



Research and
Development Center

传媒行业 2026 年度策略报告：

Agent 定义入口，AIGC 重塑供给
——AI 时代的流量分发重构与内容产能爆发

2026 年 1 月 9 日

刘旺 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号：S1500524120005

邮 箱：liuwang@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

传媒行业

投资评级 看好

上次评级 看好

刘旺 传媒互联网及海外首席分析师
执业编号：S1500524120005
邮 箱：liuwang@cindasc.com

传媒行业 2026 年度策略报告：Agent 定义入口， AIGC 重塑供给——AI 时代的流量分发重构与内容 产能爆发

2026 年 1 月 8 日

- **Agent 定义入口，AIGC 重塑供给。** 2026 年随着 AI 从“技术基建期”迈向“应用深水区”，传媒互联网的核心变量将切换为入口形态迁移+分发规则重定价+供给侧产能爆发的组合，产业底层逻辑可能会经历双重重构：1. 在流量分发端，AI Agent（智能体）正在接管用户意图，取代 App 成为新一代超级入口，流量分发逻辑从“抢占时长”转向“高效执行”；2. 在内容供给端，随着多模态大模型的发展，AIGC 已实现全模态内容的零边际成本生产，内容产业面临“产能大爆炸”，核心壁垒回归到优质数据和 IP、与用户的情感连接。我们认为，面对 AI 带来不确定性和机会，传媒互联网板块的投资体系将向流量分发端和内容供给端的优质资产切换。
- **Agent 定义入口，AI 时代的流量分发有望重构。** AI Agent 的成熟标志着人机交互的代际跃迁：从基于过程的 GUI（图形用户界面）进化为基于结果的 IUI（意图交互界面）。传统的‘点击-跳转’模式正在失效，取而代之的是‘对话-执行’的新范式。Agent 凭借对用户意图（Intent）的精准理解与跨应用执行能力，正在将 App 隐形化，重构流量分发的底层逻辑。互联网的每一个代际，都伴随着超级入口的更迭：互联网时代是搜索和浏览器，移动互联网时代是超级 APP。大模型是能力，而 Agent 作为具备执行能力的“角色”，才更有可能成为流量的“入口”。大模型的能力进化到可以“辅助人类决策”，其作用不仅是“回答问题”，而是把执行等更多的内容和场景融合到一个入口中。传统的“App 孤岛”模式正在被打破，Agent 凭借跨应用调度的能力，有可能逐渐“架空”单一 App，成为操作系统级的唯一分发入口。根据 Questmobile 数据，2025H2 新上线的 AI 应用共 205 个，其占比达 81.5%，PC 端网页应用占比 10.7%，原生 App 占比 7.8%。从“插件式 AI”走向“系统级 AI”，将 AI 落地从流量思维到生态思维的进化，最大化既有用户池、数据资产、业务矩阵的价值。
- **Agent 带来商业模式的变迁，从时长优先切换到效率优先。** 在 AI Agent 的模式下，流量分发逻辑发生根本性逆转。商业模式从“注意力经济”中的时长优先（尽可能消耗用户时间以展示广告）转向“意图经济”中的效率优先（以最短时间响应用户需求以赚取佣金）。拥有操作系统底座或超级 Agent 平台的公司有望掌握新的“流量分发权及议价能力”；而缺乏独家内容的腰部 App 或面临被“管道化”的风险。大厂争夺流量入口，生态场景全面者及垂直 Agent 有望优先受益。（1）海外：Google：谷歌搜索的 AI 模式新增 AI Agent

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅
大厦 B 座
邮编：100031

功能，可自动帮助用户完成预订餐厅、定制搜索结果；OpenAI：ChatGPT 升级为“超级 App”，用户不再需要打开网页、切换应用、复制信息，可以直接在对话界面中调用第三方 App。（2）国内：互联网大厂正在争夺 AI 时代风口的新流量入口。阿里巴巴：AI to C 大重构，以“千问”为线，串联夸克、钉钉、智能眼镜等的超级 Agent；字节：豆包开启商业化转型，结合端侧做系统级 Agent；腾讯：元宝持续发力推广。下一代 AI 巨头，“最好用的模型”是基础，“最不可替代的入口”是搜索引擎。

- **AIGC 重塑供给，AI 时代的内容产能爆发带来稀缺性的重定价。**随着多模态大模型的逐渐成熟，AIGC 技术在 2026 年有望跨越“降本增效”的初级阶段，进入“创造新需求”的爆发期：
 - 1. 产能爆发：视频、3D、游戏资产的生产门槛大幅降低，内容供给将出现明显增长。在海量内容的冲击下，平庸内容的价值将归零，头部 IP 和稀缺数据的价值将呈明显上升。
 - 2. 形态进化：内容消费将从“被动观看”升级为“主动介入”。“生成式互动剧”、“AI 伴侣游戏”以及结合 MR/XR 硬件的“空间计算内容”将填补 Agent 为用户省下的时间，成为新的“时间杀手”。
- **AI+游戏：“辅助工具”走向“核心引擎”。**（1）研发环节：全流程提效，是目前降本增效最显著的环节之一。（2）发行环节：主要通过数据驱动决策，做到游戏运营的精细化。（3）交互体验及 AI 原生游戏：在用户体验革新方面，AI 可以提升游戏用户在游戏中的沉浸感，实现交互升级。未来，更拟真、沉浸的 AI 原生推理游戏将是游戏行业所追求的目标。
- **AI+影视：票房分化，关注 2026 春节档、AI 视频海内外进展。**2025 年影视板块的行情催化主要可分为以下几点：爆款影视带来的业绩驱动、AI 视频模型产品的发布、影视相关利好政策的发布、IP 以及文化内容出海的关注度的提升以及新的行业子题材例如 AI 漫剧的出现带来的增量影响等，建议关注后续潜在爆款影片定档及 AI 视频行业的动态更新。
- **AI+广告营销：程序化广告公司增速可期，广告主关注 ROI 转化效果。**1) 广告市场大盘跟随宏观经济表现、消费零售支出水平相关度较高；2) 广告主更加关注投放 ROI，程序化广告平台因其能高效精准匹配用户和广告主，程序化广告平台公司收入增速远高于广告大盘同比增速。
- **投资建议：**面对 AI 带来不确定性和机会，传媒互联网板块的投资体系将向流量分发端和内容供给端的优质资产切换：流量分发端掌握“用户意图”的 Agent 公司，即能够直接触达用户决策和意图执行的 Agent 平台，以及内容供给端掌握“优质内容”和“稀缺数据和 IP”或者“用户情感与信任”的公司。
- **【Agent】商业模式发生变迁，从时长优先切换到效率优先。**在 AI Agent 的模式下，流量分发逻辑发生根本性逆转。商业模式从“注意力经济”中的时长优先转向“意图经济”中的效率优先。拥有操作系统底座或超

级 Agent 平台的公司有望掌握新的“流量分发权及议价能力”；而缺乏独家内容的腰部 App 或面临被“管道化”的风险。大厂争夺流量入口，生态场景全面者及垂直 Agent 有望优先受益。关注互联网大厂作为通用 Agent 入口：阿里巴巴、腾讯控股、字节跳动（非上市）、苹果、谷歌等；垂类 Agent 及大厂生态相关合作伙伴：美图、光云科技、值得买、易点天下、万兴科技等。

- **【游戏】**2026 年有望迎来游戏大年，板块业绩有望再创新高。随着产品的密集测试及上线，游戏公司有望迎来收入提升及利润增长的螺旋式上升，2026 年板块业绩有望再创新高。我们建议持续关注板块的配置性机会，随着 AI 新玩法等驱动，板块估值仍具向上空间。个股方面建议重点布局拥有确定性强、期待值高的大作游戏厂商，且关注在长线运营能力上表现出色的厂商。建议关注 A 股【巨人网络】《超自然行动组》2025/11/27 上线中国港澳台地区，关注春节期间游戏表现，储备产品有《名将杀》《口袋斗蛐蛐》《五千年》等；【世纪华通】SLG+赛道《无尽冬日》《奔奔王国》海外表现亮眼，储备产品有《永恒之塔》《大航海时代：起源》《海滨美食乐 (Tasty Travels: Merge Game 国服)》；【恺英网络】盒子带动平台化收入提升以及产业链整合，《EVE》开启 AI 创意新玩法，储备产品有《盗墓笔记：启程》《三国：天下归心》《斗罗大陆：诛邪传说》《仙境传说之约定好的冒险》；【完美世界】《异环》，已于 2025/12/23 发布三测招募 PV，我们预计游戏将于 26H1 上线；【三七互娱】储备产品包括《代号 MLK》《赘婿》等；【吉比特】《九牧之野》已于 2025/12/18 上线，储备产品包括《M95》《M98》《开罗游戏世界》《亿万光年》等；【神州泰岳】储备产品包括《荒星传说：牧者之息》(Stellar Sanctuary 国服)、《长河万卷》(Next Agers 国服)、《代号：XCT》、《代号：A002》、《代号：MN》等。
- **【影视】**1) 2025 年电影春节档已官宣定档影片的相关上市公司，如博纳影业、光线传媒、万达电影、阿里影业、中国儒意、横店影业、猫眼娱乐、中国电影等；2) 2025 年有望受 AI+视频方向催化的相关公司，如快手-W、上海电影、华策影视、慈文传媒、捷成股份等；3) 院线方受益恢复趋势的相关公司：万达电影、横店影视、幸福蓝海等；4) 其他建议关注：哔哩哔哩-W、阅文集团、百纳千成、慈文传媒、华谊兄弟、中广天择、北京文化等。
- **【广告】**建议关注全球程序化广告头部公司【AppLovin】，港股程序化广告头部公司【汇量科技】，A 股相关业务布局的公司如【易点天下】、【蓝色光标】、【佳云科技】等。线下梯媒广告龙头公司【分众传媒】，其 2026 年有望有益于新业务“碰一碰”带来的边际增量以及并购新潮传媒带来的资源整合和规模效应下带来的降本增效，有望受益于宏观经济恢复带来的广告主预算的恢复和提升；其他建议关注：引力传媒、兆讯传媒、元隆雅图、汤姆猫、浙数文化、因赛集团、浙文互联、天下秀、三人行等。
- **风险因素：**统计不完整或偏差的风险；宏观经济风险；行业竞争加剧风险；AI 模型迭代不及预期风险；AI 应用渗透率不及预期风险。

目录

前言：Agent 定义入口，AIGC 重塑供给	7
一、Agent 定义入口，AI 时代的流量分发有望重构	7
1、海外	8
2、国内	9
二、AIGC 重塑供给，AI 时代的内容产能爆发带来稀缺性的重定价	13
1、AI+游戏：“辅助工具”走向“核心引擎”	14
2、AI+影视：票房分化，关注 2026 春节档、AI 视频海内外进展	24
3、AI+广告营销：程序化广告公司增速可期，广告主关注 ROI 转化效果	34
三、投资建议	42
四、风险因素	43

表目录

表 1：ChatGPT 升级为“超级 App”，合作伙伴情况梳理	9
表 2：阿里巴巴“千问”近期动作密集，有望打造超级 Agent	10
表 3：游戏公司估值表	18
表 4：游戏公司费率分析	19
表 5：AI 在游戏研发环节的赋能	21
表 6：AI 在游戏发行及运营环节的赋能	22
表 7：重点游戏公司产品上线进展及储备游戏	23
表 8：可灵 AI 主要论文发布情况	30
表 9：AI+影视相关公司估值表	34
表 10：广告营销公司估值情况	42

图目录

图 1：2025 年下半年新上线 AI 应用分形态占比	7
图 2：从“插件式 AI”走向“系统级 AI”	8
图 3：谷歌搜索的 AI Agent 功能：推断出用户偏好进行个性化推荐	8
图 4：APP 用户规模 TOP 榜单	10
图 5：阿里巴巴“千问”接入高德地图	11
图 6：豆包接入抖音商城	11
图 7：豆包手机可以实现跨平台比价	12
图 8：豆包手机 AI 业务架构	13
图 9：元宝内嵌至腾讯生态产品	13
图 10：2019-2025 年中国游戏市场规模	14
图 11：2024-2025 年中国游戏市场规模（按季度）	14
图 12：2019-2025 年中国游戏用户规模	15
图 13：2019-2025 年中国自研游戏国内市场实际销售收入	15
图 14：2019-2025 年中国移动游戏市场实际销售收入	16
图 15：2024-2025 年中国手游市场规模（按季度）	16
图 16：2019-2025 年中国游戏出海数据	17
图 17：2024-2025 年中国游戏出海数据（按季度）	17
图 18：2021-2025 年中国移动游戏出海数据	17
图 19：版号发放数量（个，按月）	18
图 20：《超自然行动组》排名情况	20
图 21：2025 年 11 月中国手游发行商全球收入排行榜	21
图 22：《逆水寒》上线 DeepSeek 驱动智能 NPC “沈秋索”	23
图 23：《太空杀》的 AI 原生玩法“残局对决”	23
图 24：2025 年（截至 12 月 21 日）影视院线指数和上证综指行情表现比较	25
图 25：2025 年（截至 12 月 21 日）影视院线指数区间涨跌幅和同行业其他子版块比较	25
图 26：25Q1/Q2/Q3 影视行业营收(单位：亿元)及 yoy	26
图 27：25Q1/Q2/Q3 影视行业归母净利润(单位：亿元)及 yoy	26
图 28：2017-2025 年（截至 2025.12.21）我国电影票房、电影场次及观影人次情况	26
图 29：Sora2 的亮眼功能——Cameo 出镜秀	27
图 30：Sora2 和 Tiktok 留存数据对比	28
图 31：OpenAI 和 Disney 达成合作协议	29
图 32：可灵 AI 全能灵感周产品更新	30

图 33: 可灵 AI 论文《Simulating the Visual World with Artificial Intelligence: A Roadmap》	30
图 34: 可灵 O1 模型视频参考功能（推理生成下一个镜头案例）	31
图 35: Gen-4.5 在 Artificial Analysis 榜单中拿下第一（截至 2025.11）	32
图 36: Gen-4.5 在视频细节的把控更注重真实性	32
图 37: 通义万相 2.6 视频模型多主体参考调用功能	32
图 38: 通义万相 2.6 视频模型多镜头叙事功能	33
图 39: 字节即梦视频模型 3.5Pro 的智能多帧 2.0 功能	34
图 40: 广告行业指数与 GDP 同比增速和社零同比增速关系	35
图 41: 22H1-25H1 中国互联网广告市场规模变化（单位：亿元）	35
图 42: 2023.01-2025.09 移动游戏广告投放情况	36
图 43: 24Q1-25Q3 广告投放金额 TOP1000 移动游戏投放金额变动（亿元）	36
图 44: 25H1 国内户外各渠道广告刊例花费同比变化	36
图 45: 24Q1-25Q3 AppLovin 季度营收（单位：百万美元）及同环比增速	37
图 46: 24Q1-25Q3 汇量科技总营收（百万美元）及同环比增速	37
图 47: 24Q1-25Q3 汇量广告净收入（百万美元）及同环比增速	37
图 48: 汇量科技程序化广告平台 Mintegral	37
图 49: AppLovin MAX 聚合平台投放效果页面	38
图 50: 腾讯广告营销业务收入（百万人民币）及 YoY	39
图 51: 快手广告营销业务收入（百万人民币）及 YoY	39
图 52: 25Q3 谷歌服务收入拆分及对应经营利润率	40
图 53: 谷歌广告 Performance MAX AI 功能	40
图 54: Meta 广告收入及分地区拆分（单位：百万美元）	41
图 55: 24Q1-25Q3 Meta Worldwide 广告展示量和广告平均价格变化趋势	41

前言：Agent 定义入口，AIGC 重塑供给

2026 年随着 AI 从“技术基建期”迈向“应用深水区”，传媒互联网的核心变量将切换为入口形态迁移+分发规则重定价+供给侧产能爆发的组合，产业底层逻辑可能会经历双重重构：

1. 在流量分发端，AI Agent（智能体）正在接管用户意图，取代 App 成为新一代超级入口，流量分发逻辑从“抢占时长”转向“高效执行”；
2. 在内容供给端，随着多模态大模型的发展，AIGC 已实现全模态内容的零边际成本生产，内容产业面临“产能大爆炸”，核心壁垒回归到优质数据和 IP、与用户的情感连接。

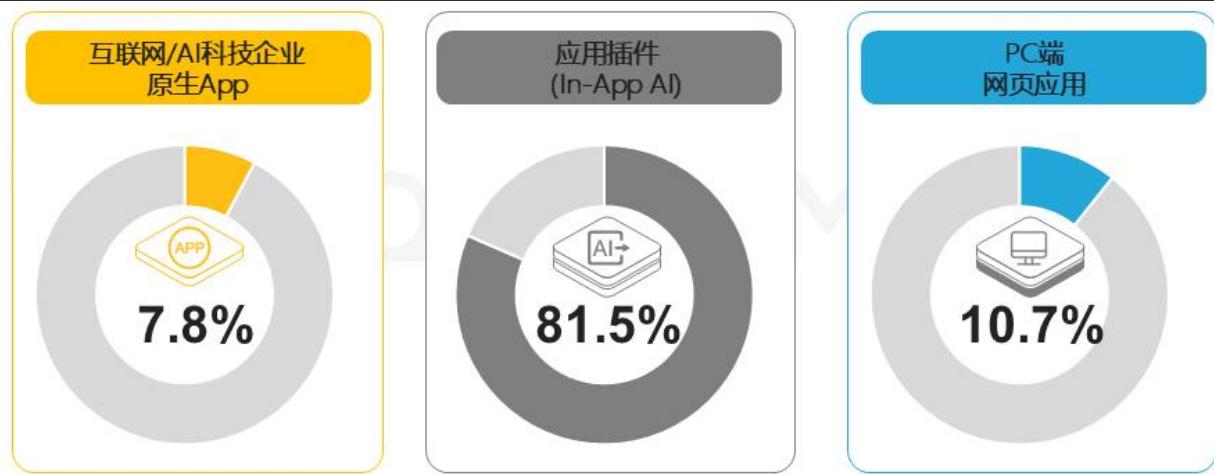
我们认为，面对 AI 带来不确定性和机会，传媒互联网板块的投资体系将向流量分发端和内容供给端的优质资产切换。

一、Agent 定义入口，AI 时代的流量分发有望重构

Agent 定义入口，AI 时代的流量分发有望重构。AI Agent 的成熟标志着人机交互的代际跃迁：从基于过程的 GUI（图形用户界面）进化为基于结果的 IUI（意图交互界面）。传统的‘点击-跳转’模式正在失效，取而代之的是‘对话-执行’的新范式。Agent 凭借对用户意图（Intent）的精准理解与跨应用执行能力，正在将 App 隐形化，重构流量分发的底层逻辑。互联网的每一个代际，都伴随着超级入口的更迭：互联网时代是搜索和浏览器，移动互联网时代是超级 APP。大模型是能力，而 Agent 作为具备执行能力的“角色”，才更有可能成为流量的“入口”。大模型的能力进化到可以“辅助人类决策”，其作用不仅是“回答问题”，而是把执行等更多的内容和场景融合到一个入口中。传统的“App 孤岛”模式正在被打破，Agent 凭借跨应用调度的能力，有可能逐渐“架空”单一 App，成为操作系统级的唯一分发入口。

从交互到生态，插件形态仍是技术普惠化核心载体，驱动 AI 生态向场景化、轻量化纵深发展。根据 Questmobile 数据，2025H2 新上线的 AI 应用共 205 个，其占比达 81.5%，PC 端网页应用占比 10.7%，原生 App 占比 7.8%。

图 1：2025 年下半年新上线 AI 应用分形态占比



注：下半年新上线原生App指2025年7月-11月在主流应用商店上架的AI应用，不包含升级、更名。

资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

从“插件式 AI”走向“系统级 AI”。通用 AI 应用先行先试，完成场景验证与用户沉淀后反向赋能生态产品，

实现集团级规模化复用。本质上，这种操作的目的是将 AI 落地从流量思维到生态思维的进化，最大化既有用户池、数据资产、业务矩阵的价值。

图 2：从“插件式 AI”走向“系统级 AI”



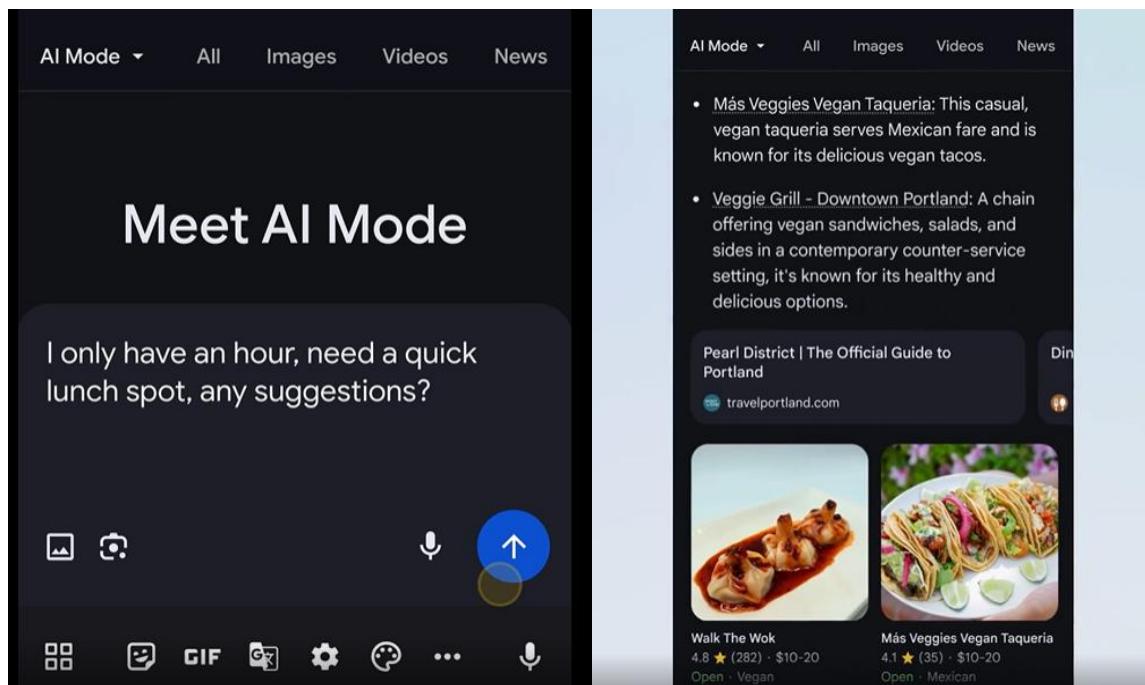
资料来源：Questmobile, 信达证券研发中心

Agent 带来商业模式的变迁，从时长优先切换到效率优先。在 AI Agent 的模式下，流量分发逻辑发生根本性逆转。商业模式从“注意力经济”中的时长优先（尽可能消耗用户时间以展示广告）转向“意图经济”中的效率优先（以最短时间响应用户需求以赚取佣金）。拥有操作系统底座或超级 Agent 平台的公司有望掌握新的“流量分发权及议价能力”；而缺乏独家内容的腰部 App 或面临被“管道化”的风险。大厂争夺流量入口，生态场景全面者及垂直 Agent 有望优先受益。

1、海外

Google：2025 年 8 月，谷歌在官网宣布，谷歌搜索的 AI 模式新增 AI Agent 功能，可自动帮助用户完成预订餐厅、定制搜索结果。例如，用户可以询问预订晚餐的餐厅，包括多种约束条件和偏好，包括人数、日期、时间、地点、口味、禁忌和偏好的菜系等。Agent 智能体会在多个预订平台和网站上搜索，找到符合用户特定需求的餐厅，并为用户呈现一个可供选择的餐厅列表，用户可以直接链接到预订页面一键完成预订。此外，在美国已选择加入实验室中 AI 模式实验的用户，将看到根据其个人偏好和兴趣定制的结果。目前先从餐饮相关话题开始，帮助用户发现符合自身独特口味的新餐厅和咖啡馆。

图 3：谷歌搜索的 AI Agent 功能：推断出用户偏好进行个性化推荐



资料来源: LowCode 低码时代, 信达证券研发中心

OpenAI: 10月7日 OpenAI 宣布 ChatGPT 升级为“超级 App”，用户不再需要打开网页、切换应用、复制信息，可以直接在对话界面中调用第三方 App。比如“Spotify, 为我周五的聚会制作一个播放列表”，ChatGPT 会自动在聊天中显示这个 App，并使用相关的上下文来提供帮助；比如，用 ChatGPT 让 Canva 给一家遛狗服务公司设计宣传海报，几秒钟后，Canva 就给出了多种设计方案。此外，OpenAI 还推出了面向开发者的 AgentKit 工具包，降低 AI 应用构建门槛；编程工具 Codex 全面开放并集成多项新功能；以及 API 全面升级，包括 GPT-5 Pro、Sora 2 等模型的开放接入。

表 1: ChatGPT 升级为“超级 App”，合作伙伴情况梳理

首批合作上线应用	功能	即将上线的11家合作伙伴及其应用服务
Booking.com	全球知名的酒店预订平台，提供各类住宿预订服务	AIITrails
Canva	在线平面设计工具，方便用户制作海报、简历等各类设计作品	DOORDASH
Coursera	在线教育平台，与多所高校合作提供各类课程	Khan Academy
Expedia	旅游预订平台，可预订机票、酒店、旅游套餐等	instacart
Figma	基于云端的界面设计工具，常用于UI/UX设计协作	PELOTON
Spotify	流媒体音乐服务平台，提供海量音乐曲库	OpenTable
Zillow	美国的房地产信息平台，可查询房产信息、房价等	target
		TheFork
		Tripadvisor
		Thumbtack
		Uber

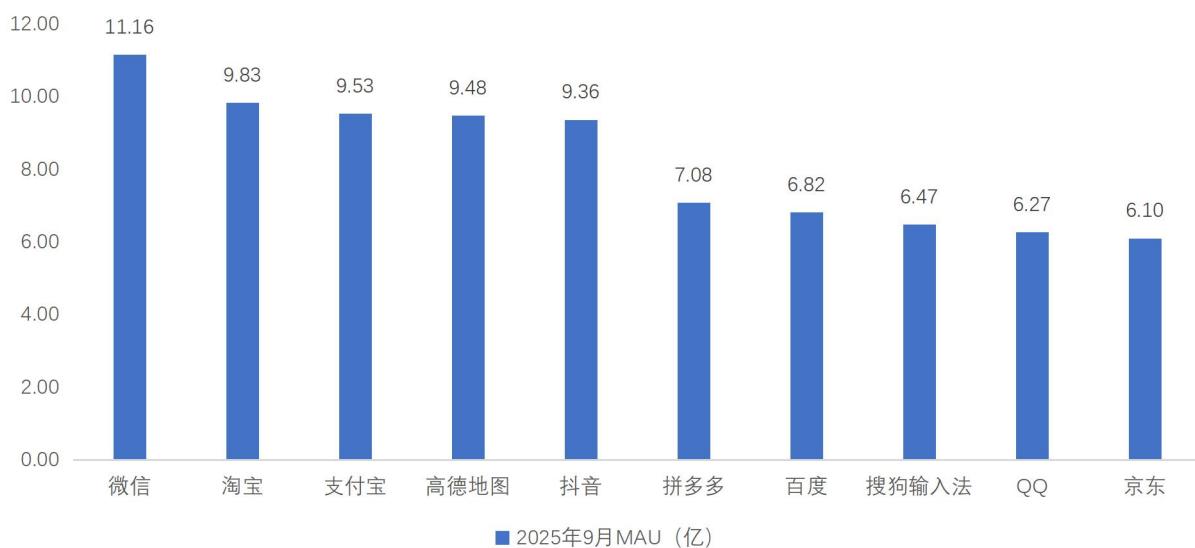
资料来源: OpenAI 官网, 信达证券研发中心

2、国内

国内互联网大厂正在争夺 AI 时代风口的新流量入口。国内尚未有原生 AI 产品有显著模型和用户优势，互联网大厂均在持续布局，如阿里巴巴的 C 端入口从夸克转向千问、字节与终端厂商合作发布豆包手机、腾讯官方表示“微信最终会推出一个 AI 智能体”，未来大厂有望连接并打通自身生态体系内的 APP。下一代 AI 巨头，“最

好用的模型”是基础，“最不可替代的入口”是搜索引擎。

图 4: APP 用户规模 TOP 榜单



资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

阿里巴巴: AI to C 大重构, 以“千问”为线, 串联夸克、钉钉、智能眼镜等的超级 Agent。 11月17日, 千问APP(原通义APP)正式公测上线, 标志阿里全面进军AI to C市场; 11月24日, 千问APP公测一周, 累计下载量突破1000万, 刷新AI应用增长纪录, 成为全球增速最快的AI应用之一; 12月9日, 阿里官宣成立千问事业群, 统筹千问APP、夸克、AI硬件、UC、书旗等业务, 产品端密集接入AI PPT、AI写作、AI讲题及视频生成模型万相2.6; 公测23天, 千问月活用户突破3000万, 这是系统级分发能力的体现; 12月18日, 千问首次接入阿里生态核心场景——高德地图, 可调用高德时空引擎与POI数据, 生成可视化决策卡片, 支持跳转导航/打车, 高德地图的接入开启了阿里生态场景整合的序幕, 为后续接入其他电商/非电商场景奠定基础。我们认为, 阿里希望千问将其生态中的曾经散落的业务精准地黏合在一起, 以阿里云为技术底座, 提供Qwen大模型为技术支持, 千问作为超级APP, 串联起阿里大消费生态的子业务, 实现原生应用生态闭环。

表 2: 阿里巴巴“千问”近期动作密集, 有望打造超级 Agent

时间	核心事件	意义
2025年11月17日	千问APP(原通义APP更名)正式公测上线, 全面进军AI to C市场	标志阿里AI原生App正式聚焦C端赛道, 开启阿里AI to C市场攻坚, 上线即爆发展现用户对阿里AI产品的高期待
2025年11月19日	上线仅2天冲入App Store内地免费总榜前三	快速跻身头部AI应用行列, 印证产品初期竞争力, 打破AI应用初期用户增长瓶颈
2025年11月24日	公测一周, 累计下载量突破1000万, 成为增长最快的AI应用	成为全球增速最快的AI应用之一, 奠定千问在AI to C领域的初期市场地位, 引发行业对阿里AI布局的高度关注
2025年12月3日	上线阿里最强学习大模型Qwen3-Learning, 开放拍题答疑、批改作业两大核心功能, 宣布功能永久免费, 覆盖全学段学习场景	正式落地AI教育布局, 以免费模式切入刚需赛道, 打破传统题库匹配效率天花板(难题解决率提升至90%以上), 与作业帮等垂直工具形成竞争
2025年12月9日	阿里成立“千问C端事业群”, 由集团副总裁吴嘉负责, 整合千问APP、夸克、AI硬件、UC、书旗等入口级产品	标志阿里AI to C业务进入战略聚焦阶段, 明确千问为AI时代C端超级入口定位, 整合后形成资源协同优势, 应对AI赛道竞争
2025年12月10日	公测23天, 月活用户(含App/Web/PC)突破3000万, 成全球增速最快AI应用; 开放AI PPT、AI写作、AI文库、AI讲题四项核心功能	用户增长数据印证产品市场认可度, 月活增速达149.03%领跑全球; 办公与学习场景功能落地, 强化“全能助手”定位, 提升用户留存
2025年12月16日	接入万相2.6视觉大模型, 免费开放“AI小剧场”, 支持音画同步、多镜头生成、角色合拍等视频创作能力, 对标Sora2	跻身AI视频生成赛道核心玩家, 国内首次实现角色合拍玩法, 部分功能(如音频驱动生成视频)领先Sora2, 与字节即梦AI、快手可灵AI形成竞争
2025年12月18日	首次接入阿里生态核心场景——高德地图, 可调用高德时空引擎与POI数据, 生成可视化决策卡片, 支持跳转导航/打车	实现从“问答”到“办事”的跨越, 是千问C端事业群成立后的首份答卷, 开启阿里生态场景整合序幕, 为后续接入电商、本地生活奠定基础

资料来源：澎湃新闻，时代周报，智东西，新京报，36氪，环球网，信达证券研发中心

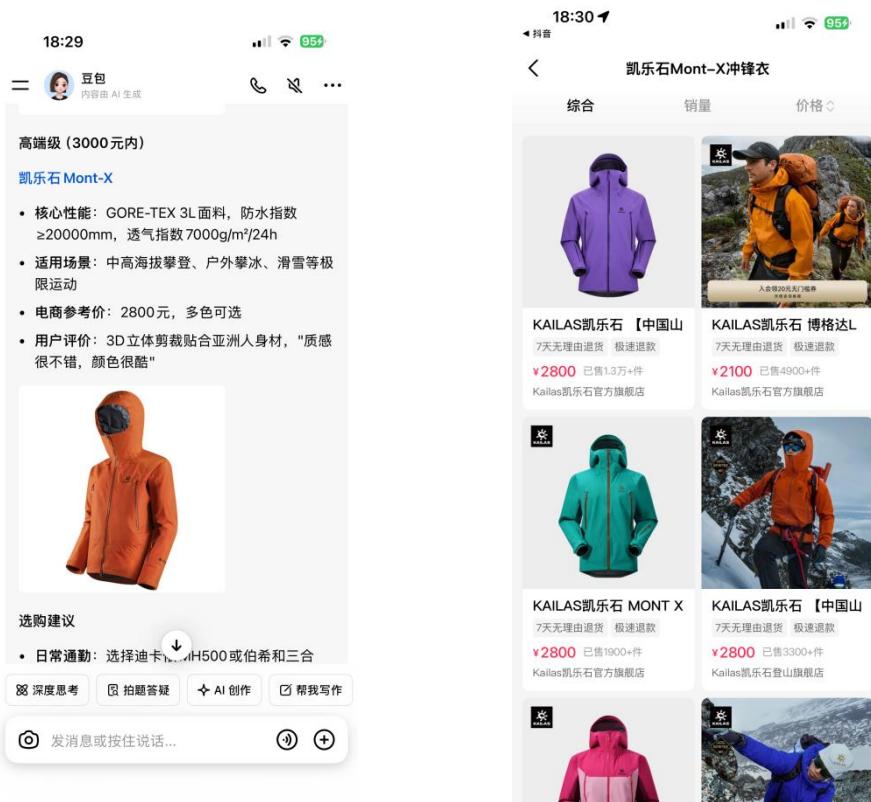
图 5：阿里巴巴“千问”接入高德地图



资料来源：节点AI观，信达证券研发中心

字节：豆包开启商业化转型，结合端侧做系统级 Agent。字节跳动已经拥有上亿用户量的AI应用，36氪独家获悉，豆包的DAU已突破1亿大关，推出以豆包为核心的应用产品矩阵，涵盖视频、聊天、教育、图像、研发等近10个赛道。2025年10月，豆包接入抖音商城、抖音本地生活，功能已覆盖母婴、美妆、家居等多个高频消费品类，并整合了本地生活与抖音团购服务。例如，当用户询问冲锋衣推荐时，豆包会从核心性能、使用场景、参考价、用户评价等多维度分析，推荐3-5款左右产品并配以链接，目前下单支付需要在抖音内完成。

图 6：豆包接入抖音商城



资料来源：豆包APP，信达证券研发中心

2025年12月1日，字节跳动与中兴通讯联合推出的AI手机努比亚M153，用于验证端侧大模型+系统级Agent的技术与生态可行性。官方定价3499元，开售后迅速售罄，其可通过语音、文字交互在后台实现自动调用应用、跨应用传输数据，或进行自动识图、跨APP间商品比价下单、购物出行安排。

图7：豆包手机可以实现跨平台比价



资料来源：科技狐，信达证券研发中心

豆包手机助手以端云AI安全防护体系为架构基础，结合字节跳动的自研大模型，构建了一系列的具有创新体验的智能AI业务。

图 8：豆包手机 AI 业务架构



资料来源：豆包手机助手隐私安全白皮书，信达证券研发中心

腾讯：元宝持续发力推广。腾讯在今年第三季度财报公布后，披露了微信 AI 化战略蓝图，表示“微信最终会推出一个 AI 智能体”。根据腾讯官方消息，前 OpenAI 研究员姚顺雨已经入职腾讯出任首席科学家，据 The Information 报道，腾讯正在高价抢夺 AI 团队，以前所未有的力度，试图增加自己在 AI 主赛场的话语权；目前「元宝」已基本完成腾讯系全场景应用内嵌矩阵。AppGrowing 数据显示，自今年 2 月开始，元宝的投放金额一路走高，截止到 7 月的累计投放额近 60 亿元。元宝也一度登顶中国区 App Store 免费 App 下载排行榜。

图 9：元宝内嵌至腾讯生态产品



资料来源：Questmobile，信达证券研发中心，注：数据为 2025 年 11 月的 MAU

二、AIGC 重塑供给，AI 时代的内容产能爆发带来稀缺性的重定价

AIGC 重塑供给，AI 时代的内容产能爆发带来稀缺性的重定价。随着多模态大模型的逐渐成熟，AIGC 技术在 2026 年有望跨越“降本增效”的初级阶段，进入“创造新需求”的爆发期：1. 产能爆发：视频、3D、游戏资产的生产门槛大幅降低，内容供给将出现明显增长。在海量内容的冲击下，平庸内容的价值将归零，头部 IP 和稀缺数据

的价值将呈明显上升。2. 形态进化：内容消费将从“被动观看”升级为“主动介入”。“生成式互动剧”、“AI 伴侣游戏”以及结合 MR/XR 硬件的“空间计算内容”将填补 Agent 为用户省下的时间，成为新的“时间杀手”。

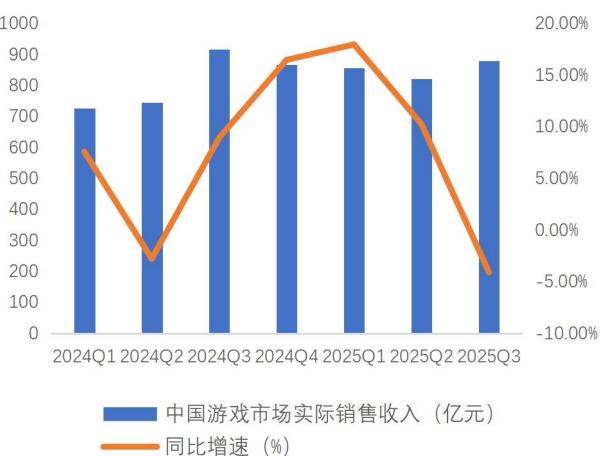
1、AI+游戏：“辅助工具”走向“核心引擎”

2025 年以来游戏市场稳健增长，景气度改善明显。根据游戏产业报告，2025 年国内游戏市场总收入 3507.89 亿元，同比增长 7.68%，为历史新高点(截止 2025 年 12 月 19 日)。2025 年前三季度国内游戏市场总收入 2560.26 亿元，同比增长 7.11%。其中，2025H1 国内游戏市场实际销售收入 1680 亿元，同比增长 14.08%，再创新高。自研游戏国内市场实际销售收入 1404.52 亿元，同比增长 19.29%，主要得益于多款热门长青产品和新作的出色表现。2025Q3 国内游戏市场收入 880.26 亿元，环比增长 6.96%，同比下降 4.08%，受益于新品上线、成熟期产品通过运营活动更新所贡献，此次环比增长终结了自 2024 年第四季度以来的连续下滑趋势，同比下滑主因系去年同期高基数。2025 年 10 月中国国内游戏市场收入为 313.59 亿元，环比增长 5.66%，同比增长 7.83%。移动游戏市场贡献主要环比增量；同时，《逃离鸭科夫》等单机产品表现亮眼，为单机游戏市场带来环比增量。同比方面，客户端游戏市场成为主要增长动力，成熟期产品及多款双端互通产品共同带来数亿元增量。

图 10：2019-2025 年中国游戏市场规模



图 11：2024-2025 年中国游戏市场规模（按季度）



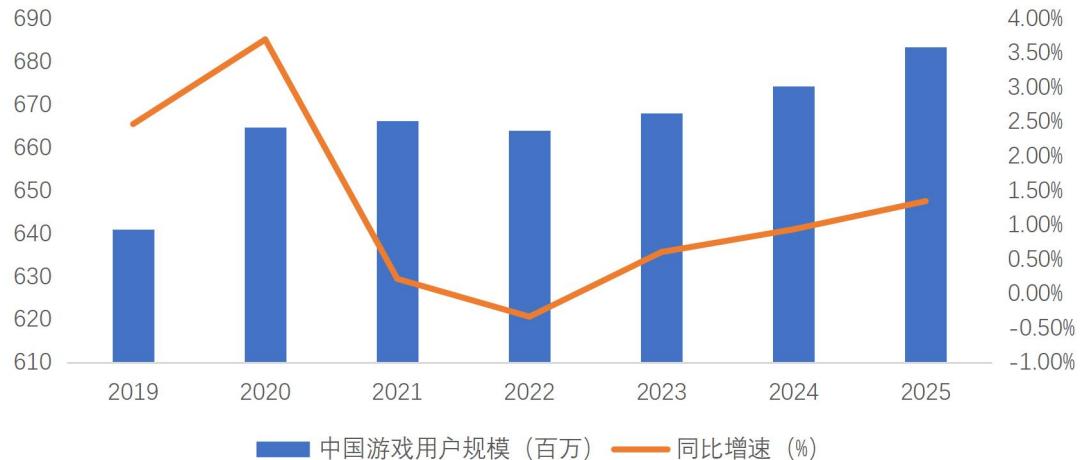
资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

注：截止 2025 年 12 月 19 日

资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

市场收入与用户规模同步增长。2025 年中国游戏用户规模达 6.83 亿，同比增长 1.35%，与收入同为历史新高点(截止 2025 年 12 月 19 日)。其原因主要系：一是移动游戏品质提升，新品市场表现出色；二是多款头部长青游戏创新玩法、优化运营；三是小程序游戏增长强劲；四是产品多端互通，用户数量得以扩张。

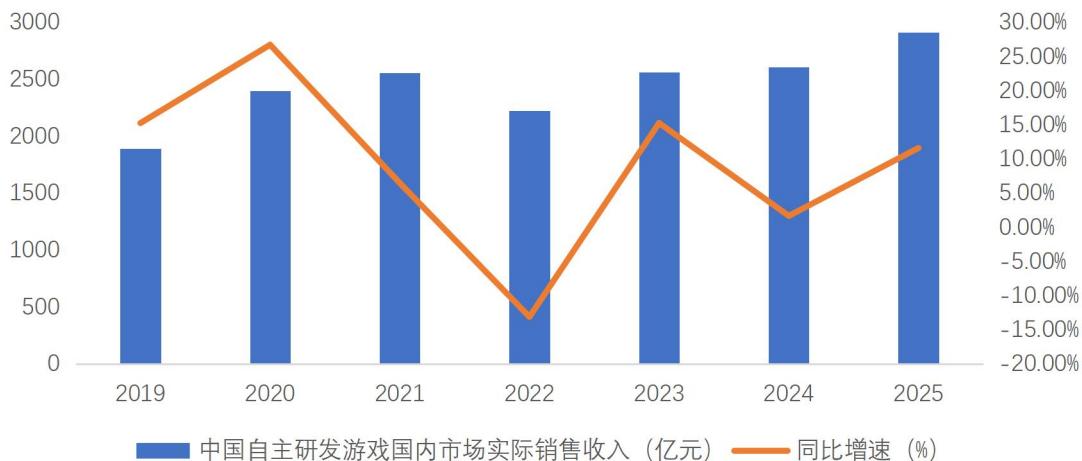
图 12: 2019-2025 年中国游戏用户规模



资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心，注：截止 2025 年 12 月 19 日

2025 年自主研发游戏国内市场实际销售收入 2910.95 亿元，同比增长 11.64%，除得益于头部长青产品稳定支撑外，多款自研新品也带来明显增量（截止 2025 年 12 月 19 日）。

图 13: 2019-2025 年中国自主研发游戏国内市场实际销售收入



资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心，注：截止 2025 年 12 月 19 日

移动游戏方面，头部产品发力，2025 年规模再次有新突破。2025 年，国内移动游戏市场实销收入 2570.76 亿元，同比增长 7.92%，规模创新高（截止 2025 年 12 月 19 日）。其中，前三季度移动游戏市场实现收入 1897 亿元，同比增长 9.54%。2025H1 实现收入 1253.09 亿元，同比增长 16.55%，主要得益于 MOBA、射击、策略类长青产品的出色市场表现，以及射击、动作角色扮演类新品收入增量。2025Q3，移动端游戏市场实现收入 643.89 亿元，环比增长 4.39%，多款产品表现出色，如《三角洲行动》在 917 的新赛季后登顶中国 iOS 游戏畅销榜并连续多日稳居榜首、《穿越火线：枪战王者》与《超自然行动组》等产品的玩法创新和活动更新带来了数亿元的流水贡献；25Q3 季度同比仍下降 1.93%，主要系去年同期市场基数较高，且《地下城与勇士：起源》等部分头部产品流水较去年同期有所收缩。2025 年 10 月，移动端游戏市场实现收入 226.33 亿元，环比增长 5.33%，同比增长 2.36%。多款头部产品通过周年庆活动与版本更新有效激发用户活跃度与付费动力，带动市场收入回升。《王者荣耀》十周年庆，DAU 突破 1.39 亿、全球 MAU 超 2.6 亿；《原神》上线全新“月之二”版本“空月之

歌·复演”，流水环比增长超 40%。

图 14：2019-2025 年中国移动游戏市场实际销售收入

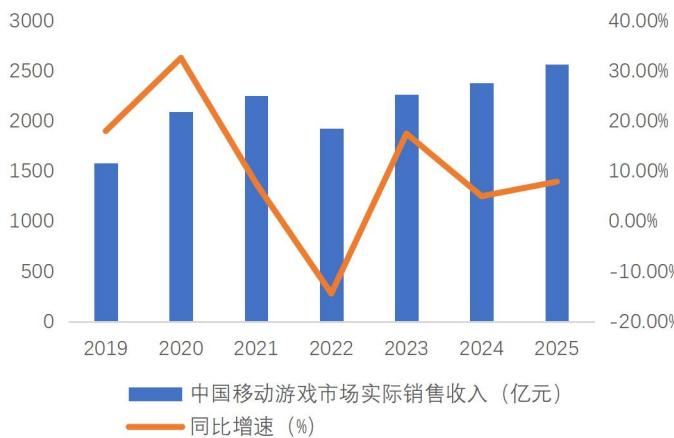
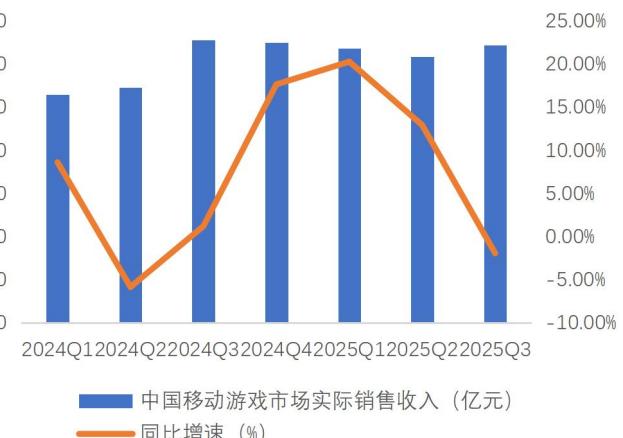


图 15：2024-2025 年中国手游市场规模（按季度）



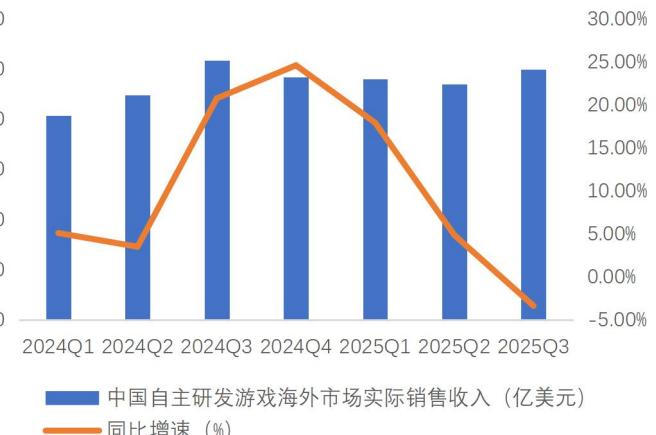
资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

注：截止 2025 年 12 月 19 日

出海方面，策略类游戏是环比增长新动力。2025 年，国内自研游戏海外市场实际销售收入 204.55 亿美元，同比增长 10.23%，规模已连续六年超千亿元人民币，自研移动游戏海外市场实际销售收入 184.78 亿美元，同比增长 13.16%（截止 2025 年 12 月 19 日）。其中，2025 年前三季度国内自研游戏出海收入 144.95 亿美元，同比增长 5.63%。2025H1 自研游戏出海收入 95.01 亿美元，同比增长 11.07%，主要来自长线产品收益与 2024 年上市新品收入。23Q3，自研游戏出海收入 49.94 亿美元，环比增长 6.34%，同比下降 3.39%。其中，《Kingshot》《Last Z: Survival Shooter》两款策略类出海头部产品推动 Q3 环比增长。世纪华通《Kingshot》陆续推出“Gen 4 Pets”“Merchant Empire”等运营活动，游戏收入有所提升；吉比特《杖剑传说》于 7 月在中国港澳台及日本地区上线，迅速登上中国港澳台 iOS 游戏 Q3 畅销榜首位；网易推出的“命运”IP 科幻射击游戏《命运：崛起》，凭借 IP 影响力与产品品质，上线后热度持续走高，并多次登上美国 iOS 游戏免费榜榜首。2025 年 10 月，出海收入为 17.99 亿美元，环比增长 10.96%，同比增长 11.90%。整体呈现企稳回升态势。市场增长由成熟产品的持续运营与新游的差异化突破共同驱动。成熟期产品《明日方舟》、新游《星塔旅人》与《Legend of Elements》提供增量。

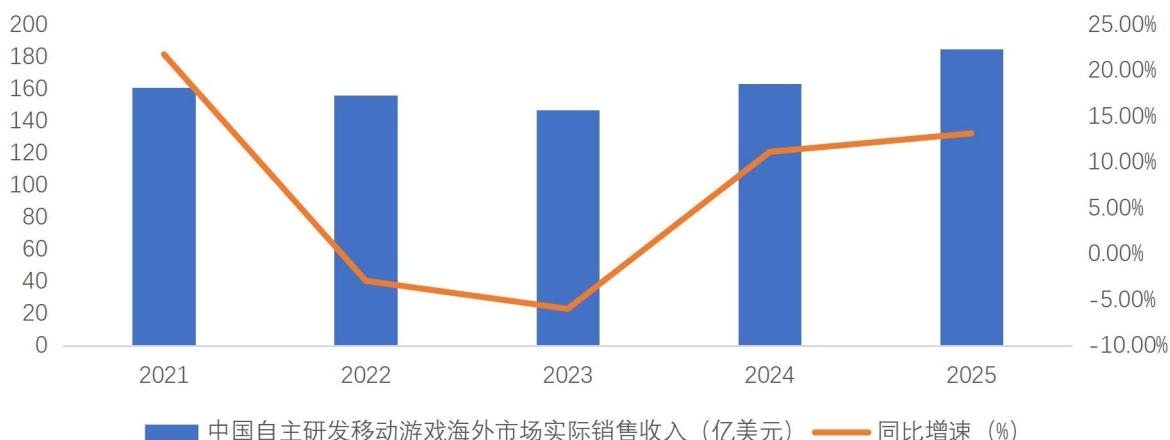
图 16: 2019-2025 年中国游戏出海数据

图 17: 2024-2025 年中国游戏出海数据（按季度）


资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

注：截止 2025 年 12 月 19 日

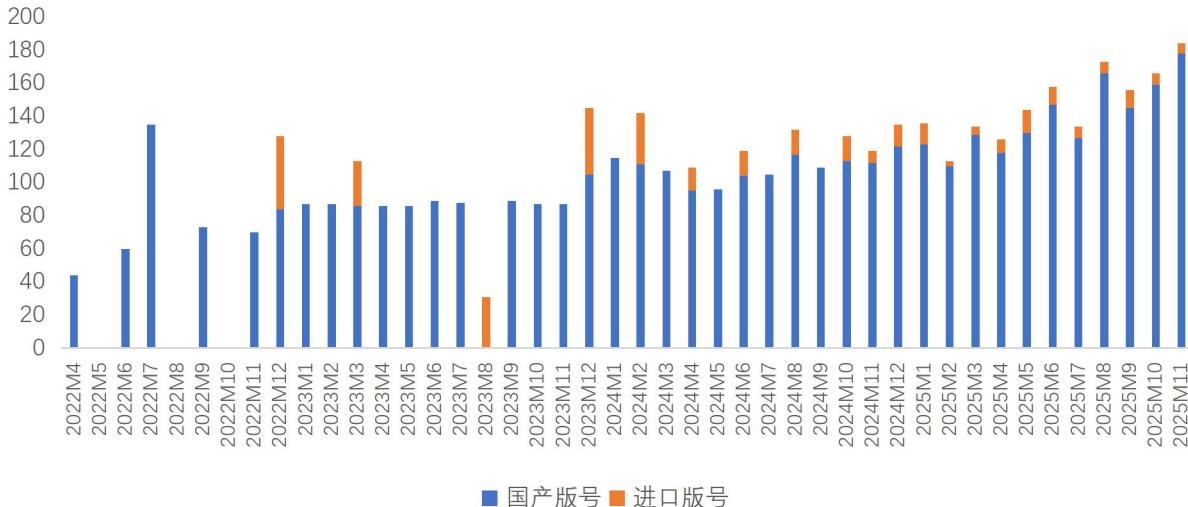
资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心

图 18: 2021-2025 年中国移动游戏出海数据


资料来源：游戏产业报告，信达证券研发中心，注：截止 2025 年 12 月 19 日

版号发放数量持续提升，行业供给持续扩容。2025 年以来国产游戏版号数量显著攀升。2025 年 1-11 月，国产游戏版号发放数量持续走高，11 月国产游戏版号数量 178 款，1-11 月合计 1532 款，相比去年同期增加 348 款；进口版号发放频次增加，每月稳定发放。版号发放力度的持续加大，为游戏行业源源不断地输送新品，丰富了供给端的产品类型，有力推动游戏产品迭代与市场活力提升。

图 19: 版号发放数量 (个, 按月)



资料来源：国家新闻出版署，信达证券研发中心

业绩回顾：游戏行业优质内容激发需求，25Q3 A 股游戏公司整体营收及利润表现均亮眼。营收方面，25Q3 A 股游戏上市公司收入整体实现 297 亿元，同比增长 29%，25Q3 按收入增速吉比特、巨人网络增速均超过 100%，排名前二，收入增速分别为 129% 和 116%，按绝对值排名前二的分别为世纪华通、三七互娱，收入体量分别为 100 亿、40 亿。利润方面，在我们统计的 21 家 A 股游戏上市公司中共有 17 家公司 25Q3 实现盈利，4 家公司暂时亏损，整体利润 58 亿元，同比实现翻倍增长。其中，世纪华通 25Q3 实现归母净利润 17 亿元，同比增速达 164%，三七互娱、巨人网络、恺英网络、吉比特三季度利润表现亦十分亮眼，归母净利润分别为 9.4/6.4/6.3/5.7 亿元，增速分别达到 49.2%/81.2%/34.5%/307.7%。此外，昆仑万维、完美世界、星辉娱乐、富春股份在 25Q3 季度均实现扭亏为盈。估值方面，A 股游戏上市公司整体估值仍处于相对低位，2026/2027 年游戏行业平均 PE 为 22x/19x（剔除异常值：2026-2027 年昆仑万维；剔除没有 iFind 一致预测值）。

表 3: 游戏公司估值表

代码	公司名称	24Q3		2025Q1-Q3		2025Q1-Q3		25Q3		25Q3		归母净利润 (亿元)		PE		市值 (亿元)	2025年度涨跌幅		
		营业收入 (亿元)	归母净利 润 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收增速	归母净利润增速	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收增速	归母净利润增速	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
002602.SZ	世纪华通	62.53	6.45	272.23	43.57	75.3%	141.7%	100.16	17.01	60.2%	163.8%	57.28	83.77	104.99	25	17	13	1,405	231.9%
002555.SZ	三七互娱	41.07	6.33	124.61	23.45	-6.6%	23.6%	39.75	9.44	-3.2%	49.2%	30.46	32.77	35.37	19	18	17	593	50.9%
002558.SZ	巨人网络	7.91	3.53	33.68	14.17	51.8%	32.3%	17.06	6.40	115.6%	81.2%	22.66	37.17	42.44	39	24	21	882	241.1%
002517.SZ	恺英网络	13.72	4.71	40.75	15.83	3.8%	23.7%	14.97	6.33	9.1%	34.5%	21.55	25.97	29.42	24	20	18	521	60.7%
603444.SH	吉比特	8.59	1.40	44.86	12.14	59.2%	84.7%	19.68	5.69	129.2%	307.7%	16.25	18.73	20.77	20	17	16	324	93.7%
300002.SZ	神州泰岳	14.61	4.63	40.68	7.24	-9.9%	-33.8%	13.84	2.15	-5.3%	-53.6%	11.35	14.74	17.13	20	16	14	233	-0.6%
300418.SZ	昆仑万维	13.27	-2.37	58.05	-6.65	51.6%	-6.2%	20.72	1.90	56.2%	180.1%	-4.00	1.38	4.02	-	410	141	565	8.4%
300533.SZ	冰川网络	7.77	0.48	18.76	5.02	-5.4%	207.5%	6.19	1.66	-20.3%	244.6%	-	-	-	-	-	-	85	75.8%
002624.SZ	完美世界	13.13	-2.12	54.17	6.66	33.0%	271.2%	17.26	1.62	31.4%	176.6%	8.05	15.61	17.99	41	21	18	330	58.7%
300113.SZ	顺网科技	5.89	1.17	15.09	3.24	8.0%	52.6%	4.98	1.62	-15.4%	39.0%	3.56	4.41	6.10	40	32	23	143	20.4%
600633.SH	浙数文化	7.56	3.27	21.52	5.35	-0.8%	12.7%	7.38	1.57	-2.4%	-51.9%	6.61	7.48	8.28	26	23	20	169	22.9%
002605.SZ	姚记科技	8.81	1.40	21.08	3.90	-24.4%	-8.0%	6.70	1.34	-23.9%	-4.0%	5.93	6.55	7.13	17	15	14	101	-12.6%
300043.SZ	星辉娱乐	4.19	-0.52	17.27	2.68	67.0%	216.3%	5.92	1.13	41.3%	317.6%	-	-	-	-	-	-	76	55.2%
300031.SZ	宝丽科技	7.32	0.47	24.57	2.09	0.4%	-12.2%	8.50	0.69	16.1%	47.0%	3.40	4.02	4.32	29	24	23	98	24.1%
300315.SZ	掌阅科技	1.83	0.57	5.34	0.77	-17.9%	-60.9%	1.76	0.29	-3.7%	-49.6%	-	-	-	-	-	-	140	-10.2%
002174.SZ	游戏网络	2.95	0.01	10.19	0.76	2.2%	1374.6%	3.31	0.26	12.0%	4466.7%	-	-	-	-	-	-	126	30.9%
300299.SZ	富春股份	0.81	-0.09	2.88	-0.09	50.5%	78.0%	1.06	0.00	31.6%	105.4%	-	-	-	-	-	-	52	29.8%
300459.SZ	汤姆猫	2.93	0.10	6.97	-0.44	19.8%	-152.6%	2.34	-0.14	20.1%	-234.1%	-	-	-	-	-	-	180	-20.0%
603258.SH	电魂网络	1.41	0.15	2.93	-0.31	-29.1%	-140.8%	0.99	-0.21	-29.8%	-237.3%	-	-	-	-	-	-	46	-6.9%
300494.SZ	盛天网络	3.13	-0.02	9.38	0.31	10.0%	1155.5%	3.05	-0.22	-2.4%	-1232.1%	1.41	1.75	2.05	44	35	30	62	8.4%
002452.SZ	凯撒文化	0.88	-0.49	4.20	-1.08	28.6%	-12.5%	1.47	-0.49	67.4%	0.2%	-	-	-	-	-	-	37	65.4%
		230.30	29.06			297.09	58.08					29	22	19					

资料来源：iFind，信达证券研发中心，市值截止日期为 2026/1/8

注：盈利预测均取自 iFind 一致预期，剔除了部分游戏业务占比较少的公司，如：名臣健康、文投控股、迅游科技、大晟文化、中青宝等，与申万行业分类存在差异。

从“粗放获客”到“精准投放”，AI 赋研运全链路。2025Q1-Q3 期间 A 股游戏公司整体销售费率呈现微降趋势，较去年同期销售费率下降 0.5 个百分点，行业从“盲目烧钱获客”转向“产品口碑+精准营销”的正向循

环；AI技术驱动创新突破，2025年前三季度行业研发费率同比下降1.5个百分点。如三七互娱，2025年前三季度销售费率50%，较去年同期下降8个百分点，公司将大数据技术、AI技术与公司业务深度融合，对产品立项、内容生产、发行运营到资产沉淀各个环节有效赋能，多年来沉淀了海量数据与技术优势，通过不断迭代优化研发运营全链路数智化产品，升级公司游戏工业化管线，提升研发与运营效率，公司在发行环节使用AI技术辅助生成的2D美术资产占比已超过80%。

表4：游戏公司费率分析

代码	公司名称	2023Q1-Q3					2024Q1-Q3					2025Q1-Q3				
		总营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费率 (%)	研发费用 (亿元)	研发费率 (%)	总营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费率 (%)	研发费用 (亿元)	研发费率 (%)	总营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费率 (%)	研发费用 (亿元)	研发费率 (%)
002602.SZ	世纪华通	97.87	23.11	24%	11.44	12%	155.29	51.96	33%	13.11	8%	272.23	105.69	39%	17.80	7%
002555.SZ	三七互娱	120.43	63.61	53%	5.73	5%	133.39	77.04	58%	4.71	4%	124.61	61.99	50%	5.12	4%
300418.SZ	昆仑万维	36.81	12.10	33%	6.20	17%	38.28	14.05	37%	11.44	30%	58.05	28.91	50%	12.11	21%
002624.SZ	完美世界	61.96	9.84	16%	15.90	26%	40.73	6.88	17%	13.86	34%	54.17	5.45	10%	13.62	25%
603444.SH	吉比特	33.07	9.00	27%	5.52	17%	28.18	7.86	28%	5.83	21%	44.86	14.44	32%	6.39	14%
002517.SZ	恺英网络	30.29	7.74	26%	3.32	11%	39.28	13.80	35%	3.99	10%	40.75	12.75	31%	4.36	11%
300002.SZ	神州泰岳	40.51	11.13	27%	2.47	6%	45.14	7.64	17%	2.72	6%	40.68	5.69	14%	2.61	6%
002558.SZ	巨人网络	22.67	7.86	35%	5.17	23%	22.18	7.08	32%	5.21	23%	33.68	12.20	36%	7.16	21%
300031.SZ	宝通科技	24.18	4.51	19%	0.87	4%	24.48	3.02	12%	1.07	4%	24.57	4.50	18%	0.99	4%
600633.SH	浙数文化	22.88	3.77	16%	3.02	13%	21.69	3.52	16%	2.49	11%	21.52	2.26	10%	2.69	12%
002605.SZ	姚记科技	35.71	2.20	6%	1.77	5%	27.90	2.12	8%	1.30	5%	21.08	1.35	6%	1.21	6%
300533.SZ	冰川网络	21.14	14.03	66%	3.74	18%	19.83	19.11	96%	3.24	16%	18.76	9.11	49%	2.60	14%
300043.SZ	星辉娱乐	14.66	1.65	11%	0.42	3%	10.34	2.28	22%	0.79	8%	17.27	4.55	26%	0.40	2%
300113.SZ	顺网科技	11.09	0.80	7%	1.32	12%	13.96	0.73	5%	1.24	9%	15.09	0.80	5%	1.14	8%
002174.SZ	盛天网络	11.79	1.34	11%	2.18	19%	9.97	0.83	8%	1.26	13%	10.19	0.46	5%	0.97	10%
300494.SZ	盛天网络	10.83	0.33	3%	0.56	5%	8.52	0.37	4%	0.47	6%	9.38	0.36	4%	0.44	5%
300459.SZ	汤姆猫	10.28	2.78	27%	1.22	12%	8.68	2.41	28%	1.41	16%	6.97	2.08	30%	1.27	18%
300315.SZ	掌趣科技	7.05	2.10	30%	2.16	31%	6.51	1.90	29%	1.90	29%	5.34	1.44	27%	1.97	37%
002425.SZ	凯撒文化	2.69	0.12	4%	0.61	23%	3.27	0.10	3%	0.18	5%	4.20	0.07	2%	0.32	8%
603258.SH	电魂网络	5.05	1.02	20%	1.16	23%	4.13	0.63	15%	0.99	24%	2.93	0.65	22%	0.83	28%
300299.SZ	富春股份	2.45	0.03	1%	0.62	25%	1.91	0.03	2%	0.52	27%	2.88	0.58	20%	0.39	14%
		623	179	28.7%	75	12.1%	664	223	33.7%	78	11.7%	829	275	33.2%	84	10.2%
									4.9%					-0.5%		-1.5%

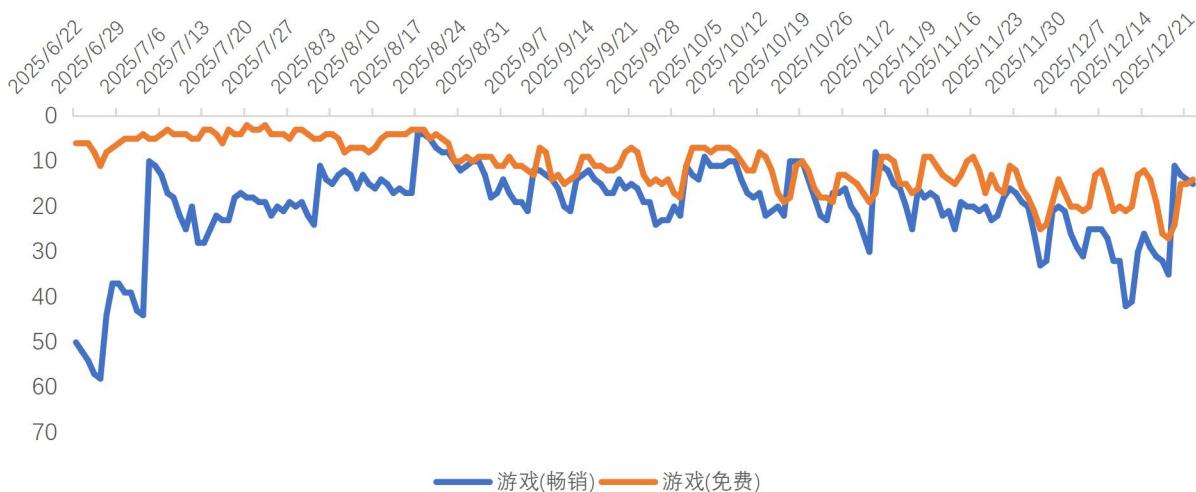
资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：剔除了部分游戏业务占比较少的公司，如：名臣健康、文投控股、迅游科技、大晟文化、中青宝等，与申万行业分类存在差异。

游戏项目成功率显著提高，各家游戏公司逐渐确立优势赛道。“搜打撤”和“SLG+X”品类目前的红利显著。腾讯高级副总裁马晓轶曾表态：“射击游戏大约在中国市场占20%的市场份额，但站在全球角度看，射击游戏大约占大盘的35%，这样对比来看，中国射击市场还能涨一倍”，而射击市场中火热的搜打撤，更是具备着机会和前景。未来的搜打撤产品，将走向门槛更低、玩法更差异化、体验更细分的路线，这不是一个可以简单复刻成功的品类，考验的是厂商对玩法理解、对市场风向、对用户需求等方面的综合把控能力。

《超自然行动组》具备较强的季节性，春节是重要的增长节点。“X+搜打撤”玩法的《超自然行动组》以蕴含中式特色的角色和机制耦合搜打撤的方式，形成了自成一派的局中体验，中式微恐的题材在画风上和其他产品形成了差异化，因此游戏上线后吸引了受众用户的注意力。该类组队产品在成长初期具备显著的季节效应，暑期在游戏畅销榜始终排名前20名，我们认为国内春节期间有望迎来下一次加速，社交属性有望推动游戏进一步破圈，带动游戏实现强劲的增长。

图 20：《超自然行动组》排名情况



资料来源：七麦数据，信达证券研发中心

“SLG+X”玩法同时满足用户轻量化体验和对多元化创新的追求。世纪华通打造的全球首款冰雪题材 SLG 《Whiteout Survival》，将生存挑战与策略博弈深度融合，新奇的世界观、独特的场景设计与核心玩法形成强吸引力，迅速席卷全球市场。后续推出的中世纪题材《Kingshot》，在优势的核心策略框架下进一步降低了新用户入门门槛，提升了核心用户的留存粘性。《Kingshot》正在打破《Whiteout Survival》同期海外纪录，展现出更强的增长后劲。目前，世纪华通已在 SLG 领域构建起全球顶尖的竞争优势，形成“爆款迭代+新品储备”的良性循环，将持续承接策略类赛道的增长红利，为公司长期增长注入稳定动力。根据 Sensor Tower《2025 年 11 月中国手游发行商全球收入排行榜》显示，点点互动稳居全球手游发行商收入榜亚军，坐稳中国手游出海厂商头部位置。旗舰 SLG 《Whiteout Survival》创下连续十多个月霸榜中国手游出海收入榜冠军的纪录，《Kingshot》自 7 月起与前者携手包揽冠亚军，实现“双强驱动”格局。

图 21：2025 年 11 月中国手游发行商全球收入排行榜



资料来源：Sensor Tower, 信达证券研发中心

AI+游戏正从“辅助工具”走向“核心引擎”，在研发及运营环节进行降本增效，在用户体验上提升沉浸感与交互升级，并逐步探索AI原生游戏。

(1) 研发环节

AI在游戏研发环节全流程提效，是目前降本增效最显著的环节之一。从早期的美术资源生成、代码开发等辅助性工作，逐步向剧情创作、玩法优化等核心创意领域渗透。

表 5：AI 在游戏研发环节的赋能

研发环节	AI能力	效果实现	部分案例
美术生产	2D立绘、3D建模、场景生成、动画绑定、多模态素材生成	2D美术资产AI生成占比超80%，3D资产生成占比超30%；美术资源生成时间缩短80%+，3D建模与动画生成加速5-10倍，部分环节效率提升达8倍，人力成本降低40%以上	三七互娱“小七”大模型、Stable Diffusion、腾讯AI全流程3D角色动画制作管线
剧情/文案创作	对话生成、支线填充、本地化翻译、角色剧情扩展、情感化文案创作	翻译费用月省超20万元，本地化成本降低80%，AI翻译准确率达95%；NPC对话量翻倍，玩家反馈提升25%，可实现富有情感的智能对话交互	游族AI本地化工具、Ubisoft Ghostwriter、创梦天地AI陪伴系统、三七互娱“小七”大模型
测试运维	用例生成、漏洞检测、反作弊、玩家行为模拟测试、多模态内容识别	测试用例覆盖度显著提升，漏洞检测效率提高；有害内容识别率超95%，拦截时间低于800毫秒	三七互娱AI智能体、智子实验室工具、Selenium+AI测试生成器
策划与立项	创意脑暴、核心机制设计、玩家数据洞察、可行性验证、市场分析	节省初期脑暴时间80%；精准定位玩家需求与流失点，提升研发及版本迭代成功率，降低创意实现门槛	ChatGPT、Midjourney、三七互娱“小七”大模型、数数科技数据洞察产品
玩法优化	AIBot开发、敌人AI行为设计、动态难度调整、情感化AI模型构建	AIBot实现高拟真对局体验，保障对抗流畅性；提升游戏玩法丰富度与沉浸感，可实现NPC情感化交互（恐惧、攻击性等）	创梦天地《卡拉彼丘》AIBot、Meta AI的CICERO、AML DAI智能交互系统
引擎与管线搭建	AI原生引擎开发、全流程生产管线构建、云端算力调度优化	实现研发全链路生产突破，支持“一句话生成高精度游戏场景”，提升工业化研发水平	全球首个AI原生游戏引擎、腾讯互娱AI技术体系、世纪华通云端算力调度系统

资料来源：新华财经，环球网，游益，新智元，澎湃新闻，Ubisoft, Science, 信达证券研发中心

(2) 发行环节

AI 在游戏的运营与发行环节，主要通过数据驱动决策，做到游戏运营的精细化。如在广告投放方面，通过 AI 生成素材、精准定向、ROI 预测，降低获客成本，提升转化；在用户数据洞察方面，分析用户行为数据，指导版本迭代与活动策划，实现精细化运营；在智能客服与社区管理方面，AI 智能体快速响应咨询，内容审核毫秒级拦截违规信息，提升用户满意度。

表 6：AI 在游戏发行及运营环节的赋能

环节	AI能力	效果实现	部分案例
广告投放	素材生成、精准定向、ROI预测、投放时段/渠道推荐	AI生成广告视频占比超70%；投放耗时从6小时缩短至30分钟，获客成本降低，用户留存率提升	贪玩游戏“洛书系统”“河图系统”“X智慧营销平台”
用户洞察与本地化	玩家反馈捕捉、区域偏好分析、本地化优化、多语言适配	实时洞察全球玩家需求，为本地化迭代提供支撑；翻译效率提升，成本降低	创梦天地“风声”系统、游族AI本地化工具、三七互娱“小七”
智能客服与社区管理	用户需求理解、快速响应、内容审核、违规拦截	客服响应时间大幅缩短，玩家满意度提升；《卡拉彼丘》Steam好评率提升24%	三七互娱AI智能体、创梦天地AI客服、智子实验室内容审核工具
玩家运营与留存	AI陪伴交互、个性化任务推荐、流失预警、UGC创作辅助	提升玩家情感代入感与会话黏性；人均交互量增加，用户留存率提升	创梦天地《卡拉彼丘》宿舍AI陪伴系统、贪玩游戏UGC辅助工具
数据驱动运营	运营数据监控、深度分析、策略优化建议、趋势预测	为营销决策提供精准依据，优化广告与运营策略；提前把握市场动向	贪玩游戏“河图系统”“X智慧营销平台”、三七互娱AI运营分析工具

资料来源：贪玩游戏，证券日报，游益，信达证券研发中心

(3) 交互体验及 AI 原生游戏

在用户体验革新方面，AI 可以提升游戏用户在游戏中的沉浸感，实现交互升级。如：

——**智能 NPC：**由多模态大模型驱动，具备记忆、情感与推理能力，可动态交互。如网易《逆水寒》手游 AI-NPC 能上下文对话、触发个性化剧情；巨人网络《太空杀》AI 智能体可推理结盟、迷惑对手，实现“真人级”对抗。

——**动态难度与个性化匹配：**AI 分析用户行为，实时调整关卡难度、推荐任务或匹配对手，提升留存与竞技公平性。

——**用户共创：**AI 辅助 UGC 生成，用户用提示词快速创作地图、剧情、角色，降低创作门槛。

未来，更拟真、沉浸的 AI 原生推理游戏将是游戏行业所追求的目标。如前盛大游戏副总裁朱笑靖所说：“我们要做 AI 原生游戏，不是简单地把 NPC 接入大模型，而是如果拿掉 AI，这个游戏就无法成立。”，通过运用 AI 技术重构游戏的核心玩法机制——将传统的数值加减判定模式，革新为基于语义的逻辑分析判定系统，从根本上改变游戏机制的底层设计逻辑。

图 22: 《逆水寒》上线 DeepSeek 驱动智能 NPC “沈秋索”



资料来源: 逆水寒手游, 信达证券研发中心

图 23: 《太空杀》的 AI 原生玩法 “残局对决”



资料来源: 巨人网络, 信达证券研发中心

头部厂商大作新品即将开启, 2026 年有望迎来游戏大年。2025 年 TGA 上鹰角网络官宣《明日方舟: 终末地》即将在 2026 年 1 月底上线, 《影之刃零》宣布在明年 9 月上线, 网易旗下海外工作室的首作《Stupid Never Dies》准备明年上线。另外还有一批游戏计划在 2026Q1 集中上线, 包括《洛克王国: 世界》《逆战未来》《命运扳机》《鹅鸭杀》等。

头部公司核心产品与 A 股游戏公司产品不在同一赛道提升了 A 股公司游戏项目的成功率, 长青游戏的焕新能力是厂商长线运营能力的体现。从产品储备来看, 我们认为游戏板块总体表现出色:

巨人网络: 《超自然行动组》2025/11/27 上线中国港澳台地区, 关注春节期间游戏表现, 储备产品有《名将杀》《口袋斗蛐蛐》《五千年》等;

世纪华通: SLG+赛道《无尽冬日》《奔奔王国》海外表现亮眼, 储备产品有《永恒之塔》《大航海时代: 起源》《海滨美食乐 (Tasty Travels: Merge Game 国服)》;

恺英网络: 盒子带动平台化收入提升以及产业链整合, 《EVE》开启 AI 创意新玩法, 储备产品有《盗墓笔记: 启程》《三国: 天下归心》《斗罗大陆: 诛邪传说》《仙境传说之约定好的冒险》;

完美世界: 《异环》, 已于 2025/12/23 发布三测招募 PV, 我们预计游戏将于 26H1 上线;

三七互娱: 储备产品包括《代号 MLK》《赘婿》等;

吉比特: 《九牧之野》已于 2025/12/18 上线, 储备产品包括《M95》《M98》《开罗游戏世界》《亿万光年》等;

神州泰岳: 储备产品包括《荒星传说: 牧者之息》(Stellar Sanctuary 国服)、《长河万卷》(Next Agers 国服)、《代号: XCT》、《代号: AOO2》、《代号: MN》等。

表 7: 重点游戏公司产品上线进展及储备游戏



	游戏	进展	游戏类型
巨人网络	超自然行动组 (中国港澳台地区)	2025/11/27上线	搜打撤
	名将杀	2025/12/19不删档测试	策略卡牌
	口袋斗蛐蛐	2025/10/31开启S1 Beta赛季	休闲策略
	五千年	2025/12/19峰驰测试	中国历史题材SLG
世纪华通	永恒之塔	预计2026上线	角色扮演
	大航海时代：起源	2025/11/21测试	RPG
	海滨美食乐 (TastyTravels: Merge Game国服)	2025年9月24日获得版号	移动休闲益智类
恺英网络	盗墓笔记：启程	2025/12/23测试	沉浸式探险ARPG
	三国：天下归心	2025/12/23测试	新国战SLG
	斗罗大陆：诛邪传说	2025/12/18测试	冒险MMORPG
	仙境传说之约定好的冒险	预计2026/2/14	竖版RPG
完美世界	异环	2025/12/23发布三测招募PV, 预计26H1上线	开放世界
三七互娱	代号MLK	预计2026Q1	日式Q版MMORPG
	赘婿	-	古风水墨模拟经营
	代号XSSLG	-	美式卡通生存SLG
	代号GMSLG	-	东方玄幻SLG
	代号斗破	-	东方玄幻RPG
吉比特	斗罗大陆：零	-	东方玄幻RPG
	九牧之野	2025/12/18上线	三国SLG
神州泰岳	M95、M98、开罗游戏世界、亿万光年等	-	-
	荒星传说：牧者之息 (Stellar Sanctuary国服)	-	模拟经营+SLG
	长河万卷 (Next Agers国服)	-	文明题材SLG+
	代号：XCT、代号：AOO2、代号：MN	-	-

资料来源：点点出海、名将杀公众号、巨人五千年公众号、口袋斗蛐蛐公众号、游戏那点事 GameZ 公众号、大航海时代：起源公众号、世纪华通公众号、游戏陀螺、九游玩赏好游戏、三国天下归心公众号、异环公众号、游戏新知、吉比特公司公告、三七互娱发布公众号、九牧之野公众号、Enjoy 出海开发者服务平台、信达证券研发中心

2026年有望迎来游戏大年，板块业绩有望再创新高。随着产品的密集测试及上线，游戏公司有望迎来收入提升及利润增长的螺旋式上升，2026年板块业绩有望再创新高。我们建议持续关注板块的配置性机会，随着AI新玩法等驱动，板块估值仍具向上空间。个股方面建议重点布局拥有确定性强、期待值高的大作游戏厂商，且关注在长线运营能力上表现出色的厂商。建议关注A股巨人网络、世纪华通、恺英网络、完美世界、三七互娱、吉比特、神州泰岳等。

2、AI+影视：票房分化，关注2026春节档、AI视频海内外进展

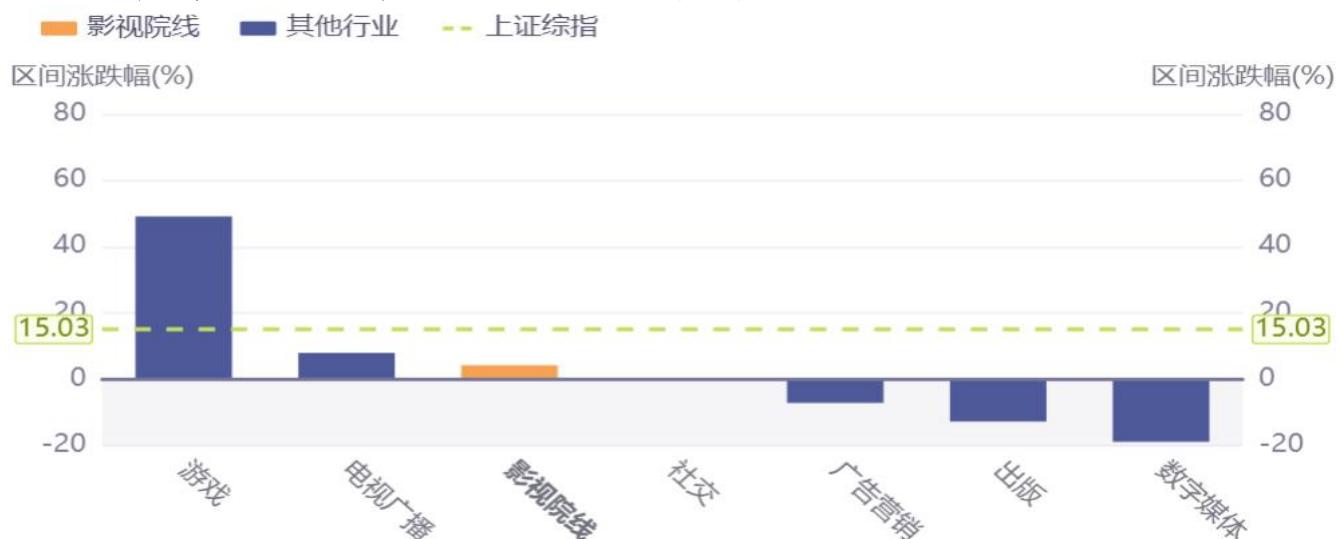
基本历年电影春节档均会在春节前有阶段性较优表现行情，根据万得影视指数，2025.02.05-2025.02.14该指数阶段性涨幅达到了37%，表现亮眼，主要原因还是光线传媒制作发行的动画影片《哪吒之魔童闹海》票房带动；以及2025年初Deepseek R1模型的发布带来了对AI应用关注度的提升，包括文化内容板块估值的提升等带来了阶段性行情。后续影视板块表现基本和上证综指表现趋同，中间伴随有清明档期、五一档期、国庆档期以及中美关税问题、AI泡沫等问题关注度的提升带来的阶段性影响。包括2025年8月，国家广播电视台总局下发《进一步丰富电视大屏内容 促进广电视听内容供给的若干举措》的通知（简称“广电21条”）的发布，我们认为有望对长剧集题材内容品质的提升，以及平台付费会员、广告收入的提升带来长期的利好。AI方面，海内外AI视频模型的更新迭代同样对影视板块行情的表现产生一定的催化影响，例如OpenAI Sora2的发布、可灵&即梦模型的产品更新等。因此总结来看，影视板块的行情催化主要可分为以下几点：爆款影视带来的业绩驱动、AI视频模型产品的发布、影视相关利好政策的推出、IP以及文化内容出海的关注度的提升以及新的行业子题材例如AI漫剧的出现带来的增量影响等。

图 24: 2025 年 (截至 12 月 21 日) 影视院线指数和上证综指行情表现比较



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 25: 2025 年 (截至 12 月 21 日) 影视院线指数区间涨跌幅和同行业其他子版块比较



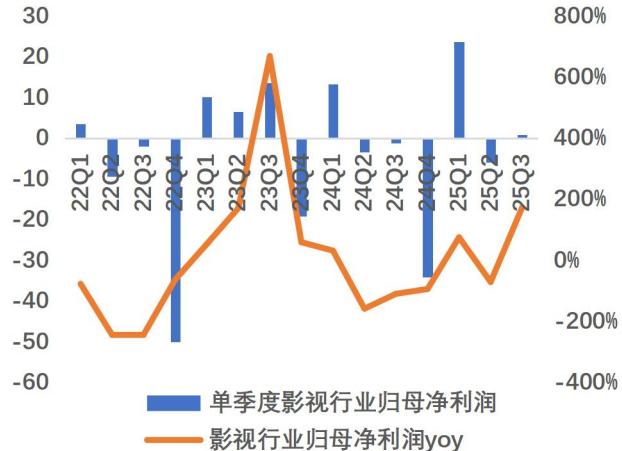
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

票房分化，关注 2026 春节档、AI 视频海内外进展。根据申万影视行业指数，25Q1/Q2/Q3 影视行业营收分别为 141.2/55.7/86.1 亿元，同比增速分别为 +41.4%/-21.7%/-2.3%；实现归母净利润分别为 23.7/-5.9/0.9 亿元，同比增速分别为 75.9%/-70.3%/174.2%，总体呈现前高后低的趋势，核心原因在于 2025 年电影春节档《哪吒之魔童闹海》在 25Q1 强劲票房的带动，后续并无同级别爆款影片承接所致。《哪吒之魔童闹海》2025 年实现票房 154.5 亿元，成为中国电影票房总榜第一名，强劲的表现也同步拉动了影视行业公司 25Q1 的业绩表现。

图 26: 25Q1/Q2/Q3 影视行业营收(单位: 亿元)及 yoy



图 27: 25Q1/Q2/Q3 影视行业归母净利润(单位: 亿元)及 yoy

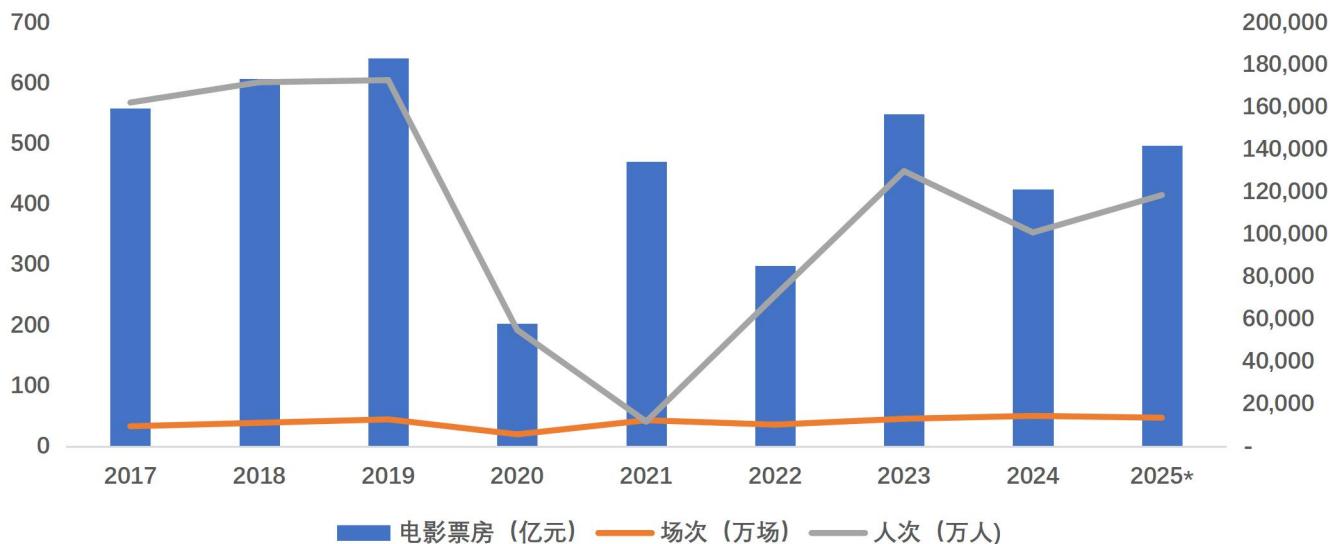


资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (申万影视院线行业指数)

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (申万影视院线行业指数)

截止 2025 年 12 月 21 日, 我国电影行业实现票房 510 亿元, 已超过 2024 年全年 425 亿元总票房, 核心原因在于《哪吒 2》154.5 亿元的票房贡献, 但除《哪吒 2》之外, 暂时缺失 40 亿元+票房表现的电影。展望 2026 年春节档, 有可能上映的新片可能从以下几部影片中出现: 《飞驰人生 3》《熊出没·年年有熊》《欢迎来到龙餐馆》《转念花开》《镖人》《女足》《抓特务》《惊蛰无声》《澎湖海战》《神探之痕迹》等。

图 28: 2017-2025 年 (截至 2025.12.21) 我国电影票房、电影场次及观影人次情况



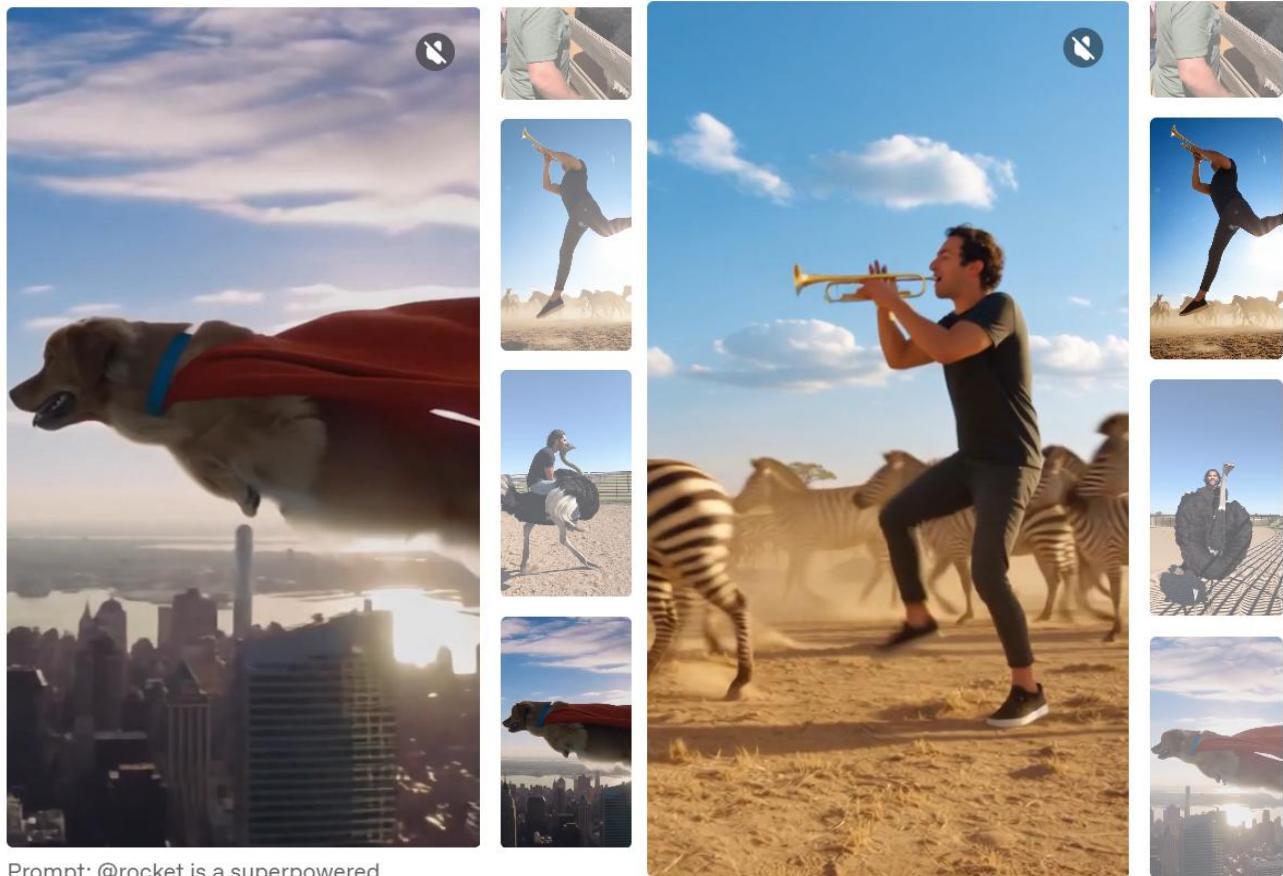
资料来源: 猫眼专业版 APP, 信达证券研发中心

(1) OpenAI Sora2——社交探索与迪士尼 IP 授权

Sora2 产品更新时间线:

美东时间 2025 年 9 月 30 日, OpenAI 在 AI 视频领域推出了一款成为全球焦点的视频生成 APP—Sora2, Sora2 在发布初期通过取消邀请制和铺量, 实现了 iOS 首周百万安装、Android 首日 47 万下载的爆发式增长, 一度在 App Store 排行榜中持续名列第一。

图 29: Sora2 的亮眼功能——Cameo 出镜秀



Prompt: @rocket is a superpowered superhero dog, flying through the sky and saving new york city

Prompt: @daniel plays trumpet in the middle of a stampede of zebras

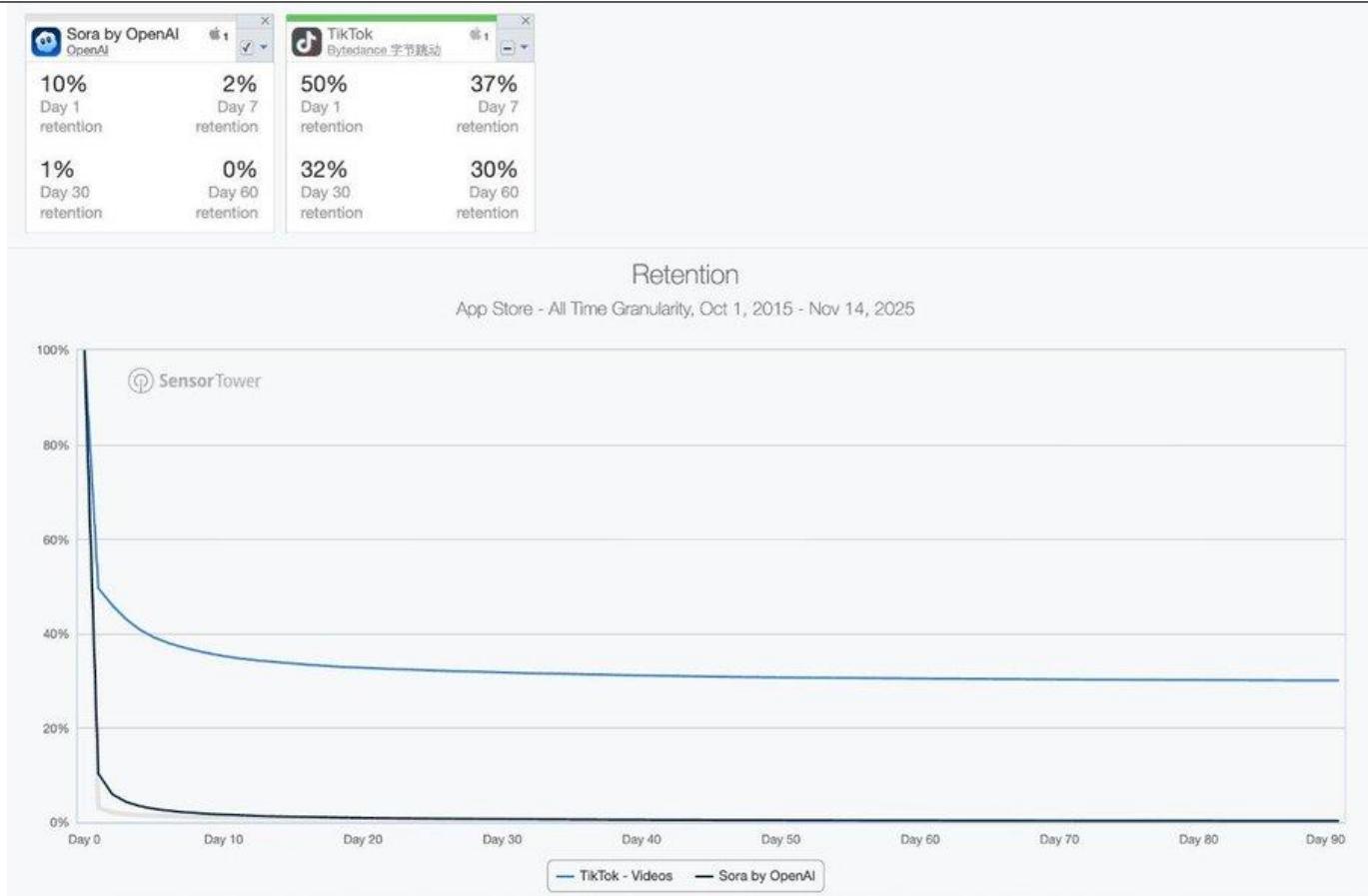
资料来源: OpenAI 官网, 信达证券研发中心

2025 年 10 月底, Sora APP 主要更新了三个新功能, 寄希望于通过增加玩法来进一步吸引新用户以及增加用户粘性。1) 角色客串: 通过摄像头提取用户的长相和声音特征, 然后就可以把自己放在任何视频场景中。2) 视频拼接: 用户可以把两条视频拼接起来增加时长。3) 社区排行榜: 分为被使用最多的客串角色、被二创最多的视频等。后续, Sora APP 取消了美国、加拿大、日本和韩国四个国家的邀请码限制, 直接开放注册。

2025 年 11 月初, OpenAI 在特定国家或地区上线了安卓版 Sora APP, 包括加拿大、日本、韩国、中国台湾省、泰国、美国、越南。根据 winsomemarketing 的数据, Sora 2 Android 版本上线首日表现较优, 其在美国、欧洲等这七个市场获得了 47 万次下载。其中美国市场贡献了 29.6 万次下载, 占据了总量的 63%。这个数字比 iOS 版本首日的下载量高出 327%。

但是, 从后续的用户留存度、使用粘性以及长期使用反馈来看, Sora2 的表现呈现出一定下滑的态势。

图 30: Sora2 和 Tiktok 留存数据对比



资料来源：硅星人 Pro 公众号，虎嗅 app 公众号，Sensortower，信达证券研发中心

探究数据背后的原因是综合复杂的，我们认为大概可能可以归为以下几类：

生成内容质量的不稳定，渲染时间因算力消耗加大而逐渐延长。

社区运营属性明显不足、社区分享机制低效，没有原生分享链接。

推荐算法略显不足，重复推荐相似内容导致用户留存降低。

IP 版权问题。

水印问题。

IP 版权问题迎来转折点，Sora 引入迪士尼授权 IP。2025 年 12 月 11 日，迪士尼与 OpenAI 达成里程碑式协议，将迪士尼旗下品牌的众多角色引入了 Sora 模型产品中，意味着此前影视行业内探讨较多的一个问题——IP 授权和产业链分成问题开始逐步得到解决，功能预计将于 2026 年初正式上线。

根据这项为期三年的授权协议，Sora 将能够由用户触发的短社交视频，供粉丝观看和分享，视频内容涵盖 200 多个迪士尼漫威、皮克斯和星球大战角色，在创作中使用的角色包括米奇、米妮、莉萝、史迪奇、爱丽儿、贝儿、野兽、灰姑娘、大白、辛巴、木法沙，以及来自《魔法奇缘》、《冰雪奇缘》、《头脑特工队》、《海洋奇缘》、《怪兽公司》、《玩具总动员》、《飞屋环游记》、《疯狂动物城》等众多作品中的角色；此外还有漫威和卢卡斯影业的标志性动画或插画角色，例如黑豹、美国队长、死侍、格鲁特、钢铁侠、洛基、雷神、灭霸、达斯·维

达、汉·索罗、卢克·天行者、莱娅公主、曼达洛人、暴风兵、尤达大师等等。根据协议，部分由粉丝创作的索拉短视频将在 Disney+ 上播出迪士尼和 OpenAI 重申了双方对负责任地使用人工智能的共同承诺以保护用户安全和创作者的权利，除了授权协议外，迪士尼还将成为 OpenAI 的主要客户，使用其 API 构建新产品、工具和体验，包括 Disney+，并为其员工部署 ChatGPT 作为协议的一部分，迪士尼将向 OpenAI 进行 10 亿美元的股权投资并获得购买额外股权的认股权证。

图 31：OpenAI 和 Disney 达成合作协议



资料来源：OpenAI 官网，信达证券研发中心

Sora2 的推出毫无疑问是 2025 年 AI 视频领域的标志性事件之一，我们认为，OpenAI 在行业内竞争对手不断迭代模型产品性能之外，将 AI 视频的商业化（例如广告、电商、支付等）以及社交属性的探索上为行业打开了新的方向，虽然目前 Sora2 在自身产品的社区运营和算法推荐等方面略显不成熟，但后续随着算力资源的倾斜、IP 版权的获取、创新 AI 玩法的持续创新和社区运营的探索等，我们认为 AI 视频行业正朝着正确的方向前进。

（2）快手可灵—从视频模型转向世界模型探索，从视频听指令生成到视频模型自主推理思考

2025 年 12 月 1 日至 12 月 5 日，快手可灵 AI 连续 5 天进行产品迭代更新：

12 月 1 日，发布全球首个统一多模态视频模型可灵视频 O1 模型，核心功能为输入任何内容支持多模态视频生成、多模态输入统一创作与修改、解决视频一致性问题、强大组合&创意更多、可控生成时间；

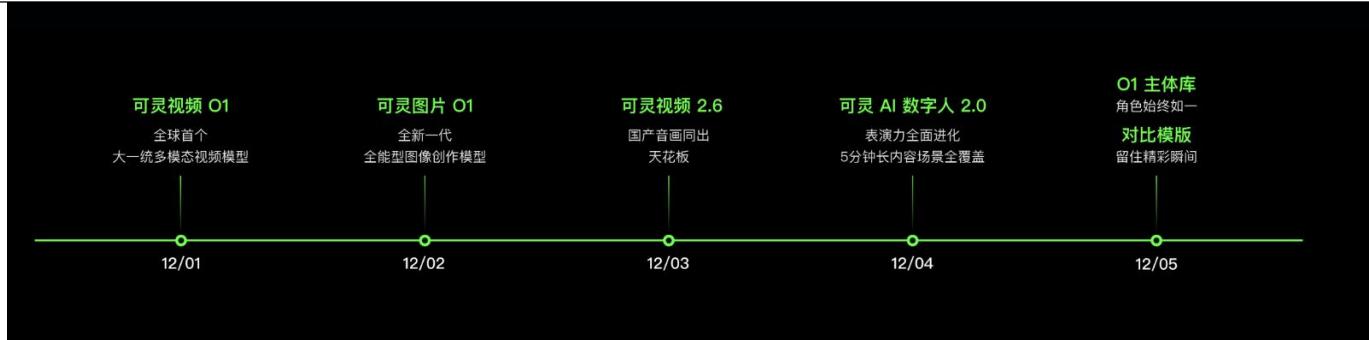
12 月 2 日，图片 O1 模型全量上新，核心功能为特征高度保持、细节修改精准响应、风格调性准确把控、超丰富想象力；

12 月 3 日，首个音画同出模型——可灵 2.6 模型上线，功能亮点为一次生成中同时产出画面+自然语音+匹配音效+环境氛围、一键获得完整有声有节奏的动态视频；

12 月 4 日，推出可灵数字人 2.0，表演力全面进化，情绪传达更生动，细节把控度更高，真实自然，告别 AI 感长内容场景全覆盖，支持单次 5 分钟上限；

12 月 5 日，上线可灵 O1「主体库」&「对比模版」，可灵 O1 「主体库」，为超强一致性而生，支持多个主体，多素材随心搭配，智能 AI 补图，创建专属形象。

图 32: 可灵 AI 全能灵感周产品更新



资料来源：可灵官网，信达证券研发中心

迭代视频模型是探索世界模型的一部分，视觉推理能力重要性提高，可灵 AI 逐渐成为全球头部 AI 视频产品。2024 年全球 AI 视频产品更新迭代的重点在于延长视频生成时长、提高生成的视频分辨率、加强人物一致性和符合物理世界规律等和画质质量、可用性相关方面，而 2025 年各公司除了在基础视频模型上的拓展之外，在视频推理、视频剪辑、世界模拟器、视频工业流等方向上也在不断前行。

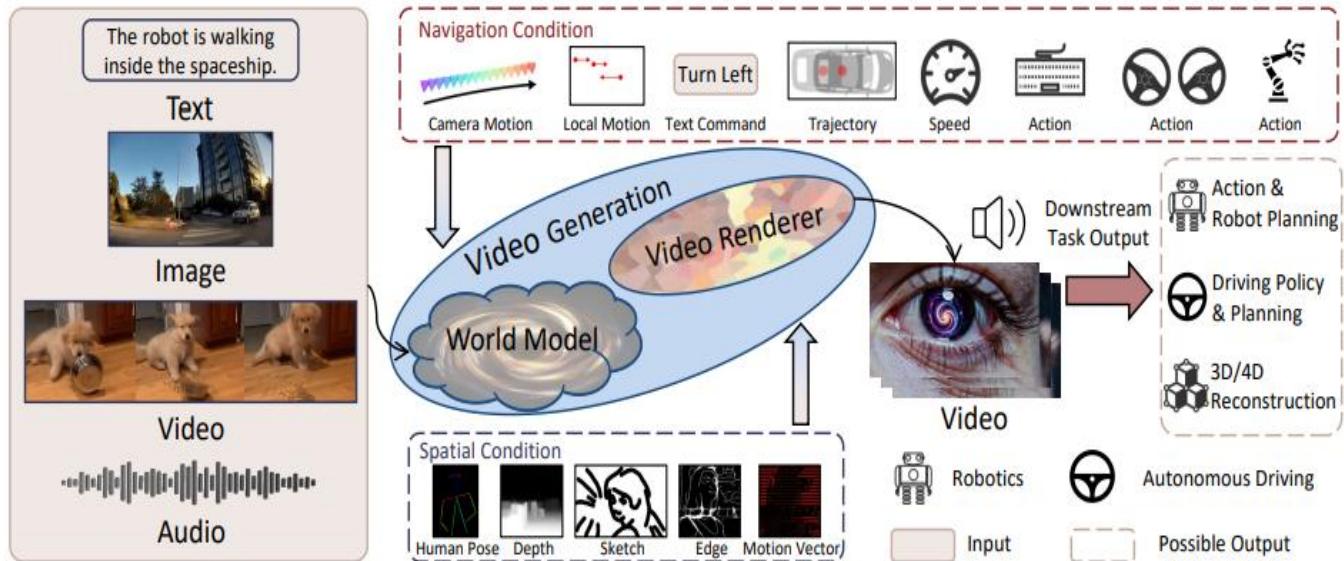
表 8: 可灵 AI 主要论文发布情况

时间	AI 视频&世界模型研究进展
2024.12	快手发布《Owl-1: Omni World Model for Consistent Long Video Generation》论文，提出了 Omni World Model (Owl-1)，用于产生长期连贯且全面的条件，实现持续的长视频生成，预测未来动态。
2025.08	2025 年 8 月 Google 发布实时交互的模型 Genie3，快手在对应的这种生成式交互视频在游戏领域的应用做了研究，论文《利用生成式交互视频创建游戏》获得了 ICCV 2025 Highlight
2025.10	快手发布论文《Terra: Explorable Native 3D World Model with Point Latents》
2025.11	快手可灵团队发布论文《Simulating the Visual World with Artificial Intelligence: A Roadmap》，表明视频生成模型也可以学习物理规律，快手明确将 Kling 1.0 归类于第一代世界模型，Kling2.1 Master 归类于第二代世界模型，接收当前的各种状态输入，基于推理能力和内化的物理法则——如重力、流体动力学、物体恒常性——计算出下一时刻的世界状态。
2025.12	港科大、港中文、清华大学和快手可灵的研究团队提出了一个全新视觉框架——UnityVideo，为统一多模态多任务的视频生成模型，通过统一训练多种视觉模态（如深度图、光流、骨骼、分割掩码等），让模型更懂物理世界规律，生成的视频更真实、更可控。还实现了零样本泛化，对于从未见过的物体或场景，也能生成合理结果。

资料来源：硅星人 Pro 公众号，量子位公众号，信达证券研发中心

《Simulating the Visual World with Artificial Intelligence: A Roadmap》里的一个核心是，快手团队认为“视频生成”走向“世界模型”的一个关键点是 Navigation Mode，较好实现了包括物理准确性和镜头运动控制等方面，按照快手 Roadmap 的定义，可以将可灵 O1 划分在世界模型第二代到第三代之间，第二代的主要特征就是交互性，而第三代模型核心在于“规划能力”与“实时交互”，模型要会基于物理规律自行思考推理探索。

图 33: 可灵 AI 论文《Simulating the Visual World with Artificial Intelligence: A Roadmap》



资料来源：硅星人 Pro 公众号，信达证券研发中心

图 34：可灵 O1 模型视频参考功能（推理生成下一个镜头案例）



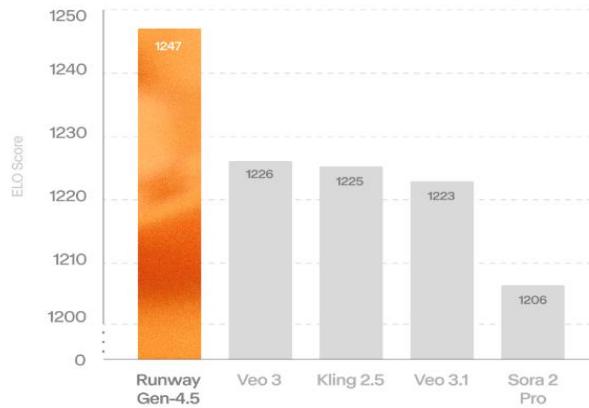
资料来源：可灵官网，信达证券研发中心

(3) Runway Gen-4.5 视频模型&GWM-1 世界模型

2025 年 12 月 1 日，海外头部 AI 视频公司 Runway 发布了其最新的旗舰视频模型 Gen-4.5，Runway 的 Gen 模型一直以工业影视级视频质量为目标持续更新迭代其视频生成模型。Gen-4.5 模型本次的升级更新主要表现在：实现了极高的物理精度和视觉精确度、风格控制和视觉一致性较强、支持原生音频生成和原生音频编辑、引入多镜头编辑功能（如统一角色特征、调整背景）等，在 gen-4 的基础之上实现了推进升级，在视频物理精度、

视觉连贯性上更符合人类感知。

图 35: Gen-4.5 在 Artificial Analysis 榜单中拿下第一 (截至 2025.11)



资料来源: Runway 官网, 信达证券研发中心

图 36: Gen-4.5 在视频细节的把控更注重真实性



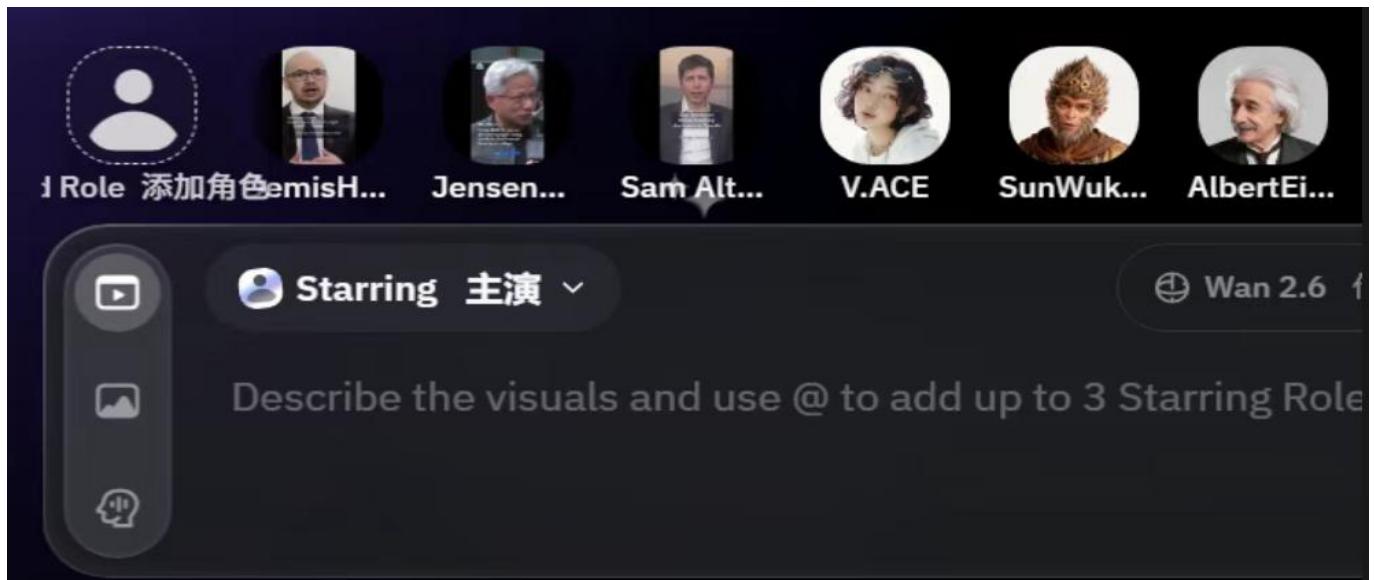
资料来源: Runway 官网, 信达证券研发中心

同时, Runway 也展示了其在从视频模型通往世界模型上的积极探索, Runway 发布了首个通用世界模型 GWM-1 以及三个世界模型的变体: 1) GWM Worlds: 基于 GWM-1 的环境模拟器, 让用户在无限的数字世界中实时探索; 2) GWM Avatars: 音频驱动的交互式视频模型, 让数字人拥有了自然的灵魂; 3) GWM Robotics: 打破物理瓶颈, 为机器人训练提供合成数据的学习型模拟器。

(4) 通义万相 Wan 2.6 系列视频模型, 未来趋势之一为一站式 AI 片场创作

2025 年 12 月 16 日, 阿里通义万相发布 Wan2.6 系列模型, 面向专业影视制作和图像创作场景进行了全面升级。全新的万相 2.6 是国内首个支持角色扮演功能的视频模型支持音画同步、多镜头生成及声音驱动等功能。其主要的功能有: 1) 角色扮演, 万相 2.6 能参考输入视频中的角色外观和音色、实现角色扮演, 按照提示词生成单人、多人、人与物合拍的视频; 2) 多镜头叙事, 万相 2.6 可将用户简单的提示词转换为多分镜脚本, 生成包含多个镜头的连贯叙事视频, 并且保持多镜头间的主体、场景等关键信息的一致性; 3) 自然音画同步, 多人对话场景稳定生成, 真实自然的人声表达, 声音质感提升, 更好听的音乐和歌曲生成; 4) 15s 长视频生成、音频驱动生成视频等, 并且分镜控制功能能自动拆解并实现多镜头切换等专业任务, 让 AI 不再只是生成零碎的片段, 而是开始懂得构建完整的故事线。

图 37: 通义万相 2.6 视频模型多主体参考调用功能



资料来源：机器之心公众号，信达证券研发中心

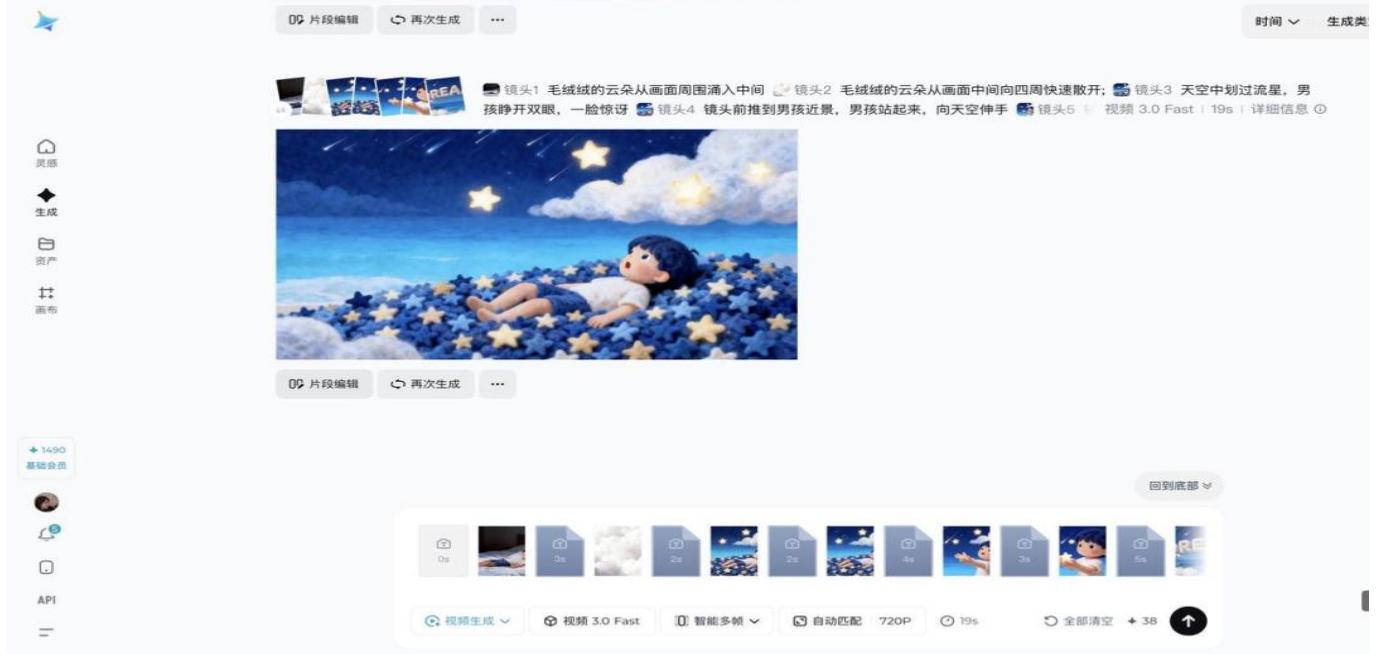
图 38：通义万相 2.6 视频模型多镜头叙事功能



资料来源：机器之心公众号，信达证券研发中心

2025年12月16日，字节即梦AI网页版迎来一次全面升级，包括画布和agent带来的交互方式更新，视频3.5 Pro与图片4.5等重要模型能力上新，以及能够打造更自由更专业的“一镜到底”的智能多帧2.0。升级后的即梦AI网页版将化身一站式“AI片场”，打包从灵感、画面、视频乃至长镜头等创作全流程，全面提升创意海报、专业视频的创作体验，可以更好地支持AI漫剧、AI短片等应用场景。视频模型3.5 Pro基于字节自研模型Seedance 1.5 Pro，支持视频与音频的同时生成，在即梦AI全球首发上线。视频3.5 Pro原生支持音视频联合生成，能够执行多种任务，包括从文本到音视频的合成以及图像引导的音视频生成等。从此人物口型、乐器演奏、环境音效（如脚步声、爆炸声）等，无需再后期硬配，视频真实感显著提升。同时，视频3.5 Pro也能够更好地遵循指令，精准响应运镜调度、动作幅度、光影氛围等复杂指令，对中文的发音口型和面部微表情有更强表现。

图 39：字节即梦视频模型 3.5Pro 的智能多帧 2.0 功能



资料来源：即梦 AI 公众号，信达证券研发中心

建议关注：1) 2025 年电影春节档已官宣定档影片的相关上市公司，如博纳影业、光线传媒、万达电影、阿里影业、中国儒意、横店影业、猫眼娱乐、中国电影等；2) 2025 年有望受 AI+视频方向催化的相关公司，如快手-W、上海电影、华策影视、慈文传媒、捷成股份等；3) 院线方受益恢复趋势的相关公司：万达电影、横店影视、幸福蓝海等；4) 其他建议关注：哔哩哔哩-W、阅文集团、百纳千成、慈文传媒、华谊兄弟、中广天择、北京文化等。

表 9：AI+影视相关公司估值表（截至 2026.01.08）

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(百万元)			市盈率		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
1024.HK	快手-W	2,825.5	153.4	180.5	208.0	18.4	15.7	13.6
0772.HK	阅文集团	314.6	-2.1	13.1	13.2	/	23.9	23.9
601595.SH	上海电影	129.3	0.9	2.3	2.8	143.6	56.8	46.3
300133.SZ	华策影视	162.0	2.4	3.5	4.7	66.7	46.7	34.1
300251.SZ	光线传媒	498.1	2.9	23.1	11.9	170.6	21.5	41.9
300182.SZ	捷成股份	151.6	2.4	4.2	4.8	63.6	36.2	31.3
002292.SZ	奥飞娱乐	140.3	-2.9	0.8	1.4	/	178.8	102.1
001330.SZ	博纳影业	107.9	-8.7	-9.8	1.4	/	/	74.9
000892.SZ	欢瑞世纪	75.1	-2.4	0.0	0.0	/	/	/
9857.HK	柠萌影视	11.7	-1.9	0.4	1.7	/	29.4	7.0

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：盈利预测均取自 iFind 一致预期

3、AI+广告营销：程序化广告公司增速可期，广告主关注 ROI 转化效果

广告市场大盘跟随宏观经济表现、消费零售支出水平相关度较高。整体 2025 年上半年经济韧性较好，广告营销行业指数稳中向上。从某种程度来看，广告行业中的细分品类—品牌广告往往具有较强的顺周期属性，即经济周期向上时企业利润增长加速，更愿意投入更多的品牌广告预算来提升品牌知名度及扩大市场份额；而另一细分品

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 34

类的效果广告往往相对更具有逆周期属性，即在经济下行周期内，企业会更加注重广告的 ROI 销售转化效果，更希望通过精准触达潜在的用户来实现逆周期的销量增长，例如电商、游戏等行业。

图 40：广告行业指数与 GDP 同比增速和社零同比增速关系



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

根据 QuestMobile 数据显示，2025 年上半年，中国互联网广告市场规模达到 3598.5 亿，同比增长 5.6%，同比增速较为温和，主要受宏观经济环境、广告主投放预算偏稳健保守、头部流量增长见顶等诸多因素影响。

图 41：22H1-25H1 中国互联网广告市场规模变化 (单位：亿元)



资料来源：QuestMobile, 信达证券研发中心

游戏行业中广告投放更注重投放效果 ROI 转化。根据伽马数据《2025 中国移动游戏广告营销报告》，2025 年 App 游戏投放广告的核心特征是“注重深度营销目标”。从数据来看，2025 年 App 游戏投放的广告数量较 2024 年减少，但是 App 游戏的广告投放金额却保持增长，这意味着企业在 2025 年更加关注 ROI 投放指标，将买量的资金集中于更少但质量效果更高的广告素材上。

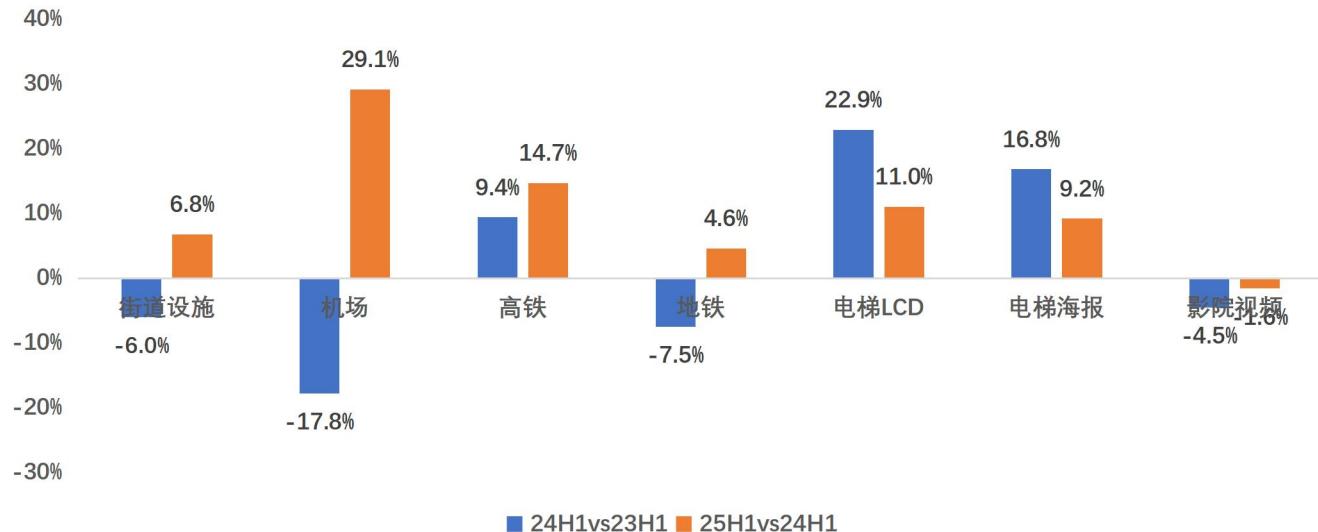
图 42: 2023.01-2025.09 移动游戏广告投放情况


资料来源：游戏产业报告公众号，信达证券研发中心

图 43: 24Q1-25Q3 广告投放金额 TOP1000 移动游戏投放金额变动 (亿元)


资料来源：游戏产业报告公众号，信达证券研发中心

线下广告市场随着国家对线下消费和文旅扶持政策的支持下稳健增长，户外广告中的电梯场景（包含电梯 LCD 和电梯海报、智能屏）、高铁地铁机场等出行相关的渠道场景表现较优，刊例费在 2025 年上半年的同比增速中表现较好。根据 CTR 媒介智讯 Ad Cube 广告数据库数据，2025 年上半年高铁、机场、地铁广告分别上涨 14.7%、29.1%、4.6%，紧贴日常生活圈的电梯 LCD 和海报广告分别增长 11.0% 和 9.2%。

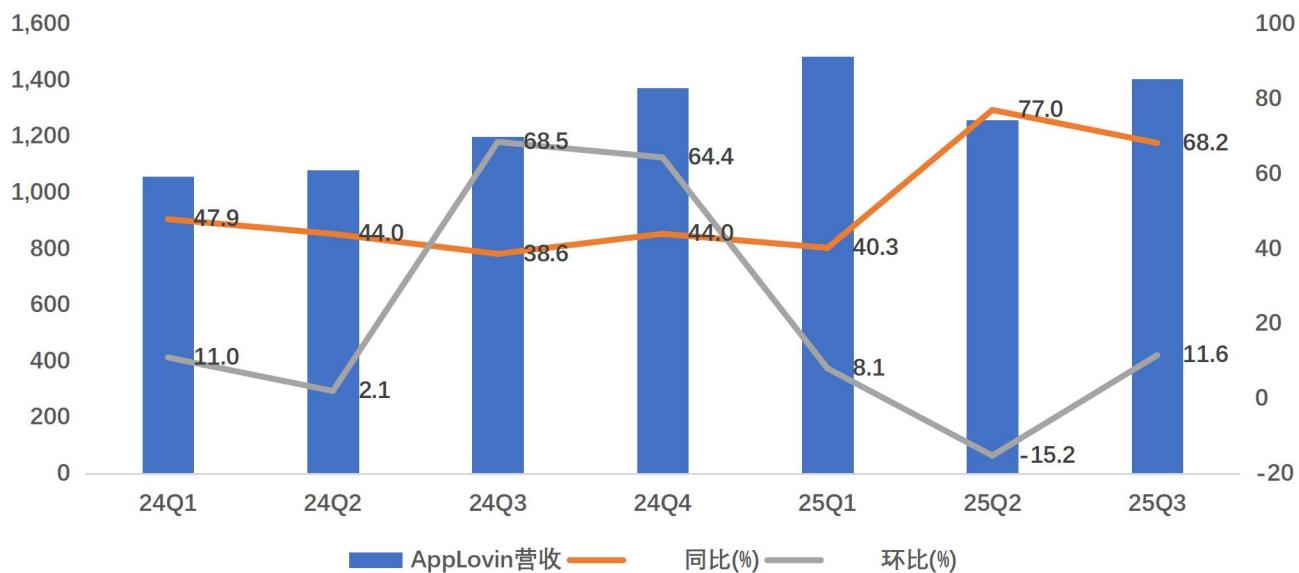
图 44: 25H1 国内户外各渠道广告刊例花费同比变化


资料来源：CTR 媒介动量公众号，信达证券研发中心

广告主更加关注投放 ROI，程序化广告平台因其能高效精准匹配用户和广告主，程序化广告平台公司收入增速远高于广告大盘同比增速。程序化广告平台全球龙头公司 AppLovin25Q3 实现营收 14.1 亿美元，同比+68%，环比+11.6%；实现归母净利润为 8.355 亿美元，同比+93%，环比+2%。调整后 EBITDA 为 11.6 亿美元，同比+79%，利润率达 82%，较上季度提升 1 pct。公司预计 2025 财年第四季度总营收将介于 15.7 亿至 16 美元之间，环比增长 12%-14%；调整后 EBITDA 预期介于 12.9 亿至 13.2 亿美元，目标 EBITDA 利润率约为 82%-83%。AppLovin 通过算法和大数据技术实现广告资源的自动化匹配与精准投放，公司正加速引入 AI 技术，以进一步提升广告投放效率与用户体验。目前，公司正将付费推广能力扩展至 Axon Ads 平台，并持续优化新广告主的上手流程和渠道表现，同时在电商行业将继续深耕客户，挖掘电商行业客户的潜在价值。公司后续将优化新广告主的转化流程，扩大 Axon Ads 平台的推广覆盖，探索自动化获客模式，并结合 AI 能力和广告密度提升平台整体增

长动能。

图 45: 24Q1-25Q3 AppLovin 季度营收 (单位: 百万美元) 及同环比增速



资料来源: AppLovin 公司公告, 信达证券研发中心

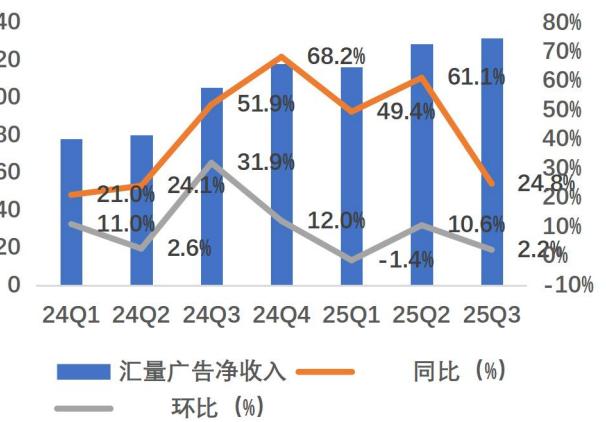
国内程序化广告头部公司—汇量科技 25Q3 实现营收 5.32 亿美元, 同比+27.6%;实现毛利 1.11 亿美元, 同比+26.4%;经调整 EBITDA 达 4705 万美元, 同比+37.3%, 核心业务盈利能力与成本控制水平持续优化。汇量科技旗下程序化平台 Mintegral 相关收入保持稳健增长态势, 25Q3 Mintegral 实现收入 5.08 亿美元, 同比+26.2%, 占集团总收入约 95.5%。Mintegral 自 2023 年 5 月以来推出的 4 款基于 AI 与机器学习的智能出价产品, 围绕广告主核心诉求持续优化投放效果。汇量科技通过不断拓展合作广告主类型, 多垂类发展战略取得显著突破, 广告预算结构进一步优化, 业务布局更加均衡。其中, 游戏品类收入为 3.84 亿美元, 占 Mintegral 总收入 75.7%, 同比+30.5%。非游戏品类收入录得 1.24 亿美元, 同比+14.5%。

图 46: 24Q1-25Q3 汇量科技总营收 (百万美元) 及同环比增速



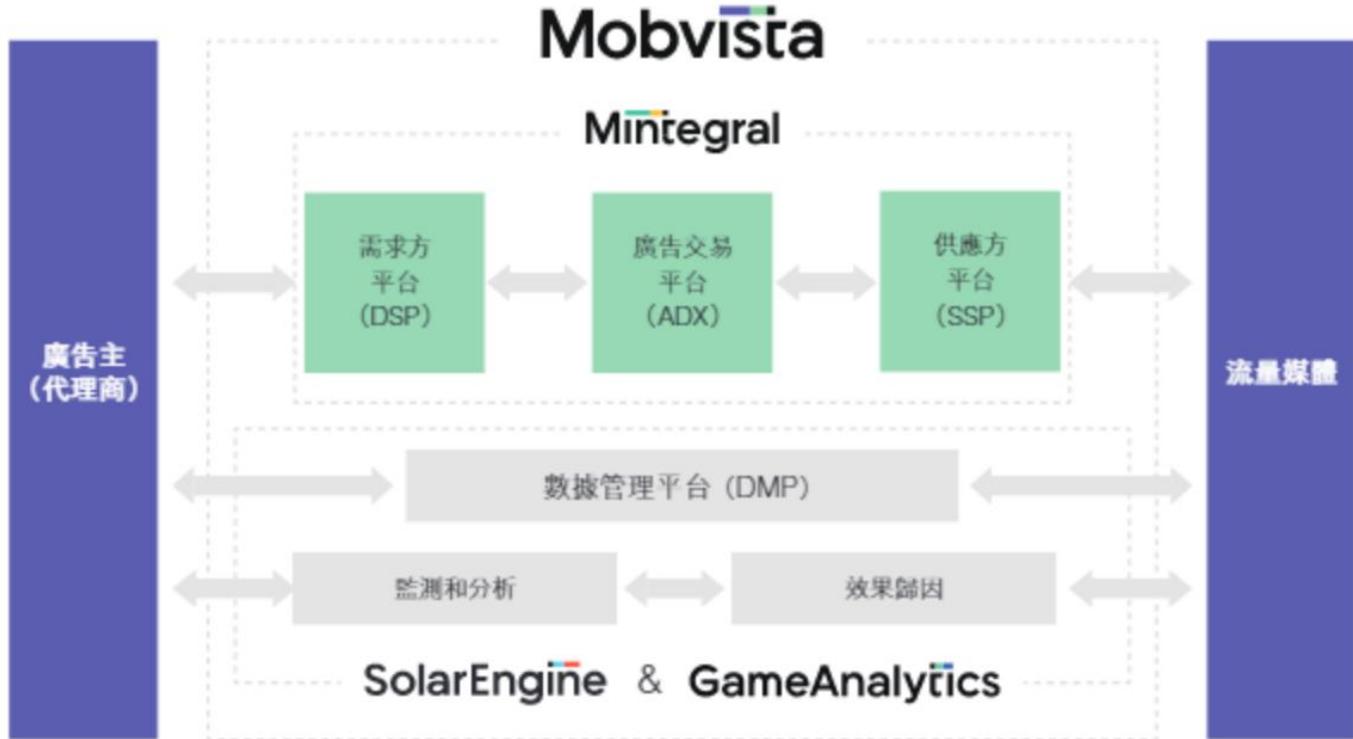
资料来源: 汇量科技公司公告, 信达证券研发中心

图 47: 24Q1-25Q3 汇量广告净收入 (百万美元) 及同环比增速



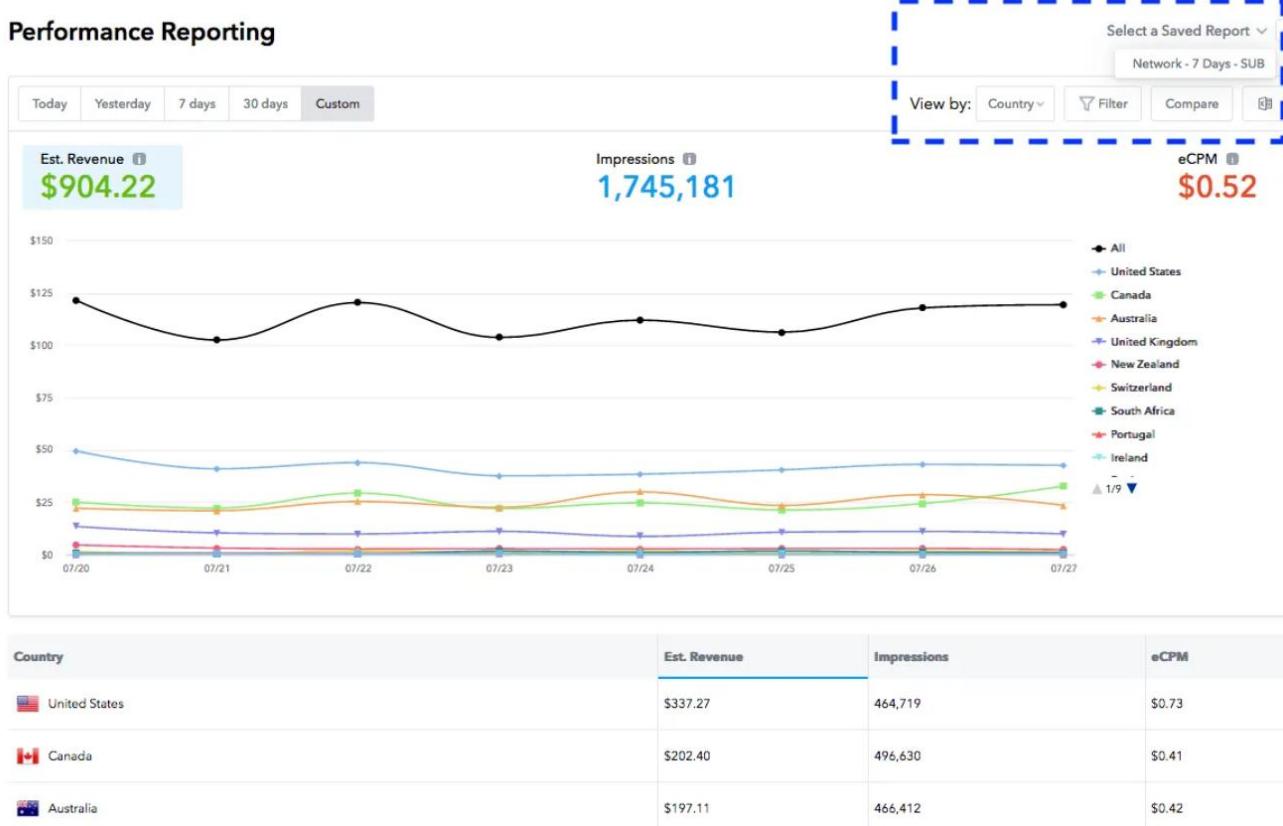
资料来源: 汇量科技公司公告, 信达证券研发中心

图 48: 汇量科技程序化广告平台 Mintegral



资料来源：汇量科技公司公告，信达证券研发中心

图 49: AppLovin MAX 聚合平台投放效果页面



资料来源：Axon 官网，信达证券研发中心

国内互联网平台同样在生成式 AI 和广告营销的结合上积极进行布局，并且已经有一定的效果显现。腾讯在 2025 年中期报告中提到，25Q2 营销服务收入同比增长 20% 至 358 亿元，增长主要受益于 AI 驱动的广告平台改进和微信交易生态的提升，推动了广告主对视频号、小程序及微信搜一搜的强劲需求。25Q3 报告中提到，营销服务同比+21% 主要受益于广告曝光量的提升，得益于用户参与度及广告加载率的提升以及 AI 驱动的 eCPM 增长。

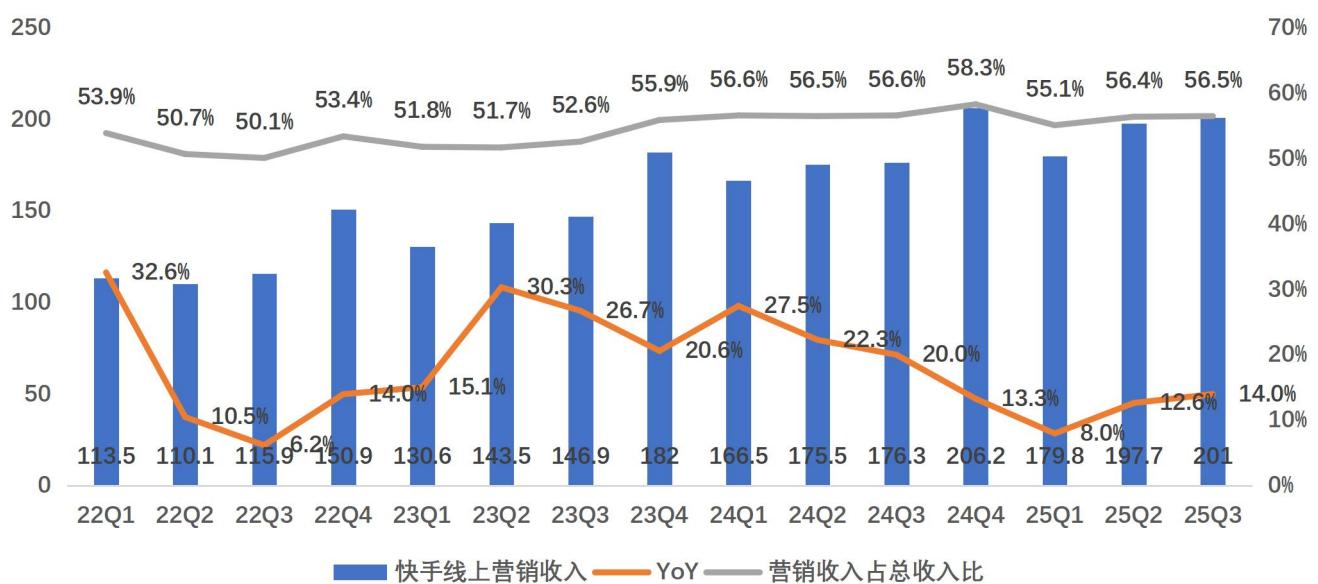
图 50：腾讯广告营销业务收入（百万人民币）及 YoY



资料来源：Wind，信达证券研发中心

快手 25Q3 广告营收 201 亿元，同比+14%，25Q2 广告收入 198 亿，同比增长 13%，一方面基数略有放缓，另一方面则得益于 AI 对广告转化效率的提高。增长驱动：1) 外部广告：短剧、本地服务、汽车行业需求强劲。2) 闭环广告（电商）：泛货架场景广告收入快速增长，全站推广解决方案渗透率提升。同时，AIGC 营销素材方案提升了转化率，UAX（一站式全能广告投放）解决方案占外部广告支出约 65%。快手在内容推荐上：推出“OneRec”生成式推荐大模型，提升了用户时长和留存率；在电商侧：利用多模态大模型优化商品信息提取和“人货匹配”效率。未来目标是从满足需求升级为预测需求。

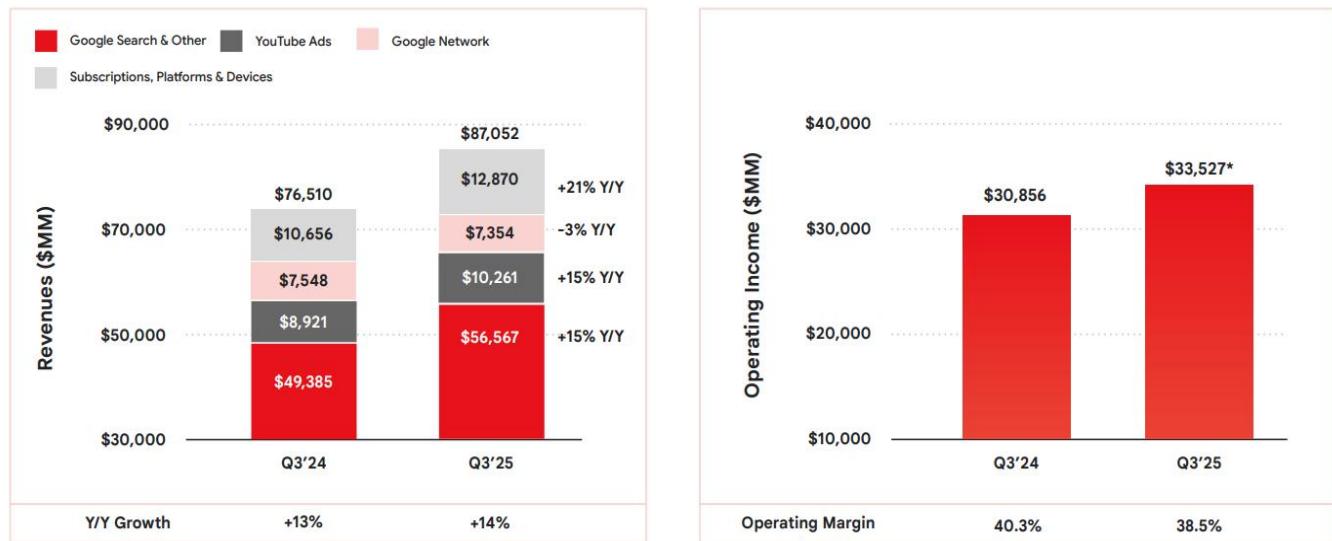
图 51：快手广告营销业务收入（百万人民币）及 YoY



资料来源：Wind，信达证券研发中心

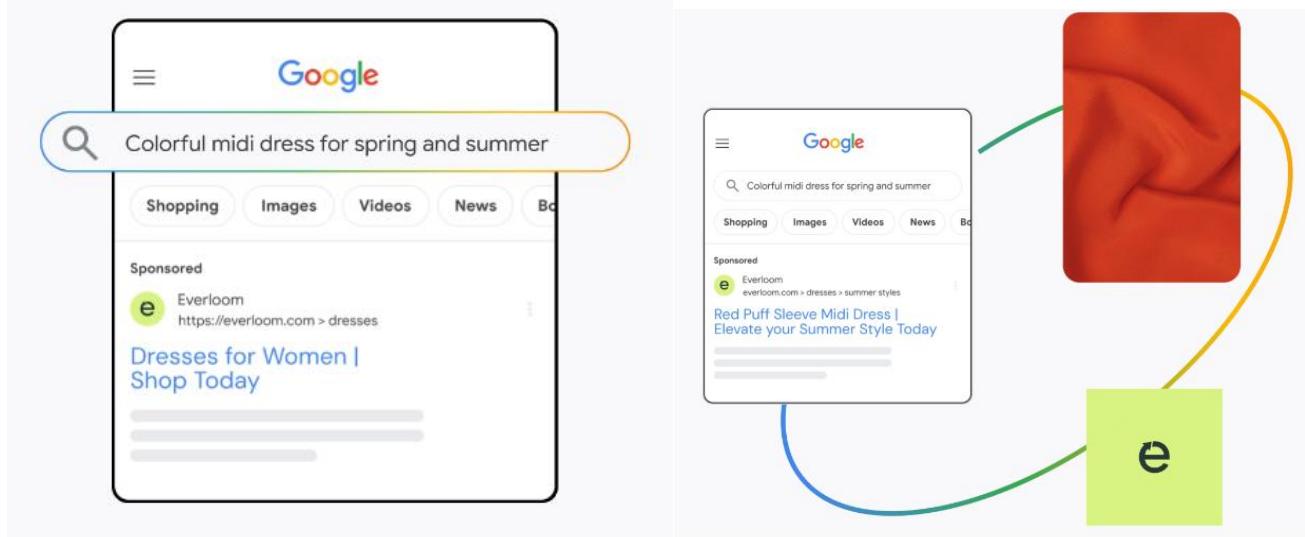
谷歌 25Q3 搜索和其他广告收入增长 15% 至 566 亿美元，展现强劲增长势头，所有主要垂直领域均持续增长，其中零售和金融服务贡献最大。YouTube 广告收入增长 15% 至 103 亿美元，主要得益于直接响应广告，其次是品牌广告。全新人工智能体验（例如 AI 概览和 AI 模式）的投资，持续推动整体搜索量（包括商业搜索量）的增长，AI Max 搜索广告于 9 月在全球范围内推出，目前已被数十万广告主使用，是增长速度最快的 AI 搜索广告产品，AI Max 就带来了数十亿次的新增搜索查询。通过在各个平台上投放最相关的广告，并将广告主的广告与之前未触达的搜索查询进行匹配。在搜索中启用 AI Max 功能后，用户在早期测试中将转化价值提高了 12%。销流程的每个环节融入生成式人工智能技术，PMax 中更精细的报告功能也提升了竞价的效率。

图 52：25Q3 谷歌服务收入拆分及对应经营利润率



资料来源：Alphabet 官网，信达证券研发中心

图 53：谷歌广告 Performance MAX AI 功能

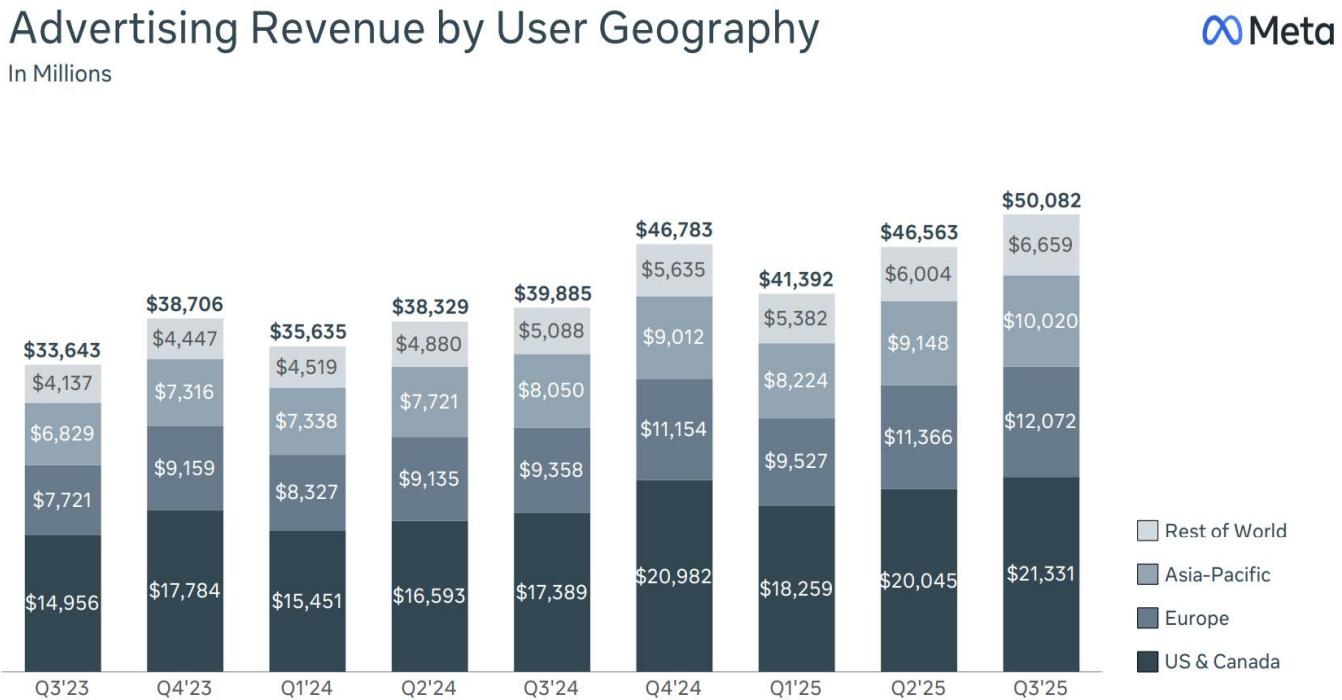


资料来源：谷歌官网，信达证券研发中心

25Q3 Meta 实现总营收 512 亿美元，同比加速增长到 26%。广告业务营收 500.82 亿美元，同比+25.6%，进一

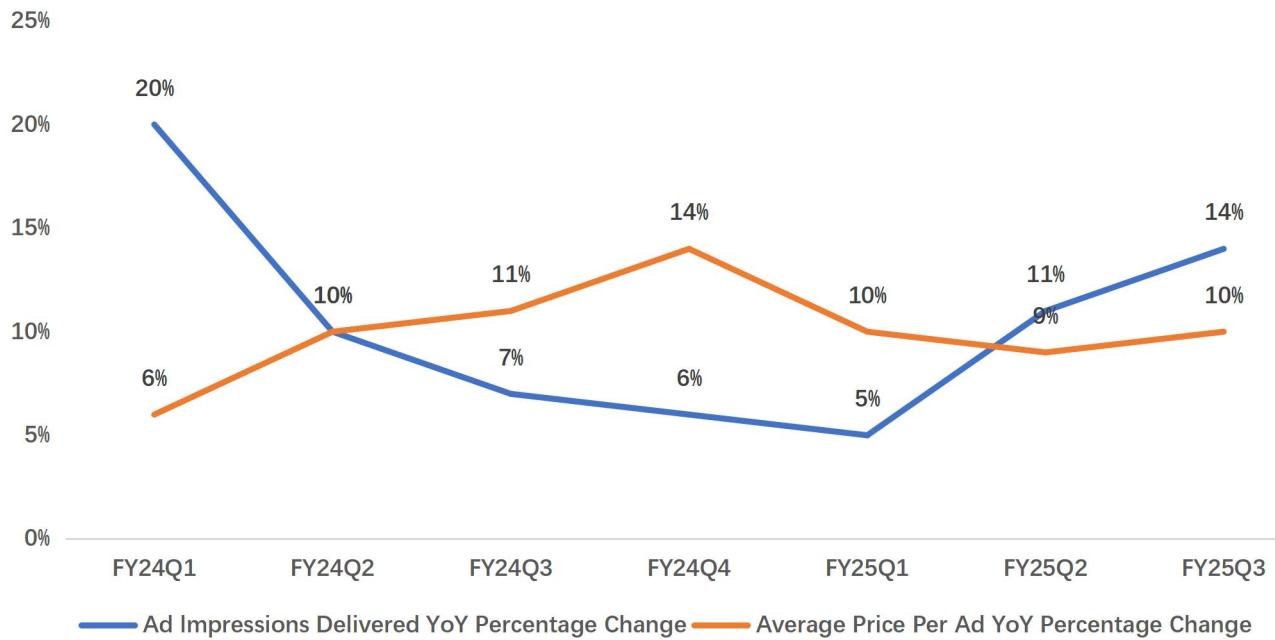
步加速增长，我们认为主要受益 Reels 时长提高、AI 工具 Advantage+ 带动 ROI 提高。从量价角度来看，2025 年三季度广告展示量进一步加速增长到 14%，DAP（Meta 集团 APP 全家桶的 DAU）同比进一步加速增长到 7.6%，DAP 增长 + DAP 广告展示量增长，带动 25Q3 展示量增长 14%，25Q3 综合广告单价的同比加速一个百分点至 10%。

图 54：Meta 广告收入及分地区拆分（单位：百万美元）



资料来源：Meta 官网，信达证券研发中心

图 55：24Q1-25Q3 Meta Worldwide 广告展示量和广告平均价格变化趋势



资料来源：Meta 官网，信达证券研发中心

建议关注全球程序化广告头部公司【AppLovin】，港股程序化广告头部公司【汇量科技】，A股相关业务布局的公司如【易点天下】【蓝色光标】【佳云科技】等。线下梯媒广告龙头公司【分众传媒】，其2026年有望有益于新业务“碰一碰”带来的边际增量以及并购新潮传媒带来的资源整合和规模效应下带来的降本增效，有望受益于宏观经济恢复带来的广告主预算的恢复和提升；其他建议关注：引力传媒、兆讯传媒、元隆雅图、汤姆猫、浙数文化、因赛集团、浙文互联、天下秀、三人行等。

表 10：广告营销公司估值情况（截至 2026.01.08）

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润（亿元）			市盈率		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
002027.SZ	分众传媒	1,100.5	51.6	56.3	62.7	21.3	19.6	17.6
1860.HK	汇量科技	219.1	2.8	4.3	9.9	79.2	51.1	22.2
301171.SZ	易点天下	207.2	2.3	2.6	3.2	89.4	80.5	65.6
300058.SZ	蓝色光标	540.7	-2.9	2.6	3.2	/	211.5	168.8
603598.SH	引力传媒	63.5	-0.2	0.6	1.0	/	109.5	61.7
301102.SZ	兆讯传媒	43.9	0.8	0.9	1.4	58.1	48.2	32.2
600556.SH	天下秀	128.5	0.5	0.9	1.1	249.6	148.9	115.4
002878.SZ	元隆雅图	49.7	-2.4	0.9	1.1	/	56.4	43.2
300781.SZ	因赛集团	61.0	-0.5	0.5	1.0	/	132.7	60.4

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：盈利预测均取自 iFind 一致预期

三、投资建议

面对 AI 带来不确定性和机会，传媒互联网板块的投资体系将向流量分发端和内容供给端的优质资产切换：流量分发端掌握“用户意图”的 Agent 公司，即能够直接触达用户决策和意图执行的 Agent 平台，以及内容供给端掌握“优质内容”和“稀缺数据和 IP”或者“用户情感与信任”的公司。

【Agent】商业模式发生变迁，从时长优先切换到效率优先。在 AI Agent 的模式下，流量分发逻辑发生根本性逆转。商业模式从“注意力经济”中的时长优先转向“意图经济”中的效率优先。拥有操作系统底座或超级 Agent 平台的公司有望掌握新的“流量分发权及议价能力”；而缺乏独家内容的腰部 App 或面临被“管道化”的风险。大厂争夺流量入口，生态场景全面者及垂直 Agent 有望优先受益。关注互联网大厂作为通用 Agent 入口：阿里巴巴、腾讯控股、字节跳动（非上市）、苹果、谷歌等；垂类 Agent 及大厂生态相关合作伙伴：美图、光云科技、值得买、易点天下、万兴科技等。

【游戏】2026 年有望迎来游戏大年，板块业绩有望再创新高。随着产品的密集测试及上线，游戏公司有望迎来收入提升及利润增长的螺旋式上升，2026 年板块业绩有望再创新高。我们建议持续关注板块的配置性机会，随着 AI 新玩法等驱动，板块估值仍具向上空间。个股方面建议重点布局拥有确定性强、期待值高的大作游戏厂商，且关注在长线运营能力上表现出色的厂商。建议关注 A 股【巨人网络】《超自然行动组》2025/11/27 上线中国港澳台地区，关注春节期间游戏表现，储备产品有《名将杀》《口袋斗蛐蛐》《五千年》等；【世纪华通】SLG+ 赛道《无尽冬日》《奔奔王国》海外表现亮眼，储备产品有《永恒之塔》《大航海时代：起源》《海滨美食乐（Tasty Travels: Merge Game 国服）》；【恺英网络】盒子带动平台化收入提升以及产业链整合，《EVE》开启 AI 创意新玩法，储备产品有《盗墓笔记：启程》《三国：天下归心》《斗罗大陆：诛邪传说》《仙境传说之约定好的冒险》；【完美世界】《异环》，已于 2025/12/23 发布三测招募 PV，我们预计游戏将于 26H1 上线；【三七互娱】储备产品包括《代号 MLK》《赘婿》等；【吉比特】《九牧之野》已于 2025/12/18 上线，储备产品包括《M95》《M98》《开罗游戏世界》《亿万光年》等；【神州泰岳】储备产品包括《荒星传说：牧者之息》（Stellar Sanctuary 国服）、《长河万卷》（Next Agers 国服）、《代号：XCT》、《代号：A002》、《代号：

MN》等。

【影视】1) 2025年电影春节档已官宣定档影片的相关上市公司，如博纳影业、光线传媒、万达电影、阿里影业、中国儒意、横店影业、猫眼娱乐、中国电影等；2) 2025年有望受AI+视频方向催化的相关公司，如快手-W、上海电影、华策影视、慈文传媒、捷成股份等；3) 院线方受益恢复趋势的相关公司：万达电影、横店影视、幸福蓝海等；4) 其他建议关注：哔哩哔哩-W、阅文集团、百纳千成、慈文传媒、华谊兄弟、中广天择、北京文化等。

【广告】建议关注全球程序化广告头部公司**【AppLovin】**，港股程序化广告头部公司**【汇量科技】**，A股相关业务布局的公司如**【易点天下】****【蓝色光标】****【佳云科技】**等。线下梯媒广告龙头公司**【分众传媒】**，其2026年有望有益于新业务“碰一碰”带来的边际增量以及并购新潮传媒带来的资源整合和规模效应下带来的降本增效，有望受益于宏观经济恢复带来的广告主预算的恢复和提升；其他建议关注：引力传媒、兆讯传媒、元隆雅图、汤姆猫、浙数文化、因赛集团、浙文互联、天下秀、三人行等。

四、风险因素

- (1) 统计不完整或偏差的风险。**本文所涉及行业/上市公司的数据是经筛选且剔除部分异常值，存在统计不完整或偏差的风险；
- (2) 宏观经济风险。**海外通胀预期、降息预期时间节点及地缘政治因素存在宏观经济风险；
- (3) 行业竞争加剧风险。**存在行业竞争加剧、中小厂商市场份额被压缩的风险；
- (4) AI模型迭代不及预期风险。**OpenAI GPT5发布时间尚不知道，存在AI大模型迭代不及预期风险；
- (5) AI应用渗透率不及预期风险。**AI应用发展较慢，C端渗透率提升缓慢，存在需求侧不足的风险。

研究团队简介

刘旺, 信达证券传媒互联网及海外团队负责人。北京大学金融学硕士, 北京邮电大学计算机硕士, 北京邮电大学计算机学士, 曾任职于腾讯, 一级市场从业3年, 创业5年(人工智能、虚拟数字人等), 拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩, 信达证券传媒互联网及海外团队分析师。中国农业大学金融硕士, 曾任职于华创证券, 2022年加入信达证券研究所, 五年行业研究经验, 团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比, 2021年21世纪金牌分析师第四名, 2021年金麒麟奖第五名, 2021年水晶球评比入围。2023-2024年Wind金牌分析师第三名团队成员。1、基于丰富的人工智能产业资源, 对互联网行业、AI应用、AI电商、AI游戏等领域持续研究。2、深度研究阿里巴巴、巨人网络、世纪华通、光云科技、值得买等。

白云汉, 信达证券传媒互联网及海外团队分析师。美国UCONN康涅狄格大学金融硕士, 曾负责腾讯系创业公司一级市场投融资, 后任职于二级市场私募基金担任传媒互联网研究员。2023年加入信达证券研究所至今, 目前主要覆盖传媒(影视&广告为主)、港股AI科技赛道, 深度研究跟踪分众传媒、谷歌、微软、快手、哔哩哔哩、AI多模态、程序化广告等。2023年Wind金牌分析师团队成员。

王欢, 信达证券传媒互联网及海外团队分析师。吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心、华金证券、平安资管, 一年车企工作经验+五年买卖方行研经验, 2023年Wind金牌分析师团队成员。主要覆盖世界模型、机器人大脑、智能驾驶、造车新势力等研究领域, 基于丰富的产业资源深度研究特斯拉、小鹏汽车、蔚来汽车、小马智行等。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上； 增持： 股价相对强于基准5%～15%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。