

传媒

2025年12月29日

资本化或助力 AI 应用商业化加速，继续关注新游

—行业点评报告

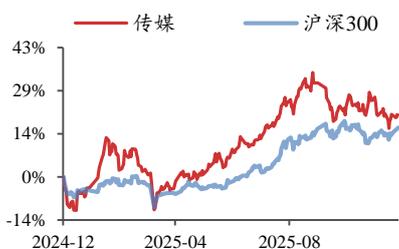
投资评级：看好（维持）

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《AI 与 IP 相融共生，共驱内容繁荣—行业投资策略》-2025.12.26

《大厂加速模型升级，继续布局游戏等多模态 AI 应用—行业周报》-2025.12.21

《坚定布局游戏板块—行业周报》-2025.12.14

● 智谱、Minimax 拟港股 IPO，资本化或助力大模型、AI 应用商业化加速

国内大模型企业智谱和 Minimax（稀宇科技）分别于 12 月 19 日和 12 月 21 日通过港交所聆讯并披露招股说明书，开启近几年初创的大模型企业 IPO 征程。根据招股书，智谱和 Minimax 两家公司创始人及核心管理团队均有深厚的技术背景，智谱在模型推理、编程及 Agent 方面能力突出，并主攻 B 端市场，通过 B 端客户产品渗透 C 端，2025 年 11 月，智谱日均 token 消耗量为 4.2 万亿，截至 2025 年 12 月，智谱系列模型已为超 12000 家机构客户、超 8000 万台设备提供支持，代表客户包括三星、小鹏等；Minimax 多模态模型能力突出，产品线丰富，并主攻 C 端市场，其 AI 原生产品包括 Agent 应用 MiniMax、视觉生成平台海螺 AI、虚拟陪伴平台 Talkie/星野等，2025 年 1-9 月，MiniMax AI 原生产品用户量 2.12 亿，平均月活跃用户数约 2762 万，付费用户数约 177 万，每位付费用户平均支出 15 美元。两家大模型公司都在经历高速增长且积极出海，2025H1 智谱实现营业收入 1.91 亿元（同比+325%），境外收入占比提升至 11.6%；2025Q1-3，MiniMax 实现营业收入 5344 万美元（同比+175%），亚太以外地区收入占比升至 39%。我们认为，智谱、Minimax 等初创大模型公司相继推进 IPO，或借资本市场大幅提升融资能力、补充资金，从而加大对模型研发的投入，提升多模态/推理/Agent 性能，拉动训练、推理端算力需求，并加速全球商业化，而近期阿里万相 2.6 系列模型、腾讯混元世界模型 1.5、豆包大模型 1.8 及音视频模型 Seedance1.5 Pro 等国内互联网巨头多模态大模型的陆续发布，或进一步加速多模态 AI 应用在 B、C 端商业化进程，拉动模型训练及应用推理算力需求。我们建议继续布局多模态 AI 应用及推理算力方向：（1）AI 视频：重点推荐快手、上海电影、芒果超媒、阅文集团，受益标的包括华策影视、中文在线、捷成股份、光线传媒等；（2）AI 音乐：重点推荐盛天网络、网易云音乐；（3）AI 设计：受益标的包括美图公司、视觉中国；（4）推理算力：重点推荐顺网科技。

● 年内版号数量新高，继续关注新游国内/海外上线及旺季效应，积极布局游戏

12 月 25 日，国家新闻出版署发布 12 月 147 款游戏版号信息，至此 2025 全年共发放游戏版号 1771 个，数量创 2019 年以来新高，较 2024 年增长超过 20%，一方面给后续新游供给释放提供充足的版号储备，另一方面也体现政策对于游戏的持续支持。新游方面，巨人网络《名将杀》已于 12.19 开测，关注后续推广进展，《超自然行动组》已上线港澳台地区，开启出海；金山软件《鹤鸣杀》将于 2026.1.7 上线，心动公司《心动小镇》或于 2026 年初海外地区全平台上线。另外，国内元旦、寒假及春节假期旺季将至，《超自然行动组》《心动小镇》等大 DAU、强社交游戏或迎来用户增量及 ARPU 提升。我们建议继续关注新游上线及老游运营活动，把握供需共振下景气度向上、且估值性价比突出的游戏板块投资机会，重点推荐巨人网络、心动公司、恺英网络、吉比特、哔哩哔哩、神州泰岳、腾讯控股，受益标的包括世纪华通、三七互娱、百奥家庭互动等。

● 风险提示：AI 应用商业化收入、游戏流水等低于预期，新游上线推迟等。

目录

1、智谱华章、MiniMax 拟港股 IPO，大模型技术及应用发展或加速	4
2、行业数据综述：《美职篮冠军王朝》获内地 iOS 游戏免费榜第一，《燕云十六声》获内地 iOS 游戏畅销榜第一；电影《阿凡达 3》获得周票房冠军	11
3、行业新闻综述：豆包日活破亿，抖音小游戏流水、用户高增	17
3.1、AIGC：豆包日活破亿，MiniMax 与快看漫画上线首个 AI 互动漫画	17
3.2、游戏：2025 年抖音小游戏流水、用户实现翻倍及以上增长，12 月发放 147 个游戏版号	18
3.3、影视/IP：TOP TOY 旗下 Nommi IP 风靡全球，巨量引擎披露漫剧日耗破 2000 万元	19
4、公告总结：东方明珠参与设立 AI 基金，电声股份调整募投	20
5、板块行情综述：A 股传媒板块 2025 年第 52 周表现居市场下游，互联网板块表现较好	20
6、风险提示	22

图表目录

图 1：2025 年 12 月，智谱、MiniMax 先后通过港交所聆讯	4
图 2：智谱模型推理、编程及 Agent 能力突出，主攻 B 端市场，通过 B 端客户产品渗透 C 端	5
图 3：系列模型已服务超 8000 家机构客户、超 8000 万台设备	6
图 4：2025 年 1-9 月，MiniMax AI 原生产品平均月活跃用户数约 2762 万，付费用户数约 177 万	7
图 5：2024 年智谱实现收入 3.12 亿元，其中本地化部署收入占比约 85%	8
图 6：2024 年 MiniMax 实现收入 3052 万美元，其中 AI 原生产品收入占比约 71%	8
图 7：2025H1，智谱中国内地/东南亚/其他地区营收占比分别为 88.4%/11.1%/0.5%	9
图 8：2025Q1-3，MiniMax 亚太/美洲/欧洲、中东和非洲地区营收占比分别为 61.2%/23.7%/15.2%	9
图 9：2025H1 智谱毛利率为 50%，同比+1.1pct	9
图 10：2025Q1-3MiniMax 毛利率为 23%，同比+21pct	9
图 11：2024 年，智谱销售/管理/研发费用率分别为 124%/43%/703%	10
图 12：2024 年，MiniMax 销售/管理/研发费用率分别为 285%/47%/619%	10
图 13：iOS 游戏免费榜排名——《美职篮冠军王朝》为内地 iOS 游戏免费榜第一（2025.12.21-2025.12.27）（截至时间：2025.12.27 22:00）	11
图 14：iOS 游戏畅销榜排名——《燕云十六声》为内地 iOS 游戏畅销榜第一（2025.12.21-2025.12.27）（截至时间：2025.12.27 22:00）	12
图 15：互联网板块周涨幅最大，体育板块表现较弱（12 月 22 日-12 月 26 日）	21
图 16：相对传媒指数/沪深 300，互联网板块获得最高超额收益（12 月 22 日-12 月 26 日）	21
表 1：两家公司均由技术大拿带队，汇聚众多领域专家	4
表 2：MiniMax 多模态模型能力突出，C 端产品线丰富	6
表 3：Talkie/星野是 MiniMax 的收入支柱产品，2024 年营收占比近 64%（单位：千美元）	8
表 4：重点公司游戏产品 iOS 游戏畅销榜排名（2025.12.21-2025.12.27）（截至时间：2025.12.27 22:00）	12
表 5：TapTap 新游安卓预约榜排名——《异环》为本周预约热度榜第一（2025.12.21-2025.12.27）（截至时间：2025.12.27 22:00）	14
表 6：TapTap 新游 iOS 预约榜排名——《菜鸡梦想家》为本周预约热度榜第一（2025.12.21-2025.12.27）（截至时间：2025.12.27 22:00）	15
表 7：新游戏公测时间表（2025.12.29-2026.1.4）（截至时间：2025.12.27 22:00）	15
表 8：院线电影数据——《阿凡达 3》为周票房第一（2025.12.21-2025.12.27）（截至时间：2025.12.27 22:00）	15
表 9：新影片上映时间表——《寻秦记》关注度高（截至时间：2025.12.27 22:00）	16

表 10: 网播剧数据—《狙击蝴蝶》第一 (2025.12.20-2025.12.26) (截至时间: 2025.12.27 22: 00)	16
表 11: 网播综艺数据—《现在就出发第 3 季》领先 (2025.12.20-2025.12.26) (截至时间: 2025.12.27 22: 00)	17
表 12: A 股传媒个股行情跟踪 (取涨幅前十位和后十位)—百纳千成涨幅第一, 天威视讯周跌幅最大 (12 月 22 日-12 月 26 日) (以 2025 年 12 月 26 日收盘价为基准)	20
表 13: 美股重点传媒公司行情 (取涨幅前十位和后十位)—36 氪周涨幅最大, BTC DIGITAL 周跌幅最大 (12 月 22 日-12 月 26 日) (以 2025 年 12 月 26 日收盘价为基准)	21
表 14: 港股重点传媒公司行情 (取涨幅前十位和后十位)—中国有赞周涨幅最大, 百奥家庭互动周跌幅最大 (12 月 22 日-12 月 26 日) (以 2025 年 12 月 26 日收盘价为基准)	21
表 15: 受益标的包括游戏、影视等板块	22

1、智谱华章、MiniMax 拟港股 IPO，大模型技术及应用发展或加速

国内大模型先锋智谱华章、MiniMax 拟港股上市，资本市场有望推动大模型技术发展及应用商业化加速。智谱华章（下文简称“智谱”）成立于 2019 年，致力于开发先进的通用大模型，2021 年发布国内首个专有预训练大模型框架 GLM 架构并推出“MaaS”产品开发及商业化平台。据弗若斯特沙利文，按 2024 年收入计，智谱在中国独立大模型开发商中位列第一。MiniMax 是一家全球化的 AI 大模型公司，聚焦于研发先进大模型及打造 AI 原生产品，截至 2025 年 9 月，AI 原生产品累计为来自超过 200 个国家及地区的逾 2 亿名个人用户，以及来自超过 100 个国家及地区的 10 万余名企业以及开发者提供服务。2025 年 12 月，智谱、MiniMax 先后通过港交所聆讯，上市在即，我们认为上市有助于大模型厂商加大业务投入，有望推动技术及应用加速发展。

图1：2025 年 12 月，智谱、MiniMax 先后通过港交所聆讯

21/12/2025	MiniMax Group Inc. - PW 21/12/2025 整體協調人公告 - 委任 PDF 21/12/2025 聆訊後資料集（第一次呈交）全文檔案 PDF 多檔案 >
19/12/2025	北京智譜華章科技股份有限公司 19/12/2025 整體協調人公告 - 委任 PDF 19/12/2025 聆訊後資料集（第一次呈交）全文檔案 PDF 多檔案 >

资料来源：香港交易所披露易官网

两家公司均由技术大拿带队，汇聚众多领域专家。智谱脱胎于清华大学计算机系知识工程实验室，与该实验室保持密切且持久的合作伙伴关系，与清华大学及北京大学共建基座模型北京重点实验室推动相关研究。董事长刘德兵博士师从中国工程院院士、著名人工智能研究专家高文。MiniMax 董事长闫俊杰是中国科学院自动化研究所人工智能博士，曾任商汤集团副总裁兼研究院副院长。团队研发负责人均为算法领域专家，核心研发团队来自微软、谷歌、Meta、阿里巴巴等海内外科技巨头。

表1：两家公司均由技术大拿带队，汇聚众多领域专家

岗位	智谱	MiniMax
执行董事	刘德兵 ：联合创始人、董事长，负责战略规划、业务方向及整体管理，中国科学院计算技术研究所计算机博士，师从中国工程院院士、著名人工智能研究专家高文，计算机行业从业近 18 年，曾任职于特艺科技、清华大学。 张鹏 ：联合创始人、CEO 兼总经理，负责业务发展、研发及日常运营管理，清华大学电子信息博士，2005-2020 年任职于清华大学。 张笑涵 ：雇员董事，清华大学数据科学与信息技术硕士。	闫俊杰 ：董事长、CEO 兼 CTO，中国科学院自动化研究所人工智能博士，曾任商汤集团副总裁兼研究院副院长。 负焯祎 ：COO，约翰霍普金斯大学电力工程学士，曾任职于商汤集团 CEO 行政助理及战略部总监等。 赵鹏宇 ：大语言模型研究与工程负责人，北京大学计算机硕士，曾任职于葫芦科技负责推荐算法。 周或聪 ：视觉模型研究与工程负责人，北京航空航天大学计算机硕士，曾任职于商汤集团、华为，专注算法领域工作。
非执行董事	李涓子 ：联合创始人、清华大学计算机博士，2001 年起任	陈英杰 ：上海财经大学硕士，阿里巴巴战略投资部总经理，

岗位	智谱	MiniMax
董事	<p>任职于清华大学，2008年起担任终身教授。</p> <p>李家庆：清华大学管理科学与工程硕士、法国工程师学院工商管理硕士，历任联想集团、江苏海晨物流等，现任君联资本总裁。</p> <p>王盟：北京理工大学通信与信息系统硕士，曾任职于中国移动、招商局创投，现任蚂蚁集团投资与企业业务发展部总监。</p>	<p>曾任职于普华永道、山东大同宏业等。</p> <p>刘伟：上海交通大学通信与信息系统硕士，米哈游联合创始人。</p>
核心研发团队（剔除董事）	<p>张钹：首席科学家，中国科学院院士，专注于模式识别、知识工程与机器人等 AI 理论领域。</p> <p>郝兴雨：卡内基梅隆大学硕士，专长于数据挖掘与大模型的预训练及开发，曾任谷歌高级研发工程师。</p> <p>杜政晓：清华大学计算机博士，专注于机器学习算法在现实世界系统中的应用，包括知识图谱、信息检索等。</p>	<p>核心研发团队来自微软、谷歌、Meta、阿里巴巴、ByteDance 及 DeepSeek 等</p>

资料来源：智谱华章招股说明书、MiniMax 招股说明书、开源证券研究所

智谱：模型推理、编程及 Agent 能力突出，主攻 B 端市场，并通过 B 端客户产品渗透 C 端。公司基于 GLM 架构研发语言大模型、多模态模型、自主智能体及代码模型，2025 年 12 月推出的 GLM-4.7 刷新多项 SOTA，在 LM Arena 的 WebDev 榜单（大模型真实前端/Web 应用开发能力测评）里登顶开源模型序列，超过 GPT-5.2 和 Claude-Sonnet-4.5。截至 2025 年 12 月，系列模型已为超 12000 家机构客户、超 8000 万台设备提供支持，代表客户包括三星、小鹏等。2025 年 11 月，公司日均 token 消耗量为 4.2 万亿。公司重视与算力硬件厂商的合作，截至 2025 年 6 月，模型已与超 40 款主流硬件芯片兼容，这使公司能在多元硬件环境中高效训练。

图2：智谱模型推理、编程及 Agent 能力突出，主攻 B 端市场，通过 B 端客户产品渗透 C 端



资料来源：智谱华章招股说明书、IT之家、中国日报网、IPO 早知道、珠海网、智谱官网、开源证券研究所

图3：系列模型已服务超 8000 家机构客户、超 8000 万台设备


资料来源：智谱华章招股说明书

MiniMax：多模态模型能力突出，产品线丰富，月活接近 2800 万。MiniMax 自研大语言模型、视频生成模型及语音生成模型，其中语言生成模型 Speech-02 一经推出便被公认为全球顶尖水平。AI 原生产品包括 Agent 应用 MiniMax、视觉生成平台海螺 AI、虚拟陪伴平台 Talkie/星野等。2025 年 1-9 月，MiniMax AI 原生产品用户量 2.12 亿，平均月活跃用户数约 2762 万，付费用户数约 177 万，每位付费用户平均支出 15 美元。

表2：MiniMax 多模态模型能力突出，C 端产品线丰富

类别	具体模型	模型介绍
	大语言模型： MiniMax M 系列	由 MiniMaxM1 和 MiniMaxM2 组成，M1 于 2025 年 6 月推出，是一款开源的大规模混合注意力推理模型，能处理长达一百万个 tokens 的上下文窗口。M2 为最新 LLM，专为代码和 Agent 任务开发，对比 M1，其在维持智能水平、成本效益基础上提升推理速度。
大模型	视频生成模型： Hailuo-02	模型具备电影级视频质量、领先的指令遵循能力、流畅的表现能力和风格多样性，已实现大规模商业化。
	语音生成模型： Speech-02	模型于 2025 年 4 月发布，一经推出便被公认为全球顶尖的语音模型，提供超拟人、个性化、多语言的语音生成。
	MiniMax：智能 Agent 应用	能够在统一工作空间内规划、推理并执行代码、研究、文档起草和演示文稿创建等复杂操作。
AI 原生产品	海螺 AI：视觉生成平台	全面集成 Hailuo-02 模型，依靠口碑自然传播迅速成为全球最受欢迎的人工智能图像和视频创作平台之一。通过网页和应用端，可实时生成高质量的图像和视频。
	MiniMax 语音：音频生成工具	集成 Speech-02 模型，旨在为用户提供高保真音频生成功能。通过网页端，可支持交互式音频合成，并从文本输入中生成自然且高质量的语音。
	Talkie/星野：全模态交互平台	Talkie(面向国际市场)、星野(面向中国本土市场)是全球公认的 AI 原生全模态交互平台。依托公司的自研 AI 模型支持，用户可与 AI 智能体或虚拟角色互动产生情绪链接。
	MiniMax 开放平台	截至 2025 年 9 月 30 日，开放平台为全球 100 多个国家和地区的企业客户及开发者提供可扩展、高可

类别	具体模型	模型介绍
----	------	------

用性的人工智能服务。通过开放应用程序接口及服务，用户可将公司模型能力集成至自有产品和服务中。按日均 token 调用量计，已是全世界最大的企业及开发者开放平台之一。

资料来源：MiniMax 招股说明书、开源证券研究所

图4：2025年1-9月，MiniMax AI 原生产品平均月活跃用户数约 2762 万，付费用户数约 177 万

用户量 (千用户)					新用户量 (千用户)				
产品	2023年	2024年	2024年1-9月	2025年1-9月	产品	2023年	2024年	2024年1-9月	2025年1-9月
AI原生产品	11,131	115,378	76,571	212,247	AI原生产品	11,131	104,247	65,440	96,869
MiniMax	686	13,541	10,969	19,057	MiniMax	686	12,855	10,283	5,516
海螺AI	-	5,735	36	42,348	海螺AI	-	5,735	36	36,613
MiniMax语音	-	47	-	3,742	MiniMax语音	-	47	-	3,695
Talkie/星野	10,445	96,055	65,566	147,100	Talkie/星野	10,445	85,610	55,121	51,045
开放平台	13	42	34	132	开放平台	13	29	21	90
合计	11,131	115,378	76,571	212,247	合计	11,144	104,276	65,461	96,959

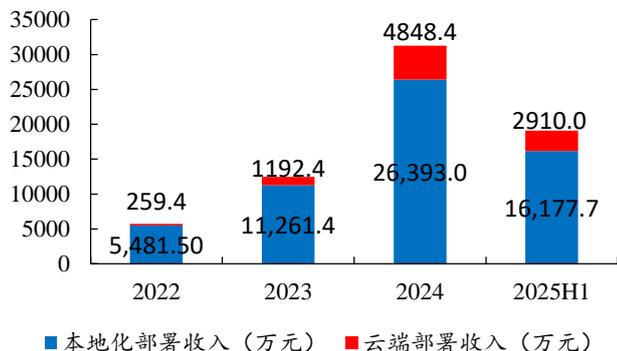
平均月活跃用户量 (千用户)					付费用户量 (千用户)				
产品	2023年	2024年	2024年1-9月	2025年1-9月	产品	2023年	2024年	2024年1-9月	2025年1-9月
AI原生产品	3,144	19,106	14,601	27,622	AI原生产品	119.7	650.3	489.1	1,771.6
MiniMax	239	2,195	2,166	1,429	MiniMax	-	-	-	10.3
海螺AI	-	2,172	36	5,648	海螺AI	-	64.8	-	311.1
MiniMax语音	-	47	-	494	MiniMax语音	-	-	-	59.8
Talkie/星野	2,905	14,692	12,399	20,051	Talkie/星野	119.7	585.5	489.1	1,390.4
开放平台	4	5	4	16	开放平台	0.1	0.7	0.4	2.5
合计	3,148	19,111	14,605	27,638	合计	119.8	651.0	489.5	1,774.1

每位付费用户平均支出 (美元)				
产品	2023年	2024年	2024年1-9月	2025年1-9月
AI原生产品	6	11	7	15
MiniMax	-	-	-	73
海螺AI	-	36	-	56
MiniMax语音	-	-	-	18
Talkie/星野	6	8	7	5
开放平台	27,020	12,454	14,813	6,167

资料来源：MiniMax 招股说明书、开源证券研究所

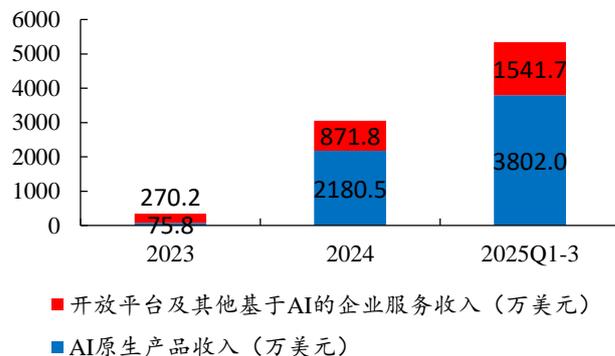
面向 B 端的本地化部署为智谱核心业务，Talkie/星野是 MiniMax 的支柱产品。2024 年智谱实现收入 3.12 亿元，其中本地化部署(依托客户自有基础设施部署模型)收入占比约 85%。2025H1 智谱实现收入 1.91 亿元，同比+325%。2024 年 MiniMax 实现收入 3052 万美元，其中 AI 原生产品收入占比约 71%。2024 年，Talkie/星野实现营收 1946 万美元，占总营收的 64%，在线营销服务为主力变现模式。2025Q1-3，MiniMax 实现营收 5344 万美元，同比+175%。

图5：2024 年智谱实现收入 3.12 亿元，其中本地化部署收入占比约 85%



数据来源：iFinD、智谱华章招股说明书、开源证券研究所

图6：2024 年 MiniMax 实现收入 3052 万美元，其中 AI 原生产品收入占比约 71%



数据来源：iFinD、MiniMax 招股说明书、开源证券研究所

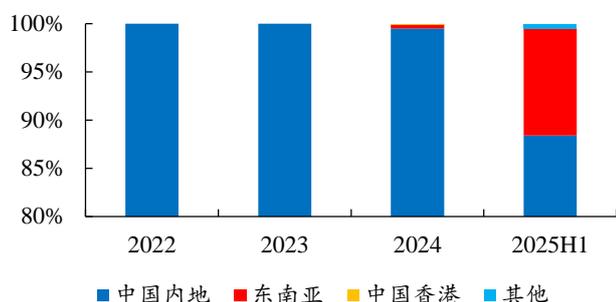
表3：Talkie/星野是 MiniMax 的收入支柱产品，2024 年营收占比近 64% (单位：千美元)

产品	创收模式	2023 年	2024 年	2024 年 1-9 月	2025 年 1-9 月
MiniMax	应用内购买	/	/	/	204
	订阅	/	/	/	552
海螺 AI	应用内购买	/	527	/	3317
	订阅	/	1820	/	14147
MiniMax 语音	应用内购买	/	/	/	196
	订阅	/	/	/	854
Talkie/星野	应用内购买	164	897	712	958
	订阅	594	3960	2917	6604
	在线营销服务	/	14601	9900	11188
开放平台及其他基于 AI 的企业服务	/	2702	8718	5925	15417
总收入	/	3460	30523	19454	53437

资料来源：MiniMax 招股说明书、开源证券研究所

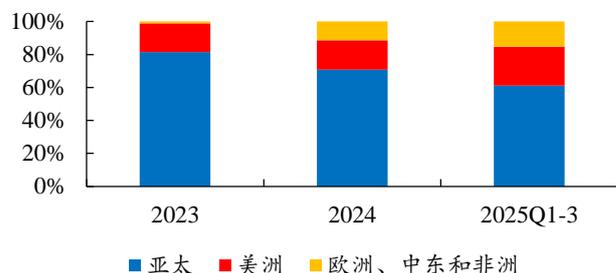
MiniMax 海外营收占比高，智谱已启动出海。2023 年，MiniMax 亚太以外地区营收占比超 18%，2025Q1-3，亚太以外地区营收占比进一步提升至 39%。2024 年，智谱境外营收占比 0.5%，2025H1，境外营收占比提升至 11.6%。对比两者，我们认为海外营收占比差异主要系智谱早期主攻 B 端市场，适合由商务关系相对简单且空间广阔的本土出发，而 MiniMax 早期主攻 C 端市场，适合从用户付费习惯成熟的海外起步。

图7：2025H1，智谱中国内地/东南亚/其他地区营收占比分别为 88.4%/11.1%/0.5%



数据来源：iFinD、智谱华章招股说明书、开源证券研究所

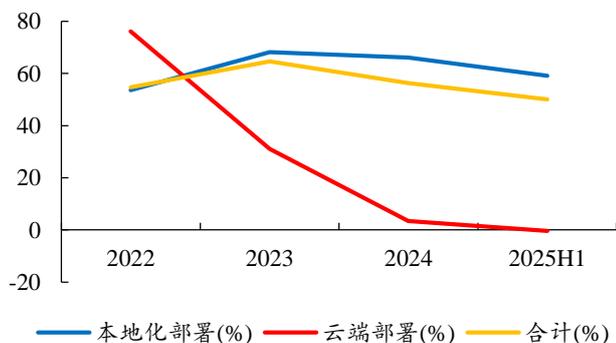
图8：2025Q1-3，MiniMax 亚太/美洲/欧洲、中东和非洲地区营收占比分别为 61.2%/23.7%/15.2%



数据来源：iFinD、MiniMax 招股说明书、开源证券研究所

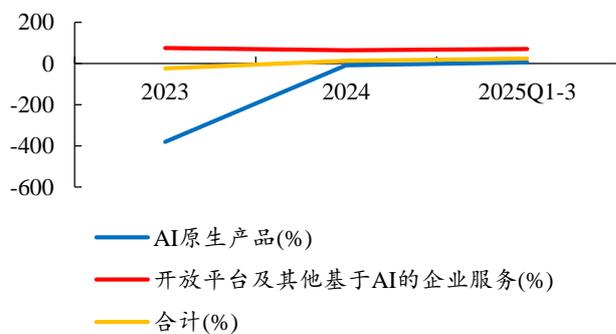
B 端业务毛利率相对较高，模型智能水平、AI 基础设施效率及产品商业化是 C 端毛利率提升的关键驱动力。2025H1，智谱毛利率为 50%，同比+1.1pct，其中本地化部署毛利率 59.1%，云端部署毛利率-0.4%，本地化部署毛利率较高主要系客户以对数据安全、监管合规及定制化服务要求高的大型集团为主，该类客户付费意愿强且无需公司负担推理算力成本。2025Q1-3，MiniMax 毛利率为 23%，同比+21pct，其中 AI 原生产品毛利率 4.7%，开放平台及其他基于 AI 的企业服务毛利率 69.4%。2024 年 AI 原生产品毛利率提升主要系用户规模扩大及新货币化功能的推出。

图9：2025H1 智谱毛利率为 50%，同比+1.1pct



数据来源：iFinD、智谱华章招股说明书、开源证券研究所

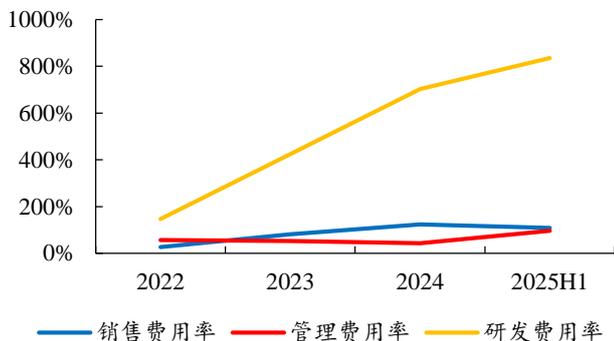
图10：2025Q1-3MiniMax 毛利率为 23%，同比+21pct



数据来源：iFinD、MiniMax 招股说明书、开源证券研究所

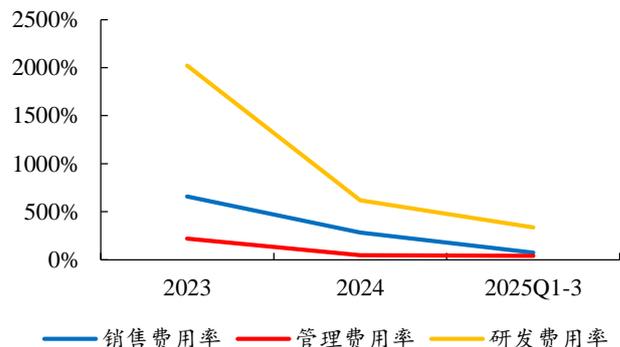
两家大厂均维持高强度研发投入，MiniMax 整体费用率逐步下降。2024 年智谱/MiniMax 研发费用率分别为 703%/619%，两家大厂均维持高于营收的研发投入，主要系用于人才团队构建及模型训练支出。MiniMax 营收规模扩大显著摊薄费用投入，2025Q1-3 销售/管理/研发费率分别为 74%/41%/337%。

图11: 2024 年, 智谱销售/管理/研发费用率分别为 124%/43%/703%



数据来源: 智谱华章招股说明书、开源证券研究所

图12: 2024 年, MiniMax 销售/管理/研发费用率分别为 285%/47%/619%



数据来源: MiniMax 招股说明书、开源证券研究所

2、行业数据综述：《美职篮冠军王朝》获内地 iOS 游戏免费榜第一，《燕云十六声》获内地 iOS 游戏畅销榜第一；电影《阿凡达 3》获得周票房冠军

根据七麦数据，截至 2025 年 12 月 27 日 22:00，《美职篮冠军王朝》获内地 iOS 游戏免费榜第一，《燕云十六声》获内地 iOS 游戏畅销榜第一。

根据 TapTap，截至 2025 年 12 月 27 日 22:00，《异环》为安卓预约榜第一，《莱鸡梦想家》为 iOS 预约榜第一。

图13: iOS 游戏免费榜排名——《美职篮冠军王朝》为内地 iOS 游戏免费榜第一（2025.12.21-2025.12.27）（截至时间：2025.12.27 22:00）

国家/地区	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8	#9	#10
中国	美职篮冠军王朝	三角洲行动	无畏契约	王者荣耀	和平精英	疯狂小羊	怀旧小农场	蛋仔派对	超自然行动组	开心消消乐
中国香港	鸣潮	率土之滨	NBA篮球世界	Block Blast	燕云十六声	超能战争	最后的战争	不用网络的遊戲	Roblox	God Breaker
中国台湾	仙登制人	Block Blast	Pikmin Bloom	燕云十六声	鸣潮	超能战争	一眼就会	最后的战争	Kingshot	Block Crush
美国	Imposter	Meta Horizon	Block Blast	Solitaire Associ...	Arrows	Roblox	Fortnite	Pixel Flow	Magic Sort	Best Guess Live
日本	ブロックブラスト	ステラソラ	Water Match™	P5X ペルソナ5	鸣潮	呪術高专	エスターバニー...	LINE	ソリティア	CatDog World
韩国	MLB 클리치 히...	블록 블라스트	명조	모에라이	Arrows	귀판오보전	소울 헌터 키우기	Brain Puzzle	메이플 키우기	WOS
印度	Ludo King	BATTLEGROU...	Subway Surfers	Red Dead Rede...	Candy Crush S...	Idle Zombie Miner	Last War	Block Blast	Roblox	Pizza Ready
俄罗斯	Пасыанс Солитер	Tiles Survive	Cursed house ...	Блок Бласт	Township	Standoff 2	Water Match™	Subway Surfers	Among Us	Вита Маджонк

资料来源：七麦数据

图14: iOS 游戏畅销榜排名——《燕云十六声》为内地 iOS 游戏畅销榜第一 (2025.12.21-2025.12.27) (截至时间: 2025.12.27 22: 00)

国家地区	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8	#9	#10
中国	燕云十六声	王者荣耀	无尽冬日	三角洲行动	金铲铲之战	和平精英	英雄联盟手游	幻唐志	开心消消乐	梦幻西游
中国香港	最后的战争	赛艇竞速	赛马娘Pretty De...	Kingshot	卡厄思梦境	燕云十六声	Dark War	糖果传奇	SD钢弹 G世代...	Pokémon TCG
中国台湾	最后的战争	赛艇竞速	Kingshot	星城Online	麻将明星3缺1	赛马娘Pretty De...	枫之谷	Garena 传说对决	燕云十六声	Last Z
美国	MONOPOLY GO	Royal Match	Last War	Candy Crush S...	Clash Royale	Gossip Harbor®	Kingshot	Royal Kingdom	Whiteout Survival	Last Z
日本	プロ野球スピリ...	ラストウォー	ホワイトアウト...	ウマ娘 プリティ...	呪術廻戦 ファン...	学園アイドルマ...	Pokémon TCG ...	ONE PIECE ト...	eFootball™	七つの大罪と...
韩国	메이플 키우기	라스트 워	WOS	킹샷	FC 모바일	전략적 팀 전투	리니지M	로얄 매치	가십하버	컴투스프로아구
印度	BATTLEGROU...	Last Z	Pokémon GO	Kingshot	Candy Crush S...	Last War	Coin Master	Call of Duty®	eFootball™	Royal Match
俄罗斯	Tiles Survive	Royal Match	Tanks Blitz	PUBG MOBILE	Homescapes	Gardenscapes	Call of Duty®	Хроники Хаоса	Vikings	Standoff 2

资料来源: 七麦数据

表4: 重点公司游戏产品 iOS 游戏畅销榜排名 (2025.12.21-2025.12.27) (截至时间: 2025.12.27 22: 00)

公司	游戏	iOS 游戏畅销榜周排名
腾讯	王者荣耀	1(-)-2(↓1)
	三角洲行动	2(↑1)-4(↑1)
	金铲铲之战	2(-)-5(↓2)
	和平精英	4(-)-6(↑1)
	无畏契约: 源能行动	5(↓1)-14(↓2)
	英雄联盟手游	7(↓1)-19(↓7)
	地下城与勇士	9(↓4)-14(↓2)
	火影忍者	9(↓1)-23(↓5)
	穿越火线: 枪战王者	10(↑1)-15(-)
	欢乐斗地主	18(↑1)-28(↓3)
	QQ 炫舞	20(↑4)-60(↓6)
	元梦之星	20(↑17)-69(↑16)
	暗区突围	25(↓4)-65(↑11)
	QQ 飞车	36(↓6)-53(↑3)
	部落冲突: 皇室战争	50(↓19)-59(-)
	使命召唤	60(↓26)-85(↓16)
魂斗罗: 归来	94(↑9)-129(↑3)	
冒险岛: 枫之传说	97(↓47)-143(↓19)	
妄想山海	116(↑45)-无(-)	

	合金弹头：觉醒	117(↓68)-192(-)
	乱世王者	148(↓31)-173(↓16)
	天涯明月刀	158(↓17)-无(-)
	重返帝国	-
	燕云十六声	1(↑23)-43(↓9)
	梦幻西游	5(↓3)-10(↓1)
	光·遇	8(↑80)-200(↓33)
	逆水寒	9(↑11)-60(↓4)
	率土之滨	21(↑1)-26(↑4)
	蛋仔派对	23(↓4)-51(↑6)
	实况足球	27(↑19)-63(↑7)
	大话西游	33(-)-61(↑2)
	阴阳师	36(↓18)-58(↑19)
网易	倩女幽魂	40(↑1)-57(↑8)
	全明星街球派对	44(↑106)-194(-)
	第五人格	48(↑7)-78(↓3)
	巅峰极速	63(↑48)-119(↑7)
	无尽的拉格朗日	68(↑52)-136(↑3)
	明日之后	76(↓16)-101(↑26)
	永劫无间手游	91(↓7)-120(↓5)
	暗黑破坏神：不朽	93(↑7)-178(↑12)
	一梦江湖	154(↓31)-无(-)
	命运：群星	-
	漫威秘法狂潮	-
恺英网络	龙之谷世界	84(↓1)-126(↓24)
	石器时代：觉醒	150(↑2)-195(↓6)
三七互娱	斗罗大陆：魂师对决	105(↓7)-139(↓20)
	凡人修仙传：人界篇	120(↓24)-163(↑22)
	九牧之野	27(↓4)-45(↓21)
	问道	43(↑20)-无(-)
吉比特	杖剑传说	52(↓15)-63(↓5)
	一念逍遥	98(↓22)-153(↓15)
	问剑长生	160(↓9)-无(-)
	诛仙	143(↓11)-177(↓13)
完美世界	诛仙2	-
	梦幻新诛仙	-
	超自然行动组	14(↓3)-37(↓2)
巨人网络	球球大作战	86(↓4)-122(↓6)
	原始征途	88(↓3)-124(↓1)
	命运-冠位指定	10(↑68)-141(↓1)
哔哩哔哩	三国：谋定天下	20(↓5)-54(↓8)
	碧蓝航线	28(↓10)-75(↓8)
心动公司	心动小镇	74(↓4)-127(↓5)
	伊瑟 (Etheria: Restart)	144(↑14)-无(-)

	出发吧麦芬	-
	香肠派对	-
神州泰岳	旭日之城 (Age of Origins)	32(↑3)-44(↑10)
	战火与秩序 (War and Order)	119(↑12)-151(↑16)
姚记科技	指尖捕鱼	94(↓3)-116(↓7)
世纪华通	无尽冬日	2(↑2)-7(↑2)
	奔奔王国	31(↑11)-55(↑2)
	Kingshot	4(↑2)-10(-)
	Whiteout Survival	5(↑5)-13(↑1)
	Tasty Travels: Merge Game	31(↓8)-39(↑5)
	Truck Star	76(↑10)-86(↑4)
游族网络	新盗墓笔记	-
中手游	航海王强者之路	-
创梦天地	梦幻花园	41(↓1)-51(↓2)
	梦幻家园	72(↓1)-79(↓1)
	卡拉彼丘	-
友谊时光	浮生为卿歌	121(-)-无(-)
	浮生忆玲珑	146(↑45)-无(-)
	暴吵萌厨	-

资料来源：七麦数据、开源证券研究所（世纪华通《Whiteout Survival》《Kingshot》《Truckstar》《Tasty》、神州泰岳《旭日之城》《战火与秩序》为美国 iOS 游戏畅销榜每日排名，其余均为中国大陆 iOS 游戏畅销榜每日排名，其余均为中国大陆 iOS 游戏畅销榜每日排名，↑↓代表本周（2025.12.21-2025.12.27）较上周（2025.12.14-2025.12.20）排名变化，-代表本周排名未进入榜单前 200 名）

表5：TapTap 新游安卓预约榜排名——《异环》为本周预约热度榜第一（2025.12.21-2025.12.27）（截至时间：2025.12.27 22:00）

排名	游戏名称	类型	厂商	本周新增预约人数 (万)	累计预约人数 (万)	TapTap 评分
1	异环	角色扮演、二次元	Hotta studio	14	410	9
2	潜水员戴夫	休闲经营、RPG	心动公司	19	121	9.3
3	伊莫	抓宠、冒险	爪印	7	109	9.1
4	逆战：未来	射击、动作、机甲	腾讯游戏	12	168	8.3
5	镇魂街王者归来	RPG	游碧曜网络	/	1.7	9.2
6	明日方舟：终末地	RPG、二次元、模拟经营	鹰角	6	404	4.2
7	鹅鸭杀	狼人杀、策略	金山世游 卓立科技	9	162	9.6
8	菜鸡梦想家	模拟经营	波波森林	3	41	6.9
9	生存 33 天	RPG、卡牌、割草	龙畅网络	/	10	7.1
10	失控进化	生存、动作	腾讯游戏	10	234	8.8

数据来源：TapTap、开源证券研究所（注：本周新增预约人数计算周期为 2025.12.21-2025.12.27）

表6: TapTap 新游 iOS 预约榜排名——《菜鸡梦想家》为本周预约热度榜第一 (2025.12.21-2025.12.27) (截至时间: 2025.12.27 22: 00)

排名	游戏名称	类型	厂商	本周新增预约人数 (万)	累计预约人数 (万)	TapTap 评分
1	菜鸡梦想家	模拟经营	波波森林	3	41	6.9
2	潜水员戴夫	休闲经营、RPG	心动公司	19	121	9.3
3	逆战: 未来	射击、动作、机甲	腾讯游戏	12	168	8.3
4	粒粒的小人国	模拟经营、RPG	腾讯游戏	5	132	9.6
5	失控进化	生存、动作	腾讯游戏	10	234	8.8
6	荒野大镖客: 救赎	剧情、开放世界、RPG	Rockstar Games	2	20	8.3
7	鹤鸭杀	狼人杀、策略	金山世游卓立科技	9	162	9.6
8	童话师	可爱、模拟经营、治愈	童话师工作室	/	9.7	9.5
9	异环	角色扮演、二次元	Hotta studio	14	410	9
10	夜幕之下	RPG、二次元、女性向	百奥家庭互动	5	106	9.3

数据来源: TapTap、开源证券研究所 (注: 本周新增预约人数计算周期为 2025.12.21-2025.12.27)

表7: 新游戏公测时间表 (2025.12.29-2026.1.4) (截至时间: 2025.12.27 22: 00)

排序	游戏名称	公测日期	类型	厂商	累计预约人数 (万)	TapTap 评分
1	灌篮军团	12.30	动作	上海跳跃互动娱乐发展有限公司	0.57	5.9

数据来源: TapTap、开源证券研究所

表8: 院线电影数据——《阿凡达3》为周票房第一 (2025.12.21-2025.12.27) (截至时间: 2025.12.27 22: 00)

排序	影片名	本周票房 (亿)	累计票房 (亿)	人次 (万)	平均票价 (元)
1	阿凡达 3	3.59	6.47	739.57	49
2	疯狂动物城 2	1.83	39.35	471.29	39
3	得闲谨制	0.25	3.72	75.65	32
4	情圣 3	0.21	0.23	56.23	37
5	用武之地	0.15	0.15	39.58	37
6	匿杀	0.10	0.10	28.59	36
7	魔法坏女巫 2	0.03	0.03	6.88	44
8	内幕	0.02	0.30	6.26	35
9	机器人之梦	0.02	0.14	4.68	43
10	父辈的天空	0.02	0.04	4.15	42

数据来源: 艺恩数据、开源证券研究所

表9：新影片上映时间表—《寻秦记》关注度高（截至时间：2025.12.27 22：00）

排序	影片名	上映日期	类型	主演	导演	猫眼想看人数（万）
1	寻秦记	12.31	奇幻/动作	古天乐, 林峯, 宣萱, 郭美妮, 滕丽名	吴炫辉等	20.27
2	星际变种	12.31	科幻	刘敬宇, 杨舒婷, 凯洱, 麦小龙, 王艺瞳	李麒麟	4.44
3	用武之地	12.31	战争/剧情/动作	肖央, 齐溪, 任达华, 郑恺, 法提	申奥	3.65
4	谋杀	12.31	犯罪/悬疑	彭昱畅, 张钧甯, 王迅, 黄晓明, 徐娇	柯汶利	15.56
5	他年她日	12.31	喜剧/爱情/奇幻	许光汉, 袁澧林, 陈泽耀, 董玮, 陈辉虹	龚兆平	3.26
6	消失的我	12.31	悬疑/惊悚	王晨阳, 沈潇德, 董泽馨, 张萱紘	郭智等	1.76
7	过家家	1.1	剧情	成龙, 彭昱畅, 尹铸胜, 潘斌龙, 李萍	李太岩子	2.99
8	海绵宝宝:深海大冒险	1.1	动画	马克·哈米尔, 劳伦斯先生, 埃丝·史佩斯, 罗德·格尔斯·邦帕斯, 卡洛琳·劳伦斯	德里克·德莱蒙	7.87
9	一只绣花鞋	1.1	惊悚	刘超, 陶德燕, 王迎奇, 李博, 陈市	高跃铭	2.38
10	消失的碎片	1.1	惊悚	杨烨儿, 杨悦心, 王彦皓, 刘艾苍, 侯博睿	安卫杰	1.15

数据来源：猫眼专业版、开源证券研究所

表10：网播剧数据—《狙击蝴蝶》第一（2025.12.20-2025.12.26）（截至时间：2025.12.27 22：00）

排名	网播剧	较上周排名变化	播映指数	出品公司	播放平台
1	狙击蝴蝶	↑1	81.8	腾讯视频、嘉行传媒	腾讯
2	双轨	↓1	81.2	爱奇艺、稻草熊影业	爱奇艺
3	奇迹	/	78.6	中央广播电视总台、中共深圳市委宣传部、深圳广播电影电视集团	腾讯视频
4	滤镜	↑2	75.5	企鹅影视、星莲影视	腾讯视频
5	骄阳似我	/	74.9	北京西嘻影视文化传媒有限公司	腾讯视频
6	许我耀眼	↑2	74.8	腾讯视频、金禾影视、文投华运	腾讯视频
7	风与潮	↓2	73.5	中央广播电视总台、爱奇艺、中国电视剧制作中心有限责任公司	爱奇艺
8	赴山海	↓1	73.4	腾讯视频、爱奇艺、稻草熊影业等	腾讯视 频、爱奇 艺
9	泉起青壤	↓6	73	腾讯视频、闲工夫文化	腾讯

10 哑舍 ↓6 72 腾讯视频、新丽电视、宏宇天润 腾讯视频

数据来源：艺恩数据、开源证券研究所（“-”代表持平，“/”代表上周排名未进入前十）

表11：网播综艺数据—《现在就出发第3季》领先（2025.12.20-2025.12.26）（截至时间：2025.12.27 22:00）

排名	综艺节目	较上周排名变化	播映指数	出品公司	播放平台
1	现在就出发第3季	-	82.6	腾讯视频、喜乐福影业	腾讯视频
2	喜人奇妙夜第二季	-	74.7	腾讯视频	腾讯视频
3	再见爱人第五季	-	68.9	快乐阳光	芒果TV
4	一路繁花第2季	↑1	66.9	爱奇艺	爱奇艺
5	探索新境第二季	↓1	66.1	腾讯视频、华纳兄弟探索集团	腾讯视频
6	种地吧第三季	-	65.3	芒果TV	芒果TV
7	2025腾讯视频星光大赏	/	65.2	腾讯视频	腾讯视频
8	地球超新鲜	/	64	腾讯视频	腾讯视频
9	一路繁花	-	62.4	爱奇艺	爱奇艺
10	快乐老友 有风季	/	61.7	芒果TV	芒果TV

数据来源：艺恩数据、开源证券研究所（“-”代表持平，“/”代表上周排名未进入前十）

3、行业新闻综述：豆包日活破亿，抖音小游戏流水、用户高速增长

3.1、AIGC：豆包日活破亿，MiniMax与快看漫画上线首个AI互动漫画

(1) 智谱上线并开源 GLM-4.7，刷新开源 SOTA (2025.12.23)

智谱上线并开源 GLM-4.7，模型主打编程，相较前代 GLM-4.6，在编码能力、交互体验与复杂推理等多个维度实现了系统性升级。此外，GLM-4.7 在对话、创意写作、角色扮演等场景中同样有提升，系统性增强了编码、推理与工具使用能力。（资料来源：量子位公众号）

(2) MiniMax M2.1 发布，拿下多语言编程 SOTA (2025.12.23)

MiniMax 发布最新旗舰级 Coding & Agent 模型 M2.1，其在衡量多语言软件工程能力的 Multi-SWE-bench 榜单中，以仅 10B 的激活参数拿下了 49.4% 的成绩，超越了 Claude Sonnet 4.5 等国际顶尖竞品，拿下全球 SOTA。（资料来源：量子位公众号）

(3) 钉钉发布全球首个工作智能操作系统 Agent OS，专为 AI 打造(2025.12.23)

钉钉正式发布全球首个为 AI 打造的工作智能操作系统——Agent OS，由此开启“人与 AI 协同”的全新工作方式。钉钉 Agent OS 核心是运行和协同 AI Agent，通过全新界面（钉钉 ONE）、企业 Agent 专属 AI 硬件（DingTalk Real）、AI 搜索问答（AI 搜问）、通用任务处理 Agent（悟空）以及企业 AI 平台（DEAP）等产品矩

阵，为人与 AI 协作构建完整系统架构。同时钉钉还发布了一批商业可交付 Agent，包括制造业“订单 Agent”和“质量 Agent”、“AI 差旅”、“AI 客服”等。（资料来源：阿里云公众号）

(4) 豆包日活已突破 1 亿，火山引擎成春晚独家 AI 云合作伙伴，豆包 C 端渗透或加速 (2025.12.24)

据 36 氪，豆包的日均活跃用户数 (DAU) 已突破 1 亿大关，豆包的 UG、市场推广费用，是字节历史上，所有破亿 DAU 产品中花费最低的。据晚点 LatePost，火山引擎将成为 2026 年中央广播电视总台春节联欢晚会独家 AI 云合作伙伴，字节跳动旗下的智能助手豆包也将配合上线多种互动玩法。（资料来源：36 氪未来消费公众号、晚点 LatePost 公众号）

(5) MiniMax 与快看漫画达成“AI+IP”合作，上线首个 AI 互动漫画 (2025.12.26)

12 月 26 日，作为核心技术合作伙伴之一，MiniMax 为快看漫画提供视频生成与语音生成模型支持。快看漫画上线首个 AI 互动漫画，率先将 AI 技术结合完整世界观、角色互动与沉浸式体验引入漫画领域。（资料来源：AI 前线公众号）

3.2、游戏：2025 年抖音小游戏流水、用户实现翻倍及以上增长，12 月发放 147 个游戏版号

(1) 2025 年抖音小游戏流水规模增长 100%，用户活跃规模增长 120% (2025.12.22)

2025 年，抖音小游戏流水规模增长 100%，用户活跃规模增长 120%，小游戏用户活跃时长增长 20%、付费用户留存增长 30%，发行人流水增长 220%，总作者数增长 360%。2025 年，小游戏广告消耗规模增长 1.4 倍，抖音小游戏投广集团数量增长 173%、投广游戏数涨了 2.5 倍、TOP10 游戏抖小消耗占比持续增长。抖音小游戏侧边栏日启动超过 1000 万，直玩 DAU 达到 500 万。（资料来源：DataEye 游戏观察公众号）

(2) 2025 年月流水过千万的抖音新游超 10 款，内容场景贡献流水占比显著提升 (2025.12.24)

据 2025 年抖音小游戏生态大会上官方披露，2025 年抖音新游在流水和榜单上实现突破，畅销榜 TOP10 中新游占比常过半，月流水过千万的新游超 10 款，月流水超五百万的产品 20 款，畅销榜 Top 100 中 70 多款为新游，内容场景贡献流水占比显著提升，甚至在某些 RPG 品类中达 80%，凸显了内容+社交双引擎对小游戏增长的催化作用。（资料来源：GameLook 公众号）

(3) 2025 年游戏版号审批报告：版号 1771 个同比增长 25%，多平台游戏达 136 款 (2025.12.25)

2025 年全年，国家新闻出版总署共下发新游戏版号数为 1771 个，其中，国产游戏版号 1676 个，进口游戏版号 95 个。版号发放总数同比 2024 年增长 25%，是 2022 年总量低谷期的 3.46 倍，已经超越了 2020 年的版号发放量水平。（资料来源：GameLook 公众号）

(4) 网易执行副总裁、互动娱乐事业群负责人丁迎峰退休 (2025.12.27)

网易公司发布公告，宣布公司执行副总裁、互动娱乐事业群负责人丁迎峰（丁丁）将于2025年12月31日正式退休。退休后，他将继续担任公司顾问职务。丁迎峰作为产品经理负责《梦幻西游》的研发与运营，曾孵化《阴阳师》《率土之滨》《荒野行动》《第五人格》《漫威争锋》等项目，深度参与网易的全球化发行。（资料来源：游戏那点事 Gamez 公众号）

3.3、影视/IP：TOP TOY 旗下 Nommi IP 风靡全球，巨量引擎披露漫剧日耗破 2000 万元

(1) TOP TOY 控股企业果然有趣文化旗下 Nommi IP 风靡全球（2025.12.23）

Nommi 糯米儿已在核心玩家圈层积累深厚人气，获希尔顿、麦当娜、凯蒂·佩里等国际巨星的公开追捧，其在美国亚马逊平台的表现已直追泡泡玛特旗下王牌 IP LABUBU，LABUBU 购买了 Nommi 糯米儿搜索页的广告位。8月27日“交个朋友”直播间举办“果然有趣专场”，Nommi 糯米儿与 Maymei 霉霉两大 IP 携手亮相，一举创下247万元成交额，直接登顶潮玩带货榜单。2025年6月至11月，果然有趣文化就创造了约2亿元的收入，其中北美、日本等重点海外市场表现亮眼。2025年8月TOP TOY 日本池袋首店开业，以 Nommi 糯米儿为主角引发排队热潮，首日销售额即突破1100万日元。（资料来源：文创潮公众号）

(2) 2025 年，海外短剧收入同比增长 150%，下载量同比增长 300%，月活用户突破 2.66 亿大关（2025.12.25）

据 Snapchat，2025 年 1-11 月，海外短剧 IAP 收入 21.7 亿美元，同比增长 150%，应用下载量超 10.6 亿次，同比增长 300%。综合超 130 款应用的数据分析，在全球 80 多个国家中，海外短剧月活用户突破 2.66 亿大关。2025 年 1-11 月，美国市场创造了 10.23 亿美元收入，占海外市场总值 47%，同比增长 116%。RPD（每次下载创造的收入）高达 12.25 美元。美国观众以女性为主，偏爱走心的爱情与强爽感的逆袭故事。2025 年前十家短剧平台多来自中国，包括昆仑万维 Deamawave（占比 5%）、掌玩网络 FlickReels（占比 4%）、中文在线 FlareFlow（占比 2%）等。2025 年 1-11 月，MENA 以超 7018 万次下载创造 7679 万美元收入，分别增长 988%、586%。其中，沙特阿拉伯的表现最为亮眼，以约 1752 万美元收入位列地区第一，约 1520 万次下载位居第二，两项数据均实现了超 10 倍的同比增长。沙特市场有更多男性观众（52%），其偏爱家庭恩怨、道德冲突的故事，对复仇、逆袭等强冲突题材尤为敏感。（资料来源：短剧自习室公众号）

(3) 巨量引擎发布 12 月 24 日漫剧赛道日耗正式突破 2000 万（2025.12.26）

巨量引擎发布 12 月 24 日漫剧赛道日耗正式突破 2000 万，而在巨量引擎 8 月的公开数据中，2025 年上半年漫剧投流日耗刚破 400 万，增长高达 568%。据酱油动漫，其 12 月漫剧月产能达到 100-150 部的区间，环比增长近一倍，团队规模快速扩张，目前团队人数已经维持在 1000 人以上，且月增长 100+人，后期可能扩张至 2000 到 3000 人规模。按照播放量破千万属于爆款漫剧的标准来看，酱油动漫表示其爆款率大约在 50%-60%；如果以单剧能否赚到钱来衡量，酱油动漫的爆款率依然能达到 70%-80%。酱油动漫已实现月营收约 5000 万元，对应约 60 至 70 部漫剧。（资料来源：短剧自习室公众号）

4、公告总结：东方明珠参与设立 AI 基金，电声股份调整募投

(1) 东方明珠：出资 5000 万元参与设立长三角数智文化产业基金(2025.12.26)

东方明珠新媒体股份有限公司发布公告，拟出资人民币 5000 万元参与设立“长三角数智文化产业私募投资基金（上海）合伙企业（有限合伙）”，并担任有限合伙人，首期出资 2500 万元。该基金总规模为 100 亿元，首期封闭目标规模 30.03 亿元，将重点投资于以人工智能（AI）技术为核心的数字文化技术产业以及“AI+”、“文化+”融合领域。公司控股股东的关联方海通创意私募基金管理有限公司为基金普通合伙人之一。本次投资无需提交董事会、股东大会审议，不构成关联交易或重大资产重组。

(2) 电声股份：终止部分募投项目，变更资金用途并调整内部结构(2025.12.27)

广东电声市场营销股份有限公司公告，拟终止原募投项目“营销数字化解决方案及大数据运营平台建设项目”，并将该项目剩余募集资金（含利息）中的 6000 万元变更用途，追加投入另一募投项目“数字零售升级项目”，剩余约 6953.49 万元将用于永久补充流动资金。同时，公司对“数字零售升级项目”的内部投资结构进行调整，并将该项目达到预定可使用状态的时间延期至 2028 年 12 月 31 日。公司称，原项目受外部环境影响进度延迟，且公司研发重点已转向“AI+”方向。该议案已获董事会通过，尚需提交股东大会审议。

5、板块行情综述：A 股传媒板块 2025 年第 52 周表现居市场

下游，互联网板块表现较好

A 股传媒板块 2025 年第 52 周（12 月 22 日-12 月 26 日）下跌 0.18%，对比上证综指（+1.88%）、沪深 300（+1.95%）、深证成指（+3.53%）、创业板指（+3.90%），表现居于下游。在我们追踪的传媒七个子板块中，互联网板块表现最好（+1.86%），体育板块表现较弱（-1.19%）。相对传媒指数/沪深 300 而言，互联网板块获得最高超额收益，分别为 2.04%/-0.09%。

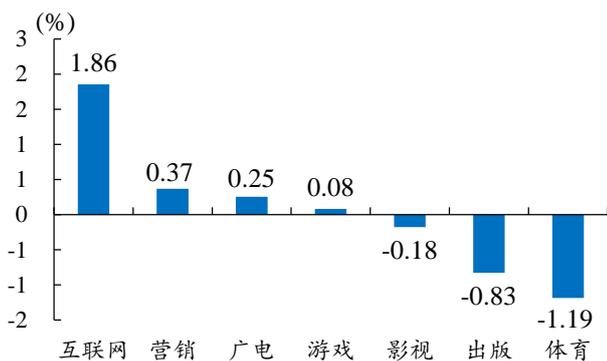
A 股传媒互联网相关个股中，百纳千成周涨幅最大（+20.08%），天威视讯周跌幅最大（-11.34%）；美股传媒互联网相关个股中，36 氪周涨幅最大（+12.50%），BTC DIGITAL 周跌幅最大（-12.57%）；港股传媒互联网相关个股中，中国有赞周涨幅最大（+8.15%），百奥家庭互动周跌幅最大（-9.64%）。

表12：A 股传媒个股行情跟踪（取涨幅前十位和后十位）——百纳千成涨幅第一，天威视讯周跌幅最大（12 月 22 日-12 月 26 日）（以 2025 年 12 月 26 日收盘价为基准）

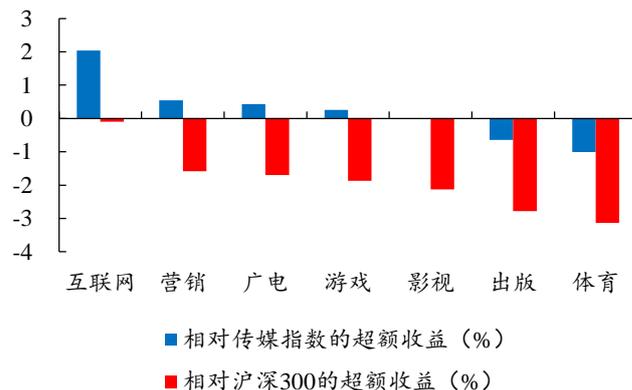
证券代码	证券简称	收盘价（元）	周涨跌幅（%）	证券代码	证券简称	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
300291.SZ	百纳千成	6.40	20.08	002238.SZ	天威视讯	8.29	-11.34
002591.SZ	恒大高新	7.45	15.15	002103.SZ	广博股份	9.23	-8.43
002168.SZ	ST 惠程	3.99	13.68	603444.SH	吉比特	433.51	-6.97
600892.SH	大晟文化	3.77	11.87	000802.SZ	北京文化	4.92	-5.75
600576.SH	祥源文旅	6.60	9.63	300792.SZ	壹网壹创	26.81	-5.53
002174.SZ	游族网络	12.72	9.00	600977.SH	中国电影	15.47	-5.27

证券代码	证券简称	收盘价(元)	周涨跌幅(%)	证券代码	证券简称	收盘价(元)	周涨跌幅(%)
603721.SH	中广天择	19.56	8.61	300295.SZ	三五网	12.51	-5.16
300518.SZ	新讯达	17.89	7.71	002739.SZ	万达电影	11.08	-4.81
600226.SH	亨通股份	5.18	7.69	002607.SZ	中公教育	2.70	-4.26
300226.SZ	上海钢联	25.16	4.88	002292.SZ	奥飞娱乐	8.82	-4.23

数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 互联网板块周涨幅最大, 体育板块表现较弱 (12月22日-12月26日)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 相对传媒指数/沪深 300, 互联网板块获得最高超额收益 (12月22日-12月26日)


数据来源: Wind、开源证券研究所

表13: 美股重点传媒公司行情 (取涨幅前十位和后十位) — 36氪周涨幅最大, BTC DIGITAL 周跌幅最大 (12月22日-12月26日) (以2025年12月26日收盘价为基准)

证券简称	证券代码	股价 (美元)	周涨跌幅 (%)	证券简称	证券代码	股价 (美元)	周涨跌幅 (%)
36氪	KRKR.O	4.50	12.50	BTC DIGITAL	BTCT.O	1.60	(12.57)
搜狐	SOHU.O	15.89	6.22	微美全息	WIMI.O	2.64	(9.59)
云集	YJ.O	1.49	5.67	新氧	SY.O	2.63	(8.68)
有道	DAO.N	9.48	5.57	凤凰新媒体	FENG.N	1.83	(7.80)
360金融	QFIN.O	20.00	5.32	极光	JG.O	6.33	(6.25)
拼多多	PDD.O	115.01	5.02	猎豹移动	CMCM.N	6.34	(5.65)
爱奇艺	IQ.O	1.91	3.24	Asana	ASAN.N	13.80	(4.70)
ROKU	ROKU.O	112.08	3.00	SoundHoundAI	SOUN.O	10.70	(2.90)
迅雷	XNET.O	7.21	2.85	无忧英语	COE.A	32.20	(2.75)
亚马逊	AMZN.O	232.52	2.27	Palantir	PLTR.O	188.71	(2.41)

数据来源: Wind、开源证券研究所

表14: 港股重点传媒公司行情 (取涨幅前十位和后十位) — 中国有赞周涨幅最大, 百奥家庭互动周跌幅最大 (12月22日-12月26日) (以2025年12月26日收盘价为基准)

证券简称	证券代码	股价 (港币)	周涨跌幅 (%)	证券简称	证券代码	股价 (港币)	周涨跌幅 (%)
中国有赞	8083.HK	0.15	8.15	百奥家庭互动	2100.HK	0.38	(9.64)
心动公司	2400.HK	64.55	5.22	民生教育	1569.HK	0.18	(4.26)
数字王国	0547.HK	0.35	2.94	知乎-W	2390.HK	8.62	(4.01)
枫叶教育	1317.HK	0.39	1.32	睿见教育	6068.HK	0.09	(3.41)
中教控股	0839.HK	3.39	1.19	小米集团-W	1810.HK	39.22	(3.26)

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

证券简称	证券代码	股价 (港币)	周涨跌幅 (%)	证券简称	证券代码	股价 (港币)	周涨跌幅 (%)
阿里影业	1060.HK	0.88	1.15	汇量科技	1860.HK	15.10	(2.96)
金山软件	3888.HK	28.42	1.00	新高教集团	2001.HK	1.00	(2.91)
美团-W	3690.HK	103.20	0.49	网龙	0777.HK	10.39	(2.53)
电视广播	0511.HK	3.05	0.33	IGG	0799.HK	3.75	(2.34)
中手游	0302.HK	0.37	0.00	猫眼娱乐	1896.HK	6.77	(2.31)

数据来源: Wind、开源证券研究所

表15: 受益标的包括游戏、影视等板块

公司代码	公司简称	评级	市值		每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			每股净资产 元/股
			原始货币 元	原始货币 亿元	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
1024.HK	快手-W	买入	64.60	2790	3.56	4.18	4.46	16	14	13	14.44
601595.SH	上海电影	买入	29.03	130	0.20	0.61	0.84	145	48	35	3.66
300413.SZ	芒果超媒	买入	23.98	449	0.73	0.82	0.99	33	29	24	12.02
0772.HK	阅文集团	买入	32.32	330	-0.21	1.56	1.25	-139	19	23	18.09
300494.SZ	盛天网络	买入	11.95	59	-0.53	0.31	0.37	-22	39	32	2.94
9899.HK	网易云音乐	买入	187.50	409	7.48	13.55	11.26	23	12	15	46.96
1357.HK	美图公司	买入	7.17	329	0.18	0.20	0.26	36	33	25	1.10
300113.SZ	顺网科技	买入	19.74	135	0.37	0.54	0.72	53	37	27	3.21
002558.SZ	巨人网络	买入	46.06	891	0.78	1.25	1.95	59	37	24	6.63
2400.HK	心动公司	买入	64.55	319	1.65	3.47	4.77	35	17	12	5.12
002517.SZ	恺英网络	买入	22.35	477	0.77	1.01	1.30	29	22	17	3.04
603444.SH	吉比特	买入	433.51	312	13.15	22.65	26.77	33	19	16	68.05
9626.HK	哔哩哔哩-W	买入	191.50	806	-3.23	2.43	4.96	-53	71	35	33.49
300002.SZ	神州泰岳	买入	11.37	224	0.73	0.59	0.88	16	19	13	3.57
0700.HK	腾讯控股	买入	603.00	55058	20.94	24.76	28.02	26	22	19	105.53
300133.SZ	华策影视	未有评级	8.26	156	0.13	0.18	0.25	64	45	33	3.77
300364.SZ	中文在线	未有评级	23.97	175	-0.33	-0.21	0.11	-72	-112	221	1.35
300182.SZ	捷成股份	未有评级	5.36	143	0.09	0.16	0.19	60	34	29	3.08
300251.SZ	光线传媒	未有评级	16.20	475	0.10	0.82	0.39	162	20	42	2.99
000681.SZ	视觉中国	未有评级	21.77	153	0.17	0.17	0.20	128	125	111	5.10
002602.SZ	世纪华通	未有评级	17.12	1262	0.17	0.79	1.12	101	22	15	3.45
002555.SZ	三七互娱	未有评级	22.63	501	1.21	1.38	1.48	19	16	15	5.83
2100.HK	百奥家庭互动	未有评级	0.38	11	-0.01	-	-	-33	-	-	0.56

资料来源: Wind、开源证券研究所 (未有评级公司盈利预测来自 Wind 一致预测, 股价截至 2025 年 12 月 26 日收盘; 港股公司所示市值及股价为港币, 计算采用 1 港币= 0.9021 人民币进行换算, 美股公司所示市值及股价为美元, 计算采用 1 美元= 7.0161 人民币进行换算, 每股净资产为截至 2024 年 12 月 31 日数据)

6、风险提示

AI 应用商业化收入、游戏流水等低于预期, 新游上线推迟等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn