

AI应用是主旋律，IP经济蕴含机会

——互联网及文娱行业2026年投资策略

报告日期：2025-12-01

研究部

姓名：李承儒

SFC：BLN914

电话：0755-21519182

Email:licr@gyzq.com.hk

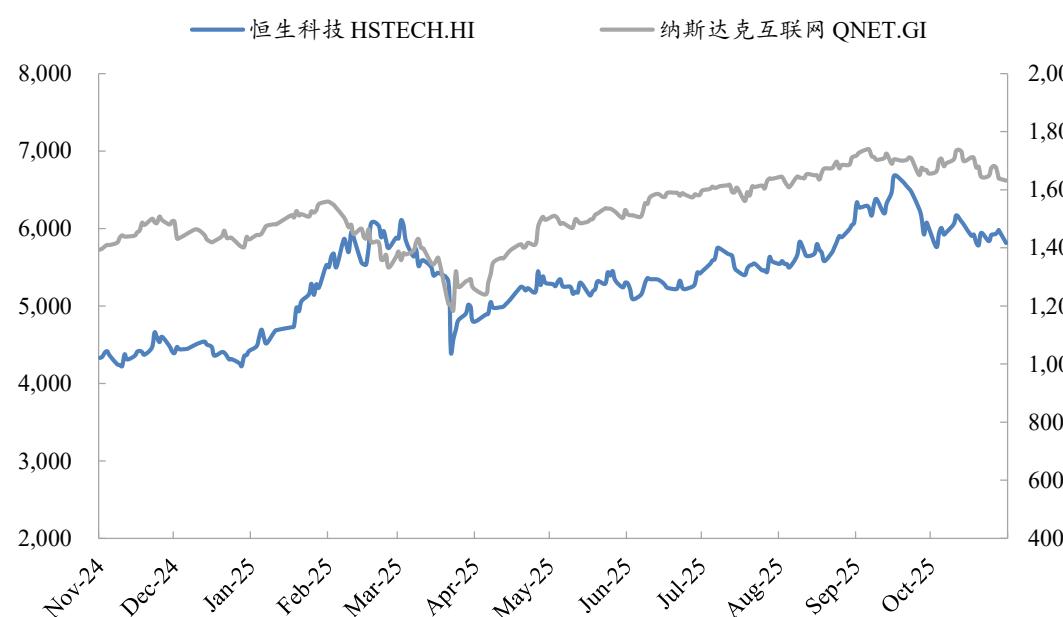
目 录

- 1、年度行情回顾及板块估值分析
- 2、互联网板块：AI商业化进入深水区，侧重商业化应用落地
- 3、文娱板块：文娱创新效率并重，游戏版号供给充足
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、风险提示

1.1板块行情回顾

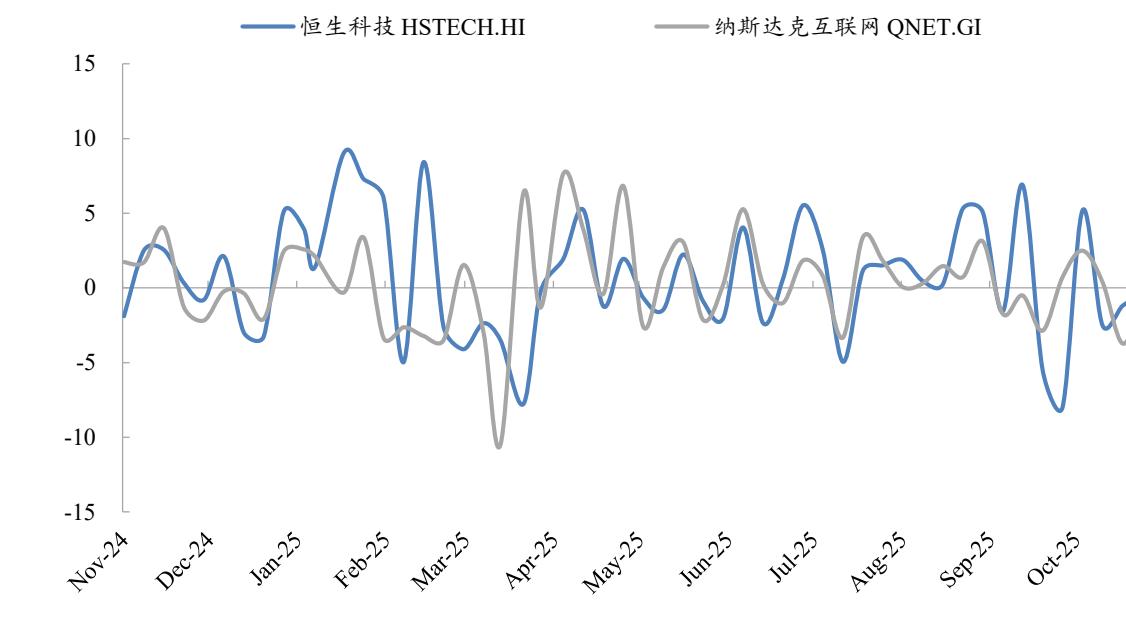
截至11月27日，恒生科技指数录得25.74%的涨幅，成交额17.64万亿港元，振幅57.01%，换手率243.27%，整体呈现“高波动、中涨幅”特征。横向对比来看，其表现优于沪深300（14.81%）、上证50（10.69%）等宽基指数，但低于恒生指数（29.25%），反映科技板块内部分化与港股流动性约束。由于互联网科技板块整体受外部政策（如美国芯片管制）与行业竞争（如外卖、电商价格战）影响较大，短期震荡或延续。另一方面，港股游戏板块呈现强劲增长态势，代表性个股心动公司股价大涨183.32%。潮玩板块则分化明显，龙头泡泡玛特股价上涨129.16%，而新股布鲁可股价下跌15.06%，反映市场对不同IP运营能力和基本面的差异化判断。

图：恒生科技指数及纳斯达克互联网指数过去一年表现



数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理
备注：股价涨幅截至20251120

图：恒生科技指数及纳斯达克互联网指数周涨跌幅过去一年表现



数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理
备注：股价涨幅截至20251120

1.2 板块估值情况回顾

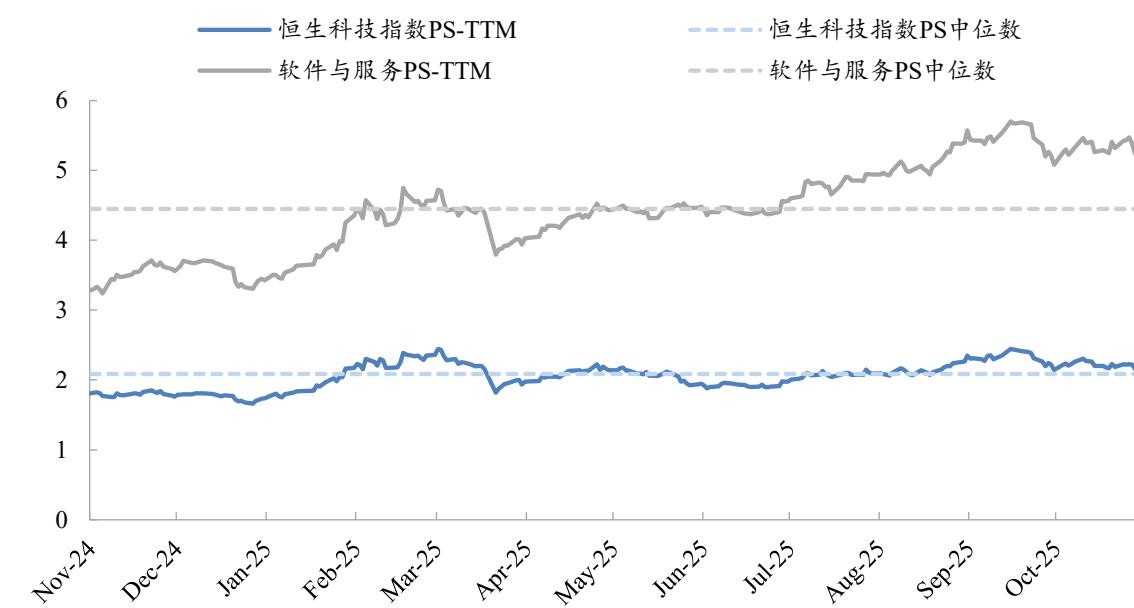
互联网板块估值年末经历回调后，回归到合理区间

- 目前软件与服务板块PE-TTM为22.6x，高于恒生科技指数PE-TTM（20.6x）；软件与服务板块PS-TTM为3.5x。

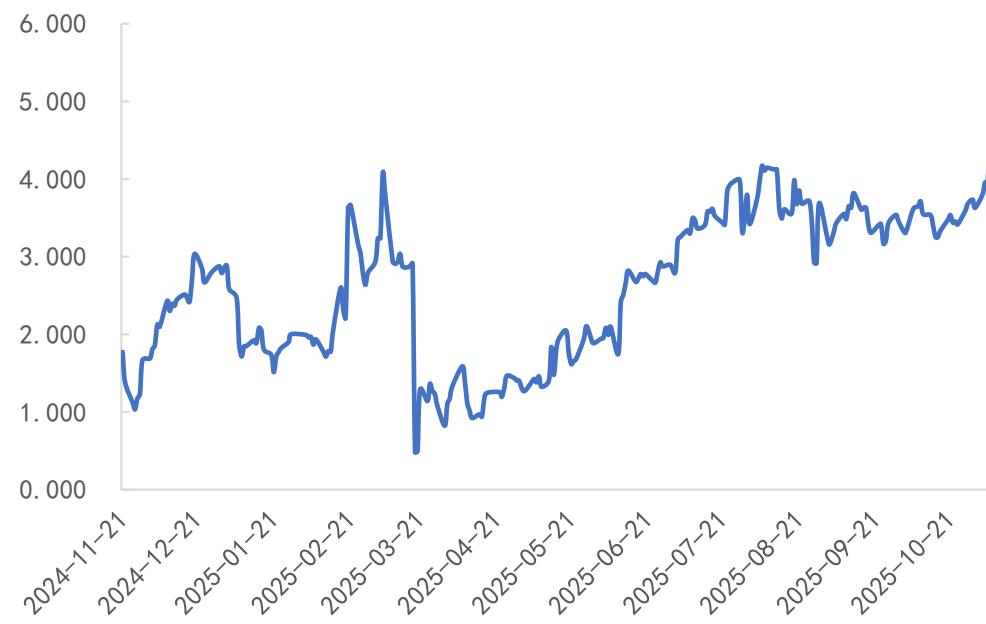
图：港股科网股过去一年PE估值情况



图：港股科网股过去一年PS估值情况



图：软件与服务与恒生科技指数估值动态估值差额



数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

备注：股价涨跌幅截至202412076

1.3 我们重点关注标的二级市场表现优于指数

细分板块	证券代码	证券名称	与所在指数对比	年初至今涨跌幅	市值(亿人民币)	市盈率	市销率
软件	HSI.HI	恒生指数		25.7			
	3690.HK	美团-W	0.6	-37.0	5,315.7	18.0	1.5
	9888.HK	百度集团-SW	-3.3	29.7	2,686.2	32.0	2.1
	0241.HK	阿里健康	-0.7	67.8	820.1	58.0	2.7
	0268.HK	金蝶国际	-1.0	61.8	445.9	-2034.6	6.8
	9878.HK	汇通达网络	-13.3	-47.5	51.1	18.1	0.1
	0354.HK	中国软件国际	1.1	2.0	130.3	24.1	0.7
	KC.O	金山云	9.7	15.1	258.5	-26.6	2.9
	1896.HK	猫眼娱乐	-3.6	-12.5	70.8	93.9	1.6
	2013.HK	微盟集团	-2.1	-40.4	70.3	-5.8	5.6
	9923.HK	移卡	-3.9	-38.8	31.7	33.8	1.0
	9699.HK	顺丰同城	-2.3	18.4	91.9	44.4	0.5
	3738.HK	阜博集团	-0.1	16.6	99.0	53.4	4.1
	1860.HK	汇量科技	1.3	115.8	257.9	-141.8	1.9
	6608.HK	百融云-W	3.3	3.5	38.8	12.3	1.2
视频娱乐	0909.HK	明源云	-1.9	20.4	53.9	-89.3	4.1
	0596.HK	浪潮数字企业	-8.1	84.6	71.4	15.5	0.9
	1024.HK	快手-W	0.5	55.8	2,518.8	14.6	1.8
	TME.N	腾讯音乐	-2.2	61.9	1,992.5	18.5	6.3
	9626.HK	哔哩哔哩-W	-3.0	35.3	735.9	95.8	2.5
	IQ.O	爱奇艺	4.4	6.0	145.4	-37.4	0.5
	0772.HK	阅文集团	-3.6	38.3	324.1	238.4	4.6
	WB.O	微博	-2.2	12.7	167.3	5.1	1.4
	9899.HK	网易云音乐	-2.0	65.8	375.6	14.3	4.9
	JOYY.O	欢聚	7.2	56.4	223.3	1.8	1.5
	MOMO.O	挚文集团	3.8	-4.3	78.9	9.3	0.8
	HUYA.N	虎牙	0.1	47.7	41.8	-25.1	0.7
	ZH.N	知乎	1.0	12.7	25.4	18.6	0.8
	DOYU.O	斗鱼	2.4	57.8	14.5	-7.1	0.4
	9911.HK	赤子城科技	4.7	154.3	121.7	16.4	2.0
电商	9988.HK	阿里巴巴-W	0.4	82.1	25,647.5	17.3	2.6
	PDD.O	拼多多	-11.6	16.8	11,393.9	11.2	2.7
	9618.HK	京东集团-SW	-0.6	-16.8	3,200.5	10.0	0.2
	VIPS.N	唯品会	-2.0	43.6	651.3	9.2	0.6
	1797.HK	东方甄选	-2.9	3.5	178.5	3133.8	4.1
	9991.HK	宝尊电商-W	-3.0	0.8	12.7	-6.9	0.1
游戏	0700.HK	腾讯控股	0.3	47.6	50,779.7	23.4	7.0
	9999.HK	网易-S	-1.7	51.1	5,900.2	16.3	5.3
	3888.HK	金山软件	-4.8	-14.5	365.1	24.6	3.7
	2400.HK	心动公司	-0.6	165.0	297.1	21.9	5.1
	0799.HK	IGG	-0.6	-5.9	38.7	7.4	0.7
	0302.HK	中手游	-1.7	-55.8	9.4	-0.4	0.6
	9990.HK	祖龙娱乐	-3.4	21.8	12.6	-7.7	0.9

数据来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

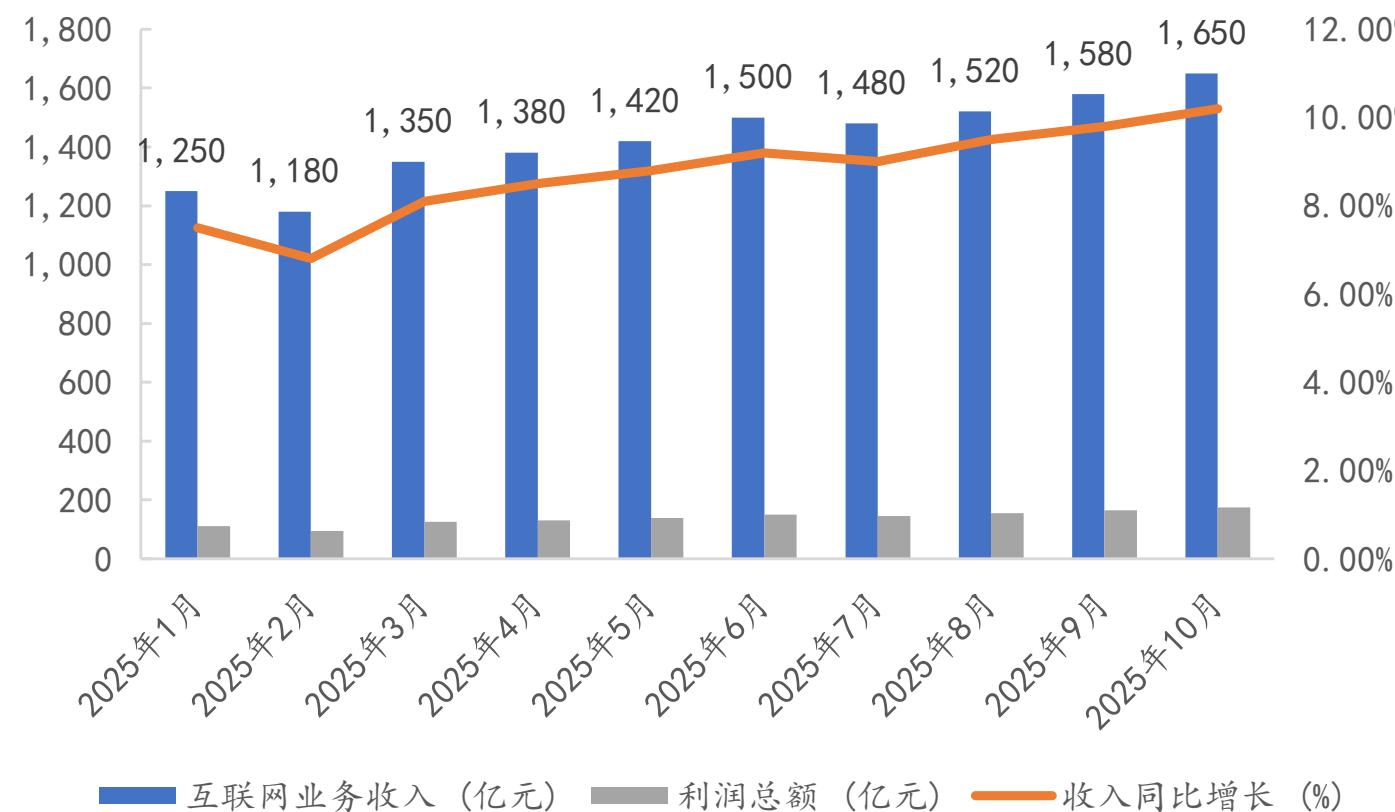
目 录

- 1、年度行情回顾及板块估值分析
- 2、互联网板块：AI商业化进入深水区，侧重商业化应用落地
- 3、文娱板块：文娱创新效率并重，游戏版号供给充足
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、风险提示

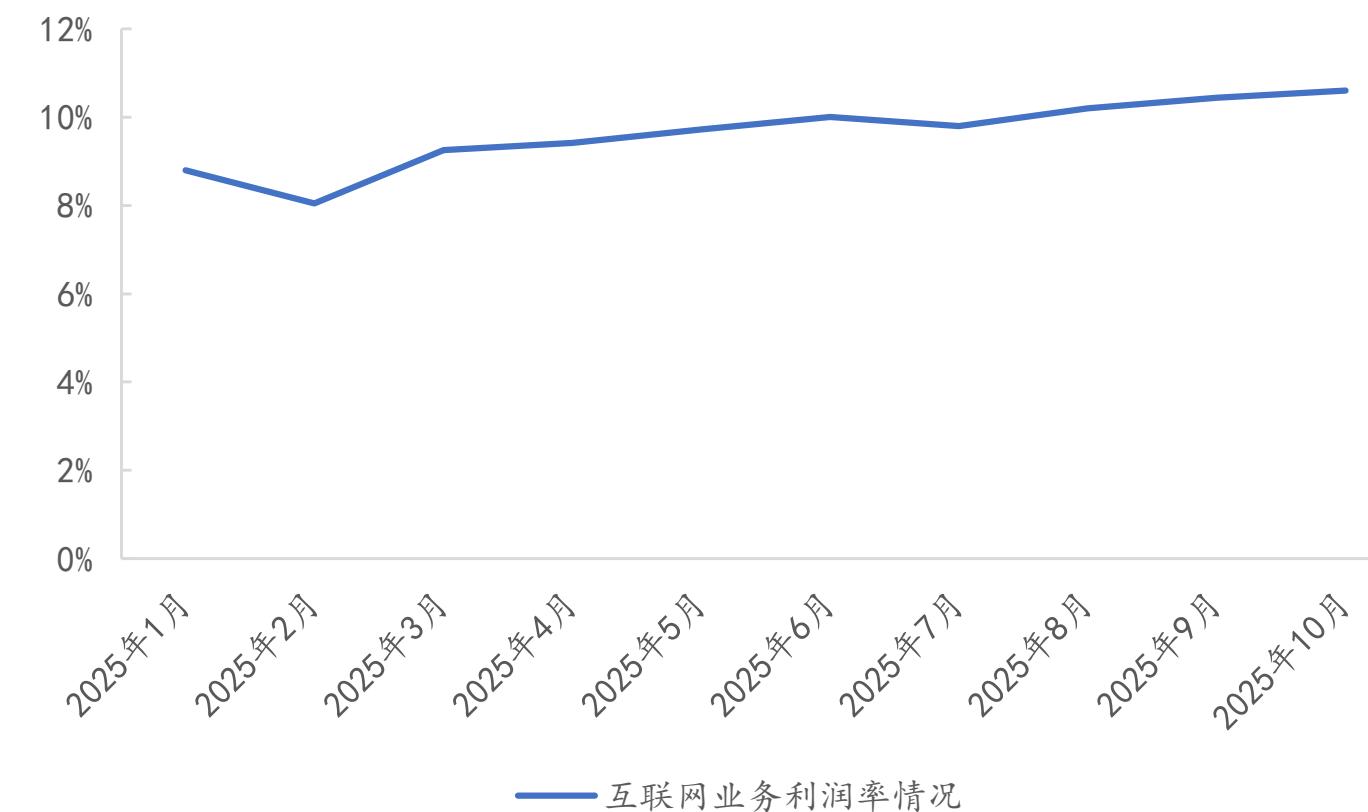
2.1 互联网行业收入稳定增长，盈利能力持续提升

- 根据工业和信息化部发布的数据，2025年1月至9月我国规模以上互联网和相关服务企业，共完成业务收入14,420亿元。与去年同期相比，这一数字实现了2.8%的增长。2.8%的同比增长率虽然不高，但释放了积极信号。数据显示，该增速较2025年1-8月份提高了0.6个百分点。这表明，第三季度（7-9月）的行业表现可能优于上半年，互联网业务收入的下滑或停滞趋势得到一定程度的遏制，行业整体呈现出企稳回升的态势。
- 展望未来，中国互联网行业的增长将更加依赖技术创新和运营效率的提升。AI能否成功赋能各行各业并创造出新的、可持续的商业模式，将是决定行业下一阶段发展的关键。同时，企业能否在巨大的前期投入和不确定的回报周期之间找到平衡，将直接影响其盈利能力和市场竞争力。

图：互联网业务收入及利润增长情况（亿元）



图：互联网利润率稳步增长（%）



数据来源：工业和信息化部、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：工业和信息化部、国元证券经纪（香港）整理

2.2 AI商业化进入深水区，重塑商业价值链

- 流量入口的重构：AI正在与成熟产品结合，创造新的流量入口及生态闭环。例如微信的AI助手、字节在AI搜索领域的全面打通，也预示着内容与搜索边界的模糊化。因此未来的投资机会不仅在于独立的AI应用，更在于那些能成功将AI能力融入自身生态，从而巩固或颠覆现有流量格局的平台型公司。
- 商业模式的革新与兑现：AI对商业模式的赋能，有望在2026年开始显著兑现于财务报表。例如快手的OneRec模型为例，显著提升了用户时长。腾讯的广告收入连续增长，AI提升点击率是关键驱动力之一。哔哩哔哩也计划上线AIAgent，旨在提升内容数量。拥有海量数据并能高效应用AI优化算法的公司，其盈利能力将迎来质的飞跃。
- 全球化竞争的新篇章：AI出海将成为一个重要的关键词。海外市场较强的软件付费意愿，为国内高产品力、高性价比的AI产品提供了广阔的蓝海。无论是美图在功能创新推动下登顶多国应用榜，还是快手可灵海外收入占比高达70%，都预示着国产AI产品在全球市场的竞争力。具备全球化视野和本地化运营能力的AI公司，值得关注。



2.3 AIGC应用落地浪潮仍在持续

海外科技大厂持续迭代大模型，API调用成本快速下降，为促进AI应用生态繁荣奠定基础：

- OpenAI：发布GPT5及Sora2模型，GPT5幻觉率较03显著降低；Sora2支持音视频同步生成，画面逻辑一致性突出。
- Google：发布Gemini3.0及视频生成模型Veo3.1，图像模型Gemini 2.5 Flash Image。
- Anthropic：持续强化模型可控及可解释性，ClaudeSonnet4.5能自主生成万行代码。

表：海外科技大厂持续迭代大模型，API调用成本快速下降

公司	发展战略	最新动态
OpenAI	专注于开创“推理计算”范式，并利用先发优势打造新一类智能体模型，战略由单一模型的突破转向平台化、生态化和商业化	GPT5发布：模型幻觉率下降约80%，前端能力加强，上下文能力提升至400k API价格仅为同期发布的Claude Opus 4.1的1/15； 发布Sora2模型：音视频同步生成模型，逻辑一致性突出，可将现实元素融入视频生成； 生态构建：推出用于构建、部署和优化智能体的工具集AgentKit，支持与外部应用直接交互的可对话应用
Google	实施“平台与产品组合”战，通过Gemini系列提供模型基础，并深度集成Google Cloud生态系统，多模态能力突出	Gemini3.0发布：“全能型选手”的模型，以百万级上下文窗口、断层领先的多模态理解、颠覆式的Agent开发平台和全栈技术生态支撑，不仅实现了对前代产品的代际级超越，更在多个核心基准测试中对标甚至超越GPT-5.1、Claude 4.5等竞品； Veo3.1发布及影像创作工具Flow更新：Veo3.1单次支持输出最长8秒的视频，并可最长扩展至148秒。基于Veo模型，Flow能将静态图像转换为视频，将多张图像中的人物、物体或元素整合进同一视频中； nano banana发布：拥有丰富的知识库，支持访问多模态上下文，创新提出交错生成，在文本编译、风格融合和场景理解方面能力突出
Anthropic	采取“安全优先，能力驱动”的路线，进入推理和智能体领域，更强调可控、可理解的过程和企业级的可靠性，并且强调代码能力	Claude Sonnet4.5发布：模型能自主运行30小时，生成11万行代码，涵盖数据库配置、域名注册、合规审计等全流程，成为首个实现生产级交付的AI模型

2.3 AIGC应用落地浪潮仍在持续

国内互联网龙头同样持续迭代大模型，在细分领域及应用场景不断深耕，促进AI应用商业化推进：

- DeepSeek：持续创新架构及机制，以更低成本提供模型架构。
- 阿里巴巴：发布一系列千问模型，为用户提供大量选择。
- 字节跳动：豆包持续升级、发布3D生成大模型Seed3D1.0。
- 快手：发布可灵25Turbo，实现更精准的提示词理解与时序控制，更稳定的高速动态质量。

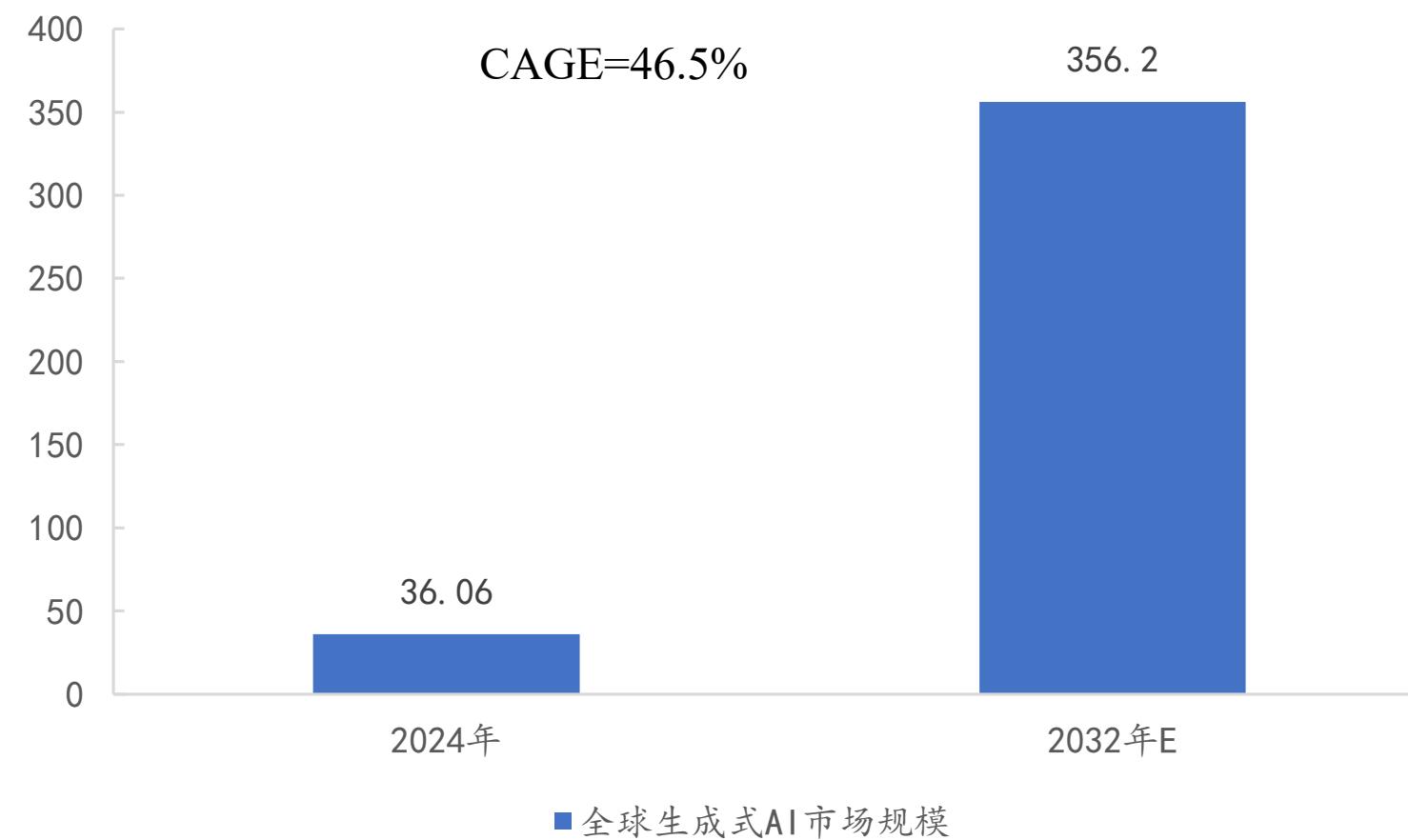
表：国内AI厂商在细分领域及应用场景不断深耕

公司	核心战略	近期更新
DeepSeek	以开源共享为核心战略，以更低成本提供模型，效率进行优化和验证，实现API调用价格下降。	DeepSeek-V3.1发布：推出混合推理架构，实现更高的思考效率、更强的Agent能力；
阿里巴巴	采用“灵活产品组合”战略，全栈布局，提供丰富模型矩阵，布局多语言和开源模型领域	千问系列发布：2025云栖大会上发布7个模型更新，包括Owen3-MAX（万亿参数大模型，编程与工具调用能力登顶国标榜单）、Owen3-0mni（原生全模态大模型）等
字节跳动	全栈布局底层硬件到上层应用，以C端超级App流量与B端企业服务双轮驱动	豆包升级，最新版本为v10.9.0，在图像处理、AI编程、视觉推理和智能体（Agent）能力等方面均有显著提升；发布视频生成模型Seedance1.0pro、VLA模型SeedGR-3、多模态生图及编辑模型Seedream4.0、3D生成大模型Seed3D1.0等；即梦：Seaweed模型支持文本生成视频、动作模仿、多模态参考等功能，平台集成创作、编料、分享完整生产链条。
快手	以OneRec推荐大模型和可灵视频生成大模型为基础，从底层逐步重塑平台的运营效率和内容生产力	OneRec模型：以统一模型直接生成符合用户偏好的视频内容，有效提升了用户时长和留存率并大幅降低成本；可灵模型升级：提升生成内容的一致性和可控性，主打一站式的AI创意工具。

2.4生成式AI市场规模增长潜力仍然巨大

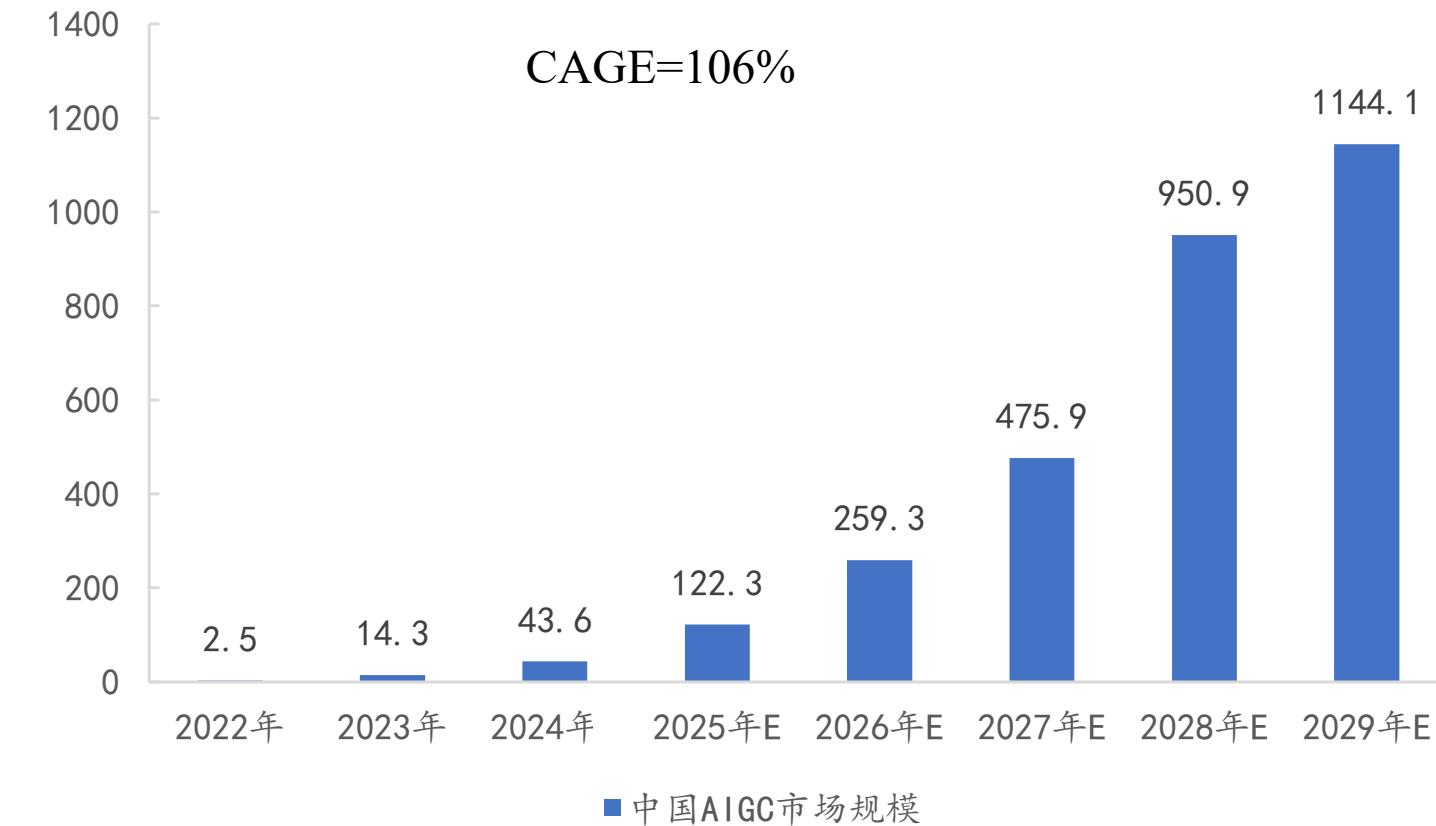
根据Statista数据统计，全球生成式AI市场规模在2024年已经达到360.6亿美金，到2032年预计达到3561亿美金，年度复合增长率达到46.5%。而作为亚太地区重点市场，中国在由生成式AI作为底层关键技术进行赋能而不断落地的AIGC产业中展示了强劲有力的市场竞争力——根据Statista统计，中国AIGC市场规模在2024年市场规模已经达到436亿元人民币，预计在2030年将达到1.14万亿元人民币。

图：全球生成式AI市场规模复合增长率（单位：10亿美元）



数据来源：Statista、国元证券经纪（香港）整理

图：中国AIGC市场规模复合增长率达到106%（单位:10亿元）



数据来源：Statista、国元证券经纪（香港）整理

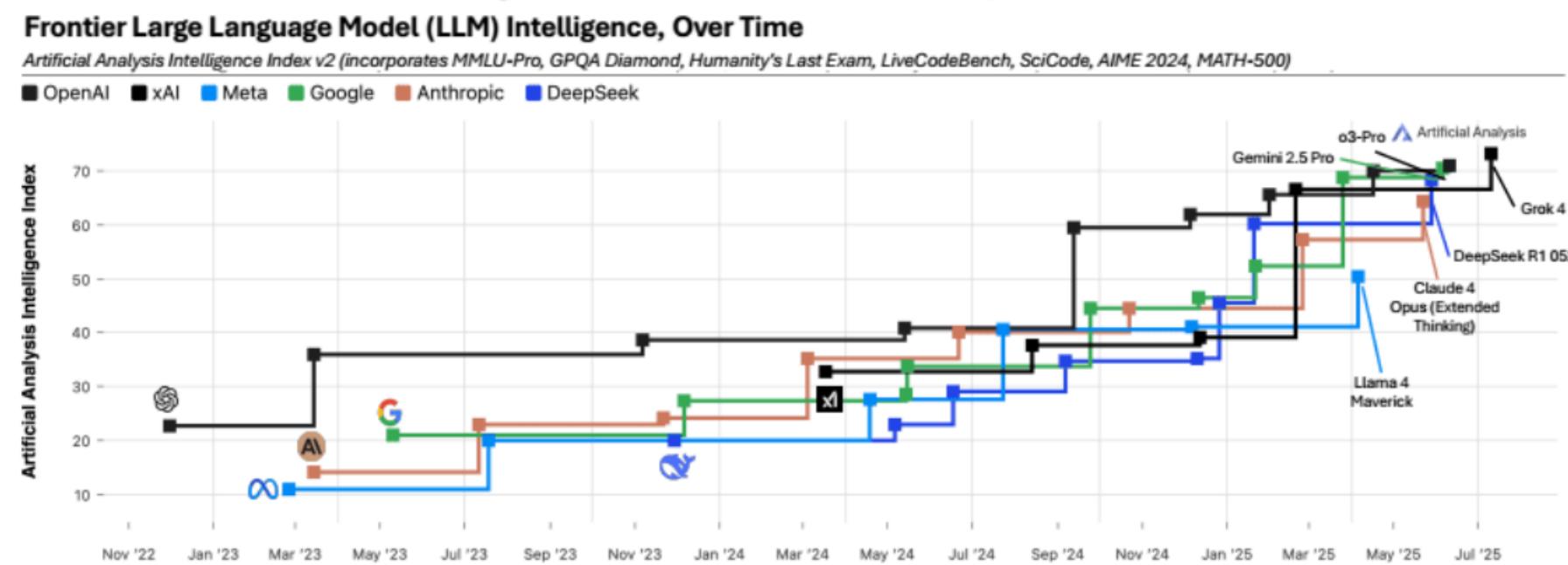
2.5AIGC迈向商业价值兑现关键阶段

进入2025年下半年，人工智能行业的发展已从早期纯粹的技术狂热和概念验证，稳步迈向了商业价值兑现的关键阶段。特别是“原生AI应用”，以AI为核心驱动力而非在传统软件中“附加”AI功能的应用商业化探索取得了显著进展。原生AI应用的商业化路径呈现出阶段分明、逻辑清晰的演进脉络。与此同时其盈利模式也已成功突破了单一订阅制的局限，展现出面向不同市场、不同客户群体的多元化和复杂化趋势。

表：当前人工智能技术正经历向商业价值兑现的阶段，需要攻克多个里程碑

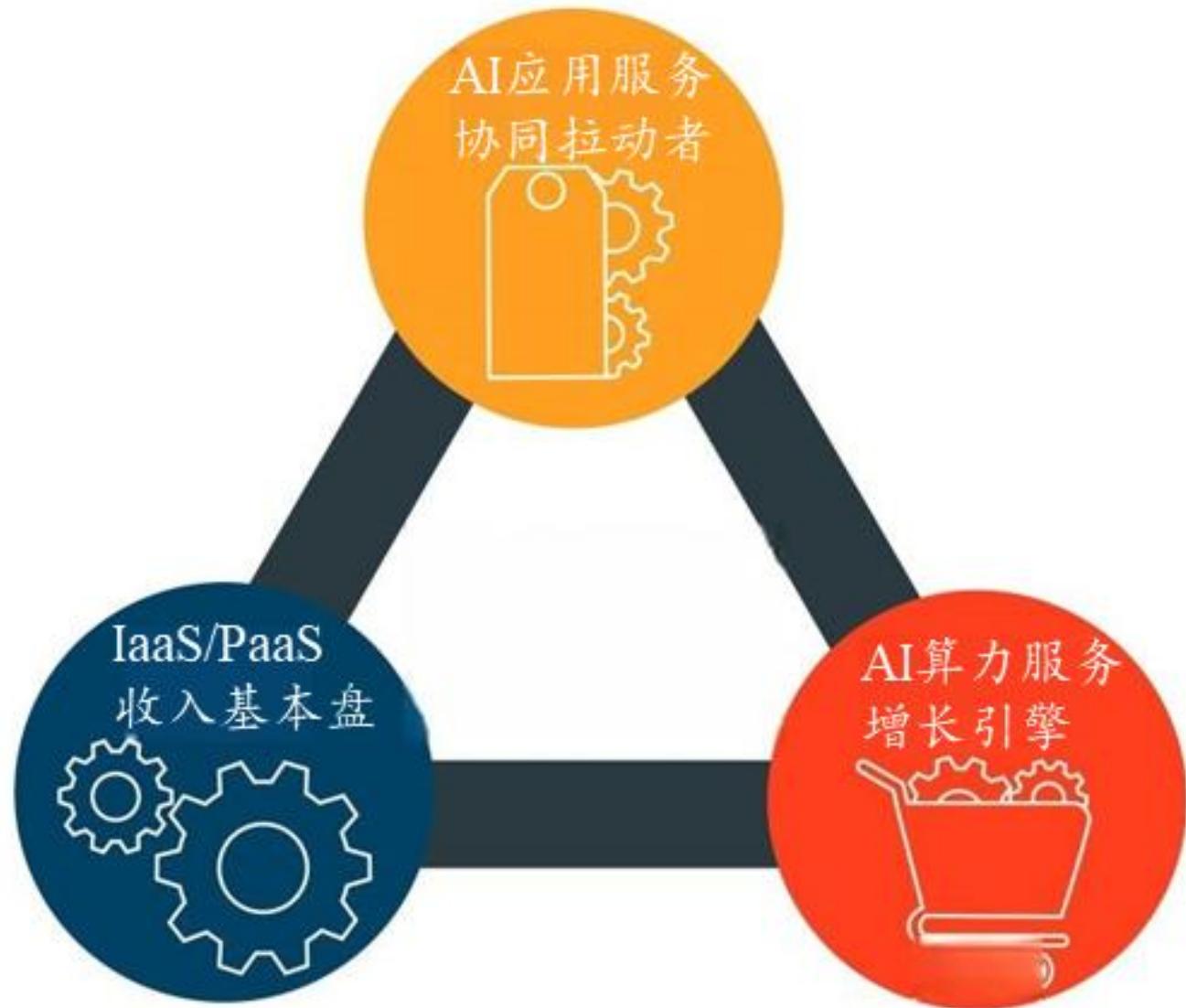
阶段	主要任务	关键里程碑
AI技术到产品	模型寻求到合适落地场景	核心场景POC通过
模式到验证	定价单一付费转为复购闭环	首单毛利>40%
盈利模式到复制	销售杠杆+运营杠杆	现金流为正

图：新一轮模型迭代周期，时间跨度更长、性能跃升幅度更大



数据来源：ArtificialAnalysis、国元证券经纪（香港）整理

2.6未来AI应用收入转化的三大主要服务类型



传统云服务(IaaS/PaaS)：收入基本盘涵盖计算、存储、数据库等基础服务，是当前云厂商收入的主体构成部分，为业务提供稳定的底层支撑。

AI基础设施服务：增长引擎聚焦大规模模型训练与推理需求，凭借爆发性的市场需求，成为当前收入增长最为迅猛的驱动力量。

AI应用服务：AI技术迭代拓展AI应用场景，场景延伸扩大市场需求，需求增长又为生态合作提供更多资源，进一步强化技术、数据与生态优势。例如，智能客服能够实现短期盈利，通过技术迭代进化为行业AI Agent，借助生态合作的硬件资源快速落地，进入高价值制造业场景，创造新盈利点，为AI应用构建可持续的商业飞轮。

2.7 当下宏观环境对AI服务厂商提出了更高竞争要求

当前宏观环境对AI服务厂商提出了前所未有的竞争要求。全球经济在通胀放缓与利率降低的背景下，为AI投资创造了有利条件，但地缘政治风险、供应链不确定性及经济波动仍构成显著挑战。监管层面，多国强化AI治理框架，要求厂商在数据安全、公平竞争与风险管理上承担更高合规成本与法律责任。市场竞争格局深刻演变，AI已成为科技行业核心颠覆力量，服务厂商正从软件供应商转型为业务服务提供商，绩效衡量转向实际业务成果。市场高度碎片化，技术迭代、生态构建与合规能力成为核心竞争壁垒同时面临人才短缺与新进入者威胁。领先厂商通过技能提升、战略联盟与行业解决方案加速创新，而客户对规模化应用的需求迫使厂商必须优化成本结构、强化基础设施投入方能在日趋激烈的竞争中确立优势。



产能建设：前瞻性需求预判

需基于长期需求趋势布局算力储备，关注电力容量等物理产能指标，避免因“电力瓶颈”等制约因素影响扩张节奏，如亚马逊、微软对基础设施的提前规划。



转化效率：平衡服务组合

优化传统云服务与AI服务的结构占比，以AI应用服务拉动底层算力消耗，同时提升容量利用率，构建健康可持续的收入增长引擎。



盈利能力：强化规模效应

通过扩大收入规模摊薄固定成本，重点发展高毛利AI应用服务，结合市场竞争动态实施精准定价，实现从“份额抢占”到“价值提升”的战略转型。

2.8通过AI技术实现盈利路径从三个层面出发

证券名称	代码	最新利润同比增长率(%)	数据时间	核心业务表现及影响因素
哔哩哔哩	BILI.O	147.78	2025年Q3	AI驱动效果广告增长30%，精准投放提升转化率，内容成本优化推动Non-GAAP净利润改善。
微盟集团	2013.HK	94.58	2025年1H	电商AI工具收入占比提升，中小企业数字化需求增长带动订阅业务复苏。
腾讯音乐	TME.N	69.08	2025年Q3	AI功能（如“一起听”“AI合唱”）拉动付费会员增长16%，订阅收入同比提升17.1%。
浪潮数字企业	0596.HK	74.31	2025年1H	政务云项目交付加速，AI解决方案落地带动毛利率改善。
金蝶国际	0268.HK	49.27	2025年1H	云订阅业务（含AI办公助手）ARR增长18%，企业级SaaS产品渗透率提升。
快手-W	1024.HK	31.35	2025年Q3	AI推荐算法优化广告效率，国内广告收入增量4-5个百分点，AIGC营销素材消耗达30亿元。
腾讯控股	0700.HK	15.33	2025年Q3	AI广告系统覆盖95%投放，视频号广告收入增长60%+，游戏业务流水稳定增长。
阿里巴巴	BABA.N	-8.94	2026年Q2	2026财年Q2（净利润下降，主要因AI基础设施资本开支及即时零售投入，云计算收入增长34%。长期资产减值162亿元，拖累净利润；AI新业务收入同比增长超50%，智能云收入增长33%。
百度集团-SW	9888.HK	-81.9	2025年Q3	

固定成本稀释：单位成本摊薄路径

通过扩大收入规模，将前期数据中心、硬件等固定投入分摊至更多服务订单，降低单位服务成本，直接推动毛利率提升。



高利润服务占比提升：利润结构优化方向

AI应用等上层服务较传统基础设施服务利润率更高，其收入占比的增长可显著改善整体利润结构，增强盈利能力。



定价策略优化：价值变现战略升级

基于市场需求洞察与竞争格局，从“抢占份额”转向“追求价值”的定价策略调整，实现单位算力经济回报最大化。



2.8通过AI技术实现盈利路径从三个层面出发

AI技术普及已显著推动部分互联网企业盈利增长，尤其在AI应用深度布局的企业中表现突出，行业整体盈利受多重因素影响呈现分化。但目前市场关注点依然集中在收入端增长，对于利润端的考量依然比较长远。

➤ 头部企业：AI成为营收与利润双增长引擎

腾讯控股：AI技术通过两大路径拉动盈利。一是优化广告效率，AI智能投放矩阵提升eCPM推动营销服务收入；二是云服务成本优化，AI算力调度效率提升使云业务毛利率提升。

阿里巴巴：云业务成为AI落地核心载体，AI相关产品收入连续9个季度三位数增长。千问App公测首周下载破千万，推动C端AI生态布局。

百度集团：AI业务收入结构多元化，AI原生营销服务收入同比+262%，AI云基础设施收入同比增长33%，算力租赁收入增速128%。

快手-W：视频生成大模型“可灵”商业化突破，2025Q3收入3亿元，模型迭代后登上全球文生视频榜单第一。AI推荐算法优化广告匹配效率，国内广告收入增量4-5个百分点，毛利率提升至54.97%。

➤ 中小平台及应用端：AI布局尚处早期，收入占比仍在提升

微盟集团：上半年AI相关收入约3400万元，同比增长显著，成为商业化突破关键点，主要来自AI Agent、智能营销工具及虚拟试衣等应用，AI作图每月生成素材超20万，节省4000万元成本。

金蝶国际：上半年AI相关合同签约金额已超1.5亿元，AI助手活跃用户数达17万家，其中金蝶云·星辰的AI+财税应用助力数千家小微企业效率提升，覆盖记账、开票、报税等场景，整体效率提升显著。

浪潮数字企业：公司通过“AI First”战略聚焦企业服务垂域，以“大模型+智能体”重构软件产品。上半年AI相关订单量为2.1亿元。上半年实现归母净利润为1.83亿元，同比增长73.3%。

表：重点企业AI相关财务及业务指标

证券名称	代码	最新利润同比增长率(%)	数据时间	核心业务表现及影响因素
哔哩哔哩	BILI.O	147.78	2025年Q3	AI驱动效果广告增长30%，精准投放提升转化率，内容成本优化推动Non-GAAP净利润改善。
微盟集团	2013.HK	94.58	2025年1H	电商AI工具收入占比提升，中小企业数字化需求增长带动订阅业务复苏。
腾讯音乐	TME.N	69.08	2025年Q3	AI功能（如“一起听”“AI合唱”）拉动付费会员增长16%，订阅收入同比提升17.1%。
浪潮数字企业	0596.HK	74.31	2025年1H	政务云项目交付加速，AI解决方案落地带动毛利率改善。
金蝶国际	0268.HK	49.27	2025年1H	云订阅业务（含AI办公助手）ARR增长18%，企业级SaaS产品渗透率提升。
快手-W	1024.HK	31.35	2025年Q3	AI推荐算法优化广告效率，国内广告收入增量4-5个百分点，AIGC营销素材消耗达30亿元。
腾讯控股	0700.HK	15.33	2025年Q3	AI广告系统覆盖95%投放，视频号广告收入增长60%+，游戏业务流水稳定增长。
阿里巴巴	BABA.N	-8.94	2026年Q2	2026财年Q2（净利润下降，主要因AI基础设施资本开支及即时零售投入，云计算收入增长34%）。
百度集团-SW	9888.HK	-81.9	2025年Q3	长期资产减值162亿元，拖累净利润；AI新业务收入同比增长超50%，智能云收入增长33%。

数据来源：上市公司年报、国元证券经纪（香港）整理

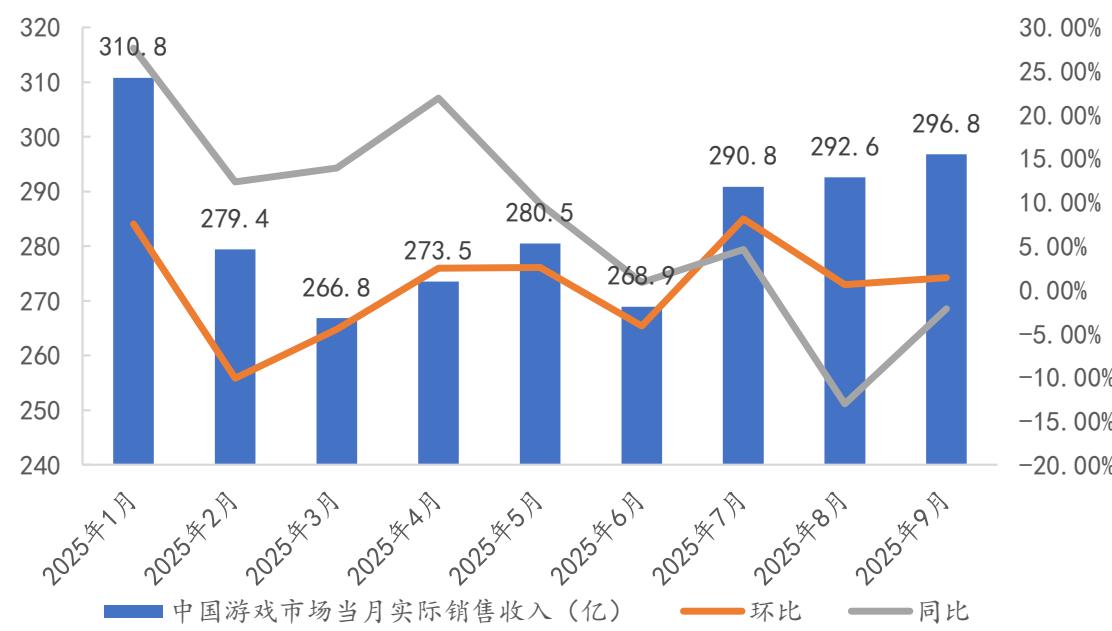
目 录

- 1、年度行情回顾及板块估值分析
- 2、互联网板块：AI商业化进入深水区，侧重商业化应用落地
- 3、文娱板块：文娱创新效率并重，游戏版号供给充足
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、风险提示

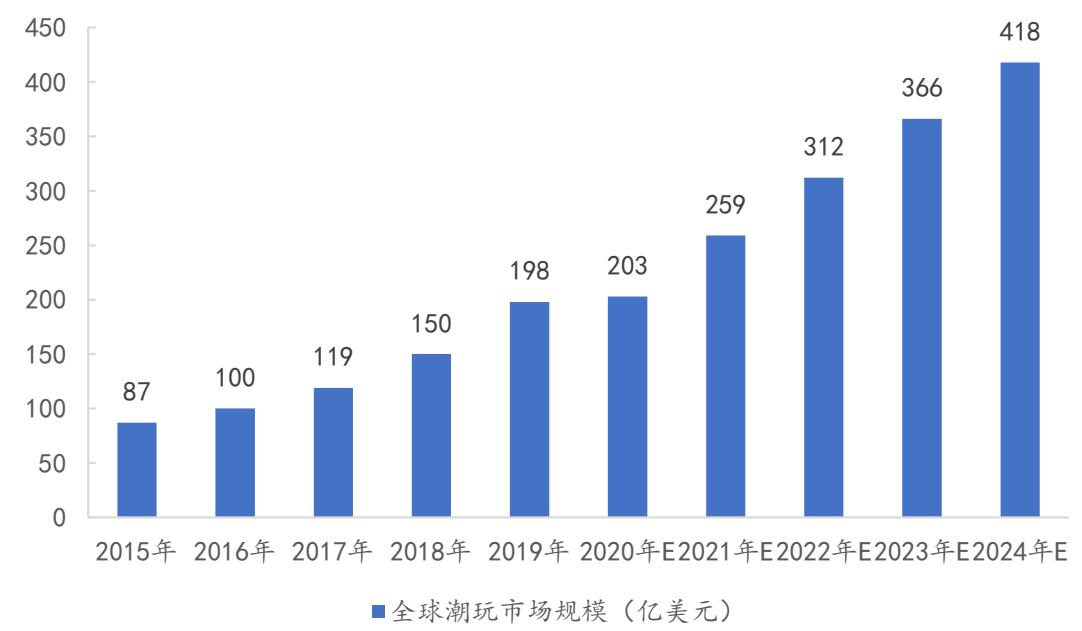
3.1 文娱板块：游戏行业景气延续，潮玩IP创新效率并重

- 供给增加驱动规模提升，新游上线贡献优质内容：我们认为游戏行业的高景气度有望在2026年延续。从供给侧看，2025年1月至10月，游戏版号下发数量同比增长23%，这为2026年的产品线储备了充足的弹药。头部厂商如腾讯、网易、米哈游均有重磅IP或创新品类储备，而中型厂商在融合玩法上的创新也展现出跑出黑马的潜力。这预示着2026年将是游戏产品的大年，优质内容的供给将持续刺激用户消费。
- 潮玩规模仍快速增长，创新与效率并重：目前全球潮玩市场正处于高速扩张期，根据弗若斯特沙利文报告数据显示，全球玩具市场规模巨大，并且预计未来将呈现稳定的增长趋势。以GMV计，全球玩具市场的规模预期将进一步增长至2028年的9,937亿元。行业竞争的核心已从IP创意层面，下沉至供应链管理与铺货能力的深度博弈。
- AI深度融合，开启新篇章：AI对文娱的影响已成大势所趋。文娱板块整体的研发费用率已从明显下降，毛利率也稳步提升，体现了AI驱动下的降本增效正在切实反映在财务报表中。更重要的是，AI正在从工具演变为创意伙伴，从赋能研发到实现更智能交互，甚至催生AI+UGC生态。

图：中国游戏市场当月实际销售收入（亿）



图：全球潮玩市场规模（亿美元）



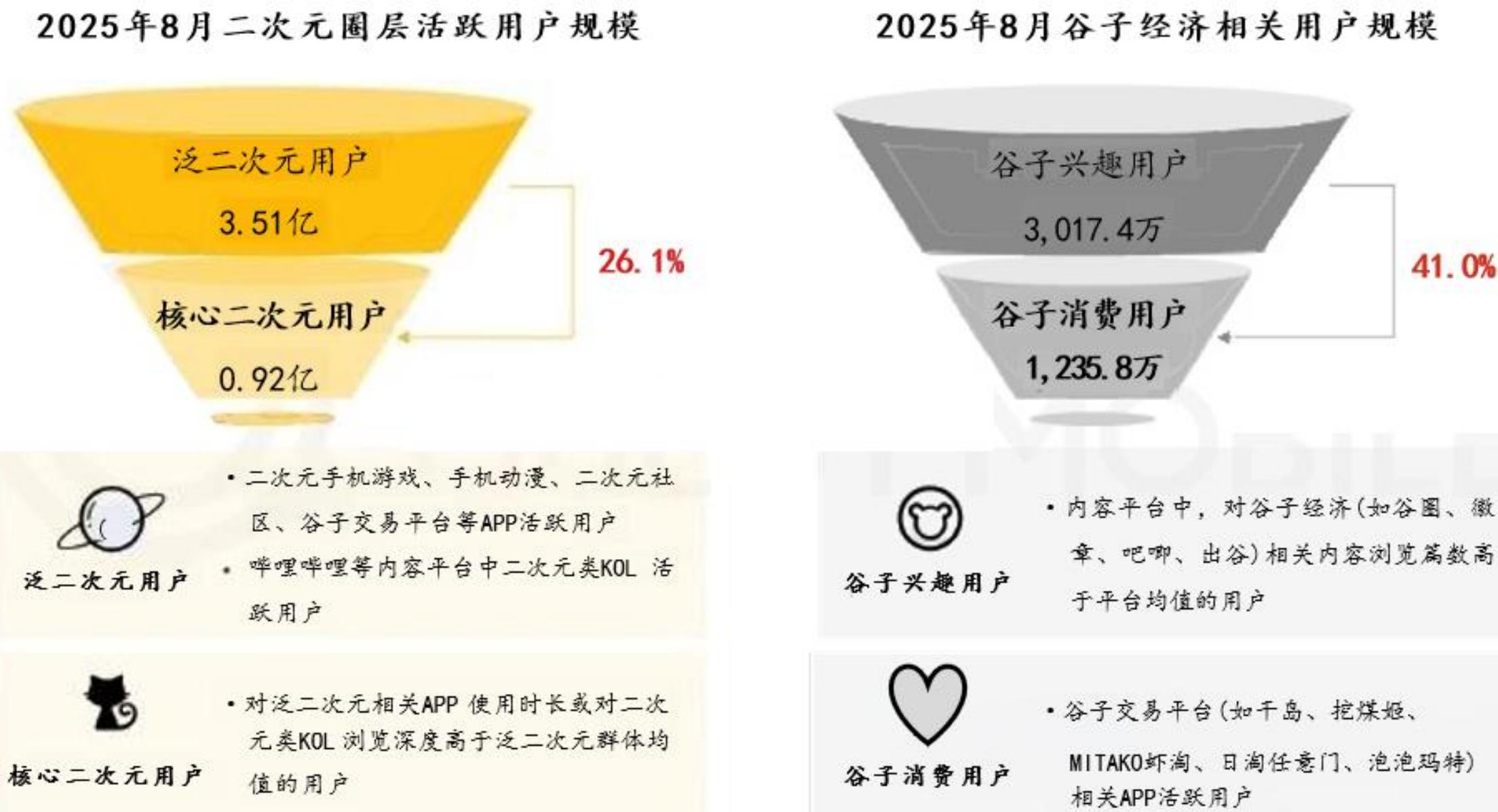
数据来源：工信部、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

3.2 文娛：IP經濟規模仍在增長，國產內容興起加速破圈

另外根据QuestMobile的预测，国内IP经济市场规模将从2022年的941亿元增长至2025年的2406亿元，未来三年仍将以超过10%的速度增长。相比3.51亿的二次元人群，当前IP经济兴趣用户0.3亿、消费用户0.12亿，仍处于较低的渗透水平。国产IP内容关注度逐渐超越进口，有助加速IP受众人群破圈。

图：国产IP内容关注度逐渐超越进口，有助加速IP受众人群破圈



数据来源：QuestMobile、国元证券经纪（香港）整理

3.3 文娛：IP運營头部企業尋求可持續的商業價值轉化

➤ 把握“情感驅動”的消費邏輯

“悅己”與“收藏”的核心需求表明現代消費已從功能導向轉向情感導向，品牌需挖掘消費者身份認同與情感共鳴，構建“商品-情感-文化”的價值鏈條。

➤ 谷子文化的商業轉化價值提升

谷子文化具有強大商業潛力，通過文化賦能實現商業目標、資本市場與社會文化建設共贏。

➤ 平衡商業利益與文化可持續性

推動谷子經濟增長中，需避免過度商業化對文化內核的稀釋，通過創新品類、拓展應用場景，實現經濟利益與文化價值的長期可持續發展。



商業價值與社會能量的釋放

亞文化催生定制裝飾、周邊衍生品等需求，吸引品牌跨界合作，帶動產業鏈發展；同時構建年輕群體身份認同，影響力從亞文化圈層向主流社會滲透。



品牌年輕化與價值重构

品牌通過聯名產品、贊助活動貼近年輕群體，傳遞潮流個性形象，將商品從功能屬性延伸至情感屬性，滿足精神需求，提升溢價空間。



從個人表达到群體文化運動

谷子文化從个体裝飾行為發展為線上社群、线下展會等組織化形式，活動規模化規範化，呈現從分散到聚集的轉變，成為具有群體聯動效應的“文化運動”。

3.4 文娛：当前IP经济的多元营销路径总结

➤ “悦己”消费：情绪满足与身份认同

轻人群以“悦己”为首要出发点，通过日常满足即时情绪愉悦，构建个性化身份认同，消费具有高频、小额、贴近生活场景的特点。

➤ “收藏”行为：情感价值与市场推动

收藏是情感价值的储蓄，高溢价收藏品因稀有性成为情感寄托，激发持续需求，推动市场规模扩大和价值提升，为谷子经济注入增长动力。

➤ 协同效应：即时与长期满足的结合

“悦己”的即时情绪满足与“收藏”的长期情感价值相互补充，构成消费决策主导逻辑，既满足当下需求，又实现情感长期储蓄，形成IP经济核心驱动力。

打造二次元品牌/平台

跨界“破圈”：联名引流，借力谷子IP实现即时转化、情感链接、形象重塑等目标

打造自有资产：研发自有IP，实现从“单次营销”到“资产沉淀”

谷子集合店/渠道

打造“同好圣地”：将“谷子”作为核心媒介，通过主题陈列、用户共创等活动，将卖场升级为兴趣社交空间，实现吸引客流与促进销售的双重目标

深挖线下商业空间

引入“年轻流量”：引入谷子店铺、打造主题街区、举办IP快闪活动，将“谷子”作为年轻流量入口重塑商场时尚地标形象

3.5 文娛：未來IP運營公司將有多个路徑實現成長

➤ 出海打造IP公司第二成長曲線

從內容到潮玩，出海已經成為IP公司成長的核心驅動力。賽道方面，以網文、遊戲、短刷為代表的高景氣行業，在海外市場取得高速增長，核心戰略層面已從單一內容輸出轉向全鏈路IP運營能力構建，例如泡泡瑪特作為潮玩IP龍頭，其海外收入占比從2022年的9.8%快速提升至2024年上半年的29.7%，東南亞與北美市場增速超500%，印證了IP通過“本地化供應鏈+社交媒体裂變”模式在新興市場的高滲透潛力。

➤ 品類擴張不斷為IP公司培育新增長極

從線上到線下，從虛擬到實物，IP公司不斷拓展品類，實現持續增長。成功IP往往會橫跨多個品類，實現與消費者在不同生活場景的深度鏈接。以著名IP“哈利波特”為例，IP由書籍延展至電影、主題樂園、實物衍生品等。伴隨着IP公司出海進程的加速，其IP品類也不斷擴張，持續帶來增長動能。以國內头部IP運營企業閱文集團為例，運營品類從最初卡牌，逐漸向手辦、盲盒、積木、毛絨挂件等多品類擴充。

➤ 資本化成為IP公司成長的加速器

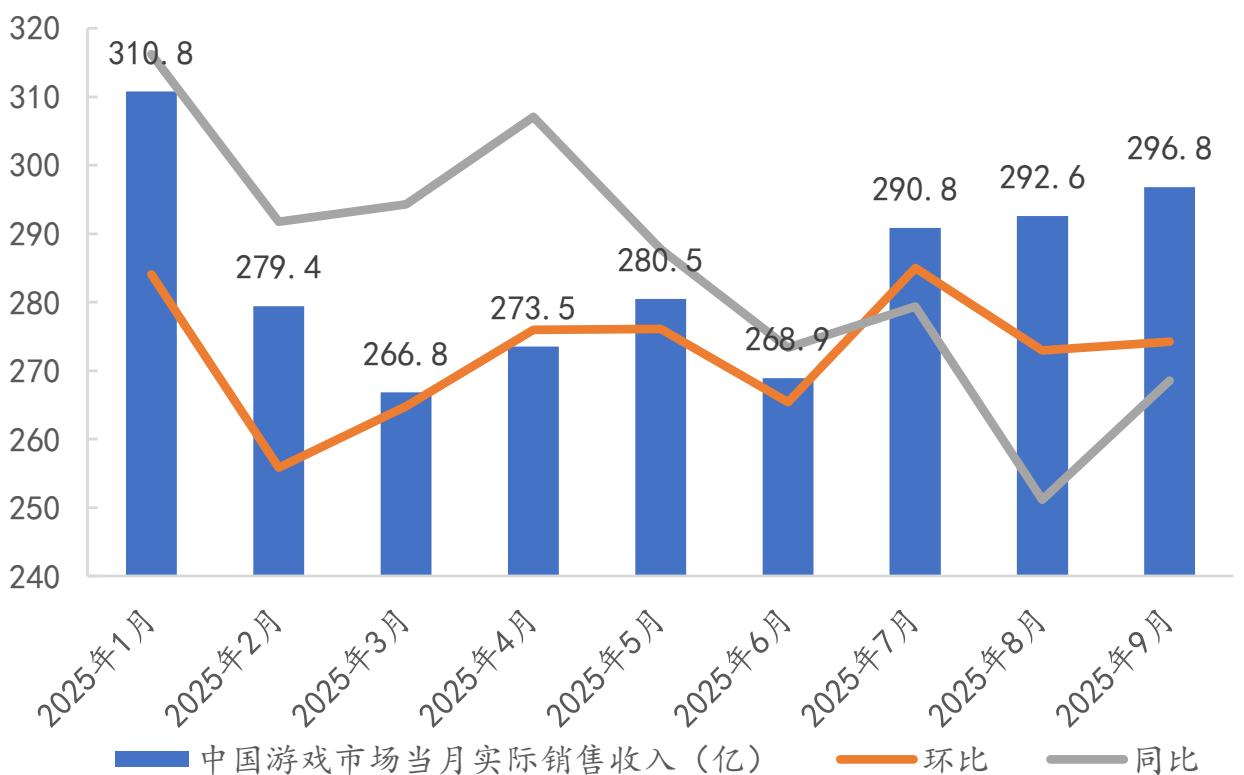
2025年以來，IP公司資本化加速。2024年卡游、布魯可分別在港交所遞表，2025年IP公司資本化進一步加速，1月布魯可上市，4月卡游再次更新招股書，5月以來，52TOYS、TOPTOY、金添動漫等紛紛遞交招股書。與此同時，上市公司也在加速設立IP子公司及IP業務矩陣。

3.6 游戏：市场规模稳步提升，市场下半年有明显复苏

整体来看，2025年前三季度中国游戏市场呈现“环比复苏、同比承压”态势，移动游戏市场累计收入1896.98亿元，第三季度整体市场收入880.26亿元（环比+6.96%，同比-4.08%），主要受去年同期高基数影响。上市公司新游上线节奏加快，头部企业新品表现亮眼成为增长核心驱动力，但不同产品间流水分化明显，部分新游仍处市场培育期。

2025年1-9月，中国移动游戏市场实际销售收入累计达1896.98亿元。从单月表现看，市场呈现“季度初高、季末稳”特征：1月受春节前置效应推动，收入达229.70亿元（同比+29.87%）；二季度后逐步企稳，7月环比增长6.36%至213.60亿元；三季度整体收入880.26亿元，环比增长6.96%，终结此前连续下滑趋势。

图：1月-9月中国游戏市场规模



图：伽马数据9月移动游戏流水测算榜前十

排名	游戏名称	游戏类型	发行商	2025年7—9月全平台流水测算（亿元）
1	王者荣耀	MOBA类	腾讯游戏	20.0
2	和平精英	射击类	腾讯游戏	18.0
3	三角洲行动	射击类	腾讯游戏	15.0
4	金铲铲之战	自走棋	腾讯游戏	12.0
5	无尽冬日	策略类（含SLG）	点点互动	10.0
6	地下城与勇士：起源	动作类	腾讯游戏	8.0
7	梦幻西游	角色扮演类	网易游戏	6.0
8	穿越火线：枪战王者	射击类	腾讯游戏	5.0
9	火影忍者	角色扮演类	腾讯游戏	3.0
10	恋与深空	剧情互动	叠纸游戏	2.0

数据来源：伽马数据、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：伽马数据、国元证券经纪（香港）整理

3.7 游戏：当前市场特征分析，高景气延续

➤ 市场韧性显现：

游戏板块整体呈现“业绩高增+资金流入+政策利好”三重支撑，心动公司等个股因产品周期向上和AI赋能实现超额收益，成交额与换手率反映市场活跃度高。三季度整体市场环比复苏，但同比受2024年高基数影响下降4.08%，移动游戏仍为主要增长极。三季度市场环比增长主要依赖新游贡献，以及成熟产品（王者荣耀10周年、三角洲部队版本更新、原神新版本）版本更新。

➤ 政策环境宽松：

版号发放常态化（月均超140款）为行业提供稳定供给，头部重点产品获批，为2026年储备增量。产品结构升级：客户端游戏、小程序游戏成为新增长点，开辟轻量化变现路径。

➤ 重磅新游将密集上线：

2025年获批版号的腾讯《归环》、《王者世界》；网易《漫威争锋》；哔哩哔哩《三国：百将牌》；心动公司《RO2》等重点产品预计2026年上线，将对行业增长产生较强拉动。

➤ 成本控制能力提升：

买量成本上升背景下，头部公司通过精细化运营提升盈利水平，中小厂商在细分玩法上推陈出新。头部公司研发费用同比增长15%-25%，重点投向3A化、全球化及AI技术（如腾讯混元大模型优化NPC交互，网易AI生成场景素材占比超40%）；行业整体研发费用率维持15%-20%，效率提升推动三季度板块净利率突破20%。

3.8 游戏：新品驱动行业增长，版号发放数量充足

➤ 市场结构特征

用户规模稳定：截至6月，中国游戏用户规模达6.79亿人，创历史新高，同比增长0.72%，但人均付费意愿受宏观环境影响略有波动。

移动游戏占主导：移动游戏占整体市场收入比重约74.59%（6月数据），客户端游戏表现亮眼，三季度收入同比增长19.88%，主要受益于《三角洲行动》、《燕云十六声》等新品带动。

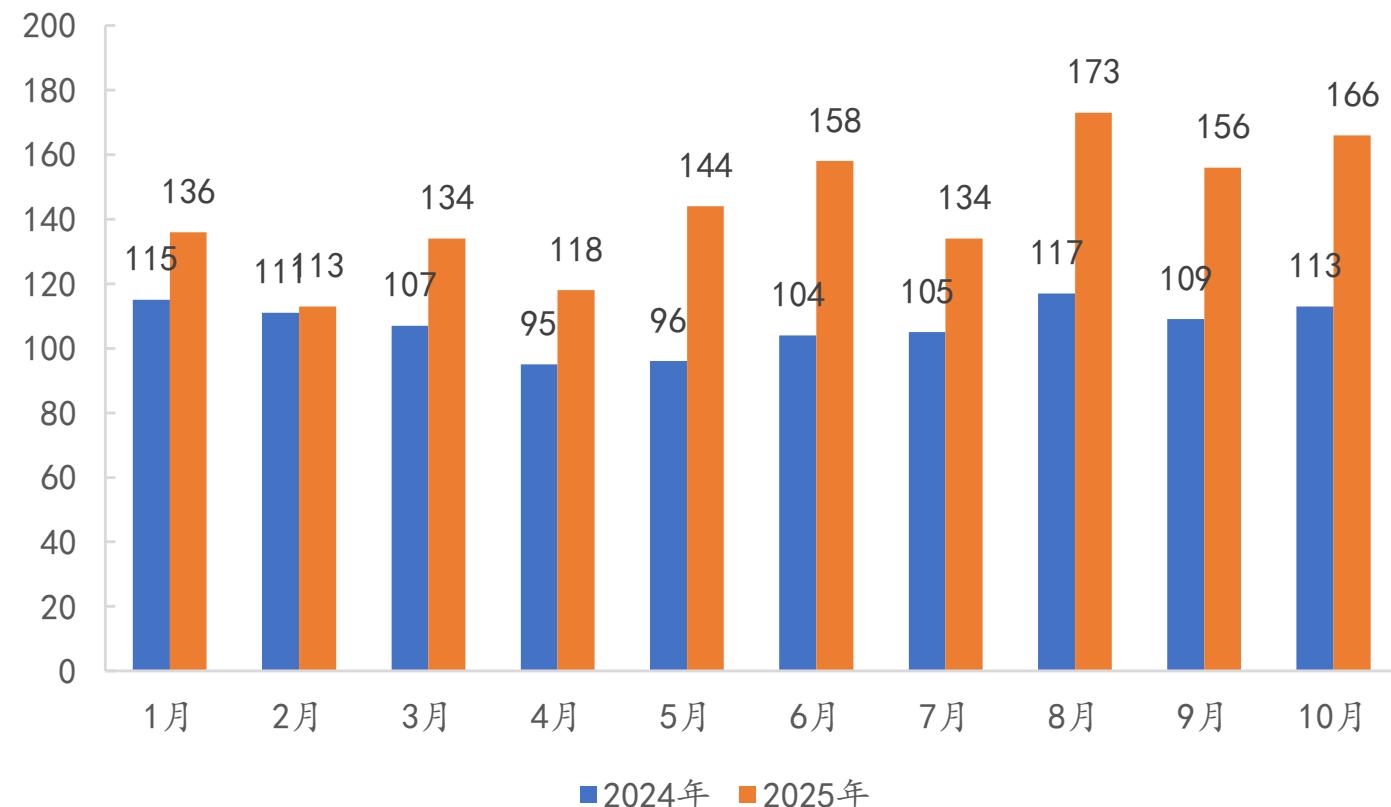
➤ 新游头部产品驱动增长，品类分化显著

2025年以来，游戏版号发放保持稳定增长节奏，1-9月累计发放1275款（国产1195款、进口80款），推动上市公司加快新品上线。

图：上市公司新游戏产品上市情况统计

上市公司	新游戏名称	上线时间	核心品类	上线后表现
吉比特	《杖剑传说（大陆版）》	2025年Q1	放置RPG	三季度流水7.42亿元，占公司当季营收37.7%；境外版上线2个半月流水达4.78亿元，推动公司境外收入同比增长239%。
吉比特	《杖剑传说（境外版）》	2025年7月	放置RPG	暑期DAU突破100万，iOS畅销榜最高位列TOP4，三季度推动公司营收同比增长115.63%。
巨人网络	《超自然行动组》	2025年1月	多人合作惊悚	9月上线后跻身iOS畅销榜前80，后续计划推出海外版本。
恺英网络	《奔纷王国》	2025年9月	休闲竞技	上线后销量突破300万份，Steam同时在线峰值超30万人，成为国产单机游戏年度爆款。
哔哩哔哩	《逃离鸭科夫》	2025年10月	单机俯视角PVE	处于市场影响力建设初期，尚未形成显著收入贡献
金山软件	《解限机》	2025年Q3	科幻机甲TPS	

图：游戏版号发放数量有明显提升



数据来源：WIND、伽马数据、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：国家新闻出版署、国元证券经纪（香港）整理

目 录

- 1、年度行情回顾及板块估值分析
- 2、互联网板块：AI商业化进入深水区，侧重商业化应用落地
- 3、文娱板块：文娱创新效率并重，游戏版号供给充足
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、风险提示

4.1 投资建议

总体来看，近期港股市场呈现出显著的分化格局，科技、互联网板块与大盘走势出现明显背离。尽管从宏观数据上来看CPI/PPI数据呈现好转迹象，显示出通缩压力有所缓解，但数据公布后的市场反应却呈现没有延续上半年的上涨势头，反映出投资者对经济复苏持续性的担忧并未消除。另外美联储利率政策也呈现鹰派倾向，市场对未来降息预期出现分化，市场波动加剧。

展望后市，一方面，内地经济数据改善未能转化为成长股的估值支撑；另一方面，美联储政策的不确定性导致南向资金流入放缓，而科技股作为对流动性高度敏感的板块首当其冲。这种结构性疲软进一步削弱了投资者对互联网科技行业盈利前景的信心。因此互联网板块未来修复将取决于中美政策预期的同步改善、AI等创新业务商业化落地的实质性进展，以及南向资金回流带来的流动性支持。在当前估值持续回调的背景下，板块已逐渐回归合理区域，持续抗下行压能力得到提升，但趋势性反转仍需等待更明确的经济复苏信号和政策催化。

因此我们认为2026年互联网文娱板块投资标的应该仍然围绕着AI应用服务落地、高品质游戏研发及强IP运营来进行布局。

4.2 互联网板块推荐标的

连连数字 (2598.HK) (已覆盖)

公司提供跨境数字支付服务及增值服务，以赋能全球贸易活动，提高资金与信息的流动效率。相信中国跨境支付行业将持续受到中国供应链出海的红利。连连数字是一家受益于快速增长的跨境电商市场的基础设施提供商，其优势在于公司已经基本拿到目前绝大多数电商发展国家的支付牌照许可，同时与美运、中海运有成立子公司提供供应链金融及物流服务，能够打造一体化的支付解决方案，市场口碑较好，未来收入能够持续保持增长。

金山云 (KC.O) (已覆盖)

金山云近几个季度增长持续提速。收入提升主要得益于AI基础设施与产品的持续升级，特别是来自人工智能相关客户的收入增长。金山云在公有云中大力推进智算云扩展，并在行业云中布局人工智能与行业融合的战略基础，这两方面均取得显著成效，推动营收再上台阶。金山云不仅在收入端表现强劲，盈利质量也显著提升，经调整净利润首次转正。金山云作为金山集团及小米集团推进AI浪潮背景下受益企业，凭借其在人工智能与云计算领域行业竞争力，其公司增长潜力将被市场持续验证。

浪潮数字企业 (596.HK) (已覆盖)

浪潮数字企业作为国资背景的ERP龙头，公司已服务86家央企（渗透率86%）、210家中国五百强企业（渗透率38%），未来业务通过向云转型驱动增长与盈利改善。当前在国产化、云化、智能化趋势明确，国产一线ERP厂商有望受益。公司以PaaS底座iGIX+原生应用GSCloud的产品组合巩固央国企基本盘，通过老客户上云、新客户推广以及AI模块增购扩大单客价值，因此未来业绩具备增长潜力。

4.3 文娱板块推荐标的

阅文集团 (772.HK) (已覆盖)

公司拥有庞大的内容IP，同时自身IP升维能力也在不断提升，进行跨产品形态的联动，从文学作品到动漫到影视剧和游戏、周边相互协作，释放最大化的商业价值潜能。当前文化娱乐市场已经全面复苏，同时AI大模型技术应用将大幅提升行业产能，阅文集团将在这一大趋势下成为主要红利受益者。公司上半年业绩超预期增长，看好公司强大的发展潜力。

名创优品 (MNSO.HK) (已覆盖)

公司宣布全球化战略升级至“出海2.0”，希望成为全球第一IP设计零售集团，目标到2028财年的收入年复合增长率不低于20%，每年新增900至1100家门店，全球门店数量翻番，IP产品占比超50%。公司通过融合IP设计和零售，同时基于产品高性价比优势基础上，从品牌、渠道和产品维度进一步提升品牌价值。同时名创依托国内供应链优势和经营经验积极出海，在海外市场深化本土运营，优化产品结构，推动代理模式转直营，潜在成长空间广阔。

哔哩哔哩 (BILI.US) (已覆盖)

公司通过“社区生态护城河+商业化效率提升”双重共振实现商业化提速。一方面，其根植于Z世代的社区粘性与文化基因构成了难以复制的竞争壁垒；另一方面，近年来从“依赖游戏”到“广告+增值服务+游戏”多元驱动的业务转型，叠加AI技术赋能，已实现盈利拐点并持续优化，逐步从“烧钱换规模”转向“规模换利润”，长期成长路径清晰。游戏业务受去年《三国：谋定天下》高基数影响，但新游《逃离鸭科夫》全球销量破300万份，后续储备游戏（如《三国：百将牌》）有望带动反弹。广告业务受益于AI赋能（智能投放提升eCPM、AIGC素材占比超55%）与垂类拓展有望成为第一增长引擎。

布鲁可 (325.HK) (未覆盖)

公司在拼搭角色类玩具细分赛道，在IP矩阵、产品开发及渠道建设等方面具备较强竞争优势，丰富的IP矩阵及强大的产品开发能力构筑了公司最大的护城河，公司可以通过不同的IP组合迎合不同目标客群和不同市场的消费需求。另外公司凭借强大的产品设计和开发能力为每个IP打造出个性化和定制化的产品，满足消费者对不同IP的心理需求，并持续进行迭代和快速上新。另外，公司在渠道和供应链方面也有较为完善的布局，业绩有较大增长潜力。

目 录

- 1、年度行情回顾及板块估值分析
- 2、互联网板块：AI商业化进入深水区，侧重商业化应用落地
- 3、文娱板块：文娱创新效率并重，游戏版号供给充足
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、风险提示

5. 风险提示

- 宏观经济波动风险；
- 消费复苏进度低于预期风险；
- AIGC商业化进程不及预期；
- 互联网技术突破导致竞争加剧等；
- 宏观政策不及预期风险。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司

香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼

电话：(852)37696888

传真：(852)37696999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>