

## IP 与 AI 并驾齐驱

### ——2025 年中期传媒行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2025 年 07 月 03 日

#### 行业核心观点:

传媒行业 2025 年行情表现亮眼,截至 2025 年 6 月 20 日申万传媒行业上涨 6.41%,在申万各一级行业中排名第 3,跑赢沪深 300 指数及创业板指。行业估值 PE-TTM 震荡调整,高于近七年均值水平。2024 年营收及归母净利润有所承压,2025Q1 营收、归母净利润同比上涨,环比均呈现周期性变化态势。在 2025 年下半年要继续把握 IP、AI 双主线,展望行业新变革,IP 经济有望通过孵化自有 IP 和联动热门 IP 两条主要路径,探索形成谷子、盲盒及卡牌等成熟商业形态,大力促进产业发展。同时在当今数字化时代,AI 已经是最具变革性的技术力量之一,成为全球科技竞争的焦点、未来产业的关键赛道以及经济发展的新动力,展现出巨大的发展潜力和广阔的应用前景,在传媒各子行业均有应用落地,推动整体市场全新发展。

#### 投资要点:

**IP: 1) 谷子:** 伴随 Z 世代群体的兴起与消费观念的情绪化转向,用户不再满足于“观看内容”,而是倾向通过“拥有角色”实现情感投射与圈层表达。在此背景下,谷子产品逐步演变为 IP 生态中的关键情绪载体,成为 IP 商业变现路径中不可忽视的组成部分,谷子经济市场规模快速增长,潜力充足,并能带动传统商城转型,为线下消费市场增添活力;

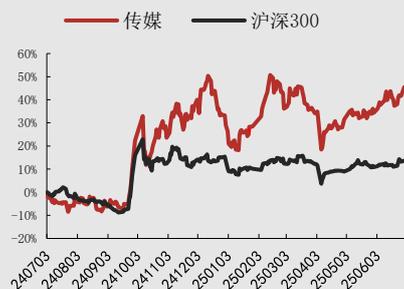
**2) 盲盒:** 盲盒是一种基于“未知性”刺激的零售机制,产品形态通常以系列化潮玩为主,通过“随机+限量”设置引导用户重复购买。除去对成熟 IP 的依赖,盲盒也注重产品设计的内容承载力与原创 IP 的商业转化,同时具备强社交性与圈层粘性,目前市场已经较为成熟,成长潜力可期;

**3) 卡牌:** 集换式卡牌占据卡牌市场重要组成部分,通过对战、收集与交易构建互动消费体验,具有强社交属性与游戏化特征,产品通常围绕动漫、游戏等强 IP 构建,借助卡牌设定、玩法机制与角色关联实现用户沉浸,卡牌产品在内容互动性与用户生命周期上具备明显优势。**建议关注 IP 版权丰富、布局 IP 产品设计、生产及销售的公司。**

**AI: 1) 产品端:** 如今,AI 产业已经衍生出多赛道、多场景的应用,呈现出蓬勃发展的态势,产品覆盖包括 AI 智能助手、AI 陪伴、AI 相机、AI 写作等 20 个赛道,渗透个人生产力、休闲娱乐、日常生活多维度,并逐步围绕多模态、一站式及 Agent 进行迭代发展,目标在于提升及完善客户的使用体验,满足个性化需求;

**2) 应用端:** 在影视、广告营销、游戏等多个传媒行业的细分领域进行广泛应用,从而提升内容生产效率,降低内容生产成本,助力行业变革;

#### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

#### 相关研究

6 月游戏版号发放创新高,腾讯加码 FPS 赛道,《鹅鸭杀》通过审批

5 月十四款重点新游上线,《杖剑传说》、《胜利女神: 新的希望》表现突出  
移动端长线产品、次新品表现优异,游戏市场 4 月同比增长 21.93%

分析师: 夏清莹

执业证书编号: S0270520050001

电话: (0755) 8322 3620

邮箱: xiaqy1@wlzq.com.cn

分析师: 李中港

执业证书编号: S0270524020001

电话: 17863087671

邮箱: lizg@wlzq.com.cn

3) **硬件端**: AI 智能眼镜作为集成多功能于一体的 AI 技术载体, 被视作切入 AI 智能终端市场的突破口, 自 2024 年起, 国内市场包含传统眼镜制造商、AR 厂商、消费电子企业及互联网厂商积极布局 AI 眼镜领域, 2025 年 AI 眼镜销量有望攀升, 并快速渗透传统眼镜市场。**建议关注已有生成式 AI 应用落地、布局 AI 眼镜的公司。**

**风险因素**: 政策环境变化; 消费复苏不及预期; 市场竞争加剧; 创新技术应用不及预期; AI 应用侵权风险; 商誉减值风险。

## 正文目录

<b>1 把握 IP、AI 双主线，展望行业新变革</b>	<b>6</b>
1.1 市场表现：2025 年行情表现亮眼，估值震荡调整	6
1.2 业绩分析：2024 年业绩承压，2025Q1 业绩同比显著回暖	7
1.3 行业展望：把握 IP、AI 双主线，展望行业新变革	8
<b>2 IP：深耕孵化+联动双路径，谷子、盲盒、卡牌三大商业形态备受关注</b>	<b>9</b>
2.1 IP 经济：Z 世代+情绪价值，推动谷子、盲盒、卡牌三大商业形态发展	9
2.2 谷子：市场快速发展，赋能传统商城转型刺激线下消费	11
2.3 盲盒：潮玩、文创及 IP 衍生多领域融合，消费潜力充足	14
2.4 卡牌：集换式卡牌主导市场，线下市场增长显著	18
<b>3 AI：快速发展赋能多领域，助力技术变革</b>	<b>23</b>
3.1 产品端：智能助手占主导，细分产品渗透多维度领域	23
3.2 应用端：赋能多领域，促进产业变革	25
3.2.1 游戏：AI 赋能游戏制作流程，促进游戏产业变革	25
3.2.2 广告营销：AI 契合广告营销需求，多领域业务全面开花	27
3.2.3 影视：AI 赋能影视制作各个阶段，大幅缩减创意落地实现成本	30
3.3 硬件端：AI 眼镜被视作切入 AI 智能终端市场的突破口	32
<b>4 投资建议</b>	<b>36</b>
<b>5 风险因素</b>	<b>36</b>

图表 1：2025 年申万各一级行业年涨跌幅情况 (%)	6
图表 2：2014 年至今传媒板块 PE 趋势	6
图表 3：2020-2024 年营收情况	7
图表 4：2020-2024 年归母净利润情况	7
图表 5：2020-2024 年三费情况	7
图表 6：2020-2024 年毛利率、净利率、期间费用率情况	7
图表 7：2020Q2-2025Q1 营收环比增速	8
图表 8：2020Q1-2025Q1 归母净利润环比变动情况	8
图表 9：2021Q1-2025Q1 传媒板块营收、归母净利润同比变动情况	8
图表 10：传媒行业 2025 年市场展望	9
图表 11：IP 经济的延展方向	10
图表 12：IP 产业特点	10
图表 13：IP 经济驱动因素	10
图表 14：IP 经济结构演化路径及三大商业形态	11
图表 15：谷子的分类	11
图表 16：2019-2029 年中国泛二次元用户规模及预测 (单位：亿人)	12
图表 17：2019-2029 年中国“谷子经济”市场规模及预测 (单位：亿元)	12
图表 18：“谷子经济”产业链	13
图表 19：广州地王广场	13
图表 20：成都天府红	13
图表 21：早期盲盒 IP—Sonny Angel 系列 (2005 年)	14
图表 22：盲盒消费者用户画像	15
图表 23：2020-2025E 盲盒行业市场规模	15
图表 24：泡泡玛特旗下 IP-MOLLY	16

图表 25:	泡泡玛特旗下 IP-LABUBU .....	16
图表 26:	泡泡玛特部分产品矩阵图 .....	16
图表 27:	泡泡玛特与奈雪的茶联名 .....	17
图表 28:	泡泡玛特与优衣库展开多轮联名 .....	17
图表 29:	泡泡玛特产业价值链 .....	18
图表 30:	卡牌分类 .....	18
图表 31:	2024-2030 年移动 TCG 市场规模 (单位: 亿美元) .....	19
图表 32:	移动 TCG 市场各年龄层分布 .....	20
图表 33:	Pok é mon TCG Pocket (1).....	20
图表 34:	Pok é mon TCG Pocket (2).....	20
图表 35:	线下 TCG 产业链 .....	21
图表 36:	2019-2024H1 中国集换式卡牌市场规模 .....	21
图表 37:	2019-2024H1 集换式卡牌产销情况 .....	21
图表 38:	卡游公司核心竞争力 .....	22
图表 39:	卡游公司核心 IP 集换式卡牌 .....	22
图表 40:	卡游公司丰富 IP 矩阵 .....	22
图表 41:	国内 AI APP 用户规模排名 .....	23
图表 42:	国内 AI Web 端用户规模排名 .....	23
图表 43:	国内 AI APP 赛道分布 .....	23
图表 44:	国内 AI Web 端赛道分布 .....	23
图表 45:	豆包多模态交互功能 .....	24
图表 46:	夸克一站式 AI 超级框 .....	24
图表 47:	AI Agent 与 AI Copilot 的区别 .....	25
图表 48:	AI Agent 核心组件 .....	25
图表 49:	AI Agent 场景应用 .....	25
图表 50:	AI 赋能游戏行业 .....	26
图表 51:	腾讯 AI Lab 的虚拟城市 .....	26
图表 52:	《逆水寒》AI 智能 NPC 女团 .....	26
图表 53:	盛趣游戏 AI 自动云测平台 .....	27
图表 54:	AI 赋能广告营销行业 .....	27
图表 55:	生成式营销在六大业务领域应用 .....	28
图表 56:	AI 广告生成工具 ICON .....	29
图表 57:	ICON 复刻可口可乐生成百事可乐广告 .....	29
图表 58:	麦当劳视频广告 .....	29
图表 59:	伊利 AI 海报 .....	29
图表 60:	阿里妈妈营销产品双十一成效 .....	30
图表 61:	阿里妈妈 LMA 大模型 .....	30
图表 62:	视频数字人主播示例 .....	30
图表 63:	刘强东 AI 数字人直播 .....	30
图表 64:	AI 赋能影视行业 .....	31
图表 65:	芒果 TV AI 角色对话及 AI 导演爱芒 .....	31
图表 66:	生成式 AI 海报《唐探 1900》 .....	31
图表 67:	AI 眼镜示意图 .....	32
图表 68:	AI 眼镜与 AR、VR 及 XR 设备对比 .....	33
图表 69:	AI 眼镜产业链图谱 .....	33
图表 70:	国内 AI 眼镜部分产品现况 .....	34
图表 71:	AI 眼镜销售规模及预测 (单位: 万副) .....	34

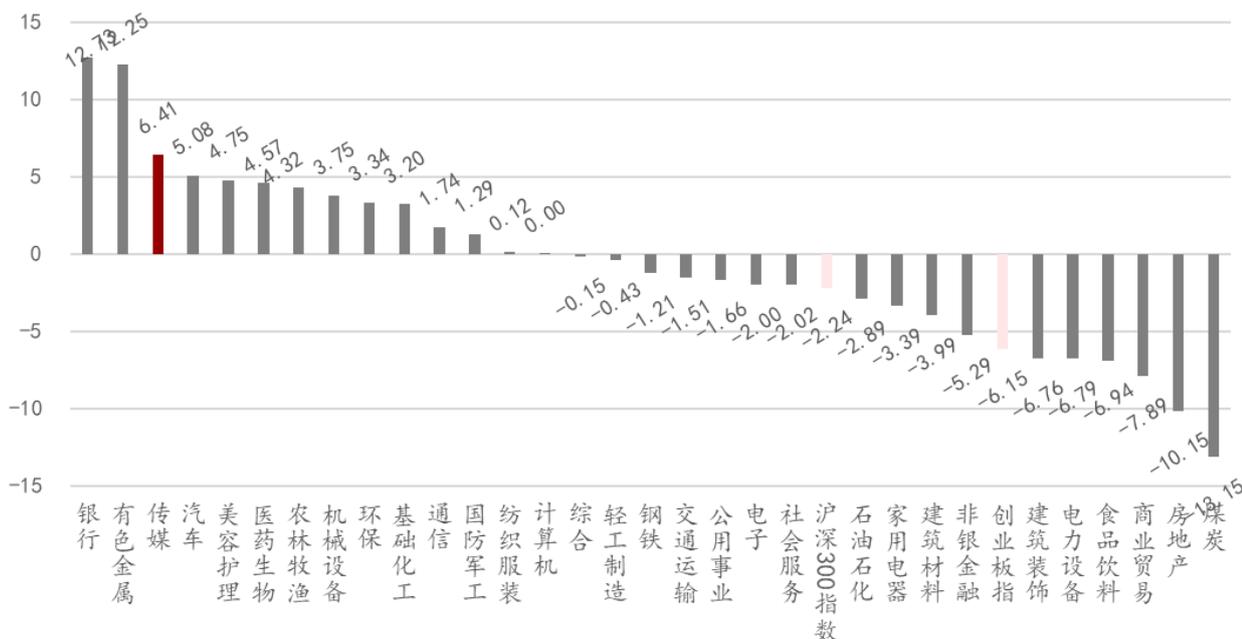
图表 72:	AI 眼镜按功能形态分类销量 (单位: 万副) .....	34
图表 73:	AI 眼镜应用全景图 .....	35
图表 74:	AR+AI 眼镜功能示意图 .....	35

# 1 把握 IP、AI 双主线，展望行业新变革

## 1.1 市场表现：2025 年行情表现亮眼，估值震荡调整

传媒行业行情表现亮眼。年初至今，申万传媒行业上涨6.41%，在申万各一级行业中排名第三，跑赢沪深300指数及创业板指。

图表1： 2025 年申万各一级行业年涨跌幅情况 (%)



资料来源：iFind、万联证券研究所

注：数据截止时间为2025年6月20日。

估值震荡调整，高于7年均值水平。传媒行业2025年PE震荡调整，近期调整至26.63X，高于2018-2024年的PE均值25.99X。

图表2： 2014 年至今传媒板块 PE 趋势



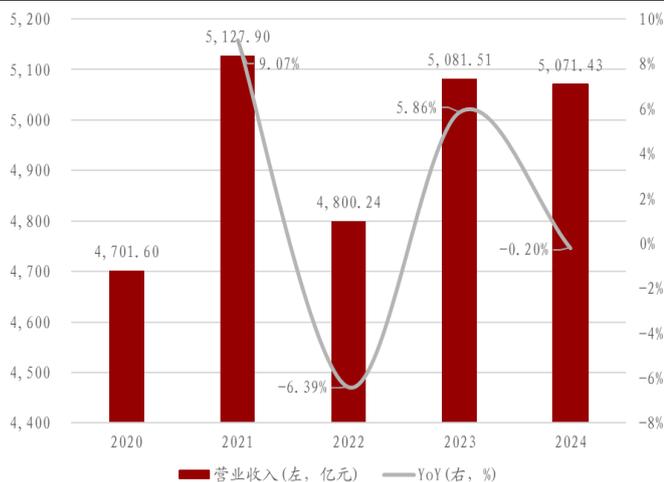
资料来源：iFind、万联证券研究所

注：数据截止时间为2025年6月20日。

## 1.2 业绩分析：2024 年业绩承压，2025Q1 业绩同比显著回暖

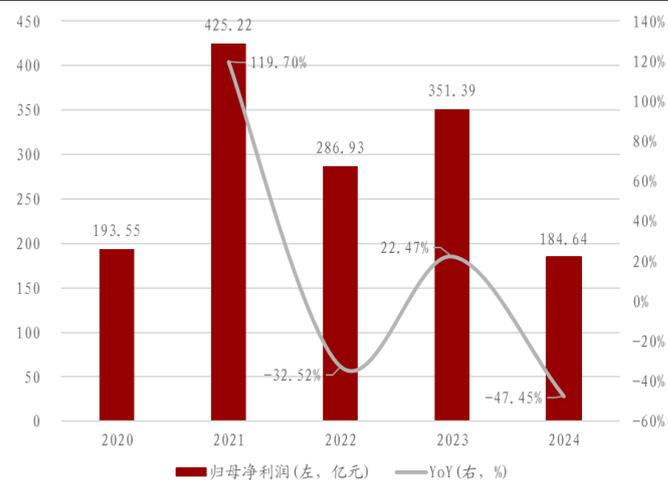
2024年营收及归母净利润有所承压。营收端，传媒行业2024年全年营业收入同比由2023年的正增长5.86%转为小幅下滑0.2%，全年营收5071.43亿元，归母净利润处于历史低位，同比下跌47.45%至184.64亿元，整体业绩有所承压。毛利率保持平稳，同比微幅下降0.43pct至31.12%；费用端，管理费用率较为稳定，销售费用率持续上涨至12.76%，净利率同比下降3.56pct至3.63%。

图表3： 2020-2024 年营收情况



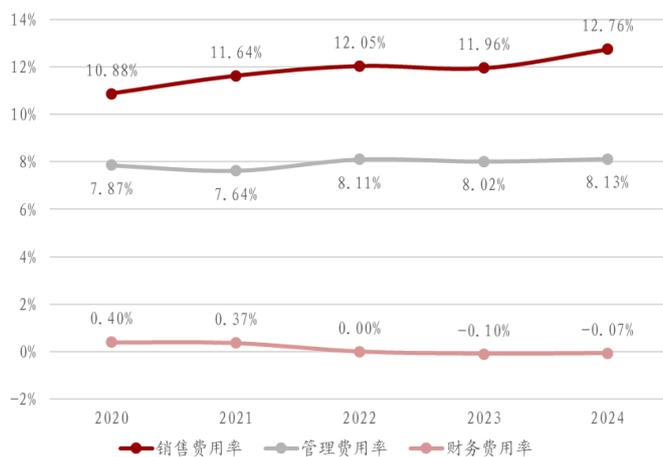
资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表4： 2020-2024 年归母净利润情况



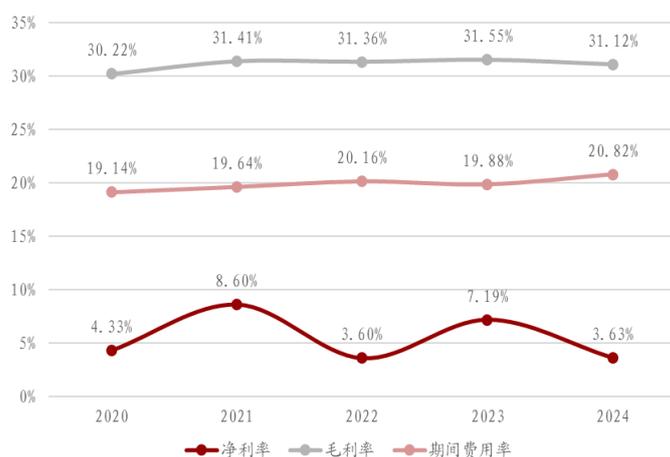
资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表5： 2020-2024 年三费情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

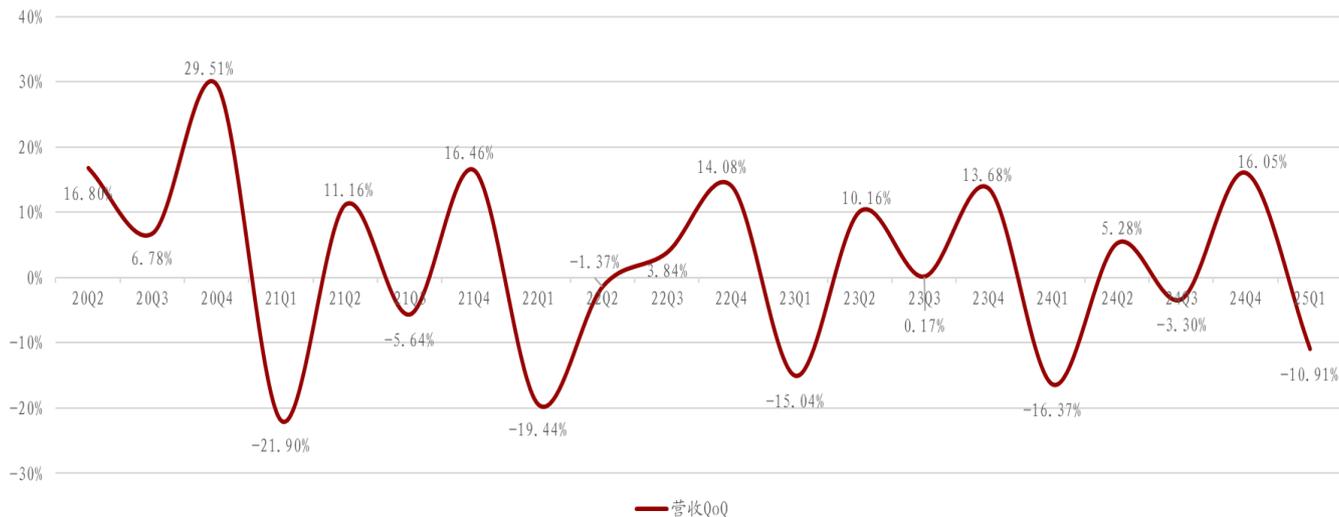
图表6： 2020-2024 年毛利率、净利率、期间费用率情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

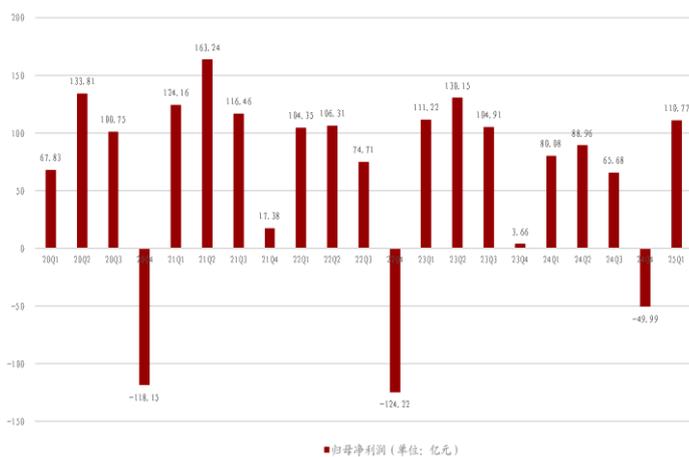
2025Q1 营收、归母净利润同比上涨，环比均呈现周期性变化态势。分季度同比来看，2025Q1 传媒行业整体营业收入同比增长 5.26%至 1258.26 亿元。归母净利润同比大增 38.33%至 110.77 亿元；分季度环比来看，2025Q1 传媒行业整体营业收入环比下降 10.91%，归母净利润扭亏为盈，符合周期趋势。

图表7: 2020Q2-2025Q1 营收环比增速



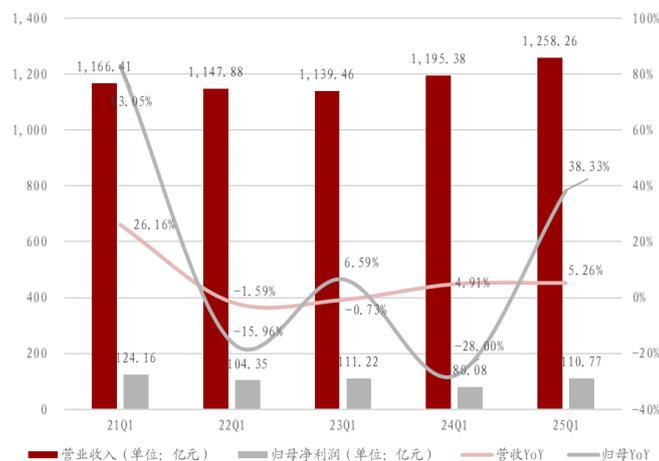
资料来源: iFind、万联证券研究所

图表8: 2020Q1-2025Q1 归母净利润环比变动情况



资料来源: iFind、万联证券研究所

图表9: 2021Q1-2025Q1 传媒板块营收、归母净利润同比变动情况

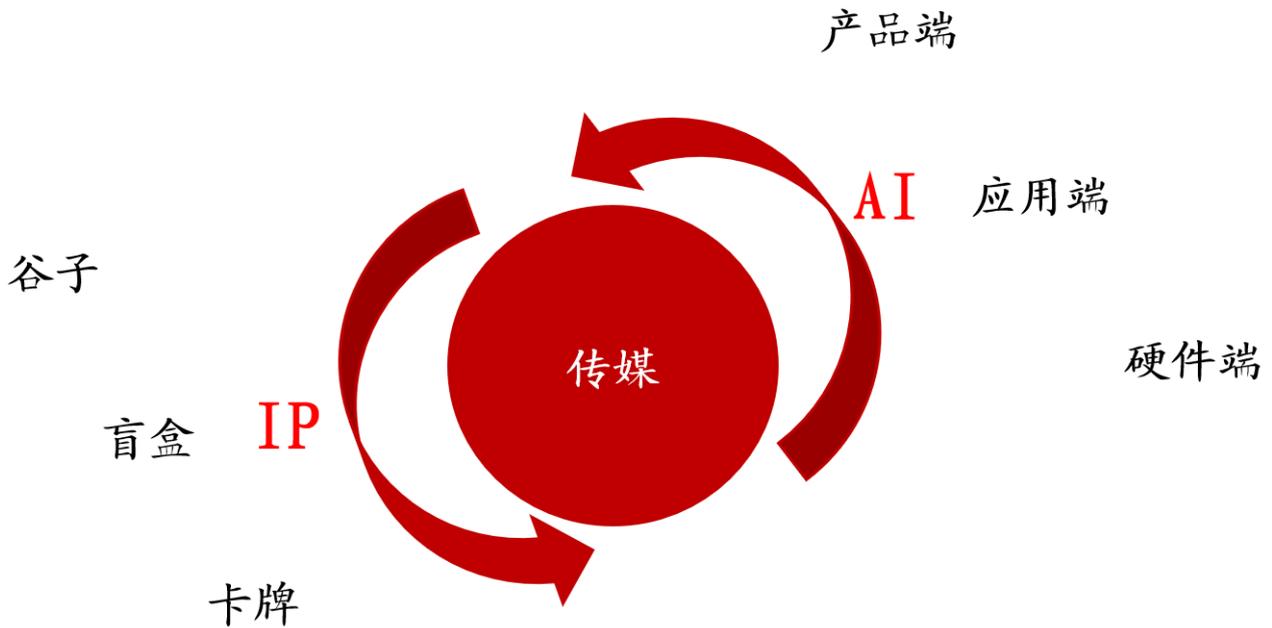


资料来源: iFind、万联证券研究所

### 1.3 行业展望: 把握 IP、AI 双主线, 展望行业新变革

**把握IP、AI双主线, 展望行业新变革。**近年来, 以IP (Intellectual Property, 即知识产权) 为核心的经济形态不断发展壮大, 成为了内容商业模式的核心驱动力, 在2025年下半年传媒行业的发展趋势中, IP经济有望通过孵化自有IP和联动热门IP两条主要路径, 发掘谷子、盲盒及卡牌等成熟商业形态, 大力促进产业发展。与此同时, 在当今数字化时代, AI已经是最具变革性的技术力量之一, 成为全球科技竞争的焦点、未来产业的关键赛道以及经济发展的新动力, 展现出巨大的发展潜力和广阔的应用前景, 在传媒各子行业均有应用落地, 推动整体市场全新发展。

图表10: 传媒行业 2025 年市场展望



资料来源: 万联证券研究所

## 2 IP: 深耕孵化+联动双路径, 谷子、盲盒、卡牌三大商业形态备受关注

### 2.1 IP 经济: Z 世代+情绪价值, 推动谷子、盲盒、卡牌三大商业形态发展

IP定义不断扩展, 其特点主要为多形态化、符号化、自传播及时间沉淀。IP (Intellectual Property, 知识产权) 指的是创作者或权利人对其文学、艺术及科学创作成果所享有的专属权利。随着文化创意产业的发展, IP的内涵逐步泛化, 从传统法律定义延伸为一切具备独创性、并能被市场接受与法律保护的内容资产, 典型如小说、漫画、影视作品及游戏角色等具象创作。在IP经济发展的早期阶段, 内容创作多遵循“内容即产品”的逻辑, 商业化路径主要通过出版、播放与基础授权实现, 形式较为单一。进入互联网时代后, IP的定义进一步扩展, 凡具备自主吸引力、持续流量能力与衍生开发潜力的内容, 均可被视为IP。

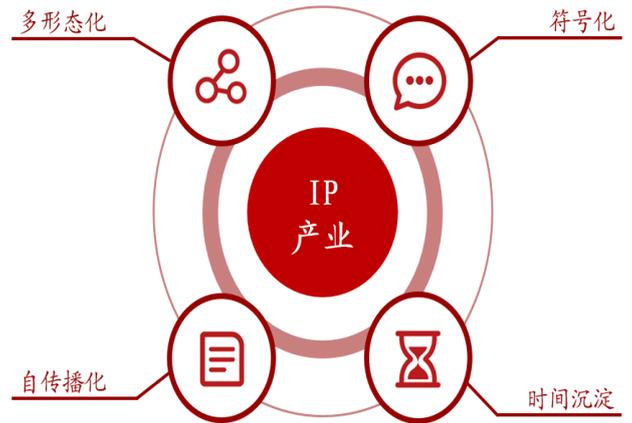
在当前的IP经济体系中, 优质IP通常呈现出以下特点: 1) **多形态化**: 优质IP常以多种媒介形态协同开发, 实现内容生态的延展与用户触达的最大化; 2) **符号化**: 标志性IP通过高度识别度与个性化形象构建起强烈的品牌印象, 成为文化符号的重要代表; 3) **自传播**: 社交媒体和兴趣社群的兴起使得优质IP具备强自传播能力, 通过用户共鸣与自发分享强化粉丝关系; 4) **时间沉淀**: 历经市场检验的优质IP, 则能伴随内容形态的不断演化实现价值沉淀, 具备穿越周期的生命力。

图表11: IP 经济的延展方向



资料来源：第一财经、万联证券研究所

图表12: IP 产业特点



资料来源：沙利文、万联证券研究所

**消费人群的转变及情绪价值凸显，带动IP经济的快速发展。**随着时代发展，内容消费不再仅依赖内容品质本身，更依托于用户情绪、社交表达与文化认同的复合动因。其中，Z世代作为新兴消费主力军，凭借其规模体量、媒介习惯与价值偏好，对IP产品展现出更强的情感黏性与消费活跃度。同时，随着消费观念从“功能性”向“情绪价值”转变，悦己型、体验型与社交驱动型消费动因持续释放，为IP内容的延展性与衍生品的商业化提供了更宽广的转化空间。

图表13: IP 经济驱动因素

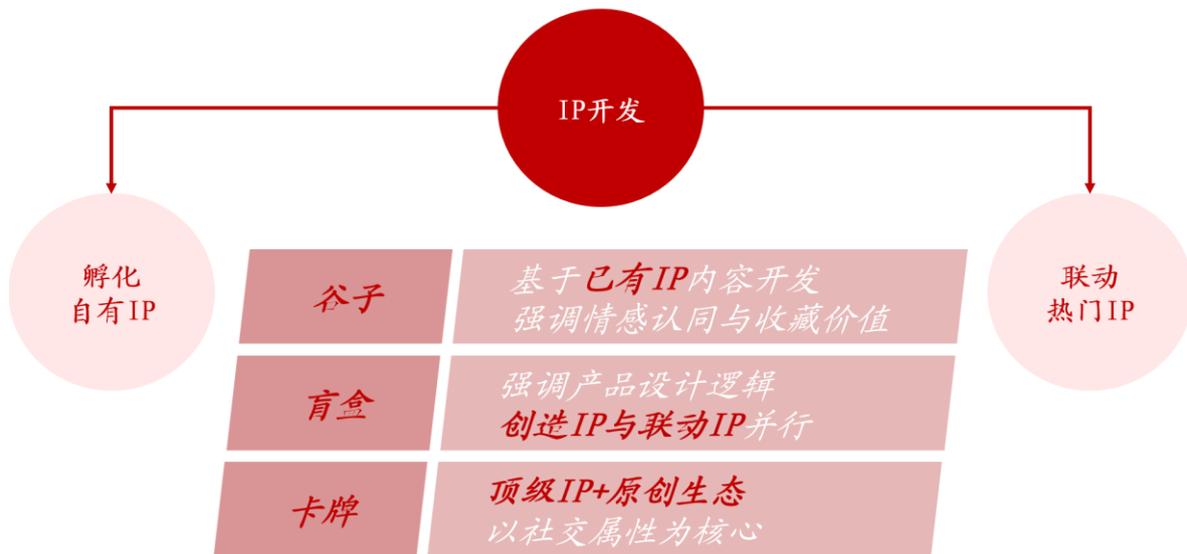


资料来源：万联证券研究所

**驱动因素在持续推动IP经济扩容的过程中，逐步渗透至消费端需求结构与供给侧产品形态的深层演化。**从“悦己消费”到“情绪连接”，再到“社交互动”的多元动因，使得IP衍生市场不断向着更具文化属性、交互价值和符号表达能力的细分领域聚合。IP的开发目前主要以孵化自有IP和联动热门IP两大路径为主，形成了谷子、盲盒、卡牌等商业形态。其中谷子的市场发展主要是倚靠联动热门IP进行，围绕二次元、动漫、游戏等热门内容IP开发，典型产品包括徽章、挂件、立牌等小型实物，消费者购买动因更多基于角色偏好与情绪投射，更加强调内容延展性与粉丝粘性；卡牌通过对战、收集与交易构建互动消费体验，具有强社交属性与游戏化特征，消费行为高度依赖社群氛围与线下场景，其商业模式以围绕着顶级IP+原创生态为主，精准捕捉大IP实现

流量裂变，并构建自有IP，形成多元化IP矩阵；而盲盒是一种基于“未知性”刺激的零售机制，通过“随机+限量”设置引导用户重复购买，除去对成熟热门IP的依赖，盲盒也注重产品设计的内容承载力与原创IP的商业转化，同时具备强社交性与圈层粘性。

图表14: IP经济结构演化路径及三大商业形态



资料来源: 万联证券研究所

## 2.2 谷子: 市场快速发展, 赋能传统商城转型刺激线下消费

伴随Z世代群体的兴起与消费观念的情绪化转向, “谷子经济”应运而生并迅速崛起。

“谷子经济”是指围绕动漫、游戏、影视等内容IP所衍生出的周边商品市场, 其产品形态多为具象化、小体量的收藏类商品, 如徽章、挂件、立牌、手办等。其中, “谷子”一词来源于英文“goods”的音译, 原指各类实物商品, 在国内语境中逐渐特指以二次元IP为核心的实物衍生品。这一市场本质上是通过商品化手段延续IP内容生命力, 增强用户的情感联结与品牌归属。谷子经济的发展与二次元文化的传播密切相关, 伴随Z世代群体的兴起与消费观念的情绪化转向, 用户不再满足于“观看内容”, 而是倾向通过“拥有角色”实现情感投射与圈层表达。在此背景下, 谷子产品逐步演变为IP生态中的关键情绪载体, 成为IP商业变现路径中不可忽视的组成部分。

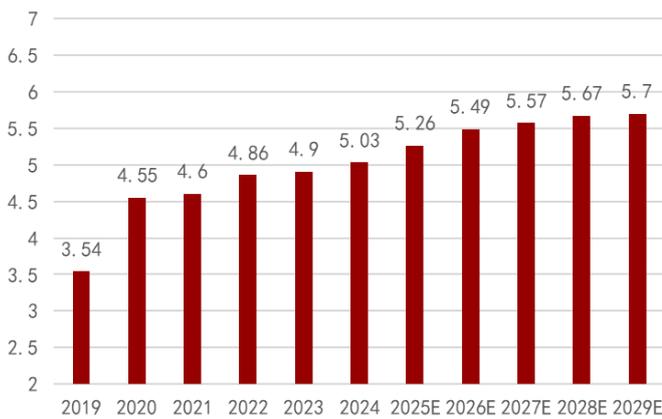
图表15: 谷子的分类

分类	吧唧(徽章)	公仔	立牌	拍立得	镭射票	小卡
定义	包括铁皮/布艺/毛毡徽章等, 具有较强的收藏和交易属性	如玩偶、手偶、团子、挂件、fufu等	亚克力质地, 以桌面摆件为主	纸制品, 以动漫照片为主	纸制品, 以横版为主的镭射材质票据	纸制品, IP人物形象卡片
示例						

资料来源: 米哈游天猫旗舰店、EAKI天猫潮玩旗舰店、万联证券研究所

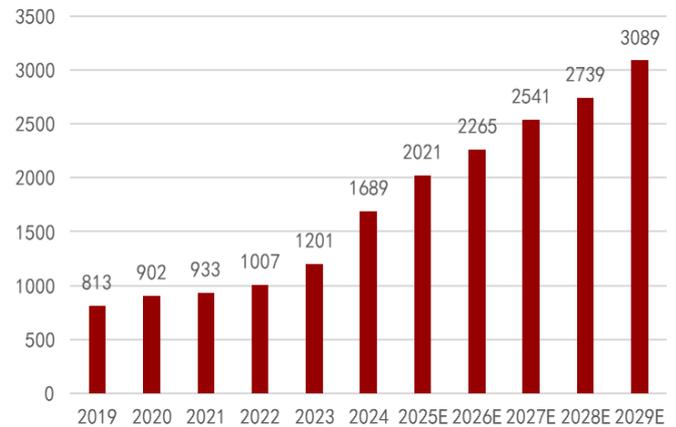
泛二次元用户规模增长提供消费者基础，谷子经济市场潜力充足。近年来，二次元文化逐渐从一个小众领域扩展到大众视野，核心用户群体不断增长，为“谷子经济”提供了庞大的潜在消费者基础。根据艾媒咨询数据显示，中国泛二次元用户（指对二次元文化感兴趣，但并非深度投入的人群）规模逐年递增，2024年达5.03亿人，同比增长率为2.65%，预计2029年将达5.70亿人，随着行业逐渐成熟，用户规模将趋于稳定；“谷子经济”在二次元生态及周边衍生市场的发展促进下，市场规模呈现上升趋势，2024年市场规模达1689亿元，较2023年增长40.63%，在2029年有望突破3000亿市场规模，潜力充足。

图表16: 2019-2029年中国泛二次元用户规模及预测（单位：亿人）



资料来源：艾媒咨询、万联证券研究所

图表17: 2019-2029年中国“谷子经济”市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：艾媒咨询、万联证券研究所

“谷子经济”产业链可以划分为四个核心环节：IP生产、IP运营、产品设计与生产以及产品销售。这四个环节共同构成了“谷子经济”的完整生态系统。

1) **IP生产**：这是“谷子经济”的起点，也是谷子的卖点和需求来源，涉及到IP的创作。在这个阶段，企业通过创作或授权IP实现盈利。主要分为游戏类IP及非游戏类IP，游戏类IP主要来自网易、米哈游、腾讯等游戏公司，包括《崩坏》IP系列、《光与夜之恋》、《王者荣耀》、《第五人格》等；非游戏类IP则主要来自动漫、网文领域，包括动漫类《名侦探柯南》、《咒术回战》、《宝可梦》、《时光代理人》等，网文体《盗墓笔记》、《全职高手》、《天官赐福》等，主要形式为网文转动漫，进而联动动漫形象；

2) **IP运营**：企业通过媒体内容授权和商品授权两大业务来运营IP。媒体内容授权涉及与影视制作公司合作，获取动画和影视作品的发行权；商品授权则允许企业将IP授权给其他公司，用于开发衍生产品和举办相关活动；

3) **产品设计与生产**：企业将IP转化为实体商品，如手办、徽章、服装等。代表企业姚记科技、广博集团、卡游、奥飞娱乐等；

4) **产品销售**：主要分为线上及线下销售，线上以淘宝、京东等；线下销售主要通过专门销售谷子的谷店和集合型文创店，如泡泡玛特、名创优品、TOPTOY、潮玩星球等。同时**二手市场交易**也是“谷子经济”的一大特点，在谷子经济中，由于部分谷子产品具有限量发行、稀缺性强等特点，使得二手市场交易十分活跃。

图表18: “谷子经济”产业链



资料来源: 艾媒咨询、万联证券研究所

“谷子经济”带动传统商城转型，为线下消费场景注入新增量。随着“吃谷”文化的扩散普及，部分老旧商圈借助IP衍生品消费热潮完成定位重塑，通过引入“谷子店”“谷子市集”等业态吸引目标消费者，显著提升人流密度与商业活力。以成都天府红为例，项目近年来持续发力二次元垂类内容，通过加密“谷子”类门店布局，聚焦动漫、手办、文创等IP产品，二次元及文创体验业态占比已超过50%。在2024年五一期间，项目销售额同比增长超过200%，逐步成为天府广场区域二次元用户的核心聚集场所；广州地王广场于2024年启动“吃谷胜地”主题空间改造，重点引入谷子类品牌与潮玩集合业态，并通过IP快闪展、二创市集等形式增强用户粘性与圈层互动氛围。根据新快报数据显示，截至2025年初，场内“谷子集市”已扩展至超过170个摊位，周末客流量峰值突破2万人次，较去年同期实现翻倍增长。整体来看，随着城市商业空间对新消费文化的深度适配，谷子线下场景正进入连锁化、规模化发展阶段。据艾媒咨询统计，目前全国已有超过20个一、二线城市正在建设二次元消费城市地标，覆盖60余个核心商圈。

图表19: 广州地王广场



资料来源: 广州漫展前线、万联证券研究所

图表20: 成都天府红



资料来源: 成都日报、万联证券研究所

### 2.3 盲盒：潮玩、文创及 IP 衍生多领域融合，消费潜力充足

盲盒是一种基于“概率抽取”机制的消费形态，其核心是将商品或服务封装为外观一致、内容未知的“盲盒”，消费者在支付固定价格后方可得知具体内容。这一模式最早可追溯至日本“福袋”文化，是将购物决策与游戏机制相结合的现代零售创新形式。进入中国市场后，盲盒迅速与潮玩、文创、IP衍生等领域融合，成为年轻群体中的高频消费现象，展现出以下几个关键特征：

- 1) **不确定性与惊喜感**：基于“盲选”机制的设计，消费者在购买前无法得知产品具体内容，这种不确定性强化了“开盒”瞬间的情绪刺激与探索动机。企业常通过设置“隐藏款”与概率机制增强稀缺性，引导用户形成持续尝试的心理预期；
- 2) **收集性与社群文化**：盲盒产品通常以系列化呈现，用户往往基于“凑齐全套”或获取特定款式的动因产生反复购买行为，进而催生以“晒盒/换盒/代抽”等行为为核心的社群互动生态。这种二次消费与用户内容共创行为，强化了品牌的社区粘性；
- 3) **设计内容化与IP化运营并重**：盲盒在产品供给上体现为“设计内容化”与“IP化运营”并行。一方面，品牌通过开发原创IP或与艺术家、知名IP联名构建识别度，提升内容价值；另一方面，IP形象所承载的情绪符号、叙事设定与价值观标签，满足了消费者个性化表达与审美认同的需求。

图表21：早期盲盒 IP—Sonny Angel 系列（2005 年）



资料来源：Sonny Angel 官网、万联证券研究所

盲盒的核心消费群体以年轻中产为主，年龄集中于15至40岁之间，该群体普遍受过良好教育，具有较高的文化素养和消费能力。根据泡泡玛特招股书显示，超过95%的潮玩消费者年龄介于15至40岁之间，其中63%拥有学士及以上学历，显示出显著的高学历、高素质特征。该类人群在快速变化的社会文化环境中成长，习惯于多元文化的接触与内容消费，倾向通过具体商品表达自我认同和情绪价值。他们在盲盒产品中不仅寻求新鲜感与惊喜感，更重视产品所承载的IP文化符号与审美设计。盲盒产品常被用于展示、收藏或社交互动，满足其在文化归属、个性表达与社群认同等方面的需求。此外，这类消费者具备较强的情绪消费动机与悦己消费倾向，偏好通过“开盒”这一仪式化过程获得愉悦感与陪伴感，进一步强化了盲盒产品在情绪安抚和生活仪式感方面的价值。

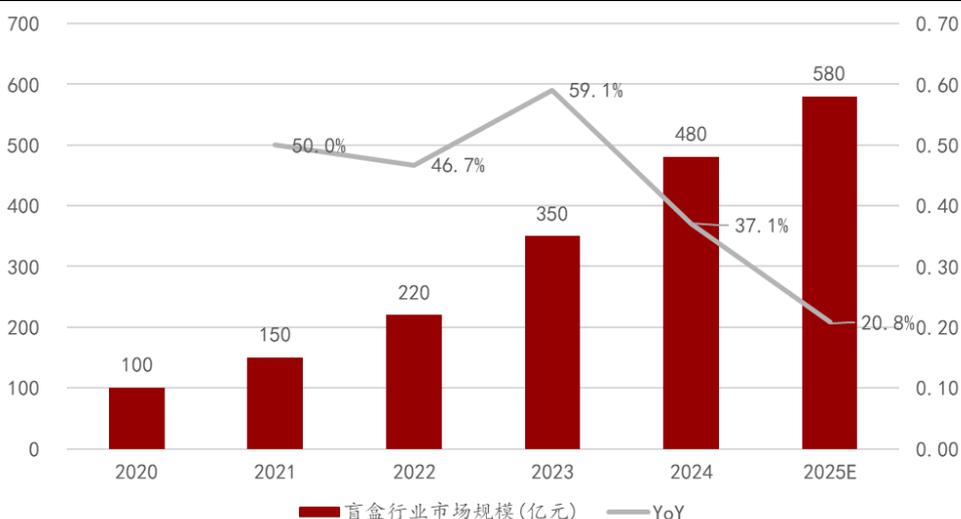
图表22: 盲盒消费者用户画像



资料来源: 泡泡玛特招股书、万联证券研究所

中国盲盒市场增速有所放缓, 逐渐迈入成熟阶段。2020年至2023年, 中国盲盒市场处于高速扩张期, 年增长率保持在40%以上, 而在2024-2025年, 市场进入相对成熟阶段, 增速虽然有所放缓但仍保持在20%以上的较高水平, 2025年中国盲盒行业市场预计达到580亿元, 展现较为强劲的发展动力。

图表23: 2020-2025E 盲盒行业市场规模



资料来源: 嘉世咨询、万联证券研究所

在中国的盲盒市场中, 泡泡玛特作为代表性企业, 我们以此为例分析其盲盒IP打造策略及产业链:

泡泡玛特已建立一套高度系统化的IP孵化与运营机制, 通过内部孵化与外部合作并行、艺术家签约与内容策展并举的方式, 构建起内容差异化壁垒。根据2024年年报, 公司拥有多个自主艺术家IP且有13个IP收入过亿, 这其中包括了MOLLY、THE MONSTERS (LABUBU所在系列)、SKULLPANDA和CRYBABY等多个明星IP。同时公司组建了PDC (POP MART Design Center) 产品设计中心进行集中孵化, 并取得了不凡表现。其IP的打造策略主要分为两种, 分别是产品设计及跨行业联名:

1) 在产品设计策略方面，泡泡玛特注重构建具有“识别性+延展性”的IP形象，即通过高度辨识度的视觉特征建立用户认知，同时保留在题材、美术风格和表达方式上的可塑性，以支撑IP的多系列开发和长期运营。其产品多采用具象人物设定、统一比例造型、系列化主题包装与故事线推进，强调“角色驱动+主题变体”的设计方法，兼顾艺术性与市场接受度。在产品维度，公司不再依赖单一盲盒爆款，而是构建起涵盖盲盒、毛绒、MEGA摆件等多品类协同的产品体系；在内容维度，Molly、DIMOO、SKULLPANDA、LABUBU等核心IP形成分层化运营格局，支撑起“高频更新+差异化圈层”的内容矩阵，从“单品驱动”向“多元IP矩阵”演进。

图表24: 泡泡玛特旗下 IP-MOLLY



资料来源：泡泡玛特官网、万联证券研究所

图表25: 泡泡玛特旗下 IP-LABUBU



资料来源：泡泡玛特官网、万联证券研究所

图表26: 泡泡玛特部分产品矩阵图

IP 名称	MOLLY	LABUBU	DIMOO	HIRONO	SKULLPANDA
上市时间	2016	2018	2019	2020	2020
类型归属	潮流少女	怪诞潮萌	奇幻治愈	艺术少年	暗黑潮酷
核心人设	傲娇艺术少女	趣味怪兽精灵形象	梦境少年	安静、孤独、自省	高冷少女 / 反差萌
涉及产品线	盲盒、MEGA、毛绒、积木、饰品	盲盒、毛绒、潮玩摆件	盲盒、毛绒、积木、饰品、MEGA	盲盒、MEGA	盲盒、MEGA、毛绒

资料来源：泡泡玛特官网、万联证券研究所

2) 在跨行业联名策略方面，泡泡玛特持续拓展跨行业合作，形成“IP+品牌”双向赋能的内容运营模式。以2023年与奈雪的茶的合作为例，双方联合推出“霸气鲜果茶”系列与联名限定周边，包括定制手提袋、饮品包装与赠品盲盒，通过“饮品+潮玩”融合场景吸引线下流量。与此同时，公司还与优衣库开展多轮联名，2023年首度合作推出“Molly的生活想象”UT系列T恤；2025年再度携手，推出以SKULLPANDA为主题的“SKULLPANDA PLANET”系列。

图表27: 泡泡玛特与奈雪的茶联名



资料来源: 泡泡玛特公众号、万联证券研究所

图表28: 泡泡玛特与优衣库展开多轮联名

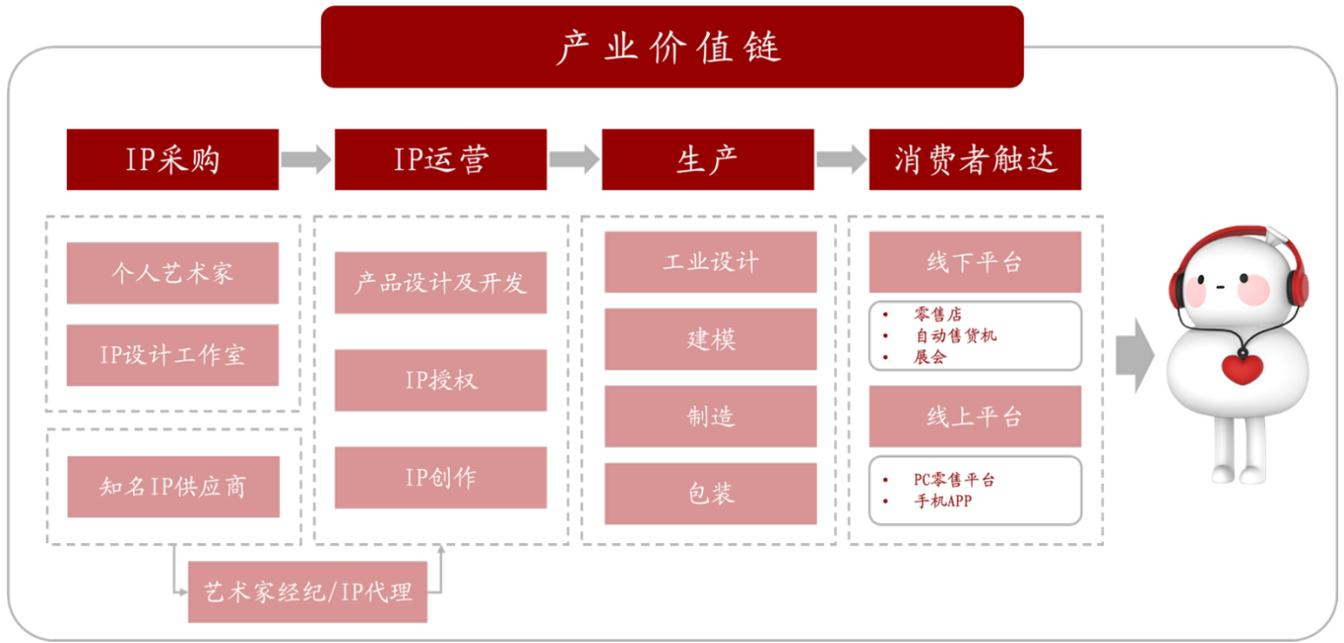


资料来源: 优衣库公众号、万联证券研究所

以IP内容为驱动核心, 通过平台化设计与柔性制造体系提升产品周转效率, 再结合多元渠道布局与用户运营机制, 构建起前中后台一体化的价值链架构。这一模式不仅增强了品牌的IP运营深度与产品丰富度, 也构成了其与传统玩具制造业在内容能力、更新节奏和用户连接上的关键差异化竞争壁垒。具体来看, 盲盒产业链可划分为四大核心环节:

- 1) **IP采购:** 产业的起点, 内容来源主要包括签约的个人艺术家、IP设计工作室, 以及来自知名IP提供商的授权内容。部分内容通过艺术家经纪人或IP代理机构中转。
- 2) **IP运营:** 中台环节, 主要由品牌方主导, 承担产品开发、IP创作与授权等关键职能。其中, 产品设计需完成角色主题设定、形象图库搭建与版本演化规划; IP授权则面向外部合作方开展跨界联名与内容授权; 原创IP则通过内部设计团队完成从形象创意到模型打样的完整闭环。
- 3) **生产:** 工业设计、建模、制造与包装的主要节点, 通常采用外包生产模式进行执行。品牌方统一负责样品开发、材料规范、美术监修与工艺标准, 确保视觉风格一致性与产品交付质量。
- 4) **消费者触达:** 构建于线下与线上两大平台系统之上。线下平台包括直营门店、自助贩售机及各类主题展会, 是沉浸式消费与IP体验的重要场景; 线上平台涵盖PC电商平台与移动App等数字端口, 实现日常交易、会员运营与IP传播的全流程闭环。

图表29: 泡泡玛特产业价值链

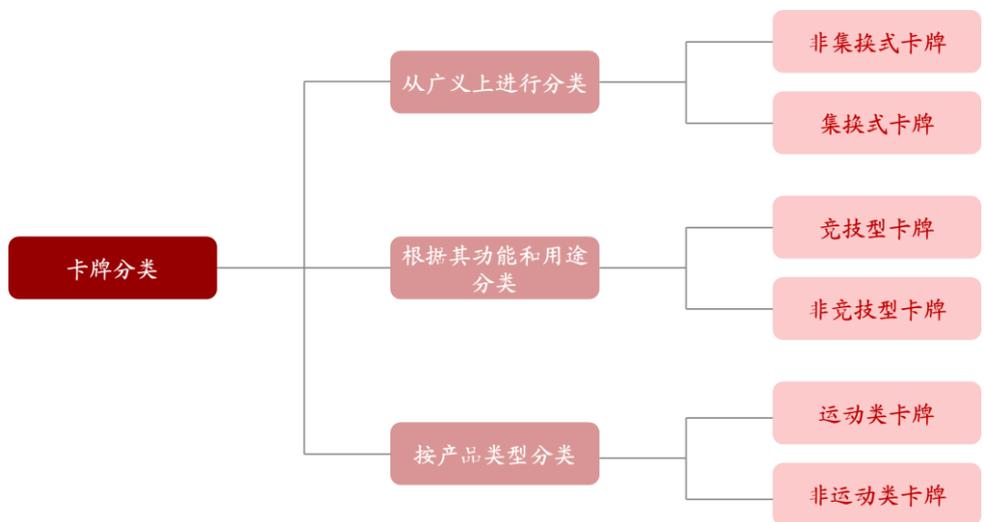


资料来源: 泡泡玛特招股书, 万联证券研究所

#### 2.4 卡牌: 集换式卡牌主导市场, 线下市场增长显著

集换式卡牌占据卡牌市场重要组成部分。对于卡牌市场来看, 行业内普遍采用多维度交叉的方式对产品形态进行分类。较为通行的观点通常从三条路径进行划分: **从广义上进行分类**, 卡牌可分为“集换式”与“非集换式”两类, 其中集换式卡牌具备卡片收集、交易与构筑属性, 是当前市场主流; **从功能和用途层面上进行分类**, 卡牌产品可再划分为“竞技型”与“非竞技型”, 前者强调策略性与对抗体系, 适用于具备长期运营能力的对战环境, 后者则多用于IP内容的呈现与纪念价值延展, 强调收藏属性; **从产品类型分类**, 又可区分为“运动类”与“非运动类”, 其中运动类以球星卡、赛事纪念卡为代表, 融合体育文化与粉丝经济逻辑, 而非运动类则广泛覆盖动漫, 游戏等IP内容。

图表30: 卡牌分类

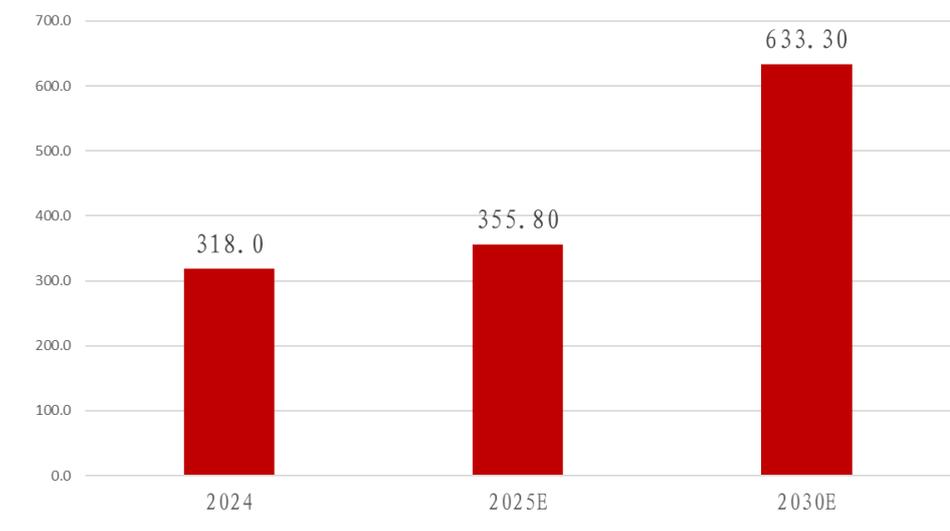


资料来源: 智研咨询, 万联证券研究所

集换式卡牌 (Trading Card Game, TCG) 作为一种融合策略性、收藏性与社交性的 IP 衍生产品形态, 近年来在年轻用户群体中快速发展, 尤其在 10 至 18 岁青少年群体中渗透率显著提升。产品通常围绕动漫、游戏等强 IP 构建, 借助卡牌设定、玩法机制与角色关联实现用户沉浸, 同时通过赛事组织、平台互动与社群建设强化用户黏性。相较于其他形态, 卡牌产品在内容互动性与用户生命周期上具备明显优势, 并逐渐衍生出两大主要形态, 分别是移动 TCG 及线下 TCG。

在 IP 经济线上化进程中, 移动集换式卡牌游戏 (移动 TCG) 正日益成为关键承载形式。依托智能设备的高普及率、内容分发的即时性及玩法机制的演进, 移动 TCG 在全球范围内构建起集娱乐、社交与付费为一体的数字消费场景。其在用户渗透、商业转化与内容延展方面均显示出较强活力。根据 Research and Markets 数据, 2024 年全球移动 TCG 市场规模已达 318 亿美元, 预计 2025 年增至 355.8 亿美元, 至 2030 年有望突破 633.3 亿美元, 2025-2030 年期间 CAGR 预计达 12.2%。

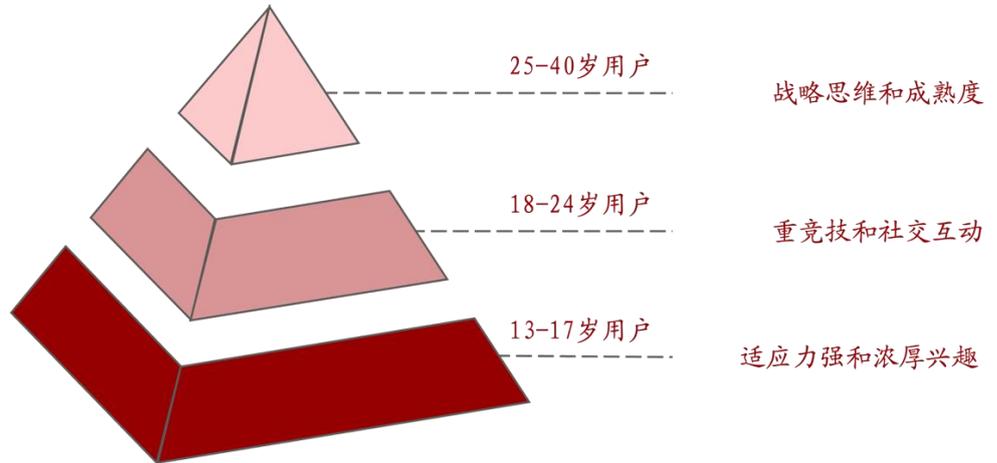
图表 31: 2024-2030 年移动 TCG 市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: research and markets、万联证券研究所

从产品形态来看, 移动 TCG 的技术与平台基础已趋成熟。智能手机和平板设备的图形处理能力、联网性能和社交功能为卡牌游戏的移动化提供了硬件保障。厂商普遍围绕“集换+养成+对战+构筑”四类基础机制进行模块化整合, 构建出具备成长体系、可持续运营与多维参与路径的内容结构。玩法上逐步向多元叠加、策略分层演进, 并通过活动、任务、实时对战、联动运营等手段强化用户黏性。在用户层面, 移动 TCG 显示出显著的年轻化与分层化特征。25-40 岁年龄段的科技达人拥有战略思维和成熟度; 18-24 岁年轻人则为游戏社区增添了活力和竞争优势; 13-17 岁的青少年群体具备适应能力强、对新奇体验兴趣浓厚等特点。

图表32: 移动 TCG 市场各年龄层分布



资料来源: research and markets、万联证券研究所

在产品层面,《Pokémon TCG Pocket》的推出为移动TCG发展提供了值得关注的样本路径。该产品由The Pokémon Company与DeNA联合开发,基于原有实体卡牌IP设计,在移动端高度还原集换、开包、构筑、对战等核心机制,辅以“双卡抽取”、卡面动画渲染等强化沉浸体验的数字化交互形式。其运营策略上引入每日开卡、限时活动、收藏评级等机制。在卡牌图鉴、稀有度体系、IP内容衍生等维度的处理上,该产品初步构建起一套具备长期内容生命力与商业价值支撑的移动TCG模型。

图表33: Pokémon TCG Pocket (1)



资料来源: 宝可梦TCG口袋版官网、万联证券研究所

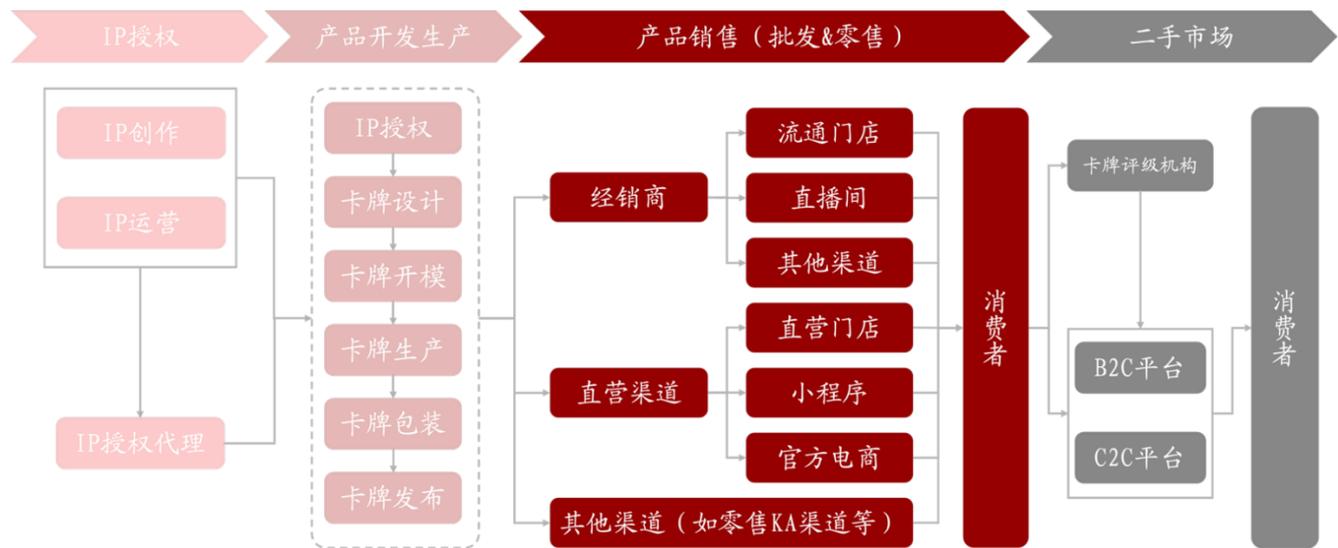
图表34: Pokémon TCG Pocket (2)



资料来源: 宝可梦TCG口袋版官网、万联证券研究所

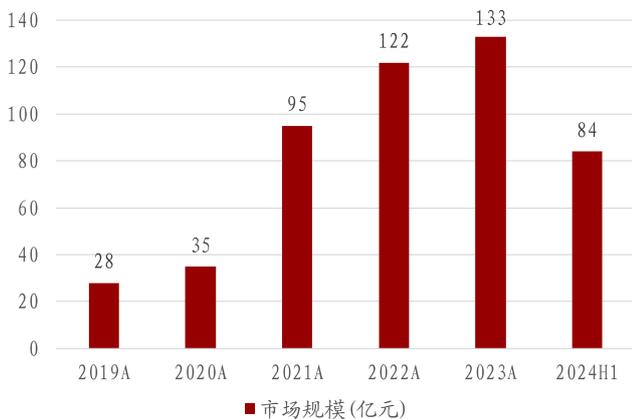
线下集换式卡牌(线下TCG)市场已逐步构建起覆盖IP授权、内容创作、产品制造、渠道分发及社群运营的完整产业链闭环。上游环节以IP内容方和卡牌设计团队为主,负责角色设定、美术风格、稀有度系统及扩充机制等规则体系的构建;中游环节则涵盖卡牌印刷、包装与集成等环节,对产品工艺、材质和供应链反应速度提出较高要求;下游则依托多样化渠道完成最终触达,既包括直营或加盟门店、桌游店、赛事组织场所等线下终端,也逐步拓展出社群平台、电商旗舰店等线上辅助路径。根据观研天下数据,2024年上半年我国集换式卡牌行业市场规模为84亿元,卡牌产量3.51亿包,需求量3.34亿包,产销率为95.40%,产销动态匹配度高。

图表35: 线下TCG产业链



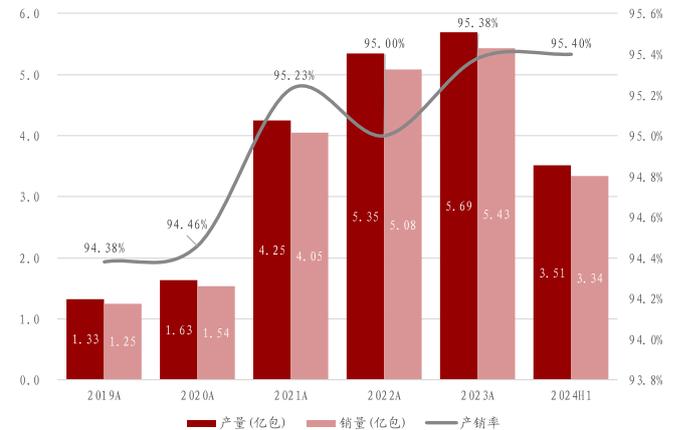
资料来源: 行业数据分享公众号、万联证券研究所

图表36: 2019-2024H1 中国集换式卡牌市场规模



资料来源: 观研天下、万联证券研究所

图表37: 2019-2024H1 集换式卡牌产销情况



资料来源: 观研天下、万联证券研究所

在当前线下TCG市场中，卡游已确立其中国集换式卡牌行业的绝对领先地位。作为中国集换式卡牌业务的先行者，公司围绕“产品开发—生产制造—趣味运营”三大核心环节，构建起高度整合的一体化商业模式。根据卡游招股书数据，按2024年商品交易总额计，卡游在中国泛娱乐产品行业、泛娱乐玩具行业及集换式卡牌细分市场都位列第一，市占率分别为13.3%、21.5%及71.1%。公司受益于基于三大核心竞争力的一体化商业模式：多元化的产品体验、引人入胜的趣味互动运营以及稳健的生产能力。凭借上述核心能力，公司能够为其商业模式的主要利益相关方提供具有吸引力的价值主张。其业务模式覆盖了全产业价值链的核心环节，使其在推广泛娱乐文化与提升行业标准方面具备重要影响力。

图表38: 卡游公司核心竞争力



资料来源: 卡游招股书、万联证券研究所

图表39: 卡游公司核心 IP 集换式卡牌



资料来源: 卡游招股书、万联证券研究所

凭借多元化、高质量的IP矩阵及强大的IP运营能力，市场热度逐渐提升。截至2024年末公司共拥有70个IP，涵盖奥特曼、哈利波特、火影忍者等国际知名IP，也包括斗罗大陆、卡游三国等本土热门IP。公司通过授权与自有开发双轮驱动持续拓展IP储备，凭借敏锐的内容嗅觉与消费洞察，精准把握国漫及新兴文化潮流，成功实现IP的商业转化与本土化创新表达。同时，公司具备成熟的IP运营能力，围绕每一IP系列不断推出新产品并构建情感连接，有效延长IP生命周期并提升其市场热度。例如，奥特曼IP已推出逾320个卡牌系列，叶罗丽IP卡牌系列也超过120个。

图表40: 卡游公司丰富 IP 矩阵

### 全球IP

Global Intellectual Property

卡游陆续获得全球70+头部IP授权，包括奥特曼、火影、哈利波特、小马宝莉等；并致力于优质国漫IP推广，与斗罗大陆、叶罗丽、秦时明月等热门IP双向赋能，形成覆盖全年龄段的庞大“IP宇宙”。

### 原创IP

Authored Intellectual Property

卡游引领行业布局原创IP，孵化《卡游三国》等原创IP。其中《卡游三国》是首个自有IP，集聚中日韩新生代原画师，采用连环画、版画等传统风格人物立绘，以三国原著剧情为纲领，创新国画面貌，传递文化价值。

资料来源: 卡游官网、万联证券研究所

### 3 AI：快速发展赋能多领域，助力技术变革

#### 3.1 产品端：智能助手占主导，细分产品渗透多维度领域

AI产品聚焦多赛道，渗透个人生产力、休闲娱乐、日常生活多维度。在当今数字化时代，AI已经成为最具变革性的技术力量之一，已经成为全球科技竞争的焦点、未来产业的关键赛道以及经济发展的新动力，展现出巨大的发展潜力和广阔的应用前景。如今，AI产业已经衍生出多赛道、多场景的应用，呈现出蓬勃发展的态势。根据量子位统计数据显示，我国AI产品覆盖包括AI智能助手、AI陪伴、AI相机、AI写作、综合类套件、AI修图、AI视频、AI教育、AI音乐/音效、AI设计、AI生图、AI搜索、AI图示、AI总结和AI翻译共计20个赛道。根据产品形态可分为APP端及Web端，2025年1-4月，APP端用户规模排名前十中AI智能助手占据五席，而64个头部产品中，AI智能助手占有12个，AI教育有11个；Web端用户规模排名前四均是AI智能助手，AI文档类产品在Web端表现较好，前十榜占据两席，而53个头部产品中，AI智能助手占有13个，低代码开发平台有7个。AI智能助手无论在APP端还是Web端都占据主导地位，而AI教育、AI文档等细分产品则在用户的学习、办公、生活多维度渗透，在个性化需求中寻找差异化竞争。

图表41：国内 AI APP 用户规模排名

AI APP端 2025年1月至4月			
排名	产品名称	赛道细分	用户规模
1	夸克	AI智能助手	1亿
2	豆包	AI智能助手	9000万
3	Kimi	AI智能助手	6000万
4	DeepSeek	AI智能助手	4000万
5	即梦AI	AI创作	3000万
6	腾讯元宝	AI智能助手	2000万
7	快对	AI教育	1000万-2000万
8	纳米AI搜索	AI搜索	1000万-2000万
9	网易有道词典	AI翻译	1000万-2000万
10	百度文库	AI综合套件	1000万-2000万

资料来源：量子位、万联证券研究所

注：统计时间截至2025年4月。

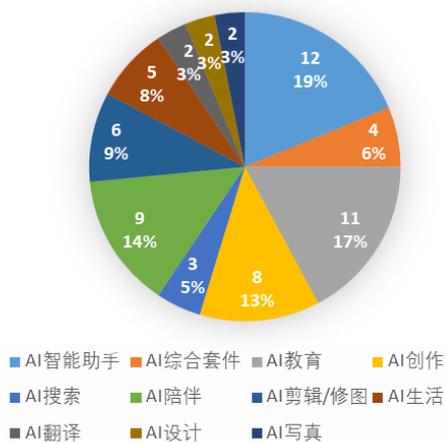
图表42：国内 AI Web 端用户规模排名

AI WEB端 2025年1月至4月			
排名	产品名称	赛道细分	用户规模
1	DeepSeek	AI智能助手	1.3亿
2	夸克	AI智能助手	7500万
3	豆包	AI智能助手	5000万
4	Kimi	AI智能助手	3000万-5000万
5	腾讯文档	AI文档	3000万-5000万
6	腾讯元宝	AI智能助手	2800万-3000万
7	百度AI搜	AI搜索	2800万-3000万
8	WPS Office	AI文档	2200万
9	百度文库	综合办公套件	1900万
10	文心一言	AI智能助手	1000万

资料来源：量子位、万联证券研究所

注：统计时间截至2025年4月。

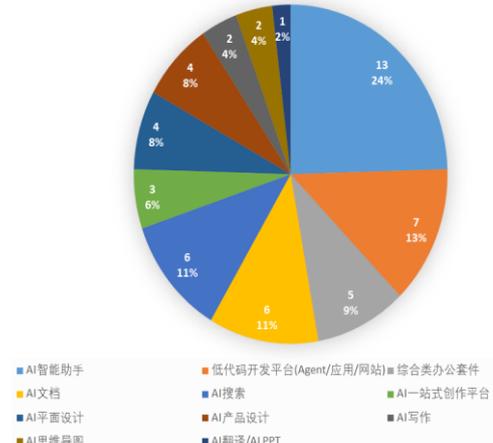
图表43：国内 AI APP 赛道分布



资料来源：量子位、万联证券研究所

注：统计时间截至2025年4月。

图表44：国内 AI Web 端赛道分布



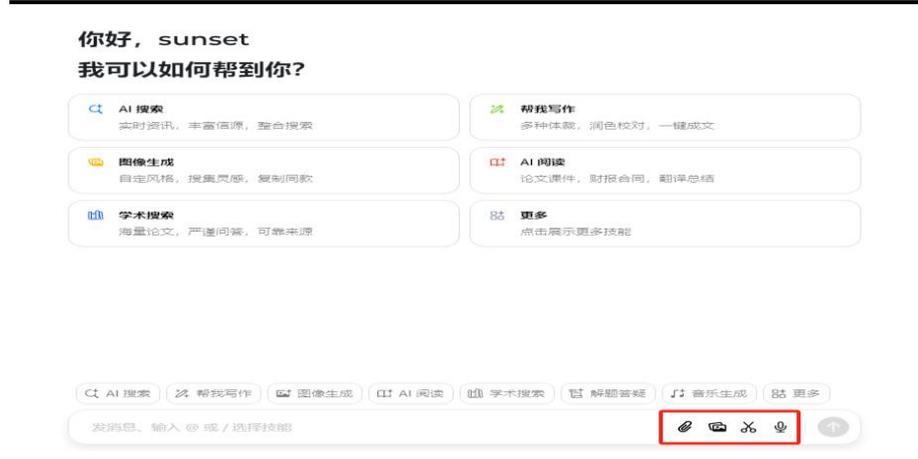
资料来源：量子位、万联证券研究所

注：统计时间截至2025年4月。

AI产品的发展趋势主要围绕多模态、一站式、Agent三个方面展开，最终目标在于提升及完善客户的使用体验，满足个性化需求：

**1) 多模态：**多模态AI技术核心在于通过结合不同类型的数据（如图像、文字、视频、语音、手势等）进行分析处理，能够大幅提高模型反馈的准确性，为用户提供更丰富、自然的交互体验，使得应用场景进一步拓展。未来，多模态AI将实现更深层次的模态交互，通过构建复杂的神经网络架构，自动优化不同模态之间的内在联系与互补性，提升系统智能化水平。目前国内AI产品中最为常见的是语音+文字的多模态交互，多出现于AI智能助手和AI陪伴中，随着Transformer架构使大模型对图像和视频信息的处理能力快速提升，预计到2026年，将开始出现更为综合性的多模态交互，AI能够通过物联网、特定信息等多种感知通道进行协同，提升AI产品的整体水平。

图表45: 豆包多模态交互功能



资料来源: 豆包、万联证券研究所

**2) 一站式：**在C端产品层面，短期内的新趋势是一站式、全陪伴工具的崛起，以夸克为例，国内的AI产品正在呈现出明显的“功能一站式、形态全陪伴”的特征。夸克“一站式 AI 超级框”的核心优势在于深度整合智能搜索、知识图谱与垂直领域大模型能力，通过构建统一的智能交互界面，将用户需求快速转化为精准信息服务与高效解决方案，例如将AI搜索、网盘、PPT、写作等工具在单个产品中呈现，极大提升用户获取信息与完成任务的效率。这一变化意味着AI产品正在追求从“单点效率工具”上升为“端到端超级工具”，通过减少切换应用的频次，培养用户的使用习惯，为厂商的一系列AI业务矩阵形成超级流量入口。

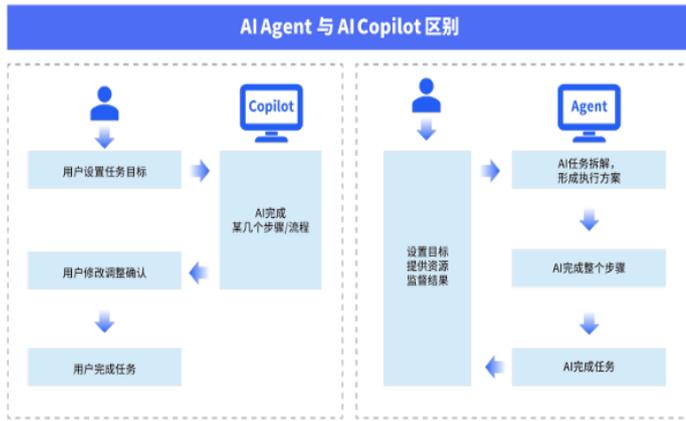
图表46: 夸克一站式 AI 超级框



资料来源: 夸克、万联证券研究所

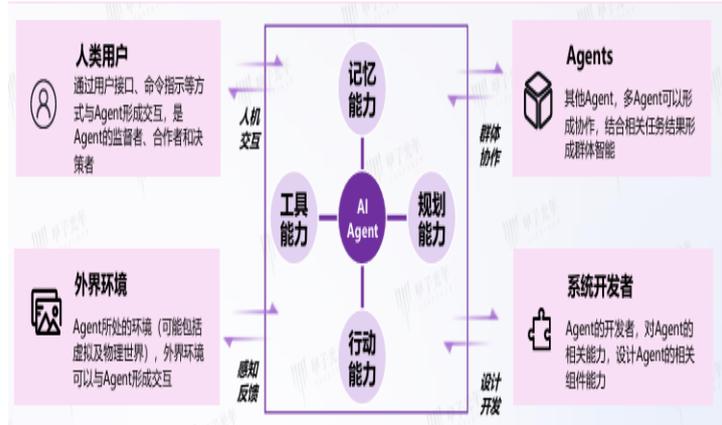
3) **Agent**: 随着技术的不断发展, 用户对于人机交互的需求也在不断进化, 从人类和AI的协同模式来看, 总共分为三个阶段, 分别是Embedding Mode(嵌入模式)、Copilot Mode(副驾驶模式)及AI Agent(智能体模式)。目前来看, 市面上存在的AI产品大多数以嵌入模式及副驾驶模式为主, 并在逐步往智能体模式迈进。其具有三个核心能力分别是**独立思考、自主执行及持续迭代**, 从而能够基于目标和对现状能力的认知, 在环境约束中, 依赖特定资源和现有工具, 找到行动规则并将行动拆解为必要的步骤, 自主执行步骤, 达成目标, 为用户提供高度个性化的任务。

图表47: AI Agent 与 AI Copilot 的区别



资料来源: 爱分析、万联证券研究所

图表48: AI Agent 核心组件



资料来源: 甲子光年、万联证券研究所

图表49: AI Agent 场景应用



资料来源: 甲子光年、万联证券研究所

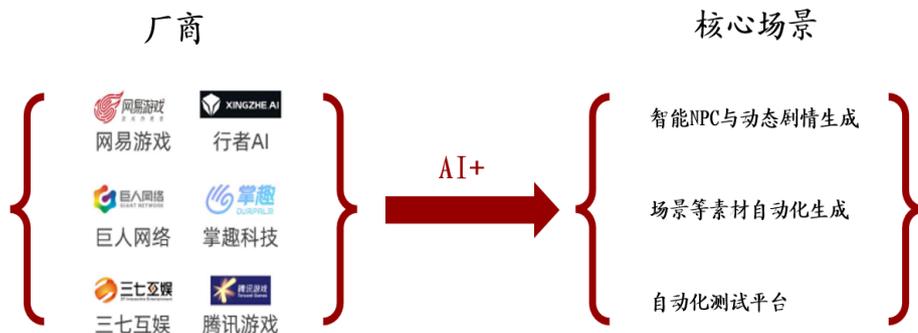
### 3.2 应用端: 赋能多领域, 促进产业变革

#### 3.2.1 游戏: AI 赋能游戏制作流程, 促进游戏产业变革

游戏厂商积极拥抱AI+, 深度赋能游戏研发领域。随着科技不断进步, AI已经逐步从弱人工智能向强人工智能迈进, 数字内容生产方式也愈发高效, 而在游戏研发过程中,

面临着素材制作繁琐、研发成本高、测试周期长等痛点。借助AI技术，厂商在三大核心场景实现革新：**智能NPC与动态剧情生成**，让NPC具备智能决策能力，剧情随玩家交互实时动态演变，极大增强游戏叙事的丰富度与玩家沉浸感；**场景等素材自动化生成**，利用AI算法快速生成高精度游戏场景、道具等素材，显著减少人工创作时间，降低开发成本，提升内容产出效率；**自动化测试平台**，通过AI模拟海量玩家行为，自动检测游戏BUG与性能问题，大幅提高测试覆盖率与效率，保障游戏质量。

图表50: AI 赋能游戏行业



资料来源：量子位、万联证券研究所

**生成式AI助力游戏制作、内容创新，进而降本增效，优化游戏体验。**从游戏开发方面来说，主要分为游戏制作及内容创新。**从游戏制作来看**，生成式AI能够根据文本生成语音、自助或协助编写代码、根据主题设计生成游戏地图、根据二维图像生成三维模型等，极大提升游戏的策划、音频、美术、程序等环节的生产力，压缩游戏整体项目的研发周期与人员规模，大幅降低游戏制作成本，例如腾讯AI Lab自研的3D游戏场景自动生成解决方案，通过AIGC技术，帮助开发者在极短的时间内打造出高拟真、多样化的虚拟城市市场景，将原本以年为单位的工作量缩短为数周，大幅提升游戏开发效率。未来随着技术不断发展进步，AI全线制作游戏的可行性将大幅提升；**从内容创新来看**，对已有的游戏进行产品更新升级，实现真正的人与AI的互动，例如网易伏羲已经助力《逆水寒》手游与其他5个热门国产AI大模型达成智能NPC联动合作，包括阿里-通义大模型、百度-文心大模型、MiniMax-abab大模型、月之暗面-Kimi大模型、字节跳动-豆包大模型。上述五大模型在《逆水寒》手游里组成智能NPC女团，化身9位NPC少女陪伴玩家在江湖中历险，利用大模型来生成其行为和语言，在设定的身份及性格框架下，赋予AI记忆和情感，会影响她们日后的所有决策，具有高度自由化。

图表51: 腾讯 AI Lab 的虚拟城市



资料来源：《腾讯AI Lab》、万联证券研究所

图表52: 《逆水寒》AI 智能 NPC 女团



资料来源：《逆水寒》官网、万联证券研究所

**AI自动化测试平台助力游戏高效研发。**在游戏研发过程中，传统人工测试存在效率低下、机型适配性测试繁琐、复杂场景及海量道具交互验证覆盖不足等问题，导致测试周期长、研发成本高，难以快速保障游戏产品质量。为此，盛趣游戏自主研发基于AI技术的游戏自动化测试框架——AI自动云测平台，提供智能高效的测试解决方案与定制服务。该平台依托AI模型优势，单日检测能力达300款游戏，支持超300款主流手机的适配性测试，同时覆盖1500万级道具的交互验证，将复杂场景测试效率从原本的2周大幅提升至2小时（效率提升150倍）。这不仅大幅缩短测试周期、降低人工成本，还显著提升了测试覆盖率与精准度，有效保障了游戏在多机型环境下的稳定性及道具交互等核心功能的质量。

图表53: 盛趣游戏 AI 自动云测平台

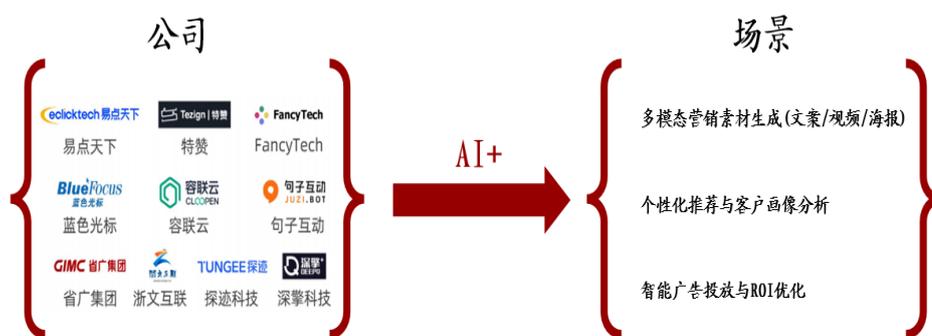


资料来源：盛趣游戏、万联证券研究所

### 3.2.2 广告营销：AI 契合广告营销需求，多领域业务全面开花

**AI技术深度赋能广告营销，多场景实现突破。**广告公司利用AI技术，实现多模态营销素材生成（文案、视频、海报），快速产出适配的创意内容，提升生产效率与内容丰富度；借助个性化推荐与客户画像分析，精准洞察受众需求，定向推送广告，增强触达精度与用户粘性；依托智能广告投放与ROI优化，动态调整投放策略，降低营销成本并提升转化效果。这些核心场景的实现服务广告营销全流程，不仅优化素材创作、受众触达与投放效能，更以数据驱动重构营销逻辑，推动广告营销行业向智能化、高效化升级，为市场传播与商业价值释放注入强劲动能，加速行业营销模式的创新变革。

图表54: AI 赋能广告营销行业



资料来源：量子位、万联证券研究所

随着生成式AI的不断进化，广告营销往生成式营销过渡也分为三个阶段。

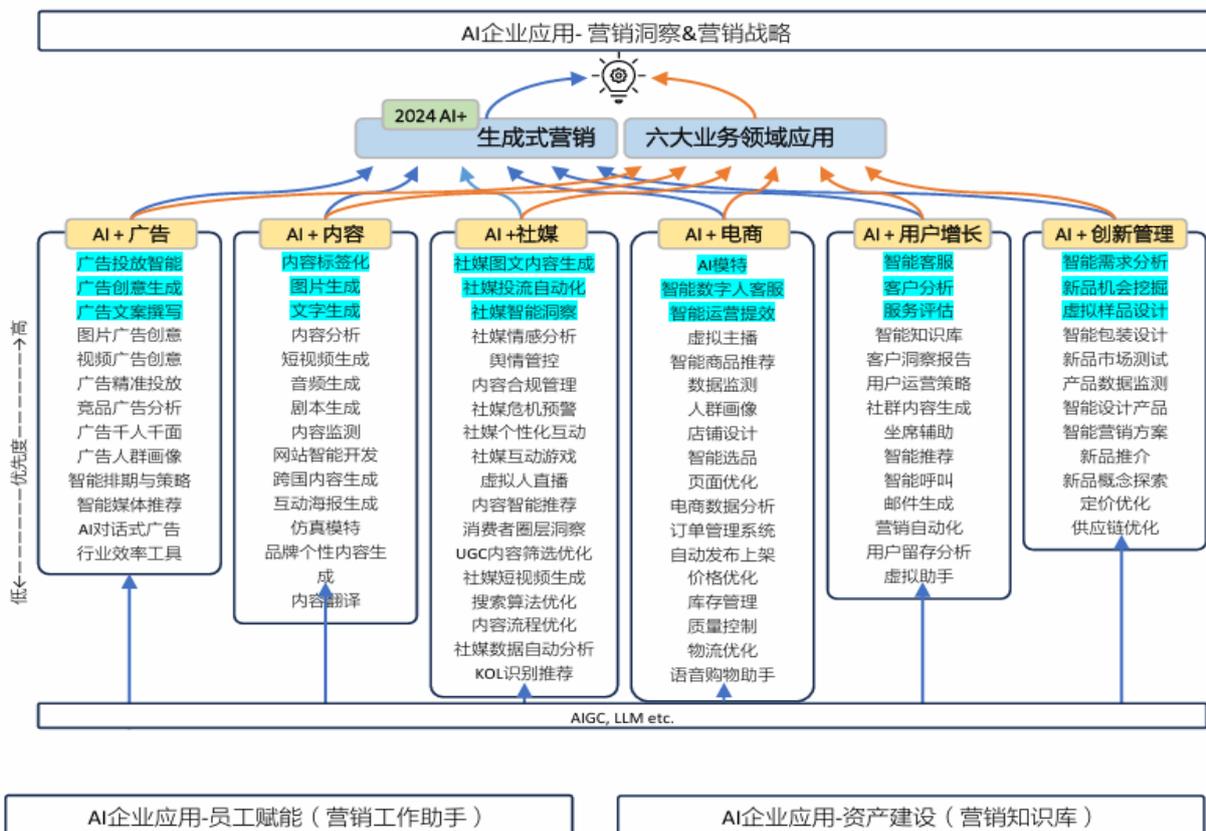
**在第一阶段，生成式AI技术被开发为营销助手**，它们作为营销人员的辅助工具，用于快速生成各类营销内容的初稿，这包括但不限于自动化的电子邮件、搜索引擎优化（SEO）、博客文章、宣传图片以及音视频内容。在这个阶段，虽然工具如ChatGPT、Midjourney、Pika和Sora能够提供内容创作的起点，但营销人员仍需对内容进行细致的调整和质量控制，以确保它们与品牌形象和风格保持一致。

**随着技术的进步，第二阶段的生成式营销将转向构建营销代理**。在这一阶段，营销人员将利用详细的受众数据来定制广告内容，实现更加个性化的展示，从而提升营销效果。AI代理将承担起端到端的营销任务，包括但不限于A/B测试、广告优化和归因分析，并基于性能数据做出创新的决策。这些智能代理将与内容创作工具深度集成，尝试新颖的内容形式，同时帮助收集市场研究和竞争情报。

**最终，在第三阶段，生成式营销将实现自动化营销团队的构建**。在这一高级阶段，AI Agent将承担起首席营销官（CMO）的职责，形成一个完全自主的全方位营销团队。这样的团队能够整合并优化跨媒介的营销活动，制定成熟的营销策略和资产。企业只需提供预算和目标，AI Agent便能够独立进行跨渠道的深入分析和绩效评估，确保全渠道营销策略的无缝执行。

**AI赋能广告营销行业，多业务领域全面开花**。从国内外运用生成式营销的案例来看，主要在六大业务领域进行应用，分别是AI+广告、AI+内容、AI+社媒、AI+电商、AI+用户增长、AI+创新管理。其中广告、内容及电商三大领域是AI应用落地较多的领域，我们将从具体案例出发，分析AI在这三大领域的具体应用。

图表55: 生成式营销在六大业务领域应用



资料来源: 秒针营销科学院、万联证券研究所

**AI+广告: ICON工具实现“竞品素材转换-创意优化-投放效果提升”全链路赋能。** ICON作为近期热度较高的AI广告生成工具,它能一站式完成策划、制作到投放的全流程,轻松打造数千条爆款广告。其核心产品是“AI CMO”,能够短时间内自动完成广告策划、创意生成、视频剪辑、用户生成内容(UGC)制作等任务,专注于脚本、视频编辑。以可乐的复刻广告为例,通过输入可口可乐广告样本,快速生成百事可乐AI广告素材,近乎完美还原。其作用在于解决广告行业创意迭代慢、竞品素材模仿成本高的痛点,利用模型对品牌视觉元素(如色彩、包装、场景)的智能解析与重构,自动生成符合品牌调性的广告内容,大幅缩短创意制作周期。

图表56: AI广告生成工具 ICON



资料来源: ICON、万联证券研究所

图表57: ICON复刻可口可乐生成百事可乐广告



资料来源: Datawhale、万联证券研究所

**AI+内容: 生成式AI驱动快餐品牌广告创新,降本增效。** 麦当劳运用AI视频生成技术,快速构建产品与消费场景(如年轻群体欢聚、家庭用餐)的沉浸式画面,生成大胆创新的视频广告,缩短创意周期、降低制作成本,同时强化品牌接地气、有活力的形象;伊利针对年轻市场,利用AI生成技术创作了广告创作,制作“当牛奶遇到AI”的海报,用东方美学、科技感、自然生机等关键词向人们展示了包装盒的另一种可能。

图表58: 麦当劳视频广告



资料来源: 麦当劳、万联证券研究所

图表59: 伊利 AI 海报

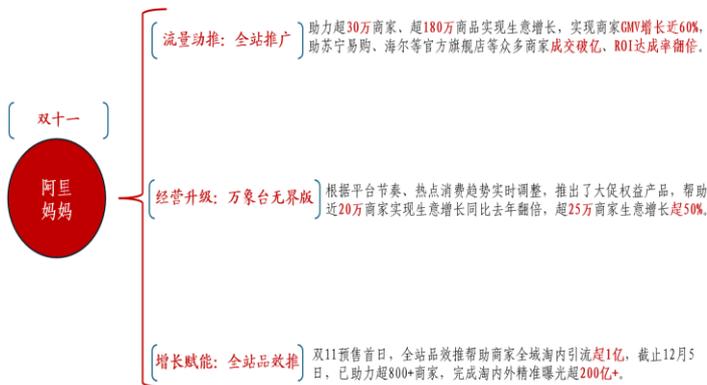


资料来源: 伊利、万联证券研究所

**AI+电商: 阿里妈妈为电商商家多方面赋能,持续驱动商家经营和触达效率快速提升。** 对于电商服务来说,阿里妈妈作为阿里巴巴集团旗下的商业数字营销平台,通过运用人工智能技术,特别是在电商服务领域,为商家提供了多方面的赋能。从投放系统来看,阿里妈妈推出了一站式智能营销投放系统,如“万相台无界版”、“全站品效推”

及“全站推广”等，这些系统利用AI技术简化了商家的经营难度，提升了多场景经营效率，持续驱动商家经营和触达效率快速提升；从AI技术来说，研发了针对电商消费营销场景的LMA模型，结合淘系平台的消费者行为数据，完成基础体系建设，并发展出“AIGX”全体系应用。这包括AIGA（洞察目标人群和消费需求，提升商家跨渠道投放精准度）、AIGC（实时生成个性化创意，降低营销投放同质化，提高触达效率）和AIGE（判断经营环境和竞争环境状态，计算预算方案，增强营销投放效果确定性）。

图表60: 阿里妈妈营销产品双十一成效



资料来源：阿里妈妈、万联证券研究所

图表61: 阿里妈妈 LMA 大模型



资料来源：阿里妈妈、万联证券研究所

对于电商直播带货，AI数字人成为行业热点。在人工智能技术的突破发展下，AI数字人的拟人化程度、感知能力、表达能力和认知能力都得到了显著提升，并在文娱、传媒、金融、教育等多个领域应用广泛。凭借着全天候直播、降低成本、个性化定制、多语言支持、跨平台运营等多重优势，数字人直播为电商行业带来了新的增长机遇及创新空间。

图表62: 视频数字人主播示例



资料来源：智慧引领未来、万联证券研究所

图表63: 刘强东 AI 数字人直播



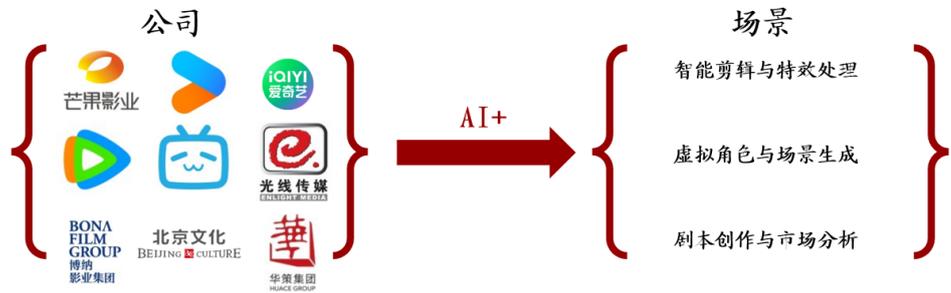
资料来源：澎湃新闻、财联社、万联证券研究所

### 3.2.3 影视: AI 赋能影视制作各个阶段，大幅缩减创意落地实现成本

AI赋能影视行业全链条，驱动创作与生产效能革新。影视公司凭借AI技术，在智能剪辑与特效处理、虚拟角色与场景生成、剧本创作与市场分析三大场景深度布局：**智能剪辑与特效处理**通过算法自动优化素材剪辑逻辑、加速特效渲染，提升后期制作效率，降低视觉特效成本；**虚拟角色与场景生成**利用数字孪生技术构建虚拟演员、科幻场景

等数字资产，减少实景拍摄与物理道具投入，拓展影视创作的视觉边界；**剧本创作与市场分析**借助AI挖掘剧情创意、分析受众画像与市场趋势，优化剧本内容的叙事性与商业适配性，缩短剧本打磨周期。

图表64: AI 赋能影视行业



资料来源：万联证券研究所

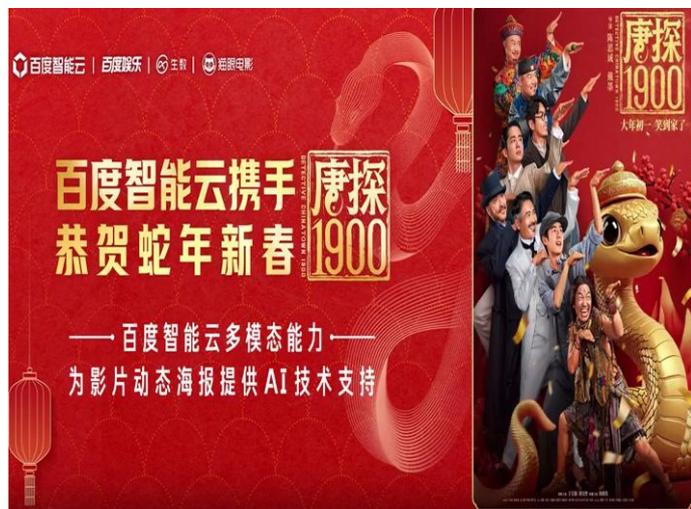
**智能剪辑与特效处理方面**，AI凭借自动化算法高效处理视频剪辑、字幕添加、色彩校正等重复性工作，显著节省人力成本；也可通过面部识别与数字建模技术，实现演员微表情优化、劣迹艺人替换等精细操作，提升影视视觉质感。例如AI剪辑系统依据剧情逻辑智能串联镜头，特效工具快速渲染虚拟场景与动态效果，缩短后期周期，增强内容的艺术表现力与视觉冲击力；**虚拟角色与场景生成方面**，AI运用数字孪生与生成式技术构建虚拟演员、科幻场景等数字资产，减少实景拍摄与物理道具投入。借助Midjourney等工具，将剧本中的虚拟设定具象化为可视化场景，供片方直观评估影视化效果，降低创意落地的沟通与试错成本。此外，AI生成的虚拟角色可动态适配剧情需求，拓展影视叙事的视觉边界，为奇幻、科幻题材提供更丰富的创作空间；**剧本创作与市场分析方面**，AI通过深度学习分析海量影视数据，按预设风格生成剧本框架，激发编剧灵感，缩短创作周期；同时结合市场趋势与受众画像，优化剧情结构与角色设定，提升剧本的商业适配性。在剧本预演阶段，AI图像生成工具将文字内容转化为可视化分镜，辅助片方判断叙事节奏与视觉呈现效果，减少前期策划的沟通损耗，实现从创意孵化到市场验证的全流程智能支持，增强剧本与市场需求的匹配度。影视行业从“传统创作”向“智能生产”转型，为影视内容的高效产出与商业价值释放提供技术支撑，助力影视公司在激烈竞争中实现创作创新与市场突围的双重目标。

图表65: 芒果TV AI角色对话及AI导演爱芒



资料来源：芒果TV、湖南广电、万联证券研究所

图表66: 生成式AI海报《唐探1900》



资料来源：《唐探1900》官博、万联证券研究所

### 3.3 硬件端：AI 眼镜被视作切入 AI 智能终端市场的突破口

集成多功能于一体的AI技术载体，被视作切入AI智能终端市场的突破口。AI硬件端的落地始终是市场各方积极探寻的关键环节。此前，AR/VR等领域作为科技公司主要布局方向，由于技术层面未能取得突破性进展，例如设备的显示效果不够清晰、延迟问题严重等致使用户体验不佳，以及性能与价格高度正相关的特性致使消费市场难以拓展，市场规模无法高效扩大，AR/VR发展不及预期。2023年9月Meta与眼镜行业巨头EssilorLuxottica(雷朋)携手合作，推出了Ray-Ban Meta智能眼镜，将时尚与科技，美观与AI有效结合，为用户带来全新智能体验，作为一个AI生活助手，不仅集成了相机、眼镜、墨镜和蓝牙耳机的多重功能，更专注于为用户提供卓越的智能化音频体验，截至2024年5月，Ray-Ban Meta销量超100万台，年出货量预期超200万台，这一成绩标志着AI智能眼镜被发现可作为切入AI智能终端市场的突破口。

图表67: AI 眼镜示意图



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

与XR等设备对比，AI眼镜强调突出用户语音交互功能以及佩戴舒适度。在语音交互方面，用户佩戴AI眼镜，只需通过语音即可与大模型进行交流，实时获取大模型提供的推理分析，并通过语音播报接收信息，无需紧盯着屏幕，彻底解放双眼，还能腾出手处理其他任务。这一特性使视觉得以自由，用户无需依赖视觉交互控制设备，尤其适合运动、户外或工作等要求持续关注周围环境的场合。借助语音控制，用户与眼镜的互动更自然、直接且安全，极大提升了使用的便捷性与实际应用价值；在佩戴体验上，AI智能交互眼镜在设计上极为注重轻便性，确保用户长时间佩戴也能感到舒适，有效缓解了传统AR/VR/XR设备在佩戴舒适性方面的不足，其以音频作为语音交互输出端，方便用户获取终端反馈信息，引入了一种更贴合现代生活方式的交互模式，为人们在各类场景下的使用提供了便利。

图表68: AI眼镜与AR、VR及XR设备对比

视觉穿戴产品	产品形态	主要功能	交互方式	硬件需求	市场定位	主要应用场景
AI眼镜	眼镜/墨镜/运动镜造型	语音交互、信息提示、辅助现实	语音、触控、手势	轻量化、便携性、低功耗	消费级、企业级	运动、户外、日常生活、学习/办公
AR设备	分体式/一体式AR眼镜	增强现实、虚拟信息叠加	视觉、触控、手势	透明显示屏、高亮度	消费级、企业级	工业制造、智慧零售、社交、广告
VR设备	VR一体机/主机Or PC VR/手机盒子	完全沉浸式虚拟体验	手柄、触控、视觉	高性能处理器、高分辨率显示屏	主要消费级	游戏、影视、教育、旅游
XR设备	XR头盔	扩展现实，结合AR和VR特性	包括AR和VR的多种交互方式	高性能处理器、多种传感器	企业级，专业应用	设计、建筑、工业制造、展览

资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

产业链结构清晰, 各领域厂商积极布局AI眼镜。我国AI智能交互眼镜的产业链正在迅速发展, 产业链结构清晰, 上游集结了镜片、镜架以及关键元器件的生产厂家, 他们为产业发展奠定基础。中游囊括了负责代工生产的ODM/OEM企业以及打造品牌的厂商, 承担着产品成型与市场推广的重任。下游则聚焦于商业与消费场景的实际应用, 将产品推向终端用户。自2024年起, 国内市场上众多企业纷纷宣告进军AI智能交互眼镜领域。其中, 传统眼镜制造商凭借自身的行业经验与渠道优势, 投身这一新兴领域, 例如博士眼镜、BOLON; AR厂商有成熟丰富的硬件定义以及完整的系统和硬件生态, 为拓展业务版图, 将AI智能交互眼镜纳入产业布局, 例如雷鸟、Rokid、李未可科技; 消费电子企业更加专注头戴设备或可穿戴设备的场景深耕, 例如小米、华为、苹果; 而互联网厂商, 则进一步强化大模型及产品软件应用生态搭建方面的投入, 例如百度、阿里云、字节等。

图表69: AI眼镜产业链图谱



资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

目前国内AI眼镜市场呈产品类型多、价格区间广的态势。从产品功能上来看，普遍融合音频、拍照、AI等技术，如华为、雷鸟、影目等品牌的多款产品具备这些功能，满足实时翻译、学习健康监测等多元场景需求，技术上实现光学硬件突破。从价格区间来看，既有1799元（雷鸟V3）等亲民款，也有万元级高端产品（如雷鸟X3 Pro 10996元），随着产业链完善，价格逐渐下探，从“高端小众”迈向大众市场，而小米于2025年6月26日发布了小米AI眼镜，主打AI交互、第一人称视角拍摄、实时环境感知等功能，旨在成为用户日常生活中的智能助手，凭借其生态整合能力，有望占据一定市场。

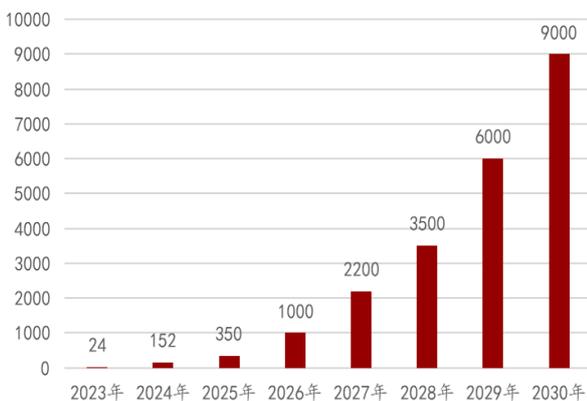
图表70: 国内 AI 眼镜部分产品现况

公司	产品	功能	价格	发布时间
小米	标准版	音频+拍照+AR+AI	1999元	
	单色电致变色版	音频+拍照+AR+AI+单色变色	2699元	2025年6月
	彩色电致变色版	音频+拍照+AR+AI+彩色变色	2999元	
华为	华为智能眼镜2钛空光学镜	音频+AI	2299元	2025年4月
雷鸟创新	雷鸟V3	音频+拍照+AI	1799元	2025年1月
	雷鸟X3 Pro	音频+拍照+AR+AI	10996.06元	2025年1月
魅族	StarV Air2	音频+AR+AI	2999元	2024年9月
影目科技	INMO AIR3	音频+拍照+AR+AI	4999元	2024年11月
	INMO G02	音频+拍照+AR+AI	3999元	2024年11月

资料来源: 埃法AIFA、小米、万联证券研究所

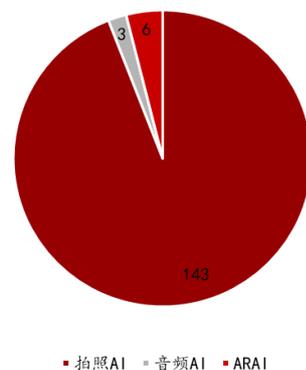
拍照类占AI眼镜销量94%，AI眼镜整体销量有望持续攀升。在技术日益成熟、应用愈发广泛、价格逐渐亲民的趋势下，根据维深信息显示，2024年全球的AI眼镜分类销量中，拍照类的AI眼镜占绝大多数，占总销量的94%，这其中的因素在于Ray-Ban Meta智能眼镜属于拍照类AI眼镜，在AI眼镜全球总销量中占据主导地位。根据维深信息预测，AI眼镜销量有望逐步攀升，预计2025年销量350万副，有望攀升至2030年9000万副。

图表71: AI 眼镜销售规模及预测 (单位: 万副)



资料来源: 维深信息、万联证券研究所

图表72: AI 眼镜按功能形态分类销量 (单位: 万副)



资料来源: 维深信息、万联证券研究所

从精准适配到场景全面覆盖，以提供全方位的效率型刚需服务为最终目标。伴随5G网络、云计算能力、感知计算以及光学模组技术等不断创新发展，AI智能交互眼镜的场景应用有望循序渐进地发展壮大。在初始阶段，AI智能交互眼镜会借助骑行、徒步等具有刚性需求的细分场景，迅速实现落地应用。第二阶段，其应用范围将拓展至户外的关键用户场景，像露营、旅游讲解、通勤、Citywalk等场景都会被纳入其中。在此阶段，针对各个垂直领域的多模态任务大模型将得到精心打磨，进而积累起在多种场景下提供AI助手服务的能力。第三阶段，AI智能交互眼镜将实现多设备终端的互联互通，届时AI助手会深度融入用户生活，为用户提供全方位、能提升效率的刚需服务。

图表73: AI眼镜应用全景图



资料来源：国家统计局、艾瑞咨询、万联证券研究所

**AR+AI眼镜是下一代迭代形态。**从眼镜的发展来看，AI眼镜是通过在普通眼镜上做加法发展而来。初始阶段为普通传统眼镜，服务于最基础的视觉需求，在普通眼镜上兼顾音频需求，进化成音频眼镜，供听歌，听小说、通话等简单音频功能；在普通眼镜上兼顾拍摄需求，则成为相机眼镜，结合拍摄能力，可实现快速抓拍、第一视角记录、短视频拍摄等功能；在普通眼镜上嵌入AI技术，搭配摄像头及听筒，则成为AI智能眼镜，可支持语音助手交互、图像识别、文字提取等功能。而AR+AI眼镜将会是下一个终端形态，在AI智能眼镜基础上兼顾显示需求，可提供巨幕显示，满足基础的视频、应用交互需求，且能够具备虚实融合能力，有成为下一代通用计算终端的潜力。

图表74: AR+AI眼镜功能示意图



资料来源：维深信息、万联证券研究所

## 4 投资建议

**IP:** 1) **谷子:** 伴随Z世代群体的兴起与消费观念的情绪化转向, 用户不再满足于“观看内容”, 而是倾向通过“拥有角色”实现情感投射与圈层表达。在此背景下, 谷子产品逐步演变为IP生态中的关键情绪载体, 成为IP商业变现路径中不可忽视的组成部分, 谷子经济市场规模快速增长, 潜力充足, 并能带动传统商城转型, 为线下消费市场增添活力; 2) **盲盒:** 盲盒是一种基于“未知性”刺激的零售机制, 产品形态通常以系列化潮玩为主, 通过“随机+限量”设置引导用户重复购买。除去对成熟IP的依赖, 盲盒也注重产品设计的内容承载力与原创IP的商业转化, 同时具备强社交性与圈层粘性, 目前市场已经较为成熟, 成长潜力可期; 3) **卡牌:** 集换式卡牌占据卡牌市场重要组成部分, 通过对战、收集与交易构建互动消费体验, 具有强社交属性与游戏化特征, 产品通常围绕动漫、游戏等强IP构建, 借助卡牌设定、玩法机制与角色关联实现用户沉浸, 卡牌产品在内容互动性与用户生命周期上具备明显优势。**建议关注IP版权丰富、布局IP产品设计、生产及销售的公司;**

**AI:** 1) **产品端:** 如今, AI产业已经衍生出多赛道、多场景的应用, 呈现出蓬勃发展的态势, 产品覆盖包括AI智能助手、AI陪伴、AI相机、AI写作等20个赛道, 渗透个人生产力、休闲娱乐、日常生活多维度, 并逐步围绕多模态、一站式及Agent进行迭代发展, 目标在于提升及完善客户的使用体验, 满足个性化需求; 2) **应用端:** 在影视、广告营销、游戏等多个传媒行业的细分领域进行广泛应用, 从而提升内容生产效率, 降低内容生产成本, 助力行业变革; 3) **硬件端:** AI智能眼镜作为集成多功能于一体的AI技术载体, 被视作切入AI智能终端市场的突破口, 自2024年起, 国内市场包含传统眼镜制造商、AR厂商、消费电子企业及互联网厂商积极布局AI眼镜领域, 2025年AI眼镜销量有望攀升, 并快速渗透传统眼镜市场。**建议关注已有生成式AI应用落地、布局AI眼镜的公司。**

## 5 风险因素

政策环境变化; 消费复苏不及预期; 市场竞争加剧; 创新技术应用不及预期; AI应用侵权风险; 商誉减值风险。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场