



# 传媒互联网产业行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

传媒与互联网组

分析师：朱珺（执业 S1130526050001）  
zhujun1@gjzq.com.cn

分析师：柴梦婷（执业 S1130525030013）  
chaimengting@gjzq.com.cn

## 传媒互联网半年报总结：AI 赋能，游戏景气

### 传媒互联网环境回顾

**2026 年上半年传媒互联网板块整体呈现"部分景气、AI 赋能"态势。**游戏景气领先，26H1 国内游戏市场实际销售收入 1884.5 亿元，同比增长 12.2%；自研游戏海外收入 123.72 亿美元，同比增长 30.22%。26 年 7 月国内游戏市场实际销售收入达 310.98 亿元，同增 6.92%；自研游戏海外收入 20.12 亿美元，同增 18.86%。出海爆款与买量 ROI 优化抬升盈利中枢。广告营销步入平稳增长期，投放趋于理性。影视院线依赖档期、大盘承压，今年以来至 8 月底国内电影票房为 282.09 亿元，同比下滑 28.2%；其中 6-8 月暑期档今年同比增长 4.4%有所回升。数字媒体与社交转向存量提效，短剧、AI 短剧延续高景气。建议关注景气度较高、全球化能力强、AI 应用落地清晰的标的。

### 子版块 26 半年报复盘

**景气度来看**，26Q2 传媒互联网板块同比加速的有恺英网络、昆仑万维、世纪华通等游戏标的；广告营销板块收入环比提速标的有蓝色光标、分众传媒等；港股端汇量科技、多点数智、微盟集团、深演智能受益 AI 原生商业化与出海放量，收入延续双位数增长；数字媒体和社交中腾讯控股、哔哩哔哩等在 AI 赋能广告与会员扩容驱动下环比稳步改善。

**细分行业景气指标：**游戏（稳健向上）、广告营销（基本稳健）、数字媒体和社交（温和修复）、影视院线（有承压）、出版（需求与人口结构扰动下承压）。

### A 股&H 股传媒互联网板块：

**游戏：**产品周期叠加全球化扩张，景气领先。A 股：世纪华通/昆仑万维/恺英网络营收+29.0%/+43.5%/+86.0%至 221.20/53.60/48.00 亿元；港股：网易/心动/IGG +8.0%/+7.5%/+6.0%至 301.00 亿元/33.12 亿元/28.80 亿港元。长青 IP 长线运营、全球化研运与 AI 降本增效，买量 ROI 优化推动毛利率与 ROE 改善。

**影视院线：**大盘承压、依赖重要档期，公司分化显著。A 股：儒意电影/中国电影/奥飞娱乐/捷成股份营收-23.9%/-11.9%/+11.1%/-26.6%至 50.89/15.12/13.32/10.03 亿元。放映端普遍承压，而潮玩衍生、高毛利版权、精品长剧与短剧出海逆势释放弹性，AIGC 微短剧成共同新业态。

**广告营销：**整体内需大环境下表现稳健，AI 赋能与出海扩张。A 股：蓝色光标/省广集团/分众传媒/引力传媒营收+6.8%/+19.9%/-2.0%/+6.4%至 345.62/111.25/59.90/48.31 亿元；港股：汇量科技/多点数智/微盟集团/深演智能+23.2%/+7.1%/+12.1%/+43.6%至 11.60 亿美元/11.55 亿元/8.70 亿元/3.98 亿元。共同主线为 AI 智能体重构 workflow、全渠道程序化投放与全球化出海，人效与交付效率提升。

**出版：**26H1 图书零售需求调整、学龄人口变化致短期承压：凤凰传媒/中南传媒/新华文轩/浙版传媒营收+4.4%/-

8.24%/-9.11%/-9.54%至 61.00/58.43/50.07/46.07 亿元。成本管控良好，现金流充裕、分红稳健，教材教辅稳盘并推进全渠道零售与"AI+智慧教育"。

**数字媒体和社交：**加大 AI 投入、业务结构优化。腾讯控股/快手/百度集团/腾讯音乐/哔哩哔哩营收分别+11.00%/+1.40%/-4.00%/+5.80%/+8.00%至 2048.00/355.40/313.00/89.30/79.00 亿元。广告与云等高毛利板块韧性突出，AI 推荐提效、原生 AI 应用孵化及内容生态、自动驾驶拓展并进。

### 投资建议：关注 AI 应用及游戏

我们看好 AI 应用赛道，包括帮助企业 AI agent 落地的企业 AI、AI 办公、AI 影视（短剧漫剧）、AI 营销、AI 社交、AI 电商等领域，相关标的：迈富时、中文在线、昆仑万维、汇量科技、易点天下、腾讯控股、哔哩哔哩、值得买、焦点科技等。看好 AI 云 CSP 厂商：阿里巴巴。游戏板块目前处于估值低位，关注低估值且持续有成长性的公司，相关标的：恺英网络、世纪华通、巨人网络、三七互娱等。

### 风险提示

产品表现不及预期、政策监管趋严、AI 投入回报不及预期、海外经营及汇率风险等。



## 内容目录

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 一、行业景气稳中提质，AI 渗透重塑变现效率与内容供给 .....                   | 4  |
| 1.1、游戏：用户大盘稳健筑基，出海与 AI 赋能驱动景气高增 .....               | 4  |
| 1.2、广告营销：大盘告别高爆发步入平稳增长期，AI 全流程赋能驱动商业化价值跃升 .....     | 5  |
| 1.3、影视院线：大盘有所承压，假期档期驱动局部回暖 .....                    | 6  |
| 1.4、数字媒体和社交：流量增速放缓，转向存量提效，AI 短剧延续高景气 .....          | 6  |
| 二、传媒互联网（A 股）：出海与 AI 全链路赋能，游戏与营销板块展现高增长弹性 .....      | 6  |
| 2.1、游戏板块：出海爆款放量叠加 AI 全链赋能，重点公司盈利与回报率显著改善 .....      | 6  |
| 2.2、影视院线板块：票房周期致放映承压，潮玩与高毛利版权业务逆势释放弹性 .....         | 9  |
| 2.3、出版板块：需求与人口结构扰动致收入承压，渠道壁垒与高分红筑牢防守价值 .....        | 11 |
| 2.4、广告营销板块：步入平稳增长期，投放趋于理性，AI 提效与出海扩张驱动商业化价值跃升 ..... | 13 |
| 三、传媒互联网（港股）：主业长青韧性凸显，AI 原生商业化与全球化多点突破 .....         | 15 |
| 3.1、游戏板块：主业长青基本盘稳固，精细化控费与 AI 提效保障整体稳健运营 .....       | 15 |
| 3.2、影视院线板块：行业调整期分化显著，精品长剧爆款频出与短剧出海驱动逆势高增 .....      | 17 |
| 3.3、广告营销板块：AI 原生智能体与出海双轮驱动，人效跨越式提升带动利润高增 .....      | 18 |
| 3.4、数字媒体和社交板块：转向存量提效，短剧、AI 短剧延续高景气 .....            | 20 |
| 四、投资建议 .....                                        | 23 |
| 五、风险提示 .....                                        | 23 |

## 图表目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图表 1： 版号发放常态化支撑供给，游戏市场实际销售收入维持稳健增长 .....           | 4  |
| 图表 2： 国内游戏用户规模稳步攀升，大盘基本盘稳固夯实 .....                 | 4  |
| 图表 3： 互联网广告告别高爆发进入平稳增长阶段，单季大盘增速维持低位区间 .....        | 5  |
| 图表 4： AI 赋能重塑变现效率，高转化形态 eCPM 翻倍提振实现价值跃升 .....      | 5  |
| 图表 5： 全国电影月度票房收入及观影人次同比走势 .....                    | 6  |
| 图表 6： 26H1 游戏重点公司营收延续稳健高增（单位：百万元） .....            | 7  |
| 图表 7： 26H1 游戏重点公司盈利能力普遍改善 .....                    | 8  |
| 图表 8： 26H1 游戏重点公司费用管控与买量投放表现分化 .....               | 8  |
| 图表 9： 26H1 游戏重点公司 ROE 水平显著回升 .....                 | 8  |
| 图表 10： 26H1 影视院线重点公司收入端短期承压，潮玩衍生逆势增长（单位：百万元） ..... | 9  |
| 图表 11： 26H1 影视院线重点公司毛利率与净利率表现分化，潮玩与版权盈利亮眼 .....    | 10 |
| 图表 12： 26H1 影视院线重点公司销售费用率稳中有升，管理费用率刚性上行 .....      | 10 |
| 图表 13： 26H1 影视院线重点公司 ROE 表现分化，奥飞娱乐与版权业务逆势改善 .....  | 11 |



|        |                                                |    |
|--------|------------------------------------------------|----|
| 图表 14: | 26H1 出版重点公司收入端短期承压, 主业基本盘保持稳固 (单位: 百万元)        | 11 |
| 图表 15: | 26H1 出版重点公司盈利能力保持稳健, 中南与中文在线毛利率逆势提升            | 12 |
| 图表 16: | 26H1 出版重点公司费用率小幅波动, 单季度投放效率持续优化                | 12 |
| 图表 17: | 26H1 出版重点公司 ROE 稳健回升, 资产回报韧性与防御价值彰显            | 13 |
| 图表 18: | 26H1 广告营销重点公司收入稳健增长, 出海与 AI 重构驱动规模扩张 (单位: 百万元) | 13 |
| 图表 19: | 26H1 广告营销重点公司盈利能力分化, 分众传媒毛利率稳健上行               | 14 |
| 图表 20: | 26H1 广告营销重点公司费率整体优化, AI 降本与运营提效显现              | 14 |
| 图表 21: | 26H1 广告营销重点公司 ROE 有所分化, 分众与蓝标回报率显著回升           | 14 |
| 图表 22: | 26H1 互联网游戏重点公司增速依然稳健 (单位: 百万元)                 | 15 |
| 图表 23: | 26H1 互联网游戏重点公司毛利率稳中有升, 净利率阶段性承压                | 16 |
| 图表 24: | 26H1 互联网游戏重点公司销售费用率保持平稳, 管理费用管控良好              | 16 |
| 图表 25: | 26H1 互联网游戏重点公司 ROE 表现有所分化, 心动公司大幅领跑            | 16 |
| 图表 26: | 26H1 影视院线重点公司收入分化, 精品剧集爆款与出海驱动逆势高增 (单位: 百万元)   | 17 |
| 图表 27: | 26H1 影视院线重点公司盈利能力分化, 柠萌影视利润率稳健修复               | 17 |
| 图表 28: | 26H1 影视院线重点公司费用率有所分化, 柠萌影视管理费率优化显著             | 18 |
| 图表 29: | 26H1 影视院线重点公司 ROE 有所分化, 柠萌影视回报率稳步回升            | 18 |
| 图表 30: | 26H1 广告营销板块重点公司收入全面向好, AI 与出海双轮驱动高增 (单位: 百万元)  | 19 |
| 图表 31: | 26H1 广告营销板块重点公司盈利分化, 技术赋能与出海驱动净利修复             | 19 |
| 图表 32: | 26H1 广告营销板块重点公司费控成效显著, 多点及深演费率持续优化             | 20 |
| 图表 33: | 26H1 广告营销板块重点公司 ROE 整体向好, 多点多智资产回报率显著提升        | 20 |
| 图表 34: | 26H1 数字媒体和社交重点公司营收稳健增长, 腾讯与哔哩哔哩表现亮眼 (单位: 百万元)  | 21 |
| 图表 35: | 26H1 数字媒体和社交重点公司盈利分化, 腾讯与 B 站盈利能力持续优化          | 22 |
| 图表 36: | 26H1 数字媒体和社交重点公司费控良好, 快手与 B 站销售费率持续优化          | 22 |
| 图表 37: | 26H1 数字媒体和社交重点公司 ROE 表现分化, 腾讯与 B 站回报率稳步提升      | 22 |

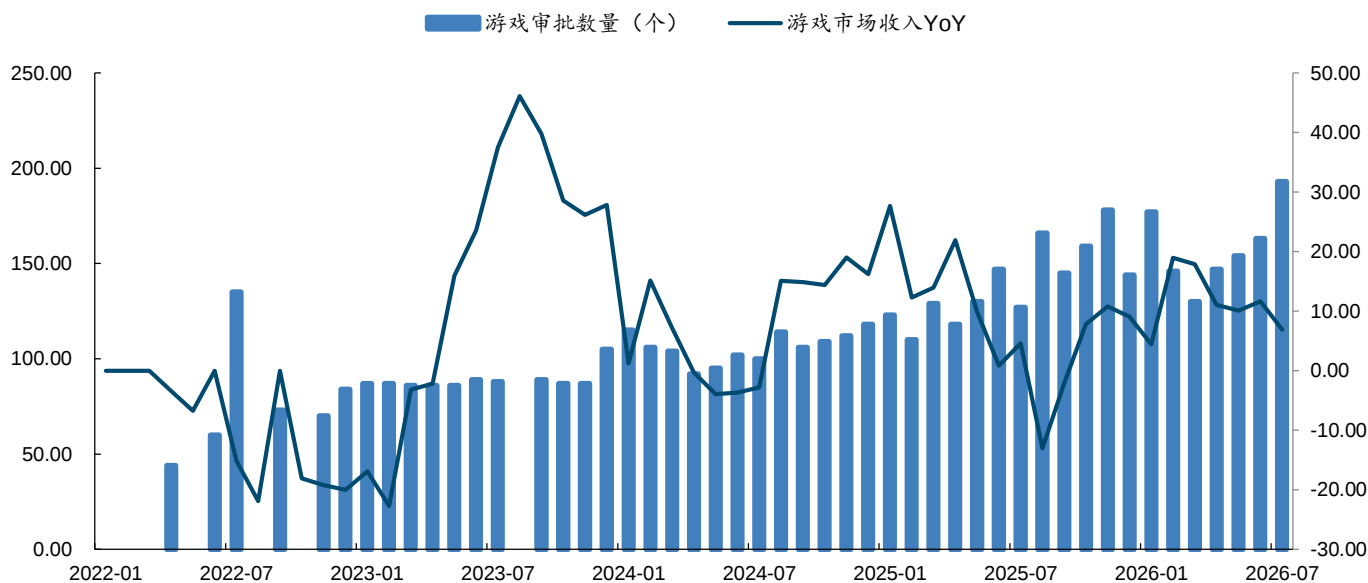


## 一、行业景气稳中提质，AI 渗透重塑变现效率与内容供给

### 1.1、游戏：用户大盘稳健筑基，出海与 AI 赋能驱动景气高增

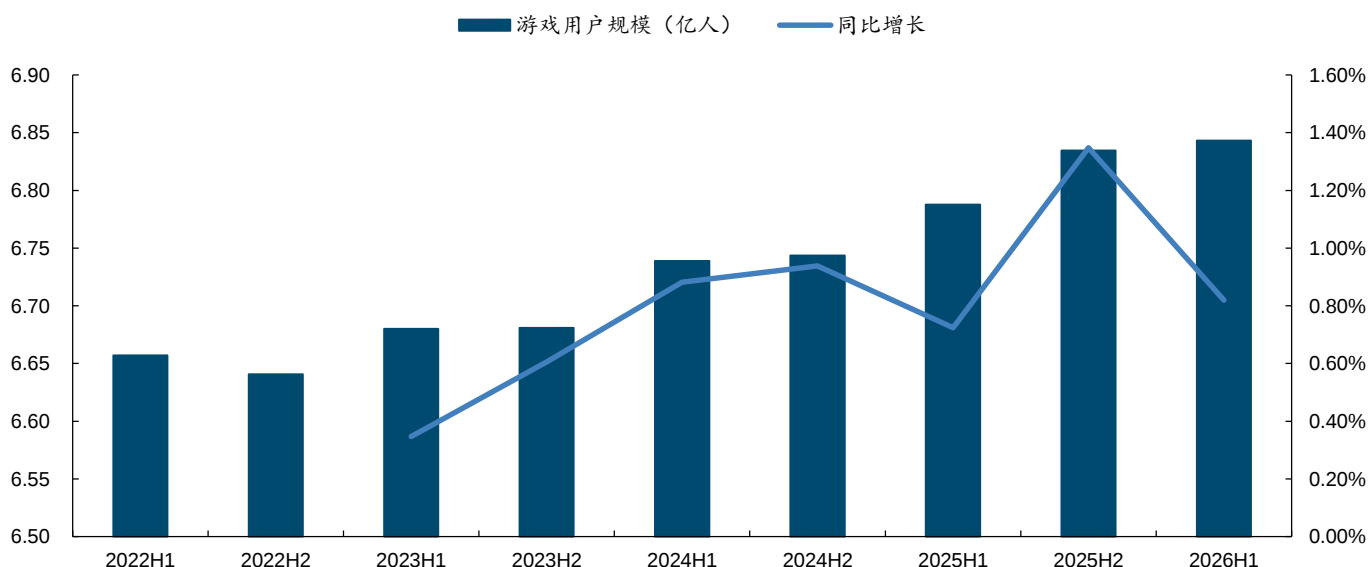
2026 年上半年游戏板块呈现稳步扩张与高景气态势，海外拓展深化与 AI 全链路赋能驱动行业量价齐升。行业大盘方面，26H1 游戏用户规模稳步攀升至 6.84 亿人，同比增长 0.82%，行业用户基本盘扎实；国内游戏市场实际销售收入在 26H1 各月份均保持强劲增长，1-6 月单月收入均突破 300 亿元，其中 1-3 月同比分别增长 4.47%、18.96%、17.91%，受春节档精品上线与头部产品长线运营拉动，一季度流水释放弹性显著；二季度延续高景气度，4-6 月同比分别增长 11.04%、10.07%、11.68%，7 月进一步攀升至 310.98 亿元（同增 6.92%）；自研游戏海外收入 20.12 亿美元，同增 18.86%。整体来看，H1 游戏市场在精品供给常态化、出海爆款放量以及买量 ROI 精细化调优的共同驱动下，行业盈利中枢与资产回报率持续改善。当前板块核心公司长线 IP 运营扎实且新品储备充沛，叠加 AI 技术深度渗透降本增效，建议持续关注具备全球化研运能力与优质 IP 管线落地的头部游戏厂商。

图表1：版号发放常态化支撑供给，游戏市场实际销售收入维持稳健增长



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

图表2：国内游戏用户规模稳步攀升，大盘基本盘稳固夯实



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所



## 1.2、广告营销：大盘告别高爆发步入平稳增长期，AI 全流程赋能驱动商业化价值跃升

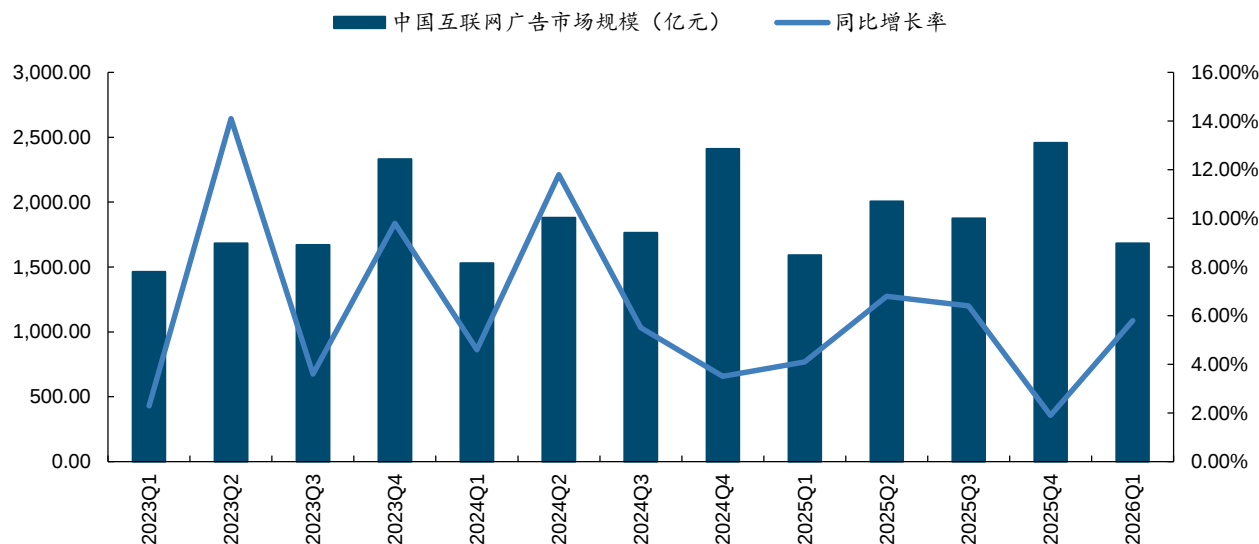
2026 年上半年广告营销板块整体告别过去的高爆发扩张，步入“低速平稳增长”的存量博弈新周期，行业驱动力由“流量规模红利”全面转向“AI 赋能下的单点变现价值跃升”。

大盘数据方面，国内互联网广告规模增速已逐步回落并维持在个位数低位区间，2026Q1 市场规模为 1,683.50 亿元，同比增速为 5.80%（相较 2023-2024 年双位数高增长明显收敛），反映出广告主预算投放趋于理性与克制，行业进入稳健增长的常态化阶段。

但在大盘低速平稳运行的背景下，AI 技术对广告工作流与推荐算法的重构，推动高价值广告形态的商业化效率（eCPM）迎来爆发式提升：26H1 激励视频 eCPM 由 25H1 的 38.02 元跃升至 79.09 元，同比激增 108.02%（人均展示 1.29 次）；开屏广告 eCPM 由 9.04 元攀升至 18.68 元，同比大增 106.64%（人均展示 1.85 次）；插屏与原生广告 eCPM 亦分别提升 25.12%和 61.80%至 28.34 元和 3.77 元，其中原生形态凭借深植内容的优势维持 5.52 次的高人均曝光频次；仅传统 Banner 广告受形式老化影响 eCPM 微降 14.33%至 2.57 元。

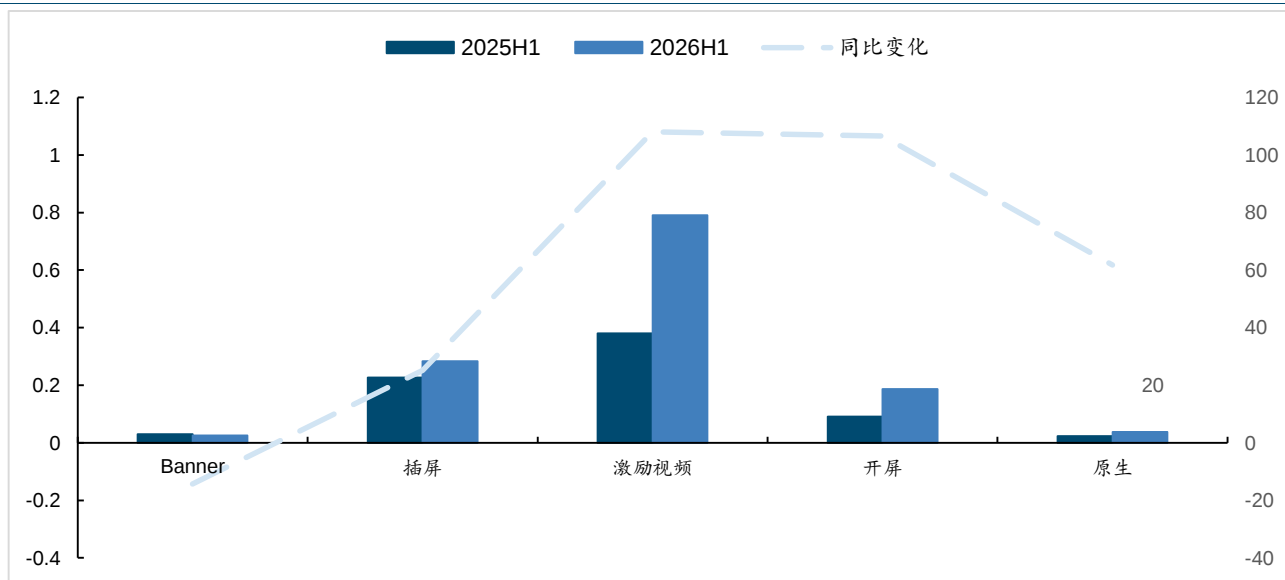
整体来看，H1 广告营销行业呈现出明显的“大盘筑底企稳、AI 提质增效”特征，依托 AI 原生智能体、高精度推荐模型及自动化素材生成，核心点位的定价中枢与转化 ROI 大幅改善。当前板块核心标的在精细化控费的同时加码全球化出海与 AI 应用落地，建议持续关注具备头部媒介代理壁垒、AI 全链路技术沉淀及海外高增长弹性的营销服务龙头。

图表3：互联网广告告别高爆发进入平稳增长阶段，单季大盘增速维持低位区间



来源：QM，国金证券研究所

图表4：AI 赋能重塑变现效率，高转化形态 eCPM 翻倍提振实现价值跃升





来源：taku，国金证券研究所

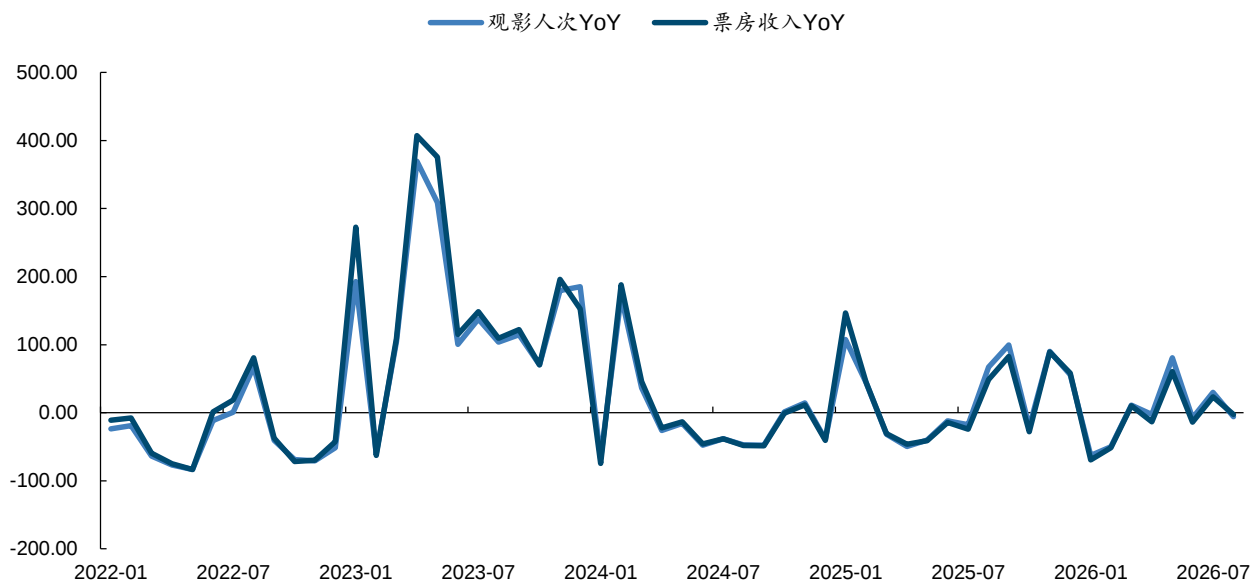
### 1.3、影视院线：大盘有所承压，假期档期驱动局部回暖

2026 年上半年影视院线板块整体呈现震荡调整与结构性修复态势，受去年同期高基数及核心档期头部爆款供给差异影响，大盘表现有所承压但局部档期展现弹性。今年以来至 8 月底国内电影票房为 282.09 亿元，同比下滑 28.2%。

26Q1 受春节档期错位及高基数扰动，1-2 月票房及人次阶段性下滑（1 月票房同降 69.16%、2 月同降 51.57%），但 3 月在优质影片口碑发酵下拉动票房同比增长 10.24%至 21.22 亿元（人次同增 11.29%），单月企稳改善。26Q2 大盘在淡季与假期催化下波动较大，4 月受节后淡季与供给断档影响，票房同降 13.30%至 10.39 亿元；5 月在“五一档”优质供给催化下显著爆发，月度票房同增 60.59%至 27.93 亿元，观影人次同增 80.94%至 7901.8 万人次，显现出强劲的假日需求韧性；6-8 月暑期档今年同比增长 4.4%，有所回升，其中 7 月暑期档旺季单月票房进一步回升至 50.19 亿元（同增 23.40%），重回稳步扩张通道。

整体来看，H1 大盘复苏高度依赖优质供给与档期集中度，常态化观影消费基础仍待巩固。建议持续关注具备头部内容自制能力的龙头及经营提效的优质院线标的。

图表5：全国电影月度票房收入及观影人次同比走势



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

### 1.4、数字媒体和社交：流量增速放缓，转向存量提效，AI 短剧延续高景气

2026 年上半年数字媒体与社交板块整体呈现“流量增速放缓、商业化提质、AI 重塑内容供给”的特征，行业已由过去依赖用户高增长的扩张阶段，逐步转向存量竞争下的效率提升阶段。一方面，长短视频、音乐、社区与社交平台用户时长竞争趋于稳定，广告与会员等核心变现业务保持温和修复，内容生态仍具韧性；另一方面，AI 正加速重构板块价值链，从推荐分发、广告匹配、AIGC 素材生成到虚拟互动、搜索问答和智能创作工具，均显著提升平台变现效率与内容供给密度。与此同时，短剧、漫剧、互动内容等轻量化新形态延续高景气，成为数字媒体的重要增量方向，尤其 AI 短剧已开始推动制作周期缩短、成本下移和出海效率提升，带动行业从“流量平台”向“内容工业化平台”演进。整体来看，H1 板块基本面稳中向好，虽难再现早期高爆发增长，但在 AI 赋能、短内容繁荣及全球化拓展驱动下，行业中长期仍具结构性成长机会，建议持续关注内容生态壁垒深厚、AI 落地路径清晰且具备新形态孵化能力的平台型公司。

## 二、传媒互联网（A 股）：出海与 AI 全链路赋能，游戏与营销板块展现高增长弹性

### 2.1、游戏板块：出海爆款放量叠加 AI 全链赋能，重点公司盈利与回报率显著改善

2026 年上半年游戏行业主要公司在海外拓展深化以及 AI 技术全链路赋能背景下经营情况整体良好，展现了较强的发展韧性与盈利弹性。四家游戏公司表现有所分化，世纪华通/三七互娱/昆仑万维/恺英网络营收分别+29.00%/-14.30%/+43.50%/+86.00%至 221.20/72.75/53.60/48.00 亿元。从 H1 情况来看各大公司在行业竞争及买量环境下仍实现较优表现，盈利与运营效率持续改善，分业务看，各大厂商持续发力全球化出海、核心 IP 长线运营及 AIGC/短剧等多元新增长极。



1) 世纪华通持续深化游戏出海与 IP 运营战略, 26H1 公司实现营收 221.2 亿元, 同增 29%; 归母净利润 45.0 亿元, 同增 70%; 扣非归母净利润 43.0 亿元, 同增 66%, 业绩符合预期且盈利弹性持续释放。盈利能力方面, 26H1 综合毛利率达 72.7% (+3.2pct), 其中软件服务业及移动端游戏毛利率分别提升至 74.9% (+2.6pct) 和 75.1% (+2.4pct); 费用端买量效率持续改善, 26Q2 销售费用率环比回落 3.3pct 至 40.6%, 上半年管理费用率同比下降 2.5pct 至 2.4%, 降本增效成果显著。产品端, 海外业务打造出三爆款矩阵, 《Whiteout Survival》于 2026 年 6 月再度夺得全球手游收入冠军并稳居出海榜第一, 《Kingshot》长期稳居出海榜前三, 《Tasty Travels: Merge Game》跻身出海前五并确立休闲二合品类第二增长曲线, 助力公司蝉联 Sensor Tower 2026 年 6 月中国手游发行商全球收入榜亚军。国内与 IP 运营方面, 盛趣游戏上半年相继推出《传奇新百区合击-盟重神兵》《传奇世界无双》《大航海时代: 起源》以及韩版《龙之谷世界》等多款产品, 《彩虹岛: 经典》《永恒之塔: 经典》《饥困荒野》加速推进。同时公司于 2026 年 7 月与 NC 签署合作备忘录, 拟共同推动次世代 MMORPG 《永恒之塔2》(Eternity 2) 在中国大陆上线运营, 持续推进端手并进战略。

2) 三七互娱海外新品表现亮眼并持续深化 AI 全链路渗透, 26H1 公司实现营业收入 72.75 亿元, 同比下降 14.3%; 归母净利润 17.66 亿元, 同比增长 26.1%; 扣非归母净利润 10.16 亿元, 同比下降 26.7%。其中归母净利润增长主要受投资收益增厚影响, 上半年实现投资收益 10.16 亿元, 占利润总额 45.2%。海外市场方面, SLG 产品模型持续得到验证, 《Last Asylum: Plague》已覆盖全球 137 个国家及地区, 累计用户规模超 1500 万, 2026 年 6 月位列 Sensor Tower 中国出海手游收入榜第 16 名, 7 月跃居中国手游海外收入增长榜 Top 9; 《Z Route: Redemption》上线海外进一步验证了轻重玩法融合模式的跨市场可复制性; 《RO 仙境传说: 世界之旅》在港澳台登顶主要应用商店免费榜及畅销榜后, 于 7 月进入东南亚市场。国内及存量产品方面, 长线基本盘保持稳健, 《Puzzles & Survival》截至 26H1 末全球累计用户超 7500 万、累计流水超 168 亿元, 《斗罗大陆: 魂师对决》上线第五年仍保持稳健流水表现。产品储备端, 自研储备包括《小头盆大冒险》《荒漠沙舟》及多款 SLG, 代理产品涵盖《斗罗大陆: 零》《梦回甄嬛传》《斗罗大陆: 启程》及三消、二合等海外休闲品类。同时, 公司推进 AI 全链路渗透赋能研发与发行, 截至 26H1, AI 辅助生成 2D/3D 美术资产占比超 80%/30%, AI 深度参与生成的广告视频素材占比超 70%, 自动化投放占比超 50%, “小七智能体平台”已沉淀 70 余项 AI 能力及 600 余个自研智能体。

3) 昆仑万维全面推进 AGI 与 AIGC 战略落地, 海外业务与 AI 商业化加速共振, 26H1 实现营收 53.6 亿元, 同增 43.5%; 归母净利润 10.9 亿元 (25H1 为-8.6 亿元, 实现扭亏为盈)。海外市场方面, 26H1 海外收入达 52.03 亿元, 同增 51.2%, 占总营收比重超 97%, 全球化运营成效显著。业务板块方面, 短剧平台实现收入 15.3 亿元, 同增 163.3%, 占总营收约 28.6%, 成为核心增长引擎; 海外短剧平台月活跃用户位居海外市场首位, FreeReels 位列出海短剧 APP 下载量第一, 截至 2026 年 6 月底单月流水超 6500 万美元; 前端形成 DramaWave (付费) 与 FreeReels (免费) 双平台, DramaWave 7 月上新剧集超 90% 为 AI 生成, 后端依托天工短剧工作台 SkyProduction 构建“剧本直达成片”一站式工业化生产体系, 大幅降低制作成本。AI 软件技术业务实现收入 2.2 亿元, 同增 237.4%, 天工 AI 收入逐季抬升, AI 音乐产品 Mureka 持续高频迭代并上线对话创作与视频生成功能。Opera 广告/搜索业务分别实现收入 20.3 亿元 (+41.9%) 和 8.3 亿元 (+20.1%), 持续贡献稳健基本盘。战略布局端, 公司升级“4+3 战略”, 孵化的黎曼动力于 2026 年 7 月推出具身世界动作模型 Riemann-1.0, 并与商光轮智能、诺亦腾机器人达成深度合作; 艾捷科芯完成新一轮增资扩股 (投后估值突破 40 亿元), 加快算力芯片研发与商业化。

4) 恺英网络业绩超市场预期, 26H1 实现营收 48.0 亿元, 同增 86%; 归母净利润 14.3 亿元, 同增 50%。业务板块方面, 用户平台实现收入 6.1 亿元, 同增 44%, 增速较 2025 全年的 30% 进一步提速, 毛利率达 86.7% (+0.8pct) 稳中有升; 移动游戏毛利率为 75.6% (-6.3pct)。旗下游戏盒子作为国内传奇游戏领域的头部平台, 依托独家传奇 IP 授权及三端互通底座, 已从单一游戏运营延伸至内容社区、直播、数字交易及云服务多元变现, 持续验证平台化逻辑。运营端, Q2 单季销售费用率约为 35.4%, 较 Q1 的 43.5% 明显回落, 投放高峰已过; 合同负债达 6.9 亿元, 较上年末增长 84%, 递延游戏收入蓄水池大幅增厚。产品端, 公司拥有《代号: 奥特曼》《古龙群侠传》《盗墓笔记: 启程》《斗罗大陆: 诛邪传说》《三国: 天下归心》等丰富管线, IP 矩阵持续完善。同时, 公司自研 AI 全流程开发平台 SOON 缩短开发周期, 并推进 3D AI 陪伴应用 EVE 及 AI 潮玩《暖星谷梦游记》等“游戏+AI”多元商业化落地。

2026H1 游戏板块头部公司营收整体展现较强增长韧性。受出海业务扩张及 AI/短剧等新兴业态商业化赋能驱动, 龙头公司营收端多实现亮眼增长, 其中世纪华通在出海爆款产品矩阵带动下, 营业总收入同比高增 28.5% 至 221.17 亿元; 恺英网络/昆仑万维/三七互娱营收分别同比+86.1%/+43.5%/-14.3% 至 47.97/53.59/72.75 亿元 (昆仑万维短剧与 AI 业务加速放量, 恺英网络平台化与产品管线加速释放)。当前板块部分公司受产品周期及基数影响阶段性承压但新品储备充沛。

图表6: 26H1 游戏重点公司营收延续稳健高增 (单位: 百万元)

| 公司   | 指标    | 24H1    | 25H1     | 26H1     | 25Q2    | 26Q2     |
|------|-------|---------|----------|----------|---------|----------|
| 世纪华通 | 营业总收入 | 9276.02 | 17207.09 | 22117.04 | 8144.70 | 11010.46 |
|      | YoY   | 53.3%   | 85.5%    | 28.5%    | 91.1%   | 35.2%    |
| 三七互娱 | 营业总收入 | 9231.97 | 8486.12  | 7274.64  | 4243.29 | 3720.39  |
|      | YoY   | 19.0%   | -8.1%    | -14.3%   | -10.7%  | -12.3%   |
| 昆仑万维 | 营业总收入 | 2501.81 | 3733.34  | 5359.20  | 1763.87 | 2569.80  |
|      | YoY   | 3.2%    | 49.2%    | 43.5%    | 46.1%   | 45.7%    |



|      |       |         |         |         |         |         |
|------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 恺英网络 | 营业总收入 | 2555.16 | 2578.01 | 4796.59 | 1352.81 | 2221.23 |
|      | YoY   | 29.3%   | 0.9%    | 86.1%   | 3.5%    | 64.2%   |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 游戏板块盈利水平整体呈现向好态势。受出海业务高毛利驱动及 AI 全链路降本增效推进影响，头部游戏公司盈利能力多有改善，其中世纪华通毛利率同比提升 3.2pct 至 72.7%（净利率同比+5.0pct 至 20.4%）。三七互娱/昆仑万维/恺英网络毛利率分别同比+0.8pct/-4.3pct/-5.5pct 至 77.5%/65.6%/76.9%（对应净利率分别同比+7.8pct/+43.2pct/-7.1pct 至 24.3%/20.3%/29.8%）。当前板块部分公司受产品结构及前期买量推广节奏影响盈利水平短期略有波动。

**图表7：26H1 游戏重点公司盈利能力普遍改善**

| 公司   | 指标  | 24H1   | 25H1   | 26H1  | 25Q2  | 26Q2  |
|------|-----|--------|--------|-------|-------|-------|
| 世纪华通 | 毛利率 | 63.8%  | 69.5%  | 72.7% | 69.4% | 72.0% |
|      | 净利率 | 12.5%  | 15.4%  | 20.4% | 16.0% | 22.5% |
| 三七互娱 | 毛利率 | 79.6%  | 76.7%  | 77.5% | 77.3% | 77.9% |
|      | 净利率 | 13.7%  | 16.5%  | 24.3% | 20.1% | 24.0% |
| 昆仑万维 | 毛利率 | 78.2%  | 69.9%  | 65.6% | 69.0% | 66.2% |
|      | 净利率 | -15.6% | -22.9% | 20.3% | -4.9% | 76.9% |
| 恺英网络 | 毛利率 | 82.0%  | 82.4%  | 76.9% | 83.6% | 80.7% |
|      | 净利率 | 31.7%  | 36.9%  | 29.8% | 31.9% | 29.2% |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 游戏板块费用管控整体保持稳健，买量投放受产品周期影响有所分化。受出海爆款推广及 AI 降本增效深化影响，游戏公司费用结构持续优化，其中世纪华通销售费用率/管理费用率分别同比+4.1pct/-2.4pct 至 42.2%/2.4%。三七互娱/昆仑万维/恺英网络销售费用率分别同比-0.3pct/+13.3pct/+5.6pct 至 51.7%/62.3%/39.2%，管理费用率分别同比+0.4pct/-4.6pct/-0.7pct 至 3.9%/12.0%/2.3%。当前板块部分公司受短剧与新品前期买量投放加大影响销售费用率有所抬升。

**图表8：26H1 游戏重点公司费用管控与买量投放表现分化**

| 公司   | 指标    | 24H1  | 25H1  | 26H1  | 25Q2  | 26Q2  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 世纪华通 | 销售费用率 | 31.9% | 38.1% | 42.2% | 44.7% | 40.9% |
|      | 管理费用率 | 6.5%  | 4.8%  | 2.4%  | 4.4%  | 2.4%  |
| 三七互娱 | 销售费用率 | 58.1% | 52.0% | 51.7% | 46.9% | 50.7% |
|      | 管理费用率 | 3.2%  | 3.5%  | 3.9%  | 3.0%  | 3.9%  |
| 昆仑万维 | 销售费用率 | 37.4% | 49.0% | 62.3% | 54.4% | 68.0% |
|      | 管理费用率 | 18.6% | 16.6% | 12.0% | 17.6% | 13.8% |
| 恺英网络 | 销售费用率 | 37.5% | 33.6% | 39.2% | 30.1% | 41.3% |
|      | 管理费用率 | 3.7%  | 3.0%  | 2.3%  | 2.8%  | 2.6%  |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 游戏板块净资产收益率（ROE）整体呈现强劲回升态势。受出海爆款持续放量、投资收益增厚及 AI 商业化扭亏为盈等积极因素驱动，游戏公司资产回报能力全面改善，其中世纪华通 ROE 同比提升 3.52pct 至 13.16%。三七互娱/昆仑万维/恺英网络 ROE 分别同比+1.77pct/+13.52pct/+2.04pct 至 12.54%/7.35%/13.62%（昆仑万维海外短剧与 AI 商业化共振实现业绩扭亏，ROE 大幅转正）。当前板块头部公司盈利质量持续向好且现金流充裕。

**图表9：26H1 游戏重点公司 ROE 水平显著回升**

| 公司   | 指标  | 23H1  | 24H1  | 25H1  | 26H1  |
|------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 世纪华通 | ROE | 3.43  | 4.49  | 9.64  | 13.16 |
| 三七互娱 | ROE | 9.77  | 10.00 | 10.77 | 12.54 |
| 昆仑万维 | ROE | 2.53  | -2.58 | -6.17 | 7.35  |
| 恺英网络 | ROE | 14.66 | 14.22 | 11.58 | 13.62 |



来源：ifind，国金证券研究所

## 2.2、影视院线板块：票房周期致放映承压，潮玩与高毛利版权业务逆势释放弹性

2026 年上半年影视院线行业主要公司在电影大盘整体承压以及业务转型升级背景下经营情况有所分化，展现了差异化的抗周期韧性与多元拓展能力。四家影视传媒公司表现有所分化，儒意电影/中国电影/奥飞娱乐/捷成股份营收分别-23.92%/-11.93%/+11.13%/-26.64%至 50.89/15.12/13.32/10.03 亿元。从 H1 情况来看各大公司在终端放映及行业调整压力下仍积极优化业务结构，内容创作、潮玩衍生及版权运营板块展现较强韧性，分业务看，各大企业持续发力优质 IP 内容投资与出海、影视版权多渠道变现、海外院线运营以及 AIGC 微短剧等多元新业态。

1) 儒意电影海外市场增速亮眼并持续深化多元业务探索，26H1 实现营业收入 50.89 亿元，同比下降 23.92%；归母净利润-1.55 亿元，同比由盈转亏。国内院线与影视业务方面，上半年国内电影大盘票房仅 174 亿元（同比下降超 40%），公司国内直营影院实现票房 25.5 亿元（含服务费），同比下降 39.4%，观影人次 5535.7 万，同比下降 32.8%，整体降幅略优于大盘表现；内容端积极参与影片投资与发行，上半年共参投影片 7 部，合计票房突破 80 亿元；渠道与会员端，26H1 公司 Rtime 会员数增长约 1000 万人，自有渠道购票人次占比提升至 42.5%，用户复购与留存能力进一步改善。海外市场方面，澳洲院线 Hoyts 凭借市场优质影片表现和放映技术优势实现逆势高增，上半年实现票房收入 1.87 亿澳元，同比增长 29.24%，观影人次 989 万，同比增长 22.1%，其中 Q2 在澳大利亚地区的市场份额突破 30%，创下历史最高单季度份额纪录。多元战略拓展端，公司持续深化“超级娱乐空间”战略，以“超级场景+超级 IP”为驱动，在夯实影院经营基本盘的同时稳步推进影视内容、战略投资、IP 潮玩、卡藏等多元业务，创新构建涵盖四大板块的 C2B2C 多元内容运营新模式，将放映业务从单一供给驱动升级为供求双向驱动。

2) 中国电影全产业链龙头地位稳固，26H1 实现营业收入 15.12 亿元，同降 11.93%；归母净利润-1.10 亿元（同增 0.28%），在全国电影总票房同降 40.62%的行业承压背景下展现较强韧性。创作与制作端，主导/参投出品 18 部影片累计票房 93.57 亿元，占全国国产片票房总额的 67.03%，囊括春节档冠军《飞驰人生 3》（票房 44.21 亿元）、《镖人：风起大漠》（14.49 亿元）及暑期档亚军《八佰》等多部力作，储备《流浪地球 3》《无限之战》等在研项目近 80 个；中影制片厂为 175 部影视作品提供制作服务。发行与放映端，发行 344 部影片揽获票房 119.46 亿元（全国票房占比 76.77%），控参股院线实现票房 48.45 亿元（银幕市占率 29.85%），中影院线与中影南方分列全国前三；创新落地世界杯影院直播、预约放映及文旅融合新场景。科技与创新端，国内已开业 CINITY 影厅达 260 个（含 CLED 影厅 81 个），中影巴可新增放映机销售市占率达 59%；积极推进 AI 智能修复技术体系构建，并全面发力 IP 文创衍生与影视文旅研学。

3) 奥飞娱乐受出口税费退还等影响 Q2 利润同比大增，新品牌与出海业务稳步推进。26H1 公司实现营收 13.32 亿元，同增 11.13%；归母净利润 1.74 亿元，同增 370.7%，主要系玩具及婴童用品销售增长，叠加海外婴童业务出口税费退还冲减当期成本。业务板块方面，玩具销售实现收入 5.15 亿元，同增 12.13%，毛利率 39.58%（+0.45pct）；自有 IP 持续推出百变美食派对、四轴无人机、喵喵奔居家系列等创新品类，外部 IP 搭建超可动人偶及女性向潮流线，“维思积木”陆续覆盖欧洲等海外市场，2027 年计划启动“喜羊羊与灰太狼潮玩计划”覆盖毛绒、配饰、手表等多品类；潮玩端叠叠乐累计销量突破 8000 万只，生活方式品牌“MieMieWorld”加速商业化与海外布局，签约原创 IP“SUSUMI”首弹产品于 8 月上市。婴童用品实现收入 6.81 亿元，同增 16.00%，毛利率 58.60%（+17.05pct），Babytrend 逐步拓展南美市场并优化跨境 B2C 运营，澳贝母婴打造彩虹洞洞板等多款爆品并强化分层精细化运营。动漫影视实现收入 1.30 亿元，同降 8.30%，毛利率提升至 63.61%（+7.87pct），上半年推出超级飞侠、喜羊羊与灰太狼系列内容等作品，真人特摄项目《星夜铠》已完成拍摄。

4) 捷成股份坚持“一体两翼”战略布局，以资源型版权业务为主体，全面发力 AIGC 与微短剧等创新业务，盈利能力保持稳健提升。26H1 公司实现营业总收入 10.03 亿元，同降 26.64%；归母净利润为 1.61 亿元，同增 10.47%；扣非归母净利润为 1.64 亿元，同增 10.44%。业务端，影视版权运营与发行持续巩固基本盘，积累超 10 万小时影视、动漫及节目版权内容，新媒体端成功上线《飞驰人生 3》《惊蛰无声》《熊出没·年年有熊》等院线电影及多部卫视黄金档剧集，并与腾讯视频、爱奇艺、优酷等全主流平台达成深度年度合作。海外发行拓展成效显著，YouTube 平台半年新增订阅数 635 万（总订阅超 6500 万），新增频道 600 余条（总数达 930 条），超百万订阅频道达 14 条，Facebook 粉丝近千万。AIGC 与短剧方面，上线多部热播短剧并与红果、快手等平台深化合作；新设 AI 产能中心下设 3 个精品 IP 孵化工作室与 8 支制作团队，储备优质 IP 超 100 个，依托“剧现”“ChatPV”等全流程智能体矩阵构建 AI 生产闭环，自研攻克人物与画面一致性难点，年产能规划超 50 部。

2026H1 影视院线板块收入端受国内大盘票房整体下行及业务调整影响短期有所承压。不同公司受业务结构与出海表现影响呈现分化，其中儒意电影营业总收入同比下降 23.9%至 50.89 亿元（海外澳洲院线逆势高增但受国内大盘疲软拖累）。中国电影/奥飞娱乐/捷成股份营业总收入分别同比-11.9%/+11.1%/-26.6%至 15.12/13.32/10.03 亿元（奥飞娱乐受潮玩衍生品与婴童用品销售驱动实现逆势双位数增长；捷成股份受新媒体版权分销节奏影响营收承压）。当前板块各公司积极探索“影视+IP 潮玩”、海外院线拓展及 AIGC 微短剧等多元新业态。

图表 10：26H1 影视院线重点公司收入端短期承压，潮玩衍生逆势增长（单位：百万元）

| 公司   | 指标    | 24H1    | 25H1    | 26H1    | 25Q2    | 26Q2    |
|------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 儒意电影 | 营业总收入 | 6218.37 | 6689.15 | 5089.35 | 4708.76 | 2998.27 |
|      | YoY   | -9.5%   | 7.6%    | -23.9%  | 23.2%   | -36.3%  |



|      |       |         |         |         |        |        |
|------|-------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 中国电影 | 营业总收入 | 2122.27 | 1716.84 | 1511.94 | 994.11 | 851.95 |
|      | YoY   | -25.7%  | -19.1%  | -11.9%  | -3.1%  | -14.3% |
| 奥飞娱乐 | 营业总收入 | 1305.01 | 1198.34 | 1331.70 | 657.56 | 653.98 |
|      | YoY   | 0.4%    | -8.2%   | 11.1%   | 1.1%   | -0.5%  |
| 捷成股份 | 营业总收入 | 1451.37 | 1367.31 | 1003.03 | 710.65 | 569.75 |
|      | YoY   | -2.4%   | -5.8%   | -26.6%  | 5.1%   | -19.8% |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 影视院线板块盈利能力呈现显著分化。受大盘票房走弱及固定成本刚性影响，传统院线放映端利润承压，而潮玩衍生及版权运营公司毛利率与净利率实现逆势双升，其中儒意电影毛利率/净利率分别同比-7.7pct/-11.0pct 至 20.6%/-3.0%（国内票房下滑拖累业绩，当期由盈转亏）。中国电影/奥飞娱乐/捷成股份毛利率分别同比+1.0pct/+9.4pct/+6.4pct 至 6.4%/51.6%/31.2%，净利率分别同比-0.9pct/+10.0pct/+5.4pct 至-7.3%/13.1%/16.0%（奥飞娱乐受益于高毛利潮玩放量及出口税费退还，净利率大幅提升；捷成股份高毛利版权运营与 AIGC 降本带动盈利修复）。当前板块传统放映业务受内容供给周期波动影响利润阶段性承压。

**图表11：26H1 影视院线重点公司毛利率与净利率表现分化，潮玩与版权盈利亮眼**

| 公司   | 指标  | 24H1  | 25H1  | 26H1  | 25Q2  | 26Q2  |
|------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 儒意电影 | 毛利率 | 26.1% | 28.3% | 20.6% | 34.4% | 24.3% |
|      | 净利率 | 1.8%  | 8.0%  | -3.0% | -6.2% | -8.1% |
| 中国电影 | 毛利率 | 25.9% | 5.4%  | 6.4%  | -3.2% | 0.4%  |
|      | 净利率 | 9.6%  | -6.4% | -7.3% | 3.1%  | 0.5%  |
| 奥飞娱乐 | 毛利率 | 42.5% | 42.2% | 51.6% | 44.2% | 46.9% |
|      | 净利率 | 4.2%  | 3.1%  | 13.1% | -1.8% | 18.3% |
| 捷成股份 | 毛利率 | 31.0% | 24.8% | 31.2% | 30.1% | 35.0% |
|      | 净利率 | 17.2% | 10.6% | 16.0% | 2.0%  | 8.4%  |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 影视院线板块费用率整体呈稳中有升态势。受收入规模波动带来的经营杠杆效应减弱，以及加大海外拓展与潮玩品牌推广投入影响，重点公司费用率阶段性上升，其中儒意电影销售费用率/管理费用率分别同比+0.9pct/+1.9pct 至 4.8%/10.2%。中国电影/奥飞娱乐/捷成股份销售费用率分别同比持平/+2.3pct/+0.3pct 至 4.2%/16.1%/3.1%，管理费用率分别同比+2.7pct/-1.0pct/+2.2pct 至 14.2%/13.3%/7.4%（奥飞娱乐精细化运营显效，管理费用率逆势下降 1.0pct；中国电影与捷成股份受营收下滑导致管理费用率被动抬升）。当前板块公司在积极控制刚性成本的同时持续投入 IP 出海与 AI 等新方向。

**图表12：26H1 影视院线重点公司销售费用率稳中有升，管理费用率刚性上行**

| 公司   | 指标    | 24H1  | 25H1  | 26H1  | 25Q2  | 26Q2  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 儒意电影 | 销售费用率 | 5.9%  | 3.9%  | 4.8%  | 2.4%  | 3.7%  |
|      | 管理费用率 | 9.0%  | 8.3%  | 10.2% | 6.4%  | 9.4%  |
| 中国电影 | 销售费用率 | 2.9%  | 4.2%  | 4.2%  | 3.2%  | 3.7%  |
|      | 管理费用率 | 10.3% | 11.5% | 14.2% | 9.8%  | 12.9% |
| 奥飞娱乐 | 销售费用率 | 12.5% | 13.8% | 16.1% | 13.1% | 17.0% |
|      | 管理费用率 | 13.2% | 14.3% | 13.3% | 12.8% | 13.8% |
| 捷成股份 | 销售费用率 | 2.2%  | 2.8%  | 3.1%  | 2.8%  | 2.3%  |
|      | 管理费用率 | 5.2%  | 5.2%  | 7.4%  | 5.0%  | 7.9%  |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 影视院线板块净资产收益率（ROE）整体受大盘票房周期波动影响呈现结构性分化。受放映端经营杠杆受损与非院线多元业务高增的差异化影响，重点公司资产回报表现各异，其中儒意电影 ROE 同比下降 9.30pct 至-2.16%（受国内电影大盘下滑拖累由正转负）。中国电影/奥飞娱乐/捷成股份/横店影视 ROE 分别同比持平/+4.52pct/+0.14pct/-19.9955pct 至-1.01%/5.75%/1.88%/-5.2375%（奥飞娱乐受益于潮玩放量与海外退税驱动净利润大增，ROE 同比大幅改善；捷成股份高毛利版权运营与 AIGC 业务赋能 ROE 稳步回升；横店影视与中国电影受终端院线放映承压短期承压）。



当前板块传统放映业务受观影周期影响 ROE 短期处于磨底阶段。

**图表13：26H1 影视院线重点公司 ROE 表现分化，奥飞娱乐与版权业务逆势改善**

| 公司   | 指标  | 23H1   | 24H1 | 25H1   | 26H1    |
|------|-----|--------|------|--------|---------|
| 儒意电影 | ROE | 5.59   | 1.40 | 7.14   | -2.16   |
| 中国电影 | ROE | 3.22   | 1.83 | -1.01  | -1.01   |
| 奥飞娱乐 | ROE | 1.78   | 1.62 | 1.23   | 5.75    |
| 捷成股份 | ROE | 4.51   | 3.05 | 1.74   | 1.88    |
| 横店影视 | ROE | 8.7681 | 6.19 | 14.758 | -5.2375 |

来源：ifind，国金证券研究所

### 2.3、出版板块：需求与人口结构扰动致收入承压，渠道壁垒与高分红筑牢防守价值

2026 年上半年出版与数字阅读行业主要公司在传统图书市场调整与数字内容形态变革背景下经营情况有所分化，展现了稳健的防御底色与积极的创新转型动能。四家出版与数字内容公司表现有所分化，**凤凰传媒/新华文轩/中文在线**营收分别-14.24%/-8.24%/-9.11%/+3.85%至 61.00/58.43/50.07/5.78 亿元。从 H1 情况来看传统出版发行龙头在教材教辅与零售图书面临逆风背景下依托严控成本与渠道优势保持稳健盈利和高分红韧性，而数字阅读龙头凭借出海短剧与 AI 多模态生成业务迎来盈利拐点，分业务看，各大企业持续发力教材教辅基本盘提质增效、“AI+智慧教育”平台赋能、海外短剧生态搭建及 IP 全链路工业化变现，我们持续看好具备深厚内容 IP 壁垒、高股息防御价值及 AI 原生内容出海变现能力的出版与数字阅读龙头的长期价值。

- 1) **凤凰传媒**受图书零售需求与行业景气度影响业绩短期承压，但主业竞争优势稳固且现金流表现优异。26H1 实现营业收入 61.00 亿元，同降 14.24%；归母净利润 10.92 亿元，同降 31.12%。数字化战略方面，公司加速“AI+教育”布局，“智聆学伴、教伴”稳步拓展，“小聆 AI 学”累计注册用户超 100 万。
- 2) **中南传媒**核心内容与渠道壁垒稳固，26H1 实现营业收入 58.43 亿元，同比下降 8.24%；归母净利润 9.33 亿元，同比下降 8.25%。受外部市场环境变化及学龄学生人口减少影响，业绩短期承压，但得益于成本优化与良好费用控制，利润降幅整体可控。业务板块方面，26H1 公司在全国图书综合零售市场实洋占有率为 5.50%（行业第二），新书零售市场实洋占有率达 8.20%（行业第一）；发行端，湖南省新华书店实现营收 38.01 亿元、净利润 5.65 亿元，“四维阅读 3.0”内容扩充至 116 本，省外评议教辅在山东、陕西等区域稳步推进。数字化与 AI 端，湖南教育社平台用户达 1160 万人（半年新增 90 万），“阅达教育”注册学生达 787 万人，“智趣新体育”覆盖 2006 所学校，“A 佳教育”APP 用户达 655 万人；同时依托湖湘文化大模型升级全媒体数据库并上线中南数字生产系统，加速 AI 阅读与教育智能体落地。
- 3) **新华文轩**面对行业调整与学生人数下降逆风，聚焦主业提质增效，加速 AI 融合与数智化转型。26H1 公司实现营业收入 50.07 亿元，主营业务收入 49.43 亿元，同降 9.11%；主营业务综合毛利率为 35.56%（-2.78pct）。分业务看，出版板块主营收入 12.31 亿元（同降 3.85%），毛利率 31.00%（-3.14pct），其中教材教辅收入 6.31 亿元（同降 2.77%），一般图书收入 4.32 亿元（同降 6.28%），整体实洋占有率位列全国出版地方集团第 6 位，实现版权输出 206 项；发行板块主营收入 43.39 亿元（同降 10.78%），毛利率 29.83%（-2.58pct），其中教材教辅收入 18.16 亿元（同降 5.22%），一般图书收入 24.13 亿元（同降 13.94%）；渠道端线下与线上销售分别实现 24.12 亿元（同降 11.46%）和 25.32 亿元（同降 6.76%）。创新与数智化方面，“文轩优教”整合国产大模型服务教师 44.84 万人，“文轩优学”服务学生 445 万人，携手腾讯教育升级“AI 伴我学”教辅，供应链端全面上线包裹智能分拣并搭建四川教材印制管理平台。
- 4) **中文在线**短剧及 IP 衍生业务高增且盈利拐点显现，26H1 实现营收 5.78 亿元，同增 3.85%；归母净亏损 0.43 亿元，同比大幅减亏 81.01%；其中 26Q2 营收 2.68 亿元（同增 17.24%），归母净利润 283 万元实现同环比扭亏为盈，毛利率升至 52.64%（同增 19.3pct）。业务端，短剧及 IP 衍生品收入 4.11 亿元（同增 108.72%，毛利率 48.62%），营收占比达 71.2%成为核心引擎；网文及相关业务收入 1.45 亿元（同降 54.91%，毛利率 47.93%），业务重心加速向海外短剧及 AI 内容迁移。平台与 AI 进展端，海外短剧平台 FlareFlow 上半年实现收入 2.53 亿元（同增 3123%），实现净利润 1.52 亿元同比扭亏，提前实现月度经营性盈亏平衡；平台累计注册用户突破 5200 万，累计上线剧集近 7000 部，其中 AI 剧占比超 10%；公司深度依托“中文逍遥”等自研 AI 大模型与多模态生成技术，推动从网文 IP 孵化、AI 剧本创作到 AI 视频/漫剧生成的全链路工业化落地，全面赋能内容低成本、高效率供给与出海规模化扩张。运营端，公司从买量扩张转向内容驱动与精细投放，拓展 CTV、车机及海外运营商渠道降本。

**2026H1 出版板块收入端整体略有承压。**受外部图书零售需求放缓及学龄学生人口结构变动影响，出版发行公司营收增速普遍有所放缓，其中凤凰传媒营业总收入同比下降 14.2%至 61.00 亿元。中南传媒/新华文轩/中文在线营业总收入分别同比-7.8%/-9.4%/+3.9%至 58.43/50.07/5.78 亿元。当前传统出版主业收入增速短期虽有扰动，但渠道壁垒稳固且高分红防御属性突出，叠加各大企业积极布局“AI+智慧教育”、海外短剧及 IP 全产业链变现，我们认为未来随着数智化业务增量释放及渠道效率优化，板块经营表现有望逐步企稳回升。

**图表14：26H1 出版重点公司收入端短期承压，主业基本盘保持稳固（单位：百万元）**



| 公司   | 指标    | 24H1    | 25H1    | 26H1    | 25Q2    | 26Q2    |
|------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 凤凰传媒 | 营业总收入 | 7235.97 | 7113.06 | 6100.49 | 3225.68 | 2884.00 |
|      | YoY   | 0.8%    | -1.7%   | -14.2%  | -3.5%   | -10.6%  |
| 中南传媒 | 营业总收入 | 6892.91 | 6335.29 | 5842.86 | 2874.41 | 2921.16 |
|      | YoY   | 1.8%    | -8.1%   | -7.8%   | -4.2%   | 1.6%    |
| 新华文轩 | 营业总收入 | 5787.82 | 5527.43 | 5006.52 | 2487.81 | 2483.73 |
|      | YoY   | 6.6%    | -4.5%   | -9.4%   | 0.6%    | -0.2%   |
| 中文在线 | 营业总收入 | 462.21  | 556.49  | 577.94  | 233.07  | 310.26  |
|      | YoY   | -29.0%  | 20.4%   | 3.9%    | 4.7%    | 33.1%   |

来源：ifind，国金证券研究所

**2026H1 出版板块盈利水平整体保持相对韧性。**受图书零售市场调整与业务结构变动影响，传统出版公司利润率阶段性承压，而数字阅读龙头盈利改善显著，其中凤凰传媒毛利率同比下降 6.5pct 至 37.3%，净利率同比下降 4.4pct 至 17.9%。中南传媒/新华文轩/中文在线毛利率分别同比+2.1pct/-2.9pct/+17.7pct 至 47.9%/36.2%/49.6%，对应净利率分别同比-0.1pct/-2.4pct/+33.3pct 至 16.0%/13.1%/-7.4%（中文在线 26Q2 净利率已转正至 0.9%）。当前板块盈利水平整体稳健，我们认为未来随着高毛利短剧及 AI 业务规模化放量，叠加传统主业降本增效深化，板块盈利中枢有望进一步稳固与修复。

**图表 15：26H1 出版重点公司盈利能力保持稳健，中南与中文在线毛利率逆势提升**

| 公司   | 指标  | 24H1   | 25H1   | 26H1  | 25Q2   | 26Q2  |
|------|-----|--------|--------|-------|--------|-------|
| 凤凰传媒 | 毛利率 | 42.2%  | 43.8%  | 37.3% | 39.1%  | 35.7% |
|      | 净利率 | 16.9%  | 22.3%  | 17.9% | 33.5%  | 23.2% |
| 中南传媒 | 毛利率 | 44.6%  | 45.8%  | 47.9% | 45.3%  | 44.4% |
|      | 净利率 | 11.2%  | 16.1%  | 16.0% | 22.5%  | 18.9% |
| 新华文轩 | 毛利率 | 38.5%  | 39.1%  | 36.2% | 34.4%  | 34.2% |
|      | 净利率 | 12.4%  | 15.5%  | 13.1% | 24.0%  | 16.0% |
| 中文在线 | 毛利率 | 23.7%  | 31.9%  | 49.6% | 29.8%  | 46.9% |
|      | 净利率 | -32.5% | -40.7% | -7.4% | -59.4% | 0.9%  |

来源：ifind，国金证券研究所

**2026H1 出版板块期间费用率整体呈现微幅波动但管控扎实。**受线下渠道维护及数字化研发投入影响，头部出版公司费用率小幅提升，而数字内容公司买量投放明显收敛，其中凤凰传媒销售费用率与管理费用率分别同比+0.4pct/+0.6pct 至 12.0%/11.5%。中南传媒/新华文轩/中文在线销售费用率分别同比+2.0pct/-0.6pct/-3.8pct 至 16.5%/12.0%/44.0%（中文在线 26Q2 销售费用率大幅优化至 28.7%），管理费用率分别同比+0.5pct/+0.2pct/+1.3pct 至 13.7%/13.7%/10.6%。当前板块费用投放整体可控且精细化程度提升，我们认为待后续渠道结构进一步优化，数智化工具全面赋能降本，板块整体经营效率有望进一步提升。

**图表 16：26H1 出版重点公司费用率微幅波动，单季度投放效率持续优化**

| 公司   | 指标    | 24H1  | 25H1  | 26H1  | 25Q2  | 26Q2  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 凤凰传媒 | 销售费用率 | 11.4% | 11.6% | 12.0% | 13.9% | 13.9% |
|      | 管理费用率 | 11.5% | 10.9% | 11.5% | 12.3% | 12.6% |
| 中南传媒 | 销售费用率 | 14.7% | 14.5% | 16.5% | 16.5% | 17.9% |
|      | 管理费用率 | 12.9% | 13.2% | 13.7% | 14.9% | 13.7% |
| 新华文轩 | 销售费用率 | 12.4% | 12.6% | 12.0% | 17.5% | 13.1% |
|      | 管理费用率 | 12.9% | 13.5% | 13.7% | 15.7% | 14.1% |
| 中文在线 | 销售费用率 | 40.3% | 47.8% | 44.0% | 69.8% | 28.7% |
|      | 管理费用率 | 10.4% | 9.3%  | 10.6% | 11.4% | 10.1% |

来源：ifind，国金证券研究所

**2026H1 出版板块回报水平受行业逆风扰动略有回调但整体稳健。**受学龄人口变化及零售端承压导致净利回落影响，传统出版企业 ROE 略有下降但仍维持健康中枢，数字阅读龙头亏损大幅收窄，其中凤凰传媒 ROE 同比下降 2.48pct 至 5.46%。中南传媒/新华文轩/中文在线 ROE 分别同比-0.73pct/-1.39pct/+13.26pct 至 5.72%/4.27%/-16.32%。当前传



统出版龙头 ROE 仍处于较优水平且具备高股息与充沛现金流支撑,数字业务亏损拐点显现,我们认为待行业需求企稳、AI 与出海新动能持续释放,板块资产回报率有望重新步入回升通道。

图表17: 26H1 出版重点公司 ROE 稳健回升, 资产回报韧性与防御价值彰显

| 公司   | 指标  | 23H1  | 24H1   | 25H1   | 26H1   |
|------|-----|-------|--------|--------|--------|
| 凤凰传媒 | ROE | 8.88  | 6.42   | 7.94   | 5.46   |
| 中南传媒 | ROE | 6.68  | 5.17   | 6.45   | 5.72   |
| 新华文轩 | ROE | 5.82  | 5.28   | 5.66   | 4.27   |
| 中文在线 | ROE | -3.26 | -13.64 | -29.58 | -16.32 |

来源: ifind, 国金证券研究所

## 2.4、广告营销板块: 步入平稳增长长期, 投放趋于理性, AI 提效与出海扩张驱动商业化价值跃升

2026 年上半年广告营销板块主要公司在 AI 技术全链赋能以及出海营销加速扩张背景下经营情况整体向好。四家广告营销公司表现有所分化, 蓝色光标/省广集团/分众传媒/引力传媒营收分别+6.80%/+19.94%/-2.00%/+6.35%至 345.62/111.25/59.90/48.31 亿元。从 H1 情况来看各大公司在国内外营销环境变化背景下持续推进业务结构升级, 头部梯队出海业务与高毛利点位运营展现较强支撑力, 分业务看, 各大营销企业持续发力 “All in AI” 智能体工作流重构、全球顶流媒体代理与出海营销、梯媒数字化调优与新兴行业客户开拓, 以及短剧和 AI 文旅等新业态变现。

1) 蓝色光标全方位深化 “All in AI” 与 “全球化 2.0” 战略, 出海基本盘与 AI 技术赋能双轮驱动业绩强劲增长。26H1 公司实现营业收入 345.62 亿元, 同增 6.80%; 营业成本 335.49 亿元, 同增 6.70%; 研发投入 9458 万元, 同增 173.45%, 主要系持续加大 AI 研发所致; 归母净利润为 2.11 亿元, 同增 119.28%; 扣非归母净利润为 2.11 亿元, 同增 122.97%; 经营活动现金流净流出 5637 万元, 同比大幅减亏 93.44%, 主因强化应收账款管控与回款增加。业务端, 出海业务实现收入 290.79 亿元创历史新高, Meta 业务保持增量领先, TikTok 深化全球合作, 以 AppLovin、Moloco 为代表的 AI 驱动效果广告爆发式增长; BlueAI 升级 Agent 服务并重构工作流, 推出海外麦浪引擎与国内深澜等四大营销场景平台, BlueX SDK 深化端侧 AI 推理以提升变现效率。元宇宙与 AI 文旅加速落地, 搭建 xR 实景、AI 文旅服务及低空沉浸体验三大板块, 标杆产品 AI 智能伴游计划于 10 月推向市场。

2) 省广集团数字营销与出海业务双轮驱动规模扩张, 26H1 实现营收 111.25 亿元, 同增 19.94%; 其中广告业收入 111.05 亿元 (占比 99.82%), 其他行业收入 2028.56 万元 (同增 77.13%); 归母净利润 3498.54 万元, 同降 42.50%; 扣非归母净利润 7198.86 万元, 同增 38.11%。业务端, 数字营销核心支柱收入 100.22 亿元, 同增 21.84%, 占总营收 90.09%; 媒介代理收入 7.30 亿元 (同降 7.5%), 公关活动营收 2.66 亿元 (同增 106.97%), 自有媒体收入 3746.83 万元 (同增 91.41%), 品牌管理同降 51.15%。平台生态端深度接入巨量引擎、腾讯、Meta、Google、TikTok 等海内外顶流媒体。

3) 分众传媒在消费承压下展现强经营韧性, 26H1 实现营收 59.9 亿元, 同降 2.0%; 归母净利润 31.3 亿元, 同增 17.4% (剔除处置数禾一次性收益后同口径归母净利润 24.2 亿元, 同增 4.5%); 扣非归母净利润 22.9 亿元, 同降 7.1%。媒体端, 楼宇媒体收入 56.3 亿元 (占比 94%) 基本盘稳固, 影院媒体收入 3.5 亿元 (占比 5.8%); 行业端, 日用消费品收入约 29 亿元 (同降 15%), 互联网收入约 17 亿元 (同增 68%), AI 等新兴客户贡献核心增量。点位端持续调优, 截至 26 年 7 月末自营媒体达 225 万个, 其中自营电梯电视增至 125.8 万台, 境外电梯电视增至 18 万台 (同增 9.9%)。公司依托 “众小智” 与 “分众智投” 拓宽中小客户边界, 加速推进 “碰一下” 互动点位与海外布局。

4) 引力传媒全面深化 “AI in All” 战略并推进组织与业务 AI 化转型, 26H1 实现营业收入 48.31 亿元, 同增 6.35%; 营业成本 46.82 亿元, 同增 5.74%; 归母净利润 1753.23 万元, 同增 10.05%; 销售费用 7807.24 万元, 同增 36.25%; 研发费用 430.29 万元, 同增 32.48%; 经营活动现金流净额-2.55 亿元 (上年同期 1.16 亿元)。业务端, 品牌营销深耕大客户及短剧营销, 社交营销稳固抖音、小红书并拓展 B 站及微信互选, 核心客户占比提升; 电商营销发力巨量引擎 AD 与千川, 千川美妆消耗占比超五成。创新业务端, 自研企业级 AI 底座与 “九合创意 2.0” 平台, 重点业务线大模型渗透率达 100%; 出海业务加速突破欧美与东南亚, 获 TikTok TAP/TSP/TT0 资质; 短剧赛道构建 “神画 AI” 工具并搭建 TikTok Minis 平台, 全链推进自制 AI 短剧出海。

2026H1 广告营销板块在 AI 全流程赋能与出海营销放量驱动下整体维持良好增长态势。重点公司营收表现呈现结构性分化, 其中蓝色光标营业总收入同比增长 6.8%至 345.62 亿元 (出海业务收入达 290.79 亿元创历史新高, AI 效果广告爆发式增长)。省广集团/引力传媒/分众传媒营收分别同比+19.9%/+6.3%/-2.0%至 111.25/48.31/59.91 亿元 (省广集团依托数字营销与顶流媒介代理实现双位数高增; 引力传媒大模型全业务线渗透提效; 分众传媒受日用消费品客户预算调整影响微幅下滑, 但互联网与 AI 新客户贡献核心增量且 26Q2 恢复正增长)。

图表18: 26H1 广告营销重点公司收入稳健增长, 出海与 AI 重构驱动规模扩张 (单位: 百万元)

| 公司   | 指标    | 24H1     | 25H1     | 26H1     | 25Q2     | 26Q2     |
|------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 蓝色光标 | 营业总收入 | 30857.87 | 32360.26 | 34561.69 | 14257.67 | 18806.91 |



| 公司   | 指标    | 24H1    | 25H1    | 26H1     | 25Q2    | 26Q2    |
|------|-------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 省广集团 | YoY   | 40.3%   | 4.9%    | 6.8%     | -9.7%   | 31.9%   |
|      | 营业总收入 | 7554.63 | 9275.39 | 11124.96 | 3659.48 | 4472.68 |
|      | YoY   | 12.7%   | 22.8%   | 19.9%    | 16.1%   | 22.2%   |
| 分众传媒 | 营业总收入 | 5967.27 | 6112.36 | 5991.38  | 2857.74 | 2915.16 |
|      | YoY   | 8.2%    | 2.4%    | -2.0%    | 4.7%    | 2.0%    |
| 引力传媒 | 营业总收入 | 2952.62 | 4542.33 | 4830.65  | 1990.03 | 2222.20 |
|      | YoY   | 29.3%   | 53.8%   | 6.3%     | 57.0%   | 11.7%   |

来源：ifind，国金证券研究所

**2026H1 广告营销板块盈利能力呈现结构性分化。**受业务结构差异及媒体采购/租金成本刚性影响，重点公司利润率走势各异，其中分众传媒毛利率/净利率分别同比+2.2pct/+8.6pct 至 70.5%/52.2%（毛利率保持高位且点位运营提效，净利率受处置投资收益带动大幅抬升）。蓝色光标/省广集团/引力传媒毛利率分别同比+0.1pct/-0.6pct/+0.6pct 至 2.9%/5.4%/3.1%，净利率分别同比+0.3pct/-0.4pct/持平至 0.6%/0.3%/0.4%（蓝色光标与引力传媒受 AI 全流程提效赋能毛利率微幅改善；省广集团因低毛利数字营销占比提升致利润率阶段性承压）。

**图表19：26H1 广告营销重点公司盈利能力分化，分众传媒毛利率稳健上行**

| 公司   | 指标  | 24H1  | 25H1  | 26H1  | 25Q2  | 26Q2  |
|------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 蓝色光标 | 毛利率 | 3.0%  | 2.8%  | 2.9%  | 3.4%  | 2.6%  |
|      | 净利率 | 0.6%  | 0.3%  | 0.6%  | 0.0%  | 0.5%  |
| 省广集团 | 毛利率 | 7.6%  | 6.0%  | 5.4%  | 6.7%  | 6.1%  |
|      | 净利率 | 0.8%  | 0.7%  | 0.3%  | 1.0%  | 0.4%  |
| 分众传媒 | 毛利率 | 65.1% | 68.3% | 70.5% | 64.7% | 68.7% |
|      | 净利率 | 41.8% | 43.6% | 52.2% | 53.5% | 45.9% |
| 引力传媒 | 毛利率 | 4.9%  | 2.5%  | 3.1%  | 3.7%  | 3.2%  |
|      | 净利率 | 0.6%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.3%  |

来源：ifind，国金证券研究所

**2026H1 广告营销板块费用率整体呈稳中有降态势，精细化管理与 AI 提效成果显著。**重点公司费率走势分化，其中分众传媒销售/管理费用率分别为 17.2%/4.9%（销售费用率同比下降 1.8pct，点位运营提效显著；管理费用率因数智化投入微升 0.6pct）。蓝色光标/省广集团/引力传媒销售费用率分别为 1.1%/2.6%/1.6%（蓝色光标同比-0.1pct，引力传媒因加码大客户及短剧拓展同比+0.3pct），管理费用率分别为 0.8%/0.8%/0.8%（省广集团管理费用率同比大幅下降 0.4pct）。

**图表20：26H1 广告营销重点公司费率整体优化，AI 降本与运营提效显现**

| 公司   | 指标    | 24H1  | 25H1  | 26H1  | 25Q2  | 26Q2  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 蓝色光标 | 销售费用率 | 1.3%  | 1.2%  | 1.1%  | 1.3%  | 1.1%  |
|      | 管理费用率 | 1.0%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.9%  | 0.8%  |
| 省广集团 | 销售费用率 | 3.3%  | 2.4%  | 2.6%  | 3.2%  | 3.1%  |
|      | 管理费用率 | 1.5%  | 1.2%  | 0.8%  | 1.3%  | 0.8%  |
| 分众传媒 | 销售费用率 | 18.5% | 19.0% | 17.2% | 21.9% | 18.8% |
|      | 管理费用率 | 3.8%  | 4.3%  | 4.9%  | 4.3%  | 4.4%  |
| 引力传媒 | 销售费用率 | 1.1%  | 1.6%  | 1.6%  | 1.5%  | 1.9%  |
|      | 管理费用率 | 1.3%  | 0.9%  | 0.8%  | 1.1%  | 0.9%  |

来源：ifind，国金证券研究所

**2026H1 广告营销板块净资产收益率（ROE）整体表现有所分化，头部梯队凭借模式优势与提质增效展现出强劲的资产回报韧性。**重点公司中，分众传媒 ROE 同比大幅提升 6.06pct 至 22.36%（主因梯媒点位运营提效、新兴客户放量叠加处置收益增厚利润，资产回报能力领先）。蓝色光标 ROE 同比回升 1.41pct 至 2.66%（得益于出海业务强劲增长与 AI 全链赋能带来的净利大幅减亏与修复）。省广集团/引力传媒 ROE 分别为 0.70%/7.58%，分别同比-0.53pct/-0.28pct（主要受数字营销低毛利占比提升及业务扩张期研发、销售等投入增加所致）。

**图表21：26H1 广告营销重点公司 ROE 有所分化，分众与蓝标回报率显著回升**

| 公司 | 指标 | 23H1 | 24H1 | 25H1 | 26H1 |
|----|----|------|------|------|------|
|----|----|------|------|------|------|



|      |     |       |       |       |       |
|------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 蓝色光标 | ROE | 3.67  | 2.33  | 1.25  | 2.66  |
| 省广集团 | ROE | 1.55  | 1.21  | 1.23  | 0.70  |
| 分众传媒 | ROE | 14.73 | 15.81 | 16.30 | 22.36 |
| 引力传媒 | ROE | 18.03 | 8.31  | 7.86  | 7.58  |

来源：ifind，国金证券研究所

### 三、传媒互联网（港股）：主业长青韧性凸显，AI 原生商业化与全球化多点突破

#### 3.1、游戏板块：主业长青基本盘稳固，精细化控费与 AI 提效保障整体稳健运营

2026 年上半年互联网游戏行业主要公司在研发投入加大以及 AI 技术深度渗透背景下经营情况整体平稳，展现了较强的产品长线运营韧性。四家游戏公司表现有所分化，网易/心动公司/IGG/网龙营收分别+8.00%/+7.50%/+6.00%/-12.20%至 301.00 亿元/33.12 亿元/28.80 亿港元/20.90 亿元。从 H1 情况来看各大公司在买量及研发投入阶段仍保持稳健基本盘，主业盈利能力与运营效率持续优化，分业务看，各大厂商持续发力长青 IP 玩法调优、全球化拓展以及 AI 原生生态与降本增效。

1) 网易受自研及端游占比提升带动毛利率大幅改善，经典产品长线运营与 AI 赋能共驱成长。26Q2 公司实现营业收入 301 亿元，同比增长 8%（环比下降 2%）；归母净利润 70 亿元，同比下降 19%（环比下降 35%），净利润下滑主因股票投资公允价值变动及计提减值，经营端盈利能力强劲。业务板块方面，游戏及相关增值服务实现收入 250 亿元（同增 9.7%），毛利率升至 76.1%（+5.9pct）。其他业务方面，有道实现收入 14.7 亿元（同增 3%）；云音乐实现收入 19.8 亿元（同增 0.4%），会员基数与留存/续费率双升，基本盘稳健。

2) 心动公司游戏主业稳健增长，AI 与平台生态持续深化。26H1 实现营业收入 33.12 亿元，同比增长 7.5%；归母净利润 7.14 亿元，同比下降 5.4%，利润承压主要受毛利率下行、AI 相关投入增加及所得税有效税率跃升至 16.2%（补缴税款）影响。业务板块方面，游戏业务实现收入 23.18 亿元，同增 11.9%，网络游戏 MAU 与 MPU 分别同增 10%和 8.9%，主要得益于《心动小镇》海外多国上线驱动，《火炬之光：无限》及新游《星痕共鸣》贡献增量，目前储备 3 款在研网络游戏及多款预研新品；信息服务业务实现收入 9.94 亿元，同降 1.6%，其中 TapTap 中国版平均 MAU 达 4540 万人（同增 4.1%），PC 版用户与生态持续成长，TapTap 毛利率改善至 85.1%。创新战略端，公司将 TapMaker 定位为原生内容生产引擎，已发布超 6000 款游戏，下半年有望盈亏平衡，着眼构建“TapMaker+ADN+平台流量”的 AI 原生内容生态闭环。

3) IGG 核心 SLG 产品改造见效驱动业绩略超预期，高额派息彰显丰厚股东回报。26H1 公司实现营业收入 28.8 亿港元，同比增长 6%；实现净利润 3.25 亿港元，同比下降 2%（毛利率提升 2.2pct 至 85.1%，利润小幅承压主因孵化新团队导致研发与行政费用率上升）。核心产品方面，《王国纪元》十周年版本引入前置模拟经营玩法并联动“变形金刚”，26H1 收入环增 1%至 10.2 亿港元企稳；《Doomsday》通过调整前期玩法大幅提升留存与付费率，26H1 收入同增 33%至 7 亿港元。股东回报端，公司拟派发中期及特别股息合计 1.88 亿港元（分红率达 60%），对应当期股息率约 4.8%，并计划后续维持 60%的分红比例。

4) 网龙游戏主业环比企稳回升，教育业务减亏显著，AI 深度赋能全链条降本增效。26H1 公司实现营业收入 20.9 亿元，同比减少 12.2%；归母净利润（本公司拥有人应占溢利）3600 万元，同比增长 20.0%。业务板块方面，游戏及应用服务业务实现收入 15.9 亿元（同降 8.8%，环增 3.1%），经营性分类溢利 4.6 亿元（环增 10.3%）；长青 IP 韧性显现，魔域 IP 平均 MAU 突破 300 万（同增 24.1%），收入环增 3.7%，以美元计的征服 IP 海外收入同增 19.3%，英魂之刃端游收入同增 4.4%；“游戏+文旅”持续深化，AI 员工工作量占比提至 35-40%（上线 269 个岗位），研发费用同降 23.4%。Mynd.ai（教育业务）实现收入 5.1 亿元，毛利率提升至 27.7%，净亏损大幅收窄 30.8%至 1.6 亿元。新业务端，目鱼 AI 平台正式上线测试，香港创奇思携手中科闻歌推进盘石及龙工等国际版落地。股东回报端，公司宣布派发中期股息每股 0.5 港元。

2026H1 游戏板块收入端整体保持稳健增长。受长青产品长线运营韧性凸显及全球化拓展驱动，重点游戏公司营收基本盘扎实，其中网易营业总收入同比增长 7.0%至 606.98 亿元。心动公司/IGG/网龙营业总收入分别同比+7.5%/+5.7%/-12.2%至 33.12 亿元/28.78 亿港元/20.90 亿元（心动公司与 IGG 海外产品及玩法调优拉动增长，网龙受教育业务调整影响短期承压）。当前板块部分公司受新品上线节奏与业务转型影响增速略有分化。

图表22：26H1 互联网游戏重点公司增速依然稳健（单位：百万元）

| 公司   | 指标    | 24H1     | 25H1     | 26H1     |
|------|-------|----------|----------|----------|
| 网易   | 营业总收入 | 52337.55 | 56720.21 | 60697.83 |
|      | YoY   | 6.7%     | 8.4%     | 7.0%     |
| 心动公司 | 营业总收入 | 2220.57  | 3081.99  | 3312.24  |
|      | YoY   | 26.7%    | 38.8%    | 7.5%     |
| IGG  | 营业总收入 | 2735.27  | 2721.45  | 2877.71  |
|      | YoY   | 9.5%     | -0.5%    | 5.7%     |



|    |       |         |         |         |
|----|-------|---------|---------|---------|
| 网龙 | 营业总收入 | 3301.00 | 2381.00 | 2090.00 |
|    | YoY   | -10.3%  | -27.9%  | -12.2%  |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 游戏板块盈利水平整体呈现毛利改善、净利略有波动的分化态势。受自研高毛利产品占比提升及 AI 全流程降本增效深化影响，重点公司毛利率多数保持稳中有升，其中网易毛利率同比提升 5.5pct 至 69.9%（净利率同比-4.2pct 至 29.1%）。心动公司/IGG/网龙毛利率分别同比-2.8pct/+2.2pct/+0.4pct 至 70.3%/85.1%/69.9%，净利率分别同比-2.9pct/-1.1pct/+0.4pct 至 21.6%/10.7%/1.7%。当前板块部分公司受 AI 前沿研发投入、新团队孵化及非经常性损益波动影响净利率短期略有承压。

图表23：26H1 互联网游戏重点公司毛利率稳中有升，净利率阶段性承压

| 公司   | 指标  | 23H1   | 24H1  | 25H1  | 26H1  |
|------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 网易   | 毛利率 | 59.7%  | 63.2% | 64.4% | 69.9% |
|      | 净利率 | 30.6%  | 27.5% | 33.3% | 29.1% |
| 心动公司 | 毛利率 | 59.2%  | 67.4% | 73.1% | 70.3% |
|      | 净利率 | 5.1%   | 9.2%  | 24.5% | 21.6% |
| IGG  | 毛利率 | 72.3%  | 78.8% | 82.9% | 85.1% |
|      | 净利率 | -14.4% | 12.1% | 11.8% | 10.7% |
| 网龙   | 毛利率 | 62.1%  | 66.6% | 69.5% | 69.9% |
|      | 净利率 | 13.6%  | 12.1% | 1.3%  | 1.7%  |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 游戏板块费用端整体表现平稳，各项费率管控节奏合理。受 AI 全链路提效与精细化买量运营驱动，重点游戏公司费用结构持续优化，其中网易销售费用率/管理费用率分别同比+0.6pct/-1.6pct 至 11.7%/17.4%。心动公司/IGG/网龙销售费用率分别同比-0.9pct/-0.4pct/-0.6pct 至 23.2%/49.1%/13.5%，管理费用率分别同比+1.6pct/+1.9pct/-3.0pct 至 23.5%/22.2%/39.6%（心动公司与 IGG 受 AI 研发投入及新团队孵化影响管理费用率略有上升，网龙 AI 赋能研发降本成效显著）。当前板块各公司在加大前沿研发投入的同时注重投放 ROI 把控。

图表24：26H1 互联网游戏重点公司销售费用率保持平稳，管理费用管控良好

| 公司   | 指标    | 23H1  | 24H1  | 25H1  | 26H1  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 网易   | 销售费用率 | 12.6% | 14.4% | 11.1% | 11.7% |
|      | 管理费用率 | 20.0% | 20.9% | 19.0% | 17.4% |
| 心动公司 | 销售费用率 | 18.8% | 31.3% | 24.1% | 23.2% |
|      | 管理费用率 | 35.9% | 25.1% | 21.9% | 23.5% |
| IGG  | 销售费用率 | 60.9% | 44.7% | 49.5% | 49.1% |
|      | 管理费用率 | 26.4% | 20.4% | 20.3% | 22.2% |
| 网龙   | 销售费用率 | 12.0% | 10.7% | 14.1% | 13.5% |
|      | 管理费用率 | 32.9% | 37.8% | 42.6% | 39.6% |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 游戏板块净资产收益率（ROE）整体保持在健康水平，不同公司受产品生命周期与业务转型影响有所分化。受核心爆款放量及高毛利业务驱动，重点公司资产回报能力整体稳健，其中网易 ROE 同比提升 1.65pct 至 12.64%。心动公司/IGG/网龙 ROE 分别同比+13.48pct/-1.60pct/-6.01pct 至 25.25%/9.39%/0.53%（心动公司得益于《心动小镇》等爆款产品全球放量与 TapTap 平台变现深化，ROE 同比实现翻倍以上增长；IGG 高额分红维持高回报韧性；网龙受教育业务调整短期承压）。当前板块头部公司普遍维持稳健的现金流与积极的分红派息政策。

图表25：26H1 互联网游戏重点公司 ROE 表现有所分化，心动公司大幅领跑

| 公司   | 指标  | 23H1   | 24H1  | 25H1  |
|------|-----|--------|-------|-------|
| 网易   | ROE | 13.13  | 10.99 | 12.64 |
| 心动公司 | ROE | 4.47   | 11.77 | 25.25 |
| IGG  | ROE | -15.43 | 10.99 | 9.39  |
| 网龙   | ROE | 7.01   | 6.54  | 0.53  |

来源：ifind，国金证券研究所



### 3.2、影视院线板块：行业调整期分化显著，精品长剧爆款频出与短剧出海驱动逆势高增

2026 年上半年影视院线行业主要公司在内容排播节奏调整与前沿技术投入背景下经营情况持续分化，展现了差异化的内容运营效率与技术转型路径。三家影视院线公司表现有所分化，柠萌影视/数字王国/星空华文营收分别+34.80%/-5.00%/-22.30%至 5.41 亿元/3.95 亿港元/4589.70 万元。从 H1 情况来看各大公司在行业调整期聚焦优势主业与降本增效，精品剧集爆款打造与海外发行展现出强劲盈利弹性，分业务看，各大企业持续发力精品长剧与短剧双轮驱动、虚拟人及全球顶尖视觉特效研发、IP 版权多元授权与衍生开发，以及互动影游与 AIGC 内容探索。

1) 柠萌影视逆势实现营收与利润大幅双增，26H1 实现营收 5.41 亿元，同增 34.8%；毛利 1.67 亿元，同增 65.6%，毛利率升至 30.9%；归母净利润 0.29 亿元，同增 156.4%；经调整净利润同增 107%。内容端，精品长剧基本盘稳固，爆款剧《轧戏》全网领跑，《问心 2》豆瓣评分 7.8 分创近年国产医疗剧新高，老剧《书卷一梦》登顶中国台湾地区大陆剧收视榜；期内开机《凤舞九天》等三部版权剧，储备《交锋》等待播剧，并拓展影剧联动开机悬疑电影《复仇的人》。短剧与出海端，短剧营收约 5800 万元，《东北爱情往事 2》登顶双平台，AI 短剧《来自星星的我们》曝光超 18.8 亿次；海外业务纵深拓展，《轧戏》登陆全球 190 余个国家和地区并推进本土化跨国合拍。此外，公司战略投资影视卡牌龙头吾流文化补齐衍生短板，深化 IP 全价值链运营与复利价值释放。

2) 数字王国持续推动全球视觉特效与前沿技术创新，26H1 实现总收入 3.95 亿港元，同比减少约 5%；毛利 5284.5 万港元，同比减少约 41%；公司拥有应占亏损 9272 万港元（上年同期亏损 8824.2 万港元），主要受媒体娱乐分部营运亏损及金融资产公允价值亏损等影响。分部端，媒体娱乐分部收入约 3.49 亿港元，分部亏损 4852.3 万港元，主要系持续投入虚拟人及人工智能技术研发；中国团队暂停上海传统短片业务线以顺应 AI 工具普及趋势，印度团队持续提供端到端视效支撑并拓展亚洲市场。技术与项目端，自研工具 Masquerade3 助力《神奇 4 侠：英雄第一步》斩获 AEAF 科技创新奖及泰利奖最高殊荣，并入选 Fast Company 北美创新榜 TOP7；期内为《揭密日》《超少女》《复仇者联盟：末日降临》《哥斯拉与金刚：超新星》等国际大片及《漫威 1943》等 3A 游戏提供顶尖视效与动捕服务。

3) 星空华文受节目制作减少及金融资产波动影响业绩承压，26H1 实现营收 4589.7 万元，同降 22.3%；毛利 1023.7 万元，同降 53.4%；期内亏损 4082.2 万元（上年同期亏损 1114.9 万元），主要系综艺节目毛利减少及金融资产公允价值亏损。分部端，其他 IP 相关业务收入 2030 万元，同增 49.3%，得益于 46 名签约艺人线下商演活动增加；电影及剧集 IP 运营及授权收入 1780 万元，同降 29.9%，坐拥 757 部电影 IP 及剧集《阅读课》；音乐 IP 运营及授权收入 470 万元，同降 26.6%，音乐库累计达 10013 个 IP；综艺节目 IP 制作、运营及授权收入 310 万元，同降 77.2%，期内参与《丝路考古大探秘》先导片及 AI 音乐演出导演服务。战略端，公司携手合作伙伴开发首部互动影游与首部 AI 驱动漫画系列，设立 AI 音乐合营企业，并持续评估数字内容与海外分销并购机会。

2026H1 影视院线板块营收呈现分化态势，头部剧集制作公司凭借精品内容与出海拓展逆势领跑。重点公司中，柠萌影视实现营业总收入 5.41 亿元，同比增长 34.8%（主因长剧基本盘稳固，《轧戏》《问心 2》等爆款频出，短剧收入超 5800 万元且海外发行加速）。数字王国/星空华文营收分别同比-5.2%/-22.3%至 3.95 亿港元/4590 万元（数字王国因上海传统短片业务线调整导致营收微降，但持续为《神奇 4 侠》《复联》等国际大片提供顶尖视效；星空华文受综艺制作规模缩减及 IP 授权下滑影响有所承压）。

图表26：26H1 影视院线重点公司收入分化，精品剧集爆款与出海驱动逆势高增（单位：百万元）

| 公司   | 指标    | 24H1   | 25H1   | 26H1   |
|------|-------|--------|--------|--------|
| 柠萌影视 | 营业总收入 | 192.53 | 401.33 | 541.00 |
|      | YoY   | -54.4% | 108.5% | 34.8%  |
| 数字王国 | 营业总收入 | 264.89 | 416.50 | 394.64 |
|      | YoY   | -36.1% | 57.2%  | -5.2%  |
| 星空华文 | 营业总收入 | 71.11  | 59.04  | 45.90  |
|      | YoY   | -50.6% | -17.0% | -22.3% |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 影视院线板块盈利能力呈现显著分化。受内容排播、产品结构及前沿技术研发投入影响，重点公司利润率走势各异，其中柠萌影视毛利率/净利率分别同比+5.7pct/+2.7pct 至 30.9%/5.4%（主因长剧爆款热播拉动、高毛利短剧与海外发行放量，驱动盈利能力持续强劲修复）。数字王国毛利率/净利率分别为 13.4%/-23.5%（毛利率同比-7.9pct，主因媒体娱乐分部持续加大虚拟人及 AI 技术研发投入导致阶段性承压）。星空华文毛利率/净利率分别为 22.3%/-88.2%（受高毛利综艺制作体量缩减及金融资产公允价值变动损失拖累）。

图表27：26H1 影视院线重点公司盈利能力分化，柠萌影视利润率稳健修复

| 公司   | 指标  | 23H1  | 24H1   | 25H1  | 26H1  |
|------|-----|-------|--------|-------|-------|
| 柠萌影视 | 毛利率 | 49.7% | 22.4%  | 25.2% | 30.9% |
|      | 净利率 | 31.0% | -27.3% | 2.7%  | 5.4%  |
| 数字王国 | 毛利率 | 17.3% | 14.5%  | 21.3% | 13.4% |



|      |     |        |        |        |        |
|------|-----|--------|--------|--------|--------|
|      | 净利率 | -47.7% | -41.3% | -21.2% | -23.5% |
| 星空华文 | 毛利率 | 32.9%  | 9.3%   | 37.2%  | 22.3%  |
|      | 净利率 | -10.5% | -79.9% | -18.6% | -88.2% |

来源：ifind，国金证券研究所

**2026H1 影视院线板块费用率走势呈现分化态势。**重点公司中，柠萌影视销售费用率/管理费用率分别为 12.7%/13.0%，其中管理费用率同比大幅下降 5.6pct（主因经营杠杆效应释放与精细化运营提效；销售费用率受爆款长剧宣发及短剧、海外多渠道推广投入影响同比上升 4.2pct）。数字王国销售费用率/管理费用率分别为 1.0%/30.0%（销售费用率同比微升 1.0pct，管理费用率维持平稳）。星空华文销售费用率/管理费用率分别为 13.6%/48.4%，销售费用率同比下降 0.5pct，管理费用率同比上升 11.6pct（主要系收入规模缩减导致刚性管理成本摊销被动抬升）。

**图表28：26H1 影视院线重点公司费用率有所分化，柠萌影视管理费率先优化显著**

| 公司   | 指标    | 23H1  | 24H1  | 25H1  | 26H1  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 柠萌影视 | 销售费用率 | 7.8%  | 18.3% | 8.5%  | 12.7% |
|      | 管理费用率 | 20.6% | 51.4% | 18.6% | 13.0% |
| 数字王国 | 销售费用率 | 0.4%  | 0.7%  | 0.0%  | 1.0%  |
|      | 管理费用率 | --    | --    | --    | 30.0% |
| 星空华文 | 销售费用率 | 8.3%  | 11.0% | 14.1% | 13.6% |
|      | 管理费用率 | 38.0% | 59.8% | 36.8% | 48.4% |

来源：ifind，国金证券研究所

**2026H1 影视院线板块净资产收益率（ROE）整体表现有所分化，头部剧集制作公司凭借爆款频出与业务拓展实现资产回报稳步修复。**重点公司中，柠萌影视 ROE 同比上升 0.77pct 至 1.23%（主因长剧精品爆款拉动收入高增，短剧及海外发行放量带动归母净利润大幅提升 156.4%）。星空华文 ROE 为-1.64%，同比下降 1.22pct（主要受高毛利综艺节目体量缩减、影视 IP 授权下滑以及金融资产公允价值变动亏损拖累）。数字王国受前沿虚拟人及 AI 视效研发投入与媒体娱乐分部运营亏损影响 ROE 仍处调整期。

**图表29：26H1 影视院线重点公司 ROE 有所分化，柠萌影视回报率稳步回升**

| 公司   | 指标  | 23H1    | 24H1    | 25H1    | 26H1    |
|------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 柠萌影视 | ROE | 5.18    | -2.15   | 0.46    | 1.23    |
| 数字王国 | ROE | -31.36  | -15.93  | -20.06  | --      |
| 星空华文 | ROE | -0.3364 | -2.0098 | -0.4161 | -1.6377 |

来源：ifind，国金证券研究所

### 3.3、广告营销板块：AI 原生智能体与出海双轮驱动，人效跨越式提升带动利润高增

2026 年上半年广告营销行业主要公司在 AI 原生技术商业化落地以及出海拓展加速背景下经营情况整体向好，展现了较强的技术赋能与人效提升韧性。四家数智营销与企服公司表现均保持增长态势，汇量科技/多点数智/微盟集团/深演智能营收分别+23.20%/+7.10%/+12.10%/+43.60%至 11.60 亿美元/11.55 亿元/8.70 亿元/3.98 亿元。从 H1 情况来看各大公司在技术迭代与算法切换期仍实现稳健增长，盈利质量与交付效率持续改善，分业务看，各大企业持续发力 AI 智能体（Agent）生态构建、全渠道程序化营销以及全球化出海布局。

- 1) **汇量科技**受新老基建“双跑”及算法换挡影响收入短期降速，但毛利率创近阶段新高，AI 时代头部买量平台价值持续强化。26H1 公司实现营业收入 11.6 亿美元，同比增长 23.2%；净利润（经调整净利润）5211 万美元，同比增长 39.5%。业务与品类端，Q2 游戏品类收入同增 16%（环减 4%），主因研发转向 AI Infra 新架构暂停旧算法迭代叠加海外暑期季节性影响，待 10 月新基建全量上线后增速有望修复；非游戏品类收入同增 18.4%（环增 10%），工具及网服显著增长，电商与短剧潜力充足。行业与增长空间端，AI 驱动应用供给激增（26H1 苹果新发应用约 56 万款）但下载量仅增 2%，获客及变现门槛抬升促使行业加速向头部程序化交付平台集中；全球约 400 亿美元游戏 IAP 大盘中混合休闲达 20 亿美元，公司正从 IAA 向 IAP 拓展增量。研发费用率升至 10.93%（+1.63pct），系新系统测试及双跑阶段性成本，后续有望回落。
- 2) **多点数智**海外拓展与 AI 智能体转型成效显著，人效大幅改善驱动利润高增。26H1 公司实现营业总收入 11.55 亿元，同比增长 7.1%；期内利润 1.03 亿元，同比增长 66.2%；经调整净利润 1.18 亿元（Non-IFRS），同比增长 52.7%。人效与研发端，截至 26H1 公司员工总数 1208 人，人均效能达 95.6 万元/人（同增 18.8%），主因加大代码生成、测试等 AI 工具应用及自主研发自动化测试平台，研发交付扁平化并探索 FDE 模式沉淀工程能力。业务与海外拓展端，海外收入同增 84.8%，占比提至 12.2%，成为核心增长动力；服务客户 415 家（过去 12 个月净收入留存率 112%），DFI Retail Group 旗下各品牌 POS/WMS/TMS 深入合作（香港 7-Eleven TMS 已上线，东南亚多品牌 TMS 同步推进），Cold Storage 全系统替换 6 个月竣工，SM 集团覆盖 14 个业态，新签华糖洋华堂等客户。AI 产品与生



态端，AI 零售核心解决方案收入 6.47 亿元（同增 24%），AI 零售增值服务收入 5.08 亿元（AI 相关收入 3680 万元）；形成 AI 商品、AI 门店、AI 数据洞察三大智能体集群（AI 补货智能体已在胖东来试点），探索算力积分、结果导向及场景订阅等商业模式；成为微信 AI 智能体首批内测合作方搭建对话式消费交易闭环，并与豆包协同推进及与具身智能公司在仓储现场启动验证。

- 3) **微盟集团** AI 商业化提速显著，精准营销实现高质量增长。26H1 公司实现营业收入 8.7 亿元，同比增长 12.1%；经调整归母净利润 0.23 亿元，同比微降 2.6%，业绩基本符合预期。业务板块与 AI 商业化端，SaaS 及 AI 业务实现收入 4.6 亿元（同增 5.4%），其中智慧零售收入 2.8 亿元（同降 3.8%），品牌商户达 1225 家且每用户平均订单收入稳定在 18.1 万元；AI First 战略成效显著，形成星启、星枢、星拓、星创等 AI Native 产品并将 WAI 升级为“微盟星元”，推动 AI 应用收入同比大幅增长 89.2%至 1.3 亿元（已超 2025 年全年 1.2 亿元体量）；精准营销业务实现收入 4.1 亿元（同增 20.9%），广告毛收入 77.2 亿元（同降 10.4%，主因主动调整客户结构），持续拓展抖音、小红书、快手等全渠道并通过“天系列”AI 工具赋能广告策略投放。盈利与财务端，毛利润达 6.1 亿元，整体毛利率为 70.4%（-4.7pct），但精准营销毛利率提升 2.7pct 至 94.0%（得益于净返点率提升与客户结构优化）；经营性现金流净流出 4.0 亿元，主要系拓展抖音、小红书等新渠道带来的阶段性资金占用。
- 4) **深演智能** 上市后首份半年报业绩亮眼，双轮驱动加速兑现，海外与平台型交付开启放量。26H1 公司实现营业收入 3.98 亿元，同比增长 43.6%；净利润 819.5 万元，同比大幅提升 125.2%；经调整净利润约 1746.2 万元，同比增长 30.6%，延续连续多年盈利态势且增长动能显著增强。业务板块与商业化端，构建起“Agentic Software（智能体软件）+ Agentic Marketing Services（智能体营销服务）”双轮驱动格局：Agentic Service 承担压舱石角色，收入同增 42.9%，通过 AI 外包服务提供更优绩效；Agentic Software 收入同增约 52.9%，规模持续扩张，将 AI 能力嵌入客户 workflow 替代传统软件。战略展望端，公司将持续推进“双 100”增长战略，一方面扩大优质企业客户覆盖，另一方面提升单一客户智能体产品渗透与场景深度，同时加码海外拓展与 AI 人才体系建设，推动企业决策 AI 智能体走向规模化商业应用。

2026H1 广告营销板块营收整体保持强劲增长态势，AI 原生应用商业化落地与全球化出海布局成为核心增长引擎。重点公司中，汇量科技营业总收入达 11.56 亿美元（同增 23.2%，主因头部程序化买量平台价值凸显及非游戏品类放量）；多点数智营收 11.55 亿元（同增 7.1%，海外拓展深入带动海外收入同增 84.8%）；微盟集团营收 8.69 亿元（同增 12.1%，精准营销高质量增长且 AI 应用收入同比大幅增长 89.2%）；深演智能营收 3.98 亿元（同增 43.6%，智能体软件及营销服务双轮驱动加速兑现）。

图表 30：26H1 广告营销板块重点公司收入全面向好，AI 与出海双轮驱动高增（单位：百万元）

| 公司   | 指标    | 24H1   | 25H1    | 26H1    |
|------|-------|--------|---------|---------|
| 汇量科技 | 营业总收入 | 638.29 | 938.11  | 1155.54 |
|      | YoY   | 26.1%  | 47.0%   | 23.2%   |
| 多点数智 | 营业总收入 | 980.94 | 1078.43 | 1154.50 |
|      | YoY   | 16.7%  | 9.9%    | 7.1%    |
| 微盟集团 | 营业总收入 | 867.43 | 775.47  | 869.41  |
|      | YoY   | -28.3% | -10.6%  | 12.1%   |
| 深演智能 | 营业总收入 | 262.23 | 277.34  | 398.25  |
|      | YoY   | --     | 5.8%    | 43.6%   |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 广告营销板块盈利表现分化，AI 赋能与人效提升带动净利持续修复。汇量科技毛利率/净利率分别达 21.5%/4.0%（同比+0.1pct/+0.6pct，主因买量平台价值凸显与品类结构优化）；多点数智毛利率/净利率分别为 37.2%/9.4%（净利率同比+3.1pct，系 AI 工具应用带动人效大增 18.8%）；深演智能毛利率/净利率分别为 24.5%/2.1%（净利高增 125.2%）；微盟集团毛利率/净利率分别为 70.4%/-18.1%（受渠道前期拓展影响，但精准营销毛利率逆势提升 2.7pct 至 94.0%）。

图表 31：26H1 广告营销板块重点公司盈利分化，技术赋能与出海驱动净利修复

| 公司   | 指标  | 23H1   | 24H1   | 25H1  | 26H1   |
|------|-----|--------|--------|-------|--------|
| 汇量科技 | 毛利率 | 20.3%  | 20.6%  | 21.4% | 21.5%  |
|      | 净利率 | 2.0%   | 1.5%   | 3.4%  | 4.0%   |
| 多点数智 | 毛利率 | 41.9%  | 40.6%  | 38.4% | 37.2%  |
|      | 净利率 | -61.0% | -23.9% | 6.3%  | 9.4%   |
| 微盟集团 | 毛利率 | 67.5%  | 66.4%  | 75.1% | 70.4%  |
|      | 净利率 | -37.4% | -63.5% | -4.3% | -18.1% |
| 深演智能 | 毛利率 | --     | 26.9%  | 27.1% | 24.5%  |
|      | 净利率 | --     | 0.6%   | 1.4%  | 2.1%   |



来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 广告营销板块重点公司控费与人效提升成果显著，多数公司费率呈优化态势。汇量科技销售/管理费用率分别为 3.8%/14.4%（同比+0.1pct/+1.3pct，主因新系统测试与双跑带来阶段性研发管理投入）；多点数智销售/管理费用率分别为 6.7%/22.9%（管理费率同比大幅下降 7.6pct，系 AI 工具应用与扁平化管理驱动人效显著跃升）；微盟集团销售/管理费用率分别为 43.9%/37.2%（销售费率同比下降 6.3pct，经营杠杆持续释放）；深演智能销售/管理费用率分别为 6.3%/14.8%（分别同比-2.0pct/-2.7pct，智能体赋能运营提效）。

图表32：26H1 广告营销板块重点公司费控成效显著，多点及深演费率持续优化

| 公司   | 指标    | 23H1  | 24H1  | 25H1  | 26H1  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 汇量科技 | 销售费用率 | 5.1%  | 4.5%  | 3.7%  | 3.8%  |
|      | 管理费用率 | 13.6% | 14.5% | 13.1% | 14.4% |
| 多点数智 | 销售费用率 | 12.5% | 9.0%  | 5.9%  | 6.7%  |
|      | 管理费用率 | 46.6% | 35.8% | 30.5% | 22.9% |
| 微盟集团 | 销售费用率 | 69.8% | 65.2% | 50.2% | 43.9% |
|      | 管理费用率 | 31.4% | 33.1% | 27.9% | 37.2% |
| 深演智能 | 销售费用率 | --    | 10.5% | 8.3%  | 6.3%  |
|      | 管理费用率 | --    | 16.9% | 17.5% | 14.8% |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 广告营销板块 ROE 整体保持稳健向好态势，AI 商业化落地与海外业务放量驱动重点公司资产回报能力持续增强。多点数智 ROE 同比提升 4.62pct 至 16.32%，领跑板块（主因海外拓展加速带动收入高增，叠加 AI 工具深化应用显著提升人效与净利）；深演智能 ROE 同比提升 0.10pct 至 1.02%（智能体软件与营销服务双轮驱动净利翻倍增长）；汇量科技 ROE 为 10.73%，维持在较高水平（同比略降 2.16pct，主因新老基建双跑阶段加大研发投入）；微盟集团 ROE 为 -5.71%（受新渠道拓展阶段性资金占用与前期投入影响，但精准营销高毛利优势持续稳固）。

图表33：26H1 广告营销板块重点公司 ROE 整体向好，多点数智资产回报率显著提升

| 公司   | 指标  | 23H1   | 24H1   | 25H1  | 26H1  |
|------|-----|--------|--------|-------|-------|
| 汇量科技 | ROE | 4.15   | 3.99   | 12.89 | 10.73 |
| 多点数智 | ROE | --     | 3.29   | 11.70 | 16.32 |
| 微盟集团 | ROE | -15.17 | -22.69 | -1.71 | -5.71 |
| 深演智能 | ROE | --     | --     | 0.92  | 1.02  |

来源：ifind，国金证券研究所

### 3.4、数字媒体和社交板块：转向存量提效，短剧、AI 短剧延续高景气

2026 年第二季度数字媒体和社交板块主要公司在加大 AI 技术投入以及业务结构持续优化背景下经营情况整体稳健，展现了较强的商业化韧性生态活力。五家互联网公司表现有所分化，腾讯控股/快手/百度集团/腾讯音乐/哔哩哔哩营收分别+11.00%/+1.40%/-4.00%/+5.80%/+8.00%至 2048.00/355.40/313.00/89.30/79.00 亿元。从 Q2 情况来看各大公司在 AI 研发与基建投入增加背景下仍保持良好盈利能力，广告与云服务等高毛利板块展现增长韧性，分业务看，各大平台持续发力 AI 推荐与商业化提效、原生 AI 应用孵化、长线内容生态构建及自动驾驶全球拓展。

1) 腾讯控股主业增长韧性强劲，高毛利自研游戏及营销服务推动盈利质量持续提升，AI 投入加码构建长期壁垒。26Q2 公司实现营收 2048 亿元，同增 11%（环增 4%），Non-IFRS 归母净利润为 684 亿元，同增 9%（环增 0.8%），AI 投入对利润增速形成一定压制，若剔除新 AI 产品影响，Non-IFRS 经营利润同比增长 19%。增值业务营收为 984 亿元，同增 8%，占总收入 48%，毛利率提升至 64%。其中游戏业务收入达 659 亿元，同增 11%，本土市场游戏收入同增 17%表现强劲，国际市场游戏收入同降 1%；社交网络业务收入同增 1%，视频号总用户使用时长同增超 20%。营销服务营收为 436 亿元，同增 22%，增速较 Q1 的 20%进一步提速，主要系视频号流量及广告库存持续增长，AI 驱动的广告推荐模型持续优化叠加 AIM+平台升级推动广告转化效率与单价同步提升。金融科技及企业服务营收为 603 亿元，同增 9%，商业支付笔数同比提升且单笔金额降幅继续收窄，主要受益于 AI 相关需求、国际业务扩张及通用云服务采用率提升，盈利能力持续改善。运营端，微信合并 MAU 达 14.39 亿（同增 2%），QQ 智能终端 MAU 环比回升至 5.20 亿（同降 2%，环增 0.8%），收费增值服务注册账户数达 2.59 亿。

2) 快手持续深化“AI+场景”战略融合，26H1 实现总收入 693 亿元（同增 2.4%），经调整净利润 73 亿元；26Q2 营收 355 亿元（同增 1.4%），经调整净利润 39 亿元（净利率 11.0%），期末可利用资金达 1,213 亿元并耗资 19.7 亿港元回



购。用户与生态端，26Q2 快手 MAU 达 7.973 亿（同增 11.5%），DAU 达 4.123 亿；双关私信用户数同增超 15%，世界杯原生 IP 曝光超 680 亿。分部端，26Q2 广告收入 206 亿元（同增 4.4%），AIGC 素材消耗同增超 70%，短剧广告消耗同增超 100%；电商超 85 万商家使用免费 AI 工具；直播收入 87 亿元，送出 AI 礼物超 600 万个。AI 创新与商业化端，可灵 AI 3.0 推出原生 4K 直出与 Turbo 模型，斩获戛纳创意节狮奖，26Q2 营收超 8.5 亿元（同增超 200%）；公司自研 Agent 覆盖超 92% 员工，代码贡献率达 60%。

3) 百度集团持续发力 AI 基础设施与智能驾驶全球化，26Q2 总收入为 313 亿元，同降 4%，其中百度一般性业务收入 252 亿元（同降 4%），爱奇艺收入 63 亿元（同降 5%）；Non-GAAP 净利润为 26 亿元，Non-GAAP 营业利润为 38 亿元，利润率达 12%。智能云基础设施营收为 73 亿元，同增 50%，主要得益于算力需求旺盛及多垂直领域客户支出增加；其中 GPU 云收入同比加速增长至 283%，其在云基础设施中占比提升显著优化了云业务收入结构与长期盈利能力。AI 应用端收入为 25 亿元，同增 3%，公司推出企业级智能体 DuMate，百度文库与百度网盘 AIDAU 渗透率同增 27.4%，AI 搜索打通文心助手延伸至多轮交互。萝卜快跑全球化扩张加速，已覆盖全球 28 个城市并在迪拜开启全无人商业化运营、获香港首个全无人自动驾驶测试牌照，车队累计自动驾驶里程超 3.5 亿公里，全无人驾驶里程超 2.4 亿公里。

4) 腾讯音乐持续深化生态协同与内容布局，26Q2 公司实现营收 89.3 亿元，同增 5.8%，毛利率为 44.2%（-0.2pct）；经营利润为 30.4 亿元，同增 1.9%；经调整净利润为 26.9 亿元，同增 4.4%，经调整净利率为 30.1%（-0.4pct），期内完成 4 亿美元现金回购。业务端，音乐相关服务收入为 76.1 亿元，同增 11.0%，其中会员服务收入 47.9 亿元，同增 8.1%，主要得益于喜马拉雅整合与 SVIP 持续扩张；营销及消费类服务收入 28.1 亿元，同增 16.2%，战略合作艺人多场演唱会带动线下演出收入强劲增长，广告侧承压；社交娱乐业务收入 13.3 亿元，同降 16.4%。产品与生态端，接入微信小微 AI 助手实时生成歌单，推出上下滑刷歌等功能以提升用户触达与活跃度；5 月完成对喜马拉雅收购并表（贡献收入 4.07 亿元），扩充音频内容库并丰富 SVIP 权益，同时深化与种梦音乐、华策影视等合作强化自制内容与艺人孵化，通过差异化 IP 权益与周边商品开发释放长期 IP 价值。

5) 哔哩哔哩社区生态与商业化双轮驱动，26H1 实现净营业额 154.1 亿元（同增 7%），毛利 57.3 亿元（毛利率达 37.2%），净利润 5.41 亿元（同增超 160%），经调整净利润 12.9 亿元（净利率 8.4%），并累计回购约 1.18 亿美元证券。用户与社区端，26H1 平均 DAU 近 1.16 亿（同增 7%），MAU 达 3.73 亿，人均日使用时长达 116 分钟（总时常同增 17%）；正式会员达 2.99 亿（12 个月留存率约 80%），月均互动超 170 亿次，BW/BML 吸引超 40 万粉丝；千粉以上创作者数同增 30%，人均收入同增 22%。分部端，广告收入 57.2 亿元（同增 29%），家居/鞋服/汽车行业广告同增超 50%，AI 广告主收入增收 1 倍；增值服务收入 58.8 亿元（同增 4%），大会员达 2570 万人（年费及自动续费占 80%），充电收入同增超 50%；游戏收入 29.1 亿元，《三谋》进入成熟运营期，并获批《仙境传说 3》等新游。AI 全面赋能内容理解、推荐分发与广告增效。

2026H1 数字媒体和社交板块重点公司营业总收入整体保持稳健增长态势，AI 技术赋能与业务结构优化推动商业化韧性持续释放。腾讯控股营收达 4012.43 亿元（同增 10.1%，主因高毛利自研游戏强劲回暖及视频号带动营销服务高增）；哔哩哔哩营收达 154.12 亿元（同增 7.5%，社区生态活跃叠加 AI 驱动广告业务快速放量）；快手营收达 692.51 亿元（同增 2.4%，短剧营销及可灵 AI 等新业务势头强劲）；腾讯音乐营收达 168.28 亿元（同增 6.5%，喜马拉雅并表及 SVIP 会员持续扩容）；百度集团营收为 634.00 亿元（同比微降 2.7%，但智能云及 GPU 云基础设施收入呈现爆发式增长）。

图表 34：26H1 数字媒体和社交重点公司营收稳健增长，腾讯与哔哩哔哩表现亮眼（单位：百万元）

| 公司      | 指标    | 23H1      | 24H1      | 25H1      | 26H1      |
|---------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 腾讯控股    | 营业总收入 | 299194.00 | 320618.00 | 364526.00 | 401243.00 |
|         | YoY   |           | 7.2%      | 13.7%     | 10.1%     |
| 快手-W    | 营业总收入 | 52961.00  | 60383.00  | 67654.00  | 69251.00  |
|         | YoY   |           | 14.0%     | 12.0%     | 2.4%      |
| 百度集团-W  | 营业总收入 | 65200.00  | 65444.00  | 65165.00  | 63400.00  |
|         | YoY   |           | 0.4%      | -0.4%     | -2.7%     |
| 腾讯音乐-SW | 营业总收入 | 14290.00  | 13928.00  | 15798.00  | 16828.00  |
|         | YoY   |           | -2.5%     | 13.4%     | 6.5%      |
| 哔哩哔哩-W  | 营业总收入 | 10373.81  | 11791.74  | 14340.94  | 15411.96  |
|         | YoY   |           | 13.7%     | 21.6%     | 7.5%      |

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 数字媒体和社交重点公司盈利表现有所分化，业务结构优化与 AI 商业化提效推动部分龙头利润率稳步提升。腾讯控股毛利率/净利率达 57.2%/28.4%（毛利率同比+0.8pct，高毛利自研游戏与视频号广告贡献显著）；哔哩哔哩毛



利率/净利率达 37.2%/3.6% (分别同比+0.8pct/+2.1pct, 商业化提效驱动净利率持续修复); 腾讯音乐毛利率/净利率为 44.5%/27.1% (毛利率稳中微升, 会员及演出业务持续扩张); 快手毛利率/净利率为 51.4%/8.7% (短期受收入分成成本增加及 AI 算力折旧影响有所承压); 百度集团毛利率/净利率为 39.0%/9.1% (受研发及 AI 基建阶段性投入压制)。

**图表35: 26H1 数字媒体和社交重点公司盈利分化, 腾讯与 B 站盈利能力持续优化**

| 公司      | 指标  | 23H1   | 24H1   | 25H1  | 26H1  |
|---------|-----|--------|--------|-------|-------|
| 腾讯控股    | 毛利率 | 46.5%  | 52.9%  | 56.4% | 57.2% |
|         | 净利率 | 17.4%  | 27.9%  | 28.4% | 28.4% |
| 快手-W    | 毛利率 | 48.4%  | 55.1%  | 55.1% | 51.4% |
|         | 净利率 | 1.1%   | 13.4%  | 13.2% | 8.7%  |
| 百度集团-W  | 毛利率 | 52.0%  | 51.6%  | 45.0% | 39.0% |
|         | 净利率 | 16.9%  | 16.7%  | 23.1% | 9.1%  |
| 腾讯音乐-SW | 毛利率 | 33.7%  | 41.5%  | 44.3% | 44.5% |
|         | 净利率 | 17.1%  | 22.3%  | 42.4% | 27.1% |
| 哔哩哔哩-W  | 毛利率 | 22.5%  | 29.2%  | 36.4% | 37.2% |
|         | 净利率 | -21.0% | -11.5% | 1.5%  | 3.6%  |

来源: ifind, 国金证券研究所

**2026H1 数字媒体和社交重点公司费控整体稳健, 各家销售费用率多呈下行或平稳趋势, AI 研发与算力基建投入促使管理及研发费率略有波动。**快手销售/管理费率为 29.2%/14.2% (销售费率同比-1.0pct, ROI 提效带动获客成本优化); 哔哩哔哩销售/管理费率为 14.4%/19.3% (销售费率同比-1.0pct, 运营杠杆持续释放); 腾讯控股销售/管理费率为 5.8%/18.1% (AI 原生产品推广与研发投入阶段性压制费率); 百度集团管理费率先降至 14.2% (同比-0.6pct, 内部精细化运营成效显著); 腾讯音乐销售/管理费率为 3.0%/11.9% (费率保持低位平稳)。

**图表36: 26H1 数字媒体和社交重点公司费控良好, 快手与 B 站销售费率持续优化**

| 公司      | 指标    | 23H1  | 24H1  | 25H1  | 26H1  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 腾讯控股    | 销售费用率 | 5.1%  | 5.2%  | 4.7%  | 5.8%  |
|         | 管理费用率 | 16.7% | 16.3% | 18.0% | 18.1% |
| 快手-W    | 销售费用率 | 32.8% | 32.2% | 30.2% | 29.2% |
|         | 管理费用率 | 15.0% | 11.4% | 12.5% | 14.2% |
| 百度集团-W  | 销售费用率 | --    | --    | --    | --    |
|         | 管理费用率 | 18.1% | 17.2% | 14.8% | 14.2% |
| 腾讯音乐-SW | 销售费用率 | 3.0%  | 2.9%  | 2.6%  | 3.0%  |
|         | 管理费用率 | 14.4% | 13.5% | 11.9% | 11.9% |
| 哔哩哔哩-W  | 销售费用率 | 17.3% | 16.6% | 15.4% | 14.4% |
|         | 管理费用率 | 30.7% | 24.4% | 19.1% | 19.3% |

来源: ifind, 国金证券研究所

**2026H1 数字媒体和社交板块重点公司 ROE 呈现分化态势, 主业高毛利放量与运营提效支撑头部公司资产回报率提升。**腾讯控股 ROE 同比提升 0.77pct 至 10.05%, 领跑板块 (高毛利自研游戏与视频号广告强劲放量拉动净利增长); 哔哩哔哩 ROE 同比提升 1.99pct 至 3.47% (AI 商业化赋能与经营杠杆释放驱动盈利持续修复); 快手 ROE 为 7.36% (受高分成成本与 AI 资本开支折旧增加承压); 腾讯音乐 ROE 为 5.83% (受喜马拉雅并表等前期投入影响阶段性调整); 百度集团 ROE 为 2.02% (短期受算力基建及研发投入压制)。

**图表37: 26H1 数字媒体和社交重点公司 ROE 表现分化, 腾讯与 B 站回报率稳步提升**

| 公司      | 指标  | 23H1   | 24H1  | 25H1  | 26H1  |
|---------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 腾讯控股    | ROE | 6.68   | 10.40 | 9.28  | 10.05 |
| 快手-W    | ROE | 1.41   | 14.35 | 12.59 | 7.36  |
| 百度集团-W  | ROE | 4.68   | 4.33  | 5.47  | 2.02  |
| 腾讯音乐-SW | ROE | 4.57   | 5.07  | 7.99  | 5.83  |
| 哔哩哔哩-W  | ROE | -13.15 | -9.99 | 1.48  | 3.47  |

来源: ifind, 国金证券研究所



## 四、投资建议

我们看好 AI 应用赛道，包括帮助企业 AI agent 落地的企业 AI、AI 办公、AI 影视（短剧漫剧）、AI 营销、AI 社交、AI 电商等领域，相关标的：迈富时、中文在线、昆仑万维、汇量科技、易点天下、腾讯控股、哔哩哔哩、值得买、焦点科技等。看好 AI 云 CSP 厂商：阿里巴巴。游戏板块目前处于估值低位，关注低估值且持续有成长性的公司，相关标的：恺英网络、世纪华通、巨人网络、三七互娱等。

## 五、风险提示

**内需恢复不及预期：**广告主预算趋于理性，26Q1 互联网广告增速已降至 5.80%，若消费信心修复偏慢，将拖累广告营销、影视院线及出版板块表现。

**政策监管趋严：**版号发放、未成年人保护、内容审核及 AIGC 合规存在不确定性，或影响新品上线与商业化节奏，压制板块业绩与估值。

**内容供给及新品不及预期：**影视高度依赖档期供给（26 年 1、2 月票房分别同降 69.16%、51.57%），若影片撤档或新游延期，收入利润承压。

**AI 投入回报不及预期：**厂商加码研发与算力基建，若商业化落地偏慢，费用抬升将侵蚀利润与 ROE。

**海外经营及汇率风险：**部分企业出海成核心增长极，若竞争加剧、买量成本上行或地缘、汇率波动，海外盈利受损。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                | 深圳                                     |
|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                   | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                         | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究