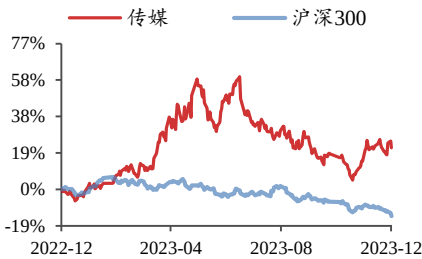


传媒

2023年12月05日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《AI 视频和 AI agent 不断突破，继续布局 AI 应用—行业周报》-2023.12.3
- 《继续布局短剧、AI 应用，关注数据要素机会—行业周报》-2023.11.26
- 《继续布局短剧、AI 应用，重视抖音广告产业链—行业周报》-2023.11.19

大模型不断升级，全面拥抱AI应用

——行业投资策略

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

田鹏（分析师）

tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790523090001

● 传媒板块基本面改善与AI应用落地或带来后续业绩、估值共振

传媒板块在 2023 年 6 月达到年内估值高点后，三季度以来估值已明显回落。业绩方面，游戏板块 2023Q3 稳中向好，影视板块 2023Q3 大幅改善，出版板块 2023Q3 延续平稳，广告板块 2023Q3 阶段承压，但随着电商消费旺季到来，2024Q4 有望开启改善。随着文化娱乐消费的复苏、内容供给的持续释放，以及大模型超多模态不断升级带动 AIGC 应用不断落地，传媒板块有望再次迎来业绩和估值向上共振。

● 国内外AI大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势

10 月 24 日，科大讯飞星火认知大模型 V3.0 发布，实现文本生成、语言理解、知识问答、逻辑推理、数学、代码、多模态七大能力提升；10 月 26 日，腾讯宣布混元大模型迎来全新升级，并正式对外开放“文生图”功能；10 月 27 日，智谱 AI 推出全自研的第三代基座大模型 ChatGLM3，其多模态理解、代码增强、网络搜索等模块大幅增强。在 OpenAI 于 9 月下旬宣布 ChatGPT 实现联网及支持图片、语音交流及与文字互转等多模态更新后，10 月以来国内 AI 大模型和行业应用亦不断升级。后续随着 AI 大模型进一步朝多模态方向升级，在游戏、社交、教育、IP 开发等领域应用落地带来的商业化增量空间或不断打开。

● 投资策略：继续把握AI应用主线，布局“AI+游戏/教育/影视IP/电商/MR”

(1) AI+游戏：版号发放常态化带来供给端改善，新游戏陆续上线，或驱动行业增速提升与板块业绩增长。多模态大模型有望提高游戏研发效率及内容、玩法丰富度，增强游戏社交属性，吸引增量用户，进一步打开游戏商业化空间。**重点推荐**盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络等。**(2) AI+教育：**AIGC 在海外已实现教育产品功能创新、课程研发降本增收，推动多邻国 2023H1 首次实现盈利，国内 AI 教育产品继续更新迭代，有望逐步带来业绩增量。受益标的包括世纪天鸿、南方传媒、皖新传媒、盛通股份等。**(3) AI+影视 IP：**AI 多模态技术有望带来动画、影视、互动影视游戏等内容开发提速，丰富内容供给，带来商业化增量。**重点推荐**芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团、云音乐，受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视等。**(4) AI+电商：**AI 赋能电商“人”、“货”、“场”全面铺开，AI 导购在国内外加速落地，实现了商品推荐、服装试穿等功能创新，有望帮助电商平台和服务商提升商品销售效率，实现降本增效。**重点推荐**值得买、壹网壹创、快手-W、东方甄选等。**(5) AI+MR：**苹果 MR 头显体验领先，或带动整体 MR 设备出货量提升及 AR/VR 内容需求增长。多模态大模型有望为内容开发降本提效，从而提高各应用场景下的 VR/AR 渗透率。**重点推荐**飞天云动，受益标的包括风语筑、锋尚文化、恒信东方等。

● **风险提示：**AI应用商业化进展不及预期，AI大模型竞争加剧推升应用成本。

目 录

1、 估值与业绩：板块估值已明显回落，基本面改善与 AI 应用或带来业绩、估值共振	4
1.1、 复盘与估值：H1 传媒指数和板块估值大幅上涨，Q3 开始明显回落	4
1.2、 业绩：Q3 业绩稳中向好，“基本面改善+AIGC 降本增效”进行中	4
1.2.1、 游戏板块：版号发放常态化，精品游戏长线运营，或驱动业绩持续修复	4
1.2.2、 广告板块：2023Q3 业绩承压，随电商消费旺季到来，或迎来业绩修复	5
1.2.3、 影视板块：迎最强暑期档，高期待值电影陆续上线或驱动板块业绩继续改善	6
1.2.4、 出版板块：教育信息化产品研发稳步推进，“AIGC+教育”或带来业绩增量	6
2、 国内外 AI 大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势	7
3、 投资策略：把握 AI 应用主线，布局“AI+游戏/教育/影视 IP/电商/MR”	9
3.1、 AI+游戏：供给释放+AIGC 赋能，板块业绩增速与估值有望提升	9
3.1.1、 版号发放常态化，产品供给端持续改善	9
3.1.2、 新游整体表现较好，新游戏的陆续上线带动行业增速提升	10
3.1.3、 多模态大模型有望加速赋能游戏研发、发行，打开降本增效与商业化空间	10
3.1.4、 重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络	11
3.2、 AI+教育：AI 与教学内容深度融合，“B 端+C 端”商业化可期	16
3.2.1、 AIGC 赋能全线教育产品，在 C 端口语辅导等领域持续落地	16
3.2.2、 AIGC 实现教育产品功能创新、课程研发降本增收，推动多邻国 2023H1 首次实现盈利	16
3.2.3、 世纪天鸿旗下 C 端教育产品功能持续迭代，内容力受认可	17
3.2.4、 受益标的包括世纪天鸿、南方传媒、皖新传媒、盛通股份	18
3.3、 AI+影视 IP：AIGC 提升 IP 内容变现效率，驱动 IP 商业化价值提升	18
3.3.1、 国内 AI 大模型和应用升级，推动影视、IP 内容开发效率提升，供给更为丰富	18
3.3.2、 AI+影视：在创意发散、信息搜集、内容制作、宣发营销环节赋能内容创作	19
3.3.3、 AI+IP：在小说创作、IP 创作中，提升创作效率，缩短创作周期	20
3.3.4、 微短剧市场蓬勃发展，AI 赋能降本增效、题材挖掘与商业化变现	20
3.3.5、 重点推荐芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团、云音乐，受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视	21
3.4、 AI+电商：AIGC 赋能电商平台及服务商提升匹配效率，降本提效	25
3.4.1、 “AI+电商”玩法创新，赋能电商“人”、“货”、“场”全面铺开	25
3.4.2、 “AI+导购”快速落地，实现商品推荐、服装试穿等功能创新	25
3.4.3、 电商导购平台“什么值得买”加速 AIGC 与业务结合	26
3.4.4、 重点推荐值得买、壹网壹创、快手-W、东方甄选	26
3.5、 AI+MR：苹果 MR 头显和多模态大模型或带动 MR 内容市场空间打开	29
3.5.1、 苹果 MR 体验领先，或引领市场变革，带动整体 MR 设备出货量提升	29
3.5.2、 硬件设备出货量提升与多模态大模型或共同驱动 MR 内容市场快速增长	30
3.5.3、 硬件设备出货量提升与多模态大模型或共同驱动 MR 内容市场快速增长	30
4、 风险提示	32

图表目录

图 1： 2023 年 6 月以来，传媒板块进入调整期	4
图 2： 传媒板块的 PE（TTM）在 2023H1 后有所回落	4

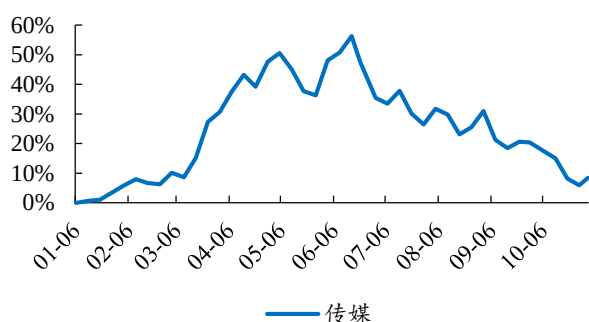
图 3: 2023 年 Q2 以来游戏板块营业收入同比增长.....	5
图 4: 2023Q3 游戏板块归母净利润同比大幅增长.....	5
图 5: 2023Q3 游戏板块盈利能力同环比改善.....	5
图 6: 2023Q3 广告板块营业收入同比下滑.....	5
图 7: 2023Q3 广告板块由盈转亏.....	5
图 8: 2023Q3 影视板块营业收入同环比均明显增长.....	6
图 9: 2023Q3 影视板块归母净利润同环比均明显增长.....	6
图 10: 2023Q3 出版板块营业总收入同环比均略有下降.....	6
图 11: 2023Q3 出版板块归母净利润同环比均下降.....	6
图 12: 海外大模型加速迭代, 多模态是主要方向.....	7
图 13: 国内大模型更新迭代速度较快, 提升较大.....	8
图 14: 2023 年以来游戏版号发放数量保持稳定.....	9
图 15: 2023 年 9 月, 12 款新游戏进入 IOS 畅销榜 TOP30.....	9
图 16: 2023 年 8 月有 23 款新游戏进入过 IOS 畅销榜 Top200.....	10
图 17: 2023 年 2 月以来中国游戏市场收入同比增速持续提升.....	10
图 18: AI 技术有望深入到游戏领域各个环节.....	10
图 19: 斯坦福论文《Generative Agents》创造了一个 AI 虚拟小镇.....	10
图 20: Chegg 计划将 AI 融入每个产品线.....	16
图 21: Google 推出英语口语练习功能.....	16
图 22: Duolingo 2023H1 实现首次盈利.....	17
图 23: 多邻国推出 Duolingo Max 功能.....	17
图 24: 小鸿助教支持表格、图片格式输出.....	17
图 25: 爱奇艺“星罗剧情理解平台”实现对影视剧分钟级的理解.....	19
图 26: 阅文妙笔大模型提供世界观设定等四大功能.....	20
图 27: ERNIE-VILG 可以进行沉浸式剧本杀场景生成.....	20
图 28: 2023 年 8 月抖音视频类小程序 MAU 规模较高.....	21
图 29: 微短剧可以借助 AIGC 挖掘科幻、奇幻类题材.....	21
图 30: 京东云言犀虚拟主播连续上播“24”小时.....	25
图 31: 亚马逊 AI 辅助 Listing 工具提升商家工作效率.....	25
图 32: 淘宝开启“淘宝问问”内测.....	26
图 33: 谷歌推出 AI 试穿功能.....	26
图 34: 值得买“AI 购买建议”工具提供购买建议.....	26
图 35: 值得买“AI 评论机器人”工具进行社区治理.....	26
图 36: 苹果 Vision Pro 硬件配置行业领先.....	29
图 37: Vision Pro 在生态、专利、硬件方面提供行业领先 MR 体验.....	29
图 38: 娱乐外应用场景 VR/AR 渗透率较低.....	30
图 39: 预计 2030 年全球 VR 内容创作市场价值达 2427 亿美元.....	30
表 1: 国内主流大模型对海外大模型各项数据对比差距有限.....	8
表 2: 2023 年 7 月以来 AIGC 应用持续落地.....	19
表 3: 2023 年多部短剧分账票房达 700 万以上.....	21
表 4: 重点推荐及受益标的板块包括游戏、教育、影视 IP、电商、MR.....	31

1、估值与业绩：板块估值已明显回落，基本面改善与 AI 应用或带来业绩、估值共振

1.1、复盘与估值：H1 传媒指数和板块估值大幅上涨，Q3 开始明显回落

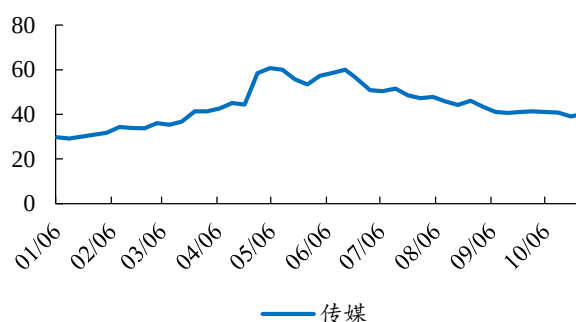
A 股传媒板块在 2023 年 5 月初与 2023 年 6 月中旬迎来两次年内涨幅高点，随后进入调整期，6 月中旬以来，或由于 AI 大模型在传媒细分领域的应用落地进度不及预期，年初以来的传媒指数涨幅由 6 月 16 日的 56.23% 降至 11 月 1 日的 8.41%，但仍为所有行业指数涨幅第 2；传媒板块 PE（TTM）由 6 月 16 日的 60 下降至 10 月 27 日的 40.2。

图1：2023年6月以来，传媒板块进入调整期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：传媒板块的PE（TTM）在2023H1后有所回落



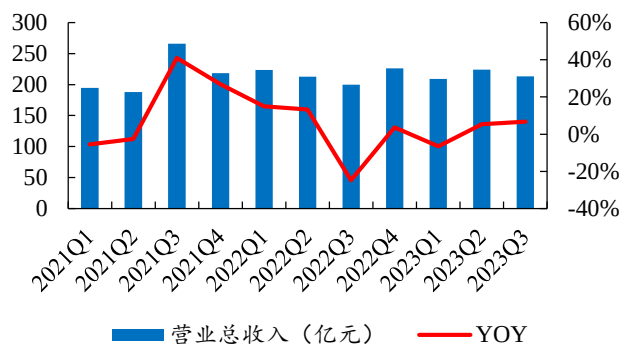
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、业绩：Q3 业绩稳中向好，“基本面改善+AIGC 降本增效”进行中

1.2.1、游戏板块：版号发放常态化，精品游戏长线运营，或驱动业绩持续修复

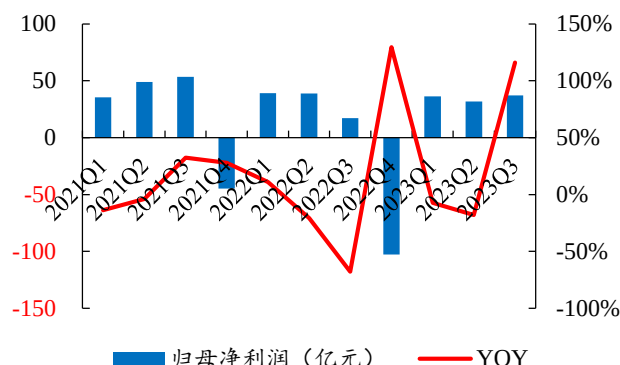
2023Q3 游戏板块营业收入为 213.24 亿元（同比+6.71%），归母净利润为 37.12 亿元（同比+115.86%），整体业绩向好。版号保持稳定发放节奏，2023 年 1-10 月（除 8 月份未发放国产版号）国产游戏版号月发放数量均在 80 款以上。游戏新品供给持续释放，以新游补充老游，形成产品的自然迭代。盈利能力来看，2023Q3 销售毛利率为 71.87%，归母净利率为 17.41%，净利率同环比均明显修复。在版号数量有限的前提下，游戏公司或更倾向于加大精品游戏的研发投入，拉长单产品的生命周期与提高产品商业化上限，从而有望驱动盈利能力持续改善。

图3：2023 年 Q2 以来游戏板块营业收入同比增长



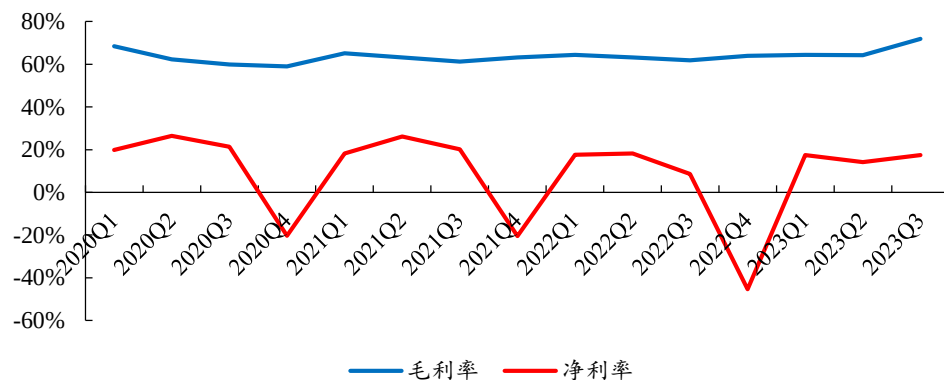
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q3 游戏板块归母净利润同比大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023Q3 游戏板块盈利能力同环比改善

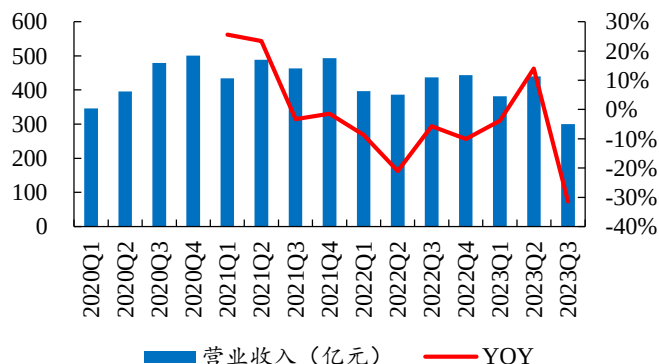


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、广告板块：2023Q3 业绩承压，随电商消费旺季到来，或迎来业绩修复

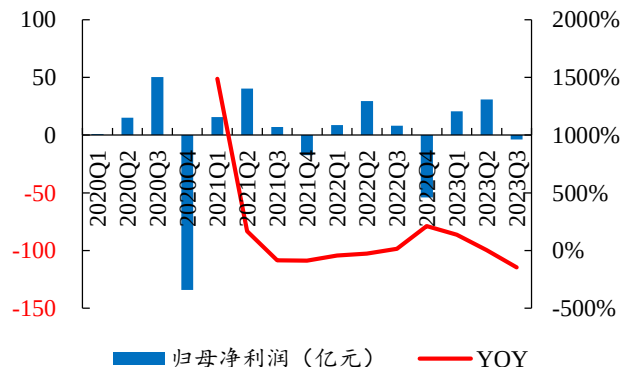
2023 年宏观经济及消费复苏节奏较缓，2023Q3 广告板块业绩整体承压，其中营业收入为 299.70 亿元（同比-31.41%），归母净利润为-3.86 亿元（同比由盈转亏），2023 年前三季度广告 1121.61 亿元（同比-8.05%），归母净利润为 47.70 亿元（同比+2.45%）Q4 为电商消费旺季，广告媒体平台有望持续获得较高广告主投放，叠加 AI 赋能广告营销公司的成本端优化，广告板块业绩有望迎来修复。

图6：2023Q3 广告板块营业收入同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023Q3 广告板块由盈转亏

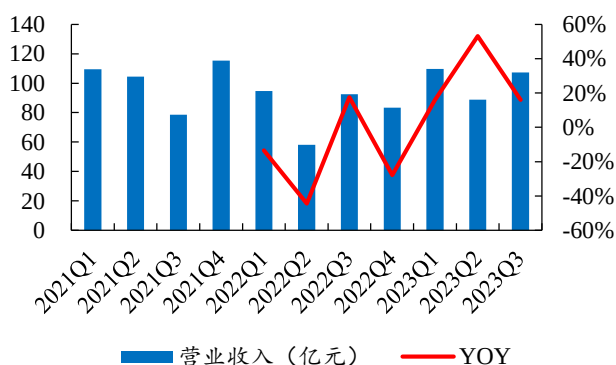


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.3、影视板块：迎最强暑期档，高期待值电影陆续上线或驱动板块业绩继续改善

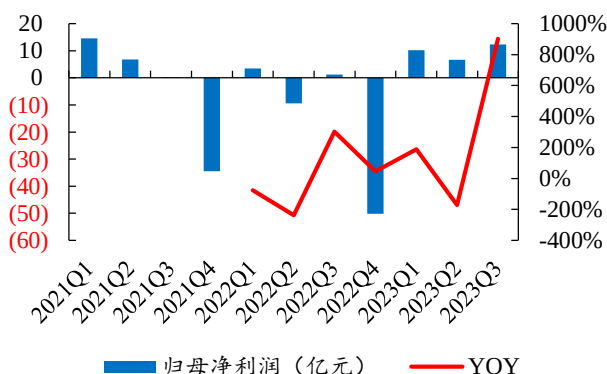
2023Q3 影视板块实现营业收入 107.31 亿元（同比+16.11%），实现归母净利润 12.32 亿元（同比+901.41%），收入与净利润同环比均大幅增长，为 2020 年以来单季度最高水平。2023 年暑期档火热推动全年电影票房修复，截止 2023 年 11 月 1 日，2023 年累计电影票房为 492.56 亿元，已超过 2021 年全年总票房（470.34 亿元），恢复至 2019 年同期的 87.22%。受益于观众观影需求恢复，电影供给质量明显提升，政策支持，驱动 2023Q3 暑期档创历史新高，叠加电影公司持续降本增效，驱动盈利能力明显改善。展望后市，截至 11 月 1 日，共有 4 部影片猫眼想看人数超 15 万，跨年档已定档其中 2 部电影，随高期待值电影持续上线，观众观影需求持续释放，电影板块业绩或将继续改善。

图8：2023Q3 影视板块营业收入同环比均明显增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023Q3 影视板块归母净利润同环比均明显增长

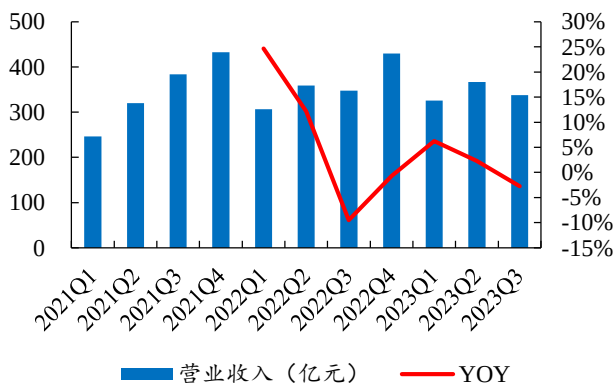


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.4、出版板块：教育信息化产品研发稳步推进，“AIGC+教育”或带来业绩增量

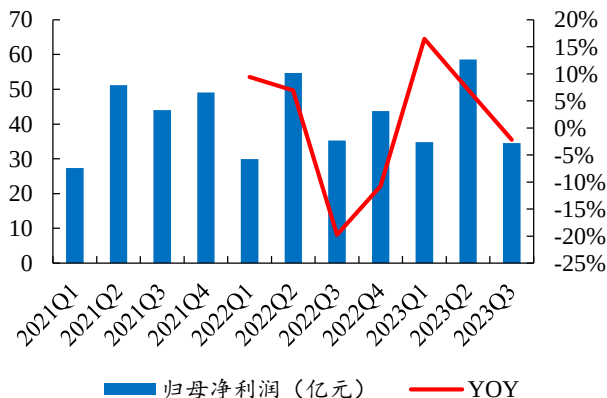
2023Q3 出版板块实现营业总收入 337.96 亿元（同比-2.77%），实现归母净利润 34.53 亿元（同比-2.16%），同比均有所下降，或受到同比基数、季度收入确认节奏等影响。2023 年前三季度实现营业总收入 1030.89 亿元（同比+1.76%），实现归母净利润 127.94 亿元（同比+6.67%），同比仍有增长。教育出版公司拥有丰富的教学内容、数据资源，并积极推进教育信息化业务，基于 AI 大模型的教育数字化产品或陆续推出，带来业绩增量。

图10：2023Q3 出版板块营业总收入同环比均略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023Q3 出版板块归母净利润同环比均下降

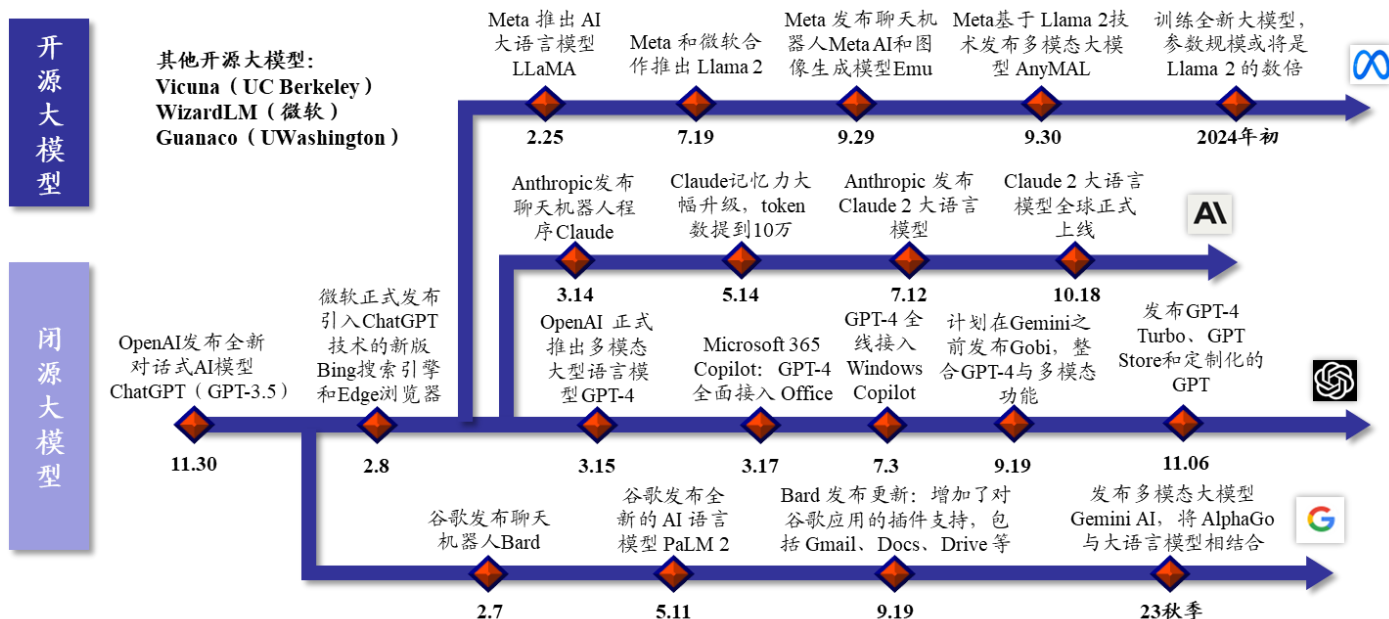


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、国内外 AI 大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势

2022 年 11 月 30 日，ChatGPT 的出现让 AI 大模型一炮走红，并很快风靡全球，模型的算力和参数量加速迭代升级。各家大厂纷纷参与到 AI 大模型的竞争之中，AI 初创企业 Anthropic 开发了对标的 AI 聊天机器人 Claude；谷歌一方面对 Anthropic 进行投资，一方面也在开发自己的语言模型 PaLM2 和聊天机器人 Bard；Meta 走上了另一条道路，开源了自己的大模型 LLaMA，后来也有越来越多的公司将自己的大模型进行开源，包括 Vicuna、WizardLM、Guanaco 等模型。OpenAI 在 2023 年 3 月 15 日左右推出了多模态大模型 GPT-4，支持接受图像和文本输入，以文本形式输出，开创了多模态大模型的时代。目前，国内外各家厂商仍把目光放在多模态大模型上，对标 GPT-4 开发竞品。

图12：海外大模型加速迭代，多模态是主要方向



资料来源：IT之家、澎湃新闻、界面新闻、凤凰网、OSCHINA、ZAKER、开源证券研究所

国内大模型百花齐放，版本与性能持续迭代。随着 AI 大模型的竞争在国外激烈展开，国内许多互联网企业和科技企业也开始自研大模型，比如百度、阿里、科大讯飞、百川等。相比于国外，国内大模型的版本与性能更新迭代更快。

图13：国内大模型更新迭代速度较快，提升较大



资料来源：IT 之家、中国证券报、界面新闻、凤凰网、站长之家、智谱清言、中国工信证券网、开源证券研究所

国内大模型训练量与参数量逐步提升，或在中文领域更具优势。相比 GPT-4 等国际顶尖大模型，国内大模型虽起步较晚，但随着国内大模型的加速发展，参数量、训练量的堆积，部分国内大模型已经可以与国外大模型同台竞技。从参数量来看，智谱旗下的 Chat GLM2-130B 的参数量达到 1.3 万亿，仅次于 GPT-4，文心一言 4.0 的参数量也跻身万亿级别；从性能来看，文心一言、商量等大模型在 CLiB 测评中的表现要好于 Meta 的 LLaMA-2-70B 大模型，与 GPT-4 的差距较小。

表1：国内主流大模型对海外大模型各项数据对比差距有限

模型	FacTool	Elo Rating	MT-bench	OpenCompass	CLiB	参数量	GSM8K	C-Eval
GPT-4	183.5	1181	8.99	72.1	95.8	1.8 万亿	92.0	68.7(7 月)
PaLM 2			6.40			3400 亿	80.7	
Claude 2		1134	8.06					
LLaMA-2-70B		1051	6.86	57.4	75.1	700 亿	56.8	
文心一言	122.5				88.3(v2.2)	万亿级		
豆包（云雀）	139				78.7			
商量	103.5				83.2	1800 亿		
通义千问				62.4	80.2	140 亿	61.3(14B)	72.1
Qwen-14B								
星火大模型					75.4(v2.0)	1750 亿		
Baichuan2	140.5(53B)			54.9(13B)	82.7(53B)	530 亿	52.77(13B)	58.1(13B)
智谱 ChatGLM2	89.5	945(6B)	4.96(6B)	47.9(6B)	76.9(130B)	1.3 万亿	40.94(12B)	61.6(12B)

资料来源：IT 之家、GitHub、搜狐、澎湃新闻、Chatbot Arena、同花顺财经、财联社、Opencompass、开源证券研究所

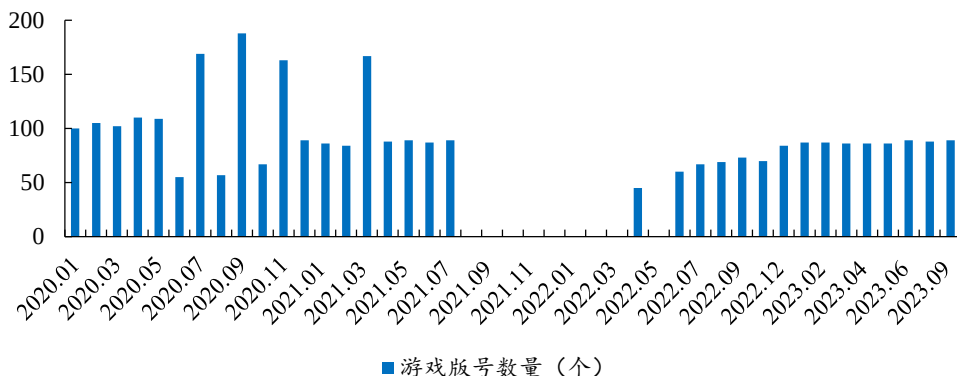
3、投资策略：把握 AI 应用主线，布局“AI+游戏/教育/影视 IP/电商/MR”

3.1、AI+游戏：供给释放+AIGC 赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.1、版号发放常态化，产品供给端持续改善

2022 年，国产游戏版号共发放 468 个，2023 年以来，每月游戏版号发放稳定，截至 2023 年 10 月，2023 年已发放国产游戏版号 785 个。此外，2022 年共发放进口游戏版号 44 个，而 2023 年进口游戏版号已发放 58 个。游戏版号发放回归常态化，整体数量同比有望明显修复，随版号加快发放，新游戏上线进程也有望加快，带来产品供给端的持续改善。目前仍有大量头部游戏已拿到版号且尚未上线，有望支撑 2023Q4 及 2024 年的产品周期持续向上。

图14：2023 年以来游戏版号发放数量保持稳定



数据来源：国家新闻出版署、开源证券研究所

图15：2023 年 9 月，12 款新游戏进入 IOS 畅销榜 TOP30

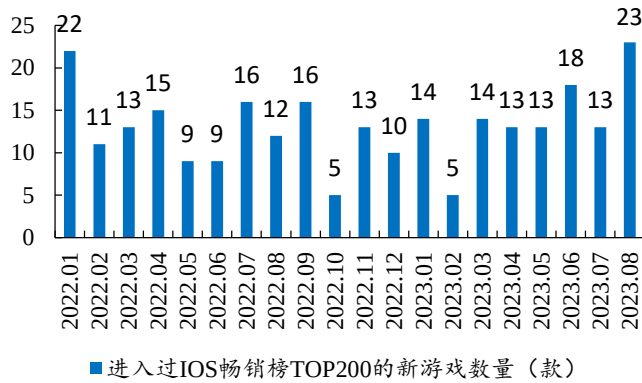
排名	产品	开发商	变化
1	王者荣耀	腾讯	—
2	逆水寒	网易	—
3	和平精英	腾讯	—
4	冒险岛：枫之传说	腾讯	▲4
5	崩坏：星穹铁道	米哈游	▲4
6	三国志·战略版	灵犀互娱	▲7
7	英雄联盟手游	腾讯	▼2
8	原神	米哈游	▼1
9	全明星街球派对	网易	▲18
10	梦幻西游	网易	▲2
11	晶核	朝夕光年	▼7
12	金铲铲之战	腾讯	▼6
13	穿越火线：枪战王者	腾讯	▼3
14	火影忍者	腾讯	▲6
15	蛋仔派对	网易	▼4
16	巅峰极速	网易	▼2
17	JJ斗地主	竞技世界	▲1
18	开心消消乐*	乐元素	▲3
19	新石器时代	上海游游网络	▼4
20	小冰冰传奇	莉莉丝	new
21	QQ飞车	腾讯	▼4
22	咸鱼之王	豪腾嘉科	▼6
23	指尖四川麻将	禅游科技	▲1
24	率土之滨	网易	▼1
25	阴阳师	网易	new
26	这城有良田	益世界	new
27	欢乐斗地主	腾讯	▲2
28	森之国度	灵犀互娱	new
29	幻想三国志：逍遥外传	多益网络	▼3
30	QQ炫舞	腾讯	▼5

资料来源：七麦数据、开源证券研究所

3.1.2、新游整体表现较好，新游戏的陆续上线带动行业增速提升

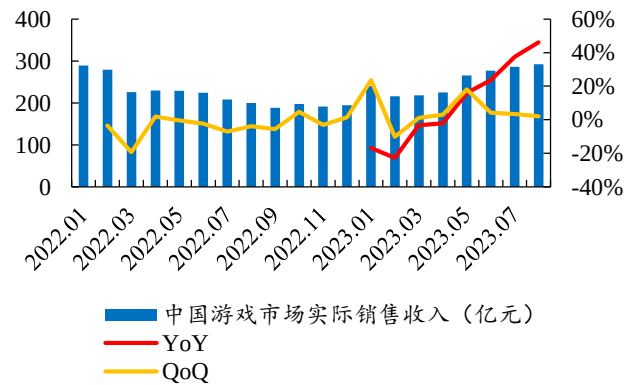
2023 年以来，新上线游戏持续表现优异，根据伽马数据，2023 年 8 月进入过 IOS 日畅销榜 TOP200 的新游数量为 23 款，为 2021 年至今入榜产品数量最多的月份。同时新游戏更加向头部集中，根据七麦数据发布的 IOS 游戏收入排行榜 TOP30，其中有 11 款为 2023 年新上线的游戏。在新游戏上线的带动下，游戏市场收入保持增长，根据伽马数据，2023 年 2 月以来中国游戏市场收入同比增速持续提升，8 月收入达 292 亿元，同比增速达 46%，环比增速 2%。

图16：2023 年 8 月有 23 款新游戏进入过 IOS 畅销榜 Top200



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图17：2023 年 2 月以来中国游戏市场收入同比增速持续提升



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

3.1.3、多模态大模型有望加速赋能游戏研发、发行，打开降本增效与商业化空间

AIGC 对游戏各环节应用正快速落地，AI技术有望深入到游戏美术绘画辅助、营销素材制作、程序化人物及场景生成、开发测试等多个环节和领域。特别是9月份以来国内外大模型不断升级，游戏作为集合了文字、图像、声音、视频等多种内容形式的应用，或将更受益于多模态模型带来的研发效率提高及内容、玩法丰富度提升，AI 生成能力的提升亦将使得游戏的社交属性更加突出，从而吸引增量用户进入，并通过增加付费点提升商业化能力，进一步打开游戏行业商业化空间。

图18：AI 技术有望深入到游戏领域各个环节



资料来源：腾讯 AI 实验室公众号

图19：斯坦福论文《Generative Agents》创造了一个 AI 虚拟小镇

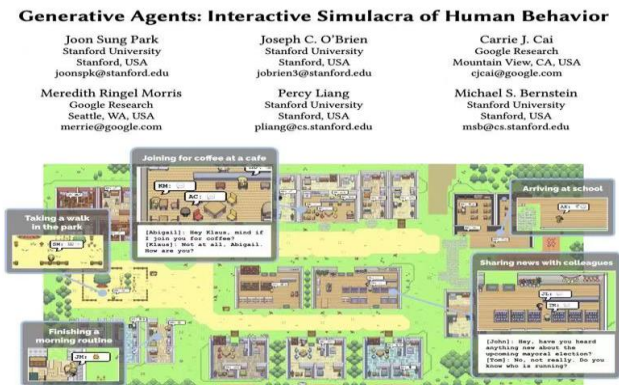


Figure 1: Generative agents create believable simulacra of human behavior for interactive applications. In this work, we demonstrate generative agents by populating a sandbox environment, reminiscent of The Sims, with twenty-five agents. Users can observe and intervene as agents they plan their days, share news, form relationships, and coordinate group activities.

资料来源：游戏陀螺公众号

3.1.4、重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(1) 盛天网络 (300494.SZ)：短期费用率上升，新游戏及 AI 应用驱动后续成长

游戏产品周期致 Q3 业绩承压，看好储备游戏上线表现

公司 2023 年前三季度实现营业收入 10.83 亿元（同比-8.48%），实现归母净利润 1.79 亿元（同比-5.92%）。2023Q3 实现营业收入 2.71 亿元（同比-39.88%，环比-29.28%），归母净利润 0.33 亿元（同比-55.01%，环比-54.08%）。公司 2023 年前三季度收入和利润下滑主要系当期没有重要的新游戏上线，原有游戏运营和 IP 运营产品收入和利润逐步下降所致。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.55/3.45/4.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.70/0.85 元。

游戏和 AI 产品周期致费用率上升，影响公司短期盈利能力

公司 2023Q3 毛利率为 28.42%（同比+0.72pct，环比-1.7pct），销售费用率为 4.39%（同比+2.28pct，环比+1.5pct），管理费用率为 5.54%（同比+2.72pct，环比+1.67 pct），研发费用率为 7.25%（同比+3.79 pct，环比+2.41 pct），归母净利率为 12.26%（同比-4.13 pct，环比-6.62 pct）。受游戏及 AI、社交产品等研发、营销投入影响，期间费用率有所上升，对公司盈利能力造成短期影响。我们认为，随着储备游戏陆续上线以及“AI+社交”产品度过前期大规模推广期，公司费用率有望回落，从而带来公司盈利能力回暖。

公司新游戏将陆续上线，AIGC 应用有望持续推出，或共同驱动业绩增长

公司游戏储备丰富，已锁定且预计在 2023 年上线的产品包括《潮灵王国：起源》《星之翼》《活侠传》《零域幻想》等。此外，公司参与的由腾讯游戏负责国内区域发行的 IP 改编产品《大航海时代：海上霸主》有望于 2023 年上线，储备游戏的陆续上线或为公司带来可观业绩增量。此外，公司积极探索 AIGC 应用，音乐社交 APP “给麦”已于各大应用市场上架，后续有望持续推出 AI 社交、AI 语音应用，进一步壮大社交业务，成为公司新的业绩增长驱动力。

(2) 神州泰岳 (300002.SZ)：费用率及汇率变动影响 Q3 利润，不改成长趋势

Q3 业绩整体平稳，游戏业务或继续驱动业绩增长

公司 2023Q3 实现营业收入 13.98 亿元（同比+21.04%，环比-3.05%），归母净利润 1.59 亿元（同比-1.57%，环比-29.71%），扣非归母净利润 1.55 亿元（同比+25%，环比-34.04%）。2023 前三季度实现营业收入 40.51 亿元（同比+25.22%），归母净利润 5.63 亿元（同比+46.78%），扣非归母净利润 5.37 亿元（同比+61.23%）。公司 2023 年前三季度业绩增长主要系《War and Order》（《战火与秩序》）等老游戏表现稳定，《Age of Origins》（《旭日之城》）流水仍保持增长所致。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.47/9.42/11.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.38/0.48/0.57 元。

毛利率稳步增长，费用率环比提升与汇率波动影响短期盈利能力

2023Q3 公司毛利率为 63.32%（同比+2.04pct，环比+1.14pct），游戏充值流水稳步增长所带来的规模效应带动游戏业务及整体毛利率稳步提升。公司销售费用率为 29.41%（同比-0.08pct，环比+3.7%），管理费用率为 16.87%，（同比+1.01pct，环比

2.92pct)，研发费用率为 5.91%（同比-0.66pct，环比+1.33pct），归母净利率为 11.36%（同比-2.6pct，环比-4.31pct），Q3 费用率环比提升明显，此外，因汇率变化带来的利润或环比减少，影响短期盈利能力，但随新游戏上线与智能催收业务发展，公司盈利能力有望持续回升。

新游戏 2024 年上线，智能催收业务快速发展，或共同驱动公司业绩长期增长

2023 年前三季度核心产品《War and Order》（《战火与秩序》）流水保持稳定，《Age of Origins》（《旭日之城》）流水仍保持增长趋势。公司两款储备游戏《代号 DL》（模拟经营类 SLG 游戏）、《代号 LOA》（模拟经营类 SLG 游戏）有望于 2024 年上线，继续驱动公司业绩增长。公司智能催收平台“泰岳小催”实现了商业化落地，随着 NLP 技术向电销等场景拓展，Q4 及后续季度收入端有望实现快速增长，规模效应或逐步显现，加快盈利步伐，并成长为公司业绩增长驱动力之一。

（3）网易-S（9999.HK）：爆款游戏与 AI 应用落地有望共同驱动长期成长

爆款游戏驱动下，Q3 收入、利润保持同比快速增长

2023Q3 公司实现营业收入 273 亿元（同比+11.64%，环比+13.57%），归母净利润 78 亿元（同比+16.99%，环比-4.93%）。其中游戏及相关增值服务收入 218 亿元（同比+16.5%）；云音乐收入 20 亿元（同比-16.3%）；有道收入 15 亿元（同比+9.7%）；创新及其他业务收入 20 亿元（同比略增）。公司毛利率为 62.21%（同比+5.94pct，环比+2.35pct），主要系游戏组合占比变化带动游戏毛利率提升、在线营销服务和学习服务收入增加带动有道毛利率提升所致。净利率为 28.74%（同比+1.31pct，环比-5.59pct），利润率环比下滑主要系所得税变化所致。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 281/301/332 亿元，对应 EPS 分别为 8.7/9.3/10.3 元。

多款爆款游戏继续维持亮眼表现，储备游戏上线后或继续驱动业绩增长

6 月份上线的《逆水寒》手游收入和用户增长强劲，注册玩家数量超 5000 万。游戏《全明星街球派对》于十月底登上中国 IOS 畅销榜榜首。《巅峰极速》6 月上线以来基本维持在 IOS 畅销榜前 60 名。《蛋仔派对》2023 年以来基本维持在 IOS 畅销榜前 25 名。公司储备游戏还包括《代号：无限大》《射雕》《燕云十六声》等多款高品质游戏，后续上线后有望继续驱动公司业绩增长。

AI 大模型应用落地驱动教育业务增长，AI 或继续助力长期成长

公司 AI 自研大模型在教育、文娱、工业等领域不断落地，子曰教育大模型首批通过备案，得益于 AI 产品化落地，有道 2023Q3 实现收入 15 亿元（同比+9.77%，环比 27.51%），其中数字内容服务销售额超 4 亿元，毛利率创下历史新高，有道词典及有道翻译 2023Q3 会员费同比涨超 160%，在线营销服务收入同比增长 113.5%。《逆水寒》手游首创 AI 自定义语音等玩法，“AI 队友”陪玩次数破十亿。随着 AI 大模型应用在各领域加速落地，公司有望打开新的增长空间。

（4）腾讯控股（0700.HK）：小游戏、视频号等微信生态变现继续驱动业绩增长

2023Q3 公司业务全面增长，看好新游戏及微信生态变现

公司 2023Q3 实现营业收入 1546.25 亿元（同比+10.4%，环比+3.6%），实现 Non-IFRS 归母净利润 449.21 亿元（同比+39.3%，环比+19.6%）。其中增值服务业务

收入 757 亿元（同比+4.2%），主要系老游戏收入增长及新游戏上线带动所致。网络广告业务收入 257 亿元（同比+20.0%），主要受益于视频号、移动广告联盟和微信搜索广告需求强劲。金融科技与企业服务业务收入 520 亿元（同比+16.1%），主要系商业支付活动增加和理财服务收入增长，以及云服务业务结构优化和视频号带货技术服务费增加所致。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1557/1828/2065 亿元，对应 EPS 分别为 16.4/19.2/21.7 元。

小游戏及视频号商业化带动收入结构转变，公司盈利能力有望持续提升

2023Q3 公司毛利率为 49.5%（同比+5.2pct，环比+2.0pct），Non-IFRS 归母净利率为 29.1%（同比+6.0pct，环比+3.9pct），自 2022Q4 以来毛利率和 Non-IFRS 归母净利率持续提升，主要系公司收入结构从低毛利率收入来源（特别是音乐直播及游戏直播服务）向高毛利率收入来源（包括小游戏平台服务费、视频号广告和带货技术服务费等）转变，以及降本增效措施效果显现所致。我们认为，随视频号商业化加速及小游戏快速发展驱动公司收入结构转变，同时继续推进降本增效措施，公司毛利率与净利率有望持续提升。

储备游戏上线，小游戏和视频号等微信生态变现加快或继续驱动业绩增长

公司储备游戏丰富，《元梦之星》《全境封锁 2》《王者万象棋》《王者荣耀：星之破晓》等后续上线后有望继续驱动游戏业务增长。同时，微信小游戏快速增长，月活用户超 4 亿，小游戏内购有望持续为公司贡献可观收入增量。此外，视频号使用时长保持快速增长，2023Q3 视频号总播放量同比增长超 50%，且得益于播放量和用户时长增长，视频号广告收入环比增长显著，或继续驱动广告业务增长。

（5）吉比特（603444.SH）：老游戏自然下滑，新一轮产品周期将开启

老产品流水下滑致 Q3 业绩承压，新游戏将陆续上线

公司 2023Q3 实现营业收入 9.58 亿元（同比-27.41%，环比-20.48%），归母净利润 1.83 亿元（同比-43.31%，环比-50.37%），剔除汇率波动和投资影响，经调整归母净利润 2.06 亿元（同比-27.2%）。2023 年前三季度实现营业收入 33.07 亿元（同比-13.66%），归母净利润 8.59 亿元（同比-15.07%），经调整归母净利润 8.05 亿元（同比-14.24%）。公司前三季度业绩下滑主要系受宣传和运营费用变化及游戏流水下滑等因素影响，《问道手游》《一念逍遥》利润有所减少，同时 8 月新上线游戏《飞吧龙骑士》上线前期营销推广投入较大，尚未产生利润所致。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.03/15.76/18.54 亿元，对应 EPS 分别为 18.14/21.92/25.79 元。

研发费用率提升与汇兑损益影响短期利润率，不改长期盈利能力

公司 2023Q3 毛利率为 87.53%（同比+2.72pct，环比-1.22pct），销售费用率为 26.79%（同比-7.01pct，环比+2.79pct），管理费用率为 8.2%（同比+1.3pct，环比-0.54pct），研发费用率为 19%（同比+6.44pct，环比+2.78pct），归母净利率为 19.1%（同比-5.39pct，环比-11.52pct）。Q3 研发费用率提升明显，且汇率变化对利润率造成一定短期影响，但公司业务持续推进，短期因素不改公司长期盈利能力。

多款新游戏即将上线，新一轮产品周期或驱动公司业绩增长

公司 8 月份上线的《飞吧龙骑士》，截至 9 月末在 AppStore 游戏畅销榜平均排名第 42 名，最高排名第 15 名，表现良好，随游戏流水逐步确认，有望在后续季度持续释放利润。此外，公司《皮卡堂之梦想起源》《超进化物语 2》《不朽家族》等产

品有望在 2023H2 上线，2024 年有望上线的产品包括《Outpost: Infinity Siege》《超喵星计划》《代号 M88》《代号原点》等。我们认为，公司精品游戏研发独具特色，且长线运营能力较强，新游戏陆续上线后有望长期为公司贡献稳定业绩。

(6) 心动公司 (2400.HK): H1 扭亏为盈，自研游戏或完善平台与内容生态

新游戏上线与降本增效措施带动 2023H1 同比扭亏为盈

公司 2023H1 实现营业收入 17.53 亿元 (同比+10.0%)，实现净利润 0.9 亿元 (同比扭亏为盈，2022H1 亏损 3.86 亿元)。2023 年上半年收入增长，主要系 TapTap 中国版的信息服务收入增长及新游戏上线带动游戏收入增长所致。净利润增长，主要系：(1) 公司收入增长及毛利率提升；(2) 降本增效措施带来研发成本和营销开支减少。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.58/3.55/4.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.5/0.7/1.0 元。

随推广策略优化与游戏行业产品周期向上，TapTap 用户规模有望持续增长

截至 2023 年 6 月，TapTap 中国版 MAU 为 3397 万 (同比-18.6%)，主要系：(1) 疫后用户线上游戏需求或同比有所下降；(2) 营销投入减少导致新增用户数量同比下降。2023 年 6、7 月，公司进行了多次策略调整，使得 TapTap 用户量重回增势，2023 年 7 月 TapTap 中国版 MAU 达到 3930 万。我们认为，TapTap 游戏社区与分发机制以及“零分成”政策对于吸引用户及游戏厂商具有独特优势，伴随公司营销策略调整以及游戏行业产品周期向上，平台用户规模有望持续增长。

自研游戏陆续上线或完善平台与内容生态闭环，驱动公司业绩增长

2023 年 5 月、6 月，公司自研游戏《火炬之光：无限》、《火力苏打》先后在国内上线，《火炬之光：无限》上线初期连续一周位列游戏免费榜前三名，畅销榜实现最高 19 名。《火力苏打》最高排名游戏免费榜第一，畅销榜实现最高 36 名。两款游戏均为上半年后期上线，对上半年业绩贡献较小，后续有望逐步释放。自研游戏《铃兰之剑》已于 8 月在港澳台地区上线，11 月将在国内上线，《出发吧麦芬》预计 2023Q4 或 2024Q1 上线。后续储备游戏还包括《伊瑟重启日》《心动小镇》等。公司多年布局的自研产品线正迎来兑现期，且多款产品在可玩性的基础上加入了更多的商业化设计，有望在商业化上实现良好表现，使得 TapTap 平台与独家内容闭环更加完善，并支撑公司业绩持续增长。

(7) 创梦天地 (1119.HK): 2023H1 扭亏为盈，自研游戏即将迎来兑现期

2023H1 同比扭亏为盈，看好新游戏上线表现

公司 2023H1 实现营业收入 11.22 亿元 (同比-18.8%)，实现净利润 0.41 亿元 (同比扭亏为盈，2022H1 亏损 2.22 亿元)，经调整净利润为 2.02 亿元 (同比扭亏为盈，2022H1 亏损 0.51 亿元)，净利润与经调整净利润均同比扭亏为盈，主要系：(1) 公司利用 Fanbook 进行的用户运营持续深入，自有渠道收入提高，毛利率有所提升；(2) 公司不断提升获客效率及精细化运营，营销费用大幅下降；(3) 降本增效措施带来管理费用和运营成本下降；(4) IP 衍生品业务拆分，对经营亏损影响降低。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.50/5.29/7.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.2/0.3/0.4 元。

分拆 IP 衍生品业务致经营性现金流大幅改善，费用控制带来盈利能力改善

公司 2023H1 经营活动现金流净额为 2.46 亿元（同比增加 2.44 亿元），经营活动现金流大幅改善，或得益于公司分拆了 IP 衍生品业务，减少了现金流出，同时公司游戏产品表现稳健，贡献了稳定的现金流，随后续新游戏上线，公司经营性现金流有望持续改善。公司 2023H1 销售费用率为 10.26%（同比-20.59pct），管理费用率为 3.84%（同比-3.98pct），研发费用率为 12.67%（同比-0.66pct），销售费用率大幅下降及降本增效措施带来的管理费用率下降带动公司业绩实现扭亏为盈，我们判断随后续新游戏上线，短期费用率或有所波动，但公司老游戏表现稳健，新产品或贡献可观增量，驱动公司长期盈利能力提升。

自研游戏布局即将迎来兑现期，新游戏上线有望驱动公司业绩增长

公司自研游戏《卡拉彼丘》在“波色”、“超弦”两次测试中，获得百万新增用户，日均在线时长、留存率等数据超预期，目前 PC 版已于 8 月 3 日上线，手游版或将随后在国内外上线。《二之国：交错世界》由公司与腾讯联合研发，完成度已较高。《三角洲行动》2023 年 7 月获得版号，由公司与腾讯联合研发。自研游戏的陆续上线有望带动公司毛利率提升与业绩修复。

（8）完美世界（002624.SZ）：储备游戏丰富，看好新产品周期提升盈利能力

产品周期空挡致 Q3 利润承压，看好新游戏上线表现，维持“买入”评级

公司 2023Q3 实现营业收入 17.36 亿元（同比-2.94%，环比-32.10%），归母净利润为 2.35 亿元（同比-22.89%，环比+69.37%），扣非归母净利润 1.72 亿元（同比-31.47%，环比+111.27%）。公司 2023 年前三季度实现营业收入 61.96 亿元（同比+8.48%），归母净利润为 6.15 亿元（同比-57.37%），扣非归母净利润 4.58 亿元（同比-50.34%）。公司 2023Q3 业绩同比下滑主要系：（1）行业内新游大作密集发布，挤占存量游戏市场空间；（2）受产品周期影响，公司上线的新游较少，在运营游戏随生命周期自然衰减，业绩贡献较 2022Q3 减少。我们预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 9.39/13.88/16.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.48/0.72/0.87 元。

收入结构变化致毛利率同比下降，随新游戏上线，盈利能力有望逐步回升

公司 2023Q3 毛利率为 63.61%（同比-9.94pct，环比+18.71%），销售费用率为 12.69%（同比-3.63pct，环比-7.72%），主要系当期新上线产品较少，推广营销投入减少。公司 2023Q3 管理费用率为 9.13%（同比 0.4pct，环比+2.14%），研发费用率为 30.44%（同比-1.82pct，环比-10.57%），归母净利率为 13.53%（同比-3.50pct，环比+8.1pct），净利率同比下降主要系毛利率较低的影视业务收入占比提升至整体毛利率下降所致。我们认为，公司持续进行研发投入有望在长期提升在研新游品质，随新游戏陆续上线，公司毛利率与净利率有望逐步回升。

新产品周期即将开启，优质游戏供给有望驱动公司业绩修复

公司丰富储备产品如《女神异闻录：夜幕魅影》（TapTap 预约量 37 万）《一拳超人：世界》（TapTap 预约量 28 万）《乖离性百万亚瑟王：环》（TapTap 预约量 16 万）《淡墨水云乡》《神魔大陆 2》等正在积极研发过程中，有望自 2023Q4 和 2024 年开始陆续上线，新产品周期的开启，有望驱动公司业绩持续修复。

（10）星辉娱乐（300043.SZ）：游戏储备丰富，新游戏上线或带动游戏业务快速增长。公司已建立丰富完整的 IP 资源储备，拥有包括《三国群英传》《冒险岛》《鹿鼎记》等 20 多款 IP 授权，并拥有《苍之纪元》等精品游戏的完整知识产权。在 IP

的基础上，星辉游戏已推出《三国群英传-霸王之业》《枫之谷 R：经典新定义》等多款精品游戏。《战地无疆》2023 年 8 月上线，首月流水超 1 亿元，大 IP 产品《斗破苍穹》《新三国群英传》《仙境传说 RO》2024 年开始有望陆续上线。

(11) 恺英网络 (002517.SZ)：业绩持续增长，AIGC 与 VR 领域探索打开长期增长空间。公司《原始传奇》《热血合击》《蓝月传奇》等长线老产品运营稳定，新产品《天使之战》《永恒联盟》等上线后表现出色。10 月 26 日新上线游戏《石器时代：觉醒》首日流水超千万元。公司储备产品丰富，包括《斗罗大陆·诛邪传说》《代号：盗墓》《临仙》《妖怪正传 2》《归隐山居图》《太上补天卷》《龙腾传奇》等。此外，4 月 23 日公司与复旦大学签署《软件定制开发协议》，共同致力于利用 AIGC 与 AINPC 相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域的新技术研发与应用。

3.2、AI+教育：AI 与教学内容深度融合，“B 端+C 端”商业化可期

3.2.1、AIGC 赋能在线教育产品，在 C 端口语辅导等领域持续落地

Chegg 全线产品与 AI 融合。2023 年 8 月，Chegg CEO 表示公司正在与硅谷 AI 数据平台 Scale AI 合作，将 AI 能力融入每个产品之中；并将开发自研教育垂类大模型。Chegg 调研显示，86% 的学生表示更喜欢由真人学科专家辅助学习，85% 的学生表示希望个性化的学习需求。Chegg 计划将 AI 融入公司一切产品线，包括技能、写作和数学，从而增强用户黏性会，提高 ARPU 和收入。

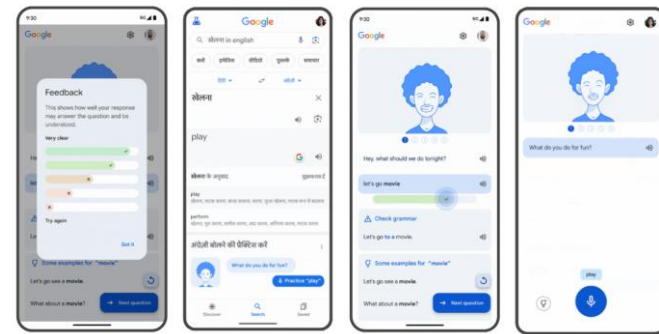
Google 推出 AI 英语口语辅导功能。2023 年 10 月，Google 推出新的 Search 功能，旨在帮助语言学习者提高英文口语能力，将首先在阿根廷、哥伦比亚、印度等地上线。新功能提供互动口语练习，包括语义反馈和文法改进建议。学习者可在 3 到 5 分钟的练习中获得个性化的反馈。Google 为这个功能投入了大量的 AI 和机器学习资源，包括开发新的模型“Deep Aligner”和语法校正模型。

图20: Chegg 计划将 AI 融入每个产品线



资料来源：36Kr

图21: Google 推出英语口语练习功能



资料来源：tokto.ai

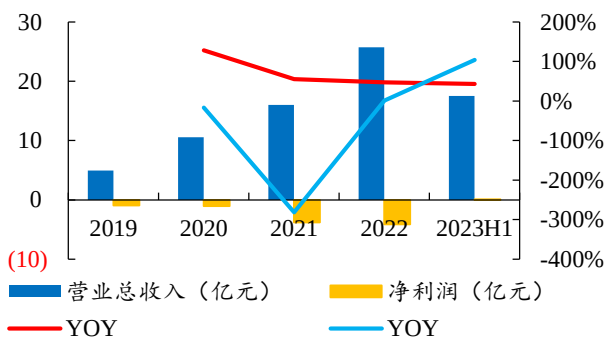
3.2.2、AIGC 实现教育产品功能创新、课程研发降本增收，推动多邻国 2023H1 首次实现盈利

AIGC 赋能带来多邻国用户规模高增，2023H1 首次实现盈利。多邻国成立于 2011 年，主要提供 Duolingo 系列的语言学习平台。公司 2023H1 营业收入为 17.52 亿元，同比增长 42.98%，净利润为 0.08 亿元，同比增长 104.20%。营业收入增长主要系 AI 驱动下用户和订阅者创下历史新高，截至 2023Q2 末，付费用户总数同比增长 59% 至 520 万，MAU 同比增长 50% 至 7410 万，DAU 同比增长 62% 至 2140 万。用户规模增长带来订阅收入大幅增长，2023Q2 公司预定总额同比增长 41% 至 1.38 亿美元，

订阅预定收入同比增长 43%至 1.06 亿美元。

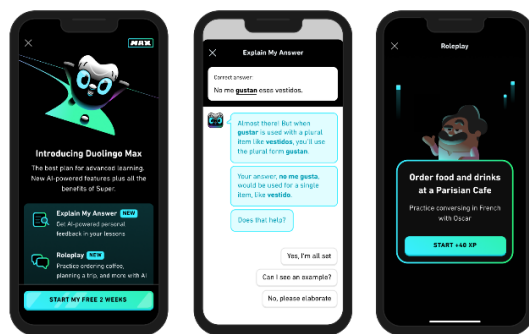
公司正加快产品与 AI 的深度融合。(1) 实现功能创新：Duolingo 在 2023 年 3 月基于 GPT-4 开发并推出个性化家教订阅服务 Duolingo Max，包含“帮我解释 (Explain My Answer)”和“角色扮演 (Roleplay)”功能。(2) 缩短课程研发周期，推动跨学科拓展可能性：AIGC 缩短课程研发，DET 测试题目开发周期，允许教学专家投入精力研发跨学科、跨语种课程内容。公司或将于 2023 年下半年推出高阶英文学习课程。(3) 课程研发降本，增加新用户入驻：公司正探索通过 AI 降低运营成本，从而降价或为免费用户提供更多价值。(4) 自研模型修正 LLM 模型“幻觉”问题：公司的海量数据、落地场景和自研模型能较好修正模型，提高内容准确性和内容质量。

图22: Duolingo 2023H1 实现首次盈利



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23: 多邻国推出 Duolingo Max 功能



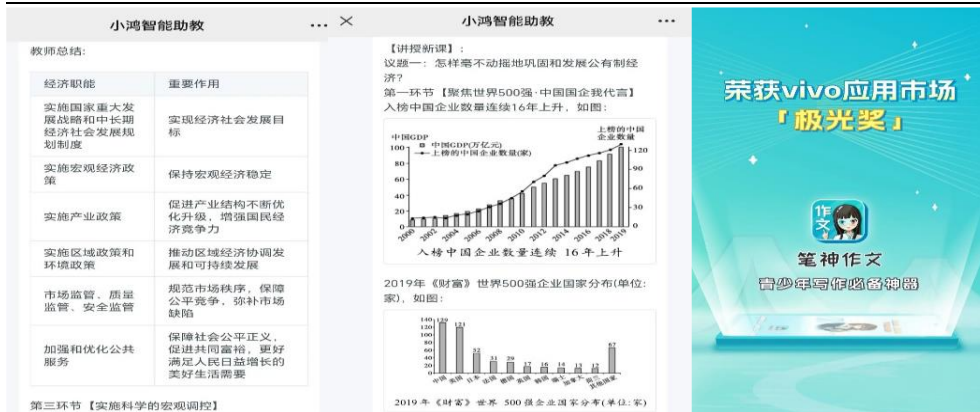
资料来源：本质思维官网

3.2.3、世纪天鸿旗下 C 端教育产品功能持续迭代，内容力受认可

小鸿助教功能革新，新增作文批改等模式。2023 年 9 月，世纪天鸿旗下 AI 助教产品小鸿助教 3.0 版本上线，更新导图、ppt 助手、文章写作、文本润色、中英互译六大场景。此次更新新增作文批改模式，同时生成专属报告，对文章的整体和写作细节进行评价。同时新增加了教师评语，以满足教师对个性化专业内容的需求。

笔神作文内容力受认可。截至 2023 年 7 月，笔神作文 APP 已拥有超过 1500 万的使用用户，曾先后获得华为应用市场的匠心奖，小米应用商店的金米奖等。2023 年 7 月，笔神作文 APP 获得 vivo 手机应用商店“极光奖”，其内容力进一步彰显。

图24: 小鸿助教支持表格、图片格式输出



资料来源：世纪天鸿公众号、小鸿助教公众号、笔神作文公众号

3.2.4、受益标的包括世纪天鸿、南方传媒、皖新传媒、盛通股份

(1) 世纪天鸿 (300654.SZ): AI 作文批改领先布局, 小鸿助教持续迭代。公司通过自建和投资双轮驱动切入教育 AI 赛道, 公司推出基于大语言模型研发的 AI 助教——小鸿助教 3.0 版, 凭借公司自身丰富教辅内容储备, 全方位精准服务各学段各学科老师与学生。同时投资“一笔两划”(专注于 NLP 的教育应用)和微橡科技(持股 26.1%, 专注于教育信息化), 其中笔神作文内容力优秀, 先后获得华为应用市场匠心奖, 小米应用商店金米奖、vivo 手机应用“极光奖”。

(2) 南方传媒 (601900.SH): 出版主业增长稳健, 数字化教育产品矩阵持续拓宽。公司出版主业稳健, 2023Q1-Q3 实现营收 64.47 亿元, 同比增长 2.9%; 归母净利润 6.81 亿元, 同比增长 22.0%。公司持续丰富数字化教育产品矩阵, 并进行功能迭代升级。公司自有的粤教翔云平台上线囊括人教版、粤版等多个版本 1-9 年级共 19 个学科覆盖全学段、全学科的国家课程等各类数字教材, 依托广东教育的高数字化水平和高硬件普及率, 或将持续提高渗透率。此外, 公司拥有南方智慧作业系统、与科大讯飞合作的粤教讯飞 E 听说、AI 围棋课程等产品, 随产品进一步迭代更新, 公司有望持续拓宽数字化教育产品矩阵。

(3) 皖新传媒 (600757.SH): AI+教育产品落地, 与华为合作打开成长空间。公司于 2023 年 9 月与华为达成合作, 与华为商用终端达成安徽省级分销合作共识, 共同打造教育普惠“皖新学习机”, 公司学习机硬软实力兼备, 提供一站式交互学习平台。在教材教辅出版主业稳健增长的同时, 公司借助本地化渠道优势与资源优势, 不断拓展新品牌合作, 从而打开商业化空间。

(4) 盛通股份 (002599.SZ): 政策助力+AI 赋能, 青少年科技教育龙头再出发。公司在青少年科技教育这一稳步发展的赛道中布局较早, 具有完善的课程研发体系, 随着行业预收款监管政策的出台, 清退资金、技术和客户粘性较低的公司或成趋势, 公司拥有较为稳定的现金流, 抵御风险能力较强, 有望抓住机遇不断提升市场份额。此外, 公司充分运用 AI 技术为业务赋能, 与智谱 AI、商汤科技、大疆创新、中望软件等头部科技厂商展开合作, 先后推出元宇宙、AI 绘画等前沿科技课程, 形成高效完善的课程体系。公司 2023 年 5 月线下门店续费率 80% 左右, 客户粘性总体而言较高, 未来大模型和 AI 工具的进一步应用, 有望推动公司消课速度及续费率的进一步提升。

3.3、AI+影视 IP: AIGC 提升 IP 内容变现效率, 驱动 IP 商业化价值提升

3.3.1、国内 AI 大模型和应用升级, 推动影视、IP 内容开发效率提升, 供给更为丰富

梳理 2023 年 7 月以来多模态模型的应用落地, 我们看到 AIGC 在图像创作、音乐创作、小说创作等领域持续落地。其中 **(1) 图像创作:** 2023 年 9 月 21 日新版 DALL-E3 再度大幅提升 AIGC 在图像生成方面的能力, 或将加速 AIGC 在内容生产中美术、动画、创意设计等领域的应用。**(2) 小说创作:** 中文在线发布“中文逍遥大模型”、阅文集团发布“阅文妙笔”, 提升小说创作者在内容生产的效率。我们认为 OpenAI、谷歌等大厂的多模态模型推出, 或进一步将 AIGC 能力延伸至 3D、视频、音乐、小说生成方面, AI 与 IP 的融合有望带来动画、影视、VR/AR 内容开发提速, 丰富内容供给, 在影视、IP 开发等领域应用带来的商业化增量空间或逐步打开。

表2：2023 年 7 月以来 AIGC 应用持续落地

时间	相关公司	功能介绍	应用领域
7 月 19 日	阅文集团	公司发布了网络文学行业首个大语言模型阅文妙笔和基于这一模型的应用产品作家助手妙笔版。作家助手妙笔版将为作家提供创作辅助、数据运营等网文创作服务，未来将通过 AI 技术全面赋能创作生态和 IP 生态。	小说创作
9 月 21 日	OpenAI	发布最新文生图模型—DALL-E3 的宣传视频，并宣布将于 10 月通过 API 提供给 ChatGPT Plus 的用户和企业客户。新版 DALL-E3 较前两代最大的优势在于将 AI 绘画和 ChatGPT 结合，不仅语言理解能力大幅提升，且可以让 ChatGPT 来写提示词。	绘画、对话
9 月 25 日	OpenAI	对 ChatGPT 进行重大升级从而实现看图、听声音、输出语音内容三大功能	对话
9 月 25 日	Spotify	使用 ChatGPT 的语音功能开发一款语音翻译助手，可以将博主的声音自动翻译成其他语言	音乐
9 月 25 日	Be My Eyes	将 ChatGPT 的看图功能植入到应用中，为盲人和视弱群体提供服务	看图
9 月 27 日	OpenAI	宣布 ChatGPT 实现重要更新，可以浏览互联网，并使用最新数据生成结果，而不再局限于 2021 年 9 月之前的数据；ChatGPT 连续升级后，用户可以直接用语音、图片与其交流，并实现文字转语音、图片转文字等，以及 ChatGPT 联网后可以基于实时更新的数据来生成内容	对话
10 月 15 日	中文在线	发布全球首个万字创作大模型“中文逍遥大模型”，可实现一键生成万字，一张图写出一部小说，一次读懂 100 万字小说，为创作者提供全创作周期的智能辅助	小说创作
10 月 17 日	华策影视	华策影视 AIGC 应用研究院自研的供公司业务团队使用的“影视剧本智能创作系统”宣布上线。	影视创作

资料来源：多知网、AIGC 开放社区、RPA 全球生态、东西文娱、中文辅助功能、TMT 时报、新智元、开源证券研究所

3.3.2、AI+影视：在创意发散、信息搜集、内容制作、宣发营销环节赋能内容创作

AI 对内容创作的赋能主要体现在：（1）AI 辅助前期创意发散过程，提供更多的可能性和创意方向，并提升资料搜集的效率。（2）AI 辅助中期拍摄中布景生成，AI 换声等环节。（3）AI 辅助后期制作中音频生成、视频编辑等环节。（4）AI 辅助生成宣传素材。今年以来，爱奇艺、腾讯视频、优酷等视频创作公司均提到对 AI 影视工业化的布局，根据爱奇艺公告显示，目前 AIGC 对场景和人物拆解的准确率超过 90%，有效提升在剧本评估、预算规划和资源管理等方面的效率。9 月底，华策影视上线由其 AIGC 应用研究院自研的“影视剧本智能创作系统”，该系统的评估助手对 20 万字~50 万字小说剧本的评估内容，从以往 3 天提高到现在 5 分钟。我们认为，短期内，多模态模型的推出或驱动影视、动画、VR/AR 内容开发提速。从长期看，生成式 AI 会降低创作的门槛，提高内容的供给量，而这也进一步凸显头部内容的稀缺性，从而带动头部内容价值的长期提升。

图25：爱奇艺“星罗剧情理解平台”实现对影视剧分钟级的理解



资料来源：东西文娱公众号、开源证券研究所

3.3.3、AI+IP：在小说创作、IP 创作中，提升创作效率，缩短创作周期

小说创作方面，10 月 15 日，中文在线发布全球首个万字创作大模型“中文逍遥大模型”，可实现一键生成万字，一张图写出一部小说，一次读懂 100 万字小说，为创作者提供全创作周期的智能辅助。7 月 19 日，阅文妙笔大模型发布，提供世界观设定、角色设定、打斗描写、景物描写等功能。IP 创作方面，多方的联动可以通过视觉内容辅助文字创作，利用精美图片物料吸引剧本杀玩家持续消费，打造“全图剧本杀”等新产品形态。对文字内容创作本身而言，也时常需要视觉内容的辅助来启发创作灵感、提升创作效率，缩短创作周期。

图26：阅文妙笔大模型提供世界观设定等四大功能



资料来源：版话儿公众号

图27：ERNIE-VILG 可以进行沉浸式剧本杀场景生成



资料来源：东西文娱公众号

3.3.4、微短剧市场蓬勃发展，AI 赋能降本增效、题材挖掘与商业化变现

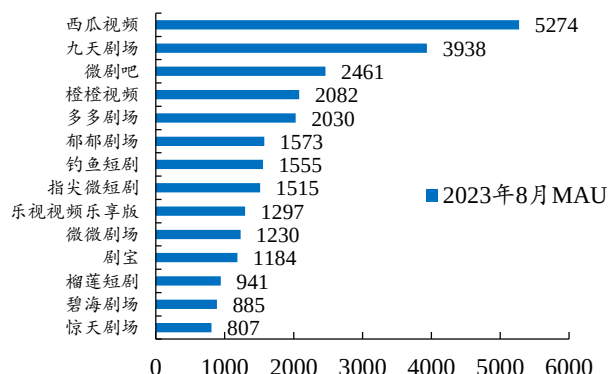
微短剧行业快速发展。2020 年末，国家广电总局在备案系统新增“网络微短剧”板块，此后国内网络微短剧市场进入快速发展期。根据电视剧鹰眼统计，目前短剧市场流水日均 8000 万元，短剧市场年流水 300 亿元左右，根据镜象娱乐，2023 年已上线微短剧中，共有 4 部分账票房破 1000 万，收入可观。经我们测算，假设 10% 的短剧票房达 1000 万以上，60% 盈亏平衡，30% 亏损，小程序短剧第一大平台九州文化年收入在 5-10 亿，微短剧行业市场格局较为分散。

制作周期短平快，AI 赋能降本增效。微短剧单集时长在几十秒至 15 分钟之间，可快速量产。2023 年 1-8 月，国家广电总局备案微短剧数量 1700 部，平均每月备案 212 部。微短剧具有投资体轻量、周期短的特点，使其天然成为 AIGC 降本试验良田。

(1) 在题材创作上：AIGC 技术可以有效缩短创作周期，降低编剧创作试错成本，启发创意思路；**(2) 在内容制作上：**AIGC 可以降低搭景、转场时间等成本。根据东西互娱，相比于传统拍摄方式，虚拟制作可以节省 30% 至 50% 的成本。

题材创新空间大，AI 赋能新题材挖掘和商业化变现。AIGC 为微短剧带来更多创新玩法，如真人互动影视等，还通过更精准的流量分发提升转化效率，触达更多元的用户。供需双方或继续驱动微短剧市场规模高速增长，内容制作、分销、播放平台或充分受益。

图28：2023年8月抖音视频类小程序 MAU 规模较高



数据来源：Questmobile、开源证券研究所

图29：微短剧可以借助 AIGC 挖掘科幻、奇幻类题材



资料来源：东西文娱公众号

表3：2023年多部短剧分账票房达700万以上

片名	题材	分账票房	相关公司	播出平台
招惹	爱情悬疑	2000 万	腾讯视频等	腾讯视频
盲心千金	都市爱情	1200 万	腾讯视频等	腾讯视频
风月变	古装奇幻	1100 万	阳光互娱等	芒果 tv、搜狐视频
锁爱三生	年代爱情	1000 万	优酷等	优酷
妻不可欺	剧情家庭	800 万	优酷等	优酷
女人的抉择	剧情家庭	700 万	腾讯视频等	腾讯视频
三生缘起是清欢	古装奇幻	700 万	天翊影业、嘉言影业等	腾讯视频
双世萌妻	奇幻穿越	700 万	腾讯视频等	腾讯视频

资料来源：镜象娱乐公众号、开源证券研究所

3.3.5、重点推荐芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团、云音乐，受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视

(1) 芒果超媒 (300413.SZ)：业绩持续修复，“外延+合作+AIGC”驱动成长

2023Q3 业绩持续修复，看好优质内容驱动长期增长

公司 2023Q3 实现营业收入 35.07 亿元（同比-0.50%），实现归母净利润 5.15 亿元（同比+5.62%）。公司 2023 年前三季度实现营业收入 101.96 亿元（同比-0.42%），实现归母净利润 17.66 亿元（同比+5.21%）。公司营业收入保持稳定，归母净利润同比上升主要系费用端优化带来盈利能力改善。我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 23.49/28.19/32.76 亿元，对应 EPS 分别为 1.26/1.51/1.75 元。

降本增效措施持续落地，推动盈利能力提升

2023Q3 公司营业成本同比下降 1.33%至 22.05 亿，驱动 2023Q3 毛利率同比提升 0.53pcts 至 37.12%，2023Q3 销售费用率同比下降 0.50pcts 至 19.51%，驱动 2023Q3 归母净利率同比提升 0.85pcts 至 14.68%。公司同时加强技术投入，2023 年前三季度开发支出为 1.84 亿元，同比增长 80.74%，主要投入到智慧视听项目及游戏自研等方向。我们认为公司控费能力较强，降本增效措施有望持续带来利润弹性。

布局少儿板块，联手淘宝天猫，叠加 AIGC 应用落地，打开长期成长空间

公司以自有资金现金 8.35 亿元收购金鹰卡通 100% 股权,自 2023 年 10 月起金鹰卡通纳入公司合并报表范围,进一步丰厚公司业绩。内容排播方面,芒果 TV 热播及后续计划上线包括《时光音乐会·老友记》、《花儿与少年·丝路季》等王牌综 N 代。天猫三年后再次联手湖南卫视和芒果 TV 打造“天猫双 11 惊喜夜”,两方在 2023 年 8 月打通 88VIP 会员权益,有望为芒果 TV 导入更多增量会员。此外,公司 AIGC 应用端已有互动 AI 角色嗨聊系统、芒果 AIGC 有声剧、交互式小说智选平台以及对话式视频片段检索技术等产品落地,持续进行技术创新赋能内容主业。我们认为,公司深耕优质内容自制,基于芒果独家资源体系持续输出爆款综艺剧集,叠加 AIGC 应用持续落地,推动其商业化空间进一步打开。

(2) 奥飞娱乐 (002292.SZ): 盈利能力大幅改善,潮玩 IP 或驱动收入持续增长

Q3 归母净利润显著增长,看好玩具业务推陈出新,维持“买入”评级

公司 2023Q3 实现营业收入 7.19 亿元,同比增长 4.91%,实现归母净利润 2096.89 万元,同比增长 43.64%,2023 年前三季度实现营业收入 20.20 亿元,同比增长 0.15%,实现归母净利润 8142.31 万元,同比增长 768.25%,归母净利润同比增长主要系公司提升经营管理效率,同时海运价格费用有所下降。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.41/2.62/3.28 亿元,对应 EPS 分别为 0.10/0.18/0.22 元。

玩具及母婴业务成本优化,驱动 Q3 毛利率提升,盈利能力有望持续改善

2023Q3 公司毛利率为 39.98%,同比提升 5.13 pct,环比提升 3.20 pct,毛利率同比提升主要系公司持续降本增效,同时海运价格费用下降,推动玩具、母婴等相关业务成本下降。2023Q3 净利率为 2.91%,同比提升 0.79 pct,环比下降 3.36 pct,其中 2023Q3 销售费用率为 11.62%,同比提升 0.58 pct,环比提升 0.13 pct,2023Q3 管理费用率为 15.24%,同比提升 2.68 pct,环比提升 3.05 pct,管理费用率提升或系 Q3 公司经营所需,折旧摊销、租金水电等费用增长。公司有效的控费措施叠加外部因素带来玩具及母婴成本下降,有望驱动盈利能力持续提升。

玩具产品持续推出,IP 联创赋能潮玩生态,驱动收入增长

公司加强 IP 联创,于 2023 年 9 月推出了“懒羊羊”露营系列盲盒、“王者峡谷”缤纷特饮系列盲盒、“未定事件簿”Q 版叠叠乐、“天官赐福”四时相伴系列盲盒等多款产品,并计划于 2024 年上映“喜羊羊与灰太狼”系列第九部大电影、《巴啦啦小魔仙》系列电影,此外,公司于 2023 年 9 月与次元精灵 COSELF 达成合作,2023 年 10 月推出新 IP “次元精灵 COSELF 东方风貌系列”作品——“东方龙女”,公司与合作方共建潮流 IP 品牌的全链条商业化闭环,从而赋能公司 IP 矩阵。我们认为,公司持续探索开放的动画 IP 生态,进一步丰富旗下的优质 IP 内容,夯实全产业链优势,或驱动公司收入持续增长。

(3) 阅文集团 (0772.HK): 降本增效效果初显,短期业绩承压不改成长趋势

降本增效初见成效,投资亏损致短期业绩承压

公司 2022H1 实现营业收入 40.87 亿元(同比-5.9%),其中在线业务营业收入 23.07 亿元(同比-9.2%),主要系公司减少营销开支以及免费阅读广告变现效率受宏观环境影响而下降所致;版权运营及其他业务营业收入 17.80 亿元(同比-1.2%),主要系自营网络游戏收入减少所致。公司 2022H1 归母净利润为 2.29 亿元(同比-78.9%),

主要系 2021H1 出售所持股权产生投资收益，而报告期内录得投资亏损所致。2022H1 公司 Non-IFRS 经营利润为 6.94 亿元（同比+8.2%），Non-IFRS 经营利润率为 17.0%（同比+2.2pct），主要系公司采取降本增效措施，运营效率提升所致，2022H1 销售费用率为 27.2%（同比-3.8pct），管理及研发费用率为 13.7%（同比-0.9pct）。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.68/12.73/14.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.8/1.2/1.4 元。

内容优势带动用户规模持续提升，免费及付费阅读双轮驱动在线业务增长

公司 2022H1 在线业务 MAU 达 2.65 亿（同比+13.8%），免费阅读 DAU 达 1400 万（同比+7.7%），主要系优质内容驱动用户增长以及免费阅读用户增加所致。公司 2022H1 平均月付费用户为 810 万人（同比-12.9%），对应付费率为 3.1%（同比-0.9pct），月 ARPPU 为 38.8 元（同比+6.6%）。对比在线音乐、视频等，在线阅读付费率具备长期成长空间，同时免费及付费阅读或共同驱动在线业务增长。

IP 可视化成绩优异，看好公司作为 IP 产业龙头的长期增长空间

2022H1，公司推出了《人世间》《心居》《这个杀手不太冷静》等爆款影视作品；在动画领域，《星辰变》《武动乾坤》两部新番播放量分别达 40 亿、30 亿；在漫画领域，公司 300 部“网文漫改计划”持续推进，已有 170 多部 IP 改编漫画在腾讯漫画上线。我们看好公司作为在线阅读龙头公司，以文学 IP 优势出发，实现 IP 全链路开发，并以视觉升维打法加速释放 IP 价值，驱动公司业绩持续增长。

（4）云音乐（9899.HK）：2023H1 扭亏，毛利率提升或继续驱动盈利能力改善

毛利率提升带动 2023H1 盈利能力显著改善

公司 2023H1 实现营业收入 39.08 亿元（同比-8.2%），主要系公司为提升用户体验及增强盈利能力，减少直播功能展示及减少主播和工会收入分成比例，导致社交娱乐收入下降所致。2023H1 归母净利润为 2.94 亿元（2022H1 亏损 2.71 亿元），毛利率为 24.7%（同比+12.1pct），归母净利率为 7.5%（同比+13.9pct），毛利率提升主要系版权成本结构优化及收入分成比例改善所致，公司扭亏为盈主要系毛利率提升及费用率管控所致。公司 2023Q2 营业收入 19.49 亿元（同比-11.1%，环比-0.6%），毛利率为 27%（同比+14.0pct，环比+4.6pct），毛利率保持上升趋势。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.38/9.64/11.85 亿元，对应 EPS 分别为 3.0/4.5/5.5 元。

内容与社区优势不断增强，在线音乐用户规模与 ARPU 值持续提升

2023H1 公司在线音乐平台月活用户达 2.07 亿人（同比+13.7%），日活用户/月活用户比例超 30%。2023 年以来，SLL、李宇春等版权音乐陆续回归云音乐，独立音乐人生态保持领先，截至 2023H1，独立音乐人达 64.6 万人（同比+22.1%）。在独特内容和良好用户体验带动下，音乐社区规模持续增长。同时公司加强以音乐为中心的变现能力，以持续的内容、功能创新和会员权益扩充带动会员规模和 ARPU 值提升，2023H1 在线音乐服务会员达 4175 万人（同比+11%），会员月 ARPU 值达 6.8 元（同比+4.6%）。

AIGC 技术赋能音乐，或进一步打开公司成长空间

云音乐 6 月与小冰公司成立了首个虚拟歌手厂牌 WOWAIDO!，开放 AI 歌手音乐创作工具“网易云音乐·X Studio”。用户输入曲谱和歌词，3 秒内即可生成媲美专业歌手水准的 AI 演唱干声。我们认为，AI 融合音乐，有望降低内容成本和门槛，

同时提升用户体验和丰富消费场景，进一步打开公司的成长空间。重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

(5) 猫眼娱乐 (1896.HK): 在线票务龙头，内容占比提升，全产业链占有份额持续提升。公司暑期档重点内容均取得亮眼表现，重点包括《封神第一部》(出品+主发，总票房 26.32 亿元)、《八角笼中》(出品+主发，总票房 22.07 亿)、《长安三万里》(出品+发行，总票房 18.24 亿)、《消失的她》(出品，总票房 35 亿)、《热烈》(出品，总票房 9.12 亿)等，继续大幅贡献业绩弹性。猫眼电影产业链优势明显，且在影视制作宣发和线下演出票务等方向的拓展仍有较高业绩弹性。

(6) 光线传媒 (300251.SZ): “神话宇宙”未来可期，AIGC 接入产能提升巩固龙头地位。公司 2022 年新成立自有动画电影厂牌“光线动画”，主要负责开发公司历时两年梳理并构建完成的中国神话宇宙系列作品，预计从后年开始每年都有该系列作品上映，首部动画电影《小倩》预计于 24 年上映。已上映影片中，《茶啊二中》总票房 3.84 亿，剧情片《我经过风暴》总票房 1.80 亿，并储备有《哪吒 2》《小倩》等优质动画电影，公司动画电影龙头护城河坚实，目前规划每年生产 2-3 部动画电影，在 AI 等技术的帮助下，未来有机会达到每年 4-5 部的生产规模。AI 应用及自建团队驱动生产效率提升。

(7) 中文在线 (300364.SZ): AIGC 技术或推动公司 IP 变现效率提升。公司持续聚焦新阅读的需求变化，互动式视觉阅读平台 Chapters 已有 16 大语种版本，覆盖全球主要的国家和地区。2023 年推出真人短剧 APP ReelShort，目前在多个国家和地区 IOS 免费应用榜排名靠前。此外，公司 2023 年 10 月发布了 AI 大模型“中文逍遥”。公司数据优势及多模态变现能力凸显。公司具备千亿级正版高质量中文语料数据库资源优势，以及持续生产内容的能力、编辑能力，有望推动多模态生成应用场景加速落地，AIGC 的高效生产能力将大大缩短 IP 的变现路径，推动公司 IP 变现效率提升。

(8) 上海电影 (601595.SH): 收购上影元文化，拓展 IP 运营业务。公司拟收购上影元文化 51% 股权，旗下有涵盖《中国奇谭》《大闹天宫》《葫芦兄弟》等 60 多个知名 IP 的运营权。公司收购上影元文化有助于强化与控股股东优势资源及业务协同，拓展 IP 运营业务板块，提升盈利能力与市场竞争力，助力公司转型升级。

(9) 掌阅科技 (603533.SH): 优质 IP 内容储备充足、IP 运营变现方式成熟多元。公司拥有业内领先的丰富文学版权储备，包括《三体》等，同时通过微软云接入 OPENAI，在企业内部广泛应用于代码编程、营销素材辅助制作、文案撰写等多个场景。随着 AI 大模型在数字阅读垂直领域的进一步落地，公司丰富的 IP 资源有望持续提高 AIGC 在内容生产、营销推广、丰富产品形态等业务的变现效率。

(10) 华策影视 (300133.SZ): AIGC 提升内容创作效率，优质内容开发能力助力成长。公司 9 月上线自研系统“影视剧本智能创作系统”，基于自研剧本垂直大模型，提供“评估助手”和“编剧助手”的工具，评估助手对 20 万字~50 万字小说剧本的评估时间从 3 天提高至 5 分钟，编剧助手以高效工作流形式，改进多轮对话的低效率问题。电影主业方面，参投国庆档电影《前任 4：英年早婚》累计票房 9.43 亿（截至 10 月 23 日），主控的 S 级项目《误判》计划 10 月开机，《我的朋友安德烈》已经杀青，公司对 AIGC 的应用端关注提效降本、新商业模式探索，在内容创作降本端的率先落地有望带来商业化空间的持续打开。

3.4、AI+电商：AIGC 赋能电商平台及服务商提升匹配效率，降本提效

3.4.1、“AI+电商”玩法创新，赋能电商“人”、“货”、“场”全面铺开

虚拟主播助力平台降本增效：京东的言犀虚拟主播目前已服务超过4000个品牌，带动超过10亿元GMV。联想品牌平均每小时的GMV达到真人主播35%左右。虚拟主播将蔓迪的直播销售转化率提高了16%，平均GMV达到真人主播25%，直播成本则降低15%。

智能客服助力电商售前咨询及售后服务：亚马逊推出的AI工具将创建一条优质的商品描述Listing所需的数小时降低至几秒钟。

助力商家选品、赋能物流配送：2023年8月，阿里国际站发布首个AI外贸产品，拥有智能商品发布与管理、市场分析、客户接待等多项功能，利用AI助力全流程提效，实现乘数效应。2023年8月，亚马逊运用AI对消费需求进行精准预测，2023上半年共有18亿订单在当日或次日送达，为2019年的4倍。

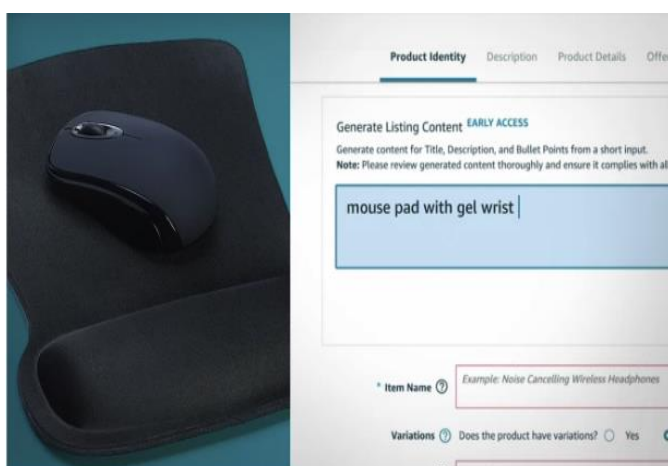
赋能电商营销：物料生成、广告撰写、视频制作，3D商品展示图，AI换衣，提升广告投放转化效率等。

图30：京东云言犀虚拟主播连续上播“24”小时



资料来源：首席品牌官公众号

图31：亚马逊AI辅助Listing工具提升商家工作效率



资料来源：亚马逊官网

3.4.2、“AI+导购”快速落地，实现商品推荐、服装试穿等功能创新

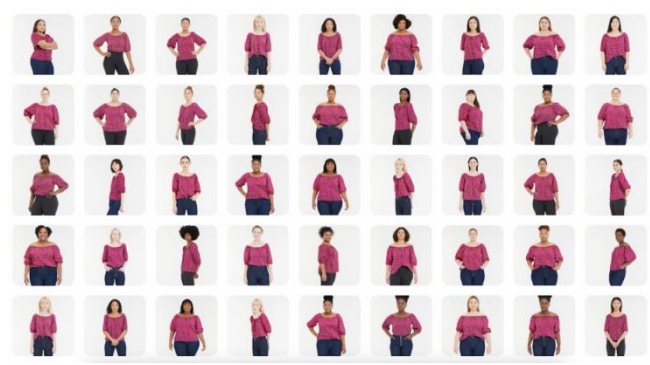
多模态大模型逐步从专用转向通用，应用领域不断扩展。多模态大模型所具备的跨感知理解与生成能力为各种应用提供了广阔的新领域。在代码生成、文本生成、图像生成、音视频/游戏等领域已有部分应用，未来多模态模型将赋能电商、影视、教育、办公等赛道。(1) 2023年9月9日，淘宝AI大模型应用“淘宝问问”开启内测：“淘宝问问”累计体验人次已超过500万，其中高活跃人群日均提问超过8次，单一用户最多提问数超4000次。淘宝问问通过问答功能和指令功能与消费者开展AI对话交互及AI智能搜索，帮助用户解决购物、出行、生活等跨领域场景的更复杂的长尾需求，有望在双十一大促下进一步加速产品功能迭代，辅助消费者高效消费决策。(2) 2023年6月，谷歌发布了Try On Diffusion虚拟试衣AI模型：该模型为用户提供不同肤色、不同体型、不同发型的多套模特示意图。男装零售商Otero使用了另一款AI试衣间工具后，Otero将退货率降低至在2%到3%之间，远低于行业标准。

图32：淘宝开启“淘宝问问”内测



资料来源：千牛头条公众号

图33：谷歌推出 AI 试穿功能



资料来源：新智元公众号

3.4.3、电商导购平台“什么值得买”加速 AIGC 与业务结合

国内电商导购平台“什么值得买”加速 AIGC 与业务结合，主要推进 4 个方面：

(1) 内容生产：“什么值得买”通过使用站内已有的内容数据对大模型进行微调，并推出“AI 购买建议”，并计划打造值得买辅助创作平台（ZDM-Copilot），逐步放开给全平台的内容创作者，提高创作效率

(2) 社区治理：内测“AI 评论机器人”产品，利用 AI 进行社区治理和内容质量控制

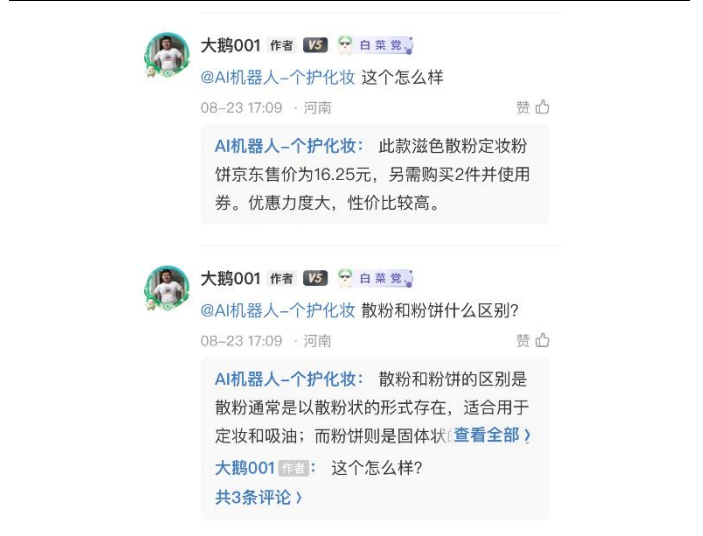
(3) 产品创新：积极研发“私人购物助手”，引入对话式机器人助手提供更好交互体验。

图34：值得买“AI 购买建议”工具提供购买建议



资料来源：值得买科技公众号

图35：值得买“AI 评论机器人”工具进行社区治理



资料来源：值得买科技公众号

3.4.4、重点推荐值得买、壹网壹创、快手-W、东方甄选

(1) 值得买 (300785.SZ)：Q3 毛利率下降，“双 11+AIGC”助力后续成长

Q3 收入持续高成长，看好后续盈利能力改善，维持“买入”评级

公司 2023Q3 单季实现营业收入 2.82 亿元（同比+34.96%），实现归母净利润-1410.49 万元（同比转盈为亏），业绩增长或系公司品牌营销和电商代运营业务增长较快。2023 年前三季度公司实现营业收入 9.59 亿元（同比+17.64%），实现归母净利润 1406.23 万元（同比-46.53%），归母净利润下降或系公司 AI 研发投入、新业务投入推高成本。我们预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 0.76/1.21/1.52 亿元，对应 EP

S 分别为 0.38/0.61/0.76 元。

新业务投入、AIGC 研发致毛利率承压，降本增效提供利润弹性

2023Q3 单季毛利率为 42.81% (同比-9.88 pct)，或由于 AI 消费大模型研发所带来的营业成本提升，以及公司出海业务正处于组建团队带来的人员开支增长，带来较高成本投入。费用端来看，公司 2023Q3 单季销售费用率为 19.94% (同比-3.24 pct)，2023Q3 单季管理费用率为 15.77% (同比-0.52 pct)，公司的降本增效措施或将持续为利润提供弹性。我们认为，公司主站全面转型升级，跨境电商业务稳步推进，叠加 AIGC 应用不断突破，有望推动公司业绩持续增长。

AIGC 赋能业务正当时，双十一大促助力 Q4 业绩增长

公司持续应用 AIGC 提升消费者购买决策转化率，相继推出了 AI 选购指南、AI 卖点提炼等工具。据公司介绍，应用 AIGC 后，浏览过 AIGC 卖点提炼的用户的电商点击增加 21%。双十一预售中，公司运用 AIGC 生成大量好价爆料，通过直给优惠创造了多个爆品销售记录，大幅降低消费者筛选成本。此外，公司持续探索基于自有消费内容大模型的落地场景，或将在长短文等消费类文本内容自动生成等方向发力。我们认为，伴随双十一大促节奏推进，公司 AIGC 技术有望持续提升平台的交互性与智能化体验，进一步打开商业化空间。

(2) 壹网壹创 (300792.SZ)：子公司出表影响仍存，双 11 有望驱动业绩修复

“浙江上佰”出表影响仍存，新业务或驱动业绩修复，维持“买入”评级

2023Q3 公司实现营业收入 2.85 亿元，同比下降 25.71%，环比下降 14.00%，主要系处置子公司“浙江上佰”致其不再纳入合并范围，合并收入减少；实现归母净利润 2668.38 万元，同比下降 36.37%，环比下降 39.84%，主要系处置子公司“浙江上佰”，且总部大楼摊销增加，同时部分项目寻求创新合作，费用支出增加。2023 年前三季度公司实现营业收入 8.94 亿元，同比下降 11.95%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比下降 22.64%。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.51/1.86/2.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.78/0.91 元。

2023Q3 毛利率承压，随新业务拓展，公司盈利能力或持续改善

公司 2023Q3 毛利率为 26.71%，同比下降 1.96 pct，环比下降 3.95 pct，主要系公司新增的内容电商业务处于成长期，前期投入较高。公司 2023Q3 净利率为 9.38%，同比下降 1.57 pct，环比下降 4.03 pct，其中销售费用率为 10.73%，环比提升 0.16 pct，2023Q3 管理费用率为 7.56%，环比提升 1.07 pct，或系公司承接新业务加大销售推广力度与人员开支。我们认为，公司内容电商业务仍有较大提升空间，随投入逐步获得回报，公司盈利能力或将持续改善。

“双 11”临近，多元化渠道布局有望驱动公司业绩修复

公司 2023 年前三季度累计实现 GMV104.56 亿元，新增包括螺霸王、紫金珠宝等 5 个品牌。展望 Q4，根据天猫大美妆，公司重点合作品牌毛戈平位列 2023 年“双 11”天猫彩妆预售首日第 10 名，同比提升 7 名，我们认为，“双 11”对公司业绩拉动作用明显，在消费复苏叠加公司多元化发力渠道的背景下，公司作为电商代运营行业领军者，GMV 有望在 Q4 重回增长，驱动业绩修复。

(3) 快手-W (1024.HK)：盈利能力继续提升，短剧进一步助力商业化

Q3 收入强劲增长，盈利能力改善，看好后续成长

2023Q3 公司实现营业收入 279.48 亿元（同比+20.84%，环比+0.74%），主要系在线营销等业务收入增长，公司毛利率 51.7%（同比+5.43 ppts，环比+1.49 ppts），经调整净利润 31.73 亿元（同比扭亏为盈，环比+17.78%），净利率 7.65%（同比扭亏为盈，环比+2.34 ppts），主要系公司用户规模增长，同时提升运营效率。我们预计公司 2023/2024/2025 年净利润为 61.34/74.97/86.15 亿元，对应 EPS 分别为 1.4/1.7/2.0 元。

线上营销服务与电商继续双轮驱动收入增长，平台商业化生态或进一步繁荣

分部收入来看，（1）线上营销服务：实现收入 146.90 亿元（同比+26.7%），占总收入比重为 52.6%，主要系平台流量增长，多元化的产品组合及精细化运营带来活跃营销客户数量同比增长超 140%（2）电商：公司持续丰富商家及品类供给，优化达人结构，强化短视频及泛货架电商场景，驱动 GMV 与用户需求同步提升，2023Q3 电商 GMV 同比增长 30.4%至 2902 亿元，月均买家数量接近 1.2 亿。我们认为，平台运营策略优化迭代，平台供给和生态或将持续繁荣，驱动收入增长。

优质内容及有效运营策略，驱动平台流量提升，短剧或进一步丰富商业模式

高效用户运营策略叠加丰富的优质内容供给，平台用户规模实现高质量增长，2023Q3 快手平均 DAU 为 3.87 亿（同比+6.4%），平均 MAU 为 6.85 亿（同比+9.4%），DAU 日均使用时长达 129.9 分钟。其中，短剧内容表现亮眼，公司持续加大包括短剧在内的优质原生内容的渠道投放力度，暑期档共上线 85 部星芒计划短剧，播放量破亿的短剧数量达 21 部，内容涵盖古风、青春、都市和家庭多种题材。公司短剧营销能力同步升级，2023Q3 星芒计划短剧招商收入环比提升超 10 倍。我们认为，公司支持更多元的内容垂类建设，或将通过扶持政策丰富短剧供给，优化短剧付费链路，驱动短剧变现收入提升，进一步丰富商业模式。

（4）东方甄选（1797.HK）：自营产品及直播电商增长强劲，推进跨平台战略

FY2023 收入、净利润均大增并创历史新高，维持“买入”评级

公司公布截至 2023 年 5 月 31 日年度业绩，2023 财年实现持续经营业务总收入 45.10 亿元，同比增长 651%，实现持续经营业务净利润 9.71 亿元（2022 年同期净亏损 7098 万元），均创下历史新高。营收的大幅增长主要系自营产品及直播电商业务的强劲发展，同时，公司持续经营业务总营收成本同比增长 1119%至 25.55 亿元，致持续经营业务毛利率同比下降 21.7 pct 至 43.3%。我们预测 FY2024-2026 年公司净利润分别为 11.80/14.37/16.79 亿元，EPS 分别为 1.16/1.42/1.66 元。

自营产品表现出色，公司或继续拓展品类，有望助力业绩持续增长

公司 FY2023 自营产品营业收入超过 26 亿元，占总营业收入比重为约 60%。根据公司公告，公司目前已开发超过 120 款自营产品。我们认为，自营产品收入占比提升凸现了公司优秀的品控能力与供应链渠道管理能力，截至 FY2023 期末，公司拥有现金及现金等价物 12 亿元，充裕的资金或助力公司后续继续开发自营产品，丰富产品矩阵，提升品牌力进而提高用户复购率，助力业绩持续增长。

跨平台战略不断推进，打开长期成长空间

公司持续布局多渠道、多平台，2023 年 7 月上线东方甄选独立 App 以增强渠道建设实力，通过搭建与推广会员体系，或不断吸引新用户消费，并提升存量用户复

购率；2023 年 8 月 29 日东方甄选启动首次淘宝直播，据魔镜市场情报数据，2022 年淘宝天猫总 GMV 达 7.17 万亿，公司开启淘宝直播或将有效触达更多消费客群，进一步带来 GMV 增量，并增强公司供应链建设能力。同时，通过抖音、淘宝直播及自有东方甄选 App “公域+私域”差异化且互补的定位，公司渠道生态或不断完善，打开长期成长空间。

3.5、AI+MR:苹果 MR 头显和多模态大模型或带动 MR 内容市场空间打开

3.5.1、苹果 MR 体验领先，或引领市场变革，带动整体 MR 设备出货量提升

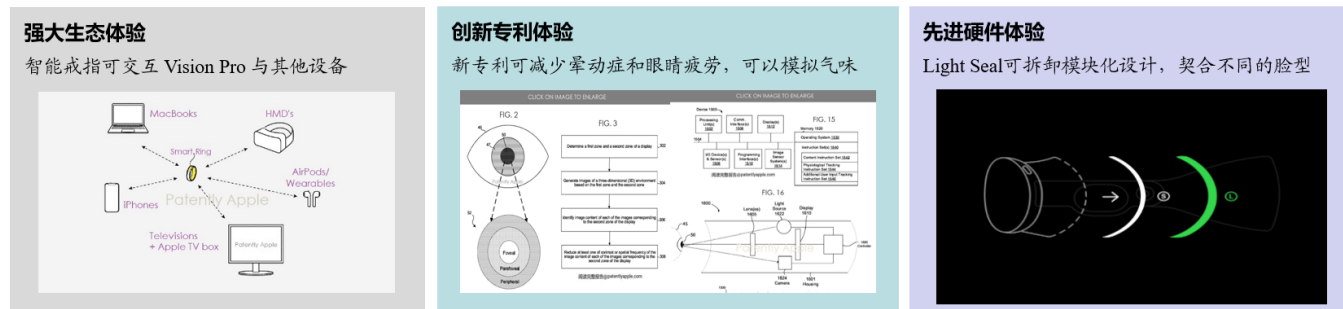
苹果在 2023 年 6 月发布了 MR 头显设备 Vision Pro，定价 3499 美元，计划 2024 年初(四月底之前)发售，Vision Pro 相比于目前其他主流 VR 头显拥有更先进的配置和更好的操作体验，拥有同类产品中最清晰的屏幕、最轻的重量、最先进的芯片、最多的摄像头及传感器，还采用了 Light Seal、Eyesight 等独家技术，进行了用眼神、手势交互代替传统手柄控制等创新变革。我们认为，苹果 Vision Pro 依靠领先的性能与体验，有望赢得用户认可，同时随着苹果 MR 设备不断迭代和规模效应带来的成本下降，设备价格有望持续下调，进一步带动 MR 硬件总体出货量提升。

图36：苹果 Vision Pro 硬件配置行业领先

	Vision Pro	Pico 4	Pico 4 Pro	Quest 3	Quest Pro	Quest 2	奇遇Dream Pro
上市时间	预计2024年初	2022.09	2023.04	2023.09	2022.10	2020.10	2022.05
芯片	Apple M2	骁龙XR2	骁龙XR2+Gen1	骁龙XR2 Gen2	骁龙XR2+Gen1	骁龙XR2	骁龙XR2
视场角	120 °	105 °	105 °	110 °	106 °	101°	95 °
光学方案	Pancake	Pancake	Pancake	Pancake	Pancake	菲涅尔透镜	非球面镜片
双眼分辨率	7680x2160	4320*2160	4320*2160	4128x2208	3600*3840	3664*1920	3664*1920
刷新率	90/96/100Hz	72/90Hz	90Hz	120Hz	72/90Hz	120Hz	72Hz/90Hz
重量	454g	586g	597g	515g	722g	503g	689g
摄像头	6单色、2彩色4K 4眼追、5传感	4单色、1彩色16MP	4单色、1彩色16MP 2眼追、1面追	4单色、1彩色400MP 1深度传感器	4单色、1彩色16MP 3眼追、2面追	4单色	4单色
发售价	\$3499	¥2499(128G) ¥2799(256G)	¥3799(512G)	\$499.99(128G) \$649.99(512G)	¥1499(256G)	\$299(64G) \$399(256G)	¥2499(128G) ¥3099(256G)

资料来源：IT之家、澎湃新闻、中关村在线、VR陀螺、开源证券研究所

图37：Vision Pro 在生态、专利、硬件方面提供行业领先 MR 体验



资料来源：IT之家、开源证券研究所

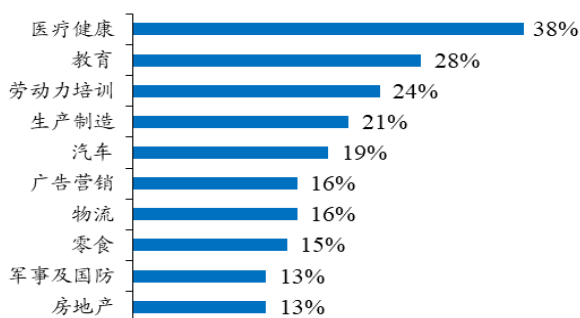
3.5.2、硬件设备出货量提升与多模态大模型或共同驱动 MR 内容市场快速增长

VR/AR 内容包括制作与分发两部分，分发平台包括 Viveport、Steam、Oculus PC、PSVR 等，内容制作包括娱乐内容、教育内容、直播内容、房产家居内容等方面。

在 VR/AR 内容市场应用占比中，娱乐场景占比 54.6%，排名第一，远远超过第二名 16.0%，而在医疗、教育、劳动力培训、生产制造等新领域中，VR/AR 的渗透率仍然较低。据 Data Bridge 估计，到 2030 年全球 VR 内容创作市场价值可达 2426.88 亿美元，年复合增速可达 47%，新兴应用场景的市场空间广阔。

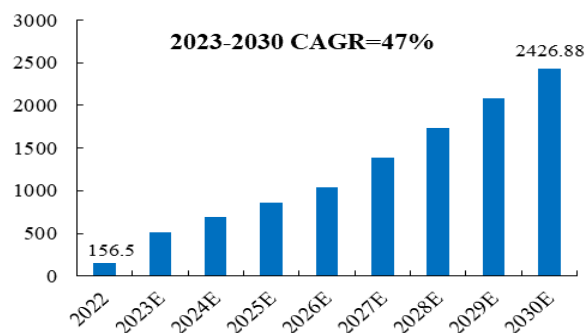
多模态大模型能处理多种数据类型，包含多种输入和输出方式，既可以在内容创作中辅助甚至替代部分人工创作，又可以在内容构思上发挥其跨模态、大数据的优势提供全新创意，带来丰富的内容生态，有望推动 MR 内容创作行业的降本增效，并提高各应用场景下的 VR/AR 渗透率。

图38：娱乐外应用场景 VR/AR 渗透率较低



数据来源：PerkinsCoie、中商产业研究院、开源证券研究所

图39：预计 2030 年全球 VR 内容创作市场价值达 2427 亿美元



数据来源：DATA BRIDGE、开源证券研究所

3.5.3、硬件设备出货量提升与多模态大模型或共同驱动 MR 内容市场快速增长

(1) 飞天云动 (6610.HK)：回购彰显公司信心，或受益于互动影视游戏 XR 化

控股股东自愿禁售、公司回购等措施彰显公司信心

公司发布公告，拟在公开市场回购不超过 7000 万港元股份，回购股份数量不超过 5430 万股。此前，公司 8 月 17 日发布公告，控股股东自愿禁售股份 6 个月。我们认为公司控股股东自愿禁售股份、公司进行回购等，体现了公司对长期业绩增长的信心。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.16/4.13/5.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.2/0.2/0.3 元。

To B 端业务稳健增长，To C 端发力数字人内容运营，打开新的增长空间

在 To B 端，AR/VR 营销业务稳健增长，AR/VR 内容业务不断拓展，近期合作了 VR 三星堆体验展，并与首都机场集团传媒有限公司签署战略合作等。在 To C 端，公司发力内容运营，孵化的数字人账号“李好鸭”3 个月在快手平台获得近 300 万粉丝，后续计划上线若干粉丝百万量级数字人账号，形成数字人矩阵，通过直播打赏、带货、商单等方式进行商业化变现，有望成为公司新的业绩增长点。

较早布局真人互动影视游戏，XR 版真人互动影视或具备较大市场潜力

根据 SteamSpy 数据，真人互动影视游戏《完蛋！我被美女包围了！》上线 20 天后在 Steam 平台销量达 80 万份，游戏取得了较大商业性成功。公司早在 2017 年即自制并上线发布了互动剧游戏《恋爱进行时 I》&《恋爱进行时 II》，积累了大量内容拍摄制作和后续游戏化开发能力和经验，在真人互动影视游戏开发方面具备优势。此外，根据财联社 11 月 10 日报道，Meta 与腾讯达成初步协议，腾讯将于 2024 年底开始销售 Meta 低价版 VR 头显设备。此外，苹果 MR 终端 Vision Pro 将于 2024 年发售。随着 XR 终端设备性能不断优化、C 端用户渗透率增加，游戏 XR 化或为重要趋势，同时互动影视游戏、AI 和 XR 等领域有较多潜在结合点，XR 互动影视游戏可以大幅提升用户沉浸式体验，进一步增强用户代入感及游玩粘性，带动用户付费提升，从而创造新的广阔市场空间。

(2) 风语筑 (603466.SH): 在手订单充裕，AI+智慧文旅技术积累深厚。公司于 10 月 23 日中标 1.76 亿元赣州市南康区文化强国馆项目，于 10 月 30 日中标 2.23 亿元鄂尔多斯科技创新馆项目布展工程，截至 2023 年 8 月 31 日，公司新签订单合计约为 12.34 亿元。此外，公司已在全国范围内打造了 1300 多座展馆，储备了大量数字视觉模型、三维影视动画数字模型、数字文物模型、元宇宙数字模型、数字历史文物模型等数据，利用数据优势积极探索 AIGC 与 VR/AR/MR、数字虚拟人和元宇宙虚拟空间的融合应用与发展，伴随订单转化为收入，在研项目进一步落地，公司商业化空间有望进一步打开。

(3) 锋尚文化 (300860.SZ): 3D 技术赋能演艺项目，发力 C 端拓展业务边界。公司技术实力深厚，于第 19 届亚运会开幕式中采用裸眼 3D、数字烟花和 3D 双威亚等技术，彰显审美价值与商业价值。在手订单方面，公司于 7 月 12 日中标 2.76 亿唐岛湾文化艺术中心配套项目，截至 2023 年 6 月 30 日，公司在手订单约 8.83 亿。此外，公司通过投资舞台机械公司北特圣迪公司及文旅演艺 LED 显示屏制造商深圳中润光电，切入 C 端赛道，不断拓展业务边界。公司设定 2023-2024 年股权激励目标值分别为 4.00/5.00 亿元，彰显公司对业绩持续成长具有较高信心。

(4) 恒信东方 (300081.SZ): VR 技术布局领先，创新打造精品内容。公司持续通过技术迭代完善虚拟引擎，通过“内生+外延”链接海内外优质资源，完善以“技术+内容+场景”为核心的虚拟现实产业生态系统，自研游戏《Drakheir》已上线 EA 正式版，AI 合家欢产品中有应用人脸识别、语音识别、声纹识别相关技术，并于 2023 年 10 月被评选为“2023 中国 VR50 强企业”，公司太空学院 VR 未来教室获得“2023 世界 VR 产业大会 VR/AR 创新奖”，在 VR 内容开发领域技术布局领先。此外，公司与华为在 VR 版块展开内容合作，有望为业绩进一步贡献增量。

表4：重点推荐及受益标的板块包括游戏、教育、影视IP、电商、MR

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元/港元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300494.SZ	盛天网络	买入	18.07	88	0.45	0.52	0.70	40	35	26
300002.SZ	神州泰岳	买入	8.81	173	0.28	0.38	0.48	32	23	18
9999.HK	网易-S	买入	158.00	5,093	6.23	8.7	9.3	23	17	16
0700.HK	腾讯控股	买入	308.80	29,362	19.76	16.4	19.2	14	17	15
603444.SH	吉比特	买入	253.30	182	20.33	18.14	21.92	12	14	12
2400.HK	心动公司	买入	11.86	57	(1.17)	0.54	0.74	(9)	20	15
1119.HK	创梦天地	买入	2.41	38	(1.60)	0.20	0.30	(1)	11	7
002624.SZ	完美世界	买入	12.77	248	0.71	0.71	0.97	18	18	13

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元/港元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002605.SZ	姚记科技	买入	25.87	107	0.85	1.82	2.19	30	14	12
300413.SZ	芒果超媒	买入	27.59	516	0.98	1.26	1.51	28	22	18
002292.SZ	奥飞娱乐	买入	7.94	117	(0.12)	0.10	0.18	(66)	79	44
0772.HK	阅文集团	买入	25.60	262	0.60	1.10	1.40	39	21	17
9899.HK	云音乐	买入	89.20	191	(1.06)	3.00	4.50	(77)	27	18
300785.SZ	值得买	买入	24.71	49	0.43	0.38	0.61	57	65	41
300792.SZ	壹网壹创	买入	24.73	59	0.76	1.23	1.62	33	20	15
1024.HK	快手-W	买入	53.95	2,350	(3.22)	1.41	1.72	(15)	35	29
1797.HK	东方甄选	买入	32.10	326	(0.53)	0.70	1.00	(56)	42	29
6610.HK	飞天云动	买入	1.92	35	0.13	0.17	0.23	14	11	8
300043.SZ	星辉娱乐	未有评级	3.90	49	(0.25)	0.06	0.16	(16)	65	24
002517.SZ	恺英网络	未有评级	11.70	252	0.49	0.69	0.86	24	17	14
002558.SZ	巨人网络	未有评级	12.38	244	0.46	0.63	0.78	27	20	16
300654.SZ	世纪天鸿	未有评级	11.82	43	0.17	0.13	0.15	70	91	79
601900.SH	南方传媒	未有评级	15.09	135	1.06	1.30	1.47	14	12	10
601801.SH	皖新传媒	未有评级	7.53	150	0.36	0.45	0.52	21	17	14
002599.SZ	盛通股份	未有评级	7.35	40	0.01	0.12	0.26	735	61	28
1896.HK	猫眼娱乐	未有评级	9.06	104	0.09	0.24	0.46	92	35	18
300251.SZ	光线传媒	未有评级	7.79	229	(0.24)	0.15	0.32	(32)	52	24
300364.SZ	中文在线	未有评级	30.84	225	(0.49)	0.19	0.25	(62)	162	123
601595.SH	上海电影	未有评级	21.82	98	(0.75)	0.27	0.42	(29)	81	52
603533.SH	掌阅科技	未有评级	23.81	105	0.13	0.23	0.3	183	104	79
300133.SZ	华策影视	未有评级	6.90	131	0.21	0.28	0.34	33	25	20
603466.SH	风语筑	未有评级	12.52	74	0.11	0.22	0.65	114	57	19
300860.SZ	锋尚文化	未有评级	49.68	68	0.11	2.90	3.59	452	17	14
300081.SZ	恒信东方	未有评级	9.62	58	(0.70)	-	-	(14)	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所（未有评级公司盈利预测来自 Wind 一致预测，股价截至2023年12月5日收盘；股价及市值，A股公司货币单位为人民币，港股公司货币单位为港元，采用1港币=0.9176人民币进行换算。）

4、风险提示

(1) AI 应用商业化进展不及预期：AIGC 多模态大模型发展不及预期或算力不足，或导致 AIGC 技术商业化应用进展放缓。

(2) AI 大模型竞争加剧推升应用成本：AI 大模型竞争加剧或导致训练和推理成本提升，从而推升应用成本。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn