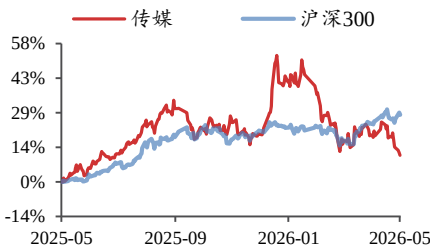


传媒

2026 年 05 月 27 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《继续布局核心 AI，关注《异环》1.1 版本表现—行业点评报告》-2026.5.25
- 《多模态 AI：逐光前行，加速进击—传媒互联网行业 2026 年度中期投资策略》-2026.5.19
- 《资本化加快+赛道扩容，布局模型/核心应用/算力租赁—行业周报》-2026.5.17

多模态 AI：逐光前行，加速进击

——行业投资策略

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

● 全球多模态技术持续迭代，国产模型从追赶到局部超越，整体商业化提速

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

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

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

重点推荐：腾讯控股、快手，受益标的：Minimax、阿里巴巴、智谱、昆仑万维。

● 多模态大模型深度赋能内容产业链，积极布局“AI+视频/游戏/营销”赛道

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

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

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

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

● **风险提示：**大模型迭代速度、AI 应用商业化进展、算力投资力度不及预期等。

目 录

1、 全球多模态技术持续迭代，国产模型从追赶到局部超越.....	4
2、 多模态 AI 商业化开启进击之路	6
2.1、 多模态大模型或进一步拉动 Token 调用量高增.....	6
2.2、 多模态大模型深度赋能内容产业链，积极布局“AI+视频/游戏/营销”赛道.....	12
2.2.1、 视频：AI 原生内容越过奇点，成本下降打开增量市场.....	12
2.2.2、 游戏：AI 重构开发流程加速创新，原生玩法探索持续推进.....	16
2.2.3、 营销：多模态驱动广告个性化升级，内容井喷拔高广告战略地位	19
2.3、 多模态 AI 提高单位 Token 算力占用，算力缺口或进一步扩大.....	22
3、 投资建议及风险提示	26
3.1、 重点推荐及受益标的	26
3.2、 风险提示	27

图表目录

图 1： 海外大模型厂商起步早，持续推动多模态技术架构优化，商业化逐步启动	4
图 2： 国产大模型厂商技术快速跟进，积极推进模型商业化.....	5
图 3： 据 Artificial Analysis，国产大模型在视频生成、音频/音乐生成领域居全球前列.....	6
图 4： 多模态大模型下游应用覆盖生活娱乐、生产制造、公共服务等多领域.....	7
图 5： 2025-2034 年全球多模态大模型市场规模 CAGR 有望达 37%（单位：十亿美元）	7
图 6： 2024-2030 年，中国多模态大模型市场规模 CAGR 有望达 67%.....	7
图 7： 大模型厂商 Token 调用量/ARR 高速增长	10
图 8： 2023 年以来，Open AI、Anthropic 收入增速逐步提升	11
图 9： 2026 年 5 月，Anthropic ARR 超 440 亿美元，对比 2025 年底 90 亿美元提升 389%.....	11
图 10： 2025 年中国短剧市场规模达 1000 亿元，其中漫剧市场规模约 168 亿元.....	13
图 11： 2025 年海外短剧收入 23.8 亿美元，同比+263%，下载量突破 12.1 亿次，同比+135%.....	13
图 12： 参考国内短剧渗透率，海外短剧用户规模提升空间广阔.....	13
图 13： 活跃 IAA 短剧应用下载量由 2024 年的 0.2 亿次增长至 2025 年的 5.2 亿次.....	13
图 14： 《菩提临世真人 AI 版》登顶红果热播总榜	14
图 15： 2026 年 4 月，仅抖音集团端原生 AI 短剧新增播放量突破 1472 亿，环比增长 85.8%.....	14
图 16： 2026 年 3 月，快手及字节漫剧日耗峰值加总达 9000 万元.....	15
图 17： 据 DataEye 研究院预估，2026 年海外 AI 剧/漫剧市场规模预计达 6.5 亿美元，同比实现 6 倍增长	15
图 18： 电影《三星堆：未来往事》由博纳影业 AIGMS 制作中心集体创作，已获“龙标”.....	15
图 19： 博纳影业系列 AI 电影项目陆续推进	15
图 20： 2026 年 1-4 月国产游戏发放版号数为 600 个，同比增长 25%.....	16
图 21： 2026Q1 中国游戏市场累计收入约 972 亿元，同比增长 13%.....	16
图 22： 2023Q1 以来 Roblox 用户总时长同比持续增长	17
图 23： 2023Q1 以来 Roblox 营收逐季攀升.....	17
图 24： 据 Mod.io，对比未支持 UGC 的产品，支持 UGC 或 Mod 的游戏五年累计收入提升约 31%.....	17
图 25： 据 Mod.io，对比未支持 UGC 的产品，支持 UGC 或 Mod 的游戏五年用户留存提升超过 115%.....	17
图 26： YouTube 中《Suck Up!》相关创作内容播放量累计破亿	18
图 27： 《和平精英》“AI 队友”系统显著提升社交压力大的玩家的总对局数	18
图 28： 程序化广告收入在广告行业的占比有望从 2022 年的 82%提升至 2026 年的 86%	19
图 29： 2022-2026 年，程序化广告收入有望从 4225 亿美元增长至 5875 亿美元，CAGR 达 8.6%.....	19

图 30: 快手生成式推荐广告系统 GR4AD 在广告收入和推理性能上均较基准模型优秀	20
图 31: Open AI 预计其广告收入将由 2026 年的 25 亿美元提升至 2030 年的 1000 亿美元, CAGR 达 151%	20
图 32: 2025 年 2 月 AI 编程工具普及后, iOS 新应用的上架数量明显增长	21
图 33: 2025 年以来安卓端移动游戏月新增数震荡上升	21
图 34: 程序化广告行业的“飞轮效应”或助强者恒强	21
图 35: IDC 预计 2024 年至 2030 年中国 MaaS 的 Token 消耗量年复合增长率约为 1154.9%	22
图 36: 多模态大模型架构引入的视觉编码器显著提升计算开销	23
图 37: 2023 年以来, 海外科技大厂资本开支持续攀升	23
图 38: 国内科技大厂资本开支规模逐步提升	24
图 39: 2025-2027 年, 顺网科技云业务收入 CAGR 或达 241%	25
图 40: 2025 年华策影视算力业务收入同比增长 6 倍, 2026Q1 算力业务收入达 2025 全年的 55%	25
图 41: 截至 2025 年末, 华策影视已有智算规模 8000P, 同比增长 3 倍	25
表 1: 快手、字节跳动、昆仑万维等公司布局视频生成模型	8
表 2: 字节跳动、阿里巴巴、快手等公司布局图像生成模型	8
表 3: MiniMax、昆仑万维等布局音频生成、音乐生成模型	9
表 4: 腾讯、昆仑万维、阿里巴巴等布局世界模型	10
表 5: 多模态理解、生成模型 Token 消耗量显著高于文本模型	11
表 6: 国内 AI 视频或带来每日近 350 万亿 Token 消耗量	12
表 7: 腾讯控股、快手等多模态大模型厂商有望受益	12
表 8: 阅文集团、中文在线、德才股份积极布局短剧行业	15
表 9: AI 重构游戏开发流程, 大幅降本增效	16
表 10: 完美世界等游戏公司或受益于 AI 游戏发展	18
表 11: 多模态大模型推动广告从“千人千面”迈向“一人千面”的深度个性化	20
表 12: 汇量科技、引力传媒等或受益于 AI 游戏发展	22
表 13: 亚马逊等海外四大科技企业 2026 年资本开支规模总值或超 7000 亿美元	24
表 14: 字节跳动、阿里巴巴、腾讯控股均计划加大资本开支	24
表 15: 重点推荐及受益标的涉及大模型、游戏、视频、营销等行业	26

1、全球多模态技术持续迭代，国产模型从追赶局部超越

海外模型厂商引领多模态技术升级，生成内容质量、效率、成本持续优化，商业化逐步启动。多模态内容生成技术关联紧密，自 Open AI DALL-E 首次将大语言模型（LLM）引入图像生成领域起，在硬件性能高速提升背景下，海外大厂持续优化大模型的多模内容理解与生成能力，模型架构由传统的 VAE 转向扩散模型，后再出现自回归路线的分支，技术范式从早期的多模块组合逐步迈向“原生多模态”集成。科技大厂模型变现主要靠 API 调用收费及在已有 APP 中拓展 AI 相关功能带动活跃用户及 ARPU 提升，原生 AI 应用商业化程度有限。

多模态 AI 各领域独角兽涌现。Midjourney 2022 年 7 月发布 beta 版模型，截至 2023 年 2 月实现千万社区成员，营收破亿美元；Runway 持续迭代视频模型，推动 ARR 由 2022 年底的 100 万美元提升至 2026 年的 9000 万美元；ElevenLabs 及 Suno 深耕音频/音乐，2026 年 ARR 分别破 5/3 亿美元。

图1：海外大模型厂商起步早，持续推动多模态技术架构优化，商业化逐步启动

	2022年及以前	2023年	2024年	2025年至今
图像	2021年 Open AI发布DALL-E，首次将LLM用于图像生成，可生成256×256像素 2022年 4月，Open AI发布DALL-E2，生成架构由VAE转向扩散模型，引入自研CLIP，生成图像分辨率提升 7月，Midjourney Openbeta版本发布，Meta Make-A-Scene模型允许通过场景图控制构图	2023年 Midjourney产品搭载在Discord，截至2023年2月，拥有超1000万社区成员，年营收约1亿美元。据创始人披露，2023年全年营收“远超”2亿美元 2023-2024年 Google迭代Imagen，专注于增强照片级真实感和语义理解；利用扩散模型并整合LLM以改进提示词理解 Meta基于Emu架构扩展产品，强调速度和质量，探索扩散模型变体 Open AI迭代DALL-E，关注分辨率和图像生成一致性，进一步优化基于扩散架构 Anthropic探索与Claude模型结合的视觉生成		2025年 Open AI发布原生多模态模型GPT-image-1，从扩散模型架构转向自回归架构，显著提升图片可编辑性、文字渲染、物理规律遵循能力，可生成1024x1536像素图片。模型作为ChatGPT生图功能推出，一周内超1.3亿用户生成超7亿张图片，且被Adobe创意工具引入 8月，Google发布Nano Banana，拥有Gemini世界知识，集成实时谷歌搜索，带动Gemini月活从7月的4.5亿涨到10月的6.5亿。11月的pro版支持4K，整合Gemini 3 Pro的多模态理解能力 2026年 Nano Banana 2发布，对比pro版成本减半（1K）且效率更高。 GPT-image-2发布，内置原生推理架构，可联网获取实时信息，文字渲染能力、图片逼真性提升
视频	2022年 Meta Make-A-Video基于文生图模型、超分辨率网络实现文生视频	2023年 2023年初，Runway发布Gen-1、Gen-2，允许用文本对视频进行编辑，Gen-2生成时长延长到18秒 12月，Google Video Poet发布，对比主流的扩散架构，使用单一的LLM实现多项视频生成功能，且可给视频生成音频，允许交互式编辑	2024年 2月，基于DiT架构的Sora发布，证明视频生成领域Scaling Law，模型生成视频最长60秒，物理常识理解和复杂场景建模能力突出 5月，Google Veo发布，可生成1080p分辨率视频，时间可超一分钟；Veo集成到YouTube Shorts	2025年 5月，Veo 3音画同步生成，实现真实世界物理效果与精准的唇形同步 9月，Sora 2发布，音视频同步生成，更能遵循遵守物理定律；同步推出独立APP，上线不到五天下载量突破100万次 2026年 Runway ARR超9000万美元，2022年底ARR仅100万美元 Sora APP下线
音频	2022年 Open AI发布开源自动语音识别系统Whisper，模型幻觉较严重	2023年 1月，ElevenLabs首次推出语音设计和克隆产品，上线6个月后积累超100万注册用户，创作总计时长超10年的音频内容 11月，Google Lyria发布，能生成包含乐器和人声的高品质音乐，与YouTube合作开发音乐创作工具 Dream Track 12月，文生音乐模型Suno V1发布，专注于创作全新旋律和人声	2024年 Suno V3发布，提供丰富音乐风格和流派选项，用户可在几秒的时间内创作出2分钟的完整歌曲，其中包含前奏、主歌、副歌、歌词、结尾等必备元素 11月，ElevenLabs用户数超3300万	2025年Suno全年营收约1.5亿美元；截至2026年2月底，Suno付费订阅用户超200万名，ARR破3亿美元。2026年4月，Suno V5.5发布，支持用户上传人声生成音轨；可学习用户的创作风格、追踪收听习惯。 ElevenLabs 2025年初ARR达1亿美元，2026年初ARR达3.3亿美元，2026年5月ARR达5亿美元 Google Lyria 3发布，生成音乐时长提升至3分钟，模型能理解歌曲结构，用户可以通过提示词指定前奏、主歌、副歌、桥段等段落，对完整歌曲进行精细控制
世界		2023年 Open AI Shap-E可在几秒钟内生成用户语言描述的3D资产	2024年 3月，Google发布无监督训练的生成交互模型Giene 1，可生成可控制动作的2D视频游戏 12月，Giene 2发布，可生成3D场景	2026年1月，Giene 3发布，可生成交互式3D世界；可在交互过程中修改角色和环境；在移动时实时生成环境；整体世界能够保持约一分钟的一致性

资料来源：量子位公众号、机器之心公众号、新智元公众号、IT之家等、开源证券研究所

国产大模型厂商技术快速追赶，积极推进模型商业化。2026 年，国产大模型在

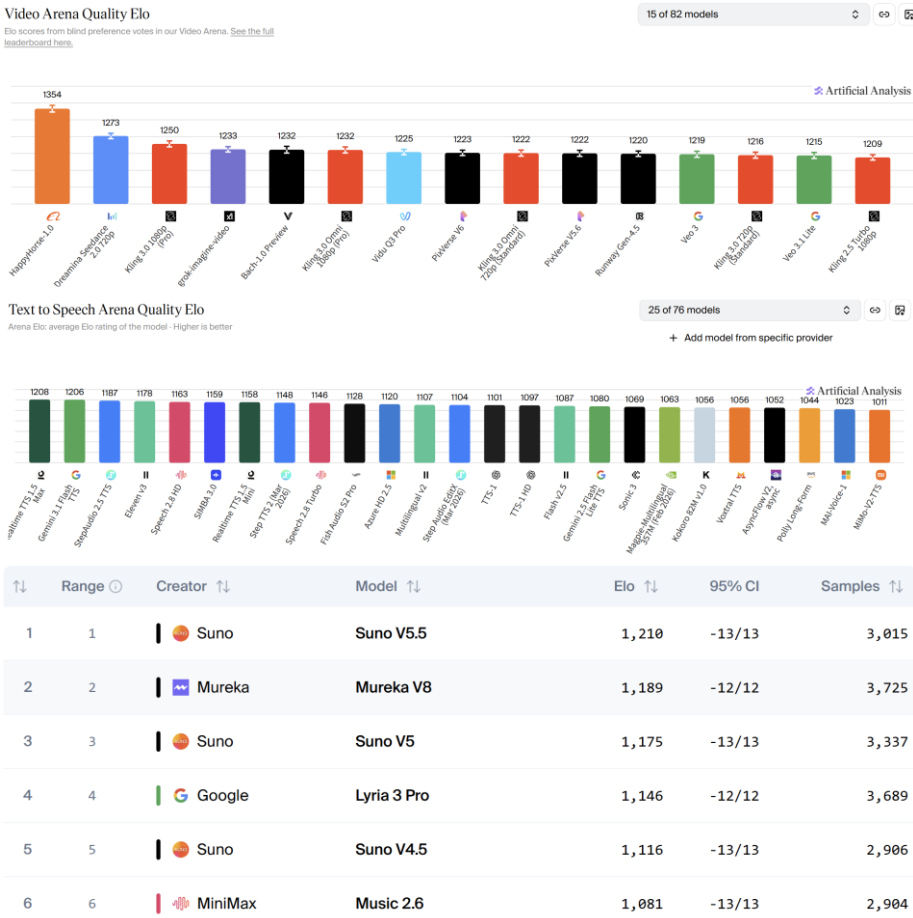
视频生成、音频/音乐生成领域居全球前列，截至 5 月 14 日，Artificial Analysis 文生视频榜单前三模型分属于阿里巴巴、字节跳动、快手，而昆仑万维、MiniMax 在音频领域全球领先。商业化方面，快手、字节跳动结合旗下短视频平台探索视频生成模型变现，据晚点 LatePost 公众号，可灵 2026 年 5 月 ARR 已达 5 亿美元，比春节前翻倍。

图2：国产大模型厂商技术快速跟进，积极推进模型商业化

	2023年	2024年	2025年	2026年
图像	7月，阿里巴巴发布文生图模型通义万相，可基于参考图生成相似图及风格迁移 10月，腾讯混元文生图功能对外开放，同时建模中英文实现双语理解	7月，快手美图Kolors 1.0发布，采用 ChatGLM3 作为文本编码器，支持 256 字符的中英文提示词输入，远超传统 CLIP 模型的 77 字符。模型应用在AI玩评、主站魔表、快影等多个场景	字节跳动4月发布Seedream 3.0，原生2K直出，3秒出图；9月发布4.0，推理速度较3.0提升超10倍，首次原生支持4K，首次将文生图、图像编辑、组图生成整合到单一模型架构 9月，混元图像3.0发布，全局准确率超业界领先的模型，原生多模态模型支持利用世界知识进行推理	Seedream 5.0首次支持检索生图；知识推理、编辑响应与一致性保持等能力提升显著，在真实落地场景中进步突出 Qwen-Image-2.0集生图和编辑于一体，支持1K token的超长文字输入和2K高分辨率
视频		字节跳动5月上线“即梦AI”网页版、AI作图和AI视频生成功能，9月发布豆包视频生成模型 6月，可灵上线，采用3D时空联合注意力机制，支持1080p分辨率、最长2分钟的视频生成；7月启动公测并推出付费会员，11月推出独立APP 9月，阿里巴巴通义万相上线首批文/图生视频功能 12月，腾讯HunyuanVideo可原生生成5-10秒时长的480p和720p视频，并可通过超分模型提升至1080p；可在14G显存的消费级显卡上流畅运行	快手4月发布可灵2.0，ARR由3月底的1亿美元提升至年底的2.4亿美元 字节跳动发布Seedance 1.5实现精准音画同步与多语言、方言支持 MiniMax发布Hailuo 2，原生支持1080p视频输出，价格约为同期发布的Google Veo3的1/9 通义万相Wan 2.2，采用高压缩率3D VAE架构，是上线时24帧每秒、720P像素级生成速度最快的基础模型；Wan 2.5生成时长提升至10秒，支持24帧每秒的1080P高清视频生成	1月，可灵3.0发布，支持3-15秒灵活时长生成；模型原生2K/4K像素级输出，最多10张参考图导入，ARR达3亿美元 字节跳动发布Seedance 2.0，在复杂交互场景下生成可用率达到业界 SOTA 水平，多模态能力显著强化，支持15秒多镜头音视频输出，上线供不应求 阿里巴巴发布原生多模态模型happyhorse 1.0，支持15秒多镜头叙事、多画幅适配及1080P超分输出
音频		昆仑万维Sky Music能生成80秒44100Hz采样率双声道立体声AI歌曲，并可根据用户输入的歌词风格生成对应歌曲风格。AI人声合成能够达到业内SOTA水平，中文效果显著好于国外产品 MiniMax发布abab-music-1、abab-speech-1	MiniMax持续迭代，2025年8月发布Speech 2.6，端到端延迟低于250毫秒，支持多种语言；2026年发布Music 2.5，开放全段落标签控制；扩充音色库至100+种乐器；speech 2.8支持40多种语言；语音模型接入智元机器人等硬件 昆仑万维Mureka V8靠自研MusiCoT技术在Artificial Analysis音乐模型榜单上同时拿下人声和乐器双料冠军，超过Suno V4.5和Udio；V9提升段落级歌词语义控制	
世界			7月，腾讯HY-World 1.0发布，业界首个开源可编辑的世界生成模型，将模型显存需求从原本的26GB优化至17GB以下 12月，HY-World 1.5发布，可按24FPS的速度生成720P的高清视频，实现实时交互，支持分钟级内容的几何一致性生成	多模态世界模型HY-World 2.0发布，对比主流世界模型仅能生成视频文件，HY-World 2.0支持多格式3D资产导出 阿里巴巴发布可实时构建和交互的开放式世界模型HappyOyster，可连续生成长达3分钟的720p实时视频

资料来源：量子位公众号、机器之心公众号、新智元公众号、IT之家等、开源证券研究所

图3：据 Artificial Analysis，国产大模型在视频生成、音频/音乐生成领域居全球前列



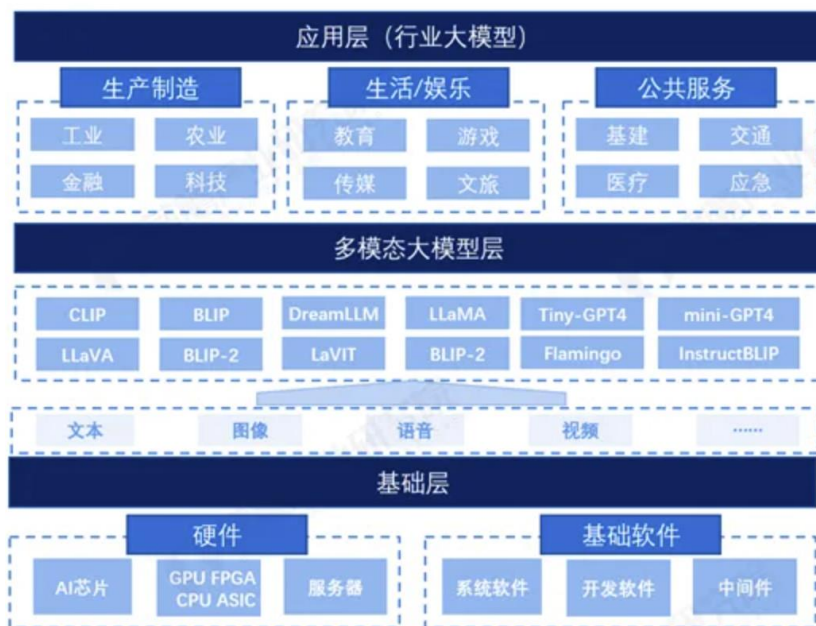
资料来源：Artificial Analysis（注：截至 2026 年 5 月 14 日排名）

2、多模态 AI 商业化开启进击之路

2.1、多模态大模型或进一步拉动 Token 调用量高增

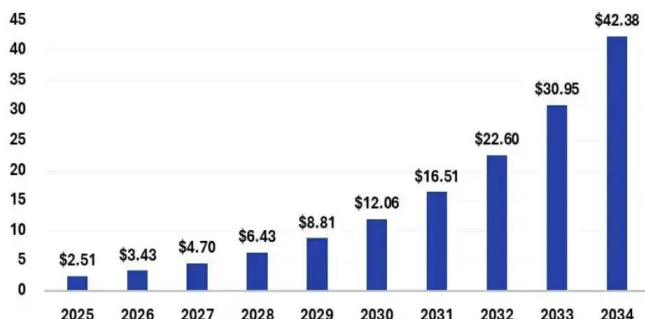
多模态大模型下游应用广泛，市场高速增长。图像生成领域，下游用户包括平面设计、影视、广告、电商等领域的专业创作者和个人爱好者，模型帮助其激发灵感并实质提升设计工作效率；视频生成领域，模型改变影视、短视频、短剧、广告、电商等行业工作流，允许一人工作室落地；音频生成领域，AI 语音 Agent 在招聘、金融、医疗等场景的销售和客服中替代人力，在有声书教育、配音、游戏等场景提供贴近真人的语音能力。据前瞻产业研究院及 Precedence Research，2025-2030 年全球及中国多模态大模型市场规模 CAGR 或分别达 37%/67%。

图4：多模态大模型下游应用覆盖生活娱乐、生产制造、公共服务等多领域



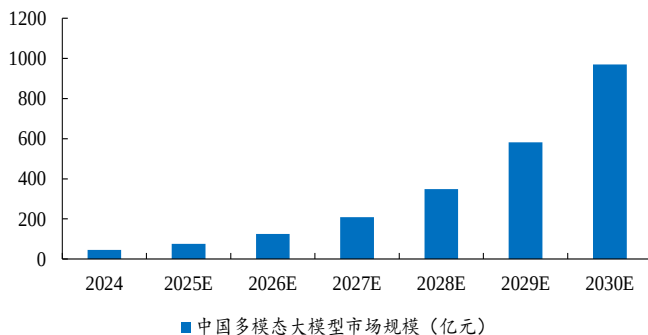
资料来源：前瞻产业研究院

图5：2025-2034年全球多模态大模型市场规模CAGR有望达37%（单位：十亿美元）



资料来源：Precedence Research

图6：2024-2030年，中国多模态大模型市场规模CAGR有望达67%



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

国内头部AI公司多领域布局，产品能力各有侧重，商业化方式以订阅制、API按量付费及资源包销售为主，分领域看：

视频生成方面，快手可灵模型能力长期维持第一梯队，强调影视级质感（画质支持4K）；字节跳动Seedance 2.0、阿里巴巴HappyHorse 1.0快速崛起，其中Seedance 2.0的物理一致性、镜头调度能力广受好评，HappyHorse 1.0的生成效率、简单场景生成质感领先；昆仑万维推出全球首个同时支持多模态输入、联合音视频生成、统一生成/修复/编辑任务的视频基础模型。商业化上，可灵ARR已达5亿美元；Seedance 2.0上线后，即梦入口多次“涨价”；昆仑万维以自研模型赋能短剧业务。

表1：快手、字节跳动、昆仑万维等公司布局视频生成模型

公司	模型名称	模型发布时间	模型产品介绍	商业化
字节跳动	Seedance 2.0	2026/2	允许用户同时输入多达 9 张图片、3 段视频、3 段音频以及自然语言指令，在多主体交互和复杂运动场景中表现达 SOTA 水平，15 秒多镜头音视频输出，双声道沉浸音效，最高支持 1080P	据量子位实测，不含视频输入的标 准视频生成（720p、24fps）对应 1 秒 1 元。面向部分企业客户推出千 万保底协议（年消耗 1000 万元）
快手	可灵视频 3.0/3.0Omni	2026/2	AI 自动调度景别与机位，图生视频支持额外添加多图/视频主体，支持多语种生成及国内多地方言，最长支持 15 秒，最高支持 4K 画质	据 AI 新榜实测，以尺寸 16:9、分辨 率 1080p、长度 15s 为标准，每秒 0.43 元
Mini Max	Hailuo 2.3	2025/10	最高支持 1080P、10s 视频生成，刷新全球视频模型效果成本纪录，提供业内最优性价比	Hailuo 系列累计生成超 6 亿个视频， 单条 1080P、6 秒视频 3.5 元
智谱	CogVideoX-3	2025/7	支持生成最高 4K、最长 10s 视频	1 元/次
昆仑万维	SkyReels V4	2026/2	全球首个同时支持多模态输入、联合音视频生成、统一生成/修复/编辑任务的视频基础模型，实现 1080p 分辨率、32FPS 帧率、15 秒时长的音视频同步生成，上线时 Artificial Analysis 基准测试全球第二	每分钟 8.4 美元
阿里巴巴	HappyHorse 1.0、Wan 2.7	2026/4	HappyHorse 1.0 支持 15 秒多镜头叙事、1080P 超高清输出，上线时以 1333Elo 分登顶 Artificial Analysis 视频竞技场排行榜	HappyHorse 1.0: 720P0.9 元/秒， 1080P 为 1.6 元/秒
腾讯控股	HunyuanVideo 1.5	2025/11	可原生生成 5-10 秒时长的 480p 和 720p 高清视频，并可通过超分模型提升至 1080p，对比主流 20-30B 体量，模型参数仅 8.3B	开源模型，第三方平台模力方舟 API 每秒 0.3 元

资料来源：各公司公众号、各公司官网、智东西公众号、白鲸实验室公众号等、开源证券研究所

图像生成方面，快手、阿里巴巴、字节跳动模型最高支持 4K 画质，字节跳动 Seedream 5.0 Lite 引入实时检索增强能力，可通过联网检索更精准地回应具有时效性的创作需求，阿里巴巴 Wan2.7-Image 支持交互式编辑，文字输出能力强，适配电商场景。

表2：字节跳动、阿里巴巴、快手等公司布局图像生成模型

公司	模型名称	模型发布时间	模型产品介绍	商业化
字节跳动	Seedream 5.0 Lite	2026/2	模型采用多模态统一架构，提升跨模态理解和推理能力，内置丰富的世界知识，生成结果更符合物理规律，首次引入实时检索增强能力，可通过联网检索更精准地回应具有时效性的创作需求，支持 4K 图像生成	据火山引擎，单张 0.22 元
快手	可灵图片 3.0/3.0Omni	2026/2	原生直出 2K/4K，支持最多 10 张参考图	API 调用下，4K 单张原价 0.4 元，开通会员有折扣
Mini Max	Image-01	2025/4	支持文本描述生成多种尺寸的图片	每张图片 0.025 元
智谱	GLM-Image	2026/1	模型全程基于国产芯片完成训练，采用独创的“自回归+扩散解码器”混合架构，兼顾全局指令理解与局部细节刻画，支持生成多分辨率图片	0.1 元/次
阿里巴巴	Wan2.7-Image	2026/4	支持最高 3K Token 文字输入，文字输出能力强，支持 12 种语言、参考图色彩精准迁移、交互式编辑模块、9 张参考图，一次最多生成 12 张组图，pro 版支持 4K	0.20 元/张

公司	模型名称	模型发布时间	模型产品介绍	商业化
腾讯控股	HunyuanImage 3.0-Instruct	2026/1	首个工业级原生多模态生图模型，参数规模 80B，可解析千字级别语义	开源模型

资料来源：各公司公众号、各公司官网、开源证券研究所

音频/音乐生成方面，MiniMax、昆仑万维模型注重音色等听感指标，字节跳动、阿里巴巴模型主要优化模型交流的准确性、稳定性及自然程度。

表3：MiniMax、昆仑万维等布局音频生成、音乐生成模型

公司	模型名称	模型发布时间	模型产品介绍	商业化
字节跳动	语音大模型 Seeduplex	2026/4	首个 全双工语音模型 ，抗干扰及动态判停能力提升，对比豆包 App 原半双工模型架构，误回复率和误打断率减少一半，判停延迟降低约 250ms，AI 抢话比例相对减少 40%，打断响应延迟缩短约 300ms	已在豆包 App 全量上线
MiniMax	音频生成模型 Speech 2.8	2026/1	支持 40 多种语言 ，每种语言配备不同的音色	Speech 系列覆盖超 200 个国家和地区，累计生成超 2 亿小时语音内容，3.5 元/万字符
MiniMax	音乐生成模型 Music-2.6	2026/4	模型更新引入翻唱功能，首包延迟压缩到 20 秒以内，乐器种类更丰富，中低频音质提升	1 元/首
智谱	语音合成模型 GLM-TTS	2025/12	仅使用 10 万小时训练数据，远低于行业主流商用模型，单机 4 天可得开源 SOTA“发音准确度”与超高“音色还原度”，单机 1 天可完成精品音色 LORA 和强化学习训练， 以较低的价格获得行业领先的 MOS 分数	2 元/万字符
昆仑万维	音乐生成模型 Mureka V9	2026/3	V8 已在 Artificial Analysis 登顶人声、乐器双榜单，V9 在段落内文本控制、生成效率、混音质量与整体听感等多个关键维度持续进化	基于订阅及用量付费，API 调用下单首歌曲低至 0.25 元，截至 2025 年 3 月底，Mureka ARR 约 1200 万美金
阿里巴巴	语音生成模型 Qwen3-TTS	2026/1	音色创造任务上，指令遵循能力和生成表现力整体大幅领先其余开源模型；音色控制任务上，一次性合成 10 分钟语音的中英词错率为 2.36/2.81%；音色克隆任务上，中英文克隆的语音稳定性表现上均超越 MiniMax 和 SeedTTS	qwen3-tts-vd-2026-01-26 每万字符输入单价 0.8 元

资料来源：各公司公众号、各公司官网、艾瑞网、量子位公众号、开源证券研究所

商业化上，综合图像、音频及音乐生成能力，各公司主要基于自研模型与其他业务的协同效应选择发力方向，如阿里巴巴图像生成模型可编辑性强、文字输出准确、清晰度高，语音模型注重攻克客服场景痛点，可赋能淘系电商小 B 商家；MiniMax、昆仑万维模型生成内容“好听”，助力同公司旗下 AI 伴侣或音乐内容产品。

3D 生成/世界模型方面，头部厂商模型均可生成 720P、分钟级稳定世界，为游戏、自动驾驶、具身智能等场景应用奠定基础，其中对比主流世界模型仅能生成视频文件，腾讯 HY-World 2.0 支持多格式 3D 资产导出，与现有的游戏工作流无缝对接。

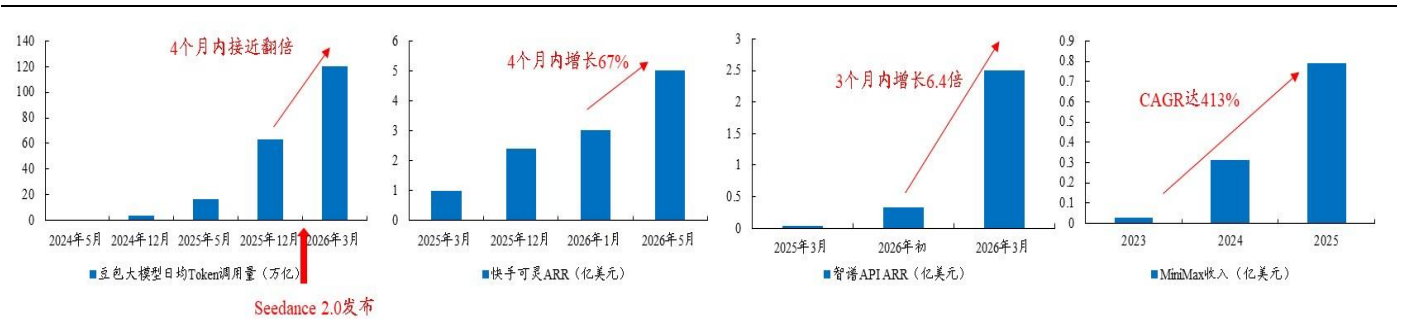
表4：腾讯、昆仑万维、阿里巴巴等布局世界模型

公司	模型类型及名称	模型发布时间	模型产品介绍	商业化
字节跳动	3D 生成模型 Seed3D 2.0	2026/4	几何生成精度、空间结构推理能力提升，在行业常用的 Pairwise Comparison 盲测中，相比所有参与对比的主流模型均呈现更高的偏好率	2.40 元/次（3 万 Token/次*0.80 元/万 Token）
昆仑万维	世界模型 Matrix-Game 3.0	2026/3	同时实现 720P 实时生成与分钟级长时序稳定演化	/
阿里巴巴	世界模型 HappyOyster	2026/4	全球首个主动式实时交互世界模型，支持多模态输入与音视频联合生成，支持 720P、480P，导演/漫游模式世界分别可维持 3/1 分钟	/
腾讯控股	世界模型 HY-World 2.0	2026/4	多模态世界模型，支持多格式 3D 资产导出	/

资料来源：各公司公众号、各公司官网、机器之心公众号、量子位公众号、开源证券研究所

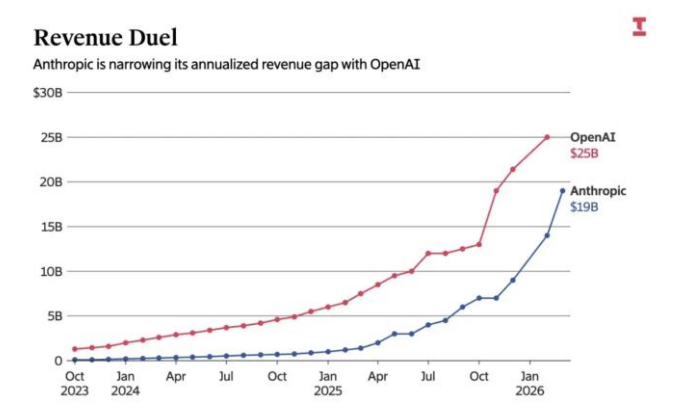
多模态大模型应用深化加速国产模型 Token 调用量/ARR 增长。据火山引擎，豆包大模型日均 Token 调用量由 2024 年 5 月的 1200 亿增长千倍至 2026 年 3 月的 120 万亿,2 月发布的 Seedance 2.0 视频模型加速 Token 调用量提升。智谱披露，截至 2026 年 3 月，APIARR 已突破 2.5 亿美元，同比增长 60 倍，年初以来增长 6.4 倍。MiniMax 披露 2026 年 2 月公司 ARR 超 1.5 亿美元，面向企业客户和个人开发者的开放平台产品 2026 年 2 月新注册用户数达 2025 年 12 月的 4 倍以上。2023 年以来，Open AI、Anthropic 收入增速持续提升，2026 年 5 月，Anthropic ARR 超 440 亿美元，比 2025 年底的 90 亿美元提升 389%。对比海外大厂，我们认为，国产模型厂商多模态 AI 业务空间广阔，技术追赶及算力扩充有望推动 Token 调用量/ARR 增长进一步加速。

图7：大模型厂商 Token 调用量/ARR 高速增长



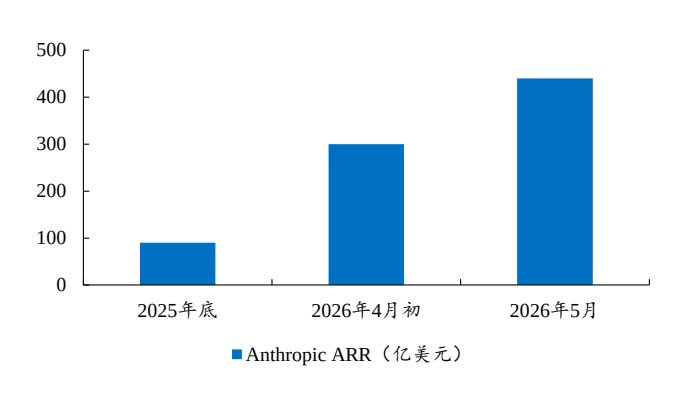
资料来源：Wind、APPSO 公众号、华尔街见闻公众号、界面新闻公众号、创头条 New 公众号等、开源证券研究所

图8：2023 年以来，Open AI、Anthropic 收入增速逐步提升



资料来源：The Information

图9：2026 年 5 月，Anthropic ARR 超 440 亿美元，对比 2025 年底 90 亿美元提升 389%



数据来源：Saasverse 公众号、第一财经公众号、新财富公众号、开源证券研究所

多模态大模型应用拓展或显著拉升模型 Token 消耗量。参考主流模型架构，在输入理解环节，单秒音频/单张图像/单秒视频的 Token 消耗量比单个文字高 1-2/3/2-3 个量级，在输出生成环节，单秒音频/单张图像/单秒视频的 Token 消耗量比单个文字高 1/2-3/4 个量级，具体 Token 消耗量与模型架构及用户对输入、输出内容的精细度要求相关。以视频内容消费场景为例，我们假设 AI 视频日新增时长为国内日新增视频总时长的 40%，单条 AI 视频制作成功率为 25%，单秒视频消耗 4.86 万 Tokens，测算得国内每日 AI 视频生成所需 Token 达 349.92 万亿，是国家统计局公布的 2026 年 3 月全国日均 Token 调用量 140 万亿的 2.5 倍。我们认为模型能力增强将提升用户对 AI 内容的接受度，Token 成本下降将扩大高清视频生成模型的调用量，单秒视频 Token 消耗量仍会提升，视频内容消费场景的 Token 消耗量有望持续提升。

表5：多模态理解、生成模型 Token 消耗量显著高于文本模型

环节	类型	Token 消耗量计算	注释
输入/输出	文本	1 Token=1-2 个汉字 1 Token=0.6-0.8 英文单词	换算关系与模型分词方式相关
输入（理解）	图像	1 张 1080P 低细节理解模式图片=1312 Token 1 张 1080P 高细节理解模式图片=2645 Token	换算关系与图片缩放方式等相关，参考 doubao-1-5-vision-lite
输入（理解）	音频	1 秒=32 Token	参考 Gemini API
输入（理解）	视频	1 秒=263 Token	视频可视作音频及从视频中截取的各帧图像的集合，参考 Gemini API
输出（生成）	图像	1 张 1536*1024 低质量图片=408 Token 1 张 1536*1024 高质量图片=6208 Token	参考 gpt-image-2
输出（生成）	音频	1 秒=6.25 Token	参考 VoxCPM 1.5
输出（生成）	视频	仅参考图片生成 5 秒 480P 视频=50220 Token 仅参考图片生成 5 秒 720P 视频=108000 Token 仅参考图片生成 5 秒 1080P 视频=243000 Token	换算关系与生成视频帧数、分辨率、时长等相关，参考 doubao-seedance-2-0 API

资料来源：Gemini、Open AI、火山引擎、阿里云、亿欧网公众号、语音之家公众号、开源证券研究所

表6：国内 AI 视频或带来每日近 350 万亿 Token 消耗量

指标	数量	备注
国内中长视频日新增量（万条）	100	2025 年 B 站月均视频投稿量近 2400 万条，考虑 B 站为国内主要中视频平台，假设中长视频新增量为 B 站日均增量的 1.25 倍
中长视频平均时长（分钟）	10	据新闻世界公众号，B 站视频内容时长集中于 5-15 分钟
国内短视频日新增量（亿条）	1.3	据《中国短视频发展研究报告（2025）》，到 2024 年 12 月，我国短视频创作者账号规模已达 16.2 亿，每日全国上线短视频突破 1.3 亿条
短视频平均时长（分钟）	0.5	据东南传播公众号，抖音对一般用户的时长限制是 15 秒~60 秒
国内视频日新增时长（亿秒）	45	
国内每日 AI 视频生成所需 Token（万 亿）	349.92	考虑视频生成模型降低内容创作门槛，假设 AI 视频日新增时长为国内日新增视频时长的 40%，对应 18 亿秒；考虑创作成功率，假设每生成 4 条视频可获得 1 条成品；考虑用户画质要求，参考 doubao-seedance-2-0 生成 5 秒 1080P 视频需 243000Token，对应单秒视频消耗 4.86 万 Tokens

资料来源：新闻世界公众号、特看观察公众号、火山引擎、东南传播公众号、《中国短视频发展研究报告（2025）》、开源证券研究所

我们看好多模态模型发展带动各厂商 Token 调用量及收入高增。重点推荐：腾讯控股、快手，受益标的：Minimax、阿里巴巴、智谱、昆仑万维。

表7：腾讯控股、快手等多模态大模型厂商有望受益

公司	业务布局
腾讯控股	多模态大模型布局广泛，对比行业主流世界模型，2026 年 4 月发布并开源的 HY-World 2.0 不再只输出无法编辑的视频，而是直接生成可二次修改、可交互的 3D 资产文件，且文件可无缝对接主流游戏引擎，与游戏业务深度协同
快手	公司拥有图像生成及视频生成模型，是国内最早实现视频模型规模商业化的厂商，视频生成技术稳居第一梯队，服务超过 6000 万创作者，累计生成超过 6 亿条视频，并与超过 3 万家企业用户建立合作。可灵 2025 年 12 月/2026 年 1 月 ARR 分别超 2.4/3 亿美元
MiniMax	公司构建了全模态的研发能力，语言、视频、语音、音乐等各主要模态均拥有具备全球竞争力的模型，广泛技术储备支撑公司开发全模态全能创作、一键成片的创作工具，亦赋能旗下 AI 陪伴产品《talkie》。2026 年 2 月公司 ARR 超 1.5 亿美元，面向企业客户和个人开发者的开放平台产品 2026 年 2 月新注册用户数达 2025 年 12 月的 4 倍以上。
阿里巴巴	各主要模态模型水平居全球一线，其中视频生成模型 HappyHorse 1.0 上线时登顶 Artificial Analysis 视频技场排行榜。2026 年 3 月 19 日，阿里百炼 MaaS 平台上公共模型服务市场的 Token 消耗规模三个月内提升了 6 倍
智谱	公司布局图像、视频、音频生成模型，其中图像生成模型 GLM-Image 完全基于国产芯片训练，语音合成模型 GLM-TTS 以较低的价格获得行业领先的 MOS 分数。截至 2026 年 3 月，API ARR 已突破 2.5 亿美元，同比增长 60 倍，年初以来增长 6.4 倍。
昆仑万维	视频生成模型 SkyReels V4 上线时 Artificial Analysis 基准测试全球第二，音乐生成模型 Mureka V8 登顶 Artificial Analysis 人声、乐器双榜单，世界模型 Matrix-Game 3.0 可实现实现 720P 实时生成与分钟级长时序稳定演化。自研模型与旗下 AI 社交产品《Linky》、AI 音乐创作平台《Mureka》协同发展，其中《Mureka》2025 年 3 月访问量达 333 万，ARR 约 1200 万美元

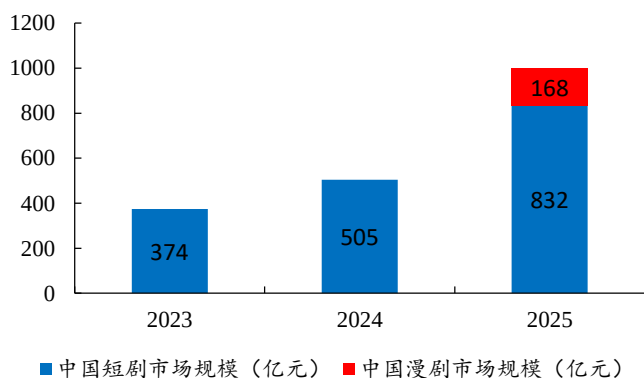
资料来源：豚基 Wisebase 公众号、字母 AI 公众号、量子位公众号、涌金楼公众号、寰球新锐商业公众号等、开源证券研究所

2.2、多模态大模型深度赋能内容产业链，积极布局“AI+视频/游戏/营销”赛道

2.2.1、视频：AI 原生内容越过奇点，成本下降打开增量市场

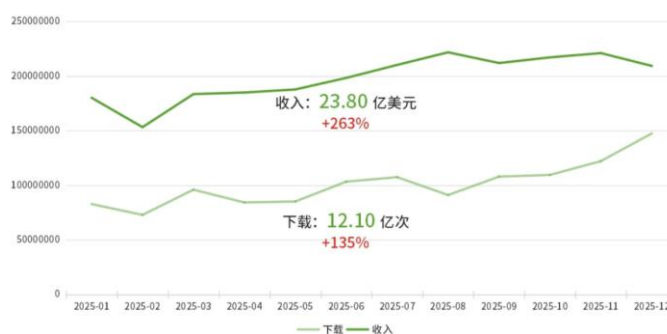
2025 年国内短剧市场翻倍增长，海外短剧市场潜力初步释放。2025 年中国短剧市场规模达 1000 亿元，同比+98%，主要得益于免费微短剧市场的持续扩容（约占真人微短剧整体市场的 2/3），以及漫剧赛道的异军突起。2025 年海外短剧收入 23.8 亿美元，同比+263%，其中 AI 短剧/漫剧市场规模仅 1 亿美元。从用户量角度，对比国内短剧对短视频 58.6% 的渗透率，海外短剧渗透率仅 5.6%，仍有广阔提升空间。IAA 模式降低消费门槛，据短剧自习室公众号，2024 年，95 个 IAA 短剧应用产生 2128.8 万次下载，占市场总下载量的 6.47%；2025 年，127 个 IAA 短剧应用产生 5.2 亿次下载，约占市场总下载量的 43%，IAA 模式推广或加速短剧渗透率提升。

图10：2025 年中国短剧市场规模达 1000 亿元，其中漫剧市场规模约 168 亿元



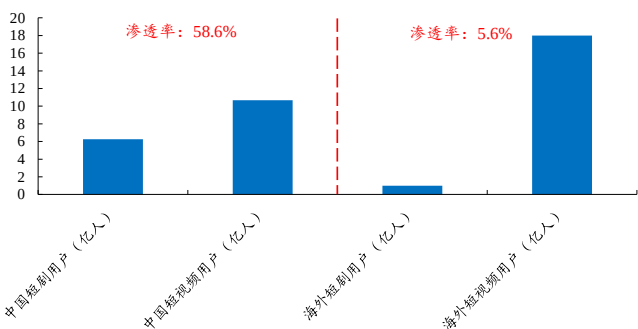
数据来源：DataEye 短剧观察公众号、开源证券研究所

图11：2025 年海外短剧收入 23.8 亿美元，同比+263%，下载量突破 12.1 亿次，同比+135%



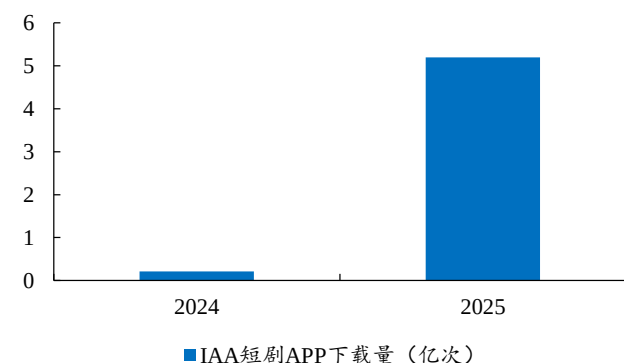
资料来源：短剧自习室公众号（收入为付费点播、会员订阅的净收入总额，纵坐标单位为收入/美元、下载/次）

图12：参考国内短剧渗透率，海外短剧用户规模提升空间广阔



数据来源：澎湃新闻公众号、DataEye 短剧出海公众号、开源证券研究所（注：中国数据为截至 2025 年 6 月情况，海外数据为《DataEye 2025 年海外微短剧数据报告》中预估）

图13：活跃 IAA 短剧应用下载量由 2024 年的 0.2 亿次增长至 2025 年的 5.2 亿次



数据来源：Appfigures、短剧自习室公众号、开源证券研究所

AI 真人剧越过奇点，有望重塑海内外真人剧市场。内容上，2026 年 4 月《菩提临世真人 AI 版》超越系列真人短剧，连续数日登顶红果热播总榜；两部由中国团队、

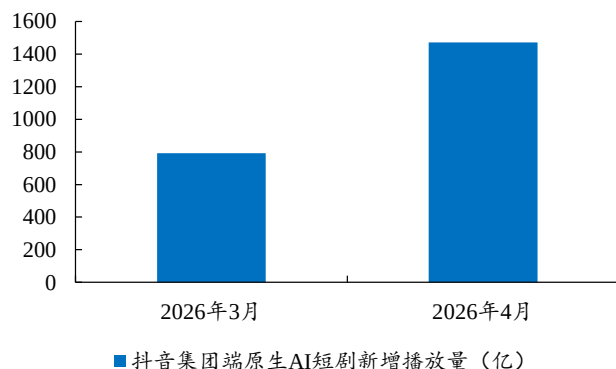
全 AI 制作的竖屏短剧《摸金之天机入梦》、《饿塔》入选第 79 届戛纳国际电影节 Fantastic Pavilion 官方展映单元；我们认为以上现象反映 AI 真人剧内容质量已获观众认可。成本上，据短剧自习室公众号，一部 100 分钟左右的短剧真人实拍成本普遍在 50-100 万元，头部精品项目成本可达 200 万元，而 AI 技术将单部短剧的制作成本下探至 5-10 万元。此外，AI 降低塑造宏大世界观所需的复杂场景变换和特效设计成本，有效拓宽真人剧题材选择范围。针对海外市场本地化难题，AI 翻译不仅贴合当地语言习惯与流行表达，成本也仅为人工翻译的 10%，且 AI 制作视频成本仅为传统海外实景拍摄成本的 20%。2026 年 4 月，抖音集团端原生 AI 短剧新增播放量破 1472 亿，环比增长 85.8%，我们认为 AI 大幅降低真人剧成本并拓宽题材选择，有望持续推动真人剧市场扩容。

图14：《菩提临世真人 AI 版》登顶红果热播总榜



资料来源：短剧自习室公众号

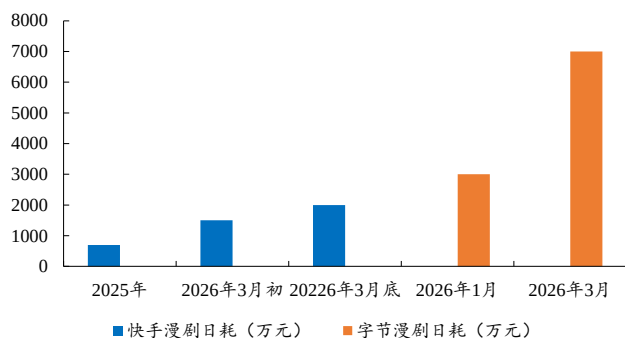
图15：2026 年 4 月，仅抖音集团端原生 AI 短剧新增播放量突破 1472 亿，环比增长 85.8%



数据来源：短剧自习室公众号、开源证券研究所

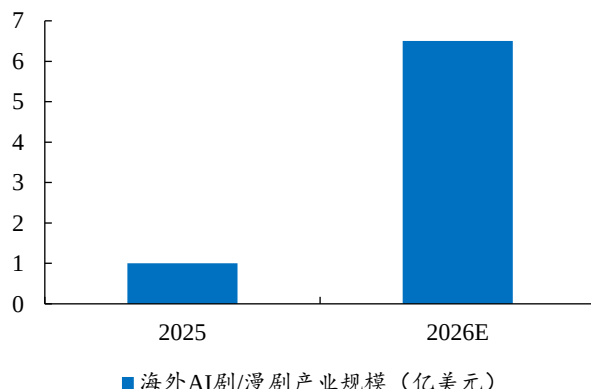
二次元文化受众广泛，AI 大幅提升漫剧产能。据 DataEye 短剧出海公众号，全球动画市场规模约 4500 亿美元，狭义动漫市场约 400 亿美元。AI 赋能下，动漫制作成本由传统方式下数万元/分钟降低至 0-1000 元/分钟，据吉星文化，应用 AI 工具后单人生产效率提升 10 倍。视频模型进步有望推动漫剧市场高增，2026 年 3 月，快手及字节漫剧日耗峰值加总达 9000 万元，考虑整体投放回报应高于费用，国内漫剧单日流水或已近亿元；据 DataEye 研究院预估，2026 年海外 AI 剧/漫剧市场规模预计达 6.5 亿美元，同比实现 6 倍增长。

图16：2026 年 3 月，快手及字节漫画日耗峰值加总达 9000 万元



数据来源：新腕儿公众号、快手磁力引擎商业洞察公众号、短剧自习室公众号、开源证券研究所

图17：据 DataEye 研究院预估，2026 年海外 AI 剧/漫剧市场规模预计达 6.5 亿美元，同比实现 6 倍增长



数据来源：DataEye 短剧出海公众号、开源证券研究所

AI 电影跑通上映路径，制作方式变革或创造电影行业新增长点。2026 年 4 月，博纳影业耗时超 2 年出品制作的《三星堆：未来往事》正式获得国家电影局颁发的“龙标”，标志 AI 原生电影符合中国电影审查标准，可登陆院线。我们认为《三星堆：未来往事》上映仅是 AI 电影发展的起点，多模态大模型进步将持续推动 AI 电影成片效果、制作效率及成本优化，孕育行业机遇。

图18：电影《三星堆：未来往事》由博纳影业 AIGMS 制作中心集体创作，已获“龙标”



资料来源：博纳影业公众号

图19：博纳影业系列 AI 电影项目陆续推进

博纳影业 2026 年 AI 电影项目经营计划

序号	作品名称	类型	项目进度
1	《三星堆：未来往事》	科幻/剧情	已通过内容审查并取得龙标
2	《中华志怪之罗刹海市》	动画	已立项公示
3	《计划外：广寒行动》	军事/科幻	立项备案中
4	《东风必达》	军事/科幻	立项备案中

资料来源：博纳影业公告

我们认为，AI 技术进步将持续提升优质视频产能，优质内容上线或有助于短剧分发平台聚拢更多流量并提升 ARPU；短剧景气或吸引更多制作团队入局，AIGC 工具作为“卖铲人”，或持续受益于下游行业增长；成熟 IP 能为短剧提供完备世界观与流量基础，价值或进一步凸显。**重点推荐：阅文集团，受益标的：中文在线、德才股份、博纳影业。**

表8：阅文集团、中文在线、德才股份积极布局短剧行业

公司	业务布局
阅文集团	公司推出漫画助手一站式全链路工具，内容供给层面，开放 10 万+优质版权 IP，通过 AI 实现 5 分钟完成成长篇网文深度解读，助力编剧深度挖掘故事细节、精准设定钩子，快速产出贴合需求的基础剧本；技术提效层面，工具一站

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

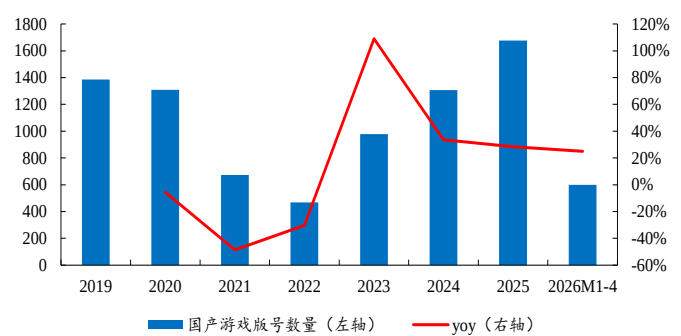
公司	业务布局
	式整合剧本生成、风格定制、角色/场景定妆、分镜制作、视频生成等全环节，可实现单部作品效率提升 300%、综合成本降低 50%。公司亦通过投资酱油动漫等参与剧集制作，2025 年短剧上线数超 120 部，其中标杆项目总流水超 8000 万元；AI 漫剧 H2 推出后，已上线近千部作品，其中超百部播放量破千万，12 部播放量破亿，收入超 1 亿元。
中文在线	据短剧自习室公众号，旗下海外短剧 APP FlareFlow 2025 年收入/下载量市占率均为 1.84%，分列排行榜第 10/17；参股公司 CMS（持股超 49%）旗下 ReelShort 2025 年收入/下载量市占率分别为 23.14%/11.11%，分列排行榜第 1/2。公司自有内容平台积累丰富 IP 资源及创作者，截至 2025 年末，平台数字内容资源超 560 万种，注册作家超 400 万名。2025 年，公司出品的现象级短剧《一品布衣》总播放量突破 30 亿次，成为 2025 年红果平台上仅有的两部观看量突破该里程碑的男频短剧之一。截至 2025 年末，公司漫剧类产品产量达数百部，累计播放量达数十亿次。
德才股份	旗下奇想无限率先接入并深度应用 Seedance2.0 等国产顶级多模态模型，生产内容获得火山引擎官方的高度认可，与红果、阅文等头部平台深度合作。自研 AIGC 智能体平台奇想 AI 将传统动画 11 个环节压缩至 5 步，实现“1 人 1 天完成 1 分钟精品内容”。
博纳影业	AI 影视项目中，《三星堆：未来往事》已获得国家电影局颁发的“龙标”，改编自《聊斋志异》的动画《中华志怪之罗刹海市》已经立项公示；科幻电影《计划外：广寒行动》、《东风必达》在积极筹备和立项备案中。

资料来源：各公司公告、各公司公众号、短剧自习室公众号、DataEye 短剧观察公众号、开源证券研究所

2.2.2、游戏：AI 重构开发流程加速创新，原生玩法探索持续推进

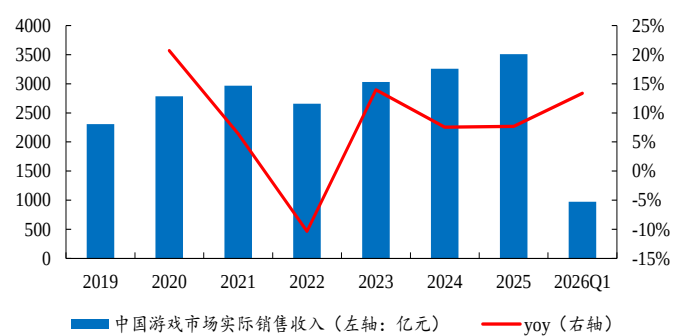
游戏行业供需两旺。供给侧，版号发放数量自 2022 年触底以来稳步回升，2026 年 1-4 月国产游戏发放版号数为 600 个，同比增长 25%。需求侧，游戏作为情绪消费的重要赛道，市场规模持续扩容，2026Q1 中国游戏市场累计收入约 972 亿元，同比增长 13%。

图20：2026 年 1-4 月国产游戏发放版号数为 600 个，同比增长 25%



数据来源：国家新闻出版署、财经网科技公众号、游戏葡萄公众号、游戏智库公众号、蓝鲸新闻公众号等、开源证券研究所

图21：2026Q1 中国游戏市场累计收入约 972 亿元，同比增长 13%



数据来源：伽马数据、游戏产业报告公众号、开源证券研究所

AI 逐步赋能游戏开发全流程，从早期的美术资源生成、代码辅助编写等辅助性工作，逐步向玩法设计、剧情架构等核心创意领域渗透，有望持续提升游戏研发效率。据腾讯内部统计，AI 赋能下，光子工作室的角色动画制作周期缩短了 40%，部分项目组角色技能原型验证时间从 2 周压缩至 3 天。

表9：AI 重构游戏开发流程，大幅降本增效

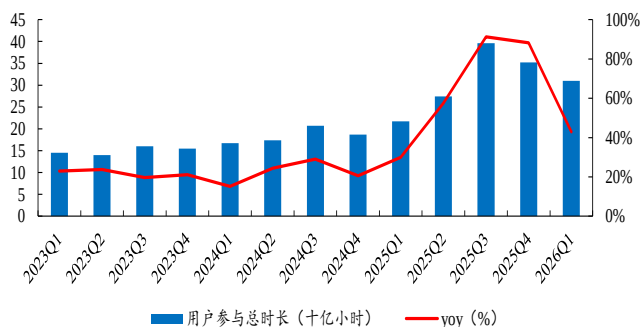
环节	原流程及工作量	AI 赋能下流程及优化效果
动画制作-骨骼蒙皮	蒙皮是动画制作中骨骼绑定环节的重要戏，占该环节 70%-80%的工作量，是	AI 自动蒙皮工具将原本需要 1.5 天到 3.5 天才能完成的工作，缩短至 1 到 3 小时，节省

环节	原流程及工作量	AI 赋能下流程及优化效果
	人力重投入的环节	70%-90%人工
动画制作-关键帧生成	手工 K 帧（逐帧调整）是行业主流，占单角色动画制作总工时（可长达数周）的 60%-70%，是人力成本的主要消耗点	使用动画生成大模型，根据少量关键帧（5~10 帧）自动生成完整的流畅动画（如 60 帧），将效率提升 3~5 倍。
3D 场景与资产构建	游戏原型外景需用无人机和 3D 扫描设备扫描，过程依赖取景团队、现场指导、当地地陪等	次级资源可由 3D 生成工具直接生成，对于美术成本超亿元的 3D 类产品来说，其中 20%-30%的次级资源可以用 AI 工具解决，由此达到千万元级别的降本效果

资料来源：第一财经公众号、开源证券研究所

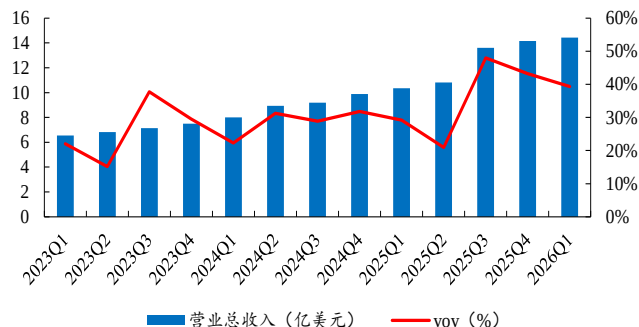
分发平台、UGC 生态游戏及开放世界游戏或大幅受益于 AI 带来的游戏创作技术门槛下降。内容供给无法满足用户消费需求是游戏/平台长线运营的难点，以 Roblox 为代表的游戏平台通过打造“丰富 UGC 内容吸引用户加入，低门槛创作工具及便捷变现路径促成玩家到创作者的转化，最终进一步扩大 UGC 内容供给”的正循环，实现用户总时长及营收的持续攀升。支持 UGC/Mod 的游戏通过在游戏内部打造内容循环，在长线收入及用户留存上获得收益。我们认为世界模型及 3D 生成模型的发展或进一步提升 UGC 创作工具能力，进而强化分发平台及 UGC 生态游戏的内容正循环；此外，开放世界游戏具备容纳丰富玩法的潜力，亦有望受益于 AI 发展。

图22：2023Q1 以来 Roblox 用户总时长同比持续增长



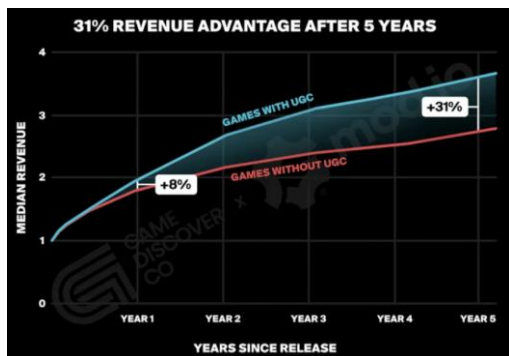
数据来源：海豚研究公众号、开源证券研究所

图23：2023Q1 以来 Roblox 营收逐季攀升



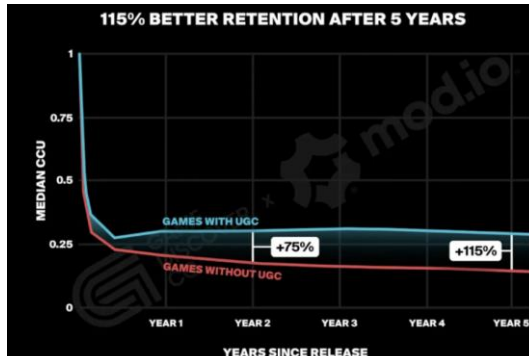
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：据 Mod.io，对比未支持 UGC 的产品，支持 UGC 或 Mod 的游戏五年累计收入提升约 31%



资料来源：DataEye 游戏观察公众号

图25：据 Mod.io，对比未支持 UGC 的产品，支持 UGC 或 Mod 的游戏五年用户留存提升超过 115%

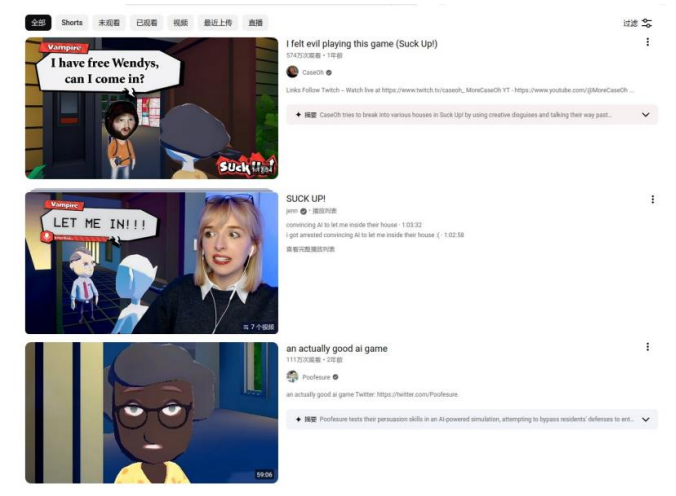


资料来源：DataEye 游戏观察公众号

AI 重塑游戏交互体验，其中叙事类、社交竞技类游戏率先受益。AI 驱动的动态剧情生成系统能够根据玩家实时决策，自动生成后续剧情，打破线性叙事局限，提升游戏可玩性。《Suck Up!》在零营销预算的条件下，在 YouTube 上积累超 1 亿次播放量，反映 AI 赋能下叙事类玩法潜力。在大 DAU 竞技游戏中，社交压力影响部分用户游戏体验。《和平精英》通过引入“AI 队友”显著提升玩家总对局数，截至 2026 年 3 月，所有 AI NPC 相关模式已吸引超 1.1 亿玩家体验，最高日活达 1770 万，“AI 队友”模式下玩家开麦交流率超过真人双排模式，达到近 75%的历史新高。

图26：YouTube 中《Suck Up!》相关创作内容播放量累

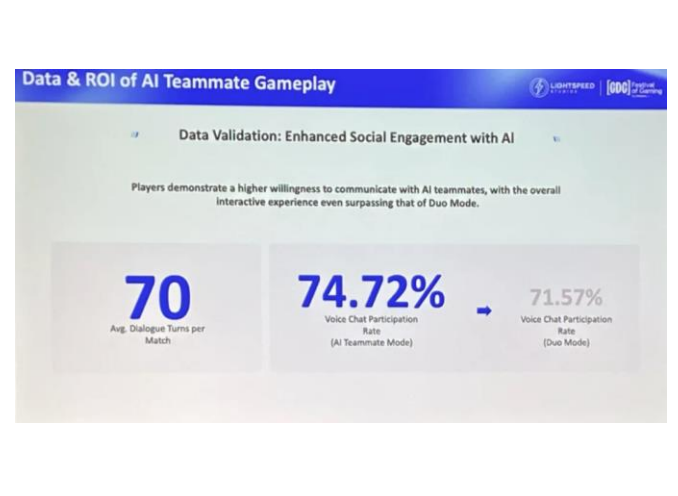
计破亿



资料来源：GameLook 公众号

图27：《和平精英》“AI 队友”系统显著提升社交压力

大的玩家的总对局数



资料来源：游戏那点事 Gamez 公众号

我们看好 AI 对游戏开发运营的整体降本增效，以及多模态大模型技术进步丰富原生 AI 玩法，扩大增量市场；游戏分发平台或凭门槛更低、能力更强的 AI 创作工具打造增长飞轮。**重点推荐：完美世界、网易、巨人网络、恺英网络、心动公司、哔哩哔哩，受益标的：世纪华通。**

表10：完美世界等游戏公司或受益于 AI 游戏发展

公司	业务布局
完美世界	旗下原创超自然都市开放世界 RPG 游戏《异环》全渠道预约量超 3500 万，全球首日流水超过 1 亿元人民币，玩家新增与留存等核心指标均显著优于公司此前旗舰产品《幻塔》的同期水平，同时《异环》的都市题材可容纳丰富副玩法，AI 赋能或提升游戏成为大 DAU 长青游戏概率。此外，公司运营 Steam 本土化平台“蒸汽平台”。
网易	旗下拥有《蛋仔派对》《第五人格》等大 DAU 游戏，其中《蛋仔派对》UGC 生态繁荣，2023 年 8 月达成月活用户和 UGC 地图双破亿成就，2025 年 10 月，《蛋仔派对》联合火山引擎，基于豆包图像生成模型及网易 3D AI 管线实现 3 分钟内输出可直接交互的 3D 模型。
巨人网络	旗下《超自然行动组》DAU 超千万，依托阿里云、火山引擎、腾讯云等功推出国内首个千万 DAU 级游戏原生 AI 玩法“AI 假人”。截至 2026Q1 末，该 AI 玩法参与对局数已突破 4 亿场，累计生成 AI 假人数量超 29 亿。
恺英网络	投资企业自然选择推出全球首款 3D AI 智能陪伴应用《EVE》。旗下极逸人工智能与中手游合作，推出由 AI 驱动的市场洞察、游戏开发到全球发行的一站式智能体 GamePartner.AI，平台由极逸人工智能提供核心 AI 游戏开发技术支持。
心动公司	旗下 TapTap 为国内头部游戏社区，2025 年 MAU 达 4497 万。2026 年 1 月，公司推出“TapTap 制造”，产品底层由“AI 智能体+AI Native 引擎+TDS（TapTap 开发者服务）”三部分构成，覆盖开发技术、美术素材、音乐音效、TDS 功能接入、

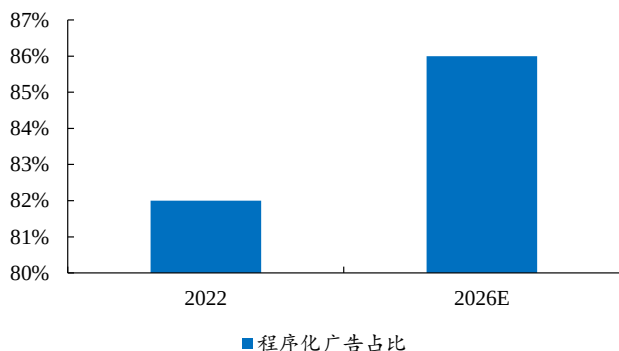
公司	业务布局
	一键上架等，创作者无需脱离聊天窗口即可完成从零到上线的全过程，真正实现游戏开发“0 门槛”。截至 2026 年 3 月，“TapTap 制造”每日上线新游数最多超 20 款。
哔哩哔哩	公司拥有国内头部游戏社区，且计划 2026 年加大与核心业务高度契合的 AI 应用相关投入。公司加大小游戏布局，2025 年初，B 站在不到 2 个月的内测时间里上线超 100 款活跃的小游戏。2026 年，小游戏平台已有单款游戏月耗超 1000 万元。
世纪华通	旗下 SLG、休闲游戏表现优异，《Whiteout Survival》/《Kingshot》/《Tasty Travels: Merge Game》分列 2025 年 Sensor Tower 中国手游境外收入榜第 1/3/27，多模态大模型发展或加速公司游戏副玩法迭代并提升营销素材生产效率。

资料来源：各公司公告、各公司公众号、游戏新知公众号、游戏日报公众号、游戏葡萄公众号、GameLook 公众号、竞核公众号、开源证券研究所

2.2.3、营销：多模态驱动广告个性化升级，内容井喷拔高广告战略地位

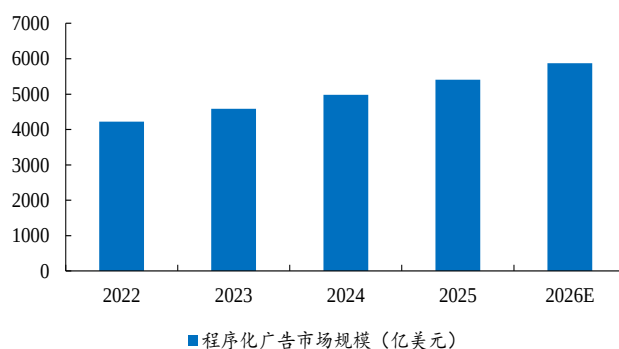
程序化广告市场稳步增长。传统的人工广告优化依赖经验和试错，而 AI 驱动的自动化系统能实时分析海量数据，做出更精准的决策。据 Statista，2022-2026 年，程序化广告收入有望从 4225 亿美元增长至 5875 亿美元，CAGR 达 8.6%，对应广告行业收入占比由 82%提升至 86%。

图28：程序化广告收入在广告行业的占比有望从 2022 年的 82%提升至 2026 年的 86%



数据来源：Statista、开源证券研究所

图29：2022-2026 年，程序化广告收入有望从 4225 亿美元增长至 5875 亿美元，CAGR 达 8.6%



数据来源：Statista、开源证券研究所

多模态大模型有望助广告系统实现深度个性化，推动全球广告市场扩容。对比传统广告算法，多模态技术可用于构建更丰富的用户画像和广告内容表征、扩大模型训练样本、定制个性化广告素材，提升广告模型推荐能力。快手生成式推荐广告系统 GR4AD 已全部部署于内部广告平台，服务超 4 亿用户，对比基准模型，该广告系统商业化广告收入高 4.2%，中小广告主投放量提升 17.5%，广告转化率提升 10.17%，低活用户转化率提升 7.28%。

据 21 世纪经济，2026 年 2 月，Open AI 启动 ChatGPT 广告测试，6 周实现超 1 亿美元的年化收入，CPM 最初定价 60 美元起，显著高于 Instagram 等海外主流媒体 2025Q4 10 美元左右的水平（数据源自 EMARKETER），我们认为这或与 ChatGPT 可基于多模态上下文内容进行精准推荐相关。Open AI 预计其广告收入将由 2026 年的 25 亿美元提升至 2030 年的 1000 亿美元，CAGR 达 151%，我们认为以 ChatGPT 为代表的拥有高单位流量价值的 AI 应用商业化推进或驱动全球广告市场增长。

表11：多模态大模型推动广告从“千人千面”迈向“一人千面”的深度个性化

新技术	传统方案局限性	新技术优势
生成式召回	传统召回方法下，系统推荐与广告边界被素材库的大小和多样性所严格限制，另外，对于新用户的冷启动问题或兴趣独特用户的长尾问题，检索式召回难以找到合适的匹配项，常出现“词不达意、意图漏检”的局限性	生成式召回根据对用户需求和品牌调性的深度语义理解，即时生成全新的文案、视觉组合甚至互动叙事，从而突破素材库的限制
AI 数据增强	大规模标注数据的获取通常伴随较高成本与较长周期，易使模型在有限样本下出现过拟合现象，进而降低模型在新数据上的泛化性能	数据增强技术借助对已有数据实施多类型变换处理，可人工生成全新训练样本，从而显著扩大训练数据集的规模
多模态理解	广告引擎无法理解图片与视频，对内容的理解仅停留在标签层	多模态理解技术通过融合异构数据，能够构建更丰富的用户画像和广告内容表征，超越了单一模态的局限

资料来源：现代广告杂志社公众号、开源证券研究所

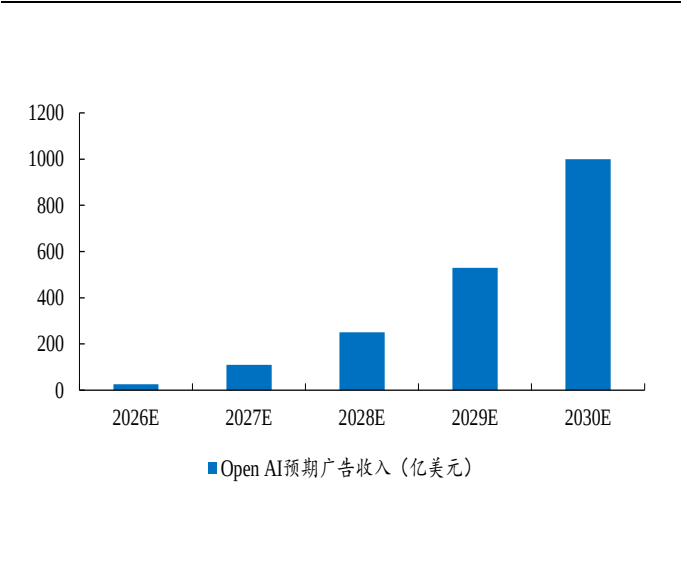
图30：快手生成式推荐广告系统 GR4AD 在广告收入和推理性能上均较基准模型优秀

Table 1: Overall performance and ablation of GR4AD.

Model Settings	ΔRevenue vs. Base	ΔQPS vs. GR-Base
<i>Baselines</i>		
DLRM (Base)	—	—
OneRec-V2 [40] (GR-Base)	+1.68%	—
<i>Tokenization Optimizations</i>		
+ UA-SID	+1.92%	0%
<i>Learning Optimizations</i>		
+ VSL	+2.80%	-25%
+ VSL + DPO [24]	+3.16%	-25%
+ VSL + GRPO [26]	+3.21%	-25%
+ VSL + RSPO	+3.86%	-25%
+ Unified VSL & RSPO (UVR)	+4.01%	-25%
<i>Serving Optimizations</i>		
+ UVR + DBS	+4.32%	+20%
+ UVR + DBS + DeepSeek-MTP [5]	+3.98%	+117%
GR4AD (+ UVR + DBS + LazyAR)	+4.28%	+117%

资料来源：机器之心公众号

图31：Open AI 预计其广告收入将由 2026 年的 25 亿美元提升至 2030 年的 1000 亿美元，CAGR 达 151%



数据来源：科创板日报公众号、开源证券研究所

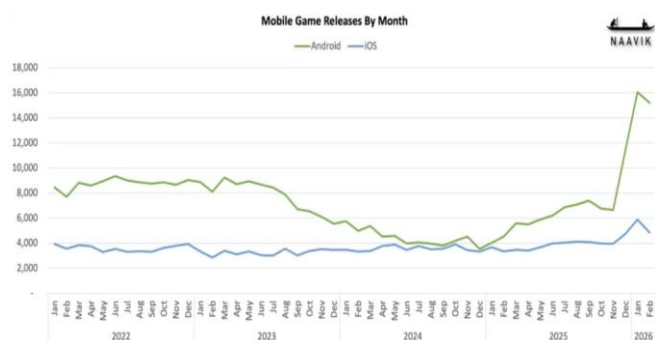
AI 显著提升移动应用/数字内容产量，广告曝光重要性或提升。据 a16z，自 AI 编程工具普及以来，iOS 新应用的上架数量明显增长，2025 年 12 月 iOS 新应用数同比增幅达 60%。游戏方面，2025 年以来安卓端移动游戏月新增数震荡上升，整体趋势与移动应用一致。视频/音频方面，据《中国网络视听发展研究报告（2026）》，2025 年由 AI 生成的视频/音频累计超 20 亿条，较 2024 年增长了 14 倍以上。据 DataEye 短剧观察公众号，仅 2026 年 3 月，抖音平台新增上传的 AI 生成微短剧数量便接近 5 万部，几乎追平 2025 年全年上传总量。我们认为不断膨胀的内容供给与有限的曝光机会间的矛盾或推动广告位价格提升。

图32：2025 年 2 月 AI 编程工具普及后,iOS 新应用的上架数量明显增长



资料来源：a16z

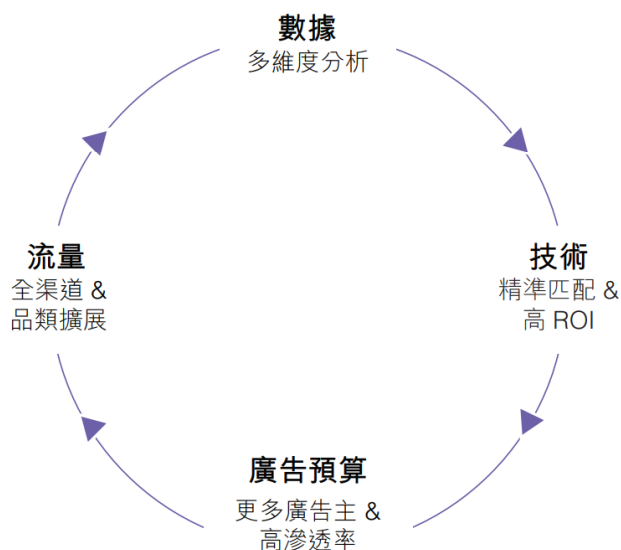
图33：2025 年以来安卓端移动游戏月新增数震荡上升



资料来源：NAAVIK

程序化广告行业存在“飞轮效应”，领先的技术可实现更高的广告投放 ROI，有助于获取广告预算；更多的广告预算可形成更大规模的实际投放数据积累并吸引更多下游媒体接入；投放数据优势最终将反哺广告算法，进一步强化技术优势。

图34：程序化广告行业的“飞轮效应”或助强者恒强



资料来源：汇量科技公告

我们认为，多模态大模型可用于营销素材制作，推动全行业降本提效；程序化广告技术领先企业或持续受益于广告市场扩容。此外，Open AI 已正式推出 ChatGPT 自助广告管理工具测试版，谷歌明确透露旗下 AI 产品 Gemini 未来将加入广告功能，Meta 宣布旗下 AI 助手 Meta AI 将于 2026Q3 启动广告试点，微软已将广告整合到 Copilot 中，亚马逊的 AI 购物助手也已向品牌开放赞助回答，豆包推出付费订阅模式或标志国内头部 AI 应用商业化加速，我们认为与头部 AI 应用公司合作紧密的营销

公司或率先受益于 AI 应用商业化带来的广告市场增长。重点推荐：汇量科技、引力传媒，受益标的：蓝色光标、易点天下。

表12：汇量科技、引力传媒等或受益于 AI 游戏发展

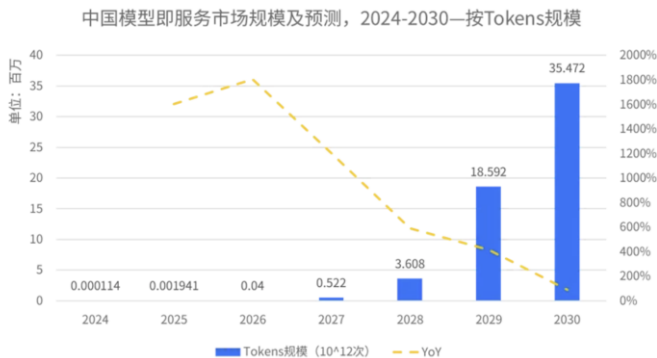
公司	业务布局
汇量科技	公司 2015 年开始孵化 AI 驱动的程序化广告平台 Mintegral，据 AppsFlyer《广告平台综合表现报告 - 2025 版》，iOS 端中，Mintegral 排全球游戏类体量榜第 3，排全球非游类体量榜第 9；安卓端中，排全球游戏类体量榜第 2，排全球非游类体量榜第 5。公司依托大模型技术推出 Multi-Agent 架构的 MaxAgent 系统，覆盖研发、运营等核心业务场景，提升异常流量排查、监测测试等高频复杂场景的自动化水平。创意平台 Playturbo 已支持 AI 配音、AI 翻译、AI 生图、数字人视频等功能，将视频创意制作周期由数天压缩至数分钟。
引力传媒	在品牌营销端，公司是巨量引擎、腾讯广告、哔哩哔哩等主流平台的头部/核心代理商；在效果端，公司是巨量千川全牌照服务商和 AD 核心授权服务商，也是阿里妈妈全域六星合作伙伴。引力国际已重点围绕 TikTok、Amazon 生态着手团队搭建与扩张。公司基于积累的海量营销数据，自研“九合创意 2.0”一站式 AIGC 创作平台，完成电商广告全链路视觉资产的流水线闭环生产，将原需数日的素材制作周期压缩至数小时。“AI 用研平台”以营销实战落地为导向，帮助品牌在数天内完成以往需数周才能实现的认知分析。
蓝色光标	公司是国内各媒体排名前列的采购商，也是 Meta、Google、TikTok for Business、X 等平台国内官方授权代理商。2025 年 BlueX 广告变现 SDK 完成全平台聚合兼容性战略部署，实现与 Max、AdMob、TopOn、TradPlus 等全球主流聚合平台的深度适配。BlueAI 在出海与国内营销场景实现规模化落地，持续升级在社交媒体与达人营销、智能广告投放、创意生产与数据洞察深度融合的 AI 驱动的营销模式。
易点天下	公司是 Google、Meta、TikTok、Microsoft Advertising 等多个头部媒体平台的合作伙伴或一级代理商，同时是 AppLovin、Amazon Ads 及 The Trade Desk 等多家领先 DSP 平台的重要合作伙伴。程序化广告平台 zMaticoo 接入全球 50+主流广告平台 SDK，在 Picalate 发布的亚太地区 SSP 市场份额报告中稳居前列。

资料来源：各公司公告、各公司公众号、开源证券研究所

2.3、多模态 AI 提高单位 Token 算力占用，算力缺口或进一步扩大

算力需求旺盛，供需缺口持续扩大。中国信通院数据显示，2026Q1 国内 AI 算力需求同比暴涨 417%，供给增速仅 128%。据 21 世纪经济，供需失衡推高算力价格，国内头部云厂商价格涨幅达 5%-34%。多模态模型技术成熟、Agent 类应用规模化落地有望推动国内算力需求持续高增，据 IDC，2024-2030 年，中国 MaaS 的 Token 消耗量年复合增长率或达 1154.9%。

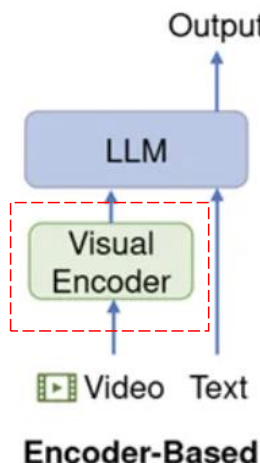
图35：IDC 预计 2024 年至 2030 年中国 MaaS 的 Token 消耗量年复合增长率约为 1154.9%



资料来源：IDC 咨询公众号

多模态输入提升单位 Token 算力资源占用，应用发展或进一步扩大算力缺口。以图像/视频输入为例，对比文本输入，其在进入 LLM 前需经过视觉编码器提取特征，随视频帧数增加，特征提取阶段的内存和计算需求呈线性甚至指数级增长；当模型处理 128 帧或更长的视频时，编码器端的延迟可能会超过 LLM 本身。

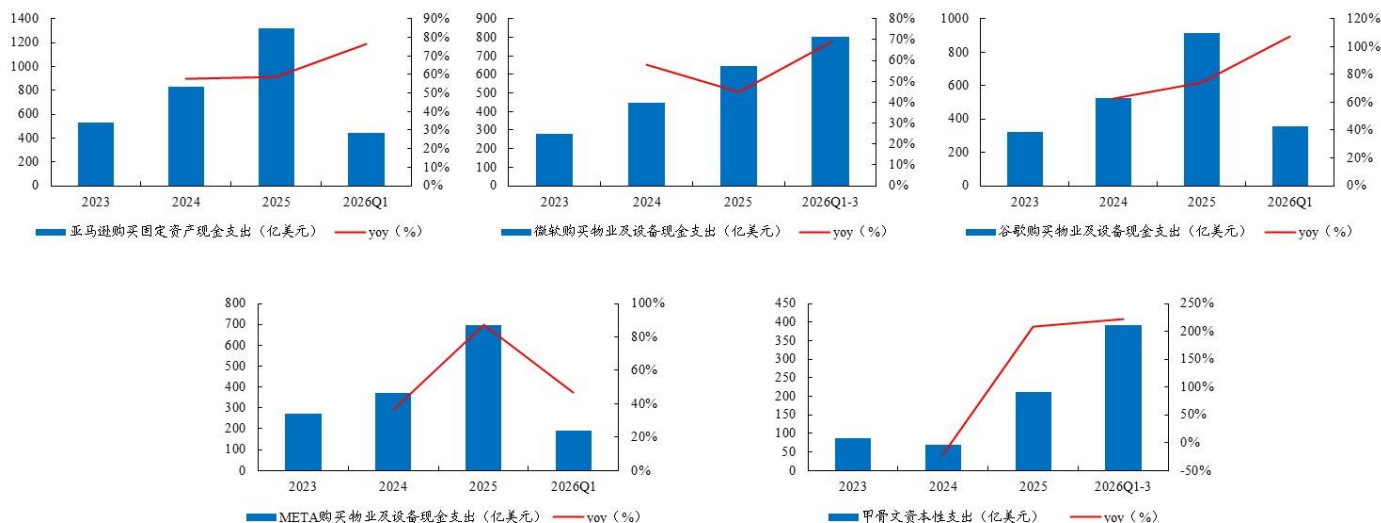
图36：多模态大模型架构引入的视觉编码器显著提升计算开销



资料来源：《Breaking the Encoder Barrier for Seamless Video-Language Understanding》、开源证券研究所

海外科技大厂资本开支逐年攀升，2026 年预计维持高增。2023-2025 财年，亚马逊/微软/谷歌/META/甲骨文资本开支 CAGR 分别为 58%/52%/68%/60%/56%。亚马逊/微软/谷歌/META 2026 年资本开支总规模或超 7000 亿美元，同比增速中值分别为 52%/61%/102%/94%。

图37：2023 年以来，海外科技大厂资本开支持续攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中时间为美股财年时间，亚马逊、谷歌、Meta 财年截止时间为 12 月 31 日，微软财年截止时间为 6 月 30 日，甲骨文财年截止时间为 5 月 31 日）

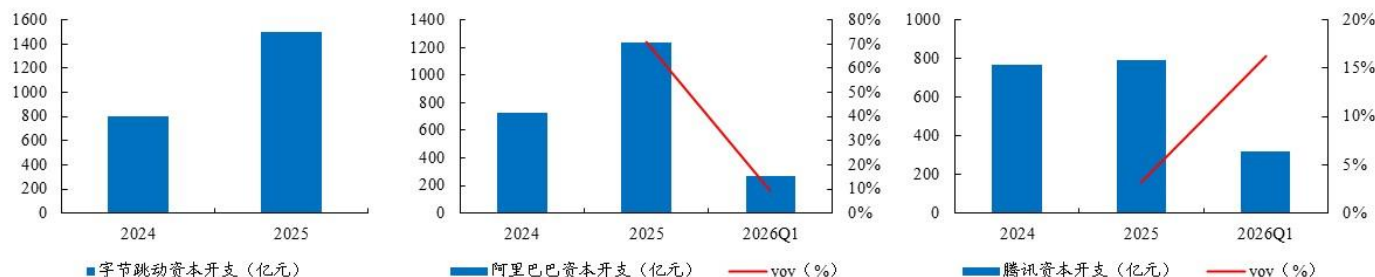
表13：亚马逊等海外四大科技企业 2026 年资本开支规模总值或超 7000 亿美元

公司	资本开支规划
亚马逊	2026 年 2000 亿美元资本支出，同比增长 52%
微软	预计 2026 年全年资本支出将达到 1900 亿美元，同比增长 61%
谷歌（Alphabet）	2026 财年资本支出预计为 1800 亿-1900 亿美元，同比增长 97%-108%
Meta	预计 2026 年资本支出将在 1250 亿-1450 亿美元，同比增长 79%-108%

资料来源：财联社、开源证券研究所

国内科技大厂资本开支增速有望提升，2025 年，字节跳动（第三方估算）/阿里巴巴/腾讯资本开支规模分别为 1500/1238/792 亿元，同比增长 88%/71%/3%。2026 年，三家大厂均计划加大算力投资力度，我们认为随多模态模型及应用商业化加速推进、算力硬件限制解除，模型大厂资本开支及算力服务采购或进一步加码，有望拉动算力租赁及 AIDC 基建需求及订单高增。

图38：国内科技大厂资本开支规模逐步提升



数据来源：Wind、花椒财经公众号、另镜公众号、开源证券研究所（注：字节跳动资本开支为第三方估计值）

表14：字节跳动、阿里巴巴、腾讯控股均计划加大资本开支

公司	资本开支规划
字节跳动	据《南华早报》，已将 2026 年 AI 资本开支计划上调至逾 2000 亿元人民币，较 2025 年底初步讨论的 1600 亿元方案增幅至少 25%。
阿里巴巴	2025-2027 年资本支出或将超过 2025 年 2 月宣布的 3800 亿元，据 36 氪，2026 年资本开支将上涨至 1500-1700 亿元
腾讯控股	2026 年资本支出相比 2025 年会有所增加，特别是在下半年

资料来源：财联社、开源证券研究所

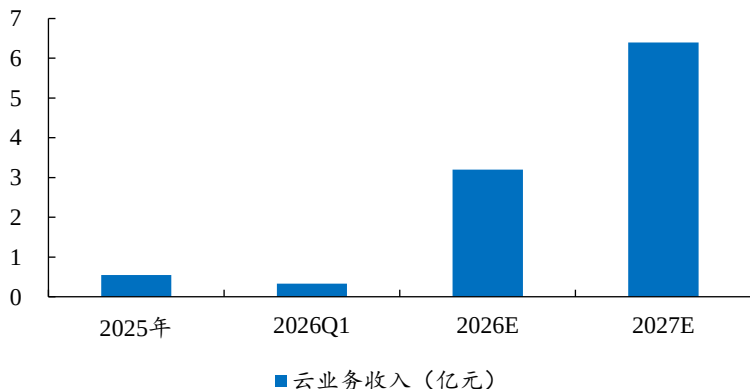
我们看好积极布局算力租赁、AIDC 等算力产业链，且具备先发、卡位、规模优势，并已开始兑现相关收入高增长的公司，**重点推荐：顺网科技**，受益标的：**华策影视、浙数文化**。

(1) 顺网科技：云增长陡峭，股权激励彰显信心，产品矩阵及下游行业拓展或驱动高增

公司为电竞场域客户提供长期稳定的存储及算力上云服务；同时，针对电竞场域算力“忙闲时段”特性，将日常经营的冗余算力调度至电竞场域外，供各类场景用

户使用。2025 年公司可运营算力规模 5 万路，服务近 80 万终端，云业务收入 5489 万元，2026Q1 末公司可运营算力 5.3 万路，服务近 82 万终端，云业务收入 3306 万元，云业务快速扩张。2026 年 2 月，公司发布股权激励计划，云业务 2026/2027 年目标收入分别为 3.2/6.4 亿元，反映团队信心。公司推出针对不同场景的云服务产品，适配酒店、商场、小区等各类数字消费场景，并向校园、机器人等行业延伸，我们看好算力规模及覆盖范围扩大、产品及客户拓展驱动云业务持续高增。

图39：2025-2027 年，顺网科技云业务收入 CAGR 或达 241%

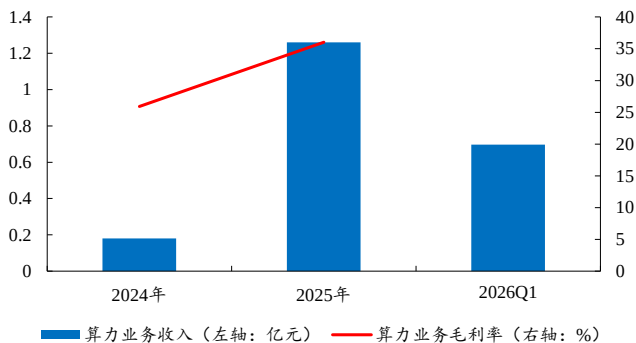


数据来源：顺网科技公告、开源证券研究所（注 2026、2027 年云业务收入预测值为 2026 年 2 月股权激励方案中的云业务目标收入值）

(2) 华策影视：算力业务高增，大额服务器采购合同或再为增长充能

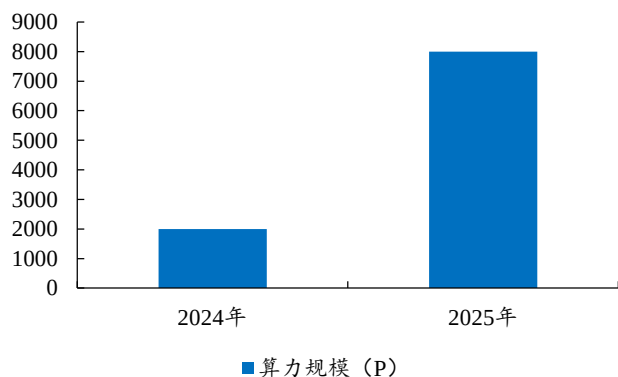
公司以“轻资产算力综合解决方案与运营平台”为核心定位，布局算力贸易、云计算服务业务。2025 年，公司算力业务收入 1.26 亿元，同比增长 6 倍，2026Q1 算力业务收入约 0.7 亿元，达 2025 全年的 55%。公司加速算力储备，截至 2025 年末，自有智算规模达 8000P（同比增长 3 倍），已全部面向头部科技赛道客户签订长期协议。2026 年 5 月，公司披露拟向多家供应商采购服务器，采购合同总金额预计不超过人民币 33 亿元，主要用于为客户提供云算力服务。

图40：2025 年华策影视算力业务收入同比增长 6 倍，2026Q1 算力业务收入达 2025 全年的 55%



数据来源：华策影视公告、开源证券研究所

图41：截至 2025 年末，华策影视已有智算规模 8000P，同比增长 3 倍



数据来源：华策影视公告、开源证券研究所

(3) 浙数文化：联手阿里云，持续推进国产智算中心建设

旗下杭州富春云科技加速推动算力基础设施改造，杭州富阳数据中心基本建成浙江省域文化算力中心，北京四季青数据中心与多家国内领先的科技、算力企业共同打造国内算力重点项目，加快建设新一代国产智能算力中心基地。2025 年 9 月，富春云与阿里云达成深度合作，共同推进国产化算力生态建设，在政企客户联合服务领域，合作提供从咨询、规划、建设到运营的全链条服务。2025 年 11 月，公司间接投资数字化产品一站式技术服务平台云尖信息，其在 ICT 基础设施领域具有深厚技术积累。

3、投资建议及风险提示

3.1、重点推荐及受益标的

我们认为，全球多模态 AI 将加速进击，国产模型优势突出，将持续赋能视频、游戏、营销等下游应用领域，助力多模态模型厂商 Token 调用量及收入高增，并扩大算力供需缺口，拉动算力租赁、AIDC 等算力产业链需求及订单高增，建议积极布局大模型、核心多模态 AI 应用（视频、游戏、营销）、算力租赁/AIDC 方向。

AI 大模型：重点推荐：腾讯控股、快手，受益标的：Minimax、阿里巴巴、智谱、昆仑万维；

AI 视频：重点推荐：阅文集团，受益标的：中文在线、德才股份、博纳影业；

AI 游戏：重点推荐：完美世界、网易、哔哩哔哩、巨人网络、恺英网络、心动公司，受益标的：世纪华通；

AI 营销：重点推荐：汇量科技、引力传媒，受益标的：蓝色光标、易点天下；

算力租赁/AIDC：重点推荐：顺网科技，受益标的：华策影视、浙数文化。

表15：重点推荐及受益标的涉及大模型、游戏、视频、营销等行业

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS(2025A, 元/股)	EPS(2026E, 元/股)	EPS(2027E, 元/股)	PE (2025A)	PE (2026E)	PE (2027E)
1024.HK	快手-W*	买入	45.64	1980	4.28	3.32	3.86	9.2	11.9	10.2
0772.HK	阅文集团*	买入	22.90	234	-0.76	1.07	1.22	-26.1	18.6	16.2
002624.SZ	完美世界*	买入	14.52	282	0.39	0.87	1.15	37.2	16.7	12.7
0700.HK	腾讯控股*	买入	441.40	40247	24.66	26.72	28.96	15.5	14.3	13.2
9999.HK	网易-S*	买入	181.50	5794	10.66	11.75	13.23	14.8	13.4	11.9
9626.HK	哔哩哔哩-W*	买入	138.10	587	2.85	3.74	5.91	42.0	32.0	20.2
002558.SZ	巨人网络*	买入	27.47	522	0.94	2.30	2.58	29.2	11.9	10.7
002517.SZ	恺英网络*	买入	16.46	352	0.89	1.30	1.54	18.5	12.6	10.7
1860.HK	汇量科技*	买入	14.61	230	0.27	0.59	1.02	46.3	21.4	12.4
603598.SH	引力传媒*	买入	22.23	60	0.06	0.30	0.41	370.5	74.7	54.7
300113.SZ	顺网科技*	买入	25.66	173	0.62	0.73	0.93	41.4	35.3	27.6
0100.HK	Minimax-W	未有评级	768.50	2410	-116.93	-10.79	-12.94	-5.7	-61.7	-51.4
9988.HK	阿里巴巴-W	未有评级	127.00	24375	6.89	5.61	7.53	16.0	19.6	14.6

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS(2025A, 元/股)	EPS(2026E, 元/股)	EPS(2027E, 元/股)	PE (2025A)	PE (2026E)	PE (2027E)
2513.HK	智谱	未有评级	1282.00	5716	-12.03	-10.42	-9.80	-92.3	-106.6	-113.3
300418.SZ	昆仑万维	未有评级	46.19	580	-1.28	-0.32	0.10	-36.1	-143.6	445.0
300364.SZ	中文在线	未有评级	26.08	190	-0.92	0.05	0.19	-28.3	551.4	136.8
605287.SH	德才股份	未有评级	50.24	70	0.52	-	-	96.6	-	-
002602.SZ	世纪华通	未有评级	14.41	1062	0.78	1.22	1.47	18.5	11.8	9.8
300058.SZ	蓝色光标	未有评级	17.11	614	0.06	0.08	0.10	271.6	204.4	179.2
301171.SZ	易点天下	未有评级	41.30	255	0.34	0.41	0.56	121.5	101.7	73.8
300133.SZ	华策影视	未有评级	9.43	178	0.10	0.19	0.22	94.3	50.8	43.5
600633.SH	浙数文化	未有评级	12.86	163	0.45	0.55	0.60	28.6	23.4	21.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（“*”公司盈利预测取自开源证券研究所，其余公司盈利预测取自 Wind 一致预测，股价及市值截至 2026 年 5 月 22 日收盘，港股公司所示市值及股价为港币，计算采用 1 港币=0.8663 人民币、1 美元=6.7862 人民币进行换算）

3.2、风险提示

（1）大模型迭代速度不及预期：大模型更新迭代受技术路径、算力成本、人员投入及监管等影响，其进展存在不确定性。

（2）AI 应用商业化进展不及预期：受大模型能力、实际应用效果、消费者接受度及收入预期等因素影响，AI 应用商业化进展存在不及预期的风险。

（3）算力投资力度不及预期：算力投资受算力硬件产能、AI 应用变现预期、大模型厂商融资能力等因素影响，投资计划落地进展存在不及预期的风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn