

传媒行业1月投资策略

GEO重构流量与内容服务生态，AI应用开启向上新周期

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

12月跑输市场。1) 25年12月份传媒板块（申万传媒指数）下跌1.60%，跑输沪深300指数3.88个百分点，在申万一级31个行业中排名第25位；2) 三人行、百纳千成、电广传媒、广西广电涨幅居前，ST返利、浙文互联、华谊兄弟、贵广网络等跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 45.8x，处于过去5年69.7%分位数。

版号数量维持高位，关注新品周期、景气度与AI应用驱动下的板块机会。1) 12月份共有144款国产游戏和3款进口游戏过审，2025年累计发放游戏版号1772个，同比增长25.1%；12月国内游戏版号发放数量新高、进口版号持续发放；2) 2025年中国游戏市场收入3507.9亿元，同比增长7.7%；其中，移动端/客户端游戏市场实际销售收入分别为2571/782亿元，同比增长7.9/15.0%；3) 新品、监管政策以及AI应用驱动之下，中长期看板块具备向上可能，重点关注新品表现。

综艺市场腾讯表现出色，短剧、漫剧热度持续。1) 25年12月总票房达37.12亿元人民币，同比增长58.0%，主要由于《疯狂动物城2》的贡献；2) 剧集市场，《大生意人》7.54亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《老舅》和《唐朝诡事录之长安》，分别取得6.67亿和5.67亿的成绩；3) 综艺市场腾讯《现在就出发 第三季》全网正片市占率22.93%；网综方面，前十的综艺中芒果/腾讯/爱奇艺分别占据4/3/4个。4) 12月短剧/漫剧热度第一的分别为《纨绔皮下是阎罗》/《斩仙台下，我震惊了诸神》。

AI应用：GEO重构流量与内容服务生态，从内容到服务有望受益。1) 2026年全球GEO市场规模将达240亿美元，2030年有望达到1000亿美元。国内方面2026年有望达到111亿元，2028年有望达365亿元。2026年有望从局部试点到全面应用，未来市场有望呈现指数级增长；2) GEO重构流量格局，流量入口从“列表链接”变为“直接答案”，中介价值被压缩，内容源头价值被放大。传统代理商模式面临淘汰；具备MarTech（营销技术）及语料库建设的营销服务商将获得高成长机会；同时优质语料内容的价值将持续放大；GEO大趋势之下，关注从上游语料库、中游营销服务到下游平台流量入口端的投资机会。

投资观点：GEO加速AI应用破圈及商业化落地，把握AI催化下的板块投资机会。1) GEO重构流量及内容服务生态，AI应用催化板块表现；重点看好AI营销板块，把握AI漫剧、语料方向投资机会。GEO加速AI应用及商业化落地，从营销中介到优质语料、大模型平台有望持续受益；AI营销方向关注浙文互联、汇量科技等标的；语料方向关注浙数文化、中文在线等标的；同时26年多模态应用有望加速走向成熟，重点看好AI漫剧方向，关注中文在线、昆仑万维、哔哩哔哩等标的；2) AI应用有望提升板块整体估值水平，把握业绩于估值兼备的游戏、出版等方向布局机会；1) 强新品周期有望推动游戏板块业绩与估值持续上修，自下而上把握产品周期及业绩表现以及具备AI产品落地的相关标的，关注巨人网络、吉比特、恺英网络、心动公司、三七互娱、顺网科技、盛天网络等标的；3) 出版行业关注GEO语料库催化可能，关注国有出版方向。

重点推荐组合：12月投资组合为巨人网络、恺英网络、哔哩哔哩、心动公司，整体表现良好；26年1月投资组合为巨人网络、恺英网络、哔哩哔哩、昆仑万维、中文在线、浙数文化。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。

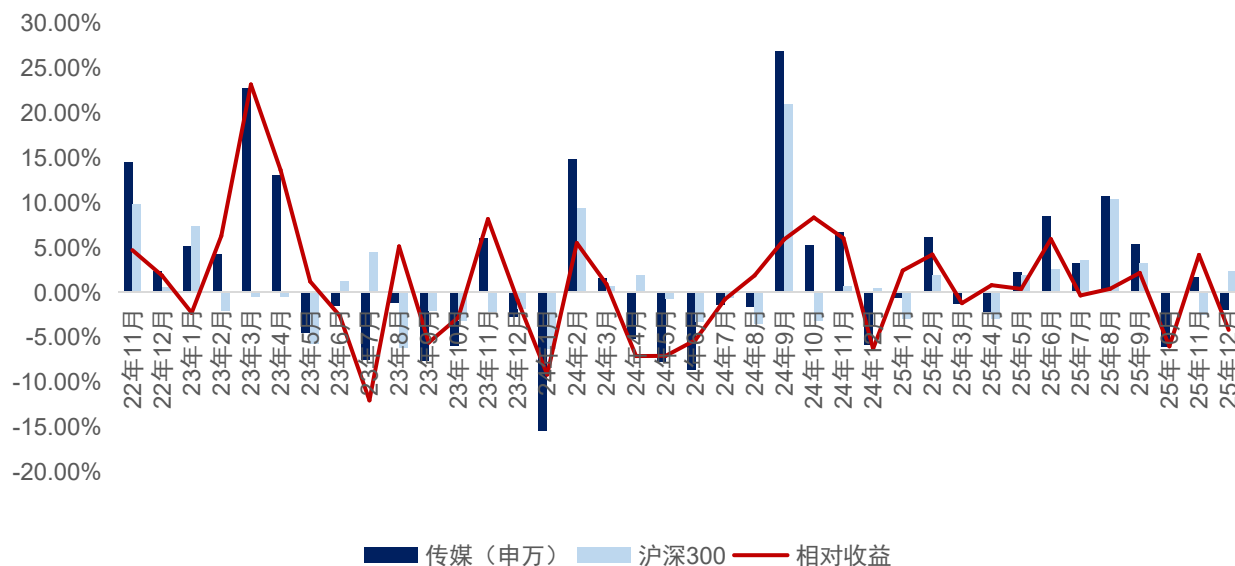
- [01] 传媒板块市场回顾：12月跑输市场
- [02] 游戏：12月版号持续发放，关注新品周期、景气度与AI应用驱动下的板块机会
- [03] 影视：综艺市场腾讯表现出色，短剧热度持续
- [04] AI应用：GEO重构流量与内容服务生态
- [05] 投资建议：GEO加速AI应用破圈及商业化落地，把握AI催化下的板块投资机会

1. 市场及行业回顾：12月跑输市场

1.1 板块表现回顾

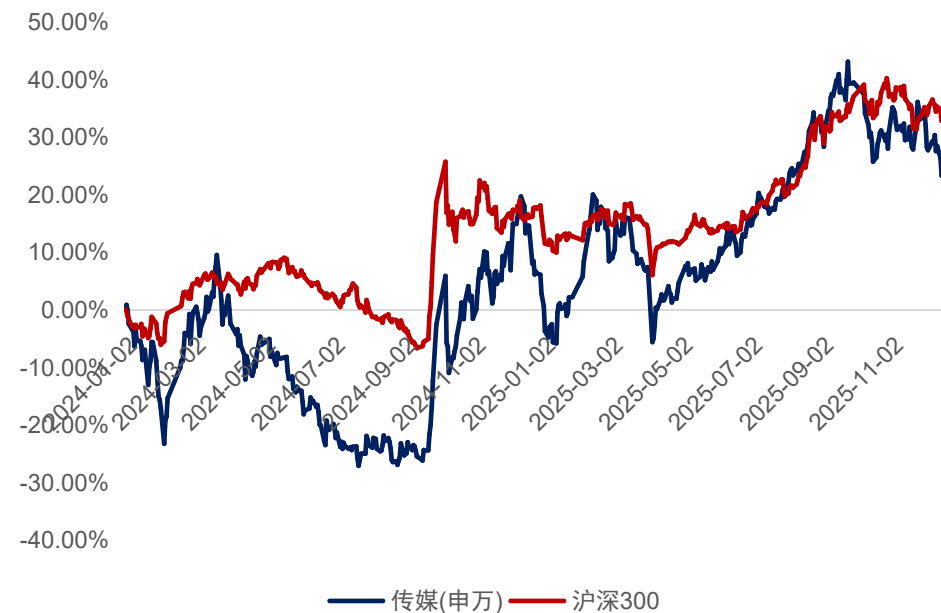
➤ 25年12月份传媒板块（申万传媒指数）下跌1.60%，跑输沪深300指数3.88个百分点；

图：申万传媒指数12月跑输市场



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申万传媒指数2024年以来表现

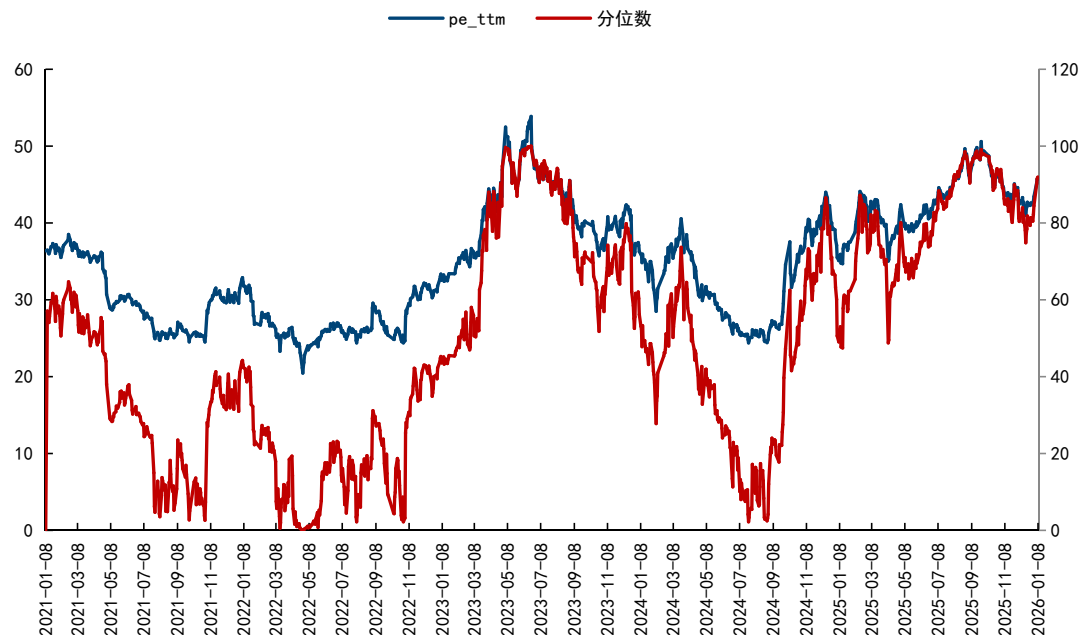


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 板块表现回顾

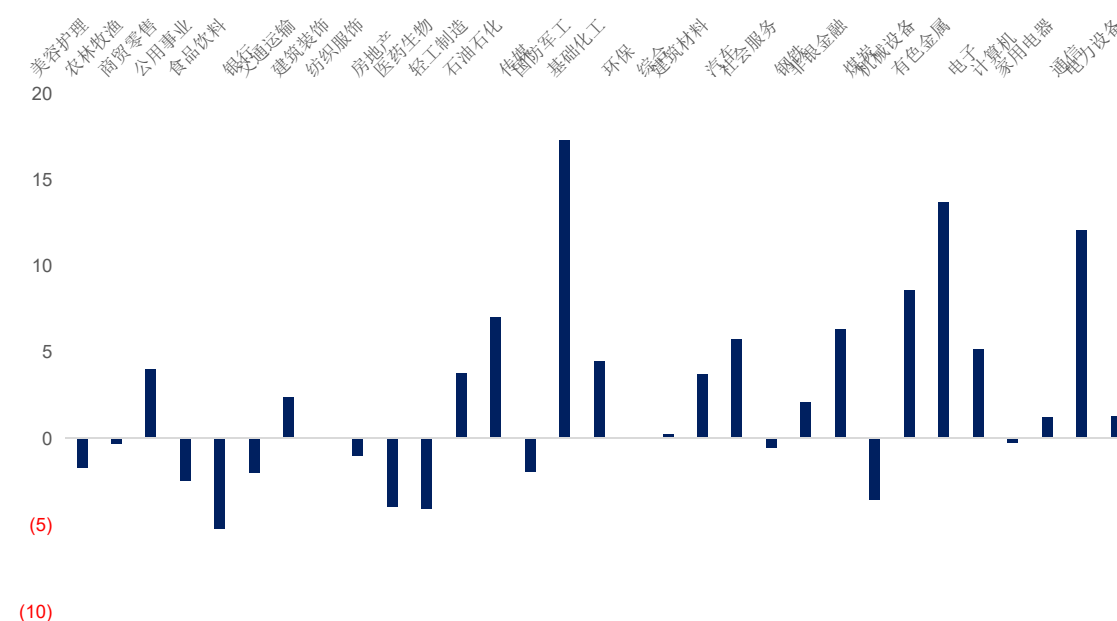
- 12月传媒板块在申万一级31个行业中排名第25位；
- 估值来看，当前申万传媒指数对应TTM-PE 45.8x，处于过去5年69.7%分位数。

图：传媒板块TTM-PE 分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：12月传媒行业涨幅(%)排名第25位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.1 个股表现

➤ 个股表现上，三人行、百纳千成、电广传媒、广西广电涨幅居前，ST返利、浙文互联、华谊兄弟、贵广网络等跌幅居前。

表：12月个股涨跌幅排行

12月涨幅排行					12月跌幅排行				
代码	公司	月涨幅	年涨幅	市值（亿）	代码	公司	月涨跌幅	年涨跌幅	市值（亿）
605168.SH	三人行	30%	13%	81	600228.SH	*ST返利	-20%	-1%	23
300291.SZ	百纳千成	25%	8%	71	600986.SH	浙文互联	-19%	8%	116
000917.SZ	电广传媒	19%	9%	146	300027.SZ	华谊兄弟	-17%	0%	60
600936.SH	广西广电	19%	12%	71	600996.SH	贵广网络	-17%	-2%	125
002115.SZ	三维通信	18%	0%	103	301025.SZ	读客文化	-17%	3%	39
002624.SZ	完美世界	16%	2%	318	300295.SZ	三六五网	-17%	2%	24
002555.SZ	三七互娱	15%	13%	522	600576.SH	祥源文旅	-16%	4%	66
300467.SZ	迅游科技	12%	21%	58	300805.SZ	电声股份	-15%	3%	45
300269.SZ	联建光电	10%	24%	36	002343.SZ	慈文传媒	-14%	1%	34

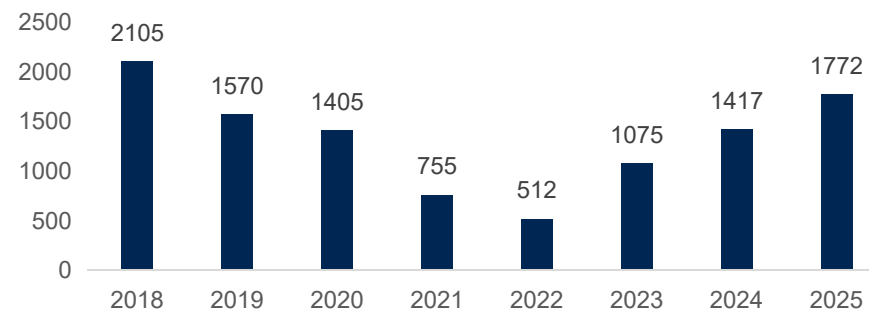
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.游戏： 版本号数量维持高位， 关注新品周期、景气度与AI应用驱动下的板块机会

2.1 版号常态化发放

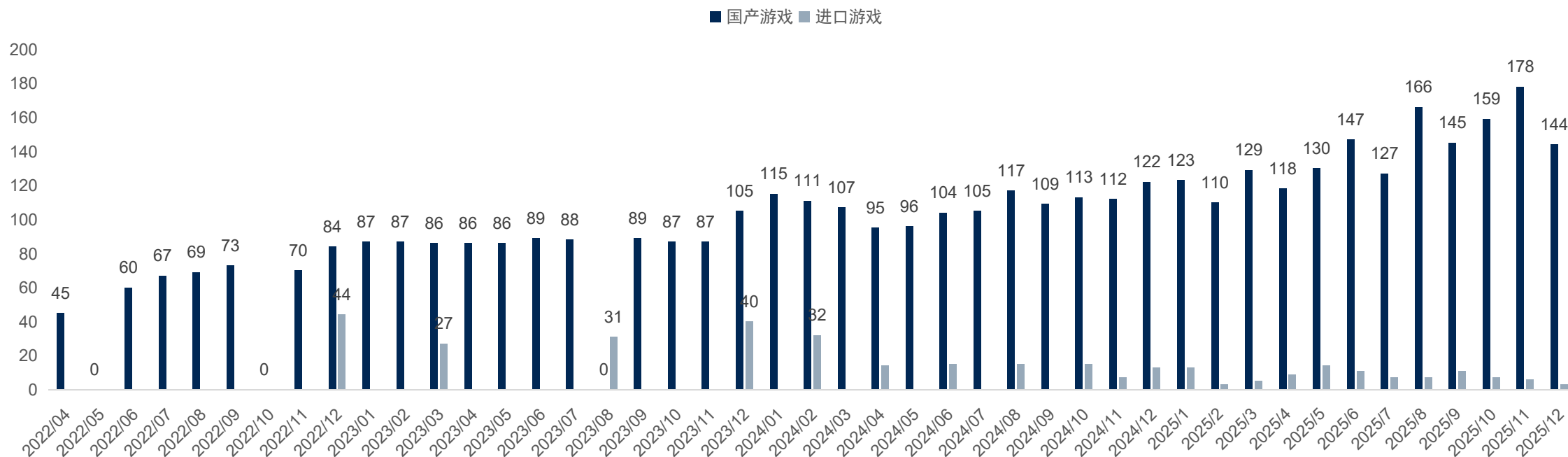
- 12月份共有144款国产游戏和3款进口游戏过审；
- 1-12月份累计发放游戏版号1772个，同比增长25.1%；12月国内游戏版号发放节奏持续、进口版号持续发放。

图：1-12月合计发放1772个游戏版号



资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

图：游戏版号发放情况

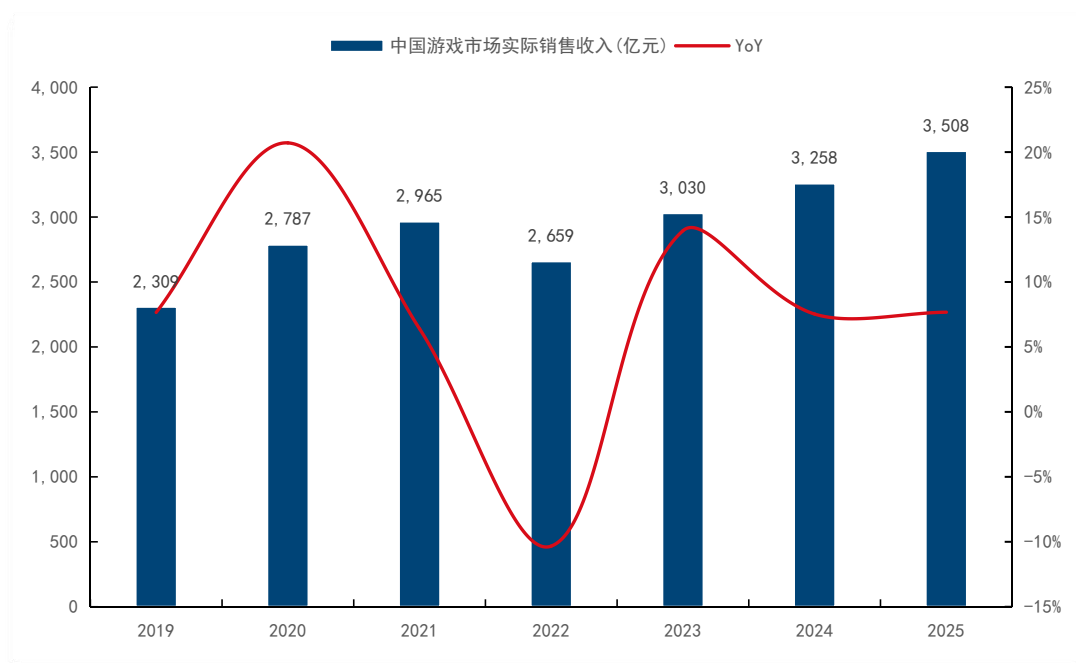


资料来源：新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

2.2 2025年国内游戏市场增长7.7%

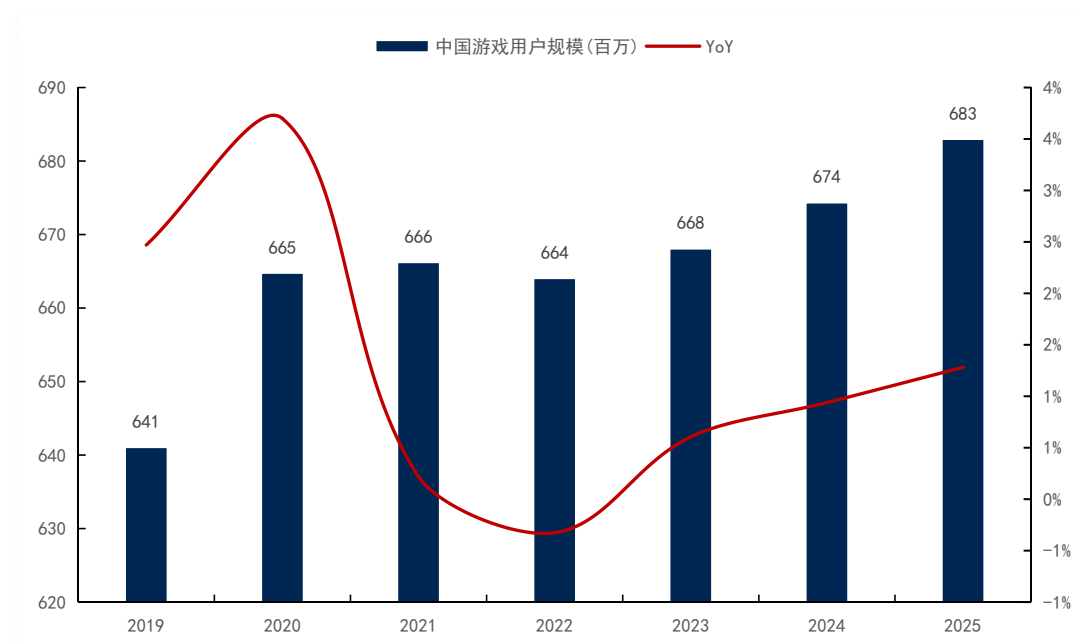
- 2025年国内游戏市场收入3507.9亿元，同比增长7.7%；
- 游戏用户人数上升到6.83亿元，同比增长1.3%。

图：中国市场实际销售收入及增长率



资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（GNG），国信证券经济研究所整理

图：中国市场游戏用户数及增长情况

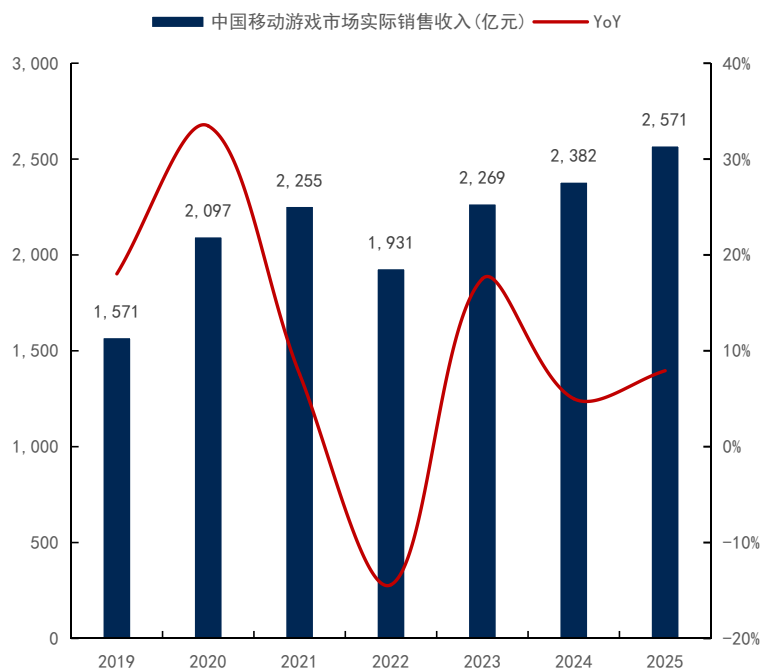


资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（GNG），国信证券经济研究所整理

2.3 2025年端游收入同比增长15%

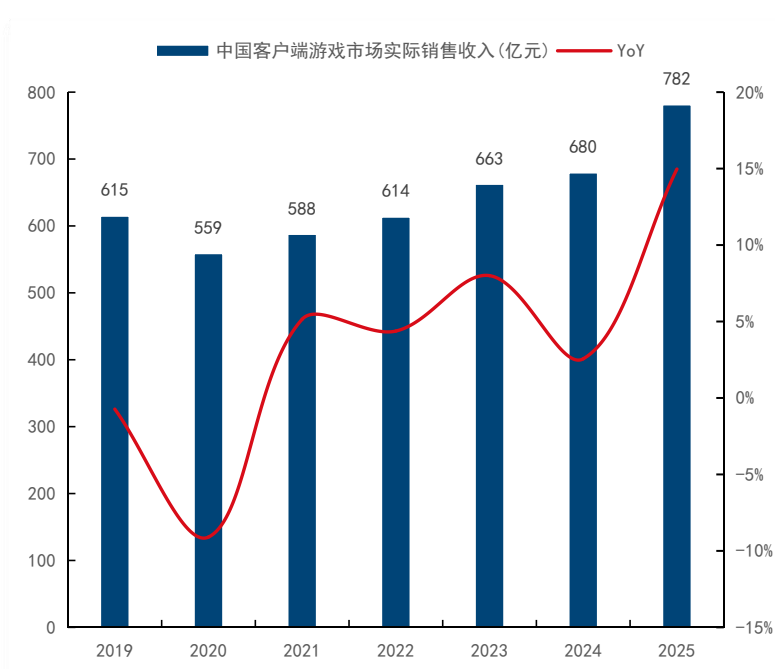
- 2025年移动端/客户端游戏收入分别为2571/782亿元，分别同比增长7.9%/15.0%；
- 小程序游戏市场规模为535.4亿元，同比增长34%。

图：中国移动游戏市场实际销售收入情况



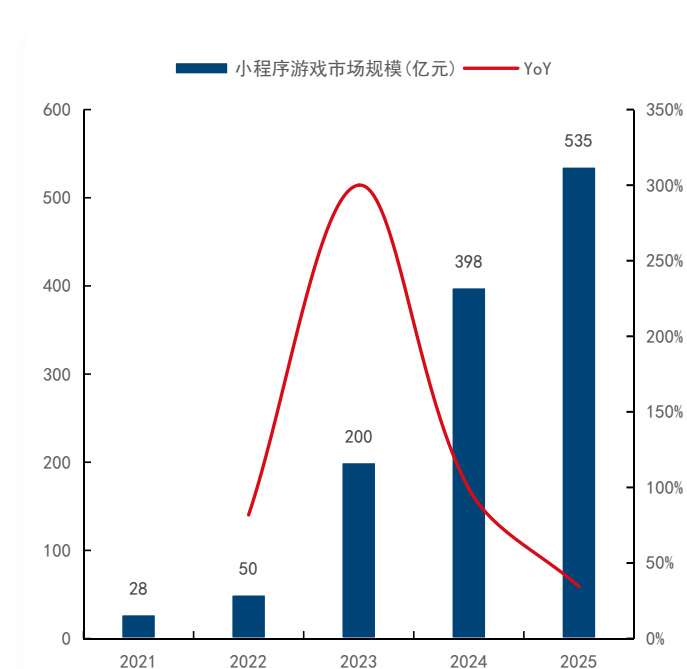
资料来源：中国音数协游戏工委，国信证券经济研究所整理

图：中国客户端游戏市场实际销售情况



资料来源：中国音数协游戏工委，国信证券经济研究所整理

图：中国小程序游戏市场规模及变化

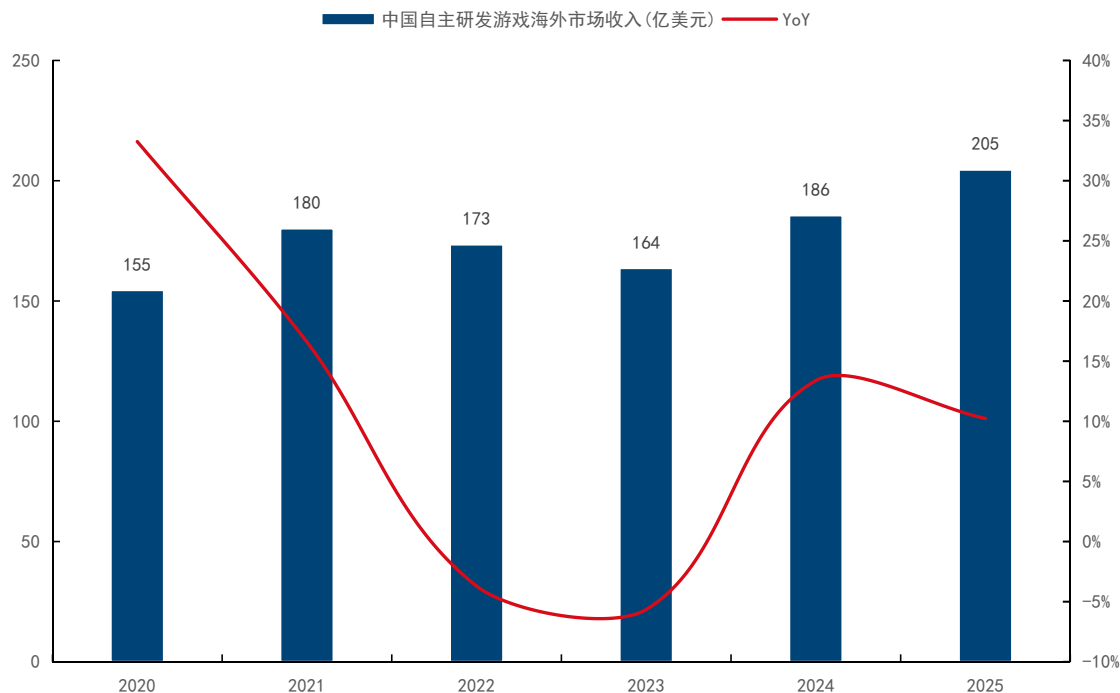


资料来源：中国音数协游戏工委，国信证券经济研究所整理

2.4 2025年自研游戏海外收入增长10%，12月点点互动领先

- 2025年自主研发游戏海外市场收入为205亿美元，同比增长10.2%；
- 12月游戏厂商出海收入榜中，点点互动排名第一。

图：中国自主研发游戏海外市场收入



资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院、伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

图：中国客户端游戏市场实际销售情况

12月中国游戏厂商出海收入榜 2025年12月1日-12月31日				
排名	公司	开发者账号	主要应用	排名趋势
1	点点互动 (SZ:002602)	56		+0
2	Tencent 腾讯 (HK:00700)	134		+0
3	柠檬微趣	8		+0
4	米哈游	12		+0
5	江娱互动	7		+0
6	三七互娱 (SZ:002555)	74		+0
7	网易 (NASDAQ:NTES) (HK:09999)	56		-1
8	莉莉丝	16		-1
9	壳木游戏 (SZ:300002)	16		-3
10	库洛游戏	1		-4
11	4399	31		+0
12	叠纸游戏	2		-5
13	海彼	5		+0
14	沐瞳	10		-5
15	悠星网络	3		-5
16	IGG (HK:00799)	12		-1
17	雷霆游戏 (SH:603444)	25		-2
18	麦吉太文	2		-2
19	新创娱游	4		-1
20	灵犀互娱	15		-4
21	乐元素	10		-1
22	BeheFun	8		-1
23	冰川网络 (SZ:300533)	15		+0
24	Tap4Fun	15		-2
25	Onemt	5		+0
26	朝夕光年	15		-7
27	益世界	9		-1
28	乐牛游戏	2		-1
29	心动网络 (HK:02400)	6		-2
30	哔哩哔哩 (NASDAQ:BILI)(HK:09626)	29		-1

资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理

2.5 新游市场：1月12款新游预计上线，《逆战》《终末地》领衔

- 据GameLook统计，1月预计有12款新游上线。
- 1月预计有12款新游上线，其中最重要的两款产品是鹰角的新一代旗舰级游戏《明日方舟终末地》，以及腾讯天美的《逆战：未来》，这两款游戏都符合头部厂商出身、嫡系IP新作（明日方舟与逆战分别是鹰角和腾讯天美的重要IP）、高投入高品质，预约量也突破3000万。其中，《明日方舟终末地》为在2026年开年首个登场的旗舰级二游项目，为新一轮二游的品质内容大战揭开了序幕。

图：2026年1月新游盘点

2026年1月新游盘点					
序号	游戏名称	类型	平台	厂商	预计上线时间
1	淘金历险记：克朗代克	模拟经营	移动端	深圳星糖网络	1月6日
2	鹅鸭杀	狼人杀派对游戏	移动端	金山世游	1月7日
3	风之痕迹	像素风JRPG	移动端	成都六分鱼网络	1月8日
4	织梦冒险团	卡牌RPG	移动端	深圳奇迹绿洲	1月9日
5	逆战：未来	射击	跨端	腾讯	1月13日
6	无名骑士团	策略RPG	移动端	海南好玩互动	1月13日
7	古剑奇谭二之剑逐月华	MMORPG	移动端	北京丸秀	1月15日*
8	空灵诗篇	二次元放置卡牌	移动端	紫龙	1月15日
9	明日方舟：终末地	二次元箱庭RPG	跨端	鹰角	1月22日
10	妖错图	回合制MMO	移动端	北京丸秀	1月29日*
11	千机阵	卡牌自走棋	跨端	深圳烛猫科技	1月29日
12	全明星觉醒	卡牌对战	移动端	腾讯	1月31日*

注：标“*”产品上线日期为App Store页面显示预定信息，尚未正式定档，具体上线时间以游戏官方公布为准
制图：GameLook

资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

图：1月第一款新游为鹰角网络的《明日方舟终末地》



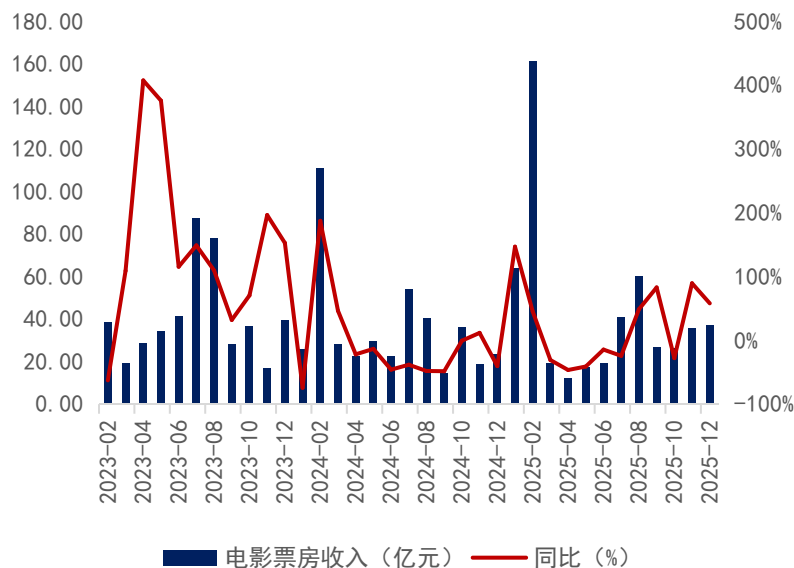
资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

3. 影视：综艺市场腾讯表现出色，短剧、漫剧热度持续

3.1 12月电影票房市场同比增长58%

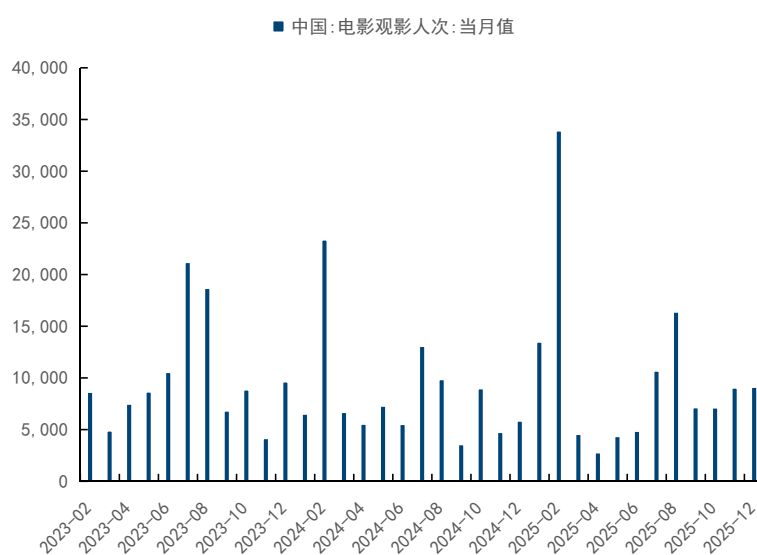
- 据灯塔专业版数据，今年12月总票房达37.12亿元人民币，同比增长58.0%，主要由于《疯狂动物城2》的贡献；
- 观影总人次0.72亿人次，同比增长99.8%；平均票价达到37.2元（上月36.5元），略有回升。

图：12月电影票房收入同比大幅增长



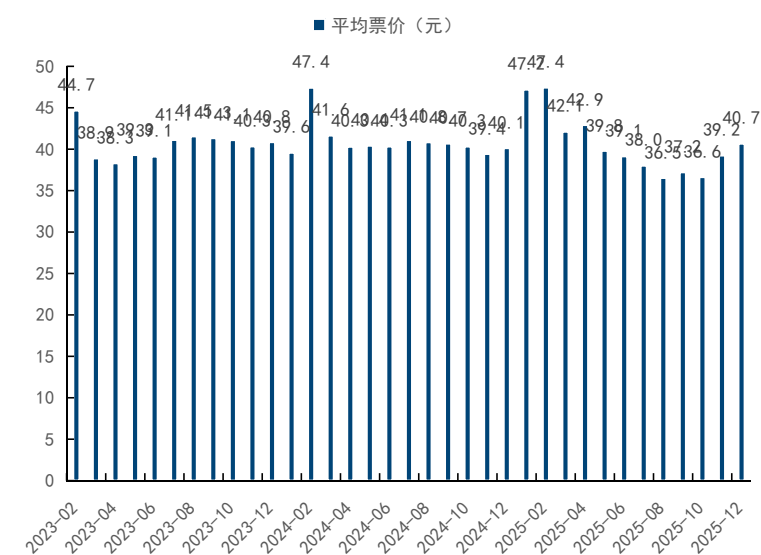
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：观影人次



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：平均票价

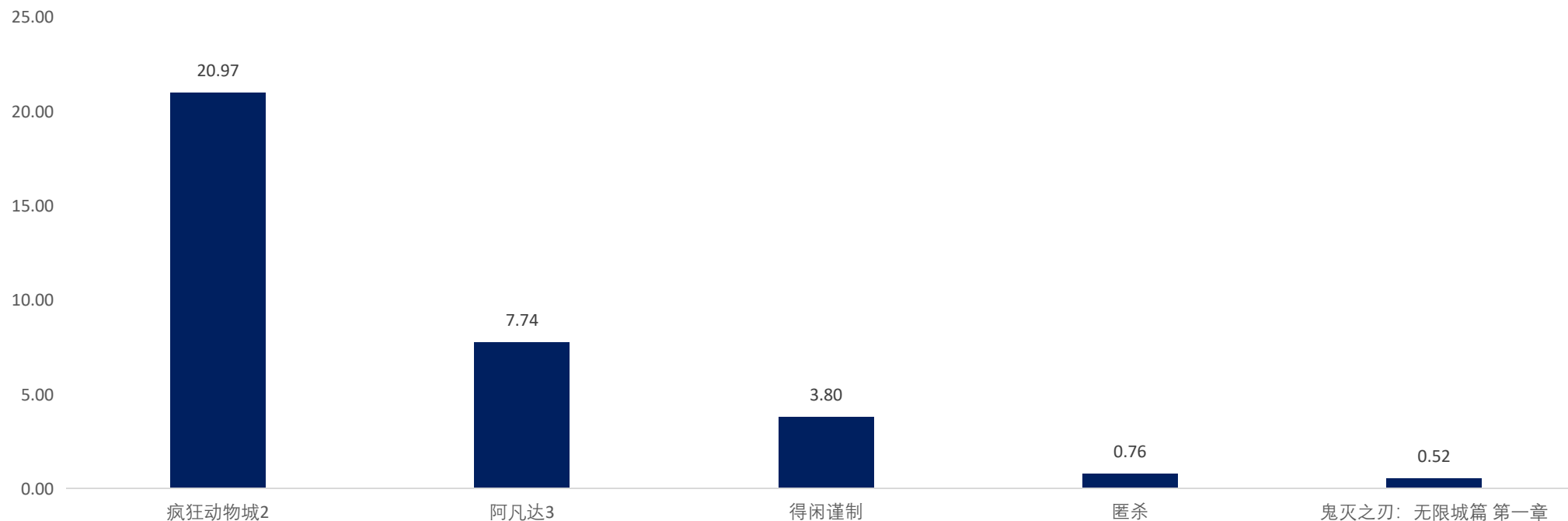


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.1 12月《疯狂动物城2》表现亮眼

- 从单片表现来看，《疯狂动物城2》、《鬼灭之刃：无限城篇 第一章》、《惊天魔盗团3》、《狂野时代》、《铁血战士：杀戮之地》分列12月票房市场前5，《疯狂动物城2》表现突出。

图：12月电影票房TOP5（亿元）



3.2 剧集市场：12月播放量较为平淡

- 12月正片播放量的全网剧集TOP10中，《大生意人》7.54亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《老舅》和《唐朝诡事录之长安》，分别取得6.67亿和5.67亿的成绩；
- 《大生意人》7.54亿的播放量登顶电视剧榜，网络剧《双轨》则以4.54亿的播放量表现位居网络剧的第一。

图：12月剧集播放量排名



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：12月电视剧播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：12月网剧播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

3.3 综艺市场：腾讯《现在就出发 第三季》表现出色

➤ 综艺市场腾讯《现在就出发 第三季》全网正片市占率22.93%、腾讯的《喜人奇妙夜 第二季》正片市占率7.89%排名第二、爱奇艺《奔跑吧·天路篇》全网正片市占率7.03%。

➤ 网综方面，前十的综艺中芒果/腾讯/爱奇艺分别占据4/3/4个。

图：12月综艺播放量排名



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：12月电视综艺播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

图：12月网络综艺播放量排行



资料来源：灯塔专业版，国信证券经济研究所整理

3.4 短剧&漫剧：短剧热度有所提升，漫剧快速起量

- ▶ 短剧方面，12月热度前三的为《纨绔皮下是阎罗》《被校草撞飞后，男神倒追我》《爱恨已逝，许我半生凉薄》，头部短剧抖音累计播放量在5亿次以上。
- ▶ 漫剧方面，12月热度前三的分别为《斩仙台下，我震惊了诸神》《破烂致富》《气运擂台，华夏诸神震惊全世界》，头部漫剧的抖音累计播放量在3亿次以上。

图：12月短剧热力值排名



资料来源：剧查查，国信证券经济研究所整理

图：12月动态漫热力值排行



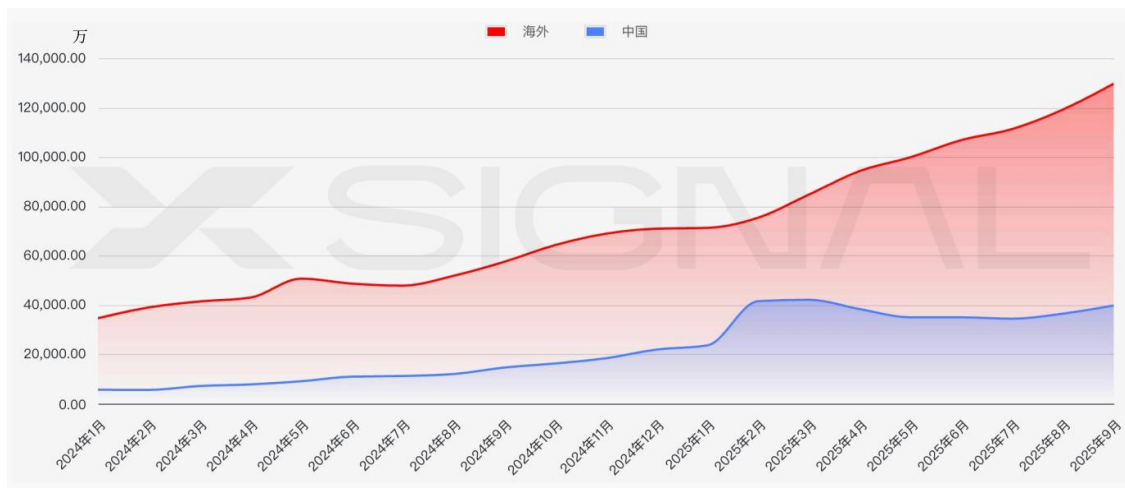
资料来源：剧查查，国信证券经济研究所整理

4. AI应用：GEO重构流量与内容服务生态

4.1 AI应用快速普及，流量入口面临重塑

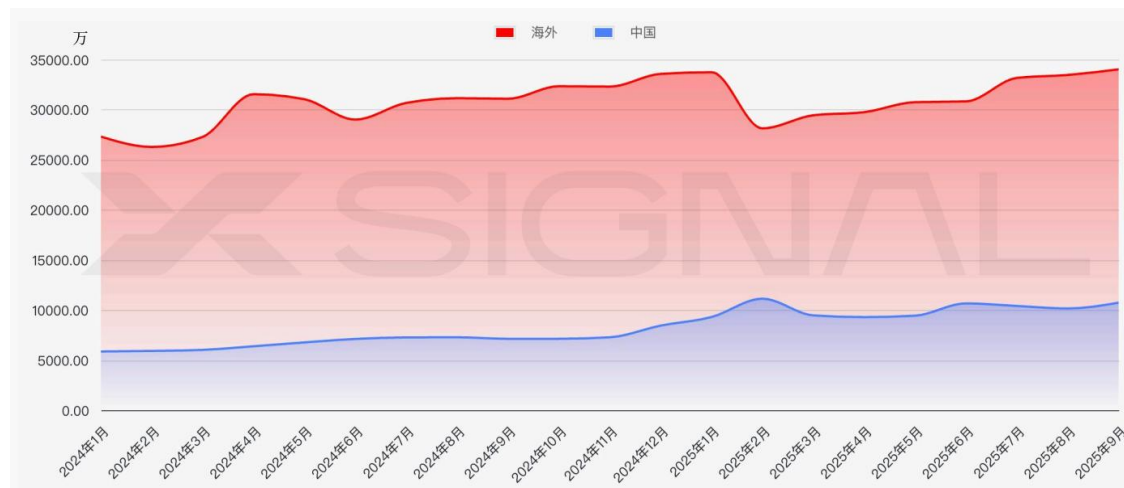
- AI应用进入全球加速期，海内外市场在高基数上继续扩张、场景持续外溢。据Xsignal数据，截至2025年9月，海外AI应用月活跃用户（MAU）已突破12亿，同比增长76.7%，中国AI应用月活跃用户（MAU）达到4.9亿，同比增长172.3%。生成式AI技术的迭代升级带来了模型能力、算力和多模态交互的全面提升，使AI应用能够处理更复杂的数据和任务，拓宽了其应用场景；通过更直观的操作界面与更智能的功能设计，极大提升了AI应用用户的交互效率与满意度。随着AI在信息检索、购物决策、知识Prompt等场景的渗透，用户依赖度持续攀升，推动了应用规模的快速增长。
- 由AI聊天机器人和AI搜索引擎共同构成的AI搜索，已成为AI应用发展的核心引擎，用户模式从“搜链接”转向“向AI要答案”。AI搜索正在重塑信息入口，购物推荐成为核心使用场景，推动品牌传播模式的彻底变革。大语言模型方面，据Xsignal数据，截至2025年9月海外聊天机器人月活已超10亿，国内已超3.9亿。AI搜索应用正在蚕食传统搜索流量，2024年1月至2025年6月国内AI搜索应用月活由6929万提升至1.06亿，增幅超50%，海外总体月活规模超3.08亿。搜索向AI迁移的趋势已在海外各个人群中逐渐显现，据贝恩公司调查表明，目前约有60%的搜索在用户未进入其他目标网站的情况下便已结束，AI搜索对话将成为未来品牌推广的最佳途径。

图：中国及海外聊天机器人月活快速增长



资料来源：Xsignal数据库，国信证券经济研究所整理

图：中国及海外AI搜索月活快速增长

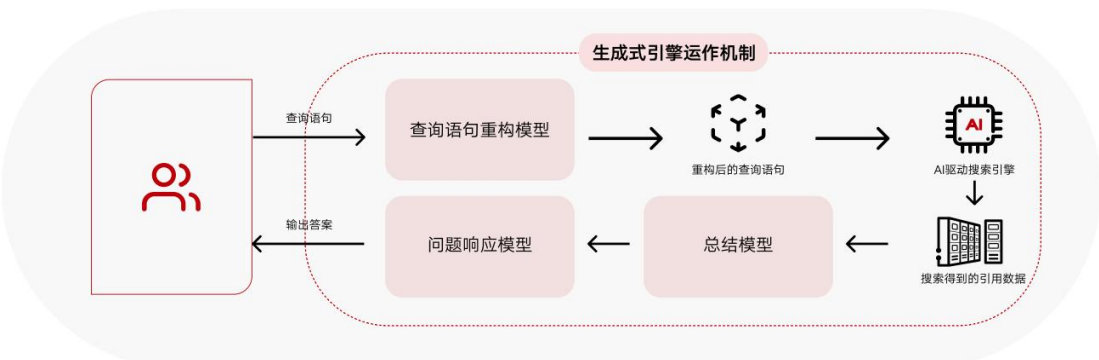


资料来源：Xsignal数据库，国信证券经济研究所整理

4.2 GEO对传统营销模式全面革新，可实现更好的投放效果

- 过去传统搜索引擎是用户获取信息的主要渠道，用户看到的页面是经过优化后的信息列表，SEO通过优化关键词、元数据、反向链接提升内容在搜索中的排名，只要位置靠前，就能获得可见性与流量。生成式引擎优化（GEO）通过多模型协作实现从问题到答案的全过程，用户输入查询语句后，系统先通过查询重构模型解析意图并优化表达，再由AI驱动搜索引擎跨源检索网页、文档、数据库等信息。返回的数据会交给总结模型进行聚合、去冗余和提炼，最后由问题响应模型生成自然语言答案。**GEO的本质在于：1) 对数据链路的定向干预：以品牌营销目标为导向，对AI驱动搜索引擎抓取的数据源进行结构化优化，通过训练数据清洗、引用媒体权重重构等方式，定向校准AI内容生成的偏好轨迹，使品牌信息输出更符合营销场景需求；2) 对曝光概率的增强：利用AI生成的概率模型特性，将数据干预转化为品牌曝光的确定性增长策略。通过精准调控内容生成概率，实现品牌在AI输出中的优先提及权。**
- 简单理解：SEO能把流量引到品牌的门前，而GEO能将专业知识直接传递给用户，无需他们点击浏览和自行筛选。这种从点击到引用的根本性转变为内容的成功构建截然不同的营销模式，据Xsignal数据，A品牌护肤品在过去的营销预算中小红书SEO占据60%以上，但品牌的内容排名却一直上不去。使用GEO后，在豆包等主流平台中被AI模型频繁推荐或引用，尽管小红书上的内容点击量未显著提高，品牌月度销量实现阶段性爆发。

图：GEO的运行机制图解



资料来源：Xsignal，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：传统SEO与GEO的区别总结

维度	传统 SEO	AI 搜索优化 (GEO)
针对对象	搜索引擎 (如 Google、Bing) + 流媒体平台	生成式 AI 引擎 (如 DeepSeek、豆包、ChatGPT、Gemini 等)
主要目标	提升品牌在搜索排名中的展示	让 AI 在生成答案时引用或推荐你的内容
内容展示形式	搜索结果页上的网页链接或内容片段	AI 回答中的直接内容引用或品牌提及
用户行为路径	用户点击进入内容	用户直接从生成回答中获取信息，无需点击及跳转
优化策略	关键词布局、外链建设、网站技术优化	结构化数据、可信内容、品牌实体权威 (Entity Authority)
排名逻辑	基于 PageRank、关键词相关性与用户行为信号	基于内容质量、时效性、相关性、权威性、AI 易读性、知识图谱匹配
内容形式	针对搜索页面结果优化的文章与网页	针对 AI 理解与引用优化的可抓取知识内容
数据更新方式	爬虫抓取实时网页数据	模型训练数据 + 实时检索能力
成功衡量指标	流量 (点击率、会话数)、排名	被模型引用率、品牌在 AI 回答中的提及率、知名度等
挑战	搜索算法不断变化、竞争激烈	AI 黑箱机制、随机属性、平台差异、引用逻辑
用途场景	营销引流和转化、品牌和产品宣传	品牌和产品传播、心智建立、流量入口

资料来源：Xsignal，国信证券经济研究所整理

4.3 用户对AI信任度持续提升，带动消费决策链变革

- 随着AI应用的普及，用户对于AI的依赖程度正逐步提升，据美国国家经济研究局数据，32%的用户已形成周度使用AI习惯。据埃森哲数据，超70%的消费者愿意使用AI助手进行购物决策，而超过50%的消费者认为AI提供的个性化推荐改善了他们的购物体验。据麦肯锡数据，AI正重塑消费决策全链路，40%至55%的重点行业消费者依赖AI搜索完成购买决策，71%的AI工具使用者会通过其获取商品推荐，明确选购标准，近六成用户倾向于选择当日达或即时购服务，AI推荐—虚拟体验—即时购买的闭环路径正在逐渐形成。据明略科技数据，国内已有超80%的用户通过AI获取消费信息，近35%消费者每日高频互动，消费者向AI咨询消费类问题已经成为日益主流的行为。
- 中国对AI信任度全球领先，GEO推进有望领跑全球。据贝恩咨询数据，个性化购物推荐是消费者信任度最高的AI应用领域。中国消费者在各个应用场景下对AI的信任远高于美国和欧洲，总体来看，中国消费者对AI应用的信任程度达到80%，远超美国的35%和欧洲的40%。在个性化购物推荐领域，中国消费者对AI的信任度同样远超欧美国家。随着AI对购物决策的影响力提升，GEO在当前环境下重要性迅速提升。

图：AI个性化购物推荐受信任程度最高



资料来源：贝恩，国信证券经济研究所整理

图：中国消费者对AI信任度明显高于欧美

中国消费者对AI的信任度比美国和欧洲消费者分别高出45%和40%

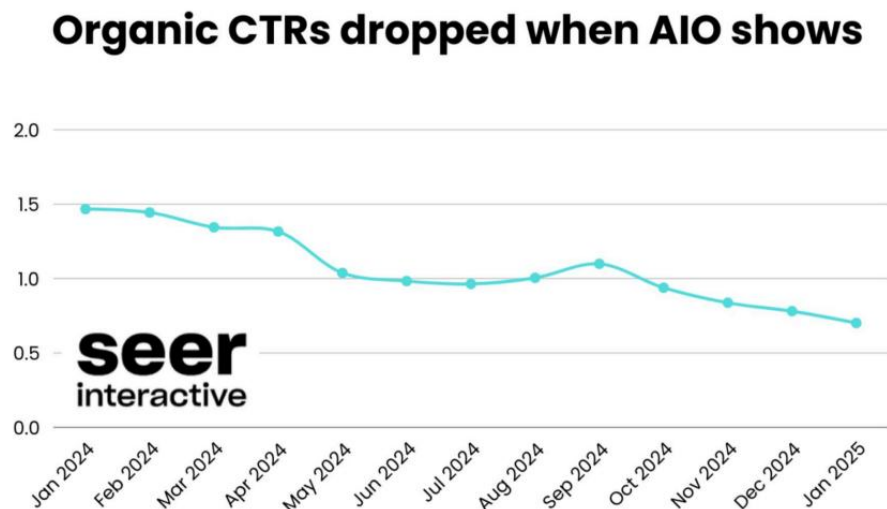
地区	信任度	与平均值比较	洞见观察
中国	80%	+22%	高度接受AI在日常应用中的使用
美国	35%	-4%	对AI数据隐私和伦理问题更为关注
欧洲	40%	-8%	严格的AI监管政策影响消费者信任度

资料来源：贝恩，国信证券经济研究所整理

4.4 AI时代用户点击率下降，SEO效果弱化

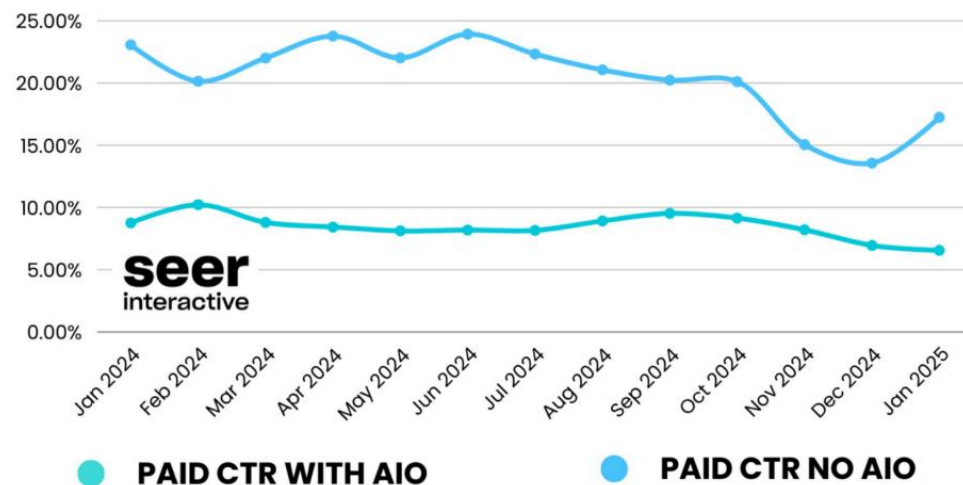
- 随着生成式搜索的兴起，用户的搜索行为正在经历结构性改变。在AI生成结果直接呈现答案的情况下，用户越来越少点击传统搜索结果或广告，而是倾向于从AI生成内容中直接获取信息。据贝恩公司调研数据，约40%到70%的AI搜索用户使用这些平台进行研究和总结信息（68%）、了解最新新闻和天气（48%）以及寻求购物建议（42%）。更令人关注的是，ChatGPT上的购物类搜索在25年的6个月内从占比7.8%增至9.8%，实现近25%的增长，说明用户购物时的搜索行为正加速转向AI。
- 自然点击率方面，据Xsignal数据，当搜索结果中没有显示AI Overview时，自然点击率整体保持稳定，波动区间约为2% - 5%，一旦搜索结果中出现AI Overview，自然点击率立即显著下降，仅维持在1.0% - 1.3%左右，且呈持续下滑趋势。这意味着生成式结果的出现，直接分流了用户点击行为，使传统网页的曝光和访问量显著减少。付费点击率方面，流量同样出现显著下降，在显示AIO的搜索界面中AI生成答案占据了主要可见区域，削弱了广告的曝光度和点击意愿，即使在传统搜索界面中，付费点击率也出现持续下降，表明除了AIO带来的结构性变化外，用户整体的搜索行为也在演变，他们对广告内容的关注度与信任度正在减弱，整体付费点击率从2023年初约20 - 25%降至2025年初不足10%。
- 自然与付费流量的双重下滑揭示出生成式AI已成为信息触达的第一入口，品牌的被AI推荐率将直接决定其在用户心智中的存在度，品牌若想在AI主导的搜索环境中保持竞争力，必须从优化搜索引擎曝光转向优化生成引擎引用。GEO不仅是新的营销术语，更是品牌在生成式时代获得数字主权的战略基础。

图：当AI预览功能出现时自然点击率快速下降



资料来源：Seer interactive, 国信证券经济研究所整理

图：进入AI时代后付费点击率快速下降

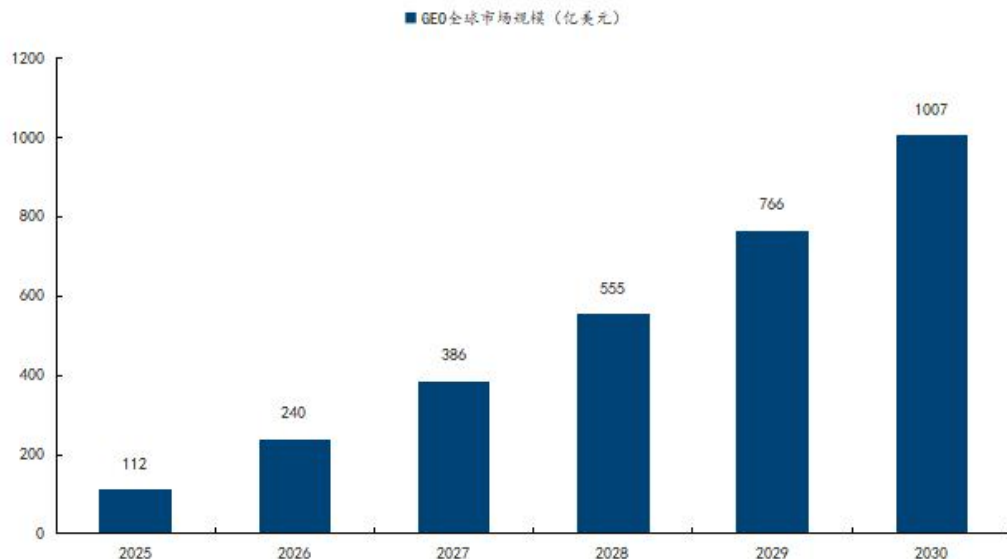


资料来源：Seer interactive, 国信证券经济研究所整理

4.5 GEO市场快速增长

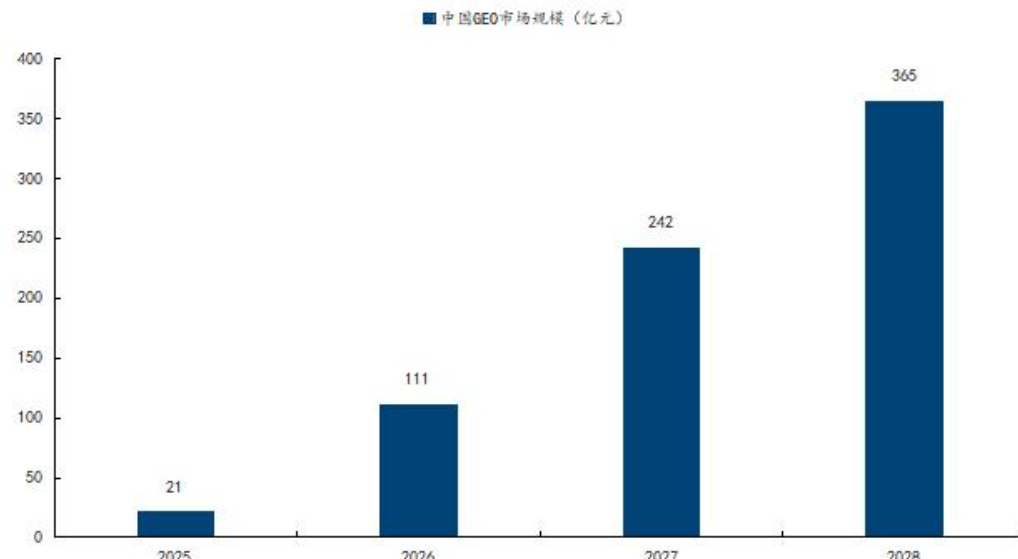
- 随着生成式AI推动传统搜索方式变革，当前GEO市场快速增长，据明略科技数据，2026年全球GEO市场规模将达240亿美元，预计到2030年全球GEO市场规模有望达到1000亿美元。国内方面，GEO市场正以大语言模型为核心驱动，实现对传统SEO的全面替代与加速重塑，据头豹研究院数据，2026年国内GEO市场有望达到111亿元，到2028年有望达365亿元。
- 当前下游需求快速迁移至GEO，2026年有望从局部试点到全面应用，未来市场有望呈现指数级增长

图：GEO全球市场规模高速增长



资料来源：明略科技，国信证券经济研究所整理

图：中国GEO市场规模高速增长



资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

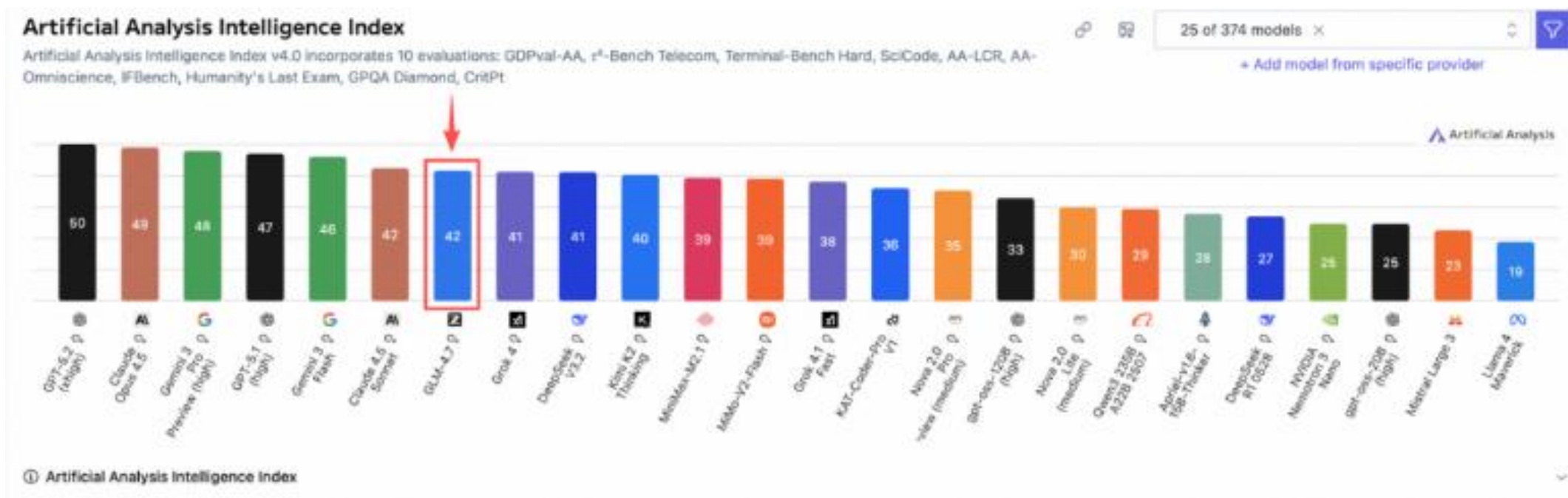
4.6 从流量到服务、语料，GEO的投资逻辑

- **核心变化：**流量入口从“列表链接”变为“直接答案”，中介价值被压缩，内容源头价值被放大。
 - ✓ 流量入口的结构化变化
 - 从“搜索”到“提问”：用户不再点击十个链接寻找答案，而是直接获取AI整合后的唯一答案
 - “零点击”趋势：传统搜索广告（SEM）和展示广告的曝光率将大幅下降，流量不再流向中间页，而是留在AI界面或直接导向最终权威信源。
 - ✓ 营销策略的被动升级，内容为王回归
 - 关键词堆砌失效。AI偏好引用高权威、高结构化、逻辑清晰的深度内容
 - 品牌即资产：AI更倾向于推荐有明确品牌认知和私域数据的企业
 - 新KPI体系：关注点从PV/UV转向“被引用率”和“答案占有率”
 - 传统的代理商（纯倒流、缺乏技术壁垒）将面临淘汰；掌握 MarTech（营销技术）能力、能帮助品牌做AI语料库建设、进行GEO优化的营销服务商将获得高成长机会
- **投资主线：从通道能力向优质语料（IP/数据）的稀缺性和AI工具的整合能力转变**
 - ✓ 优质语料与IP资源
 - GEO需要高质量数据来训练和生成答案。拥有版权、专业数据库、独家IP的公司将从“流量变现”转向“版权/数据授权变现”
 - 相关上市公司：浙数文化、中文在线等。
 - ✓ GEO营销服务商
 - 专业的GEO服务于运营能力
 - 相关上市公司：浙文互联、天下秀等；出海方向：汇量科技等；
 - ✓ 平台（流量入口）
 - 生态链中心环节
 - 相关上市公司：昆仑万维等；

4.7 行业动态：国内AI本地化部署龙头——智谱上市

- 智谱为中国领先的独立大模型厂商，研发优势显著。智谱为中国市场份额排名第一的独立通用大模型厂商（整体排名第二，市场份额6.6%），研发团队占比超过74%。
- 2025H1，智谱的本地化部署/MaaS收入分别占比84.8%/15.2%。此外，公司积极的开源策略（全球下载量超4500万次）构建了庞大的开发者生态，形成了“应用-反馈-迭代”的良性飞轮。

图：智谱的模型能力十分领先



资料来源：快手官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

4.7 行业动态：全球大模型Pureplay头部玩家——Minimax上市

- 1/9，Minimax上市首日大涨109%；
- 公司为国内少数全栈自研、全模态能力的AI基础模型厂商。公司的底座模型分别为M2、海螺2、Speech2，C端产品的总用户在2亿以上，B端客户超过10万家。
- 公司的C端产品如Talkie/星野和海螺AI已积累超2.12亿个人用户，提供了宝贵的真实世界交互数据。B端开放平台则通过API调用等方式服务超10万企业和开发者，毛利率高达69.4%。

图：Minimax产品及其迭代情况

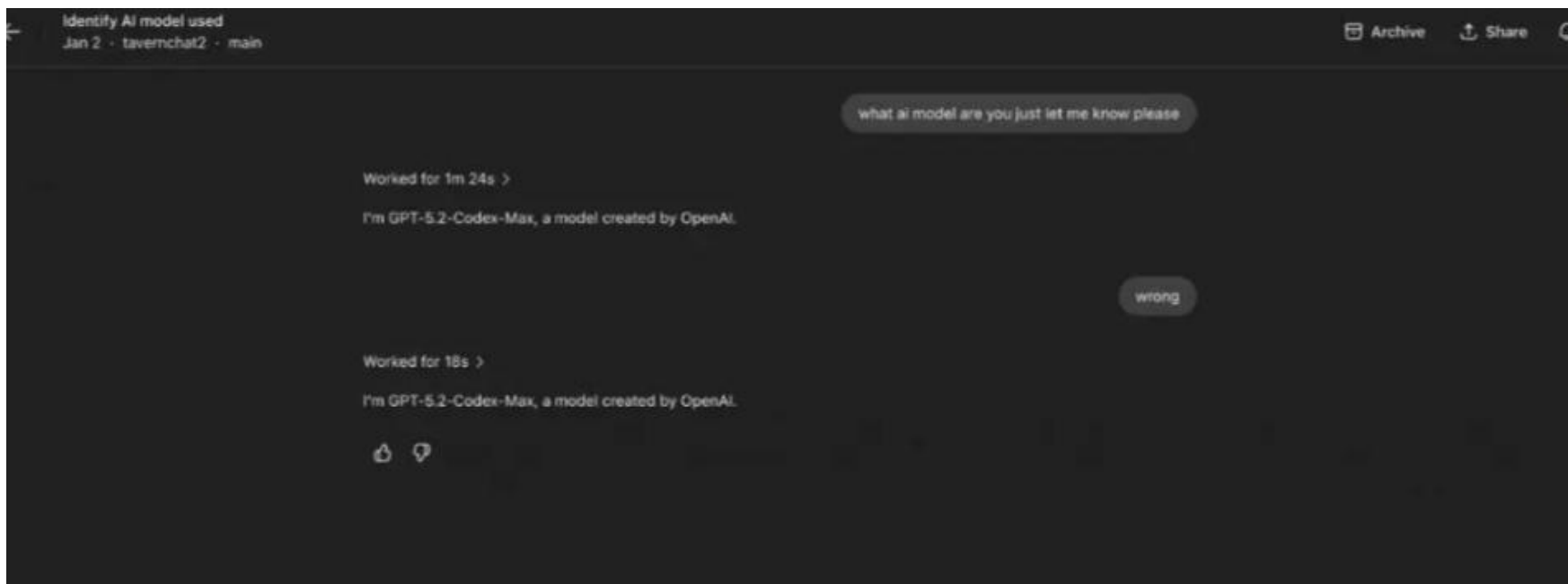


资料来源：Minimax招股书，国信证券经济研究所整理

4.7 行业动态： OpenAI 发布GPT-5.2-Codex-Max

- 近日，OpenAI宣布开始测试一款全新的Codex模型——GPT-5.2-Codex-Max，并向部分订阅用户逐步推送。
- GPT-5.2-Codex-Max的推出意味着Codex系列在5.2代际中开始明显区分常规版本与高性能变体。
- 在此前的产品说明中，OpenAI 曾表示，GPT-5.2-Codex 具备更强的长任务执行能力，可在多步骤编程任务中保持上下文连贯，并通过上下文压缩技术，在大型代码仓库中维持可用的整体视图。同时，该版本在复杂重构、迁移等高变更操作中稳定性有所提升。
- 此外，Codex 5.2 在工具调用可靠性、Windows 工作流适配以及视觉理解能力方面也有所增强，能够更好地理解用户在编程过程中提供的截图、界面问题和结构图示。

图：GPT-5.2-Codex-Max模型



资料来源：AI base，国信证券经济研究所整理

4.7 行业动态：火山引擎将成为2026年春晚独家AI合作伙伴

- 2025年12月28日，中央广播电视总台《2026年春节联欢晚会》分会场发布活动现场，重磅官宣火山引擎成为春晚独家AI云合作伙伴。
- 作为字节跳动旗下云和AI服务平台，火山引擎将以顶尖AI云算力与全栈技术能力，深度赋能春晚直播、线上互动及内容生成的智能化升级，打造科技与温情交融的全球华人团圆盛宴，树立AI技术大规模落地应用的标杆案例。

图：夸克AI眼镜发布



资料来源：夸克AI眼镜发布会，国信证券经济研究所整理

5. 投资建议：GEO加速AI应用破圈及商业化落地，把握AI催化下的板块投资机会

5.1 投资建议与1月组合

- GEO重构流量及内容服务生态，AI应用催化板块表现；重点看好AI营销板块，把握AI漫剧、语料方向投资机会。GEO加速AI应用及商业化落地，从营销中介到优质语料、大模型平台有望持续受益；AI营销方向关注浙文互联、汇量科技等标的；语料方向关注浙数文化、中文在线等标的；同时26年多模态应用有望加速走向成熟，重点看好AI漫剧方向，关注中文在线、昆仑万维、哔哩哔哩等标的；
- AI应用有望提升板块整体估值水平，把握业绩于估值兼备的游戏、出版等方向布局机会；1) 强新品周期有望推动游戏板块业绩与估值持续上修，自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐巨人网络、吉比特、恺英网络、心动公司、三七互娱等标的；3) 出版行业关注GEO语料库催化可能，关注国有出版方向。
- 12月投资组合为巨人网络、恺英网络、哔哩哔哩、心动公司，整体表现良好；26年1月投资组合为巨人网络、恺英网络、哔哩哔哩、昆仑万维、中文在线、浙数文化。

图：投资组合表现

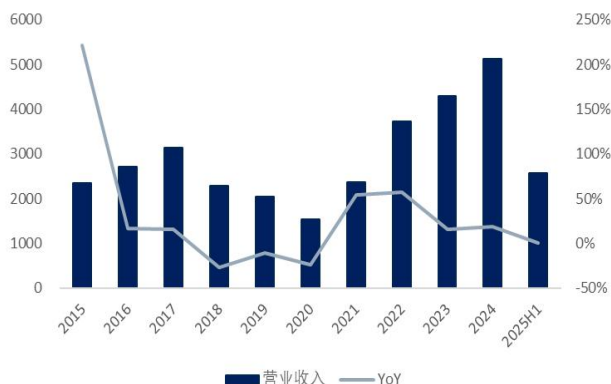
代码	简称	股价	月涨幅	相对沪深300涨幅	相对行业指数涨幅
002517	恺英网络	23.27	26.7%	16.41%	16.04%
002027	分众传媒	8.31	14.0%	3.66%	3.29%
9626.HK	哔哩哔哩	180.90	0.8%	-9.55%	-9.92%
801760.SI	传媒（申万）	830.23	10.7%	0.37%	
000300.SH	沪深300	4496.76	10.3%		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：恺英网络（002517.SZ）：关注新品及AI应用表现

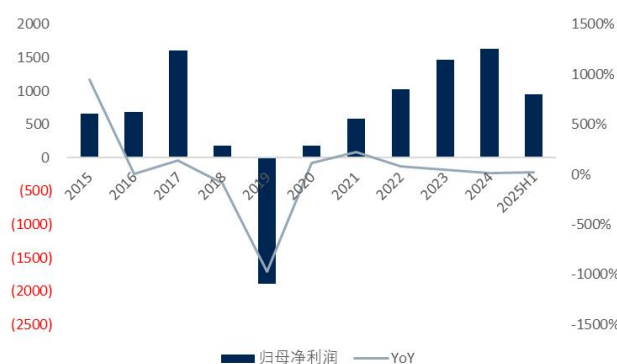
- **业绩增长稳健。**1) 公司25年上半年实现营业收入25.78亿元，同比增长0.89%；实现归母净利润9.50亿元，同比增长17.41%，对应全面摊薄EPS 0.44元；实现扣非归母净利润9.39亿元，同比增长17.18%；2) 25年Q2单季度营业收入12.25亿元，同比下降1.8%；归母净利润4.32亿元，同比增长12.8%，对应摊薄EPS 0.20元；
- **产品矩阵持续丰富，出海增速显著。**1) 公司产品现主要由复古情怀品类和创新精品构成。复古情怀品类包括《原始传奇》《天使之战》《龙之谷世界》等产品；创新品类包括新国战SLG游戏《三国：天下归心》、《斗罗大陆：诛邪传说》、《盗墓笔记：启程》等产品；从复古情怀到创新精品，公司产品矩阵日趋丰富。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传：新的开始》成功登上澳门iOS免费榜第一，还斩获了台湾Google Play免费榜第一、香港Google Play免费榜第二以及香港iOS免费榜第七的佳绩，荣获独立出海联合体发起的“2024中国游戏出海；优质产品带动之下，上半年公司海外营业收入2.02亿元，同比增长59.6%、显著高于整体收入增速。
- **AI应用持续推进，传奇盒子等新业务布局新增长曲线。**1) AI方面，公司自研“织梦”大模型，发布专为游戏行业打造的AI全流程开发平台“AI工业化管线”《SOON》，实现从美术资产生成到代码部署全流程的自动化操作；2) 打造基于传奇游戏及游戏要素独家开发、运营、推广游戏社区的“传奇盒子”，以汇聚各类游戏为特色的，集游戏、直播、电竞、小说、短剧等为一体的游戏社区平台，丰富内容生态并有望构筑新增长点。此外旗下数字资产平台拾元立方以“拾遗、元宇、立异、方等”为理念，整合区块链、Web3.0与AI技术，构建数字艺术品营销生态，并通过“数字资产+实体经济”模式激活文旅消费；
- **看好IP扩展及AI应用前景，维持“优于大市”评级。**我们维持2025/26/27年盈利预测为22.68/24.32/26.61亿元，对应摊薄EPS=1.05/1.13/1.24元。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及AIGC、VR等领域前瞻布局，继续维持“优于大市”评级

图：恺英网络营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：恺英网络归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：SOON游戏创作平台



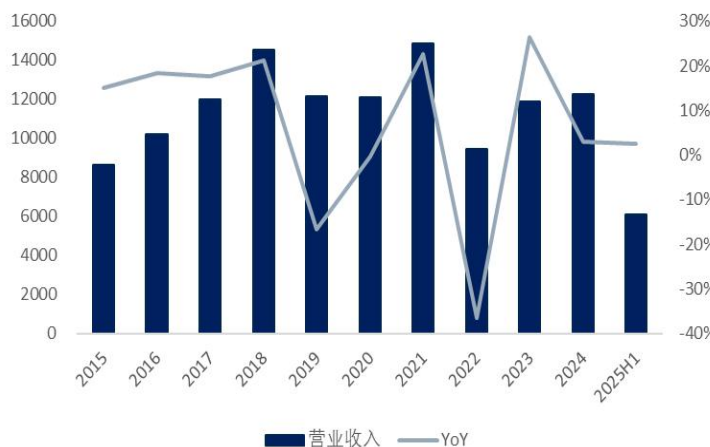
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：分众传媒（002027.SZ）：增长稳健，竞争格局改善与科技赋能助力经营向上



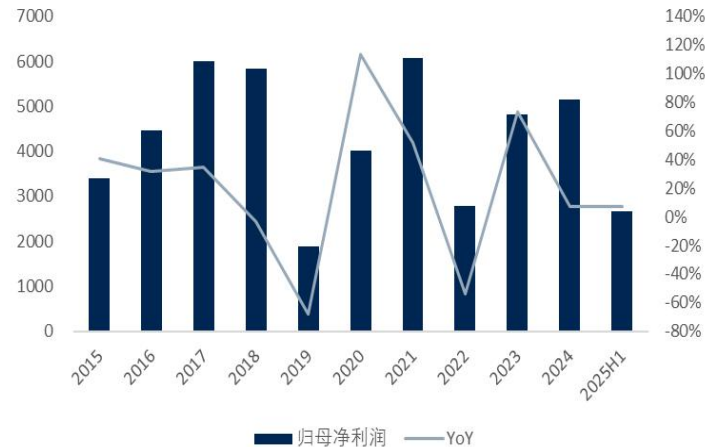
- **营收及利润增长稳健。**1) 上半年公司实现营业收入61.12亿元、归母净利润26.65亿元，同比分别增长2.43%、6.87%；对应摊薄EPS 0.18元；实现扣非归母净利润24.64亿元、同比增长12.17%；2) 25年Q2单季度公司实现营收32.55亿元、归母净利润15.3亿元，同比分别增长0.52%、5.25%，对应摊薄EPS 0.11元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健；
- **毛利率及净利率稳定向上、表现亮眼。**上半年公司毛利率达到68.3%、同比提升3.15个百分点；净利率则达到43.4%，提升2.3个百分点，处于近年来的较高水平；25Q2毛利率和净利率分别达到71.4%、46.7%，同比分别提升3.4/2.2个pct；毛利率及净利率持续改善充分展现展现出公司良好的产业链议价能力。
- **资源点位优势稳固、收购新潮优化竞争格局，与支付宝合作电梯场景全新生态。**1) 截至7月31日公司的生活圈媒体网络覆盖国内339个城市以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度和日本等国，媒体资源点位领先优势显著；2) 公司公告计划收购新潮传媒，若能顺利落地，有望进一步优化行业竞争格局，扩展媒体及客户资源，充分发挥规模优势；3) 公司联合支付宝打依托支付宝“碰一下”的创新交互方式，打造“技术创新+场景渗透”的全新生态，充分提升企业“线上线下品效协同”经营能力，重塑了线下场景的商业价值。AI应用方面，公司营销垂类大模型已进入测试阶段，未来通过基于AI驱动的全新行业解决方案，公司有望重塑广告创意生成、广告策略制定、广告投放优化和广告数据分析的全产业链上下游价值模型。
- **看好公司竞争格局改善及内需市场受益可能，维持“优于大市”评级。**我们预计25/26/27年归母净利润分别为59.69/65.66/68.10亿元，对应摊薄EPS=0.41/0.45/0.47元。公司为国内最大的生活圈媒体平台，点位优势显著，宏观预期改善有望带动增速向上、AI技术有望推动公司运营效率提升、“碰一碰”有望打开成长新空间，维持“优于大市”评级

图：分众传媒营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：分众传媒归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率及净利率

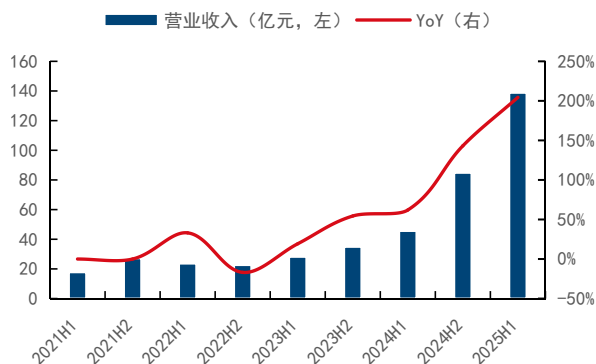


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司：泡泡玛特（09992.HK）：IP与全球化势能强劲，上半年利润+397%

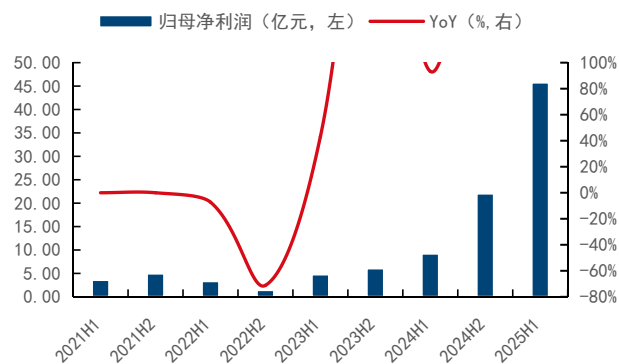
- THE MONSTERS引领成长，公司25H1收入增长204%、利润增长397%。2025年上半年，公司收入138.8亿，同增204.4%，分地区看中国/海外收入分别为82.8/55.9亿，分别同增135.2%/439.6%；归母净利润45.7亿，同增396.5%。利润率维持高水平，公司2025上半年毛利率70.3%，同比增长6.3个百分点，主要由于高毛利的美洲地区收入占比上升；费用端，公司销售/管理/财务费用率分别为23.0%/5.6%/0.2%，分别同比下滑6.5/4.0/0.2个百分点，主要由于规模效应提升；
- P热度持续提升，2025上半年有13个IP收入过亿。分IP看：1) 成熟IP方面，THE MONSTERS跻身世界级IP、MOLLY等成熟IP保持旺盛的生命力。THE MONSTERS/MOLLY/SKULLPANDA/DIMOO的收入分别为48.1/13.6/12.2/11.1亿，分别同增668.0%/73.5%/112.4%/192.5%。CRYBABY跻身前五大IP，收入增长248.7%至12.2亿。2) 新IP方面，星星人为成长最快的新兴IP，2025上半年收入3.3亿元。
- 海外收入增长迅猛，2025下半年计划新增60家以上门店。公司海外门店已有140家，中国/亚太/美洲/欧洲地区的收入分别为82.8/28.5/22.6/4.8亿，同比提升135.2%/257.8%/1142.3%/729.2%，年内将新增60家以上门店；
- 看好潮玩龙头的IP运营能力和出海空间，维持“优于大市”评级。由于公司的IP势能和海外扩张节奏迅猛，我们维持盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为98.7/128.6/154.0亿，同比增长215.7%/30.3%/19.8%，当前股价对应PE=40/31/26x。公司的IP打造与运营能力得到持续验证、海外渠道维持迅猛成长；同时IP乐园、联名活动等有望提升IP运营深度，长线IP打造与运营、商业化变现能力有望持续增强，维持“优于大市”评级。

图：泡泡玛特营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：核心IP矩阵



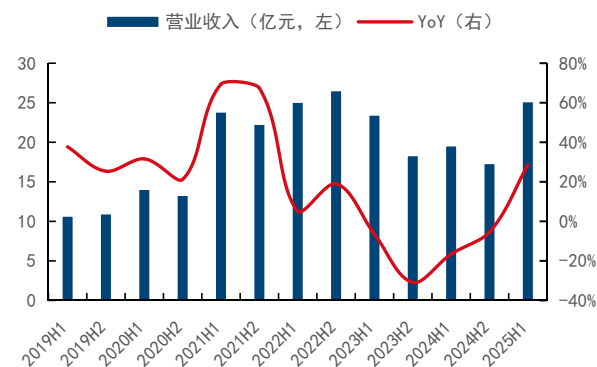
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

重点公司：吉比特（603444.SH）：《杖剑传说》表现亮眼，2025H1收入增长29%



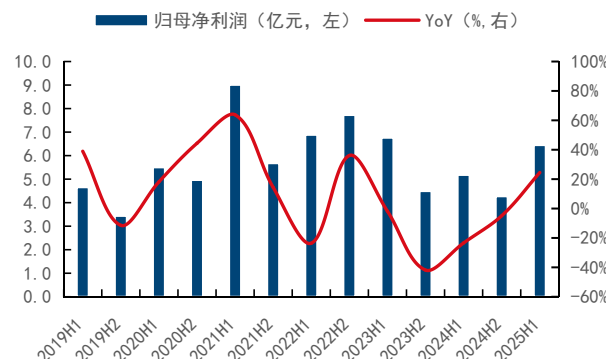
- 2025上半年公司收入增长29%，第二季度新游戏上线收入增长加速。1) 2025上半年，公司收入25.2亿，同比增长28.5%，其中《问道手游》流水同比下滑7.3%至10.7亿、新游戏《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》流水分别为5.7亿和4.2亿；归母净利润6.5亿，同比提升24.5%，主要由于《一念逍遥（大陆版）》。
- 毛利率同比增长4.1个百分点，费用率整体略增1.3个百分点。2025上半年，公司的毛利率92.3%，同比增长4.1个百分点；费用率整体上升1.3个百分点至54.4%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为33.2%/8.2%/-1.2%/14.2%，分别同比+5.8%/-1.0%/+2.3%/-5.8个百分点，主要由于新品上线买量费用上升。
- 《杖剑传说》表现优异。1) 境内游戏：《问道手游》流水同比下滑7.3%至10.7亿，其中第二季度流水同比基本持平；2024年10月上线的《封神幻想世界》和2025上半年上线的《问剑长生（大陆版）》《杖剑传说（大陆版）》贡献增量收入和利润。2) 境外：公司的境外游戏收入下滑21.0%至2.0亿元，主要由于《飞吧龙骑士（港澳台韩版）》《一念逍遥（欧美版）》本期流水有所减少。3) 储备产品方面，公司将持续推进自研产品《杖剑传说》《问剑长生》的全球化发行，此外公司将代理运营三国题材SLG游戏《九牧之野》。4) IP孵化业务方面，公司取得《明克街13号》《术师手册》等多部网文IP的游戏改编权，积极探索IP运营以拓宽用户基础；
- 公司新产品表现亮眼、自研产品海外发行及代理产品有望贡献增量，维持“优于大市”评级。由于公司的《杖剑传说》表现优异，我们维持盈利预测，预计2025-2027年净利润分别为14.5/15.4/16.3亿（原预测为10.1/11.4/12.3亿），EPS分别为20.15/21.33/22.64元，对应PE为22x/21x/19x；公司产品研发实力较强、长线运营能力优秀，下半年自研产品海外发行、代理产品都将贡献增量，维持“优于大市”评级。

图：吉比特营业收入及增速（单位：亿元、%）



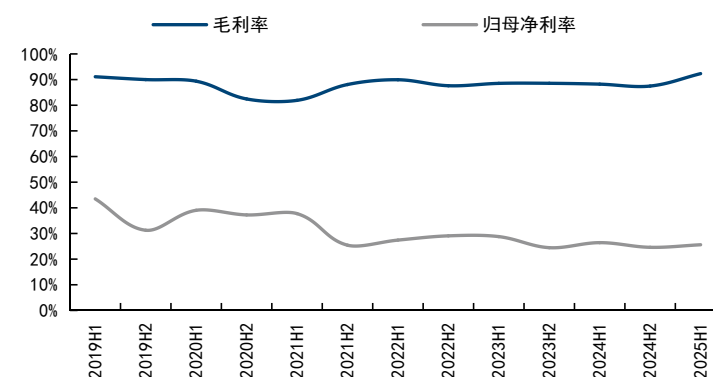
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：吉比特归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：毛利率和费用率



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

商誉减值风险；

业绩不达预期；

经营管理风险；

监管政策风险；

新技术落地低于预期等。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032