仅供内部参考，请勿外传！

行业评级	推荐（维持）
报告日期	2026 年 06 月 29 日

相关研究

【兴证传媒】数据集建设重估版权语料价值，AI 应用打开 IP 商业化空间-2026.06.15

【兴证传媒】传媒行业周报：前沿模型向多模态与智能体跃迁，物理 AI 与端侧入口加速落地-2026.06.15

【兴证传媒】广告营销：纵向 AI 智能化提升分发精准度，横向拓展 Token 运营新业态-2026.06.15

分析师：杨尚东
S0190521030003
yangshangdong@xyzq.com.cn

AI 短剧国内出海齐发力，互动影游展望内容产品新形态

投资要点：

- **AI 短剧：国内需求韧性与海外平台化出海共振。**国内市场方面，短剧已成为高频、长时长的主流网络视听应用，微短剧人均单日使用时长持续提升，AI 剧/漫剧贡献主要增量。虽然 4 月末以来受 Token 涨价、审核趋严、投放系数调整等因素影响，AI 短剧广告消耗和上新数量有所回落，但 5 月上新 AI 短剧播放量仍环比增长，说明行业供给阶段性调整并未改变用户真实需求。广电总局对 AI 微短剧实施分类分层管理，有助于推动行业从快速扩张转向合规化、高质量发展，利好具备内容生产、投放效率和合规能力的头部公司。海外市场方面，短剧下载量延续高增长，新兴市场成为主要增量来源，AI 短剧有望进一步降低内容生产门槛、提升多语种供给效率。中文在线、昆仑万维、点众科技、字节跳动等中国企业在出海短剧平台中布局领先，正在形成“中国制作、全球发行”的内容出海模式。YouTube、TikTok、Meta 等海外流量平台也在推动 AI 短剧内容生态、分账商业化和广告营销体系建设，短剧有望成为全球娱乐内容分发与广告变现的重要载体。

- **互动影游：《盛世天下》验证精品互动叙事付费意愿，赛道仍处蓝海阶段。**《盛世天下》女帝篇的现象级表现，验证了大众用户特别是女性用户对精品互动叙事和沉浸式内容体验的付费意愿。产品上线后销量、Steam 热度、App Store 榜单和全网话题度均表现突出，不仅打破互动影游历史纪录，也真正打开了女性向真人互动影游的市场空间。我们认为，《盛世天下》的核心启示在于，互动影游的基础仍是“影”的质量，影视级制作水准、强叙事内容、分支剧情体验和多平台发行共同构成爆款基础。从产业趋势看，互动影游仍处于蓝海阶段。随着 Steam 买断制、移动端 IAP、小说/短剧平台 IAA、微信小游戏等多渠道发行模式逐步拓展，互动影游的商业化路径有望更加多元。AI 工具介入后，真人实拍互动项目在制作成本、周期和题材边界上均有优化空间，有望推动行业从单点爆款走向规模化供给。影视公司、互联网大厂和内容平台陆续入局，也将进一步提升赛道关注度与产业化速度。

- **投资建议。**建议关注 AI 短剧、短剧出海、互动影游和 AI 视频生成工具链等方向。AI 短剧主线重点关注具备内容产能、投放能力、平台分发能力和海外发行经验的公司；互动影游主线重点关注具备 IP 储备、影视制作能力、游戏化发行能力和 AI 降本增效能力的内容公司。相关标的建议关注中文在线、昆仑万维、华策影视、欢瑞世纪、芒果超媒、掌阅科技、蓝色光标、易点天下、浙文互联、三七互娱、巨人网络、恺英网络、完美世界等。

- **风险提示：**AI 视频生成质量和一致性提升不及预期；Token 和算力成本下降不及预期；短剧和 AI 生成内容监管趋严；海外买量成本上升导致 ROI 恶化；互动影游爆款不可复制；IP 授权成本上升；平台分成和审核规则变化。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

一、 AI 短剧：国内供给调整难掩需求旺盛，布局平台级出海 3
（一） 国内市场：供给调整难掩需求旺盛，监管完善进入高质量发展阶段 ...3
（二） 海外市场：增长迅速，推进“中国制作、全球发行”内容出海 4
二、 互动影游：爆款验证付费意愿，仍处蓝海阶段 9
（一） 《盛世天下》现象级表现，互动影游赛道爆发 9
（二） 产业趋势：从大众破圈走向产业化 11
三、 风险提示 13

图目录

图 1、 截至 2025 年 12 月，各大互联网应用用户规模 TOP5 3
图 2、 截至 2025 年 12 月，网络视听细分应用人均单日使用时长 3
图 3、 2026 年 4、5 月 AI 短剧上新数量有所下滑 4
图 4、 2026 年 4、5 月 AI 短剧新剧播放量仍实现环比增长 4
图 5、 2024Q1-2026Q1 全球短剧应用下载量与 IAP 收入（百万美元） 5
图 6、 2026Q1 全球短剧应用下载量及增速（同比，%）按地区分类 5
图 7、 2025Q1-2026Q1 全球短剧观看总时长（年）、2025 年 1 月-2026 年 4 月全球短剧日均观看时长（分钟）及按地区分类日均观看时长（分钟） 6
图 8、 2026 年 1 月-2026 年 5 月，出海短剧平台上线 AI 短剧数 TOP20 7
图 9、 短剧发布及营销流程 8
图 10、 全球各市场短剧 CPM 成本对比 8
图 11、 6 月 26 日，《盛世天下》在主创见面会武汉站现场宣布全系列总销量已超过 450 万套 9
图 12、 《盛世天下》上线初期 Steam 用户活跃度 10
图 13、 《盛世天下》各平台话题度 10
图 14、 国内互动影视产业市场规模（亿元） 12
图 15、 番茄小说探索 AI 互动剧 12

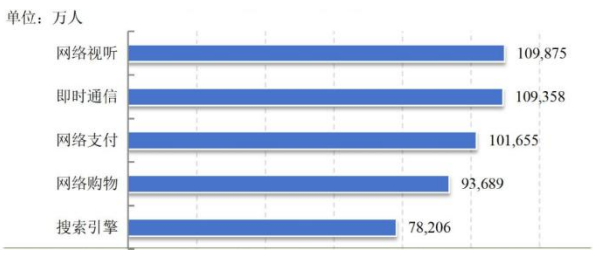
仅供内部参考，请勿外传！

一、AI 短剧：国内供给调整难掩需求旺盛，布局平台级出海

（一）国内市场：供给调整难掩需求旺盛，监管完善进入高质量发展阶段

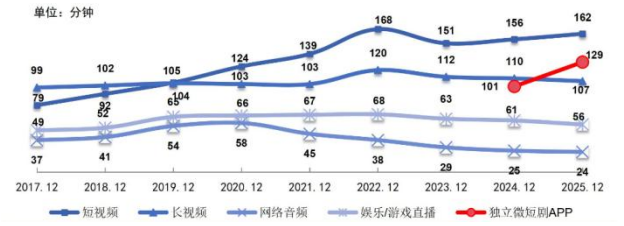
国内市场方面，短剧已成长为高频、长观看时长、平台级的主流内容形态，AI 短剧在其中提供主要增量。根据《中国网络视听发展研究报告（2026）》，截至 2025 年 12 月，中国网络视听用户规模达 10.99 亿人，微短剧人均单日使用时长达 129 分钟，同比提升 28.4%，已经超过长视频、仅次于短视频，位居网络视听细分应用第二位。DataEye 预计，2026 年国内 AI 剧/漫剧市场规模有望达 400 亿元，较 2025 年增长 138%；2026 年前 5 个月市场规模已超 220 亿元。

图 1、截至 2025 年 12 月，各大互联网应用用户规模 TOP5



数据来源：《中国网络视听发展研究报告（2026）》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、截至 2025 年 12 月，网络视听细分应用人均单日使用时长

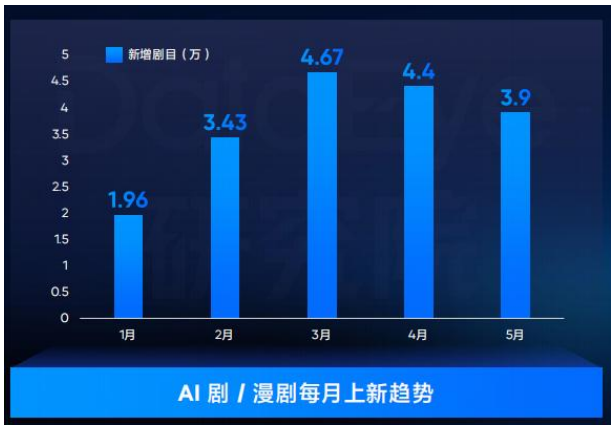


数据来源：《中国网络视听发展研究报告（2026）》，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 短剧发展迅速，监管体系逐步完善；行业供给稍有调整难掩需求旺盛，进入高质量健康发展阶段。根据 DataEye 数据，2026 年 1-3 月，凭借 AI 视频模型能力的不断提升，AI 仿真人短剧广告消耗金额快速增长，成为带动 AI 短剧发展的主要因素；4 月，AI 短剧广告日消耗超过 1.8 亿元；4 月末至 5 月中，因 Token 涨价、审核趋严、系数下调等因素，广告日消耗金额下滑至 1.5 亿水平，5 月末进一步下滑至 1.3 亿，目前趋于稳定。在供给端，2026 年 5 月单月上新 AI 短剧约 3.9 万部，环比下滑。其中播放破亿率为 0.64%，破百万率为 17.9%。新剧数量环比下滑一方面平台加强内容审核，另一方面部分厂商主动放缓新剧生产与投放。从新剧播放量来看，5 月上新 AI 短剧贡献超 1400 亿播放量，环比增速 7%。在新剧数量缩减下播放量仍实现增长，说明市场真实需求旺盛。

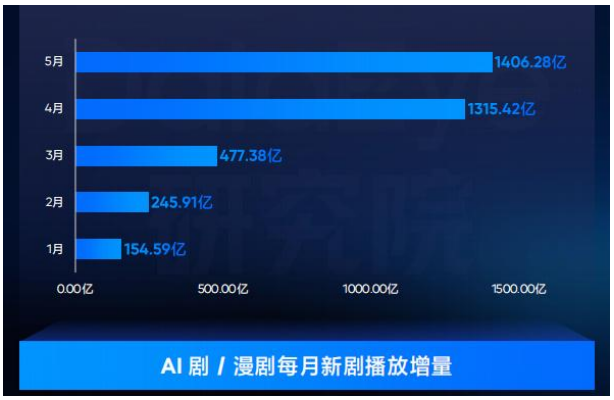
仅供内部参考，请勿外传！

图 3、2026 年 4、5 月 AI 短剧上新数量有所下滑



数据来源：DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2026 年 4、5 月 AI 短剧新剧播放量仍实现环比增长



数据来源：DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

在监管方面，AI 短剧单列、分类管理，推动行业健康发展。2026 年 6 月 25 日，广电总局发布 AI 微短剧分类分层标准，自 2026 年 7 月 1 日起施行。投资额度达到 80 万元及以上，或者主要剧情涉及政治、军事、外交、国家安全、统战、民族、宗教、司法、公安等内容的特殊题材的 AI 微短剧，按照“重点微短剧”管理，需要在国家广电总局统一公示备案；投资额度在 30 万元至 80 万元之间且为一般题材的，按照“普通微短剧”管理；投资额度不足 30 万元且为一般题材的，按照“其他微短剧”管理。

（二）海外市场：增长迅速，推进“中国制作、全球发行”内容出海

全球短剧市场下载量持续增长，新兴市场提供主要增量。根据 Sensor Tower 数据，2026 年第一季度全球下载量突破 8.5 亿次，同比增长 140%；2026Q1 IAP 收入达到 7.5 亿美元，随着成熟市场趋于成熟，增速放缓；AI 短剧和新兴市场有望注入新增量。

仅供内部参考，请勿外传！

图 5、2024Q1-2026Q1 全球短剧应用下载量与 IAP 收入（百万美元）

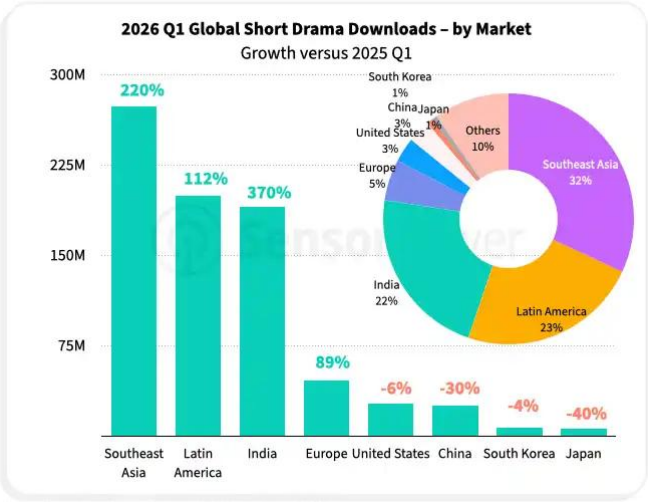


Source: Sensor Tower App Performance Insights as of June 5, 2026.
Note: Sensor Tower's revenue data is based on in-app purchase (IAP) estimates from App Store and Google Play, excluding ad monetisation, revenue from third-party Android stores or direct payments made via official brand websites or other alternative payment channels. Unless otherwise specified as net revenue, all revenue figures refer to gross revenue (i.e. before platform fees are deducted). Sensor Tower's download data is based on estimates from App Store and Google Play, excluding pre-installs, re-downloads, and downloads from third-party Android stores. Google Play is not available in Mainland China.

数据来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

26Q1 短剧下载增长主要集中在东南亚、拉丁美洲和印度，三个地区的下载量合计占全球总下载量的 3/4 以上。

图 6、2026Q1 全球短剧应用下载量及增速（同比，%）按地区分类

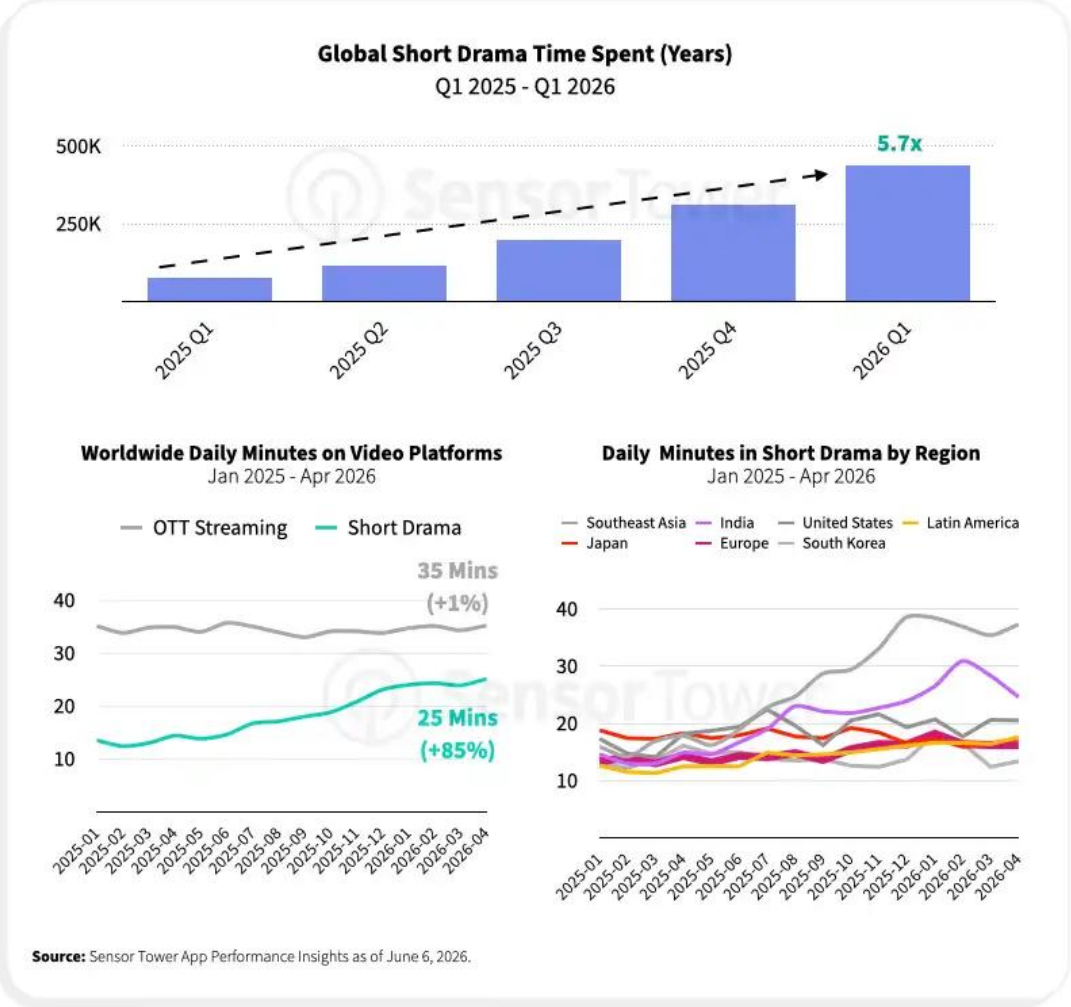


数据来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

从用户端来看，短剧逐渐成为人们日常内容消费的重要载体，与 OTT 长视频流媒体差距日益减小。到 2026 年 4 月，全球用户平均每日观看时长达到 25 分钟，而 OTT 流媒体的观看时长基本稳定在 35 分钟。东南亚地区用户接受度最高，短剧的日均观看时长接近 40 分钟。

仅供内部参考，请勿外传！

图 7、2025Q1-2026Q1 全球短剧观看总时长（年）、2025 年 1 月-2026 年 4 月全球短剧日均观看时长（分钟）及按地区分类日均观看时长（分钟）

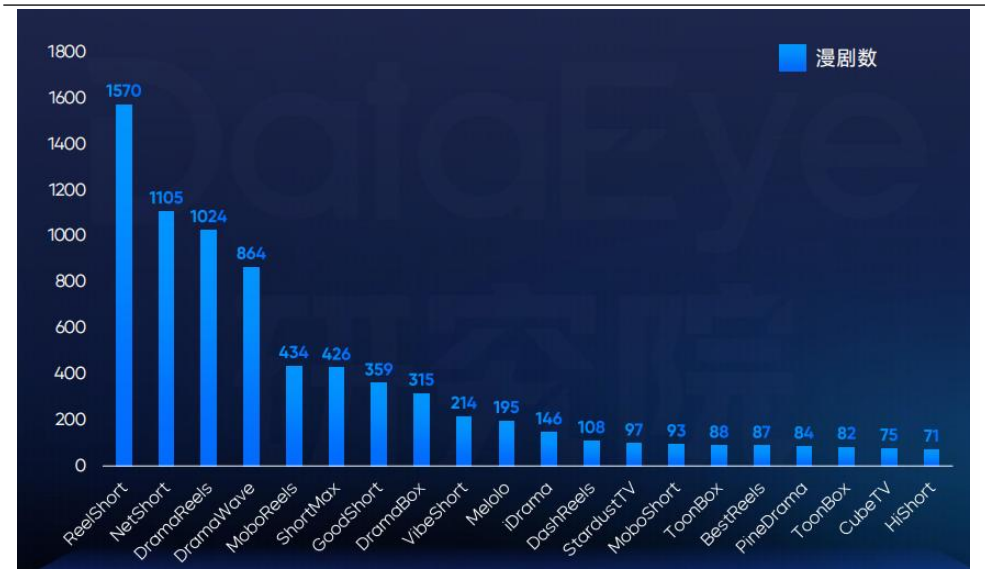


数据来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

海外 AI 短剧市场发展迅速，中国企业布局平台级出海，打造中国制作、全球发行的内容出海新模式。根据 DataEye 数据，预计 2026 年海外 AI 短剧市场达到 6.5 亿美元，增长潜力大。出海短剧平台方面，中文在线旗下 ReelShort、昆仑万维 DramaWave、点众科技 DramaBox / VibesShort / iDrama / ToonBox 以及字节跳动 Melolo 均位列 AI 短剧上线数前列。

仅供内部参考，请勿外传！

图 8、2026 年 1 月-2026 年 5 月，出海短剧平台上线 AI 短剧数 TOP20



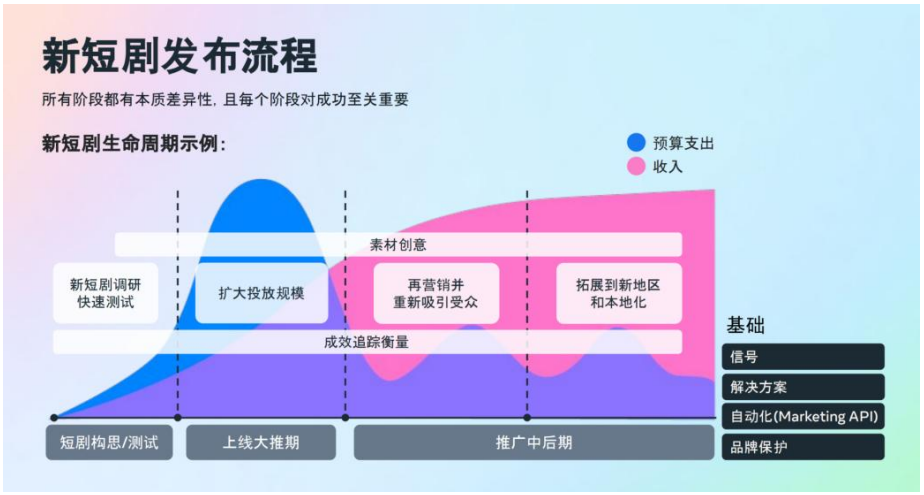
数据来源：DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

海外流媒体巨头纷纷推出举措推动短剧与 AI 短剧产业商业化发展。2026 年 6 月 17 日，One-YouTube：2026 谷歌 AIDC（Drama&Comic）生态大会在杭州举行，未来电视与 YouTube 联合发起“光帆杯 AIGC 出海大挑战”，在内容上联动阅文集团、掌阅科技、北京友和等伙伴开放正版 IP 资源库，推动中国创作者 AIGC 内容出海。根据 2026 谷歌 AIDC 生态大会数据，2026H1，Youtube AI 短剧频道数量同比增长 38.1%，视频库存规模增长同比增长 153.4%。截至 2026 年 6 月，头部短剧频道中 AI 短剧频道占比已超过 60%。2025 年至 2026 年 6 月，AI 短剧和真人短剧收益占比由 1:10 提升至 1：3。TikTok 方面，2026Q1 AI 短剧分账规模为 200 万美元,4 月单月 AI 短剧分账规模达 450 万美元，约为真人短剧分账规模的 40.9%。

短剧正在成为全球分发和广告变现的重要载体。2026 年 6 月 23 日，Meta 短剧海外营销峰会在杭州举办。Meta 将短剧称为全球增长最快的娱乐垂类，预计 2030 年全球短剧市场规模将达到 240 亿美元。Meta 将短剧生命周期分为构思/测试期-上线大推期-推广中后期三个阶段，并匹配各自阶段的营销模式。

仅供内部参考，请勿外传！

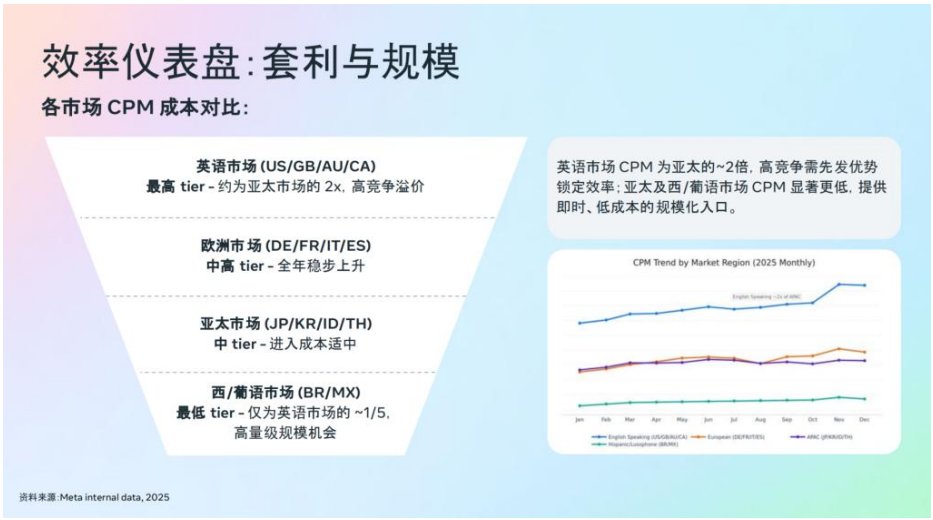
图 9、短剧发布及营销流程



数据来源：短剧自习室，兴业证券经济与金融研究院整理

从投放 CPM 角度来看，根据 Meta 内部 2025 年数据，英语市场 CPM 最高，约为亚太市场的 2 倍；欧洲和亚太处于中间梯队；西语、葡语市场 CPM 仅为英语市场的 1/5，更适合以极低成本大规模入场。

图 10、全球各市场短剧 CPM 成本对比



数据来源：Meta 内部数据（2025），兴业证券经济与金融研究院整理

总体来看，AI 短剧国内市场短期受到审核和投放规则扰动，但用户时长、播放量仍显示需求韧性；海外市场则在新兴地区下载增长、平台分账机制完善和巨头营销生态推动下打开更大空间。我们认为，AI 短剧后续的核心看点在于模型能力持续提升带来的制作效率改善、合规监管下头部供给集中度提升，以及中国内容公司依托 AI 生产和全球平台分发形成的新一轮内容出海机会。

仅供内部参考，请勿外传！

二、互动影游：爆款验证付费意愿，仍处蓝海阶段

（一）《盛世天下》现象级表现，互动影游赛道爆发

《盛世天下》销售和网络讨论数据证明，大众用户特别是女性用户愿意为精品互动叙事和玩法体验付费，验证赛道可行性。

《盛世天下》女帝篇于 2026 年 6 月 9 日上线，上线仅 5 天销量突破 100 万套，上线 12 天达到 200 万套；截至 6 月 26 日，全系列总销量突破 450 万套。这也打破了 2025 年 9 月《盛世天下》媚娘篇 12 天破 100 万套的纪录，创下互动影游历史新高。在付费模式方面，安卓端采用 IAP 模式；iOS 端则采用混合模式，下载需要付小笔费用，国内售价 6 元，海外售价 0.99 美元，进入游戏后再通过购买剧情包解锁后续内容。具体来看，内购价格根据购买内容（单部或全篇）、用户身份（新用户或老用户）以及所在地区有所区分。国内老用户为 49 元，新用户为 59 元，同时购买双篇为 88 元；海外用户则集中在 12 至 18 美元之间。

图 11、6 月 26 日，《盛世天下》在主创见面会武汉站现场宣布全系列总销量已超过 450 万套



数据来源：游戏价值论，兴业证券经济与金融研究院整理

作品上线首日即登顶中国大陆及港澳台地区、韩国、新加坡等 6 大地区 App Store 付费榜，同时稳居澳大利亚、菲律宾、马来西亚、泰国等 10 个国家榜单前列，海内外同时开花。在 Steam 平台拿下国区热销榜第一、全球热销榜第三，首发同时在线峰值突破 3 万人，大幅超越媚娘篇纪录。截至 6 月 21 日，其在 Steam 累计收获超 5800 条玩家评论，83%为好评。

仅供内部参考，请勿外传！

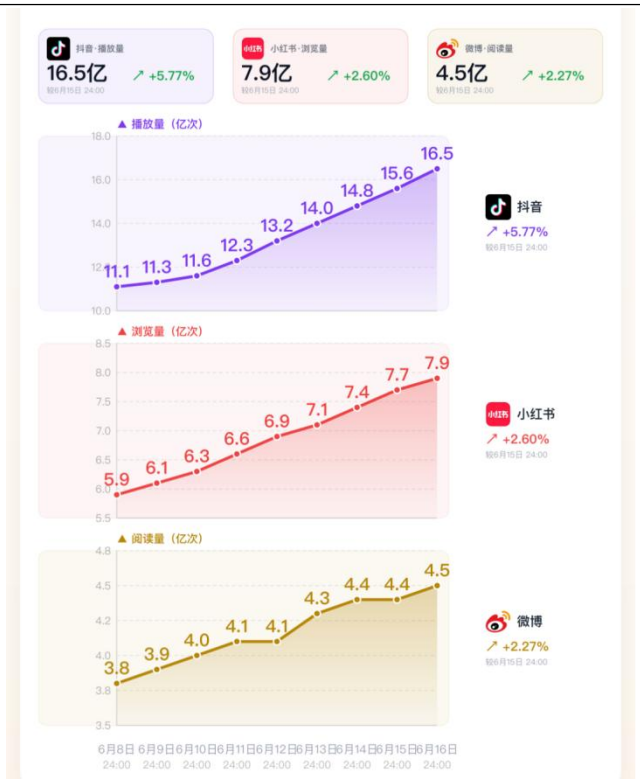
图 12、《盛世天下》上线初期 Steam 用户活跃度



数据来源：SteamDB，DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 6 月 17 日，全网话题累计浏览（播放）量突破 30.9 亿，其中抖音 16.7 亿、小红书超 8 亿、微博和快手紧随其后，在同类互动影视产品中断层领先，实现全平台话题度破圈。微信指数显示，产品上线前后关键词指数从 80 万攀升至 1778 万，涨幅超 22 倍。

图 13、《盛世天下》各平台话题度



数据来源：DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

《盛世天下》系列的成功，首次真正意义上打开女性向真人互动影游的市场空间。在此之前，Steam 平台上真人互动影游以男性向为主，女性向作品多为低成本制

仅供内部参考，请勿外传！

作，品质参差且鲜有破圈之作。《盛世天下》以宫廷权谋为核心叙事，跳出单纯的恋爱框架，将女性成长、权力博弈与情感选择融为一体，精准契合了女性用户对“大女主”叙事的消费需求，也验证了女性向互动影游的商业潜力。

《盛世天下》成功的核心之一是影视剧级内容制作水准，这暗示互动影游形式的基础仍然是“影”的质量。女帝篇全剧情总时长达近 1000 分钟，剧本字数达 30 万字，分支剧情超过 100 种。若仅速通主线耗时约 13 小时，完整解锁所有隐藏分支与结局则需 15 小时左右，内容体量相当于一部 25 集的常规电视剧。与之形成对比的是，早期互动影游普遍时长在 2 至 4 小时，分支数量有限，叙事深度和重玩价值较为单薄。《盛世天下》在服化道、演员表演、镜头语言上均按照影视级标准制作，为用户带来高质量观影和游戏体验。高质量的内容叠加互动模式下沉浸式的带入体验，构成了《盛世天下》的基本盘。

发行模式创新和全渠道传播带动《盛世天下》快速触达所有目标用户。女帝篇采取多平台同步发行，PC 端登陆 Steam、WeGame 等平台，移动端整合至现有 App 中以剧情包形式售卖，同时覆盖微信小程序等轻量渠道。腾讯游戏开放了全平台发行渠道与流量资源，助力作品上线首日即触达全球海量用户。

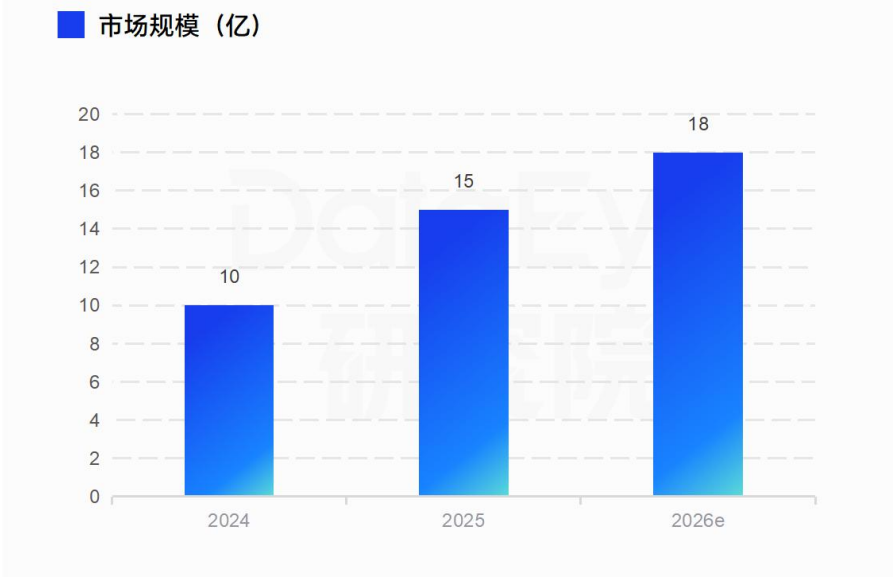
（二）产业趋势：从大众破圈走向产业化

爆款产品驱动下互动影游赛道实现破圈。从 2023 年《完蛋！我被美女包围了！》首次破圈、用时 1 个月达成百万销量成就，到 2025 年《盛世天下》媚娘篇以 180 万套销量登顶国产互动影游榜首，再到《盛世天下》女帝篇爆火出圈，全系列售出 450 万套，互动影游赛道持续扩容。

根据 Global Info Research 数据，2025 年全球互动影游收入约 20.6 亿美元，预计 2032 年达到 53.4 亿美元，2026-2034 年 CAGR 为 14.8%。据 DataEye 研究院统计，2025 年国内真人互动影视市场规模已攀升至 15 亿元，2026 年国内互动影视产业规模有望达到 18 亿-20 亿元。

仅供内部参考，请勿外传！

图 14、国内互动影视产业市场规模（亿元）



数据来源：DataEye，兴业证券经济与金融研究院整理

在变现模式上，目前互动影游的核心发行渠道是 Steam，因此主要是买断制+全球发行的模式。但如果互动影游产品的发行渠道拓宽，比如在小说、短剧平台和微信小游戏渠道，则可采用 IAA 模式。目前番茄小说已经在探索该道路。**相比于传统影视剧集拍摄、制作和发行，互动影游产品模式对制作商更加友好。**根据东西文娱，影视剧分账，制作方只能拿到总收入的 20%-30%，而互动影游则能够拿到 70%。

图 15、番茄小说探索 AI 互动剧



数据来源：东西文娱，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传！

AI 助力互动影游赛道降本增效。据东西文娱，千万级真人实拍项目，AI 介入后可降至 600-700 万甚至更低，全流程 AI 辅助可将制作周期从 8 个月压缩到 4 个月。同时，也可以覆盖到古装、科幻、盗墓探险等置景成本较高的题材。

影视公司、互联网大厂纷纷入局互动影游赛道。2025 年以来，芒果先后推出《公主请自重》《马上来财》，腾讯光子工作室群推出 AI 互动游戏梦工厂“造化工坊”，探梦 DreamNow、上头蛙等平台，字节公开首款大规模使用 Seedance 2.0 制作的仙侠题材互动影游《不问凡尘》。

总体来看，《盛世天下》的爆发证明互动影游并非小众尝鲜品类，而是具备内容消费和游戏付费双重属性的娱乐消费产品。赛道仍处早期阶段，爆款复制存在不确定性，但精品内容制作、女性向叙事拓展、多渠道发行和 AI 降本增效正在共同改善产业化基础。我们认为，互动影游有望成为影视、游戏、短剧和 AI 视频生成交汇处的重要内容形态，后续应重点关注头部产品流水表现以及影视公司和互联网平台的持续投入情况。

三、风险提示

1、AI 视频生成质量和一致性提升不及预期；

2、Token 和算力成本下降不及预期；

3、短剧和 AI 生成内容监管趋严；

4、海外买量成本上升导致 ROI 恶化；

5、互动影游爆款不可复制，IP 授权成本上升；

6、平台分成和审核规则变化。

仅供内部参考，请勿外传！

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%
		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
	行业评级	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反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