



大模型不断升级，全面拥抱AI应用

传媒互联网行业2024年度投资策略

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

核心观点

1、传媒板块估值已明显回落，基本面改善与AI应用落地或带来后续业绩、估值共振

传媒板块在2023年6月达到年内估值高点后，三季度以来估值已明显回落。业绩方面，游戏板块Q3稳中向好，影视板块Q3大幅改善，出版板块Q3延续平稳，广告板块Q3阶段承压，但随着电商消费旺季到来，Q4有望开启改善。随着内容供给的持续释放，以及大模型超多模态不断升级带动AIGC应用不断落地，传媒板块有望再次迎来业绩和估值向上共振。

2、国内外AI大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势

9月以来ChatGPT、百度文心等国内外大模型不断朝支持文、图、语音、视频的多模态方向升级，为AI应用的进一步落地打下基础。

3、展望2024年，继续把握AI应用主线，布局“AI+游戏/教育/影视IP/电商/MR”

(1) **AI+游戏**：版号发放常态化带来供给端改善，新游戏陆续上线，或驱动行业增速提升与板块业绩增长。多模态大模型有望提高游戏研发效率及内容、玩法丰富度，增强游戏社交属性，吸引增量用户，进一步打开游戏商业化空间。重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络。

(2) **AI+教育**：AIGC在海外已实现教育产品功能创新、课程研发降本增收，推动多邻国2023H1首次实现盈利，国内AI教育产品继续更新迭代，有望逐步带来业绩增量。受益标的包括世纪天鸿、南方传媒、皖新传媒、盛通股份。

(3) **AI+影视IP**：AI多模态技术有望带来动画、影视、互动影视游戏等内容开发提速，丰富内容供给，带来商业化增量。重点推荐芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团、云音乐，受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视。

(4) **AI+电商**：AI赋能电商“人”、“货”、“场”全面铺开，AI导购在国内外加速落地，实现了商品推荐、服装试穿等功能创新，有望帮助电商平台和服务商提升商品销售效率，实现降本增效。重点推荐值得买、壹网壹创、快手-W、东方甄选。

(5) **AI+MR**：苹果MR头显体验领先，或带动整体MR设备出货量提升及AR/VR内容需求增长。多模态大模型有望为内容开发降本提效，从而提高各应用场景下的VR/AR渗透率。重点推荐飞天云动，受益标的包括风语筑、锋尚文化、恒信东方。

4.风险提示：AI应用商业化进展不及预期，AI大模型竞争加剧推升应用成本。

目录

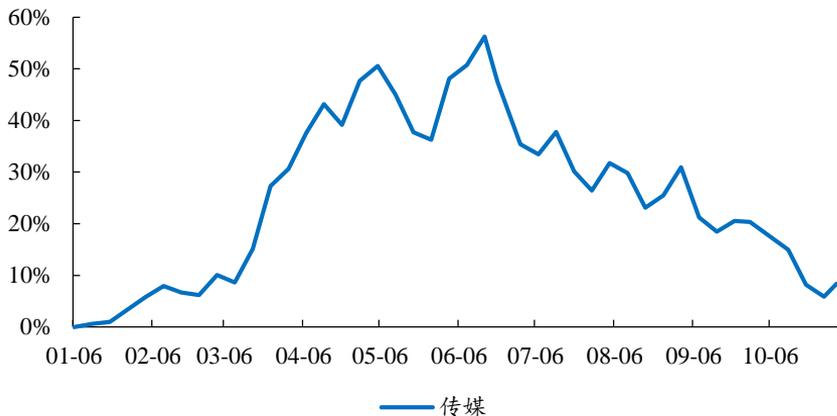
CONTENTS

- 1 板块估值已明显回落，基本面改善与AI应用或带来业绩、估值共振
- 2 国内外AI大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势
- 3 投资策略：把握AI应用主线，布局“AI+游戏/教育/影视IP/电商/MR”
- 4 风险提示

1.1 复盘与估值：上半年传媒指数和板块估值大幅上涨，三季度开始明显回落

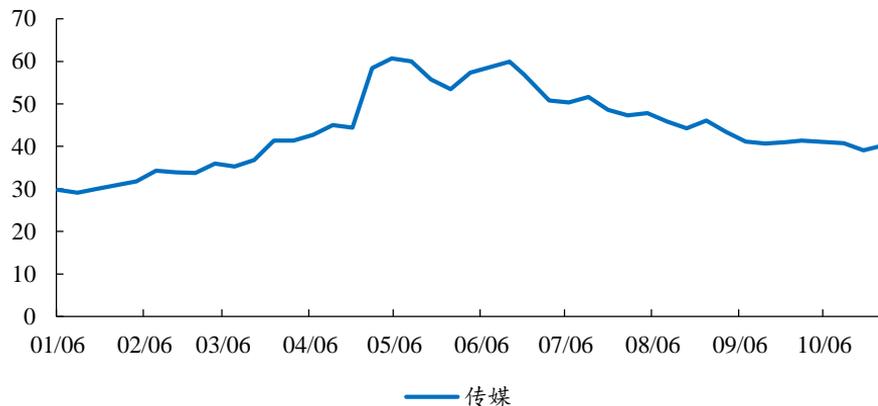
A股传媒板块在2023年5月初与2023年6月中旬迎来两次年内涨幅高点，随后进入调整期，6月中旬以来，或由于AI大模型在传媒细分领域的应用落地进度不及预期，年初以来的传媒指数涨幅由6月16日的56.23%降至11月1日的8.41%，但仍为所有行业指数涨幅第2；传媒板块PE（TTM）由6月16日的60下降至10月27日的40.2。

图1：2023年6月以来，传媒板块进入调整期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：传媒板块的PE（TTM）在2023年6月后有所回落



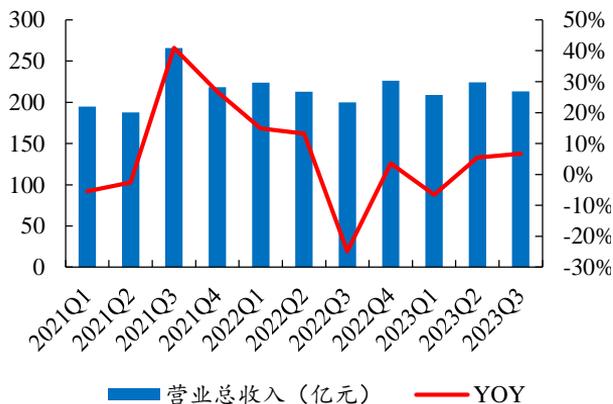
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩：Q3业绩稳中向好，“基本面改善+AIGC降本增效”进行中

1.2.1 游戏板块：2023Q3业绩同比明显改善，版号发放常态化，精品游戏长线运营，或驱动业绩持续修复

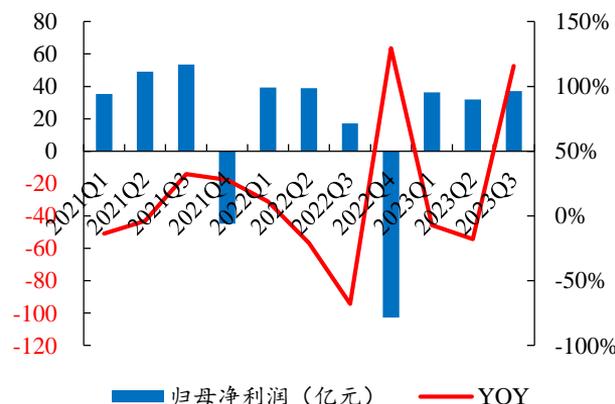
2023Q3游戏板块营业收入为213.24亿元（同比+6.71%），归母净利润为37.12亿元（同比+115.86%），整体业绩向好。版号保持稳定发放节奏，2023年1-10月（除8月份未发放国产版号）国产游戏版号月发放数量均在80款以上。游戏新品供给持续释放，以新游补充老游，形成产品的自然迭代。盈利能力来看，2023Q3销售毛利率为71.87%，归母净利率为17.41%，净利率同环比均明显修复。在版号数量有限的前提下，游戏公司或更倾向于加大精品游戏的研发投入，拉长单产品的生命周期与提高产品商业化上限，从而有望驱动盈利能力持续改善。

图3：2023年Q2以来游戏板块营业收入同比增长



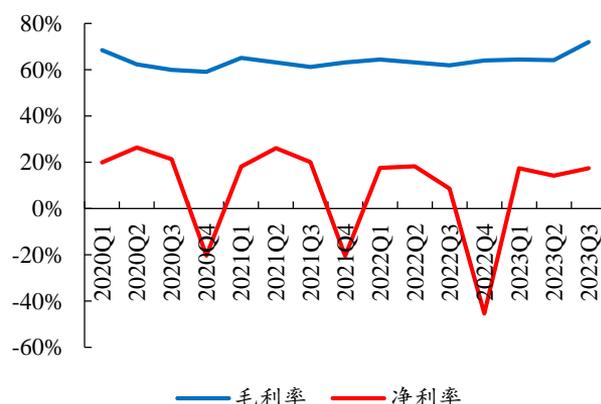
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q3游戏板块归母净利润同比大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023Q3游戏板块盈利能力同环比改善



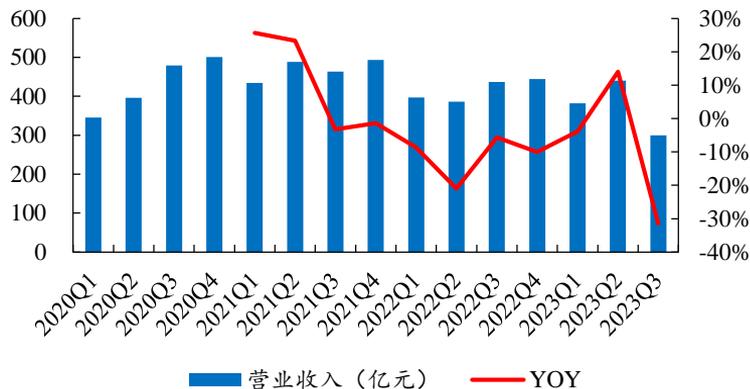
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩：Q3业绩稳中向好，“基本面改善+AIGC降本增效”进行中

1.2.2 广告板块：2023Q3业绩承压，随电商消费旺季到来，或迎来业绩修复

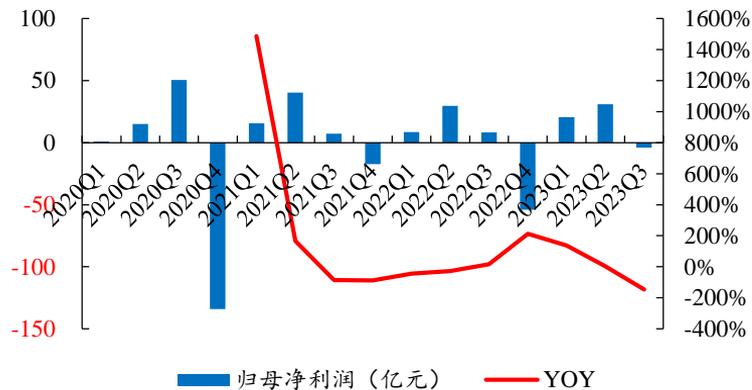
2023年宏观经济及消费复苏节奏较缓，2023Q3广告板块业绩整体承压，其中营业收入为299.70亿元（同比-31.41%），归母净利润为-3.86亿元（同比由盈转亏），2023年前三季度广告1121.61亿元（同比-8.05%），归母净利润为47.70亿元（同比+2.45%）Q4为电商消费旺季，广告媒体平台有望持续获得较高广告主投放，叠加AI赋能广告营销公司的成本端优化，广告板块业绩有望迎来修复。

图6：2023Q3广告板块营业收入同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023Q3广告板块由盈转亏



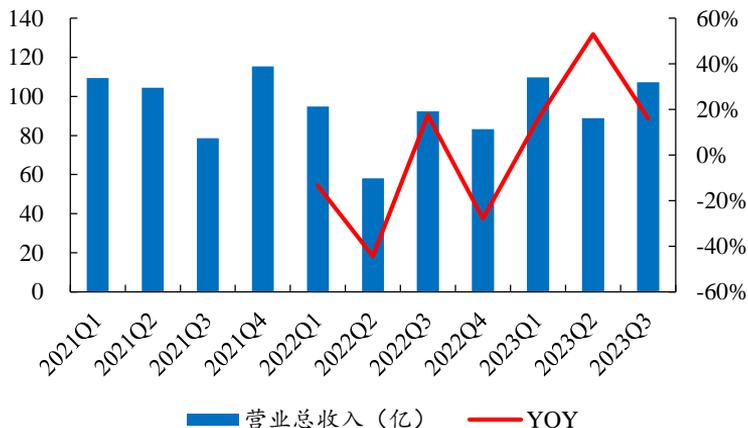
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩：Q3业绩稳中向好，“基本面改善+AIGC降本增效”进行中

1.2.3 影视板块：迎最强暑期档，2023Q3收入与净利润同环比均大幅增长，高期待值电影陆续上线或驱动板块业绩继续改善

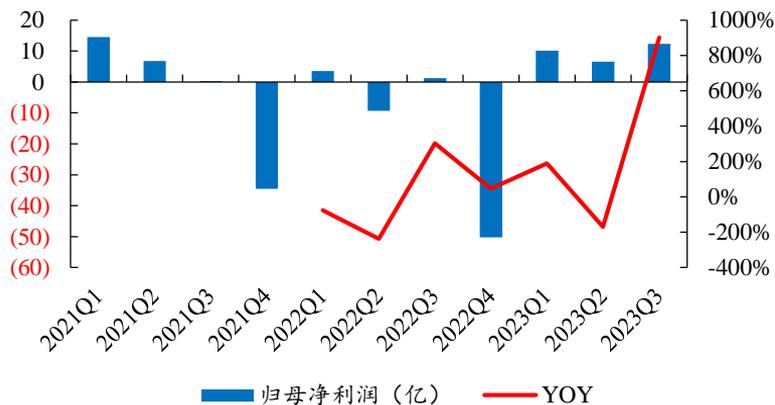
2023Q3影视板块实现营业收入107.31亿元（同比+16.11%），实现归母净利润12.32亿元（同比+901.41%），收入与净利润同环比均大幅增长，为2020年以来单季度最高水平。2023年暑期档火热推动全年电影票房修复，截止2023年11月1日，2023年累计电影票房为492.56亿元，已超过2021年全年总票房（470.34亿元），恢复至2019年同期的87.22%。受益于观众观影需求恢复，电影供给质量明显提升，政策支持，驱动2023Q3暑期档创历史新高，叠加电影公司持续降本增效，驱动盈利能力明显改善。展望后市，截至11月1日，共有4部影片猫眼想看人数超15万，跨年档已定档其中2部电影，随高期待值电影持续上线，观众观影需求持续释放，电影板块业绩或将继续改善。

图8：2023Q3影视板块营业收入同环比均明显增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023Q3影视板块归母净利润同环比均明显增长



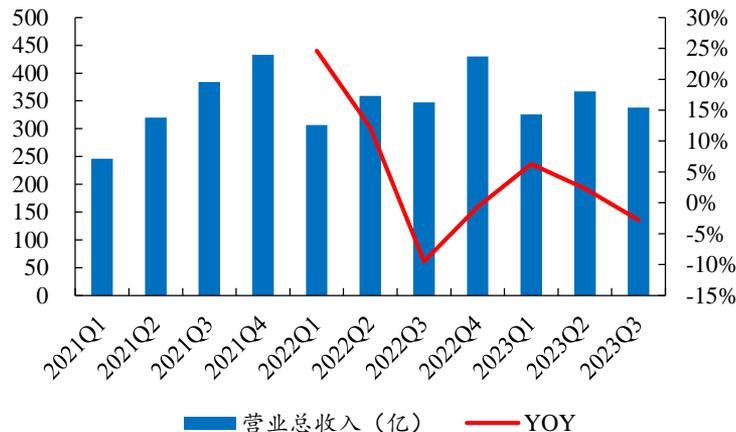
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 业绩：Q3业绩稳中向好，“基本面改善+AIGC降本增效”进行中

1.2.3 出版板块：整体业绩趋稳，教育信息化产品研发稳步推进，“AIGC+教育”或带来业绩增量

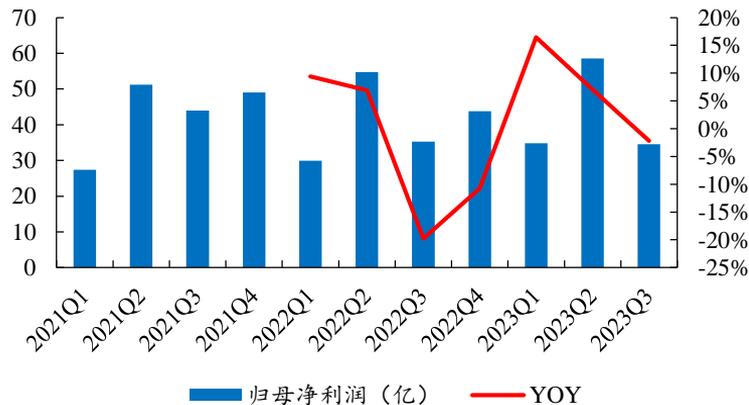
2023Q3出版板块实现营业总收入337.96亿元（同比-2.77%），实现归母净利润34.53亿元（同比-2.16%），同比均有所下降，或受到同比基数、季度收入确认节奏等影响。2023年前三季度实现营业总收入1030.89亿元（同比+1.76%），实现归母净利润127.94亿元（同比+6.67%），同比仍有增长。教育出版公司拥有丰富的教学内容、数据资源，并积极推进教育信息化业务，基于AI大模型的教育数字化产品或陆续推出，带来业绩增量。

图10：2023Q3出版板块营业总收入同环比均略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023Q3出版板块归母净利润同环比均下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

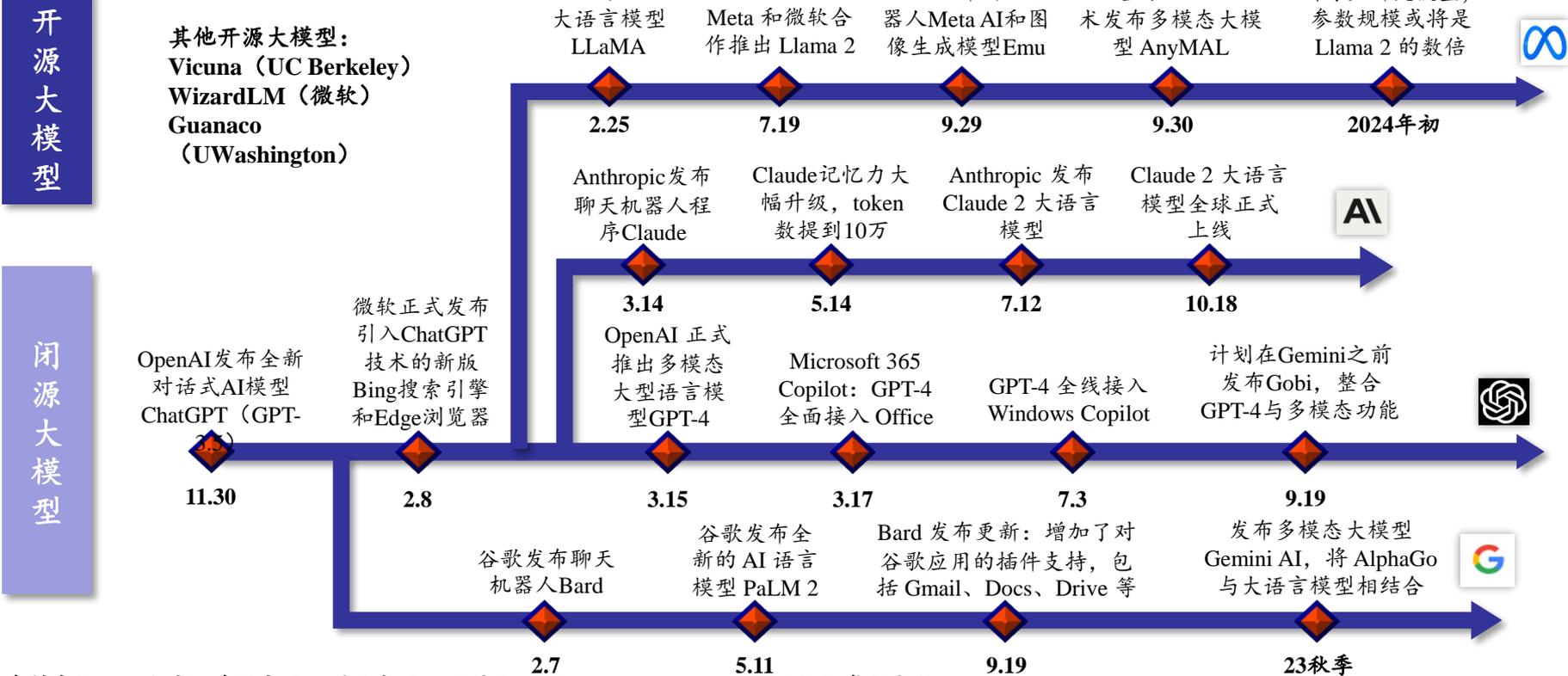
CONTENTS

- 1 板块估值已明显回落，基本面改善与AI应用或带来业绩、估值共振
- 2 国内外AI大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势
- 3 投资策略：把握AI应用主线，布局“AI+游戏/教育/影视IP/电商/MR”
- 4 风险提示

2.1 国内外AI大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势

2.1.1 海外大模型加速迭代，多模态是主要方向

图12：海外大模型持续迭代



资料来源：IT之家、澎湃新闻、界面新闻、凤凰网、OSCHINA、ZAKER、开源证券研究所

2.1 国内外AI大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势

2.1.2 国内大模型百花齐放，版本与性能持续迭代

图13：国内大模型百花齐放



2.1 国内外AI大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势

2.1.3 国内大模型训练量与参数量逐步提升，或在中文领域更具优势

相比GPT-4等国际顶尖大模型，国内大模型随起步较晚，但随着国内大模型的加速发展，参数量、训练量的堆积，部分国内大模型已经可以与国外大模型同台竞技。从参数量来看，智谱旗下的Chat GLM2-130B的参数量达到1.3万亿，仅次于GPT-4，文心一言4.0的参数量也跻身万亿级别；从性能来看，文心一言、商量等大模型在CLiB测评中的表现要好于Meta的LLaMA-2-70B大模型，与GPT-4的差距较小。

表1：国内主流大模型对海外大模型各项数据对比差距有限

模型	FacTool	Elo Rating	MT-bench	OpenCompass	CLiB	参数量	GSM8K	C-Eval
GPT-4	183.5	1181	8.99	72.1	95.8	1.8万亿	92.0	68.7(7月)
PaLM 2			6.40			3400亿	80.7	
Claude 2		1134	8.06					
LLaMA-2-70B		1051	6.86	57.4	75.1	700亿	56.8	
文心一言	122.5				88.3(v2.2)	万亿级		
豆包（云雀）	139				78.7			
商量	103.5				83.2	1800亿		
通义千问Qwen-14B				62.4	80.2	140亿	61.3(14B)	72.1
星火大模型					75.4(v2.0)	1750亿		
Baichuan2	140.5(53B)			54.9(13B)	82.7(53B)	530亿	52.77(13B)	58.1(13B)
智谱ChatGLM2	89.5	945(6B)	4.96(6B)	47.9(6B)	76.9(130B)	1.3万亿	40.94(12B)	61.6(12B)

资料来源：IT之家、GitHub、搜狐、澎湃新闻、Chatbot Arena、同花顺财经、财联社、Opencompass、开源证券研究所

目录

CONTENTS

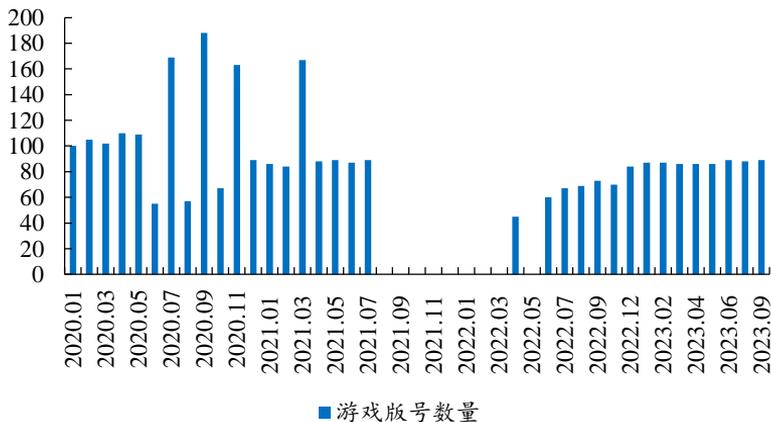
- 1 板块估值已明显回落，基本面改善与AI应用或带来业绩、估值共振
- 2 国内外AI大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势
- 3 投资策略：把握AI应用主线，布局“AI+游戏/教育/影视IP/电商/MR”
- 4 风险提示

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.1 版号发放常态化，产品供给端持续改善

2022年，国产游戏版号共发放468个，2023年以来，每月游戏版号发放稳定，截至2023年10月，2023年已发放国产游戏版号785个。此外，2022年共发放进口游戏版号44个，而2023年进口游戏版号已发放58个。游戏版号发放回归常态化，整体数量同比有望明显修复，随版号加快发放，新游戏上线进程也有望加快，带来产品供给端的持续改善。目前仍有大量头部游戏已拿到版号且尚未上线，有望支撑2023Q4及2024年的产品周期持续向上。

图14：2023年以来游戏版号发放数量保持稳定



数据来源：国家新闻出版署、开源证券研究所

图15：2023年2月以来中国游戏市场收入同比增速持续提升



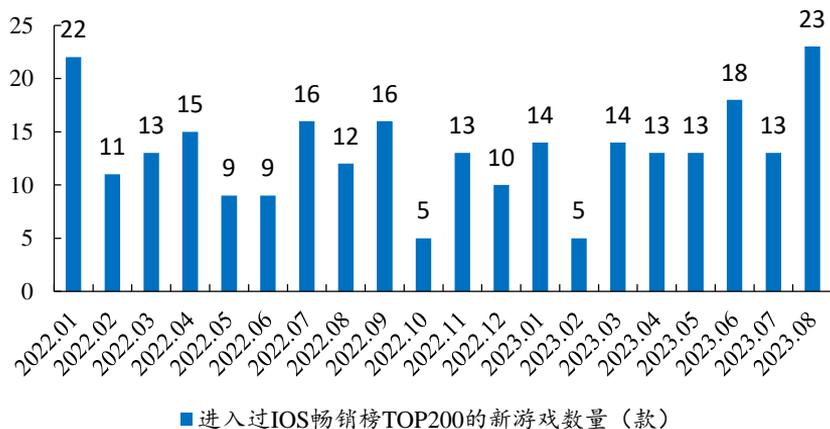
资料来源：七麦数据、开源证券研究所

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.2 新游整体表现较好，新游戏的陆续上线带动行业增速提升

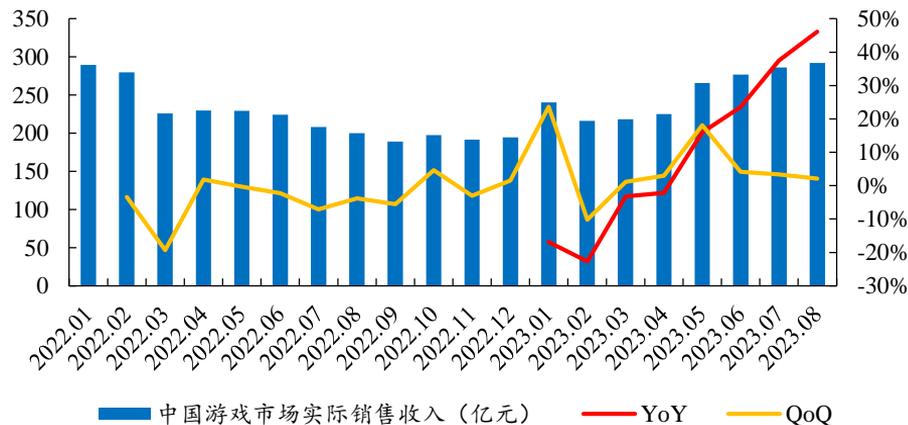
2023年以来，新上线游戏持续表现优异，根据伽马数据，2023年8月进入过IOS日畅销榜TOP200的新游数量为23款，为2021年至今入榜产品数量最多的月份。同时新游戏更加向头部集中，根据七麦数据发布的IOS游戏收入排行榜TOP30，其中有11款为2023年新上线的游戏。在新游戏上线的带动下，游戏市场收入保持增长，根据伽马数据，2023年2月以来中国游戏市场收入同比增速持续提升，8月收入达292亿元，同比增速达46%，环比增速2%。

图16：2023年8月有23款新游戏进入过IOS畅销榜Top200



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

图17：2023年2月以来中国游戏市场收入同比增速持续提升



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.3 多模态大模型有望加速赋能游戏研发、发行等各环节，带来降本增效与商业化空间打开

AIGC 对游戏各环节应用正快速落地，AI技术有望深入到游戏美术绘画辅助、营销素材制作、程序化人物及场景生成、开发测试等多个环节和领域。特别是9月份以来国内外大模型不断升级，游戏作为集合了文字、图像、声音、视频等多种内容形式的应用，或将更受益于多模态模型带来的研发效率提高及内容、玩法丰富度提升，AI生成能力的提升亦将使得游戏的社交属性更加突出，从而吸引增量用户进入，并通过增加付费点提升商业化能力，进一步打开游戏行业商业化空间。

图18：AI技术有望深入到游戏领域各个环节



资料来源：腾讯AI实验室公众号

图19：斯坦福论文《Generative Agents》创造了一个AI虚拟小镇

Generative Agents: Interactive Simulacra of Human Behavior

Joon Sung Park
Stanford University
Stanford, USA
joonsjp@stanford.edu

Joseph C. O'Brien
Stanford University
Mountain View, CA, USA
jobrienj@stanford.edu

Carrie J. Cai
Google Research
Mountain View, CA, USA
cjcrai@google.com

Meredith Ringel Morris
Google Research
Seattle, WA, USA
merrie@google.com

Percy Liang
Stanford University
Stanford, USA
pliang@cs.stanford.edu

Michael S. Bernstein
Stanford University
Stanford, USA
msb@cs.stanford.edu



Figure 1: Generative agents create believable simulacra of human behavior for interactive applications. In this work, we demonstrate generative agents by populating a sandbox environment, reminiscent of The Sims, with twenty-five agents. Users can observe and intervene as agents they plan their days, share news, form relationships, and coordinate group activities.

资料来源：游戏陀螺公众号

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(1) 盛天网络(300494.SZ)：短期费用率上升，新游戏及AI应用驱动后续成长

游戏产品周期致Q3业绩承压，看好储备游戏上线表现

公司2023年前三季度实现营业收入10.83亿元(同比-8.48%)，实现归母净利润1.79亿元(同比-5.92%)。2023Q3实现营业收入2.71亿元(同比-39.88%，环比-29.28%)，归母净利润0.33亿元(同比-55.01%，环比-54.08%)。公司2023年前三季度收入和利润下滑主要系当期没有重要的新游戏上线，原有游戏运营和IP运营产品收入和利润逐步下降所致。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.55/3.45/4.16亿元，对应EPS分别为0.52/0.70/0.85元。

游戏和AI产品周期致费用率上升，影响公司短期盈利能力

公司2023Q3毛利率为28.42%(同比+0.72pct，环比-1.7pct)，销售费用率为4.39%(同比+2.28pct，环比+1.5pct)，管理费用率为5.54%(同比+2.72pct，环比+1.67pct)，研发费用率为7.25%(同比+3.79pct，环比+2.41pct)，归母净利率为12.26%(同比-4.13pct，环比-6.62pct)。受游戏及AI、社交产品等研发、营销投入影响，期间费用率有所上升，对公司盈利能力造成短期影响。我们认为，随着储备游戏陆续上线以及“AI+社交”产品度过前期大规模推广期，公司费用率有望回落，从而带来公司盈利能力回暖。

公司新游戏将陆续上线，AIGC应用有望持续推出，或共同驱动业绩增长

公司游戏储备丰富，已锁定且预计在2023年上线的产品包括《潮灵王国：起源》《星之翼》《活侠传》《零域幻想》等。此外，公司参与的由腾讯游戏负责国内区域发行的IP改编产品《大航海时代：海上霸主》有望于2023年上线，储备游戏的陆续上线或为公司带来可观业绩增量。此外，公司积极探索AIGC应用，音乐社交APP“给麦”已于各大应用市场上架，后续有望持续推出AI社交、AI语音应用，进一步壮大社交业务，成为公司新的业绩增长驱动力。

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(2) 神州泰岳 (300002.SZ)：费用率及汇率变动影响Q3利润，不改成长趋势

Q3业绩整体平稳，游戏业务或继续驱动业绩增长

公司2023Q3实现营业收入13.98亿元（同比+21.04%，环比-3.05%），归母净利润1.59亿元（同比-1.57%，环比-29.71%），扣非归母净利润1.55亿元（同比+25%，环比-34.04%）。2023前三季度实现营业收入40.51亿元（同比+25.22%），归母净利润5.63亿元（同比+46.78%），扣非归母净利润5.37亿元（同比+61.23%）。公司2023年前三季度业绩增长主要系《War and Order》（《战火与秩序》）等老游戏表现稳定，《Age of Origins》（《旭日之城》）流水仍保持增长所致。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.47/9.42/11.27亿元，对应EPS分别为0.38/0.48/0.57元。

毛利率稳步增长，费用率环比提升与汇率波动影响短期盈利能力

2023Q3公司毛利率为63.32%（同比+2.04pct，环比+1.14pct），游戏充值流水稳步增长所带来的规模效应带动游戏业务及整体毛利率稳步提升。公司销售费用率为29.41%（同比-0.08pct，环比+3.7%），管理费用率为16.87%（同比+1.01pct，环比+2.92pct），研发费用率为5.91%（同比-0.66pct，环比+1.33pct），归母净利率为11.36%（同比-2.6pct，环比-4.31pct），Q3费用率环比提升明显，此外，因汇率变化带来的利润或环比减少，影响短期盈利能力，但随新游戏上线与智能催收业务发展，公司盈利能力有望持续回升。

新游戏2024年上线，智能催收业务快速发展，或共同驱动公司业绩长期增长

2023年前三季度核心产品《War and Order》（《战火与秩序》）流水保持稳定，《Age of Origins》（《旭日之城》）流水仍保持增长趋势。公司两款储备游戏《代号DL》（模拟经营类SLG游戏）、《代号LOA》（模拟经营类SLG游戏）有望于2024年上线，继续驱动公司业绩增长。公司智能催收平台“泰岳小催”实现了商业化落地，随着NLP技术向电销等场景拓展，Q4及后续季度收入端有望实现快速增长，规模效应或逐步显现，加快盈利步伐，并成长为公司业绩增长驱动力之一。

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(3) 网易-S (9999.HK)：Q2毛利率、利润率双升，AIGC赋能长期成长

Q2毛利率、利润率双升，看好爆款游戏驱动业绩增长

2023Q2，公司实现营业收入240亿元（同比+3.7%，环比-4.1%），归母净利润82亿元（同比+55.8%，环比+22.0%）。其中游戏业务收入188亿元（同比+3.6%）；云音乐收入19亿元（同比-11.1%）；有道收入12亿元（同比+26.2%）；创新及其他业务收入21亿元（同比+9.9%）。公司毛利率为59.9%（同比+4.0pct，环比+0.4pct），主要系游戏组合占比变化带动游戏毛利率提升、会员订阅收入增加和成本管控带动云音乐毛利率提升以及严选带动创新及其他业务毛利率提升所致。归母净利率为34.3%（同比+11.5pct，环比+7.4pct），利润率提升主要系毛利率提升、汇兑收益及所得税变化所致。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为269/303/337亿元，对应EPS分别为8.4/9.4/10.5元。

公司连续推出多款爆款产品，有望驱动公司业绩增速提升

6月份上线的《逆水寒》手游上线首月玩家突破4000万，上线以来维持在IOS畅销榜前4名。《巅峰极速》6月上线以来维持在IOS畅销榜前40名。《蛋仔派对》举办首次创作者大会，创作者人数超2600万，2023年以来维持在IOS畅销榜前25名。《全明星街球派对》8月上线即登顶IOS免费榜。我们认为，公司产品线丰富，爆款游戏上线后流水逐步释放，或带动公司业绩增速持续提升。

加快自研AI大模型在业务场景落地，或进一步打开长期增长空间

网易有道于7月发布国内首个教育垂直大模型“子曰”，并基于此开发口语训练、大模型翻译、文档问答、AI作文批改、语法精讲等六大创新应用。网易游戏首创了智能NPC互动、AI文字捏脸、AI换装等创新玩法。云音乐开放AI歌手音乐创作工具“网易云音乐 X Studio”，用户输入曲谱和歌词，3秒内即可生成媲美专业歌手水准的AI演唱干声。我们认为，AIGC技术在各业务场景的加速落地，有望帮助公司实现降本增效，提升用户体验，并进一步打开长期增长空间。

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(4) 腾讯控股 (0700.HK)：视频号带动广告业务快速增长与公司盈利能力提升

2023Q2广告业务表现亮眼，看好新游戏及视频号表现

公司2023Q2实现营业收入1492.08亿元（同比+11.3%），实现Non-IFRS归母净利润375.48亿元（同比+33.4%）。其中增值服务业务收入742亿元（同比+3.5%），受《VALORANT》《Triple Match 3D》《胜利女神:妮姬》等游戏带动，国际市场游戏收入达127亿元（同比+18.7%），国内市场游戏收入维持稳定，达318亿元（同比+0%）。网络广告业务收入250亿元（同比+34.2%），主要受益于视频号广告需求强劲、机器学习广告平台不断优化以及2022Q2的低基数效应，且2023Q2视频号广告收入超30亿元。金融科技与企业服务业务收入486亿元（同比+15.2%），主要系线上线下商业支付活动增加所致。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1557/1828/2065亿元，对应EPS分别为16.3/19.1/21.6元。

视频号商业化加速与降本增效措施带动公司毛利率提升，驱动盈利能力改善

2023Q2公司毛利率为47.5%（同比+4.3pct，环比+2.0pct），2022Q4-2023Q2毛利率分别为42.6%/45.5%/47.5%，Non-IFRS归母净利率分别为20.5%/21.7%/25.2%，视频号商业化加速与降本增效措施成效带动公司毛利率与净利率均呈上升趋势。我们认为，依托于微信的庞大流量，视频号商业化空间广阔，且随着降本增效措施不断深化，公司毛利率有望持续提升，驱动公司盈利能力改善。

新游戏上线与视频号商业化加速有望驱动公司业绩持续增长

2023年以来公司陆续上线了《无畏契约》《命运方舟》等重磅游戏，随已上线游戏逐渐成熟与《全境封锁2》《王者万象棋》等储备游戏陆续上线，公司游戏业务有望持续增长。视频号使用时长保持快速增长，2023Q2视频号总用户时长同比2022Q2几乎翻倍。此外，视频号直播电商GMV同比2022Q2增长150%。我们认为，视频号流量持续增长与商业化加速或驱动公司业绩持续增长。

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(5) 吉比特 (603444.SH)：老游戏自然下滑，新一轮产品周期将开启

老产品流水下滑致Q3业绩承压，新游戏将陆续上线

公司2023Q3实现营业收入9.58亿元（同比-27.41%，环比-20.48%），归母净利润1.83亿元（同比-43.31%，环比-50.37%），剔除汇率波动和投资影响，经调整归母净利润2.06亿元（同比-27.2%）。2023年前三季度实现营业收入33.07亿元（同比-13.66%），归母净利润8.59亿元（同比-15.07%），经调整归母净利润8.05亿元（同比-14.24%）。公司前三季度业绩下滑主要系受宣传和运营费用变化及游戏流水下滑等因素影响，《问道手游》《一念逍遥》利润有所减少，同时8月新上线游戏《飞吧龙骑士》上线前期营销推广投入较大，尚未产生利润所致。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为13.03/15.76/18.54亿元，对应EPS分别为18.14/21.92/25.79元。

研发费用率提升与汇兑损益影响短期利润率，不改长期盈利能力

公司2023Q3毛利率为87.53%（同比+2.72pct，环比-1.22pct），销售费用率为26.79%（同比-7.01pct，环比+2.79pct），管理费用率为8.2%（同比+1.3pct，环比-0.54pct），研发费率为19%（同比+6.44pct，环比+2.78pct），归母净利率为19.1%（同比-5.39pct，环比-11.52pct）。Q3研发费用率提升明显，且汇率变化对利润率造成一定短期影响，但公司业务持续推进，短期因素不改公司长期盈利能力。

多款新游戏即将上线，新一轮产品周期或驱动公司业绩增长

公司8月份上线的《飞吧龙骑士》，截至9月末在AppStore游戏畅销榜平均排名第42名，最高排名第15名，表现良好，随游戏流水逐步确认，有望在后续季度持续释放利润。此外，公司《皮卡堂之梦想起源》《超进化物语2》《不朽家族》等产品有望在2023H2上线，2024年有望上线的产品包括《Outpost: Infinity Siege》《超喵星计划》《代号M88》《代号原点》等。我们认为，公司精品游戏研发独具特色，且长线运营能力较强，新游戏陆续上线后有望长期为公司贡献稳定业绩。

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(6) 心动公司 (2400.HK)：2023H1扭亏为盈，自研游戏或完善平台与内容生态

新游戏上线与降本增效措施带动2023H1同比扭亏为盈

公司2023H1实现营业收入17.53亿元（同比+10.0%），实现净利润0.9亿元（同比扭亏为盈，2022H1亏损3.86亿元）。2023年上半年收入增长，主要系TapTap中国版的信息服务收入增长及新游戏上线带动游戏收入增长所致。净利润增长，主要系：

(1) 公司收入增长及毛利率提升；(2) 降本增效措施带来研发成本和营销开支减少。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.58/3.55/4.68亿元，对应EPS分别为0.5/0.7/1.0元。

随推广策略优化与游戏行业产品周期向上，TapTap用户规模有望持续增长

截至2023年6月，TapTap中国版MAU为3397万（同比-18.6%），主要系：(1) 疫后用户线上游戏需求或同比有所下降；(2) 营销投入减少导致新增用户数量同比下降。2023年6、7月，公司进行了多次策略调整，使得TapTap用户量重回增势，2023年7月TapTap中国版MAU达到3930万。我们认为，TapTap游戏社区与分发机制以及“零分成”政策对于吸引用户及游戏厂商具有独特优势，伴随公司营销策略调整以及游戏行业产品周期向上，平台用户规模有望持续增长。

自研游戏陆续上线或完善平台与内容生态闭环，驱动公司业绩增长

2023年5月、6月，公司自研游戏《火炬之光：无限》、《火力苏打》先后在国内上线，《火炬之光：无限》上线初期连续一周位列游戏免费榜前三名，畅销榜实现最高19名。《火力苏打》最高排名游戏免费榜第一，畅销榜实现最高36名。两款游戏均为上半年后期上线，对上半年业绩贡献较小，后续有望逐步释放。自研游戏《铃兰之剑》已于8月在港澳台地区上线，11月将在国内上线，《出发吧麦芬》预计2023Q4或2024Q1上线。后续储备游戏还包括《伊瑟重启日》《心动小镇》等。公司多年布局的自研产品线正迎来兑现期，且多款产品在可玩性的基础上加入了更多的商业化设计，有望在商业化上实现良好表现，使得TapTap平台与独家内容闭环更加完善，并支撑公司业绩持续增长。

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(7) 创梦天地 (1119.HK)：2023H1扭亏为盈，自研游戏即将迎来兑现期

2023H1同比扭亏为盈，看好新游戏上线表现

公司2023H1实现营业收入11.22亿元（同比-18.8%），实现净利润0.41亿元（同比扭亏为盈，2022H1亏损2.22亿元），经调整净利润为2.02亿元（同比扭亏为盈，2022H1亏损0.51亿元），净利润与经调整净利润均同比扭亏为盈，主要系：（1）公司利用Fanbook进行的用户运营持续深入，自有渠道收入提高，毛利率有所提升；（2）公司不断提升获客效率及精细化运营，营销费用大幅下降；（3）降本增效措施带来管理费用和运营成本下降；（4）IP衍生品业务拆分，对经营亏损影响降低。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.50/5.29/7.02亿元，对应EPS分别为0.2/0.3/0.4元。

分拆IP衍生品业务致经营性现金流大幅改善，费用控制带来盈利能力改善

公司2023H1经营活动现金流净额为2.46亿元（同比增加2.44亿元），经营活动现金流大幅改善，或得益于公司分拆了IP衍生品业务，减少了现金流出，同时公司游戏产品表现稳健，贡献了稳定的现金流，随后续新游戏上线，公司经营性现金流有望持续改善。公司2023H1销售费用率为10.26%（同比-20.59pct），管理费用率为3.84%（同比-3.98pct），研发费用率为12.67%（同比-0.66pct），销售费用率大幅下降及降本增效措施带来的管理费用率下降带动公司业绩实现扭亏为盈，我们判断随后续新游戏上线，短期费用率或有所波动，但公司老游戏表现稳健，新产品或贡献可观增量，驱动公司长期盈利能力提升。

自研游戏布局即将迎来兑现期，新游戏上线有望驱动公司业绩增长

公司自研游戏《卡拉彼丘》在“波色”、“超弦”两次测试中，获得百万新增用户，日均在线时长、留存率等数据超预期，目前PC版已于8月3日上线，手游版或将随后在国内外上线。《二之国：交错世界》由公司与腾讯联合研发，完成度已较高。《三角洲行动》2023年7月获得版号，由公司与腾讯联合研发。自研游戏的陆续上线有望带动公司毛利率提升与业绩修复。

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(8) 完美世界(002624.SZ)：储备游戏丰富，看好新产品周期带动盈利能力提升

产品周期空挡致Q3利润承压，看好新游戏上线表现，维持“买入”评级

公司2023Q3实现营业收入17.36亿元（同比-2.94%，环比-32.10%），归母净利润为2.35亿元（同比-22.89%，环比+69.37%），扣非归母净利润1.72亿元（同比-31.47%，环比+111.27%）。公司2023年前三季度实现营业收入61.96亿元（同比+8.48%），归母净利润为6.15亿元（同比-57.37%），扣非归母净利润4.58亿元（同比-50.34%）。公司2023Q3业绩同比下滑主要系：（1）行业内新游大作密集发布，挤占存量游戏市场空间；（2）受产品周期影响，公司上线的新游较少，在运营游戏随生命周期自然衰减，业绩贡献较2022Q3减少。我们预计公司2023-2025归母净利润分别为9.39/13.88/16.86亿元，对应EPS分别为0.48/0.72/0.87元。

收入结构变化致毛利率同比下降，随新游戏上线，盈利能力有望逐步回升

公司2023Q3毛利率为63.61%（同比-9.94pct，环比+18.71%），销售费用率为12.69%（同比-3.63pct，环比-7.72%），主要系当期新上线产品较少，推广营销投入减少。公司2023Q3管理费用率为9.13%（同比0.4pct，环比+2.14%），研发费用率为30.44%（同比-1.82pct，环比-10.57%），归母净利率为13.53%（同比-3.50pct，环比+8.1pct），净利率同比下降主要系毛利率较低的影视业务收入占比提升至整体毛利率下降所致。我们认为，公司持续进行研发投入有望在长期提升在研新游品质，随新游戏陆续上线，公司毛利率与净利率有望逐步回升。

新产品周期即将开启，优质游戏供给有望驱动公司业绩修复

公司丰富储备产品如《女神异闻录：夜幕魅影》（TapTap预约量37万）《一拳超人：世界》（TapTap预约量28万）《乖离性百万亚瑟王：环》（TapTap预约量16万）《淡墨水云乡》《神魔大陆2》等正在积极研发过程中，有望自2023Q4和2024年开始陆续上线，新产品周期的开启，有望驱动公司业绩持续修复。

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(9) 姚记科技 (002605.SZ)：三大业务表现良好，或继续驱动公司业绩高增长

三大业务均表现良好，驱动公司业绩大增

公司2023Q3实现营业收入12.25亿元（同比+33.90%，环比+5.83%），归母净利润1.50亿元（同比+47.56%，环比-28.35%），扣非归母净利润1.27亿元（同比+28.36%，环比-38.05%）。2023年前三季度实现营业收入35.71亿元（同比+26.94%），归母净利润5.58亿元（同比+90.81%），扣非后归母净利润5.23亿元（同比+86.33%）。2023年前三季度公司业绩增长主要系：

(1) 扑克牌业务受益于单价提升，利润同比增长；(2) 游戏业务前期投放效果显现，实现收入和利润增长；(3) 受益于投放需求回暖，营销板块业务稳定增长，实现收入和利润增长。我们预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为7.49/8.98/10.17亿元，对应EPS分别为1.82/2.19/2.48元。

费用率控制明显改善，收入结构变化带来的毛利率下降拖累短期利润率

2023Q3公司毛利率为30.3%（同比-9.02pct，环比-9.99pct），或由于毛利率较低的数字营销业务收入提升所致。销售费用率5.67%（同比-4.95pct，环比-3.34pct），管理费用率5.47%（同比-1.99pct，环比+0.08pct），研发费用率4.77%（同比-4.38pct，环比-0.02pct），归母净利率12.24%（同比+1.13pct，环比-5.84pct）。公司优化游戏投放策略致销售费用率大幅下降，同时管理费用率与研发费用率也有所下降，但毛利率下降对净利率有所拖累。我们认为，随公司后续推出新游戏或老游戏持续迭代，带来游戏业务收入占比提高，公司盈利能力有望回升。

三大业务或持续回暖，继续驱动公司业绩高增长

(1) 扑克牌方面，单价提升带来新利润空间，随扑克牌生产基地项目建设完毕，带来产能扩大，利润体量有望进一步提升。(2) 游戏方面，公司在捕鱼核心游戏品类优势明显，自2023年以来主力产品《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》基本维持在IOS畅销榜前150名。(3) 数字营销方面，随疫情放开与宏观经济回暖，以及短剧等对投放需求的拉动，业务量有望稳定增长。

3.1 AI+游戏：供给释放+AIGC赋能，板块业绩增速与估值有望提升

3.1.5 “AI+游戏”重点推荐盛天网络、神州泰岳、网易-S、腾讯控股、吉比特、心动公司、创梦天地、完美世界、姚记科技，受益标的包括星辉娱乐、恺英网络、巨人网络

(10) 星辉娱乐 (300043.SZ)：游戏储备丰富，新游戏上线或带动游戏业务快速增长。公司已建立丰富完整的IP资源储备，拥有包括《三国群英传》《冒险岛》《鹿鼎记》等20多款IP授权，并拥有《苍之纪元》等精品游戏的完整知识产权。在IP的基础上，星辉游戏已推出《三国群英传-霸王之业》《枫之谷R：经典新定义》等多款精品游戏。《战地无疆》2023年8月上线，首月流水超1亿元，大IP产品《斗破苍穹》《新三国群英传》《仙境传说RO》2024年开始有望陆续上线。

(11) 恺英网络 (002517.SZ)：业绩持续增长，AIGC与VR领域探索打开长期增长空间。公司《原始传奇》《热血合击》《蓝月传奇》等长线老产品运营稳定，新产品《天使之战》《永恒联盟》等上线后表现出色。10月26日新上线游戏《石器时代：觉醒》首日流水超千万元。2023年储备产品方面，公司计划上线《龙行八部之西行记》《山海浮梦录》等新游。此外，4月23日公司与复旦大学签署《软件定制开发协议》，共同致力于利用AIGC与AINPC相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域的新技术研发与应用。

3.2 AI+教育：AI与教学内容深度融合，“B端+C端”商业化可期

3.2.1 AIGC赋能全线教育产品，在C端口语辅导等领域持续落地

1、Chegg全线产品与AI融合：2023年8月，Chegg CEO表示公司正在与硅谷AI数据平台Scale AI合作，将AI能力融入每个产品之中；并将开发自研教育垂类大模型。Chegg调研显示，86%的学生表示更喜欢由真人学科专家辅助学习，85%的学生表示希望个性化的学习需求。Chegg计划将AI融入公司一切产品线，包括技能、写作和数学，从而增强用户黏性，提高ARPU和收入。

2、Google推出AI英语口语辅导功能：2023年10月，Google推出新的Search功能，旨在帮助语言学习者提高英文口语能力，将首先在阿根廷、哥伦比亚、印度等地上线。新功能提供互动口语练习，包括语义反馈和文法改进建议。学习者可在3到5分钟的练习中获得个性化的反馈。Google为这个功能投入了大量的AI和机器学习资源，包括开发新的模型“Deep Aligner”和语法校正模型。

图20：Chegg计划将AI融入每个产品线

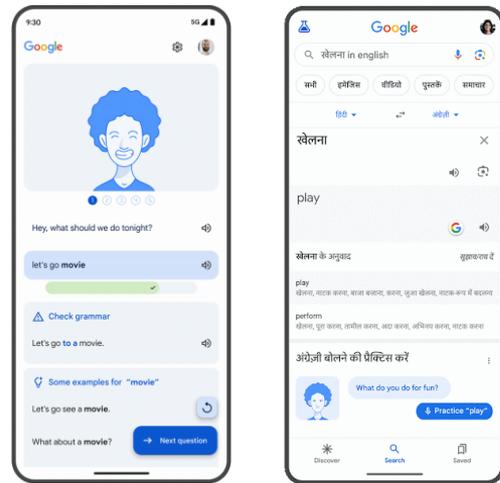


资料来源：36Kr

图21：Google推出英语口语练习功能



资料来源：tokto.ai



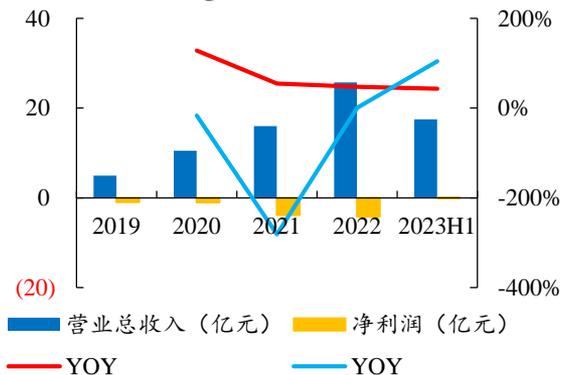
3.2 AI+教育：AI与教学内容深度融合，“B端+C端”商业化可期

3.2.2 AIGC实现教育产品功能创新、课程研发降本增收，推动多邻国2023H1首次实现盈利

1、AIGC赋能带来多邻国用户规模高增，2023H1首次实现盈利：多邻国成立于2011年，主要提供Duolingo系列的语言学习平台。公司2023H1营业收入为17.52亿元，同比增长42.98%，净利润为0.08亿元，同比增长104.20%。营业收入增长主要系AI驱动下用户和订阅者创下历史新高，截至2023Q2末，付费用户总数同比增长59%至520万，MAU同比增长50%至7410万，DAU同比增长62%至2140万。用户规模增长带来订阅收入大幅增长，2023Q2公司预定总额同比增长41%至1.38亿美元，订阅预定收入同比增长43%至1.06亿美元。

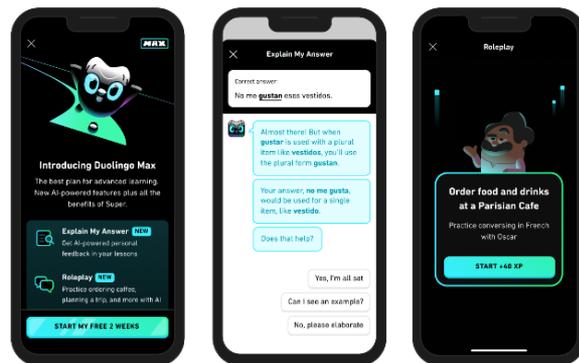
2、公司正加快产品与AI的深度融合。（1）实现功能创新：Duolingo在2023年3月基于GPT-4开发并推出个性化家教订阅服务Duolingo Max，包含“帮我解释（Explain My Answer）”和“角色扮演（Roleplay）”功能。（2）缩短课程研发周期，推动跨学科拓展可能性：AIGC缩短课程研发，DET测试题目开发周期，允许教学专家投入精力研发跨学科、跨语种课程内容。公司或将于2023年下半年推出高阶英文学习课程。（3）课程研发降本，增加新用户入驻：公司正探索通过AI降低运营成本，从而降价或为免费用户提供更多价值。（4）自研模型修正LLM模型“幻觉问题：公司的海量数据、落地场景和自研模型能较好修正模型，提高内容准确性和内容质量。

图22：Duolingo 2023H1实现首次盈利



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：多邻国推出Duolingo Max功能



资料来源：本质思维官网

3.2 AI+教育：AI与教学内容深度融合，“B端+C端”商业化可期

3.2.3 世纪天鸿旗下C端教育产品功能持续迭代，内容力受认可

1、小鸿助教功能革新，新增作文批改等模式：2023年9月，世纪天鸿旗下AI助教产品小鸿助教3.0版本上线，更新导图、ppt助手、文章写作、文本润色、中英互译六大场景。此次更新新增作文批改模式，同时生成专属报告，对文章的整体和写作细节进行评价。同时新增加了教师评语，以满足教师对个性化专业内容的需求。

2、笔神作文内容力受认可：截至2023年7月，笔神作文APP已拥有超过1500万的使用用户，曾先后获得华为应用市场的匠心奖，小米应用商店的金米奖等。2023年7月，笔神作文APP获得vivo手机应用商店——“极光奖”，其内容力进一步彰显。

图24：小鸿助教支持表格、图片格式输出

教师总结：

经济职能	重要作用
实施国家重大发展战略和长期经济社会发展规划制度	实现经济社会发展目标
实施宏观经济政策	保持宏观经济稳定
实施产业政策	促进产业结构不断优化升级，增强国民经济竞争力
实施区域政策和环境政策	推动区域协调发展 and 可持续发展
市场监管、质量监督、安全监管	规范市场秩序，保障公平竞争，弥补市场缺陷
加强和优化公共服务	保障社会公平正义，促进共同富裕，更好满足人民日益增长的美好生活需要

【讲授新课】：
议题一：怎样毫不动摇地巩固和发展公有制经济？
第一环节【聚焦世界500强·中国企我代言】
上榜中国企业数量连续16年上升，如图：

2019年《财富》世界500强企业国家分布(单位:家)，如图：

第三环节【实施科学的宏观调控】

资料来源：世纪天鸿公众号、小鸿助教公众号

图25：笔神作文获得vivo手机应用市场“极光奖”



资料来源：笔神作文公众号

3.2 AI+教育：AI与教学内容深度融合，“B端+C端”商业化可期

3.2.4 “AI+教育”受益标的包括世纪天鸿、南方传媒、皖新传媒、盛通股份

(1) **世纪天鸿 (300654.SZ)**：AI作文批改领先布局，小鸿助教持续迭代。公司通过自建和投资双轮驱动切入教育AI赛道，公司推出基于大语言模型研发的AI助教——小鸿助教3.0版，凭借公司自身丰富教辅内容储备，全方位精准服务各学段各学科老师与学生。同时投资“一笔两划”（专注于NLP的教育应用）和微橡科技（持股26.1%，专注于教育信息化），其中笔神作文内容力优秀，先后获得华为应用市场匠心奖，小米应用商店金米奖、vivo手机应用“极光奖”。

(2) **南方传媒 (601900.SH)**：出版主业增长稳健，数字化教育产品矩阵持续拓宽。公司出版主业稳健，2023Q1-Q3实现营收64.47亿元，同比增长2.9%；归母净利润6.81亿元，同比增长22.0%。公司持续丰富数字化教育产品矩阵，并进行功能迭代升级。公司自有的粤教翔云平台上线囊括人教版、粤版等多个版本1-9年级共19个学科覆盖全学段、全学科的国家课程等各类数字教材，依托广东教育的高数字化水平和高硬件普及率，或将持续提高渗透率。此外，公司拥有南方智慧作业系统、与科大讯飞合作的粤教讯飞E听说、AI围棋课程等产品，随产品进一步迭代更新，公司有望持续拓宽数字化教育产品矩阵。

(3) **皖新传媒 (600757.SH)**：AI+教育产品落地，与华为合作打开成长空间。公司于2023年9月与华为达成合作，与华为商用终端达成安徽省分分销合作共识，共同打造教育普惠“皖新学习机”，公司学习机硬软实力兼备，提供一站式交互学习平台。在教材教辅出版主业稳健增长的同时，公司借助本地化渠道优势与资源优势，不断拓展新品牌合作，从而打开商业化空间。

(4) **盛通股份 (002599.SZ)**：政策助力+AI赋能，青少年科技教育龙头再出发。公司在青少年科技教育这一稳步发展的赛道中布局较早，具有完善的课程研发体系，随着行业预收款监管政策的出台，清退资金、技术和客户粘性较低的公司或成趋势，公司拥有较为稳定的现金流，抵御风险能力较强，有望抓住机遇不断提升市场份额。此外，公司充分运用AI技术为业务赋能，与智谱AI、商汤科技、大疆创新、中望软件等头部科技厂商展开合作，先后推出元宇宙、AI绘画等前沿科技课程，形成高效完善的课程体系。公司2023年5月线下门店续费率80%左右，客户粘性总体而言较高，未来大模型和AI工具的进一步应用，有望推动公司消课速度及续费率的进一步提升。

3.3 AI+影视IP：AIGC提升IP内容变现效率，驱动IP商业化价值提升

3.3.1 国内AI大模型和应用持续升级，推动影视、IP内容开发效率提升，供给更为丰富

梳理2023年7月以来多模态模型的应用落地，我们看到AIGC在图像创作、音乐创作、小说创作等领域持续落地。其中（1）**图像创作**：2023年9月21日新版DALL-E3再度大幅提升AIGC在图像生成方面的能力，或将加速AIGC在内容生产中美术、动画、创意设计等领域的应用。（2）**小说创作**：中文在线发布“中文逍遥大模型”、阅文集团发布“阅文妙笔”，提升小说创作者在内容生产的效率。我们认为OpenAI、谷歌等大厂的多模态模型推出，或进一步将AIGC能力延伸至3D、视频、音乐、小说生成方面，AI与IP的融合有望带来动画、影视、VR/AR内容开发提速，丰富内容供给，在影视、IP开发等领域应用带来的商业化增量空间或逐步打开。

表2：2023年7月以来AIGC应用持续落地

时间	相关公司	功能介绍	应用领域
7月19日	阅文集团	公司发布了网络文学行业首个大语言模型阅文妙笔和基于这一模型的应用产品作家助手妙笔版。作家助手妙笔版将为作家提供创作辅助、数据运营等网文创作服务，未来将通过AI技术全面赋能创作生态和IP生态。	小说创作
9月21日	OpenAI	发布最新文生图模型—DALL-E3的宣传视频，并宣布将于10月通过API提供给ChatGPT Plus的用户和企业客户。新版DALL-E3较前两代最大的优势在于将AI绘画和ChatGPT结合，不仅语言理解能力大幅提升，且可以让ChatGPT来写提示词。	绘画、对话
9月25日	OpenAI	对ChatGPT进行重大升级从而实现看图、听声音、输出语音内容三大功能	对话
9月25日	Spotify	使用ChatGPT的语音功能开发一款语音翻译助手，可以将博主的声音自动翻译成其他语言	音乐
9月25日	Be My Eyes	将ChatGPT的看图功能植入到应用中，为盲人和视弱群体提供服务	看图
9月27日	OpenAI	宣布ChatGPT实现重要更新，可以浏览互联网，并使用最新数据生成结果，而不再局限于2021年9月之前的数据；ChatGPT连续升级后，用户可以直接用语音、图片与其交流，并实现文字转语音、图片转文字等，以及ChatGPT联网后可以基于实时更新的数据来生成内容	对话
10月15日	中文在线	发布全球首个万字创作大模型“中文逍遥大模型”，可实现一键生成万字，一张图写出一部小说，一次读懂100万字小说，为创作者提供全创作周期的智能辅助	小说创作
10月17日	华策影视	华策影视AIGC应用研究院自研的供公司业务团队使用的“影视剧本智能创作系统”宣布上线。	影视创作

资料来源：多知网、AIGC开放社区、RPA全球生态、东西文娱、中文辅助功能、TMT时报、新智元、开源证券研究所

3.3 AI+影视IP: AIGC提升IP内容变现效率, 驱动IP商业化价值提升

3.3.2 AI+影视: 在创意发散、信息搜集、内容制作、宣发营销环节赋能影视内容创作

AI对内容创作的赋能主要体现在(1) AI辅助前期创意发散过程, 提供更多的可能性和创意方向, 并提升资料搜集的效率。(2) AI辅助中期拍摄中布景生成, AI换声等环节。(3) AI辅助后期制作中音频生成、视频编辑等环节。(4) AI辅助生成宣传素材。今年以来, 爱奇艺、腾讯视频、优酷等视频创作公司均提到对AI影视工业化的布局, 根据爱奇艺公告显示, 目前AIGC对场景和人物拆解的准确率超过90%, 有效提升在剧本评估、预算规划和资源管理等方面的效率。9月底, 华策影视上线由其AIGC应用研究院自研的“影视剧本智能创作系统”, 该系统的评估助手对20万字~50万字小说剧本的评估内容, 从以往3天提高到现在5分钟。我们认为, 短期内, 多模态模型的推出或驱动影视、动画、VR/AR内容开发提速。从长期看, 生成式AI会降低创作的门槛, 提高内容的供给量, 而这也会进一步凸显头部内容的稀缺性, 从而带动头部内容价值的长期提升。

表3: AI赋能影视内容生产

影视内容生产阶段	AI赋能
前期策划	AI可辅助剧本生成, 并把剧本中的角色、场景、道具、特效等元素转换成拍摄日程和预算
中期拍摄	AI可生成布景, 换脸换声, 或直接使用虚拟人替代真人演员
后期制作	AI可辅助生成音频、特效、编辑视频
宣发环节	AI可辅助生成海报、预告片等宣传素材

资料来源: Blue Planet蓝星球公众号、开源证券研究所

图26: 爱奇艺“星罗剧情理解平台”实现对影视剧分钟级的理解



资料来源: 东西文娱公众号、开源证券研究所

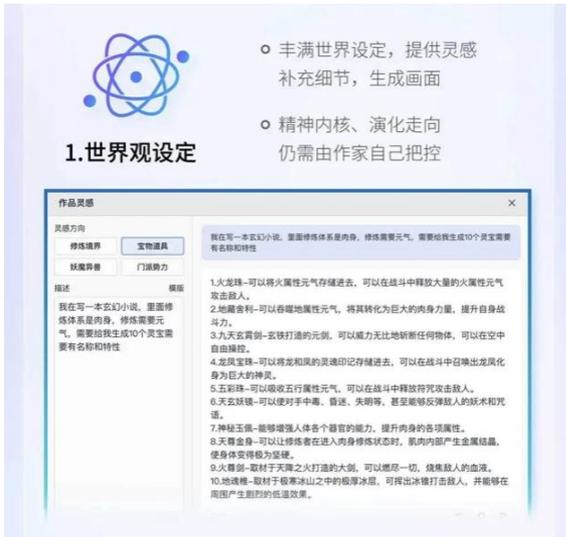
3.3 AI+影视IP: AIGC提升IP内容变现效率, 驱动IP商业化价值提升

3.3.3 AI+IP: 在小说创作、IP创作中, 提升创作效率, 缩短创作周期

1、小说创作: 10月15日, 中文在线发布全球首个万字创作大模型“中文逍遥大模型”, 可实现一键生成万字, 一张图写出一部小说, 一次读懂100万字小说, 为创作者提供全创作周期的智能辅助。7月19日, 阅文妙笔大模型发布, 提供世界观设定、角色设定、打斗描写、景物描写等功能

2、IP创作: 多方的联动可以通过视觉内容辅助文字创作, 利用精美图片物料吸引剧本杀玩家持续消费, 打造“全图剧本杀”等新产品形态。对文字内容创作本身而言, 也时常需要视觉内容的辅助来启发创作灵感、提升创作效率, 缩短创作周期。

图27: 阅文妙笔大模型提供世界观设定等四大功能



资料来源: 版话儿公众号

图28: 文心ERNIE-VILG模型可以进行沉浸式剧本杀场景生成



资料来源: 东西文娱公众号

3.3 AI+影视IP: AIGC提升IP内容变现效率, 驱动IP商业化价值提升

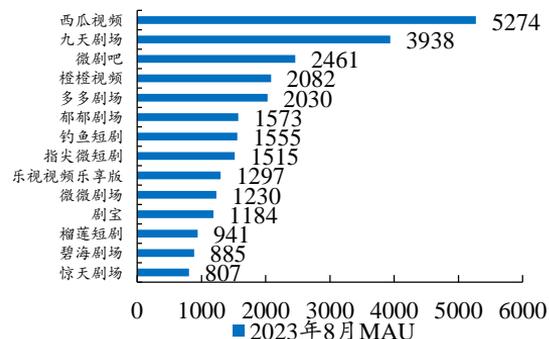
3.3.4 微短剧市场蓬勃发展, AI赋能降本增效、题材挖掘与商业化变现

1、微短剧行业快速发展: 2020年末, 国家广电总局在备案系统新增“网络微短剧”板块, 此后国内网络微短剧市场进入快速发展期。根据电视剧鹰眼统计, 目前短剧市场流水日均8000万元, 短剧市场年流水300亿元左右, 根据镜象娱乐, 2023年已上线微短剧中, 共有4部分账票房破1000万, 收入可观。经我们测算, 假设10%的短剧票房达1000万以上, 60%盈亏平衡, 30%亏损, 小程序短剧第一大平台九州文化年收入在5-10亿, 微短剧行业市场格局较为分散。

2、制作周期短平快, AI赋能降本增效: 微短剧单集时长在几十秒至15分钟之间, 可快速量产。2023年1-8月, 国家广电总局备案微短剧数量1700部, 平均每月备案212部。微短剧具有投资体轻量、周期短的特点, 使其天然成为AIGC降本试验良田。**(1) 在题材创作上:** AIGC技术可以有效缩短创作周期, 降低编剧创作试错成本, 启发创意思路;**(2) 在内容制作上:** AIGC可以降低搭景、转场时间等成本。根据东西互娱, 相比于传统拍摄方式, 虚拟制作可以节省30%至50%的成本。

3、题材创新空间大, AI赋能新题材挖掘和商业化变现: AIGC为微短剧带来更多创新玩法, 如真人互动影视等, 还通过更精准的流量分发提升转化效率, 触达更多元的用户。供需双方或继续驱动微短剧市场规模高速增长, 内容制作、分销、播放平台或充分受益。

图29: 2023年8月抖音视频类小程序MAU规模较高 表4: 2023年多部短剧分账票房达700万以上



数据来源: Questmobile、开源证券研究所

片名	题材	分账票房	相关公司	播出平台
招惹	爱情悬疑	2000万	腾讯视频等	腾讯视频
盲心千金	都市爱情	1200万	腾讯视频等	腾讯视频
风月变	古装奇幻	1100万	阳光互娱等	芒果tv、搜狐视频
锁爱三生	年代爱情	1000万	优酷等	优酷
妻不可欺	剧情家庭	800万	优酷等	优酷
女人的抉择	剧情家庭	700万	腾讯视频等	腾讯视频
三生缘起是清欢	古装奇幻	700万	天翎影业、嘉言影业等	腾讯视频
双世萌妻	奇幻穿越	700万	腾讯视频等	腾讯视频

资料来源: 镜象娱乐公众号、开源证券研究所

图30: 微短剧可以借助AIGC挖掘科幻、奇幻类题材



资料来源: 东西文娱公众号

3.3 AI+影视IP：AIGC提升IP内容变现效率，驱动IP商业化价值提升

3.3.5 “AI+影视IP” 重点推荐芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团、云音乐，受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视。

(1) 芒果超媒 (300413.SZ)：Q3业绩持续修复，“外延+合作+AIGC”驱动成长

2023Q3业绩持续修复，看好优质内容驱动长期增长

公司2023Q3实现营业收入35.07亿元（同比-0.50%），实现归母净利润5.15亿元（同比+5.62%）。公司2023年前三季度实现营业收入101.96亿元（同比-0.42%），实现归母净利润17.66亿元（同比+5.21%）。公司营业收入保持稳定，归母净利润同比上升主要系费用端优化带来盈利能力改善。我们预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为23.49/28.19/32.76亿元，对应EPS分别为1.26/1.51/1.75元。

降本增效措施持续落地，推动盈利能力提升

2023Q3公司营业成本同比下降1.33%至22.05亿，驱动2023Q3毛利率同比提升0.53pcts至37.12%，2023Q3销售费用率同比下降0.50pcts至19.51%，驱动2023Q3归母净利率同比提升0.85pcts至14.68%。公司同时加强技术投入，2023年前三季度开发支出为1.84亿元，同比增长80.74%，主要投入到智慧视听项目及游戏自研等方向。我们认为公司控费能力较强，降本增效措施有望持续带来利润弹性。

布局少儿板块，联手淘宝天猫，叠加AIGC应用落地，打开长期成长空间

公司以自有资金现金8.35亿元收购金鹰卡通100%股权，自2023年10月起金鹰卡通纳入公司合并报表范围，进一步丰厚公司业绩。内容排播方面，芒果TV热播及后续计划上线包括《时光音乐会 老友记》、《花儿与少年·丝路季》等王牌综N代。天猫三年后再次联手湖南卫视和芒果TV打造“天猫双11惊喜夜”，两方在2023年8月打通88VIP会员权益，有望为芒果TV导入更多增量会员。此外，公司AIGC应用端已有互动AI角色嗨聊系统、芒果AIGC有声剧、交互式小说智选平台以及对话式视频片段检索技术等产品落地，持续进行技术创新赋能内容主业。我们认为，公司深耕优质内容自制，基于芒果独家资源体系持续输出爆款综艺剧集，叠加AIGC应用持续落地，推动其商业化空间进一步打开。

3.3 AI+影视IP：AIGC提升IP内容变现效率，驱动IP商业化价值提升

3.3.5 “AI+影视、IP” 重点推荐芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团、云音乐，受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视。

(2) 奥飞娱乐 (002292.SZ)：盈利能力大幅改善，潮玩IP或驱动收入持续增长

Q3归母净利润显著增长，看好玩具业务推陈出新，维持“买入”评级

公司2023Q3实现营业收入7.19亿元，同比增长4.91%，实现归母净利润2096.89万元，同比增长43.64%，2023年前三季度实现营业收入20.20亿元，同比增长0.15%，实现归母净利润8142.31万元，同比增长768.25%，归母净利润同比增长主要系公司提升经营管理效率，同时海运价格费用有所下降。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为1.41/2.62/3.28亿元，对应EPS分别为0.10/0.18/0.22元。

玩具及母婴业务成本优化，驱动Q3毛利率提升，盈利能力有望持续改善

2023Q3公司毛利率为39.98%，同比提升5.13 pct，环比提升3.20 pct，毛利率同环比提升主要系公司持续降本增效，同时海运价格费用下降，推动玩具、母婴等相关业务成本下降。2023Q3净利率为2.91%，同比提升0.79 pct，环比下降3.36 pct，其中2023Q3销售费用率为11.62%，同比提升0.58 pct，环比提升0.13 pct，2023Q3管理费用率为15.24%，同比提升2.68 pct，环比提升3.05 pct，管理费用率提升或系Q3公司经营所需，折旧摊销、租金水电等费用增长。公司有效的控费措施叠加外部因素带来玩具及母婴成本下降，有望驱动盈利能力持续提升。

玩具产品持续推出，IP联创赋能潮玩生态，驱动收入增长

公司加强IP联创，于2023年9月推出了“懒羊羊”露营系列盲盒、“王者峡谷”缤纷特饮系列盲盒、“未定事件簿”Q版叠叠乐、“天官赐福”四时相伴系列盲盒等多款产品，并计划于2024年上映“喜羊羊与灰太狼”系列第九部大电影、《巴啦啦小魔仙》系列电影，此外，公司于2023年9月与次元精灵COSELF达成合作，2023年10月推出新IP“次元精灵COSELF 东方风貌系列”作品——“东方龙女”，公司与合作方共建潮流IP品牌的全链条商业化闭环，从而赋能公司IP矩阵。我们认为，公司持续探索开放的动画IP生态，进一步丰富旗下的优质IP内容，夯实全产业链优势，或驱动公司收入持续增长。

3.3 AI+影视IP：AIGC提升IP内容变现效率，驱动IP商业化价值提升

3.3.5 “AI+影视、IP” 重点推荐芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团、云音乐，受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视。

(3) 阅文集团 (0772.HK)：降本增效效果初显，短期业绩承压不改长期成长趋势

降本增效初见成效，投资亏损致短期业绩承压公司2022H1实现营业收入40.87亿元（同比-5.9%），其中在线业务营业收入23.07亿元（同比-9.2%），主要系公司减少营销开支以及免费阅读广告变现效率受宏观环境影响而下降所致；版权运营及其他业务营业收入17.80亿元（同比-1.2%），主要系自营网络游戏收入减少所致。公司2022H1归母净利润为2.29亿元（同比-78.9%），主要系2021H1出售所持股权产生投资收益，而报告期内录得投资亏损所致。2022H1公司Non-IFRS经营利润为6.94亿元（同比+8.2%），Non-IFRS经营利润率为17.0%（同比+2.2pct），主要系公司采取降本增效措施，运营效率提升所致，2022H1销售费用率为27.2%（同比-3.8pct），管理及研发费用率为13.7%（同比-0.9pct）。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为7.68/12.73/14.12亿元，对应EPS分别为0.8/1.2/1.4元。

内容优势带动用户规模持续提升，免费及付费阅读双轮驱动在线业务增长

公司2022H1在线业务MAU达2.65亿（同比+13.8%），免费阅读DAU达1400万（同比+7.7%），主要系优质内容驱动用户增长以及免费阅读用户增加所致。公司2022H1平均月付费用户为810万人（同比-12.9%），对应付费率为3.1%（同比-0.9pct），月ARPPU为38.8元（同比+6.6%）。对比在线音乐、视频等，在线阅读付费率具备长期成长空间，同时免费及付费阅读或共同驱动在线业务增长。

IP可视化成绩优异，看好公司作为IP产业龙头的长期增长空间

2022H1，公司推出了《人世间》《心居》《这个杀手不太冷静》等爆款影视作品；在动画领域，《星辰变》《武动乾坤》两部新番播放量分别达40亿、30亿；在漫画领域，公司300部“网文漫改计划”持续推进，已有170多部IP改编漫画在腾讯漫画上线。我们看好公司作为在线阅读龙头公司，以文学IP优势出发，实现IP全链路开发，并以视觉升维打法加速释放IP价值，驱动公司业绩持续增长。

3.3 AI+影视IP：AIGC提升IP内容变现效率，驱动IP商业化价值提升

3.3.5 “AI+影视、IP” 重点推荐芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团、云音乐，受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视。

(4) 云音乐 (9899.HK)：2023H1扭亏，毛利率提升或继续驱动盈利能力改善

毛利率提升带动2023H1盈利能力显著改善

公司2023H1实现营业收入39.08亿元（同比-8.2%），主要系公司为提升用户体验及增强盈利能力，减少直播功能展示及减少主播和工会收入分成比例，导致社交娱乐收入下降所致。2023H1归母净利润为2.94亿元（2022H1亏损2.71亿元），毛利率为24.7%（同比+12.1pct），归母净利率为7.5%（同比+13.9pct），毛利率提升主要系版权成本结构优化及收入分成比例改善所致，公司扭亏为盈主要系毛利率提升及费用率管控所致。公司2023Q2营业收入19.49亿元（同比-11.1%，环比-0.6%），毛利率为27%（同比+14.0pct，环比+4.6 pct），毛利率保持上升趋势。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为6.38/9.64/11.85亿元，对应EPS分别为3.0/4.5/5.5元。

内容与社区优势不断增强，在线音乐用户规模与ARPU值持续提升

2023H1公司在线音乐平台月活用户达2.07亿人（同比+13.7%），日活用户/月活用户比例超30%。2023年以来，SLL、李宇春等版权音乐陆续回归云音乐，独立音乐人生态保持领先，截至2023H1，独立音乐人达64.6万人（同比+22.1%）。在独特内容和良好用户体验带动下，音乐社区规模持续增长。同时公司加强以音乐为中心的变现能力，以持续的内容、功能创新和会员权益扩充带动会员规模和ARPU值提升，2023H1在线音乐服务会员达4175万人（同比+11%），会员月ARPU值达6.8元（同比+4.6%）。

AIGC技术赋能音乐，或进一步打开公司成长空间

云音乐6月与小冰公司成立了首个虚拟歌手厂牌WOWAIDO！，开放AI歌手音乐创作工具“网易云音乐 X Studio”。用户输入曲谱和歌词，3秒内即可生成媲美专业歌手水准的AI演唱干声。我们认为，AI融合音乐，有望降低内容成本和门槛，同时提升用户体验和丰富消费场景，进一步打开公司的成长空间。

3.3 AI+影视IP：AIGC提升IP内容变现效率，驱动IP商业化价值提升

3.3.5 “AI+影视、IP” 重点推荐芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团、云音乐，受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视。

(5) 猫眼娱乐 (1896.HK)：在线票务龙头，内容占比提升，全产业链占有份额持续提升。公司暑期档重点内容均取得亮眼表现，重点包括《封神第一部》（出品+主发，总票房26.32亿元）、《八角笼中》（出品+主发，总票房22.07亿）、《长安三万里》（出品+发行，总票房18.24亿）、《消失的她》（出品，总票房35亿）、《热烈》（出品，总票房9.12亿）等，继续大幅贡献业绩弹性。猫眼电影产业链优势明显，且在影视制作宣发和线下演出票务等方向的拓展仍有较高业绩弹性。

(6) 光线传媒 (300251.SZ)：“神话宇宙”未来可期，AIGC接入产能提升巩固龙头地位。公司2022年新成立自有动画电影厂牌“光线动画”，主要负责开发公司历时两年梳理并构建完成的中国神话宇宙系列作品，预计从后年开始每年都有该系列作品上映，首部动画电影《小倩》预计于24年上映。已上映影片中，《茶啊二中》总票房3.84亿，剧情片《我经过风暴》总票房1.80亿，并储备有《哪吒2》《小倩》等优质动画电影，公司动画电影龙头护城河坚实，目前规划每年生产2-3部动画电影，在AI等技术的帮助下，未来有机会达到每年4-5部的生产规模。AI应用及自建团队驱动生产效率提升。

(7) 中文在线 (300364.SZ)：AIGC技术或推动公司IP变现效率提升。公司持续聚焦新阅读的需求变化，互动式视觉阅读平台Chapters已有16大语种版本，覆盖全球主要的国家和地区，并陆续推出的动画平台Spotlight、浪漫小说平台Kiss、虚拟恋爱互动故事游戏产品MyEscape等产品覆盖了多种类型的用户群体。公司数据优势及多模态变现能力凸显。公司具备千亿级正版高质量中文语料数据库资源优势，以及持续生产内容的能力、编辑能力，有望推动多模态生成应用场景加速落地，AIGC的高效生产能力将大大缩短IP的变现路径，推动公司IP变现效率提升。

(8) 上海电影 (601595.SH)：收购上影元文化，拓展IP运营业务。公司拟收购上影元文化51%股权，旗下有涵盖《中国奇谭》《大闹天宫》《葫芦兄弟》等60多个知名IP的运营权。公司收购上影元文化有助于强化与控股股东优势资源及业务协同，拓展IP运营业务板块，提升盈利能力与市场竞争力，助力公司转型升级。

3.3 AI+影视IP：AIGC提升IP内容变现效率，驱动IP商业化价值提升

3.3.5 “AI+影视” 受益标的包括猫眼娱乐、光线传媒、中文在线、上海电影、掌阅科技、华策影视、天娱数科等

(9) 掌阅科技 (603533.SH)：优质IP内容储备充足、IP运营变现方式成熟多元。公司拥有业内领先的丰富文学版权储备，包括《三体》等，同时通过微软云接入OPENAI，在企业内部广泛应用于代码编程、营销素材辅助制作、文案撰写等多个场景。随着AI大模型在数字阅读垂直领域的进一步落地，公司丰富的IP资源有望持续提高AIGC在内容生产、营销推广、丰富产品形态等业务的变现效率。

(10) 华策影视 (300133.SZ)：AIGC提升内容创作效率，优质内容开发能力助力成长。公司9月上线自研系统“影视剧本智能创作系统”，基于自研剧本垂直大模型，提供“评估助手”和“编剧助手”的工具，评估助手对20万字~50万字小说剧本的评估时间从3天提高至5分钟，编剧助手以高效工作流形式，改进多轮对话的低效率问题。电影主业方面，参投国庆档电影《前任4：英年早婚》累计票房9.43亿（截至10月23日），主控的S级项目《误判》计划10月开机，《我的朋友安德烈》已经杀青，公司对AIGC的应用端关注提效降本、新商业模式探索，在内容创作降本端的率先落地有望带来商业化空间的持续打开。

3.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台及服务商提升匹配效率，从而降本提效

3.4.1 “AI+电商”玩法创新，赋能电商“人”、“货”、“场”全面铺开

(1) 虚拟主播助力平台降本增效：京东的言犀虚拟主播目前已服务超过4000个品牌，带动超过10亿元GMV。联想品牌平均每小时的GMV达到真人主播35%左右。虚拟主播将蔓迪的直播销售转化率提高了16%，平均GMV达到真人主播25%，直播成本则降低15%。

(2) 智能客服助力电商售前咨询及售后服务：亚马逊推出的AI工具将创建一条优质的商品描述Listing所需的数小时降低至几秒钟。

(3) 助力商家选品、赋能物流配送：2023年8月，阿里国际站发布首个AI外贸产品，拥有智能商品发布与管理、市场分析、客户接待等多项功能，利用AI助力全流程提效，实现乘数效应。2023年8月，亚马逊运用AI对消费需求进行精准预测，2023上半年共有18亿订单在当日或次日送达，为2019年的4倍。

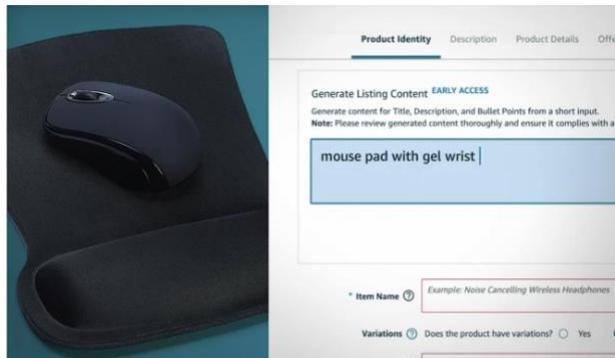
(4) 赋能电商营销：物料生成、广告撰写、视频制作，3D商品展示图，AI换衣，提升广告投放转化效率等。

图31：京东云言犀虚拟主播连续上播“24”小时



资料来源：首席品牌官公众号

图32：亚马逊AI辅助Listing工具提升商家工作效率



资料来源：亚马逊官网

3.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台及服务商提升匹配效率，从而降本提效

3.4.2 “AI+导购”快速落地，实现商品推荐、服装试穿等功能创新

多模态大模型逐步从专用转向通用，应用领域不断扩展。多模态大模型所具备的跨感知理解与生成能力为各种应用提供了广阔的新领域。在代码生成、文本生成、图像生成、音视频/游戏等领域已有部分应用，未来多模态模型将赋能电商、影视、教育、办公等赛道。（1）2023年9月9日，淘宝AI大模型应用“淘宝问问”开启内测：“淘宝问问”累计体验人次已超过500万，其中高活跃人群日均提问超过8次，单一用户最多提问数超4000次。淘宝问问通过问答功能和指令功能与消费者开展AI对话交互及AI智能搜索，帮助用户解决购物、出行、生活等跨领域场景的更复杂的长尾需求，有望在双十一大促下进一步加速产品功能迭代，辅助消费者高效消费决策。（2）2023年6月，谷歌发布了Try On Diffusion虚拟试衣AI模型：该模型为用户提供不同肤色、不同体型、不同发型的多套模特示意图。男装零售商 Otero使用了另一款AI试衣间工具后，Otero 将退货率降低至在 2% 到 3% 之间，远低于行业标准。

图33：淘宝开启“淘宝问问”内测



资料来源：千牛头条公众号

图34：谷歌推出AI试穿功能



资料来源：新智元公众号

3.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台及服务商提升匹配效率，从而降本提效

3.4.3 电商导购平台“什么值得买”加速AIGC与业务结合

国内电商导购平台“什么值得买”加速AIGC与业务结合，主要推进4个方面：（1）内容生产：“什么值得买”通过使用站内已有的内容数据对大模型进行微调，并推出“AI 购买建议”，并计划打造值得买辅助创作平台（ZDM-Copilot），逐步放开给全平台的内容创作者，提高创作效率（2）社区治理：内测“AI 评论机器人”产品，利用AI进行社区治理和内容质量控制（3）产品创新：积极研发“私人购物助手”，引入对话式机器人助手提供更好交互体验。

图35：值得买“AI购买建议”工具提供购买建议



资料来源：值得买科技公众号

图36：值得买“AI评论机器人”工具进行社区治理



资料来源：值得买科技公众号

3.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台及服务商提升匹配效率，从而降本提效

3.4.4 “AI+电商”重点推荐值得买、壹网壹创、快手-W、东方甄选

(1) 值得买 (300785.SZ)：Q3毛利率下降，“双11+AIGC”助力后续成长

Q3收入持续高成长，看好后续盈利能力改善，维持“买入”评级

公司2023Q3单季实现营业收入2.82亿元（同比+34.96%），实现归母净利润-1410.49万元（同比转盈为亏），业绩增长或系公司品牌营销和电商代运营业务增长较快。2023年前三季度公司实现营业收入9.59亿元（同比+17.64%），实现归母净利润1406.23万元（同比-46.53%），归母净利润下降或系公司AI研发投入、新业务投入推高成本。我们预计公司2023-2025归母净利润分别为0.76/1.21/1.52亿元，对应EPS分别为0.38/0.61/0.76元。

新业务投入、AIGC研发致毛利率承压，降本增效提供利润弹性

2023Q3单季毛利率为42.81%（同比-9.88 pct），或由于AI消费大模型研发所带来营业成本提升，以及公司出海业务正处于组建团队带来的人员开支增长，带来较高成本投入。费用端来看，公司2023Q3单季销售费用率为19.94%（同比-3.24 pct），2023Q3单季管理费用率为15.77%（同比-0.52 pct），公司的降本增效措施或将持续为利润提供弹性。我们认为，公司主站全面转型升级，跨境电商业务稳步推进，叠加AIGC应用不断突破，有望推动公司业绩持续增长。

AIGC赋能业务正当时，双十一大促助力Q4业绩增长

公司持续应用AIGC提升消费者购买决策转化率，相继推出了AI选购指南、AI卖点提炼等工具。据公司介绍，应用AIGC后，浏览过AIGC卖点提炼的用户的电商点击增加21%。双十一预售中，公司运用AIGC生成大量好价爆料，通过直给优惠创造了多个爆品销售记录，大幅降低消费者筛选成本。此外，公司持续探索基于自有消费内容大模型的落地场景，或将在长短文等消费类文本内容自动生成等方向发力。我们认为，伴随双十一大促节奏推进，公司AIGC技术有望持续提升平台的交互性与智能化体验，进一步打开商业化空间。

3.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台及服务商提升匹配效率，从而降本提效

3.4.4 “AI+电商”重点推荐值得买、壹网壹创、快手-W、东方甄选

(2) 壹网壹创(300792.SZ)：子公司出表影响仍存，“双11”有望驱动业绩修复

“浙江上佰”出表影响仍存，新业务或驱动业绩修复，维持“买入”评级

2023Q3公司实现营业收入2.85亿元，同比下降25.71%，环比下降14.00%，主要系处置子公司“浙江上佰”致其不再纳入合并范围，合并收入减少；实现归母净利润2668.38万元，同比下降36.37%，环比下降39.84%，主要系处置子公司“浙江上佰”，且总部大楼摊销增加，同时部分项目寻求创新合作，费用支出增加。2023年前三季度公司实现营业收入8.94亿元，同比下降11.95%；实现归母净利润1.14亿元，同比下降22.64%。我们预计2023-2025年归母净利润分别为1.51/1.86/2.17亿元，对应EPS分别为0.63/0.78/0.91元。

2023Q3毛利率承压，随新业务拓展，公司盈利能力或持续改善

公司2023Q3毛利率为26.71%，同比下降1.96 pct，环比下降3.95 pct，主要系公司新增的内容电商业务处于成长期，前期投入较高。公司2023Q3净利率为9.38%，同比下降1.57 pct，环比下降4.03 pct，其中销售费用率为10.73%，环比提升0.16 pct，2023Q3管理费用率为7.56%，环比提升1.07 pct，或系公司承接新业务加大销售推广力度与人员开支。我们认为，公司内容电商业务仍有较大提升空间，随投入逐步获得回报，公司盈利能力或将持续改善。

“双11”临近，多元化渠道布局有望驱动公司业绩修复

公司2023年前三季度累计实现GMV104.56亿元，新增包括螺霸王、紫金珠宝等5个品牌。展望Q4，根据天猫大美妆，公司重点合作品牌毛戈平位列2023年“双11”天猫彩妆预售首日第10名，同比提升7名，我们认为，“双11”对公司业绩拉动作用明显，在消费复苏叠加公司多元化发力渠道的背景下，公司作为电商代运营行业领军者，GMV有望在Q4重回增长，驱动业绩修复。

3.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台及服务商提升匹配效率，从而降本提效

3.4.4 “AI+电商”重点推荐值得买、壹网壹创、快手-W、东方甄选

(3) 快手-W (1024.HK)：Q2 业绩大幅改善，首次实现集团层面季度盈利

2023Q2 业绩大幅改善，首次实现集团层面季度盈利

2023Q2公司实现营业收入277亿元（同比+27.9%），其中线上营销服务收入143亿元（同比+30.4%），其他服务收入34亿元（同比+ 61.4 %），主要系GMV同比增长39%，及电商等广告主数量及投放增加所致。公司经调整净利润27亿元（首次实现集团层面季度盈利），毛利率50.2%（同比+5.2ppts）主要由于公司收入增长、运营效率提升，规模经济效益增加。我们预计公司2023/2024/2025年净利润为8.82/82.1/141.8亿元，对应EPS分别为0.20/1.89/3.27元。

用户规模创历史新高，内容社区活跃度提升，持续为商业化夯实基础

2023Q2，快手应用DAU达3.76亿（同比+8.3%、环比+0.5%），MAU达6.73亿（同比+14.8%、环比+2.9%），创历史新高。快手内容社区活跃度不断提升，截至2023年6月底，快手应用的互关用户对数累计达311亿对，同比增长近50%，2023Q2，平台月均用户数突破4.4亿，日均搜索次数同比增长30%。我们认为，用户规模增长与社区活跃度提升，有望驱动用户黏性增加，进一步打开成长空间。

广告业务持续恢复，电商 GMV 延续高增长，或继续双轮驱动业绩增长

(1) 广告：2023Q2广告收入143亿元（同比+30.4%），收入占比51.7%，其中内循环广告受电商大促的拉动作用明显。我们认为，随广告市场需求侧回暖和流量策略持续优化，商业化加载率与eCPM有望提升。(2) 电商：电商GMV延续高增，2023Q2公司电商 GMV达2655亿元（同比+38.9%），月活跃买家超过1.1亿人，MAU渗透率达16.3%以上。此外，搜索流量持续增长，2023Q2搜索商品GMV同比增长90%。我们认为，公司在供给端持续扩大商家数并赋能品牌运营，在需求端通过精细化的用户运营，叠加搜索流量增长、产品升级及广告算法迭代带来的匹配效率提高，有望驱动MAU渗透率提高，拉动电商GMV持续高增长。

3.4 AI+电商：AIGC赋能电商平台及服务商提升匹配效率，从而降本提效

3.4.4 “AI+电商”重点推荐值得买、壹网壹创、快手-W、东方甄选

(4) 东方甄选 (1797.HK)：自营产品及直播电商增长强劲，跨平台战略积极推进

FY2023收入、净利润均大增并创历史新高，维持“买入”评级

公司公布截至2023年5月31日年度业绩，2023财年实现持续经营业务总收入45.10亿元，同比增长651%，实现持续经营业务净利润9.71亿元（2022年同期净亏损7098万元），均创下历史新高。营收的大幅增长主要系自营产品及直播电商业务的强劲发展，同时，公司持续经营业务总营收成本同比增长1119%至25.55亿元，致持续经营业务毛利率同比下降21.7 pct至43.3%。我们预测FY2024-2026年公司净利润分别为11.80/14.37/16.79亿元，EPS分别为1.16/1.42/1.66元。

自营产品表现出色，公司或继续拓展品类，有望助力业绩持续增长

公司FY2023自营产品营业收入超过26亿元，占总营业收入比重为约60%。根据公司公告，公司目前已开发超过120款自营产品。我们认为，自营产品收入占比提升凸现了公司优秀的品控能力与供应链渠道管理能力，截至FY2023期末，公司拥有现金及现金等价物12亿元，充裕的资金或助力公司后续继续开发自营产品，丰富产品矩阵，提升品牌力进而提高用户复购率，助力业绩持续增长。

跨平台战略不断推进，打开长期成长空间

公司持续布局多渠道、多平台，2023年7月上线东方甄选独立App以增强渠道建设实力，通过搭建与推广会员体系，或不断吸引新用户消费，并提升存量用户复购率；2023年8月29日东方甄选启动首次淘宝直播，据魔镜市场情报数据，2022年淘宝天猫总GMV达7.17万亿，公司开启淘宝直播或将有效触达更多消费客群，进一步带来GMV增量，并增强公司供应链建设能力。同时，通过抖音、淘宝直播及自有东方甄选App“公域+私域”差异化且互补的定位，公司渠道生态或不断完善，打开长期成长空间。

3.5 AI+MR: 苹果MR头显和多模态大模型或带动MR内容市场空间打开

3.5.1 苹果MR硬件配置领先，或引领市场变革，带动整体MR设备出货量提升

图37: 苹果Vision Pro硬件配置领先

	Vision Pro	Pico 4	Pico 4 Pro	Quest 3	Quest Pro	Quest 2	奇遇Dream Pro
上市时间	预计2024年初	2022.09	2023.04	2023.09	2022.10	2020.10	2022.05
芯片	Apple M2	骁龙XR2	骁龙XR2+Gen1	骁龙XR2 Gen2	骁龙XR2+Gen1	骁龙XR2	骁龙XR2
视场角	120°	105°	105°	110°	106°	101°	95°
光学方案	Pancake	Pancake	Pancake	Pancake	Pancake	菲涅尔透镜	非球面镜片
双眼分辨率	7680x2160	4320*2160	4320*2160	4128x2208	3600*3840	3664*1920	3664*1920
刷新率	90/96/100Hz	72/90Hz	90Hz	120Hz	72/90Hz	120Hz	72Hz/90Hz
重量	454g	586g	597g	515g	722g	503g	689g
摄像头	6单色、2彩色4K 4眼追、5传感	4单色、1彩色16MP	4单色、1彩色16MP 2眼追、1面追	4单色、1彩色400MP 1深度传感器	4单色、1彩色16MP 3眼追、2面追	4单色	4单色
发售价	\$3499	¥2499(128G) ¥2799(256G)	¥3799(512G)	\$499.99(128G) \$649.99(512G)	¥1499(256G)	\$299(64G) \$399(256G)	¥2499(128G) ¥3099(256G)

资料来源: IT之家、澎湃新闻、中关村在线、VR陀螺、开源证券研究所

3.5 AI+MR: 苹果MR头显和多模态大模型或带动MR内容市场空间打开

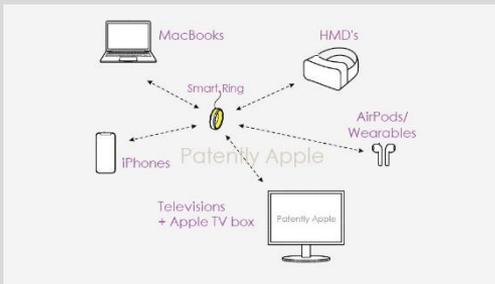
3.5.2 苹果MR头显体验领先，或带动整体MR设备出货量提升

苹果在2023年6月发布了MR头显设备Vision Pro，定价 3499 美元，计划2024年初(四月底之前)发售，Vision Pro相比于目前其他主流VR头显拥有更先进的配置和更好的操作体验，拥有同类产品中最清晰的屏幕、最轻的重量、最先进的芯片、最多的摄像头及传感器，还采用了Light Seal、Eyesight等独家技术，进行了用眼神、手势交互代替传统手柄控制等创新变革。我们认为，苹果Visin Pro依靠领先的性能与体验，有望赢得用户认可，同时随着苹果MR设备不断迭代和规模效应带来的成本下降，设备价格有望持续下调，进一步带动MR硬件总体出货量提升。

图38: Vision Pro在生态、专利、硬件方面提供行业领先MR体验

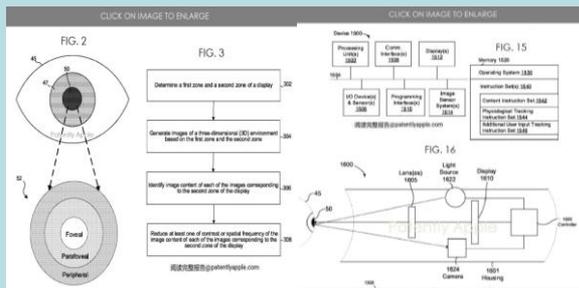
强大生态体验

智能戒指可交互 Vision Pro 与其他设备



创新专利体验

新专利可减少晕动症和眼睛疲劳，可以模拟气味



先进硬件体验

Light Seal可拆卸模块化设计，契合不同的脸型



资料来源: IT之家、开源证券研究所

3.5 AI+MR：苹果MR头显和多模态大模型或带动MR内容市场空间打开

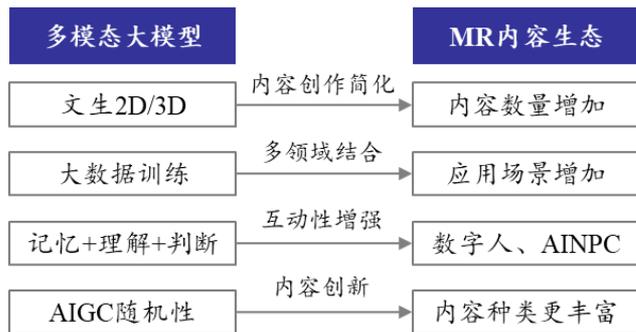
3.4.3 硬件设备出货量提升与多模态大模型或共同驱动MR内容市场快速增长

VR/AR内容包括制作与分发两部分，分发平台包括Viveport、Steam、Oculus PC、PSVR等，内容制作包括娱乐内容、教育内容、直播内容、房产家居内容等方面。

在VR/AR内容市场应用占比中，娱乐场景占比54.6%，排名第一，远远超过第二名16.0%，而在医疗、教育、劳动力培训、生产制造等新领域中，VR/AR的渗透率仍然较低。据Data Bridge估计，到2030年全球VR内容创作市场价值可达2426.88亿美元，年复合增速可达47%，新兴应用场景的市场空间广阔。

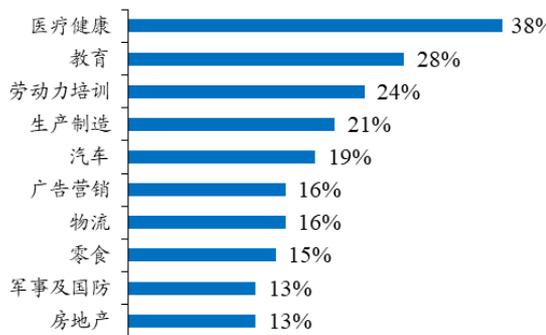
多模态大模型能处理多种数据类型，包含多种输入和输出方式，既可以在内容创作中辅助甚至替代部分人工创作，又可以在内容构思上发挥其跨模态、大数据的优势提供全新创意，带来丰富的内容生态，有望推动MR内容创作行业的降本增效，并提高各应用场景下的VR/AR渗透率。

图39：多模态大模型推动MR内容生态更加丰富



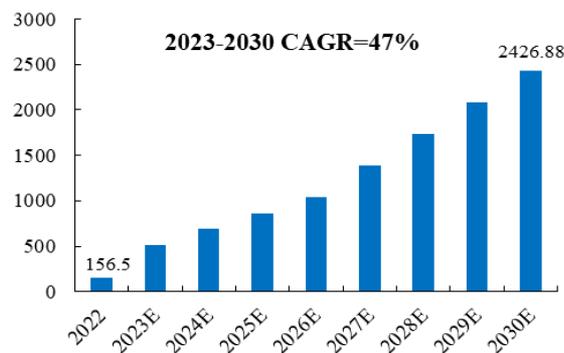
资料来源：HZHControls、开源证券研究所

图40：娱乐外应用场景VR/AR渗透率较低



数据来源：PerkinsCoie、中商产业研究院、开源证券研究所

图41：预计2030年全球VR内容创作市场价值达2427亿美元



数据来源：DATA BRIDGE、开源证券研究所

3.4 AI+MR：苹果MR头显和多模态大模型或带动MR内容市场空间打开

3.4.4 “AI+MR”重点推荐飞天云动，受益标的包括风语筑、锋尚文化、恒信东方

(1) 飞天云动（6610.HK）：硬件创新叠加政策助力，“元宇宙”建造师再起航

公司为领先的AR/VR内容与服务供应商

公司为领先的AR/VR内容与服务供应商，凭借自研AR/VR引擎布局元宇宙生态，为娱乐、互联网、电商等各行业企业实现数字化升级及业务扩充赋能。公司作为元宇宙场景应用供应商，有望持续受益于XR硬件发展与元宇宙相关激励政策所带动的AR/VR内容及服务需求增长。同时公司与百度、京东、阿里、腾讯等互联网巨头在元宇宙方向的布局上建立了深度合作，或进一步助力公司业务拓展。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为14.83/19.16/23.19亿元，归母净利润分别为3.16/4.13/5.12亿元，EPS分别为0.2/0.2/0.3元。

技术积累、先发优势与业务间的协同效应共同构建竞争优势

公司早期为游戏公司，通过游戏开发积累了较强的自研3D引擎技术，此后公司转向to B端AR/VR内容及服务。得益于多年的技术沉淀，公司掌握了扎实的技术体系，且自研FT三维引擎经过持续迭代，性能不断提升。多年来的项目经验，也为公司积累大量3D模型组件，构成了庞大的3D模型库，可以帮助开发者快速搭建3D场景。此外，公司各个业务板块形成商业闭环，具有强大的协同效应。AR/VR营销服务及AR/VR内容业务能够促进AR/VR SaaS业务，同时AR/VR SaaS平台的设置和版面与AR/VR营销服务的流程相匹配，从而为AR/VR营销服务赋能。公司通过利用其他业务的经验寻找可以标准化的AR/VR营销服务或内容，并适时推出相应的SaaS产品或模块，进一步增强AR/VR SaaS业务。随着项目经验的积累，公司FT引擎和SaaS工具优势或将愈加明显。

AR/VR场景渗透率提升、3D内容及服务需求增长或驱动公司业绩持续增长

我们认为数字内容从2D转向3D或为长期趋势，随着各平台硬件特别是XR硬件性能提升，AR/VR场景的渗透率有望持续提升，带动3D内容与服务需求快速增长。此外，出海以及to C产品拓展也有望成为公司业绩新增长点。

3.4 AI+MR：苹果MR头显和多模态大模型或带动MR内容市场空间打开

3.4.4 “AI+MR”重点推荐飞天云动，受益标的包括风语筑、锋尚文化、恒信东方

(2) **风语筑 (603466.SH)**：在手订单充裕，AI+智慧文旅技术积累深厚。公司于10月23日中标1.76亿元赣州市南康区文化强国馆项目，于10月30日中标2.23亿元鄂尔多斯科技创新馆项目布展工程，截至2023年8月31日，公司新签订单合计约为12.34亿元。此外，公司已在全国范围内打造了1300多座展馆，储备了大量数字视觉模型、三维影视动画数字模型、数字文物模型、元宇宙数字模型、数字历史文物模型等数据，利用数据优势积极探索AIGC与VR/AR/MR、数字虚拟人和元宇宙虚拟空间的融合应用与发展，伴随订单转化为收入，在研项目进一步落地，公司商业化空间有望进一步打开。

(3) **锋尚文化 (300860.SZ)**：3D技术赋能演艺项目，发力C端拓展业务边界。公司技术实力深厚，于第19届亚运会开幕式中采用裸眼3D、数字烟花和3D双威亚等技术，彰显审美价值与商业价值。在手订单方面，公司于7月12日中标2.76亿唐岛湾文化艺术中心配套项目，截至2023年6月30日，公司在手订单约8.83亿。此外，公司通过投资舞台机械公司北特圣迪公司及文旅演艺LED显示屏制造商深圳中润光电，切入C端赛道，不断拓展业务边界。公司设定2023-2024年股权激励目标值分别为4.00/5.00亿元，彰显公司对业绩持续成长具有较高信心。

(4) **恒信东方 (300081.SZ)**：VR技术布局领先，创新打造精品内容。公司持续通过技术迭代完善虚拟引擎，通过“内生+外延”链接海内外优质资源，完善以“技术+内容+场景”为核心的虚拟现实产业生态系统，自研游戏《Drakheir》已上线EA正式版，AI合家欢产品中有应用人脸识别、语音识别、声纹识别相关技术，并于2023年10月被评选为“2023中国VR50强企业”，公司太空学院VR未来教室获得“2023世界VR产业大会VR/AR创新奖”，在VR内容开发领域技术布局领先。此外，公司与华为在VR板块展开内容合作，有望为业绩进一步贡献增量。

3.5 重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

表5：重点推荐公司的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元/港元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300494.SZ	盛天网络	买入	16.05	79	0.45	0.52	0.70	36	31	23
300002.SZ	神州泰岳	买入	9.54	187	0.28	0.38	0.48	34	25	20
9999.HK	网易-S	买入	173.80	5,603	6.23	8.4	9.4	26	19	17
0700.HK	腾讯控股	买入	308.40	29,322	19.76	16.3	19.1	15	18	15
603444.SH	吉比特	买入	304.14	219	20.33	18.14	21.92	15	17	14
2400.HK	心动公司	买入	13.80	66	(1.17)	0.54	0.74	(11)	24	17
1119.HK	创梦天地	买入	2.71	43	(1.60)	0.20	0.30	(2)	13	8
002624.SZ	完美世界	买入	13.86	269	0.71	0.71	0.97	20	20	14
002605.SZ	姚记科技	买入	26.71	110	0.85	1.82	2.19	31	15	12
300413.SZ	芒果超媒	买入	29.25	547	0.98	1.26	1.51	30	23	19
002292.SZ	奥飞娱乐	买入	8.45	125	(0.12)	0.12	0.22	(70)	70	38
0772.HK	阅文集团	买入	30.65	314	0.60	1.10	1.40	48	26	20
9899.HK	云音乐	买入	103.00	220	(1.06)	3.00	4.50	(91)	32	21
300785.SZ	值得买	买入	21.96	44	0.43	0.38	0.61	51	58	36
300792.SZ	壹网壹创	买入	25.13	60	0.76	1.23	1.62	33	20	16
1024.HK	快手-W	买入	57.40	2,500	(3.22)	0.20	1.89	(17)	268	28
1797.HK	东方甄选	买入	30.15	306	(0.53)	0.70	1.00	(53)	40	28
6610.HK	飞天云动	买入	1.52	28	0.13	0.17	0.23	11	9	7

数据来源：Wind、开源证券研究所（以上公司盈利预测与估值数据均来自开源证券研究所，股价截至2023年11月8日收盘；股价及市值，A股公司货币单位为人民币，港股公司货币单位为港元，采用1港币=0.9351人民币进行换算。）

3.5 重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

表6：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/港元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300043.SZ	星辉娱乐	未有评级	3.93	49	(0.25)	0.06	0.16	(16)	66	25
002517.SZ	恺英网络	未有评级	12.50	269	0.49	0.69	0.86	26	18	15
002558.SZ	巨人网络	未有评级	13.27	262	0.46	0.63	0.78	29	21	17
300654.SZ	世纪天鸿	未有评级	13.18	48	0.17	0.13	0.15	78	101	88
601900.SH	南方传媒	未有评级	16.75	150	1.06	1.30	1.47	16	13	11
601801.SH	皖新传媒	未有评级	7.20	143	0.36	0.45	0.52	20	16	14
002599.SZ	盛通股份	未有评级	7.30	39	0.01	0.12	0.26	730	61	28
1896.HK	猫眼娱乐	未有评级	10.16	116	0.09	0.24	0.46	105	39	21
300251.SZ	光线传媒	未有评级	8.38	246	(0.24)	0.15	0.32	(35)	56	26
300364.SZ	中文在线	未有评级	26.76	195	(0.49)	0.19	0.25	(54)	141	107
601595.SH	上海电影	未有评级	24.93	112	(0.75)	0.27	0.42	(33)	92	59
603533.SH	掌阅科技	未有评级	25.23	111	0.13	0.23	0.3	194	110	84
300133.SZ	华策影视	未有评级	6.86	130	0.21	0.28	0.34	33	25	20
603466.SH	风语筑	未有评级	13.47	80	0.11	0.22	0.65	122	61	21
300860.SZ	锋尚文化	未有评级	51.81	71	0.11	2.90	3.59	471	18	14
300081.SZ	恒信东方	未有评级	9.38	57	(0.70)	-	-	(13)	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所（未有评级公司盈利预测来自Wind一致预测，股价截至2023年11月8日收盘；股价及市值，A股公司货币单位为人民币，港股公司货币单位为港元，采用1港币=0.9351人民币进行换算。）

目录

CONTENTS

- 1 板块估值已明显回落，基本面改善与AI应用或带来业绩、估值共振
- 2 国内外AI大模型持续迭代和升级，多模态是主要趋势
- 3 投资策略：把握AI应用主线，布局“AI+游戏/教育/影视IP/电商/MR”
- 4 风险提示

- (1) AI应用商业化进展不及预期：AIGC多模态大模型发展不及预期或算力不足，或导致AIGC技术商业化应用进展放缓。
- (2) AI大模型竞争加剧推升应用成本：AI大模型竞争加剧或导致训练和推理成本提升，从而推升应用成本。

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的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10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

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券