



DeepSeek/豆包引领AI启新篇，继续布局AI应用

2025年传媒行业春季投资策略

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

姓名 肖江洁（联系人）

证书编号：S0790124070035

邮箱：xiaojiangjie@kysec.cn

核心观点

1、AI大模型发展如火如荼，AI性能提升和推理成本下降或驱动AI应用加速落地

2025年1月，DeepSeek正式发布R1模型，DeepSeek-R1在数学、代码、自然语言推理等任务上性能对齐OpenAI-o1正式版，同时得益于DeepSeekMoE架构、MLA机制、FP8训练等创新点，DeepSeek-R1的推理成本仅为OpenAI-o1的几十分之一，引发了全球科技界的关注，且用户量呈快速增长趋势。QuestMobile数据显示，DeepSeek在1月28日的日活跃用户数首次超越豆包，随后在2月1日突破3000万大关，成为史上最快达成这一里程碑的应用。根据AI产品榜，DeepSeek在1月底仅用7天便完成1亿用户增长（Web、App累计不去重），相比之下，ChatGPT、Tiktok增长1亿用户分别花了2个月和7个月。此外，DeepSeek开源的路径，更是降低了各领域AI应用的研发成本，有望加速AI大模型应用的创新和普及。

2、AI应用

(1) AI+影视：AI正在重塑影视工业制作的全流程，不仅可以带来影视内容生产的降本增效，还可赋能剧本内容创作，AI生成的影视内容市场空间或进一步打开。**重点推荐上海电影、芒果超媒、快手-W，受益标的包括华策影视。**

(2) AI+社交陪伴：DeepSeek等大模型有望提高沉浸感和趣味性，为社交陪伴场景带来了全新的可能性。**重点推荐顺网科技、奥飞娱乐，受益标的包括汤姆猫。**

(3) AI+电商：AI深入融合电商全流程降本提效，AI Agent拓展增量空间。**重点推荐值得买。**

(4) AI+营销：AI可帮助实现个性化营销策略、智能投放，高效生成创意素材等。**重点推荐引力传媒，受益标的包括因赛集团。**

(5) AI+教育：个性化学习与智能辅导快速发展，出海、B/C端商业化加速可期。**受益标的包括世纪天鸿、豆神教育、盛通股份、南方传媒。**

(6) AI+游戏：AI带来游戏研发与宣发环节降本增效，AI原生游戏有望进一步打开行业天花板。**重点推荐腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特，受益标的包括宝通科技。**

3、风险提示：AI大模型发展不及预期、AI应用落地进展不及预期等。

目录

CONTENTS



AI大模型性能提升与成本下降或驱动AI应用加速落地



AI应用



风险提示

1.1 DeepSeek：高效低成本AI有望赋能内容行业升级

性能比肩国际顶尖模型：DeepSeek R1在数学、代码、自然语言推理等任务上的性能可比肩OpenAI o1模型正式版。在AIME2024数学基准测试中，DeepSeek R1得分率为79.8%，OpenAI o1的得分率为79.2%；在MATH-500基准测试中，DeepSeek R1得分率为97.3%，OpenAI o1的得分率为96.4%。

低成本颠覆市场格局：DeepSeek V3整个训练过程仅用了约270万个GPU小时，相比之下，Llama3405B的训练时长是3080万GPU小时。DeepSeek V3的训练成本不到600万美元，而GPT-4等模型的训练成本则高达数亿美元。DeepSeek API服务定价远低于OpenAI，以输出为例，每百万输出tokens 16元（约2.2美元），GPT o1每百万输出tokens 60美元。

表1：DeepSeek具备高性能和低成本特点

特性	DeepSeek R1	ChatGPT4o	OpenAI o1
开发公司	幻方量化旗下 AI 公司深度求索 (DeepSeek)	OpenAI	OpenAI
性能	性能比肩 OpenAI o1 正式版，在数学、代码、自然语言推理等任务上表现出色	性能优异，广泛应用于各种场景	性能强大，是 OpenAI 的旗舰产品之一
训练成本	训练成本远低于 OpenAI o1	训练成本较高	训练成本较高
开源情况	完全开源，允许用户训练其他模型	部分开源	部分开源
API 价格	每百万输入tokens 1元（缓存命中）/4元（缓存未命中），每百万输出tokens 16元。	价格较高	每百万输入tokens 15美元，每百万输出tokens 60美元
应用场景	广泛应用于各种场景，包括创意写作、数学、代码等	广泛应用于各种场景	广泛应用于各种场景
创新点	使用了强化学习技术，大幅提升了模型推理能力	强大的自然语言处理能力	强大的自然语言处理能力

资料来源：DeepSeek公众号、蜂云时代公众号、开源证券研究所

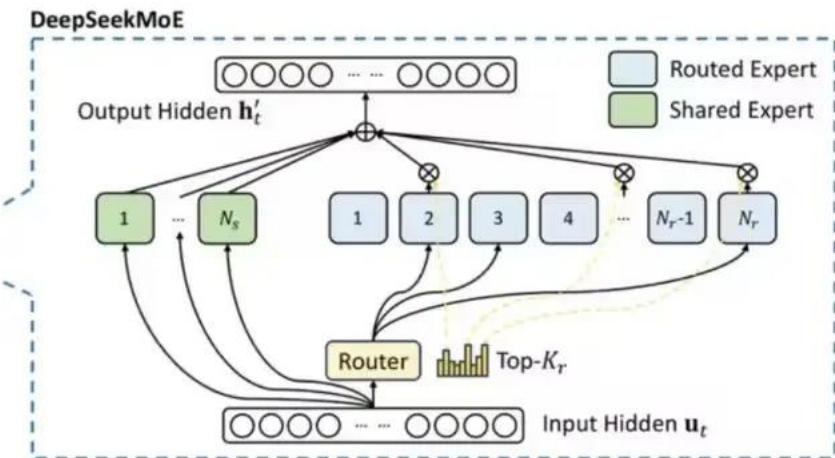
1.2 DeepSeek: 三大创新点造就DeepSeek低训练成本

MoE架构：与传统大模型架构相比，MoE架构在数据流转过程中集成了一个专家网络层。和传统的MoE架构相比，DeepSeekMoE使用更细粒度的专家（256个专家），并将一些专家隔离为共享专家，减少专家间的知识冗余。

MLA机制：采用MLA多头潜在注意力机制，降低推理过程中的kv缓存开销，训练方法在特定方向的选择也使得算力成本有所降低。

FP8 训练：大多数计算密集型操作都在FP8中进行，而一些关键操作则保留原始数据格式，通过低精度计算减少了 GPU 内存使用和计算开销。

图1：DeepSeek MoE使用更细粒度的专家



资料来源：阿里云开发者公众号

图2：DeepSeek采用MLA机制

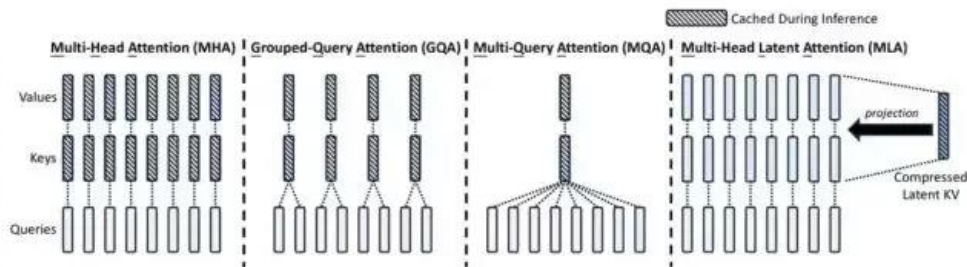


Figure 3: Simplified illustration of Multi-Head Attention (MHA), Grouped-Query Attention (GQA), Multi-Query Attention (MQA), and Multi-head Latent Attention (MLA). Through jointly compressing the keys and values into a latent vector, MLA significantly reduces the KV cache during inference.

资料来源：阿里云开发者公众号

1.3 DeepSeek: 大量公司接入DeepSeek, AI应用或迎来黄金发展期

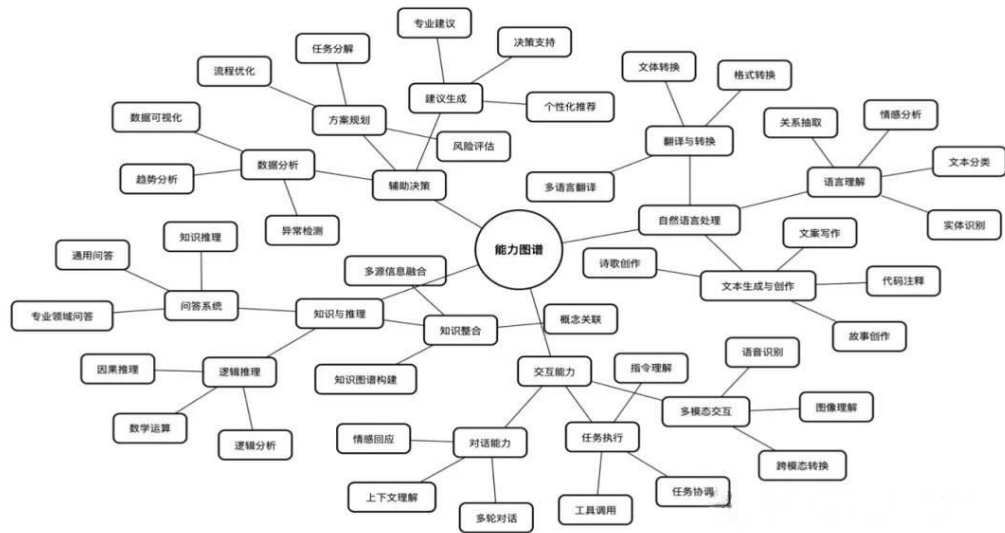
QuestMobile数据显示, DeepSeek在1月28日的日活跃用户数首次超越豆包, 随后在2月1日突破3000万大关, 成为史上最快达成这一里程碑的应用。目前, 华为云、腾讯云、阿里云、百度云等厂商均陆续在其云服务平台上线了DeepSeek的大模型, 移动、联通、电信三大运营商也均全面接入DeepSeek开源大模型, 针对热门的DeepSeek-R1模型提供专属算力方案和配套环境。随着低参数模型性能大幅提升及成本下降, AI大模型将更适用于追求低能耗的端侧AI创新产品和大用户的AI应用, 相关AI应用有望迎来黄金发展期。

图3: DeepSeek用户增长1亿花费时间仅7天



资料来源: AI产品榜

图4: DeepSeek提供智能对话、文本生成、计算推理、代码生成等众多应用场景



资料来源: 清新研究公众号

1.1 豆包大模型：驱动传媒互联网内容生产与交互革命

AI+影视作品不断涌现，2024年中国AI影视市场规模或达216亿元，视频生成等多模态大模型或继续助力市场规模扩容

1月22日，豆包大模型1.5 Pro正式发布，模型能力全面升级，融合并进一步提升了多模态能力。豆包大模型覆盖文本、图像、音视频多模态生成。豆包大模型 1.5 Pro仅用较小激活参数，即可比肩一流超大稠密预训练模型的性能，并在多个评测基准上取得优异成绩。多模态方面，豆包进一步增强了模型在视觉推理、文字文档识别、细粒度信息理解、指令遵循方面的能力，并让模型的回复模式变得更加精简、友好。此外，豆包大模型推出深度思考模式，拓宽当前模型的智能边界。随着豆包基础大模型能力的不断提升和多模态能力的快速发展，AI应用有望迎来加速期。

图5：豆包大模型1.5 Pro在多个公开评测基准上表现优异

	Doubao-1.5-pro	Llama3.1-405B	GPT4o-0806	Gemini-exp-1205	Claude-3.5-Sonnet-latest	Qwen2.5	DeepseekV3
Knowledge	MMLU	88.6	88.6	88.6	88.5	85.6	88.5
	MMLU_PRO	80.1	73.3	74.9	76.4	78.0	71.1
	GPQA	65.0	51.1	53.1	62.1	65.0	49.0
MATH	Math	88.6	73.8	75.9	89.7	78.3	83.1
	OlympiadBench	59.8	34.1	40.7	64.7	43.5	50.0
Code	MBPP+	78.0	72.8	78.3	78.6	76.5	76.9
	McEval	70.2	58.7	68.2	67.0	68.2	61.7
	FullStackBench	65.1	53.6	61.8	62.6	60.3	56.9
Reasoning	BBH	91.6	89.2	91.7	92.6	92.6	88.3
	DROP	93.0	91.2	79.8	89.7	88.3	87.4
Instruction Following	IFEval	89.5	86.0	85.7	89.8	89.3	84.1
	SysBench	67.6	58.9	62.2	69.0	69.0	47.2
Chinese	CMMLU	90.9	75.4	77.3	84.3	81.2	84.3
	C-Eval	91.8	72.7	76.0	83.9	80.0	84.1

资料来源：豆包大模型团队公众号

图6：豆包实时语音大模型带给用户全新体验



资料来源：豆包大模型团队公众号

目录

CONTENTS



AI大模型性能提升与成本下降或驱动AI应用加速落地



AI应用



风险提示

2.1 AI+影视：边界不断拓展，AI影视内容有望迎来快速增长期

AI+影视作品不断涌现，2024年中国AI影视市场规模或达216亿元，视频生成等多模态大模型或继续助力市场规模扩容

2024年来，国内快手可灵、字节豆包、美图MOKI、Minimax等视频大模型频频推出，海外方面Sora、Meta、Adobe也推出自研大模型，从前期筹备，到虚拟拍摄、后期配音，在影视制作的各个环节，AI技术的参与程度都日渐加深。芒果TV旅行真人秀节目《我们仨》中，首次出现AI助理导演“爱芒”；央视频AI频道上线的微短剧《中国神话》，AI编剧占比达80%，充分展现AI技术在影视产品创意研发中的巨大潜力。根据百通数据，预计2024年中国AI影视市场规模达216亿元。我们认为，AI正在重塑影视工业制作的全流程，不仅可以带来影视内容生产的降本增效，还可赋能剧本内容创作，使内容更贴近甚至创造用户需求，文生视频、图生视频等多模态大模型不断更新迭代的推动下，AI生成的影视内容市场空间或进一步打开。

表2：2024年来国内外AI视频生成模型不断涌现

	发布时间	视频AI模型	可生成视频时长	特点	优势
国内	2024年6月6日	快手可灵	2分钟	文生、图生	模拟物理世界、电影级图像
	2024年9月24日	字节豆包	3-10秒	文生、图生	复杂动作、多镜头组合、运镜控制
	2024年8月6日	字节即梦	3-12秒	文生、图生	控制视频走向、运镜和速度控制
	2024年7月26日	智谱清影	6秒	文生、图生	快速推理、网页端和APP端兼容
	2024年9月26日	美图MOKI	2分钟	文生	AI脚本、AI分镜、AI视频
	2024年5月15日	Minimax海螺	6秒	文生	分屏、操作简单、风格多元
	2024年4月27日	Vidu	4-6秒	文生、图生	快速推理、精确理解、高动态性
	2024年1月	PixVerse	5-10秒	文生、图生	风格化功能、多种视频比例
国外	2024年2月16日	Sora	1分钟	文生	视频时长突破1分钟、模拟物理世界
	2024年9月29日	Meta Make-A-Video	几秒	文生、图生	伪3D卷积、时间维度的可控性
	2024年10月15日	Adobe Firefly	5秒	文生、图生	多语言支持、与Adobe生态系统集成

资料来源：可灵官网、美图官网、Sora官网、Meta官网等、开源证券研究所

图7：AI妆造大模型“神力霓裳”生成的古代仕女妆造图



资料来源：slec公众号

2.1 AI+影视：重点推荐及受益标的

2.1 重点推荐：上海电影、芒果超媒、快手-W

1、上海电影（601595.SH）：拟收购上影元少数股权，进一步完善IP业务布局

拟收购上影元少数股权，或强化IP布局、增厚公司业绩公司发布公告，拟进一步收购上影集团、上美影合计持有的上影元19%股权。本次交易完成后，上影元股权结构为公司持股70%，上美影持股30%。此前公司2023年3月公告收购上影元51%股权，对应全部股东权益价值评估值为1.2亿元，本次交易转让价格对应全部股东权益价值估值为3.5亿元，上影元公司价值有明显提升。上影元2023年度净利润1658.53万元，2024年半年度净利润2112.02万元，随着IP全产业链开发运营业务开展，上影元盈利能力快速提升，此次收购上影元少数股权有望进一步增厚公司业绩。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.39/2.73/3.76亿元，EPS分别为0.31/0.61/0.84元。

上影元IP商业化价值持续凸显，内容焕新或带来业绩增量

2024年，齐天大圣、哪吒等30+动画角色亮相央视2024春晚节目，全网话题浏览量、播放量超6亿；与人民日报携手打造《奔赴热爱》运动主题短片，齐天大圣孙悟空的形象贯穿始终，视频播放量超过2亿次。上影元所运营的经典IP商业化价值持续凸显。此外，公司旗下影片《好东西》11月22日上映后，3日累计票房超1.3亿元。《中国奇谭》第二季、《小妖怪的夏天：从前有座浪浪山》预计于2025年上映，“奇谭宇宙”有望贡献新的内容及授权衍生收益。《葫芦兄弟》《黑猫警长》等经典作品中各类角色衍生故事在各大短视频平台的矩阵常态化焕新，助推公司在商品、营销、游戏等多领域的授权联名合作。

头部新片陆续定档，或驱动电影大盘及公司影视业务修复

《封神第二部：战火西岐》《熊出没·重启未来》《射雕英雄传：侠之大者》已定档2025年春节档，《蛟龙行动》《哪吒之魔童闹海》《唐探1900》等也有望在2025年春节档上映，头部新片陆续上映或驱动票房大盘回暖，带动公司院线业务修复。

2.1 AI+影视：重点推荐及受益标的

2.1 重点推荐：上海电影、芒果超媒、快手-W

2、芒果超媒（300413.SZ）：会员数再创新高，优质内容释放或推动业绩修复

核心主业稳健发展，看好后续优质内容释放

2024年前三季度公司营业收入为102.78亿元（同比-0.85%），归母净利润为14.44亿元（同比-18.96%）；2024Q3公司营业收入为33.18亿元（同比-7.14%），归母净利润为3.80亿元（同比-27.41%），主要系企业所得税政策调整影响。我们看好优质内容释放叠加消费预期改善驱动业绩增长，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。

头部内容拉新作用明显，会员数再创新高，出海业务亮眼

会员业务增长亮眼，《歌手2024》拉新效果显著，带动芒果TV国际APP新增1853万的用户，2024年国际APP有望实现2.6亿用户目标，国内APP平台有效会员超7000万（截至2024年10月），再创新高。费用方面，2024前三季度销售费用为12.2亿元，同比下降24.19%，管理费用为2.57亿元，同比下降36.32%，研发费用为1.28亿元，同比下降26.52%。2024年前三季度毛利率为29.15%，同比下降6.66 pct，净利率为13.87%，同比下降2.92 pct，主要受到企业所得税政策调整影响，公司所得税费用较去年同期增加2.8亿。

优质剧综逐步释放，AIGC全面参与内容生产，后续业绩修复空间大

内容来看，2024Q4上线《再见爱人4》（10月17日）；《小巷人家》（10月28日）；微短剧《赎爱》（10月19日）；《日光之城》（10月17日）；《森林进化论2》（10月15日）；《国医少年志》（10月18日），双平台共8个节目内容主理人赛道，49个节目自制团队。《声生不息 港乐季2》《女子推理社2》《时光音乐会4》《芒果新生班 搭档季》等重点节目或继续驱动会员及广告收入增长。AI方面，芒果大模型已运用于《爱的修学旅行》《我们仨》《中国官箴》等8档节目，近期将发布基于AIGC打造面向短剧的创新生产引擎——山海短剧智能制作平台，AIGC全面参与内容生产，或助力内容生产降本提效。

2.1 AI+影视：重点推荐及受益标的

2.1 重点推荐：上海电影、芒果超媒、快手-W

3、快手-W (1024.HK)：线上营销服务收入强势增长，盈利能力持续提升

2024Q2营业收入稳健增长，经调整净利润再创新高

公司2024Q2实现营业收入309.75亿元（同比+11.6%，环比+5.3%），实现毛利率55.32%（同比+5.1pct，环比+0.5pct），经调整净利润为46.79亿元（同比+73.7%，环比+6.6%），经调整EBITDA为63.44亿元（同比+47.0%，环比+6.10%），业绩大幅增长主要系线上营销服务收入快速增长及商业化变现效率提升。我们看好公司盈利能力持续提升，预计公司2024/2025/2026年净利润为156.23/195.72/233.61亿元，对应EPS分别为3.6/4.5/5.4元。

线上营销服务收入为增长引擎，海外快速减亏，盈利能力持续提升

2024Q2线上营销服务收入为175亿元（同比+22.1%），收入占比56.5%（同比+4.8 pct），主要系智能营销解决方案及算法优化推动客户投放消耗增加。其他服务收入为41.58亿元（同比+21.26%），收入占比为13.5%（同比+1.1pct），电商GMV为3053亿元（同比+14.99%），主要系电商活跃付费用户及动销商家数提升，电商月活买家数同比增长14.1%至1.31亿，月活渗透率创新高至18.9%。直播收入为93亿元（同比-6.68%），收入占比30%（同比-5.9pct）。2024Q2海外实现收入11亿元（同比+141.4%），营业亏损同比减少64.5%至2.77亿元。销售费用率为32.4%（同比+1.29pct），研发费用率为9.1%（同比-2.32pct），毛利率提升叠加费用端优化，经调整净利润率同比提升5.40pct至15.1%。

流量端高质量增长，AI赋能内容创作质量及商业化效率提升，打开成长空间

2024Q2平台平均DAU为3.95亿（同比+5.13%，环比+0.38%），平均MAU为6.92亿（同比+2.75%，环比-0.80%），单日活平均线上营销服务收入为44.3元（同比+15.97%，环比+4.73%），用户变现效率明显提升。公司AI投入逐步开花结果，2024Q2推出视频大模型可灵AI及文生图模型可图，有效提升商业化变现效率，2024Q2来自营销客户的AIGC营销素材日峰值达2000万元。平台商业生态持续繁荣叠加AI赋能带来商业化变现效率提升，助力成长空间打开。

2.1 AI+影视：重点推荐及受益标的

2.1 受益标的：华策影视

华策影视（300133.SZ）：AIGC深度融合全链条业务，深化“影视+文旅”新模式。

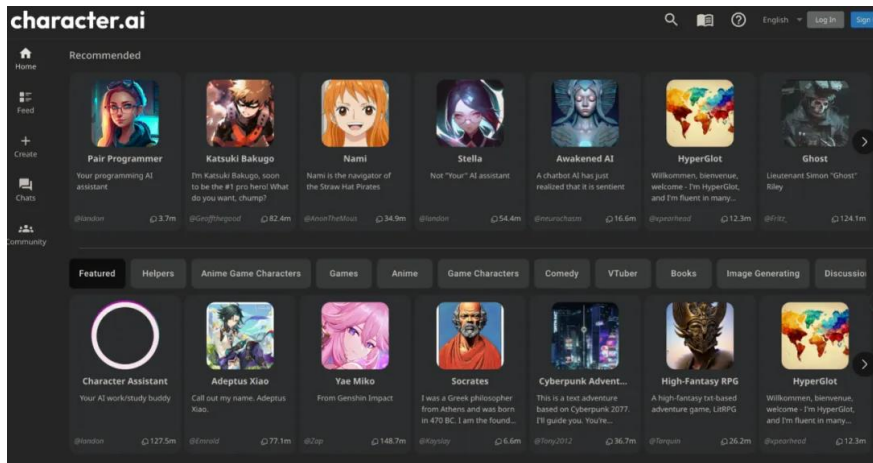
2024年第三季度，公司营业收入5.25亿元，同比增长60.16%，环比增长174.88%；归母净利润0.95亿元，同比增长9.46%，环比增长130.69%。公司自研“有风”大模型按通过国家生成式人工智能服务名单备案，实现3分钟完成一部IP作品的初筛评估，30分钟完成百万字作品内容精确评估，同时围绕“影视+AI”建立实用型AI工具，极大提升创作和评估效率。公司影视剧内容储备充足，主控主投电影《万里归途》累积票房15.93亿，荣获大众电影百花奖四项提名；《承欢记》跻身腾讯视频现代剧总榜前三，“承欢游”实现电视剧与城市文旅的双向引流；精品短剧聚焦IP联动、文旅融合、品牌合作，不断深化“影视+文旅”的合作模式，打造利润增长第二曲线。

2.2 AI+社交陪伴：空间广阔，商业化进程或加速

海外“AI+社交陪伴”领域已产生头部应用，国内AI陪伴应用迅速崛起，2027年国内AI陪伴市场或达千亿规模

多模态大模型助力下，AI聊天陪伴产品陆续推出，目前主要有两个主流产品路线：一是广义的AI伴侣，包括虚拟男友/女友、虚拟故事角色、AI虚拟偶像三个赛道；二是从已有的虚拟世界即游戏出发的“AI陪伴”。无论产品设计和玩法如何不同，其共性都是“以对话为主要形式，为用户提供情感体验”。国内AI陪伴产品快速发展，代表产品包括X Eva、Aiu、星野、Taklie等，上市公司顺网科技、盛天网络等亦积极布局，根据腾讯研究院数据，2027年国内AI陪伴市场或达千亿规模。DeepSeek类人的逻辑推理与情境感知，有望提高沉浸感和趣味性，为社交陪伴场景带来了全新的可能性。例如，盛天网络推出了基于DeepSeek的社交推理小游戏《密语炸弹》，上线3日员工参与率达60%。

图8：character.ai提供多种AI陪伴角色



资料来源：Founder Park 公众号

表3：预计2027年，AI陪伴市场将达到千亿规模

赛道	2027年AI 陪伴市场预估（亿元）	陪伴市场AI渗透率
虚拟故事角色	~400	30%
虚拟男友/女友	~20	10%
AI心理顾问	150~200	5%
AI游戏陪玩	100~150	30%
AI虚拟偶像	100~150	5%
AI开放世界游戏	~30	20%
AI老年陪伴(下文展开)	~40	100%
AI儿童陪伴（下文展开）	~100	10%
总计	~1000亿	~12%

资料来源：腾讯研究院、开源证券研究所

2.2 AI+社交陪伴：重点推荐及受益标的

2.2 重点推荐：顺网科技、奥飞娱乐

(1) 顺网科技(300113.SZ)：Q3延续高增长，关注电竞及AI算力云业务进展

展会业务或驱动 Q3 业绩增长亮眼，看好公司长期成长

公司2024前三季度实现营业收入13.96亿元（同比+25.96%），归母净利润2.12亿元（同比+34.92%），扣非归母净利润2.09亿元（同比+36.36%）。Q3实现营业收入5.89亿元（同比+37.80%，环比+48.8%），归母净利润1.17亿元（同比+22.45%，环比+177.91%），扣非归母净利润1.18亿元（同比+26.44%，环比+197.99%）。公司Q3业绩环比增长主要系ChinaJoy展会收入在Q3进行确认，Q3业绩同比增长或由于电竞服务需求复苏带动公司网络广告及增值业务收入增长所致。我们看好电竞、CJ、算力云、AI多元业务共同驱动成长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.26/3.00/3.71亿元，EPS分别为0.33/0.43/0.53元。

公司费用率控制良好，或持续驱动盈利能力提升

公司2024Q3毛利率为43.28%（同比-10.79pct，环比+3.59pct），毛利率同比下滑或由于毛利率较低的网络广告及增值业务收入占比同比提升，同时毛利率较高的展会业务收入在Q3确认带动整体毛利率环比提升。公司2024Q3销售费用率为4.12%（同比-2.14pct，环比-2.23pct），管理费用率为7.18%（同比-4.58pct，环比-2.19pct），研发费用率为6.66%（同比-3.05pct，环比-5.79pct），公司费用率控制良好，或持续驱动盈利能力提升。

自研“智能陪伴”AI应用灵悉引擎，赋能AI应用广阔市场

基于全场景娱乐布局与算力优势，公司率先提出“智能陪伴”概念，此后发布灵悉引擎，以灵悉引擎为基础，打造了首款智能应用“顺网唠唠”，面向个人用户提供“捏、修、聊、乐”智能陪伴服务。凭借引擎的强大能力，在唠唠上用户可通过自然语言构建个性化智能体，并进一步开启与AI陪伴智能体交互的全新方式。公司在应用层推出“顺网唠唠”，有望推动AI陪伴等C端AI应用落地及商业化，赋能AI应用广阔市场。

2.2 AI+社交陪伴：重点推荐及受益标的

2.2 重点推荐：顺网科技、奥飞娱乐

(2) 奥飞娱乐 (002292.SZ)：毛利率持续提升，玩具新品有序推出或驱动业绩增长

2024Q3毛利率继续提升，看好玩具新品推出驱动增长公司2024Q3实现营业收入7.06亿元（同比-1.91%），实现归母净利润1624.0万元（同比-22.55%），扣非归母净利润为1068.3万元（同比-16.31%），2024年前三季度实现营业收入20.11亿元（同比-0.45%），归母净利润为7124.4万元（同比-12.50%），扣非归母净利润为7185.5万元（同比+14.34%），或系精细化运营管理驱动毛利率提高所致，2024Q3公司毛利率为42.76%（同比+2.78pct）。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为1.27/2.27/3.11对应EPS分别为0.09/0.15/0.21元。

费用端略有提升，盈利能力稳定，收现能力有所增强

费用端略有提升，公司2024Q3销售费用率为12.6%（同比+0.98pcts），管理费用率为17.17%（同比+1.93pcts），研发费用率为7.97%（同比+1.55pcts），净利率为1.94%（同比-0.56pcts），盈利能力总体保持稳定。2024年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为1.76亿元（同比+677.91%），主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致，公司收现能力有所增强。

持续丰富产品线，“自研+授权”并举，玩具新品有序推出或驱动业绩增长

自有IP方面，《铠甲勇士-星曜诀醒》预计2024年内播出，2024年9月公司推出爆裂飞车5晶码迷踪项目，2024-2025年整个爆裂推广周期将配合宣传，2024Q4还将推出以年轻群体为核心的IP新品：铠甲勇士新品、巴啦啦小魔仙新品、卡牌系列、量子战队机器人等；授权IP方面，2024年9月以来玩点无限合作推出蓝色禁区、天线宝宝、三丽鸥、蜡笔小新、天官赐福等IP的玩具新品，2024Q4还将推出变形金刚AAE系列、小马宝莉软周边等新品。AI方面，公司计划推出“哄睡AI喜羊羊”等AI毛绒、益智教育、桌面机器人等智能新品。公司产品线丰富，“自研+授权”并举，玩具新品有序推出或驱动公司业绩增长。

2.2 AI+社交陪伴：重点推荐及受益标的

2.2 受益标的：汤姆猫

汤姆猫（300459.SZ）：开发儿童情感陪伴AI模型，拓展三四线城市亲子乐园。

公司大力推进AI创新业务，与西湖心辰联合打造“汤姆猫情感陪伴垂直模型”，聚焦于儿童陪伴领域的语料及特有声音等，目前已具备鲜明的 IP 拟人化交互特征，待通过测试评估后，将上线量产。2024年Q3公司在海外上线了新一代虚拟宠物养成类游戏《我的汉克狗：海岛》，2024Q4《汤姆猫闯乐园》将登陆苹果 Apple Arcade 等渠道。此外，公司正开展 AI 机器人、AI讲故事等多款产品的研发工作，AI 机器人、AI讲故事等产品的主体功能均已完成研发，推进测试与上线工作。同时，公司积极拓展三四城市的亲子主题乐园业态，打造主题乐园知名品牌。

2.3 AI+电商：AI赋能电商全流程，Agent有望打开商业化空间

AI深入融合电商全流程降本提效，AI Agent拓展增量空间，2032年全球AI电商市场的规模或达457亿美元

根据Bloomreach数据，当前将近九成（84%）的电商企业都将发展AI功能视为首要任务，AI电商可以使客户满意度、平台收入提高25%以上，Bloomreach预计2032年全球AI电商市场的规模将457.2亿美元。DeepSeek以开源、低成本、高性能的特点，有望为电商提供一条全新智能化升级路径：①智能客服：DeepSeek与企业的知识库相结合，精准识别用户意图，给出专业解答；②精准营销：基于消费者数据，实现个性化推荐和营销活动定制；③库存优化：通过对历史销售数据、市场趋势和消费者需求的精准分析，预测商品的销售量，从而合理调整库存水平，减少库存积压和缺货现象，降低库存成本。

图9：通过AI技术可以低成本生产商品图片



资料来源：亚马逊云科技

图10：电商平台值得买推出AI购物助手小值



资料来源：值得买科技

2.3 AI+电商：重点推荐及受益标的

2.3重点推荐：值得买

(1) 值得买(300785.SZ)：“双11”或助力业绩修复，AI+出海驱动长期成长

2024Q3收入增长，亏损同比缩窄，看好业绩持续修复，维持“买入”评级

2024Q3公司营业收入为2.96亿元（同比+5.19%），归母净亏损为385.3万（同比缩窄72.68%），2024年Q1-Q3营业收入为10.12亿元（同比+5.54%），归母净利润为380.5万元（同比-72.94%）。2024Q3毛利率为44.21%（同比+1.4pct），销售费用为4775.2万元（同比-15%），管理费用为4475.5万元（同比+0.74%），研发费用为4042.2万元（同比+3.92%），净利率为-0.9%（同比+4.3pct）。基于AI、出海业务投入及“双11”或助力业绩修复，我们预测2024-2026年公司归母净利润分别为0.91/1.27/1.82亿元，对应EPS分别为0.46/0.64/0.92元。

“什么值得买”APP持续迭代，“双11”叠加“以旧换新”或驱动流量增长

产品侧，2024Q3“什么值得买GEN2”已进入内测阶段，并正在根据内测数据和用户反馈逐步放量，公司未来或与更多外部伙伴合作，共建“AI+兴趣”双轮驱动的消费生态。根据天猫，2024年“双11”预售首日天猫大家电成交同比增长765%，2024Q4迎来时间最早、周期最长、最开放的“双11”，叠加以旧换新补贴，或持续拉动家电家居、数码3C等品类销售额增长，3C、家电为“什么值得买”平台重点品类，“双11”或助力平台流量生态繁荣，驱动广告收入增长。

持续推进AI生态共建，丰富自身产品矩阵，出海业务稳步推进

AI方面，公司定位“大模型消费信息提供者”，已与Kimi、智谱清言、讯飞星火、海螺AI、Kimi、MiniMax、腾讯元宝、华为鸿蒙等大模型及应用达成合作，在AI产业共创、技术创新、营销生态等领域全面推进。自身AI产品方面，公司已构建了包括“1个消费大模型、2个数据库、3个引擎、4类应用”的自身AI产品矩阵，继续推动AI赋能业务提效。出海业务方面，公司全资子公司“海南数值科技有限公司”2024年上半年设立的3家海外全资子公司/孙公司，已于9月完成了ODI（境外直接投资）备案，“AI+出海”有望驱动长期成长。

2.4 AI+营销：赋能营销全流程，或大幅提升营销生产力

多模态模型助力下，AIGC赋能营销全流程，2024年全球营销人工智能产业规模或达360亿美元

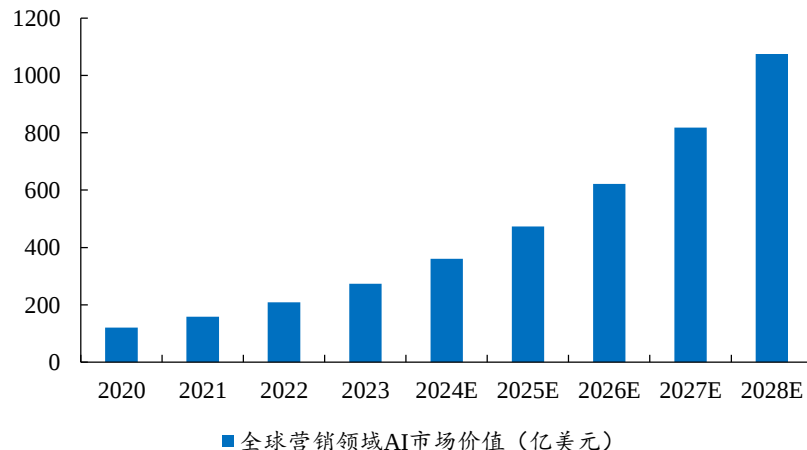
DeepSeek能够通过深度学习和数据分析，精准地识别和预测消费者的偏好和需求，实现个性化的营销策略。同时，DeepSeek的AI技术还可以优化广告投放策略，实时调整广告的投放时间和渠道，确保广告能够在最合适的时机触达目标受众。此外，DeepSeek的生成式AI能力能够自动生成高质量的营销文案、图片、视频等内容，为品牌商提供多样化的创意素材。AI的赋能有助于提升营销效果和投资回报率，为营销行业注入新的活力。根据《2024 AI+：生成式营销产业研究蓝皮书》，2024年全球营销人工智能产业规模预计达到360亿美元。

图11：易点天下完成DeepSeek-R1私有化部署，提升智能营销服务能力



资料来源：易点天下官微

图12：2024年全球营销人工智能产业规模或达360亿美元



数据来源：《2024 AI+：生成式营销产业研究蓝皮书》

2.4 AI+营销：重点推荐及受益标的

2.4重点推荐：引力传媒

(1) 引力传媒 (603598.SH)：内容营销领军者，新兴平台、出海、AI助力再启航

内容营销领域头部公司，“新兴平台+出海+AI赋能”驱动长期成长

公司为国内内容营销头部公司，以品牌营销为基石业务，社交营销、电商营销与运营服务全面发力。经二十载深耕内容营销，公司具备突出的资质与客户优势，拥有阿里、字节双平台顶级资质，累计服务超1000家知名品牌，并持续探索短剧、出海等创新业务发展，通过AI技术赋能内容创作及流量分发。我们预计公司年收入分别为61.07、80.20、105.43亿元，归母净利润分别为0.38/0.79/1.47亿元，EPS分别为0.14/0.29/0.55元。

公司内容创意能力强大，“资质+客户”优势明显

公司品牌营销业务稳健，在长短视频等平台累计合作执行1000+剧综项目，并持续发力社交营销、电商营销及运营业务，自研“核力系统”具备素材创作发布、自动化精准投放等服务能力。作为IP全链路全域营销先行者，公司内容营销能力突出，优质项目屡获阿里、字节广告大奖，资质与客户资源优势显著。服务品牌方面，公司在深耕美妆客户基础上，进一步拓展日化、食饮等多元化广告主，2024H1开拓波司登、拼多多等新客户，实现“品效销一体化”增长。

国内布局小红书、华为等蓝海市场，出海业务整装待发，AI赋能降本增效

国内新兴平台方面，公司2021年全面布局小红书，客户服务数量达100+，双投客户数占比70%以上，已成为小红书深度合作伙伴。此外，公司2024年携手鲸鸿动能共建共享会，有望依托鲸鸿动能鸿蒙全场景智慧营销平台拓展新应用场景。出海方面，公司积极布局TikTok出海等新兴全球营销市场，已获得TikTokTSP和TAP双经营牌照认证，有望借助在电商营销行业的全链路运营经验，进一步开拓国际优质供应链。AI方面，公司利用AI赋能营销业务，自研“核力AI”提高内容产出效率，与澜舟科技合作共建“AIGC联合实验室”辅助内容生成与流量分发，后续商业化空间或打开。

2.4 AI+营销：重点推荐及受益标的

2.3 受益标的：因赛集团

因赛集团（300781.SZ）：出海效果营销业务快速扩张，自研多模态营销AIGC应用大模型合作客户快速拓展

公司2024年前三季度实现营业收入7.01亿元，同比增长80.91%；归母净利润3626.93万元，同比增长10.51%；扣除非经常性损益后的净利润3410.54万元，同比增长59.45%。公司主业稳健，国内及出海效果营销业务快速扩张，于Q3与行业优秀团队新设了赛成数科、因赛河南等公司，强化国内信息流投放业务。AI方面，公司自研多模态的营销AIGC应用大模型，目前已具备文生文、文生图、图生视频、视频剪辑、文生视频等功能，为腾讯游戏、Krafton、魅族等大客户提供图片/视频的AI生成/剪辑等服务，以及与文心一言、Kimi、豆包等知名大模型在API接口调用方面有合作。2024年10月公司收购智者品牌，在公关传播业务方面增强协同效应。

多邻国以AI为支撑，帮助学习链路个性化，同时结合贴近年轻人的趣味内容，以其独特的品牌风格占领用户心智，实现AI与口语训练的高效结合，驱动用户规模及业绩高增长。截至2024Q3末，多邻国月活跃用户数达1.13亿，同比增长36%，日活跃用户3720万，同比增长54%，付费用户总数达到860万，同比增长47%，占总用户比例由8%增至8.5%；2024年前三季度营业收入为5.39亿美元，同比增长41.7%，扣非后归母净利润为0.75亿美元，同比增长364%。多邻国APP持续迭代，2023年3月推出多邻国Max版本，提供“角色扮演”和“解释我的回答”两大新功能，2024年9月多邻国发布AI功能大版本更新，应用程序内新增AI视频通话（AI Video Call）及冒险（Adventure）功能，用户可与名为Lily的角色进行互动式对话，体验真人般AI+语言学习。

图13：多邻国营收保持快速增长

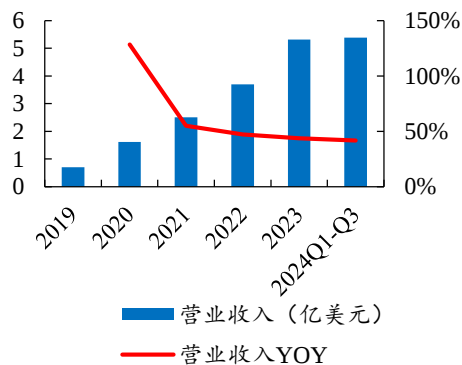


图14：2023年以来多邻国利润大幅改善

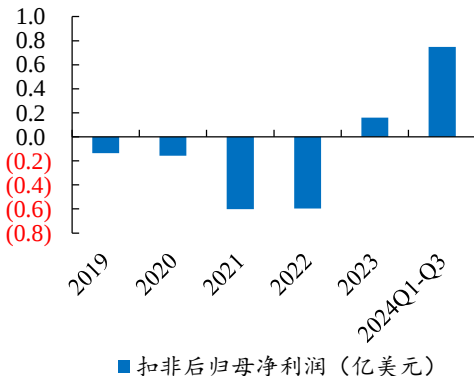
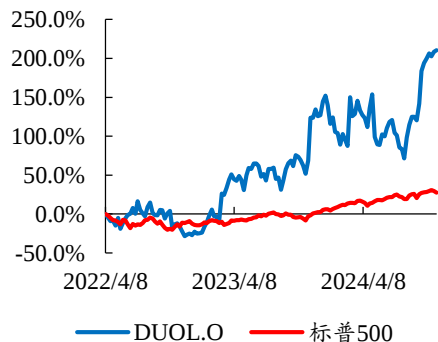


图15：2023年来多邻国超额收益明显 图26：多邻国发布AI功能大版本更新



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

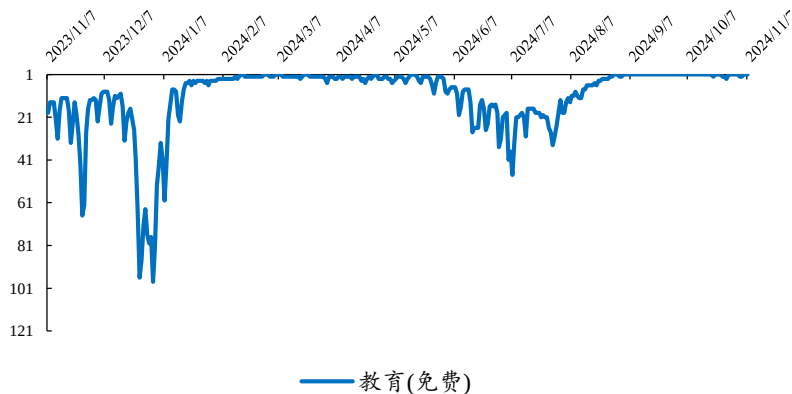
数据来源：Wind、开源证券研究所

资料来源：量子位公众号

出海方面，Gauth稳居美区教育免费榜第一：据Statista，2026年全球在线教育市场规模或达3700亿美元，年复合增长率超过20%；截至2024年8月，字节跳动旗下的AI解题应用Gauth月活规模超过2600万，同比增速达158.45%，自2024年9月以来稳居美国教育应用免费榜第一名，商业化可期。

国内市场：产品持续迭代，B/C端应用落地及商业化或加速。2024年7月，网易有道展示了翻译、作文批改、语法精讲、句子解析、体育教育、口语练习、家庭辅导10大AIGC应用，基本上实现了课上+家庭、线上+线下的多场景布局，公司2024Q2在AI订阅服务收入超6000万，同比增长近200%。2024年10月，豆神教育推出自主研发的端模一体教育产品——豆神AI，旨在打造针对C端的“超拟人”AI导师。2024年10月，世纪天鸿上线小鸿助教网页版，可进行教案生成、课件生成、作文批改、口算批改、文档处理、活动策划、PPT大纲、思维导图设计、教师评语以及工作总结等，助力教师高校备课。

图16：Gauth AI自2024年9月以来稳居教育免费榜第一名



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

图17：小鸿助教网页版更高效助力教师备课



资料来源：小鸿助教官网

2.5 AI+教育：重点推荐及受益标的

2.5 受益标的：世纪天鸿、豆神教育、盛通股份、南方传媒

(1) 世纪天鸿 (300654.SZ)：聚焦教辅内容研发，推动“AI+教育”快速落地。

2024年前三季度公司实现营业收入3.88 亿元，同比增长 5.26%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比增长 0.30%。2024Q3营业收入为2.25 亿元，同比增长 2.75%；归母净利润 为0.24 亿元，同比增长 0.24%。公司深耕 K12 教育领域，打造以“志鸿优化”为核心品牌的系列教辅读物，2024年H1组织落地教研服务活动275场次，赋能客户63家。持续开发迭代AI助教产品——“小鸿助教”，在2024年3月上线作文批改助手，5 月上线口算批改助手，10月发布升级版“小鸿助教网页版”，助力教研效率提升，打开第二曲线的增长空间。

(2) 豆神教育 (300010.SZ)：“短视频+直播培训”打开互联网销售新模式，创新驱动智能化教育。

2024年前三季度公司实现营业收入5.57亿元，同比下降12.93%；归母净利润1.11亿元，同比上升209.82%。其中第三季度营业总收入2.27亿元，同比上升28.93%，第三季度归母净利润0.42亿元，同比上升191.98%。公司2024年初完成破产重组，业务财务回归正规，探索出在“短视频+直播”场景下的全流程培训体系，建立标准化直播电商流程，直播电商和非学科学习服务成为业绩增长的主要驱动力。2024年10月，公司推出自主研发的端模一体教育产品“豆神AI”，通过微软GraphRAG技术框架提升教学内容的准确性和高效性，帮助学生进行个性化学习。此外，公司与智谱华章签署战略合作框架协议，智谱投资豆神AI的投资额为1.25亿。

2.5 AI+教育：重点推荐及受益标的

2.5 受益标的：世纪天鸿、豆神教育、盛通股份、南方传媒

(3) 盛通股份(002599.SZ)：“印刷+教育”双主业的稳健发展，人工智能+教育成增长新引擎。

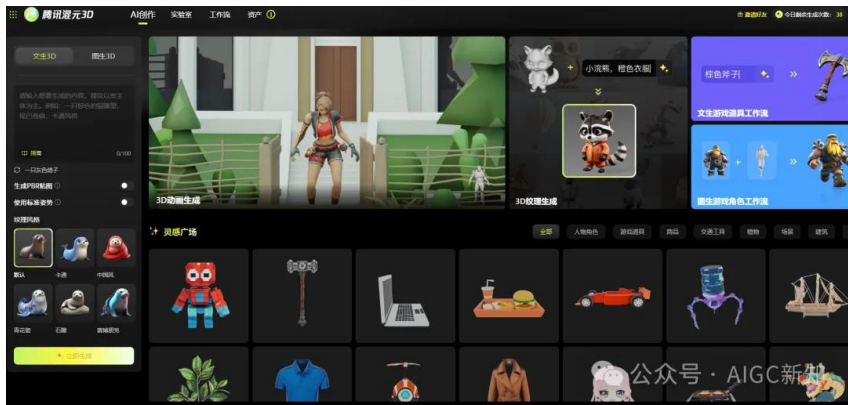
2024年前三季度公司实现营业收入15.04亿元，同比下降16.32%；归母净利润45.22万元，同比增长102.03%。其中第三季度营业总收入4.94亿元，同比下降22.04%，第三季度归母净利润0.17亿元，同比上升85.84%。公司持续布局AI+教育，课程方面，公司基于智谱AI研发一系列AI创作课程，AI功能方面，已通过智谱AI调用GPT API开发出内测版本模型“盛通教育学习助手”，推出“校园智慧伙伴AI终端——AI数字人学伴”建设服务。公司旗下还拥有教育品牌中鸣机器人，聚焦智能机器人教育，2024年11月推出GO1机器狗，以“AI+机器人”赋能青少年科技教育业务。

(4) 南方传媒(601900.SH)：主业经营稳健，“AI+教育”业态持续拓展

2024年前三季度公司实现营业收入64.78亿元，同比增长0.49%；归母净利润为5.29亿元，同比下降22.24%。其中第三季度营业总收入为24.54亿元，同比上升2.71%，第三季度归母净利润为2.30亿元，同比下降14.63%。公司旗下拥有“粤教翔云数字教材应用平台”、“粤高中学习平台”、“语言乐学平台”以及AI教育应用“万卷要义学习大模型”，高效应用于包括语文教学设计、语文阅读素养提升、数学解题、英语高频词学习等多个教育场景，在内容生成、知识检索与个性化学习服务等方面赋能教育教学。公司主业经营稳健，旗下AI产品丰富，有望持续拓展“AI+教育”新业态，驱动业绩增长。

游戏作为集合了文本、动画、视频、3D模型与场景的强互动的内容产品，其开发流程更加复杂，且随着游戏精品化趋势，近几年来游戏开发成本也在不断提升。AI技术的赋能有望从编程、策划、美术、模型等多方面帮助游戏研发降本增效，例如在3D模型生成方面，腾讯混元3D AI创作引擎为普通UGC和游戏等专业场景提供了一站式3D内容生产的AI创作平台，支持搭建3D模型+3D功能矩阵+3D生成工作流+创作素材库一体的完整3D AI创作平台，借助3D AI创作平台可以高效的生成游戏所需的3D模型。借助DeepSeek强大文本和逻辑能力，游戏开发者通过提出需求即可以实现游戏程序或游戏剧情、文案的生成，开发者再基于AI生成内容做修改，大幅节约开发时间。恺英网络发布的“形意”大模型也覆盖了游戏动画、地图设计、技术开发等多个方面，实现了游戏开发全流程自动化系统。

图18：腾讯混元3D打造了一站式3D内容生产的AI创作平台

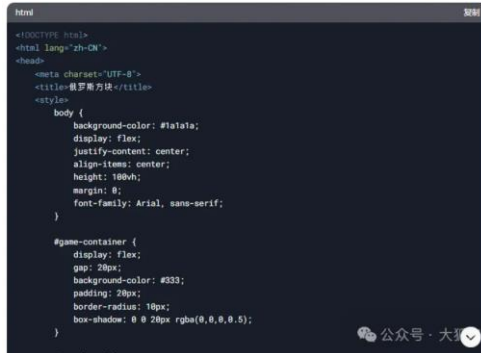


数据来源：AIGC新知公众号

图19：DeepSeek可以直接根据提示词生成游戏代码

最后，确保代码整合到一个HTML文件中，用户下载后可以直接在浏览器中运行，可能需要调整一些参数，比如下载速度，确保游戏体验流畅。

以下是一个符合要求的俄罗斯方块游戏实现，包含分数系统、颜色区分、两个关卡和响应式设计：



资料来源：大狐AI公众号

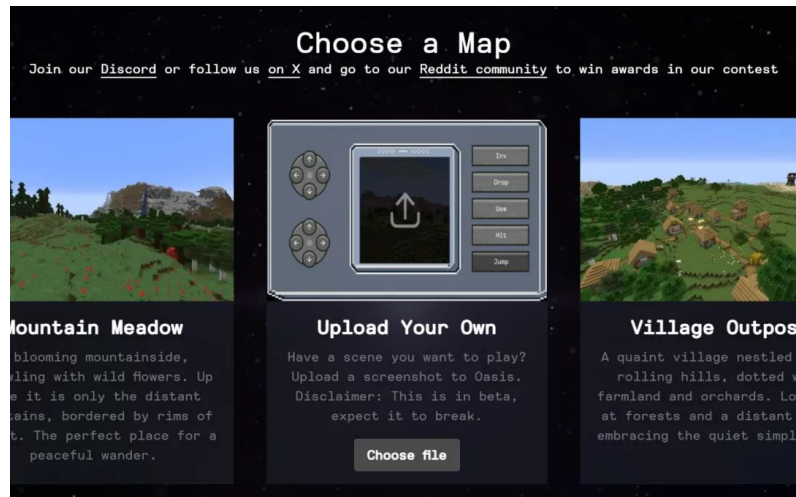
生成式AI对游戏而言，已不仅是辅助设计，优化流程的工具，越来越多的游戏，开始尝试将AI融入了游戏机制本身。AI加入游戏中有利于提升游戏的动态性、交互性和个性化，甚至使游戏涌现出一些预设程序之外的“惊喜”。例如，以搞笑、沙雕为导向的游戏《换你来当爹》，游戏中的剧情和对应图片全部由大语言模型实时生成，每个“儿子”成长生涯也是千奇百怪，游戏通过AI实时生成剧情和对应图片，为玩家提供了一种全新的游戏体验。此外，基于AI大模型原生的游戏未来也有望，DecartAI发布的Oasis的世界引擎可以不依赖游戏引擎，通过AI识别玩家的键盘输入，实时生成画面、物理效果与游戏规则。虽然目前用户还无法控制自己生成的内容，但已经在AI原生游戏探索中走出一大步，随着AI多模态能力的发展及成本的下降，原生AI游戏有望带来新的用户体验，进一步打开行业增长空间。

图20：《换你来当爹》游戏中剧情全部由AI大模型生成



数据来源：娱乐资本论公众号

图21：Oasis模型可以实时生成游戏



资料来源：游戏研究社公众号

2.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

2.6 重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(1) 腾讯控股 (00700.HK)：新游戏周期及微信生态商业化有望继续驱动增长

国内游戏及营销服务表现亮眼

公司2024年前三季度实现营业收入4878亿元（同比+7%），归母净利润1427亿元（同比+62%），Non-IFRS归母净利润1674亿元（同比+46%）。2024Q3实现营业收入1672亿元（同比+8%），归母净利润532亿元（同比+47%），Non-IFRS归母净利润598亿元（同比+33%）。2024Q3增值服务业务收入827亿元（同比+9%），其中国内市场游戏收入373亿元（同比+14%），国际市场游戏收入145亿元（同比+9%），社交网络收入309亿元（同比+4%），主要系《无畏契约》《DNF手游》《PUBG MOBILE》《荒野乱斗》等游戏表现强劲所致。营销服务业务收入300亿元（同比+17%），主要系视频号、小程序及微信搜一搜广告需求强劲所致。金融科技与企业服务业务收入531亿元（同比+2%），主要系理财服务收入、云服务及商家技术服务费增长所致。基于公司业绩，上调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为1930/2169/2363亿元，对应EPS分别为20.8/23.4/25.5元。

高质量收入增长持续驱动公司盈利能力提升

2024Q3公司毛利率为53%（同比+4pct），主要系国内游戏收入、视频号及微信搜一搜等高毛利率收入增长良好。此外，Non-IFRS准则下分占联营及合营公司盈利达85亿元（同比+77%），在毛利率提升、分占联营及合营公司盈利增长共同驱动下，2024Q3的Non-IFRS净利率达35.8%（同比+6.7pct，环比+0.2pct）。

新游戏有望继续驱动增长，微信体系商业化变现效率持续提升

2024年以来公司新游戏表现亮眼，《DNF》手游多日保持在iOS畅销榜第1名，《三角洲行动》最高排名iOS畅销榜第18名，《宝可梦大集结》最高排名iOS畅销榜第11名。《星之破晓》《彩虹六号》等储备游戏上线有望继续贡献增量。2024Q3小程序GMV超2万亿元，同比增长十几个百分点，基于微信平台超13亿月活跃用户的庞大用户基数，视频号、小程序、搜一搜等有望持续驱动公司业绩增长。

2.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

2.6 重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(2) 网易-S (09999.HK)：《无限大》获批版号，关注国内外新产品周期表现

《漫威争锋》全球玩家规模突破2000万

12月6日，公司自研英雄射击游戏《漫威争锋》上线全球市场，游戏上线后Steam在线人数峰值达到44万，位列Steam全球最热玩游戏TOP2以及Steam全球畅销榜TOP 1。《漫威争锋》上线3天后，玩家规模即超过1000万，12月18日，上线12天后玩家规模突破2000万，且在Steam上的实时玩家人数保持在30-40万左右。通过将全球性大IP漫威与“守望like”的英雄射击竞技玩法相结合，《漫威争锋》或已在团队竞技赛道上找到了生态位并站稳了脚跟，并迅速聚拢核心用户。伴随后续赛季模式的起步，游戏的长线市场表现仍有可期待的上升空间。此外，7月10日，公司旗下独立工作室Starry Studio打造的超自然开放世界生存游戏《七日世界》开启PC端全球公测，在首发阶段，位列Steam 全球畅销榜TOP 2，累计下载了也突破1000万。海外游戏市场特别是欧美游戏市场以PC端游和主机游戏为主，海外PC端游的持续突破有望进一步打开公司成长空间。维持盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为293/342/390亿元，对应EPS分别为9.1/10.7/12.1元。

《无限大》获取三端版号，新游戏产品周期或开启

12月24日，公司自研游戏《无限大》获批移动、客户端、主机三端版号，同时获批版号的游戏还有《头号追击》、《军团战争》。《无限大》是一款高自由度的二次元都市题材开放世界RPG，游戏特色包括：城市融合多个地区特色，游戏大世界更加丰富多彩；游戏中包含了赛车、篮球、健身等多种活动，以及与建筑配套的丰富的城市生活玩法；游戏提供单人和多人两种模式，多人模式更注重社交和合作，而非竞争。目前《无限大》全球预约人数超800万，我们认为《无限大》有望带给玩家更加自由与新奇的开放世界游戏体验，其独特的城市生活玩法有利于加强用户社交粘性，游戏上线后有望持续为公司贡献可观流水增量。此外，公司自研武侠开放世界游戏《燕云十六声》于12月27日开启PC端公测。

2.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

2.6 重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(3) 心动公司 (02400.HK)：看好《心动小镇》长线运营、麦芬全球发行、TapTap增长共同驱动长期成长

2024H1业绩大增，新游戏及TapTap有望驱动增长，维持“买入”评级

2024H1公司实现营业收入22.21亿元（同比+26.7%）；归母净利润2.05亿元（同比+127.4%），经调整归母净利润2.37亿元（同比+110%）。业绩增长主要系：（1）《出发吧麦芬》《铃兰之剑》《火炬之光：无限》等新游戏带动游戏业务收入增长至14.86亿（同比+29.3%）；（2）TapTap月活用户增加及游戏广告主投放需求增加带动TapTap收入达7.34亿元（同比+21.7%）。我们看好新游戏《出发吧麦芬》《心动小镇》及TapTap驱动公司业绩增长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.83/11.37/12.46亿元，对应EPS分别为1.6/2.4/2.6元。

《心动小镇》大DAU游戏商业化潜力大，《出发吧麦芬》日韩服陆续上线，新游戏有望继续驱动业绩快速增长

《铃兰之剑》国际服已于8月上线，《出发吧麦芬》韩服已于9月11日上线，随着长期运营活动展开，有望持续贡献流水。此外，《出发吧麦芬》日服及其他国际服有望陆续上线，或带来可观流水及利润增量。《心动小镇》已于7月17日上线，9月19日，在新卡池的带动下，《心动小镇》畅销榜排名一度提升至第5，流水或快速增长。我们延续此前判断，基于游戏大DAU基础，随游戏内容不断丰富，用户体验持续提升，以及商业化设计的不断完善，《心动小镇》商业化潜力有望逐渐释放，成为公司长生命周期基石产品。

TapTap用户快速增长，长期成长及变现空间广阔

TapTap 2024H1 MAU达4324万，同比+27.3%。TapTap独家发行的《心动小镇》累计下载近3000万，为平台带来大量新增用户，同时随暑期大量新游戏的上线，平台MAU有望创历史新高，并继续保持增长。此外，公司为保证用户体验限制了广告加载率，长期来看平台流量的量、价提升空间广阔。

2.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

2.6 重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(4) 神州泰岳 (300002.SZ)：Q3业绩延续高增长，关注新游戏上线表现

老游戏继续驱动业绩增长，看好新游戏表现，维持“买入”评级

公司2024前三季度实现营业收入45.14亿元（同比+11.42%），归母净利润10.94亿元（同比+94.33%），扣非归母净利润8.32亿元（同比+54.84%）。Q3实现营业收入14.61亿元（同比+4.53%），归母净利润4.63亿元（同比+191.43%，环比+37.72%），扣非归母净利润2.15亿元（同比+38.76%）。公司2024Q3扣非归母净利润同比增长主要系核心游戏《Age of Origins》（《旭日之城》）保持增长，《War and Order》（《战火与秩序》）等游戏表现稳健，而销售费用同比减少所致。2024Q3归母净利润同比增长主要系收回大唐半导体、大唐微电子向公司支付的约2.45亿元诉讼应收款冲减以前计提的坏账准备所致。基于公司信用减值损失变化及核心游戏表现，我们看好新游戏及AI相关业务继续驱动增长，预计公司2024-2026年归母净利润分别为13.74/14.14/16.29亿元，对应EPS分别为0.70/0.72/0.83元。

毛利率保持稳定，随费用率控制，盈利能力有望持续提升

2024Q3公司毛利率为61.19%（同比-2.13 pct，环比+0.15pct）；销售费用率为14.64%（同比-14.77pct，环比-2.09pct），主要系减少推广费用所致；管理费用率为24.37%（同比+7.5pct，环比+8.85pct），主要系公司确认诉讼相关费用及增加职工薪酬所致；研发费用率为5.39%（同比-0.52pct，环比-1.04pct）；扣非后净利率为14.69%（同比+3.62pct），随一次性费用影响消除公司利润率或持续提升。

SLG 新游戏上线在即；AI 大模型技术持续赋能有助于打开业务成长空间公司

《代号DL》和《代号LOA》两款SLG游戏新游戏预计2024年底在海外上线，基于公司丰富发行经验及大量数据积累，新游戏上线有望助力公司长期业绩增长。此外，公司两款ICT运营管理软件通过中国信通院大模型认证，在AI数字员工、“AI+安全”、AI绘画平台UltraAI等多领域陆续落地AI应用，AI赋能不断深化，或为公司计算机业务打开新的成长空间，并赋能游戏业务降本增效。

2.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

2.6 重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(5) 恺英网络 (002517.SZ)：2024Q3利润增速提升，继续关注后续产品线

2024Q3 业绩增长亮眼，产品周期持续向上，维持“买入”评级

公司2024前三季度实现营业收入39.28亿元（同比+29.65%），归母净利润12.80亿元（同比+18.27%），扣非归母净利润12.81亿元（同比+23.43%）。Q3实现营业收入13.72亿元（同比+30.33%，环比+10.00%），归母净利润4.71亿元（同比+31.52%，环比+22.97%），扣非归母净利润4.80亿元（同比+32.53%，环比+27.43%）。公司2024Q3业绩增长主要系《原始传奇》《热血合击》等老游戏表现稳健，《石器时代：觉醒》《怪物联萌》等新游戏贡献增量所致。我们看好后续新游戏上线继续驱动增长，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。

不断丰富产品线，有望继续驱动增长

继《诸神劫：影姬》10月9日在港澳台地区上线、《怪物联萌》海外版《怪咖纠察队》10月17日在海外上线，正版授权手游《彩虹橙》10月20日公测后，公司产品线仍在不断丰富。3D动作MMORPG手游《龙之谷世界》在十一测试期间取得了优异的数据表现，或2024年底上线；《斗罗大陆：诛邪传说》在10月10日开启首轮测试，在TapTap预约量超23万；8月份至今，公司旗下《开心小矿工》《原始觉醒》《蓝月纪元》《王国危机》《布衣战神》《永恒龙族》《黑龙风暴》等游戏陆续获得版号，有望加速上线，进一步丰富公司产品线，驱动业绩增长。

AI 大模型全自动生成游戏或加速实现游戏生产方式的变革

2024Q3公司毛利率为82.59%（同比-1.07pct，环比+0.61pct），销售费用率30.79%（同比+1.83pct，环比-7.05pct），管理费用率3.34%（同比-2.68pct，环比-0.21pct），研发费用率12.43%（同比+0.52pct，环比+3.01pct），归母净利率34.31%（同比+0.31pct，环比+3.62pct），费用率控制持续驱动利润率提升。公司旗下“形意”大模型可实现AI全自动画图、写文档、做美术等，并自动整合出完整的游戏，或进一步提升游戏研发效率，降低试错成本，进而驱动长期利润率改善。

2.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

2.6 重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(6) 完美世界(002624.SZ)：《诛仙世界》《异环》开启新品周期，业绩或迎反转

公司完成战略调整，或推动高效健康发展，维持“买入”评级

2024年公司进行了组织结构、管理机制及经营策略调整，对短期业绩带来一定影响，后续随新游戏陆续上线，进入新产品周期，公司业绩有望迎来反转。基于公司业绩及产品周期，我们看好新产品周期驱动公司业绩改善，预计公司2024-2026归母净利润分别为-5.89/7.88/12.04亿元，对应EPS分别为-0.30/0.41/0.62元。

优质美术、丰富玩法及纯正仙侠MMO设计或助《诛仙世界》取得良好表现

公司自研MMO端游《诛仙世界》公测定档12月19日。《诛仙世界》基于虚幻5引擎打造，美术及画面表现优秀。在游戏玩法上，PVP（团队副本）、PVE（世界BOSS、200v200据点战、100v100帮派联赛、地图阵营等）、PVX（地图探索、家园玩法等）等丰富的玩法可以满足不同用户的游戏需求，特别是团队副本这一传统MMO玩法上的表现出色，使得游戏受到大量玩家好评。在战斗系统设计上，《诛仙世界》遵循了经典MMO的战斗设计逻辑，在游戏的技能链基础上，增加了“弹反”“解控”等额外的博弈窗口，使得PVP玩法更加具有深度。在付费设计上，《诛仙世界》采用了不卖数值的赛季制运营，付费内容主要由月卡（42元）、战令（68、128元）、外观商城组成，倾向于长周期运营。此外，《诛仙世界》不上移动端的选择使得游戏能够充分发挥出PC性能优势，提供更好的游戏体验。基于知名IP《诛仙》的用户影响力和《诛仙世界》本身优秀品质，《诛仙世界》官网预约量超300万，后续正式上线后有望为公司贡献可观业绩增量。

《异环》首曝反响热烈，或为下一款头部二次元开放世界游戏

《异环》基于虚幻5引擎开发，为公司《幻塔》之后又一款二次元开放世界游戏。目前《异环》首曝PV&实机演示视频在B站累计播放量超900万，并于9月22日举办线下封闭试玩会，广受玩家好评，基于公司丰富研发经验及开放都市的独特游戏设计，《异环》有望成为头部开放世界游戏，进一步推动公司业绩反转。

2.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

2.6 重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特

(7) 吉比特 (603444.SH)：老游戏流水下滑或放缓，关注新产品周期驱动增长

Q3扣非归母净利润同比下滑15%，拟每10股派现20元，维持“买入”评级

公司2024Q3实现营业收入8.59亿元（同比-10.36%，环比-16.83%），归母净利润1.40亿元（同比-23.82%，环比-47.19%），扣非后归母净利润1.51亿元（同比-15.33%，环比-43.01%）。2024Q3业绩环比下滑主要系：（1）《问道》端游2024Q3营业收入及利润环比减少；（2）《问道手游》2024Q2开启8周年活动取得较好效果，2024Q3营业收入及利润环比下滑；（3）《一念逍遥（大陆版）》2024Q3由于发行投入增加金额超过营业收入增加金额，整体利润环比减少。2024Q3业绩同比下滑主要系：《问道》端游、《问道手游》及《一念逍遥（大陆版）》营业收入及利润同比均有所减少。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利20元。基于公司业绩，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为9.25/11.55/13.09亿元，对应EPS分别为12.84/16.03/18.17元。

核心游戏流水下滑或逐步放缓，海外收入延续高增长

《问道》端游2024H1流水为6.56亿元（同比+16.31%），2024Q3流水为2.25亿元（同比-11.42%），核心端游流水有所波动但整体保持增长；《问道手游》2024H1流水为11.55亿元（同比-14.66%），2024Q3流水为4.57亿元（同比-12.62%）；《一念逍遥（大陆版）》2024H1流水为3.11亿元（同比-54.81%），2024Q3流水为1.68亿元（同比-18.45%），核心手游流水同比下滑或逐步减缓。此外，公司海外收入延续高增长，2024年1-9月海外收入达3.69亿元（同比+99.57%）。

精品储备游戏丰富，新游戏陆续上线有望驱动业绩增长

公司多款储备游戏已取得版号并有望加速上线，包括《异象回声》（拟2024年下半年上线）、《王都创世录》（拟2024年下半年上线）、《杖剑传说》（拟2025年上半年上线）、《问剑长生》、《最强城堡》、《亿万光年》等。随着丰富储备游戏上线开启新产品周期，有望逐步抵消老游戏流水下滑，进一步驱动公司业绩增长。

2.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

2.6 受益标的：宝通科技

(1) 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）》游戏上线9个月(即2024年6月)突破1亿美元流水，实现了日本市场的突破。

2.7 推荐及受益标的

表4：推荐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）		EPS		PE		
			2025/2/12	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300413.SZ	上海电影	买入	27.60	0.28	0.31	0.56	99	89	49
300413.SZ	芒果超媒	买入	29.41	1.90	1.03	1.17	15	29	25
1024.HK	快手-W	买入	46.75	1.48	3.6	4.5	29	12	10
300113.SZ	顺网科技	买入	20.76	0.25	0.33	0.43	83	63	48
002292.SZ	奥飞娱乐	买入	10.59	0.06	0.22	0.24	177	48	44
300785.SZ	值得买	买入	40.08	0.38	0.6	0.64	105	67	63
603598.SH	引力传媒	买入	22.65	0.18	0.14	0.29	126	162	78
0700.HK	腾讯控股	买入	444.20	12.19	16.80	20.10	34	24	20
9999.HK	网易-S	买入	166.30	9.05	10.5	11.6	17	15	13
2400.HK	心动公司	买入	30.00	(0.18)	1.60	2.40	(153)	17	12
300002.SZ	神州泰岳	买入	14.49	0.46	0.70	0.72	32	21	20
002517.SZ	恺英网络	买入	15.59	0.70	0.84	1.01	22	19	15
002624.SZ	完美世界	买入	11.53	0.26	0.41	0.62	44	28	19
603444.SH	吉比特	买入	231.95	15.63	18.14	21.92	15	13	11

数据来源：Wind、开源证券研究所（买入评级公司盈利预测取自开源证券研究所，未评级公司盈利预测取自Wind一致预测，2025年2月12日港币汇率为0.9381）

2.7 推荐及受益标的

表1：推荐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）		EPS		PE		
			2025/2/12	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300133.SZ	华策影视	未有评级	8.16	0.20	0.23	0.27	41	35	30
300459.SZ	汤姆猫	未有评级	6.51	(0.25)	-	-	(26)	-	-
300781.SZ	因赛集团	未有评级	67.45	0.38	-	-	178	-	-
300113.SZ	世纪天鸿	未有评级	13.20	0.12	0.15	0.17	110	88	78
002292.SZ	豆神教育	未有评级	8.46	0.02	0.06	0.10	498	141	85
300494.SZ	盛通股份	未有评级	9.30	0.01	0.10	0.18	930	93	52
300785.SZ	南方传媒	未有评级	15.91	1.46	1.04	1.14	11	15	14
300031.SZ	宝通科技	未有评级	20.81	0.26	0.94	1.08	81	22	19

数据来源：Wind、开源证券研究所（买入评级公司盈利预测取自开源证券研究所，未评级公司盈利预测取自Wind一致预测，2025年2月12日港币汇率为0.9381）

目录

CONTENTS



AI大模型性能提升与成本下降或驱动AI应用加速落地



AI应用



风险提示

（1）AI大模型发展不及预期：AI大模型更新迭代受技术路径、算力成本、人员投入及监管等影响，其进展存在不确定性。

（2）AI应用商业化落地进展不及预期：受大模型能力、实际应用效果、消费者接受度及收入预期等因素影响，AI应用商业化进展存在不及预期的风险。

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3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

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

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

