一项或多项条件的网络剧、网络微短剧、网络电影、网络动画片，应依法取得广播电视主管部门颁发的《网络剧片发行许可证》： 1. 投资额较大的，具体数额由国务院广播电视主管部门根据网络视听行业发展和管理工作实际，适时调整并通报； 2. 网络视听节目服务机构招商主推的； 3. 在网站（客户端）首页首屏、专题版块或专区专栏中推荐播出的； 4. 优先提供会员观看或以付费方式提供观看服务的； 5. 网络剧片制作发行主体自愿按照重点网络剧片申报的。
2022/12/26	国家广播电视总局	《关于推动短剧创作繁荣发展的意见》的通知：短剧通常采用单集时长15—30分钟的系列剧、集数在6集内的系列单元剧、20集内的连续剧、周播剧等多种形态，具有篇幅短小、内容精炼、情节紧凑等特点，与中长剧集、微短剧、短视频等优势互补、各展所长，在丰富人民精神文化生活、满足多样化收视需求方面发挥了积极作用。现就推动短剧创作繁荣发展制定意见如下。一、坚持正确创作方向。二、坚持以人民为中心的创作导向。三、加强现实题材短剧创作。四、提升短剧创新创造能力。五、培育壮大短剧创作主体。六、构建现代短剧传播格局和市场体系。七、加强短剧文艺评论。八、切实履行管理职责。
2022/12/27	国家广播电视总局	发布《关于进一步加强网络微短剧管理 实施创作提升计划有关工作的通知》，要求把网络微短剧与网络剧、网络电影按照同一标准、同一尺度进行管理，准确把握网络微短剧创作生产传播规律，不断健全事前事中事后全周期管理机制。
2023/11/15	国家广播电视总局	下一步，国家广播电视总局将不断完善常态化管理机制，从七个方面加大管理力度、精细化管理举措。具体来看，一是加快制定《网络微短剧创作生产与内容审核细则》；二是研究推动网络微短剧App和“小程序”纳入日常机构管理；三是建立小程序“黑名单”机制、网络微短剧推流统计机制；四是委托中国网络视听协会开展网络微短剧日常监看工作；五是推动行业自律，互相监督，全行业共同抵制违规网络微短剧；六是再次开展为期1个月的专项整治工作，围绕网络微短剧的导向、片名、内容、审美、人员、宣传、播出等方面，加大违规网络微短剧处置和曝光力度，进一步优化算法推荐，完善广告推流审核机制，取得立竿见影成效；七是加强创作规划引导，继续打造精品力作。

资料来源：国家广电总局官网，中银证券整理

图表 43. 抖音、快手、微信平台对于微短剧监管政策

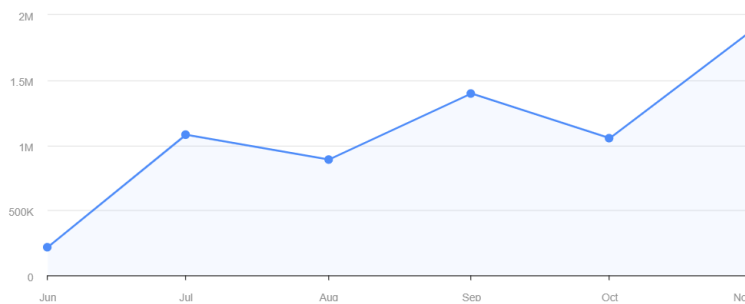
日期	发布单位	具体内容
2022 年 11 月	快手	平台将进一步加强“短剧类”小程序内容/质量规范引导，对违规内容/质量开展持续治理。自 11 月 29 日起，快手平台持续核查短剧类小程序内容/质量，对违反规范的小程序，依照问题严重性，采取包括不限于下架短剧内容、封闭小程序权限、封闭流量入口、下架小程序等方式进行处罚。
2022/11/22	抖音开放平台	短剧内容合规专项治理公告：自公告之日起，抖音开放平台将对小程序中的不良价值观内容进行治理，打击低俗、血腥暴力、色情、极端心理等不良内容，持续推动短剧小程序合规运营。平台将对以下违规行为进行重点治理：剧名及选集标题猎奇、低俗、色情等；不良价值观内容；血腥暴力等涉黑内容；低俗、涉黄等不良内容；不利于未成年人健康成长的内容；其他违反国家有关规定、社会道德规范的内容。
2022/11/25	微信珊瑚安全	关于进一步规范小程序“微短剧”类内容的公告：对违规内容进行持续治理，包括但不限于：宣扬不良价值导向，发布炫富拜金、渲染贫富对立、鼓吹暴力等内容；通过打“擦边球”吸引眼球，发布隐晦表现性行为、具有挑逗性的内容；剧情虚假浮夸、题材低俗猎奇，剧中内容与现实完全脱节。对涉及上述违规内容的小程序，平台已通过站内信的形式对运营者进行定向提醒，前置减少违规内容产出，对于多次提醒仍不进行修改的，平台将根据违规程度对相关小程序进行阶梯处置，包括能力封禁、下架等。
2022/12/30	抖音开放平台	短剧小程序违规微短剧治理公告：近期，平台在对网络微短剧进行合规审核的过程中陆续发现部分小程序存在违规公序良俗、价值导向偏差、色情低俗等内容，针对此类情况，平台会通过站内信的方式进行触达并要求即刻下架不合规网络微短剧。 抖音开放平台将持续关注短剧小程序及小程序内网络微短剧的合规情况，对于不合规的小程序及其网络微短剧，以及未按平台要求进行下架处置的开发者，平台有权进行违规处罚，处罚方式包括但不限于短剧下架、流量管控、限制提现、限制支付、下线小程序、封禁小程序等。
2023/11/10	微信	关于违规微短剧类小程序的处置公告（第十期）：近期，平台通过巡查审核发现，部分微短剧类小程序存在未进行剧目合规备案或存在不良导向价值观内容等行为。根据国家相关法律法规要求以及《腾讯微信软件许可服务协议》《微信小程序运营规范》的相关规定，平台下架了部分违规微短剧剧目，并对相关违规小程序进行处置。
2023/11/14	快手	发布关于违规微短剧类小程序的治理公告第十一期，共下架违规微短剧 10 余部，同时对发布违规内容的 13 个账号根据违规程度分别予以相应的处罚。
2023/11/16	抖音	《抖音关于打击违规微短剧的公告》，公布近期累计下架小程序内违规微短剧 119 部，处置违规推广微短剧的抖音账号 1188 个。公告称，对于存在违规内容和行为的小程序或账号，平台将引导整改。拒不整改的，将对违规的剧集、视频和账号进行处置，处罚类型包括但不限于下架违规剧集、删除或屏蔽违规内容、对违规账号禁言或封禁等。
2023/11/17	微信珊瑚安全	关于进一步加强微短剧内容治理的公告，治理重点包括：离奇夸张题材、不良价值导向、色情低俗内容、违规营销推广。微信倡导和鼓励创作者积极制作优质微短剧，避免传播发布违规低质内容。后续，微信将持续引导微短剧内容的规范发展，为优质内容创作者提供更好的服务，营造更加健康、清朗的网络视听空间。
2023/11/20	抖音巨量广告	抖音巨量广告发布最新公告，对短剧投融资、收紧分销和代投进行了规定。 通知对投融资主体资质进行了规定，通知今 2023 年年的更换代投&主体报备授权在 22 日前完成，23 日起不接受新增短剧代投。 抖音要求广告主必须有三个证件。一是必须有广播电视节目制作经营许可证，二是视听许可证或网文许可证二者选其一，以及增值电信业务经营许可证。 最新的公告不再支持代投，不管是一对一代投，还是一对多代投，意味着抖音开始提高短剧投流门槛。
2023/11/28	抖音开放平台	短剧类小程序内容审核要求：为进一步提升短剧小程序内容质量、确保短剧小程序合规运营，平台将对未入库和审核结果为“不可播放”的短剧进行运营限制，并生效如下措施： 内容播控：抖音小程序内，未入库和审核结果为“不可播放”的短剧将限制播放，标准参照《网络视听节目内容审核通则》，生效时间 2023 年 12 月 13 日。 广告投放：在抖音、抖音极速版、抖音火山版进行投放且外跳至其他平台观看的短剧，均要求通过上述短剧类小程序内容库完成送审（详见短剧类小程序内容库接入说明），未入库和审核结果为“不可播放”的短剧均将限制广告计划投放，生效时间 2023 年 12 月 13 日。
2023/12/12	抖音	发布针对短剧投放的审核规则。短剧范围包括抖音小程序短剧、抖音外跳至其他平台短剧，涉及微信小程序投放。 针对已送审短剧的投放要求，如果审核状态为可播放的短剧，可进行正常投放。如果审核状态为不可播放的短剧，则不可进行投放，抖音在 12 月 12 日下午 6 点将短剧播放权限进行收回。如果审核状态为未审核、审核中的短剧，暂时不可进行投放，审核通过后将第一时间通知投流。上述审核新规则将从 12 月 13 日起实行。
2023/12/12	微信	向短剧从业者发布了保证金缴纳通知。通知显示，根据《小程序交易保证金管理规定》（以下简称“《规定》”），相关从业者需要在 12 月 17 日前完成缴纳，否则相关功能可能受到限制，包括但不限于限制小程序搜索等。保证金以小程序为单位缴纳、赔付和管理。如同一开发者注册、运营多个小程序，须分别缴纳保证金，用于为各小程序自身的相关网络交易行为提供保证。《规定》显示，若小程序含有“文娱-微短剧”类目，应缴纳保证金 1000 元。
2023/12/15	快手	将于 12 月 31 日 20:00 正式停止第三方微短剧小程序的商业推广和投放。同时，快手官方称，自 12 月 22 日起，第三方小程序微短剧广告主可逐步迁移到快手小程序以及快手自建链路进行投放，期间，为了降低迁移对广告主的影响、保障投放效果，快手平台将给予一定的政策扶持。

资料来源：抖音、快手、微信官方平台，中银证券整理

本土的成功商业化经验、海外内容审核更加宽松，助推短剧出海快速兴起。在众多短剧出海 app 中，ReelShort 表现最为亮眼，其是中文在线的海外子公司 Crazy Maple Studio 于 2022 年 8 月推出的短剧 APP。2023 年 6 月开始，ReelShort 的下载量开始快速上升，近三个月在 iOS 榜单排名一直保持前 25，且排名一度超过 TikTok。

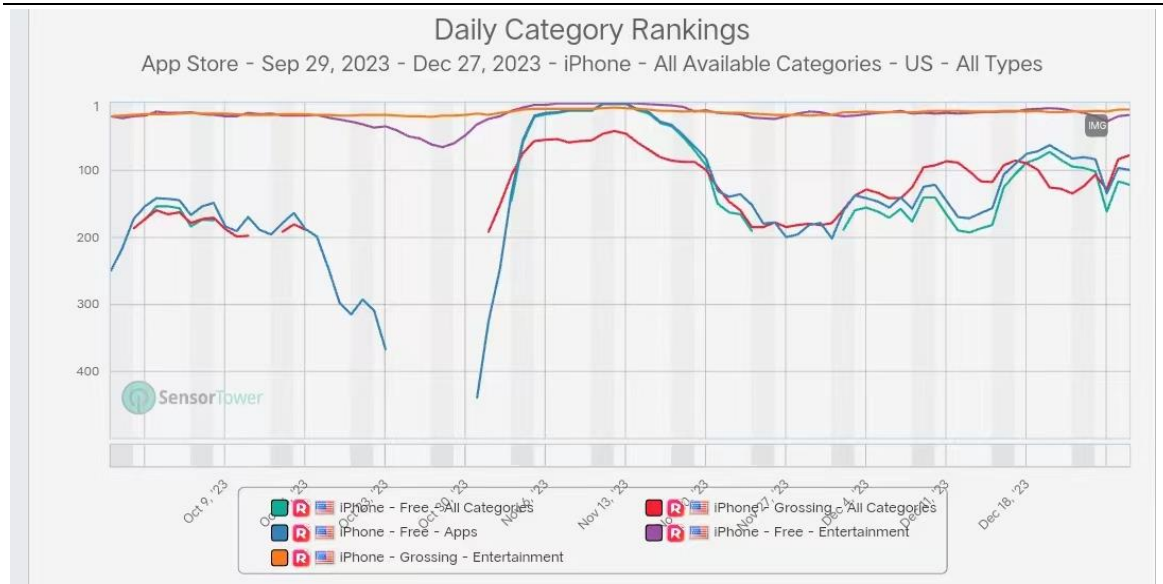
ReelShort 的短剧作品主要为海外当地拍摄、制作，因而更符合当地用户的审美偏好，题材主要包括“狼人”、“富翁”、“总裁”、“复仇”、“先婚后爱”等，人气剧集有《The Double Life of My Billionaire Husband》、《Fated To My Forbidden Alpha》等，播放量分别达到了 2.27 亿、1.1 亿，其余剧集的播放量也基本在百万、千万级别。Crazy Maple Studio 还推出了网文平台 Kiss 和互动小说平台 Chapters，市场反响好的小说可以作为短剧的剧本储备，小说平台和短剧平台之间也可以形成 IP 协同、促进用户转化，为了缩短时间差，ReelShort 也开始在三个平台同时上线同一个 IP，如《Fatal Temptation Between Two Alphas》。

图表 44. ReelShort 全球下载量



资料来源: Similarweb, 中银证券

图表 45. ReelShort 近三月在 App Store 娱乐类的排名保持前列



资料来源: Sensor Tower, 中银证券

短剧出海参与者众多，因地制宜打造差异化优势。除了 ReelShort 之外，安悦网络于 2022 年 10 月上线了 FlexTV，主攻以泰国为代表的东南亚市场，主要是在当地拍摄、制作；点众科技于 2023 年 4 月上线了 DramaBox，主攻美国市场，除真人短剧之外还加入了动画短剧；新闻时代于 2023 年 6 月推出 GoodShort，主攻北美市场，题材覆盖面广；九州文化分别于 2023 年 7 月和 2023 年 9 月上线了面向台湾市场的 99TV 和面向东南亚市场的 ShortTV，内容与大陆的短剧类似。

对于面向欧美市场的短剧，平台更多是选用当地剧本、当地演员，在当地进行拍摄和制作，目前，出海短剧的单部制作成本大多介于 15-20 万美元之间。对于中国港澳台地区以及文化差异相对较小的东南亚国家，平台可以将大陆剧集的音频和字幕翻译后直接上线，相较于在当地拍摄，能够节省成本。

图表 46.海外主要短剧 APP 情况

APP 名称	厂商	上线时间	热门国家/地区	定价	11 月下载量 (万次)	11 月收入 (万美元)	特点
reelshort	中文在线	2022 年 8 月	美国、菲律宾、英国、印度	0.4-1 美元/集	iOS: 200 Android: 200	iOS: 500 Android: 200	当地拍摄、制作
FlexTV	安悦网络	2022 年 10 月	泰国、美国、印度、菲律宾	0.2-0.8 美元/集 99.9 美元/年	iOS: 6 Android: 20	iOS: 40 Android: 40	当地拍摄、制作
DramaBox	点众科技	2023 年 4 月	美国、中国台湾、菲律宾、印度	0.3-0.5 美元/集 199.9 美元/年	iOS: 10 Android: 50	iOS: 100 Android: 80	加入动画短剧,与大陆剧集基本同步
GoodShort	新阅时代	2023 年 6 月	美国、菲律宾、印度、尼日利亚	0.3-0.9 美元/集 99.9 美元/年	iOS: 3 Android: 3	iOS: 40 Android: 20	包括大陆剧集翻译版和海外当地拍摄、制作
MoboReels	畅读科技	2023 年 7 月	美国、印度尼西亚、菲律宾	约 0.2 美元/集 49.99 美元/月	iOS: 10 Android: 40	iOS: 40 Android: 30	一部剧同时制作中文版和英文版
99TV	九州文化	2023 年 7 月	中国台湾、马来西亚、新加坡、中国香港	0.2-0.3 美元/集	iOS: <0.5 Android: <0.5	iOS: <0.5 Android: <0.5	大陆剧集翻译版为主
ShortTV	九州文化	2023 年 9 月	美国、菲律宾、印度	0.2-0.6 美元/集	iOS: 30 Android: 60	iOS: 70 Android: 30	包括大陆剧集翻译版和海外当地拍摄、制作

资料来源: 抖音、快手、微信官方平台, 中银证券整理

海外短剧的收费模式与国内略有不同, 不仅有单集收费, 还有订阅制收费。单集收费与国内模式类似, 每部短剧通常会开放 10 集左右的免费播放, 以吸引用户, 在免费集数放完后, 用户可以选择充值获得金币并逐集解锁剧集, 折算后通常为 0.2-1 美元/集, 每部短剧集数多介于 50-100 集之间, 因此看完整部剧集一般需要数十美元, 高于 Netflix、Hulu 等视频软件的月费。用户也可以通过看广告、签到等方式获取奖励金币。

为顺应海外用户的观看和付费习惯, 部分 APP 推出了订阅制模式, 年费在百元到数百元不等, 订阅会员后即可观看任意剧集, 对于使用频次较高的用户来说, 会员订阅较单集付费更实惠。综合主要短剧出海 APP 的收费模式和收入情况来看, iOS 用户的付费意愿更强; 主要面向东南亚、南亚、中国台湾的短剧 APP 的单集收费较低, 激励广告等各类奖励也比较丰富; 主要面向欧美的短剧 APP 的单集收费相对较高, 同时, 软件付费、会员制在欧美市场较为普及, 随着各平台片库的持续丰富, 订阅付费将更具性价比, 有望吸引更多长期用户。

新技术带领传媒行业进入新纪元

苹果 Vision Pro 有望引领内容领域进入空间计算时代

2023年6月6日，苹果的MR产品Apple Vision Pro正式亮相，售价3499美元，并将于2024年初正式发售。这款空间计算设备能将数字内容融入真实世界，为用户带来全新的3D交互体验。苹果CEO Tim Cook表示，“如同Mac将我们带入个人计算时代，iPhone将我们带入移动计算时代，Apple Vision Pro将带我们进入空间计算时代”。

Vision Pro在操作系统、交互界面、硬软件等方面都有突破性的进展，能显著提高佩戴体验感和沉浸感。

1) **革命性的操作系统和用户交互界面：**vision OS 搭载全新的3D界面以及全新的输入系统，透过自然光线和阴影的变化来帮助用户理解比例与距离，用户可通过眼睛、双手以及语音控制输入系统。为了帮助用户与周围人保持连接，Vision Pro还搭载了EyeSight，当有人靠近使用者时，设备的视区会变透明，让用户可以看见这个人，同时走近的人也会看到用户的眼睛，让他人知道用户在专注做什么。

2) **突破性的设计：**为实现性能、移动力和可穿戴性的完美兼容，Apple采用了最先进的材料。Vision Pro搭载众多尖端科技，采用3D成型与光学抛光的玻璃镜片，实现数字与现实世界的完美融合。铝合金边框与玻璃无缝对接，模块化设计满足个性化需求。眼罩使用柔软织物，适应不同脸型。可调节节带和3D织法头带提供舒适佩戴体验，头带易于更换尺寸和造型。

3) **无可比拟的硬件创新：**采用M2+R1双芯片设计，全新的R1芯片可处理来自12部相机、5个传感器和6个麦克风的信息，数据传输可在12毫秒内到达显示屏。

4) **丰富的软件生态：**Vision Pro可兼容iPhone和iPad上数以十万计熟知的app，同时开发者社群也能利用Vision Pro和visionOS设计全新的app。借助强大的空间计算，用户可在无限广大的屏幕上畅玩上百个Apple Arcade游戏，享受沉浸式音频，并支持游戏手柄。

5) **非可见现象的可视化：**通过技术专利US 11715301 B2，Vision Pro设备能够探测到非可视化现象在物理环境中的具体位置，并将其转化为可视化图像，并且，Vision Pro还能够为用户提供气味体验。

6) **虚拟机支持：**UTM开发者目前已在visionOS中成功模拟Windows XP。虽然他们还没有实现输入设备的支持，但这已成为UTM开发者未来计划实现的功能之一。

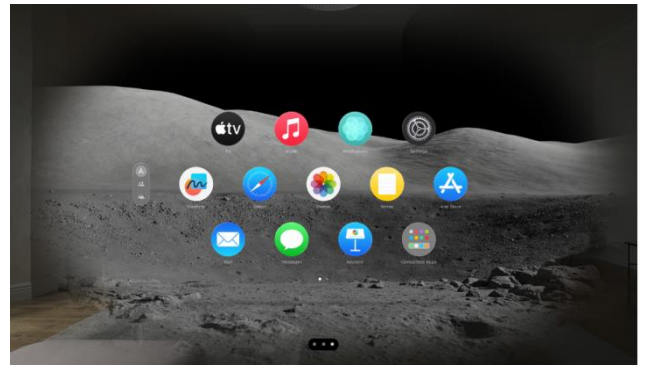
据界面新闻，苹果公司预计在2023年12月正式量产第一代MR（混合现实）产品Vision Pro，外媒预计该产品将在2024年2月正式发售，首批备货40万台左右，2024年的销量目标是100万台，第三年达到1000万台。由于OLEDOS显示屏的产能瓶颈被中国内地公司突破并进入一供，目前供应链已经做好了年产100万台的准备，目前内地供应链占比最高的是领益智造，单机价值量达到了250-300美元左右。界面新闻还表示，领益智造已在2023年下半年于东莞常平某工厂招数千员工，并准备了几十条产线。

图表 47. Apple Vision Pro 开启空间计算新时代



资料来源：苹果官网，中银证券

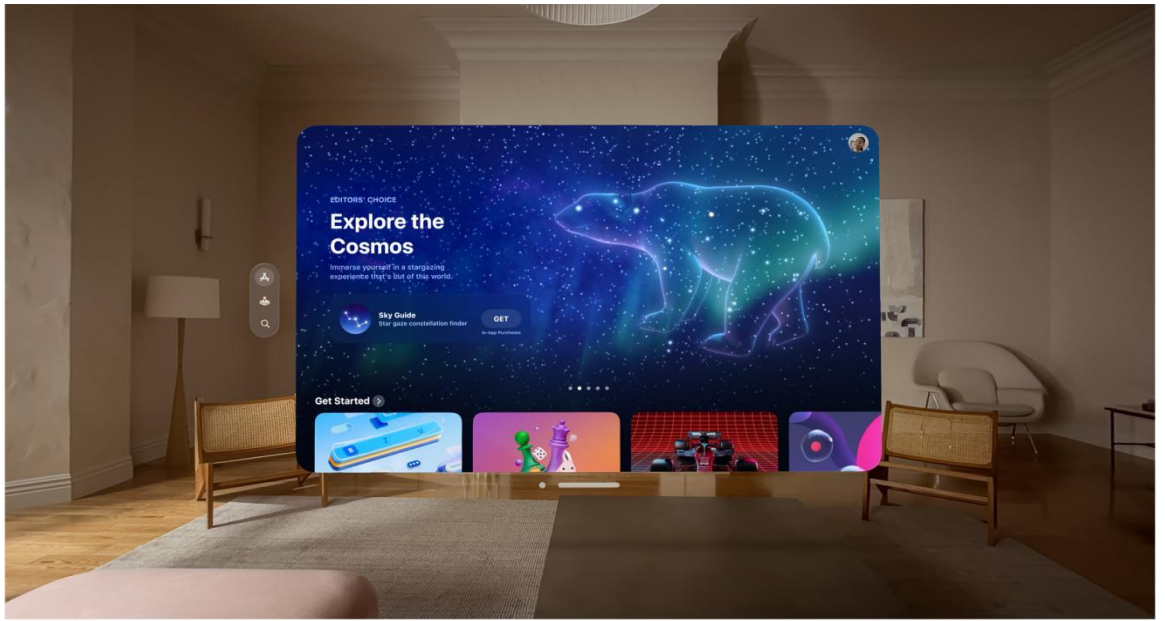
图表 48. visionOS 苹果首个空间操作系统



资料来源：苹果官网，中银证券

Vision Pro 带来的新标准及范式，有望带动全新的内容生态系统的建立和发展。目前苹果积极拓展 MR 应用和游戏等软件生态圈，为用户带来更加多样化的体验。Vision Pro 具有全新的 App Store 供用户发掘应用，可兼容 iPhone 和 iPad 上的 app，支持 100 多款 Apple Arcade 游戏。此外 Disney+ 将登陆 Vision Pro，苹果还与 Unity 合作，将用于使用 Unity 的新 PolySpatial 技术构建 AR 应用程序。同时苹果还鼓励开发者社群深入利用 Vision Pro 和 visionOS 设计全新的 app 并为空间计算重塑现有 app 体验。

图表 49. Explore the Cosmos



资料来源：苹果官网，中银证券

Vision Pro 不仅打破了传统 VR 头显的应用场景局限，更重新定义了头显的新范式。MR 技术在 B 端、C 端的应用前景广阔。

在 B 端，1) Vision Pro 可作为生产力工具，提高工作效率。visionOS 提供 3D 界面并且不受空间限制，用户可体验全新的多任务处理方式，定制完美的个人工作空间。目前，微软成为首批入驻 Vision Pro 头显的开发商之一，宣布 Word、Excel 和 Teams 等应用率先登陆该平台，方便佩戴者在头显环境中协作办公。2) Vision Pro 可兼容 iPhone 和 iPad 应用，苹果还将打造全新的应用商店，以供开发者专门为 MR 头显开发应用和内容，以及其他兼容 iPhone 和 iPad 的应用程序。

在 C 端，1) 摄影方面，苹果的 Vision Pro 具备 3D 相机功能，加之空间音频，能让用户沉浸体验在画面中。iPhone 拍摄的全景照片能在 MR 头显中展开并围绕用户，带来身临其境之感带来曾经置身其中的感觉。2) 视频通话方面，Vision Pro 打造了充满空间感的 FaceTime 通话，并且利用机器学习技术即时反映用户的脸部及手部动作。用户还可以通过同播共享一同看电影、浏览照片或是合作演示。3) 在观影上，3D 显示+虚拟空间环境+互动打造沉浸式观影体验。通过两个超高分辨率的显示屏以及先进的空间音频系统，Vision Pro 可将任何空间转换成个人影院，实现空间全景环绕、音频环绕，打造优质观影体验。4) 游戏端，空间计算让新游戏类型得以成真，游戏可提供各种沉浸程度的体验，带玩家进入全新世界。目前有超过 100 个苹果 Arcade 游戏资源，苹果还与 Unity 合作 MR 游戏开发。MR 技术能给游戏玩家带来更加真实的交互体验，增强游戏沉浸感以及带来创新的游戏玩法，未来有望替代传统游戏机。

海外 AI 三足鼎立，多模态 AI 大模型引领发展趋势

目前海外 AI 大模型领域主要由 OpenAI、Google 以及 Meta 引领，三者各具优势，三足鼎立格局逐步形成。

其中 **OpenAI** 得益于对先进算法模型的集成以及较早的商业化运作，在当前大模型竞争中具有较为明显的优势地位。目前基于 GPT 的应用生态也已逐渐繁荣，数款微软旗下产品（Bing、Office 工具、浏览器等）、代码托管平台 GitHub 等均已接入 GPT。

Google 以其多年积累的技术和庞大的人才队伍一直被视为人工智能领域的领军者之一，2023 年 12 月 6 日 Google 多模态大模型 Gemini 面世，标志着 Google 在人工智能领域与 OpenAI 来到同一水平线。该模型具备以下能力：1) 识图能力：理解图像/视频内容并进行总结推算；2) 推理能力：根据用户要求定制体验；3) 代码编写：理解、解释和生成高质量代码，成功率达 75%；4) 理解复杂的书面和视觉信息，Gemini 可根据用户要求处理文字与图片交织的内容，提取相关数据，还能借助多模态能力进一步将数据处理成图表，并根据代码指示后期自动更新。

与 GPT-4 相比，在通用、推理、数学、编码等能力的多个基准测试中，Gemini Ultra 都略优于 GPT-4。同时 Google 在发布时特意强调了 Gemini 原生多模态(natively multimodal)的特性。与传统的多模态模型不同，Gemini 从一开始就对不同的模态进行预训练，然后再用额外的多模态数据对其进行微调。在生态布局方面，Gemini 1.0 包含了 3 个不同量级的优化版本：Ultra、Pro 和 Nano，分别对应不同的使用场景和需求。Ultra 适用于高度复杂的任务，主要面向数据中心和企业应用；2) Pro 性能平衡，广泛适用于各种任务；3) Nano 则效率最高，并且有望本地部署，适合 C 端应用，有能力拓宽使用场景。同时除了 Google 生态的 App，Nano 还支持接入 Android 系统，第三方开发者也能通过应用适配的方式调用手机自带的 Gemini 模型能力。

图表 50. Google 多模态大语言模型 Gemini



资料来源：大数跨境，中银证券

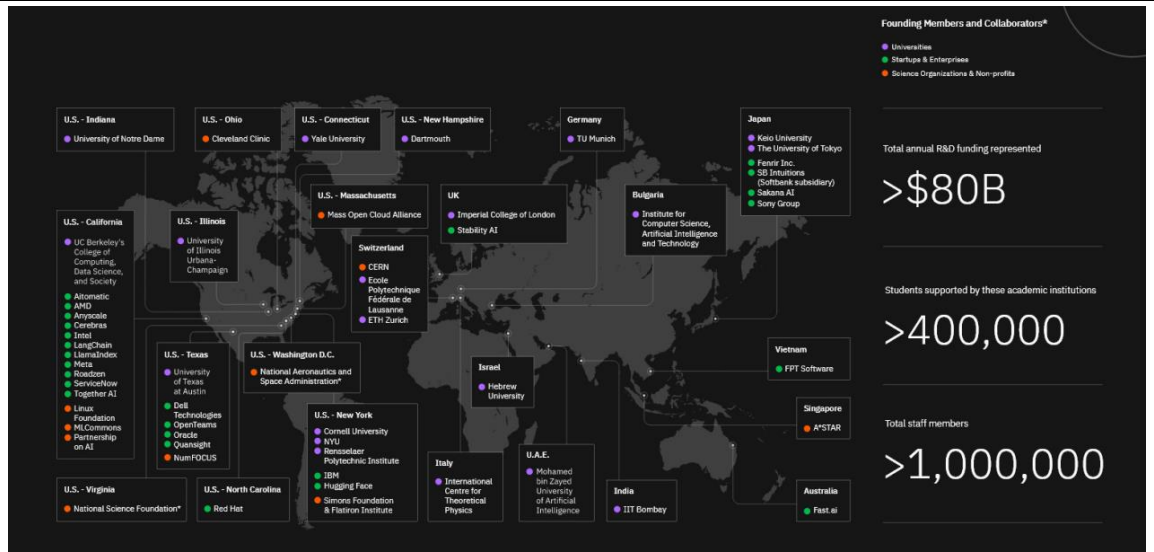
图表 51. OpenAI 多模态大语言模型 GPT-4v



资料来源：公司官网，中银证券

目前 Meta 的 AI 模型相对处于落后位置，不过由于开源了 Llama 系列的大模型而受到了开源社区的追捧。2023 年 12 月 5 日，为重塑 AI 格局，由 Meta 及 IBM 牵头，总计 50 余家科技公司、高校和机构共同成立了——AI 联盟 (AI Alliance)。具体来看，联盟成员包括 AMD、英特尔、戴尔、甲骨文、索尼等老牌科技公司，Hugging Face、Stability AI 等在 AI 浪潮下崛起的初创公司，以及 UC 伯克利、耶鲁、康奈尔等计算机领域的知名院校。联盟成立的首要工作，是将发布一个用于评价人工智能安全性和模型验证的基准测试工具，有望更好处理监管和安全问题，培育自有人工智能生态系统。同时通过开源与广泛的不同利益团体协力达成长期技术合作，有助于低成本技术完善、探索商业化模式以及带来营销价值。

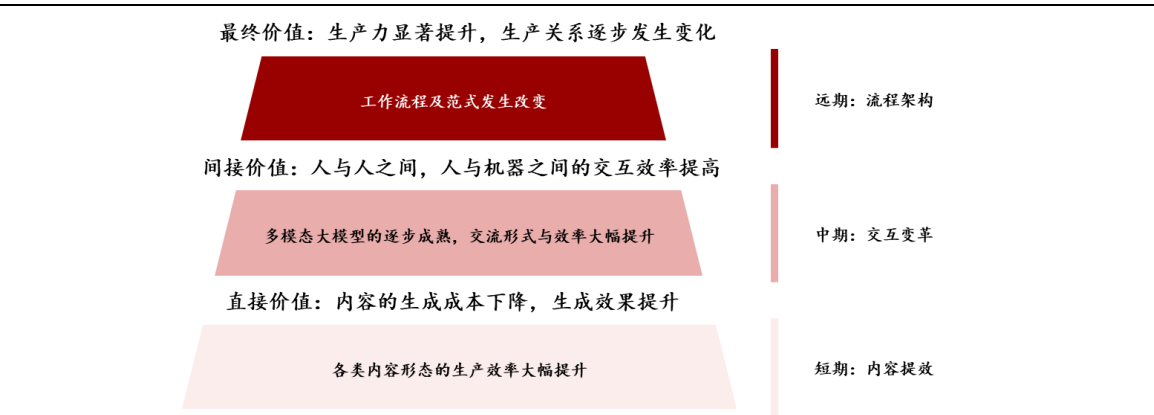
图表 52. AI 联盟 (AI Alliance) 成员



资料来源: SDNLAB, 中银证券

我们认为 AI 的价值由短期到远期可以分为三个层次：短期直接价值，即改变诸多模态内容的生产方式，提升生产效率，优化生产环节中大量重复性工作，降低内容创作的门槛与成本，加快优质内容生产。中期间接价值，即在多模态大模型的逐步成熟下，提升人与人之间、人与机器之间的交互效率。远期最终价值，即生产力显著提升后，生产关系发生重构。

图表 53. AIGC 应用的直接、间接、最终价值



资料来源: 甲子光年《2023 年 AIGC 应用与实践展望报告》，中银证券

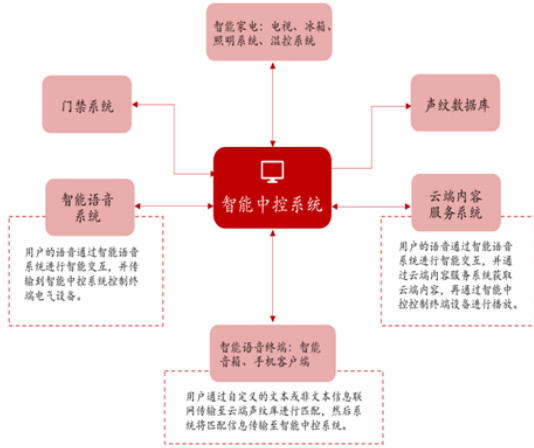
现阶段，受限于人工智能技术发展水平，人与 AI 的交流方式很大程度上限制在文字形式，文本输入和输出限制了 AI 系统理解和响应用户的能力，因为语言表达往往存在歧义，而且**精准描述问题通常**需要用户具备特定的技术背景，门槛较高导致 AI 工具目前未能广泛普及。

然而，人工智能领域头部公司正持续推进 LMMs（多模态大语言模型）研发，GPT-4V、Gemini、ImageBind 等模型已初步实现从视觉、音频和文本等模态中收集信息。随着多模态技术的逐渐普及，这一格局正在发生变化。多模态 AI 系统结合了不同的感知方式，如图像、语音和文本，使得用户可以更自然、直观地与 AI 进行交流。这种综合感知的能力不仅提供了更全面的信息，还有望极大降低用户描述需求的门槛，使得普通人能够更轻松地与 AI 进行沟通和协作。

通过多模态技术，AI 系统能够更好地理解人类的意图，并更准确地回应复杂的请求。这不仅有助于提高用户体验，还拓展了 AI 在各个领域的应用潜力，包括医疗、教育、娱乐等。因此，随着多模态交互的普及，我们有望看到 AI 在社会、经济和科技领域中的影响力显著增大，为人们创造更多的价值和便利。

我们预计，未来基于多模态 AI 模型的交互系统将成为操作系统的主要形式，应用程序与指令逻辑将根据 AI 交互平台进行重新设计。目前，AI 大模型已逐步取代了一些应用的传统操作模式，随着算力成本的降低和 AI 模型的轻量化，预计其可替代操作模式将进一步泛化，广泛应用于智能家居、工业自动化、智能物流、智慧城市以及其他 2C 应用领域。

图表 54. AI-智能家居解决方案



资料来源: 平安云, 中银证券

图表 55. New Bing 带来全新的搜索体验



资料来源: CSDN 资讯, 中银证券

AI Agent 也被认为是 AI 应用发展的下一个方向。AI Agents 可定义为 LLM、记忆 (Memory)、任务规划 (Planning Skills) 以及工具使用 (Tool Use) 的集合, 其中 LLM 是核心大脑, Memory、Planning Skills 以及 Tool Use 等则是 Agents 系统实现的三个关键组件。从原理上说, AI Agent 本质是一个控制 LLM 来解决问题的代理系统, LLM 的核心能力是意图理解与文本生成, 如果能让 LLM 学会使用工具, 那么 LLM 本身的能力也将大大拓展。OpenAI 联合创始人 Andrej Karpathy 表示, 虽然 OpenAI 在大模型上比别人快一步, 但在 AI Agent 领域大家都处在同一条起跑线上。

GPTs 便可视作 OpenAI 发力 AI Agent 的一个雏形, 它是 OpenAI 开发的一个工具, 可以使用户在不懂编程的情况下, 通过简单聊天的方式创建拥有专属技能的 GPT。目前海外 GPT-Store 应用广泛, 已凭借先发优势形成生态。GPTs 开放的一个月内, 非官方 GPT 商店 GPT Hunter 便已汇聚 3.3 万个 GPT。根据 GitHub 用户 1mrat 及智东西, 自 GPTs 发布至 2023 年 11 月 29 日期间, 全球流量排名 Top50 的 GPT 助手覆盖设计、营销、科研、教育、生活、办公、游戏、编程等各个领域。其中 ChatGPT 官方发布的 16 个 GPT 稳居榜单前列, 尤其是 DALL·E 数据分析 (Data Analysis)、ChatGPT 经典版、创意写作教练 (Creative Writing Coach)、ChatGPT-狂野修改 (ChatGPT - Hot Mods) 占据前五, 合计拿下了近 70% 的流量份额。而非官方 GPT 主要集中于科研、教育、编程、网站搭建和视图设计等领域, 基于 2 亿篇学术论文作答的研究 GPT (ResearchGPT)、个性化 AI 家教应用驯鹿先生 (Mr. Ranedeer)、解答技术问题的 AI 专家 Ai Gpt 排名靠前。

图表 56. 全球流量排名 Top10 的 GPTs

序号	名称	份额(%)	开发者
1	DALL·E	33.38	ChatGPT
2	Data Analysis	15.45	ChatGPT
3	ChatGPT Classic	11.88	ChatGPT
4	Creative Writing Coach	4.96	ChatGPT
5	ChatGPT - Hot Mods	3.28	ChatGPT
6	The Negotiator	2.73	ChatGPT
7	Math Mentor	2.36	ChatGPT
8	Cosmic Dream	2.06	ChatGPT
9	Canva	1.76	Canva
10	Coloring Book Hero	1.76	ChatGPT

资料来源: 36 氪, 中银证券

人工智能已开始逐步改变中国各行业的格局。在AI浪潮中，中国各大企业纷纷在不同领域展开布局，致力于开发各类智能应用，以提升用户体验、提高生产效率，并推动行业的进步。目前中国上市公司已推出或开发中的垂类产品已涵盖了从图片处理、游戏开发、文字创作、教育等多个领域的广泛应用。

图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品

公司	产品	功能
美图秀秀	AI 视觉创作工具 WHEE	可以通过文生图、图生图、图生文等模式，生成各种风格的绘画作品，支持中英文输入，用户还可以上传自己的图片作为模型。
	AI 口播视频工具开拍	可以帮助视频创作者实现前后文、文案创作、提词器等功能，还可以根据视频类型进行智能剪辑，并提供基于 AI 的实时美颜。
	桌面端 AI 视频编辑工具 WinkStudio	可以提供更丰富和更高定制性的视频编辑功能，如瑕疵消除、一键抠像、AI 美颜调色等，还有一些特效滤镜，如真人视频转动漫风格。
	美图设计室 2.0	可以为商业用户提供专业的设计服务，如商业摄影、商业设计、商业视频等，支持一键生成物料、一键上架售卖等功能。
	AI 数字人生成工具 DreamAvatar	可以根据用户的需求，生成各种风格和特征的数字人物，如卡通人物、真人模特等，还可以对数字人物进行动作和表情的控制。
	美图 AI 助手 RoboNeo	可以为商业用户提供智能的客服和营销服务，如自动回复、智能推荐、数据分析等，还可以根据用户的行为和喜好进行个性化定制。
掌趣科技	美图视觉大模型 MiracleVision (奇想智能)	可以为商业用户提供强大的视觉计算能力，如图像识别、图像生成、图像增强等，还可以根据不同的行业和场景进行定制化开发。
	AI 游戏创作平台	游戏开发工具 (编辑器) + 游戏分发平台。支持玩家快速生成自己规划的城市、拥有 AI 功能的数字人，可以实现智能实时交互和丰富的游戏剧情创作，使游戏玩家感受足够拟真的沉浸式游戏体验。通过编辑器开发的游戏，未来将在“AI 游戏创作平台”发布，产生的收入会在平台和游戏开发者之间分配。
	LayaAir 3.1——AIGC 引擎	在城市场景智能生成、AI 数字人生成与交互、建筑实时编辑和交互等已知功能基础上，新增了天气控制、职业角色扮演等细节功能以及服装、武器、载具等数字资产编辑器的展示。
中文在线	AI 智能搜索	为游戏开发者提供更加高效、智能的开发工具，更好地服务小程序游戏等游戏类型及相关内容开发生态，为广大开发者和合作伙伴提供 AIGC 基础设施、技术迭代、商业化等全方位服务与支持。
	AI 主播	“AI 主播”实现了单播、双播、多人播制作方式，支持制作玄幻、悬疑、武侠、历史、言情等不同类型的作品，实现旁白、角色音的区分，演绎更加丰富和贴合剧情。直接输入文本，通过由神经网络搭建的黑盒部分，输出合成高质量仿真音频(有声书)，加速了网络文学到音频内容的生产能力，“AI 主播”录制的有声书时长已超过 18 万小时
视觉中国	全球首个万字创作大模型“中文逍遥”	具备强大的故事生成能力，创作者只要简单输入灵感构思，甚至一张图片，3-5 分钟就能自动生成一篇逻辑清晰、语句顺滑的万言小说，并可实现一次读懂 100 万字小说。此外，“中文逍遥”大模型还具备“体系设定”“文学评论”“通识问答”“插画师”等功能，能够为不同需求的创作者提供强力辅助。
	AI 智能搜索	AI 智能搜索基于多模态、自然语言理解以及知识图谱等人工智能技术，让用户不再局限于通过“关键词”进行检索，用户可输入自然语言、文章标题、文章内容、广告文案等，AI 智能搜索能够更加快速准确地定位自动找到对应的图片、视频，大大提升了搜索效率。
	AI 创意工具	用户可通过该工具中的“模特转换”“插画转换”功能在线对版权图片进行二次创作，在提高内容生成效率的同时，还能提高内容多样性。
	AI 灵感绘图	根据文字，可以生成摄影、卡通、3D、插画四种不同风格的图片素材
	AIGC 定制案例	高效定制职业人物，塑造真实可信的企业形象，不用拍摄、选择丰富、支持定制。AI 赋能 IP 形象延展，打造千变万化的数字藏品创新，让您的 IP 角色更加更富多样，适应不同的场景和需求。

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券整理

续 图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品

公司	产品	功能
果麦文化	AI 校对产品	公司积极部署 AI 赛道，利用多年来积攒的标注数据训练大语言模型，在基于理解语义的基础上通过 AI 实现校对的自动化、智能化，推出卡位出版级别的校对产品，成功打破当下文字校对工作领域的技术瓶颈
	中国首款专业动漫图文模型与 AI 工具	基于爱漫阁海量的专业动漫领域垂直数据集以及完全自研的多模态模型，漫画创作者可以用极简操作完成「草稿勾线」、「线稿上色」、「场景生成」等多种工作；输出漫画中间过渡帧，提高漫画生产效率；AI 动画模型同时作为生产工具，将公司 IP 影视化，大幅节约成本
掌阅科技	小说 IP 对话交互应用“阅爱聊”	中国阅读行业第一款对话式 AI 应用，产品依托 AI 大模型赋能数字阅读场景，背靠掌阅海量数据内容优势，聚焦阅读过程中的“聊书”“聊人”两个场景，为用户提供创新体验的阅读交互方式。“阅爱聊”用户可与系统中设定的角色形象进行对话，如孔子、乔布斯、武则天、周公、唐僧等，帮助用户阅读各种类型的文本内容，用聊天对话的形式了解经典和名著。
思美传媒	智己汽车智能座舱	打造强大的智能语音对话功能，成为首个实现垂类 AIGC 生成式大模型商业化落地的高端新能源车品牌。具备问答&对话闲聊场景、语音交互游戏、角色扮演、多意图理解、文生音乐、文生图等功能。
中国科协	SciEngine 学术期刊全流程数字出版与知识服务平台 V3.0 版本	通过人工智能和大数据技术，进一步提升了该平台论文投稿、内容生产、数据仓储、资源发布、学术提升、国际化推广及科学评价等全链条出版服务。
蓝色光标	虚拟音乐人“K”	“K”是一名来自于元宇宙的虚拟音乐人，“她”的诞生是为了致敬那些推动人类进步的先锋女性。同时，“K”主张“Every girl can be her own King”（King 指代一种绝对权力象征而非性别身份，因此把 King 缩减为 K 来去除性别指代），每个女性都可以掌控自我、主导人生。未来，“K”将用音乐传达态度，成为人类女性的“元宇宙姐妹”。
	数字虚拟人“苏小妹”	数字虚拟人&苏小妹是元宇宙里诞生的苏小妹，她既保留了对中华文明的美好憧憬与向往，也融入了虚拟技术的创意表达。她热爱诗词歌赋，国风舞蹈，同时将不断学习，体验现实世界的美好日常。
	数字藏品平台 MEME	MEME 致力于成为 Web3.0 时代品牌数字资产的经营平台与互动社区，将集“故事+技术+艺术”之力，搭建元宇宙的数字资产枢纽，连接品牌、内容创作者和数字艺术家，为用户提供前所未有的数字藏品交互体验。
	数字人制作产品“分身有术”	真人数字分身驱动平台，为各行各业各领域关键人，提供基于“分享”场景下的低成本、高效率、超写真的解决方案。仅靠 20 分钟视频，即能生成真人数字分身。数字分身创建后，即能解锁新技能——用文字驱动数字人动起来。除了形象的还原，这个数字分身还能真实还原个人音色，实现有温度、有感情、零距离感的真实分享。
易点天下	虚拟直播间产品“蓝标智播”	可以帮助商家实现 24 小时全天候带货直播，无需真人值守。通过 30 分钟后台配置，商家即可在主流电商直播平台，实现 7*24 小时自动直播。
	Blue AI	Blue AI 是定位为基于大数据语言模型和视觉模型的营销行业模型。它定向服务营销行业内的不同领域，并针对特定场景，利用垂直数据和 know how 提高解决问题的能力，（比如实现更精准的洞察能力，实现更快速并符合预期的信息搜集，以及更贴近品牌诉求的视觉输出和更高效的社媒运营）。
	KreadoAI	KreadoAI 以“AI 数字人、A 模特、AI 工具、AI 创意资产”4 大解决方案为依托，可为全球用户提供包括 AI 数字人口播视频、1:1 真人数字人分身克隆、语音声纹克隆、AI 生成营销文案、AI 文本配音、AI 智能抠图、AI 模特生成及智能穿戴产品等在内的多场景解决方案，并且可以对营销投放前、中、后的创意趋势洞察、素材营销效果数据分析和人气内容分析，进行数字化营销管理。KreadoAI 实现了 AI 技术、服务解决方案场景、营销数据的闭环，能够通过持续营销数据反馈与迭代，快速实现增长飞轮效应，在营销领域全链路的降本提质增效上，效果显著。

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券整理

续 图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品

公司	产品	功能
因赛集团	营销内容智能创意生成平台“因赛引擎 INSIGHT engine”	<p>广泛应用于直播营销、平面广告、社媒营销电商广告、创意延展等多个营销场景，已在互联网、家居、家电、大健康等行业的部分客户服务中投入使用，有效地提升了创意生产效率与营销效果。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.提供海量高品质的平面视觉模板，覆盖直播间等多种应用场景，用户选择模板即可智能生成设计，并可使用数字资产管理自动实现品牌视觉统一性，目前已接入近千款中英文字体及海量正版图片素材。 2.基于有效的裂变营销方法论，提供上千款不同应用场景的裂变活动海报模板，可高效完成活动配置，一键替换产品与素材，实现低成本高效率的用户增长，助力私域流量转化及变现。 3.针对海外营销业务，收录多种中国外主流的媒体渠道尺寸规范，提供多国语言一键更换与多渠道多尺寸一键延展等智能延展功能。 4.提供上千款电商详情页海报模板及对应的店铺装修方案，针对不同电商场景配备各类电商渠道的商品图制作规范。可一键生成并延展电商渠道设计物料，轻松应对各大促节点场景的电商运营需求。 5.针对各短视频平台特点，提供上千款短视频创意样片及脚本，可一键替换产品视频内容，一键短视频素材智能优化与包装，实现批量短视频内容剪辑。
	InsightGPT	<p>该大模型是营销行业应用级大模型，将 AIGC 技术与营销策略洞察、内容创意生产、传播投放及效果转化等环节深度融合，助推营销行业生产力的质效提升。不仅集纳了图片创作、文案生成、数据分析、智能剪辑等基础能力，更着眼于营销全流程，通过算力+算法的加持让技术更有“智慧”，提升生成内容与营销品牌的契合度，更贴近实际应用场景。</p>
浙文互联	“米画“AIGC 绘画创作工具	<p>创作者只需要向米画发出集合主题、环境、构图、灯光、颜色等画面描述的指令，就能很快生成涵盖多种尺寸、风格、流派的的画作，成为符合要求的数字艺术品，并通过米塔平台实现创意变现。</p>
	“米文”AI 辅助写作工具	<p>结合最新 AI 技术，专注 AI 内容创作，包括大纲生成、文案扩写润色等功能。帮助用户快速生成高质量的文字内容，提高写作效率。</p>
	元宇宙场景生成工具“数字战士”	<p>数字特效师们只需要给出 Prompt 提示词或参考设计，数字战士就能快速生成满足商业需求的元宇宙场景，批量生成拥有独特形象的虚拟人。</p>
	数眸	<p>“数眸”运用成熟的图生视频、高清修复、换脸等 AI 技术，用户通过“数眸”拍照即可快速生成自己的分身数字人视频；未来还可个性化定制风格、声音、语言等，为用户提供全新的社交与生活体验。</p>
天下秀	灵感岛 AI 创作助手	<p>灵感岛内嵌天下秀旗下全链路社交数据分析平台、预设 30 余种中国创作者常用的写作应用场景，能够对社交平台的热门内容进行智能分析，在不同需求场景下，自动调优生成高效的文本内容。</p> <p>可以为自媒体创作者提供创作灵感、辅助冲浪达人玩转社交媒体、解救职场打工人写报告/回复邮件；还可以速成策划案、升级营销话术。</p>
	魔方 Mix-AIGC 短视频智能营销助手	<p>基于各类 AI 大模型，以更加贴合业务场景为导向持续迭代，对智能脚本和智能视频工具进行全面优化。同时针对智能创编和智能时报模块，新增拓展投放场景，优化操作流程，提升服务吞吐量。智能营销助手持续识别高频业务场景并加以融合，实现管理和运营的全局优化，为公司带来全新的数字化价值提升。在智能营销助手加持下，公司聚焦抖音、快手两大媒体平台，为众多品牌商家、中小商家提供涵盖数据分析、用户洞察、投放优化、创意提效、品牌运营的全链路智能营销服务。</p>
天娱数科	Meta-Surfing 元享智能云平台	<p>通过 AIGC、大模型、智能学习、3D 动作数据库、专精知识库等多类型智能算法和资源，打造打造技术、内容、营销三位一体的全栈式数字人解决方案，并延伸出元趣 AI、元享数字魔盒等软硬件产品，涵盖数字人直播、数字人代言、数字人员工等多种应用，不断降低使用门槛，广泛适配多种行业、多种场景。报告期内公司自研 AI 多模态感知交互系统，为数字人注入“灵魂”，呈现有记忆、有情感、多感知、超写实的全拟真人类个体。</p>
	Meta Surfing Digital Magic Box-元享数字魔盒	<p>基于“NetaSurfing-元享智能云平台”底层技术延伸打造的 3 视觉呈现与 AI 数字人实时交互设备，支持高清音频装置、红外触摸、图像识别等多种智能化配件，可为企业接待、展览销售、广告、娱乐等场景带来智能化沉浸式的体验。</p>
	移动应用分发智能推荐系统	<p>以智能推荐算法为核心，通过数据接入、模型训练进行数据诊断与校验，不断优化推荐体验，及时精准地为用户推荐相匹配的产品或内容。持续为抖音、快手、小红书等头部应用提供推广服务。</p>
	AI 内容营销系统	<p>基于“数据智能+网络协同”，构建了涵盖影视剧、电梯媒体、综艺、栏目授权的全场景 AI 内容营销体系，通过标签筛选、智能匹配，在线监播、效果归因，实现了品牌内容营销的“千人千面”。</p>

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券整理

续 图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品

公司	产品	功能
吉宏股份	电商智能设计与素材生成垂类模型 GiiAI	GiiAI 不仅能智能收集和参考关联商品相关的图文/视频素材内容,极大丰富公司商品广告视频素材的广告创意,还通过建立视频生成模型,自动捕捉与识别基础视频内容并将多段基础视频素材快速优化生成新的视频素材,并且生成过程中时时智能翻译视频中的文本内容,最终向设计师推荐最佳视频素材,设计师还可在此基础上,调用不同视频素材组合通过 GiiAI 裂变出新的短视频广告素材,设计师再在此基础上进行人工优化,极大的丰富了公司视频广告素材内容和提高了设计师日常工作效率。
	智能投放助手 G-king 吉客印	G-king 擅长根据历史数据及实时广告效果数据进行机器学习进而生成广告投放建议,深度赋能每位优化师。 G-king 不仅能够基于积累的线路用户兴趣数据,搭建文本聚类算法,在进行聚类与挖掘后为用户推荐线路上的热门商品,并且结合用户标品,并且结合用户标签、商品标签以及商品关系体系,智能推荐用户潜在所需商品,并利用自主研发的热销推荐、组合推荐、商品推荐等功能提升广告转化率和客单价; G-king 还支持一键投放多个社交网络平台,减少优化师在广告投放流程中简单重复性的广告操作时间,时时反馈广告投放中的经营数据并智能化推荐出更合理的广告投放建议,辅助优化师作出增减广告投放预算、关停广告等投放决策,避免优化师因没时间查看或忘记查看广告投放效果或明显错误操作广告投放带来的损失。
	电商文本垂类模型 ChatGiiKin-6B	公司在 Transformer 基础上自主研发电商文本垂类模型 ChatGiiin-6B,不仅可以时时对商品标签体系数据进行训练和丰富,帮助选品优化模型在效率和平台、时间、商品特征四人主要维度进行选品决策,进一步提升规模化选品的效率和选品质量,还可以通过不同的提示词,由系统调用 ChatGPT 自动生成不同商品标题、关键词和商品描述,辅助选品师快速梳理商品卖点并自动化生成匹配的广告文案,提升选品师的工作效率,并且系统自动生成的广告文案在文本逻辑、文本丰富度、语言准确性方面已超过公司选品人员的平均水平,对公司商品广告的质量及转化效率起到了积极作用
值得买	“AI 评论机器人”	可以根据文章内容自动生成对用户购买决策有价值的评论,同时用户可以与机器人进行互动,以此活跃评论区氛围,并提升用户的参与感
	“AI 购买建议”	该功能可自动提炼商品的核心买点,帮助用户更准确、更高效地作出购买决策。
	“私人购物助手”(研发阶段)	通过引入对话式机器人助手的方式,为用户提供更好交互、更佳体验、更高效率的消费决策。
奥飞娱乐	值得买辅助创作平台 (ZDM-Copilot) (未来计划)	帮助创作者降低创作难度、提高创作效率,产出更多优质的消费内容,促进平台内容生态的健康发展。
	首个儿童版 ChatGPT 产品“智娃”(旗下投资的 AI+儿童教育领域独角兽图灵机器打造)	产品功能价值可总结为“学习助手、成长伙伴、英语私教”,具体如下:通过强大的 AI 学习工具、优质学习内容,“智娃”是儿童/父母非常实用的辅导学习助手;通过 AIGC 创作有趣故事、益智小游戏、有益对话、知名 IP 等,“智娃”是儿童的快乐成长伙伴;通过创新 AI 交互内容方式,“智娃”为儿童提供 1 对 1 的 AI 英语启蒙教育、是儿童的家庭 AI 英语私教。
	“喜羊羊与灰太狼”小程序	该测试版本接入了喜羊羊 AI 孪生数字人功能模块,相关产品充分利用公司数字资产资源,在表情、动作、语言等方面贴合喜羊羊动漫 IP 形象及性格设定,并建立内容边界以控制对话安全性,符合用户应用场景需求。
佳发教育	灵汨教育大模型	具有百亿级的参数量,并且通过教育领域的专项数据,完成百亿级的 Token 训练数据的二次预训练,千万级 Token 的指令数据专项场景微调,在教育场景中比通用大模型具有更强的适配能力、更高的精准度、更优的性能。
	英语机考 AI 解决方案	基于语音识别、自然语言处理能力,打破传统考试束缚,通过智能移动端实现“一张卷让考试更公平、高效”的目的。通过 AI 英语学习助手小灵老师的课标认知与引导能力,帮助学生实现个性化学习与辅导,轻松完成课标知识点、单词语法、考核目标的有效掌握,让学习更有趣、精准、高效。通过三大智能数字终端、四大能力系统、五大 AI 技术应用,让英语听说考试的考前、考中、考后的组织实施更加精细化、智能化;同时助力全学科无纸化考试的落实,突破性地实现了无纸化考试与传统纸笔考试答题形式的高度统一。
	智慧体育整体解决方案	依托 AI 人工智能、机器视觉、大数据分析等先进技术,从教、学、练、评、考、研等六个方面全方位支撑体育学科建设和智能评测,对学生各类体育项目实现精准测量、个性化的智能分析和指导,满足考试院、管理者、老师、学生的不同需求,实现更加智慧化的体育教学和管理,构建全新的智慧体育校园。

资料来源:公司公告,公司官网,中银证券整理

续 图表 57. 中国传媒行业主要上市公司在 AI 垂直应用方面的产品

公司	产品	功能
南方传媒	粤教 AI 听说	是一款面向中小學生日常語言學習所需“聽、讀、背、默”的融合出版產品。產品分為教輔資源、課內同步和課外拓展三大主要板塊，用戶可以完成英語、語文學科教材教輔聽力、口語、單詞、課文、字詞的聽、讀、背、默練習，進行趣配音、經典誦讀等課外素質拓展提升訓練，實現 AI 智能多维度測評、自動評分、糾正發音。
	花城評測	艺考評級系統，背靠花城社的音樂教材資源
	AI 圍棋	與愛思通合作推出的新品人工智能少兒圍棋。
	AI 合家歡平台	包含教案、課件、教學軟件、資源包和增值服務等，產品主要場景為 16:30 放學後的一段托管時段，屬於非學科類素材
恒信東方	人工智能家庭教育機器人“斯泰同學”	公司自主開發的，以倡導兒童積極天性的發現和培養為核心理念，提供寓教於樂陪伴式家庭教育、家園共育解決方案。AI 合家歡平台提供的產品目前主要包括面向家庭教育市場的“斯泰同學”智能硬件，面向幼兒園渠道的“斯泰雲教室”。AI 合家歡平台應用業務涵蓋了硬件設計、軟件開發、內容製作、IP 運營、渠道建設、終端銷售等各個環節。 “斯泰同學”是恒信東方自主研發的 AI 合家歡平台的硬件載體，是面向 2—8 歲兒童推出的以數字影像、計算機視覺為基礎，以兒童生活場景為核心，以家庭為單位，提供陪伴、教育、娛樂等多項綜合功能的 AI 家庭教育機器人。 斯泰同學涵蓋了國學、故事、兒歌、舞蹈等方面的內容，滿足孩子們幼年階段的知識需求，還為孩子提供了成長所需的語言表達、邏輯思維、積木搭建、科學實驗、習慣培養等大量精選課程，讓孩子們在家也能學得開心。
	斯泰雲教室	其次，斯泰同學採用了《太空學院》等膾炙人口的優秀兒童動漫 IP 為引導，以兒童生活場景為基礎，在提供教育資源的同時，為孩子提供陪伴、娛樂等多項綜合服務，成為家長與孩子連接的紐帶與輔助者。
	“筆神作文”APP	斯泰雲教室以倡導兒童積極天性為教育理念，通過科技賦能幼教，將 CG、AI 等技術與教育內容深度結合，幫助園所師生減負增效，建立家園共育系統，給家長提供大師領學、遊戲伴學的陪伴方案，形成教育“線下+線上”聯動的新型教學平台。
世紀天鴻	“筆神作文”APP	用 AI 技術服務於中小學寫作教育，提供寫作指導、參考、素材、批改等專業服務。
	小鴻助教	“小鴻助教”作為世紀天鴻基於大語言模型研發的教師端助教產品，通過領先的有結構長文本向量處理技術，嵌入了公司優質內容資源，專注於服務老師群體。其通過對話方式，能夠在日常整理備課素材、教案撰寫、啟發教學靈感、起草工作文件等方面，提高老師工作效率。9 月發布 3.0 版本，升級更強大更智能模型，新增業內領先的 AI 作文批改功能；10 月小程序版發布，新增文章寫作、文本潤色、PPT 大綱、思維導圖、教師評語、中英互譯 6 大教學場景；12 月初 3.0 版本再次更新，初中 7~9 年級的語數英/生物語料填充完成並進行訓練，老師們選擇具體年級、學科、冊次，輸入自己需要課程名字，就可快速生成完整教案；也針對教師群體的教學活動策劃、讀書筆記場景新增產品功能。未來隨著多模態技術成熟，小鴻助教有望為教師提供更多學科支持及更實用功能。
有道	有道詞典筆 X6PRO	基於子曰大模型，有道詞典筆 X6 Pro 更新了 AI 語法精講、AI 全科知識學習、AI 口語教練等功能。在 AI 技術能力方面，有道詞典筆 X6 Pro 內嵌了有道自主研發的神經網絡翻譯和光學字符識別等 AI 技術，準確率達 99% 以上，可以實現查詞更加便捷高效。
	虛拟人口語教練 Echo	搭載了中國首個教育大模型子曰，是中國最早實現大模型能力真正落地的教育類應用。最新推出的 Hi Echo 2.0 版本進行了四大能力創新升級——新增口語難度分級；更豐富的虛拟人形象；更多元的對話場景及更具個性化的對話評價報告。即便是零基礎的英語學習者，也可以毫無壓力地開口說英文，在不同語境中快速提升口語能力，實現真正的英語對話自由。
	LLM 翻譯	基於大模型的新一代更加場景化的翻譯引擎。
	AI 作文指導	通過子曰大模型的語言能力來幫助學生去理解文章的立意，提出寫作的建議，同時這個模型能夠像老師一樣對學生的作文進行批改。
	AI Box	有道翻譯的桌面版中間的 AI 助手，可以幫助我們學習者以及包括知識工作者、創業工作者閱讀寫作。
	文檔問答	AI 幫助用戶快速閱讀大量的文獻、論文、報告、新聞，中英文皆可，系統會自動總結、提煉，回答文獻相關問題。
	語法精講	對於學生不會的英語的習題，AI 可以進行實時的解讀，給出提示和反饋，能夠像老師一樣層層遞進的去進行提示和分析，幫助學生掌握英語知識。

資料來源：公司公告，公司官網，中銀證券整理

数据要素发展持续受到政策鼓励，数据交易快速起量

早在2019年，中共十九届四中全会通过的政策文件就正式将数据列为与土地、劳动力、资本、技术等传统要素并列的第五大生产要素。此后，关于培育数据要素市场、建立数据资源产权的基础制度和标准规范的具体政策频繁落地，各省市也纷纷出台相关支持政策。2022年12月，我国颁布了《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，提出加快构建数据基础制度，对我国数据要素市场的系统性建设具有里程碑作用。

2023年有关数据要素相关的更多实践措施推出。2月，国务院发布《数字中国建设整体布局规划》；8月，财政部首次正式提出数据资产入表；12月，发改委发布《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）（征求意见稿）》，提出发挥数据要素乘数效应，明确了数据要素在智能制造、智慧农业、商贸流通、交通运输、金融服务、科技创新、文化旅游、医疗健康、应急管理、气象服务、绿色低碳领域发挥乘数效应的重点行动；提出强化保障支撑、做好组织实施的具体措施。

图表 58. 数据要素相关政策

文件名称	发布时间	发布单位	具体内容
《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》	2019年11月	十九届中央委员会第四次全体会议	将数据列为与土地、劳动力、资本、技术等传统要素并列的第五大生产要素。提出了“健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制”。
《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	2020年4月	国务院	提出加快培育数据要素市场：推进政府数据开放共享，提升社会数据资源价值，加强数据资源整合和安全保护。
《中共中央国务院关于进一步加快完善社会主义市场经济体制的意见》	2020年5月	国务院	进一步加快培育发展数据要素市场，建立数据资源清单管理机制，完善数据权属界定、开放共享、交易流通等标准和措施，发挥社会数据资源价值。推进数字政府建设，加强数据有序共享，依法保护个人信息。
《建设高标准市场体系行动方案》	2021年1月	国务院	加快培育发展数据要素市场，建立数据资源产权、交易流通、跨境传输和安全等基础制度和标准规范，推动数据资源开发利用，积极参与数字领域国际规则和标准制定。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2021年3月	国务院	对完善数据要素产权性质、建立数据资源产权相关基础制度和标准规范、培育数据交易平台和市场主体等作出战略部署。
《“十四五”大数据产业发展规划》	2021年11月	工信部	建立数据要素价值体系，建立数据资源产权的基础制度和标准规范，制定数据要素价值评估框架和评估指南；健全数据要素市场规则，推动建立市场定价、政府监管的数据要素市场机制，培育大数据交易市场；提升数据要素配置作用，培育数据驱动的产融合作、协同创新等新模式，提升全要素生产率。
《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	2021年12月	国务院	建立健全数据流通交易规则。探索“原始数据不出域、数据可用不可见”的交易范式；探索建立数据用途和用量控制制度，实现数据使用“可控可计量”；规范培育数据交易市场主体。
《“十四五”数字经济发展规划》	2022年1月	国务院	充分发挥数据要素作用。强化高质量数据要素供给，加快数据要素市场化流通，创新数据要素开发利用机制。
《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	2022年12月	国务院	提出加快构建数据基础制度。建立数据产权制度、数据要素流通和交易制度、数据要素收益分配制度、数据要素治理制度，并完善相关保障措施。
《数字中国建设整体布局规划》	2023年2月	国务院	畅通数据资源大循环。构建国家数据管理体制机制。推动公共数据汇聚利用，建设重要领域国家数据资源库。释放商业数据价值潜能，加快建立数据产权制度，开展数据资产计价研究，建立数据要素按价值贡献参与分配机制。

资料来源：国务院，发改委工信部，中国资产评估协会，上海市政府，贵州省大数据发展管理局，中银证券整理

续 图表 58. 数据要素相关政策

文件名称	发布时间	发布单位	具体内容
《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025）》	2023 年 7 月	上海市政府	推进数据资源全球化配置、数据产业全链条布局、数据生态全方位营造,着力建设具有国际影响力的数据要素配置枢纽节点和数据要素产业创新高地。
《企业数据资源相关会计处理暂行规定》	2023 年 8 月	财政部	“数据资产入表”正式落地。
《数据资产评估指导意见》	2023 年 10 月	中国资产评估协会	对数据资产进行了明确定义,规定了评估对象、操作要求、评估方法和披露要求。
《贵州省数据流通交易促进条例》	2023 年 11 月	贵州省大数据发展管理局	包括数据交易场所建设和管理、数据授权使用、数据权益保护、收益分配、数据流通交易生态培育、安全保障、法律责任相关规定,鼓励公共数据开发交易、个人信息流转利用,提出探索数据资产入表。
《数据资产确认工作指南》	2023 年 12 月	浙江省财政厅	明确了“数据资源”、“数据资产”、“数据资产确认”等相关术语和定义。
《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）（征求意见稿）》	2023 年 12 月	发改委	提出到 2026 年的总体目标;提出发挥数据要素乘数效应,明确了数据要素在智能制造、智慧农业、商贸流通、交通运输、金融服务、科技创新、文化旅游、医疗健康、应急管理、气象服务、绿色低碳领域发挥乘数效应的重点行动;提出强化保障支撑、做好组织实施的具体措施。

资料来源:国务院,发改委工信部,中国资产评估协会,上海市政府,贵州省大数据发展管理局,中银证券整理

数据交易所运营步入正轨,交易规模快速起量。数据交易所承担着整合资源、提供服务、监督管理的职能,是数据交易生态中的重要组成部分。贵阳大数据交易所是我国首个大数据交易所,于 2015 年 4 月投入运营,此后,多个省市设立了数据交易所和交易中心,根据零壹智库统计,截至 2023 年 6 月底,境内由政府发起、主导或批复的数据交易所(含交易所、交易中心、服务平台)达到 44 家。**2023 年,数据交易所的交易规模开始快速增长,贵阳、北京、广州、深圳数据交易所的累计交易额已突破 20 亿元,上海数据交易所 2023 年的交易规模也将超过 10 亿元。**

数据交易生态逐步完善,产品和服务持续创新。随着数据交易体系的逐渐成熟,数据产品的范畴也从原始的数据集拓宽至数据报告、数据 API、数据模型等。一些数据交易所根据当地产业资源特性和政策条件,打造了特色交易区块,如贵阳大数据交易所开放了气象数据专区、电力数据专区、算力资源数据专区,上海数据交易所推出了金融板块、航运交通板块、语料库。除了提供交易撮合服务并收取佣金外,一些数据交易所也积极探索新的业务模式,如提供数据分析等增值服务、发展会员制、放开跨境交易、打造垂直生态等:北京国际大数据交易所建立了数据资产登记中心,推动了数据登记、数据资产评估、入表等服务;上海数据交易所与合合信息共同筹建了产业数据行业创新中心,提供一站式产业数据服务、融合场内场外交易、探索跨域数据融合;深圳数据交易所聚合“资-供-产-销-用”各领域主体,联合中国信通院、华为云、数鑫科技等打造了可信数据空间创新实验室,促进大模型语料的流通。

图表 59. 中国主要数据交易所

数据交易所	成立/正式运营时间	交易量	特点
贵阳大数据交易所	2015 年 4 月	2023 年 1-7 月，累计交易额突破 13 亿元。截至 2023 年 12 月 18 日，交易总额达 23 亿元，交易总数 1427 笔，有 750 家数据商、57 家数据中介、1316 个产品。	有气象数据、电力数据、政府数据开放、算力资源、时空数据、电信数据、交通数据、政务大数据专区。
华中大数据交易所	2015 年 11 月		不仅提供原始数据集，还提供 API 和基于数据分析的智力成果，以及数据采集、数据挖掘和数据分析、数据建模等服务。
西咸新区大数据交易所	2015 年 8 月		中国首个围绕“一带一路”经济带的大数据交易平台。首次提出了个人数据资源交易的业务计划。
北京国际大数据交易所	2021 年 3 月	截至 2023 年 11 月，交易备案规模已超过 20 亿，交易主体 500 余家。	建立多层次市场主体准入机制，探索从数据、算法和算力定价到收益分配的涵盖数据交易全生命周期的交易体系监管，培育合规审查、数据资产定价、争议仲裁等数字中介服务产业生态。有公共数据、行业数据、科研数据、社会数据专区。
上海数据交易所	2021 年 11 月 (2023 年 1 月正式运营)	2023 年 1-11 月，单月数据交易额已超 1 亿元，预计 2023 年全年数据交易额将突破 10 亿元。	有金融板块、航运交通板块、语料库。与合合信息共同筹建产业数据行业创新中心。
湖南大数据交易所	2022 年 1 月	截至 2023 年 11 月，交易额已接近 5 亿元。截至目前，共有 1339 个数据产品、120 家数据商。	有地质、能源、气象、自然资源、地理空间数据中心，以及建筑行业、文化大数据中心。
福建大数据交易所	2022 年 7 月	2022 年 7 月至 2023 年 7 月，交易金额达 6.2 亿元。	推出了数据经纪人模式。
广州数据交易所	2022 年 9 月	2022 年 9 月至 2023 年 9 月，进场标的超 1300 项，交易数量超 3330 笔，交易规模超 21.8 亿。	交易场景覆盖金融、陶瓷、环保、汽车、农林牧渔、建筑等 23 大行业。
深圳数据交易所	2022 年 11 月	2022 年 11 月至 2023 年 3 月，累计交易规模 16 亿元。截至 2023 年 8 月，累计交易规模 27.7 亿。	有行业洞察与企业服务专区、交通数据专区、大数据算力专区、普惠金融专区、跨境数据专区、南网专区。

资料来源：各数据交易所官网，各数据交易所官方公众号等，中银证券整理

数据资源的会计处理和数据资产评估的相关规定出台，数据资产将“入表”。数据资产“入表”是规范数据要素市场发展的关键步骤，数据要素的合理定价将促进数据要素流通的规范化发展。数据资产“入表”也能够更好地反映企业价值，并鼓励企业挖掘、使用和积累数据资源。2023 年 8 月，财政部发布了《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，《规定》将于 2024 年 1 月 1 日起施行，《规定》指出，企业使用的数据资源应当确认为无形资产，企业日常活动中持有、最终目的用于出售的数据资源应当确认为存货，在存货和无形资产项目下增设“数据资源”项目。因此，企业需要明确数据资源的权属、用途、使用年限、经济价值，对数据资源进行可靠的初始计量和后续计量，这就也需要明确数据资产评估的原则和方法。2023 年 10 月，中国资产评估协会发布了《数据资产评估指导意见》，明确了数据资产的定义和属性，确定了包括收益法、成本法、市场法在内的评估数据资产价值的基本方法及其使用要求。目前，细化的会计准则以及具体操作还需要等待监管部门的进一步的指引。

投资建议

游戏内容形式和技术应用具备广泛发展潜力，短期来看小游戏、互动游戏等新内容仍有一定红利期，长期看，MR 技术、AI 多模态或将推动游戏产业进入新时代。推荐完美世界（002624.SZ）、恺英网络（002517.SZ）、三七互娱（002555.SZ）、吉比特（603444.SH）、心动公司（2400.HK）。此外建议关注网易-S（9999.HK）、巨人网络（002558.SZ）、姚记科技（0302.HK）；海外市场收入占比高、产品表现稳居前列的神州泰岳（300002.SZ）。

在线视频推荐芒果超媒（300413.SZ）和爱奇艺（IQ.O）。影视制作建议关注拥有高价值版权 IP 的上海电影（601595.SH），制作体系成熟的光线传媒（300251.SZ）和博纳影业（001330.SZ），剧集产能规模以及质量稳居全行业第一、开启 IP 版权运营的华策影视（300133.SZ）。

教育行业，推荐即将在海外市场推出 AI 教育平板的网龙（0777.HK），建议关注 AI 教育技术布局较早、智能硬件产品成熟的有道（DAO.O）。出版阅读行业，建议关注经济发展水平较高地区的地方性出版企业，南方传媒（601900.SH）、凤凰传媒（601928.SH）、中南传媒（601098.SH）；在海外短剧和网文行业布局具有先发优势的中文在线（300364.SZ）；IP 价值高的网络文学平台阅文集团（0772.HK）；AI 校正大模型即将投入商用的果麦文化（301052.SZ）；大众图书策划头部公司，中信出版（300788.SZ）、读客文化（301025.SZ）、新经典（603096.SH）；数据要素和语料库相关的国有上市企业，浙数文化（600633.SH）、中国科传（601858.SH）、中国出版（601949.SH）、人民网（603000.SH）、新华网（603888.SH）。

广告投放需求恢复较快的是互联网营销，推荐短视频平台快手-W（1024.HK）、红人经济及元宇宙平台布局较深的天下秀（600556.SH）。建议关注视频号和小游戏广告带来新的收入驱动力的腾讯控股（0700.HK）；全方位拥抱 AIGC 营销的蓝色光标（300058.SZ）和易点天下（301171.SZ）；国资控股的数字营销企业、亚运会官方供应商浙文互联（600986.SH）；线下消费广告建议关注分众传媒（002027.SZ）。

此外，传媒各行业均已开启对 AIGC 技术的应用，从 AI Agent 和原生应用发展角度看，建议关注昆仑万维（300418.SZ），已开启“天工 SkyAgents”平台内测；自研文生图/视频 AI 模型的美图公司（1357.HK）；图片版权丰富的视觉中国（000681.SZ）；具有全栈式 AI 数字人解决方案能力的天娱数科（002354.SZ）。

完美世界（002624.SZ）

2023 年公司处于产品周期底部，重点产品仅有代理游戏《天龙八部 2》上线，且存量游戏受其他厂商新游挤压，预期全年业绩将同比下滑。但 2024 年预计将是公司产品周期的上升期，排期上线的产品包括：重点自研游戏 JRPG 新作《女神异闻录：夜幕魅影》、国风仙侠 MMO 端游《诛仙世界》、二次元 IP《一拳超人：世界》，以上均已获版号。另储备有《淡墨水云乡》、《乖离性百万亚瑟王：环》、《神魔大陆 2》、《诛仙 2》等，《代号：新世界》正在积极研发中。《诛仙世界》将于年底开展大规模测试，《Perfect New World》即将开启新一轮测试计划。

我们认为完美世界自研产品储备丰富，《女神异闻录》《一拳超人》《诛仙世界》等重点产品测试表现亮眼，有望于 2024 年上线，迎来新一轮新产品周期。但由于 2023 年新品上线数量少，且存量游戏流水有所下滑，我们预期 2023/24/25 年归母净利润为 9.41/15.03/20.12 亿元，维持买入评级。

图表 60. 完美世界盈利预测摘要

年结日：12 月 31 日	2,021	2,022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万)	8,518	7,670	8,364	9,652	11,052
变动 (%)	(16.69)	(9.95)	9.05	15.40	14.50
归母净利润 (人民币 百万)	369	1,377	941	1,503	2,012
变动 (%)	(76.16)	273.07	(31.66)	59.68	33.88
每股收益 (人民币)	0.19	0.71	0.49	0.77	1.04

资料来源：公司公告，中银证券预测

恺英网络 (002517.SZ)

公司旗下回合制游戏《仙剑奇侠传之新的开始》已先行上线微信小程序，根据微信小游戏畅销榜，排名保持在前三；腾讯与恺英联合开发运营的 MMO 游戏《石器时代：觉醒》畅销榜排名基本保持 30 名。另有一款传奇奇迹类产品，以及《斗罗大陆：诛邪传说》、《妖怪正传 2》预计将于 23Q4 或 24Q1 正式上线。目前公司储备的重点产品中至少有 10 款已获版号。后续还储备有《仙剑奇侠传：新的开始（APP 版）》《山海浮梦录》《归隐山居图》《龙腾传奇》等多款产品，预计将逐步上线并带来业绩增量。

恺英网络持续巩固传奇品类龙头位置，业绩增长稳健，获版号产品储备丰富。我们预计恺英网络 2023/24/25 年归母净利润为 15.56/19.59/24.38 亿元，维持**买入**评级。

图表 61. 恺英网络盈利预测摘要

年结日: 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2375	3726	4617	5773	6980
变动 (%)	53.92	56.84	23.93	25.04	20.91
归属母公司净利润(百万元)	577	1025	1556	1959	2438
变动 (%)	224.14	77.76	51.76	25.92	24.45
每股收益 (人民币)	0.27	0.48	0.72	0.91	1.13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

三七互娱 (002555.SZ)

三七互娱代理发行的《寻道大千》基本稳居微信小游戏畅销榜 TOP2，根据 GameLook，其港台服版本《小妖问道》APP 于 2023 年 8 月上线，畅销榜排名最高来到第 6 名。另一款小游戏《灵魂序章》保持在微信小游戏畅销榜二十名左右。此外，公司不断提升《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《小小蚁国》等多款海内外在运营产品的生命力。公司自研产品储备中已获得版号的有 MMORPG 游戏《空之勇者》以及卡牌类游戏《龙与爱丽丝》；未获版号的自研储备中有多款小游戏，均定位全球发行。代理/定制储备中已获版号产品较多，此外还有多款计划境外发布产品。

我们认为三七互娱运营发行能力保持领先地位，自研实力较强；获版号产品储备数量多，已发行的小程序游戏表现不俗，利润贡献预计将逐步体现在报表中，我们预期 2023/24/25 年归母净利润为 31.48/36.22/41.27 亿元，维持**买入**评级。

图表 62. 三七互娱盈利预测摘要

年结日: 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万)	16,216	16,406	16,530	19,968	22,602
变动 (%)	12.62	1.17	0.75	20.80	13.20
归母净利润 (人民币 百万)	2,876	2,954	3,148	3,622	4,127
变动 (%)	4.15	2.74	6.57	15.04	13.93
每股收益 (人民币)	1.30	1.33	1.42	1.63	1.86

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

吉比特 (603444.SH)

老产品《问道手游》2023 年 1-9 月营收同比减少，宣传及运营服务相关支出有所增加，利润同比有所减少；《一念逍遥（大陆版）》流水同比减少较多，但营销费用等支出也有所下降。2023 年新上线产品体量较小，尚不足以抵消老游戏下滑。目前公司储备的重点产品中至少有 6 款已获版号。自研的《勇者与装备》已于 2023 年 8 月底上线小程序版本，代理产品《皮卡堂》《超进化物语 2》已于 23Q4 上线，《不朽家族》于 2024 年 1 月上线，《超喵星计划》预计于 24H1 上线，端游《重装前哨》预期 2024 年 2 月上线 steam。M88（二次元放置 MMO）、M72（修仙放置养成）、M11（西幻放置挂机）等新项目稳步推进中。

吉比特两大核心游戏进入生命周期中后期，亟待新产品开启新增长周期；储备中《勇者与装备》《重装前哨》市场预期较高，有望在 2024 年逐步贡献业绩增量。我们预计 2023/24/25 年归母净利润为 11.99/15.37/17.90 亿元，维持**买入**评级。

图表 63. 吉比特盈利预测摘要

年结日: 12月31日	2,021	2,022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万)	4,619	5,168	4,483	5,618	6,640
变动 (%)	68.44	11.88	(13.25)	25.32	18.18
归母净利润 (人民币 百万)	1,468	1,461	1,199	1,537	1,790
变动 (%)	40.34	(0.52)	(17.90)	28.15	16.48
每股收益 (人民币)	20.43	20.33	16.69	21.39	24.91

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

心动公司 (2400.HK)

《香肠派对》在 2023 年春节期流水创新高, 后续由于疫情封控结束以及更多竞品上线, 月活用户有所下滑; 自研新品方面, 《火力苏打》、《火炬之光: 无限》、《铃兰之剑: 为这和平的世界》分别于 2023 年 5 月、6 月、11 月上线国内 (不含港澳台地区) 市场, 根据七麦数据, 《火力苏打》最高来到畅销榜 36 名, 《火炬之光: 无限》和《铃兰之剑》畅销榜排名最高来到 10 名左右。自研放置类游戏《出发吧麦芬》预计将于 24Q1 公测, 《伊瑟·重启日》和《心动小镇》预期将在 2024H2 上线。

23H1 TapTap 中国版平均 MAU 同比-18.6%至 3397 万, 主要因为: 1) 疫情封控结束后玩家游戏时间减少; 2) 营销费用压减严格导致新增用户减少; 7 月 MAU 已回升至 3930 万。23H1 TapTap 国际版平均 MAU 为 714 万, 同比-20.5%。

我们认为心动公司自研产品上线顺利, 后续储备丰富; TapTap 稳定盈利, 用户活跃随市场好转自然恢复, 预期公司 2023 年能够实现盈利。我们预计 2023/24/25 年归母净利润为 2.07/4.70/7.48 亿元, 维持**买入**评级。

图表 64. 心动公司盈利预测摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万)	2,703	3,431	4,312	5,260	6,245
变动 (%)	(5.07)	26.92	25.68	21.99	18.72
归母净利润 (人民币 百万)	(864)	(553)	207	470	748
变动 (%)		35.92		127.25	58.92
每股收益 (人民币)	(1.86)	(1.17)	0.44	1.00	1.58

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

芒果超媒 (300413.SZ)

根据云合数据, 2023 年 Q3 全网综艺大盘流量同比下降, 芒果平台有效播放同比+4%; 网络综艺有效播放 TOP10 中, 芒果共有《密室大逃脱 5》《披荆斩棘 3》《乘风 2023》和《全员加速中 2023》上榜。四季度主要综艺《披荆斩棘 3》《花儿与少年 5·丝路季》《再见爱人 3》将贡献收入。剧集方面, 23Q3 芒果剧集会员内容有效播放同比+40%, 所有平台中涨幅最高; Q1《去有风的地方》、Q3《我的人间烟火》以及 Q4《以爱为营》的正片有效播放市占率峰值分别达到 10.6%/11.6%/12.6%, 创近年来芒果 TV 剧集播放热度的新高。

2023 年 10 月公司完成对金鹰卡通公司 100% 的股权收购, 完善了自身的青少年内容布局。12 月 14 日, 芒果 TV 和抖音签订合作协议并发布精品短剧扶持计划, 面向行业激励优质短剧的开发和制作。此外, 双方还将积极探索短视频二创与品牌营销等, 共同挖掘产业链、价值链的合作空间。

公司内容以综艺为主, 由于 2023 年宏观经济以及消费较弱, 对业绩恢复影响较大; 但综艺内容优势仍在, 且剧集制作有明显的突破; 成本费用控制得当。我们预计 2023/24/25 年归母净利润为 22.58/26.63/29.65 亿元, 维持**买入**评级。

图表 65. 芒果超媒盈利预测摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万)	15,356	13,704	14,230	16,223	18,304
变动 (%)	9.64	(10.76)	3.83	14.00	12.83
归母净利润 (人民币 百万)	2,114	1,825	2,258	2,663	2,965
变动 (%)	6.66	(13.68)	23.76	17.93	11.33
每股收益 (人民币)	1.17	0.98	1.21	1.42	1.59

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

爱奇艺 (IQ.O)

23Q3 爱奇艺会员收入 50.12 亿元, 同比+19%, 每会员平均月付费 (ARM) 达到 15.5 元, 同比+11.8%, 首次超过 15 元/月。ARM 的提升主要因为热播剧相关衍生内容供给增加, 由此带来长期会员比例提升。23Q3 爱奇艺广告收入 16.7 亿元, 同比+34%, 环比+12%, 效果广告投放增长强劲; 23Q3 爱奇艺上新季播综艺同比增加 6 部, 是四大平台中最多的, 优质内容吸引品牌广告投放恢复。

根据管理层的业绩会发言, 2024 年爱奇艺将重点提高对头部项目的投入比例, 24Q1 计划推出新一季迷雾剧场和 S 级作品。综艺方面, 多个创新项目将会从 23Q4 开始陆续推出。公司高度重视生成式 AI 应用: 2B 端计划应用在智能制作, 提升影视工业化程度。2C 端, 探索利用大语言模型、AIGC 工具, 创新变现渠道。

公司自制剧集竞争力稳居前列, 看好 2024 年优质内容变现渠道拓宽, 带来会员付费增长以及内容 ROI 提升; 我们预期 2023-25 年 non-GAAP 净利润为 24.30/40.66/48.39 亿元, 维持**买入**评级。

图表 66. 爱奇艺盈利预测摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万)	30,554	28,998	32,106	35,481	38,398
增长率 (%)	3	(5)	11	11	8
Non-GAAP 净利润 (人民币 百万)	(4,487)	1,284	2,430	4,066	4,839
增长率 (%)	18		89	67	19
Non-GAAP 每 ADS 收益 (人民币)	(5.6)	1.5	2.5	4.1	4.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

网龙 (0777.HK)

23H1 公司游戏收入 19.20 亿元, 同比+8%, 占收入比例 52%; 经营利润 10.94 亿元, 同比+8.7%。《魔域》IP 收入同比增长 10%, 2023 年 3 月发布的《魔域手游 2》带来增量。《英魂之刃》IP 与热门动漫 IP 联动, 带动上半年收入环比增长 12%。公司正在研发《英魂之刃》2.0 版本, 计划在海外市场发布, 另外储备有多款 MMO 和 MOBA 游戏, 以及一款放置卡牌游戏和一款休闲游戏。

23H1 教育业务收入 17.20 亿元, 同比-29%; 经营亏损 2.49 亿元, 亏损同比扩大 14%。收入下降主要因为全球教育互动平板进入后疫情时代的调整期, 根据 Futuresource 预测, 2023 年全球教育平板出货量约 210 万台, 同比-10.8%。2023 年 5 月普米推出高性价比新品 ActivPanel LX, 打入中低端平板市场, 该产品订单很大一部分来自新客户, 销售额将在未来几个季度持续提升。公司计划在年底前开启与普米平板整合的 SaaS 订阅服务, 借助 Explain Everything 平台进行。另有一款集软硬件为一体的 AI 平板产品将推向市场。

此外, 公司教育业务分拆重组已落地, 上市地转移至美国纽约证交所 (NYSE American), 2023 年 12 月 13 日以新名称 Mynd.ai, Inc. 开始买卖, 新证券代码为 MYND。

考虑到交易相关费用支出, eLMTree 员工股权激励等将对网龙主体的 GAAP 净利润造成一次性影响, 但对 non-GAAP 净利润不产生影响, 我们预计 2023/24/25 年公司归母净利润为 6.06/11.36/13.35 亿元, 维持**买入**评级。

图表 67. 网龙盈利预测摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万)	7,035	7,866	7,879	8,398	9,026
变动 (%)	14.63	11.80	0.17	6.58	7.48
市盈率(倍)	6.37	8.04	11.08	5.91	5.02
归母净利润 (人民币 百万)	1,062	834	606	1,136	1,335
变动 (%)	11.39	(21.47)	(27.39)	87.55	17.55
每股收益 (人民币)	1.95	1.54	1.12	2.10	2.47

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

快手 (1024.HK)

快手 23Q3 经调整净利润 31.73 亿元 (vs. 22Q3 净亏损 6.72 亿元), 经调整净利率达到 11.4%。用户增长强劲, 23Q3 月活和日活用户分别达到 6.85/3.87 亿, 同比+9.4%/+6.4%, 均达到历史新高水平; 每 DAU 日均使用时长达到 129.9 分钟。快手短剧营销能力逐步升级, 23Q3 “星芒计划” 短剧招商收入环比提升超 10 倍。2023 年外循环广告持续恢复, 23Q3 原生推广素材投放消耗环比提升超 30%; 内循环投放保持强劲增长。23Q3 电商 GMV 2902.4 亿元, 同比+30.4%; 短视频 GMV 同比超翻倍增长, 搜索 GMV 同比提升近 70%, 泛货架电商 GMV 占比接近 20%。

我们预计 Q4 内循环广告受双十一促销拉动, 增速较快, 外循环中的付费短剧和小游戏投放趋势较好; 电商 GMV 在双十一推动下同比保持高增速。我们预计 2023/24/25 年调整后净利润为 90.10/151.13/234.32 亿元, 维持 **买入** 评级。

图表 68. 快手盈利预测摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万)	81,082	94,183	113,480	130,781	149,249
变动 (%)	37.95	16.16	20.49	15.25	14.12
调整后净利润 (人民币 百万)	(18,852)	(5,752)	9,010	15,113	23,432
变动 (%)	(139.73)	69.49	67.73	55.05	
调整后每股收益 (人民币)	(4.46)	(1.35)	2.07	3.47	5.38

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

天下秀 (600556.SH)

公司 2023 年业绩缓步恢复, 1-9 月公司营业收入 31.70 亿, 同比+2.04%; 归母净利 1.13 亿, 同比-44.79%。线上流量竞争激烈, 媒体采买成本上升, 毛利率压力较大, 费用控制严格。新业务已经形成了以 IRED 红人教育、西五街 APP、虹宇宙相关平台为代表的红人经济产业链新方向。近期公司正式推出海外红人营销 SaaS 产品: ADream, 为出海品牌和 MCN 机构提供红人营销独立站构建、电商 CRM 管理系统等多项服务, 着力帮助品牌和 MCN 快速出海, 提升红人营销效率。

我们预计 23Q4 红人广告投放仍在好转, 但复苏节奏平淡; 流量竞争以及客户结构变化导致毛利率压力较大, 公司严格管控费用, 保持利润率稳定。另一方面, 红人广告代理市场竞争格局优化, 公司作为龙头仍具优势。长期来看, AIGC/元宇宙/Web3 等新技术将赋能创新营销场景。我们预期 2023/24/25 年归母净利润为 1.61/2.08/2.43 亿元, 维持 **买入** 评级。

图表 69. 天下秀盈利预测摘要

年结日: 12月31日	2,021	2,022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万元)	4,512	4,129	4,306	4,855	5,580
变动 (%)	47.42	(8.48)	4.28	12.77	14.92
归母净利润 (人民币 百万元)	354	180	161	208	243
变动 (%)	19.90	(49.22)	(10.30)	28.87	16.77
每股收益 (人民币)	0.20	0.10	0.09	0.12	0.13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

哔哩哔哩 (9626.HK)

23Q3 B 站 DAU/MAU 达到 1.03/3.41 亿, 同比+14%/+2.5%, 用户粘性保持在 30%, 日均使用时长 100 分钟; 用户数据均创历史新高, DAU 首次突破 1 亿大关。管理层在业绩会表示, 公司三大关键目标是提高毛利、减少亏损和保持增长, 其中 DAU 表现对商业化影响较大, 将继续以 ROI 为导向获取能够变现的流量。

23Q3 广告收入 16.38 亿元, 达到历史单季度最高水平, 同比+20.9%。管理层在业绩会表示, 23Q3 效果广告同比+40%, 游戏和电商是主要的投放行业, 电商广告投放同比增长达到 90%。未来 B 站还将坚持大开环战略, 加深与电商平台合作。23Q3 手游收入 9.92 亿元, 同比下降-32.6%, 下降主要因为新游《闪耀! 优俊少女》下架, 且去年同期发行《时空猎人 3》导致基数较高; 自研游戏将围绕长线运营、垂直头部、控制成本三个目标进行。

23Q3 公司经调整后归母净亏损 8.78 亿元, 同比收窄 50.2%, 实现了正向经营现金流。新游出现预期外的下架情况, 但公司继续严格控制成本投入效率, 2024 年盈亏平衡目标有望实现, 我们预计 2023/24/25 年 non-GAAP 净利润为-35.39/0.53/11.10 亿元, 维持**买入**评级。

图表 70. 哔哩哔哩盈利预测摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售收入 (人民币 百万)	19,384	21,899	22,502	26,262	30,277
变动 (%)	62	13	3	17	15
Non-GAAP 净利润 (人民币 百万)	(5,478)	(6,692)	(3,539)	53	1,110
变动 (%)	(112)	(22)	47		1,985
Non-GAAP 每 ADS 收益 (人民币)	(14.4)	(16.9)	(8.5)	0.1	2.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

风险提示

宏观经济和消费恢复低于预期：宏观经济和居民消费能力的恢复如果低于预期，电商和本地生活实物消费，以及影院、视频、游戏、阅读等文化娱乐消费也将受到影响。

多品类广告主需求持续低迷：宏观经济环境的不确定将导致广告主投放广告的意愿降低，对电商、视频营销、院线广告造成不利影响。

市场竞争加剧导致行业利润率维持低位：中国互联网整体渗透率已处较高水平，如果出现抢夺存量用户的竞争，将导致互联网企业利润率下滑。

超预期严格监管措施落地：传媒互联网行业涉及反垄断、未成年人保护、内容审查等政策监管，如果有超过目前监管框架的政策条例出台，会对行业整体造成较大不利影响。

新技术发展不及预期：MR、AIGC 相关产业发展尚在早期，如果技术发展遇到瓶颈，或稳定的商业模式无法形成，产业链上的公司将面临较大的压力。

附录图表 71. 上市公司估值表——互联网营销

证券代码	证券简称	收盘价(当地货币, 元)	总市值(当地货币, 亿元)	EPS (RMB, 元)			PE (倍)			PS (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
1024.HK	快手科技	42.5	1856.5	(1.35)	2.07	3.47	5.38	18.70	11.15	7.19	1.49	1.29	1.13
9898.HK	微博	64.4	156.4	0.35	1.44	1.66	1.78	40.80	35.24	33.02	8.11	7.61	7.22
9888.HK	百度集团-SW	99.1	2770.2	2.70	7.93	7.74	8.60	11.36	11.65	10.49	1.87	1.72	1.59
002291.SZ	星期六	7.5	69.6	(0.29)	(0.09)	0.29	0.29	(83.11)	26.25	25.79	1.45	1.21	0.97
600556.SH	天下秀	5.3	95.1	0.10	0.09	0.12	0.13	58.92	45.72	39.15	2.21	1.96	1.70
002027.SZ	分众传媒	5.7	823.2	0.19	0.35	0.42	0.48	16.29	13.57	11.88	6.58	5.55	4.97

资料来源: Bloomberg, iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间2024年1月18日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.12:1; 快手科技、天下秀盈利预测来自中银证券, 其余盈利预测为一致预期;

附录图表 72. 上市公司估值表——电商

证券代码	证券简称	收盘价(当地货币, 元)	总市值(当地货币, 亿元)	EPS (RMB, 元)			PE (倍)			PS (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
9988.HK	阿里巴巴-SW	66.4	13,520.8	3.05	3.56	5.83	6.62	16.99	10.37	9.14	1.41	1.30	1.20
9618.HK	京东集团-SW	86.3	2,714.0	3.30	8.08	8.88	10.43	9.72	8.85	7.54	0.23	0.21	0.20
PDD.O	拼多多	142.1	1,888.6	23.74	38.47	54.52	73.92	26.30	18.56	13.69	5.70	4.08	3.22
VIPS.N	唯品会	15.8	85.4	11.61	13.83	14.36	15.74	8.11	7.81	7.13	0.55	0.52	0.50
300792.SZ	壹网壹创	21.5	51.4	0.76	1.11	1.31	1.50	19.41	16.44	14.36	2.97	2.67	2.46
300785.SZ	值得买	19.5	38.8	0.64	0.81	1.10	1.33	24.06	17.72	14.65	2.65	2.21	1.95

资料来源: Bloomberg, iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间2024年1月18日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.12:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 73. 上市公司估值表——本地生活/O2O

证券代码	证券简称	收盘价(当地货币, 元)	总市值(当地货币, 亿元)	EPS (RMB, 元)			PE (倍)			PS (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
3690.HK	美团-W	70.5	4,402.4	(1.07)	2.09	3.43	5.51	30.76	18.70	11.64	1.45	1.21	1.03
BZ.O	BOSS 直聘	13.9	61.7	0.24	2.17	2.71	4.48	45.42	36.34	22.02	7.43	5.93	4.79
0241.HK	阿里健康	3.2	510.1	(0.02)	0.02	0.06	0.10	164.16	45.51	28.79	1.81	1.54	1.30
1833.HK	平安好医生	14.1	157.8	(0.6)	(0.5)	(0.2)	0.1	(27.65)	(57.45)	524.28	2.82	2.43	2.10

资料来源: Bloomberg, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间2024年1月18日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.12:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 74. 上市公司估值表——影视院线

证券代码	证券简称	收盘价(当地货币, 元)	总市值(当地货币, 亿元)	EPS (RMB, 元)			PE (倍)			PS (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300413.SZ	芒果超媒	21.6	403.1	0.98	1.21	1.42	1.59	17.85	15.14	13.60	2.83	2.49	2.20
9626.HK	哔哩哔哩-SW	75.7	318.9	(16.95)	(8.55)	0.13	2.68	(8.06)	535.96	25.71	1.29	1.11	0.96
300770.SZ	新媒股份	34.7	80.2	3.02	3.13	3.37	3.66	11.08	10.29	9.49	5.30	4.88	4.48
IQ.O	爱奇艺	4.0	38.3	1.50	2.50	4.10	4.82	11.43	6.97	5.92	0.85	0.77	0.71
300133.SZ	华策影视	5.3	100.0	0.21	0.26	0.32	0.38	20.23	16.44	13.84	3.57	2.87	2.37
300251.SZ	光线传媒	8.0	233.2	(0.24)	0.22	0.35	0.42	36.98	22.71	19.16	13.37	9.86	8.44
002739.SZ	万达电影	12.4	270.0	(0.87)	0.56	0.69	0.77	22.13	17.96	16.09	1.86	1.60	1.46
603103.SH	横店影视	17.1	108.4	(0.50)	0.44	0.58	0.70	38.84	29.72	24.59	3.98	3.55	3.23
600977.SH	中国电影	11.6	217.1	(0.12)	0.46	0.56	0.53	25.56	20.77	21.94	3.28	2.71	2.47
1896.HK	猫眼娱乐	9.3	108.2	0.1	0.7	0.9	1.1	12.77	10.64	9.21	2.07	1.78	1.62

资料来源: Bloomberg, iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间2024年1月18日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.12:1; 芒果超媒、哔哩哔哩、爱奇艺盈利预测来自中银证券, 其余盈利预测为一致预期

附录图表 75. 上市公司估值表——游戏

证券代码	证券简称	收盘价(当 总市值(当		EPS (RMB, 元)					PE (倍)			PS (倍)		
		地货币, 元)	地货币, 亿元)	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
0700.HK	腾讯控股	272.8	25786.1	19.91	13.08	16.77	19.17	18.98	14.81	12.96	3.83	3.46	3.13	
9999.HK	网易-S	136.8	4411.5	6.31	9.27	9.41	10.42	13.43	13.23	11.95	3.82	3.43	3.12	
2400.HK	心动公司	8.1	38.7	(1.17)	0.44	1.00	1.58	16.71	7.35	4.63	0.82	0.67	0.56	
0799.HK	IGG	3.3	39.4	(0.05)	(0.04)	0.05	0.08	(75.44)	57.47	36.08	5.10	4.50	4.20	
0302.HK	中手游	1.1	30.6	(0.07)	0.11	0.18	0.27	8.83	5.68	3.80	0.76	0.56	0.44	
6820.HK	友谊时光	1.1	24.9	0.01	(0.01)	0.15	0.25	(143.68)	6.83	4.16	1.74	1.08	0.87	
9990.HK	祖龙娱乐	1.5	12.2	(0.96)	(0.35)	0.03	0.00	(4.01)	55.30	850.72	1.10	0.78	0.73	
002624.SZ	完美世界	10.4	201.6	0.71	0.49	0.77	1.04	21.42	13.41	10.02	2.41	2.09	1.82	
603444.SH	吉比特	203.8	146.8	20.33	16.69	21.39	24.91	12.21	9.53	8.18	3.27	2.61	2.21	
002555.SZ	三七互娱	17.5	387.0	1.33	1.42	1.63	1.86	12.29	10.68	9.38	2.34	1.94	1.71	
300031.SZ	宝通科技	15.9	65.6	(0.96)	0.80	1.24	1.65	19.89	12.83	9.64	1.71	1.40	1.17	
002605.SZ	姚记科技	19.9	81.8	0.86	1.81	2.16	2.48	10.97	9.19	8.00	1.71	1.48	1.31	
300418.SZ	昆仑万维	33.0	401.2	0.97	0.61	0.80	0.94	54.58	41.28	35.13	7.92	7.18	6.55	
603258.SH	电魂网络	21.1	51.6	0.83	1.23	1.50	1.71	17.22	14.06	12.33	6.02	5.34	4.63	
600633.SH	浙数文化	10.0	126.2	0.39	0.68	0.73	0.80	14.77	13.75	12.46	3.28	2.99	2.75	
300494.SZ	盛天网络	13.4	65.5	0.82	0.43	0.59	0.75	31.09	22.66	17.83	3.99	3.08	2.68	
002517.SZ	恺英网络	9.9	213.5	0.48	0.72	0.91	1.13	13.72	10.90	8.76	4.63	3.78	3.20	
002558.SZ	巨人网络	10.2	200.5	0.46	0.67	0.78	0.88	15.28	13.06	11.55	6.36	5.48	4.90	
300002.SZ	神州泰岳	8.8	172.2	0.28	0.42	0.50	0.58	21.16	17.74	15.27	2.91	2.48	2.18	

资料来源: Bloomberg, iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间2024年1月18日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.12:1; 心动公司、完美世界、吉比特、三七互娱、恺英网络盈利预测来自中银证券,其余盈利预测为一致预期

附录图表 76. 上市公司估值表——出版

证券代码	证券简称	收盘价(当 总市值(当		EPS (RMB, 元)					PE (倍)			PS (倍)		
		地货币, 元)	地货币, 亿元)	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
300788.SZ	中信出版	25.8	49.0	0.66	1.11	1.32	1.53	23.31	19.59	16.89	2.52	2.27	1.98	
603096.SH	新经典	18.5	30.1	0.84	1.04	1.25	1.45	17.82	14.82	12.82	2.99	2.67	2.36	
601098.SH	中南传媒	10.5	187.9	0.78	0.93	1.02	1.08	11.25	10.25	9.69	1.39	1.29	1.22	
601928.SH	凤凰传媒	8.9	226.2	0.82	0.89	0.97	1.07	9.99	9.16	8.31	1.57	1.49	1.41	

资料来源: iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间2024年1月18日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.12:1; 盈利预测为一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371