



德邦证券
Topsperity Securities

2024年1月2日

证券研究报告 | 行业年度策略

传媒互联网行业2024年度策略： AI进击，MR成长，看好整体机会 和出海市场



证券分析师

姓名：马笑

资格编号：S0120522100002

邮箱：maxiao@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：刘文轩

资格编号：S0120523070008

邮箱：liuwx@tebon.com.cn

研究助理

姓名：王梅卿

邮箱：wangmq@tebon.com.cn

投资要点

■ 2024年策略观点：

- 回顾2023年，A股传媒板块经历了AI和短剧两轮行情。春节期间的微软业绩会让市场认识到了AI行业的变革拐点，3月的GPT4发布，和5月底的Copilot发布分别驱动了AI行情的两轮高峰。10月底11月初，三季报期结束后，互动游戏、短剧出圈，构成了四季度的第二轮行情。传媒板块旗下的几大细分板块，游戏、影视、出版、广告营销，均是消费与科技相融合的行业，新的内容形态（小程序游戏、短剧）萌芽并爆发，以及新的科技（AI）的拐点，叠加宏观经济的复苏构成了23年的产业趋势。
- 展望2024年，我们有望看到AI技术在工具层面、应用层面落地的新形态，苹果Vision Pro以及其他头显的陆续发布也有望带来终端的新变化，小程序游戏、短剧等新内容形态有望延续高景气度的发展，带来结构化的成长趋势。具体到每一个垂类上：
 - **AIGC**：2023年国内外大模型迎来全面爆发，OpenAI的一系列举措反映了几大趋势：1）多模态融合；2）定制化；3）类操作系统；4）普惠化。国内大模型奋力追赶，已实现全面对标ChatGPT。随着上游大模型的迭代，下游应用有望探索新场景、新业态，在教育、营销、办公、医疗、影视等各领域已逐步落地垂类小模型。
 - **虚拟现实**：23年的VR新品发布有望驱动24年行业重回增长，硬件性能提升会拓展应用空间，建议重点关注内容侧三条曲线。
 - **互联网**：受益于中美关系正常化和中国宏观经济复苏的情况，2023年互联网行业估值逐渐得到修复；展望24年，我们认为AI等技术将会进一步驱动互联网行业的发展。
 - **游戏**：23年迎来行业性的供给复苏，但同时也展露出了供给相较于需求过于拥挤的弊端；展望24年，我们认为作为消费与科技融合的产业，主要关注小程序游戏作为新的内容形态带来的增量，以及AI技术应用端持续落地、VR头显迭代所带来的想象空间。
 - **短剧**：受益于平台流量的倾斜和政策监管侧的放松，短剧行业在2023年得到巨大爆发成为驱动内容行业发展的新的增长点；展望24年，我们认为针对短剧的监管会逐渐收紧，优质的IP和内容依然能够吸引强劲的用户付费。

投资要点

- **电商**：23年消费温和复苏，具有价格优势和流量优势的平台持续获得市场份额和增长空间；展望2024，国内电商出海目前扩张速度超预期，未来发展空间广阔。
- **广告**：23年走出疫情稳步修复，预计宏观经济的持续复苏仍然会是24年的“中枢”，但仍需要关注媒体平台间的结构性机会，以及AI技术应用所带来的效率提升。
- **出版**：围绕AIGC，出版公司发挥在教育领域的内容与渠道优势，重点深入B端，打造教育平台与数字教育内容；同时，AI赋能智慧出版全流程，提高校对、营销等环节效率，同时丰富内容灵感。此外，针对双减政策，一方面C端AI教育工具协助课后辅学，学习机等产品填补校外辅导需求；同时教育出版企业横向拓展素质教育领域，推出了各类阅读书籍等，增厚主业。
- **长视频**：优质内容为商业化创造核心价值，剧综联动有望充分实现IP变现。短剧今年快速发展，长视频平台此前已开始布局，有望凭借优质内容提升市场份额。商业化方面，会员方面爱奇艺已通过ARM提升验证提价可能性；广告有望随宏观环境恢复，收入规模进一步提升。
- **影视院线**：截至2023年11月，全国电影总票房已破500亿，全年票房有望接近550亿，市场恢复至2019年九成水平。疫情后行业内部“洗牌”的节奏加快，头部院线公司有更多机会整合做强。展望2024年，我们认为：1）国产影片持续发力，有望形成优质内容供给与观影需求的正向循环；2）短视频等新媒体渠道的宣发以及话题讨论进一步带动非核心观影人群的需求；3）下游院线影院集中度提高，利好龙头企业。
- **体育**：24年体育大年，奥运会等大型赛事IP有望带动周边产业。建议关注赛事转播与线上付费观赛、IP衍生品、赛事营销、体育装备等领域。VR+体育为数字体育发展赋能，应用包括提升运动趣味、协助训练、赛事直播等。
- **广播电视**：IPTV、短剧等领域监管政策趋严，广播电视凭借其牌照优势，有望在新领域拓展。
- **风险提示**：宏观经济波动、产品上线进度不及预期、行业竞争加剧、技术落地进度不及预期。

重点公司盈利预测表

表：重点公司估值表（单位：亿元）

代码	简称	23年归母净利润预测	24年归母净利润预测	25年归母净利润预测	23年PE-x	24年PE-x	25年PE-x
300413.SZ	芒果超媒	21.5	26.2	29.7	22.2	18.3	16.1
002605.SZ	姚记科技	7.2	9.1	10.2	13.6	10.8	9.6
002624.SZ	完美世界	7.8	13.6	19.0	29.8	17.1	12.2
002555.SZ	三七互娱	32.0	38.6	43.7	14.3	11.8	10.4
002517.SZ	恺英网络	15.1	19.8	23.9	15.6	11.9	9.9
300002.SZ	神州泰岳	8.4	9.3	10.8	19.4	17.5	15.1
002027.SZ	分众传媒	48.9	62.0	76.3	17.5	13.8	11.2
300459.SZ	汤姆猫	5.8	6.9	8.1	30.9	25.9	22.1
601801.SH	皖新传媒	10.0	12.1	14.7	13.4	11.2	9.2
0700.HK	腾讯控股	1,545.0	1,699.0	1,858.0	15.3	13.9	12.7
9888.HK	百度集团-SW	215.4	245.9	273.6	13.1	11.5	10.3
9999.HK	网易-S	294.5	296.5	329.4	12.1	12.1	10.8
0777.HK	网龙	9.0	10.3	11.2	6.2	5.5	5.0
2400.HK	心动公司	1.9	4.0	5.1	20.7	9.8	7.7
9899.HK	云音乐	6.0	8.1	11.8	27.6	20.4	14.0

资料来源：Wind，德邦研究所

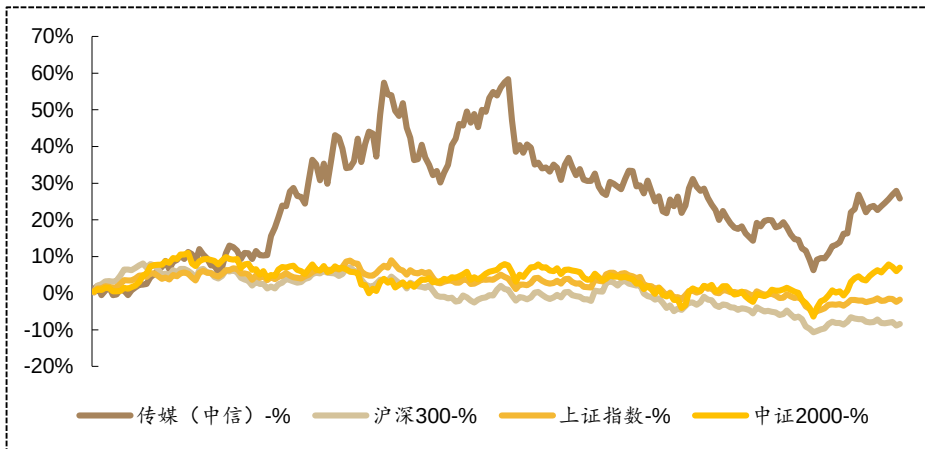
注：采用德邦最新预期，收盘价截止12月22日

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

A股传媒板块复盘：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益

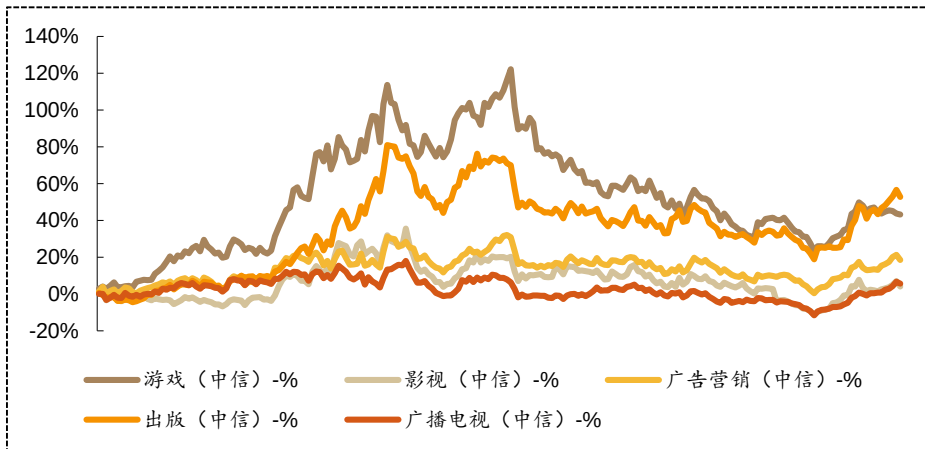
- 截止2023年11月23日，传媒（中信）指数较年初上涨26%，涨幅领先同期上证指数、沪深300、中证2000指数28pct、34pct、19pct，受益于上半年的AI行情（新技术趋势）、四季度的短剧行情（新内容形态），A股传媒板块存在显著超额收益。
- **具体到几个细分版块**，出版与游戏涨幅领先，截止11月23日分别YTD+53%、+43%，广告营销板块YTD+19%位于第二梯队，广播电视、影视板块分别YTD+6%、+4%位于第三梯队，主要细分板块均实现正收益、较上证指数的超额收益。

图：传媒板块及宽基指数2023年初以来涨跌幅



资料来源：Wind，德邦证券研究所
注：数据为每日较年初涨跌幅，截止2023年11月23日收盘

图：传媒各细分板块2023年初以来涨跌幅



资料来源：Wind，德邦证券研究所
注：数据为每日较年初涨跌幅，截止2023年11月23日收盘

A股传媒指数事件驱动复盘

图：2023年传媒指数及相关事件驱动



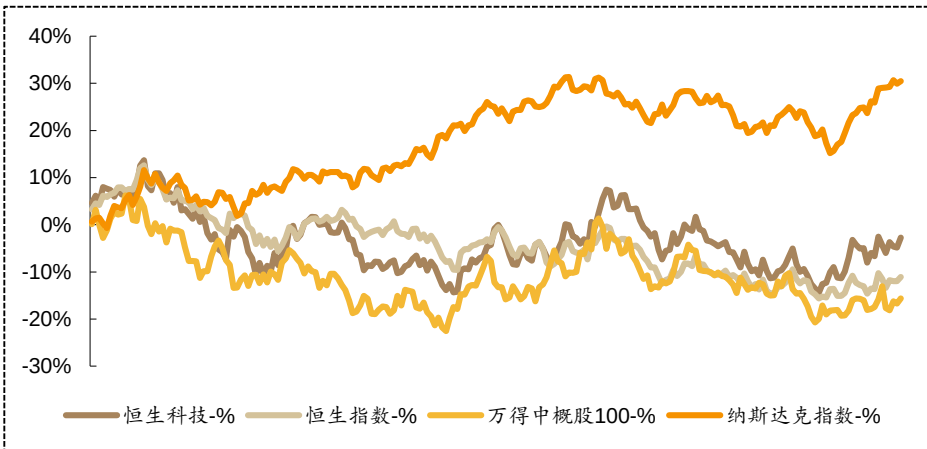
资料来源：Wind，德邦证券研究所

注：数据为每日较年初涨跌幅，截止2023年11月23日收盘

港股互联网&中概股复盘：大盘震荡，个股在强Alpha的驱动下实现涨幅

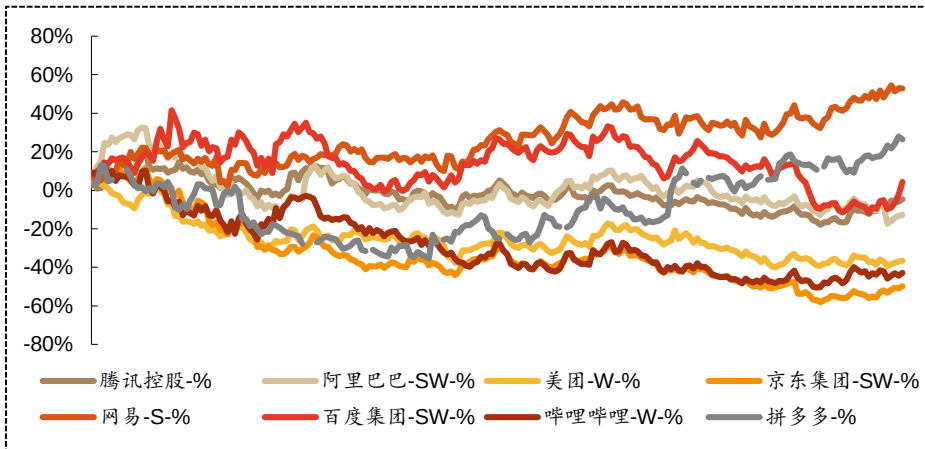
- 截止2023年11月23日，恒生科技指数较年初下跌3%，跌幅小于恒生指数，相对收益8pct；万得中概股100指数较年初下跌16%，较大幅度的落后于纳斯达克指数46pct。波动主要源于美元周期、中美关系和国内的宏观经济复苏进度。
- 个股表现上，截止2023年11月23日，主要的港美股互联网公司中，网易-S、拼多多涨幅领先，分别较年初上涨53%、26%，前者主要受益于表现优异的游戏产品《蛋仔派对》、《逆水寒手游》，后者主要受益于国内低价消费的需求旺盛，以及海外市场的开拓；百度集团-SW较年初上涨4%，主要受益于较为稳健的广告业务基本盘，与AI业务的进展。

图：恒生科技及中概股2023年初以来涨跌幅



资料来源：Wind，德邦证券研究所
注：数据为每日较年初涨跌幅，截止2023年11月23日收盘

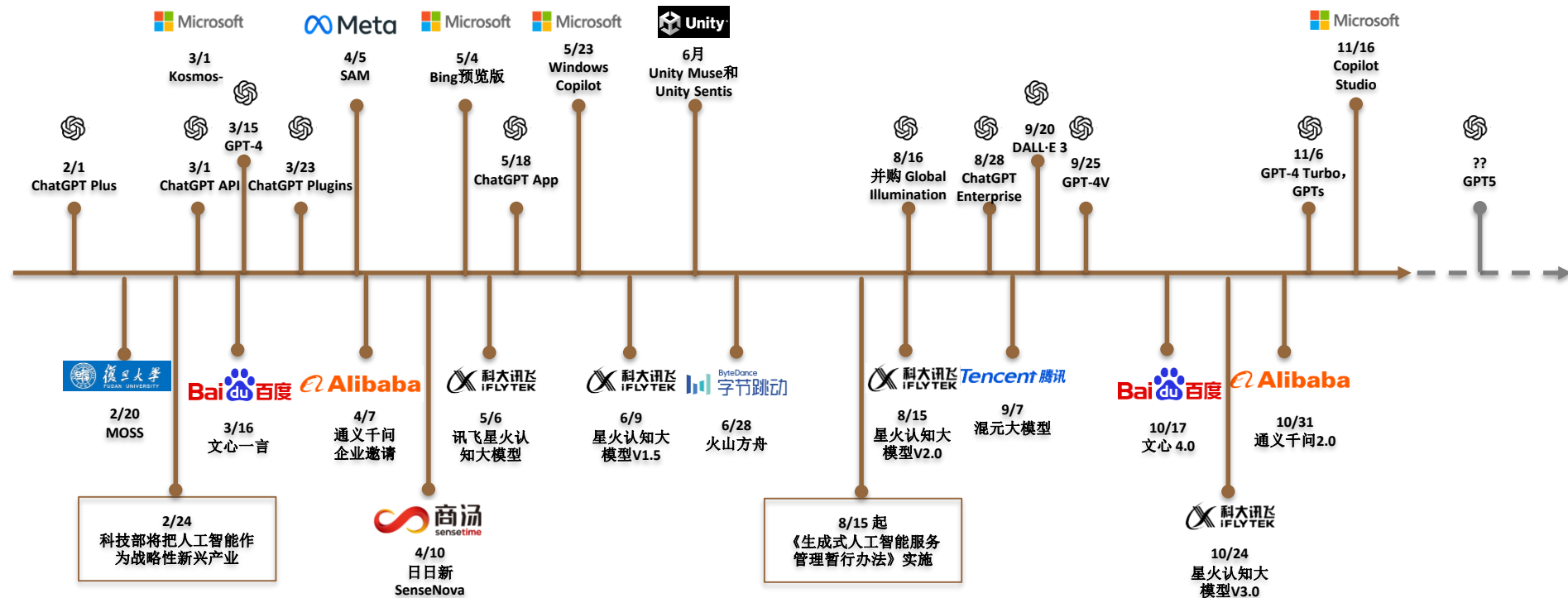
图：部分港美股重要公司2023年初以来涨跌幅



资料来源：Wind，德邦证券研究所
注：数据为每日较年初涨跌幅，截止2023年11月23日收盘

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

AIGC：国内外大模型持续迭代，商业化逐步落地



AIGC：OpenAI引领大模型迭代趋势

- 2023年11月6日，Open AI发布了一系列全新的AI模型和工具包括GPT-4 Turbo、全新Assistants API、GPT商店等。
- 我们认为，OpenAI的一系列举措反映了几大趋势：
- 1) 多模态融合，改变交互方式：GPT-4V拥有了“看图”和“说话”的能力；我们认为，随着技术的发展，大语言模型有望进一步与视频等结合。2) 定制化：OpenAI的GPTs以及微软的Copilot Studio均支持用户定制自己的AI工具。3) 类操作系统：GPT应用商店的推出，表明大模型有望成为“类操作系统”，未来或将逐步转为基础设施建设。同时UGC模式有望极大丰富GPT生态。4) 普惠化：GPT系列的Token的对应价格不断降低；产品及衍生功能逐渐“低代码化”，降低应用难度。

图：GPT-4 Turbo价格降低

	Older models	New models
GPT-4 Turbo	GPT-4 8K Input: \$0.03 Output: \$0.06	GPT-4 Turbo 128K Input: \$0.01 Output: \$0.03
	GPT-4 32K Input: \$0.06 Output: \$0.12	
GPT-3.5 Turbo	GPT-3.5 Turbo 4K Input: \$0.0015 Output: \$0.002	GPT-3.5 Turbo 16K Input: \$0.001 Output: \$0.002
	GPT-3.5 Turbo 16K Input: \$0.003 Output: \$0.004	
GPT-3.5 Turbo fine-tuning	GPT-3.5 Turbo 4K fine-tuning Training: \$0.008 Input: \$0.012 Output: \$0.016	GPT-3.5 Turbo 4K and 16K fine-tuning Training: \$0.008 Input: \$0.003 Output: \$0.006

资料来源：OpenAI官网，德邦证券研究所

图：GPTs发布



资料来源：OpenAI官网，德邦证券研究所

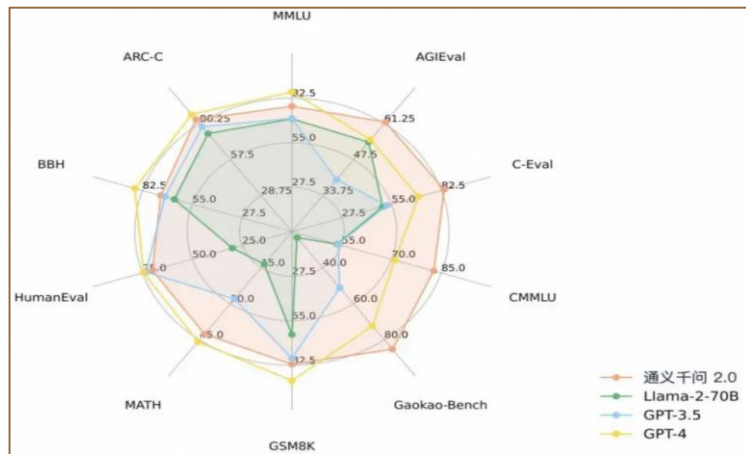
AIGC：国内不断追赶大模型效果，有望缩小代差

- **百度**：2023年10月17日发布文心大模型4.0，相比3.5版本，理解、生成、逻辑、记忆四大能力都有显著提升。其中理解和生成能力的提升幅度相近，而逻辑和记忆能力的提升则更大，逻辑的提升幅度达到理解的近3倍，记忆的提升幅度也达到了理解的2倍多。
- **阿里**：2023年10月31日，阿里云发布了通义千问2.0版本——与4月相比，通义千问2.0在复杂指令理解、文学创作、通用数学、知识记忆、幻觉抵御等能力上，都有在性能上取得较大提升。
- **科大讯飞**：10月24日，科大讯飞发布星火V3.0，七大能力均持续提升，全面对标ChatGPT，中文能力客观评测超越ChatGPT，英文能力对标ChatGPT，48项任务结果相当。

图：文心产业级知识增强大模型

工具平台	数据标注与处理	大模型精调	大模型压缩	高性能部署	场景化工具
文心大模型	行业大模型				
	自然语言处理		视觉	跨模态	生物计算
	文心一言 ERNIE Bot		OCR图像表征学习 VIMER-StrucText	文档智能 ERNIE-Layout	化合物表征学习 HelixGEM
	对话 PLATO-XL	搜索 ERNIE-Search	多任务视觉表征学习 VIMER-UFO	文图生成 ERNIE-VILG	蛋白质结构预测 HelixFold
	跨语言 ERNIE-M	代码 ERNIE-Code			
	语言理解与生成 ERNIE		视觉处理多任务学习 VIMER-TCOR	自监督视觉表征学习 VIMER-CAE	单序列蛋白质结构预测 HelixFold-Single
	ERNIE 3.0 Zeus	鹏城·百度文心	ERNIE 3.5	视觉-语言 ERNIE-ViL	语音-语言 ERNIE-SAT

图：通义千问2.0评分



昆仑万维：六大AI业务布局，覆盖模型与应用

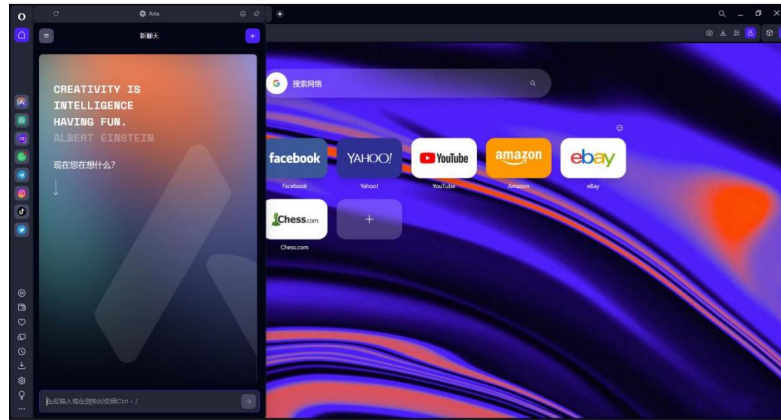
- **较早布局AIGC，天工大模型发展迅速。**公司在 2020 年便已开始布局 AIGC 领域。2023 年，为更好地聚焦 AI 业务发展，践行“All in” AGI 与 AIGC 长期发展战略，公司通过对 Singularity AI 的收购，并整合原有业务，形成 AGI 与 AIGC 业务板块主体昆仑天工 Skywork AI。昆仑天工已形成 AI 大模型、AI 搜索、AI 游戏、AI 音乐、AI 动漫、AI 社交六大 AI 业务矩阵，是国内模型技术与工程能力最强、布局最全面、同时全身心投入开源社区建设的企业之一。
- Opera对旗下浏览器进行了全面升级，通过与 OpenAI合作、推出原生AI助手、集成多种 AI 工具等多措并举，全面拥抱人工智能，成为首个全面接入 AI 的独立浏览器品牌。新推出的旗舰浏览器Opera One不仅集成了 ChatGPT、ChatSonic 等 AI 服务，还推出了内置原生 AI 助手“Aria”。

图：天工大模型交互界面



资料来源：昆仑万维公告，德邦证券研究所

图：Opera one及AI助手界面

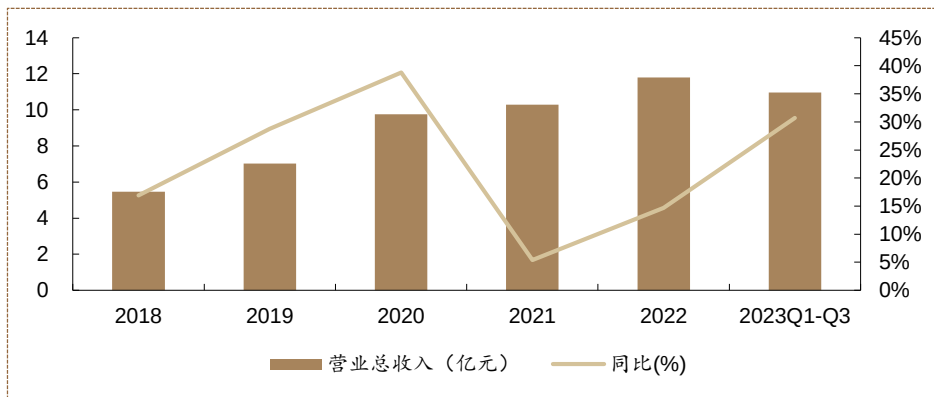


资料来源：昆仑万维公告，德邦证券研究所

万兴科技：研发投入持续增高，打造多元AI环境

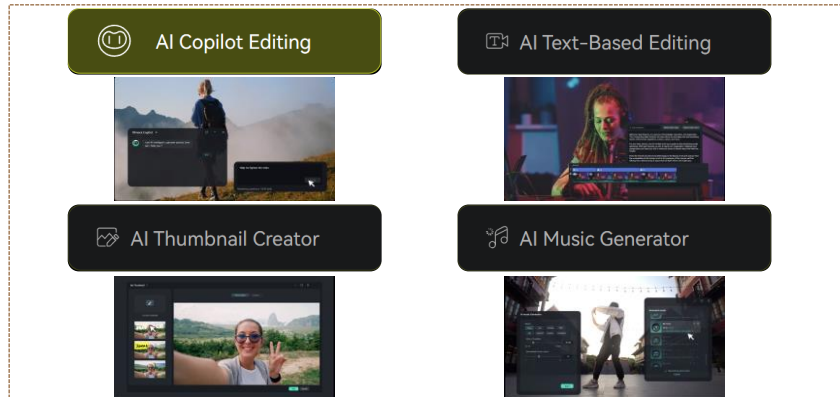
- **业绩持续增高，研发投入持续增加。**2023前三季度，公司实现营业收入10.96亿元，同比增长30.69%；归属于母公司所有者净利润0.65亿元，同比增长166.91%；公司采用自主研发的方式进行软件开发，涵盖市场需求分析、用户调研、产品规划、产品研发、动态优化等产品研发全生命周期。
- **持续升级现有产品，打造多元化的AI+创意软件与服务。**23H1，公司发布数字人短视频营销工具万兴播爆/Virbo、AIGC形象照生成工具Pixpic、AI虚拟陪伴应用TruMate、移动端扫描编辑产品InstaScan、云端手机管理工具Dr.Fone Air等系列数字创意新品。同时，完成了万兴录演/DemoCreator、万兴优转/UniConverter、墨刀/Mockitt、万兴恢复专家/Recoverit、万兴易修 /Repairit、万兴手机管家/Dr.Fone等产品的大版本升级，并在万兴喵影/Filmora、万兴PDF/PDFelement、亿图图示/EdrawMax、亿图脑图/EdrawMind等产品上线了AIGC智能化功能，扩充创新业务范围，借力AI增强产品能力。

图：2018年-2023年Q1-Q3营业收入（亿元/%）



资料来源：Wind，万兴科技公告，德邦证券研究所

图：Filmora AI能力矩阵

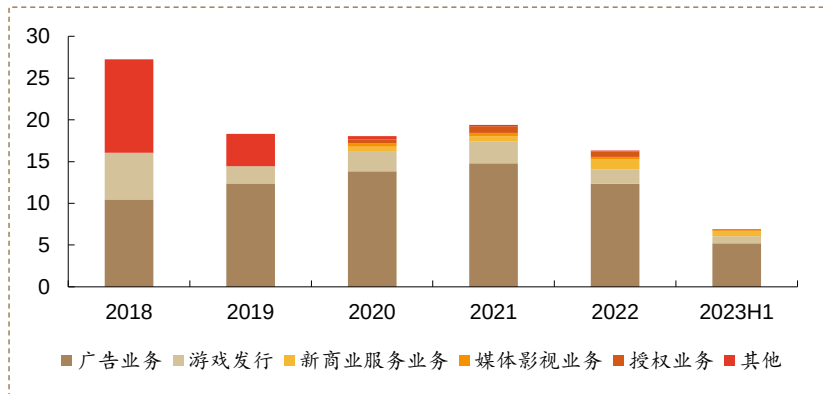


资料来源：Filmora官网，德邦证券研究所

汤姆猫：积极推进AI技术与产品相结合

- 广告收入和游戏发行收入占总收入的绝大部分比重。2018-2022年广告业务收入占比持续增加，从38%收入占比大幅增长至75%收入占比，成为公司最主要的收入来源;游戏发行业务收入占比较为稳定，维持在10%-20%的区间内。
- **AI产品方向，公司海内外研发团队正推进三款AI应用产品的研发与测试**：根据23年11月投关记录，公司国内研发团队与西湖心辰合作的多模态AI汤姆猫产品已初步实现拍照识物、英文口语启蒙、兴趣引导、科普教育、AI生图、AI生成绘本、情境对话等多个功能，近期公司协同西湖心辰团队在多模态、降低推理成本、对话时长等方向取得较大进展；（2）公司海外团队研发的首款 AI 手游《Talking Ben AI》已在斯洛文尼亚、塞浦路斯、南非等地区开启首轮海外测试；（3）由公司国内团队研发的汤姆猫讲故事AI产品已于近期开启线下首轮测试。

图：2018年-2023年H1主营业务收入（亿元）



资料来源：Wind，汤姆猫公告，德邦证券研究所

图：《汤姆猫 AI 讲故事》之《好能干的小汽车》画面



资料来源：汤姆猫投关记录，德邦证券研究所

美图公司：B端、C端共发展，全力布局AIGC

- 2023年6月19日，公司发布7款新产品，覆盖视觉创作、商业摄影、专业视频编辑、商业设计等领域，旨在全面提升影像行业的生产力。
- 12月5日，美图自研AI视觉大模型MiracleVision 4.0版本正式亮相，主打AI设计和AI视频。AI设计方面，新增了矢量图形、文字特效、智能分层、智能排版四大能力。同时上线全新的视觉模型商店，支持创建个人视觉模型。AI视频方面，新增了文生视频、图生视频、视频运镜、视频生视频四大能力。目前，MiracleVision的AI视频能力已能融入行业工作流，尤其是电商和广告行业。
- 截至2023年6月30日，影像与设计产品收入约为人民币6.02亿元，同比增长62%。绝大多数的收入模式是VIP订阅；影像与设计产品的付费订阅用户总人数约为720万，占月活跃用户基数的订阅率约为2.9%。

图：美图AI产品架构



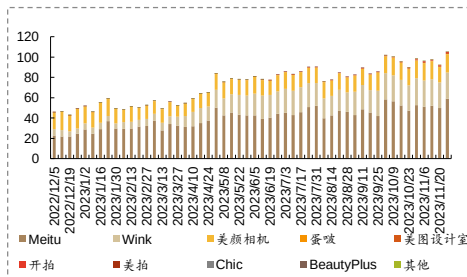
资料来源：美图公司公众号，德邦研究所

图：MiracleVision 上线AI视频



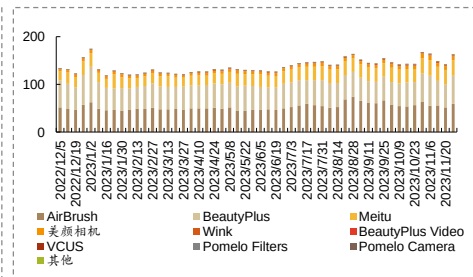
资料来源：美图公司公众号，德邦证券研究所

图：美图国内iOS净收入（单位：万美元）



资料来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

图：美图海外iOS + Google Play净收入（单位：万美元）



资料来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

相关公司盈利预测

代码	公司	市值（亿元）	EPS-23E	EPS-24E	EPS-25E	PE-23E	PE-24E	PE-25E
300418.SZ	昆仑万维	454	0.63	0.79	0.96	59.74	47.22	38.89
300624.SZ	万兴科技	130	0.73	1.09	1.54	130.37	86.76	61.44
300459.SZ	汤姆猫*	174	0.16	0.20	0.23	30.88	24.70	21.48

资料来源：Wind，德邦研究所

注：标*为已覆盖公司，采用德邦预测，其余均采用Wind一致预期，截至2023年12月29日收盘。

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

数据要素体系不断完善，数据交易市场广阔

《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》 （“数据二十条”）

数据产权

流通交易

收益分配

安全治理

《企业数据资源相关会计
处理暂行规定》

《数据资产评估指导意见》

地方政策：

浙江省：《数据资产确认工作指南》、《浙江省公共数据条例》

贵州省：《贵州省数据流通交易促进条例（草案）》（征求意见稿）、

《贵州省数据要素登记服务管理办法（试行）》

上海市：《上海市促进浦东新区数据流通交易若干规定（草案）》、《上海市数据交易场所管理实施暂行办法》、《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025年）》

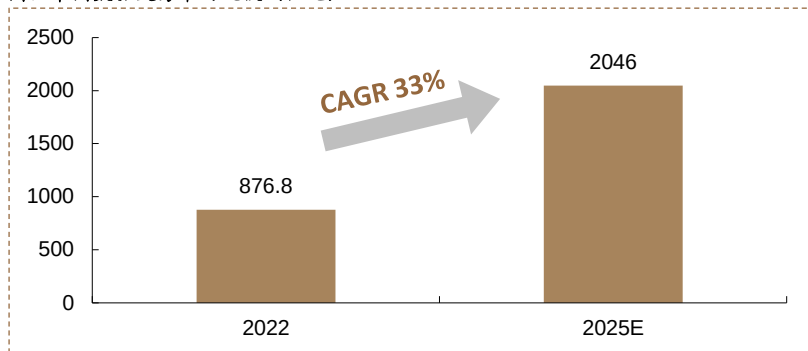
北京市：《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》、《北京市公共数据专区授权运营管理办法（征求意见稿）》

广东省：《深圳市数据产权登记管理暂行办法》、《广州市数据条例（征求意见稿）》、《“数字湾区”建设三年行动方案》

其他：《福建省一体化公共数据体系建设方案》、《河北省政务数据共享应用管理办法》、《山东省人民政府办公厅关于印发数字强省建设2023年工作要点的通知》、《长沙市政务数据运营暂行管理办法（征求意见稿）》，等

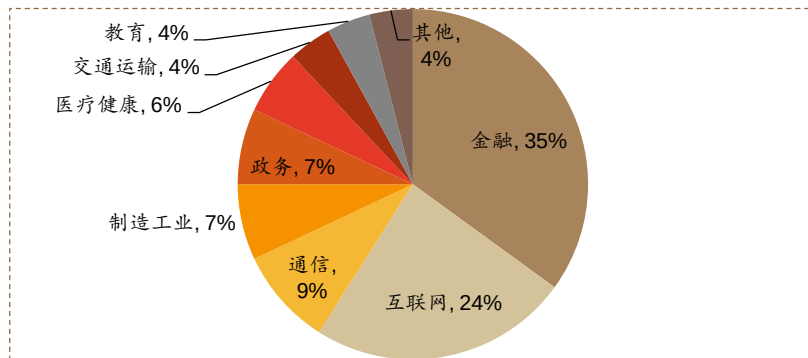
资料来源：中国政府网，大数据战略研究中心公众号，澎湃网等，德邦证券研究所

图：中国数据交易市场规模（亿元）



资料来源：《2023年中国数据交易市场研究分析报告》、中国新闻网，德邦证券研究所

图：2022中国各行业数据交易市场规模占比



资料来源：上海数据交易所2024年度发布会、中国新闻网，德邦证券研究所



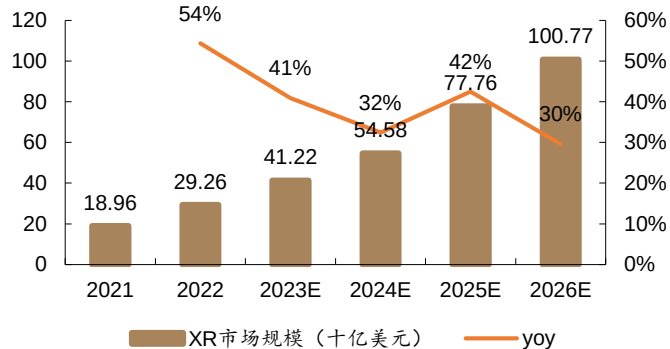
目录

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

虚拟现实硬件端：23年新品发布，有望驱动24年行业重回增长

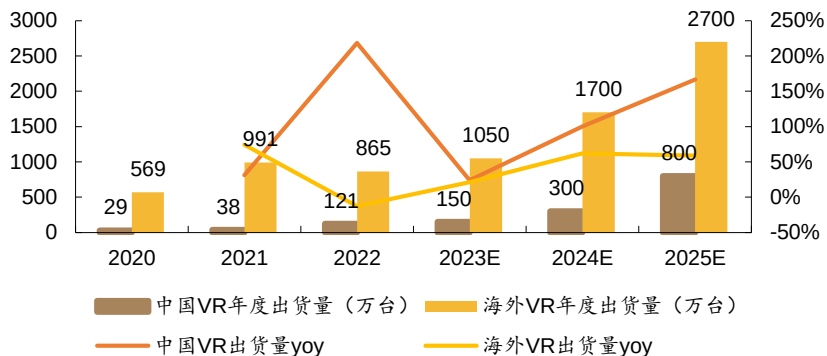
- 根据statista预测，2026年全球XR市场规模将上升至1007.7亿美元；据WellsennXR统计预测，2025年全球VR设备出货量将达3500万台。随着XR硬件的创新升级和混合现实（MR）在交互层面验证更多可能性，虚拟现实市场空间广阔。
- 据IDC数据，23H1，中国AR/VR头显出货32.8万台，同比下滑44%，其中AR出货6.8万台，同比上涨142%；VR出货26万台，同比下滑53.3%。IDC认为，由于VR一体机新品断档、厂商降本增效策略调整，需求端乏力、供给端新品吸引力不足，2023年全年中国AR/VR出货量受影响，预计较2022年同比下滑33.5%至80.2万台。

图：2021-2026E全球XR市场规模VR头显出货量



数据来源：STATISTA，德邦证券研究所

图：2020-2025E国内外市场VR设备出货量及增速



数据来源：维深信息Wellsenn XR，德邦证券研究所

注：本数据不包含VR盒子。

虚拟现实硬件端：23年新品发布，有望驱动24年行业重回增长

■ 2023年PS VR2、Quest3、苹果MR等重磅新品陆续发布，AI大模型为XR带来远期想象空间，有望驱动2024年行业重回增长。

■ 1) PS VR2于23年1月发布，专注游戏场景破圈。2023年1月5日，索尼CES 2023发布PS VR2头显，据VR陀螺，PS VR2的官方售价为549.99美元，使用还需搭配PS5主机，专注于游戏的垂直场景，头显振动、眼动追踪、注视点渲染，Sense控制器的触碰侦测、触觉反馈和自适应扳机功能成为设备亮点。

■ 2) Meta Quest3于23年9月发布，设备性能提升。2023年9月28日Meta quest3发布，128 GB 售价为499美元，亮点在于增加了2颗摄像头和1颗传感器，让原来的VR设备变身成为能够看得到外界的MR设备，把手柄变小甚至抛弃手柄，大幅度提升了底层的芯片功能，引进了AI的能力。

■ 3) 苹果MR Vision pro发售时间接近。2023年6月6日，苹果WWDC 2023发布会推出MR头显设备（Apple Vision Pro），依赖语音、视觉、手感交互；在使用体验上注重佩戴舒适度和EyeSight反向透视，与身边人保持自然交流。若更具性价比第二代苹果MR头显能于2025年落地，叠加2024年消费电子的复苏趋势，有望推动VR/AR实现破局。

图：PS VR2设备（右一）



图：Meta Quest3设备



图xx：苹果MR Vision Pro设备

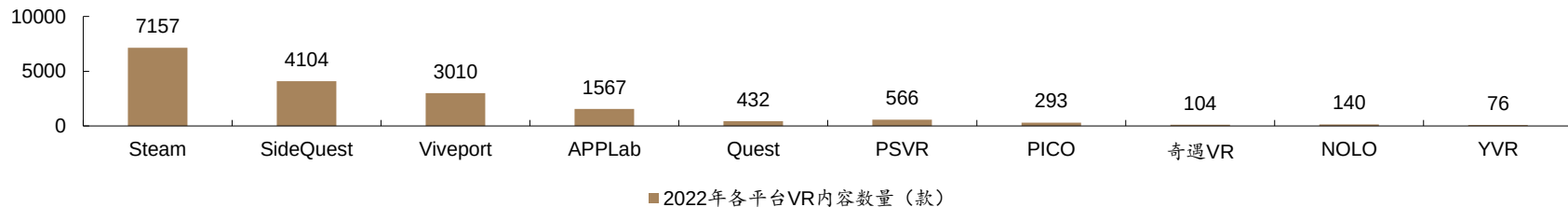


虚拟现实内容端：硬件性能提升，应用空间拓展

- VR内容生态方面，Steam VR丰富度全球领先，根据VR陀螺微信公众号显示，SideQuest2022年新增1820款游戏与应用；Quest实行精品化战略和严格的审核机制。国内，PICO也采取精品化战略，2022年末293款，奇遇VR/NOLO/YVR的内容数分别为104/140/76款。
- 在硬件渗透的早期，存量设备数量有限，内容将会以第一方、第二方供给为主；后续随着出货量、存量设备提升，当活跃用户数足够支撑独立内容供给者盈利，第三方生态将会快速繁荣。
- 随着苹果Vision Pro提出“空间计算”，使得XR打破游戏为主的生态，具备在社交、娱乐、办公、运动中更多可行应用环境，随着Vision Pro的量产和降价普及，**硬件性能提升成为产品驱动力，带动产品应用空间扩展**；后续来看，综合考虑Oculus的经验，和国内C端有望放量的预期。我们预计，国内的VR内容生态，短期继续以轻量化且可以高频供给的内容为主导，满足硬件促活的刚性需求。

图：2022年主流VR内容平台的内容数量

2022年各平台VR内容数量（款）



虚拟现实投资逻辑：关注内容侧三条主线的投资机会

■ 硬件端包括光学模组、核心计算模组、组装生产、整机销售等产业链投资机会。而在内容端，主要投资逻辑如下：

1) B端应用场景方向：建议关注风语筑、锋尚文化、丝路视觉、皖新传媒、数字人等

- 在办公场景，VisionOS的3D界面使得App界面外沿至屏幕面积之外，有效提高生产力；
- 在文旅场景，通过MR搭建场景提升旅游互动体验；
- 在教育场景，重塑原有app，扩展空间计算，推动线上教育发展，打造沉浸、生动、高效的教育形式；

2) 音视频内容及健身：建议关注芒果超媒、力盛体育、字节跳动产业链；

3) 游戏方向：Vision Pro将在产品正式发售时，有100多款Apple Arcade游戏可供游玩；推荐恺英网络，建议关注华立科技、富春股份、宝通科技、三七互娱等。

虚拟现实投资逻辑：关注内容侧三条主线的投资机会

- VR产业链投资逻辑需要一个**从硬件放量到内容生态放量的周期**，但内容端对后续的正循环形成具有**不可替代性**。加之硬件端的放量和内容的创新，有望带来显著的估值修复和新的成长机会，建议密切关注行业发展。
- 随苹果、Meta等行业龙头发布最新设备，全球XR产业景气度有望提升。国内PICO等厂商也将逐步推新并完善XR设备及内容生态，我们看好XR内容端的整体估值提升潜力。

表：产业链主要标的情况

代码	标的	市值（亿元）	EPS-23E	EPS-24E	EPS-25E	PE-23E	PE-24E	PE-25E
603466.SH	风语筑	82.50	0.50	0.63	0.75	25.57	19.55	15.96
002517.SZ	恺英网络*	263.68	0.70	0.92	1.11	17.55	13.90	11.56
300031.SZ	宝通科技	88.98	0.70	1.01	1.64	27.03	18.50	14.30
002858.SZ	立盛体育	33.90	0.28	0.12	-0.11	46.23	30.25	20.39

资料来源：iFind，德邦研究所

注：标*为已覆盖标的，采用德邦预期，其余为iFind一致预期，截止2023年12月15日收盘

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

中方和美澳等关系逐渐缓和，国际关系出现新进展

- **中美经贸关系有望回到健康稳定发展轨道。**国家主席习近平11月14日-17日赴美国旧金山举行中美元首会晤，并应邀出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议，国务院副总理、中美经贸中方牵头人何立峰11月8日-12日应邀访美，期间于美财长耶伦举行数次会谈。双方致力于落实两国元首重要共识，推动中美经贸关系回到健康稳定发展轨道。
- **中澳关系或将得以改善。**国家主席习近平会见来华进行正式访问的澳大利亚总理阿尔巴尼斯，阿尔巴尼斯是2016年来第一位访华的澳大利亚总理，他在发言中承认“两国互补的经济赋能了两国的关系”。

表：中国国际关系相关事件与政策梳理

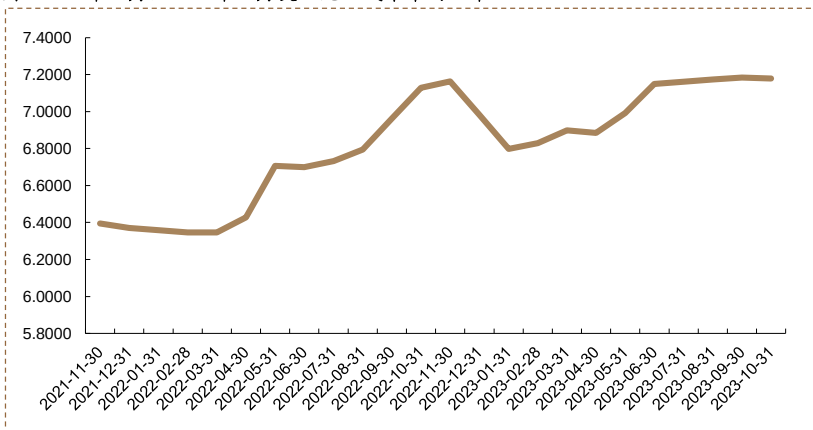
时间	政策/事件
2023年11月	中法高级别人文交流机制第六次会议，对法国短期来华人员实施15天免签政策。
2023年11月	外交部宣布，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。
2023年11月	何立峰与耶伦的会谈，在中美经贸政策方面达成重要共识。
2023年11月	澳大利亚总理阿尔巴尼斯已访华。中澳两国领导人就中澳关系长远发展的战略性、全局性、方向性问题进行深入战略沟通，为中澳关系持续改善发展作出重要战略引领。
2023年10月	国家移民管理局新闻发言人、政策法规司司长林勇胜表示，还将不断调整优化完善移民管理政策措施，推出更加开放更加便利的出入境政策。
2023年10月	27日，中共中央政治局委员、外交部长王毅和美国务卿布林肯在华盛顿举行会谈。王毅表示中美需要对话，不仅应恢复对话，还要深入对话，全面对话，通过对话增进相互了解，减少误解误判，不断寻求扩大共识，开展互利合作。推动两国关系止跌企稳，尽快回到健康、稳定、可持续发展轨道。
2023年9月	国务院办公厅印发《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》的通知，提出有序恢复各类免签政策，积极研究增加免签国家数量。
2023年9月	9月24日，商务部部长王文涛在京与来访的欧委会执行副主席兼贸易委员东布罗夫斯基斯举行会谈。双方围绕第十次中欧经贸高层对话筹备，重点就电动汽车、5G等议题深入交换了意见。

数据来源：中国政府网，中华人民共和国外交部，中国司法部官网，新华网，环球网，观察者网，德邦证券研究所

美国CPI超预期改善，中国国内宏观经济逐步恢复

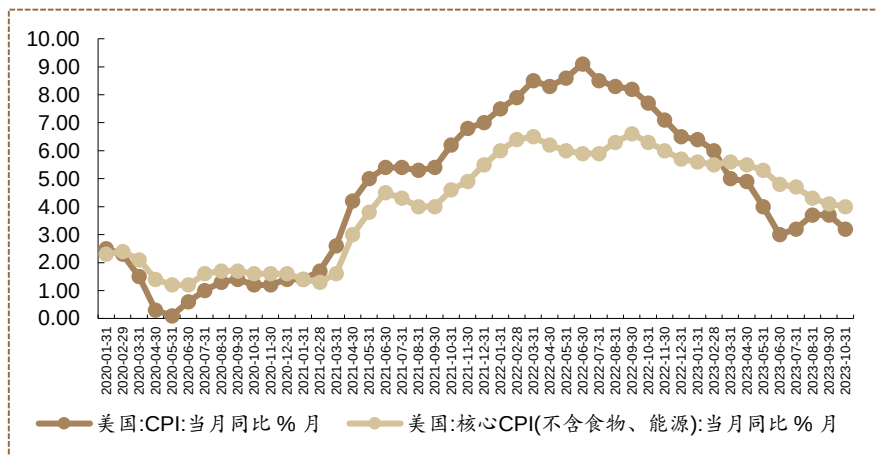
- **人民币强势回升**：从外部看，人民币面临的外部扰动减弱。由于美国通胀数据持续回落以及美国经济下行压力逐渐增大，美联储宣布暂停加息，市场对美联储货币政策的预期发生变化，近期美元指数也出现较大幅度回调。从内部看，我国经济增长动能不断增强。随着稳增长政策持续发力，三季度以来我国经济呈现企稳回升态势，消费、投资、企业利润等主要宏观经济指标均出现边际改善，人民币汇率的经济基本面支撑得以增强。
- **美国通胀数据改善超预期**：美国CPI同比增长从9.1%峰值放缓到2023年10月实现CPI同比增长3.2%，2023年10月核心CPI同比增长4.0%。

图：2021年11月至2023年11月美元兑人民币平均汇率



数据来源：iFind，德邦证券研究所

图：2020年1月至2023年10月美国CPI及核心CPI同比变化



数据来源：iFind，BLS，德邦证券研究所

互联网监管政策边际向好，鼓励数字经济发展

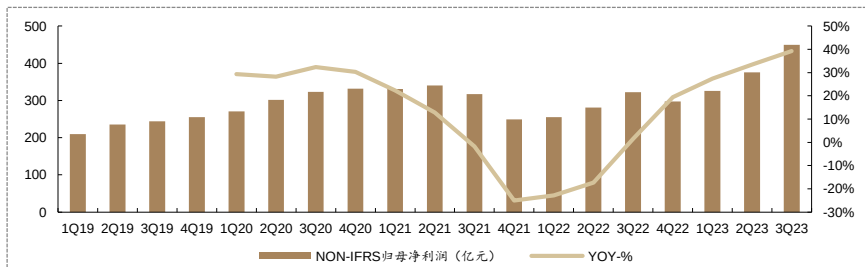
时间	政策/事件
2023年2月	《数字中国建设整体布局规划》：规划明确，数字中国建设按照“2522”的整体框架进行布局，即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”。
2023年2月	《工业和信息化部关于进一步提升移动互联网应用服务能力的通知》：《通知》围绕提升用户服务感知、提升行业管理能力，即“两提升”，共提出26条措施：一是聚焦APP安装卸载、服务体验、个人信息保护、诉求响应等，针对性提出改善用户服务感知的12条措施。二是从行业协同规范发展、上下游联防共治的角度出发，抓住当前移动互联网服务的5类关键主体，即APP开发运营者、分发平台、SDK（软件开发工具包）、终端和接入企业，提出14条措施。
2023年3月	《互联网广告管理办法》：《办法》坚持问题导向，突出可操作性，进一步明确和细化了互联网广告行为规范，着力解决当前互联网广告监管执法中迫切需要解决的现实问题，有利于增强互联网广告监管执法的规范性、科学性和有效性，有利于发挥互联网广告业在弘扬社会主义核心价值观、营造一流的营商环境和打造放心的消费环境等方面的积极作用，必将为推动互联网广告业高质量发展提供新的制度保障。
2023年4月	国家市场监督管理总局：进一步优化营商环境，引导互联网平台企业向开放、创新、赋能方向发展。同时加大帮扶支持力度，促进个体工商户健康发展。
2023年7月	《关于促进本市生产性互联网服务平台高质量发展的若干意见》：《若干意见》旨在强化生产性互联网服务平台政策顶层设计，促进各领域生产性互联网服务平台高质量发展。一是为构建新发展格局提供支撑，助力生产制造、流通贸易、科技研发、信息服务、专业服务、供应链管理等领域创新发展。二是为推动高质量发展提供抓手，推动商品生产、流通及配套服务等供应链高效融合。三是为推动建设国内统一大市场提供动力，有效打破地域限制，降低市场交易成本。四是强化本市“四大功能”提供载体，增强行业辐射力和带动力，推动形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。
2023年7月	《生成式人工智能服务管理暂行办法》：旨在促进生成式人工智能健康发展和规范应用，维护国家安全和社会公共利益，保护公民、法人和其他组织的合法权益。国家坚持发展和安全并重、促进创新和依法治理相结合的原则，采取有效措施鼓励生成式人工智能创新发展，对生成式人工智能服务实行包容审慎和分类分级监管。
2023年11月	世界互联网大会：习近平发言提出一、倡导发展优先，构建更加普惠繁荣的网络空间。深化数字领域国际交流合作，加速科技成果转化。二、安危与共，构建更加和平安全的网络空间。
2023年11月	《“5G+工业互联网”融合应用先导区试点建设指南》：指导各地积极开展“5G+工业互联网”融合应用先导区试点建设，推动“5G+工业互联网”规模化发展，进一步激发各类市场主体创新活力，打造具有全国、区域引领效应的产业集群
2023年11月	八部门联合发布《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》，坚持“两个毫不动摇”，引导金融机构树立“一视同仁”理念，持续加强民营企业金融服务，努力做到金融对民营经济的支持与民营经济对经济社会发展的贡献相适应。

资料来源：中国政府网，上海市政府网、求是网等，德邦证券研究所

腾讯控股：游戏产品储备丰富，广告金科都有Alpha

- **游戏业务：多款大IP产品储备。**国内游戏方面，年内已经上线的《无畏契约》、《命运方舟》、《冒险岛：枫之传说》等产品表现亮眼；海外游戏方面，成熟期产品《PUBGM》、《CODM》等三季度开始流水均环比有所回升，次新产品《NIKKE》等流水自然回落较为温和，并储备有包括《元梦之星》、《三角洲世界》以及王者IP产品《星之破晓》、《王者荣耀象棋》、《王者荣耀世界》在内的多款新品。
- **广告业务：AI技术赋能与微信内循环进一步提升流量变现效率，视频号商业化持续扩张。**我们认为视频号广告仍然是公司广告业务的主要驱动力和超越市场的alpha。一方面三季度以来内容生态持续繁荣，播放量同比增长超50%，原创内容播放量占总播放量的绝大部分。另一方面商业化空间仍然很大，当前视频号信息流广告的AdLoad仍然处于较低水平（少于3%）。此外，国内移动互联网流量大盘已经进入稳态多年，在需求端有压力的情况下，对于各个流量池的挖掘强度会提升，无论是直播带货，还是小程序游戏、小程序短剧都符合这个逻辑，需求端的扩张有望强于宏观经济的复苏。而AI技术的进步有望作用于广告系统，提升精确性，进而提供单位流量变现的效率。
- **金融科技与企业服务：支付业务有领先消费的alpha，云及企业服务有望量价齐增。**虽然支付业务是相对成熟的业态，但小程序游戏、视频号直播电商等微信体系内GMV的增长，有望驱动支付业务的增长好于行业大盘。云及企业服务方面，基数调整完毕+视频号直播电商技术服务费增量收入，加之PaaS、SaaS、技术服务费等高毛利率收入占比提升，有望带来收入毛利率同步改善的状态。

图：19Q1-23Q3 NON-IFRS口径下归母净利润及增速



数据来源：iFind，腾讯控股公告，德邦证券研究所

表：部分重点产品储备

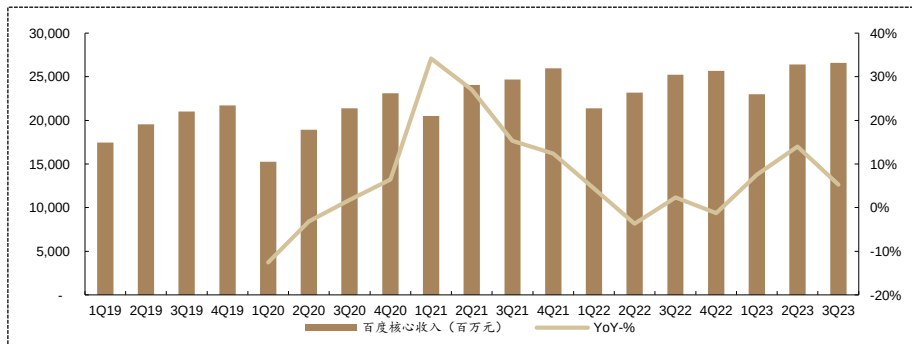
产品名称	品类
元梦之星	派对游戏
大航海时代：海上霸主	SLG
宝可梦大集结	MOBA
饥荒：新家园	模拟经营
白荆回廊	RPG
创造吧！我们的星球	开放世界休闲
二之国：交错世界	MMORPG
冲呀！饼干人：王国	模拟经营+冒险
塔瑞斯世界	MMORPG
王者荣耀：星之破晓	ACT
王者万象棋	自走棋
王者荣耀世界	开放世界

数据来源：16p、各个产品官网，德邦证券研究所

百度集团-SW：广告展现韧性，关注AI应用侧落地

- **在线营销业务：稳步复苏，展现韧性。**根据CTR，7/8/9月国内广告市场花费分别同比增长8.7%/5.0%/6.5%，环比增长（下滑）-0.8%/1.1%/4.6%，呈现缓速复苏的状态；公司广告业务基本与市场的趋势一致，但更具韧性（22年7/8/9月的同比下滑显著低于市场）。
- **非在线营销：文心4.0发布，应用侧落地持续推进。**8月31日，百度成为首批《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案通过企业，并正式对外开放文心一言，并于10月17日发布4.0版本，截至11月21日，用户规模目前已经达到7000万；百度智能云千帆大模型平台服务企业超过2万家，覆盖近500个场景。此外，应用侧落地进度持续推进，公司发布了包含搜索、网盘、如流在内的十余款AI原生应用，并推出了面向B端用户的百度智能云千帆AI原生应用商店。
- **盈利预测：**我们预计集团整体23-25年实现收入=1363/1480/1590亿元，同比增长10%/9%/7%；百度Core实现收入1046/1151/1243亿元，同比增长10%/10%/8%；百度Core 实现Non-GAAP 营业利润246/278/306亿元，同比增长17%/13%/10%。

图：19Q1-23Q3 百度核心收入及增速



数据来源：iFind，百度集团公告，德邦证券研究所

图：文心一言4.0

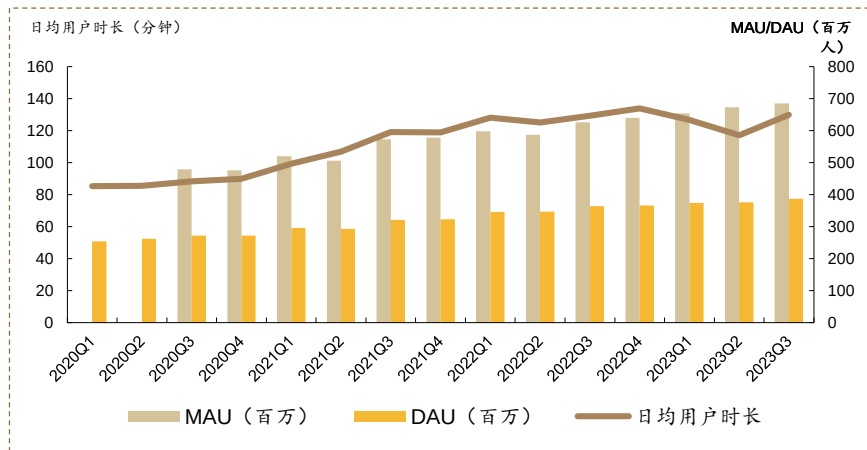


数据来源：文心一言官网，德邦证券研究所

快手-W：生态护城河进一步夯实，电商增长拉动内循环广告增长

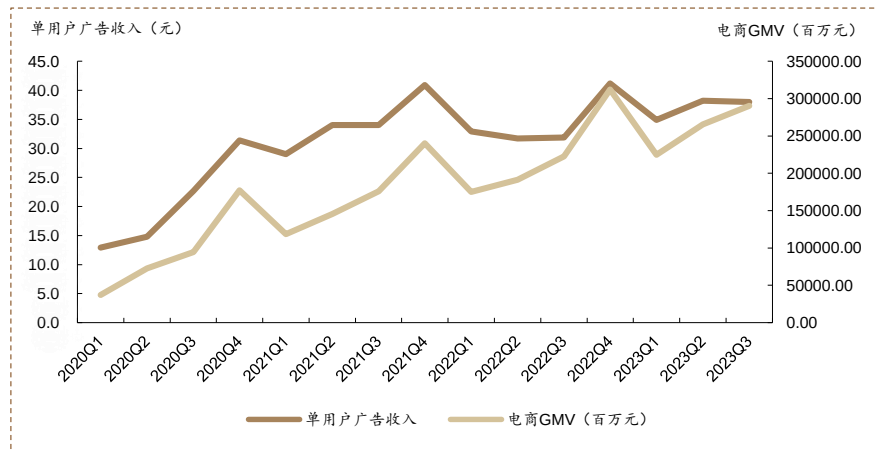
- **生态护城河进一步夯实**：23Q3 DAU达到3.87亿，同比增长6.4%，MAU达到6.85亿，同比增长9.4%，日均使用时长129.9分钟用户粘性进一步增长。
- **电商增长拉动内循环广告增长**：由于对电商基础设施的进一步建设，Q3快手电商GMV达到2902亿元，在电商淡季实现了30.4%的同比增长。受益于电商业务的规模扩张，内循环营销服务收入保持了强劲的增长势头，第三季度线上营销服务收入达到了147亿元，同比增长26.7%，占总收入的52.6%。同时第三季度活跃营销客户数量同比增长超过了140%。
- **盈利预测**：们认为后续季度盈利趋势预期较好，2023/24/25年营业收入 1135.42 (YoY+20.6%) / 1377.11 (YoY+21.3%) / 1529.34 (YoY+11.1%) 亿元。

图：20Q1-23Q3快手MAU、DAU和用户时长



数据来源：快手-W公司公告，德邦证券研究所

图：20Q1-23Q3快手单用户广告收入及电商GMV



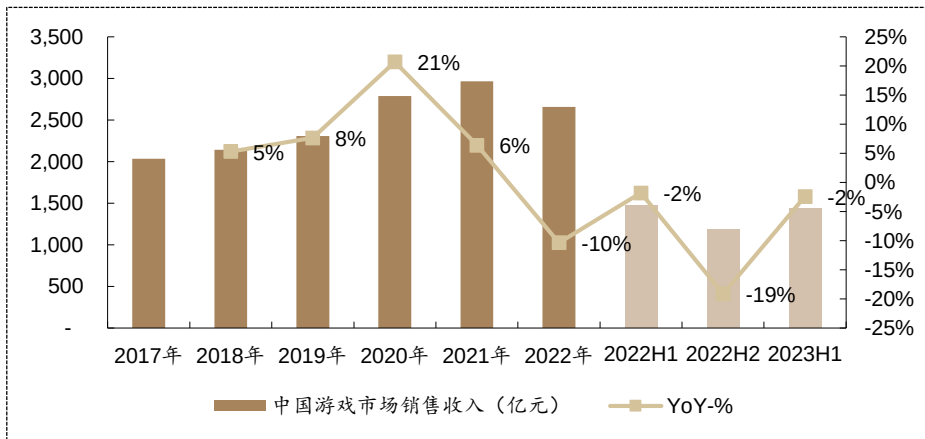
数据来源：快手-W公司公告，德邦证券研究所

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

国内游戏市场在供给驱动下逐步回升

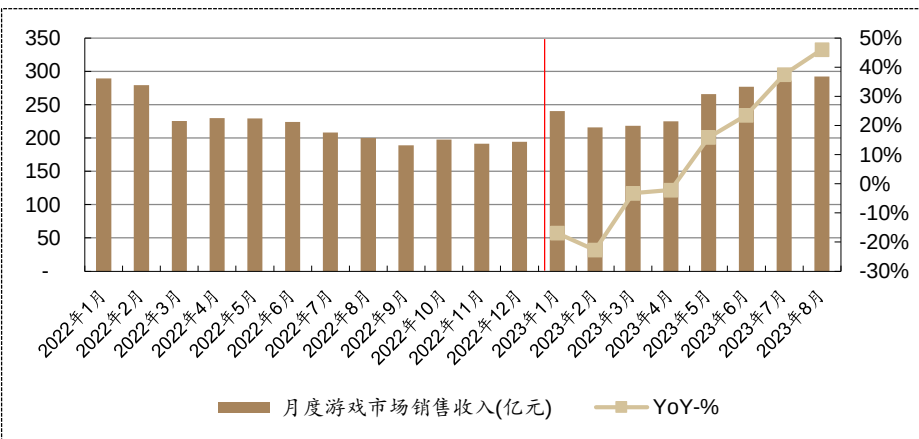
- **上半年游戏市场规模环比复苏，用户规模持平，新品上线驱动客单价回暖。**2023年上半年，国内游戏市场实现收入1443亿元，环比增长22%，同比下滑2%，降幅大幅度收窄；用户数量6.68亿人，环比同比均基本持平，用户规模在2020年以来基本维持稳定。客单价的变化驱动了市场规模的变化：环比增长21%，同比略降3%。
- **随着产品供给逐步密集，市场规模增速由负转正。**月度数据看，1月的春节假期环比恢复就开始显现，但同比仍然负增长；在一季度到二季度初的持平后，5月开始在《崩坏：星穹铁道》等新产品的驱动下，市场规模同比开始增长，在产品供给更为密集的暑期（7-8月），国内游戏市场的同比增速分别达到37%/46%。

图：2017年-2023年上半年国内游戏市场规模及增速



资料来源：游戏工委、Wind，德邦证券研究所

图：2022年1月-2023年8月国内游戏市场规模月度数据

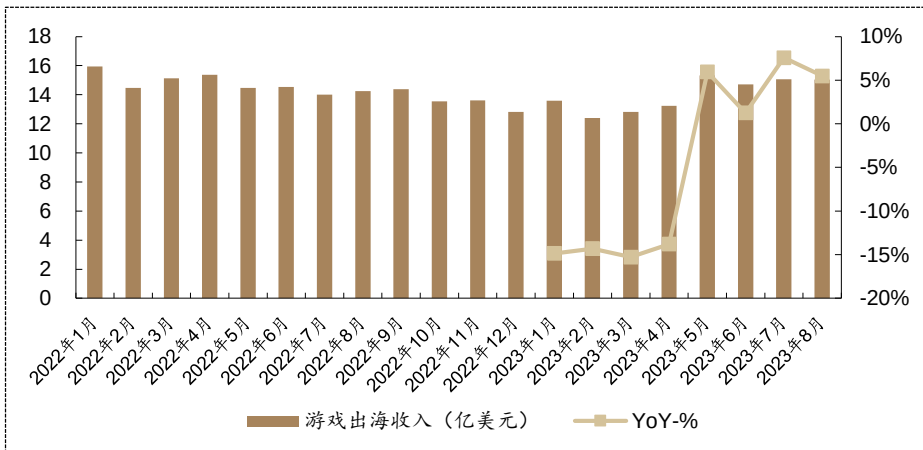


资料来源：游戏工委、Wind，德邦证券研究所

出海游戏市场随新品涌现，恢复增长

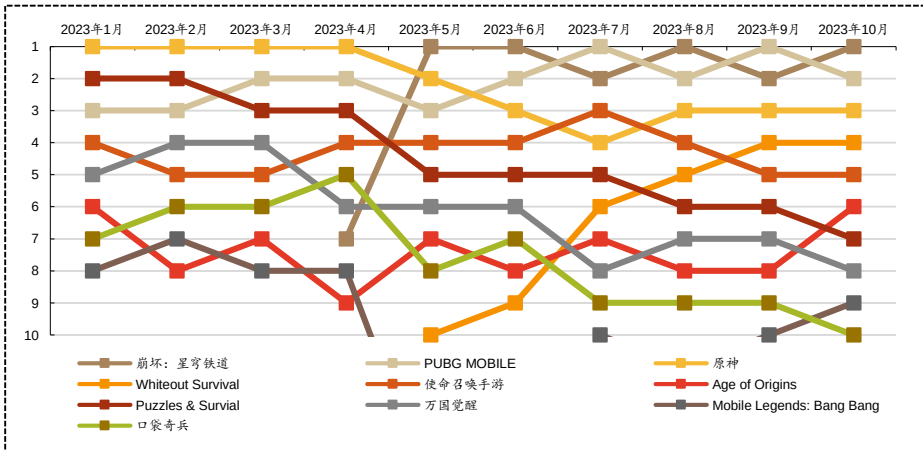
- **预计23年全球游戏市场同比+3%，主机游戏驱动增速转正。**根据Newzoo，预计23年全球游戏市场规模达到1877亿美元，同比增长3%，增速转正。其中，手游市场规模926亿美元，同比增长0.8%，增速转正，缓慢复苏；主机游戏市场规模561亿美元，同比增长7.4%，为复苏的主要驱动力。
- **新品进入出海头部游戏阵营，大部分老产品表现较为稳定。**点点互动《Whiteout Survival》、米哈游《崩坏：星穹铁道》上线后流水稳步增长，10月分别位列排行榜第四、第一位；老产品《PUBG MOBILE》、《原神》等维持稳健表现。
- **新品驱动，游戏出海收入自23年5月以来恢复同比增长。**中国厂商出海收入2022年以来便持续环比有下滑趋势，主要源于海外疫情结束，“宅经济”退坡。2023年5月起恢复同比正增长，预计主要为《崩坏：星穹铁道》等新产品驱动。

图：2022年1月-2023年8月游戏出海收入及增速



资料来源：游戏工委、Wind，德邦证券研究所

图：2023年1月-2023年10月游戏出海TOP10产品

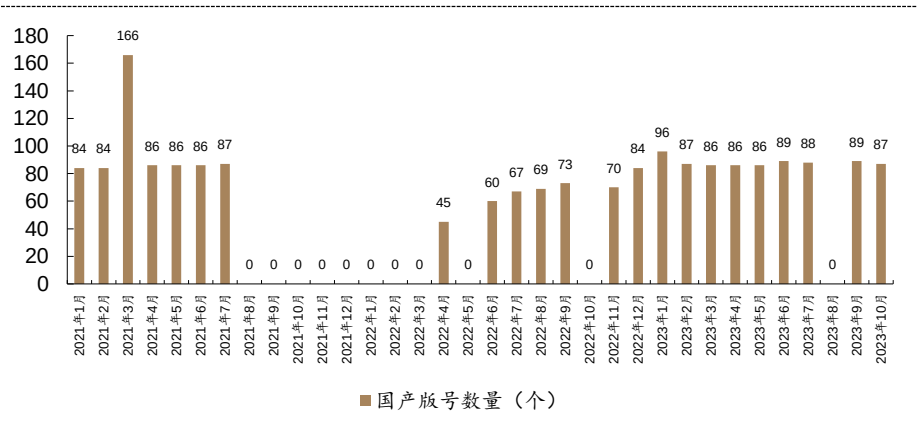


资料来源：SensorTower，德邦证券研究所

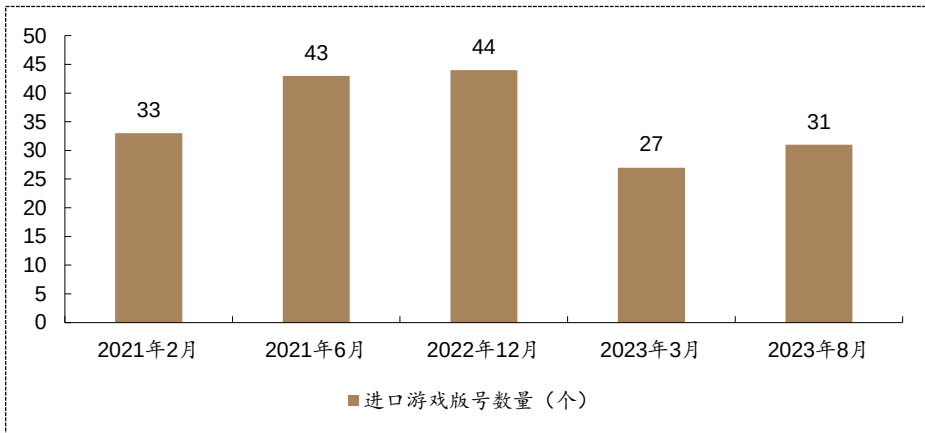
未成年人沉迷问题基本解决，监管进入常态执行期

- **未成年人沉迷游戏问题解决，版号发放恢复正常。**2022年11月，中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院联合伽马数据共同发布的《2022中国游戏产业未成年人保护进展报告》，显示在2021年游戏防沉迷新规（以下简称为“新规”）落实后的一年中，未成年人游戏总时长、消费流水等数据都有极大幅度减少，未成年人游戏沉迷问题基本解决。2022年12月起，国产游戏版号的发放数量恢复到接近90款的停发前水平。此外，进口游戏版号在停发一年半以后在22年12月、23年3月和8月连续发放。展望未来，我们认为随着《未成年人网络保护条例》在24年1月1日开始正式实行，游戏行业的未成年人防沉迷监管将进入常态执行期，**进一步趋严风险相对较低。**
- **《网络游戏管理办法》（征求意见稿）旨在促进行业繁荣健康发展。**12月22日，国家新闻出版署起草的《网络游戏管理办法》（征求意见稿）向社会公开征求意见。征求意见稿立足于保障和促进网络游戏行业繁荣健康发展，对解决网络游戏经营单位准入等问题作了明确，设立了“保障与奖励”专章，提出一系列鼓励措施。

图：2021年1月-2023年10月国产游戏版号发放数量



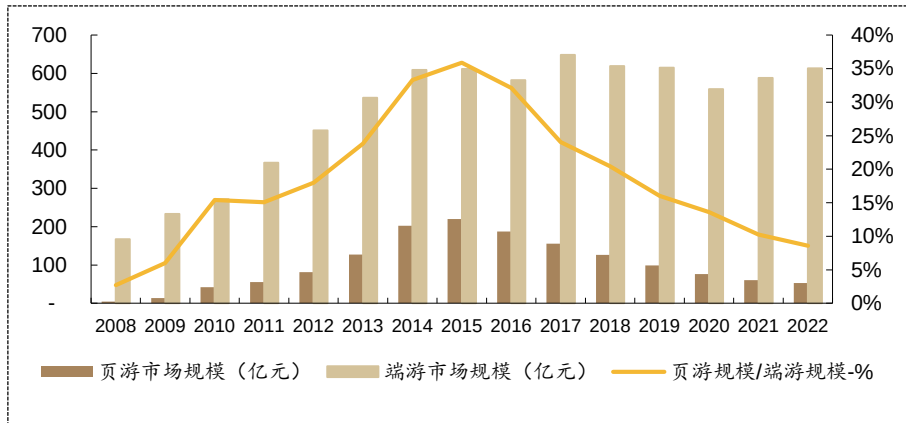
图：2021年至今的进口游戏版号发放数量



内容形态与终端形态有望带来增量

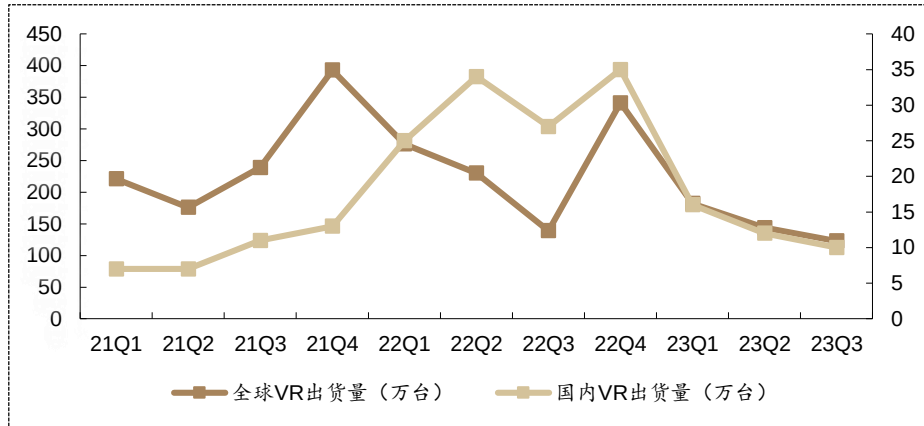
- **小游戏有望为移动端游戏市场带来新的增量。**与2008年前后，页游在端游末期兴起的背景情况相类似，我们认为用户对于碎片化娱乐需求的提升、技术进步带来内容宽容度提升，和原有范式下的用户规模见顶，会驱动小程序游戏的规模扩张。页游在2015年达到了端游市场规模的36%。考虑到小游戏对手游，如同页游对端游，即没有设备的根本性变革，我们参考这一比例，预计小游戏市场的空间有望达到约700亿量级。
- **腾讯有望代理引进QUEST旗下VR头显，带动国内VR设备出货量重回增长。**2023年以来，全球及国内市场的VR出货量均有所回落，而根据《华尔街日报》，腾讯和Meta已经达成初步协议，腾讯有望于2024年年底开始在中国大陆独家代理Meta“一款全新的，价格较低的VR头显版本”。新产品的引入有望使得国内VR设备出货量重回增长。

图：2008年-2022年10月页游、端游市场规模及比例



资料来源：游戏工委、Wind，德邦证券研究所

图：21Q1-23Q3全球及中国VR头显出货量（右轴为国内）



资料来源：wellisenn XR，德邦证券研究所

关注AI技术在生产端与内容/玩法端的进展

- **生产端关注游戏资产生产效率的进一步提升。**2023年以来，Stable Diffusion、Midjourney、GitHub Copilot、Ghostwriter等AI工具，已经可以大幅度的提升部分2D美术、文本、代码和脚本等游戏资产的生产效率。展望未来，专业生成工具（例如引擎）与AI技术的融合，有望继续带来游戏资产生产效率的提升。2023年6月，Unity推出了Unity Muse（针对内容创建的AI功能平台）与Unity Sentis（在Unity运行时提供AI驱动的实时体验），并开启封闭测试。
- **玩法与内容侧关注多模态技术与长制作周期的AI游戏产品的应用进度。**当前AI技术与玩法、内容侧的结合，共性是主要基于文字或语音输入/输出内容，后续有望随着多模态技术的发展，进一步衍生出基于图像等内容输入输出技术的玩法。另一方面，当前以大型游戏的边缘系统&小型游戏的核心系统为主，展望未来，随着AI技术爆发后立项的产品逐步进入测试阶段，我们认为更多非概念化、高质量的产品或将逐步出现。

图：Unity Muse 可以通过自然语言生成模型动作



资料来源：Unity、华尔街见闻，德邦证券研究所

图：AI UGC产品《Club Koala》

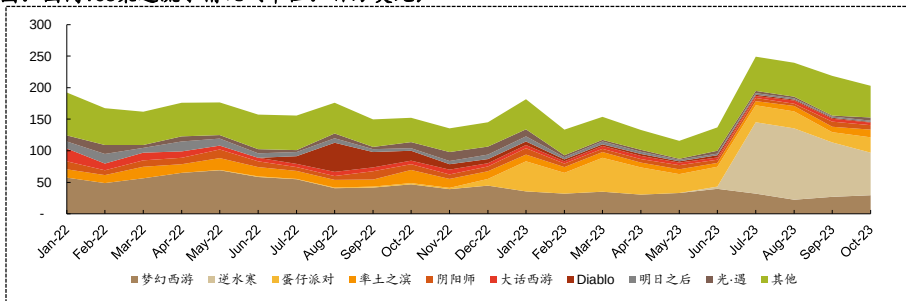


资料来源：《Club Koala》、GameLook，德邦证券研究所

网易-S：新品成功且实现品类突破，24年多款产品储备

- **四款新品均取得优异表现，实现大DAU派对游戏、运动、赛车和大DAU MMO的品类突破。**公司于6月30日上线了年内重点产品《逆水寒手游》，上线至今基本维持在国服iOS畅销榜前5位置，表现超过了我们之前的预期，验证了大DAU+低ARPU+MMORPG的可能性。6月20日、8月23日上线的两款相对垂类题材的产品《巅峰极速》、《全明星街球派对》也取得了上佳表现，后者10月25日一度登顶国服iOS畅销榜。此外，次新产品《蛋仔派对》在暑期表现稳健，亦贡献了一部分结构化的增量。
- **24年多款开放世界产品储备，静待《永劫无间手游》版号发放。**展望未来，公司储备有《射雕》（已获得版号、射雕三部曲IP、开放世界MMORPG）、《燕云十六声》（已获得版号、开放世界RPG）、《永劫无间手游》（端转手）、《代号：世界》（阴阳师IP，开放世界）、《代号：ATLAS》（海洋题材、开放世界）、《代号：无限大》（二次元美术风格、开放世界）等多款重点产品，集中于开放世界、武侠IP等要素。
- **盈利预测：**我们预计公司23-25年实现收入1050/1179/1305亿元，同比增长9%/12%/11%；实现营业利润279/331/372亿元，同比增长42%/19%/12%。

图：国内iOS渠道流水情况（单位：百万美元）



资料来源：SensorTower，德邦证券研究所

表：部分公司重点产品储备

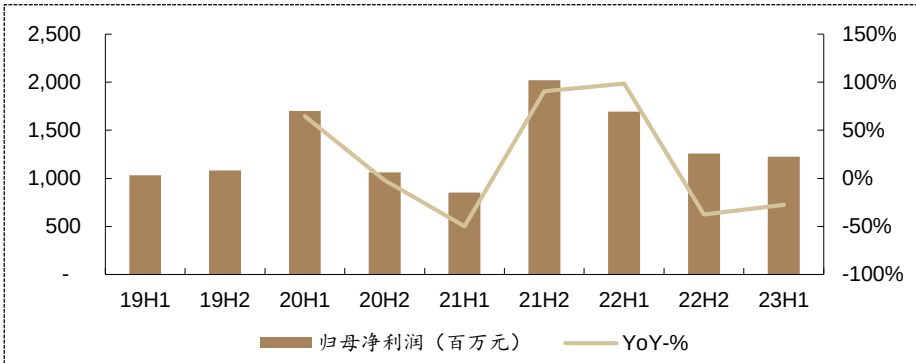
产品储备	品类	版号
燕云十六声	开放世界MMO	有
射雕	开放世界MMO	有
永劫无间手游	BattleRoyal	无
代号Atlas	开放世界MMO	无
代号世界	开放世界MMO	无
代号无限大	开放世界MMO	无

资料来源：各游戏官网、腾讯新闻等，德邦证券研究所

三七互娱：小程序游戏赛道优势有望进一步释放

- **《寻道大千》、《灵魂序章》霸榜微信小游戏畅销榜，赛道优势有望进一步释放。**7月起，公司代理发行的《寻道大千》登顶微信小游戏畅销榜，并且保持至今；此外，公司还于8月底推出了《寻道大千》港台服app版本《小妖问道》，最高曾位列中国香港畅销榜第六位、中国台湾畅销榜第三位。11月以来，小程序游戏《灵魂序章》表现出色，当前位于小游戏畅销榜第二位，意味着公司当前包揽了小程序游戏畅销榜前两位，验证了在赛道的优势和可复制性。
- **多款产品测试完成待上线，Pipeline中储备丰富。**展望未来，公司储备有《失落之门序章》、《曙光计划》、《空之勇者》等多款产品，pipeline中待发布产品数量丰富，有望于后续季度相继上线。
- **盈利预测：**我们预计公司2023-2025年实现收入170/194/215亿元，同比增长4%/14%/11%；实现归母净利润32.0/38.6/43.7亿元，同比增长8%/21%/13%。

图：19H1-23H1半年度归母净利润及增速



资料来源：三七互娱公司公告，德邦证券研究所

表：部分公司重点产品储备

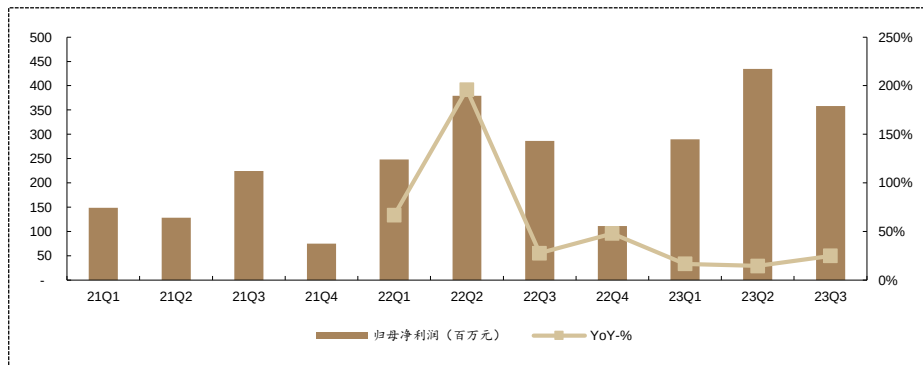
产品名称	品类	自研/代理	拟发行区域
失落之门序章	MMORPG	自研	全球
空之勇者	MMORPG	自研	全球
代号斗罗MMO	MMORPG	自研	全球
代号战歌M	MMORPG	自研	全球
代号正奇SLG	SLG	自研	全球
代号休闲SLG	SLG	自研	全球
曙光计划	MMORPG	代理	全球
失落星环	卡牌	代理	全球
金牌合伙人	模拟经营	代理	全球

资料来源：三七互娱公司公告，德邦证券研究所

恺英网络：基本盘稳健，产品储备丰富

- **非传奇奇迹赛道贡献逐步释放，传奇奇迹基本盘稳健。**非传奇奇迹赛道方面，年内公司发行了《龙神八部之西行纪》、小程序游戏《仙剑奇侠传之新的开始》，此外携手贪玩游戏发行了《全民江湖》，Pipeline中储备逐步释放；基本盘传奇奇迹赛道方面，《原始传奇》、《天使之战》等成熟期游戏表现稳定，新产品《永恒之巅：圣导神威》等贡献增量。
- **产品周期延续，后续储备丰富。**展望四季度，由公司研发腾讯发行的《石器时代：觉醒》于10月26日正式上线；由公司研发哔哩哔哩发行的《纳萨力克之王》定档11月21日。此外，公司亦储备有《山海浮梦录》、《归隐山居图》、《妖怪正传2》、《斗罗大陆·诛邪传说》、《临仙》等多款产品，加之上线节奏稳定的传奇奇迹类产品，后续产品储备丰富、上线节奏紧凑，有望贡献业绩增长支撑和潜在催化。
- **盈利预测：**我们预计公司23-25年实现收入44/56/69亿元，同比增长18%/29%/18%；实现归母净利润15/20/24亿元，同比增长47%/31%/21%。

图：21Q1-23Q3归母净利润及增速



资料来源：恺英网络公司公告，德邦证券研究所

表：部分公司重点产品储备

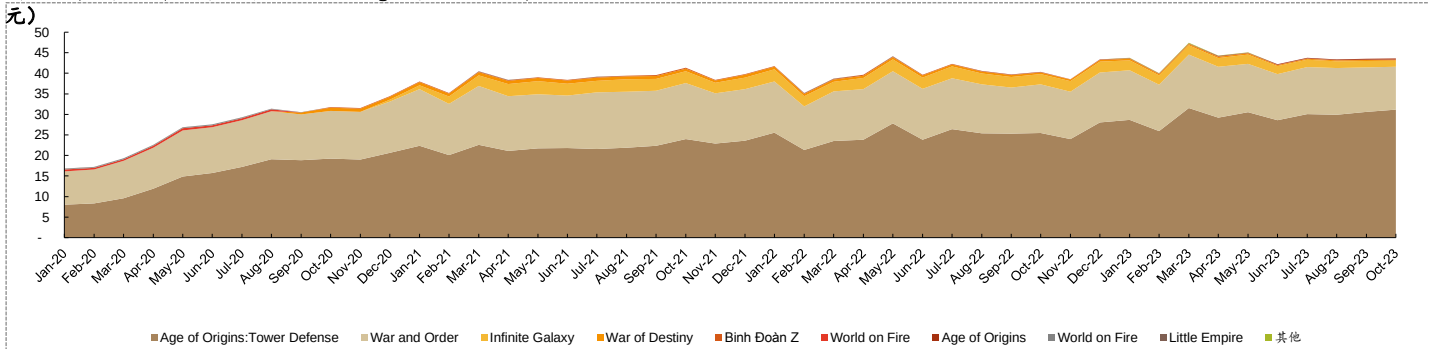
产品名称	品类
山海浮梦录	回合制卡牌
归隐山居图	模拟经营卡牌
妖怪正传2	卡牌+RPG
斗罗大陆·诛邪传说	MMORPG
临仙	BattleRoyal
盗墓笔记IP产品	N/A
图兰卡挽歌	N/A
一念永恒：少年追梦	N/A

资料来源：9k9k、中国网、恺英网络公司公告等，德邦证券研究所

神州泰岳：核心产品表现稳健，关注明年新产品上线

- **核心产品表现稳健，《Age of Origins》仍在爬坡，《War and Order》保持稳定。**23Q3公司的两款核心产品仍然维持稳定的流水表现。根据SensorTower，公司核心产品《Age of Origins》在7-9月国产手游出海收入排行榜分别位列第7/8/8，《War and Order》也分别位列26/24/23位，稳定入围前30。此外，根据我们的跟踪测算，《Age of Origins》自22Q2起进入第二段爬坡期，流水环比连续上涨6个季度，《War and Order》则在同期基本持平。
- **后续两款产品待上线，爬坡后流水有望再上阶梯。**展望后续季度，24年公司有望上线两款SLG+模拟经营产品，分别为科幻题材的《代号DL》和文明题材的《代号LOA》。以公司产品上线节奏为标准，若两款产品均在后续的测试中表现优异，并成功上线，明年将是公司的产品大年。诚然SLG产品的特征为有较长的爬坡期，期间费用收入的错配会导致的较长回本周期，进而形成短期的业绩压力。但随着后续爬坡期的结束，产品组合流水有望再上阶梯。
- **盈利预测：**预计公司23-25年实现收入60/68/75亿元，同比增长25%/13%/10%；实现归母净8.4/9.3/10.8亿元，同比增长55%/10%/16%。

图：20年1月-23年10月公司全球iOS+Google渠道流水（单位：百万美元）



资料来源：SensorTower，德邦证券研究所

游戏行业标的表

表1：游戏行业标的表（单位：亿元）

代码	简称	23年归母净利润	24年归母净利润	25年归母净利润	23年PE-x	24年PE-x	25年PE-x
002555.SZ	三七互娱*	32.0	38.6	43.7	14.3	11.8	10.4
002602.SZ	世纪华通	18.9	24.5	29.5	20.4	15.7	13.1
300418.SZ	昆仑万维	7.4	9.5	11.6	57.2	45.2	37.2
002517.SZ	恺英网络*	15.1	19.8	23.9	15.6	11.9	9.9
002624.SZ	完美世界*	7.8	13.6	19.0	29.8	17.1	12.2
002558.SZ	巨人网络	13.3	15.5	17.5	18.5	15.8	14.0
300002.SZ	神州泰岳*	8.4	9.3	10.8	19.4	17.5	15.1
300459.SZ	汤姆猫	6.3	7.5	9.0	28.3	23.8	19.9
300315.SZ	掌趣科技	1.9	4.2	6.4	73.3	33.5	21.6
603444.SH	吉比特	12.9	15.8	18.2	13.4	11.0	9.5
002354.SZ	天娱数科	0.5	1.1	1.7	184.7	88.3	59.0
300031.SZ	宝通科技	3.4	4.9	6.3	23.4	16.1	12.5
300494.SZ	盛天网络	2.3	3.1	3.8	32.8	24.6	20.5
002425.SZ	凯撒文化	0.8	1.0	1.1	53.5	46.7	41.5
300043.SZ	星辉娱乐	0.8	2.1	3.0	56.5	22.0	15.2
603258.SH	电魂网络	2.8	3.8	4.4	20.0	14.8	13.0

资料来源：Wind，德邦研究所

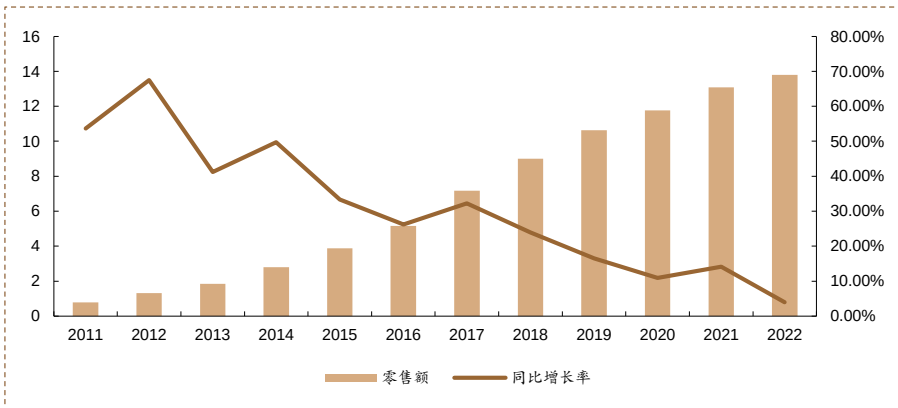
注：*为德邦已覆盖，采用德邦预期，其余采用Wind一致预期，截止12月22日收盘价。

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

电商行业：消费温和复苏，回暖前景佳

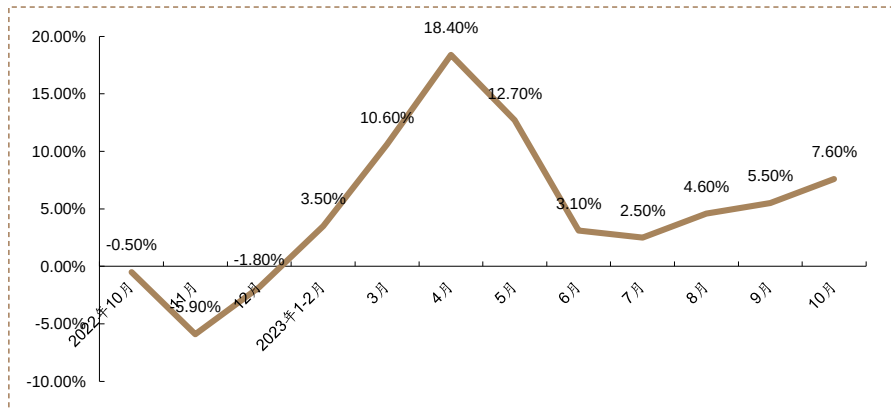
- **消费温和复苏**：2023年10月份，社会消费品零售总额43333亿元，同比增长7.6%。2023年1-10月份，社会消费品零售总额385440亿元，同比增长6.9%。2023年1-10月份，全国网上零售额122915亿元，同比增长11.2%。
- **居民支出占可支配收入比重增加，消费意愿逐步恢复**：上半年，城镇和农村居民可支配收入保持增长，且消费支出占可支配收入的比例有所提升，反映了居民的消费信心正在逐步恢复。 根据国家统计局数据，城镇居民可支配收入从2022H1的25003元上升到了2023H1的26357元，消费支出占可支配收入比例从58.7%上升到了60.0%。农村居民可支配收入从2022H1的9787元上升到10551元，消费支出占可支配收入比例从80.5%上升到81.0%。
- **快递业务量重回高增长，电商物流指数稳定提升**：根据国家邮政局数据，2023H1的快递业务量达到595.2亿元，同比增长16.2%。

图：2011-2022年全国网上零售额和同比增长率（万亿元，%）



数据来源：国家统计局，《中国电子商务报告（2022）》，德邦证券研究所

图：社会消费品零售总额同比增速

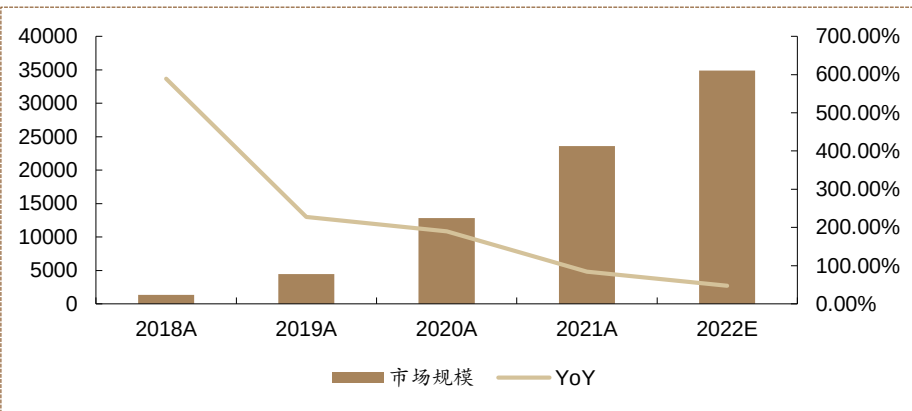


数据来源：国家统计局，德邦证券研究所

具有流量优势或者价格优势的平台获得增速和市场份额

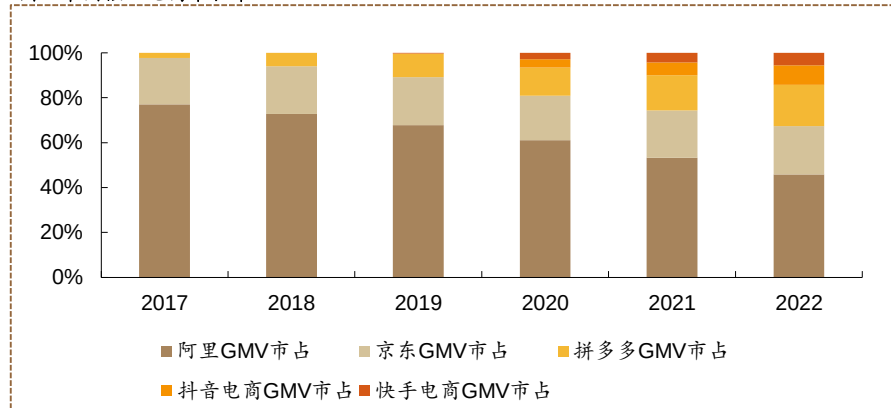
- **流量平台**：内容电商抖音快手凭借着流量优势，电商业务增速整体高于行业平均；
- **价格优势**：拼多多则占据性价比的优势位，以其高效的组织效率持续获得市场份额。

图：中国直播电商市场规模（亿元，%）



数据来源：网经社，德邦证券研究所

图：中国核心电商市占率

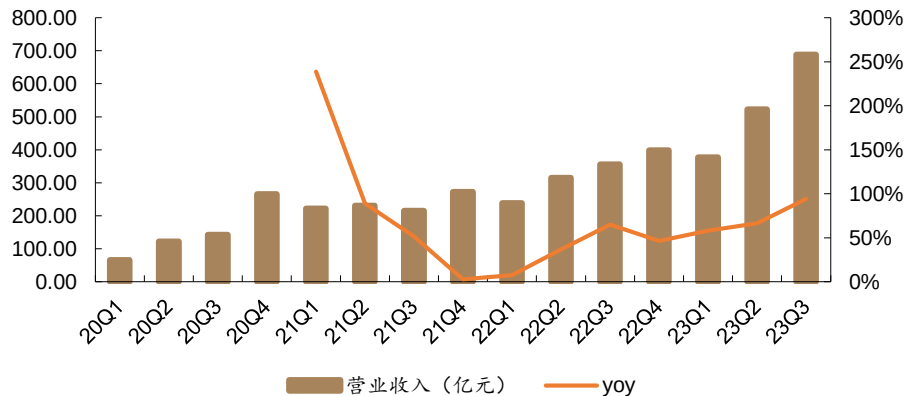


数据来源：各公司财报，iFind，德邦证券研究所

拼多多：多次大超预期，未来前景广阔

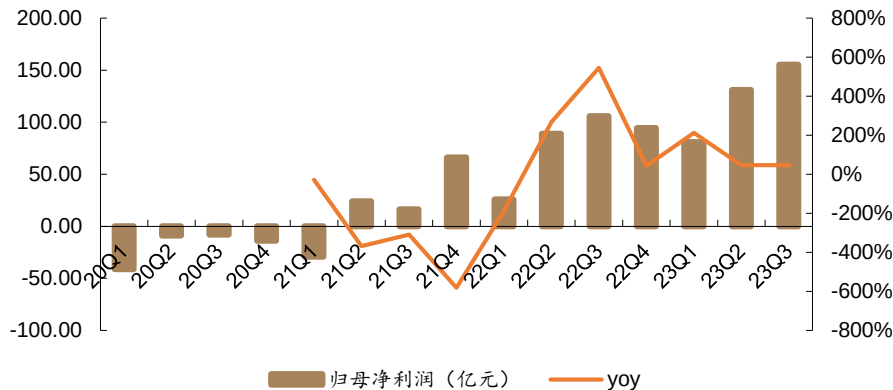
- 在618已过双十一未到的电商淡季第三季度，拼多多营收688.4亿元，同比增长94%；经营利润是166.56亿元，同比增长60%，经调整归母净利润为170亿元，同比增长37%，毛利率为61%，远超彭博一致预期。
- 从中长期来看，Temu在海外的扩张速度加快。由于品牌供应端去库存的推动，以及消费者对性价比产品的需求，拼多多的价格优势在不断被强化，并且具有极高的组织经营效率，这两大护城河，在短期内或难以被竞争对手突破。

图：拼多多2020-2023营业收入及YoY（亿元，%）



资料来源：ifind，拼多多公告，德邦证券研究所

图：拼多多2020-2023归母净利润及YoY（亿元，%）



资料来源：ifind，拼多多公告，德邦证券研究所

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

2023年竖屏短剧迎来爆发式增长

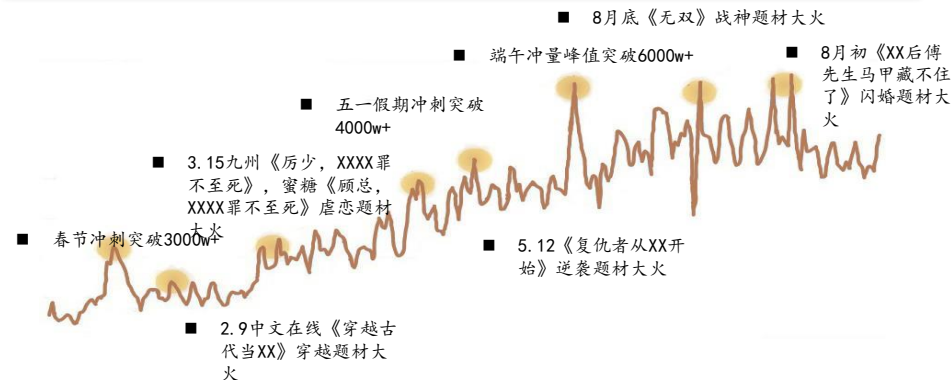
2023年竖屏短剧迎来爆发式增长，广告消耗、应用排名、爆款剧目齐增。

1) 从广告消耗看，根据巨量引擎内容消费业务中心统计，2023年短剧行业的广告消耗持续保持高速发展，从2023年年初至今，春节期间字节短剧广告消耗日均突破3,000万，8月广告消耗规模峰值超过6,000万。其中流量节点是行业增收的最佳时机，“春节、五一、端午”均突破新的规模高峰。

2) 从应用榜单看，根据七麦数据，2023年10月15日-10月19日，红果短剧、河马剧场、抖音极速版短剧应用App持续位于总榜免费榜单前三。QuestMobile发布《2023全景生态流量秋季报告》，23M8 抖音小程序用户规模 TOP30 中，有16个分类为“移动视频”，站内人气最高的短剧小程序“九天剧场”8月MAU达3938万。

3) 从爆款剧目看，最近的爆款剧《无双》上线48小时广告消耗破5500万，上线8天广告消耗突破1亿。

表：2023年1-9月短剧广告消耗走势图



数据来源：巨量引擎内容消费业务中心、七麦数据、广州蜜糖官网、德邦研究所

七麦数据

「总榜」榜单竞争趋势

中国 iPhone 8 免费 总榜 10.08-11.06

日期	第1名	第2名	第3名	第4名
今天	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版
昨天	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版
前天	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版
11.03	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版
11.02	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版
11.01	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版	抖音极速版



竖屏短剧爆发背后原因：平台流量倾斜和监管侧放松

2018

短视频平台剧情垂类出现一些爆款《陈翔六点半等》

2019

平台助推：快手小剧场上线；
快手爆款《长公主在上》

2020

内容增长，多平台助推

2021

抖音平台陆续出现爆款短剧

2022

爆发期

2023

根本原因：内容平台的竞争形态已经达到终局：内容属性高度分化、运营能力完全成熟、场景拓展达到极限。

直接原因1：平台侧

2022年Q1抖音开放广告跳转微信小程序的路径，以及抖快等平台的流量倾斜

直接原因2：监管侧

2022年年底，广电总局《进一步加强网络微短剧管理》通知，审批下放省级，“备案制”实施；
23年2月，抖音小程序准入门槛降低（小程序开发主体只需要广电备案+去除投放白名单）；
23年6月，网剧“6-1新规”，省级广电审核取得《网络剧片发行许可证》或上线备案号。

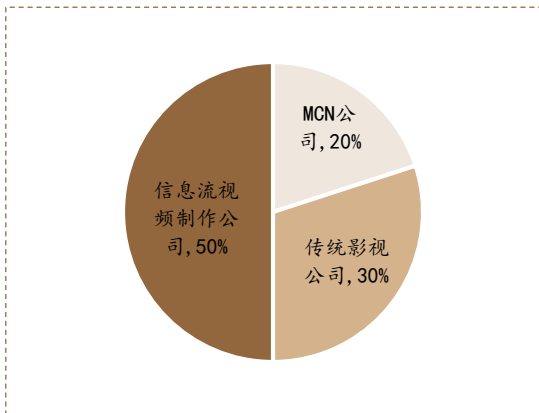
2022年，嘉兴九州、容量等前身为在微信内做网文小说CPS（分销）的公司，最初拍摄短剧是为了作为投放网文和小说的素材使用，在抖音开放跳转路径的契机下，加快制作和放大投放，进而发行“付费短剧”这一市场，因此付费短剧是由“流量团队”开辟出来的市场。

同时期受益于抖音外链开放的产品形态还有微信小游戏。

内容制作和分发产能充足叠加用户需求旺盛推动产业成熟

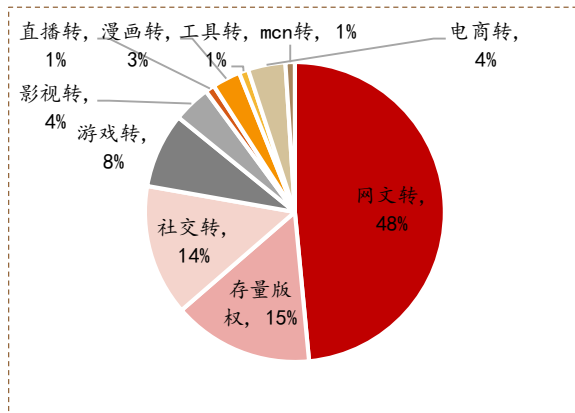
- **上游内容制作产能溢出**：短视频拍摄门槛大幅降低、网文爆款IP极度丰富、以及剧情垂类账号验证过的编辑能力导致了上游内容供给的产能溢出。
- **中游内容分发经验成熟**：基于大数据的广告投放业务已经发展成熟，已经具备了投流数据支持、丰富的投流素材和可以复用的投流人才。在广告平台追求极致的ROI的时机，一批具有成熟经验和人才的投流公司入局短剧内容分发环节。
- **下游用户需求旺盛**：下游市场用户基数庞大，据快手官方，2022年快手短剧日活2.6亿；据鞭牛士，截至23年10月底短剧头部公司点众科技的小程序累计注册用户数超过8亿，日活用户600万，月活用户1.6亿。并且，随着居民大额消费降低，短剧作为小额又能密集刺激多巴胺的“替代品”出现；并且短剧的出现使得下沉市场和中老年用户的内容消费需求得到满足。

图：内容制作方类型构成占比



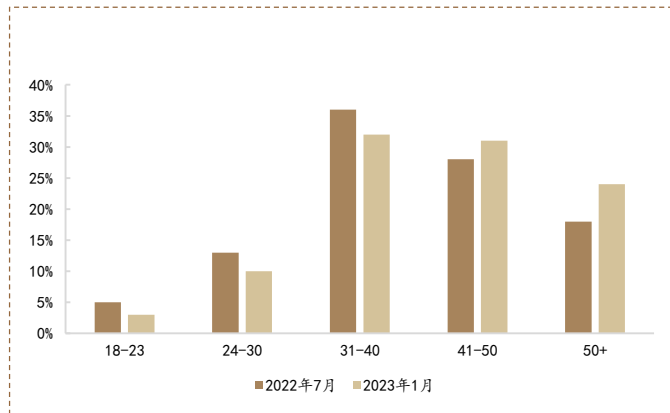
数据来源：巨量引擎，德邦证券研究所

图：内容发行方类型构成占比



数据来源：巨量引擎，德邦证券研究所

图：不同年龄短剧观众转化人次对比



数据来源：巨量引擎，德邦证券研究所

相关标的

互动游戏

证券简称	证券代码	所属行业	公司布局	市值（亿元）
百纳千成	300291.SZ	影视动漫制作	与大鱼快游、bilibili游戏联合出品的全视频真人互动影游《隐藏真探》正在推进中，预计将于年内正式上线。	58.11
紫天科技	300280.SZ	广告媒体	旗下河马游戏(HippoJoy)将与奇树有鱼全面展开互动影视游戏领域的合作。	64.06

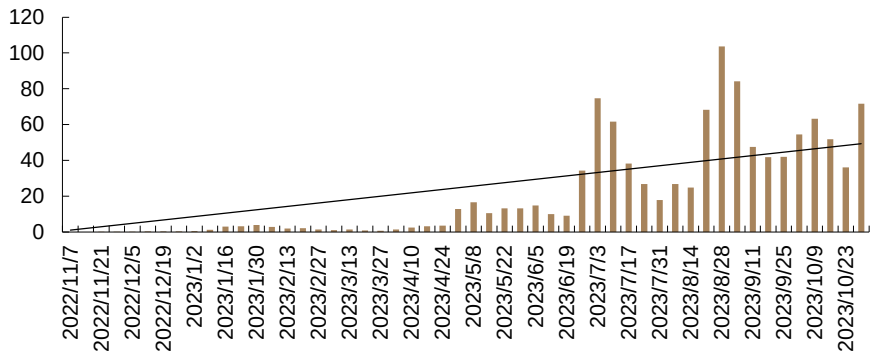
短剧

证券简称	证券代码	所属行业	公司布局	市值（亿元 or 亿港元）
中文在线	300364.SZ	大众出版	旗下北京鸿达以太科技推出“野象剧场”；海外推出了ReelShort短剧App。	170.81
掌阅科技	603533.SH	文字媒体	对短视频创作品牌等闲内容引擎进行了投资，公司与等闲合作的短剧目前已上线的有《小妻XX瘾》等产品。	85.15
天威视讯	002238.SZ	电视广播Ⅲ	河马剧场是中广电传媒有限公司旗下产品，公司持有中广电传媒26.17%的股份，为公司第二大股东。	139.16
华策影视	300133.SZ	影视动漫制作	短剧《刺杀小说家》已开机；正在自研适合于微短剧开发的垂类模型。	107.79
遥望科技	002291.SZ	营销代理	据新腕儿，首部短剧作品在10月下旬开拍。	84.22
海看股份	301262.SZ	电视广播Ⅲ	海看微短剧项目自2023年5月正式启动，目前尚处在投流试运营的起步阶段。	129.10
阅文集团	0772.HK	文字媒体	阅文短剧公开发布剧本征集，稿酬1.5-5万保底，最高2%流水分账。	275.80
快手-W	1024.HK	视频媒体	快手于2019年率先布局该赛道，并开创了短剧行业的诸多先河，例如首个分账政策“快手星芒计划”、首个行业盛会“金剧奖”、首个具体的厂牌“快手星芒短剧”以及首个商业化短剧的售卖。	2,176.77
柠萌影视	9857.HK	影视动漫制作	出品《二十九》、《流量背后》、《二十九》第二季等爆款短剧	26.96

中文在线：网文IP资源丰富，短剧出海前景广阔

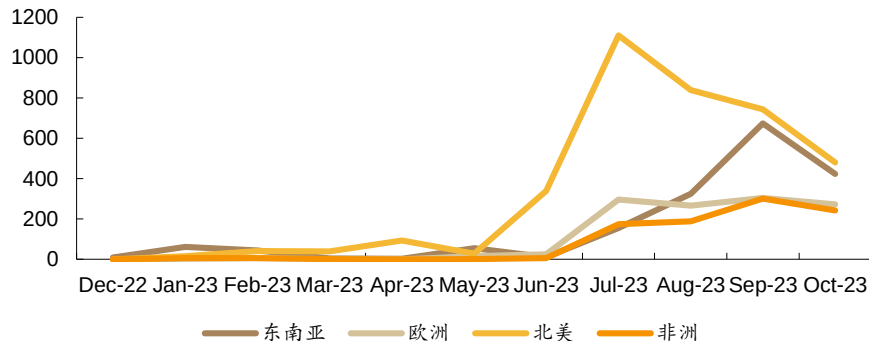
- **国内方面，公司旗下北京鸿达以太科技推出“野象剧场”。**截至12月29日，野象剧场的抖音短剧作品87部，粉丝数118.8万人，获赞529.6万。根据新声pro，2022年野象剧场的短剧作品单分钟采购成本为80元，定制内容为单分钟400元，100集的短剧成本甚至不超过5万元。公司拥有众多网文IP，截至23H1累积数字内容资源超550万种，网络原创驻站作者450余万名；与600余家版权机构合作，签约知名作家、畅销书作者2,000余位。
- **海外推出了ReelShort短剧App。**收入端来看，根据点点数据，ReelShort 巅峰时期的全球双端日流水在 27 万美元左右，7 月内购收入累计 540 万美金。从成本侧来说，Reelshort 目前在 TikTok 上的买量成本也相对低廉。一是因为入局时间早，竞争相对没有那么激烈；其次，短剧的形态本身也比较适应 TikTok 用户的内容消费习惯，体现在广告效果上，Reelshort 的广告的平均点击率无论是在阅读/工具或者其它类目中均处于 Top 的水平。

ReelShort 下载量（万次/周）



资料来源：Sensor Tower，德邦研究所

ReelShort各地区下载量（千次/月）



资料来源：Sensor Tower，德邦研究所



掌阅科技：网文IP有望持续提供内容来源

- **掌阅科技：对短视频创作品牌等闲内容引擎进行了投资**，公司与等闲合作的短剧目前已上线的有《小妻吻上瘾》（快手星芒计划）等产品。并且字节跳动投资掌阅科技成为其第三大股东，形成了“IP方+制作方+短视频平台”的产业链。
- 等闲入局微短剧的路径，是以信息流广告出身，涉足小说广告，并进入微短剧市场。在小说广告领域，等闲为番茄、七猫、小说阅读吧等多家在线阅读产品制作广告，在此过程中积累IP影视化拍摄经验。伴随拍摄手法的成熟与小说广告同质化瓶颈的到来，等闲主动布局微短剧领域，在行业早期创造出播放量破5亿的剧情号《奇妙博物馆》与《人生回答机》。

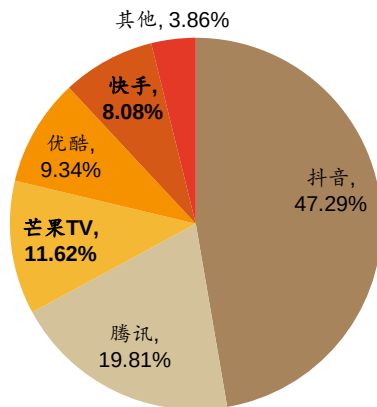


资料来源：快手短剧公众号，德邦研究所

快手&芒果超媒：短剧有望成为平台新增量

- **快手**：作为短剧行业领军者，于2019年率先布局该赛道，开创了短剧行业的诸多先河，例如首个分账政策“快手星芒计划”、首个行业盛会“金剧奖”、首个具体的厂牌“快手星芒短剧”以及首个商业化短剧的售卖。截至2022年末，星芒短剧总播放量达500亿+，年播放量破亿短剧超100部；截至23Q1，快手星芒短剧共帮助300位+达人完成剧梦想，产生600亿+播放量。
- **芒果超媒**：2019年底，芒果TV正式发布“大芒计划”，入局微短剧市场。2021年，全面推出微短剧分账激励策略，上线80余部版权微短剧，30余部定制微短剧。2022年，大芒计划工作室与番茄小说、最小光圈影业、青蛙兄弟影业等达成战略合作。2023年Q3芒果TV播出21部微短剧，占市场份额的11.62%；景气指数4.5，其中《风月变》景气指数1.15，位列榜首。

图：23Q3平台微端剧景气度份额



资料来源：德塔文公众号，德邦研究所

图：快手星芒计划（2022-07）

合作类型	粉丝要求	定级	核心权益
达人定制	无粉丝量门槛	S+	千次有效vv/20元
	500万+	S	单月最高可获得20万现金激励 6500万曝光流量扶持
达人联创	100万-500万	S	千次有效vv/20元
			单月最高可获得10万现金激励 6500万流量扶持
		A	千次有效vv/15元
			单月最高可获得10万现金激励 5000万流量扶持
激励成长	无粉丝量门槛	P	6500万流量扶持 千次有效vv/5元

资料来源：快手短剧公众号，德邦研究所

图：大芒短剧分账（2022-01）

分账公式

合作方最终收益=核心用户分账+奖励+自招商分成

- 核心用户分账=核心用户（会员）观看时长（h）*评级单价
- 奖励=用户主动购买会员收入*60%
- 自招商分成=（合作方自招商收入-渠道成本）*（最高90%

具体比例以实际洽谈为准)

级别	单价(元)	类型	单集时长	版权	分账周期	授权期			
S+	2.5 (非独家版权)	横屏	8-15分钟	独家	项目更新期+90天	三年			
S	2.5	不限	2-15分钟						
A	2								
B	1								
C	0.5			非独家					

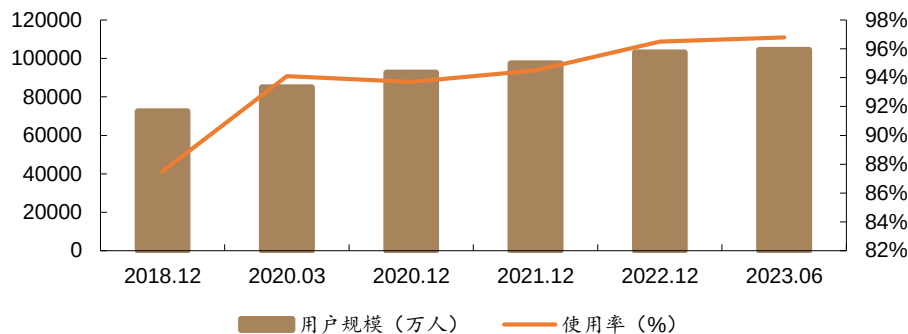
资料来源：大芒计划公众号，德邦研究所

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

长视频：用户规模稳健增长，竞争格局相对稳定

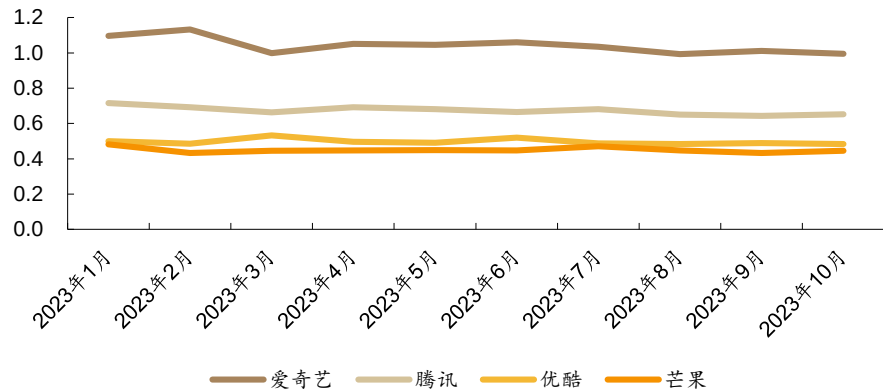
图：国内网络视频用户规模及增速

- **网络视频市场用户规模维持稳健增长。**根据CNNIC数据，截至2023年6月，网络视频用户规模为10.44亿人，较2022年12月增长1380万人，占网民整体的96.8%。
- **四大长视频平台流量格局相对稳定：**在月活跃用户方面，爱奇艺月活用户表现强势，2023年稳居第一；优酷与芒果接近，优酷表现略优于芒果。
- **国内视频平台会费较低，连续包月（可随时取消）只需12-15元/月。**



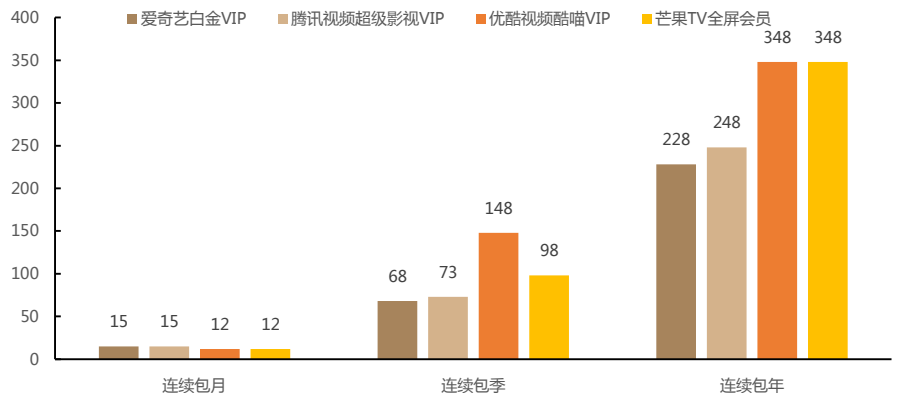
资料来源：中国互联网络信息中心，德邦证券研究所

图：视频平台月活跃用户（亿人）



资料来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

图：平台付费会员价格

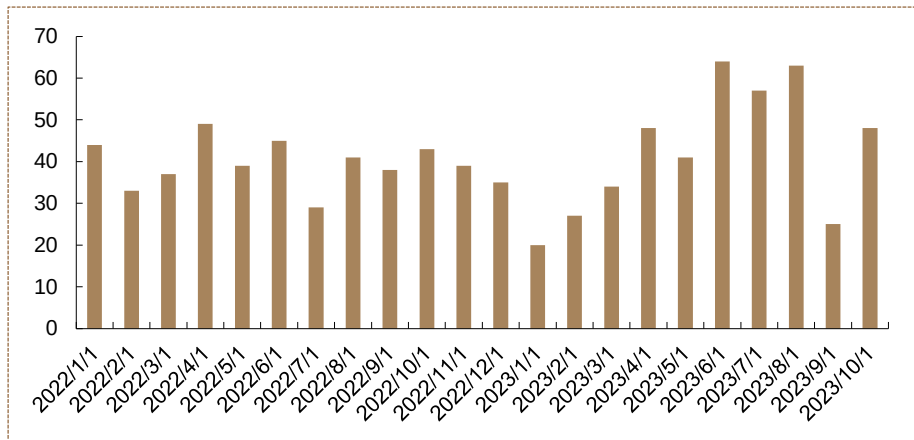


资料来源：易观千帆，德邦证券研究所

电视剧：现实题材持续升温，独播剧为平台重点策略

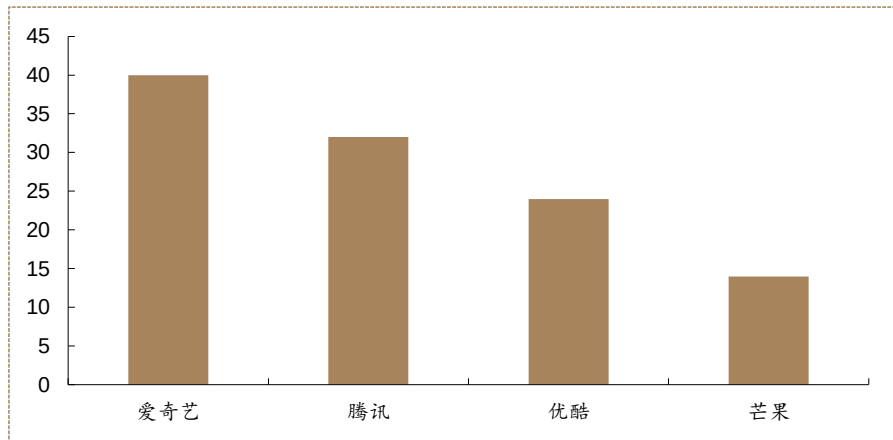
- 2023H1现实题材剧依然是主流，并进一步向头部集中，爱奇艺数量占优。2023H1现实题材在播映指数TOP10中占比明显提高；爱奇艺在现实题材赛道成效显著，上线数量领先其他平台。
- **控本和紧抓优质独播剧仍是平台重点剧集策略。**2023年H1各平台共上线国产剧136部，同比下降4.9%，从播出方式来看，独播剧数量占比83%，同比提升10%。
- 从2023H1各平台上线剧集总量看，爱奇艺产能持续领先，共上线剧集63部，覆盖近五成，同时独播剧数量和口碑双领先。上线独播剧40部，好评度均值排名首位。

图：2022年-2023年10月全国电视剧拍摄制作备案数量（部）



资料来源：iFind，德邦证券研究所

图：2023H1各平台独播剧数量

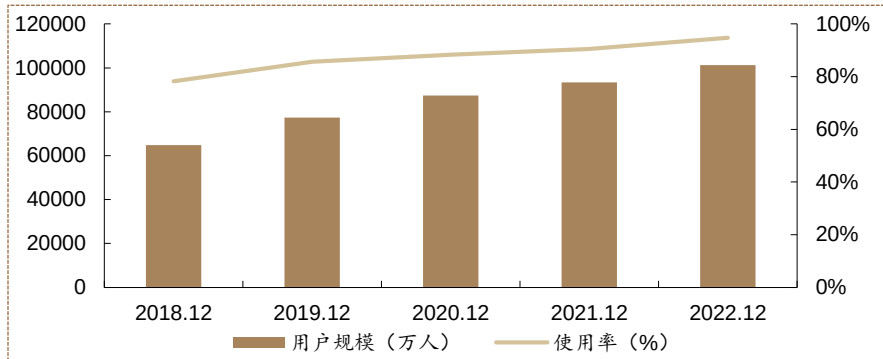


资料来源：艺恩数据，德邦证券研究所

短剧：市场供给蓬勃发展，题材类型丰富

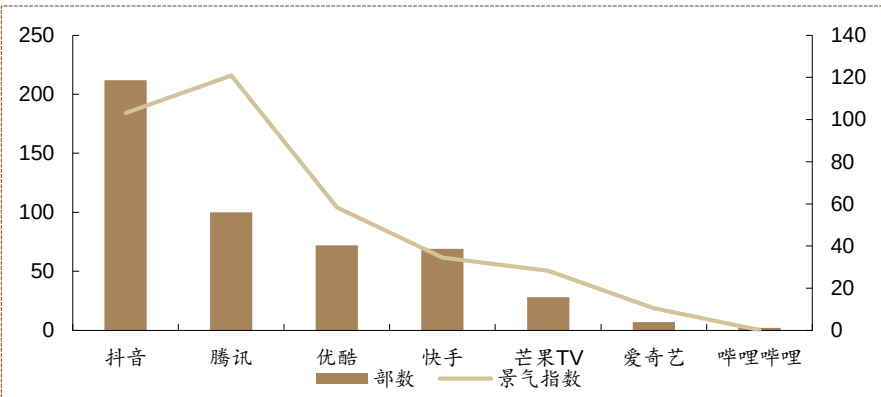
- **市场供给蓬勃发展，微短剧市场呈扩张态势。**2023年上半年共上新微短剧481部，较2022年全年上新的454部大幅增长；主流长视频平台剧集供给稳定，四大主流长视频平台共占42%的市场供给份额；短视频平台数量优势明显，快手及抖音共计占据58%的市场供给数量。
- **题材类型丰富度提升。**都市类型市场表现稳居首位，悬疑和年代剧呈现量少质优的状态。

图：2018年12月-2022年12月短视频用户规模及使用率



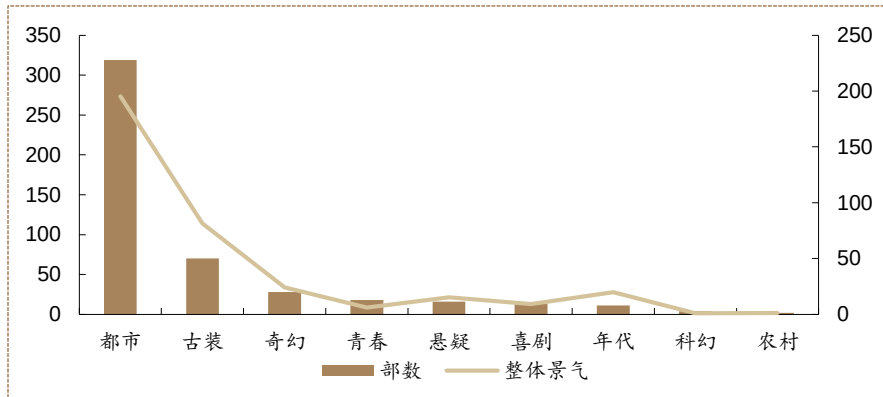
数据来源：中国互联网络信息中心，德邦证券研究所

图：2023年上半年各大平台微短剧上线部数及整体景气指数



资料来源：德塔文数据，德邦证券研究所

图：2023年上半年微短剧上线类型部数及整体景气指数



资料来源：德塔文数据，德邦证券研究所

剧综联动：提高影响力和用户粘性

- **剧综联动的开发逻辑，是将大热的剧集IP和综艺IP互相转化。**二者之间的联动衍生，能将用户时间和注意力留在平台上，在留住粉丝的同时，扩大圈层抓住新的观众，从而实现IP内容的最大化传播和能量释放。同时，以剧集和综艺两种载体，通过会员付费内容、广告等方式，最大化IP的商业价值。
- **剧集与综艺相互成就，形成“1+1大于2”。**剧综联动不仅可以延续剧集热度，保证剧集的长尾效应，还能照顾到喜爱剧集和综艺两种不同内容形式的观众，相互宣传、相互引流。剧集的衍生综艺甚至可以反哺剧集，将二者影响力发挥到最大。
- **长视频平台正在积极探索剧综联动模式：**爱奇艺世界大会上，爱奇艺宣布探索“剧集X综艺联动”新模式；芒果TV围绕《大宋少年志2》推出《大宋探案局》《团建吧！七斋》，为熟人生活体验类综艺；围绕《封神第一部》，推出《封神训练营》，对电影幕后素材进行重新剪辑。我们认为长视频剧综龙头有望充分受益，剧集龙头孵化优质IP，综艺制作龙头深化IP开发。

图：部分剧综联动梳理

联动类型	主IP作品	题材类型	播出平台	播出时间	联动IP作品	题材类型	播出平台	播出时间
剧集衍生综艺	《陈情令》	古装/权谋/仙侠	腾讯视频	2019年	《少年听学中》	真人秀	腾讯视频	2019年
	《热血少年》	近代/青春/热血	爱奇艺	2019年	《救命啊！我要上班了》	真人秀	爱奇艺	2019年
	《鬓边不是海棠红》	民国/传奇/情感	爱奇艺	2020年	《瑜你台上见》	京剧脱口秀	爱奇艺	2020年
	《冰糖炖雪梨》	青春/爱情/竞技	优酷	2020年	《冰糖炖雪梨·爱豆天团》	真人秀	优酷	2020年
	《开画！少女漫》	剧情/爱情	爱奇艺	2020年	《快乐的大人》	真人秀	芒果TV/湖南卫视	2023年
	《少年歌行》	武侠	优酷	2020年	《少年特别企划》	真人秀	优酷	2023年
	《东北插班生》	青春/热血/校园	爱奇艺	2020年	《老铁我们来了》	真人秀	辽宁卫视/芒果TV	2023年
	《大宋少年志2》	青春/热血/悬疑	芒果TV/湖南卫视	2023年	《团建吧！七斋》《大宋探案局》	真人秀	芒果TV	2023年
	《七时吉祥》	古装/奇幻/爱情	爱奇艺	2023年	《100万个约定》之《七时吉祥》	真人秀	爱奇艺	2023年
综艺衍生剧集	《明星大侦探》	明星推理真人秀	芒果TV	2016年起	《片场谜案》《目标人物》	悬疑微短剧	芒果TV	2018年起
	《开始推理吧》	沉浸式剧情推理综艺	腾讯视频	2022年	《长生怪谈簿》	古装/悬疑微短剧	腾讯视频	2023年
	《开播！情景喜剧》	情景喜剧IP孵化真人秀	东方卫视	2022年	《家有姐妹》	当代都市电视剧	东方卫视	2022年

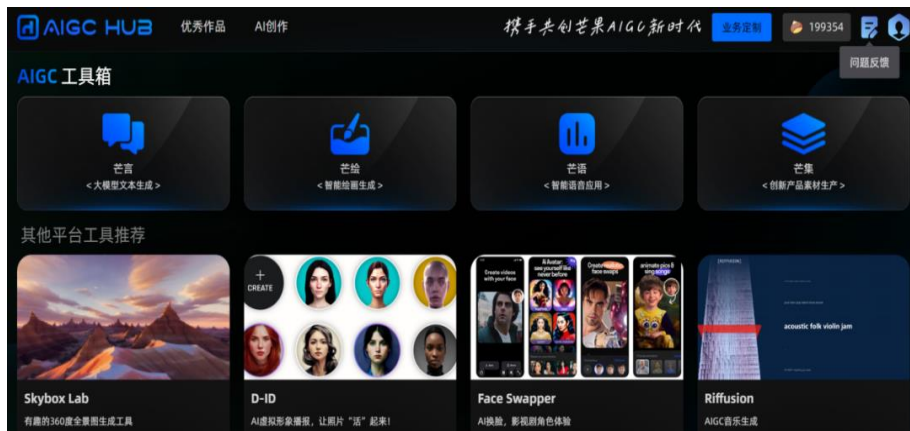
芒果超媒：用户粘性提升，AI赋能影视产业链

- **内容储备丰富，为商业化基石**：综艺维持领头羊地位，综N代储备丰富，24年每个季度平均有2-3部头部综N代计划上映；剧集方面，有超过80部重点电视剧排布，题材涵盖古装、女性、都市、现实等题材，其中27部计划于明年上映，15部暂定25年。短剧方面表现出色。2023年Q3芒果TV播出21部微短剧，占市场份额的11.62%；景气指数4.5，其中《风月变》景气指数第一。
- **会员业务**依托优质内容维持用户粘性，未来有望通过适当提价提升ARPPU；**广告业务**随着经济的好转，招商有望迎来拐点。
- **收购金鹰卡通**，10月起纳入公司合并报表范围，全面深化少儿头部内容战略。
- **AI、VR等技术赋能影视产业链，AIGC HUB平台上线**。23年6月芒果TV智能算法部正式发布AIGC HUB平台，集成了领域模型、AI绘画、语音生成等文本、图像、语音模态的AIGC能力。

图：2024年芒果TV重点综艺排播计划

图：AIGC HUB平台

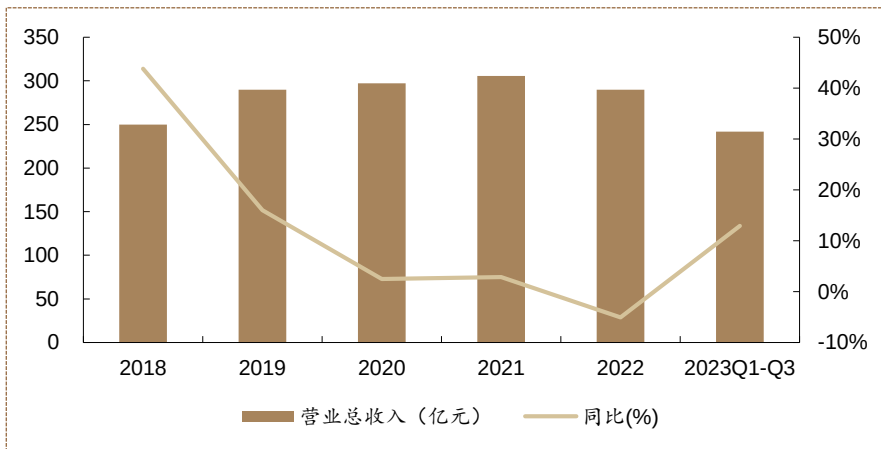
周期	节目名称	定位	主创团队
Q1	《大侦探9》	中国首档普法教育推理综艺	晏吉工作室
	《声生不息·中华季》	音乐文化传承节目	洪啸工作室
Q2	《乘风2024》	逆龄女性励志综艺	吴梦知+任洋团队等
	《歌手2024》	音乐竞技类真人秀	洪啸工作室
Q3	《披荆斩棘4》	全景音乐竞演真人秀	吴梦知+果果团队等
	《密室大逃脱6》	全网首档大型益智类实景解密综艺	晏吉工作室
Q4	《再见爱人4》	首档婚姻纪实观察真人秀	刘乐团队
	《女子推理社2》	首档全女性剧式沉浸推理节目	甘亿团队



爱奇艺：成本控制有效，会员有效提价，广告增长强劲

- **营收逐步恢复，ARM带来新的增长点。**23年Q3，公司营业收入为80亿元人民币，同比增长7%；其中会员服务营收为50亿元，同比增长19%；ARM达到15.54元，创历史新高，会员提价逻辑已得到验证。会员年卡订阅意愿进一步增强，平台运营效率进一步提升，会员忠诚度建设效果显现。
- **优质原创内容吸引了更强的广告需求，推动品牌广告服务收入增长。**23年Q3，网络广告服务收入为人民币17亿元，同比增长34%，主要受效果广告和品牌广告业务的共同增长所推动。
- **AI赋能产业链，首创“剧情搜索”功能。**10月23日，爱奇艺升级AI搜索，业内首创“剧情搜索”功能，通过AI视频理解能力实现“搜索即看”的全新体验。

图：爱奇艺2018年-2023年Q1-Q3营业收入及增长率（亿元/%）



资料来源：公司财报，Wind，德邦证券研究所

图：爱奇艺实验室功能

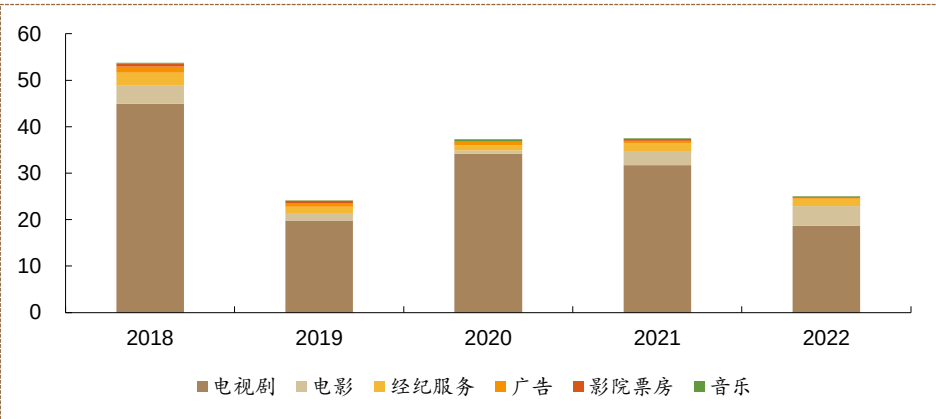


资料来源：爱奇艺官网，德邦证券研究所

华策影视：影视剧业务持续发展，布局AIGC

- **影视剧业务持续发展**：1) 23年H1，公司电视剧业务预售创新高，研发储备30余部思想性、艺术性、商业性俱佳作品；2) 公司坚持制作和发行双轮驱动，电影业务开启片单制运营，规划每年开机1部主控S级作品并参投重要档期项目；
- **IP全产业链布局**：围绕IP开发效率的提高和IP价值的深化，通过全产业链布局，公司已经初步形成了“集聚、支撑、整合、消化”多产业协同发展的平台化能力，正从内容生产平台向科技驱动下的全业态传媒集团蜕变；
- **设立AIGC应用研究院，规划、引领全公司科技发展战略**：23年H1，公司成立了AIGC应用研究院，内设4个部门，包含人工智能专家、AI人机共创复合型人才、影视数据专家等20余位优秀专职人才，采购了包括英伟达A100服务器在内的专用设备，并设立了专项研发和投资资金。
- 公司从2023年6月开始切入短剧市场，截至11月完成了5个短剧项目拍摄。11月7日，《落魄老公总裁身份曝光了》顺利上线。

图：华策影视2018年-2022年主营业务收入（亿元）



资料来源：公司财报，Wind，德邦证券研究所

图：华策影视2023年下半年计划开机电视剧

剧名	题材	集数（拟）
《七夜雪》	古代传奇	32
《一厘米的阳光》	当代都市	32
《我就喜欢他那样》	当代都市	32
《国色芳华》	古装传奇	40
《势在必行》	当代刑侦	30
《前途无量》	职场励志	30
《都是好时光》	当代都市	40
《吴越归宗之太平年》	古装正剧	40

资料来源：公司2023年半年报，德邦证券研究所

百纳千成：打造IP形象矩阵，布局真人互动电影

- **主要业务：1）多格式影视业务**：公司以精品剧、系列剧为创作核心；近年来持续引进优秀的电影制片人和创作团队，提升公司电影业务的核心竞争力；
- **2）创新业务**：公司多层次影视表达格式将为IP赋能，不断通过线上及线下多路径运营 IP，在实现 IP衍生商业价值的同时反哺内容；公司以《雄狮少年》中的人物“咸鱼强”为原型打造的同名虚拟主播在快手上取得了不错的播映成绩，2023年H1粉丝数量近50万，直播总观看数超过2.3亿次，总点赞数突破1千万，同时最高在线观看人数380万，累计互动次数超过1千万次，短视频累计播放次数破1亿。在当前AI技术全面发展的大背景下，公司也将不断尝试现有IP与AI技术的结合，为公司的虚拟形象 赋能，构建“趣味性”、“互动性”、“陪伴性” 更好的 IP 形象矩阵。
- **布局真人互动影游**：公司与大鱼快游、bilibili游戏联合出品的全视频真人互动影游《隐藏真探》正在推进中，预计将于年内正式上线。

图：百纳千成部分片单

作品名称	开拍时间	预计发行或者上映档期	合作方及合作方式	拍摄或者制作进度
敦煌英雄	已开机	2023/12/22	主控	后期制作
一闪一闪亮晶晶	已开机	2023/12/30	主控	后期制作
没有一颗火锅解决不了的事	已开机	2024年五一档	主控	后期制作
远大前程	已开机	2023年或2024年	主控	后期制作
不躺平俱乐部	已开机	2023年或2024年	主控	后期制作
蜂鸟行动	已开机	2023年或2024年	主控	后期制作
老江湖	已开机	2024年	主控	后期制作

作品名称	开拍时间	预计发行或者上映档期	合作方及合作方式	拍摄或者制作进度
女巨人也要谈恋爱	已开机	2024年	主控	后期制作
穿过月亮的旅行	已开机	2023年或2024年	主控	后期制作
沙州少年英雄诀	已开机	2023年或2024年	主控	后期制作
雄狮少年2	已开始制作	2024年	主控	制作中
沙海之门	已开机	2024年	主控	拍摄中
云边有个小卖部	已开机	2024年	参投	拍摄中

图：《隐藏真探》游戏照



相关公司盈利预测

代码	公司	市值（亿元）	EPS-23E	EPS-24E	EPS-25E	PE-23E	PE-24E	PE-25E
300413.SZ	芒果超媒*	471	1.15	1.4	1.59	21.91	18.00	15.85
300133.SZ	华策影视	112	0.26	0.32	0.38	22.27	18.32	15.65
300291.SZ	百纳千成	61	0.08	0.41	0.54	83.64	15.67	12.00

资料来源：Wind，德邦研究所

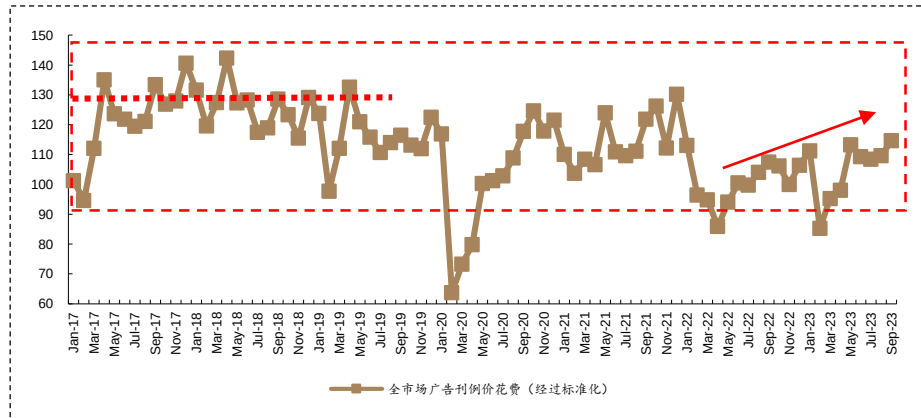
注：标*为已覆盖公司，采用德邦预测，其余均采用Wind一致预期，截至2023年12月29日收盘。

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

广告市场：跟随宏观经济和线下活动恢复而稳步复苏

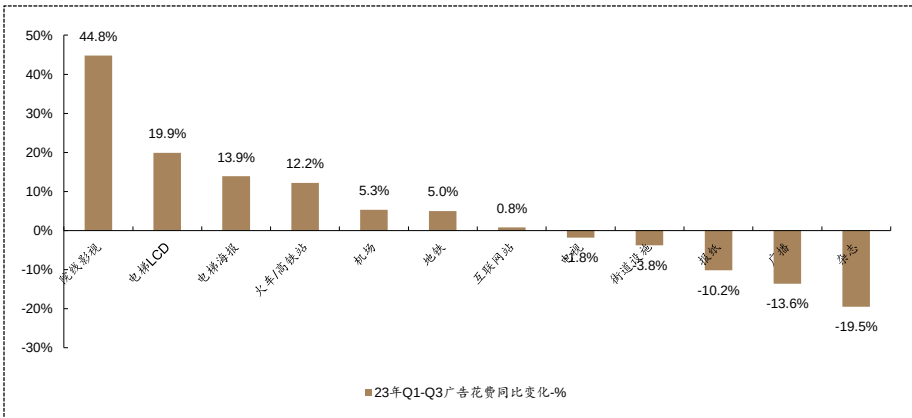
- **全市场广告消耗量稳步恢复，当前已经达到19年、21年运行区间的下沿。**根据CTR，23年Q1-Q3国内广告市场总刊例花费同比增长5.5%，较去年10.7%的下滑转正，基本与Q1-Q3 GDP增长5.2%相匹配，但尚未恢复到21年同期的水平。高频数据显示，全市场广告刊例消耗自22年3月开始，就进入了稳步、但斜率较低的修复期，当前的月度消耗已经恢复到了19年、21年的运行区间下沿。
- **分媒体平台来看，**疫情期间形成低基数的院线影视媒体Q1-Q3广告消耗同比增速最快；其次为电梯电视、电梯海报、火车高铁站、机场和地铁等与出行强相关场景的媒体平台，均相继录得了同比正增长，增速区间在5%-20%不等；而传统的媒体平台，杂志、广播、报纸等，仍处于收缩的过程之中。**总的来说，我们认为上述的场景基本体现了今年宏观环境的变化：**
1) 走出新冠疫情，线下行为恢复正常；2) 经济稳步复苏，广告主投放意愿并无V型反弹，主要将广告预算投放在显著有变化的平台形式。展望24年，我们认为主要的驱动力仍然是宏观经济环境的进一步复苏。

图：17年1月-23年9月国内广告市场刊例消耗（经过标准化）



资料来源：CTR，德邦证券研究所

图：23年Q1-Q3分媒体平台形式的广告消耗同比变化

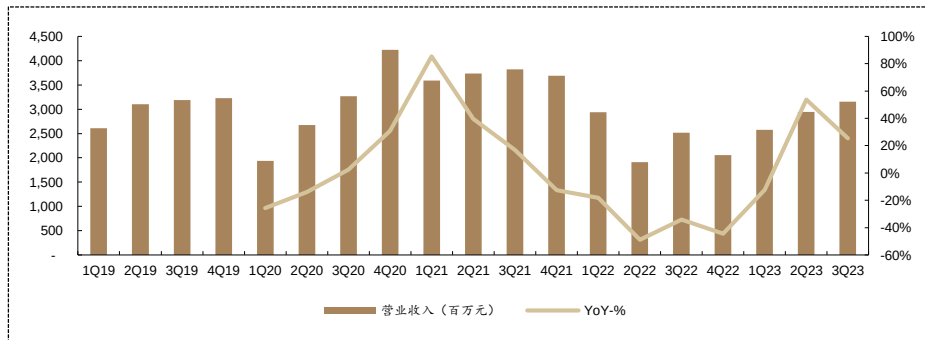


资料来源：CTR，德邦证券研究所

分众传媒：细分赛道较大盘恢复更好，关注垂类大模型赋能

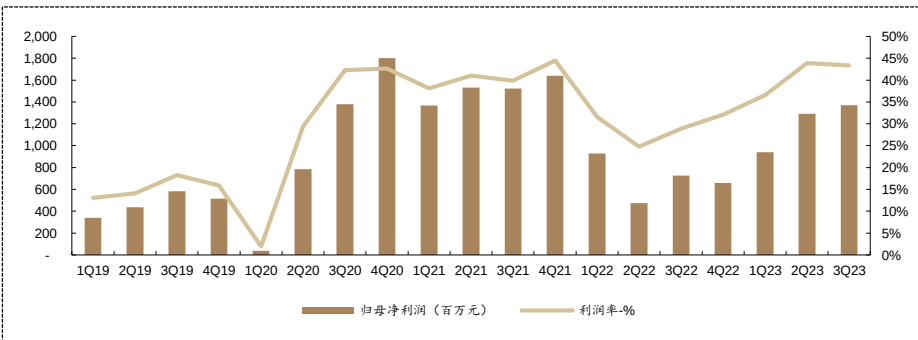
- **所处细分赛道较大盘复苏显著更好，静待宏观经济进一步复苏。**如前文所分析的，院线影视/电梯LCD/电梯海报几个细分赛道展现出了较大盘更强的复苏趋势。我们认为随着宏观经济逐步复苏后，广告主投放意愿提升，公司主营业务有望持续复苏；另一方面，在更长的视角上，我们持续的看好公司所占据的核心点位带来的竞争壁垒、点位梳理所带来的经营效率提升、逐步恢复正常的提价和点位拓展带来的成长性。
- **经营杠杆有望进一步释放，营销垂类大模型有望提升媒介价值。**三季度公司实现收入31.6亿元，环比增长7%；实现成本10.0亿元，环比持平；进而实现毛利润21.6亿元，环比增长11%，毛利率环比增长2.5pct至68.2%，基本盘随收入扩张经营杠杆释放。另一方面，公司基于历史广告数据的营销垂类大模型已经部署完成，并在进行调优和迭代，后续有望提升广告创意生成、策略制定，并增强数据分析、优化投放，进一步提升广告的品牌宣传效果，提升分众的媒介价值。
- **盈利预测：**预计公司23-25年实现收入122/149/175亿元，同比增长29%/23%/17%；实现归母净利润48.9/62.0/76.3亿元，同比增长75%/27%/23%。

图：19Q1-23Q3营业收入及增速



资料来源：分众传媒公司公告、Wind，德邦证券研究所

图：19Q1-23Q3归母净利润及利润率

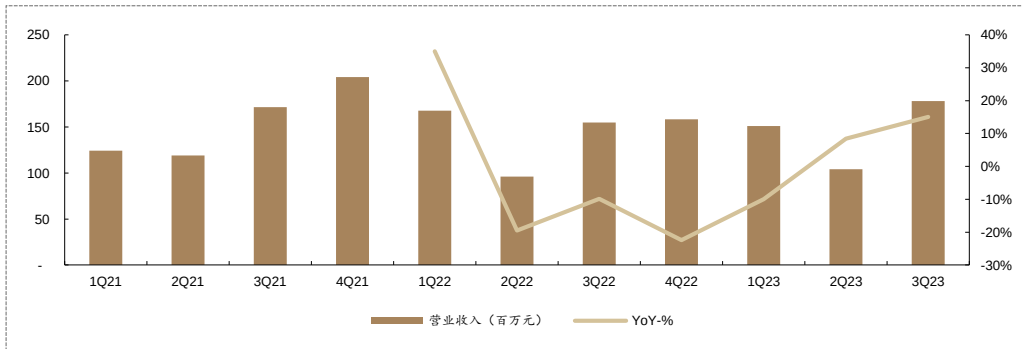


资料来源：分众传媒公司公告、Wind，德邦证券研究所

兆讯传媒：高铁点位持续优化，商圈媒体开启第二曲线

- **高铁场景媒体资源持续优化。**公司已与国内 18 家铁路局集团中除乌鲁木齐局集团外的 17 家铁路局集团签署了媒体资源使用协议。已建成覆盖全国30个省级行政区、年触达客流量超过10亿人次的自有高铁数字媒体网络。资源区域覆盖了长三角、珠三角、环渤海、东南沿海等多个经济发达区域，形成了以高铁动车站点为核心，布局全国铁路网的数字媒体网络。截至23H1末，公司签约的铁路客运站574个，开通运营铁路客运站470个（注：高铁站点452个、普通车站点18个），其中96%以上属于高铁站（含动车），运营5418块数字媒体屏幕(数码刷屏机4699块，电视视频机655块，LED大屏64块)，为高铁数字媒体广告行业中媒体资源覆盖最广泛的数字媒体运营商之一。
- **裸眼大屏+AI数字内容制作，积极开拓商圈数字户外媒体“第二曲线”。**公司23H1先后在广州天河路商圈、太原亲贤街商圈、贵阳喷水池商圈、成都春熙路商圈、重庆观音桥商圈打造1400m²、550m²、1536m²、1505m²、1836m²户外裸眼3D大屏，并且迎来了迪奥、蒂芙尼、百事可乐、极星汽车、伊利、中国人保等众多知名品牌投放。同时公司在创意和技术方面精心打磨，携手业界顶尖创意视觉团队，开始深度发力AI等数字内容制作领域，对于AI数字系统的运用特别是数字图像板块正在积极探索与升级的过程中，当前AI系统已经运用到户外裸眼3D的制作环节，包括原画设计、场景构筑、三维工程树文件管理、三维抠像等。

图：21Q1-23Q3收入及增速



资料来源：兆讯传媒公司公告、Wind，德邦证券研究所

图：广州壬丰大厦上刊实景图



资料来源：兆讯传媒公司公告，德邦证券研究所

广告行业标的表

表1：广告营销行业标的表（单位：亿元）

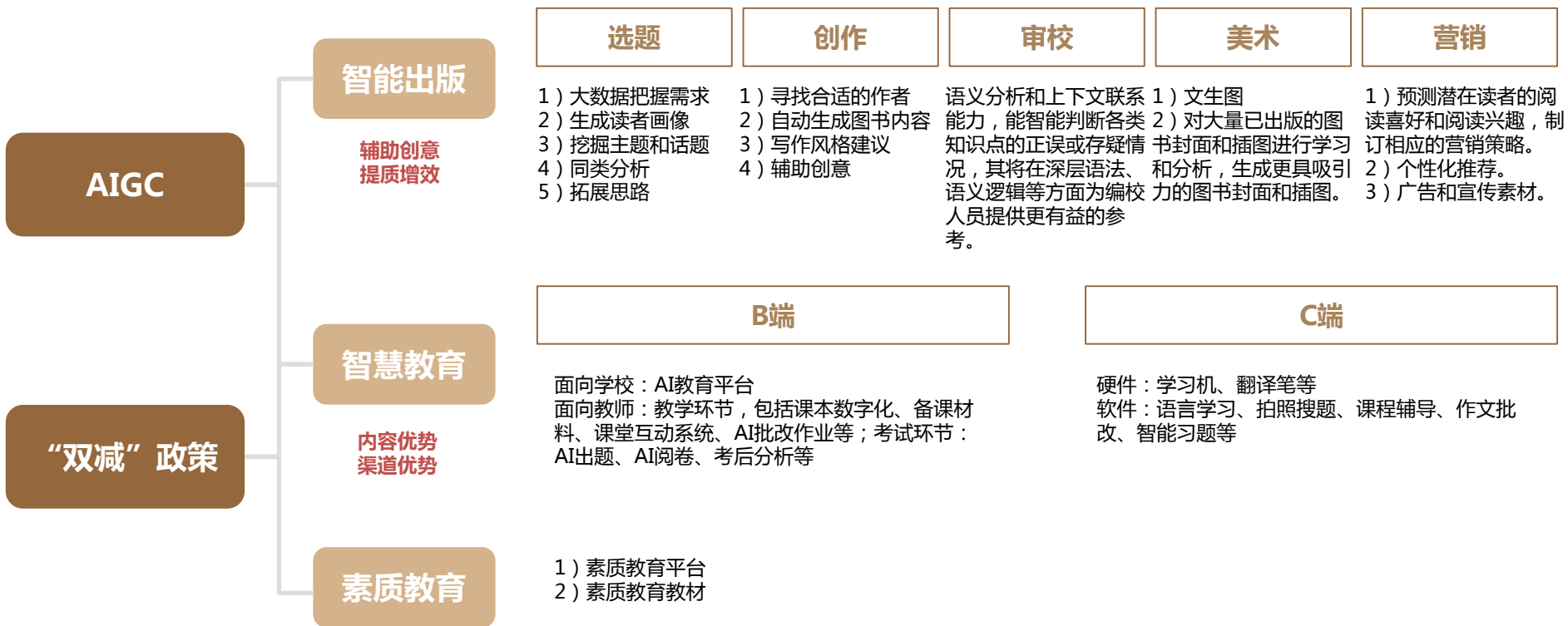
代码	简称	23年归母净利润	24年归母净利润	25年归母净利润	23年PE-x	24年PE-x	25年PE-x
002027.SZ	分众传媒*	48.9	62.0	76.3	17.5	13.8	11.2
300058.SZ	蓝色光标	4.8	6.8	8.5	37.6	26.7	21.3
002131.SZ	利欧股份	5.7	7.7	9.3	26.9	20.1	16.5
000676.SZ	智度股份	2.6	3.5	5.0	40.1	30.1	21.0
600986.SH	浙文互联	2.6	3.1	3.6	34.7	28.1	24.6
002291.SZ	遥望科技	-2.9	2.2	4.5	-33.5	44.2	21.7
000917.SZ	电广传媒	2.3	3.7	5.2	34.2	21.0	15.3
600556.SH	天下秀	1.6	2.7	3.5	69.8	41.2	31.6
300766.SZ	每日互动	0.3	0.6	0.8	178.8	98.5	72.7
002115.SZ	三维通信	1.6	2.0	2.5	35.9	28.3	23.2
301171.SZ	易点天下	2.6	3.2	4.1	36.0	29.6	23.0
300280.SZ	紫天科技	3.2	4.8	6.4	19.8	13.1	9.8
605168.SH	三人行	10.2	13.2	15.6	9.0	7.0	5.9
300061.SZ	旗天科技	0.2	0.4	0.7	281.6	105.6	57.9
300612.SZ	宣亚国际	0.6	0.7	1.0	57.1	43.2	33.6
600826.SH	兰生股份	2.9	3.0	3.4	16.1	15.6	13.8
002878.SZ	元隆雅图	1.1	2.1	3.0	40.7	21.0	14.6
301102.SZ	兆讯传媒	1.9	2.7	3.6	28.6	20.4	15.3

资料来源：Wind，德邦研究所

注：*为德邦已覆盖，采用德邦预期，其余采用Wind一致预期，截止12月22日收盘价。

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

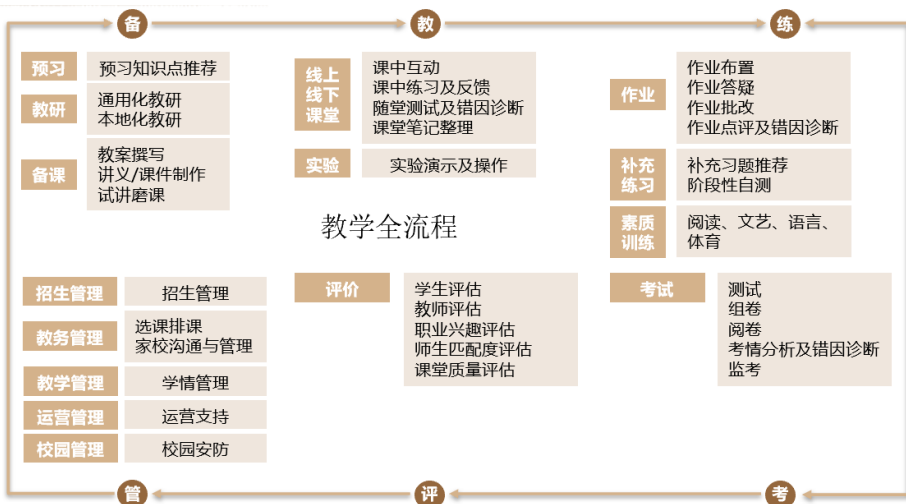
AI与“双减”两条主线，关注出版趋势变革



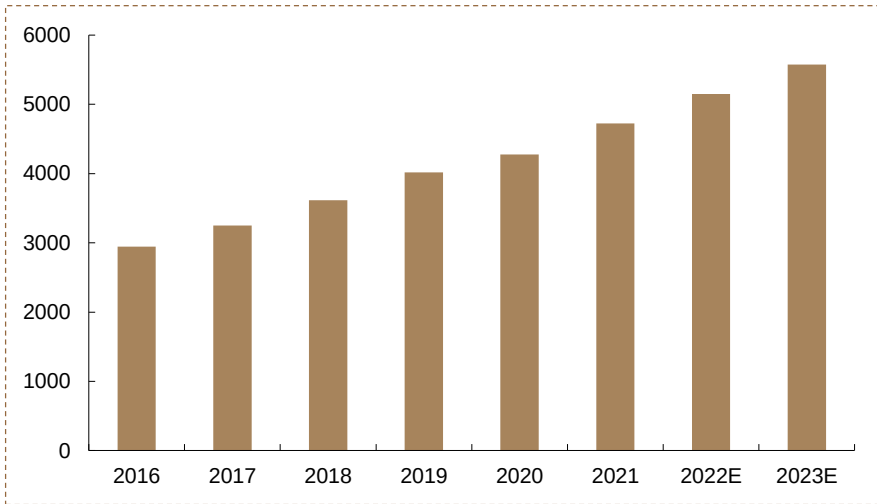
AI赋能教育，加速教育信息化市场发展

- **教育信息化市场快速增长。**信息化能够有效提高学校及教育机构的运营效率和服务质量，从而促进中国教育行业中信息服务系统的建设。中国的教育信息化市场已进入快速增长阶段，根据弗若斯特沙利文，教育信息化市场规模自2016年的2947亿元增至2021年的4724亿元，复合年增长率为9.9%。鉴于教育机构和学生数量众多，教育信息化市场仍具有巨大的发展潜力。展望未来，根据弗若斯特沙利文预测，中国教育信息化市场的总收入预计2021-2025年间将以8.3%的复合年增长率增长，2023年将达到5573亿元。
- **智能教育场景全覆盖。**教学全流程可分为：备课、教学、练习、考试、评价及管理六大场景，其中备课场景为开端，管理场景为末端，教学场景为中心，练习、考试及评价三大场景为支撑。

图：智能教育全流程应用场景



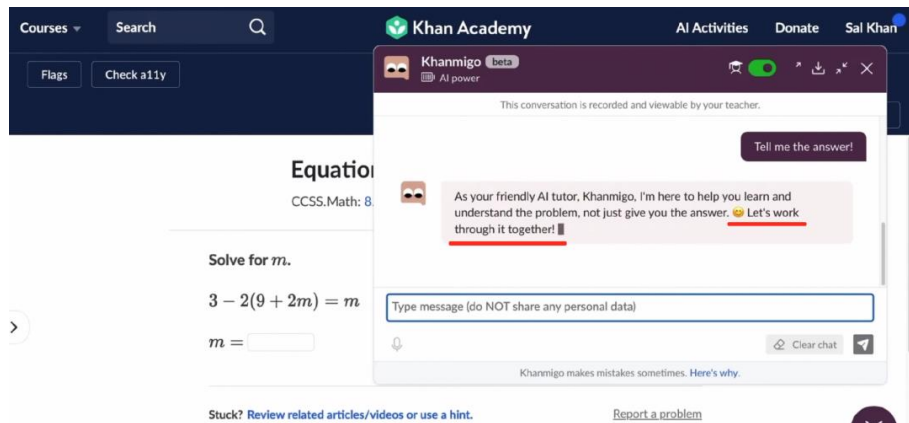
图：2016-2023年中国教育信息化市场规模预测趋势图（亿元）



海外AI+教育软件已逐步实现C端商业化

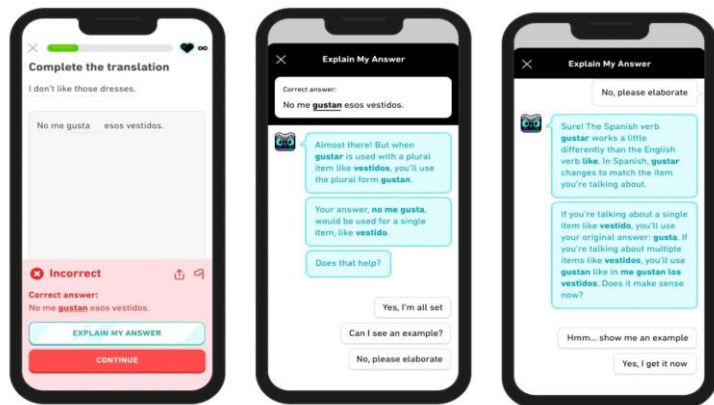
- **AI+教育的C端场景**主要包括教育辅导类App和语言学习类App。
- **教育辅导类App**：通过“类人化”的AI家教对于错题提供有针对性地讲解。以Khanmigo为例，结合GPT-4后可以引导学生思考，让学生能够自主学习，通过对话功能引导学生思考。商业化方面，目前Khanmigo尚在初期阶段。
- **语言学习类App**：以Duolingo为例，自有AI模型“Birdbrain”与GPT形成互补，可模仿优秀语言教师所具备的特性，合力提供高质量学习应用。“Birdbrain”基于多邻国用户的数据来优化教学内容和教学质量；接入GPT4后推出更高阶的版本Duolingo Max加入Explain my Answer、Roleplay两项功能，目标是实现类似于1对1真人教学一样的教学效果。相较于Super会员，Max会员提价超过100%，因此大语言模型对于提升应用的ARPPU值有较大推动作用。

图：Khanmigo在教学数学题时会引导学生思考，而非直接给出答案



资料来源：多知网，德邦证券研究所

图：多邻国会员界面

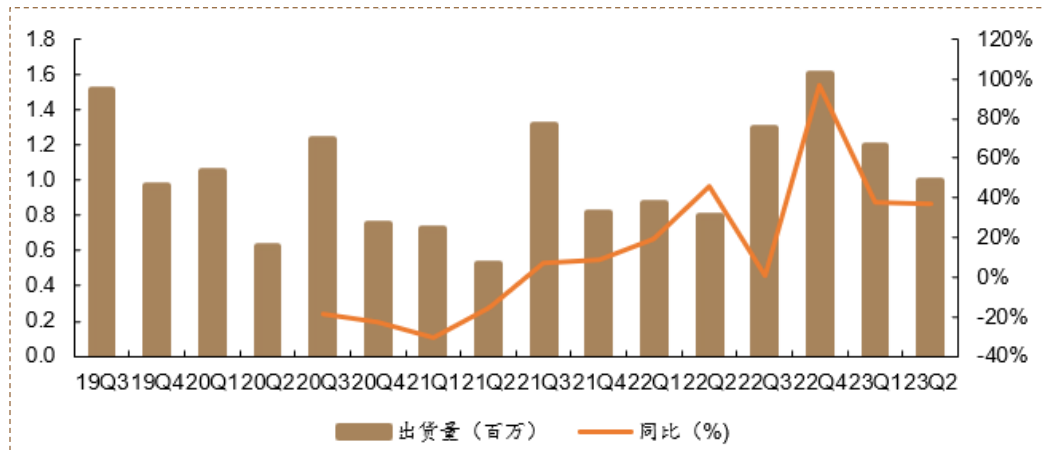


资料来源：IT之家，德邦证券研究所

AI赋能学习机，带来C端硬件新机遇

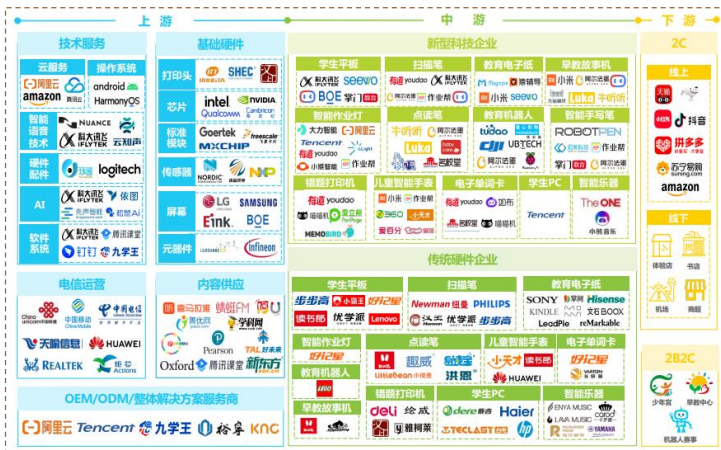
- **AI落地学习机，集成教育产品功能。**随着AI等技术的不断迭代，学生平板呈现出内容聚合、功能完善、因材施教的累加迭代演进路径，有望成为K12阶段的核心产品。2023年上半年学习平板市场出货量219万台，同比增长37%；2023年7月学习平板市场出货量41万台，同比增长49%。
- **产品集成方逐渐从硬件方转移至软件方。**根据多鲸教育研究院，1) 内容方：内容来源大部分来自各出版社和课程辅导机构，数字出版机构有偿对接内容库；2) 软件方：连通内容方和硬件方的桥梁，企业将内容导入至软件平台，扩充其流量入口。3) 硬件方：随着语音技术、OCR图片和手写笔迹识别技术成熟，智能硬件采集能力强化，为线上AI技术提供更多更准确信息支撑，并为软件方进行用户引入。**我们认为，此前学习机的壁垒为硬件，但未来AI能力或成为最核心产品力。**

图：中国学生平板电脑市场出货量



资料来源：IDC中国，德邦证券研究所

图：学习机产业链

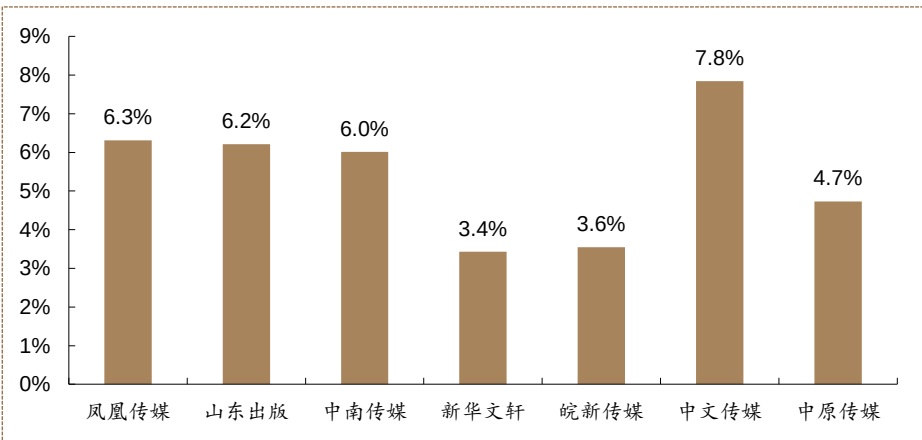


资料来源：艾瑞咨询，德邦证券研究所

高股息率，望借数字化风潮稳步前行

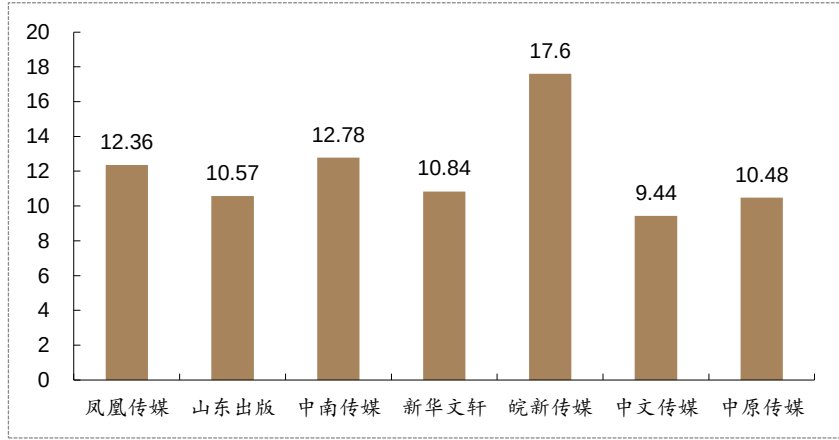
- **基本盘稳固，现金流充足，后续有望参与更多AI项目。** 供给侧龙头国企覆盖长产业链，盈利空间稳定；现金流稳定，流动资金充沛。文化数字化设施由政策到落地，出版业公司现金流稳定且充沛+内容侧资源丰富，有望结合数字内容制作、数字文化产品等多种场景，为出版业赋能。
- **高股息率，未来收益前景优。** 据统计，出版行业主要上市公司PE (TTM) 均值大于10倍，分红率多数在50%附近及以上，多家公司股息率超过5%。公司经营状况良好，行业数字化变革带来的增量仍有很大空间。

图：行业部分上市龙头公司2022年股息率（%）



资料来源：iFind，德邦证券研究所 注：股价采用2022年12月31日收盘价

图：行业部分上市龙头公司当前PE (TTM)

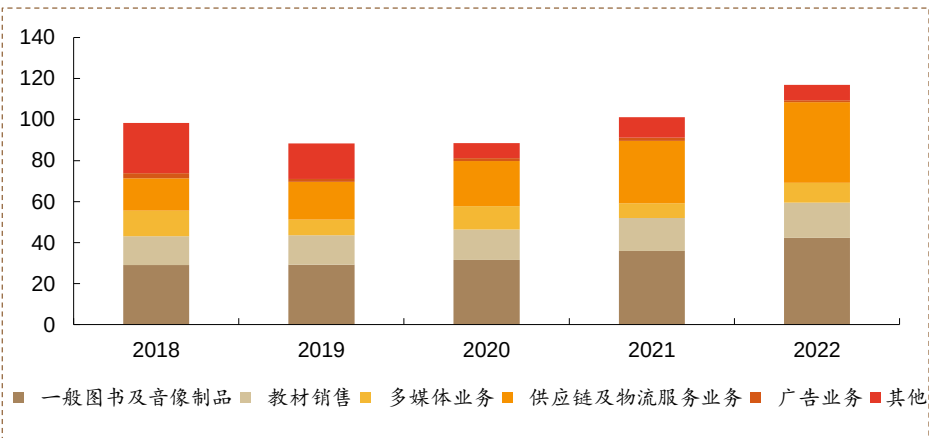


资料来源：iFind，德邦证券研究所 注：采用2023年11月21日数据

皖新传媒：发行资质铸造壁垒，智慧教育探索创新

- **传统业务**：公司一般图书业务，通过线上发力小程序、电商等渠道；线下新增校园门店等方式，实现业绩的快速增长。此外，公司与果麦文化战略合作，基于公司渠道优势与出版公司合作有望进一步延伸产业链。
- **AI+教育方面**：**1) B端软件**：皖新智慧教育先后打造了“皖新K12教育云”、“皖新十分钟学校”、“美丽科学”、“阅+智慧图书馆”四大数字皖新教育品牌。其中，美丽科学教学平台深度契合小学科学课堂，提供3000+科学可视化精品教学资源，覆盖学校超1.63万所，覆盖教师超3万人、学生超2600万人。
- **2) B端硬件**：皖新朱子机器人是一款针对幼儿的全自动上课机器人老师，目前已开发《好玩的数学》、STEAM《好玩的科学》《好玩的阅读》《小小音乐家》《小小美术家》《心理健康》《劳动教育》等课程，在安徽省内200多个幼儿园落地。
- **3) C端硬件**：携手华为共同打造教育普惠学习机，推出了“皖新学习机”，目前已进入试营销阶段，可通过“皖新优阅”平台进行购买。价格方面，华为C5E 10.4英寸教育平板价格为1499元，相较于华为同款平板拥有价格优势。

图：2018年-2022年公司主营业务收入（亿元）



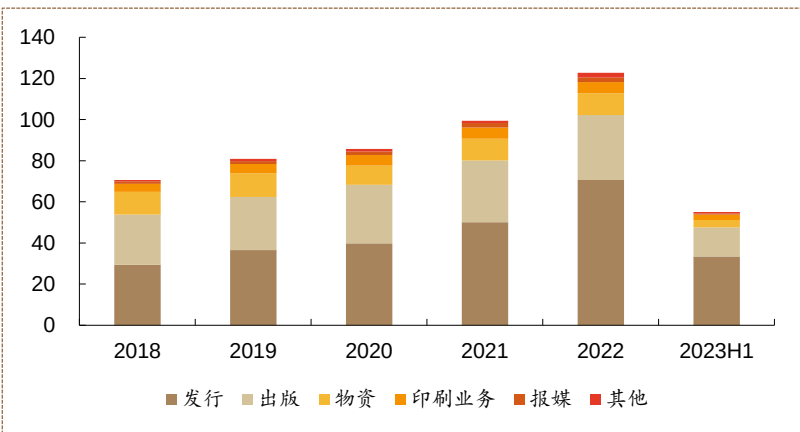
图：皖新K12教育云智慧教育整体解决方案采用“3125”模式



南方传媒：出版优势明显，打造融合出版服务平台

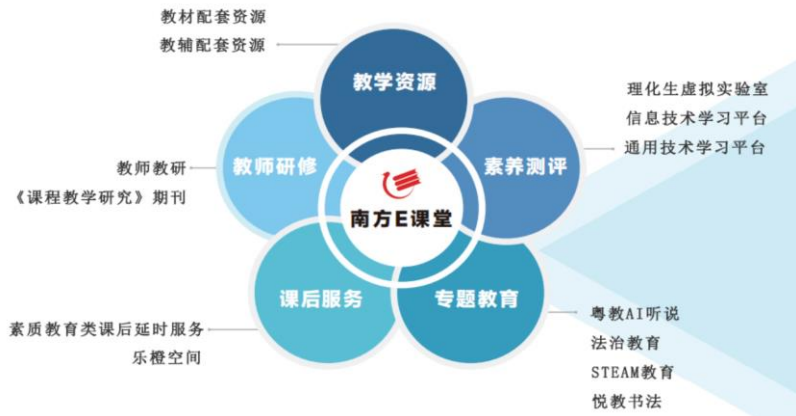
- **发行出版优势明显，多渠道分销。**2022 年全年出版图书 7669 种，其中一般图书 4009 种，音像制品 154 种，电子出版物 283 种。各出版单位坚决贯彻改革发展战略，突出主题主线，落实重点项目，优化选题结构，明确冲奖、冲金、冲市目标，推出了一批双效俱佳的精品力作。公司旗下发行集团拥有遍布广东省的分销网络，截至 2022 年底，发行集团拥有中心门店 137 家，校园书店 103 家，销售网点合计 631 家，连锁经营网络覆盖全省94 个市县城乡。
- **依托教育出版优势，打造融合出版服务平台。**南方E课堂以“互联网+教育”融合出版为理念，为教师用户提供教材配套线上课程和教师研修模块等，以提高教师教学能力，为学生用户提供科学素养类、劳动教育类、职业教育类等非学科类课程及资源，以提高学生的综合素养。
- **建设AI生态，促进教育数字化转型。**1) 公司全资子公司广东教育出版社8月与科大讯飞合作推出粤教讯飞E听说，面向英语听说应用场景；2) 2019年，公司研发了具有自主知识产权的运营支撑平台——“粤教翔云数字教材应用平台”；3) 截至2022年，花城社“花城艺测”平台完成第一批 37 所学校音乐 线上考试。

图：2018年-2023年H1公司主营业务收入（亿元）



资料来源：Wind，南方传媒公告，德邦证券研究所

图：南方E课堂主要功能

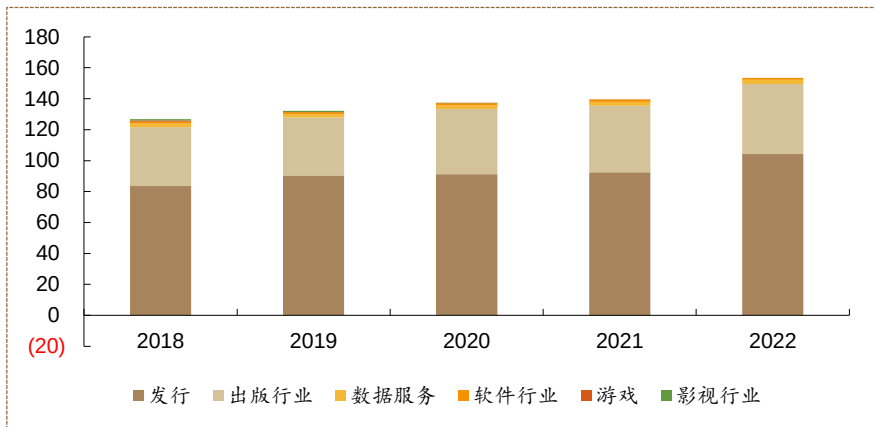


资料来源：南方E课堂官网，德邦证券研究所

凤凰传媒：出版优势明显，打造融合出版服务平台

- **传统业务**：23H1江苏省重点理论读物销售1.07亿元。截至23Q2，凤凰书苑新增用户91万，同比增长14%；凤凰书苑喜马拉雅账号获评第二届全民阅读大会第七届“大众喜爱的阅读新媒体号”；凤凰易学用户数达200万，同比增长10%；
- **AI+教育方面**：1) **学科网**：已发展成为国内权威专业的教育信息化内容提供商，领先优势不断扩大，收入持续快速增长。引入中移资本战略投资，持股占比21.98%，学科网将借助中国移动在教育信息化技术、产品和渠道领域的优势，在数字化内容提供、产品研发、品牌推广与业务运营等领域发力。中国移动将与凤凰传媒协同助力学科网的上市发行。
- **2) 教师端**：创立“凤凰易教”，整合教学资源，包含教学设计、教学课件、教学示范课、微课等多个方面，努力实现数字化教学方式。
- **3) 学生端**：创立“凤凰易学”，公司积极开拓创新，紧跟教育新政策、新形势，持续推进教育融合出版的转型升级与教育服务业态的创新，开展数字化教材教辅服务、课程服务、升学服务、赛事服务、教育信息化服务等在内的多元业务。

图：2018年-2022年公司主营业务收入（亿元）



资料来源：Wind，凤凰传媒公告，德邦证券研究所

图：学科网主要功能

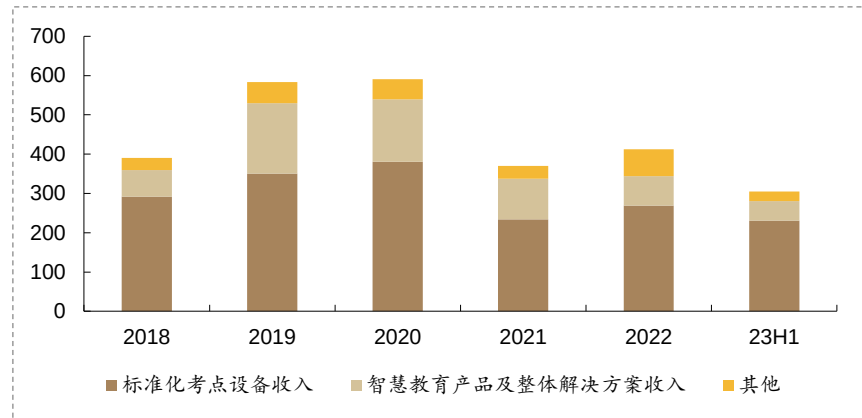


资料来源：学科网官网，德邦证券研究所

佳发教育：智慧教考产品丰富，业务贯穿全行业

- **智慧教考优势明显，入口技术双双领先。**截至2023年6月30日，公司参与 31 个省、自治区、直辖市，200 多个地市的标准化考点的建设，产品覆盖50多万间教室，拥有核心专利 40 余项，计算机软件著作权 200 余项。
- **智能产品多样化，全面铺开业务线。**1) 公司智能安检门产品既能实现手机精准高校检测，还能支持一体化网上巡查、人脸识别绑定安检信息等，在全国 21 个省份落地；2) 公司英语听说综合智能解决方案采用“一套试卷”考试的模式，使得考试时间减少了 84%，考试效率提升约 5.25 倍；制卷时间缩短 80%，制卷效率提升约 4 倍；阅卷时间缩短 67%，阅卷效率提升 2 倍；3) 公司智慧体育产品可提供的体育锻炼项目超过 50 个，体育测试项目超过 20 个，全面覆盖 K12 阶段主流、高频锻炼项目和体质健康监测、体育中考等测试项目。
- **启动“AI+战略”，优化智慧解决方案。**10月21日，公司发布并展示了“灵汨教育大模型”。该模型通过教育领域的专项数据，完成百亿级的 Token 训练数据的二次预训练，千万级Token的指令数据专项场景微调。

图：2018年-2023年H1公司主营业务收入（百万元）



资料来源：iFind，佳发教育公告，德邦证券研究所

图：佳发教育AI解决方案

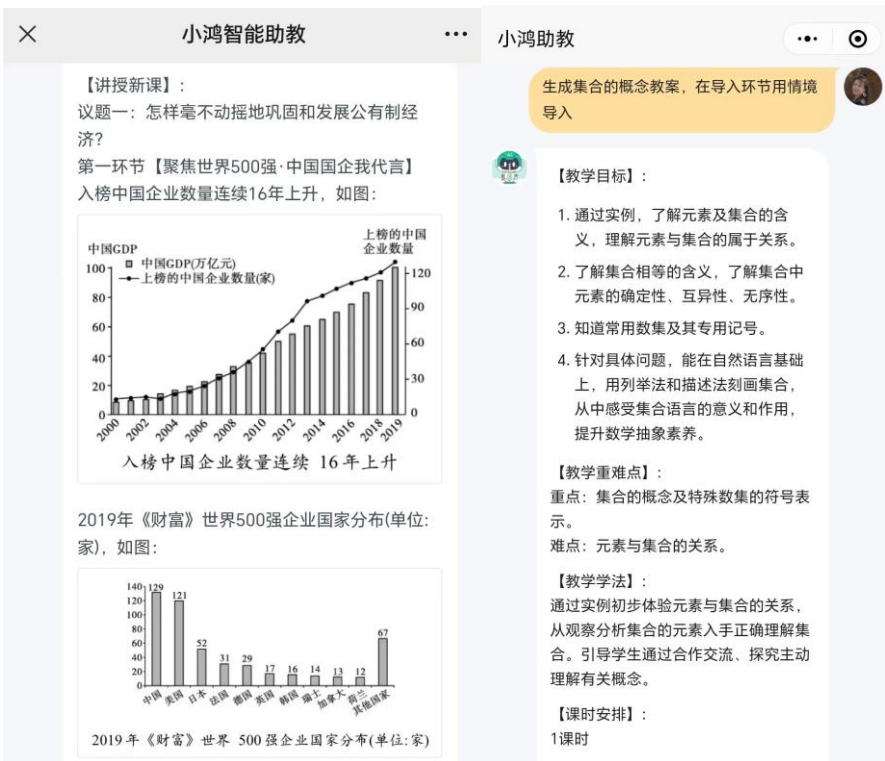


资料来源：佳发教育公众号，德邦证券研究所

世纪天鸿：教辅出版保持优势，AI产品持续研发

- **传统业务**：公司主营教辅图书业务，每年策划出版图书3000余种，涵盖K12阶段考试类、同步类教辅图书、阅读材料、工具图书、地方教材、儿童绘本等。产品覆盖我国30多个省市自治区，并在27个省份列入政策教辅采购目录，累计出版发行图书超10亿册。
- **AI+教育方面**：**1) 教师端**：基于大语言模型，研发推出“小鸿助教”，嵌入公司优质内容资源。“小鸿助教”通过对话的方式，在整理备课素材、教案撰写、启发教学灵感、起草工作文件等方面，提高老师效率。9月小鸿助教3.0版本发布，新增了行业内领先的AI作文批改功能。10月，小鸿助教小程序版发布，并新增文章写作、文本润色、PPT大纲、思维导图、教师评语、中英互译等6大教学场景。
- **2) 学生端**：公司投资的**笔神作文**在AI作文批改领域持续突破，积累4年语料库，以及超过30万篇基于人工反馈的专业微调数据。目前注册学生用户超过1600万，月活用户180万，作文社区每月投稿量超过30万篇，积累了500多万篇的优质的作文语料。

图：小鸿助教智能优化教案设计

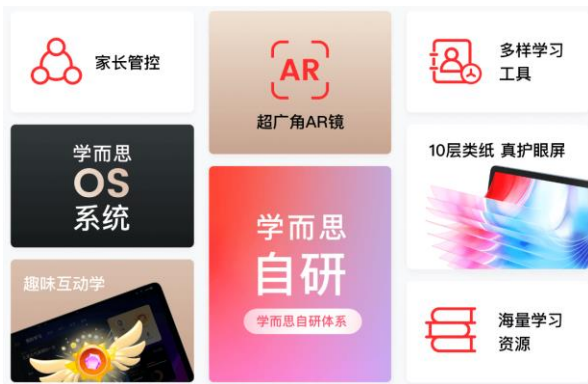


资料来源：小鸿助教公众号，德邦研究所

好未来：AI助力重塑业务结构，大模型落地学习机

- **业务结构重塑**：“双减”政策过后，公司积极转型，目前主要业务包含，以素质类教育为主的学习和学习内容解决方案（印刷书籍、智能书籍、移动应用和人工智能驱动的学习设备）。
- **深耕学习内容解决方案，推出MathGPT大模型**。集团内部孵化教研云，有机结合优质教育资源，打通教师备课、上课、作业等场景；公司自主研发的MathGPT，是面向全球数学爱好者和科研机构的，以解题和讲题算法为核心的大模型。随着MathGPT通过备案，未来将在学习机上陆续落地AI应用，MathGPT已全面开放。
- **实现大模型落地，上线升级学而思学习机**。公司以学习机作为自研大模型的核心落地产品，定位为在家自学场景的智能终端，陆续上线“AI对话学”、“AI讲题助手”、“中英文写作助手”等功能，实现个性化学习。

图：学而思学习机八大特点



资料来源：学而思学习机官网，德邦证券研究所

图：MathGPT对比ChatGPT

		GPT4-0819			MathGPT		
数据集类别	数据集	总数	正确数	正确率	总数	正确数	正确率
中文	TAL-SCQ5K-CN 2K Testing	2000	555	0.28	2000	1342	0.67
	TAL-SCQ5K-CN 3K Training	3000	869	0.29	3000	2176	0.73
	TAL-SCQ5K-CN	5000	1424	0.28	5000	3518	0.70
英文	TAL-SCQ5K-EN 2K Testing	2000	1014	0.51	2000	1181	0.59
	TAL-SCQ5K-EN 3K Testing	3000	1576	0.53	3000	1850	0.62
	TAL-SCQ5K-EN	5000	2590	0.52	5000	3031	0.61

资料来源：MathGPT官网，德邦证券研究所

相关公司盈利预测

代码	公司	市值（亿元）	EPS-23E	EPS-24E	EPS-25E	PE-23E	PE-24E	PE-25E
601801.SH	皖新传媒*	138	0.50	0.61	0.74	13.90	11.39	9.39
601900.SH	南方传媒	116	1.30	1.48	1.78	9.99	8.76	7.28
601928.SH	凤凰传媒	224	0.88	0.98	1.07	10.02	9.01	8.24
300559.SZ	佳发教育	62	0.39	0.54	0.72	39.66	28.45	21.61
300654.SZ	世纪天鸿	41	0.12	0.15	0.17	91.71	74.95	67.50

资料来源：Wind，德邦研究所

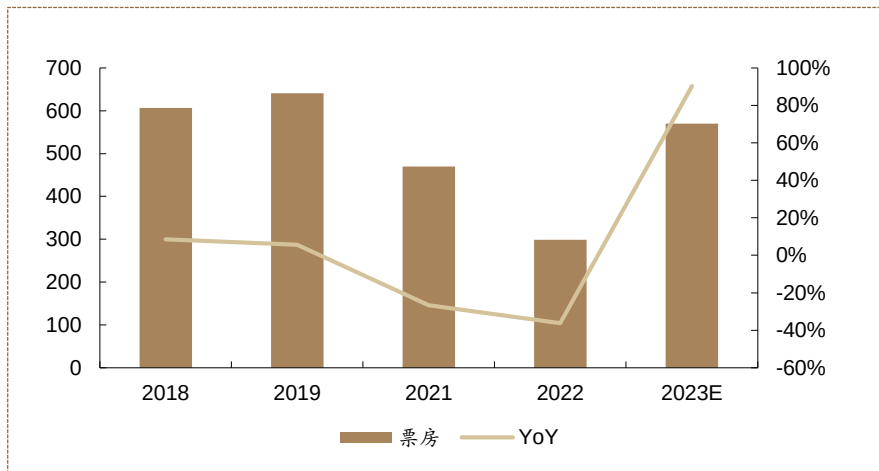
注：标*为已覆盖公司，采用德邦预测，其余均采用Wind一致预期，截至2023年12月29日收盘。

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

疫情后电影行业有望迎来迅速回暖，影院票房回升

- **疫情后中国电影行业迅速回暖，2023年总票房有望达550亿。**截至2023年11月，全国电影总票房已破500亿，拓普数据预测2023年全年最终票房有望冲击570亿。
- **国产片表现强劲，进口片整体走弱。**23年票房前10均为国产片，截至11月国产片票房已接近420亿，达到历史新高，2019年国产片票房为398亿。进口片方面，截至11月尚未突破100亿，而16-19年均为200亿以上体量，进口片表现较弱。
- **强势宣发充分激发观影需求，线上视频宣传与线下亲友讨论已成为观众信息来源的主要渠道。**信息渠道看，短视频APP已成为线上第一大来源。现实主义电影的话题性，充分刺激线下讨论，促进传播。

图：2018年-2023年全国总票房（亿元）



资料来源：拓普数据预测，德邦证券研究所

图：23年暑期档观众观影动机发生变化（亿元）

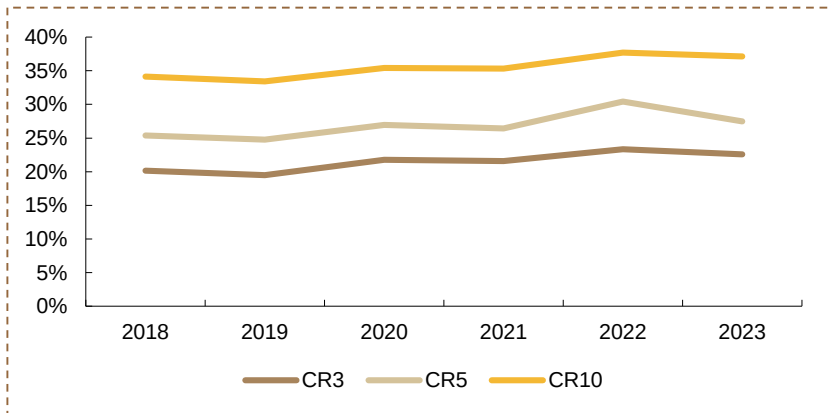


资料来源：拓普数据，德邦证券研究所

院线影院出清，行业集中度提升

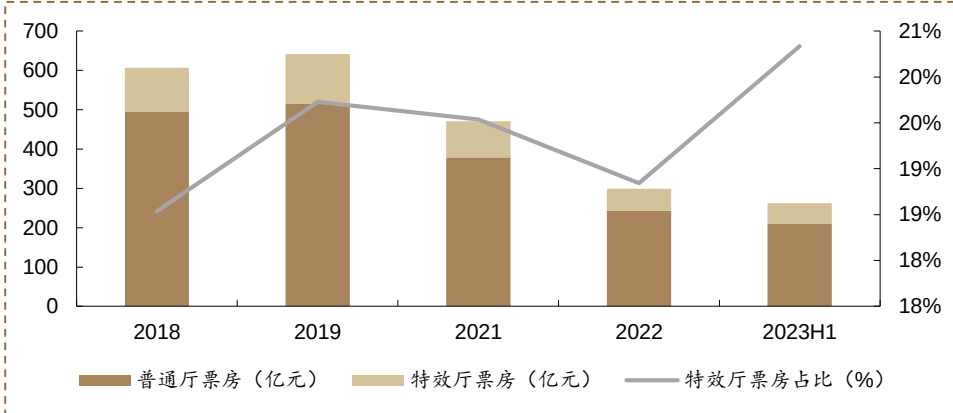
- **行业内部“洗牌”的节奏加快，头部院线公司有更多机会整合做强。**2023年，新建影院和新建银幕数量进一步放缓；截至2023年10月，2023年累计新建影院数量666家，较2019年新建影院数量1435家大幅下降。院线方面，截至23H1全国共有50条城市院线，较去年减少1条，23H1 CR10高达67.72%。行业持续向头部集中。
- **特效厅的占比逐年增加，特效厅在上座率和收益方面与普通厅保持着较高增益水平。**2023年上半年，特殊厅8779个，占全国总影厅数的11.8%；票房贡献53.4亿，同比增长77.0%，贡献大盘票房20.3%。
- **展望2024年，我们认为：**1) 国产影片持续发力，有望形成优质内容供给与观影需求的正向循环；2) 短视频等新媒体渠道的宣发以及话题讨论进一步带动非核心观影人群的需求；3) 下游院线影院集中度提高，利好龙头企业。

图：2018年-2023年影投市场集中度（%）



资料来源：猫眼专业版，德邦证券研究所 注：2023年截至时间为12月25日

图：2018-2023H1特效厅与普通厅票房

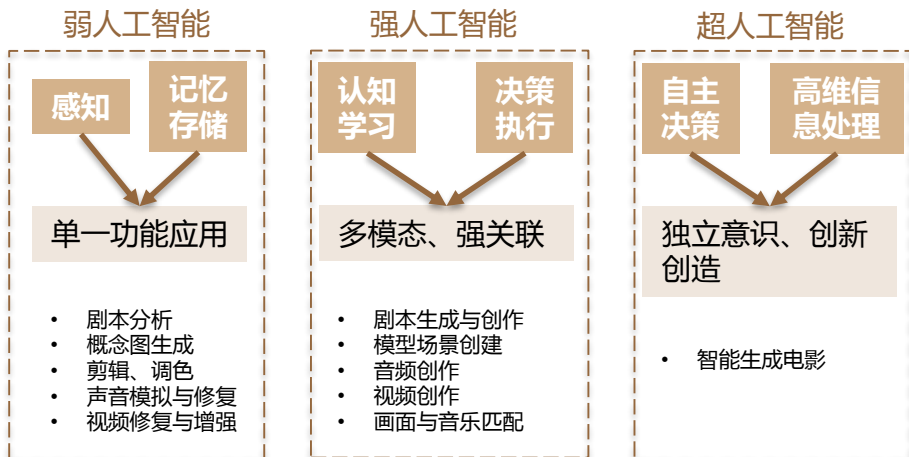


资料来源：拓普数据，德邦证券研究所

AI加快电影智能制作进程

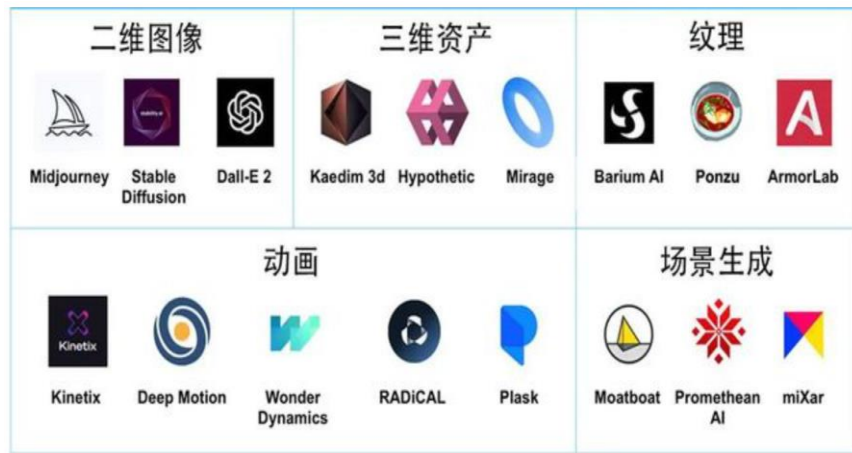
- AI在电影制作中应用的初期阶段，是弱人工智能在感知与记忆存储等单一环节的应用，AI可以辅助进行图像识别与处理等相关操作，其处理信息是单一性质的简单数据，而在强人工智能应用的当下，AI可以学习多模态信息以及强关联，并进行简单的艺术特征识别和模仿，如智能调色、智能剪辑等。在未来的电影智能制作中，超人工智能将广泛应用，AI可以学习艺术风格等高维信息，甚至是独立创新，生成特定风格的电影。
- 在美术设计与数字资产制作环节，生成式AI在二维图像、三维资产、纹理、动画、场景生成领域均取得飞速发展，已开始应用于电影数字资产、美术场景、概念图等素材生成流程中。

图：电影智能制作的内涵



资料来源：电影技术微刊，德邦证券研究所

图：生成式AI在制作环节的应用

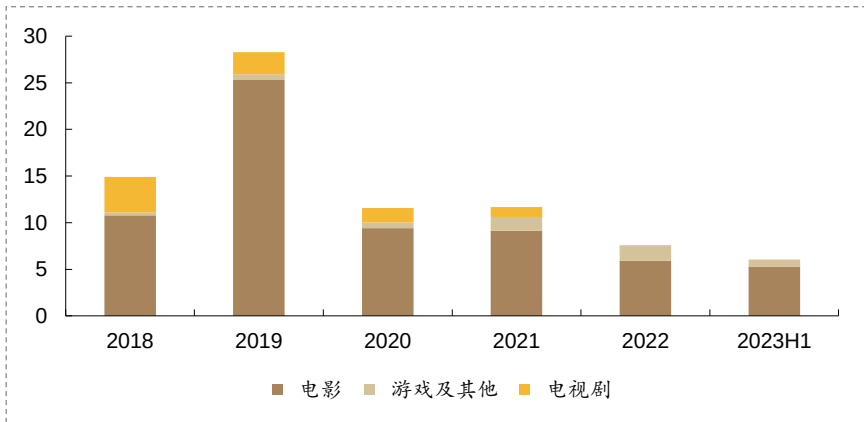


资料来源：电影技术微刊，德邦证券研究所

光线传媒：影视剧业务持续攀升，动画电影龙头地位稳固

- **动画领域优势明显，最具发展潜力板块之一。**公司动画作品共计34部，累计总票房107.04亿元。中国国产动画电影票房榜中，公司出品、发行的《哪吒之魔童降世》《姜子牙》分别以超过50亿元、16亿元的票房成绩排名第一、第二位。公司把中国有史以来所有的神话传说、故事、任务、事件进行了全面的梳理，重新构建了一个新的中国神话史，并且将用电影的形式呈现出来。
- **电影业务为收入主要来源，经纪业务及其他的占比快速上升。**公司目前仍以电影及相关衍生品为主力创收业务，同时艺人经纪及其他内容相关业务开始进入快速发展阶段，23H1营业收入0.77亿元，公司已成为国内最优质的新生代艺人培养平台之一，艺人经纪业务有望提高公司抗风险能力，与电影业务协同发展。
- **片单方面，《小倩》《哪吒2》预计将于明年上映。**

图：光线传媒2018-2023年H1分业务营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，光线传媒公告，德邦证券研究所

图：《小倩》《哪吒2》海报

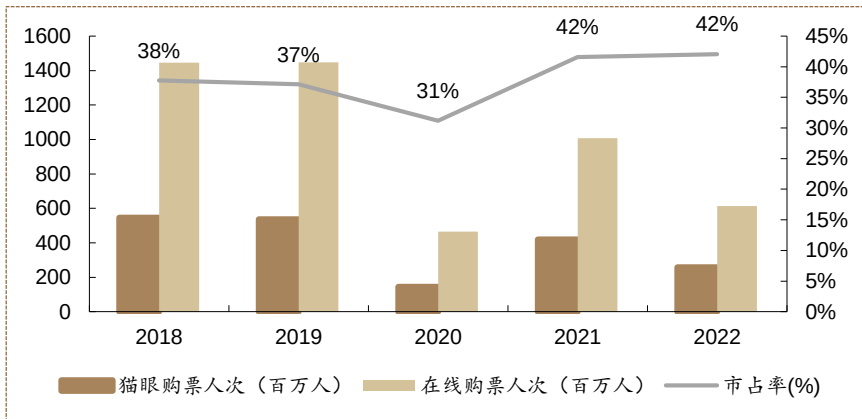


资料来源：魔法动画工作室工作号，德邦证券研究所

猫眼娱乐：在线购票电影龙头企业，AI助力电影宣传

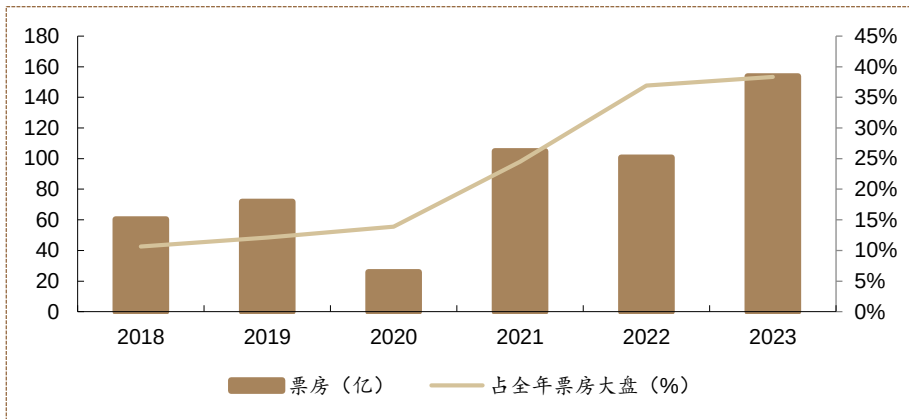
- **在线票务龙头，猫眼市场份额稳固。**根据票务系统成本进行计算推测，猫眼在电影在线购票市场的市占率约为42%。而到了2022年，中国网民在线电影购票使用平台调查显示，猫眼系使用率较高（猫眼电影60.8%、美团41%、百度糯米17.7%），体现了猫眼的稳固地位。
- **逐渐向上游延申，参与出品发行电影数量及票房占比增加。**2018年以来，猫眼参与出品/发行的电影体量，占全年票房比重逐渐增加。一是公司参与的数量有所增长；另一方面，公司参与的影片质量整体较高，平均票房基本在5-7亿。
- **海量垂类数据+AI深度训练，猫眼AI助力智能宣发。**猫眼的智能宣发结合了大数据和人工智能技术，为电影制片方提供精准、高效的宣传推广服务。猫眼借助其在娱乐行业深耕多年所获得的海量的垂类专业数据，通过对用户数据的深度分析，实现目标受众的精准定位，同时利用多渠道合作和内容智能生成，确保全方位的影片推广。

图：2018年-2022年猫眼在线电影购票市场的市占率



资料来源：Wind，猫眼娱乐公告，德邦证券研究所测算 注：人次口径

图：2018年-2023年公司出品电影票房及票房占比

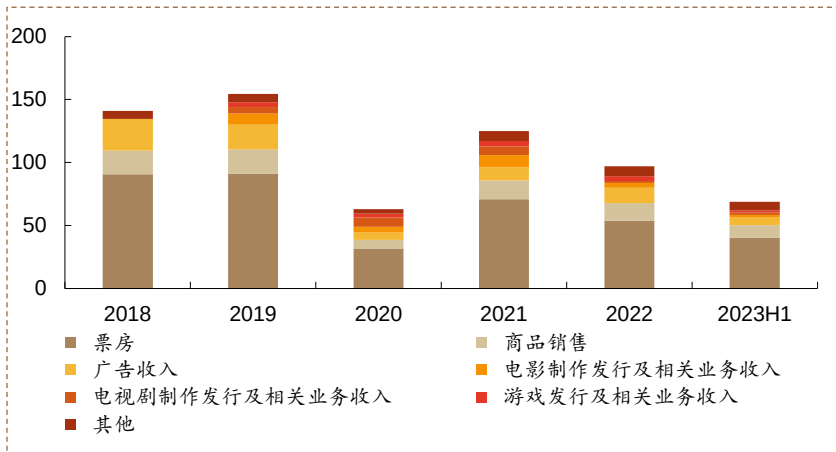


资料来源：猫眼专业版，德邦研究所 注：截至2023/9/16

万达电影：影院放映业务优势显著，持续推进电影制作

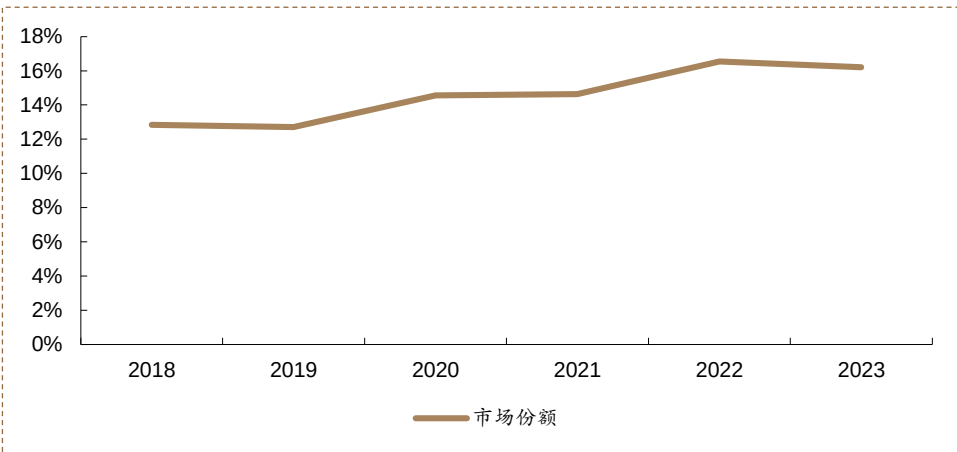
- **强大的影院经营能力，放映工艺技术领先。**公司目前与旗下大部分影院为纯资产联结关系，采取直营连锁方式经营，近年来为应对市场环境变化，公司快速拓展轻资产影院，截至2023年6月30日，公司已拥有直营影院 708 家，轻资产影院 149 家，票房市场份额连续 14 年位列全国第一。公司全面采用世界一流的放映工艺标准，拥有世界先进的进口数字放映设备、音响系统和银幕，从工艺上确保了观影品质。截至 2023 年 6 月 30 日，公司已投入运营的 IMAX 银幕 384 块，CINITY 银幕 45 块，杜比影院银幕 28 块，是全国拥有 IMAX 银幕数量最多的院线。
- **丰富的电影行业上下游资源优势。**公司具备独特的国内电影资源，在电影创作方面积累了丰富的 IP 储备，并与多个影视工作室建立了良好的合作关系；在电影制作方面，公司拥有较为丰富的导演、编剧、监制、演员等合作资源，已成功参与投资及制作了《唐人街探案》系列、《误杀》系列等多部票房表现不俗的电影产品。
- **犯罪电影《三大队》已定档12月15日上映；《瞒天过海》已定档12月8日上映。**

图：2018-2023H1公司营业收入（亿元）



资料来源：iFind, 万达电影公告，德邦证券研究所

图：2018-2023万达影投票房份额（%）

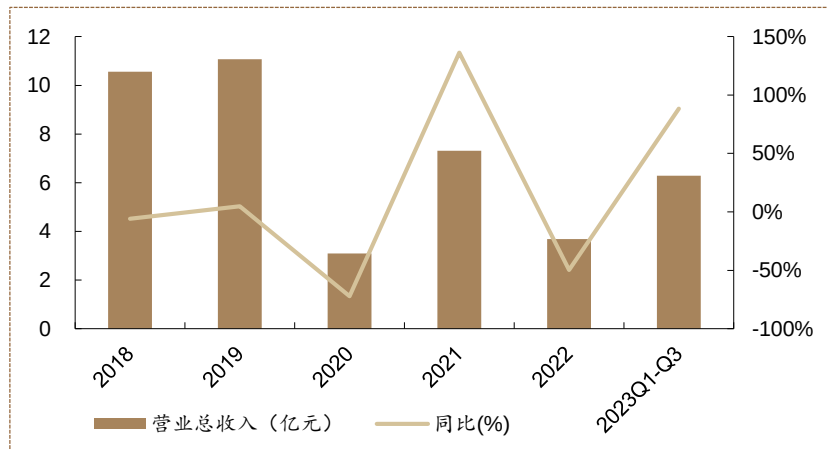


资料来源：猫眼专业版，德邦证券研究所 注：2023年截至时间为12月10日

上海电影：院线维持龙头地位，收购上影元拓展IP业务

- **收购上影元文化，拓展IP业务。**公司收购上影元文化51%股权，通过上影元文化在IP及相关衍生领域的业务拓展，提升上影股份在影视产业链上的整体竞争力。上影元文化目前拥有《中国奇谭》《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《天书奇谭》等经典动画作品，以及《女篮五号》《城南旧事》《芙蓉镇》等一共60余个经典影视作品的独家或非独家运营版权，曾多次成功实现品牌跨界合作。
- **启动三大IP计划：**1) 名作新生：与知名导演、作家等持续打磨上影开发中的经典IP；2) 视野再造：推进经典IP焕新、爆款延续和新IP开发；3) 与美同行：持续发起针对儿童群体（尤其是困境儿童群体）的电影研学、公益观影等长线活动。《中国奇谭2》已完成了所有前期筹备工作，《小妖怪的夏天》大电影完成前期开发；导演忻钰坤与上影合作开发《逍遥大王》首部真人电影。
- **院线与影院业务：**23Q1-3，公司直营影院累计实现票房5.25亿元（含服务费），恢复至2019年同期82.18%；市占率为1.15%；公司下属联和院线累计实现票房37.20亿元（含服务费），稳居全国前三，恢复至2019年同期96.63%；市占率为8.16%，截至23H1联和院线旗下加盟影院总数为774家，银幕总数为4,967块。

图：2018年-2023年Q1-Q3公司营业收入（亿元/%）



资料来源：Wind，上海电影公告，德邦证券研究所

图：三大IP计划



资料来源：上影集团公众号，德邦证券研究所

图：《中国奇谭2》概念图

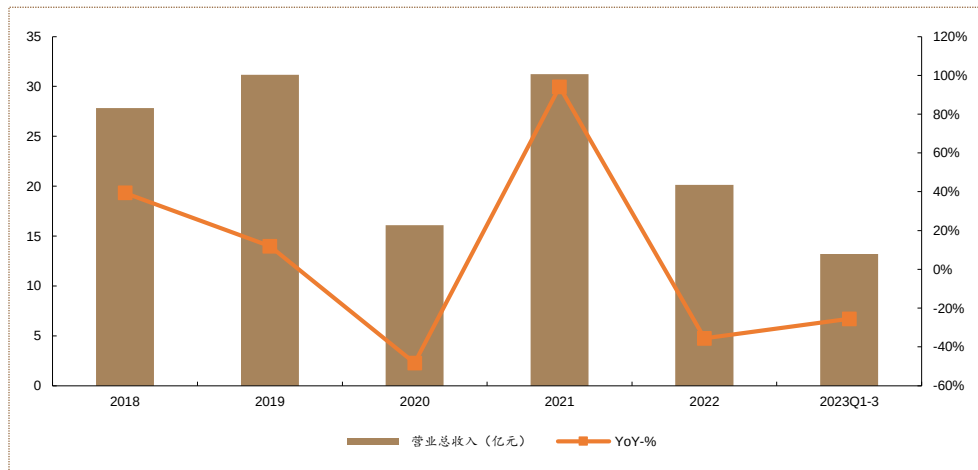


资料来源：上影元公众号，德邦证券研究所

博纳影业：稳居主旋律赛道龙头，拓展系列IP影响力

- **影视行业资源丰富，电影生产具有长期稳定的制作团队。**公司与业界一流影视制作团队、政府部门保持长期合作关系，充分保证了成片质量。合作电影中，林超贤、陈凯歌、徐文光共同执导《长津湖》获得内地票房首位、《长津湖之水门桥》获得了内地票房前十的成绩。公司拍摄《湄公河行动》公安部合作紧密，公安部为影片提供了剧本内容支持；《中国医生》受到卫健委、国家疾控中心的专业指导。
- **主旋律赛道竞争优势明显，维持系列IP影响力。**我国主旋律电影TOP15中有7部是公司出品。其中，公司在主旋律赛道的集大成之作《长津湖》以58亿元票房勇夺国内影史票房冠军，续作《长津湖之水门桥》取得2022年度票房冠军。经典IP续作电影中，《智取虎威山前传》已经立项，《红海行动2：虎鲸行动》将于年内开拍，延续作品有望保证收入基本盘。
- **谍战片《刀尖》已定档11月24日上映，动作、警匪片《爆裂点》已定档12月8日上映。**

图：2018-2023前三季度营业收入及增速（亿元/%）



资料来源：iFind，博纳影业公告，德邦证券研究所

表：历史主旋律影片票房TOP15

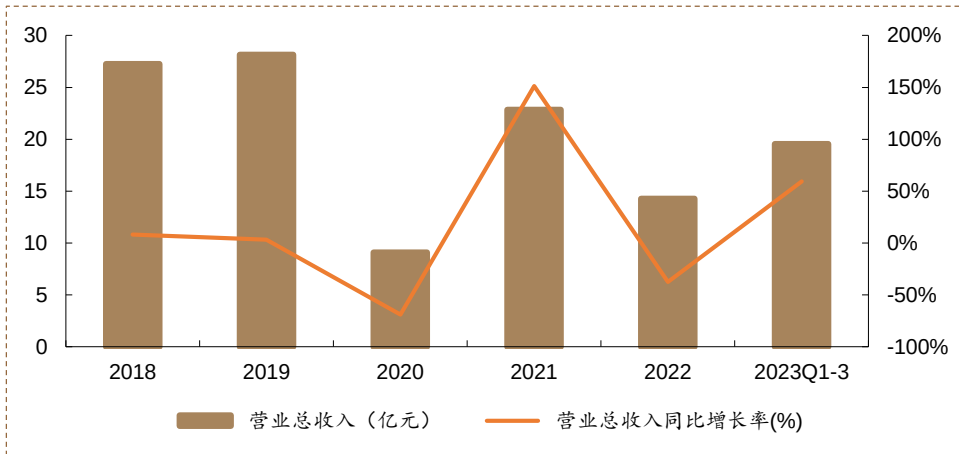
排名	上映日期	影片名称	总票房/亿元
1	2021/9/30	长津湖	57.8
2	2017/7/27	战狼 2	56.9
3	2022/2/1	长津湖之水门桥	40.67
4	2018/2/16	红海行动	36.5
5	2019/9/30	我和我的祖国	31.8
6	2020/8/21	八佰	31
7	2019/9/30	中国机长	29.1
8	2020/10/1	我和我的家乡	28.3
9	2019/8/1	烈火英雄	17.1
10	2022/9/30	万里归途	15.93
11	2021/9/30	我和我的父辈	14.8
12	2021/7/9	中国医生	13.3
13	2021/4/30	悬崖之上	11.9
14	2016/9/30	湄公河行动	11.9
15	2020/10/23	金刚川	11.3

资料来源：灯塔专业版、艺恩电影智库、德邦研究所
注：数据截至 2023.10.31

横店影视：保持影投规模领先，推动文旅业务融合

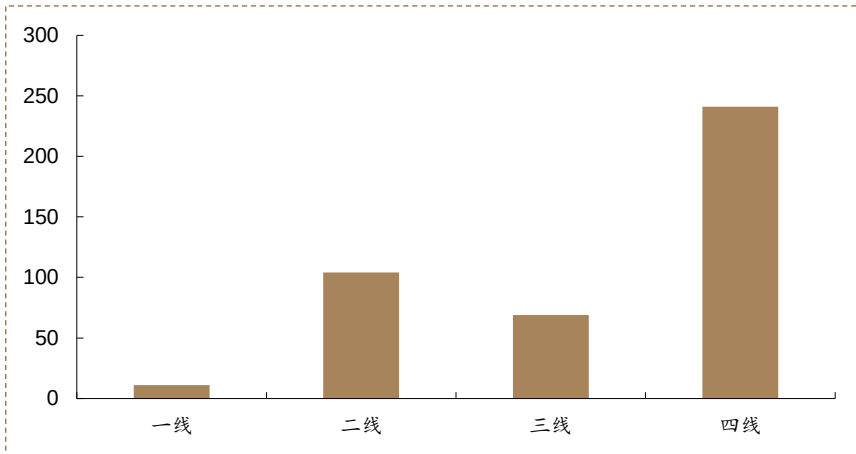
- **塑造资产联结型影院规模优势，前瞻布局三四线城市。**截至2023H1，公司旗下共拥有503家已开业影院，银幕3,154块：其中资产联结型影院421家，银幕2,686块，覆盖全国29个省、自治区、直辖市，辐射197个城市，资产联结型影院票房在全国影院投资公司中排名第2。公司提前布局三四线城市，下沉市场在群体规模、观影频率和平均票价等方面都有很大的发展空间。
- **拓展非票业务，推动文旅融合。**公司成立专业水吧公司，2023 年先后推出了“天生荔质”、“马不停蹄”、“爆柠冰红茶”等多款新品；重点拓展剧演业务，丰富娱乐业态，新增休闲娱乐消费，试点实景式剧本杀，陆续上线儿童娱乐互动项目。公司上半年开展了影视达人联名权益卡、横马影城线下跑、看电影游横店、打卡大片游横店等营销活动，在横店电影自营平台上线横店影视城门票等文旅套餐，促进观影客户和旅游客户的相互转化。
- **公司出品的剧情、悬疑片《涉过愤怒的海》已定档11月25日上映。**

图：2018-2023前三季度营业收入及增速（亿元/%）



资料来源：iFind，横店影视公告，德邦证券研究所

图：横店电影院线的影院分布（截至23年11月）



资料来源：猫眼专业版，德邦证券研究所

相关公司盈利预测

代码	公司	市值 (亿元)	EPS-23E	EPS-24E	EPS-25E	PE-23E	PE-24E	PE-25E
002739.SZ	万达电影	284	0.56	0.70	0.78	23.46	18.59	16.69
600977.SH	中国电影	229	0.45	0.56	0.64	27.07	21.72	18.98
001330.SZ	博纳影业	99	0.05	0.31	0.40	142.57	23.26	17.98
300251.SZ	光线传媒	239	0.22	0.36	0.42	36.50	22.50	19.28
603103.SH	横店影视	113	0.45	0.60	0.69	39.84	29.75	25.76
601595.SH	上海电影	116	0.34	0.52	0.74	75.81	49.90	35.01

资料来源：Wind，德邦研究所

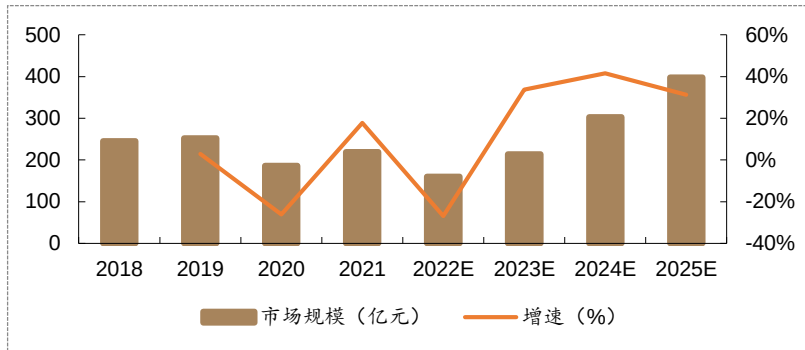
注：标*为已覆盖公司，采用德邦预测，其余均采用Wind一致预期，截至2023年12月29日收盘。

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

体育赛事热度上升，数字体育引领产业发展

- 随着国内人均消费能力的提高，居民的运动健身意识不断增强，健康与解压需求成为中国健身行业发展的驱动力。根据艾媒咨询，2020年中国体育产业人口为4.4亿人，预计2025年将达到5亿人。
- **24年体育大年，奥运会等大型赛事IP有望带动周边产业。**建议关注赛事转播与线上付费观赛、IP衍生品、赛事营销、体育装备等领域。
- **VR+体育为数字体育发展赋能，引领高质量体育产业发展。**1) 提升趣味：VR+体育虚拟场景中，既可进行闯关游戏，也可联网比赛；2) 协助训练：通过VR设备捕捉运动者的姿态，研判运动姿态是否规范；3) 沉浸赛事直播：移动云VR落地首个VR+8K体育直播行业解决方案，带来沉浸式观赛体验。

图：2018-2025E年中国体育赛事市场规模及增速



数据来源：艾瑞咨询公众号，国家统计局等，德邦证券研究所

注：体育赛事市场规模是指商业化、市场化的职业及非职业体育赛事活动的组织、宣传、训练、运动员服务等，不包含电竞比赛。

图：2024年部分重点赛事时间

日期	类别	项目	地点
1.12-2.10	足球	亚洲杯	卡塔尔
1.15-1.28	网球	澳网	澳大利亚
2.2-2.18	游泳	世界游泳锦标赛	卡塔尔
2.16-2.25	乒乓球	乒乓球团体世锦赛	韩国
6.1	足球	欧冠决赛	英国
6.6开始	篮球	NBA总决赛	美国
6.14-7.14	足球	欧洲杯	德国
6.20-7.14	足球	美洲杯	美国
7.26-8.11	综合	巴黎奥运会	法国

数据来源：禹唐体育公众号，德邦证券研究所

图：此前2021年东京奥运会媒体矩阵

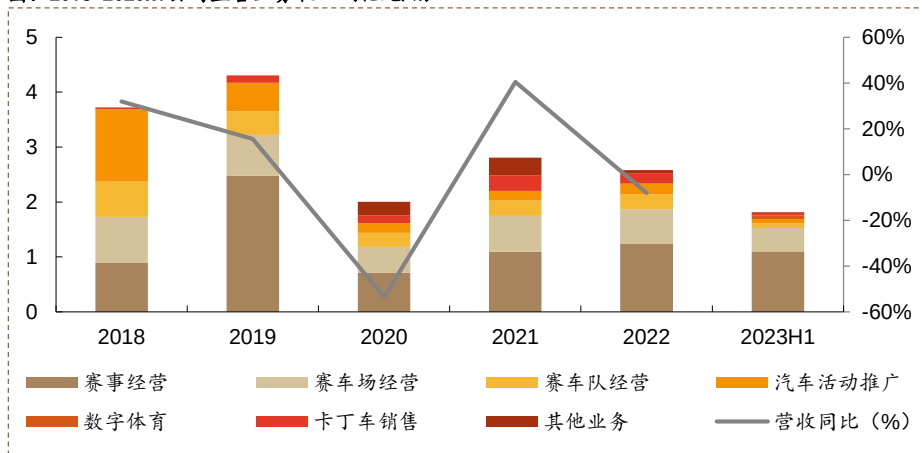


数据来源：艾瑞咨询，德邦证券研究所

力盛体育：IP引领数字驱动，线上线下多维服务

- 公司以“IP引领数字驱动”为发展战略，围绕空间、IP和数字化三大业务板块，打造全民健身服务的数字化平台，为客户和消费者提供全方位、多维度的线上+线下运动服务，着力构建全新经济业态下的体育生态平台。
- IP业务板块：**涵盖体育赛事经营、体育俱乐部运营、体育教育/培训、体育装备制造与销售与市场营销服务。汽车运动板块赛事IP已有16个，覆盖城市18个，现场观众约100万。
- 公司拟定增4.98亿元，进一步扩展主业：**拟投入3.6亿元用于海南新能源汽车体验中心国际赛车场项目。项目建成后，将结合海南独特的地理条件、自贸港的优惠政策、以及公司在赛车运动领域的资源优势打造成为辐射亚洲的国际赛车运动高地，成为汇集全球赛车运动和国际赛车俱乐部的聚集地。
- 数字体育业务板块：**1) **大模型：**今年五月与百度网讯建立了多模态大模型的战略合作；2) **VR赛事：**VR技术与赛车赛事的结合在去年的澳门大奖赛实况转播中已经得到了验证；3) **“悦动圈”：**参股公司悦动天下旗下明星产品“悦动圈”运动APP，作为运动银行的数字化业务产品运动账户沉淀的重要载体之一，以运动银行产品打造用户心智，使其持续迭代更新，包括智能穿戴、AI体育课、线上赛等。

图：2018-2023H1公司主营业务收入（亿元/%）



数据来源：同花顺iFind，力盛体育公告，德邦证券研究所

图：数字业务助力校园智慧体育



数据来源：力盛体育官网，德邦证券研究所

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

广播电视牌照优势支持业务拓展

牌照优势

短剧

11月15日上午，中国网络视听节目服务协会刊文称，下一步，国家广播电视总局将不断完善常态化管理机制，**我们认为短剧在内容审核和资质方面加强监管。**

- 加快制定《网络微短剧创作生产与内容审核细则》。
- 再次开展为期1个月的专项整治工作。

抖音要求广告主必须有三个证件，且23日起不接受新增短剧代投。其中《信息网络传播视听节目许可证》要求相对较高，且公司需为国有独资或国有控股单位；目前可以用《网络文化经营许可证》代替。

IPTV

我国IPTV集成播控平台形成了中央及地方两级架构。

- 由中央电视台组织设立和建设的IPTV集成播控总平台，以及由地方（省级）电视台负责设立和建设的IPTV集成播控分平台。总平台牌照由中央电视台申请，分平台牌照由地方（省级）电视台申请。省再设立IPTV集成播控分平台，允许和鼓励通过授权方式进行公司化运营。
- 总局实际放出IPTV集成播控牌照较为谨慎。辽宁、广东、湖南、重庆、山东、云南、河北、天津、吉林、贵州、北京、上海、陕西等地获得了IPTV集成播控服务牌照的二级播控平台。

资料来源：新腕儿公众号，中国青年网等，德邦证券研究所

图：巨量广告短剧投放要求

行业资质		备注
广告主	《增值电信业务经营许可证》	1、不支持代投
广告主	《信息网络传播视听节目许可证》（可用《网络文化经营许可证》）	
广告主	《广播电视节目制作经营许可证》	2、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，需要额外提供对应短剧的版权证明

资料来源：新腕儿公众号，巨量广告，德邦证券研究所

图：部分公司牌照持有情况

公司	相关牌照
海看股份	使用的《信息网络传播视听节目许可证》持证主体为山东广播电视台。经山东广播电视台授权，公司取得了从事IPTV集成播控服务、互联网电视内容服务、移动互联网视听节目服务等相配套的经营性业务的许可。
思美传媒	全资子公司掌维科技拥有《增值电信业务经营许可证》和《网络文化经营许可证》；全资子公司霍尔果斯思美影视文化传播有限公司拥有《广播电视节目制作经营许可证》；参股49%的子公司布噜文化的控股股东新蓝网属于浙江广电系的公司，其拥有《广播电视节目制作经营许可证》和《信息网络传播视听许可证》。
天地在线	公司已取得《广播电视节目制作经营许可证》、《增值电信业务经营许可证》、《网络文化经营许可证》
芒果超媒	芒果TV是互联网视频行业唯一同时具备IPTV和OTT业务牌照的市场主体
新媒股份	公司的IPTV基础业务是公司基于广东IPTV集成播控服务牌照授权，是广东省唯一的IPTV集成播控分平台运营商；公司的互联网电视业务是公司基于互联网电视集成服务牌照与内容服务牌照授权，是全国七家互联网电视集成服务平台运营商之一和十六家内容服务平台运营商之一
中文传媒	子公司江西中文传媒网络科技有限公司持有《信息网络传播视听节目许可证》，目前主要依托江西视听网党政机关、企事业单位有关活动提供视频直播服务

资料来源：互动易，上证e互动，各公司公告，德邦证券研究所

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

投资要点

■ 2024年策略观点：

- 回顾2023年，A股传媒板块经历了AI和短剧两轮行情。春节期间的微软业绩会让市场认识到了AI行业的变革拐点，3月的GPT4发布，和5月底的Copilot发布分别驱动了AI行情的两轮高峰。10月底11月初，三季报期结束后，互动游戏、短剧出圈，构成了四季度的第二轮行情。传媒板块旗下的几大细分板块，游戏、影视、出版、广告营销，均是消费与科技相融合的行业，新的内容形态（小程序游戏、短剧）萌芽并爆发，以及新的科技（AI）的拐点，叠加宏观经济的复苏构成了23年的产业趋势。
- 展望2024年，我们有望看到AI技术在工具层面、应用层面落地的新形态，苹果Vision Pro以及其他头显的陆续发布也有望带来终端的新变化，小程序游戏、短剧等新内容形态有望延续高景气度的发展，带来结构化的成长趋势。具体到每一个垂类上：
 - **AIGC**：2023年国内外大模型迎来全面爆发，OpenAI的一系列举措反映了几大趋势：1）多模态融合；2）定制化；3）类操作系统；4）普惠化。国内大模型奋力追赶，已实现全面对标ChatGPT。随着上游大模型的迭代，下游应用有望探索新场景、新业态，在教育、营销、办公、医疗、影视等各领域已逐步落地垂类小模型。
 - **虚拟现实**：23年的VR新品发布有望驱动24年行业重回增长，硬件性能提升会拓展应用空间，建议重点关注内容侧三条曲线。
 - **互联网**：受益于中美关系正常化和中国宏观经济复苏的情况，2023年互联网行业估值逐渐得到修复；展望24年，我们认为AI等技术将会进一步驱动互联网行业的发展。
 - **游戏**：23年迎来行业性的供给复苏，但同时也展露出了供给相较于需求过于拥挤的弊端；展望24年，我们认为作为消费与科技融合的产业，主要关注小程序游戏作为新的内容形态带来的增量，以及AI技术应用端持续落地、VR头显迭代所带来的想象空间。
 - **短剧**：受益于平台流量的倾斜和政策监管侧的放松，短剧行业在2023年得到巨大爆发成为驱动内容行业发展的新的增长点；展望24年，我们认为针对短剧的监管会逐渐收紧，优质的IP和内容依然能够吸引强劲的用户付费。

投资要点

- **电商**：23年消费温和复苏，具有价格优势和流量优势的平台持续获得市场份额和增长空间；展望2024，国内电商出海目前扩张速度超预期，未来发展空间广阔。
- **广告**：23年走出疫情稳步修复，预计宏观经济的持续复苏仍然会是24年的“中枢”，但仍需要关注媒体平台间的结构性机会，以及AI技术应用所带来的效率提升。
- **出版**：围绕AIGC，出版公司发挥在教育领域的内容与渠道优势，重点深入B端，打造教育平台与数字教育内容；同时，AI赋能智慧出版全流程，提高校对、营销等环节效率，同时丰富内容灵感。此外，针对双减政策，一方面C端AI教育工具协助课后辅学，学习机等产品填补校外辅导需求；同时教育出版企业横向拓展素质教育领域，推出了各类阅读书籍等，增厚主业。
- **长视频**：优质内容为商业化创造核心价值，剧综联动有望充分实现IP变现。短剧今年快速发展，长视频平台此前已开始布局，有望凭借优质内容提升市场份额。商业化方面，会员方面爱奇艺已通过ARM提升验证提价可能性；广告有望随宏观环境恢复，收入规模进一步提升。
- **影视院线**：截至2023年11月，全国电影总票房已破500亿，全年票房有望接近550亿，市场恢复至2019年九成水平。疫情后行业内部“洗牌”的节奏加快，头部院线公司有更多机会整合做强。展望2024年，我们认为：1) 国产影片持续发力，有望形成优质内容供给与观影需求的正向循环；2) 短视频等新媒体渠道的宣发以及话题讨论进一步带动非核心观影人群的需求；3) 下游院线影院集中度提高，利好龙头企业。
- **体育**：24年体育大年，奥运会等大型赛事IP有望带动周边产业。建议关注赛事转播与线上付费观赛、IP衍生品、赛事营销、体育装备等领域。VR+体育为数字体育发展赋能，应用包括提升运动趣味、协助训练、赛事直播等。
- **广播电视**：IPTV、短剧等领域监管政策趋严，广播电视凭借其牌照优势，有望在新领域拓展。
- **风险提示**：宏观经济波动、产品上线进度不及预期、行业竞争加剧、技术落地进度不及预期。

重点公司盈利预测表

表：重点公司估值表（单位：亿元）

代码	简称	23年归母净利润预测	24年归母净利润预测	25年归母净利润预测	23年PE-x	24年PE-x	25年PE-x
300413.SZ	芒果超媒	21.5	26.2	29.7	22.2	18.3	16.1
002605.SZ	姚记科技	7.2	9.1	10.2	13.6	10.8	9.6
002624.SZ	完美世界	7.8	13.6	19.0	29.8	17.1	12.2
002555.SZ	三七互娱	32.0	38.6	43.7	14.3	11.8	10.4
002517.SZ	恺英网络	15.1	19.8	23.9	15.6	11.9	9.9
300002.SZ	神州泰岳	8.4	9.3	10.8	19.4	17.5	15.1
002027.SZ	分众传媒	48.9	62.0	76.3	17.5	13.8	11.2
300459.SZ	汤姆猫	5.8	6.9	8.1	30.9	25.9	22.1
601801.SH	皖新传媒	10.0	12.1	14.7	13.4	11.2	9.2
0700.HK	腾讯控股	1,545.0	1,699.0	1,858.0	15.3	13.9	12.7
9888.HK	百度集团-SW	215.4	245.9	273.6	13.1	11.5	10.3
9999.HK	网易-S	294.5	296.5	329.4	12.1	12.1	10.8
0777.HK	网龙	9.0	10.3	11.2	6.2	5.5	5.0
2400.HK	心动公司	1.9	4.0	5.1	20.7	9.8	7.7
9899.HK	云音乐	6.0	8.1	11.8	27.6	20.4	14.0

资料来源：Wind，德邦研究所

注：采用德邦最新预期，收盘价截止12月22日

1. **版块复盘**：新技术趋势与新内容形态共振，板块实现显著超额收益
2. **AIGC**：23年迎来爆发，后续应用大有可为
3. **数据要素**：体系不断完善，数据交易市场广阔
4. **虚拟现实**：23年新品发布，硬件性能提升，应用空间拓展
5. **互联网**：中美关系缓和，宏观经济恢复推动互联网板块估值逐渐修复
6. **游戏**：新内容形态、终端形态和技术形态驱动
7. **电商**：消费温和复苏，占据价格优势和流量优势的平台持续获得增长
8. **短剧**：受益于平台流量倾斜，短剧突飞猛进，推动内容行业增长
9. **长视频**：头部化趋势显著，量价齐升可期
10. **广告**：稳步复苏，静待宏观经济驱动进一步增长
11. **出版和教育**：AI赋能迎来行业变革，叠加高股息+中特估
12. **影视院线**：恢复超预期，趋势有望延续
13. **体育**：关注24体育大年带来的投资机会
14. **广播电视**：牌照优势助力业务横向延伸
15. **2024年投资策略**
16. **风险提示**

风险提示

- **宏观经济波动风险**：传媒互联网多个子行业都带有消费属性，因此若宏观经济环境出现波动，可能会引起公司业绩波动；
- **行业竞争加剧风险**：新兴内容形态持续出现，一方面可能会冲击既有内容形态的需求，其次可能引发对于流量的竞争加剧，提升公司的销售费用投入，造成业绩不及预期；
- **产品/内容上线进度、表现不及预期**：内容行业有项目制的特点，并且通常上线前对上线后的表现预期并不能十分精准，因此，若产品、内容上线进度和上线后表现不及预期，可能会造成相关公司业绩表现不及预期。
- **技术落地进度不及预期**：作为消费与科技的交叉行业，新兴技术对传媒行业有本质上的驱动，通常也会获得较高的预期，若实际落地的进度不及预期，可能会引起公司股价波动。

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

刘文轩，2021年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

王梅卿，2022年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

投资评级说明

类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	买入	相对强于市场表现20%以上；
	增持	相对强于市场表现5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

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

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperry Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880
400-8888-128