

# 传媒行业 2024 年投资策略

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

## 未来已来，关注新时代技术革命

展望 2024 年，我们认为传媒互联网行业的投资机会将围绕 3 条主线：AI 技术探索不断突破认知边界，由此推动的新兴技术革命将带来大量投资机会；互联网子行业中，围绕“性价比”打造核心竞争力的趋势在 2024 年有望会延续；线下消费场景回归后，教育培训和电影行业有望迎来底部反转。

### ► 新兴技术革命带来的产业机会

人类在 AI 上的探索不断地突破认知边界，ChatGPT 吸引了一系列软硬件和商业模式创新。我们认为，在 2024 年，AI 技术上依然处于技术快速发展阶段，模型的理解能力和生成能力都有望继续指数型增长，新的应用层出不穷，一些现象级爆款可以期待。此外，在 VR/AR 领域，新技术的突破也值得期待，苹果 Vision Pro 发售在即，有望构建新的用户使用场景。2024 年，新兴技术革命的追踪也将是我们未来全年重点关注方向。

### ► “性价比”趋势下的点状投资性机会

复盘 2023 年互联网各细分行业，我们认为其关键词是“性价比”。互联网行业的几个细分赛道，包括电商，外卖和到店酒旅等，更具性价比的平台才有希望能在激烈的市场竞争中获胜，各个平台都在围绕“性价比”打造核心竞争力的趋势会延续到 2024 年。我们认为 2024 年互联网行业的关键是，哪家平台公司可以更快响应消费者对性价比的需求，在争抢到足够用户的背景下尽可能减小盈利能力的影响，使得其收入盈利增速跑赢同行。

### ► 行业底部反转带来的反弹机会

过去 3 年，在线下消费场景缺失背景下，部分行业收入盈利受损较大，导致估值收缩。但在线下消费场景回归常态后，部分行业底部反转有望带来可观投资回报，比较有代表性的是教育赛道和影视赛道。教育行业中，教育培训和高教赛道的部分公司业绩已经在 2023 年实现了底部反转，有望在 2024 年继续保持良好表现。影视赛道中，明年的电影排片可期，多部头部票房作品的续作将在明年上映，电影市场有望继续反弹。

**风险提示：**1、AI 技术落地不及预期风险；2、苹果 VR 设备销售不及预期风险；3、电商市场高性价比策略导致盈利能力承压风险；4、小游戏市场需求不及预期风险；5、教培市场需求不及预期风险；6、高教转设营利性进程不及预期风险；7、高教，职教和培训的竞争加剧风险；8、电影票房大盘不及预期风险。

### 重点推荐标的

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
快手-W	-1.35	2.14	3.53	-36.95	23.31	14.13	—	买入
哔哩哔哩-W	-18.1	-10.6	-3.8	-4.47	-7.63	-21.29	—	买入
昆仑万维	0.95	0.43	0.89	42.04	92.88	44.88	4.04%	—
粉笔	-0.93	0.19	0.25	-4.85	23.42	18.10	—	买入
三七互娱	1.33	1.5	1.72	17.60	15.61	13.61	15.70%	买入
吉比特	20.28	20.94	23.94	13.43	13.01	11.38	10.29%	买入
东方甄选	0.96	1.32	1.84	30.15	21.93	15.73	34.20%	买入
中教控股	0.54	0.92	1.05	7.84	4.60	4.03	29.70%	买入
中国春来	0.57	0.67	0.8	9.72	8.27	6.93	17.06%	买入

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 12 月 19 日收盘价  
备注：东方甄选、中教控股和中国春来关于 EPS 和 PE 对应的时间分别为 2023A、2024E 和 2025E

### 相对大盘走势



### 作者

分析师：陈梦瑶  
执业证书编号：S0590521040005  
邮箱：cmy@glsc.com.cn  
分析师：刘峤  
执业证书编号：S0590523040001  
邮箱：liuqiao@glsc.com.cn  
分析师：丁子然  
执业证书编号：S0590523080003  
邮箱：dingzr@glsc.com.cn

联系人：周砾灵  
邮箱：zhoull@glsc.com.cn  
联系人：楼静波  
邮箱：loujb@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《传媒：从 2023 游戏产业年会看游戏行业新趋势》2023.12.17  
2、《传媒：影视板块 2024 年复苏前景怎么看》2023.12.16

## 正文目录

1. 新兴技术革命带来的产业机会	4
1.1 关注 AI 带来的产业机遇	4
1.2 苹果有望激发 VR/AR 产业活力	14
2. “性价比”趋势下的点状投资性机会	20
2.1 电商：行业竞争愈加激烈，低价策略将延续	20
2.2 外卖：业务仍有增长空间，高性价比维度值得关注	22
2.3 到店酒旅：下沉市场是新的增量，竞争格局加剧	22
2.4 游戏：头部效应或将持续，关注新渠道带来的新增量	23
2.5 短视频：仍将占用最长用户时长，关注视频号起量	28
3. 行业底部反转带来的反弹机会	30
3.1 教育：业绩触底反弹，高景气周期开启	30
3.2 影视：2024 有望佳片云集，行业迎来触底反弹	40
4. 风险提示	44

## 图表目录

图表 1：海外典型 AI 大模型进展梳理	4
图表 2：国内通过备案的大模型厂商	5
图表 3：Mamba 与 Transformer 吞吐量对比	6
图表 4：2023 年 6 月月访问量 top50 的生成式 AI 产品	7
图表 5：AI 应用改造的两种思路	8
图表 6：钉钉基于大模型全面改造	9
图表 7：海外聊天应用 Character.AI	10
图表 8：海外图片生成应用 BeFake	10
图表 9：Pika 生成的动画效果	11
图表 10：基于大语言模型的智能体应用场景	12
图表 11：一个设想中的智能体社会	12
图表 12：国内外典型 Agent 及其特点	13
图表 13：2017-2028 年 AR/VR 市场规模（十亿美元）及增速	14
图表 14：2022Q1-2023Q2 中国 AR/VR 市场出货量（万台）	15
图表 15：2023H1 中国 VR 市场厂商份额（按出货量）	16
图表 16：2021Q2-2023Q2 中国 VR 市场出货平均单价	16
图表 17：Meta Quest 3VR 一体机综合成本构成	16
图表 18：高通 XR 芯片典型客户	17
图表 19：苹果 M2+R1 双芯片方案	18
图表 20：VR 光学方案对比	18
图表 21：几种不同显示方案综合对比	19
图表 22：OpenXR 标准体系成员	19
图表 23：实物商品网上零售额累计值增长率（%）	21
图表 24：网购用户规模及增长率、渗透率	21
图表 25：电商行业主要参与者格局变化推演（测算值）	21
图表 26：外卖用户数规模及用户渗透率	22
图表 27：在线外卖市场规模及在餐饮收入的占比	22
图表 28：到店酒旅规模（亿元）	23
图表 29：2022 年 4 月-2023 年 11 月国产游戏版号每月发放数量	24
图表 30：A 股主要游戏公司近年营收体量（亿元）&增速（%）与大盘情况对比	24
图表 31：23 年底-24 年重点游戏 pipeline	25

图表 32:	小游戏&移动游戏用户画像对比 .....	27
图表 33:	小游戏&App 游戏用户触达链路对比 .....	27
图表 34:	小游戏渗透率有望持续提升 .....	27
图表 35:	小游戏玩法呈现重度化趋势 .....	27
图表 36:	Unity Muse 智能化生成游戏角色动作 .....	28
图表 37:	《逆水寒》中 NPC 和玩家自由对话场景 .....	28
图表 38:	互联网细分赛道用户使用时长占比 .....	29
图表 39:	短视频用户规模及渗透率 .....	29
图表 40:	2023 年 10 月短视频赛道日均 DAU TOP10 APP (不包括微信视频号) ..	29
图表 41:	微信 APP 人均单日使用时长变化趋势 .....	30
图表 42:	好未来 FY2021Q3-FY2024Q2 营业收入 .....	31
图表 43:	新东方 FY2021Q2-FY2024Q1 营业收入 .....	31
图表 44:	高教股 2023 年股价表现 .....	32
图表 45:	中国高考报名/录取人数 (万人) 和录取率 (%) .....	32
图表 46:	中国民办教育在校生人数 (万人) .....	32
图表 47:	主要高教公司 2023 年度业绩表现 (%) .....	33
图表 48:	中国高等教育毛入学率 .....	33
图表 49:	民办教育政策梳理 .....	33
图表 50:	高教公司最近完整财年派息率 Payout Ratio-% .....	34
图表 51:	高教股 PE TTM 和 TTM 股息率 (%) .....	34
图表 52:	学历职教市场规模 (亿元) 和同比增长 (%) .....	35
图表 53:	非学历职教市场规模 (亿元) 和同比增长 (%) .....	35
图表 54:	职教和培训部分政策梳理 .....	36
图表 55:	国考招生人数 (人) .....	37
图表 56:	国考报名审核通过人数 (万) 和报录比 (%) .....	37
图表 57:	中国就业人员调查失业率: 16-24 岁 (%) .....	38
图表 58:	粉笔收入和调整净利润同比增长率 (%) .....	38
图表 59:	粉笔毛利率和调整净利率 (%) .....	38
图表 60:	中公教育营业收入 (千元) .....	39
图表 61:	中公教育归母净利润 (千元) .....	39
图表 62:	中公教育毛利率和归母净利率 (%) .....	39
图表 63:	职教和培训公司业务、股价表现和 2023Q1-Q3 归母扣非净利润表现 ..	40
图表 64:	中国电影院线条数 (条) .....	40
图表 65:	中国电影院线银幕数量 (块) .....	40
图表 66:	中国电影观影人次 (万) 和平均消费 (元) .....	41
图表 67:	中国电影票房 (亿元) .....	41
图表 68:	中国电影票房 CR10、CR5 .....	41
图表 69:	表现最好引进电影在票房排行榜排名 .....	42
图表 70:	票房前 10 电影中引进电影票房占比 (%) .....	42
图表 71:	备案立项公示数量 (部) .....	42
图表 72:	2024 年可能会上映的潜在爆款作品 .....	43
图表 73:	微短剧市场规模 (亿元) 和同比 (%) .....	44
图表 74:	不同类型影视内容市场规模 .....	44

# 1. 新兴技术革命带来的产业机会

## 1.1 关注 AI 带来的产业机遇

### 1.1.1 基础大模型持续演进，应用加速落地

海外头部科技大厂引领行业，多模态成行业趋势。由于 AI 大模型依赖庞大的算力资源、优秀的 AI 人才、丰富的数据等条件，海外逐渐形成了以微软/OpenAI、谷歌、Meta、AWS 等科技巨头为代表的竞争格局。与 OpenAI 深度合作的微软行业领先，正在将 OpenAI 最新大模型 GPT-4 Turbo 集成到自身产品中，在多模态、长文档、知识库等方面全新升级，持续引领行业。北美时间 12 月 6 日，谷歌正式发布全新原生多模态大模型 Gemini 1.0，在推理、编程等多个方面行业领先。Gemini 在大型语言模型研发被广泛使用的 32 个学术基准测试集中，在其中 30 个测试集的性能超过当前 SOTA 结果，同时在大规模多任务语言理解数据集中得分率高达 90%，首次超越人类专家。谷歌将在其相关产品中全面集成 Gemini 的能力，包括搜索、广告、Chrome、Duet AI 等。Meta 则押注开源大模型，LLaMA2 已成为最优秀的开源模型之一，并行生出过多个应用和项目，但仍与 OpenAI、谷歌 PaLM2 大模型仍有差距。亚马逊在 AI 大模型领域起步较晚，当前仍在努力追赶，除了花 40 亿美元投资 Anthropic，还全新自研大模型，内部代号“Olympus”，或于年底上线，新模型参数规模或达 2 万亿参数，超过 GPT-4 的参数规模，亚马逊计划接入在线零售商店、Echo 等设备上的 Alexa 语音助手，并为 AWS 平台提供新的功能。

图表1：海外典型 AI 大模型进展梳理



资料来源：财联社、智东西、界面新闻、36 氪、金融界、机器之心 Pro、澎湃新闻、晚点 LatePost、新智元、华尔街见闻，国联证券研究所整理

国内“百模大战”加剧，大模型或迎来洗牌，AI应用生态有望成竞争核心。国内参与大模型的厂商众多，除了华为、阿里、百度、腾讯等科技大厂，还有包括科大讯飞、360等腰部科技公司，面壁智能、minimax等一众创业公司。百度创始人李彦宏在深圳2023西丽湖论坛上指出，截至10月份，国内已经发布238个大模型，大模型数量远高于海外。工信部、科技部等七部门推出《生成式人工智能服务管理暂行办法》进行行业监管，目前已有二十多家国产大模型通过，预计还会有部分厂商获批，但数量或有限。而最终未通过备案的公司或转向聚焦垂直领域大模型甚至出局。预计随着国内基础大模型不断升级优化，围绕AI大模型构建AI生态应用有望成为未来核心。

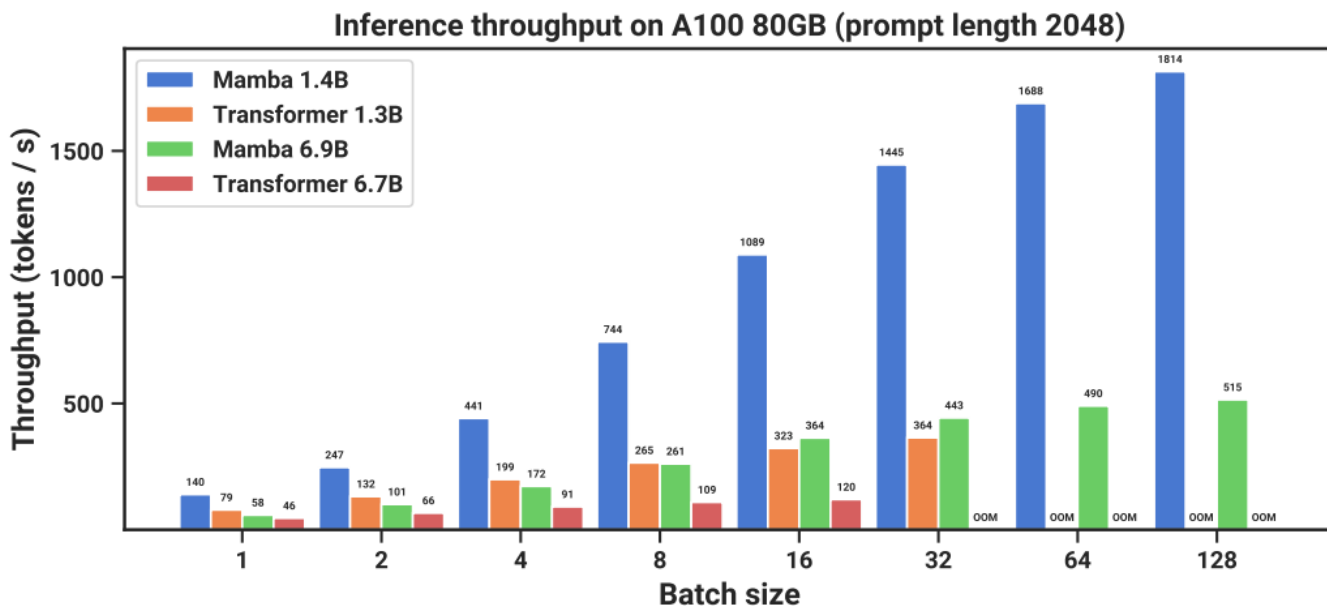
**图表2：国内通过备案的大模型厂商**

出品机构	AI大模型	应用	获批情况
阿里云	通义千问	通义千问 (APP)	第一批
百川智能	百川	接入问答、文本创作功能 (网站)	
腾讯	混元	逻辑推理及文本创作 (网站)	
科大讯飞	星火	讯飞星火 (网站、APP)	
百度	文心一言	文心一言 (网站、APP)	
华为	盘古	小艺语音助手 (APP)	
智谱AI	GLM	智谱清言 (APP)	
商汤	商量 SenseChat	商量 (网站)	
中科院自动化所	紫东太初	多轮问答、文本创作、图像生成、3D理解、信号分析等功能 (网站)	
三六零	360智脑	360智脑 (APP)	
MiniMax	ABAB	MiniMax (网站)	
上海AI实验室	书生		
昆仑万维	天工	天工 (APP)	
三六零	奇元		
美团		Wow (APP)	第二批
蚂蚁集团	百灵	支小宝、支小助 (APP)	
好未来	MathGPT	MathGPT (网站)	
Moonshot AI	Kimi Chat	Kimi Chat (网站)	
抖音	云雀	AI对话机器人“豆包” (网站)	
网易有道	子曰	子曰教育 (网站)	
面壁智能	露卡	智能对话助手 (网站)	
出门问问	序列猴子	魔音工坊、奇妙元、言之画 (APP)	
金山办公	WPS AI	WPS	
知乎	知海图 AI		

资料来源：中国网信网，国联证券研究所整理

底层架构的创新或引发新一轮变革。Transformer是目前AI大模型的主流架构，但Transformer存在致命缺陷：Transformer模型中自注意力机制的计算量会随着上下文长度的增加呈平方级增长，导致核心注意力层无法扩展到长期上下文。近期CMU和普林斯顿的研究者发布了新的SSM架构Mamba，这种架构在语言建模上与Transformer能力相当，而且还能够线性扩展，同时具有5倍的推理吞吐量，在语言、音频、DNA序列模态上都实现SOTA。我们认为，底层架构的缺陷直接影响大模型的效果和性能，底层架构的创新有望推动新一轮技术变革，加速AI应用落地。












































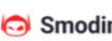






图表3: Mamba 与 Transformer 吞吐量对比



资料来源: Mamba: Linear-Time Sequence Modeling with Selective State Spaces, Albert Gu & Tri Tao, 国联证券研究所

AI 大模型催化应用加速落地。随着基础大模型的持续升级和优化, 大量应用快速涌现, 其中海外应用起步较早, 已经有比较多的 AI 应用进行了商业化落地。根据美国风险投资公司 A16z 提供的 TOP 50 的 AI 产品榜单, 海外很多 C 端应用已经实现盈利, 商业模式以订阅为主, 应用类型则更多偏向于情感陪伴、AI 绘画等泛娱乐应用, 如 C 端情感陪伴类应用 Character.AI、AI 绘画应用 Leonardo.ai。国内 AI 应用虽然起步较晚, 但 AI 相关应用快速涌现, 尤其是 B 端应用如智能客服、办公助理等, C 端应用相对较少, 类似妙鸭相机这样的应用短缺。我们认为, 在 AI 应用落地早期以对话机器人 Chatbot 和简单的工具应用为主, 主要在创意设计、聊天互动等对准确性、专业性要求不高的场景, 长期则有望向对准确性、专业性等要求更高的领域延伸, 如教育、金融、医疗等场景。

图表4：2023年6月月访问量top50的生成式AI产品

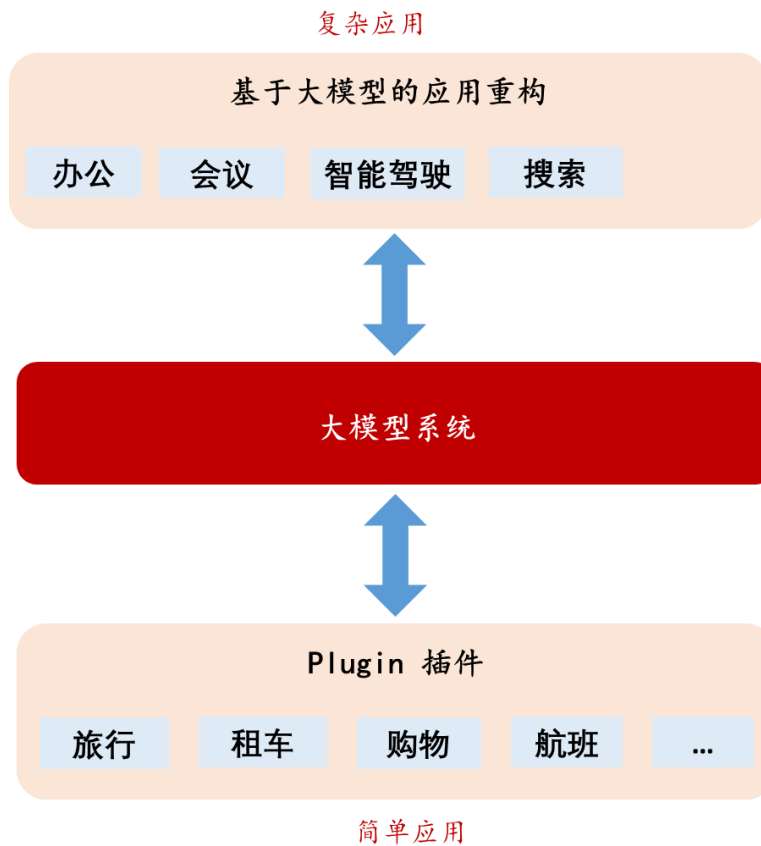
Top 50 GenAI Web Products, By Monthly Visits				
1.  ChatGPT	11.  YOU	21.  NightCafe	31.  GPTG.ai	41.  Fliki
2.  character.ai	12.  leonardo.	22.  Replicate	32.  runway	42.  pornpen.ai
3.  Bard	13.  PIXLR	23.  Speechify	33.  Playground	43.  KAPWING
4.  Poe	14.  VEED.IO	24.  ElevenLabs	34.  Kaiber	44.  Gamma
5.  QuillBot	15.  tome	25.  Lexica	35.  Hotpot	45.  Looka
6.  PhotoRoom	16.  AI-Novel	26.  VocalRemover	36.  Stable Diffusion	46.  human or not?
7.  CIVITAI	17.  cutout.pro	27.  Writesonic	37.  copy.ai	47.  PIXAI
8.  Midjourney	18.  ForefrontAI	28.  CHATPDF	38.  ZeroGPT	48.  WRITER
9.  Hugging Face	19.  Clipchamp	29.  D-ID	39.  Smodin	49.  NovelAI
10.  Perplexity	20.  TheB.AI	30.  Chub.ai	40.  ZMO.AI	50.  DeepSwap

资料来源：A16z、SimilarWeb，国联证券研究所

### 1.1.2 2024 年聚焦应用落地

AI 大模型为 SaaS 行业带来新机遇。AIGC 具有强大的生成能力和分析能力，大模型有望成为智能时代的底层操作系统，基于大模型做应用的改造已成行业共识，AI 大模型技术有望成为提升软件营收、利润的引擎。应用的改造整体可以分为简单应用和复杂应用两种类型，其中简单应用或被大模型系统聚合，以 plugin 的方式接入大模型系统中，大模型则为这些 plugin 提供自然交互和控制能力；复杂应用或被以 AI Native 方式进行重构，核心就是这些复杂应用使用大模型提供的 SDK 实现全新交互、控制和认知。

图表5: AI 应用改造的两种思路



资料来源：百度云、极客公园（IT 业界）、雷锋网，国联证券研究所整理

成熟应用基于大模型全面重构。目前国内外科技巨头、SAAS 应用厂商纷纷基于 AI 大模型进行应用的改造，从应用场景来看主要聚焦营销、客服以及生产力工具等方面。微软积极把握这波 AI 浪潮所带来的机遇，率先将 AI 融入自己的 Azure 云服务并对自己的 windows 和 office 等核心产品进行 AI 改造。AI 大模型也为微软带来亮眼业绩，2023 年 Q3 微软 Azure 增速强劲，其中生成式 AI 贡献约 3%。国内百度、阿里、字节等头部企业也纷纷利用 AI 大模型重塑应用。以钉钉为例，早在今年 4 月钉钉就宣布全面智能化，利用大模型进行改造。11 月 3 日，钉钉最新的智能化功能钉钉 AI 魔法棒正式上线，包括聊天、文档、知识库、脑图、闪记、Teambition 等 17 项产品、60+场景和近百种 AI 技能。字节旗下协作管理平台飞书也基于 AI 进行了重构并于近期发布了智能伙伴和智能创建平台，分别定位于个人助力的 SAAS 软件和 PaaS 创建平台。百度则计划将所有应用都基于 AI 进行重构，目前百度搜索、文库、网盘等传统应用已经被重构。

图表6: 钉钉基于大模型全面改造



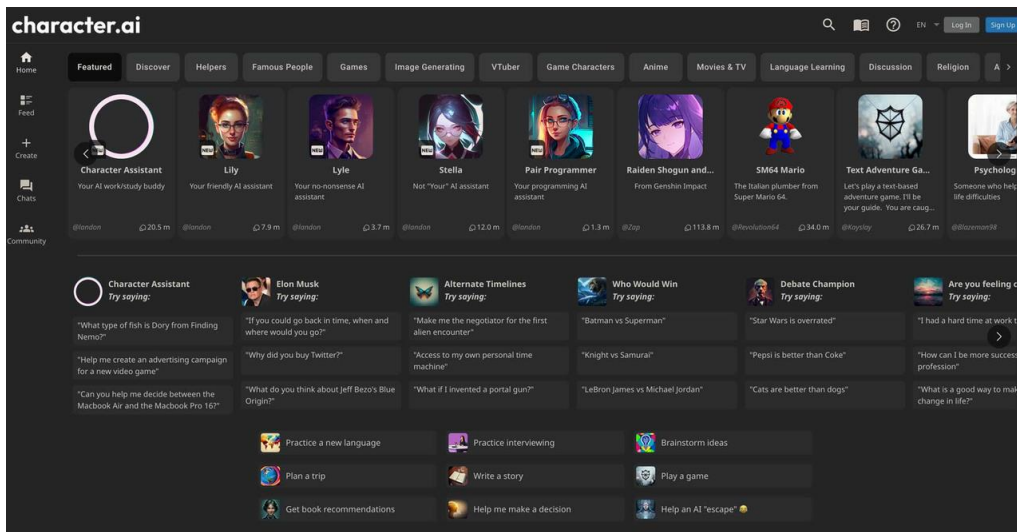
资料来源：甲子光年，国联证券研究所

2024年是AI重构应用的关键节点。我们认为,在基础大模型不断优化基础上,各大厂商聚焦AI应用落地,AI应用重构也是各种厂商竞争核心。2024年有望成为AI重构应用的关键节点,各大厂商或完成自身老应用的全面重构,而被AI重构之后应用表现则有望成为关注焦点。

AI大模型持续迭代,催化AI原生应用领域的变革。在AI基础大模型持续演进迭代的情况下,基于大模型之上的AI原生应用逐渐涌现。AI原生应用基于大模型的理解、生成、逻辑和记忆能力,相比于老的应用具备全新能力,用户体验也大幅提升。目前AI原生应用主要在工具端突破,且从文字逐步渗透到图片和视频。

文本相关AI原生应用率先落地。文本方面主要以Chatbot的形式出现,早期一经推出便受到全球关注的ChatGPT就是一款Chatbot。当前文本领域仍是最重要的应用方向之一,目前已经广泛应用于智能客服、创意写作等场景。如海外备受欢迎的应用Character.AI,其核心业务是基于神经语言模型的聊天机器人,可以生成类似于人类的文本回应,并参与上下文相关对话,可应用于社交、娱乐、教育等场景。

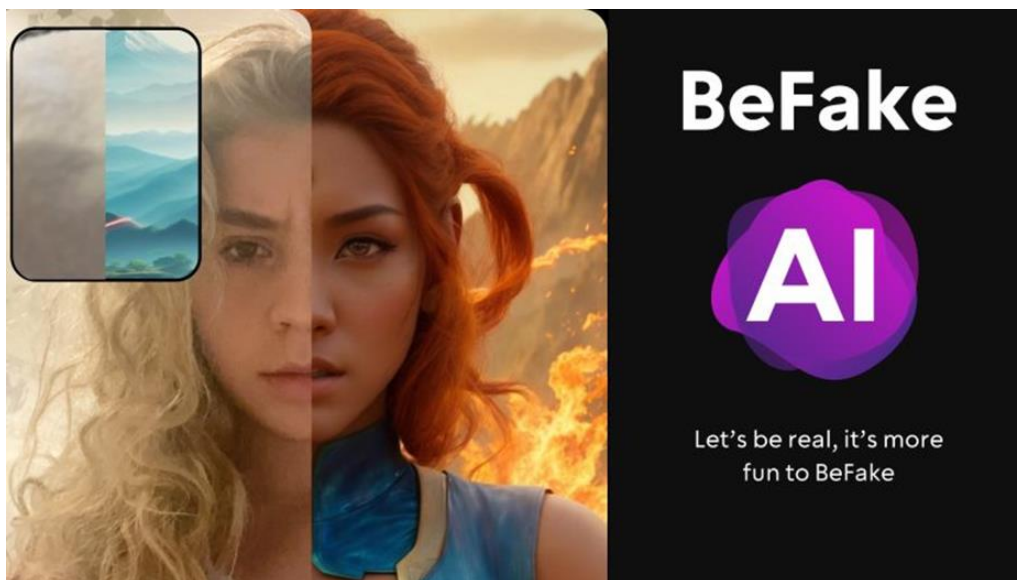
图表7：海外聊天应用 Character. AI



资料来源：Character.ai 官网，国联证券研究所

图片生成也是 AI 原生应用的重要领域。国内 AI 写真微信小程序妙鸭相机备受关注，将 AI 技术应用到照片写真，生成数字分身。用户上传 20 张包含人脸或上半身的照片，支付 9.9 便可得到各种风格的写真，而且效果非常惊艳。同期美款“妙鸭” BeFake 也在走红，8 月 BeFake AI 在 Google Play 和苹果商店上线几周时间便在美国、英国、法国等苹果商店免费榜上位居前列。

图表8：海外图片生成应用 BeFake



资料来源：36 氪，国联证券研究所

视频生成领域也迎来重大突破。11 月 29 日，成立仅半年的 AI 初创公司 Pika 正式推出 AI 视频生成工具 Pika1.0，同日公司宣布获得 5500 万美元的融资，当前估值 2.5 亿美元。pika 一夜走红，其 AI 视频在网上刷屏，核心还是 pika 视频生成领域的优秀表现，pika 产品多种多样，从普通 2D 动画到实拍感的电影场景、3D 动画全面覆盖，还能够支持对视频实时编辑和修改，其中生成的视频在光影、动作流畅度等方

面甚至都不输好莱坞动画电影级别。我们认为 pika1.0 有望带来视频生成领域的全新变革，因为 PIKA1.0 的视频相关能力已颠覆了传统视频制作，极大拓展了 AI 视频生成的想象空间，随着 AIGC 技术的持续迭代，AIGC 技术有望逐步渗透到小视频、宣传视频、甚至影视剧集等领域，视频创作效率有望迎来显著提升。

图表9: Pika 生成的动画效果

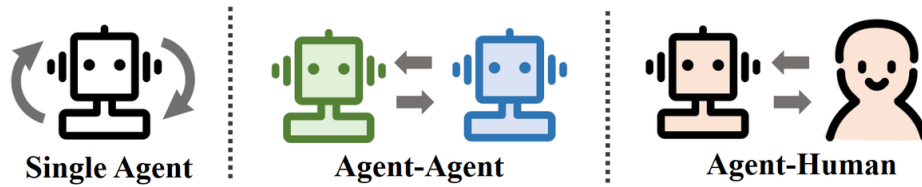


资料来源：微信公众号“量子号”，国联证券研究所

AI Agent 具备环境感知、自主决策并执行的智能体，可以自主思考和工具调用从而完成既定目标。我们认为，在基座大模型能力不断优化完善的背景下，AI Agent 有望成为应用落地的主要路线之一。因为大模型基于 Prompt 进行的被动交互，而且 Prompt 的质量会直接影响大模型的回答效果，大语言模型应用落地仍面临诸多挑战，尤其是基础大模型仍不完善，存在生成内容不准确、存在幻觉等问题。而 AI Agent 可以基于目标任务主动思考并行动，还能调用外部工具，可释放 LLM 的应用潜能。基于大模型的 AI Agent 应用场景可以分为三类：

- (1) 单体智能：拥有多种能力，可以在各种应用方向上表现出优秀的解决任务的能力；
- (2) 多智能体：智能体之间相互作用，通过合作或对抗实现进步；
- (3) 人机交互：人类反馈可以使智能体更高效、安全地执行任务，为人类提供更好的服务。

图表10: 基于大语言模型的智能体应用场景



资料来源: The Rise and Potential of Large Language Model Based Agents: A Survey, Fudan NLP Group, 国联证券研究所

基于以上场景, AI Agent 可以帮助用户从日常任务和重复劳动中解放出来, 从而缓解人类工作压力并提高任务解决效率, 同时智能体可以独立地分析、计划和解决问题, 不再需要用户提供明确的指令; 在解放用户双手之后, 智能体还解放了他们的思维, 使他们能够从事探索性和创新性的工作, 在前沿科学领域充分发挥他们的潜力。总之, Agent 有望帮助处理几乎所有活动和生活各个领域的事务, 对软件业和整个社会都将产生深远的影响。

图表11: 一个设想中的智能体社会



资料来源: The Rise and Potential of Large Language Model Based Agents: A Survey, Fudan NLP Group, 国联证券研究所

AI Agent 浪潮将至。AI Agent 是近期社会关注和热议的方向, 国内外厂商纷纷布局。阿里云推出模型调用工具魔搭 GPT (ModelScopeGPT), 用户可以通过一键发送指令调用 Mota 社区中其他人工智能模型, 从而实现模型的协作, 完成复杂的任务; 昆仑万维正式发布“天工 SkyAgents”平台, 用户可以通过自然语言和简单操作, 无

需代码编程，即可在几分钟之内部署属于自己的 AI Agents，完成行业研究报告、单据填写、商标设计、甚至健身计划、旅行航班预定等需求。海外在 Agent 方面研究进展更快，AutoGPT 是 GPT-4 完全自主运行的首批示例之一，突破了人工智能所做的边界，它结合了 GPT-4 和 GPT-3.5 技术，通过 API 创建完整的项目；Baby Agent 是一个人工智能驱动的任务管理系统，能够根据先前任务的结果自主解决任务并保持预定义的目标，还能有效地确定任务的优先级。

**图表12：国内外典型 Agent 及其特点**

Agent 名称		Agent 特点
海外	Auto-GPT	Github 上的一个免费开源项目，结合了 GPT-4 和 GPT-3.5 技术，通过 API 创建完整的项目。用户不需要不断对 AI 提问以获得对应回答，在 AutoGPT 中只需为其提供一个 AI 名称、描述和五个目标，然后 AutoGPT 就可以自己完成项目。它可以读写文件、浏览网页、审查自己提示的结果，以及将其与所说的提示历史记录相结合。
阿里云	Baby AGI	人工智能驱动的任务管理系统，该系统使用 OpenAI 和 Pinecone API 来创建、确定优先级和执行任务。通过分析先前任务的结果和预定义的目标来创建任务，并使用 OpenAI 的自然语言处理 (NLP) 和 Chroma 在上下文中存储和检索任务结果。Baby AGI 的吸引力在于它能够根据先前任务的结果自主解决任务并保持预定义的目标，还能有效地确定任务的优先级。
百川智能	Jarvis (Hugging GPT)	Microsoft 开发的一种独特协作系统，可以使用多个 AI 模型来完成给定的任务，以 ChatGPT 充当任务控制者。其工作方式类似于 OpenAI 通过文本和图像展示 GPT 4 的多模式功能，但 JARVIS 更进一步集成了用于图像、视频、音频等的各种开源 LLM，还可以连接到互联网并访问文件
腾讯	"Westworld" simulation 西部世界小镇	来自斯坦福大学和谷歌的研究人员创建了一个交互式沙盒环境，其中包含 25 个可以模拟人类行为的生成 AI 智能体。他们在公园里散步，在咖啡馆喝咖啡，并与同事分享新闻，表现出令人惊讶的良好社交行为。
科大讯飞	MetaGPT	一个开源多智能体框架，采用单行输入来生成 API、用户故事、数据结构、竞争分析等。该框架可以充当产品经理、软件工程师和架构师。该框架可以充当整个软件公司，只需一行代码即可编排 SOP。
百度	Amazon Bedrock Agents	亚马逊发布的 Amazon Bedrock Agents，允许开发人员快速创建完全托管的智能体。通过对企业系统执行 API 调用，Amazon Bedrock 智能体加快了可管理和执行活动的生成式 AI 应用程序的发布速度。
国内	阿里云 ModelScopeGPT	阿里云 Mota 社区推出的国内首个大型模型调用工具魔搭 GPT (ModelScopeGPT)，通过这一款工具，使用者们可以通过一键发送指令调用 Mota 社区中的其他人工智能模型，从而实现大大小小的模型共同协作，进而完成复杂的任务。
智谱 AI	实在智能 TARS-RPA-Agent	一个基于“TARS+ISSUT (智能屏幕语义理解)”双模引擎、有“大脑”，更有“眼睛和手脚”的超自动化智能体，是能够自主拆解任务、感知当前环境、执行并且反馈、记忆历史经验的 RPA 全新模式产品。
商汤	澜码科技 Ask XBot	澜码科技构建的 Agent 平台“Ask XBot”，平台分两层：第一层是专家赋能，专家通过拖、拉、拽以及对话交互的方式定义工作流程，教给机器，从而协助一线员工构建更高效工作的方法论；第二层是员工使用 Agent，一线员工可以通过自然语言和 Agent 沟通并下达指令，让 Agent 协助完成数据分析、资料调取等工作。
中科院自动化所	ChatDev	基于聊天的端到端软件开发框架，能够利用大型语言模型 (LLMs) 促进软件开发过程中多角色 (ChatGPT 的 “gpt3.5-turbo-16k” 版本) 之间的有效沟通和协作，ChatDev 的主要目的是通过聊天来进行游戏开发。用户只需提出想法，从设计到测试的整个流程都由 AI 完成，整个过程只需七分钟即可完成。
三六零	天工 SkyAgents AI Agents	用户可以通过自然语言和简单操作，无需代码编程，即可在几分钟之内部署属于自己的 AI Agents，完成行业研究报告、单据填写、商标设计、甚至健身计划、旅行航班预定等需求。

资料来源：36 氪，微信公众号“数据派 THU”，新智元，机器之心 Pro，量子位，智东西，实在智能科技，新华网，昆仑万维集团，国联证券研究所整理

### 1.1.3 建议标的

我们认为 2024 年，AI 应用有望规模落地，建议关注营销、游戏、教育等 AI 应

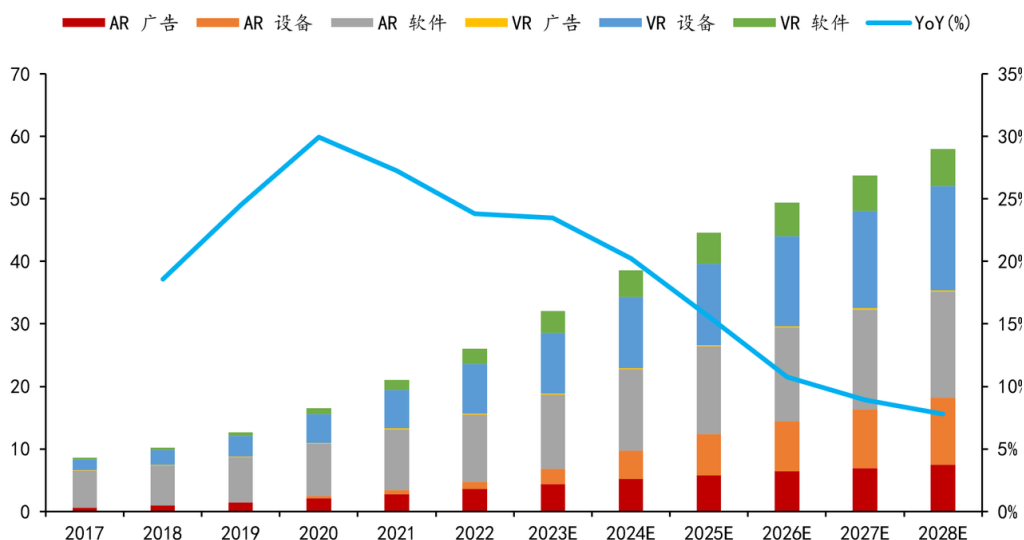
用可快速落地的领域，具体标的上建议关注在 AI 应用积极布局且在数据、应用场景和应用生态方面积累丰富的公司如美图公司、昆仑万维、果麦文化、蓝色光标、分众传媒。

## 1.2 苹果有望激发 VR/AR 产业活力

### 1.2.1 全球 VR/AR 市场有望保持增长势头

根据 Statista 数据，预计 2023 年全球 AR/VR 市场（B2C）收入同比增长 23.5% 至 321 亿美元，其中 AR 软件是最大的细分市场，预计 2023 年市场规模达 119 亿美元。长期来看，预计 2028 年 AR/VR 市场规模有望达 581 亿美元，2023-2028 年年均复合增长率为 12.6%。

图表13：2017-2028 年 AR/VR 市场规模（十亿美元）及增速

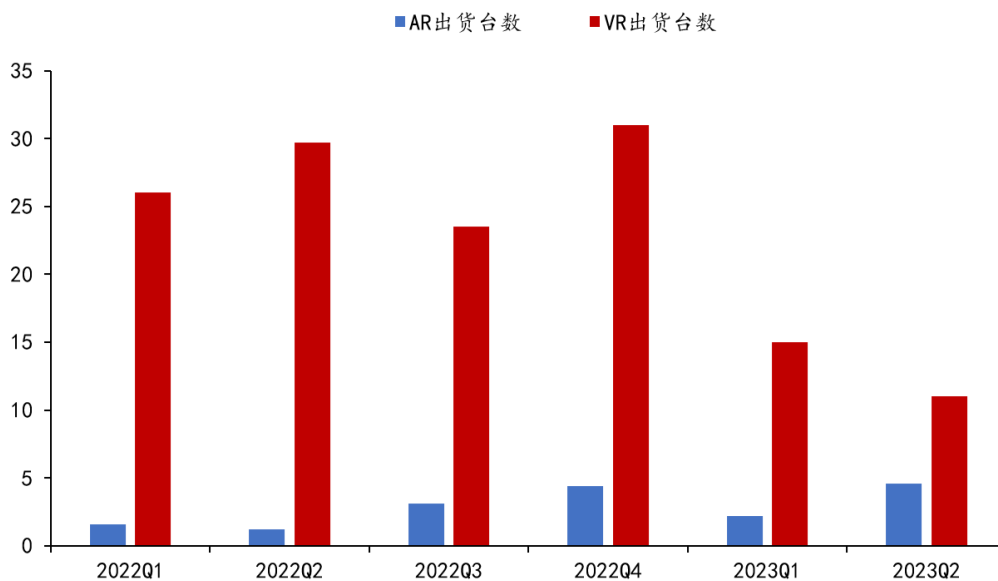


资料来源：Statista，国联证券研究所整理

### 1.2.2 国内 AR 与 VR 出货量分化

2023 上半年国内 AR 与 VR 出货量分化。根据 IDC 数据，2023 年上半年，中国 AR/VR 头显出货同比下滑 44%至 32.8 万台，其中 AR 出货量同比上涨 142%至 6.8 万台；VR 出货量同比下滑 53.3%至 26 万台。

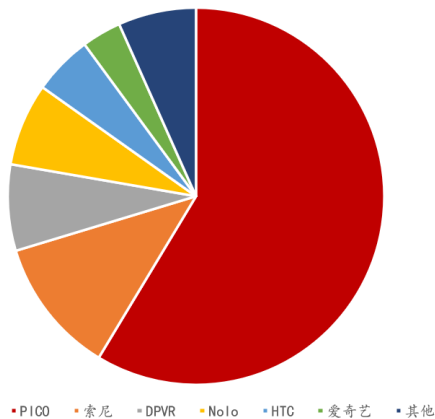
图表14：2022Q1-2023Q2 中国 AR/VR 市场出货量（万台）



资料来源：IDC 中国，国联证券研究所整理

PICO 占据国内 VR 绝对份额。VR 主要分为一体机和一体式两种类型，其中一体机部分由于头部厂商降本增效策略调整以及部分厂商出现资金困境导致业务明显波动，前两个季度合计出货 20 万台，同比下降 60.3%；分体式 VR 一体机半年出货 6 万台，主要得益于一季度 Sony PlayStation VR2 出货拉动。从份额上来看，2023 年上半年国内 VR 市场 PICO 占据 58.7% 的份额（按出货量），索尼则以 11.7% 的份额位居第二。从价格上来看，VR 市场从价格竞争逐步转向产品竞争。2021 年底，中国市场的 VR 一体机产品价格竞争激烈，厂商依靠补贴策略进行大规模出货。不过从 2022 年第三季度末 Pico4 发布以来，VR 产品平均单价开始回升，叠加中高端 VR 型号新品发布以及厂商营销策略的调整，国内 VR 价格战已趋于结束，而内容应用商店数量、显示参数、重量等核心产品指标成为竞争核心。

图表15: 2023H1 中国 VR 市场厂商份额 (按出货量)



资料来源: IDC 中国, 国联证券研究所整理

图表16: 2021Q2-2023Q2 中国 VR 市场出货平均单价

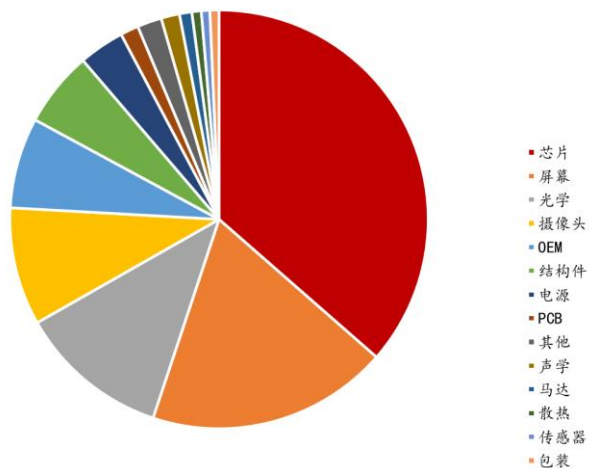


资料来源: IDC 中国, 国联证券研究所整理

### 1.2.3 AR/VR 硬件持续迭代

芯片、显示屏幕、光学器件是 VR 硬件价值核心。根据 WellSenn XR 对 Quest3 的拆解分析来看, 芯片价值占比最高达 36.4%, 屏幕价值占比 18.7%, 光学器件价值占比 11.7%, 三者合计价值占比达 66.8%。芯片、显示屏幕、光学器件作为 VR 设备核心, 也是各大厂商竞争的关键, 相关技术持续创新升级。

图表17: Meta Quest 3VR 一体机综合成本构成



资料来源: WellSenn XR, 国联证券研究所

高通在 XR 芯片市场优势显著。高通长期布局 XR 芯片领域, 从 2018 年一代骁龙 XR1 以来, 陆续推出骁龙 XR2、骁龙 XR2+、骁龙 AR2 平台, 并获得了全球多家 XR 品牌的认可, 目前已有 80+款 XR 设备采用了骁龙平台。在 Meta Connect 2023 大会上, 高通也正式发布了最新的骁龙 XR 专用平台第二代 XR2 和第一代 AR1, 面向虚拟现实 (VR)、混合现实 (MR) 和增强现实 (AR) 三大领域。第二代骁龙 XR2 最高支持 10 路



图表19: 苹果 M2+R1 双芯片方案



资料来源: 36 氪, 国联证券研究所

FVR 光学是 VR 头显中非常重要的组成部分, 菲涅尔透镜方案是目前主流光学方案, 但其厚度、成像质量等方面仍无法满足消费者需求, 因此更加轻薄、成像质量更好的 Pancake 光学方案逐渐成为消费级 VR 光学发展方向, 目前 Meta、苹果、Pico、华为等头部厂商均在布局 Pancake 方案。我们认为, Pancake 有望成为消费级 VR 的首选光学方案。

图表20: VR 光学方案对比

	非球面透镜	菲涅尔透镜	折叠光路 Pancake	多叠折返式自由曲面	异构微透镜阵列	液晶偏振全息	超表面/超透镜
光学原理							
常规FOV	90°-180°	90°-120°	70°-100°	80°-100°	150°-180°	60°-100°	80°-150°
常规TTL	40-50mm	40-50mm	15-20mm	40-45mm	20-30mm	5-10mm	1-2mm
成像质量	边缘成像好	容易产生伪影和畸变	边缘成像质量好但容易产生伪影	容易产生畸变	视场角超大但容易产生伪影和畸变	FOC和Eyebox	色差小
优点	成本便宜	较轻薄便宜	轻薄成像质量好	有利于眼动元器件布置	轻薄超大视场角	超薄可实时变焦	超薄光路可定制
量产价格	5-10元	15-20元	120-180元	50-100元	-	-	-
发展阶段	淡出市场	主流选择	即将大规模应用	小众市场	前沿研究	前沿探索	前沿探索
代表产品	VR盒子 PS VR等	Meta Quest 2 Pico neo 3等	华为VR Glass 苹果MR等	Lynx	暂无	暂无	暂无

资料来源: Wellsenn XR, 国联证券研究所

目前, AR/VR 领域 LCD 仍主流屏幕方案, 但 LCD 方案存在色彩相对较暗、屏幕较厚无法弯曲等缺点。而且随着 Pancake 光学方案逐渐成为主流, LCD 由于亮度较差无

法满足 Pancake 光学方案需求，亮度更高的 Fast-LCD 以及 Micro-OLED 逐渐替代 LCD 方案。Micro-OLED 具有体积小、重量轻、功耗低等优点，不过其寿命较低、响应较慢等问题，业界正在探索高对比度、高寿命、反应速度快的 Micro-LED 方案，不过目前整体产业链成熟度较低，生产成本高昂，还未进行量产，不过我们认为随着技术的迭代，Micro-LED 方案有望成未来发展方向。

图表21：几种不同显示方案综合对比

	LCD	Mini-LED	Micro-OLED
原理	传统 LED 背光+彩色滤光片	Mini-LED 背光+彩色滤光片	自发光
对比度	1000: 1	10000: 1	10000: 1
响应时间	毫秒	纳秒	微秒
PPI	低	高	高
厚度	厚	薄	薄
寿命(小时)	约 60000	约 80000-100000	<10000
功耗	高	低	低
成本	低	较高	较高
代表产品	Oculus Quest 2、Pico Neo3	创维数字、Pancake 1 Pro、Meta Quest Pro	Apara A10 SK

资料来源：头豹研究院、VR 陀螺，国联证券研究所

### 1.2.4 软件生态不断完善，有望成未来竞争核心

OpenXR 标准有望推动 XR 内容生态发展。OpenXR 是标准化 AR/VR 平台上设备和应用程序之间的规范，提供跨平台、高性能的应用接口，通过建立硬件设备、游戏引擎和内容之间的底部链接，打造互联互通的开放生态，可有效简化 AR/VR 软件的开发和移植，进一步推动 XR 内容生态的发展，目前微软、谷歌、Meta 等多家 VR 厂商已加入支持 Open XR 标准协议。

图表22：OpenXR 标准体系成员



资料来源：VR 陀螺，国联证券研究所

AR/VR 应用以消费为主，逐渐向企业级应用渗透。根据 IDC 数据，消费者市场是 AR/VR 市场占比最大的领域，占比达 53%，AR/VR 游戏、VR 视频/节目等娱乐性应用为主要场景，预计到 2026 年消费者市场仍然是份额占比最大的领域。而企业级市场仍处于探索阶段，我们预计未来 VR 医疗、教育、文旅、地产等企业级市场渗透率和成熟度有望持续提升。

硬件差距有望逐渐缩小，应用生态有望成未来竞争核心。我们认为，当前在 XR 领域硬件配置并非核心壁垒，硬件的差距会随着技术的迭代逐渐缩小，决定未来竞争格局的则是应用生态。目前苹果在 XR 应用生态方面重点投入，打造的 VisionOS 可以兼容 iOS、iPadOS，可以与手机、电脑、手表等硬件互联互通，同时还为开发者打造各种开发套件，应用场景覆盖视频娱乐、会议、办公等场景。而 Meta、Pico 等厂商在内容生态方面相对落后，且使用场景较为单一，主要应用在游戏娱乐场景。因此，我们认为，应用生态的建设有望成为未来竞争核心。

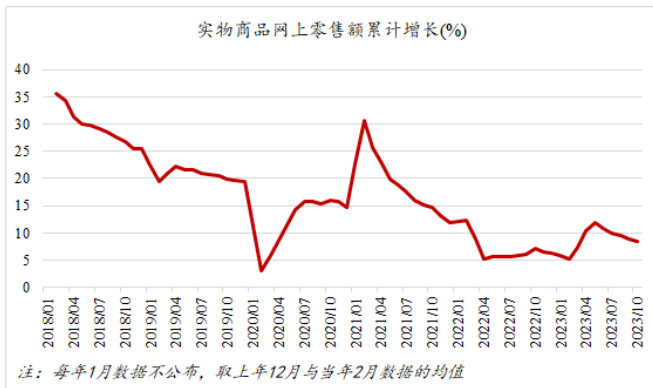
苹果 Vision Pro 发售在即，有望推动 XR 产业多元化发展。我们认为，目前苹果 Vision Pro 产品在软硬件方面优势明显，结合苹果极强的品牌号召力，我们认为苹果 Vision Pro 的正式上市有望推动整个 XR 行业的发展，其他厂商有望跟进，给 XR 领域带来新一轮机会。建议关注苹果 MR 产业链相关供应商以及布局芯片、光学方案、显示方案以及摄像头等核心组件的厂商。

## 2. “性价比”趋势下的点状投资性机会

### 2.1 电商：行业竞争愈加激烈，低价策略将延续

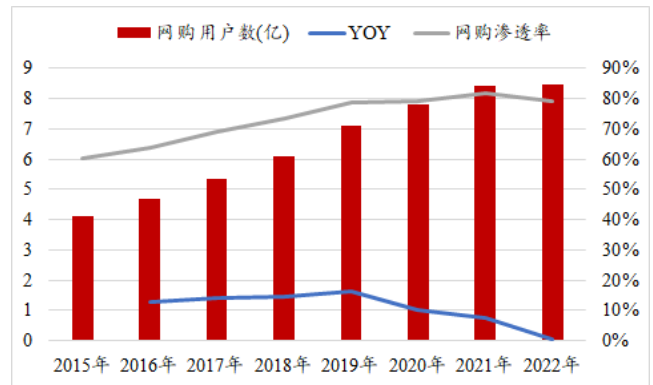
电商大盘增速逐年放缓，明年仍处于存量竞争阶段，竞争态势将持续加剧。近年来，电商市场大盘的增速显著呈放缓趋势，2023 年 10 月实物商品网上零售额累计值的增长率为 8.4%，我们预期未来增速仍将放缓；从用户层面来看，中国网购用户在互联网用户总数的占比在 2020 年时已接近 80%，近 3 年渗透率均在 80%左右波动，整体电商市场用户的规模亦将放缓增长。我们判断电商市场明年仍处于存量竞争阶段，各头部电商平台的竞争态势将持续加剧。

图表23: 实物商品网上零售额累计值增长率 (%)



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

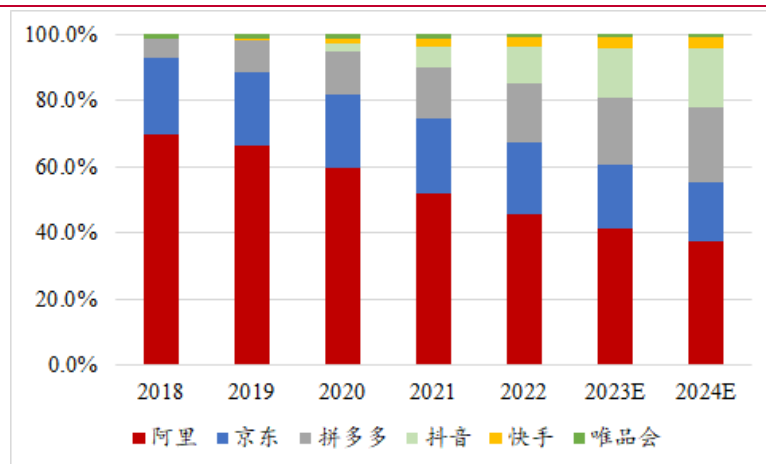
图表24: 网购用户规模及增长率、渗透率



资料来源: 中国互联网络发展状况统计报告, 国联证券研究所

市场竞争格局方面, 拼多多和抖音电商有望进一步提升市占率。在今年电商市场竞争激烈的环境下, 拼多多和抖音电商仍旧表现出强劲的增长。拼多多 2023Q3 在线营销服务收入同比增长 39%, 由 GMV 和平台货币化率增长共同驱动; 抖音电商同样表现出强劲的规模增长态势, 据晚点 LatePost 报道, 抖音电商 1-10 月 GMV 接近 2 万亿, 同比增速接近 60%。我们认为, 拥有强供应链能力和高性价比用户心智的拼多多、拥有强大流量基础和爆款打造能力的抖音电商, 在明年仍将表现出超出市场大盘的增速, 市占率有望进一步提升。

图表25: 电商行业主要参与者格局变化推演 (测算值)



资料来源: 公司公告, 晚点 LatePost, 国联证券研究所

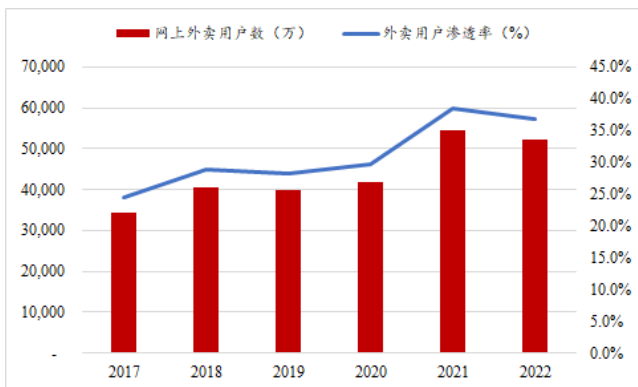
用户有更强的高性价比购物需求, 各平台的低价策略仍将延续。在经济环境未出现强势复苏的背景下, 更多用户有高性价比的购物需求, 2023 年起头部电商平台纷纷推出“低价策略”, 希望以此在消费者信心不足的情况下, 用更具价格竞争力的商品吸引消费者购买: 阿里在年初提出包括“价格力”在内的五大战略, 并推出了五星价格力、淘宝好价频道等策略; 京东在 38 大促前将百亿补贴频道升级为首页常态

化促销平台，以逐步建立用户的低价心智；拼多多延续了其在高性价比维度的优势，提升大促频率以巩固用户心智。我们判断明年在激烈的市场竞争环境中，低价策略仍将是各电商平台的重点策略，以满足需求端的变化趋势。

## 2.2 外卖：业务仍有增长空间，高性价比维度值得关注

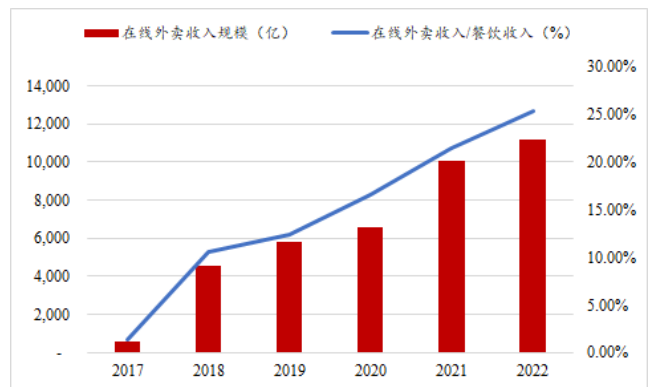
**外卖行业增速放缓，但仍有增长空间。**根据 CNNIC 数据，2022 年网上外卖用户数达 5.21 亿人，人口渗透率达 36.9%；根据国家信息中心发布的《中国共享经济发展报告（2023）》，2022 年在线外卖收入在全国餐饮业收入的占比约为 25.4%，结合国家统计局公布的餐饮收入数据，2022 年的在线外卖行业收入规模约为 1.12 万亿。纵向参考外卖行业发展，横向比较中国网购发展以及日本中食发展，我们判断外卖行业仍有增长空间，我们估算外卖市场规模 2025 年达到约 1.8 万亿，市场空间广阔。

图表26：外卖用户数规模及用户渗透率



资料来源：CNNIC 中国互联网络信息中心、国家统计局，国联证券研究所

图表27：在线外卖市场规模及在餐饮收入的占比



资料来源：国家统计局、国家信息中心，国联证券研究所

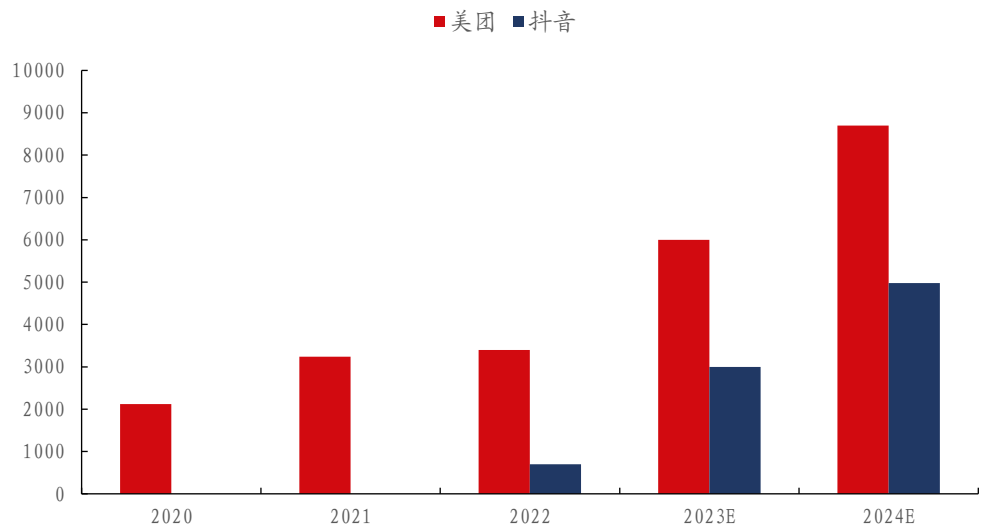
**外卖行业的消费者也将表现出对高性价比的需求，关注高性价比供给的增长。**美团外卖推出的拼好饭业务，聚焦于更高性价比的外卖需求，以拼团模式实现消费者端更低的购买价格。该业务整体发展较为迅速，2023Q3 在美国外卖整体订单量中的占比已达到高个位数，但由于业务发展初期有较大的补贴成本，UE 变现弱于原有的传统外卖业务。我们判断在明年的市场环境下，拼好饭业务仍将保持较快的增速，持续关注该业务的规模变化及 UE 优化情况。

## 2.3 到店酒旅：下沉市场是新的增量，竞争格局加剧

**高线市场接近饱和，下沉市场是新的增量。**2023 年，我们预计到店酒旅市场规模约为 9000 亿，同比增速约为 120%，目前从市场渗透率来看，一二线城市的到店酒旅的渗透率较高，而三四线城市的渗透率较低，还处于初始阶段。展望 2024 年，我们预计行业的增长重心会由一二线城市转移到三四线城市。

**竞争格局加剧，警惕新参与者入局。**2023年，抖音和美团在到店酒旅行业竞争异常激烈，抖音凭借本身的流量优势，增速迅猛。2024年，我们预计抖音和美团的竞争短期内不会趋缓，相反随着抖音本地生活业务负责人的换帅，2024年上半年竞争将加剧。此外，新参与者的入局也值得关注，快手、小红书均已进入该赛道，也会切掉部分市场份额。

图表28：到店酒旅规模（亿元）



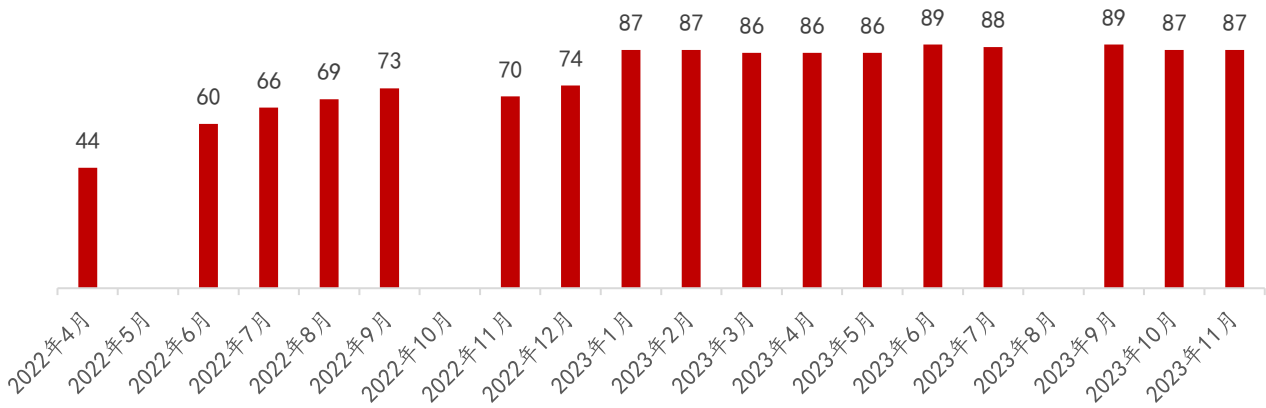
资料来源：ifind，美团年报、晚点 LatePost、国联证券研究所

## 2.4 游戏：头部效应或将持续，关注新渠道带来的新增量

### 2.4.1 游戏市场景气度修复，头部效应显著

2023年1-8月，国内游戏市场实际销售收入2021亿元，同比增长7.15%。其中，国内移动游戏市场实际销售收入1517亿元，同比增长9.06%。主要原因系：1) **游戏版号恢复发放，提振行业供给**：2023年1-11月共发放国产游戏版号872款，进口版号58款；相较2022年水平（全年512款）有显著改善。2) **需求侧用户消费意愿提升**：2023年1-8月，国内游戏用户人均付费302.5元，在22年同期低基数基础上同比增长6.8%，是整体市场规模重回增长通道的主要原因。一方面，优质新游供给修复提振用户消费意愿；另一方面，2023年经济疫后复苏、居民消费能力修复，其中前三季度城镇居民可支配收入3.94万元，同比增长5.2%，游戏作为可选消费，人均付费水平也随之提振。3) **小程序等新渠道助力用户规模重启增长**：2023H1国内游戏用户规模6.68亿人，同比增长0.35%，突破历史新高。

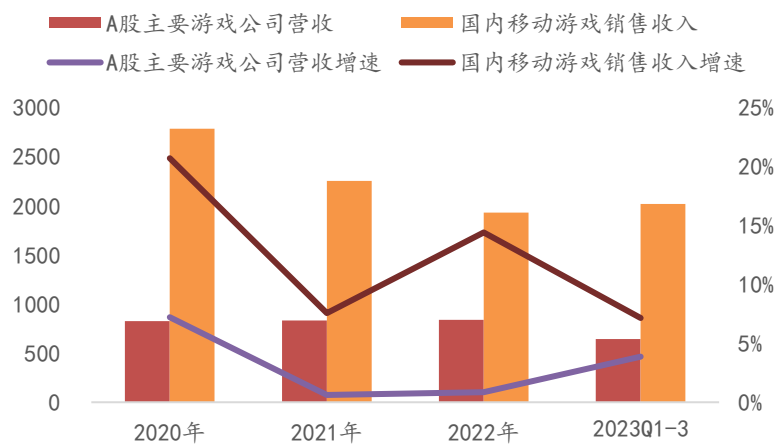
图表29：2022年4月-2023年11月国产游戏版号每月发放数量



资料来源：国家新闻出版署，国联证券研究所整理

**A股游戏公司业绩回暖，但营收增速低于大盘。**2023年前三季度，A股24家游戏上市公司营业收入共644.42亿元，同比增长3.87%；归母净利润107.38亿元，同比增长13.07%，整体在22年低基数之上呈现复苏趋势。其中，游戏公司营收增速能较为直观地反映其旗下游戏流水的变化情况。我们将A股游戏公司前三季度(1-9月)营收增速，与国内游戏市场实际销售收入1-8月增速进行近似对比，发现A股游戏公司增速(3.87%)显著低于游戏市场整体增速(7.15%)；若考虑到A股游戏公司收入来源以移动游戏为主，则与移动游戏市场整体增速(9.06%)差距更为显著。背后原因系，在游戏精品化趋势下，以港股的腾讯、网易，以及非上市公司米哈游构成的行业第一梯队通过持续推出头部内容并推升研发门槛，市占率持续提升。

图表30：A股主要游戏公司近年营收体量(亿元)&增速(%)与大盘情况对比



资料来源：Wind，伽马数据，国联证券研究所

### 2.4.2 头部效应或将持续，关注细分品类竞争格局

展望 24 年，我们认为游戏行业头部效应仍将延续。24 年将是国内移动游戏供给侧大年，主要原因系：1) **版号常态化**：自 2022 年底起游戏版号发放恢复常态化，月均发放 85+款国产游戏版号，为游戏行业供给侧提供了活水；2) **产品周期**：2020-2021 年，国内游戏行业正值“宅经济”红利和投融资活跃期，随着《原神》上线并获得超预期成绩，国内多个头部游戏公司均开始相似品类的大体量项目研发（包括开放世界、动作、二次元等重度内容要素）。历经 3 年左右的研发周期，这批产品有望于 23-24 年陆续上线，其中重点产品包括腾讯《王者荣耀·世界》、网易《燕云十六声》、米哈游《绝区零》等。精品化的新游供给有望进一步提振用户付费意愿，同时头部游戏或将继续对腰尾部市场份额进行挤压。从投资角度，关注新品储备丰富、细分品类竞争格局较好的游戏公司。

图表 31：23 年底-24 年重点游戏 pipeline

公司名称	游戏名称	玩法	原型/IP	有无版号
腾讯控股	《白荆回廊》	二次元 RPG	古剑奇谭 IP	移动端
	《宝可梦大集结》	MOBA	宝可梦 IP	移动端
	《大航海时代：海上霸主》	SLG	大航海时代 4 端游	移动端
	《战地无疆》	SLG	三国题材	移动端
	《阿凡达：重返潘多拉》	开放世界射击	阿凡达 IP	移动端
	《王者万象棋》	自走棋	王者荣耀 IP	移动端
	《星之破晓》	动作类 RPG	王者荣耀 IP	移动端
	《彩虹六号手游》	射击类	彩虹六号端游	
	《创造吧！我们的星球》	沙盒类		移动端
	《全境封锁：曙光》	开放世界 TPS	全境封锁端游	移动端
	《极品飞车》	开放世界竞速	极品飞车端游	
	《王者荣耀·世界》	开放世界 RPG	王者荣耀 IP	
网易	《燕云十六声》	开放世界 RPG	武侠题材	PC+移动端
	《隐世录》	二次元 MMO		移动端
	《突袭：暗影传说》	策略卡牌	RAID Shadow Legends 手游	移动端
	《九畿：岐风之旅》	二次元卡牌		PC+移动端
	《星海求生》	沙盒		
	《陈情令》	卡牌	魔道祖师 IP	
	《代号：世界》	开放世界 RPG	阴阳师 IP	
	《代号：ATLAS》	开放世界射击		
	《代号：无限大》	二次元开放世界 RPG		
米哈游	《冰汽时代：最后的家园》	模拟经营	冰汽时代端游	
三七互娱	《绝区零》	二次元动作		
	《扶摇一梦》	女性向 RPG		移动端
	《空之勇者》	MMORPG		移动端
	《失落之门：序章》	MMORPG		移动端
吉比特	《龙与爱丽丝》	卡牌		移动端
	《超喵星计划》	策略养成		移动端

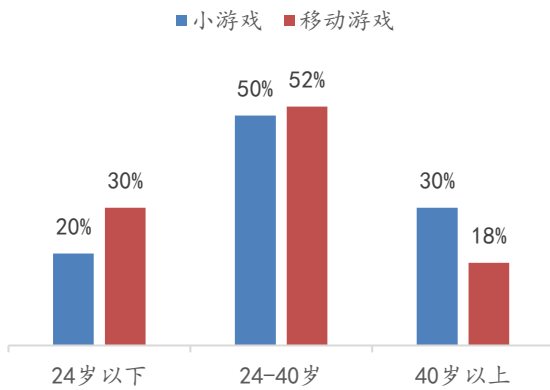
	《神州千食舫》	模拟经营		移动端
	《超进化物语 2》	卡牌 SLG		移动端
	《最强城堡》	策略塔防		移动端
	《不朽家族》	模拟经营		移动端
恺英网络	《斗罗大陆：诛邪传说》	MMORPG	斗罗大陆 IP	移动端
	《妖怪正传 2》	策略卡牌	妖怪正传 IP	移动端
	《代号：盗墓》	MMORPG	盗墓笔记 IP	
巨人网络	《一款全球化 3D MMO》	MMORPG		
	《王者征途》	MMORPG	征途 IP	
创梦天地	《三角洲行动》	FPS	三角洲特种部队端游	客户端
心动公司	《心动小镇》	模拟经营		
	《出发吧麦芬》	放置休闲		移动端
中手游	《斗破苍穹：巅峰对决》	动作卡牌	斗破苍穹 IP	移动端
	《斗罗大陆：逆转时空》	-	斗罗大陆 IP	
	《仙剑世界》	开放世界 MMO	仙剑奇侠传 IP	PC+移动端

资料来源:各公司公告, 国联证券研究所整理

### 2.4.3 小游戏成为新增量, 渠道红利有望持续至 24 年

**小游戏成为新增量, 渠道下沉重启用户规模增长。**自 22H2“互联互通”背景下, 抖音对微信小游戏开放导流, 同时腾讯视频号、小程序生态及商业化进程也开始加速, 小程序游戏(简称“小游戏”)市场开始加速增长。**从用户层面看**, 小游戏用户画像相较 App 游戏有显著差异, 其中 40 岁以上用户占比 30% (App 游戏仅为 18%), 三线及以下城市用户占比 50% (App 游戏则为 44%), 因此触达了 App 游戏尚未覆盖的、更为下沉的用户群体。**从内容层面看**, 小游戏依托于微信、抖音等超级 App, 相较于以 App 形式为主的移动游戏, 具有触达链路短、内容轻度化、体验碎片化等特点, 填补了泛游戏用户碎片化娱乐的需求空缺。**从游戏公司角度**, 在 App 游戏供给侧竞争格局越发激烈的背景下, 小游戏作为新兴渠道, 竞争格局仍相对蓝海。因此对于二三梯队游戏公司而言, 入局小游戏市场是性价比较高、确定性较强的选择。多方因素共振之下, 我们预计 2023 年国内小游戏市场规模有望超过 300 亿元。

图表32: 小游戏&移动游戏用户画像对比



资料来源: 微信公开课, Questmobile, 国联证券研究所

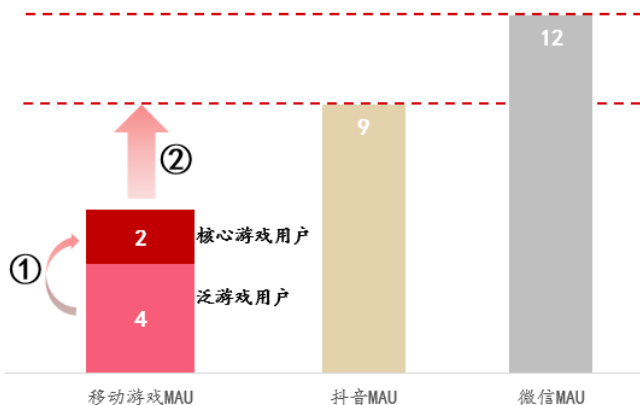
图表33: 小游戏&App 游戏用户触达链路对比



资料来源: 《逆水寒》、《肥鹅健身房》游戏截图, 国联证券研究所

展望 24 年, 我们认为小游戏有望维持较高增速, 关注 ARPU 值提升及新渠道红利。从用户规模看, 截至 23 年 6 月微信小游戏 MAU 约 4 亿, 相较于 10 亿+短视频用户规模仍有较大的渗透空间, 有望将大量非游戏用户进一步转化为游戏用户, 重启国内游戏用户规模增长。从用户付费看, 我们预计小游戏目前的 ARPU 值和轻度移动游戏相当, 约为 75 元, 相较于国内移动游戏整体 ARPU 值 (约 291 元) 仍有较大提升空间。随着小游戏玩法重度化, 以及微信平台、游戏引擎等对中重度小游戏支持力度加大, 小游戏 ARPU 值长期有望提升至中度游戏水平 (约 140 元)。因此, 我们认为 2024 年小游戏市场仍有望维持约 50% 的较高增速。此外关注国内抖音、海外 YouTube、Meta 等头部流量平台对小游戏的布局情况。

图表34: 小游戏渗透率有望持续提升



资料来源: 微信公开课, 中国网络视听发展报告, 国联证券研究所

图表35: 小游戏玩法呈现重度化趋势



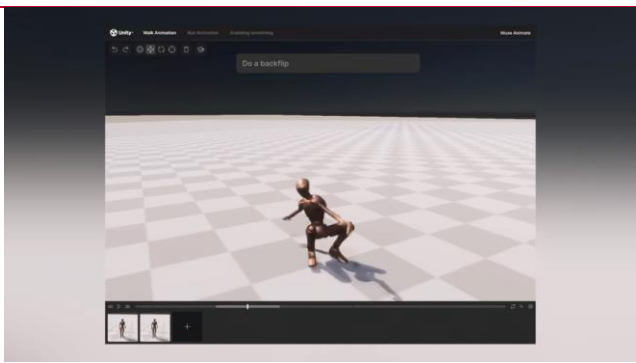
资料来源: 微信公开课, 国联证券研究所

#### 2.4.4 关注 AI、MR 引领的游戏行业变革

AI 对游戏行业的改造有望从生产端渗透至应用端。目前, AI 对游戏行业的主要

影响在于智能化生产带来的降本增效。其中头部游戏引擎公司 Unity 将推出 AI 研发工具 Unity Muse 和 Sentis，有望在游戏研发中的美术制作、模型产出、场景渲染、数值策划等多个环节提升开发效率，Sentis 功能已向所有 Unity 开发者免费开放测试。未来，随着 GPTs 等 AI Agent 开发环境的逐渐成熟，AI 有望赋能游戏玩法创新，进一步提升玩家的沉浸感和付费意愿。目前主要方向包括：1) **AI+NPC**：通过增强游戏内人物、场景与玩家的互动性，提升玩家在虚拟世界中的沉浸感。其中网易宣布将在手游《逆水寒》中实装国内首个游戏版 ChatGPT，让 NPC 能和玩家自由生成对话。2) **AI+UGC**：通过 AI 大幅降低游戏 UGC 门槛，让玩家能够自行创作复杂程度较高的游戏内容。其中 Roblox 推出 AI 开发工具材料生成器和代码助手，长期规划构建所有用户都能使用的开发平台，用 AI 重构创作方式。

图表36: Unity Muse 智能化生成游戏角色动作



资料来源: Unity, 国联证券研究所

图表37: 《逆水寒》中 NPC 和玩家自由对话场景



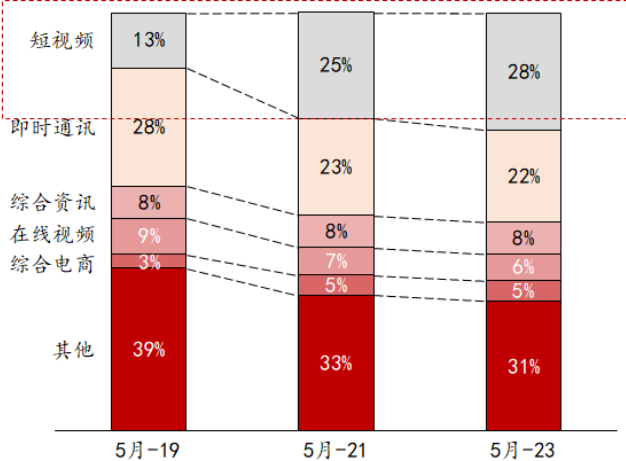
资料来源:《逆水寒》游戏截图, 国联证券研究所

**MR 新硬件有望打开游戏行业长期增长空间。**随着苹果 Vision Pro 在 2024 年发布，MR 等新硬件渗透率有望加速提升，从硬件到内容的正向循环有望逐步建立。而游戏作为目前 VR/AR 内容生态的核心，将打开更为广阔的发展空间。目前，国内 VR 游戏仍处于发展初期，但仍有多家游戏公司对 VR 产业链上游软硬件、下游内容研发进行布局。其中，优质的游戏研发商有望通过自研 VR 游戏的落地率先受益，而全产业链布局的先行者在长期亦有望受益于 VR 作为下一代移动终端的成长红利。

## 2.5 短视频：仍将占用最长用户时长，关注视频号起量

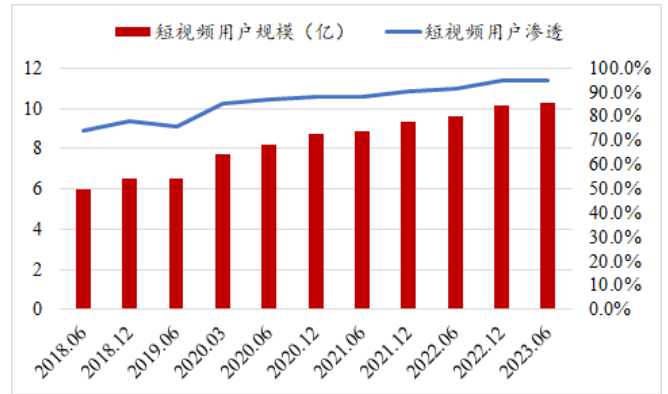
**短视频是占据用户时长最多的互联网细分赛道，未来仍将保持领先。**在用户的信息获取方式逐渐碎片化的趋势下，短视频凭借更高的信息密度、更快的内容消化效率以及更快的传播速度，得到迅速发展。短视频用户渗透率提升，在整体网民中的渗透率仅次于即时通讯，在用户使用时长占比方面已超越即时通讯成为用户时长占比最高的细分行业。

图表38：互联网细分赛道用户使用时长占比



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所

图表39：短视频用户规模及渗透率

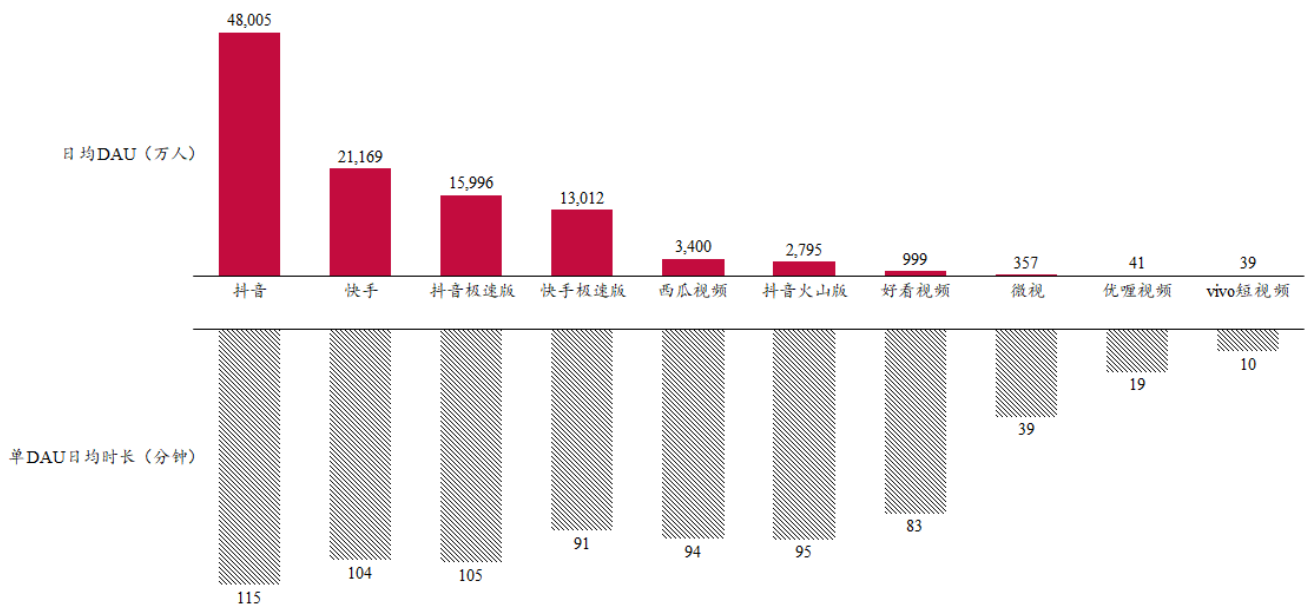


资料来源：中国互联网络信息中心，国联证券研究所

竞争格局方面，抖快系产品占据主要份额，关注微信视频号对竞争格局的改变。

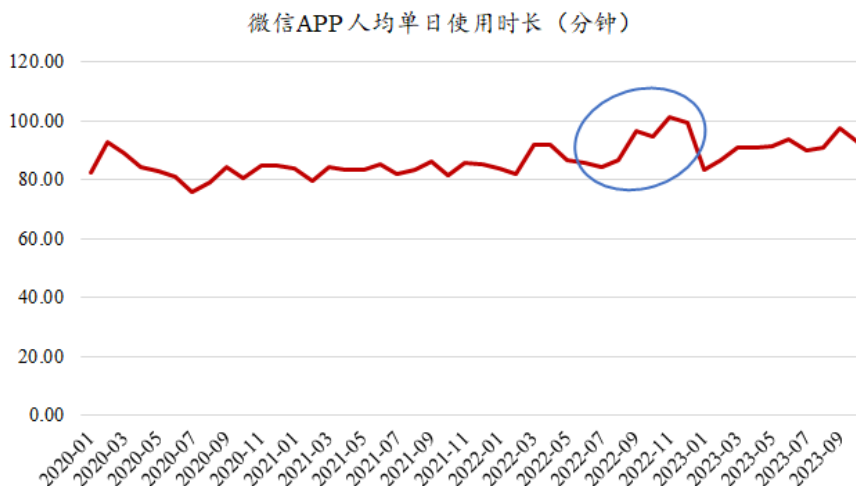
在竞争格局方面，短视频赛道的头部集中度较高，头部短视频平台绝大部分为抖快系产品，且用户规模及使用时长均处于行业领先。值得关注的是，微信视频号近年来增长迅速，成为短视频领域的重要参与者。微信于2020年1月推出视频号，借助微信生态庞大的用户基数，视频号用户规模实现快速增长，2022年12月宽口径DAU规模达到4亿、MAU达到8.2亿，根据QM的统计数据，在2022年下半年随着微信视频号的起量，微信APP的人均单日使用时长也呈显著上升趋势；近期，我们看到微信的使用时长亦在逐月提升，持续关注视频号的后续流量规模。

图表40：2023年10月短视频赛道日均DAU TOP10 APP（不包括微信视频号）



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所整理

图表41：微信 APP 人均单日使用时长变化趋势



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所整理

### 3. 行业底部反转带来的反弹机会

#### 3.1 教育：业绩触底反弹，高景气周期开启

##### 3.1.1 K12 辅导：双减后行业合规经营，市场需求恢复健康

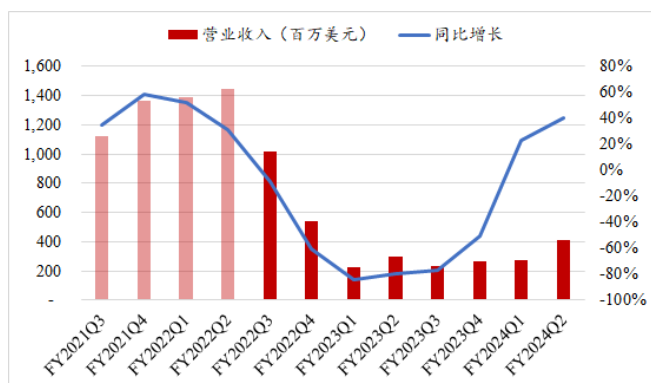
**好未来：积极布局素质教育及内容业务，营收到正增长。**2021年7月（好未来2022财年二季度）“双减”政策出台后，学科培训业务受到较大冲击，营业收入大幅下降；在公司的积极转型布局下，2024财年以来公司连续两个季度实现营业收入的正增长，FY2024Q2营业收入4.12亿美元，同比增幅达40.1%，这其中，得益于线下学习网络的扩张，素质教育业务收入在FY24Q2实现了双位数的增长，是公司营业收入增长的重要驱动力。此外，公司在科技教育方向积极布局，学而思大模型MathGPT是首批通过备案的教育大模型，并将学习机作为AI的落地产品，有望通过AI能力实现个性化学习。

**新东方：转型素质教育、直播电商等业务，营收规模已达到双减前的84%。**公司在双减政策后停止学科培训业务，向素质教育、直播电商等业务积极转型，成效显著，从2023财年第三季度起实现营业收入正增长，截至2023年8月底的2024财年第一季度公司实现营业收入11亿美元，同比增长47.7%（双减前FY22Q1的营收为13.1亿美元）。在业务转型后，教育业务，公司着眼于包括留学咨询、成人/大学生考试、素质教育、学习硬件设备、游学研学等业务；直播电商，东方甄选从2021年底起在抖音渠道开播，目前已成为抖音电商头部主播，同时积极拓展自有APP、淘宝直播等渠道，多渠道发展战略值得期待；文旅，2023年7月公司正式官宣将开文旅业务，12

月4日东方甄选官宣文旅产品将于12月10日正式上线售卖，文旅有望进一步拓展公司业务版图，带来新的增长曲线。

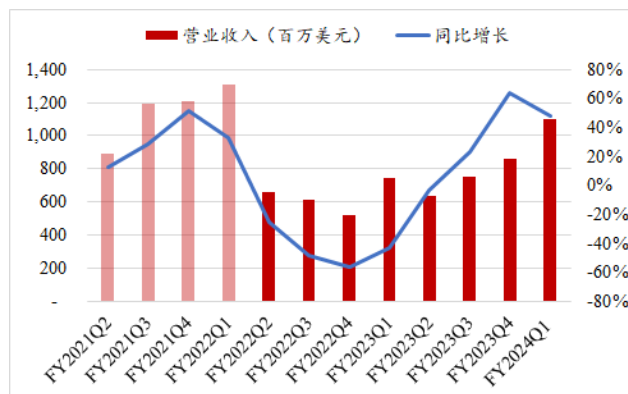
我们看好积极转型的教培龙头企业后续的增长潜能，在行业政策日益清晰的背景下，合规企业有健康发展的路径。建议关注在线教育行业的底部反转机会。

图表42：好未来 FY2021Q3-FY2024Q2 营业收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表43：新东方 FY2021Q2-FY2024Q1 营业收入

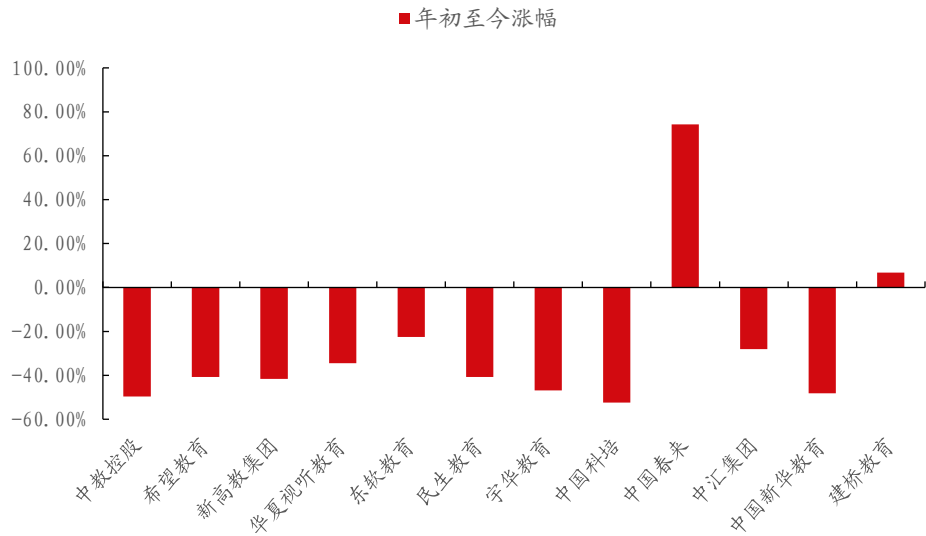


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.1.2 高教：静待转营利性推进，股息率具有吸引力

高教行业仍然具有较强的成长确定性，其估值已经处于相对低位，股息率具备较强吸引力。2022年10月开始，部分上市公司旗下学校转设营利性取得一定进展，叠加全市场上涨，高教出现较大上涨。于2023年1月，高教公司都处于股价和估值相对高点。此后转设营利性进展落后于市场预期，叠加市场回落，大部分高教公司出现较大波动。在经过2023年全年的调整后，市场对转设营利性的预期相对较低，行业估值也再次来到相对低位，各高教公司业绩却表现稳固，目前行业估值和股息率均具备吸引力。建议关注中教控股、中国春来。

图表44：高教股 2023 年股价表现

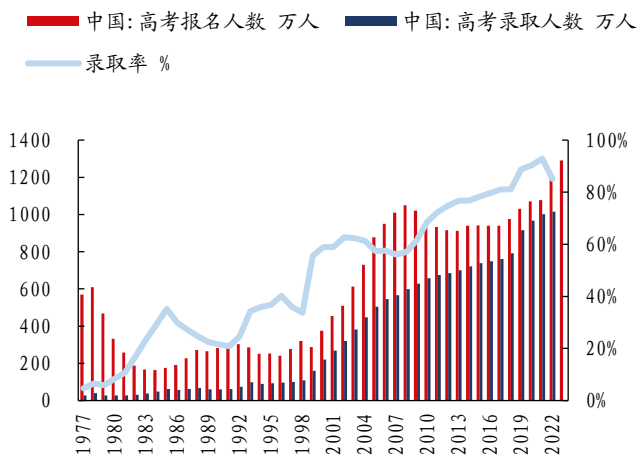


资料来源：wind，国联证券研究所

**高教行业需求稳固，中期业绩良好。**中国高考人数仍然在提升，学生对高等教育的需求仍然处于健康增长周期。上市民办高教公司往往是行业中口碑较好，办学实力较强的参与者，大部分公司的学校使用率处于较高水平，制约其成长性的关键指标是学额。2023 年全年业绩显示，港股上市高教公司普遍有比较好的收入和利润成长性表现。

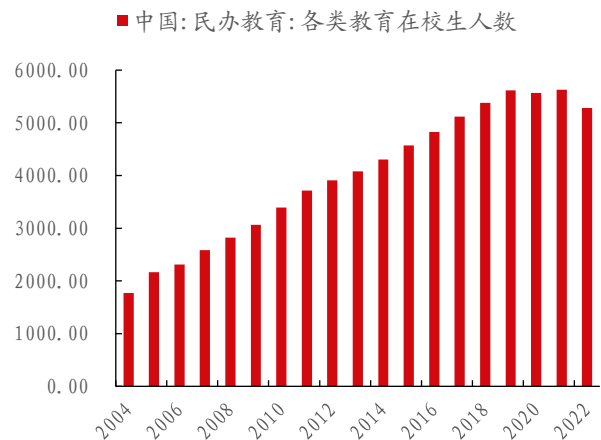
中国高考报名人数持续增加，高等教育毛入学率也在同步上涨。在政策支持下，民办教育在校生人数也维持高位。

图表45：中国高考报名/录取人数(万人)和录取率(%)



资料来源：wind，教育部，国联证券研究所

图表46：中国民办教育在校生人数(万人)

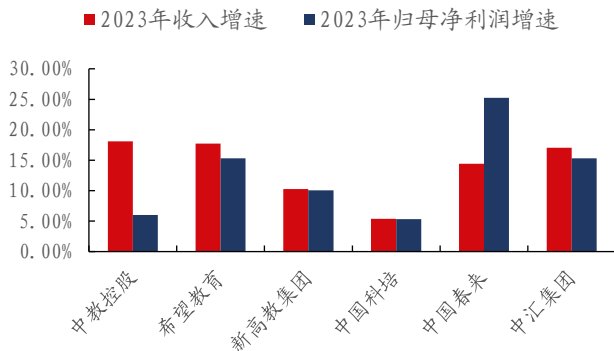


资料来源：wind，教育部，国联证券研究所

港股上市高教公司 2023 年度业绩依然维持稳定，行业整体仍然维持 5-25% 的稳

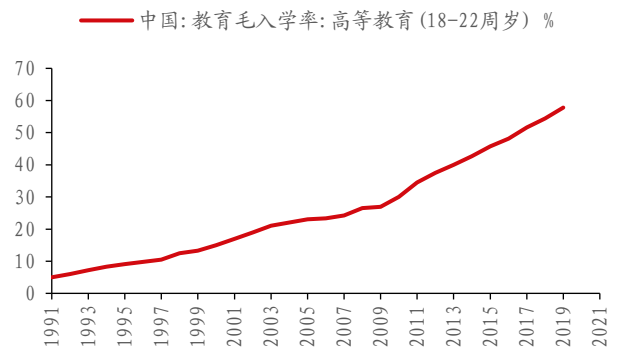
健康增长速度。

图表47：主要高教公司 2023 年度业绩表现 (%)



资料来源：wind，国联证券研究所

图表48：中国高等教育毛入学率



资料来源：wind，教育部，国联证券研究所

高教转设营利性进展较慢，但前景可期。2023 年，影响行业走势最关键的因素仍然是转设营利性进展。国家层面《民办教育促进法》和《民办教育促进法实施条例》明确指出支持民办高校根据自身情况选择转设为营利性或者非营利性，并对营利性学校和非营利性学校的支持政策，分红管理等作出了原则规定。目前转设营利性和非营利性进展较慢的主要原因在于各省的民办高校情况不同，推进的进度不同。

图表49：民办教育政策梳理

关于营利性民办学校的表述

《民办教育促进法》

"第十九条 民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。

非营利性民办学校的举办者不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学。营利性民办学校的举办者可以取得办学收益，学校的办学结余依照公司法等有关法律、行政法规的规定处理。

非营利性民办学校收费的具体办法，由省、自治区、直辖市人民政府制定；营利性民办学校的收费标准，实行市场调节，由学校自主决定。

《民办教育促进法实施条例》

"举办者可以依法募集资金举办营利性民办学校，所募集资金应当主要用于办学，不得擅自改变用途，并按规定履行信息披露义务。

民办学校及其举办者不得以赞助费等名目向学生、学生家长收取或者变相收取与入学关联的费用。

营利性民办学校应当从经审计的年度净收益中，按不低于年度非限定性净资产增加额或者净收益的 10%的比例提取发展基金，用于学校的发展。

资料来源：wind，中国政府网，国联证券研究所

高教股息率具备吸引力，成长确定性较强。由于转营利性政策落地迟迟不及预期，高教股估值水平已经处于相对低位。较低的估值水平和稳定的成长性叠加较高的派息率，使上市公司具备了较有吸引力的股息率。图表 51 所列公司平均股息率达到 8.15%。

高教公司预收学费，因此现金流极强，满足扩张学校后的自由现金流很丰富，由

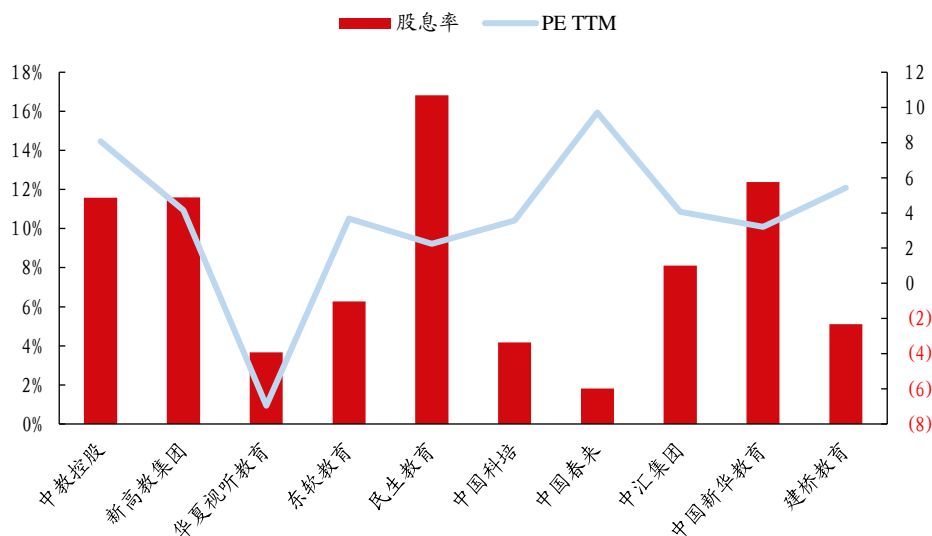
于当前并购市场已经不活跃，大部分公司选择高额派息以回报投资者，行业派息率在20%以上，平均42%。

图表50：高教公司最近完整财年派息率 Payout Ratio-%

	派息率 Payout Ratio -%
中教控股	56.51
新高教集团	48.75
华夏视听教育	91.95
东软教育	24.71
民生教育	32.98
中国科培	36.91
中国春来	20.89
中汇集团	30.15
中国新华教育	40.02
建桥教育	32.96

资料来源：wind，国联证券研究所

图表51：高教股 PE TTM 和 TTM 股息率 (%)



资料来源：wind，国联证券研究所

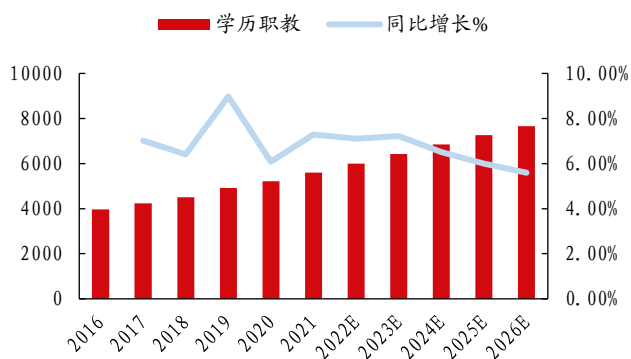
### 3.1.3 职教和成人培训：迎来需求景气周期，助力业绩反转向上

2022 年由于消费场景的缺失，部分依赖线下业务的职业教育公司业绩陷入下滑。伴随 2023 年线下消费场景的恢复，职教行业已经进入复苏周期。行业整体需求稳固，一些公司从亏损中走出。推荐公务员考试培训龙头公司粉笔，建议关注业绩反转的中公教育。

政策支持背景下，职教和培训行业需求稳固。在多个促进职教和培训行业的有利政策和法规推进下，职业教育和培训的重要程度正持续提升。有利的监管环境、贴近市场需求的服务供给和就业市场日趋激烈的竞争，促成中国职教和培训行业的稳健

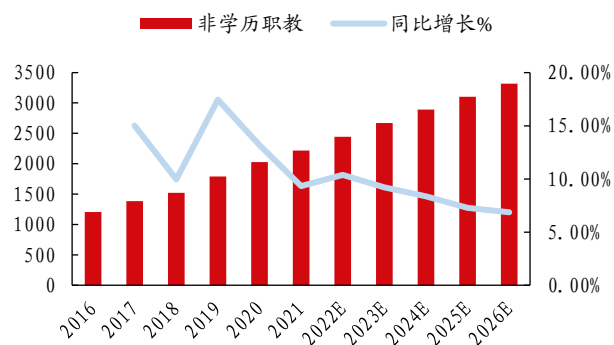
增长。

图表52：学历职教市场规模（亿元）和同比增长（%）



资料来源：wind，粉笔招股书，国联证券研究所

图表53：非学历职教市场规模（亿元）和同比增长（%）



资料来源：wind，粉笔招股书，国联证券研究所

**图表54：职教和培训部分政策梳理**

时间	部门/机构	政策/文件名称	关于职业教育内容
2023/9/4	教育部	教育部关于印发《学习型社会建设重点任务》的通知	各地各高校要按照“集中资源、率先突破、带动整体”的原则，结合现代职业教育体系建设改革推进工程、高等教育综合改革工程的实施，在地方和院校的不同层面，探索统筹职业教育、高等教育、继续教育协同创新的具体路径，有效联通和整合教育资源，协同构建职普融通、产教融合、优势互补的育人体系。
2023/7/11	教育部	教育部办公厅关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知	建成一批行业领先的技术创新中心，形成同市场需求相适应、同产业结构相匹配的现代职业教育结构和区域布局。到2025年，建成300个左右全国性实践中心，带动各地建设一批省级和市级实践中心，形成国家省市三级实践中心体系，职业教育的实践教学质量和服务能力全面提升。
2023/6/27	教育部	教育部2022年法治政府建设年度报告	2022年4月20日，十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过新修订的职业教育法，完成职业教育法自1996年颁布施行以来的首次修订和全面修订。新修订的职业教育法明确职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型，明确国家鼓励发展多种层次和形式的职业教育，着力提升职业教育认可度，系统构建了职业教育法律制度体系与保障体系。
2022/12/21	中共中央办公厅 国务院 国务院办公厅	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》	把推动现代职业教育高质量发展摆在更加突出的位置，坚持服务学生全面发展和经济社会发展，以提升职业学校关键能力为基础，以深化产教融合为重点，以推动职普融通为关键，以科教融汇为新方向，充分调动各方面积极性，统筹职业教育、高等教育、继续教育协同创新，有序有效推进现代职业教育体系建设改革，切实提高职业教育的质量、适应性和吸引力，培养更多高素质技术技能人才、能工巧匠、大国工匠，为加快建设教育强国、科技强国、人才强国奠定坚实基础。
2022/11/9	《人民日报》	《办好人民满意的教育》	孙春兰于《人民日报》发表《办好人民满意的教育》：坚持职业教育与普通教育同等重要、协调发展，不断优化教育结构、学科专业结构、人才培养结构，建设学分银行，实现各类学习成果的认证、积累和转换，加快构建服务全民终身学习的教育体系。深化职业教育改革，推进产教融合、校企合作，稳步推进本科层次职业教育，满足不同学生成长需要。
2022/4/21	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国职业教育法》	<p>第三条 职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型，是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，是培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要途径。</p> <p>国家大力发展职业教育，推进职业教育改革，提高职业教育质量，增强职业教育适应性，建立健全适应社会主义市场经济和社会发展需要、符合技术技能人才成长规律的职业教育制度体系，为全面建设社会主义现代化国家提供有力人才和技能支撑。</p> <p>第七条 各级人民政府应当将发展职业教育纳入国民经济和社会发展规划，与促进就业创业和推动发展方式转变、产业结构调整、技术优化升级等整体部署、统筹实施。</p> <p>第九条 国家鼓励发展多种层次和形式的职业教育，推进多元办学，支持社会力量广泛、平等参与职业教育。</p>

2019/2/13 国务院

国家职业教育改革实施方案的通知

完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，畅通技术技能人才成长渠道。

深化复合型技术技能人才培养培训模式改革，借鉴国际职业教育培训普遍做法，制订工作方案和具体管理办法，启动1+X证书制度试点工作。

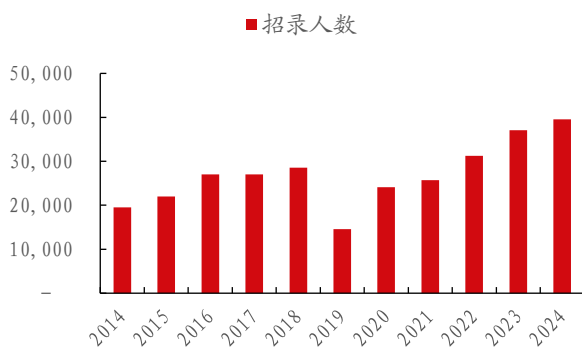
自2019年开始，围绕现代农业、先进制造业、现代服务业、战略性新兴产业，推动职业院校在10个左右技术技能人才紧缺领域大力开展职业培训。引导行业企业深度参与技术技能人才培养培训，促进职业院校加强专业建设、深化课程改革、增强实训内容、提高师资水平，全面提升教育教学质量。各级政府要积极支持职业培训，行政部门要简政放权并履行好监管职责，相关下属机构要优化服务，对于违规收取费用的要严肃处理。

资料来源：中国政府网、教育部，国联证券研究所

**公务员考试受益于线下消费场景回归和需求增加。**近年求职市场的需求预期出现了变化，工作稳定的公务员职位需求有所提升，提供公务员考试培训服务的粉笔和中公教育直接受益。另一方面由于线下培训的消费场景恢复，公务员考试培训行业的需求也大幅恢复。

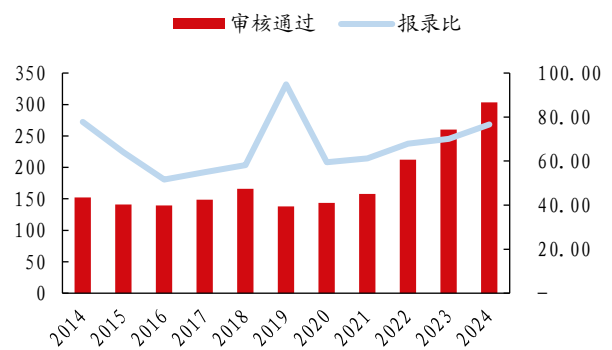
国考招生人数持续增长，但增速落后于报名人数，导致报录比持续提升。期间仅2019年因国考招生人数大幅下降导致报录比提升后又于2020年下降。

图表55：国考招生人数（人）



资料来源：华图教育，国联证券研究所

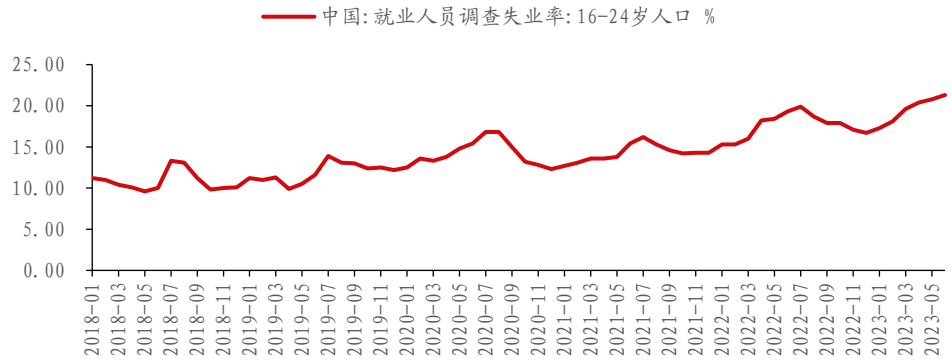
图表56：国考报名审核通过人数（万）和报录比（%）



资料来源：华图教育，澎湃新闻，新京报，国家公务员考试网，新华社，央广网，人民政协网，光明网，人民网，国联证券研究所

青年失业率比例有所增加，国考省考的报名人数可能会继续提升，对于公务员考试培训的市场需求呈现正面刺激。

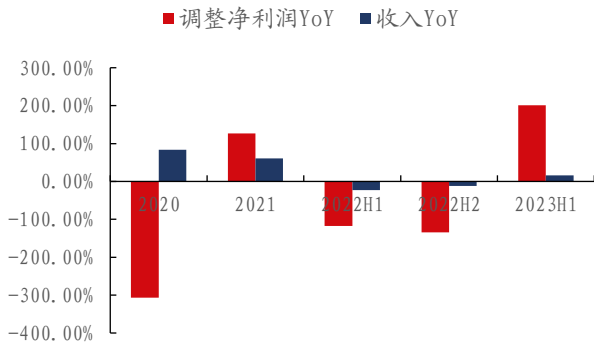
图表57：中国就业人员调查失业率：16-24岁（%）



资料来源：wind，国家统计局，国联证券研究所

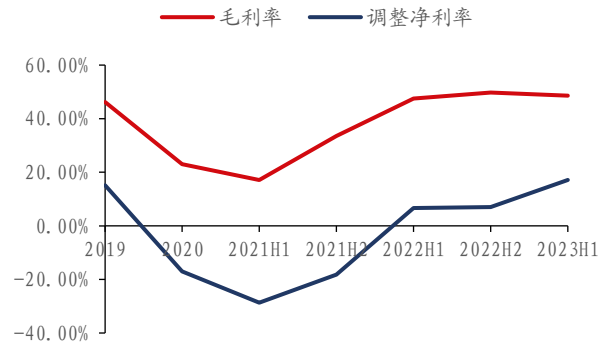
粉笔在大幅扩张线下业务以及遭遇线下消费场景缺失后，在 2020-2022 年遭遇收入端和利润端的双重降速。2023 年以来，在蓬勃的市场需求，线下消费场景的回归以及公司自身对业务以及管理的调整后，公司基本面走出触底反弹趋势，收入端和利润端均有良好表现。

图表58：粉笔收入和调整净利润同比增长率（%）



资料来源：wind，国联证券研究所

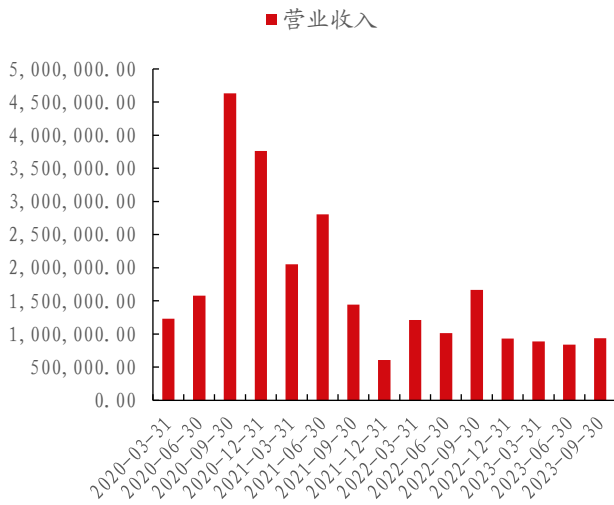
图表59：粉笔毛利率和调整净利率（%）



资料来源：wind，国联证券研究所

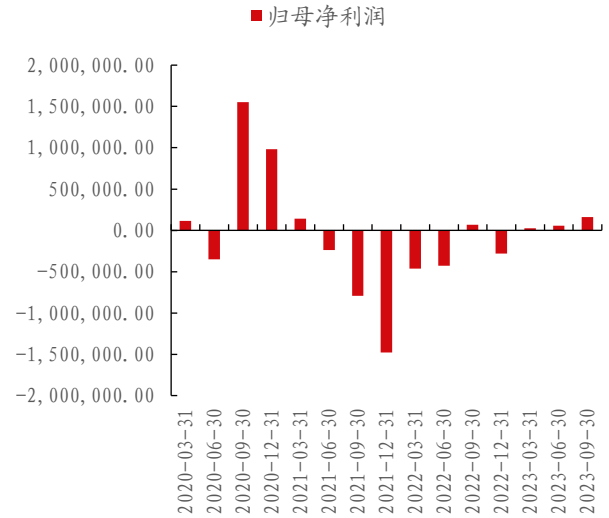
中公教育 2023 年前三个季度，净利率持续提升，净利润逐季增长。

图表60: 中公教育营业收入 (千元)



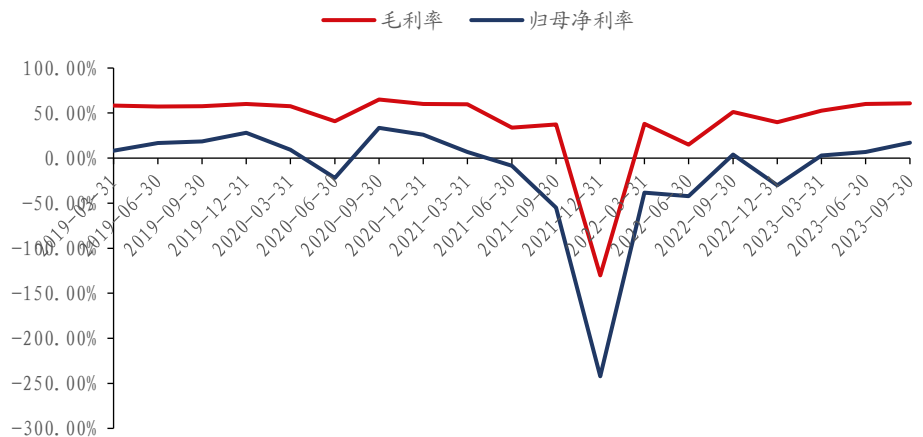
资料来源: wind, 国联证券研究所

图表61: 中公教育归母净利润 (千元)



资料来源: wind, 国联证券研究所

图表62: 中公教育毛利率和归母净利率 (%)



资料来源: wind, 国联证券研究所

其他职教公司于2023年前三季度,整体上呈现增长态势,仅个别公司业绩下滑。

**图表63：职教和培训公司业务、股价表现和 2023Q1-Q3 归母扣非净利润表现**

代码	简称	职业教育和培训业务	2023YTD 涨幅 (%)	2023Q1-Q3 归母扣非净利润同比增长率 (%)
002659.SZ	凯文教育	与职业院校共建二级产业学院，与企业合作打造实习实训基地	3.30	55.42
003032.SZ	传智教育	程序员培训“黑马程序员”	-6.14	-46.76
600661.SH	昂立教育	聚焦“智能制造、数字媒体、现代服务业”等专业群，重点向中高职业院校提供“专业共建、托管办学”等服务。同时，公司还积极开展各类管理培训、技能培训和企业定制化培训及社工类培训业务。	-5.06	28.64
600730.SH	中国高科	医学在线教育，以医学职业考试培训业务为主	2.91	108.62
605098.SH	行动教育	企业管理教育（公开课、定制课和OMO数字商学院等）	49.56	83.58
300192.SZ	科德教育	职业高中，中高考复读全日制学校、麒麟工坊、人工智能培训等	54.61	87.99
0667.HK	中国东方教育	新东方烹饪、万通汽修、新华电脑等	-54.19	-2.7

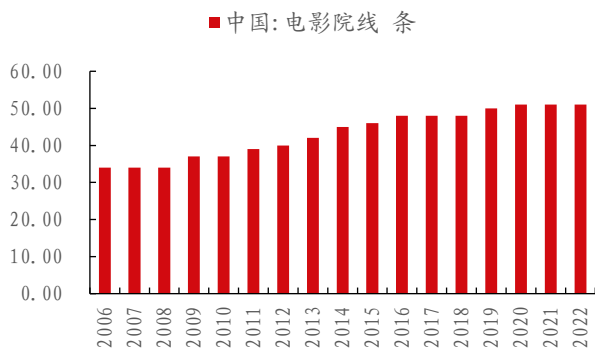
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

### 3.2 影视：2024 有望佳片云集，行业迎来触底反弹

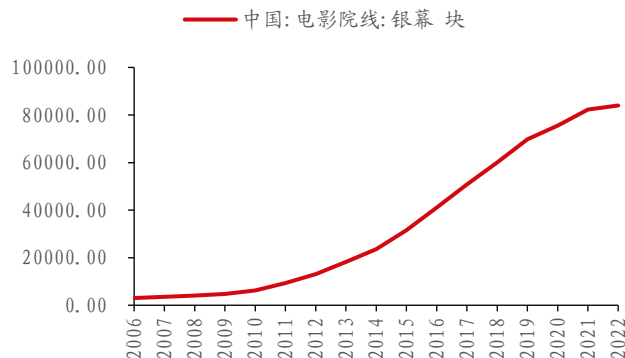
过去数年，供给因素是影视行业的重要变量，优秀作品会推动票房增长，在线下消费场景回归的 2024 年，多部高票房电影续作有望上映，有望带动影视行业触底反弹。同时短剧有望成为影视公司的潜在新增长点。

#### 3.2.1 优质影片推动院线迎来新景气周期

中国电影院线和银幕数量持续增加，人民群众观影条件持续提升，潜在消费群体数量在提升。

**图表64：中国电影院线条数（条）**


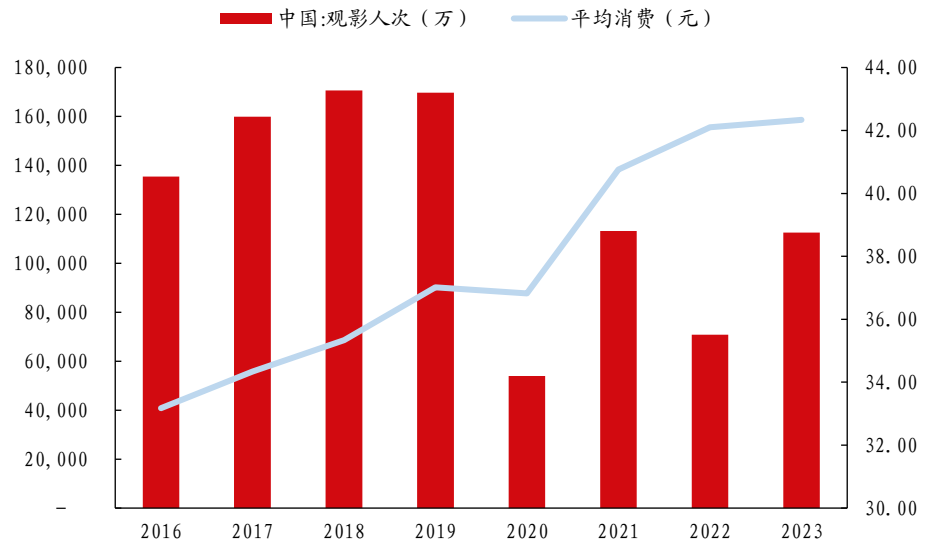
资料来源：wind，国联证券研究所

**图表65：中国电影院线银幕数量（块）**


资料来源：wind，国联证券研究所

中国观影人次在线下消费场景恢复后持续提升，平均消费从 2016 年的 33 元提升至 2023 年的 42 元。

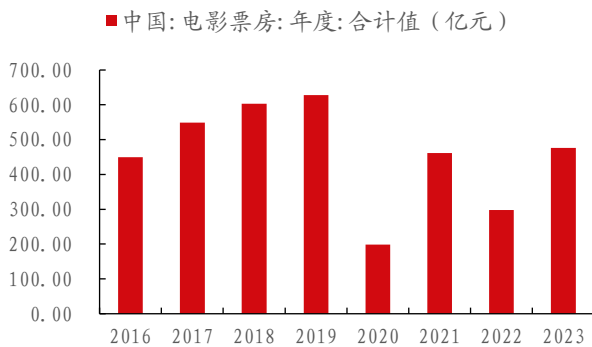
图表66：中国电影观影人次（万）和平均消费（元）



资料来源：wind，国联证券研究所  
备注：平均消费=电影票房/观影人次

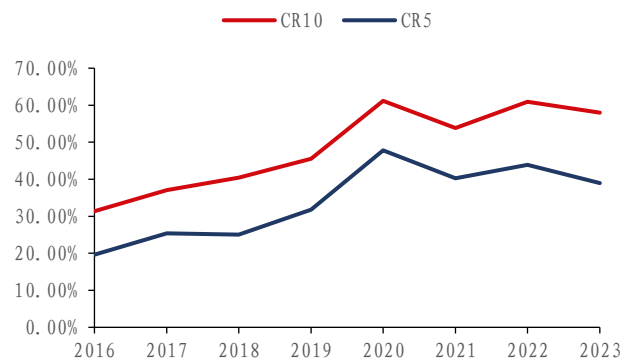
中国电影票房总量，明显受到了线下消费场景的影响，在 2020 和 2022 年呈现剧烈下跌。但线下消费场景回归后的 2023 年，电影票房进入恢复周期。2023 年还有 1 个月，票房收入已经超过 2021 年。结构上，中国电影票房越来越受到爆款影响，CR10 和 CR5 都在持续提升，票房的走势受到供给影响越来越大。

图表67：中国电影票房（亿元）



资料来源：wind，国联证券研究所

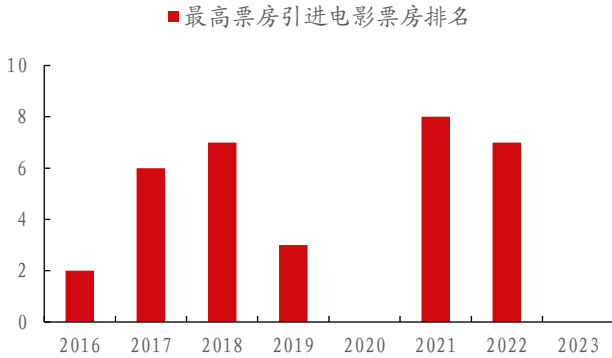
图表68：中国电影票房 CR10、CR5



资料来源：wind，国联证券研究所

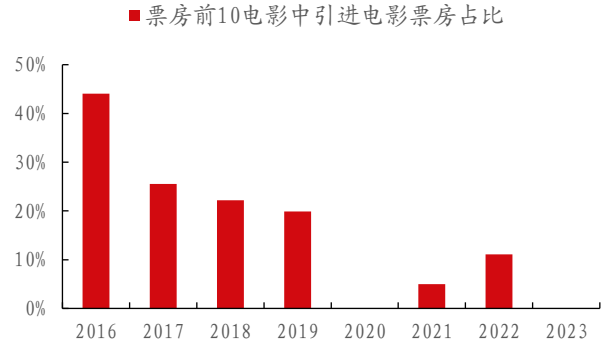
近年来海外引进电影出现爆款的频率下降，其占据票房排行榜的位次和贡献的票房数量下降。国产电影的质量持续提升，得到了观众的认可。

图表69：表现最好引进电影在票房排行榜排名



资料来源：猫眼专业版，国联证券研究所  
备注：2020 和 2023 未进入前 10

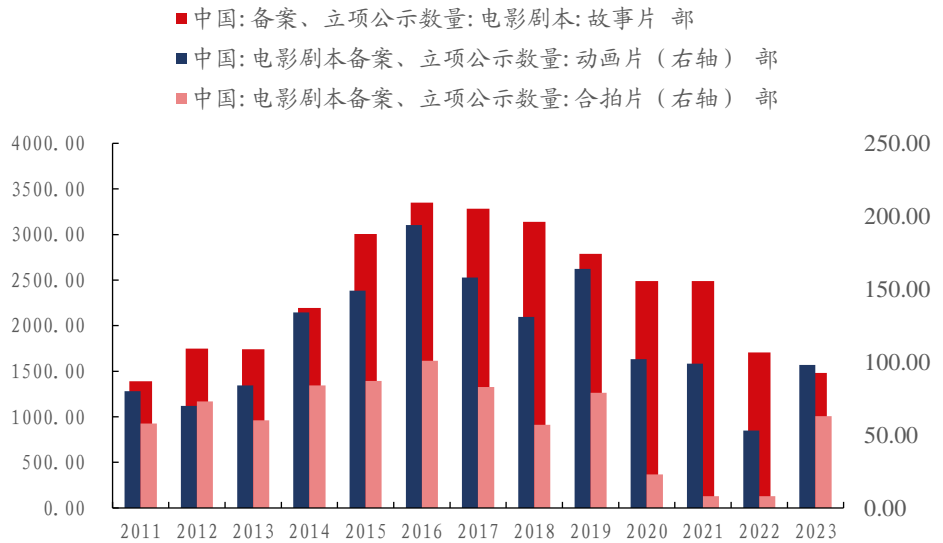
图表70：票房前 10 电影中引进电影票房占比 (%)



资料来源：猫眼专业版，国联证券研究所

备案立项公示数目仍在下降，显示国产电影仍然在消化过去 3 年行业下行波动带来的损失。但动画片和合拍片的供给开始逐步恢复。

图表71：备案立项公示数量 (部)



资料来源：wind，国联证券研究所

2024 年有可能是优质供给大年。多部高票房电影续作有望于 2024 年上映。

**图表72：2024年可能会上映的潜在爆款作品**

电影	特点	资料
中国奇谭大电影	知名 IP	《中国奇谭》2023 年于 Bilibili 上映, 迄今为止达到 3 亿播放量, 豆瓣评分 8.8
哪吒 2	高票房电影续作	《哪吒 1》2019 年上映, 累计票房 50.03 亿, 排名 2019 年票房第 1, 历史票房榜第 4
热辣滚烫	高票房电影续作&知名导演	贾玲导演的《你好, 李焕英》2021 年上映, 累计票房 54.13 亿, 排名 2021 年票房第 2, 历史票房榜第 3
美人鱼 2	高票房电影续集&知名导演	周星驰导演的《美人鱼 1》2016 年上映, 累计票房 33.91 亿, 排名 2016 年第 1, 历史票房榜第 15
飞驰人生 2	高票房作品续作&知名演员	主演沈腾的上一部作品《满江红》累计票房 45.44 亿, 排名 2023 年第 1(截至 2023 年 12 月 3 日), 历史票房榜第 6。 本片前作《飞驰人生》于 2019 年上映, 累计票房 17.28 亿, 排名 2019 年第 7, 历史票房榜第 39

资料来源: 猫眼专业版, 豆瓣, Bilibili, 国联证券研究所

### 3.2.2 短剧或可贡献额外增量

目前短剧的规模体量已经能匹敌电影、电视剧的数量级, 领先于网络剧、综艺节目、动画片和网络电影, 需求成熟以后有望成为传媒行业新的收入增长点。我们测算短剧行业到 2027 年将为行业带来额外 28%收入弹性(以 2023 年为基础, 不考虑出海)。

2023 年短剧行业的市场体量已经达到 370 亿, 根据艾媒咨询, 未来 2027 年左右会达到 1000 亿量级。以 2022 和 2023 年的市场情况观察, 院线电影市场规模约为 500 亿左右, 电视剧约为 300 亿, 网络剧约为 200 亿左右, 加上综艺和动画片约 180 亿, 影视传媒市场规模约为 1200 亿左右。保守假设 2027 年短剧行业规模达到 800 亿(艾媒预测 1000 亿左右), 将会带来 430 亿的市场增量, 大约 28%的收入弹性。

图表73：微短剧市场规模（亿元）和同比（%）



资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

图表74：不同类型影视内容市场规模

类型	时长	市场规模
竖屏短剧	1-10 分钟	2023 年短剧合计 370 亿左右
横屏短剧	2-5 分钟	2023 年短剧合计 370 亿左右
院线电影	1.5-3 小时	高峰年规模 600 亿，2023M1-11 约 474 亿
网络电影	1.5-2 小时	高峰时期约 30 亿，2022 年约 20 亿
电视剧	40-60 分钟	2022 年 320 亿
网络剧	40-60 分钟	2022 年 220 亿
综艺节目	1 小时左右	2022 年约 90 亿
动画片	20-60 分钟	2022 年约 85 亿

资料来源：艾媒咨询、尚普咨询，Wind，国联证券研究所

再考虑到行业的结构属性，绝大部分布局短剧行业的公司收入基数都不高，短剧对本来收入规模小的公司具有更大的吸引力。港股映宇宙作为较早布局的公司，已经于 2023 年上半年实现了接近 5 亿元的收入。部分非上市的短剧头部公司已经形成了几十亿的收入体量。短剧的入行门槛较低，不需要大规模资本开支或者并购投入，对于 A 股影视传媒公司来说，部分原本收入规模体量较小的公司，可能在行业扩大的过程中实现高于 28% 的收入弹性。

## 4. 风险提示

### 1) AI 技术落地不及预期风险

AI 技术应用如果落地速度慢于市场预期，可能会导致相关公司收入业绩不及预期

## 2) 苹果 VR 设备销售不及预期

如果苹果的 VisionPro 销售不及预期，可能使其 VR 生态建设减速，导致 VR 行业发展速度减慢，相关公司收入业绩不及预期

## 3) 电商市场高性价比策略导致盈利能力承压

如果电商平台使用高性价比策略，势必会降低行业的货币化率，导致相关公司收入和利润受损。

## 4) 小游戏市场需求不及预期

小游戏市场如果需求不及预期，可能会导致相关公司收入和利润不及预期

## 5) 教培市场需求不及预期

如果教培市场如果需求不及预期，可能会导致相关公司收入和利润不及预期

## 6) 高教转设营利性进程不及预期

港股上市高教公司旗下学校如果迟迟不能转设为营利性学校，有无法分红的风险。

## 7) 高教，职教和培训的竞争加剧风险

无论是高教、职教还是培训，如果市场竞争加剧，可能会面临招生不及预期风险。

## 8) 电影票房大盘不及预期风险

如果 2024 年的电影不受观众认可，票房大盘可能不及预期，导致影视公司业绩下降。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼