

新技术引领行业，关注 AI+应用创新

——2024 年传媒互联网行业策略报告

报告要点：

● 2023 年回顾：基本面改善叠加多主题催化，行业涨幅领先

2023 年，内容监管常态化以及疫情等压制因素消解，线下娱乐逐步恢复，宏观经济复苏下基本面回暖。叠加以 ChatGPT 为代表的 AI+、数据要素等主题驱动，上半年板块涨幅喜人。Q3 整体板块股价回调，Q4 在短剧、大模型及新应用涌现多主题催化下板块反弹。截至 2023 年 11 月 30 日，传媒行业（申万）上涨 20.10%，行业排名第 2。

● AI、XR：AI+应用加速落地，XR 迭代驱动内容新形式

OpenAI、微软、谷歌等海外头部厂商持续迭代模型，多模态、垂类化、端侧部署成为主要趋势，GPTs 持续完善应用生态。在模型能力升级推动下，内容、创意领域落地成果丰富，AI 应用新周期有望开启。另一方面，2024 年伴随苹果、Meta 厂商新品供给，看好 AI+XR 带来应用场景扩容，同时用户体验优化也有望带动硬件需求放量。

● 游戏：供给侧改善明显，小程序游戏带来增量市场

23 年版号恢复常态化，产品上线周期企稳，游戏市场规模恢复增长，实现收入 3029.64 亿元，yoy+13.95%，用户规模达 6.68 亿，均为历史新高。渠道端，轻量化、短链路的小游戏带来增量市场。内容端，AI 技术+MR 硬件设备迭代升级将在玩法升级、体验感知、内容生成多方面推动行业革新。技术端，大模型加速游戏工业化生产，AIGC 实现海量内容快速供给，在降本增效、内容变革方面实现充分赋能。

● 短剧：市场快速起量，新娱乐形式拓宽 IP 变现渠道

受益于平台链路打通及用户小额碎片化娱乐需求增长，短剧市场今年迎来爆发，规模或可达 200 亿。展望后续，产业链上下游将进一步整合，规范化、精品化是长期主线。具备内容、资金以及牌照优势的头部厂商将进行资源整合以获取更多利润，市占率有望持续提升。

● 影视院线：行业回暖明显，供需两段压制因素消解

2023 年线下出行恢复，重要档期片源供给充足，提振观影情绪，带动影视院线市场全面回暖。截止 12 月 19 日，23 年票房（含服务费）达 530 亿，恢复至 2019 年全年的 82.6%。Q4 迎来贺岁档以及后续春节档临近，优质内容供给有望带动票房增长。

● 广告营销：顺周期属性强，期待宏观复苏带动行业需求释放

2024 年，宏观经济有望保持复苏态势，广告主的投放意愿修复，电商品牌出海打开新增量空间。AIGC 赋能广告行业多环节，厂商在 AI+营销领域的持续布局，有望持续催化行业发展。

● 投资建议

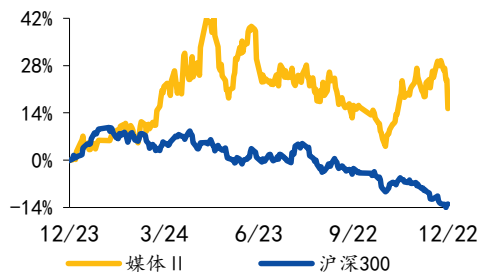
看好 AI 技术升级、MR 硬件迭代主线下新应用的落地，细分领域关注数据要素以及小游戏、短剧等新渠道和新内容形式带来的增量机会，维持行业“推荐”评级。

● 风险提示

政策监管风险、宏观环境变化风险、人工智能发展不及预期风险、产品上线进度不及预期风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-传媒行业双周报：OpenAI 与 Axel Springer 达成合作，腾讯《元梦之星》上线》2023.12.20

《国元证券行业研究-传媒行业双周报：GPTs 增长迅速，短剧行业规范化发展》2023.12.04

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐
执业证书编号 S0020519080002
电话 021-51097188
邮箱 lulu@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603444	吉比特	买入	267.59	19277.48	20.33	17.20	20.73	13.16	15.56	12.91
002624	完美世界	买入	13.32	25840.38	0.72	0.47	0.66	18.5	28.25	20.22
002517	恺英网络	买入	12.15	26153.09	0.49	0.70	0.87	24.8	17.42	13.97
002605	姚记科技	买入	26.49	10916.55	0.86	1.74	2.16	30.76	15.22	12.28
300031	宝通科技	买入	22.75	9384.90	-0.96	0.80	1.24	-23.67	28.44	18.35
600633	浙数文化	买入	12.36	15644.43	0.39	0.69	0.72	31.69	18.04	17.15
300002	神州泰岳	买入	9.55	18728.43	0.28	0.38	0.48	34.43	24.95	19.81
002558	巨人网络	买入	13.84	27313.83	0.46	0.66	0.76	30.09	21.08	18.12
300494	盛天网络	买入	19.06	9334.80	0.82	0.43	0.60	23.24	44.56	32.00
300418	昆仑万维	增持	40.70	49450.79	0.97	0.61	0.74	41.96	67.21	55.36
300315	掌趣科技	增持	6.03	16545.78	0.04	0.07	0.15	150.75	85.01	39.64
000681	视觉中国	增持	16.06	11251.27	0.14	0.23	0.28	113.42	69.83	57.36
300860	锋尚文化	增持	52.40	7187.59	0.11	2.22	3.65	476.36	23.60	14.36
300770	新媒股份	增持	41.61	9614.33	3.02	3.16	3.37	13.78	13.17	12.35
605098	行动教育	买入	38.71	4570.82	0.94	1.90	2.30	41.18	20.37	16.83
300413	芒果超媒	买入	27.70	51818.97	0.98	1.24	1.47	28.27	22.34	18.84
603103	横店影视	买入	19.69	12487.40	-0.5	0.42	0.58	-39.38	46.75	34.17
300251	光线传媒	买入	8.25	24202.27	-0.24	0.21	0.32	-34.38	39.35	26.13
600977	中国电影	买入	12.54	23412.18	-0.12	0.35	0.46	-109.04	35.60	27.14
601595	上海电影	买入	27.29	12231.38	-0.75	0.34	0.49	-36.39	79.34	55.77
300058	蓝色光标	买入	8.33	20721.20	-0.87	0.17	0.26	-9.57	49.00	32.04
300182	捷成股份	买入	5.68	15130.53	0.2	0.26	0.32	28.27	21.85	17.67
000676	智度股份	买入	8.70	11105.61	-0.32	0.20	0.26	-27.44	44.33	33.67
301171	易点天下	买入	21.84	10305.99	0.62	0.56	0.69	35.23	38.71	31.61
300364	中文在线	买入	27.02	19722.97	-0.49	0.17	0.24	-54.62	159.19	111.25
601900	南方传媒	买入	15.25	13662.12	1.06	1.25	1.47	14.39	12.20	10.37
601801	皖新传媒	买入	7.52	14958.82	0.36	0.51	0.59	20.89	14.75	12.75
603230	内蒙新华	买入	16.53	5843.74	0.76	0.80	0.85	21.75	20.58	19.39
1024. HK	快手-W	买入	54.00	234606.03	-1.34	2.01	2.91	-37.26	26.87	18.56
2400. HK	心动公司	买入	11.10	5333.03	-1.15	0.41	0.77	-8.9	27.07	14.42

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：收盘价和总市值截至 12 月 21 日

目 录

1.2023 年行业回顾：基本面改善叠加多主题催化，行业景气度上行	7
2.AI+XR：AI+新应用加速落地，XR 迭代驱动新内容形式	13
2.1 人工智能：模型侧迭代升级，应用端全面开花	13
2.1.1 模型端：国内外模型进展迅速，版本迭代密集	13
2.1.2 政策端：《生成式人工智能服务管理暂行办法》发行，助力生成式人工智能规范发展	16
2.1.3 应用端：模型发展加速应用落地，AI 全面赋能时代来临	18
2.2 XR：硬件产品持续迭代，内容侧丰富度不断提升	27
2.2.1 硬件端：产品升级迭代趋势延续，MR 出货提升行业关注度	27
2.2.2 内容端：VR 内容数量持续扩容，AI+MR 实现全面革新	31
3.游戏：供给侧改善明显，小程序带来增量市场	35
3.1 国内手游市场增长提速，用户规模增速及活跃渗透率保持稳定	35
3.2 版号迎来常态化发放，供给侧压制因素改善	36
3.3 出海收入有所下降，头部厂商格局稳定	39
3.4 小游戏商业潜力提升，差异化赛道带来增量市场	40
4.短剧：市场快速起量，新娱乐形式拓宽 IP 变现渠道	46
4.1 短剧市场快速增长，23 年规模或可达 200 亿	46
4.2 头部企业积极布局出海，制作成本及盈利水平平均高于国内	52
5.影视院线：行业回暖明显，供需两端压制因素消解	55
5.1 23 年电影市场票房回暖，放映场次和人均票价明显提升	55
5.2 优质影片提振观影情绪，海外影片供给增加	56
6.广告营销：顺周期属性强，期待宏观环境回暖带动行业需求释放	58
7.投资建议	62
8.风险提示	63

图表目录

图 1：2023 年传媒行业与沪深 300 涨跌幅对比（%）	7
图 2：2023 年申万一级行业涨跌幅对比（%）	8
图 3：2023 年传媒行业指数和主要指数涨跌幅	8
图 4：2023 年传媒（申万）子板块指数涨跌幅对比（%）	8
图 5：2023 年恒生综指/恒生科技/沪深 300 指数对比	9
图 6：2023 年港股 wind 二级行业涨跌幅对比	9
图 7：2023 年港股互联网重点公司股价走势对比	9
图 8：A 股传媒板块 PE（TTM）	11
图 9：申万一级行业基金重仓持股市值及配置比例（2023Q3）	12
图 10：ChatGPT 访问量及月度环比变化（右轴）	13
图 11：ChatGPT 自发布以来每周全球用户支出情况	13
图 12：国外代表厂商 AI 大模型发展历程	13

图 13: 国内重要厂商模型发展	14
图 14: 大语言模型下的 Agent 模式.....	15
图 15: ChatGPT 平台首批上线插件及海外后续代表性应用	19
图 16: 国内部分代表性 AI 应用上线时间	20
图 17: 传统游戏制作流 VS 借助 AIGC 对于效率提升的作用	21
图 18: 网易《逆水寒》文字捏脸效果	21
图 19: 国内首款出海的 AI 游戏《Club Koala》	21
图 20: Duolingo Max 的 AI 功能界面	22
图 21: Duolingo 付费订阅数（百万）	22
图 22: Shop 平台从顾客和商家双角度实现 AI 赋能	25
图 23: 微软 Copilot 应用一览.....	27
图 24: WPS AI 产品功能一览	27
图 25: 22Q1-23Q1 全球 AR/VR 头显占比 TOP5 公司	28
图 26: 23Q2 全球 AR/VR 头显占比	28
图 27: 22Q1-23Q2 中国 AR/VR 头显市场出货量（万台）	29
图 28: 2023H1 中国 VR 市场厂商份额（%）	29
图 29: 中国 VR 市场出货平均单价（美元）	29
图 30: 中国 AR/VR 支出规模及预测	30
图 31: Vision Pro 使用演示	31
图 32: 主流 VR/AR 平台内容数量统计（款）	32
图 33: Steam 平台 VR 游戏月度上线数量（款）	32
图 34: SteamVR 占 Steam 总玩家份额变化（%）	32
图 35: Steam 平台评分较高的 VR 游戏.....	33
图 36: 配合 Vision Pro 识别眼动的传感器分布	33
图 37: SAM 模型在真实场景中识别桌子	33
图 38: 中国移动游戏市场实际销售收入及同比增长（亿元）	35
图 39: 中国游戏用户规模（百万）	36
图 40: 近一年手机游戏行业活跃用户规模	36
图 41: 2021 年以来游戏版号下发数量（个）	36
图 42: 2016 年-2023H1 中国自研游戏海外市场实际销售收入（亿美元）	39
图 43: 微信小游戏发展历程	41
图 44: 小程序游戏收入规模	41
图 45: 微信小游戏市场估算规模（亿元）	42
图 46: 微信小游戏用户画像	42
图 47: 抖音小游戏用户过去一年平均花费金额	43
图 48: 微信小游戏品类变化趋势	44
图 49: 混变小游戏增长	44
图 50: 重点厂商微信小游戏排名变化	45
图 51: 短剧市场规模变化	46
图 52: 网络微短剧拍摄发行许可数量变化（个）	46
图 53: 短剧行业产业链	47
图 54: 22Q4-23Q3 版权商数量变化（个）	48

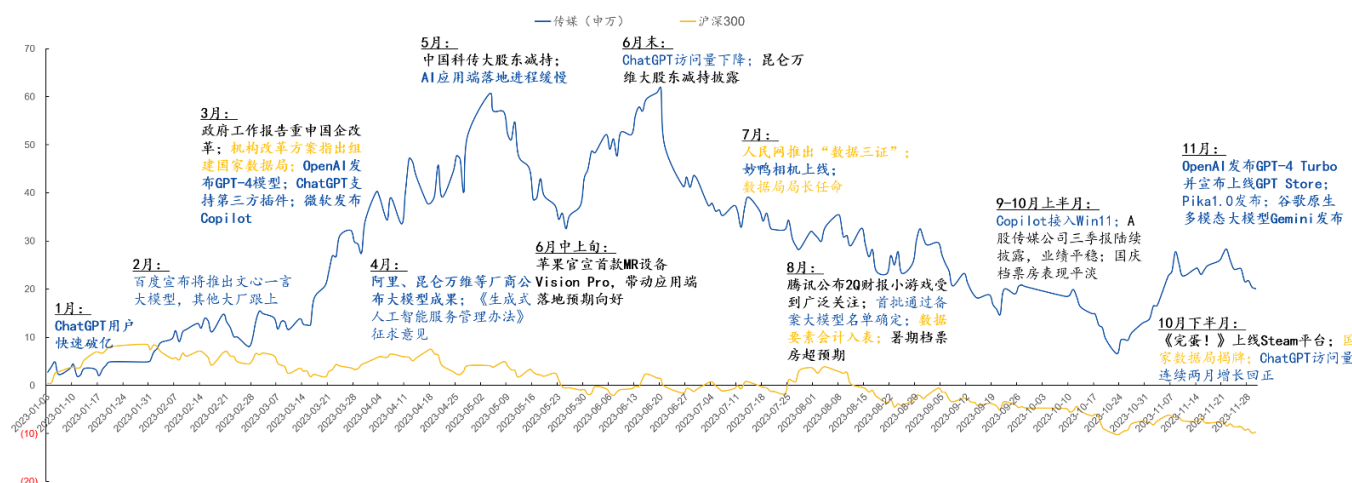
图 55: 大盘短剧版权商构成	48
图 56: 短剧行业盈利模式	48
图 57: 短剧大盘 1-9 月广告消耗走势图	49
图 58: 完美世界子厂牌“她的世界”出品短剧	50
图 59: 巨量广告针对短剧投流的最新要求	52
图 60: Reelshort 网站上线剧集	53
图 61: 2018-2022 年度票房（亿元）及同比（%）	55
图 62: 2018-2023 年 1-11 月票房（亿元）及同比变化（%）	55
图 63: 2018-2023 年中国电影放映场次（亿场）	55
图 64: 2018-2023 年中国电影市场人均票价（元）	55
图 65: 2018-2023 国内影片及引进影片对比	56
图 66: 2018-2023 国内影片、海外影片票房	56
图 67: 广告花费月度同比及社零月度同比对比（%）	58
图 68: 23 年 1-10 月广告花费同比变化（%）	59
图 69: 广告花费月度同比及环比变化（%）	59
图 70: 2023 年 1-10 月分媒体广告花费同比（%）	59
图 71: 2023 年 1-10 月按品类区分广告花费同比变化（%）	59
图 72: 中国广告及互联网广告市场及占比	60
图 73: 2020-2024E 典型互联网媒介类型广告份额（%）	60
表 1: 分板块 22 年和 23 年前三季度财务数据对比	10
表 2: 分版块 22Q3 和 23Q3 单季度财务数据对比	11
表 3: 传媒及子板块当前估值水平	12
表 4: GPTs 流量排名前 20	16
表 5: 《生成式人工智能服务管理暂行办法》对技术发展与治理、服务规范方面的要求	17
表 6: 首批和第二批备案通过大模型名单	18
表 7: “AI+教育”领域布局的部分厂商	23
表 8: AI 赋能谷歌广告	24
表 9: 百度“AI Native 商业全景应用”	25
表 10: 2023 年双 11 节点上线 AI 应用的部分电商龙头	26
表 11: Meta/苹果/Pico/索尼 VR 新品参数对比	30
表 12: 主要公司储备产品	37
表 13: 中国游戏厂商出海收入排行榜	40
表 14: 2022 年微信小游戏虚拟支付分成政策——广告金激励政策	44
表 15: 短剧行业上下游参与方梳理	47
表 16: 各类短剧之间的区别	49
表 17: 在短剧市场布局的上市公司	51
表 18: 海外部分短剧收费模式	54
表 19: 2024 年跨年档及春节档已定档影片	57
表 20: 部分广告公司的 AI 布局	60

表 21：盈利预测表.....	63
-----------------	----

1.2023 年行业回顾：基本面改善叠加多主题催化，行业景气度上行

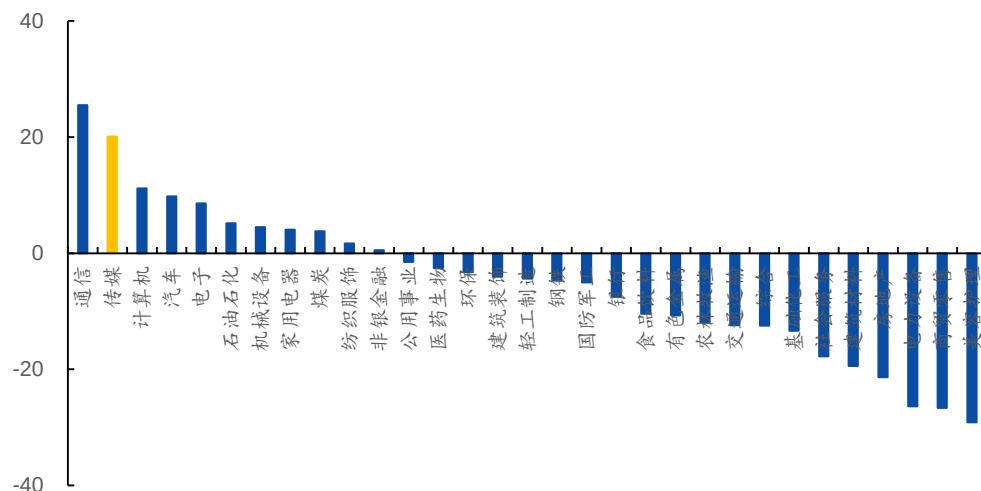
围绕基本面改善以及数据要素、AIGC、短剧等多主题催化，2023 年传媒板块整体跑赢市场。2023 年，伴随内容监管常态化以及疫情等压制因素逐渐消除，线下娱乐恢复，宏观经济进入疫后复苏的阶段，行业基本面回暖。叠加数据要素及国企改革、ChatGPT 为代表的 AI+ 等多主题驱动下，上半年板块增长迅速。Q3 板块回调，Q4 在短剧、大模型及新应用涌现等主题催化下，板块反弹。截至 2023 年 11 月 30 日，传媒行业（申万）上涨 20.10%，在全部行业中排名第 2 位，同期沪深 300 跌幅为 9.70%，上证综指跌幅为 1.93%，深证成指跌幅为 11.70%，创业板指跌幅为 18.07%。

图 1：2023 年传媒行业与沪深 300 涨跌幅对比（%）



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为 2023.1.1-2023.11.30

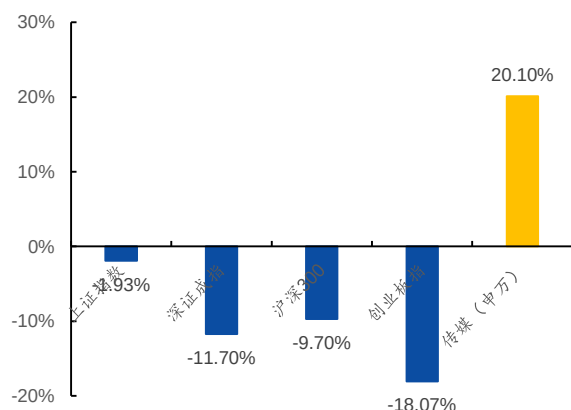
图 2：2023 年申万一级行业涨跌幅对比（%）



资料来源：wind，国元证券研究所注：统计时间为 2023.1.1-2023.11.30

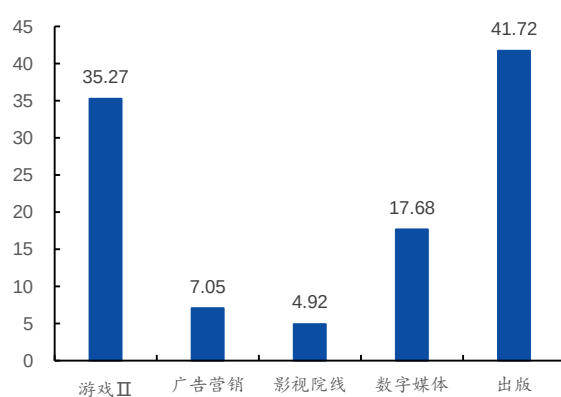
细分板块中，出版、游戏涨幅领先。2023 年传媒各子板块均呈现不同程度上涨，其中出版、游戏 II 子板块分别受益于多主题催化，涨幅较大，截至 11 月 30 日，出版、游戏 II 子板块年度涨幅分别为 41.72%和 35.27%。其余子板块如数字媒体、广告营销、影视院线板块在年内实现不同程度上涨，涨幅分别为 17.68%、7.05%和 4.92%。

图 3：2023 年传媒行业指数和主要指数涨跌幅



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为 2023.1.1-2023.11.30

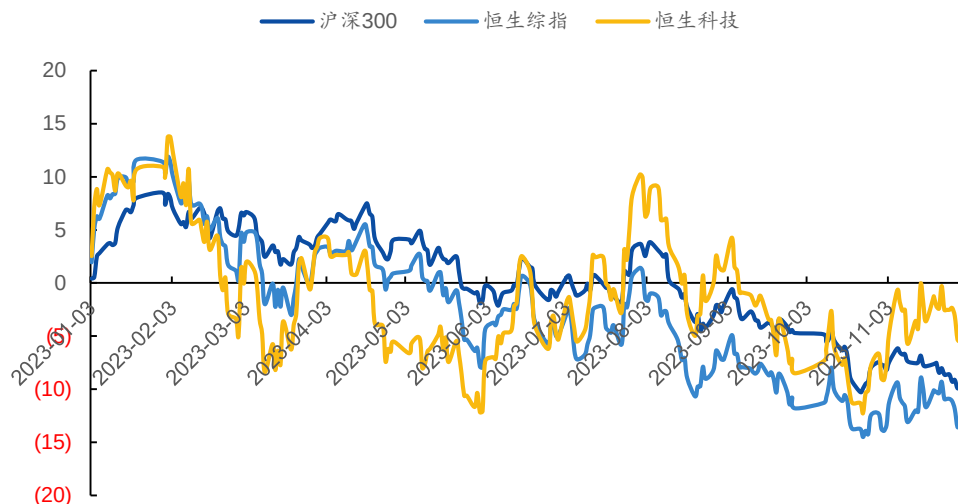
图 4：2023 年传媒（申万）子板块指数涨跌幅对比（%）



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为 2023.1.1-2023.11.30

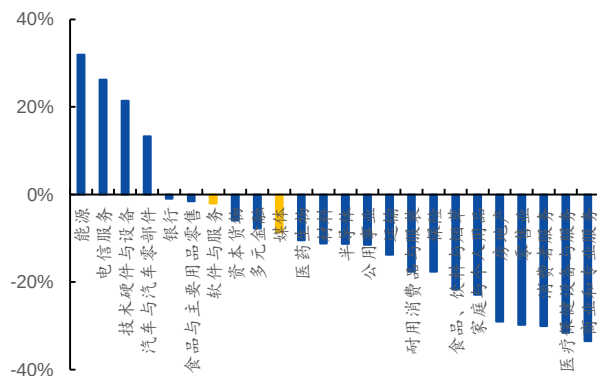
港股方面，外围因素影响港股走势，互联网板块整体动荡。2023 年，受美联储货币政策、宏观经济变化、地缘政治等多外部因素的影响，港股整体震荡，截至 2023 年 11 月 30 日，恒生综指年内实现-13.28%；恒生科技指数年内实现-5.5%，年内表现略强于综指。子板块来看，软件与服务跌幅为 2.09%，在所有港股 wind 二级行业中排名第 7 位、媒体跌幅为 8.68%，排名第 10 位。重点公司表现上看，2023 年以来，互联网板块总体震荡，受益新游的良好表现，网易表现显著优于其余互联网龙头股，截至 11 月 30 日，全年实现+56.75%的涨幅。

图 5：2023 年恒生综指/恒生科技/沪深 300 指数对比



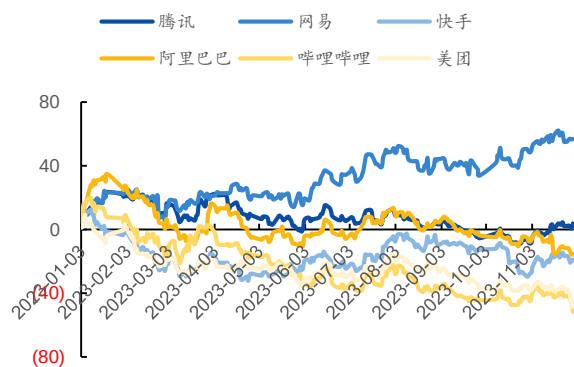
资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为 2023.1.1-2023.11.30

图 6：2023 年港股 wind 二级行业涨跌幅对比



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为 2023.1.1-2023.11.30

图 7：2023 年港股互联网重点公司股价走势对比



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为 2023.1.1-2023.11.30

基本面角度来看，2023 年前三季度传媒板块收入稳健，利润率提升。2023 年前三季度，传媒板块总体营收 3554.83 亿元，同比增长 5.82%；归母净利润 337.90 亿元，同比增长 21.95%；扣非归母净利润实现 289.98 亿元，同比增长 21.79%，盈利水平较去年提升。

分子板块看，游戏前三季度营收同比增长 4.51%；归母净利润同比增长 7.95%；扣非归母净利润同比增长 3.13%；影视传媒子板块较去年整体营收提升 28.27%，归母净利润和扣非归母净利润分别为 28.61 亿元和 20.30 亿元，去年同期为负值。广告营销和出版板块前三季度表现稳健，扣非归母净利润同比分别增长 8.98%和 10.11%。

表 1：分板块 22 年和 23 年前三季度财务数据对比

	营业收入（亿）			归母净利润（亿）			扣非归母净利润（亿）		
	2022Q1-3	2023Q1-3	营业收入同比 (%)	2022Q1-3	2023Q1-3	归母净利润同比 (%)	2022Q1-3	2023Q1-3	扣非归母净利润同比 (%)
传媒	3359.42	3554.83	5.82%	277.10	337.90	21.95%	238.09	289.98	21.79%
-游戏 II	620.88	648.88	4.51%	97.66	105.42	7.95%	91.45	94.31	3.13%
-影视院线	235.57	302.17	28.27%	-6.25	28.61	扭亏为盈	-12.64	20.30	扭亏为盈
-广告营销	1065.63	1124.94	5.57%	41.15	47.70	15.93%	38.16	41.59	8.98%
-出版	919.34	959.69	4.39%	107.94	122.31	13.31%	103.23	113.67	10.11%
-其他	518.01	519.15	0.22%	36.60	33.87	-7.47%	17.88	20.11	12.43%

资料来源：wind，国元证券研究所 注：行业分类为申万 2021（传媒）行业分类，剔除 ST 股票

单三季度看，传媒板块运营稳健，游戏和影视带动板块利润增长。整体传媒板块营收规模为 1223.98 亿元，同比增长 6.97%；板块归母净利润为 101.70 亿元，同比增长 39.74%；扣非归母净利润实现 91.64 亿元，同比增长 43.42%。

子板块表现方面，**1）游戏板块：版号发放常态化供给端恢复，业绩整体增速提升，板块内部业绩分化主要受产品周期影响。**23Q3 板块营收同比增长 9.92%；归母净利润同比增长 42.08%；扣非归母净利润同比增长 36.53%。从供给侧情况看，2021 年 8 月至 2022 年 3 月版号暂停下发期间，考虑到版号对于大盘影响有一定滞后性，2022Q2 开始，新游供给端影响逐渐显现，头部企业立项也更为谨慎，新品产出不足，加上游戏研发、测试到上线需要周期，供给收缩。今年在产品储备及上线数量企稳的情况下板块增速整体提升。从内部表现来看，企业业绩呈现一定分化，主要受产品周期影响。展望 Q4 产品储备情况来看，多家厂商均有重点产品即将上线或测试，并积极布局小游戏渠道来打开增量市场，产品周期改善下有望进一步带动增长。

2）影视院线板块：受益于线下消费场景恢复以及暑期档优质内容上线，业绩大幅改善。23Q3 板块营收同比提升 47.42%，归母净利润和扣非归母净利润实现扭亏为盈。一方面线下消费场景恢复，观影人次显著回升，另一方面横向比较电影作为客单价较低的线下娱乐方式能够较好满足文娱类需求，Q4 开启贺岁档以及后续春节档临近，优质内容供给有望带动票房增长。

3）广告营销板块：三季度延续顺周期恢复态势。23Q3 营收同比增长 10.24%，归母净利润同比增长 23.28%，扣非归母净利润同比增长 9.98%，表现优于前三季度整体，随广告主预算恢复保持稳健增长。

4）出版板块：业绩表现稳健。23Q3 板块营收基本与去年同期持平，归母净利润同比增长 16.90%，扣非归母净利润同比增长 12.48%，板块营收端整体稳健。

表 2：分版块 22Q3 和 23Q3 单季度财务数据对比

	营业收入（亿）		营业收入同比 (%)	归母净利润（亿）		归母净利润同比 (%)	扣非归母净利润（亿）		扣非归母净利润同比 (%)
	2022Q3	2023Q3	2023Q3	2022Q3	2023Q3	2023Q3	2022Q3	2023Q3	2023Q3
传媒	1144.22	1223.98	6.97%	72.78	101.70	39.74%	63.89	91.64	43.42%
-游戏 II	202.48	222.57	9.92%	24.49	34.80	42.08%	23.65	32.30	36.53%
-影视院线	73.52	108.38	47.42%	-3.19	12.72	扭亏为盈	-5.19	12.01	扭亏为盈
-广告营销	369.82	407.70	10.24%	12.52	15.43	23.28%	13.31	14.64	9.98%
-出版	313.99	310.83	-1.01%	28.20	32.96	16.90%	28.05	31.55	12.48%
-其他	184.42	174.51	-5.37%	10.76	5.79	-46.23%	4.06	1.14	-71.95%

资料来源：wind，国元证券研究所 注：行业分类为申万 2021（传媒）行业分类，剔除 ST 股票

从板块估值水平来看，传媒板块整体估值水平处于近三年 43%分位处，位于历史中位。各子板块估值分位水平约在 30%-50%的区间，其中影视院线估值分位最低，为 24%，广告营销分位水平在所有子板块中最高，处于 53%的分位。

图 8：A 股传媒板块 PE（TTM）



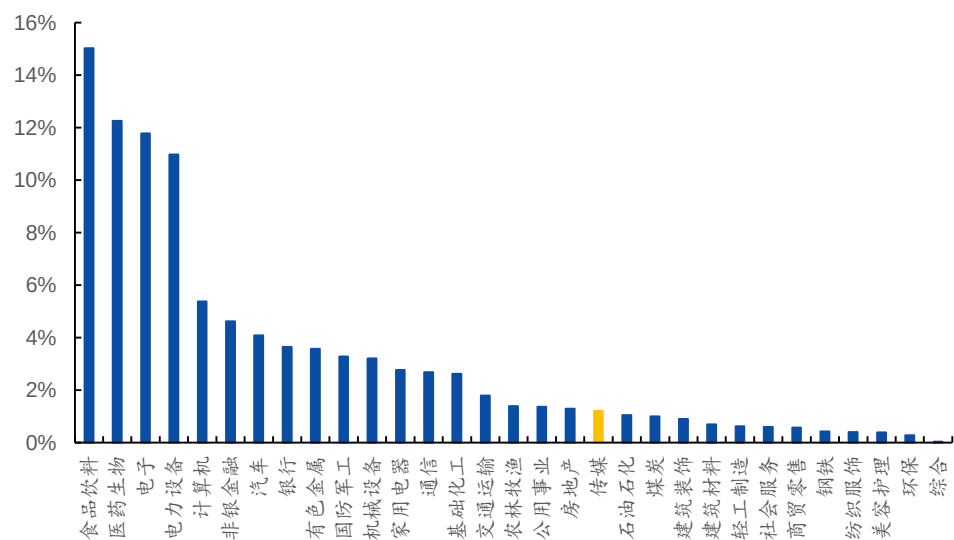
资料来源：wind，国元证券研究所 注：采用整体法，剔除负值 数据截至 11 月 30 日

表 3：传媒及子板块当前估值水平

板块	市盈率	近 3 年最低市盈率 (TTM)	近 3 年最高市盈率 (TTM)	目前估值所处近 3 年分位水平
传媒	24.677	16.065	35.894	43.43%
游戏 II	26.047	15.366	44.703	36.41%
影视院线	47.113	25.905	115.643	23.63%
广告营销	28.783	14.582	41.282	53.19%
数字媒体	48.537	29.391	80.649	37.35%
出版	14.938	10.119	21.715	41.55%

资料来源：wind，国元证券研究所；注：市盈率选取 2023 年 11 月 30 日收盘市盈率，整体按照剔除负值整体法计算；行业按照申万 2021 年行业标准选取

基金持仓来看，2023Q3 公募基金持股传媒板块排名全行业第 19 名。截至 2023 年三季度末，公募基金重仓持有传媒行业市值 326.06 亿元，占公募基金整体配置比例的 1.21%，较二季度末减少 0.26pct，超配-0.40%。

图 9：申万一级行业基金重仓持股市值及配置比例（2023Q3）


资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

2.AI+XR：AI+新应用加速落地，XR 迭代驱动新内容形式

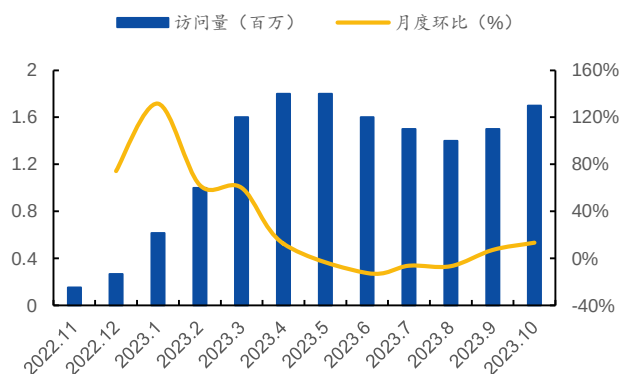
2.1 人工智能：模型侧迭代升级，应用端全面开花

2.1.1 模型端：国内外模型进展迅速，版本迭代密集

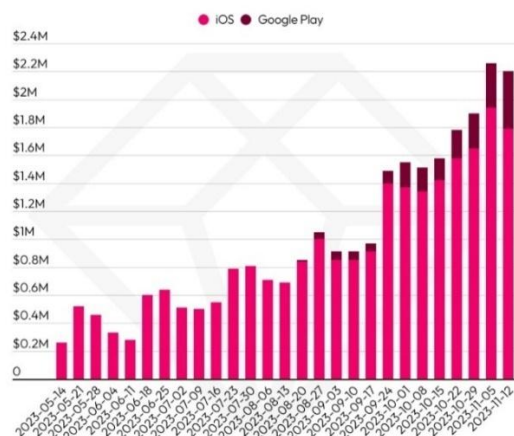
ChatGPT 引领 2023 年 AI 浪潮。2022 年末，ChatGPT 上线，通用人工智能进入大众视野，引领生成式人工智能大模型的浪潮席卷全球。ChatGPT 的访问量在 2022 年底至 2023 年第一季度实现快速增长，环比增速一度超过 130%。

图 10：ChatGPT 访问量及月度环比变化（右轴）

图 11：ChatGPT 自发布以来每周全球用户支出情况



资料来源：Statista, Reuters, Similarweb, 国元证券研究所



资料来源：Dataai, 国元证券研究所

2023 年，国内外生成式大模型相继发布，版本迭代中模型能力不断增强。谷歌、Meta、Anthropic 等国外领先的人工智能厂商相继在 23Q1 公布自己的大模型，并在年内持续迭代，OpenAI、StabilityAI、Runway 等也发布多模态大模型领域的成果。海外大模型厂商迭代迅速，在多模态、跨模态相关领域进展迅速，模型的稳定性、输入长度、输出质量等方面较年初均有比较明显的提升。

图 12：国外代表厂商 AI 大模型发展历程

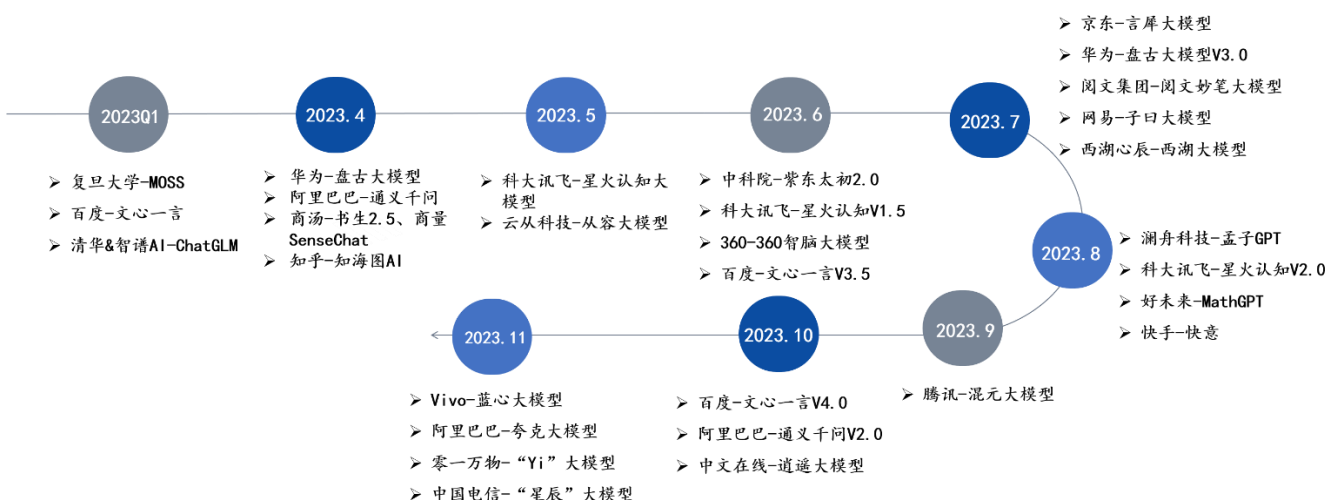
2022	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
4月 OpenAI 发布图像生成模型 DALL·E2 8月 StabilityAI 发布图像生成大模型 Stable Diffusion 9月 OpenAI 发布语音生成大模型 Whisper 11月 OpenAI 发布 ChatGPT	2月 Meta 发布大语言模型 LLaMa；谷歌发布对话式 AI 助手 Bard 3月 OpenAI 发布通用大模型 GPT-4；Anthropic 发布 Claude；Runway 发布视频生成模型 Gen-2	5月 Meta 发布多模态大模型 ImageBind；谷歌更新大语言模型 PaLM2	7月 Anthropic 发布 Claude2；Meta 发布大语言模型 LLaMa 9月 Meta 发布图像生成模型 Emu；OpenAI 发布图像生成模型 DALL·E3	11月 OpenAI 发布 GPT-4 Turbo 模型，开放 GPTs，宣布建造 GPT Store；Stability AI 推出文生图模型 SDXL Turbo；Anthropic 推出 Claude 2.1 聊天机器人及对应同名 AI 模型；微软研究院发布大语言模型 Orca 2 LLM 12月 谷歌发布原生多模态大模型 Gemini

资料来源：新智元，OpenAI 官网、IT 之家，StabilityAI 官网，Meta 官网，36 氪，arxiv，国元证券研究所

国内方面，百度、华为、阿里等大厂率先推出大模型并持续迭代，下半年开始各类行业垂类模型发布。2023 年 4 月，百度、阿里、华为相继发布自研的大语言模型，开启国内大模型厂商人工智能大模型的序幕，下半年开始，更多垂类模型发布，网易的教育垂类模型“子曰”、好未来教育垂类 MathGPT 模型、金山办公的 WPS AI 模型

等专精教育、办公、营销等领域的垂类模型相继发布，模型丰富度逐渐扩充。

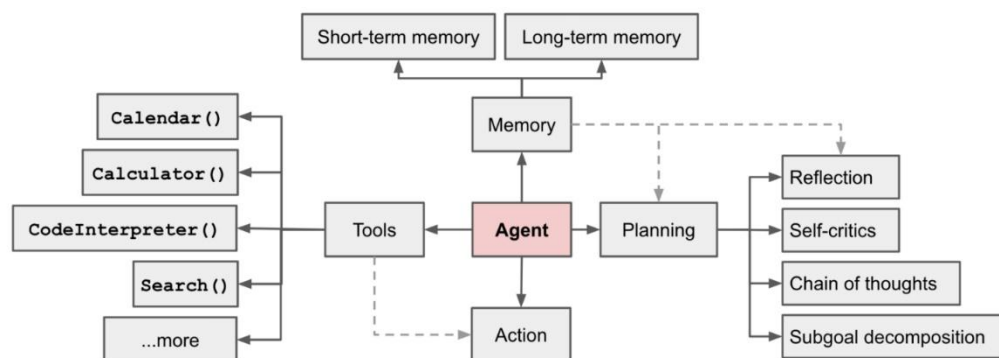
图 13：国内重要厂商模型发展



资料来源：IT之家，各公司官网，国元证券研究所

多模态、垂类化、端侧部署成为大模型发展的中心趋势。整体来看，现阶段国内外大模型在文本生成领域已相对成熟，开始逐渐向多模态趋势发展，在文本生成、图像生成和音频生成的领域，现有模型可以满足大部分需求，但是在视频生成、3D生成领域，生成的稳定性难以保证，仍需等待技术的进一步迭代和发展。2023Q4，OpenAI和谷歌相继公布自家的多模态大模型，OpenAI迭代多模态模型GPT-4v支持图像输入及分析，在视觉理解、描述和分析等多环节表现出色；谷歌的原生多模态大模型Gemini，首次实现端到端的多模态，模型能力的进步使得AI逐步向着AGI方向迈进。传统的AI大模型仍需依赖输入prompt进行计算，未来伴随模型能力的迭代升级，AI可以根据既定的目标，结合外界环境和反馈，自主生成prompt，进而逐步实现目标，实现AI Agent模式。

图 14：大语言模型下的 Agent 模式



资料来源：《LLM Powered Autonomous Agents》，国元证券研究所

垂类模型持续涌现，AIPC 引领大模型边缘布局落地。伴随通用大模型的技术成熟，行业数据+通用模型的训练方式使得行业垂类模型出现，相较于通用大模型，垂类模型更加轻量级、训练成本更低且训练数据更专精，适用于特定的行业落地场景，受到各公司的青睐。轻量级的模型也使得模型端侧化部署成为趋势，以终端侧为中心，配合模型轻量化的发展，小模型在终端就可以运行，云端仅用于处理终端侧难以处理的 AI 任务，运行成本低、延时低、隐私性和可靠性相对高，可以更高效地使用网络带宽，降低 AI 部署成本，提升部署效率。2023Q4，多家厂商宣布将布局 AIPC 领域，AI 技术的进步驱动 PC 硬件端迭代升级，2024 年有望成为 AIPC 元年。

OpenAI GPT Store 成为模型生态建设样例。11 月 6 日，OpenAI 首届开发者大会落幕，提出开放 GPTs，并建造 GPT Store，ChatGPT 曾于 3 月开放插件，本次发布的 GPT Store 将帮助 OpenAI 构筑起完善的模型生态，直接上架用户配置好的个性化模型。OpenAI 将对最常用的个性化模型开发者进行奖励，培养生态。由原先的插件商店过渡到模型商店，形成完善的模型生态。截至 11 月 24 日 8 时，已有 21805 个 GPTs 上线，主要 GPTs 功能集中于图片、设计、编程、语言相关领域。最早上线的一批 GPTs 是 OpenAI 官方推出的，据 Imart 数据总结，截至 11 月 20 日，流量排名前 15 的 GPTs 中有 14 款来自官方，整体流量集中在头部，排名首位的 DALL-E 有 349 万的访问量，占总份额的 22.3%，data-analysis 和 ChatGPT-classic 分别居第二和第三，流量前三占据流量总份额的 40.4%。

表 4: GPTs 流量排名前 20

排名	GPTs	功能	性质	访问量	份额
1	DALL-E	图像生成	官方	3491885	22.30%
2	data-analysis	数据分析师	官方	1681861	10.70%
3	ChatGPT-classic	经典版 ChatGPT	官方	1153841	7.40%
4	creative-writing-coach	创意写作教练	官方	563021	3.60%
5	hot-mods	图片工具	官方	437515	2.80%
6	the-negotiator	谈判代表	官方	331052	2.10%
7	math-mentor	数学导师	官方	290990	1.90%
8	Cosmic-Dream	绘画工具	官方	247323	1.60%
9	coloring-book-hero	绘本工具	官方	22894	1.50%
10	Canva	设计助手	非官方	204772	1.30%
11	game-time	游戏指导	官方	196624	1.30%
12	sticker-whiz	贴纸工具	官方	188474	1.20%
13	genz-4-meme	Z 世代流行语	官方	169686	1.10%
14	tech-support-advisor	技术顾问	官方	163425	1.00%
15	sous-chef	食谱助手	官方	155017	1.00%
16	grimoire	编程向导	非官方	146866	0.90%
17	researchgpt	人工智能研究助手	非官方	134171	0.90%
18	designergpt	网站设计	非官方	105775	0.70%
19	ai-pdf	PDF 工具	非官方	96768	0.60%
20	Mr-ranedeer	人工智能导师	非官方	66313	0.40%

资料来源: Imart, SimilarWeb, 国元证券研究所 注: 截至 2023 年 11 月 20 日

2.1.2 政策端:《生成式人工智能服务管理暂行办法》发行,助力生成式人工智能规范发展

2023 年 4 月 11 日,国家互联网信息办公室发布关于《生成式人工智能服务管理办法(征求意见稿)》公开征求意见;7 月 10 日,多部门联合发布《生成式人工智能服务管理暂行办法》,规定提供具有舆论属性或者社会动员能力的生成式人工智能服务的,应当按照国家有关规定开展安全评估,并按照《互联网信息服务算法推荐管理规定》履行算法备案和变更、注销备案手续,进一步促进生成式人工智能技术健康发展和规范应用。

表 5：《生成式人工智能服务管理暂行办法》对技术发展与治理、服务规范方面的要求

具体规定	
	应用：鼓励生成式人工智能技术在各行业、各领域的创新应用，生成积极健康、向上向善的优质内容，探索优化应用场景，构建应用生态体系。 基础技术：鼓励生成式人工智能算法、框架、芯片及配套软件平台等基础技术的自主创新，平等互利开展国际交流与合作，参与生成式人工智能相关国际规则制定。 数据资源：推动生成式人工智能基础设施和公共训练数据资源平台建设。促进算力资源协同共享，提升算力资源利用效能。推动公共数据分类分级有序开放，扩展高质量的公共训练数据资源。鼓励采用安全可信的芯片、软件、工具、算力和数据资源。
技术发展与治理	数据标注：在生成式人工智能技术研发过程中进行数据标注的，提供者应当制定符合本办法要求的清晰、具体、可操作的标注规则；开展数据标注质量评估，抽样核验标注内容的准确性；对标注人员进行必要培训，提升尊法守法意识，监督指导标注人员规范开展标注工作。 生成式人工智能服务提供者应当依法开展预训练、优化训练等训练数据处理活动，作出以下规定： （1）使用具有合法来源的数据和基础模型；（2）涉及知识产权的，不得侵害他人依法享有的知识产权；（3）涉及个人信息的，应当取得个人同意或者符合法律、行政法规规定的其他情形；（4）采取有效措施提高训练数据质量，增强训练数据的真实性、准确性、客观性、多样性；（5）《中华人民共和国网络安全法》、《中华人民共和国数据安全法》、《中华人民共和国个人信息保护法》等法律、行政法规的其他有关规定和有关主管部门的相关监管要求。
服务规范	提供者应当依法承担网络信息内容生产者责任，履行网络信息安全义务。 提供者应当明确并公开其服务的适用人群、场合、用途，指导使用者科学理性认识和依法使用生成式人工智能技术，采取有效措施防范未成年人用户过度依赖或者沉迷生成式人工智能服务。 提供者对使用者的输入信息和使用记录应当依法履行保护义务，不得收集非必要个人信息，不得非法留存能够识别使用者身份的输入信息和使用记录，不得非法向他人提供使用者的输入信息和使用记录。 提供者应当按照《互联网信息服务深度合成管理规定》对图片、视频等生成内容进行标识。 提供者应当在其服务过程中，提供安全、稳定、持续的服务，保障用户正常使用。 提供者发现违法内容的，应当及时采取停止生成、停止传输、消除等处置措施，采取模型优化训练等措施进行整改，并向有关主管部门报告。 提供者应当建立健全投诉、举报机制，设置便捷的投诉、举报入口，公布处理流程和反馈时限，及时受理、处理公众投诉举报并反馈处理结果。

资料来源：中国政府网，国元证券研究所

现阶段已有两批大模型通过备案。2023 年 8 月底和 11 月初，首批和第二批备案通过大模型陆续公布。首批通过备案的大模型以通用的基座大模型为主，如百度的文心一言、科大讯飞的星火大模型、阿里巴巴的通义千问大模型等，第二批通过备案的大模型更多为垂类模型，未来预计将形成以少数几个通用大模型为基座，多行业垂类模型共同发展的格局。

表 6：首批和第二批备案通过大模型名单

模型名称	模型厂商	模型应用
首批备案通过大模型		
文心一言	百度	文心一言（网页、app）
百川大模型	百川智能	baichuan-ai.com（网页）
GLM 大模型	智谱华章	智谱清言（app） chatglm.cn（网站）
紫东太初	中科院	taichu-web.wair.ac.cn（网站）
云雀大模型	字节跳动	豆包（app）
星火认知大模型	科大讯飞	讯飞星火（app） xinghuo.xfyun.cn（网站）
商量 SenseChat	商汤科技	sensetime.com（网站）
ABAB 大模型	MiniMax	api.minimax.chat（网站）
书生大模型	上海人工智能实验室	intern-ai.org.cn（网站）
混元大模型	腾讯	腾讯混元助手（微信小程序） hunyuan.tencent.com（网站）
盘古大模型	华为	pangu.huaweicloud.com（网站）
360 智脑大模型	360	360 智脑全家桶（全面接入大模型）
第二批备案通过大模型		
子曰大模型	网易	Hi Echo（app、微信小程序）
百灵大模型	蚂蚁集团	-
天工大模型	昆仑万维	天工（app） tiangong.cn（网站）
MathGPT	好未来	学而思（学习机）
moonshot	月之暗面	moonshot.cn（网站）
WPS AI	金山办公	ai.wps.cn（网站） 金山办公（全线产品内嵌大模型）
序列猴子	出门问问	write.mobvoi.com（网站） openapi.mobvoi.com/llm（AI 开放平台）
-	美团	Wow（app）
面壁露卡 Luca	面壁智能	luca.cn（网站）
知海图 AI	知乎	-
奇元大模型	360	-

资料来源：各公司官方公众号，国元证券研究所

2.1.3 应用端：模型发展加速应用落地，AI 全面赋能时代来临

海外模型进度领先，AI 应用率先落地。现阶段海外大模型能力领先国内，模型应用落地进程也相对领先。2023 年 3 月，OpenAI 宣布在 ChatGPT 中引入插件功能，并上线首批 13 款插件，涵盖在线旅游、线上购物、本地生活、教育办公、日程管理等领域，5 月，OpenAI 宣布开放的 ChatGPT 插件商店后，AI 大模型应用落地商业化的进程加速，11 月 GPTs 的推出更加完善模型商业化模式。从应用角度，基于领先的文本、图像生成技术，在对话、设计、电商等领域 2023 年上半年海外便陆续有代表性的应用或插件落地。下半年，伴随着多模态模型的迭代更新，AI+视频生成应用 Pika 出现为后续海外 AI 落地更加复杂、精度更高的场景提供更充分的支撑。

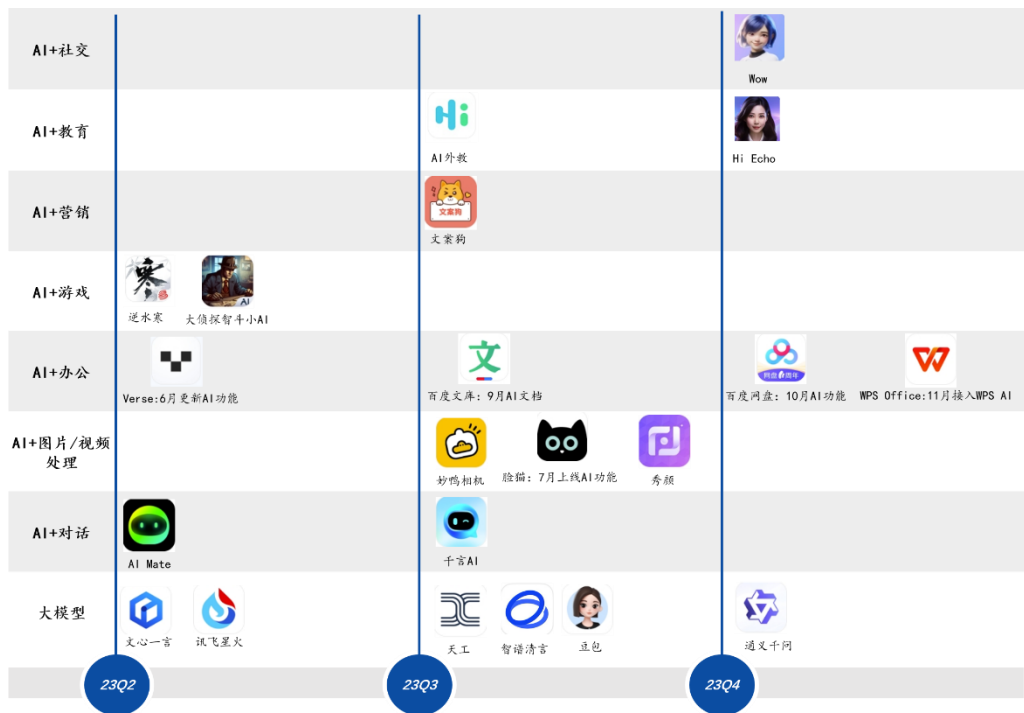
图 15: ChatGPT 平台首批上线插件及海外后续代表性应用

AI+视频生成		 HeyGen (2022.7 上线数字人生成视频)  D-ID Chat (2023.4)  Pika (2023.11)
AI+营销		 JasperAI (2021.1)  AiAdvertising (2023.4 合作谷歌)
AI+日程管理	 Milo Family AI	
AI+本地生活	 Instacart  OpenTable	
AI+教育办公	 Wolfram  Speak  Zapier  FiscalNote	 Duolingo Max (2023.3 推出)  可汗学院 (2022 年接入 GPT-4 内测)  Microsoft Copilot (2023.3)
AI+线上购物	 Klarna Shopping  Shop	
AI+在线旅游	 Expedia  KAYAK	
AI+对话	 ChatGPT (2022.11)	 Soul Machine (2023.7 数字人对话首次接入 GPT 模型)
	首批插件	代表应用

资料来源：各公司官网，国元证券研究所

伴随国内 AI 垂类模型的发展，AIGC 逐步实现全场景赋能。随着国内通用模型和垂类模型的发展，二季度开始，大模型厂商在模型迭代的同时开始陆续上线自有模型应用，6 月百度和科大讯飞分别上线文心一言 app 和讯飞星火 app；游戏厂商开始在游戏中逐步应用 AI 赋能，网易在新游《逆水寒》中上线 AI 捏脸和 AI NPC 功能。三季度开始，国内大模型备案工作的顺利进行，通用模型和垂类模型逐步向公众开放，应用端在各领域的落地也逐渐成熟，7 月 AI 图像生成软件“妙鸭相机”的上线，引发市场对 AI 应用商业化的关注，目前在游戏、社交、办公、营销等多内容创作领域，国内均有代表性的软件上线。

图 16：国内部分代表性 AI 应用上线时间



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

(1) AI+游戏：AI 对于游戏产业赋能可以概括为降本增效和玩法变革两大方向。1)

降本增效：AI 能够辅助游戏工业化生产以及营销侧的素材产出和投放优化，实现海量内容的快速供给，包括文案、美术、地图设计、语音交互以及营销端的买量投放等，快速提升游戏生产效率和内容更新，缩短开发周期及人工成本，目前已开始快速应用到游戏公司研发买量环节。海外厂商 Unity 和 Roblox 先后公布自研的游戏 AI 工具，有望提升游戏在开发环节的效率。2023 年 2 月，Roblox 宣布正在对代码辅助和素材生成器的 AI 开发工具进行测试，5 月，正式将 Code Assist 和 Material Generator 这两个工具的测试版都在以开发者为核心的 Roblox Studio 平台上线。7 月 Unity 推出 Unity Muse 的 AI 工具，用于加速视频游戏和数字孪生等实时 3D 应用程序和体验的创建，提升生产效率。

图 17：传统游戏制作流 VS 借助 AIGC 对于效率提升的作用



资料来源：竞核，国元证券研究所

2) 玩法变革：游戏对比文字、图片以及音视频等表现形式具备强交互性，AI 接入能够在 NPC 智能交互以及场景丰富度上大幅提升用户侧的沉浸式体验和自由度，同时 AI 工具能够降低玩家创作门槛，提升 UGC 内容多元发展，衍生出更多差异化细分玩法，有望催生内容端爆发式增长。海外方面，7 月，Unity 发布 Unity Sentis 工具，可以使用户能够在游戏或应用程序的 Unity 运行时嵌入 AI 模型，从而直接在最终用户平台上增强游戏玩法和其他功能。国内，网易《逆水寒》手游借助 AI 打造“AI 捏脸”和“智能 NPC”新玩法。掌趣科技与悠米达成业务合作，共同开发 AI 游戏创作平台，降低开放世界游戏的开发门槛、与行者 AI 达成战略合作，扩大 AI 游戏创作平台的技术和创新工具储备、与蓝亚达成战略合作，共同打造 AI 游戏引擎。昆仑万维旗下游戏《Club Koala》作为国内首款出海的 AI 游戏亮相科隆展，同时是全球首款 AI UGC 的游戏平台，游戏内不仅加入拟人的 AI NPC，还为玩家提供 AI 赋能的无代码 UGC 游戏编辑器，让玩家可以轻松制作各种各样的小游戏。

图 18：网易《逆水寒》文字捏脸效果



资料来源：逆水寒，国元证券研究所

图 19：国内首款出海的 AI 游戏《Club Koala》



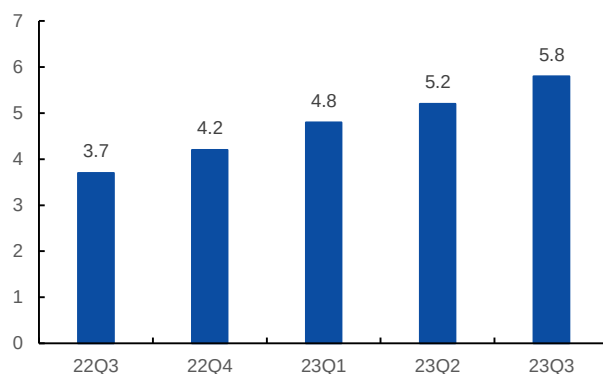
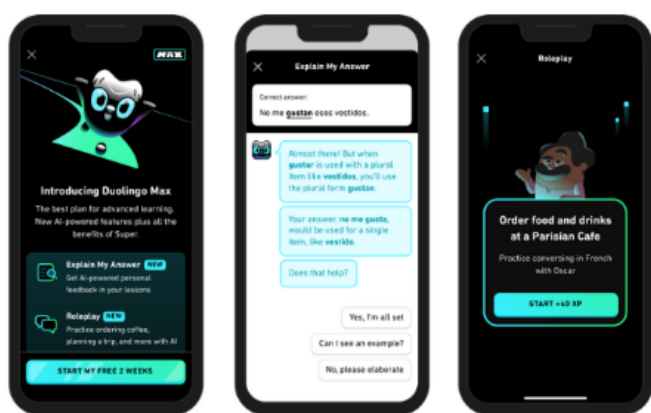
资料来源：Gamelook，国元证券研究所

(2) AI+教育：教育也是 AIGC 率先落地的几个领域之一，海外教育软件 Duolingo 与 OpenAI 合作打造专属的 AI 学习工具。Duolingo 与 OpenAI 合作，基于 ChatGPT-

4 模型上线 Duolingo Max app，增加两个基于 AI 的功能，一个是答疑，根据学生对于答案的不理解之处提供针对性的解答，针对盲点一对一的讲解，更好促进知识点的消化；二是角色扮演，学生可以在 APP 上与 AI 进行特定情景的对话，提升学生对于外语的实际应用的能力，截至 2023Q3，Duolingo 的付费订阅数提升至 580 万，较去年同期提升 60%。在线教育平台可汗学院也和 OpenAI 合作，从学生端和教师端利用 AI 赋能，提升教学效率。此外，OpenAI 还投资了人工智能口语训练平台 Speak，内嵌 AI 导师基于对话内容提供实时训练反馈，提升口语训练效率；以及即时作业反馈平台 Class Companion，基于大语言模型，通过提供书面作业的即时个性化反馈，提供针对性的改进策略，使得学生及时了解短板并针对性练习，填补学生写作业和教师批改作业之间的滞后，提升教学效率。

图 20: Duolingo Max 的 AI 功能界面

图 21: Duolingo 付费订阅数（百万）



资料来源：多邻国，国元证券研究所

资料来源：公司财报，国元证券研究所

国内方面，科大讯飞、网易、好未来等企业积极开拓 AI+教育全新生态。科大讯飞学习机已全面接入星火认知大模型 V3.0，学习机搭载的启发互动式英语 AI 答疑辅学功能实现个性化解决、启发引导式提问、互动探究式学习，提升学习机辅助学习的效率。佳发教育基于自研的垂类模型“灵汨教育大模型”，在智慧考试和智慧教育领域均有细分产品落地，从教、学、管、练、评、考、研等多个方面有效提高学校教学和教学管理质量和效率。视源股份也基于 AI 大模型，针对教学场景推出“希沃课堂智能反馈系统”和希沃学习机两大产品，用于辅助教师教学。网易子曰大模型备案通过后，上线虚拟人口语教练“Hi Echo”，提供一对一的口语练习，覆盖多对话场景和话题，根据对话进行打分并给出学习建议，更具针对性。好未来的 MathGPT 专攻教育和学习场景下 AI 能力的训练和优化，学而思学习机将成为 MathGPT 的核心落地产品，学习机陆续上线的功能包括“AI 对话学”、“AI 讲题助手”、“中英文写作助手”等。

表 7：“AI+教育”领域布局的部分厂商

厂商	AI+教育落地产品
科大讯飞	科大讯飞学习机 已全面接入星火认知大模型 V3.0，学习机搭载的启发互动式英语 AI 答疑辅学功能实现个性化解决、启发引导式提问、互动探究式学习，提升学习机辅助学习的效率。
世纪天鸿	小鸿助教 为世纪天鸿基于大语言模型研发的教师端助教产品，通过领先的有结构长文本向量处理技术，嵌入了公司的优质内容资源，专注于服务老师群体。“小鸿助教”通过对话的方式，能够在日常整理备课素材、教案撰写、启发教学灵感、起草工作文件等方面，提高老师的工作效率。
佳发教育	自研的垂类模型“灵汨教育大模型”，在智慧考试和智慧教育领域均有细分产品落地，推出“ 理化生实验 AI 解决方案 ”、“ 英语机考 AI 解决方案 ”和“ 体育教育 AI 解决方案 ”，从教、学、管、练、评、考、研等多个方面有效提高学校教学和教学管理质量和效率。
视源股份	“ 希沃课堂智能反馈系统 ”帮助教师进行课堂 3D 还原，完整回溯师生互动情况，通过教师巡堂轨迹、课堂互动分析等 AI 功能，对课堂教学数据进行专业分析，并能及时提供反馈意见，还可以根据教师对反馈意见的采纳情况对课件进行自动优化。
好未来	希沃学习机 具备多项 AI 新功能，比如绘本精读功能，可以使故事主角能说会动，激发孩子阅读兴趣，AI 陪伴共读功能，可以与孩子交流，引领孩子阅读、思考、提问与表达，辅助孩子的成长陪伴。
网易	学而思学习机 成为 MathGPT 的核心落地产品，学习机陆续上线的功能包括“AI 对话学”、“AI 讲题助手”、“中英文写作助手”等
	上线 虚拟人口语教练“Hi Echo” ，提供一对一的口语练习，覆盖多对话场景和话题，根据对话进行打分并给出学习建议，更具针对性。

资料来源：公司官方公众号，投资者交流平台，国元证券研究所

(3) AI+营销：AI 技术的发展从洞察、创意、媒介三个维度助力营销生产力的提升。

AI 大模型提升用户洞察能力，提升营销的精准度，通过收集用户数据分析用户行为、构建用户画像、提升用户洞察，实现营销内容的精准推送；生成式 AI 提供高效的生产力和创造力，为个性化营销提供海量素材产出；基于自然语言的交互式 AI 提供随时随地个性化的一对一营销服务，提升顾客体验感和营销效率。Google Ads 率先利用 AI 技术实现应用赋能，以先进技术赋能广告营销行业。谷歌利用 AI 赋能创意优化，提升创造力，同时利用 AI 辅助营销过程，智能匹配用户和广告主，优化投放策略，实现营销精准度的提升。

表 8：AI 赋能谷歌广告

AI 赋能方向	工具	功能
创意优化	Automatically Created Assets	帮助广告主生成包括标题和广告内容描述在内的素材资源，并保证素材的内容与广告的独特背景信息，比如落地页或广告组中的现有广告和关键字等信息相匹配，达到协同一致，提升转化的效果。
	Performance Max Assets Creator	通过提取产品描述、Logo 等品牌资产细节，更好地理解品牌的特性，并为广告系列填充与品牌相关的文本和其他资产，并提供专门生成的新图像建议，让广告主轻松创建和管理一流创意素材
	Product Studio	帮助出海品牌实现创意素材制作自由，支持添加自定义的产品场景、删除分散注意力的产品背景内容、或是优化分辨率等功能，帮助企业免费轻松地制作出众多独特且量身定制的优质产品图片，帮助电商品牌的营销人员提升创意效率。
改变品牌与用户连接方式	智能出价 (Smart Bidding) & 广泛匹配品牌限制功能	能在准确理解用户意图的基础上，将广告与更广泛的相关搜索相匹配，帮助广告主响应数百万人的搜索内容，并自动优化出价
	Video reach campaigns	接入 YouTube Shorts 流量，以更高效的方式扩大覆盖面，拓展更多不在现有用户池中的潜在用户，并以优质素材内容提高用户对于品牌和产品的认知和喜爱程度，为后续转化积累人群，降低难度。
	Video view campaigns	VVC 广告能使广告内容在 YouTube 的视频内、信息流以及 YouTube Shorts 中实现无缝投放，并以最佳成本获取尽可能多的观看量。
	Demand Gen campaigns	帮助广告主拓展触达新的目标受众，将量身定制的创意组合与受众群体配对，以传递最相关的信息，并衡量品牌与搜索的提升效果和转化。
提升营销精准度	iOS 设备端转化衡量功能	通过隐私合规的方式，提高转换的可见性，从而帮助营销人员优化后续广告投放，并保障营销投入。

资料来源：谷歌全球营销，国元证券研究所

国内方面，行业自研垂类营销模型相继落地，百度、科大讯飞宣布打造生成式营销平台。国内广告公司在下半年陆续披露旗下 AIGC 营销大模型发展进度，蓝色光标于 2023 年 9 月发布营销大模型 BlueAI，并和微软、百度等国内外厂商合作完成私有化的部署和训练。因赛集团 10 月发布 InsightGPT 内测版本，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。分众传媒、易点天下也宣布各自在营销领域 AIGC 大模型的构建进展迅速。百度、科大讯飞均于 10 月公布 AI 营销平台，其中百度体系化发布 “AI Native 商业全景应用”，包括全新 AI 商业引擎“扬楫”、全球首个 AI Native 营销平台“轻舸”、打造开启对话式营销新时代的“品牌 BOT”、焕新助力商家长效经营的“智能商家经营平台”等，同时在合作层面推出“共拓计划”，从各个环节提升营销的效率，实现科技赋能。

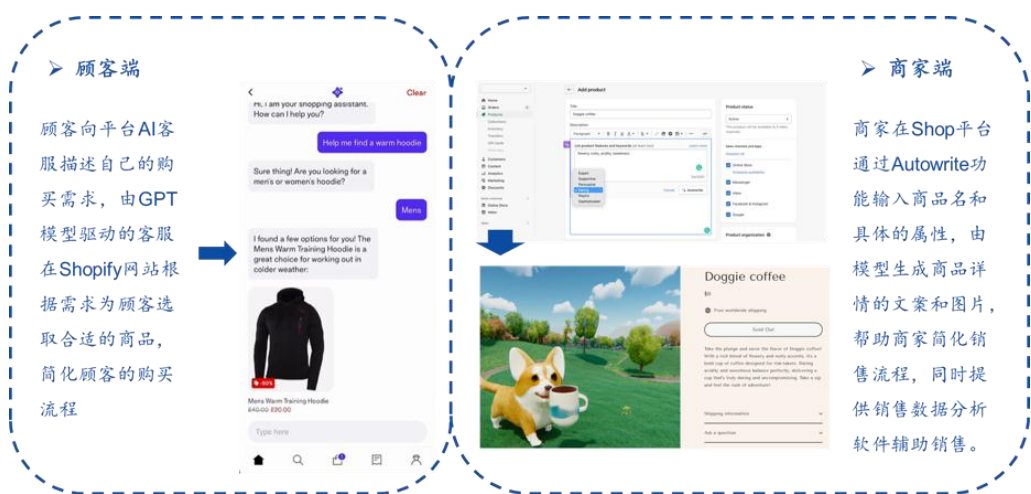
表 9：百度“AI Native 商业全景应用”

应用	能力突破
AI 商业引擎“扬槓”	“扬槓”有三大核心突破，一是生成式定向，行业首次基于生成式检索直接生成广告，大幅提升系统召回效率；二是生成式创意，通过 AIGC 大模型重构创意文案，同时实现在线实时个性化生成，为客户提供更优质的创意。“扬槓”还构建了新一代的智能广告拍卖框架，通过端到端的优化，实现全局最优的广告分配和计费，大幅提升了系统的分配效率。
全球首个 AI Native 营销平台“轻舸”	具备洞察、分析、制作等 AI 能力，技术内核是全新 AI 商业引擎扬槓，内置的擎舵创意生成能力，2 分钟即可生成 100 条文案，5 分钟即可制作 1 支数字人视频，轻舸已覆盖 400 余家企业，平均广告创编时间由 2 小时缩短到 5 分钟，平均转化量提升 10%。
“品牌 BOT”	国内最早亮相的生成式 AI 对话式营销新产品，基于品牌大模型“大脑”，不仅能支持企业进行品牌文化和产品宣传，还能解答用户疑问，增强用户对品牌的信任和粘性。
“智能商家经营平台”	具备多重智能化能力，包括智能建站、智能建店等，全面助力企业实现长效经营等。以家居行业的三棵树，为例，其通过使用 AI 机器人，有效线索转化率提升了 50%。

资料来源：百度公众号，国元证券研究所

(4) AI+电商：顾客和商家两侧赋能，便捷购物流程、提升购物体验的同时提高店铺的运营效率。 ChatGPT 首批接入两个在线购物相关插件，其中一个为 Shopify 旗下的购物软件 Shop，顾客通过与 AI 客服对话得到个性化推荐，简化购物流程，使得顾客在短时间内挑选到心仪的产品，完善购物体验；同时向商家提供相关 API，通过商品描述智能生成商品详情页的文案及宣传图等，提供销售数据分析提升卖家的经营效率，从买卖双方的角度便利网上购物的流程。2023 年 5 月，谷歌宣布在购物工具中集成生成式 AI 技术，推出搜索生成体验的 AI 工具，该工具建立在谷歌的 Shopping Graph 上，拥有超过 350 亿个产品列表，客户提出自己的购物诉求，工具根据现有产品列表给出最符合的产品推荐，优化购物流程。同时，谷歌与多家时尚品牌合作，推出虚拟试衣功能，提升用户在线购物的体验。

图 22：Shop 平台从顾客和商家双角度实现 AI 赋能



资料来源：OpenAI 官网，Akocommerce，国元证券研究所

2023 年双十一期间，国内的电商龙头纷纷上线 AI 应用，国内网购和外贸均显著赋

能。阿里巴巴利用 AI 大模型从商家和客户双向实现赋能，在商家侧，淘天平台面向中小商家提供 10 款免费 AI 工具，在开店、测款上新、广告投放等全链路环节，逐步实现 AI 智能化；在用户侧，推出“淘宝问问”功能，接入通义千问大模型，用户可以通过输入商品相关问题，淘宝问问综合立减、满减等大促优惠信息，生成并提供最具价格力的购买建议，降低用户挑选决策的成本，提升购物体验。百度打造百度优选品牌，利用数字人直播带货，帮助百度在电商领域建立用户心智，实现电商领域的突破，京东上线灵犀数字人，支持智能生成全场景剧本，优化商品展示和直播答疑，帮助商家在大促流量竞争激烈的时段提升经营效率。在外贸方面，阿里巴巴国际站 11 月开始上线生意助手，帮助商家分析国际买家需求，优化商品文案和图片，提升外贸网店的运营效率。伴随 AI 生成技术的发展，营销、数字人领域的进步将构筑电商领域的新业态。

表 10：2023 年双 11 节点上线 AI 应用的部分电商龙头

品牌	AI 应用	赋能
淘宝	淘宝问问	淘宝问问综合立减、满减等大促优惠信息，生成并提供最具价格力的购买建议，从而降低用户挑选决策的成本，帮助消费者双 11 买得更便宜、更省心。“淘宝问问”已有超过 500 万人次体验，高活跃人群日均提问数超 8 次，单一用户最多提问数超 4000 次。
百度优选	数字人直播	此次双 11，平台凭借数字人直播带货模式以及商城货品策略，直播 GMV 同比增长高达 740%，创历史新高，活动期间闭环交易用户数同比增长也达到了 420%，商城 GMV 同比提升 300%，全场域业绩指标实现破势增长。
阿里巴巴国际站	生意助手	分析海外顾客消费行为，洞察消费需求，帮助商家优化文案、图片、视频，提升关键词提及率和商品曝光率。测试期间商品曝光率提升 19%，转化率提升 8.4%
京东	灵犀数字人直播	支持智能生成全场景剧本，优化商品展示和直播答疑，帮助商家在大促流量竞争激烈的时段提升经营效率。2023 年 10 月底已合作商家 4000 余家，累计带货 10+亿元，GMV 占比真人直播 40%

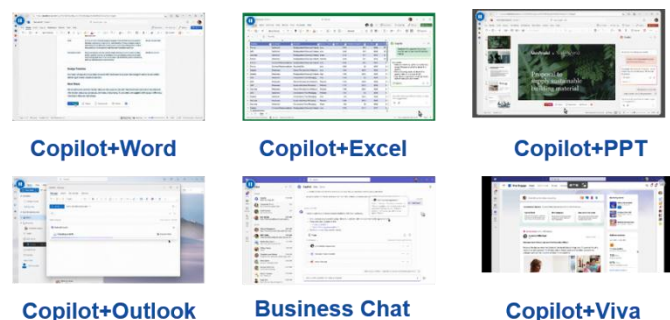
资料来源：电商报 pro 公众号，阿里巴巴国际站公众号，京东云公众号，国元证券研究所

AIGC 也逐步在跨境电商领域实现赋能。吉宏股份与华为云合作，基于盘古大模型打造跨境电商各个环节的应用，在广告素材生成技术的优化升级效果明显。焦点科技打造属于外贸企业的 AI 助手“麦可”，提供外贸全链路 AI 解决方案，同时在买家侧也上线 AI 助手，通过多轮关键词问答的方式，将供应商或产品准确地推送到买家面前，精准匹配供应商和采购商之间的需求。致欧股份把 ChatGPT 内嵌入公司系统，深度应用于跨境电商各场景下的客户服务、文案写作、视觉内容生成、VOC 洞察、产品研发、流程自动化、日常办公、软件开发等多领域。华凯易佰将 AIGC 技术应用于智能刊登、智能调价、智能广告等业务环节，未来有可能拓展至智能选品领域。

(5) AI+办公：AI 赋能下，智能化办公时代来临。微软 3 月发布办公 AI 助手 Windows Copilot，由 GPT-4 驱动、利用大语言模型内嵌入微软旗下的办公软件如 Word、PowerPoint、Excel、OneNote 和 Outlook 以提升办公效率的 AI 工具，同时增加商务对话功能，实现跨应用的任务处理，极大程度提升办公效率，节省跨软件信息整合的时间，完善微软生态内的智能化办公体系。7 月，微软宣布 Microsoft 365 Copilot

将以每名用户每月 30 美元的价格向商业客户提供，适用于 Microsoft 365 E3、E5、商业标准版和商业高级版客户。11 月 1 日，Microsoft 365 Copilot 正式向企业客户提供商用服务。微软 Copilot 打通 AI 模型在 BC 两端的商业化路径，有利于培养用户智能化办公习惯，开创行业先河。

图 23：微软 Copilot 应用一览



资料来源：微软官网国元证券研究所

图 24：WPS AI 产品功能一览



资料来源：金山办公公众号，国元证券研究所

金山办公引领国内 AI 办公软件智能化浪潮。2023 年 4 月，金山办公发布国内协同办公赛道首个类 ChatGPT 式应用——WPS AI，持续深耕 AIGC、智慧助手、知识洞察三大方向，提供辅助编辑、改写、润色；基于已储备的语料做问答式的交互，辅助阅读和知识检索；基于自然语言的内容识别、文意理解和知识问答。11 月，金山办公旗下 WPS Office 全线产品正式接入 WPS AI，实现智慧化办公。未来，在微软和金山办公两大国内外领先的智能化办公厂商的带领下，AI 能力有望在办公领域实现全面落地，生产力将得到极大提升。

展望 2024，人工智能将在模型端、硬件端和应用端均有值得期待的新成果落地，应用的商业化进程有望迎来转机。**模型端**，2023Q4，OpenAI、微软、亚马逊、谷歌等海外头部人工智能厂商相继公布最新的大模型成果，模型性能较年初有明显提升，2024 年，以 GPT-5 为代表的国外大模型有望继续引领全球大模型迭代升级的浪潮，国内大模型如星火认知大模型、文心一言模型将继续积极赶超国外领先厂商，预计国内将出现更多优秀的多模态和垂类模型。**硬件端**，英伟达于 11 月公布最新人工智能超级计算机芯片 H200，三星、vivo 等手机厂商公布移动端搭载大模型成果，2024 年，国外厂商在 AI 硬件领域预计将有较大进展，联想 AI PC 预计 24 年 9 月后上市，英伟达下一代 Blackwell-GPU 也有望于 24 年至 25 年推出，硬件端设备升级将显著加速模型在端侧布局的进程。**应用端**，在模型能力升级的推动下，AI 在内容、创意生成领域的落地成果丰富，2024 年 AI 应用新周期有望开启。

2.2 XR：硬件产品持续迭代，内容侧丰富度不断提升

2.2.1 硬件端：产品升级迭代趋势延续，MR 出货提升行业关注度

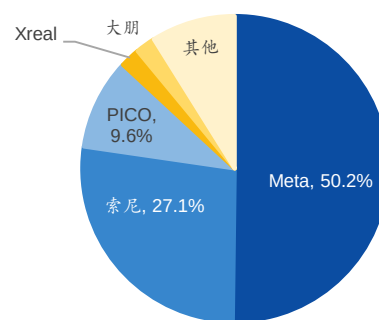
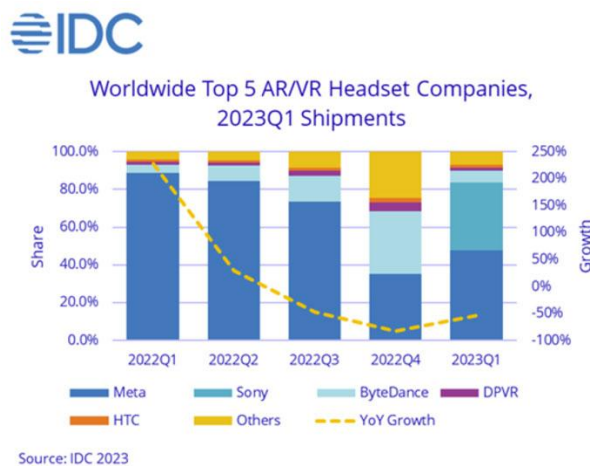
23 年全球 AR/VR 出货量预计为 850 万台，同比下滑约 3.2%。根据 IDC 数据显示，全球 AR/VR 头显出货量 23Q1/23Q2 分别同比下降 54.4%/44.6%，主要受到去年高

基数以及宏观经济影响，叠加热门头显 Quest 2 价格上涨影响以及新品供应相对不足等因素影响。预计今年的出货量为 850 万，其中，一体机头显出货约 630 万，系留头显出货约 220 万。

23 上半年全球市场中，Meta 占据约一半市场份额，Pico 市占率提升。根据 IDC 数据显示，上半年出货量 TOP3 厂商均为 Meta、索尼、Pico。23Q1 三者市场份额分别为 47.8%/35.9%/6.1%，其中 Pico 凭借新品从去年 4.4% 上升至 6.1%，大朋、HTC 在四、五位，市场份额均不到 2%。23Q2 三者市场份额分别为 50.2%/27.1%/9.6%，Xreal、大朋分列四、五位，市场份额都略高于 2%。

图 25：22Q1-23Q1 全球 AR/VR 头显占比 TOP5 公司

图 26：23Q2 全球 AR/VR 头显占比



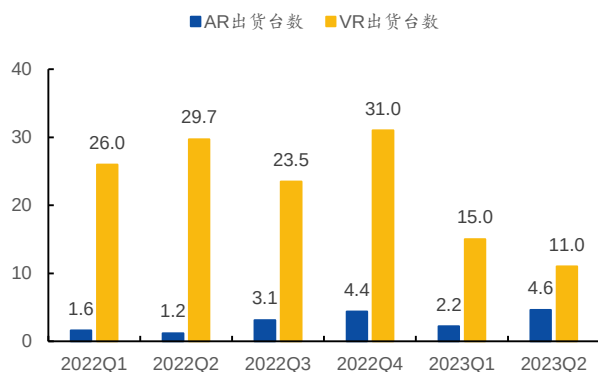
资料来源：IDC，国元证券研究所

资料来源：IDC，国元证券研究所

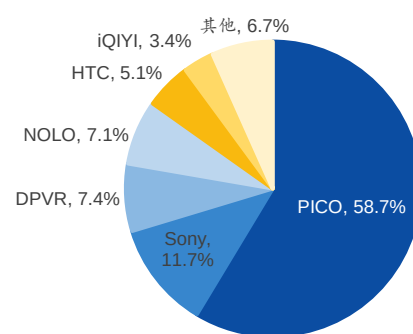
2023 年中国 AR/VR 头显出货预计为 80.2 万台，同比下滑 33.5%。根据 IDC 数据显示，2023 年上半年，中国 AR/VR 头显出货 32.8 万台，同比下滑 44%。其中 AR 出货 6.8 万台，同比上涨 142%；VR 出货 26 万台，同比下滑 53.3%。其中，一体机出货 20 万台，同比下滑 60.3%，主要为部分头部厂商降本增效策略调整以及出现资金困境造成波动；分体式 VR 上半年出货 6 万台，主要为一季度 Sony PlayStation VR2 发布后的出货拉动。2023 全年中国 AR/VR 出货预计为 80.2 万台，同比下滑 33.5%。其中，AR 预计出货 20.6 万台，同比上涨 100.2%；VR 预计出货 59.6 万台，同比下滑 45.9%。2023 年，国内市场受新品供给不足以及厂商战略调整影响，线上线下渠道出现下滑，预计 24 年新品发售有望对销量带来提振。

国内 VR 产品市占率上，23H1 Pico 以 58.7% 份额位居首位。索尼、大朋、Nolo、HTC、爱奇艺分别占到 11.7%、7.4%、7.1%、5.1%、3.4%。

图 27: 22Q1-23Q2 中国 AR/VR 头显市场出货量 (万台) 图 28: 2023H1 中国 VR 市场厂商份额 (%)



资料来源: IDC 中国, 国元证券研究所



资料来源: IDC 中国, 国元证券研究所

产品迭代升级带动 VR 硬件出货单价提升。据 IDC 统计, 2021 年底开始, 中国市场 VR 一体机价格竞争激烈, 厂商依靠补贴策略进行大规模出货。自 2022Q3 的 Pico 4 发布后, 产品平均单价开始出现回升, 伴随着中高端 VR 型号新品发布以及厂商营销节奏调整, 后续竞争有望从价格逐渐转向产品品质, 包括内容商店应用数量、显示参数、重量等指标。

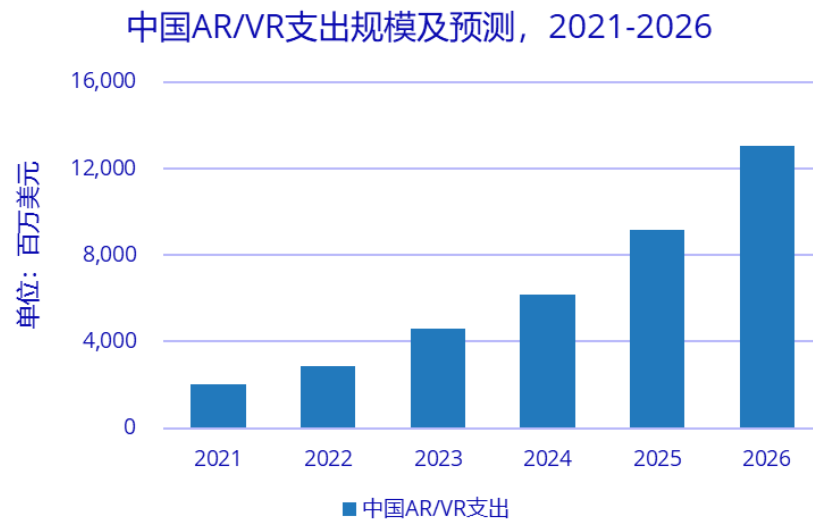
图 29: 中国 VR 市场出货平均单价 (美元)



资料来源: IDC 中国, 国元证券研究所

硬件产品升级趋势延续, 2024 年 VR 头显设备出货量有望反弹。2021 年全球 AR/VR 总投资规模接近 146.7 亿美元, 预计 2026 年有望增至 747.3 亿美元, 五年 CAGR 将达 38.5%。其中, 中国市场五年 CAGR 预计达 43.8%。硬件端来看, 2024 年初苹果 VisionPro 起售、Meta Quest4 等大厂 VR/AR 头戴设备的革新以及中小厂商发展入局, 硬件产品端持续性能优化。IDC 预估 2024 年 VR 头戴设备出货量将反弹, 预计相较 2023 年同比上涨 46.8%, 也就是 1247.8 万, 到 2027 年, IDC 预计全球市场 VR 头戴设备出货量将达到 3030 万。

图 30：中国 AR/VR 支出规模及预测



资料来源：IDC 中国，国元证券研究所

表 11：Meta/苹果/Pico/索尼 VR 新品参数对比

	Meta Quest3	Vision Pro	Pico 4	PlayStation VR2
产品预览				
发售时间	2023 年 10 月 10 日	2024 年初	2022 年 9 月 27 日	2023 年 2 月 22 日
产品形态	VR 一体机	MR 一体机	VR 一体机	主机 VR
光学方案	Pancake	3P Pancake	Pancake	菲涅尔透镜
屏幕	LCD	Micro-LCD 内屏+OLED 柔性外屏	FAST-LCD	OLED*2
分辨率	2064*2208 (单眼)	3648*3144 (单眼)	4320x2160 (双眼) 2160x2160 (单眼)	2000*2040 (单眼)
视场角	水平 110° *垂直 96°		105°	110°
刷新率	120Hz	最高达 100Hz	90Hz	90Hz, 120Hz
处理器	高通骁龙 XR2 Gen 2	Apple M2+Apple R1	骁龙 XR2	
眼动跟踪	不支持	支持	Pro 版支持	支持
电池寿命	1-2 小时	2 小时	3 小时	
重量	515g		586g (含顶部绑带) 295g (不含所有绑带及电池)	
售价	500 美元 (128GB) 650 美元 (512GB)	3499 美元起	2499 元 (8GB+128GB)	550 美元

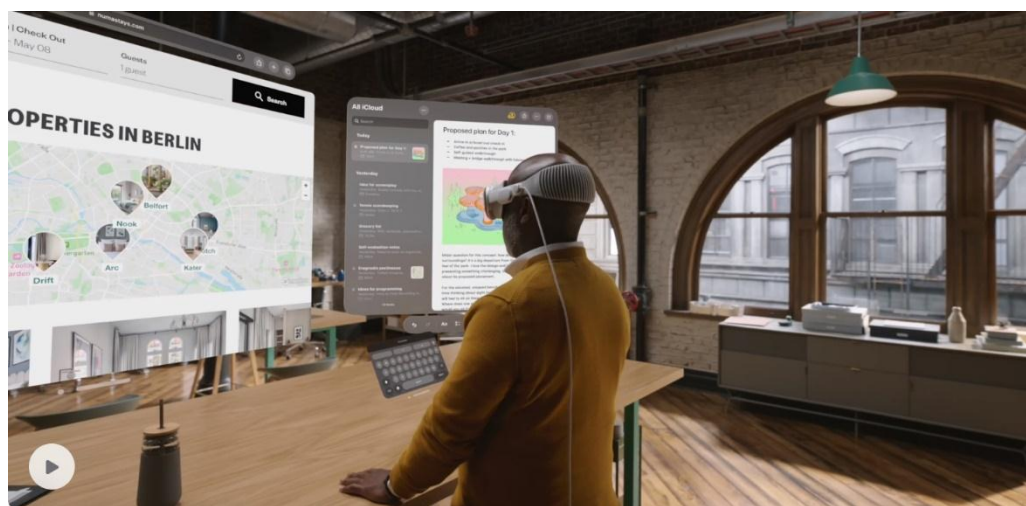
资料来源：各公司官网，宇宙之心，VR 陀螺，极客公园，国元证券研究所

苹果 Vision Pro 依靠行业领先的空间计算、眼动追踪和裸手交互等技术成果，将 XR 设备的体验感提升至新高度。Vision Pro 作为苹果的首款空间计算装备，将打造无限

际画布,让 APP 突破传统显示屏的限制,依靠高规格的硬件和苹果多年的算法积累,打造不同于以往 XR 设备的 3D 交互体验。在屏幕方面,全新使用 MicroOLED,以达到 2300 万像素和 13ms 延时,高清和低延时的屏幕画面是“真实感”的基础保障。在光路方面,使用三层曲面贴合 Pancake 光学镜头,最大程度消除成像畸变、色彩失真等问题。在芯片方面,两颗处理芯片 M2+R1, M2 提供强大的算力支持, R1 保障实时图像显示与渲染的低延时,并且均为自研芯片,与系统的优化度高,后续迭代方向明确。

Vision Pro 采用“眼动追踪+手势+语音”的多模态解决方案,在左右眼分别配备两颗红外摄像头,在保障追踪精度的同时,还能测算双眼瞳深,进而完善预畸变算法以实现更好的画面显示效果。同时, Vision Pro 配备四颗用于手势识别的摄像头,可以检测腰部以下的手势,解决了现有 XR 硬件“眼动+手势”交互过程中手臂必须抬起的核心痛点。 Vision pro 作为行业标杆的 MR 产品,有望引领行业硬件的发展,苹果自身强大的软件生态或将推动行业进入全新的周期。

图 31: Vision Pro 使用演示



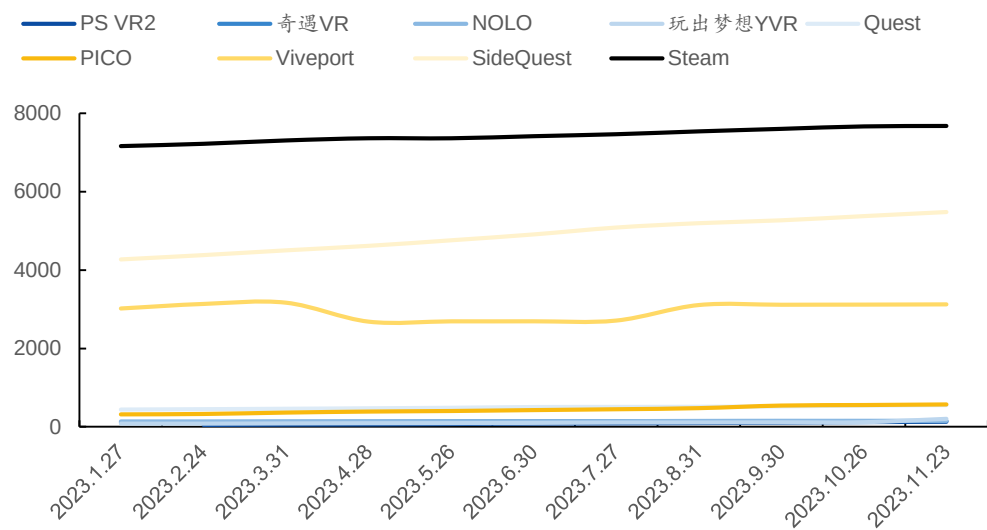
资料来源: Apple 官网, 国元证券研究所

腾讯或将代理 Quest 头显, 如合作达成有望提升国内市场头显渗透率。据《华尔街日报》, 腾讯和 Meta 达成初步协议, 或将于 2024 年底在中国销售新款低配版 VR 头显, Meta 将获得设备销售的大部分收入, 腾讯则主要收取内容和服务收入。腾讯作为中国头部互联网平台之一, 在游戏、社交等领域拥有强研发和运营能力, 如果合作达成, 依托内容和渠道优势将带动国内 VR 头显装备渗透率的提升。

2.2.2 内容端: VR 内容数量持续扩容, AI+MR 实现全面革新

主要 VR 平台内容数量持续增长。据 VR 陀螺统计, 截至 2023 年 11 月末, 全球各主流 VR/AR 平台中, VR 相关内容数量最多的三个平台分别为 Steam 平台 (7675 款)、SideQuest 平台 (5474 款) 和 Viveport 平台 (3125 款)。Pico 平台应用数量在 2023 年实现超 200 的增长, 截至 11 月末, Pico 平台总应用数量为 573 款。各平台 VR 内容数量较年初均有不同程度的提升。

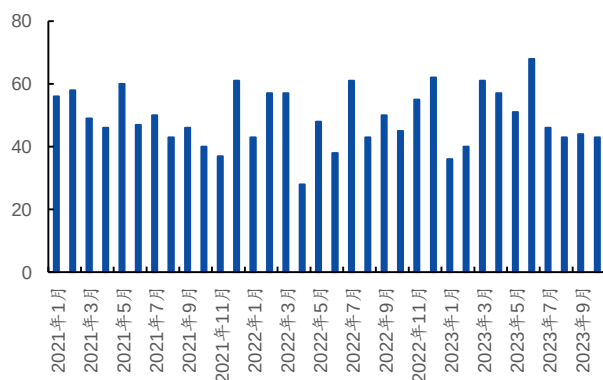
图 32：主流 VR/AR 平台内容数量统计（款）



资料来源：青亭网，国元证券研究所

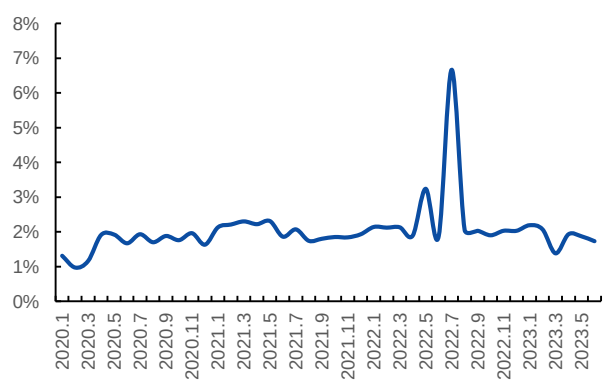
Steam 平台 VR 游戏月度上新稳定，SteamVR 占 Steam 总玩家份额维持在 2% 上下。Steam 平台作为现阶段 VR 内容最多的平台，VR 游戏月度上线数量维持在 40-60 款，保持稳定供给。SteamVR 玩家占总玩家份额维持在 2%，后续伴随着硬件设备迭代升级和应用端产品可玩性的提升，VR 游戏玩家占比有明显提升空间。现阶段 Steam 平台评分较高的 VR 游戏品类集中在射击、开放世界、解密等沉浸感较强的类型。

图 33：Steam 平台 VR 游戏月度上线数量（款）



资料来源：Steam 平台，国元证券研究所

图 34：SteamVR 占 Steam 总玩家份额变化（%）



资料来源：青亭网，Steam 平台，国元证券研究所 注：2022 年 7 月疑似为异常数据

图 35: Steam 平台评分较高的 VR 游戏

Superhot VR	Skyrim VR	BONEWORKS	A Fisherman's Tale	Pistol Whip
类型: VR 射击	类型: VR 开放世界	类型: VR 射击	类型: VR 解谜	类型: VR 节奏游戏
				

资料来源: Steam, 国元证券研究所

当前互动娱乐方式正在形成新的内容趋势, 技术升级、硬件迭代能够与创新娱乐方式相结合, 提升用户沉浸式体验, 提高产出效率, 催化新内容爆发。AI+MR 结合能够在沉浸式体验感知、内容生成、游戏方式等多方面带来革新。

AI 技术加持下, 交互方式改变、实用性增强。依托于 AI 的算力和处理数据的能力, 原先许多 MR 设备上的技术难点有望得到解决: 原先的 MR 发展受到技术层面的制约。精准的眼对焦, 手势和眼动识别上的技术难点成为了 MR 应用效果不佳的原因。AI 可以为这些技术难点提供帮助。苹果 Vision Pro 利用 AI 计算空间距离, 使得用户无论身处何处都可以获得宽广的虚拟空间视觉和在可触距离内的 UI。在用户输入内容时, Vision Pro 的 AI 还可以根据用户眼球、手势的习惯以及常出现的输入错误来优化之后的输入过程, 用行为输入取代了指尖输入。这种输入自动纠正不同于以往单纯概率计算的方式, 而是诉诸于深度学习。Meta 发布的用于图像分割的新模型 SAM 可以精准识别堆砌在一起的每一样物品, 为未来的 MR 物品交互铺平了道路。

图 36: 配合 Vision Pro 识别眼动的传感器分布



资料来源: 苹果官网, 国元证券研究所

图 37: SAM 模型在真实场景中识别桌子



资料来源: segment anything 官网, 国元证券研究所

MR 平台可投放的内容生产效率、质量提升, 体验场景进一步丰富。苹果已经在尝试将大量 App 转换为 Vision Pro 设备上可用的版本, 为 MR 设备终端提供海量的内容。随着多模态的发展, 未来 AIGC 可以接收更多维度的非文字信息输入, 从而使生成的 VR 素材从 2D 变向 3D 进步, 并且质量更高, 更逼真。随着硬件迭代, MR 设备会变得更轻、延迟更低、可穿戴性更强, 人们可以在更多场景使用 MR 设备体验游戏。在 AI 技术的加持下, MR 终端的交互体验也会大幅优化。苹果的 Vision Pro 的 AI 为用户生成精确的数字形象, 进一步迈向元宇宙的核心概念。这些概念在未来的

游戏开发中会深刻改变游戏的使用场景、体验和预期，拓展“游戏”概念的外延。游戏厂商已经开始尝试 MR 与 AIGC 相结合的模式。BinaryX 宣布将与 AIGC Labs 合作开发兼具 VR 与 AIGC 素材生成特色的游戏。苹果与 Unity 正在商讨开发 MR 平台的原生游戏。

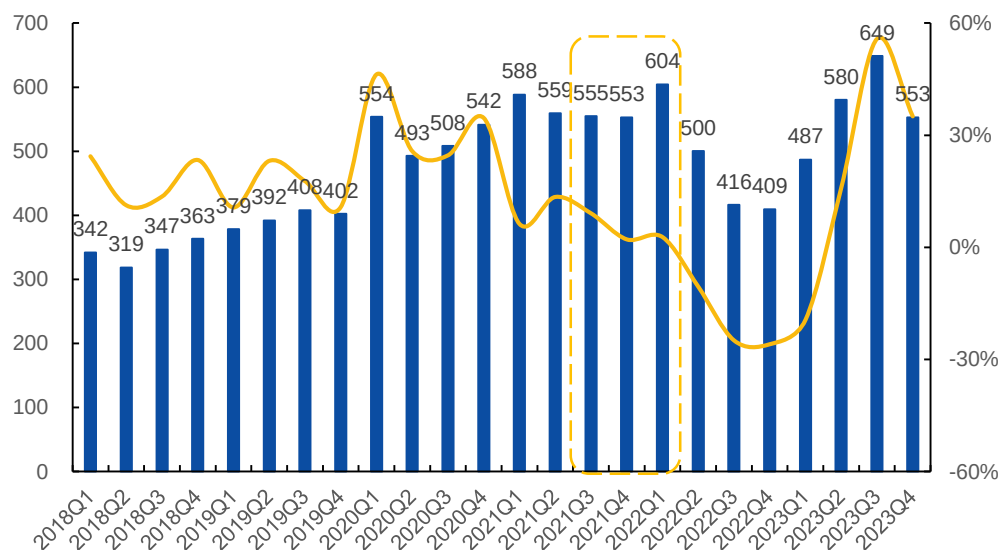
我们看好 2024 年 VR/AR 行业硬件端技术升级叠加硬件迭代带来的内容端应用场景扩容，用户体验优化有望持续带动硬件需求放量，积极关注头部硬件厂商以及泛娱乐生态布局完善的平台厂商以及提供优质内容的 CP 方。

3.游戏：供给侧改善明显，小程序带来增量市场

3.1 国内手游市场增长提速，用户规模增速及活跃渗透率保持稳定

23 年二季度移动游戏市场规模同比增速迎来拐点，全年收入回暖明显。2023 年游戏市场供给端持续恢复，一方面版号下发数量较恢复初期有所增长，另一方面 2022 年底腾讯等大厂主力产品陆续获批，新品周期逐步企稳，游戏市场规模今年起呈现明显回暖趋势，23 年实现收入 3029.64 亿元，同比增长 13.95%。2023H1 中国游戏市场实际销售收入 1442.63 亿元，同比下降 2.39%，环比增长 22.16%。其中移动游戏市场实际销售收入 1067.05 亿元，同比减少 3.41%，环比增长 29.21%。逐季来看，移动游戏市场 23Q1/Q2 同比增速为-19.42%/15.92%，回暖趋势明显，23Q3 在新游上线的带动下，整体移动游戏市场收入达 648.71 亿元，收入提速明显，单季收入同比增长 55.78%，创 2018 年以来新高，Q4 预计销售收入达 552.84 亿元，同比+35.03%。

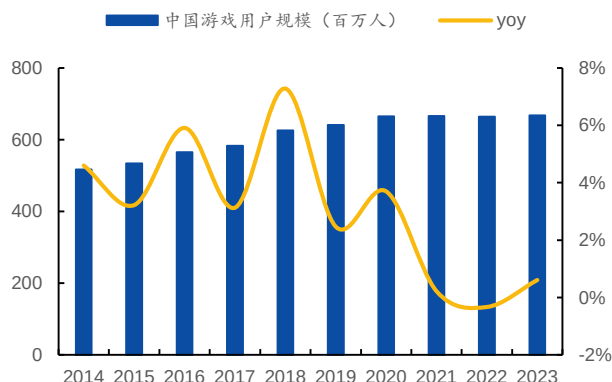
图 38：中国移动游戏市场实际销售收入及同比增长（亿元）



资料来源：游戏工委，伽马数据，Datayes，国元证券研究所 注：黄线框内为版号暂停下发阶段

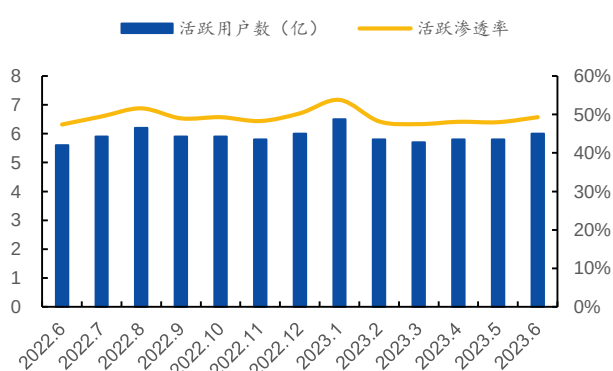
游戏用户规模达 6.68 亿创新高，增速保持平稳，市场进入存量竞争阶段。根据伽马数据显示，2018 年以后游戏用户规模数增长速度逐渐放缓。2022 年，中国游戏用户规模为 6.64 亿人，同比下降 0.33%，出现了近十年以来首次下降。一方面此前疫情宅经济拉动游戏用户数带来高基数，另一方面疫情影响下游戏研发生产效率不足以及新品缺乏等原因，导致用户出现一定程度流失。但随着供给端持续恢复和优质产品上线，2023 年游戏用户数重回增长，预计全年规模达到 6.68 亿人，同比增长 0.61%，达到历史新高点。根据 Questmobile 数据，手机游戏活跃用户数量约在 6 亿人左右，活跃用户渗透率约在 50% 左右，近一年整体趋势表现较为平稳。

图 39：中国游戏用户规模（百万）



资料来源：伽马数据，2023 年中国游戏产业年会，国元证券研究所

图 40：近一年手机游戏行业活跃用户规模

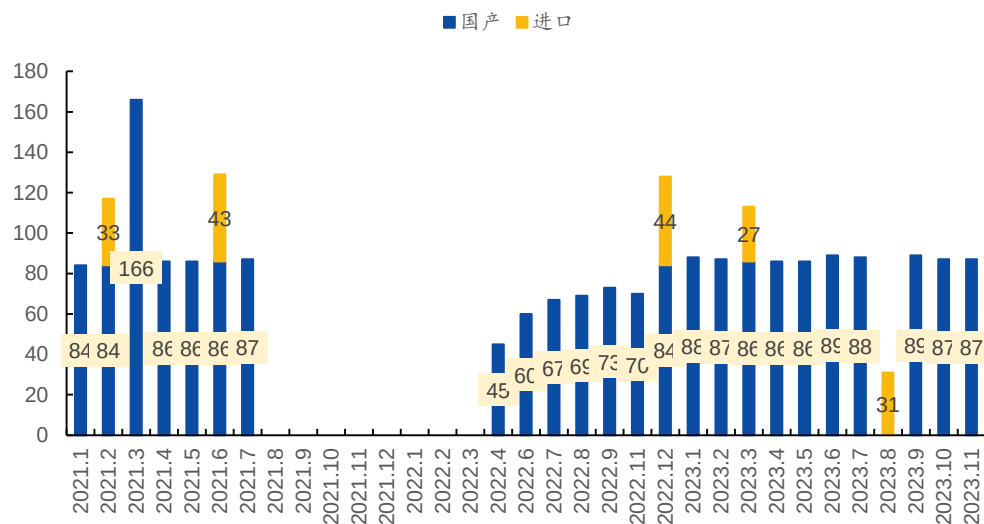


资料来源：伽马数据，国元证券研究所

3.2 版号迎来常态化发放，供给侧压制因素改善

游戏版号逐步恢复常态化发放，2022 年底开始腾讯、网易等大厂重点产品陆续获批，供给侧压制因素得到明显改善。国产版号审批方面，2023 年 1-11 月分别发放了 88/87/86/86/86/89/88/0/89/87/87 个游戏版号。今年以来国产游戏版号发放频率基本趋于稳定，且月均数量较去年版号恢复以来有明显的提升。同时，进口游戏版号也分别在 3 月、8 月共下发 58 款，相较于 2022 年情况好转。

图 41：2021 年以来游戏版号下发数量（个）



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

主要厂商储备产品丰富，多款版号已获批，持续挖掘细分玩法扩充品类矩阵。从发放厂商和产品分布来看，前期版号主要为中小厂商，22 年底开始头部大厂重点产品陆续获批，包括腾讯《无畏契约》、《黎明觉醒》、《白夜极光》等；网易《逆水寒手游》等，表明版号常态化发放基本恢复，供给端压制因素改善，头部厂商获批数量分布较

为均衡。我们认为，2022年下半年恢复版号发放以来的部分游戏在2023年至2024年陆续宣发上线，在游戏版号停发期间游戏产业链各环节对新游戏产品的积淀有望兑现，有望提振行业需求，增厚公司业绩。

表 12：主要公司储备产品

游戏厂商	游戏名称	客户端	游戏类型	自研/代理	版号	上线地区	预计上线时间
吉比特	勇者与装备（代号 BUG）	移动	西幻题材放置类	自研	是	全球	2023 年下半年（大陆）
	Outpost: Infinity Siege（重装前哨）	客户端	第一人称射击类端游	自研	否	港澳台及海外地区	2024Q1
	不朽家族（代号 M66）	移动	家族题材放置养成	自研	是	全球	2023Q4（大陆）
	超喵星计划	移动	3D 捏猫抽卡养成类	自研	是	-	2024 年上半年
	最强城堡	移动	策略塔防类	自研	是	全球	未确定
	原点（代号）	移动	西幻题材放置卡牌	自研	否	全球	未确定
	M88（代号）	移动	魔幻题材放置养成类	自研	否	中国大陆及港澳台、日韩地区	2024 年（境外）
	M72（代号）	移动	放置挂机修仙游戏	自研	否	中国大陆及港澳台、东南亚地区	未确定
	M11（代号）	移动	西幻题材放置挂机	自研	否	全球	未确定
	超进化物语 2	移动	策略卡牌养成类	代理	否	中国大陆地区	未确定
	Beast Planet	移动	异兽题材生存策略	代理	否	海外地区	未确定
	Project S（代号）	移动	Roguelike、SLG	代理	否	中国大陆及港澳台地区	未确定
完美世界	神州千食舫	移动	模拟经营类	代理	是	中国大陆及港澳台、东南亚地区	2024 年
	一拳超人：世界	移动	RPG	自研	否		
	女神异闻录：夜幕魅影	移动	JRPG	自研	是		
	乖离性百万亚瑟王：环	移动	策略卡牌	自研	否		
	淡墨水云乡	移动	模拟经营		是		
	神魔大陆 2	移动	西方魔幻	自研	是		
	诛仙 2	移动、客户端		自研	是		
	Perfect New World	客户端	MMO	自研	否		
恺英网络	诛仙世界	客户端	开放世界	自研	是		
	仙剑奇侠传：新的开始	移动	MMORPG		是		
	VR 游戏	移动	VR/机甲		是		2023 年测试上线
	龙腾传奇	移动	RPG		是		
	妖怪正传 2	移动	RPG/卡牌		是		2023Q4 或 2024Q1
	归隐山居图	移动	卡牌/休闲		是		2023 年
	Rogue Planet	移动	卡牌/休闲/放置				

临仙	移动	竞技/养成	是	2024H1 (大概率 Q1)
代号：信长	移动	SLG		2023 年
山海浮梦录	移动	卡牌	是	2023 年
演灭 Evotinction	主机/客户端	战术/模拟		2024Q1
代号：转生史莱姆				2023 年
代号：XW	移动	养成/竞技		2023 年
古怪的小鸡	移动、网页		是	
死神 bleach 千年血战篇手游	移动			
奥特曼	移动	动作、3D		
Aquaman				
蒸汽堡垒				
Magic Funfair	移动	三消、休闲		
Space Nation Online		Web3、NFT		2024Q3-Q4
代号：福音	全端	二次元、动作		2025 年
斗罗大陆·诛邪传说	移动	RPG	是	2023Q4 或 2024Q1
代号：盗墓	移动	ARPG		
代号：破晓	移动	动作	自研	是
二之国：交错世界	移动	MMORPG	代理	是
冲呀！饼干人：王国	移动	卡牌、经营	代理	是
白荆回廊	移动	RPG、二次元	代理	是
EA SPORTS FC	移动	体育、足球	代理	否
舞动极光	TV/移动	体感	自研	
大航海时代：海上霸主	移动	SLG	代理	是
创造吧！我们的星球	移动	开放世界、沙盒	代理	是
王者荣耀：世界	移动、客户端	开放世界 RPG		否
无畏契约	移动	战术、射击	代理	是
三角洲行动	客户端 移动	战术、射击、生存	自研	是
夜莺	客户端	生存、开放世界		否
Last Sentinel-最后的哨兵	客户端	开放世界	自研	
全境封锁：曙光	移动	射击		是
怪物猎人（代号 M）	移动			
刺客信条：代号 JAD	移动	开放世界		
塔瑞斯世界	移动	MMORPG	代理	否
射雕-武侠大世界	移动	MMORPG	自研	是
九畿：岐风之旅	移动	RPG	自研	是
突袭：暗影传说	移动	西方魔幻 RPG	代理	是
零号任务	移动	追猎	自研	是
代号：无限大	移动	二次元 开放世界	自研	否
幻想生活	移动	RPG	代理	有

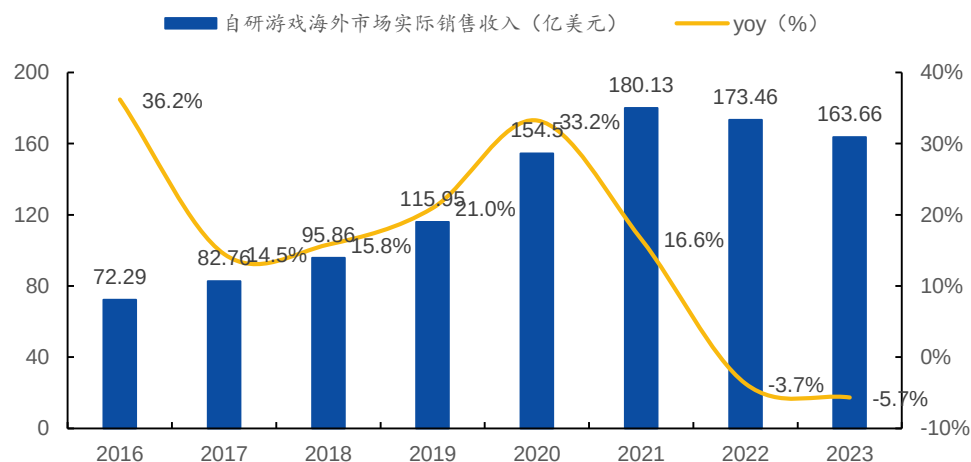
劲舞团:全民派对	移动	音游	代理	有
七日世界	移动、客户端	开放世界、生存	自研	有
燕云十六声	移动、客户端	开放世界、武侠	自研	有
指环王:纷争	移动	SLG	合研	有
世界之外	移动	无限流言情	自研	是
代号:ATLAS	移动	开放世界、沙盒建造、射击	自研	否
永劫无间手游	移动	多人动作竞技	自研	否
暂时叫它:天字七六	移动	箱庭、二次元、动作 RPG	自研	否
萤火突击	移动	生存夺金	自研	否
阴阳百鬼物语 GO	移动	AR 手游	自研	否
Frostpunk: Beyond the Ice	移动	SLG	合研	否
Project: BloodStrike	移动	英雄大逃杀、射击	自研	否
代号 56	移动、客户端	FPS	自研	否
龙之灵域	移动	魔幻、MMO	自研	是

资料来源：公司公告，TapTap，国元证券研究所

3.3 出海收入有所下降，头部厂商格局稳定

出海市场竞争激烈，受汇率波动、地缘政治、隐私政策限制等因素影响，出海收入有所下降。2022 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 173.46 亿美元，同比下降 3.70%，但下降幅度小于同期国内市场收入降幅。2023 年自研游戏海外市场实际销售收入 163.66 亿美元，同比下降 5.65%。海外主要市场中，用户消费意愿和能力同样受到经济下行影响；国际冲突、汇率波动以及日趋激烈的市场竞争，使海外市场营销、运营成本持续增加；此外，各国重视本土游戏行业发展，加强贸易保护以及政策限制等因素对出海收入也带来一定影响。

图 42：2016 年-2023H1 中国自研游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



资料来源：游戏工委，伽马数据，国元证券研究所

头部厂商格局较为稳定，多以 SLG、FPS 以及开放世界等长周期产品为主。从近年出海厂商收入排行来看，米哈游、腾讯、莉莉丝等厂商凭借各自代表性长周期核心产品《原神》、《PUBG: MOBILE》、《使命召唤手游》、《万国觉醒》等占据榜单前列，表现较为稳定。从厂商布局品类来看，也多以 SLG、开放世界等长周期产品为主。三七互娱近两年出海布局成果较为明显，排名逐步上升至榜单 TOP5，主要得益于《Puzzle&Survival》、《云上城之歌》、《叫我大掌柜》以及《小小蚁国》等产品表现，品类布局较为多元，包含 SLG、MMORPG、模拟经营等多个赛道。

表 13：中国游戏厂商出海收入排行榜

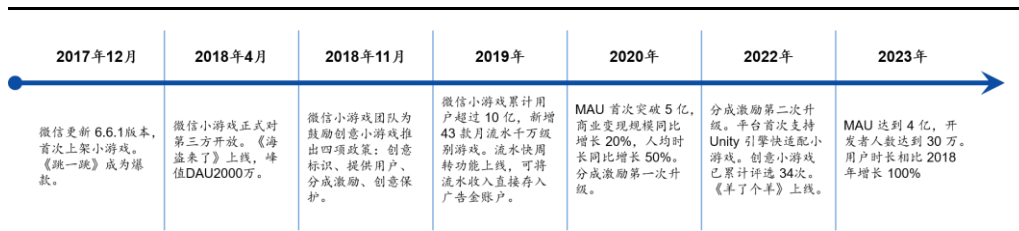
	2023. 11	2023. 5	2022. 11	2022. 5	2021. 11	2021. 5
1	米哈游	米哈游	腾讯	米哈游	米哈游	腾讯
2	腾讯	腾讯	米哈游	腾讯	FUNPLUS	FUNPLUS
3	点点互动	莉莉丝	三七互娱	莉莉丝	腾讯	莉莉丝
4	三七互娱	三七互娱	莉莉丝	三七互娱	莉莉丝	米哈游
5	莉莉丝	点点互动	IM30	点点互动	三七互娱	网易
6	壳木游戏	IM30	壳木游戏	IM30	网易	三七互娱
7	悠星网络	悠星网络	网易	悠星网络	博乐游戏	字节跳动
8	网易	壳木游戏	悠星网络	壳木游戏	IGG	IGG
9	沐瞳科技	IGG	Habby	IGG	友塔游戏	欢聚集团
10	IM30	网易	沐瞳科技	网易	沐瞳游戏	Magic Tavern
11	IGG	友塔游戏	友塔游戏	友塔游戏	壳木游戏	博乐游戏
12	宝通科技	Topwar Studio	IGG	Topwar Studio	Topwar Studio	友塔游戏
13	Habby	天游网络	Topwar Studio	天游网络	龙创悦动	龙创悦动
14	友塔游戏	沐瞳科技	灵犀互娱	沐瞳科技	悠星网络	壳木游戏
15	字节跳动	Habby	点点互动	Habby	智明星通	Topwar Studio

资料来源：Dataai，国元证券研究所

3.4 小游戏商业潜力提升，差异化赛道带来增量市场

规范化、轻量化，小游戏渠道迎来快速发展。小游戏即小程序游戏，是一种嵌在应用内部，无需下载可即点即玩的游戏产品形式。以微信小游戏为例，在过去五年历程中呈现“微笑曲线”式发展路径。2017 年 12 月微信更新 6.6.1 版本上线小游戏，起初只有腾讯自主开发产品，如爆款《跳一跳》、《斗地主》等。2018 年 4 月 4 日后，微信将小游戏开放给第三方，《海盜来了》成为第三方开发小游戏的标志性爆款，DAU 峰值达到 2000 万，但后续由于开发者和产品入驻数量快速增多，一部分参差不齐的产品质量影响到了游戏生态，此后微信小游戏团队通过处罚违规、发布了创意小游戏的鼓励计划优化生态，用户活跃规模持续回升，2019 年，微信小游戏累计用户超过 10 亿。2020 年小游戏 MAU 首次突破 5 亿，商业变现全年同比增长 20%，人均时长同比增长 50%。2021 年实现了超 30% 的商业增长。2022 年，微信小游戏最新推出 Unity 快适配的工具和对应服务。2023 年，微信小游戏 MAU 超过 4 亿，游戏开发者数量超过 30 万。

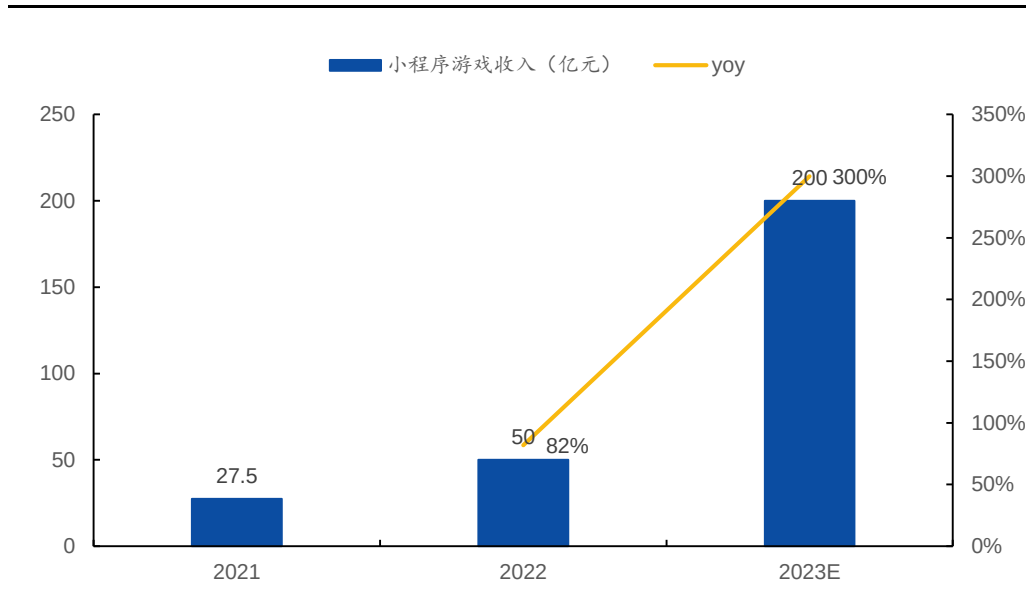
图 43：微信小游戏发展历程



资料来源：做个小游戏官方公众号，七麦数据国元证券研究所

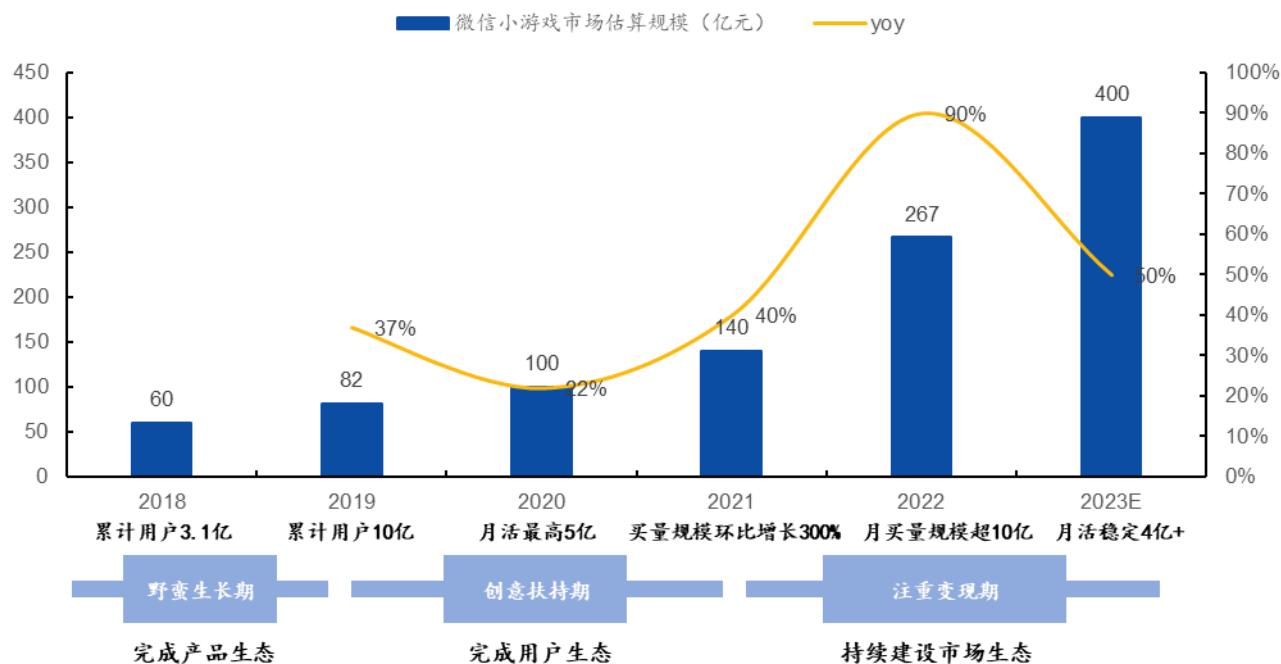
2023 年小游戏市场规模破 200 亿。据游戏工委预测，2023 年小程序游戏收入规模有望突破 200 亿元，同比实现 300% 的增长。而根据三七互娱数据推算，2022 年微信小游戏迎来爆发式增长，月买量规模突破 10 亿，整体规模已超过 200 亿，2023 年有望到达 400 亿。综合来看，我们保守估计小程序游戏市场已经突破 200 亿。

图 44：小程序游戏收入规模



资料来源：2023 年中国游戏产业年会，国元证券研究所

图 45：微信小游戏市场估算规模（亿元）

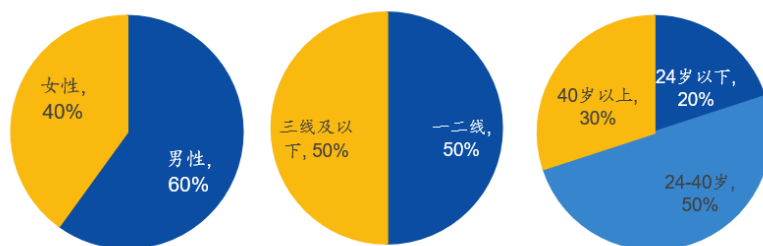


资料来源：2023 年中国游戏产业年会，三七互娱，国元证券研究所

注：2018 年数据来自阿拉丁报告，微信公布的 2019H1 开发者广告收入分成超 11 亿逆推基本可靠；后续增长率根据官方公布结合市场实际情况预估。

微信小游戏 MAU 超 4 亿，受众差异化或将带来增量市场。根据腾讯中期业绩交流数据显示，微信小游戏的 MAU 已超过 4 亿，占微信 MAU（13.27 亿）的 30%，占小程序 MAU（11 亿）的 36%，游戏开发者数量超过 30 万，包含休闲以及卡牌等品类。在 23Q2 有超过 100 款微信小游戏收益超过 1000 万元。用户时长相比 2018 年已经增长 100%。

图 46：微信小游戏用户画像

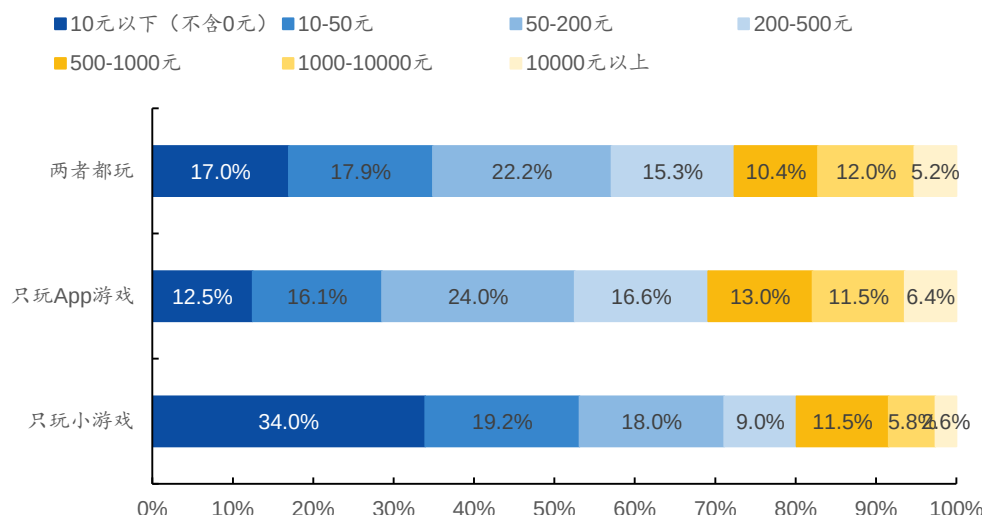


资料来源：Gamelook，微信小游戏公开课，国元证券研究所

用户画像上看，小游戏受众中女性用户占比较高，对于 30 岁以上中青年覆盖度更高，与 App 用户群体呈现差异性，或将带来增量市场。微信小游戏月活用户中有超过 50% 的用户不玩腾讯旗下应用端游戏，一半用户为女性用户，与 App 游戏存在差异。在抖音小游戏中，覆盖了更高比例的女性用户。在只玩小游戏的用户中，女性用户占比 35%，几乎是只玩 APP 游戏的用户中女性占比的三倍。从年龄分布看，微信小游戏

用户中 50%以上为 24-40 岁中青年用户，抖音小游戏用户集中在 18-40 岁之间，在 30 岁以上年龄段小游戏的用户占比高于其它游戏人群，小游戏用户整体相对 App 游戏用户更年轻。随着小游戏内容的丰富度和品质进一步提升，对成熟玩法、创意内容或将带来增量市场。

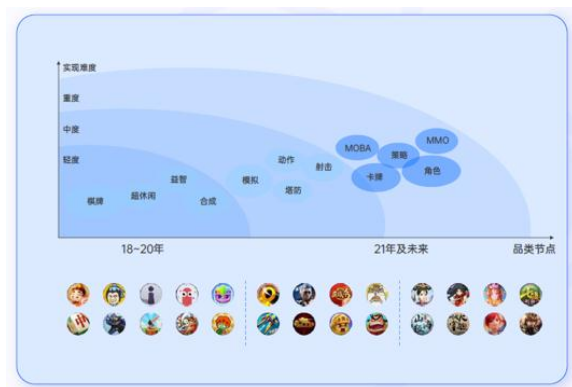
图 47：抖音小游戏用户过去一年平均花费金额



资料来源：巨量引擎，国元证券研究所

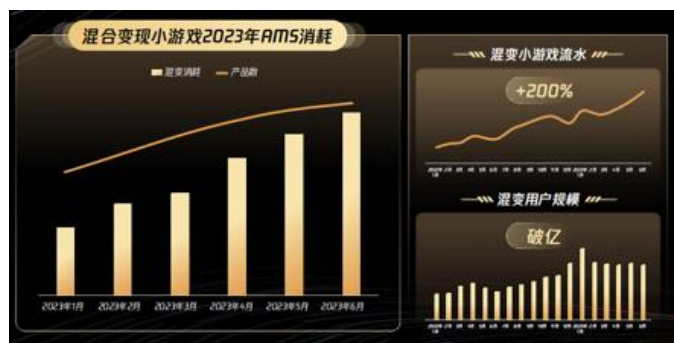
小游戏付费较 App 更为轻度，随着游戏品类逐渐向中重度扩展，混合变现及 IAP 付费模式快速增长，商业化潜力进一步提升。付费单价上看，以抖音小游戏为例，只玩小游戏的用户的月充值规模低于只玩 APP 游戏的用户，53.2%只玩小游戏的用户每月在游戏中消费金额在 50 元以内，只玩 APP 游戏的用户为 28.6%。千元以上付费规模的用户占比中，只玩 APP 游戏的用户占比最高达 17.9%。付费方式上看，小游戏生态的发展是从 IAA 开始并逐步过渡到 IAP 和混变产品。此前因为休闲和棋牌游戏门槛较低，用户基础广泛，轻度游戏是小游戏活跃的强势品类。而随着小游戏生产工具的优化，以及开发者投入的增加，小游戏在品质和玩法上具有突破，逐渐向中重度游戏，如动作射击、策略塔防、策略战争、卡牌和角色游戏等品类扩展，中重度品类的增加带动混变付费模式的持续增长。2022 年 IAP 小游戏流水增长超 100%，IAA 小游戏流水增长超 40%+。从 2022 年初到 2023 年 6 月，混变小游戏的日流水规模增长了 2 倍，在 23 年上半年内 AMS 上的买量消耗增长了 1 倍。

图 48：微信小游戏品类变化趋势



资料来源：2022 微信小游戏增长白皮书，国元证券研究所

图 49：混变小游戏增长



资料来源：2023 游戏广告生态大会，国元证券研究所

历次政策升级突显平台对广告投放的支持。微信小游戏端虚拟支付政策分为两个部分：流水分成和广告金配赠激励。流水分成方面：微信一般小游戏获得总流水的 60%，创意小游戏获得总流水的 70%。比例均高于国内安卓平台的 50%。2020 年，广告金配置激励第一次大升级。前一年引入的快周转政策可以让商家将流水收入直接转入广告账户，并享有一定的广告金配赠，避免了多次提现造成的周转率低下。广告金配赠激励在 2022 年迎来第二次升级，将原先 50 万以下流水的 50% 广告金（最高 25 万）限定为 12 个月的窗口期，同时上线广告金投放新政策：30 天内安卓现金每投放满 200 万元，商家可申领 10 万元广告金，且可多次领取，进一步鼓励商家投放。

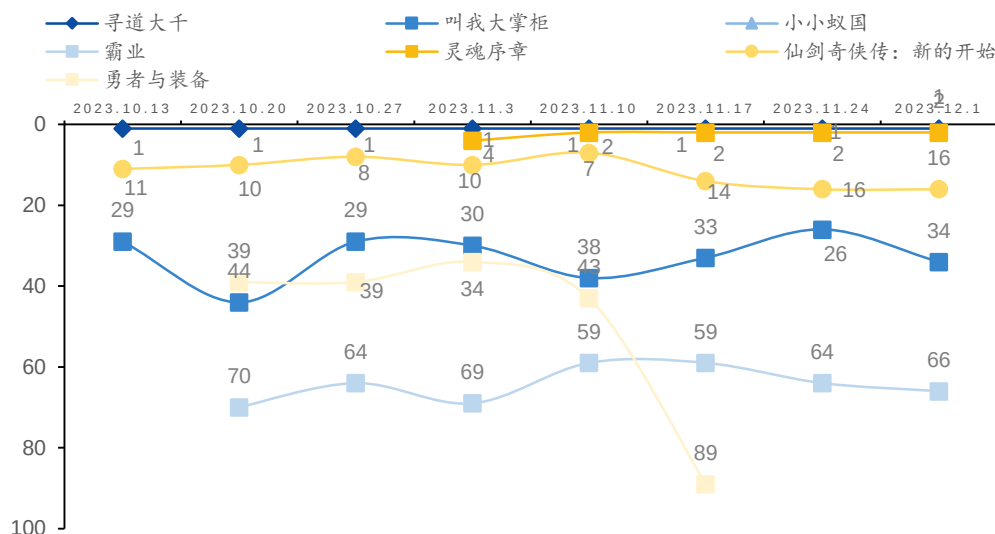
表 14：2022 年微信小游戏虚拟支付分成政策——广告金激励政策

2020	月流水小于等于 50 万元部分	直接配赠流水 50% 的广告金，最高 25 万元
	月流水大于 50 万元部分	使用快周转，可获转充款 50% 的广告金，最高为月流水超过 50 万元部分的 10%
2022	月流水小于等于 50 万元部分	直接配赠流水 50% 的广告金，最高 25 万元（自首次月流水大于等于 1 万元起 12 个月内。12 个月后再不再获得这部分广告金）
	月流水大于 50 万元部分	使用快周转，可获转充款 50% 的广告金，最高为月流水超过 50 万元部分的 10%
	成长激励计划	近 30 天内，安卓现金投放每满 200 万元，可申领 10 万广告金。多次大表多次申领，可用于安卓定向投放。

资料来源：做个小游戏微信公众号，国元证券研究所

头部厂商积极布局小游戏渠道，重点厂商产品排名呈现上升趋势。微信小游戏畅销榜排名周度变化较小，三七互娱出品的《寻道大千》、《灵魂序章》蝉联榜单前两名，三七互娱《叫我大掌柜》排名在 20-30 名波动，恺英网络的《仙剑奇侠传：新的开始》排名稳定在 10-20 名的序列，11 月 24 日位于榜单第 16。

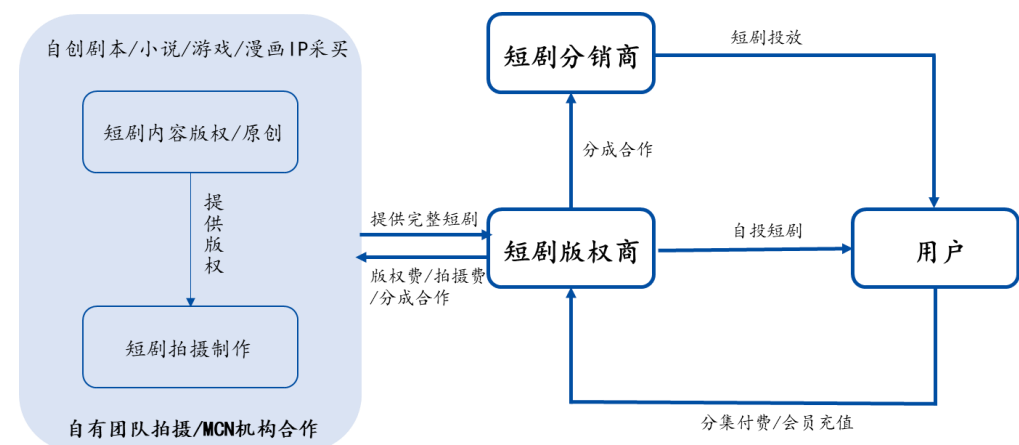
图 50：重点厂商微信小游戏排名变化



资料来源：微信小游戏，国元证券研究所；注：排名选取每周五下午 17:00 左右时点的排名

整体来看，2023 年开始游戏行业版号发放节奏逐步恢复正常，每月获批国内版号稳定 80+，年内两次发放海外游戏版号共计 58 个，供给侧压制因素改善明显，腾讯等大厂主力及重度核心产品陆续获批，新品周期企稳，伴随新品排期的陆续上线，后续有望推动游戏市场规模进一步增长。**渠道端**，轻量化、短链路的小游戏相较 App 端游戏更能差异化覆盖女性及中青年用户群体，有望带来增量市场。**内容端**，生成式人工智能技术的快速发展叠加 MR 硬件设备的迭代升级将在玩法升级、体验感知、内容生成多方面推动行业革新；短剧概念兴起，短剧+游戏提供升维互动娱乐方式，沉浸感、代入感提升+低娱乐门槛或将有利于拉新用户，更迎合碎片化娱乐时间和下沉市场需求，拓宽中腰部 IP 的变现渠道。**技术端**，AI 大模型在文本生成、文生图、文生代码等多领域的技术发展在辅助游戏工业化生产以及营销侧的素材产出和投放优化的同时，实现海量内容的快速供给，AI 技术降低玩家创作门槛，提升 UGC 内容多元发展，在降本增效和内容变革方面实现充分赋能。2024 年，伴随大厂重磅新游上线，核心游戏维持长线稳定运营，小游戏端持续贡献增量市场，AIGC 发展促进游戏内容丰富，MR 硬件革新带动新游戏落地场景，看好游戏行业在供给端改善下的发展，小游戏带来行业增量，以及新技术、新内容、新硬件共振下的行业革新。关注产品储备丰富，加快 AI+技术布局的厂商。

图 53：短剧行业产业链



资料来源：三里屯信息流公众号，国元证券研究所

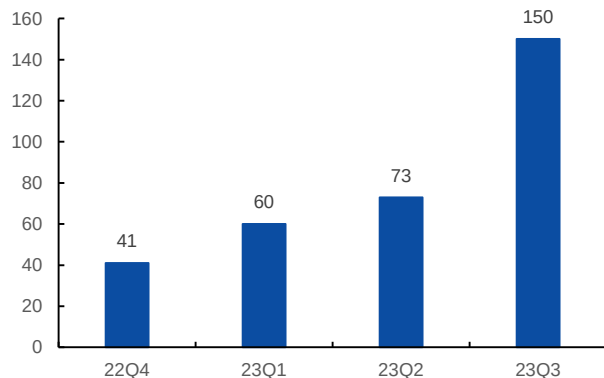
表 15：短剧行业上下游参与方梳理

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

资料来源：短剧自习室，国元证券研究所

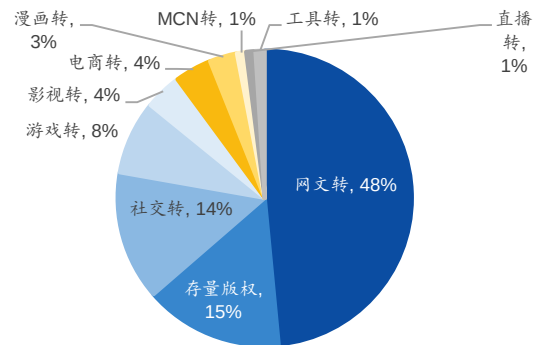
版权方规模持续扩容，产能供给增加。根据巨量引擎内容消费业务中心数据统计，22Q4 至 23Q3，版权商数量从 41 家上升至 150 家，其中网文类转型最高，占比达到 48%，其次社交、游戏、电商、影视类等具备相关经验及先发优势的公司转型入局版权方。

图 54：22Q4-23Q3 版权商数量变化（个）



资料来源：巨量引擎内容消费业务中心，国元证券研究所

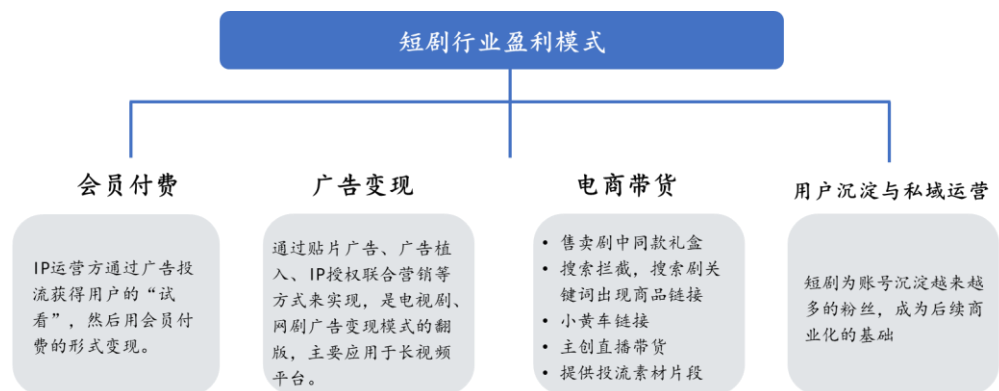
图 55：大盘短剧版权商构成



资料来源：巨量引擎内容消费业务中心，国元证券研究所

短剧变现方式多元，产业链各环节均可盈利。按商业模式不同短剧可以分为付费短剧和非付费短剧，变现方式灵活。非付费短剧是提供免费观看，在短剧中加入广告获取广告收益，此外，还包括电商带货以及积累粉丝引流至私域进行其他方式变现。目前行业主流是付费短剧，付费短剧的玩法与付费小说模式高度类似，即通过让用户充值解锁剧集来直接获取收益，通过购买 IP 版权/与版权方合作输出剧本→与自有达人/ MCN/影视公司等合作进行短剧拍摄→通过视频平台/内容社区进行流量分发/变现。

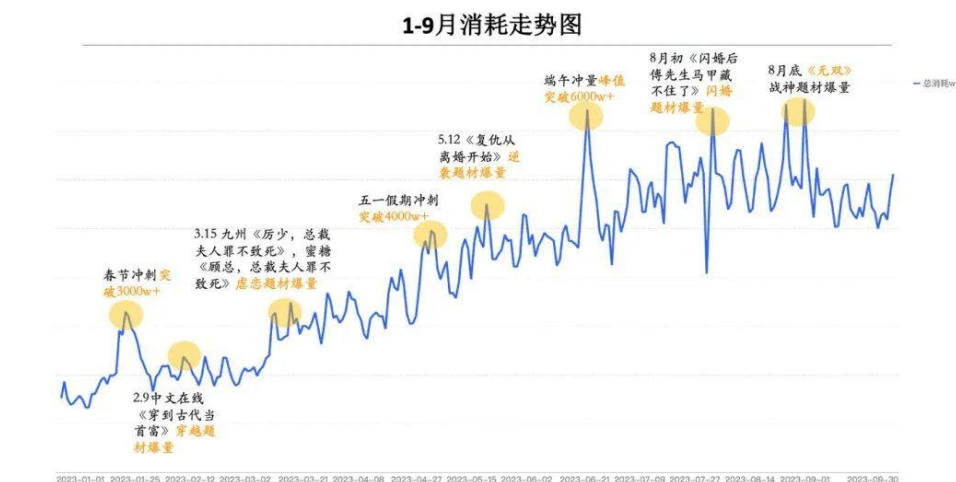
图 56：短剧行业盈利模式



资料来源：剧星传媒，国元证券研究所

根据字节跳动巨量引擎内容消费业务中心数据统计，2023 年春节期间短剧日广告消耗突破 3000 万，五一期间突破 4000 万，端午峰值突破 6000 万，8 月初及 8 月底在爆款推动下峰值也突破 6000 万，9 月大盘日均规模超 5000 万，保持高速发展。

图 57：短剧大盘 1-9 月广告消耗走势图



资料来源：巨量引擎内容消费业务中心，国元证券研究所 注：统计日期为 2023.8

付费短剧按商业模式不同可以分为分账短剧和分销短剧。(1) **分账短剧**：主要集中在爱优腾芒等长视频平台，以及抖快短视频平台，每集时长约在 5-15 分钟左右，平台通过用户订阅会员付费、广告变现等方式获得收益，分给内容制作方一次买断费用或者按照播放量进行分成。据镜象娱乐统计，2020-2022 年，仅在爱优腾三大平台，相关短剧的累计分账金额约在 1.5 亿-2 亿之间。2023 年上半年，分账金额很快超过 6000 万，短剧变现能力在持续增强。2023 年以来已有 20 多部短剧分账金额超 200 万。其中，《招惹》分账已突破 2000 万，腾讯视频的《盲心千金》、优酷的《锁爱三生》、芒果 TV 与搜狐视频拼播的《风月变》分账金额也都超过 1000 万。(2) **分销短剧**：主要在小程序、App 和快应用，主要集中在微信小程序，抖音小程序份额目前也在快速增长中，同时各平台也在积极布局自有短剧 App，包括抖音旗下红果短剧、中广电旗下河马剧场、中文在线旗下野象剧场、芒果 TV 旗下大芒 App 以及快手旗下喜番。分销短剧每集时长大约 1-2 分钟，均为竖屏，剧情节奏反转快，以强冲击吸引用户付费。一般前几集免费，后续每集单独付费。版权方提供版权内容给分销商（切片、影视解说等）买量，由代理商进行投放，引流用户充值观看，代理商收取代投放服务费，用户充值到版权方应用后与分销商进行收益分成，相较于分账短剧转化效果更为直观。

表 16：各类短剧之间的区别

	小程序短剧	短视频平台短剧	长视频平台短剧
商业模式	分销	分账	分账
主流平台	微信小程序、抖音小程序、快手小程序	快手、抖音	爱奇艺、优酷、腾讯、芒果
作品集数	100 集以内	20 集以内	15-20 集
单集时长	1-2min	2min 起	8-10min
拍摄周期	7 天内	21 天内	15 天内
拍摄成本	40-60 万	50-80 万	200-300 万
代表案例	《无双》8 天消耗 1 亿+	快手短剧《长公主在上》3.3 亿+正片播放量	优酷短剧《锁爱三生》累计分账票房破 1000 万

资料来源：短剧自习室，国元证券研究所

成本拆分来看，买量投流成本约占短剧成本 8-9 成。短剧涉及的成本项包含剧本费用、制作费用、广告费用、分销费用、视频 CDN 成本以及小程序技术通道费。剧本及制作费用通常采用固定支出+分账形式，剧本费用通常保底 1-10 万+1%-2%分账，制作费用通常为 40-60 万+2%-8%分账，伴随行业发展，整体短剧质量逐渐提升，部分制作成本抬升至上百万元，其余为买量投流支出，约占总成本的 80-90%。

短剧集均时长短，转化链路短，ROI 相对较高，行业平均爆款率在 7-10%左右。以分销短剧为例每集约在 1-3 分钟，付费短剧上百集，有效观看时长平均在 90 分钟左右，单价约 0.9 元左右一集，全集付费一般在 80-120 元之间，整体的观看量从几万到几亿不等，2022 年抖音去重观看用户数超 1 亿的短剧达 10 部，去重观看用户数超 1000 万达 150 部。投放回本周期一般在 2-7 日，投放 ROI 一般在 1.05-1.4 之间。快手短剧负责人曾表示，快手平台有将近 50%的短剧 ROI 可以大于 1，有将近 20%-30%的短剧 ROI 可以大于 2。

上市公司积极布局短剧赛道。中文在线与快手、芒果 TV、抖音等平台合作，由旗下四月天平台 IP 改编的中短剧《别跟姐姐撒野》全网话题播放量破 20 亿，猫眼全网热度 TOP5，后续有《月上东宫》《仙君有劫》《天错之合》等数十部作品待播。完美世界旗下影视短剧厂牌“她的世界”出品微短剧《全职主夫培养计划》，2023 年 10 月 13 日在抖音播出，上线首周登上抖音短剧最热榜 TOP1，截至 11 月 7 日正片总播放量已超 2.2 亿，剧集话题总播放量已超 3 亿，位列抖音短剧最热榜 TOP3，11 月 7 日，新作《觉醒吧！恋爱脑》也将上线抖音平台，多部短剧作品待播。掌阅科技、浙文互联、百纳千成、浙文影业、华策影业等多公司已在短剧上有所布局。

图 58：完美世界子厂牌“她的世界”出品短剧



资料来源：抖音，国元证券研究所

表 17：在短剧市场布局的上市公司

上市公司	短剧布局
完美世界	影视子公司从 2022 年开始布局短剧业务，已陆续推出《女师尊在上》《魔王在下》《求求你别心动》《全职主夫培养计划》《觉醒吧！恋爱脑》等微短剧，深受观众喜爱，取得了不错的成绩。后续公司与长视频平台合作的微短剧《当家小娘子》《这个反派我不干了》《皎月流火》也将陆续上线。
中文在线	公司海外公司推出真人短剧 app"Reelshort"，在北美市场上线后近期表现优异，获得突出的表现数据。2023 年公司成功在国内打造短剧项目《招惹》，后续根据四月天、17K 平台 IP 改编作品《月上东宫》《仙君有劫》《天错之合》等数十部作品待播，将陆续登陆各大视频平台。与业内优质影视制作公司万年影业合资成立的海南中文万年影视文化传媒有限公司，将于 11 月开机由 17K 小说《民国风雨年华》改编作品《错位》。
掌阅科技	基于内容优势深入布局 IP 衍生产业链，由公司 IP 改编或原创的短剧作品《爱在午夜降临前》、《idol，跟我恋爱吧》、《我的西装新娘》等多部短剧作品陆续在抖音上线，其中一些作品播放量较高。
浙文互联	公司的短剧作品《刺绣俏掌柜》在芒果 TV 开设作品专区并播放；与最高检影视中心合作《谜寻》等短剧在腾讯视频十分剧场独家播出，并荣获第六届初心榜入围名单-年度优秀微短剧制片人。
百纳千成	公司主要业务为多格式影视业务以及 IP 的线上及线下运营，真人互动影视游戏《隐藏真探》和短剧《观复猫》、《超越吧，阿娟》等成为公司多格式影视业务的重要组成部分和新兴力量。
浙文影业	公司已在短剧业务方面有所布局，包括悬疑题材、美食生活题材在内的《中馈录》、《晴川乐坊》等宋韵系列短剧等均在紧锣密鼓的开发中。
华策影视	华策与抖音合作平台定制微短剧 3 部，其中《刺杀小说家》已开机，投资的 5 部小程序微短剧项目已完成拍摄，预计将在 11 月底上线。

资料来源：公司投资者交流平台，国元证券研究所

抖音提高短剧投流门槛，促进短剧广告业务合规发展。11 月 20 日，抖音巨量广告发布最新公告，为推进短剧广告业务合规发展，对投放短剧广告的新增客户主体的资质要求进行更新，规定今年的更换代投&主体报备授权在 22 日前完成，23 日起不接受新增短剧代投。同时，要求广告主必须三个证件：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。此次规定的更新将提高投流公司资质门槛，有利于现有资质完整企业和头部公司。但不再支持一对一或是一对多的代投，意味着抖音开始逐步提高短剧投流门槛。

图 59：巨量广告针对短剧投流的最新要求

- **广告主推广短剧，请按照以下要求提供对应资质：**
 - a. 广告主的《增值电信业务经营许可证》和《信息网络传播视听节目许可证》
 - a. 广告主的《广播电视节目制作经营许可证》
 - a. 《短剧版权说明与商业推广承诺》（模板详见：[短剧版权说明与商业推广承诺](#)）
 - a. 拟投放的小程序、快应用、App的主体信息截图，且对应应用的主体须与广告主一致
 - 【注】不支持代投（包括：一对一代投、一对多代投）
 - 【注】若无《信息网络传播视听节目许可证》，可提供《网络文化经营许可证》
 - 【注】若广告主推广的短剧属于具有一定影响力或知名度等重点短剧的，需额外提供对应短剧的版权证明

行业资质		承诺函	其他
广告主	增值电信业务经营许可证	短剧版权说明与商业推广承诺	小程序、快应用、app信息截图
广告主	信息网络传播视听节目许可证		
广告主	广播电视节目制作经营许可证		
【注】若无《信息网络传播视听节目许可证》，可提供《网络文化经营许可证》			

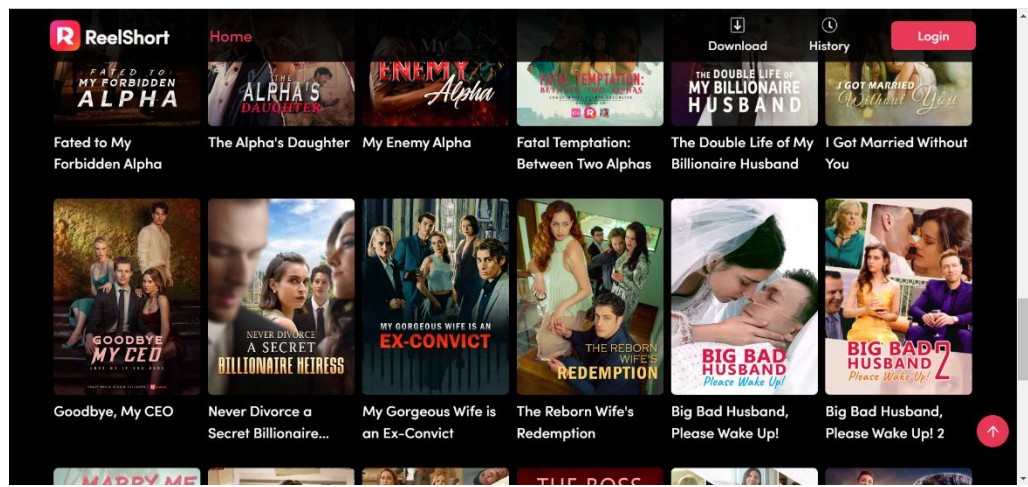
资料来源：巨量广告，国元证券研究所

广电总局发文强调规范短剧行业健康发展，长期看精品化仍是行业主线。11月21日，国家广电发文《微短剧：发展和治理要两手抓两加强》，提出短剧作为一种新兴的网络文艺样态，希望它真正成长为“文艺轻骑兵”，传递积极正向的情绪价值；作为一个快速发展的新兴产业，希望其能够健康、蓬勃、可持续发展。该文首先肯定网络微短剧的蓬勃发展，及显示出的强大生机与活力，接着指出现阶段短剧市场存在良莠不齐、内容参差不齐的问题。广电总局发展研究中心认为，行业人士需要达成两个共识。首先，行业需要规范，这对于保持其生命力至关重要。其次，行业需要自律，每一个参与主体都要敬畏、珍惜、爱护这个行业。未来，随着行业的进一步规范化管理，行业自律意识的不断提升和自律举措的不断落实，以及优质内容制作方和出品方的入局，网络微短剧行业将会更好地把握住发展机遇。

4.2 头部企业积极布局出海，制作成本及盈利水平均高于国内

头部企业布局短剧出海，本土化产品表现明显优于翻译剧。随着国内短剧市场竞争加剧，部分厂商开始转向潜在空间大、竞争相对小的海外市场寻求增量。目前短剧出海主要分为两类，一类为翻译国内短剧后在海外 App 上线，通常采用机翻字幕或者双语录制。第二类为本土化原创短剧，聘请海外当地演员及制作团队进行录制拍摄。从播放表现来看，本土化原创剧表现要远优于译制剧。目前海外短剧代表产品包括中文在线海外子公司 CMS 旗下 Reelshort、安悦科技推出的 FlexTV、点众科技旗下的 Dramabox、九州文化旗下 99TV。

图 60: Reelshort 网站上线剧集



资料来源: Reelshort 官网, 国元证券研究所

海外短剧制作成本高，爆款率更高，盈利表现更好。制作成本上，国内分销短剧制作成本约在 20-50 万元左右，而海外短剧制作成本接近 15-20 万美元，投流成本可能高达百万美元。因此目前海外原创短剧数量较少，不到百部。但同时，海外短剧的投资和回报周期更持久，国内短剧的 ROI 约在 1.1-1.5，海外短剧 ROI 能够达到 2，盈利水平较国内市场具备翻倍空间。产品爆款率上，国内的爆款率约在 10%，海外可以达到 20%。以 Reelshort 为例，目前平台上线短剧数量接近 30 部，其中爆款短剧数量约在 7-8 款。

付费上兼有 IAA 和 IAP 模式。从目前主流的出海短剧平台及 App 来看，付费方式以单集付费、广告变现、会员订阅等为主。用户可以内购 coins，或者通过看广告、打卡、拉新等方式积攒 bonus。一般情况下 coins 和 bonus 等值，可用于解锁单集剧集。除此之外还可以订阅月度、年度会员，一次性获得大量 coins 和 bonus。

表 18：海外部分短剧收费模式

厂商	国内上市公司	收费模式	内购价格
Reelshort	中文在线	用户内购 coins，或者看广告、打 2000coins 和 2400bonus，24.99USD 月度卡、拉新等方式积攒 bonus。一般情会员给予 2500coins 和 4000bonus。况下，coins 和 bonus 等值，可用每个 coin 价值 0.005USD（9.99USD 购买于解锁单集剧集。除此之外还可以 2000 个 coins）。单集需要 20-140 个订阅月度、年度会员，一次性获得 coins 或 bonus。月度会员 24.99USD，给大量 coins 和 bonus。	每个 coin 价值 0.01USD（9.99USD 购买 1000 个 coins）。单集需要 30-60 个 coins 或 bonus。19.99USD 月度会员给予
FlexTV	安悦网络		予 5000coins 和 4000bonus。
Dramabox	点众科技		每个 coin 价值 0.1USD（9.99USD 购买 100 个 coins）。单集需要 6 个 coins。年度会员 199.99USD，可免费看所有剧集。

资料来源：公司网站，公司 App，国元证券研究所

总结来看，我们认为受益于平台间跳转链路的逐步打通、加大对于短剧资源投入以及用户小额碎片化娱乐需求的增长，短剧市场今年迎来爆发，由于制作门槛较低、转化效果较好，以网文、影视平台为代表的参与者众多，国内供给端快速起量的同时也存在一定良莠不齐的情况。目前，监管方以及平台方初步对于规范行业发展出台了相应措施。展望短剧市场后续发展趋势，首先，产业链上下游或将进一步整合。目前各环节参与者众多造成分流，具备内容优势、资金优势以及牌照优势的头部厂商将进行资源整合以获取更多利润；其次，精品化是长期主线。随着监管力度加大以及供给端竞争加剧，对于短剧的拍摄质量要求提升、投流成本增加，尤其出海市场成本投入更高，具备先发优势和内容储备的头部厂商市占率份额有望持续提升。

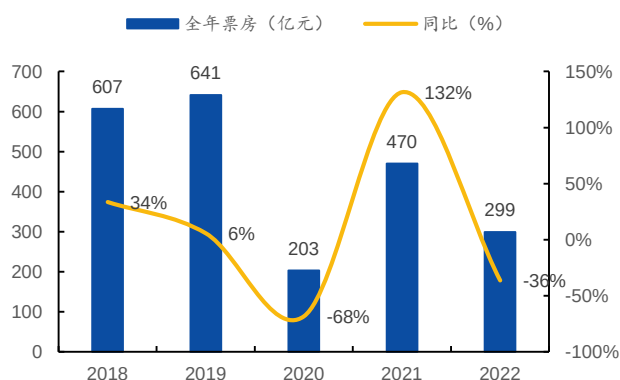
5.影视院线：行业回暖明显，供需两端压制因素消解

5.1 23 年电影市场票房回暖，放映场次和人均票价明显提升

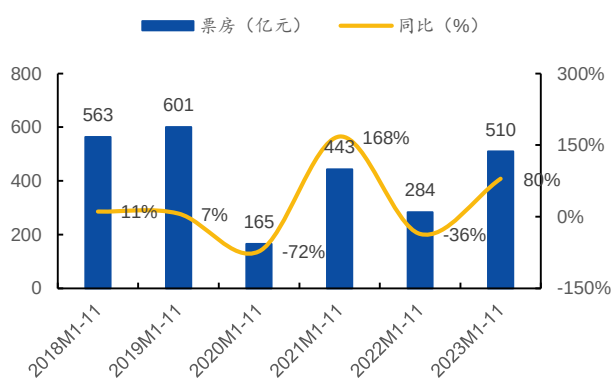
2023 年影视市场整体回暖趋势明显。受疫情管制等多因素影响，2022 年全年院线票房为 299 亿元，同比下滑 36%。2023 年开始，伴随疫情等影响因素的逐渐消融，线下人流的恢复带动整体影视院线市场回暖，2023 年 1-11 月累计票房 510 亿元，较 2022 年同期提升 80%，恢复至 2019 年同期水平的 85%。

图 61：2018-2022 年度票房（亿元）及同比（%）

图 62：2018-2023 年 1-11 月票房（亿元）及同比变化（%）



资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所

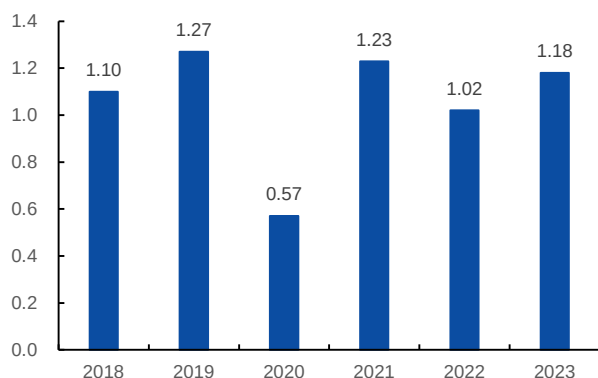


资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所

2023 年放映场次较疫情期间明显增多，人均票价保持逐年上升。伴随线下人流的恢复，以及 2023 年开始影片供给逐步增多，电影市场的放映场次较前年明显增多，截至 2023 年 11 月，2023 年全电影市场累计放映场次已达 1.18 亿场，突破 2022 年全年的 1.02 亿场。人均票价保持逐年上升趋势，除 2020 年受疫情影响外，2018 至 2023 年人均票价逐步提升，截至 2023 年 11 月 2023 年人均票价为 42.4 元，较 2018 年提升 7.1 元。

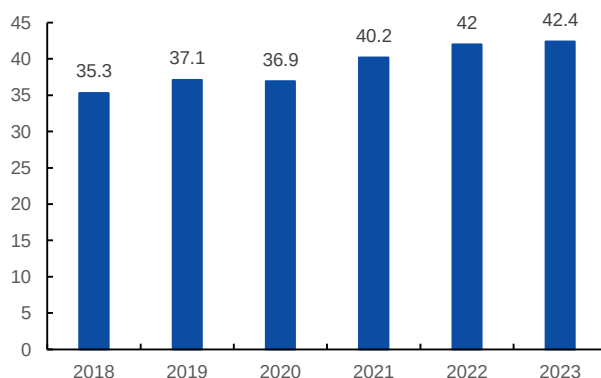
图 63：2018-2023 年中国电影放映场次（亿场）

图 64：2018-2023 年中国电影市场人均票价（元）



资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所

注：2023 年数据截至 2023 年 11 月 30 日



资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所

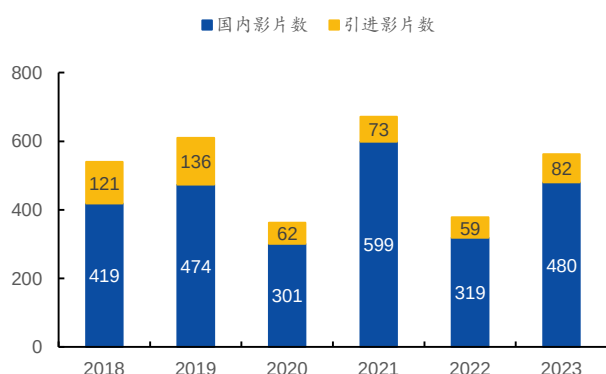
注：2023 年数据截至 2023 年 11 月 30 日

5.2 优质影片提振观影情绪，海外影片供给增加

影视市场 2023 年优质影片持续供给，尤其是进口影片数量相较前两年增长明显。截至 2023 年 12 月 3 日，全年上映的国内影片和进口影片共计 562 部，较去年全年总上映数增加 184 部；其中国内影片上映 480 部，国外引进影片 82 部，分别较 2022 年全年增加 161 部和 23 部。2023 年海外引进影片票房为 85.61 亿元，占比总票房 16.68%。供给端改善明显，片源丰富有望吸引更多观影者，提振观影情绪，带动影院线市场全面回暖。

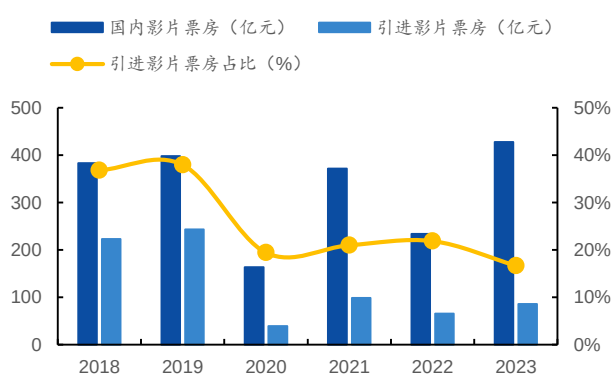
图 65：2018-2023 国内影片及引进影片对比

图 66：2018-2023 国内影片、海外影片票房



资料来源：灯塔专业版，国元证券研究所

注：中外联合拍摄影片算在国产影片，2023 年数据截至 12 月 3 日



资料来源：灯塔专业版，国元证券研究所

注：中外联合拍摄影片算在国产影片，2023 年数据截至 12 月 3 日

国内影片质量上行，重要档期片源供给充足利好行业发展。2023 年以来，国产片源整体质量过硬，暑期档票房为 206.2 亿，创暑期档票房新高，票房前三名《孤注一掷》、《消失的她》、《封神第一部》在收获 35.27 亿、35.24 亿和 24.82 亿票房佳绩的同时，也获得较好的口碑，三部影片的豆瓣评分分别为 7.0、6.2 和 7.8。

总结来看，优质的片源供给将进一步提振观影需求。2023 最后一个重要档期跨年档目前已有 9 部影片定档，其中包含爱情、犯罪、喜剧、动画等多类型影片，充分满足不同人群的观影需求，《一闪一闪亮星星》、《你的婚礼》目前热度较高，猫眼想看人数均突破 100 万人，头部影片预计将带动整体影视大盘火热程度。目前有两部影片定档 2024 春节档，分别是宁浩导演的商业片《红毯先生》和动画电影《熊出没 逆转时空》，后续春节档影片逐步定档，有望从供给端提振行业情绪，优质供片带动影视上行。

表 19：2024 年跨年档及春节档已定档影片

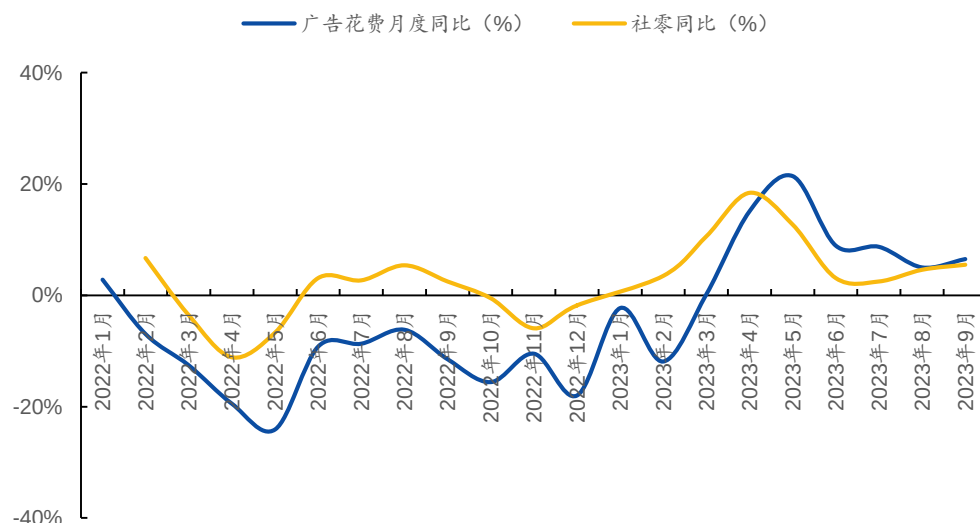
档期	影片名	类型	出品方	导演-主演	上映时间
跨年档	一闪一闪亮星	爱情/奇幻	北京酷鲸影视文化产业发展、天津猫眼微影文化传媒、华夏电影发行、中影创意（北京）电影、霍尔果斯联瑞木马影视传媒、浙江横店影业、爱奇艺影业（北京）、华谊兄弟电影、北京超乐无限文化传播、北京新影联影业、方特影业投资、北京自有酷鲸影业	陈小明/章攀 -屈楚萧/张佳宁/傅菁	2023. 12. 30
	你的婚礼	爱情/剧情	北京光线营业、北京造梦机影视传媒、青春光线（扬州）影业、北京彩条屋科技	韩天 -许光汉/章若楠	2023. 12. 31
	金手指	剧情/犯罪	英皇（北京）影视文化传媒、新晖映影视文化（深圳）、天津猫眼微影文化传媒、英皇影业	庄文强 -梁朝伟/刘德华/蔡卓妍	2023. 12. 30
	潜行	剧情/犯罪/动作	上海笨小孩影视文化传媒、北京阿里巴巴影视文化、北京上狮文化集团、寰宇娱乐、梦造者娱乐、北京坏猴子文化产业发展	关智耀 -刘德华/林家栋/彭于晏	2023. 12. 29
	年会不能停！	喜剧/剧情	北京嘉映春天影业、中青新影文化传媒（海南）、华夏电影发行、天津猫眼微影文化传媒、潇湘电影集团、上海有态度文化传媒有限公司、中国电影股份、上海淘票票影视文化有限还是	董润年 -大鹏/白客/庄达菲	2023. 12. 29
	舒克贝塔 五角飞碟	动画/喜剧/冒险	杭州童话大王影视、天津猫眼微影文化传媒、霍尔果斯联瑞木马影视传媒、浙江横店影业	郑亚旗 -杨凝/张璐/郑渊洁	2023. 12. 30
	非诚勿扰3	喜剧/爱情	中国电影股份、浙江东阳美拉传媒、华谊兄弟电影	冯小刚 -葛优/舒淇/范伟/虞书欣	2023. 12. 30
	兄弟，请注意	喜剧	北京风之花语文化传媒、深圳市风之华语文化传媒、北京快乐嘉喜文化传媒、北京追踪者也影业文化、北京金桥大地文化发展、北京大融文化传媒、长影集团、苏州欧华胜文化传媒、领扬（北京）文化科技、浙江鹰美影业、北京北文基金管理、上海红星美凯龙影业发展、上海七猫文化传媒	崔志佳/杨沅翰 -崔志佳/于文文/张一鸣	2023. 12. 31
	金色面具英雄	动画/奇幻	四川金色映像文化、四川文化产业投资、峨眉电影、德阳文旅大健康、金色面具英雄公司（加拿大）、四川文化产业投资、程度华天文化旅游开发、凉山州新华书店、德阳发展、成都市电影集团	肖恩 帕特里克 奥赖利-李 兰陵/闫夜桥	2023. 12. 29
	猎杀 泰勒 斯威夫特：时代巡回演唱会	惊悚/悬疑 纪录片	深圳华路金融影业 美国泰勒斯威夫特制作公司	尚永峯-辛鹏/吕星辰 萨姆 伦奇-泰勒 斯威夫特	2023. 12. 29 2023. 12. 31
春节档	爱情三点半	爱情	大连金百纳影视文化发展、大连亚世影视文化传媒、大连世润影视制作传播	李宇栋 -耿嘉唯/陈笑含/周攀	2023. 12. 29
	红毯先生	剧情/喜剧	上海欢十喜文化、欢喜传媒集团、北京欢喜首映文化、坏猴子（上海）文化传播、北京欢十喜文化传媒、欢欢喜喜（天津）文化投资、台州欢喜文化投资、海南如日方升影视文化传播、梦造者娱乐、上海笨小孩影视文化传媒	宁浩 -刘德华/单立文	2024. 2. 10
	熊出没 逆转时空	动画/科幻	华强方特（深圳）动漫有限公司	林汇达 -张秉君/张伟	2024. 2. 10

资料来源：猫眼专业版，国元证券研究所 注：统计截至 12 月 15 日

6. 广告营销：顺周期属性强，期待宏观环境回暖带动行业需求释放

广告营销具有较强的顺周期属性。受宏观经济环境发展状况、广告主对未来趋势判断以及消费者消费意愿的多重影响，整体广告行业的月度花费具有较强的顺周期属性，广告月度花费同比与社零数据同比变化趋势基本趋同，且广告花费同比变化略晚于社零数据变化。2023 年开始，伴随扩内需、促消费的各种政策出台，社零在上半年出现明显回暖趋势，广告营销费用月度同比从 Q2 开始同比恢复正增长，社零同比于 4 月达 2022 年以来的最高值 18.4%，5 月月度广告花费同比变化达 21.4%。下半年整体维持持续恢复态势，预计 2024 年伴随宏观经济的改善，政策提振居民消费意愿，广告主的投放意愿有望进一步加强，带动整体广告营销行业上行。

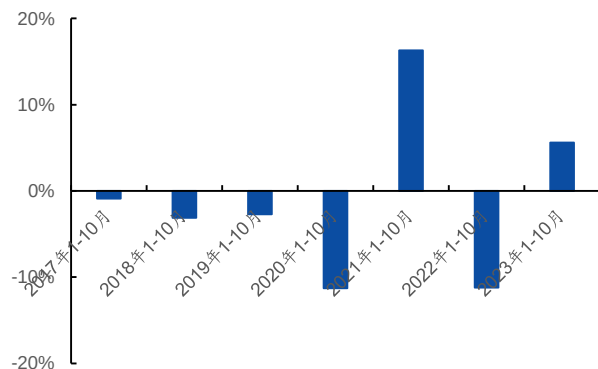
图 67：广告花费月度同比及社零月度同比对比（%）



资料来源：wind，CTR，国元证券研究所

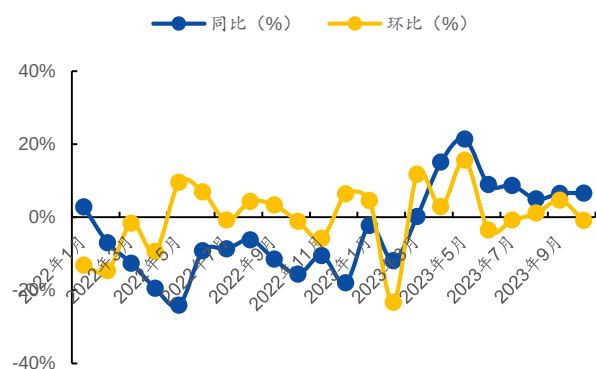
2023 年 1-10 月，整体广告市场花费较 2022 年同期提升 5.6%，单 10 月广告花费同比提升 6.6%，环比下降 0.9%，同比小幅提升，环比呈现小幅下降，2023 年 3 月开始，市场整体广告花费规模同比均呈现正增长，说明广告主的投放意愿较 2022 年改善相对明显。

图 68：23 年 1-10 月广告花费同比变化（%）



资料来源：CTR，国元证券研究所

图 69：广告花费月度同比及环比变化（%）

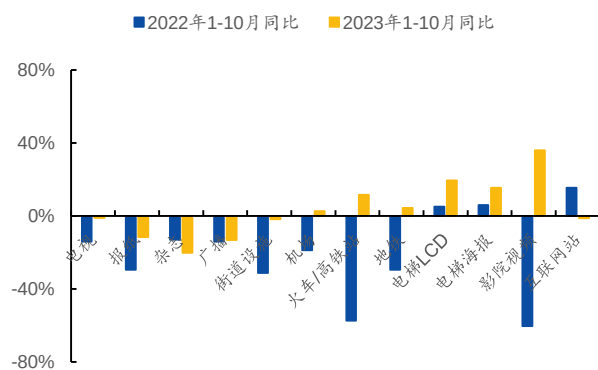


资料来源：CTR，国元证券研究所

分广告渠道看，影院视频、电梯、火车/高铁站等线下场景恢复良好。影院视频 2023 年 1-10 月广告花费同比上涨 36.0%；电梯 LCD、电梯海报、火车/高铁站广告花费同比分别增长 19.4%、15.5%、11.6%，机场、地铁渠道同比呈现个位数增长；电视、互联网站、街道设施同比微下滑；报纸、杂志、广播渠道同比下降。

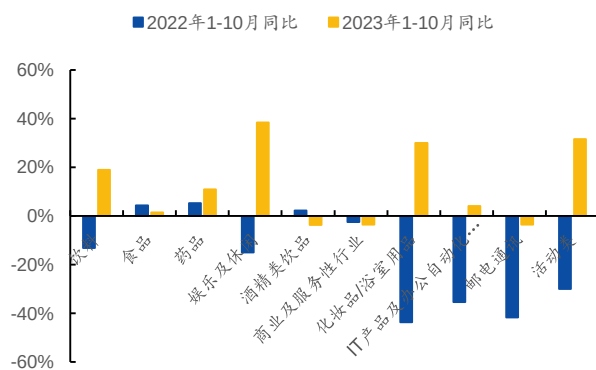
2023 年 1-10 月广告市场头部行业中饮料、药品、娱乐及休闲、化妆品/浴室用品、活动类行业广告花费同比均呈现两位数的增长，其中娱乐及休闲同比增幅最高，达 38.4%；酒精类饮品从去年同期正增长逆转为负增长，食品、IT 产品及办公自动化服务较去年实现小个位数提升。

图 70：2023 年 1-10 月分媒体广告花费同比（%）



资料来源：CTR，国元证券研究所

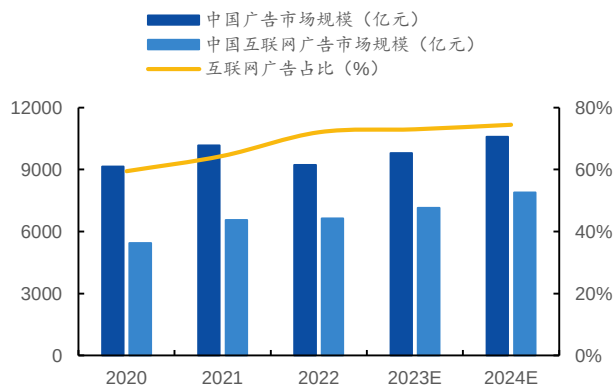
图 71：2023 年 1-10 月按品类区分广告花费同比变化（%）



资料来源：CTR，国元证券研究所

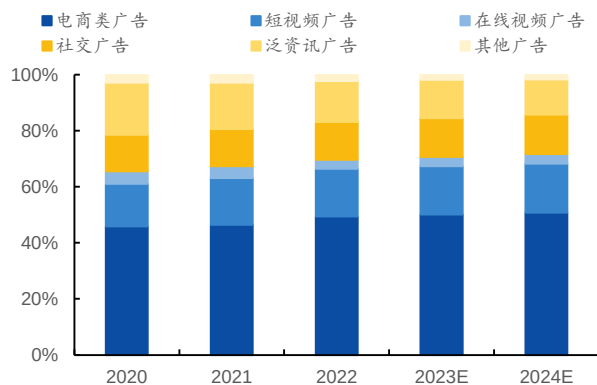
互联网广告市场规模持续扩大，电商广告占比领先，短视频广告占比逐年扩大。据 QuestMobile 预计，2023 年互联网广告行业的市场规模将达到 7146.1 亿元，占比总体广告市场规模的 73%，广告主投放逐渐向互联网广告等新型广告模式倾斜，互联网广告占比整体广告市场规模也逐渐提升。从媒介类型看，电商广告占比明显领先，预计 2023 年电商广告占比全互联网广告达 50.1%，近年来短视频应用的兴起带动短视频广告占比提升，预计 2023 年占比互联网广告达 17.3%，媒介类广告份额呈现下降趋势。

图 72：中国广告及互联网广告市场及占比



资料来源：QuestMobile，国元证券研究所

图 73：2020-2024E 典型互联网媒介类型广告份额 (%)



资料来源：QuestMobile，国元证券研究所

AIGC 推动广告行业升级，在内容丰富度和生成效率等多方面带来变革。生成式 AI 的发展，为广告营销素材生成的丰富度及生成效率带来显著改善，同时可以辅助投流决策，实现生产效率的提升。业内广告公司实现 AI 技术的赋能，蓝色光标、因赛集团提出营销垂类模型 Blue AI 和 InsightGPT；易点天下推出数字营销创作平台 KreadoAI，提供多样化的营销创意；三人行和天下秀也基于 AIGC 的技术实现业务场景的持续赋能。

表 20：部分广告公司的 AI 布局

公司	AI 布局
因赛集团	推出营销行业的多模态垂直模型 InsightGPT，核心功能包括文本生成、图像生成和视频生成等。未来，在技术方面，InsightGPT 将持续迭代和升级，不断提升大模型生成的能力和跨模态之间信息互通的精准度，丰富并完善更多功能；在内容方面，InsightGPT 致力于成为一款全 AIGC 驱动的高品质的营销内容智能创意生成平台，更懂营销，生成更具洞察、创意、美感的营销内容。
蓝色光标	开发营销行业垂类模型 Blue AI 针对营销行业内的不同领域、特定场景实现更精准的洞察能力、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，充分实现 AI 在业务全场景的赋能。
易点天下	易点天下推出的首个 AIGC 数字营销创作平台 KreadoAI，以“AI 数字人、AI 模特、AI 工具、AI 创意资产”4 大解决方案为依托，致力于为世界创作者打造高价值 AIGC 创意生成平台。凭借多场景、全链路、提效快、易操作的产品优势，KreadoAI 可为全球用户提供「AI+」的多场景解决方案，已应用在商旅推荐、电商购物、应用下载、教育培训、企业服务等领域。
天下秀	灵感岛是天下秀基于人工智能等先进技术在营销业务和内容生成端应用的探索，通过公司在新媒体领域积累的海量数据和分析模型，结合实时热点追踪，实现自媒体创作者、广告营销从业者、职场人士等用户在不同内容创作场景下的需求，自动调优形成文本内容，助力用户获取创意灵感，提升创作效率。
三人行	推出营销领域多模态 AI 产品“一个” AI，使用 AI 技术持续拓展营销边界。

资料来源：投资者交流平台，三人行传媒集团官方公众号，国元证券研究所

我们认为，2024 年，宏观经济有望保持持续复苏的态势，广告主的投放意愿有望修复，电商品牌出海打开新增量空间。AIGC 持续赋能广告行业的素材生产、创意提供、

投放效率提升等多环节，厂商在 AI+营销领域的持续布局，有望持续催化行业发展，带动整体 2024 年广告营销行业迎来修复。

7.投资建议

(1) AI、XR：AI+应用加速落地，XR 迭代驱动内容新形式。AI 模型端持续迭代，OpenAI、微软、亚马逊、谷歌等海外头部厂商相继公布最新的大模型成果，模型性能较年初有明显提升，多模态、垂类化、端侧部署成为主要趋势，GPTs 持续完善应用生态。在模型能力升级的推动下，AI 在内容、创意生成领域的落地成果丰富，2024 年 AI 应用新周期有望开启。2024 年伴随苹果、Meta 的厂商新品供给，看好 2024 年硬件端迭代升级叠加 AI+XR 带来的内容端应用场景扩容，用户体验优化有望持续带动硬件需求放量。

(2) 游戏：供给侧改善明显，小程序游戏带来增量市场。2023 年版号恢复常态化，供给侧压制因素改善明显，游戏市场规模恢复增长，23 年实现收入 3029.64 亿元，同比增长 13.95%，游戏用户规模达 6.68 亿，均为历史新高。渠道端，轻量化、短链路的小游戏有望带来增量市场。内容端，AI 技术快速发展叠加 MR 硬件设备迭代升级将在玩法升级、体验感知、内容生成多方面推动行业革新。技术端，大模型加速游戏工业化生产，AIGC 实现海量内容快速供给，在降本增效、内容变革方面实现充分赋能。看好游戏行业在供给端改善，小游戏带来行业增量，以及新技术、新内容、新硬件共振下的行业革新。

(3) 短剧：市场快速起量，新娱乐形式拓宽 IP 变现渠道。受益于平台间跳转链路的逐步打通、加大对于短剧资源投入以及用户小额碎片化娱乐需求增长，短剧市场今年迎来爆发，23 年规模或可达 200 亿。目前，监管方以及平台方初步对于规范行业发展出台了相应措施。展望短剧市场后续发展，产业链上下游或将进一步整合，精品化是长期主线。具备内容优势、资金优势以及牌照优势的头部厂商将进行资源整合以获取更多利润，市占率份额有望持续提升。

(4) 影视院线：行业回暖明显，供需两端压制因素消解。2023 年线下出行恢复，重要档期片源供给充足，提振观影情绪，带动影视院线市场全面回暖。截止 12 月 19 日，23 年票房（含服务费）达 530 亿，恢复至 2019 年全年的 82.6%。Q4 迎来贺岁档以及后续春节档临近，优质内容供给有望带动票房增长。

(5) 广告营销：顺周期属性强，宏观经济有望保持持续复苏的态势，广告主的投放意愿有望修复，电商品牌出海打开新增量空间。AIGC 持续赋能广告行业的素材生产、创意提供、投放效率提升等多环节，厂商在 AI+营销领域的持续布局，有望持续催化行业发展，带动整体 2024 年广告营销行业迎来修复。

看好 AI 技术升级、MR 硬件迭代主线下新应用的落地，细分领域关注数据要素以及小游戏、短剧等新渠道和新内容形式带来的增量机会，维持行业“推荐”评级。

表 21：盈利预测表

公司代码	公司名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603444	吉比特	买入	267.59	19277.48	20.33	17.20	20.73	13.16	15.56	12.91
002624	完美世界	买入	13.32	25840.38	0.72	0.47	0.66	18.5	28.25	20.22
002517	恺英网络	买入	12.15	26153.09	0.49	0.70	0.87	24.8	17.42	13.97
002605	姚记科技	买入	26.49	10916.55	0.86	1.74	2.16	30.76	15.22	12.28
300031	宝通科技	买入	22.75	9384.90	-0.96	0.80	1.24	-23.67	28.44	18.35
600633	浙数文化	买入	12.36	15644.43	0.39	0.69	0.72	31.69	18.04	17.15
300002	神州泰岳	买入	9.55	18728.43	0.28	0.38	0.48	34.43	24.95	19.81
002558	巨人网络	买入	13.84	27313.83	0.46	0.66	0.76	30.09	21.08	18.12
300494	盛天网络	买入	19.06	9334.80	0.82	0.43	0.60	23.24	44.56	32.00
300418	昆仑万维	增持	40.70	49450.79	0.97	0.61	0.74	41.96	67.21	55.36
300315	掌趣科技	增持	6.03	16545.78	0.04	0.07	0.15	150.75	85.01	39.64
000681	视觉中国	增持	16.06	11251.27	0.14	0.23	0.28	113.42	69.83	57.36
300860	锋尚文化	增持	52.40	7187.59	0.11	2.22	3.65	476.36	23.60	14.36
300770	新媒股份	增持	41.61	9614.33	3.02	3.16	3.37	13.78	13.17	12.35
605098	行动教育	买入	38.71	4570.82	0.94	1.90	2.30	41.18	20.37	16.83
300413	芒果超媒	买入	27.70	51818.97	0.98	1.24	1.47	28.27	22.34	18.84
603103	横店影视	买入	19.69	12487.40	-0.5	0.42	0.58	-39.38	46.75	34.17
300251	光线传媒	买入	8.25	24202.27	-0.24	0.21	0.32	-34.38	39.35	26.13
600977	中国电影	买入	12.54	23412.18	-0.12	0.35	0.46	-109.04	35.60	27.14
601595	上海电影	买入	27.29	12231.38	-0.75	0.34	0.49	-36.39	79.34	55.77
300058	蓝色光标	买入	8.33	20721.20	-0.87	0.17	0.26	-9.57	49.00	32.04
300182	捷成股份	买入	5.68	15130.53	0.2	0.26	0.32	28.27	21.85	17.67
000676	智度股份	买入	8.70	11105.61	-0.32	0.20	0.26	-27.44	44.33	33.67
301171	易点天下	买入	21.84	10305.99	0.62	0.56	0.69	35.23	38.71	31.61
300364	中文在线	买入	27.02	19722.97	-0.49	0.17	0.24	-54.62	159.19	111.25
601900	南方传媒	买入	15.25	13662.12	1.06	1.25	1.47	14.39	12.20	10.37
601801	皖新传媒	买入	7.52	14958.82	0.36	0.51	0.59	20.89	14.75	12.75
603230	内蒙新华	买入	16.53	5843.74	0.76	0.80	0.85	21.75	20.58	19.39
1024.HK	快手-W	买入	54.00	234606.03	-1.34	2.01	2.91	-37.26	26.87	18.56
2400.HK	心动公司	买入	11.10	5333.03	-1.15	0.41	0.77	-8.9	27.07	14.42

资料来源：wind，国元证券研究所，注：收盘价和总市值截至 12 月 21 日

8.风险提示

政策监管风险、宏观环境变化风险、人工智能发展不及预期风险、产品上线进度不及预期风险。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188