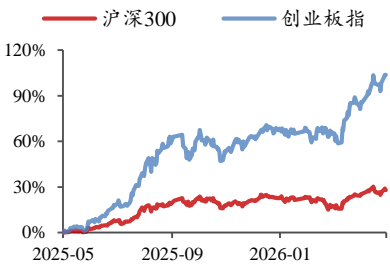


2026年05月28日

开源晨会 0528

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	2.756
煤炭	1.486
食品饮料	1.241
公用事业	0.760
电力设备	0.607

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-3.728
计算机	-3.069
钢铁	-2.704
基础化工	-2.616
建筑材料	-2.612

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【固定收益】追本与觅变：国资产业 CVC 模式的信用重锚——固收专题-20260527

以追觅为代表的产业 CVC 兴起本质是地方投融资与招商逻辑在约束条件下的范式切换。随着土地财政退潮与基建举债空间收窄，产业股权投资成为承接存量资金与招商诉求的最优解。以追觅系为代表的运作模式，呈现出“国资出钱、链主出力、风险共担”的典型特征。2024年，《公平竞争审查条例》与《创投十七条》一堵一疏，加速从补贴招商向基金招商转型。合肥蔚来与武汉弘芯的案例揭示，当 GP（产业方）与 LP（国资）利益发生偏离时，投资决策权的归属才是决定产业 CVC 成败的关键变量。

行业公司

【传媒】多模态 AI：逐光前行，加速进击——行业投资策略-20260527

自 2021 年 OpenAIDALL-E 首次将大语言模型引入图像生成领域起，海外科技大厂、高校聚焦多模态技术持续迭代模型架构，多模态大模型生成内容质量、效率、成本不断优化。国内科技大厂快速追赶，并在视频生成、音频/音乐生成领域实现局部反超。技术成熟度提升及应用推广驱动 AI 原生应用 ARR 快速增长，图像领域 Midjourney、视频领域快手可灵、音频领域 ElevenLabsARR 达数亿美元，Gemini 对 NanoBanana 的引入助其 MAU 三个月内增加 2 亿。全球人才、资本聚集或推动多模态技术继续高速发展，模型商业化迎来广阔市场并有望提速。

研报摘要

总量研究

【固定收益】追本与觅变：国资产业 CVC 模式的信用重锚——固收专题-20260527

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 曾禹童（分析师）证书编号：S0790526030003

链主崛起：追觅范式与招商革命

以追觅为代表的产业 CVC 兴起本质是地方投融资与招商逻辑在约束条件下的范式切换。随着土地财政退潮与基建举债空间收窄，产业股权投资成为承接存量资金与招商诉求的最优解。以追觅系为代表的运作模式，呈现出“国资出钱、链主出力、风险共担”的典型特征。2024 年，《公平竞争审查条例》与《创投十七条》一堵一疏，加速从补贴招商向基金招商转型。合肥蔚来与武汉弘芯的案例揭示，当 GP（产业方）与 LP（国资）利益发生偏离时，投资决策权的归属才是决定产业 CVC 成败的关键变量。

边界迷局：CVC 与隐债六维穿透

国资 CVC 既不能简单等同于隐债换壳，也非纯粹的市场化股权投资。从法律形式看，有限合伙架构与协议文本通常具备形式合规性，显性政府担保缺位；但从经济实质穿透，回购对赌、返投约束及财政协调需求共同构成了风险传导的三重暗线。当标的企业经营恶化、回购义务主体履约能力不足时，风险可能通过就业稳定、招商信用及区域产业链预期等渠道，逐步传导至财政协调层面。基于此，报告构建了“穿透测试四步法”框架，从资金流向、交易实质、政府担责及投资独立性四个递进维度，判定特定产业基金是否构成或有隐性债务，并识别出返投不达标、回购违约、跨区域信用传染等六类风险触发情形。

信用重锚：财政兜底到资产穿透

上述边界模糊性要求传统信用分析框架转型：“地方政府会不会支持、能不能支持”的财政视角，必须让位于“投出去的钱能不能收回来”的资产穿透逻辑。报告将四步法转化为可量化的五维度加权评分体系：投资集中度与期限错配度合计占 50% 权重，对应底层资产集中风险和流动性压力；链主信用质量占 20%，反映偿债来源从财政信用向产业信用的核心转移；区域财政缓冲与协议兜底强度合计占 30%，保留财政基本盘判断但不再作为唯一依据。投资策略上建议“抓大放小、重质轻量”，优先配置链主信用质量高于 80 分、且技术壁垒已被市场验证的区域平台债券，坚决回避区域基金密度高且链主信用质量低的“双高”组合。

总的来看，产业 CVC 的兴起是传统招商与举债空间系统性收窄后的现实选择。对信用分析而言，唯有穿透协议条款、GP 治理结构与底层资产质量，方能准确识别 CVC 模式下的真实风险，捕捉转型进程中的投资机遇。

风险提示：本报告基于公开资料和研究判断，对产业 CVC、地方国企信用重估及相关风险穿透框架进行分析，相关项目的结构安排、政策环境和市场条件可能存在差异。

行业公司

【传媒】多模态 AI：逐光前行，加速进攻——行业投资策略-20260527

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

全球多模态技术持续迭代，国产模型从追赶到局部超越，整体商业化提速

自 2021 年 OpenAIDALL-E 首次将大语言模型引入图像生成领域起，海外科技大厂、高校聚焦多模态技术持续迭代模型架构，多模态大模型生成内容质量、效率、成本不断优化。国内科技大厂快速追赶，并在视频生成、音频/音乐生成领域实现局部反超。技术成熟度提升及应用推广驱动 AI 原生应用 ARR 快速增长，图像领域 Midjourney、视频领域快手可灵、音频领域 ElevenLabs ARR 达数亿美元，Gemini 对 NanoBanana 的引入助其 MAU

三个月内增加 2 亿。全球人才、资本聚集或推动多模态技术继续高速发展，模型商业化迎来广阔市场并有望提速。

多模态大模型下游广泛，应用拓展或加速国产模型 Token 调用量/ARR 增长

多模态大模型可深度赋能内容生产、营销、工业制造等，只要 AI 在工作流中创造价值高于 Token 成本，需求星辰大海。国内头部模型厂商多领域布局，各家基于自研模型与其他业务的协同效应选择发力方向。2026 年头部模型 Token 调用量跃升，豆包 3 月实现两年千倍 Token 量增长，智谱 3 月 ARR 同比增长 60 倍，年初以来增长 6.4 倍。对比 OpenAIARR 超 250 亿美元、AnthropicARR 超 440 亿美元（较 2025 年底提升 389%），我们认为国产模型厂商商业化空间依然广阔；参考主流多模态大模型，单秒音频/单张图像/单秒视频对比单个文字，输入 Token 消耗量高 1-2/3/2-3 个量级，输出 Token 消耗量高 1/2-3/4 个量级，我们测算仅国内视频消费场景每日所需 Token 即有望达 350 万亿，看好应用拓展带动各模型收入延续高增长。重点推荐：腾讯控股、快手，受益标的：Minimax、阿里巴巴、智谱、昆仑万维。

多模态大模型深度赋能内容产业链，积极布局“AI+视频/游戏/营销”赛道

(1) 视频：过去动漫、海外实拍等成本高，AI 制片下单部短剧成本低至数万元。AI 真人剧登顶红果热播总榜、入选戛纳展映，或反映 AI 内容已获观众认可；《三星堆：未来往事》获“龙标”标志 AI 电影上映跑通；“内容+成本”闭环或打开增量市场。重点推荐：阅文集团，受益标的：中文在线、德才股份、博纳影业。

(2) 游戏：AI 赋能研发全流程，技术门槛下降有助于分发平台/UGC 生态游戏/开放世界游戏促成玩家向创作者的转化，打造“内容-用户”正循环。AI 重塑交互体验，其中叙事类、社交竞技类游戏或率先受益。重点推荐：完美世界、网易、巨人网络、恺英网络、心动公司、哔哩哔哩，受益标的：世纪华通。

(3) 营销：多模态大模型助广告系统实现深度个性化，以 ChatGPT 为代表的高 CPM/AI 应用商业化加速，AI 提效下内容激增将提升广告重要性，或共驱广告市场扩容。程序化广告技术领先及与头部 AI 应用公司合作紧密的营销公司或率先受益。重点推荐：汇量科技、引力传媒，受益标的：蓝色光标、易点天下。

多模态大模型加快渗透或进一步扩大算力缺口，算力租赁/AIDC 或充分受益

供需失衡推高算力价格，2026Q1 国内头部云厂商价格上涨 5%-34%。多模态输入提升单位 Token 算力占用，应用发展或进一步扩大算力缺口。字节跳动/阿里巴巴/腾讯 2025 年资本开支同比增长 88%/71%/3%，2026 年算力投资力度加大，看好算力产业链公司。重点推荐：顺网科技，受益标的：华策影视、浙数文化。

风险提示：大模型迭代速度、AI 应用商业化进展、算力投资力度不及预期等。

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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的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

	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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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