仅供内部参考，请勿外传

证 券 研 究 报 告

AI云和大模型爆发，游戏等出海消费高景气

——传媒互联网26H1中报总结

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
研究支持：张淇元 A0230124080001 陈悦 A0230524100003
联系人：林起贤 A
2026.09.08

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

- SW传媒26Q2收入同比增速-0.1%，归母净利同比增速22.1%。子行业分化较大：游戏营收yoy+19.7%，归母净利润yoy+74.3%，利润率24%，为近年来最好水平。港股互联网：整体受内需疲软和字节竞争等影响。泛娱乐中收入增长较为韧性（腾讯、网易、美图收入平稳），即时零售美团等进入改善通道。
- **国产模型商业化提速：**参数规模持续上行，前沿模型竞争多维化（总参、后训练、CoT、Harness等），API有分层定价趋势，10月Anthropic上市为催化节点。**MINIMAX/智谱**1H26商业化提速，API收入占比提升，26年全年ARR目标10亿/24亿美元。
- **AI云：大厂AI Capex进一步提速,市场关注点从投入规模转向回报确定性；商业化验证开始出现：云侧收入+利润率双升，应用侧Agent开始验证用户与付费。推荐腾讯控股，阿里巴巴，金山云。**
- **游戏：多端化/出海高景气继续验证。**26H1端游同比+28%，出海同比+30%。1）头部产品多端化成为常态，多端数据互通既扩大用户覆盖，也提升时长与付费深度；2）出海新打法（SLG+X、休闲）；3）政策环境稳定，版号26年持续高增，月度版号屡创新高。**腾讯/网易**长青游戏维稳；**心动公司**核心游戏出海贡献惊喜；三七/巨人/吉比特等较高股东回报，1H26分红率皆超65%；**恺英**今年2月回购1.5亿元。
- **潮玩消费：不同经营周期表现分化。**1）布鲁可：26H1出海超预期，看好铺货扩IP/SKU高增持续性，欧美空间大。2）泡泡玛特：单IP波动逐步消化（Labubu占比降至26%），国内同店同比增长，海外高基数下增速转负进入经营调整期，关注星星人出海。
- **广告：整体受内需疲软影响。互联网广告中，哔哩哔哩和腾讯增速较快，线下广告中**分众传媒消费品广告投放承压，26H2重点跟踪互联网AI产品投放等增量。2）程序化广告：中长尾媒体ROI提升，规模呈现飞轮增长，关注易点天下、汇量科技。
- **影视及AI视频：**电影院线格局稳定，暑期档有所回暖同比增长4.4%；短剧出海进入利润释放阶段（中文在线、昆仑万维）；AI长剧+边审边播模式突破（芒果超媒）；版权服务卖铲人阜博收入加速，AI视频制作产生规模化收入。
- **出版：**26H1国有出版集团经营整体分化，地方国有出版集团负债表质量较好，有持续分红能力（中文传媒、皖新传媒、中南传媒）
- **风险提示：**内容和互联网监管边际趋严风险；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。

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 传媒及港股互联网总结
2. 互联网云：AI Capex进一步提速，云商业化开始验证
3. 大模型：国产模型商业化提速，API收入占比提升
4. 游戏：多端化/出海结构性高景气，26H2-27储备丰富
5. 广告：大盘承压，程序化广告飞轮增长
6. 新消费：不同经营周期表现分化
7. 影视及AI视频：AI短剧利润释放，版权服务卖铲人加速

. 出版：国有出版分化，地方出版高分红

仅供内部参考，请勿外传

1.1 A股传媒：游戏最为亮眼，其余子行业平淡

- SW传媒26Q2收入同比增速-0.1%，归母净利同比增速22.1%。其中游戏营收yoy+19.7%，归母净利润yoy+74.3%，利润率24%，为近年来最好水平。出版近8个季度收入下滑但利润率有改善。出版Q2利润率提升，低毛利的物资贸易业务收缩。

指标	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
SW传媒																		
营收	1186.9	1192.5	1251.5	1396.8	1190.5	1308.0	1133.9	1448.2	1194.7	1253.4	1214.0	1402.9	1257.6	1289.4	1325.8	1460.2	1303.4	1300.4
营收yoy	(4.1)	(12.0)	(3.8)	(5.4)	0.7	10.5	8.0	5.6	4.3	0.3	(3.4)	(1.7)	5.7	2.6	8.2	2.5	2.9	(0.1)
归母净利	94.4	126.4	69.1	(160.8)	113.9	144.1	85.8	2.7	79.2	88.6	65.1	(48.0)	110.8	107.0	103.3	(49.8)	109.4	131.2
归母净利yoy	(18.2)	(31.4)	(36.8)	(935.0)	25.5	16.0	40.4	100.2	(29.7)	(32.2)	(37.6)	(357.8)	38.7	19.7	59.8	(4.4)	(1.4)	22.1
归母净利率（%）	8.0	10.6	5.5	(11.5)	9.6	11.0	7.6	0.2	6.6	7.1	5.4	(3.4)	8.8	8.3	7.8	(3.4)	8.4	10.1
SW游戏Ⅱ																		
营收	224.6	213.5	201.0	226.9	209.7	225.2	214.0	220.8	219.8	225.9	236.1	252.6	267.2	277.3	303.6	301.1	321.6	332.0
营收yoy	3.1	3.7	(7.2)	5.6	(5.0)	6.6	8.8	(0.0)	7.0	3.8	6.3	14.9	21.9	22.4	28.6	19.2	20.3	19.7
归母净利	42.6	35.5	17.4	(102.8)	36.4	31.9	37.1	(20.5)	23.4	22.6	27.3	(30.8)	34.8	45.7	57.8	(1.5)	53.7	79.7
归母净利yoy	9.9	(32.9)	(47.8)	(167.2)	(5.0)	(4.0)	36.8	78.9	(38.2)	(32.0)	(21.7)	(51.6)	47.1	104.5	111.7	95.3	54.3	74.3
归母净利率（%）	18.9	16.6	8.6	(45.3)	17.4	14.2	17.3	(9.3)	10.6	10.0	11.6	(12.2)	13.0	16.5	19.0	(0.5)	16.7	24.0
SW出版																		
营收	308.2	360.2	348.4	432.6	327.3	368.7	338.8	432.6	323.0	376.8	314.0	419.5	310.2	330.5	298.4	371.7	287.9	283.8
营收yoy	8.7	1.4	3.1	1.4	5.3	6.1	0.7	1.8	0.4	0.3	(6.7)	(5.1)	(4.2)	(12.9)	(5.4)	(10.5)	(7.2)	(14.2)
归母净利	29.9	54.7	35.3	43.8	34.8	58.6	34.5	67.3	25.8	46.5	21.9	34.0	34.5	49.6	24.7	23.8	29.3	39.3
归母净利yoy	(4.8)	(4.1)	(11.7)	(7.1)	15.1	7.9	21.9	61.8	(25.7)	(21.0)	(36.6)	(51.4)	32.9	5.7	12.4	(28.4)	(15.0)	(20.8)
归母净利率（%）	9.7	15.2	10.1	10.1	10.6	15.9	10.2	15.6	8.0	12.3	7.0	8.1	11.1	15.0	8.3	6.4	10.2	13.9
SW影视院线																		
营收	97.0	59.9	96.7	79.8	111.9	89.7	107.8	107.3	101.3	69.6	88.1	98.4	141.2	55.7	86.1	109.8	79.9	56.3
营收yoy	(14.4)	(43.0)	(1.7)	(34.9)	10.2	46.4	44.9	31.4	(7.9)	(16.9)	(18.7)	(6.1)	41.4	(21.7)	(2.3)	11.1	(43.4)	1.1
归母净利	3.7	(8.8)	0.7	(50.4)	10.1	6.6	12.3	(19.0)	13.4	(3.3)	(1.2)	(34.1)	23.7	(5.9)	0.9	(29.2)	1.2	(4.1)
归母净利yoy	(75.3)	(243.1)	(102.2)	(44.3)	183.5	160.4	660.8	59.9	32.3	(157.8)	(109.1)	(93.4)	75.9	(70.3)	174.2	14.0	(95.1)	30.1
归母净利率（%）	3.8	(14.7)	0.8	(63.2)	9.1	7.4	11.4	(17.7)	13.2	(4.8)	(1.3)	(34.6)	16.8	(10.6)	1.0	(26.6)	1.4	(7.3)
SW广告营销																		
营收	396.0	379.5	447.4	445.5	382.8	441.3	300.6	472.2	395.7	407.2	416.6	417.4	386.3	452.2	440.1	456.2	448.8	451.8
营收yoy	(10.3)	(21.3)	(8.5)	(6.9)	(2.1)	14.7	10.7	12.7	15.2	4.5	0.5	(5.3)	(1.0)	12.3	9.6	8.9	17.0	(0.0)
归母净利	8.1	32.4	6.1	(54.0)	20.6	31.0	(3.9)	(27.1)	13.8	17.4	14.3	(9.3)	15.0	14.8	16.1	(28.5)	22.3	14.6
归母净利yoy	(47.8)	(21.3)	(63.3)	(787.4)	131.5	(9.0)	22.0	48.2	(16.0)	0.4	(10.3)	35.0	12.2	(14.3)	13.9	(204.9)	51.0	(3.4)
归母净利率（%）	2.0	8.5	1.4	(12.1)	5.4	7.0	(1.3)	(5.7)	3.5	4.3	3.4	(2.2)	3.9	3.3	3.6	(6.2)	5.0	3.2
SW数字媒体																		
营收	60.7	73.1	46.6	79.4	56.4	67.7	68.7	88.7	58.1	66.3	60.1	80.2	55.4	64.0	77.6	96.9	63.8	71.4
营收yoy	(15.5)	(3.2)	(3.1)	0.5	4.8	5.6	1.5	17.1	2.3	(3.0)	(13.3)	(8.6)	(4.6)	(3.6)	7.6	14.3	6.7	5.1
归母净利	4.9	9.7	7.4	6.8	7.4	10.0	7.0	23.1	3.9	6.7	4.4	2.1	3.7	4.0	3.4	4.9	4.5	0.3
归母净利yoy	(46.0)	12.0	(14.1)	14.7	44.3	2.3	(3.8)	259.6	(47.8)	(33.5)	(37.6)	(91.0)	(4.5)	(40.4)	(28.0)	135.1	20.4	(95.2)
归母净利率（%）	8.1	13.3	15.9	8.6	13.1	14.8	10.1	26.0	6.7	10.1	7.3	2.6	6.6	6.3	4.3	5.0	7.0	0.4
SW电视广播Ⅱ																		
营收（亿）	100.5	106.3	111.4	132.7	102.6	115.3	104.1	126.6	96.9	107.5	99.1	134.8	97.3	109.6	119.9	124.5	101.5	105.1
营收yoy（%）	.	(.)	.	(.)	.	.	(.)	(.)	(.)	(.)	(.)	.	(.)	(.)	.	(.)	(.)	(.)
归母净利（亿）	.	.	.	(.)	.	.	(.)	(.)	(.)	(.)	(.)	(.)	(.)	(.)	.	(.)	(.)	.
归母净利yoy（%）	34.9	(79.8)	(28.6)	(136.3)	(14.0)	37.2	(198.0)	(401.9)	(147.7)	(126.5)	(82.9)	40.9	(70.1)	(70.0)	95.7	(116.0)	(215.9)	215.8
归母净利率（%）	5.3	2.8	2.0	(3.1)	4.4	5.2	(1.2)	(16.7)	(1.1)	(1.2)	(1.6)	(7.3)	(0.9)	(1.1)	0.5	(15.6)	(1.5)	1.4

仅供内部参考，请勿外传

1.2 港股互联网：部分泛娱乐和健康增速亮眼，即时零售部分业绩改善

收入增速来看：泛娱乐标的增速平稳，优质企业韧性较强，前期高增长赛道增速回归常态

- **泛娱乐和潮玩：腾讯（游戏和微信变现）、网易（游戏）、美图（有悦己消费属性的工具）**收入增速相对平稳；其余多数非游戏泛娱乐企业近季度收入增长降速或下滑；主要受内需承压+行业竞争加剧双重压制；泡泡26H1增速24%但产品周期影响增速回落明显。
- **电商&出行：电商受内需影响低增速**；美团复苏继续体现26Q2增长14%。
- **消费电子：**国补高基数、存储成本压力等，行业需求疲软。
- **互联网医疗：**京东健康仍具备双位数增长，但增速也有回落。

港股互联网重点公司营业收入同比增速

子行业	公司	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
媒体与内容	腾讯控股	11%	11%	10%	7%	6%	8%	8%	11%	13%	15%	15%	13%	9%	11%
	网易	6%	4%	12%	7%	7%	6%	-4%	-1%	7%	9%	8%	3%	6%	8%
	腾讯音乐	5%	6%	-11%	-7%	-3%	-2%	7%	8%	9%	18%	21%	16%	7%	6%
	快手	20%	28%	21%	15%	17%	12%	11%	9%	11%	13%	14%	12%	3%	1%
	哔哩哔哩	0%	8%	0%	3%	12%	16%	26%	22%	24%	20%	5%	8%	7%	8%
	百度	10%	15%	6%	6%	1%	0%	-3%	-2%	3%	-4%	-7%	-4%	-1%	-4%
	美图公司		30%		29%		29%		20%		12%		18%		22%
	泡泡玛特		19%		54%		62%		143%		204%		174%		24%
	阅文		-20%		5%		28%		5%		-24%		6%		11%
	大麦		-26%		43%		43%		17%		51%		33%		9%
	心动		10%		-11%		27%		71%		39%		-4%		7%
	猫眼		84%		127%		-1%		-25%		14%		13%		-28%
消费电子	小米	-19%	-4%	1%	11%	27%	32%	30%	49%	47%	30%	22%	7%	-11%	-6%
电商	阿里巴巴	2%	14%	9%	5%	7%	4%	5%	8%	7%	2%	5%	2%	3%	9%
	京东	1%	8%	2%	4%	7%	1%	5%	13%	16%	22%	15%	2%	5%	-3%
	拼多多	58%	66%	94%	123%	131%	86%	44%	24%	10%	7%	9%	12%	11%	8%
	美团	27%	33%	22%	23%	25%	21%	22%	20%	18%	12%	2%	4%	5%	14%
互联网+出行	满帮	28%	23%	25%	25%	33%	34%	34%	32%	19%	17%	11%	1%	5%	4%
互联网医疗	京东健康		%		%		%		%		%		%		
	阿里健康		36%		13%		-8%		10%		16%		17%		8%

资料来源：彭博，申万宏源研究

注：京东健康、阿里健康、美图、泡泡玛特、阅文、大麦、心动、猫眼为半年增速

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 传媒及港股互联网总结
2. 互联网云：AI Capex进一步提速，云商业化开始验证
3. 大模型：国产模型商业化提速，API收入占比提升
4. 游戏：多端化/出海结构性高景气，26H2-27储备丰富
5. 广告：大盘承压，程序化广告飞轮增长
6. 新消费：不同经营周期表现分化
7. 影视及AI视频：AI短剧利润释放，版权服务卖铲人加速

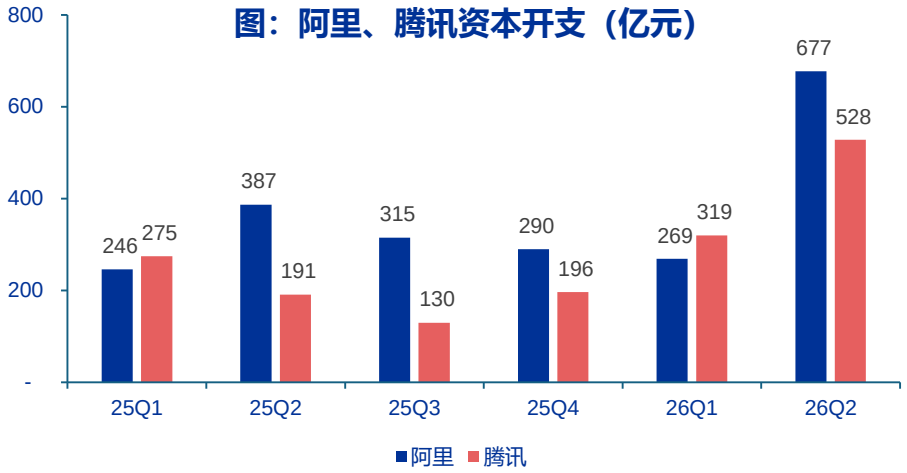
. 出版：国有出版分化，地方出版高分红

仅供内部参考，请勿外传

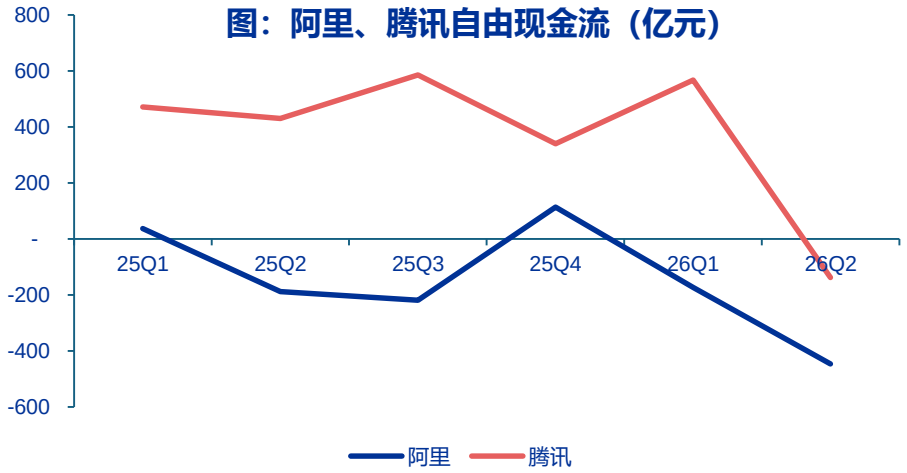
2.1 AI Capex进一步提速，市场关注点从投入规模转向回报确定性

- **26H1阿里、腾讯AI资本开支进一步提速，Q2投入均超预期；但单纯的Capex上修已经不是估值催化。**一方面，高投入正在直接压制现金流和短期利润；另一方面，随着AI商业化进入规模化阶段，已经能够用云收入增速、Token收入、付费用户和利润率等指标检验投资效果。
- **AI Capex ROI：GPU云提供回报下限，MaaS提升单位算力价值，AI应用决定长期上限。**

图：阿里、腾讯资本开支（亿元）



图：阿里、腾讯自由现金流（亿元）



厂商路线分化：

- **阿里：Cloud-first，全栈商业化。**从芯片/异构算力→通义模型→MaaS→Agent，优先获取企业AI基础设施和Token需求，AI正在成为云收入再加速的核心变量。26Q2业绩电话会表示，按照阿里云目前AI产品的平均毛利水平，AI算力的投入可以在3年之内回本，随着AI产品毛利率的提升，这个回报周期还可能往2.5年回本的方向去推进。
- **腾讯：Application-first，云作为算力变现的下行保护。**现阶段算力优先用于Hy、WorkBuddy、微信AI等自有模型与应用，而非最大化腾讯云短期收入。

仅供内部参考，请勿外传

2.2 商业化验证开始出现：云侧收入+利润率双升，应用侧Agent开始验证用户与付费

云侧：AI驱动云收入快速增长，同时利润率扩张

- **AI算力需求维持高景气：**阿里云收入增长持续加速，26Q2已经达到45%；腾讯云在算力受限状态下，Q2收入增长加速至20%+。
- **产品结构改善和规模效应带动利润率提升：**阿里云调整后EBITA利润率重回双位数，金山云首次实现GAAP口径OP转正。

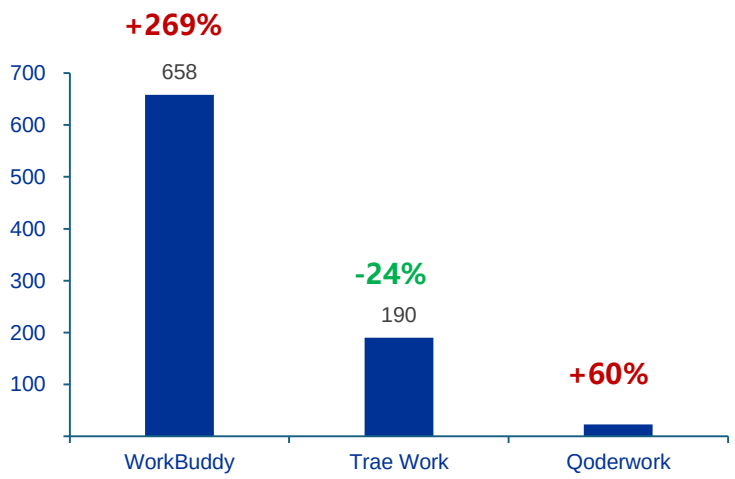
应用侧：26H1最大的新增方向是办公Agent，开始从用户走向Token/订阅商业化

- **腾讯率先验证办公Agent用户与商业化：**WorkBuddy在Q2用户快速起量，并已通过“订阅+Token”实现变现；管理层表示，付费用户已经有比较好的毛利率。
- **产品验证推动头部厂商加速跟进：**阿里、字节等互联网厂商均在加快组织、模型与产品整合，竞争重点从通用AI助手进一步转向办公Agent及企业工作流入口

收入增速	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26H1收入（亿元）
阿里云	18%	26%	34%	36%	38%	45%	901
其中：AI收入	三位数同比增长						
百度云			33%		79%	50%	161
其中：GPU云			128%	143%	184%	283%	
金山云	11%	24%	31%	24%	37%	31%	58
其中：AI收入	228%	> 120%	120%	95%	90%	82%	
腾讯云	回到teens	teens	teens	加速	20%	low-20s	

利润率	口径	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
阿里云	调整后EBITA Margin	8.0%	8.8%	9.0%	9.0%	9.1%	11.6%
金山云	调整后OP Margin	-.%	-.%	.%	.%	-.%	.%

图：QM数据办公类AgentPC客户端月活跃用户规模（万）以及4-7月用户增速（%）



资料来源：各公司财报，QM数据（贵士移动数据），申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 传媒及港股互联网总结
2. 互联网云：AI Capex进一步提速，云商业化开始验证
3. 大模型：国产模型商业化提速，API收入占比提升
4. 游戏：多端化/出海结构性高景气，26H2-27储备丰富
5. 广告：大盘承压，程序化广告飞轮增长
6. 新消费：不同经营周期表现分化
7. 影视及AI视频：AI短剧利润释放，版权服务卖铲人加速

. 出版：国有出版分化，地方出版高分红

仅供内部参考，请勿外传

3.1 模型：10月Anthropic上市为催化节点

模型厂收入及ARR仍处于快速放量阶段，尚未切换至利润定价

- 海外头部ARR合计已超千亿。
- 国内智谱等ARR增速曲线或比同期海外大厂更为陡峭，但规模增长尚未转化为经营杠杆。
  （智谱3月3E，7月10E，8月16E，目标26年全年ARR 24E美元）
  （Minimax 2月1.5E，4月3E+，8月8E，目标26年全年ARR 10E美元）

增量API毛利率可达80%+，预期未来模型厂亏损会逐步收窄

- 当前估值相对远期且差异化较大，国内PS定价多以27年ARR为主（因规模化晚于海外）

图：主要模型公司最新财务数据梳理

模型公司	单位	营业收入		毛利率		经调整利润		最新市值（估值）	ARR	P/ARR
		2025	1H26	2025	1H26	2025	1H26			
Anthropic	亿美元		162.3 (Q1 47.3 Q2 115)	40%	63% (预计全年)		转正	9650亿美元 (5月28日)	**650亿美元 (7月底)**	15
OpenAI	亿美元	130.7	124 (Q1 57 Q2 67)		39% (Q1)	-385	Q1 -93 Q2 扩大亏损	8520亿美元 (3月31日)	**400亿美元 (7月底)**	21
Minimax	亿美元	0.79	1.17	25.4%	17.9%	-3.02	-3.21	158亿美元 (9月3日)	**8亿美元 (8月)**	20
智谱	亿人民币	7.24	9.54	41%	26.4%	-31.82	-19.64	658亿美元 (9月3日)	**16亿美元 (8月)**	41
Deepseek	亿人民币		4.75 (前七个月)		44.6% (前七个月)	-9.35	-7.15 (前七个月)	740亿美元 (8月27日)	**5亿美元 (7月)**	148
KIMI	亿人民币							500亿美元 (9月)	**3亿美元 (6月)**	167

仅供内部参考，请勿外传

3.2 模型：参数规模继续上行，定价分层更为显著

前沿模型竞争多维化（总参、后训练、CoT、Harness等），同时API定价有一定下行趋势

- **总参数继续向万亿级扩张：**当前国产旗舰已覆盖428B至2.8T，并且多为稀疏路线；
- **国产开源模型能力加速接近海外前沿，**AA指数中Kimi K3、GLM-5.3和Qwen3.8-Max分别达到59.7、59.5和57.7，与GPT-6 Astra的61.2差距收窄；
- **定价下行且更关注单任务成本（导致模型分层定价趋势）：**海外前沿模型输入、输出价格集中在10美元、50美元，对应AA智能指数60以上，而智谱、Kimi等为国内开源模型虽智能指数位于二线但价格优势显著（十分之一定价）。

图：主要模型公司最新模型数据梳理

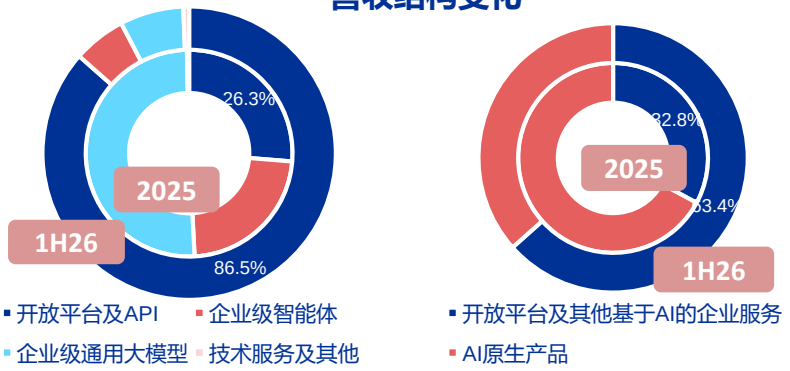
模型公司	当前前沿模型			定价				下一代模型	备注
	模型名	参数量	AA智能指数	单位	输入价	缓存命中	输出价		
Anthropic	Claude Fable 5.1		65.7	USD	10	0.25	50		
OpenAI	GPT-6 Astra		61.2	USD	10	1	50		260903发布GPT6
MiniMax	MiniMax-M3	约428B总参数 / 23B激活	45.4	USD	0.3	0.06	1.2	M3.1 / M3 Pro	M3 Pro预计约3T参数，强化RL和长程任务，预计9月
智谱	GLM-5.3	约745B总参数 / 40B激活	59.5	USD	1.4	0.26	4.4	GLM5.5	
DeepSeek	DeepSeek-V4-Pro-0813	1.6T总参数 / 49B激活	53.2	USD	0.66 / 1.32（峰时 / 闲时）	0.022 / 0.044（峰时 / 闲时）	1.98 / 3.96（峰时 / 闲时）		
Kimi	Kimi K3	2.8T总参数 / 104B激活	59.7	USD	3	0.3	15	K4	
阿里	Qwen3.8-Max-0902		57.7	USD	2	0.20显式 / 0.40隐式	6	Qwen4	预计Q4
腾讯	Hy4-preview	770B总参数 / 49B激活		USD	0.834	0.042	2.501	Hy4正式版	预计Q4

仅供内部参考，请勿外传

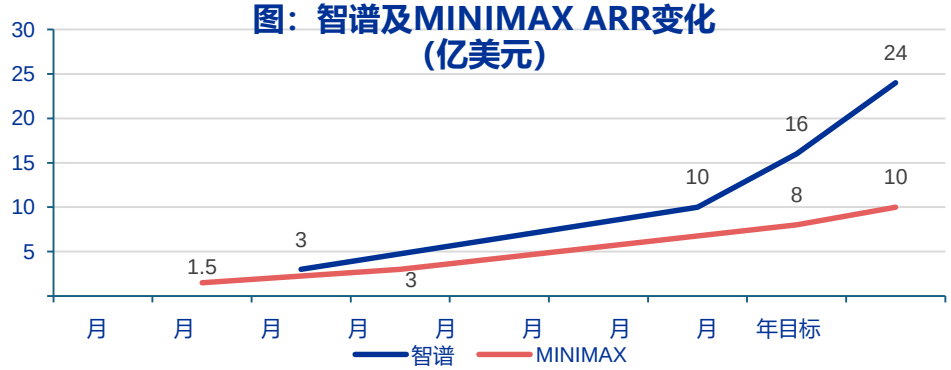
3.3 MINIMAX/Z.ai：商业化提速，API收入占比提升

- **MINIMAX：8月ARR 8亿美元超预期，2B端贡献占比超80%，26年目标10亿美元**
  - 26H1收入1.17 亿美元、YoY+283%；MaaS收入7390万美元、YoY +703%，占比由2025年的33%升至26H1的63%；
  - 算力自建集群为主+外采(储备5-10T模型训练），160 亿港币配售已完成、账上现金超30亿美元，随优化预期H2毛利率持续改善
  - H1发布M2.5、M2.7及M3，7月上线并开源H3（开始贡献增量）；H2模型管线M3.1/M3pro（3T参数）/H3.1（多模态)。
- **智谱：8月ARR 16亿美元，26年目标24亿美元**
  - 1H26收入9.54亿元，YoY+399.7%；Maas收入8.25亿元，占比由26.3%升至86.5%，API毛利率24.6%。
  - 毛利率未来12-18个月目标做到50%+（受益推理优化），R&D H2继续增加且capex>H1，训练持续scaling。
  - H1发布GLM-5、5.1及5.2，8月推出5.3及5.3 Flash（推理全部使用国产卡集群）；H2模型管线GLM 5.5（大参数)。

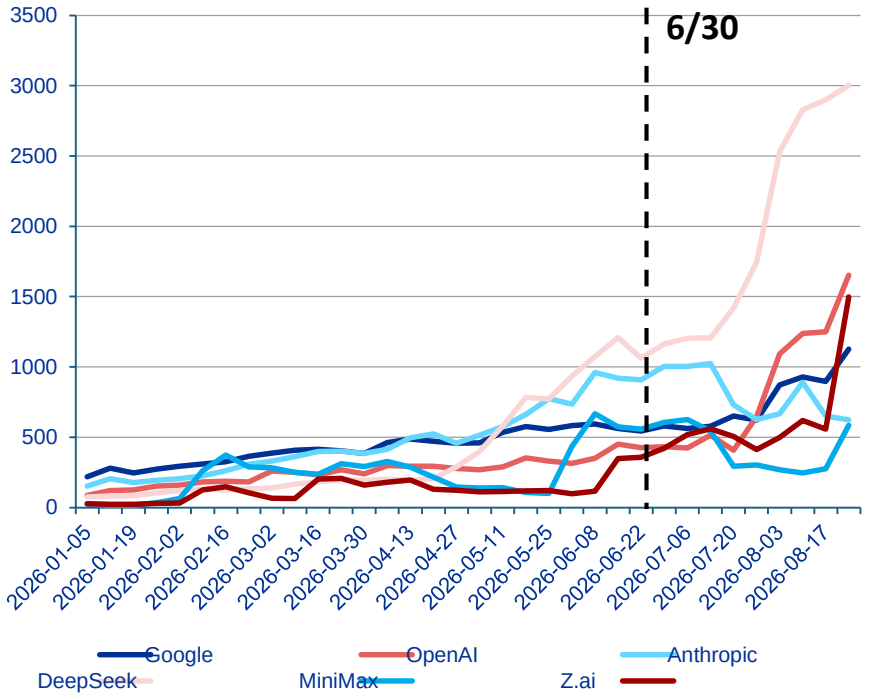
图：智谱（左）/MINIMAX（右）营收结构变化



图：智谱及MINIMAX ARR变化（亿美元）



图：OpenRouter主要模型厂商周度日均Token使用量（单位：十亿）



仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 传媒及港股互联网总结
2. 互联网云：AI Capex进一步提速，云商业化开始验证
3. 大模型：国产模型商业化提速，API收入占比提升
4. 游戏：多端化/出海结构性高景气，26H2-27储备丰富
5. 广告：大盘承压，程序化广告飞轮增长
6. 新消费：不同经营周期表现分化
7. 影视及AI视频：AI短剧利润释放，版权服务卖铲人加速

. 出版：国有出版分化，地方出版高分红

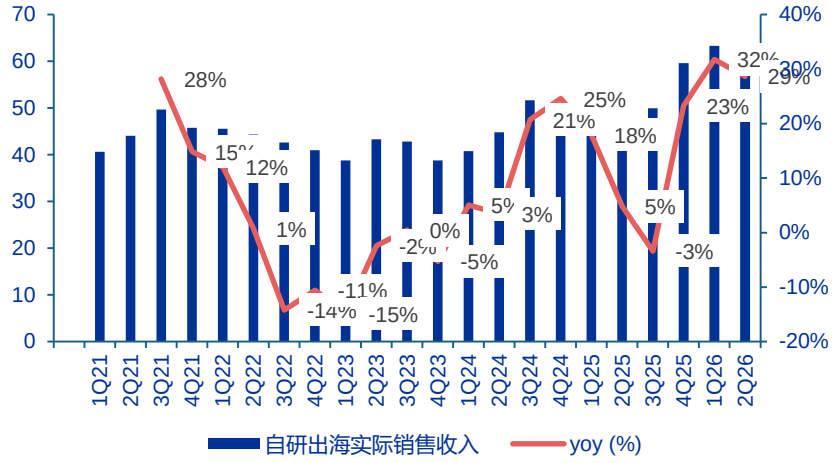
仅供内部参考，请勿外传

4.1 游戏：出海/端游规模高增，景气上行

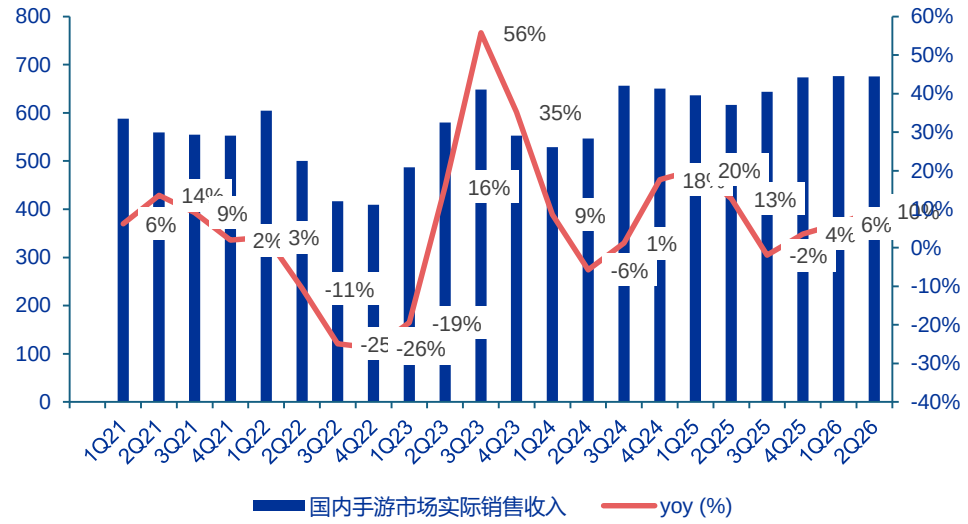
多端化景气产业趋势逻辑继续验证

- 根据伽马数据，端游26H1同比+28%，出海26H1同比+30%，为H1景气度最突出两条主线。
- **原因：1）头部产品多端化成为常态，多端数据互通既扩大用户覆盖，也提升时长与付费深度；2）出海新打法（SLG+X）；3）监管宽松减少供给约束；4）品类创新拉动年轻用户需求（搜打撤）。**

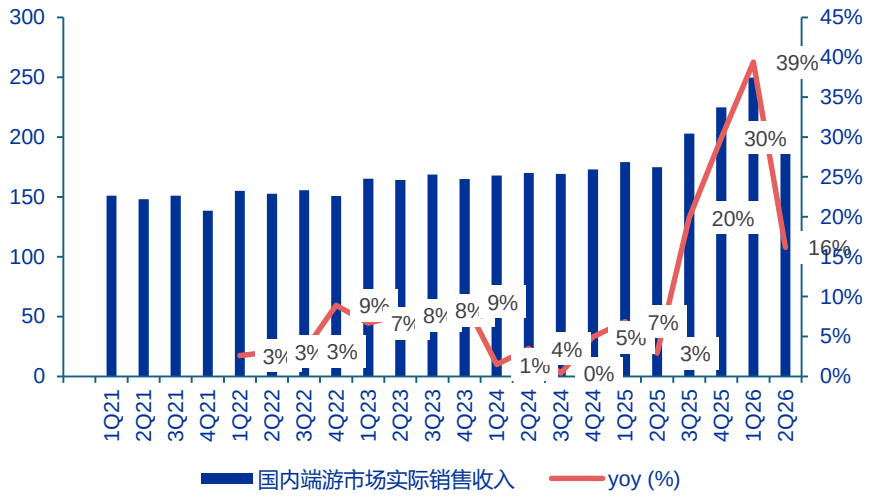
中国出海游戏市场规模及增速变化（亿美元，%）



中国手游市场规模及增速变化（亿元，%）



中国端游市场规模及增速变化（亿元，%）



资料来源：伽马数据，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

4.2 游戏：长青游戏持续验证，加大分红回购力度

同比口径下25H1多为高基数，增速有所下滑

- **腾讯/网易**长青游戏维稳，新品周期较去年同期《三角洲》《燕云》等较弱，整体增速有所下滑，Q4-27年有望迎来新一轮大单品；
- **二梯队中，Q2取得双位数以上增长的**有**世纪华通**《无尽冬日》再创新高+《Kingshot》出海手游前三；**巨人网络**《超自然》维持高位，递延持续贡献增量；**心动**《心动小镇》海外上线贡献增量，《火炬》运营稳健；**恺英网络**并表《烈焰觉醒》流水稳定，利润爬坡；**吉比特**《问道手游》企稳、《杖剑》海外超预期；另外，**完美世界**《异环》单赛季约6亿流水，Q3前期递延+投放减少进入利润回收期。**三七互娱、神州泰岳**由于老产品进入稳定期且上半年新品较少，收入有所下滑，正在等待拐点（泰岳为AI云放量）。

股东回报意愿强，分红率有吸引力，低位不断回购/增持彰显长期发展信心

- **分红率上，1H26巨人**（70.65%）、**三七**（扣非分红67%）、**吉比特**（65.7%），**股东回报意愿强。**
- **恺英**2月回购1.5亿元；**心动**26年已累计回购6.93亿港元（已全部注销）。

图：主要游戏公司2022-2026季度收入同比增速（%）

第二次版号暂停、进入严监管阶段 | 监管反转、供给逐步恢复 | 支持鼓励游戏，版号不断新高

游戏公司	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
腾讯	0%	0%	-3%	-2%	9%	4%	4%	-2%	-1%	6%	9%	14%	17%	16%	16%	14%	4%	8%
网易	15%	34%	18%	10%	16%	-4%	16%	10%	7%	7%	-4%	2%	12%	14%	12%	3%	7%	10%
心动公司		8%		37%		2%		-29%		29%		107%		39%		-11%		12%
三七互娱	7%	8%	-22%	15%	-8%	0%	19%	-5%	26%	12%	-4%	-9%	-11%	-5%	-3%	-15%	-12%	-16%
吉比特	10%	1%	20%	18%	-7%	-6%	-27%	-34%	-19%	-14%	-10%	0%	22%	34%	129%	96%	63%	36%
完美世界	-5%	-9%	-29%	10%	-11%	42%	-3%	-19%	-30%	-44%	-24%	-6%	52%	17%	31%	-17%	-42%	-5%
巨人网络	2%	3%	0%	-20%	-13%	94%	62%	41%	37%	-22%	-4%	7%	4%	28%	116%	138%	222%	152%
恺英网络	130%	82%	23%	24%	-7%	4%	29%	41%	37%	22%	30%	-6%	3%	-2%	9%	5%	64%	110%
神州泰岳	4%	6%	16%	17%	22%	32%	21%	22%	23%	9%	5%	1%	-11%	-13%	-5%	-10%	6%	35%
世纪华通	-12%	-12%	-23%	-30%	-14%	3%	39%	50%	41%	66%	67%	103%	91%	81%	60%	51%	35%	23%
掌趣科技	-7%	-32%	-17%	-9%	-25%	-33%	-17%	4%	4%	0%	-26%	-39%	-37%	-8%	-4%	2%	14%	-24%
游族网络	-42%	-42%	-41%	-25%	-13%	-22%	-24%	-14%	-29%	-1%	-11%	-2%	7%	-10%	12%	-12%	-1%	4%
汤姆猫	-6%	-8%	-16%	-31%	-26%	-11%	-17%	-14%	-13%	-20%	-14%	-14%	-17%	-22%	-20%	-16%	-3%	-3%
冰川网络	327%	221%	335%	321%	44%	107%	67%	-16%	-19%	-8%	8%	20%	17%	-7%	-20%	-16%	-5%	-6%
国内手游	3%	-11%	-25%	-26%	-19%	16%	56%	35%	9%	-6%	1%	18%	20%	13%	-2%	4%	6%	10%
国内端游	3%	3%	3%	9%	7%	8%	8%	9%	1%	4%	0%	5%	7%	3%	20%	30%	39%	16%
出海游戏	%	%	-%	-%	-%	-%	%	-%	%	%	%	%	%	-%	%	%	%	%

资料来源：各公司财报，申万宏源研究 注：腾讯取本土+海外游戏收入增速，网易、心动公司取游戏收入，其余公司取整体收入增速；除心动公司为半年度增速外均为季度增速

仅供内部参考，请勿外传

4.2 游戏：长青游戏持续验证，加大分红回购力度

- **环比口径在有季节性影响的前提下，长青产品仍有优秀表现**
  - **腾网**Q2环比季节性小幅回落，腾讯Q1《洛克王国》有一定拉动，网易《燕云》海外版Q1。
  - **二梯队Q2环比增长超过15%的完美**（《异环》）、**心动**（《心动小镇》海外）、**恺英**（《烈焰觉醒》并表）等在新品驱动下有alpha体现。

图：主要游戏公司2022-2026季度收入环比增速（%）

第二次版号暂停、进入严监管阶段 | 监管反转、供给逐步恢复 | 支持鼓励游戏，版号不断新高

游戏公司	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
腾讯	1%	-1%	1%	-3%	13%	-6%	2%	-9%	14%	0%	5%	-4%	17%	-1%	5%	-6%	7%	2%
网易	-1%	13%	-4%	2%	5%	-6%	16%	-4%	3%	-7%	4%	2%	13%	-5%	2%	-6%	17%	-3%
心动公司		16%		18%		-13%		-18%		58%		31%		6%		-17%		34%
三七互娱	0%	-2%	-10%	32%	-20%	6%	7%	5%	5%	-6%	-8%	0%	3%	0%	-6%	-12%	6%	-4%
吉比特	8%	4%	3%	1%	-14%	5%	-20%	-8%	6%	11%	-17%	2%	29%	22%	42%	-13%	7%	2%
完美世界	20%	-16%	0%	10%	-3%	34%	-32%	-8%	-17%	8%	-8%	14%	35%	-18%	3%	-28%	-6%	35%
巨人网络	0%	-17%	5%	-9%	9%	84%	-12%	-20%	6%	5%	8%	-11%	3%	30%	82%	-2%	39%	1%
恺英网络	42%	-5%	-17%	10%	6%	7%	3%	20%	3%	-5%	10%	-13%	14%	-9%	22%	-17%	78%	16%
神州泰岳	-26%	10%	6%	36%	-23%	19%	-3%	37%	-22%	5%	-7%	33%	-32%	3%	2%	27%	-20%	31%
世纪华通	5%	-17%	-8%	-13%	30%	0%	23%	-6%	22%	18%	25%	13%	15%	11%	11%	7%	3%	1%
掌趣科技	12%	-3%	-6%	-11%	-8%	-14%	16%	12%	-8%	-17%	-14%	-8%	-4%	21%	-10%	-3%	8%	-19%
游族网络	-21%	-12%	-9%	19%	-9%	-22%	-10%	34%	-25%	9%	-19%	48%	-18%	-9%	1%	16%	-8%	-3%
汤姆猫	-14%	-16%	5%	-8%	-9%	2%	-2%	-6%	-7%	-6%	5%	-6%	-10%	-12%	8%	-2%	4%	-12%
冰川网络	154%	-29%	27%	84%	-13%	2%	2%	-7%	-16%	15%	20%	4%	-19%	-8%	3%	9%	-8%	-8%
国内手游	9%	-17%	-17%	-2%	19%	19%	12%	-15%	-4%	3%	20%	-1%	-2%	-3%	4%	5%	0%	0%
国内端游	12%	-2%	2%	-3%	10%	-1%	3%	-2%	2%	1%	0%	2%	4%	-2%	16%	11%	11%	-19%
出海游戏	-%	-%	-%	-%	-%	%	-%	-%	%	%	%	-%	-%	-%	%	%	%	-%

资料来源：各公司财报，申万宏源研究 注：腾讯取本土+海外游戏收入增速，网易、心动公司取游戏收入，其余公司取整体收入增速；除心动公司为半年度增速外均为季度增速

仅供内部参考，请勿外传

4.2 游戏：长青游戏持续验证，加大分红回购力度

Q2利润率整体高位，主要受产品阶段影响

- **腾讯**利润率高位基本稳定，**网易**投资损益计入经调口径，利润率环比下滑。
- **巨人、华通、吉比特**Q2收入同环比扩张的同时利润率提升，老产品ROI控制优异以及新品上行带来盈利；
- **心动**利润率同环比小幅下滑受《心动小镇》等游戏海外上线分成及投流费用影响。
- **三七互娱**Q2利润率同环比下滑由于部分存量老游戏（海外占比较大）投流回报走低，新品尚在爬坡期；
- **完美世界**利润率同环比下滑受《异环》4月上线初期收入与费用错配影响。

图：主要游戏公司2022-2026季度扣非净利率（%）

第二次版号暂停、进入严监管阶段 | 监管反转、供给逐步恢复 | 支持鼓励游戏，版号不断新高

游戏公司	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
腾讯	19%	21%	23%	20%	22%	25%	29%	28%	32%	36%	36%	32%	34%	34%	37%	33%	35%	33%
网易	22%	23%	31%	19%	30%	38%	32%	27%	32%	31%	29%	36%	39%	34%	33%	26%	37%	26%
心动公司		-21%		-8%		6%		-9%		11%		23%		26%		31%		24%
三七互娱	19%	22%	16%	14%	18%	11%	22%	9%	13%	15%	15%	17%	13%	20%	22%	17%	16%	11%
吉比特	27%	26%	25%	35%	25%	30%	19%	34%	21%	26%	18%	30%	24%	27%	29%	30%	28%	30%
完美世界	19%	14%	14%	-12%	11%	3%	10%	-15%	-12%	-5%	-16%	-58%	8%	9%	10%	7%	5%	-17%
巨人网络	60%	50%	52%	35%	52%	46%	52%	39%	58%	66%	49%	49%	50%	47%	40%	38%	44%	52%
恺英网络	23%	36%	30%	12%	30%	38%	34%	25%	32%	30%	35%	27%	38%	35%	39%	26%	25%	24%
神州泰岳	6%	14%	11%	7%	12%	16%	11%	15%	19%	21%	15%	16%	17%	19%	15%	7%	12%	11%
世纪华通	6%	8%	6%	-297%	11%	13%	12%	-22%	15%	10%	10%	-2%	17%	14%	17%	13%	18%	21%
掌趣科技	12%	22%	21%	-25%	25%	28%	2%	2%	22%	29%	25%	-56%	14%	14%	14%	-141%	-2%	-22%
游族网络	10%	-1%	5%	-72%	1%	-34%	6%	39%	7%	-3%	-1%	-46%	3%	1%	8%	-95%	13%	-8%
汤姆猫	39%	25%	26%	5%	30%	23%	3%	-336%	19%	3%	3%	-342%	0%	-15%	-6%	-491%	13%	10%
冰川网络	%	%	-%	%	%	-%	%	%	-%	-%	%	%	%	%	-%	-%	-%	

资料来源：各公司财报，申万宏源研究

注：腾讯网易心动公司取经调整净利润率，其余公司取扣非净利润率

仅供内部参考，请勿外传

4.2 游戏：长青游戏持续验证，加大分红回购力度

表：游戏重点公司产品储备pipeline

公司	新品名 / 代号	新品类型
巨人网络	《热血王朝：篮球》	体育竞技
	《五千年》	SLG
	《口袋斗蛐蛐》	休闲游戏
	《无尽修仙》	RPG
世纪华通	《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
	《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》	—
三七互娱	《梦回甄嬛传》	Q版古风休闲
	《代号LD》	生存题材SLG
	《小头盔大冒险》	Q版魔幻RPG
	《荒漠沙舟》	美式卡通生存SLG
	《代号YCSLG》	生存题材SLG
	《代号KGSLG》	中世纪题材SLG
	《代号KCZM》	三国题材SLG
	《代号MLRPG》	西方魔幻RPG
	《代号MRRPG》	Q版生存RPG
	《代号Hope》	生存题材二合
	《代号FMR》	真实足球卡牌SLG
	《代号Rise三消》	休闲益智三消
	《代号房车三消》	休闲益智三消
	《代号Nova二合》	休闲益智二合
	《斗罗大陆：零》	东方玄幻卡牌RPG
	《代号Match Catch》	休闲益智二合
	《代号FXCZB》	东方玄幻RPG
	《代号YPBY》	古风模拟经营
	《代号FX2》	东方玄幻放置RPG
	《斗罗大陆：启程》	东方玄幻RPG
	《代号K5》	生存题材SLG
	《代号Dream》	休闲益智三消
完美世界	《梦幻新诛仙：轻享》	轻度MMO
	《代号普洱》	二次元卡牌
	《代号MT1》	模拟经营卡牌
	《代号J1》	SLG
	《代号F》	休闲游戏
	《代号U1》	—
	《代号ZH》	—
	《代号Castle》	—
	《代号W1》	—
	《代号L》	—
吉比特	《九牧之野》	SLG
	《失落城堡2》	动作闯关Roguelike

公司	新品名 / 代号	新品类型
恺英网络	古怪的小鸡	轻度休闲
	古龙群侠录	高自由度开放探索RPG/手游
	开心小矿工	放置养成
	《斗罗大陆：诛邪传说》	IP改编RPG
	黑龙风暴	RPG
	蓝月纪元	RPG
	《代号：大富翁》	休闲竞技
	《代号：黑猫》	—
	纳萨力克：崛起	骨王IP开放世界
	《代号：希望》	IP改编MMORPG
	《代号：射雕》	IP改编RPG
	笑傲江湖：群侠传	RPG
	原始觉醒	RPG
	《奥特曼超次元激斗》	IP改编动作/卡牌
	钢铁苍穹	SLG
神州泰岳	《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AOO2》	模拟经营+SLG
冰川网络	《代号：合成》	休闲养成
	《代号：末日之旅》	休闲养成
	《代号：WEPK》	休闲竞技
	《代号：契约》	休闲竞技
心动公司	《仙境传说RO：守爱2》	MMORPG
	AI游戏	AI
	UE引擎的MOBA动作游戏	MOBA
网易	《无限大》	开放世界RPG
	《雾海之下》	搜打撤+moba
	《归唐》	3A 买断制单机
	《极限战场》	3A 射击
	《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
	《诡影藏锋》	中式志怪搜打撤

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
	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
	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-硬核大战场射击
	灰境行者	猎杀夺宝射击-微恐
	归环	二次元开放世界
	星际理想国	开放世界沙盒
	无境撤离	疑似搜打撤
	魔刻猎手	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
	追逐卡蕾多	二次元射击
	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-类守望多队占点
	代号突围	动作竞技
	代号二杠三	二次元动作
	代号CFBH	射击
	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UE5动作射击
	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
	A15项目	疑3D动作
	罗布乐思（中国）	UGC沙盒
	Future项目	/
	《穿越火线：潜伏》	叙事射击
	代号：RED	三国SLG
	代号：统帅	多文明SLG
	新三国：荣耀再起	SLG

注：标红项目为**26H2-27年**重点游戏管线
资料来源：游戏陀螺，游戏新知，申万宏源研究梳理

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 传媒及港股互联网总结
2. 互联网云：AI Capex进一步提速，云商业化开始验证
3. 大模型：国产模型商业化提速，API收入占比提升
4. 游戏：多端化/出海结构性高景气，26H2-27储备丰富
5. 广告：大盘承压，程序化广告飞轮增长
6. 新消费：不同经营周期表现分化
7. 影视及AI视频：AI短剧利润释放，版权服务卖铲人加速

. 出版：国有出版分化，地方出版高分红

仅供内部参考，请勿外传

5.1 广告：大盘承压，腾讯、哔哩增速跑赢

- **26H1，互联网广告大盘整体仍保持增长，但上市公司合计增速4%承压，内需+流量格局变化共同影响，是23年以来的增速历史低点。**
  - **从广告类型看，效果广告、品效合一的短视频类广告表现仍然好于整体大盘。部分电商广告平台如阿里CMR收入同比下降，唯品会、拼多多、快手增速降至5%以内。**
  - 腾讯、哔哩等时长仍有明显增长，ad load仍有提升空间的广告媒体增速较快，仍有20%以上增长，明显跑赢大盘。
  - 品牌广告整体承压，分众受宏观消费景气度影响，收入同比下滑。

表：1Q22-2Q26 主要广告公司广告收入同比增速（%）

公司	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
阿里巴巴	0%	-10%	-6%	-8%	-5%	10%	3%	0%	5%	2%	4%	11%	14%	10%	10%	1%	1%	-7%
京东	25%	9%	13%	11%	8%	9%	3%	-4%	1%	4%	6%	13%	16%	22%	24%	15%	19%	9%
唯品会	12%	0%	-2%	-1%	21%	25%	24%	21%	13%	5%	4%	4%	10%	12%	14%	8%	14%	2%
拼多多	29%	40%	59%	38%	50%	50%	39%	57%	56%	29%	24%	17%	15%	13%	8%	5%	2%	3%
美团	-34%	-41%	-33%	2%	24%	45%	31%	36%	29%	20%	23%	22%	18%	14%	5%	3%	3%	7%
腾讯	-18%	-18%	-5%	15%	17%	34%	20%	21%	26%	19%	17%	17%	20%	20%	21%	17%	20%	22%
快手	33%	10%	6%	14%	15%	30%	27%	21%	27%	22%	20%	13%	8%	13%	14%	15%	9%	4%
哔哩哔哩	46%	10%	16%	-5%	22%	36%	21%	28%	31%	29%	28%	24%	20%	20%	23%	27%	30%	28%
微博	6%	-20%	-20%	-23%	-10%	8%	2%	5%	-2%	-4%	-1%	-3%	1%	2%	-6%	0%	4%	-5%
百度(Ex IQ)	-4%	-10%	-4%	-5%	6%	15%	5%	6%	3%	-2%	-6%	-7%	-13%	-15%	-18%	-22%	-21%	-19%
爱奇艺	-30%	-35%	-25%	-7%	5%	25%	34%	6%	6%	-2%	-20%	-13%	-10%	-13%	-7%	-6%	-7%	-2%
合计					13%	26%	25%	27%	35%	24%	19%	15%	11%	9%	9%	7%	7%	4%
分众传媒	-18%	-49%	-34%	-44%	-12%	54%	25%	57%	6%	10%	4%	-7%	5%	1%	6%	5%	2%	-5%

资料来源：Wind，申万宏源研究

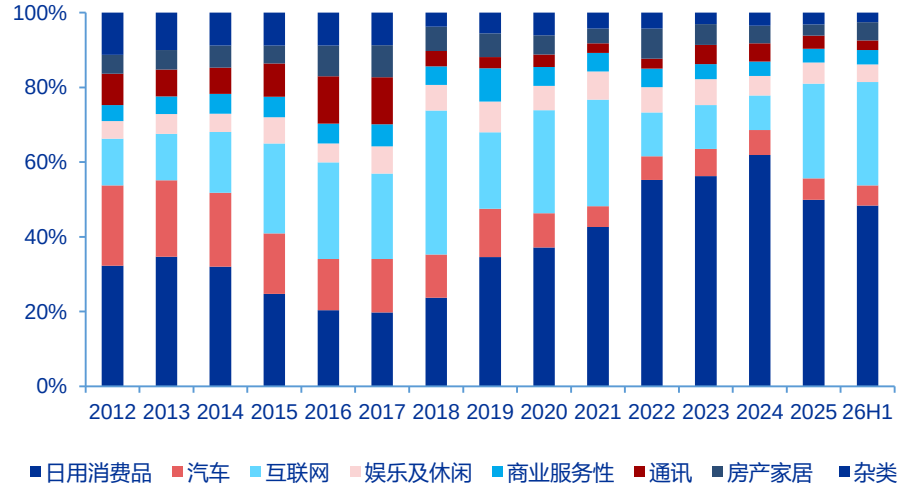
注1：阿里巴巴自3Q20调整客户管理收入口径，将原佣金收入纳入客户管理收入中，因此为保持口径一致，3Q20前客户管理收入也采用客户管理+佣金作为广告收入。注2：拼多多采用总收入为广告收入。注3：分众传媒收入采用营业总收入口径。

仅供内部参考，请勿外传

5.2 分众传媒：消费承压，成本费用优化明显，分红有保证

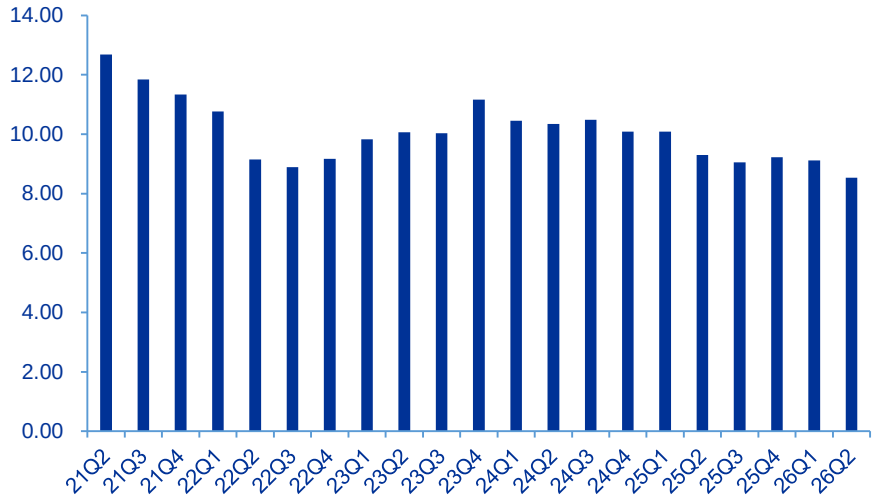
- **分众受宏观影响明显，上半年消费品广告主继续承压，下半年需要观察互联网投放情况。当前核心仍是消费恢复斜率+互联网H2投放强度。全年预计分红维持在较高水平。**
  - **消费需求仍弱，但降幅较Q1明显收窄；预计随着下半年基数逐步降低，消费广告同比降幅有望继续收窄。**
  - **互联网H1贡献增量，H2关注高基数压力。**上半年互联网仍保持正增长，Q1主要受大模型及闪购增投拉动，Q2前两个月基数低，估算6月下滑；H2互联网基数明显抬升同比承压，市场已有预期，同时腾讯WorkBuddy、字节Trae等AI应用增投或提供部分增量，关注互联网投放节奏。
  - **成本端，租金成本下降仍在持续，新潮并购虽尚未落地，但公司成本改善已经先行。**销售费用率连续两个季度同比下降，26Q2销售费用率17.8%，较25Q2的19.2%下降1.4pct。收入下行阶段利润韧性强于收入，经营杠杆持续改善。

图：2012-2026H1分众传媒广告主结构变化（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图：2Q21-2Q26 分众传媒单季度营业成本（亿元）



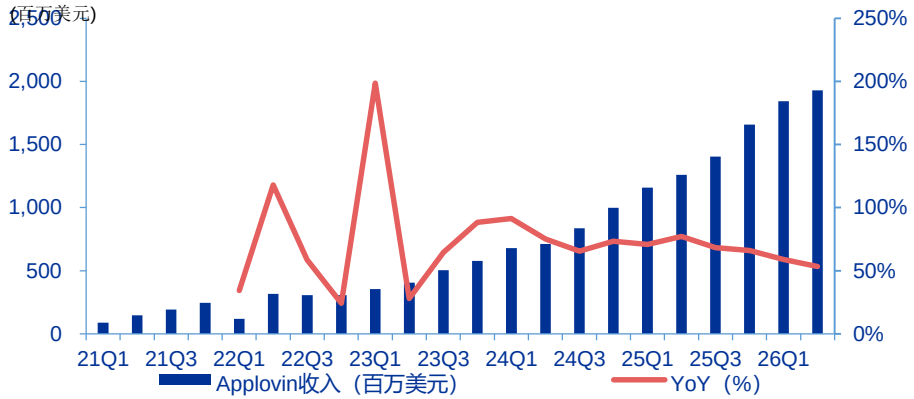
资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

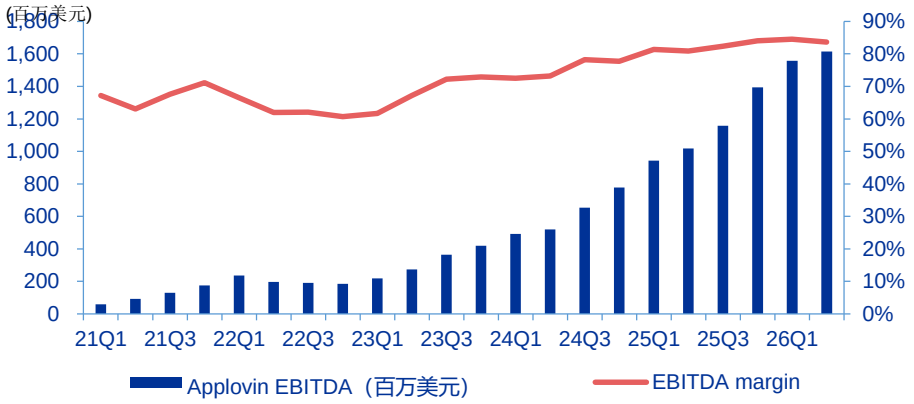
5.3 程序化广告：中长尾媒体ROI提升，规模呈现飞轮增长

- 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。

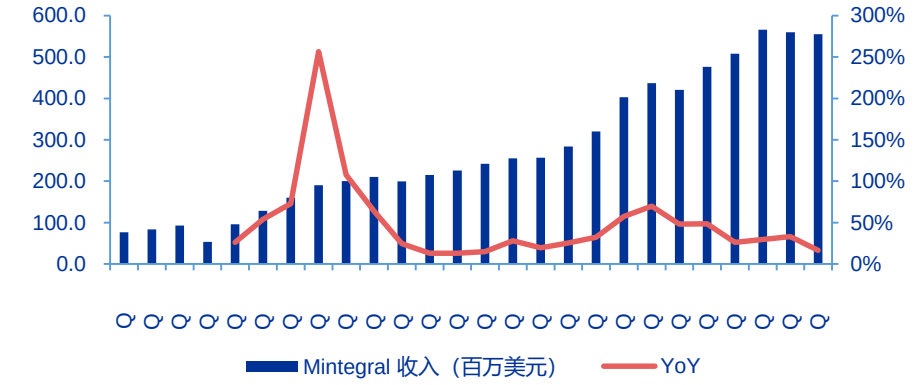
图表：Applovin收入及同比增速（百万美元，%）



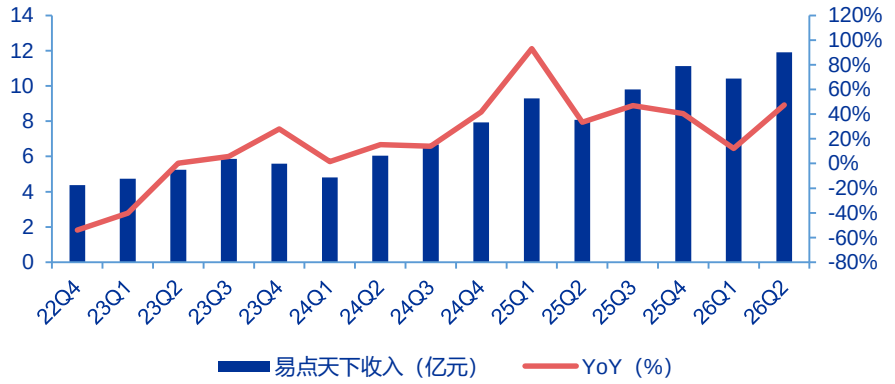
图表：Applovin EBITDA及EBITDA 利润率（百万美元，%）



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，%）



仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 传媒及港股互联网总结
2. 互联网云：AI Capex进一步提速，云商业化开始验证
3. 大模型：国产模型商业化提速，API收入占比提升
4. 游戏：多端化/出海结构性高景气，26H2-27储备丰富
5. 广告：大盘承压，程序化广告飞轮增长
6. 新消费：不同经营周期表现分化
7. 影视及AI视频：AI短剧利润释放，版权服务卖铲人加速

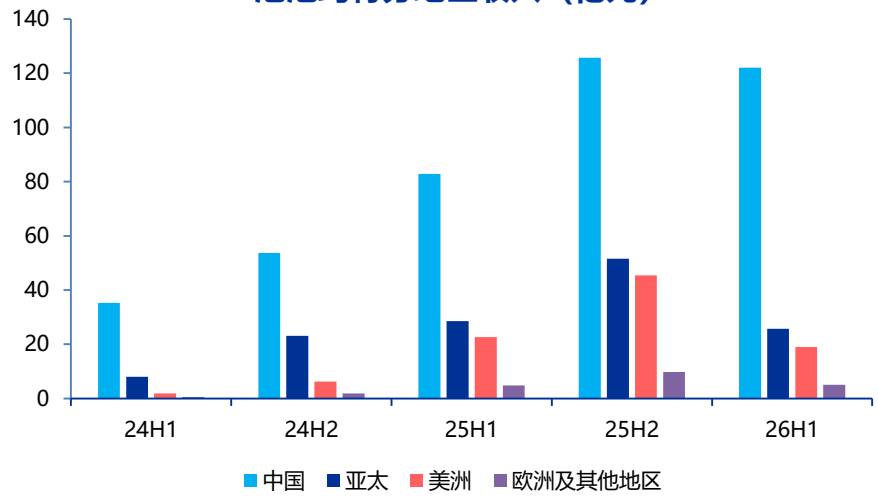
. 出版：国有出版分化，地方出版高分红

仅供内部参考，请勿外传

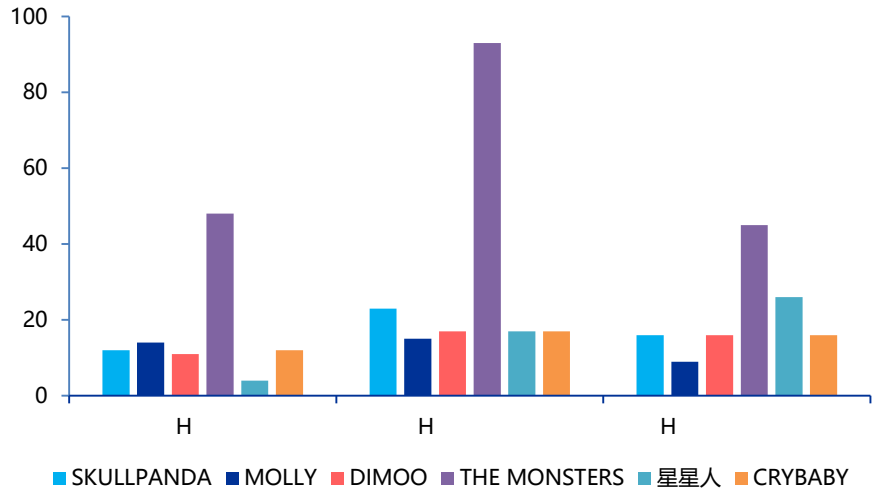
6.1 泡泡玛特：单IP波动逐步消化，关注H2海外经营调整

- **国内26H1表现出色，同店同比增长：**26H1收入122.0亿元，同比+47.3%。渠道：上半年积极推动产品接力+店铺优化置换，H2预计改造门店数量更多。1-5月客流双位数增长，6月受去年高基数影响客流持平微降，7-8月客流重回正增长；线上依然高增。
- **海外高基数下增速转负，进入经营调整期：**26H1收入49.72亿元，yoy-11.1%：美洲同比-16.5%、亚太同比-9.7%、欧洲及其他地区+5.9%。受Labubu热度回落，各地区线上下滑明显，同时海外规模效应减弱利润率承压。美洲市场核心痛点集中在销售预测偏差，目前公司着重优化销售预测模型。
- **IP视角：重点星星人爆发快，Labubu占比下降。**The Monsters同比-6%、星星人26亿，同比+550%、CRYBABY +33%、DIMOO +45%、SP +33%、小野+38%，受产品周期影响回落，年底至明年初将推出突破性全新设计。重点关注星星人IP出海表现。

泡泡玛特分地区收入（亿元）



泡泡玛特分IP收入变化（亿元）

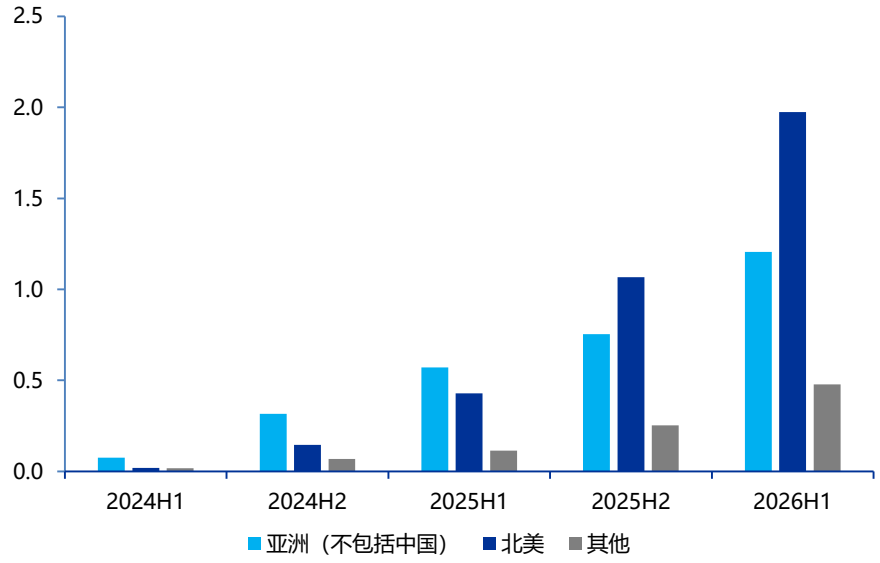


仅供内部参考，请勿外传

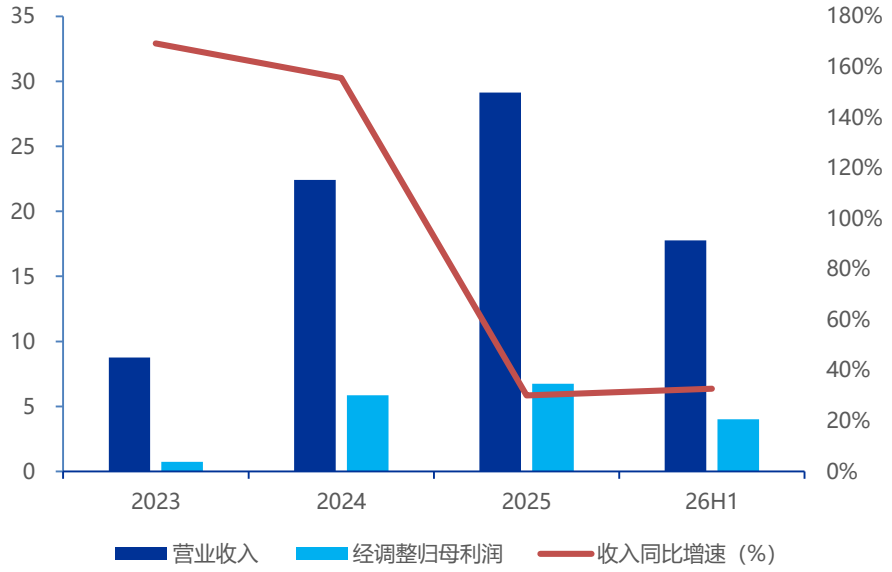
6.2 布鲁可：潮玩出海增速超预期，质价比玩具进军欧美

- **海外26H1超预期：**海外收入3.66亿元，同比+228.5%（预期收入增速翻倍左右）。其中：北美收入1.98亿，同比+361%，北美占海外收入比例54%且增速最快，北美渠道深度挖潜+漫威/星球大战等新IP注入；亚洲1.21亿，同比+111%，印尼等市场贡献突出；欧洲低基数下高增，圣斗士IP表现出色。
- **国内依靠高年龄层+积木车等新品类维持增速**：高年龄层（16岁以上）战略加速兑现，收入占比跃升至25%，下半年拓展收藏型产品线；积木车启动快，26H1收入占比10.4%，26H2-27年计划速度与激情+赛博朋克+品牌车等，原创车主推改装玩法。9.9元产品拉新效果突出：小程序激活用户中60%为新用户，该部分用户复购率超70%。

布鲁可海外分地区收入（亿元）



布鲁可收入及调整净利润增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

6.2 布鲁可：看好扩IP带动海外增长持续，欧美空间大

- **如何看待海外增长的持续性？**1）IP：目前在售IP并不够丰富：出海 SKU 仍以变形金刚/漫威为主，迪士尼、多个头部日系 IP 均已获得授权但尚未出海；2）产品储备多：25H2 新品节奏显著加快，26 年维持充足更新速度；积木车等多品类出海；3）渠道：欧美渠道密度提升空间大——美国除沃尔玛、Target 外，仍有山姆、开市客等增量；欧洲更早期，德法等重点区域；4）用户运营：APP + 线上 BFC 大赛 + 社媒运营起步，高年龄层占比更高，海外模玩社群更成熟，用户运营难度相对低、粘性更强。
- **如何看海外空间？**布鲁可海外收入远低于万代和乐高，欧美地区收入绝对值相差极大。**产品维度：**IP阵容无劣势：已获头部 IP 全球绝大部分地区授权（迪士尼、孩之宝等）；研发能力强：25 年产品数超越乐高，具备多品类研发能力（车、恐龙）。

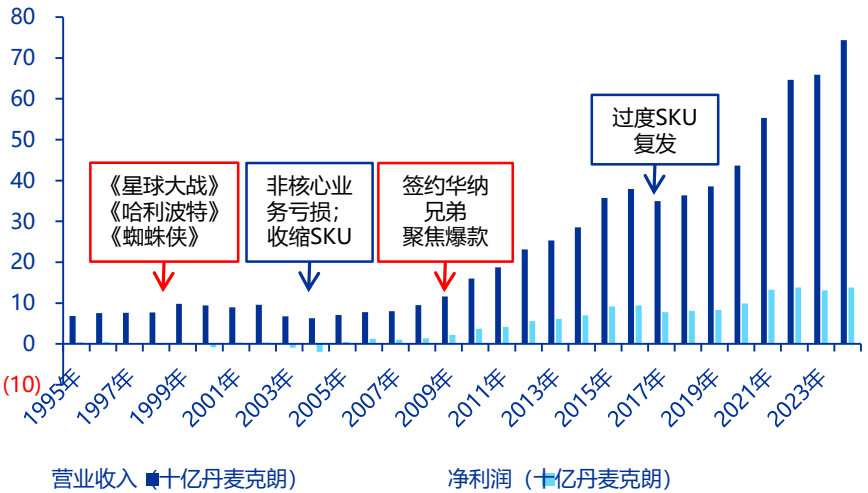
高年龄层为战略重心，产品价格带走高

	2024	25H1	25H2	26H1
在售SKU数量	682	925	1447	1,851
6岁以下	132		158	158
6-16岁	519		1002	1300
16岁以上	31		287	393
16岁以上SKU占比（%）	5%		20%	21%
16岁以上收入占比（%）	11.4%	14.8%	17.1%	25.0%

对比头部积木企业，欧美空间较大

亿人民币	美洲	欧洲	亚洲	总计规模
万代南梦宫（2025玩具，估算）	45	31	189	265
占比	17%	12%	71%	
乐高（2025）	401	362	99	862
占比	%	%	%	
布鲁可（E ）				
占比	12%	3%	84%	

乐高经历2轮“IP爆发-收缩”周期



资料来源：各公司官网，申万宏源研究
注：假设万代各地区玩具收入占总收入比重相同

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 传媒及港股互联网总结
2. 互联网云：AI Capex进一步提速，云商业化开始验证
3. 大模型：国产模型商业化提速，API收入占比提升
4. 游戏：多端化/出海结构性高景气，26H2-27储备丰富
5. 广告：大盘承压，程序化广告飞轮增长
6. 新消费：不同经营周期表现分化
7. 影视及AI视频：AI短剧利润释放，版权服务卖铲人加速

. 出版：国有出版分化，地方出版高分红

仅供内部参考，请勿外传

7.1 电影：院线行业格局稳定，暑期档有所回暖

- 院线格局稳定，万达份额保持领先；
- 26年暑期档实现票房125亿元，同比增长4.4%。

表：影投口径市占率情况（含服务费，亿元）

2023年			2024年			2025			2026H1		
影投	票房	份额	影投	票房	份额	影投	票房	份额	影投	票房	份额
万达电影	87.8	16.0%	万达电影	64.7	15.2%	万达电影	76.0	14.7%	万达电影	25.2	14.5%
横店院线	20.5	3.7%	横店院线	16.4	3.8%	横店院线	20.5	4.0%	横店院线	6.5	3.7%
CGV影投	15.1	2.7%	上海星轶	11.2	2.6%	上海星轶	14.2	2.7%	上海星轶	4.7	2.7%
大地影院	14.1	2.6%	CGV影投	10.9	2.6%	CGV影投	12.6	2.4%	CGV影投	4.1	2.3%
上海星轶	13.4	2.4%	金逸影视	9.1	2.1%	金逸影视	10.3	2.0%	金逸影视	3.3	1.9%
金逸影视	12.9	2.4%	博纳影投	8.5	2.0%	博纳影投	9.8	1.9%	博纳影投	3.2	1.9%
博纳影投	12.0	2.2%	中影影投	8.5	2.0%	中影影投	8.8	1.7%	中影影投	3.0	1.7%
中影影投	10.6	1.9%	幸福蓝海	7.6	1.8%	幸福蓝海	8.7	1.7%	万象影城	3.0	1.7%
幸福蓝海	8.1	1.5%	万象影城	6.3	1.5%	万象影城	7.8	1.5%	幸福蓝海	2.7	1.6%
香港百老汇	6.7	1.2%	大地影院	6.1	1.4%	上影影院	5.3	1.0%	UME	1.8	1.0%
CR3	123.3	22.5%	CR3	92.3	21.7%	CR3	110.8	21.4%	CR3	36.4	20.9%
CR5	150.8	27.5%	CR5	112.3	26.4%	CR5	133.6	25.8%	CR5	43.8	25.2%
CR . .%			CR . .%			CR . .%			CR . .%		

资料来源：艺恩数据，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

7.2 短剧：出海利润释放，AI短剧高速发展

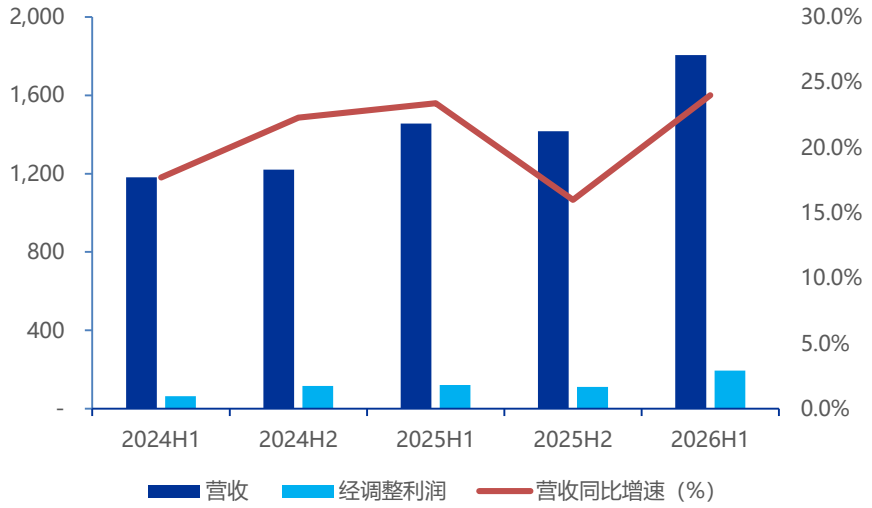
- **根据点点数据，2025 年海外短剧应用累计下载量 21.5 亿次，应用内购收入突破 20.6 亿美元，同比增长 126.1%。**
- **根据点点数据，海外短剧在全球区域结构上呈现出成熟市场赚收入、新兴市场抢流量的二元分化格局。北美地区以 54.6%的收入贡献比占据主导地位；亚洲则以近 12.9 亿次下载贡献最大流量基本盘；拉丁美洲与东南亚等新兴市场增速迅猛，成为高增长的潜能洼地。**
- **短剧出海公司经营进入利润释放阶段：**
  - 1）中文在线参股的CMS作为短剧出海的代表企业，2026Q1实现收入15.7亿元，净利润5569万元；
  - 2）中文在线控股子公司Flareflow2026H1实现收入2.5亿元，净利润1.5亿元；
  - 3）昆仑万维：据 SensorTower 数据显示，2026H1，公司AI 短剧平台合计 MAU稳居海外短剧市场第一；FreeReels 位列出海短剧APP 下载量第一名，预估下载量破两亿。2026 年 6 月底，公司 AI 短剧平台业务单月流水超 6500 万美元
- **AI长剧《后西游记》正式上线芒果TV和湖南卫视，为“广电21条”发布后首部“边审边播”剧集。**

仅供内部参考，请勿外传

7.3 版权服务：卖铲人阜博受益短剧爆发，Token分发高增

- **26H1收入18.1亿港元，同比增长24%（预期20%）；净利润2亿港元，同比+93%。收入利润均超预期。**
  - 订阅服务收入7.18亿，同比增长17.7%；新签国内大平台，受益AI及二创内容爆发带动的平台对内容监测管理的API调用需求。主要服务字节系（短剧、音乐、短视频）、快手、腾讯（游戏、视频、音乐）、小红书、B站等。
  - 增值及其他服务收入10.87亿，同比+28.5%。整体活跃资产576万个，其中AI相关活跃资产120万个，占比提升至21%，环比+4pts。平台算力服务收入0.8亿港元（Q2推算5kw，环比约+67%），下半年预计持续环比增长。

阜博营收26H1增速回暖（亿元，%）



仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 传媒及港股互联网总结
2. 互联网云：AI Capex进一步提速，云商业化开始验证
3. 大模型：国产模型商业化提速，API收入占比提升
4. 游戏：多端化/出海结构性高景气，26H2-27储备丰富
5. 广告：大盘承压，程序化广告飞轮增长
6. 新消费：不同经营周期表现分化
7. 影视及AI视频：AI短剧利润释放，版权服务卖铲人加速

. 出版：国有出版分化，地方出版高分红

仅供内部参考，请勿外传

8.1 出版：受人口下滑及教辅征订方式改变负面影响

- **26H1，国有出版集团经营整体分化，主要受几方面影响：**1）部分省份教材教辅征订方式变化，导致收入和利润同比下滑；2）部分省份学龄人口数下滑，收入整体承压；3）低毛利的物资贸易业务收缩同比收入下滑。
- 南方传媒收入下滑主要由于收入结构调整，广东省是人口大省，人口持续净流入，且教育经费充足，基本面表现好于行业整体。

表：26H1 国有出版集团经营情况梳理

证券代码	证券简称	金额（亿元）			同比增速（%）			
		营收	归母	扣非	营收	利润总额	归母	扣非
601019.SH	山东出版	46.0	6.4	5.8	-8%	-5%	-5%	-4%
600373.SH	中文传媒	30.9	2.9	-1.1	-12%	4%	-1%	-606%
600757.SH	长江传媒	29.6	4.8	4.6	-17%	-29%	-29%	-31%
601928.SH	凤凰传媒	61.0	10.9	10.1	-14%	-31%	-31%	-33%
601098.SH	中南传媒	58.4	9.3	9.2	-8%	-8%	-8%	-7%
601921.SH	浙版传媒	46.1	6.5	5.6	-10%	-4%	-4%	-5%
600551.SH	时代出版	29.2	2.0	2.0	-22%	-4%	-3%	35%
601801.SH	皖新传媒	38.8	4.9	4.1	-16%	-27%	-28%	-27%
601811.SH	新华文轩	50.1	6.5	6.3	-9%	-26%	-24%	-26%
000719.SZ	中原传媒	42.2	5.1	5.0	-8%	-3%	-5%	-4%
601900.SH	南方传媒	37.9	4.7	4.4	-5%	9%	5%	2%
600229.SH	城市传媒	10.0	-0.2	0.7	-10%	-158%	-156%	16%
603230.SH	内蒙新华	6.0	0.2	0.1	-24%	-82%	-82%	-91%
601999.SH	出版传媒	7.8	0.3	0.2	-21%	-28%	-26%	-18%
603999.SH	读者传媒	3.4	0.3	0.2	-19%	-21%	-16%	-1%
605577.SH	龙版传媒	6.6	0.8	0.7	6%	-34%	-34%	0%
600825.SH	新华传媒	6.3	0.3	0.3	0%	-13%	1%	1714%
002181.SZ	粤传媒	2.7	-0.3	-0.7	-1%	-135%	-133%	-229%
601949.SH	中国出版	19.2	0.2	-0.6	-9%	-97%	-88%	-186%
.SH	中国科传	.	.	.	-%	-%	-%	-%	

资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

8.2 出版：地方出版现金类资产占比高

26H1，地方国有出版集团现金类资产扣除有息负债后占市值比重高。

- **中文传媒**（现金类资产-有息负债）/市值136%，中文传媒、**皖新传媒**占比超过100%。
- 我们用货币资金、交易性金融资产、一年内到期的非流动资产、其他流动资产和其他非流动资产来描述现金类资产，其中，其他流动资产和其他非流动资产主要是大额存单、保本理财、买入返售金融资产等。

表：26H1国有出版集团资产负债表情况（亿元，%）

证券代码	证券简称	现金类资产						有息负债				市值	(现金类资产-有息负债)/市值
		货币资金	交易性金融资产	一年内到期的非流动资产	其他流动资产	其他非流动资产	现金类资产合计	短期负债	长期负债	应付债券	有息负债合计		
600373.SH	中文传媒	63	87	0	1	0	151	8	0	0	8	105	136%
601801.SH	皖新传媒	100	28	1	2	0	130	21	0	0	21	108	101%
601098.SH	中南传媒	143	15	1	19	5	182	0	0	0	0	187	98%
601811.SH	新华文轩	91	0	0	1	28	120	0	0	0	0	125	95%
600757.SH	长江传媒	11	21	22	1	27	82	0	0	0	0	92	88%
601928.SH	凤凰传媒	15	62	59	6	53	196	0	0	0	0	226	87%
000719.SZ	中原传媒	61	1	0	3	42	108	0	0	0	0	128	84%
600551.SH	时代出版	30	13	1	1	8	53	2	0	0	2	56	92%
601019.SH	山东出版	31	27	5	1	52	116	1	0	0	1	151	76%
601921.SH	浙版传媒	48	68	0	2	1	118	0	0	0	0	172	69%
603230.SH	内蒙新华	4	19	0	1	0	25	0	0	0	0	36	67%
601949.SH	中国出版	7	43	18	2	0	71	0	4	0	4	134	50%
605577.SH	龙版传媒	20	10	0	0	0	30	0	0	0	0	83	36%
603999.SH	读者传媒	8	6	0	0	0	14	0	0	0	0	42	34%
601999.SH	出版传媒	15	0	0	0	1	15	1	0	0	1	44	32%
600825.SH	新华传媒	16	5	0	0	0	20	0	0	0	0	55	37%
601900.SH	南方传媒	21	22	0	6	2	51	0	11	0	11	114	35%
600229.SH	城市传媒	12	0	0	0	0	13	0	0	0	0	38	33%
601858.SH	中国科传	9	35	0	6	1	50	0	0	0	0	181	28%
.SZ	粤传媒											%	

资料来源：Wind，申万宏源研究（市值截至2026/9/8）

仅供内部参考，请勿外传

互联网传媒重点公司表

重点公司估值表（对应2026/9/8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	34,277	7,518	8,197	8,901	9%	9%	2,596	2,619	2,708	1%	3%	13	13
	002602.SZ	世纪华通	1,189	379	470	515	24%	10%	56	87	105	56%	20%	14	11
	603444.SH	吉比特	290	62	68	70	9%	3%	18	19	20	8%	4%	15	14
	002558.SZ	巨人网络	521	50	90	109	78%	21%	18	43	51	146%	17%	12	10
	300002.SZ	神州泰岳	166	58	59	63	2%	7%	8	9	10	16%	11%	18	16
	002624.SZ	完美世界	223	67	83	96	25%	15%	7	15	20	105%	33%	15	11
	9999.HK	网易	5,240	1,126	1,202	1,342	7%	12%	373	397	467	6%	18%	13	11
	002555.SZ	三七互娱	417	160	170	194	7%	14%	29	30	36	4%	18%	14	12
	2400.HK	心动公司	182	58	70	86	21%	23%	16	21	25	32%	18%	9	7
	9626.HK	哔哩哔哩	456	303	328	379	8%	15%	26	31	41	21%	31%	15	11
	300413.SZ	芒果超媒	386	138	146	153	6%	5%	12	13	17	9%	24%	29	23
	1896.HK	猫眼娱乐	45	46	41	44	-12%	8%	7	3	5	-49%	55%	13	8
	9899.HK	网易云音乐	163	78	81	86	4%	6%	29	18	20	-37%	9%	9	8
	1357.HK	美图公司	188	39	50	60	29%	21%	10	13	17	39%	26%	14	11
	0772.HK	阅文集团	187	74	73	74	-1%	2%	9	8	10	-9%	34%	24	18
AI云	3896.HK	金山云	212	96	130	165	36%	26%	-6	-2	2	-57%	94%	/	/
广告	002027.SZ	分众传媒	712	128	126	133	-2%	5%	29	58	59	98%	2%	12	12

资料来源：Wind，申万宏源研究预测（分众传媒盈利预测来自Wind，其余公司来自申万宏源预测）
注：收入和归母净利润预测来自申万宏源研究和万得；港股公司市值、业绩单位均为人民币，净利润为调整后口径

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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）

仅供内部参考，请勿外传

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，任何人均无权在任何情况下使用他们。

仅供内部参考，请勿外传

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

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)