


2025年03月28日  
 传媒

SDIC


**行业分析**

证券研究报告

AI to C四个方向：硬件入口、现象级应用、爆款内容、IP运营

# 系列01：AI与互联网，两大科技浪潮的5个不同

 投资评级 **领先大市-A**  
 维持评级

自2025年是个重要的分水岭，一方面AI的落地应用开始进入深水区，我们将核心关注生成式AI、具身AI的应用落地；另一方面，伴随着AI对各行各业、垂类领域的重塑与改造，伴随着AI发展“世界观”的“价值观”开始浮出水面——如何定位AI？它的存在，是辅助于人的工具？是人去辅助的主体？还是未来将与人协同共生的独立个体？我们判断，随着人形机器人逼近“量产”的时间点，围绕AI发展的“价值观”将成为重要议题，类似于工业革命时代的ESG、环保等命题。

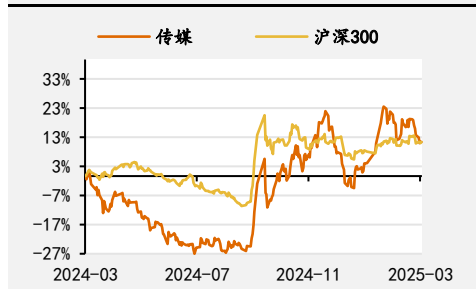
自研究层面上，围绕AI大致可分为硬件、软件（应用）两部分，一般硬件先行、软件跟进，参考互联网时代的发展史，to C层面的爆款、现象级创新，大致分为四个方向：硬件入口（如PC笔记本、智能手机）、现象级应用（海外META、国内字节）、爆款内容（如任天堂时期的《超级马里奥》、《塞尔达传说》）、IP运营（如盲盒、卡牌、毛绒玩具等产品形态）。伴随着AI在六大空间中的同时落地、推进、迭代，我们将以上四个方向作为抓手，以跟踪与研究。

自相较互联网，面向应用落地，AI有诸多完全不同的特征与属性。互联网时代，中国的落地应用，更多是按照“中国版本的美国爆款”逻辑去发展，如中国版Yahoo、中国版亚马逊，AI时代中国的落地应用，我们判断会发展出自身的特色。互联网时代，美国的爆款应用，更多是to B方向，如微软、salesforce，中国则是以to C为主，如BAT，AI时代我们判断海外反而更容易出to C的爆款，如多邻国等，国内to C或to B都不关键，关键在于“逆人性”——如AI查版权侵权、偷税漏税等。互联网时代的变现方式，海外以广告与付费为主，国内则发展出经典的“四大变现方式”——电商、游戏、广告、增值服务；AI时代，目前国内的付费习惯已养成，有望成为有别于互联网时代的变现模式；互联网时代的生机勃勃、扩张与AI时代更适合降本形成鲜明对比；互联网时代的内容下沉，PGC转向UGC，但AI时代，我们预判内容的门槛及壁垒将明显提升。

自纵观全球历史，科技与文化是创新的两大源泉，科技与文化将涌现出4大“AI to C”的主要方向：硬件入口、现象级应用、爆款内容、IP运营。文化与传播，两个环节都会被AI重塑，如AI深刻重塑影视内容的制作、AI重构内容的分发机制等。相较移动互联网时代的内容下沉，我们预判AI时代内容的制作门槛、壁垒或许会下降（AI有助于信息收集效率提升、AI有助于内容生成

首选股票	目标价（元）	评级

## 行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.2	4.6	2.8
绝对收益	-5.1	3.3	15.0

**焦娟** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

## 相关报告

AI Agent 本质为“执行”功能，关注其与终端结合的应用落地——AI 专题报告之19	2024-11-05
AI 新标的，助力并购行情的“形势使然”还是“趋势使然”？——AI 专题报告之18	2024-11-04
预计 AI 技术路径将由大模型切向具身智能——AI 专题“从上网到上算，由网络世界至虚拟现实”之十七	2024-09-26
广电总局发文鼓励网络剧等内容上电视大屏，允许“多星联播”	2024-08-04
英伟达入局加速产业进程，特斯拉等积极推动量产及应用落地	2024-07-15

的成本下降),但内容的分发与传达,其门槛与壁垒会将大幅提升;当下正处于 AI 浪潮的初期,参考互联网时代的发展初期,当下的内容产业,其创新并非是产生全新的内容形态,更多是模式创新、组织方式创新,如生产制作的环节重塑、产业链增加新的环节、出现新的赛道、新的模式。与此同时,相较互联网时代,文化出海将成为 AI 时代内容产业做大做强非常重要的一极,参考日本任天堂的崛起经验,中国有望在文化出海的过程中,诞生全新的爆款内容公司。

**目投资建议:** 受益于 AI 浪潮、消费 IP 化趋势,传媒板块有望迎来全新的发展阶段。关注:云天励飞、第四范式、出门问问、格灵深瞳、昆仑万维、云从科技;智度股份、粤传媒、川网传媒、读客文化、天娱数科、三六五网、迅游科技、人民网、奥飞娱乐;博纳影业、万达电影、芒果超媒、中国电影、横店影视、金逸影视、华谊兄弟;恺英网络、神州泰岳;顺网科技、姚记科技、浙数文化、中青宝;三七互娱;元隆雅图、宣亚科技、返利科技、电声股份、新媒股份、分众传媒、省广集团、三人行、蓝色光标、旗天科技、卓创资讯、凡拓数创;内蒙新华、城市传媒、皖新传媒、新华文轩、中国科传、长江传媒、中文传媒;广西广电、贵广网络、歌华有线;优必选、肇民科技、汇川技术。

**目风险提示:** AI 重塑内容制作环节,财务指标波动过大的风险; AI 发展过程反复曲折波动的风险;消费 IP 化的趋势中,政策监管趋严的风险;科技伦理争议的风险。

## 目 内容目录

1. 回溯互联网 1994-2023, 当下 AI 对应于“基建”阶段 .....	4
1.1. 互联网 30 年的系统回溯: 萌芽、基建、景气上行、空中加油、红利飞升、成熟 .....	5
1.2. 当下 AI 发展, 仍处于基础设施建设阶段 .....	9
2. AI 与互联网, 两大科技浪潮的 5 个不同 .....	9
3. 文化传媒是 AI 重塑供给端的重要垂直领域 .....	10
4. 衡量顶级创新型公司的唯一标准: 爆款+高毛利率 .....	12
5. 投资建议 .....	12
6. 风险提示 .....	13

## 目 图表目录

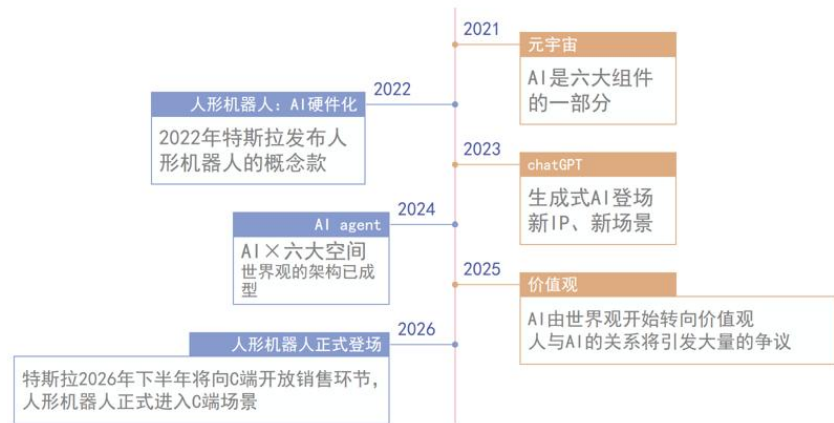
图 1. AI 自 2021 年以来的研究脉络 .....	4
图 2. AI 的“世界观” .....	4
图 3. AI 在 to C 方向, 有两个大类 4 个方向 .....	5
图 4. 30 年浪潮回溯: 互联网 1994-2023 .....	6
图 5. 回溯 1994-2004: 1995、1996 .....	6
图 6. 回溯 1994-2004: 1997 .....	7
图 7. 回溯 1994-2004: 1998、1999 .....	7
图 8. 回溯 1994-2004: 2000 .....	8
图 9. 回溯 1994-2004: 2001 .....	8
图 10. 回溯 1994-2004: 2002 .....	8
图 11. 回溯 1994-2004: 2003、2004 .....	9
图 12. AI 科技浪潮: 由萌芽到基建, 景气上行 .....	9
图 13. AI VS 互联网: 5 个不同之处 .....	10
图 14. AI 时代的内容预判 .....	11
图 15. 内容与平台之争? 任天堂是一种答案, AIGC 时代或出另一种答案 .....	11
图 16. AIGC 时代或出另一种答案: 专门做商业化变现的平台型公司 .....	12

## 1. 回溯互联网 1994-2023，当下 AI 对应于“基建”阶段

AI 科技浪潮的发展趋势，自 2025 年 DeepSeek 火爆出圈后，人尽皆知。我们对 AI 的研究始于 2021 年，彼时 AI 作为元宇宙六大组件中的重要一部分；2022 年我们判断 AI 将“呈现”在现实物理世界中，以硬件入口或分布式垂类硬件的形态；2023 年 chatGPT 火爆出圈，生成式 AI 对供给端的深刻影响，我们判断 AI 的深刻影响，将以新 IP 大趋势、AI 场景革命的层次持续推进；2024 年下半年具身智能开始崛起，我们判断 AI 的“世界观”已成型，即 AI 将在现实世界、虚拟世界中，在六种不同的计算平台上同时去落地推进——PC、智能手机、XR 眼镜、AI agent、分布式垂类硬件、人形机器人。

图1. AI 自 2021 年以来的研究脉络

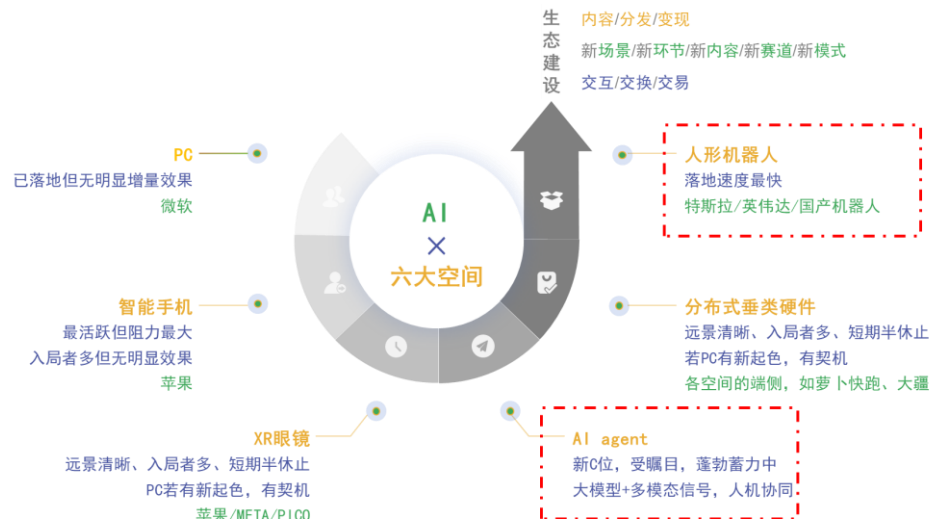
AI 自 2021 年以来的研究脉络



资料来源：国投证券证券研究所

2025 年是个重要的分水岭，一方面 AI 的落地应用开始进入深水区，我们将核心关注生成式 AI、具身 AI 的应用落地；另一方面，伴随着 AI 对各行各业、垂类领域的重塑与改造，伴随着 AI 发展“世界观”的“价值观”开始浮出水面——如何定位 AI？它的存在，是辅助于人的工具？是人去辅助的主体？还是未来将与协同共生的独立个体？我们判断，随着人形机器人逼近“量产”的时间点，围绕 AI 发展的“价值观”将成为重要议题，类似于工业革命时代的 ESG、环保等命题。

图2. AI 的“世界观”

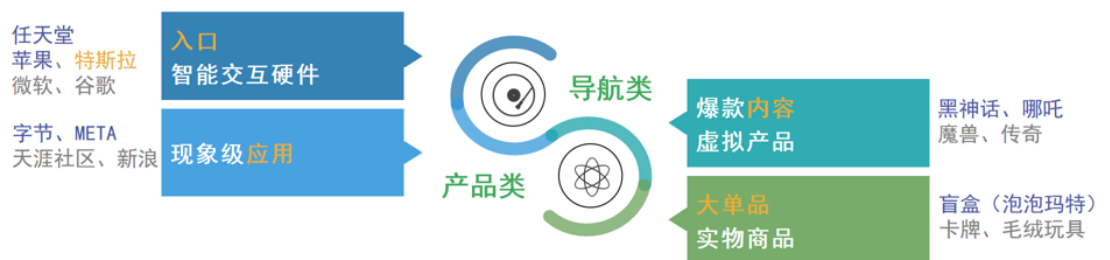


资料来源：国投证券证券研究所

研究层面上，围绕AI大致可分为硬件、软件（应用）两部分，一般硬件先行、软件跟进，参考互联网时代的发展史，to C层面的爆款、现象级创新，大致分为四个方向：硬件入口（如PC笔记本、智能手机）、现象级应用（海外 META、国内字节）、爆款内容（如任天堂时期的《超级马里奥》、《塞尔达传说》）、IP 运营（如盲盒、卡牌、毛绒玩具等产品形态）。伴随着AI在六大空间中的同时落地、推进、迭代，我们将以上述四个方向作为抓手，以跟踪与研究。

图3. AI在to C方向，有两个大类4个方向

AI在to C方向，有两个大类4个方向



资料来源：国投证券证券研究所

### 1.1. 互联网 30 年的系统回溯：萌芽、基建、景气上行、空中加油、红利飞升、成熟

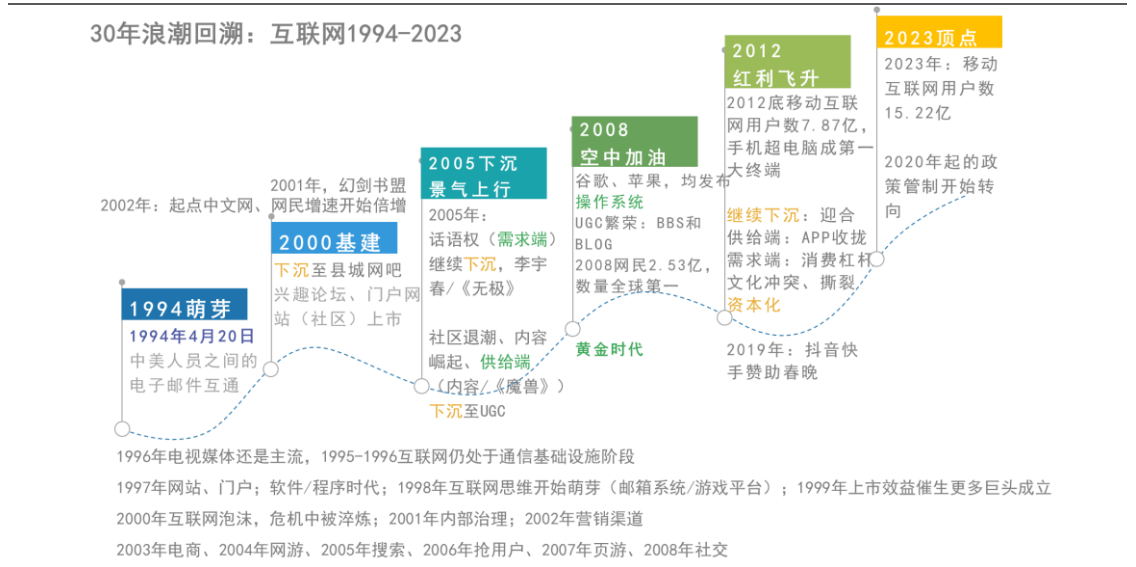
我们擅长以“本质、历史观、终局”来推演行业或产业的整体性发展，故我们首先回溯互联网浪潮的发展史，以期较为准确去界定当下 AI 所处的发展阶段。

当下 AI，类似于互联网的 1996-1998 年。1994 年，部分科研单位实现了国际联网；1996 年，清华大学成立联机计算机图书馆中心，面向 C 端（清华师生）；1997 年，北京拥有 EMAIL 网民已达 10 万，“网虫”一词诞生；1998 年，微软 Windows98 操作系统发布，腾讯、网络小说平台黄金书屋、西祠胡同成立；1999 年，天涯社区、百度成立。

2023 年以来，国内各家公司接入各类大模型、大模型官宣的活跃用户数，非常类似于 1994 年、1996 年的互联网发展状况——科研机构先接入、C 端用户再接入。

回顾历史，1996 年电视媒体还是主流媒介形态，1995-1996 互联网仍处于通信基础设施阶段；1997 年网站、门户时代开启，但本质上仍是软件/程序的时代；1998 年互联网思维开始萌芽（邮箱系统/游戏平台），但仍然是软件工程师们的创造；1999 年海外上市的财富效应催生更多巨头成立；2000 年互联网泡沫，危机中被淬炼——2001 年内部治理、2002 年营销渠道 2003 年电商、2004 年网游、2005 年搜索、2006 年抢用户、2007 年页游、2008 年社交，至此，互联网的业务模式、变现模式全部发展成型。

图4. 30年浪潮回溯：互联网 1994-2023



资料来源：Wind、工信部、国投证券证券研究所

回溯 1994 年、1995 年，当下 AI 与其相比，1) AI 当下，仍处于基础设施阶段？2) 运营商的角色如何定位？或者工信部？科技部？3) 牌照谁发放？会否也有 ISP、ICP？4) 各类大模型的官宣、迭代，是否也类似于当时的开花未结果？5) AI 的发展区域排序？

图5. 回溯 1994-2004：1995、1996



资料来源：国投证券证券研究所

回溯 1997 年，当下的 AI 标的，引入国资是趋势，后续如何上市？被收购、重组、借壳？AI 时代的内容，会否类似于 ICP 的机制？

1997 年的互联网，新内容形式从音乐、视频、文字，都是商业模式创新、制作方式创新、收费方式创新，各种创新带来的供给端大繁荣，AI 时代的当下，大概率也是生产方式的创新？重塑内容制作环节？

从 1997 年的回溯中，我们能看到，领跑不关键，关键是要跑到最后；资本助力非常关键，彼时海外资本是第一助力、国内股市繁荣是第二助力；且垂类探索是一种非常好的发展契机。

图6. 回溯 1994-2004：1997

回溯1994-2004：1997

1997年 引入海外资本、上市  
网络广告：英特尔的Flash广告  
ChinaByte是ChinaNet的第一批代理商，B类（ICP），第一批在互联网上做内容的人  
付费高、支付及时，日更、大量原创，有影响力、做了很多观念的启蒙  
1997年领跑、1998年被赶上、1999年落后  
世界杯后，特别适合顺应潮流将世界杯网站变成体育网站  
1998年被边缘化、人民网成立；重组不顺，无法借力1999年519行情  
太极网与ChinaByte合并后，PConline于2007年底香港上市，CNET、PCPOP、IT168后来者居上  
新华社全资子公司注册了中华网，后创办《中国证券报》《上海证券报》  
南方的媒介开始了延续到现在的年终“盘点”

相似或差异

- ① AI标的，引入国资是趋势；如何上市？被收购、重组、借壳？
- ② AI时代的内容？类似于ICP的机制？新内容形式从音乐、视频、文字，都是商业模式创新、制作方式创新、收费方式创新，各种创新带来的供给端大繁荣
- ③ 领跑不关键
- ④ 海外资本是第一助力、国内股市繁荣是第二助力
- ⑤ 垂类探索是好时机

资料来源：国投证券证券研究所

回溯 1998 年、1999 年，互联网初期的发展，核心是“极客”、软件工程师们的创新，AI 时代对应的关键力量是算法工程师？

互联网相对于软件业，用户需求、商业意识非常重要，对应着生存与发展的需要，AI 时代除了算法、算力、结构化数据，用户需求、商业意识仍然非常重要。

图7. 回溯 1994-2004：1998、1999

回溯1994-2004：1998、1999

1998年 极客当道  
网易：拿下163.net的免费电子邮箱系统，开发出大容量的电子邮箱服务系统，是网易由生存转向发展的一个重要飞跃  
联众：中文网络游戏平台  
腾讯：3721、个人主页  
互联网时代，程序员让位于产品经理  
丁磊：网虫（明白用户的需求）、商业意识很好（知道哪些需求有可能变成钱）  
黑客  
1999年 狂欢  
中华网上市并大获成功；519行情启动  
海归、商人、极客、VC推手（软银、IDG）齐聚  
8848：因小失大、葬送先机  
联众被收购：有用户数、有粘性、有想象空间、也有技术含量的项目  
百度成立、盛大成立、九城成立  
阿里巴巴、携程、当当成立

相似

- ① 极客/黑客对应于“软件业”，AI时代的“软件”是什么？FSD？
- ② 中华网率先上市，得益于“资质、上市安排过硬”
- ③ 牛市浪潮催生创业潮，2025、2026？

差异

- ① 互联网四要素：海归、海外资本、极客、商人在1998年均到位；且摸索、创造出商业模式，有开放意识的电信运营者。当下？
- ② 互联网相对于软件，用户需求、商业意识非常重要，对应着生存与发展的需要，AI时代？

资料来源：国投证券证券研究所

2000 年左右的互联网泡沫破灭，是危机，但正是在危机中，加速了国内互联网企业对业务模式的全力探索，在危机中苦于商业化变现的压力，也催生出了中国特色的变现四大模式：广告、游戏、电商、增值服务。

图8. 回溯 1994-2004：2000

回溯1994-2004：2000

2000年 泡沫四溢  
网络游戏《人在江湖》《天下》  
李嘉诚（TOM）、柳传志（联想），IPO、合作  
联想分拆，FM365随“三点一线”的互联网战略失败而烟消云散  
卓越网转向电子商务（雷军），互联网对客户有价值才有意义  
卓越网音像领域《大话西游》《东京爱情故事》《加菲猫》，精品+大众  
网络用户约2250万，手机使用用户数 8453万，如何对网友进行收费？移动梦网！  
王晓初“移动梦网”：商业化变现的客观条件，到位了

相似或差异

- ① TOM的资本运作堪称经典，投行家仍在？联想资本运作出色，分拆的战略失败。不可兼得？
- ② 互联网的运营开始有特质：精品+大众的选品策略，用户价值。AI与行业结合，是个值得期待的部位！
- ③ 手机用户快破1亿了，开花后如何结果？移动梦网！当下，AI某应用的用户也快速1亿规模，开花后如何结果？

资料来源：人民邮电报、国投证券证券研究所

图9. 回溯 1994-2004：2001

回溯1994-2004：2001

2001年 危机中，内部治理、管理  
**网易**：短信业务/增值业务，SP  
《大话西游》后，代理游戏《精灵》推广开了网易的一卡通服务  
《大话西游②》大获成功：1) 完整的美术资源；2) 程序底层稳定；3) 事先有技术上的合理规划；4) 更强的技术力量支持；5) 有漫长的测试期，并未匆匆上线  
类似于丰田的产品设计理念：持续改进策略  
点卡交易系统的引进，游戏内的经济系统达到了一个更为稳定的平衡状态；网络游戏更注重人与人之间的交流互动，模拟一个社会，社会的稳定和平衡是一个动态过程，规则并不是一开始就设计好、一成不变的。对规则的不断修改、增删、调整，动态调节的过程是网络游戏和单机游戏最大的区别  
**搜狐**：守卫战（北大青鸟）；沟通与放缓，保守沟通；出业绩；董事会优化，拿到绝对控股权  
**新浪**：为中概股海外上市做出样板标杆的范式，但董事会结构一开始就不稳定，最终创始人兼CEO退出  
**阿里**：“遵义会议”，自救：1) 延安整风，来统一价值观；2) 抗日军政大学，来培训干部团队的管理能力；3) 南泥湾开荒，来培养销售人员面对客户应有的理念、方法和技巧

相似或差异

- ① AI时代的移动梦网？
- ② 为了生存的诸多支线业务，也留下好的副产品
- ③ 互联网产品需要打磨、持续改进；类似社会运行，规则是运行出来的，听用户说、看用户反馈，互联网产品的内核是“交互”，AI产品的内核是？
- ④ 危机靠创始人，均疲于奔命；危机中建立内部治理、管理

资料来源：国投证券证券研究所

图10. 回溯 1994-2004：2002

回溯1994-2004：2002

2002年 **内容的运营时代：产品+渠道**  
**3721**经营代理商：1) 渠道、产品、技术、市场；2) 与电信、浏览器、门户网站搜索框的商务合作；3) 代理商；4) 新产品如何讲、如何得到机会讲？5) PK CNNIC  
**百度**PK谷歌：1) 搜索服务→加速下载服务→搜索与资料管理→面向消费市场；2) 闪电计划，基于用户行为自发改进产品；无数小bug修复和小Feature（功能）迭代  
**盛大**：1) 代理游戏《热血传奇》；2) 以网吧为中心建立销售渠道；3) 自建线上销售系统；4) 收购并成为总代理Actoz的第一大股东  
**ChinaRen**与搜狐合并

相似或差异

- ① 互联网内容，在PC时代，与卖产品无差异，产品+渠道，AI时代？
- ② 产品、技术、渠道、市场；合作、代理商体系、新产品推介、与竞争对手PK
- ③ 反复调整业务模式，互联网产品的持续迭代很关键，AI时代的产品？
- ④ 抓住机遇去做大时，上下左右全是问题
- ⑤ 被合并，是一条好出路

资料来源：国投证券证券研究所

图11. 回溯 1994-2004：2003、2004

回溯1994-2004：2003、2004

<p>2003年 <b>电商</b>崛起、基于传统产业的创新服务崛起 除阿里，成立于2003年的京东 电子商务的教育和普及工作得到加速：阿里在海外投放了打了广告 阿里：因封禁，推出淘宝 C2C的eBay收购易趣 携程上市 亚马逊收购卓越</p> <p>2004年 <b>网游</b>崛起 盛大：逆风上市，开启了持续收购（盒子战略） 九城：跟进盛大，代理《魔兽世界》 巨人：《征途》道具收费，推广渠道，触角更深、更下沉 腾讯上市：1) SP业务+虚拟增值业务；2) 搜索、广告、电商学习美国，增值、游戏、体验类消费学习韩国；3) 会员体系 3721被雅虎收购</p> <p><b>差异</b></p> <p>① 网游的崛起，除内容本身、渠道建设、收费体系搭建，模式创新也很关键</p> <p>② 腾讯即时通信（QQ）的基本盘，立足是SP+虚拟增值业务（会员体系），做大是后续的游戏（页游时代）</p>	<p><b>相似</b></p> <p>① 2003年电商、2004年网游、2005年搜索、2006年抢用户、2007年页游、2008年社交</p> <p>互联网时代的4大变现方式陆续出现，AI时代的变现方式？</p> <p>② 非典，反而是电商的良机，教育消费者与供应商；也是互联网与传统产业创新服务推进的好时机</p> <p>③ 上市后的扩张，多数都有隐患</p>
---	--

资料来源：国投证券证券研究所

2005年开始，门户网站时代转向了社交大战，抢用户的时代正式开始；2008年随着移动互联网时代的开启，主要操作系统开始发布；2012年移动互联网时代的繁荣开启，直至2023年互联网用户的渗透率达到比较高的比例。

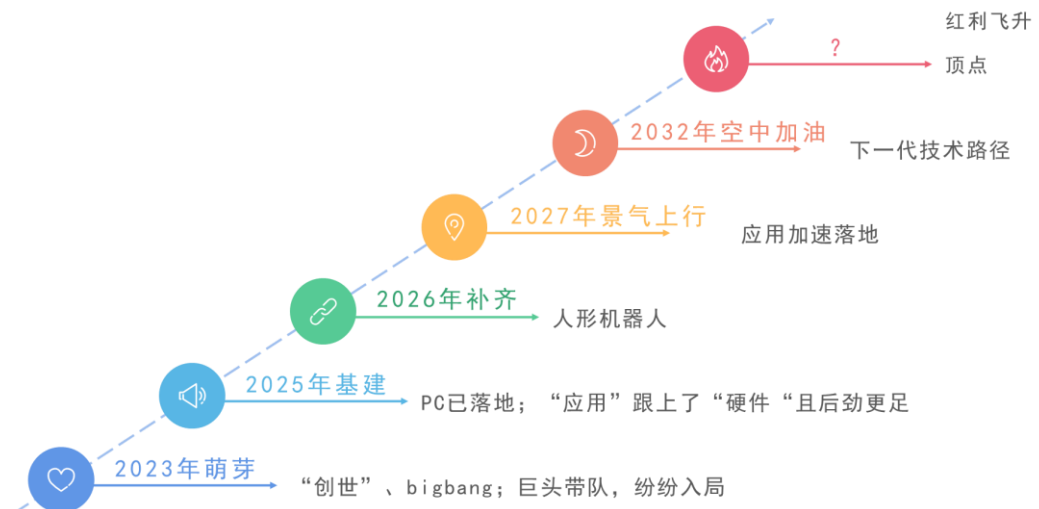
若以2008-2012年为分水岭，2008年之前，互联网处于基建、门户时代、社交大战时代，伴随而来的是在线文学、音频、视频、网游的大繁荣；2012年之后，移动互联网开始深刻影响各行各业，强变现开始成为趋势，如直播、短视频等，内容加速下沉。

1.2. 当下 AI 发展，仍处于基础设施建设阶段

当下 AI 发展，仍处于基础设施建设阶段，伴随着生成式 AI（各类大模型）、具身 AI（各类机器人）的持续迭代、落地应用，我们更关注，类似于电信与移动的关键推动力是谁？业务模式会如何发展？互联网时代的门户网站们，当下会否是各类 agent？

我们预判当下 AI 处于基础设施建设阶段，以史为鉴，必然要经历 AI 业务模式的成型、商业模式变现的探索、门户网站时代切向社交时代的抢用户大战。未来伴随着新的技术路径切换，类似于移动互联网时代的“空中加油”，会将 AI 的发展推向新的高度与阶段。

图12. AI 科技浪潮：由萌芽到基建，景气上行……



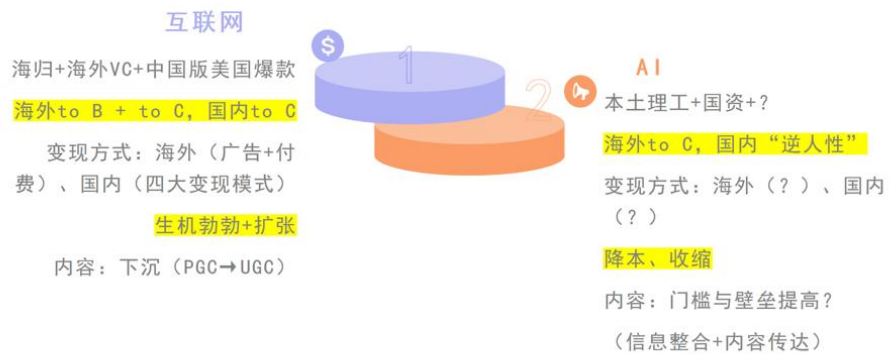
资料来源：国投证券证券研究所

2. AI 与互联网，两大科技浪潮的 5 个不同

相较互联网，面向应用落地，AI 有诸多完全不同的特征与属性。互联网时代，中国的落地应用，更多是按照“中国版本的美国爆款”逻辑去发展，如中国版 Yahoo、中国版亚马逊，AI 时代中国的落地应用，我们判断会发展出自身的特色。互联网时代，美国的爆款应用，更多是 to B 方向，如微软、salesforce，中国则是以 to C 为主，如 BAT，AI 时代我们判断海外反而更容易出 to C 的爆款，如多邻国等，国内 to C 或 to B 都不关键，关键在于“逆人性”——如 AI 查版权侵权、偷税漏税等。互联网时代的变现方式，海外以广告与付费为主，国内则发展出经典的“四大变现方式”——电商、游戏、广告、增值服务；AI 时代，目前国内的付费习惯已养成，有望成为有别于互联网时代的变现模式；互联网时代的生机勃勃、扩张与 AI 时代更适合降本形成鲜明对比；互联网时代的内容下沉，PGC 转向 UGC，但 AI 时代，我们预判内容分发与传达的门槛及壁垒将明显提升。

图13. AI VS 互联网：5个不同之处

AI VS 互联网：5个不同之处



资料来源：国投证券证券研究所

### 3. 文化传媒是 AI 重塑供给端的重要垂直领域

纵观全球历史，科技与文化是创新的两大源泉，科技与文化将涌现出 4 大“AI to C”的主要方向：硬件入口、现象级应用、爆款内容、IP 运营。文化与传播，两个环节都会被 AI 重塑，如 AI 深刻重塑影视内容的制作、AI 重构内容的分发机制等。

相较移动互联网时代的内容下沉，我们预判 AI 时代内容的制作门槛、壁垒或许会下降（AI 有助于信息收集效率提升、AI 有助于内容生成的成本下降），但内容的分发与传达，其门槛与壁垒或将大幅提升（制作门槛下降引发内容爆炸，注意力分散）。

当下正处于 AI 浪潮的初期，参考互联网时代的发展初期，当下的内容产业，其创新并非是产生全新的内容形态，更多是模式创新、组织方式创新，如生产制作的环节重塑、产业链增加新的环节、出现新的赛道、新的模式。

与此同时，相较互联网时代，文化出海将成为 AI 时代内容产业做大做强非常重要的一极，参考日本任天堂的崛起经验，中国有望在文化出海的过程中，诞生全新的爆款内容公司。

图14. AI 时代的内容预判

AI时代的内容预判

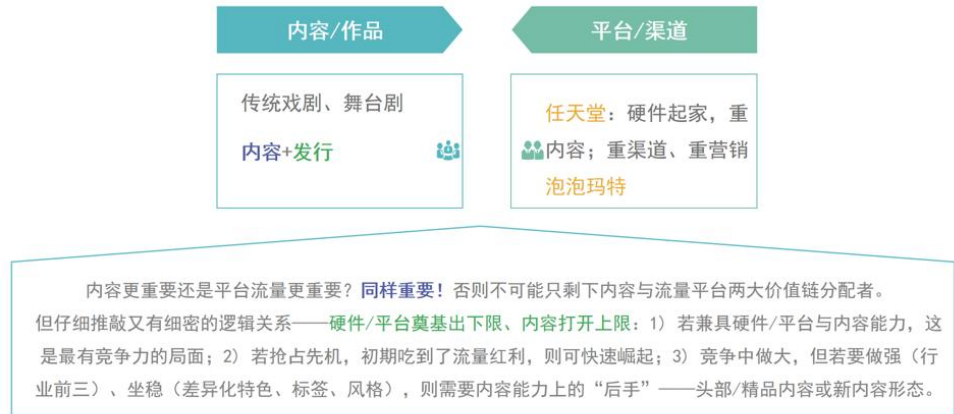


资料来源：国投证券证券研究所

内容产业的发展史，在互联网时代，产业链中的两大关键，分别是内容与平台，两者之争，本质上是产业链的价值动态分配过程，如影视内容制作，受益于视频平台在崛起、竞争过程中对头部内容争夺所牵引出来的量价齐升。伟大的公司，如任天堂，内容与平台/渠道/硬件，两方面都很强；但 AI 时代，对于内容与平台之争，或有第三种可能性——产业链中增加一个环节！

图15. 内容与平台之争？任天堂是一种答案，AIGC 时代或出另一种答案

内容与平台之争？任天堂是一种答案，AIGC时代或出另一种答案



资料来源：国投证券证券研究所

图16. AIGC 时代或出另一种答案：专门做商业化变现的平台型公司

内容与平台之争？任天堂是一种答案，AIGC时代或出另一种答案



资料来源：国投证券证券研究所

#### 4. 衡量顶级创新型公司的唯一标准：爆款+高毛利率

硬件入口与现象级应用，互为表里；爆款内容与 IP 运营，相辅相成。换一个角度，硬件入口与爆款内容，是基于科技、文化的 to C 大创新，是划时代赢得人心的“大爆”；现象级应用更像是“导航”功能的持续探索（类似于 3721 的地推、百度的闪电计划），IP 运营也更多的是爆款产品形态的 IP 运营范式，相较技术与产品，市场与营销（运营）是竞争到最后的更为重要的关键所在。

我们之所以在研究上，以上述四个方向为科技与文化的抓手，核心在于，唯有这四个方向，能更大概率帮助龙头公司在出爆款的同时，享受产品溢价，使毛利率有望达到较高的水平（苹果与任天堂，接近 50% 的毛利率；Meta 与泡泡玛特，在 70% 左右甚至以上的毛利率）。

毛利率历来是衡量公司竞争力的关键指标，高毛利率，代表着品牌或运营带来的独特壁垒、门槛或护城河，既能出爆款，又能长期保持在高毛利率水平上的商业模式，代表着公司独一无二的基因与文化，历经传承而不灭。

#### 5. 投资建议

受益于 AI 浪潮、消费 IP 化趋势，传媒板块有望迎来全新的发展阶段。关注：

AI 标的：云天励飞、第四范式、出门问问、格灵深瞳、昆仑万维、云从科技、商汤。

弹性标的：智度股份、粤传媒、川网传媒、读客文化、天娱数科、三六五网、迅游科技、人民网、奥飞娱乐。

影视：博纳影业、万达电影、芒果超媒、中国电影、横店影视、金逸影视、华谊兄弟。

游戏：恺英网络、神州泰岳；顺网科技、姚记科技、浙数文化、中青宝；三七互娱。

营销：元隆雅图、宣亚科技、返利科技、电声股份、新媒股份、分众传媒、省广集团、三人行、蓝色光标、旗天科技、卓创资讯、凡拓数创。

出版：内蒙新华、城市传媒、皖新传媒、新华文轩、中国科传、长江传媒、中文传媒。

广电：广西广电、贵广网络、歌华有线。

人形机器人：优必选、肇民科技、汇川技术。

## 6. 风险提示

AI 重塑内容制作环节，财务指标波动过大的风险。

AI 发展过程反复曲折波动的风险。

消费 IP 化的趋势中，政策监管趋严的风险。

科技伦理争议的风险。

## 目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034