

科技如剑破晓之锐 内容如甲守夜之固

2024年传媒中期策略

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2024年05月20日

- 分析师：朱珠
- SAC编号：S1050521110001
- 分析师：于越
- SAC编号：S1050522080001

研 究 创 造 价 值

2024H2 看AI+媒介：

每一次信息革命的开始，均伴随硬件端的革新，从PC到手机，再到XR，硬件及新技术的发展需要场景应用，应用带来的商业价值在于其是否能解决问题。XR有助于科普展览直接2b/2c的商业化变现，让历史成为动词，让文化数字化的发展再下一城；同时，XR也有助于体育赛事的新体验。

2024H2 看AI+内容：

AI应用驱动的情绪价值看国产化AI产品对内容价值的重估，从字节跳动推出的豆包全家桶到阿里、百度、腾讯等陆续加码AI。类Sora、类GPT-4o的国产化AI应用，有望带来影视动画、知识科普、客服、内容生产、图片视频理解、教育、电商、搜索、出行、娱乐、营销、体育赛事健身等2B\2C应用场景体验的跃升。当下AI技术快速发展，AI技术与内容创作的结合也有望进入实质阶段，也为传媒走向智媒行业带来较大推动。

2024年传媒互联网板块的投资日历 EPS与PE维度看

2024Q1（2月~3月）看AI产品Sora赋予传媒应用新活力，情绪高涨，但AI应用驱动的估值弹性在产品同质化竞争中逐步产生“审美疲劳”后分化；4月看业绩期即年报一季报落地，总体看2024Q1业绩尚未新增，主业修复为主线，情绪求稳为主，红利板块相对占优；5月-8月看AI峰会叠加电商节、暑假档、中报预期，预计整体震荡为主，核心看EPS端的主业修复进展及PE端有无AI应用新品推出带来的交易窗口；9~11月季报、电商大促叠加国庆档，12月看新国九下企业主的困境反转进展。

以AI、MR为核心的内容创作变革预期有望持续

每一次技术的进步与推动均有望带来时代的红利，AI多模态的应用有望在2024H2持续。对传媒领域有望带来存量的提质增效以及新增的应用场景，有望推动传媒走向智媒。AI多模态应用塑造数字内容生产与交互新范式，赋能视觉行业，从文字、3D生成、动画、电影、图片、视频、剧集等方面，带来内容创作的变革，有望带来内容消费市场的繁荣发展，也在加速拓展AI应用新边界。

2024H2传媒互联网板块的投资

从投资维度看，

第一维度，看AI赋能媒介，带动的万达电影、横店影视、博纳影业等线下空间体验经济；AI+MR带动的展览院线新增量（如风语筑、锋尚文化、蓝色光标、力盛体育等）；

第二维度，AI+内容应用，

第一点，对于动画电影剧集综艺带来产能提升、数字营销生态的丰富，如芒果超媒、光线传媒、奥飞娱乐、华策影视、万达电影、浙文互联、姚记科技；

第二点，对于静态文字领域带来低门槛进入后的商业新增量（新经典、中信出版）；

第三点，类Sora、GPT-4o的AI模型，解决分镜、时长、交互等问题，助力3D数字内容应用生态丰富（风语筑、蓝色光标、力盛体育等）；

第三维度，移动互联网红利期获垂类市场优势后加码AI新增量（B站、美图、抖音等）；

第四维度，AI时代赋能版权价值的商业化的持续探索（视觉中国、阜博集团等）；

第五维度，新国九条下，企业困境反转的预期（可关注力盛体育等）。

关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-17 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002605.SZ	姚记科技	23.70	1.36	1.56	1.78	17.43	15.19	13.31	买入
002739.SZ	万达电影	13.71	0.42	0.61	0.74	32.64	22.48	18.53	买入
300058.SZ	蓝色光标	6.28	0.05	0.18	0.22	125.60	34.89	28.55	买入
300133.SZ	华策影视	7.51	0.20	0.22	0.25	37.55	34.14	30.04	买入
300251.SZ	光线传媒	9.01	0.14	0.34	0.43	64.36	26.50	20.95	买入
300413.SZ	芒果超媒	26.22	1.90	1.03	1.14	13.80	25.46	23.00	买入
300788.SZ	中信出版	27.39	0.61	0.80	1.06	44.90	34.24	25.84	买入
600986.SH	浙文互联	4.80	0.13	0.18	0.20	36.92	26.67	24.00	买入
603096.SH	新经典	18.53	0.98	1.11	1.25	18.91	16.69	14.82	买入
603103.SH	横店影视	15.44	0.26	0.49	0.63	59.38	31.51	24.51	买入

资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所

关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-17 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002858.SZ	力盛体育	12.21	-1.18	0.34	0.62	-10.35	35.91	19.69	买入
603466.SH	风语筑	10.50	0.47	0.57	0.70	22.34	18.42	15.00	买入

资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所

产业政策变化风险

推荐公司业绩不及预期的风险

行业竞争风险，编播政策变化风险

影视作品进展不及预期以及未获备案风险

赛事项目上线不及预期的风险

新业务发展不及预期

新技术应用不及预期的风险

宏观经济波动的风险

目录

CONTENTS

1. 2024Q1 传媒板块总结及展望
2. 2024H2看什么？
3. 投资要点

01 2024Q1 传媒各 板块总结及展望

研究创造价值

媒介（线上vs线下）

媒介端，分为线上长短视频、音频；线下院线及展览等。线上内容供给充沛（从长短视频到音频流媒体等），线下在MR+AI新技术赋能下体验经济凸显。AI有望推动传统媒体与数字媒体的融合，促进跨平台内容的创作和分发，AI+媒介正在改变内容的创作、分发、消费以及与用户的互动方式，传统媒体向智媒体转型，媒介端有望重构。

数字营销（AI+出海）

数字营销商业化变现是加码AI后的大厂优选，新技术促进平台间的竞争有利于数字营销流量再分配。基于上下文推理逻辑实时生成的AI广告形式或将颠覆重构传统的搜索广告或短视频广告模式；同时，以“判别式AI”为底层逻辑的“千人千面”程序化广告，在生成式AI时代，将被“万人亿面”的智能体所重塑；出海也成为营销行业业务新增之一。

内容（百发齐放 电影、剧集、阅读出版、游戏动漫、体育）

内容如甲，守夜之固。在科技赋能下，优质内容的商业价值有望持续提升，优质内容如盾牌可抵御低谷及不确定性。科技的每一次飞跃均在拓宽人类认知边界，以AI为代表的新质生产力，有望带来生产效率的提升。注意力经济下，多元内容供给行业趋向精品化发展，叠加AI赋能，推动优质内容的新表达、新触达，从新供给、新需求两端有望带动IP的商业价值再放大。

1.1 媒介之电影院线：2024Q1院线回暖 H2从修复到新增仍可期

万达股权变更 横店影视发力内容 博纳影业主流影片2025年可期

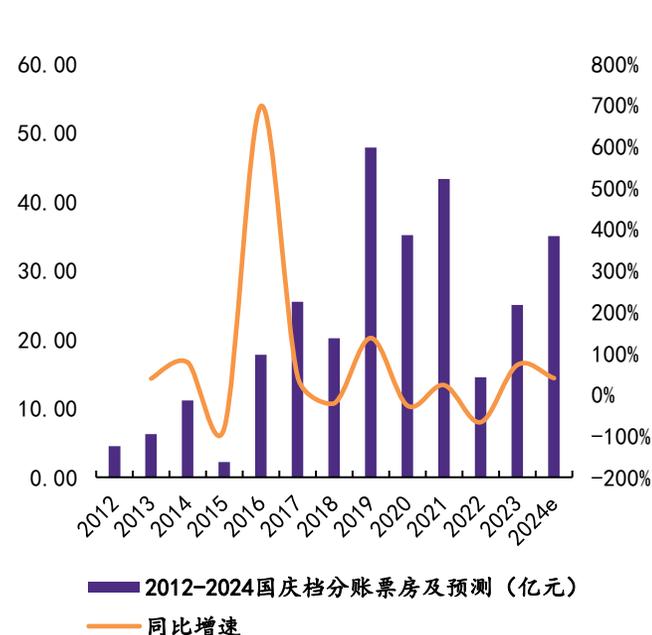
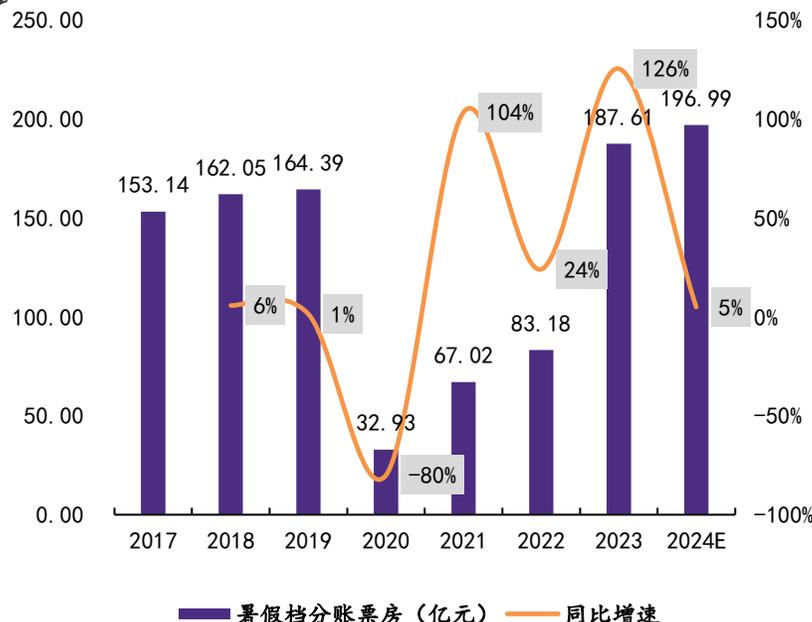
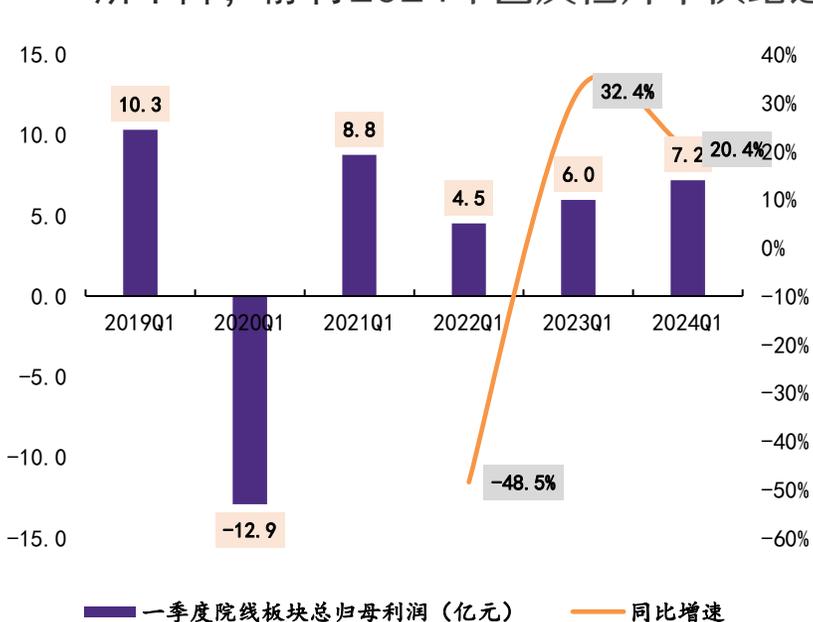
院线电影企业端积极探索新增量。万达电影控股股东变为儒意投资，横店影视优化资产配置助力未来业务拓展与投资，博纳影业持续夯实内容主业探索动画内容，院线电影三剑客持续在业务端践行文化强国与电影强国，向内看，企业端新业务积极探索，向外看，虚拟拍摄、AIMR等技术赋能电影行业的新预期，均也有望推动2024年下半年电影市场新增量。2024年迎暑假档、国庆档、贺岁档，影片可关注《白蛇》《哪吒2》《小倩》等动画电影、以及国产电影《扫黑》《射雕英雄传：侠之大者》《传说》《解密》《红楼梦之金玉良缘》等进展，2025年可关注博纳的《蛟龙行动》《克什米尔公主号》等。

电影院线投资逻辑：短中长期维度

影视创作者长期以来均是先进技术探索者，运用更好的科学技术优化电影表达，AI技术也会成为其一，为创作者想象插上翅膀，增添电影叙事表达更多可能性，AIGC的应用如影视剧内容生成、艺人角色养成、电影后期辅助、IP 授权合作等。院线电影市场，是供给创造需求的行业，**短期看**，单片定档带来的情绪热度；**中期看**，单银幕产出拐点，可关注受益于整体内容β回暖后的院线板块(横店影视、博纳影业、万达电影等)，内容供给α助力弹性，可关注如奥飞娱乐、华策影视、光线传媒、中国电影、中国儒意、猫眼、欢喜传媒等后续产品进展；**长期看**，文化强国、电影强国下，具品牌的电影院线公司再下一城，主业市占率的持续提升叠加探索衍生品、AI赋能内容等。

1.1 媒介之电影院线 看2024年暑假档国庆档片单供给

- 电影院线板块总归母利润回暖，纵观2019年至2024年Q1，电影院线板块（剔除*ST文投）总归母利润峰值为2019Q1的10.3亿元，在疫情影响周期中，2020Q1电影院线总归母利润亏损12.9亿元，随后2022Q1至2024Q1，单季度电影院线总归母利润处于修复态势中。
- 2024Q1电影院线总归母利润7.2亿元（yoy+20.4%），电影院线盈利能力未超过2019Q1同期，但同比增长下修复态势已渐显；
- 展望看，档期效应下，2023年暑假档（6-8月）票房剔除服务费后为188亿元（yoy+126%），7年中峰值，2024年暑假档预计在高基数效应下稳增；片单可关注动画电影及国产电影供给，如《哪吒2》《白蛇》等。
- 2024年国庆档仍可期，2023年国庆档整体表现弱于2023年暑假档，2023年国庆档期虽上映了多部电影，但整体质量有所下降，静待2024年国庆档片单供给进屏



资料来源：wind资讯、猫眼专业app、华鑫证券研究所

爱奇艺以内容为护城河追求高质量增长 芒果超媒践行系列IP综艺供给 加码AI 及文化出海

长短视频商业模式变现会员、广告、增值、游戏、直播付费等。以爱奇艺为例，爱奇艺以“内容飞轮”为核心驱动会员增长及成本优化且带动盈利提升，通过优质内容的持续良性产出打造爱奇艺内容护城河。2021年爱奇艺将企业目标从追求市占份额转为利润，2023年步入高质量增长，2024年将持续践行高质量增长（收入与利润的增长同时，利润增速超收入增长）。芒果超媒，作为融媒体头部，2023年会员数持续新增，2024年内容常态供给的规模优势下叠加AI赋能且携手抖音微短剧合作，均有望推动2024年主业再下一城，同时2024年芒果将启动芒果TV国际版“倍增”计划。

抖音有豆包 小红书 B站 均在加码AI

作为流量黑洞的抖音，在内容端，借助短视频天然优势，新兴短剧补充新增量。在商业领域持续，数字营销及电商是有利两大支柱，每一年抖音均可寻商业新增，如从直播带货到加码本地生活，兴趣激发本地生意也激发海量新商机。抖音以算法推荐机制的优势累积先发优势后，面对AI，也在积极加码，2024年5月抖音豆包大模型发布（原名“云雀”，国内首批通过算法备案的大模型之一），并基于豆包大模型打造AI原生应用的产品（截止2024年5月，豆包平台月度活跃用户达到2600万，已有超过800万个智能体被创建，目前，豆包大模型日均处理1200亿tokens文本、生成3000万张图片）。步入AI时代，移动互联网时代胜出者们均在加码AI夯实自身业务。B站，在2023年已探索搜索AI助手。小红书自研大模型“小地瓜”，拓展社交与搜索等新场景。

1.2 媒介之视频：2024年3月移动视频用户时长提升 女性用户提升

- 中国移动互联网用户规模增速进入存量时代，深挖存量垂类市场中增量。2024年3月，中国移动互联网用户12.32亿人（yoy+1.8%），2024年1-3月中国移动互联网用户增速均维持在1.5%~1.8%；女性、00后、银发以及新中产人群成为移动互联网增量的重要贡献人群（换言之女性聚集芒果TV、小红书；00后聚集如B站、抖音等平台）；
- 2024年3月移动视频使用总时长占比提升至33.9%，移动视频、移动社交行业占近6成的移动互联网用户时长，其中移动视频行业时长占比进一步增长，用户注意力持续向移动视频聚集；



资料来源：QuestMobile、华鑫证券研究所

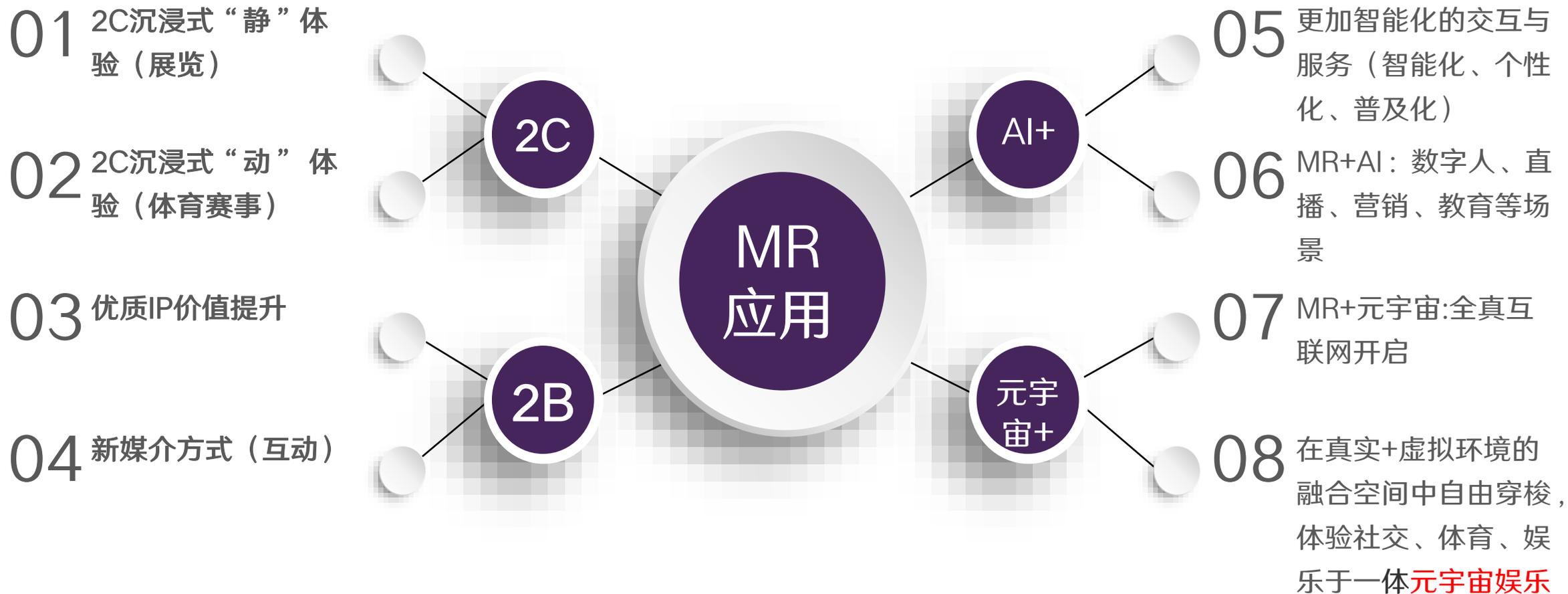
1.3 媒介之展览：线下体验经济获MR赋能

以MR为支点 可撬动线下体验经济新生机

内容新范式（2D到3D）、媒介（交互新方式）、用户2B+2C（视觉升维，肢体带入临场感增强）；供需端看，用户代际变化（7或10年思考）带来新需求，技术进步带来新体验新应用（新供给）。MR应用场景中，一静一动为代表展览、体育赛事、文娱、文旅、影视演出、艺术创作、教育、可将传统主题公园或博物馆转化为互动性更强、沉浸感更足的体验空间等驱动2G2B2C新增量；数字展览展示企业，具有应用优势，其核心商业模式解决 G\B\C 端的不同需求，例如 G 端的招商引资需求、各城市 IP 打造的需求（城市名片），满足 B 端企业品牌营销的需求，满足 C 端的体验经济需求。

展览院线模式：MR+IP+AI仍可期

2024年5月苹果头显产品Vision Pro已通过中国3C认证，Vision Pro离正式登陆中国市场又近了一步。AI+MR，有望助力中国文化数字化，也将与文旅产业、文博行业、新消费、科技产业等深度融合，带来以精神消费为核心的产业，MR发展也有望助推元宇宙成为下一代通用计算媒介。从《消失的法老》到《消失的圆明园》的VR展览的推出，有望推动MR+AI展览院线的发展。展览板块在A股也逐步壮大，从风语筑到锋尚文化再到凡拓数创、丝路视觉等，在夯实主业同时，各企业均在积极探索业务的“第二条增长曲线”，在MR+IP+AI赋能下，企业新发展均可期。



资料来源：华鑫证券研究所整理

1.3 媒介之展览：MR+AI+IP 虚实融合 体验经济升级

AI+MR：软硬件结合 AI的随机性+MR的混合现实 应用场景大有可为

- 数字人场景：AI+MR=数字人更加智能化即“赋予灵魂”，MR使得数字人更加真实，AI技术使得数字人更加个性化；元宇宙虚拟形象需要创建，用摄像头收集数据，用AI来创建3D虚拟形象，**建模成本降低有利于MR交互升级**；微软CEO Satya Nadella表示MR和AI是引领下一代计算的关键技术之一；
- 内容场景：AI有望驱动MR的内容生态更加丰富，人机协同生产，推动媒体融合，提升视频内容的价值；提高生产效率，并带来新的视觉化、互动化体验，内容构建上，从支持SaaS化平台工具构建向智能化生产探索；
- AIGC：体验经济新要素，推进虚实交融，营造沉浸体验，AIGC 助力3D模型、虚拟主播乃至虚拟货场的构建，通过和AR、VR 等新技术的结合，实现视听等多感官交互的沉浸式购物体验；**赋能线上商城和线下秀场、虚实融合沉浸式展览加速演变。**



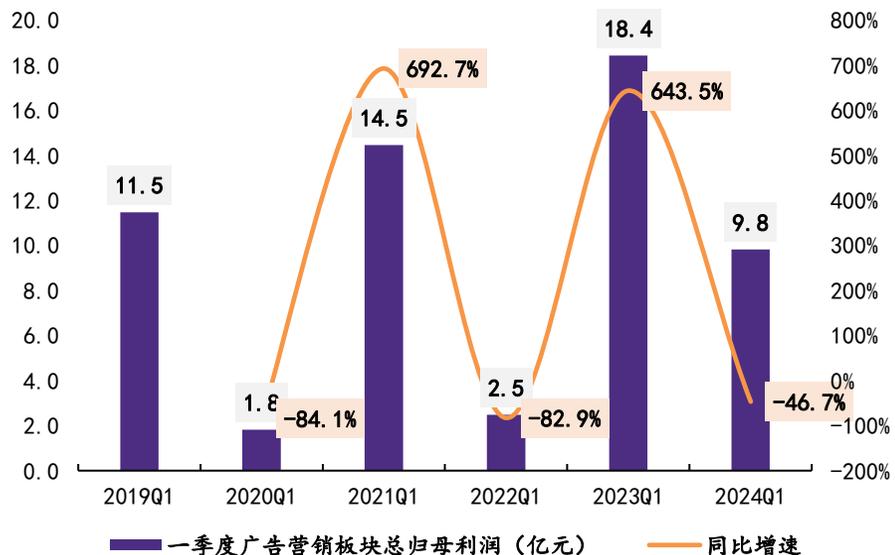
风语筑宣布与中央美术学院圆明园研究中心达成合作，双方共同开发《消失的圆明园》行进式VR探索体验展览
阅读量 2024-05-10 10:14 2.0K



资料来源：风语筑官网、华鑫证券研究所

1.4 数字营销板块如何看？出海+AI工具 重塑营销新范式

- A股数字营销广告板总归母利润尚未回暖，纵观2019年至2024年Q1，营销广告板块总归母利润峰值为2023Q1的18.4亿元（yoy+643.5%），高增主要得益于基数效应及减值因子减少，2020Q1及2022Q1均受疫情因子影响，利润承压；2024Q1广告营销板块利润下滑与宏观经济也略相关。
- 行业端看，AI+出海成为广告营销行业核心。网络广告市场增速平稳，AI工具重塑营销新范式。全球化与生成式AI 是天作之合。中国企业逐步出海，在出海中也带动营销新增需求，为数字营销行业也带来预算增量（营销客户端，出海数字营销行业规模可分为游戏、电商、应用程序、品牌及其他，中国出海数字营销市场规模预计将稳步增长）；企业代表如蓝色光标作为“全球化跨境营销第一品牌”，其规模化优势及业务壁垒已渐成，开辟出海业务第二增长曲线、建设与生成式AI结合的新能力是蓝色光标后续核心发力点。



2015年至2025年(估计)以媒体计算的中國出海数字营销行业规模



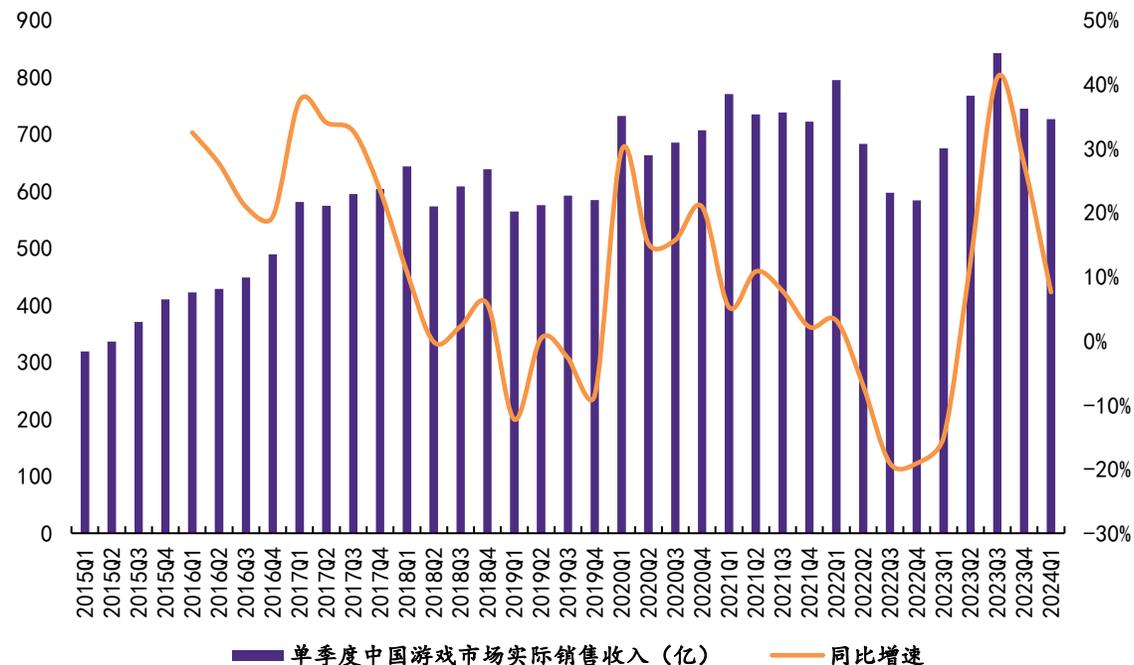
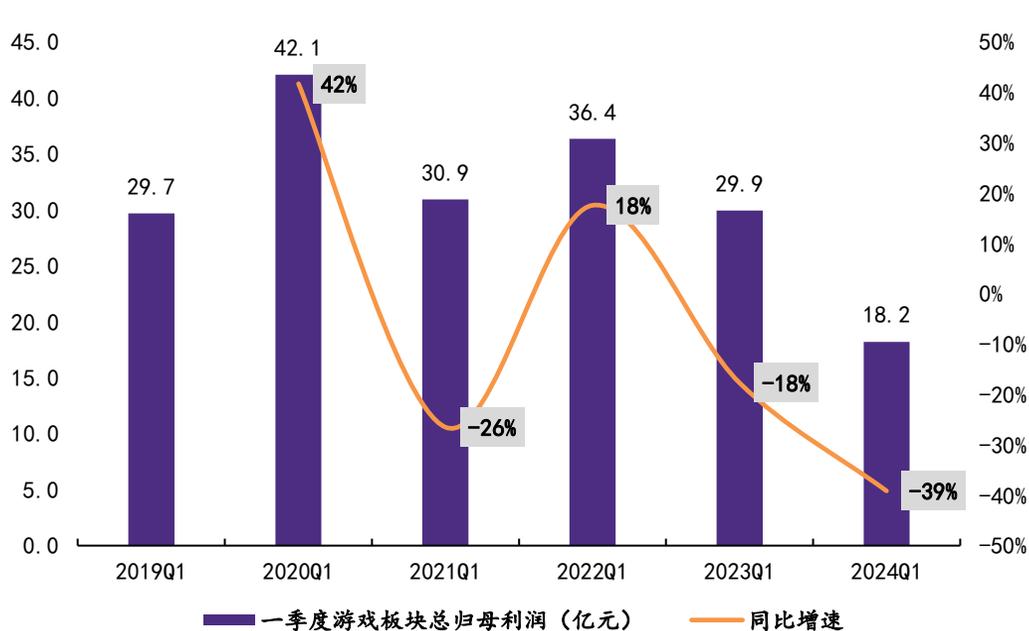
2015年至2025年(估计)以交易总额计算的中國出海数字营销行业的市场规模



资料来源：wind资讯、艾瑞咨询、飞书深诺招股书、华鑫证券研究所

1.5 内容之游戏板块如何看？2024Q1游戏板块盈利尚未修复

- A股游戏板块总归母利润尚未回暖，纵观2019年至2024年Q1，游戏板块总归母利润峰值为2020Q1的42.1亿元，在疫情影响周期中，2020Q1游戏板块受益于“第一次宅经济红利”，随后2022Q1受益“第二次宅经济红利”，但弱于第一次。
- 行业端看，2024Q1中国游戏市场实际销售收入达726亿元（yoy+7.6%）同比略增，但环比略下滑。2023Q3单季度游戏行业销售收入达到峰值主要得益于暑假季前米哈游的《崩坏：星穹铁道》的推出（2023年4月推出助推游戏行业第二季度、第三季度的创收），2024Q1后，可关注5月米哈游的新品《绝区零》对游戏总盘的提振。



资料来源：wind资讯、伽马数据、华鑫证券研究所

游戏行业现状及投资如何看？

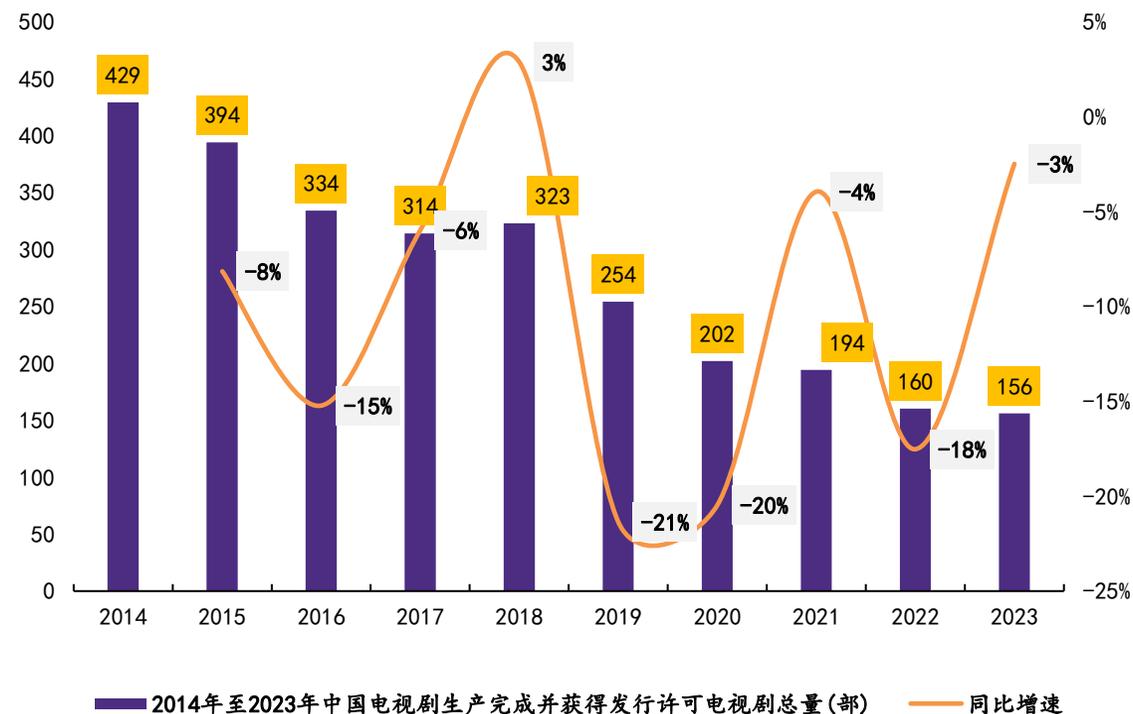
- 目前中国游戏行业强调爆款逻辑，符合用户需求变化的高品质产品稀缺，高品质产品的稀缺，表面在于版号，实质在于部分游戏公司因行业变化而未能呈现出与之相符的高水准研发实力。粗放式买量增长路径难以持续，国内游戏厂商需将更多精力放在打磨产品、提升自身工业化研发实力上，能够做出符合主流用户群体需求的产品力将在未来的竞争中至关重要。中国游戏参与者在经历同质化严重的、以数值付费为主的流量游戏后，逐渐倾向选择以内容服务为主、注重内容质量的二次元等年轻向品类，而在内容型游戏成为行业趋势的背景下，米哈游《崩坏：星穹铁道》《原神》等产品的优异表现，也凸显内容型游戏中对于剧情、世界观、角色设计的重要性，玩家对内容型游戏有迫切的需求和热情宽容的态度；
- 如何对游戏中的内容细致打磨，及在游戏中持续产出高质量内容，将是未来游戏厂商思考的关键点，挖掘单款产品上限的思路将在行业的竞争中凸显优势。新品端，2024年开年，新势力企业中，叠纸、莉莉丝率先发力，叠纸新游《恋与深空》与莉莉丝新游《众神派对》，2024年中国游戏行业还有望迎来米哈游《绝区零》、库洛游戏《鸣潮》、游戏科学《黑神话：悟空》、网易《燕云十六声》等重磅大作，产品端的马太效应或将进一步加剧，游戏厂商的研发能力提升将对企业的后续发展起到关键作用。
- 对于二级市场看，游戏在低基数效应下带来阶段性利润增长，同时叠加 AI 应用的预期，助力游戏板块情绪修复，但若

电影剧集动漫行业现状及投资如何看？

- 电影看短期弹性以及后续版权的销售，剧集看其广告招商能力以及后续版权的多轮销售，动画电影看其票房及带动的周边衍生品，以优质内容为核心，可撬动票房、广告、IP衍生品、版权等商业化变现价值。
- 历经疫情压力测试下，优质内容生产企业主业韧性持续凸显，从2023年AI的探索到2024年AI的落地应用，以AI为代表的新质生产力，有望持续为内容生产带来提质增效新预期。
- 以企业为例，奥飞娱乐（002292）持续构建精品IP矩阵，累积优质内容厚度，陆续推出《超级飞侠》第 14-15 季、《喜羊羊与灰太狼·羊村守护者》系列第 6-7 部、《飓风战魂之剑旋陀螺 2》，同时推出全新恐龙机甲 IP《量子战队之恐龙守护》，IP+X助推主业进展。
- 以企业为例，光线传媒（300251）公司在动画电影领域已建立较强用户认可度，2024年关注《哪吒2》等动画电影进展，同时AI赋能电影应用场景也有望大放异彩。
- 以企业为例，华策影视（300133）新质生产力下优质内容价值有望持续凸显。内外合力加强“内容+科技”战略 借力AI重塑影视内容行业工作流。

1.6 内容之剧集板块（行业趋于精品化 微短剧做增量）

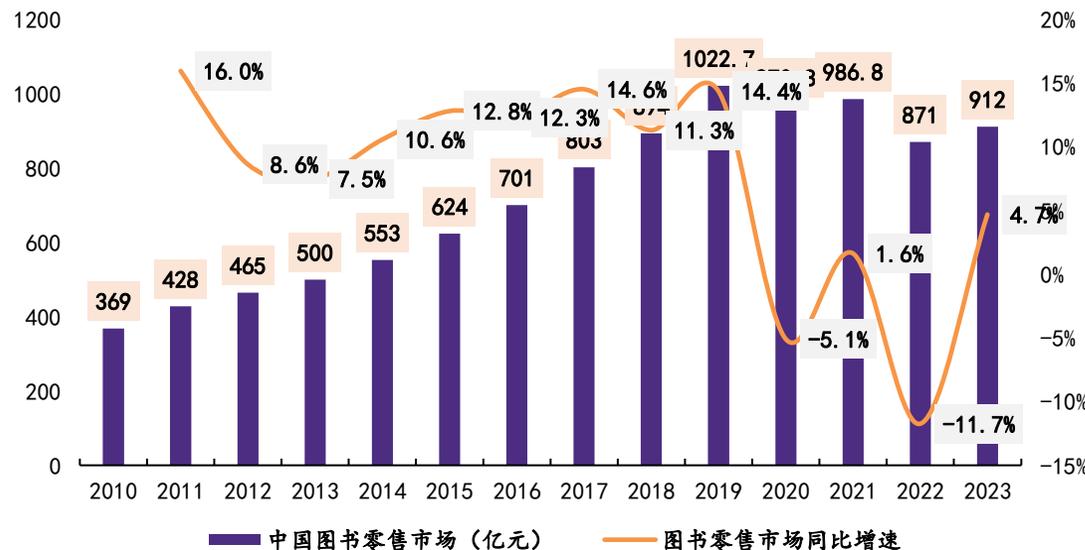
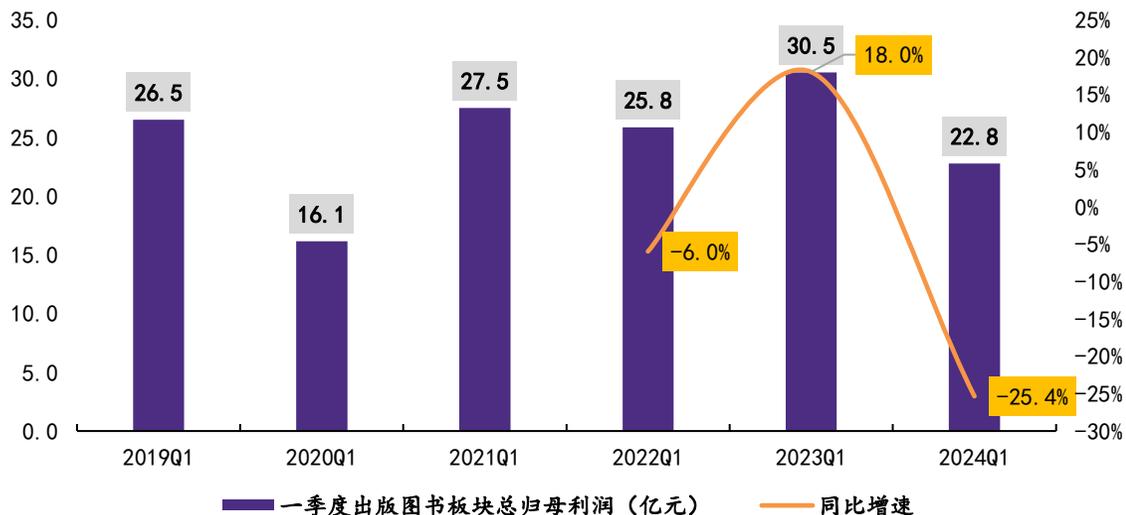
- 2020 至2022年由于行业不利因素影响，剧集拍摄受到较大影响，剧集行业受到外部因子影响外，自身行业也在挤水分、去库存，虽电视剧生产完成获得发行许可剧集总量从2014年的429部下滑至2023年的156部，但剧集行业总体呈现精品化趋势。例如从《狂飙》到《去有风的地方》再到《追光者》《梦华录》《我的阿勒泰》等均获社会与商业双重价值。
- 2023 年，中国网络微短剧市场规模达到了373.9 亿元（yoy+267.65%），预计2027年市场规模有望达到1000亿元。短剧吸引了大量年轻用户，如Z世代（15-29 岁）及女性用户；短剧以其短时长、高频次、快节奏的特点，满足观众碎片时间观看需求，也成为长剧IP的有益补充。



资料来源：wind资讯、广电总局、华鑫证券研究所

1.7 内容之图书出版 大众图影互动 新营销与AI均在放大优质内容价值

- 出版阅读板块，2024Q1盈利受税收因子影响。纵观2019年至2024年Q1，出版阅读板块总归母净利润峰值为2023Q1的30.5亿元（yoy+18%），但2024Q1出版阅读板块总归母净利润22.8亿元（yoy-25.4%），受税收因子影响。
- 税收因子情绪面已逐步稀释。据财政部、国家税务总局、中宣部《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知（2019）》（财税〔2019〕16号）规定，为进一步深化文化体制改革，继续推进国有经营性文化事业单位转企改制，自转制注册之日起五年内免征企业所得税。经营性文化事业单位转制为企业，2018年12月31日之前已完成转制的企业，自2019年1月1日起可继续免征五年企业所得税。据财政部、国家税务总局、中央宣传部《关于延续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业有关税收政策的公告》（财税〔2023〕71号）的规定，自2024年1月1日起，不再享受所得税减免政策。出版板块标的在2024年将需要进行企业所得税的纳税，换言之对其利润率间接带来影响，但该部分影响在季度业绩中已逐步被预期。



资料来源：wind资讯、开卷、华鑫证券研究所

从电影《你想活出怎样的人生》到剧集《我的阿勒泰》 推动图影互动

从估值维度看，出版阅读板块中，教育出版整体估值较低，较低的核心原因在于行业增速较低，提升估值的预期主要来自AI的助力，大众阅读整体估值高于教育出版，主要由于大众阅读的行业增速较好，商业化的弹性较大。教育出版代表企业如南方传媒、中南传媒、凤凰传媒等，各家企业在 AI 领域均有不同的侧重点，2024年税收因子对利润影响逐步在一季度业绩中显现；大众阅读板块代表企业如中信出版、新经典、果麦文化、荣信文化等，也在AI领域探索内容衍生、版权、校对、营销或外部合作等。

2024年同名电影、剧集带动品种热销，如2024年4月《你想活出怎样的人生》同名动画电影在上映，带动原著作品热销；剧集《我的阿勒泰》热播后也带动图书热度。畅销图书 IP 改编的《三体》，带动“孙子兵法”畅销的《狂飙》，影视剧热播早已是阅读行业中带动图书热销的因素之一，无论是先书后影视，还是先影视后书，相互促进。

二级市场看，展望 2024H2，出版板块业绩受税收因子影响逐步落地，Q4后可看稳健现金流板块的出版，但可持续积极关注大众阅读板块，大众阅读与多媒介的持续融合，有利于其内容版权商业价值再放大（如中信出版、新经典等）。

02 2024H2看什么？ AI?MR?

研究创造价值

中美AI竞赛 美国映射逻辑是否仍有效？

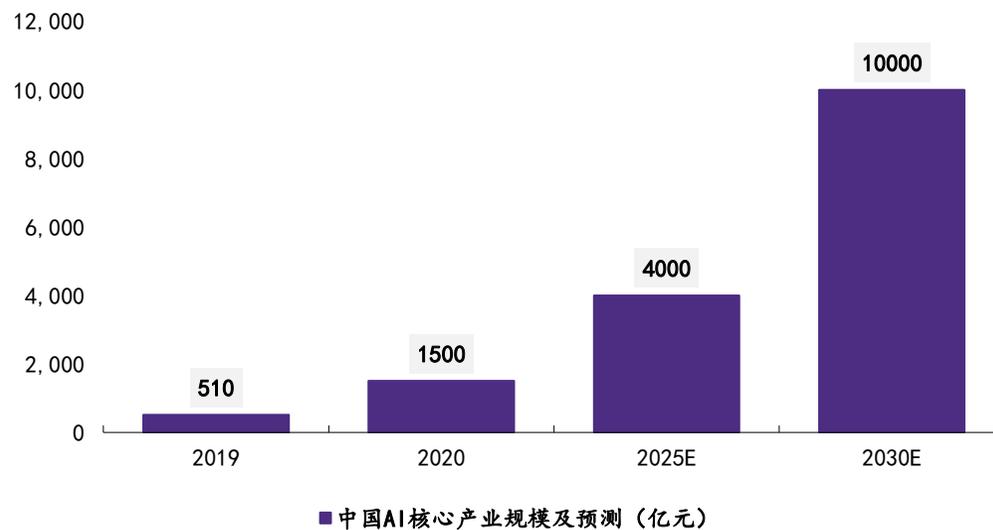
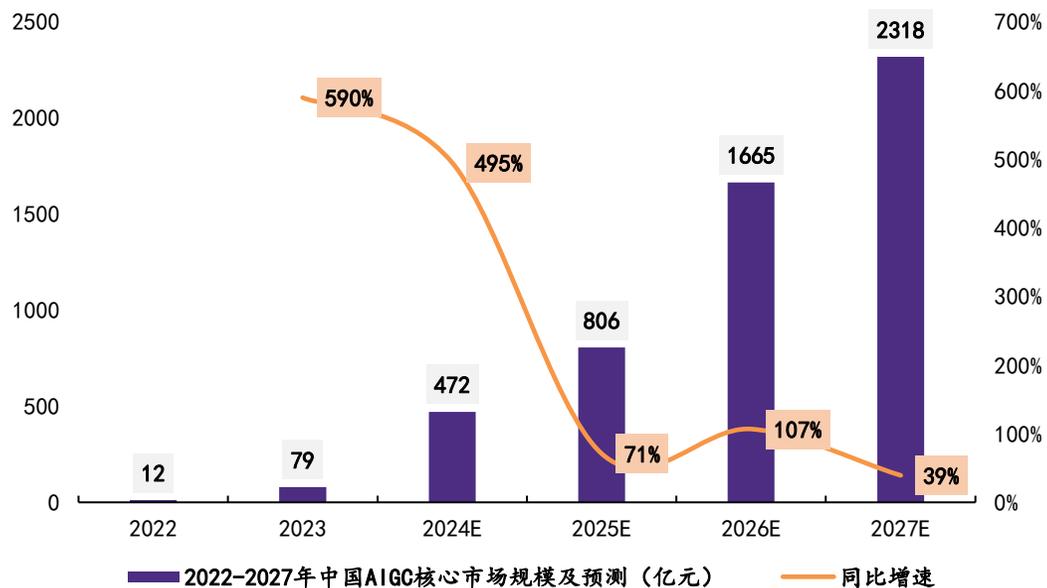
2023年，从美股英伟达到微软等市值攀升，A股的映射逻辑下带来估值提升；但2024年2月伴随Sora推出带来AI短期情绪提振后，美股映射带来A股的影响的逻辑在减弱。2024年2-3月看Sora驱动，4月A股传媒板块受业绩阶段性影响，5月港股互联网在分红估值因子下获资金追捧，与美股映射逻辑相关性也较弱。展望2024H2，美股映射预计影响总体有限，核心仍看中国AI应用产品的边界拓展。

AI应用多模态的热度会波动，但螺旋向上发展态势不变。

科技的发展会落在应用端，需要商业化的场景承接。AI从芯片、算力、数据再到应用，本轮AI驱动的热度不同于2023年的ChatGP时期，2024年AI应用在科普层面效率更高（从产品推出到企业陆续发声等），政策端支持力度更大（国务院国资委召开中央企业人工智能专题推进会，扎实推动AI赋能产业焕新等）。**产品端看**，从pika到runway再到sora，围绕多模态的应用持续推进，但也存来“审美疲劳”问题，撬动AI“情绪价值”的核心来自AI应用产品的“有用”。国产化AI产品kimi、秘塔均不是应用的尽头，后续AI应用新品推出有望持续重燃市场热度。**投资端看**，传媒应用迎AI推力，可关注AI+陪伴（奥飞娱乐等），AI+运动体育教育及运动处方（力盛体育等），AI+MR+文化科普虚实体验（风语筑、蓝色光标等），AI+文娱（姚记科技等），AI+营销及电商（浙文互联等），AI+内容（芒果超媒、光线传媒、华策影视、新经典、中信出版、万达电影、博纳影业等），AI+美业（美图），AI+社区（B站），AI+版权（阜博集团、视觉中国）。

2.1 AI应用能看多久？2030年中国AI核心产业规模有望达万亿

- 伴随国家政策倾斜（如新质生产力的提出）和5G等相关基础技术的发展，中国人工智能产业在各方的共同推动下进入快速增长阶段，2025年中国人工智能核心产业规模将达4000亿元（如下图），未来有望发展为全球人工智能市场应用的重要组成部分。
- 中国AIGC核心市场规模有望从2022年的12亿元增加至2024年的472亿元，2026年将有望达1665亿元（yoy+107%），随着人工智能技术不断发展，AIGC技术也将日益成熟，未来将在更多领域得到广泛应用，2024~2026年中国AIGC核心市场规模有望从百亿进入千亿，换言之，AI驱动企业业务增量的同时，也有望带来估值提升。



资料来源：iiMedia Research、华鑫证券研究所

2.1 AI应用能看多久？多元需求驱动场景应用优势

- 中国具有数据优势的同时也具有互联网使用需求优势，在消费端，中国互联网使用量均超美国。
- 中国在AI应用上得益于数据、场景等优势加持，各领域均在积极探索，进一步加速我国垂类AI应用场景的落地与迭代。

2023年中国与美国消费端互联网使用情况对比



2021-2023年中国移动互联网接入流量



2021-2023年中国AIGC产业链各环节融资热度情况



2021-2023年中国AIGC各模态融资热度情况



资料来源：iResearch艾瑞咨询、华鑫证券研究所

β 角度看港股

发展AI成为新质生产力共识，移动互联网时期获胜企业均在积极投入（细分垂类头部互联网平台企业均在港股美股上市居多），AI应用获头部大厂持续加码，同时，中小企业也在积极借力AI求市值的阶级跃升，以AI为矛，激活大企业与中小企业发展新动能。

α 角度看港股

大型港股互联网企业在历经“反垄断”政策、疫情压力测试、移动互联网红利见顶后的新转变下，积极向内求，通过组织架构调整来应对外部环境新变化，降本增效，注重现金流，积极进行回购与分红。

B+ α 因子共振 港股互联网板块回暖 回暖下拾港股遗珠

积极关注B站、美图、阜博集团、网易等。B站，黄金用户优势先发卡位优势，B站后续业绩实现扭亏为盈，财务改善，叠加赛道卡位优势。美图，以美为内核，以AI为驱动的科技公司，致力于打造优质影像生产力工具，正逐步往生产力场景延伸，美图视频大模型2.0将于美图影像节正式亮相。阜博集团，为全球数字内容资产管理服务商，致力于“让创意更有价值”。

OpenAI 从Sora到GPT-4o

2024年2月推出Sora，5月14日推出GPT-4o带来交互跃升，“o”代表“omni”即向更自然的人机交互迈进。GPT-4o可跨文本、视觉和音频端到端地训练一个新模型，换言之，所有输入和输出均由同一个神经网络处理进而主推GPT-4o交互跃升。GPT-4o具备实时类人的语音对话交互与及时反馈，情感交互，除手机外、PC、MR等媒介在GPT-4o的加持下，其交互能力同样值得期待。

微软+OpenAI

作为OpenAI投资方，微软在AI领域卡位具先发优势，微软对OpenAI的投资包括提供云计算服务和技术支持，以及通过Azure平台为OpenAI提供大规模算力支持。2024年5月14日，OpenAI 的新旗舰模型GPT-4o现已在Azure AI上发布，在Azure OpenAI 国际版服务中提供预览，支持文本和图像输入。

Google IO2024 AI成核心

2024年5月，Google I/O 2024发布会上推出文生视频模型Veo（对标sora），Astra通用AI智能体（对标GPT-4o），谷歌与Youtube一起构建的Music AI Sandbox，据个人需求自定义的Gemini专家Gems（健身教练、瑜伽伙伴，写作创意导师、编程伙伴），推出Gemini 1.5 Flash等

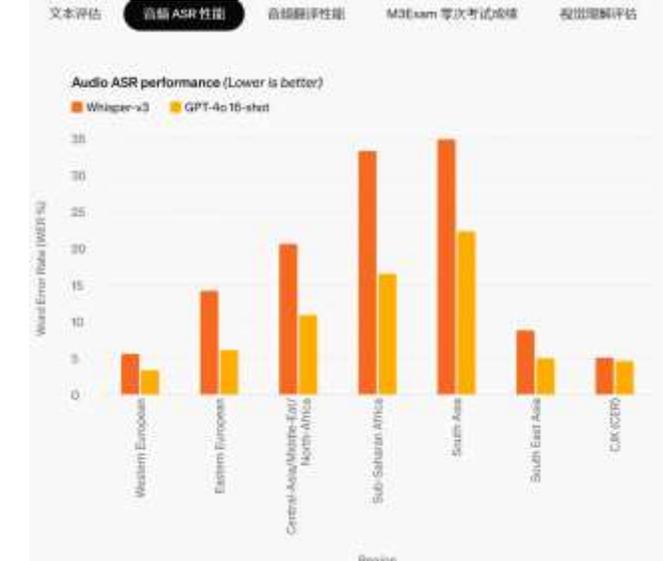
2.3 AI之美国企业进展 OpenAI推出GPT-4o

■ 2024年5月14日，OpenAI春季发布会推出GPT-4o

- GPT-4o (“o” = “omni”)，即迈向更自然的人机交互的一步，如英伟达的omniverse平台
- GPT-4o接受文本、音频、图像的任意组合作为输入，并生成文本、音频、图像输出的任意组合；
- GPT-4o可在232 毫秒内响应音频输入，平均为 320 毫秒，类似于人工响应时间；
- GPT-4o在英语文本及代码上与 GPT-4 Turbo 性能相匹配，在非英语语言的文本上也有显着改进，同时在 API 中也更快且便宜 50%。与现有模型相比，GPT-4o 在视觉和音频理解方面尤其出色
- 借助 GPT-4o，OpenAI在文本、视觉和音频上端到端训练了一个新模型，即意味所有输入与输出均由同一个神经网络处理，GPT-4o 是OpenAI第一个结合了所有这些模式的模型。



Eval Sets	GPT-4o	GPT-4T 2024-04-09	Gemini 1.0 Ultra	Gemini 1.5 Pro	Claude Opus
MMMU (%) (val)	88.1	63.3	88.4	58.0	58.4
MathVista (%) (best)	63.8	58.3	53.0	52.1	50.5
AGD (%) (best)	94.2	80.4	79.5	80.3	82.1
ChemQA (%) (best)	85.7	78.1	80.8	81.3	80.8
DocVQA (%) (best)	92.8	87.2	90.9	86.0	89.3
ActivityNet (%) (best)	81.9	59.5	82.2	56.7	-
EgoSchema (%) (best)	72.2	63.9	81.5	63.2	-

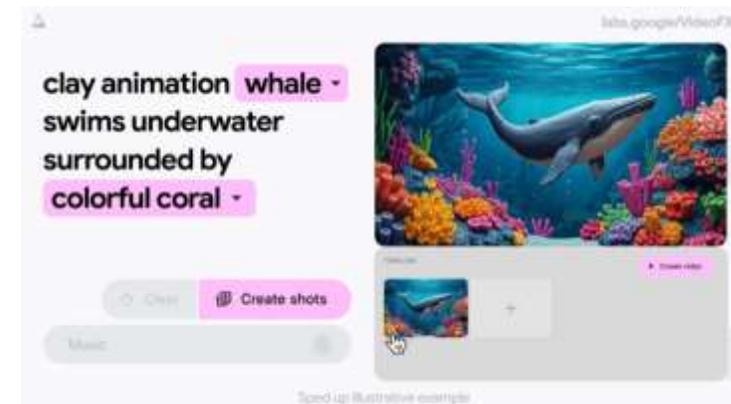
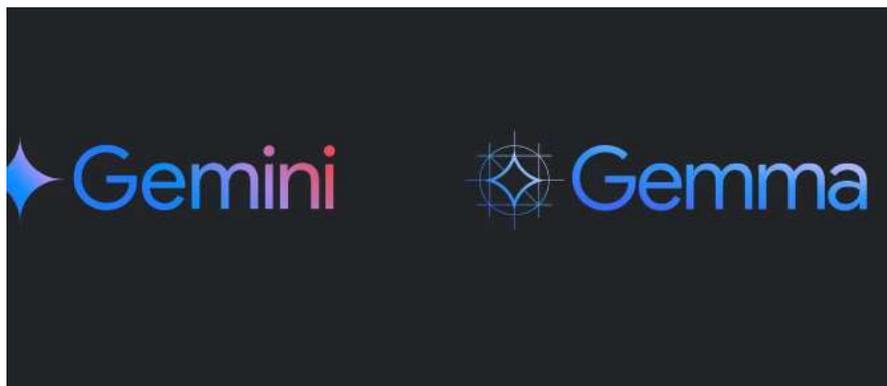


资料来源：OpenAI官网、华鑫证券研究所

提出Transformer架构的谷歌 加码AI

2017年谷歌提出的Transformer架构推动了AI领域对大模型的研究和应用。2024年5月谷歌开发者峰会上，AI成为主角，AI产品多元，从多模态交互到个性化AI体验，再到开放模型的创新，全盘托出。

- **推出AI搜索**，基于Google搜索定制的新Gemini模型，将Gemini包括多步骤推理、规划和多模式功能与Google搜索系统结合在一起；
- **推出多模态生成模型Imagen 3+Veo**，视频生成模型Ve0对阵Sora文生视频功能，能够制作高质量视频，具有对自然语言和视觉语义的高级理解，同时能够创建用户想要的任何视频，包括理解电影和视觉技术的概念。
- **推出AI助手 Astra**，谷歌向世界展示了其在人工智能领域的最新进展和未来愿景。



资料来源：谷歌官网、华鑫证券研究所

微软穿越每一次技术革命依靠的是什么？ 企业市值天花板与人的关系

微软具有较大的穿越周期的属性，从PC时代进入移动互联网再到AI时代，从1990年bill gates时代的PC繁荣期，进入移动互联网发展期，公司在Ballmer任职期错过了时代的红利，但在2014年新CEO Nadella时代，历经10年，微软的软件和云服务将帮助其在AI竞赛中获胜，进而形成“强大的业务反馈循环”，重回世界关注的焦点，CEO个人特色谦逊、务实，利于助推微软走向革新与开放。

新CEO

Satya Nadella从企业内晋升

- 纳德拉印裔技术宅AZURE负责人
- 企业自身员工，非空降、非职业经理人
- 搜索引擎负责人 Bing累积云知识
- 混合云模式

业务端

面对现实问题

- 重新定位Windows 非核心增长业务
- 与对手合作
- 工具逐步免费
- 成为苹果、安卓系统应用开发者

组织端

建立创新机制

- 重新定义企业使命
- 赋能他人
- 改革会议制度，提出云为先战略
- 鼓励创新机制推出黑客马拉松
- 提振企业员工士气

MR有望获AI技术迭代持续受益

从“Hey Siri”到“Hey ChatGPT”，交互媒介手机终端在GPT-4o的赋能下，有望显著提升手机交互功效。GPT-4o具备实时类人的语音对话交互与及时反馈，情感交互，GPT-4o凸显了端侧模型与代码生成能力等场景化应用。在手机媒介下，交互方式跃升，换言之，对PC、MR等媒介，在GPT-4o的加持下，其交互能力同样值得期待

Vision Pro拟入华 影响几何？

据中国质量认证中心网站披露，头显产品Vision Pro已经通过中国的3C认证，以MR为支点，可撬动内容、媒介、用户交互新范式；可以撬动AI及元宇宙，以MR为支点，撬动商业模式边界的拓宽，MR应用场景中，一静一动为代表展览、体育赛事、文娱、文旅、影视演出、艺术创作、教育、可将传统主题公园或博物馆转化为互动性更强、沉浸感更足的体验空间等驱动2G2B2C新增量

03 投资要点

研究创造价值

AI+媒介，从AI手机到AI PC再到AI XR 2024H2看Vision Pro入华进展

每一次信息革命的开始，均伴随硬件端的革新，从PC到手机，再到XR，硬件及新技术的发展需要场景应用，应用带来的商业价值在于其是否能解决问题。进入XR时代，有望解决的是人和空间的关系，XR有助于科普展览直接2b/2c的商业化变现，让历史成为动词，让文化数字化的发展再下一城；同时，XR也有助于体育赛事的新体验。

AI+内容，AI应用驱动的情绪价值看国产化AI产品对内容价值的重估

从字节跳动推出的豆包全家桶到阿里、百度、腾讯等陆续加码AI。类Sora、类GPT-4o的国产化AI应用，有望带来知识科普、客服、内容生产、图片视频理解、教育、电商、搜索、出行、娱乐、营销等2B\2C应用场景体验跃升。当下AI技术快速发展，AI技术与内容创作的结合也有望进入实质阶段，也为影视行业带来较大推动。

新国九条下看垂类行业标的主业持续夯实以及困境反转板块

传媒互联网板块具有科技与消费属性，也具有轻资产属性，其商业模式也带来业绩的波动，从移动互联网红利见顶、2018年游戏版号问题出现、自2018年年报后商誉减值带来利润亏损的问题持续致板块估值承压，到2020年疫情因子致部分企业主业持续受挫，但宅经济短期托住在线经济的热度，三年内外压力测试后，在2023年年报陆续发布阶段，“新国九条”发布，企业在窗口期前努力发力主业，可关注中小市值标的困境反转标的，同时主业持续夯实标的。

AI+媒介 标的如何看？

院线电影：可关注“三剑客”即万达电影、横店影视、博纳影业。电影院线内容企业也有望受益内容供给端的提振，院线作为线下流量重要入口组成，也有望受益疫情后的体验经济。

展览院线：伴随新文旅拉动内需，展览获XR+AI+IP赋能，线下虚实融合有望带动2G的城市文旅、2B的企业新营销、2C新体验经济（可关注风语筑、锋尚文化、蓝色光标）。

AI+内容 标的如何看？

电影剧集综艺：可关注芒果超媒、华策影视、光线传媒、奥飞娱乐。AI技术及工具的持续迭代有望助推电影、剧集、综艺等内容行业的效率提升，AI赋能内容开启新篇章，板块有望率先受益。

游戏板块：可关注米哈游、莉莉丝、叠纸、网易、腾讯。游戏新势力企业竞争力持续提升。

阅读板块：可关注中信出版、新经典等；大众阅读有望持续欣欣向荣，如《我的阿勒泰》带动“图影互动”反哺图书。

新国九条下看垂类行业标的主业持续夯实以及困境反转板块 标的如何看？

困境反转：看可关注奥飞娱乐、力盛体育等，由于疫情3年压力测试，主业端有望2024年持续修复。

垂类主业持续夯实，新业务探索可期：可关注风语筑、姚记科技、蓝色光标、浙文互联、锋尚文化等。

产业政策变化风险

推荐公司业绩不及预期的风险

行业竞争风险，编播政策变化风险

影视作品进展不及预期以及未获备案风险

赛事项目上线不及预期的风险

新业务发展不及预期

新技术应用不及预期的风险

宏观经济波动的风险

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研 究 创 造 价 值