

2023 年 06 月 11 日
 传媒

ESSENCE

 **行业专题**

证券研究报告

新 IP×AIGC×NFT：交互大繁荣、内容新模式、变现新空间

从“上网”到“上算”，由“网络世界”至“虚拟现实”——AI 专题报告之十一

当下为何要重点研究 IP 新逻辑：1) 适配未来的大模型应用落地；2) AIGC × MR 的未来计算平台上，内容产业的逻辑将明显改善；3) AIGC × MR 的新计算平台上，新内容与新场景将成为未来牛股（爆款）之所在，新 IP 逻辑即未来新内容的产业逻辑。

目 AIGC 趋势下，新 IP 产业链变化极为剧烈。

对于未来新 IP 的认知，有四大要素×七个层面。四大要素包括“新 IP、NFT、虚拟人、商业化变现”，对新 IP 的认知，是“资产”还是“创作”，这里面的差异巨大。七个层面包括：1) 非单一，而是系统地去看新一代 IP；2) 我们与当下市场认知不同，IP 核心是要向前看，国内 IP 方不可能坐享其成；3) IP 背后创作主体的多样化；4) 虚拟人背后大逻辑在于人能够构建自己数据交换能力的技术路径；5) NFT 的两种功效：平权、变现链条变短；6) 产业链的核心在于“创作与显现”；7) 商业化变现的平台公司将崛起。

目 弹性最大的预计是 NFT，对新 IP 的双重作用。

NFT 作为一种机制，是对生产方式的变革和生产关系的重新梳理。不管是传统 IP 还是新 IP，NFT 均是 IP 背后最大的助力之一。尤其是对于新 IP 而言，NFT 的两种功效将会发挥到极致。第一，IP 作为轻资产，NFT 的机制，可以让任何基于 IP 的数字内容≈数字资产，即可以全网流通，这让任何 IP 都有了全网范围内公开被定价的权利，有利于 IP 影响力的充分展现。第二，NFT 缩短新 IP 变现的链条，提高变现效率。

目 新 IP × AIGC × NFT，新繁荣。

AIGC 与 NFT 是新 IP 的两大超级助力。AIGC 让新 IP 的内容创作环节走向半工业化、工业化，这对于整个产业链而言，是有机会对标好莱坞顶级的制作模式，商业模式的优化有利于产业规模的做大。新 IP 与 AIGC、NFT 的结合，不是简单的加法，而是产生乘数效应，真正释放创造力，共同带来一波新繁荣。

目 未来的行业“新贵”——商业化变现的平台型公司。

因大模型的颠覆性，产业链内的各大环节之间的重组，AIGC 时代，我们需要重新定义平台型公司与内容能力。1) 大模型的技术路径将席卷一切当下的存在，数据交换能力将成为标配，故未来平台型公司将

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

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	4.9	39.8	62.9
绝对收益	0.2	35.3	54.8

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

冯静静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030003

fengjj@essence.com.cn

相关报告

从“上网”到“上算”，由“网络世界”至“虚拟现实”——AI 专题报告之十：四层投资逻辑中，主线是“大模型”——大模型携生态合作伙伴衍生出爆款落地应用	2023-05-23
大模型及其应用的海外跟踪从“上网”到“上算”，由“网络世界”至“虚拟现实”——AI 专题报告之九	2023-04-10
传媒：十年复盘及未来展望为何我们看好 AIGC/ChatGPT+MR 这条主线？从“上网”到“上算”，由	2023-04-05 2023-04-02

被重新定义：没有大模型的大公司不再会是平台公司。2) 大模型之上会有众多形形色色的小模型，小模型在各种调试跟修正之后会初步成为小的内容平台。故内容能力被重新定义之后，有内容能力的小模型公司，也将会沉淀成为平台型公司。但未来变现能力将成为“强检验”指标，内容的评价标准直接与商业化变现能力挂钩。商业化变现的平台型公司有可能是大模型厂商在孵化生态圈过程中出现的行业“新贵”。

投资建议：

置身于智能科技这一大的产业趋势，2023 年上半年有 ChatGPT，回到当下三、四季度，最大的矛盾是行情与产业无法完全对齐，故我们仔细去看智能科技的主要组成部分中，尚处于洼地的部位，基本指向了 NFT（生产关系）。因为智能科技本身就是一个整体，各部位的背后都有内在、逻辑关系，ChatGPT、MR 眼镜、人形机器人（原型机）均已出现，与生产力、空间配套的生产关系必然会被裹挟着加速向前。NFT 是一种底层机制，能撬动 IP（包括虚拟人）、AIGC、各类变现、分发环节等诸多细分板块。看好整体传媒板块在三季度的景气上行，建议提前布局低洼地——新 IP × AIGC × NFT，看好的细分方向排序：

NFT、AI、直播电商、虚拟人。建议关注以下标的：

- 昆仑万维、巨人网络、汤姆猫、国脉文化、完美世界、宝通科技、姚记科技、中青宝、电魂网络、紫天科技、中手游，心动公司、三七互娱、吉比特、盛天网络、浙数文化、佳云科技、神州泰岳、生意宝、力盛体育；皖新传媒、中原传媒、中文传媒、时代出版、中南传媒、新华文轩、南方传媒、浙版传媒、龙版传媒、荣信文化、东望时代、读者传媒、读客文化；
- 万达电影、华策影视、欢瑞世纪、博纳影业、慈文传媒、唐德影视、横店影视、百纳千成、北京文化、幸福蓝海、大晟文化、凡拓数创；方直科技、世纪天鸿、视觉中国；湖北广电、电广传媒、广电网络、贵广网络、吉视传媒、出版传媒、中视传媒、人民网、川网传媒；
- 掌阅科技、值得买、浙文互联、利欧股份、元隆雅图、蓝色光标、天龙集团、智度股份、天娱数科、电声股份、龙韵股份、华扬联众、福石控股、兆讯传媒、遥望科技、华闻集团、云天励飞，商汤，飞天云动，腾讯控股，快手，小米集团，泡泡玛特。

■ 风险提示：技术进展不及预期、行业竞争恶化、算力成本剧增。

“网络世界”至“虚拟现实”——

—AI 专题报告之八

从“上网”到“上算”，由“网络世界”至“虚拟现实”——AI

专题报告之七：一纵一横一

映射：微软映射

2023-03-20

目 录

1. AIGC 趋势下，新 IP 产业链变化极为剧烈	4
1.1. 四大要素×七个层面	4
1.2. 国内 IP 方不可能坐享其成	5
2. 新 IP × AIGC × NFT，内容产业新景气	8
2.1. 弹性最大的预计是 NFT，对新 IP 的双重作用	8
2.2. AIGC 趋势下，新 IP 长什么样？	9
2.3. 新 IP × AIGC × NFT，新繁荣	10
2.3.1. 乘数效应、倍数效应	10
2.3.2. 新 IP 产业链中的创作与显现	10
2.3.3. 行业“新贵”——商业化变现的平台型公司	11
2.4. 新 IP 天生适合被并购	13
3. 当下为何要重点研究新 IP 逻辑？	14
4. 投资建议	14
5. 风险提示	16

目 录

图 1. 新 IP 的四大要素×七个层面	4
图 2. 2021 年全球最赚钱的 IP TOP10	6
图 3. 苹果 MR 通过眼镜、手、声音实现交互	14
图 4. 苹果 MR 配备 3D 摄像头	14
图 5. 核心覆盖标的盈利预测及估值表	15
表 1: 2021 年全球 TOP5 IP 的收入结构	7

1. AIGC 趋势下，新 IP 产业链变化极为剧烈

1.1. 四大要素×七个层面

在数字智能时代，AIGC 作为新的先进的生产力，ChatGPT 作为爆款工具，正在聚沙成塔，创造一个崭新的内容生态。在这个生态系统里，全新的 IP 将会不断涌现，这些 IP 将由人和 AI 一起发挥创造力而产生。过去的 IP 是人类自身的创造，创造者的数量虽然不是很少，但也不是很多。而新 IP 将由人与 AI 共同创造，AI 的强大助力将会使创造者的规模前所未有的壮大。这样的新 IP 将会在数字智能时代中扮演重要的角色，成为未来的核心竞争力与发展方向。

新的内容生态有四大要素，分别为“**新 IP、NFT、虚拟人、商业化变现**”。IP 的关键环节包括传播媒介、创作者、表现手法、价值观、商业变现。在人工智能快速发展的时代，虚拟人、AIGC 等技术冲击着原本的 IP 要素。新内容生态的四大要素之间在概念上有一些内在联系，且联系非常紧密。

对新 IP 的认知，是“资产”还是“创作”，这里面的差异巨大。1) 如果将 IP 定义为资产，那 IP 将与 NFT 和商业化变现这两个概念直接相关；2) 如果将 IP 定义为“创作”，则与虚拟人和商业化变现这两个概念高度相关，“虚拟人”意味着背后的创作主体在这一轮不仅是人自身，也包括虚拟人，甚至是未来的机器人；商业化变现意味着这一轮 IP 变现的逻辑发生重大变化。

图1. 新 IP 的四大要素×七个层面



资料来源：安信证券研究中心

2021 年的元宇宙、NFT，2022 年的 Web3.0、人形机器人，以及当下 2023 年的 AIGC、ChatGPT，新一轮技术变革中的概念繁多，且存在众多的联系。对于新 IP 的认知还有七个层面的深层含义，这有助于理解以上诸多概念之间的层次与关系。

第一，非单一，而是系统地去看新一代 IP。AIGC 趋势下，新 IP 的概念在扩大，IP 与虚拟人的联系愈加紧密，诸多相关概念必须嵌入整体的研究体系中去。

第二，与当下市场认知不同。目前市场上所关注的 IP 类标的，实际是将 IP 当成资产。市场上的其中之一逻辑在于“AI 带动 IP 的价值重估”，认为，一方面，IP 内容可以作为大模型数据训练源头，IP 作为优质内容数据集或将得到价值重估；另一方面，AI 助力提升内容的生产

力效率，扩大产能，大幅提升 IP 的生产效率。其逻辑主要是聚焦于原有的 IP 资产，希望现有 IP 可以坐享其成，可以变现出来未来价值。而我们的认知不同于市场，我们则是聚焦于新 IP，认为 IP 核心是要向前看，不可能坐享其成，坐享其成在中国行不通。

第三，IP 背后创作主体的多样化。IP 背后主体如果从创作角度来看，这一轮将充分多元化。在新一轮的 IP 孵化与商业化中，创作者种类将大幅增加，除了现实中的人，人的数字人、虚拟数字人、机器人也可能成为 IP 的创作者，这丰富了作品的来源。2023 年初爆火的 AIGC 即是一种崭新的内容生成形式。目前纯粹把 IP 当成资产的逻辑走不通，当成创作本身背后主体到底是人创作的一些 IP，还是虚拟人创作的，还是机器人创作的，未来 IP 其实创作主体是更多的。

第四，虚拟人。虚拟人背后大逻辑在于人能够构建自己数据交换能力的技术路径，背后真实最有力的驱动因素是人这一轮在智能科技过程中不愿意被挪出供给端，也就是说人不想光成为消费者，我们还是希望成为创作者在供给端存在。如果想继续在供给端存在，在大模型运行规则中，目前看有两条路径，第一是做自己的数字人，肯定要接 GPT，只不过接 GPT 之后有没有小模型素材，帮用户匡住特定的风格、特质和倾向性；第二脑机接口，原因是人的硬件算力跟存储绝对拼不过数据库，算力也拼不过大模型背后的算力，脑机接口本质上是改变人的硬件。但目前仍难以判断虚拟人产业链中价值最高的环节在哪，即商业模式还未完全跑通。

第五，NFT 的两种功效。NFT 预计是 IP 背后最大的助力之一，有两重作用。首先，NFT 作为一种机制，背后所代表的是平权的理念，赋予每一位创作者所创作的数字内容≈数字资产，释放流动性。其次，过往一轮的 IP 孵化与商业化主体单一、链条过长，导致变现效率低，拖累了整个 IP 产业链的良性发展，IP 产业作为孵化成功 IP 的土壤，整体上很“贫瘠”。而 NFT 机制可以让 IP 产业链条变短，变现效率更高。

第六，产业链的核心在于“创作与显现”。创造、显现、流通是成就 IP 的共同推手，显现更为重要。在创作环节，AIGC 让新 IP 的内容创作环节走向半工业化、工业化，这对于整个产业链而言，是有机会对标好莱坞顶级的制作模式，商业模式的优化有利于产业规模的做大。“创作”是我们一直在强调的、对用户的基本要求，但在某些时候，“显现”其实更为重要，显现即被关注。但显现绝对不等于变现，显现与变现是一个漏斗机制、筛选机制。

第七，商业化变现的平台公司将崛起。不同于 Google 以搜索作为入口，基于流量进行广告变现，OpenAI 的商业变现模式具备更大的潜力，在开放 API、插件之后，ChatGPT 既是一个聚合器，又是智能 API，也是平台。随着以 ChatGPT 为代表的 AI 类应用的持续发展，将会撼动很多行业与价值链条。我们判断，在未来流量平台不会太强势，商业化变现会越来越重要。例如传媒内容行业，在 PC/移动互联网时代，流量平台与内容之间通常是寸草不生，而在 AIGC 驱动下，新一轮流量平台出现，服务于其商业化变现的平台型公司商业模式将较移动互联网时代得到改观。故 IP 内容与流量平台之间，基于 AIGC 技术、经营能力等，将会出现一类专门服务于 IP 做商业化变现的平台型公司。这类公司有望成为新一轮 AIGC 及计算平台升级下的行业“新贵”。

1.2. 国内 IP 方不可能坐享其成

四大要素与七个层面的推演，过往 IP 经典的产业链条，在 AIGC 趋势下的变化极为剧烈，具体体现在产业链与价值链上的变化，一是内容生产模式的变化，AIGC 对产业的颠覆性体现在“G (Generated)”；二是产业链的变化定会导致价值链发生变化。

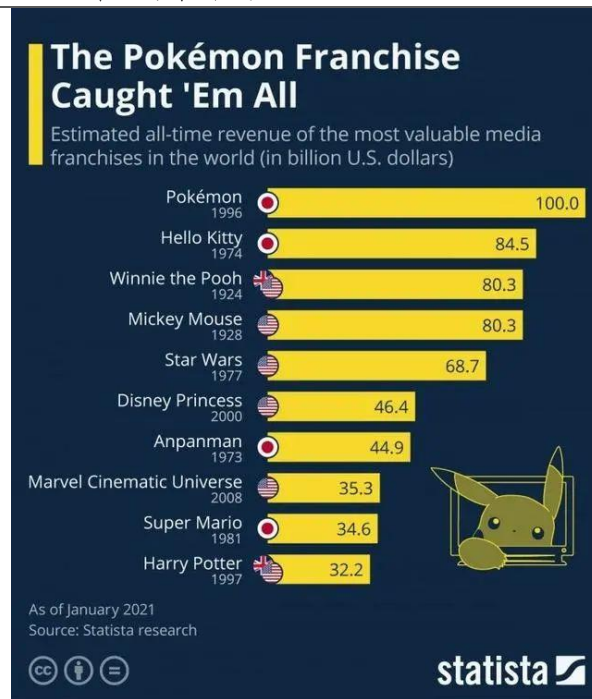
2011 以来，国内经典的 IP 产业链的运营模式为：最源头的文学 IP、改编为同名漫画、动画或同名影视内容、同步设计并制作作为同名游戏内容、授权给周边或衍生品。这条经典产业链的收入主要分为版权收入与周边衍生的授权收入——版权收入包括文学、漫画、动画、影视、游戏等版权，周边衍生的授权收入即乐园、场馆、衍生品的授权分成收入。

统计机构 Statista 在 2021 年公布了全球最赚钱的前十名 IP，其中 Pok é mon（宝可梦）以 1000 亿美元的收入登顶第一。自 1996 年任天堂发布宝可梦系列游戏以来，人们在宝可梦各业务（游戏、商品销售、授权交易等）上共计消费约 1000 亿美元，这一数字使宝可梦超越 Hello Kitty、米老鼠成为世界上最赚钱的 IP。

宝可梦衍生品等收入占比 76%。宝可梦这一 IP 始于游戏，游戏的成功带来了后续系列漫画、动画、多款后续游戏及周边游戏作品的出现。截至 2021 年，宝可梦 IP 的电子游戏收入仅为 227.16 亿美元，而授权衍生品等收入则达到了 760 亿美元，占总体收入的比重高达 76%，成为一个 IP 最赚钱的形式。宝可梦与品牌的跨界合作与授权 IP 衍生品售卖涉及各行各业，上至与各大奢侈品品牌的联名，下至十几元的名创优品玩偶。

其他排名靠前的头部 IP 如 Hello Kitty、小熊维尼、米老鼠、星球大战的衍生品和零售形式的收入占比均超过 60%。无论是宝可梦或是其他成功 IP，都朝着完整产业链的目标发展，形成从 IP 创作再到 IP 衍生品的开发、生产与营销这样一个一体化的运作模式。

图2. 2021 年全球最赚钱的 IP TOP10



资料来源: Statista

表1：2021 年全球 TOP5 IP 的收入结构

排名	IP 系列	诞生年份	总收入（美元）	收入分类（美元）	原始媒体	IP 拥有者
1	Pok é mon（宝可梦）	1996	约 1000 亿	授权衍生品——760 亿	电子游戏	任天堂宝可梦公司
				电子游戏——227.16 亿		
				票房收益——18.38 亿		
				家庭娱乐——1.44 亿		
				其他——1.45 亿		
2	Hello Kitty	1974	约 854 亿	衍生品销售——845.15 亿	礼品形象	三丽鸥
				零售——798.23 亿		
3	维尼熊	1924	约 803 亿	票房收益——4.6 亿	图书	华特迪士尼
				DVD& Blu-ray 销售——0.64 亿		
				零售——795.31 亿		
4	米老鼠	1928	约 803 亿	票房收益——4.57 亿	动画片	华特迪士尼
				家庭影音——2.93 亿		
				衍生品销售——422.17 亿		
5	星球大战	1977	约 687 亿	票房收益——103.16 亿	电影	卢卡斯影业
				家庭影音——90.71 亿		
				电子游戏——50.1 亿		
				图书销售——18.2 亿		
				电视收入——2.8 亿		

资料来源：Statista，安信证券研究中心

反观移动互联网时代的中国 IP 产业，经过十几年的产业化，难言成功。究其原因，即在于 IP 的产业链很长，但产业链与价值链极不匹配。从源头的剧本（文字）到动漫（图），再到动画片、动漫电影、游戏，最后到衍生品（如盲盒）、周边（乐园、授权等），这一长长的产业链上，真正能挣钱的环节不多，商业化最为确定的是部分衍生品（盲盒）、部分授权，除此之外的文字、图片、视频几乎都难以实现好的商业化。究其原因，难以商业化的诸多环节流动性较差，而这是 NFT 可以明显发挥作用的地方。而交易链条越长，意味着有商业化可能性的环节越多，单一环节的商业化路径清晰且顺畅，最终的商业空间则不是单纯的“加法”，而是实现“乘数杠杆效应”。

国内的文娱产业更多地体现在内容创作端，对于 IP 的衍生品和周边这一方面的探索仍不足。在国内，无论是以内容差异发展的 IP 产业还是多元化发展的企业难以拥有强 IP，难以保持 IP 内容的持续活力与丰富程度。最典型的例子为光线传媒与泡泡玛特，光线传媒在 IP 领域的变现主要靠创作动画电影，电影行业在现阶段还是个人力密集型行业，其变现效率受制于产能的大小，虽然《哪吒之魔童降世》获得 50 亿的票房，但其衍生品收入却十分微薄。而泡泡玛特出品的 IP 衍生品反而处于 IP 产业链中价值较高的环节。

总体来说，海内外 IP 的运营有较大的差异，国内离成熟的 IP 产业链形成还有很长的路要走。此外，当下 IP 经典的产业链条在 AIGC 趋势下发生剧变，IP 公司依靠原有 IP 不一定能够坐享其成，但 AIGC 也带来了新的机会，即内容创作环节的工业化水准的提升。

AIGC 趋势下，IP 的真正价值在哪里？首先，国外大 IP 或许可以坐享其成，如经典的好莱坞与迪士尼大 IP，依靠其影响力，源源不断产生现金流，且内容与周边衍生的收入比例是 1:3，除了靠内容版权外，更多靠 IP 授权。但国内 IP，是不能坐享其成的，因为国内的付费习惯、版权保护，较海外有一定的差距。故，国内的 IP，要经常给 IP 注入新的活力——翻拍、改编成其他内容形态，如影视 IP 改游戏、游戏 IP 改影视内容。国内 IP 的真正价值，是基于现有的辨识度，用持续运营来持续推高其影响力。

IP 活力的保持与 IP 价值的延续，背后需要持续性的内容创新与创造，AIGC 有望释放产能。以往 IP 经典产业链上的所有不同形态的内容制作，从漫画、动画、影视、游戏都是不同风格、不同细分行业的制作团队制作，偏向于手工、作坊式，距离工业化的水准较远。AIGC 趋势下，变化最为剧烈的就在于生产端。“AIGC”四个字母中最重要的不是 AI，也不是 C，而是“Generated”。AIGC 背后的大模型生成方式给产业带来了极其剧烈的变革，生产端的革新有两个特点：一是个性化极强，生成过程本身完全不同于过去的工业化制造，有点类似于手工艺人的传统方式，可以做到千姿百态、千问千答；二是实时交互性，这是由于生成方式不同带来的交互原理不同。

未来的新 IP 产业链，在 AIGC 的加持下，其内容创作环节的工业化水准将大幅度提升。手工、作坊式的制作方式，有望快速升级为半工业式的制作方式——AIGC 辅助于制作团队、制作团队辅助于 AIGC——在 AIGC 高效、多模态生成的帮助下，基于内容的 IP 创作过程本身，受益于 AIGC 趋势下工业化水平的提高，有望提升全球范围内的影响力。

2. 新 IP × AIGC × NFT，内容产业新景气

2.1. 弹性最大的预计是 NFT，对新 IP 的双重作用

所谓币圈以及基于 NFT 机制的一些服务于 IP、商业化变现平台是不同的。币圈本质是汇率市场，而基于 NFT 机制形成的商业化平台是证券市场，这是两个完全不同的市场。NFT 不是币，币只是一种机制化的交易市场。基于 NFT 机制的商业化平台可以理解为支付宝等其他商业属性，可以给用户加杠杆。

NFT 作为一种机制，是对生产方式的变革和生产关系的重新梳理。NFT 不只是数字藏品，也不只是消费范畴内的投射，它是一种人人都被赋予的“权利”，更重要的作用是加持创作者的“确切的作品”。

NFT 在构建新的生产关系方面，首先可以颠覆过往“供给决定需求”的故事模式，达成“需求决定供给”的故事模式，让用户参与到内容的共创中并共享收益。“需求决定供给”的故事模式指的是用户作为需求方参与到故事世界的构建中去。

NFT 在其中可发挥作用的方式有很多，如 NFT 持有人将能够对其中一些故事进行投票及共同创作；或者改变模式，用户可以观看免费的小说，但创作者以 NFT 的形式销售故事中的数字商品；或者允许 NFT 持有者在其持有的 NFT 后面添加一个角色，将该角色的故事嵌入 NFT 中，类似于《幻城》中的梦境；又或者根据 NFT 的溯源性，通过购买某个作品中的某个道具，以道具为创作对象衍生新的故事，再将衍生故事植入原有故事的大背景中，作为前传、后传或衍生作品。NFT 的属性决定了它可以介入相关作品的内容创作、项目投资、所有权的转让。

相较于虚拟人“生产力”的作用，NFT 的效用弹性会极为突出。虚拟人偏运营，运营是养成的逻辑，且“天时”“地利”“人和”均须具备；NFT 直接释放重估效应或重塑生产关系（释放出巨大的生产力），弹性更大。

NFT 对 IP 到底有何作用？NFT 作用于的 IP 分为旧 IP 与新 IP。NFT 和 IP 的结合分为两大派，一是以 NBA Top Shot 为代表的传统大 IP，二是以无聊猿为代表的新物种或原生 IP。传统大 IP 与 NFT 结合可以将技术带出圈，使 NFT 更容易推广。但从 NFT 的交易量来看，原创 NFT 项目表现更好。

NFT 机制下，原生新 IP 的价值远大于传统大 IP。传统大 IP 的 NFT 化，指的是以 NBA、Gucci 为代表的传统势力，将现实世界的内容进行数字化，比如将实物变成了 NFT 去卖。NFT 中的原生新 IP，指的是从数字环境中原生出一个新世界，比如虚拟世界的体育运动，比如无聊猿、Decentraland 等这类新物种，以及 AI 与 NFT 结合的新模式。

“传统大 IP 的 NFT 化”的路径速度快、收益曲线较好，但是长期价值有限。“原生新 IP”的起点很低，但是未来成长的天花板很高。

不管是传统 IP 还是新 IP，NFT 均是 IP 背后最大的助力之一。尤其是对于新 IP 而言，NFT 的两种功效将会发挥到极致。

第一，IP 作为轻资产，NFT 的机制，可以让任何基于 IP 的数字内容≈数字资产，即可以全网流通，这让任何 IP 都有了全网范围内公开被定价的权利，有利于 IP 影响力的充分展现。举例来说，任何一个新 IP，若能被全网范围公开询价，能最大化吸引到真正喜欢、偏好这一 IP 的用户，充分的受众、充分的询价，对于新 IP 而言，类似于“科举制”“注册制”，公平的机制、公平的赛场，真正凭实力、创造力、影响力 PK。

第二，NFT 可以让 IP 产业链的变现效率更高。过往 IP 产业链，多数环节的变现方式都是 to B 的方式，如 IP 改变的动画、电视剧，都是要卖给电视台、长短视频平台，一次性定价，这是类似于“拍卖行业”的小圈子市场，B 端的采购平台并不代表真实的 C 端偏好；而 NFT 则让 IP 的更多环节直接接触到 C 端的询价，即“伯乐”虽小，但远比过往 B 端采购时要多得多——变现效率更高。未来的趋势是充分的多元化、小众化，只要有一定的 C 端受众偏好，某个新 IP 就能活下来，这有利于文化产业真正的“百花齐放”、“百家争鸣”。

AIGC 趋势下，NFT 对新 IP 会有什么助力作用？ NFT 的作用有三方面，首先，能让新 IP 变现的链条变短；其次，能快速检验出新 IP 的影响力，进而能快速进入正反馈的状况；最后，NFT 会让顶级的 IP 泡沫化，打开 IP 商业化变现空间的天花板。

总结而言，NFT 对 IP 的作用，是加持其运营的过程，而非让 IP 能坐享其成，IP 必须在 NFT 的加持下运营起来、动起来、转起来，才能生发出商业化变现的各种可能性。且值得注意的是，NFT 作用于未来新 IP 的效力更大。

2.2. AIGC 趋势下，新 IP 长什么样？

IP 可以是明星、艺术品、畅销书、特色物产，甚至可以是一种颜色、一个 LOGO，究其成因，是人身上最深刻的创造力的显现与流通。在 AI 快速发展的时代，虚拟人、AIGC 等技术冲击着原本的 IP 要素，在解放人类精神世界的同时，呈现出传播媒介去中心化、以创作者为中心、AIGC 取代 UGC 和 PGC、高频内容取代低频内容、IP 与商业紧密结合的新趋势。未来的新 IP 变化很大，我们梳理了以下六点特征。

第一，新 IP 背后的创作主体，多样化。人、虚拟人、人的虚拟人、机器人都可以创作出来 IP 内容，同样的，这几类主体都可以成为 IP，这丰富了内容的来源。这里面还有一项细微但意义重大的变化：人与 AI 的共同创造，刚开始是人以 AI 为工具，提升创作效率；随后是人配合 AI 的创作，为其保驾护航；最后，则是人与 AI 合二为一——将人的虚拟人接入 ChatGPT，释放出所有人的巨大创造潜力。AIGC 的变革意义堪比活字印刷术的诞生。

第二，新 IP 的内容创作更多地是用 AIGC 方式。创作本身工具发生明显变化，未来的 IP 技术门槛在提高，要主动用 AIGC。首先，AIGC 被认为是继 PGC、UGC 之后的一种全新内容创作方式，“AIGC”核心在于“G”，新的内容、场景、应用一定要依靠这一轮新生成方式才能有深刻的理解；其次，交互的变化带来实时生成的需求，以前内容的交付存在时间滞后的周期效应，现在是实时交付，AIGC 的实时生成方式适配未来的 3D 交互环境。

第三，新 IP 的数字内容≈数字资产。新 IP 如果有 NFT 加持，以后生成的数字内容可以约等于数字资产，可以有池子把内容放进去，面向全球 NFT 机制作用出来的认同圈子，但是这个机制赋予所有数字内容，能不能变现成为，能卖得出去多少价格，取决于数字内容背后 IP 辨识度、影响力。

第四,新 IP 被要求天生具备较强的变现能力。虽然 AIGC 极大地降低内容生产的门槛和成本,使得各方都有介入内容生产的机会,但同时变现能力提出了更高的要求。新 IP 在做大的过程中,先天必须跟商业化变现能力挂钩。新 IP 发展壮大、运用过程中变现能力要求是前置进去的,变现能力将成为“强检验”指标,内容的评价标准直接与商业化变现能力挂钩。

第五,新 IP 的变现链条会变短。在传统的 IP 产业链中,IP 变现的过程就是产业链延伸的过程(从最源头到周边衍生品),当一个新的 IP 在其中一个环节崛起,要变现就要将其扩散出去,衍生到其他环节或领域,在不断的创作中,从一个 IP 发展成一个 IP 体系,从一个品牌发展成一个品牌集群,整体就是一个品牌与其衍生产品一起发展影响力。但以上各个环节的成功变现都是概率事件,市场上游戏 IP 的影视化改编或影视 IP 的游戏化改编的失败案例比比皆是。因此,IP 变现链条太长且能在各个环节实现成功变现的概念极其小。新 IP 有了 NFT 的加持,链条明显缩短,虽然变现门槛有提高但变现效率明显提升,变现效率提升是一种正反馈机制,滋养了整个 IP 产业链,形成“肥沃”的孵化土壤。比如,NFT 加持下的某个虚拟数字人的绘画作品,其先天的流动性赋予这一绘画作品在全球范围内有更多被“看到”的机会,因此能有更大的概率触碰到买家,从而达成交易,完成商业化的闭环。

第六,新 IP 们,两头受益;顶级新 IP,一定会过度泡沫化。NFT 作为一种机制,虽然“平权”(对所有用户而言),但并非“平均”(对不同的作品或 IP 而言),NFT 的机制会加剧资产估值的两极分化,顶级的 IP 一定会过度泡沫化。未来新 IP 两头特别受益,一个是顶级 IP,一个是腰部以下中小 IP 层出不穷。

2.3. 新 IP × AIGC × NFT, 新繁荣

2.3.1. 乘数效应、倍数效应

为何说 AIGC 与 NFT 是新 IP 的两大超级助力?所谓新 IP,第一背后创作主体会更加多元;第二创作工具全部变成 AIGC;第三未来可能还会配备 NFT,或者商业化变现平台先天具备 NFT 技术加持。新 IP 与 AIGC、NFT 的结合,不是简单的加法,而是产生乘数效应,真正释放创造力,共同带来一波新繁荣。

NFT 对未来的新 IP 而言,一是资产价值重估,二是变现效率提高,三是真正有利于新 IP 雨后春笋、百花齐放。前两者是新 IP 的运营效率提高、商业模式优化,后者则是让整个新 IP 的生态圈更加健康、有活力,源头上“积土成山、积水成渊”。

AIGC 让新 IP 的内容创作环节走向半工业化、工业化,这对于整个产业链而言,是会有机会对标好莱坞顶级的制作模式,商业模式的优化有利于产业规模的做大。

AIGC 与 NFT 对新 IP 的超级助力,不仅体现在产业本身的规模(收入)与运营效率(盈利能力),更重要的是商业模式的优化能提高其在资本市场的估值水平。收入、盈利能力、估值同步提升,奠定 IP 产业未来的新繁荣、大爆发,这个产业有望成为资本市场极为偏好的优质产业。

2.3.2. 新 IP 产业链中的创作与显现

供给端约等于有创作能力与变现能力的 IP。过往时代,尤其是工业时代的精细化社会大分工,在软件的活字印刷术冲击下,正快速走向“不管用”,取而代之的,是一个供给就是一条齐全的产线——从创意到创作,从作品到显现,从显现到变现。总体而言,新 IP 产业链可以简单分为创作与显现两个环节。

创作是一个广义的词,本质上是在描述人作为供给端的一部分,发挥出供给端作用的一种统称,可以是作曲、作品,也可以是手编、手绘,可以充分借助于 ChatGPT 等大模型工具,也可以是辅助于大模型的创作,核心是要有自己思维的贡献部分,哪怕细微,也属精致。

“创作”是我们一直在强调的、对用户的基本要求，即创作者“确切的作品”。相较于创作，“显现”似乎并不属于供给端的一部分。然而，在 AIGC 时代，真正的创作可能要等到变现达成的那一刻才有意义，因为这是一个“酒香也怕巷子深”的时代。因此，在某些时候“显现”其实更为重要，显现即被关注。

新 IP 产业链中，为什么“显现”更重要？老话说的“酒香不怕巷子深”，在 AIGC 的时代，要被彻底推翻了，创作与显现，显现会更重要，也就是“酒香极怕巷子深”。举例来说，AIGC 可以 1 个小时生成 100 张图片，内容不再稀缺，但这 100 张图片都不一定都能形成产品并卖出去，其中，能卖得出去、当下能有用的 2、3 张才叫产品，其他都成为成本，在大模型的运行法则面前，这是无效数据，这种数据背后的创作就是无效创作。所以，AIGC 时代的创作，是有一定的门槛与壁垒要求的，门槛与壁垒，直指商业化变现。

因此，在未来，显现比创作更为重要。未来的内容创作，甚至在构思都要充分考虑到“如何变现得更好”，也就是说，要把“变现”环节的偏好，前置到内容创作的环节中去。

但“显现”≠“变现”。显现与变现，是一个漏斗机制、筛选机制。创作的内容，首先要显现在用户面前，其次，用户再决定要不要消费，能被客户最终决策购买的才最终完成了变现环节，所以，大概率 10 次甚至 100 次的显现，才能完成 1 次变现。从运营的角度，首先运营的是分发（显现在尽量多的用户面前），其次才是看最终能变现多少。

上述是多数情况，但也有部分种类的创作内容，“变现”甚至比“显现”更突出，比如学生用的教辅教材，在学生拿到手之前，教辅教材已经“变现”了、被卖出了，但卖出后才显现、出现在学生面前。

总结，显现≠变现，多数情况下，IP 运营的核心，首先是显现，而变现则是显现后的最终结果。

2.3.3. 行业“新贵”——商业化变现的平台型公司

GPT 本身是大模型，基于自身大模型底层技术帮特定方向生成中模型、小模型、微小模型，最上面是 IP 本身。因为本身就是嵌套关系，分布在不同大模型的短中期不一样，不同细分方向也会有一些差异。

产业链也会有深刻变化，我们认为在流量平台与内容创作者之间，未来会出现基于商业化变现的平台型公司。这显著不同于移动互联网时代，以营销公司为例，移动互联网时代的营销企业的估值，在近五年持续下行，原因在营销企业并无明显的竞争壁垒，随着流量红利的消退，流量平台坐大后必然会侵蚀合作方利润率，受此影响，企业盈利能力与资本市场所给予的估值水平，均大幅下行；移动互联网时代经典的变现公司例如蓝标、华扬联众、省广、微盟等企业，不仅盈利能力不稳定，甚至连生存的业态都非常不稳定——移动互联时代的营销企业处于两头都不靠的地位，无论是相对于流量平台还是内容创作方都处于不利地位，在行业上行景气结束以后，会面临非常漫长的毛利率持续下行，若有内外部其他风险因素的爆发，无论规模多大，瞬间即岌岌可危。

而 AIGC 的发展将打破上述产业竞争格局，催生出产业链“新贵”，除了处于对立关系的流量平台、内容创作者，也会出现基于商业化平台变现的平台型公司，类似移动互联网时代的微盟、有赞这一类的公司。原因在于：

- AIGC 携大模型席卷当下移动互联网的过程，本质上是生产范式发生了变化。ChatGPT 成为 AIGC 的爆款生产工具，而 AI，无论是数据、素材还是模型，可以直接计入企业资产负债表的资产项，而不是像导演、明星价值计入企业商誉或者合同负债（承诺高薪或高片酬），专业从事商业化变现的平台型公司可以抓住这个关键点，优化自身资产负债表以更良性成长、做大。新生成主义带来的第一个剧变，就是会在流量平台与内容创作者之间，长出一类基于商业化变现的平台型公司。

➤ 较之于 PC、移动互联网与现实物理世界的割裂，新生成主义本质上是囊括物理世界的。所以新生成主义时代的应用、场景，比 PC、移动互联网时代更加复杂、多元、立体，进而导致未来的流量平台不可能一枝独大，大概率不会演变成寡头竞争的格局。

5G 移动互联网时代，最赚钱的公司或环节不是移动运营商，而是各类移动内容与应用。AI 时代，大模型公司的角色预计类似于移动互联网时代的运营商，做好底层基础设施，全面加速社会数智化的到来，而最赚钱的环节预计是基于大模型之上的各类应用。如果将 AI 当作是生产力工具，那一定会诞生新一轮的内容与应用。

因此，在未来 AIGC 与虚拟现实双重技术驱动下，专门做商业化变现的平台，其数量与规模，在 AI 时代将大幅提升；同时，这类企业的存在，有助于产业链条的运行效率大幅提升、减少损耗、增加最上游供给端的成功概率。

AIGC 时代，我们需要重新定义平台型公司与内容能力。

人工智能时代的平台型公司要被重新定义：有自己大/中小模型的才叫平台型公司。以前移动互联网产业链的最顶端是平台型公司，比如抖音、美团等。但随着大模型的陆续推出，平台型公司要重新被定义，目前处于食物链最顶端的平台都面临着冲击，无法确定它们是否能够保持当前的优势地位。

以 ChatGPT 为例，如果联网与插件功能逐步完善，ChatGPT 将成为很多用户行为的终点：搜索、发现、旅行计划、餐厅预订、礼品购买、写草稿等等。更重要的是，ChatGPT 是平台同时又是产品。移动互联网时代，人们的信息渠道增多，同时选择增多，导致“选择困难症”，如买东西会进行货比三家，制定旅游攻略选择性价比比较高的酒店，这通常会花费很长的时间。但是如今有了 ChatGPT，当用户确切地知道自己想要什么，可以直接让 ChatGPT 帮自己做旅行计划并预订性价比高的机票和酒店，或者对 ChatGPT 提出需求“价位约 500 元/人，预订陆家嘴附近的随便哪家西餐厅，要有最好的法式洋葱汤”。

ChatGPT 可以把搜索和点击这样的手动操作转化成为对话这样的简单操作，减少点击是电子商务的命脉。不难想象，只要有足够的 RLHF（人类反馈的强化学习），ChatGPT 就可以处理各种灵活的需求类型并实现，大幅减少用户点击以提升用户体验，足以改变游戏规则。这会替代大量的企业，迫使它们改变经营方式。

因此，这一轮人工智能产业趋势下，处于“食物链最顶层”的存在可能要被重新定义，也就是谁能够自建大模型，谁就有机会成为食物链最顶端的公司。

大模型之下还有各类的“小模型”们。大模型与中模型的差异在于数据库的广度与数据量，小模型可以架构在大模型与中模型上；模型的先进性在于，哪怕是小模型，都可以构建出基于小模型的平台型公司，且天然具备一定的变现能力。具备变现能力的平台型公司，是非常良性的商业模式。中国的内容产业一直没有真正实现工业化，但在 AIGC 的推动下，有可能发生变化。企业在利用 AIGC 进行内容创作之前，首先要做的是小模型，沉淀自己的数据与素材。内容产业的工业化取决于创作者和商业化变现平台公司。当商业化变现平台型公司崛起之后，内容产业就进入了一种专业化、工业化分工的范畴。

AIGC、ChatGPT 使得内容门槛大幅下降，内容门槛下放到底，有助于各企业低成本、顺畅地入局供给环节。目前初步认为未来会出现很多平台型公司，因为这一轮 AIGC 使得内容门槛大幅下降，未来基于沉淀数据、数据交换的企业都可以称之为平台型公司。AIGC 看起来是用 AI 生产 C，但是 AIGC 中最重要的是“G”，生成范式的变化，是未来所有剧变与颠覆的来源，这种生成不是拷贝和组合，而是全方位的重新定义内容能力，大模型之上会有众多形形色色的小模型，小模型在各种调试跟修正之后会初步成为小的内容平台。故内容能力被重新定义之后，有内容能力的小模型公司，也将会沉淀成为平台型公司。

例如，以营销企业为代表的弱势企业，过往“两头不靠”，但在 AIGC 时代，反而能借助于大模型，快速去布局内容端/供给端，携供给端优势，则在选择下游平台时，选择余地也在扩大，甚至会游刃有余。目前弱势企业若想跻身为商业化变现的平台，大模型确实带来了历史性的契机：通过大模型的低门槛，弱势企业可以实现内容环节的布局；拥“内容”而自重——既不依赖流量平台也不受制于内容创作者，下游流量平台相对的强势地位反而会有所削弱。

这意味着任何公司借助 AI，可以介入内容环节，并搭建小模型成为平台型公司。未来，甚至会出现一家公司就是一条小产业链，一个用户就是一个小平台的局面。但未来变现能力将成为“强检验”指标，内容的评价标准直接与商业化变现能力挂钩。

未来的趋势判断中，基于 IP 做内容的公司，天生就是建立起小模型的平台型公司，且商业化变现能力很强（也只有商业化变现能力强才能做大），但这些 IP 内容公司相对来说，都是小而美的公司，因为内容产业是百花齐放的行业属性；而下游流量平台，因为应用场景将非常复杂，不会像当下流量平台这般强势。两头都不会特别强势，故 IP 内容与流量平台之间，基于 AIGC 技术、经营能力等，将会出现一类专门服务于 IP 做商业化变现的平台型公司。这类公司反而能做大，成为与移动互联网时代不一样的行业“新贵”。

总结而言，大模型的技术路径将席卷一切当下的存在，数据交换能力将成为标配，故未来平台型公司将被重新定义：没有大模型的大公司不再会是平台公司。因大模型的颠覆性，产业链内的各大环节之间的重组；商业化变现的平台型公司有可能是大模型厂商在孵化生态圈过程中出现的行业“新贵”。

2.4. 新 IP 天生适合被并购

AIGC 作为生产力、生产工具，带来的剧变，有诸多要素促成受益的逻辑。要素具体包括“内容”可以顺畅进报表，是作为资产、商誉，还是合同负债而存在？我们认为，AIGC 将作用于未来新 IP 的孕育与孵化，重塑并优化入局企业的“三张报表”，新 IP 天生适合被并购，原因在于：1) 新 IP 的背后是小模型、素材、数据库；2) 新 IP 被收购后将落座于“数字资产”而非“商誉”；3) 商业模式更优。

以前的 IP 内容，在制作环节，都是靠知名的漫画家、导演、知名明星等超级个人，2017 年开始国家对影视行业的整顿，核心即指向了这里——并购影视公司≈并购超级个人（画家、导演、知名明星），而超级个人的不稳定性造成了大额商誉计提，造成了一系列的连锁损害。以影视行业为例，影视内容制作公司是一个典型的轻资产行业，其资产主要包括明星 IP、专业人才团队（编剧、导演）以及具有影响力的影视作品，更侧重于人才与创意。2015 年左右的影视行业并购潮，高溢价的并购形成了很多的资产泡沫，2017 年之后很多影视公司的业绩对赌不及预期，开始计提商誉减值，同时也不乏被并购的标的公司团队出走的情况。

首先，AIGC 助力下的新 IP，不再全部依赖知名导演、明星的加持，新 IP 的运营过程，因为要充分借助于 AIGC 的各类工具，故沉淀出来的是小模型、素材、数据库，使得内容制作公司的资产相对的变重。AIGC 作为新工具，越来越介入到制作环节后，未来收购的内容公司，将是 AIGC 制作环节中的数据库、素材、模型，这些都是数字资产，相对于超级个人而言，能顺畅进入公司的资产负债表中的“资产项”，且不会像超级个人而言那么不稳定，故新 IP 未来天生适合被收购——“数字资产”而非“商誉”，市场更认同；稳定性则能带来信任，我们预计估值较过往能提升。

其次，以往的 IP 内容被并购，体现在资产负债表中的是商誉、合同负债，但未来的新 IP 被并购，在资产负债表中就是正常的“资产”——数据资产。虚拟人的背后是 AI 这一新的生产力，革新了“轻资产”公司的资产负债表，大幅优化利润表。“轻资产”公司对“轻资产”的收购或经营，是资产负债表中的商誉或应付账款，虚拟人则真正成为公司的“重资产”。此外，

很多用户将 NFT 当成一种消费方式，是支出项，但它本质上是服务于个人创造的商业化变现，即创收，收入与支出分别对应现金流入与流出，在现金流量表上具有截然相反的意义。

最后，由于新 IP 天生必须要具有好的商业化变现能力，围绕新 IP 的商业模式将更好，也有利于被并购。

3. 当下为何要重点研究新 IP 逻辑？

第一，适配未来的大模型应用落地。目前海内外的科技巨头陆续推出大语言模型，技术服务底座加速成型。不同于 PC/移动互联网时代，B 端的内容应用率先规模落地，这一轮 AI 带来的是 to B 与 to C 两端同时向前推进。目前 AI 处于产业应用初期，预计未来半年至一年内，将会有越来越多的生成式 AI 工具涌现，且围绕大模型的生态圈将逐渐形成。

第二，AIGC × MR 的未来计算平台上，内容产业的逻辑将明显改善。2023 年，AIGC 只是智能科技的开始，6 月苹果发布了 Apple Vision Pro 混合现实（MR）头显。苹果 MR 在当下深层技术上做不了 AR，所以更像是 VR（沉浸式，交互会偏弱），故内容生态上，会慢一些（AR 内容互动性更容易出爆款）但成功概率会大很多（沉浸式内容的体验感更好），故我们预计 2023 年的三、四季度是生态伙伴入局去做内容的时间段。当前时点，恰逢 AIGC 正加速落地，以及 MR 内容生态的建设，预计 AIGC 相关内容或应用能在 MR 产品中大展身手，并有可能是最容易落地的盈利场景。随着 MR 在 2024 年的开售，我们预计会出现不少大爆款（场景或内容）。

第三，AIGC × MR 的新计算平台上，新内容与新场景将成为未来牛股（爆款）之所在，新 IP 逻辑即未来新内容的产业逻辑。AI 落地应用预计分为两个阶段，第一个阶段，即短期内，我们预计率先落地的是各类功能性的应用场景，革新或改造现有产业（移动互联网时代未能彻底改造的领域）；第二个阶段，中长期看，将会落地一些新爆款内容或应用。AI 与 MR 的软硬结合的应用将迸发出无限可能，首先，AIGC 技术颠覆了现在所有的内容产出模式，其次，苹果 MR 定义了新的交互范式（仅通过眼睛、手和声音的组合来完成交互），带我们进入空间计算时代（无缝地混合数字世界和现实世界）。因此，新计算平台上的内容或应用形态会被重构，AIGC 这一生产力工具与 MR 新终端的结合，或将把行业引入新的方向，激活新的赛道。

图3. 苹果 MR 通过眼镜、手、声音实现交互



资料来源：苹果官网

图4. 苹果 MR 配备 3D 摄像头



资料来源：苹果官网

4. 投资建议

置身于智能科技这一大的产业趋势，2023 年上半年有 ChatGPT，回到当下三、四季度，最大的矛盾是行情与产业无法完全对齐，故我们仔细去看智能科技的主要组成部分中，尚处于洼地的部位，基本指向了 NFT（生产关系）。因为智能科技本身就是一个整体，各部位的背后都有内在、逻辑关系，ChatGPT、MR 眼镜、人形机器人（原型机）均已出现，与生产力、空间配套的生产关系必然会被裹挟着加速向前。NFT 是一种底层机制，能撬动 IP（包括虚拟人）、

AIGC、各类变现、分发环节等诸多细分板块。看好整体传媒板块在三季度的景气上行，建议提前布局低洼地——新 IP× AIGC × NFT，看好的细分方向排序：NFT、AI、直播电商、虚拟人。建议关注以下标的：

- 昆仑万维、巨人网络、汤姆猫、国脉文化、完美世界、宝通科技、姚记科技、中青宝、电魂网络、紫天科技、中手游，心动公司、三七互娱、吉比特、盛天网络、浙数文化、佳云科技、神州泰岳、生意宝、力盛体育；皖新传媒、中原传媒、中文传媒、时代出版、中南传媒、新华文轩、南方传媒、浙版传媒、龙版传媒、荣信文化、东望时代、读者传媒、读客文化；
- 万达电影、华策影视、欢瑞世纪、博纳影业、慈文传媒、唐德影视、横店影视、百纳千成、北京文化、幸福蓝海、大晟文化、凡拓数创；方直科技、世纪天鸿、视觉中国；湖北广电、电广传媒、广电网络、贵广网络、吉视传媒、出版传媒、中视传媒、人民网、川网传媒；
- 掌阅科技、值得买、浙文互联、利欧股份、元隆雅图、蓝色光标、天龙集团、智度股份、天娱数科、电声股份、龙韵股份、华扬联众、福石控股、兆讯传媒、遥望科技、华闻集团、云天励飞，商汤，飞天云动，腾讯控股，快手，小米集团，泡泡玛特。

图5. 核心覆盖标的盈利预测及估值表

股票代码	股票简称	收盘价	总市值 (亿元)	2023年 初至今 涨跌幅	PE (倍)			净利润 (亿元)		
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
9888.HK	百度集团-SW	132.7	3,711.1	18.8%	45	22	20	75.6	156.1	172.7
0020.HK	商汤-W	2.2	729.6	-1.8%	-11	-	-	-60.4	-44.3	-40.2
688327.SH	云从科技-UW	29.5	218.5	92.7%	-25	-	-	-8.7	-6.2	-5.3
688207.SH	格灵深瞳	37.8	69.9	64.3%	214	157	103	0.3	0.4	0.7
688343.SH	云天励飞-U	82.9	294.4	0.0%	-66	-	-	-4.5	-4.5	-3.7
600640.SH	国脉文化	13.9	110.3	43.6%	-55	115	53	-2.0	1.0	2.1
300031.SZ	宝通科技	29.9	123.3	116.3%	-31	29	22	-4.0	4.2	5.7
300418.SZ	昆仑万维	54.6	652.5	278.7%	57	49	45	11.5	13.2	14.4
002558.SZ	巨人网络	19.8	396.8	150.5%	47	33	30	8.5	12.0	13.2
002517.SZ	恺英网络	17.3	372.4	163.7%	36	26	20	10.3	14.5	18.4
002555.SZ	三七互娱	34.2	758.7	91.7%	26	22	18	29.5	34.3	41.7
002624.SZ	完美世界	18.3	355.6	46.6%	26	22	20	13.8	16.0	18.2
603444.SH	吉比特	525.0	378.2	68.9%	26	25	21	14.6	15.2	17.7
9992.HK	泡泡玛特	16.8	229.8	-14.8%	44	18	12	4.8	11.8	17.3
300058.SZ	蓝色光标	10.9	270.8	115.2%	-12	46	35	-21.8	5.8	7.8
605168.SH	三人行	137.6	139.5	54.7%	19	14	10	7.4	10.0	13.6
002131.SZ	利欧股份	2.4	162.8	36.2%	-37	29	21	-4.4	5.6	7.8
300413.SZ	芒果超媒	31.9	595.8	6.1%	33	26	23	18.2	22.6	25.8
002739.SZ	万达电影	12.5	272.2	-10.8%	-14	24	19	-19.2	11.6	14.0
300133.SZ	华策影视	7.9	149.8	48.3%	37	26	22	4.0	5.8	6.8

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

注：市值对应日期为 2023 年 6 月 9 日，港股公司的收盘价和市值为原币，计算 PE 考虑到汇率转换（1 人民币=1.0997 港元）

5. 风险提示

技术进展不及预期：以 ChatGPT 为例，其目前仍存在一定的应用瓶颈，如后续技术迭代速度不及预期，或影响其商业化扩散的节奏。

行业竞争恶化：AIGC 正在引领新一轮产业浪潮，新旧产品间存在一定的竞争关系，如竞争策略不当或将影响领先技术在行业层面应用的速度放缓。

算力成本增长过快：伴随应用范围的拓宽及覆盖用户的增长，将带来对算力的大幅需求，从而给应用开发者带来较高的成本，导致其财务状况恶化。

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 ■■■

安信证券股份有限公司（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。

■ 免责声明 ■ ■ ■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

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