仅供内部参考，请勿外传！

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告•行业动态报告

周观点：Anthropic发布S-1，三季报落地、继续关注AI应用潜在爆款

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

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

分析师：郭子萱
guozixuan@csc.com.cn
SAC 编号：S1440526090001

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

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

发布日期：2026年11月1日

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！

周度核心观点

- **Anthropic发布S-1，经营健康度略超预期；模型迭代依然延续更高性价比和更高前沿能力2条主线。**今年Q2 Anthropic经营利润率8.4%，调后经营利润率19.3%，调后净利率25.8%，实际经营状况好于巨额账面亏损所呈现的观感，近期盈利说明训练与推理资源的动态调配能够形成经营闭环；本周GPT-6.1 Terra发布，核心看点在于以更低单价承接视觉理解、电脑操作与日常写作等能力，定价为GPT-6.1 Sol的一半。
- **本周美股、A股财报密集发布，市场从增长叙事转向对收入兑现、资本开支回报及现金流质量的实质检验。**后续关注海外CSP、NeoCloud资本开支指引、融资条件变化及新增资本开支转化为经营现金流的情况。
- **AI应用：关注潜在爆款，包括AI互动影游、AI艺人/综艺、AI流量体变现（营销/电商运营商）。**

✓ 1）游戏：再次提示关注AI互动剧情游戏、AI＋UGC的潜在爆发力。视频、世界模型和编码工具的进步，使中小团队能更低成本完成原型、分支剧情、角色资产与交互试验，创作门槛下降并不等于所有作品都有需求。

✓ 2）影视：AI艺人/综艺有望成为继AI剧集、AI电影后的下一个影视行业爆款。本周即梦推出短剧制作平台，AI制作流程在进一步打通；多模态模型能力的提升使AI形象得以沉淀成固定资产、复用，短剧智谱近期芒果、华策等均推出AI艺人，11月爱奇艺有望上线首部AI竞演恋综《心动再开机》。此外。重点关注跨年档和明年春节档电影排片。行业淡季，关注度较低，但跨年和春节预计有重磅电影上映，存在一定预期差，建议重点关注。

✓ 3）营销/购物：Personal Agent进入变现验证，我们认为广告、电商/本地生活闭环依然会是To C Agent的重要方式，目前Instinct等Personal Agent可以实现主动推送商品，但尚未主动广告变现。关注后续进展，ChatGPT是广告变现推进较快的AI流量体，广告业务ARR已达到10亿美金。

- **建议关注：**1）互联网：腾讯控股、阿里巴巴；2）多模态/大模型：MiniMax、智谱、快手；3）游戏：网易、巨人网络、恺英网络等；4）AI应用：芒果超媒、阅文集团、美图公司、汇量科技、奥飞娱乐、易点天下、盛天网络等。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

一、核心公司基本面更新与观点

仅供内部参考，请勿外传！

大模型——Anthropic（1）：Q2经营转正，经营健康度略超预期

短期盈利至少证明模型公司商业模式略好于市场预期；虽然中长期的投入节奏仍会扰动利润。

- ✓ **招股书首次披露：**10月26日正式递交S-1。1H26收入162.86亿美元；Q2收入115.55亿美元、环比+144.2%，经营利润9.74亿美元、利润率8.4%。加回股权激励后，调整后经营利润22.35亿美元、利润率19.3%；调整后净利润29.81亿美元。上半年经营现金净流入39.29亿美元。
- ✓**经营健康度：**Q2 GAAP净亏损663.09亿美元，主要受融资工具公允价值重估等非经营项目影响。**实际经营状况好于巨额账面亏损所呈现的观感**，但调整后经营利润、调整后净利润与现金流仍需分别看。
- ✓**算力杠杆：**Q2算力及基础设施支出55.58亿美元，上半年合计89.45亿美元。每1美元该项支出对应收入约2.08美元，高于1Q25的0.40美元、1Q26的1.40美元。训练/推理约7：3。
- ✓**云厂渠道占比高：**上半年按量计费、订阅分别占收入80.2%、19.8%，云渠道约占48%。团队按合作费用增量粗算，渠道分成约占相关云收入三分之一；扣除云计算成本后的利润分配大致六四，仅供理解商业关系，不等于统一合同抽佣率。
- ✓**长期判断：**招股书仍提示未来可能长期亏损，但近期盈利说明训练与推理资源的动态调配能够形成经营闭环。**长期看好商业模式可行性**；追求前沿智能和新增算力投入，也可能使利润阶段性回落。

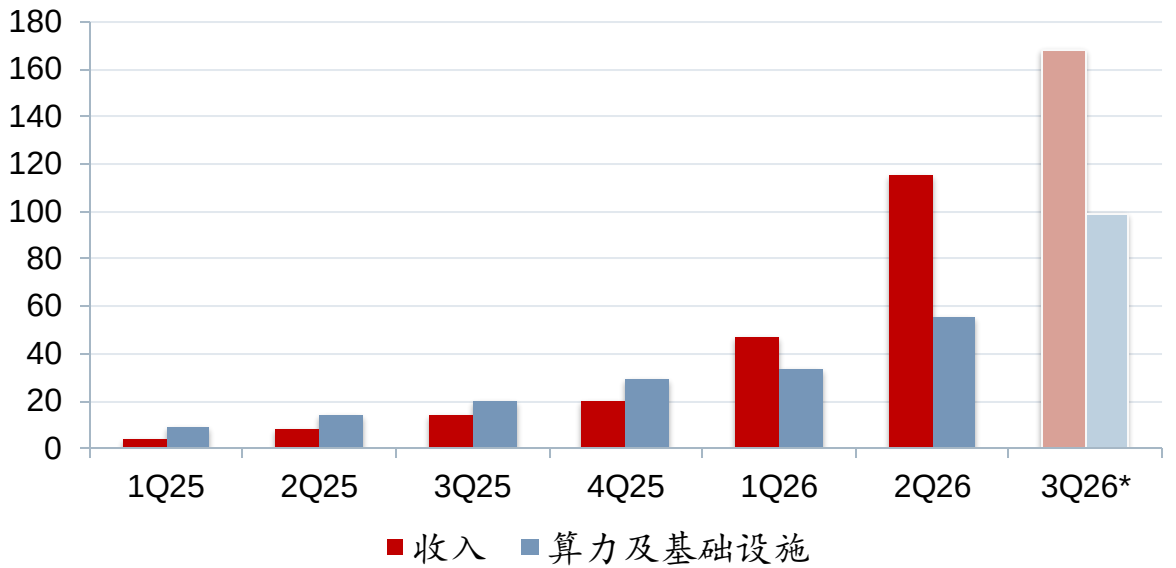
中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

大模型——Anthropic（2）：Q3收入增长与投入并行

根据此前媒体披露（非招股书口径），Q3收入约168亿美元、环比+45%

季度收入与算力投入（亿美元；Q3为媒体/测算）



指标（亿美元）	1Q26	2Q26	3Q26*
收入	47.31	115.55	168.0*
算力/基建	33.87	55.58	98.82†
收入/算力	1.40x	2.08x	1.70x†
调整后OP	-6.17	22.35	20.21‡
调整后OPM	-13.0%	19.3%	12.0%‡

*Q3收入168亿美元为此前媒体披露。按“收入/算力支出1.7倍”推算算力约98.8亿美元

判断：Q3收入继续扩张，Q4关注新模型调用回暖，以及新增算力计费的共同影响。

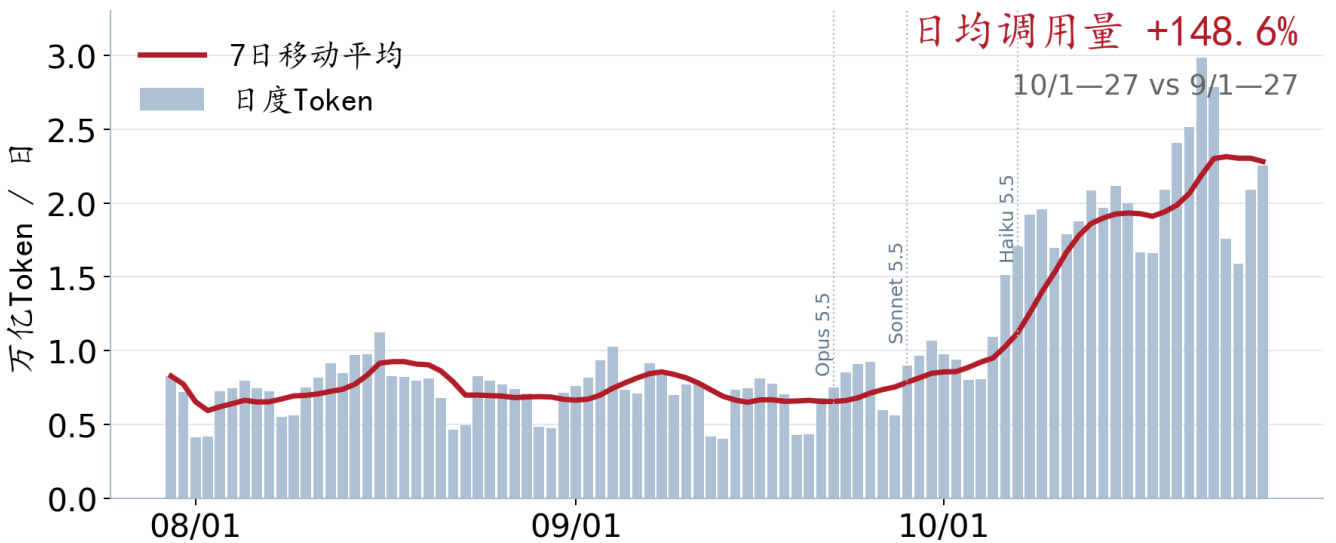
中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

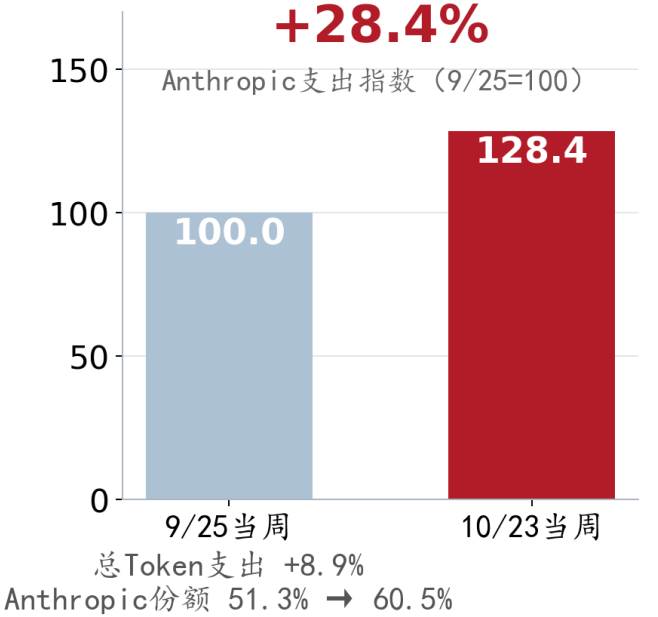
大模型——Anthropic（3）：10月份开始，预计ARR会再次加速

根据 OpenRouter 以及 Ramp AI 等第三方跟踪口径，从 10 月份以来，Anthropic 的 token 调用量有明显提升。虽然考虑到新模型与此前的旗舰模型相比均价有所下降，但我们认为这依然会带动 ARR 的快速提振。

OpenRouter：10月调用量明显抬升



Ramp：企业支出同步回升



OpenRouter 10/1—27日均Token较9/1—27增长148.6%；Ramp 10/23当周较9/25当周隐含Anthropic支出增长28.4%（提示：两个口径分别衡量聚合平台调用量与企业Token支出样本；量价、客户结构不同，不能直接推算Anthropic整体ARR，仅供参考）

资料来源：OpenRouter（完整日度至10/27）、Ramp（完整周至10/23），建投AI互联网团队

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

大模型——Anthropic（4）：预估从 Q4 开始，每季度算力投入将巨幅增长

长期看好商业模式，但远期合同是经营约束；收入规模、供给利用率与新增融资需要共同支持扩张。

- ✓**合同规模：**按团队对Google、Amazon、微软、博通等7家核心供应商相关合同的整理，名义算力承诺约6370亿美元，平均期限约5.8年。包含最低采购、租赁等不同性质。
- ✓**粗略年化：平均**摊平得到未来约6年每年算力投入约1093亿美元，再假设人员、营销、运营费用年化300～500亿美元，对应约1400—1600亿美元的年度成本覆盖需求，中值约1500亿美元收入
- ✓**Q4展望：**5.5系列模型Opus/Sonnet/Haiku产品组合有望扩大需求，但微软、SpaceX相关新增算力开始计费，费用也会抬升。公司可以通过训练与推理资源调配提高利用率，能力竞赛又可能阶段性增加训练投入。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

大模型——OpenAI：Terra发布，聚焦Computer Use，降低完整任务的交付成本

GPT-6.1 Terra把视觉理解、电脑操作与成本效率结合；降低单位有效任务成本。

✓**产品与入口：**10月26日发布GPT-6.1 Terra，向ChatGPT Work及Codex的Plus、Pro、Enterprise、Edu用户开放，并提供API。定位高频电脑任务、视觉推理和自然表达；官方未披露参数规模，不以“小模型”推断架构。

✓**价格比较：**标准API输入/输出为1/5美元每百万Token，缓存输入0.05美元，较GPT-5.6 Terra与6.1 Sol降50%；对应Opus 5.5的4/20美元、GPT-6 Astra的10/50美元，价格分别为1/4、1/10

✓**电脑任务：**官方Agents’ Last Exam中，medium档较5.6 Terra提高15个百分点，任务成本约三分之一；同档能力接近Astra而单Token价格为十分之一。最高推理档相较Opus 5.5，官方测得任务成本约低9倍，结论限该评测设置。

✓**跑分：**Terminal-Bench 4.0最高档50.3%，高于5.6 Terra的21.5%；内部诱错测试低推理档错误率53.6%降至16.7%。复杂软件工程仍优先Sol/Astra。

✓**OpenAI拟统一ChatGPT与Codex用量，我们认为Chat模式用户可免费使用的额度收窄，此举或为了提升商业回收。**据官网，2026年12月起，Plus、Pro及Business套餐将在ChatGPT与Codex之间共享使用额度，配合将Work的Agent能力纳入ChatGPT主入口。具体而言，纳入计量的聊天与执行任务将消耗同一额度池，一端使用增加会减少另一端的可用额度；用量按Token计量，消耗程度取决于模型选择及任务复杂度，但Instant即时聊天不扣减该额度；统一额度池前，Chat模式不消耗套餐中work、codex模式下的额度，chat使用上限约束较宽。

✓**融资目标下调。**10.31，据FT援引知情人士报道，OpenAI融资目标由300亿降至约200亿美元，下调33%；拟议估值1.25万亿美元。

✓ **算力来源继续多元化。**10.28，据The Information，**OpenAI拟采购谷歌TPU。**

仅供内部参考，请勿外传！

大模型——DeepSeek，发布全新Agent架构Super Agent

Super-agent：以任务调度和持续执行拓展Agent能力，核心价值在于降低人的协作、管理负担。主要亮点如下：

- ✓ **1、分离调度与执行，支持多任务并行推进。**采用Router—Worker双层架构，由Router统一接收需求、组织任务，Worker在独立会话和目录中执行。其意义是将多任务管理从用户手动切换聊天窗口，转向系统统一协调，**减少不同任务之间的上下文干扰。**
- ✓ **2、从单次指令响应转向持续协作，更贴近真实研发流程。**应用形态由“问一次、答一次”向嵌入团队工作流的持续协作者延伸。
- ✓ **3、以工作项承接后续反馈，减少重复交代和中转。**任务通过订阅机制接收后续评论、代码审查及CI反馈，相关消息直接送达负责执行的Worker；亮点是**让同一事项能持续跟进，减少人工搬运上下文和重复分派。**
- ✓ **4、突出可审阅交付，将人力集中于关键决策。**系统以Pull Request等形式交付结果，面板优先展示待答复、待审阅及受阻事项，普通执行过程尽量保持安静。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

大模型——Kimi&字节

K3.1 Pro上周发布后经历口碑波动，周一团队开始补偿额度。

✓**额度补偿：**10月26日公告承认限流与额度虚耗，有效订阅会员补偿月度总额25%，已用不足25%则重置为0。同步调整参数，减少不必要的子Agent调用和输出。**虽然模型智能提升，仍要落实到用户能完成多少任务。**

✓**强项与短板：**Terminal-Bench 4.0保持67%的领先表现，但Terminal-Bench-Science为34%，低于Astra的63%。前端、3D与编码任务仍有吸引力，科研长任务、输出效率和配额体验应分别看。

✓**模型迁移：**官方API平台自10月31日起停止向新注册用户开放K2，存量注册用户不受本次限制；计划12月底下线全部K2系列。关注迁移适配、成本变化与K3付费转化，该安排不等于所有第三方渠道同步下线。

✓**后续权重开放：完整权重计划11月4日前开放。**与国产Pro模型接续迭代共同观察：能否在保留智能水平的同时缩短输出、减少无效并行，并让补贴退出后的留存和付费支出增长。

字节：豆包开放企业三方模型服务，即梦旗下产品整合。

✓**豆包企业模型分发开始引入第三方供给。**10.29，据每经报道，豆包宣布开放企业三方模型服务，首批将接入Kimi、GLM、DeepSeek；无需单独采购、按用量扣AI点数，办公Agent转向多模型供给。企业Agent从自有模型承载转向多模型选择和统一消费结算，降低采购切换环节。

✓**字节旗下即梦AI宣布正式上线短剧工作室，整合DreamScript、Anycook和DreamShot。**、分别对应剧本、图像与分镜模型，整合后将制作流程串联，影视AI从单镜头生成走向制作链协同。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

全球CSP与应用——Meta：广告AI持续提效，关注Muse扩张与融资回报

后续重点关注：1）2027年资本开支指引；2）Muse订阅与交易佣金的落地节奏；3）更大规模模型与Wonder级高效小模型的开发和上线进展；4）无投票权C类股设立后的融资进展。

AI投入沿广告效率和个人Agent两条路径推进。本周公司推进大额融资、深化与英伟达合作，并将Muse扩展至新加坡。广告效果改善仍是AI投入兑现经营价值的直接路径，Muse提供新的用户与交易增长空间；新增资金支持业务扩张的同时，也需评估优先股股息和股份摊薄对每股回报的影响。

本周重要事件：

- **推进375亿美元融资安排，资金分阶段到位。**10月26日启动融资后，公司将普通股远期出售规模由225亿美元增至250亿美元，并发行125亿美元、年股息率6.5%的强制可转优先股。优先股于10月29日完成交割；普通股远期安排初始不向公司支付款项，后续结算不晚于2027年11月19日。另拟建立约600亿美元Class C股份ATM出售计划，尚未签署协议。
- **英伟达拟投资30亿美元，双方深化Muse训练与推理合作。**10月27日，双方宣布优化Muse模型及Agent的训练、推理性能与总体使用成本，Meta计划扩大Vera Rubin等基础设施部署。我们认为，软硬件协同有望改善服务效率，后续关注实际部署效果与推理成本变化；英伟达投资属于本次股权融资的一部分。
- **Muse上线新加坡，拓展购物与旅行服务场景。**10月27日，公司宣布Muse向新加坡用户开放，早期连接伙伴包括Shopee、Grab、新加坡航空和Agoda等，相关功能将逐步推出。我们认为，本地服务接入有助于验证Agent执行实际任务的需求，后续重点观察使用频次、付费转化及交易变现。
- **披露Andromeda广告检索进展，模型与系统协同提效。**10月28日，公司披露，生产系统每秒可评估逾10亿条候选广告，吞吐量较2024年版本提升100倍；Andromeda自2025年以来累计带动Facebook转化提升2.4%。我们认为，在控制计算成本的同时改善广告匹配，有望支持广告主投放回报及平台变现；上述转化提升为历史累计效果。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

全球CSP与应用——谷歌：云业务高增延续，广告变现与现金回报成为短期关键

- **云收入翻倍增长，经营杠杆持续释放。**26Q3 Google Cloud收入307.1亿美元，同比增长103%，高于彭博一致预期，但相较+115%的乐观预期仍有差距，营业利润率由Q2的35.6%升至36.2%。AI基础设施、企业AI解决方案及TPU系统销售共同推动增长。但TPU销售已于Q2开始贡献收入，下半年放量已有较充分预期，本季云业务高增尚不足以消除市场对集团盈利与投入回报的担忧。
- **广告收入低于预期，搜索流量增长仍需转化为收入。**搜索及YouTube广告收入分别低于彭博预期2.3%和1.9%。管理层表示，搜索请求量同比增速创五年最高，但汇率、零售广告主承压及世界杯预算前置影响收入表现，AI Mode较低的变现水平也带来一定拖累。我们认为，AI搜索扩大使用需求的效果已开始体现，后续关键在于广告覆盖及商业转化能否同步提升。
- **现金流缺口扩大，2027年投入增长继续考验回报兑现。**Q3自由现金流为-91亿美元，较Q2的-59亿美元进一步下降，其中支付欧盟罚款约52亿美元。简单加回该项现金支出后，Q3自由现金流约为-39亿美元，较Q2改善，但仍未转正。公司维持2026年资本开支1950亿—2050亿美元指引，并预计2027年显著增加。同时，Q4扩大第三方算力使用可能压制云利润率，云分部利润率提升仍不能直接代表集团AI投资回报改善。

【核心观点】谷歌云需求及盈利能力仍有支撑，TPU平台化有望扩大外部客户覆盖、摊薄研发成本。短期估值修复更依赖搜索变现、集团盈利与自由现金流共同改善，后续关注AI Mode商业化效率、第三方算力成本及2027年资本开支增量。

资料来源：Alphabet 2026Q3财报及业绩会，彭博，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

全球CSP与应用——亚马逊：AWS景气延续，广告放缓与资本开支压制现金回报

- **AWS增长继续加速，收入小幅超预期。**26Q3 AWS收入460亿美元，同比增长39.3%，略高于彭博约38.4%的预期，营业利润率为38.7%。云业务保持较快增长和较高盈利水平，但收入超预期幅度有限，后续关注新增算力交付对增长的持续支撑。
- **广告增速低于预期，Prime Day跨季仅能解释部分放缓。**广告固定汇率增速由Q2的26%降至12%。管理层表示，14个百分点的降幅中，约8.5个百分点来自Prime Day跨季；合并Q2、Q3观察，广告收入同比约增长18%，仍有减速，后续关注剔除促销时点扰动后的增长修复。
- **零售销量保持增长，利润率回落削弱主业盈利支撑。**本季付费销量增长12%，第三方服务及订阅收入均超预期，但北美与国际业务营业利润率分别回落至7.7%和3.7%。Q4集团营业利润指引中值为310亿美元，低于彭博约330亿美元的预期，主业利润释放仍面临压力。
- **资本开支维持高位，自由现金流缺口扩大。**Q3净现金资本开支759亿美元，自由现金流为-335亿美元。公司维持2026年现金资本开支约2200亿美元指引，按前三季度支出倒推，Q4约为478亿美元，我们认为本季可能包含付款前置；管理层同时预计2027年资本开支明显增加，后续投入仍将对现金流形成压力。

【核心观点】AWS增长提速并小幅超过一致预期，但未满足市场更高期待；广告不及预期、Q4利润指引偏弱及资本开支扩张仍压制现金回报。后续重点关注广告增速修复、非AWS业务利润率及新增算力转化为经营现金流的速度。

资料来源：Amazon 2026Q3财报及业绩会，彭博，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

全球CSP与应用——微软：算力提效推动Azure超预期，正自由现金流指引增强回报可见度

- **Azure收入与后续指引超预期，存量算力提效支撑增长。**2026自然年Q3，即FY27Q1，Azure收入同比增长48%，高于彭博预期约3.2个百分点。下一季度固定汇率增速指引为49%—50%，中值高于预期约4个百分点。尽管部分第三方算力交付延期，公司通过提高GPU效率、变现闲置CPU容量推动收入兑现，表明增长不仅依赖新增基础设施交付，也受益于现有资源利用率提升。
- **主业增长与费用控制共同支撑集团利润率。**本季集团收入923亿美元，同比增长19%，营业利润459亿美元，同比增长21%。集团经营费用仅增长约6%，营业利润率升至49.8%。Microsoft 365商业云收入按报告口径同比增长17%，商业剩余履约义务增至6770亿美元、同比增长73%。成熟业务的持续收入与费用约束，为AI基础设施扩张提供了较稳定的盈利支撑。
- **自由现金流保持为正，资本开支延期仍需与投资需求下降区分。**本季自由现金流186亿美元，高于彭博预期，自由现金流率为20.2%，较上一季度21.8%小幅回落。公司将2026自然年资本开支指引降至1700亿美元，主要反映第三方交付延期，预计2027年上半年投入仍将加速。更重要的是，管理层预计FY27全年自由现金流保持为正，为高投入阶段的资金平衡提供了更明确的指引。

【核心观点】微软本季同时兑现云收入增长和正自由现金流，成熟业务与控费能力增强了AI投入的财务承受力。后续关注Azure高增指引兑现、延期算力交付，以及资本开支重新加速后自由现金流的稳定性。

资料来源：Microsoft FY27Q1财报及业绩会、Reuters、彭博，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

全球CSP与应用——阿里巴巴：千问接入苹果系统，云、模型与应用协同拓展

- **千问接入苹果系统级入口，上线时间明确。**10月31日，苹果与阿里正式宣布合作，千问将进入Siri、写作工具和视觉智能，提供问答、文档及图像理解、内容生成等能力；11月4日起开放开发者测试，12月随iOS 27.3正式推出。本次为现有Siri接入千问，不包含下一代Siri AI。
- **平头哥拓展运营商采购场景。**10月27日，陕西电信启动国产智算私有云项目寻源，预算约1.19亿元，拟采购32台真武M890服务器、合计256张加速卡，覆盖模型开发、训练及推理。目前处于寻源阶段，后续关注中标、交付与收入确认。
- **模型服务扩区，企业Agent深入生产流程。**10月27日，百炼上线Qwen-Audio-3.1-Realtime-Flash，支持实时双工语音、工具调用和联网搜索；Qwen3.8-Flash新增法兰克福及中国香港部署。10月30日披露的沙钢案例显示，千问办公已用于冶炼、设备及财务分析，单炉复盘由30分钟缩至3分钟，财务报表编制效率提升90%以上。
- **大语言模型MaaS收入份额领先，企业级商业化持续兑现。**IDC最新报告显示，2026H1中国MaaS市场收入106.3亿元，同比+889.4%；阿里云占整体MaaS市场25.2%，排名第二，其中大语言模型MaaS收入份额达46.6%，排名第一，领先智谱的10.6%和火山引擎的10.2%。我们认为，语言模型领域的份额优势体现千问模型与阿里云协同变现能力，随着企业客服、代码及Agent等场景进入生产环节，有望持续拉动模型调用与云基础设施需求，后续关注付费调用增长及推理效率改善。

【核心观点】苹果合作打开系统级分发入口，语音与区域服务扩展增加模型使用场景，工业Agent和运营商采购需求体现企业侧渗透。后续关注苹果入口实际调用量、企业付费转化，以及自研芯片外部订单交付与云业务利润率。

资料来源：Apple、阿里云、快科技、IT时代网、网通社科技，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

全球CSP与应用——腾讯（1）：Buddy One连接办公生态，进一步统一用户上下文

继续看好“高频入口＋私域数据＋自研模型”；统一工作底座有望把分散的工具用户转化为连续任务用户。

- ✓**本周发布：**10月29日正式发布Buddy One，以WorkBuddy为工作台，连接腾讯文档、腾讯会议、腾讯网盘、ima等。统一Buddy One ID、积分与会员权益，PC端5.9.0及以上可绑定；关联账号本身免费，近期赠100积分。
- ✓**工作流：**在已授权范围内，一次提问可跨文档、会议、知识库检索并注明来源，减少反复复制上下文。文档负责编辑、会议提供讨论背景、ima沉淀知识；**价值在跨应用任务完成率，而非多放一个聊天入口**。
- ✓**积分与边界：**WorkBuddy积分升级为Buddy One积分，在WorkBuddy、文档、ima、网盘通用；会议暂不消耗该积分。统一身份已有落地，产品间长期记忆共享仍是后续方向，不能将规划写成当前全部可用。
- ✓**搜索与存储：**元宝搜索提供实时信息与微信内容生态检索；腾讯网盘作为统一存储，承接Agent上下文与产出。闭环能否建立，取决于权限下的数据连接、可重复调用与结果修订，不只是单次生成一份文档。
- ✓我们认为，统一权益可能减少跨产品付费摩擦，也需避免原有会员收入被简单替代。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

全球CSP与应用——腾讯（2）：全球数字生态大会总结：企业Agent与小微向真实场景延伸

- ✓**企业落地：**10月29日大会披露，WorkBuddy企业版落地50多个行业，**覆盖中国企业500强约50%**、100强约60%；开放平台伙伴及开发者超5万、Skills超20万。
- ✓**业务Agent：**ADP可定制与纳管业务智能体，发布至AgentPortal、官网、小程序及内部系统，并推动与WorkBuddy深度连接。伊利案例中，经营数据分析向上千名导购下发策略；公司披露运营提效超50%，导购A/B测试订单提升26%。
- ✓**微信小微：10月30日地图Agent能力开放，已接入元宝、微信小微及多类硬件。**小微可从视频号、聊天场景衔接线下地点；元宝支持一句话路线规划，打车服务仍为即将上线。**关系链、内容与交易服务连接，是微信Agent的核心优势**。
- ✓**底座演进：**大会预告Hy4与Hy4 flash，侧重长程、真实生产力任务与效率；正式版本和开放时间仍待公告。TokenHub、多模型订阅与Agent Runtime提供选择和运行底座，不能以单一模型跑分概括腾讯全部竞争力。
- ✓**我们看好WorkBuddy与小微的长期潜力，重点跟踪投入、付费转化和用户增长。**

仅供内部参考，请勿外传！

全球CSP与应用—— SpaceX：继续融资新增算力，Grok Bot持续迭代

✓**新算力融资：**10月26日公告，与Apollo管理实体达成约400亿美元GPU及相关设备主融资租赁的有约束力承诺，主要用于下一代NVIDIA Vera Rubin及地面算力建设。交易仍需满足交割条件，预计2026年底前完成；设备预计1H27交付。

✓**Grok Bot：**10月27日v0.78.1加入购物卡片、商品比价与库存选项，下单须经用户批准，随后跟踪物流；Vault可连接Shop Pay。新增试用到期提醒/取消、闲置订阅清理与续费价格检查，修改前要求确认

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

游戏——网易：长线内容积累与新品周期并重

维持长期价值判断。长青产品靠持续内容兑现，新品提供中期弹性，不能由短期排名替代产品周期评估。

✓**本周运营：**《燕云十六声》10月30日更新2.9.0B“长乐夜未央”；《逆水寒》海外版10月29日公布2.3.4更新，30日开放华章“浮生梦百年”、大富绅玩法与南海团本等。剧情、社交及副本内容接续，关注周年节点后的活跃和付费留存。

✓**长线能力：**延续对《梦幻西游》《率土之滨》《燕云》等持续研发、版本运营与社区建设的重视。**内容更新能否转化为留存、复购和现金流，比单次活动热度更重要**；周年活动与常态版本衔接后的活跃、付费留存值得持续观察。

✓**新品与全球化：**《遗忘之海》《无限大》等产品的中期贡献仍是观察点。更关注首发后的内容消耗速度、付费体验及长尾留存，研发排期与预约热度仍需经过实际运营和收入回收验证。

✓**品类与竞争：**本周《影之刃零》发售再次展示精品动作内容的需求，但买断制首周与长线服务型游戏的收入结构不同。网易长期积累的玩法、美术、工业化和全球运营能力，仍是我们评价新品胜率的基础。

✓**研究判断：****继续看好网易的长期内容价值，短期跟踪存量流水与新品爬坡**。后续财报要拆游戏本体利润、投放研发以及投资公允价值变化；重点观察Q3披露后的经营利润率、研发投入、现金回收和管理层对新品周期的判断。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

游戏——巨人网络：Q3承压，股息率可观

Q3确认收入与暑期流水存在错位；现金流和合同负债改善提供支撑，买量效率仍需跟踪。

- ✓**业绩：**Q3收入19.96亿元、同比+17.0%、环比-15.4%；归母7.42亿元、同比+16.0%、环比-30.2%，扣非8.62亿元、环比-29.5%。前三季度收入66.85亿元、同比+98.5%，归母28.86亿元、同比+103.7%。
- ✓**递延与流水：**《超自然》递延周期约5个月，Q3收入较多反映Q2淡季流水。Q3经营现金流9.39亿元、环比+25.2%，合同负债17.83亿元、环比+11.4%；**暑期回暖尚未全部体现到当季确认收入**，为Q4提供基础。
- ✓**费用与效率：**Q3销售费用6.85亿元，接近Q1的6.98亿元，但流水弱于春节，单位投放产出下降也是利润承压原因。研发3.11亿元、毛利率94.4%
- ✓**运营与新品：**暑期《超自然》DAU约1200万，后续更看长线玩法与付费生态。海外Tomb Busters拟1Q27进入东南亚、拉美，属于后续计划，产品区域扩展和国服运营应分别评估。
- ✓**股东回报：**保守假设Q4环比持平，全年归母情景36～37亿元，按70%分红对应约25～26亿元现金分配；股息率约6%～7%。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

游戏——恺英网络：利润环比稳定，期待传奇IP整合进展

主力游戏与996盒子支撑基本盘；传奇IP整合和AI平台提供中期机会。

✓**业绩：**Q3收入24.61亿元、同比+64.4%，归母6.41亿元、扣非6.24亿元，环比大体稳定，较此前部分担忧略好。前三季度收入72.58亿元、同比+78.1%，归母20.69亿元、同比+30.7%。

✓**结构拆解：**《烈焰觉醒》Q3收入约10亿元、前三季度约32亿元；买量型产品净利率低于原有平台、研发业务，拉低整体利润率。流水稳定性及Q4预期略好于初期判断。

✓**平台基本盘：**996盒子前三季度收入约10亿元、Q3约4亿元，DAU约50万，利润贡献稳中小增。平台从传奇向经典IP、复古内容社区延伸；**稳定用户与多种服务变现，比简单扩产品数量更重要。**

✓**投放与储备：**《烈焰觉醒》《三国：天下归心》合计约占Q3销售费用一半；后续加投、缩量取决于ROI和媒体竞价。斗罗新品开展发行工作，金庸、奥特曼等仍受版号、测试影响。

✓**IP与AI：**拟参股娱美德仍待审批与资金出境安排，尚未交割；SOON/SoonPlay处于测试迭代，收入贡献较小，EVE等陪伴产品亦需验证。**传奇IP整合与AI内容平台值得跟踪，短期先看主业盈利。**

✓**回报：**10月28日董事会通过前三季度拟现金分红2.12亿元，待股东会；年内已回购约1.5亿元。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

游戏——完美世界：《异环》开始兑现业绩，关注长尾与回收

Q3体现新品完整季度贡献，符合预期；后续看流水稳定、海外发行与新增内容的持续性。

✓**业绩：**Q3收入23.62亿元、同比+36.9%；归母5.06亿元、同比+211.5%，扣非4.71亿元。归母与扣非利润均体现新品完整季度的贡献。前三季度归母3.87亿元，仍受上半年表现影响。

✓**新品贡献：**Q3为《异环》首个完整季度业绩增量。截至10月28日累计流水超过27亿元，官方渠道约六成、海外高于国内。估算《异环》Q2/Q3流水约14亿元、10亿元，从第三方数据看10月趋势较平稳。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

电商&本地生活——美团：华南线下零售加密，Keeta巴西拓城推进

- **快乐猴加速华南门店扩张，探索社区硬折扣与即时零售协同。**10月23日，美团旗下快乐猴在广州花都、东莞厚街开出新店，进一步提升珠三角社区覆盖。据行业统计，截至9月底，快乐猴全国在营门店已超100家，其中广东41家、浙江36家，华南成为重要扩张区域。其主打约800—1,000平方米社区店、约1,600个精选SKU，通过源头直采、精简品类及低成本选址提供日常低价，并以店仓一体承接周边即时配送需求。
- **小象超市继续拓城，与快乐猴形成业态互补。**10月30日，小象首座服务站落地六安金安区，最快30分钟送达。小象承接线上生鲜及日用补货，快乐猴强化社区到店消费，拓展美团对不同购物场景与客群的覆盖。
- **Keeta进入巴西一周年，商户供给与履约规模持续积累。**10月30日，公司披露巴西App累计下载超1,000万，注册餐厅8.3万、合作骑手43万；3公里内平均配送28分钟，超90%订单准时或提前送达。目前运营11城，正为另外21个城市搭建商户、骑手及技术基础，并计划于2027年继续拓展省会与都市圈。
- **两位业务负责人晋升副总裁，强化医药健康与商家商业化人才梯队。**10月30日披露，美团内部宣布医药健康事业部负责人李晓辉、商业增值部负责人望金蓉晋升公司副总裁，两人均为内部培养的80后管理者。内部邮件强调医药健康业务探索新业务及AI机会，以及商业增值业务通过营销产品服务本地商家。我们认为，此次晋升体现公司对医药健康增长与商家营销服务的重视，医药即时零售渗透、AI应用及营销效率提升，有望共同拓展核心本地商业的增长空间。

【核心观点】国内零售从前置仓向社区门店延伸，有望通过采购、仓配及用户运营协同提升效率；海外巴西业务逐步形成供给与履约基础。后续关注快乐猴同店增长和单店回本、小象新城订单密度，以及Keeta补贴退坡后的留存与单均亏损改善。

资料来源：零售商业评论、零售圈、六安市人民政府、TMC，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

泡泡玛特：短期调整，长期看好全球IP经营

三季度经营数据承压，但从环比测算来看，我们认为部分市场已经进入了经营底部。仍然看好泡泡长线运营IP和拓品类的能力。我们认为进入2027年，在基数较低的情况下，有可以关注的机会。

- ✓ **经营：**10月27日公告Q3收入同比下降45%～50%；中国下降25%～30%、亚太65%～70%、美洲70%～75%、欧洲及其他50%～55%。
- ✓ **库存变化：**根据业绩电话会，库存5月见顶、8月开始下降、9月底明显回落，不依赖打折去库存。大陆新增用户同比双位数增长、Q3环比略增，复购大体持平；跨品类消费扩大，关注是否转成持续补货与正价销售。
- ✓ **海外经营：**美国门店超过100家，公司重视单店质量和本地履约。海外多数地区客流Q3趋稳、线下好于线上；亚太前六大IP贡献超六成，会员跨渠道渗透仍低于中国。
- ✓ **利润与投入：**美国部分产品调价、供应链及区域结构变化会影响毛利。公司预期下半年整体毛利率较上半年回落不超过约2个百分点；门店固定成本也压利润。全年目标是中国市场保持增长，以及Q4改善。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

芒果超媒：Q3环比回暖，创新综艺《后会友期》爆火

- 【芒果超媒】本周回调，-4.0%。核心观点：创新综艺《后会友期》爆火再次印证公司打造爆款综艺的能力，Q3业绩环比回暖，静待拐点出现。重点关注后续内容排播，及AI内容对创收、降低内容制作成本的影响是否可兑现至业绩端。

✓ **10.30《后会友期》正片有效播放市占率达到32.6%，断层领先**（云合数据）。该综艺10.22播出，每周四12点双更，目前更新至第3期。本周四更新后，榜单排名升至第一，播放市占翻倍以上增长。**该综艺为首部友情治愈纪实真人秀**，由曾打造过爆款综艺《再见爱人》的核心团队主创，**首季即爆火，我们认为，再次印证了公司打造爆款综艺的能力，重点关注对招商（独家冠名商999感冒灵）和会员的拉动。**

✓ **Q3环比回暖。**Q3营收31.58亿元，同比+1.87%，环比+1.6%，归母净利润0.12亿元，同比-95.42%。

- **收入：Q3增速小幅回升、核心业务企稳。**我们预计，Q3会员业务有所改善，渠道端合作模式调整的影响逐步弱化；广告、运营商业务整体稳健。
- **内容端强调AIGC新质生产力。**8月底上线国内首部登录卫视黄金档的AI长剧《后西游记》；今年9月芒果共创生态大会首次将AIGC片单（28部作品）作为单独板块发布，同步上线芒果灵创AIGC内容生产平台。
- **盈利：毛利率环比修复、加回公允值变动损失后环比回暖。**

1）毛利率：Q3为22.26%，同比-5.34pcts，下滑预计系内容成本刚性，受内容排播、部分渠道合作模式调整，会员收入同比下滑。但Q3毛利率环比+5.45pcts，有所改善。

2）费率降低，反映运营效率提升。Q3销售、管理费率16.64%、3.21%，分别同比-1.09、-0.13pcts。研发费率同比+0.14pcts，预计系AI投入增加。

3）公允值变动拖累净利润。Q3公允价值变动-0.73亿元，去年同期为0，主要系投资公司公允值下滑，公司将该项计入经常性损益。

- **内容储备：9月芒果共创生态大会发布超50档综艺、89部大剧。**
- **AI内容加持下，有望降低公司内容成本投入。**公司2025、2026H1新增影视版权无形资产55.2、21.6亿元。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

分众传媒，三季报主业强韧性，重视高股息属性

- **【分众传媒】本周+1.94%。本周公司发布三季报，主业强韧性、新旧动能切换态势延续。公司为高股息标的，后续重点关注消费是否企稳、AI应用投放、收购新潮进展。**26Q3收入31.93亿元，同比-8.62%；归母净利润13.48亿元，同比-14.48%，扣非归母净利润12.97亿元，同比-15.77%。

- ✓ **收入：单季同比下滑幅度扩大主要系去年同期高基数及消费疲软。**1）去年Q3即时零售集中投放形成高基数，25Q3收入是全年最高季度；2）消费品广告主预算仍偏谨慎。

- ✓ **盈利：整体稳健但成本费用发生结构性变化。1）**Q3毛利率70.74%，同、环比-3.36、-1.50pcts，预计系营业成本的最大项媒体租赁刚性，收入降幅扩大后毛利率同步下滑；一二线城市电子屏点位有所扩张，Q3末固定资产8.59亿元，较中报末增加3.25亿元，主要来自媒体资产增加。**2）费用继续优化，尤其是管理费用，反映运营效率的提升。**Q3销售、管理费率分别18.40%、2.29%，同比-0.45、-1.90pcts。**3）**Q3投资收益0.29亿元，同比减少0.75亿元，主要系去年同期含数禾科技权益法收益。

- ✓ **目前股息率~6%。**以2025年度每股现金分红0.34元，最新收盘价计算，对应股息率为6.6%；假设2026年分红比例80%，归母净利润一致预期所对应的股息率约6%。

- ✓ **后续关注：**
- **1、Q4消费品投放是否企稳，及AI应用的预算、目前金蝶灵基等To B AI应用也已开启梯媒渠道的投放。**
- **2、新潮交割与并表时点，10月10日反垄断获附条件批准。**

中信建投证券 CHINA SECURITIES

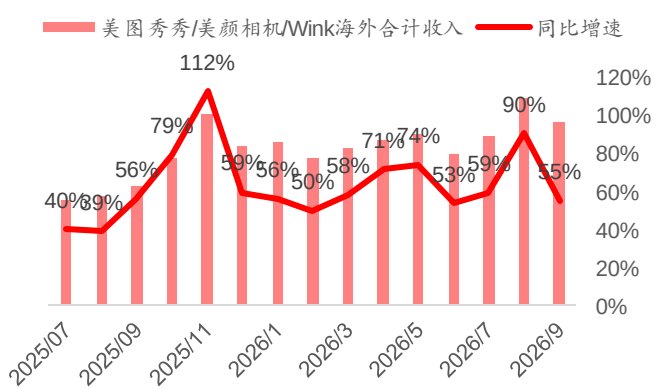
仅供内部参考，请勿外传！

其他重要公司——美图：看好低估值AI应用机会

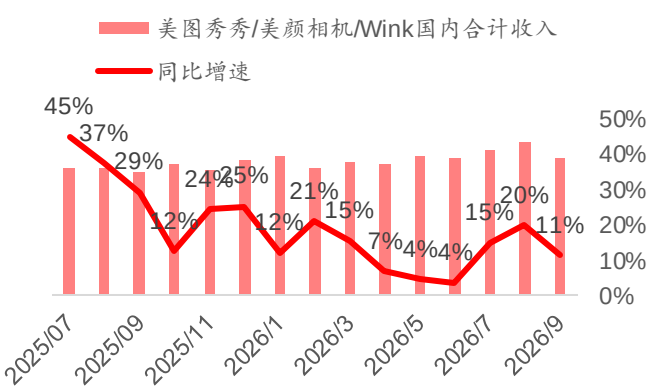
增速稳健、低估值优质AI应用标的，持续推荐。建议关注1）26日投资者日的交流情况，对未来B端和C端产品和业务的规划，2）关注C端海外流水和B端进展。

- **创新聚焦Picchi、MVLAND。**创新工作室由10个收缩至5个，资源向已验证头部产品集中。
  - Picchi是原生AI修图产品，定位人像Agent，通过“学我/TA修图、学TA化妆”服务年轻女性、修图小白及二次元coser，滚动31天净流水ARR接近140万美元；海外ARR超15万美元、占比逾11%；付费率约为传统产品4倍、ARPU接近2倍。
  - MVLAND让音乐生成完整MV；净流水ARR约80万美元，海外收入占75%、月ARPPU约34美元（年化超400美元）。
- **战略：攻防并举、全球化、做深垂直服务。**防守端推动美图秀秀等成熟产品Agent化，同时以Picchi主动布局AI原生人像；进攻端从图片走向视频，切入营销、电商、音乐等生产力场景。全球化以中美市场为重心。
- **燧原投资兼具战略协同与回报。**据公司26年中报，美图投资燧原的历史成本为2.5亿元，当前持股市值较成本增值约21.3亿元，尚未变现。该投资有助于保障推理算力供给，#或许也为未来股东回报提供一定空间，具体安排仍取决于公司后续规划。

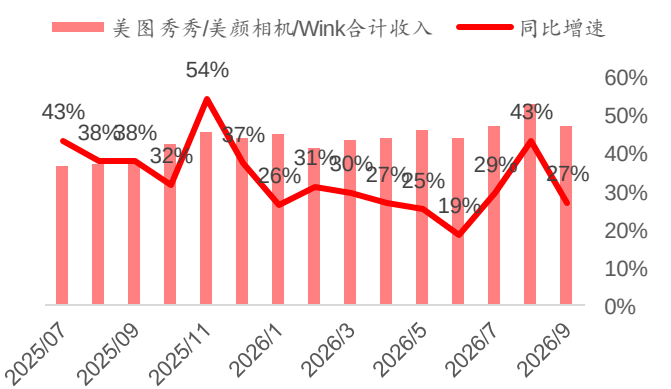
美图主要产品海外收入同比增速



美图主要产品国内收入同比增速



美图主要产品全球收入同比增速



中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

其他重要公司——阅文集团：深化腾讯合作，加码AI漫剧和卡牌游戏

看好短剧漫剧与衍生开发共同拓宽网文IP变现空间。建议关注1）授权腾讯魔方工作室的手游《异人之下》将于11月4日删档测试，12月底正式上线；2）在短剧漫剧方面，与腾讯扩大推广及广告合作的落地进展；3）与蹊迹游戏联合开发《群星漫卡》的销售表现。

- **腾讯合作扩容，短剧漫剧进一步拓展免费广告变现。**据10月12日公告，2026年前九个月，腾讯向公司支付广告佣金5.66亿元，超过2025年全年3.81亿元。
- **2026年阅文创作大会加码游戏和卡牌布局。**据10月16日2026阅文创作大会，大会官宣阅文与蹊迹游戏联合开发的《群星漫卡》，国内首个多IP电子集换式卡牌游戏，首批集结《斗罗大陆》《吞噬星空》《狐妖小红娘》等国漫IP，预计2027年正式上线。

除了近期的事件以外：

- 由腾讯魔方研发、改编自《一人之下》IP的游戏《异人之下》宣布于2026年11月4日开启限量计费删档测试，计划12月正式上线。
- 自建国内外发行平台（起点剧场和ToonScroll），为AI改编内容提供持续的用户触达和变现场景。
- 增持艺画开天，深化头部动画IP及制作能力布局。艺画开天持有核心原创科幻动画IP《灵笼》，并具备长篇动画制作及大型叙事游戏开发能力。

阅文和腾讯的推广和广告合作框架协议下的年度上限（亿元）

	原上限			新上限		
	2026年	2027年	2028年	2026年	2027年	2028年
广告佣金：腾讯付给阅文	8.50	10.10	10.80	11.00	19.00	22.00
推广服务费：阅文付给腾讯	1.00	1.00	1.10	2.30	3.40	3.50

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

其他重要公司——中国电影&猫眼娱乐

重点关注跨年档和明年春节档电影排片。行业淡季，关注度较低，但跨年和春节预计有重磅电影上映，存在一定预期差，建议重点关注。

- **《复联5》有望成为年末院线的重要催化，关注系列七年后重启带来的预期差。**影片定档2026年12月16日中国内地上映，距《复联4》已逾七年，罗素兄弟、唐尼及埃文斯等核心主创回归；其中，钢铁侠扮演者唐尼此次出演的是毁灭博士。我们认为，复联系列重启的事件属性、经典阵容回归，以及多IP集结带来的观众覆盖，有望推动老观众回流。
- **2027年春节档头部影片储备值得期待，关注优质供给集中释放带来的票房及院线业绩弹性。**《流浪地球3》（上部）计划于2027年春节档上映，系列IP积累与科幻大片的影院观影体验有望形成较强吸引力。此外，光线传媒披露与张艺谋合作的新片预计2027年上映，陈思诚、王宝强主导的电影项目亦可作为潜在档期储备关注，具体以正式定档为准。

推荐标的猫眼娱乐、中国电影。同时建议关注头部票务大麦娱乐，以及儒意电影、横店影视和幸福蓝海等院线公司。

已定档重要电影和即将上映的电影

电影	上映日期	导演/主演	出品公司	发行公司
复仇者联盟5	2026/12/16	安东尼·罗素/乔·罗素（导演）	-	中国电影
沙丘3	*2026/12/31*	*丹尼斯·维伦纽瓦（导演）*	-	*中国电影*
流浪地球3	*2026/2/6*	*郭帆（导演）-吴京/刘德华*	*中国电影/猫眼娱乐*	*中国电影/猫眼娱乐*
电影	**待定档期**	**导演/主演**	**出品公司**	**发行公司**
年夜“犯”	-	杨庆（导演）	新丽影视	-
千里·江山图	-	*陈思诚（导演）-朱一龙/梁家辉*	*上海电影*	-
狠家伙	-	王宝强（导演）-王宝强/梁家辉	儒意电影	-
转念花开	-	贾玲（导演）-贾玲/张小斐/杨紫	儒意电影	-

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

其他重要公司：易点天下&汇量科技

- **【易点天下】本周回调，-15.09%。本周公司发布三季报，经营性利润增速较快，后续重点关注程序化进展与AI商业化。**Q3收入11.75亿元，同比+19.80%，归母净利润0.64亿元，同比+5.79%，扣非归母净利润0.46亿元，去年同期亏损；剔除汇兑损益和股份支付后的扣非归母净利润0.72亿元，同比+177.57%。

- ✓ **收入：预计主业增长稳健、token运营业务贡献增量。**Q3同比+19.8%，增量预计主要来自整合营销和token运营业务，程序化业务因模型调优整体稳健。同比增速较Q2的47.4%回落，主要系去年同期高基数。
- ✓ **盈利：毛利率连续两个季度回升、净利润增长质量高。**1）26Q3毛利率15.85%，同比+2.79pcts、环比+3.08pcts，预计系投流成本占比降低。2）费率因收入规模扩大而摊薄。26Q3销售、管理、研发费率2.11%、3.70%、3.75%，分别同比+0.06、-0.39、-1.51pcts。3）投资收益贡献增量，抵消信用减值损失的拖累。Q3投资收益2234.7万元，主要系处置长投和理财所产生；信用减值损失1436.1万，主要系减值准备计提。
- ✓ **业务进展及AI布局：1）**已正式成为ChatGPT Ads全球业务合作伙伴，OpenAI广告业务ARR已达到10亿美元。**2）发布GEO营销解决方案，**连接ChatGPT、Gemini、Perplexity等主流AI平台公司。**3）CortexAI智能运营体已覆盖超过75%的活跃客户，zMaticoo SDK优化，全链路预计拉动转化率提升3-7%。**

- **【汇量科技】本周-8.63%，核心观点：继续关注新一代Infra上线后的流水变化，依然看好新架构上线后，公司进入类似24-25年的算法红利期。**
- ✓ **重点关注11-12月流水变化，若增长提速，则Q4即收入增长的拐点。**新Infra目前处于小量推广的状态。推全后，既有产品/模型的迭代、追赶速度将加快，预计IAP产品为推全后重点迭代的方向，后续将陆续推动在短剧、电商领域的突破。
- ✓ **本周动态：Mintegral合计进入《广告平台综合表现报告2026版》（10.29，AppsFlyer发布）301个排名榜单，其中243项排名（超过八成）进入前五。**其中，Mintegral的游戏获客规模在iOS和安卓双端继续位居全球前列，在非游体量榜与实力榜则同步实现多项进位，安卓端的提升尤为明显；着眼创意榜单，Mintegral在试玩试看（Gameplay）和UGC两类素材均位列全球游戏类实力榜第一。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

其他重要公司：奥飞娱乐，股权激励及汇兑拖累扣非利润

➢ **【奥飞娱乐】本周回调，-13.25%，股权激励及汇兑拖累扣非利润。后续关注：AI+IP商业化落地、及2027羊年内容周期。**26Q3收入7.24亿元，同比+5.19%、环比+6.88%；归母净利润1,141.8万元，同比-15.67%；扣非归母净利润330.3万元，同比-76.38%。

✓ **收入：稳健增长。**Q3收入同比增速较Q2的25.32%放缓，主要系去年同期基数较高，当期播出喜羊羊IP大电影《喜羊羊与灰太狼之异国破晓》。

✓ **盈利：毛利率同比改善、股权激励及汇兑拖累利润释放。**1）Q3毛利率45.77%，同比+2.52pcts，预计系收入结构优化，低毛利业务占比降低。2）期间费用：市场推广增加导致销售费率提升，管理、研发费率随收入增长摊薄。Q3销售费率17.82%，同比+4.28pcts，预计主要系婴童用品及玩具业务市场费用增加。3）其他：股权激励及汇兑拖累扣非利润。**Q3股权激励费用及汇兑损失同比合计增加1873万元。**

✓ **后续关注**

- **1、AI+IP：关注合作模式与收入兑现。**10月13日公司公告披露正与国内头部AI平台探索“AI+IP”商业化合作。我们认为，有望采用Token分成的商业模式。商用另议。
- **2、2027羊年：喜羊羊大电影与IP升级。**公司计划明年推出《喜羊羊与灰太狼》动画大电影，资源投入、团队配置规格高于以往，同时面向年轻群体推出升级后的喜羊羊系列。此外，新孵化IP《星夜铠》拟于11月初举行发布会。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

其他重要公司——快手，可灵融资完成交割

➢ **可灵融资完成交割，投后估值约179亿美元。**

✓ 10月30日，北京可灵实收增资198.02亿元人民币，约合29.05亿美元；按原投前估值150亿美元推算，投后约179.05亿美元，较原满额融资假设下的180亿美元仅低约0.53%。本次主要确认资金到账，并引入金蝶、沐曦等产业投资者，快手维持控制；后续关注模型迭代、API收入增长及推理成本改善。

资料来源：上海证券报、快手公告，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

二、行业变化与观点

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

海外CSP与NeoCloud：算力交付持续推进，融资约束加剧行业分化

- **CoreWeave新增容量上线，交付能力继续兑现。**10月27日，公司宣布丹麦哥本哈根数据中心规划的22.5MW IT容量已有大部分上线，采用英伟达Blackwell系统；同时推进中东及亚太骨干网络建设，计划于2026Q4起陆续开通、2027年中形成完整环路。新增容量上线有助于扩大收入基础，后续仍需关注客户使用及回款节奏，判断扩张能否形成持续现金回报。
- **IREN完成设备再融资，已投产资产与客户合同支撑资金回收。**10月28日，IREN与Wingspire完成3.63亿美元设备融资，以已产生收入的GPU服务器及网络设备为主要抵押，并由多年客户合同支持。此次融资将部分设备投入转化为可重新部署的流动性，说明具备实际收入和合同支持的资产仍可获得融资，但新增资金对后续扩张的覆盖能力仍需持续跟踪。
- **Nscale寻求英伟达信用支持，大额订单兑现仍受融资与建设约束。**据路透10月29日报道，英伟达正洽谈为Nscale面向Anthropic的数据中心提供数十亿美元信用担保，支持电力设施及建设融资，相关安排尚未签署。《金融时报》随后报道，其Monarch项目仍面临施工、许可及融资问题，Anthropic可在融资未按期落实时退出。上述进展表明，长期订单提高收入可见度，但供应商支持、项目融资及按期交付仍决定订单能否最终兑现。

【核心观点】NeoCloud持续推进算力交付，但资本市场对高杠杆扩张的担忧进一步加剧。融资条件趋紧将放大厂商之间的差异，后续重点关注已上线容量的收入转化、客户回款及融资成本。能够以稳定交付和经营现金流支撑扩张的厂商，更有望保持增长的可持续性。

资料来源：CoreWeave公告、IREN公告、Reuters、Financial Times、The Wall Street Journal，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

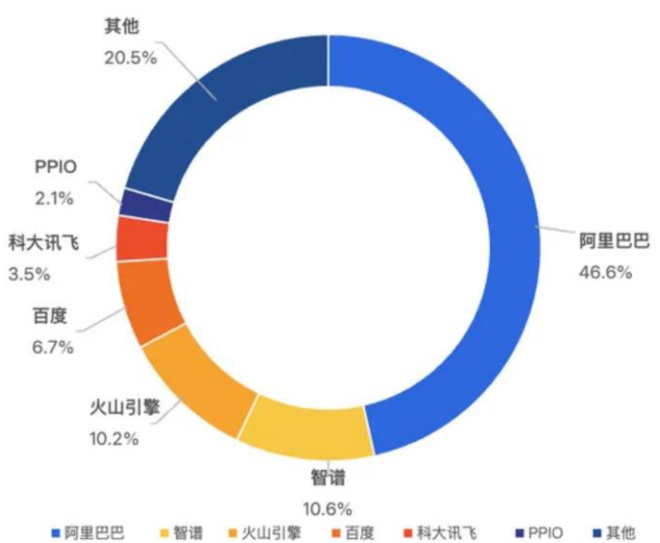
仅供内部参考，请勿外传！

国内CSP：MaaS收入规模加速扩大，火山引擎将商业化提升为核心指标

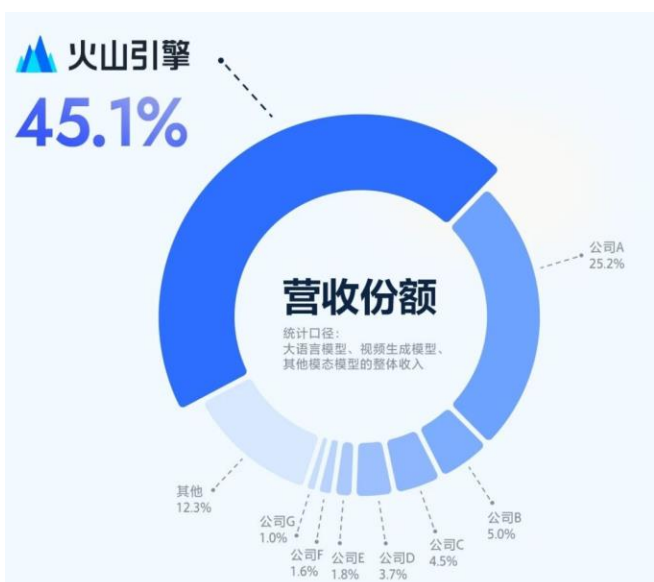
- **中国MaaS半年收入突破百亿元，对云增长的贡献显著提升。**IDC最新报告显示，2026年上半年中国MaaS市场规模达到106.3亿元，同比增长889.4%，占公有云PaaS市场的比重由2025年下半年的5.2%升至21.0%。企业模型调用开始形成较大收入规模，云厂商的AI商业化进一步由基础设施租赁延伸至模型服务。
- **火山引擎MaaS收入达48亿元，业务重心转向商业化。**据《晚点LatePost》10月30日报道，火山引擎MaaS上半年收入达到48亿元，毛利率超过55%，成为字节跳动当前收入规模最大的AI业务。报道指出，公司自年中起将商业化作为最重要的业务指标，并上调原定150亿元的年度收入目标。我们认为，这一调整意味着厂商开始更重视实际付费需求及收入质量，单纯依靠Token调用量增长衡量竞争力的方式正在变化。
- **火山引擎领跑整体MaaS市场，阿里云保持大语言模型收入份额领先。**按整体MaaS收入统计，火山引擎份额为45.1%，阿里云为25.2%；在大语言模型MaaS细分市场，阿里云以46.6%的份额位居第一。视频生成占整体MaaS收入的32.7%，已成为重要收入来源。

【核心观点】国内MaaS收入加速放量，正成为云业务增长的重要驱动，厂商竞争进一步转向商业化兑现。后续重点关注付费客户增长、客户复购及MaaS业务的利润贡献。

图表：中国MaaS市场按营收份额—大语言模型，2026H1



图表：火山引擎 MaaS 市场份额稳居中国第一



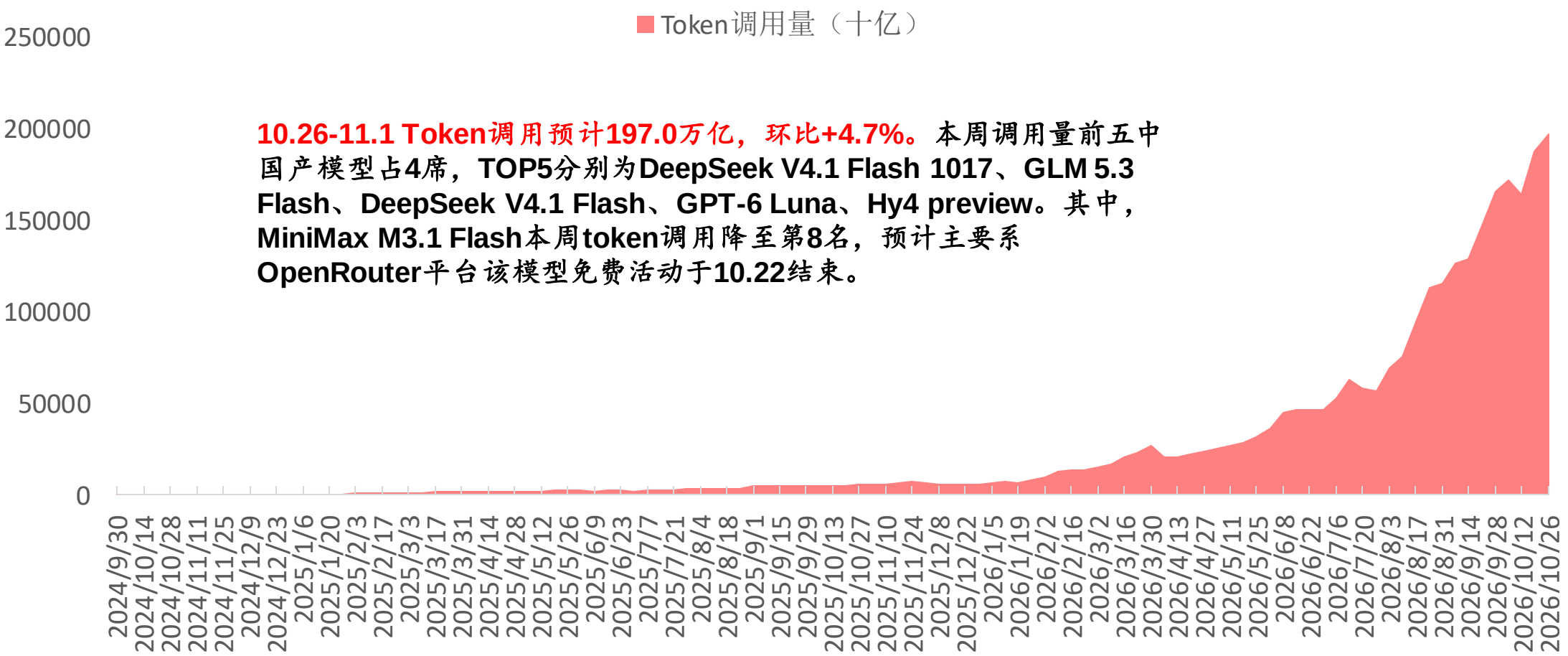
资料来源：IDC、晚点LatePost、央广网、IT之家，火山引擎官方公众号，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

大模型：token调用量，OpenRouter周度token调用197万亿，环比平稳增长

- **10.26-11.1 Token调用预计197.0万亿，环比+4.7%。**
- **本周调用量前五中国产模型占4席，TOP5分别为DeepSeek V4.1 Flash 1017、GLM 5.3 Flash、DeepSeek V4.1 Flash、GPT-6 Luna、Hy4 preview。其中，MiniMax M3.1 Flash本周token调用降至第8名，预计主要系OpenRouter平台该模型免费活动于10.22结束。**



资料来源：OpenRouter，中信建投

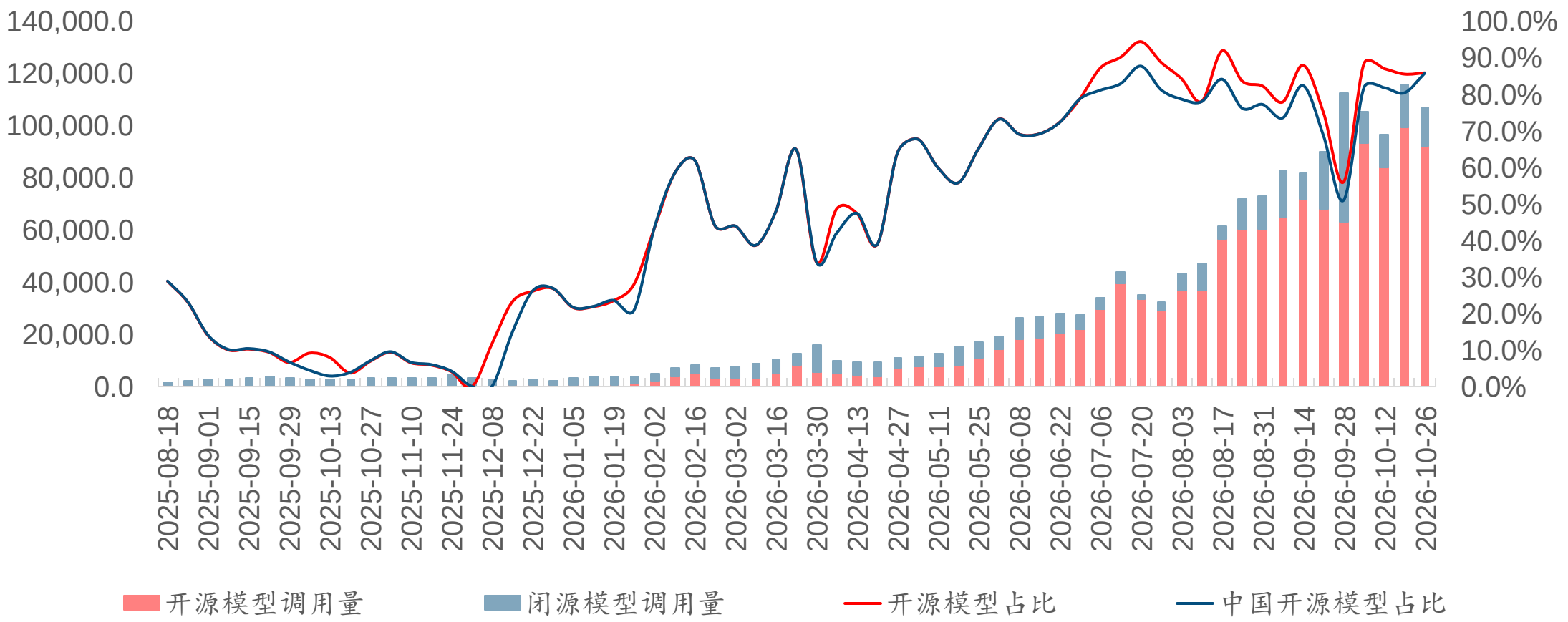
中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

大模型：token调用结构，本周开源模型占比（OpenRouter口径）85%+

- **OpenRouter周度token调用中（该数据统计调用量top9），本周开源模型占比86%，其中中国开源模型占比86%，海外开源模型Nemotron 3 Ultra（free)本周在TOP9开外。**

图表：OpenRouter周度调用：开源VS闭源模型占比



资料来源：OpenRouter，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10.26-11.1，中信建投

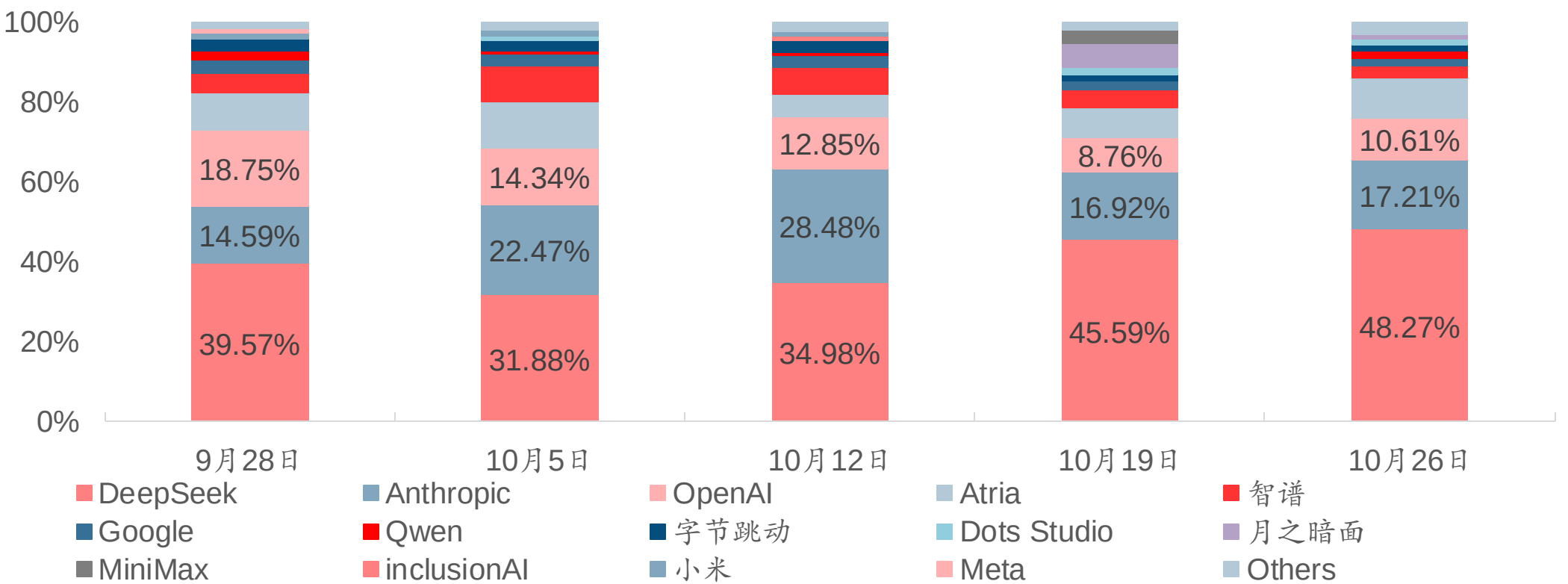
中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

大模型：token调用结构，本周DeepSeek token调用（ZenMux口径）接近50%

- **最新一周（10.26-11.1）token市场份额（ZenMux口径），DeepSeek调用占比依然位于第一，且环比再提升，预计系DeepSeek V4.1 Flash 1017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、Anthropic、OpenAI、Atria、智谱。其中，DeepSeek调用占比48.27%，TOP5中 国产模型合计占比51.23%；Qwen重回Top10，位于第7。

图表：ZenMux的Token市场份额周度统计



资料来源：ZenMux，注：上图日期为起始日期，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；inclusionAI为蚂蚁集团旗下AI实验室，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

大模型：大模型迭代及API价格，本周OpenAI发布GPT-6.1 Terra，核心看点在于高性价比

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-1017*	*2026/10/17*	*$0.15*	*$0.60*	*1M*	*强化完整项目开发，任务耗时与输出长度缩短。*
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架构，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%。
国内	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。
国内	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%。
国内	*MiniMax*	*MiniMax M3.1-Flash（正式版）*	*2026/10/19*	*$0.15*	*$0.60*	*1M*	*428B 总参、23B 激活，原生多模态。在线推理近3 倍、Agent 综合使用成本降70%非缓存价与DeepSeek Flash 闲时档持平。部分Agent/ 电脑操作测试达前沿区间。*
国内	MiniMax	MiniMax M3.1-Flash-Preview	2026/9/28	--	--	--	在MiniMax Code灰度上线并开启公测：最高1M token上下文、原生多模态输入、五档推理强度；仅限Token Plan订阅（约22美元/月起）在MiniMax Code内使用，未公布按token价格。
国内	智谱AI	GLM 5.3 Flash（开源）	2026/8/26	$0.15	$0.50	1M	AA得分超过GLM-5.2；原生多模态；定价约为GLM 5.3的1/7。
国内	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%。
国内	阿里巴巴	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。
国内	*月之暗面*	*Kimi K3.1 Pro*	*2026/10/24*	*$2.00*	*$10.00*	*1M*	*K3 增强后训练版本，3T 级、原生视觉，升级长程编程、3D 及金融工作流。Kimi Code Bench 3.0 长程55.95%→61.2%（+5.25pct）；Terminal-Bench 4.0 为65.7%，接近Opus 5.5 的66.4%。*
国内	*月之暗面*	*Kimi K3.1 Pro Highspeed*	*2026/10/24*	*$4.00*	*$20.00*	*1M*	*标准版高速服务档。厂商称同等智能、速度约标准版2—3 倍，保M 上下文。*
海外	Meta	Muse Spark Open	2026/10/15	渠道定价	渠道定价	1M	新开放权重型号：816B总参、42B激活，原生多模态，支持本地部署。采用Muse Model License并有商业条款。
海外	Meta	Muse Wonder	2026/10/13	$4.00	$20.00	1M	新旗舰系列：长程Agent、编程及Computer Use；Active Memory跨对话记忆，Active Focus支持任务持续与错误恢复。通过Meta Model API、Muse Code开放，缓存输入$0.20；Muse应用覆盖仍为后续安排。
海外	Meta	Muse Wonder Full	2026/10/13	未披露	未披露	1M	同日发布的更高能力旗舰，仅通过Muse Code订阅提供；没有公开按Token的API价，不能套用Wonder的$4/$20。Power Usage $50/月、Maximum Usage $200/月含使用资格，月费不能折成每百万Token价格。
海外	Google	Gemini 4 Argon（扩大开放）	2026/10/14	$2.00	$10.00	1M	最初9/30美国日期向受信任防守方限量开放；本行记录10月面向API/企业及Gemini应用扩大开放。输入、思考和输出共用1,048,576窗口；长输出不等于额外1M输入。引入价至11/30，12/1起$4/$20，缓存输入$0.10→$0.20。
海外	xAI	Grok 4.7	2026/9/21	$2.00	$6.00	500K	更大基座、更长强化学习，强化多小时任务、自我检验及编程。与4.6定价一致。
海外	*OpenAI*	*GPT-6.1 Terra（标准版/Ultrafast 模式）*	*2026/10/27*	*$1.00*	*$5.00*	*1.05M*	*性价比前沿。重点强化Co-Work 领域的功能：视觉理解/ 电脑操作/ 写作/ 跨应用等；定价为GPT-6.1 Sol 的一半，Ultrafast 模式定价是标准版的2 倍。*
海外	OpenAI	GPT-6.1 Sol（Ultrafast模式）	2026/10/9	$12.00	$60.00	1.05M	官方10/8日志新增Ultrafast，全部API用户可用；标准模式仍$2/$10。
海外	OpenAI	GPT-6.1 Sol（旗舰）	2026/9/29	$2.00	$10.00	1.05M	面向复杂编程跨Agent工作流，GPT6.1输入、输出价格一致较GPT 5.6 Sol降低50%；GPT6.1 Sol token成本消耗更低，缓存输入$0.2，较GPT6降低50%。
海外	Anthropic	Claude Opus 5.5（Fast模式GA）	2026/10/16	$8.00	$40.00	1M	官方称输出Token速度最高2.5倍，标准价$4/$20不变。
海外	Anthropic	Claude Sonnet 5.5（旗舰）	2026/9/28	$2.00	$10.00	1M	Sonnet 5.5定价与Sonnet 5相同，任务成本（token消耗）最多降低30%。Sonnet 5.5输入/输出/缓存读取分别为每百万tokens 2/10/0.20美元。
海外	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%。

资料来源：各公司官网，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

游戏行业：继续看好AI互动影游与AI＋UGC

应用的下一个潜在爆款；工具降低供给门槛，真正的竞争转向玩法、内容组织与持续付费。

✓**持续观点：再次提示关注AI互动剧情游戏、AI＋UGC的潜在爆发力**。视频、世界模型和编码工具的进步，使中小团队能更低成本完成原型、分支剧情、角色资产与交互试验，创作门槛下降并不等于所有作品都有需求。

✓**内容与平台：**《群侠传：幸存者》等前期AI辅助制作案例，已说明完整可玩产品的制作门槛在下降。中小爆款的意义在“能完成、有人愿意玩、能扩展”，下一阶段更看内容存量、二次创作和持续消费。

✓**相关公司变化：盛天计划**12月推出海外互动游戏生产工具，明确工具订阅、社区与创作者分成路径；恺英SoonPlay仍在迭代。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

电商与本地生活变化：差异化供给贡献增量，海外即时履约持续落地

- **即时零售渠道增长较快，专属商品供给价值突出。**零售研究机构尼尔森IQ（NIQ）10月披露的报告显示，截至2026年6月的滚动年度，快消全渠道销售额同比-0.9%、线上+10.5%，头部即时零售平台+22.9%。即时零售与线下Top100 SKU平均重合度仅48%，81%的品类增长来自非重合商品，场景化规格与组合成为品牌增量来源。
- **京东双11服务消费表现突出。**10月20日公布的首周战报显示，10月12—19日服务品类订单同比增长超130%，家政、家电清洗、汽车保养等领跑；1,098个实物品类销售额翻倍，商品与本地服务协同承接家庭需求。
- **海外商超加密无人机配送。**10月21日，谷歌母公司Alphabet旗下无人机配送公司Wing确认，服务已覆盖夏洛特及周边7家沃尔玛超级中心，承接短距离、小件商品即时配送，后续数周及数月计划继续增加本区域门店。

【核心观点】渠道竞争向差异化商品、生活服务与履约效率延伸。关注平台品类扩张带来的复购提升与单均盈利改善；海外无人配送仍需验证订单密度及规模化降本能力。

资料来源：NIQ、新华网、虎嗅、亿邦动力、Wing、Drone Authority，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

娱乐内容行业更新

本周重点关注内容储备兑现、AI制作流程完善及平台盈利修复。10月30日，国家统计局公布，前三季度规模以上文化企业营业收入同比增长4.3%，其中文化新业态收入增长8.9%，但行业整体利润总额下降7.3%。我们认为，数字内容供给仍保持活力，后续应更关注优质内容能否转化为付费、广告收入和持续利润。

【AI短剧和漫剧】工具向完整制作流程延伸，平台治理同步抬高差异化要求

- **即梦AI：**10月26日，即梦短剧工作室正式上线，提供剧本、图片及分镜模型，支持长篇文本解析、角色与场景设定、单镜头重拍、声音重构及短剧重制转绘。我们认为，AI工具正进一步覆盖多集内容生产中的资产管理和反复修改，有望降低制作协作成本；实际降本幅度仍需结合生成成功率、返工和人工投入观察。
- **阅文集团：**10月29日，阅文宣布DramaBuddy漫剧助手接入腾讯WorkBuddy，用户可直接调用剧本设计、分镜设计等10项漫剧创作技能。此次接入有望扩大垂类工具触达，并加强IP开发与制作环节的衔接。后续重点关注授权IP使用、成片质量、发行转化及工具付费情况。
- **红果短剧：**10月27日，红果宣布持续加强低质和同质化内容治理，截至当日累计集中处置相关微短剧20,426部。

【视频流媒体】AIGC从单片探索走向系列供给与产业合作

- **芒果超媒：**10月28日，芒果超媒披露Q3营收31.58亿元，同比增长1.87%，归母净利润1155万元，同比下降95.42%。公司解释，前三季度利润承压受到内容成本刚性、渠道合作模式及排播节奏影响下的会员收入下降，以及投资公允价值和费用变化等因素影响；Q3毛利率较Q2提升5.45个百分点。
- **芒果超媒：**10月28日，公司公告拟续签湖南卫视2026—2028年节目网络传播权采购协议，境内采购价维持5.4571亿元/年，尚需股东会审议。若获通过，有望延续核心内容供给及成本安排的可见性。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

娱乐内容行业更新

【影视剧集】头部平台更新明年片单，电影公司盈利修复仍待项目兑现

- **腾讯视频：**10月28日，腾讯视频V视界大会发布2027年内容储备，涵盖六大板块、100余部待播内容及29档综艺，《重庆号》《铁证》《剑来》等释出新预告，《三体·黑暗森林》《十日终焉》等公布最新进展。我们认为，头部IP与多类型剧集储备有望支撑后续内容供给，重点关注实际排播、招商及播出后的会员转化，片单数量仍需经过上线与商业表现验证。
- **A股主要上市影视公司财报情况：**光线传媒Q3营收3.34亿元，同比下降10.7%，归母净利润1711万元，同比下降83.9%；中国电影Q3归母净利润7229万元，同比下降59.1%。光线同时披露《第十七条》《三心两意》《谋杀者的告白》等已拍摄或制作完成。

【在线音乐】AI内容运营与艺人权益继续丰富，财务兑现仍待验证

- **腾讯音乐：**10月29日，QQ音乐公布第三季度巅峰榜，包含“VEMUS未音十大单曲”，并官宣“超会见到你”周翊然生日音乐会。我们认为，平台正通过AI内容运营和艺人线下互动丰富用户体验，后续重点观察新增内容的有效收听、用户留存及付费转化。腾讯音乐将于11月17日公布三季报。重点关注会员服务收入、SVIP权益运营，以及喜马拉雅并表对收入结构的影响，区分内生增长与并表贡献。

【海外】广告与音乐订阅保持增长，流媒体继续补充本地内容

- 10月28日，Alphabet披露YouTube Q3广告收入112.07亿美元，同比增长约9.2%；YouTube Music与Premium合计订阅账户超过1.5亿，包含试用。
- 10月29日，环球音乐披露，剔除Downtown并表后，Q3录制音乐订阅收入按恒定汇率增长9.5%，受益于批发价格提升和订阅用户增长。
- 10月27日，Disney+宣布与Channel 4合作，计划2027年初在英国及爱尔兰引入直播频道及点播内容，现有订阅无需额外付费。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

三、涨跌幅回顾

仅供内部参考，请勿外传！

3、涨跌幅回顾

1、港股互联网：恒生科技指数本周下跌3.02%

本周收于3,754.90点，年初至今下跌31.93%。

- ✓ **涨幅前五：海尔智家（+2.78%）、美的集团（+2.17%）、京东健康（+1.33%）、京东集团（+0.40%）、舜宇光学科技（+0.24%）。**
- ✓ **跌幅前五：天数智芯（-18.87%）、MiniMax（-14.02%）、华虹半导体（-10.01%）、地平线机器人（-9.78%）、联想集团（-9.45%）。**

2、其他港股核心公司（24家重点跟踪公司）

- ✓ **上涨公司：美图公司（+3.15%）、IMAX中国（+3.07%）、泡泡玛特（+2.43%）。**
- ✓ **跌幅前五：滴普科技（-32.71%）、五一视界（-18.23%）、迈富时（-16.14%）、汇量科技（-8.63%）、明略科技（-7.89%）。**

3、美股CSP与NeoCloud

- ✓ **上涨公司：甲骨文（+3.57%）、CoreWeave（+1.17%）。**
- ✓ **下跌公司：谷歌（-12.61%）、Meta（-4.30%）、IREN（-3.83%）、亚马逊（-3.08%）、Nebius（-2.90%）、微软（-0.50%）。**

资料来源：Yahoo Finance、新华网、新浪财经，中信建投；周度区间：2026/10/23收盘至10/30收盘

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

3、涨跌幅回顾：营销&娱乐内容&出版

4、游戏Ⅱ：本周-5.53%，跑赢传媒指数1.02个百分点

- ✓ 涨幅前五：文投控股（+17.92%）、盛天网络（+11.02%）、吉比特（+4.09%）、顺网科技（+1.46%）、世纪华通（+0.35%）。
- ✓ 跌幅前五：宝通科技（-23.53%）、昆仑万维（-17.64%）、游族网络（-13.14%）、名臣健康（-12.73%）、迅游科技（-10.61%）。

5、广告营销：本周-6.35%，跑赢传媒指数0.20个百分点

- ✓ 本周仅4个标的录得涨幅，分别为：国旅联合（+6.02%）、智度股份（+3.44%）、旗天科技（+2.36%）、分众传媒（+1.94%）。
- ✓ 跌幅前五：兆讯传媒（-21.32%）、因赛集团（-20.38%）、引力传媒（-15.67%）、易点天下（-15.09%）、电声股份（-14.96%）。

6、影视院线：本周-7.54%，跑输传媒指数0.99个百分点

- ✓ 涨跌幅前三：百纳千成（+6.21%）、横店影视（+2.08%）、中国电影（-0.61%）。
- ✓ 跌幅前三：慈文传媒（-25.90%）、博纳影业（-17.86%）、中广天择（-15.99%）。

7、出版：本周-4.65%，跑赢传媒指数1.90个百分点

- ✓ 涨幅前三：南方传媒（+13.17%）、中原传媒（+8.29%）、长江传媒（+8.21%）。
- ✓ 跌幅前三：出版传媒（-23.90%）、新华文轩（-20.59%）、中国科传（-18.37%）。

资料来源：申万宏源研究、Yahoo Finance，中信建投；10/23至10/30收盘，传媒（申万）本周-6.55%

中信建投证券 CHINA SECURITIES

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

- 版权保护力度不及预期，知识产权未划分明确的风险，用户隐私数据泄露风险，与IP或明星合作中断的风险，大众审美取向发生转变的风险，竞争加剧的风险，用户付费意愿低的风险，消费习惯难以改变的风险，关联公司治理风险，内容上线表现不及预期的风险，生成式AI技术发展不及预期的风险，产品研发难度大的风险，产品上线延期的风险，营销买量成本上升风险，人才流失的风险，人力成本上升的风险，政策监管的风险，商业化能力不及预期的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师介绍

杨艾莉：中信建投证券TMT及海外研究组联席组长、全球AI创新与互联网首席分析师，中国人民大学传播学硕士。曾任职于百度、新浪，从事商业分析、战略分析；2015年起先后任职于中银国际证券、广发证券，从事传媒互联网研究。2019年加入中信建投证券，2026年任全球AI创新与互联网团队首席分析师。

杨晓玮：中信建投证券全球AI创新与互联网联席首席分析师，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。

郭子萱：中信建投证券全球AI创新与互联网联席首席分析师，哥伦比亚大学硕士。曾先后任职于瑞银证券、华创证券，从事TMT及传媒互联网研究，研究方向覆盖互联网平台、全球CSP及AI应用。所在团队于2023—2025年连续三年获得新财富第4/5/5名。

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。

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

中信建投证券 CHINA SECURITIES

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

中信建投证券 CHINA SECURITIES