

传媒行业人工智能系列

从AI Panic到AI HALO，如何看传媒互联网的投资范式转换

行业研究 · 行业快评

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

➤HALO: Heavy Assets, Low Obsolescence (重资产、低淘汰/低过时性) ;

➤随着 AI 模型 (如最近的 Anthropic 插件、OpenClaw以及大模型迭代) 开始展现出“吞噬”软件和中介服务的能力, 市场开始重新寻找那些“AI 无法通过代码复制”的护城河

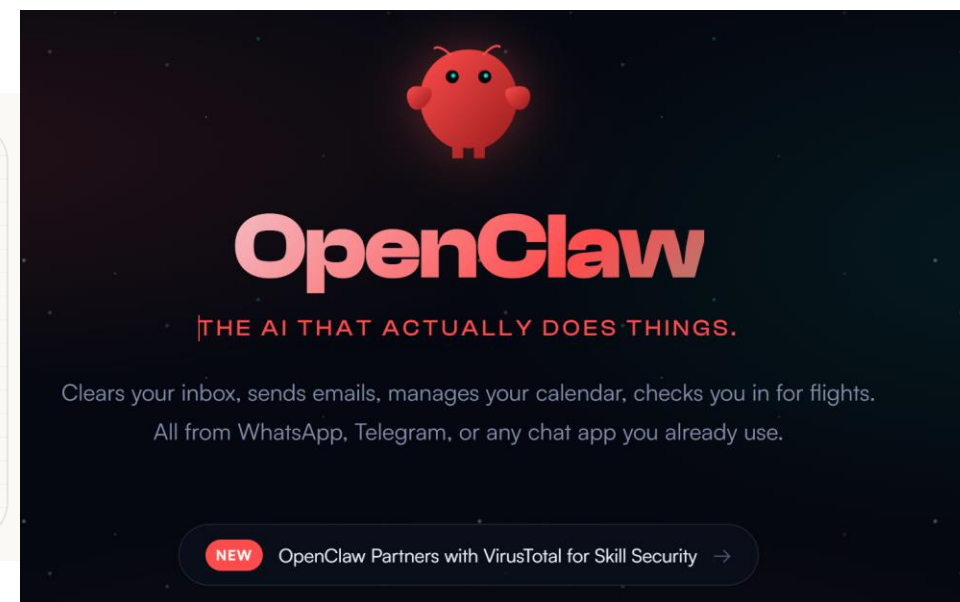
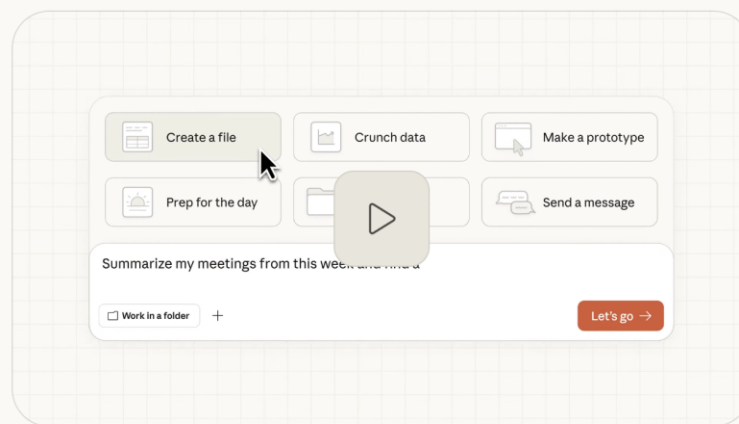
- ✓ Heavy Assets (重资产): 拥有巨大的实物资产壁垒, 比如电网、油气管道、铁路、关键矿产或复杂的工业制造基地。这些东西需要极高的资本支出、漫长的建设周期和严格的行政准入门槛
- ✓ Low Obsolescence (低淘汰性): 无论 AI 进化到什么程度, 人类对能源、基础材料、物理运输的需求不会消失。如ChatGPT 可能会让写代码的人失业, 但它造不出一条输油管, 也无法代替你坐飞机

图: Anthropic

图: OpenClaw

Go from answers to action with Claude Cowork

Cowork brings Claude Code's agentic capabilities to your desktop. Give Claude access to your local files, set a task, and step away. Come back to completed work. Now in research preview.



从AI Panic到AI HALO

➤ AI HALO的背景背景：

✓ 2026 年 2 月初至今由于 AI 工具对软件行业的冲击超预期，全球软件股遭遇了一次重创（也即所谓的“AI Panic”）；

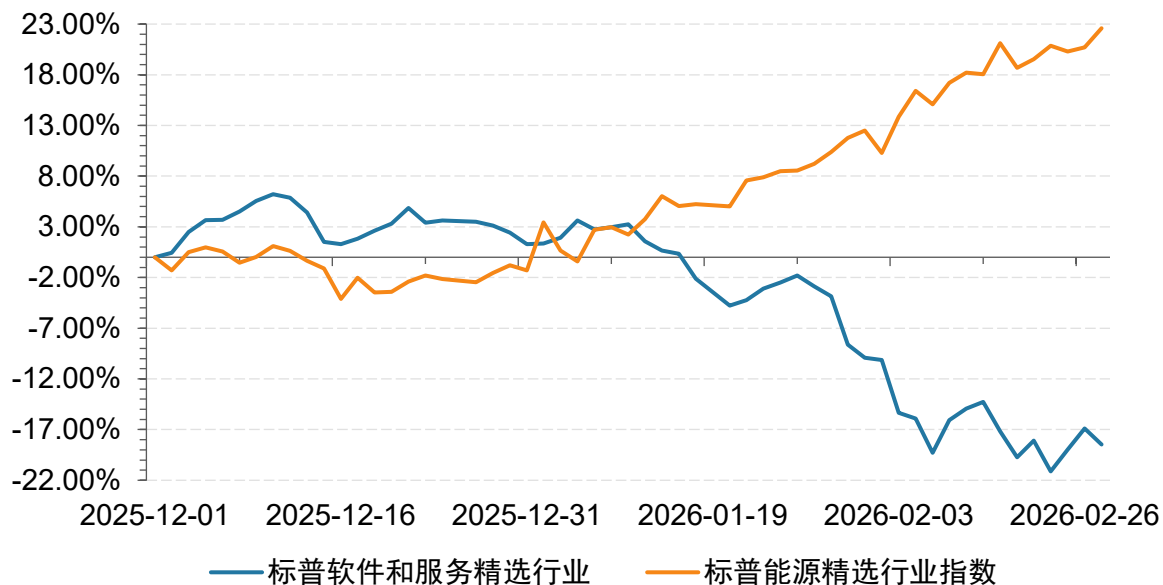
➤随着 AI 模型（如最近的 Anthropic 插件、OpenClaw以及大模型迭代）开始展现出“吞噬”软件和中介服务的能力，市场开始重新寻找那些“AI 无法通过代码复制”的护城河

✓ 叙事反转：市场情绪从“AI 赋能万物”转变为“AI 吞噬轻资产”，这种反转导致对“确定性”的重新定价

✓ 避风港效应：资金开始从容易被 AI 颠覆的“轻资产/软件层”撤出，涌向具有物理屏障的“硬资产” Heavy Assets（重资产）

图：标普软件指数 vs 标普能源指数

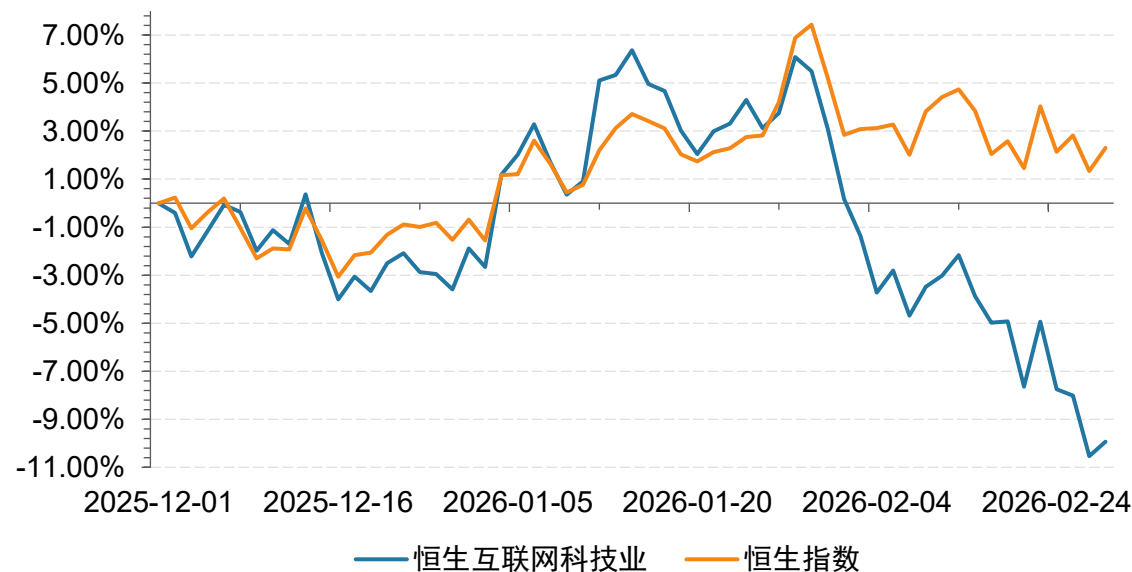
标普软件和服务精选行业-行情图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：恒生互联网vs 恒生科技

恒生互联网科技业-行情图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

➤ “内容通缩”导致的长期价值降低

- ✓ 逻辑：当 AI（如 Sora、Seedance2.0 或其他最新的多模态生成模型）能以越来越低的成本批量生产质量越来越高的影视、游戏素材和文案等内容时，内容稀缺性面临消失风险
- ✓ 冲击：传统的娱乐内容企业（拥有大量版权库但缺乏 IP 情感链接）的内容 IP 资产存在持续贬值可能。市场担心，如果内容可以低成本无限供应，那么非头部稀缺内容的价格和长期价值将不可避免地下降
- ✓ 影响：我们认为，无论是 CP（内容生产）还是平台，如果不具备拥有“AI 无法通过像素模拟的情感链接和内容供给能力”，其长期价值存在被 AI 替代的风险；

➤ “中间商危机”：流量入口的去中介化

- ✓ 对于互联网平台而言，HALO 逻辑认为它们正在失去流量地皮的“收税权力”。
- ✓ 逻辑：过去互联网巨头的护城河是“分发算法”和“搜索入口”所带来的流量池，变现亦基于此。但随着 AI Agent（智能体）的普及，用户不再需要点击链接、浏览网页。
- ✓ 冲击：GEO（生成式引擎优化）对传统 Ad-load（广告加载率）的替代可能。在 SEO 向 GEO 的范式转换中，AI 直接输出答案的方式对传统的广告位模式带来冲击可能。
- ✓ 影响：我们认为，依赖广告变现的互联网平台（如传统的搜索引擎、甚至部分信息流平台）面临流量脱水，“轻资产”分发能力在 HALO 框架下存在“高淘汰风险”资产的可能

➤ 底层快速迭代导致“应用”层的远期不稳定性

- ✓ 逻辑：AI 应用大多是基于底层大模型（如 GPT-5、Claude 4）能力的二次“封装”应用；这种“轻应用”的商业形态在物理壁垒上相对较低、存在底层迭代之下应用场景被取代的可能。
- ✓ 冲击：“功能被集成”风险。底层大模型更新基座/推出类似 2B、2C 服务，就存在提供相似场景服务的应用被取代的风险。
- ✓ 影响：在 AI Panic 的冲击之下，因为产品生命周期面临较高的不确定、AI 应用整体估值承压

➤ “资本开支（Capex）黑洞”：重资产化的生存陷阱

- ✓ 传媒互联网公司为了不被淘汰，被迫“变重”
- ✓ 逻辑：为了维持竞争力，互联网公司需要应对大模型的军备竞赛、CAPEX 投入算力芯片/建设数据中心等领域（典型如 META、Google、阿里巴巴等）。
- ✓ 冲击：利润率的结构性的下移风险。互联网公司传统意义上从事轻资产、高毛利业务，大模型军备竞赛下变成需要持续投入且面临巨大折旧摊销压力的“重工业”
- ✓ 影响：市场虽然阶段性的认可其“Heavy Assets”所带来的可能，但中长期面临与“Low Obsolescence”相背的风险（大模型快速迭代、算力新品能硬件快速折旧），导致部分公司陷入“重资产、高淘汰”的较差财务场景。

正面视角：AI HALO中，传媒互联网及AI应用哪些方向价值会提升？



➤从“内容生产”到“数字矿产”

- ✓ HALO 交易之下，高质量的专有数据被重新定义为“数字重资产”
- ✓ 逻辑：先进模型的训练对真实、合规、垂直领域数据的需求和以来就越高，相关资产的价值存在稀缺性和重估可能；
- ✓ 机会：我们认为，当 AI 能够廉价生成内容时，支撑AI进化的“原材料”（优质语料和实时交互数据）就成了数字世界里的“稀有资产”；具备优质且不可或缺的私域数据或政府/行业特许数据的公司价值有望重估；
- ✓ 相关标的：浙数文化、人民网、中国科传、中原传媒等；

➤IP 资产的“重置价值”与物理化

- ✓ AI HALO隐含着真实世界的逻辑在于，当数字世界因为算法导致内容趋于廉价，人类的情感共鸣和物理体验就越稀缺和昂贵。
- ✓ 逻辑：AI可以低成本实现漫画乃至漫剧的生成，但无法制造出用户对一个特定 IP（如泡泡玛特、迪士尼、甚至是特定的重度游戏角色）多年的情感积淀。
- ✓ 机会：IP资产的“硬化”。我们认为，AI 大幅降低 IP 衍生内容的生产成本（AI短剧、AI互动漫画），通过线下的潮玩、主题乐园、实物周边进行商业化变现。拥有强 IP 粘性且具备线下变现闭环的公司价值将为更为突出，这种情境下“重资产”的、能触达用户物理体验的线下零售网络不再是负担，而是抗 AI 冲击的重要资源
- ✓ 相关标的：泡泡玛特、奥飞娱乐、上海电影、光线传媒等

➤“高毛利弹性”的可能

- ✓ 逻辑：内容生产成本降低的背景下，平台端如果能够实现对用户的高粘性和商业化变现，内容导向的平台社区净利润率有机会出现指数级增长
- ✓ 机会：重度游戏和专业中长视频。我们认为，AI 生成 3D 建模、自动配音、实时翻译等能力提升，能让这些原本“重研发”的公司在不增加 Capex 的情况下，实现产出的规模化爆发。关注盈利能力因 AI 投入而反常大幅增长的标的
- ✓ 相关标的：昆仑万维、中文在线、哔哩哔哩、巨人网络、恺英网络、完美世界、吉比特、心动公司等；

➤边缘算力、“物理入口”与GEO

- ✓ 逻辑：用户场景正从云端 API 转向物理终端（如从Chatbolt到OpenClaw），能控制硬件接口（如智能座舱、AR眼镜）以及边缘算力的公司，将拥有物理上的“入场券”；同时平台流量入口大战的背景下，铲子股（GEO产业链）受益；
- ✓ 机会：掌握了物理终端控制权的平台/入口，低延迟的边缘算力，受益于入口及广告投放范式转移的营销服务产业链；
- ✓ 相关标的：顺网科技（边缘算力）、分众传媒（电梯广告入口）、GEO产业链（引力传媒、易点天下、浙文互联等）等；

投资建议：把握正向确定性资产，布局被错杀的“高粘性生态”资产



- 从“效率溢价”转向“物理护城河”。我们认为，在 AI能力/算力提升与内容生产成本持续下降的背景下，市场审美已发生结构性位移，不再奖励单纯的代码迭代，而是在寻找“AI 无法通过像素或算法复制”的沉锚资产
- 从方向上来看，我们建议重点关注AI HALO 正向确定性资产：不受AI HALO影响的物理世界资产，或者拥有“数字世界的物理基础设施”、AI进化的必经之路或最终受益者。

细分领域	HALO 逻辑	推荐标的
头部IP (文化硬资产)	AI 能生成内容，但无法生成“共鸣”。IP 的重置成本随情感积淀而升高，具备极强的低淘汰性 (Low Obsolescence)。	具备跨代生命力的内容/潮玩品牌：泡泡玛特等
专有语料数据 (数字矿产)	随着监管趋严与模型迭代，合规、实时、私域的垂直数据成为稀缺资源。这种“行政+物理”双重壁垒是典型的 重资产 。	1) 具备国家级/省级交易所背景的数据方（如：浙数文化）；2) 数据确权与监管（人民网、新华网等）；3) 语料数据所有方（南方传媒等）
边缘算力 (物理节点)	物理时延是不可逾越的自然法则。离用户最近的 GPU 节点是 AI 推理时代最硬的“物理入口”。	拥有广泛线下物理网点与 GPU 资源的平台
双能巨头/AI效率赋能	具备“基座模型+超级入口”的公司，基于AI赋能实现在AI互联网时代弯道超车；基于AI赋能，实现低成本商业化变现。	大模型+流量入口：昆仑万维等；AI赋能IP变现（漫剧/短剧）：中文在线、阅文集团等

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：把握正向确定性资产，布局被错杀的“高粘性生态”资产



- 关注被错杀的“高粘性生态”资产：市场因过度担忧“AI 冲击开发/生产门槛”而忽视了社交壁垒与共识溢价，导致这类公司在“软件大恐慌”（AI PANIC）中被错杀

➤中重度游戏

- ✓ 悲观预期：市场担心 AI 降低开发成本会导致竞争红海化。
- ✓ 我们认为，游戏最重的资产是“用户社交关系网”而非代码。AI 可以克隆画面，但克隆不了游戏内的社交关系。这种隐形重资产使得中重度游戏的价值被低估；同时从技术成熟迭代周期来看，中重度游戏也是难度最高的内容方向；
- ✓ 相关标的：巨人网络、恺英网络、世纪华通、吉比特、心动公司、完美世界等；

➤中长视频平台及头部专业视频

- ✓ 悲观预期：1) 担心 AIGC 冲击创作生态，导致平台去中心化；2) 像素级克隆之下，长视频（电影、电视剧长期价值归零）；
- ✓ 我们认为，在 AI 内容泛滥的年代，“信任背书”与“社区共识”更显珍贵。B 站等平台的弹幕文化和社区氛围是一种无法被 AI 像素化的“人文硬资产”，AI 可以做到对中腰部以下内容的替代，头部内容的价值在廉价内容泛滥的时代会更加稀缺和突出；
- ✓ 相关标的：哔哩哔哩、华策影视等；

➤高粘性商业广告平台及中游营销服务

- ✓ 悲观预期：1) AI 搜索（GEO）取消跳转，导致传统广告逻辑失效；2) AI 的快速进步会导致第三方广告平台的价值迅速湮灭；
- ✓ 我们认为，1) 无论入口如何变，物理曝光的确定性（如线下点位、深度私域链接）在 HALO 框架下反而在升值。控制了特定场景“最后一眼”的平台具备极强的抗冲击性；2) 部分第三方广告平台具备非常强的双边效应（上游众多中小广告主、下游众多长尾流量）以及持续投放闭环所积累的私域数据；3) 平台入口竞争、GEO取代SEO背景下，营销代理公司具备更好的成长机会；
- ✓ 相关标的：汇量科技（双边效应、私域数据积累等）、分众传媒（电梯广告入口）以及GEO营销产业链（易点天下等）等；

风险提示

商誉减值风险；

业绩不达预期；

经营管理风险；

监管政策风险；

新技术落地低于预期等。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032