

行业研究|行业深度研究|传媒

柳暗花明，曙光重现 -传媒互联网行业 2025 年度投资策略



| 报告要点

2025 年关注三大投资主线：1) AI 应用持续落地，包括 B 端和 C 端，将影响营销、电商、搜索、教育、影视、游戏、出版等行业，进一步提升效率，改造商业模式、创造增量。同时关注 AI 眼镜及 AI 玩具等硬件端机会。2) 出海开启 2.0 时代，从商业模式输出到文化输出，开启新增长空间。继续看好游戏、短剧及玩具出海。3) IP 衍生品板块进入高速发展期，精神消费、悦己消费成为中长期消费增长点，产业与时代共振。

| 分析师及联系人



姚蕾

SAC: S0590524090001



丁子然

SAC: S0590523080003



武钊西

SAC: S0590524010004

传媒

柳暗花明，曙光重现

-传媒互联网行业 2025 年度投资策略

投资建议：强于大市（维持）
上次建议：强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《传媒：微信开测“送礼物”，关注微信电商产业链机会》2024.12.22
- 2、《传媒：传媒互联网 2024Q3 持仓点评：A 股传媒仍处低配，港股互联网持仓稳中有升》2024.11.02



扫码查看更多

➤ AI 应用：2025 年科技主线

复盘 2024 年，全球 AI 投融资主要集中在基础设施、硬件、模型端，全球大模型公司融资加速、整合加速，竞争格局已较为明朗，头部公司估值高，预计将逐渐从以模型训练为主转向模型训练及产品优化、开发者支持、商业变现并重的阶段。2025 年，预计 AI 应用将加速落地。企业应用层面，关注 AI 在营销、电商等领域的提效；原生应用层面，关注搜索、陪伴、教育、短剧、游戏等原生 AI 应用方向进展；此外，AI 与智能硬件的结合将带来交互革命，关注 AI 眼镜及 AI 玩具。

➤ 出海 2.0：从商业模式输出到文化输出

此前，中国文娱企业的“出海 1.0”时代以商业模式出海为主。以移动游戏为例，主要是智能手机+主机/端游玩法移植/简化+服务型游戏运营模式的组合，题材仍以欧美日韩等 T1 市场用户喜欢的多文明、末日为主。随着西游题材的《黑神话：悟空》全球销量近 3000 万份并入围 TGA 年度最佳游戏、泡泡玛特旗下 IP Labubu 在东南亚及全球破圈，两家公司均取得了超预期的业绩表现，也标志着文化出海进入 2.0 阶段。伴随文化输出的出海业务，将更具备更强的爆发力和持久性。

➤ IP 衍生品：产业与时代共振，海内外市场空间均较大

IP 衍生品包括泛娱乐玩具、授权、实体娱乐等变现模式：1) 泛娱乐玩具：国内玩具行业处于中高速增长期，产品创新、全球化推动持续增长；海外玩具行业规模大，中国企业有望从出口代工转向品牌运营。2) 授权：处于起步阶段，背靠国内巨大消费市场，增长潜力大。全球来看，乐高、万代等全球泛娱乐龙头依托 IP 撬动多元变现、推动全年龄化、全球化战略，有望带动业绩持续增长。

➤ 投资建议

2025 年关注三大投资主线：1) **AI 应用加速落地**，将影响营销、电商、教育、影视、游戏等行业，进一步提升效率、创造增量，同时关注 AI 眼镜及玩具等硬件端机会。2) **出海开启 2.0 时代**，开启新增长空间，继续看好游戏、短剧及玩具出海。3) **IP 衍生品板块**进入高速发展期，精神消费、悦己消费成为中长期消费增长点。我们看好优质国产 IP 通过拓展线上内容、线下实体衍生品，提升 IP 影响力，打开商业化空间。**相关标的**：泡泡玛特；恺英网络、神州泰岳、吉比特、巨人网络；中文在线、昆仑万维、盛天网络；万达电影、芒果超媒。

风险提示：AI、MR 等技术落地不及预期风险、竞争加剧风险、行业监管风险、经济发展不及预期风险、行业空间测算偏差风险

正文目录

1. AI：2025 年聚焦 AI 应用	6
1.1 AI 应用：大模型生态发展的充要条件	6
1.2 投融资：模型层头部化显著，应用层多领域起量	7
1.3 全球龙头 OpenAI：高速增长，产品化进展加速	12
1.4 AI 原生应用：数据大幅增长，商业探索提速	14
1.5 AI+硬件方向：AI 激发新终端交互革命	19
2. 出海 2.0：从商业模式输出到文化输出	23
2.1 游戏出海：景气持续，《黑神话》引领文化出海	23
2.2 短剧出海：空间大，“本土+译制”模式表现好	25
2.3 玩具出海：从制造出口到文化出海	32
3. IP 衍生品：精神需求崛起，海内外市场空间均较大	35
3.1 市场规模：国内中高速增长，海外空间广阔	35
3.2 供需角度：精神消费崛起，国内厂商竞争力提升	41
3.3 全球对标：从乐高、万代看国内 IP 衍生品空间	43
4. 投资建议	50
4.1 关注 AI 应用加速	50
4.2 关注文娱企业“文化出海”机会	51
4.3 关注 IP 衍生品产业链机会	51
4.4 重点公司估值表	52
5. 风险提示	52

图表目录

图表 1：截至 2024 年底，全球 AI 基础设施背后的收入预期已达到 6000 亿美元	7
图表 2：2024 年各月国内/海外 AI 投融资记录	8
图表 3：2024 年各月国内/海外 AI 投融资金额	8
图表 4：全球 AI 头部初创公司估值水平 Top10（亿美元）	9
图表 5：全球 AI 头部初创公司总收入水平 Top10（亿美元）	9
图表 6：2024 年融资超 1 亿美元的美国 AI 初创公司（部分）	9
图表 7：2024 年国内 AI 投融资梳理（部分）	11
图表 8：OpenAI 2024 年产品发布时间线	13
图表 9：ChatGPT 网页端月度访问量（亿次）	14
图表 10：ChatGPT 移动端月度下载量（百万次）	14
图表 11：头部 AI+陪伴类产品数据梳理	15
图表 12：Perplexity 网页端月访问量及环比增速（万次，%）	16
图表 13：Perplexity 使用界面	16
图表 14：头部 Chatbot 类产品相继推出搜索功能	17
图表 15：头部 AI 视频生成模型 2024 年 11 月 web 端访问量数据及功能特点	18
图表 16：昆仑万维 SkyReels 界面	19
图表 17：井英科技 Reel AI 界面	19
图表 18：Ray-Ban Meta 和雷朋太阳镜外观对比	20

图表 19:	用 Ray-Ban Meta 拍摄的视频画面	20
图表 20:	2024 年 AI 眼镜新品统计	21
图表 21:	跃然创新产品 BubblePal	23
图表 22:	奥飞娱乐 AI 玩具“喜羊羊超能铃铛娃娃”	23
图表 23:	中国游戏出海市占率 (%)	24
图表 24:	中国自研游戏海外收入及同比增速	24
图表 25:	头部出海新游 2024 年各月海外流水趋势	24
图表 26:	央视新闻专访《黑神话：悟空》制作人	25
图表 27:	《黑神话：悟空》获 2024 年 TGA 年度游戏提名	25
图表 28:	海外短剧 APP 上架时间、每日下载量、净流水 (次、美元)	26
图表 29:	海外短剧 APP 主要地区每月全球下载量占比 (%)	26
图表 30:	海外短剧 APP 主要地区每月全球净流水占比 (%)	26
图表 31:	头部 APP 季度全球净流水 (万美元)	27
图表 32:	头部 APP 季度全球下载量 (万次)	27
图表 33:	各头部 APP 季度下载量份额 (%)	28
图表 34:	头部短剧出海 APP 季度净流水占比 (%)	28
图表 35:	DramaBox 季度净流水地区分布占比 (%)	29
图表 36:	DramaBox 季度下载量地区分布占比 (%)	29
图表 37:	ReelShort 季度净流水地区分布占比 (%)	30
图表 38:	ReelShort 季度下载量地区分布占比 (%)	30
图表 39:	ShortMax 季度净流水地区分布占比 (%)	31
图表 40:	ShortMax 季度下载量地区分布占比 (%)	31
图表 41:	短剧出海空间测算 (亿美元)	32
图表 42:	中国玩具出口金额 (亿美元, %)	32
图表 43:	泡泡玛特海外收入、增速及占比 (左, 百万元; 右, %)	33
图表 44:	泡泡玛特海外渠道收入及构成 (左, 百万元) 及 24H1 海外区域收入占比 (右, %)	34
图表 45:	泡泡玛特海外门店数量及增速 (家, 不含合营)	34
图表 46:	Labubu 泰国主题店开业 (左) 及 The Monster IP 年收入 (右, 百万元、%)	35
图表 47:	中国 IP 衍生品市场规模 (亿元)	36
图表 48:	中国泛娱乐玩具行业市场规模及产品类别 (十亿元)	37
图表 49:	全球&中国玩具市场规模 (左, 亿美元) 及各国年均玩具消费 (右, 美元/人)	37
图表 50:	泛娱乐玩具借力 IP 成为大热产品	38
图表 51:	《原神》官方“谷子”类产品	38
图表 52:	中国泛二次元用户人数 (亿人)	39
图表 53:	国内二次元移动游戏市场规模、增速及移动游戏整体增速 (亿元, %)	39
图表 54:	二次元周边衍生产业空间 (千亿元)	40
图表 55:	中国授权商品零售额 (左, 亿元, %) 及年度授权金 (右, 亿元, %)	41
图表 56:	全球授权商品及服务销售额 (左, 亿美元; 右, %)	41
图表 57:	中国消费者消费行为变迁历程	42
图表 58:	IP 衍生品产业链	43
图表 59:	2005-2023 年乐高集团营收及净利润 (左, 亿丹麦克朗; 右, %) ...	44
图表 60:	2005-2023 年乐高集团毛利率及净利率 (%)	45
图表 61:	2005-2023 年乐高集团 IP 支出 (左, 亿丹麦克朗) 及 IP 支出占收入比例 (右, %)	45
图表 62:	万代南梦宫四大事事业群	46

图表 63:	万代南梦宫“IP 轴战略”.....	47
图表 64:	万代南梦宫重点战略.....	48
图表 65:	2012-2024 年万代南梦宫营收及归母净利润（左，十亿日元；右，%）	48
图表 66:	万代南梦宫主要收入分部（左，十亿日元）及占比（右，%）	49
图表 67:	万代南梦宫 Top9 IP 收入（十亿日元）	50
图表 68:	2006-2024 财年万代南梦宫第一大 IP 高达收入（十亿日元）	50
图表 69:	重点公司盈利预测和估值表.....	52

1. AI：2025 年聚焦 AI 应用

1.1 AI 应用：大模型生态发展的充要条件

AI 基础设施投资背后的收入预期已达 6000 亿美元。据红杉资本于 2024 年 6 月发布文章，预计到 2024 年底，英伟达数据中心收入有望达 1500 亿美元，对应全市场对于 AI 数据中心的投入将达到 3000 亿美元。再考虑到 Azure、AWS 等云厂商及终端 AI 应用的毛利率（合计假设为 50%），则对应的 AI 应用收入预期将达到 6000 亿美元。从生成式 AI 各产业链环节来看：

1) **从基建端来看**，GPU 供应短缺逐步消退、各大厂商 GPU 库存仍在增长、且英伟达性能更强的 B100 芯片即将推出，因此算力等基础设施供给曲线或将趋缓；

2) **从模型技术来看**，大语言模型（LLM）Scaling Law 自 2024 年以来呈现放缓趋势，据 The Information 报道，OpenAI 正在开发的新一代语言模型 Orion 相较于 GPT-4 的性能提升幅度较低；而从 2024 年发布的重点新模型 GPT 4o、o1 等来看，**模型巨头的开发重点转移到预训练之后的环节（强化学习及测试阶段），以及多模态生成能力的提升上；**

3) **从应用端来看**，OpenAI 是全球收入最高的 AI 初创公司，预计 2024 年收入将达到 37 亿美元，其中 ChatGPT 应用贡献的收入有望达到 27 亿美元。据红杉资本文章，假设全球科技巨头（OpenAI+谷歌、微软、苹果、Meta+甲骨文、字节跳动、阿里巴巴、腾讯、X 和特斯拉）共产生 1000 亿美元 AI 相关收入，则来自 AI 应用相关收入对应基础设施投入的缺口仍有 5000 亿美元。

在经历基础设施的高速扩张，以及模型迭代进展放缓，**AI 应用加速发展成为全球 AI 生态更进一步发展的充要条件。**如何为广大 B 端、C 端用户提供有价值的 AI 产品并产生收入，成为全球科技巨头、初创龙头企业、以及一级市场投融资最为关心的问题。

图表1：截至 2024 年底，全球 AI 基础设施背后的收入预期已达到 6000 亿美元

	Q4 2023 ESTIMATE	Q4 2023 ACTUAL	Q1 2024 ACTUAL	Q4 2024 ESTIMATE
NVDA Data Center Run-Rate Revenue	\$50	\$74	\$90	\$150
Data Center Facility Build and Cost to Operate	50%	50%	50%	50%
Implied Data Center AI Spend	\$100	\$147	\$181	\$300
Software Margin	50%	50%	50%	50%
AI Revenue Required for Payback	\$200	\$294	\$363	\$600

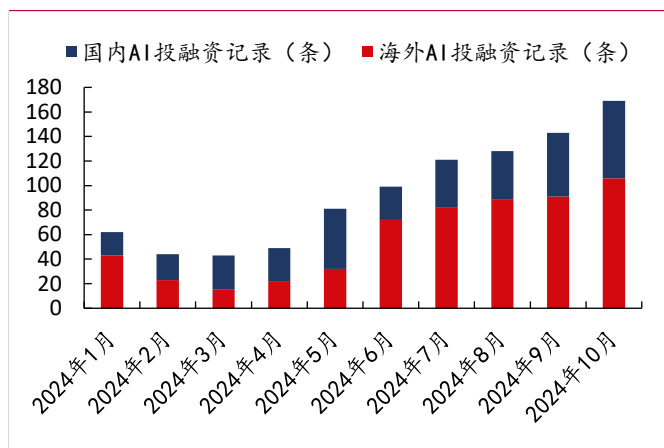
资料来源：SEQUOIA，国联证券研究所

注：图表单位为十亿美元

1.2 投融资：模型层头部化显著，应用层多领域起量

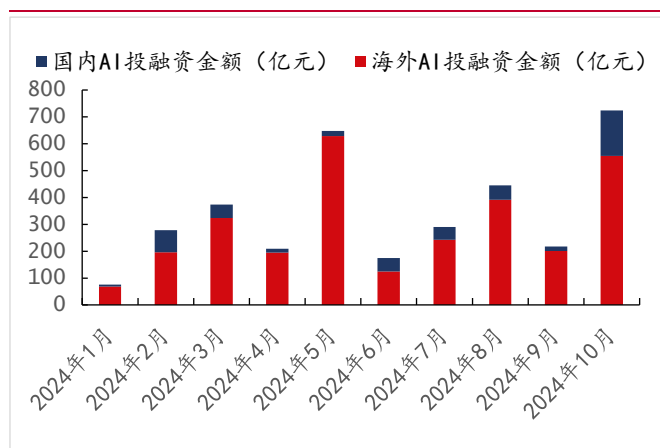
2024 年以来，全球 AI 一级市场融资持续升温。从数量来看，2024 年 Q1-Q3 国内、海外 AI 投融资次数分别达到 301/469 次，且自 2024Q2 起持续增长。从金额来看，2024 年 Q1-Q3 国内、海外 AI 投融资金额分别达到 339/2372 亿元。其中单月融资金额峰值主要系大模型公司单笔大额融资，其中海外代表性案例包括：3 月 Anthropic 获亚马逊 27.5 亿美元战略融资，5 月 xAI 获 60 亿美元 B 轮融资，以及 10 月 OpenAI 获 66 亿美元融资；国内代表性案例包括：2 月月之暗面获阿里巴巴领投的 10 亿美元第二轮融资，3 月 MiniMax 获由阿里巴巴领投的 6 亿美元 A+轮投资，6 月智谱华章获沙特基金 4 亿美元投资，7 月百川智能获 50 亿人民币融资，8 月月之暗面获腾讯领投的超 3 亿美元投资。

图表2：2024 年各月国内/海外 AI 投融资记录



资料来源：非凡产研，国联证券研究所

图表3：2024 年各月国内/海外 AI 投融资金额

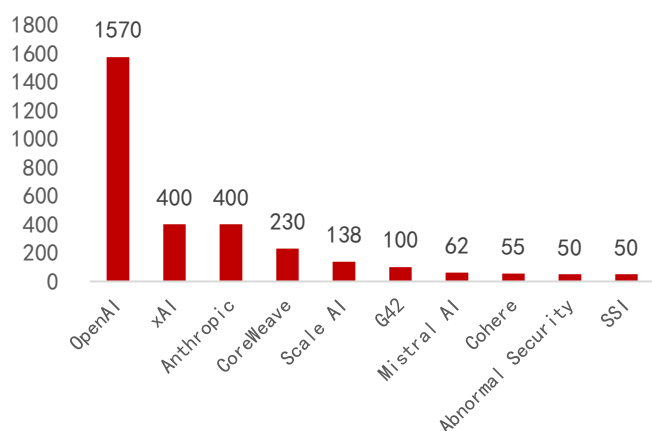


资料来源：非凡产研，国联证券研究所

OpenAI 收入预计实现倍数增长，估值达到 1570 亿美元。OpenAI 经过 2024 年 10 月最新一轮融资，估值达到 1570 亿美元，大幅领先于其他 AI 独角兽企业。从收入来看，OpenAI 预计 2024 年营收 37 亿美元，2025 年营收预计将达到 116 亿美元。其中，ChatGPT 预计在 2024 年贡献 27 亿美元收入，同比 2023 年（7 亿美元）增长 286%。从订阅用户数据来看，截至 2024 年 9 月，约有 1000 万 ChatGPT 用户每月支付 20 美元的订阅费用。

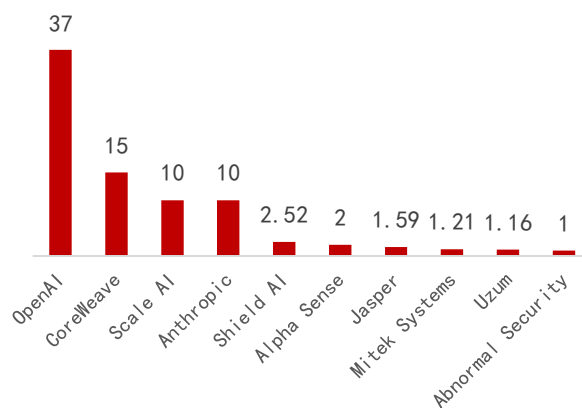
其他头部 AI 初创公司中，xAI、Anthropic 估值达到 400 亿美元量级，CoreWeave、Scale AI 等商业化进展领先。另有部分头部初创公司已陆续被科技巨头合并，如 Inflection AI（此前估值 40 亿美元）创始团队加入微软，Character.AI（此前估值 25 亿美元）创始人加入谷歌。

图表4：全球 AI 头部初创公司估值水平 Top10（亿美元）



资料来源：非凡产研，量子位，投资界，投中网，国联证券研究所

图表5：全球 AI 头部初创公司总收入水平 Top10(亿美元)



资料来源：非凡产研，国联证券研究所

海外投融资：大模型呈集中化，B 端应用数量最多。从被投公司类型来看，在 Techcrunch 统计的 2024 年融资金额超过 1 亿美元的公司中：1)模型层公司头部化显著，其中仅 OpenAI、xAI 两家独角兽的融资金额已超 100 亿美元，资金集中度较高。2024 年新入局者包括 OpenAI 联合创始人 Ilya 新成立的 AI 模型公司 SSI，以及斯坦福人工智能实验室主任李飞飞成立的空间智能公司 World Labs。2)应用层公司数量最多，其中多数面向医药、SaaS、编程、企业端搜索、法律等 B 端场景，少数面向 C 端场景的包括 Perplexitiy (AI 搜索)、Suno (AI 音乐) 等。3)基建层公司中，获英伟达投资的 AI 算力服务平台 CoreWeave 完成 11 亿美元 C 轮投资；4)中间层公司中，早期布局数据标注的 ScaleAI 获 10 亿美元 F 轮投资。

图表6：2024 年融资超 1 亿美元的美国 AI 初创公司（部分）

公司名	领域	融资轮次	融资金额 (亿美元)	估值 (亿美元)	时间	类型
OpenAI	大模型	-	106	1570	10 月 2 日	模型层
xAI	大模型	B 轮	120	400	5 月、11 月	模型层
CoreWeave	AI 算力服务	C 轮	11	230	5 月 1 日	基建层
SSI	大模型	种子轮	10	50	9 月 4 日	模型层
Scale AI	数据标注	F 轮	10	140	5 月 22 日	中间层
Xaira Therapeutics	AI 医药	D 轮	10	27	4 月 23 日	应用层
Figure	机器人	D 轮	6.75	27	2 月 24 日	应用层
AlphaSense	AI 销售	F 轮	6.5	40	6 月 11 日	应用层
Groq	AI 芯片	D 轮	6.4	30	7 月 19 日	基建层
Poolside	软件开发	B 轮	5	30	10 月 3 日	应用层

Abnormal Security	AI 安全	D 轮	5	40	8 月 15 日	应用层
Perplexity	AI 搜索	风险投资	5	90	11 月	应用层
KoBold Metals	AI 探矿	风险投资	4.92	85	10 月 2 日	应用层
Magic	AI 编程	C 轮	3.2	12	8 月 29 日	应用层
Lambda	AI 云平台	C 轮	3.2	15	2 月 15 日	中间层
Skild AI	机器人	A 轮	3	15	7 月 9 日	应用层
Cyera	数据安全	C 轮	3	14	3 月 9 日	应用层
Glean	AI 搜索	E 轮	2.6	45	9 月 10 日	应用层
Augment	AI 编程	B 轮	2.27	9.77	4 月 28 日	应用层
Glean	AI 搜索	D 轮	2.03	22	2 月 27 日	应用层
Cognition	AI 编程	A 轮	1.75	20	4 月 24 日	应用层
Celestial AI	AI 存储	C 轮	1.75	-	3 月 27 日	基建层
Codeium	AI 编程	C 轮	1.5	12	8 月 15 日	应用层
Abridge	AI 抄写员	C 轮	1.5	8.5	2 月 23 日	应用层
Kore.ai	AI 代理	D 轮	1.5	10	1 月 30 日	应用层
Evolutionary Scale	大模型	种子轮	1.42	-	6 月 25 日	模型层
Weka	AI 数据	E 轮	1.4	14	5 月 13 日	基建层
EvenUp	AI 法律	D 轮	1.35	10	10 月 9 日	应用层
Hebbia	AI 搜索	-	1.3	7	7 月 8 日	应用层
Suno	AI 音乐	B 轮	1.25	6	5 月 21 日	应用层
Etched.ai	AI 芯片	A 轮	1.2	12	6 月 25 日	基建层
AKASA	AI 医疗	-	1.2	5	6 月 18 日	应用层
Magic	AI 编程	B 轮	1.17	7	3 月 12 日	应用层
Zephyr AI	AI 医药	A 轮	1.11	-	3 月 13 日	应用层
Bright Machines	机器人	C 轮	1.06	15	6 月 25 日	应用层
Blaize	AI 芯片	D 轮	1.06	8	4 月 29 日	基建层
Together AI	AI 云平台	A 轮	1.06	12	3 月 13 日	基建层
Recogni	AI 芯片	B 轮	1.02	5	2 月 20 日	基建层
DevRev	开发平台	A 轮	1	20	8 月 15 日	中间层
World Labs	大模型	-	1	10	9 月 13 日	模型层
Harvey	AI 法律	C 轮	1	15	7 月 23 日	应用层
FundGuard	AI 会计	C 轮	1	4	3 月 25 日	应用层

资料来源：Techcrunch, Crunchbase, 国联证券研究所

国内投融资：大模型格局未定，自动驾驶、机器人领跑应用层。从被投公司类型来看，

1) 模型层“五虎”格局未定：目前，国产 AI 大模型尚未形成显著的头部效应，月之暗面、百川智能、MiniMax、智谱 AI、零一万物均完成 10 亿元以上融资，其中月之暗面以超 13 亿美元融资、33 亿美元估值暂时领先。**2) 应用层：**产业链相对成熟、

政策支持力度较大的机器人、自动驾驶在应用层投融资中占比较高；此外，专注 C 端应用的 AI 教育公司精准学、AI 搜索企业秘塔科技获得 1-2 亿元投资。其他领域中，由于国内 AI 生态与海外差异，基建层、中间层投融资相对较少。

图表7：2024 年国内 AI 投融资梳理（部分）

公司名称	领域	融资金额	估值（亿元）	投资方	类型
月之暗面	大模型	13 亿美元	33 亿美元	阿里创投、砺思资本等	模型层
MiniMax	大模型	超 6 亿美元	25 亿美元	阿里创投、红杉中国、高瓴创投	模型层
百川智能	大模型	28.24 亿元	200 亿元	阿里创投、中金资本等	模型层
智谱 AI	大模型	数十亿元	200 亿元	北京中关村科学城创新发展有限公司	模型层
芯盟科技	AI 芯片	数十亿元	-	普华资本、联想创投等	基建层
零一万物	大模型	数亿美元	106 亿元	未披露	模型层
优艾智合	工业机器人	14 亿元	50 亿元	东城产投	应用层
智元机器人	机器人	超 10 亿元	70 亿元	尚城资本、红杉中国、M31 资本	应用层
宇树科技	机器人	近 10 亿元	80 亿元	源码资本、泰合创投等	应用层
银河通用	机器人	7 亿元	31 亿元	美团、北汽产投等	应用层
卡尔动力	自动驾驶卡车	6 亿元	-	深投控、中集车辆等	应用层
新石器无人车	自动驾驶运营	6 亿元	-	中金资本、中金汇融等	应用层
无问芯穹	大模型	5 亿元	-	启明创投、君联资本等	中间层
九识智能	自动驾驶软件	近 1 亿美元	-	泰道投资、美团等	应用层
Sand AI	AI 视频生成	数千万美元	-	今日资本	模型层
VAST AI	AI 3D 生成	数亿元	-	达晨财智、春华资本等	模型层
生数科技	AI 视频生成	数亿元	-	启明创投、达泰资本等	模型层
分子之心	AI 医药	数亿元	-	谢诺投资、深创投	应用层
穹彻智能	具身智能	数亿元	-	Prosperity7、广发信德等	应用层
知合计算	AI 芯片	数亿元	-	源码资本、云九资本、临港科创投等	基建层
太初元基	AI 智算	数亿元	-	金蚂投资、霜叶创投	
liblibAI	AI 图像生成	数亿元	-	明势资本	应用层
瀚亭科技	AI Infra、智能体	数亿元	-	厦门创新基金、奇安投资等	中间层
潞晨科技	AI 训练平台	数亿元	-	北京市人工智能产业投资基金等	中间层
轻舟智航	自动驾驶软件	数亿元	-	中关村科学城、翠湖基金	应用层
LINKER 联汇	大模型	数亿元	-	中移资本、前海母基金	模型层
面壁智能	AI 预训练平台	数亿元	-	春华资本、哈勃投资等	中间层
精准学	AI 教育	2 亿元	-	阿里巴巴	应用层
秘塔科技	AI 搜索	1 亿元	1.5 亿美元	蚂蚁集团、光速光合	应用层
硅基流动	AI Infra	1 亿元	数亿元	智谱 AI、三六零等	中间层
爱诗科技	AI 视频生成	1 亿元	-	达晨财智	模型层

资料来源：非凡资本、来觅数据，国联证券研究所

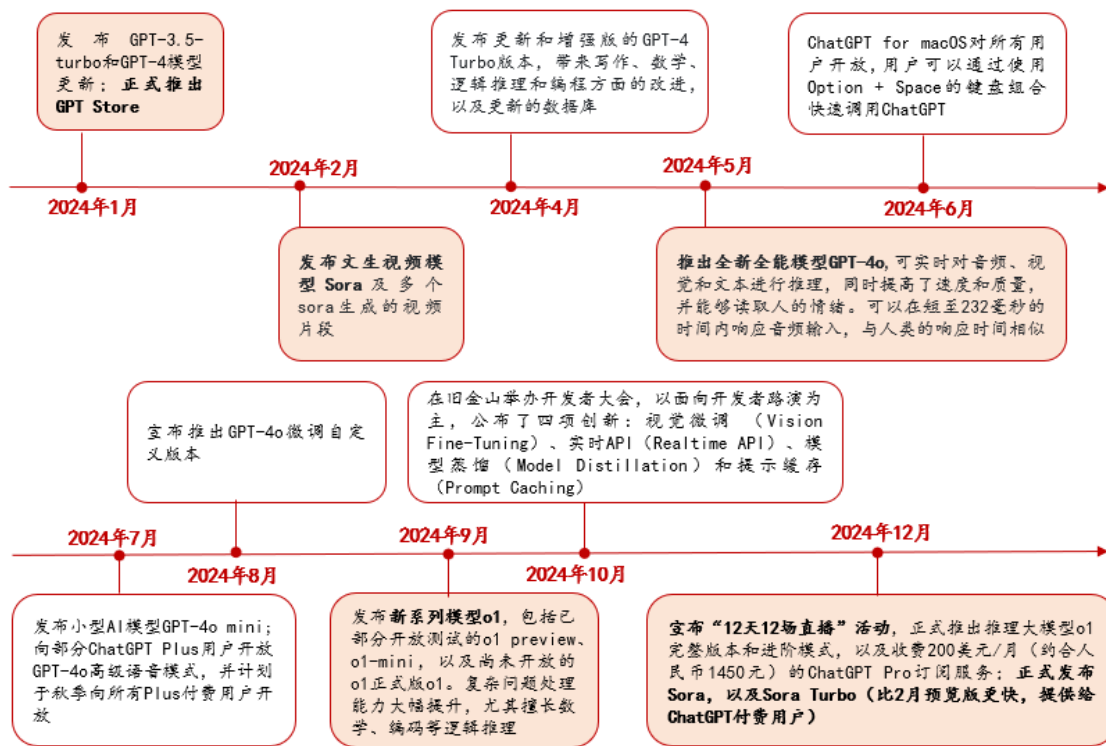
1.3 全球龙头 OpenAI：高速增长，产品化进展加速

2024 年：聚焦多模态、RL Scaling Law。从 OpenAI 2024 年的新品发布来看，主要在两方面实现突破：

1) 多模态：OpenAI 于 2024 年 2 月发布 Sora 及多个视频生成片段，和此前的视频模型生成效果相比实现大幅提升。此后，虽然 Sora 没有立刻开放使用，但指明了视频生成的技术路径，随后国内快手可灵、MiniMax 海螺，海外 Meta Movie Gen、Luma、Runway Gen3 等新一代视频生成模型涌现。2024 年 12 月，OpenAI 正式发布 Sora。据山姆·阿尔特曼社交媒体，可以将 Sora 看作视频生成领域的 GPT-1，后续仍有较大的提升空间。

2) RL Scaling Law：2024 年 9 月，OpenAI 发布新系列模型 o1，宣布发现“新范式”：即 scaling law 在预训练之后的环节（强化学习以及测试阶段）的应用。据公司公布的材料，随着强化学习（训练阶段）、思考时间（测试阶段）计算量的提升，o1 模型的性能有望持续提高；且相较于在预训练阶段进行 scaling，新方式中模型性能的提升曲线更为陡峭。从实际表现来看，o1 相较于 GPT 等前系列模型，处理复杂问题的能力实现大幅提升，尤其擅长数学、编码等逻辑推理。此外，谷歌、Anthropic 等头部 AI 公司的新产品中，也体现出对 RL 的重视，如 Claude 3.5 的代码能力显著提升。

图表8: OpenAI 2024 年产品发布时间线



资料来源: OpenAI, 国联证券研究所

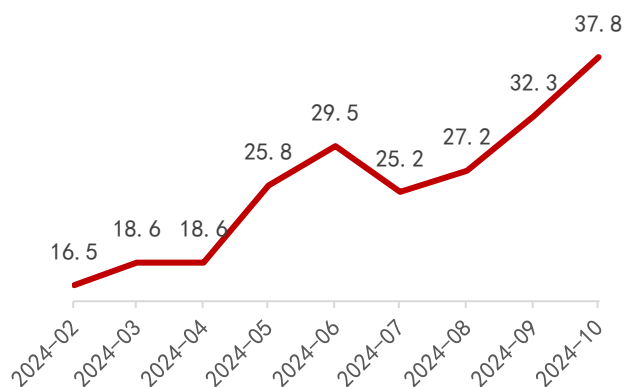
ChatGPT: 下载量、访问量、活跃用户持续突破, 收入高速增长。从 2024 年初到 2024 年 10 月, ChatGPT 网页端流量实现翻倍增长; 移动端下载量从 2023 年推出时的 370 万次/月提升至 2024 年 10 月的 4570 万次/月, 2024 年 1-10 月总下载量 2.56 亿次。根据 2024 年 10 月彭博社报道, OpenAI CFO 表示公司 ChatGPT 周活达 2.5 亿 (2023 年 11 月周活约 1 亿), 5%至 6%的免费用户注册了付费产品。2024 年 12 月, OpenAI 山姆·阿尔特曼参加活动时透露, ChatGPT 周活跃突破 3 亿, 并表示未来一年目标是将活跃用户数量增加到 10 亿。

收入水平: OpenAI 2023 年底年化收入 16 亿美元, 预计 2024 年营收超 35 亿美元, 亏损约 50 亿美元, 预计 2025 年营收 116 亿美元。

根据 FutureSearch 测算, 其中有 76%来自 ChatGPT 付费用户, 15%来自开发者端的 API 接口收入。具体来看: ChatGPT Plus 预计收入约 19 亿美元, 全球共 770 万 ChatGPT Plus 用户, 订阅费为 20 美元/月; ChatGPT Enterprise 每个账户收费 50 美元/月, 预计约 120 万企业用户, 收入约 7.44 亿美元; ChatGPT Team 每个账户收费 25 美元/月, 预计约 98 万个账户, 收入约 2.9 亿美元。API 接口服务为开发者和企业提供了

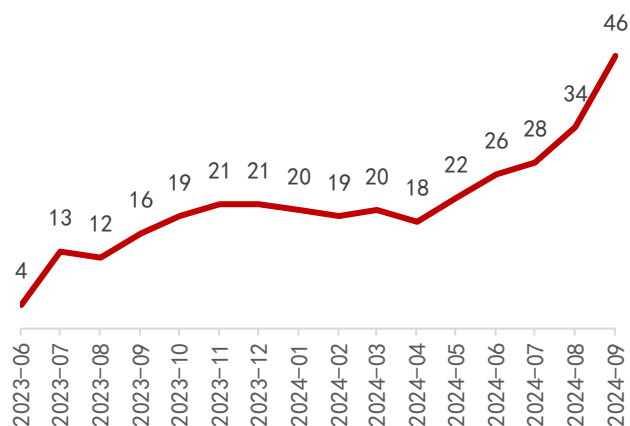
直接访问其 AI 模型的能力收入约 5.1 亿美元。

图表9: ChatGPT 网页端月度访问量 (亿次)



资料来源: AI 产品榜, 国联证券研究所

图表10: ChatGPT 移动端月度下载量 (百万次)



资料来源: AI 产品榜, 国联证券研究所

组织架构变化: 阿尔特曼获得绝对领导权, 产品化进展加速。2024 年, 在保持高速增长的同时, OpenAI 内部组织架构也发生了较大变化: **1) 管理层几乎全部换血**, 包括前 CTO 伊利亚·苏茨克维及继任 CTO 米拉·穆拉蒂、前董事长格雷格·布洛克曼、创始团队成员安德烈·卡帕西、前研究与安全副总裁翁荔等, 而山姆·阿尔特曼影响力进一步扩大, 其挖掘的新管理团队多数来自谷歌、Meta 等头部科技大厂。**2) 从整体团队规模来看**, OpenAI 自 2022 年起进入加速扩张阶段。而从不同职能划分情况来看, 自 2022 年底 ChatGPT 发布, 产品和运营团队成为仅次于技术工程团队的第二大职能体系。展望 2025 年, 伴随着较为激进的融资和增长计划, 我们预计 OpenAI 将进一步加速产品化、商业化脚步。

1.4 AI 原生应用: 数据大幅增长, 商业探索提速

AI+陪伴: 国内增速放缓, 海外 Talkie 登顶在即。陪伴类场景交互性强、容错率高、门槛相对较低, 因此成为 AI 大模型原生应用率先落地的场景之一。2022 年底, Character.AI 率先于海外推出, 截至 2024 年 11 月网页端访问量超过 2 亿次, 移动端 MAU 2688 万, 维持陪伴赛道第一。MiniMax 于 2023 年在海外及国内先后推出“Talkie”及“星野”, 以更垂直的内容题材(二次元为主)、更成熟的产品设计(类似抖音单列 feed 流、手游化抽卡等)获得大量年轻用户喜爱, 用户规模实现高速增长。在此推动下, AI+社交陪伴类产品成为国内头部互联网大厂、AI 创业公司积极布局的方向, “星野 like”持续涌现。

从 11 月用户数据来看, 国内头部应用星野 11 月 MAU 525 万, 环比增速放缓至个位

数；海外版 Talkie MAU 增至 2519 万，且环比仍保持 20% 以上较高增速，后续有望超过 Character.AI（移动端 MAU 2688 万），成为全球 AI 陪伴类产品 Top1。从商业化成绩来看，MiniMax 2024 年收入预计达 7000 万美元，其中大部分来自于 Talkie 广告收入；据点点数据，Talkie 上线至今全球净收入（内购）超过 1200 万元。

恺英网络投资的创业公司自然选择于 2024 年 10 月发布 AI 陪伴产品《EVE》首个 PV，截至 2024 年 11 月 bilibili 播放量破百万。不同于同类陪伴产品，《EVE》展现了将 AI 与互动式恋爱游戏进一步结合，为用户提供拟真程度更高的“AI 伴侣”的可能性，上线后有望引领 AI 陪伴新方向。

图表11：头部 AI+陪伴类产品数据梳理



资料来源：AI 产品榜，国联证券研究所

AI+搜索：Perplexity 引领搜索浪潮，商业化路径仍待探索。作为 AI 搜索独角兽，Perplexity 在 2024 年依然保持增长。2024 年 1 月至 11 月，Perplexity 网页端月访问量从 4561 万次增长至 1.1 亿次，月复合平均增速 11%。

Perplexity 成立于 2022 年，核心创始团队来自于 Open AI、Meta 等头部科技公司。

1) 底层模型：2022 年 12 月产品推出，采用外接 GPT-3.5、GPT-4 等最先进的大模型为基座；2023 年 7 月 Meta 发布开源 AI 大模型 Llama2 后，Perplexity 快速跟进，开始基于 Llama2 自研底层模型。

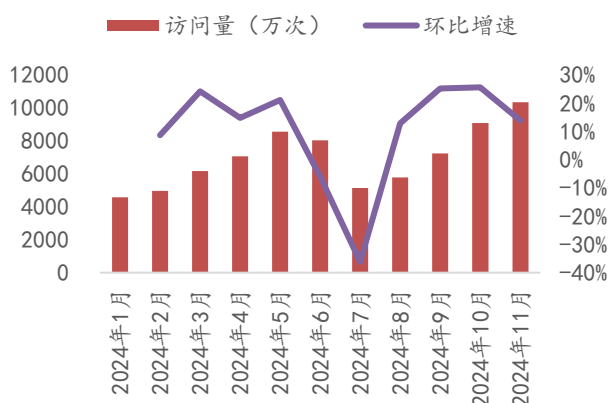
2) 产品设计：Perplexity 作为一款“知识发现引擎”，与传统的通用搜索引擎保持差异化。2023 年，Perplexity 基于简洁可靠的回答、以及创新性的“内容索引”，有效避免了 AI 语言大模型“幻觉”的负面影响，也因此引领了海内外 AI 搜索浪潮。

2024 年，Perplexity 在产品层面，更加聚焦于垂直、深度的知识型问答场景（产品体验类似搜索+维基百科/Quora），在生成答案的逻辑性、精确性上保持领先，并通过后续“追问”的环节引导用户更为深入地理解并探讨问题。2024 年 7 月发布 ProSearch 功能，数学计算、编程等能力进一步提升。

3) 商业化：主要以会员订阅形式收费（20 美元/月），以及 to B 的定制化 API 接口，预计 2024 年收入将达到 5000 万美元。

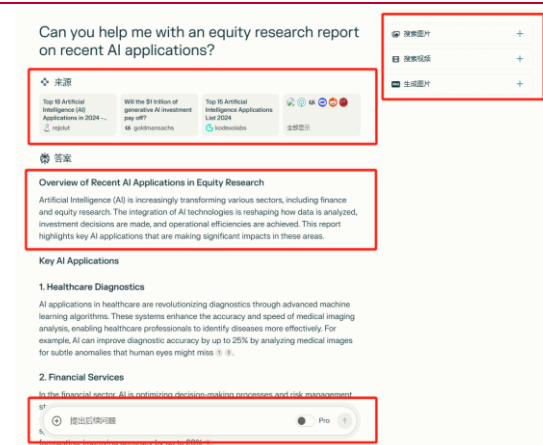
4) 估值：据 CNBC，截至 2024 年 11 月底，Perplexity 5 亿美元新一轮融资已进入尾声，完成后估值将达到 90 亿美元。

图表12: Perplexity 网页端月访问量及环比增速（万次，%）



资料来源：AI 产品榜，国联证券研究所

图表13: Perplexity 使用界面



资料来源：Perplexity，国联证券研究所

头部 Chatbot 类产品相继推出深度搜索功能。对于 ChatGPT 等一众基于 LLM 的 Chatbot 类产品，搜索是其拓展用户规模及商业化探索的重要路径之一；需求角度，LLM 也有望提供“丰富”的问答内容、更“准确”的搜索结果，重塑用户搜索体验。2024 年 11 月，网页端，国内 360AI 搜索访问量达 2.8 亿次，位列全球第四。移动端，海外 ChatGPT、Gemini，以及国内豆包、kimi、智谱清言、腾讯元宝增速较快。

图表14：头部 Chatbot 类产品相继推出搜索功能

全球top20 AI App中的Chatbot类产品				全球top20 AI Website中的Chatbot类产品				国内top20 AI App中的Chatbot类产品			
产品名称	11月MAU	环比变化	是否上线搜索功能	产品名称	11月web访问量	环比变化	是否上线搜索功能	产品名称	11月MAU	环比变化	是否上线搜索功能
ChatGPT	2.9亿	11%	2024.10.31上线搜索功能	ChatGPT	39.2亿	4%	2024.10.31上线搜索功能	豆包	5998万	17%	2024.5上线搜索功能
ChatOn	2884万	7%	无（ChatGPT套壳）	New Bing	18.3亿	-2%	原生搜索产品	文小言	1299万	3%	2024.9上线富媒体搜索功能
Ask AI	2635万	-7%	无	Gemini	2.8亿	-6%	2024.10.31上线搜索功能	kimi智能助手	1282万	27%	2024.10上线深度搜索功能
Chatbot AI	2310万	4%	无（ChatGPT套壳）	360AI搜索	2.8亿	-2%	原生搜索产品	智谱清言	637万	22%	主问答、Agent
Gemini	1557万	23%	2024.10.31上线搜索功能	Perplexity AI	1.1亿	14%	原生搜索产品	讯飞星火	594万	4%	2024.5上线搜索功能
ChatBot	1445万	1%	无（ChatGPT套壳）	Claude	8932万	4%	主问答场景	天工AI	578万	3%	2023.8推出天工AI搜索
AI Chatbot	1345万	-2%	无（ChatGPT套壳）	微软copilot	8133万	15%	主办公场景	通义	388万	3%	2024.8上线“深度搜索”模式
								海螺AI	226万	1%	2024.4上线搜索功能
								腾讯元宝	205万	46%	2024.8上线深度搜索功能

资料来源：AI 产品榜，国联证券研究所

AI 多模态：中国厂商全球领先，海螺 AI 11 月登顶。2024 年以来，OpenAI Sora 的发布引领 AI 多模态生成浪潮，其中视频生成技术相较 2023 年实现大幅度提升。国内大模型厂商发布多个视频生成模型并持续更新迭代，凭借高性能、低门槛在海外社交媒体上快速出圈。

根据 AI 产品榜，11 月全球 web 端 AI 视频生成类应用访问量前 8 名中，有 4 款来自国内大模型厂商。头部厂商及产品包括：**1) MiniMax**：9 月旗下海螺 AI 发布视频生成工具，已开放给所有用户，擅长面部表情、情绪生成，11 月 web 端访问量同比增长 39%达 1635 万，在全球 web 端视频生成应用中排名第一；**2) 字节跳动**：9 月发布两款 AI 视频生成模型，其中豆包 PixelDance 视频模型能够遵循复杂 prompt、生成复杂连续动作；**3) 快手**：9 月更新可灵 1.5 模型，画面、质量、响应速度等多方面提升，清晰度提升至 1080p。据快手 2024Q3 业绩交流会，可灵 AI 用户数已超 500 万，单月流水超千万，预计 2025 年将保持高速增长。

图表15：头部 AI 视频生成模型 2024 年 11 月 web 端访问量数据及功能特点

产品名称	厂商	11 月访问量	环比	功能特点
Hailuo AI	MiniMax	1635 万	39%	2024 年 9 月推出视频生成功能，特点为可实现精准、丰富的面部表情生成；2024 年 12 月推出新模型 I2V-01-Live，可将静态的 2D 图像转化为动态视频内容。
Kling AI	快手	994 万	-30%	2024 年 9 月上线 1.5 新版本，画质和动态质量实现大幅提升，加入“运动笔刷”功能，增强生成效果的可控性；据快手 24Q3 业绩会，可灵 AI 用户数已超过 500 万，单月流水超千万。
Runwayml	Runway	721 万	-2%	2024 年 7 月发布新模型 Gen-3 Alpha，特点为精细度较高、可理解并生成较为复杂的场景和运动画面。
Vidu	生数科技	692 万	1%	2024 年 7 月推出视频生成功能，目前已升级至 1.5 版本，特点为“多主体一致性”，即能把多张参考图中的多个主题自然地融合到一个视频中。
Luma AI	Luma	682 万	-24%	2024 年 6 月推出新一代模型 Dream Machine，特点为生成速度较快（120 秒可生成 120 帧），动作流畅度较高。
Vidnoz AI	Vidnoz	670 万	-25%	数字人及语音生成。
PixVerse	爱诗科技	658 万	83%	2024 年 7 月发布 PixVerse V2，支持一键生成最多 5 段连续的视频内容。
Pika Art	Pika	513 万	-0.48	2024 年 10 月发布 1.5 版本，加入了“爆炸、融化、粉碎、膨胀”等运动特征，电影镜头调度，以及跑步、滑板、飞行等新动作。
豆包 PixelDance	字节跳动	-	-	2024 年 9 月发布，特点为可实现人物的复杂连续动作、多镜头组合视频、运镜控制。

资料来源：AI 产品榜、机器之心，国联证券研究所

多模态技术支撑下，AI 与短剧、游戏结合进展加速。

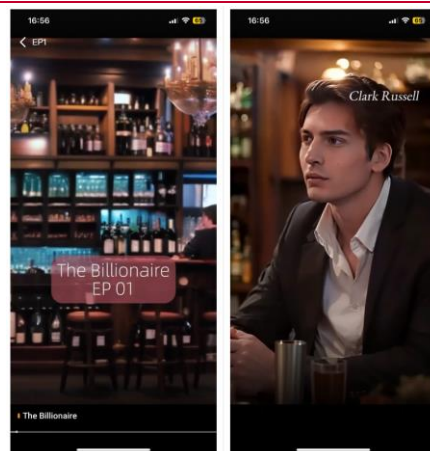
1) AI 有望进一步降低短剧生产门槛，弥补供给缺口。2024 年以来多家公司发布 AI 短片/短剧生成工具，有望提升短剧行业供给，加速海外扩张。其中昆仑万维于 2024 年 8 月发布 AI 短剧平台 SkyReels，核心优化了短剧的“爽点”生成能力，计划于美国上线。此外，初创公司井英科技于 2024 年 7 月完成百度集团数百万美元的 Pre-A+ 轮融资，其旗下 AI 短剧 App Reel.AI 于 2024 年 1 月在海外上线，采取真人短剧+AI 生成短剧混合排布的产品形式。截至 7 月单个用户每日平均使用时长超过 30 分钟，付费用户的长期留存数据达到 15%，在 2024 年 11 月第一周海外短剧 App 热度 iOS 排行榜中排名第 7。商业化层面，Reel.AI 订阅费用为 19.99 美元/周或 199.99 美元/年，与 ReelShort 等海外头部真人短剧平台的收费标准相近。

图表16: 昆仑万维 SkyReels 界面



资料来源: 昆仑万维, 国联证券研究所

图表17: 井英科技 Reel AI 界面



资料来源: 井英科技, 国联证券研究所

2) 游戏方面, 3D 模型、场景生成进展加速。随着 AI 视频及 3D 模型生成技术的逐步成熟, AI+游戏落地速度也显著加快。

模型层面, 2024 年 8 月, 谷歌发布游戏训练模型 GameNGen, 可以在单个 TPU 上, 以每秒 20 帧的速度, 实时生成 FPS 游戏《DOOM》的可玩游戏画面; 11 月腾讯发布开源大模型“混元 3D-1.0”, 可在 10 秒内实现从文字 prompt 到 3D 资产的自动化生成; 12 月李飞飞作为联合创始人的 World Labs 推出首个空间智能模型, 实现以文字 prompt 生成可交互的 3D 场景。

产品层面, 由土耳其独立开发者用 AI 辅助研发的《沙威玛传奇》国服 10.12 正式上线以来, iOS 免费榜持续排名前 5, 抖音主话题播放超过 31 亿次, 成为首个在全球范围内出圈的“AI 游戏”; 恺英网络在 2024 年 11 月投资者交流会上, 演示了通过界面、动画、代码、地图等多个 AI 资源生成工具, 以“拖拉拽”的形式直接生成一款横版战斗类游戏。

此外, 多个行业领军人物拟入局 AI+游戏, 亦有助于提升行业关注度及资源分配。米哈游创始人蔡浩宇于 2024 年 8 月在社交媒体发文, 称 AIGC 已彻底颠覆游戏开发, 其创业项目 Anuttacon 拟布局 AI 游戏, 目前已有哔哩哔哩前运营负责人、微软前图形组负责人加入。2024 年 11 月, 马斯克在 X 上提到, 将在 xAI (马斯克于 2023 年创立的 AI 公司) 开设 AI 游戏工作室。

1.5AI+硬件方向: AI 激发新终端交互革命

Meta Ray Ban: 首个出圈的消费级 AI 硬件。2023 年 10 月, Meta 联合雷朋推出 Ray-

Ban Meta 智能眼镜，截至 2024 年 5 月销量突破 100 万台，超过 2023 全球消费级 AR 硬件出货量之和（20.5 万台）。其商业层面的成功可归因为三点：

1) **产品设计轻便时尚**：外观上，Meta AI 眼镜与一副普通的雷朋太阳镜相似；重量上，仅为 48 克，接近普通太阳镜重量，佩戴舒适度较高。因此，即使抛开“科技感十足”的 AI 功能，Meta AI 眼镜也是一款优秀的消费级墨镜产品。

2) **性价比较高**：Meta AI 眼镜定价 299 美元（约合人民币 2100 元），相较于雷朋经典款太阳镜售价（一般在千元以上）加价幅度并不高。

3) **AI 功能实用性强**：核心为拍摄、音频音乐及 AI 语音助手三大功能。其中拍摄功能为核心卖点，只需右手长按镜框上的按钮，或语音交互“Hey Meta”即可开启。据维深数据统计，98%的用户使用了拍摄功能，而音频音乐、AI 语音助手功能使用率仅为 9%/8%。

图表18: Ray-Ban Meta 和雷朋太阳镜外观对比



资料来源：极客公园，国联证券研究所

图表19: 用 Ray-Ban Meta 拍摄的视频画面



资料来源：极客公园，国联证券研究所

AI 智能眼镜：与 AR 结合，有望成为下一代智能终端。随着 Meta AI 眼镜的成功，2024 年以来，海外、国内多个厂商陆续发布 AI 智能眼镜产品，其中包括字节、百度、腾讯等拥有自研 AI 大模型的互联网大厂，供应链及渠道基础成熟的手机厂商，以及早期布局智能眼镜、具备一定技术积累的 AR 创业公司。其中，国产 AR 眼镜厂商 Rokid 于 2024 年 11 月发布 **AI+AR 智能眼镜 Rokid Glasses**，预计于 2025Q2 发货。产品设计层面，Rokid Glasses 重量 49 克，续航时间 4 小时，在佩戴体验上有望比肩 Ray-Ban Meta；功能层面，Rokid Glasses 定位于“眼镜、耳机、相机、助手”，接入阿

里巴巴通义大模型，有望以语音交互的方式，进行实时导航、支付宝付款等。整体来看，AI+AR 的结合，有望助力用户在日常生活的搜索、办公、出行、社交、娱乐等多个场景中提升效率和体验。长期来看，有望成为智能手机之后的下一代移动终端。

图表20：2024 年 AI 眼镜新品统计

	产品	时间	摄像头	售价	重量	卖点
AI 音频/摄影眼镜	Ray-Ban Meta	2023 年 9 月	1200 万像素	299 美元	48.6g-49.3g	轻奢时尚联名，首款骁龙 AR1 平台产品，接入 Meta 大模型
	李未可 Meta Lens Chat	2024 年 4 月	-	699 元	43g	拟人 AI 语音交互，最长 12h 续航，接入自研模型 WAKE-AI
	华为智能眼镜 2 无框太阳镜	2023 年 9 月	1200 万像素	2299 元	38.2g	HarmonyOS 4 操作系统，盘古 AI 大模型，逆声场隐私聆听
	闪览 AI 智能眼镜 B1A1	2024 年 5 月	1600 万像素	1499 元	50g	展锐 AI 芯片，支持外挂存储和供电，LOHO 与科大讯飞合作
	Solos AirGo Vision	2024 年 7 月	-	249 美元	34g（不含镜片）	多模态设计，支持 GPT-4o，可更换镜框设计
	界环 AI 眼镜（蜂巢科技）	2024 年 8 月	-	699 元	41g	开放声场技术，AI 通知播报，面对面翻译
	Emteq Sense	2024 年 10 月	-	-	62g	面部表情识别，情感分析，记录食物消耗
	小度 AI 眼镜	2024 年 11 月	1600 万像素	-	45g	AI 防抖算法，56h 续航，中文大模型
	回车科技 Looktech	2024 年 11 月	1300 万像素	199 美元	37g	声纹解锁，数码旋钮，智能体小程序
	影目 X 系列	2024 年 11 月	1600 万像素	-	-	展锐 W517 芯片，多麦克风拾音，AI 助手，千元售价
	暴龙 AI 智能影像眼镜	2024 年 11 月	1200 万像素	-	-	Rokid&暴龙（无 AR 光机版本）
	雷鸟 V3	2024 年 12 月	-	-	-	雷鸟创新&博士眼镜联合打造，骁龙 AR1 平台
	蜂巢科技&宝岛眼镜	2024 年 12 月	-	-	-	-
	三星&谷歌	计划中	1200 万像素	-	-	谷歌 Gemini AI，索尼 IMX681 CMOS 芯片，骁龙 AR1 平台
	字节跳动	计划中	-	-	-	豆包大模型
	腾讯	计划中	-	-	-	混元大模型
	苹果	计划中	-	-	-	项目代号 Atlas
	小米	计划中	1600 万像素	-	-	-
	微软	计划中	-	-	-	Copilot
	大朋 VR	计划中	-	-	-	-

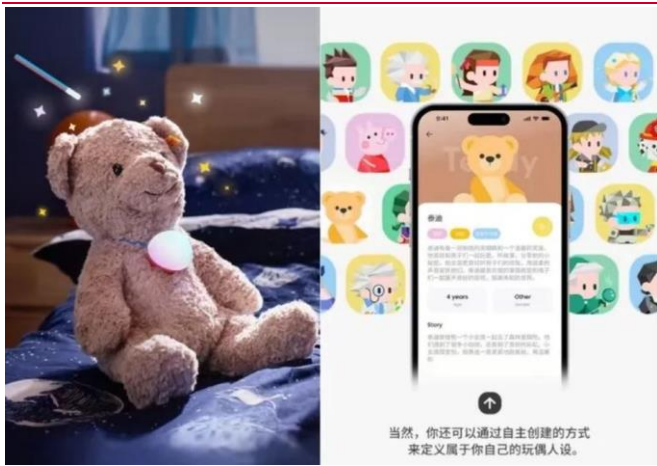
	vivo	计划中	-	-	-	-
AI+AR 眼镜	OPPO Air Glass 3	2024 年 2 月	-	-	50g	1.7 折射率树脂波导 AR 眼镜，OPPO AndesGPT 大语言模型语音助手
	Brilliant Labs Frame	2024 年 5 月	-	349 美元	39g	39g 轻量设计，1800 尼特亮度，单目全彩，多模态输入
	谷歌原型机	2024 年 5 月	-	-	-	多模态 AI 助手 Project Astra
	逸文 Even Realities G1	2024 年 6 月	-	599 美元	40g	单绿色 AR 眼镜机，信息显示，AR 导航，ChatGPT 结合
	Meta Orion	2024 年 9 月	-	-	98g	AR 双目全彩，肌电手环，AI 多模态
	Spectacles '24	2024 年 9 月	-	开发者版本	226g	AR 双目全彩，6Dof 交互，AI 多模态
	Journey Lens	2024 年 9 月	-	195 美元	40g	ChatGPT-4o 支持，单目全彩显示
	星纪魅族 StarV Air2	2024 年 9 月	-	2799 元	44g	单绿色 AR 眼镜，Micro-LED 光机，AI 互动
	Rokid Glasses	2024 年 11 月	1200 万像素	2499 元	49g	暴龙联名设计，AR 双目单绿显示，接入支小宝、通义千问
	谷东 Star15	2024 年 11 月	1600 万像素	-	-	多模态 AI 系统，双目阵列光波导
	影目 Air3	2024 年 11 月	-	-	-	-
	影目 Go 2	2024 年 11 月	-	-	-	-
	雷鸟 X3	2024 年 12 月	-	-	-	AR 双目全彩
	加南 K2	-	-	-	-	拍照、摄像、直播、AI 虚拟宠物
	亚马逊 AR+AI 眼镜	-	-	-	-	分别用于配送服务以及消费市场

资料来源：VR 陀螺，国联证券研究所

AI 玩具：语音交互提升陪伴体验。深圳跃然创新于 2024 年 7 月推出 AI 玩具配件“BubblePal”，用户在配套 App 中选择艾莎、小猪佩奇等角色，即可与 AI 玩具进行问答、聊天，其独特之处在于能够理解儿童的情绪、并用儿童易于理解的语言进行交流。据硅星人 Pro 采访，该产品开售不到 1 个月，设备有效激活已超过 2 万台，定价 399 元/个，GMV 超过 400 万元，2024 年预计销量 8 万台以上。2024 年 11 月，上海电影旗下上影元已与跃然创新达成合作意向，将在“IP+AI 玩具”领域进行深入合作。此外，汤姆猫、奥飞娱乐等也基于自有的 IP，相继推出 AI 陪伴类玩具：1) 奥飞娱

乐：已推出喜羊羊、超级飞侠等自有 IP 的 AI 玩具，2024Q4 新品发布会上，公布了最新以 AI 为核心的智能新品系列，涉及三大品类：AI 毛绒、益智教育、桌面机器人，其中新款 AI 喜羊羊玩具已在京东、天猫等平台开启预售。2) **汤姆猫**：据 Wind，第一代汤姆猫 AI 机器人产品搭载了专门的汤姆猫人工智能大模型，计划于春节前实现第一批产品的上市。

图表21：跃然创新产品 BubblePal



资料来源：跃然创新，国联证券研究所

图表22：奥飞娱乐 AI 玩具“喜羊羊超能铃铛娃娃”



资料来源：多知，国联证券研究所

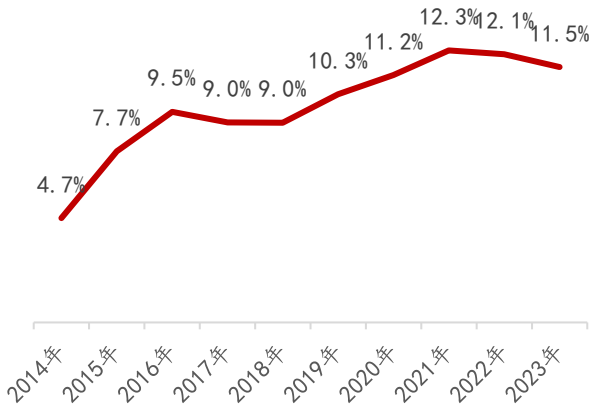
2. 出海 2.0：从商业模式输出到文化输出

2.1 游戏出海：景气持续，《黑神话》引领文化出海

自研游戏出海景气度持续向上，多个品类实现突破。2024 年，中国自研游戏海外市场实销收入为 185.57 亿美元，同比增长 13.39%，核心增长驱动为以下几个方向：

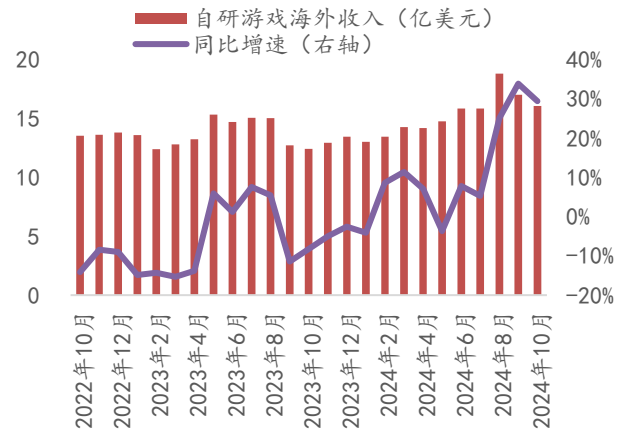
- 1) **融合类 SLG**：据点点数据，江娱互动研发、元趣发行的《Last War》2024 年 4-11 月海外流水连续超过 1 亿美元，突破 SLG 出海流水天花板，世纪华通旗下点点互动《Whiteout Survival》于 2024 年 6-10 月连续登顶 Sensor Tower 游戏出海收入榜；
- 2) **轻度休闲游戏**：4399 旗下《菇勇者传说》于 2024 年 1-8 月连续排名 Sensor Tower 游戏出海收入榜前 10，柠檬微趣旗下《Gossip Harbor》《Seaside Escape》月流水峰值突破 1 亿元人民币；
- 3) **重度跨端游戏**：库洛游戏《鸣潮》、米哈游《绝区零》海外流水峰值预估均达 1 亿美元水平。

图表23：中国游戏出海市占率（%）



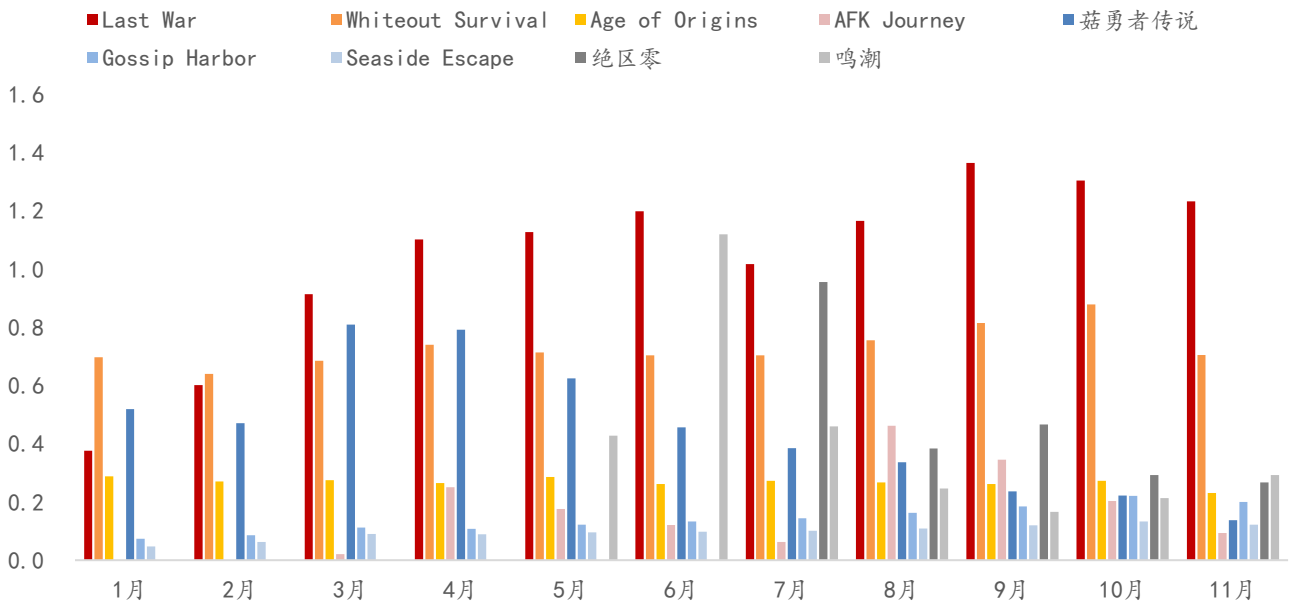
资料来源：Newzoo，伽马数据，国联证券研究所

图表24：中国自研游戏海外收入及同比增速



资料来源：伽马数据，国联证券研究所

图表25：头部出海新游 2024 年各月海外流水趋势



资料来源：点点数据，国联证券研究所

注：假设《绝区零》海外移动：PC 流水比例为 1：1；《鸣潮》海外移动：PC 流水比例为 4：6。

《黑神话：悟空》成为文化出海新标杆，有望打开 PC+主机游戏出海空间。 国产 3A 游戏《黑神话：悟空》自 2024 年 8 月上线以来，收获国内外玩家的广泛好评。一方面，该游戏多次获官媒肯定，成为文化出海的新标杆。其中，8 月 21 日外交部发言人评论该游戏“反映了中国文化的吸引力”，后续央视新闻、人民网等多家主流媒体

发布多篇宣传报道。另一方面，有望进一步打开国产游戏出海空间。此前国产游戏出海以移动游戏为主，在海外 PC+主机游戏市场中（2023 年约 6070 亿元），仍有较大渗透空间。从《黑神话：悟空》出海成绩看，商业化层面，根据 VG Insights11 月 18 日数据《黑神话：悟空》Steam 平台销量已达 2200 万份，总收入超过 10.1 亿美元（约合 73.2 亿元），PS 平台销量预计为 500-700 万份，合计销量近 3000 万份，实现历史性突破；口碑层面，截至 12 月海外媒体 MC 评分 81 分，并成为首次获得 TGA 年度游戏提名的国产游戏。后续，随着国产端游供给侧数量、质量提升，有望持续吸引用户基数更大、消费能力更强、对品质要求更为苛刻的海外用户，从而打开 PC+主机游戏出海空间。我们预测到 2028 年，国产 PC+主机游戏海外市占率有望达到 5%，对应市场规模约 300 亿元。

图表26：央视新闻专访《黑神话：悟空》制作人

总台专访《黑神话：悟空》制作人冯骥：“斗罢艰险又出发”

央视网 2024-09-30 15:00:00 浏览量965884

近日，国产3A游戏大作《黑神话：悟空》发布大获成功，这款基于中国古典神话开发的游戏，迅速引起全球各地玩家的情感共鸣，成为中国文化的新名片。经历六年漫漫“取经”路，冯骥和他的制作团队可以说抵达了他们心目中的那座灵山。游戏大火后，他们在想些什么做些什么，工作生活场景有什么变化，接下来又有哪些新规划？一起来看总台记者独家专访《黑神话：悟空》制作人、游戏科学创始人冯骥。



资料来源：央视新闻，国联证券研究所

图表27：《黑神话：悟空》获 2024 年 TGA 年度游戏提名



资料来源：TGA，国联证券研究所

2.2 短剧出海：空间大，“本土+译制”模式表现好

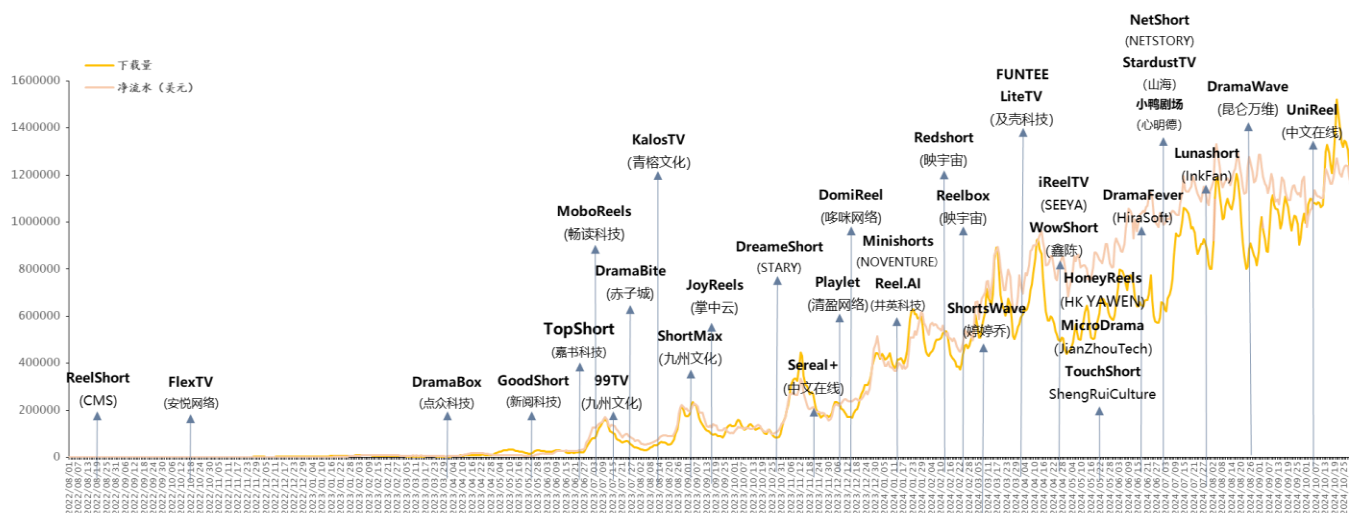
2.2.1 短剧出海复盘：2024 前三季度流水、下载量同比增长均超 15x

海外短剧市场处于高增长阶段。2024 前三季度整体海外短剧下载量合计 1.94 亿次，同比增长 1563%；净流水合计 2.34 亿美元，同比增长 1683%。下载量前三的国家地区是印尼、美国和菲律宾，分别为 2765/2689/1329 万次，合计占比 35%；收入前三的国家地区分别是美国、日本和英国，分别为 12460/2123/1531 万美元，合计占比 69%，其中美国占比 53%。

APP 数量及内容供给大幅增加。供给角度看，根据短剧自习室统计，海外市场活跃短剧应用超 100 款；根据 TikTok for business，2024Q1 出海短剧活跃 App 数量相比

2023 年末增长超 30%, 2024Q1 相比 2023Q2 出海头部短剧平台总剧目数增长超 10 倍。

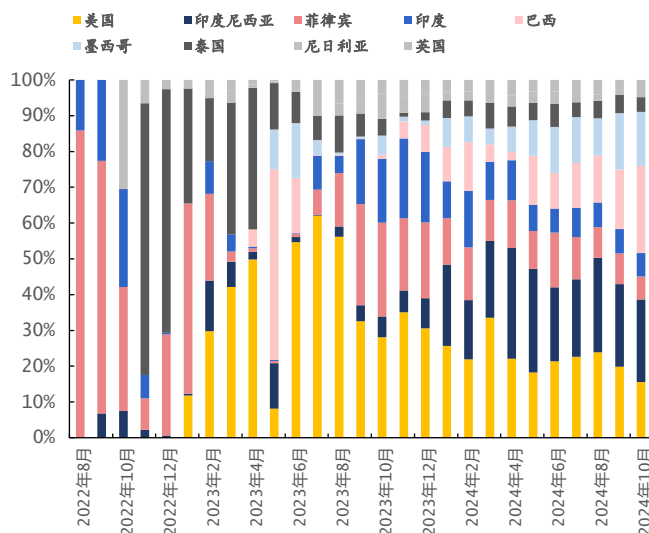
图表28：海外短剧 APP 上架时间、每日下载量、净流水（次、美元）



资料来源：点点数据，国联证券研究所

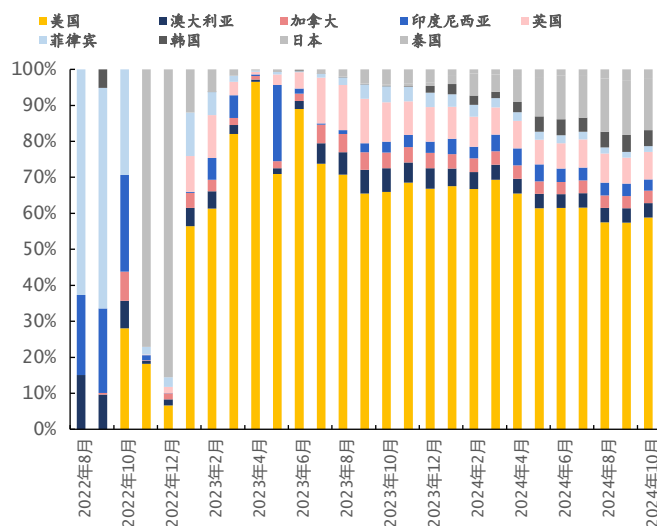
备注：整体海外短剧大盘下载量参考短剧应用包括 ShortMax, MoboReels, ReelShort, DramaBox, Sereal+, KalosTV, FlexTV, Goodshort, Playlet, HeatShort, EaShort, LoveShots, TopShort, SnackShort, 99TV, DreameShort, 统计时间自 2023 年 8 月至 2024Q3

图表29：海外短剧 APP 主要地区每月全球下载量占比(%)



资料来源：点点数据，国联证券研究所

图表30：海外短剧 APP 主要地区每月全球净流水占比(%)



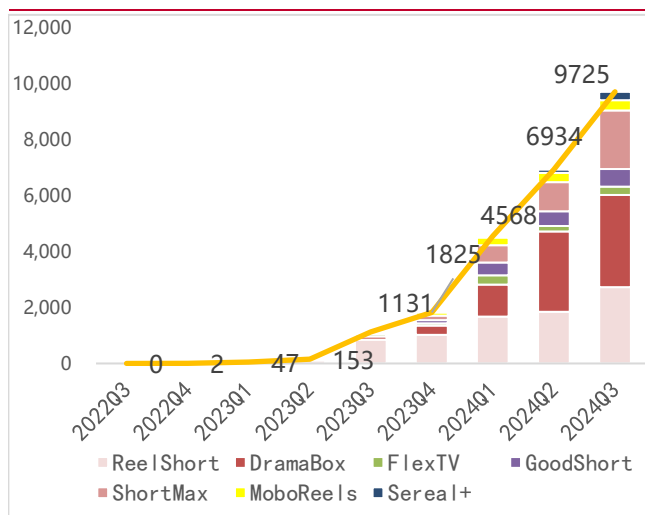
资料来源：点点数据，国联证券研究所

2.2.2 短剧出海格局：内容战略分化，TOP3 格局形成

海外短剧应用格局逐渐成型。我们统计 ShortMax、DramaBox、ReelShort、MoboRee

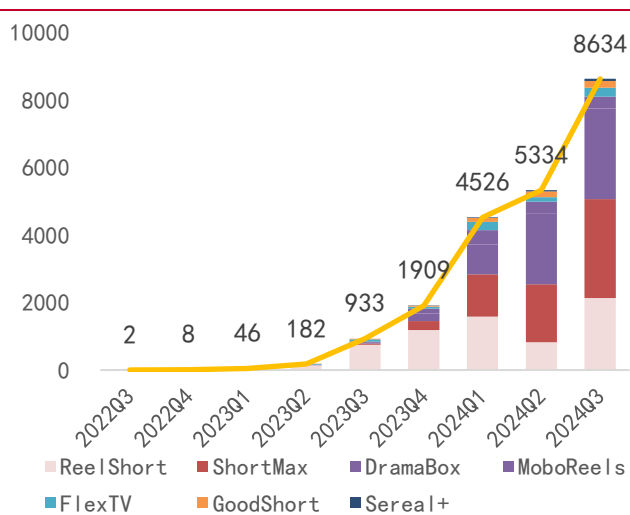
Is、FlexTV、GoodShort、Sereal+ 7 家数据看头部短剧出海平台情况，据点点数据，2024Q1-Q3 7 家头部短剧出海 APP 全球下载量合计 1.85 亿次，同比增长 1493%；净流水合计 2.12 亿美元，同比增长 1495%。2024Q1-Q3 ShortMax/DramaBox/ReelShort/MoboReels/FlexTV/GoodShort/Sereal+ 下载量分别为 5904/5675/4547/1122/644/493/109 万次，同比增长分别为 18623.9%/10517.3%/389.6%/9531.8%/476.4%/1961.8%/；净流水分别为 3766/7320/6260/970/830/1610/471 万美元，同比增长分别为 69335.5%/5550.4%/526.2%/5119.8%/597.7%/2651.9%/（注：Sereal+于 2023 年 12 月上线，故无法计算下载量及收入同比）。其中 ShortMax、DramaBox、ReelShort 合计下载量均值占整体头部 APP 下载量均值的 87%；净流水占头部 APP 的 82%，份额集中度较高。

图表31：头部 APP 季度全球净流水（万美元）



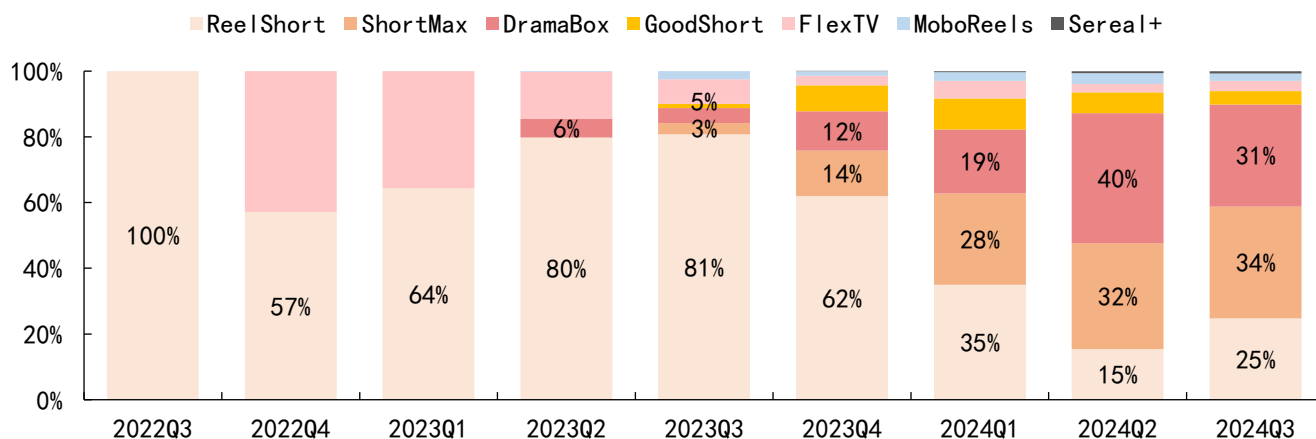
资料来源：点点数据，国联证券研究所（数据仅供参考趋势，实际数据以公司公布为准）

图表32：头部 APP 季度全球下载量（万次）



资料来源：点点数据，国联证券研究所（数据仅供参考趋势，实际数据以公司公布为准）

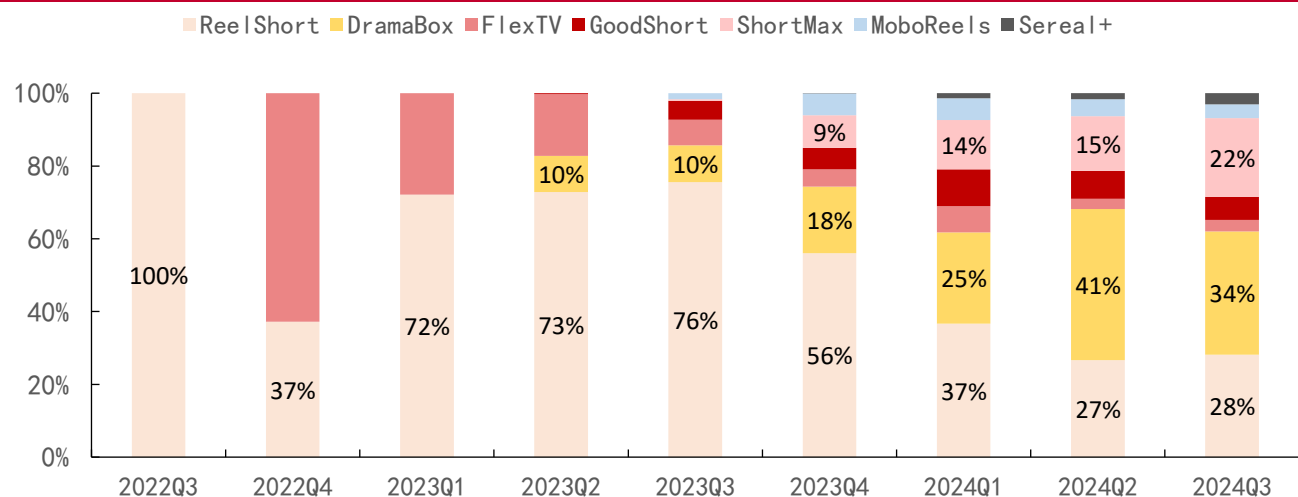
图表33：各头部 APP 季度下载量份额（%）



资料来源：点点数据，国联证券研究所

备注：出海短剧头部应用统计有：ReelShort、ShortMax、Dramabox、MoboReels、FlexTV、Goodshort、Sereal+（数据仅供参考趋势，实际数据以公司公布为准）

图表34：头部短剧出海 APP 季度净流水占比（%）



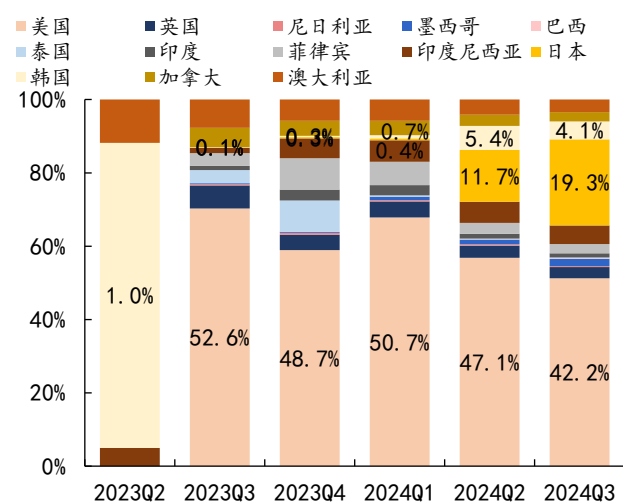
资料来源：点点数据，国联证券研究所

备注：出海短剧头部应用统计有：ReelShort、ShortMax、Dramabox、MoboReels、FlexTV、Goodshort、Sereal+（数据仅供参考趋势，实际数据以公司公布为准）

DramaBox 背靠点众，发力译制剧，流水反超 Reelshort。2024Q1-Q3 DramaBox 全球下载量 5675 万次，同比增长 10517.3%；全球净流水达 7320 万美元，同比增长 5550.4%。从下载量看，印尼最高达（1111 万次），其次为美国（814 万次）；净流水美国最高（3327 万美元），其次为日本（979 万美元）。从 2024Q3 来看，日本净流水占比已近 20%，由此可见日本市场较大的潜力，也有望成为 Dramabox 实现反超的关键。

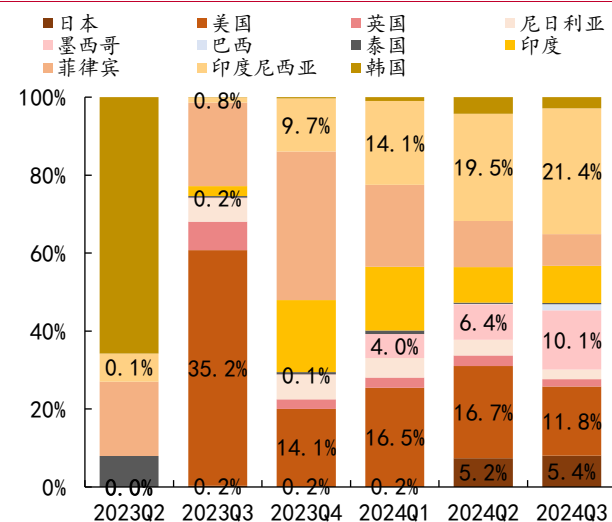
DramaBox 背靠国内头部短剧平台点众科技，出海主要发力译制剧，其短剧数量、品类丰富度均高于其他平台。根据不完全统计 DramaBox 短剧数量近 600 部；短剧自习室估计其中译制剧占比约 67%。

图表35: DramaBox 季度净流水地区分布占比 (%)



资料来源：点点数据，国联证券研究所

图表36: DramaBox 季度下载量地区分布占比 (%)



资料来源：点点数据，国联证券研究所

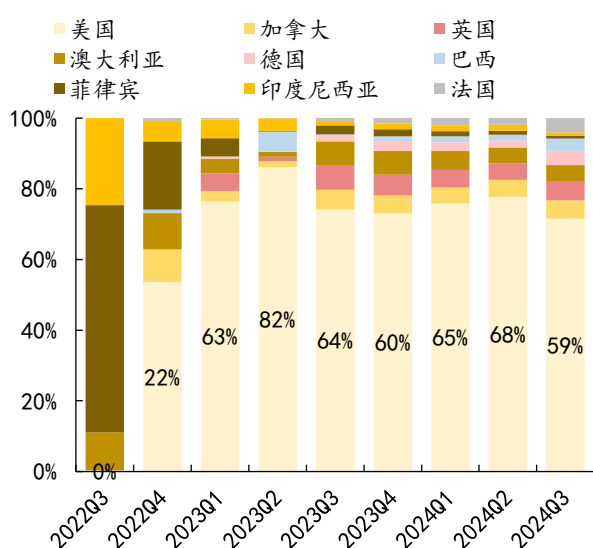
ReelShort 坚持本土剧策略。2024Q1-Q3 ReelShort 全球下载量 4547 万次，同比增长 389.6%；全球净流水达 6260 万美元，同比增长 526.2%。从下载量看，美国最高（1108 万次），其次为巴西（598 万次）；净流水方面，美国最高（3955 万美元），其他排名靠前的仍为加拿大、英国、澳大利亚等欧美市场。

ReelShort 坚持本土自制剧为主的策略，辅以译制剧作为补充。作为最早进入北美市场的短剧平台，ReelShort 形成了相对成熟的制作体系，聚焦欧美本土市场用户内容及题材需求，并持续扩张产能。ReelShort 母公司枫叶互动副总裁南亚鹏 2024 年 9 月接受 Enjoy 出海访谈表示“现在每周稳定上三部新剧，一部短剧前后平均制作时长得有三个月”。据此，预计 ReelShort 自制剧年化产能能达到每年 100-150 部。译制剧是内容供给方面很好的补充，Reelshort APP 上 Asian Story 内容数量较多。但根

据南亚鹏“欧美自制剧收入上绝对是大头”。近期，Reeshort 亦开始探索日语短剧内容。

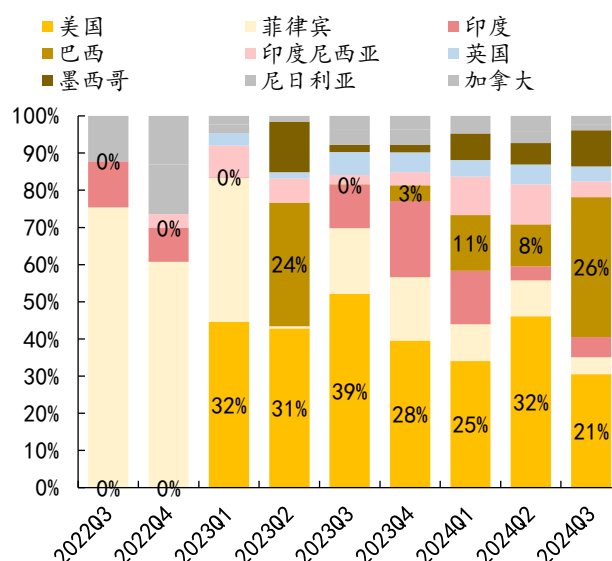
根据中文在线财报，2024H1 枫叶互动（CMS）营收达 10.9 亿元，yoy+434%，净利润约 2293 万元，yoy+299%。

图表37: ReelShort 季度净流水地区分布占比 (%)



资料来源：点点数据，国联证券研究所

图表38: ReelShort 季度下载量地区分布占比 (%)



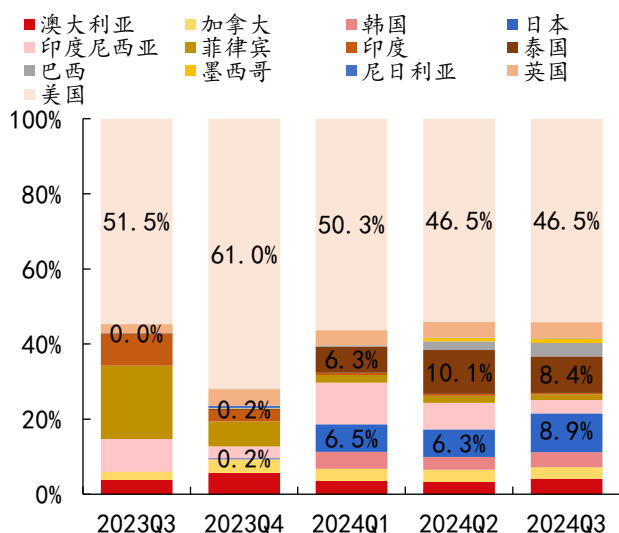
资料来源：点点数据，国联证券研究所

ShortMax 下载量领跑，月流水突破 3000 万美元。2024Q1-Q3 ShortMax 全球下载量 5904 万次，同比增长 18623.9%；全球净流水达 3766 万美元，同比增长 69335.5%。下载量看，美国最高（930 万次），其次为印尼（898 万次）；净流水方面，美国最高（1776 万美元），其次为泰国（320 万美元）。

ShortMax 从 2023Q4 开始发力海外，以“本土+译制”精品剧的内容策略叠加针对分层用户精准投流的营销方式迅速抢占市场。

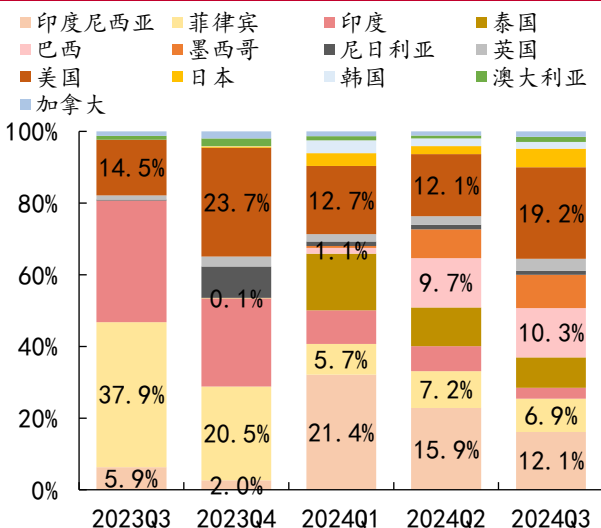
根据 2024 年 9 月证券时报文章，ShortMax 创始人、首席执行官刘金龙表示“ShortMax 团队成立于 2023 年 6 月。营收从今年 2 月突破 1000 万美元到 8 月已增长至近 3000 万美元。当前日活跃用户数已经突破了 550 万。”

图表39: ShortMax 季度净流水地区分布占比 (%)



资料来源: 点点数据, 国联证券研究所

图表40: ShortMax 季度下载量地区分布占比 (%)



资料来源: 点点数据, 国联证券研究所

2.2.3 短剧出海市场规模: 中长期看预计将达 473 亿美元

国内短剧网民渗透率超 50%，头部短视频平台短剧渗透率超 70%。据《中国微短剧行业发展白皮书 2024》，截至 2024 年 6 月，国内微短剧用户规模达 5.76 亿，占整体网民比重达 52.4%，预估 2024 年国内微短剧市场规模将达 504.4 亿元，同比增长 34.9%，有望首次超过内地电影票房，单用户 ARPU 为 87.6 元/年。预计到 2027 年，国内微短剧市场规模将超 1000 亿元。据中国新闻出版广电报，快手短剧 2024 年日活增长至 3 亿，如按 2024Q3 快手 DAU 4.08 亿计算，预计短剧日活渗透率已近 74%。

我们采用日活*ARPPU 测算海外短剧市场空间，中性预计为 473 亿美元：

1) 日活：据 FastMoss，2023 年海外短视频 DAU 合计超 26 亿。假设平台有 30%重合率，预计海外短视频 DAU 约 18 亿。假设中长期看，短视频 DAU 中短剧渗透率可达 15%/20%/25%/30%/35%，计算得出短剧 DAU 为 2.7/3.6/4.5/5.4/6.3 亿。

2) ARPPU：(1) 奈飞：2024Q3 全球平均 ARM 约为 144 美元；(2) Disney+与 Hulu：2024 年全球平均 ARM 约为 89 美元。以此为依据，我们假设短剧单 DAU 年 ARPPU 将达 85/95/105/115/125 美元。

计算得到中长期海外短剧市场规模区间为 230-788 亿美元，中性假设预计为 473 亿

美元。

图表41：短剧出海空间测算（亿美元）

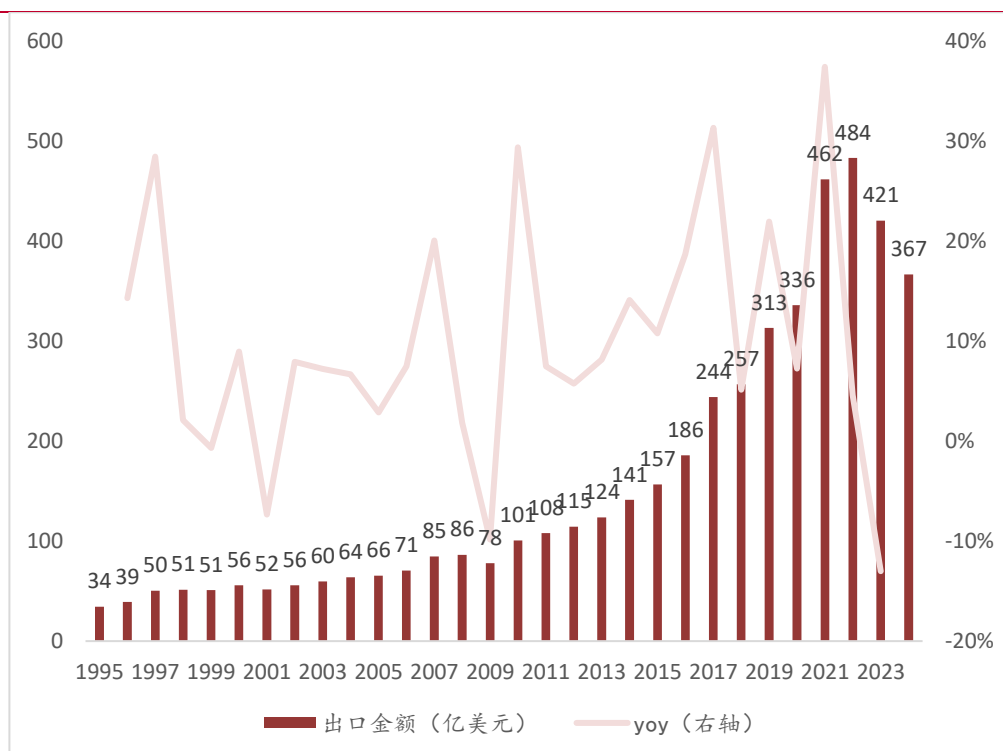
短视频 DAU	短剧 渗透率	ARPPU 短剧 DAU	85	95	105	115	125
18 亿	15%	2.7	230	257	284	311	338
	20%	3.6	306	342	378	414	450
	25%	4.5	383	428	473	518	563
	30%	5.4	459	513	567	621	675
	35%	6.3	536	599	662	725	788

资料来源：ifind，国联证券研究所

2.3 玩具出海：从制造出口到文化出海

中国是玩具生产和出口大国，根据海关总署数据，2022 年玩具出口金额达到峰值 484 亿美元。根据央视《集装箱里看出口》特别报道，中国是世界上最大的玩具生产国和出口国，全球市场上超过 70% 的玩具都产自中国。

图表42：中国玩具出口金额（亿美元，%）



资料来源：wind，海关总署，国联证券研究所

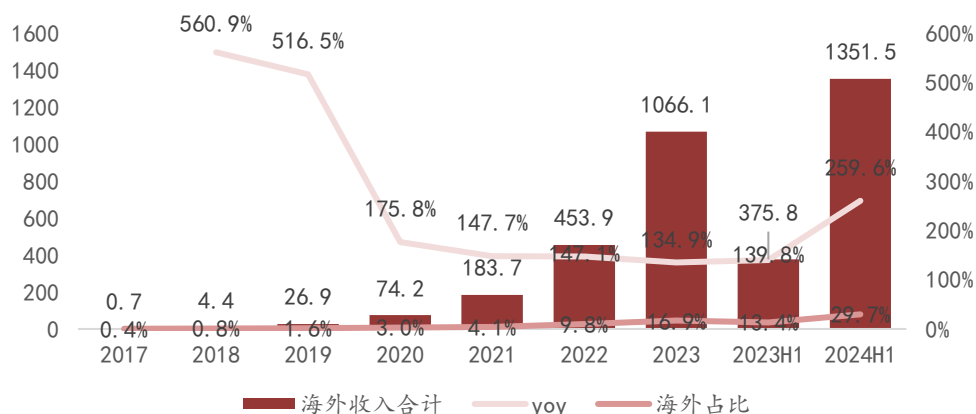
备注：2024 年数据截止 11 月

随着 IP 孵化、运营及设计能力崛起，国内泛娱乐玩具企业强大的供应链基础，开启了品牌及文化出海的浪潮。以泡泡玛特为例，其海外业务开始于 2018 年，2018-2021 年主要采取 B2B、B2B2C 的经销模式；2022 年战略重心转移至 DTC，开始全球开设线下门店扩张。

泡泡玛特海外收入从 2017 年的 70 万元增长至 2023 年 10.7 亿元，收入占比从 0.4% 提升至 16.9%。2024H1 海外收入达 13.5 亿元，yoy+259.6%，实现加速增长，超过 2023 年全年海外收入，海外收入占比进一步提升至 29.7%。2024Q3 公司港澳台及海外营收同比增长 440%-445%，较 2024H1 进一步加速增长。公司董事会主席王宁 2024 年 9 月参加经纬创业营分享提到“这个月海外业务占比已经超过 45%”。

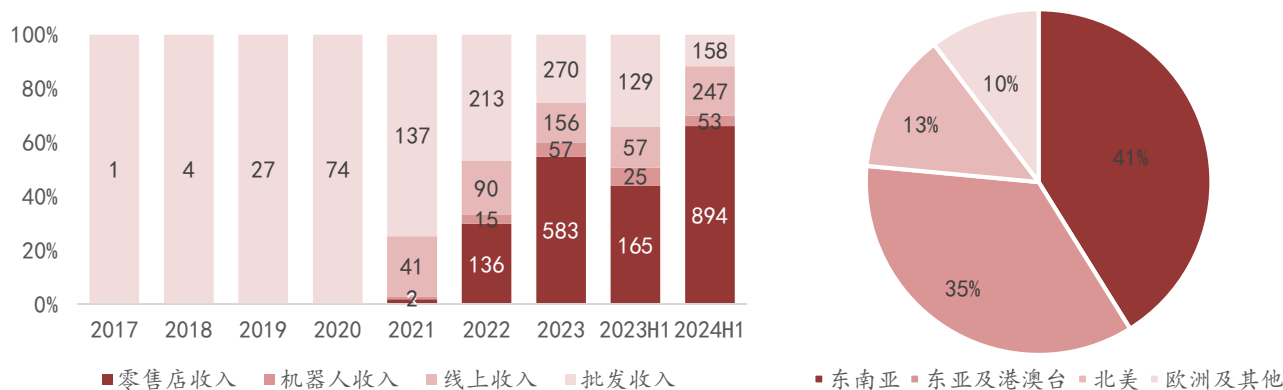
公司海外业务在全球各国家地区落地开花，从东亚、东南亚，逐步扩展到欧美地区。2024H1 公司东南亚收入 5.6 亿元，yoy+478%，占海外收入 41%；东亚及港澳台收入 4.8 亿元，yoy+154%，占海外收入 35%；北美收入 1.8 亿元，yoy+378%，占海外收入 13%；欧洲及其他收入 1.4 亿元，yoy+159%，占海外收入 10%。

图表43：泡泡玛特海外收入、增速及占比（左，百万元；右，%）



资料来源：泡泡玛特公告，国联证券研究所

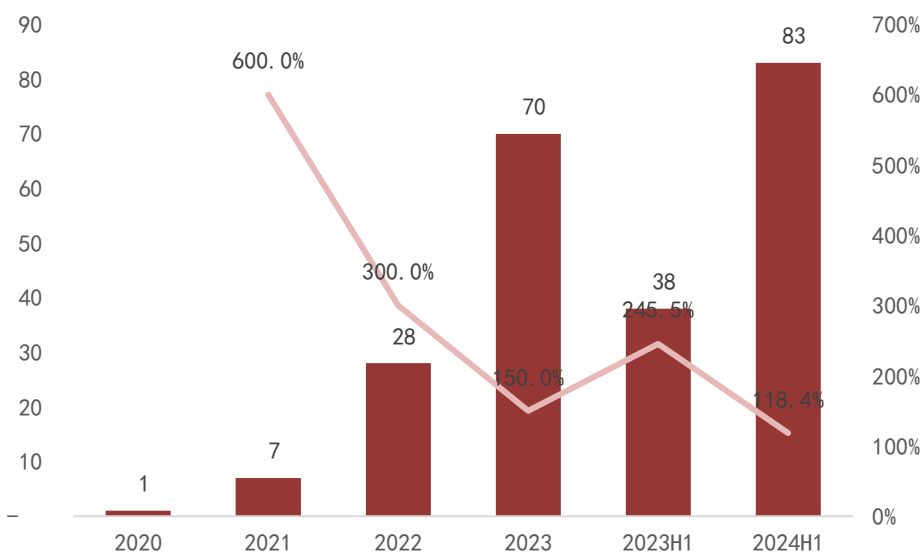
图表44：泡泡玛特海外渠道收入及构成（左，百万元）及 24H1 海外区域收入占比（右，%）



资料来源：泡泡玛特公告，国联证券研究所

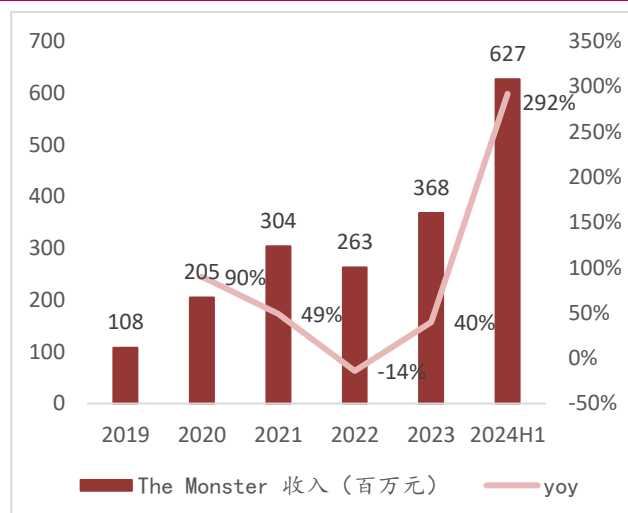
从海外零售店看，泡泡玛特的增长驱动因素从出海早期的渠道驱动阶段（渠道增速>收入增速），到 2024H1 的 IP 及产品驱动，IP 出圈及品类扩张使收入增速大于渠道增速。由于优秀的运营能力，泡泡玛特旗下 IP Labubu 在全球热度出圈，在东南亚、东亚地区广受欢迎，2024H1 单 IP 收入 6.3 亿元，yoy+292%。2024 年 7 月 1 日，Labubu 亮相泰国曼谷，现场接机场面和待遇堪比当红明星，泰国官方为 Labubu 举办了盛大的欢迎仪式，并授予其“神奇泰国体验官”的荣誉称号。

图表45：泡泡玛特海外门店数量及增速（家，不含合营）



资料来源：泡泡玛特公告，国联证券研究所

图表46: Labubu 泰国主题店开业（左）及 The Monster IP 年收入（右，百万元、%）



资料来源：极目新闻、泡泡玛特公告，国联证券研究所

除泡泡玛特外，卡游、52toys 等优秀泛娱乐玩具企业亦开启出海征程：

1) 卡游：2024 年 10 月，国内领先的泛娱乐品牌卡游宣布与全球领先的玩具和游戏公司孩之宝达成深度合作，取得小马宝莉系列 IP 全球授权，小马宝莉英文版、日文版卡牌产品后续将率先在日韩、东南亚等地区发售。

2) 52TOYS：根据 52toys 公众号，2023 年 12 月至 2024 年 12 月，52TOYS 在泰国多个核心商区开设 10 家品牌店。52TOYS 创始人兼 CEO 陈威在接受媒体采访时表示：“过去一年，我们在泰国市场的业务增速突破 300%，在东南亚市场也实现了 220% 的业务增速。52TOYS 众多产品线中，无论是原创 IP 还是具有全球影响力的知名 IP 授权产品都在泰国年轻人中广受喜爱。”

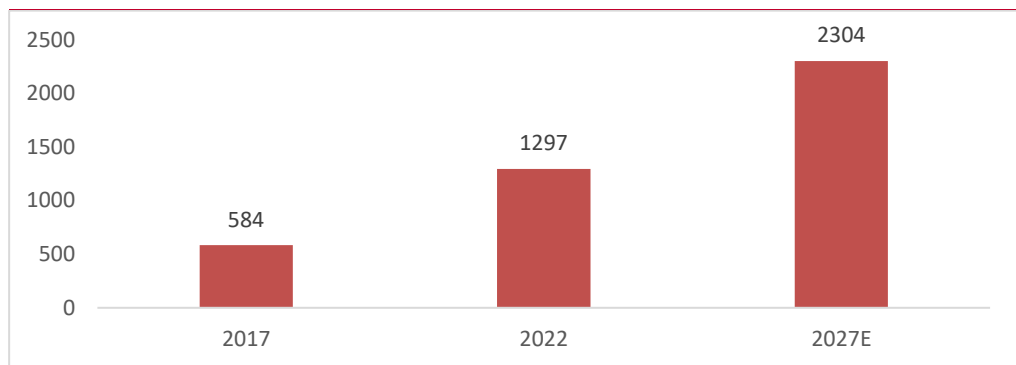
3. IP 衍生品：精神需求崛起，海内外市场空间均较大

3.1 市场规模：国内中高速增长，海外空间广阔

IP 主要是文学、影视、动漫、游戏、设计等领域创作形成的知识产权。IP 衍生品是基于知识产权进行二次创作或延伸而产生的各类商品。广义的 IP 衍生品包括图书、周边产品、玩具、动漫、游戏、影视、餐饮、乐园等多种形态，其中游戏、影视、动漫、图书等为内容形式 IP 衍生品，周边产品、玩具、乐园等为实体形式衍生品。

根据广东省玩具协会报告，2022 年中国 IP 衍生品市场规模 1297 亿元，预计到 2027 年将达 2304 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 12.2%。高质量 IP 持续孵化、品类扩张、精神及情绪消费需求持续提升等供需端因素有望将共同推进 IP 衍生品市场发展。

图表47：中国 IP 衍生品市场规模（亿元）



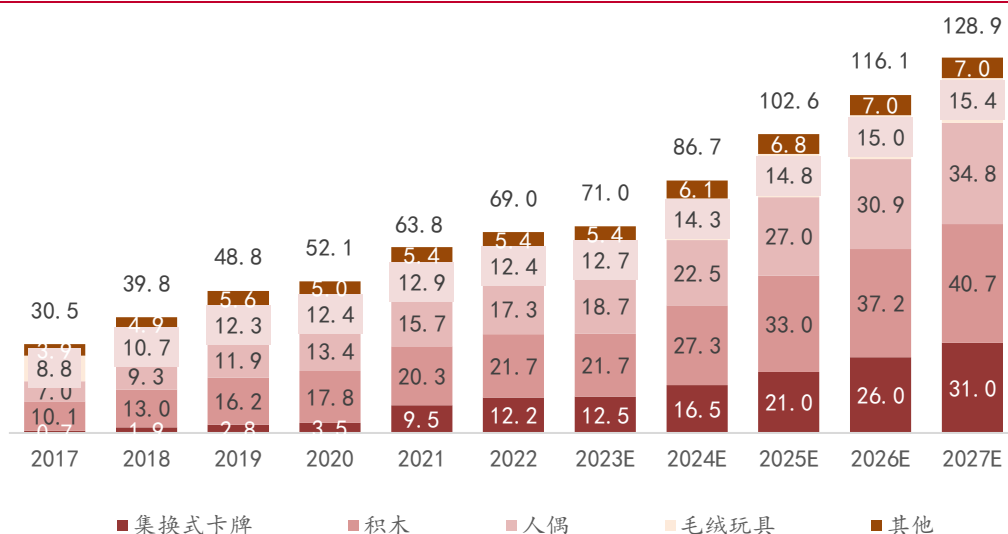
资料来源：广东省玩具协会&CIC 灼识咨询，国联证券研究所

3.1.1 泛娱乐玩具：IP 变现核心方式，品类创新、全球化推动行业发展

泛娱乐玩具是 IP 变现最直接的渠道，迪士尼、乐高、万代南梦宫等全球文娱、玩具巨头均通过玩具品类实现 IP 衍生收入。

2024 年，中国泛娱乐玩具市场规模约 867 亿元，其中积木品类 273 亿元、人偶 225 亿元、集换式卡牌 165 亿元、毛绒 143 亿元、其他 54 亿元。2017-2023 年，泛娱乐玩具行业 CAGR 为 15.1%，其中积木为 13.6%、人偶为 17.8%、集换式卡牌为 61.7%、毛绒为 6.3%，其他为 5.6%。

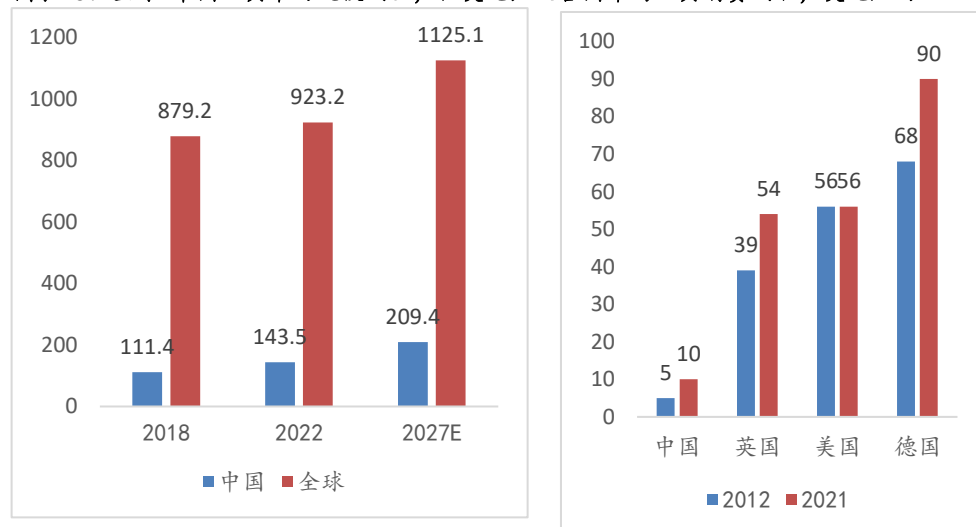
图表48：中国泛娱乐玩具行业市场规模及产品类别（十亿元）



资料来源：卡游招股书，国联证券研究所

根据广东省玩具协会和 CIC 灼识咨询联合发布的《积木玩具行业白皮书》，2022 年全球玩具市场规模 923.2 亿美元（约合 6200 亿元人民币），其中，中国玩具市场规模 143.5 亿美元（约合 965.8 亿元人民币），对应海外玩具市场规模 779.7 亿美元（约合 5247.4 亿元人民币）。预计到 2027 年，全球玩具市场将达 1125.1 亿美元（约合 7988 亿元人民币）。此外，中国人均玩具消费规模远低于其他发达市场，随着经济发展和人均可支配收入增长，消费人群及结构发生变化，预计对玩具的消费意愿也将随之提升，未来提升空间大。

图表49：全球&中国玩具市场规模（左，亿美元）及各国年均玩具消费（右，美元/人）



资料来源：广东省玩具协会&CIC 灼识咨询，国联证券研究所

IP 对泛娱乐玩具行业越来越重要，代表产品包括乐高哈利波特系列积木、卡游小马宝莉系列卡牌、泡泡玛特 Labubu 心动马卡龙系列、搪胶毛绒系列等，借力 IP 成为大热产品系列。

图表50：泛娱乐玩具借力 IP 成为大热产品



资料来源：淘宝 App，国联证券研究所

3.1.2 谷子周边：二次元内容蓬勃发展、人群壮大，推动行业快速发展

“谷子”（Goods）指基于 IP 衍生出的商品，如小说、动画、漫画、游戏、偶像、特摄等 ACGN（Animation、Comic、Game、Novel）内容形式衍生出来的周边产品，主要产品形态包括吧唧（Badge 徽章）、透卡、镭射票、流麻、钥匙扣、立牌等。

图表51：《原神》官方“谷子”类产品



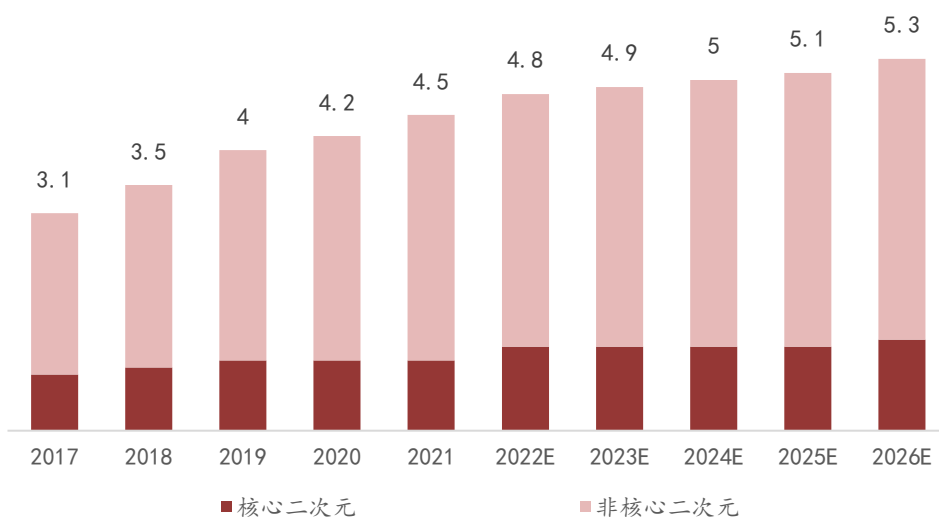
资料来源：原神天猫旗舰店，国联证券研究所

“谷子经济”根植于二次元文化，其市场空间与二次元人群规模、二次元相关内容产业发展状况及规模息息相关。

根据灼识咨询《中国二次元内容行业白皮书》，中国泛二次元用户规模预计将从 2017

年的 3.1 亿人增长到 2023 年的 4.9 亿人，2026 年将进一步增长至 5.3 亿人。

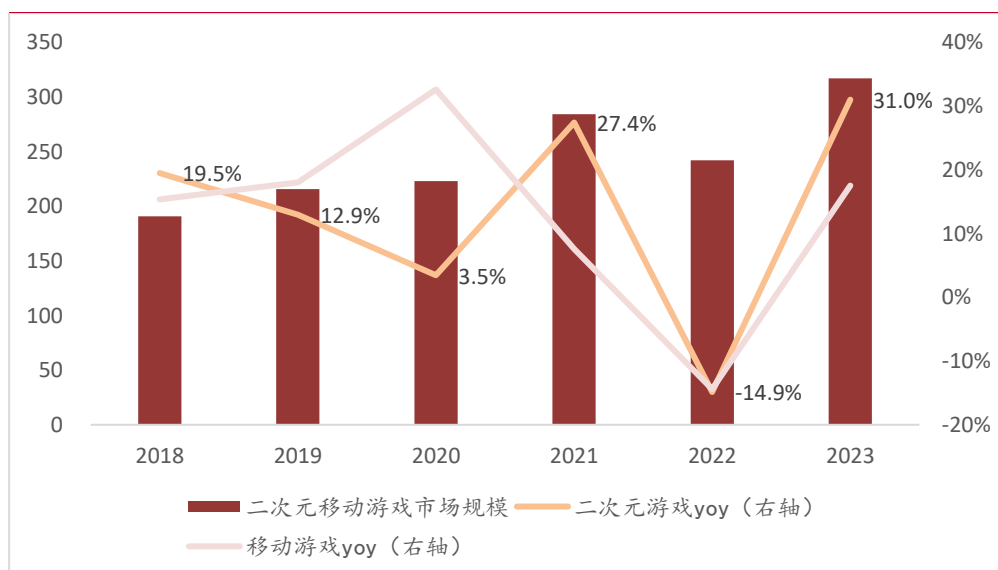
图表52：中国泛二次元用户人数（亿人）



资料来源：CIC 灼识咨询，国联证券研究所

从游戏行业看，二次元移动游戏市场规模从 2018 年的 190.9 亿元增长到 2023 年的 317.1 亿元。随着 95 后逐步进入社会，2021 年开始二次元游戏增速显著高于国内移动游戏市场整体增速。二次元游戏代表产品包括米哈游《原神》、《崩坏：星穹铁道》、叠纸《恋与深空》、鹰角《明日方舟》、完美世界《幻塔》、库洛《鸣潮》等。

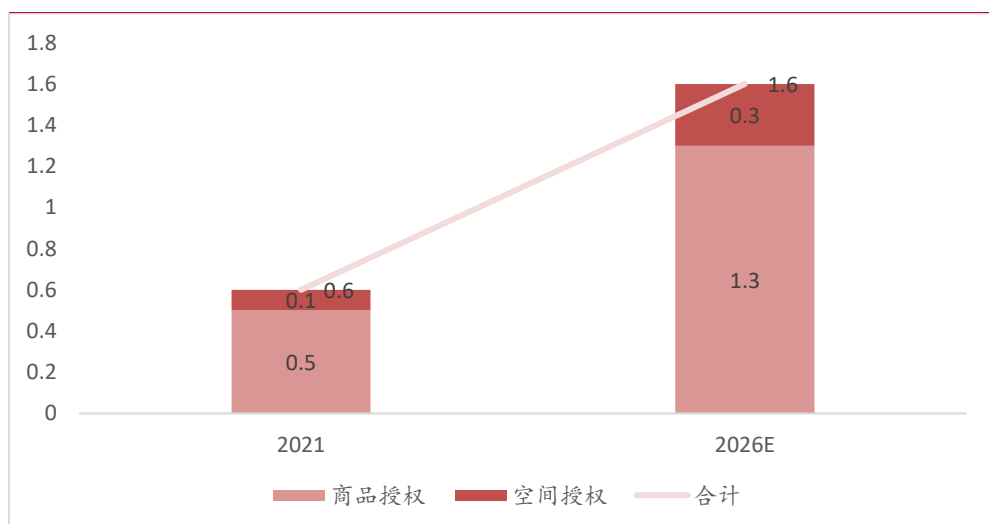
图表53：国内二次元移动游戏市场规模、增速及移动游戏整体增速（亿元，%）



资料来源：游戏工委&伽马数据、国联证券研究所

根据灼识咨询预估，2026 年二次元周边衍生产业规模将达 1600 亿元，包括二次元的潮流玩具、虚拟偶像、服饰等相关授权商品的销售收入，以及展会展览、主题店、主题公园等相关授权空间的门票收入。

图表54：二次元周边衍生产业空间（千亿元）



资料来源：CIC 灼识咨询，国联证券研究所

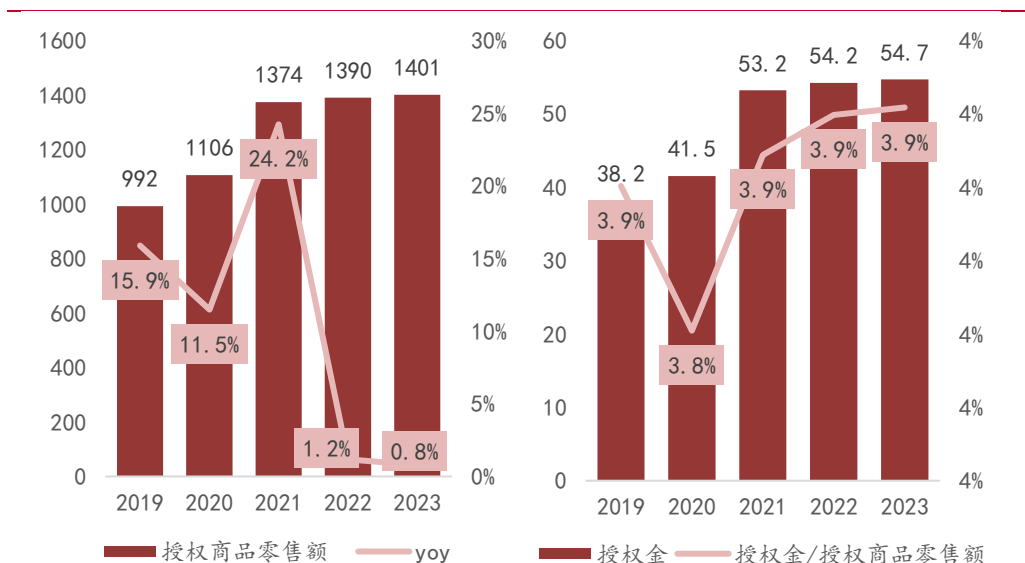
3.1.3 IP 授权：扩大 IP 影响力及生态边界，国内处于起步阶段

根据中国玩具和婴童用品协会《中国品牌授权行业发展白皮书》，中国年度授权商品零售额从 2019 年的 992 亿元增长到 2023 年的 1401 亿元，中国年度授权金从 2019 年的 38.2 亿元增长到 2023 年的 54.7 亿元。

根据国际授权业协会《全球授权市场报告》，2018 年全球授权商品及服务销售额为 2803 亿美元，2023 年增长到 3565 亿美元。如按照国内近 4% 的授权金比例测算，全球 IP 授权金规模约 142.6 亿美元。

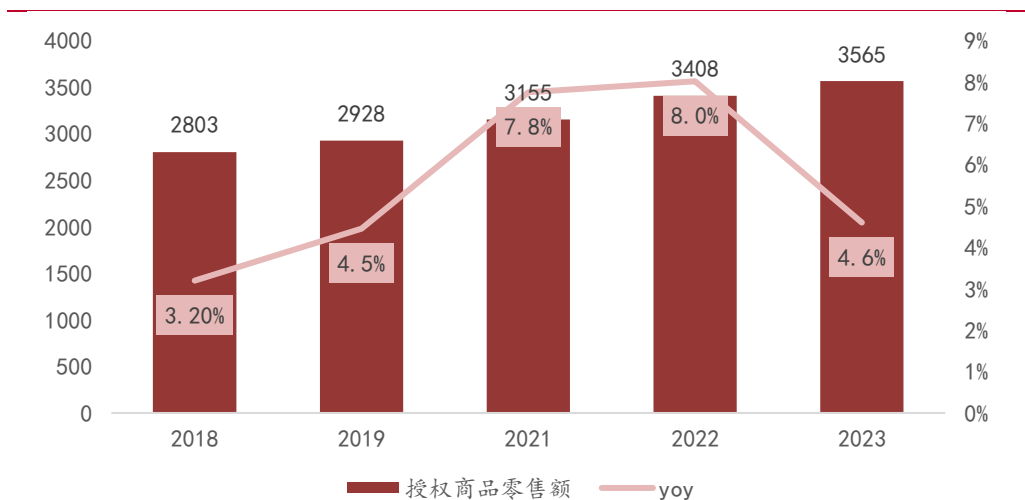
IP 授权不仅是 IP 衍生收入的主要来源之一，也是扩大 IP 影响力，拓展 IP 生态边界的核心。通常在 IP 方不擅长或者经营效率较低的领域，授权是较低风险获取收入的方式。中国为全球第二大消费市场，随着商品及制造同质化，消费情感化的趋势，国内 IP 授权行业仍有较大的发展空间。

图表55：中国授权商品零售额（左，亿元，%）及年度授权金（右，亿元，%）



资料来源：中国玩具和婴童用品协会《2023 中国品牌授权行业发展白皮书》，国联证券研究所

图表56：全球授权商品及服务销售额（左，亿美元；右，%）



资料来源：国际授权业协会，国联证券研究所

3.2 供需角度：精神消费崛起，国内厂商竞争力提升

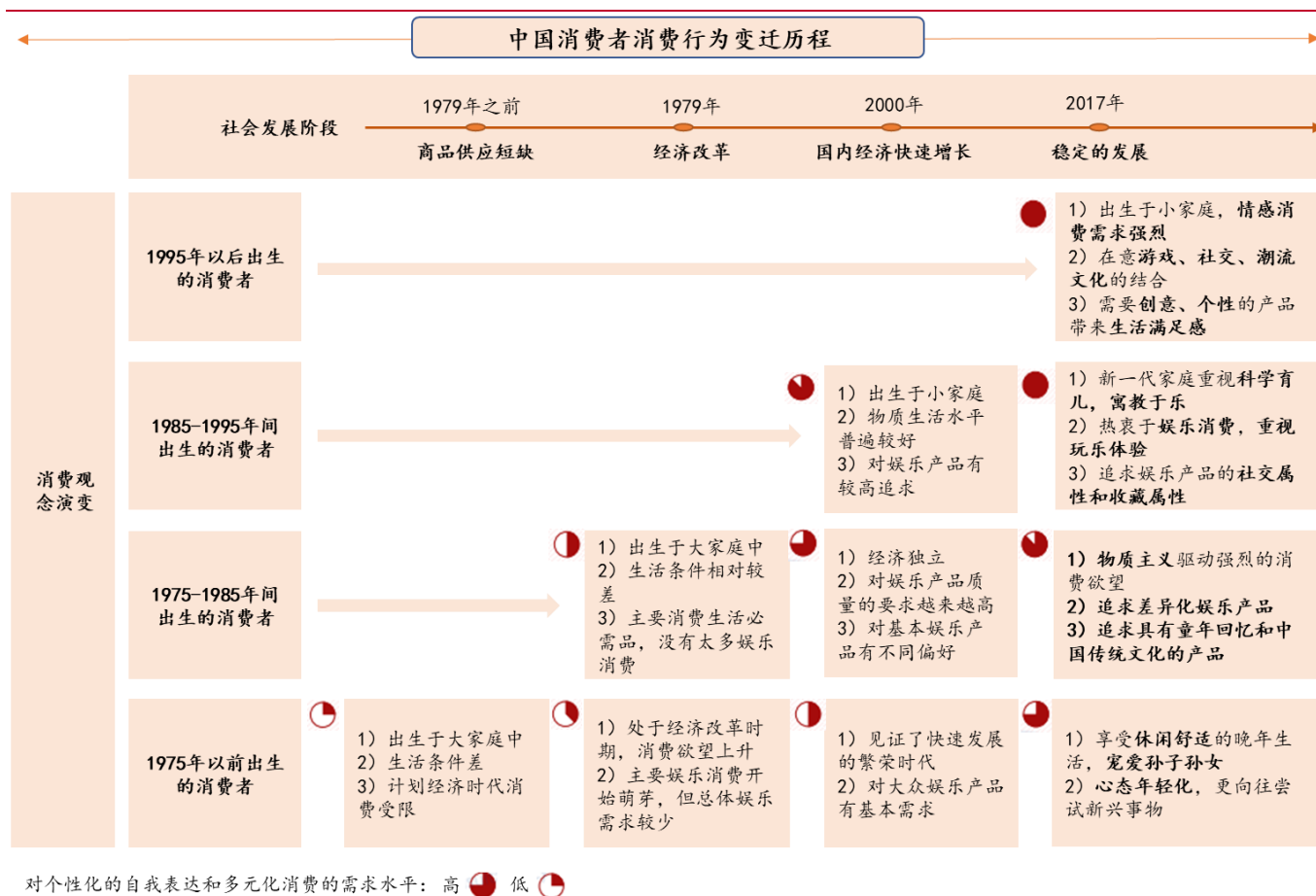
3.2.1 需求端：精神消费崛起，需求多元，受众泛化破圈

根据美国及日本经验，人均 GDP 突破 1.2 万美元后，精神消费开始崛起。2021 年我国人均 GDP 突破 1.2 万美元，伴随社会经济文化的不断发展，中国消费者更加渴望从消费中获得多元价值，对有创意、个性化、强社交、有情绪共鸣、有文化价值和收

藏价值的产品和服务需求将持续增加。

不同年龄层，出于悦己、社交/自我表达、收集/收藏、交易等各个层次需求，对于线下泛娱乐消费品品类需求有所不同，如卡牌受小学生欢迎，谷子受初高中生欢迎，潮玩受 20-40 岁女性欢迎。近年来，品类在不同年龄层呈现扩散趋势，如 Jellycat 为代表的毛绒产品在成人中大受欢迎，卡牌产品也从小学市场拓展到 K12 中高年级及成人收藏市场。

图表57：中国消费者消费行为变迁历程



资料来源：CIC 灼识咨询，国联证券研究所

3.2.2 供给端：配套扎实，IP 孵化、运营及产品创新能力催生优秀企业

从供给端看，IP 衍生品产业链快速发展由几大因素推动：

1) 优质 IP 的持续引进和自主孵化：中国文化产业快速发展了 30 年，小说、动漫影视、游戏领域积累了大量优质 IP，虽然相比美、日等国家，国内文化产业发展时间还较短，但持续积累下也涌现出《原神》等优质国产 IP；Bilibili 等平台汇聚大量

番剧及漫画，成为国内二次元内容发源地；

2) 中国拥有全球领先的制造和运营能力：作为全球最大的玩具生产国和出口国，中国具有完善的玩具供应链及配套。中国企业的运营能力全球领先，在私域电商、直播电商等领域商业模式及运营经验领先全球；

3) 产品设计崛起，玩法创新能力助推：中国年轻一代审美、创意、设计能力提升，具备全球输出能力，部分厂商实现从 OEM 到 ODM 到推出自主品牌转型。“产品+玩法”创新将盲盒等产品销售模式与优秀产品设计结合，并成功推广至全球市场。

从产业链看，我们认为，IP 衍生品产业链的核心在于 IP 运营能力及产品设计环节。

图表58：IP 衍生品产业链



资料来源：国联证券研究所整理

3.3 全球对标：从乐高、万代看国内 IP 衍生品空间

3.3.1 乐高：全球拼搭玩具巨头，IP 合作推动全年龄化、全球化战略

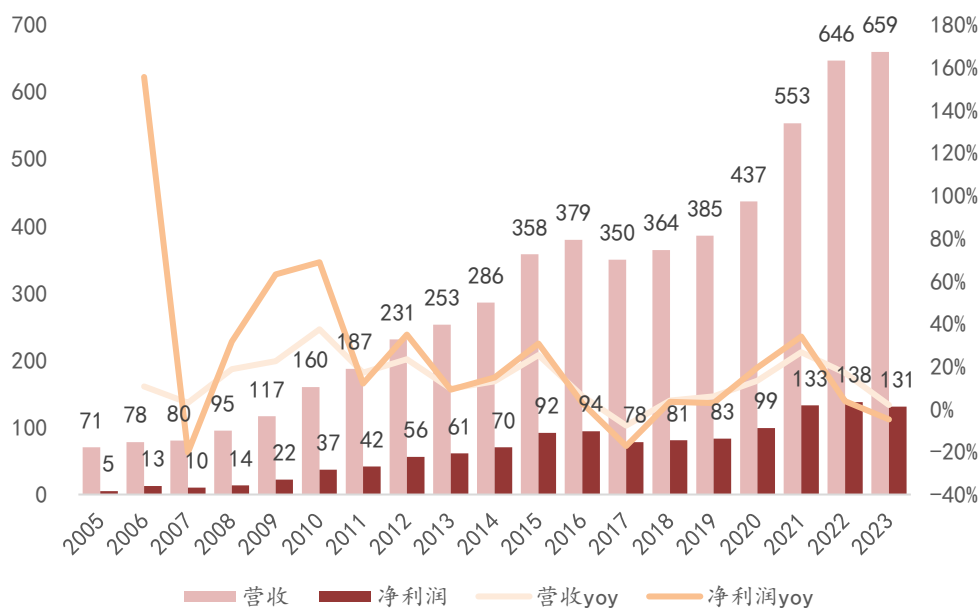
全球拼搭玩具龙头乐高成立于 1932 年，2005-2023 年，乐高收入从 71 亿丹麦克朗增长至 659 亿丹麦克朗（约合人民币 679 亿元），净利润从 5 亿丹麦克朗增长至 131 亿丹麦克朗（约合人民币 135 亿元）。根据欧睿数据，2021 年乐高在全球、中国搭建类玩具市场份额分别为 71.9%、48.6%。

授权 IP 合作在乐高拓展年龄层及全球化战略中，起到关键作用。1999 年，乐高与卢

卡斯影业合作，推出第一个授权 IP 套装《星球大战》，取得了很大成功，带动当年净收入达 98.1 亿丹麦克朗，同比增长 27.7%。2001 年，乐高与哈利波特合作推出授权产品，同样取得了很大成功。此后，由于内容播出的周期性及战略失焦，乐高营收面临较大波动，并在 2003-2004 年经历了大额亏损，但随着乐高逐渐明确核心战略（核心定位“游戏材料”，所处行业是“玩具”，专注核心资产“积木和乐高体系”），并采取经典系列（乐高城市系列和得宝系列）及授权 IP 并重的策略，2005 年起重拾增长。

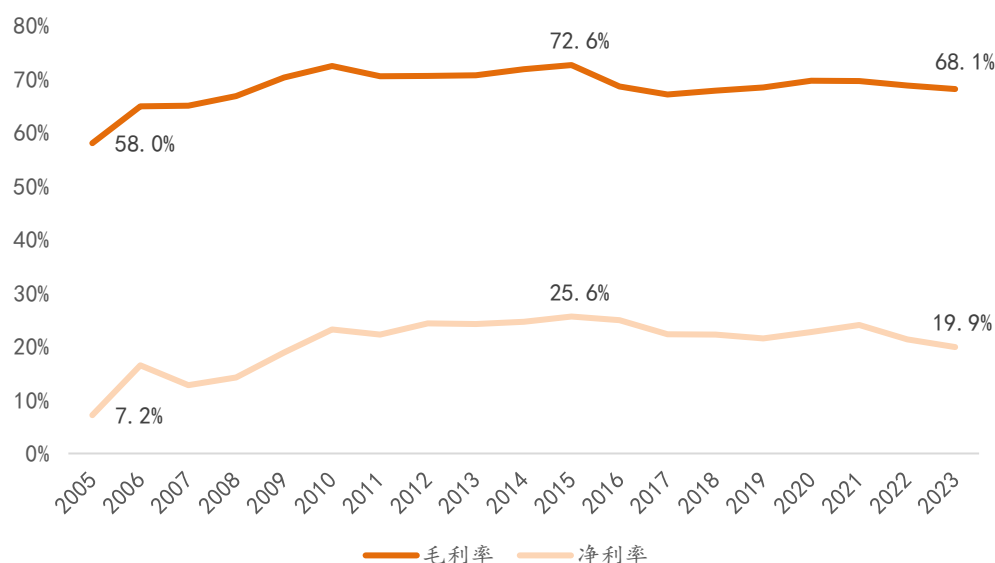
2003 年，乐高在财报中首次披露授权 IP 支出 (Licence and royalty expenses)，2005-2023 年，乐高授权 IP 支出从 3.8 亿丹麦克朗提升至 53.8 亿丹麦克朗，占营收比例从 2005 年的 5.4% 提升至 2023 年的 8.2%。

图表59：2005-2023 年乐高集团营收及净利润（左，亿丹麦克朗；右，%）



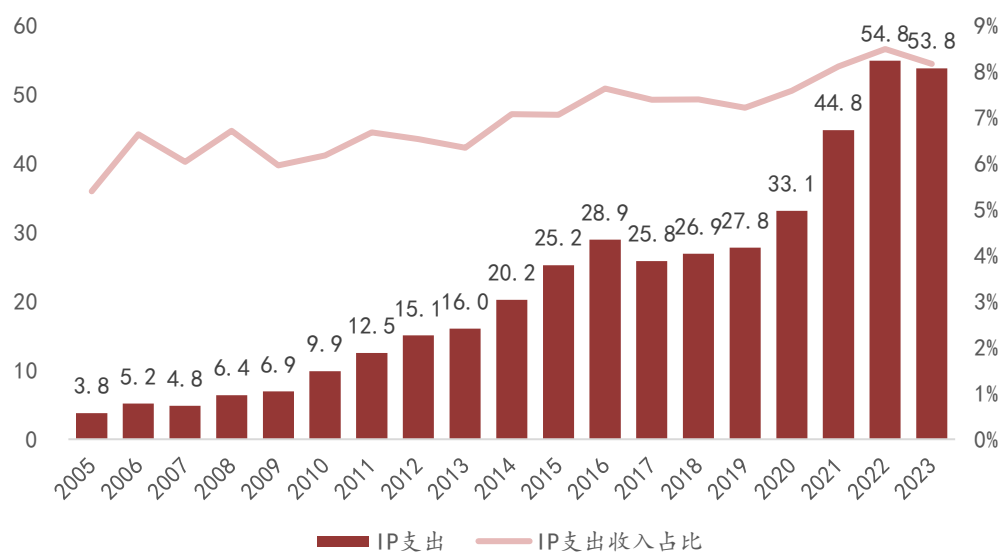
资料来源：乐高集团官网，国联证券研究所

图表60：2005-2023 年乐高集团毛利率及净利率（%）



资料来源：乐高集团官网，国联证券研究所

图表61：2005-2023 年乐高集团 IP 支出（左，亿丹麦克朗）及 IP 支出占收入比例（右，%）



资料来源：乐高集团官网，国联证券研究所

3.3.2 万代南梦宫：“IP 轴战略”推动营收持续增长，单 IP 收入不断突破上限

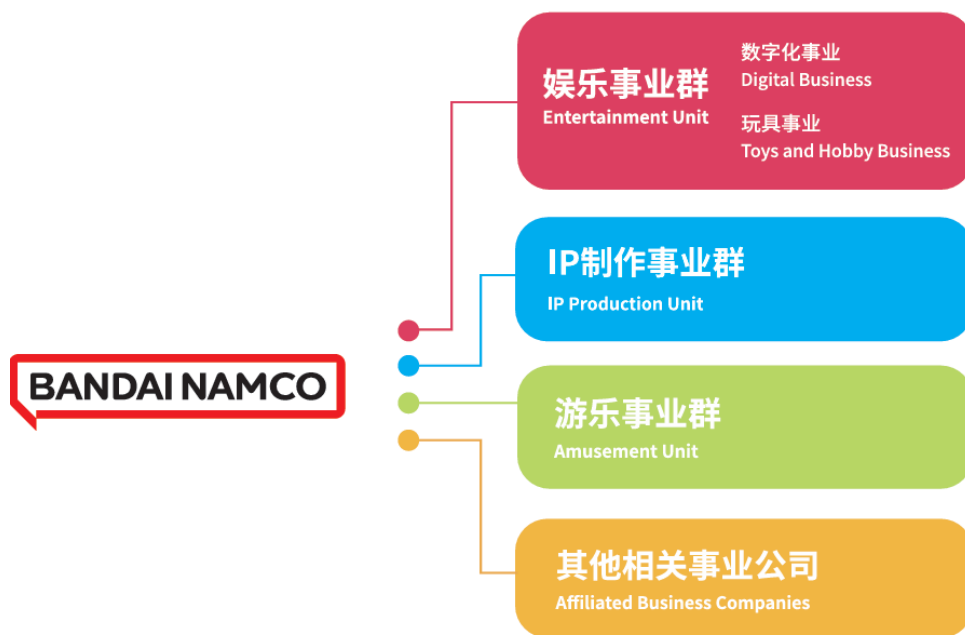
万代南梦宫是日本大型综合文娱集团，由 1950 年成立的玩具公司万代（Bandai）和 1955 年成立的游戏公司南梦宫（Namco）于 2005 年 5 月合并而成。

万代南梦宫旗下有四大事业群，分别为娱乐事业群（数字化及玩具两大业务）、IP 制

作事业群、游乐事业群及其他业务。其中：

- 1) 数字化业务（万代南梦宫 Entertainment）：主要为航海王、火影忍者、龙珠、银魂、数码宝贝、机动战士高达、偶像大师等知名 IP 的游戏化及全球发行；
- 2) 玩具业务（万代）：主要为玩具、手办、拼装模型、扭蛋、收藏玩具、卡牌、食玩、一番赏、潮玩、服饰、日用品等领域，从企划、开发、制造和销售的全产业链经营；
- 3) IP 制作（万代南梦宫 Filmworks&万代南梦宫 Music Live）：主要包括动画等影像、音乐内容的企划、制作、运用和著作权/版权管理运营、艺人养成及演出事业；
- 4) 游乐业务（万代南梦宫 Amusement）：游艺机的企划、开发、生产、销售、售后、以及主题公园、室内游乐场等娱乐设施的企划和运营等；
- 5) 其他业务：流通、物流、管理等支持业务。

图表62：万代南梦宫四大事业群



资料来源：万代南梦宫官网，国联证券研究所

2010 年起，万代南梦宫启动了“IP 轴战略”即在最佳时机将集团最大优势——IP，以最优质的商品与服务提供给最适宜的地区，谋求 IP 价值最大化。

图表63：万代南梦宫“IP轴战略”



资料来源：万代南梦宫官网，国联证券研究所

2022年4月起，万代南梦宫进一步推出包含IP元宇宙战略在内的三年中期计划，提出“与粉丝相连”的愿景，并将“IP轴战略”“人才战略”“可持续性”作为重点战略推进。其中“IP轴战略”分为三大方面：

- 1) IP×Fan：以IP为中心创造与粉丝新的触点，打造“元宇宙”，实现中长期IP价值最大化。
- 2) IP×Value：利用线上线下联合优势，运用广泛的商品、服务窗口，包括整合影像、线下活动等技术，强化IP制作能力，加强与各方合作，开展跨地区跨媒体的项目，提升IP价值。
- 3) IP×World：通过组织结构调整、重组、集约，在全球发展IP事业。

为更好的推进该战略，2022年4月，万代南梦宫整合了影像音乐事业和制作部门成立了IP制作事业群。

图表64：万代南梦宫重点战略

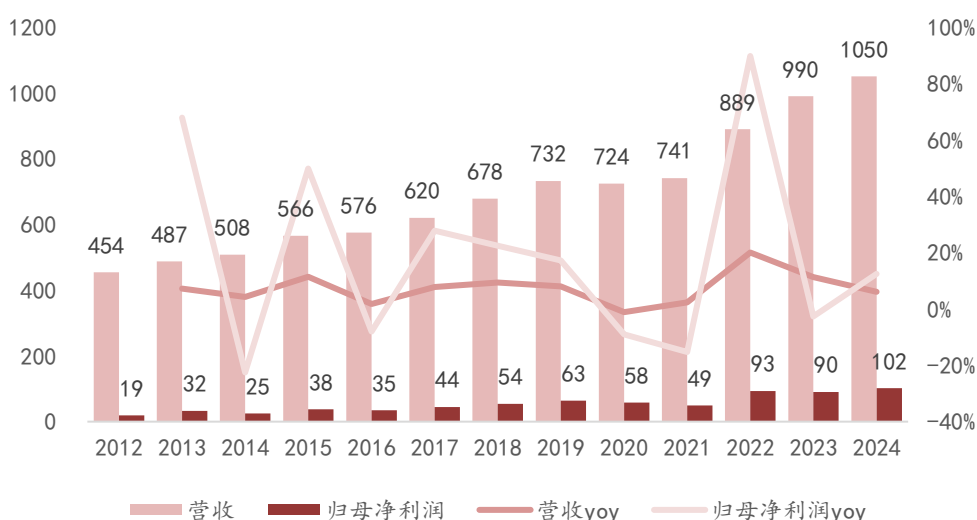


资料来源：万代南梦宫官网，国联证券研究所

2012-2024 财年万代南梦宫营收从 4540 亿日元增长至 10500 亿日元，CAGR 为 7.2%，归母净利润从 190 亿日元增长至 1020 亿日元，CAGR 为 14.8%。2022-2024 财年，IP 制作占整体收入的 8.5%/7.8%/7.4%，占比虽不高，但撬动了玩具、数字、游乐三大变现板块收入。

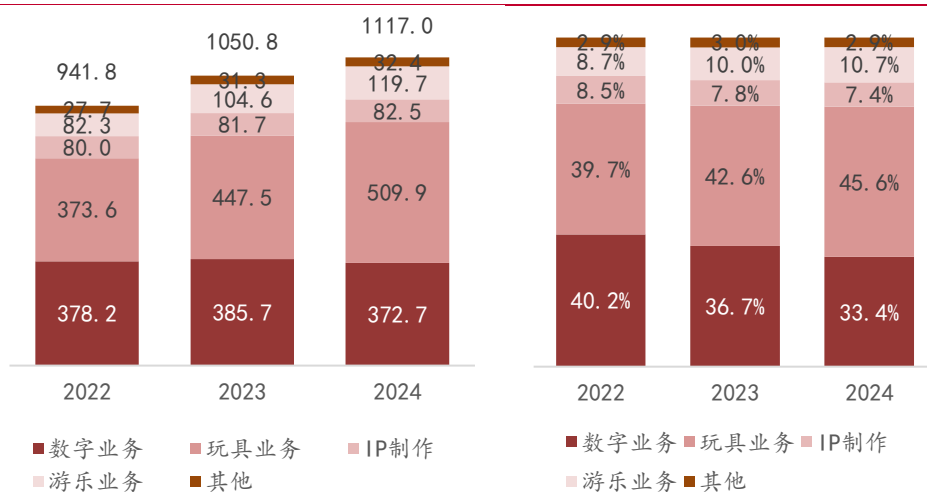
2023 财年玩具超过数字娱乐成为第一大业务板块，2022-2024 财年占整体收入的 39.7%/42.6%/45.6%；数字业务占整体收入的 40.2%/36.7%/33.4%；游乐业务占整体收入的 8.7%/10%/10.7%；近三年看，玩具及游乐业务占整体收入的比重持续提升。

图表65：2012-2024 年万代南梦宫营收及归母净利润（左，十亿日元；右，%）



资料来源：万代南梦宫官网，国联证券研究所

图表66：万代南梦宫主要收入分部（左，十亿日元）及占比（右，%）

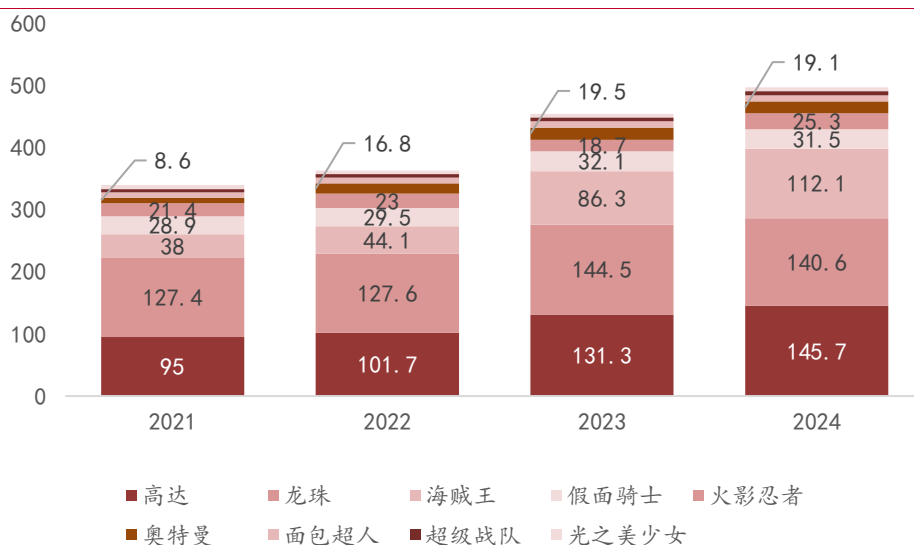


注：上述分部收入未扣除集团内部抵消部分，因此大于图表 69 的合计收入
资料来源：万代南梦宫官网，国联证券研究所

万代南梦宫前 9 大 IP 为高达、龙珠、海贼王、假面骑士、火影忍者、奥特曼、面包超人、超级战队及光之美少女。2024 财年，高达、龙珠、海贼王三大 IP 收入均超 1100 亿日元(约合人民币 52.7 亿元)，合计收入近 4000 亿日元(约合人民币 191.7 亿元)。2021-2024 财年，海贼王、奥特曼、高达 IP 收入 CAGR 分别为 43.4%、30.5%、15.3%，高于整体收入 CAGR（12.3%），拉动整体收入增长。

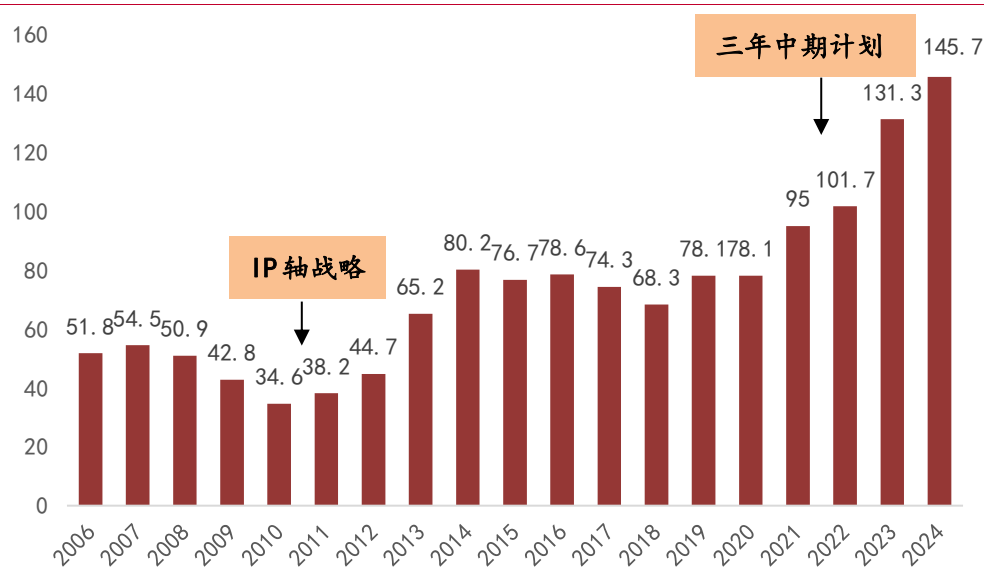
2006-2024 财年，万代南梦宫 Top1IP 高达收入从 518 亿日元增长至 1457 亿日元（约合 69.8 亿元人民币），高达 IP 2010 年陷入收入低谷，通过“IP 轴战略”突破了低谷期；在 2020 年之后突破 800 亿日元的单 IP 收入平台期，实现了持续的增长。

图表67：万代南梦宫 Top9 IP 收入（十亿日元）



资料来源：万代南梦宫官网，国联证券研究所

图表68：2006-2024 财年万代南梦宫第一大 IP 高达收入（十亿日元）



资料来源：万代南梦宫官网，国联证券研究所

4. 投资建议

4.1 关注 AI 应用加速

复盘 2024 年，全球 AI 投融资主要集中在基础设施、硬件、模型端，全球大模型公司融资加速、整合加速，竞争格局已较为明朗，头部公司估值高，预计将逐渐从以模型

训练为主转向模型训练及产品优化、开发者支持、商业变现并重的阶段。2025 年，预计 AI 应用将在 B 端、C 端领域加速落地。**企业应用层面**，关注 AI 在营销、电商等领域的提效；**原生应用层面**，看好搜索、陪伴、教育、短剧、游戏等原生 AI 应用方向进展；此外，**关注 AI 与智能硬件的结合**，包括 AI 眼镜及 AI 玩具。相关标的包括**昆仑万维、巨人网络、盛天网络**。

4.2 关注文娱企业“文化出海”机会

此前，中国文娱企业的“出海 1.0”时代以商业模式出海为主。以移动游戏为例，主要是智能手机+主机/端游玩法移植/简化+服务型游戏运营模式的组合，题材仍以欧美日韩等 T1 市场用户喜欢的多文明、末日为主。随着西游题材的《黑神话：悟空》全球销量近 3000 万份并入围 TGA 年度最佳游戏、泡泡玛特旗下 IP Labubu 在东南亚及全球破圈，两家公司均取得了超预期的业绩表现，也标志着文化出海进入 2.0 阶段。伴随文化输出的出海业务，将更具备更强的爆发力和持久性。我们看好具有精品内容研发能力、优质 IP 运营能力的公司打开文化出海新空间。此外，从游戏、电影等内容供给侧来看，2025 年内容供给预计改善，加之政策组合拳下经济周期正向影响，低基数效应下，有望将迎来业绩反弹及估值修复，建议积极布局游戏、电影等板块。相关标的包括：1) 游戏：**恺英网络、神州泰岳、吉比特、巨人网络、电魂网络、哔哩哔哩**；2) 影视：**万达电影、芒果超媒、光线传媒、中文在线**；3) 玩具：**泡泡玛特**。

4.3 关注 IP 衍生品产业链机会

IP 衍生品包括泛娱乐玩具、授权、实体娱乐等变现模式：1) 泛娱乐玩具：国内玩具行业处于中高速增长期，产品创新、全球化推动持续增长；海外玩具行业规模大，中国企业有望从出口代工转向品牌运营。2) 授权：处于起步阶段，背靠国内巨大消费市场，增长潜力大。全球来看，乐高、万代等全球玩具、泛娱乐龙头依托 IP 撬动多元变现、推动全年龄化、全球化战略，带动业绩/股价长青。我们看好优质国产 IP 通过拓展游戏、影视、动漫、图书等内容形式衍生品，以及周边产品、玩具、乐园等实体形式衍生品，提升 IP 影响力，打开商业化空间。**相关标的：泡泡玛特、上海电影、奥飞娱乐**。

4.4 重点公司估值表

图表69：重点公司盈利预测和估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)			CAGR-3	PEG (2024E)	评级	变动
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E				
3690. HK	美团-W	9377	4.07	6.28	7.81	24.29	18.62	14.96	52%	0.15	增持	维持
1024. HK	快手-W	1849	3.72	4.61	5.54	11.29	8.74	6.93	55%	0.08	买入	维持
9992. HK	泡泡玛特	1168	2.07	2.70	3.38	44.47	32.83	26.46	61%	0.36	买入	维持
9626. HK	哔哩哔哩-SW	626	-	-	0.21	-	-	37.49	-	-	买入	维持
300413. SZ	芒果超媒	527	1.01	1.18	1.33	28.12	24.70	22.05	-	-	买入	维持
300418. SZ	昆仑万维	497	-	-	-	-	-	-	-	8.83	-	-
002517. SZ	恺英网络	300	0.90	1.04	1.19	16.94	14.18	12.34	19%	0.80	-	-
002739. SZ	万达电影	273	0.18	0.56	0.68	70.08	22.30	18.50	17%	-	-	-
002558. SZ	巨人网络	253	0.78	0.86	0.97	17.41	15.36	13.63	18%	0.52	买入	维持
300002. SZ	神州泰岳	237	0.68	0.72	0.83	17.94	16.92	14.75	22%	0.37	-	-
300364. SZ	中文在线	185	-	-	-	-	-	-	23%	-	-	-
603444. SH	吉比特	159	11.77	15.82	17.87	17.29	14.37	12.75	5%	-	买入	维持
300494. SZ	盛天网络	61	0.33	0.45	0.54	-	43.63	37.06	16%	15.11	-	-

资料来源：Wind，国联证券研究所

备注：数据截至 2024 年 12 月 25 日，昆仑万维、神州泰岳、万达电影、中文在线取自 Wind 一致预期；其余盈利预测取自最新外发报告盈利预测

5. 风险提示

- 1) **AI、MR 等技术落地不及预期风险：**如果技术落地速度慢于市场预期，或导致产业生态发展放缓，相关公司业绩增长放缓；
- 2) **竞争加剧风险：**传媒互联网行业竞争激烈，尤其是当前互联网流量红利见顶，各个公司加大流量的抢夺，导致竞争加剧，影响公司业务。
- 3) **行业监管风险：**传媒产业和互联网板块受到国家相关部门监管，面临未成年人保护、内容管理、平台经济反垄断等各种因素影响，一旦行业监管政策调整，可能影响传媒互联网相关公司的业务。
- 4) **经济发展不及预期风险：**传媒互联网公司发展与宏观经济紧密相关，如整体宏观经济发展不及预期，影响消费者消费意愿，从而影响游戏、影视、广告等多个板块。
- 5) **行业空间测算偏差风险：**海外短剧市场空间测算关键指标 DAU、各平台间重合率、ARRPU 值为参考估计值，或与实际存在一定误差，由此整体行业空间测算或有偏差风险。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号致安广场 A 座 4 层

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼