



AI应用与IP新消费两翼齐飞

2025年传媒行业中期投资策略

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

2025年5月4日

1、多模态AI及Agent不断推新，AI应用或加速落地

2025年以来，DeepSeek正式发布R1模型，在数学、代码、自然语言推理等任务上性能对齐OpenAI-o1正式版，且大幅降低推理成本并开源，其用户量亦快速增长；GPT-4o、字节即梦、快手可灵、阶跃星辰更新迭代视频生成等多模态模型，或助力多模态AI应用深入落地；Manus发布通用AI Agent，开启Agent新时代，智谱AutoGLM沉思真正实现“边想边干”，开源通用的MCP协议与各大模型广泛对接，成为AI的“万能插头”，或为AI应用爆发添砖加瓦。我们建议坚定布局AI应用方向：**（1）AI+影视**：AI正重塑影视工业制作全流程，不仅可带来影视内容生产降本增效，还可赋能剧本内容创作，AIGC影视市场空间或进一步打开，**重点推荐快手-W、上海电影，受益标的包括华策影视**；**（2）AI+社交陪伴**：DeepSeek等大模型有望提高社交陪伴场景的沉浸感和趣味性，AI陪伴玩具不断首发并畅销，软硬一体或助力AI陪伴商业化加速，**重点推荐奥飞娱乐，受益标的包括汤姆猫**；**（3）AI+游戏**：AI正重构游戏开发流程，提升开发效率，并基于智能NPC、动态剧情与个性化玩法带来交互体验革新，及商业化模式拓展，AI原生游戏正日益临近，有望大幅推高行业天花板，**重点推荐腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、吉比特**；**（4）AI+电商**：AI深度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**；**（5）AI+教育**：AI深度融合助学、助教全流程，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**。

2、首发经济与IP赋能，文娱新消费春意浓

首发经济为涵盖首演首秀、品牌首店、产品首发、展览首展等全链条式发展的综合经济模式，政策不断助力下，首发经济发展或提速，首秀、首演、首展等不断与AI、AR、无人机、机器人等高科技融合，叠加IP赋能，或进一步提升对观众的吸引力，引领文娱新消费延续高景气。我们建议积极关注在首演首秀、品牌首店、展览首展等领域具备创新基因、IP储备优势及运营经验的公司，**重点推荐锋尚文化、阅文集团、上海电影、奥飞娱乐、顺网科技，受益标的包括阿里影业、猫眼娱乐、中信出版、中文在线等**。

3、风险提示：AI大模型迭代速度、AI应用商业化落地进展、首发经济落地进程、线下消费恢复速度不及预期等。

目录

CONTENTS



多模态AI及Agent不断推新，AI应用或加速落地



首发经济与IP赋能，文娱新消费春意浓



风险提示

1.1 视频生成等多模态模型不断迭代升级，为多模态AI应用打下基础

1.1.1 GPT-4o：发起图像生成领域技术革命

2025年3月26日，OpenAI正式推出GPT-4o原生图像生成功能，取代了此前的DALL-E3，成为ChatGPT和Sora平台的默认图像引擎。GPT-4o具备几大特点：**精准文本渲染**：GPT-4o首次解决了图像生成领域的“文字难题”，可精准生成Logo、菜单、路牌等含复杂文本的图像。例如，用户描述“印有OpenAI字样的T恤”，模型能准确呈现文字细节，甚至保留摄影倒影的真实感。**复杂指令执行**：支持用户通过自然语言指定宽高比、色号、透明度等参数，并一次性处理10-20个对象的绑定关系。**多模态深度整合**：GPT-4o与Sora平台联动，用户可基于生成的图像进一步创作视频。**艺术风格全覆盖**：支持生成写实照片、手绘草图、漫画分镜等多种风格，一键生成吉卜力风格的图片，在海外社媒火爆出圈，ChatGPT一小时新增了百万用户。

图1：GPT-4o可以一键生成吉卜力风格的图片



资料来源：新智元公众号

图2：GPT-4o在ArtificialAnalysis测试中以ELO评分并列第一

ARTIFICIAL ANALYSIS IMAGE ARENA LEADERBOARD				
CREATOR	NAME	ARENA ELO	95% CI	# APPEARANCES
Reve	Reve Image (Halfmoon)	1109	-7/+7	10,991
OpenAI	GPT-4o	1109	-8/+8	8,638
Recraft AI	Recraft V3	1106	-3/+3	82,139
Google	Imagen 3 (v002)	1082	-5/+5	21,776
Black Forest Labs	FLUX1.1 [pro]	1079	-3/+3	84,511
Midjourney	Midjourney v6.1	1045	-3/+3	93,899
MiniMax	Image-01	1044	-7/+7	11,292
Black Forest Labs	FLUX.1 [dev]	1042	-3/+3	93,698
Ideogram	Ideogram v2	1041	-3/+3	91,285

资料来源：马上消费UXC公众号

1.1 视频生成等多模态模型不断迭代升级，为多模态AI应用打下基础

1.1.2即梦3.0：中文AI绘图领域的里程碑

字节跳动旗下视频生产模型即梦3.0于2025年4月3日开启灰度测试，并于4月7日全量上线。即梦3.0的图像生成支持2K分辨率（2560×1440像素）直出图像，相比Midjourney在16:9分辨率下仅1456×816像素的水平，其清晰度与细节展现更胜一筹。中文文本生成能力方面，即梦3.0进步显著，以往版本中小字模糊、排版杂乱的难题得到解决，并且用户能通过自然语言轻松控制文字的颜色、大小、位置，甚至指定字体风格。光影与材质表现是即梦3.0的另一大亮点，它能够精准呈现“硬边光影切割、冷暖色调对比”等高级视觉效果，使得即梦3.0生成的图像不再有“塑料感”或“虚假感”，而是具备了真实摄影作品般的质感和深度。根据经纬洞见，在电商广告测试中，80%用户认为即梦3.0的成图“可直接商用”，而Midjourney作品仍需人工修改。此外，即梦3.0从输入提示到输出成品仅需数秒，极大提升了创意迭代的效率。

图3：即梦3.0相比2.1版本提升明显

功能维度	即梦2.1版本	即梦3.0版本	提升幅度
分辨率支持	最高支持1456×816像素	直出2K分辨率(2560×1440像素)	画质提升约300%
中文生成能力	小字模糊、排版混乱	小字稳定性优化，支持复杂中文排版	准确率提升显著
生成速度	约10-15秒/张	仅需数秒即可完成	速度提升2-3倍
风格控制	基础风格控制	新增“影视质感”效果，风格更丰富	风格多样性大幅增加
细节处理	细节丢失较多	细节丰富，光影层次感强	专业度显著提升

图4：即梦3.0可以根据关键词精准的生成海报



风格	3D 渲染呈现
场景	海滨场景
主体描述	一个穿着红色游泳裤的小男孩抱着游泳圈，向镜头奔跑过来，一个大大的白色相框，一只脚跨过相框，近大远小。
背景描述	背景清澈大海、米白色沙滩。沙滩上有贝壳和海螺
插入标题文字	“冰凉避暑季”
文字风格描述	采用活泼字体，无衬线，轻微变形，有设计感

资料来源：马上消费UXC公众号

资料来源：马上消费UXC公众号

1.1 视频生成等多模态模型不断迭代升级，为多模态AI应用打下基础

1.1.3 可灵2.0：定义文生视频领域人与AI交互的全新方式

根据快手科技数据，自2024年6月发布，截至2025年4月，可灵AI已累计完成超20次迭代，全球用户规模突破2200万，月活用户数量增长25倍。4月15日，可灵大模型2.0版本及可图大模型2.0版本正式面向全球发布。在文生视频领域，可灵2.0对比谷歌Veo2的胜负比为205%，对比Sora的胜负比达367%，在文字相关性、画面质量、动态质量等维度上显著超越对手。特别是，可灵2.0大师版全面升级视频及图像创作可控生成与编辑能力，上线全新的多模态视频编辑功能，能灵活理解用户意图。支持在一段视频的基础之上，通过输入图片或文字，对生成的视频内容实现元素的增加、删减、替换，帮助创作者们实现更加灵活的二次编辑和处理，精准实现AI创作者们的创意表达。

图5：可灵2.0在文字相关性、画面质量、动态质量等全面升级



资料来源：读娱公众号

图6：可灵2.0大师版全面升级视频及图像创作可控生成与编辑能力



资料来源：快手科技公众号

1.1 视频生成等多模态模型不断迭代升级，为多模态AI应用打下基础

1.1.4 阶跃星辰Step-Video-TI2V：文生视频控制能力大幅提升

2025年3月，阶跃星辰开源了图生视频模型——Step-Video-TI2V，一款基于30B参数Step-Video-T2V训练的图生视频模型，支持生成102帧、5秒、540P分辨率的视频，具备运动幅度可控和镜头运动可控两大核心特点，同时天生具备一定的特效生成能力。和目前已有开源图生视频模型相比，Step-Video-TI2V不仅在参数规模上对该领域的研究提供了更高的上限，其运动幅度可控能力，更是能够平衡图生视频生成结果的动态性和稳定性，为创作者提供更为灵活的选择。此外，Step-Video-TI2V支持对多种运镜的理解，可以对生成视频中的镜头运动进行精准控制，可以根据创作者需求生成大片级影片。

图7：Step-Video-TI2V支持控制视频的“运动幅度”



资料来源：阶跃星辰公众号

图8：Step-Video-TI2V支持对多种运镜的理解



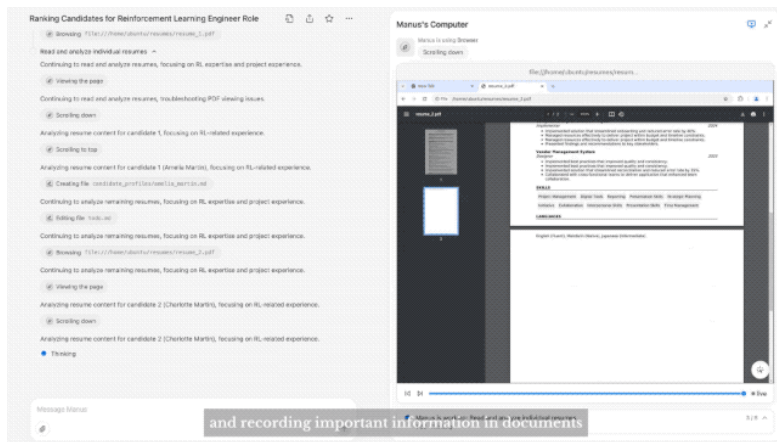
资料来源：阶跃星辰公众号

1.2 AI Agent全面崛起，AI应用黄金时代或将到来

1.2.1Manus：开启AI Agent新时代

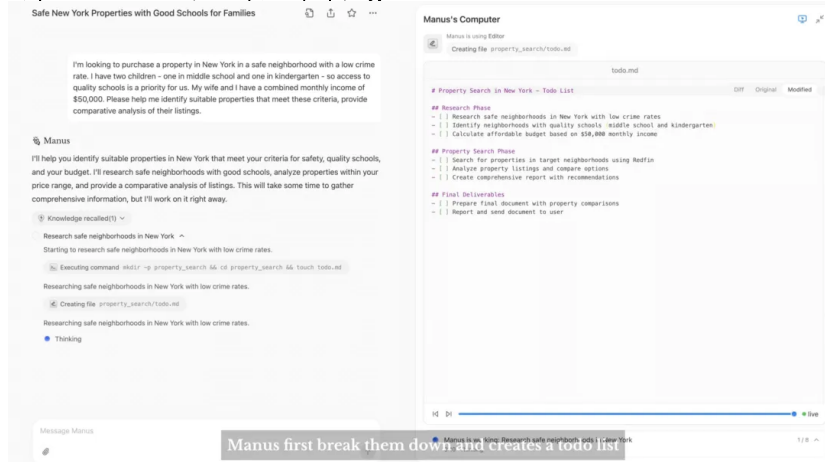
2025年3月6日，中国创业公司Monica正式对外发布通用型AIAgent产品Manus。Manus是一个真正自主的AI代理，能够解决各类复杂多变的任务。与传统AI助手不同，Manus不仅能提供建议或答案，还能直接交付完整的任务成果。例如一个常见的人力资源任务，从15份简历中筛选出适合强化学习算法工程师职位的人选，Manus已经展现出了像人类一样的能力，手动解压缩文件，并逐页浏览每一份简历，同时记录其中的重要信息，最后给出了排名建议，并提供了候选人资料和评估标准作为参考。Manus可以实现的功能还包括：旅行规划、教育内容创建、保险政策比较、供应商采购、财务报告分析、创业公司列表整理、在线商店运营分析等。

图9：Manus可以完成从规划到执行的全流程



资料来源：每日经济新闻公众号

图10：Manus可以自主拆解任务



资料来源：每日经济新闻公众号

1.2 AI Agent全面崛起，AI应用黄金时代或将到来

1.2.2 AutoGLM沉思：真正实现“边想边干”

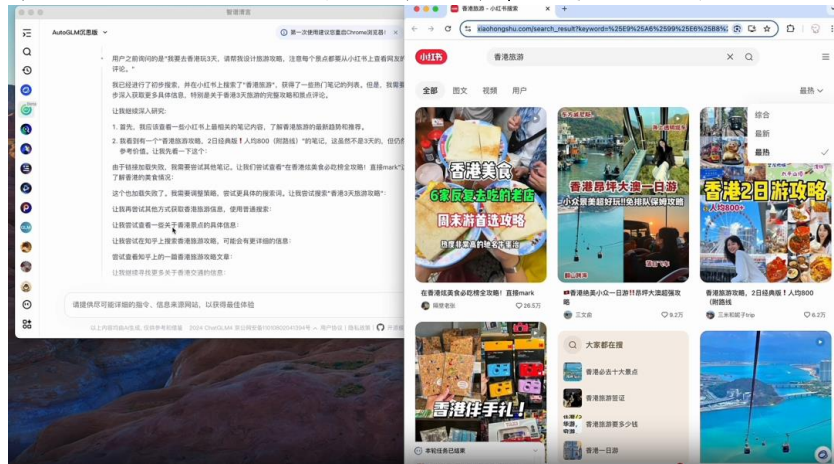
2025年3月31日，智谱推出了全球首个集深度研究与实际操作能力于一体的Agent产品“AutoGLM沉思”。动手能力是AutoGLM沉思最大的亮点之一。它能够“边想边干”，像人类一样自动操作和浏览网页，同时基于背后基座模型的多模态理解能力，这些网页上的图文信息也能被充分利用。这一能力的实现依赖于三个关键特性：（1）深度思考：能够模拟人类在面对复杂问题时的推理与决策过程；（2）感知世界：能够像人一样获取并理解环境信息；（3）工具使用：能够像人一样调用和操作工具，完成复杂任务。AutoGLM沉思不仅能深入研究，还能真正执行任务，推动AIAgent从单纯的思考者，进化为能交付结果的智能执行者。

图11：AutoGLM可以实现语言理解、意图建模、行动执行



资料来源：智见AGI公众号

图12：AutoGLM沉思可以自动查看小红书帮助用户制定旅游攻略



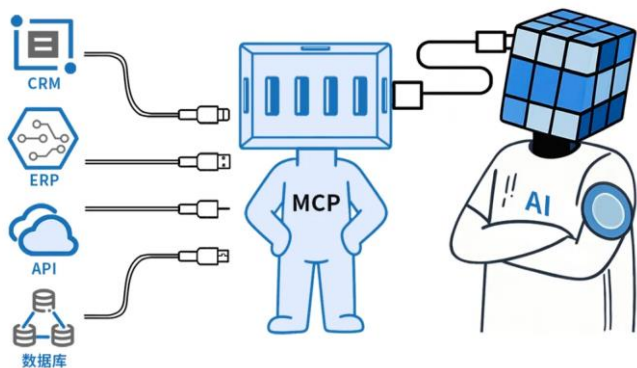
资料来源：源AI星球公众号

1.3 MCP：AI的“万能插头”，为AI应用放量添砖加瓦

1.3.1 AutoGLM沉思：真正实现“边想边干”

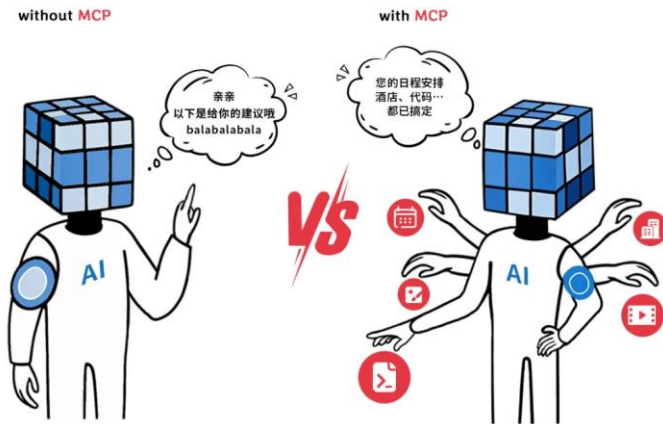
MCP协议由Anthropic在2024年11月开源，它统一了AI与外部资源交互的接口规范。开发者无需为不同数据源设计独立API，只需遵循协议即可快速集成资源，有类似“USB-C”接口的通用性。从MCP协议入手，为给AI应用开发提供一个“万能插座”，成为模型厂商的一个解决思路。一旦它以更标准化的姿态对接CRM、ERP、数据库、API等各类外部工具，便可让开发者高效实现外部资源调用和内部产品开发，大幅降低开发门槛，即MCP协议有望打造出一个平台型的生态底座，成为重要生态入口。而在MCP协议等底座牢固之后，Agent等AI应用有望加速推出并开启商业化。

图13：MCP使各种需求都能通过标准化的接口和大模型对接



资料来源：百度公众号

图14：MCP协议使AI可以一键完成多项具体工作



资料来源：百度公众号

1.3 MCP：AI的“万能插头”，为AI应用放量添砖加瓦

1.3.2 MCP协议正在重塑AI应用的开发范式

OpenAI、阿里、腾讯、字节等巨头有望通过 MCP 协议构建开放生态，而垂直领域企业则聚焦特定场景的工具集成。未来，MCP 的标准化进程或加速 AI 与物理世界的深度融合，推动智能体从“辅助工具”向“自主执行者”进化。

表1：各大巨头纷纷支持MCP协议

公司 / 机构	MCP 支持情况	工具集成进展
OpenAI	2025 年 3 月宣布全面支持 MCP 协议，通过 Agents SDK 实现模型与外部工具的标准化交互。	ChatGPT 已调用 GitHub、Slack 等数千种工具服务，GPT-4V（视觉）和音频模型探索多模态场景下的 MCP 扩展。
Anthropic	MCP 协议发起者，Claude 模型原生支持 MCP，通过 MCP Server 实现企业级数据安全隔离。	Claude Desktop 支持本地文件系统和数据库访问，动态上下文注入提升复杂任务处理效率。
阿里巴巴	通义千问 Qwen3（2025 年 4 月发布）原生支持 MCP 协议，结合 Hologres 实时数仓和函数计算 FC 构建企业级数据分析 Agent。	阿里云百炼平台上线 50+ 预置 MCP 服务，支付宝推出“支付 MCP Server”，支持智能体一键接入支付能力。
腾讯	混元大模型（2025 年 4 月升级）支持 MCP 协议，重点整合微信生态，腾讯云 TI 平台托管 MCP 插件。	微信小程序和支付工具无缝调用，腾讯地图 MCP Server 支持自然语言指令（如“找附近人均 200 元的川菜馆”）。
字节跳动	豆包大模型 1.5 Pro（2025 年 3 月发布）支持 MCP 协议，集成飞书、高德地图等工具。	Coze 空间（AI Agent 平台）支持 MCP 协议调用外部服务，扣子空间（内测）接入飞书多维表格、图像工具等。
百度	文心大模型 4.5 Turbo（2025 年 4 月发布）全面兼容 MCP 协议，推出电商交易 MCP 和搜索 MCP 服务。	百度地图 3 月 21 日全面接入 MCP 协议，智能云千帆平台支持调用全网资源，降低开发成本。
智谱 AI	GLM 系列模型支持多模态交互，但未明确支持 MCP 协议。	清影视频生成模型通过 CogVideoX 架构实现文本 - 视频融合，GLM-PC 智能体支持本地文件操作和跨设备协同。

资料来源：阿里云开发者社区、36氪、新浪财经、百度智能云、智谱AI、开源证券研究所

1.4 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年以来，国内快手可灵、阶跃Step-Vedio等视频大模型频频推出，海外方面Sora、Meta、谷歌也推出自研大模型，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潜力。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
国内	2025年4月15日	快手可灵2.0	2分钟（30fps、1080p）	基于Multi-modalvisuallanguage（MVL）交互，支持多模态信息输入，含多维度复杂创意传达
	2025年2月18日	Step-Video-T2V	直接生成204帧（约8.5秒，540P分辨率）	文生、图生，复杂运动、美感人物、视觉想象力、基础文字生成、原生中英双语输入和镜头语言等生成能力强
	2025年4月21日	SkyReels-V2	理论支持无限时长扩展	融合扩散强迫框架、多模态大语言模型等，内置SkyCaptioner-V1解析视频数据
	2025年4月22日	MAGI-1	支持1-10秒基础生成（企业级服务可扩展）	全球首个自回归视频生成大模型，24帧分块策略+因果注意力机制，实时交互（24FPS）
	2025年4月22日	ViduQ1	5秒（1080P高清）	首创U-ViT架构，支持“首尾帧运镜”“一句话生成音效”（多音效叠加）
国外	2025年4月16日	谷歌Veo2	8秒（720P）	文生、图生，具备卓越运镜、精确文本语义还原、高级物理模拟及动作一致性

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15：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

1.5 AI+影视：重点推荐及受益标的

重点推荐：上海电影、快手-W

1、快手-W (1024.HK)：盈利能力提升，可灵AI商业化提速，共同驱动增长

2024全年收入稳健增长，连续两年实现盈利，维持“买入”评级

公司2024Q4营业收入为354亿元（同比+8.7%），毛利率为54.0%（同比+0.9pct，环比-0.3pct），经调整净利润为47亿元（同比+7.8%）。公司2024年营业收入为1269亿元（同比+11.8%），经调整净利润为177亿元（同比+72.5%），经调整净利率为14.0%，盈利能力稳步提升。

流量、用户粘性同比均提升，广告、电商共同拉动收入增长

用户流量稳中有升，2024Q4平台平均DAU为4.01亿（同比+4.8%，环比-1.6%），MAU为7.36亿（同比+5.0%，环比+3.0%），DAU日均使用时长达125.6分钟（同比+5.8%，环比-5%）。收入结构来看，2024Q4线上营销服务收入为206亿元（同比+13.3%），短剧等内容消费拉动增长，且eCPM实现高单位数同比提升。直播收入为98亿元（同比-2.0%），其他服务（含电商）业务收入为49亿元（同比+14.1%），2024Q4平台GMV为4621亿元（同比+14.4%）。2024Q4毛利率为54.0%（同比+0.9pct），销售费用率为32.0%（同比+0.7pct），经营利润率为12.1%（同比+1pct）。

可灵AI商业化变现提速，出海亏损持续缩窄，或助力公司打开成长空间

AI方面，2025年3月快手搜索接入Deepseek R1，持续优化搜索体验，可灵AI 2024Q4日消耗AIGC营销素材超3000万元（截至2024Q3为2000万元以上），2024年6月-2025年2月可灵AI总收入超1亿元。主业赋能上，可灵AI助力短视频营销素材制作成本降低60-70%以上，并通过提高推荐效率、AI虚拟人直播等方式为广告收入贡献增量。我们预计可灵AI国内海外流量繁荣，后续商业化变现或进一步提速。出海方面，2024Q4出海收入为12.95亿元（同比+52.9%），经营亏损为-2.36亿元（同比缩窄57.2%），出海业务盈利能力或持续提升。

1.5 AI+影视：重点推荐及受益标的

重点推荐：上海电影、快手-W

2、上海电影（601595.SH）：电影业务回暖，AI赋能IP开发，长期空间打开

大盘回暖带动Q1增长，看好电影、IP业务共驱成长

公司2024年实现营业收入6.90亿元（同比-13.19%），归母净利润0.90亿元（同比-29.08%），扣非归母净利润0.17亿元（同比-72.32%）。业绩下滑主要系受电影大盘疲软影响，放映及相关业务承压所致。2025Q1实现营业收入2.48亿元（同比+17.90%），归母净利润6527万元（同比+41.55%），扣非归母净利润5060万元（同比+77.34%）。2025Q1业绩增长主要得益于全国电影票房市场较2024Q1同比回暖，且费用控制带动归母净利率提升至26.37%（同比+4.41pct）。

IP开发与商业化构筑公司第二增长曲线

上影元2024年收入达9387万元（同比+53%），净利润达2750万元（同比+113%）。与星巴克、宝马、安利纽崔莱、光明、雀巢、瑞幸等国内外品牌展开IP授权联名合作，2024年年度合作项目全网声量71.2亿。“上影元品”累计开品近500款，覆盖潮玩、家居、礼品等品类，打造多款爆品。公司重点IP内容《小妖怪的夏天》定档2025年暑期，《中国奇谭2》或2025年上线，有望通过内容上映带动授权、游戏联动、衍生品等多元化变现，实现IP价值的持续放大。

AI技术赋能与创新业务布局，打开成长空间

公司积极拥抱AI技术，发布“iNEW”战略，探索AI在动画制作、内容生成、IP焕新及商业化开发中的应用。公司已与字节跳动旗下即梦AI、阶跃星辰、智象未来等AI公司及高校建立合作，共同探索中国动画学派AI模型。在AI玩具领域，公司与跃然创新(Haivivi)等探讨深度合作，计划推出结合上影IP的智能玩具产品。此外，公司通过设立上影新视野基金，布局AI+游戏、AI+短剧、AI+社交等新兴赛道。AI技术的应用有望显著提升公司内容生产效率、降低成本，并开拓新的商业模式，进一步打开公司成长空间。

1.5 AI+影视：重点推荐及受益标的

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。

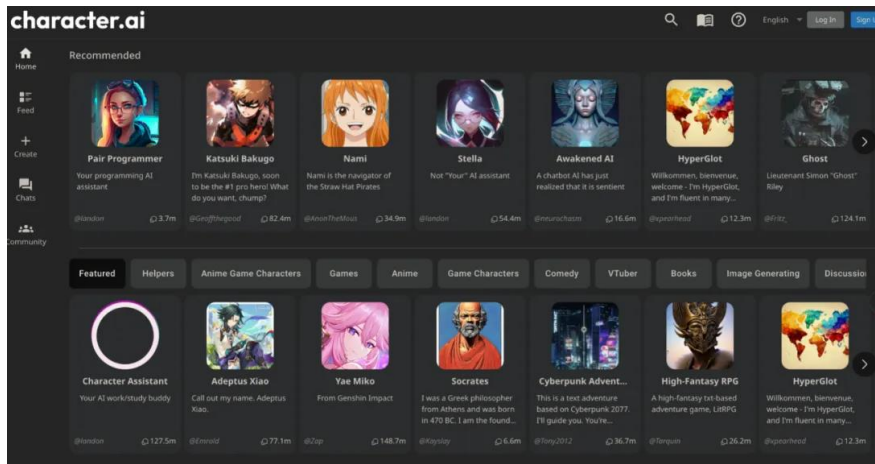
2025Q1公司营业收入5.86亿元，同比增长231.%，环比增长174.88%；归母净利润0.92亿元，同比增长206.90%，环比增长19.90%。公司自研“有风”大模型按通过国家生成式人工智能服务名单备案，实现3分钟完成一部IP作品的初筛评估，30分钟完成百万字作品内容精确评估，同时围绕“影视+AI”建立实用型AI工具，极大提升创作和评估效率。公司影视剧内容储备充足，《国色芳华》成为 2025 年开年极具影响力的文化现象级剧集；电影《出走的决心》凭借其深刻的主题和精湛的制作，荣获多项殊荣；精品短剧聚焦IP联动、文旅融合、品牌合作，不断深化“影视+文旅”的合作模式，打造利润增长第二曲线。

1.5 AI+社交陪伴：空间广阔，商业化进程或加速

1.5.1 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XEva、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16: character.ai提供多种AI陪伴角色



资料来源：FounderPark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%

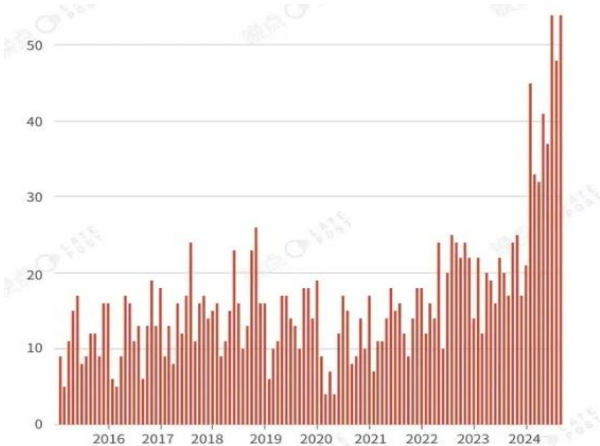
资料来源：腾讯研究院、开源证券研究所

1.5 AI+社交陪伴：空间广阔，商业化进程或加速

1.5.2 AI陪伴玩具不断首发并出圈，成长空间打开

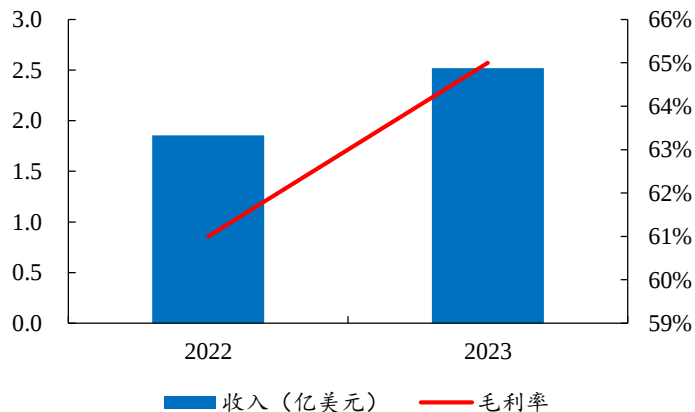
Jellycat：毛绒玩具界新秀，陪伴类玩具凸显情感陪伴价值。Jellycat为英国高端礼品品牌，凭借可爱的玩偶形象、沉浸式购物体验 and 拟人化的产品故事提供情感陪伴价值，2024年品牌25周年快闪活动首次登陆亚洲，入店体验名额快速售罄，限购情况下二级市场玩具溢价率100%以上。在“万物皆可JellyCat”的风潮下，2023年Jellycat实现年收入2.52亿美元，同比增长37%，毛利率达65%。Jellycat在产品运营上创新玩偶故事，在场景上创新线下沉浸式售卖体验，击中消费者情绪需求，实现高客单价与强需求，打开毛绒玩偶产品的商业空间。

图17：2024年Jellycat出货量快速增长



资料来源：晚点LatePost公众号

图18：Jellycat实现收入与毛利率同步增长



数据来源：《财富》网站、晚点LatePost公众号、开源证券研究所

1.5 AI+社交陪伴：空间广阔，商业化进程或加速

1.5.3 AI陪伴玩具不断首发并出圈，成长空间打开

国内AI陪伴玩具持续推新且畅销。字节跳动、FoloToy、汤姆猫、奥飞娱乐等玩具厂商纷纷发布首款AI玩具，针对儿童的AI智能玩具强调模型的强交互能力，以及IP的广泛影响力，“AI+IP”或将形成AI智能玩具的核心竞争力。一方面，儿童陪伴场景的容错率较高，另一方面，对儿童而言硬件产品（结合IP形象）更有助于提供高质量陪伴、娱乐或教育体验。

表4：2024年以来国内新推出多款AI玩具产品

公司名称	产品名称	发布时间	AI模型	售价	销量	特色功能
科大讯飞	雄安布娃娃“AiKids”	2024年4月	星火大模型	-	-	具备人机对话、心理检测和早教陪伴等功能
奥飞娱乐	喜羊羊超能铃铛娃娃	2024年5月	小冰大语言模型	399元	800+件	可以聊天、成语接龙、讲笑话、换装
FoloToy	AI仙人掌	2024年6月	OpenAI、Gemini、Claude、文心一言、通义千问、智谱等	258元	C端约2万台	每个角色都有独特的对话风格和情感表达，拥有情绪识别技术
Enabot	ROLAMini	2024年8月	-	999元	1000+	给宠物搭个伴儿，前面有逗猫棒，后面的置物空间可以存放宠物粮，自动投喂
跃然创新	BubblePal	2024年7月	MiniMax、豆包、智谱、GPT、Llama2的开源模型fine-tune	449元	数万台	内置大量儿童对话数据和动漫素材，支持仿生记忆功能，可让自身在与孩子的互动中持续学习和适应
字节跳动	显眼包	2024年9月	豆包、扣子，内嵌FoloToy的AI机芯 Magicbox	-	非卖品	以与人进行对话交互和情感交流
汤姆猫	汤姆猫AI机器人	2024年12月	与西湖星辰联合研发	1000+元	-	专为3-11岁儿童设计，可以做到情绪识别、主动聊天、双语互动、万物科普
亿家亿伴	爱小伴（奶龙款）	2024年12月	“封神榜”大型语言模型	899元	18	陪伴3-7岁孩子天马行空地聊天和讲故事；拥有海量知识库，随时回答提问
萌友智能	Ropet	2024年12月	ChatGPT	299美元，Pro319美元	Kickstarter筹款20.2万美元，已售900+台	模拟生命体，有体温和饥饿反应，识别不同类型的食物，识别情绪并回应，并随着互动程度的加深，不断提升亲密度和成长值，学习主人的面部表情和习惯

资料来源：机器人前瞻、多知、东西文娱、汤姆猫、奥飞娱乐、Enabot机器人等公众号、FoloToy官网、跃然创新官网、淘宝、京东等、开源证券研究所

1.5 AI+社交陪伴：空间广阔，商业化进程或加速

(1) **奥飞娱乐：“AI+IP”赋能玩具，全息AI产品有望推出。**公司自有IP包括铠甲勇士、超级飞侠、巴啦啦小魔仙、喜羊羊等儿童向IP，影响力强大，根据国际授权业协会，公司位列2024年全球顶级授权商第47名（仅两家中国企业上榜）。AI产品方面，公司旗下IP喜羊羊于2023年孵化AI孪生数字人“喜羊羊”，2024年5月推出首款AI智能产品“喜羊羊超能铃铛娃娃”，售价399元，提供包括畅聊模式、夸夸模式、蓝牙模式等，2024年10月推出“哄睡AI喜羊羊”。2024年12月，公司与洲明科技展开合作，计划以线下主题实景娱乐文旅项目为核心，结合奥飞主题文化科技的IP资源与运营能力，以及洲明科技的光显技术积累，围绕奥飞的多个知名IP进行全息AI产品的开发与落地。公司以“AI+IP”赋能智能玩具，同时结合“AI+光显”持续创新，成长空间有望逐步打开。

(2) **汤姆猫：IP影响力突出，推出AI童伴机器人并不断迭代。**公司旗下拥有“会说话的汤姆猫家族”IP，包括Tom、Angela、Hank、Ben、Ginger、Becca等形象，IP家族在全球拥有4亿MAU，儿童用户中影响力大。公司与西湖心辰联合打造“汤姆猫情感陪伴垂直模型”，AI语音童伴机器人产品已于2024年12月21日上线，拥有“灵动双眼”、“情绪识别”、“趣味打断”、“主动聊天”等功能，后续随功能迭代，汤姆猫IP硬件市场或逐步打开。

图19：奥飞娱乐自有IP包括铠甲勇士、巴啦啦小魔仙等



资料来源：wuhu动画人空间

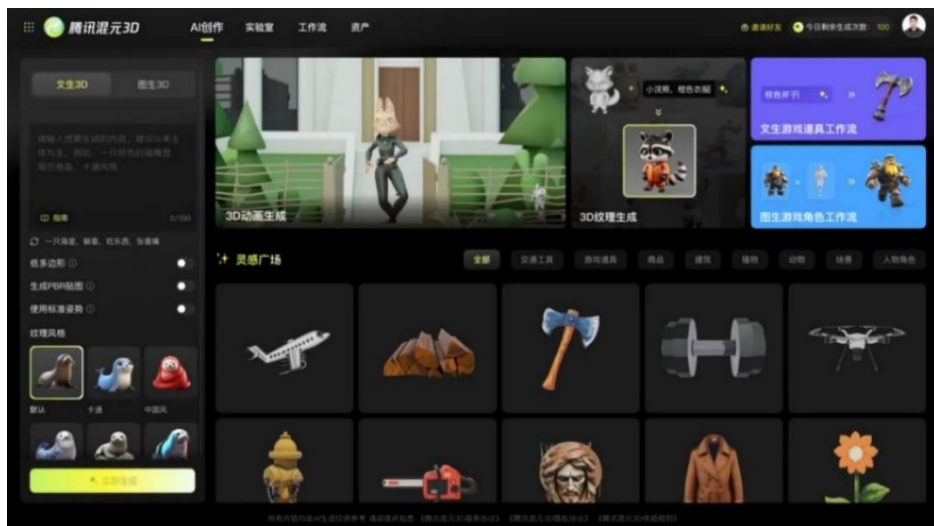
图20：汤姆猫推出基于自身IP的AI童伴机器人



资料来源：会说话的汤姆猫淘宝店铺

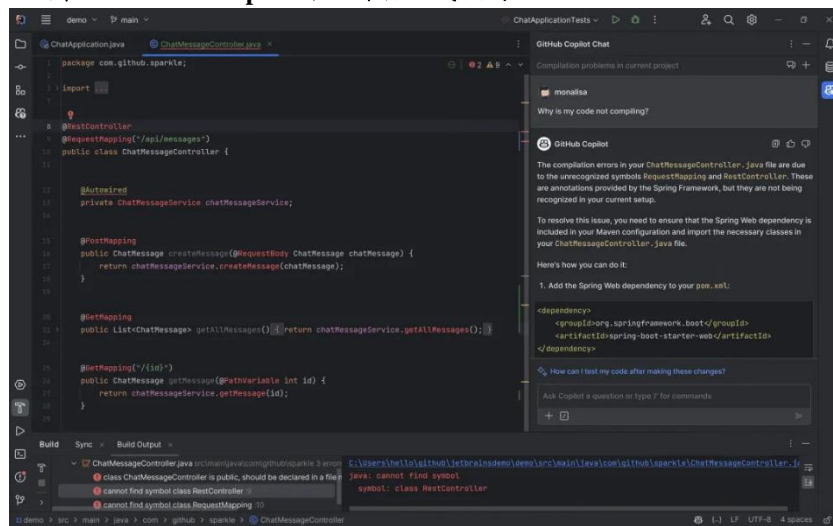
AI技术已广泛应用于游戏开发的各个环节。从早期的美术资源生成、代码辅助编写等辅助性工作，逐步向玩法设计、剧情架构、智能NPC等核心创意领域渗透。以美术生成为例，AI绘画工具能够根据文本描述快速生成高质量概念图、角色原画及场景设定，大幅缩短制作周期，降低人力成本。在代码编写方面，GitHubCopilot等工具可自动补全代码、提供函数建议，提升开发效率。更为关键的是，AI开始参与游戏玩法与规则设计，通过模拟玩家行为数据，生成创新性玩法与关卡机制，为游戏注入全新活力。

图21：腾讯混元3D打造了一站式3D内容生产的AI创作平台



资料来源：腾讯混元公众号

图22：GitHubCopilot可以自动生成代码



资料来源：JavaGuide公众号

AI正在重塑游戏交互体验，其中智能NPC的发展最为引人注目。传统NPC行为模式固定，交互体验生硬；而基于深度学习的智能NPC能够理解玩家意图，实时调整对话策略与行为逻辑，提供高度个性化的交互体验。例如，网易《逆水寒》中的智能NPC可根据玩家过往行为与对话内容，在剧情分支中展现不同反应，使剧情发展更具沉浸感与随机性。此外，AI驱动的动态剧情生成系统能够根据玩家实时决策，自动生成后续剧情，打破线性叙事局限，极大提升游戏重玩性。同时，通过对玩家游戏数据的深度分析，AI可实现玩法难度自适应调整、个性化任务推荐等功能，满足不同玩家的差异化需求。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。

图23：《逆水寒》上线DeepSeek驱动的智能NPC“沈秋索”



资料来源：AIGC新知公众号

图24：《换你来当爹》游戏中剧情全部由AI大模型生成



资料来源：娱乐资本论公众号

AI技术或为游戏商业化带来全新思路。一方面，基于AI的高质量内容持续更新能力，使订阅制商业模式更具可行性。玩家通过订阅获取定期更新的剧情、玩法与角色，为游戏厂商提供稳定现金流。另一方面，AI驱动的个性化推荐系统能够精准推送游戏内购项目，提升玩家付费意愿。在广告变现方面，AI可实现广告内容与玩家兴趣的精准匹配，提高广告点击率与转化率。例如，部分游戏通过AI生成动态广告场景，将广告自然融入游戏环境，既提升玩家接受度，又为厂商创造额外收入来源。我们认为，基于AI技术带来的生产力提升，混合变现(IAA+IAP)模式应用范围或更加广阔，游戏内容的丰富也将进一步提升游戏付费天花板。

表5：AI技术或带来游戏商业化变现模式拓展

商业化模式	特点	适用范围
买断制	玩家一次性购买游戏内容，获得游戏的使用权，后期无需再次付费。	常见于各类单机游戏、独立游戏或大型3A游戏。
免费游玩+内购(IAP)	玩家可以免费获得游戏的使用权，但想获得更好的体验或更深的内容，需要进行付费购买游戏内的道具、装备、皮肤等。	广泛应用于各类网络游戏，是目前游戏市场中应用最广的商业模式之一。
免费游玩+广告(IAA)	玩家可以免费获得游戏的使用权，商家的收益完全或主要来源于游戏中的广告收入。	常见于休闲游戏、超休闲游戏等各类小游戏，同时依附于各类平台（如微信、抖音）。
混合变现(IAA+IAP)	在游戏的运营变现策略中同时使用广告和应用内购买两种变现方式。	对用户进行分层，根据用户行为或偏好展示不同的变现入口。

资料来源：锚在元宇宙公众号、开源证券研究所

1.6 AI+游戏：下一代游戏形态：AI原生游戏

AI正在重新构建叙事游戏的交互。3月15日，米哈游蔡浩宇旗下AI创业公司Anuttacon首款新游《WhispersFromTheStar》正式公布了首个PV并在海外开启封闭测试招募。该游戏为一款太空背景实时互动剧情游戏，玩家可通过实时AI消息对话指引游戏中一位叫Stella的女孩采取行动，引导这位被困外星的女孩探索求生，基于AI的实时语音对话或为其核心玩法，剧情走向和结局的多元化或代表了原生AI游戏方向。此外，巨人网络旗下社交推理游戏《太空杀》接入DeepSeek，首创基于DeepSeek打造的原生游戏玩法“内鬼挑战”，每局由两名真人玩家对抗八名AI玩家，AI原生游戏玩法与现有成熟社交叙事游戏相结合或是探索AI原生游戏的有效路径。我们认为AI原生游戏未来的形态，应该是游戏更开放，体验更自由。开放世界RPG游戏最接近于这种形态。

图25：蔡浩宇旗下AI创业公司Anuttacon首款新游



数据来源：竞核公众号

图26：《太空杀》首创基于DeepSeek打造的原生游戏玩法“内鬼挑战”



资料来源：大狐AI公众号

1.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、吉比特

(1) 腾讯控股 (00700.HK)：业绩延续高增速，AI赋能全线业务，驱动长期成长

核心业务持续增长，利润端表现亮眼，维持“买入”评级

公司2024年实现营业收入6603亿元（同比+8%），归母净利润1941亿元（同比+68%），Non-IFRS归母净利润2227亿元（同比+41%）。2024Q4实现营业收入1724亿元（同比+10%），归母净利润513亿元（同比+90%），Non-IFRS归母净利润553亿元（同比+30%）。2024Q4增值服务收入790亿元（同比+14%），其中国内游戏收入332亿元（同比+23%），海外游戏收入160亿元（同比+15%），社交网络收入298亿元（同比+6%），主要系《王者荣耀》《和平精英》《DNF手游》等游戏表现强劲所致。营销服务收入350亿元（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。金科企服收入561亿元（同比+3%），主要系理财及消费贷款服务收入、商家技术服务费增长所致。

AI驱动元宝快速增长，继续加大AI相关资本开支，或驱动长期成长

腾讯元宝2025年2月以来接入DeepSeek满血版和全新混元模型，35天版本更新30次，驱动腾讯元宝2-3月日活增长超20倍。同时，AI正在全面赋能公司业务，微信搜一搜整合AI之后，检索量快速增长；营销服务业务通过优化广告排序系统并进一步应用大语言模型能力，升级广告技术平台，提升了点击率及广告主投放；在企业服务方面，公司2024年AI云收入同比增长约一倍。此外，公司2024Q4资本开支达366亿（同比+386%，环比+114%），并将继续加大对AI的资本开支，AI有望持续焕新公司核心业务，驱动长期成长。

长青游戏数量进一步提升，微信生态商业化加速

公司长青游戏数量自2023年的12款增长至2024年的14款，且游戏储备丰富，包括《王者荣耀：世界》等。2024Q4视频号广告收入同比增长60%，搜索广告收入同比翻倍。游戏业务及微信生态商业化加速有望持续驱动公司业绩增长。

1.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、吉比特

(2) 网易-S (09999.HK)：游戏全球化、多元化进展良好，产品周期或迎拐点

2024Q4利润大增，看好新游戏周期继续驱动增长，维持“买入”评级

公司2024年实现营业收入1053亿元（同比+2.91%），实现归母净利润297亿元（同比+0.96%）。2024Q4实现营业收入267亿元（同比-1.45%，环比+2.05%），归母净利润88亿元（同比+33.18%，环比+34.08%），其中游戏及相关增值服务收入212亿元（同比+1.4%，环比+1.4%），其中在老游戏和暴雪游戏回归驱动下，端游收入同比增长57%；有道收入13亿元（同比-18.8%，环比-13.3%）；云音乐收入20亿元（同比-5%，环比-5%）；创新及其他业务收入18亿元（同比+27.8%，环比-17.9%），公司业绩表现稳健。

《漫威争锋》《燕云十六声》表现亮眼，产品全球化、多元化进展良好

公司《漫威争锋》12月6日海外上线后迅速登顶Steam全球畅销榜，并在72小时内注册用户超1000万，目前注册用户突破4000万。《燕云十六声》端游国内上线后，四天内下载量突破300万次，其手游上线后推动了双端玩家总数在两周内突破1500万，公司将加快推进《燕云十六声》主机版本及海外上线。后续公司将在海外推出更多新品，包括《界外狂潮》（3月7日全球上线）、《Destiny: Rising》以及《漫威秘法狂潮》等。此外，暴雪系列游戏《魔兽世界》和《炉石传说》国服回归后表现亮眼，2月19日回归的《守望先锋》或进一步推动端游收入增长。《漫威争锋》等产品后续在国内的上线也有望带来可观增量。

云音乐、有道盈利能力持续提升，AI赋能或加快多元业务发展

云音乐增强以音乐为核心的变现水平，驱动在线音乐服务收入快速增长及盈利能力持续提升，2024年云音乐会员订阅收入同比增长22%，毛利率达33.7%（同比+7pct）。有道以继续驱动创新，集成Deepseek-R1模型，并发布SpaceOne AI学习硬件，在AI驱动下有道2024年首次实现全年营业利润为正。

1.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、吉比特

(3) 心动公司 (02400.HK)：授出购股权加强绑定，TapTap PC版或打开成长空间

公司向核心管理人员及职工授出购股权，加强利益绑定4月16日，公司向若干合资格参与者授出15.2万份购股权，行使价为每股30.73港元，有效期为自授出日期起计10年。其中董事局主席、首席执行官兼执行董事黄一孟，获授12.25万份购股权，其余2.95份购股权授予公司的全职员工。黄一孟先生作为公司的核心领导，此次授出购股权不仅体现了公司对其贡献的认可，也进一步绑定了他的个人利益与公司利益，有助于稳定管理层并推动公司战略目标的实现。其他承授人均为公司的全职员工，有助于增强员工的归属感和忠诚度，提高工作积极性和创造力。

在运营游戏表现良好，新游戏及新区服上线继续驱动增长

随产能提升及内容加速释放，《心动小镇》长线表现良好，2025年以来基本保持在iOS畅销榜前100名，《心动小镇》国际服有望2025年下半年上线，有望进一步增厚流水增量。《仙境传说RO初心服》2月上线东南亚地区，并进入菲律宾、泰国等多个国家iOS畅销榜前10；4月17日上线港澳台地区，并登顶中国台湾iOS畅销榜，初心服的亮眼表现或带动老游戏《仙境传说RO》重回增长。此外，公司储备游戏《伊瑟》5月8日开启国际服测试，年内有望陆续上线国际服与国服，《RO2》有望2026年上线，继续驱动游戏业务增长。

TapTap PC版或助力平台向多端发展，进一步打开成长空间

TapTap PC版目前正在开发与测试阶段，目前平台内游戏包含来自于腾讯、网易、米哈游、字节、叠纸、莉莉丝、完美世界、西山居、祖龙等知名游戏厂商的多款大作，如《原神》《燕云十六声》《三角洲行动》等。当前游戏多端化趋势明显，用户对PC端游及手游的PC端需求旺盛，TapTap PC版有望将TapTap用户群体拓展至PC端，进一步打开用户成长及商业化变现空间。

1.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、吉比特

(4) 神州泰岳 (300002.SZ)：海外新游推广及国内新游上线或驱动后续成长

2024年业绩大幅增长，看好新游戏上线继续驱动增长

公司2024年实现营业收入64.52亿元（同比+8.22%），归母净利润14.28亿元（同比+60.92%），扣非归母净利润11.47亿元（同比+38.29%）。2025Q1，公司实现营业收入13.23亿元（同比-11.07%，环比-31.74%）。归母净利润2.39亿元（同比-19.09%，环比-28.53%）。扣非归母净利润2.26亿元（同比-21.10%，环比-27.96%）。2025Q1业绩同比下滑，或由于公司核心游戏产品进入成熟期以及投放策略调整的影响，同时新游戏贡献尚处于早期阶段。

新游戏或加大推广投入，后续国内上线有望进一步打开增量空间

公司于2024年末前后，在海外先后发行了《Stellar Sanctuary》《Next Agers》两款新游戏，两款游戏均融合了模拟经营等多种玩法，有望拓展SLG用户边界，目前两款新游戏处在海外商业化测试和调优阶段，随测试调优完成后有望加大推广力度，后续为公司带来可观流水增量。此外，两款新游戏均已获得国内游戏版号，后续将择机在国内上线APP及小程序版本，进一步打开增长空间。

创新引擎初见成效，AI不断融入到产品与服务中，成为重要发展引擎

2024年公司软件与信息技术服务业务实现营收17.90亿元（同比+22.21%），其中AI/ICT运营管理业务营收14.78亿元（同比+20.53%），物联网/通讯业务营收1.33亿元（同比+62.30%），创新服务业务营收1.50亿元（同比+27.05%）。2024年公司云增值服务覆盖客户超300家，同时公司借助亚马逊云科技的全球基础设施及生成式AI产品优势，融合自身的技术资源，打造了一系列行业解决方案，涵盖文生文、文生图、图文搜索、智能知识库以及定制工具开发和集成等解决方案。泰岳智呼平台商业化持续推进，AI技术不断融入到公司的产品和服务中。

1.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、吉比特

(5) 恺英网络 (002517.SZ)：2025Q1利润延续高增长，关注新游及《EVE》进展

2025Q1利润增长亮眼，产品周期持续向上

公司2024年实现营业收入51.18亿元（同比+19.16%），归母净利润16.28亿元（同比+11.41%），扣非归母净利润16.00亿元（同比+18.43%）。2024年业绩增长主要得益于移动游戏业务的稳健表现（营收40.55亿元，同比+13.39%）以及信息服务业务的高速增长（营收9.41亿元，同比+41.62%）。2025Q1实现营业收入13.53亿元（同比+3.46%，环比+13.62%），归母净利润5.18亿元（同比+21.57%，环比+48.71%），扣非归母净利润5.16亿元（同比+21.66%，环比+62.19%）。利润端增速较高主要得益于公司有效的成本费用管控。2025Q1公司销售费用同比减少5.36%至4.59亿元，研发费用同比减少9.15%至1.01亿元。

新游表现良好，不断丰富产品线，有望持续驱动成长

2025年以来公司新产品表现良好，《龙之谷世界》2月上线以来多次进入iOS畅销榜前10。后续储备包括《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》《三国：天下归心》《纳萨力克：崛起》等。2025年以来，公司获取版号的游戏包括《超级奇兵》《热血江湖：归来》《笑傲江湖：群侠传》《三国特攻队》《热血江湖：觉醒》《传奇归来》《大富翁：头号赢家》等，丰富产品线有望持续驱动增长。

大模型及AI陪伴应用多领域探索，助力公司实现创新发展

公司携手比高集团设立“极逸公司”，分拆“形意”大模型及AI游戏引擎独立运营。“形意”大模型作为国内首个AI工业化管线模型应用，涵盖了从游戏动画、地图设计到技术开发等多个环节，可大幅提升游戏开发效率。此外，公司领投了自然选择公司，其AI智能陪伴应用《EVE》，借助尖端的AI对话技术和记忆系统，为用户营造出如真人相伴般的温馨感受。AI已成为公司发展重要推动力。

1.6 AI+游戏：重点推荐及受益标的

重点推荐：腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、吉比特

(6) 吉比特 (603444.SH)：新游驱动2025Q1业绩改善，关注后续新产品周期

新游驱动2025Q1业绩环比改善，关注新产品周期表现，维持“买入”评级

2025年Q1公司实现营业收入11.36亿元，（同比+22.47%，环比+29.43%）。归母净利润为2.83亿元（同比+11.82%，环比-1.43%），扣非归母净利润为2.75亿元（同比+38.71%，环比+4.11%）。营业收入及归母净利润同比增长主要得益于新上线的自研游戏《问剑长生》贡献了增量收入及利润（2025Q1流水3.63亿元）。2025Q1归母净利润环比小幅下降，主要受2024Q4冲减部分奖金、2025Q1汇兑损失环比增加约4391万元、以及2024Q4所得税冲销等因素影响，部分被2025Q1投资收益环比增加所抵消。我们维持2025-2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为11.55/13.09/14.33亿元，对应EPS分别为16.03/18.17/19.89元，当前股价对应PE分别为13.6/12.0/10.9倍，我们看好公司新产品周期驱动业绩回暖，维持“买入”评级。

费用控制良好，新游贡献带来盈利能力提升

2025Q1公司销售费用同比增长22.6%至3.60亿元，与营收增速基本匹配，体现了公司在新游推广上进行了相应投入。研发费用同比下降2.8%至1.81亿元，体现了公司对组织架构和项目调整，并优化了部分团队。受益于《问剑长生》等新游戏利润贡献，2025Q1公司扣非净利润率约为24.2%（同比+2.8pct）。

《问剑长生》表现良好，关注《仗剑传说》《九牧之野》等后续新游表现

公司放置修仙新游《问剑长生》于2025年1月上线，累计注册用户已突破200万。2025Q1在App Store游戏畅销榜平均排名第46名，最高达第14名。2025Q1《问道》端游、《问道手游》《一念逍遥（大陆版）》《问剑长生》四款核心产品总流水为12.55亿元（同比+16.63%），《问剑长生》抵消了部分老产品下滑带来的压力，验证了公司在核心赛道的研发和运营能力。公司储备自研游戏《仗剑传说（代号M88）》已于2025年3月26日开启全平台预约，计划于2025H1上线，代理运营的SLG游戏《九牧之野》计划2025H2上线，《问剑长生》将陆续登陆中国港澳台及欧美等地区，新产品的陆续上线，有望持续驱动公司业绩增长。

1.7 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，AIAgent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27：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28：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

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2024年，多邻国月活跃用户数达1.5亿，同比增长38%，付费用户总数达1050万，同比增长48%，家庭计划用户占比提升至21%；2024年营业收入为7.48亿美元，同比增长41%，归母净利润为0.89亿美元，同比增长456%。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（AIVideoCall）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29：多邻国营收保持快速增长

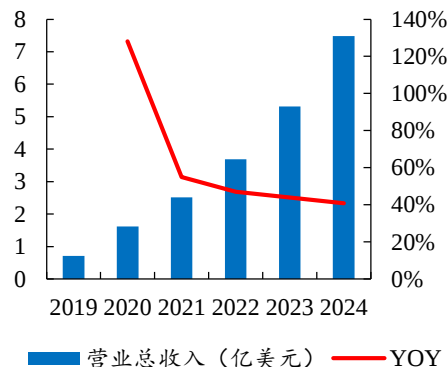


图30：2023年以来多邻国利润大幅改善

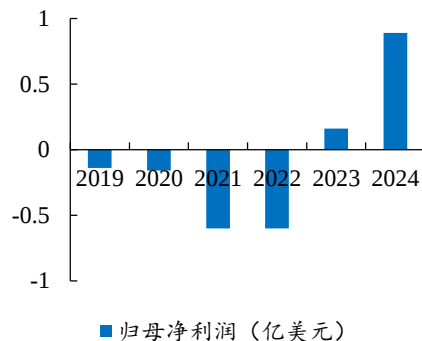
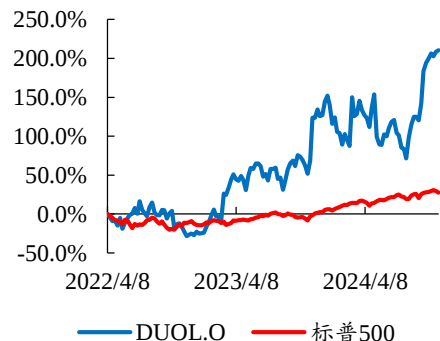


图31：2023年来多邻国超额收益明显 图32：多邻国发布AI功能大版本更新



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

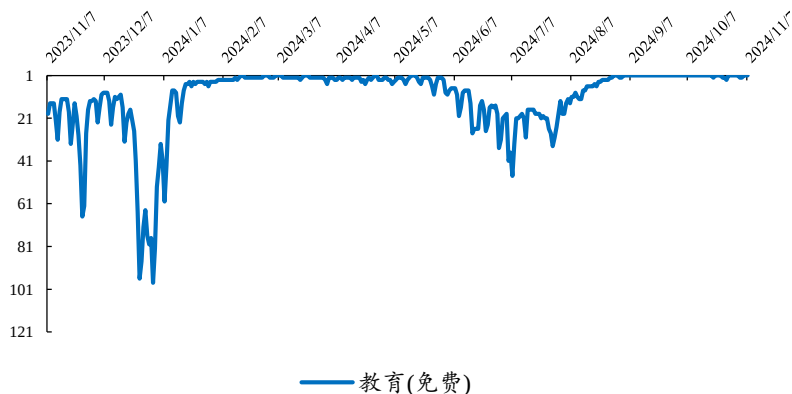
数据来源：Wind、开源证券研究所

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33：GauthAI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34：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

1.8 AI+教育：重点推荐及受益标的

受益标的：世纪天鸿、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年公司实现营业收入5.31亿元，同比增长3.72%；实现归母净利润0.43亿元，同比增长1.42%。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。此外，持续开发迭代AI助教产品——“小鸿助教”，2024年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) 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年公司实现营业收入20.45亿元，同比下降14.64%；归母净利润-1.92亿元。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GPTAPI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。

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

2025Q1公司实现营业收入21.13亿元，同比增长1.21%；归母净利润为3.20亿元，同比增长110.25%。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。

目录

CONTENTS



多模态AI及Agent不断推新，AI应用或加速落地



首发经济与IP赋能，文娱新消费春意浓



风险提示

2.1 首发经济推陈出新，激活城市新动能

首发经济涵盖首演首秀、品牌首店、产品首发、展览首展等。根据《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，首发经济是指企业发布新产品，推出新业态、新模式、新服务、新技术，开设首店等经济活动的总称，涵盖了企业从产品或服务的首次发布、首次展出到首次落地开设门店、首次设立研发中心，再到设立企业总部的链式发展全过程。首发经济核心特点包括：（1）强调首次，（2）强调链式发展全过程，（3）强调科技赋能、引领性、潮流性。

图35：首发经济涵盖多种业态

首秀首演



品牌首店



产品首发



展览首展



资料来源：云南日报网、网易新闻、ShanghaiWOW公众号、开源证券研究所

2.1 首发经济推陈出新，激活城市新动能

政策暖风频吹，或助推首发经济发展提速。2024年7月以来，《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》强调“积极推进首发经济”，随后在2024年12月的中央经济工作会议确定的2025年重点任务中包含“大力提振消费”“积极发展首发经济”，同月的例行新闻发布会上商务部表示将加快出台推进首发经济的政策文件，2025年1月商务部于新闻发布会上表示将指导各地因地制宜发展首发经济，政策大力支持或持续助力首演、首秀、首展等首发经济发展提速。《提振消费专项行动方案》提出因地制宜推进首发经济，鼓励国内外优质商品和服务品牌开设首店、举办首发首秀首展。

表6：2024年7月以来中央经济工作会议、商务部、国务院等持续鼓励首发经济发展

时间	会议/文件名	首发经济相关内容
2024年7月18日	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	完善扩大消费长效机制，减少限制性措施，合理增加公共消费，积极推进首发经济。
2024年12月11日	中央经济工作会议	对于2025年经济工作的重点，一是大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。二是以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。
2024年12月14日	2024—2025中国经济年会	商务部将加快出台推动首发经济的政策文件，指导各地找准定位、因地制宜发展首发经济，发展数字消费，深入实施数字消费提升行动，推广“人工智能+”消费；
2024年12月17日	商务部等七部门	联合印发《零售业创新提升工程实施方案》，对“发展首发经济”“支持首店、首展、首秀”等作出部署。
2024年12月19日	12月第3次例行新闻发布会	商务部将培育壮大新型消费，加快出台推进首发经济的政策文件，发展冰雪经济、银发经济，促进数字消费、绿色消费、健康消费。
2025年1月16日	“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会	商务部市场运行和消费促进司司长李刚表示，将培育壮大新型消费，激发消费活力。指导各地因地制宜发展首发经济，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，创新多元化消费场景，积极培育新的消费增长点。
2025年3月16日	《提振消费专项行动方案》	因地制宜推进首发经济，鼓励国内外优质商品和服务品牌开设首店、举办首发首秀首展。

资料来源：新华社、中国政府网、央视网、央视财经、财联社等、开源证券研究所

2.1 首发经济推陈出新，激活城市新动能

“首发经济”成为推动城市商业发展的新引擎。首发经济有助于激发文化消费热情，（1）**辐射效应**：首演首秀、品牌首店等活动能吸引大量客流，进而带动周边产业发展。（2）**降低创新成本、发挥创新示范效应**：首发业态以小规模实验性推广，为新业态提供较低试错成本。同时，创新产品首发、创新业态首次推出有助于形成标杆引领，提升行业消费标准，助力创新扩散。（3）**消费升级**：优质产品首发、设计首秀、展览首展等提供新兴、潮流体验，有助于提升消费环境品质与舒适度。各大城市均着力布局首发经济并取得初步成效。1、广州：根据广州市商务局，国际消费中心城市城市建设至今，首店数量超千家，2021-2024年前三季度，共引进1054家品牌首店（城市首店及以上级别）。2、上海：2024年1-7月，上海新增首店770家，同比增长16.5%。截至2024Q1，450家国际品牌首店在上海亮相，同比增长55%。3、北京：2024H1北京新增首店485家。4、杭州：2024H1杭州引入110家首店，同比上涨18%。5、深圳：2022年起，深圳年均引进300家。

表7：各地先后出台首发经济相关政策（节选部分）

地区	时间	政策及补贴
成都	2025/2	一、筹备成立全国首个首发经济发展促进中心。围绕首发企业需求，为企业提供从孵化培育、项目促进，到行业交流、政策咨询、运行监测的全链条伴随式服务。 二、率先成立首发经济研究院。锦江区联合四川师范大学在全国率先建立首发经济研究院，研究院整合多所高校的学术资源和各行业实践经验，打造成为全国首发经济产业研究的高端智库。
北京	2025/1	（一）建立品牌亚洲首店、中国(内地)首店、北京首店、旗舰店、创新概念店服务绿色通道。 （二）提升时尚消费品牌新品通关速度。 （三）发布鼓励首店首发项目征集指南，对符合支持条件的项目给予资金支持。 （四）对符合标准的国内外品牌亚洲首店、中国(内地)首店、北京首店、旗舰店、创新概念店，店面装修、已支出的房租(不超过12个月)之和超过50万元，其中零售企业按照项目核定实际投资总额的最高50%，亚洲首店最高给予500万元支持，中国(内地)首店最高给予200万元支持，北京首店、旗舰店、创新概念店最高给予100万元支持；餐饮企业最高给予50万元支持。 （五）对符合条件的首店、旗舰店、创新概念店按照每新增引进1个满足以上条件的店铺最高给予10万元奖励的标准，给予资金支持。
武汉	2024/9	一、明确了支持首店经济发展的专项资金执行依据、资金来源和执行主体要求。 二、明确了资金支持对象和标准，如对在汉经营且具有良好成长性的商贸企业，在2023年1月1日至2023年12月31日期间，在我市新开设零售、餐饮行业全球、亚洲首店，中国(内地)首店，华中首店，武汉首店(含旗舰店、创新概念店)，品牌满足《品牌首店分级标准表》(见附件1)的相关要求，零售行业首店分别给予100万元，60万元，40万元，20万元的一次性奖励，餐饮行业首店按照上述相应标准的50%给予奖励。
上海	2024/5	一、打响“首发上海”品牌。每年3月至5月，上海举办“首发上海 FIRSTinShanghai”全球新品首发季，吸引来沪首发、首秀、首展、首店，释放“首发上海”集聚效应。 二、吸引高能级首店落地。对亚洲及以上级别首店予以100万元的一次性奖励。对在“首发上海”活动期间开设的亚洲及以上级别首店，予以120万元的一次性奖励。 三、支持举办首发首秀首展。对活动主办方场地租赁、展场搭建、宣传推广等按实际投入的30%，给予最高100万元的补贴。对在“首发上海”活动期间举办的具有国际影响力和市场引领性活动，其场地租赁、展场搭建、宣传推广等按实际投入的30%，给予最高120万元的补贴。 四、构建首发经济专业服务生态圈。对专业机构组织开展的相关项目按实际投入的30%，给予最高100万元的资金支持。

2.1 首发经济推陈出新，激活城市新动能

表7：各地先后出台首发经济相关政策（节选部分）

地区	时间	政策及补贴
广州	2024/1	一、鼓励商业设施运营方、街区运营管理机构等第三方开展投资促进和招商推介活动，加大品牌首店招商引进的力度。对成功引进品牌首店，且签订2年及以上入驻协议，具有独立法人资格的商业设施运营方、街区运营管理机构等择优给予奖励，每新引进1家品牌首店奖励不超过10万元，每年同一机构最高奖励200万元。 二、对签订2年及以上入驻协议在穗开设亚洲首店、中国（内地）首店、华南首店、广州首店的国内外品牌企业给予支持，开设首店的租金和装修总成本不低于100万元的，择优按照不超过项目核定实际投资成本20%、最高300万元，分档给予支持。 三、对签订2年及以上入驻协议开设的国内外品牌独立法人性质各类门店升级为品牌旗舰店的，且上年度营业额不低于500万元、装修总成本超过200万元的，择优按照不超过项目核定实际投资成本20%、最高200万元给予支持。
重庆	2024/1	鼓励发展“首店首发”经济、着力培育“必购必带”品牌、构建“多元融合”场景等，全面提升重庆消费国际化水平。大力支持商业运营商引进知名品牌首店，第三方机构协助引进品牌首店，支持对市外连锁经营商贸企业来渝设立全球总部、区域总部及结算中心并在渝开设直营门店进行资金奖励。
天津	2023/6	出台发展首店经济政策，鼓励消费品牌新品在津首发，培育天津特色市内免税店。
南京	2022/9	（一）对符合条件的项目择优给予奖励，每新引进1家品牌首店奖励不超过10万元，每年同一机构最高奖励200万元。 （二）对符合条件的开设首店的租金和装修总成本不低于100万元的，择优按照不超过项目核定实际投资成本20%、最高300万元，分档给予支持。 （三）对符合条件的各类门店升级为品牌旗舰店的，且上年度营业额不低于500万元、装修总成本超过200万元的，择优按照不超过项目核定实际投资成本20%、最高200万元给予支持。 （四）鼓励国内外品牌、商业设施运营方、知名媒体、策划咨询机构等，在穗开展具有国际国内影响力的新品发布、首秀等活动，对活动主办方投入的活动场租和场地搭建总费用超过50万元的，择优按照不超过项目核定总费用30%、最高100万元，分档给予支持。
西安	2022/9	大力发展首店经济、首发经济、品牌经济，鼓励国际国内知名品牌在西安设立独立机构，开设全球性、全国性和区域性品牌首店、旗舰店、连锁店。加速集聚国内外优质消费资源，品牌首店、旗舰店、概念店、体验店数量保持西部前列。大幅提升城市商业时尚度，成为高端品牌西北首发地、国潮品牌西部策源地文创品牌全国集聚地。
杭州	2022/8	对每引进1家国际顶级品牌首店（旗舰店）、国际一线品牌首店（旗舰店），且纳入限额以上统计的，分别给予其运营主体100万、60万元奖励，分三年兑现：其中纳入统计第一年兑现奖励的50%，第二年实现增长且增速不低于全市社会消费品零售总额平均水平，兑现奖励的30%，第三年实现增长且增速不低于全市社会消费品零售总额平均水平，兑现奖励的20%。
深圳	2022/7	支持首店首发经济。对符合条件的企业在深新开设国内外知名品牌亚洲首店、中国(内地)首店、深圳首店、旗舰店、新业态店，按其店面装修房租支出等实际投资总额的50%，给予最高100万元补助。对符合条件的企业在深举办的国内外知名品牌首发首秀活动，按其场租、设备、搭建、宣传推广等实际发生费用的50%，给予最高100万元补助。
苏州	2021/12	一、强化市首店经济工作建设领导小组、联席会议机制和首店经济联盟作用，推进落实好市首店经济专项政策举措，大力发展首店经济、首发经济，加强引进首店、概念店、体验店、定制店等新兴消费运营主体。 二、加大对首店经济的资金支持力度，鼓励各市、区在市级政策基础上出台叠加政策和“一事一议”措施，吸引更多的首店、顶级奢侈品品牌和国际一线品牌落地，加快培育建设首店经济示范区，全力打造首店经济生态圈。2025年底，全市力争引进和培育市级以上首店1000家。

2.2 首演首秀：AI/AR/无人机/机器人等打造科技与艺术盛宴，释放消费潜力

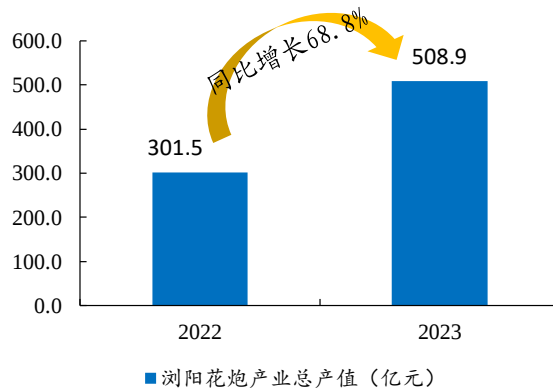
烟花秀：科技赋能美景，“烟花+科技”创新首秀点亮夜空。2024年来，烟花秀在无人机、AI技术助力下频频创新，推出“天空之门”、“蓝色流星雨”、“七彩祥云”等创意烟花秀活动。2024年7月，腾讯视频联手花火剧团、一飞智控首次将“品质剧+情绪内容+烟花产业+无人机表演”跨界融合，推出“焰遇·庆余年”大型沉浸式烟花秀，“鎏金瀑布”、“无人机巴雷特”等无人机烟花特效广受好评。从产业整体来看，无人机等科技赋能“烟花经济”，持续拉动区域经济发展，湖南浏阳自2023年以来持续开展周末焰火秀活动，累计吸引游客500万人次，拉动消费超150亿，2023年全市花炮产业总产值达508.9亿元，同比增长68.8%。展望未来，烟花经济有望以夜空为画布，结合AI、无人机、全息投影等技术，持续打造烟花视觉盛宴，拉动地方文旅发展。

图36：一飞智控行业首创“无人机烟花秀”



资料来源：一飞智控公众号

图37：2023年浏阳花炮产业总产值达508.9亿元



数据来源：浏阳发布公众号、开源证券研究所

沉浸式演出：擘划千亿产业，VR、AR等科技赋能焕发新活力。沉浸产业包括密室逃脱、剧本杀、沉浸演出、虚拟现实体验馆、沉浸换装体验馆、沉浸旅游演艺等数百种沉浸业态，沉浸产业强调演出空间氛围和沉浸互动体验，有望在虚拟现实（VR）、增强现实（AR）、拓展现实（XR）、混合现实（MR）、元宇宙、裸眼3D、全息投影、数字光影、智能感知等技术和设备赋能下焕发新活力。2023年利亚德集团推出全国首个将城市建筑综合体与元宇宙结合的视觉秀场——“聚势耀世界 领湾向未来”元宇宙AR秀，打造海陆大空间交互的AR夜景秀。2024年12月华夏利亚德推出全国首个焕影岛HUANtheLIVE影厅，配备宁波首块20米4KLED电影屏，可作为影院、商务会议、电竞赛事、演唱会等多种场景模式，创新业态激发消费活力。根据《2024中国沉浸产业发展白皮书》，2023年中国沉浸产业消费市场规模为927亿元，相比2019年增长44%，2024年预计达1124亿元。

图38：利亚德打造海陆大空间交互的AR夜景秀



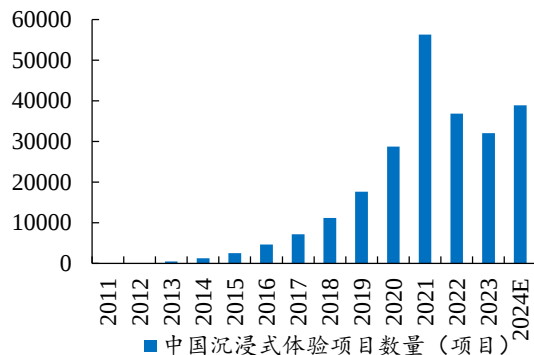
资料来源：利亚德公众号

图39：全国首个焕影岛HUANtheLIVE影厅



资料来源：华夏利亚德公众号

图40：中国沉浸式体验项目数量逐步企稳回升



数据来源：《2024年中国沉浸产业发展白皮书》、开源证券研究所

演唱会首演：“首站”、“首演”密集落地，一场演唱会激活一座城。2023年以来，消费者对于现场娱乐体验的需求大规模反弹，各地积极引进国际巨星首演，坎耶·维斯特、查理·普斯、周杰伦、Ed Sheeran、莎拉·布莱曼等多位国际巨星于中国首度推出演唱会、戏剧等文艺活动。演唱会聚集高密度人流，消费需求旺盛，通过引进首演、首唱，有望进一步扩大内需，繁荣文化和旅游消费。

图41：中国沉浸产业蓬勃发展

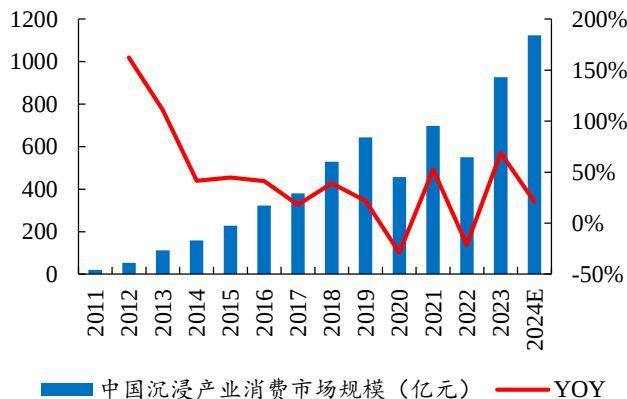


图42：2023年来中国演出市场票房收入持续增长

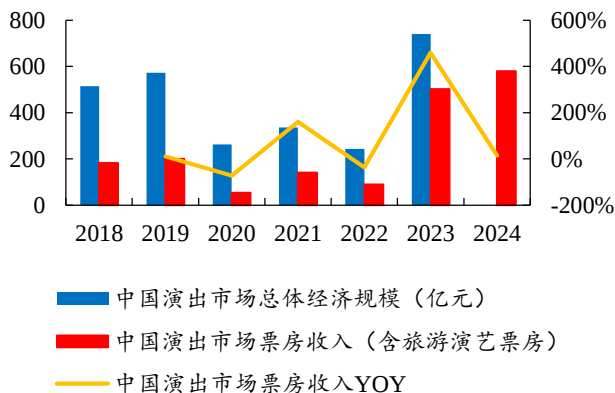


图43：2023年大型营业性演出全面复苏



数据来源：《2024年中国沉浸产业发展白皮书》、开源证券研究所

数据来源：中国演出行业协会、灯塔研究院、开源证券研究所注：2024年中国演出市场总体经济规模未披露

2.2 首演首秀：AI/AR/无人机/机器人等打造科技与艺术盛宴，释放消费潜力

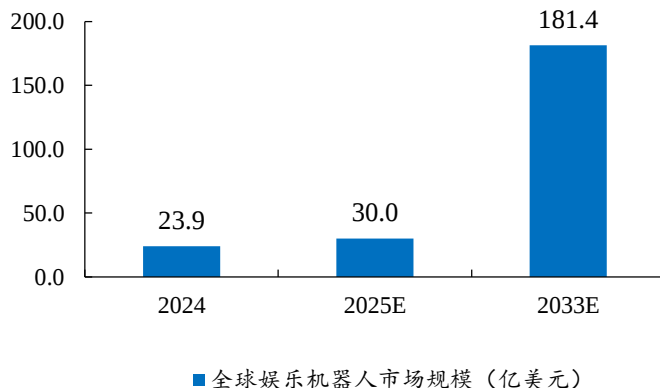
“机器人+文旅演艺”：春晚机器人“扭秧歌”实现科技与艺术融合，演艺有望成为人形机器人重要应用场景。2025年蛇年春晚的舞台上，宇数科技推出的花棉袄机器人在《秧BOT》节目中登台演出，依靠高精度3D激光SLAM自主定位和导航、多智能体协同规划、先进组网方案等技术，机器人显出高超的运动控制能力及稳定的表现。众擎机器人推出全球首个拟人直膝步态人形机器人，并实现全球首个前空翻特技。从应用场景来看，乌镇机器人导游、武功山机器狗、“AI庙会”应用机器人乐队、人形机器人足球赛等落地应用突出机器人在AI赋能下，在音乐、运动、知识问答等领域已展现初步潜力。根据Globalgrowthinsights，2024年全球娱乐机器人市场规模为23.9亿美元，预计2033年市场规模达181.4亿美元，2025-2033年CAGR为25.23%，随机器人运动算法与感知能力快速迭代，文旅演艺与机器人、AI、AR等高科技结合或进一步提升文旅演艺对观众的吸引力，释放消费潜力。

图44：宇数科技研发的人形机器人登上蛇年春晚舞台



资料来源：新华网公众号

图45：2033年全球娱乐机器人市场规模或达181亿美元



数据来源：Globalgrowthinsights、开源证券研究所

(1) 锋尚文化：首发经济与高科技融合，赋能演艺焕新生。公司是国内文化创意产业头部公司，2022年以来先后完成北京冬奥会、杭州亚运会开闭幕式文艺演出等重大国家级项目，具备丰富的大型活动及文旅演艺设计运营经验。截至2024年12月公司累计在手订单为5.5亿元。公司近年来积极通过AI、裸眼3D等技术赋能演艺活动，在哈尔滨亚冬会开幕式上运用裸眼3D、AR、8K超清屏等技术实现高度沉浸的冰雪视效，在杭州开演的中国首部亚运遗产大型沉浸式跨时空数智湖景演艺秀《湘湖 雅韵》科技秀中，公司运用无人机呈现震撼效果。公司创意资源丰富，运营模式清晰，后续有望在B、C两端持续开拓首演首秀。

图46：公司用8K超高分辨率的LED屏幕提升演出效果



资料来源：锋尚文化FSC公众号

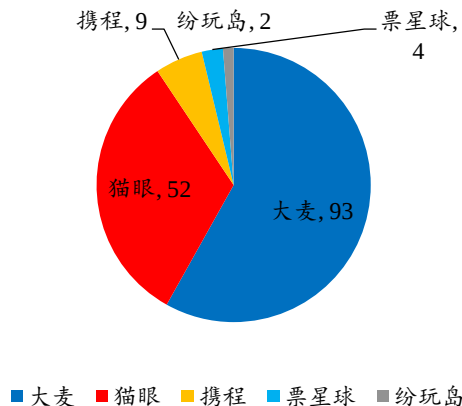
图47：公司运用无人机编队推出湖景演艺秀《湘湖 雅韵》



资料来源：无人机网公众号

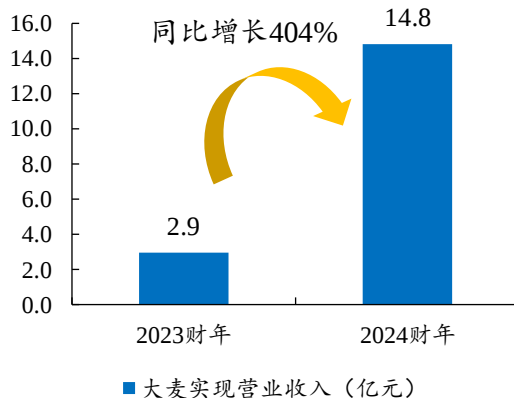
(2) 阿里影业：旗下大麦网为国内头部票务平台，乘演唱会经济东风启航。2023年11月阿里影业完成对国内头部票务代理平台大麦网的收购，大麦网成立于2004年，在演唱会品类市占率领先，为周杰伦、五月天、薛之谦、林俊杰、张杰等演唱会头部项目的总票务代理方，覆盖率接近100%。2024财年大麦累计销售各类型演出达44.3万场，为2020财年同期的3.6倍，创历史新高，票房规模和购票人次分别达到2020财年同期的3.5倍和2.6倍。高景气演唱会赛道叠加公司作为头部平台的规模优势，驱动大麦收入及利润快速增长，截至2024年3月31日，大麦年度收入为14.81亿元，同比增长404%，并表后经调整EBITA盈利约为11.6亿。展望2025年，首演首秀层出不穷，公司作为头部演唱会票务平台，收入规模有望持续增长。

图48：2025年2月演唱会票务平台以大麦和猫眼为主



数据来源：音乐财经公众号、开源证券研究所

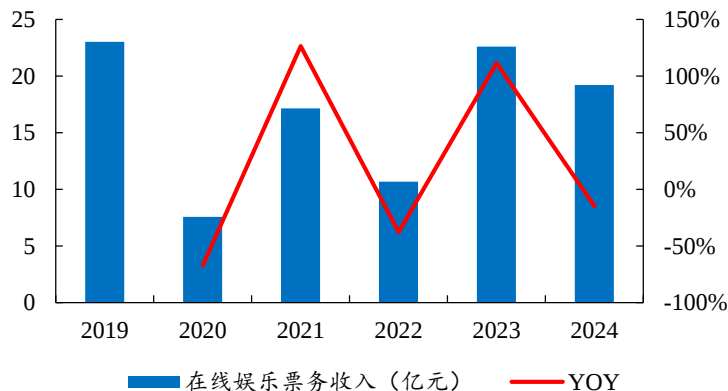
图49：大麦网2024财年营业收入快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所注：2023财年为截至2023年3月31日

(3) 猫眼娱乐：线上电影票务龙头，“流量优势+内容自制”经验丰富。公司营业务包括在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、广告服务及其他三部分。资源禀赋方面，公司控股股东为王长田先生（光线传媒董事长），其他股东包括腾讯、美团等，强大股东背景有望赋能公司票务发行及内容制作业务。公司目前拥有张学友、陈奕迅、周杰伦、林俊杰等艺人票务总代理资质，2024H1公司为3000+大型演唱会提供服务，演唱会、音乐节GMV同比增长约3倍。此外，公司长期深耕内容出品，出品/制作包括沉浸式美食互动剧《玩味探险家》（提供亚洲首个演出remix美食的新奇体验）、《玩味制片厂》，沉浸式游戏剧场《扬名立万》等，公司背靠腾讯、光线传媒等大股东的流量赋能，自身拥有内容制作出品经验，有望在票务发行业务上持续扩大市场份额，线下创新文娱内容提供业绩弹性。

图50：猫眼娱乐在线娱乐票务收入受电影票房大盘影响，有所波动



数据来源：猫眼娱乐公告、开源证券研究所

图51：猫眼娱乐出品《玩味探险家》提供“戏剧+餐饮”互动体验



资料来源：剧马当先公众号

2.3 品牌首店与IP相互赋能，IP新消费逐浪前行

品牌首店是指品牌在中国内地开设的第一家门店或新概念门店，含全球首店、中国首店、亚洲首店、全国首店等。2024年，首店经济作为首发经济的重要组成部分，持续展现出强劲的发展势头。根据《首店早知道》，2024全年共计开出“全国首店”461家，同比增长15%，品牌首店由于具有创新的示范效应、高效的引流效率、升级消费体验等作用，成为首发经济重要一环。

“Z世代”消费活力强大，IP快闪店及系列营销活动激发消费热情。近年来，商业体快闪活动持续走红，成为吸引消费者、激活商圈流量的核心手段。快闪店是一种短期经营的品牌游击店，包括品牌快闪店、车展房展、明星路演、市集嘉年华等线下营销活动。需求端来看，IP快闪活动背后源自“Z世代”强大的消费活力（Z世代为出生在1995-2009年间的青年人）。根据赛迪报告，2025年我国Z世代人群约为2.6亿，约占国内总人口18.5%，并已接连引领盲盒经济等消费新潮，“Z世代”好奇心强、接受新鲜事物速度快、社媒宣传能力强，推动兴趣消费、悦己消费、情绪消费等理念兴起，有望为首发经济加速发展提供动力。供给端来看，根据炼丹炉大数据，2023年全国谷子店数量达273万家，同比增长107%，谷子供给保持高速增长。供需火热带动二次元商业体客流和收入增长，“超级IP首发地”上海静安大悦城2024年落地56场国际知名IP快闪，45场为全国/大陆首站，2023年末以来先后举办JOJO的奇妙冒险、宝可梦、灌篮高手剧场版、LOOPY、线条小狗、火影忍者、间谍过家家、光与夜之恋、卡皮巴拉、chiikawa等IP快闪活动，多个首站活动推动商圈2024年全年预计客流量同比增加超30%，销售额提升近25%。

图52：2024年全国共开出“全国首店”461家

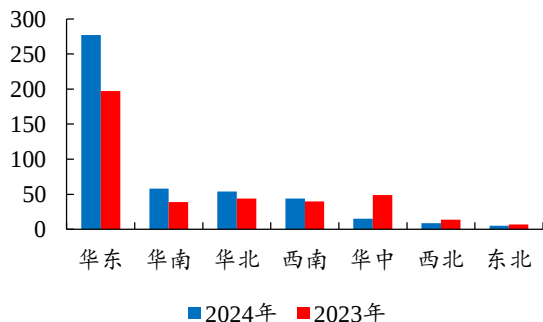


图53：全国谷子店数量快速增长

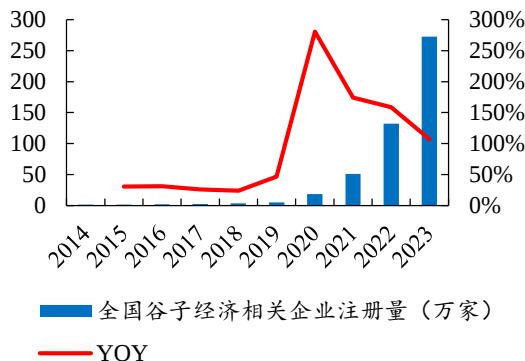
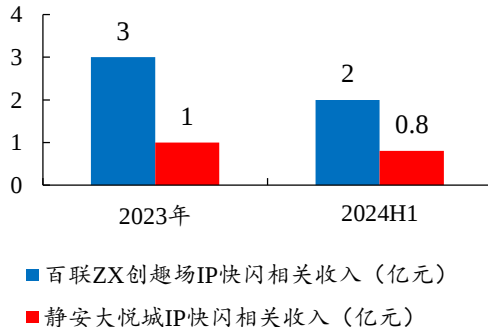


图54：上海二次元商业体IP快闪创收能力明显



数据来源：首店早知道公众号、开源证券研究所

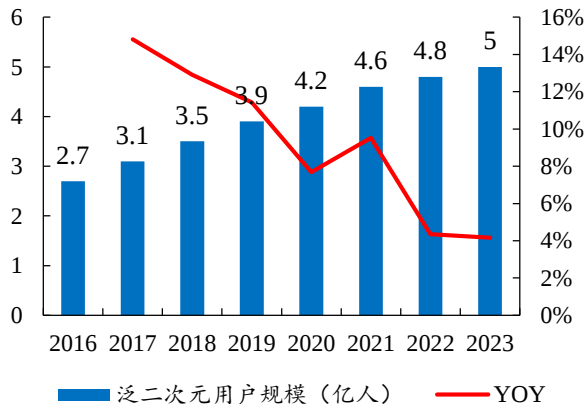
数据来源：炼丹炉大数据、开源证券研究所

数据来源：新一线城市商业数据库、开源证券研究所

2.3 品牌首店与IP相互赋能，IP新消费逐浪前行

中国泛Z二次元群体基数广泛，消费意愿强，“谷子”市场或不断扩容。“谷子”，是“Goods（商品）”，泛指ACGN内容衍生周边。从分类来看，以游戏周边为例，可分为具有收藏观赏价值的硬周边和具有实用情绪价值的软周边，硬周边包括手办、粘土人等，软周边包括徽章（吧唧）、亚克力系列等。市场规模来看，根据商启咨询，2023年国内二次元周边衍生市场同比增长37.6%至1024亿元，增速快于二次元内容市场的20.1%。分结构来看，根据伽马数据，2023年游戏IP衍生品的市场规模为40.6亿元，2019至2023年复合增长率达17%。我们认为，需求端来看，购买周边为粉丝提供情绪价值和心理认同，强化了粉丝与内容的情感链接，供给端来看，周边作为IP的延续，帮助IP方延续IP的热度和影响力，随着泛二次元用户消费群体逐渐占据主流、IP衍生市场作为IP产业的增量市场，或继续保持快速增长。

图55：中国泛二次元用户群体基数广泛

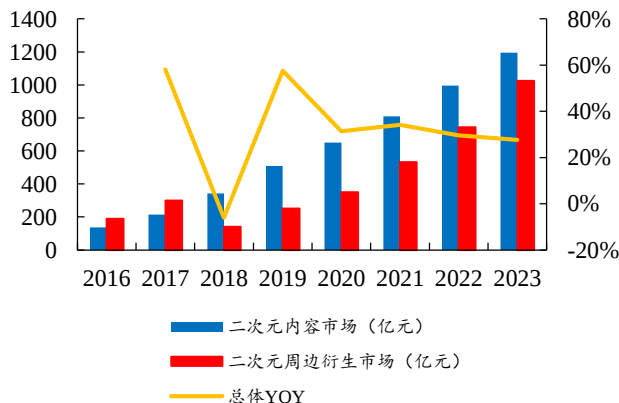


数据来源：商启咨询、开源证券研究所

注：二次元用户是指二次元产品和服务的消费者及创作者，泛二次元用户消费过二次元产品，但不如核心群体热衷

KYSEC

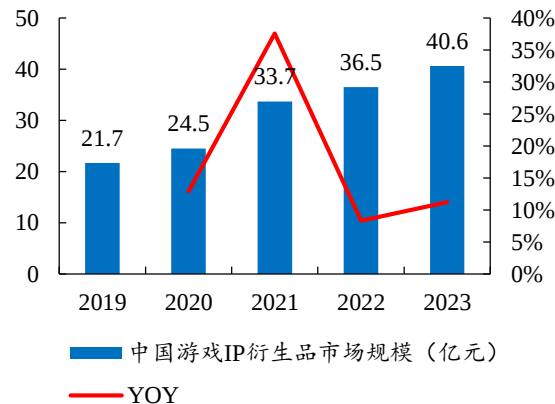
图56：2019年来二次元周边市场快速增长



数据来源：商启咨询、开源证券研究所

注：二次元周边衍生市场包括商品、虚拟偶像、线下娱乐、服装四个板块

图57：2023年游戏IP衍生品市场规模为40.6亿元

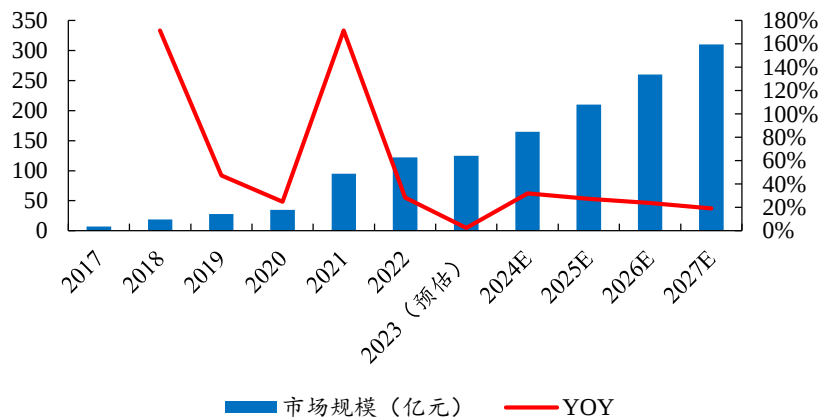


数据来源：伽马数据、开源证券研究所

2.3 品牌首店与IP相互赋能，IP新消费逐浪前行

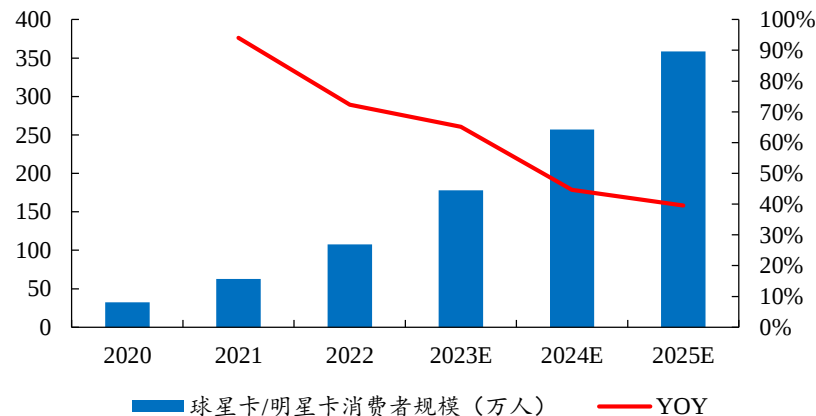
集换式卡牌（TCG）：满足用户多元需求，量价齐升驱动下，行业或延续高增长。集换式卡牌是指有特定主题，可供消费者收藏、交换或者畅玩的卡牌，分为竞技型（核心功能为对战，代表为宝可梦PTCG等）和非竞技型（核心功能为收藏和赏玩，代表为NBA球星卡、小马宝莉卡等）。量价齐升驱动下，市场规模或延续增长，根据灼识咨询，中国集换式卡牌市场规模由2017年的7亿元增加至2022年的122亿元，CAGR为78.4%，2027年有望达到310亿元，2022-2027年CAGR为20.5%。量的角度来看，卡牌复购率及用户规模有望提升，（1）复购率方面，卡牌通过绑定IP获得年轻消费者青睐，拆卡玩法或强化用户粘性，提升复购率；（2）用户规模方面，基于卡牌社交属性及卡牌商持续开发新品类、直播拆卡等方式吸引新增用户，或持续破圈。价格角度来看，IP效应、稀有度、卡牌功力等影响单卡价格，日本/美国集换卡人均支出分别为中国（2022年为8.6元）的11/6倍，我国卡牌人均支出有较大提升空间。

图58：我国集换卡行业市场规模预计在2027年达到310亿



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图59：我国球星卡/明星卡消费者规模有望快速增长



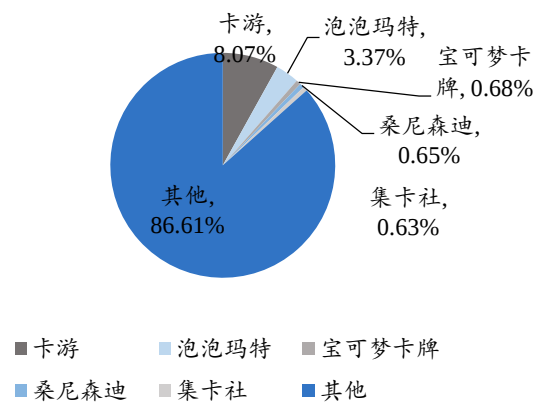
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.3 品牌首店与IP相互赋能，IP新消费逐浪前行

当前集换卡行业集中度较高，新兴品牌快速崛起，竞争格局或趋于开放。根据灼识咨询，2022年在我国集换式卡牌前五大公司市占率合计为76.7%，卡游以71.0%的市场份额位居第1。线上渠道多个新兴品牌销售额快速增长。根据蝉魔方数据，2024年上半年抖音潮玩盲盒品类品牌TOP5的整体集中度为13.39%，卡游为8.07%排名第一，新兴品牌销售额快速增长，集卡社同比增长701.85%，WOWLUCKY、Hitcard环比增长速度分别约为650倍、170倍，集换式卡牌行业竞争格局有望趋于开放。

IP/渠道为核心竞争要素。（1）**IP：**由于卡牌是IP的承载，卡牌授权方所拥有的IP资源成为核心竞争力。（2）**销售渠道：**对收藏卡而言，销售渠道较为重要。铺设销售渠道时间周期较长，对卡牌商而言，拥有稳定强大的渠道销售体系将成为重要竞争力。

图60：2024年上半年卡游在潮玩盲盒品牌市占率为8.1%



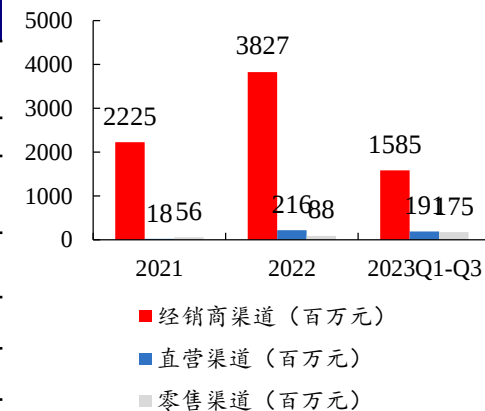
数据来源：蝉魔方、开源证券研究所

表8：各家卡牌公司IP定位差异化

卡牌公司	IP数量统计	代表性IP	千岛粉丝量
卡游	100+	小马宝莉、叶罗丽、奥特曼X档案、英雄对决、魔道祖师、海绵宝宝、奥特曼、斗罗大陆等	4.3万
趣卡社	6+	三国、封神榜、绝代双骄等	3432
集卡社	43+	斗罗大陆、撒野、小黄人、时光代理人、鬼灭之刃、一人之下、全职高手、斗破苍穹等	3402
卡宝文创	8+	妖精的尾巴、魔卡少女樱、狐妖小红娘、蜡笔小新等	3185
万画云游	1+	三丽鸥、芭比、创造营、乘风2024等	390
万代卡牌	10+	OPCG简中、原神、哆啦A梦、机动战士高达等	310
Hitcard	5+	大闹天宫、泡泡玛特、幻雾等	/

资料来源：千岛、开源证券研究所

图61：经销商渠道为卡游贡献主要收入



数据来源：卡游招股书、开源证券研究所

2.3 品牌首店与IP相互赋能，IP新消费逐浪前行

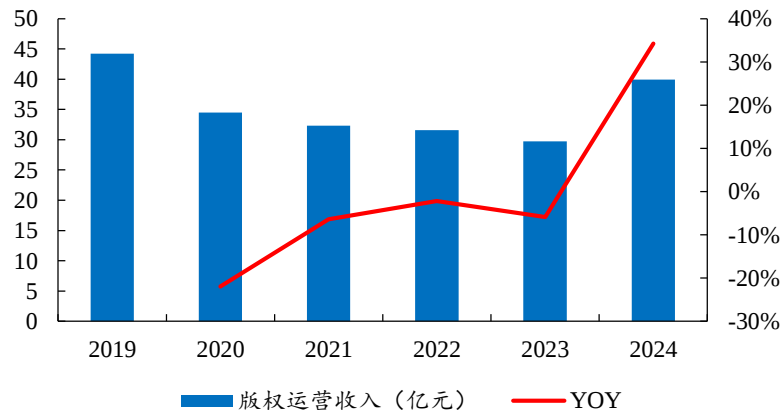
(1) 阅文集团：旗下网文IP众多，多地开设IP首店。公司旗下拥有狐妖小红娘、全职高手、诡秘之王等多个高知名度国漫IP，逐步完备IP开发体系，其IP衍生品厂牌阅文好物已在西安、杭州、北京、南昌、上海、合肥等地开设线下首店，广州、深圳等门店也在推进。公司还将二次元空间从谷店拓展到了更多元化的业态——与MRX元宇万物公司达成合作，将在上海、北京等多城打造《庆余年》线下沉浸互动剧场；与乐浪演艺合作的首部《狐妖小红娘》2.5次元舞台剧也开启全国巡演；后续《大奉打更人》《一人之下》等IP的首个线下体验业态合作也在筹备中。公司持续推出IP“谷子”首店，并结合沉浸式互动剧等新兴内容，最大化IP价值。

图62：公司在多地开设IP首店



资料来源：首秀京城公众号

图63：阅文集团版权运营收入在2024年快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 品牌首店与IP相互赋能，IP新消费逐浪前行

(2) 上海电影：旗下上影元IP储备丰富，美罗城拓展“谷子”业态。公司旗下IP矩阵发丰富，在上影集团“大IP开发”战略引领下，上影元（上海）独家运营众多知名动画IP及真人影视版权，包括《大闹天宫》《哪吒闹海》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《中国奇谭》等动画作品，《巴山夜雨》《日出》《阿Q正传》等影视作品。产品首发方面，上影元与跃然创新（Haivivi）就“IP+AI玩具”已达成战略意向，通过AI玩具形态释放IP潜在价值。公司同时逐步探索二次元业态，旗下美罗城引入包括SHONENJUMPSHOP国内首店、三月兽、LOFT、GOODSMILE、国誉文具等品牌首店或特色门店。随公司IP运营模式逐步成熟，并探索二次元线下业态，成长空间或逐步打开。

图33：上影元旗下拥有《大闹天宫》等经典动画IP



资料来源：上影元公众号

图34：上海徐汇美罗城为上海二次元必打卡地



资料来源：CRIC商管公众号

2.3 品牌首店与IP相互赋能，IP新消费逐浪前行

(3) 中信出版：旗下书店成功孵化二次元新兴消费品牌。中信书店于2024年6月成立动漫业务部，同时推出面向Z世代的泛文娱新消费品牌“谷知谷知G0000DS”，集合热门IP周边产品和国内外精选ACG图书，2025年1月“中信书店X谷知谷知”上海百联ZX创趣场快闪门店开业。谷知谷知品牌有望依托于集团“自营特典图书+海外进口ACGN图书+国内头部图书”的整体能力，通过图书与谷子联动扩大传播影响力，构建动漫文创生态圈。

(4) 中文在线：专注于IP衍生品开发的品牌次元探秘。中文在线主要针对自有IP和外部S级头部IP进行开发，其自有IP罗小黑2024年12月获评“年度谷子经济影响力IP”。2024年10月，公司发布专注于IP衍生品开发的品牌“次元探秘”获得了变形金刚、小黄人、金刚特龙战队等多个国际知名IP在国内衍生品的部分品类授权，目前已形成国谷、日谷、美谷品类矩阵。作为内容平台，中文在线具备更多的内容源头优势，能够更精准地定位高潜IP。2024年12月，罗小黑IP推出联名活动“蓝溪镇x潮玩星球”快闪主题店，将在上海、广州、武汉三城开启，公司有望深耕罗小黑IP，通过联动、快闪主题店等模式持续放大自有IP及授权IP商业价值。

图35：《天官赐福 陆》漫画单行本的线下首发营销



资料来源：中国出版传媒商报公众号

图36：罗小黑IP快闪主题店推出



资料来源：IP授权说

2.4 展览首展：重体验、重创新，持续拓展泛文娱商业化

高能级首展吸引客流，升级用户体验。展会是首发经济的重要载体之一，2023年来多个展会首次亮相亚洲/中国/上海，吸引客流，2023年《消失的法老》海外首展启幕上海，2024年全球首展首发的重要平台ChinaJoy上，《永劫无间手游》等多款重磅新游首发，2024年奢侈品品牌罗意威Loewe首个品牌大展《CraftedWorld匠艺天地》落地上海，2025年“何以敦煌”敦煌艺术大展首次亮相上海，多款藏品首次于上海展出。展览首展将全球优质文化产品引入中国，升级用户体验。大型展会集展览展示、购销洽谈、项目对接、论坛研讨等功能于一体，积极助力首发经济，激发消费新动能。

图47：Loewe有史以来首个品牌大展落地上海



资料来源：VogueBusiness公众号

图48：永劫无间手游首次登陆ChinaJoy的大舞台

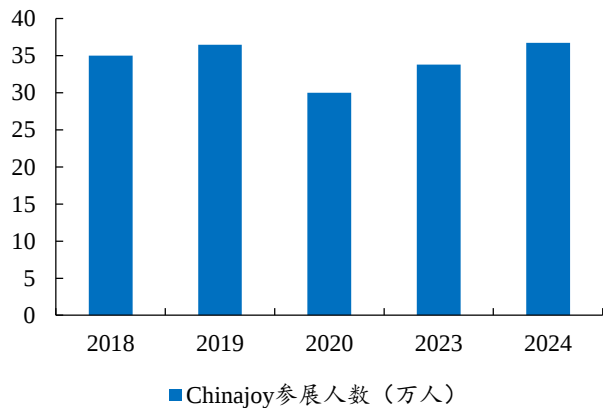


资料来源：永劫无间手游

2.4 展览首展：重体验、重创新，持续拓展泛文娱商业化

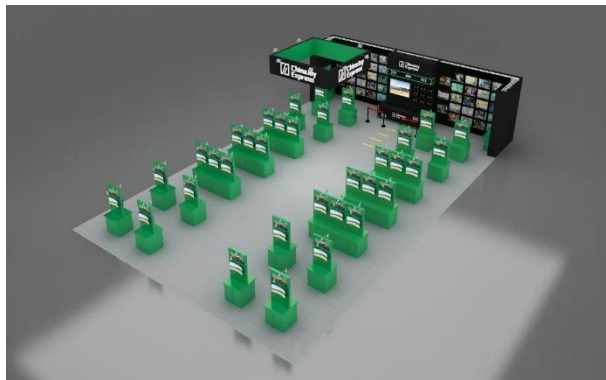
顺网科技：公司旗下ChinaJoy品牌，为全球数字娱乐展会规模最大的行业盛会之一，自2003年首展以来累积沉淀近千万年轻消费群体，品牌影响力触达数亿用户，全面覆盖游戏、动漫、电子竞技、智能娱乐软件及硬件、智能出行展区、潮玩等数字娱乐多领域。公司持续创新展会模式，2024年展会期间首度推出ChinaJoyExpress试玩区，为线下游戏的核心用户构建更为纯粹的游戏体验及交流场景。此外，公司旗下音乐品牌CJMF（ChinaJoyMusicFestival）与华数不止音乐节合作，推出2.5次元音乐节体验，持续延伸文娱版图。

图49：2024年Chinajoy参展人数创新高



资料来源：第一财经公众号等、开源证券研究所（注：ChinaJoy 参展人数2021年数据未披露、2022年延期举办）

图50：公司推出ChinaJoyExpress游戏试玩区（CJE）



资料来源：ChinaJoy公众号

2.5 推荐及受益标的

表9：重点推荐及受益标的包括互联网、游戏、影视、IP、教育等行业

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (元)	当前市 值(亿)	基期归母净利润 (2024A, 亿)	归母净利润 (2025E, 亿)	归母净利润 (2026E, 亿)	归母净利润 (2026E, 亿)	PE (2024E)	PE (2025E)	PE (2026E)
1024.HK	快手-W	买入	52.75	2,266	3.56	4.4	5.3	14	11	9	11.3
601595.SH	上海电影	买入	32.76	147	0.20	0.61	0.84	164	54	39	3.7
002292.SZ	奥飞娱乐	买入	8.93	132	(0.19)	0.15	0.21	(47)	60	43	2.3
0700.HK	腾讯控股	买入	487.80	44,894	20.94	23.60	25.70	22	19	18	85.3
9999.HK	网易-S	买入	168.80	5,348	9.28	10.7	12.1	17	15	13	38.7
2400.HK	心动公司	买入	37.45	184	1.71	2.60	3.20	20	13	11	3.6
300002.SZ	神州泰岳	买入	10.95	215	0.73	0.69	0.77	15	16	14	2.9
603444.SH	吉比特	买入	239.00	172	13.15	16.03	18.17	18	15	13	62.0
300785.SZ	值得买	买入	34.70	69	0.38	0.62	0.92	91	56	38	9.3
300860.SZ	锋尚文化	买入	25.31	48	0.22	0.88	1.07	115	29	24	23.9
0772.HK	阅文集团	买入	27.15	278	(0.21)	1.30	1.50	(120)	19	17	17.7
300113.SZ	顺网科技	买入	18.70	128	0.37	0.48	0.60	51	39	31	2.9
300133.SZ	华策影视	未有评级	7.20	137	0.13	0.23	0.27	55	31	27	3.7
300459.SZ	汤姆猫	未有评级	5.04	177	(0.24)	-	-	(21)	-	-	1.1
300654.SZ	世纪天鸿	未有评级	10.23	37	0.12	0.13	0.14	85	79	73	2.3
300010.SZ	豆神教育	未有评级	7.15	148	0.07	-	-	108	-	-	0.5
002599.SZ	盛通股份	未有评级	8.59	46	(0.36)	0.09	0.13	(24)	100	68	2.7
601900.SH	南方传媒	未有评级	16.49	148	0.92	1.20	1.31	18	14	13	8.9
1060.HK	阿里影业	未有评级	0.51	152	0.01	0.02	0.03	46	24	16	0.5
1896.HK	猫眼娱乐	未有评级	6.58	76	0.16	0.55	0.68	38	11	9	7.9
300788.SZ	中信出版	未有评级	30.05	57	0.62	0.97	1.08	48	31	28	10.8
300364.SZ	中文在线	未有评级	21.72	158	(0.33)	0.12	0.19	(65)	181	114	1.7

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，股价截至2025年5月2日收盘，港股公司所示市值及股价为港币，计算采用1港币=0.9301进行换算）

目录

CONTENTS



多模态AI及Agent不断推新，AI应用或加速落地



首发经济与IP赋能，文娱新消费春意浓



风险提示

(1) AI大模型迭代速度不及预期：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。

(3) 引进首店、产品首发不及预期：目前品牌首店、产品首发业态仍处于探索与快速发展阶段，创新型门店开业、产品推出可能因为与市场需求不匹配、运营经验不足，致客流量、销量不及预期。

(4) 线下消费恢复不及预期：目前国内线下消费终端仍在稳步恢复中，终端消费恢复情况若不及预期，可能对线下门店展业有所影响。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn