



AI应用落地生根，内容复兴行而不辍

传媒互联网行业2024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（分析师）

证书编号：S0790523090001

邮箱：tianpeng@kysec.cn

核心观点

1、传媒板块2024年上半年整体震荡，涨幅靠后，估值回落

传媒板块自2023年10月以来市场表现整体震荡，涨幅在各行业中靠后，PE（TTM）估值震荡回落至37.6倍。从细分板块看，影视板块或受益于供给持续释放及AI视频生成模型推出，市场表现相对较好，业绩增长带来影视板块估值整体回落。游戏板块估值震荡回落，广告营销板块和出版板块估值相对平稳。

2、海内外AI大模型：长文本、多模态能力不断突破

2024年以来，海内外AI大模型持续迭代升级，长文本能力及视频、音乐生成等多模态能力不断突破，或助力AI应用进一步全面落地。

3、AI应用从星辰大海到落地生根，内容复兴行而不辍，继续布局“AI+影视/游戏/教育/音乐/营销/MR”

(1) **AI+影视**：文生视频模型不断突破，持续赋能影视制作降本提效，叠加电影供给持续释放，或驱动板块业绩修复，短剧行业行稳致远。重点推荐上海电影、奥飞娱乐、芒果超媒、阅文集团，受益标的包括华策影视、万达电影、掌阅科技、中文在线。

(2) **AI+游戏**：供给释放叠加AI赋能，估值与业绩或迎来双击。重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱。

(3) **AI+教育**：Gauth用户量持续攀升，Kimi、秘塔AI长文本能力和知识领域能力不断突破，世纪天鸿“小鸿助教”不断迭代，AI教育应用的商业化进程逐步推进。受益标的包括世纪天鸿、南方传媒、皖新传媒、盛通股份。

(4) **AI+音乐**：Suno、天工Skymusic等AI音乐生成创作应用不断突破，AI音乐社交及版权市场空间或将打开。重点推荐盛天网络、云音乐，受益标的包括昆仑万维、腾讯音乐。

(5) **AI+营销**：营销公司纷纷布局AI垂类模型和视频智剪工具，赋能广告营销行业降本提效，叠加广告市场顺周期受益于消费复苏，旅游、出行火热拉动户外媒体投放需求增长。重点推荐兆讯传媒，受益标的包括引力传媒、因赛集团、分众传媒、蓝色光标。

(6) **AI+MR**：AI生成3D内容技术取得突破，Vision Pro 或于年内进入中国，且线下文旅市场持续复苏，推动沉浸式线下体验市场空间打开。重点推荐飞天云动，受益标的包括锋尚文化、风语筑、大丰实业、丝路视觉。

4、**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

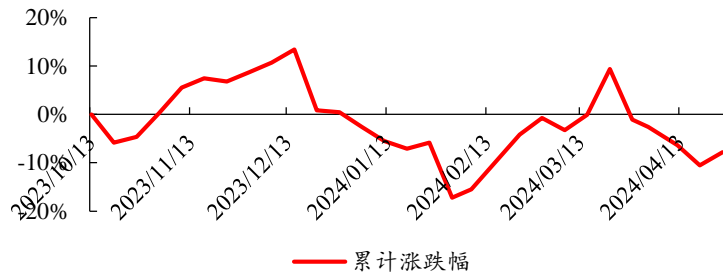
CONTENTS

- 1 板块复盘：传媒板块近半年整体震荡，涨幅靠后，估值回落
- 2 海内外AI大模型：长文本、多模态能力不断突破
- 3 投资策略：继续布局“AI+影视/游戏/教育/音乐/营销/MR”
- 4 风险提示

1.1 复盘与估值：传媒板块近半年整体震荡，涨幅靠后，估值回落

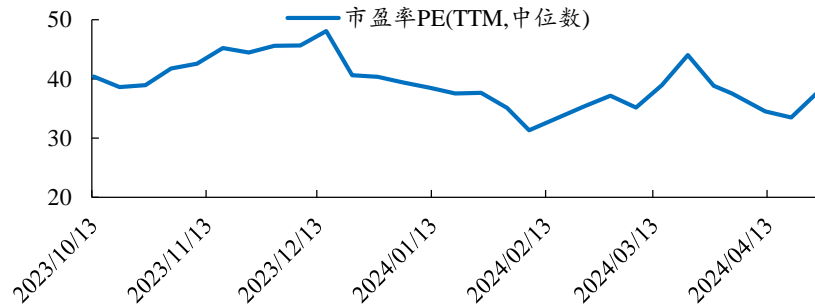
A股传媒板块自2023年10月以来整体震荡，在2023年12月及2024年3月迎来涨幅高点，2024年1月回落较多。2023年10月至2024年4月，传媒行业涨幅在31个一级行业中排名第18。传媒板块PE（TTM）估值由2023年10月中旬的40.4倍震荡下降至2024年4月下旬的37.6倍。

图1：传媒板块走势整体震荡



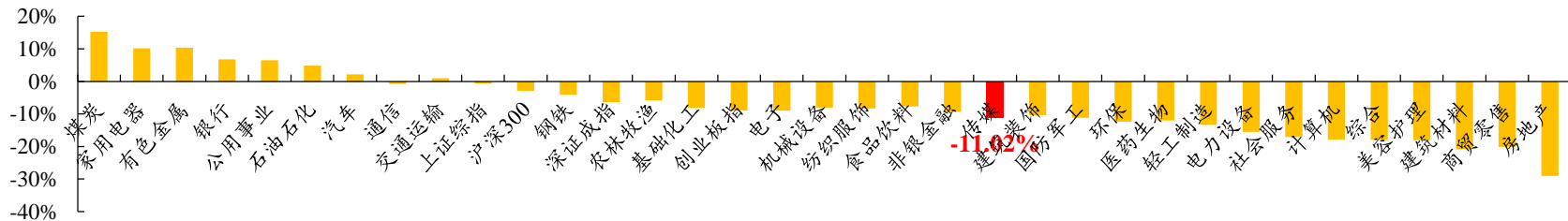
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：传媒板块的PE（TTM）震荡回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：传媒板块涨幅在31个一级行业中排名第18



数据来源：Wind、开源证券研究所

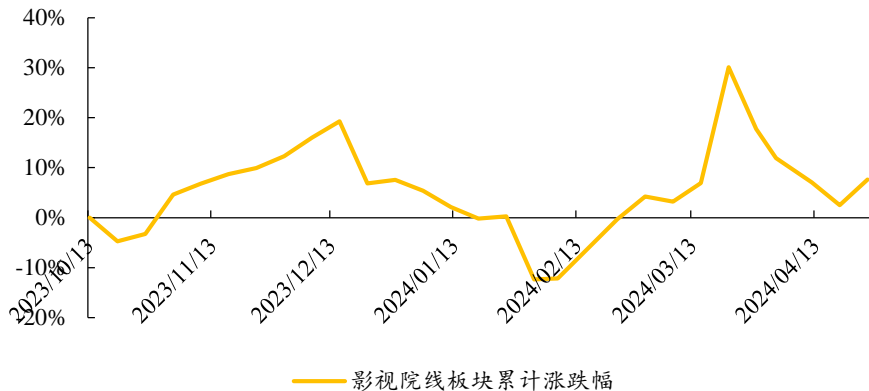
备注：板块涨跌幅、PE数据截至2024年4月26日

1.2 复盘与估值：传媒板块近半年整体震荡，涨幅靠后，估值回落

1.2.1 影视板块：电影票房表现较好及多模态AI模型不断推出，或为板块估值提升重要驱动力

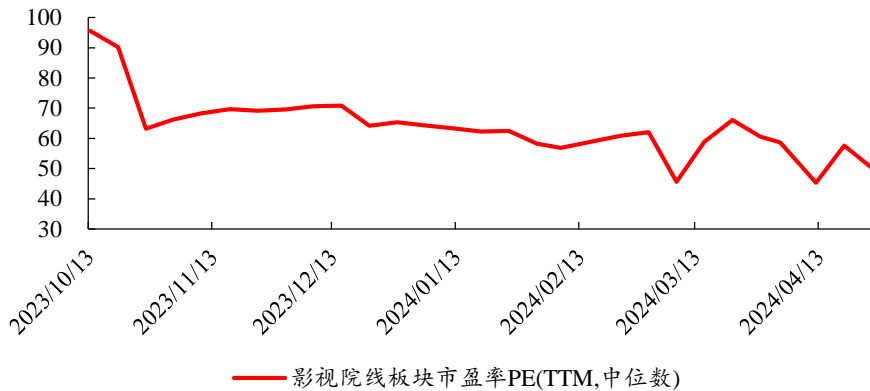
2023年10月以来，影视板块在传媒各子板块中表现相对较好，尤其是春节后，或由于春节档票房创下同档期新高，及2月以来Sora、Kimi等大模型发布及用户量攀升，影视板块在2月中旬至3月中旬涨幅明显。业绩增长带动影视板块PE（TTM）估值持续下行，从2023年10月中旬的95.6倍回落至2024年4月的50.2倍。

图4：影视板块自2024年2月以来涨幅明显



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：板块涨跌幅数据截至2024年4月26日

图5：影视板块的PE（TTM）波动走低



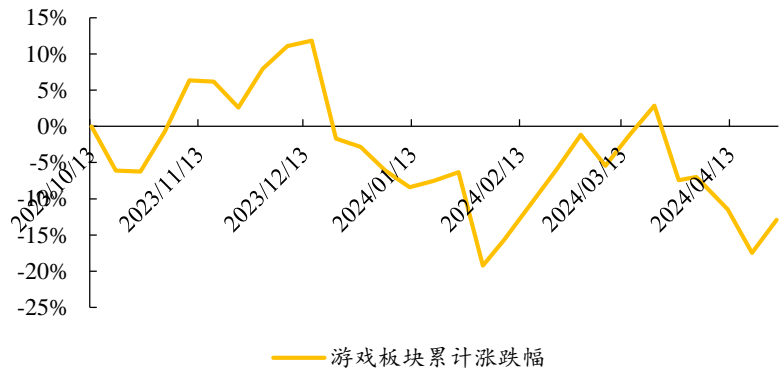
数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：板块PE数据截至2024年4月26日

1.2 复盘与估值：传媒板块近半年整体震荡，涨幅靠后，估值回落

1.2.2 游戏板块：或因市场对短期业绩的担忧，2023Q4以来市场表现及估值整体震荡回落

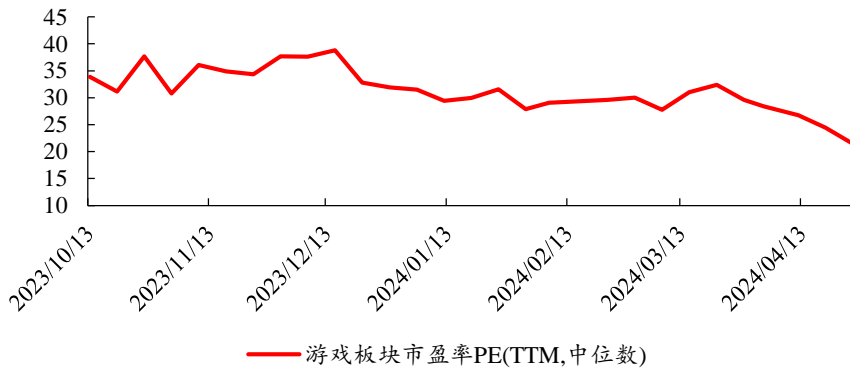
2023Q4以来游戏板块市场表现震荡回落，2023年12月下旬以来，或因大盘整体调整，游戏板块市场表现一路下行，至2024年2月探底，春节后，游戏板块表现随大盘反弹而有所修复，3月下旬以来或由于市场对游戏公司整体一季报的担忧，游戏板块市场表现再度回落。板块估值整体随市场表现而回落，整体PE（TTM）从2023年10月的33.9倍跌至2024年4月的21.5倍。

图6：2023年10月以来，游戏板块整体震荡回落



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：板块涨跌幅数据截至2024年4月26日

图7：2023年10月以来，游戏板块PE（TTM）震荡走低



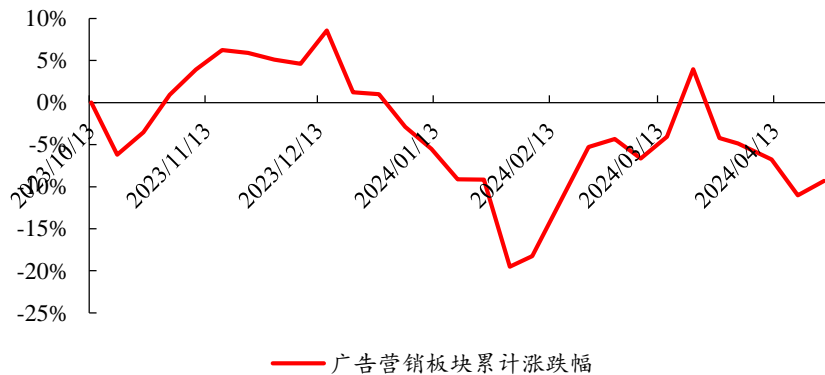
数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：板块PE数据截至2024年4月26日

1.2 复盘与估值：传媒板块近半年整体震荡，涨幅靠后，估值回落

1.2.3 广告营销板块：板块表现或受短剧市场发展、AI多模态模型发布等影响，估值相对平稳

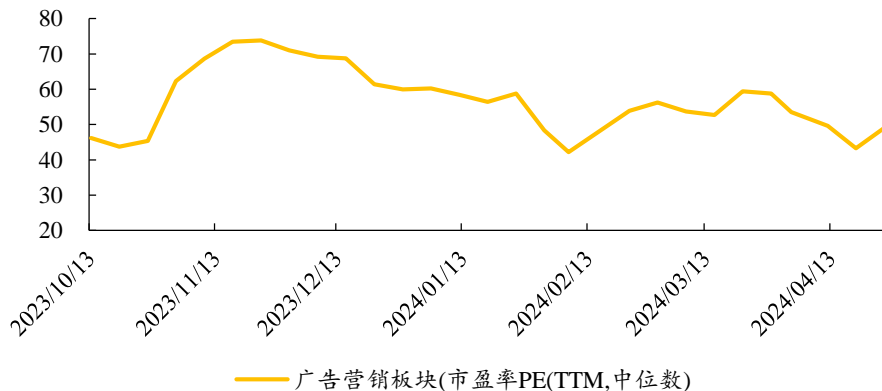
2023年11-12月，或受抖音短剧投流及短剧出海快速增长的影响，广告营销板块明显上涨，估值明显提升，后随传媒板块和大盘回落而回落。2024年2-3月，或受益Sora视频生成大模型及营销公司视频生成、智剪垂类模型的发布，广告营销板块市场表现和估值再度上涨。整体看，广告板块PE（TTM）从2023年10月的46.1倍小幅度提升至2024年4月下旬的49.0倍。

图8：2023年10月以来，广告营销板块走势整体震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：板块涨跌幅数据截至2024年4月26日

图9：广告板块的PE（TTM）估值相对平稳

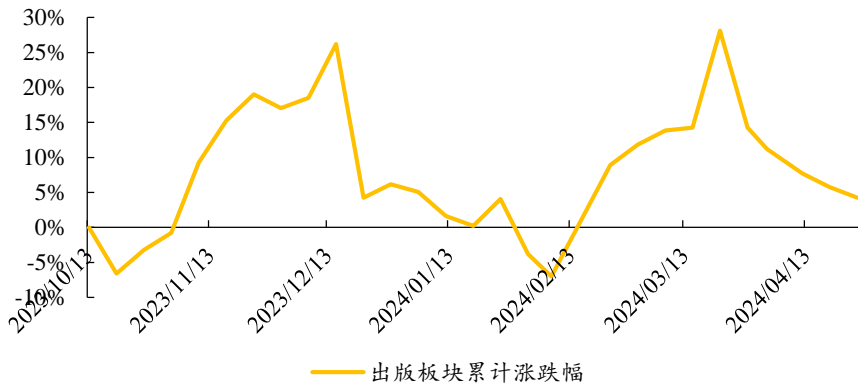


数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：板块PE数据截至2024年4月26日

1.2.4 出版板块：板块表现或受所得税政策预期及大模型数据语料需求的影响，估值波动相对小

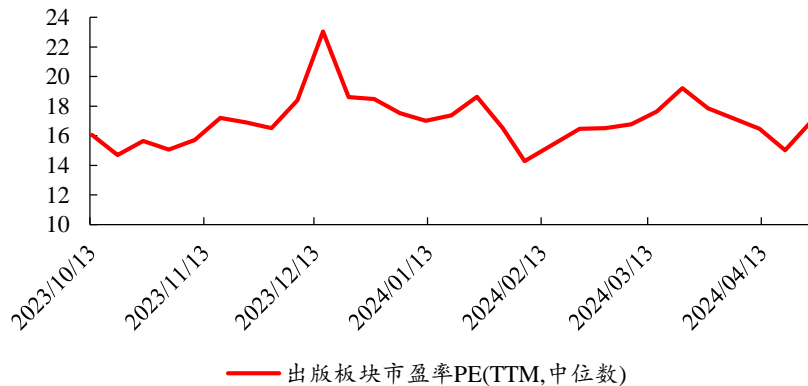
2023年12月底至2024年2月，或受出版企业所得税政策调整及大盘影响，出版板块走势明显回落。2024年2月中旬以来，或由于Sora、阶跃星辰等大模型发布拉动对数据语料的需求，出版公司的内容版权价值得以重估，推出出版板块明显上涨。出版板块估值波动相对较小，PE（TTM）估值自2023年10月的16.1倍略有提升至2024年4月下旬的16.9倍。

图10：出版板块总体涨跌较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：板块涨跌幅数据截至2024年4月26日

图11：出版板块的PE（TTM）震荡走低



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：板块PE数据截至2024年4月26日

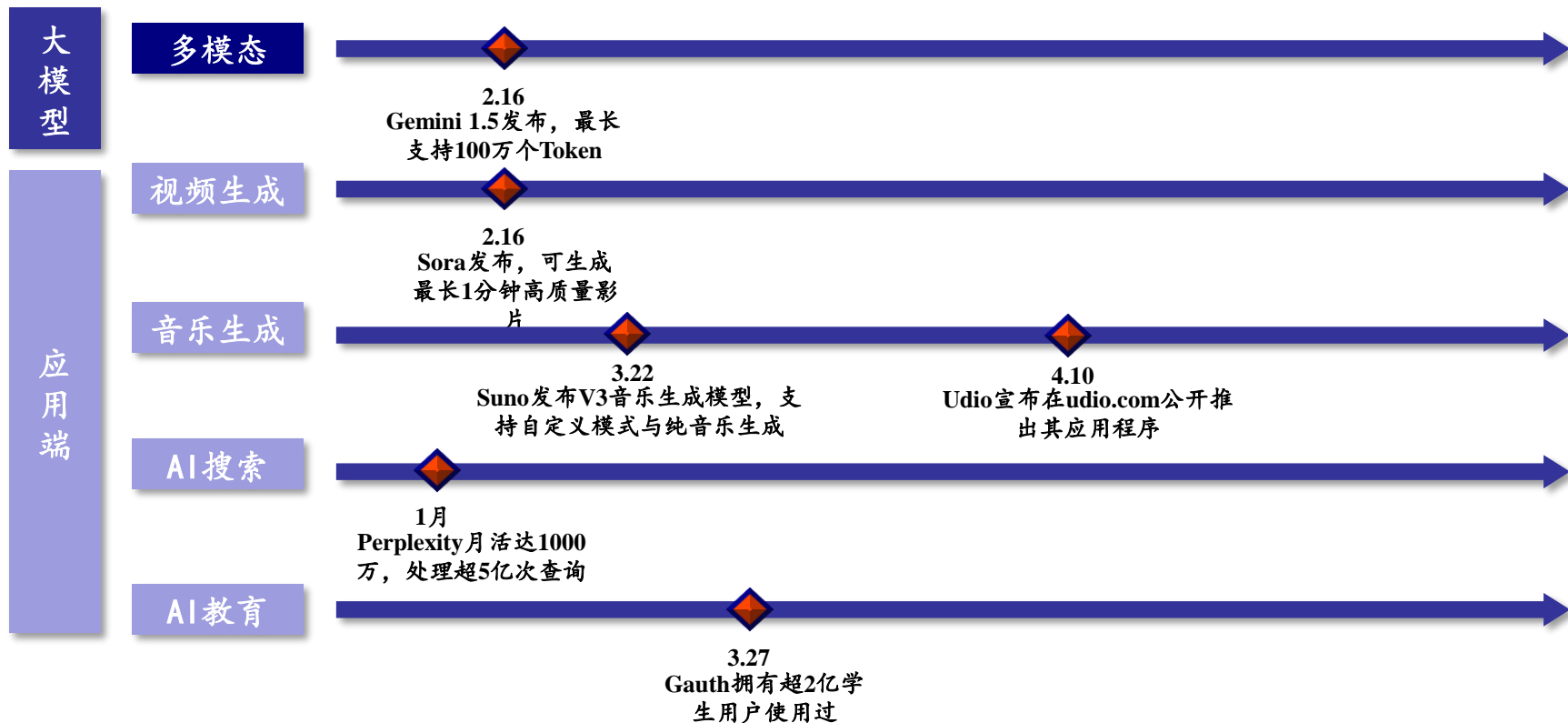
目录

CONTENTS

- 1 板块复盘：传媒板块近半年整体震荡，涨幅靠后，估值回落
- 2 海内外AI大模型：长文本、多模态能力不断突破
- 3 投资策略：继续布局“AI+影视/游戏/教育/音乐/营销/MR”
- 4 风险提示

2.1 海外：从Sora到Suno，多模态AI模型风起云涌

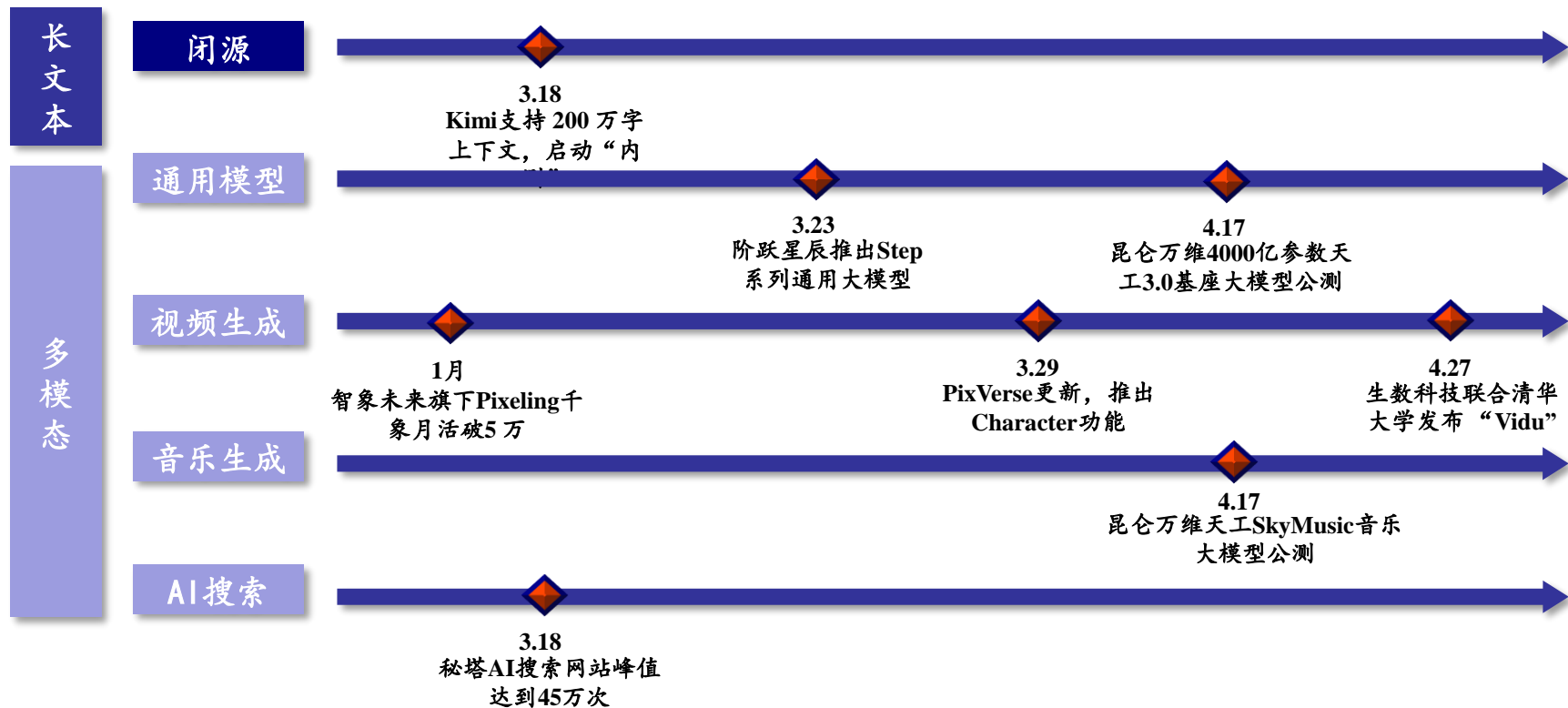
图12：海外大模型持续迭代



资料来源：IT之家、Suno_ai、Udio、MoneyDJ、多知、开源证券研究所

2.2 国内：大模型长文本和多模态能力不断突破，C端应用落地生根

图13：国内大模型持续迭代



资料来源：Moonshot AI、36Kr、昆仑万维集团、中国日报、PixVerse、生数ShengShu、Similarweb、开源证券研究所

目录

CONTENTS

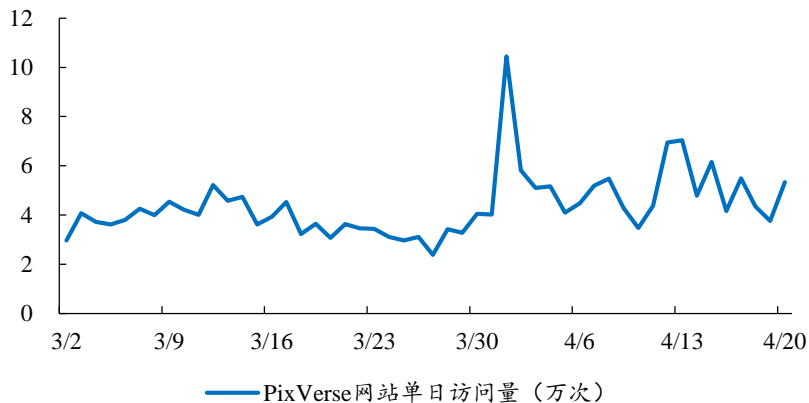
- 1 板块复盘：传媒板块近半年整体震荡，涨幅靠后，估值回落
- 2 海内外AI大模型：长文本、多模态能力不断突破
- 3 投资策略：继续布局“AI+影视/游戏/教育/音乐/营销/MR”
- 4 风险提示

3.1 AI+影视：供给释放驱动业绩修复，AI持续赋能影视降本增效

3.1.1 文生视频模型不断突破，持续赋能影视制作降本提效

从Runway、Pika到PixVerse、Sora、Vidu，文生视频模型不断突破，相关AI应用也取到良好市场反响或流量的快速增长。2月29日，央视推出《中国神话》系列AI微短剧的首部作品——《中国神话 补天》。3月6号，全球首部完全由AI制作的长片电影《Our T2 Remake》在好莱坞举行首映礼，该片长达90分钟，由50位AI领域的艺术家借助ChatGPT、Midjourney、Pika、Kaiber等AI技术分段创作，影片创作全程都由AI完成。截止4月20日，PixVerse单日访问量超4万次。随着AI技术的不断发展及成本的下降，AI有望持续影视行业降本增效，并进一步丰富影视内容供给，打开行业变现空间。

图14：AI视频产品PixVerse访问量保持较高水平



数据来源：Similar Web、开源证券研究所

图15：首部完全由AI制作的长片电影《Our T2 Remake》3月6日首映



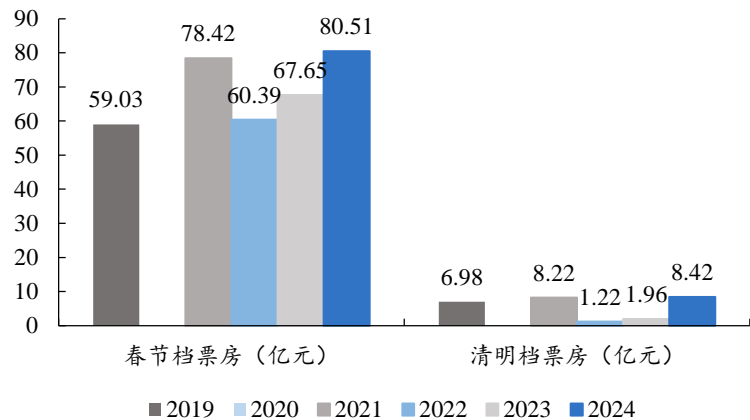
资料来源：元宇宙新声

3.1 AI+影视：供给释放驱动业绩修复，AI持续赋能影视降本增效

3.1.2 电影供给持续释放，或驱动板块业绩持续修复

2023年，全国电影票房达549亿，同比增长83.5%。在优质电影供给带动下，截止4月29日，2024年全国电影票房已达187亿。2024年春节档、清明档票房分别达80.51、8.42亿元，均创同档期票房历史新高。2024年后续重要档期如五一档、暑期档、国庆档的新片表现值得期待，其中2024年有望上线的重点影片包括《酱园弄》《哪吒之魔童闹海》《美人鱼2》《猩球崛起4：新世界》《死侍3》《小丑2：双人舞曲》等，优质影片供给持续释放有望带动电影票房不断增长，驱动影视板块业绩持续修复。

图16：2024年春节档和清明档票房均创历史新高



数据来源：猫眼专业版、开源证券研究所

表1：多部重磅影片定档五一档（截至4月30日）

| 电影 | 类型 | 主演 | 猫眼想看人数 (万) |
|--------------|-------|-------------|------------|
| 哈尔的移动城堡 | 动画 | | 63.3 |
| 维和防暴队 | 动作/剧情 | 黄景瑜、王一博、钟楚曦 | 56.2 |
| 间谍过家家 代号：白 | 动画 | | 33.5 |
| 穿过月亮的旅行 | 爱情/剧情 | 张子枫、胡先煦、仁科 | 17.5 |
| 末路狂花钱 | 喜剧/剧情 | 贾冰、谭卓、小沈阳 | 16.3 |
| 九龙城寨之围城 | 动作/犯罪 | 古天乐、洪金宝、任贤齐 | 14.9 |
| 没有一顿火锅解决不了的事 | 剧情/喜剧 | 杨幂、于谦、田雨 | 13.8 |

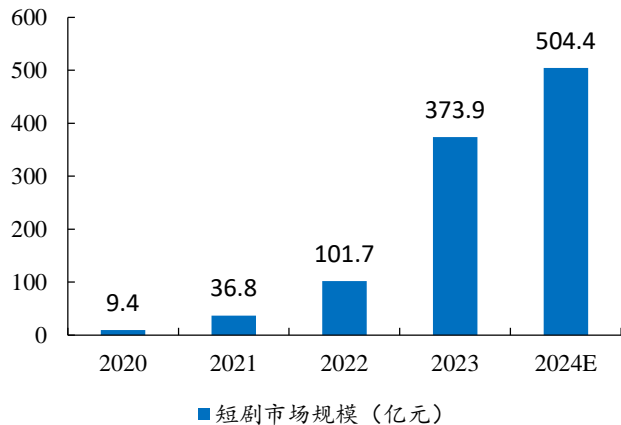
资料来源：猫眼专业版、开源证券研究所

3.1 AI+影视：供给释放驱动业绩修复，AI持续赋能影视降本增效

3.1.3 短剧：发展与规范并重，出海布局新蓝海，行业行稳致远

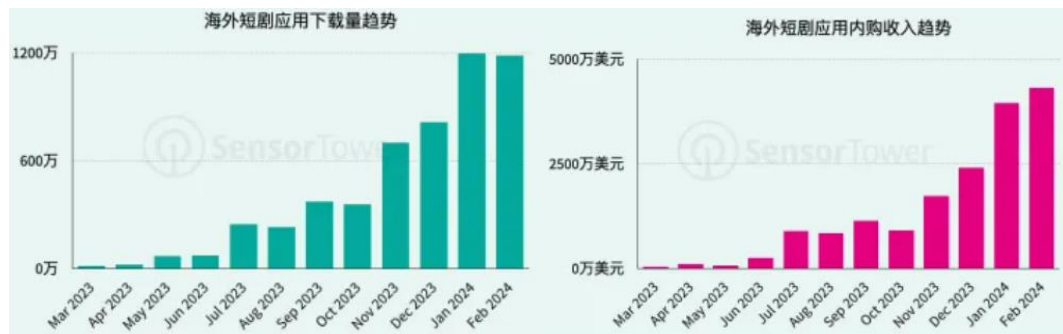
根据艾媒咨询数据，2023年国内短剧市场规模达到373.9亿，同比增长268%，预计2024年将超过500亿。在保持高增速的同时，相关监管部门不断完善短剧常态化管理机制，包括加快制定《网络微短剧创作生产与内容审核细则》、建立小程序“黑名单”等机制，短剧行业的规范化，有利于行业长期健康发展。此外，短剧出海市场热度高涨，根据Sensor Tower数据，相比2023年9月，2024年2月内购收入和下载量分别增长280%和220%。截至2024年2月底，已有多达40多款短剧应用试水海外市场，累计下载量近5500万次，内购收入达到1.7亿美元，出海有望进一步打开短剧市场成长空间。

图17：国内短剧市场规模保持快速增长



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图18：海外短剧应用下载量和收入快速增长



资料来源：Sensor Tower

3.1 AI+影视：供给释放驱动业绩修复，AI持续赋能影视降本增效

3.1.4 “AI+影视IP” 重点推荐上海电影、奥飞娱乐、芒果超媒、阅文集团，受益标的：华策影视、万达电影、掌阅科技、中文在线。

(1) 上海电影 (601595.SH)：电影市场复苏与大IP开发业务有望继续驱动增长

业绩持续修复，看好电影及IP业务持续驱动增长

公司2023年实现营业收入7.95亿元（同比+85.07%），归母净利润1.27亿元（同比扭亏为盈，2022年为-3.35亿元），扣非归母净利润0.63亿元（同比扭亏为盈，2022年为-3.71亿元）。公司2024Q1实现营业收入2.10亿元（同比+18.26%），归母净利润0.46亿元（同比+28.18%），扣非归母净利润0.29亿元（同比+20.83%）。公司业绩增长主要系得益于电影市场恢复，公司控股影院营业收入提升，以及并表上影元，新增授权业务收入所致。2023年毛利率为22.83%（同比+33.48pct），净利率为15.97%（同比+107.10pct）。2024Q1毛利率为30.95%（同比+7.36pct，环比+18.30pct），净利率为21.90%（同比+1.68pct，同比+20.70%）。公司毛利率及净利率提升主要系电影放映收入增加，及新增授权业务毛利率较高所致。此外，公司2023年度拟每10股派发现金红利1.14元，并拟在2024年上半年持续盈利等前提下，增加一次中期分红，分红金额不低于归母净利润的40%。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.37/3.45/4.64亿元，EPS分别为0.53/0.77/1.04元，当前股价对应PE分别为60.11/41.38/30.63倍。

电影市场有望持续复苏，继续驱动公司电影主业修复

2023年全国电影总票房达549.15亿元（同比+82.64%），2024年春节档票房80.16亿元，创历史新高。2023年公司联和院线票房44.83亿元（同比+105.90%），直营影院票房6.32亿元（同比+129.71%）。我们认为，受益于电影产能释放驱动电影市场持续复苏，以及公司储备影片陆续上线，电影主业或持续修复。

大IP开发业务快速发展，驱动公司长期成长

2023年，上影元在衣食住行等领域展开IP授权联名合作，全年合作项目全网声量超67.8亿。2024年公司发布“iNEW”战略，未来3年，目标实现IP合作商品GMV超100亿元，IP授权业务有望快速增长，构成公司第二成长曲线。

3.1 AI+影视：供给释放驱动业绩修复，AI持续赋能影视降本增效

3.1.4 “AI+影视IP” 重点推荐上海电影、奥飞娱乐、芒果超媒、阅文集团，受益标的：华策影视、万达电影、掌阅科技、中文在线。

(2) 奥飞娱乐 (601595.SH)：玩具业务释放IP价值，“新品+出海”打开成长空间

2024Q1盈利能力明显修复，看好动漫IP价值持续释放，维持“买入”评级

公司2023年实现收入27.39亿元（同比+3.09%），实现归母净利润9364万元（同比扭亏为盈），业绩增长主要系陀螺及潮玩品类销售收入增长带来玩具业务收入同比增长17.86%至11.67亿元。公司2024Q1实现收入6.50亿元（同比+7.98%），实现归母净利润5050万元（同比+202.85%），为2020年来最高单季度盈利水平，净利润大幅增长主要系公司婴童及内容业务净利润增加。考虑到公司盈利能力持续增强，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为2.05/3.14/4.11亿元，对应EPS分别为0.14/0.21/0.28元，当前股价对应PE分别为50.5/33.7/25.3倍。

精益管理叠加发力高毛利玩具业务，2023年及2024Q1毛利率显著提升

公司2023年实现毛利率37.72%（同比+6.69pct），主要系公司优化生产流程、降低采购成本，同时陀螺、潮玩等玩具高毛利，推动玩具业务毛利率同比提升10.37 pct至43.08%，且收入占比同比提升5.34%至42.62%，拉高整体毛利率，其中剑旋陀螺收入翻倍增长。公司2023年归母净利率为3.42%（同比扭亏为盈）。2024Q1实现毛利率44.55%（同比+7.80 pct），或由于《心世界奇遇》等重磅动画IP上线，影视类收入放量；实现归母净利率7.76%（同比+5.0 pct），其中销售费用率为12.14%（同比+0.69pct），管理费用率为14.40%（同比+0.57 pct），保持稳定。

内容业务为基，IP为核，“玩具推新+出海”驱动长期成长

公司持续聚焦优质内容创作，《量子战队第二季》于3月22日开播，《超级飞侠16电能集结》于5月22日开播，60集动画《羊村守护者之十》于2024年2月备案。玩具新品持续推出，“超级飞侠”十周年将推出收藏类玩具，陀螺品类推出指尖陀螺、网红陀螺、文创陀螺等多个衍生产品线，“量子战队”或打造变形品类第一品牌。公司重视出海业务，聚焦北美、欧洲及东南亚等新兴市场，推动“产品+内容”出海。公司拥有头部IP矩阵，以IP为核心，玩具业务及乘风出海或打开长期成长空间。

3.1 AI+影视：供给释放驱动业绩修复，AI持续赋能影视降本增效

3.1.4 “AI+影视IP” 重点推荐上海电影、奥飞娱乐、芒果超媒、阅文集团，受益标的：华策影视、万达电影、掌阅科技、中文在线。

(3) 芒果超媒 (300413.SZ)：会员规模创新高助力收入增长，优质内容待释放

剔除所得税影响后2024Q1净利润或同比增长，延续成长

2023年公司营业收入为146.28亿元（同比+4.66%），归母净利润为35.56亿元（同比+90.73%）；2023Q4公司营业收入为42.62亿元（同比+22.98%），归母净利润为17.75亿元（同比+1110.43%），扣除所得税政策影响后归母净利润为19.27亿（同比+3.36%），业绩增长主要系会员收入发展提速，且费用率持续优化，2023年销售费用率为15.45%（同比-0.46 pct）。公司2024Q1营业收入为33.24亿元（同比+7.21%），归母净利润为4.72亿元（同比-13.85%），剔除所得税影响后公司归母净利润或为5.60亿元（同比+2.19%），业绩增长主要系公司内容投入产出比提升，同时精益管理带来期间费用率同比下降3.99pct。我们预测2024-2026年归母净利润分别为19.18/21.80/23.81亿元，对应EPS分别为1.03/1.17/1.27元，当前股价对应PE分别为22.96/20.21/18.62倍。

2023Q4会员收入强劲增长，广告收入增速由负转正

2023年末芒果TV有效会员规模达 6653 万（同比+12.46%），驱动2023年会员收入达 43.15 亿元（同比+10.23%），其中2023Q4会员收入同比增长 35.64%，2023年月均ARPU为5.40元。2023年实现广告收入35.32亿元（同比-11.57%），降幅缩窄，其中2023Q4广告收入同比增长 15.95%，增速由负转正。随精品内容释放、广告新客户开拓与消费复苏，会员规模、ARPU及广告收入或持续增长。

优质内容供给待释放，AIGC助力降本增效，持续增长可期

2024年公司储备超80部影视剧，4月19日首播《乘风2024》上线三天累计播放量4.9亿；重磅综艺《歌手》、创新综艺《中国村花》等优质内容或于年内上线。3月15日，湖南广电首个AI导演“爱芒”上线，公司或持续强化内容与AI等新技术的结合。公司2024年内容供给丰富，叠加AI赋能，业绩或稳健增长。

3.1 AI+影视：供给释放驱动业绩修复，AI持续赋能影视降本增效

3.1.4 “AI+影视IP” 重点推荐上海电影、奥飞娱乐、芒果超媒、阅文集团，受益标的：华策影视、万达电影、掌阅科技、中文在线。

(4) 阅文集团 (00772.HK)：大IP产品储备丰富，2024年或迎供给释放

2023年业绩回暖，看好优质内容释放驱动公司业绩增长，维持“买入”评级

2023年公司实现主营业务收入70.12亿元（同比-8.0%），其中在线业务收入39.48亿元（同比-9.5%），主要系公司优化投资回报率较低的分发渠道所致。IP运营及其他业务收入30.64亿元（同比-6.1%），主要系公司2023年上线的影视内容少于2022年所致。公司毛利率为48.1%（同比-4.8pct），净利率为11.5%（同比+3.5pct），归母净利润为8.05亿元（同比+32.3%），毛利率下滑主要系版权运营业务毛利率下滑所致，净利润增长主要系其他受益变动所致。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为11.04/13.49/15.13亿元，对应EPS分别为1.1/1.3/1.5元，当前股价对应PE分别为25.55/21.62/18.73倍。

渠道优化背景下，付费用户增长可观，用户付费潜力有望逐步释放

2023年公司自有平台产品和自营渠道MAU为2.056亿人（同比-15.7%），平均月付费用户为870万人（同比+10.1%），其中自有平台产品的月付费用户同比增长超20%。付费用户的增长体现了打击盗版、增强产品运营能力、输出高品质内容等积极进展。2023年付费内容的每名付费用户平均月收入为32.5元（同比-14.0%），主要系部分新转化的付费用户在其付费周期的初始阶段支出较少所致。我们认为，随着公司不断输出精品内容，用户付费率及付费规模有望持续提升。

公司优质影视内容储备丰富，AI持续赋能创作生态与IP变现

2024春节档，公司出品的《热辣滚烫》票房超34亿元，储备影视内容还包括《庆余年》第二季、《大奉打更人》《与凤行》《玫瑰故事》等，其中《庆余年》第二季预约人数已突破1200万，成为全网首部预约破千万的剧集。2023年12月，公司海外阅读平台WebNovel畅销榜排名前100中，有21部作品由AI翻译完成。我们认为，公司丰富优质内容的上线有望带来可观业绩增量，同时AI有望带来内容制作的降本增效并缩短IP变现路径，AI与出海有望共同打开公司成长空间。

3.1 AI+影视：供给释放驱动业绩修复，AI持续赋能影视降本增效

3.1.4 “AI+影视IP” 重点推荐上海电影、奥飞娱乐、芒果超媒、阅文集团，受益标的：华策影视、万达电影、掌阅科技、中文在线。

(5) **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。在核心主业上，公司一方面提升创意要求，将影视剧的研发和开机适度延后，另一方面狠抓项目预售，预售成绩创出新高；在生态业务上，加大了对版权运营、微短剧和运营商业业务（视频彩铃等）的投入力度；在科技创新上，在 AIGC、大数据、办公数智化三个方向聚合了科技型人才团队，成立了 AIGC 应用研究院，在影视领域快速推出了自研垂直模型。

(6) **万达电影 (002739.SZ)**：电影院线龙头，市占率稳步提升。近年来凭借长期积累的经营管理优势和创新举措，万达电影市占率保持稳步提升。截至2023年12月31日，公司国内拥有已开业影院905家，7546块银幕，市场份额16.7%，其中直营影院709家，6156块银幕。随着公司对直营影院提质升级，公司市占率有望进一步提升。据公司2023年报，公司不断完善大数据管理平台赋能经营，通过AI技术实现营销物料和文案制作、排片等智能化运营，进一步提高管理效率。

(7) **掌阅科技 (603533.SH)**：IP运营变现方式多元，加快AI与阅读融合。公司大力推进行生业务布局，积极拓展以IP为核心的视频内容生产、制作与运营。衍生业务在内容侧已经建立起了质量和数量稳定输出的能力，在回收侧运营效率保持在行业领先水平，逐渐成为公司的“第二增长曲线”。公司创新推出国内阅读行业首款对话式AI应用“阅爱聊”，且将国内领先的AI大模型和“掌阅”APP进行深度融合。

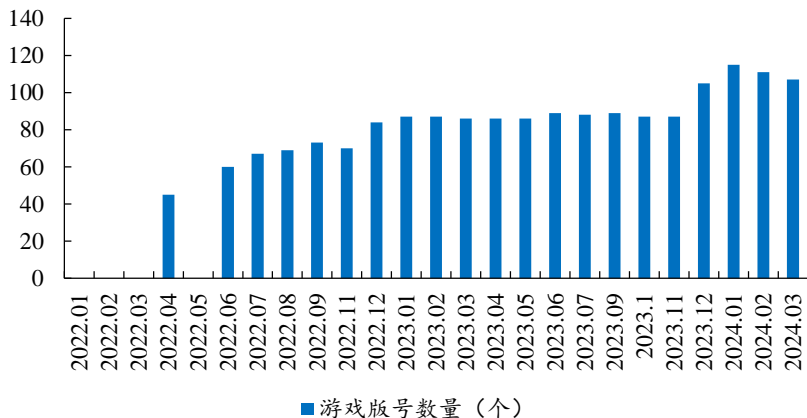
(8) **中文在线 (300364.SZ)**：AIGC技术或推动公司IP变现效率提升。公司深耕数字文化内容行业，持续完善内容创作生态，并拓宽数字内容销售方式。通过对优质网文进行音频、漫画、动态漫、动画、短剧、影视、游戏以及文创周边等衍生形态的全模态开发，升级IP衍生孵化链条。在AI方面，公司发布了自己的AI大模型“中文逍遥”1.0版本，且拥有超过60TB的正版数据，含文字/音频/视频多种类型，覆盖小说、科普、社会等多个品类。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.1 版号稳定发放，数量有所提升，重磅游戏获版号有望带动行业增速提升

2022年及2023年，国产游戏版号分别发放468、977个，2023年月均版号近82个，截至2024年3月，2024年已发放国产游戏版号333个，月均版号111个。游戏版号稳定发放，且整体数量呈上升趋势，有望带动游戏供给改善。此外，头部新游戏对行业增长带动作用明显，多款重磅游戏如《永劫无间手游》《地下城与勇士：起源》等成功获得版号，后续上线后，有望驱动行业收入增速提升。

图19：2022年以来国产游戏版号稳定发放，且整体数量呈上升趋势



数据来源：国家新闻出版署、开源证券研究所

表2：多款重磅游戏拿到版号

| 游戏 | 上线时间 | TapTap预约量 (万) |
|-----------|--------|---------------|
| 绝区零 | | 589 |
| 永劫无间手游 | | 578 |
| 鸣潮 | | 381 |
| 心动小镇 | | 205 |
| 地下城与勇士：起源 | 5月21号 | 188 |
| 燕云十六声 | 7月26号 | 124 |
| 星之破晓 | 2024Q2 | 115 |
| 三角洲行动 | | 109 |
| 卡拉彼丘 | | 99 |
| 仙剑世界 | | 73 |

资料来源：TapTap、开源证券研究所

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.2 AI持续赋能降本增效，AI玩法变革正逐步显现

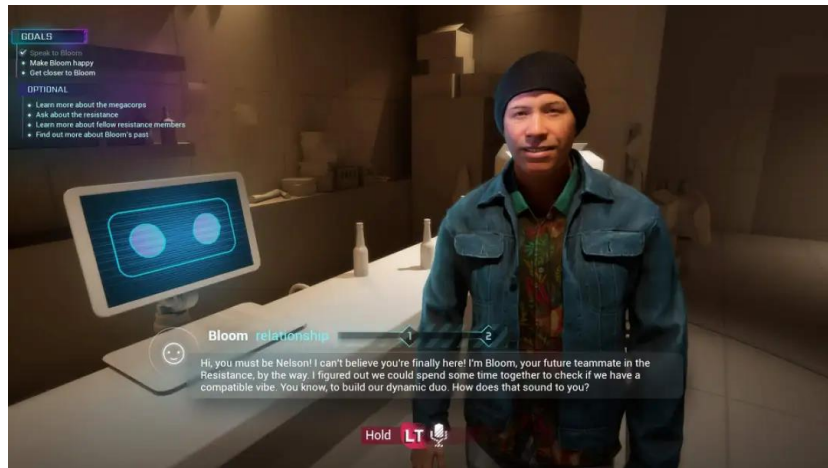
在游戏研发方面，生成式AI模型已经成为游戏开发者的有力助手。根据Unity 2024游戏报告，62%的工作室开始使用AI来改进工作流程，特别是在内容创作和动画方面。其中71%的开发者表示使用AI能够改善他们的交付和运营效率。在游戏玩法上，原生AI游戏玩法变革正逐步显现。育碧发布的NEO NPCs技术，使得NPC的对话、行动不再是被预设好的，而是会根据NPC的个性、背景、情感做出独特的回答，且是由语音驱动的，从而增强叙事沉浸感，并且玩家和NPC也可以建立更加深度的关系，从而打造个性化的故事体验。这种多模态AIGC技术，有望为游戏玩法带来变革。

图20：基于AIGC工具的游戏插画制作效率大幅提升



资料来源：腾讯研究院

图21：NEO NPCs可以通过语音识别做出对话及动作



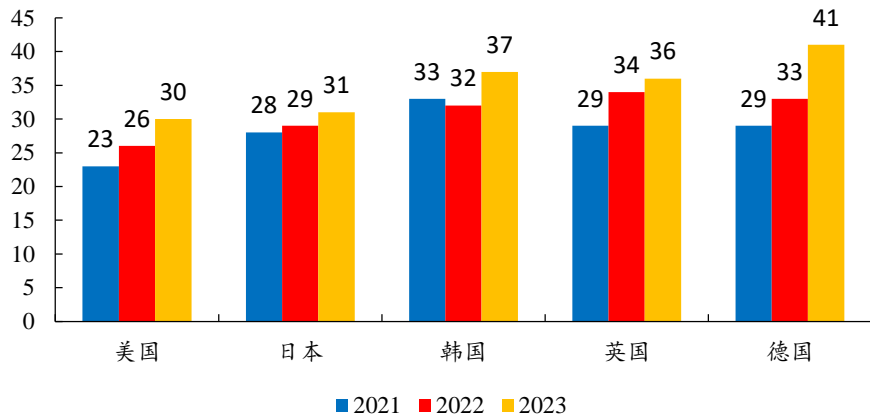
资料来源：竞核

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.3 游戏出海方兴未艾，二线公司不断突破

中国游戏企业在海外市场的竞争力持续增强。2021-2023年，在全球五个重要出海移动游戏市场流水TOP100产品中，国产手游数量持续提升，2023年均超30款。二线游戏公司出海表现亮眼。世纪华通旗下点点互动在爆款游戏《Whiteout Survival》（2月份流水超9000万美元）带动下登顶出海收入榜，神州泰岳旗下壳木游戏在核心游戏《Age of Origins》与《War and Order》带动下排名稳步提升，心动公司在《出发吧麦芬》带动下出海收入排名快速提升。海外市场相比国内市场空间更大，具有产品特色和本地化能力的游戏公司有望在出海市场脱颖而出，驱动公司业绩长期成长。

图22：全球重要移动游戏市场流水TOP100产品中，国产移动游戏数量均达到30款以上



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图23：2月份中国游戏厂商出海收入排行榜中，点点互动排名第一

| 排名 | 公司 | 排名变化 | 排名 | 公司 | 排名变化 |
|----|---------------|------|----|-----------|------|
| 1 | 点点互动 | 1 ▲ | 16 | MicroFun | - |
| 2 | 米哈游 | 1 ▲ | 17 | 心动网络 | 8 ▲ |
| 3 | Onefun | 3 ▲ | 18 | 友塔游戏 | 3 ▼ |
| 4 | Joy Net Games | - | 19 | Tap4Fun | 1 ▲ |
| 5 | 腾讯 | 4 ▼ | 20 | 字节跳动 | 1 ▼ |
| 6 | 三七互娱 | 1 ▼ | 21 | Nikki Inc | 10 ▲ |
| 7 | 壳木游戏 | 1 ▲ | 22 | 冰川网络 | 6 ▲ |
| 8 | 莉莉丝 | 1 ▼ | 23 | 宝通科技 | 5 ▼ |
| 9 | 悠星网络 | - | 24 | 星合互娱 | 3 ▼ |
| 10 | 网易 | 3 ▲ | 25 | ONEMT | 1 ▼ |
| 11 | IGG | - | 26 | 万达院线游戏 | 9 ▲ |
| 12 | IM30 | 2 ▼ | 27 | 灵犀互娱 | 4 ▼ |
| 13 | 沐瞳科技 | 1 ▼ | 28 | 乐元素 | 6 ▼ |
| 14 | Topwar Studio | 3 ▲ | 29 | SP-Game | 3 ▼ |
| 15 | Habby | 1 ▼ | 30 | 智明星通 | - |

资料来源：data.ai

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(1) 神州泰岳 (300002.SZ)：Q1业绩大幅增长，盈利能力或持续提升

2024Q1业绩大增，继续看好游戏及AI相关业务表现，维持“买入”评级

公司2024Q1实现营业收入14.88亿元（同比+22.79%），归母净利润2.95亿元（同比+65.62%），扣非归母净利润2.87亿元（同比+95.39%）。公司2024Q1业绩同比大增主要系核心游戏《Age of Origins》（《旭日之城》）《War and Order》（《战火与秩序》）流水同比有所增长，以及公司2024Q1减少营销推广投放带来利润释放所致。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.73/12.49/14.74亿元，对应EPS分别为0.55/0.64/0.75元，当前股价对应PE分别为17.75/15.25/13.01倍。

费用率降低带来利润率提升，随业务继续向好，公司盈利能力有望持续提升

2024Q1公司毛利率为63.65%（同比-0.32pct），销售费用率为19.35%（同比-7.96pct），管理费用率为17.27%（同比+5.06pct），研发费用率为6.25%（同比-1.84pct），净利率为19.83%（同比+5.14pct），销售费用率与研发费用率同比下降带动公司净利率有所提升。我们认为，随公司已上线核心游戏流水增长更多来自于高口碑下的自然增长，叠加费用管控及计算机业务盈利能力的改善，公司整体盈利能力有望持续提升。

储备游戏上线有望继续驱动业绩增长，智能催收业务达成新合作

根据Sensor Tower数据，2024年1-3月，《Age of Origins》（《旭日之城》）在出海游戏收入排名分别为第7/8/9名，《War and Order》（《战火与秩序》）在出海游戏收入排名分别为第22/23/25名，核心游戏表现稳健。此外，《代号DL》和《代号LOA》两款SLG融合类游戏将于2024年率先在海外发行上线，新游戏上线有望继续驱动游戏业务增长。AI方面，公司近日与鸿泰鼎石资产管理有限公司达成合作协议，鸿泰鼎石将引入公司智能语音机器人和智能外呼系统，助力其贷后管理工作。随智能催收与智能电销业务不断拓展，业务渗透率有望持续提升，带动AI相关业务收入快速增长，成为公司业绩增长的又一重要驱动力。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(2) 恺英网络 (002517.SZ)：新产品有望继续驱动增长，出海与AI打开成长空间

2024Q1业绩大增，看好储备游戏继续驱动增长，维持“买入”评级

公司2023年实现营业收入42.95亿元（同比+15.30%），归母净利润14.62亿元（同比+42.57%），扣非归母净利润13.51亿元（同比+41.26%）。2024Q1实现营业收入13.08亿元（同比+36.93%，环比+3.29%），归母净利润4.26亿元（同比+47.06%，环比+12.33%）。公司业绩增长主要系《原始传奇》《敢达争锋对决》《热血合击》《天使之战》《永恒联盟》等长线产品的稳定运营以及《新倚天屠龙记》《仙剑奇侠传：新的开始》《石器时代：觉醒》等新上线产品的出色表现所致。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为18.18/21.67/24.01亿元，EPS分别为0.84/1.01/1.12元，当前股价对应PE分别为14.3/11.9/10.7倍。

公司新上线产品表现亮眼，丰富储备游戏有望带来可观业绩增量

2023年以来公司新上线产品表现良好，《仙剑奇侠传：新的开始》稳定在微信小游戏畅销榜、人气榜前十；《石器时代：觉醒》上线当日获iOS免费榜第一，首日注册用户破千万。2024年储备游戏包括《斗罗大陆：诛邪传说》《代号：盗墓》《龙腾传奇》《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》等，丰富的IP储备产品陆续上线，或为公司带来可观流水与业绩增量。

海外收入大幅增长，出海与AI有望打开公司长期增长空间

公司积极布局全球化发行，2023年海外收入达1.17亿元（同比+620%，收入占比达2.71%），旗下产品《新倚天屠龙记》在中国香港与中国台湾地区上线后，迅速取得了中国香港与中国台湾地区iOS游戏免费榜排名第一的优异成绩。在AIGC技术的应用上取得进展，自研的“形意”大模型已应用于实际研发场景中。“形意”大模型注重游戏垂类场景的应用，基于多款上线盈利产品与多个IP的合作经验对其进行训练，直接对接真实的游戏开发需求，并成功为多个项目的研发实现显著增效。出海与AI技术有望进一步打开公司长期成长空间。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(3) 心动公司 (02400.HK)：《出发吧麦芬》将测试，收购海外发行公司少数股权

《出发吧麦芬》国服及日韩等地区有望延续良好表现

根据TapTap，《出发吧麦芬》国服将于4月16日-4月26日进行删档付费测试，根据App Store，预计于5月15日正式上线。《出发吧麦芬》此前1月24日上线港澳台地区后，一直保持在iOS畅销榜前列，根据data.ai数据，2月份流水1800万美元，排名出海游戏第15名。根据点点数据，3月份流水超2012万美元，排名港澳台出海游戏第1名。我们认为，公司《出发吧麦芬》在港澳台地区取得亮眼表现，一方面得益于优秀的产品品质：《出发吧麦芬》融合了放置挂机和RPG玩法，在休闲轻松的同时也具备较高的社交属性和用户粘性。另一方面得益于公司良好的宣发和运营：在休闲放置赛道，公司曾发行过自研产品《天天打波利》及代理产品《不休的乌拉拉》，多款休闲放置产品的发行为公司积累了成熟的发行能力。截至4月10日，《出发吧麦芬》在TapTap预约量超31万，评分达8.1，《出发吧麦芬》在国服及日韩等更多海外地区的上线，有望延续在港澳台地区的良好表现，为公司贡献可观业绩增量。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.62/6.74/7.88亿元，对应EPS分别为1.2/1.4/1.6元，当前股价对应PE分别为12.4/10.6/9.3倍。

收购海外发行公司少数股权，进一步加强全球化发行能力

根据公告，公司将收购非全资子公司X.D. Global剩余35%股权，X.D. Global主要从事与优质游戏的海外发行及运营，2023年税后净利润为4602万元，此次收购有望加强公司的海外运营能力，为后续产品海外发行打下坚实基础。

新游戏投放需求增加有望继续驱动TapTap收入增长

2023年TapTap收入达12.97亿元（同比+32.63%），得益于公司对TapTap的策略调整，2023H2 MAU重回增长趋势，2023Q4 MAU已超过2022Q4。我们认为，随游戏版号稳定发放及版号数量增加，新游戏投放需求或继续增长，带动TapTap收入持续增长。同时，对TapTap的持续优化或驱动MAU继续回升。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(4) 完美世界(002624.SZ)：“P5X”或开启新产品周期，业绩有望逐步改善

产品研发周期影响短期业绩，看好新产品周期表现

公司2023年实现营业收入77.91亿元(同比+1.57%)，归母净利润为4.91亿元(同比-64.31%)，扣非归母净利润为2.10亿元(同比-69.56%)。公司2023Q4实现营业收入15.95亿元(同比-18.57%，环比-8.09%)，归母净利润为-1.23亿元，扣非归母净利润-2.47亿元。公司2023年业绩同比下滑主要系受产品研发周期影响，公司推出的新游较少，在运营游戏随生命周期自然衰减，流水与业绩贡献同比下降，以及公司投资净收益减少所致。此外，公司全年预计派发现金股利每股0.46元，以4月15日收盘价计，股息率为4.61%。我们预计公司2024-2026归母净利润分别为10.52/12.83/14.38亿元，对应EPS分别为0.54/0.66/0.74元，当前股价对应PE分别为18.87/15.44/13.77倍。

收入结构变化致毛利率、净利率下降，随新游上线，盈利能力有望逐步回升

公司2023年毛利率为59.7%(同比-8.75pct)，主要系公司上线影视剧较多，带动毛利率较低的影视业务收入占比自2022年的4.18%提升至2023年的13.27%。公司2023年净利率为6.3%(同比-11.65pct)，净利率同比下降主要系收入结构改变带来的毛利率下降所致。我们认为，随着公司丰富的储备游戏产品加速释放，游戏业务收入有望实现较快增长，带动公司整体毛利率与净利润逐步回升。

《女神异闻录：夜幕魅影》公测或开启新产品周期，后续游戏有望加速上线

公司《女神异闻录：夜幕魅影》已于4月12日开启国内公测，游戏预下载即登顶APP Store免费总榜，公测次日位列iOS游戏畅销榜第8名，并即将于4月18日在港澳台地区和韩国正式上线。储备手游《一拳超人：世界》《乖离性百万亚瑟王：环》及端游产品《诛仙世界》《完美新世界(Perfect New World)》等陆续展开测试，《诛仙2》《神魔大陆》等多款产品正在积极研发中，有望加速上线，随着新产品周期的开启带来流水增量，公司业绩有望持续修复。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(5) 腾讯控股 (00700.HK)：“DNF手游”定档5月21日，助力游戏业务成长

“DNF手游”备受用户期待，上线表现可期，维持“买入”评级

根据地下城与勇士手游微信公众号，《地下城与勇士：起源》（“DNF手游”）定档5月21日上线，“DNF手游”基于经典端游《DNF》（地下城与勇士）IP。《DNF》由Nexon子公司Neople研发，于2005年在韩国推出，该游戏上线后迅速在全球取得成功，用户突破6亿。2008年公司在中国代理并发行《DNF》，成为了最快达到100万同时在线人数的游戏，并创下了高峰500万同时在线人数的记录。截至2018年，《DNF》全球累计营收超100亿美元。“DNF手游”最早于2015年公布，2016年进行了首次内测，截止2020年8月，预约人数超6000万人。截止目前，“DNF手游”在TapTap平台预约量超180万，在好游快爆平台预约量超120万。“DNF手游”在还原端游原汁原味的基础上，对手机端进行了适配，并增加了更丰富的玩法和游戏体验，作为用户期待已久的头部IP产品，“DNF手游”上线后有望带来可观流水与业绩增量。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1567/1873/2051亿元，对应EPS分别为16.6/19.8/21.7元，当前股价对应PE分别为20.94/17.56/16.02倍。

储备游戏丰富，有望驱动游戏业务持续增长

除“DNF手游”外，公司储备游戏还包括基于王者IP的《星之破晓》（定档2024Q2）《王者万象棋》《三角洲行动》《塔瑞斯世界》《极品飞车：集结》《宝可梦大集结》《卡拉彼丘》等，其中《三角洲行动》基于经典端游IP，产品品质优良，上线表现值得期待，丰富的产品线有望驱动公司游戏业务持续增长。

视频号商业化进展迅速，仍有较大变现空间

根据公司公告，视频号2023年总用户时长实现翻倍增长，视频号广告在公司广告业务收入及毛利率提升中做出了重要贡献。根据2024微信公开课，2023年视频号带货规模同比大幅增长，GMV接近2022年的3倍。我们认为，基于微信的庞大流量，视频号电商及广告仍有较大的变现空间，或继续驱动公司业绩增长。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(6) 网易-S (09999.HK)：与暴雪合作重启，自研、代理、出海齐发力

暴雪与网易达成合作，暴雪旗下游戏2024年夏季回归

4月10日，暴雪与网易重新达成合作，暴雪旗下游戏将根据更新后的游戏发行协议于2024年夏季开始陆续重返中国大陆市场。此外，微软游戏和网易还达成了一项协议，尝试将新的网易游戏带到Xbox及其他平台。我们认为，暴雪与网易重新达成合作，一方面随游戏上线有望为公司带来流水和业绩增量，另一方面公司有望与暴雪、微软展开更多合作，推出更多合作产品，同时也有利于提升网易品牌价值，助力全球化布局。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为339/373/404亿元(前值为331/364/394亿元)，对应EPS分别为10.5/11.6/12.5元，当前股价对应PE分别为14.38/13.02/12.08倍。

优质储备产品丰富，有望支撑公司业绩持续增长

公司储备产品丰富，已经拿到版号的产品包括《永劫无间手游》《燕云十六声》《萤火突击》《七日世界》《零号任务》等，均有望加速上线。其中《永劫无间手游》于4月1日进行了首测，《永劫无间》端游于2021年公测，曾蝉联两届Steam年度最佳铂金奖项，2023年7月转为免费游戏后，《永劫无间》端游全球玩家数量仅3个月翻番至超4000万，截至目前，《永劫无间手游》官网预约量近2000万，游戏上线后有望延续端游的亮眼表现。此外，公司还有多款在研重磅游戏，包括《代号：无限大》《代号：56》《暂时叫它：天字六七》等，丰富的优质产品管线，有望支撑公司业绩持续增长。

持续加强全球市场与3A游戏布局，或进一步打开游戏业务成长空间

2023年已有多款产品在海外推出，包括《蛋仔派对》上线东南亚和港澳台市场，《Project: Blood Strike》上线东南亚市场，后续有望在更多地区推出更多产品。此外，公司2019年至今在外海搭建了14个工作室，主要以3A主机游戏研发为主，随研发完成上线，或进一步助力海外市场拓展并有望在主机市场取得突破。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(7) 吉比特 (603444.SH)：老游戏下滑致短期业绩承压，关注新游戏表现

老产品下滑致短期业绩承压，新游戏上线表现值得期待

公司2023年实现营业收入41.85亿元（同比-19.02%），归母净利润11.25亿元（同比-22.98%），业绩下滑主要系《问道手游》《一念逍遥（大陆版）》营业收入较2022年有所下滑。2023Q4实现营业收入8.78亿元（同比-34.35%，环比-8.35%），归母净利润2.66亿元（同比-40.82%，环比+45.36%），在毛利率提升及费用减少的带动下，2023Q4归母净利润实现环比增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为11.71/13.80/15.38亿元（2024-2025年前值为15.76/18.54亿元），对应EPS分别为16.26/19.15/21.34元，当前股价对应PE分别为12.07/10.25/9.20倍。

收入下降与费用率提升影响短期利润率，不改公司长期盈利能力

公司2023年毛利率为88.53%（同比-0.2pct），销售费用率为26.79%（同比-0.19pct），管理费用率为7.53%（同比+0.95pct），研发费率为16.23%（同比+3.21pct），净利率为26.88%（同比-1.39pct），销售费用率降低主要系《一念逍遥（大陆版）》等产品发行投入减少，管理和研发费用率提升主要系公司员工人数有所增加，相关费用相应增加，同时收入有所减少所致。我们认为，老游戏收入下滑致公司短期利润承压，随新游戏陆续上线带来增量收入，盈利能力有望逐步回升。

公司2024年储备游戏丰富，上线后表现值得期待

公司2023年12月份上线了《超进化物语2》《皮卡堂之梦想起源》，《Outpost: Infinity Siege》于2024年3月27日在Steam平台发售，都有望为公司贡献收入增量。此外，公司储备游戏丰富，包括《M72》《最强城堡》（已获版号）《航海王：梦想指针》（2024年4月1日上线）《亿万光年》（2024年下半年上线）《封神幻想世界》（2024年下半年上线）等。我们认为，丰富储备游戏上线后有望逐步抵消老游戏流水下滑，带动公司业绩长期增长。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(8) 创梦天地 (01119.HK)：2023年经调整净利润扭亏为盈，期待新游戏表现

2023年经调整净利润扭亏为盈，看好新游戏上线表现

公司2023年实现营业收入19.16亿元（同比-29.9%），实现归母净利润-5.56亿元（亏损同比缩窄77.68%），2023年毛利率为37.3%（同比+1.3pct），经调整净利润为1.40亿元（同比扭亏为盈）。2023H2公司实现营业收入7.95亿元，（同比-41.22%，环比-29.06%），实现归母净利润-5.97亿元（亏损同比缩窄73.92%，环比扩大1566.62%），2023H2收入下滑主要系公司终止一部分游戏、线下衍生品等非核心业务，利润同比改善主要由于（1）核心游戏收入增长和自有渠道收入提升带来毛利提升；（2）运营及管理费用收缩。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.73/5.45/6.21亿元，对应EPS分别为0.3/0.3/0.4元，当前股价对应PE分别为9.83/9.83/7.38倍。

费用率大幅优化，公司盈利能力有望改善

公司2023年销售费用率为12.0%（同比下降29.4pct），主要系《荣耀全明星》获客渠道多元化及精细化运营，销售费用有所减少；研发费用率为12.5%（同比提升0.3pct），研发费用同比下降24.05%至2.4亿元，主要系《卡拉彼丘》、Fanbook等业务逐渐成熟，研发投入逐步减少，以及AIGC技术辅助内部 workflow 提效。我们认为，随着公司聚焦到游戏主业，对费用实施有效管控，后续新游戏上线后带来流水增量，有望驱动公司盈利能力改善。

老游戏收入强势增长，关注《卡拉彼丘》手游及《三角洲行动》上线表现

公司老游戏焕发活力，《梦幻花园》和《梦幻家园》2023年营收同比2022年增长接近50%。新游方面，《三角洲行动》预计2024Q4多端上线，《卡拉彼丘》手游预计2024年下半年国内上线。2024年3月，公司与沙特云计算公司SCCC签订谅解备忘录，合作或助力《卡拉彼丘》在中东及其他海外地区进行拓展。公司具有多款成功自研产品与全球化运营能力，并拥有超千万用户的游戏社区Fanbook，《卡拉彼丘》手游及《三角洲行动》上线有望为公司贡献可观业绩增量。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(9) 姚记科技(002605.SZ)：销售费用影响短期业绩，游戏与扑克牌驱动长期成长

2023年业绩大增，游戏与扑克牌业务或继续驱动增长，维持“买入”评级

公司2023年实现营业收入43.1亿元（同比+10.01%），归母净利润5.6亿元（同比+61.37%），主要系游戏板块随产品迭代更新，优化了玩家体验，同时公司优化了游戏投放推广策略，合理安排投放节奏，游戏推广费用较2022年有所下降，从而带来利润增长。2024Q1实现营业收入9.8亿元（同比-17.38%，环比+33.47%），归母净利润1.5亿元（同比-23.94%，环比+3036.81%），2024Q1利润同比下降主要系公司海外游戏业务运营模式调整，导致销售推广费用增加所致。基于公司业绩及业务预期，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.08/7.86/8.54亿元，对应EPS分别为1.72/1.91/2.07元，当前股价对应PE分别为14.7/13.2/12.2倍。

2024Q1毛利率较稳定，销售费用增加或驱动后续游戏收入增长

公司2023年毛利率为37.63%（同比-1.07pct），主要系毛利率较低的互联网营销收入占比提升。2024Q1毛利率为37.78%（同比+3.6pct，环比-13.51pct），公司新扑克牌生产基地建成后，有望降低生产成本，带动毛利率提升。2024Q1销售费用率为7.29%（同比+3.4pct，环比-6.14pct），海外游戏业务运营模式调整致销售费用率提升，后续有望驱动游戏流水及收入增长。

三大业务持续向好，助力公司长期成长

(1) 游戏：公司捕鱼品类核心游戏表现稳健，核心游戏《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》基本保持在iOS畅销榜前150名，同时公司进一步推进海外市场布局，寻求新的利润增长点。(2) 扑克牌：公司积极推进“年产6亿副扑克牌生产基地建设项目”，新扑克牌生产基地有望进一步提高公司生产线智能化水平，提升生产效率和降低生产成本，进一步提高市场竞争力。

(3) 互联网营销：公司首创VTATM模型，为游戏发行市场营销策划提供方法论，在巨量引擎营销科学“认证服务商”资质基础上进阶为“金牌认证服务商”，互联网创新营销能力持续提升。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(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《三国群英传》《仙境传说》《斗破苍穹》《冒险岛》《盗墓笔记》等多款IP授权。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，自研产品《斗破苍穹》《仙境传说》《三国群英传》等系列产品将于2024—2025年前后在海内外陆续推出。AI应用已在公司的游戏研发及发行上实现常态化应用，包括基于AI训练游戏素材的能力，借助于如Runway等AI文本生产视频的工具，结合游戏引擎的渲染优化，自研制作更为精美的游戏剧情过场短动画、发行宣传视频素材、游戏UI动态界面等。

(11) 掌趣科技 (300315.SZ)：拓展SLG、小游戏赛道，推进“AI+游戏”战略。在境内市场，公司积极布局小游戏赛道，2023年第三季度新上线的小游戏产品《大圣顶住》在上线后取得良好的流水表现，在境外市场，公司聚焦SLG赛道，积极推进《代号S》和《代号H》的研发进度，努力加快推进上线进程。此外，公司与北京悠米互动娱乐科技有限公司达成业务合作，通过整合双方的核心技术及优势资源，共同开发“AI游戏创作平台”，实现“AI+UGC”。公司与北京蓝亚盒子科技有限公司达成业务合作，联合推出LayaAir 3游戏引擎，为广大游戏开发者提供更加智能、自动化的游戏引擎产品。

(12) 汤姆猫 (300459.SZ)：基于汤姆猫IP庞大用户量，积极探索AI产品。公司及旗下子公司深耕休闲移动应用十余年，截至2023年，汤姆猫家族IP系列应用在全球范围内的累计下载量已超过230亿人次，全球MAU（月活跃用户人数）最高达4.7亿人次。基于汤姆猫IP，公司积极探索AI产品应用。公司国内研发团队与西湖心辰合作的汤姆猫AI讲故事等产品，已初步完成主要功能的测试；首款AI手游《Talking Ben AI》已在斯洛文尼亚、塞浦路斯、南非等地区开启首轮海外测试；公司AI硬件团队正研发一款基于生成式人工智能技术的AI语音交互陪伴机器人等。

3.2 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，业绩与估值或迎来双击

3.2.4 “AI+游戏”重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、完美世界、腾讯控股、网易-S、吉比特、创梦天地、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、汤姆猫、宝通科技、巨人网络、游族网络、三七互娱

(13) 宝通科技 (300031.SZ)：工业互联网与游戏业务积极拓展海外市场。公司工业物联网业务立足国内，深耕海外市场，建立泰国工厂，打造全球技术服务中心，并组建国际化的团队，与全球优秀的合作伙伴建立紧密的合作关系。游戏业务方面，进一步拓宽全球业务版图，公司在日本地区重点推出了新游戏《ドット勇者（浮空秘境）》，单月流水突破了2千万美金，创造了子公司易幻单月最高流水记录，实现了日本市场的突破。目前公司已开发出多项AI创新技术并应用。其中包括AI翻译系统、AI绘画技术、AI配音技术、AI视频技术、AI智能广告投放系统等。

(14) 巨人网络 (002558.SZ)：深耕优势赛道，推进全球化战略。公司深耕国战MMO优势赛道，2023年《原始征途》实现流水超15亿。休闲竞技赛道，《球球大作战》通过多个国潮文化跨界联动、暑期“球球八周年音乐节”等活动提升整体产品热度，活跃 ARPU 及付费率创历史新高，iOS 畅销榜排名则创近3年新高。此外，公司持续拓展海外市场，2024年新年假期《Super Sus》DAU突破百万。同时，公司基于开源模型自主训练的AI生成大模型 GiantGPT 于2024年2月完成备案。

(15) 游族网络 (002174.SZ)：业务持续修复，储备产品丰富。公司自主研发的《少年三国志》《少年三国志2》等多款产品在公司的精细化运营下有效拉长产品生命周期，保持用户粘性，为公司带来长期稳定的流水贡献及利润。同时公司储备产品丰富，包括《绯色回响》《少年西游记2》《我的三体：2277》《少年三国志3》等。公司升级成立AI创新院，运用AI工具优化游戏管线，在美术资产生成、视频生成、音频生成、代码生成、AI翻译、智能NPC交互等领域进行探索研究。

(16) 三七互娱 (002555.SZ)：小游戏赛道表现领先，多元游戏品类布局。2023年公司全球在运营月均流水破亿产品多达8款，全球发行的移动游戏最高月流水超过23亿元。国风趣味养成游戏《寻道大千》不断突破用户池，通过品牌赋能与社交互助实现产品长线运营，为公司在小游戏赛道沉淀了行业一流经验，为后续产品打下坚实的基础。目前公司已储备超过40款自研或代理优质手游，涵盖MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营以及放置RPG、休闲益智等众多类型。公司不断探索游戏工业化AI+应用，将决策式AI与生成式AI运用到各业务环节，包括研究通过AIGC推荐与生成玩家偏好的图像、元素、玩法的方式，帮助玩家参与创作，探索打造非线性游戏流程体验的可能性。

3.3 AI+教育：大模型长文本及多模态突破，持续赋能AI教育应用落地

3.3.1 AIGC赋能全线教育产品，多款教育产品打上“AI”标签

1、**Gauth**：GauthMath于2020年12月由字节跳动的海外子公司开发上线，主要针对数、化、物、生等教育学科内的问题提供分步解题思路。根据Data.ai数据，Gauth在美国市场的DAU从1月的50.56万人猛增至峰值的139万人，全球范围内DAU峰值达206.5万人次，相较年初增长超过1.4倍。

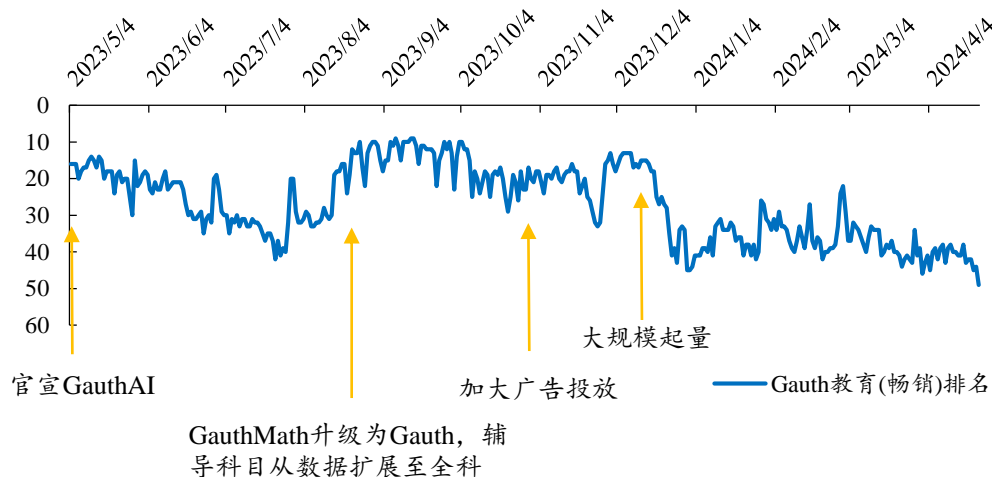
2、从4月美国iOS教育畅销榜Top50的重点产品来看，至少7款产品打上“AI”标签，Chegg、Photomath、Mathway这几款海外本土头部拍照解题产品也先后植入AI功能。大模型所展现的拟人式问答交互、题库积累强大的推理能力、调优后的回复准确率提升等特点，能有效匹配教育培训行业的个性化定制化、内容泛化需求，其较为简单的“答题”模式也使教育场景成为AI落地的首选。

表3：美国iOS教育畅销榜Top50中，至少7款打上“AI”标签

| 产品 | 上线时间 | 3月美国日活(万) | 3月全球日活(万) | 近30天营收(单位：万美元) |
|--------------------------------|------------|-----------|-----------|----------------|
| Chegg Study-Homework Help | 2010/8/10 | 3.1 | 9.7 | 193 |
| Photomath | 2014/10/17 | 247 | 874 | 171 |
| Brainly: AI Homework Helper | 2013/11/28 | 11.2 | 273 | 98 |
| Mathway: Math Problem Solver | 2012/4/9 | 13.9 | 37.9 | 65 |
| Nerd AI-Tutor&MathHelper | 2023/7/20 | 2.2 | 7.2 | 47.2 |
| Question.AI-AI Math Calculator | 2023/5/30 | 5.5 | 61 | 28.7 |
| Gauth: AI Study Companion | 2020/12/26 | 6.4 | 20 | 23.2 |
| Answer.AI-Your AI tutor | 2023/3/20 | 7.8 | 15 | 20.2 |
| Solvo: AI Homework Helper | 2023/5/24 | 5.7 | 5.9 | 17.8 |
| Solve.ly-AI math solver | 2023/4/14 | 6.3 | 7.4 | 11.7 |
| Quizard AI-Scan and Solve | 2023/1/26 | 5.4 | 5.4 | 9.1 |

资料来源：36氪、开源证券研究所

图24：GauthAI畅销榜排名逐步走高



资料来源：七麦数据、开源证券研究所

3.3 AI+教育：大模型长文本及多模态突破，持续赋能AI教育应用落地

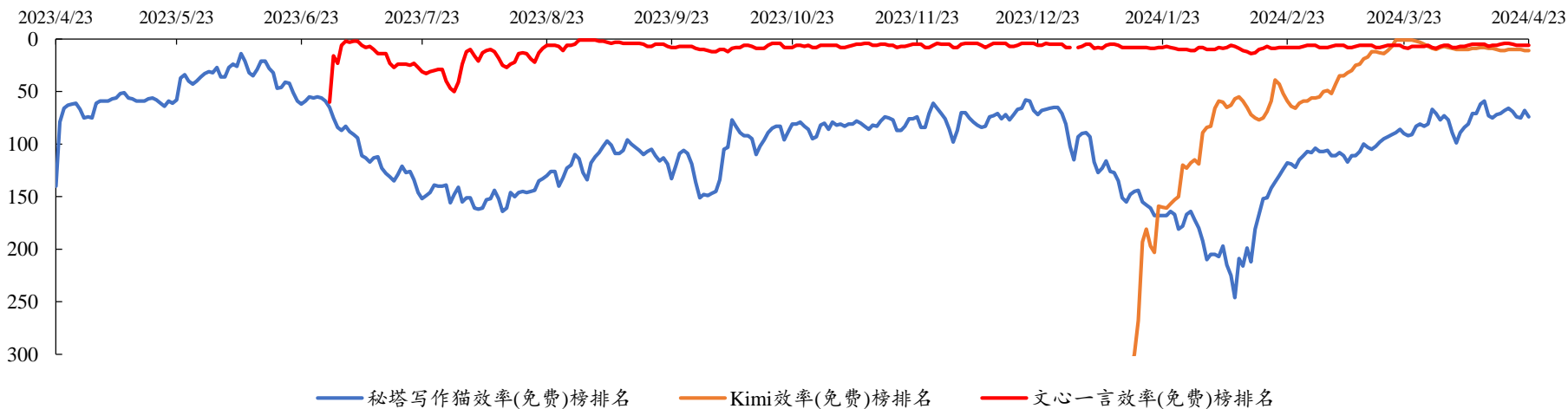
3.3.2 Kimi、秘塔长本文能力和知识领域能力不断突破，或不断赋能教育行业

1、**Kimi**：2023年10月，由杨植麟创办的月之暗面发布首款大模型产品智能助手Kimi Chat，将上下文窗口长度扩展至20万字，2024年3月18日，Kimi将上下文输入限制突破至200万汉字。

2、**秘塔AI**：公司共推出4款产品：秘塔AI搜索（2024年初上线）、秘塔写作猫（2022年）、秘塔翻译（2019年）、秘塔检索。据similarweb统计，截至2024年3月24日，秘塔AI搜索网站共计访问779.3万次。

此外，阿里通义千问开放1000万字长文档处理功能，百度文心一言释放200万至500万长度处理能力。Kimi，秘塔AI等长文本应用的用户规模不断破圈，验证AI应用落地已初步具备商业性。

图25：kimi排名进步明显



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

3.3 AI+教育：大模型长文本及多模态突破，持续赋能AI教育应用落地

3.3.3 世纪天鸿“小鸿助教”不断迭代，商业化可期

1、小鸿助教：定位辅助老师提升备课效率的智能教师助手。公司于2024年2月29日更新小鸿助教4.0，增加联网和文档阅读功能（1）**联网：**突破了大模型语料训练截止到2023年4月的限制，可爬取2023年4月以后知识。（2）**文档阅读：**可输入不超过100M的PDF、word、txt、图片等文本，10万字以内文字上传，可总结文档，梳理内容，根据文档出题等。内容实现全学科、小初高全学段全面覆盖，目前拥有十大功能场景。商业化方面，目前用户数量5万左右。预计用户规模形成稳定量级后，通过教师端往C端延伸。

2、笔神作文：定位覆盖二年级到高三的在线写作APP，截至2023年12月，笔神作文APP用户超1700万，作文社区每月投稿量30万，总投稿数超过1000万，公司预计推出交作文小程序，计划往B端延伸。2024年来，笔神凭强大的产品力、活跃的创作社区，入选中国散文学会校园文学专业委员会，并获得多位权威专家肯定，公司将持续加强教研、产品投入，推高用户规模，增强社区活力。

图26：小鸿助教十大功能场景



资料来源：世纪天鸿

图27：笔神作文产品力得到高度认可



资料来源：笔神作文批改

3.3 AI+教育：大模型长文本及多模态突破，持续赋能AI教育应用落地

3.3.4 “AI+教育”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)**：小鸿助教功能矩阵完善，商业化进程逐步打开。2024年3月，公司更新推出AI助教——小鸿助教4.0版，新增联网和文档阅读功能，形成教案生成、教师评语等十大功能场景。公司投资的笔神作文注册用户超过1700万，或将拓展B端新增量。公司已形成教辅图书为基本盘，AI+教育提供增长点，同时外延式投资并购做大规模的战略布局，战略清晰，商业化落地快，具备一定稀缺性。

(2) **南方传媒 (601900.SH)**：主业为锚，AI+教育新业态逐步落地。公司为广东出版发行龙头，同时积极推进智慧教育平台建设。AI教育产品矩阵包括粤教翔云（服务1600多万师生）、南方E课堂、AI听说、AI围棋、粤教讯飞E听说（与科大讯飞合作）、花城艺测（辅助音乐专业考级）等。此外，公司承接课后教育需求，利用书店渠道建立新华乐育学堂，与编程猫合资成立南传科技切入少儿编程课程。公司账面现金充沛，有望通过提高分红比例回馈投资者。

(3) **皖新传媒 (600757.SH)**：出版主业稳健经营，研学教育业务快速增长，高分红回馈投资者。公司2023年实现营业收入112.44亿元（同比-3.79%）；归母净利润9.36亿元（同比+32.21%）。出版主业稳健经营外，公司延伸拓宽教育服务产业链，推进研学教育业务，2023年实现收入3763万元，同比增长607.33%。公司分红意愿强，2023年年度利润分配预案拟每10股派3.05元(含税)，合计派发现金红利5.97亿元(含回购6.45亿元)，公司2023年末现金合计106.77亿元（同比+17%），账面现金充沛，2024年高股息趋势有望延续。公司重视AI研发，据公司年报，公司积极开发皖新阅读大模型，研制皖新朱子教育AI机器人。

(4) **盛通股份 (002599.SZ)**：人工智能青少年教育赛道龙头，课程力与渠道力双管齐下。公司深耕素质教育赛道，2016年以来陆续投资收购编程品牌乐博乐博、中鸣机器人、VIPCODE、创想童年等，并搭建盛通教育研究院，科技教育逐渐成为公司的第二增长曲线，现有约 3.5 万左右活跃度 90% 以上的粘性学员。2023年8月公司与腾讯教育达成战略合作，联手推出数字人、AI绘画等课程，增强课程力。此外，公司持续拓宽渠道，积极把课程输送到C端门店以外的渠道，利用与中国儿童中心的合作优势，将课程输出到少年宫等公办校外教育机构，2024年或服务超百家少年宫。2023年12月，公司推出“校园智慧伙伴AI终端——AI数字人学伴”建设服务，将数字人助手的应用从软件拓展到硬件。

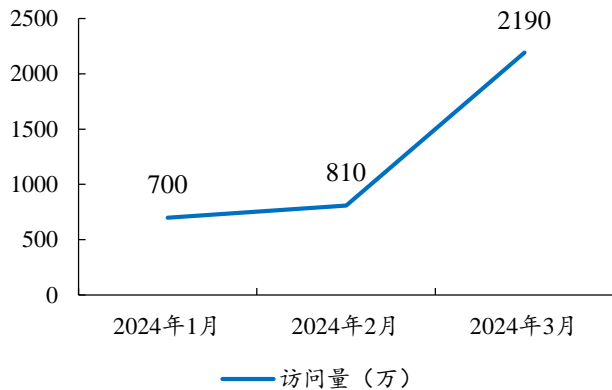
3.4 AI+音乐：AI音乐创作迎来突破，打开音乐社交及版权市场空间

3.4.1 Suno出圈，AI音乐创作迎来突破

1、Suno：最初在discord提供服务，2023年12月中旬，Suno与微软旗下Copilot达成合作，使其转向更强大市场。2024年3月21日，Suno推出V3版本，作为首个能产出广播级音乐品质的模型，Suno能够仅通过文本输入生成40-80秒的高质量完整原创歌曲、乐器伴奏和人声，实现声音创作的“普及化”，或成为AI音乐的“ChatGPT时刻”，目前已向所有用户开放。根据semrush网站数据，2023年12月Suno.AI网站访问量达到1412万，远超过其竞争对手Soundful的88.5万和Aiva.ai的53.2万。

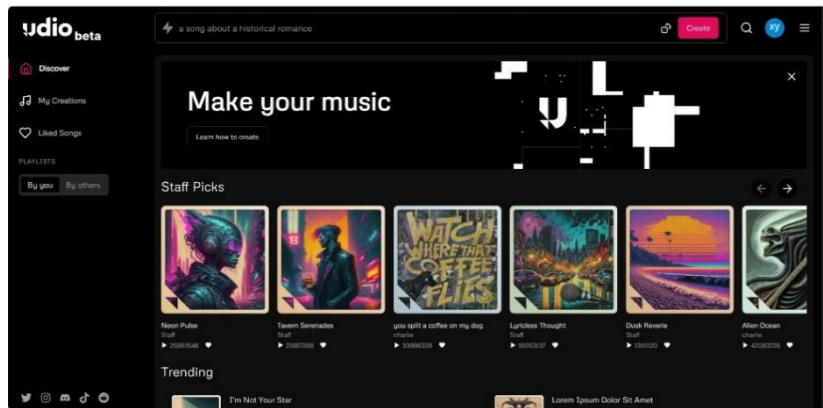
2、Udio：2023年12月由谷歌DeepMind前工程师打造，2024年4月10日发布Beta版，测试阶段，每人每月可免费生成1200首音乐。除Suno外，许多提供类似工具的AI音乐初创公司已进入该领域，如Soundful、Magenta、Beatbox（可以生成节拍和器乐曲目）、Soundraw、Loudly、Boomy、Beatoven.ai等。

图28：Suno在2024年以来访问量持续上涨



数据来源：Similarweb、开源证券研究所

图29：Udio操作界面简洁易用



资料来源：Udio官网

3.4 AI+音乐：AI音乐创作迎来突破，打开音乐社交及版权市场空间

3.4.2 国内积极跟进，AI音乐社交及版权市场空间或将打开

1、天工Skymusic开启内测，盛天“给麦”持续迭代。昆仑万维发布全球最大规模的开源MOE大模型「天工3.0」，并基于它打造了国内目前唯一公开可用的AI音乐生成大模型「天工SkyMusic」。这款音乐大模型在人声&BGM音质、人声自然度、发音可懂度等性能方面，以6.65分的综合得分超越Suno V3，成为中国首个音乐AIGC SOTA（state of the art，领域最佳水准）模型。目前数据集已接近2000万首音乐。相比昂贵的音乐授权成本，AI生成音乐将创作成本从数万元迅速降低到几分钱。盛天网络开发的AI音乐生成工具“给麦”App具备AI智能演唱、智能创作等功能，可基于用户声音生成歌曲，并于2023年开启商业化。

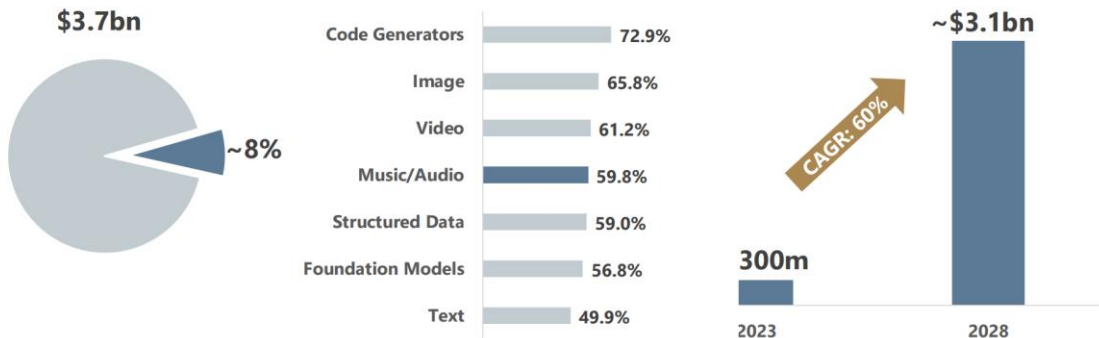
2、AI音乐社交及版权市场空间或将打开。AI音乐生成模型训练除应用于影视内容制作、营销配乐生成、用户自行创作以外，或拉动对音乐版权、音频语料数据的需求。市场规模方面，根据GEMA调查，目前全球的生成式AI市场规模中，AI音乐产业的市场规模为约3亿美元，占整体市场8%，并将在2028年增长至31亿美元，复合年均增长率为60%。

图30：天工 SkyMusic 综合性能超越 Suno V3



数据来源：昆仑万维、开源证券研究所

图31：AI音乐产业市场规模或在2028年增长至31亿美元



资料来源：GEMA

3.4 AI+音乐：AI音乐创作迎来突破，打开音乐社交及版权市场空间

3.4.3 “AI+音乐”重点推荐标的包括盛天网络、云音乐，受益标的包括昆仑万维、腾讯音乐

(1) 盛天网络(300494.SZ)：前瞻布局AI音乐社交，商业化空间逐步打开

AI音乐社交产品“给麦”持续迭代，商业化空间或逐步打开

公司积极探索AIGC应用，已上线AI音乐社交产品“给麦”，并已于2023年11月初开启商业化，进行AI音乐功能收费，给麦已上线AI歌声进化、AI全民会说唱、AI方言、AI虚拟人、AI歌手等功能，未来有望开放AI虚拟人分身创建，支持更多角色，如AI-CP、AI疗愈师、AI萌宠、AI主播等，并进一步预研AI写词、作曲、写歌、AI专辑封面、AI音乐MV等功能。公司持续丰富社交应用矩阵，并积极将AI玩法融入其中，或引入推理社交游戏及在线剧本杀的AI-DM，通过生成式预训练模型，引入拥有多轮对话记忆机制的AI-DM，新玩法或激发用户兴趣，提升用户粘性与付费意愿，进一步壮大社交业务，成为公司新的业绩增长驱动力。

新游戏将陆续上线，或持续贡献业绩增量

公司游戏储备丰富，《潮灵王国：起源》于2024年1月3日首发上线，《星之翼》于2024年4月18日首发上线，储备产品包括《剑与骑士团》（预计2024Q3发行）、《零域幻想》（预计2024Q2在小程序端发行）、《活侠传》（预计2024Q2在STEAM发售）《遇见梦幻岛》、《炁术行者》等，《真·三国无双8》仍处于开发阶段，预计2024年将进行玩家测试及迭代。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》预计在2024年定档上线，重点储备游戏的陆续上线或为公司带来可观业绩增量。

3.4 AI+音乐：AI音乐创作迎来突破，打开音乐社交及版权市场空间

3.4.3 “AI+音乐”重点推荐标的包括盛天网络、云音乐，受益标的包括昆仑万维、腾讯音乐

(2) 云音乐 (09899.HK)：用户基数扩大驱动收入增长，积极探索AI全流程赋能。

毛利率持续提升带动公司盈利能力不断改善

公司2023年实现营业总收入79.39亿元（同比-11.75%），主要系公司采用审慎经营策略，减少直播展示并降低收入分成比例，导致社交娱乐服务收入下降所致。2023年归母净利润7.34亿元（2022年亏损2.21亿元），毛利率为26.7%（同比+12.4pct），净利率为9.3%（同比+11.7pct），毛利率提升主要系在线音乐服务收入占比自2022年41%提升至2023年55%，版权成本结构及收入分成比例改善所致，公司实现扭亏为盈主要系毛利率提升及费用率管控所致。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.08/12.81/14.44亿元，对应EPS分别为4.7/6.0/6.7元，当前股价对应PE分别为19.94/15.62/13.99倍。

基于内容与社区优势，在线音乐付费用户规模与ARPU值持续提升

2023年公司在线音乐平台月活用户达2.06亿人（同比+8.7%），日活用户/月活用户比例稳居30%以上。2023年，公司持续拓展音乐厂牌曲库，与新海诚、相信音乐、鱼丁系、RYCEEntertainment等厂牌展开合作，上架了五月天、苏打绿、王嘉尔、莫文蔚、凤凰传奇等音乐人的歌曲。独立音乐人生态保持领先，2023年独立音乐人达68.4万人（同比+11.9%）。得益于优质服务、丰富内容和创新功能，及会员权益扩充的带动，公司2023年在线音乐服务会员达4412万人（同比+15.3%），在线音乐服务会员月ARPU值达6.9元（同比+4.5%）。

加速AIGC技术在音乐领域落地及消费场景拓展，进一步拓展音乐变现空间

云音乐深化AI技术在音乐生产、消费、推荐全流程环节应用，推出如灵感充电站、BEATSOUL激灵、网易天音、网易云音乐 X Studio等辅助创作工具，上线歌曲智能推荐讲解功能“私人DJ”、“Suno AI”音乐专区等，提高用户音乐体验。旗下AI音乐实验室研发的一站式AI音乐创作工具，亮相央视新闻新年特别节目《迈出新步伐》，根据3个关键词10秒生成歌曲。此外公司进行多终端布局，用户可以在手机、PC、电视、车载等场景轻松切换。我们认为，AI有望降低音乐内容成本 and 门槛，丰富内容供给，同时配合消费场景的拓展，有望进一步打开音乐的变现空间。

3.4 AI+音乐：AI音乐创作迎来突破，打开音乐社交及版权市场空间

3.4.3 “AI+音乐”重点推荐标的包括盛天网络、云音乐，受益标的包括昆仑万维、腾讯音乐

(3) **昆仑万维 (300418.SZ)**：AI矩阵完整，大模型提供坚实技术支持。公司全力践行“All in AGI 与 AIGC”，以AI大模型为基础，公司建立了包括AI社交、AI游戏、AI搜索、AI音乐和AI视频在内的六大业务矩阵。AI音乐产品「天工SkyMusic」支持生成高达80秒的44100Hz采样率双声道立体声歌曲，已于B端落地，与北京东城区文化旅游推广中心签署战略合作协议，通过AI音乐定制、交互等方式赋能文旅，4月17日该功能对外公测，通过向C端开放，逐步打造全民音乐共创平台。

(4) **腾讯音乐 (01698.HK)**：在音频领域利用AI推出QQ音乐臻品音质和臻品母带、AI伴唱、AI歌声、AI音色魔法师、AI作曲、AI对话等趣味功能，提升用户体验，在创作领域，公司的“启明星”一站式音乐智能创作、宣推服务平台，为音乐人提供了灵感辅助。公司拥有AI音乐大模型“琴乐大模型”，已与上海民族乐团进行了深度共创，创作出10首中国风民乐作品于2024年4月上演。公司拥有丰富音乐数据沉淀与强大用户行为洞察能力，或将通过调优逐步生成高质量编曲，在C端提升用户付费渗透率，打开成长空间。

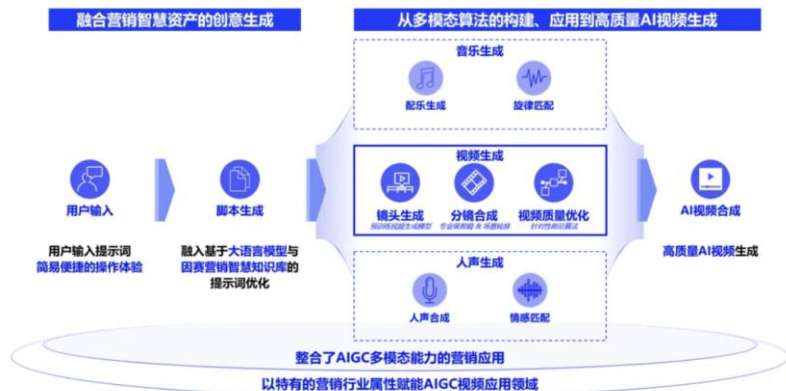
3.5 AI+营销：AI垂类模型持续赋能降本增效，消费复苏驱动收入增长

3.5.1 营销公司纷纷布局AI垂类模型和视频智剪工具，赋能广告营销降本提效

AI垂类模型、视频智剪工具持续落地。（1）因赛集团：旗下InsightGPT3月以来持续推出图生视频、文生视频营销产品，1月5日上线“视频智剪”，整合了智能视频切片、检索、创作、合成等功能。（2）福石控股：3月25日子公司迪思传媒与百度智能云合作开发的AI视频创作模型D&S-AI Video正式上线。4月18日子公司迪思传媒联手百度智能云、科大讯飞等企业率发布基于AI的全链路智能营销平台“FlinkAI”。（3）蓝色光标：落地Blue AI行业模型，2023年AI驱动收入约1亿元，24年有望达到5-10亿元。（4）元隆雅图：2023年11月23日宣布首个AIGC垂直模型通过发明专利初审。（5）引力传媒：基于自有营销行业模型推出三大智能体（感知洞察、营销决策、内容产出），并逐步赋能于业务全流程，企业人效大幅提升。营销垂类模型持续探索AI视频生成、智剪、合成等功能，赋能广告营销行业降本提效，打开商业化变现空间。

图32：因赛集团InsightGPT文生视频链路方法与流程

InsightGPT文生视频链路方法与流程



资料来源：因赛集团

图33：“FlinkAI”实现全链路智能营销



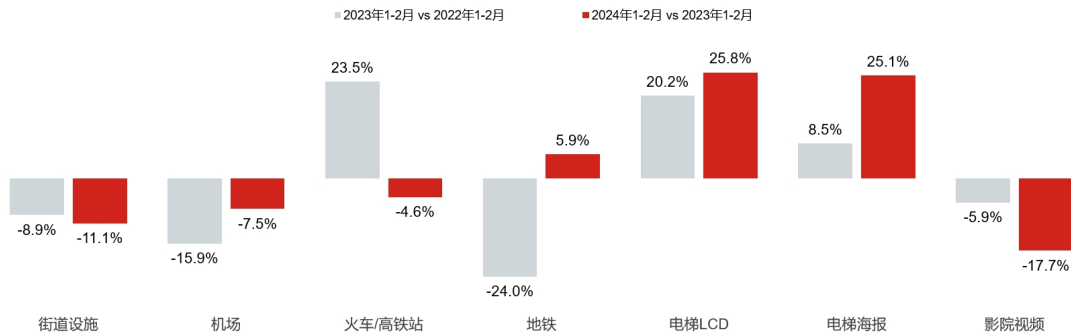
资料来源：迪思传媒

3.5 AI+营销：AI垂类模型持续赋能降本增效，消费复苏驱动收入增长

3.5.2 广告市场整体收入受益于消费复苏，旅游、出行火热拉动户外媒体投放需求

2024开年以来，随着各地各部门促消费政策不断发力显效，叠加春节假日因素，出行和文娱消费需求大幅增加，消费潜力加速释放，消费新业态新模式不断壮大，消费市场活力不断彰显，增势回暖。根据CTR媒介智讯的数据显示，2024年1-2月电梯LCD和电梯海报广告花费同比增长25.8%/25.1%，地铁广告花费同比增长5.9%；影院视频和街道设施广告花费同比分别下滑17.7%和11.1%，均较去年同期跌幅有所扩大；火车/高铁站、机场则呈现个位数的花费减少。根据CODC，2024年2月户外广告投放总额为160.05亿元，同比增长19%，排除范围和刊例增长外，净值同比增长4%。消费复苏带动广告主投放需求增加，其中旅游、出行火热拉动户外媒体投放需求增长。

图34：2019年-2024年1-2月同期各户外广告渠道花费同比变化



数据来源：CTR媒介智讯 Ad Cube 广告数据库

图35：2024年2月户外广告总花费同比提升



数据来源：CODC户外广告研究、开源证券研究所

3.5 AI+营销：AI垂类模型持续赋能降本增效，消费复苏驱动收入增长

3.5.3 “AI+营销”重点推荐兆讯传媒，受益标的包括引力传媒、因赛集团、分众传媒、蓝色光标

(1) 兆讯传媒 (301102.SZ)：大屏持续投入，出行复苏或驱动业绩修复

媒体资源投入影响短期盈利，看好收入加速修复，维持“买入”评级

2023年公司营业收入为5.97亿元（同比+3.56%），归母净利润为1.34亿元（同比-30.75%）；2023Q4公司营业收入为1.64亿元（同比+3.66%），归母净利润为1368万元（同比-77.78%），利润端下滑主要系媒体资源使用费同比增长27.48%至2.96亿元，致整体毛利率同比下滑10.12pct至41.95%。公司2024Q1营业收入为1.77亿元（同比+17.45%），归母净利润为3845万元（同比-38.96%），利润下滑主要系高铁媒体、户外大屏媒体资源成本增加。预测2024-2026年归母净利润分别为2.07/2.51/2.93亿元，对应EPS分别为0.71/0.87/1.01元，当前股价对应PE分别为19.54/15.94/13.73倍。

媒体资源、人员成本投入拖累毛利率，户外3D大屏随建成或逐步释放业绩

公司2024Q1毛利率为37.43%（同比-13.39pct），主要系媒体资源成本增加；净利率为21.68%（同比-20.04pct），广告宣传及人工成本增加致销售费用率同比增长1.88pct至12.66%。公司积极投入媒体资源建设，截至2024年3月31日，公司使用权资产同比增长14.22%至15.75亿元，驱动新业务贡献营收大幅增长，2023年户外3D大屏业务实现收入5654.17万元（同比+402.49%），新投入建设的户外裸眼3D高清大屏或在设施投入商业化后逐步释放业绩。

“五一”旅游高峰到来，高铁数字媒体有望充分受益

根据CTR媒介智讯，2024年1-2月电梯LCD和电梯海报广告花费同比上涨均超过25%，改善显著。公司持续拓展高客流站点，截至2023年12月末，公司开通高铁站点466个（同比+6.64%），运营5346块数字媒体屏幕（同比-3.34%），其中LED大屏69块（同比+7.81%）。新签、续签高铁媒体和新签媒体资源或受益于消费复苏及“五一”等假日旅游高峰到来，驱动广告收入持续增长。

3.5 AI+营销：AI垂类模型持续赋能降本增效，消费复苏驱动收入增长

3.5.3 “AI+营销”重点推荐兆讯传媒，受益标的包括引力传媒、因赛集团、分众传媒、蓝色光标

(2) **引力传媒 (603598.SH)**：社交及电商营销业务蓬勃发展，AI赋能内容产出。公司2023年实现收入47.38亿元（同比+9.34%），实现归母净利润4804万元（同比扭亏为盈），主要系公司社交及电商营销业务各项业务联动发展，其中高毛利业务社交营销业务规模同比翻番，驱动整体毛利率增长。公司积极拓展AI应用，基于实际业务应用场景推出“创意助手”、“视频助手”和“通用助手”三大AIGC产品应用，用于赋能内容、电商、策略等多业务团队的工作执行与内容产出效率。

(3) **因赛集团 (300781.SZ)**：布局海外短剧内容营销，InsightGPT赋能降本增效。2024年2月22日，公司与FlexTV达成战略合作，将共同新设合资公司开展海外短剧内容营销业务，打造立足于短剧出海场景的全链条营销服务平台，加速公司助力品牌出海的国际化发展进程。此外，公司也将合作探索AIGC在短剧出海领域的商业化实现路径，推动IP更高效+低成本变现。

(4) **分众传媒 (002027.SZ)**：基本面持续向好，高股息、业绩有韧性的梯媒龙头。公司作为电梯广告龙头，媒体网络效应显著，客户多为相对稳定的大众消费，且在品牌广告中投放门槛相对低。公司积极把握AI技术对广告传媒行业带来的机遇，目前公司营销垂类大模型已完成部署，正持续微调和迭代，其将极大丰富公司在广告创意生成、广告策略制定、广告投放优化、广告数据分析等多方面的综合能力。

(5) **蓝色光标 (002027.SZ)**：AI贡献收入增长显著，出海龙头持续拓展客户、媒体版图。公司2023年实现收入526.2亿元（同比+61.5%），实现归母净利润1.2亿元（同比扭亏为盈）。2024Q1收入端延续2023年强劲增长势头，实现营业收入157.8亿元（同比+43.4%）。AI商业化成效明显，公司2023年AI驱动收入达到1.08亿，2024年预计AI驱动收入预计增长5-10亿元。2023年9月，蓝色光标发布行业模型BlueAI1.0，携手百度、智谱、微软中国、谷歌等多家云平台，深入AI运用。现已服务于出海及国内整合营销、内容营销、广告投放等重点客户项目。

3.6 AI+MR: AI赋能3D内容开发, Vision pro及文旅消费助力MR内容空间打开

3.6.1 AI生成3D内容技术取得突破, 为后续MR内容开发降本提效、产能释放打下基础

在GTC 2024大会上, 英伟达发布LATTE3D, 能在1秒内将文字提示转换成物体和动物的3D表征。近期, Stability AI携手华人团队VAST开源了单图生成3D模型TripoSR, TripoSR能够在0.5s的时间内由单张图片生成高质量的3D模型, 甚至无需GPU即可运行。TripoSR开源使得开发者能够访问到最先进的3D生成AI模型, 从而能够利用3D内容创建更复杂的产品和服务。对于MR内容生态来说, AI生成3D技术的突破, 有望持续赋能MR内容开发的降本增效, 丰富MR内容生态, 同时基于内容需求带动用户对于相关MR硬件需求, 进一步打开MR内容商业化空间。

图36: LATTE3D可以根据提示词生成相应的3D模型



资料来源: NVIDIA英伟达

图37: TripoSR可以由单张图片生成高质量的3D模型



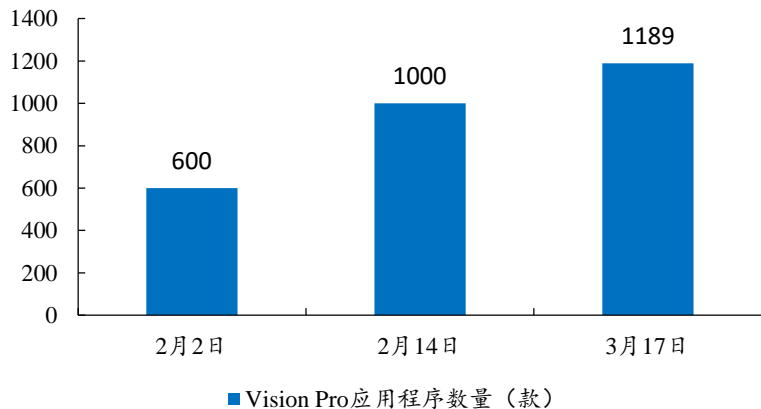
资料来源: 机器之心

3.6 AI+MR: AI赋能3D内容开发, Vision pro及文旅消费助力MR内容空间打开

3.6.2 Vision Pro 2024年年内将在中国上市, 终端销量或开始放量

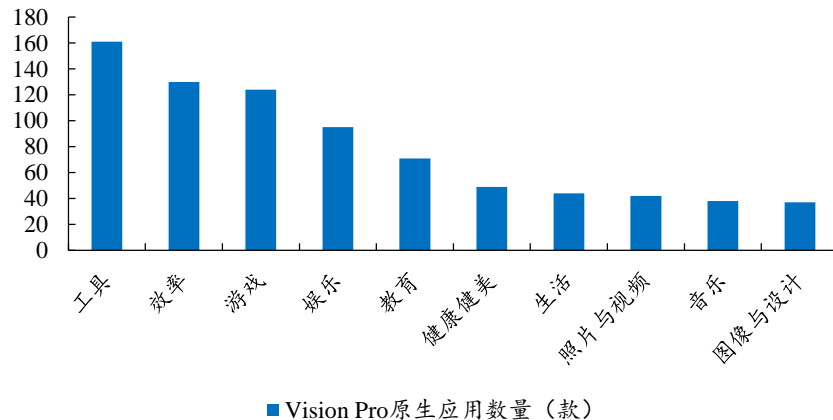
苹果MR头显Vision Pro于2月2日在美国正式上市, 据环球Tech, 截止3月31日, Vision Pro在美国市场的总销量已超37万台。在出货量增长的同时, Vision Pro的应用生态也在不断完善, 在设备发售当天有超过600款专门为该头显打造的空间应用, 根据Appfigures数据, 截至3月17日, Vision Pro头显的原生应用数量已超过1000款, 以工具、效率、游戏、娱乐、教育类应用居多, 工具和效率类应用较为突出。此外, 根据环球网, Vision Pro将在2024年年内在中国市场上市, 基于Vision Pro领先的MR体验, 以及不断丰富的内容生态, Vision Pro在国内上市后, 出货量有望进一步增长, 打开MR内容商业化空间。

图38: Vision Pro内应用程序数量不断提升



数据来源: VR陀螺、开源证券研究所

图39: Vision Pro中工具和效率类应用数量最多



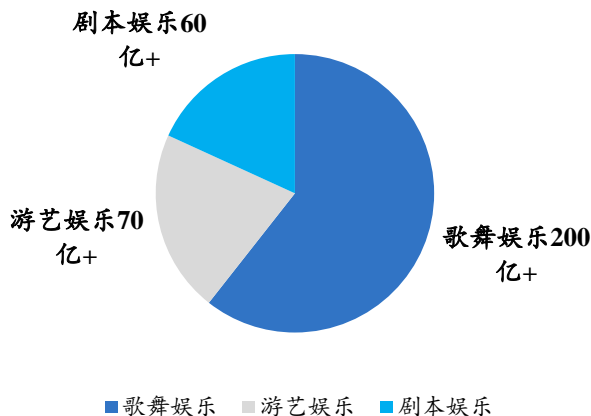
数据来源: VR陀螺、开源证券研究所

3.6 AI+MR: AI赋能3D内容开发, Vision pro及文旅消费助力MR内容空间打开

3.6.3 线下文旅持续复苏, 推动沉浸式线下体验市场空间打开

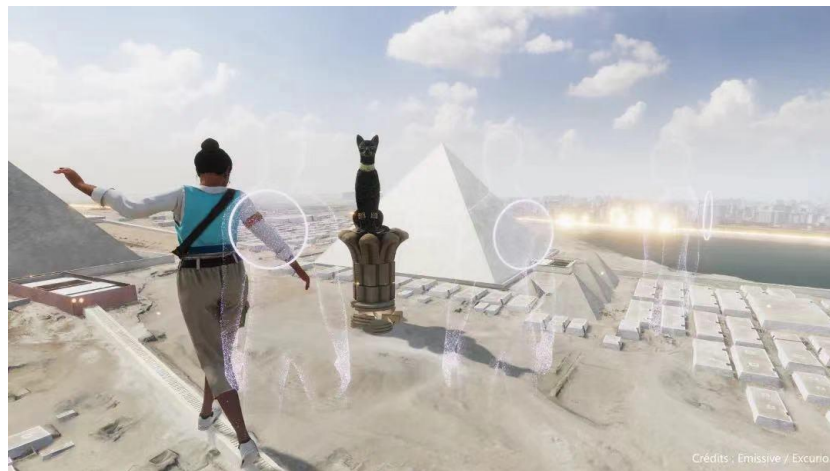
根据文化和旅游部数据, 2024年清明假期3天国内旅游出游1.19亿人次, 比2019年同期增长11.5%, 国内游客出游花费539.5亿元, 比2019年同期增长12.7%。同时, 线下文娱市场需求旺盛, 2024Q1全国歌舞娱乐场所营收超200亿, 游艺娱乐场所营收超70亿, 剧本娱乐经营场所营收超60亿, 同比增长3.46%。其中沉浸式体验成为市场风口, 沉浸式VR体验展《消失的法老》2023年5月登录上海, 截至2024年3月, 累计接待近10万人次。沉浸式全感VR体验项目《风起洛阳》自2023年4月开始运营, 截至2024年1月, 累计接待人次超3万人。沉浸式线下体验融合了艺术、科技、VR等, 更加满足用户个性、自主、深度互动参与的体验式旅游需求, 在线下文旅市场持续复苏带动下, 沉浸式线下体验市场空间有望进一步打开。

图40: 2024Q1国内线下文娱经营场所市场规模可观



数据来源: 中国文化和旅游行业协会

图41: 《消失的法老》提供线下沉浸式体验



资料来源: 黑键元宇宙营销公众号

3.6 AI+MR：AI赋能3D内容开发，Vision pro及文旅消费助力MR内容空间打开

3.6.4 “AI+MR” 重点推荐飞天云动，受益标的：锋尚文化、风语筑、大丰实业、丝路视觉

(1) 飞天云动 (06610.HK)：业绩增长稳健，加速C端数字人及XR内容布局

公司业绩稳健增长，看好C端数字人及XR内容布局

公司2023年实现营业收入12.45亿元（同比+16.7%），归母净利润2.64亿元（同比+11.5%）。其中AR/VR营销服务收入8.45亿元（同比+24%），主要系媒体终端数量和广告主平均消费提升，以及AR/VR营销服务拓展至海外并实现1亿元收入所致。AR/VR内容收入3.34亿元（同比-0.65%），客户数量与项目数量均实现同比增长。AR/VR SaaS服务收入0.58亿元（同比+31.7%），主要系AR/VR SaaS平台付费用户数量同比2022年增加103%至9283个，同时定制AR/VR SaaS项目数量同比2022年提升26%至402个所致。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.32/3.97/4.64亿元，对应EPS分别为0.18/0.22/0.26元，当前股价对应PE分别为3.33/2.73/2.31倍。

数字人矩阵累计粉丝量超500万，有望加速开启商业化变现进程

2023年，面向To C端，公司拓展了数字人开发及运营服务，打造了李好鸭、莫小余等数字人虚拟形象，还为包括敦煌文旅集团的诸多行业客户提供了全链路数字人解决方案。截至2023年，公司数字虚拟人矩阵积累了近500万粉丝量，有望通过粉丝经济、商业合作、直播带货等多种方式开启商业化进程。同时公司正在研发以MR设备为平台的数字人直播解决方案，有望赋能文旅直播、电商直播等场景，进一步打开数字人变现空间。

XR内容布局及AI有望构成公司第二增长曲线

公司与兰亭数字共同合作，联合出品了中国知名女团SNH48的《B50》金曲演唱会的XR版本。此外，基于行业及项目经验，公司持续开发和迭代自有AI垂类模型，提高3D内容及数字人开发、运营效率，并有望以SaaS平台或解决方案的形式对外开放。我们认为，随着苹果Vision Pro等MR设备在C端市场的普及，MR内容的需求有望大幅提升，驱动公司XR内容业务快速增长。

3.6 AI+MR：AI赋能3D内容开发，Vision pro及文旅消费助力MR内容空间打开

3.6.4 “AI+MR” 重点推荐飞天云动，受益标的：锋尚文化、风语筑、大丰实业、丝路视觉

(2) **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，在2023年杭州亚运会开幕式中采用裸眼3D、数字烟花和3D双威亚等技术，首次实现亚运史上数实融合点火仪式。公司上海六三二项目2023年实现收入3354.11万元，净利润实现991.94万元。公司携手咪咕共同打造承载在星座 M 内的全新“赛博朋克”元宇宙比特场景——J WORLD。

(3) **风语筑 (603466.SH)**：在手订单充裕，AI+智慧文旅技术积累深厚。公司组建专注于文化旅游和体验消费研究的风语筑新文旅研究院，综合介入城市更新场景，大力拓展数字新文旅业务。公司成立 MR 研究院，专注于空间计算和 VR/MR 技术应用，探索文博、文旅、展览展示领域的沉浸式创新体验。截至 2023 年 12 月 31 日，公司在手订单余额 44.89 亿元，在手订单储备充沛。公司致力于推动交互式数字内容、VR/MR 与 AIGC 技术在文化、博物馆和旅游等不同领域的应用。

(4) **大丰实业 (603081.SH)**：深耕数字文旅，内容与运营齐发力。子公司数艺科技商业模式迭代升级，确定了以地文化IP与流量IP的复合内容矩阵为基础，为客户提供“策划创意+规划设计+落地实施”的文商旅全产业链环路式服务。文旅融合运营方面，“文旅 + 融合 + 创新”的商业模式成型，C端景区型文旅融合运营项目《今夕共西溪》，阶段性实现观演人数突破增长。

(5) **丝路视觉 (300556.SZ)**：专注于围绕创意和技术，将文化与科技深度融合。公司以打造“文化+科技”的行业标杆为发展目标，在CG技术良好延展性的支撑下，持续为客户提供形式多样、内容丰富、传播力强的各类CG视觉服务产品。公司旗下的丝路视创专注于虚拟现实、增强现实、混合现实等领域的内容深度开发。在文旅领域目前已与壶口瀑布、齐云山等国家级景区进行合作，推出AR智能导览系统，加速“AR+文旅”落地应用，深化虚拟现实与文旅的有机融合。公司有专业的AI研发团队和技术应用团队对AI工具赋能公司数字内容制作和生产、AI与展项结合等方面进行技术突破，研发项目包括一站式AI文生图基站软件。

3.7 重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

表4：重点推荐公司的盈利预测与估值

| 公司代码 | 公司名称 | 评级 | 收盘价 (元) | 市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|----|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 601595.SH | 上海电影 | 买入 | 31.12 | 139 | 0.28 | 0.53 | 0.77 | 111 | 59 | 40 |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐 | 买入 | 7.09 | 105 | 0.06 | 0.18 | 0.22 | 118 | 39 | 32 |
| 300413.SZ | 芒果超媒 | 买入 | 23.44 | 438 | 1.90 | 1.03 | 1.17 | 12 | 23 | 20 |
| 0772.HK | 阅文集团 | 买入 | 26.07 | 267 | 0.80 | 1.1 | 1.3 | 33 | 24 | 20 |
| 300002.SZ | 神州泰岳 | 买入 | 9.69 | 190 | 0.46 | 0.55 | 0.64 | 21 | 18 | 15 |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 买入 | 11.79 | 254 | 0.70 | 0.84 | 1.01 | 17 | 14 | 12 |
| 2400.HK | 心动公司 | 买入 | 13.68 | 66 | -0.18 | 1.2 | 1.4 | -76 | 11 | 10 |
| 002624.SZ | 完美世界 | 买入 | 10.00 | 194 | 0.26 | 0.54 | 0.66 | 38 | 19 | 15 |
| 0700.HK | 腾讯控股 | 买入 | 320.47 | 30,269 | 12.19 | 16.6 | 19.8 | 26 | 19 | 16 |
| 9999.HK | 网易-S | 买入 | 138.73 | 4,454 | 9.05 | 10.5 | 11.6 | 15 | 13 | 12 |
| 603444.SH | 吉比特 | 买入 | 195.65 | 141 | 15.63 | 16.26 | 19.15 | 13 | 12 | 10 |
| 1119.HK | 创梦天地 | 买入 | 2.70 | 43 | -0.39 | 0.3 | 0.3 | -7 | 9 | 9 |
| 002605.SZ | 姚记科技 | 买入 | 25.88 | 107 | 1.38 | 1.97 | 2.34 | 19 | 13 | 11 |
| 300494.SZ | 盛天网络 | 买入 | 12.83 | 63 | 0.35 | 0.7 | 0.85 | 37 | 18 | 15 |
| 9899.HK | 云音乐 | 买入 | 89.53 | 192 | 3.49 | 4.7 | 6 | 26 | 19 | 15 |
| 301102.SZ | 兆讯传媒 | 买入 | 13.97 | 41 | 0.46 | 0.71 | 0.87 | 30 | 20 | 16 |
| 6610.HK | 飞天云动 | 买入 | 0.55 | 10 | 0.15 | 0.18 | 0.22 | 4 | 3 | 3 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（以上公司盈利预测与估值数据均来自开源证券研究所，股价截至2024年4月30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=0.9230人民币进行换算。）

3.7 重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

表5：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) | 市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|---------|------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 300133.SZ | 华策影视 | 未有评级 | 8.50 | 162 | 0.20 | 0.25 | 0.28 | 43 | 34 | 30 |
| 002739.SZ | 万达电影 | 未有评级 | 13.02 | 284 | 0.42 | 0.67 | 0.79 | 31 | 19 | 16 |
| 603533.SH | 掌阅科技 | 未有评级 | 23.09 | 101 | 0.08 | 0.26 | 0.33 | 289 | 90 | 69 |
| 300364.SZ | 中文在线 | 未有评级 | 25.39 | 185 | 0.12 | 0.20 | 0.25 | 207 | 127 | 101 |
| 300043.SZ | 星辉娱乐 | 未有评级 | 2.64 | 33 | 0.02 | 0.16 | 0.24 | 132 | 16 | 11 |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | 未有评级 | 5.10 | 140 | 0.07 | 0.12 | 0.22 | 73 | 44 | 23 |
| 300459.SZ | 汤姆猫 | 未有评级 | 4.06 | 143 | -0.25 | 0.20 | 0.23 | -16 | 21 | 18 |
| 300031.SZ | 宝通科技 | 未有评级 | 14.54 | 60 | 0.26 | 0.88 | 1.04 | 57 | 17 | 14 |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 未有评级 | 11.88 | 234 | 0.59 | 0.77 | 0.87 | 20 | 15 | 14 |
| 002174.SZ | 游族网络 | 未有评级 | 9.86 | 90 | 0.10 | 0.58 | / | 99 | 17 | / |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 未有评级 | 17.26 | 383 | 1.20 | 1.43 | 1.61 | 14 | 12 | 11 |
| 300418.SZ | 昆仑万维 | 未有评级 | 41.14 | 500 | 1.05 | 0.75 | 0.85 | 39 | 55 | 49 |
| 1698.HK | 腾讯音乐-SW | 未有评级 | 45.78 | 1,571 | 1.58 | 1.69 | 1.96 | 29 | 27 | 23 |
| 603598.SH | 引力传媒 | 未有评级 | 15.82 | 42 | 0.18 | / | / | 88 | / | / |
| 300781.SZ | 因赛集团 | 未有评级 | 57.60 | 63 | 0.38 | / | / | 152 | / | / |
| 002027.SZ | 分众传媒 | 未有评级 | 6.62 | 956 | 0.33 | 0.39 | 0.44 | 20 | 17 | 15 |
| 300058.SZ | 蓝色光标 | 未有评级 | 6.52 | 162 | 0.05 | 0.15 | 0.21 | 139 | 44 | 31 |
| 300860.SZ | 锋尚文化 | 未有评级 | 36.03 | 49 | 0.98 | 1.87 | 2.23 | 37 | 19 | 16 |
| 603466.SH | 风语筑 | 未有评级 | 11.17 | 66 | 0.47 | 0.61 | 0.73 | 24 | 18 | 15 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（以上公司盈利预测与估值数据均来自开源证券研究所，股价截至2024年4月30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=0.9230人民币进行换算。）

3.7 重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

表5：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） | 市值（亿元） | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 603081.SH | 大丰实业 | 未有评级 | 10.65 | 44 | 0.25 | 0.61 | 0.74 | 43 | 17 | 14 |
| 300556.SZ | 丝路视觉 | 未有评级 | 20.38 | 25 | 0.19 | 0.58 | 0.85 | 106 | 35 | 24 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（以上公司盈利预测与估值数据均来自开源证券研究所，股价截至2024年4月30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=0.9230人民币进行换算。）

目录

CONTENTS

- 1 板块复盘：传媒板块近半年整体震荡，涨幅靠后，估值回落
- 2 海内外AI大模型：长文本、多模态能力不断突破
- 3 投资策略：继续布局“AI+影视/游戏/教育/音乐/营销/MR”
- 4 风险提示

- (1) **AIGC商业化落地进展不及预期**：AI多模态大模型更新迭代进度不及预期或算力不足，或导致AIGC商业化落地进展放缓。
- (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。

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的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。

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券