



供给释放、AI赋能，业绩与估值共振

传媒互联网行业2023年中期投资策略

姓名 方光照（分析师）

证书编号：S0790520030004

邮箱：fangguangzhao@kysec.cn

姓名 田鹏（联系人）

证书编号：S0790121100012

邮箱：tianpeng@kysec.cn

核心观点

1.估值与业绩：传媒板块迎来价值重估，业绩有望持续修复

A股传媒板块于2022年11月达到估值低点，此后受益于内容供给释放和AI技术的率先应用，传媒板块估值开始逐步修复，2023年3月以来估值修复节奏明显加快，随着大模型发展与AIGC应用加速落地，传媒板块估值或持续提升。业绩方面，游戏板块受益于版号常态化发放与产品周期向上，2023Q1业绩环比明显改善，后续随储备头部游戏陆续上线，有望带动行业增速持续提升。广告板块受宏观经济环境影响，2022Q4整体业绩承压，2023Q1业绩有所修复，后续随消费复苏及广告主投放需求增长，业绩有望持续修复。影视板块2023Q1扣非后归母净利润转正，且2023年精品内容储备丰富，叠加疫后线下经济复苏，电影票房或明显回升，带动板块业绩修复。出版板块2023Q1营收与净利双增长，盈利能力保持稳定，AIGC赋能出版或进一步打开商业化空间。

2.投资策略：继续把握供给释放和AI赋能带来的投资机会，布局“AI+游戏/IP/电商/教育”

(1) AI+游戏：版号发放常态化或加速新游戏上线进度，已上线头部游戏产品及后续上市公司核心游戏拿到版号后陆续上线，或驱动游戏板块业绩持续修复。此外，AI除了赋能游戏开发降本提效，AIGC带来的更智能化NPC、更人性化的对话系统及更自由的场景生成或大幅提升玩家体验感及游戏社交属性，从而推动游戏用户数、时长及ARPU提升，进而带来“增收”，从而驱动板块估值进一步提升。建议优选业绩弹性大、估值相对低、拥抱AI更积极的公司，**重点推荐姚记科技、完美世界、腾讯控股、网易-S、心动公司、创梦天地**，受益标的包括**星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、巨人网络**。

(2) AI+教育：垂直细分领域的海量教学数据（如题库）与大模型结合，或驱动AI辅助教学细分市场空间打开；AIGC应用市场空间打开叠加政策对AI教育的重视或推动AI培训市场规模加快增长，**受益标的包括世纪天鸿、山东出版、长江传媒、盛通股份**。

(3) AI+IP：Meta SAM为代表的图片分割模型及Gen-2为代表的视频生成模型或进一步推动多模态大模型发展，从而推动IP从上而下变现效率提升，拥有IP储备优势的内容公司商业化空间或打开。**重点推荐奥飞娱乐**，受益标的包括**上海电影、中文在线**。

(4) AI+电商：大模型或赋能电商平台人货匹配效率提升，自身具备流量基础的导购平台或更受益于大模型接入带来的效率提升和流量增长。**重点推荐值得买**。

3.风险提示：AIGC发展进度不及预期，AIGC落地场景商业化进展不及预期等。

目录

CONTENTS

1

估值与业绩：传媒板块迎来价值重估，业绩有望持续修复

2

投资策略：继续把握供给释放和AI赋能带来的投资机会，布局
“AI+游戏/教育/IP/电商”

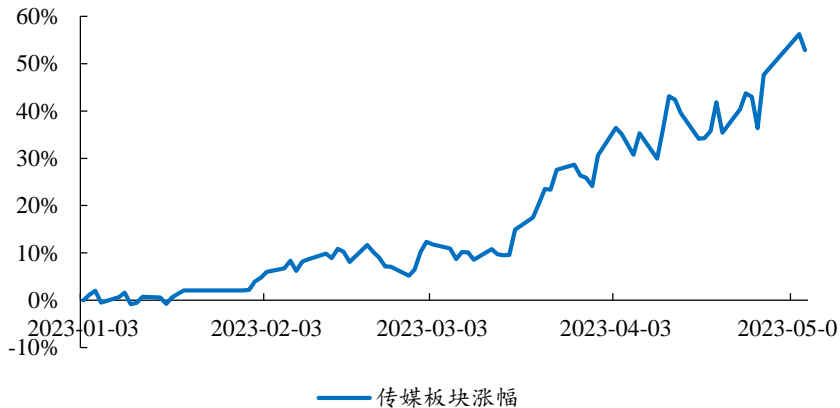
3

风险提示

1.1 市场复盘与估值：2023年以来A股传媒板块涨幅领先，板块估值持续修复

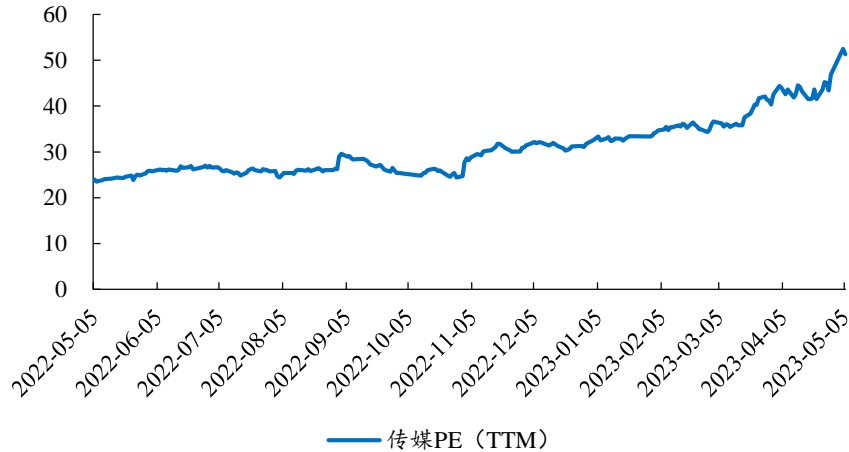
A股传媒板块自2022年11月的低点逐步经历估值修复，受益于AI大模型在传媒各细分行业的应用落地，传媒板块估值自2023年3月上旬以来加速修复，截至2023年5月5日，传媒指数的PE（TTM）为51.3倍，申万传媒行业2023年初至今涨幅为52.87%，在所有行业中排名第一。

图1：2023年以来，传媒板块涨幅逐渐扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：传媒板块的PE（TTM）在2023年4月迎来集中提升



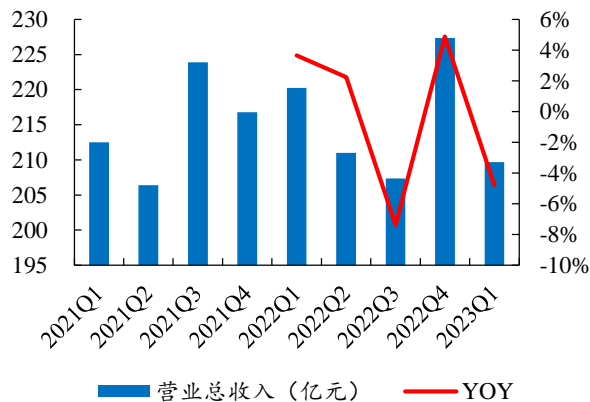
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩：2023Q1已开启修复

1.2.1 游戏板块：2023Q1业绩环比明显改善，随版本号发放常态化及新一轮产品周期到来，业绩或持续修复

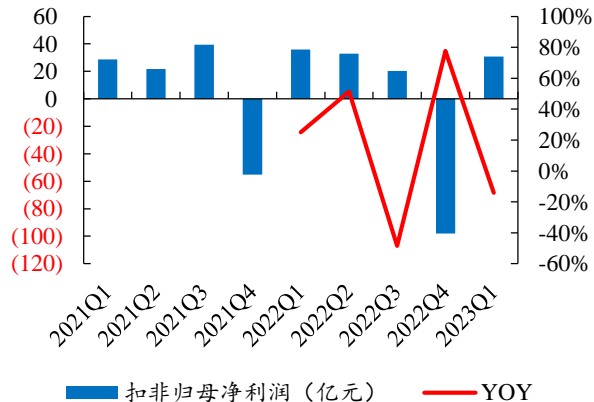
2023Q1，游戏板块营业收入为209.67亿元（同比-4.81%），归母净利润为15.73亿元（同比-59.91%），扣非后归母净利润为30.77亿元（同比-14.12%），归母净利润较2022Q4转正，销售毛利率为54.88%，扣非后归母净利率为14.68%，环比均明显修复。随着版本号常态化发放（2023年前4个月每月发放的国内版号数量均在80以上）及2022年11月以来上市公司核心产品陆续拿到版号，新一轮产品周期或将开启，推动游戏板块业绩持续修复。

图3：2023Q1游戏板块营业收入同比小幅下滑



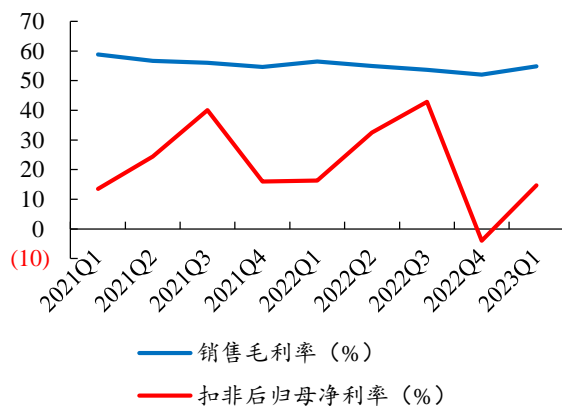
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1游戏板块的扣非后归母净利润同比小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023Q1游戏板块的盈利能力环比改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩：2023Q1已开启修复

1.2.2 广告板块：2023Q1业绩环比改善，随疫后消费复苏，业绩有望持续修复

受宏观经济环境影响，2022Q4广告板块业绩整体承压，其中营业收入为445.45亿元（同比-6.21%），归母净利润为亏损55.17亿元（亏损同比扩大217.98%），扣非后归母净利润为-58.40亿元（亏损同比扩大112.66%），而2023Q1广告板块营业收入为382.83亿元（同比-3.31%），扣非后归母净利润为11.61亿元（同比-24.69%），利润环比由亏转盈。随着消费的持续复苏和AI给广告营销公司带来成本端优化，广告板块业绩或持续修复。

图6：2023Q1广告板块营业收入增速环比继续提升

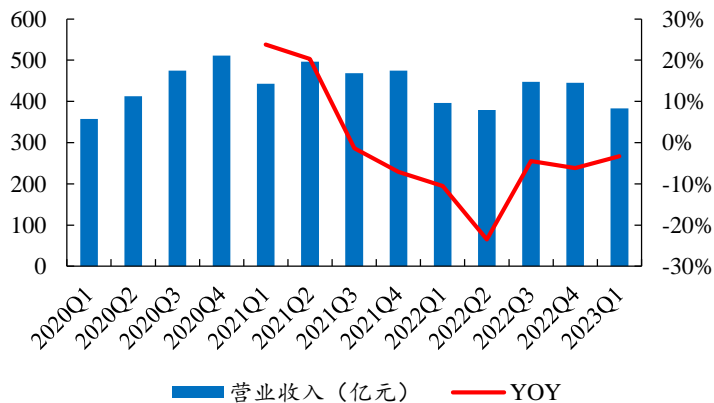
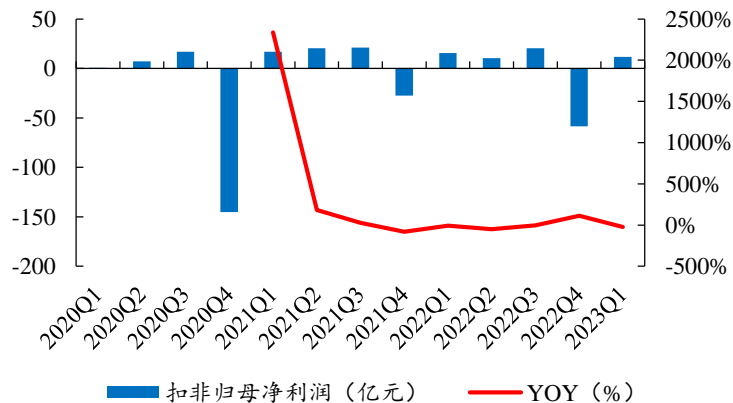


图7：2023Q1广告板块扣非后由亏转盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

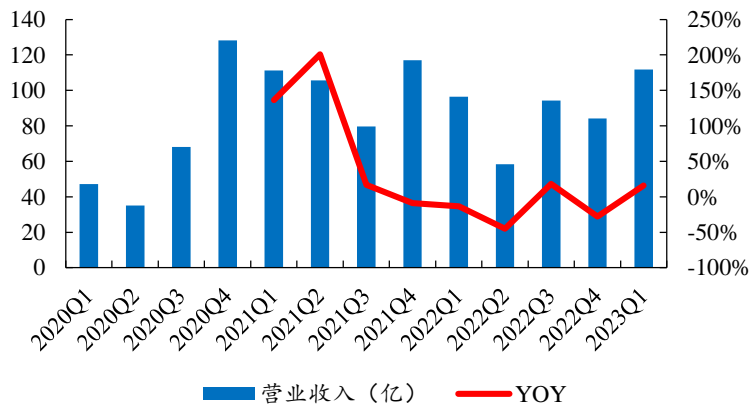
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩：2023Q1已开启修复

1.2.3 影视板块：2023Q1扣非后归母净利润转正，受益于内容供给释放，业绩或持续迎来增量

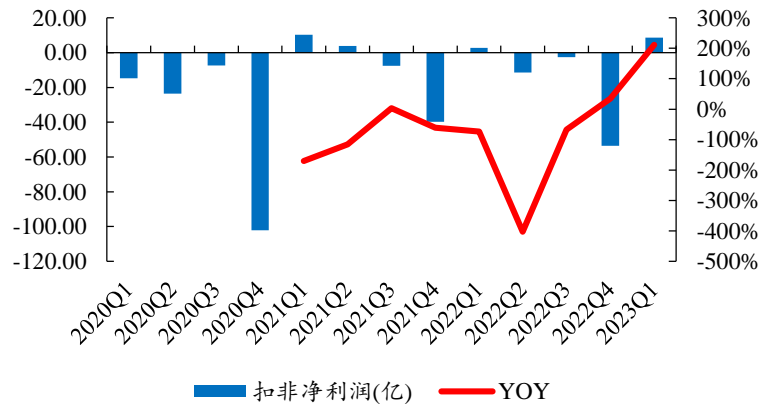
2022年影视板块业绩承压，全年营业收入为333.33亿元（同比-19.40%），扣非后归母净利润为-64.81亿元（亏损同比扩大94.99%）。其中2022Q4影视板块营业收入为84.25亿元（同比-28.02%），扣非后归母净利润为-53.54亿元（亏损同比扩大34.60%），而2023Q1板块业绩迎来改善，实现营业收入111.86亿元（同比+15.90%）及扣非后归母净利润8.56亿元（同比+211.24%），或主要由于优质剧集内容加快上线、疫后观影人次恢复及电影新片供给增加，后续随内容供给释放，板块业绩或持续迎来增量。

图9：2023Q1影视板块营业收入增速转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023Q1影视板块扣非后归母净利润同比显著提升



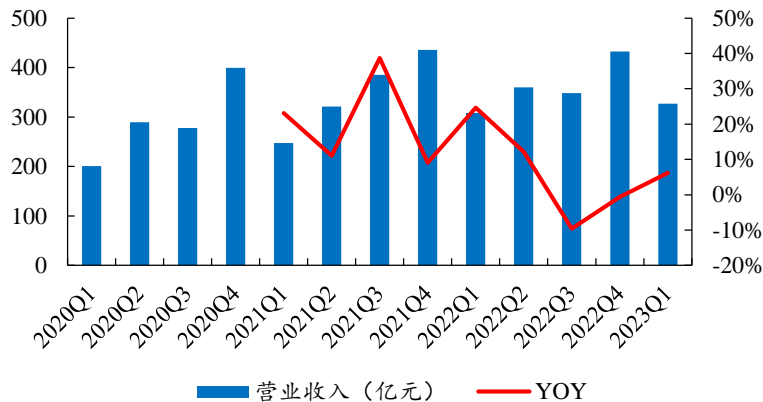
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩：2023Q1已开启修复

1.2.4 出版板块：业绩持续稳定，关注AI带来的新商业模式

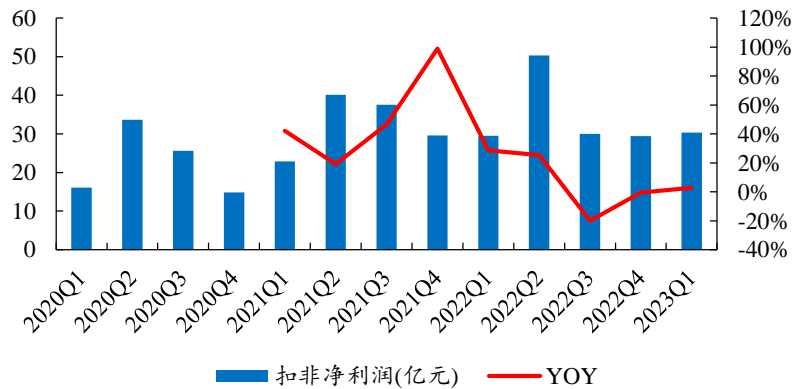
2022年及2023Q1出版板块业绩延续稳定，其中2022全年实现营业收入1449.39亿元（同比+4.33%）和扣非后归母净利润139.23亿元（同比+7.00%），2022Q4实现营业收入432.63亿元（同比-0.64%）和扣非后归母净利润29.40亿元（同比-0.51%），2023Q1实现营业收入327.27亿元（同比+6.20%）和扣非后归母净利润30.31亿元（同比+2.83%）。随着AI大模型的发展，出版公司拥有的内容资源或充当大模型训练的“语料库”，而教材教辅出版公司基于教育内容资源与AI大模型结合，通过AI辅助教学或打开增量空间，出版公司新商业模式值得关注，未来或推动业绩增速显著提升。

图12：出版板块营业收入增速整体稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2023Q1出版板块扣非后归母净利润增速有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

估值与业绩：估值持续修复，业绩有望持续修复

2

投资策略：继续把握供给释放和AI赋能带来的投资机会，布局“AI+游戏/教育/IP/电商”

3

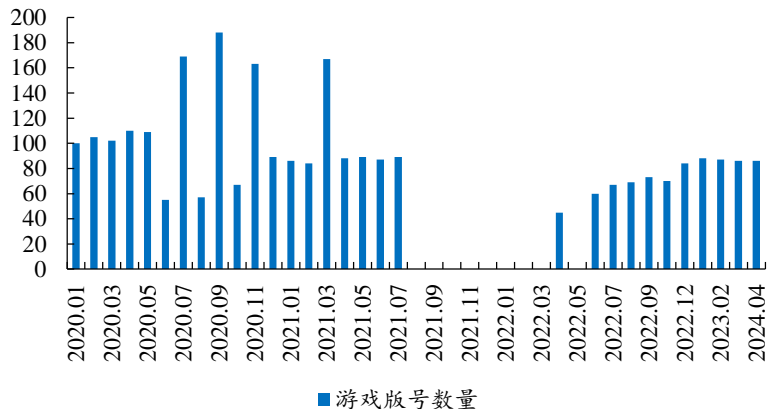
风险提示

2.1 AI+游戏： 版本号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.1 版本号发放常态化，头部新游戏陆续上线或带动行业增速与估值提升

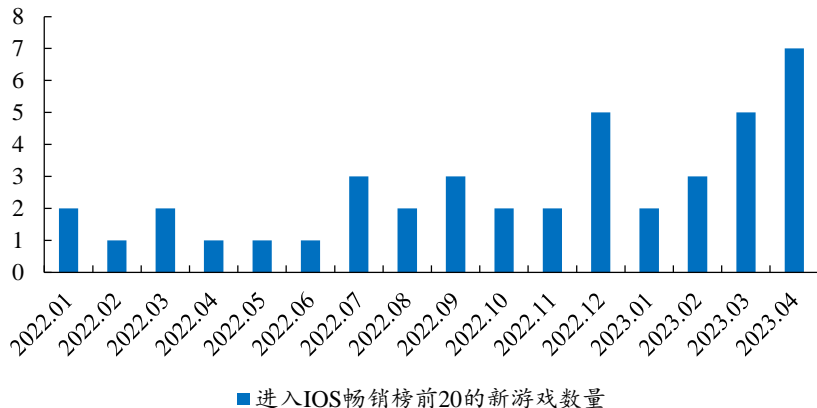
2022年，国产游戏版本号共发放468个，2023年以来，每月游戏版本号发放稳定，截至2023年4月，2023年已发放国产有游戏版本号347个。此外，2022共发放进口游戏版本号44个，而2023年进口游戏版本号已发放24个。游戏版本号发放或已回归常态化，整体数量同比有望明显修复，随版本号加快发放，头部新游戏陆续上线，或带动行业增速提升。根据七麦数据，2023年以来进入IOS畅销榜TOP20的新游戏数量呈上升趋势。

图18：2023年以来游戏版本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19：2023年4月共有7款游戏进入IOS畅销榜Top20



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

2.1 AI+游戏：版本号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.2 AIGC有望为游戏带来降本增效，并持续赋能创新，进一步打开商业化空间

AIGC 对游戏各环节应用正快速落地，游戏美术绘画辅助、营销素材制作、程序化人物及场景生成、开发测试等多领域应用有望实现降本增效。此外，随着多模态AI大模型的不断升级及应用，游戏体验有望迎来实现全面升级，目前来看AIGC有望在NPC智能交互及场景搭建方面有望加速应用，未来AIGC有望持续赋能游戏的创新，并通过进一步提升用户付费频次及付费深度实现潜在增收。

图20：AI应用逐渐深入游戏全生命周期



资料来源：腾讯AI实验室公众号

图21：《逆水寒》手游中智能NPC可以根据玩家的对话进行回应



资料来源：逆水寒手游公众号

2.1 AI+游戏：版本号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.3 A股游戏公司产品储备丰富且积极布局AIGC

表1：多家A股游戏公司产品储备丰富且积极布局AIGC

公司	产品储备	AIGC相关布局	PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E
完美世界	《诛仙世界》《一拳超人：世界》《神魔大陆2》 《灵笼》《百万亚瑟王》《Perfect New World》 《诛仙2》	目前，公司已将AI相关技术应用于游戏中的智能NPC、场景建模、AI绘画、AI剧情、AI配音等方面，并将持续探索在公司游戏研发和运营中的更多应用场景，进一步提升游戏研发效率、优化玩家体验。	17.92	25.51	22.09	20.03
三七互娱	《霸业》《扶摇一梦》《龙与爱丽丝》《代号G2》 《代号魔幻M》《代号3D版WTB》《代号斗罗MMO》 《凡人修仙传：人界篇》(5月24日全平台公测)《最后的原始人》《Puzzles & Chaos》	公司持续关注含人工智能、渲染引擎、交互传感等方面在内的新一代科技技术前沿方向，通过在科技领域的投资布局实现内外资源联动，把握行业前瞻趋势，参与推动社会科技创新，探索游戏产业对科技创新领域的新价值。	13.59	22.94	19.87	17.59
吉比特	《不朽家族》《代号BUG》《代号原点》《代号M88》 《超喵星计划》《新庄园时代》《这个地下城有点怪》 (2023年上半年上线)《黎明精英》《Beast Planet》 《封神幻想世界》	公司技术中心关注AI相关的前沿技术，探索将AI技术融入到策划、开发、测试等游戏研发过程中，提高研发效率和游戏体验	15.39	20.52	18.44	16.73
恺英网络	《山海浮梦录》《代号：盗墓》《归隐山居图》 《代号：崛起》《Project X》《代号：仙王》《龙腾传奇》 《代号：斗罗》	当前阶段，公司及部分战略投资企业已在应用相关AI工具并尝试逐步建立内部AI数据库，AIGC技术在美术尤其是2D美术的批量图片生成、基础代码的复核、AI语音的应用等领域的降本增效已经体现出明显的潜力，未来公司将会研究加大应用相关AIGC工具的力度，以进一步提升研发效率。	13.77	25.27	20.37	17.11
巨人网络	《龙与世界的尽头》《Dead 4 Returns》	公司已组建了AI小组，负责推动AIGC工具在全公司范围内各业务场景的普及落地，以期降低研运成本，提高研发效能。征途IP的多款MMORPG游戏已启动智能NPC的探索，包括玩家与NPC对话文字、表情、语音的AI自由生成，及基于对话内容做出合适的逻辑行为反馈。在游戏运营的应用方面，公司正在探索借助AI技术来实现个性化推荐、自动匹配、个性化内容生成等功能，进而构建“千人千面”的游戏运营能力。	18.75	28.00	23.71	19.60
星辉娱乐	《战地无疆》《冒险岛：联盟的意志》《冒险归来》 《起源与勇士》《塔塔英雄》《战国最强传说》 《三国群英传IP产品一》《斗破苍穹IP产品一》 《仙境传说IP产品一》	公司已就部分游戏制作模块建立了数据基础，在AI绘图、场景建模、智能NPC等方面实现了部分AI技术的应用；内容上，让游戏的建模、角色行军移动等更流畅自然；效率上，AI绘图、场景建模等使用，让制作时间得到优化。	-11.9			
姚记科技		AIGC相关技术对于游戏板块业务具有一定助益，尤其是2D美术的批量图片生成、基础代码复核、买量素材生成等体现出明显的潜力，未来公司将会持续研究加大应用相关AIGC工具的力度，以进一步提升研发效率，另外公司也会密切关注AIGC相关领域可能的业务布局与投资机会。	16.38	18.53	15.40	13.60
神州泰岳		在游戏品类的选择上，公司将继续深耕SLG赛道，尝试更多融合类玩法及品类的适度扩展；做好卡牌类、模拟经营类新游戏的制作与测试工作，同时运用AIGC类工具，提高产品盈利能力，并积极探索AGI与游戏的深度融合。	15.71	37.12	31.25	25.26

资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所（完美世界、吉比特、姚记科技盈利预测来自开源证券研究所，其余公司盈利预测来自Wind一致预测）

2.1 AI+游戏：版号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.4 “AI+游戏”重点推荐姚记科技、完美世界、腾讯控股、网易-S、心动公司、创梦天地，受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、巨人网络

(1) 姚记科技 (002605.SZ)：2023Q1业绩大增，游戏业务有望持续带来业绩弹性

2023Q1收入利润双增，看好游戏业务回暖驱动业绩增长

公司2023年第一季度实现营业收入11.88亿元（同比+17.64%），实现归母净利润1.98亿元（同比+116.02%），实现扣非归母净利润1.91亿元（同比+129.59%）公司2023年第一季度利润增长显著，主要系：公司扑克牌单价上升；移动游戏板块业务前期投放效果良好，同时投放推广策略收效明显；互联网创新营销板块稳定增长。基于公司业绩及业务修复预期，我们上调2023-2025年盈利预测，预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为7.49/8.98/10.17（2023-2025年前值为6.89/8.26/9.61）亿元，对应EPS分别为1.82/2.19/2.48元，我们看好公司三大业务特别是游戏业务回暖驱动业绩持续增长。

费用率控制良好，公司持续加码AIGC相关研发投入

2022Q1公司毛利率为34.15%（同比-4.46pct,环比-4.65pct），销售费用率3.89%（同比-15.28pct，环比-0.83pct），管理费用率为4.91%（同比+0.27pct，环比-0.70pct），研发费用率为5.29%（同比-0.37pct，环比-0.68pct）。报告期内，公司销售费用率同比显著下降，或由于公司游戏板块与互联网创新营销板块广告投放策略收效显著，提高公司盈利能力。根据公司公告，公司研发费用率维持较高水平，持续加码AIGC相关技术的研发力度，将AI技术赋能于游戏前端代码、美术及买量素材等，有望游戏业务的降本增效。

募投年产6亿扑克牌生产项目，缓解产能瓶颈；游戏研发与创新持续推进

公司于4月26日发布可转债发行公告，计划募集5.83亿元在扣除发行费用后用于“年产6亿副扑克牌生产基地建设项目”，项目实施后，公司扑克牌产能较现阶段提升约80%，项目投产有利于解决公司产能瓶颈，进一步扩大公司扑克牌市场份额，巩固公司的市场领先优势。此外，公司顺应市场趋势，对部分捕鱼游戏进行了3D化升级，同时公司成立“π工作室”，开发建设了广告投放系统和广告效果监控系统，有利于提高运营效率，驱动游戏业务持续增长。

2.1 AI+游戏：版本号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.4 “AI+游戏”重点推荐姚记科技、完美世界、腾讯控股、网易-S、心动公司、创梦天地，受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、巨人网络

(2) 完美世界 (002624.SZ)：《天龙八部2》表现亮眼，新游和AI持续驱动成长

2023Q1业绩有所下滑，看好新游戏上线驱动业绩增长

2023Q1公司实现营业收入19.04亿元（同比-10.6%），实现归母净利润2.41亿元（同比-71.3%），实现扣非后归母净利润2.04亿元（同比-50.7%），其中游戏业务扣非后归母净利润2.78亿元（同比-37.6%）。公司营业收入同比减少主要系：（1）公司出售欧美子公司，相关子公司自2022年2月起不再纳入合并范围；（2）受生命周期影响，《幻塔》流水较上线初期的高点自然下滑。公司归母净利润同比下滑主要系公司于2022Q1确认游戏业务海外子公司股权处置收益导致较高基数以及《幻塔》流水下滑所致。基于游戏流水预期，我们维持2023-2025年盈利预测，预计公司2023-2025归母净利润分别为16.38/18.86/20.77亿元，对应EPS分别为0.84/0.97/1.07元，我们看好公司新产品周期与AI赋能驱动业绩持续增长。

《天龙八部2》上线表现亮眼，新一轮产品周期有望驱动业绩持续增长

根据七麦数据，4月14日上线的《天龙八部2》上线以来保持在IOS游戏畅销榜前10名，前期表现亮眼。目前储备产品中，既有经典品类多端产品《诛仙2》《代号：新世界》《神魔大陆2》以及端游产品《诛仙世界》《Perfect New World》等，又有创新品类的《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《女神异闻录：夜幕魅影》等，基于国产科幻动画大作《灵笼》IP研发的多人开放世界项目、基于自主原创IP研发的开放世界项目也在积极进行中。随着版本号发放，储备产品有望加快在海内外上线，新产品构成的新一轮产品周期有望驱动业绩持续增长。

AI赋能或带来研发效率与游戏体验提升，进一步打开商业化空间

公司不断探索在游戏内应用AI相关技术，比如游戏智能NPC、场景建模、AI剧情、AI绘图等方面。例如《梦幻新诛仙》采用智能NPC与IK技术，使得NPC具有丰富的微表情，为玩家提供真实自然的交互体验。随着AI技术在公司游戏研发、发行及运营中应用于更多场景，有望进一步提升游戏研发效率、优化玩家体验，打开商业化空间。

2.1 AI+游戏：版号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.4 “AI+游戏”重点推荐姚记科技、完美世界、腾讯控股、网易-S、心动公司、创梦天地，受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、巨人网络

(3) 腾讯控股 (00700.HK)：降本增效带来盈利能力改善，看好新游戏与视频号商业化驱动后续增长

2022Q4收入与利润略有下滑，看好新游戏及视频号表现公司2022年实现营业收入5546亿元（同比-1.0%），实现Non-IFRS归母净利润1156亿元（同比-6.6%）。公司2022Q4实现营业收入1450亿元（同比+0.5%），实现Non-IFRS归母净利润297亿元（同比+19.4%），其中增值服务业务收入704亿元（同比-2.1%），主要系受产品周期影响，国内游戏收入有所下滑所致。网络广告业务收入247亿元（同比+14.6%），主要系小程序和视频号广告需求强劲和移动广告联盟复苏所致。金融科技与企业服务业务收入472亿元（同比-1.5%），主要系疫情短暂抑制支付活动所致。基于公司业绩及未来市场预期，我们下调2023-2024年并新增2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为1557/1828/2065（2023-2024年前值为1572/1891）亿元，对应EPS分别为16.3/19.1/21.6元，我们看好新游戏上线及视频号商业化驱动公司业绩持续增长。

降本增效措施效果持续显现，或继续驱动盈利能力改善

2022Q4公司毛利率为42.6%（同比+2.6pct）。销售费用率为4.2%（同比-3.9pct，环比-0.9pct），期间费用率为23.1%（同比-1.9pct，环比-0.9pct），Non-IFRS归母净利率为20.5%（同比+3.2pct）。我们认为，公司降本增效措施的效果正在逐步显现，或驱动公司盈利能力持续改善。

新游戏上线与视频号商业化加速或驱动公司业绩持续增长

公司已拿到版号且还未上线的头部产品如《无畏契约》《命运方舟》《王者万象棋》《白夜极光》等，有望自2023年开始陆续上线，为公司贡献可观业绩增量。视频号2022Q4使用时长为2021Q4的3倍，已超过朋友圈时长，基于微信庞大用户群体，随着视频号用户规模及时长的持续提升，叠加广告需求的增长，视频号有望成为公司业绩长期增长重要驱动力。

2.1 AI+游戏：版本号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.4 “AI+游戏”重点推荐姚记科技、完美世界、腾讯控股、网易-S、心动公司、创梦天地，受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、巨人网络

(4) 网易-S (9999.HK)：《逆水寒》手游公测定档，看好给公司带来业绩弹性

《逆水寒》手游公测定档6月30日，看好产品上线表现根据官方公众号，《逆水寒》手游将在6月30日开启全平台公测，《逆水寒》手游将开放世界与MMO相结合，融合了RPG游戏体验与开放世界探索乐趣，也有丰富的PVE与PVP玩法，以满足不同玩家的需求，进一步扩大MMO游戏的用户群体。此外，《逆水寒》手游实装了国内首个游戏GPT，NPC能和玩家自由对话，并且基于对话内容，自主给出有逻辑的行为反馈，且与游戏机制深度融合，可以进一步丰富游戏内容。在玩法与商业化上，《逆水寒》手游重制了装备系统和养成系统，承诺不卖数值，依靠外观、月卡、广告等方式获取收入，同时游戏模式重置为不需要买点卡的赛季制，或进一步降低游戏门槛，拓宽用户群体，同时通过多种形式变现，实现良好流水表现。我们维持2023-2025年盈利预测，预测公司2023-2025年归母净利润分别为228/254/281亿元，对应EPS分别为6.9/7.7/8.6元，储备产品陆续上线或带动公司业绩保持持续增长。

《蛋仔派对》助力公司实现大DAU品类突破，或进一步拓展公司成长空间

根据公司2022Q4财报，2022年5月上线的《蛋仔派对》用户与收入规模快速增长，日活用户已达3000万，成为公司游戏有史以来月活跃用户数最高的游戏。在收入端，根据七麦数据，2023年1月1日截至3月5日，《蛋仔派对》保持在IOS游戏畅销版前20名，最高为第2名，整体表现接近核心游戏《梦幻西游》手游。我们认为《蛋仔派对》的成功体现了公司强大的爆款产品打造能力，大DAU游戏品类的突破或为公司持续贡献可观业绩，并进一步拓展公司成长空间。

储备游戏与全球化布局丰富，精品游戏陆续上线或驱动业绩持续增长

根据公司2022Q4财报，2023有望上线的游戏包括《超凡先锋》《永劫无间》手游、《哈利波特：魔法觉醒》海外版等。此外，根据游戏陀螺数据，自2019年起公司在海外投资或布局了数十家研发工作室，未来海外工作室3A级产品的陆续上线或开启公司新一轮产品周期，带动公司业绩增速提升。

2.1 AI+游戏：版本号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.4 “AI+游戏”重点推荐姚记科技、完美世界、腾讯控股、网易-S、心动公司、创梦天地，受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、巨人网络

(5) 心动公司 (02400.HK)：自研游戏有望增强与TapTap协同，并带来业绩增量

游戏与TapTap收入快速增长，亏损大幅收窄公司2022年实现营业收入34.31亿元（同比+26.9%），归母净利润-5.53亿（亏损同比收窄35.9%），其中游戏业务收入为24.53亿元（同比+22.0%），主要系《香肠派对》收入显著增长及4款自研游戏上线所致。信息服务业务收入为9.78亿元（同比+41.3%），主要系受益于技术架构升级及机器学习算法增强带动TapTap中国版的用户量及收入同比显著提升所致。公司2022H2营业收入18.37亿元（同比+38.7%，环比+15.2%），归母净利润-1.67亿（亏损同比收窄68.9%，环比收窄56.6）。基于对公司游戏产品预期，我们下调2023-2024并新增2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.93/3.76/8.52（2023-2024年前值为1.05/4.22）亿元，对应EPS分别为0.2/0.8/1.8元，我们看好公司自研游戏上线表现。

TapTap用户规模及活跃度保持快速增长，商业化空间或进一步打开

2022年 TapTap中国版MAU达4145万（同比+31.3%），游戏下载次数达8.01亿次（同比+38.3%），新增发帖数量为820万贴（同比+22.1%），得益于公司2021年以来对技术架构进行了一系列升级及机器学习算法的深度运用，TapTap的游戏分发效率和广告系统分发效率明显提升所致。此外，TapTap开发者服务（TDS）各产品和服务在TapTap国际版发布，目前每天使用TDS服务得活跃游戏超1500款。我们认为，TapTap平台内容与“零分成”政策优势明显，有助于进一步丰富平台优质内容生态，驱动平台用户的持续增长，并进一步打开商业化空间。

游戏研发持续优化，储备自研游戏上线有望带来可观业绩增量

截至2022年12月，公司共有854名员工从事游戏研发（同比-416人），且公司陆续终止或调整了5款规模较小或进度不理想的游戏。目前公司在研产品有4款，《火力苏打》《火炬之光：无限》将于2023Q2或Q3上线国内，《铃兰之剑》将于2023Q2或Q3于海外测试。公司优化自研项目带来成本效率提升，也加快了自研游戏上线进程，自研游戏上线有望为公司带来业绩增量。

2.1 AI+游戏：版本号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.4 “AI+游戏”重点推荐姚记科技、完美世界、腾讯控股、网易-S、心动公司、创梦天地，受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、巨人网络

(6) 创梦天地 (01119.HK)：Fanbook结合AIGC技术或进一步打开商业化空间

新游戏及Fanbook驱动业绩释放在即公司2022年实现营业收入27.34亿元（同比+3.7%），归母净利润为-24.93亿元（亏损同比扩大1482.6%），其中游戏业务收入为25.31亿元（同比+10.2%），主要系公司核心游戏表现稳健，《梦幻花园》《梦幻家园》收入增长强劲所致。信息服务收入为0.49亿元（同比-83.1%），主要系公司主动减少了游戏广告及广告主投放预算下滑所致。IP衍生品业务收入为1.40亿元（同比+281.4%），主要系QQfamily门店数量增加及其他销售渠道持续拓展所致。公司2022H2实现营业收入13.52亿元（同比+6.4%），归母净利润为-22.89亿元（亏损同比有所扩大），主要系公司计提了游戏预付分成金减值及无形资产减值所致。基于游戏表现预期，我们上调2023年，下调2024年并新增2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.95/4.11/7.46（2023-2024前值为1.35/5.94）亿元，对应EPS分别为0.1/0.3/0.5元，看好公司新游戏表现。

游戏基本盘稳健增长，储备游戏上线有望贡献可观业绩增量

2022年《地铁跑酷》在IOS下载榜连续33天排名第一，《梦幻花园》《梦幻家园》全年日活用户付费贡献再创新高，《荣耀全明星》2022年贡献流水超10亿，在运营游戏增长稳健。公司自研游戏《卡拉彼丘》《二之国：交错世界》已获得版号，有望在2023年陆续上线。我们认为，公司自研游戏上线有望带来可观业绩增量，同时自研游戏收入占比的提升有望带来毛利率及净利率提升。

Fanbook结合AIGC技术，有望进一步打开商业化空间

2022年Fanbook用户数突破1000万，日活突破100万，且多个服务器用户数超百万。公司多款游戏已在Fanbook开设用户社区，有助于提高存量用户粘性，延迟公司游戏产品生命周期。此外，公司积极推进AIGC技术落地，已在Fanbook中接入GPT4，赋能社区内容创作场景。我们认为，Fanbook结合AIGC技术，有望提升企业生产效率，同时为公司打开新的商业化空间。

2.1 AI+游戏：版号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.4 “AI+游戏”重点推荐姚记科技、完美世界、腾讯控股、网易-S、心动公司、创梦天地，受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、巨人网络

(7) 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年上线，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。

(8) 神州泰岳 (300002.SZ)：游戏出海高增长，积极推进AIGC业务。公司全资子公司壳木游戏为中国游戏出海头部厂商，位居SensorTower2023年3月中国手游发行商全球收入榜第8名，旗下主力SLG产品《旭日之城 (Age of Origins)》位列2022年美国、日本、韩国策略类手游畅销榜Top10。储备方面，公司国内已获版号待上线的2款产品为《无尽苍穹》和《硝烟启示录》，其中《无尽苍穹》于2023年1月开启测试，上线表现值得期待。此外，子公司鼎富智能NLP技术在金融领域应用场景的进一步落地，以人工智能技术赋能不良资产催收业务。

(9) 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。2023年储备产品方面，公司计划上线《龙行八部之西行记》《山海浮梦录》等新游。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。

2.1 AI+游戏：版号发放常态化与AIGC赋能驱动板块业绩增速与估值提升

2.1.4 “AI+游戏”重点推荐姚记科技、完美世界、腾讯控股、网易-S、心动公司、创梦天地，受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、恺英网络、巨人网络

（10）巨人网络（002558.SZ）：新游或带来增量，积极布局AIGC助力长期增长。公司坚守最核心且擅长的国战MMORPG及多人休闲竞技赛道，并聚焦资源投向少数细分赛道与关键项目，努力打造符合时代潮流和用户需求的爆款产品。征途赛道推出《原始征途》，2023年3月24日正式公测后，首日登顶iOS免费榜及畅销榜前20，新增用户超百万，首日流水超千万，首月流水破三亿，表现十分优异。《球球大作战》赛道自研的太空狼人杀手游《太空行动》于1月16日正式登陆国内iOS、安卓平台，上线首日双端新增注册用户数突破100万大关。

2.2 AI+教育：AI教育加速落地，有望重塑教育模式

2.2.1 AIGC在教育领域应用快速落地，有望重塑教育模式

Chegg率先推出CheggMate学习平台，为用户提供四个主要功能与服务：（1）即时响应的专业问答对话功能；（2）根据用户学习偏好和节奏量身定做的个性化学习解决方案；（3）可根据用户需求进行实时适应性调整的学习辅导功能；（4）图文结合的及时答疑功能。CheggMate将GPT-4先进的AI能力与Chegg的包含数十亿条内容与专家解决方案的知识库结合，并利用15万余名专业学科专家经验对内容准确性做出保证。另外，CheggMate将实现与Chegg现有的教材辅导、个性化课程测评、数学解答器、语法纠错等学习工具的无缝集成。“AI+教育”加速落地，有望对教育行业改造，进而重塑教育模式。

图22：CheggMate基于GPT-4大模型



资料来源：多知网公众号

图23：360推出AI视觉在线教育解决方案



资料来源：即构科技ZEGO公众号

2.2 AI+教育：AI教育加速落地，有望重塑教育模式

2.2.2 AIGC有望在教师和学生双端带来变革，同时带动AI相关培训需求提升

AIGC赋能教育在老师端可以体现为智能教学系统，可以根据学生的学习历史、能力和兴趣来调整课程内容和难度，以及提供个性化的反馈和支持。在学生端，AI智能辅导可以通过多模态大模型的语音识别、图像识别和自然语言处理等技术来与学生进行对话和互动，并帮助学生理解和掌握学习内容。此外，AIGC技术相关培训公司或受益于AIGC技术快速发展带来的相应培训需求的增长。

图24：AIGC辅助大量生产相同风格动画美术



资料来源：奥松机器人

图25：有道推出智能教辅解决方案



资料来源：有道智云官网

2.2 AI+教育：AI教育加速落地，有望重塑教育模式

2.2.3 世纪天鸿依托教辅资源内容积累推出教育内容AI产品，加速AI与教育融合

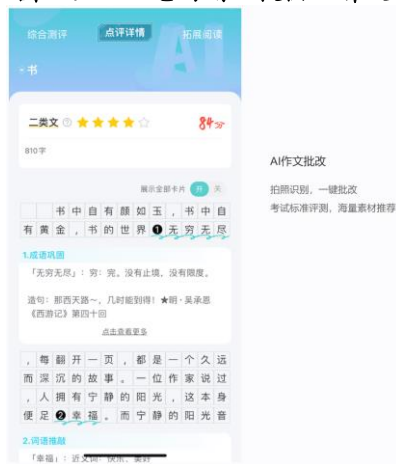
世纪天鸿依托多年的教辅资源内容积累以及教研优势资源，结合大数据、云计算、AI等技术，构建了教育内容AI产品体系。以教辅图书为抓手，结合阅卷系统、点阵笔等硬件设备采集、分析学生学习行为数据和结果数据，并配套教育内容AI系统，实现精准教学提高教学环节的效率、减轻教师的工作负担。截至2022年，产品已经深度覆盖了学生的日常作业、周测/月考、期中/末等教学场景，并以此为基础不断延伸到其他应用教学场景，并在四川、山东、河南、上海等地进行试用，服务了超百所学校、超万名学生。此外，公司投资的一笔两划公司推出了AI批改作文应用。

图26：世纪天鸿推出基于AI技术的“小鸿助教”



资料来源：世纪天鸿官网

图27：“一笔两划”提供AI作文批改功能



资料来源：一笔两划官网

2.2.4 教辅出版公司依托教辅内容优势，积极布局AIGC

表2：教辅出版公司积极布局AIGC

公司	教辅发行 业务收入 (亿元)	教辅出版 业务收入 (亿元)	PE				AIGC相关布局
			2022	2023E	2024E	2025E	
山东出版	65.18	28.52	7.8	14.4	13.6		公司充分利用和挖掘内容和数字资源，初步搭建完成“智慧校园”平台，该平台运用AI和大数据等技术，立足优质教育内容资源，以教育教学评价为核心，从数字化教研和课后作业诊断提升两个方面，组织开发并已落地使用数字化教研系统的优质课展评模块，推动智能化平台与传统出版内容融合。
凤凰传媒	66.23	25.23	9.7	17.7	16.2	14.0	公司加大产品开发力度，新增K12理化生仿真实验、课后服务和中职服务等产品，新增阅卷功能，集成AI学科个性化报告服务，产品线逐渐形成矩阵式发展，产品结构进一步优化。
中南传媒	53.19	25.95	12.8	16.7	15.4	14.3	公司旗下天闻数媒以“平台+数据”为核心，教学为主要应用，建设了AI课堂、AI评测等产品。
南方传媒	52.12	25.82	7.9	17.1	15.6	13.2	打造“AI英语课堂”系列
新华文轩	56.37	15.31	8.8	16.6	15.6	14.7	
中原传媒	0.00	0.00	8.0				公司建设运营的河南省智慧教育平台、数字教材应用平台、大象云课堂平台，通过与人工智能专业技术公司合作，积极推动人工智能与智慧教育深度融合的实践及探索。
长江传媒	36.88	10.78	9.5				
浙版传媒	37.26	10.08	11.6	14.6	13.3	12.4	
中文传媒	26.27	17.8	6.7	11.8	11.1	10.5	公司旗下智明星通已将AIGC技术在程序开发、美术素材和客服服务等方面进行渗透，帮助其降本增效提高变现能力。
龙版传媒	13.2	6.34	9.2				
城市传媒	12.74	4.71	14.1	20.1	17.0	14.7	公司“中华优秀传统文化绘本大系-AI阅读”项目融合应用新一代信息技术，为少年儿童提供AI阅读服务和数字场景互动体验；“青知智教”智慧出版平台融入人工智能技术和优质数字内容资源，拓展了教育资源的使用场景和应用空间，累计注册用户近80万人。
皖新传媒	17.09	/	14.6	24.7	22.6	20.0	
时代出版	/	12.88	14.3				AI智能陪练钢琴书
中国出版	2.66	9.55	14.0				
出版传媒	3.7	6.607	47.9				公司开发的AI实时动画与影像生产平台，入选辽宁省文化产业发展项目
新华传媒	5.77	/	472.5				
内蒙新华	5.09	/	14.6				
读者传媒	0.16	3.79	39.4				
世纪天鸿	3.66	60.22	149.5	121.7	106.3		公司依托多年的教辅资源内容积累以及教研优势资源，利用创新研发力量，结合大数据、云计算、人工智能等技术，构建教育内容AI产品体系，延伸公司教辅图书产业的布局。
中国科传	/	2.73	18.2	72.7	66.9		

资料来源：Wind、各公司公告（公司盈利预测来自Wind一致预测，股价截至2023年5月5日收盘）

2.2 AI+教育：AI教育加速落地，有望重塑教育模式

2.2.5 “AI+教育”受益标的包括世纪天鸿、山东出版、长江传媒、盛通股份

(1) **世纪天鸿 (300654.SZ)**：教辅主业持续增长，“AI+教育”有望开启第二成长曲线。公司战略上以教辅图书传统业务+教育科技新业务双轮驱动。传统业务以内容研发作为立身之本，强化教研能力输出激发业务活力，股权激励绑定核心人才；新业务方面，公司高度重视科技与教育的结合，自研+投资并举，布局“AI+教育”第二成长曲线。

(2) **山东出版 (601019.SH)**：公司深耕教育市场，AIGC有望赋能教育出版。公司不断优化教育培训模式，推进线上线下融合，构建可持续、全覆盖的培训服务体系。此外，公司充分利用和挖掘内容和数字资源，初步搭建完成“智慧校园”平台，该平台运用AI和大数据等技术，立足优质教育内容资源，以教育教学评价为核心，从数字化教研和课后作业诊断提升两个方面，组织开发并已落地使用数字化教研系统的优质课展评模块，有力推动了智能化平台与传统出版内容融合。

(3) **长江传媒 (600757.SH)**：教材教辅业务积累深厚，或为AIGC等新技术落地带来先机。公司旗下7家出版社拥有中小学教辅材料出版资质，自编教材教辅品种计4000余种，以中小学教材教辅为主，主要在湖北省内发行，其中《核心方案》《智慧课堂》《培优新帮手》《培优新方法》等品牌市场类教辅已取得较好市场口碑。公司不断创新教辅数字化产品，积极探索“互联网+”营销模式，各出版单位依托教材教辅打造的“湖北教育”“智慧易课堂”“长少学习”“智慧学习”“崇文慧学堂”等数字品牌产品，累计注册用户近700万。

2.2 AI+教育：AI教育加速落地，有望重塑教育模式

2.2.5 “AI+教育”受益标的包括世纪天鸿、山东出版、长江传媒、盛通股份

(4) **盛通股份(002599.SZ)**：机器人编程素质培训有望顺应AI发展浪潮快速发展。公司自2017年收购乐博乐博进入教育赛道以来，先后入主多家科技教育和AI人工智能头部企业，包括面向教学机构研发与销售机器人的中鸣数码，提供青少年编程能力等级测评考试服务的中少童创，战略投资线上编程VIPCODE等。公司成立盛通教育集团，业务涵盖青少年编程培训与测评、机器人编程教育销售、以及编程教育校园服务等领域。

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

2.3.1 多模态AI大模型有望缩短IP从上游到下游的变现周期, 驱动IP商业化价值提升

Meta SAM模型和相关数据集基于掩码技术能实现对任何图片进行分割, 助力图生文、图生图效率提升, Runway旗下Gen-2支持视频合成、文字生成视频, 多模态AI大模型的发展使得文生文、文生代码、文生图、文生视频、图生图效率或大幅提升, 从而推动IP从网文、动漫到影视、游戏、衍生品等开发周期大幅缩短, 降低IP变现、试错的难度和成本, 拓宽IP变现的维度, 进一步打开IP商业化变现空间。

图28: AIGC辅助大量生产相同风格动画美术



资料来源: 雷报公众号

图29: GEN-2可以通过文字生成视频



资料来源: 新智元公众号

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

2.3.2 随着AIGC带来IP变现效率提升, 具有头部IP储备优势的公司或更受益

构建AI的大模型有三个核心要素, 一是算力, 二是算法, 三是数据。随着中国公司自研大模型建设的推进, 高质量的中文数据资源日益稀缺, 占有数据、获取数据的能力已经成为核心竞争力之一。文学、动画、影视等大量IP内容有望成为多模态大模型的重要中文训练语料, 基于此或衍生出新的商业模式。此外, 具备头部IP储备优势的公司通过AIGC赋能有望释放更大IP价值, 获得更多商业化空间。

表3: 部分上市公司具有大量头部IP

公司	IP	公司	IP
奥飞娱乐	《喜羊羊与灰太狼》	中文在线	《修罗武神》
	《铠甲勇士》		《九星霸体诀》
	《超级飞侠》		《长生》
	《巴拉啦小魔仙》		《第九特区》
阅文集团	《斗罗大陆》	上海电影	《大闹天宫》
	《斗破苍穹》		《哪吒闹海》
	《星辰变》		《小蝌蚪找妈妈》
	《大奉打更人》		《九色鹿》
	《鬼吹灯》		《巴山夜雨》
	《雪中悍刀行》		《深海》
芒果超媒	《密室大逃脱》	光线传媒	《姜子牙》
	《大侦探》		《哪吒之魔童降世》
	《乘风破浪的姐姐》	华策影视	《翻译官》
	《披荆斩棘的哥哥》		《三生三世十里桃花》
	《声生不息》		《我们的新时代》

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

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

2.3.3 “AI+IP”重点推荐奥飞娱乐, 受益标的包括上海电影、中文在线

(1) 奥飞娱乐 (002292.SZ): 业绩持续修复, AIGC或进一步打开IP变现空间

2023Q1实现扭亏, 看好公司IP价值释放驱动业绩增长2022年公司实现营业收入26.57亿元(同比+0.47%), 实现归母净利润-1.72亿元(亏损同比收窄2.45亿元), 亏损主要系公司部分涉及线下终端销售以及体验的业务受宏观经济波动以及市场消费需求减弱等因素影响, 未能实现预期经营业绩; 海外婴童用品业务因海运价格费用高企, 其利润贡献亦受到较大影响。2023Q1公司实现营业收入6.02亿元(同比-9.8%), 实现归母净利润1667万元, (同比、环比均由亏转盈)。基于公司业绩及业务修复预期, 我们上调2023-2024并新增2025年盈利预测, 预计2023-2025年公司的归母净利润分别为1.81/3.24/5.08亿元(2023-2024前值为1.47/2.41亿元), 对应EPS分别为0.12/0.22/0.34元。

毛利率持续提升, 降本增效效果显现, 公司盈利能力有望稳步改善

2023Q1, 公司的毛利率为36.75%(同比+8.29pct, 环比+8.81pct), 整体呈逐季度改善趋势。此外, 公司降本增效的效果显著, 2023Q1销售费用率为11.45%(同比-1.15pct, 环比-2.89pct), 研发费用率为5.18%(同比-0.72pct, 环比-1.42pct), 带动公司2023Q1实现扭亏为盈。我们认为, 随着疫后消费复苏、公司新IP的持续推出以及持续推进降本增效措施, 公司盈利能力有望稳步改善。

“IP+全产业链”版图持续扩张, AIGC赋能或打开IP商业化空间

2023年公司IP内容储备丰富, “超级飞侠”将于上下半年分别更新第十四季和第十五季动画剧集, 且将推出动作冒险类恐龙机甲动画IP“量子战队”。“超级飞侠”首部大电影将于暑期上线, “贝肯熊”系列第三部电影将在下半年定档上映。此外, 根据图灵机器人公众号, 图灵机器人和光年娱乐联合开发推出了全球首个儿童版chatGPT“智娃”, 目前公司持有光年无限5%股权。我们认为, 公司经典IP在儿童用户中具有深厚影响力, 通过动画、电影等IP内部持续输出, 与用户产生了强大的情感联系, “IP+产业”生态版图愈发完善, AIGC技术的赋能有望丰富IP内容、加快IP效率, 进一步打开商业化空间。

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

2.3.3 “AI+IP”重点推荐奥飞娱乐, 受益标的包括上海电影、中文在线

(2) 上海电影 (002292.SZ): 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。

(3) 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, 并陆续推出的动画平台 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss、虚拟恋爱互动故事游戏产品 MyEscape 等产品覆盖了多种类型的用户群体。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。

2.4.1 AIGC多方面赋能电商，或带来运营效率和用户体验的改善，进一步打开商业化空间

AI大模型可以多方面赋能电商平台与代运营公司：（1）AI导购：通过智能对话式导购助手，根据用户的自然语言描述，推荐合适的商品，回答用户的问题，提高用户的消费体验和转化率的同时，也降低了客服的人工成本。（2）打造虚拟主播，赋能直播带货：基于视觉、语音、文本生成技术，打造虚拟主播为观众提供24小时不间断的货品推荐介绍以及在线服务能力，为商户直播降低门槛。（3）更精准高效地投放广告：AI能通过大数据和已有消费者的用户画像，筛选不同特征的目标消费者（消费者属性、兴趣、活跃度等）识别用户内容偏好，实现千人千面的推送，提高企业精准广告投放的效率。

图30: QuickCEP工具具有智能导购机器人等功能



资料来源：跨境市场人

图31: AI虚拟主播可以24小时直播带货



资料来源：中国E直播带货

2.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台实现降本增效与人货匹配效率提升

2.4.2 “AI+电商”快速落地，具备流量基础的导购平台与代运营公司或更受益

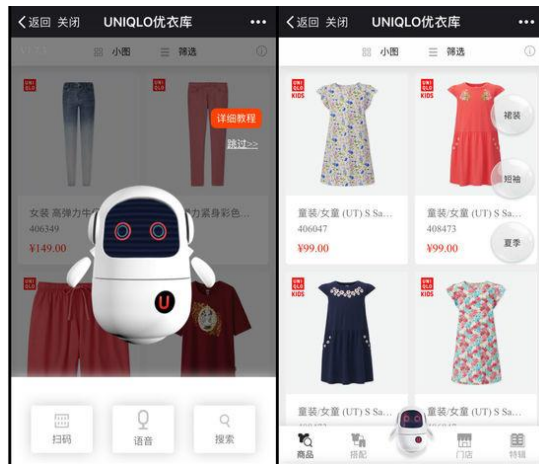
全球领先的电商SaaS服务商Shopify率先集成了ChatGPT，ChatGPT能够为Shopify升级智能客服（聊天机器人），进而帮助消费进行个性化推荐、帮助商家节省互动时间，此外ChatGPT还可以提供平台商品评论数据分析、标题及关键词优化、营销文案撰写、网站智能化开发编程等多项功能，有效改善卖家运营效率及消费者体验。阿里通义千问大模型也将接入包括淘宝、天猫在内的阿里系所以产品，为电商平台进行赋能。大模型或赋能电商平台人货匹配效率提升，自身具备流量基础的导购平台或更受益于大模型接入带来的效率提升和流量增长，头部代运营公司基于AI工具或明显降本，从而提升净利率。

图32：淘宝、天猫等将接入通义千问大模型



资料来源：阿里云公众号

图33：优衣库推出AI导购员



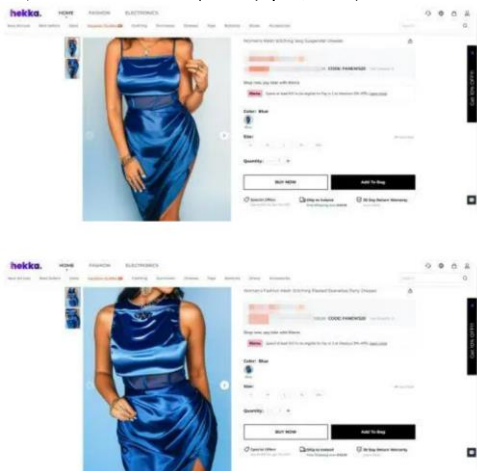
资料来源：牛选

2.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台实现降本增效与人货匹配效率提升

2.4.3 电商导购平台“什么值得买”加速AIGC与业务结合

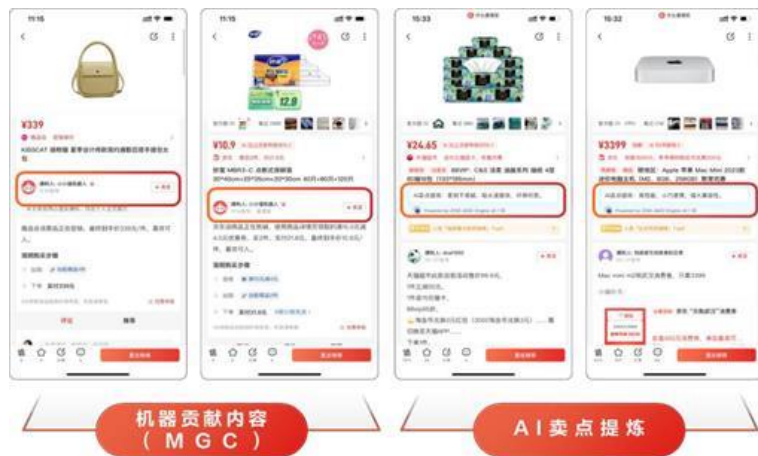
国内电商导购平台“什么值得买”加速AIGC与业务结合，主要推进4个方面：（1）扩大AIGC产出内容的数量、种类以及质量；（2）利用AI来进行社区治理和内容质量控制，通过一系列措施净化社区环境氛围，优化社区互动体验,持续为用户提供优质、真实的原创消费内容；（3）在合适的时候将公司内部AIGC的能力开放给用户，提升用户创作内容的数量和质量，扩大平台内容创作者的规模，促进平台更快的增长；（4）尝试构建对话式用户决策场景，在未来通过引入对话式机器人助手的方式提供高匹配度的商品、内容推荐结果，提高用户消费决策的效率。

图34：AIGC提升电商展示效果



资料来源：中国商报

图35：值得买加速AIGC布局



资料来源：值得买公司公告

2.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台实现降本增效与人货匹配效率提升

2.4.4 “AI+电商”重点推荐值得买

(1) 值得买 (300785.SZ)：业绩持续修复，关注AIGC技术赋能电商业务

2023Q1亏损同比收窄，看好公司业务回暖及长期增长2023年第一季度公司实现营业收入2.54亿元（同比+1.19%），实现归母净利润-68.76万元（亏损同比收窄96.8%），实现扣非后归母净利润-383.06万元（亏损同比收窄85.4%）。随着疫后消费复苏，2023Q1亏损同比收窄，消费内容业务稳中向好，公司预计2023年代运营等新业务营收继续保持较高幅度的增长，并实现整体盈亏平衡。基于公司业绩、流量增长及商业化预期，我们维持2023-2025年盈利预测，预计公司2023-2025归母净利润分别为1.80/2.52/3.04亿元，对应EPS分别为1.36/1.90/2.29元，我们看好公司新业务的长期增长潜力及AIGC技术带来的业务变革。

毛利率同比提升，2023年或将扩大销售费用投入，推动用户规模增长

2023年一季度以来，公司持续降本增效并优化业务结构提升整体效率，成效显著。2023Q1公司毛利率为49.42%（同比+1.13pct，环比-9.73pct），销售费用率为20.68%（同比-6.31pct，环比+3.35pct），管理费用率为14.92%（同比-0.86pct，环比+6.38pct），研发费用率为12.74%（同比-1.66pct，环比+4.45pct）。根据公司公告，2023年公司将探索创新的品牌营销形式，进一步投入较之往年更多的费用，预期销售费用率将有所提升，推动用户规模增长。

积极探索AIGC与电商结合，有望促进平台效率与商业化空间提升

公司与企业和高校合作，积极探索AI大模型在消费领域的应用，目前与AIGC相关推进的重点工作包括：（1）扩大AIGC产出内容的数量、种类以及质量；（2）利用AI来进行社区治理和内容质量控制；（3）考虑将公司内部AIGC能力开放给用户，提升用户创作内容的数量和质量；（4）研究并尝试构建对话式用户决策场景，未来通过引入对话式机器人助手的方式提供高匹配度的商品、内容推荐结果，提高用户消费决策的效率。我们认为，公司AIGC技术赋能业务一方面有望实现降本增效，带动运营效率提升，另一方面有望提升平台内容丰富度与用户体验，促进平台流量持续增长，进一步打开商业化空间。

2.5 重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

表4：重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元/港元)		市值 (亿元)	EPS			PE		
			2023/05/12	2023/05/12		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002605.SZ	姚记科技	买入	30.26	125	0.86	1.82	2.19	35	17	14	
002624.SZ	完美世界	买入	18.48	359	0.72	0.84	0.97	26	22	19	
0700.HK	腾讯控股	买入	328.20	31,468	19.76	18.7	15.9	17	18	21	
9999.HK	网易-S	买入	135.70	4,374	6.23	6.9	7.7	22	20	18	
2400.HK	心动公司	买入	23.30	112	(1.17)	0.20	0.80	(20)	117	29	
1119.HK	创梦天地	买入	3.27	46	(1.80)	0.10	0.30	(2)	33	11	
002292.SZ	奥飞娱乐	买入	10.05	149	(0.12)	0.01	0.10	(84)	1005	101	
300785.SZ	值得买	买入	54.60	73	0.64	1.36	1.90	85	40	29	
300043.SZ	星辉娱乐	未有评级	4.06	51	(0.25)	-	-	(16)	-	-	
300002.SZ	神州泰岳	未有评级	11.12	218	0.28	0.36	0.43	40	31	26	
002517.SZ	恺英网络	未有评级	15.27	329	0.49	0.65	0.81	31	23	19	
002558.SZ	巨人网络	未有评级	16.98	340	0.46	0.61	0.72	37	28	24	
300654.SZ	世纪天鸿	未有评级	17.25	62	0.17	0.13	0.16	101	133	108	
601019.SH	山东出版	未有评级	10.60	221	0.81	0.86	0.91	13	12	12	
600757.SH	长江传媒	未有评级	10.78	131	0.60	-	-	18	-	-	
002599.SZ	盛通股份	未有评级	7.95	43	0.01	0.29	0.38	795	27	21	
601595.SH	上海电影	未有评级	32.03	144	(0.75)	0.22	0.37	(43)	146	87	
300364.SZ	中文在线	未有评级	23.90	174	(0.49)	0.19	0.26	(48)	126	92	

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5月12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2023年5月12日1港币=0.8873人民币进行换算。）

目录

CONTENTS

1

估值与业绩：传媒板块迎来价值重估，业绩有望持续修复

2

投资策略：继续把握供给释放和AI赋能带来的投资机会，布局“AI+游戏/教育/IP/电商”

3

风险提示

(1) **AIGC发展进度不及预期**：AIGC底层大模型技术发展不及预期或训练成本提高，或导致AIGC技术应用进展放缓。

(2) **AIGC落地场景商业化进展不及预期**：AIGC在应用场景的商业化进展或受技术水平、应用效果及消费者认可度等因素影响。

分析师声明

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。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券