

## 这个时点怎么看AI应用投资

证券分析师：张良卫  
执业证书编号：S0600516070001  
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖  
执业证书：S0600517110002  
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理：何逊玥  
执业证书：S0600122030019  
联系邮箱：hexy@dwzq.com.cn

研究助理：晋晨曦  
执业证书：S0600122090072  
jincx@dwzq.com.cn

研究助理：郭若娜  
执业证书：S0600122080017  
guorn@dwzq.com.cn

研究助理：陈欣  
执业证书：S0600122070012  
chenxin@dwzq.com.cn

## 一、从2013年成长股走势，看当前时点的投资节奏

# 当前政策、经济、货币环境与2013年有诸多相似之处

## 政策背景：新一届政府上台叠加科技产业浪潮

2013年：新一届政府上台，改革预期增强，移动互联网浪潮与经济转型不谋而合；

2023年：新一届政府上台，改革正在酝酿，AI全球产业趋势共振；

## 经济背景：弱复苏，利好新经济

2013年：增速下台阶，经济呈现弱复苏，经济下行压力明显。

2023年：疫后弱复苏，消费分化，地产修复存在不确定性，出口走弱。

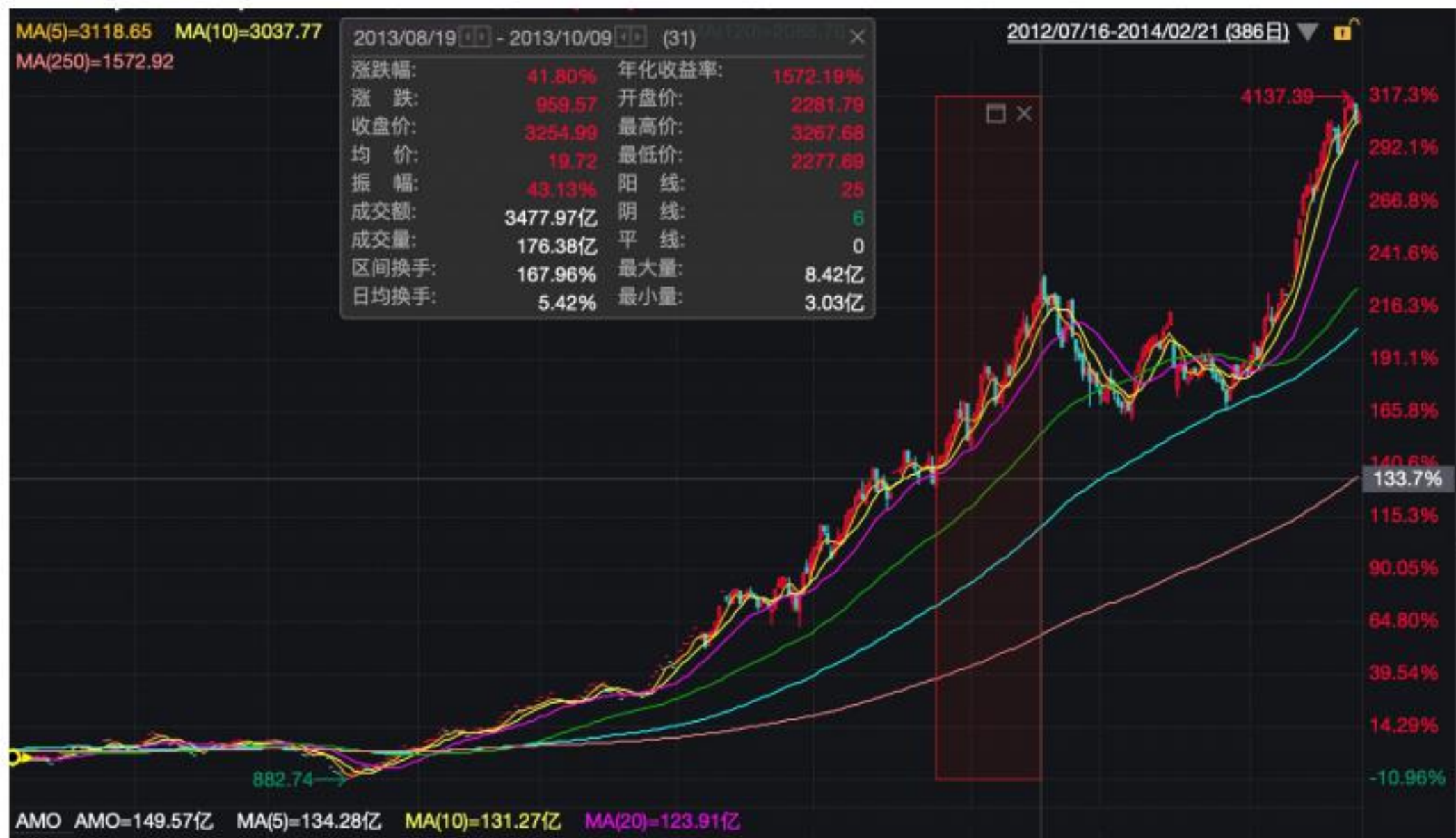
## 货币背景：整体稳健，温和充裕

2013年：政策维持较强定力，全年无降准降息，6月“钱荒”后有所放松，流动性温和充裕；海外逐渐收紧。

2023年：货币政策稳健、重视精准有力；海外流动性迎来拐点。



# 复盘13年网络游戏指数：产业逻辑兑现后走出第二波主升浪，股价领先基本面，走势凌厉

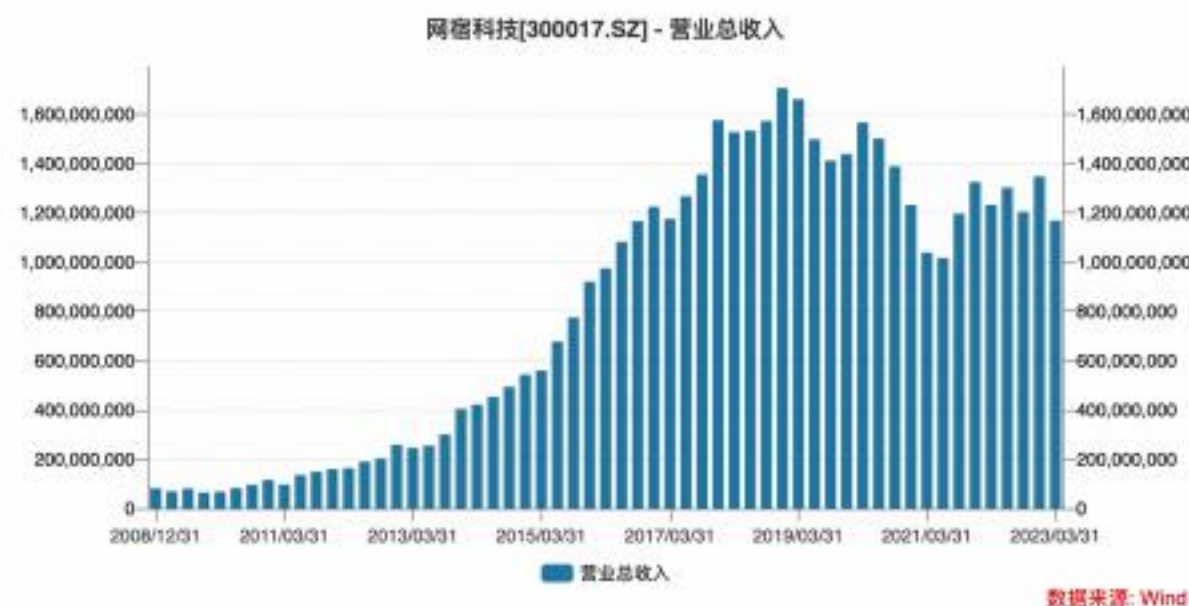
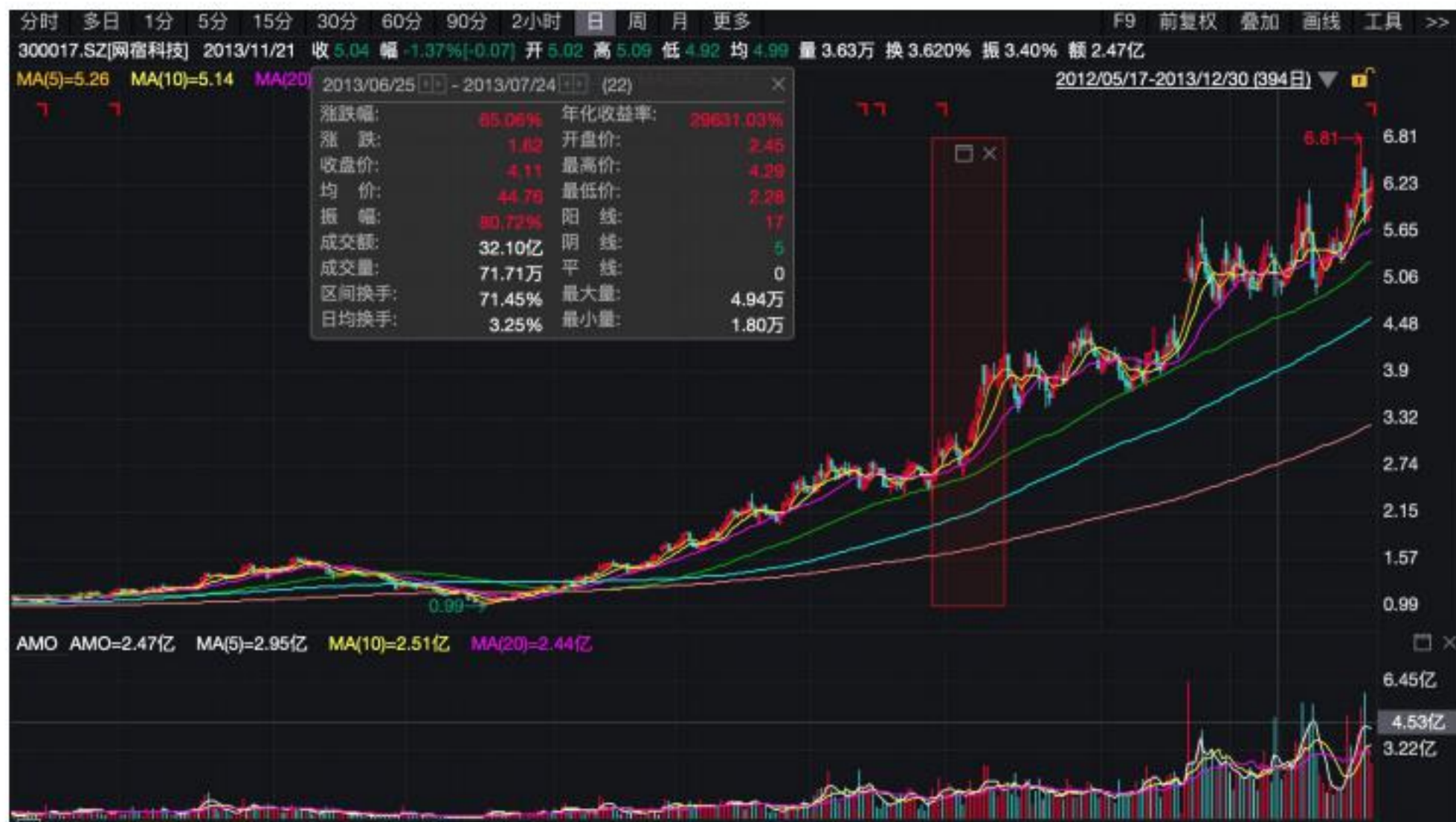


股价驱动因素：

- 1、2012 年下半年移动互联网及手游爆发；
- 2、并购驱动，走势凌厉；
- 3、股价领先基本面；



# 复盘13年：硬件龙头网宿科技，业绩及产业趋势共振，不断创出新高，强势走势相对应用更为平滑，类似2023年的中际旭创



## 股价驱动因素:

- 1、移动互联网产业趋势下的业绩高增长的确定性;
- 2、CDN市场份额持续提升, 奠定产业龙头地位;
- 3、市场预期高增长将消化短期高估值;
- 4、由于业绩和产业趋势共振, 走势相对平滑。



- 1) 春节后：大模型技术的突破被认为是这一轮AI的核心边际，同时在应用侧进展相对比较靠前的公司获得关注
- 2) 二月上旬：ChatGPT用户增长过快导致宕机，然后马上演绎到算力、服务器方面
- 3) 二月中旬：ChatGPT被封，大家就马上找到了一些国内公司，但是业务在海外的应用
- 4) 二月下旬：在节后第四周和第五周，新的API出来之后，调用算力的成本快速下降
- 5) 三月中旬：GPT4及Copilot发布，市场对产业趋势的认同逐渐形成共识
- 6) 四月上旬：百度、阿里、华为、商汤、昆仑等大模型陆续发布
- 7) 四月下旬：传媒板块一枝独秀
- 8) 五月中旬：英伟达业绩超预期，算力板块再度上涨，大模型环节相对滞涨，应用板块分化

## 海外快速迭代的大模型技术 VS 尚未起量的应用及未知的终局

### 技术创新应接不暇：

GPT4  
Midjourney  
Bard  
SAM  
AutoGPT  
.....

### 市场的几个普遍的疑问：

- 1、下一代的流量入口是什么形态？
- 2、AI是否会替代创意？
- 3、谁能拿到AI时代的门票？
- 4、上下游如何进行利润分配？
- 5、国内何时能够突破？



## 我们对于产业的几个判断：

- 1、大模型环节是最大不确定性、最大股价弹性、最大市值弹性；
- 2、对于大多数行业来讲，AI是机遇与挑战并存，AI卷着全行业往前走；
- 3、应用环节投资百花齐放，具有高不确定性及高弹性；
- 4、AGI有望获得AI增量价值最大的价值；
- 5、参考海外节奏，2023年国内AI应用就有望发芽。

## 我们对于股价的几个判断：

- 1、参考2012年，硬件和应用的龙头都会不断创新高，硬件走势相对平滑，应用受事件影响；
- 2、节奏上，硬件股的高度和产业趋势的强度有关，大概率在海外共振；
- 3、而大模型和应用可能类似2013年第二波主升（产业落地）前夕。





## 二、核心板块及标的推荐

# 游戏：产品周期驱动业绩增长，AI降本增收打开估值空间

- **新一轮产品周期逐步开启，看好全年市场复苏。**2022年受版号停发等影响，新游供给受限，市场规模增速承压，当前监管政策拐点明显，供给向善，行业已步入新一轮产品周期，且新游流水表现强劲，驱动市场规模逐月回升。
- **AI降本增收持续落地，不缺催化不愁空间。**AI对于游戏的降本增收技术实现路径清晰，对应估值有望突破2019年的云游戏、2021年的元宇宙行情（强业绩支撑下突破30倍PE）。当前市场担忧后续缺乏催化，但我们认为海内外各大厂商积极拥抱AI，因此无论是降本、增效还是增收，都会逐步落地体现，无需过度担忧，同时游戏作为AI落地较快的应用，也仍在早期探索阶段，很多催化难以预测（比如英伟达的游戏AI模型代工服务）。
  - 降本增效：网易、巨人网络、游族网络均有公开交流过游戏降本增效的量化效果。
  - 增收：1) 增效带来内容质与量的提升，进而带来用户付费提升；2) AI+玩法的探索落地，新玩法落地有望带来行业付费率及付费额的提升。

中国移动游戏市场月度实际销售收入及同比增速（亿元，%）



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

表：2023年内有望落地的部分AI+玩法产品情况

厂商	产品名称	产品类型	AI玩法落地	上线时间
紫天科技	大侦探智斗小AI	文字互动解谜游戏	AI角色	已上线
网易	逆水寒手游	MMO	AI NPC	2023/6/30
巨人网络	球球大作战	休闲竞技	AI助力用户生成地图、皮肤	2023H2
巨人网络	太空行动	狼人杀	AI扮演不同角色与玩家进行互动和对抗	2023H2
巨人网络	征途赛道产品	MMO	AI NPC	-
完美世界	神魔大陆2	MMO	AI NPC	2023年中海外地区上线
昆仑万维	-	-	AI+玩法	2023H2

数据来源：公司公告，游戏日报，逆水寒手游公众号，东吴证券研究所



- **大模型里面的“小”公司，效果超出市场预期。** Singularity AI 致力于实现通用人工智能，相关经验积累深厚。

Singularity AI 已于在2020年10月便已启动中文类GPT-3模型研发，并在2021年3月完成140亿参数中文类GPT-3模型训练，2021年6月对外发布140亿参数中文类GPT-3 API。2023年4月17日 Singularity AI 与昆仑万维联合推出的对标 ChatGPT 的双千亿级大语言模型“天工”3.5，已开启邀请测试。根据测试情况，我们认为“天工”3.5 已展现出自主学习和智能涌现能力，知识涵盖面广且记忆能力强，可应对智能问答、聊天互动、文本生成等多种应用场景。

- **兼具模型能力及应用能力，期待AGI及AI+应用率先落地。** 公司已将StarX和ArkGames合并升级为StarArk，聚焦音乐AI与游戏AI方向，将于2023年年内陆续发布产品。此外，Opera已发布全新浏览器Opera One，默认启用ChatGPT、ChatSonic和AI Prompts三个AI功能。同时我们认为公司的元宇宙平台OperaGX也将受益于游戏开发效率的提升，内容丰富度、活跃用户数及商业化水平有望持续上行。

- **核心业务稳步向好。** 2023Q1经营性净利润1.7亿元，yoy+70%，归母及扣非后净利润的波动主要是受到公允价值变动收益大幅下降影响，公允价值变动收益主要是由于23Q1所持投资项目无新融资活动发生所致，我们提示公允价值变动收益会有较大的季节波动，22年主要集中在Q1及Q4，而经营性净利润的增速是常态化经营的主要指标。



# 昆仑万维：并购大模型落地，开启全球领先AGI的探险之旅



- **2023年6月14日，公司发布公告，控股子公司Star Group拟发股收购Singularity AI全部股权**，Singularity AI通过《控股协议书》已取得奇点智源100%控制权（其与昆仑万维联合开发双千亿级大语言模型“天工”3.5）。本次交易后Singularity AI的股东或其指定关联方将获得Star Group 25%股权，以及公司全资子公司昆仑集团有限公司计划增资Star Group 40,000万美元，全力打造全球领先的AGI平台。
- **积极推动奇点智源并表，节奏较快有望上半年实现并表。**通过子公司拟发股收购Singularity AI，交易并不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组，不需要经过有关部门批准，公司将于2023年6月30日举行2023年第三次临时股东大会，会上将审议本交易事项。值得注意的是，本次交易中Singularity AI全部股权整体作价1.6亿美元，低于资产评估基准日的股东全部权益价值17.14亿元（市场法，按照2023年3月31日公布的汇率中间价：1美元对人民币6.8717元，约为2.49亿美元）、24.60亿元（收益法，约为3.58亿美元）。
- **我们看好Singularity AI并表完善、加速公司AGI与AIGC布局。**公司已将StarX和ArkGames合并升级为StarArk，全力聚焦AGI与AIGC板块。当前Singularity AI并表，公司将形成AI大模型、AI搜索、AI游戏、AI音乐、AI动漫、AI社交的全方位业务矩阵，AGI与AIGC板块布局持续深化。同时，补齐AI大模型布局，有望加速“天工”3.5大模型的迭代升级，助力AI音乐、AI游戏产品的研发及商业化加速落地。

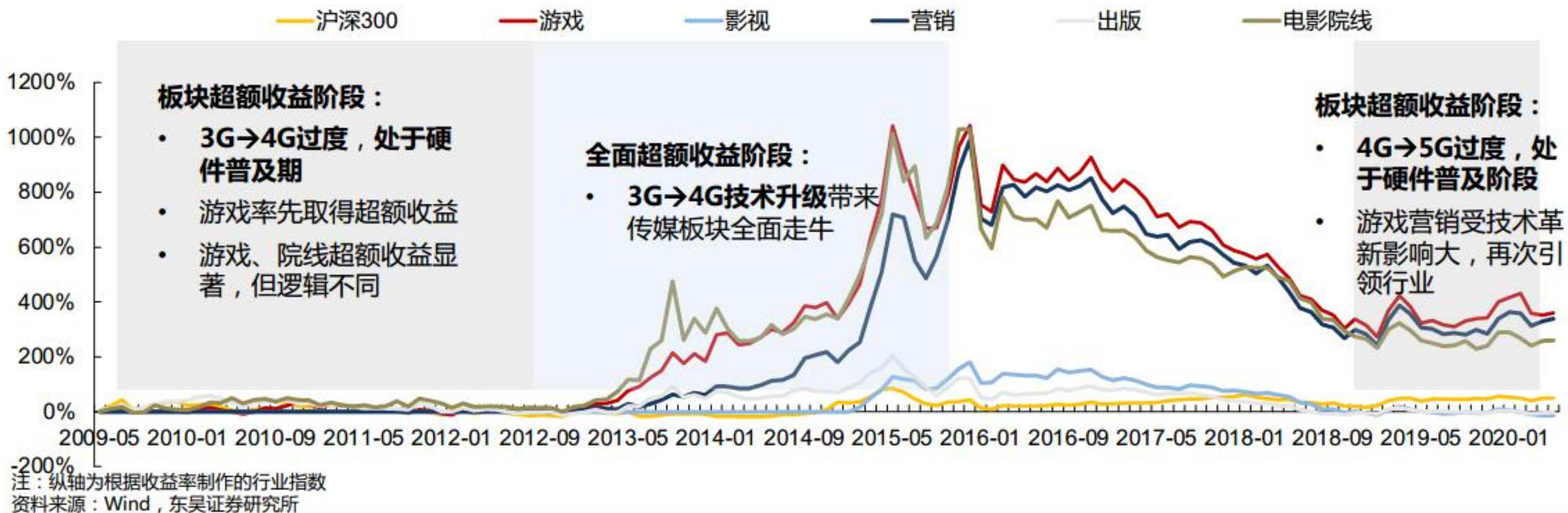


## 出版行业的发展一直与新技术的应用有着紧密的联系

回顾出版历史，无论是出版介质从硬质到软质再到虚拟，还是每一次新技术在出版中的应用，都会提高出版生产力、扩大出版物生产与传播能力，从而带动知识与信息的普及化和大众化。

近年来，出版实践中有二维码技术、XR技术、音视频技术、数据库技术等大量数字新技术的应用，正在重构着知识服务方式并推动出版形式创新。

以ChatGPT为代表的人工智能新技术的普及和应用也将为出版行业带来新的变化。





1) 加码教育服务，对冲教育出版业务下滑风险，但对于市场化能力要求较高，规模化难度较大：

- 1) 中小學生課外閱讀；
- 2) 機關閱讀；
- 3) 構建新的教育服務賽道。

2) AI對出版行業的變革將體現於三個方面：

- 1) 出版企業作為數據之源，將其IP和數據集提供給大模型廠商，並參與收入分成了；
- 2) AIGC賦能出版企業的出版、發行、銷售和新業務，實現降本增效；
- 3) AI將降低文本轉化為影視劇、遊戲等其他內容形式的成本，IP價值進一步放大。



# 凤凰传媒：AI+教育/出版龙头标的，业绩保持稳健增长

## ➤ 凤凰传媒，具有先天禀赋及领先布局：

- 1) 学科网已成为国内权威专业的教育信息化内容提供商，2022年学科网加大产品开发力度，新增K12理化生仿真实验、课后服务和中职服务等产品，新增阅卷功能，集成AI学科个性化报告服务；
- 2) 公司业绩稳健且维持较高分红率，预计公司未来三年主业均有望保持中高速增长。
- 3) 与中国移动的战略合作，将加速公司的数字化进程。我们看好公司AI+教育应用有望率先落地，维持公司“买入”评级。

图：中国移动和公司达成战略合作，将在教育、出版及其他相关领域深度合作

图：学科网考试测评产品——AI学科：对接5+家阅卷公司，服务5000+所学校，服务用户数500+万，每月生成报告数50+万

- 1、智慧教育合作
- 2、5G+阅读服务体系合作
- 3、云游戏、影视等创新媒体领域合作
- 4、信息化业务合作
- 5、技术研发创新合作

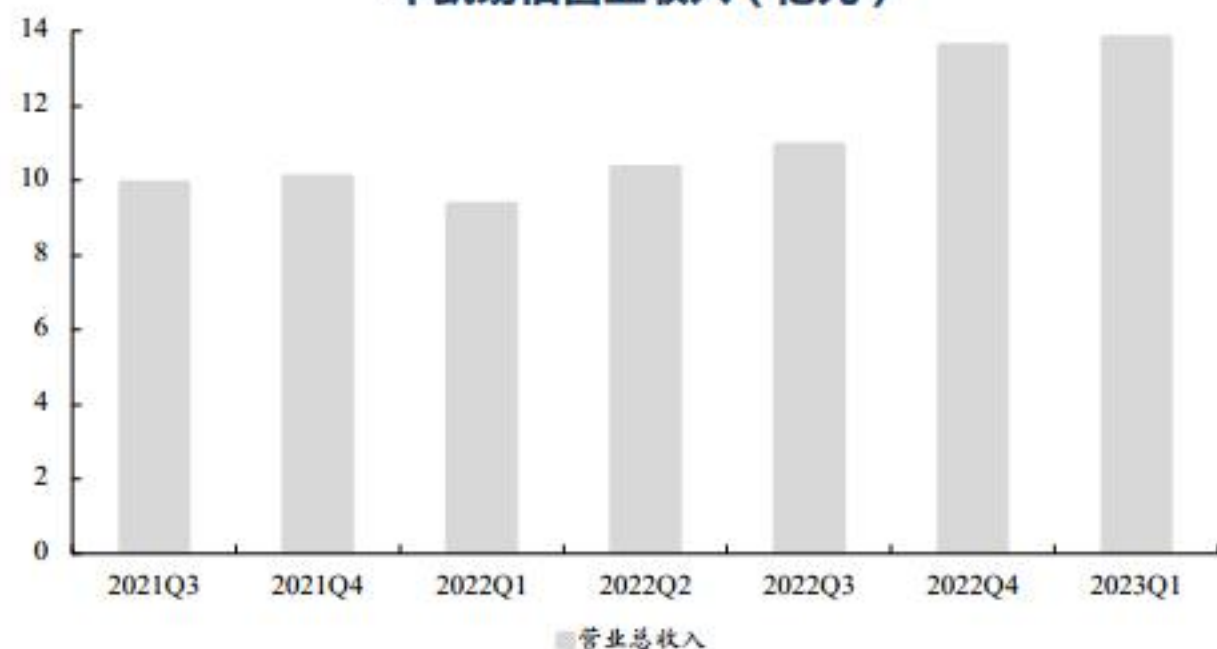




# 跨境电商：外部环境转好，AI促进各环节效率提升

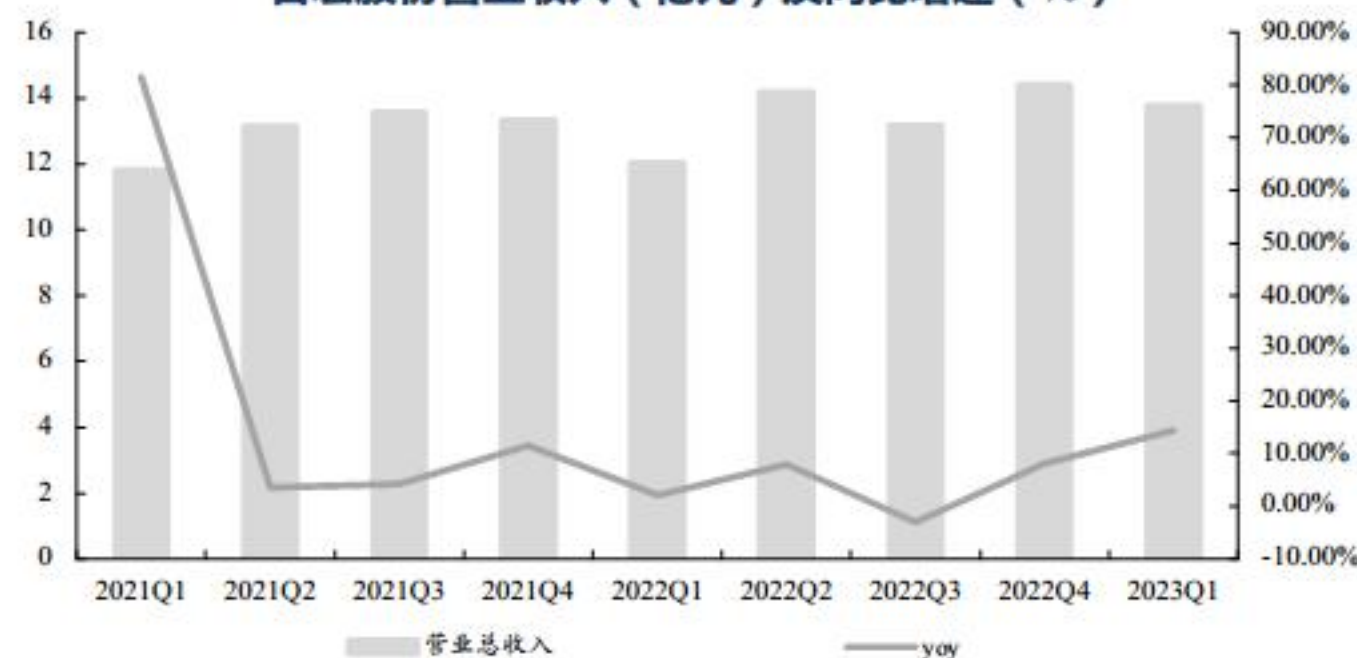
- **跨境电商行业外部环境转好，政策利好支持行业高速发展。**中国经济呈现恢复向好的态势，外贸进出口开局平稳、逐月向好。政策方面，我国政府出台了税费减免优惠等政策，大大降低跨境电商企业的经营成本。利润端角度，海运费用持续下跌，跨境电商物流成本降低。
- **AI促进跨境电商行业内各环节效率提升。**推广环节：助力商家在营销内容生产、广告精准投放和SEO等方面提升效率。销售环节：提升智能选品、评论分析、产品定价、智能客服、产品推荐等方面的精准度。基础设施：提供更高效的物流配送解决方案，以及提升跨境支付的安全性和风险管理效率。
  - **华凯易佰：**跨境B2C，亚马逊大卖，自研智能系统已获得效率提升。公司于2020年着手布局AIGC，目前AIGC应用于公司智能刊登、智能调价、智能广告等业务环节，预计未来可在智能选品开发、商品图片生成、客服、备货、价格预测、广告智能投放等方向进一步拓展应用。
  - **吉宏股份：**东南亚跨境社交电商龙头，看好AI提升数字化运营效率。公司2023年1月已接入ChatGPT API接口，有望推动公司运营效率及转化率提升；同时受益于海外消费能力复苏，业绩有望持续修复。

华凯易佰营业收入（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

吉宏股份营业收入（亿元）及同比增速（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所



## 焦点科技：平台属性+应用场景的稀缺标的，3.0版本价值将带动ARPU值提升

- **AI工具3.0版本将加入虚拟人、视频、24小时客服功能，这些功能将会单独定价且定价高于先前版本。**目前AI产品1.0和2.0版本主要在于工具赋能，在外部环境中都可以找到替代品，但未来将发布的3.0版本才是其最为稀缺和独特的AI产品，不同于过往的工具，3.0版本产品的AI营销主播和24小时智能客服真正能够帮助客户节约人效和成本。目前2.0版本的定价是9980元/年，3.0版本推出后将对新增的功能进行单独定价。同时，由于3.0版本能够给客户带来更高的价值、且新功能调用的资源量比过去更多，该版本的定价会高于先前版本，带动ARPU值进一步增加。
- **3.0版本给客户带来的增量价值不容忽视，董事长对于AI工具付费转化率的目标为70%-80%。**相较于1.0和2.0版本，AI工具3.0版本新增的24小时智能客服、视频工具、虚拟人这些产品功能将为客户的使用体验和使用效果带来质的提升，辅以公司对销售AI工具包的单独考核、加大培训力度和产品的迭代升级，AI工具包3.0版本的付费转化率有望持续提升，带动高级会员包的付费率提升。未来中长期对买家的变现也将带来广阔的空间。

### AI工具包发展历程

版本	功能及赋能点
1.0	推出初期提供了2000多个试用包，主要功能包含智能翻译、智能润色、SEO搜索引擎优化。
2.0	<b>信息发布层面：</b> 除内容生成以外，还可做文案润色、图片处理、信息处理，可对产品图片进行加工。
	<b>搜索产品优化：</b> 对搜索引擎的关键词优化，会自动识别买家常用搜索词，对买家的需求进行分析和存档，扩展买家可能搜索词，更好的提升公司产品的被搜索可能性。
	<b>商机跟进：</b> 根据不同的媒体平台，做出不同的内容营销，可以围绕多个场景，不同语种去做营销。买家背调查看买家的喜好，定制买家的需求。此外还可以根据不同的商品和买家进行智能回复。
3.0	<b>语音解析探索：</b> 面向海外买家开放语音解析搜索的功能，买家只需说出采购需求，能精准分析并即时匹配产品，大幅提高了采购效率。
	<b>24小时智能客服：</b> 公司可通过Chat GPT对买家询盘等提问实时进行专业性回复，有效解决因供应商与买家存在时差而造成的回复效率低等问题，改善买家交互体验；此外，通过使用Chat GPT可以替代至少两个外贸员（当前两三年经验的外贸专员的工资超过10万），大幅提升员工工作效率，可通过压缩人力实现降本。
	<b>视频工具：</b> 快速的图片生产和视频生成。
	<b>AI营销主播：</b> 虚拟人主播。



# 蓝色光标:行业模型进入建设迭代阶段, 期待公司能力跃迁

- **全面拥抱All in AI战略, 期待公司能力跃迁。**凭借多年积累, 公司拥有全球超 3000 家优质客户资源, 且基于多年营销经验, 具有数据沉淀及技术积累。2023年公司提出“All in AI”, 全方位拥抱 AIGC, 有望赋能主业:
  - 1) **提升生产效率、节省成本:** 利用工具帮助客户产出内容; 实现人效的提升。
  - 2) **加大投入, 打造“BlueFocus AI”,** 将专注于行业模型及在应用层创新, 基于不同的行业场景, 发展公司专有的应用; 近期, 在黑马AIGC行业大会上, 公司表示行业模型的逻辑架构、领域知识训练、专业 AI 训练师等环节正逐步解决, 进入到具体的建设迭代阶段。初代行业模型的试运行, 预计将在今年下半年开始
  - 3) **拥抱巨头, 和先进生产力合作探索全新商业模式,** 实现价值和能力的链接与互补。AI赋能主业, 业绩及估值仍有提升空间。
- **重视生成式AI对于流量、广告形式、代理格局全面重塑的机会:**
  - 1) 短期接入ChatGPT类生成式AI技术后, 媒体端用户流量有望随体验提升重新分配;
  - 2) 长期生成式AI对信息推送形式及平台交互形式的颠覆将推动广告投放精准度及效率提升;
  - 3) 新兴媒体及广告形式为争取广告预算, 常常给出更高的返点, 有望推动公司利润率提升。

图: 微软探索将广告嵌入bing聊天中

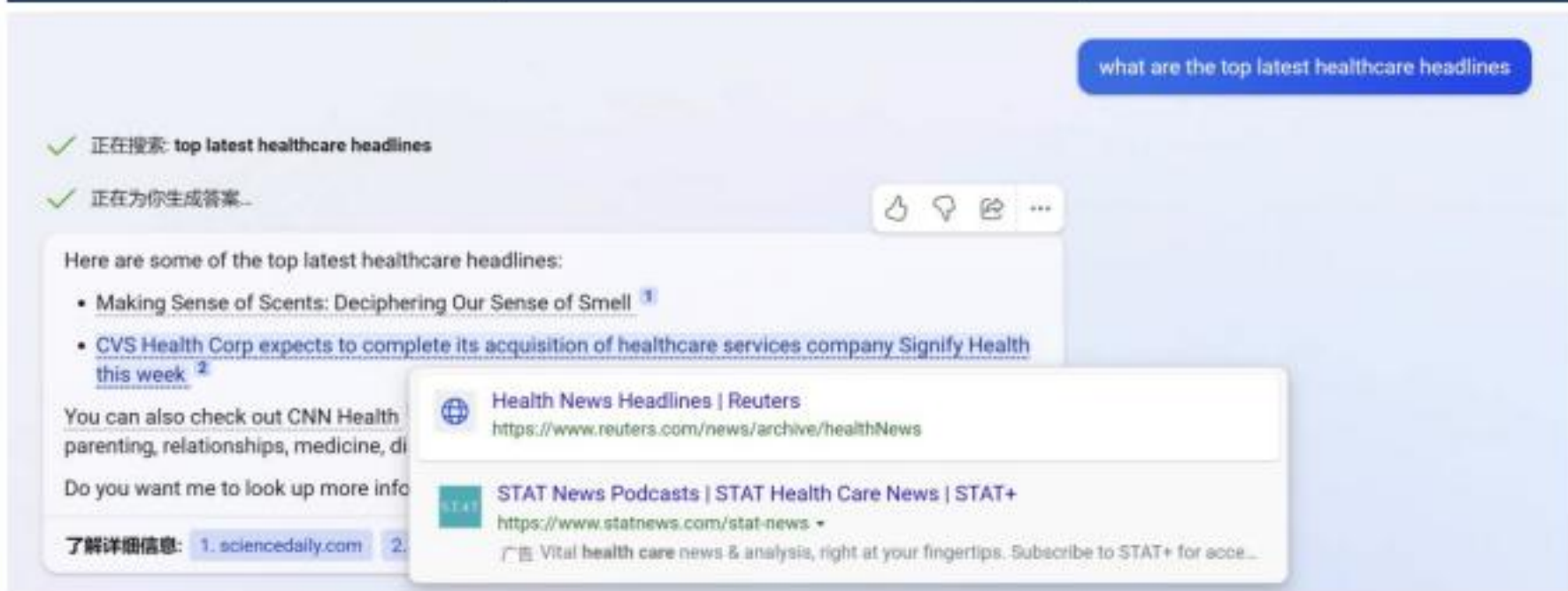


图: 蓝色光标智扬团队为佳能打造的“次元世界的动漫作品”





**AI龙头品种：昆仑万维、蓝色光标、焦点科技、万兴科技等**

**游戏板块：**

AI含量高的黑马品种：昆仑万维、中文在线、汤姆猫、巨人网络、盛天网络、富春股份等

高成长的弹性品种：名臣健康、姚记科技、宝通科技、神州泰岳、创梦天地等

优质龙头标的：吉比特、恺英网络、三七互娱、完美世界等

**教育出版板块：**

凤凰传媒、皖新传媒、南方传媒等

**电商板块：**

A股标的建议关注华凯、吉宏、焦点、值得买、返利科技等

电商代运营公司建议关注丽人丽妆、青木股份、壹网壹创、若羽臣等

港股持续推荐阿里巴巴

**IP方向：**

汤姆猫、中文在线、视觉中国、奥飞娱乐等



### 三、风险提示



- **政策监管风险**：行业受到政策的影响较大，若出现超预期的政策变化，将对行业投资判断造成影响；
- **疫情影响超预期**：若疫情出现超预期的反复变化，将对行业造成影响；
- **宏观经济超预期下行风险**：尤其是广告营销行业受到宏观经济政策及增速的影响较大；
- **市场系统性风险等。**



# 东吴证券 财富家园