

● 证 券 研 究 报 告 ●

Token经济和出海双主线

2026中期互联网传媒投资策略

证券分析师：林起贤 A0230519060002 任梦妮 A0230521100005 夏嘉励 A0230522090001

赵航 A0230522100002 黄俊儒 A0230525070008 刘菁菁 A0230522080003

郝知雨 A0230525060002 陈力扬 A0230526040002

研究支持：张淇元 A0230124080001 陈悦 A0230524100003

联系人：林起贤 A0230519060002



大势如潮 百花齐放
Tide Rolls On, Opportunities Blossom

申万宏源 · 2026资本市场夏季策略会

Shenwan Hongyuan · 2026 Summer Capital Market Strategy Conference

26年中期展望：AI融资及商业化ARR加速，泛娱乐结构性增长

- 2026年以来互联网传媒板块经历较充分调整，估值与预期已回落至相对低位；但AI产业趋势仍在持续演进，互联网和软件中具备模型、云、流量、IP、内容资产和客户场景的公司，有望率先实现AI货币化。
- 2026年下半年，重点关注：1) 国产大模型能力提升与开源生态完善；2) 大厂AI投入持续，云与应用商业化逐步兑现；3) AI视频、AI漫剧、Agent等应用方向从工具提效走向收入贡献；4) 悦己消费经历调整后，优质公司通过出海、IP运营和产品周期实现时间换空间。
 - **AI云及国产大模型：国内开源生态持续完善，性价比优势逐步强化。**商业化海外跑通，Anthropic B端为主，OpenAI B端占比快速提升。国内商业化进程慢于海外，但随着OpenAI等Agent类应用兴起，多轮次、长上下文及大量编程需求涌现，对高性价比、高执行力模型需求大量增长，国内开源模型B端商业化曲线陡峭。MiniMax当前ARR预计超过3亿美金。
 - **大厂投入与商业化：大厂明确加大capex，全面押注AI。**AI成为互联网云厂收入核心驱动，技术能力是云厂差异化竞争提升利润率关键，主要依靠：1) 模型SOTA。Maas等更高利润率业务占比提升；2) 自研芯片。实现成本下降。互联网大厂AI全栈能力分化，阿里、百度强在基础设施，腾讯、字节胜在场景入口。
 - **AI应用：视频与内容生产率率先落地，IP方、平台方和基础设施服务商共同受益。**AI视频、AI漫剧已经在内容供给、制作效率、分发变现等环节形成产业变化，内容平台和版权方通过AI获得新变现、新引流可能；视频平台有望受益于供给释放和用户粘性提升；版权服务、算力、大模型等基础设施型服务亦具备受益空间。重点：易点天下、汇量科技、哔哩哔哩、心动公司、中文在线、阅文集团、阜博集团。
 - **悦己消费：25H2以来经过充分调整，26年关注业绩持续性与全球化兑现。**游戏出海仍是行业趋势，关注下半年产品周期、流水持续性、海外增速，重点关注：网易、世纪华通、巨人网络、心动公司、三七互娱、完美世界、恺英网络、吉比特；潮玩出海看IP长生命周期、供应链和本地化运营能力；拼搭积木、演出、社交出海等方向关注新品类拓展、海外市场复制和平台化能力。重点关注：泡泡玛特、大麦娱乐、布鲁可。
 - **风险提示：**内容和互联网平台监管环境变化风险；项目延期/表现不及预期风险；竞争加剧影响利润率风险；内容公司无法及时适应AI时代变革，在竞争中处于不利地位的风险。

主要内容

1. A/H传媒复盘及投资主线
2. Token经济开启
3. 泛娱乐结构性机会

1.1 A股传媒复盘：担心产品或宏观周期预期下修，关注AI商业化进展

A股传媒复盘：26H1传媒板块整体回落。1) 游戏：业绩整体符合预期但缺乏超预期兑现，市场担心高基数EPS压力，关注游戏公司下半年产品周期、流水持续性及其出海增速；**2) 影视：**票房表现整体平淡，叠加去年《哪吒》等高基数，内容端弹性不足；**3) 广告：**受宏观需求偏弱影响，收入修复斜率低于预期。

AI应用方面，26年初短暂交易AI漫剧及GEO的乐观预期，3月后市场担心AI颠覆现有应用，目前美股以网安为代表的部分软件公司已经反弹，关注AI应用的商业化进展。

图：2022年-26H1 A股传媒复盘



1.2 港股科技复盘：硬件与AI主线相对占优，互联网内卷改善，等待价值重估

- 港股科技复盘：26H1恒科跑输恒生指数，板块内部分化。硬件（中芯、华虹半导体）等有业绩或商业化增速支撑方向显著占优，互联网回调等待叙事转变或盈利改善。智谱已纳入港股通，MiniMax预计8月入通。
- 互联网回调核心在于EPS与估值双重压力：1) EPS：AI投入拉低利润率、闪购竞争和消费疲软，增速低于2025年；2) 估值：交易AI重构流量入口、冲击传统软件商业模式，担忧字节竞争。但互联网预期已非常悲观，内卷有所改善，等待叙事转变，云模芯价值重估。

图：2022年-26H1 港股科技复盘



主要内容

1. A/H传媒复盘及投资主线
2. Token经济开启
3. 泛娱乐结构性机会

2.1 大模型：国内外模型各具禀赋，海外闭源、国内开源

- **海外模型闭源为主已实现规模商业化，国内模型逐渐开始主导开源生态，主打性价比优势，预计国产算力适配后，性价比优势更加明显。**

- **海外：**Anthropic已实现450亿美元级别ARR（最新2026.05），OpenAI实现250亿美元ARR（最新2026.03），均以B端付费客户为主，商业模式主要以Chatbot订阅、编程工具订阅、API收入为主。
- **国内：**受模型能力、付费习惯等影响，国内模型商业化进展相对缓慢，目前仍存在数量级上的差异。

表：国内外主要大模型公司产品及进展

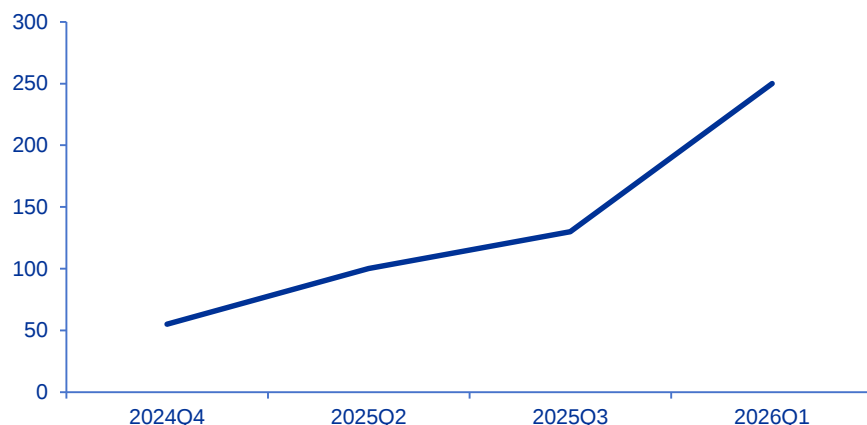
公司	核心模型系列	模型能力强项	算力投入与资源	商业化	开源/闭源策略	ARR
OpenAI	GPT-5系列/ o2	逻辑推理 (o系列)、原生全模态、物理世界模拟能力。	GPU为主，与微软、Oracle等深度合作，拥有庞大GPU资源。	C端：ChatGPT已实现数十亿美元ARR； B端：Agent 平台生态。	闭源	250亿美元 (2026.03)
Google	Gemini 3.1系列	超长上下文 (2M+)、原生多模态、生态闭环能力。	TPU为主，自研TPU具备性价比，足够满足Gemini训练需求。	C端：安卓/AI搜索原生集成； B端：Google Cloud Vertex AI平台。	闭源（部分轻量级开源）-	-
Anthropic	Claude 4/4.7	编程能力、安全性、长文本逻辑、电脑控制能力。	TPU/Tranium/GPU均用，亚马逊+谷歌算力支持，使用Tranium/TPU等云厂自研芯片。	C端：C端开发者/专业用户； B端：B端开发者；AWS Bedrock 核心模型。	闭源	450亿美元 (2026.05)
Meta	Llama 4系列	通用性较强、生态兼容性。	GPU为主，算力投入激进，拥有庞大自建算力资源。	C端：Meta系列社媒集成； B端：构建开源生态护城河。	此前开源，潜在向闭源转变	-
xAI	Grok-4系列	实时性 (X平台数据)、逻辑推理 (Heavy模式)、Tesla 具身智能集成。	GPU为主，Colossus巨型集群拥有百万卡级别能力。	C端：X平台、Tesla车载语音； B端：Grok Enterprise	混合/开放权重 (通常滞后 6 个月开源)	-
字节跳动	Doubao / Seedance	低延迟、原生音视频交互、强大的中文语义理解。	英伟达GPU/国产算力，资本开支庞大，在国内拥有算力优势。	C端：豆包App (国内流量第一)； B端：火山引擎 (低价策略)。	闭源	-
智谱AI	GLM-5.1 / CogVideo / AutoGLM	科研、代码、长文本及Agent自动控制 (AutoGLM)。	国产芯片适配领先；2026年初香港上市。	B端：面向企业私有化部署； C端：智谱清言 (生产力助手)。	混合 (旗舰闭源，轻量级开源)	17亿元 (2026.03)
DeepSeek	DeepSeek-V4	算力效率优化出色、极强的逻辑推理、MoE 架构创新引领者。	算法在成本侧优化出色。	B端：极低成本API； C端：深度搜索。	开源/开放权重	-
MiniMax	Minimax M3/Hailuo	情感计算 (EQ)、角色扮演、视频生成能力、语音感染力。	阿里/腾讯/红杉注资，研发投入较高；2026年初香港上市。	C端：Talkie/星野/海螺AI/MiniMax； B端：文本音视频生成API。	开源	3亿+美元 (2026.05)
阿里巴巴	Qwen 3.7	多语言处理、数学与代码能力、商业落地广度。	英伟达GPU/自研芯片，阿里云底层支撑，国内最大的云端算力基础设施。	B端：阿里云全家桶深度集成； C端：通义APP。	混合 (旗舰闭源，轻量级开源)	-
月之暗面	Kimi 2.6	长文本管理 (Long Context)、搜索增强、文件深度解析。	算力集中于推理侧优化。	C端：Kimi AI助手； B端：开放长文本API。	闭源	超过2亿美元 (2026.04)

资料来源：各公司财报，财联社，腾讯科技，腾讯财经，界面新闻，晚点LatePost，申万宏源研究

2.1 大模型：商业化海外跑通，Anthropic B端为主，OpenAI B端提速

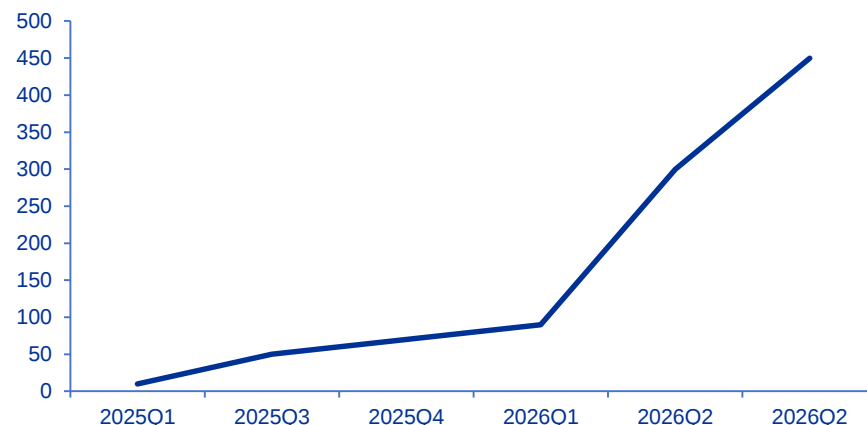
- 海外商业模式已跑通，OpenAI 2026年3月 ARR超过250亿美元，B端占比快速提升；Anthropic已实现450亿美元级别ARR（2026.05），B端+API贡献主要收入。
 - **Anthropic创收策略为专注于B端、深度受益AI编程近期爆发：**1) 模型API收入；2) 编程工具Claude Code，25年受益于编程工具爆发，26年受益于类Agent应用等。Anthropic预计于26Q2实现单季度盈利，收入营收109亿美元，单季运营盈利5.59亿美元，较此前预期28年盈利提前。公司26年5月最新估值9650亿美元，于2026年6月1日通过官网宣布，已以保密形式向SEC递交IPO材料。
 - **OpenAI营收策略为B端和C端并重，B端收入快速提升：**1) ChatGPT的个人版/企业版订阅，企业版快速增长，截至26年3月贡献公司40%以上营收；2) 模型API收入，截至26年3月API每分钟处理量已经突破150亿token；3) 2025年10月发布AI代码生成训练模型CodeX。OpenAI 26年3月估值为8520亿美元。

图：OpenAI ARR趋势（亿美元）



资料来源：OpenAI官网，申万宏源研究

图：Anthropic ARR趋势（亿美元）

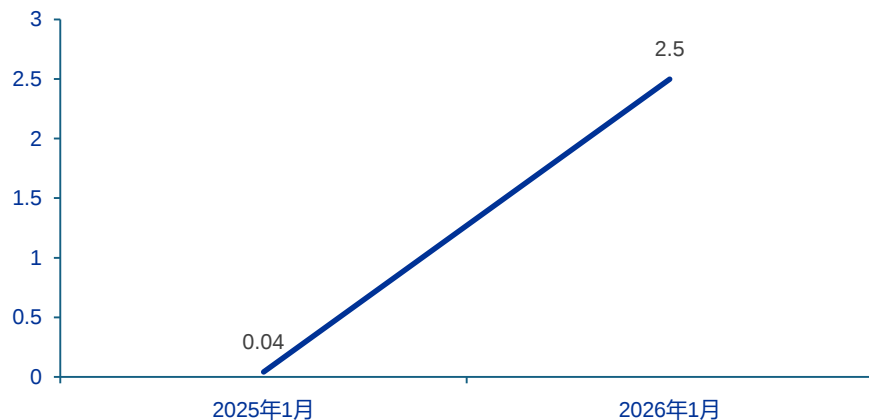


资料来源：Anthropic官网，申万宏源研究

2.1 大模型：国产模型跟随海外一梯队，高性价比，ARR高增

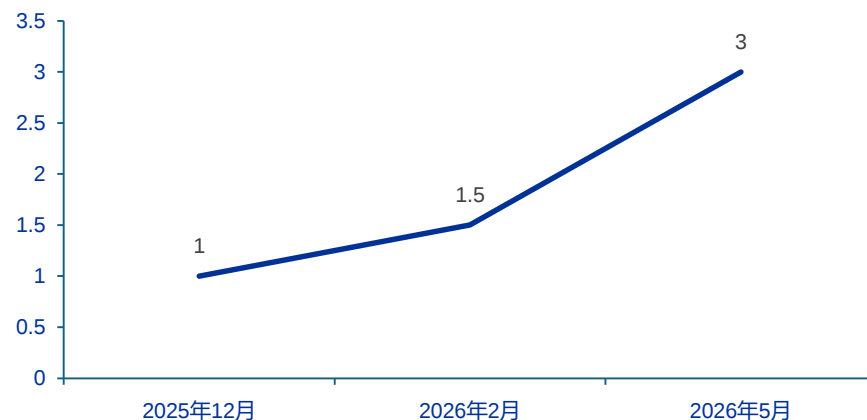
- 国内商业化进程慢于海外，但随着OpenAI等Agent类应用兴起，多轮次、长上下文及大量编程需求涌现，对高性价比、高执行力模型需求大量增长，国内开源模型B端商业化曲线陡峭。
 - MiniMax追求极致性价比与全模态：**1) 26年2月ARR达到1.5亿美金，revenue run rate接近25年全年2倍，截至5月，全球用户规模约3亿，过去两个月，MiniMax年化经常性收入（ARR）实现超过100%的增长，**估算超过3亿美金**；2) **6月发布M3模型**，采用自研MSA稀疏注意力架构，支持100万超长上下文，**原生多模态设计**，预训练数据达100万亿token量级。
 - 智谱模型量价齐升：**1) **截至2026年3月31日，API平台ARR达到2.5亿美元**，年初至今增长6.4倍，过去12个月增长60倍；2) Token价格年初至今上涨83%，且需求持续加速，GLM5重点是国产算力适配、低成本部署和企业级 MaaS；3) **预计H2发布GLM5.5。**

图：智谱 API平台ARR (亿美元)



资料来源：智谱财报，申万宏源研究

图：MiniMax 公司ARR (亿美元)



资料来源：MiniMax财报，MiniMax采访，申万宏源研究

2.1 大模型：大厂资金+生态+产业优势，推出Agent，尝试商业化

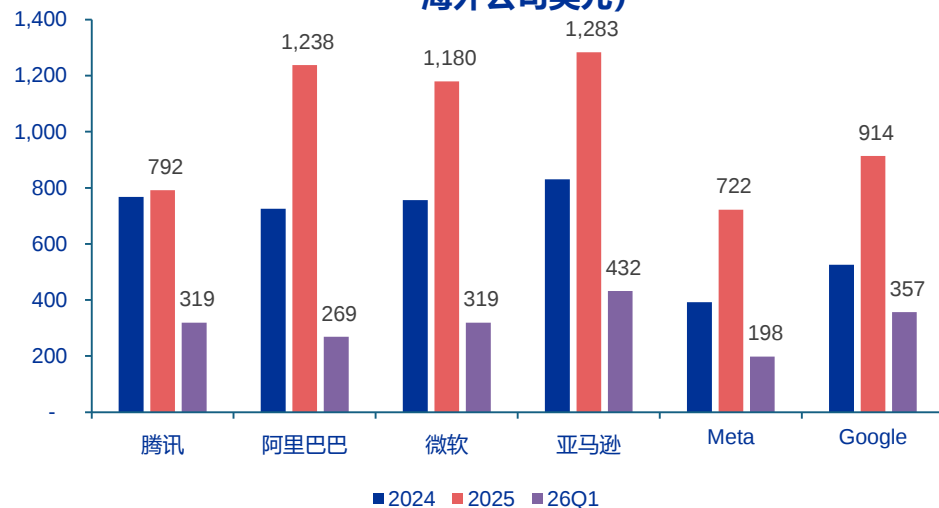
- 大厂做模型布局上有资金+生态（C端用户和中高频商业环境）+产业（云模芯闭环）优势，高频推出模型，尝试基于生态推出Agent/Claw类产品。
- 大厂尝试商业化：阿里包含百炼MaaS平台在内的AI模型与应用服务ARR截至6月的季度预计突破100亿元，年底预计突破300亿元；字节豆包预计6月下旬开始收费。

表：国内大厂及独立模型厂商重点模型更新情况

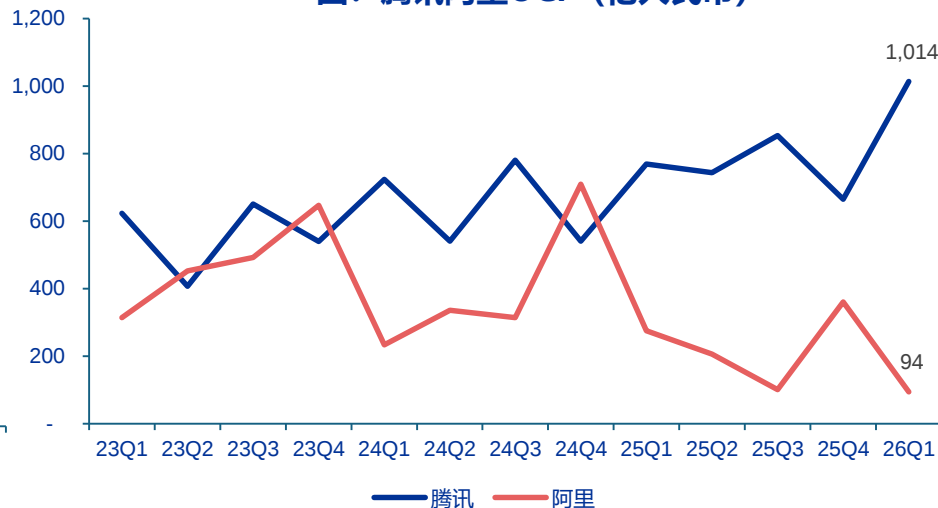
时间	腾讯/混元	阿里/Qwen	字节/豆包	DeepSeek	月之暗面/kimi	MiniMax	智谱/GLM
25年9月		Qwen3-Max / Qwen3-Coder Plus 超万亿参数旗舰模型，coding和Agent能力优化	Seedream 4.0 图像生成，4K				GLM-4.6 200K上下文，指令遵循，coding，agent能力
25年10月					Kimi Linear Kimi Delta Attention，降低内存/推理成本	MiniMax-M2 230B参数，10B激活，全注意力机制，200K上下文，低价	
25年11月	Hunyuan-Large MoE，52B激活				Kimi K2 Thinking 推理型 Agent，可动态工具调用		GLM-4.7 专注coding
25年12月	Hunyuan 2.0 MoE，406亿参数，激活320亿		Seedance 1.5 Pro 双分支Diff架构	DeepSeek- V3.2 671B参数，37B激活，降本		MiniMax Agent方向，多M2.1 编程语言强化	
26年1月		Qwen3-Max-Thinking MoE，256K上下文，扩展100万，多模态			Kimi K2.5 Agent集群调度架构	MiniMax M2 Her 多模态/Agent	
26年2月			Doubao-2.0 多模态统一、低成本推理、原生Agent架构 Seedance 2.0 登顶全球AI视频生成榜单 Seedream 5.0 Lite 强化图像理解推理			MiniMax M2.5 299B参数，激活10B，MoE架构，推理速度提升	GLM-5 744B参数MoE，DSA机制，200K上下文，Agent工程设计
26年3月	Hunyuan Word 1.5/2.0 进阶3D世界生成与交互式模型，多模态	Qwen3.5-Max-Preview MoE稀疏激活架构，397B参数，激活17B，256K上下文，Agent能力提升				MiniMax Agent Harness M2.7 架构，自我迭代	GLM-5- Turbo 为OpenClaw优化，低价高吞吐
26年4月	Hy3 Preview / HY3 MoE快慢思考，295亿参数，激活21亿，256K上下文，提升长程和Agent能力	Qwen3.6-Plus 商业闭源版本，LCF架构		DeepSeek-V4 Pro版本1.6T参数，49B激活。混合注意力机制、MHC技术，适配国产算力，定价低	Kimi K2.6 MLA机制，推理吞吐提升，支持Agent集群协作		744B参数，40B激活，国产算力适配，长程任务处理
26年5月		Qwen3.7-Max-Plus 聚焦Agent能力，提升模型泛化能力					
26年6月						MiniMax M3 Lite MSA架构，100万token上下文，原生多模态能力	
26年7-12月	HY4 大模型版本迭代	Qwen 4.0 大版本迭代，旗舰模型升级	Doubao 2.5 小版本迭代，提升多模态理解等能力		Kimi 3.0 可能延续Linear+创新优化架构	MiniMax M3 万亿参数，全模态	GLM-5.5 旗舰模型

2.2 大厂投入：腾讯阿里明确加大资本开支投入

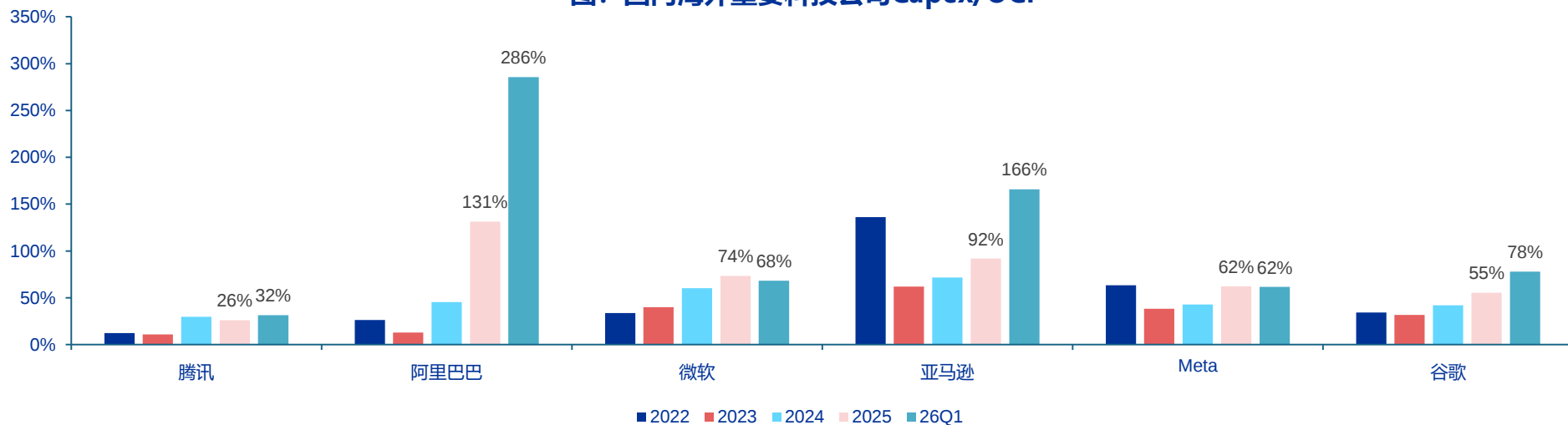
图：国内海外重要科技公司Capex (亿，中国公司人民币，海外公司美元)



图：腾讯阿里OCF (亿人民币)



图：国内海外重要科技公司Capex/OCF



2.2 大厂投入：互联网云厂持续兑现AI收入

■ AI成为互联网云厂收入的核心驱动；26Q1，阿里巴巴AI收入占云外部收入比例已超过30%，金山云AI收入占公有云收入比例已超过50%。

表：国内海外主要云厂25年收入情况

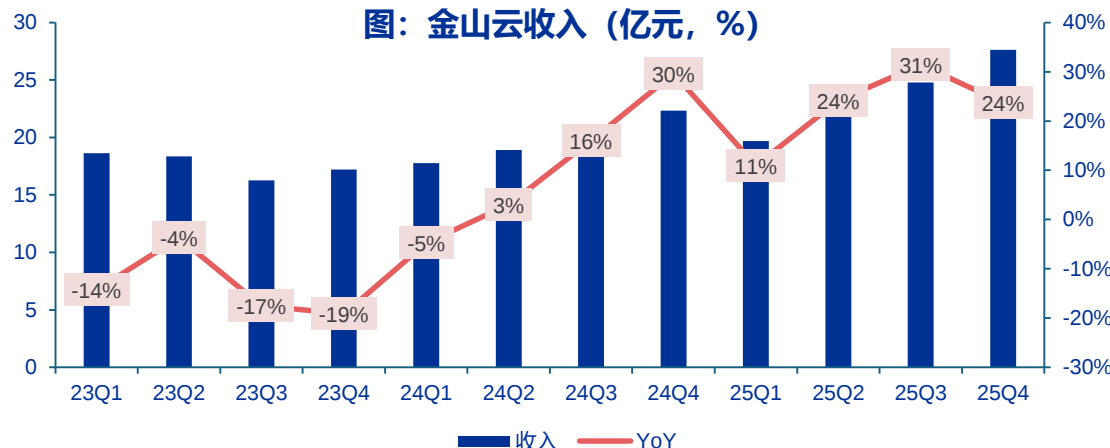
	业务口径	收入 (亿人民币/美元)	YoY
阿里巴巴	云智能集团	1,466	29%
腾讯控股	腾讯云		前三个季度 teens, Q4为 22%
字节跳动	火山引擎		翻倍
百度集团	智能云基础设施	198	34%
	AI应用	102	5%
金山云	整体收入	96	23%
中国电信	天翼云	1,207	5%
	智能收入	123	38%
中国联通	联通云		5%
中国移动	云算服务		14%
华为	云计算业务	322	-3.5%
谷歌	Google Cloud	587	36%
亚马逊	AWS	1,287	20%
微软	Intelligent Cloud	1,204	26%
	Azure		35%-39%

注：国内公司收入货币单位为人民币，海外公司货币单位为美元。
注2：联通云收入口径优化为融合创新解决方案产生的云IDC、云资源、云平台、云服务、云集成、云互联、云安全等收入。

图：阿里云收入（亿元，%）



图：金山云收入（亿元，%）



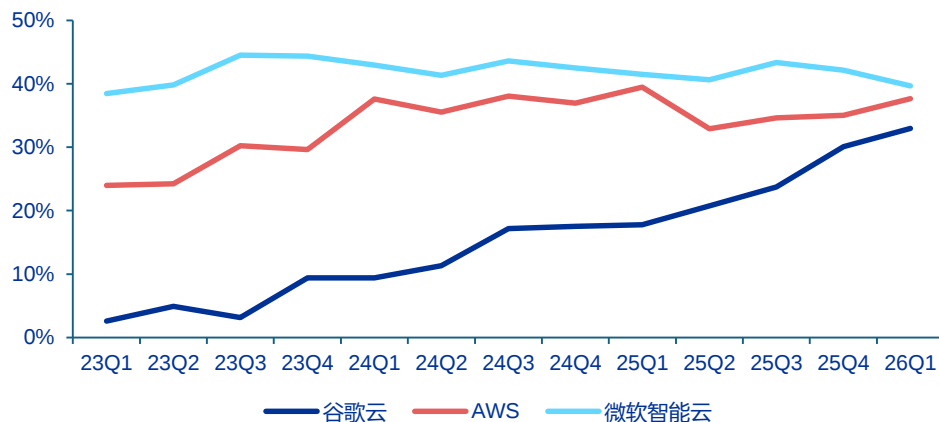
2.2大厂：技术能力仍是云厂差异化竞争提升利润率的关键

- 云厂AI时代如何提升利润率？1) 模型SOTA→MaaS等更高利润率业务占比提升。2) 自研芯片→降成本。海外Google模型能力和自研芯片已被认可，当前OP margin已接近AWS和微软。

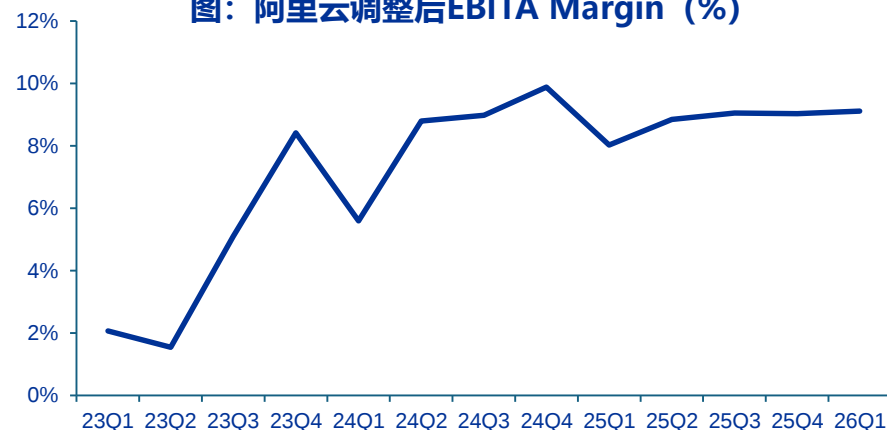
表：云厂利润率对比

	业务口径	2025	2024
阿里巴巴	调整后EBITA margin	8.8%	8.4%
腾讯控股	调整后OP margin	HSD-10%	0%
金山云	调整后OP margin	-1.6%	-5.5%
谷歌	OP margin	23.7%	14.1%
亚马逊	OP margin	35.4%	37.0%
微软	OP margin	41.9%	42.6%

图：海外三大云厂OP margin (%)



图：阿里云调整后EBITA Margin (%)



2.2 大厂投入：AI全栈能力分化：阿里/百度强在基础设施，腾讯/字节胜在场景入口

■ 阿里更接近“AI云+Token基础设施”平台，百度突出“芯片+AI云工程化”，腾讯依托微信、游戏、广告和内容生态实现AI场景变现，字节则凭借豆包、火山方舟和内容生态形成高频Token消耗飞轮。

表：Arena盲测榜单各公司分模型全球排名

分类	排名	公司	模型分数
Text 截至2026/5/28	6	阿里巴巴	1475±10
	7	智谱	1474±6
	8	百度	1470±6
	9	小米	1465±6
	10	月之暗面	1462±6
	11	DeepSeek	1458±6
	12	字节跳动	1456±4
	15	腾讯	1417±8
WebDev 截至2026/5/24	2	阿里巴巴	1541±16
	3	智谱	1533±11
	4	月之暗面	1518±10
	8	小米	1471±9
	9	DeepSeek	1464±10
	10	MiniMax	1401±8
	12	腾讯	1365±17
Text-to-Image 截至2026/5/26	7	阿里巴巴	1168±8
	10	腾讯	1151±3
	11	字节跳动	1144±3
Text-to-Video 截至2026/5/29	1	字节跳动	1463±9
	2	阿里巴巴-ATH	1440±8
	3	阿里巴巴	1385±21
		快手	±
	14	腾讯	1170±16

阿里平头哥

- 真武系列AI芯片累计出货56万片，已服务中国电信、中国一汽、浦发银行等20多个行业的400多家客户。
- 新发布的真武M890采用自研并行计算架构，内置144GB显存，性能是真武810E的3倍，片间互联带宽达到800GB/s，芯片原生支持FP32到FP4等多种数据精度，可应用于高精度训练、低精度和超低精度推理。
- 未来两年将陆续推出算力更强的真武V900、真武J900两代芯片。
- 发布基于新一代AI芯片真武M890的磐久AL128超节点服务器，搭载自研互联芯片ICN Switch 1.0，可让128张AI芯片组成一台计算机，P2P时延低于150ns，主打解决Agent场景下的海量并发推理和大模型训练需求。
- 未来不排除IPO，但还没有明确时间表。

百度昆仑芯

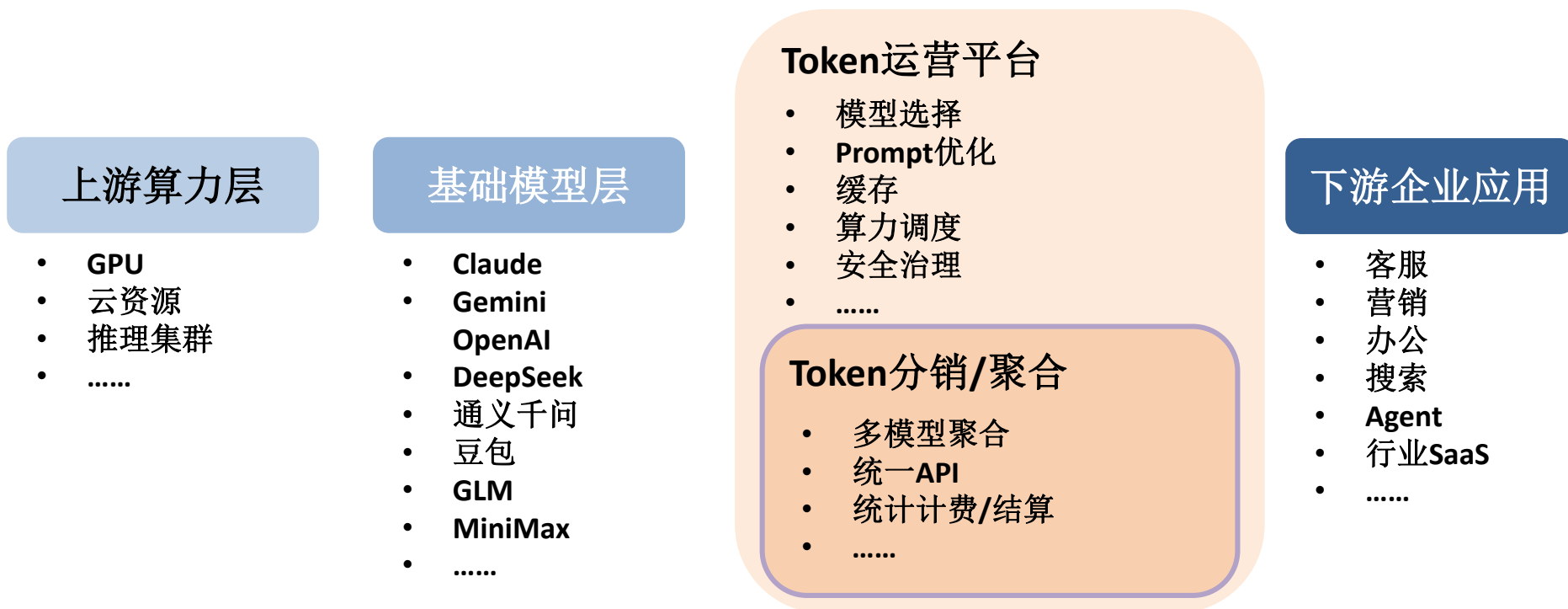
- 百度昆仑芯已在更多客户和行业场景中被采用，是国内较早实现大规模商业化的AI芯片之一，并已支撑超3万卡AI计算集群。
- 百度智能云也在面向大规模智能体应用升级新全栈AI云，昆仑芯P800已完成规模化验证，并支撑完成文心5.1重要版本训练。
- 月初正式启动科创板上市辅导，计划在A股和港股同时上市。

2.3 Token运营/分销：连接模型供给与企业应用的效率层

■ AI中游Token平台主要包括Token分销和Token运营，面向中小B端商家为主。

- **Token 分销**解决的是“接入、采购、计费、结算”问题：1) 模型供给分散；2) 企业采购复杂；3) 应用场景多样。
- **Token 运营**解决的是“成本、效果、延迟、安全、ROI”问题。B端渗透率提升后，我们预计B端需要通过模型匹配、算力调度、提示词优化等方式：1) 降低单次任务成本；2) 降低响应延迟；3) 提升Agent或办公场景长程任务成功率 / 准确率；4) 数据安全与模型可控性；5) 成本归因及ROI评估等。

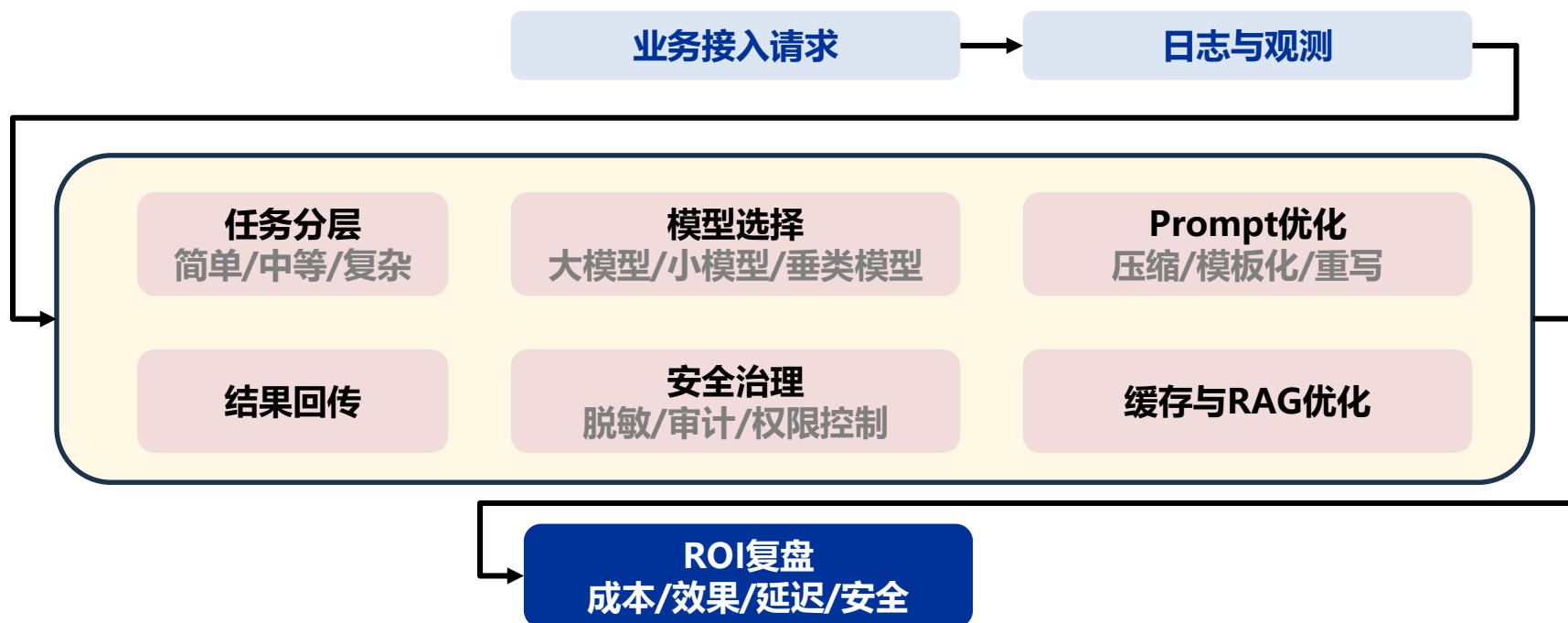
图表：Token分销/运营平台在产业链中的环节



2.3 Token运营/分销：从Token Maxxing到Token ROI

- 模型渗透率提升，B端从追求调用量增长，转向追求单位Token产出效率，Token ROI成为核心。
- 海外云厂商和模型厂商已经开始围绕推理成本、延迟和Token效率做产品化优化。大模型产业的竞争已经不只是模型能力，也包括Token使用效率和推理基础设施效率。
 - AWS的Intelligent Prompt Routing（智能提示词路由）通过在同一模型家族内动态路由请求，目标是在保证质量的同时优化成本，官方表述最多可降低30%成本。
 - OpenAI文档显示Prompt Caching可最多降低80%延迟和90%输入Token成本。
 - Meta模型Llama speculative decoding研究强调生产环境下的推理加速，相关优化在大批量场景下实现1.4x-2.0x加速。

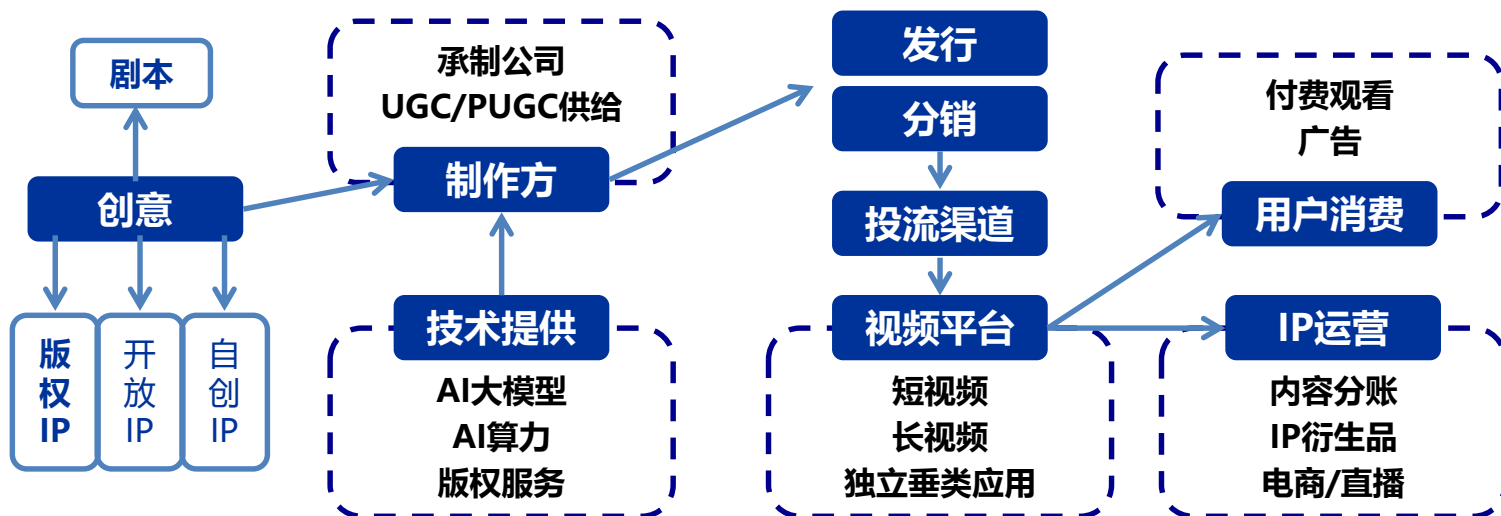
图表：Token运营优化ROI流程



2.4 AI视频：上游迎资产重估，技术提供方卖水人

- **传统内容产业的生产函数：**内容产出=f（创意，专用设备，制作劳动时间，传播渠道），**而AI多模态模型引入后，生产函数转变为：**内容产出=f（基础创意，提示词工程，AI算力，数据燃料，分发算法）
- **内容价值通货膨胀，产业价值加速向价值链两端聚集。**
 - **AI短剧落地快的原因：**技术突破“AI违和感”加速消减（AI幻觉、逻辑错误、画风不统一、音画不一致、连贯性差），各项能力参数已达到轻量视频要求（广告、短视频、漫剧）；成本大幅降低，漫剧主要成本来自劳动力密集型的制作，正适合被AI赋能，同时AI生成结果可用率大幅提高，“抽奖”现象降低。
 - **漫剧率先落地，仿真真人剧快速起量**（2026年中国漫剧市场规模预计约220亿元；而2025年中国微短剧市场规模近1000亿元）。电影、电视剧：受限於模型能力，AI应用目前仍以辅助工具为主。

图：AI漫剧产业链梳理

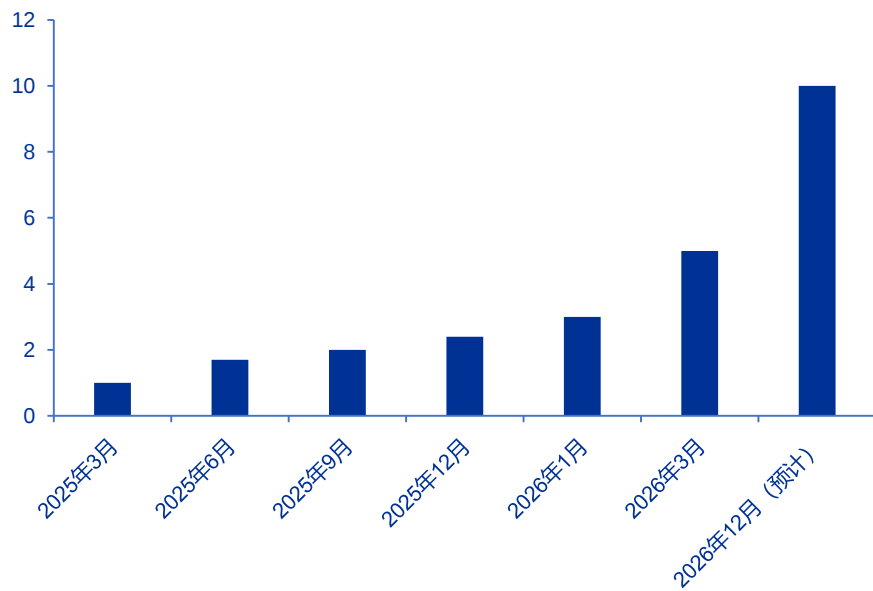


2.4 视频模型：快手可灵ARR持续向上，有望重估

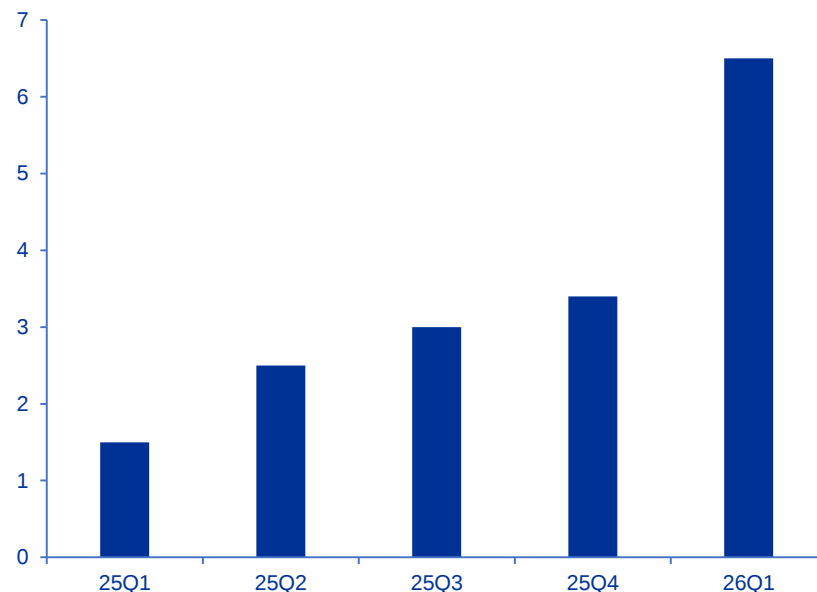
■ 快手可灵ARR持续向上，拆分上市有望重估。

- 可灵主要面向专业创作者，Seedance面向小B（网红短剧等）端，用户和场景有差异，功能差异化竞争。Seedance2.0推出后，可灵ARR仍保持增长。
- 可灵26Q1收入6.5亿人民币，同比增长300%，3月可灵ARR接近5亿美金（是国产模型中ARR较好的水平），说明需求好增长快（B端+P端需求）。
- 收入结构上，海外占比高约为75%，国内25%；B端API占比60%，C端占比40%，主要是专业影视创作者，游戏公司，4A公司等，以及小B创作者。

图表：可灵ARR（亿美元）



图表：快手可灵季度收入（亿元）



2.4 AI视频：产业链或重构，聚焦受益环节

■ 产业价值向价值链两端聚集，重点关注方向：

- (1) **IP方：AI视频是提升IP运营效率的机遇。**AI漫剧提供新变现、新引流可能性：相比传统文字载体传播力更强，相比影视/游戏制作难度与成本显著低，拥有现成数字资产的版权方获得新变现渠道。
- (2) **AI技术提供方，看好基础设施型服务：算力、大模型、版权服务，“卖水人”角色受益于下游需求崛起。**而对于AI漫剧剪辑分发等第三方工具，避免同质化竞争核心在于整合工具链、构建生态。
- (3) **视频平台：参考短剧产业历程，供给释放带来增量流量及用户粘性，**视频平台竞争要素不仅包括创作者生态、用户运营、高效分发机制、也包括集成AI工具提供一站式创作和分发的能力。

表：部分公司AI视频/漫剧布局

公司	AI视频/漫剧布局
中文在线	IP储备： 开放560万+数字内容、200万+网文IP版权库。 AI工具： 26年1月“次元神笔”正式上线：全栈AI内容创作解决方案，制作效率提升超过100%、制作成本下降超过70%。 漫剧制作： 25年中文在线AI漫剧作品全网累计播放量突破60亿。 出海： 旗下短剧平台FlareFlow，已累计上线超500部AI漫剧、AI仿真人剧等作品。 26Q1 AI漫剧产量同比增长超300%，预计到2026年末，公司精品AI短剧年化产能有望达3000部。
阅文集团	IP及剧本资产： 国内网文IP领军，拥有超1600万部作品储备，覆盖90%以上的网络文学作家，面向漫剧赛道开放十多万部精品IP。 AI工具： 2026年1月正式上线AI漫剧创作工具“阅文漫剧助手”，接入Seedance2.0与 腾讯生态协同： 分发渠道覆盖腾讯视频、微信视频号、抖音等全平台； IP运营体系： 网文-漫剧-短剧-IP衍生全链路开发。 25年AI漫剧业务收入突破1亿元，5月底正式上线海外漫剧平台ToonScroll，计划年内上线超千部漫剧作品。
掌阅科技	IP储备： 开放超1万部优质小说IP，配套保底+最高30%利润分成的合作政策。 AI工具： 泡漫AI漫剧生成平台，提供自动化投放Agent，5月 新版本上线选题助手、AI短剧制作，截止5月泡漫关联AI仿真人剧已达6部 ，单部最高播放量突破5000万次。 生态合作： 字节全资子公司量子跃动为公司第三大股东（持股11.23%）。
阜博集团	版权服务： DreamMaker为创作者提供人工智能工具，同时整合版权保护功能；VobileMAX数字内容资产交易平臺优化内容登记、确权及分发效率，帮助数字内容资产流通和变现。 26Q1 AI活跃资产占比升至近17%，DreamMaker收入约3000万港元。
视觉中国	版权服务： 视觉内容版权交易和创意定制服务平台，目前拥有可供AI大模型训练的版权合规的内容数据超过7亿，图片、视频、音乐等内容均有完善的结构化元数据，合计拥有300万结构化标签与行业知识图谱。 参投AI视频企业生数科技，合作开发AI漫剧创作工具。
昆仑万维	AI工具： AI漫剧全流程创作解决方案，天工大模型多模态生成能力赋能。 出海： FreeReels于1月登顶海外微短剧APP下载榜，旗下海外音频社交产品StarMaker上线漫剧专区，拥有Opera等海外流量渠道。 截至26年3月底，短剧及AI短剧平台业务单月流水突破4800万美元，ARR超5.7亿美元。
腾讯控股	强流量入口： 微信视频号、腾讯视频、腾讯动漫等。 IP资产： 阅文集团网文IP库、腾讯动漫漫画IP库，腾讯视频、游戏自有IP补充，外部采购：中文在线、网易羚羊。 独立漫剧APP： 26年2月推出火龙漫剧，开放个人创作通道。 4月上线首款漫剧制作工业级AI平台WorkRally。
芒果超媒	IP储备： 自有头部综艺/剧集IP库，开放海量小说IP改编权。 AI工具： 以自研“芒果大模型”为核心，上线山海AIGC创作平台，构建AI原创漫剧人机协同生产线。 流量渠道： 依托芒果TV主站、大芒短剧专区。 5月21日山海平台改名“芒果灵创”，整合工作流，实现从剧本到成品视频的自动化输出。
中国电影	AI应用： 中影人工智能研究院研发AI配音译制系统，参与国家电影局主导的“人工智能+电影虚拟拍摄融合创新实验室”建设；IP/产品：重点《流浪地球3》定档2027年大年初一，《年会不能停！2》定档26年8月7日。
哔哩哔哩	IP储备： 开放B站漫画、哔哩哔哩小说全版权库，覆盖海量二次元、国风、科幻题材IP，联合出品《中国奇谭》等国民级动画IP，开放漫剧改编授权。 AI工具： 自研开源动漫视频生成模型Index-AniSora。 4月面向专业创作者自研的全新AI视频创作产品“updream”已开启内测。

2.5 AI广告：广告仍是商业化落地重要场景，效果持续体现

■ **AI赋能数字广告全链路，实现更低成本、更大规模、更实时、更个性的智能生成与分发。AI对广告收入拉动在Meta、腾讯、B站、心动公司等均有体现。**

表：广告在数字技术加持下发展的三个阶段

维度	第一阶段：数据驱动的程序化精准时代	第二阶段：隐私约束下的策略转向时代	第三阶段：AI 驱动的生成式智能时代
核心驱动力	第三方数据 (Cookies, 设备 ID 等)	三方数据融合 (会员信息、购买记录、平台数据等) + 隐私法规监督	全域数据深度理解
主流营销策略	竞价搜索、程序化购买	智能投放、内容 / KOL 营销	智能化投放、智能体营销、AI 直接生成广告
商业模式特征	技术门槛高，大客户主导	工具平台化，中小企业受益	AI 释放生产力红利，创意回归核心

广告素材生产

- **文案：**“高效批量生成”成为标配能力
- **图像与视频：**从辅助设计到动态生成



广告投放与优化

- **生成式召回：**从“关键词匹配”到“意图理解”
- **AI数据增强：**具备更强的非结构化数据理解能力，极大提升数据的可用性与精度
- **多模态理解：**匹配的维度从二维的标签世界跃升至三维的真实感官世界

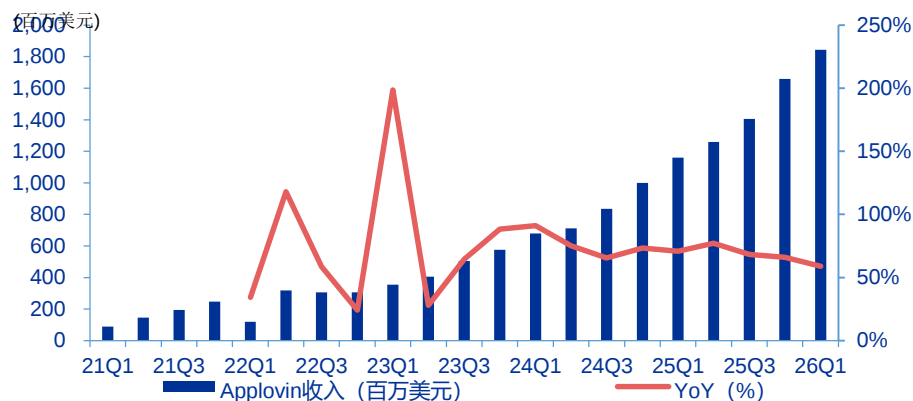
表：Meta、腾讯、B站、心动公司广告业务梳理

	广告收入YoY									法说会对于AI广告的表述
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	
Meta	27%	22%	19%	21%	16%	21%	26%	24%	33%	Lattice 和 GEM 架构的改进使着陆页浏览广告的转化率提高了 6% 以上；将自适应排名扩展到站外转化，使 Facebook 和 Instagram 的转化率提高了 1.6%。(26Q1)
腾讯	26%	19%	17%	17%	20%	20%	21%	17%	19%	我们对AI驱动的广告精准定向能力的优化，以及对微信生态系统内闭环营销能力的扩展，推动了广告表现改善和广告单价提升，构成收入增长的主要驱动力。(25Q4)
哔哩哔哩	31%	30%	28%	24%	20%	20%	23%	23%	30%	借助多模态大语言模型，深化对视频内容、社区互动及用户意向关联的理解，提升广告定向与推荐效率。超50%的效果广告素材借助了公司的AIGC工具 (25Q3)
心动公司	%		%		%		%		N/A	通过升级广告系统基础模型，提升了平台上广告的效果，推动TapTap收入持续增长。(25H1)

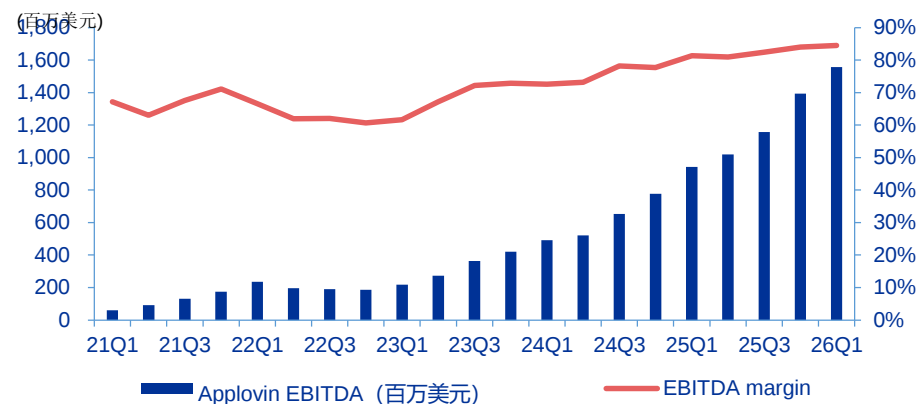
2.5 AI广告：中长尾媒体ROI提升，规模呈现飞轮增长

- 中长尾媒体端，程序化广告受益于模型升级优化对用户长序列行为有更好的理解，能更好计算用户LTV优化出价，整体ROI和买量规模提升，呈现飞轮增长。Applovin受益于聚合平台MAX的高市占率利润率提升明显。
- 关注汇量科技IAP游戏流水规模增长，以及易点天下依托原有电商客户和数据优势，程序化业务起量进展。

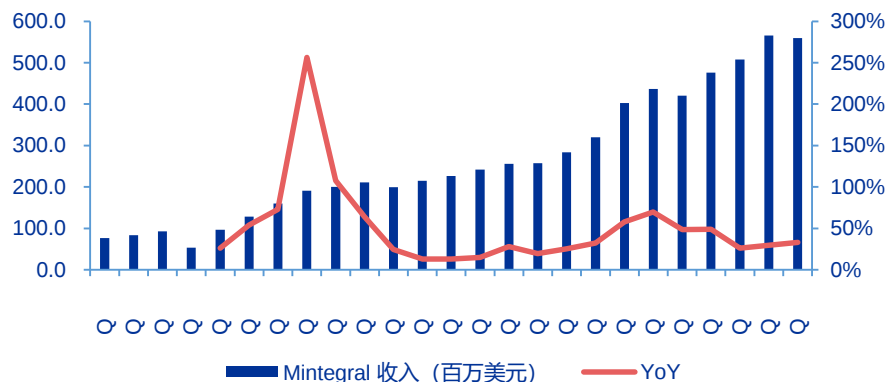
图表：Applovin收入及同比增速（百万美元，%）



图表：Applovin EBITDA及EBITDA 利润率（百万美元，%）



图表：汇量程序化广告平台Mintegral收入及增速（百万美元，%）



图表：易点天下收入及同比增速（亿元，%）



2.6 AI应用：美国AI应用验证商业化路径

- **美国的启示：AI应用创收，哪些公司进展快？** 目前大致集中在三条主线：AI Infra、企业工作流（数据+安全+企业服务）以及垂直Agent。
 - **AI Infra**：综合云服务，ARR百亿美元以上：微软（370亿美元）、亚马逊云（150亿）。
 - **企业工作流**：**1.企业服务**：Salesforce（34亿）、Palantir（24亿, Q1*4）、ServiceNow（<15亿）、Glean（3亿）；**2.数据治理**：Databricks（14亿）、Snowflake（>10亿）、MongoDB；**3.网络安全**：Palo Alto、CrowdStrike、Fortinet、Zscaler（4亿）、Okta
 - **多模态/创意**：语音ElevenLabs（3.3亿）、图Adobe（2.5亿）、视频Runway（>1亿）。
 - **行业垂直**：法律Harvey（2亿）、医疗OpenEvidence（1.5亿）。
- **AI不会绕开软件体系，而是进一步强化数据与工作流，关注两类方向：1) 深度嵌入工作流、率先做好应用适配的，有望定义行业新工作流/形成生态（企业工作流、Coding、创意等）；2) 掌握行业核心数据的（医疗、法律、金融等）**
- **国内现状：1) Infra主要由云厂商主导，部分承担企业工作流；2) 垂直领域商业模式正在从订阅制向Token经济演进。** 细分场景已有商业化结果，AI实质性嵌入工作流/提效。国内优势：1) 企业SaaS化程度相对较弱，AI直接“卖能力”更容易；2) 中小企业较多，零售需求大；3) 强基建能力持续压缩成本，利好下游规模化放量。较快方向：AI创意（快手、美图、昆仑万维等）、AI广告（易点天下）、AI工业（中控技术）、AI医疗（晶泰控股）

2.6 附表：美国AI应用：企业 workflows

分类	公司名称	股票代码	AI产品/服务	AI收入/ARR/订单	同比/增速	核心AI业务	计费模式
企业服务	Salesforce	CRM	Agentforce、Data 360、Customer 360 AI	26Q1 Agentforce + Data 360 ARR接近34亿美元；其中Agentforce ARR 12亿美元	26Q1 Agentforce+Data 360ARR同比增长超200%；Agentforce +205% YoY	Agentic CRM、企业数据云、销售/服务/营销AI Agent	订阅制；Agentforce按行动/Agentic Work Units/Flex credits；Data Cloud按数据/计算用量
	ServiceNow	NOW	Now Assist、AI Agents、AI Control Tower	2025年Now Assist ACV超6亿美元；26年目标ACV15亿美元	2026Q1大客户数同比增长超130%	企业工作流AI、ITSM/CSM/HR/Creator自动化、AI治理控制塔	Pro Plus/Enterprise Plus等订阅加购；按工作流/模块/席位形成ACV
	Palantir	PLTR	AIP、Foundry、Gotham、Ontology/AI agent system	26Q1 U.S. 商业收入5.95亿美元；总营收16.33亿美元；剩余交易价值（RDV）49.2亿美元	U.S. 商业收入同比增长133%；总收入同比增长85%	企业/政府AI操作系统、AIP bootcamps、数据本体和工作流Agent	企业订阅、长期合同、按功能/用量扩展
	Glean	Private	Glean Assistant、Glean Agents、Enterprise Graph	26年5月3亿美元ARR	15个月内从1亿美元ARR到3亿美元ARR	企业搜索、知识图谱、AI助手、企业Agent	企业SaaS订阅，按席位/平台/Agent能力
	Datadog	DDOG	LLM Observability、Bits AI、AI security/monitoring、GPU monitoring	26Q1 超过6500个客户使用 AI 集成发送数据，占客户数20%，代表80%ARR（总ARR为40亿美元）		AI应用/模型可观测性、安全基础设施监控	按主机/日志/trace/事件/功能模块用量订阅
数据治理	Snowflake	SNOW	Snowflake Cortex AI、Snowflake Intelligence、Cortex Code/CoCo	26Q1公司整体产品收入13.34亿美元，25年底AI产品ARR超10亿美元	13600+账户使用AI能力，Intelligence用户翻倍	AI数据云、企业数据处理、LLM/Agent开发、治理与应用开发	按计算/存储/AI credit消耗；企业合约
	MongoDB	MDB	Atlas Vector Search、Voyage AI embeddings/reranking、MAAP、MongoDB for AI apps	26Q1总营收6.876亿美元；Atlas云数据库收入占比约75%	26Q1 Atlas同比增长超29%	AI应用数据库、向量搜索、嵌入/重排模型、AI应用开发	Atlas云数据库按量/订阅；企业许可证；AI模型API/工具
	Databricks	Private	Databricks Data Intelligence Platform、Lakebase、Genie、Mosaic AI、Agent Bricks	25Q4 AI产品ARR超14亿美元，总ARR 54亿美元	总ARR同比增长超65%	数据工程、AI模型/Agent开发、企业数据智能应用	云数据平台按量/订阅；AI产品按用量/平台合同
网络安全	Fortinet	FTNT	FortiOS 8.0 AI-driven security、FortiAI、FortiAI Ops、Lacework FortiCNAPP	26Q1营收18.50亿美元；产品收入6.45亿美元	26Q1总收入同比增长20%；产品收入同比增长41%	AI驱动网络安全、SASE、防火墙、云安全、AI Ops	硬件+安全订阅+服务合同
	Palo Alto Networks	PANW	Precision AI、Prisma AIRS、Cortex AI Runtime Security、NGS platform	25Q4安全产品（非全AI收入）ARR 63亿美元	25Q4同比增长33%	AI安全、SASE、云安全、SOC自动化、AI应用保护	安全平台订阅、模块加购、长期合约
	Zscaler	ZS	AI Security、AI Protect、AI Guardian、Zero Trust Exchange for AI	26Q1 AI-Security ARR超过4亿美元；FY26目标上修至5亿美元以上	26Q1同比增长超80%	企业AI使用治理、安全访问、数据保护、AI应用风险控制	安全SaaS订阅；按用户/模块/平台套餐形成ARR
	Okta	OKTA	Okta for AI Agents、Auth0 for AI Agents、Identity Governance	26Q1总营收7.65亿美元；订阅营收为7.5亿美元	26Q1总营收、订阅营收均同比+11%	人类/非人类/AI Agent身份管理、访问治理、Auth0开发者身份	身份SaaS订阅、按用户/应用/功能模块
	CrowdStrike	CRWD	Charlotte AI、Falcon Next-Gen SIEM、Falcon Data Protection、AI model scanning	25Q4总ARR 52.5亿美元；	25Q4同比增长24%	端点安全、云安全、身份安全、SIEM、SOC Agent	云安全SaaS订阅；Falcon Flex合约；模块化加购

2.6 附表：美国AI应用：Infra及垂直Agent

分类	公司名称	股票代码	AI产品/服务	AI收入/ARR/订单	同比/增速	核心AI业务	计费模式
云+模型+平台	Microsoft	MSFT	Copilot系列、Azure AI、GitHub Copilot、Azure OpenAI/Foundry	26Q1 AI业务ARR超370亿美元	同比增长123%	企业AI助手、开发者AI、云AI基础设施、模型/API服务	Copilot按席位订阅；Azure AI/Foundry按token/API/算力用量；GitHub Copilot订阅
	Amazon / AWS	AMZN	AWS Bedrock、SageMaker、Trainium/Inferentia、GPU cloud、Amazon Q	26Q1 AWS（亚马逊云服务）AI ARR超150亿美元	管理层称快速上升	云AI基础设施、模型训练/推理、MaaS、AI芯片与企业AI助手	云资源按量/预留实例；Bedrock按token/API；SageMaker按算力/存储；Amazon Q订阅
AI搜索	Perplexity	Private	Perplexity AI Search、Comet、Computer/agents	Sacra估算2026年4月ARR约5亿美元	约+335% YoY（Sacra估算）	AI搜索、答案引擎、浏览器Agent、研究助手	订阅、用量、企业/团队、出版商分成相关产品
AI编程	Cursor	Private	Anysphere Private AI原生代码编辑器、Composer代码大模型Cursor Teams企业版	26年4月ARR超30亿美元；2025年全年ARR从1亿美元增长至10亿美元	26年4月ARR同比增长超900%；2025年全年ARR增长超900%	企业级AI开发平台、编程工作流Agent、代码智能调试	个人订阅、团队/企业按席位付费、Pro+/Ultra高级功能加购
	Cognition AI	Private	Devin2.0自主AI软件工程师、Windsurf AI代码编辑器、DeepWiki代码知识库	26年5月ARR达4.92亿美元	26年5月ARR同比增长1230%；26年初至今企业使用量增长超10倍	自主编程智能体、全链路软件工程自动化、企业级AI开发平台、代码智能审查与重构	个人Pro/Max订阅、团队按席位+ACU自主计算单元用量付费企业定制化合同
多模态/创意	Runway	Private	Runway Gen-4/Gen-4.5、AI video generation tools	26Q2*新增*4000万美元ARR；25年9月第三方估算9千万美元。	2026融资后估值约53亿美元	AI视频/图像生成、创意工作流、API	订阅、credits/usage、API、企业服务
	Adobe	ADBE	Firefly、GenStudio、Express AI、Acrobat AI Assistant	25Q3 AI-first ARR超2.5亿美金	26Q1 AI-first ARR同比增长超200%	创意生成AI、营销内容生成、文档/知识助手、企业内容供应链	Creative Cloud/Express/Acrobat订阅；Firefly生成积分；企业API/GenStudio合同
	SoundHound AI	SOUN	Voice AI、OASYS agentic platform、restaurant/auto/enterprise voice AI	26Q1总收入4420万美元	+52% YoY	语音AI、客服/车载/餐饮语音交互、Agentic AI平台	SaaS订阅、交易抽成、授权费/版权、企业合同
	ElevenLabs	Private	ElevenLabs voice AI、text-to-speech、dubbing、agent voice	2025年超过3.3亿美元ARR		AI语音生成、配音、语音Agent、内容本地化	订阅、用量/字符/分钟、API、企业合同
AI医疗	OpenEvidence	Private	OpenEvidence medical AI copilot	Sacra估算2025收入约1.5亿美元		医生临床证据问答、医学文献搜索、医疗AI	医生免费使用；广告/医药客户/潜在SaaS
AI法律	Harvey	Private	Harvey legal AI、law firm agents、legal workflow automation	2025年8月超过1亿美元ARR；26年1月2亿美元ARR	约5个月接近翻倍	法律AI助手、合同/诉讼/尽调工作流、律所和法务Agent	企业SaaS订阅、按席位/用量/律所合同

2.6 附表：中国AI应用

分类	公司名称	股票代码	AI产品/服务	AI收入/ARR/订单	同比/增速	核心AI业务	计费模式
云/通用模型	腾讯控股	0700.HK	腾讯云AI、混元大模型、MaaS平台、企业微信AI、腾讯会议AI智能体开发平台			AI云基础设施、大模型训练/推理、MaaS、企业级AI应用、AI营销、智能体开发	云计算按量/包年包月；MaaS token计费；模型API调用；企业定制解决方案；
	阿里巴巴	BABA / 9988.HK	Alibaba Cloud AI products、Qwen/通义、Model Studio/MaaS	26Q1 AI相关产品收入89.71亿元人民币；AI模型与应用服务ARR截至6月的季度预计突破100亿元，年底目标突破300亿元	AI产品收入连续11个季度三位数增长	AI云、模型训练/推理、MaaS、企业AI Agent	云计算按量/包年包月；MaaS token plans；模型API/训练推理资源
	百度	BIDU / 9888.HK	AI Cloud、文心/千帆、AI-native marketing services、Apollo等	26Q1 AI应用收入25亿人民币；AI市场营销23亿元人民币；AI基础设施88亿人民币	26Q1 AI业务整体同比+49%；基础设施+79%、应用+0%、AI营销+36%	AI云、MaaS、AI营销、自动驾驶/智能体相关业务	云资源/模型API按量；AI营销服务；企业解决方案
	字节跳动	Private	火山引擎、豆包、即梦、编程助手、剪映、企业智能体平台	2025年火山引擎Maas收入约15亿元，2026年底目标突破150亿元；即梦单月收入超10亿（36氪）		AI云基础设施、MaaS、AI视频、AI编程、企业智能体	云计算按量/包年包月；MaaS token计费；模型API调用；C端订阅/积分；企业定制解决方案
企业服务	金蝶国际	00268.HK	金蝶AI套件、小K、企业级AI原生ERP/Agent	26Q1 AI原生产品签约金额约2.3亿元人民币；订阅ARR 42.2亿元人民币	订阅ARR +19% YoY	企业ERP AI增强、财务/供应链/人力等SaaS Agent	SaaS订阅、AI套件加购、实施服务费
	迅策科技	3317.HK	TokenOS、AI Data Agent、实时数据基础设施平台、企业级Agent数据服务	2025年Token收入占比超5%（超0.64亿元），2026年目标提升至20%-30%	26年4月Token调用相关AR季度环比暴涨300%	AI数据基础设施、实时数据处理、Agent数据服务、企业级数据治理与分析	按Token消耗、API调用量、数据处理量及企业订阅收费
AI创意	快手	01024.HK	Kling AI / 可灵AI	26Q1可灵AI收入>6.5亿元人民币，3月ARR 5亿美金。	2026Q1可灵收入同比增长超300%	AI视频/图像生成、多模态创作、创作者工具/API	订阅、积分/credit、API调用、企业服务
	昆仑万维	300418.SZ	天工大模型、FreeReels、AI短剧/AI音乐/AI游戏	26年3月短剧及AI短剧平台月流水超4800万美元；ARR超5.7亿美元		AI原生娱乐、AI短剧、AI音乐、AI游戏、海外内容平台	C端订阅/内购/内容消费、广告、API/企业服务
	生数科技	Private	Vidu视频大模型、Motus世界模型	2025年ARR 2000万美元	2025年用户和收入实现超10倍增长；2026年完成超6亿元A+轮和近20亿元B轮融资	AI视频生成、多模态内容生成、通用世界模型	订阅、积分/credits、API、企业/内容机构服务
	爱诗科技	Private	PixVerse（拍我AI App）、PixVerse R1实时世界模型、C1影视大模型	2025年ARR超4000万美元	26Q1 API调用量环比翻倍	AI视频生成、实时世界模型、影视行业大模型、企业级视频解决方案	个人订阅制、积分/credits按需付费、API按调用量计费
	美图公司	01357.HK	美图设计室、开拍、RoboNeo、Vmake、AI生产力应用	26年3月AI生产力应用ARR约5.8亿元人民币；Q1影像与设计产品收入8.52亿元人民币	AI生产力应用ARR +56.2% YoY；影像与设计收入+34.3% YoY	AI图像/视频/设计生产力工具、创作者SaaS、AIGC应用	订阅、AI算力点/credits、按量、企业服务
AI工业	中控技术	688777.SH	TPT时序工业大模型、工业控制系统、工业AI平台	26Q1 AI业务实现收入1.84亿元	26-28年工业AI收入目标值10亿元、25亿元、50亿元	工业大模型、流程工艺优化、工厂自主运行AOP、工业数据智能底座	项目定制解决方案、MaaS模型订阅服务、智能运维年费
AI广告	易点天下	301171.SZ	KreadoAI、FunsData、Cycor、AIGC出海营销服务	2025年广告平台营收18.38亿（程序化广告）26Q1总营业收入10.42亿元人民币	2025广告平台同比增长49%；26Q1总营收同比增长12.13%	AI驱动跨境营销、AIGC素材、广告投放优化、数据分析	广告服务费、平台佣金、SaaS/工具订阅、项目服务
AI医疗	晶泰控股 / XtalPi	.HK	S 智慧解决方案、AI+机器人药物/材料研发平台	2025年智慧解决方案收入 亿元人民币集团收入 亿元人民币	同比增长 %	药物发现、科学、自动化实验机器人	合同、平台服务、开发/里程碑、机器人解决方案

重点公司

■ 阿里巴巴：突出全栈技术能力，国内云厂领军，AI 云商业化确定性最强

- 已经有显性化AI收入，全栈技术能力（芯-模-云）突出。26Q1业绩电话会表示，目前包含百炼MaaS平台在内的AI模型与应用服务ARR截至6月的季度预计突破100亿元，年底预计突破300亿元。未来1-2年阿里云毛利率将显著提升，未来一到两个季度即可看到相关变化。

■ 腾讯控股：核心业务现金流强，AI预期低

- 腾讯在AI领域的战略定力源自其长青的底层商业模式，微信超14亿用户的超级基建优势使得其并不需要追求AI底层能力的绝对领先，而且也正通过组织架构调整和人才引入弥补AI技术能力方面的相对短板。主营业务持续释放健康的现金流，有能力在AI基础设施上进行长期、稳健的投入。

■ 金山云：AI高弹性独立云厂

- 金山云作为独立第三方云厂商，一方面深度绑定小米、金山软件等生态客户，具备较强的基础盘确定性；另一方面，公司持续拓展外部AI客户。26Q1智算云业务占公有云收入比重首次突破 50%，表明公司收入结构正从传统云资源向 AI 云资源切换，增长质量和景气弹性明显提升。

■ 百度集团：昆仑芯分拆上市

- 26Q1核心AI新业务收入占比首次超过百度一般性业务收入的一半，其中智能云基础设施收入同比增长79%。昆仑芯对外商业化，并计划上市。

■ 汇量科技：IAA增长，IAP提速，股权激励落地

- 26Q1，Mintegral收入5.60亿美元，同比增长33.1%，维持较高增长。游戏品类收入4.31亿美元，同比增长40.8%，高增长主要来自AI驱动，大力优化算法策略。游戏外，Mintegral也逐步扩展到更多垂类，包括电商、工具等。

重点公司

■ 哔哩哔哩：高粘性年轻社区仍在成长期

- 具有独特社区生态护城河的中国互联网稀缺标的，已经完成从用户增长到利润释放的质变拐点。看好公司广告份额进一步提升；一方面，年轻高粘性社区的消费价值持续释放；另一方面，AI在内容理解、推荐分发、广告素材生成和投放效率上的应用，有望继续提升广告变现天花板。游戏、AI均是期权。

■ 阅文集团：新丽商誉出清，IP+AI持续有进展

- 新丽传媒剩余商誉已全额减值，历史包袱卸下。短剧、AI漫剧、衍生品新IP增长曲线更清晰；相比过去对长剧项目确认节奏的依赖，新业务对冲周期波动的能力明显增强。短期看利润修复（若长剧上线恢复+新业务继续放量）；中期看IP变现结构升级，关注新业务进展。

■ 心动公司：AI提效广告系统，推出AI游戏创作平台TapTap制造

- AI提升广告效果，2025年线上营销服务同比增长25%（其中ARPU提升23%）；推出AI游戏创作平台TapTap制造：自然语言交互制作游戏，无需创作者代码和美术能力，降低游戏开发门槛；依靠AI推荐技术拓展站外广告投放业务，25年推动其他收入同比增长超6500万元。

■ 阜博集团：视频版权服务+AI视频制作

- 版权业务受益AI视频供给爆发：26Q1 AI活跃资产占比升至近17%（环比25Q4提升5pt）；AI视频制作平台DreamMaker 26Q1产生收入约3000万港元。

■ 关注：华策影视（26Q1算力业务实现营收6973.71万元）、浙数文化（25年富春云科技杭州富阳数据中心基本建成省域文化算力赋能中心，北京四季青数据中心积极推进与国内领先的科技、算力企业合作）。

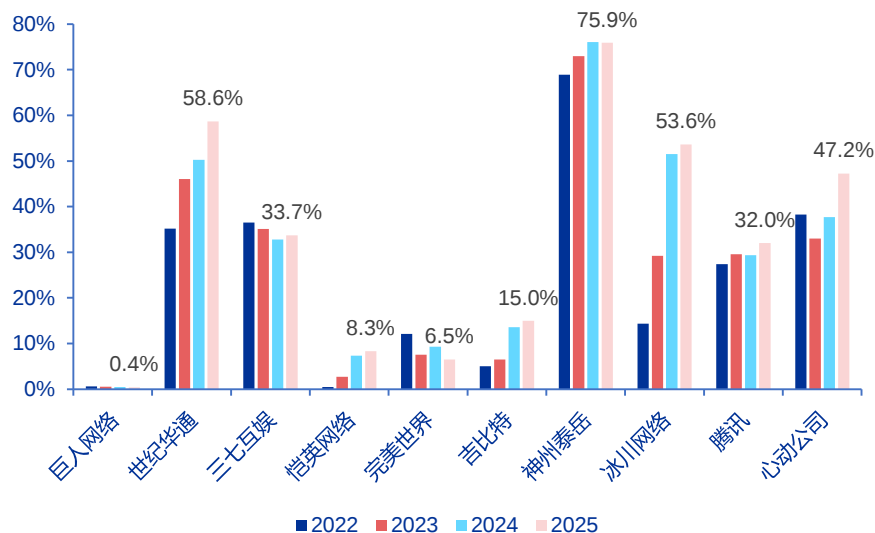
主要内容

1. A/H传媒复盘及投资主线
2. Token经济开启
3. 泛娱乐结构性机会

3.1 游戏：扬帆提质，出海为确定性成长机会

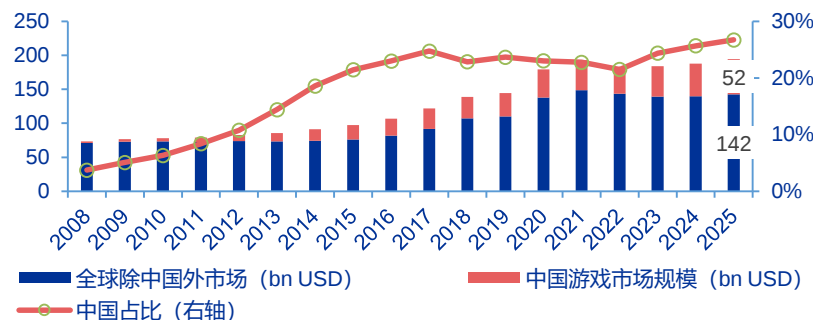
- **多数游戏公司境外收入占比逐年抬升，出海为行业趋势。**
 - 25年表现出色的公司多数出海收入比例有大幅提升。较24年，华通（50%→59%）、心动（38%→47%）；
 - 过往出海占比低的公司开始重视海外市场。巨人《超自然》（26年5月）、完美《异环》（26年4月）等。
- 2025年全球游戏市场规模1942亿美元，其中海外（除中国）约1423亿美元，**为中国本土2.7x，空间大。**
- 中国游戏用户增速25年仅有1%，亚太除中国7%，欧洲、中东及非洲5%，**海外用户基数小，增速快，渗透率相对低，有beta机会。**
- **重点标的：网易、世纪华通、巨人网络、心动公司、三七互娱、完美世界、恺英网络、吉比特**

图：游戏公司境外收入占比（%）

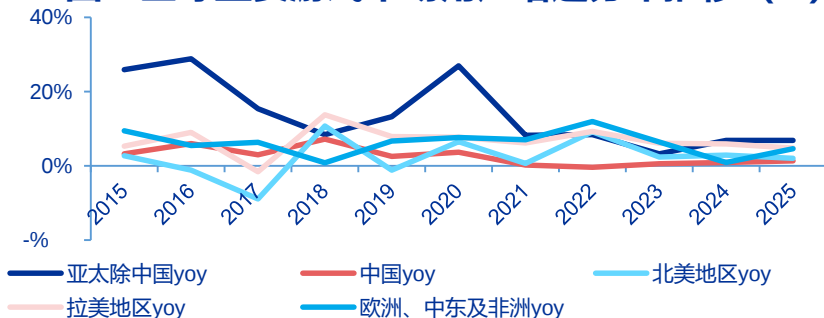


注：腾讯/心动口径采用境外游戏/总游戏收入；其余公司口径采用境外业务/总营业收入

图：全球游戏市场收入推移（本土与海外）



图：全球主要游戏市场用户增速分布推移（%）



3.1 游戏：扬帆提质，新一轮产品蓄势

表：出海相关重点公司产品储备pipeline

公司	新品名 / 代号	新品类型
巨人网络	《名将杀》	多人社交策略卡牌
	《五千年》	SLG
	《饥困荒野》	生存沙盒冒险类
	《传奇世界无双》	传奇MMORPG
	《龙之谷世界海外版》	3D动作MMORPG
	《代号：龙之谷：重制》	3D动作MMORPG
	《彩虹岛：经典》	2D横版动作MMORPG
	《永恒之塔：经典》	3D奇幻MMORPG
	《逐鹿玛法》	传奇MMORPG
	《轻松传奇》	传奇类MMORPG
世纪华通	《代号：风云归来》	—
	《代号：GY》	—
	《代号：CZ》	—
	《代号：PH》	—
	《代号：FR》	—
	《代号：TC》	—
	《代号：KD》	—
	《代号：JF》	—
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗罗大陆：传承》	Q版玄幻RPG
三七互娱	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
完美世界	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
吉比特	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG
	《斗破苍穹：斗帝之路》	Q版玄幻RPG

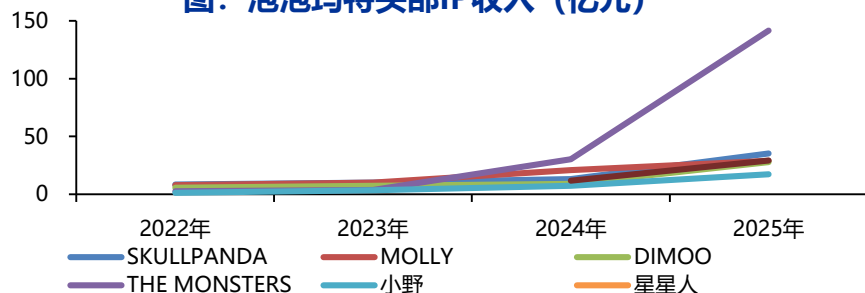
公司	新品名 / 代号	新品类型
巨人网络	《三国：天下归心》	SLG
	《小兵打天下》	休闲/模拟养成类
	《梦境守望者》	奇幻冒险/RPG
	《斗罗大陆：诛邪传说》	IP改编RPG
	《永恒龙族》	MMORPG
	《代号：新纪元》	—
	《代号：大富翁》	休闲竞技
	《代号：黑猫》	—
	《代号：龙之谷》	3D动作/MMORPG
	《代号：希望》	IP改编MMORPG
信英网络	《代号：射雕》	IP改编RPG
	《代号：拳皇》	格斗类
	《高达王牌战场》	机甲/战术竞技
	《奥特曼超次元激斗》	IP改编动作/卡牌
	《代号：繁星》	—
	代号：MN	模拟经营+SLG
	Xcity	模拟经营+SLG
	LOA：长河万卷（NextAgers）	模拟经营+SLG
	《代号：灯塔》	卡牌SLG
	《代号：SC》	卡牌SLG
神州泰岳	《代号：家长》	RPG休闲
	《代号：守卫》	休闲竞技
	《代号：喵星》	休闲竞技
	《代号：TF》	卡牌竞技
	《仙境传说RO：守爱2》	MMORPG
	AI游戏	AI
	UE引擎的MOBA动作游戏	MOBA
	《无限大》	开放世界RPG
	《遗忘之海》	开放世界
	《星绘友晴天》	生活模拟
心动公司	《归唐》	3A 买断制单机
	《剑心雕龙》	仙侠单机
	《极限战场》	3A 射击
	《山海奇旅》	生活模拟
	《破碎之地》	PVE 射击
	《风华决战》（代号白衣）	自走棋
	《妖妖棋》（代号妖鬼）	自走棋
	《泥影魔尊》	中式志怪打撤
	《代号：希望》	IP改编MMORPG
	《代号：拳皇》	格斗类
冰川网络	《代号：家长》	RPG休闲
	《代号：守卫》	休闲竞技
	《代号：喵星》	休闲竞技
	《代号：TF》	卡牌竞技
	《仙境传说RO：守爱2》	MMORPG
	AI游戏	AI
	UE引擎的MOBA动作游戏	MOBA
	《无限大》	开放世界RPG
	《遗忘之海》	开放世界
	《星绘友晴天》	生活模拟
心动公司	《归唐》	3A 买断制单机
	《剑心雕龙》	仙侠单机
	《极限战场》	3A 射击
	《山海奇旅》	生活模拟
	《破碎之地》	PVE 射击
	《风华决战》（代号白衣）	自走棋
	《妖妖棋》（代号妖鬼）	自走棋
	《泥影魔尊》	中式志怪打撤
	《代号：希望》	IP改编MMORPG
	《代号：拳皇》	格斗类
网易	《代号：家长》	RPG休闲
	《代号：守卫》	休闲竞技
	《代号：喵星》	休闲竞技
	《代号：TF》	卡牌竞技
	《仙境传说RO：守爱2》	MMORPG
	AI游戏	AI
	UE引擎的MOBA动作游戏	MOBA
	《无限大》	开放世界RPG
	《遗忘之海》	开放世界
	《星绘友晴天》	生活模拟

公司	新品名 / 代号	新品类型
腾讯	遮天世界	修仙
	王者万象棋	自走棋
	舞力全开：派对	音游
	失控进化	SOC
	刺客信条：侠隐	开放世界
	饥困荒野	SOC
	洛克人11	动作
	修仙时代	大世界修仙
	彩虹六号：攻势	双边对抗战术射击
	彩虹六号手游	双边对抗战术射击
腾讯	异人之下	3D动作
	狩	3D动作
	天堂2：盟约	MMORPG
	怪物猎人：旅人	动作
	雪中悍刀行	武侠搜打撤
	命运扳机	二次元射击
	秘境刀仔	—
	战术小队	射击-硬核大战略射击
	灰境行者	猎杀夺宝射击（微恐）
	卡厄恩梦境	二次元策略卡牌
腾讯	归环	二次元开放世界
	星理理想国	开放世界沙盒
	无限撤离	疑似搜打撤
	魔剑猎手	动作
	粒粒的小人国	多人在线生活模拟RPG
	穿越火线：虹	非对称射击（微恐）
	穿越火线IP单机	叙事射击
	地下城与勇士：卡赞	动作
	代号逍遥游	修仙MMO
	追逐卡普多	二次元射击
腾讯	虚环	二次元动作策略
	奥星热浪	派对
	代号游侠	动作搜打撤
	Boat Game	休闲射击
	湮灭之潮	动作冒险单机
	Exoborne	搜打撤TPS射击
	代号：RS	PVP射击-类守望队占点
	代号突围	动作竞技
	代号二杠三	二次元动作
	代号CFBH	射击
腾讯	代号Q	休闲
	ARC Raiders	搜打撤射击
	剑来IP在研单机	动作
	王者IP全球射击	3D英雄射击
	代号：日蚀	搜打撤射击-超自然题材
	代号M	射击
	古剑	IP单机
	代号：Glimmer	—
	代号GP	搜打撤射击-偏动作性
	OG2	疑似UE5动作射击
腾讯	Project：oo	模拟经营
	Project W	—
	代号shoot	疑似PVE射击
	代号R	—
	代号天命	SLG
	ProjectT	UE5单机动作冒险
	OG项目组	UE5开放大世界
	Project Spirits	二次元
	A项目	疑似动作
	罗布乐思（中国）	UGC沙盒
腾讯	Future项目	—
	新三国：荣耀再起	SLG

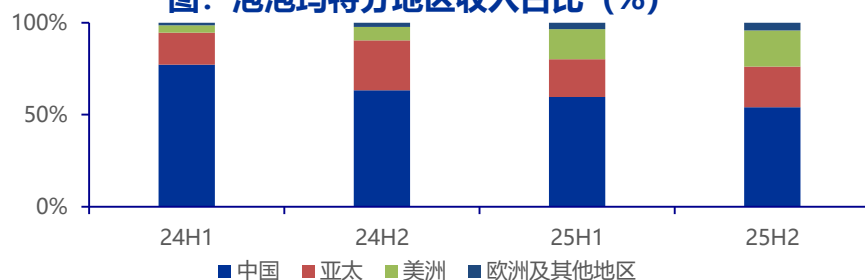
3.2 泛娱乐结构性机会-潮玩出海

- **泡泡玛特：26年重点调整公司组织运营能力为中长期蓄势。** 国内收入26Q1高基数下翻倍高增，证明：1) 成熟市场用户粘性验证；2) IP间产生互相引流作用，IP矩阵丰富度提升，市场空间进一步打开；
- **24-25年海外热度激增，给予公司绝佳出海机遇，短期热度正常回落，而本地化运营稳步推进中：** 渠道：截止目前北美零售店80家，较年初新增14家；供应链调整：海外生产、运输、本地仓储；精细化运营：复制国内会员体系、数字化运营。
- **激烈竞争赛道跑出多个爆款并非偶然：** 泡泡在IP、供应链、渠道有明显领先优势，24年以来证明平台化、全球化能力，高利润率、良好现金流给予较大试错空间，看好公司稳健基本盘及IP长生命周期。

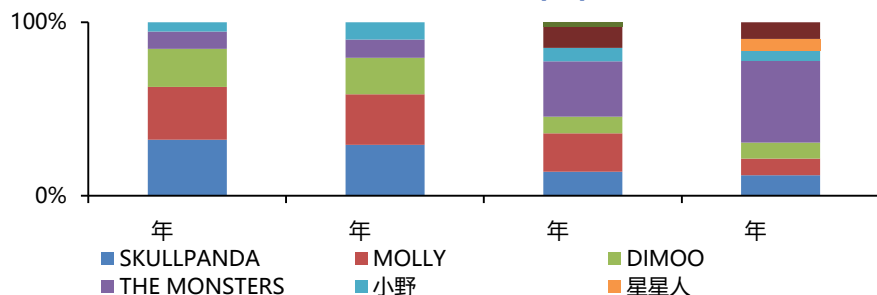
图：泡泡玛特头部IP收入（亿元）



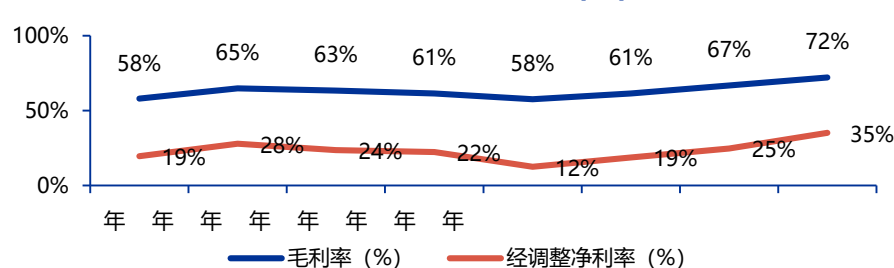
图：泡泡玛特分地区收入占比（%）



图：分IP收入占比（%）



图：毛利率及净利率（%）



3.2 泛娱乐结构性机会-情绪价值消费

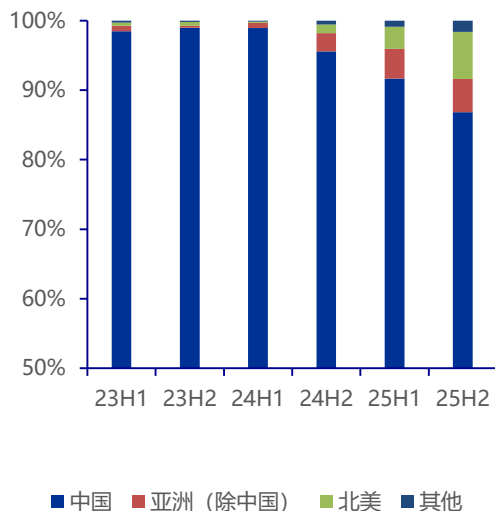
■ 布鲁可：IP拼搭积木人领军。显著质价比优势+国际化IP矩阵+强SKU推新能力

- 各经营环节稳步拓展：IP：25年授权IP 73个，同比+23个，IP授权区域扩大；SKU/研发：25年底在售SKU 1447个，同比+112%。出海高增速：2025年海外收入同比+397%，H2占比13%。
- 重点关注：1) 出海：与世界头部IP（迪士尼等）合作已拓展至全球主要市场，关注美国、日本、东南亚。2) 新品类：积木车、恐龙等；3) 高年龄向：25年底收入占比16.7%，预计占比持续提升，拉高平均客单。

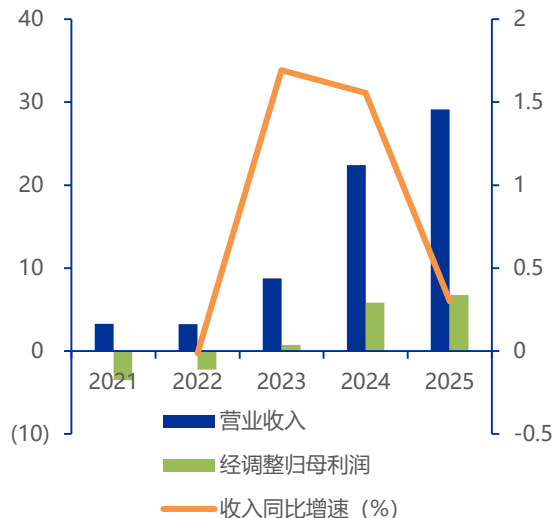
■ 大麦娱乐：1) 演出基本盘稳定，拓展海外+上游主办；2) IP转授权高增，拓展零售。

- 26年为核心业务拓展起量阶段：1) 演出：出海亚太，马来西亚已跑通，关注北美；向上拓展内容、主办业务；横向拓展体育、游展等新品类；2) IP：ToC复制线下零售店，扩展体验型（例如餐饮）店铺。

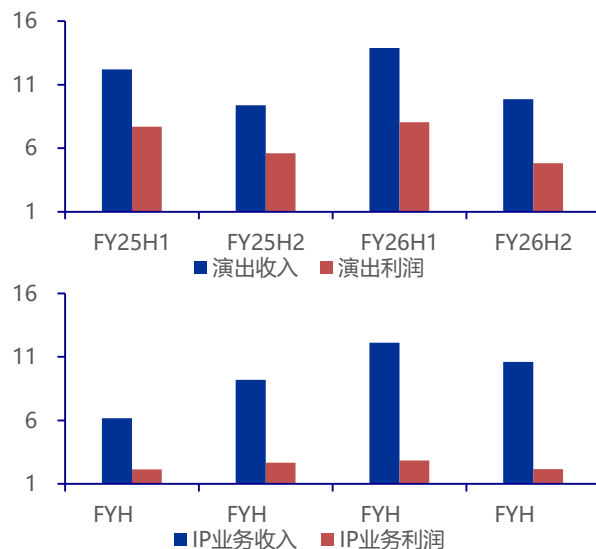
图：布鲁可分地区收入占比 (%)



图：布鲁可收入及利润 (亿元, %)



图：大麦娱乐收入及利润 (亿元)



3.3 赤子城科技：社交出海先锋，从中东走向全球

- **26Q1经营稳健，社交产品维系高增趋势，验证社交出海能力。**
 - 26Q1预计收入20.3—21.3亿元，同比增速33—40%；Toptop和Sugo等产品保持高增长。
- **预计26年归母净利润12.5亿元，对应2026年6月11日收盘价PE仅8倍。**

表：公司产品版图

业务划分	泛人群社交业务					多元人群社交业务			创新业务		
产品	MICO	YoHo	TopTop	SUGO	X	Blued	Finka	Heesay	IAP游戏：Alice's Dream: Merge Island等	IAA游戏：Bubble Shooter Star等	社交电商荷尔蒙健康
上线时间	2014年	2018年	2019年	2021年	2024年	2012年	2014年	2023年	2022年	2021年	2019年
主要面向市场	全球化	中东北非、泛东南亚、欧洲	中东北非	全球化	中东市场	中国	中国	泛东南亚	海外	海外	中国
产品阶段	成熟期	成熟期	增长期	增长期	增长期	成熟期	增长期	增长期	增长期	增长期	增长期
产品定位	直播娱乐社交	多人语音房社交	游戏社交	1V1匹配音视频陪伴社交	多人语音房社交	LGBTQ+社区	匹配交友，与Blued互补	LGBTQ+社区	合成类手游	消除类、解密类等	B2C电商
变现模式	直播打赏	语音房中用户打赏	游戏充值及用户间打赏	文字按句数、音频按分钟收费	语音房中用户打赏	直播打赏、会员订阅、广告			IAP	IAA	产品销售
产品特点	成熟的本地化运营	Majlis（在线议会）模式，主打穆斯林群体	UGC模式为主，游戏社交协同	精准用户匹配多种主题聊天室和趣味话题	PK团战对战	用户规模较大，用户粘性较强			深耕合成类休闲手游，回收周期加速	产品互联网 + HIV预防	
竞品	Tiktok、Bigolive等	Yalla等	WePlay、Yalla Ludo等	相对稀缺	Yalla等	国内市占率领先	/	Grindr等	/		美团买药等

重点公司估值表

表：重点公司估值表（对应2026/6/11收盘市值，亿人民币）

子分类	代码	标的	总市值	营业收入			营业收入yoy		归母净利润			归母净利润yoy		PE	
				25A	26E	27E	26E	27E	25A	26E	27E	26E	27E	26E	27E
游戏	0700.HK	腾讯控股	36,218	7,518	8,318	9,182	11%	10%	2,597	2,752	2,978	6%	8%	13	12
	002602.SZ	世纪华通	1,089	379	470	515	24%	10%	56	87	105	56%	20%	12	10
	603444.SH	吉比特	236	62	68	70	9%	3%	18	19	20	8%	4%	12	12
	002558.SZ	巨人网络	449	50	97	109	92%	13%	18	45	51	158%	13%	10	9
	300002.SZ	神州泰岳	140	58	59	63	2%	7%	8	9	10	16%	11%	15	13
	002624.SZ	完美世界	256	67	83	96	25%	15%	7	15	20	105%	33%	17	13
	002517.SZ	恺英网络	303	53	74	83	40%	11%	19	27	30	41%	13%	11	10
	002555.SZ	三七互娱	390	160	180	193	13%	7%	29	31	34	7%	10%	13	11
	2400.HK	心动公司	215	58	70	86	21%	23%	16	21	25	32%	18%	10	9
泛娱乐	1024.HK	快手	1,722	1,428	1,483	1,588	4%	7%	206	171	191	-17%	12%	10	9
	9626.HK	哔哩哔哩	512	303	327	370	8%	13%	26	30	40	18%	33%	17	13
	300413.SZ	芒果超媒	293	138	146	153	6%	5%	12	13	17	9%	24%	22	18
	1896.HK	猫眼娱乐	53	46	43	46	-6%	6%	7	5	6	-27%	23%	11	9
	1357.HK	美图公司	187	39	50	60	29%	21%	10	13	17	39%	26%	14	11
	0772.HK	阅文集团	205	74	80	84	8%	6%	9	14	16	64%	11%	15	13
AI云	3896.HK	金山云	218	96	123	147	29%	20%	-6	-6	-4	-10%	90%	-36	-51
广告	002027.SZ	分众传媒	771	128	130	138	2%	6%	29	60	62	105%	3%	13	12

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：收入和归母净利润预测来自申万宏源研究；港股公司市值、业绩单位均为人民币，净利润为调整后口径

风险提示

- **内容和互联网平台监管环境变化风险。**互联网和文化产业受到国家相关政策和职能部门监管，平台经济反垄断、内容题材管理、未成年保护等方面均有涉及，互联网出海也需遵守当地市场的法律法规，因此国内外相关监管政策如果收紧可能会影响相关公司的经营。
- **项目延期/表现不及预期风险。**文化娱乐类产品制作到上线包含立项、开发、版号/许可证申请、测试等多个步骤，项目延期或项目上线后表现不及预期，都将影响业绩。
- **竞争加剧影响利润率风险。**当前互联网行业用户红利进入尾声，各方为寻求增长可能加剧对用户的争夺从而影响利润率水平。
- **内容公司无法及时适应AI时代变革，在竞争中处于不利地位的风险。**AI对内容生产具有降本增效的作用，若公司不能及时学习和应用新技术，将会削弱在行业中的竞争地位。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓芝	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。

有信仰 敢担当 守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

林起贤
linqx@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号