证券研究报告

行业专题报告

2026年1月30日

分析师刘笑瑜

证书编号S1080525070001

AI 重构传媒链条——入口、分发与内容的再定价

www.firstcapital.com.cn
本材料可能含有特权或未公开信息（含保密信息），任何未经第一创业授权之阅读、使用、披露或转发均被禁止

第一创业 FIRST CAPITAL

目录

Contents

01 核心观点&风险提示

02 AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

03 流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

04 内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

05 子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

第一创业 FIRST CAPITAL

/01

核心观点&风险提示

核心观点&风险提示

- 流量入口正在从搜索框、信息流向 GEO 和 Agent 迁移，广告从“买展示、买点击”逐步走向“买任务完成、买成交”。在这一过程中，掌握搜索/社交入口、具备 AI 化广告产品矩阵的平台与广告技术公司，更容易承接预算再分配。
- 短剧与 AI 漫剧在 AI 工具加持下实现制作周期和成本的断崖式下降，叠加出海放量，已经从“买量生意”演变为平台内容结构和 IP 运作的重要支点。更大概率看，中期会继续贡献传媒板块中高增的内容收入与广告库存。
- 游戏、平台、广告技术三大子赛道的 AI 化程度与业绩弹性差异明显：游戏处于“内容周期 + AI 效率”的高 Beta 位置，平台体现为广告效率提升带来的稳健盈利修复，广告技术与综合营销服务则处于“高增速、高波动”的高弹性端。
- 未来 1–3 年更关键的是跟踪几组数据：AI 相关业务收入占比、短剧/漫剧与出海产品的流水与投流 ROI、程序化广告平台的营收与利润增速，以及板块估值在不同情景下与业绩增速的匹配度。整体而言，AI 对传媒的影响更接近“效率提升 + 新业态扩容”，而不是一次性主题交易。

风险提示

- 上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、下游需求不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

第一创业 FIRST CAPITAL

/02

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

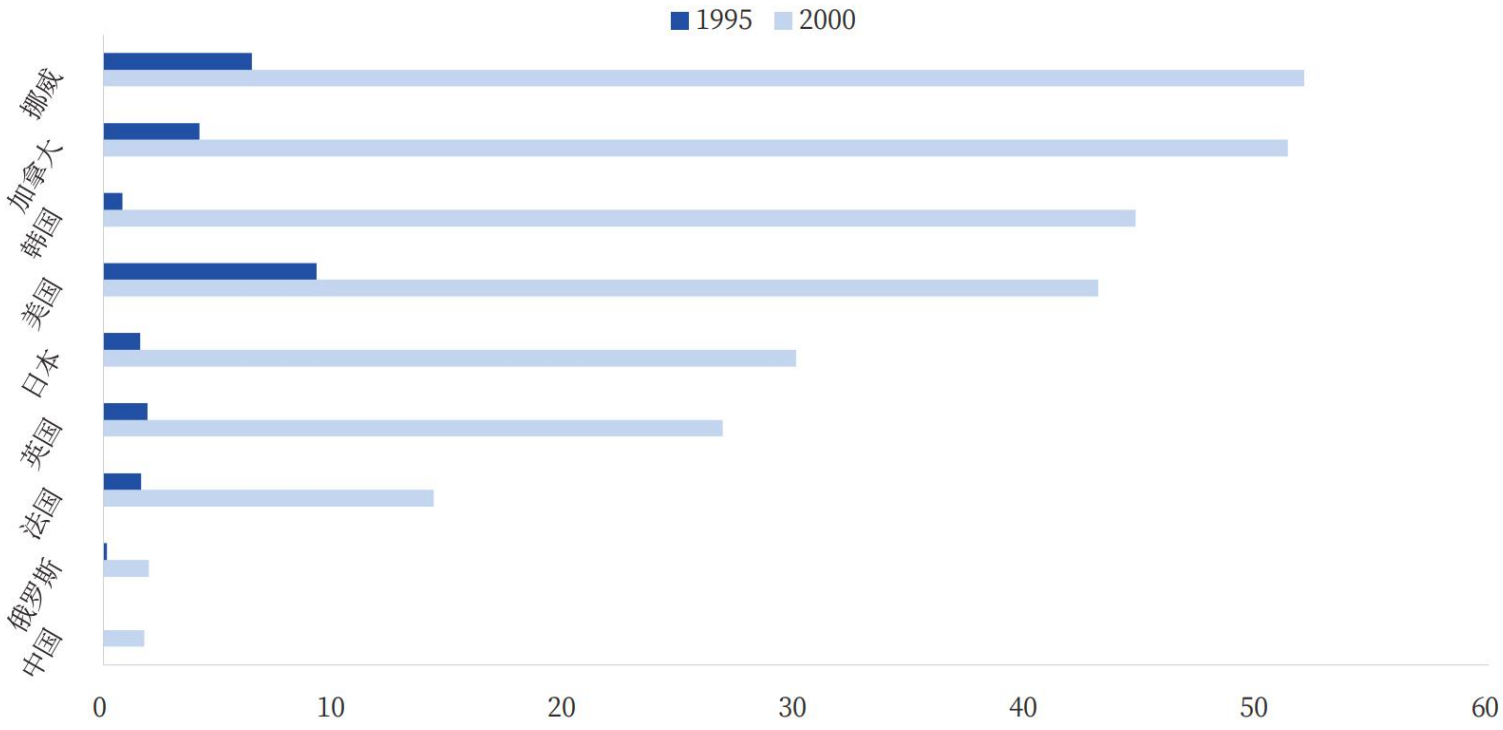
上一轮互联网泡沫的关键特征与演进

- 1990 年代中后期，全球互联网用户占总人口比重快速提升，典型发达国家在 1995–2000 年间渗透率显著爬升，推动互联网公司收入与用户数同步高增。
- 在这一阶段，市场的主要定价逻辑是“用户规模 + 市场空间”，盈利不被严格约束，估值容易沿着乐观预期不断抬升。
- 1999–2000 年，纳斯达克指数在短时间内大幅拉升，明显偏离传统盈利与现金流指标，而道琼斯工业指数的表现则相对稳健，反映出“成长股与价值股”的巨大分化。
- 大量缺乏稳定盈利模式的互联网企业上市，资本市场出现明显的“以亏损换规模”定价，流动性推动的成分远超基本面。

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

1995 和 2000 年世界部分国家互联网用户比总人数情况（%）



资料来源：世界银行

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

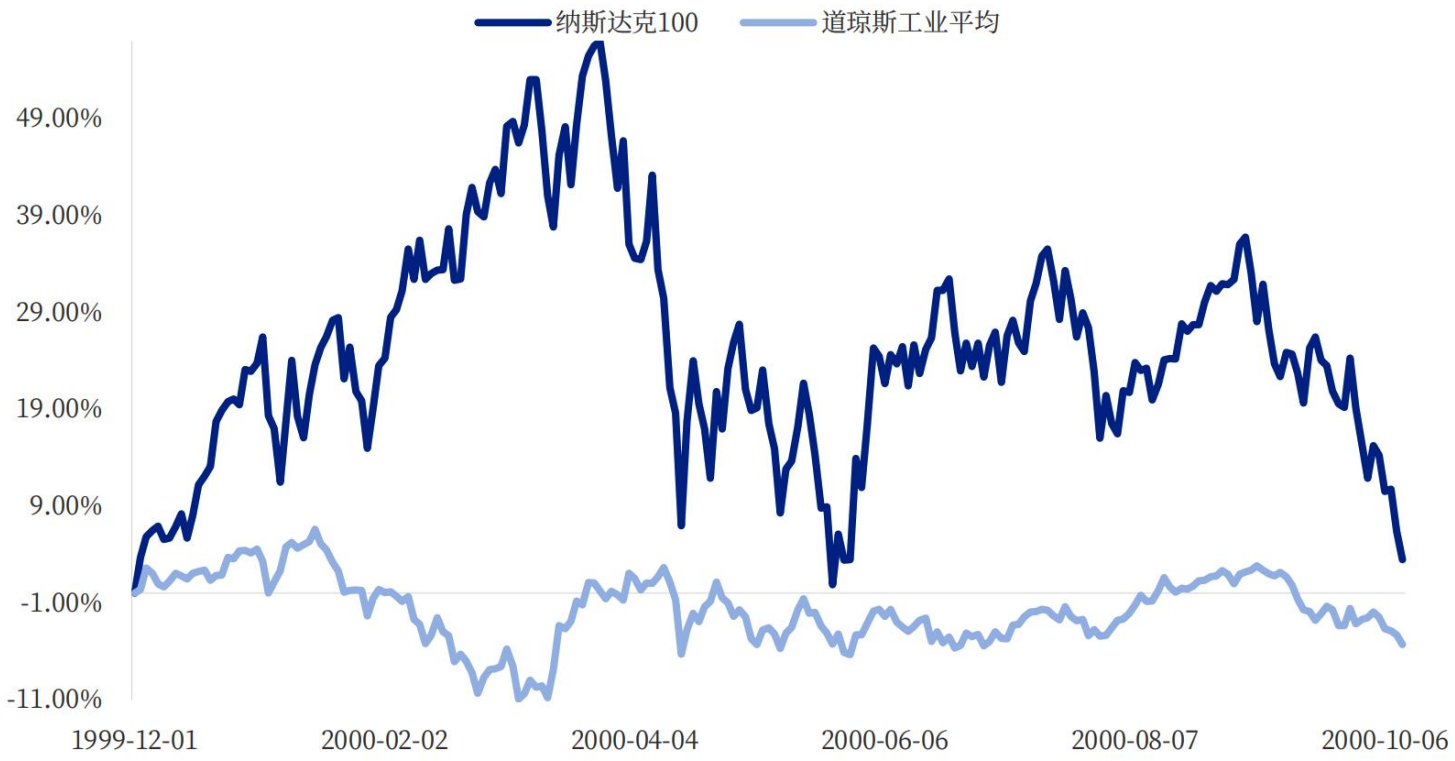
盈利质疑、风格切换、泡沫破裂与系统性出清阶段

- 随着企业亏损持续放大、基础设施过度投资等问题暴露，市场开始从“用户数”转向“盈利与现金流”的考核，资金逐步从互联网成长股回流至传统价值股。
- 这一阶段，具备真实技术优势和可验证盈利路径的互联网公司仍然获得资本支持，而缺乏基本面的“伪科技股”被明显淘汰。
- 2000–2002 年，纳斯达克指数经历深度下跌，估值回到更合理区间，互联网企业中只有一小部分穿越周期。
- 事后来看，此轮泡沫并未改变互联网长期渗透趋势，但极大重塑了行业竞争格局和资本市场的定价方式。

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

1999年12月-2000年10月美股大盘指数对比



资料来源：wind

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

当前 AI 周期与互联网泡沫的差异

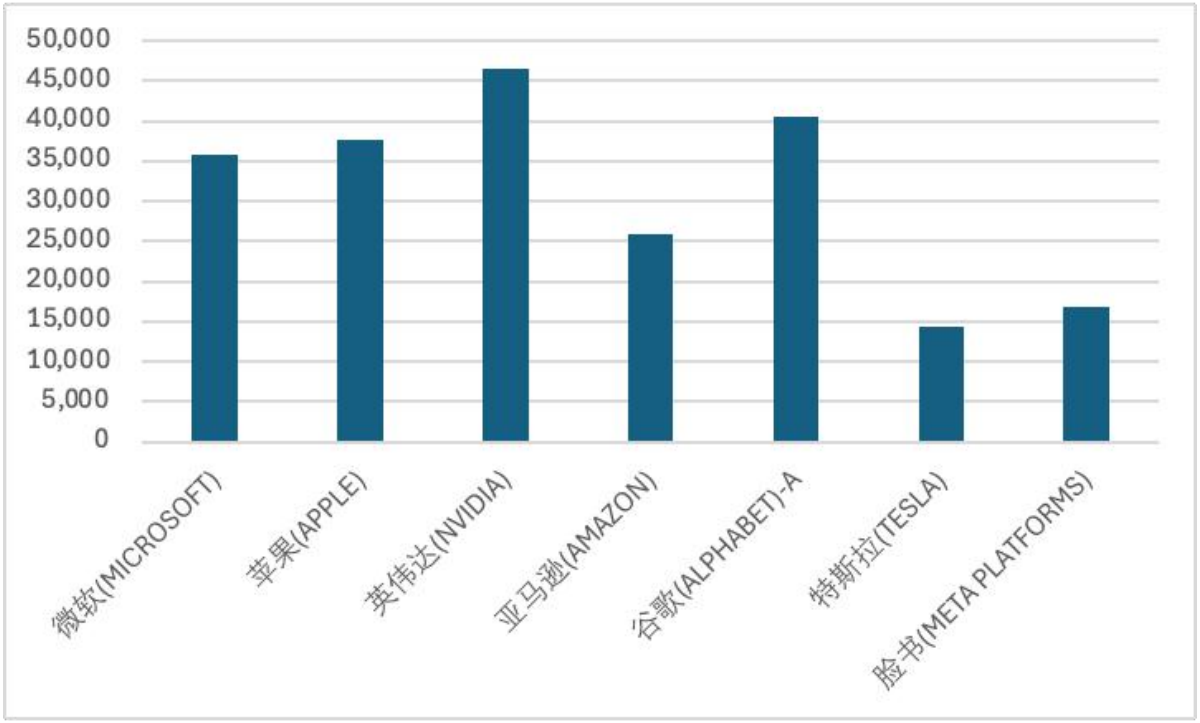
1）资金更集中于成熟企业，现金流约束更强

- 从美股看，本轮 AI 浪潮的直接受益者高度集中在以“七巨头”为代表的大型科技公司，这些公司在 AI 浪潮前就已拥有可观的收入规模和经营性现金流。
- 相关图表显示，七巨头的市值占比与经营性现金流体量非常突出，而传统意义上的“故事型小票”在市值和成交上的占比明显低于当年互联网泡沫时期。
- 这意味着资本市场对“基础设施型公司”的偏好更强，对“烧钱换规模”的耐受度更低。

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

美股MAG7七巨头市值（单位：亿美元，截止2026-1-28）



资料来源：wind

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

技术与商业模式验证相对更同步

- 本轮 AI 浪潮中，大模型和多模态能力的突破，与云计算、GPU 硬件、数据中心基础设施等长期投资相互支撑。

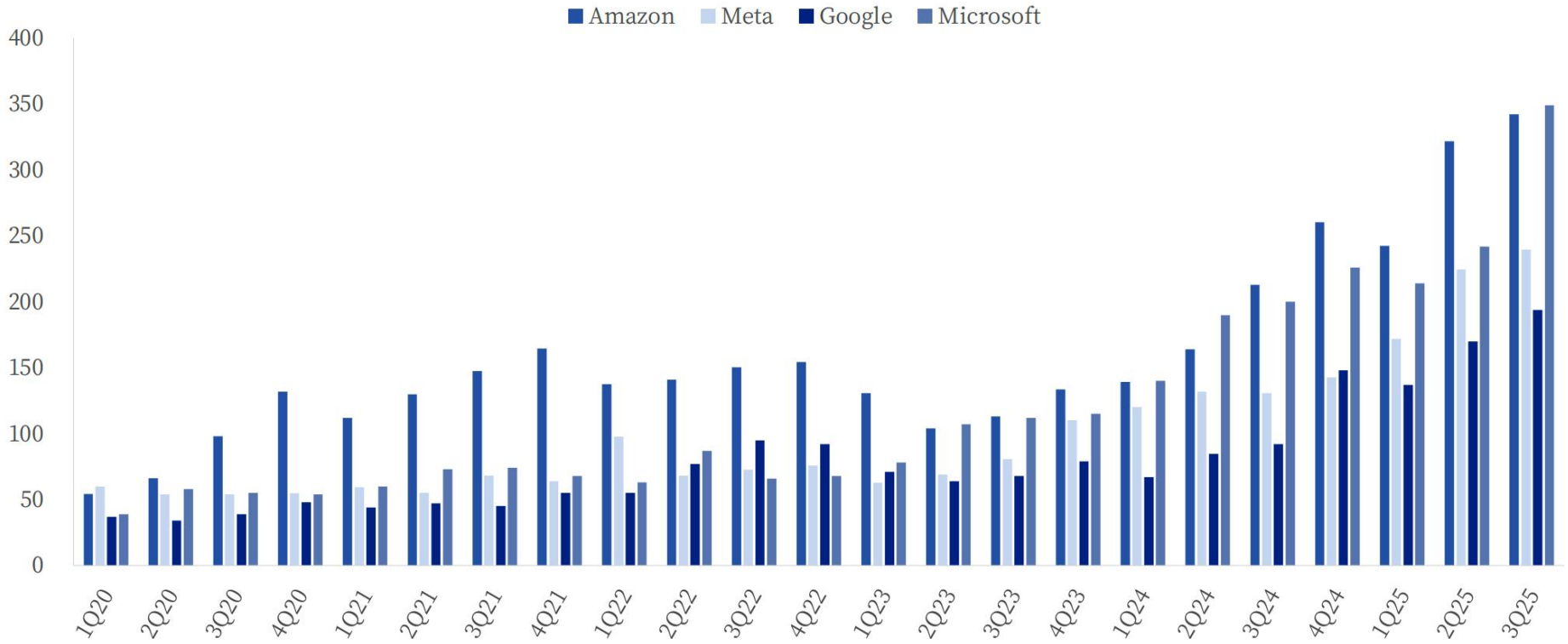
- 资本开支和研发费用增速显示，互联网巨头在 2024–2025 年明显加大对 AI 相关基础设施和研发的投入，但同时保持了较好的盈利与现金流质量，并未出现大规模“亏损换增长”的情况。

- 在此基础上，AI 已经体现在多条业务线的商业化上：云服务的 AI 训练/推理收入、AI 加持的广告产品、AI 工具订阅等，而非单一且遥远的远期故事。

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

美股互联网龙头的资本开支状况（单位：百万美元）



资料来源：wind

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

应用端落地速度更快、范围更广

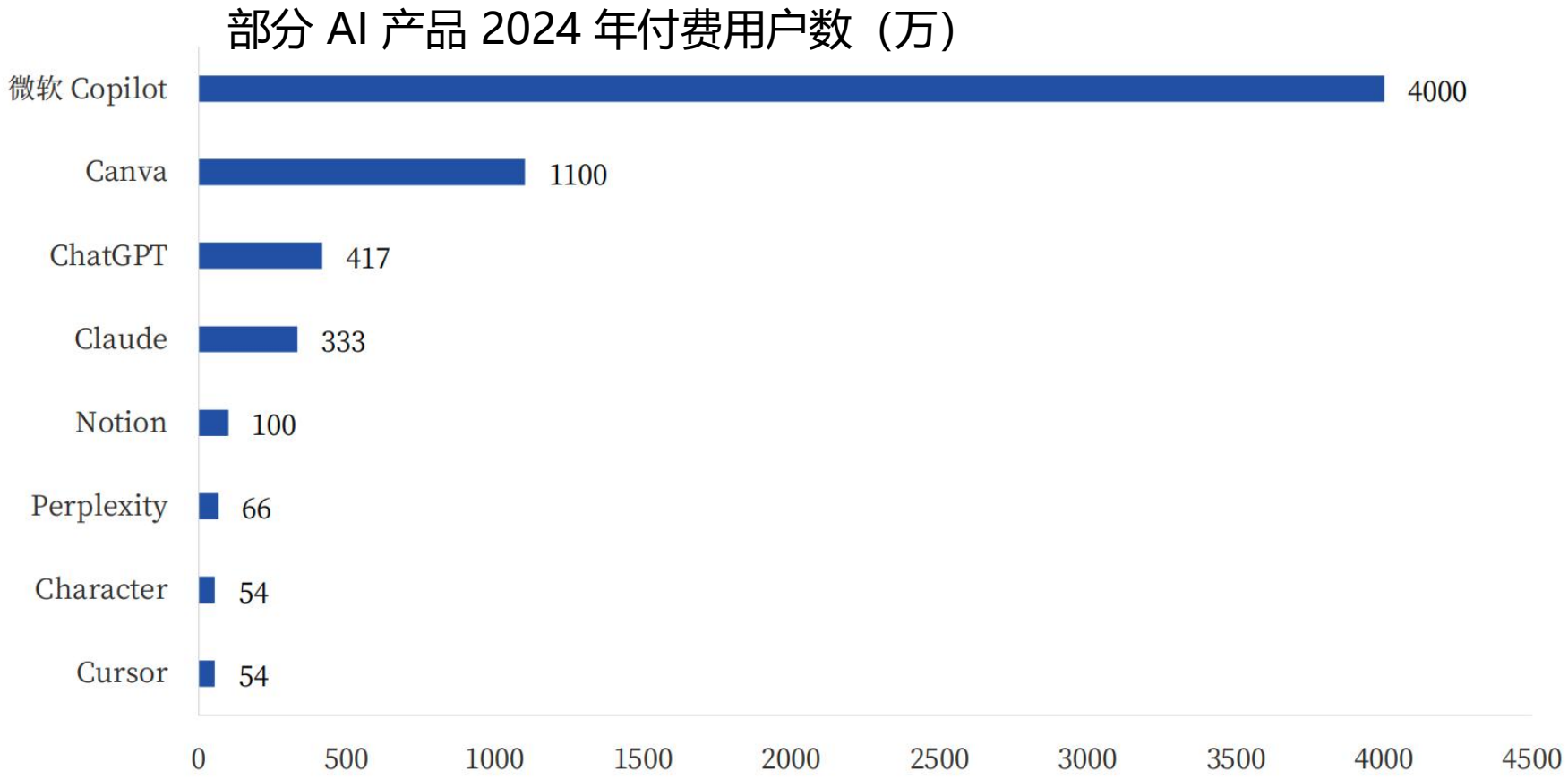
- 互联网早期的应用场景相对单一，以信息浏览和简单电商为主，而当前 AI 的应用已经渗透到搜索、内容生产、营销、办公、设计、编程等多个高频场景。

- AI 产品榜的数据表明，部分头部 AI 产品在 2024 年已经积累了可观的付费用户数；同时，主流 AI 应用的 MAU 在 2024–2025 年间持续抬升，说明用户黏性和商业化潜力正在强化。

- 在传媒行业内部，短剧、漫剧、游戏、内容生产工具与 AI 的融合进度，已经远超当年互联网早期的“试验性产品”阶段。

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”



资料来源：AI产品榜

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

传媒板块经历了情绪退潮后进入业绩兑现期

- 从 2025 年以来的行业表现看，传媒在全 A 行业中曾一度领涨，随后伴随 AI 概念降温与交易拥挤度抬升，板块出现了明显回调与分化。
- 从申万传媒二级行业涨跌幅的统计可见，内部分化非常显著：受益于 AI 内容、AI 营销和出海的子方向持续相对强势，而缺乏明确业绩弹性的子行业则回吐了相当部分涨幅。
- 这类走势通常对应“故事阶段结束、进入基本面筛选”的位置。

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

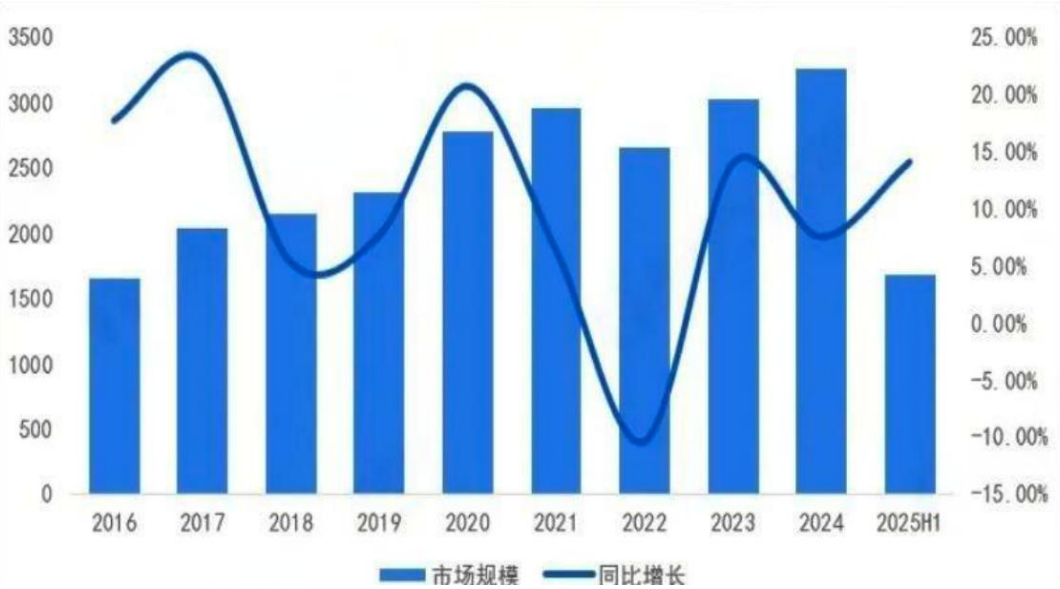
业绩与现金流：AI 相关业务开始反哺报表

- 传媒公司在 AI 内容、广告技术、云业务、SaaS 工具等方向上的收入已经开始体现到财报中，虽占比尚不算极高，但增速明显高于传统业务。
- 游戏、短剧/漫剧、跨屏广告、内容出海等方向，已经形成可观的流水和利润，对于板块整体的估值底线提供了实质支撑。
- 与此同时，AI 项目本身的成本结构在逐步改善：算力成本通过自建/云服务议价下降，模型推理效率提升，工具产品可以摊薄研发费用，整体经营杠杆有释放空间。

第一创业 FIRST CAPITAL

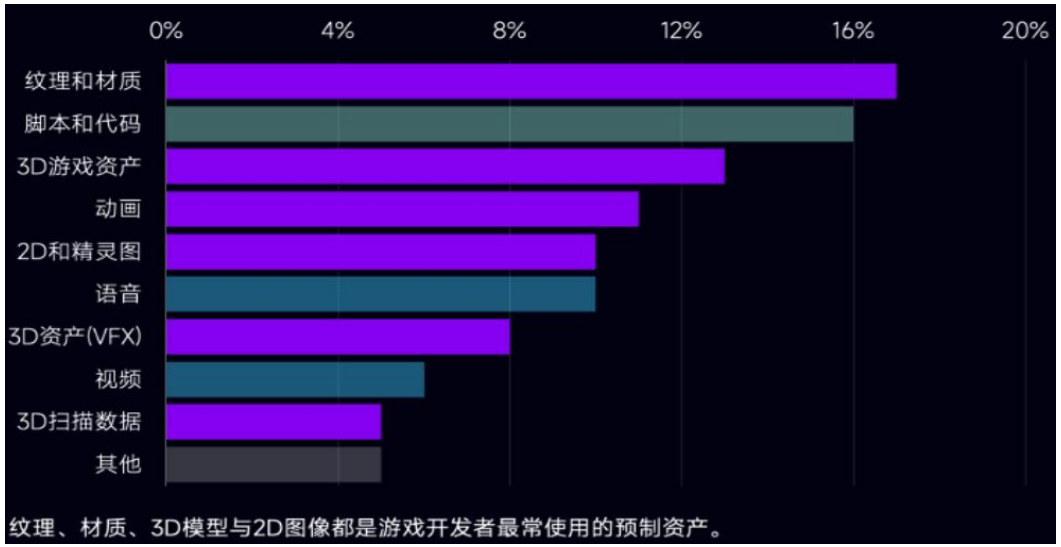
AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

中国游戏市场规模（单位：亿元，%）



资料来源：游戏工委、前瞻产业研究院

AI对游戏创作工作产生的积极影响



资料来源：量子位

第一创业 FIRST CAPITAL

AI 浪潮与传媒板块：从“理性泡沫”到“务实增长”

估值与预期：从“纯预期”转向“验证+再定价”

- 目前传媒板块整体估值已从 AI 概念高点有所回落，但核心子赛道的估值仍处于相对偏上水平，隐含了对未来 2–3 年持续高增的预期。

- 在这一阶段的重点将不再是去寻找更早提 AI 概念的公司，而是判断哪些公司在 AI 内容与营销应用上已经进入了规模化运营+正向现金流的阶段，哪些公司仍停留在试点/概念验证的阶段，短期可能难以贡献业绩。

- 未来的趋势更大概率会演变为行业整体呈现温和增长，个股间的分化加大，具备内容/IP、技术和出海能力耦合的方向更有望实现“估值+业绩”的双重修复。

第一创业 FIRST CAPITAL

/03

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

流量入口的三次迁移：从搜索到社交，再到 AI 平台

1、PC 时代：搜索引擎是绝对入口

- 在 PC 互联网阶段，用户获取信息、比较商品、浏览内容，主要依赖搜索引擎和门户站点。广告形态以搜索文字链、展示广告为主，品牌通过关键词竞价与投放位置来获取流量。
- 这一阶段，搜索广告在整体网络广告中的占比维持在较高水平，是最核心的商业化模式之一。

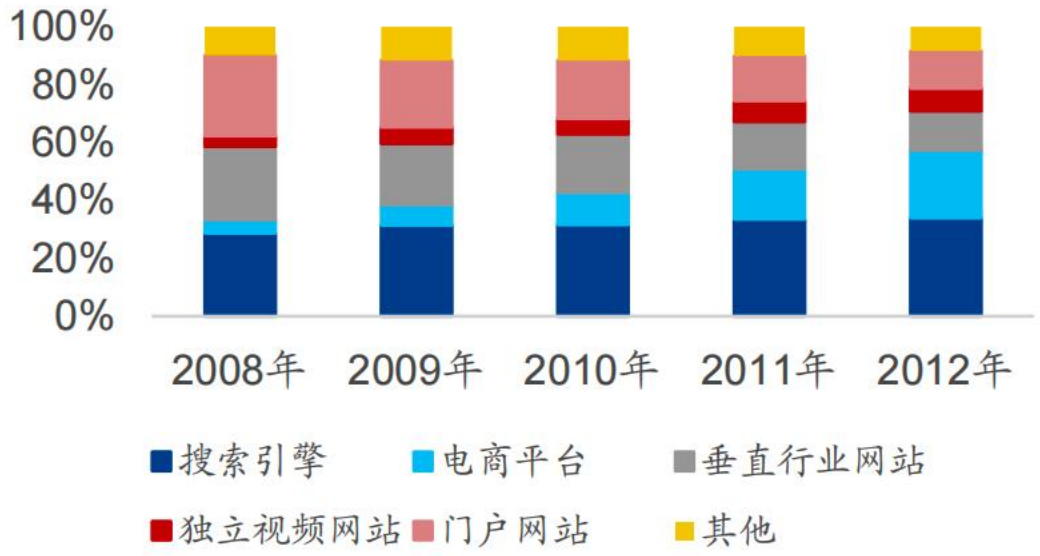
2、移动互联网时代：超级 APP 和信息流成为主战场

- 随着智能手机普及，流量入口从浏览器和搜索引擎下沉到社交、短视频、电商等超级 APP。
- 从网络广告结构变化看，中国网络广告的结构已经明显偏向短视频、信息流、电商等场景，搜索广告份额在 2015–2019 年期内呈持续下行趋势。
- 与此同时，短视频和社交广告在 2019–2026E 的网络广告结构中占比持续提升，传统“固定文字链+搜索引擎广告”的权重进一步被压缩。

第一创业 FIRST CAPITAL

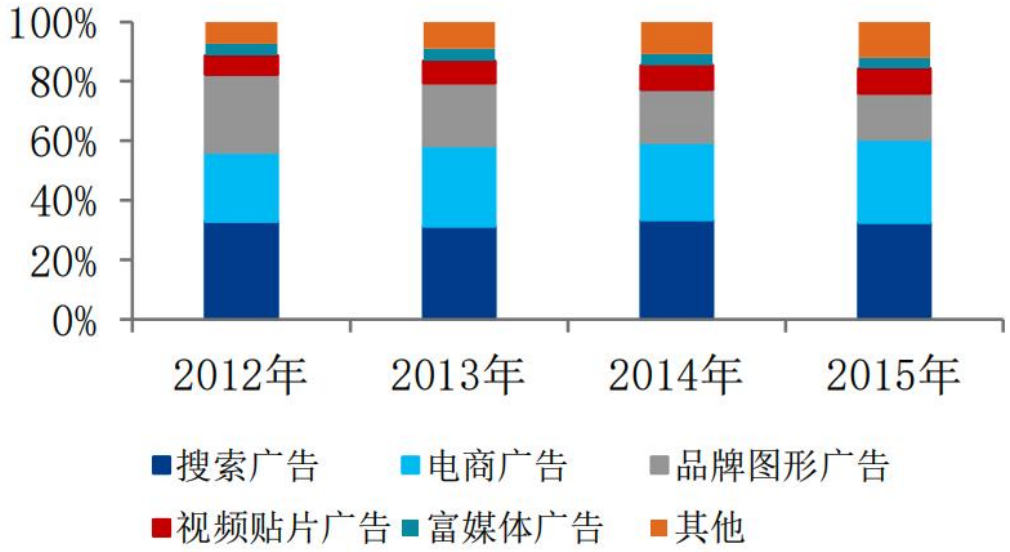
流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

早期中国网络广告市场结构（08-12）



资料来源：艾瑞咨询

早期中国网络广告市场结构（12-15）

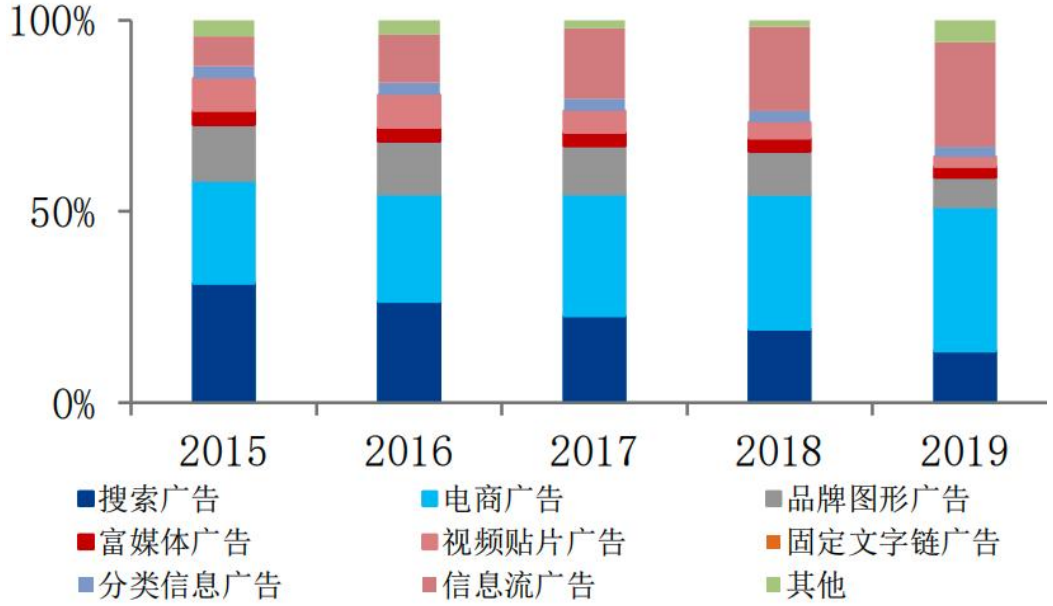


资料来源：艾瑞咨询

第一创业 FIRST CAPITAL

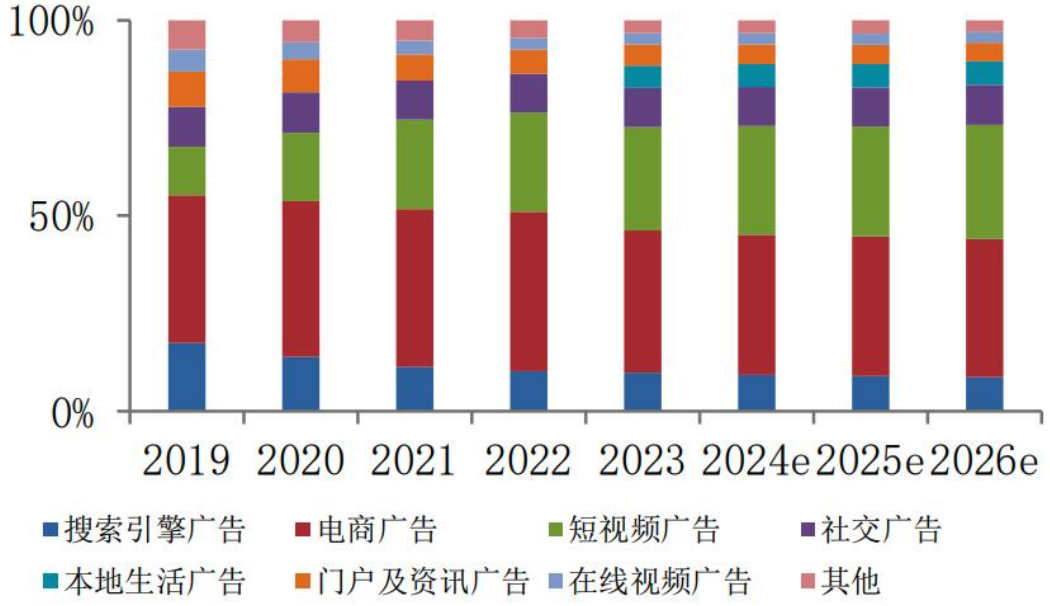
流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

早期中国网络广告市场结构（15-19）



资料来源：艾瑞咨询

早期中国网络广告市场结构（19-26e）



资料来源：艾瑞咨询

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

AI 时代：平台与 Agent 成为新的入口层级

- 在大模型和多模态能力成熟后，用户开始通过 AI 助手、智能体来完成“提问—搜索—过滤—决策—执行”全流程。
- AI为“下一代核心媒介”，与传统搜索和社交平台并列，甚至被视作更上层的“任务入口”。传统互联网平台则通过接入大模型，把搜索、资讯、社交、电商等原有场景“挂接”到 AI 层之下，用户更多与 AI 打交道，由 AI 再调度不同平台。

下一代的核心媒介：AI

资料来源：数局公众号

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

GEO 的本质：从“优化网页”到“优化被 AI 选中的答案”

1、传统 SEO/SEM 的优化对象与边界

- 传统搜索场景中，用户输入关键词，搜索引擎输出按“网页相关性+外链权重+用户行为”排序的结果列表。
- SEO 的核心是优化网页结构与内容，提高在自然结果中的排序；SEM 则通过竞价获取付费结果的曝光。
- 优化对象是“整站/网页”，衡量指标是点击率、排名、转化率等，内容生产和流量购买是相对分离的。

2、AI 搜索下的呈现方式与“答案层”的出现

- 在 AI 搜索或大模型问答中，用户看到的不再是十条蓝色链接，而是一段综合答案，里面可能引用若干来源。
- 对广告主来说，真正有价值的资源不再是“第一个自然结果”，而是“被 AI 选中、整合进回答里的那一部分内容”，并且要在合规前提下实现明确的品牌曝光。
- 这意味着优化对象从“网页/链接”变成了“知识片段/内容实体”，排序逻辑也从简单的关键词匹配扩展到“知识图谱+语义相关性+可信度”等更复杂维度。

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

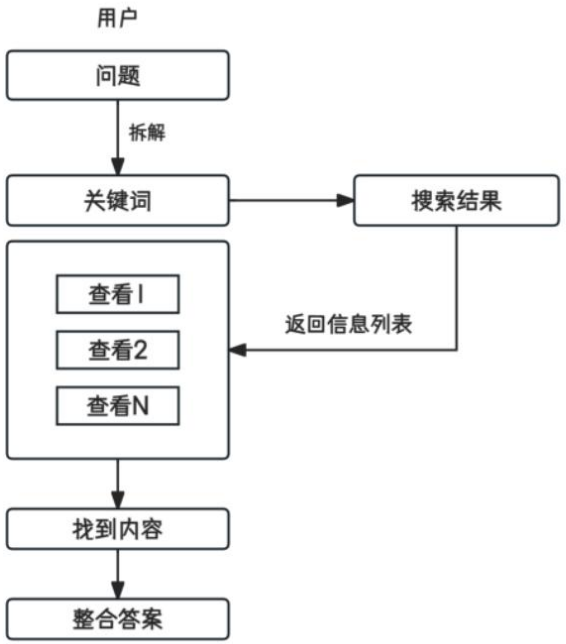
3、GEO 的定位：让品牌“出现在 AI 的答案里”

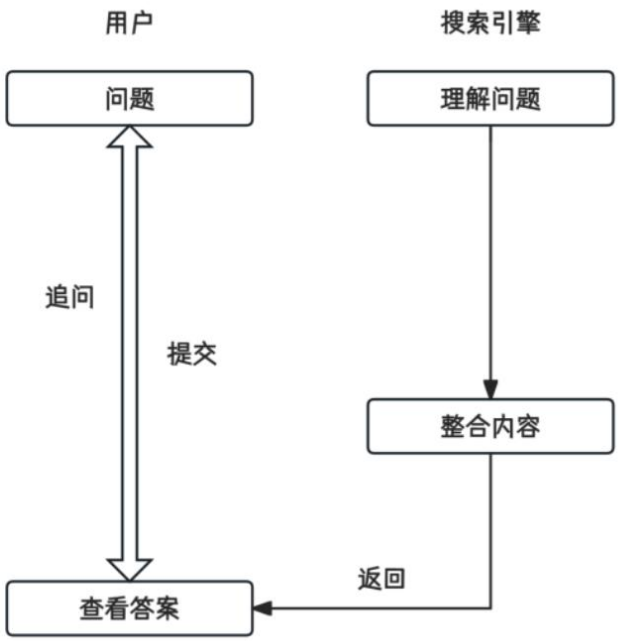
- 我对 GEO 的理解，可以概括为三点：
- 第一，目标是提高品牌或产品在 AI 答案中的出现频率和位置，而不仅仅是提高某个 URL 的搜索排序；
- 第二，优化颗粒度更细，既要设计面向大模型的知识结构（如问答对、事实片段），也要设计用户友好的内容形态（如详解、对比、案例）；
- 第三，和 AI 平台本身有更深的技术协同，需要理解其知识获取、检索增强、引用标注等机制，而不仅是传统的“关键词+外链”。

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

信息获取方式对比：传统搜索（左）与 AI 搜索（右）





资料来源：多鲸公众号

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

4、对广告与服务商的直接影响

- 从营销实践角度看，GEO 带来的变化主要集中在：
- 内容策略上，从“为算法写标题”转向“为模型写知识”，内容更加结构化、可抽取；
- 服务模式上，从“关键词投放+落地页优化”转向“AI 搜索可见性诊断+知识结构设计+多平台协同”；
- 结算方式上，更倾向在“AI 搜索/问答场景中的曝光+点击+转化”来建立闭环，而不仅是传统搜索结果页点击数。
- 在广告预算并未明显扩张的环境里，谁能率先适配 GEO 的逻辑，谁更有机会获得头部广告主的增量预算。

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

Agent：从“流量入口”变成“任务管家”

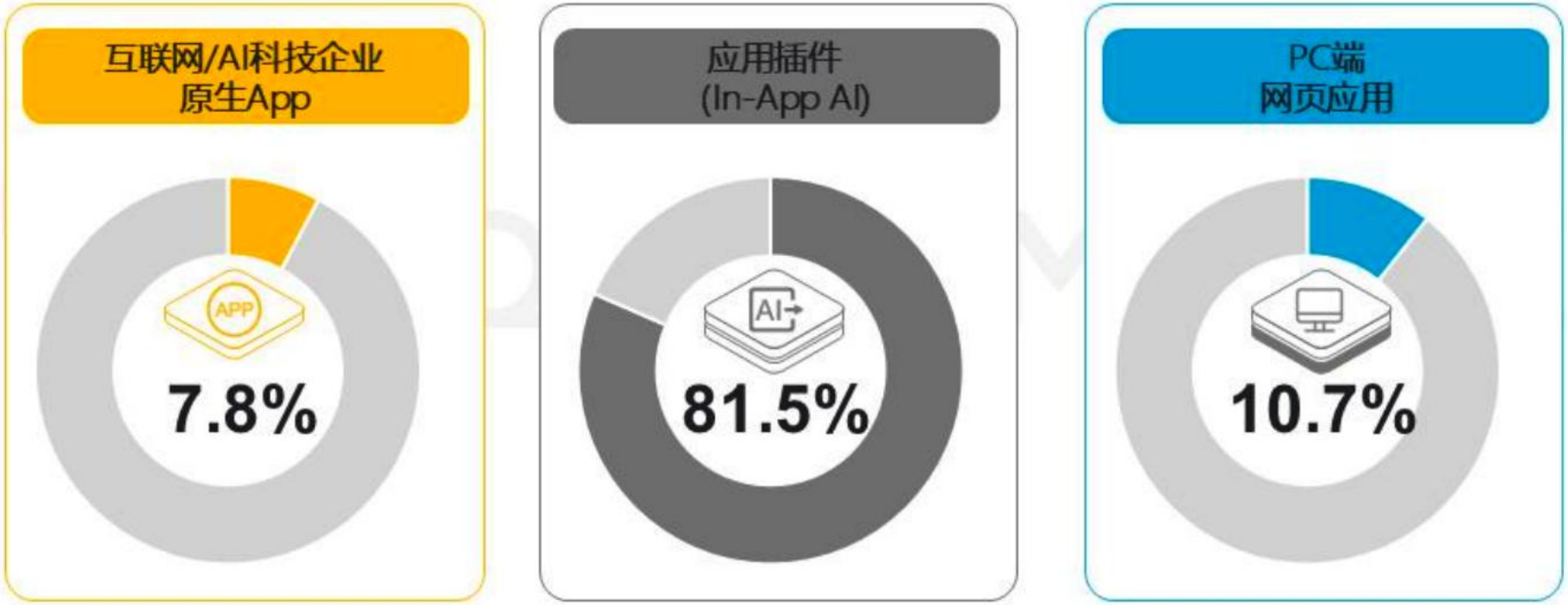
1、Agent 的核心功能：统一理解与执行

- 在现有研究中，Agent 通常具备三个关键能力：
- 对用户意图进行更深层的拆解，而不是只理解单一搜索指令；
- 根据任务需要调度多个工具或应用（如地图、电商、支付、文档等）；
- 将多步操作封装为一次对话，输出“已完成的任务”而非简单的搜索结果。
- 2025 年下半年新上线 AI 应用中，相当一部分已经具备“多工具协同”“面向具体场景”的特征，与早期的“插件式 AI”相比，更接近“系统级 AI/Agent”。这一变化意味着 AI 不再只是平台里的一个功能，而是用户与平台之间的“第一界面”。

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

2025 年下半年新上线 AI 应用分形态比例分布



资料来源：Questmobile

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

从“插件式 AI”走向“系统级 AI”

资料来源：Questmobile

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

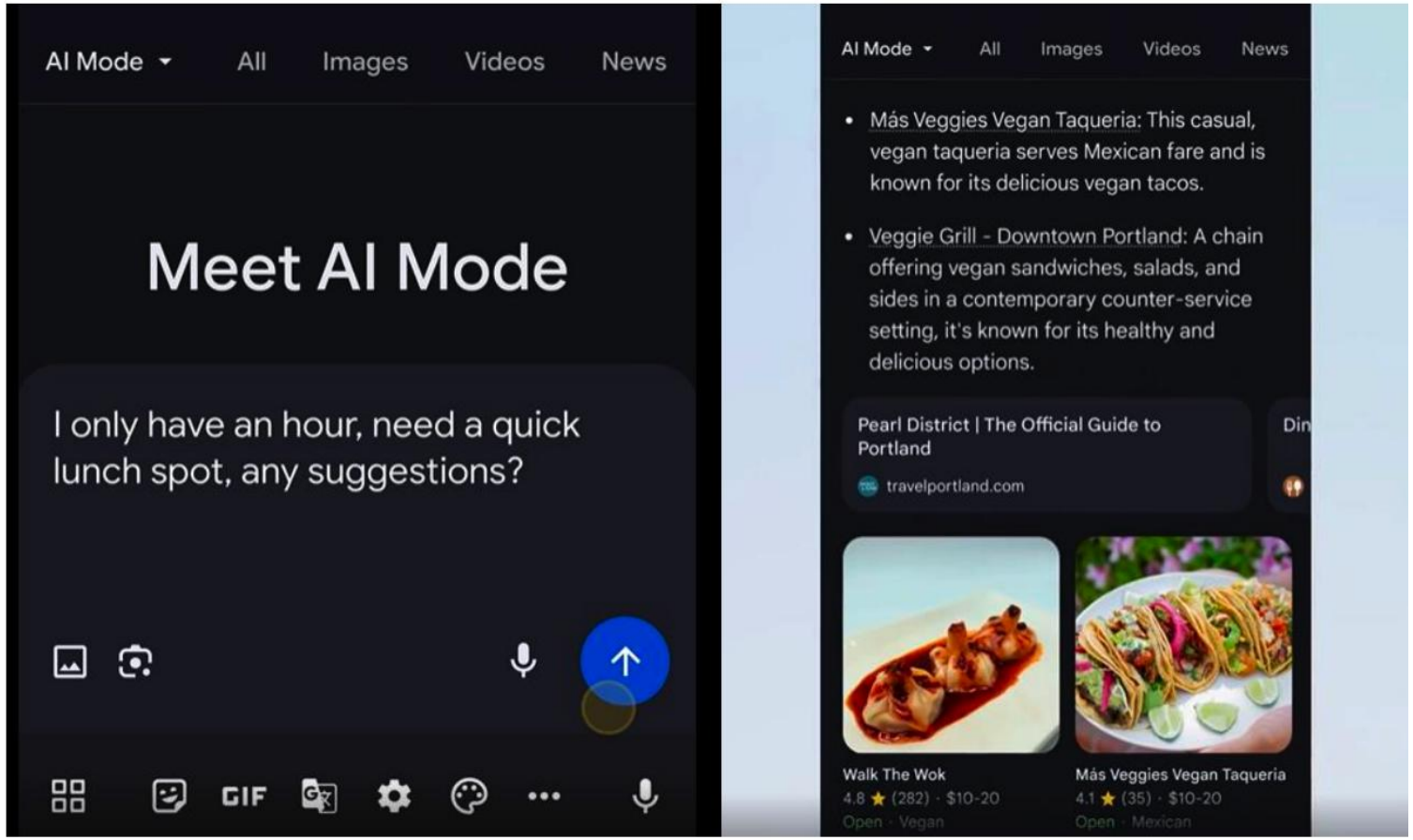
2、具体场景：搜索、电商、地图与内容消费

- 在实际产品形态中，Agent 已经开始渗透多个高频场景：
- 搜索场景：以谷歌搜索中的 AI Agent 功能为例，用户输入模糊意图，Agent 能推断出需求并生成整合方案，而非简单返回若干链接。
- 地图与本地生活：阿里“千问”接入高德地图，用户通过自然语言就可以完成路径规划、周边搜索、商户筛选等任务，减少多次操作。
- 电商比价与购物：豆包接入电商平台，可以实现跨平台比价和一键下单；在抖音商城场景中，Agent 能基于用户偏好做个性化推荐。
- 内容消费与资讯：AI 产品榜中的一些头部应用已经将搜索、资讯流、聚合订阅融合在 Agent 界面内，用户时长逐渐向“对话窗口”集中。

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

谷歌搜索的 AI Agent 功能



资料来源：LowCode 低码时代

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

3、广告视角下的 Agent：从“卖流量”到“卖结果”

- 从广告主的视角，Agent 带来的核心变化在于考核指标的迁移：
- 在传统模式下，投放更多围绕“展示量、点击率、到达率”等中间指标优化；
- 在 Agent 语境下，广告主更关心“任务完成情况”：例如完成一次线路规划、一次餐厅预订、一单电商下单、一份方案下载；
- 这意味着广告计费方式、更细颗粒度的转化归因以及与 Agent 的 API 对接，都会成为新的技术和商业化接口。
- 长期来看，广告预算更有可能从“买曝光”向“买任务完成/买成交”迁移，Agent 将在其中扮演“结果承包商”的角色。

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

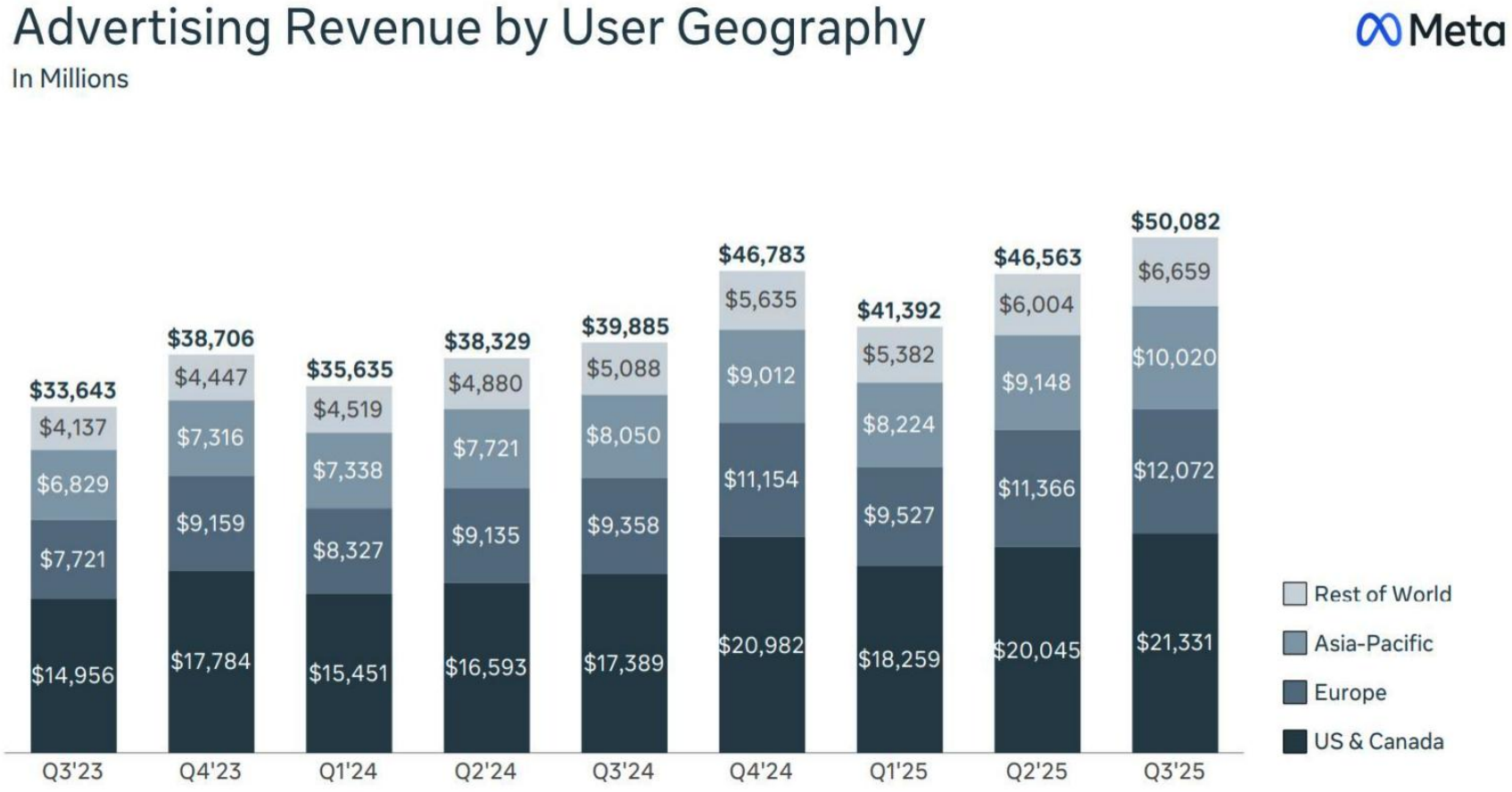
案例：Meta 的 AI 工具与展示量/单价拆分

- 2025 年三季度，Meta 广告展示量同比增速提升至 14%，DAP（APP 家族 DAU）同比增速提升至 7.6%。
- 展示量增速可以拆解为“用户规模增长 + 单用户广告展示次数增加”，其中后者与 Reels 时长提升和 AI 工具（如 Advantage+）优化投放效率密切相关。
- 25Q3 综合广告单价同比增速也较上一季度抬升 1 个百分点至 10%，与 ROI 提升后广告主愿意提高出价的逻辑相符。
- AI 工具一方面提升了广告投放对人群和内容的匹配度，带动广告主整体预算向 ROI 更高的平台集中；另一方面，通过对用户行为的细分和内容生成优化，平台能够在不显著损害用户体验的前提下增加展示机会，从而实现“量价齐升”。

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

Meta 广告收入及分地区收入（单位：百万美元）

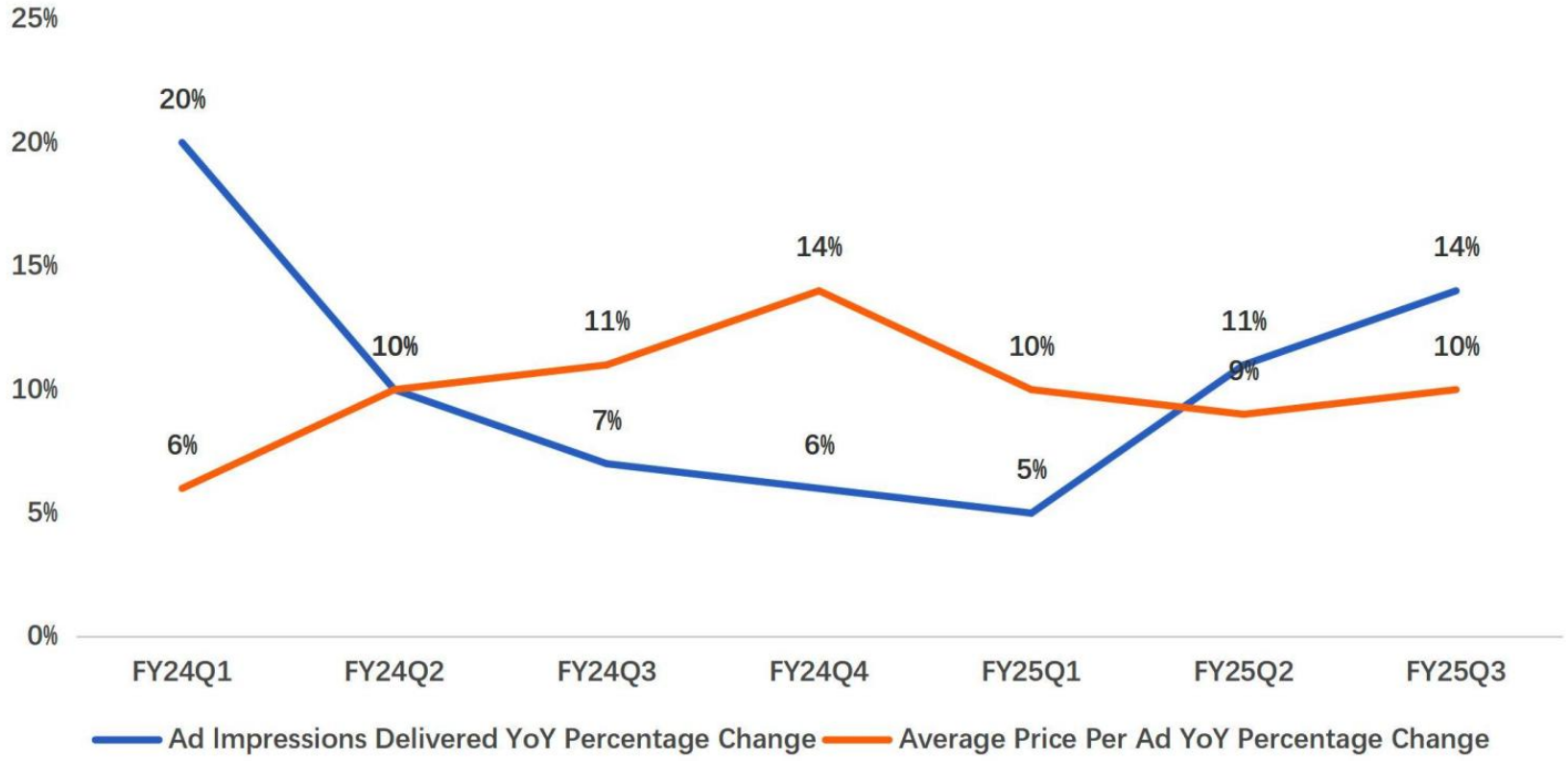


资料来源：Meta官网

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

24Q1-25Q3 Meta Worldwide 广告展示量和广告平均价格变化趋势



资料来源：Meta官网

第一创业 FIRST CAPITAL

流量入口重排：Agent 与 GEO 对营销链路的重构

对 A 股传媒的启示

- 一是关注谁具备类似 Advantage+ 的广告技术能力，能够在多平台、跨终端场景下优化投放效果；
- 二是考察国内平台在 AI 推荐、智能出价、素材自动生成等方面的产品迭代节奏，与广告收入增速的同步性；
- 三是从买方角度，对比“具备 AI 广告技术+内容/流量资源”的综合型公司，与“只有流量但缺乏技术与工具”的公司，在未来两三年的成长弹性差异。

第一创业 FIRST CAPITAL

/04

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

2025 短剧市场：国内稳增，海外放量

1、国内市场：规模已成型，仍处高增区间

- 第三方机构 DataEye 的测算显示，2025 年中国微短剧市场规模预计约为 634 亿元左右，同比增速约 26%；到 2027 年有望接近 850 亿元，2025–2027 年复合增速接近 20%。
- 行业仍然是典型的“买量驱动”模式，2025 年微短剧投流规模预计约 420 亿元，同比增幅接近 30%。广告投放（投流）规模占整体市场规模的比例维持在较高水平，说明目前短剧商业模式仍高度依赖前端买量与精细化投放，而非单集内容单价的抬升。
- 在买量逻辑之下，内容端的核心能力集中在：对题材和人群的拆解能力、对平台投放规则的理解，以及快速迭代爆款模型的能力，而单个项目的生命周期普遍较短。

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

2、供给侧：产能释放、制作工业化趋势显著

- 供给端上，新上架短剧数量继续增加，多平台合作 + 自制兼并的模式已经相对固定。
- 在变现方式上，免费短剧模式成为主流：用户通过观看激励视频广告（信息流、开屏等）获取观看权益，平台与片方通过广告分账实现盈利。
- 这种模式逐步把短剧从“纯充值流水”拉向“广告+付费”的混合结构，有利于降低用户决策门槛、放大观看规模，同时让投流效率更直接映射为广告收入。

3、海外市场：短剧出海打开第二增长曲线

- 短剧 APP 在海外的下载量和收入 2024–2025 年增长明显，尤其在东南亚、中东、北美等市场，TOP 应用的收入表现已经具备规模效应。
- 收入结构以订阅、单片付费和广告为主，多数产品采用“免费试看 + 付费解锁更多集数/结局”的模式，与国内类似，但在计费节奏和定价策略上更贴近本地消费能力。
- 从竞争格局看，头部出海短剧 APP 的 CR3 已经明显提高，流量和收入逐步向少数平台集中，内容生产与投流能力强的公司在海外更容易形成滚雪球效应。

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

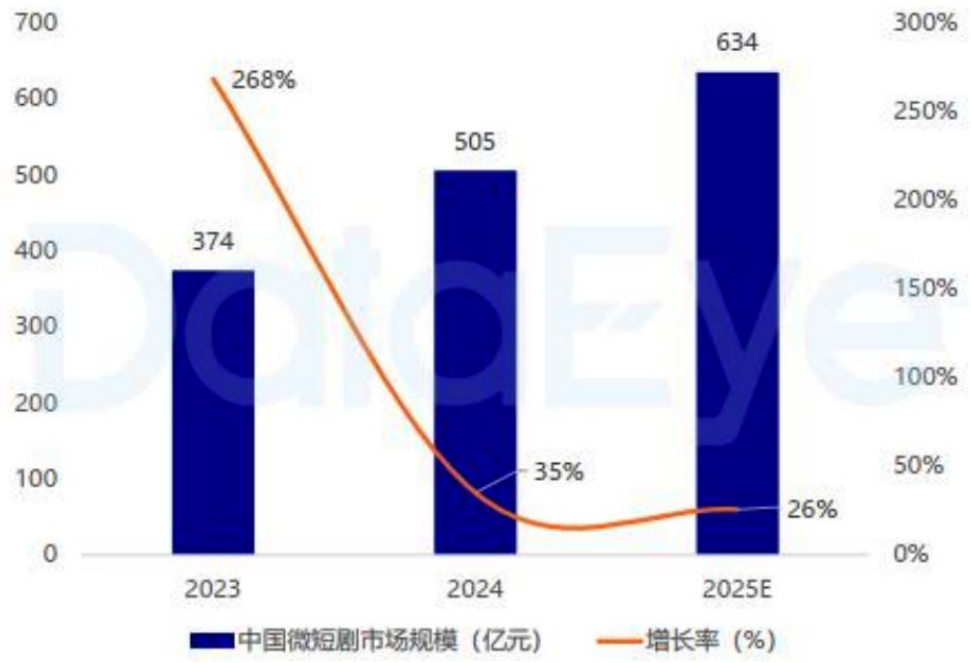
头部爆款短剧《家里家外 2》

资料来源：红果短剧

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

2023-2025E 国内微短剧市场规模



资料来源：Dataeye

2025 年收入 TOP20 海外短剧 App

排名	App名称	市场份额	相比去年排名变化	收入
1	ReelShort	23.14%	↑1	$550,811,120
2	DramaBox	20.61%	↓1	$490,552,209
3	GoodShort	9.62%	↑1	$228,871,200
4	Dramawave	7.83%	↑17	$186,281,560
5	NetShort	7.59%	↑12	$180,639,763
6	ShortMax	5.50%	↓3	$130,782,807
7	FlickReels	4.04%	↑18	$96,164,380
8	MoboReels	2.15%	↓2	$51,131,037
9	StardustTV	2.03%	↑7	$48,196,164
10	FlareFlow	1.84%	2024年未上线	$43,690,613
11	My Drama	1.61%	↓1	$38,254,573
12	Kalos TV	1.43%	↓7	$34,106,815
13	GalateaTV	1.06%	↓1	$25,160,553
14	MiniShorts	1.03%	↓7	$24,576,479
15	DreameShort	0.93%	↓7	$22,048,548
16	ShortsWave	0.85%	↑2	$20,263,738
17	Playlet	0.72%	↓2	$17,103,915
18	FlexTV	0.60%	↓9	$14,316,148
19	ShotShort	0.49%	↓5	$11,779,566
20	JoyReels	0.48%	-	$11,538,628

资料来源：短剧自习室，引援 Appfigures 数据

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

2025 年出海短剧 APP 收入和下载情况

资料来源：短剧自习室，引援 Appfigures 数据

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

成本与周期：真人短剧与 AI 漫剧的“维度差”

1、真人短剧：制作+投流的双重重资产

- 真人短剧制作需要演员、导演、场景、美术、后期等完整影视链条，虽然单集时长短，但制作流程并未削减多少环节。
- 在“重投流、快回款”的市场风格下，制作成本通常被压到较低水平，以保证在高昂买量费用之后仍有利润空间，因此整体水平更多集中在“中低成本+高投流”的组合。
- 这类模式的特点是：项目成功高度依赖投流效率和题材匹配度，一旦投流 ROI 不及预期，很容易出现“销量不及投流支出”的亏损项目。

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

2、AI 短剧：制作周期与成本曲线的明显压缩

- AI 短剧的核心差异在于画面生产方式，从真人拍摄转变为通过 AIGC 工具生成角色、场景和镜头。
- 在剧本创作、分镜头设计、配音、剪辑等环节，AI 工具可以显著缩短人力投入时间。部分实践案例中，项目团队在完成剧本后，可在数小时级别内生成初版画面，再通过人工微调形成可上线作品。
- 单集制作成本明显低于真人短剧，投入更偏向“算法算力+有限人工校正”，使得整个项目的盈亏平衡点被大幅下移。即便在投流效果一般的情况下，也有机会通过降低制作成本保证整体 ROI 不至于大幅下滑。

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

3、AI 贯穿全流程：从剧本到画面的一体化工具链

- 策划与剧本阶段：使用大语言模型（如 Kimi、GPT、豆包等）进行剧本改编和创作，加速网文 IP 的剧情提炼与结构调整，可以直接生成分镜脚本草案。
- 分镜与美术阶段：采用文生图模型（如 Midjourney、Stable Diffusion 等）生成概念图和分镜草图，将文字剧本快速可视化。
- 角色与场景生成阶段：通过图片扩展和风格统一工具，为人物与场景建立统一视觉风格，降低美术团队的重复劳动。
- 上色、动效与剪辑阶段：利用图像/视频后处理模型完成自动上色、动效补帧、镜头过渡等，再由剪辑师进行整体节奏把控。

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

AI 漫剧：百亿级赛道的内容与平台逻辑

1、市场空间：从短剧补位到独立赛道

- 2025 年漫剧整体市场规模已经迈入百亿级别，AI 漫剧在产能上的优势使其在新增供给中占比持续提升。
- 在平台策略中，漫剧不再只是短剧的附属补充，而是被视为可独立运营的内容品类：
- 具备更高的风格统一度和更强的 IP 适配能力，特别适合玄幻、历史、科幻等需要大量虚拟场景的题材；
- 通过 AI 工具降低制作门槛后，中小团队也可以围绕 IP 进行创作，在平台扶持下快速试水。

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

2、平台策略：保底激励 +分成提升 +IP 开放

- 抖音对 S+ 级漫剧单部提供约 75 万元保底激励；
- 爱奇艺对漫剧项目提供高比例会员分成（可达到 90–100% 的会员分成比例）；
- 百度在 2025 年投入亿元级现金激励用于漫剧内容生态建设；
- 阅文、七猫等内容方在 2025 年开放超过 10 万部网文 IP 改编权，为漫剧提供海量可改编素材。

3、用户与变现：从观看时长到付费 GMV

- 在用户行为上，漫剧通过连续剧情和分集结构沉淀了更长观看时长，既能承接广告变现，又能通过解锁付费、会员权益等方式直接形成 GMV。
- 随着平台对漫剧的推荐权重提升，漫剧内容在首页推荐、垂类频道中的曝光显著增加，付费 GMV 的提升与播放量呈较高相关性，中长期看有望形成“IP+漫剧+短剧”的组合商业模式。

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

IP 与平台结构：从“买量生意”到“IP+多形态变现”

1、IP 视角：短剧/漫剧作为“可视化首站”

- 海量网文 IP 的开放使短剧和漫剧逐步承担起“可视化首站”的角色，先通过低成本内容测试市场反馈，再决定是否升级为长剧、电影或游戏改编。
- 对头部 IP 而言，短剧与漫剧提供了快速验证题材受众与付费潜力的手段，降低了大体量改编的决策风险；对腰部 IP 来说，则是从文本向影像跨出的重要一步，有助于在平台上积累粉丝基础。

2、平台结构：填补“短视频-长剧”之间的结构空缺

- 在平台内容结构中，短剧和漫剧填补了短视频与长剧之间的时长层次：
- 相比短视频，短剧/漫剧具备更强情节黏性和用户连续观看的特征；
- 相比长剧，制作成本和周期更短，更适合在算法分发环境中持续上新。
- 这种结构有利于平台在“时长+变现”之间找到更高效率的平衡点：既提高了整体用户停留时间，也为付费解锁和会员体系提供更合适的载体。

第一创业 FIRST CAPITAL

内容供给侧：短剧与 AI 漫剧的产能与商业化

3、从短期买量到中长期内容/IP 驱动

- 在当前阶段，短剧和部分漫剧项目仍然高度依赖买量，项目成败与投流 ROI 紧密挂钩；
- 随着监管对投流强度和广告内容的要求提升，简单“砸投流”的模式边际效果会逐步减弱，长期竞争力将更多取决于 IP 质量、内容差异化和平台级扶持；
- 从买方角度，更关注的是哪些内容方和平台具备“IP 储备 + 制作能力 + 投流能力 + 出海能力”的综合优势，而不是单一环节的短期爆发。

第一创业 FIRST CAPITAL

/05

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

景气度与 Beta：游戏领涨，广告技术与平台贡献结构性弹性

- 2025 年以来，传媒内部子行业的行情分化非常清晰：申万二级中，游戏板块涨幅约 63%，显著领先电视广播、影视院线和广告营销等方向，后者大致在 18%–23% 的区间内震荡；出版、数字媒体等传统方向涨幅明显靠后。
- 这组数据一方面反映了游戏赛道在 AI 叠加内容周期共振下的高弹性，另一方面也暗示广告营销、平台类公司更多扮演“放大器”和“跟随者”的角色——受益于游戏等优质广告主的投放景气，而非单独驱动大级别主线。
- 从盈利驱动看，游戏板块的股价弹性来自“量价+效率”双重改善：一是用户与流水层面创历史新高，二是 AI 正在深度切入研发与运营全链路，带来实质性的成本端释放和产品供给效率提升。平台与广告技术公司则更多通过提升广告转化效率、优化广告主 ROI，获得远高于广告大盘的增速，但对宏观和广告预算的敏感度也更高。

第一创业 FIRST CAPITAL

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

游戏：内容与运营的全链路 AI 化，叠加内容周期抬高成长中枢

1、行业基本盘：用户与收入双创新高

- 2025 年中国游戏用户规模约 6.83 亿人，同比小幅增长但已处历史高位；自研游戏国内市场实际销售收入接近 2900 亿元，同比增速超过 10%，移动游戏收入约 2570 亿元，同比增长接近 8%，同样刷新历史记录。 这意味着在用户数量边际放缓的背景下，行业的增量更多来自付费深度和产品质量，而非纯粹的渗透率扩张。
- 供给端上，版号发放明显常态化，2025 年 1–11 月国产版号累计超过 1500 款，同比增加三百余款；同时进口版号发放频次也维持稳定，为市场输送了较为充足的新品供给。
- A 股上市游戏公司 2025 年三季度营收合计接近 300 亿元，同比增速约 30%，归母净利润合计约 58 亿元，同比翻倍，头部公司收入和利润增速均显著高于板块平均水平。
- 在这样的基本盘之上，AI 更像是“在高基数上叠加效率和产品力的二次放大器”，而非单独驱动行业的唯一变量。

第一创业 FIRST CAPITAL

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

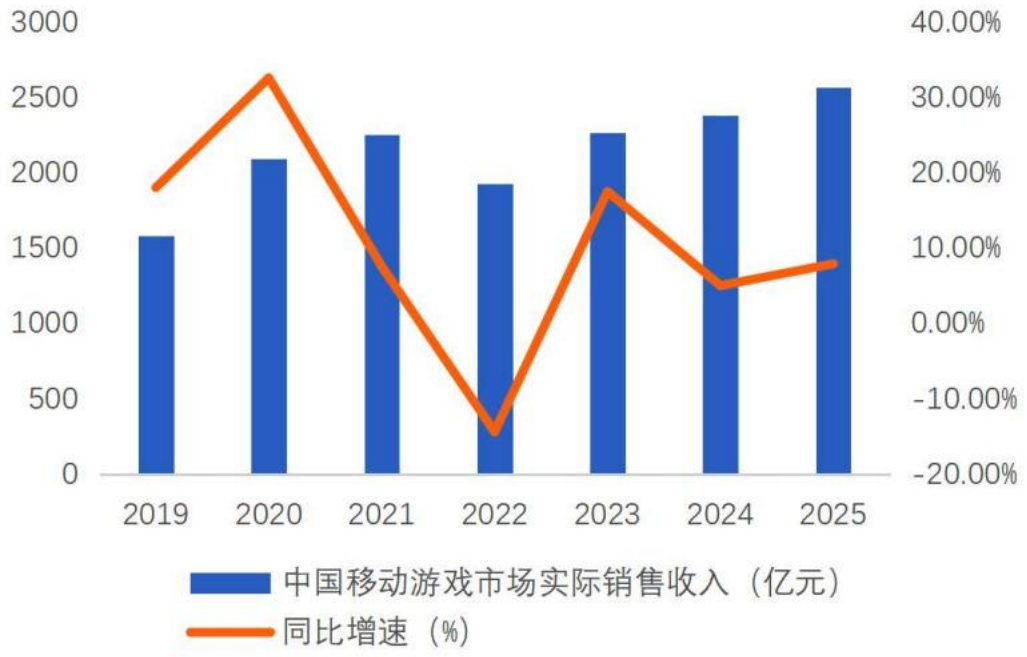
中国游戏用户规模持续上涨

资料来源：游戏产业报告

第一创业 FIRST CAPITAL

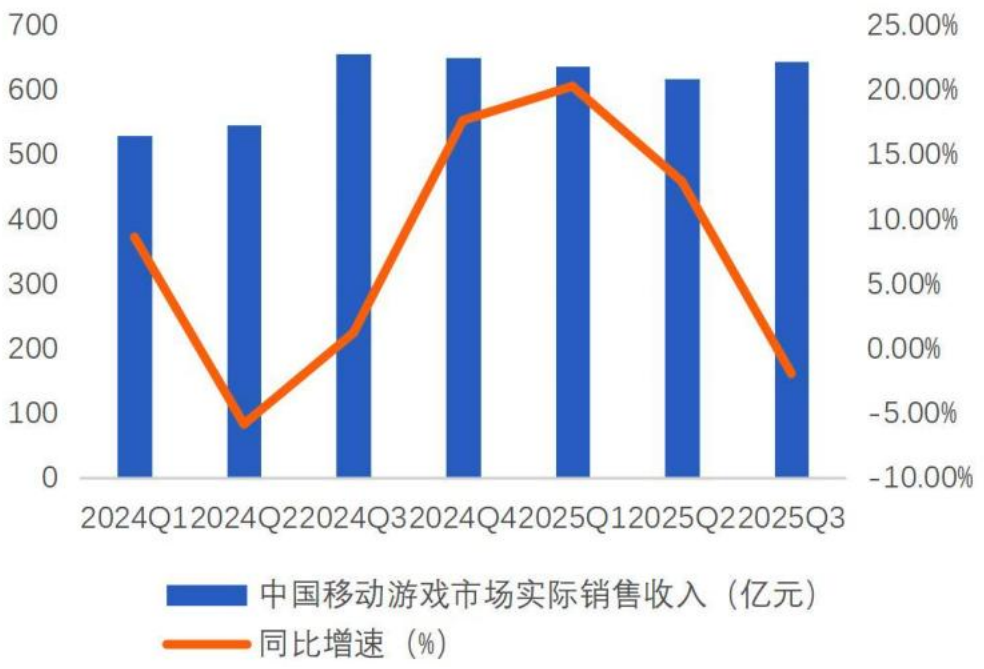
子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：游戏产业报告

中国手游市场规模（按季度）



资料来源：游戏产业报告

第一创业 FIRST CAPITAL

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

2、研发管线：AI 渗透预制、制作、后期多个环节

- 传统游戏制作通常被拆分为预制作、制作和后期三个阶段，在角色动画、编程加速、叙事设计以及关卡美术生成等环节，AI 已经承担了明显比例的工作负载：在角色动画中占比接近一半，在编程、写作和关卡生成中的工作占比也在三分之一以上。这意味着对于头部厂商而言，AI 不只是“局部工具”，而是已经嵌入到完整生产管线的“基础能力”。
- 上市游戏公司正在通过内部 AIGC 平台、代码大模型、AI 语音与视频风格迁移工具等方式，把模型能力系统化沉淀到研发体系中。比如有公司与云厂商合作搭建内部 AI 绘画平台，用于快速生成多风格美术素材；自研视频风格迁移和 AI 语音平台，以此降低外包成本、缩短素材迭代周期，并通过代码大模型辅助工程师加速脚本开发与调试。
- 从盈利模型看，这类研发侧 AI 应用首先会体现在美术、程序、音视频等外包成本占比偏高的公司，边际效果体现在毛利率和单产品投入产出比的提升；中期则可能通过更密集的产品迭代节奏，抬升长期流水天花板。更大概率的路径是：AI 先在头部厂商内部标准化，再逐步渗透到腰部开发者，通过工具和平台外溢形成 B 端付费能力。

第一创业 FIRST CAPITAL

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

AI在8大方面对游戏创作工作产生积极影响

资料来源：量子位

第一创业 FIRST CAPITAL

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

3、运营与买量：AI 提升 ROI，强化对广告技术平台的需求

- 在运营和发行层面，AI 已经覆盖客服、社区治理、营销创意生成以及本地化发行等多个场景。国内有厂商基于多年头部游戏的运营经验，构建了游戏 AI 助手，通过智能对话提供玩家伴随式服务；也有第三方平台将数据分析与生成式模型结合，根据市场数据、游戏画面和历史广告表现自动生成个性化广告创意，并在测试中快速迭代，提升广告效果。
- 广告投放端的变化更为直观。移动游戏广告投放数量在 2025 年较 2024 年有所下降，但投放金额仍保持增长，这意味着广告主将预算集中于更少但质量更高的广告素材，更加关注深度转化和 ROI。游戏成为程序化广告平台最重要的客户垂类之一，某头部程序化平台中游戏收入占比超过 75%，同比增速在 30% 左右，明显高于非游戏品类十几个百分点的增速。
- 对游戏赛道而言，AI 提升的是“单次买量效率”和“素材迭代效率”，因此更容易向头部产品和强 IP 公司倾斜；对广告技术赛道而言，游戏广告主是最具实验精神和效率敏感度的一类客户，是验证 AI 智能竞价、智能创意效果的优质土壤。整体判断，在游戏行业维持高景气且买量需求稳健的前提下，广告技术平台的增长具有更强的弹性，但同步也对游戏广告投放景气更为敏感。

第一创业 FIRST CAPITAL

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

流量与综合平台：AI 工具推动广告效率提升与预算结构优化

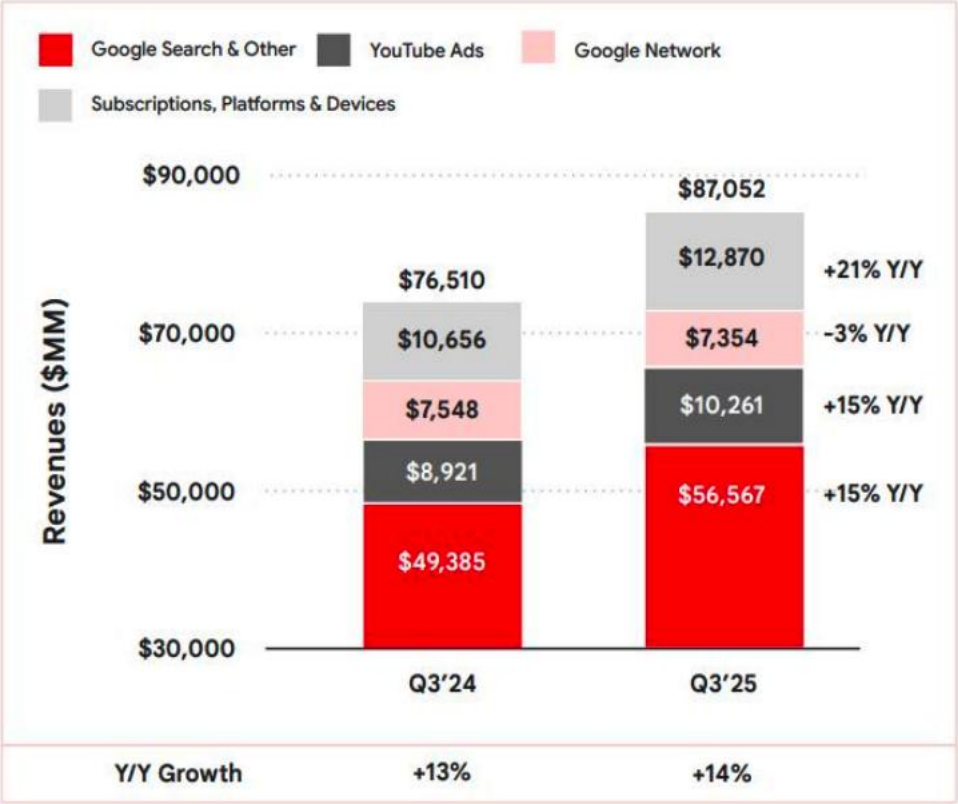
1、海外平台：搜索与社交广告的 AI“工具化”阶段

- 海外互联网平台已经进入广告业务深度 AI 化的阶段：搜索巨头在服务收入中，广告仍然是绝对核心，且通过 AI 工具带动搜索量和商业搜索量上行。例如，AI Max 搜索广告在 2025 年三季度作为新推出的 AI 搜索广告产品，已经被数十万广告主使用，被描述为增长最快的 AI 搜索广告品类；开启 AI Max 后，广告主在早期测试中平均转化价值提升约 12%。对平台而言，这一类产品实质上通过更精细的出价和创意组合，把原本难以覆盖的长尾查询转化为新增搜索需求。
- 社交平台的表现同样具有代表性。2025 年三季度，某头部社交平台总营收约 512 亿美元，其中广告业务约 501 亿美元，同比增速约 26% 和 25.6%，均较前期有所加速。展示量同比增长约 14%，综合广告单价同比增速也回升至约 10%。管理层将这轮提速主要归因于短视频产品时长提升以及 Advantage+ 等 AI 工具显著改善广告 ROI。可以看到，在存量流量格局相对稳定的情况下，广告效率提升正成为广告收入的主要边际驱动。
- 从广告主侧看，生成式 AI 应用本身正在成为重要的广告主群体。美国市场中，2025 年二季度生成式 AI 应用的数字广告支出已超过 2 亿美元，同比翻倍以上，其中以 YouTube、LinkedIn 等社交渠道为主，占比接近 70%。 这意味着平台既通过 AI 提升广告效率，也从新一代 AI 应用本身中受益。

第一创业 FIRST CAPITAL

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

25Q3 谷歌服务收入拆分及对应经营利润率



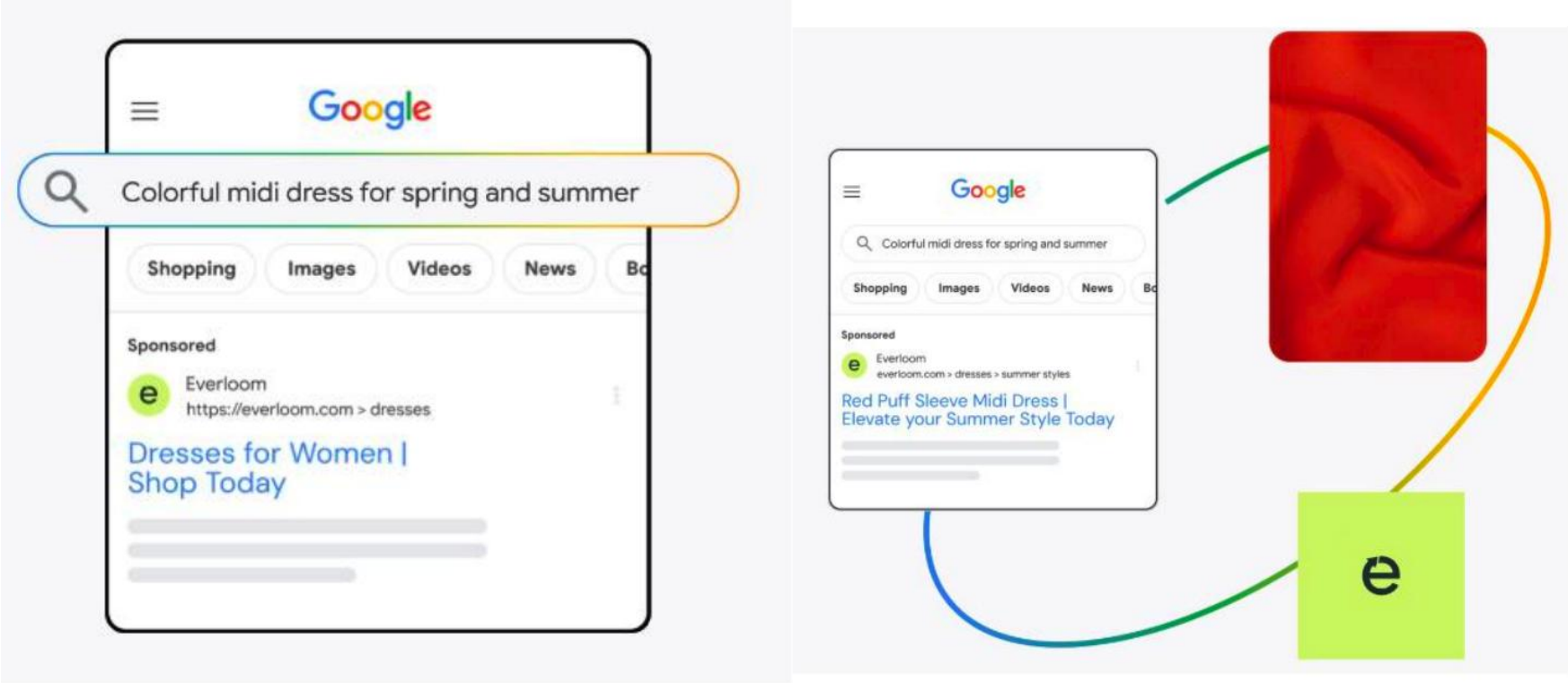
*Includes the EC fine of $3.5 billion for the three months ended September 30, 2025

资料来源：Alphabet 官网

第一创业 FIRST CAPITAL

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

谷歌广告 Performance MAX AI 功能



资料来源：Alphabet 官网

第一创业
FIRST CAPITAL

子赛道对比：游戏、平台与广告技术的 AI 化

2、国内平台：AI+广告产品矩阵加速成型

- 国内平台在生成式 AI 与广告的结合上也已经形成比较完备的产品矩阵。搜索、社交和电商平台分别推出了面向广告主的一站式 AI 投放工具：例如，某搜索平台的 Performance Max 类产品将 AI 生成技术嵌入到标题、描述和图片生成环节；社交平台通过 Advantage+ 或 ASC 类产品实现自动化创意组合，一次性可生成逾百种创意组合；短视频平台、电商广告平台则通过产品级自动投放方案（如 UBMax、万相台无界版等），围绕 ROI 目标自动学习投放策略、分配预算。
- 这些产品的共同特征包括：更高程度的自动化、个性化展示以及数据驱动的决策能力。广告主只需要输入国家、预算、目标 ROI 等基础参数，系统即可完成受众选择、创意组合和出价策略设定，通过海量 A/B 测试持续收敛至更优方案。
- 对大型平台而言，AI 投放工具既有助于提升中小广告主的使用门槛和预算投入，也有助于提高整体广告库存的货币化效率。
- 整体来看，平台型公司的广告业务在 AI 化过程中，更大概率呈现出“效率优先、量价双升”的特征：在宏观环境温和和广告预算偏谨慎的背景下，通过提升广告主的边际回报来争取更多预算，同时在自身规模较大的前提下，获得更稳定的盈利质量改善。

第一创业 FIRST CAPITAL

重要声明

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL:0755-23838888FAX:0755-25831718 P.R.China:518048www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL:010-63197788FAX:010-63197777 P.R.China:100140

第一创业 FIRST CAPITAL