仅供内部参考，请勿外传！

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业动态

RSI 与垂类模型成产业新焦点，阿里云栖大会召开在即

科技

核心观点

模型迭代与商业化继续加速，多个轻量化版本、垂类模型发布；各家公布 RSI 进展，继续看好大模型与 AI 应用。

1/本周多家模型厂商发布新的 Flash 或垂类小模型。谷歌：Gemini 3.8 Live/Live Extended Thinking；阿里：Qwen3.8-Omni-Flash；智谱：GLM-5.3-FlashX，推理速度最高 200 tokens/s，提速、提价；OpenAI：法律模型 Astra for Law，法律研究基准正确率 54.0%，比通用版高约 40%。

2/继 OpenAI 后，智谱、Anthropic 也公布 RSI 进展。智谱：由 GLM-5.3 驱动的 Infra Agent 在 10 万+国产芯片集群上从零搭建生产级推理系统，两周内吞吐提升至基线 3.2 倍。Anthropic：截至 8 月，Claude 已主导公司内部 26%的 AI 研发工作，2 月不到 1%，超 90%研发工作达到 AI 协作水平。

3/应用端，Meta Muse 上线一周登顶美区 App Store；字节 CEO 在飞书无限大会表示聚焦打造工作与生产力产品；Anthropic 继续发力 AI4S；Kimi 发布金融行业 AI 解决方案。

【MiniMax】关注 M3 Pro 发布进展。9 月 17 日 MiniMax 受邀参与新加坡 Singtel AI Pass，MiniMax Agent、海螺 AI、MiniMax Audio 三款产品纳入新加坡公民 AI 技能培训免费订阅套餐。

【智谱】融资落地，上调 ARR 指引，关注与海外 CSP 合作进展。年末 ARR 指引上调至 30 亿美元；此外公司在推进与海外 CSP 的合作，有望增厚业绩，或将 Q4 开始逐步体现。

【阿里巴巴】重点关注即将开幕的阿里云栖大会。大会将于 9 月 22 日-24 日在杭州举办，关注：1）Qwen 3.9 发布及 Qwen 4 时间表；2）千问办公/Qoder/千问 APP 全新版本；3）Agent Studio 企业级平台与 Qwen 端侧模型；4）平头哥技术阐述；5）MaaS ARR 情况。

【哔哩哔哩】嚕咪上线首周：霸榜免费榜，畅销榜爬坡中。明年产品大年，核心看《逃离鸭科夫》手游。

【汇量科技】重点关注 10 月新一代 Infra 上线节奏及上线后日耗变好，若进展顺利，有望复刻 24-25 年的算法红利，迈上新台阶。

建议关注：1）大模型：MiniMax、智谱；2）互联网：腾讯控股、阿里巴巴；3）垂类应用：汇量科技、哔哩哔哩、美图公司等。4）游戏：网易、巨人网络、恺英网络、心动公司等。

维持 强于大市

杨艾莉
yangaili@csc.com.cn
010-56135145
SAC 编号:S1440519060002
SFC 编号:BQI330

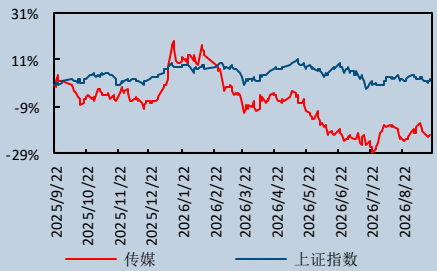
杨晓玮
yangxiaowei@csc.com.cn
010-56135147
SAC 编号:S1440523110001

蔡佳成
caijiacheng@csc.com.cn
010-56135149
SAC 编号:S1440524080008

马晓婷
maxiaoting@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525070013

发布日期： 2026 年 09 月 20 日

市场表现



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

一、全球 AI 进展及更新 1
1、行业观点 1
2、全球 AI 产业进展 1
大模型：本周迭代集中在轻量化版本及法律等垂类领域，多家模型厂商公布 RSI 进展 2
商业化：海内外大模型厂商正密集推出小参数、轻量化版本 2
Token：OpenRouter 周度 token 调用连续 7 周环比增长，榜单前列均为高性价比模型 3
重点公司更新 5
二、港股互联网&消费 8
三、游戏 9
四、广告营销 10
五、影视院线及出版 10
风险分析 13

仅供内部参考，请勿外传！

一、全球 AI 进展及更新

1、行业观点

模型迭代与商业化继续加速，各家公布 RSI 进展，继续看好大模型与 AI 应用。本周智谱进行新一轮配售，并上修年末 ARR 预期；模型迭代集中于轻量化版本、法律等垂类小模型。

1/本周多家模型厂商发布新的 Flash 或语音、法律等垂类小模型，我们认为反映出大模型厂商对高性价比、垂类领域应用落地的重视度提升。谷歌发布 Gemini 3.8 Live / Live Extended Thinking；阿里发布原生全模态模型 Qwen3.8-Omni-Flash 音频输入 API 降价超 98%，多模态输入最低 0.8 元/百万 token；智谱发布 GLM-5.3-FlashX，推理速度最高 200 tokens/s（原版的 5 倍），定价提至原版的 2.5 倍；OpenAI 发布 Astra for Law(GPT-6 Astra)的法律专用版，法律研究基准正确率 54.0%，比通用版高约 40%。

2/继 OpenAI 后，智谱、Anthropic 也公布 RSI 进展。智谱：由 GLM-5.3 驱动的 Infra Agent 在 10 万+国产芯片集群上从零搭建生产级推理系统，两周内吞吐提升至基线 3.2 倍；此外，智谱上修年末 ARR 指引至 30 亿美元（此前为 24 亿美元）。Anthropic：首次披露 RSI 进展，截至 8 月，Claude 已主导公司内部 26%的 AI 研发工作（2 月时不到 1%），超 90%研发工作达到"AI 协作"水平，内部平台同时有 3 万个 Agent 在运行。

3/应用端，消费级 Agent—Meta Muse 上线一周登顶美区 App Store；字节 CEO 在飞书无限大会表示将聚焦打造工作与生产力产品；Anthropic 继续发力 AI4S。Meta Muse 9 月 8 日上线后一周登顶美国 App Store 免费榜（超过 ChatGPT），第三方数据口径前 8 天美国下载 160 万次，约为 ChatGPT 当年同期的 2 倍；9 月 15 日，2026 飞书未来无限大会举办，字节跳动 CEO 梁汝波在会上表示字节将豆包、飞书、火山引擎的力量整合到一起，聚焦打造优质的工作与生产力产品，并将在企业市场投入更多资源和力量；Anthropic 在旧金山湾区建立生物"湿实验室"，计划让 Claude 指挥机器人做实验，已收购 Coefficient Bio，并正与大型药企接触；Kimi 金融行业 AI 解决方案发布。

【投资建议】重视大模型公司及应用层机会。

- ✓ **大模型：【MiniMax】【智谱】**
- ✓ **互联网：【腾讯控股】【阿里巴巴】**
- ✓ **垂类应用：【汇量科技】【哔哩哔哩】【美图公司】等。**
- ✓ **游戏：【网易】【巨人网络】【恺英网络】【心动公司】等**

2、全球 AI 产业进展

仅供内部参考，请勿外传！

大模型：本周迭代集中在轻量化版本及法律等垂类领域，多家模型厂商公布 RSI 进展

1、本周 Google、阿里、智谱、OpenAI 均有模型更新，轻量化版本及法律等垂类小模型居多。我们认为，反映了各家模型厂商对高性价比模型、垂类领域落地的重视度提升。

——Gemini 3.8 Live / Live Extended Thinking。谷歌发布实时语音对话模型，Artificial Analysis 语音质量指数 82.6% 排第一，支持 97 种语言自动切换，9 月 17 日起向开发者开放 API。此外，目前以 Gemini 3.8 Flash 马甲作为匿名模型的新模型，在 Arena 上多轮盲测表现惊艳，预估为即将发布的 Gemini 4 Pro。

——Qwen3.8-Omni-Flash（阿里，9 月 18 日）：原生全模态模型（文字/图片/音频/视频都能输入，100 万 token 上下文，原生支持最长 1 小时连续音视频），30 项评测较上代平均提升超 26%；音频输入 API 降价超 98%，多模态输入最低 0.8 元/百万 token。

——GLM-5.3-FlashX（智谱，9 月 18 日）：提速版模型，推理速度最高 200 tokens/s（原版的 5 倍），但定价提至原版的 2.5 倍。

——Astra for Law（OpenAI，9 月 17 日）：GPT-6 Astra 的法律专用版，接入 2.3 亿+ 美国法律检索索引（覆盖 99.9% 公开判例），法律研究基准正确率 54.0%、比通用版高约 40%，Harvey、Legora 等法律 AI 公司可以接入。

2、RSI 进展：1）智谱：由 GLM-5.3 驱动的 Infra Agent 在 10 万+ 国产芯片集群上从零搭建生产级推理系统，两周内吞吐提升至基线 3.2 倍。**2）**Anthropic：首次披露 RSI 进展，截至 8 月，Claude 已主导公司内部 26%的 AI 研发工作（2 月时不到 1%），超 90%研发工作达到"AI 协作"水平，内部平台同时有 3 万个 Agent 在运行。

商业化：海内外大模型厂商正密集推出小参数、轻量化版本

我们观察到，近期海内外大模型厂商正密集推出小参数、轻量化版本，竞争重点由单纯追求旗舰模型能力上限，逐步延伸至推理成本、响应速度和部署灵活性的综合比拼。我们认为，这一趋势本质上是厂商主动切入高性价比市场：1）尽可能保持模型能力，同时显著降低 Token 成本；2）小模型更适合高并发、低延迟及端侧或私有化部署，有利于扩大开发者和企业客户覆盖。

仅供内部参考，请勿外传！

图 1:全球主流大模型定价梳理（统一划归为美金）

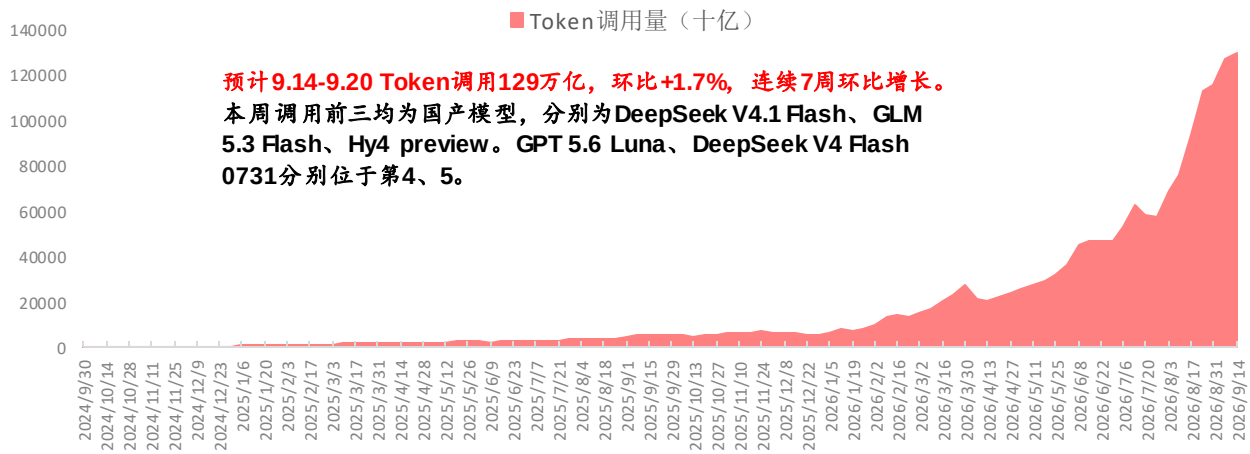
地区	厂商	旗舰模型	发布时间	输入 ($/M tok)	输出 ($/M tok)	上下文	备注
国内	DeepSeek	DeepSeek-V4.1-Flash	2026/9/10	$0.14	$0.56	1M	552B总参，采用全新Causal-Encoder-Decoder 结构，输入激活8B，输出激活 16B，成本显著低于已知的同尺寸模型。峰时价格为闲时的2倍，输入输出价格较V4 Flash正式版-33.3%、-11.1%
		DeepSeek-V4-Pro正式版	2026/8/12	$1.32	$3.96	1M	8.13宣布提价，输入/输出价格较之前+50%、125%，目前展示的是峰时价格。
	腾讯	Hy 4 Preview	2026/8/28	$0.83	$2.68	1M	正式进入国模第一梯队，coding能力前沿上游，工具执行能力中上等，长程能力还需提升。定价是Hy3的4.5倍，与能力匹配
	字节·火山引擎	Doubao-Seed-2.1-Pro	2026/6/23	$0.83	$4.17	256K	原生人民币 6/30元，较2.0 Pro提价约87.5%。
	MiniMax	MiniMax-M3	2026/6/3	$0.60	$2.40	—	6月初发布，首发输入/输出价格较 M2.7 翻倍，目前已永久五折；自演化 Agent 模型迭代。
	智谱AI	GLM 5.3 Flash（开源）	2026/8/26	$0.15	$0.50	1M	AA得分57，超过GLM-5.2；原生多模态；定价约为GLM 5.3的1/7，限时五折
	阿里巴巴	Qwen3.8-Flash	2026/8/26	$0.16	$0.47	262K	MoE架构、总参数125B、激活参6B，多项基准超越Claude Opus 4.6，训练成本较Qwen3.7-Plus下降近90%
		Qwen3.8-Max（旗舰，标准API）	2026/8/3	$2.00	$6.00	1M	国内API ¥12/¥36，与3.7 Max持平；总参数2.4万亿，编程与Agent能力大幅跃升。
	月之暗面	Kimi K3（最新旗舰，开源）	2026/7/17	$3.00	$15.00	1M	Code Arena 登顶，定价进入第一梯队；仅次于GPT 5.6 Sol和Claude Fable 5
海外	Meta	Muse Spark 1.3	2026/9/2	$1.25	$4.25	1M	编码与智能体能力大幅跃升，完成任务token较1.2减少25%，定价持平。
	Google	Gemini 3.8 Flash（最新，速度档）	2026/9/2	$0.75	$3.75	1M	六周内第三次迭代Flash系列，定价不变（输入0.75美元）
	xAI	Grok 4.6	2026/8/12	$2.00	$6.00	500K	定位 coding / agentic tasks / knowledge work
	OpenAI	GPT-6 Astra（旗舰）	2026/9/4	$10.00	$50.00	1.05M	Computer Use和Agent能力突出，定价为GPT 5.6 Sol的2.5倍。
		GPT-5.6（旗舰）	2026/26	$4.00	$20.00	—	Terra版降价20%，为 $2/$12，低于K3定价；Luna降价80%，为$0.2/$1.2；8月22日宣布Sol开发者价格限时下降三个月，原价为5/30美元每百万tokens。
	Anthropic	Claude Fable 5.1 / Mythos 5.1（旗舰）	2026/9/1	$10.00	$50.00	1M	聚焦在科研场景。Terminal-Bench-Science 52.6%（Fable 5 为24.7%），科研场景大幅跃升；缓存读取降价 75%。
		Claude Opus 5（旗舰）	2026/7/24	$5.00	$25.00	1M	多项跑分反超价格两倍的 Fable 5

数据来源：Artificial Analysis，各公司官网，中信建投证券

Token：OpenRouter 周度 token 调用连续 7 周环比增长，榜单前列均为高性价比模型

本周（9.14-9.20）预计 Token 调用 129 万亿，环比+1.7%，连续 7 周环比增长，该榜前列均为高性价比模型。调用前三均为国产模型，分别为 DeepSeek V4.1 Flash、GLM 5.3 Flash、Hy4 preview；GPT 5.6 Luna、DeepSeek V4 Flash 0731 分别位于第 4、5。

图 2:本周 OpenRouter token 调用预计 129 万亿，环比+1.7%



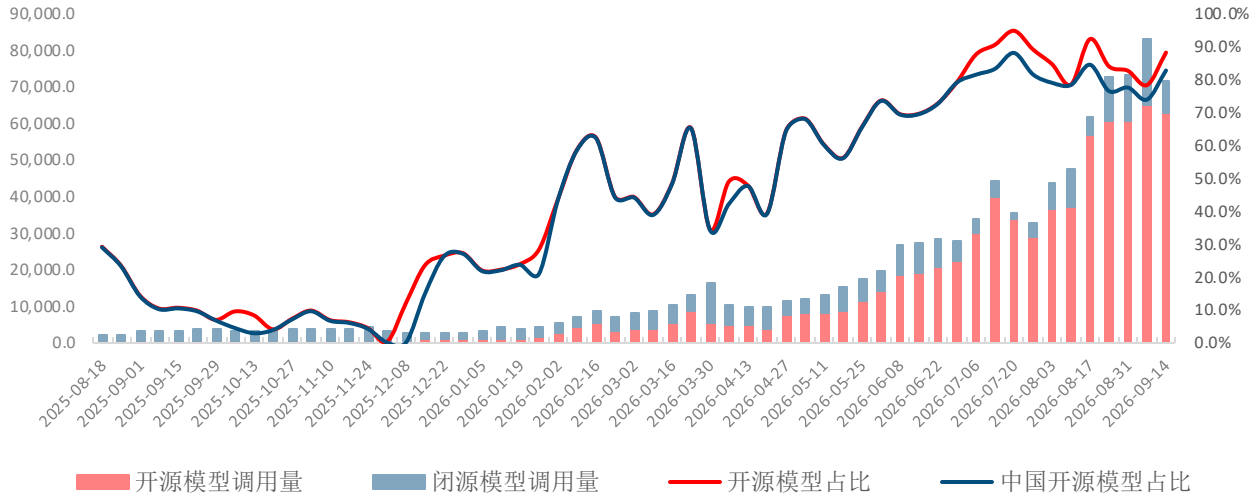
数据来源：OpenRouter，中信建投证券，注：第三方数据，供参考

OpenRouter 周度 token 调用中，本周开源模型占比 87.9%，中国开源模型占比 82.6%（该数据统计调用

仅供内部参考，请勿外传！

量 top9，数据截取时本周统计时间窗口未完全覆盖，目前为非完全统计）。本周开源模型占比提升，主要系 DeepSeek V4.1 Flash 等高性价比模型的拉动。

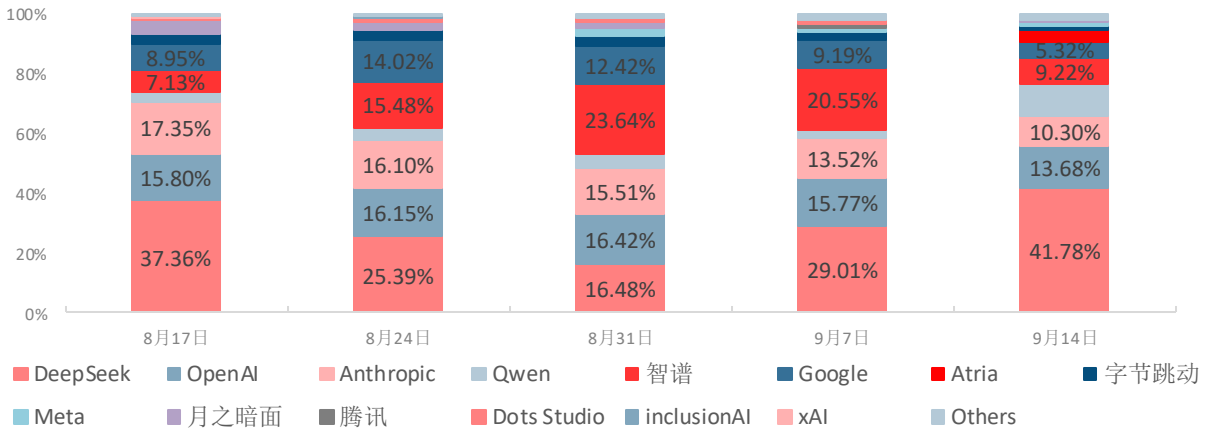
图 3:OpenRouter 周度 token 调用结构：TOP9 中，本周开源模型占比 80%以上



数据来源：OpenRouter，中信建投证券，注：第三方数据，供参考，上图仅统计周度 token 调用前 9 的模型，最新数据为 8.24-8.30，目前时间统计窗口未完全覆盖，是非完全统计

本周 token 市场份额（ZenMux 口径），DeepSeek 调用占比显著提升，位于第一，预计系 DeepSeek V4.1 Flash（9 月 10 日发布）拉动。据 ZenMux（大模型聚合平台）的统计，本周 token 市场份额前 5 为 DeepSeek、OpenAI、Anthropic、Qwen、智谱，其中 DeepSeek 调用占比 41.78%，近两周环比+12.53、+12.77pcts，DeepSeek、Qwen、智谱合计占比超过 60%。

图 4:ZenMux 的 Token 市场份额周度统计



数据来源：ZenMux，中信建投证券，注：上图日期为起始日期，inclusionAI 为蚂蚁集团旗下 AI 实验室，Dots Studio 为小红书旗下大模型工作室；Atria 是由上海人工智能实验室开发的新一代智能体模型预览版

仅供内部参考，请勿外传！

重点公司更新

【Anthropic】研发自动化指数首次披露，企业客户信任面临压力测试

1 / 首次披露 RSI 进展，研发自动化指数提升。截至 8 月，Claude 已主导公司内部 26% 的 AI 研发工作（2 月时不到 1%），超 90% 的研发工作达到"AI 协作"水平，内部平台同时有 3 万个 Agent 在运行。

2 / 部分企业客户逐步收缩对 Claude 模型的使用。The Information 近期报道，英伟达、Palantir、Booz Allen 开始限制员工使用 Anthropic 模型，其中 Palantir 要求不可撤销的零数据留存承诺，英伟达敏感业务转向自家模型。

3 / AI For Science 进展加速，Anthropic 建立生物实验室。根据路透社近期报道，Anthropic 在旧金山湾区低调建立生物"湿实验室"，计划让 Claude 指挥机器人做实验，已收购 Coefficient Bio，正与大型药企接触。

【OpenAI】Astra for Law 落地法律垂类，DevDay 前进入"密集发布周"

1 / Astra for Law 发布。9 月 17 日公司推出 GPT-6 Astra 的法律专用版：接入 2.3 亿+ 美国法律检索索引（覆盖 99.9% 公开判例）、73 个法律插件，法律研究基准正确率 54.0%（较通用版相对提升约 40%）；目前受邀内测，Harvey、Legora 等法律 AI 公司可接入。**我们认为，这是前沿模型第一次在法律这种高专业门槛行业出"官方专用版"，与 Harvey（刚以 155 亿美元估值融资 5.5 亿美元）既竞争又合作的关系值得持续跟踪。**

2 / DevDay 定档 9 月 29 日。旧金山 Fort Mason，Altman 主题演讲直播；Altman 预告会前一周是"big ship week"，市场传闻有六个发布，重点关注。

3 / 融资与产品节奏。FT/WSJ 报道 OpenAI 正与投资者初步洽谈新一轮融资，**估值或超 1.2 万亿美元**（今年 3 月上一轮投后 8520 亿美元）。经估算，**对应 P/ARR 约 20-27x。**

【Google】Gemini 3.8 Live 补齐实时语音，Gemini 4 Pro 有望发布

重点关注事件：1）FCF 转负后的融资节奏；2）Anthropic 合同与 Marvell 权证执行进度；3）9 月 15 日 Googlebook 笔记本预览和 Pixel 11 系列销售。

1 / Gemini 3.8 Live 发布。近期推出实时语音对话模型 Gemini 3.8 Live 及 Extended Thinking 版本：Artificial Analysis 语音对语音质量指数 82.6% 排第一、BigBench Audio 97.7%、语音智能体任务完成率 68.6%；支持 97 种语言自动切换和后台工具调用，9 月 17 日起向开发者开放 API。**我们认为，这是谷歌在 3.8 Flash"回到牌桌"之后的连续出牌，语音 Agent 正式进入"边说边思考"阶段，对标 OpenAI 的实时语音能力。**

仅供内部参考，请勿外传！

2/目前以 Gemini 3.8 Flash 马甲作为匿名模型的新模型，在 Arena 上多轮盲测表现惊艳，预估为即将发布的 Gemini 4 Pro。

【Meta】Muse 登顶 App Store，扎克伯格公开反对 AI 减速

1 / Muse 首周榜单表现较好。上线一周登顶美国 App Store 免费榜，Apptopia 口径前 8 天美国下载 160 万次（iOS 口径 110 万），约为 ChatGPT 当年同期（82.2 万）的 2 倍。但 WSJ 引用调查显示仅 8% 美国消费者愿把密码托付给 Meta——Muse 需要邮箱、日历、支付权限，持续关注用户隐私安全。收费为 20 及 100 美元两档月订阅，另对 Shopify、Walmart 交易抽佣，9 月 17 日已上线 Mac 版。**我们认为，Muse 首次把 token 消耗做成消费级定价并叠加交易分成，有望验证 C 端 Agent 的需求与商业化潜力。**

2 / 扎克伯格反对协调放缓。9 月 15 日发文反对行业协调放慢 AI 节奏，称实验室有天然动力保障安全，并自曝 Meta 曾把 Muse 上线推迟数月专注安全，"但没有要求别人也这样做"。

【xAI / Grok】Grok 4.7 延期，Grok Bot 持续推进销售

1 / Grok 4.7 再次延期。原定 9 月中旬前发布的新一代模型（传 2.1 万亿参数）截至周末仍未上线，马斯克归因于“强化学习对回答长度的惩罚过重，导致模型提前交卷”；社区发现 Google Cloud Console 已出现 grok-4.7 配额条目，说明临近发布。

2 / Grok Bot Galaxy 三天直播。9 月 15-17 日，xAI 在旧金山办了累计约 30 小时的直播：3 名员工只用 Grok Bot 从零搭建一家公司，最后一天做成果展示。同期 Grok Bot 新增 Salesforce/HubSpot 等销售连接器，iPad 和 Android 原生 App 上线。

【智谱】融资落地，上调 ARR 指引

1 / 约 393 亿港元融资落地。9 月 13 日晚公告：157 亿港元新 H 股配售（714 港元/股，较前收盘折让约 10%）+ 201.4 亿元 2027 年到期零息可转债，合计约 50 亿美元；约 60% 投向**下一代 GLM 基座与"完全自训练"体系和算力。**这是年内第三次大规模融资（1 月 IPO、7 月配售）。

2 / 年末 ARR 指引上调至 30 亿美元。9 月 16 日电话会将年末 ARR 指引由 24 亿美元上调至 30 亿美元（8 月 ARR 为 16 亿美元），管理层称算力供给不再是收入增长的约束。

3 / 自训练首个成果公开。唐杰发布智谱“完全自训练”首个成果：GLM-5.3 驱动的 Infra Agent 在 10 万+ 国产芯片集群上从零搭建生产级推理系统，端到端吞吐提升 3.2 倍。

4 / GLM-5.3-FlashX：提速、提价。9 月 18 日发布，推理速度最高 200 tokens/s（GLM-5.3-Flash 的 5 倍），定价提至原版 2.5 倍；官方称 10 万张国产芯片推理集群上线即满负荷。

仅供内部参考，请勿外传！

【MiniMax】关注 M3 Pro 发布进展

1 / 出海更新。9 月 17 日 MiniMax 受邀参与新加坡 Singtel AI Pass，MiniMax Agent、海螺 AI、MiniMax Audio **三款产品纳入新加坡公民 AI 技能培训免费订阅套餐。**公司海外收入占比已超 60%。

【Kimi / 月之暗面】金融行业解决方案发布

1 / Kimi 金融行业 AI 解决方案发布。9 月 17 日推出：整合 10+ 权威数据源（含 Wind、东方财富）、9 项金融技能、5 项合规措施，支持持仓早报、财报点评、深度研究，可生成 Office 产物；首批落地工商银行、中信建投等机构。

2 / 关注海外法律 AI 公司 Harvey 此前披露其法律模型 Tenet 以 Kimi K3 为基座做后训练，我们认为 K3 在海外垂类后训练生态中的渗透值得关注。

【字节跳动】豆包手机开售，296 亿美元贷款与 1600 亿 AI 预算细节曝光

1 / 豆包手机正式开卖。9 月 14 日发布豆包手机助手消费者版；9 月 16 日首款机型努比亚 NaviX Ultra 开售，5999 元起（国补后 5499 元起），京东预约超 37 万台，官方战报称“一秒破亿”，持续关注后续用户实际的使用体验。

2 / 飞书 ARR 增速创新高。飞书上半年 ARR 增速创新高，字节加大企业市场投入；飞书的 AI Agent 工具在 GitHub 上的星标增速高于企业微信和钉钉同类产品。

【阿里】Qwen3.8-Omni-Flash：全模态发布，继续降价

1 / 原生全模态模型上线。本周发布 Qwen3.8-Omni-Flash：文字/图片/音频/视频四模态输入、100 万 token 上下文、原生支持最长 1 小时连续音视频，30 项评测较上代平均提升超 26%；同步推出实时版（Realtime）并开源配套插件。模型权重未开源。价格持续降低。音频输入 API 降价超 98%、音视频联合输入降超 93%，多模态输入最低 0.8 元/百万 token。

【行情回顾】

大模型公司分化：智谱 -1.64%，MINIMAX-W +12.22%。

AI 应用相关公司。上涨：汇量科技 +30.06%，赤子城科技 +2.90%。下跌：美图公司 -4.04%。

仅供内部参考，请勿外传！

美股 NeoCloud 公司。上涨：Cipher Digital +8.84%，Bit Digital +8.81%，IREN +6.50%，Applied Digital +6.43%，英伟达 +1.82%，TeraWulf +1.61%，Galaxy Digital +1.19%，Core Scientific +0.28%，Hut 8 +0.14%。下跌：CoreWeave -8.57%，Nebius -0.45%。

美股软件板块（IGV 指数本周 +2.79%）。上涨：CrowdStrike +14.95%，Atlassian +6.86%，Palantir +6.23%，MongoDB +5.89%，Cloudflare +5.57%，GitLab +4.77%，Workday +4.40%，Datadog +3.94%，ServiceNow +2.22%，Snowflake +1.05%。下跌：Zoom -7.12%，Unity -5.82%，财捷 -5.72%，AppLovin -4.91%，HubSpot -4.09%，赛富时 -3.96%，甲骨文 -1.78%，Adobe -1.31%，Shopify -0.23%。

二、港股互联网&消费

【个股更新】

【阿里巴巴】关注本周开幕的阿里云栖大会

重点关注本周开幕的阿里云栖大会。大会将于 9 月 22 日-24 日在杭州举办，主线“智以致用”，关注：1）Qwen 4 时间表，以及 Qwen 3.9 的发布；2）千问办公/Qoder/千问 APP 全新版本；3）Agent Studio 企业级平台与 Qwen 端侧模型；4）平头哥技术阐述（M890 超节点出货、V900 时间表）；5）MaaS ARR 情况。

本周重要事件：

- **发布 Qwen3.8-Omni-Flash 全模态模型。**9 月 18 日，千问上线新一代原生全模态模型，支持文本、图像、音频、视频四模态输入，上下文扩展至 100 万 token；音频输入价格降超 98%、音视频整体降超 93%，Agentic Understanding 使 token 消耗再降约 46%。
- **发布 Qwen3.8-LiveTranslate 实时同传模型。**9 月 18 日，该模型采用 Interleave 架构与 Hybrid-MoE Thinker-Talker 设计，平均滞后由 2.8 秒降至 2.3 秒，接近人类同传译员反应水平。
- **达摩院 DAMO RADAR 登上《科学》并开源。**据《科学》期刊，该医疗影像模型一次可识别 146 种腹部病症、覆盖 18 个器官，近 4 万例真实检查 AUC 达 0.913，人机对比准确率超过 26 名放射科医生中的 23 名。我们认为通用医疗影像 AI 的学术背书强化了阿里“模型+行业”叙事，产业化价值或仍被低估。

【汇量科技】本周+30.06%，新一代 Infra 将于 10 月上线，有望进入类似 24-25 年的新算法红利期，继续推荐。

1/新一代 Infra 进展：目前开发进入尾声，且测试顺利，预计 10 月正式上线，届时新模型迭代、追赶速度会快于老架构。

仅供内部参考，请勿外传！

我们认为，Q4 有望迎来研发费率、收入增长的拐点，新架构将于 27 年完整贡献业绩增量；Applovin、Unity Q2 业绩分化，证明了算法迭代对业绩的影响，**新架构上线后，公司原有产品及在研 IAP 均有望突破，进而迈上新台阶。**

【明略科技】本周-0.79%，重视公司投资机会，重点关注 Agentic Service 在 B 端企业的落地，今年上半年 Agentic Services 高增长。公司内部约 30%的人员转型为 FDE，并推动普联软件团队向 FDE 模式转型。目前，明略内部已有 100 余名 FDE 员工，公司以大型企业客户为 FDE 服务的核心场景，依托 Octo 平台推进业务，目前正与多家企业就相关需求密切沟通，推进合作落地。**该业务处于从模式验证到落地兑现的关键阶段，重点关注标杆案例的落地。**

【行情回顾】

恒生科技指数，本周上涨 +1.97%。上涨：MINIMAX-W +12.22%，阿里巴巴-W +1.67%，网易 +0.82%，小米集团-W +0.15%。下跌：哔哩哔哩-W -4.18%，腾讯音乐 -2.76%，商汤-W -2.67%，美团-W -2.53%，腾讯控股 -2.19%，百度集团-W -2.13%，快手-W -1.66%，智谱 -1.64%。

三、游戏

【个股更新】

【哔哩哔哩】噜咪上线首周：霸榜免费榜，畅销榜爬坡中

1/ 《闪耀吧！噜咪》9 月 17 日全球公测。公司自研自发的竖屏捉宠养成游戏，首日 iOS 免费榜第 2、多国和地区登顶，首日买量进入 DataEye 总榜 Top5（团队口径）；商业化侧，首日 iOS 畅销榜 56 名、9 月 18 日升至 22 名、9 月 19 日约 19 名。这是公司首次尝试捉宠题材（竞品：洛克王国、伊莫、崩坏因缘精灵），我们认为 B 站优势在轻量化降低门槛+站内发行矩阵，关注海外表现（此前欧洲测试数据较好）。

2/ 明年产品大年。核心看《逃离鸭科夫》手游（俯视搜打撤，品类稀缺；2025 年 11 月立项，全球销量已破 300 万套，上线时间待定）、《RO3》国服代理（首测 8 月 27 日—9 月 3 日已结束，二测时间未定）、《三王》预计年底上线。

3/ 股东层面压制解除。前期公司通过配套可转债发行，平稳落地了腾讯的大额减持，市场担心的股东层面压制因素解除，关注 2H26/2027 年 EPS 向上的机会。

【行情回顾】

仅供内部参考，请勿外传！

A 股游戏板块（申万游戏II指数本周 -2.61%）。吉比特 -7.33%，恺英网络 -6.21%，世纪华通 -5.59%，冰川网络 -3.67%，电魂网络 -3.66%，完美世界 -3.58%，盛天网络 -1.48%，巨人网络 -0.95%，三七互娱 -0.57%，昆仑万维 -0.05%。

四、广告营销

【易点天下】本周-0.46%，继续关注下半年程序化模型调优情况、AI 模型与算力智能调度平台—TokenLX 进展（Q2 日均 token 消耗量环比增长超三倍），以及海外 AI 流量体代理/投放情况。

【分众传媒】本周-1.89%，目前股息率约 6.5%，依然建议重点关注当前节点公司的高股息属性。Q2 收入短期承压，但新旧动能切换继续，千问办公、WorkBuddy 等 AI 应用已在分众的梯媒渠道投放。

展望后续：关注 AI 应用投放持续性、消费是否企稳，及新潮收购进展。我们认为无需过度担心业绩稳定性，公司是有经营韧性的梯媒龙头，拥有建立品牌心智的重要线下渠道，且**6%左右的股息率是公司估值的安全垫。**

【行情回顾】

广告营销，本周跌幅略低于传媒板块。本周广告营销（申万）指数-0.47%，传媒板块-1.08%。广告营销（申万）板块仅 6 个标的录得涨幅，靠前的标的为：三人行+16.66%、华媒控股+7.29%、新华都+3.81%；跌幅较大的标的为 ST 华扬-4.87%、国旅联合-3.84%、旗天科技-3.77%。

五、影视院线及出版

【在线音乐】



免费平台对主流音乐平台的竞争仍在。据 QuestMobile，2026 年 6 月汽水音乐月活 1.67 亿，同比增长 68.7%，已超过网易云音乐；同期酷狗音乐（1.94 亿）与 QQ 音乐（1.89 亿）合计月活较 3 月减少约 2200 万，酷狗与汽水音乐的月活差距由约 4,900 万收窄至 2,700 万（缩小约 45%）。

后续需要重点关注 1）两大在线音乐平台的营销费用增长，2）汽水音乐用户增长放缓情况。

【影视】

仅供内部参考，请勿外传！

关注国庆档电影定档情况。目前已有 6 部电影定档国庆，包括新丽传媒（阅文集团）和猫眼娱乐等出品、陈思诚导演的犯罪题材电影《神探之痕迹》，光线传媒出品的爱情喜剧《活色生香》。此外还有好莱坞分账片《野兽之心》定档 9 月 30 日，成为近年来少数定档国庆的进口片，有望丰富国庆电影类型，推动国庆档票房修复。

【个股更新】

【芒果超媒】本周+1.74%。继续关注 AI 布局及剧综表现，2027 片单丰富，AIGC 内容首次独立作为单独板块发布。

9 月 17 日公司召开 2027 芒果共创生态大会，发布内容片单；同日国内首个精品 AIGC 剧场厂牌「芒果灵创剧场」上线，首部 AI 纪录片《台湾岛纪》播出。

1/综艺：超 50 档，综 N 代稳固基本盘，创新内容拓展增量。1）成熟 IP：《歌手》《乘风》《披荆斩棘》《大侦探》《密室大逃脱》等持续迭代，《我们来了》将重启。2）创新综艺：推出 14 档新节目，聚焦中年困境、女性成长、人际关系等社会议题，并增加视频播客等轻量内容形态，包括《好好生活》《热烈的少年》《我的中男时代》等。

2/剧集：发布 89 部大剧，题材覆盖古装、都市情感、青春成长、家庭现实及悬疑等赛道。其中古装仍是重点，《咸鱼飞升》《何不同舟渡》《小巷人家 2》等头部项目关注度较高；同时推出 51 部中短剧，并通过“爱神剧场”翻拍《恶作剧之吻》《命中注定我爱你》等 7 部经典台偶 IP。

3/AIGC：28 部作品，首次独立作为单独板块发布。灵创剧场定位芒果 AIGC 精品内容战略供给平台，明确三条赛道——以《后西游记》为代表的国风经典 IP 焕新、面向女性用户的精品女频中长剧、以及面向亲子家庭的少儿动画，AI 内容由单点项目向厂牌化、矩阵化供给升级。包括长剧 IP《风起玲珑骨》《成凤》等。

此外，《后西游记》第一季 6-10 集“战天宫篇”定档今年国庆档，剩余集数将集中登陆寒假档期。

【短剧漫剧】关注短漫剧行业变化

阅文集团：持续关注短漫剧布局和 AI 生态建设。AI 深度赋能创作全链路。推出文创垂直 AI 智能体 Buddy 系列：作家助手 NovelBuddy、漫剧助手 DramaBuddy、版权助手 IPBuddy。

关注 Netflix 的短剧布局情况，以及阅文集团、中文在线、掌阅科技、文投控股等头部短剧漫剧公司近况。

【行情回顾】

仅供内部参考，请勿外传！

影视院线：涨跌幅略强于传媒指数。上周影视院线（申万）指数下跌 0.71%，略强于传媒（申万）指数的下跌 1.08%。从个股来看，上周涨跌幅最高的三家公司分别是奥飞娱乐（+4.23%）、上海电影（+4.16%）、欢喜传媒（+2.06%）。上周涨跌幅靠后的三家公司分别为华谊兄弟（-7.45%）、博纳影业（-6.66%）、慈文传媒（-5.13%）。

出版：涨跌幅强于传媒指数。上周出版（申万）指数上涨 0.33%，强于传媒（申万）指数的下跌 1.08%。从个股来看，上周涨跌幅最高的三家公司分别是内蒙新华（+34.13%）、中信出版（+19.49%）、新华文轩（+18.91%）。上周涨跌幅靠后的公司分别为龙版传媒（-15.80%）、山东出版（-3.17%）、粤传媒（-2.98%）。

仅供内部参考，请勿外传！

风险分析

1）AI 模型迭代快于商业化变现的风险：国产模型密集发布但企业级付费转化和 C 端订阅渗透仍需培育，技术能力与变现节奏可能形成剪刀差。

2）AI 短剧内容同质化与爆款率低迷的风险：上半年 AI 短剧上线超 12 万部但播放量破百万不足 10%，产能爆发与爆款稀缺并存，存量博弈下变现效率承压。

3）算力与上游硬件成本持续上行的风险：海外 CSP 资本开支合计约 7250 亿美元，DRAM 现货价格环比涨约 40%，AI 内容生产成本结构短期难改善。

4）AI 生成内容版权界定模糊与监管收紧的风险：训练数据版权、生成内容归属等法律边界尚不清晰，重大版权判决或监管收紧可能影响业务节奏。

5）传统内容公司 AI 改造投入产出不确定的风险：工作流重构和团队培训短期推升成本，若 AI 未显著降本或提升爆款率，利润率拖累将持续 2-3 年。

6）海外 AI 竞赛引发出口管制升级的风险：中美 AI 竞争背景下，若管制波及 TPU、HBM 等关键环节，国内模型训练效率和内容生产成本将受影响。

7）AI 变现路径多元但单点贡献仍小的风险：多数公司 AI 业务收入占比不足 10%，若 2027 年前未提升至 20%以上，概念溢价向业绩验证切换时估值承压。

8）行业从流量驱动向内容驱动切换的阵痛风险：产能爆发但内容质量和叙事深度仍待提升，中小团队可能因跟不上转型节奏而批量出清，格局波动加大。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券全球 AI 创新与互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2019 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020 年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

杨晓玮

中信建投证券全球 AI 创新与互联网行业联席首席分析师，上海交通大学金融硕士，主要研究全球大模型与应用、互联网平台、全球游戏行业及潮流玩具。

蔡佳成

中信建投证券全球 AI 创新与互联网行业研究员，哥伦比亚大学硕士、波士顿大学学士，主要研究传媒互联网领域。

马晓婷

中信建投证券全球 AI 创新与互联网行业研究员，上海财经大学学士，上海社会科学院硕士，主要研究全球大模型与 AI 应用、广告营销及长视频平台。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk