



传媒互联网产业行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚（执业 S1130525020001）

yi Yongjian@gjzq.com.cn

继续寻找估值折价洼地

本周观点

美联储主席转鸽后虚拟资产反弹最大，寻找映射标的：

- **教育**：景气略有承压。K12 教培行业由于中小机构供给增加，竞争边际加剧，龙头阿尔法能力逐渐趋稳。本周在线一对一英语口语平台 51talk 发布 25Q2 业绩，收入增速连续 7 个季度超过 50%，东亚、MENA 业务持续放量。
- **奢侈品**：宏观经济压力仍在，聚焦超高端客群的爱马仕以及以高级珠宝为核心的历峰集团表现相对较好，此外，通过产品和营销创新抓住年轻消费者的 Coach 等轻奢品牌表现突出，本周 Brunello Cucinelli、Ralph Lauren 财报表现较好，持续印证趋势。
- **咖啡茶饮**：1) 咖啡：高景气维持；行业具备 β 性红利，人均咖啡消费量仍有教育潜力。2) 茶饮：略有承压；8 月外卖补贴力度环比 7 月有所减弱；行业供给呈快速增加趋势，蜜雪古茗等品牌上半年加速开店，竞争加剧。
- **电商**：略有承压。电商大盘增速放缓，尽管电商平台财报显示国补有所拉动，但行业竞争依旧激烈。即时零售/外卖成为新战场，头部平台营销&补贴&运力等基础设施投入大，阿里/美团/京东均显示利润端承压，关注即时零售带动的用户活跃度及对电商业务的转化度。
- **流媒体平台**：广电总局印发实施《进一步丰富电视大屏内容 促进广播电视内容供给的若干举措》，政策落地有助于增加大屏优质内容供给，有望改善长视频行业产量与观众双流失的困局，行业景气度有望得到修复，我们建议关注长视频平台。音乐流媒体平台为内需驱动的优质互联网资产，高性价比悦己消费，规模效应持续驱动盈利杠杆释放，我们建议持续关注音乐订阅平台。
- **虚拟资产&资产交易平台**：流动性充裕预期+监管框架不断完善+机构跑步入场，虚拟资产趋势中长期向好，短期币价或将波动。下周关注加密货币交易所 Gemini IPO 和加密货币借贷平台 Figure IPO。
- **地产交易**：截至 9 月 6 日，上海/北京/深圳/杭州/成都二手房当月成交套数分别为 3518/2511/944/951/3822 套，核心城市二手房交易持续承压。建议关注贝壳。
- **汽车服务**：8 月汽车后市场：产值 yoy-7%；qoq-3%；进厂台次 yoy-6%；qoq-2%，我们持续关注车后市场生态。
- **传媒**：游戏需求依旧旺盛，且重点游戏流水持续爬升，后续游戏储备充足，行业有望持续保持高景气度。我们持续关注游戏生态。

投资逻辑

- **继续寻找估值折价洼地**。1) 阿里中报和 AI 方面的超预期表现一方面会带动 AI 科技产业链的逻辑演绎，另外一方面也会带动海外中国资产的重估情绪。恒科及中概互联网值得重点关注；另外也可以积极寻找海外中国资产估值“洼地”标的。短期来看，部分海外中国资产可能出现波动，中报利好落地和估值提升后需要增量逻辑的加持。2) 我们持续看好区块链、虚拟资产相关产业趋势，全球流动性最受益资产之一，另外北美 circle、bullish 等虚拟资产资本化趋势明显。产业趋势已起，我们认为大中华地区的机构（窗口在中国香港）必然会参与（类比 AI 产业链），积极寻找港股相关映射。

风险提示

- 后续政策不及预期风险；中美关系变化风险；内容上线及表现不及预期风险；宏观经济运行不及预期风险；AI 技术迭代和应用不及预期风险；政策监管风险。



内容目录

一、本周观点.....	4
二、行业情况跟踪.....	4
2.1、消费&互联网.....	4
2.1.1、教育.....	4
2.1.2、奢侈品.....	5
2.1.3、消费&连锁咖啡茶饮.....	6
2.1.4、电商&互联网.....	8
2.2、平台&科技.....	8
2.2.1、流媒体平台.....	8
2.2.2、虚拟资产&互联网券商.....	9
2.2.3、车后连锁.....	11
2.3、传媒.....	12
2.4、AI 应用.....	13
三、风险提示.....	14

图表目录

图表 1： 相关行业指数表现（9.1-9.5）	4
图表 2： 教育个股表现前后 TOP5（9.1-9.5）	4
图表 3： 教培重点个股涨跌幅（9.1-9.5）	5
图表 4： 公考重点个股涨跌幅（9.1-9.5）	5
图表 5： 相关行业指数表现（9.1-9.5）	6
图表 6： 奢侈品重点个股涨跌幅（9.1-9.5）	6
图表 7： 相关行业指数表现（9.1-9.5）	7
图表 8： 重点个股涨跌幅（9.1-9.5）	7
图表 9： 相关行业指数表现（9.1-9.5）	8
图表 10： 重点个股涨跌幅（9.1-9.5）	8
图表 11： 相关行业指数表现（9.1-9.5）	9
图表 12： 重点个股涨跌幅（9.1-9.5）	9
图表 13： 全球加密货币市值表现（9.1-9.5）	9
图表 14： 比特币和以太坊价格（9.1-9.5）	9
图表 15： 重点个股涨跌幅（9.1-9.5）	10
图表 16： 相关行业指数表现（9.1-9.5）	11



图表 17: 重点个股涨跌幅 (9.1-9.5)	11
图表 18: 申万二级传媒指数本周涨跌幅 (8.29-9.5)	12
图表 19: 重点跟踪个股本周涨跌幅 (8.29-9.5)	12
图表 20: 恒生互联网科技业指数本周涨跌幅 (9.1-9.5)	13
图表 21: 重点跟踪个股本周涨跌幅 (9.1-9.5)	13



一、本周观点

■ 继续寻找估值折价洼地。

■ 海外中国资产的整体观点：1) 港股和中概整体观点：阿里中报和 AI 方面的超预期表现一方面会带动 AI 科技产业链的逻辑演绎，另外一方面也会带动海外中国资产的重估情绪。恒科及中概互联网值得重点关注；另外也可以积极寻找海外中国资产估值“洼地”标的。短期来看，部分海外中国资产可能出现波动，中报利好落地和估值提升后需要增量逻辑的加持。2) 我们持续看好区块链、虚拟资产相关产业趋势，全球流动性最受益资产之一，另外北美 circle、bullish 等虚拟资产资本化趋势明显。产业趋势已起，我们认为大中华地区的机构（窗口在中国香港）必然会参与（类比 AI 产业链），积极寻找港股相关映射，建议关注尚处于早起阶段的新火科技、OSL 和富途老虎耀才。另外，陆续会出现港股或者中概公司走 DAT（囤币策略），其所囤币种略有差别。

■ 投资建议：1) 港股互联网资产：①虚拟资产：建议关注海外的【ETH】（尤其是【ETHU】），另外正处于调整种的【Circle】、【GLXY】、【Bullish】等都值得跟踪。建议关注【新火科技控股】、【OSL 集团】。另外，【富途】、【老虎】、【耀才】等交易平台长期强势。②建议关注白马系：腾讯系资产【腾讯控股】、【腾讯音乐】、【虎牙】、【阅文集团】等；【港交所】；网易系资产【网易云音乐】；【阿里巴巴】。③建议关注 O2O 平台龙头【中国民航信息网络】、【滴滴】、【贝壳】、【途虎】。2) 港股消费类资产：①咖啡茶饮的热度出现分化，关注【瑞幸】。②建议关注整改中的【高鑫零售】、【非凡领越】、【好孩子国际】。3) 美股中概资产：①持续关注【富途】、【老虎】交易平台资产。②建议关注【瑞幸咖啡】、【华米科技】。③中概低估值个股关注【微博】、【欢聚】、【YALA】、【迅雷】、【万物新生】、【逸仙电商】5) A 股传媒方面：我们看多【分众传媒】，建议关注【鸿合科技】、华米的上游供应商【亿通】。继续看好游戏：【心动公司】、【巨人网络】、【吉比特】、【网龙】。

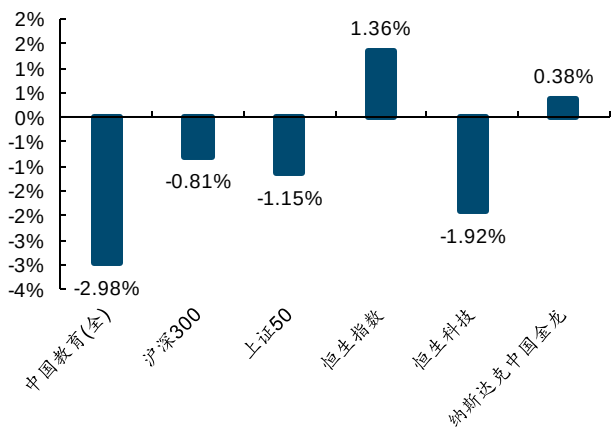
二、行业情况跟踪

2.1、消费&互联网

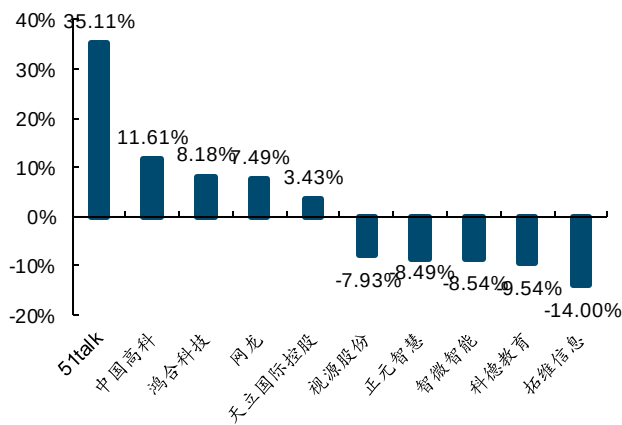
2.1.1、教育

本期（2025 年 9 月 1 日-9 月 5 日）中国教育指数跌 2.98%，跑输沪深 300、上证 50、纳指金龙中国、恒生指数、恒生科技指数。其中 51talk 涨 35.11%，新东方涨 3.01%，多邻国、高途等回调。

图表1：相关行业指数表现（9.1-9.5）



图表2：教育个股表现前后 TOP5（9.1-9.5）

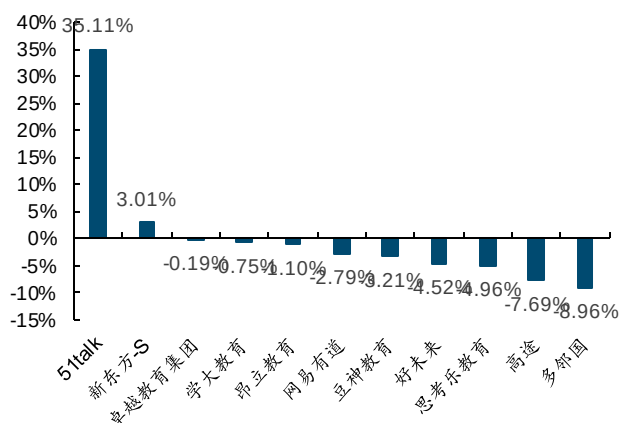


来源：ifind，国金证券研究所

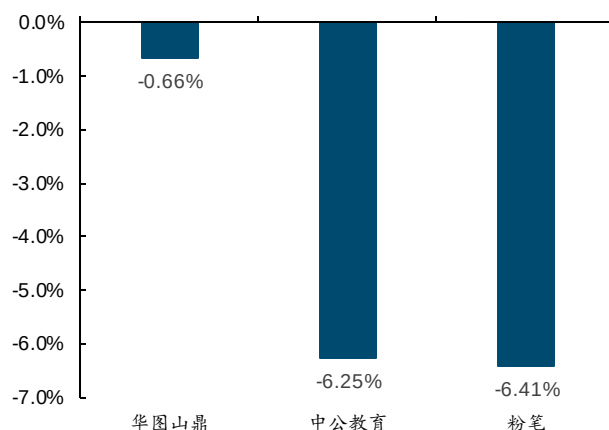
来源：ifind，国金证券研究所



图表3: 教培重点个股涨跌幅 (9.1-9.5)



图表4: 公考重点个股涨跌幅 (9.1-9.5)



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

【行业重大事件】

- 1) 近日, 社交媒体传“深圳学校将取消发放学校教辅材料”, 对此, 深圳市教育局发布《关于义务教育学校发放教辅材料的说明》。文中提到, 义务教育阶段教辅材料由各义务教育学校按照“一科一辅”的原则, 在《深圳市 2025-2026 学年义务教育阶段免费教辅材料及教学资源选用目录》中自主选择、统一征订、免费发放, 将于 9 月 5 日起陆续发放。(多知)
- 2) 国际数据公司 (IDC) 发布《2025 年第二季度中国学习平板市场季度跟踪报告》。根据 IDC 数据, 2025 年第二季度, 中国学习平板市场出货量为 154 万台, 同比增长 44.6%。其中, 作业帮、科大讯飞、学而思、步步高、小猿位列市场出货量前五, 市场份额共计 82.3%。(多知)
- 3) 近日, 凯叔讲故事官宣智能硬件新品“AI 鸡飞飞”。王凯在发布会上透露, 其硬件产品销量已突破 1000 万台, AI 鸡飞飞是团队在当前阶段对“AI 技术”与“儿童内容”深度融合的一次重要落地尝试。(多知)
- 4) 近日, 印度短视频学习平台 Seekho 宣布在 B 轮融资中筹集了 2800 万美元, 由 Bessemer Venture Partners 领投。Seekho 称其月活跃用户已达 2500 万, 收入和付费订阅量环比增长 60%。截至 2024 年 3 月的财年, Seekho 收入为 1.15 亿卢比(约合 930 万元人民币), 亏损 4.6 亿卢比(约合 3700 万元人民币)。其 2025 财年财务数据尚未发布。(多知)

【重点公司公告】

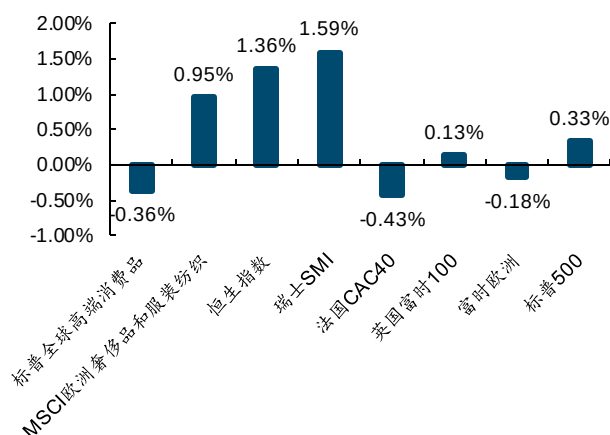
- 1) 51Talk: 发布 2025 年第二季度业绩, 2025 年第二季度收款 2850 万美元, 同比增长 79.7%; 净营收为 2040 万美元, 同比增长 86.1%。有听课消费的季度活跃学生 (至少上过 1 堂付费课的学生, 不包括试听听课) 人数约为 9.13 万人, 同比增长 67.8%。公司预计 2025 年第三季度收款将在 3650 万美元至 3750 万美元之间, 环比增长 28.1%至 31.6%, 同比增长约 84.6%至 89.7%。
- 2) 卓越教育集团: 2025 年 9 月 3 日, 受限制股份单位计划受托人依据受限制股份单位计划于公开市场上购买合共 13 万股份。

2.1.2、奢侈品

本期 (2025 年 9 月 1 日-9 月 5 日) 标普全球高端消费品指数跌 0.36%, MSCI 欧洲奢侈品和服装纺织指数涨 0.95%。奢侈品重点个股中, 港股通标的新秀丽涨 0.24%, 港股普拉达跌 4.28%。

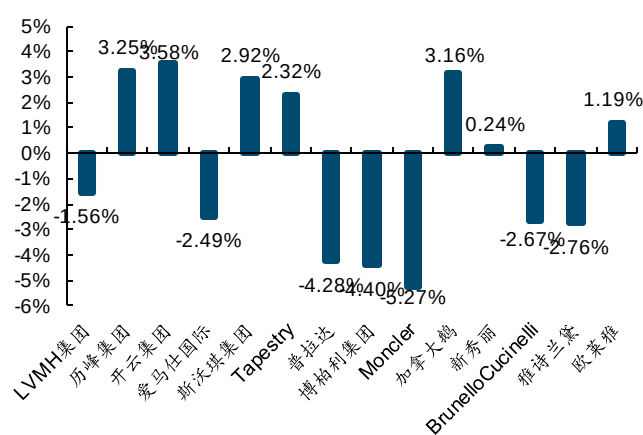


图表5：相关行业指数表现（9.1-9.5）



来源：ifind，国金证券研究所

图表6：奢侈品重点个股涨跌幅（9.1-9.5）



来源：ifind，国金证券研究所

【行业重大事件】

- 1) 意大利奢侈品牌 Brunello Cucinelli 公布 2025 年上半年业绩，截至 6 月 30 日，公司收入同比增长 10.2% 至 6.841 亿欧元，营业利润增长 8.8% 至 1.138 亿欧元，净利润增长 16% 至 7670 万欧元。公司表示，秋冬销售季开局良好，2026 春夏订单强劲，预计 2025 年和 2026 年销售额将保持约 10% 的增长。其 2024-2026 年战略计划也提前一年完成，包括索洛梅奥工厂扩建一倍以及在意大利佩内新建男装制造基地。从地区来看，上半年欧洲销售额增长 10%，美洲增长 8.7%，亚洲增长 12.5%。品牌计划下半年在上海、澳门、加州卡梅尔及阿布扎比等市场新开门店，以进一步扩大全球布局。（Ladymax）
- 2) 美国奢华珠宝品牌 Tiffany 宣布高层人事调整，Christopher Kilaniotis 晋升为全球战略业务发展高级副总裁，Matthieu Garnier 出任北美区总裁兼首席执行官，两人均将加入全球执行委员会。Kilaniotis 将负责制定并执行全球战略，推动收入增长与市场扩张。他自 2021 年起担任美洲区总裁兼 CEO，期间推动高级珠宝业务发展，并监督纽约旗舰店 The Landmark 于 2023 年重启。Garnier 将主导美国和加拿大的业务增长与品牌建设。他此前任 Loro Piana 北美区 CEO，并拥有超过 14 年的卡地亚工作经验。（Ladymax）
- 3) Ralph Lauren 公布的第一财季业绩，截至 6 月 28 日的三个月中，公司收入按浮动汇率增长 14% 至 17 亿美元，按恒定汇率计算增长 11%，净利润涨 30.7% 至 2.20 亿美元，经调整后利润涨 34.9% 至 2.36 亿美元，收入和利润均超预期。分市场来看，Ralph Lauren 北美市场收入增长 8% 至 6.56 亿美元，欧洲市场增长 16% 至 5.55 亿美元，而亚洲市场则以 21% 的强劲势头达到 4.74 亿美元。其中，中国市场收入同比增长 30%，成为最大亮点。公司上调 2026 财年的业绩指引，预计全年收入将实现低至中个位数增长，高于今年 5 月时的低个位数预测。（Ladymax）
- 4) 加拿大运动生活方式品牌 lululemon 发布 2025 财年第二季度财报，净营收同比增长 7%，达到 25 亿美元，其中，国际业务营收同比增长 22%，远高于集团整体表现。中国内地市场净营收同比增长 25%，按固定美元计算增长 24%。lululemon 首席执行官 Calvin McDonald 在财报电话会议中提到，中国已成为公司全球第二大市场，地位愈发重要。lululemon 持续受到中国消费者的青睐，第二季度其在中国新开设 5 家门店，并通过持续性的本地化活动强化品牌影响力。例如，第五届“夏日乐挑战”全国总决赛在成都落幕，吸引了大批参与者，同时，Align™ 十周年“瑜见你嘉年华”在北京工体成功举办，进一步将“社区+体验”的品牌理念渗透至本地消费者。相比之下，lululemon 在北美市场的表现逊于预期。尽管整体 EPS 超出分析师预测，但受美国市场拖累，二季度营收未达此前指引，公司也因此调整了全年业绩预期，预计全年营收增长 2% 至 4%。（Ladymax）

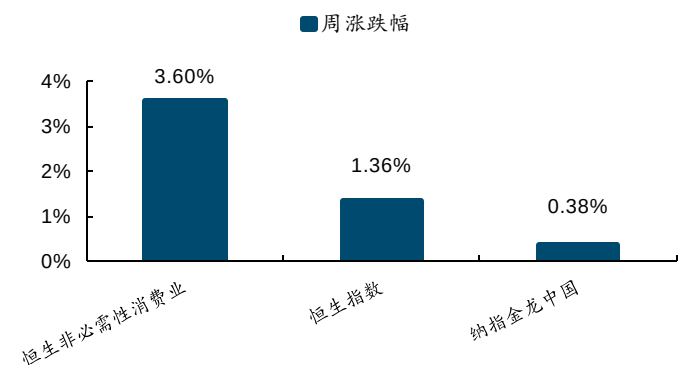
2.1.3、消费&连锁咖啡茶饮

本期（2025 年 9 月 1 日-9 月 5 日），恒生非必需性消费业指数累计涨跌幅+3.60%，较恒生指数+2.24pct。

关注个股涨跌幅表现：小菜园（+1.67%）、同程旅行（+0.64%）、百胜中国（+0.14%）、沪上阿姨（-0.29%）、携程集团-S（-1.04%）、特海国际（-1.14%）、Tims 天好（-1.38%）、茶百道（-1.65%）、达势股份（-1.75%）、瑞幸咖啡（-1.88%）、海底捞（-2.83%）、古茗（-6.71%）、蜜雪集团（-7.36%）、霸王茶姬（-10.68%）。

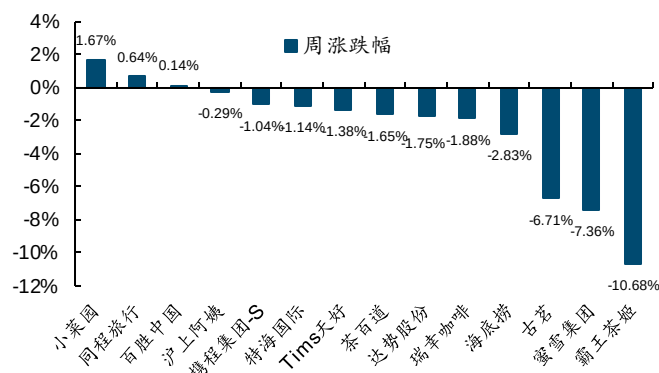


图表7：相关行业指数表现（9.1-9.5）



来源：ifind，国金证券研究所

图表8：重点个股涨跌幅（9.1-9.5）



来源：ifind，国金证券研究所

【重要公告】

- 1) 百胜中国 (9987.HK)：公司计划于 2025 年底前新增在公开市场回购约 2.7 亿美元的普通股，具体实施视市场及其他情况而定，公司预期此回购计划 9 月 3 日起生效。此回购计划是在此前已宣布的 2025 年下半年约 5.1 亿美元的股票回购协议，以及 2025 年上半年已完成的 3.56 亿美元股票回购的基础上做出的进一步增加。

【行业重大事件】

- 1) 瑞幸咖啡开店跟踪：瑞幸发布截至 9.1 新开门店 269 家，其中一二线合计占比 79.18%，下沉市场合计 20.45%，香港新开 1 家门店。（瑞幸公众号）
- 2) 星巴克中国被指今年预估 EBITDA 达 5 亿美元。据路透援引“知情人士”消息称，星巴克邀请了约 10 名潜在买家在 9 月初提交非约束性投标，大多数的出价将星巴克中国估值定为其 2025 年预期 EBITDA（息税折旧摊销前利润）4 亿至 5 亿美元的 10 倍左右，估值倍数与瑞幸的相近（为其未来 12 个月预计 EBITDA 的 9 倍），且至少有一家出价倍数在 17 至 19 倍之间（high teens）。这一估值水平可能使该交易成为近年来跨国消费品公司在华最大规模的业务出售之一。据称，此次潜在买家中已提交初步标书的有凯雷、殷拓、高瓴和春华资本；尚不清楚情况的有贝恩、KKR 及腾讯等。星巴克发言人回应时引述公司最新季度财报称，其国际业务创下销售纪录，中国市场也实现连续第三个季度营收增长，但拒就中国业务估值及最新竞购进展置评。目前星巴克暂未决定中国业务股权出售比例，但明确表示不会完全脱手。（路透、小食代）
- 3) 8 月巴西国内咖啡现货价格大幅上涨，罗布斯塔涨幅近 50%，阿拉比卡上涨超 28%。8 月，巴西国内咖啡现货价格出现大幅上涨。其中罗布斯塔咖啡现货价格指数上涨了 49.2%，最终收于 1,534.41 雷亚尔/袋（每袋 60 公斤）。阿拉比卡咖啡现货价格指数上涨了 28.21%，最终收于 2,323.06 雷亚尔/袋。市场分析认为，巴西咖啡现货价格上涨由多种原因共同推动，但最重要的是库存拖累。同时，在阿拉比卡咖啡收获结束之际发现了实际产量不足市场预期的表现。（咖啡金融网）
- 4) 霸王茶姬正式进入菲律宾市场。近日，霸王茶姬在菲律宾的三家门店同时开业，首次进入菲律宾市场。据了解，这三家门店均位于大马尼拉区的核心商圈，而大马尼拉区是围绕菲律宾首都马尼拉的大型都市圈。开业三天，门店共售出超 2.3 万杯。菲律宾是霸王茶姬进入的第七个国际市场。新加坡门店二季度日均销量 1500 杯以上；美国洛杉矶首店开业首日售出 5000 杯。（霸王茶姬黑板报）
- 5) 沪上阿姨更新 9 月加盟政策。近期，沪上阿姨公布 9 月最新加盟政策。对于首次加盟，开店减免加盟费 1.5 万元，即加盟费从原本的 4.98 万元，变为 3.48 万元；连开限时政策方面，新合作伙伴在 30 天内连续授权 2 家门店，首店授权后，分店可得 2 万元物料补贴等。（小食代）
- 6) 古茗推出万店狂欢活动。9 月 1 日至 10 月 15 日期间古茗咖啡最低 4.9 元/每杯。（小食代）
- 7) 携程宣布：所有产研员工无需审批，直接居家办公。自 9 月 1 日起，所有产研员工在申请居家办公时（周三和周五），无需再经过直属领导审批，提交后即视为自动通过。此举旨在提升员工的工作与生活平衡，并进一步培养信任与自驱文化。此次政策变化是以产研团队为试点，之前的混合办公政策已经有 70% 的员工参与，公司希望通过简化流程，增加员工的灵活性和自主性。（36 氪）
- 8) 民航暑运旅客运输量预计 1.47 亿人次。今年暑运期间，全国民航预计累计运输旅客 1.47 亿人次，日均 237 万人次，同比增长 3.6%。其中，8 月 15 日旅客运输量达 256.53 万人次，超过历史最高水平。暑运期间，全国民航预计共保障航班 119.9 万班，同比增长 3.6%。平均客座率达 84.82%。此外，民航局数据还显示，今年暑期，国际航空运输市场也快速拓展，通航国家增至 80 个，预计保障中外航空公司国际客运航班 12.3 万班。今年暑运期间，国际客运航班量在 8 月上旬达到高峰，每日执行 2100 班左右，约为 2019 年的 93%。（36 氪）



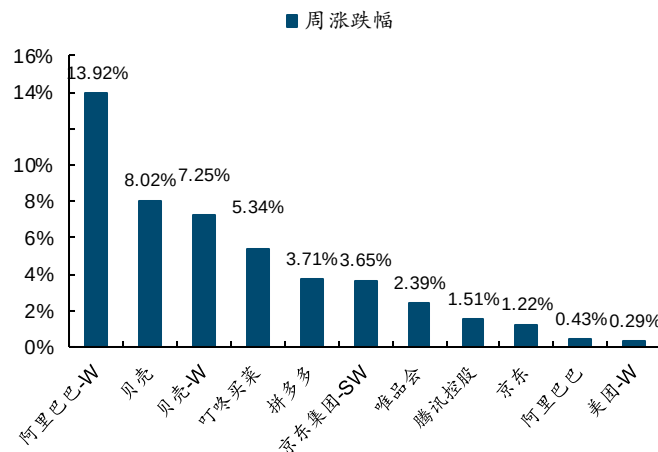
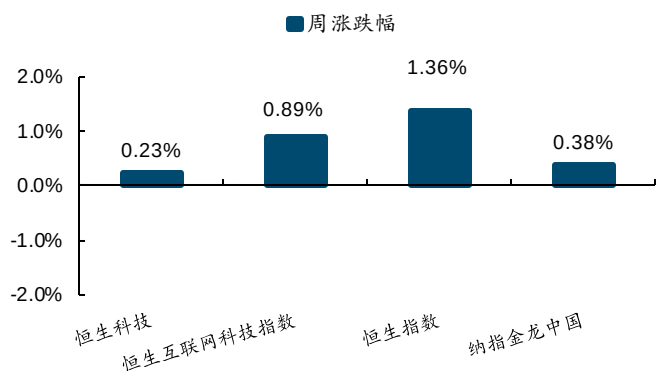
2.1.4、电商&互联网

本期（2025 年 9 月 1 日-9 月 5 日），恒生互联网科技业指数累计涨跌幅+0.89%，分别较恒生科技指数/恒生指数+0.66pct/-0.47pct。

关注个股涨跌幅表现：阿里巴巴-W（+13.92%）、贝壳（+8.02%）、贝壳-W（+7.25%）、叮咚买菜（+5.34%）、拼多多（+3.71%）、京东集团-SW（+3.65%）、唯品会（+2.39%）、腾讯控股（+1.51%）、京东（+1.22%）、阿里巴巴（+0.43%）、美团-W（+0.29%）。

图表9：相关行业指数表现（9.1-9.5）

图表10：重点个股涨跌幅（9.1-9.5）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

【行业重大事件&跟踪】

- 1) 中国企业调用大模型日均超 10 万亿 Tokens 通义份额第一。9 月 1 日，国际市场调研机构沙利文(Frost&Sullivan)发布了最新的《中国 GenAI 市场洞察：企业级大模型调用全景研究，2025》。报告显示，2025 年上半年，中国企业级市场大模型的日均总消耗量为 10.2 万亿 Tokens，其中，阿里通义占比 17.7%位列第一，成为目前中国企业选择最多的大模型。（阿里巴巴公众号）
- 2) 菜鸟升级东南亚跨境物流电商小包最快 3 日达，覆盖五国。9 月 4 日，菜鸟对东南亚跨境物流产品矩阵进行全面升级，推出中国直达东南亚多国的小包“标准专线”。来自中国的电商快递最快 3 天送达越南、5 天送达新加坡和菲律宾、6 天送达马来西亚和泰国，运费价格较行业低 20%左右。（阿里巴巴公众号）
- 3) 阿里速卖通筹备“最高规格”品牌出海项目，已有头部品牌收到邀请。近期，一张“速卖通双 11 品牌规划”截图在商家圈流传，据多个交叉渠道消息，阿里速卖通内部正在筹备“最高规格”品牌出海项目，已有 500 强和国内外头部品牌收到邀约。接近项目人士透露：“定下来的增长目标非常激进”，项目预计将在双 11 前正式启动。（36 氪）
- 4) 阿里推出智能体开发框架 AgentScope 1.0。阿里通义实验室推出新一代智能体开发框架——AgentScope 1.0。据介绍，AgentScope 1.0 是一款以开发者为核心，专注于多智能体开发的开源框架。（36 氪）
- 5) 截至 9 月 6 日，上海/北京/深圳/杭州/成都二手房当月成交套数分别为 3518/2511/944/951/3822 套。（冰山数据）

2.2、平台&科技

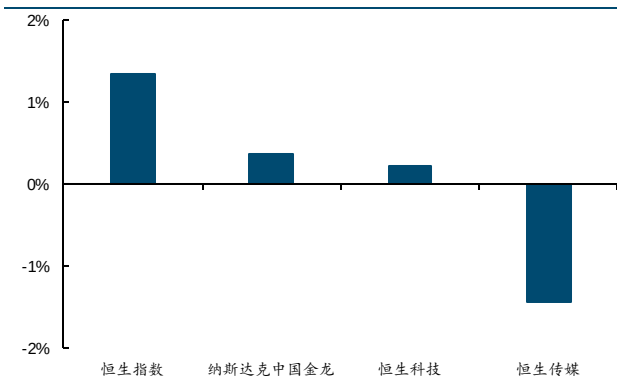
2.2.1、流媒体平台

本期（2025 年 9 月 1 日-9 月 5 日）恒生传媒指数上涨 1.4%，跑输恒生指数 2.8pct，跑输恒生科技指数 1.7pct。

关注个股涨跌幅表现：Spotify（3.71%）、Netflix（2.94%）、爱奇艺（2.26%）、腾讯音乐（-0.12%）、腾讯音乐 - SW（-1.63%）、网易云音乐（-2.22%）。

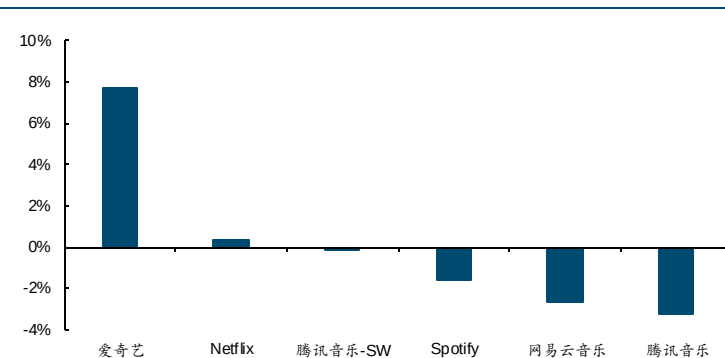


图表11: 相关行业指数表现 (9.1-9.5)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表12: 重点个股涨跌幅 (9.1-9.5)



来源: iFind, 国金证券研究所

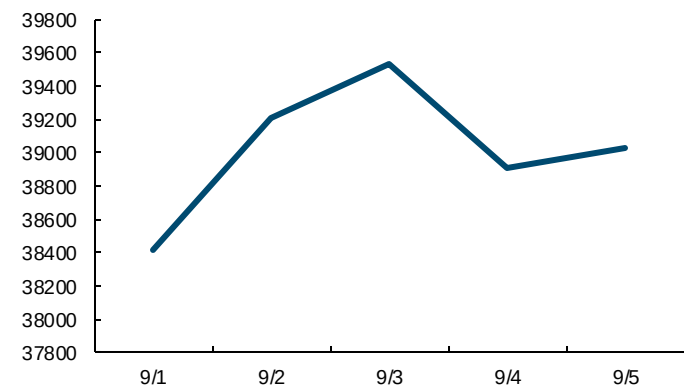
【行业重大事件】

1) 腾讯音乐天琴实验室主导 AVS4 首个音频技术需求提案, 输出征求意见稿, 提“低码率+高品质”需求, 借平台优势, 新技术将先用于旗下音乐 APP, 助力数字音视频产业创新。(腾讯音乐天琴实验室)

2.2.2、虚拟资产&互联网券商

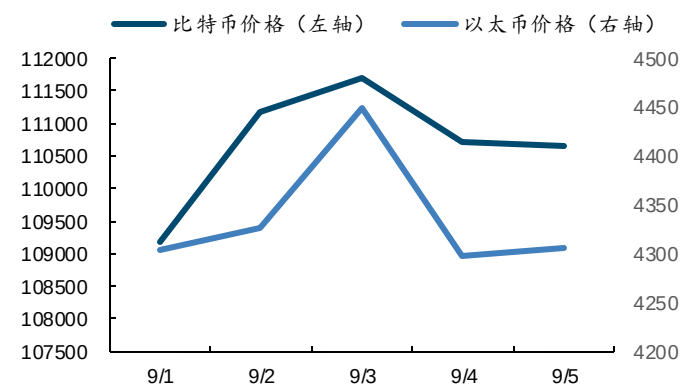
截至9月5日, 全球加密货币市值为 39025.44092 亿美元, 较上周上涨 1.6%。本期(2025 年 9 月 1 日-9 月 5 日)末, 比特币和以太币价格分别达到 110662 美元和 4307 美元, 分别较上周末+2.0%、-1.3%。

图表13: 全球加密货币市值表现 (9.1-9.5)



来源: Coingecko, 国金证券研究所

图表14: 比特币和以太坊价格 (9.1-9.5)



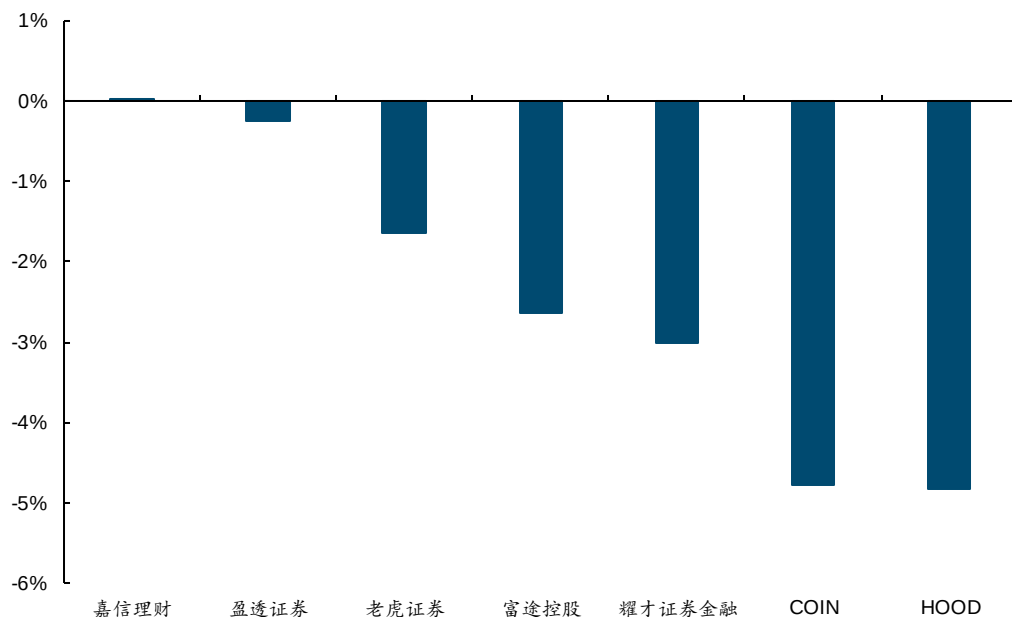
来源: Coingecko, 国金证券研究所

关注个股涨跌幅表现:

富途控股 (0.91%)、耀才证券金融 (-1.20%)、老虎证券 (-1.68%)、COIN (-1.80%)、HOOD (-2.67%)、盈透证券 (-3.34%)、嘉信理财 (-3.95%)。



图表15: 重点个股涨跌幅 (9.1-9.5)



来源: iFind, 国金证券研究所

【行业重大事件】

- 1) 比特币挖矿难度在区块高度 913,248 处迎来挖矿难度调整, 挖矿难度上调 4.89% 至 136.04 T, 创历史新高。(ForesightNews)
- 2) 香港立法会议员吴杰庄透露, 香港稳定币监管条例严格, 预计 2026 年初将核发首张稳定币牌照。他表示, 香港立法会明年还将针对线下 OTC 交易启动立法程序, 进一步完善 Web3 生态系统。(ForesightNews)
- 3) 加密货币交易平台 Bullish 的欧洲子公司已在德国获得《加密资产市场》(MiCA) 法规下的牌照。获得 MiCA 许可后, Bullish Europe 可以将其服务推广至欧盟任何其他国家。(ForesightNews)
- 4) 美国证券交易委员会 (SEC) 与美国商品期货交易委员会 (CFTC) 发布联合声明, 宣布将于 9 月 29 日联合举办圆桌会议, 讨论监管协调、产品与场所定义统一、数据标准简化及创新豁免等议题。双方将以下优先事项列为联合圆桌会议上可能讨论的协调领域: 24/7 市场、预测市场、永续合约、投资组合保证金、创新豁免和 DeFi 等。(ForesightNews)
- 5) Robinhood 被纳入标普 500 指数。(富途牛牛)
- 6) 纳斯达克正在加强对旗下上市公司通过融资购买加密货币来推高股价行为的审查。该交易所现在要求部分公司在发行新股购买加密货币前必须获得股东批准。(富途牛牛)
- 7) OSL HK 宣布现在已经面向专业投资者开放 BNB 的交易服务, 成为香港首家支持 BNB 交易的交易所, 并正式推出 BNB/USD、BNB/USDT、BNB/USDC 三个交易对。(ForesightNews)
- 8) Galaxy Digital 宣布将在 Solana 上对其 SEC 注册股票进行代币化。持有人可通过 Superstate 的 Opening Bell 平台将 GLXY 股票代币化并在 DeFi 平台转让, 限已通过 KYC 的投资者参与。Superstate 称, 这是首例纳斯达克上市公司股票在公链上直接发行和交易。(ForesightNews)
- 9) 英国财政部发布加密企业反洗钱法规修订草案, 要求更严。金融行为监管局将以范围更广的“适当人选”测试取代实益拥有人测试, 控制权变更通知门槛从 25% 降至 10%, 收购 10% 及以上股权方须通知。草案反馈截止 9 月 30 日, 2026 年初敲定后提交议会审议。(ForesightNews)
- 10) 美国参议院银行委员会起草的法案草案将质押、空投和去中心化实物基础设施网络排除在证券法监管范围之外。(ForesightNews)
- 11) 美国证券交易委员会 (SEC) 正式公布未来数月监管议程, 拟提出加密货币发行与销售相关规则, 或将包括豁免和安全港条款, 并考虑允许加密资产在全国性证券交易所及另类交易系统交易。此外, SEC 计划简化华尔街披露要求, 降低行业合规负担。此前, SEC 已撤销对 Coinbase、Binance 等加密交易平台的诉讼。(ForesightNews)
- 12) 灰度 (Grayscale) 宣布推出 Grayscale 以太坊备兑看涨期权 ETF (股票代码: ETCO), 该 ETF 提供备兑看涨期权策略, 旨在让投资者从以太坊的波动性中获得潜在收益。(ForesightNews)



- 13) 云锋金融发布公告宣布公司董事会已批准于公开市场购买 ETH 作为储备资产。截至公告日期，集团已于公开市场累计购买 10000 枚 ETH，总投资成本（含费用及开支）为 4400 万美元。此次购买资金来自集团内部现金储备，所购 ETH 在集团财务报表中列为投资资产。（ForesightNews）
- 14) Ripple 与 Chipper Cash、VALR 及 Yellow Card 三家机构建立合作，向非洲金融机构开放 RLUSD。除通过新合作伙伴关系在非洲推出 RLUSD 外，其稳定币正被用于支持 Mercy Corps Ventures 在肯尼亚主导的极端天气事件救灾试点项目。（ForesightNews）
- 15) 国富量子创新有限公司（00290.HK）旗下富强股权投资管理有限公司注册设立“国富通证化数字资产有限合伙基金”（RWA8 基金）。

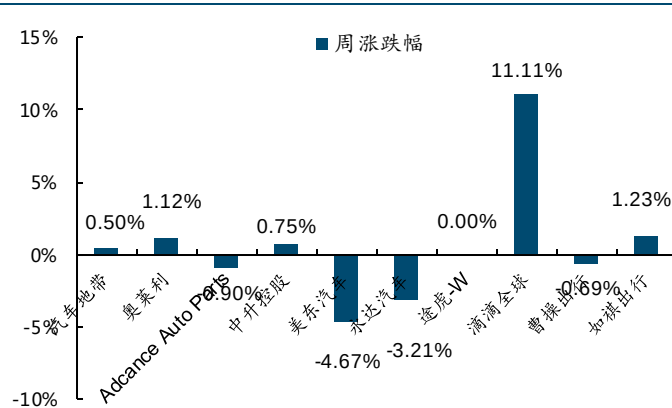
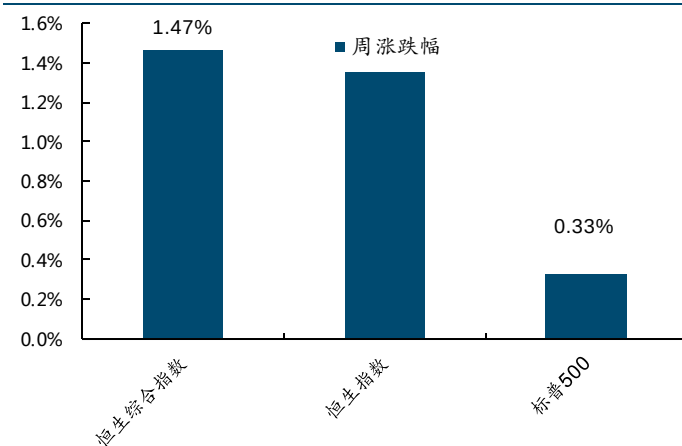
2.2.3、车后连锁

本周(2025年9月1日-9月5日)，恒生综合指数累计涨跌幅+1.47%，分别较恒生指数/标普500指数+0.11pct/+1.14pct。

关注个股涨跌幅表现：汽车地带（+0.5%）、奥莱利（+1.12%）、Advance Auto Parts（-0.9%）、中升控股（+0.75%）、美东汽车（-4.67%）、永达汽车（-3.21%）、途虎-W（+0%）、滴滴全球（+11.11%）、曹操出行（-0.69%）、如祺出行（+1.23%）。

图表16：相关行业指数表现（9.1-9.5）

图表17：重点个股涨跌幅（9.1-9.5）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

【行业重大事件】

- 1) 2025年8月，汽车后市场：后市场产值同比下滑7%；环比下滑3%。后市场进厂台次同比下滑6%；环比下滑2%。传统燃油车进厂台次同比下滑8%，环比下滑1%；新能源车进厂台次同比增长19%，环比下滑4%。（F6研究院）
- 2) 2025全球轮胎75强出炉，3大巨头营收下滑，创10年新低。近日，美国权威媒体《Tire Business》正式发布2025年全球轮胎75强排行榜（基于2024年企业销售数据）。米其林、普利司通、固特异虽牢据前三，但其2024年销售额均出现超过5%的显著下滑。这也发出危机信号——三巨头总销售额占比75强从39.77%降至38.81%，创十年新低。（AC汽车）
- 3) 1000家“上汽养车”即将遍布全国。日前，上汽名爵新车在成都车展发布期间，上汽集团总裁贾健旭透露，MG年底将实现400家有效经销商规模，联合OPPO智行开设200家商超快闪店。值得关注的是售后方面，他表示依托上汽体系，1000家上汽养车网点即将遍布全国，“只要买上汽的车，售后维保保证没问题”。业内猜测，1000家上汽养车应该不会基于车享家体系打造，毕竟油车、电车的售后体系不一样。（AC汽车）
- 4) 小米汽车全国已有189家服务网点，覆盖112城。据报道，小米汽车8月新增18家门店，全国105城已有370家门店；9月计划新增32家门店，预计覆盖唐山、泰州等14座城市；截止8月31日，全国已有189家服务网点，覆盖112城。9月1日，小米汽车官宣8月小米汽车交付量持续超过30000台。市场分析显示，小米汽车全年交付量有望达到42万辆，远超年初设定的35万台目标。（AC汽车）
- 5) 驿公里首推“自助洗车2.0模式”，启动千城万店计划。9月，智能洗车赛道独角兽企业驿公里在杭州举办首场“24小时自助洗车‘千城万店’全国招募会”，面向全国全方位释放中国汽车后市场潜力、传递品牌合作价值，推动社区智能洗车模式向全国规模化布局。据悉，驿公里推出自助洗车2.0模式构建“0人工，不驻店”体系：智能硬件集成清洗、吸尘等功能，SaaS系统支持远程运维，智能电控灯光与供应链自动补货进一步降本。无人运营，相当于让门店每月省出6000元人力成本。真正实现“0人工，不驻店”。此次招募会上，驿公里正式推出《城市首店合伙人计划》，每个城市的第一店，经审核成为样板店，即可获得1万元发展基金，可用于门店



基装、物料等开店相关费用中。(AC 汽车)

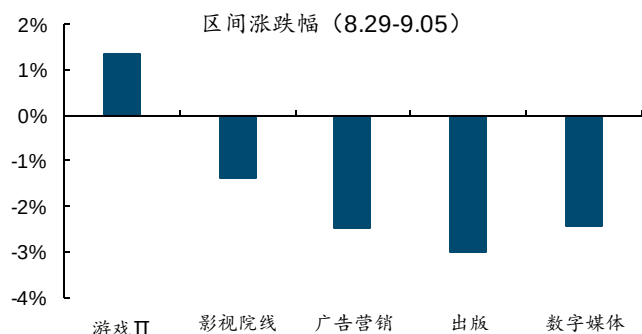
- 中策橡胶 9 月领涨，新一轮轮胎涨价潮即将来袭。据车与轮消息，8 月 31 日，中策橡胶集团发布涨价通知单，宣布自 9 月 1 日起，对公司金系全钢胎产品价格上调 2%；对金冠、艾卡、竞达内胎产品价格上调 4%；配用金冠内胎的全钢产品，其成套价格将依据金冠内胎调价金额进行同等上浮；后续根据原材料价格的上升趋势及轮胎市场变化，不排除进一步调价可能。据悉，中策橡胶作为中国轮胎行业的龙头企业，其动向历来被视为行业风向标，此次涨价通知明确传达了厂家对后续市场的预判。(AC 汽车)

2.3、传媒

本周(8 月 29 日-9 月 5 日)，申万一级传媒指数-0.6492%，较上周由涨转跌。细分赛道表现：游戏板块增幅最大，涨幅最小的是广告营销板块。

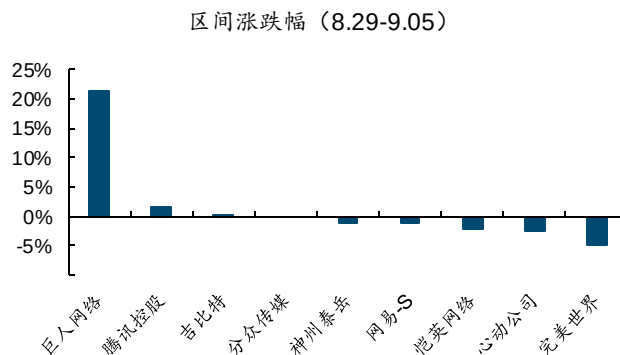
重点跟踪个股表现：巨人网络(+21.49%)、腾讯控股(+1.51%)、吉比特(+0.15%)、分众传媒(+0.00%)、神州泰岳(-1.01%)、网易-S(-1.13%)、恺英网络(-2.02%)、心动公司(-2.48%)、完美世界(-4.86%)。

图表18：申万二级传媒指数本周涨跌幅(8.29-9.5)



来源：ifind，国金证券研究所

图表19：重点跟踪个股本周涨跌幅(8.29-9.5)



来源：ifind，国金证券研究所

【行业重大事件】

- 9 月 5 日，腾讯混元游戏视觉生成平台宣布全面升级 2.0，新增游戏图生视频、自定义模型训练、角色一键精修等能力，并大幅提升游戏 2D 生图模型能力，图生视频和文生图模型在游戏场景达到行业 SOTA 水平。这次升级进一步解决了游戏美术设计与宣发中的动态内容生成、风格定制化、细节优化等痛点，在更多场景下帮助游戏美术设计师进一步提高效率。(36 氪)
- 据外媒 PocketGamer.biz 报道，最近《恋与深空》的全球收入到达了一个新的里程碑——累计突破 7.5 亿美元。达成这个里程碑的时间点是 8 月 23 日，而且在那之后，《恋与深空》的全球收入又增加了 860 万美元。所以截至外媒发稿前(9 月 2 日)，游戏的全球累计收入为 7.586 亿美元。(游戏那点事 Gamez)
- 移动应用市场研究机构 AppMagic 公布了 2025 年 8 月的全球手游收入排行榜。2025 年 8 月全球手游市场收入环比增长 1.6%，展现出稳健的发展态势。本月榜单呈现出多元化竞争格局，传统强势 IP 持续发力，特色活动和版本更新成为推动收入增长的关键因素，同时多款新游戏成功打入市场。其中，《王者荣耀》以 1.7 亿美元的月收入继续稳居全球手游收入榜首位，《Roblox》以 1.57 亿美元紧随其后。(游戏那点事 Gamez)
- 8 月 29 日，全新黑暗奇幻动作搜打撤游戏《雾影猎人》发布首支宣传视频，并宣布国内首测定档 9 月 16 日、测试招募正式开启。《雾影猎人》是一款全新黑暗奇幻动作搜打撤游戏。在剑与魔法交织的古老大陆上，一场大战后诸神陨落，他们的鲜血化作金雾席卷大地、吞噬灵魂。玩家扮演一位被巫女“露”拯救的“猎金人”，在她的指引下开始了搜集流金、修复世界的艰巨任务。玩家可根据不同职业精心搭配技能、天赋、装备，领略第三人称视角下 PvPE 的精彩动作战斗体验。或与队友密切配合，或孤身一人加入战场；唯有杀出重围，方能满载而归。(游戏那点事 Gamez)
- 9 月 2 日，由 New One Studio 研发的互动影视作品《盛世天下》之媚娘篇宣布定档。上线时间定为 9 月 9 日，定价 39 元。2019 年，《隐形守护者》曾将互动影视作品推向高峰。时隔六年，原班人马携新作《盛世天下》回归，试图在原有基础上实现全面升级。作为工作室的第二部作品，《盛世天下》从剧本到拍摄体量都大幅升级：30 万字剧本、1200 分钟影像、2000 多名演员筛选——这让这部作品成为国产互动影视作品中少见的大体量项目。(游戏葡萄)
- 2025 年度最佳独游，又迎来了强力竞争者——9 月 4 日，长期占据 Steam 愿望单 Top 1 的《空洞骑士：丝之歌》(下称《丝之歌》)，终于正式发售。且发售不到半个小时，就空降 Steam 全球热销 Top 1。《丝之歌》背后的



开发团队 Team Cherry 仅有三人。（游戏葡萄）

- 7) 8月28日，网易开发，Bungie 授权基于《命运》IP 的手游《命运：崛起》在海外正式上线。游戏在发布当日即登上苹果 iOS 全球游戏下载榜第三位，仅次于沐瞳的全手绘空战游戏《发条总动员》（Acecraft）和腾讯《无畏契约手游》国服。（游戏陀螺）

【行业重要公告】

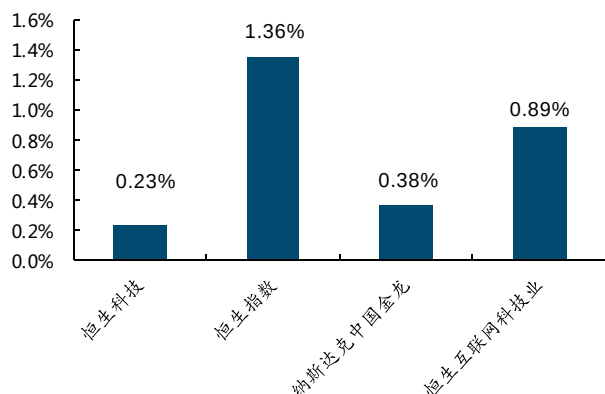
- 1) 恺英网络（002517.SZ）：公司公告，公司于2025年8月28日召开董事会，审议通过了回购股份方案。截至2025年9月3日，公司已完成股份回购，累计回购股份数量为895.28万股，占公司总股本的0.42%，成交总金额为2亿元。此次回购股份用于后期实施股权激励计划和员工持股计划。

2.4、AI 应用

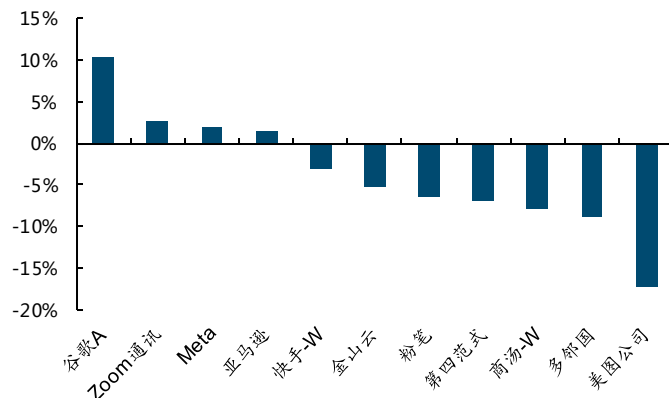
本周（9月1日-9月5日），恒生互联网科技业指数累计涨跌幅+0.89%，分别较恒生科技指数/恒生指数+0.66pct/-0.47pct。

重点跟踪个股表现：谷歌A（+10.38%）、Zoom（+2.78%）、Meta（+1.86%）、亚马逊（+1.45%）、快手-W（-3.19%）、金山云（-5.22%）、粉笔（-6.41%）、第四范式（-7.05%）、商汤-W（-7.94%）、多邻国（-8.96%）、美图公司（-17.34%）。

图表20：恒生互联网科技业指数本周涨跌幅（9.1-9.5）



图表21：重点跟踪个股本周涨跌幅（9.1-9.5）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

【行业重大事件】

- 9月5日，阿里 Qwen3-Max-Preview (Instruct) 官宣上线，是阿里迄今为止参数最大的模型。在全球主流权威基准测试中，Qwen3-Max-Preview 狂揽非推理模型 C 位，战胜 Claude-Opus 4 (Non-Thinking)、Kimi-K2、DeepSeek-V3.1。新模型可支持 100+语言，还针对 RAG、工具调用进行优化。（新智元）
- 9月1日，网信办《人工智能生成合成内容标识办法》正式生效。其中第四条要求：对符合要求的 AI 生成合成内容添加显式标识。随即 DeepSeek 官微发布了回应公告——凡是 AI 生成的内容，都会清楚标注「AI 生成」（新智元）
- 9月5日，招商银行在沪举办“2025 招银浦江数字金融生态大会”，围绕大模型基础设施建设、大模型及场景应用两大主题，邀请行业领军人物、招行合作伙伴代表参与分享讨论，超 100 家银行、证券、基金、理财子、保险及科技企业参会。在业务应用层面，AI 已深度融入招行零售、批发等核心业务板块。零售业务方面，借助大模型技术全面升级“小招”智能服务，实现从“被动回答”到“主动洞察”的升级；批发业务中，招行通过“CRM 小助”赋能客户经理，实现智能营销辅助，截至报告期末，月活跃用户数突破 7000 人，有效推动了企业客户的服务升级；在风险管理领域，招行打造风险合规管理智能助手“风险小助”，嵌入作业流程为客户经理赋能，推进客户经理、风险经理、审贷官智能体及风险推理大模型建设，提升信贷审批效率与风险管理能力。（观察者网）
- 9月5日，微软宣布其最新的语音到语音（S2S）模型——GPT-realtime 在 Azure AI Foundry 平台上正式发布。这个模型旨在提供更自然、更具表现力的语音输出和更高质量的音频体验。微软引入了两个新的语音选项——Marin 和 Cedar，用户可以根据自己的喜好选择更适合的语音进行交互。与之前的 GPT-4o-realtime 预览版相比，GPT-realtime 正式版的价格降低了 20%。（运维库）

【行业重要公告】

- 1) 快手-W（1024.HK）：9月4日，公司公布2025年半年报，25Q2实现营业收入350.46亿元，同比增长13.1%；实现经调整EBITDA77.15亿元，同比增长21.6%；实现经调整归母净利润56.18亿元，同比增长20.1%。此外，



公司宣布派发自上市以来的首次特别股息每股 0.46 港元，合共约 20 亿港元。25Q2 可灵 AI 的收入超 2.5 亿元，快手电商 GMV 同比增长 17.6% 至 3589 亿元，超出市场预期。

三、风险提示

- 后续政策不及预期风险。若提振消费、教培等政策不及预期，将影响相应行业基本面变化节奏，及市场估值中枢。
- 中美关系变化风险。中美关系变化将影响中概估值及中国资产的经营情况。
- 内容上线及表现不及预期风险。若新游、影视剧等内容上线或表现不及预期，则直接影响相应公司业绩表现。
- 宏观经济运行不及预期风险。国内经济由高速度转向高质量发展，若宏观经济不及预期，则广告营销等各板块的业绩均将受到影响。
- AI 技术迭代和应用不及预期风险。AI 产业在逐渐崛起中，对传媒板块来讲是重要变革，影响行业未来发展，若 AI 技术迭代和应用不及预期，则该变革落地的预期将延后。
- 政策监管风险。游戏受版号发放、未成年人保护等政策约束，影视剧正常排播则受内容监管、艺人是否违法或失德等影响，若出现相关政策指导或监管事件，则影响内容的正常上架或运营。



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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究