



行业评级 推荐（维持）

报告日期 2026 年 06 月 15 日

相关研究

【兴证传媒】AI 重塑内容产业：变革已至，浪潮将涌——2026 年传媒中期策略报告-2026.06.01

【兴证传媒】周报：内容供给修复暑期档值得期待，传媒公司切入 AI 服务商-2026.05.25

【兴证传媒】游戏新品周期开启，关注 AI 应用漫短剧和广告营销落地-2026.04.11

分析师：杨尚东

S0190521030003

yangshangdong@xyzq.com.cn

数据集建设重估版权语料价值，AI 应用打开 IP 商业化空间

投资要点：

我们认为，AI 正在推动传媒内容产业从消费品转向数据+IP 资产双重定价，传统出版与网文 IP 将同时受益于价值重估。一方面，传统出版版权因高质量语料稀缺、可确权、可持续更新，正从成本项转变为 AI 时代的重要生产资料。另一方面，网文 IP 在 AI 降低短剧、漫剧、动画生产门槛后，反而因优质故事核、世界观和角色资产的稀缺性而更具价值。

- **传统版权核心重估逻辑在于高质量内容数据的“语料价值”正持续提升。**首先，海外高质量训练数据交易模式已趋于成熟。据预测至 2034 年全球相关授权市场规模将达 226 亿美元，以专有许可为主流的商业合作包括 Anthropic 达成 15 亿美元集体诉讼和解、泰勒·弗朗西斯达成 1000 万美元协议，以及哈珀·柯林斯每本旧书获 5000 美元授权费等标志性案例，充分验证了版权稀缺性与专业性的强议价能力。其次，我国市场目前虽以数据本地化私有部署和自研模型为主，但政策正大力推动高质量数据集建设。如人民网牵头 16 家单位成立“主流价值语料生态联盟”，且国家数据局明文提出构建“以词元（Token）为基础的数据集价值体系”，为数据资产化确权指明了方向。最后在落地路径方面，传媒板块“数据资源入表”仍有空间，2025 年 A 股传媒板块仅有 0.66 亿元“无形资产-数据资源”的账面现状有望被打破，大量过去无法入表的内生版权和优质语料库将迎来扩容，从而为出版企业带来估值体系重塑。
- **在 AI 多模态技术带来制作成本革命和供给爆发背景下，我们更加看好价值向 IP 方和分发平台集中，其中 IP 方商业化空间打开、分发平台需要新的 AI 驱动推荐和匹配引擎。**首先，国内 IP 市场呈现供需共振与多元商业化齐发力的态势。2025 年网络文学 IP 改编规模高达 3676.1 亿元，在微短剧用户突破 8.5 亿、整体短剧市场规模飙升至 1080 亿元的背景下，超 80% 的获融资漫剧项目均依赖明确的头部网文 IP 授权。其次，供给爆发对平台“内容-用户”匹配提出更高要求，上游 IP 内容方和下游分发平台将获得最大价值量。AI 显著下移了内容工业化门槛，普通 AI 仿真人短剧单部制作成本被大幅压缩至 1 万-5 万元，降本幅度达 80%-90%，制作周期缩短至 1-2 周。通过对历史上内容产业数次重大生产力变革复盘，上游 IP 内容和分发平台持续积累价值，我们认为 AI 时代供给爆发背景下这种价值分配将持续强化。
- **推荐围绕“高股息出版+数据资产重估”以及“网文 IP+AI 内容工业化”两条主线进行核心布局，全面把握稳健红利与业绩成长带来的双重估值弹性。**一方面，传统出版企业手握极高的教育牌照壁垒、教材发行市占率及深厚的文化语料库，同时能够提供充足的现金流分红安全垫，建议关注皖新传媒、凤凰传媒、中南传媒、中原传媒和新华文轩等。另一方面，网文 IP 平台企业凭借“IP 储备—工业化改编—平台分发—商业化兑现”的完整生态闭环，掌握了数字文娱时代最具进攻性的核心能力。建议关注沉淀超 600TB 高质量多模态数据资源的中文在线、将短剧业务跃升为第一大业务掌阅科技，以及年产超 80 万部作品的阅文集团，正依托海量资源库和 AIGC 工具链协同，在出海布局与多形态开发中率先兑现广阔的商业空间。
- **风险提示：**版权授权、数据资源入表及相关政策落地不及预期；AI 多模态模型迭代及商业化推进不及预期；内容监管趋严、平台规则变化或版权纠纷加剧。

目录

一、 传统版权的语料价值——数据作为 AI 基础设施	3
（一） 海外：授权先行，高质量训练数据交易模式已成熟	3
（二） 我国：数据本地化为主，政策推动高质量数据集建设	6
（三） 潜在空间：深化出版业“数据资源入表”	8
二、 网文 IP 价值——IP 展望商业化空间	10
（一） 我国 IP 市场供需共振	10
（二） AI 驱动供给爆发，价值分配沿微笑曲线向 IP 和分发平台集中	12
三、 投资建议	16
（一） 传统出版企业：兼具红利价值和版权价值重估弹性	16
（二） 网文 IP 平台：掌握核心 IP 供给，商业化空间大	18
四、 风险提示	19

图目录

图 1、 2025 年 AI 训练数据授权市场规模按区域分类	3
图 2、 2025 年 AI 训练数据授权市场规模按授权类型分类	3
图 3、 2025 年 AI 训练数据按类型分类占比	4
图 4、 2025 年 AI 训练数据按应用分类	4
图 5、 2025 年 A 股传媒板块“无形资产”前 10 名企业金额（百万元）	9
图 6、 2025 年年报 A 股“无形资产-数据资源”前 10 名企业金额（百万元）	10
图 7、 AI 短剧制作成本降低、流程缩短	12
图 8、 抖音端原生漫画每月上新数指数级增长	12
图 9、 2026 年 4 月 AI 剧/漫画题材 TOP20	13
图 10、 短剧与 AI 短剧用户性别构成对比	13
图 11、 短剧与 AI 短剧用户年龄构成对比	13
图 12、 互联网平台的“聚合理论”	15
图 13、 AI 时代内容生产微笑曲线与 AI 短剧产业链	16

表目录

表 1、 海外传媒公司对 AI 公司授权案例梳理	5
表 2、 代表性出版公司自研或合作研发专有模型	6
表 3、 中国传媒业版权对 AI 授权的政策与实践	7
表 4、 2026 年 6 月 8 日国家数据局《关于推进行业高质量数据集建设行动的实施方案》重点内容总结	8
表 5、 基于技术革命史的内容产业工业化变革	14
表 6、 重点公司盈利预测与估值表（2026 年 6 月 10 日，盈利预测均为 wind 一致预测）	19

一、传统版权的语料价值——数据作为 AI 基础设施

我们认为，高质量版权内容开始从传统消费品转变为模型训练、智能体应用的关键生产要素。无论是海外训练数据授权的持续交易，还是国内高质量数据集建设与政策的推进，都在为版权资产的价值重估提供新方向。

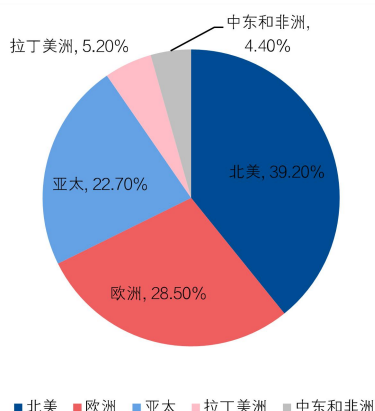
（一）海外：授权先行，高质量训练数据交易模式已成熟

传统的版权经济建立在“创作者创作—渠道发行分发—受众消费”的单向闭环之上；而在 AI 时代，海量高质量的版权内容（包括专业新闻文本、版权图库、影视视频、高质量音频）不再仅仅是供人类消费的终点，同时成为训练万亿参数 AI 大模型的“基础燃料”。这直接在传统版权产业外，催生出全新的、呈现指数级增长的细分赛道——AI 训练数据授权市场（AI Training Data Licensing）。

根据 Market Intelo 数据，2025 年全球人工智能训练数据集授权市场规模为 48 亿美元，预计到 2034 年将达到 226 亿美元，2026 年至 2034 年 CAGR 将达到 18.8%。从区域角度看，2025 年北美拥有全球 AI 训练数据集许可市场的最大份额，占比 39.2%；亚太占比 22.7%，至 2034 年 CAGR 达到 21.3%，成为全球增长最快的区域。

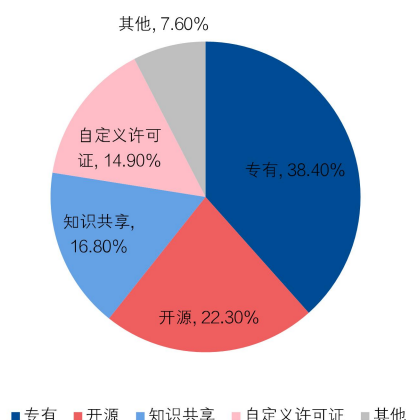
按授权类型分类，2025 年专有授权类型收入约为 18.4 亿美元，占比 38.4%，成为主流的授权方式。专有许可授予数据所有者特定的、合同明确规定的权利，允许其使用数据集进行人工智能训练，同时保留所有权并限制数据再分发。包括新闻出版商、素材库、科学出版商和娱乐工作室在内的主要内容持有者大多采用专有许可结构，并根据模型规模、训练计算消耗量和地理部署范围进行分级定价。

图 1、2025 年 AI 训练数据授权市场规模按区域分类



数据来源：Market Intelo 《Dataset Licensing for AI Training Market Research Report 2034》，兴业证券经济与金融研究院整理

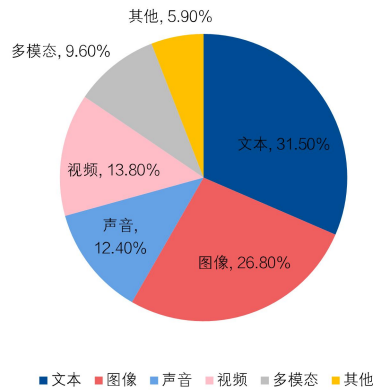
图 2、2025 年 AI 训练数据授权市场规模按授权类型分类



数据来源：Market Intelo 《Dataset Licensing for AI Training Market Research Report 2034》，兴业证券经济与金融研究院整理

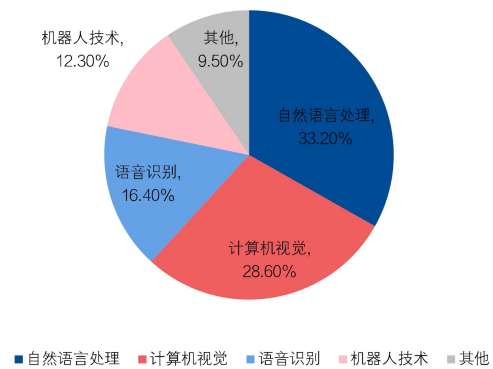
按数据结构看，文本和图像信息构成主要类型，对应的核心应用方向是自然语言处理和计算机视觉。

图 3、2025 年 AI 训练数据按类型分类占比



数据来源：Market Intelo 《Dataset Licensing for AI Training Market Research Report 2024》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2025 年 AI 训练数据按应用分类



数据来源：Market Intelo 《Dataset Licensing for AI Training Market Research Report 2024》，兴业证券经济与金融研究院整理

具体到传媒领域，当前众多出版商已经与 AI 大模型公司达成合作。这股浪潮首先由美联社和 OpenAI 在 2023 年 7 月达成协议引发，此后金融时报、Informa、《大西洋月刊》、《时代》杂志等已纷纷与 OpenAI 达成合作。在双方的内容许可协议中，出版商允许 AI 公司使用其内容（通常包括付费内容）来训练大语言模型，作为交换，出版商可以获得其内容在 AI 聊天机器人界面上展示的署名权，以及使用相关技术来构建自身的 AI 产品 and 功能。

在图书版权方面，全球 AI 使用图书版权的里程碑事件之一是 Bartz v. Anthropic 案的巨额和解：2025 年 8 月，Anthropic 公司与版权方达成 15 亿美元的集体诉讼和解协议，范围涵盖包括约 48.2 万部在其模型抓取前或出版三个月内向美国版权局注册了 ISBN 或 ASIN 的合规图书。在扣除相关费用后，每部合规作品的版权所有者预计将获得约 3100 美元的一次性补偿。学术巨头约翰·威立国际出版公司（John Wiley & Sons）已与顶尖 AI 实验室签订数据授权协议，获取 2300 万美元的授权费用；泰勒-弗朗西斯出版集团（Taylor & Francis）与微软达成 1000 万美元的 AI 数据训练授权协议。作为全球五大大众出版商之一，哈珀·柯林斯（HarperCollins）与微软达成数据授权协议，允许微软在 3 年内使用授权数据用于 AI 开发。微软为每本书支付 5000 美元的费用，由作者和出版社平分收益。众多案例说明在海外，传媒版权授权早已从个案探索走向具备稳定商业化形态的合作模式。

表 1、海外传媒公司对 AI 公司授权案例梳理

时间	授权方	合作方	金额/规模	合作性质	传媒公司类型
2023 年 7 月	AP (美联社)	OpenAI	-	新闻档案授权训练 + 技术合作	通讯社
2023 年 12 月	Axel Springer (Politico、Business Insider、Bild、Welt)	OpenAI	数千万欧元/年, 3 年期	内容授权, 用于模型训练 + ChatGPT 摘要展示/链接	综合新闻出版集团 (数字媒体)
2024 年 2 月	Reddit	Google	约 6000 万美元/年	数据/API 授权, 用于 AI 训练 + 搜索/产品改进	社交媒体/UGC 平台
2024 年 4 月	Financial Times	OpenAI	-	内容授权, 用于模型训练 + ChatGPT 摘要/引用/链接	财经新闻出版
2024 年 5 月	Dotdash Meredith (People、Investopedia、Better Homes 等)	OpenAI	至少 1600 万美元/年固定部分 + 浮动绩效	内容授权, 用于模型训练 + 内容展示 + 技术合作	消费者内容出版/生活方式媒体
2024 年 5 月	News Corp (《华尔街日报》《纽约邮报》《泰晤士报》等)	OpenAI	5 年超 2.5 亿美元	内容授权, 用于模型训练 + 内容展示/链接导流	综合新闻出版集团
2024 年 5 月	The Atlantic	OpenAI	-	内容授权, 用于模型训练 + 内容展示	大众杂志/评论出版
2024 年 5 月	Reddit	OpenAI	约 7000 万美元/年 首笔约 1000 万美元; 2024 年相关 AI 授权非经常性收入合计超 7500 万美元	数据/API 授权, 用于 AI 训练 + 内容接入	社交媒体/UGC 平台
2024 年 5 月	Informa (Taylor & Francis)	Microsoft	-	学术内容授权, 用于 LLM 训练	学术出版商
2024 年 6 月	Time	OpenAI	-	内容授权, 用于模型训练 + ChatGPT 引用/回链 + 产品合作	大众杂志/新闻出版
2024 年 11 月	HarperCollins	Microsoft	5000 美元/本	非虚构旧书授权, 用于模型训练, 3 年期	大众图书出版商
2025 年 5 月	纽约时报 (NYT Cooking、The Athletic)	Amazon	媒体估算约 2000 万-2500 万美元/年	内容授权, 用于 Alexa 等 AI 产品摘要展示 + 模型训练	大众日报/订阅新闻
2025 年 12 月	Disney (Marvel、Pixar、星战等 IP)	OpenAI	Disney 对 OpenAI 股权投资 10 亿美元 + 3 年 IP 授权 (授权费未单独披露)	IP 授权, 用于视频生成/内容创作场景	综合娱乐/IP 版权方
2026 年 3 月	News Corp	Meta	5000 万美元/年, 至少 3 年	内容授权, 用于 AI 训练 + AI 产品内容输出	综合新闻出版集团

数据来源: Digiday, Authors Alliance, Transparency Coalition, 兴业证券经济与金融研究院整理

总体来看, 海外市场已经验证高质量版权内容可以通过授权、API 调用和内容展示分成等多种形式参与 AI 价值链, 版权方的议价核心在于内容稀缺性、垂类专业

性与授权边界清晰度。对 A 股传媒板块而言，这一趋势的重要意义在于：具备长期内容沉淀和明确权属边界的出版与 IP 公司，其版权资产存在重新定价空间。

（二）我国：数据本地化为主，政策推动高质量数据集建设

国内路径与海外最大的差异在于，当前行业并非以公开的版权授权交易为主，而是更多采用自建模型或基于基础大模型叠加本地数据库的方式推进 AI 应用。国家层面已开始着手共建语料库，但版权授权相关法律法规和商业机制仍有待进一步完善。

当前我国传媒行业主流路径是自建模型与私有化部署，或者基于基础大模型但构建本地数据库；未有明确的、公开的、较大规模付费版权授权事件。这一方面是由于我国开源模型领先、生态完善，降低了自研模型的门槛；另一方面，我国对数据安全高度重视，出版企业中不乏国有企业，使得媒体机构更倾向于“数据本地化”的私有化部署，而非将内容授权给外部大模型厂商。

表 2、代表性出版公司自研或合作研发专有模型

公司名称	AI 布局举措
中原传媒	与腾讯合作训练“豫教大模型”；引入上海蜜度专有大模型开通 120 余个 AI 编辑/审校账号；“豫教助手”AI 教育服务；布局 AIGC 数据加工业务
粤传媒	自研 AI 音乐模型“妙音”已完成网信办算法及大模型备案；搭建标准化 AI 视频工作流程；组建 AI 漫剧专业团队
天舟文化	与科大讯飞战略合作推进 AI+教育（英语听说、AI 自习室等）
中文在线	自研“逍遥”大模型（已备案，支持 14 种语言）；推出全栈 AI 内容创作平台“次元神笔”
中信出版	自研“夸父 AI”数智出版平台，选题报告 70% 工作可交 AI 处理，译审错误检出率提升 15 个百分点，营销文案生成时间缩短 10 分钟，视频生产效率提升 5-10 倍
果麦文化	自研“金字塔”大模型及“AI 校对王”产品
荣信文化	基于“莉莉兰的小虫虫”IP 角色打造“AI 智能陪伴玩偶闪闪”，融合千问大模型
中文传媒	子公司江西朗知中文研发“版慎通”智能审校系统
南方传媒	推出“万卷要义”大模型，通过“南方智媒云大模型”将自主研发的人工智能应用技术与 DeepSeek、ChatGLM、Qwen 等通用大模型相融合；推出“南方 AI 智能体”，为媒体自身和服务用户提供“大模型+本地知识库”一体化解决方案
山东出版	完成 DeepSeek-7B 模型本地化；推进 AI 能力中台建设，上线多项 AI 辅助功能
中南传媒	发布 11 款“中南教育智能体”矩阵
皖新传媒	自主研发 AI 阅读大模型已完成试点应用并进入迭代优化阶段，“元小鳌”教育机器人在多地销售
中国科传	子公司中科数媒自研“远至”医疗健康大模型，已通过网信办“双备案”（国内首批出版类大模型）
凤凰传媒	“智聆学伴”已在江苏省 13 地市 148 所学校常态化应用（服务超 10 万学生）；“小鹿爱学”上线 2 个月注册用户突破 50 万；“智聆教伴”集成 30 余个 AI 智能体
中国出版	推动“中华古籍大模型”建设

数据来源：各公司年报，南方报人，南方网，兴业证券经济与金融研究院整理

我国 AI 训练语料授权和使用规范正在推进。政策端已经开始导向数据价值确认、合规使用，商业化进程愈发清晰。

表 3、中国传媒业版权对 AI 授权的政策与实践

时间	主体	事件
2025 年 6 月	中国版权协会、中国编辑学会、中国音像与数字出版协会、中国新闻技术工作者联合会	“2025 人工智能出版技术创新研讨会”，提出“淡化所有权，强化使用权”，倡导透明付费授权
2025 年 12 月	中国版权协会人工智能版权工作委员会	旨在推动 AIGC 在法律定性、确权保护、应用规范等方面的研究与实践，由企业 and 单位自愿组成，推动技术手段保护版权
2026 年 4 月	《证券时报》《上海证券报》《证券日报》《中国基金报》《21 世纪经济报道》、第一财经、《每日经济新闻》	七家财经媒体联合声明，未经书面授权，不得将本单位原创内容（文字、图片、数据、研究报告、音视频等）用于机器学习、数据挖掘、大模型训练、文字转音视频等 AI 应用场景
2026 年 4 月	国家数据局	《关于推进行业高质量数据集建设行动的实施方案（征求意见稿）》，明确提出“以词元（Token）为基础的价值体系”
2026 年 5 月	人民网发起，16 家创始成员单位	成立“主流价值语料生态联盟”，共建语料库生态
2026 年 6 月	国家数据局	《关于推进行业高质量数据集建设行动的实施方案》，明确六大行动方向；在国家层面首次系统性部署数据赋能人工智能发展

数据来源：国家数据局公众号，人民网，人民日报公众号，中国出版传媒商社公众号，期刊说公众号，21 世纪经济报道公众号，钛媒体公众号，北京外国语大学新闻网，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2026 年 4 月，七家主流财经媒体发表联合声明，不得将未经授权的原创内容应用于 AI 训练场景；2026 年 4 月，国家数据局发布《关于推进行业高质量数据集建设行动的实施方案（征求意见稿）》，提出到 2028 年底，建成一批覆盖重点领域、经过应用验证的行业高质量数据集，并推动商业模式从基础数据包销售向应用程序接口（API）调用、模型化解决方案及全栈服务梯次跃升，构建以词元为基础，可量化、可定价的数据集价值体系。

2026 年 5 月 9 日，人民网牵头发起“主流价值语料生态联盟”，首批 16 家成员包括天翼云、科大讯飞、同方数科、智谱、视觉中国、游族网络、钛媒体、恒生聚源、荆华密算、应帆科技等创始成员单位，联合建设国家级主流价值语料库，为 AI 发展提供契合国家价值导向的高质量语料支撑。其中游族网络发布首批“具身交互语料数据集”、钛媒体发布“科技领域高质量数据集”等各细分领域专业数据集。

2026 年 6 月，国家数据局发布《关于推进行业高质量数据集建设行动的实施方案》，在国家层面首次系统性部署数据赋能人工智能发展。《实施方案》再次重申到 2028 年底，建成一批覆盖重点领域、经过应用验证的行业高质量数据集，形成一批行业高质量数据集建设工具和标准；并以此为导向按照强基扩容行动、标注攻坚行动、提质增效行动、应用赋能行动、管理服务行动、价值释放行动六大方面构建高质量数据收集、管理、应用的闭环。

表 4、2026 年 6 月 8 日国家数据局《关于推进行业高质量数据集建设行动的实施方案》重点内容总结

专项行动	主要方向	关键词
目标	到 2028 年底，建成一批覆盖重点领域、经过应用验证的行业高质量数据集，形成一批行业高质量数据集建设工具和标准	
强基扩容行动	扩大行业高质量数据集供给 建立基础建设路径 丰富数据集形态 联动数据基础设施	重点领域、创新领域 数据资源清单、数据集需求清单、链主单位、公共数据资源 多模态、真机交互、世界模型 国家数据基础设施、隐私保护计算、可信数据空间
标注攻坚行动	数据标注升级 数据标注产业化 扩大人才供给	自动化工具、模型预标注、人工校准、专家型数据标注 创新试验区、龙头企业、产业集聚效应 职业技能等级认定、继续教育
提质增效行动	提升数据集建设效率 建设标准体系	数据清洗、数据增强、质检、数据合成 格式、类型、标注、质量测评
应用赋能行动	强化质量测评和结果互认 打造“数据飞轮”应用闭环 打造应用标杆 繁荣协同生态	数据质量验证、测评数据集、全国互认 场景、数据、模型、以用促建 数据赋能工场、行业标杆、智能体、典型案例 政产学研、国际交流合作
管理服务行动	构建全生命周期管理体系 完善数据相关制度 坚持伦理先行与公平普惠	数据采集、数据加工、测评、审计 数据持有权、使用权、经营权、收益分配规则 伦理道德规范、敏感数据
价值释放行动	发挥应用价值 创新商业模式 探索资产化创新路径 培育付费共识	精准适配、跨行业、以数换数、数算一体 挂牌交易、订阅模式、API 调用、词元交易 质押融资、资产证券化 市场化利益分配、有偿使用

数据来源：国家数据局，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，政策端推动高质量数据集建设、Token 价值体系和主流语料联盟，力度增强、节奏加快，意味着传媒版权内容正从单纯内容资产进一步转化为可授权、可计价、可交易的 AI 数据资产。

（三）潜在空间：深化出版业“数据资源入表”

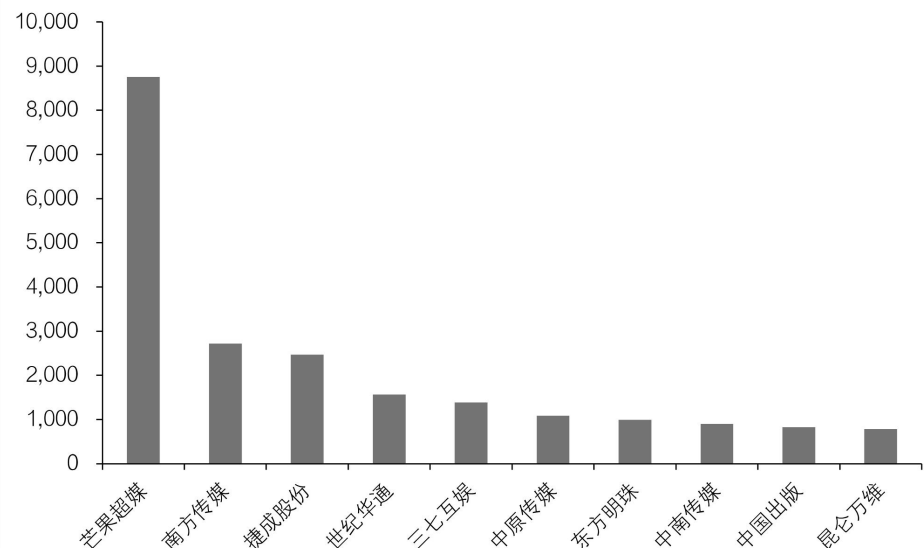
我们认为，若 AI 时代高质量版权内容的使用价值持续提升，而会计科目始终无法体现这些核心资产，传媒公司的真实资产价值与报表呈现之间的错配将进一步扩大；因此，2024 年以来推进的“数据资源入表”若能向版权与高质量语料资产的价值确认延伸，有望成为传媒板块估值体系重塑的重要抓手。

长期以来，A 股传媒行业，尤其是拥有海量网文 IP 储备的网文、数字媒体平台企业以及底蕴深厚的传统国有出版集团，普遍存在大量内生版权无法入表的情况。

当前传媒行业相关版权主要记入“无形资产”科目，根据 2025 年年报，当前 A 股传媒板块所有公司“无形资产”总值为 369.4 亿元。但目前对平台孵化、签约作家创作等内生 IP，若无法满足可辨认、控制、经济利益流入和成本可靠计量等条件，相关稿酬分成、平台运营和内容成本通常费用化；实务中较清晰的入表路

径主要是外购版权按成本确认，以及企业合并取得版权按购买日公允价值确认；且仅允许锁定历史购买成本/收购日公允价值，不允许向上重估，只能进行减值。外购版权需要锁定历史购买成本并进行摊销，摊销后账面价值趋零，但 IP 市场价值仍然可能增长，比如续作价值和衍生品价值。并购 PPA 在收购日按公允价值确认，后续仍按摊销处理。

图 5、2025 年 A 股传媒板块“无形资产”前 10 名企业金额（百万元）



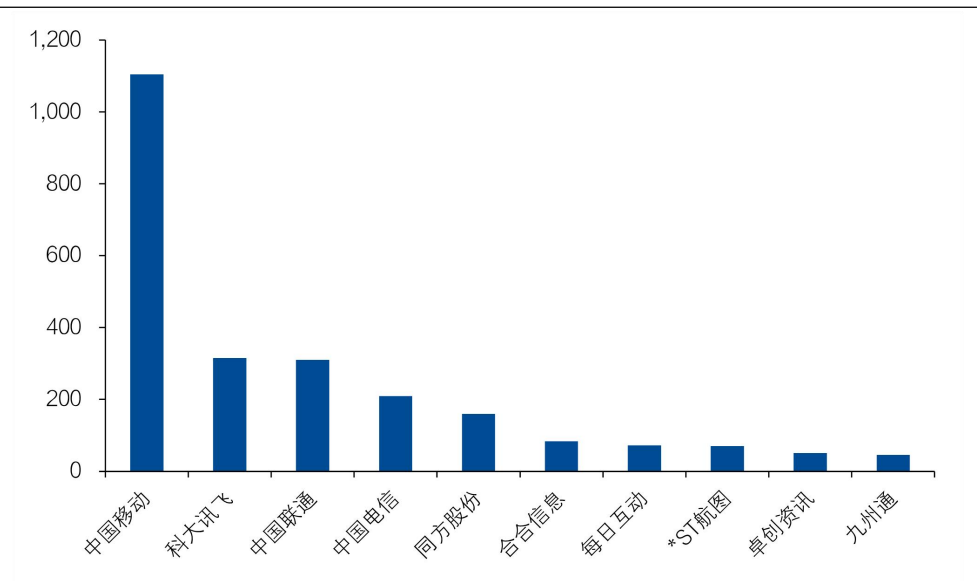
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

事实上，政策端已推出“数据资产入表”系列政策，但传媒板块适用范围较小，并未根本上触及“无形资产”认定问题。2019 年党的十九届四中全会首次将数据增列为生产要素；2020 年 4 月，中共中央、国务院发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》进一步将土地、劳动力、资本、技术、数据列为五个要素领域，并提出加快培育数据要素市场，标志着中国正式进入“数据要素化”时代。财政部于 2023 年 8 月正式发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，并规定自 2024 年 1 月 1 日起施行，数据资产化时代正式开启。根据用途和持有目的，数据资源主要入表项目包括无形资产、存货和开发支出。根据《企业会计准则第 6 号——无形资产》和《企业会计准则第 1 号——存货》，如果数据资源用于企业自身生产经营、管理、分析、模型训练、客户运营等，通常计入无形资产；如果为了对外出售而持有，计入存货；对企业内部开发形成的数据资源，研发阶段支出费用化，而满足资本化条件时，计入开发支出，后续再转入无形资产项目。

根据 2025 年年度财务报表统计口径，全 A 股上市公司“无形资产-数据资源”共 30.50 亿元，金额 TOP10 企业共 24.23 亿元，其中通信和计算机行业公司占 8 位；传媒行业公司合计“无形资产-数据资源”仅 0.66 亿元。我们认为，若后续规则

继续完善，版权价值和高质量语料价值的确认与入表，将成为传媒板块资产重估的关键一环。

图 6、2025 年年报 A 股“无形资产-数据资源”前 10 名企业金额（百万元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

综上，传统版权的第一层重估逻辑已经从存量内容经营切换为高质量语料供给+潜在资产确认。对传媒板块而言，这意味着出版企业不仅具备分红价值，也可能逐步获得 AI 产业链映射下的估值溢价。

二、网文 IP 价值——IP 展望商业化空间

AI 持续降低改编与生产成本，供给爆发使得内容产业更加依赖优质故事、世界观和角色资产，反而使头部 IP 在短剧、动画、游戏和衍生品等多形态开发中的复用效率显著上升；这也为传媒板块带来第二层增量——IP 资产盈利能力增强，产业链中价值分配占比有望持续提升。

（一）我国 IP 市场供需共振

当前网文 IP 市场已经处于供给持续扩容、需求同步放大的阶段，文娱产业已经形成“网文-IP-视频内容-游戏”的多元商业化形式，IP 不再只是单一内容产品，而是贯穿阅读、影视、游戏、短剧与衍生品的核心资产。

根据中国社会科学院发布的《2025 中国网络文学发展研究报告》，2025 年中国网络文学全产业链生态规模突破 4178 亿元。其中，网络文学阅读市场规模 502.1 亿元，同比增长 16.6%；IP 改编市场规模为 3676.1 亿元，同比增长 23.13%；同时，2025 年网络文学海外市场营收达到 56.4 亿元。截至 2025 年，全国网络文

学创作者规模达到 3269.4 万人，同比新增 149.6 万人；作品总量累计高达 4583.7 万部，同比新增 418.6 万部。

AI 短剧市场规模激增的同时，IP 构筑核心壁垒。在 2025 年获得融资的漫剧项目中，**80%+**拥有明确的头部网文 IP 授权及完善的内容品控体系。同时作为网络文学 IP 转化的重要承载地，AI 短剧借助 AI 技术迅速完成从概念探索到规模化产业的跨越。截至 2025 年底，我国微短剧用户总量已突破 8.5 亿，占网民总数 75% 以上，市场规模达到 1080 亿元，同比增长超 110%；AI 漫剧全年市场规模 189.8 亿元，累计播放量超 757 亿次，成为年度最热内容业态。根据 DataEye 数据，2026 年 4 月单月新增 AI 剧/漫剧约 4.4 万部，其中播放破亿 267 部；播放增量破百万率为 14.6%。番茄小说与红果短剧通过算法机制推动网文 IP 与漫剧制作精准匹配，抖音版权中心开放超过 6 万部网文 IP 库并提供补贴支持，形成“万人改网文”的创作生态。

在长视频领域，爆款 IP 加持播放效果。云合数据的《2025 年长剧集网播年度观察》显示，2025 年上新长剧累计有效播放霸屏榜 TOP20 中，《藏海传》《大奉打更人》《白月梵星》《国色芳华》《折腰》《朝雪录》《六姊妹》《难哄》《无忧渡》《雁回时》等 10 部作品来自网文改编；该年度进入腾讯视频剧集热度“30000+俱乐部”的四部作品中，《雁回时》《大奉打更人》《折腰》3 部作品为网文转化，这些影视热剧均来自网文“爆款”作品。

在跨界联动方面，不同形态文化内容进行跨界互动、内容共创，串联多 IP 宇宙，取得复合增长效应。2025 年，游戏《我的花园世界》联动《国色芳华》，联动期内冲入 iOS 畅销榜 TOP10，收入增长 200%，互动量增长 127%；《王者荣耀》与网络文学顶级 IP《诡秘之主》联动，网文人气角色以皮肤形态进入峡谷，游戏英雄则获得如平行宇宙般另一种面貌的呈现，同时配合小说番外、IP 周边的更新上线。

总体来看，IP 开发更注重长期主义，从“流量至上”转向以多商业化形态共振为特征的“品牌至上”。2025 年，已完结十余年的《凡人修仙传》IP 全形态落地，形成了动漫、真人剧、电影、有声、游戏、衍生品等形态转化的完整链路。其中，动画年番全年更新“外海风云”“重返天南”篇章，截至 2026 年 3 月 18 日，该系列累计播放量突破 62 亿；动画电影《瀚海迷踪》官宣启动，番外《玄骨传》同步推进；真人剧上线优酷视频后热度峰值破万，登陆 Netflix 海外播出；手游《凡人修仙传：人界篇》作为长线爆款，也持续领跑市场；相关衍生品众筹超 4000 万元，成为网文 IP 全链条工业化开发的典型样本。我们认为，这类案例说明头部 IP 的价值不仅仅在于一次性兑现，而在于能够跨越更长周期、反复实现内容变现和品牌放大，从而实现 IP 价值的持续积淀。

（二）AI 驱动供给爆发，价值分配沿微笑曲线向 IP 和分发平台集中

我们认为，AI 并不会简单稀释内容价值，而是会在供给扩张后进一步放大优质 IP 与强分发渠道的稀缺性。短期看，AI 视频、图片和配音能力持续迭代，正显著压缩内容制作成本和制作周期；中长期看，行业价值分配有望从中间制作环节向上游 IP 和下游平台两端再分配。展望终局，我们认为各具特色、面向不同受众的 IP 内容和平台将纷纷涌现，建立各自竞争优势。

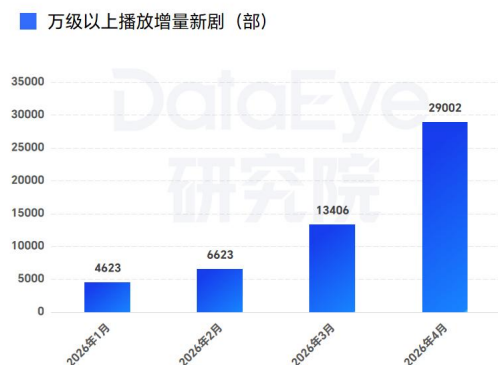
模型能力跃迁带来的效率提升和生产成本的大幅下降是 **AI 短剧能够快速起量的直接原因**。若按每集 3 分钟、共 25 集测算，一部 AI 仿真人短剧制作成本约 1 万-5 万元，而传统真人短剧普遍需要 40 万-70 万元，成本差异足以支撑更高频的题材测试、素材迭代和用户反馈验证。

图 7、AI 短剧制作成本降低、流程缩短

	普通真人短剧	普通AI仿真人短剧	AI漫剧
单剧制作成本	40~70万元/部	1~5万元/部	10~20万元（2026）
最小团队人数	3~5人	1人	3~10人
制作总周期	从立项到上线1~3个月	1~2周	1~2周
降本幅度	-	降80~90%	降60~90%

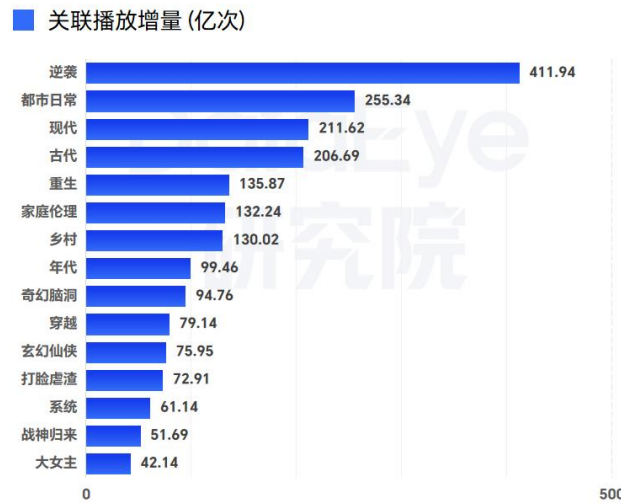
数据来源：DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、抖音端原生漫剧每月上新数指数级增长



数据来源：DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

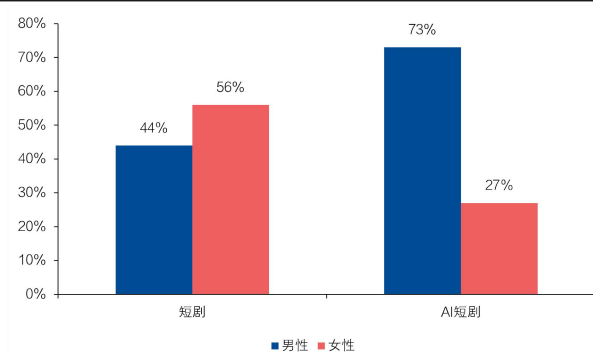
首先，我们认为工业化时代的内容产品分层会更加明显，不同消费者、不同内容消费偏好和付费能力都有分别对应的内容产品。参照现实商品的工业化发展史，从福特流水线代表的规模化、标准化生产，到丰田倡导的柔性生产与大规模定制，生产力的每次解放都会导向消费市场的结构性重塑。供给的极大丰富最终会促成市场的二元甚至多元分化：一端是满足大众基础需求、追求交付效率的“标准品”；另一端是面向特定群体，承载着情感共鸣、身份认同的“定制化”商品。我们认为这一规律对于内容产业同样适用。

图 9、2026 年 4 月 AI 剧/漫剧题材 TOP20

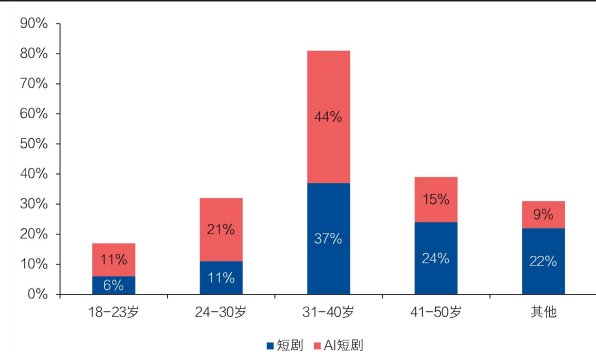
数据来源：DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

题材方面，2026 年 4 月 AI 短剧榜单中逆袭题材以 411.94 亿次播放量断层第一，显示大众消费市场的题材偏好。此外，重生、家庭伦理、乡村位于第二梯队，播放量在 130 亿-140 亿次区间，展现出观众对现实向生活类题材的兴趣。这一方面由于下沉市场中年代怀旧、家庭现实类内容具备极强的破圈能力，用户覆盖面广；另一方面，由于审核力度加大，制作方也在近期趋向于相对保守的题材。

消费者画像方面，AI 短剧与短剧当前也呈现出一定差异。由于 AI 短剧自漫剧起步，而漫剧受众主要为男性以及受 AI 短剧题材限制，31-40 岁男性成为 AI 短剧主要受众；而传统短剧的主要受众仍为女性群体。

图 10、短剧与 AI 短剧用户性别构成对比

数据来源：短剧自习室，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、短剧与 AI 短剧用户年龄构成对比

数据来源：短剧自习室，兴业证券经济与金融研究院整理

其次，在生产函数抬升带来供给井喷背景下，我们认为长远来看内容制作的核心壁垒仍然符合“微笑曲线”——上游 IP 资源和直面消费者的分发渠道享受最大价值量分配。当前算力成本依然构成 AI 短剧制作的核心成本，但我们认为随着多

模态能力提升，抽卡次数下降、单分钟 token 消耗量下降，算力成本占比将会逐渐降低，产业价值会持续向产业链两端传递。

纵览内容产业发展历程上的生产力跃迁时间点，主要围绕“成本革命”和“分发革命”展开；我们发现，上游 IP 内容版权和渠道分发平台随着每轮成本降低和分发半径的扩大均受益，价值持续累积。纵观全球内容产业的生产力变革可以清晰地划分为五个具有划时代意义的关键阶段：第一阶段是 15 世纪中叶的机械化印刷时代，以古腾堡印刷机为标志，彻底打破了内容物理复制的瓶颈；第二阶段是 19 世纪末的机械化复制时代，以电影、唱片、广播为代表的多媒体内容能够大规模复制分发；第三阶段是 20 世纪初至中叶的电子化广电时代，以商业广播与电视的普及为标志，实现了点对面的瞬时大众传播，打破了空间分发的壁垒；第四阶段为 20 世纪末至 2020 年代的数字化与移动互联网时代，以互联网和智能手机为标志，将信息分发的边际成本降至 0，确立了“平台经济”的主导地位；第五个阶段是 2022 年至今的 AI 生成时代，以 AI 大模型为标志，将内容创造的边际成本急剧降低，推动内容产业向工业化、个性化、实时生成、实时交互全面演进。

表 5、基于技术革命史的内容产业工业化变革

阶段	特点	时间	生产力变革	新产品形态	分发半径	价值链分配中心	代表性企业
机械化印刷	成本革命	1450s	印刷物成本大幅下降	私人书籍、大众报纸	全国城市	出版商(中心化、特许经营)	-
机械化复制		1870s	多媒体形态大规模复制分发	唱片、电影、广播节目	全国分发	制片厂垂直整合，覆盖制作、发行、渠道	派拉蒙
电子化广电	分发革命	1950s	一对多瞬间传播	多媒体内容	全国实时同步	电视台作为渠道商(特许经营)，广告模式在广播电视中规模化，订阅付费在有线电视/付费电视阶段成熟	迪士尼
数字化与移动互联网		1991	内容复制与全球分发边际成本趋近于 0	UGC、社交媒体、短视频	全球	从渠道分发转变为聚合平台，价值分配中心是顶尖个人创作者和平台	Netflix, 字节跳动, Meta, 腾讯
AI 生成	成本革命	2022	内容制作成本大幅下降	AI 短剧、AI 游戏、AI 驱动广告分发引擎	全球	IP 方、分发渠道(当前分发渠道向“模型/工具集合-分发”集成)	AppLovin, 快手

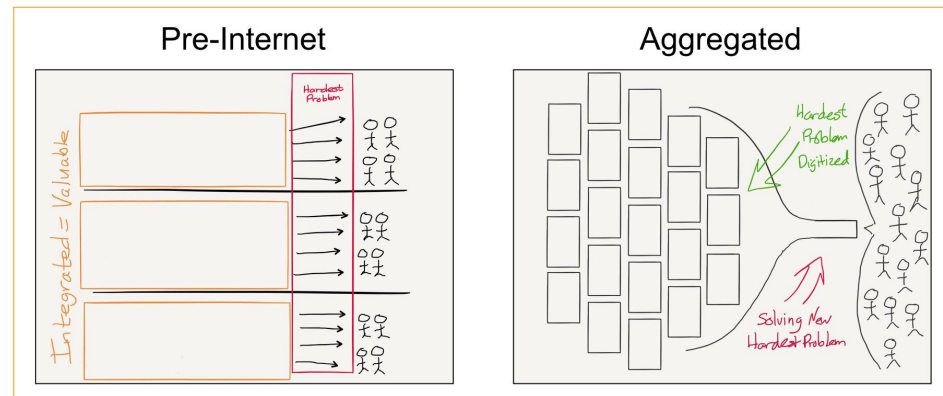
数据来源：维基百科，百度百科，罗伯特·戈登《电视的黄金时代》，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为价值分配会继续向微笑曲线两端——即上游 IP 和下游分发平台方聚集，但支撑这一判断需要回答：1) AI 时代平台效应是否存在；2) AI 新技术对分发平台或流量入口的重构情况——即 AI 时代新的流量入口形态如何。

在 AI 时代，互联网时代所建立的“平台效应”依然存在，但其形成的引流手段和聚合媒介会发生变化。未来的内容消费平台可能会产生新的 AI 驱动推荐引擎以实现更加个性化的、实时动态的用户匹配。

互联网时代的平台形成，本质在于通过将海量供给和用户需求匹配，进而在需求侧形成“垄断”，掌握话语权。互联网时代以 Google、Facebook、Netflix、微信、抖音、百度为代表的超级平台形成了不可撼动的垄断地位，这一现象被本·汤普森解释为“聚合理论（Aggregation Theory）”。互联网带来了零分发成本、零边际成本、零交易成本，使得供给端被彻底商品化；而互联网超级平台通过提供优秀的供给分发机制吸引用户注意力并实现用户聚合，从而掌控需求端。

图 12、互联网平台的“聚合理论”

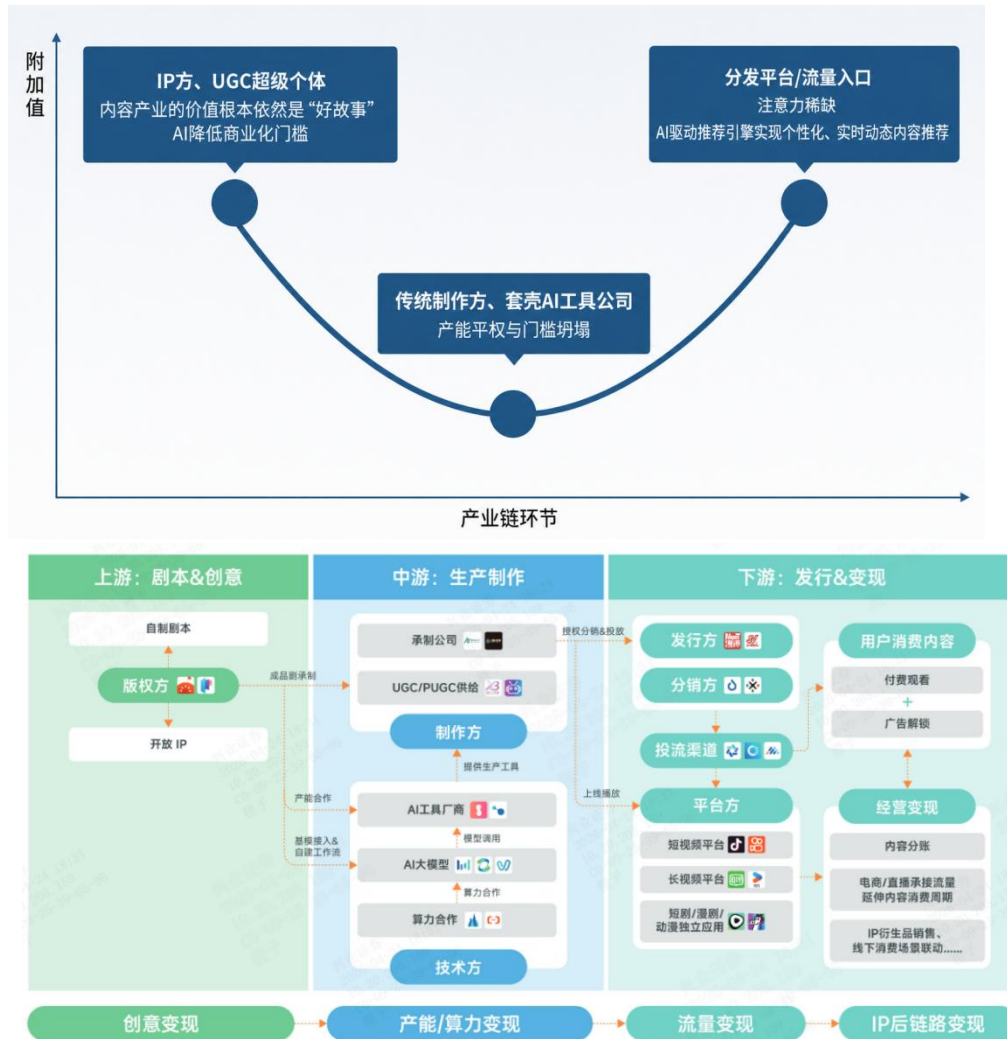


数据来源：Stratechery，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 时代，平台聚合的逻辑不变，但如何实现更加个性化、动态的用户匹配可能会成为 AI 时代新内容平台的核心竞争因素之一。



图 13、AI 时代内容生产微笑曲线与 AI 短剧产业链



数据来源：短剧自习室，兴业证券经济与金融研究院整理

综上，这是内容创作者和内容消费者最好的时代，内容制作门槛的降低使得从前无法被满足的个性化需求能够被释放；这一方面利好上游 IP 方，另一方面对分发平台的推荐引擎和匹配效率提出了新的要求。

三、投资建议

我们认为本轮版权与 IP 价值重估可重点沿“高股息出版+数据资产重估”和“网文 IP+AI 内容工业化”两条主线配置。前者提供稳健现金流和价值重估弹性，后者提供内容产业景气上行的盈利能力和成长空间。

（一）传统出版企业：兼具红利价值和版权价值重估弹性

传统出版集团不仅承担着国家文化安全、教育普惠与精品出版的战略重任，手中更握有权威内容沉淀与牌照壁垒；企业降本增效提升盈利能力的同时，版权价值的逐步释放也将为传统出版企业提供新弹性空间。

凤凰传媒（601928.SH）拥有6家国家一级出版社，国家三科统编教材替换后仍拥有中小学课标教材18套，市占率全国第2；2025年公司在整体零售市场的实洋占有率2.76%。“智聆学伴”已在江苏省13地市148所学校常态化应用（服务超10万学生）；“小鹿爱学”上线2个月注册用户突破50万。

中南传媒（601098.SH）时政读物发行量位居全国前列，文化出海走在前列，已向40个国家和地区输出版权494种。2025年公司在全国综合图书零售市场实洋占有率5.25%，位列全国第2。建设“湖湘文库（AI版）”实现传统文化典籍智能化再生，开发“AI爱数学”智能体，服务全国160余所数学实验校。

新华文轩（601811.SH）是四川省唯一具备开展中小学教科书发行业务资质的企业，拥有中小学全学科教辅材料出版资质。公司内容资源储备丰富，与刘心武、杨红樱等知名作家建立密切合作关系，获得迪士尼、企鹅兰登等全球著名出版传媒机构的多种授权，在少儿类图书出版上积累品牌优势，拥有“汪汪队”、“米小圈”等多款少儿IP出版权。

中原传媒（000719.SZ）是人民教育、人民音乐、北师大等主流教材出版社的河南省独家代理商，为河南省2024秋-2027春义务教育免费教科书“单一来源采购”供应商。“中华文脉”丛书构建出版品牌，同时积极推进文化出海，2025年达成版权输出协议297种，同比增长10%。

皖新传媒（601801.SH）是国内领先的图书发行公司，拥有安徽省唯一的教材发行资质。在教育服务方面，推动评议教辅覆盖率提升，2025年全学段综合配套率提高6.96个百分点。在渠道变革方面，公司围绕“元小鳌”品牌IP，在抖音、视频号双平台构建由47个特色直播间组成的直播矩阵，2025年全年累计观看人次达1189万，实现销售码洋1.51亿元，同比增长190.32%。

中信出版（300788.SZ）以IP运营、AI应用和协同拓展为增长引擎，围绕IP逻辑深化出版融合发展。公司已推出“夸父”AI平台对图书出版全链路赋能，书稿翻译周期缩短90%，翻译质量超出外包翻译水平，在专业术语和出版级流畅度方面领先市场；可处理80%的审校基础工作，错误检出率提升15个百分点，部分图书的出版周期可缩短至原来的1/3。2026年6月，公司在出版《马斯克原理》新书的同时推出BookSkills智能陪练小程序，进行“书+AI陪练”新尝试，通过将图书做成可交互Skills，帮助读者解决身边具体问题。

总体来看，传统出版板块的核心逻辑在于“红利安全垫+版权重估弹性”。随着教育、出版、文化出海等场景与 AI 结合深化，这类公司的估值框架有望从单纯分红资产向“分红+数据/版权重估”双逻辑切换。

（二）网文 IP 平台：掌握核心 IP 供给，商业化空间大

我们认为，网文 IP 企业是 AI 时代内容产业中最具进攻性的方向之一，其核心优势在于同时掌握原生 IP 供给、内容理解能力与多形态开发能力。随着 AI 短剧、AI 漫剧和出海短剧放量，具备 IP 储备、工具链和渠道协同的平台公司有望率先放大业绩弹性。

中文在线（300364.SZ）深耕数字文娱 25 年，旗下拥有 17K 小说网、四月天小说网、海狸故事等平台，积累超 560 万种数字内容资源，拥有 400 万名合作作家。自研海外短剧应用 FlareFlow 稳居短剧出海应用榜前列，累计注册用户突破 3300 万；持有 CMS49.16% 股份，旗下拥有短剧出海头部平台 Reelshort。公司已沉淀 600TB 高质量多模态数据资产，成为赋能大模型研发的核心资源。

掌阅科技（603533.SH）坚持业务结构转型，从“互联网时代的数字阅读平台”战略升级为“人工智能时代的多模态内容生产运营平台”。2025 年短剧等衍生业务实现收入 18.55 亿元，成为公司第一大业务板块。国内短剧方面稳居行业第一阵营，2025 年全年共上线 800 余部剧集，海外短剧平台 iDrama 推出十余种语种版本，AI 短剧比例持续提升。公司发挥“AI+IP”综合优势，推出 AI 漫剧一站式生成平台“泡漫”，布局 AI 短剧工业化生产。总体来看，公司打通“IP+工具+分发”链条，构建 AI 内容生产完整生态闭环。

阅文集团（00772.HK）是中国网文龙头，2025 年吸引 40 万新作家入驻，产生超 80 万部网文作品，新增字数达到 420 亿。起点读书 APP 新增均订超 10 万的作品同比增长 40%，首次诞生两部破 30 万均订的现象级作品。公司在影视、动画等 IP 影视化方面持续保持竞争优势，根据云合数据，2025 年上新长剧累计有效播放霸屏榜前 10 位中 5 部改编自阅文 IP。短剧方面，2025 年上线短剧超 120 部，标杆项目最高流水突破 8000 万，全网播放量超 35 亿；AI 漫剧推出半年收入已突破 1 亿元，公司持续开放 IP 资源库、推出“漫剧助手”等 AIGC 工具，深耕 AI 漫剧市场。

总体来看，网文 IP 公司的竞争壁垒并不在于单一内容生产环节，而在于“IP 储备-影视化-平台分发-商业化兑现”的闭环能力。AI 有望进一步提升改编效率、拉长 IP 生命周期，并强化头部平台在产业链中的竞争力。

表 6、重点公司盈利预测与估值表（2026 年 6 月 10 日，盈利预测均为 wind 一致预测）

代码	公司	评级	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				股息率 (%)	PB
				2025 A	2026 E	2027 E	2028 E	2025 A	2026 E	2027 E	2028 E		
000719.SZ	中原传媒	增持	131	1.34	1.42	1.50	1.58	53.3	50.3	47.5	45.2	5.3	1.1
300788.SZ	中信出版	增持	49	0.68	0.91	1.01	1.14	41.2	30.6	27.7	24.5	1.4	2.2
601098.SH	中南传媒	增持	201	0.89	0.90	0.94	0.96	21.6	21.3	20.6	20.1	4.9	1.2
601811.SH	新华文轩	增持	138	1.27	1.30	1.36	1.45	13.6	13.2	12.6	11.9	4.7	1.0
601801.SH	皖新传媒	增持	109	0.41	0.42	0.43	0.43	38.0	37.5	36.0	36.3	5.4	0.9
601928.SH	凤凰传媒	增持	230	0.71	0.65	0.71	0.75	20.7	22.4	20.6	19.5	5.4	1.1
300364.SZ	中文在线	增持	173	-0.92	0.02	0.13	0.24	-	-	-	-	-	68.5
603533.SH	掌阅科技	增持	94	-0.40	-	-	-	-	-	-	-	-	4.1
0772.HK	阅文集团	增持	207	-0.76	1.06	1.24	1.35	-	22.0	18.8	17.2	-	1.2

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理（注：部分公司缺少 wind 一致预测 EPS 数值，部分公司 PE 值为负值或数值过高失去意义，部分公司缺少股息率数据，以上情况均列为“-”）

四、风险提示

- 1、版权授权、数据资源入表及相关政策落地不及预期。
- 2、AI 多模态模型迭代及商业化推进不及预期。
- 3、内容监管趋严、平台规则变化或版权纠纷加剧。

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	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 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
	行业评级	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
		推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn