



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2024年1月16日
行业：传媒
增持 （维持）

新逻辑及新模式推陈出新，基本面有望持续 反转上行 ——传媒行业2024年度投资策略

分析师：陈旻 SAC编号：S0870522020001

主要观点

2023年传媒新逻辑、新模式不断推陈出新，叠加政策面持续边际向好，板块估值已进入重估的上行阶段，2024年传媒有望由估值提升传导至案例兑现、业绩兑现，且政策面围绕“行业健康发展”的大方向预计将持续积极宽松。

1、新逻辑：AI及MR有望带动内容格局的重新划分。参照互联网、移动互联网发展逻辑，我们判断AI、MR均属于“新型平台”逻辑，有望带动流量格局重新划分，从而催生出新型的内容形态及商业模式。

（1）AI：大模型发展迅速，单模态向多模态发展（文字向图文再向视频）；GPT推出应用商店，有望带动应用端繁荣；Runway Gen、Pika Labs Pika采用扩散模型持续提升视频质量；Microsoft 365 Copilot与WPS AI赋能应用端办公体验变革。

（2）MR：Vision Pro依托苹果在芯片、面部识别、手势识别、VR/AR光学、VR生态的持续创新，突破传统设备眩晕感+厚重感+内容不足三大痛点，加速虚拟现实设备由娱乐工具向生产力工具转型，有望成为头显设备领域的划时代产品；Meta AR眼镜采用昂贵的技术道路，叠加AI赋能眼镜功能，有望打造出变革性产品。

2、新模式：存量流量格局下，短剧、互动游戏、小程序游戏、直播游戏等新模式催生大量新的机会，传统内容形态有望持续升级，带动基本面迅速发展。

（1）影视新模式：在数字化、信息化时代的快生活节奏时代，短剧契合高频碎片化的消费场景，用户规模持续增长，微短剧成本低、见效快特点有望带动短剧市场规模的持续增长；互动影视游戏《完蛋！我被美女包围了》发布一周后登顶Steam中国区销量榜，闯入全球销量榜TOP10。互动游戏在新技术的加持下持续提升内容质量，不断提高用户付费意愿，推动新的商业模式发展。

（2）游戏新模式：《羊了个羊》打开小程序游戏市场，《咸鱼之王》月流水3-4亿元；中度模拟经营的休闲游戏凭借较低的上手门槛和长线上更多的内容，满足用户碎片化的娱乐需求；直播间游戏突破直播存量市场，《萌宠宠之战》上线首月的月流水超两亿，直播间游戏依托平台算法和主播影响力，成为直播行业新的增长趋势，快速实现商业化变现。

风险提示：宏观经济风险、地缘政治风险、AIGC行业发展不及预期、游戏基本面恢复不及预期。



目录

Content

一、新逻辑：AI+MR推动行业发展新纪元

- 1、传媒板块行情回顾：热点构筑传媒行业长期向好趋势，2023年1-11月行业指数跑赢大盘
- 2、AI：龙头大模型为主要发展模式，逐步形成创业生态
- 3、MR：虚实结合带来全新商业模式，加速虚拟现实设备向生产力工具转型

二、新模式：传统内容形态持续升级，探索内容交互新形态

- 1、短剧：短剧契合需求端高频碎片化消费场景，供给规模快速扩张
- 2、互动游戏：“游戏”+“短剧”带来沉浸式游戏体验，推动新的商业模式发展
- 3、小程序游戏：小程序游戏成本较低、激活链路路径较短，满足用户碎片化的娱乐需求
- 4、直播游戏：直播间游戏突破直播存量市场，快速实现商业化变现

三、投资建议

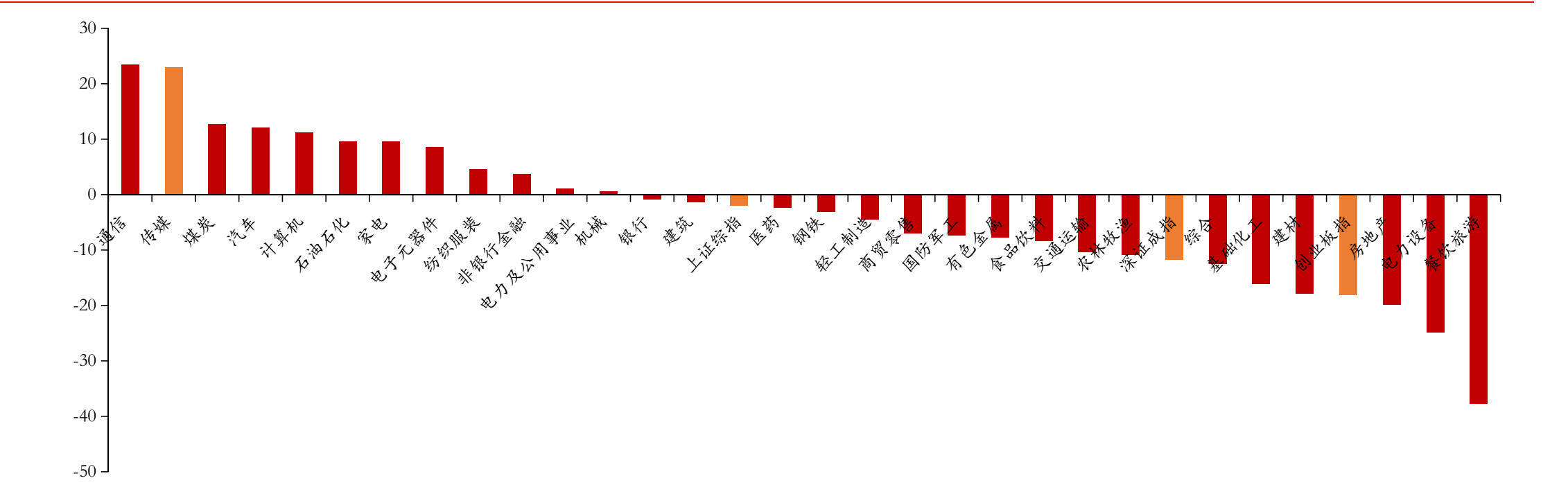
四、风险提示

1.1.1 板块行情回顾：热点构筑传媒行业长期向好趋势，2023年1-11月行业指数跑赢大盘

◆AI产业趋势+行业复苏+短视频领域热点不断构筑传媒行业长期向好趋势，爆款应用的海外映射+持续的产业催化利好有望量变形成质变，引领传媒2023年的上涨行情。

◆2023年1-11月，上证综指、深证成指、创业板指、传媒板指分别下跌1.93%、下跌11.70%、下跌18.07%、上涨22.98%。传媒板块整体跑赢上证综指24.91pct，跑赢深证成指34.68pct，跑赢创业板指41.05pct。在中信一级子行业中，传媒涨跌幅排名第2位。

图1：2023年1-11月A股大盘指数和中信一级行业涨跌幅情况（单位：%）



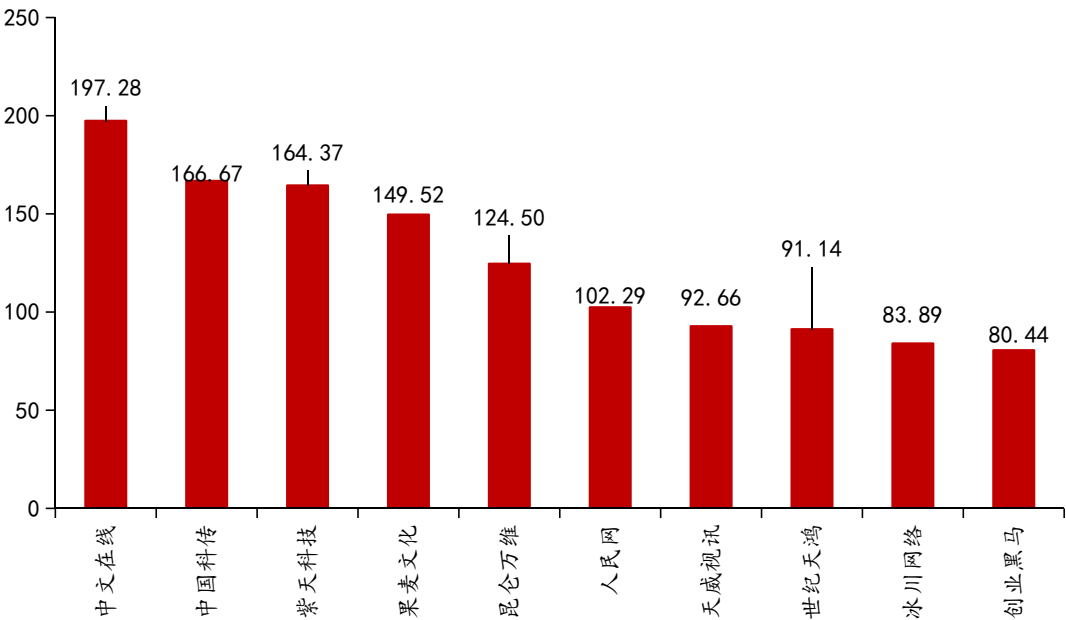
资料来源：Wind，上海证券研究所



1.1.2 个股行情回顾：A股超七成个股录得正收益，六家公司实现翻倍增长

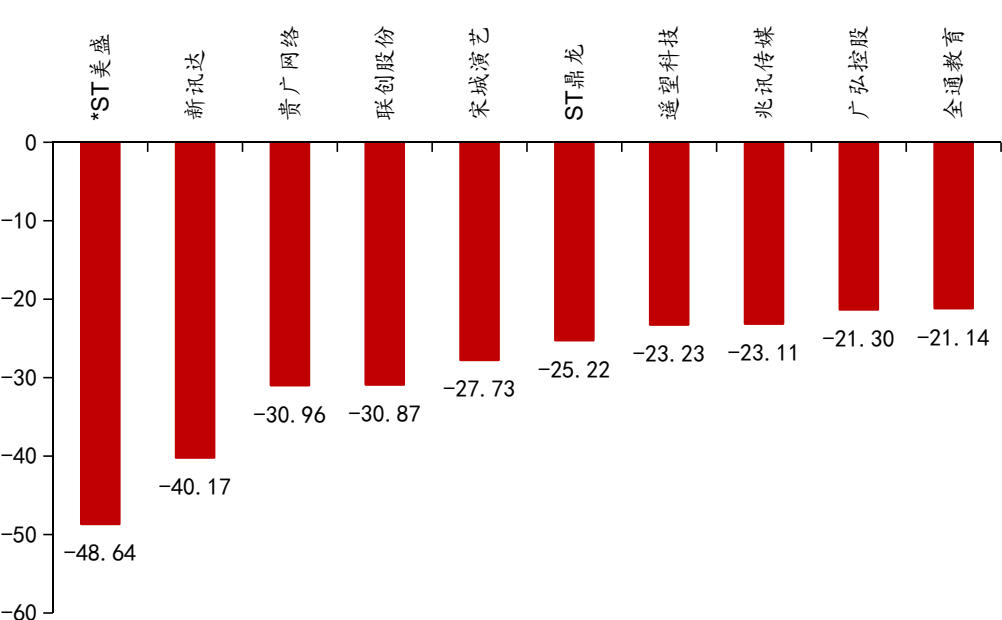
- ◆短剧+游戏引领传媒短剧热潮，拥有优质内容的公司更具竞争优势。短剧模式门槛低且内核单一，掌握优质内容且拥有强大渠道资源的公司更具竞争优势。
- ◆2023年1-11月，板块内个股涨幅前三中文在线（197.3%）、中国科传（166.7%）、紫天科技（164.4%），后三*ST美盛（-48.6%）、新讯达（-40.2%）、贵广网络（-31.0%）。中文在线依托腾讯、百度，年内涨幅最高。

图2：2023年1-11月涨幅前十个股（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图3：2023年1-11月跌幅前十个股（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所



1.1.3 个股行情回顾：海外传媒板块三成个股录得正收益，美图公司、拼多多领涨

◆2023年1-11月，海外传媒板块内个股涨幅前三美图公司（155.0%）、拼多多（80.8%）、网易-S（56.7%），后三乐享集团（-92.0%）、极光（-82.8%）、香港科技探索（-54.0%）。

◆受益于AI助力和视频与设计品牌的全球化发展，美图公司年内涨超150%，引领AI应用端功能玩法的传播；11月30日，拼多多市值达1958.9亿美元，超过阿里巴巴的1906.5亿美元。11月中旬，字节跳动公开全年总收入有望突破1100亿美元，超过腾讯控股。我们认为拼多多、字节跳动以不同方式完成了对于互联网三巨头BAT中阿里巴巴和腾讯的超越，新的互联网络局正在撼动BAT基于流量和资本优势跑马圈地模式的改变。

表1：海外传媒行业涨幅前十个股（01.01-11.30）

序号	证券代码	证券简称	区间涨跌幅%
1	1357.HK	美图公司	155.03
2	PDD.O	拼多多	80.80
3	9999.HK	网易-S	56.75
4	6820.HK	友谊时光	45.28
5	1810.HK	小米集团-W	42.78
6	RBLX.N	ROBLOX	38.12
7	0811.HK	新华文轩	36.64
8	YY.O	欢聚	26.44
9	9992.HK	泡泡玛特	18.96
10	0799.HK	IGG	13.79

资料来源：Wind，上海证券研究所

表2：海外传媒行业跌幅前十个股（01.01-11.30）

序号	证券代码	证券简称	区间涨跌幅%
1	6988.HK	乐享集团	-92.00
2	JG.O	极光	-82.76
3	1137.HK	香港科技探索	-54.00
4	BILI.O	哔哩哔哩	-52.17
5	9626.HK	哔哩哔哩-SW	-51.87
6	2125.HK	稻草熊娱乐	-51.47
7	JD.O	京东	-50.42
8	DOYU.O	斗鱼	-49.84
9	2013.HK	微盟集团	-49.70
10	9990.HK	祖龙娱乐	-48.83

资料来源：Wind，上海证券研究所

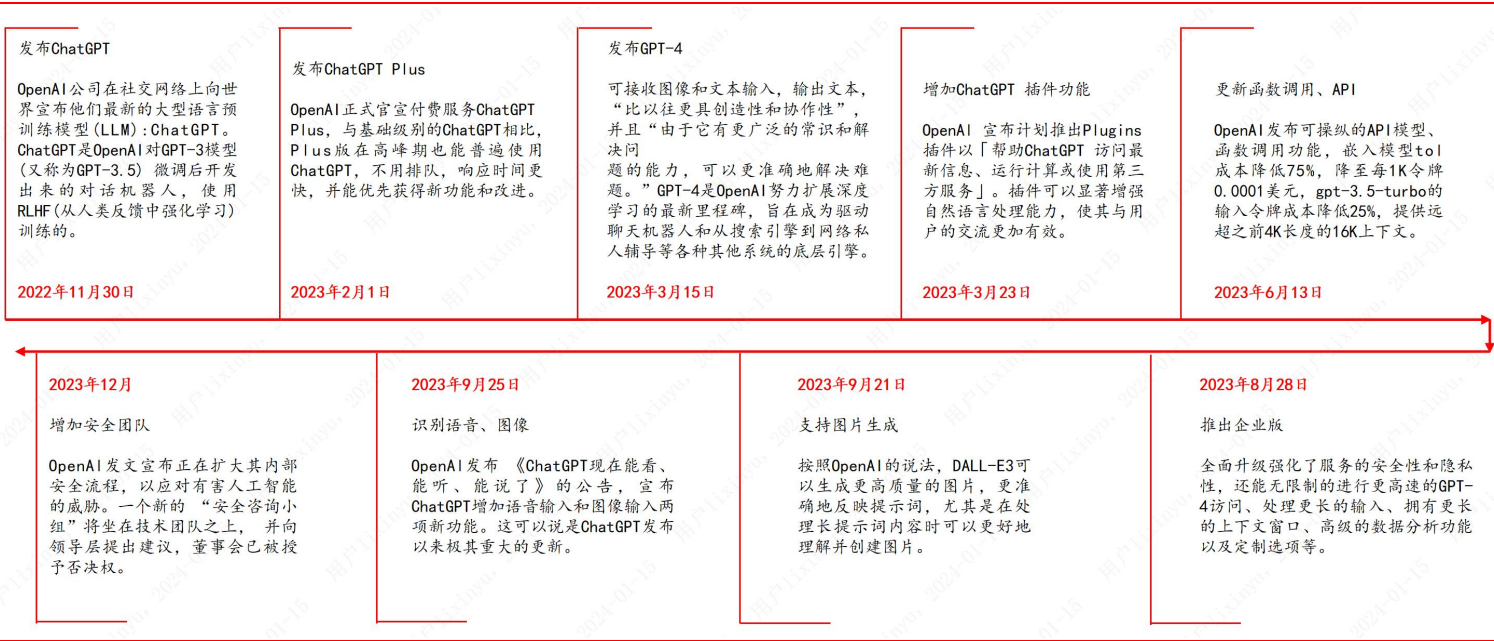


1.2.1 AI: ChatGPT开启大模型时代，多模态预训练大模型成为标配

◆OpenAI专注大语言模型，引入基于人类反馈的强化学习RLHF等新训练方式。2023年3月14日，OpenAI推出第四代大型语言模型GPT-4，带动AI大模型进入多模态时代。2023年11月6日，推出GPT-4迭代版本GPT-4 Turbo，将知识库更新至2023年4月，上下文窗口增至128k，推出GPT版应用商店，支持用户创造与分享GPTs，布局AI Agent领域。

◆AI大模型向多模态发展，变革生成式AI领域。大模型创新从单模态转向多模态，多模态预训练大模型在文字、图像、视频生成领域逐渐成为标配。文字生成在GPT-3时期得到大幅提升；图像生成在扩模型DDPM时期开启AI绘画浪潮；视频生成的Runway Gen、Pika Labs Pika采用扩散模型持续提升视频效果。

图4：OpenAI发展历程



资料来源: AI育未来, 每日智汇, 良仓, Founder Park, 元力社, 奈斯宇宙AI, 新智元, 电子发烧友网, 蓝点网, 软积木, 上海证券研究所



◆名校、技术、行业三重加持稳固大模型行业格局，生成式AI赋能产业升级。ChatGPT的出世带动阿里、华为、腾讯、京东、字节、360、商汤、科大讯飞等大厂纷纷入场大模型，国内大模型进入“百模混战”时代。截至2023年10月，国内拥有254家10亿参数规模以上大模型的厂商及高校院，大模型行业形成高校和研究者关注基础研究和培养人才；大厂提供算力支撑、基础设施建设和MaaS服务；创业公司做大模型应用开发的行业格局。

◆应用推动AI与传统产业融合发展，促进国内产业升级。目前人工智能已经在内容创造、编程、设计等领域拥有较为成熟的应用，未来在自动驾驶、医疗、媒体、娱乐等领域持续升级。国内拥有众多高水平的数字化车间和智能工厂，在政策支持、海量数据资源及丰富的应用场景等优势下，国内生成式AI应用与赋能为产业发展带来了新的经济增长点。

图5：文心一言与通义千问技术迭代历程

文心一言
2023年10月(ERNIE-Bot 4.0发布，新增文生图，PDF解析等)
ERNIE-Bot 4.0发布，新增Stable-Diffusion-XL大模型，新增文生图，新增PDF解析，Prompt工程更新，API更新
2023年9月(新增知识库服务，支持7k输入+1k输出，增加插件)
新增知识库服务；API增强，新增多元化插件场景
2023年8月(插件增强，API增强)
支持chatFile等插件；增加Prompt在线和离线自动优化；新增Lora训练
2023年7月(新增千帆小助手，最大输入增加到6k)
新增问答机器人：千帆小助手；最大输入6K token；新增Prompt预置模版
2023年6月(新增插件，Prompt工程)
新增插件编排服务、新增Prompt模版服务
2023年3月(文心一言上线)
文心一言提供在线测试，千帆大模型平台对外开放，支持API调用

版本	更新内容
V2.1.1 (2023. 12. 16)	中英文整体理解与创作能力显著加强；模型指令遵循能力显著提升；模型回复格式进一步优化，更加详尽；多轮对话能力显著提升；图像理解，减少拒答和没看到图像的情况
V2.0.0 (2023. 10. 31)	通用能力整体提升；复杂指令理解能力提升；模型抗干扰能力提升；常识理解能力提升
V1.1.0 (2023. 10. 27)	中英文整体能力和总体使用体验增强；对于复杂指令理解的能力提升；文学创作类效果进一步加强；知识类进一步增强，对于知识性有问题的诱导类query抵御能力更强
V1.0.8 (2023. 09. 24)	中英文生成能力整体提升；中文常识理解、代码能力、数学能力提升
V1.0.7 (2023. 09. 12)	搜索增强链路优化；逻辑能力提升
V1.0.6 (2023. 09. 06)	整体能力持续提升；常识理解、中英文阅读理解、数学、代码能力提升
V1.0.5 (2023. 08. 11)	整体能力提升；理解能力提升
V1.0.4 (2023. 07. 31)	通用能力整体提升；逻辑推理能力提升
V1.0.3 (2023. 07. 06)	提升了文本理解、题目作答等各方面能力；提升了模型抗干扰能力
V1.0.2 (2023. 06. 10)	提升了文本生成、理解、知识问答、代码能力；提升输入字数限制
V1.0.0 (2023.04.07)	正式发布

资料来源：文心一言官网，通义千问官网，上海证券研究所

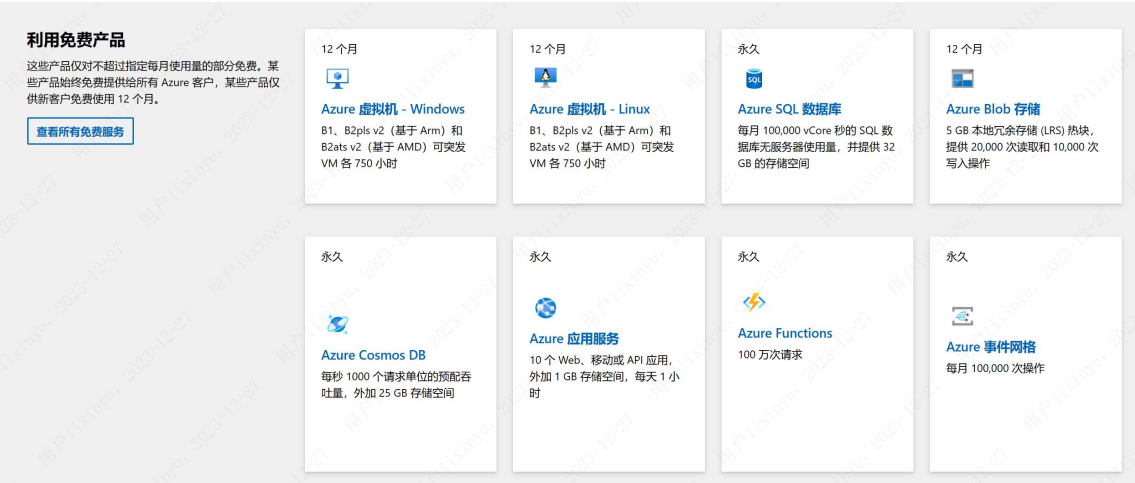


1.2.3 AI：龙头大模型为主要发展模式，逐步形成创业生态

◆大模型数量不断增长，“龙头大模型+”为大模型厂商主要发展模式。

- 1) 谷歌、微软、Meta等国际巨头采用“龙头大模型+原有业务”赋能Azure云、Office365、Dynamics365等传统业务，利用大模型的强语言能力提升原有业务的智能化水平，借助原有业务数据和用户资源增强AI应用的相关性和准确性。
- 2) 国内创业公司采用“龙头大模型+外部行业数据”，通过调用龙头大模型的API或基于GPT大模型微调来推出自身AI产品，通过外部数据源来增强行业相关性和准确性。
- 3) 具备行业数据积累的中大型企业采用“开源大模型+自有行业数据搭建行业大模型”，利用行业高质量和数量级的数据优势，打造出更专业、精准的行业大模型，借助开源大模型的技术经验提升训练效率和效果。

图6：Azure云免费产品服务



资料来源：Azure云官网，上海证券研究所

图7：腾讯云行业大模型精选商店



资料来源：央广网，上海证券研究所



1.2.4 AI：AI赋能各领域应用端，国内外全面推进办公体验变革

AI大模型赋能办公、教育、医疗、金融、文娱、交通等领域应用端，数据量大且质量高的行业为大模型提供充足的训练和微调数据，因此大模型在各国、各行业的成熟度和应用落地表现有所不同，以办公行业为例：

◆金山办公推出生成式AI应用“WPS AI”，已将大模型（LLM）能力嵌入表格、文字、演示、PDF四大组件。国内金山办公产品通过接入MiniMax、百度文心、CopyDone等大模型来满足用户AI创作需求，目前已逐步添加智能美化、校对、辅助写作、全文翻译、图像识别等AI功能，可实现自动生产新闻稿、工作周报、运营策划案等内容。

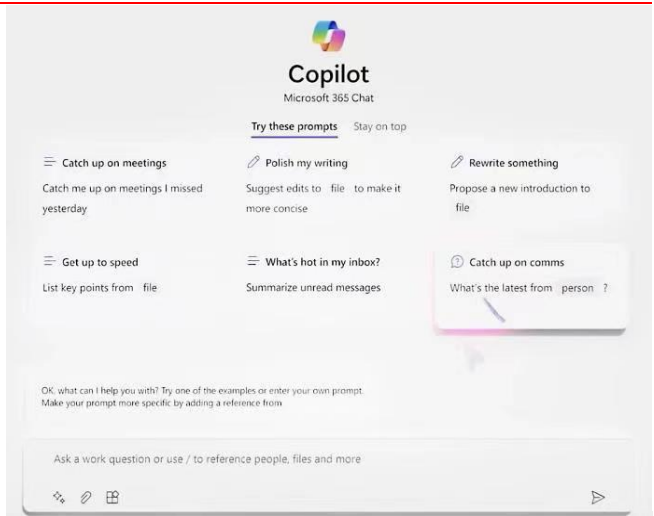
◆微软2023年3月16日发布Microsoft 365 Copilot，并将GPT-4的功能以聊天机器人的模式集成于产品右侧，可帮助用户数据分析、图表与报告生成，并提出相关反馈与建议。随着 Microsoft 365 Copilot 技术迭代和用户使用 AI 能力的提升，将进一步帮助企业用户解放生产力、释放创新力、提升竞争力。

图8：WPS开放AI功能



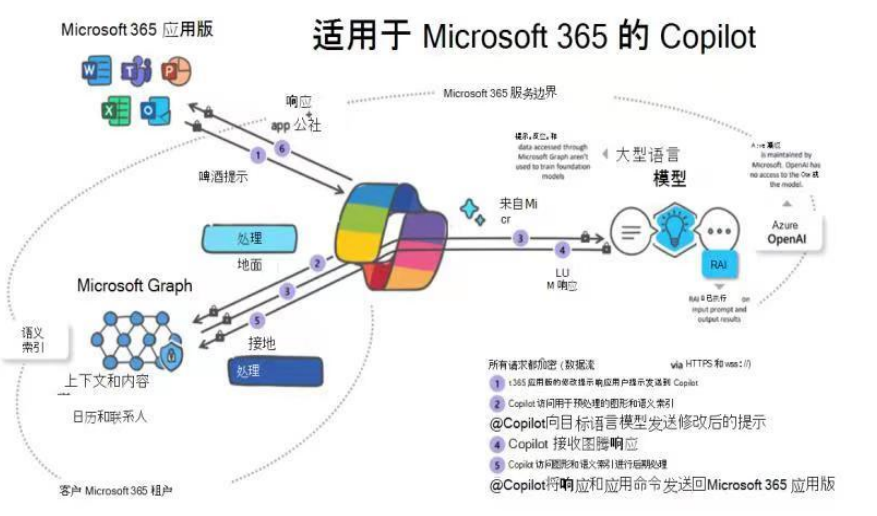
资料来源：WPS官网，上海证券研究所

图9：Copilot Microsoft 365 Chat主要功能



资料来源：Microsoft官网，上海证券研究所

图10：Copilot for Microsoft 365 的工作原理

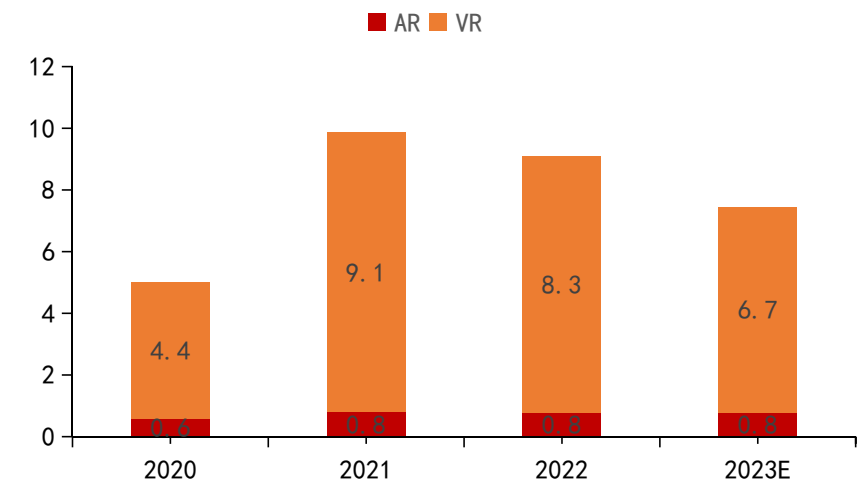


资料来源：Microsoft官网，上海证券研究所

1.3.1 MR：头显设备技术持续创新，打开空间计算新纪元

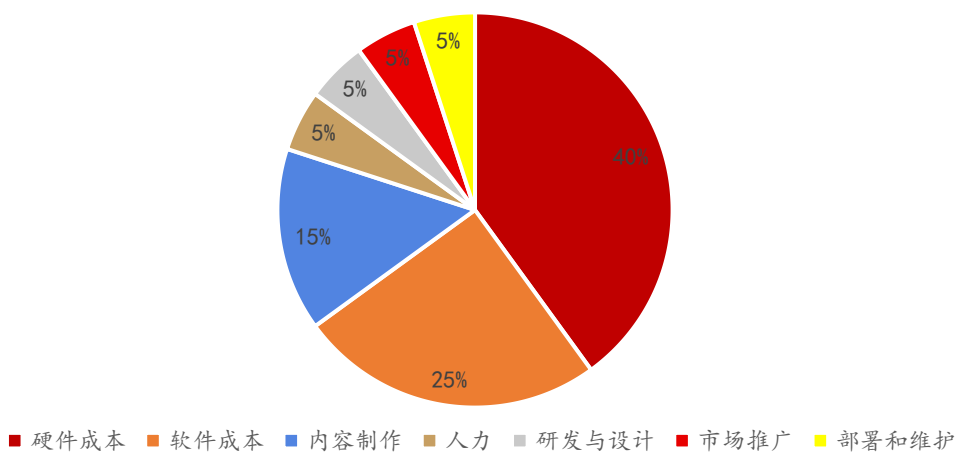
- ◆ **苹果Vision Pro头显打开空间计算新纪元，为眼镜应用提供基础设施支持。** Vision Pro依托苹果在芯片、面部识别、手势识别、VR/AR光学、VR生态的持续创新，解决硬件端重量、眩晕等问题，突破传统设备眩晕感+厚重感+内容不足三大痛点，有望成为头显设备领域的划时代产品，我们认为苹果Vision Pro对技术的突破有望带来头显设备出货量及市场渗透率的增长。
- ◆ 根据PR Newswire，全球混合现实市场规模预计从 2021 年的 3.31 亿美元增长到 2028 年的24.83 亿美元，2022-2028 年的复合年增长率为 28.7%。我们认为随着苹果MR设备出货量的放大，将带动硬件产业链订单需求的提升和虚拟产业生态的完善，拉动数字人、游戏、营销等领域的内容发展。

图11：2020-2023年全球VR/AR装置出货量（单位：百万台）



资料来源：观研报告网，上海证券研究所

图12：MR设备成本占比



资料来源：观研报告网，上海证券研究所



1.3.2 MR：市售VR头显设备价格差距较大，满足不同类型用户的需求

◆ 现今的市售 VR 头显可分为一体机、游戏机/PC VR 头显两大类，以 Meta Quest 系列为代表的一体机无需外接设备即可使用，较为方便；游戏机 VR 和 PC VR 头显则可提供更强的画质和沉浸感，可满足不同类型用户的需求。

图13：市售旗舰级VR头显特性汇总

	面板	分辨率	刷新率	FOV	重量	类型	价格
Apple Vision Pro	micro OLED	预计 单眼4K+	预计 90Hz	110°	预计 454g	预计 一体机	约 ¥ 25373
HP Reverb G2	LCD	2160x2160*2	90Hz	114°	498g	PC VR	¥ 5,099
HTC Vive XR Elite	OLED	1920x1920*2	90Hz	110°	625g	PC VR	¥ 9,788
Meta Quest 2	LCD	1832x1920*2	90Hz	97°	503g	一体机	¥ 3,699
Meta Quest Pro	LCD	1800x1920*2	90Hz	106°	722g	一体机	¥ 8,288
Nolo Sonic	LCD	1440x1600*2	144Hz	108°	809g	PC VR	¥ 10,829
Pico 4 Pro	LCD	2160x2160*2	90Hz	104°	586g	一体机	¥ 3,799
PlayStation VR 2	OLED	2000x2040*2	120Hz	110°	560g	游戏机VR	¥ 3,899
Valve Index VR	LCD	1440x1600*2	144Hz	108°	809g	PC VR	约 ¥ 10829

资料来源：52XR，上海证券研究所



1.3.3 MR：虚实结合带来全新商业模式，加速虚拟现实设备向生产力工具转型

- ◆ **MR虚实结合带来交互方式的变革，加速虚拟现实设备由娱乐工具向生产力工具转型。** 苹果MR通过3D来增强画面真实感，可实现人像和其他画面（如APP）同时显示，并将多人3D视频通话变为可能，丰富了信息传输类型。Vision Pro的发布加速虚拟现实设备向生产力工具的演进，目前国内虚拟现实生态仍以游戏体验为主，未来有望拓展至办公、会议、家装、健康等相关内容创作，加速虚拟现实设备由娱乐工具向生产力工具转型。
- ◆ **全新的交互体验带来新的商业模式。** MR产业在新技术的支持下，不断满足用户行为和需求。沉浸多屏、大屏方面，MR依托大屏设置多人影院模式，增加社交属性，可就2D、3D、全景等不同观影模式和观影时段收取不同费用。

图14：MR应用领域

领域	介绍
具体学科教学	MR具有许多优点，如模拟性强、显示质量优、采用自然方式交互等，能够为学习者提供真实的学习体验，有效改善传统的教学形式和学习方式。
在线虚拟课堂创设	MR技术创造出一个完美结合的虚拟和现实世界，再通过网络技术将各个领域学习者的虚拟化个体连接在同一个线上虚拟课堂中。
医疗	MR技术可以将CT、MRI等二维医学图像在与现实环境相融合的情况下转化成直观的三维虚拟模型，这使得MR技术对于形态结构精细、功能复杂的口腔颌面外科具有重要意义，MR技术在口腔颌面外科的实际应用能提高手术精确性、减少手术时间，降低复杂手术的难度
工业	由于建筑行业的工人需要在很多高风险的环境中工作，所以新入行的工人需要在正式工作前具备一定的技能水平和安全意识。而MR技术可以为受训者提供真实的模拟训练，有利于提高安全意识和降低工作的风险。
游戏娱乐	通过混合现实技术，玩家可以在虚拟环境中体验更真实的游戏体验，更加接近真实世界，而不是坐在电脑前面玩游戏。

资料来源：观研天下，上海证券研究所



目录

Content

一、新逻辑：AI+MR推动行业发展新纪元

- 1、传媒板块行情回顾：热点构筑传媒行业长期向好趋势，2023年1-11月行业指数跑赢大盘
- 2、AI：龙头大模型为主要发展模式，逐步形成创业生态
- 3、MR：虚实结合带来全新商业模式，加速虚拟现实设备向生产力工具转型

二、新模式：传统内容形态持续升级，探索内容交互新形态

- 1、短剧：短剧契合需求端高频碎片化消费场景，供给规模快速扩张
- 2、互动游戏：“游戏”+“短剧”带来沉浸式游戏体验，推动新的商业模式发展
- 3、小程序游戏：小程序游戏成本较低、激活链路路径较短，满足用户碎片化的娱乐需求
- 4、直播游戏：直播间游戏突破直播存量市场，快速实现商业化变现

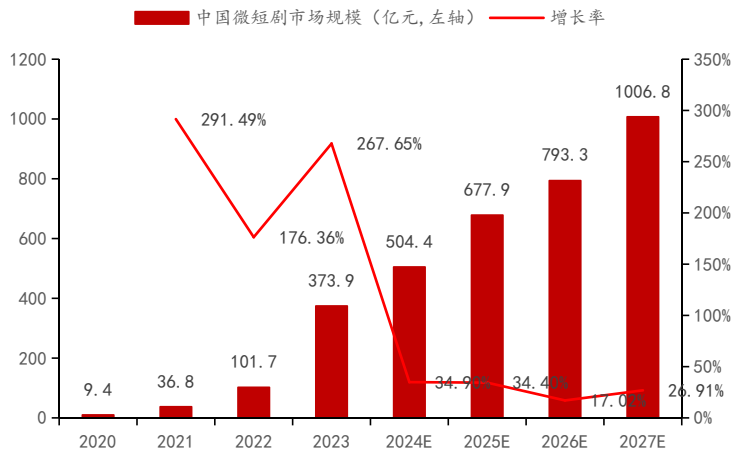
三、投资建议

四、风险提示

2.1.1 短剧：成本低、见效快特点有望带动短剧市场规模的持续增长

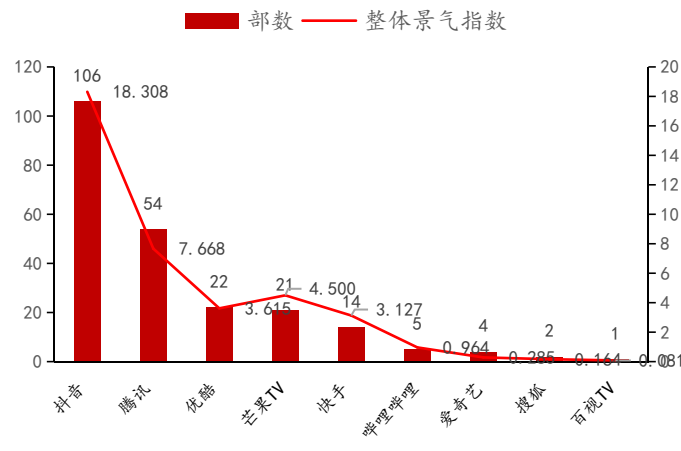
- ◆ 微短剧的单集时长短、制作成本较低、投资少、见效快。有的微短剧一集剧1分钟，拍摄成本只需要5000元起，微短剧行业的月充值金额，已经从2023年6月份的4000万元增长至10月份的6000万元。据艾媒咨询《2023-2024年中国微短剧市场研究报告》显示，2023年中国网络微短剧市场规模为373.9亿元，同比增长267.65%。2027年中国网络微短剧市场规模将超1000亿元。
1. 短剧上线数量方面，2023年Q3微短剧上新数量为224部，相较Q2的259部下降约14%。暑假档期间，主流长视频平台多将发展重心放至长剧市场，在微短剧市场的发力相对不明显，因此整体供给数量呈现下降趋势。其中腾讯视频、芒果TV与爱奇艺分别上新54、21、4部，与上季度几乎持平；而上新数量减少主要体现在优酷，其相较于第二季度的51部缩减了超一半，仅22部。
2. 剧集影响力方面，抖音凭借数量优势领先，占据第三季度微短剧市场47.29%的景气指数市场份额；腾讯视频则在长视频平台中独占鳌头，以54部的上新数量和19.81%的景气指数份额引领其他长视频平台；优酷以微量优势领先芒果TV；其余平台由于发展重心偏于长剧，头部露出作品较少，市场份额表现相对较弱。

图15：2020-2027中国微短剧市场规模及预测



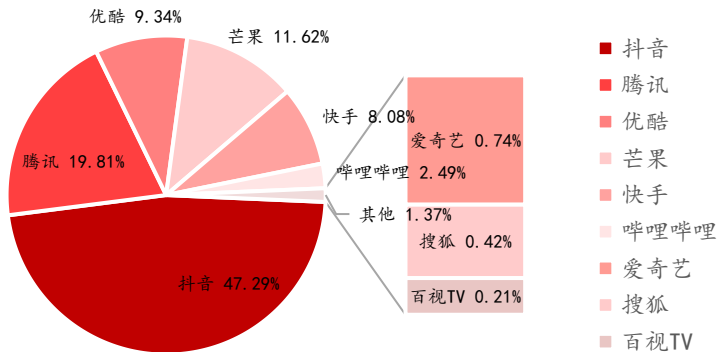
资料来源：澎湃新闻，上海证券研究所

图16：2023Q3各大平台微短剧播出部数及整体景气指数



资料来源：德塔文影视观察，上海证券研究所

图17：2023年三季度各大平台微短剧整体景气指数市场份额



资料来源：德塔文影视观察，上海证券研究所

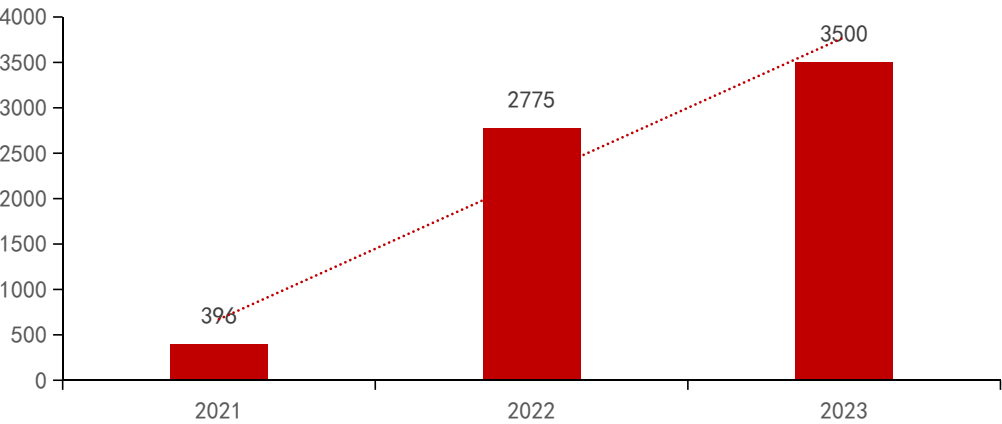


2.1.2 短剧：供给规模快速扩张，政策备案推动短剧高质量发展

◆ 微短剧市场供给规模呈现快速扩张趋势。2023年上半年共上新微短剧481部，远超2022年全年上新的454部。

1. 备案方面，2023年上半年月均备案近300部，广电总局自4月起公布全国重点网络微短剧拍摄备案，短剧将同电视剧、网剧一样，定期公布拍摄备案，我们认为短剧备案有利于分析未来的短剧趋势和亮点项目。
2. 长视频平台数量方面，剧集供给的市场相对稳定：2023年上半年腾讯上新100部，优酷上新72部，芒果TV上新28部，爱奇艺上新7部，四大主流长视频平台共占42%的市场供给份额。短视频平台的数量方面，抖音和快手共58.2%的市场供给数量，其中抖音平台上新212部微短剧，快手上新68部微短剧。
3. 题材方面，2023年上半年，都市类型上新319部，古装类型上新70部，奇幻类型上新28部，青春类型上新18部，悬疑类上新16部，年代类型上新11部，科幻与农村分别上新4部与2部。

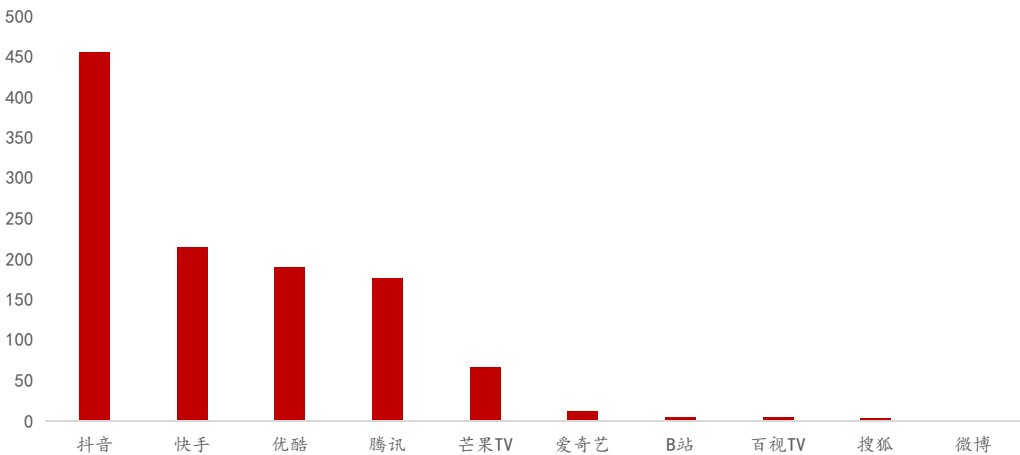
图18：2021年-2023年全国网络微短剧全年备案数量及预测



资料来源：广电总局重点网络影视剧信息备案系统，上海证券研究所



图19：2023年1-8月各大平台微短剧数量（部）

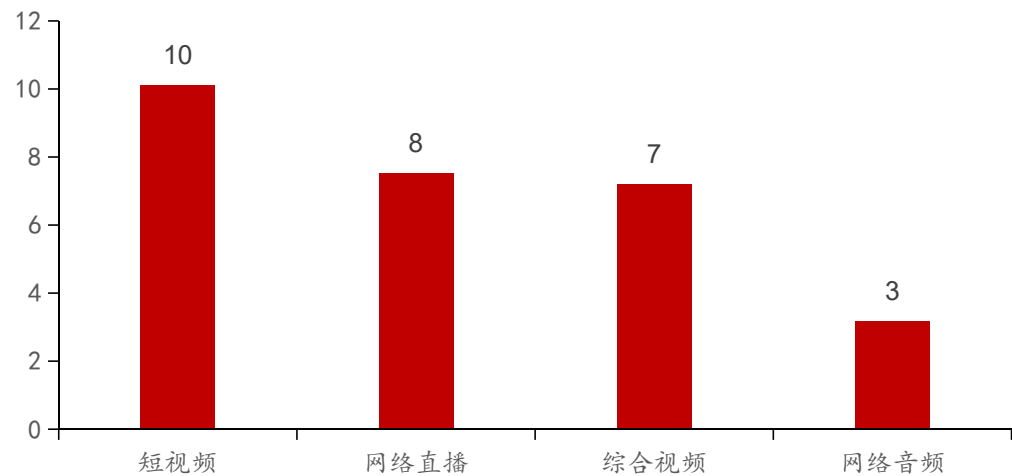


资料来源：视听艺术前沿与理论，上海证券研究所

2.1.3 短剧：契合需求端高频碎片化消费场景，短视频成为网络视听第一大应用

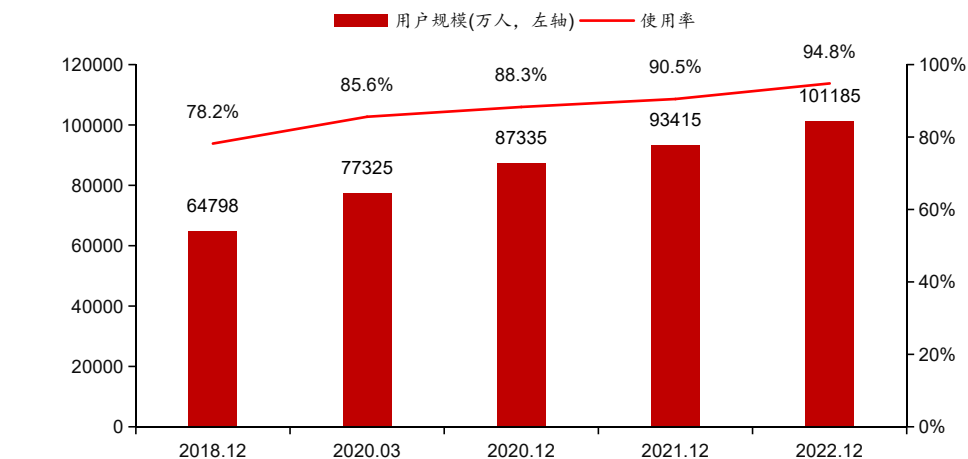
- ◆ 短剧契合高频碎片化的消费场景，用户规模持续增长。数字化、信息化时代，人们生活节奏加快，逐渐习惯了高强度的信息接收方式，在视频网站功能多样化背景下，改变观看方式成了观众的“自然选择”。
1. 19世纪30-40年代的好莱坞电影平均镜头长度约10秒，2000年后降为4秒。为了让观众保持注意力，影视作品需不断刺激观众来维持观众新鲜感来提升剧集的故事性和情节性。而微短剧不光带有剧情，其相比于长视频节奏会更快，相比于普通的短视频制作又更为精良，因而更符合用户的需求。
 2. 根据《2023中国网络视听发展研究报告》，短视频用户规模10.12亿，是网络视听第一大应用。2021-2022年微短剧上线数量显著提升，其中2021年重点网络微短剧上线58部、2022年上线172部。

图20：2022年网络视听用户规模（单位：亿人）



资料来源：传媒时评，上海证券研究所

图21：短视频用户规模逐年增长



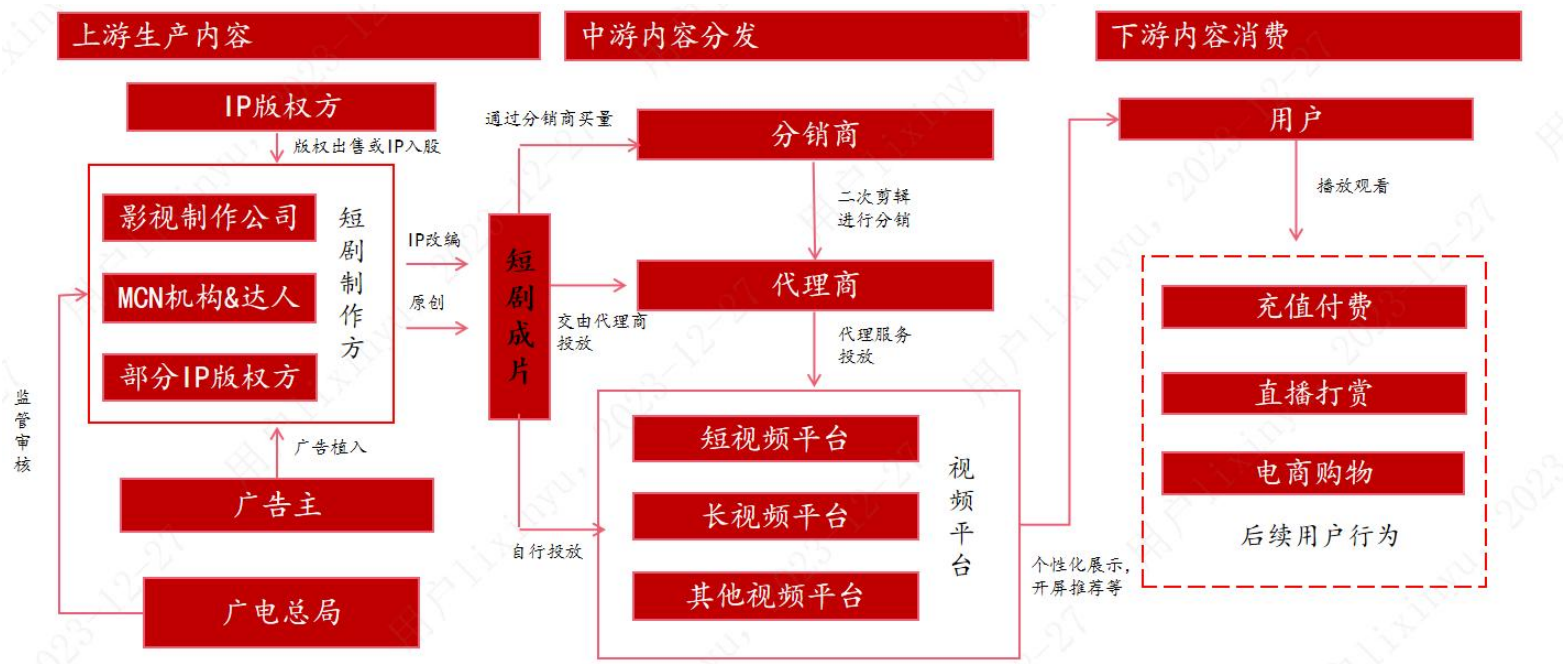
资料来源：传媒时评，上海证券研究所



2.1.4 短剧：涉及多方参与，上中下游共同合作

◆ 短剧产业链涉及到众多关键参与方，生态系统的协同对广告至关重要，需要与上、中、下游的不同参与方建立紧密的伙伴关系来实现最佳的广告植入效果。在微短剧产业链中，网络文学、动漫、游戏等IP和MCN、影视公司、创作达人出品机构相互合作，创作微短剧，广告主在此过程中注入广告。视频制作后将在长短视频平台、PUGV内容社区等进行发布，广告主可以在平台中注入广告，平台和视屏制作方之间会采用分账、定制采买、给予创作者激励等方式进行利润分配。下游的用户则可以进行付费以及打赏并进行游戏、周边、直播等衍生商业开发。

图22：短剧产业链全景



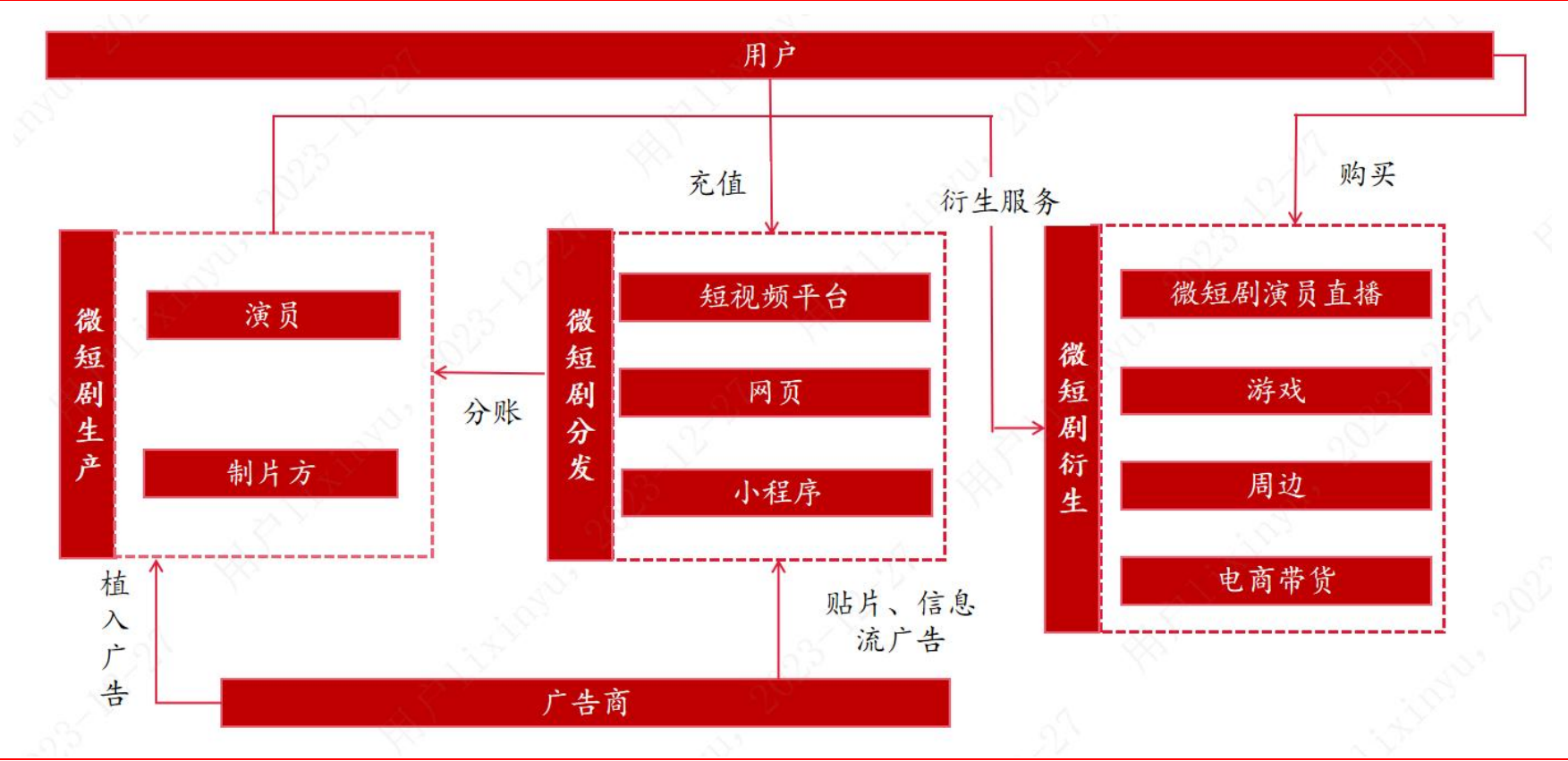
资料来源：罗兰贝格，上海证券研究所



2.1.5 短剧：流量分账为微短剧主要盈利模式

◆ 网络微短剧市场的盈利方式主要有流量分账、平台采买、品牌定制、广告及电商带货等。流量分账为各平台微短剧主要合作模式，各平台分账方式、计费方法、分账比例不同。

图23：网络微短剧盈利模式



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所



2.2.1 互动游戏：“游戏” + “短剧” 给玩家带来全新的沉浸式互动游戏体验

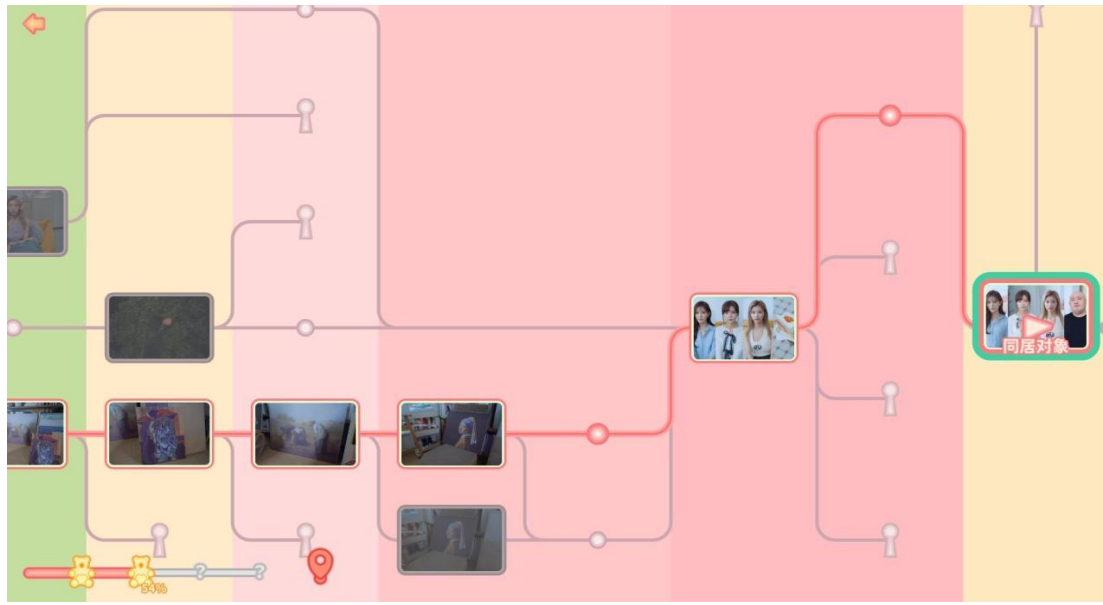
- ◆ 10月18日，《完蛋！我被美女包围了》（以下简称《完蛋！》）上架Steam游戏平台，玩家花费42元便可下载游戏的全部内容进行游玩。《完蛋！》发布一周后登顶Steam中国区销量榜，闯入全球销量榜TOP10。
- ◆ “短剧+游戏”的游戏体验在逼真性、游戏空间的沉浸性方面较传统游戏更具优势，为玩家提供了更加逼真的游戏体验。我们认为互动游戏的出圈主要系其有6位女主角供玩家任意选择想要深发展的对象与情节，自由推动情节发展，短剧的游戏模式为玩家提供了更加逼真的游戏体验。

图24：《完蛋！我被美女包围了》发售海报



资料来源：游民星空，上海证券研究所

图25：《完蛋！我被美女包围了》游戏路径



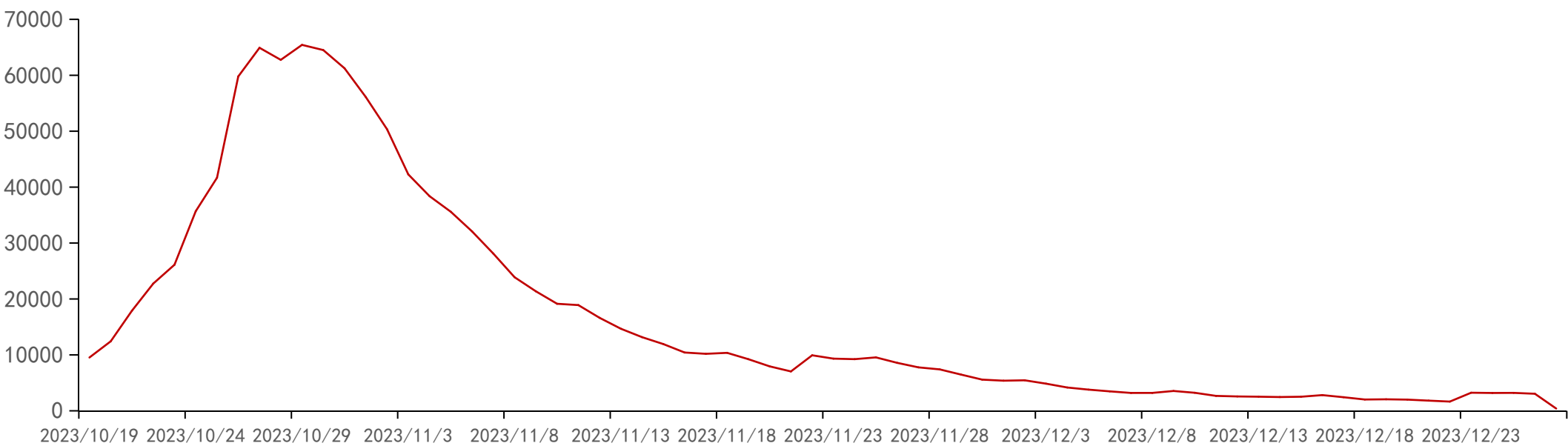
资料来源：游民星空，上海证券研究所



2.2.2 互动游戏：《完蛋！》连日登顶Steam国区畅销榜首，推动新的商业模式发展

◆ 根据SteamDB，《完蛋！我被美女包围了》10月29日在Steam平台的24小时玩家峰值为6.54万人，之后呈现逐渐下滑态势。我们认为“短剧+游戏”的关注度持续时间约两周，产品的可玩性和趣味性决定互动游戏的潜力。受益于AI技术的提升，游戏制作效率将逐步提高、制作难度逐渐下降，优质的“短剧+游戏“的作品和IP变现能力将越来越强。我们认为互动游戏在新技术的加持下持续提升内容质量，可不断提高用户付费意愿，推动新的商业模式发展。

图26：《完蛋！我被美女包围了》24小时玩家数



资料来源：Steam，上海证券研究所



2.3.1 小程序游戏规则简单，满足用户碎片化的娱乐需求

- ◆ 手游市场经历回调到回暖过程，小程序游戏呈现单边向好态势。根据《2023年中国游戏产业报告》，2023年中国小程序游戏市场收入200亿元，同比增长3倍。
- ◆ 小程序游戏只需点击屏幕就能实现打怪、消除，游戏前期玩法简单、能产生爽感。大流量带来高额收入。随着消除类游戏《羊了个羊》、养成类游戏《咸鱼之王》的出圈，两款小游戏的MAU峰值分别达2.13亿人、1.74亿人，月活用户人数不亚于手游《王者荣耀》，其中《羊了个羊》2022年营收达1亿元，《咸鱼之王》2023年月流水在3-4亿元。

图27：羊了个羊海报



资料来源：浙江日报，上海证券研究所

图28：咸鱼之王海报



资料来源：创意手游网，上海证券研究所



2.3.2 小程序游戏成本较低、激活链路路径较短，具备较大的开发潜力

- ◆ 小程序游戏近两年增长较快主要系抖音平台潜在用户构成和平台的变化。中度模拟经营的休闲游戏，凭借较低的上手门槛和长线上更多的内容，满足抖音平台的玩家需求。抖音平台拥有大量的没有深入接触过典型游戏产品的“待激活”玩家，近年《羊了个羊》等小游戏的出圈教育了用户，让他们开始接受游戏产品，因此具备较大的开发潜力。
- ◆ 抖音小游戏平台成本较低、激活链路路径较短，在用户维护和变现方面拥有先发优势。1) 低接入成本叠加安卓平台对于Unity开发的产品友好，方便从原本APP游戏到小程序游戏的转型；2) 拥有完整的数据反馈体系，对接人员24小时在线，方便根据开发者的需求进行时的应对、调整。

图39：抖音小游戏数据增长



资料来源：游戏葡萄，上海证券研究所

图30：抖音小游戏优势品类



资料来源：游戏葡萄，上海证券研究所



2.4.1 直播间游戏突破直播存量市场，快速实现商业化变现

- ◆ 在直播行业市场规模增长放缓、头部平台的垄断性增加的内卷和垄断的条件下，平台需提升投资回报率（ROI）来推动平台增长，直播间游戏成为直播行业新的增长趋势。直播间游戏重要的不是产品本身，而是平台算法和主播影响力，平台、主播、厂商的分成比例约为50:42:8。
- ◆ 准入门槛方面，直播间游戏准入门槛较低，主播只需一台手机即可直播。一款直播间游戏只需要一个十人左右的团队、历时两三个月、成本小一百万即可开发出来。抖音、快手等大平台已解决服务器承载等后端问题，游戏厂商只需考虑美术设计和游戏数值，结合现成的游戏玩法和直播逻辑即可入局。
- ◆ 收益方面，第一次上线抖音的Starscape旗下弹幕游戏《萌宠宠之战》，上线首月的月流水超两亿，随着入局门槛不断降低、越来越多的厂商加入赛道，头部直播间游戏的流水已开始下滑至单日20万。

图31：弹幕游戏搜索量



资料来源：七点GAME公众号，上海证券研究所

图32：直播游戏直播间



资料来源：七点GAME公众号，上海证券研究所

未来十二个月内，维持传媒行业“增持”评级。

◆ 建议关注

1、AI：关注【昆仑万维】、【果麦文化】；推荐【创业黑马】。

2、MR：推荐【风语筑】；关注【宝通科技】、【凡拓数创】。

3、游戏新模式：推荐【盛天网络】、【完美世界】、【三七互娱】；关注【名臣健康】。

4、影视新模式：关注【中文在线】、【上海电影】、【光线传媒】、【华策影视】。



1. **宏观经济风险：**AI相关技术研发及应用成本高企，且后续资本支出需求较大，若宏观环境变化导致相关公司经营情况波动、现金流出现问题，可能会影响研发进展；
2. **地缘政治风险：**若相关公司涉及到数据安全等领域的问题可能会引起政治风险；
3. **AIGC行业发展不及预期：**若底层通用大模型发展不及预期，可能影响下游小模型发展；
4. **游戏基本面恢复不及预期：**当前游戏板块受到消费复苏、本土游戏出海、AI驱动降本增效等多重利好影响，基本面持续向好，但后续可能会面临基本面恢复不及预期风险。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

