

传媒互联网中期策略： 底部再Call AI机会，重视互联网中的 α

证券分析师：张良卫

执业证书：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖

执业证书编号：S0600517110002

联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理：郭若娜

执业证书编号：S0600122080017

联系邮箱：guorn@dwzq.com.cn

研究助理：李博韦

执业证书编号：S0600123070070

联系邮箱：libw@dwzq.com.cn



- 1. 大模型及应用市场预期过度悲观，看好当前底部机会
- 2. 算力：光通信板块逻辑持续强化
- 3. 互联网：板块估值仍有性价比，个股 α 机会值得把握
- 4. 风险提示

1.大模型及应用市场预期过度悲观，看好当前底部机会

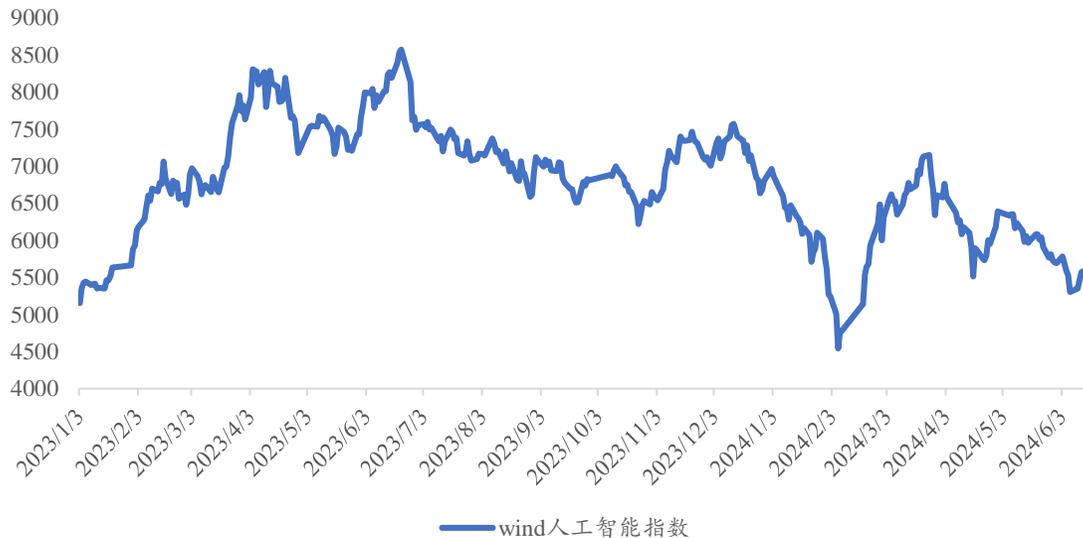
1.1 当前处于国内大模型及应用板块基本面的右侧及股价底部

wind人工智能指数已经跌回2023年初位置：

- ✓ 市场对于国内AI行业变化反应过度悲观，例如对于AI大模型成本下降，很多投资人认为是大模型变卷，但实际上是创新带来的成本下降；
- ✓ 市场风险偏好下降阶段，对于行业空间的判断变的保守；
- ✓ 根据披露数据，AI应用相关标的的持仓已经显著下降。

当前是A股AI应用板块的基本面右侧以及情绪的底部，风险偏好修复后AI应用板块有望迎来一波新的投资机会。

wind人工智能指数2023年1月至今指数走势



月之暗面一年估值达到30亿美金

披露日期	交易金额	估值	投资方
2024-5-21	未披露	30亿美金	腾讯 高榕创投
2024-2-19	超10亿美元	25亿美元	红杉中国 小红书 美团 阿里
2023-6-12	未披露	3亿美元	真格基金 红杉中国

1.2 从DeepSeek看国内模型的优化创新持续超预期

DeepSeek引领国内大模型API价格下降，它的创新性在三点：

- 1、DeepSeek-V2设计了一种称为MLA的注意力机制。MLA通过低秩key-value联合压缩，实现了比MHA更好的效果并且需要的kv cache要小很多。
- 2、DeepSeek采用DeepSeekMoE架构，这是一种高性能MoE架构，能够以更低的成本训练更强大的模型。
- 3、针对性的进行了AI infra的优化。

基于这些技术的创新，其他的大模型想在短期实现类似DeepSeek同样的输出效率+效果下的价格是有难度的：1) DeepSeek算法开源，但是优化自己的模型需要时间；2) Moe对于Infra的要求更高，对于算力集群的架构搭建，是一个很高的门槛。

对于推理降价我们认为行业趋势，对于C端应用的普及起到加速作用。过去一年半时间，国内模型在缩小和海外模型的差距。

序号	公司	降价时间	最高降幅	最低价(元/百万tokens)
1	深度求索	5月6日	-	1
2	智谱Ai GLM-3 Turbo	5月11日	80%	1
3	字节跳动Doubao-lite-4k	5月15日	-	0.3
4	阿里云Qwen-Long	5月21日	97%	0.5
5	百度ERNIE Speed、ERNIE Lite	5月21日	100%	免费
6	科大讯飞 spark lite	5月22日	100%	免费
7	腾讯云 混元-lite	5月22日	100%	免费

注1:统计时间2024年5月27日

注2:“-”为API首次发布

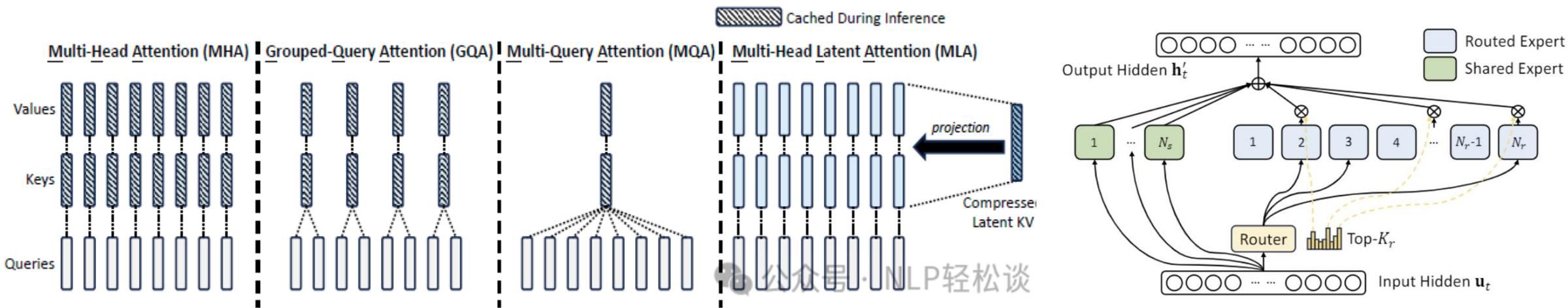
国内外主流旗舰大模型测评基准分数及API价格

序号	公司	模型	Arena Elo	OpenCom-pass 客观综合	OpenCom-pass 主观综合	SuperCLUE	输入价格 (元/百万tokens)	输出价格 (元/百万tokens)
1	OpenAI	GPT-4o	1287	64.2	51.1	-	36.2	108.6
2	谷歌	Gemini 1.5 Pro	1248	-	-	-	25.3/50.7	76/152
3	Anthropic	Claude 3 Opus	1246	60.5	48.1	74.47	108.6	543
		Claude 3 Sonnet	1199	-	-	-	21.7	108.6
5	零一万物	Yi-large	1236	-	-	74.29	20	20
		Qwen-Max	1186	55.6	50	72.45	40	120
6	阿里云	Qwen1.5-110B	1169	56.8	47.4	-	7	14
		Qwen1.5-72B	1153	54.5	37.5	68.04	5	10
9	智谱AI	GLM-4	1175	57.8	44.2	72.58	100	100
10	Mistral	Mistral-large	1153	53.4	28.8	-	29.8	88.6
11	MiniMax	abab6.5	-	57.8	45.8	-	30	30
12	深度求索	DeepSeek-V2	-	56.5	44.5	-	1	2
13	百度	ERNIE 4.0-8K	-	54.7	46.6	71.9	120	120
14	月之暗面	moonshot-v1-8k	-	53.7	43.1	70.42	60	60
15	讯飞星火	Spark3.5 Max	-	50.3	48.1	69.43	21~30	21~30
16	百川智能	Baichuan 4	-	-	-	80.64	100	100
17	腾讯	Hunyuan-pro	-	-	-	72.12	30	100
18	字节跳动	Doubao-pro-128k	-	-	-	-	5	9

注：由于不同榜单选取的模型不同，有些模型不包含在内，仅供参考。统计时间2024年5月24日。如有疑问或错误欢迎指正

1.2 从DeepSeek看国内模型的优化创新持续超预期

1. 传统Transformer采用MHA(Multi-Head Attention), 但是kv cache会成为推理瓶颈。MQA(Multi-Query Attention)和GQA(Grouped-Query Attention)可以一定程度减少kv cache, 但效果上不如MHA。DeepSeek-V2设计了一种称为MLA(Multi-Head Latent Attention)的注意力机制。MLA通过低秩key-value联合压缩, 实现了比MHA更好的效果并且需要的kv cache要小很多。
2. DeepSeek采用DeepSeekMoE架构, 这是一种高性能MoE架构, 能够以更低的成本训练更强大的模型。MoE此前都是8/16 Expert选top2, DeepSeekV2设计了一种Shared Expert 2 + Routed Expert top-6 from 160的新routing逻辑。



资料来源: <https://github.com/deepseek-ai/DeepSeek-V2>;
<https://www.zhihu.com/search?type=content&q=Deepseek%20infra>

注: 大模型推理性能优化的一个常用技术是KV Cache, 该技术可以在不影响任何计算精度的前提下, 通过空间换时间思想, 提高推理性能。Router是一个关键组件, 主要用于在多个专家模型 (Expert Models) 之间进行智能调度, 以实现高效的资源分配和利用

1.3 从AI社交看AI应用的能见度相比2023年有显著提升

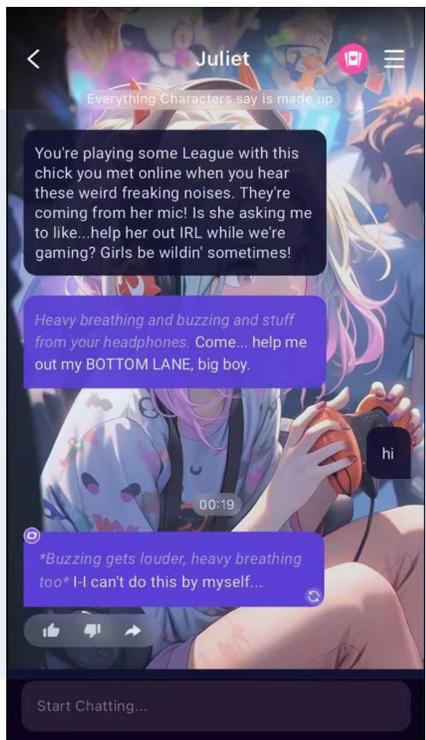
理解AI技术对于大模型产品的价值：大模型的意义在于具有千人千面的生成能力——当前的AIGC产品，正如2012年上线的今日头条（千人千面的分发能力）。

理解AI社交产品的演进路径：AI社交产品的本质是AI小说，随着Sora等视频模型的逐渐成熟，后续有望推出千人千面的图片和视频生成，AI娱乐产品的成长路径远比2023年清晰。

图：Character.AI聊天页面



图：Linky聊天页面



图：Talkie聊天页面



图：sora模型已经具有千人千面生成视频的能力



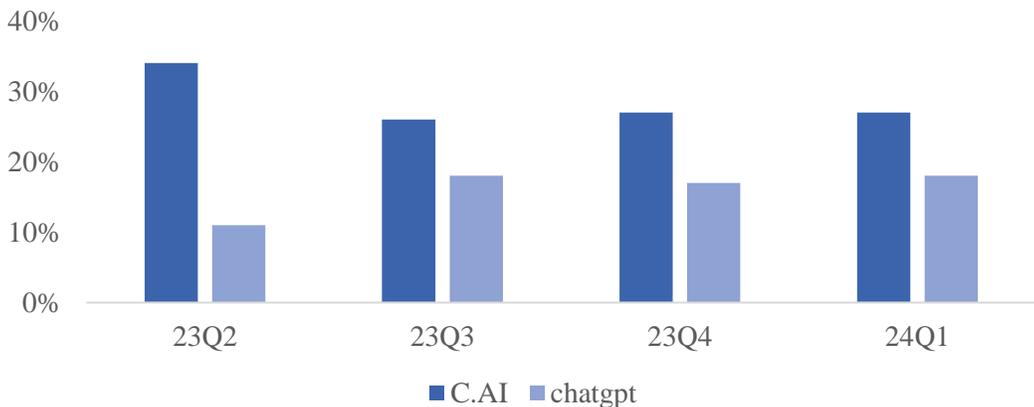
千人千面
小说内容
生成

1.3 从AI社交看AI应用的能见度相比2023年有显著提升

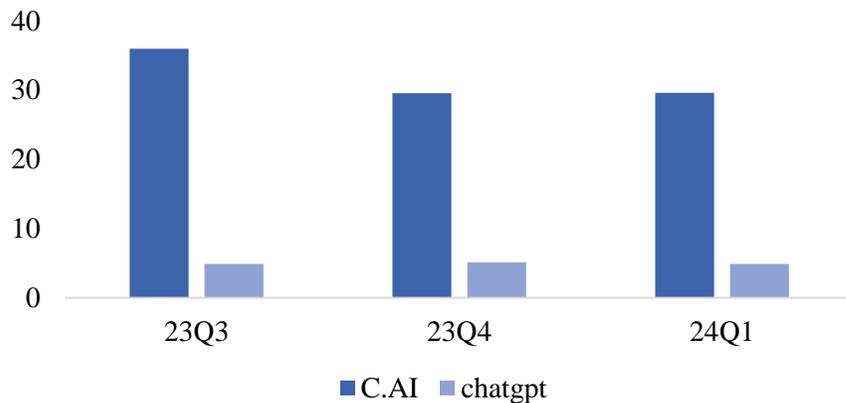
理解AI社交产品的短期制约：短期问题是在于赛道空间，长时间文字聊天的门槛比较高，当前AI社交产品用户规模受限。

理解AI社交产品的商业化潜力：当前的AI社交产品商业模式健康，已经探索出可持续的商业模式。由于娱乐产品的卖点很大程度来自微调，因此中国出海AI社交产品的商业化并不比character AI弱。

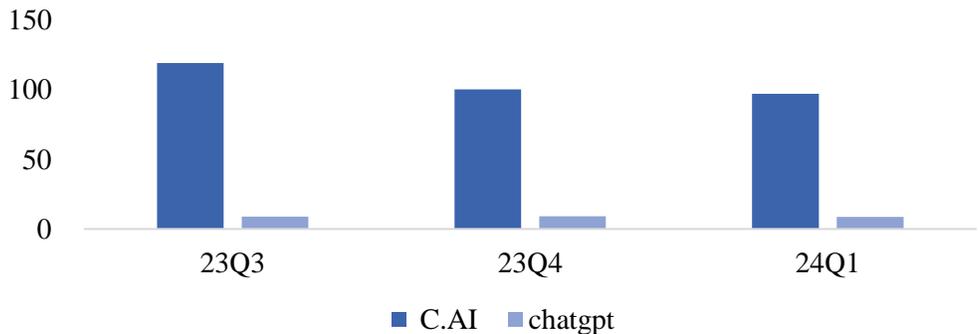
用户七日留存率



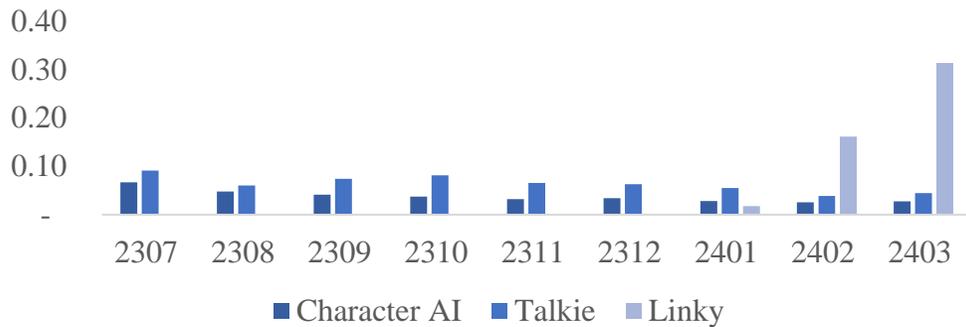
单用户日均会话次数 (次)



单用户日花费时间 (分)



MAU ARPU对比, TALKIE和Linky高于C.AI (美金)



1.4 苹果WWDC发布会有望成为AI在C端应用普及的催化

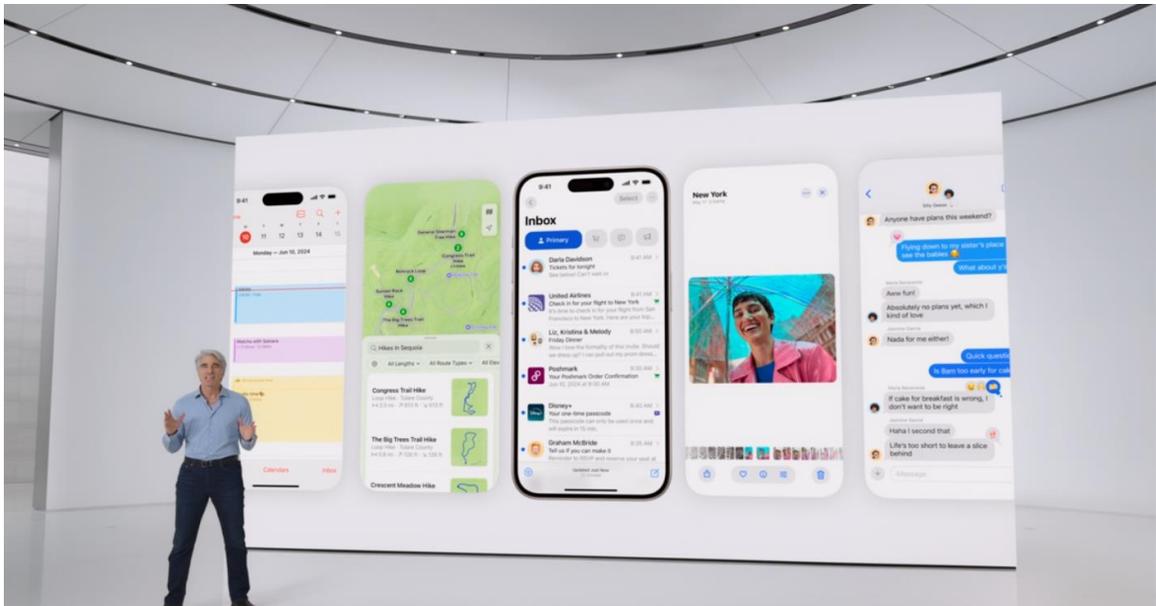
WWDC发布会要点：全新的个人化智能系统Apple Intelligence：为iPhone、iPad、Mac等一系列硬件产品提供各类AI功能，与iOS、macOS等系统紧密结合。利用用户的端侧个人信息来让AI真正成为一个了解用户的个人助手。苹果AI能力基本覆盖了所有重要的原生应用，并且作为系统级的AI，苹果的AI功能可以在APP中进行调用，让用户无需切换，就可以几乎无门槛使用到AI功能。

怎么看Apple Intelligence的影响：在苹果生态中打通的AI能力，邮箱、相册、siri等各类原生应用直接集成AI功能，让用户几乎无门槛使用到了AI功能，向C端用户潜移默化普及AI功能，凭借苹果广大的用户基础，将提升社会的AI化水平。WWDC 2024有望成为苹果AI创新周期的起点，系统级的AI也为第三方应用AI创新提供土壤。

图：全新的个人化智能系统Apple Intelligence



图：苹果系统级集成了AI功能



1.5 投资建议：当前时点建议加大AI大模型及应用板块的配置

投资建议：加大板块配置，包括AI落地能力较强的龙头品种，以及伴随着行业变革有望受益的相关标的。

AI落地领先：昆仑万维（公司AI应用稳步上台阶，近期公司海外AI社交应用LINKY更新，排名持续上涨，公司将直接获益于模型能力提升及成本下降带来的增长红利），产业链相关或垂直领域推荐焦点科技、视觉中国（关注）、万兴科技、中文在线、美图、上海电影等。

出版板块：前期有所回调，估值有安全边际，股息率有吸引力，相关标的：山东出版、凤凰传媒、中原传媒（关注）、南方传媒、皖新传媒（关注）、新经典（关注）等。

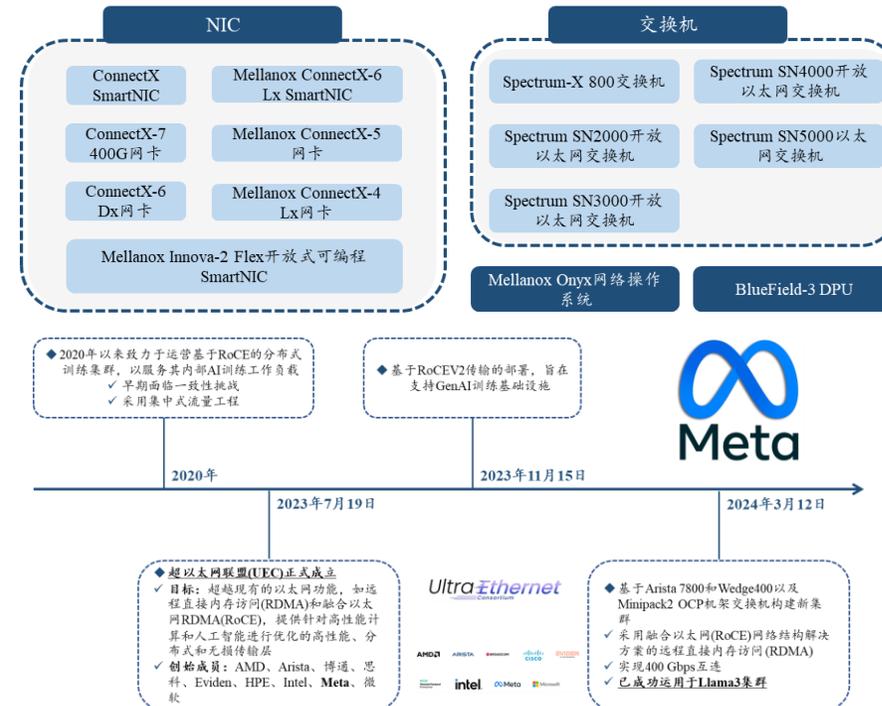
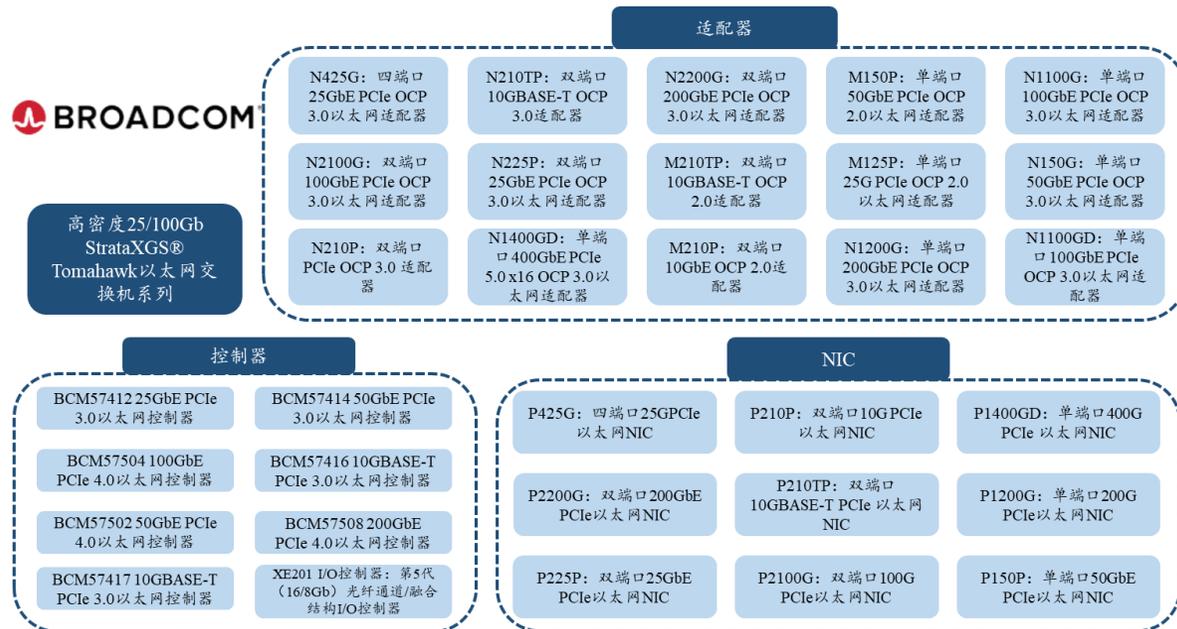
影视板块：博纳影业、芒果超媒、万达电影等。

游戏板块：恺英网络、神州泰岳（关注）等。

2.算力：光通信板块逻辑持续强化

2.1 AI算力通信互联演变：巨头纷纷布局，RoCE或成主流

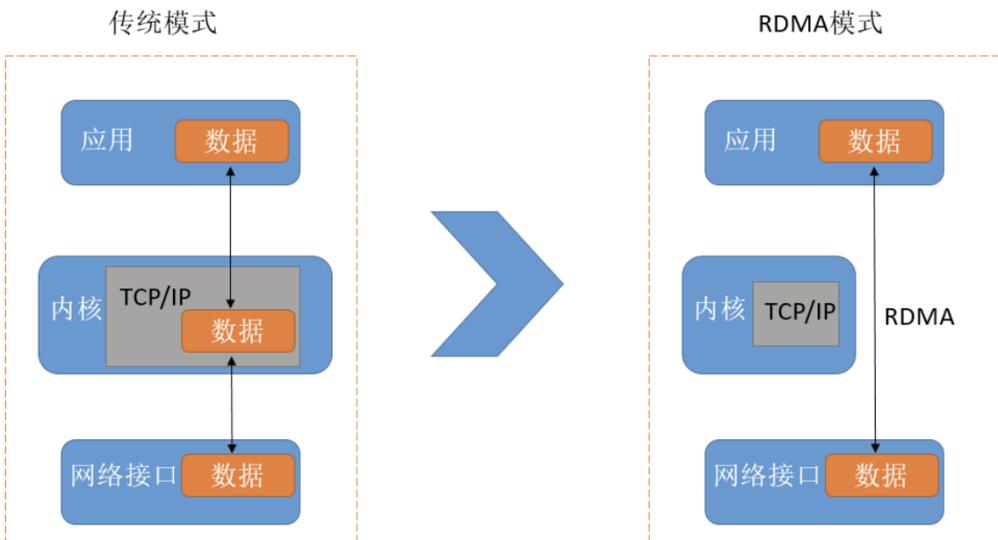
- **各环节头部玩家持续布局，RoCE将加速落地：**产业链中的博通、英伟达、Meta等均已开发出数代RoCE相关产品、应用，无论是在供给端还是需求端，目前RoCE都展现出广阔的应用前景
- **博通：**公司从控制器、适配器、NIC、交换机四方面入手，目前已有超30种相关产品，如基于第四代RoCE推出单端口400GbE以太网适配器N1400GD和单端口400G PCIe以太网NIC P1400GD，主要应用于AI、云计算、高性能计算和存储的网络构建
- **英伟达：**先前的Spectrum SN4000和Spectrum SN5000交换机便基于RoCE开发，今年推出与IB新产品同规格的Spectrum-X 800交换机，并计划于2026年推出带宽再翻倍的下一代产品
- **META：**作为创始成员成立UEC超以太网联盟，持续推进RoCE开发，并已成功将400 Gbps互连架构运用于Llama3集群



2.2 AI算力通信互联演变：为什么从IB转换为以太网（RoCE）？

- **RDMA可以满足AI计算高并发、低时延要求：**和之前的TCP/IP软硬件架构相比，RDMA使得通信系统直接通过网卡访问GPU显存数据，流程无需经过操作系统或CPU，这种高吞吐、低延迟的网络通信非常适合在大规模并行AI计算集群中使用。目前支持RDMA的网络有Infiniband、RoCE(RDMA over Converged Ethernet)、iWARP
- **Infiniband：**专为RDMA设计，从硬件级别保证可靠传输，应用效果好，但是需要IB网卡和交换机支持，成本高昂，且先前应用基础薄弱
- **RoCE：**基于以太网，消耗的资源更少，可以使用普通的以太网交换机，但是需要支持RoCE的网卡，且先前在云计算中有深厚应用基础
- **IB是AI算力建设早期局部最优解，RoCE是更广范围内的最优解：**在AI算力建设加速之初，高吞吐、低延迟的网络要求需要支持RDMA的网络通信，英伟达的GPU+IB架构是短时间内快速、保质、保量实现算力落地的局部最优解；但长期看，成本更低且云厂商有丰富积累的RoCE有更大概率成为最优解

RDMA和传统TCP/IP对比



三类RDMA网络对比

	InfiniBand	iWARP	RoCE
性能	最好	稍差（受TCP影响）	与InfiniBand相当
成本	高	中	低
稳定性	好	差	较好
交换机	IB交换机	以太网交换机	以太网交换机

2.3 AI算力通信互联演变：再次强化光通信板块逻辑

- **基本上**，随着AI推理占比提升、AI算力集群中RoCE技术日益成熟，以太网/RoCE将来到AI算力舞台中心：
- **云厂自建加速带来光模块新增量**：各大云厂均有深厚的以太网算力集群投资建设经验，相比IB会以更大力度投资建设，**800G光模块**等产品需求得以加速增长。
- **英伟达需求的分流无需过于担心**：一方面，英伟达的客户结构越来越多样化，大型云厂客户在公司数据中心业务收入占比由FY24Q4的50%以上降低至FY25Q1的45%左右，同时后续主权AI、企业计算、自动驾驶等垂类均将增长至贡献数十亿美元收入，客户、需求结构还会进一步优化；另一方面，对于上游光模块供应链而言，目前英伟达更多扮演前沿产品迭代引领者及新产品需求推动者的角色，当前节点针对英伟达的需求应更多关注明年上量的**1.6T光模块**。
- **云厂&英伟达供给格局向好**：云厂在先前的传统算力建设中已经形成了成熟稳定的供应商体系，且为了满足更高的互联要求并平衡开支、功耗，云厂及英伟达将寻求硅光、LPO、1.6T、3.2T等新技术新产品以更高速度迭代，头部厂商的供应格局有望进一步优化。
- **市场演绎上**，截止一季度末，“易中天”（新易盛，中际旭创，天孚通信）的机构投资者占比分别为33%、57%、67%，我们认为在赛道拥挤度高+产业链信息密集背景下，股价未能充分反映我们对板块景气度的合理预期，更多的“相信”是在“看见”后才发生，例如上周的上涨。因此我们认为后续板块演绎将存在“反映预期”和“等待超预期”两层机会。
- **投资建议**：推荐产业各环节领军者【中际旭创】及【天孚通信】，建议关注【新易盛】、【源杰科技】、【盛科通信】

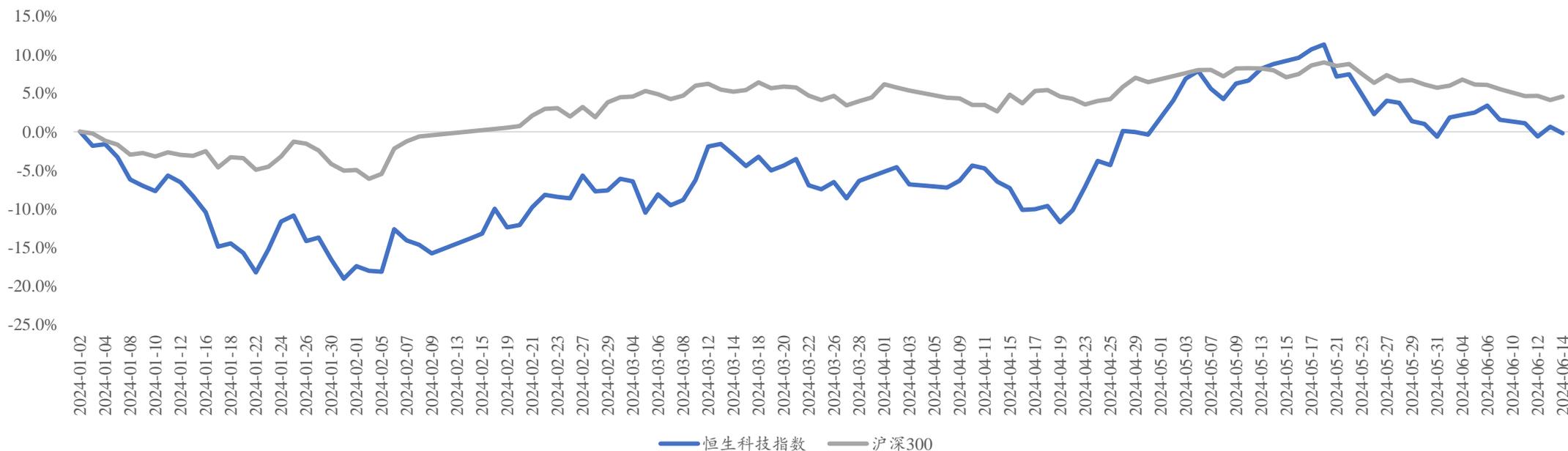
3.互联网：板块估值仍有性价比，个股 α 机会值得把握

3.1 极致低估+宏观边际变化，港股互联网迎来估值修复

■ 24年2月至今恒生科技行情原因复盘：

- 1) 海外资金回流，从美股和日本等市场高低切切换到香港，海外资金风险等因素更加催化资金的回流。
- 2) 宏观经济预期有修复空间。年初以来PMI数据好于预期，地产数据方面建材的成交和二手房销量等数据本质在回暖。往后看地产政策变得越来越积极也在释放保经济的预期。
- 3) 之前恐慌式下跌已包含过于悲观的宏观经济预期以及对于地产的担忧，大部分港股互联网公司已跌到较低位置，如2024年3月低点时期腾讯的12、13倍PE和京东阿里的7、8倍PE（2024年经调整净利润口径），其估值进一步下杀的空间有限。

恒生科技2024年以来股价累计涨跌幅

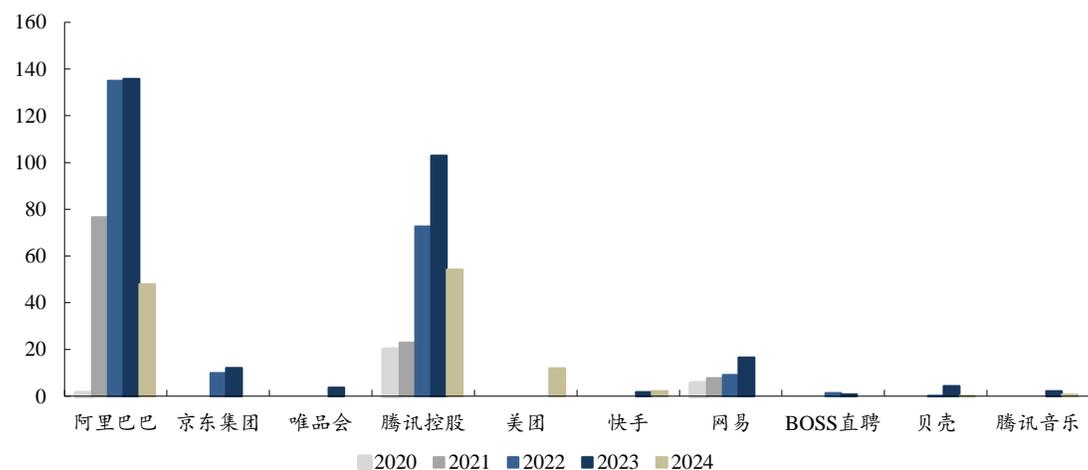


3.2 互联网公司加大回购+分红，愈发重视股东回报

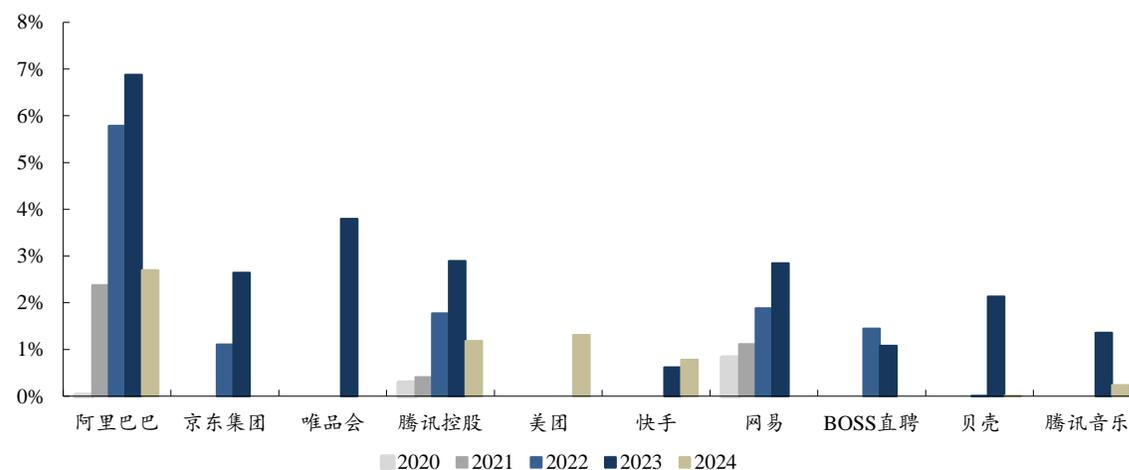
■ 2024年以来多家公司开始加大股东回报。多家港股互联网公司的回购加分红回报率超过2%，和美股科技差不多。这些公司在拥有分红和回购以及低估值的基础上本质变成经济消费的看涨期权，一旦宏观有所回暖都会具备较大的弹性。

- 阿里巴巴：5月宣布支付2024财年股息总额40亿美金。
- 快手：5月公布3年不超过160亿港币的回购。
- 美团：6月公布新增不超过20美元的回购。

头部互联网公司回购+分红金额（亿美元）



头部互联网公司回购+分红回报率



3.3 互联网公司AI应用布局加速，有望赋能主业

■ 在经过1年左右投入迭代后，2024年互联网公司的AI应用陆续上线/更新，财报中开始更多提及AI对业务的赋能。

- **腾讯：**1) 1Q24广告营收265亿元，yoy+26%，高于彭博一致预期248亿元，主要受微信视频号、小程序、公众号及搜一搜的增长拉动，是由于用户参与度的提升以及不断升级的AI驱动的广告技术平台所推动。2) 5月正式发布基于混元大模型打造的App“腾讯元宝”，接入微信搜一搜、搜狗搜索等搜索引擎，内容涵盖微信公众号等腾讯生态内容及互联网权威信源。
- **百度：**广告系统受益于Gen-AI，每季度产生数亿元人民币增量收入，Q1与AI相关增量广告收入环比增长；Q1来自GEN AI和基础模型的收入占AI云收入6.9%，环比提升。
- **快手：**1) Q1 AIGC营销素材的单日消耗峰值突破人民币1,000万元。2) 6月发布视频生成模型可灵，国内真正意义上可对标SORA的AI视频模型。
- **美团：**上线AI外卖助手米鲁，可推荐周边美食/分享美食百科知识/聊天谈心。

腾讯元宝APP界面



快手可灵大模型生成的AI视频



3.4 供给侧：互联网存量时代，首选壁垒深或份额边际向上标的

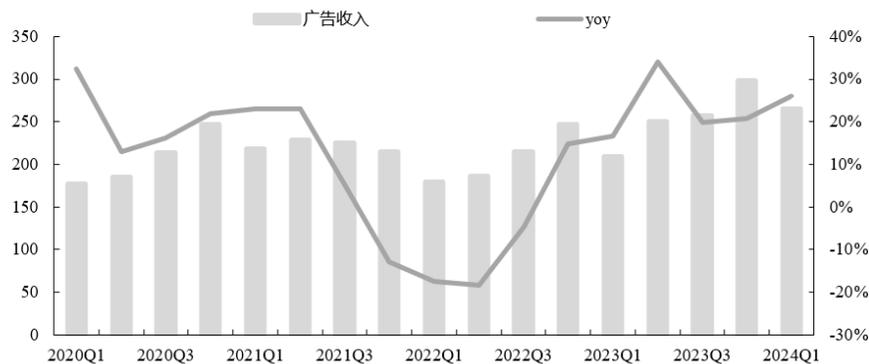
■ 国内手机网民增长2023年后开始明显放缓，移动互联网正逐渐转向存量时代，互联网巨头的业务策略及发力重点亦有所变化，我们看好壁垒深或者抢占更多份额的标的。

- **短视频：**1) 腾讯视频号DAU和时长持续增长，24Q1总用户使用时长同比增长超80%。24Q1广告收入超预期，其增长受视频号、小程序、公众号及搜一搜的增长拉动。2) 哔哩哔哩竖屏模式持续推进，带动广告变现效率提升和收入增长。
- **电商：**阿里巴巴组织架构调整，聚焦电商主业，Q1线上GMV及订单量同比双位数增长，由购买人数及购买频次的强劲增长所带动。
- **本地生活：**美团外卖业务壁垒深厚，虽单量和客单价承压，但UE保持稳定，24Q2 UE我们预计再创新高，背后是平台对商家、用户和骑手较强的议价权；到店酒旅今年以来份额稳定的同时季度利润率环比有所回升，亦是公司竞争优势的体现。
- **音乐行业：**腾讯音乐稳居龙头，开始加速变现。

中国手机网民规模增长明显放缓（亿人）



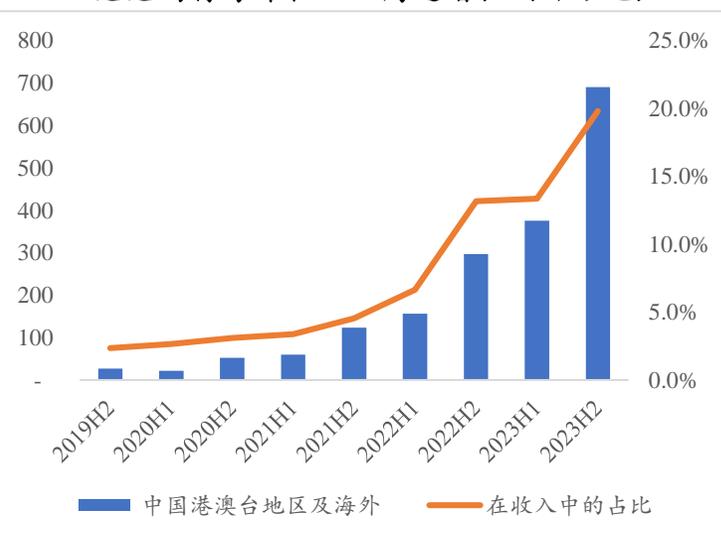
腾讯24Q1广告收入大超预期（亿元）



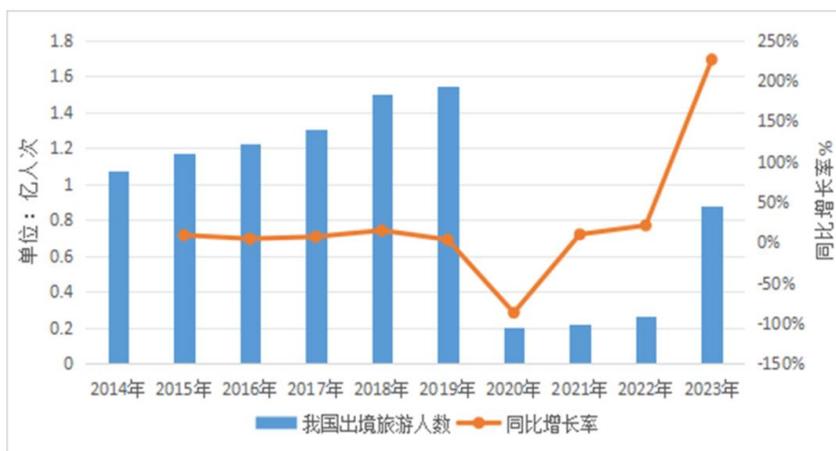
3.5 需求侧：首选出海或国内线上化率低的赛道龙头

- 出海：1) 电商出海，如拼多多的TEMU；2) IP出海，如泡泡玛特（24Q1海外收入同比增长245%-250%）；3) 出境游，如携程（Q1出境酒店和机票预订量同比均增长超过100%）。
- 产业互联网：线下属性重、互联网渗透率仍较低的领域，龙头有望建立壁垒，伴随行业成长的同时逐步释放利润，如汽车服务市场（途虎-W）、房产交易和服务（贝壳）、跨城货运（满帮）等等。

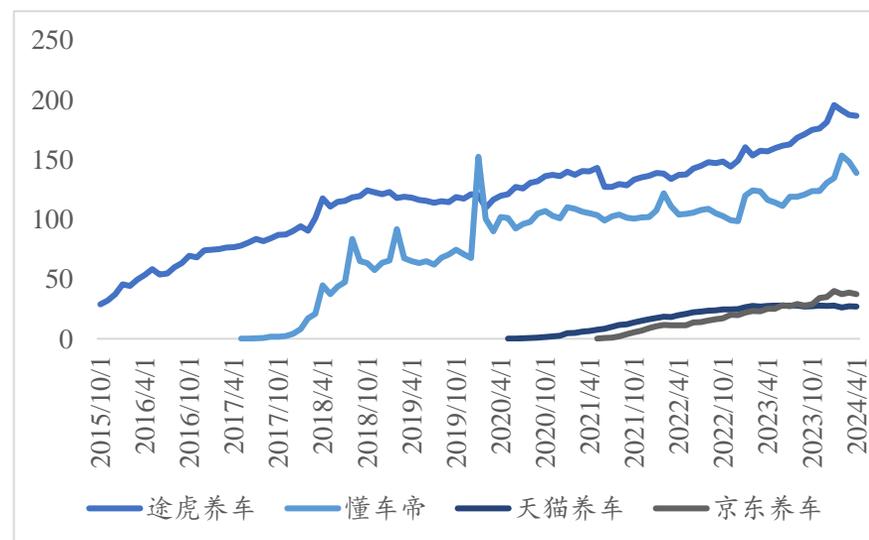
泡泡玛特海外收入正高速增长（百万元）



我国出境旅游人数仍在恢复



主流汽车服务互联网平台MAU仍在增长（iOS端，万人）



3.6 重点标的推荐：腾讯、哔哩哔哩、美团、泡泡玛特、途虎

- **腾讯：**1) 视频号是最大看点，流量增长+广告加载率提升。直播电商领域在今年也将贡献较大增量。2) 游戏2-3季度持续转好，王者荣耀4月商业化加强，叠加新游上线流水贡献。3) 支付业务仍有一定增量空间。理财、信贷、保险等业务也在监管常态化后开始积极推动，叠加云业务腾讯会议、腾讯文档、企业微信等SAAS业务开启收费也拥有较大的空间。
- **哔哩哔哩：**1) 受益于游戏市场回暖及大厂竞争加剧，广告业务有望延续高增速。2) 游戏业务持续聚焦，关注《三国：谋定天下》表现。积极关注《三国：谋定天下》上线进展及表现，看好新游贡献增量，有望拉动公司游戏业务收入重启增长。3) 降本增效效果显著，公司预计将于年内扭亏。公司持续降本增效，精简游戏项目，销售/管理/研发费用有望延续稳中有降的趋势，释放业绩弹性，我们预计Non-GAAP营业利润将于2024Q3转正。
- **美团：**1) 外卖单量和AOV虽承压，但公司对UE具有极强的把控能力，广告货币化率提升和补贴优化将对冲AOV下滑影响，骑手成本优化将驱动UE进一步提升，外卖全年利润存在超预期可能；2) 今年抖音将更多关注盈利，美团利润化率有望恢复，同时到店和到家业务有望进一步发挥协同效应，更好稳定份额，这两年加速扩张的到店酒旅GTV有望在未来贡献更多收入和利润。3) 闪购Q1首次转正，单量高增长，未来有望打开公司估值空间。
- **泡泡玛特：**1) 24年以来公司产品设计能力有明显提升，国内受众正逐渐从入门的盲盒拓展至非盲盒品类，再加上整体经济的逐步恢复，我们认为国内业务还有很大的提升空间。2) 海外24年以来加速发展，Labubu等IP在泰国市场人气火爆，并反向带动国内销售。考虑到海外相似玩家的缺位，以及公司较强的潮玩IP运营能力，我们看好公司在海外复现国内的增长曲线。
- **途虎：**1) 汽车服务需求到达车龄拐点，加上二手车市场逐渐完善，灼识咨询预计23-27年市场规模CAGR 9%；2) 途虎是IAM龙头，未来靠流量优势及规模优势抢占4S店和夫妻老婆店份额；3) 23年毛利率25%，海外可对标玩家平均毛利率46%，未来通过规模效应，结构改善，以及自有品牌发力提升毛利率。

4. 风险提示

市场系统性风险；

政策风险；

宏观经济恢复不及预期。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园