

捷成股份(300182)深度报告

国内领先影视版权运营商，AI加速公司驶入成长快车道

传媒 股票投资评级：买入|维持

证券分析师 王晓萱

证书编号 S1340522080005

中邮证券

发布时间：2026-06-02

- **国内领先影视版权运营商，依托海量版权资源与技术能力，加速向“内容+科技”综合平台升级。** 公司成立于2006年，早期以音视频技术解决方案为核心业务，后通过外延并购切入影视制作及版权领域，逐步向内容与版权运营商战略转型。目前公司已累计沉淀超10万小时影视、动漫及节目版权内容，并构建了覆盖广电、互联网新媒体及电信运营商等多元渠道的全媒体发行体系。近年来，公司在持续巩固版权主业基础上，积极布局数字营销、影视发行及微短剧等新兴方向，推动业务由传统版权分发进一步向多元化内容服务与技术服务延伸，加速向综合型内容与科技平台演进。2025年及2026年第一季度，公司分别实现营业收入26.45/5.70亿元，同比下降7.74%/19.83%；归母净利润1.90/1.13亿元，同比下降20.14%/13.90%。
- **政策驱动版权运营业务景气度回升，丰富储备、多元布局释放发展动能。** 版权运营业务盈利能力直接受上游影视供给结构与下游发行渠道机制变化影响：1) 成本端：《广电21条》推动长剧供给侧扩容，叠加中长尾电影新渠道发行需求提升，上游制作环节整体议价能力或边际弱化，有望带动版权采购成本改善；2) 收入端：微短剧等新兴内容形态带来增量发行需求，叠加平台侧分账机制逐步完善，有望推动版权商收入规模与弹性同步提升。公司近年在夯实存量版权资源基础上，仍在持续加大新版权采购与国际化布局力度，同时积极拓展微短剧与IP衍生等多元业务体系，有望进一步打开收入增量空间：1) 微短剧：公司已与红果、番茄等头部平台达成合作，并在常州投资建设“西太湖短剧基地”，预计年产能超千部，2025年已有多部自制及联合开发作品上线；2) IP衍生：公司已与多个国内外IP达成合作，其中《浪浪山小妖怪》系列盲盒累计销量已突破300万只、零售额突破3000万元（截至2025年9月中旬），初步验证公司在内容IP方向上的商业转化能力。目前公司在持续加强产品开发能力同时，同步积极推进自有渠道建设，后续有望进一步打通IP衍生品从内容触达至销售转化的完整链路，进一步强化新业务增长动能。
- **AI视频迈入高速发展阶段，前瞻布局影视智能体抢占产业先机。** 视频生成技术正由实验室验证加速迈向商业化落地阶段，但单一模型难以覆盖完整影视工业流程，多模型协同与任务编排能力成为关键，产业主导权后续有望向Agent侧集中。我们认为，Agent的核心评价维度主要体现于：1) 是否具备自有高质量知识库，能够在通用基础模型之上进一步提供差异化内容生成服务；2) 是否具备对业务领先模型的接入与调度能力。公司目前已布局ChatPV与灵犀平台两大AI智能体产品：其中，ChatPV是基于公司自有版权资源库，并结合华为、DeepSeek等模型构建的AI创作引擎，重点覆盖影视二创、新闻生产等轻量化场景；灵犀平台则定位工业级内容生产系统，主要面向动漫、游戏等专业领域，目前亦已接入Seedance 2.0、即梦等多模态模型，持续强化复杂内容生成能力。根据Precedence统计，2025年全球AI视频市场规模约为2.19亿美元，预计2034年将增长至33.32亿美元，对应CAGR达35.32%。我们认为，公司目前通过“通用创作+专业生产”双产品矩阵，已实现客群与场景的分层覆盖与能力互补，当前两大产品均已实现项目落地，后续伴随行业规模扩张与应用深化，相关业务有望逐步进入放量阶段。

- 盈利预测及投资建议：**在政策端“广电21条”推动行业供给修复背景下，公司主业景气有望边际改善。考虑到当前行业仍处于复苏初期，内容供给节奏及新业务贡献业绩仍需时间兑现，基于审慎假设，我们预测公司2026~2028年营业收入为28.15/30.86/33.82亿元，归母净利润为3.02/3.65/4.08亿元；对应EPS为0.11/0.14/0.15元。按6月1日收盘价测算，对应PE分别为54/45/40倍。我们选取了与公司主营业务相近的A股上市公司华策影视、光线传媒、中国电影作为可比公司，可比公司2026~2028PE分别为50/40/34倍。我们认为，公司近年在传统业务保持稳健发展的基础上，仍在积极布局微短剧、IP衍生开发及AI应用等新兴方向，叠加稀缺AI语料库等增量价值持续释放，后续有望充分受益于AI技术商业化落地及内容资产价值重估，享受一定的估值溢价，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧，影视行业回暖不及预期，AI产业发展不及预期，新业务经营不及预期。

盈利预测（人民币）（截至2026年6月1日）

项目\年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,645	2,815	3,086	3,382
增长率(%)	-7.74	6.43	9.63	9.60
EBITDA(百万元)	1,738	2,640	919	713
归属母公司净利润(百万元)	190	302	365	408
增长率(%)	-20.14	58.60	20.95	11.63
EPS(元/股)	0.07	0.11	0.14	0.15
市盈率 (P/E)	85.79	54.09	44.72	40.06
市净率 (P/B)	1.94	1.88	1.81	1.74
EV/EBITDA	8.81	6.08	17.63	22.80

资料来源：iFind，中邮证券研究所

目录

- 一 音视频提供商转型版权运营商，加速向“内容+科技”综合平台升级
- 二 版权运营：行业迎来景气度回升，丰富储备、多元布局释放发展动能
- 三 AI：视频生成迈入高速发展阶段，前瞻布局影视智能体抢占产业先机
- 四 盈利预测与投资建议
- 五 风险提示

1

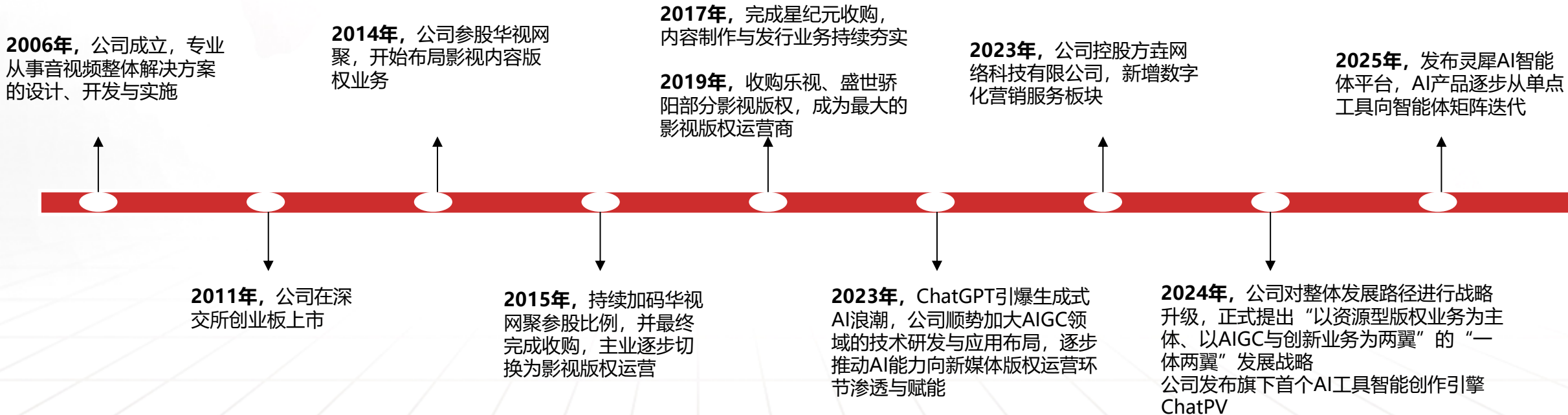
音视频提供商转型版权运营商，加速向“内容+科技”综合平台升级

- 1.1 以音视频业务起家，外延并购转型为国内领先影视版权运营商
- 1.2 行业景气下行累及短期表现，运营能力仍处可控区间

1.1 以音视频业务起家，外延并购转型为国内领先影视版权运营商

- 国内领先影视版权运营商，依托海量版权资源与技术能力，加速向“内容+科技”综合平台升级。公司成立于2006年，早期以音视频技术解决方案为核心业务，后通过外延并购切入影视制作及版权领域，逐步向内容与版权运营商战略转型。目前公司已累计沉淀超10万小时影视、动漫及节目版权内容，并构建了覆盖广电、互联网新媒体及电信运营商等多元渠道的全媒体发行体系。近年来，公司在持续巩固版权主业的基础上，积极布局数字营销、影视发行及微短剧等新兴方向，推动业务由传统版权分发向多元化内容服务与技术服务延伸，加速向综合型内容与科技平台演进。

图表1：公司发展历程

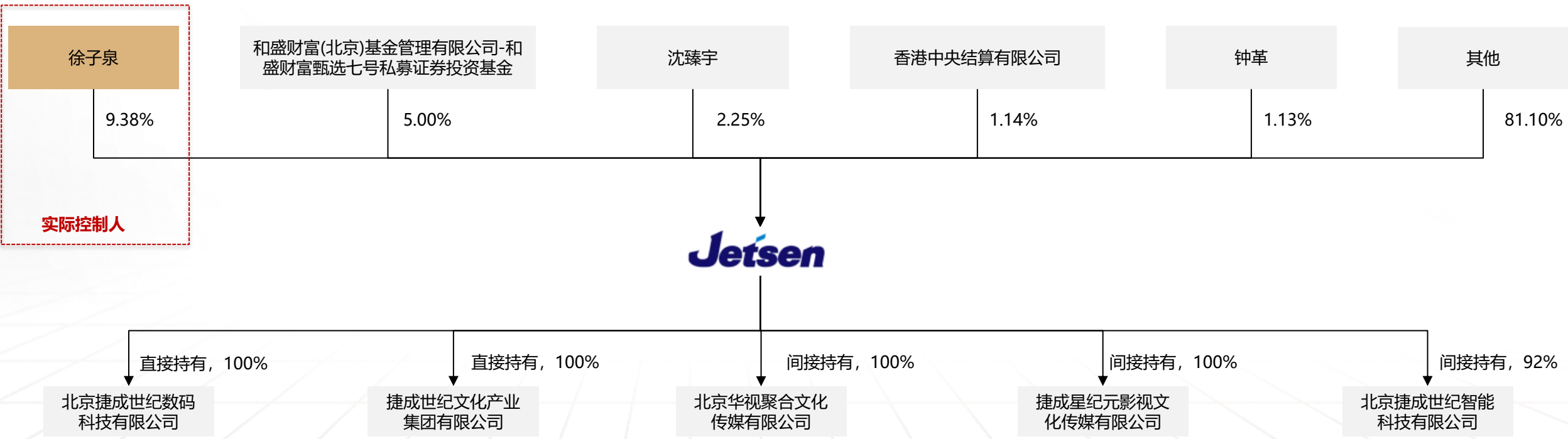


资料来源：公司官网，公司公告，公司公众号，中证网，南方周末，公司投资者调研纪要，iFind，中邮证券研究所

1.1 以音视频业务起家，外延并购转型为国内领先影视版权运营商

- **公司股权结构较分散，实控人持股比例偏低，但仍具自主经营决策权。**截至2026Q1，公司前五大股东合计持股仅约18.90%。从股东结构看，公司实控人兼创始人徐子泉先生当前持股约9.38%，为第一大股东。和盛财富(北京)基金管理有限公司持股5.00%，为第二大股东。除实控人外，其余股东以机构及个人投资者为主，单一持股比例均较低，且没有明显的产业资本方，对公司控制权影响有限。

图表2：公司前五大股东持股情况（截至2026年3月）



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所（注：控参股公司信息截止2025年底）

1.1 以音视频业务起家，外延并购转型为国内领先影视版权运营商

- 大股东质押比例仍处相对高位但边际改善，整体质押风险可控。**
 根据公司公告，截至2026年5月29日，公司创始人徐子泉先生质押股份余量为20,428.60万股，占流通A股的9.04%、占A股总股本的7.67%。根据公司公告，徐子泉先生股份质押融资主要用于偿还其自身债务，其较高质押比例源于前期股票拍卖导致的被动减持。目前相关股份不存在平仓风险，整体质押风险处于可控范围内。

图表3：公司股权质押比例趋势图



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：公司实际控制人股权冻结和质押情况（截止2026年5月）

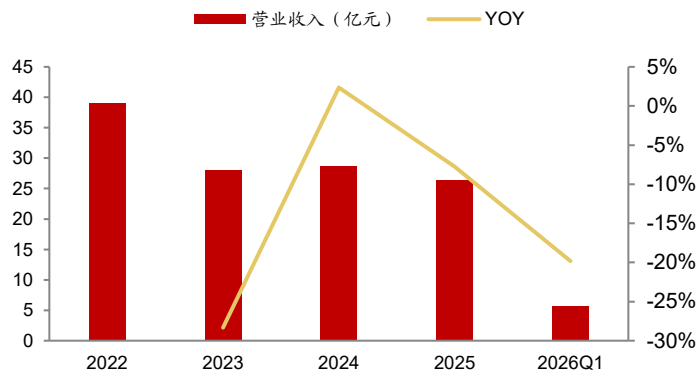
股东名称	持股数量（股）	持股比例	累计被质押股份数量（股）	占其所持股份比例	占公司总股本比例	已质押股份情况		未质押股份情况	
						已质押股份限售和冻结数量（股）	占已质押股份比例	未质押股份限售和冻结数量（股）	占未质押股份比例
徐子泉	249,962,300	9.38%	204,286,015	81.73%	7.67%	204,286,015	100%	23,863,649	52.25%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 行业景气下行累及短期表现，运营能力仍处可控区间

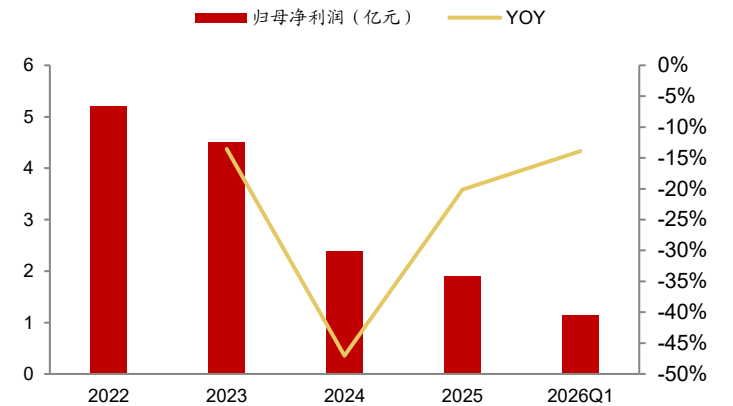
- 行业景气下行拖累收入表现，利润端亏损增速收窄。**2025年及2026年第一季度，公司分别实现营业收入26.45/5.70亿元，同比下降7.74%/19.83%；归母净利润1.90/1.13亿元，同比下降20.14%/13.90%。在行业供给收缩与需求偏弱背景下，公司一方面继续探索版权内容多元化变现模式，另一方面加速海外市场拓展，并逐步推进短剧、微短剧等新兴业务布局。后续伴随行业环境边际改善及新业务逐步放量，公司业绩有望逐步修复。
- 从收入结构看，影视版权运营仍为核心支柱，数字营销业务占比持续提升。**2025年，公司影视版权运营及服务业务实现营业收入22.50亿元，占比分别为85.09%，仍为第一大收入来源；数字营销业务发展较快，收入占比已由2023年的1.37%提升至2025年的12.18%。此外，公司持续研发并推出AI智能创作引擎等音视频技术，相关收入占比亦呈上升趋势。

图表5：公司营业收入（亿元）及增速



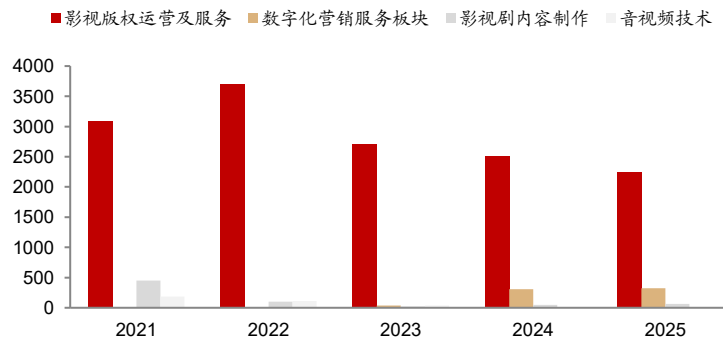
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：公司归母净利润（亿元）及增速



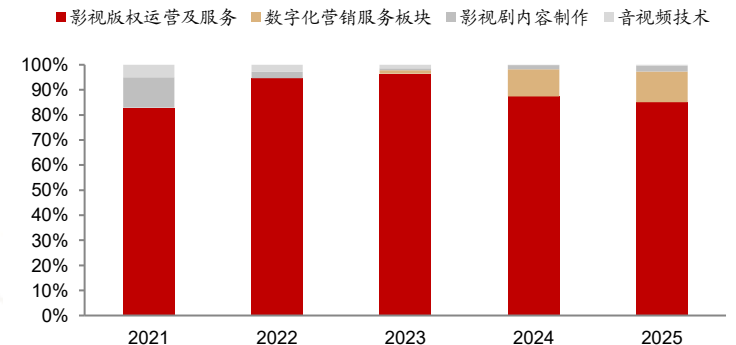
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：公司分业务收入（百万元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：公司分业务收入占比

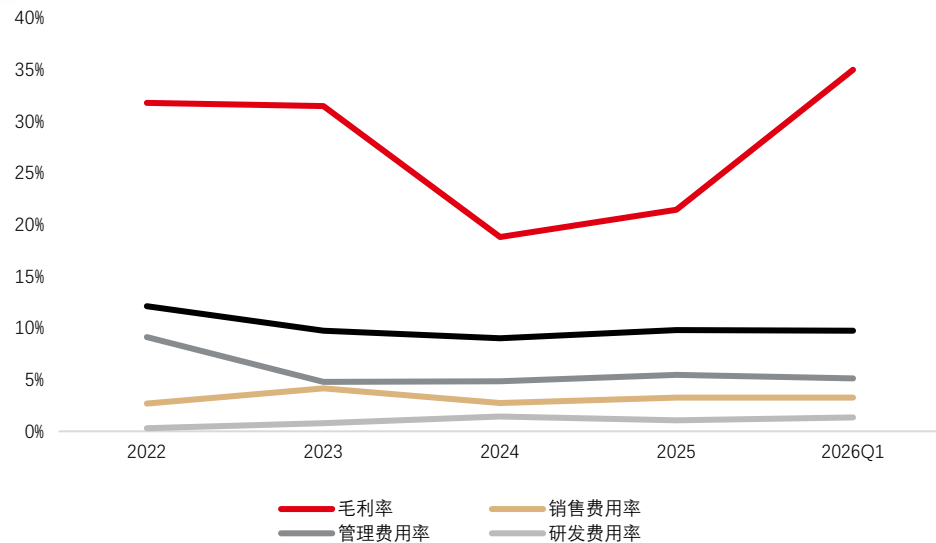


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 行业景气下行累及短期表现，运营能力仍处可控区间

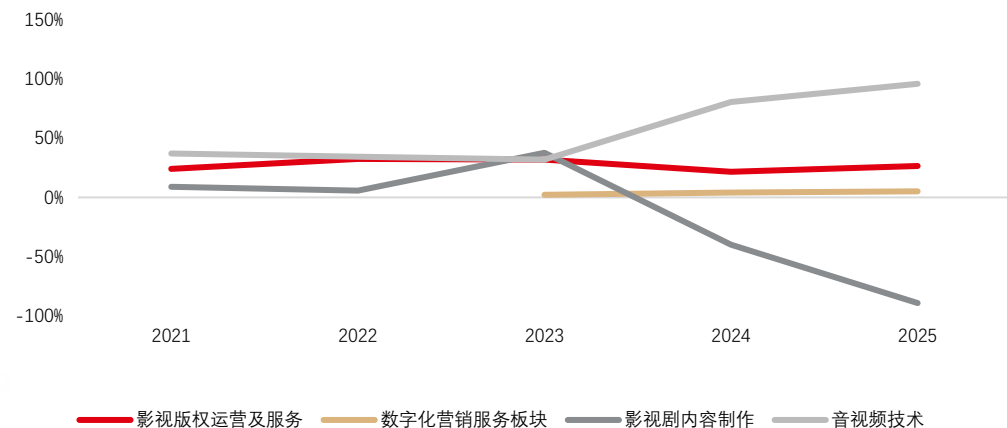
- **毛利率持续回升，费用支出延续稳健态势。** 2025年及2026第一季度，公司毛利率分别为21.43%和35.00%，整体呈现回升态势；费用端看，2025年公司销售/管理/研发费用率分别为3.27%/5.45%/1.08%，2026第一季度分别为3.26%/5.14%/1.35%，整体波动较小，支出保持稳健。
- **分业务看，影视版权运营毛利率回升是带动整体毛利率修复的核心驱动。** 尽管行业近年整体承压，但公司通过持续探索多元变现模式，推动影视版权运营业务毛利率边际改善，2025年及2026第一季度分别为21.59%/26.44%。同时，随着AI投入逐步沉淀为产品化能力，AI技术平台商业化进程加快，前期研发及平台建设成本随收入放量逐步摊薄，公司音视频技术服务业务毛利率亦持续提升，并对整体毛利率形成进一步提振。

图表9：2022~2026Q1公司毛利率及费用率表现



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：2021~2025公司分业务毛利率表现

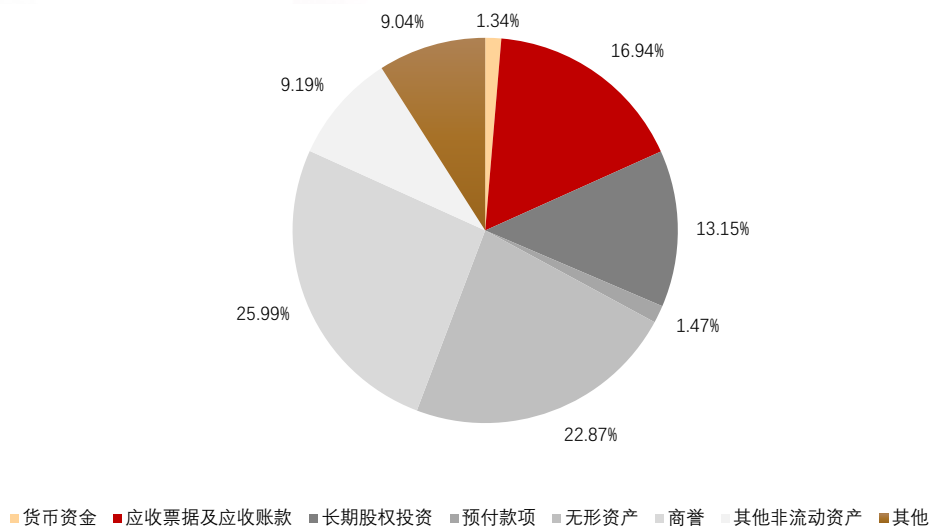


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

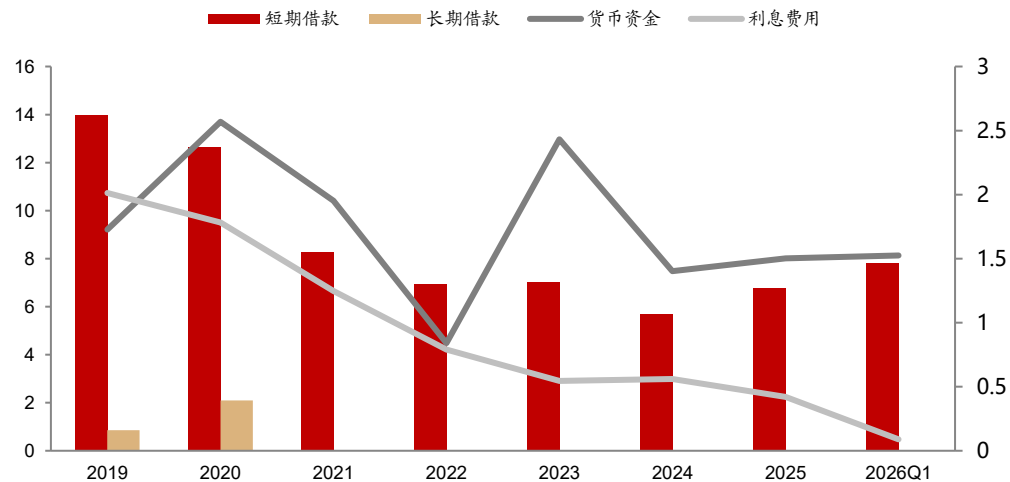
1.2 行业景气下行累及短期表现，运营能力仍处可控区间

- **从资产端看，无形资产与商誉占比较高，资产结构符合版权运营业务特征。**截止2026Q1，公司无形资产及商誉分别为26.05/29.61亿元，合计占总资产比约48.87%。由于公司以版权运营为核心，资产中无形资产占比较高，同时前期通过并购拓展业务亦形成一定规模商誉。具体来看，商誉主要集中于华视网聚、星纪元和广视天下三家，截止2025年账面价值分别为29.28/7.89/0.09亿元。我们认为，当前相关主体经营情况整体稳定，未出现明显减值迹象，后续减值风险相对可控。
- **从负债端看，业务拓展阶段带动债务规模阶段性上升，整体偿付能力仍处于可控区间。**近年来公司持续加大版权采买力度，并推进新赛道布局，叠加影视制作等项目回款周期相对滞后，对资金形成一定占用，因而货币资金储备有所下降且短期借款出现阶段性回升。但从债务覆盖能力看，现有货币资金仍可覆盖利息支出，叠加后续应收类项目的逐步回款，整体债务风险仍处于可控水平。

图表11：公司资产结构（2026Q1）



图表12：公司借款及货币资金/利息费用规模（百万元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2

版权运营：行业迎来景气度回升，丰富储备、多元布局释放发展动能

2.1 版权运营：成本&收入景气共振，行业或迎结构性景气修复

2.2 捷成股份：版权资源持续扩充，短剧、IP有望释放新动能

2.1 版权运营：成本&收入景气共振，行业或迎结构性景气修复

- 版权运营处于影视产业链中游，承担内容流通与价值再分配的关键职能。其业务模式为向上游内容制作/发行方采购版权资源，经整合、筛选与运营后分发至下游媒体平台。
- 由于卡位供给与分发的核心环节，版权运营产业的盈利能力直接受上下游产业格局影响。版权运营模式的核心利润来源于“低买高卖”的价差收益，因此其业绩弹性直接受产业链两端格局影响：
 - ① **收入端**：收入规模与单部内容分账水平直接取决于平台侧的付费能力、分账政策及行业集中度。平台竞争加剧、内容采购预算提升或分账机制向内容方倾斜时，分销价格上行，收入空间随之打开，反之则分销价格承压；
 - ② **成本端**：上游优质内容供给紧张、头部制作方话语权增强时，采购成本上升、压缩分销商利润；而在供给宽松或中小制作方占比较高阶段，分销商议价能力增强，有利于扩大价差空间。

图表13：影视制作行业产业链

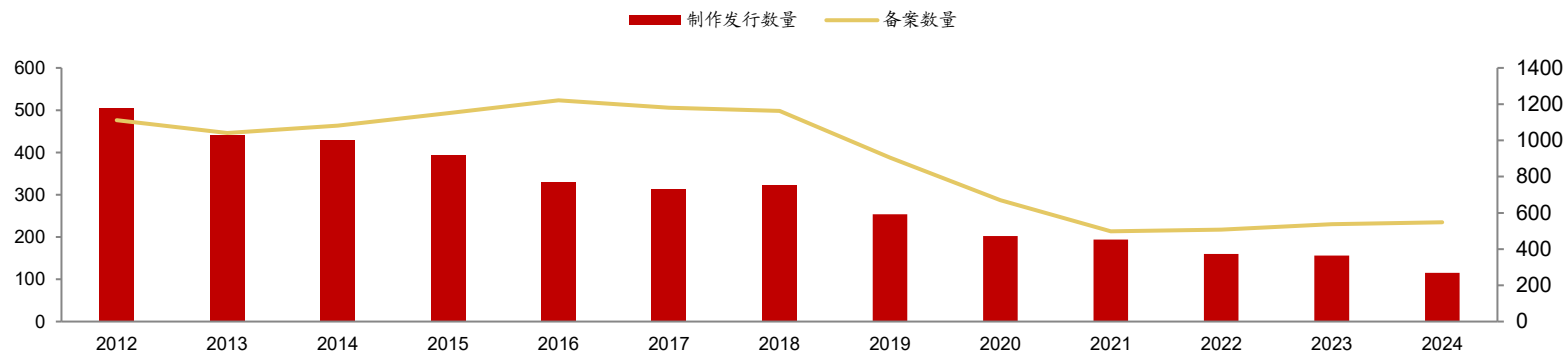


2.1.1 成本端：长剧政策松绑&电影景气分化，向上议价能力有望实现提升

a) 长剧：政策迎来系统性松绑，供给充分有望提升版权运营议价能力

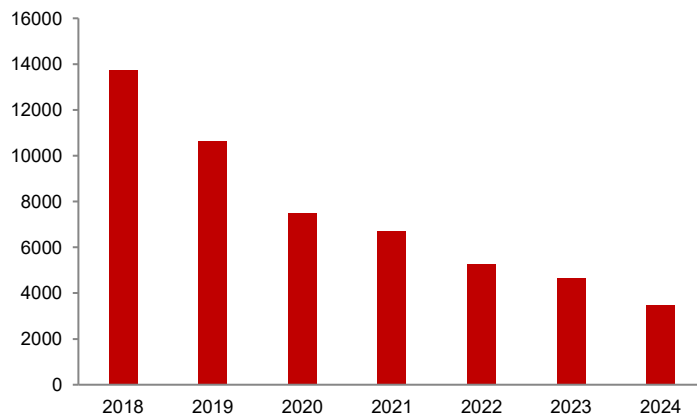
- **行业需求趋缓叠加政策收紧，我国电视剧供给侧近年持续收缩。**我国电视剧供给数量自2017年以来持续下滑。2020年，疫情冲击导致行业资金面收紧，叠加政策端“减量提质”要求，推动供给侧进一步出清。根据商启咨询统计，2024年我国电视剧制作发行/备案数量分别为115/548部，较2018年分别下降约77.27%/50.68%。
- **在供给规模持续收缩的同时，集数约束进一步压缩长剧行业盈利空间。**2020年起广电总局多次提出单部剧集不超过40集的指导要求，2023年8月再次重申并强调防止通过拆分上下部、多季形式规避限制。根据商启咨询统计，2024年我国电视剧发行总集数约3490集，单部平均集数为30.35集，较2018年均明显下降。我们认为，一方面，集数受限提升内容创作与制作难度；另一方面，可售集数减少削弱收入端规模，在成本刚性背景下利润空间被压缩，长剧行业近年来整体承压。

图表14：中国制作发行和备案电视剧数量（部）



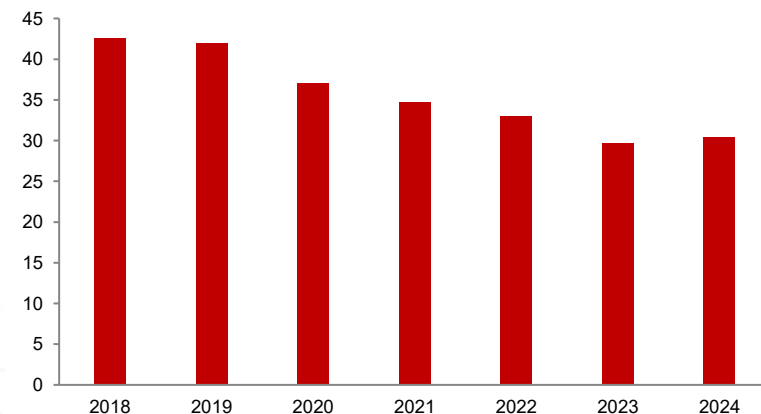
资料来源：商启咨询，中邮证券研究所

图表15：中国电视剧发行集数（集）



资料来源：商启咨询，中邮证券研究所

图表16：中国发行电视剧平均集数（集）



资料来源：商启咨询，中邮证券研究所

2.1.1 成本端：长剧政策松绑&电影景气分化，向上议价能力有望实现提升

- 《广电21条》出台标志着行业监管环境由“强约束”向“边际放松”转变，供给端已出现实质性修复。2025年8月，国家广电总局发布《进一步丰富电视大屏内容促进广播电视视听内容供给的若干举措》，围绕创作端、审查端及播出端进行系统性优化。从实际数据表现看，自25年8月政策出台后，剧集备案数量持续高于前期同期，行业供给端正进入恢复与再次释放阶段。
- 供给扩张推动上游议价权边际弱化，版权运营商盈利能力有望迎来提升。一方面，制作主体扩容及资本回流将推动行业集中度下降，优质内容稀缺性边际缓解，上游对版权定价的话语权趋弱或将扩大分销价差空间；另一方面，《广电21条》提出支持广告插播等多元变现路径，上游整体收益能力提升后具备一定向中游让利空间。

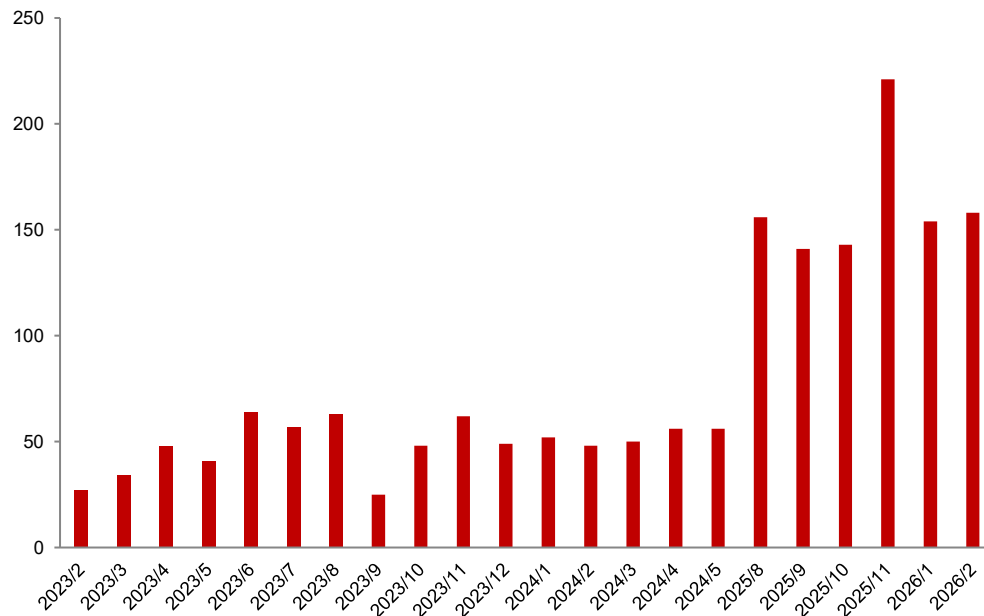
图表17：《广电21条》重要举措

重要举措	具体内容
“五个不限制”	<p>电视剧集数不再以四十集为上限。超过40集的剧目，在由总局对全剧本进行评审后可备案公示</p> <p>季播剧的排播不再要求两季之间间隔一年，单集长度也不再受限</p> <p>古装剧的播出调控不再限制时长和比例，而是按需精准灵活管理</p> <p>不再限制“一剧两星，一晚两集”，实施一剧多星、联购联播政策，大力支持网台同步</p> <p>中插广告不再禁止。试点实行电视剧中插广告政策，经总局批准后，可实施每集电视剧中间插入一次不长于30秒的剧情或商业广告</p>
审查机制微调	<p>拟定在卫视黄金时段和重点视频网站首页播出的重点剧目，尤其是复杂、工作量大的剧目，经省局、制作机构或播出平台提请，可采取同步审查的方式，以缩短审查周期</p> <p>对于系列剧、季播剧、单元剧、情景喜剧等类型剧目，试行“边审边播、边改边播”审查调控机制</p> <p>优化涉案剧内容审查，除重大革命史、全国性重大案件及跨境执法等敏感题材需报公安部审查外，其余涉案剧目仅需征求属地公安部门意见</p> <p>优化境外版权作品改编电视剧管理政策，择取境外优秀作品进行高质量本土化改编，并不局限于放开日、韩IP</p>
支持海外IP和作品引进	<p>支持引进优质海外电视剧、纪录片、动画片，在卫视频道黄金时段播出</p> <p>优化引进剧集指标分配，支持卫视频道等重点主体引进优秀电视节目，取消单一主体引进指标数量限制</p> <p>协调网台联动，形成网上境外引进优秀节目上大屏的长效模式</p>

资料来源：腾讯网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表18：2023.2-2026.2全国电视剧拍摄制作备案数量（部）

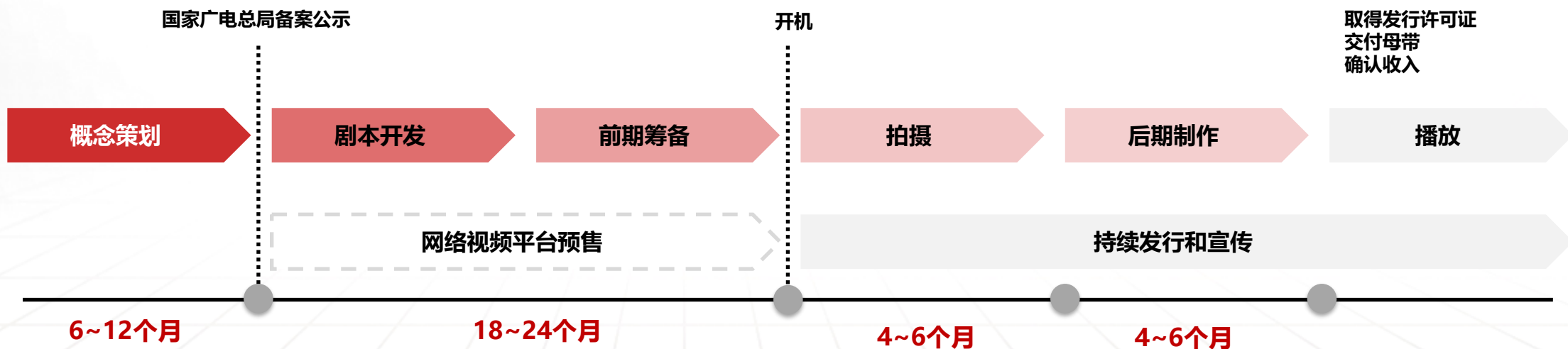


资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.1.1 成本端：长剧政策松绑&电影景气分化，向上议价能力有望实现提升

- **26H2有望迎来长剧上线数量的逐步释放，行业供给端修复或进入实质兑现阶段。**由于长剧制作存在明确周期，政策利好向产业变现端传导仍存在一定时滞。参考柠萌影视过往项目经验，传统长剧从立项、拍摄到后期制作及上线通常需约2年以上，但考虑到此前已具备选题与剧本基础、但受限于集数、审查或播出条件的项目可能优先受益，因此新政对供给的拉动作用或将提前（此类项目备案后即可进入筹备与拍摄阶段）。
- 从节奏上看，若仅考虑拍摄及后期制作周期，新剧上线周期仅需8~12个月，叠加审查提速与“边审边播”等机制支持，上线周期有望进一步压缩。因此以2025年8月政策发布为起点测算，首批项目有望在2026年下半年逐步进入集中释放阶段，对应行业供给端由“预期修复”向“实际放量”切换，长剧供给周期有望开启新一轮上行。

图表19：影视作品制作周期概览



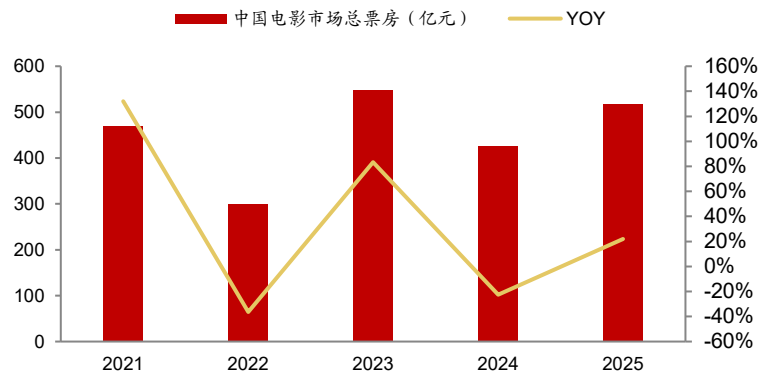
资料来源：柠檬影视招股说明书，中邮证券研究所

2.1.1 成本端：长剧政策松绑&电影景气分化，向上议价能力有望实现提升

b) 电影：市场景气分化，长尾流通需求有望强化 版权运营产业价值

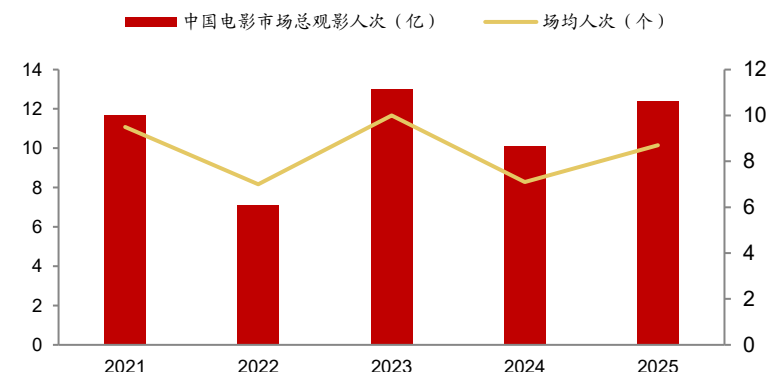
- **中国电影市场持续回暖，2025年实现票房与观影人次双升。** 观影需求恢复叠加内容供给质量改善，共同驱动行业进入复苏通道。根据猫眼研究院统计，2025年中国电影市场总票房达518.32亿元，同比+21.95%；总观影人次12.38亿，同比+22.70%；场均人次提升至8.7个，同比+22.54%。
- **本土影片上映数量虽有所回落，但票房占比仍维持高位，国产内容竞争力持续增强。** 根据猫眼研究院数据，2025年国产/进口上映影片数量分别为368/106部，国产影片数量较此前有所下降，但从票房结构看，国产/进口影片票房占比分别为84.5%/15.5%，在数量收缩背景下仍保持较强韧性。

图表20：中国电影市场总票房统计



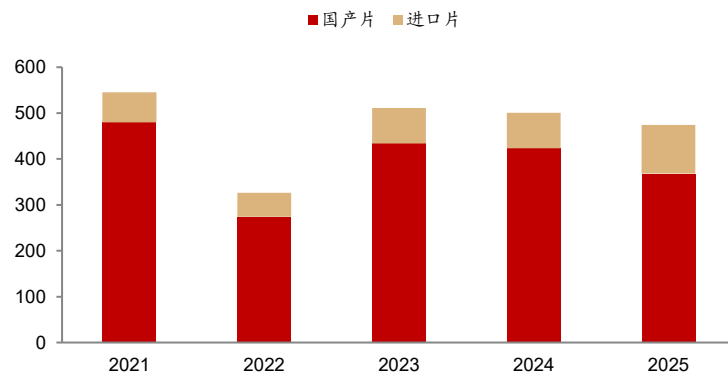
资料来源：猫眼研究院，中邮证券研究所

图表21：中国电影市场观影人次统计



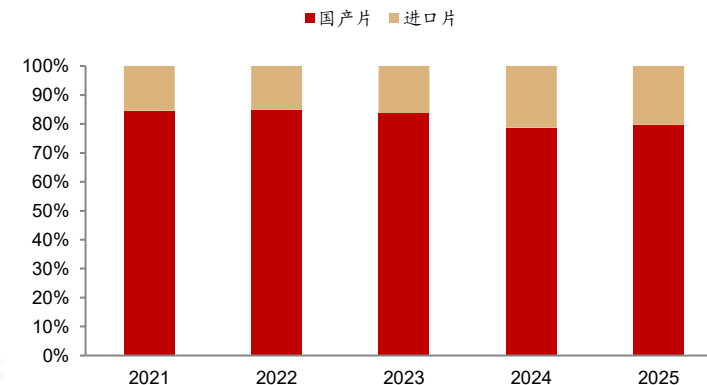
资料来源：猫眼研究院，中邮证券研究所

图表22：中国电影市场上映影片数量 (部)



资料来源：猫眼研究院，中邮证券研究所

图表23：中国电影市场上映影片结构

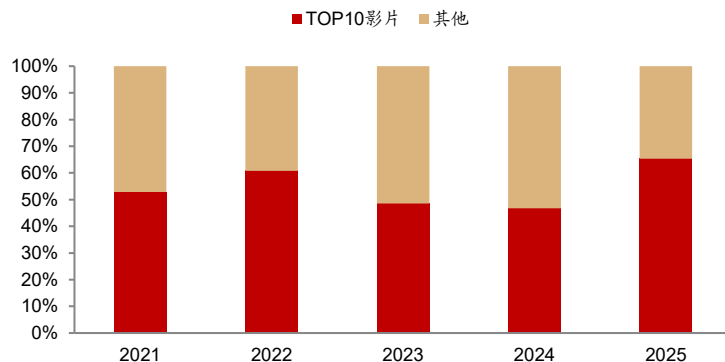


资料来源：猫眼研究院，中邮证券研究所

2.1.1 成本端：长剧政策松绑&电影景气分化，向上议价能力有望实现提升

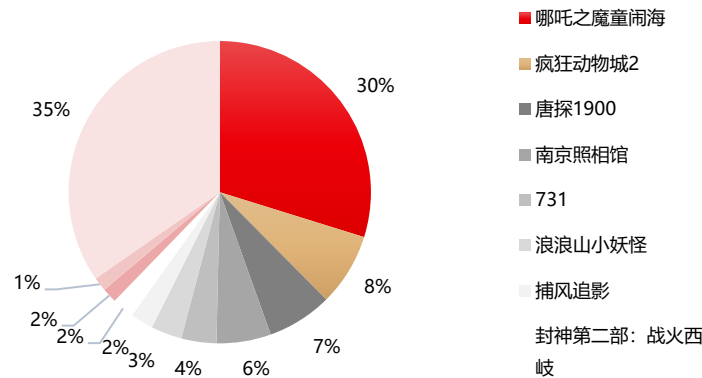
- **从结构看，头部影片及重点档期集中度持续提升，长尾内容竞争加大。**行业景气虽整体回升，但分化特征愈发显著，头部影片及档期虹吸效应持续强化。从影片维度来看，根据猫眼数据测算，2025年TOP10影片票房占比达65.33%，其中单片《哪吒2》占比高达29.80%；从档期维度看，25年非档期影片占比仅为41.6%。缺乏头部IP与重点档期资源的中小影视公司，其内容在院线端获取排片与曝光的难度仍存。
- **中尾部内容变现受限下，发行路径或将向多元渠道迁移，版权运营环节的重要性有望持续提升。**在院线端难以实现有效放量的情况下，中小影片或更依赖流媒体平台、电视台等非院线渠道进行二次分发与长尾变现，版权运营商作为连接内容与渠道的核心中枢，其在内容筛选、打包分发及渠道覆盖方面的能力价值凸显。随着中尾部供给规模持续存在而院线承载能力有限，版权分销需求有望持续增长，具备规模与渠道优势的版权运营商将直接受益于长尾内容流通需求的提升。

图表24：中国电影市场总票房统计



资料来源：猫眼研究院，猫眼专业版，中邮证券研究所

图表25：中国电影市场观影人次统计



资料来源：猫眼研究院，猫眼专业版，中邮证券研究所

图表26：24/25年中国电影分档期贡献率

档期/年	档期总票房 (亿)		票房贡献率		档期冠军影片及总票房	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024
元旦档	3.06 (1天)	15.36	0.6%	3.6%	误杀3 9.33亿	年会不能停! 12.92亿
春节档	95.14	80.51	18.4%	18.9%	哪吒之魔童闹海 154.46亿	热辣滚烫 34.60亿
清明档	3.78	8.42	0.7%	2.0%	我的世界大电影 2.12亿	你想活出怎样的人生 7.91亿
五一档	7.47	15.28	1.4%	3.6%	水饺皇后 4.19亿	末路狂花钱 7.81亿
暑期档	119.66	116.41	23.2%	27.4%	南京照相馆 30.17亿	抓娃娃 33.27亿
端午档	4.60	3.83	0.9%	0.9%	碟中谍8：最终清算 4.64亿	我才不要和你做朋友呢 2.04亿
中秋档	2.09 (1天)	3.89	0.4%	0.9%	志愿军：浴血和平 6.41亿	野孩子 2.41亿
国庆档	18.35	21.05	3.6%	5.0%	志愿军：浴血和平 6.41亿	志愿军：存亡之战 12.06亿
贺岁档	53.45	30.49	10.3%	7.2%	疯狂动物城2 40.21亿	好东西 7.12亿
非档期	215.87	133.61	41.6%	31.4%	731 19.42亿	哥斯拉大战金刚2：帝国崛起 9.56亿

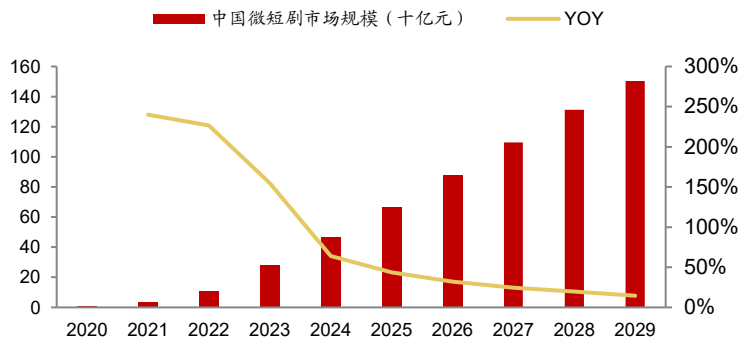
资料来源：猫眼研究院，中邮证券研究所

2.1.2 收入端：微短剧新需&平台分账新政，向下变现途径或将持续多元

a) 微短剧：行业景气度延续，版权运营商具备多维参与价值

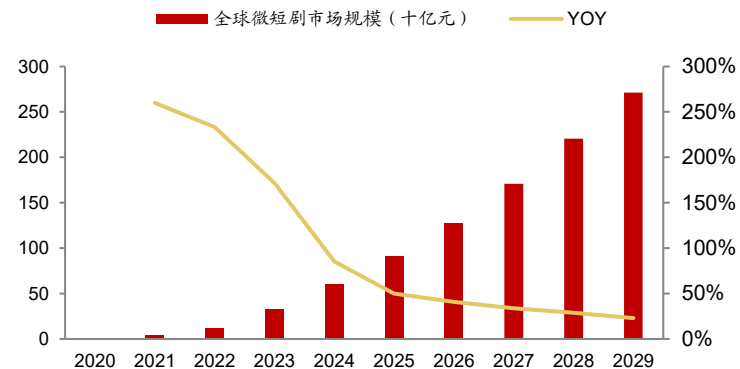
- **本土市场景气延续，中期仍具备20%+增速韧性。**根据弗若斯特沙利文统计，2025年中国短剧市场规模预计将达667亿元，同比+43.75%；2029年有望进一步增长至1504亿元，2025~2029 CAGR约22.54%，行业仍处于高景气成长阶段。
- **海外市场已进入规模化扩张初期，有望为本土企业贡献新增量。**海外短剧市场起步较晚，但当前已迈入加速渗透与规模扩张并行阶段。根据弗若斯特沙利文数据测算，2025年海外短剧市场规模预计约240亿元，2029年有望增长至1209亿元，2026~2029 CAGR达49.81%。从供给结构看，本土企业仍占据绝对主导，2025年市场份额达94.17%。在先发优势、内容供给能力及渠道资源持续积累的驱动下，海外市场有望成为本土短剧产业扩张的重要驱动。

图表27：中国短剧市场规模



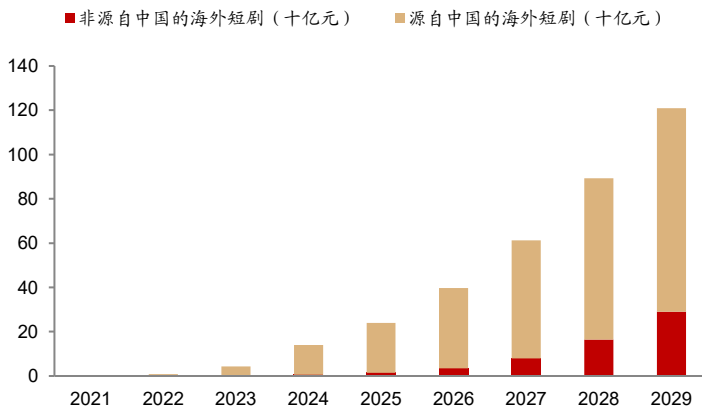
资料来源：中文在线港股招股说明书，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

图表28：全球短剧市场规模



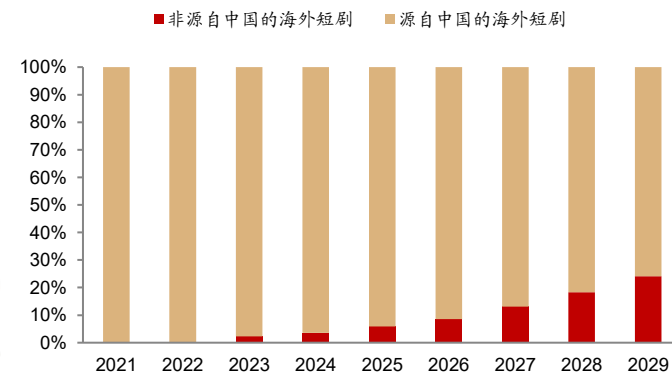
资料来源：中文在线港股招股说明书，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

图表29：海外短剧市场规模



资料来源：中文在线港股招股说明书，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

图表30：海外短剧市场结构

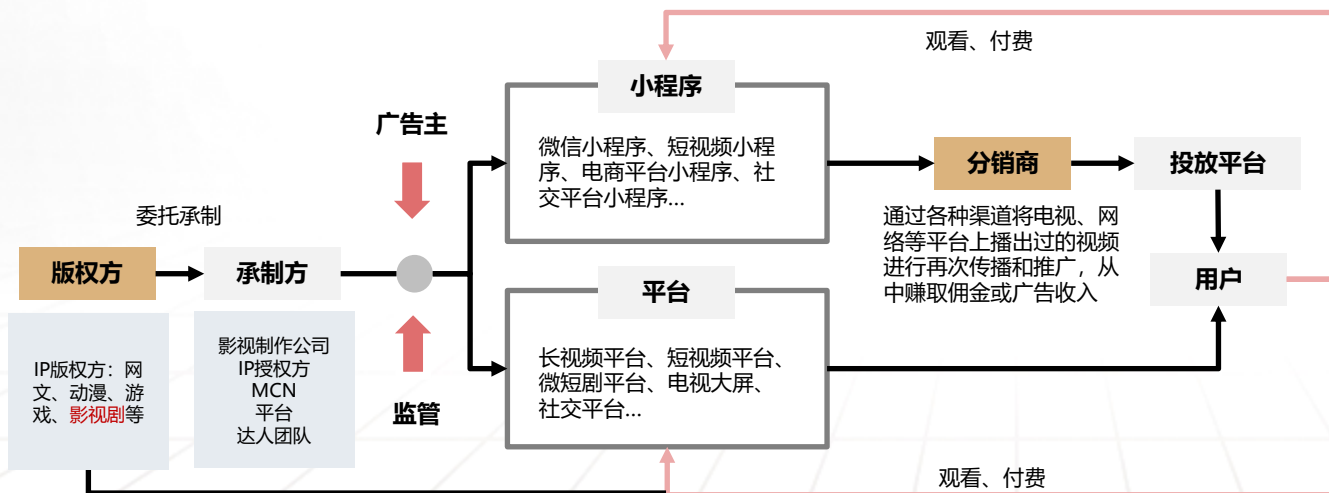


资料来源：中文在线港股招股说明书，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

2.1.2 收入端：微短剧新需&平台分账新政，向下变现途径或将持续多元

- **短剧产业链结构与传统长剧基本一致，但在成本与变现结构上呈现出更强的渠道驱动特征。**从链路上看，上游仍为IP版权方与内容制作方，中游为分销与投放环节，下游则为平台及用户，整体仍遵循传统影视产业链逻辑。但与长剧相比，短剧更依赖线上渠道完成分发与变现，流量获取与投放效率成为核心变量。因此从成本结构看，若无优质版权支撑，渠道相关费用（广告投放或分销）将占据绝对主导，通常占充值流水80%+。
- **影视版权运营商有望通过“内容+渠道”双重能力切入短剧产业链，实现多维价值兑现。**一方面，依托既有影视版权储备，可通过IP改编切入短剧供给端，获取剧本及版权分成收益，放大存量IP价值；另一方面，凭借在长剧领域积累的渠道资源与分发经验，可切入中游分销与投放环节，参与流量采买与渠道分发，在高占比的渠道成本结构中获取分成收益。整体来看，短剧产业链中渠道价值权重提升，具备内容储备与渠道能力的版权运营商更易实现多环节渗透与盈利能力放大。

图表31：短剧产业链



分账：视频上线后，平台根据点击观看等情况，在规则框架内从用户付费中抽取资金分账给IP版权方。

资料来源：秒针研究院，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表32：短剧成本结构

维度	剧本费用	制作费用	渠道费用		CDN成本	技术通道费
			广告费用	分销费用		
费用结构	保底+流水分成	制作费+流水分成	按ROI投放	渠道分成	带宽成本	平台抽成
金额区间/比例	保底1-10万；1%~2%分成	40-60万；2%~8%分成	占83%~85%	占85%~90%	占2%~3%	按平台要求
备注	涵盖版权费用，爆款作品保底可提升至8~10万	出资影响分成比例	若为平台自投，则为最大成本项	若为分销投放，则为最大成本项	与流量正相关	渠道差异明显

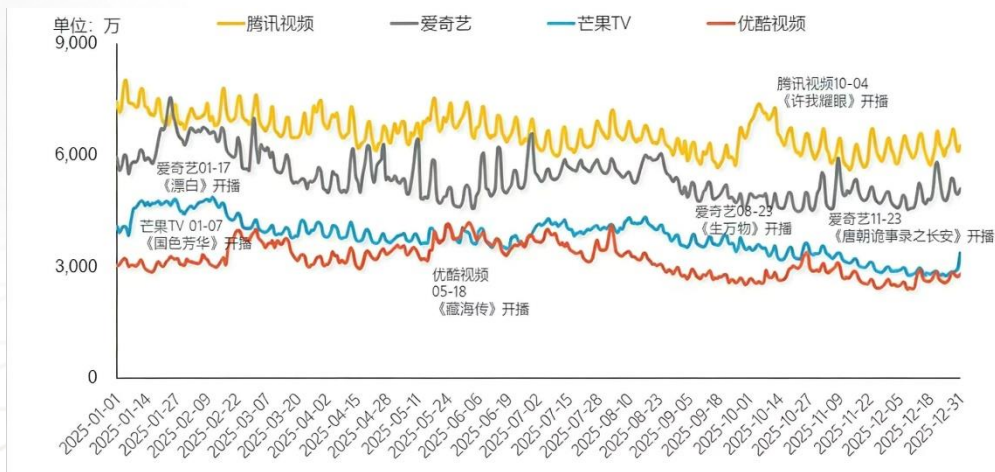
资料来源：短剧自习室公众号，中邮证券研究所整理

2.1.2 收入端：微短剧新需&平台分账新政，向下变现途径或将持续多元

b) 平台：流量红利见顶强化内容供给价值，版权运营商或将迎来盈利模式重塑

- **流量红利见顶驱动平台竞争转向存量博弈，优质内容成为撬动用户规模与活跃度的核心变量。**当前长视频平台DAU整体进入平台期，用户获取成本持续抬升、留存难度加大，内容供给质量直接决定流量分配与用户时长。例如，爱奇艺在2025年1月凭借《漂白》实现流量反超腾讯位列四大平台之首，但后续缺乏持续爆款支撑，流量出现回落；相反腾讯在10月依托《许我耀眼》实现流量阶段性提升，体现出平台流量与内容供给的高度相关性。
- **内容竞争加剧推动平台分配机制持续向内容方倾斜，版权运营商有望通过“分账参与+内容绑定”提升业绩弹性。**目前各大平台纷纷推出“保底+分成”机制，为版权运营商打开新的收益空间：一方面，分账模式推动传统运营商收入由“一次性通道型分销”向“保底+流量分成”转型，优质项目收益上限显著抬升；另一方面，长尾内容亦可通过多轮分发与分账实现持续变现，进一步提升内容资产的变现效率与生命周期价值。

图表33：2025年四大视频平台日活用户规模



资料来源：QuestMobile公众号，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表34：四大平台分账新规

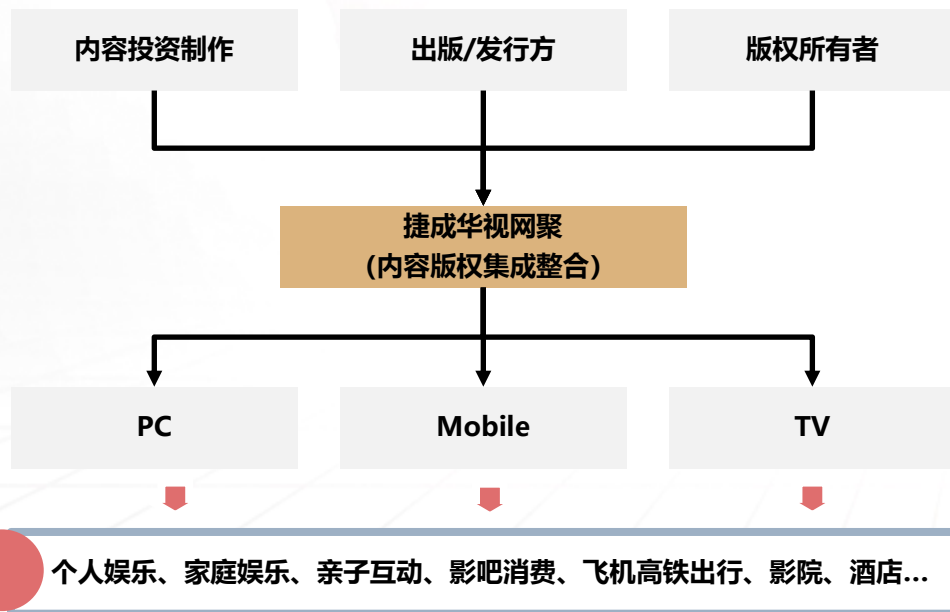
平台	分账规则
爱奇艺	根据分账新规，所有内容合作方将统一以“平台收入X分成比例”为核心计算方式获得收益。其中， 爱奇艺剧集分账合作模式新规同步覆盖分账长剧、中剧、横屏短剧 。对于分账长剧，爱奇艺推出“分甘同味”，由平台承担核定制作成本，项目在约定周期内产生的净收入扣除宣推费用后，若 净收益超过核定制作成本的1.2倍 ， 超额部分平台与片方按照5:5比例分成 。
优酷	优酷将根据剧集热播期结束后90天的EPI数值计算对应激励金额，并在7个工作日内完成发放审批。新模式下， 片方收入不再局限于固定成本收益，剧集播得越好奖金就越高且上不封顶 。
腾讯视频	长剧、中剧、短剧三大横屏品类的分账规则全面拉通， 将对纯分账、保底+分账两种合作模式进行激励，最高激励系数达15% 。
芒果TV	针对S级长剧推出“系列共创”与“价值后验”两种新模式；针对A级长剧新增“保底分账”模式；针对精品中剧， 全新开辟单集20-35分钟的“精品中剧”赛道，面向全市场开放 。

资料来源：流媒体视界公众号，中邮证券研究所整理

2.2 捷成股份：版权资源持续扩充，短剧、IP有望释放新动能

- 公司旗下华视网聚是国内领先的新媒体版权内容供应平台，目前已围绕“内容投资、版权采购集成、影视宣发、版权运营分发及全网维权”构建一体化版权运营体系。公司主要面向视频网站、电信运营商、IPTV/OTT平台及智能终端厂商等下游渠道提供电影、电视剧及动画等内容版权服务。依托多年行业积累，公司已形成新媒体多屏发行通道、宣发资源及大数据能力等多维优势，具备较强的内容整合与分发能力，目前已在全球200多个国家、400多个合作伙伴实现全媒体发行落地，并连续多年被评为国家文化出口重点企业与重点项目。

图表35：华视网聚业务链



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表36：华视网聚业务矩阵



资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

2.2.1 存量版权储备市场领先，持续拓新夯实规模壁垒

- **公司版权资源储备深厚，规模优势显著构筑内容供给壁垒。**公司目前已累计沉淀超10万小时影视、动漫及节目版权内容，存量规模处于行业领先水平；其中电影版权已超1万部、电视剧超8万集、动画片达110万分钟，叠加综艺与纪录片等超3万集内容，内容结构丰富且覆盖多品类。依托海量版权储备，公司能够为视频平台提供规模化、持续性的内容供给，并满足差异化内容定制与引进需求，内容供给端优势突出。
- **在夯实存量基础上，公司仍在持续加大版权采购与国际化布局力度，推动内容资源外延扩张与变现空间拓展。**2025年，公司在新媒体渠道上线《哪吒之魔童闹海》《唐探 1900》《南京照相馆》《731》等多部作品，持续补充优质内容供给；同时积极推进内容出海布局，一方面加强与全球头部内容厂商合作，引进海外优质内容，另一方面加速国产内容出海及本地化运营，构建全球分发体系。截止2025年，公司在YouTube新增订阅数1900万、总订阅超4000万，频道总数超300个，Facebook粉丝规模接近两千万，海外渠道影响力持续提升，为后续内容变现提供增量空间。

图表37：2025公司新增版权及运营情况

分类	影片名称
院线电影（新媒体上线）	《哪吒之魔童闹海》、《唐探 1900》、《南京照相馆》、《731》、《浪浪山小妖怪》、《捕风追影》、《小小的我》、《好东西》、《长安的荔枝》、《射雕英雄传：侠之大者》、《罗小黑战记 2》、《水饺皇后》
卫视/剧集内容	《青山是故乡》、《我的世界你好》、《陌上又花开》、《阵地》、《依依向北风》、《不期而遇的生活》
引进海外内容	《猫和老鼠在纽约第一季》、《猫和老鼠在纽约第二季》、《螺丝钉第五季（下）》
内容出海	《锦囊妙录》、《只此江湖梦》、《花间一倾城》

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

图表38：2023~25公司海外业务布局情况

	2023	2024	2025
出海作品	《神隐》《她和她的群岛》《好事成双》《漠风吟》《奔跑吧，医生》《梦中的那片海》	《饕餮记》、《晓朝夕》、《奔跑吧，医生》	《锦囊妙录》《花间一倾城》
YouTube新增订阅（万）	960	1900	1900
YouTube总订阅（万）	1500	4000	4000
YouTube新增频道数	35	60	100+
YouTube总频道数	125	200	300
YouTube百万订阅频道数	4	4	10

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

2.2.2 积极抢占微短剧高增赛道，IP新业务布局拓展成长边界

- 围绕“内容创制+运营服务”积极切入微短剧赛道，并已逐步构建覆盖生产与分发的业务体系。一方面，公司依托多年版权运营经验，向短剧创作方提供渠道分发与运营服务；另一方面，依托自身长剧版权资源储备，通过自制、联合开发等方式切入内容创制环节，实现由分销向内容生产延伸：
 - **运营服务**：内容端，公司已与红果、番茄等头部平台达成合作，联合推进精品短剧IP开发，挖掘优质IP短剧化机会；技术端，依托捷成灵犀AI视觉智能体平台赋能短剧生产流程，已与中影年年、风行等企业开展AI短剧合作项目；场景端，公司在常州投资建设“西太湖短剧基地”，预计年产能超千部，逐步形成覆盖创意、拍摄、制作、发行及变现的全链条服务体系；
 - **内容创制**：公司持续推进“投资+制作+发行”一体化布局，内容储备与项目落地进展顺利。2025年，公司参与投资的微短剧《情深不悔，再爱难为》已于腾讯视频独家播出，立项微短剧《嘿，前任们》已取得发行许可证并预计近期上线，《人生赢家》等项目亦处于发行许可申请阶段。

图表39：公司短剧赛道主要合作项目（部分）

合作时间	合作方	合作内容
2024年10月25日	河南广电	共建河南省广电制播平台，双方将在内容生产、版权交易、微短剧出海、广电+AI、开发与应用等领域开展深度合作。
2025年10月31日	番茄小说	达成年度合作开发框架，双方共同优选IP，联合开发制作短剧、动漫作品，打造精品标杆。
2025年12月5日	常州西太湖科技产业园	公司将在西太湖打造“虚实相生”的拍摄生态，力争打造短剧年产量超千部产能，形成覆盖创意、拍摄、制作、发行、变现的全链条服务体系。
2025年12月18日	风行在线	双方将合力推进经典影视作品的AI精编技术应用，并联合发布“影视二创智能体平台小剪刀”。这一合作旨在利用先进AI工具，实现影视长视频的智能剪辑，高效生成规模化精编短视频作品，并依托短视频平台账号矩阵进行广泛推广。
2025年12月18日	中影年年	围绕“短剧+AI”产业融合落地实践达成多元合作，在精品IP开发、AI短剧创作量产、全球化多元渠道传播方面强强联合，优势互补，共同推动“短剧智造”商业化开发新范式。

资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

2.2.2 积极抢占微短剧高增赛道，IP新业务布局拓展成长边界

- **积极探索影视IP商品化变现新路径，标杆项目落地彰显商业可行性。** 伴随潮玩行业持续扩容，公司基于影视、动漫IP资源逐步切入衍生品开发领域。业务布局方面，公司坚持B端与C端同步发力，在拓展IP授权与跨界合作基础上，同布面向消费者推出从毛绒公仔、盲盒，到卡牌、文创周边等多元实体商品矩阵。当前公司已与多个国内外IP达成合作，其中《浪浪山小妖怪》系列表现突出，根据公司公众号数据，截至2025年9月中旬，该系列盲盒累计销量突破300万只、零售额突破3000万元，初步验证了公司从IP内容到商品转化的业务能力，同时亦为后续复制与拓展奠定了样板基础。
- **自有渠道逐步完善补齐链路短板，看好IP衍生业务中长期发展空间。** 当前公司IP衍生品销售仍以线下零售渠道为主（如张一鸣、零食很忙及便利店体系），产品触达与转化效率仍受一定制约。公司目前已在持续推进自有渠道布局，已开设小红书官方店铺并入驻B站，同时与小米运动健康APP、咪咕、科大讯飞、绿光派对等平台达成深度合作，渠道体系逐步搭建。我们认为，伴随渠道体系持续完善及IP资源积累，IP衍生业务具备进一步发展基础，有望成为公司未来重要的业绩增量来源。

图表40：公司浪浪山系列盲盒展示



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表41：公司浪浪山系列盲盒销量数据（截止25年9月）



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

3

AI：视频生成迈入高速发展阶段，前瞻布局影视智能体抢占产业先机

2.1 AI视频：技术迈向规模化应用阶段，Agent有望成为产业落地核心载体

2.2 捷成股份：前瞻布局智能体矩阵，双轮驱动抢占产业先机

3.1 AI视频：技术迈向规模化应用阶段，Agent有望成为产业落地核心载体

- 视频生成技术正由“可用”向“好用”持续演进，产业由实验室验证加速迈向商用落地阶段。**自ChatGPT引发生成式AI浪潮以来，技术能力由文本交互逐步向图像、音频等多模态拓展，伴随上层模态能力持续成熟与技术渗透率提升，产业重心进一步向视频生成、3D生成等更高维度演进。从技术进程看，Runway发布Gen-2标志着AI视频进入“可用”阶段，OpenAI推出Sora显著提升真实世界模拟与长视频生成能力，推动用户体验与行业认知跃迁；与此同时，国内厂商与科研机构加速跟进，在生成质量、时长、逻辑一致性及成本效率等关键维度实现系统性突破，为AI视频规模化应用奠定基础。随着技术、产品与生态体系逐步成熟，AI视频正由“技术驱动”向“应用驱动”过渡。

图表42：目前各模态AI能力发展程度



资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表43：视频生成技术具体进展

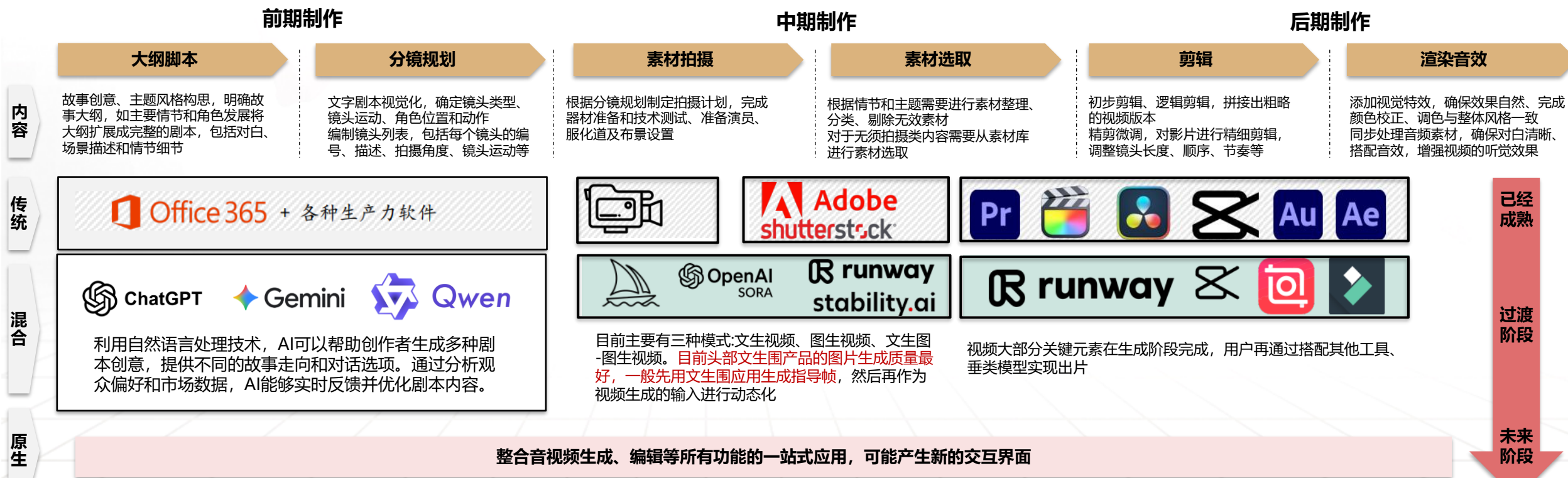
方向	具体内容
生成长度与叙事连贯性	早期模型仅能生成数秒级短视频片段，以Sora 2为代表的新一代模型已能支持长视频的生成与叙事能力，并实现电影级多镜头叙事表达
物理真实感与逻辑一致性	通过引入物理引擎模拟，显著提升对复杂运动模拟的准确率，并开始呈现对光线折射等物理规律的自主理解与呈现
多模态深度整合	从单一视频拓展至图文视频、语音生成等，实现音、画、唇形的同步生成，使生成内容更加完整、沉浸感更强
成本效率的指数级优化	得益于模型架构创新与算力优化，生成成本快速下降，生成一段分钟级1080P视频的成本在过去一年内可能下降一个数量级

资料来源：抖音官方公众号，中邮证券研究所

3.1 AI视频：技术迈向规模化应用阶段，Agent有望成为产业落地核心载体

- 从应用趋势来看，由于影视生产涉及多环节协同，单一基础模型直接调用仍存在工具割裂问题，未来产业或由具备“多模型调度与任务编排能力”的Agent主导。影视内容生产天然具备多流程特征，涵盖创作、分镜、生成及后期等多个环节，当前仍依赖多类AI工具组合使用，整体流程依赖人工调度与衔接，效率与稳定性存在约束。在此背景下，具备多模型调用与任务编排能力的Agent，有望对生产流程进行统一调度，实现多工具能力的协同执行，提升整体生产效率，推动视频生成从“单点能力”向“系统化应用”演进。

图表44：影视环节多样复杂，目前单一模型不具备整合 workflows 能力，亟需具备整合能力的Agent产品

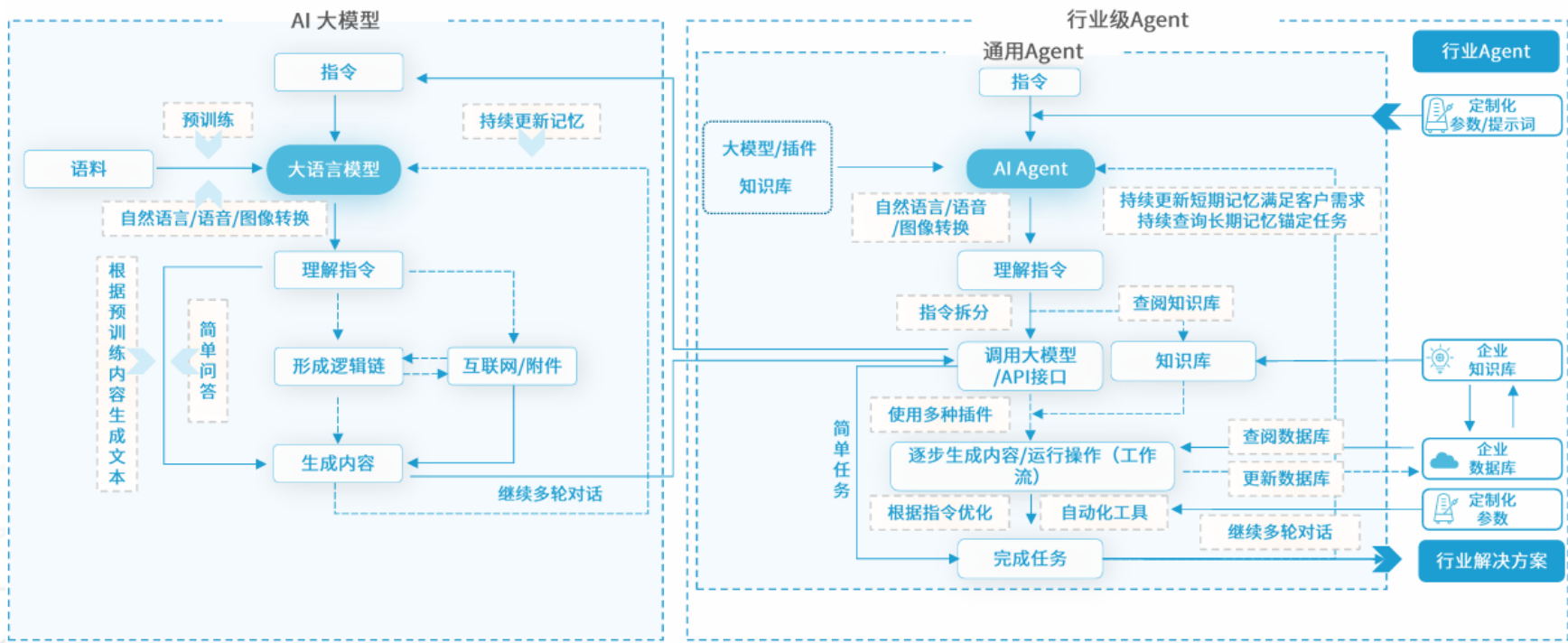


资料来源：量子位，CSDN，中邮证券研究所整理

3.1 AI视频：技术迈向规模化应用阶段，Agent有望成为产业落地核心载体

- 我们认为，Agent能力水平主要取决于知识库储备与底层模型质量。从业务流程看，Agent在接收用户指令后需完成任务拆解，并在不同子任务环节中调用对应模型，同时结合特定场景下的知识库进行约束与增强，以实现稳定且可控的内容输出。因此，知识库储备与底层模型质量直接决定最终生成效果与工业化可用性。
 - 自有知识库：影视内容具备高度多样性，涵盖不同题材类型、叙事结构及镜头语言体系，通用视频模型主要基于泛化数据训练，在特定风格或专业表达场景中仍存在素材覆盖不足与生成能力受限的问题。在此背景下，Agent需依托专业知识库对生成过程进行补充与约束，通过引入结构化影视素材（如镜头模板、分镜逻辑、人物设定）与风格标签体系，实现对生成结果的方向性引导与一致性控制，从而提升特定场景下的表达能力与稳定性。因此，具备海量影视版权资源并能够完成数据结构化与标签化沉淀的厂商，在差异化内容生成与垂类场景适配上具备显著优势，同时亦有望构建数据壁垒，强化其在产业链中的议价能力与长期竞争力。

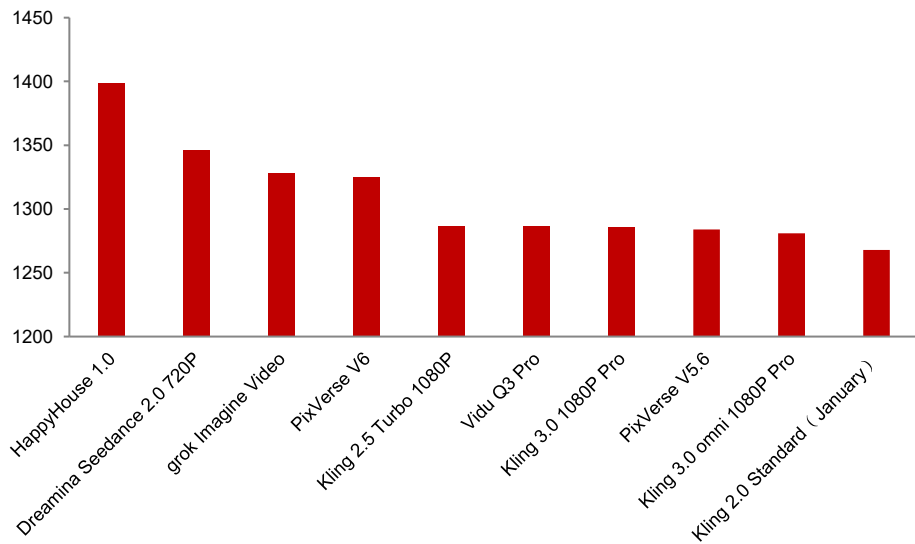
图表45：Agent基于任务特征调度适配模型并叠加差异化知识库实现能力优化



3.1 AI视频：技术迈向规模化应用阶段，Agent有望成为产业落地核心载体

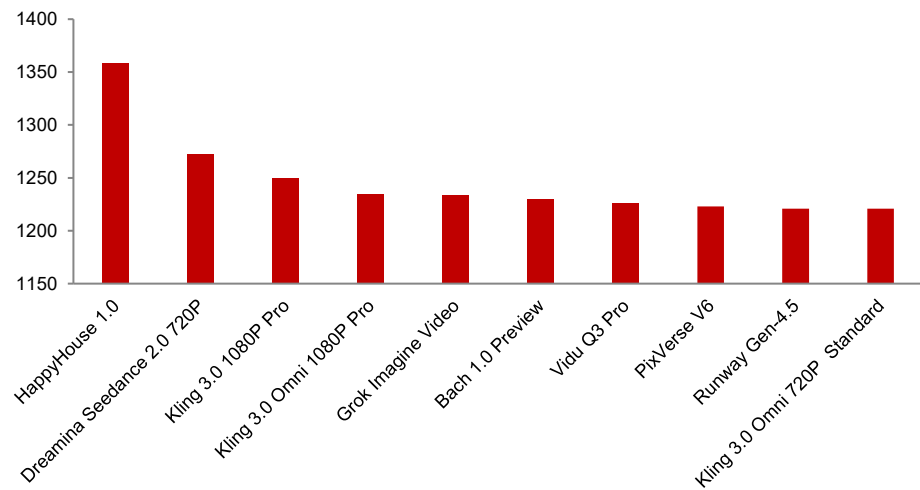
- **底层模型质量：**由于Agent本质上是对复杂任务进行拆解，并在不同环节调用对应模型完成执行，若底层模型能力不足，即便具备较强的流程编排能力，整体输出效果仍将受限。因此，能够根据任务需求精准匹配并调度最优模型的能力，将成为Agent的重要竞争力。
- **从当前视频生成基础模型能力来看，本土厂商技术水平已进入全球第一梯队。**根据Artificial Analysis统计，全球前十大文生/图生视频模型中，本土厂商已占据多数席位，其中阿里巴巴HappyHouse 1.0在文生视频与图生视频双维度均处于领先地位，快手可灵、字节Seedance及PixVerse等产品亦表现突出，而海外厂商仅剩Grok、Runway等少数代表。在此背景下，能够优先接入并高效调度本土领先模型的Agent产品，有望形成领先优势。

图表46：全球图生视频模型排名（截止26年5月29日）



资料来源：Artificial Analysis，中邮证券研究所

图表47：全球文生视频模型排名（截止26年5月29日）



资料来源：Artificial Analysis，中邮证券研究所

3.2 捷成股份：前瞻布局智能体矩阵，双轮驱动抢占产业先机

- **依托深厚的影视行业know-how与音视频技术积累，公司具备向AI影视工具延展的天然优势。**一方面，公司长期深耕影视版权运营，对内容质量、叙事结构及镜头语言具备系统性理解，能够对模型生成结果进行有效评估与优化，从而提升生成内容在专业场景中的可用性与稳定性；另一方面，公司以音视频技术起家，在编解码、处理及分发等领域具备底层技术积累，叠加旗下世优科技在虚拟人及数字内容生产方向的长期布局，使公司在AI视频应用层具备较强的工程化落地与产品化能力。
- **公司近年持续推进AI应用布局，已先后推出ChatPV、灵犀智能体平台两大产品。**1) ChatPV：定位为AI智能创作引擎，主要围绕影视二创、一键成片、数字人及文生视频等核心场景，提供一体化音视频创作服务；2) 灵犀AI视觉内容智能体平台：面向游戏、动漫等垂类场景的多智能体协同平台，通过提供智能协作矩阵实现从创意生成、素材制作到剪辑交付及优化迭代的全流程AI驱动。

图表48：公司目前AI业务布局

项目	产品定位	应用场景	核心能力	技术路径	差异化优势	价值定位	战略意义
ChatPV	AI智能创作引擎，面向影视二创与视频生成的通用型工具	影视二创、一键成片、短视频生成、广告快编、数字人等轻量化内容生产	基于版权素材库的内容拆解与再生产能力，提供一体化音视频创作工具，侧重素材调用与快速生成	以版权数据为核心，结合华为大模型、DeepSeek等通用模型实现内容生成与二创	海量版权素材供给能力，适配二创与内容再生产，具备低门槛与高效率优势	流量入口与内容再生产工具，侧重用户获取与数据沉淀	拓展用户生态，提升版权内容复用率，为后续AI能力升级提供数据与反馈
灵犀智能体平台	AI视觉内容生产平台，面向专业内容生产的多智能体协同系统	动漫短剧、游戏视频、游戏原画等工业级内容生产场景	多Agent协同+全流程自动化生产能力，覆盖创意、分镜、生成、剪辑到改稿的完整生产链条	以自研影视理解模型为基础，对接Seedance等领先多模态模型，实现多模型调度与协同	工业化生产能力强，支持复杂流程与高一致性要求，具备降本增效与规模化能力	能力中枢与生产平台，侧重高附加值生产与技术壁垒构建	打造工业级内容生产体系，推动公司向平台化能力与高价值环节升级

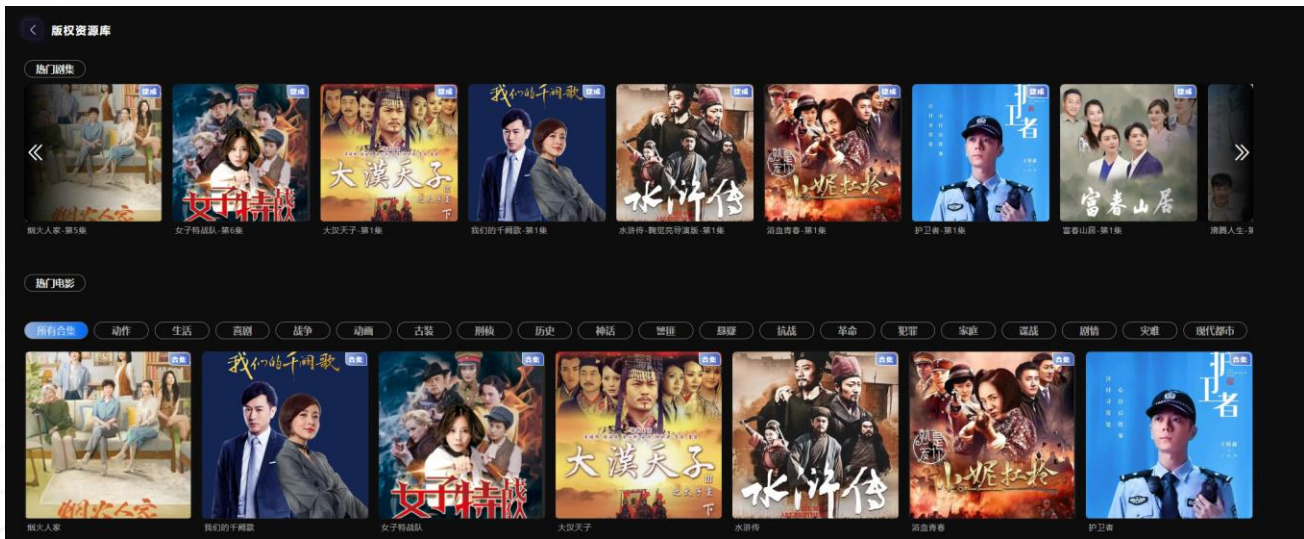
资料来源：中邮证券研究所整理

3.2 捷成股份：前瞻布局智能体矩阵，双轮驱动抢占产业先机

a) ChatPV

- 公司依托影视版权资源打造的AI影视二创与视频生成工具。ChatPV以公司长期沉淀的影视版权素材为核心数据基础，并结合公开内容进行补充，通过对接华为、DeepSeek等大模型能力，为创作者提供影视二创、一键成片、数字人及文生视频等应用功能：
 - 从产品逻辑来看，ChatPV侧重于内容再生产场景，是公司将存量版权资源向AI应用转化的重要入口。一方面，公司通过对版权视频进行拆解、切片及标签化处理，将原始内容转化为可被模型调用的素材库，并通过AI能力实现内容的自动剪辑、重组与再表达，提升内容复用效率；另一方面，产品面向创作者提供一键成片、影视二创、文生视频及数字人等功能，降低创作门槛，使非专业用户亦可参与内容生产，扩大版权内容的使用场景与传播半径；
 - 从能力定位来看，ChatPV主要服务于轻量化内容生产场景，在复杂创意生成与专业制作流程上的能力相对有限，核心竞争力在于依托公司版权资源形成的差异化素材供给能力。相比纯工具型产品，ChatPV能够直接调用具备叙事结构与制作标准的影视内容素材，在生成内容质量与效率上具备一定优势。

图表49：ChatPV主要服务于公司版权影视作品的AI二创



资料来源：ChatPV官网，中邮证券研究所

图表50：ChatPV主要功能介绍

应用模块	行业/用户痛点	ChatPV功能
影视二创	影视短视频创作受限于版权素材获取、素材筛选及人工剪辑成本高，创作者需投入大量时间进行素材整理与脚本组织	提供从版权素材调用到智能拆解、自动剪辑与二次创作的一体化AI生成能力，实现影视内容快速重组与再生产
一键成片	视频创作者面临素材量大、筛选难、剪辑复杂的问题，需反复浏览素材并人工构建叙事逻辑	自动完成素材筛选、镜头匹配及剪辑合成，基于叙事逻辑生成完整视频作品
数字人	真人出镜成本高、制作流程复杂，涉及场地、设备、人员及后期制作，且数字人制作门槛高	提供多模型数字人生成能力，支持虚拟主播、内容讲解等场景，自动完成播报与呈现
文生视频	视频创作依赖拍摄或素材采购，成本高、周期长，且素材获取存在限制	基于文本或图片直接生成视频内容，支持多风格、多场景的视频生成能力

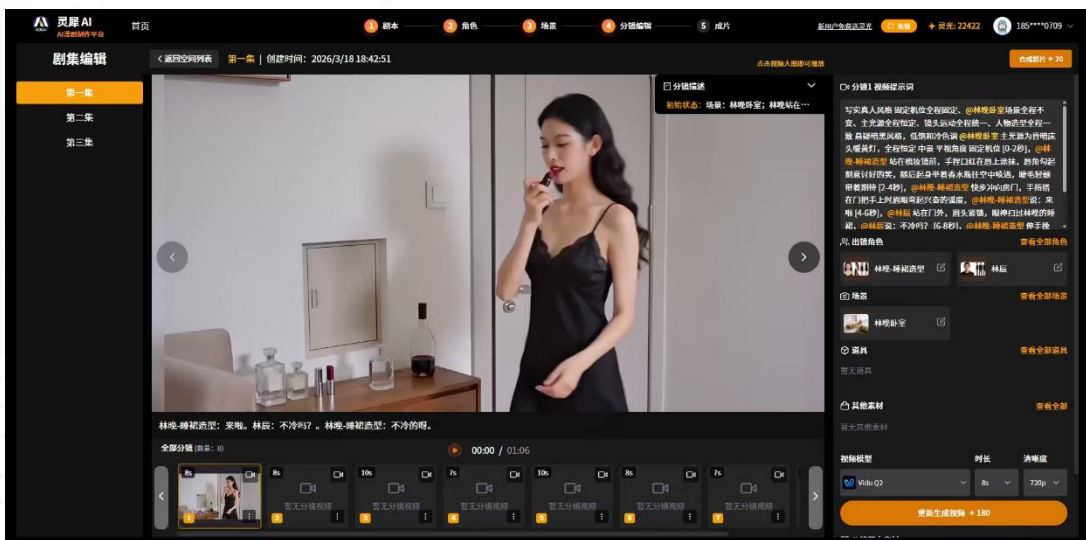
资料来源：公司公众号，中邮证券研究所整理

3.2 捷成股份：前瞻布局智能体矩阵，双轮驱动抢占产业先机

b) 灵犀智能体平台

- **面向专业内容生产场景的AI视觉内容生产平台，代表公司在AI视频领域的顶尖技术研发与产业落地能力。**平台以自研影视理解模型为基础，并接入Seedance 2.0、即梦等主流多模态模型，通过多智能体协同，实现从创意生成、分镜设计到素材制作、剪辑交付及后期优化的全流程自动化，重点覆盖动漫短剧、游戏视频及游戏原画等对风格一致性与制作精度要求较高的垂类场景。
- **从能力来看，灵犀主要面向PGC工业化生产场景。**一方面，平台可基于剧本大纲自动完成分镜生成与内容制作，在角色一致性与风格控制上具备较强稳定性，将传统制作周期显著压缩；另一方面，通过改稿智能体实现局部修改与跨镜头逻辑联动，大幅提升内容迭代效率，并通过风格迁移与资产复用提升生产标准化水平。在此基础上，平台有效降低对专业人力的依赖，推动内容生产由“人力密集型”向“系统驱动型”转变，为规模化内容供给提供支撑。

图表51：灵犀在工作流上专业性更强，适用于PGC工业化场景



资料来源：灵犀AI创作平台公众号，中邮证券研究所

图表52：灵犀平台主要能力介绍

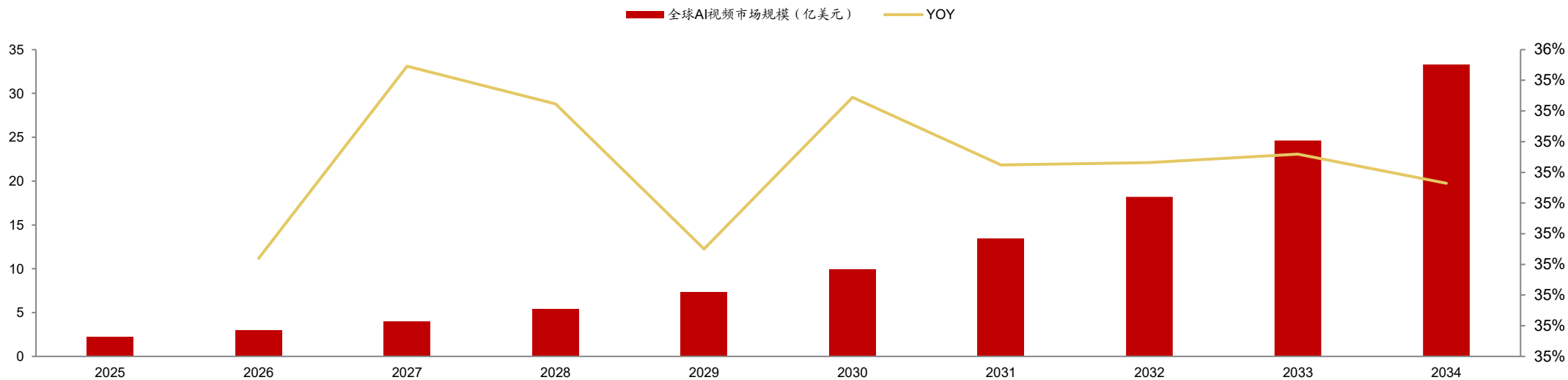
应用场景	核心痛点	AI能力 (灵犀)	效率/成本效果
动漫及游戏原画	传统原画生产存在成本高、交付慢、风格切换难等问题，难以满足大规模内容需求	覆盖角色立绘、场景概念、道具设计等核心环节，通过AI绘画工具实现自动生成与多风格适配，支持素材二次编辑与复用	产能提升约10倍（5人团队2套/人/天→10套/人/天），交付周期由25天缩短至5天；降低约60%画师门槛，规模化人力成本下降近半
游戏视频（投流/宣传）	视频素材生产依赖人工剪辑，产能有限，难以匹配版本更新及投流节奏	支持投流视频批量生成、多场景素材补量及全流程AI协作（镜头提取、剪辑、配音、BGM匹配）	产能由5条/天提升至50条/天，交付周期由20天缩短至2天；实现多场景快速适配，降低重复制作成本
动漫短剧	制作周期长、人物一致性难保障、改稿成本高，制约内容规模化生产	打通“创意→分镜→动画→特效→交付”全流程自动化，支持人物一致性生成与局部快速改稿	单集制作周期由1个月缩短至3天；改稿周期由2~3天压缩至2小时；人物一致性可实现100%复现

资料来源：公司公众号，中邮证券研究所整理

3.2 捷成股份：前瞻布局智能体矩阵，双轮驱动抢占产业先机

- **ChatPV与灵犀智能体平台形成能力互补，有望充分释放公司“版权资源+技术能力”的协同优势。**我们认为，二者分别承担“流量入口”与“能力中枢”角色，在用户导流、数据沉淀及能力升级上形成正向循环，或将推动公司AI业务由工具应用向平台化能力演进：1) 客群维度，ChatPV面向个人创作者及中小B端，聚焦长尾需求；灵犀服务大型企业及专业机构，深耕高价值客户，实现用户层级全覆盖；2) 场景维度，ChatPV侧重轻量化、碎片化内容创作，灵犀聚焦复杂流程与工业化生产场景，完成从泛创作到专业生产的全场景布局。
- **当前公司AI业务已进入项目导入阶段，后续有望持续受益产业景气，成长潜力值得关注。**根据Precedence预测，2025年全球AI视频市场规模约为2.19亿美元，预计2026年将增长至2.96亿美元，同比增长35.16%；至2034年有望达到33.32亿美元，2025~2034年CAGR或达35.32%。目前公司两大AI产品均已有商业化项目落地，ChatPV已应用于河南广电制播平台的智能化加工创作项目，灵犀则与经典IP《金光布袋戏》协同推进全AI生成中长剧项目。我们认为，在产业规模持续扩容与应用场景不断深化背景下，公司依托“数据+应用”双轮驱动布局，AI业务有望逐步进入放量阶段并打开新的成长空间。

图表53：全球AI视频市场规模及增速



资料来源：Precedence，中邮证券研究所

4

盈利预测及投资建议

4. 盈利预测及投资建议

- **收入假设：**在政策端“广电21条”推动行业供给修复背景下，公司主业景气有望边际改善；同时，公司积极布局微短剧、IP衍生等新业务，叠加AI产品持续推进，有望打开新增量空间并带动整体收入恢复增长。毛利率方面，版权行业供需结构优化叠加AI等高附加值业务逐步放量，预计公司盈利能力将稳步提升。考虑到当前行业仍处于复苏初期，内容供给修复及新业务贡献业绩仍需时间兑现，基于审慎假设，我们预测公司2026~2028年营业收入为28.15/30.86/33.82亿元，对应同增6.43%/9.63%/9.60%；毛利率分别为23.86%/23.91%/23.97%，对应同比增长2.42/0.05/0.06pct。

图表54：公司营业收入及毛利率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (亿元)	28.66	26.45	28.15	30.86	33.82
YOY	2.36%	-7.74%	6.43%	9.63%	9.60%
毛利率	18.81%	21.43%	23.86%	23.91%	23.97%
YOY	-12.69%	2.62%	2.42%	0.05%	0.06%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

- **利润假设：**在公司持续推进费用管控叠加行业景气结构性优化的背景下，销售及管理费用率有望逐步收窄，盈利能力具备改善基础。但考虑到公司当前正加大AI智能体等前沿技术布局，相关研发投入或在短期内对利润形成一定摊薄。基于审慎假设，我们预测公司2026~2028年归母净利润为3.02/3.65/4.08亿元，对应同比增速为58.60%/20.95%/11.63%；对应EPS为0.11/0.14/0.15元。按6月1日收盘价测算，对应PE分别为54/45/40倍。

图表55：公司费用率及归母净利润预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	2.73%	3.27%	3.20%	3.00%	2.80%
管理费用率	4.84%	5.45%	5.40%	5.00%	4.50%
研发费用率	1.43%	1.08%	1.10%	1.20%	1.30%
归母净利润 (百万元)	238.33	190.33	301.87	365.10	407.57
YOY	-47.04%	-20.14%	58.60%	20.95%	11.63%
EPS	0.09	0.07	0.11	0.14	0.15
P/E	65.29	76.88	54.09	44.72	40.06
P/B	1.91	1.75	1.88	1.81	1.74

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

- 我们选取与公司主营业务相近的A股上市公司华策影视、光线传媒、中国电影作为可比公司，可比公司2026~2028年平均PE分别为50/40/34倍。考虑到公司作为国内领先版权运营商，在传统业务保持稳健发展的基础上，近年积极布局微短剧、IP衍生开发及AI应用等新兴方向，叠加稀缺AI语料库等增量价值持续释放，后续有望充分受益于AI技术商业化落地及内容资产价值重估，享受一定估值溢价，**维持“买入”评级。**

图表56：可比公司估值对比（截至2026年6月1日）

代码	股票名称	2026/6/1收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
300133.SZ	华策影视	8.44	159.37	1.91	3.51	4.09	4.78	82.19	45.40	38.97	33.34
300251.SZ	光线传媒	12.75	374.03	16.72	9.30	11.81	13.70	28.74	40.22	31.67	27.30
600977.SH	中国电影	14.48	270.34	1.17	4.28	5.62	6.48	251.83	63.16	48.10	41.72
可比公司平均PE估值								120.92	49.60	39.58	34.12
300182.SZ	捷成股份	5.71	152.10	1.90	3.02	3.65	4.08	85.79	54.09	44.72	40.06

资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

5

风险提示

- 市场竞争加剧
- 影视行业回暖不及预期
- AI产业发展不及预期
- 新业务经营不及预期

附录：公司财务预测表（单位：百万元人民币）

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,644.56	2,814.69	3,085.63	3,381.88
营业成本	2,077.76	2,143.18	2,347.85	2,571.12
税金及附加	3.65	7.86	8.78	7.91
销售费用	86.50	90.07	92.57	94.69
管理费用	144.14	151.99	154.28	152.18
研发费用	28.47	30.96	37.03	43.96
财务费用	48.57	12.07	4.02	5.53
资产减值损失	-93.37	-18.75	-12.23	-22.14
营业利润	136.46	409.28	492.50	549.25
营业外收入	2.27	1.78	1.46	1.84
营业外支出	9.88	9.17	8.11	9.06
利润总额	128.84	401.89	485.85	542.03
所得税	-60.68	100.47	121.46	135.51
净利润	189.52	301.42	364.39	406.52
归母净利润	190.33	301.87	365.10	407.57
每股收益（元）	0.07	0.11	0.14	0.15

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	189.52	301.42	364.39	406.52
折旧和摊销	1,537.90	2,226.27	429.18	165.68
营运资本变动	-315.33	-392.84	86.37	388.25
其他	81.19	-9.45	-30.78	-21.56
经营活动现金流净额	1,493.28	2,125.40	849.17	938.89
资本开支	-1,577.39	-1,306.89	-1,006.10	-1,006.62
其他	-12.81	107.39	54.41	66.78
投资活动现金流净额	-1,590.19	-1,199.50	-951.69	-939.84
股权融资	27.12	0.00	0.00	0.00
债务融资	97.74	-89.65	0.00	0.00
其他	-62.35	-30.81	-49.34	-53.50
筹资活动现金流净额	62.51	-120.46	-49.34	-53.50
现金及现金等价物净增加额	-34.63	805.22	-151.86	-54.45

资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

附录：公司财务预测表 (单位：百万元人民币)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	150.23	955.45	803.58	749.13
交易性金融资产	6.98	6.04	4.83	0.08
应收票据及应收账款	1,862.57	2,061.45	2,147.91	1,945.46
预付款项	143.82	257.18	234.78	205.69
存货	295.76	356.30	376.63	389.68
流动资产合计	2,596.01	3,809.00	3,742.59	3,496.58
固定资产	5.33	2.49	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,468.76	1,546.02	2,120.00	2,955.00
非流动资产合计	8,574.72	7,610.12	8,202.34	9,056.42
资产总计	11,170.73	11,419.12	11,944.93	12,552.99
短期借款	676.78	676.78	676.78	676.78
应付票据及应付账款	892.16	926.33	1,028.49	1,134.15
其他流动负债	1,183.82	1,114.10	1,209.13	1,344.94
流动负债合计	2,752.76	2,717.21	2,914.40	3,155.87
其他	1.71	1.71	1.71	1.71
非流动负债合计	1.71	1.71	1.71	1.71
负债合计	2,754.47	2,718.92	2,916.11	3,157.58
股本	2,651.36	2,663.83	2,663.83	2,663.83
资本公积金	4,782.87	4,782.87	4,782.87	4,782.87
未分配利润	793.03	1,019.82	1,294.39	1,600.89
少数股东权益	17.82	17.37	16.65	15.61
其他	171.16	216.31	271.08	332.21
所有者权益合计	8,416.25	8,700.21	9,028.82	9,395.41
负债和所有者权益总计	11,170.73	11,419.12	11,944.93	12,552.99

资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-7.74%	6.43%	9.63%	9.60%
营业利润	-35.42%	199.94%	20.33%	11.52%
归属于母公司净利润	-20.14%	58.60%	20.95%	11.63%
获利能力				
毛利率	21.43%	23.86%	23.91%	23.97%
净利率	7.20%	10.72%	11.83%	12.05%
ROE	2.27%	3.48%	4.05%	4.35%
ROIC	3.21%	3.31%	3.78%	4.08%
偿债能力				
资产负债率	24.66%	23.81%	24.41%	25.15%
流动比率	0.94	1.40	1.28	1.11
营运能力				
应收账款周转率	1.45	1.52	1.56	1.75
存货周转率	5.90	6.57	6.41	6.71
总资产周转率	0.24	0.25	0.26	0.28
每股指标 (元)				
每股收益	0.07	0.11	0.14	0.15
每股净资产	3.15	3.26	3.38	3.52
估值比率				
PE	85.79	54.09	44.72	40.06
PB	1.94	1.88	1.81	1.74

资料来源：iFind，中邮证券研究所

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

证券分析师 王晓萱

E-MAIL wangxiaoxuan@cnpsec.com

证书编号 S1340522080005

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

投资评级说明

投资评级标准

类型	评级	说明
股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
	增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
	中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
	回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
	弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
	谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
	中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
	回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

报告中投资建议的评级标准：
报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。
市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES