该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

传媒行业深度报告

短剧越看越上瘾，为什么不一定赚钱？
——从影视、音乐、游戏到 AI 内容的消费变迁与利润分配

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

焦娟 登记编号：S1220525090006

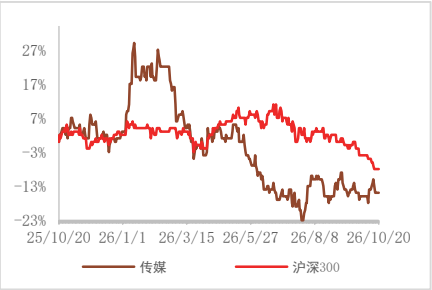
冯静静 登记编号：S1220525090003

行 业 评 级 ：推 荐

行 业 信 息

上市公司总家数	130
总股本(亿股)	1,603.55
销售收入(亿元)	5,351.30
利润总额(亿元)	269.63
行业平均 PE	55.01
平均股价(元)	15.32

行 业 相 对 指 数 表 现



数据来源：wind 方正证券研究所

相 关 研 究

《AI 产业研究：当“AI 开始撞墙”，从位置变化到投资逻辑》2026.10.08

《 从分发为王到供给回归（历史观）——AI 重塑内容产业的三维逻辑》2026.08.17

《AI 产业的三层研究框架：供给端革新下的产业分层与平台价值重构》2026.08.11

《一人公司(OPC)的崛起：AI 时代的生产单元从组织回归个人 》2026.08.10

爱看，说明需求被抓住；能否赚钱，还要看这份需求被组织成了什么生意。

短剧的广泛消费已经形成，但热度、行业收入、企业利润与股东回报需要分别解释。微短剧用户已达 6.62 亿、占网民 59.7%，但用户覆盖不等于付费、更不等于行业利润；本报告不反向断言整体亏损，而是解释热度为何未必转化为可持续利润。

新鲜感是内容演进的动力之一，但熟悉感、便利、陪伴、社交与参与同样重要。把短剧吸引力全部归结为注意力变短，难以解释长内容仍有需求。2025 年票房 518.32 亿元仍低于 2019 年 642.66 亿元，观影人次由 17.27 亿降至 12.38 亿，但银幕由 69787 块增至 93187 块，粗略单银幕产出由 92.1 万元降至 55.6 万元；叠加影院成本刚性，总量恢复不必然意味着普遍盈利恢复。

历史比较提供的是研究方法，而非现成结论。音乐史显示消费欲望与收费载体生命力可长期背离；游戏提示内容可组织成持续参与、持续运营的产品，不能把终端与收费方式绑定；Netflix、Spotify 与爱奇艺同为“订阅”，2025 年营业利润率却分别为 29.5%、12.8%与约 0.8%——收费名称相同、成本与责任不同，有会员不代表已获成熟订阅平台的经济性。

短剧已有多种可识别商业模式，但热度转化为利润要看利润分配与组合经营。付费、广告、会员、版权与定制等模式均已存在，关键在于一笔流水要经获客、渠道分配、失败项目与回款层层分配后才成为项目贡献。依据我们假设的示例显示，付费项目、免费短剧，二者在获客成本上升等压力下均可能转亏；公司 A、B、C 的案例也可表明，收入扩张与利润改善可以明显背离，规模收缩也可能改善利润，减少销售支出也不保证利润同向变化——收入、费用、利润与现金可能走向不同方向。更根本的是组合经营：少数爆款与整体组合亏损可以同时成立。

AI 首先改变制作函数，利润是否改善取决于完整成本。生成工具可能降低分镜、配音、翻译等环节时间，但最终交付还包括选题、人物一致性、剪辑与权利处理，单次生成的节约可能被高估。在我们假设的情景下，传统项目总成本 65 万元、效率改善降至 58 万元，但竞争与返工可能推回 68 万元——“生成便宜”不代表“完整交付便宜”。可灵 AI 年化运行率 2.4 亿美元说明工具生意可以成立，却不自动证明下游每部作品盈利。

展望未来，五条路径可能并存：制作效率提升、互动内容升级、平台价值集中、内容品牌/IP 经营、新终端新体验。近期更看重效率与分配，中期看产品和关系，远期保留新入口的开放性。近端约 1—2 年 AI 进入既有制作与运营流程，作品与测试增多而平均回报未必同步提高；中端约 3—5 年看企业能否保留用户、权利与反馈；远端超过 5 年保留新入口开放性，不设伪精确预测。

建议关注 1）内容与 IP 线——**中文在线、阅文集团、掌阅科技、芒果超媒、荣信文化**；2）工具与模型线——**昆仑万维、MiniMax、快手-W、万兴科技**；3）数据与算力线——**捷成股份**；4）平台与分发线——**快手-W、中文在线**。

风险提示：宏观经济与政策环境变化的风险、行业竞争加剧与利润分配失衡的风险、公司经营分化与个体业绩不及预期的风险。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

正文目录

1 内容消费如何演进 4
1.1 内容消费的历史，是体验与交易条件共同变化的历史 4
1.2 观众购买的不是“时长”，而是时间里的体验 4
1.3 四个约束，决定内容增长有没有经济价值 5
1.4 从过往研究出发，保留框架，也修正过强的推论 6
2 从音乐、游戏、影视回看商业模式 6
2.1 音乐史提供的启示：需求持续，收入也会经历长周期重组 6
2.2 Netflix 与 Spotify：同样订阅，成本结构与经营责任不同 7
2.3 端游、页游、手游：终端迁移与变现升级并非同一件事 8
2.4 渠道扩张怎样改变影视公司的机会与风险 9
3 电影承压与短剧兴起的不同机制 10
3.1 电影不是单向衰退：总量波动背后，供给与利用率值得区分 10
3.2 票房是结果，片单结构与观影频率才是解释入口 11
3.3 短剧火热有证据，但市场规模必须保留预测标签 11
3.4 短剧兴起不只是分走电影：不同预算以不同路径重配 12
4 为什么火热的短剧未必会带来利润 13
4.1 先识别自己做哪种生意，再讨论“短剧能不能赚钱” 13
4.2 案例一：收入扩张与利润改善可以明显背离 13
4.3 游戏公司的反向案例：规模收缩也可能改善利润 14
4.4 一部剧的账：流水通过层层分配后，才到项目贡献 15
4.5 回收率要对得上口径，现金回收还要对得上时间 16
4.6 免费短剧的账：观看要先变成有效广告收入 17
5 从爆款项目到可持续经营 17
5.1 爆款能证明一次成功，组合经营才能检验组织能力 17
5.2 IP 创造与 IP 经营：从一部作品，走向一组持续关系 18
5.3 用户关系能否留在公司，是内容经营的分水岭之一 19
5.4 财务可验证的优势，比“内容储备多”更接近公司价值 20
6 AI 如何改变成本与价值分配 20
6.1 AI 首先改变制作函数，利润是否改善取决于完整成本 20
6.2 工具收入增长，是另一个生意成立的证据 21
6.3 当供给不再稀缺，价值可能转向选择与持续使用 22
6.4 AI 对组织的挑战：把更多试验变成更少无效投入 22
7 产品形态与新入口的可能变化 23
7.1 从预制作品到实时服务，内容产品可能分成三层 23
7.2 互动不是免费的增量：用户愿意做的选择必须有意义 24
7.3 新终端可能打开新场景，但 AI 眼镜不是同一种设备 25
7.4 下一代内容的竞争，也可能是“替用户选择”的竞争 25
8 未来走势判断：五条可能路径 26
8.1 可能性一与二：先提高制作效率，再由部分产品走向互动 26
8.2 可能性三：更多价值向能够组织选择和交易的平台集中 27
8.3 可能性四与五：少数内容公司长成品牌，新终端打开增量场景 27
8.4 综合走势判断：内容更丰富，经营更分化，价值重新分配 28
9 投资建议 29
10 风险提示 29

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表目录

图表 1：从“观看与使用”到“股东回报”需要分清的四个层次 4
图表 2：内容消费的六类动力与商业含义 5
图表 3：不能放在同一指标里的四种增长来源 6
图表 4：原有直觉的保留部分与需要收紧的表述 6
图表 5：1999-2025 年全球录制音乐产业收入 7
图表 6：2023-2025 年 Spotify、Netflix、爱奇艺营业利润率 8
图表 7：端游、页游、手游在终端环境、经营重点与收费方式上的比较 9
图表 8：渠道扩张的传导链与利润可能流失的位置 10
图表 9：2019 年、2023-2025 年全国电影票房、观影人次与银幕数 10
图表 10：2019 年、2023-2025 年城市院线观影人次与平均每人次票房收益 11
图表 11：短剧常见数字的证据状态与使用边界 12
图表 12：四类预算的变化与其分别对应的四种研究问题 12
图表 13：短剧产业链各角色的经营责任 13
图表 14：A 企业：收入与销售费用扩张，归母亏损扩大 14
图表 15：B、C 企业：减少销售支出，不保证所有公司利润同向变化 15
图表 16：示例项目：100 万元名义流水最后剩下多少 16
图表 17：单项目经济贡献对获客成本和变现能力同时敏感 17
图表 18：广告模式示例：千次有效展示收入变化的影响 17
图表 19：少数盈利项目，可以与整体组合亏损并存 18
图表 20：反馈、用户关系与权利，决定内容能否持续经营 19
图表 21：三种可行经营定位及能力要求 19
图表 22：从经营优势到财务证据 20
图表 23：AI 降低制作成本后，节约额仍取决于其他成本 21
图表 24：AI 内容产业中，三个市场应当分别建账 22
图表 25：2026 年增量核验与可以支持的结论 22
图表 26：AI 制作流程的成本与责任落点 23
图表 27：从预制内容走向实时服务，收入与成本同时改变 24
图表 28：互动产品的收费选择与责任 25
图表 29：终端、体验增量与仍需解决的问题 25
图表 30：内容产品可能需要平衡的四组关系 26
图表 31：两条产品路径的经营差异 27
图表 32：平台集中情景中，各类企业可能的调整 27
图表 33：两条长期扩展路径的能力与风险 28
图表 34：五条演进路径可能并存，时间尺度不等于落地承诺 29

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

1 内容消费如何演进

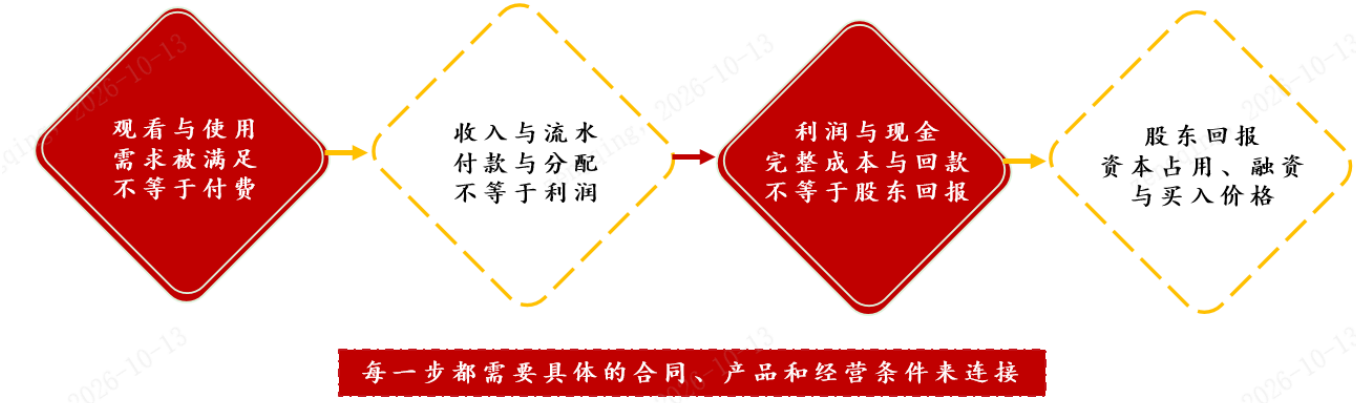
1.1 内容消费的历史，是体验与交易条件共同变化的历史

从影院到电视，从电脑到手机，内容消费持续变化。变化并不只有画面更精致、节奏更快这一条线。观看的时间、地点、设备、支付方式和社交关系，都会改变同一类内容的可达性。电影需要观众为一段连续时间作安排；手机上的短剧可以进入零散时间。后者扩大了某些消费场景，前者则可能保留仪式感、共同观看和大银幕体验。两种需求可以同时存在。

把内容史理解为“人喜新厌旧，所以新形态必然替代旧形态”，能够捕捉供给创新的压力，却遗漏了熟悉感的价值。观众也会重看旧电影、反复听歌曲、追随熟悉的人物与世界观。新鲜与熟悉不是只能取其一：类型提供理解的捷径，新变化提供继续观看的理由。对企业而言，能够复用的角色、品牌、制作方法和用户关系，恰恰来自一部分稳定性。

因此，本报告把内容产业拆成五层：需求、产品、组织、分发、交易。需求回答用户为什么投入时间；产品回答体验如何被组织；组织回答谁来持续生产；分发回答谁能接近用户；交易回答谁付钱、为什么付钱、收入如何分配。这五层可能先后变化，也可能彼此牵制。单看一层的繁荣，容易把整个行业的盈利能力看得过于简单。

图表1:从“观看与使用”到“股东回报”需要分清的四个层次



资料来源：方正证券研究所

1.2 观众购买的不是“时长”，而是时间里的体验

内容时长是外在形态，情绪回报才是使用价值的一部分。短剧把冲突、悬念和情绪释放压缩进较短单元，有利于用户迅速判断是否继续。连续剧、长篇小说与长期运营游戏，也都在组织“继续”的动机，只是时间尺度、反馈方式和退出成本不同。把短剧的吸引力全部归结为注意力变短，既难以解释长内容仍有需求，也难以区分优质短内容与单纯重复。

观看可以产生多种回报：放松、陪伴、审美、身份认同、社交谈资、探索未知。某一种产品吸收更多时间，未必意味着它在所有维度都更好；也可能因为触达更方便、当下没有更合适的替代选择，或者推荐系统降低了寻找成本。研究需要辨

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

认用户主动选择的价值，与流程设计造成的惯性。播放量可以告诉我们发生了消费，却不能完整说明消费后的满意度。

新形态的商业机会，由体验增量与交易能力共同决定。如果只是把旧内容重新包装，机会可能集中在一段分发红利期；如果改变了参与方式、付费理由或用户关系，才可能延长经营空间。历史分析的用途，是辨认变化发生在哪一层，而不是给每种形式安排一张必然兴衰的时间表。

图表2:内容消费的六类动力与商业含义

需求动力	消费者得到什么	可形成的商业关系	容易误判之处
新鲜与探索	新情节、新世界、新表达	新品消费、首购	尝鲜不等于复购
熟悉与陪伴	稳定角色、风格与更新	订阅、追更、系列化	重复也需要有效变化
情绪与放松	紧张释放、共鸣、娱乐	付费观看、广告支持	高时长不等于高支付意愿
身份与社交	共同话题、群体认同	会员、授权、衍生消费	热搜不能直接换算收入
自主与参与	选择、影响、创造	互动内容、游戏、工具	操作越多未必体验越好
便利与匹配	更少寻找、更快进入	平台订阅、推荐服务	渠道红利可能被竞争消耗

资料来源：方正证券研究所

1.3 四个约束，决定内容增长有没有经济价值

时间、钱包、注意力和有效供给，是四个不同的约束，AI 主要先改变供给侧。

第一是时间预算。每天可分配给娱乐的时间有限，某类内容增加时长，可能来自新增使用场景，也可能来自其他内容。不能只凭一种应用的用户增多，就认定社会的娱乐需求等比例扩大。

第二是货币预算。免费产品可以扩大使用而不直接扩大用户付款，收入转而依赖广告主或其他商业客户。消费热度与货币化之间因此多了一层传导。

第三是注意力的质量。用户愿意看，不等于广告主愿意为每一次曝光支付相同价格。广告是否可见、是否带来转化、用户画像是否适配、归因是否可信，都会影响可变现价值。

第四是有效供给。作品数量不等于可消费作品数量：需要找到、理解、愿意看完，且在权利和交付上可使用，才形成有效供给。生成工具降低的是若干生产环节的成本，并不自动完成这整条链。

这四个约束解释了一个表面矛盾：生产成本下降、作品数量上升，部分企业反而更难赚钱。若用户时间增量有限，供给竞争可能压低内容价格；若分发依赖付费流量，竞争可能抬高获客成本。节约的制作费用，可能留在制作方，也可能以降价形式给到客户，或转移为平台、广告渠道和技术服务商的收入。最终落点取决于竞争与议价权，而不是由技术本身规定。

从产业研究转向公司研究时，需要把“用户更多”这一说法继续拆开：是新增独立用户，还是同一用户在多个产品重复出现；是付费用户增加，还是免费覆盖扩大；是自然回访增加，还是持续买入访问。每一种增长都对应不同的成本与持续性。这个区分，比给新内容形式贴上“高景气”标签更有用。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表3:不能放在同一指标里的四种增长来源

增长来源	收入可能增加的条件	主要代价
新增场景	新增使用能够被收费或广告变现	产品开发、场景教育
替代旧消费	取得可保留的用户关系和支出	竞争性获客、价格让利
提高付费密度	用户接受更高价格或更多付费点	流失、体验损害
提高经营效率	节约成本未被竞价和降价抵消	组织改造、质量控制

资料来源：方正证券研究所

1.4 从过往研究出发，保留框架，也修正过强的推论

历史研究的沉淀，体现在提问方法可以迁移；具体判断仍需按新的事实重做。内容、分发与运营三种能力的区别，产品与流水、收入、利润、现金流的区别，IP创造与IP经营的区别,都能直接用于短剧和AI内容研究。本报告保留这些主线，也明确修正几处容易在趋势判断中被放大的说法。

首先，电影行业的压力，需要放回需求、片单、产能和分配结构解释，不能把某一市场的票房变化当作所有视听叙事的终点。其次，影视曾受益于渠道扩张，但作品供给、内容价格、版权结构与用户付费同样参与了增长。再次，短剧已经存在付费、广告、会员、版权与定制等模式；未来仍会迭代，应表述为“利润结构与产品形态尚在演进”，而不是“一切商业模式都没有形成”。

还需修正的是：新硬件可能创造新体验，但不构成AI应用起量的唯一前提。既有手机、浏览器、音频设备与平台，本身就可能承载互动、生成与个性化。真正值得研究的是哪种交互在什么终端上具有净增价值，以及这种价值能否支持持续收费。设备换代与内容收入扩张之间，需要一套产品和经营机制来连接。

图表4:原有直觉的保留部分与需要收紧的表述

原有直觉	值得保留的洞见	本报告的修正
内容持续追求新鲜感	体验变化推动创新	同时研究熟悉感、便利与关系
电影式微	影院经营与片单有压力	区分周期、结构与企业差异
短剧像页游	获客、转化和数据运营相似	产品寿命与付费机制不能平移
AI降低成本	部分制作环节效率提升	计算完整交付与获客成本
新入口催生新内容	交互方式可能改变产品	现有终端也能先发生创新

资料来源：方正证券研究所

2 从音乐、游戏、影视回看商业模式

2.1 音乐史提供的启示：需求持续，收入也会经历长周期重组

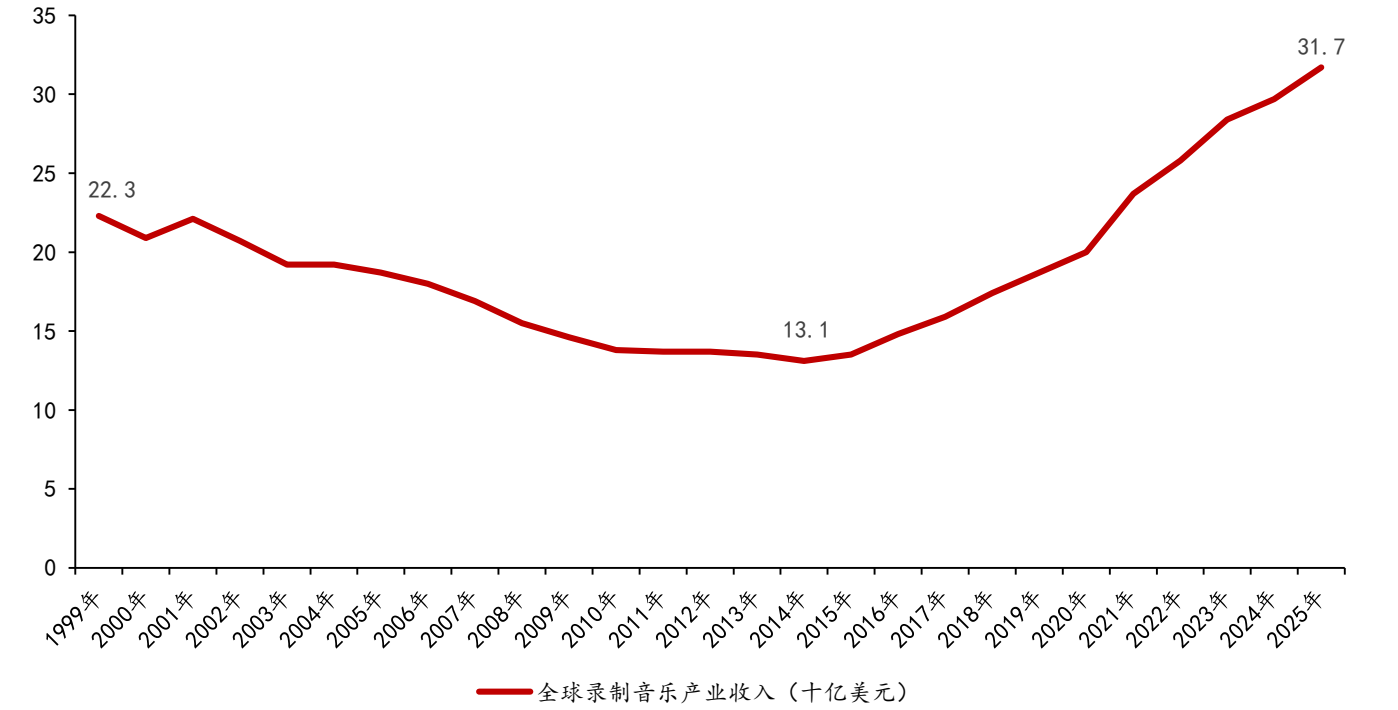
消费内容的欲望,与原有收费载体的生命力,可以在很长一段时间里背离。据IFPI，全球录制音乐产业收入由1999年的223亿美元降至2014年的131亿美元，2025年达到317亿美元。这里统计的是录制音乐产业收入,不包含整个现场演出市场，也不是消费者全部音乐开支。这个跨度说明，内容仍被广泛使用，与某种交易结构遭遇压力并不矛盾；收入恢复也不能被简单理解为内容本身突然重新有了价值。

音乐的商业组织从拥有单张唱片、购买单首文件，转向更广泛的按期获得曲库访问权。曲库、搜索、推荐、跨设备便利与结算机制，共同构成产品。这个变化降低了每次选择与交易的摩擦，也让平台和权利方围绕持续收入重新分工。其启示是：研究内容产业，既要看人们消费什么，也要看交易被组织成了什么。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

2025 年流媒体占全球录制音乐收入 69.6%。这证明了一种商业结构的重要性，不能据此认定所有平台、所有音乐人都以相同比例受益。权利的归属、目录的质量、谈判能力和分配规则，仍然决定个体收入。产业恢复与参与者普遍获利，是两个结论。

图表5:1999-2025 年全球录制音乐产业收入



资料来源：IFPI，方正证券研究所

2.2 Netflix 与 Spotify：同样订阅，成本结构与经营责任不同

收费名称相同，并不意味着生意相同。比较平台，必须继续比较内容成本、权利关系和投入责任。

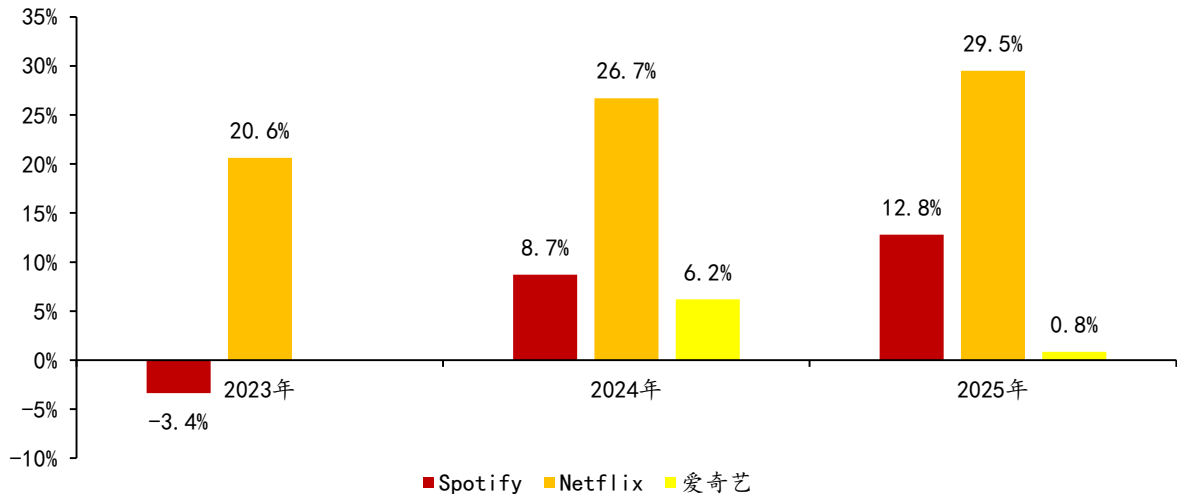
2025 年 Netflix 营业利润率为 29.5%，Spotify 为 12.8%；2023 年两者分别为 20.6%和-3.4%。爱奇艺 2025 年业绩公告中的 GAAP 营业利润率约 0.8%。这些数据首先说明同属内容平台，盈利状况仍有明显差异。它们不能直接构成跨市场效率排名：业务组合、地区、会计准则、规模和内容成本确认方法不同。

音乐曲库的使用与权利分配，会影响平台随收入扩张而承担的成本；影视平台的采购、自制、内容资产摊销和片单管理，则带来另一组投入与回收问题。两者都需要留住用户，也都存在内容依赖，但同一笔新增收入对利润的影响不必相同。把 Spotify 看成“音乐版 Netflix”，可以作为产品理解的入口，不能替代财务拆解。

对短剧的推论是：有会员，不代表已经获得成熟订阅平台的经济性。需要回答用户为何跨作品续订、平台是否拥有持续供给能力、内容成本怎样随规模变化。若用户仅为一部剧进入，下一部剧还需重新付费获客，订阅按钮并不能自动创造订阅生意。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表6:2023-2025 年 Spotify、Netflix、爱奇艺营业利润率



资料来源：公司财报，方正证券研究所

2.3 端游、页游、手游：终端迁移与变现升级并非同一件事

游戏的关键经验，是把内容组织成可以持续参与、持续运营的产品；不能把某个终端与一种收费方式绑定。

端游、页游和手游首先描述运行环境、进入方式与分发条件。买断、时长收费、道具付费、广告与订阅，则描述收入机制。两条轴交叉存在：同一终端可以承载多种收费方式，同一收费方式也可以在不同终端延续。把它们写成一条整齐的“上一代收费落后、下一代收费先进”的序列，会掩盖经营上的继承与分化。

页游与短剧确有可比较的地方：低进入门槛、素材驱动获客、漏斗转化、数据反馈和快速测试。相似的环节主要发生在分发与运营层面。区别在于，游戏可以通过目标、规则、积累和社会关系维持长期参与；线性短剧通常仍依靠叙事推进。作品结束后，用户是否留在同一产品中，需要另外建立理由。短剧若增加互动，也只有当互动创造持续价值时，才改变这一点。

中国游戏产业报告口径的 2025 年实际销售收入为 3507.89 亿元、用户 6.83 亿；2024 年分别为 3257.83 亿元和 6.74 亿。收入约增长 7.7%，用户约增长 1.3%。这组汇总数据只能提示收入变化不完全由用户数量解释；不能直接把差额全部解释为涨价，还可能涉及产品结构、付费率与消费深度。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表7:端游、页游、手游在终端环境、经营重点与收费方式上的比较

维度	端游	页游	手游
进入与终端	电脑、安装与账号	浏览器进入、渠道导流	手机随身使用、商店/平台
典型经营重点	产品深度、社区、长线维护	转化漏斗、渠道、快速运营	产品分化、买量、长期留存
可能收费方式	买断/时长/道具/订阅等	道具/广告等，因产品而异	道具/广告/买断/订阅等
与短剧可比之处	系列与长期用户关系	素材测试、转化与获客	移动场景与运营精细化
不可直接迁移之处	玩法深度不能由剧集数量替代	付费深度与寿命不能平移	留存机制需要内容之外的设计

资料来源：方正证券研究所

2.4 渠道扩张怎样改变影视公司的机会与风险

电影院增加银幕、在线平台扩大覆盖，都可能降低内容触达用户的障碍。在扩张阶段，渠道为了争夺观众，会提高片单丰富度、增加采购或自制投入。制作方由此获得订单和议价机会。但渠道数量增加，不保证单个场所的利用率提升；内容采购增加，也不保证每一笔采购都能带来相应收入。供给能力被建立后，后续需求是否继续增长，决定了这段扩张的回收。

因此，“影视受益于渠道扩张的价量齐升”可以描述一个阶段，不能替代全部产业史。价格上升可能来自精品稀缺、竞争性采购、版权范围扩大、明星或制作投入等不同因素；数量增长也可能是订单增加、发行窗口增加或用户覆盖增加。把这些变化分别落在合同和报表上，才能判断哪部分是持续经营，哪部分依赖阶段性竞争。

平台进入效率优先阶段后，往往需要重新安排采购、自制、片单节奏和项目预算。对内容企业而言，风险不只是订单减少，还包括此前按照扩张期建立的人员与项目成本难以同步下降。制作方的固定承诺，与渠道可灵活调整的采购节奏之间，可能形成经营压力。研究影视公司的资产负债表、应收与存货，因而与研究播放表现同样重要。

这一经验可以迁移到短剧：平台支持计划和订单扩张，能够创造业务机会，但计划投入不是实现收入，保底合同也需要确认付款、交付和权利条件。2026 年 5 月官方会议报道提及六家重点平台拟投入至少 60 亿元支持优秀真人微短剧创作传播。这里应保留“计划支持”的性质，不能把它直接计作制作企业的已实现收入。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表8:渠道扩张的传导链与利润可能流失的位置

传导环节	有利变化	可能抵消因素
覆盖扩大	更多可接触观众	单点利用率下降
采购增加	更多制作订单	人力、版权、制作价格上涨
内容上线	形成播放和讨论	排播、推荐与供给拥挤
用户付费或广告	增加可分配收入	平台费用、获客、退费
制作方回款	项目收入落袋	账期、交付争议、资本占用

资料来源：方正证券研究所

3 电影承压与短剧兴起的不同机制

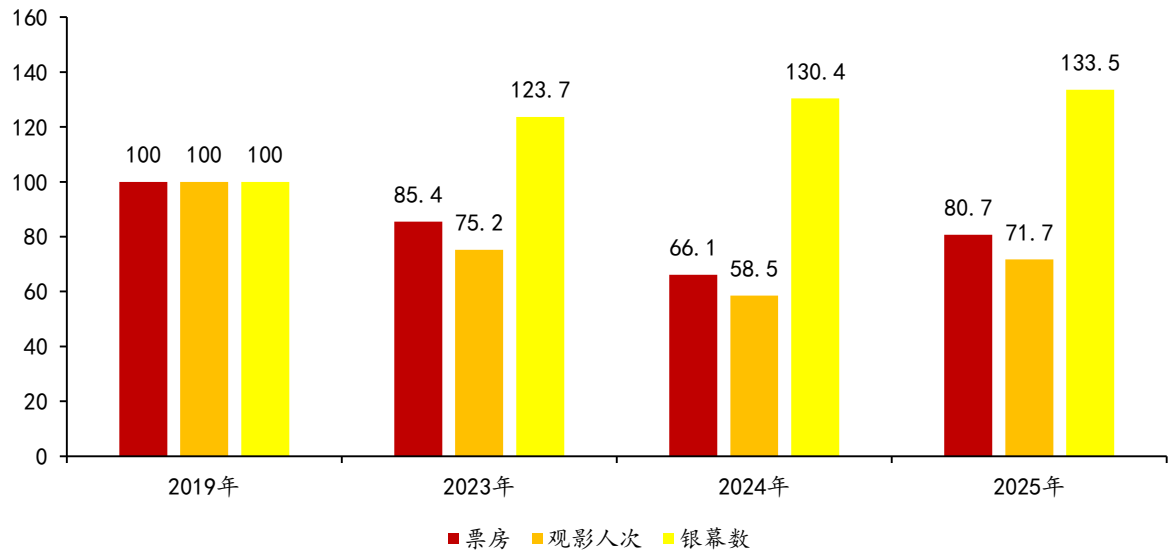
3.1 电影不是单向衰退：总量波动背后，供给与利用率值得区分

2025 年全国电影票房 518.32 亿元，较 2024 年增长约 22.0%，仍低于 2019 年的 642.66 亿元。城市院线观影人次从 2019 年 17.27 亿降至 2025 年 12.38 亿，年末银幕由 69787 块增至 93187 块。需求与供给的这组错位，比一句“电影不行了”更接近影院经营要面对的问题。

以 2019 年为 100，2025 年票房约 80.7，观影人次约 71.7，银幕数约 133.5。年票房除以年末银幕得到的粗略单银幕产出，由约 92.1 万元降至 55.6 万元。这个指标不能替代同店收入或平均在营银幕效率，但可以显示固定设施扩张与总需求之间的张力。影院的租金、人工与运营具有一定刚性，因此总量恢复不必然意味着普遍盈利恢复。

本报告不把上述四个选定年份连成完整周期，也不将 2020—2022 年的缺省处理为平稳过渡。疫情冲击、供给节奏、档期和影片结构均可能影响年度变化。这组数据能够支持结构性压力的判断，尚不足以单独识别短剧究竟分流了多少电影需求。

图表9:2019 年、2023-2025 年全国电影票房、观影人次与银幕数



资料来源：央视网，国家电影局，方正证券研究所。注：2019 年=100。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

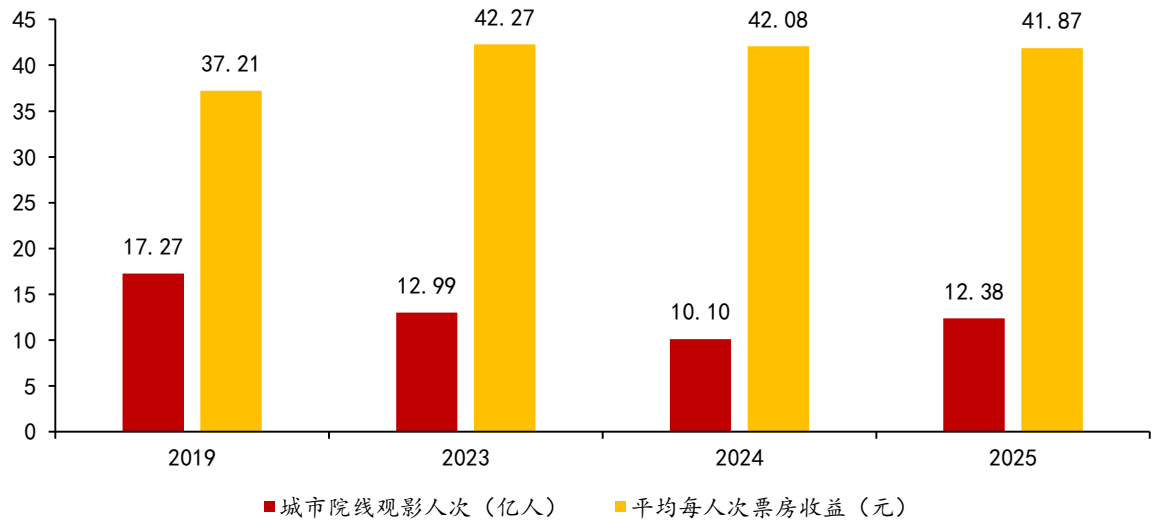
3.2 票房是结果，片单结构与观影频率才是解释入口

按票房除以人次计算，2019 年平均每人次票房收益约 37.2 元，2025 年约 41.9 元。这里的“收益”是两个汇总统计的比值，会受票种、档期、地区和统计取整影响，不能视为同一张电影票的价格上涨。若直接用总票房判断需求，可能看不清人次下降被名义单位收益部分抵消的情况。

2025 年《哪吒之魔童闹海》国内票房 154.46 亿元，约占全国票房 29.8%。这是头部作品对年度表现影响很大的一个具体案例。它说明观众仍会为强吸引力作品集中进入影院，也提示其他项目的经营情况不能由年度总盘子直接推出。单一影片的成功既不能证明行业普遍景气，也不能证明电影需求已经消失。

对电影未来的判断，应拆成作品、渠道和公司三个层次。作品仍可能形成高强度的集体消费；渠道需要提高利用率并控制固定成本；公司能否获利还取决于投资份额、发行分成、制作预算和其他业务。故事是否好看，只是其中一个条件。相同票房下，不同权利与成本安排可以形成截然不同的资本回报。

图表10:2019 年、2023-2025 年城市院线观影人次与平均每人次票房收益



资料来源：央视网，国家电影局，方正证券研究所

3.3 短剧火热有证据，但市场规模必须保留预测标签

CNNIC 第 55 次报告显示，截至 2024 年 12 月，微短剧用户规模 6.62 亿，占网民 59.7%。这是一项使用覆盖统计，足以说明短剧已进入广泛的内容消费；它不是付费人数，也不是 2026 年当下用户规模。微短剧、短视频、网络视频之间还存在用户重叠，不能相加得到一个“新增人群”。

关于市场规模，本报告特别保留披露时间：2024 年 11 月白皮书发布摘要中的 504.4 亿元，属于对 2024 全年的预估；2025 年 7 月资料中的 634.3 亿元，属于当年预测。它们不能直接被写成年度实现收入，更不宜与电影票房相除后生成所谓内容市场份额。后续出现的更大规模口径，也需核实是否包括广告、版权、定制、衍生及产业带动。

数据缺口不妨碍研究，前提是把可以确定的结论与尚不能确定的结论分开。可以确认广泛消费、模式并存和供给活跃；不能在没有同口径产业利润数据时，断言

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

短剧行业“整体赚不到钱”。本报告要解释的是：为什么热度与利润会分离，以及哪些企业更可能把热度转化为收益。

图表11:短剧常见数字的证据状态与使用边界

数字	期间与性质	可以说明什么	不能说明什么
6.62 亿用户 / 59.7%	2024 年 12 月；CNNIC 调查	广泛的使用覆盖	付费人数、当前用户数
504.4 亿元	2024 年 11 月对全年预估	当时的行业规模判断	最终实现收入
634.3 亿元	2025 年 7 月对全年预测	当时的增长预期	2025 年实绩、利润
更大规模的新口径报道	覆盖边界及明细未统一	需要进一步核验口径	与旧预测拼成可比序列

资料来源：CNNIC，中国网络视听协会，中国文艺网，方正证券研究所

3.4 短剧兴起不只是分走电影：不同预算以不同路径重配

时间、广告费、用户付款与内容采购，是四条资金或资源流，不能用“此消彼长”一笔带过。

短剧可能占用观众原先看长视频、刷其他短视频或进行其他休闲活动的时间，也可能进入原先没有连续娱乐产品覆盖的间隙。电影则涉及出行、共同安排与一次性付款。即使两者竞争娱乐预算，替代强度也不会在所有人群、时段和题材上相同。判断电影承压全部由短剧导致，需要用户迁移、时间分配与付费变化的数据；目前本报告使用的宏观统计不能完成这种因果识别。

广告模式会进一步改变比较方式。用户没有直接付费，平台仍可通过广告获得收入；但广告预算可能从其他渠道迁移，而不是伴随观看时长同步新增。对制作方而言，播放量到收入之间还隔着广告单价、有效展示、分成比例与结算规则。越接近免费消费，越要研究付款者究竟是谁，以及付款者愿意持续支付的原因。

短剧也可能扩大视频叙事的总触达，为较小题材、更细人群和更多地区提供产品。这是其产业意义的一部分。然而，当新增消费同时伴随供给更快增长时，新增市场并不必然提高平均回报。新行业可以拥有很高的产出增长，同时经历剧烈淘汰、平台集中与利润向少数环节聚集。

因此，本报告对影视与短剧的关系采用结构性解释：内容形式在使用场景和交易安排上重新分工，企业的经营机会随之改变。研究的下一步，应落到每一种合同、每一个用户队列、每一笔获客投入，而不是急于在“旧产业完了”和“新产业全赢”之间选择一句口号。

图表12:四类预算的变化与其分别对应的四种研究问题

预算	观察对象	对利润的传导
用户时间	场景、完成观看、回访	经付费或广告才能形成收入
用户货币	单剧、会员、内购、衍生品	需扣除退款与渠道分成
广告主预算	转化效果、品牌效果、归因	广告价格与填充率影响平台收入
平台采购预算	版权、分账、保底、定制	决定制作方风险承担与回款

资料来源：方正证券研究所

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

4 为什么火热的短剧未必会带来利润

4.1 先识别自己做哪种生意，再讨论“短剧能不能赚钱”

制作、发行、平台、买量运营与技术服务，面对不同客户、收入和风险。

“做短剧”可以是为客户拍摄，也可以是购买或开发内容、投放获客、经营应用，还可以提供生成工具或版权服务。不同角色都可能在同一部作品上取得收入，但不能把它们的收入简单相加作为终端市场规模。同一笔用户付款，经过平台、发行与制作方的分配，会在不同合同与会计口径中呈现。

从终端货币化看，单剧付费、会员、广告、品牌定制和版权销售已经可以辨认；其稳定性和适用范围仍在变化。2025 年官方转载报道已讨论免费与付费等模式的转换。因此，判断应从“有没有模式”推进到“什么条件下成立、风险由谁承担、收入能否重复”。免费意味着用户不直接付款，不意味着生产和运营无需成本。

对同一项目，制作方可以通过固定价合同获得较稳定收入，发行方则承担买量与变现风险；也可能制作方参与分账，用更高不确定性换取上行空间。评价盈利质量时，要把合同权利、保底、回款和后续成本纳入，而不能仅比较表面毛利率。

图表13:短剧产业链各角色的经营责任

角色	客户与收入	主要承担成本	利润的关键
制作服务商	委托方；制作费	人员、制作、返工	交付效率、订单与账期
内容/版权持有方	平台或发行方；版权/分账	开发、制作、失败项目	权利质量、组合回报
发行与买量运营方	用户/平台；充值或分成	投放、渠道、运营	队列回收、现金周转
内容平台	用户、广告主；会员/广告	内容、技术、获客	留存、匹配、广告效率
技术与生成工具	创作者/企业；订阅/API	研发、推理、交付	使用价值、续费、单位成本
品牌定制/行业服务	品牌或机构；项目合同	策划、制作、客户服务	效果交付、复购与回款

资料来源：方正证券研究所

4.2 案例一：收入扩张与利润改善可以明显背离

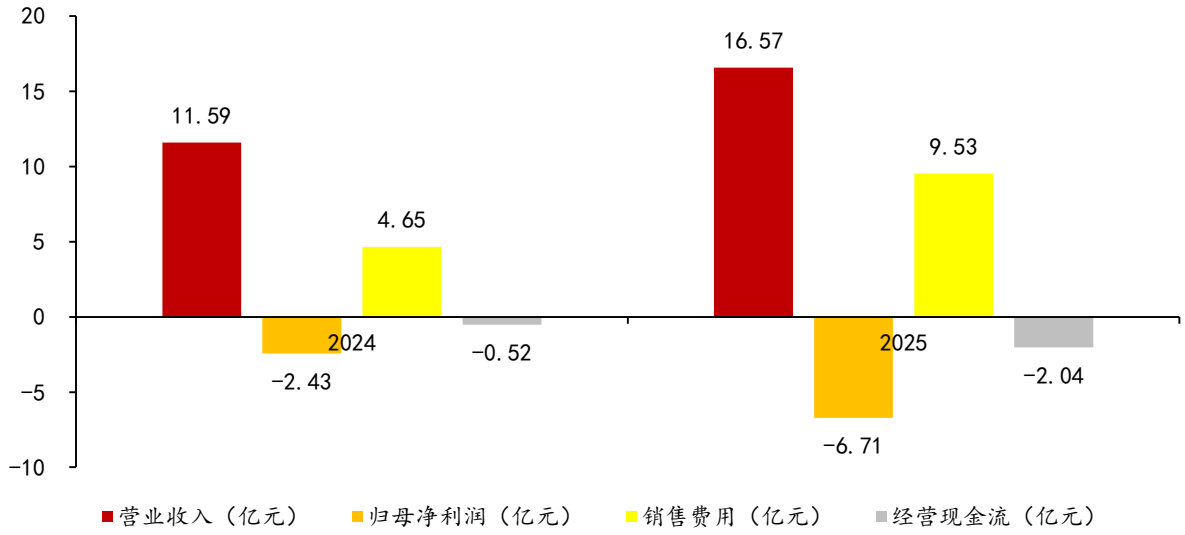
某企业 A 2025 年营业收入 16.57 亿元，2024 年为 11.59 亿元；归母净利润分别为-6.71 亿元和-2.43 亿元。同期销售费用由 4.65 亿元增至 9.53 亿元，销售费用率由约 40.1%升至 57.5%;经营现金流净额由-0.52 亿元变为-2.04 亿元。收入、费用、利润与现金的方向没有同步改善。

年报中“短剧及 IP 衍生品业务”2025 年收入 8.96 亿元、毛利率 38.41%，收入较按新口径重列的 2024 年增长 125.02%。必须保留这个完整名称：它不是纯短剧分部，也未单独披露可据此直接还原的短剧净利润。不能把全公司销售费用从这一产品类别毛利中扣除，再声称得到了短剧业务亏损。

公司解释销售费用增加主要与海外业务推广有关。这是管理层对费用变化的说明。它与报表共同支持“扩张会增加获客与推广负担”的案例分析，但不足以证明亏损全部由某一款产品、某一国家或短剧业务造成，更不足以代表全行业。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表14:A企业：收入与销售费用扩张，归母亏损扩大



资料来源：公司财报，方正证券研究所

4.3 游戏公司的反向案例：规模收缩也可能改善利润

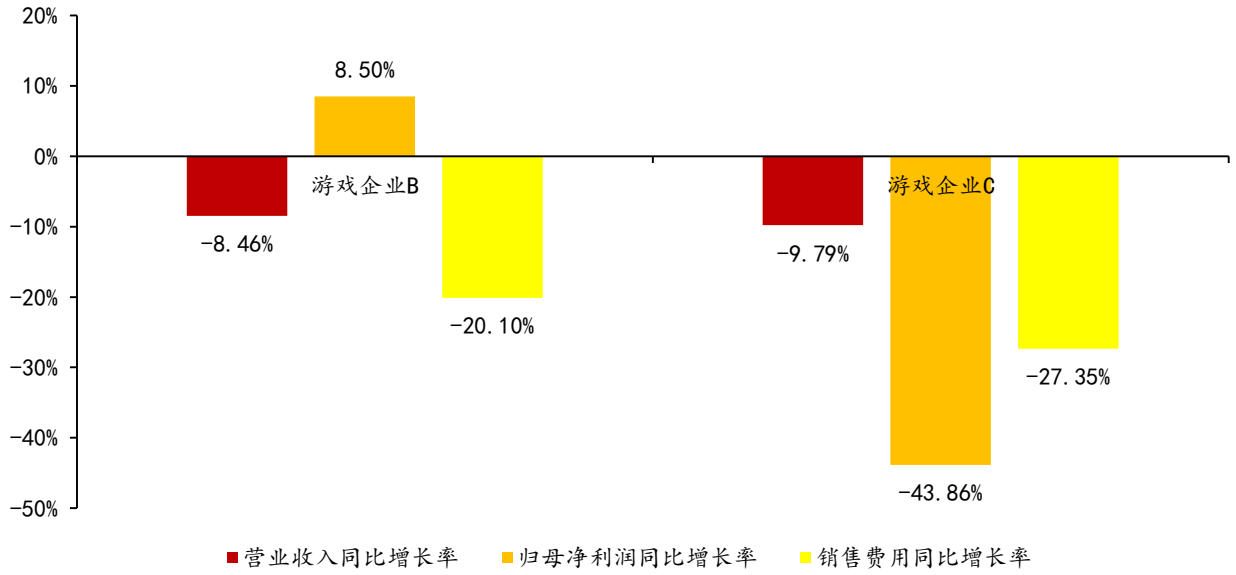
某游戏企业B 2025年收入159.66亿元，同比下降8.46%；归母净利润29.00亿元，同比增长8.50%；扣非归母净利润增长约9.81%。销售费用由97.12亿元下降至77.60亿元，经营现金流净额则由29.98亿元增加至35.38亿元。这一案例说明，在产品组合和投入调整过程中，收入与利润可以向相反方向变化。

但不能据此把“少买量”当作普遍有效的利润策略。某游戏企业C 2025年整体销售费用同比下降约27.35%，收入下降约9.79%，归母净利润下降约43.86%，扣非归母净利润下降约28.48%。公司包含不同业务与其他损益变化，因此不能把利润变化只归因于流量支出；它恰好提供了一个必要的反例：费用下降的经营背景必须继续拆解。

对短剧企业，更有用的不是机械压缩投放，而是区分有效扩张与低回报扩张。若新增获客贡献为正且资金可承受，减少投放可能损失价值；若回收依赖过长的预测尾部，继续扩大收入可能累积风险。投放决策需要落实到同一批用户、同一归因窗口和真实回款。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表15:B、C企业：减少销售支出，不保证所有公司利润同向变化



资料来源：公司财报，方正证券研究所

4.4 一部剧的账：流水通过层层分配后，才到项目贡献

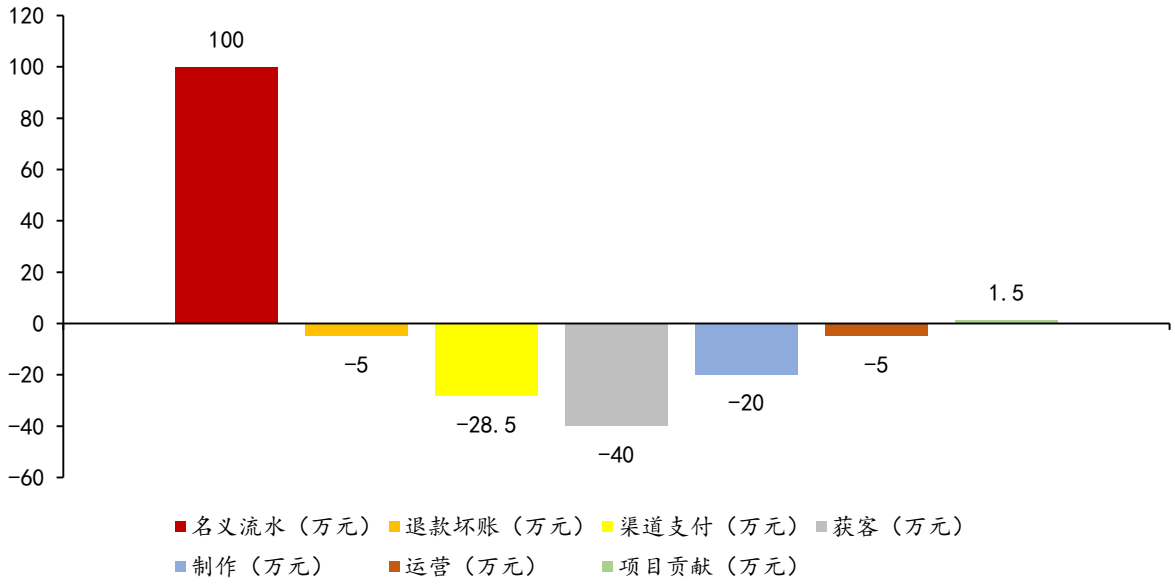
模型的作用是把机制算清楚，不是用一组假设冒充行业平均数。本报告建立一个付费短剧项目的示例：获得 10 万名用户，其中 5%付费，每名付费用户名义消费 200 元，形成 100 万元流水。退款与坏账按 5%假设，渠道与支付扣除按退款后金额的 30%假设；每名获客用户成本 4 元，制作 20 万元，运营和交付 5 万元。项目经济贡献为 1.5 万元。全部参数均为作者假设，不是市场调查结果。

计算顺序是：100 万元流水，减去 5 万元退款与坏账，再扣除 28.5 万元渠道及支付，获得 66.5 万元项目可得款项；之后承担 40 万元获客、20 万元制作与 5 万元运营成本。这个“贡献”尚未扣除总部费用、融资成本、税费等，不应被叫作公司净利润。渠道扣除是否以净额列报，还取决于合同与会计判断，经济模型不预设会计总额法或净额法。

固定流量规模下，贡献对每个变量都很敏感。若每名用户获客成本从 4 元提高至 5 元，其余不变，贡献变为-8.5 万元；若只看 100 万元流水，这一变化不会被发现。反过来，改善自然回访或付款转化，可能比增加播放量更直接影响经济结果。模型让讨论从“剧火不火”进入“每一层转换留下多少”。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表16:示例项目：100 万元名义流水最后剩下多少



资料来源：方正证券研究所

4.5 回收率要对得上口径，现金回收还要对得上时间

广告投放中常见的 ROAS，是某个归因窗口内的收入或流水除以广告支出。分子究竟是充值、确认收入还是分成后净额，是否扣除退款，都会改变结论。若报告“回收率超过 100%”，仍可能尚未覆盖渠道扣除、内容成本和团队费用。不同归因窗口的数字也不能直接比较：短期回收弱而长期回收强，需要用真实队列证明尾部，而不是只用外推曲线。

在本报告示例中，按分成后每个获客用户的生命周期可得款项计算为 6.65 元（项目可得款项/用户数=66.5/10=6.65 元）；固定制作和运营成本合计 25 万元。获得 10 万用户时，可承受的获客成本上限为 4.15 元（每用户可得款项-固定直接成本/用户=6.65-250000/100000=4.15 元）。超过这一水平，项目在给定假设下转为亏损。该上限不是行业标准，它会随转化、定价、退款、渠道、自然用户和规模而变化。

现金回收再增加一个时间维度。前置投放和制作支出可能已经支付，平台回款却尚未到账。快速扩张时，即使会计利润为正，营运资金也可能占用更多。若项目之间的上线时间、回款和支付周期无法匹配，资金约束会比利润表更早出现。本模型主要计算单项目生命周期经济贡献，不伪装成月度现金流预测；真实经营应另加合同回款表与投放支付表。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表17:单项目经济贡献对获客成本和变现能力同时敏感

每获客用户 CAC\每付费用户生命周期消费	160 元	180 元	200 元	220 元	240 元
3 元	-1.80	4.85	11.50	18.15	24.80
3.5 元	-6.80	-0.15	6.50	13.15	19.80
4 元	-11.80	-5.15	1.50	8.15	14.80
4.5 元	-16.80	-10.15	-3.50	3.15	9.80
5 元	-21.80	-15.15	-8.50	-1.85	4.80
5.5 元	-26.80	-20.15	-13.50	-6.85	-0.20

资料来源：方正证券研究所

4.6 免费短剧的账：观看要先变成有效广告收入

广告模式需要另一套计算。一个生命周期示例：获得 100 万用户，每名用户产生 80 次广告请求，填充率 80%，有效结算比例 95%，每千次有效展示收入 25 元，形成广告收入 152 万元（1000000*80*80%*95%*25/1000=1520000 元）。再假设广告技术与渠道扣除 30%、每用户获客成本 0.8 元、内容成本 30 万元、运营交付 15 万元，项目经济贡献为-18.6 万元（1520000*（1-30%）-1000000*0.8-300000-150000=-186000 元）。全部数字均为作者假设，不是平台或行业平均值。

这组计算说明，即使看的人多、产生的展示多，利润仍受广告单价与获客费用约束。基准情景下，渠道扣除后每用户可得收入 1.064 元（1520000*（1-30%）/1000000=1.064 元），承担固定直接成本后，可承受 CAC 约 0.614 元（1.064-450000/1000000=0.614 元）。如果千次有效展示收入升到 30 元，其余不变，贡献转为 2.68 万元。真实经营中这些参数并不独立：增加广告可能减少观看与留存，降低获客成本也可能改变人群和广告价值。

本模型以承担获客、内容和运营的经营主体为边界，不能直接套用到只收制作费或平台分账的制作公司。对于后者，还要继续按照合同拆分可分配广告收入、平台保留与内容方份额。广告主看重的转化或品牌效果、平台看重的有效收入、观众看重的体验，都要在同一产品里协调。免费是一种付款安排，持续盈利仍需要完整的产品经济性。

图表18:广告模式示例：千次有效展示收入变化的影响

千次展示收入	广告收入/万元	渠道后可得/万元	项目贡献/万元
20 元	121.6	85.12	-39.88
25 元（基准）	152.0	106.4	-18.6
30 元	182.4	127.68	2.68
35 元	212.8	148.96	23.96

资料来源：方正证券研究所

5 从爆款项目到可持续经营

5.1 爆款能证明一次成功，组合经营才能检验组织能力

不能只研究被看见的成功项目，还需要把失败、未上线和未回款的项目放回分母。内容公司的经营带有项目组合特征。市场讨论天然偏向头部作品，因为播放、讨论和收入都更容易被观察；但公司需要为没有形成市场结果的开发、试拍、修改

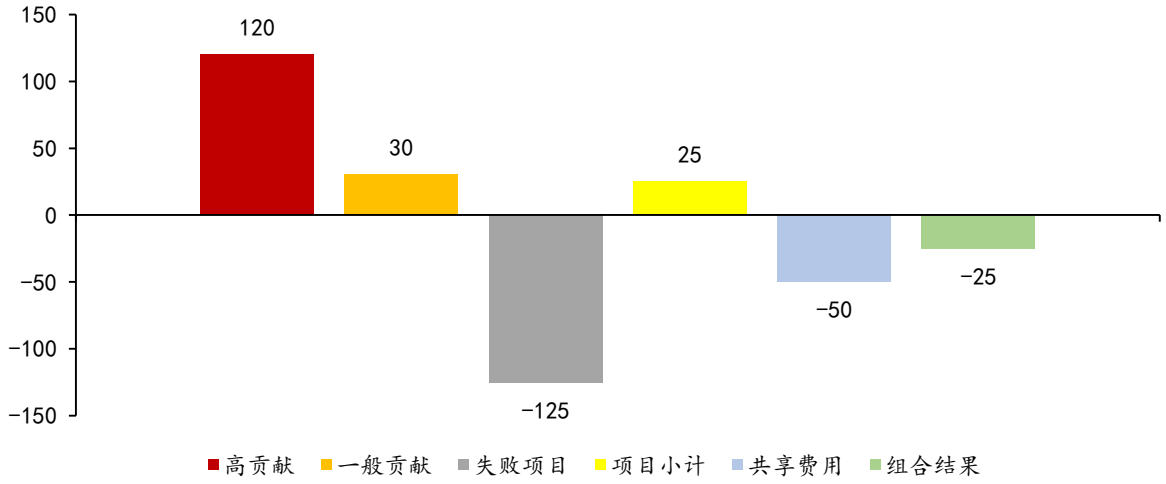
该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

和团队占用支付成本。用最成功的一部剧推算所有项目，会把命中率与失败损失从研究中删掉。即使每部作品的账都清楚，公司的共享费用仍需覆盖。

本报告另设一个纯示例：10 个项目中，2 个各贡献 60 万元，3 个各贡献 10 万元，5 个各亏损 25 万元，项目贡献合计 25 万元；再扣除 50 万元共享费用，组合亏损 25 万元。这里的贡献已经扣除各项目直接成本，共享费用不能重复分摊；项目比例和金额也不代表行业实际分布。这个示例展示的是：有爆款、有盈利项目，与整体亏损可以同时成立。

可积累的组织能力，不在于保证下一部必成，而在于持续改善开发选择、试错规模、质量控制、发行匹配和损失上限。能否更早停止低质量投入，能否复用人才和制作方法，能否使成功项目带来下一次自然触达，都可能提高组合回报。数量扩张应当建立在这些能力上，而不是用更多项目掩盖单项目回收的不确定性。

图表19：少数盈利项目，可以与整体组合亏损并存



资料来源：方正证券研究所

5.2 IP 创造与 IP 经营：从一部作品，走向一组持续关系

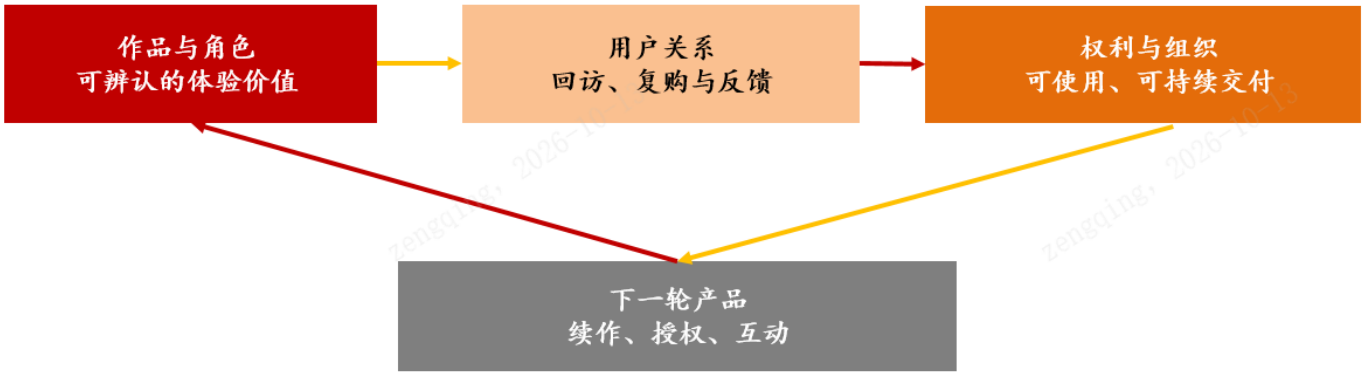
一部短剧形成热度，可能积累角色认知、审美风格或情绪标签，但这些资产能否迁移到续作、游戏、衍生商品或线下活动，需要分别验证。热度通常具有时效，权利可能分散在小说、剧本、演员形象、音乐和制作合同中。没有清晰可用的权利，商业延展会受到限制；有权利但没有后续需求，也不会自动产生收入。

IP 经营的实质，是把一次内容消费形成的认知与情感关系，转化为不同时间、不同产品中的持续选择。新的产品仍要有自身的使用价值。把一个角色印在商品上、把一个故事换成互动界面，不能直接证明消费者愿意购买。制作公司若跨入这些业务，还需建立设计、供应链、渠道或持续运营能力，资本占用和风险也随之变化。

任天堂的软硬件与 IP 经营提供了一种可以观察的组织形态：内容、交互规则、设备与长期经营可以共同作用。但它不是供所有短剧公司套用的模板。研究应学习其能力之间如何配合，而非将“有知名角色”直接等同于具备同样的商业结构。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表20:反馈、用户关系与权利，决定内容能否持续经营



资料来源：方正证券研究所

5.3 用户关系能否留在公司，是内容经营的分水岭之一

在外部平台获得一次播放，未必就建立了自己的用户关系。观众可能记住剧情而不记得制作方，也可能始终停留在平台的推荐与账号体系里。制作方得到一次分账，却未必获得再次触达的资格。相反，用户愿意主动搜索作者、系列或品牌，愿意订阅更新、加入可持续服务，才可能降低后续作品进入市场的成本。

拥有独立应用也不自动解决问题。应用内的用户如果主要由持续买量获得，且看完一部作品后迅速离开，仍然缺少长期关系。自然新增、回访、跨作品消费和可重复付款，应当按照同一批用户持续观察。这里的重点不是要求每家公司都做平台，而是识别谁掌握关系、谁有权使用反馈，以及谁承担维持关系的成本。

内容公司可以选择不同路径：保持制作专长，通过稳定客户和交付效率获得合理利润；经营一类人群与一组内容，形成系列和品牌；或者承担平台责任，扩大目录、技术与运营。三种路径没有抽象的高低，匹配能力与投入才重要。最危险的情况，是承担了平台式获客费用，却只有单项目式收入，又缺乏相应的资金与复用能力。

AI 可能帮助提高匹配、翻译、改编和更新效率，但用户关系仍需要经营。若生成让作品变得更容易替代，品牌与稳定体验反而可能更重要；若产品提供低质量、缺乏边界的个性化，短期互动增加也可能损害信任。关系的资产价值来自未来愿意再次选择，而不只是当下收集了多少数据。

图表21:三种可行经营定位及能力要求

定位	收入基础	需要积累的能力	主要风险
专业制作组织	订单与项目交付	制作管理、稳定质量、客户复购	客户集中、账期、价格竞争
内容品牌/IP 组织	系列消费与权利经营	创作、选题、权利、跨产品协作	成功难复制、延展失效
用户平台/服务组织	订阅、广告与持续交易	供给、推荐、留存、技术和治理	高获客、持续投入、规模门槛

资料来源：方正证券研究所

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

5.4 财务可验证的优势，比“内容储备多”更接近公司价值

内容储备多，可以代表权利积累，也可以代表尚未消化的成本。用户规模大，可以代表覆盖能力，也可能包含大量低活跃或低价值用户。海外收入增长，可以代表产品受到欢迎，也可能伴随更高推广、支付与本地化费用。任何单一亮点，都要与对应投入及后续义务一起阅读。

公司层面的研究，应先建立业务地图：各类收入对应哪些客户、合同、产品与履约责任，哪些成本直接归属，哪些属于共同投入。之后再看利润和现金。对外披露若不足以分离短剧分部，就明确列为信息缺口，而不是通过几项总量数据拼出看似精确的分部利润。判断可以有倾向，测算不能越过已知边界。

进一步看资产质量：已经确认的收入是否回款；存货或内容资产能否通过未来发行回收；预付与资本化开发支出是否仍有经济价值；增长是否需要不断增加外部融资。这些问题不如播放排行显眼，却影响股东最后获得的回报。产业研究对投资研究的贡献，正在于解释何种经营优势能够进入现金，而不是把热点转换成估值故事。

本报告的公司案例采用 2025 年可比年度数据为主要财务基线，并以可核验的 2026 年披露补充产品与经营进展。案例用于说明机制，既不是完整证券覆盖，也不构成对相关公司的估值、目标价或全体行业企业的盈利排名。不同样本的最新披露覆盖程度不一致，不能将该样本表当作实时行业全景。

图表22:从经营优势到财务证据

声称的优势	应连接的经营事实	对应财务部位
获客有效	同队列回收、自然回访	销售费用、回款与现金
内容可复用	跨作品消费、授权范围	收入结构、制作成本、减值
用户关系稳固	续费、复购、稳定使用	递延收入、留存成本、利润
海外能力强	本地化后留存与付费	地区毛利、推广、支付成本
AI 明显降本	同质量交付的总工时与返工	单位成本、毛利、研发投入

资料来源：方正证券研究所

6 AI 如何改变成本与价值分配

6.1 AI 首先改变制作函数，利润是否改善取决于完整成本

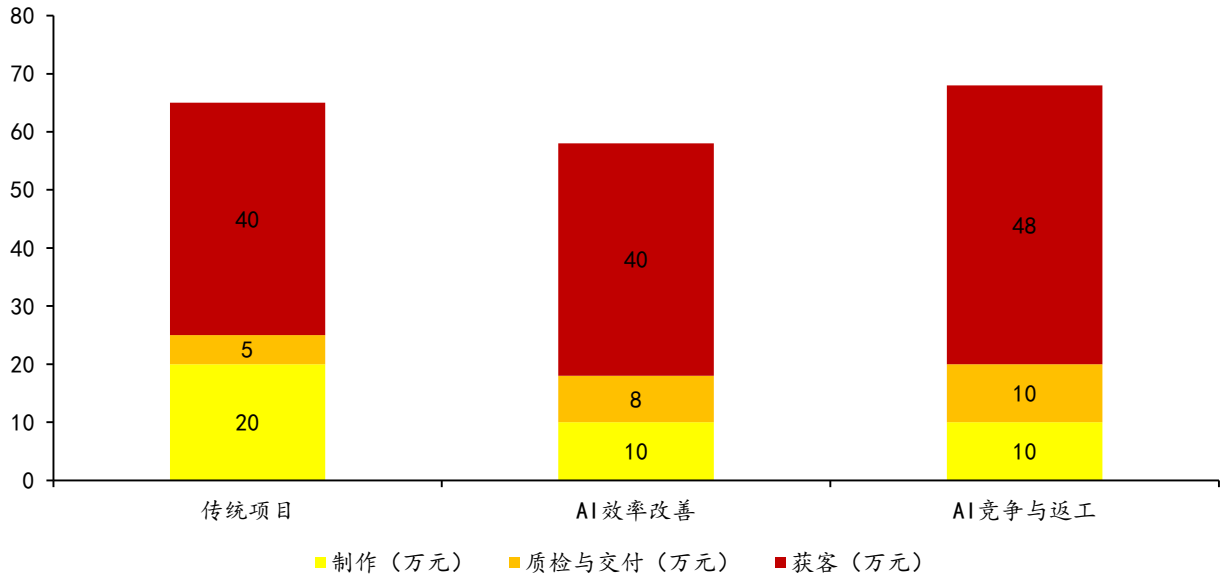
从单个环节看，生成工具可能降低分镜、素材、配音、翻译、特效或部分画面制作的时间。但最终交付还包括选题、脚本、人物一致性、镜头衔接、剪辑、音画配合、权利处理、审核、修改与发行。如果某一步变快，却增加了下游修正，单次生成价格就会高估节约。成本比较必须要求成果质量、权利可用性和交付范围大体一致。

本报告用第二组假设显示这个边界：传统项目制作 20 万元、质检交付 5 万元、获客 40 万元，总成本 65 万元；在效率改善情景下，制作降至 10 万元、质检升至 8 万元、获客不变，总成本 58 万元。若竞争与返工进一步增加，质检变为 10 万元、获客变为 48 万元，总成本反而为 68 万元。三个情景只改变指定成本，不假设真实行业平均值，也不证明 AI 必然增加获客成本。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

这个模型的核心是分母选择：以同等可用内容、同等用户体验或同等商业结果为分母，而不是仅以生成分钟、生成镜头或调用次数为分母。对成熟企业，效率可能释放利润；对竞争激烈的供给方，效率也可能转化为更低的报价和更多试错。研究需把技术节约与价值留存分开。

图表23:AI 降低制作成本后，节约额仍取决于其他成本



资料来源：方正证券研究所

6.2 工具收入增长，是另一个生意成立的证据

创作者愿意为生成付费，说明工具有使用价值；它不直接证明下游每一部作品可以盈利。

快手 2026 年 1 月公告称，可灵 AI 在 2025 年 12 月的月收入超过 2000 万美元，收入年化运行率达到 2.4 亿美元。年化运行率以某个时点的月度收入延展，不能当作 2025 年全年收入，也不能自动等同于已有合同保障的经常性收入。这个例子说明，技术工具的商业化与下游娱乐内容的商业化，需要分别计量。

工具的客户可以是专业制作方、广告主、个人创作者或其他企业，付费可能来自订阅、用量或服务。下游作品则要通过广告、观看付费、版权或客户合同取得回报。二者之间存在价值链关系，但客户购买工具时可以处于研发、实验或低规模阶段；工具收入增长未必已经对应终端用户的娱乐消费增长。

技术服务商也面临自身的经济问题：研发与推理成本、价格竞争、用户留存、专业交付要求、渠道分成以及模型替代。收入规模不能替代毛利和现金流，累积注册用户也不能替代付费客户。对于需要实时生成的应用，用户使用越多，可能同时增加收入与推理负担，收费单位必须覆盖相应责任。

从产业价值分配看，创作门槛下降并不保证所有工具公司长期获利。若底层能力趋同、客户迁移容易，工具可能被集成进更大的工作流；如果掌握稳定质量、业务适配与客户流程，则有机会形成更深的关系。应研究具体环节的不可替代性，而不是笼统判断“卖工具一定比做内容好”。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表24:AI 内容产业中，三个市场应当分别建账

市场	客户买什么	可以确认的收入	不能据此推断
生成工具与 API	能力、调用量、效率	工具订阅、API、服务费	下游作品必然赚钱
内容制作与交付	可用、合规、可验收成果	制作、版权、定制收入	终端娱乐需求等比例增长
终端内容与互动	观看、参与、陪伴、创造	用户付费、广告、衍生消费	供给增长带来普遍利润

资料来源：方正证券研究所

6.3 当供给不再稀缺，价值可能转向选择与持续使用

供给显著增加后，用户面临的难题可能从“没有内容可看”转向“找到合适内容太费力”。平台的推荐、搜索、编辑、品牌和可信评价，由此可能提高相对价值。但平台能够留下多少利润，还受用户迁移、广告竞争、内容权利和服务成本约束。入口具有优势，不等于入口永久垄断；创作者也可能通过品牌、系列和直接关系减少对单一渠道的依赖。

更深的变化是，产品可以持续理解与回应使用情境。过去的一部作品主要在上线前完成创作，之后围绕它进行发行与运营；AI 产品可能在使用过程中继续生成、调整和更新。此时，“内容是什么”与“服务怎样响应”开始结合，体验质量取决于记忆、一致性、延迟和边界。这样的价值难以只用单位视频成本解释。

截至 2026 年 8 月，Spotify 季度披露仍同时呈现传统订阅经营与新产品实验：2026 年第二季度收入约 48 亿欧元、营业利润 6.55 亿欧元，并介绍 Personal Podcasts 等有限范围测试。Netflix 同季度收入约 125.60 亿美元，同比增长约 13.4%。这些事实不证明 AI 已经贡献多少利润，却足以提醒：大型既有平台仍在经营、增长和试验，不能把内容行业写成整体失去生命力。

据此，本报告更倾向于一种渐进的产业判断：先在既有工作流与入口中改善效率和体验，再由部分产品改变交互与收费，最后才可能出现较大范围的形态迁移。各层次可以重叠，节奏也可能被技术突破加速；不能把一条顺序当成必然规律。

图表25:2026 年增量核验与可以支持的结论

披露	所见事实	证据边界
Spotify 2026Q2	收入约 48 亿欧元；营业利润 6.55 亿欧元	收入为公告约数；不是 AI 分部业绩
Spotify 产品进展	Personal Podcasts 等有限范围测试	试验存在，不代表规模化留存或收入
Netflix 2026Q2	收入 125.60 亿美元；同比约 13.4%	季度、单公司；不能代表全球影视
可灵 2025 年 12 月	月收入超 2000 万美元；年化 2.4 亿美元	运行率不是全年实际收入

资料来源：公司财报，方正证券研究所

6.4 AI 对组织的挑战：把更多试验变成更少无效投入

传统制作流程往往把大量资源集中到少数项目，AI 可能允许更低成本地尝试更多版本。如果组织只是增加产量，筛选与管理会成为新瓶颈。若能够先验证叙事、风格与用户反应，再扩大投入，就有机会减少不可逆承诺。这里的改进来自试验设计与决策机制，而不是生成按钮本身。

但数据反馈也会带来偏差。对点击和短期完播过度优化，可能鼓励相似题材、夸张素材与重复刺激；它们短期有利于漏斗，长期却可能损害满意度与品牌。实验应同时关注用户获得的价值、内容完成质量与后续行为。只使用可快速测到的指标，容易把长期经营目标压缩成眼前最容易增长的数字。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

组织还需明确权利与责任。采用工具不等于取得全部商业使用权；用于训练、改编、配音或人物形象的素材，需要依据实际授权处理。本报告不提供法律结论，而将权利核验视为内容交付成本的一部分。把这项工作留到发行后再解决，可能使表面上便宜的生产付出更高返工与停用代价。

因此，未来有竞争力的内容组织可能同时具备三种能力：快速试验，保证可用，保留有价值的用户关系。前两项决定产出的效率和可靠性，后一项决定下一次是否仍要从头争夺注意力。规模不是不重要，而是应建立在可重复经营之上。

图表26:AI 制作流程的成本与责任落点

环节	可能获得的效率	仍需承担的工作
创意与脚本	更快展开版本	判断、叙事、需求选择
素材与画面	生成与本地化加速	一致性、细节、审美
剪辑与交付	部分流程自动化	节奏、验收、修改
权利与发行	辅助整理与检查	授权核验、合同、上线要求
使用与运营	个性化及持续更新	质量监控、反馈解释、成本控制

资料来源：方正证券研究所

7 产品形态与新入口的可能变化

7.1 从预制作品到实时服务，内容产品可能分成三层

第一层是预制内容:仍由创作者组织完整作品,AI 参与部分制作,用户主要观看。它与现有分发和收费方式的兼容性较强，改变首先发生在生产组织。

第二层是持续更新内容：围绕人物、系列或用户群，不断推出新段落和版本，使用反馈进入下一轮供给。它要求稳定风格与更新节奏，开始接近长期服务。

第三层是实时互动内容：用户的选择、对话或行为影响接下来的体验，生成与使用同时发生。这里需要持续维护世界状态、人物一致性、记忆和回应质量。每次使用可能消耗新增算力，并带来监控和服务责任。体验若成立，收费可以由“买一部作品”转向“购买持续参与”；若成本控制不住，越受欢迎反而可能产生更重负担。

这三层并不构成必须依次取代的阶梯。固定作品可以提供完整的作者表达与共同文本，实时服务可以提供参与和个性化，两者满足不同需求。混合产品也可能更有效：关键情节预制，局部互动生成，既控制成本与叙事，又给予用户有意义的选择。短剧下一步是否更接近游戏，取决于这些机制，而不是界面上多了几个按钮。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表27:从预制内容走向实时服务，收入与成本同时改变



资料来源：方正证券研究所

7.2 互动不是免费的增量：用户愿意做的选择必须有意义

线性故事的优势之一，是创作者承担了大部分选择，观众可以投入理解与情绪。增加互动后，选择本身可能带来乐趣，也可能成为负担。如果分支只是延迟剧情、改变几个无关紧要的细节，用户未必愿意付费。互动产品需要辨认什么控制权值得交给用户，什么部分应由稳定的叙事与规则承接。

商业模式随之改变。按次或按量收费，可能更贴近实时生成成本，却增加用户对每次互动的犹豫；包月提供较低使用摩擦，却需要处理重度用户成本与体验公平；广告支持扩大可达性，但必须考虑中断感。没有一种收费方式天然优越，关键是让收入单位与成本单位、价值单位尽量协调。

一个用于思考的表达是：每用户贡献＝用户付款及广告所得－渠道扣除－推理与服务成本－分摊内容成本－获客成本。与预制视频相比，推理成本可能随使用深度继续增加。产品不能只追求互动次数，还要提高每次互动的有效价值，并通过缓存、预生成、局部实时生成等架构安排控制成本。这些是设计方向，不是本报告已验证的行业通用结果。

长期来看，内容、游戏与工具之间的边界可能变得更模糊。消费者可以在观看者、参与者和创作者之间切换。但能力上限的扩展，不意味着所有人都想创作。大众产品仍需要为只想获得完整体验的人提供低负担入口，否则创造权越多，使用门槛反而可能越高。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表28:互动产品的收费选择与责任

收费方式	与价值的关系	成本与体验约束
买断/单次付费	获得明确范围的体验	后续服务责任需要界定
包月订阅	持续可用、稳定更新	重度使用与单位推理成本
按量/按次	使用与成本较容易对应	频繁付费决策影响沉浸
广告支持	用户低货币门槛	中断、广告价值与留存
基础免费+增值	兼顾尝试与差异需求	免费负担、付费点设计

资料来源：方正证券研究所

7.3 新终端可能打开新场景，但AI眼镜不是同一种设备

讨论 AI 眼镜时，应区分摄像与音频眼镜、带显示的轻量眼镜、空间计算头显以及更完整的增强现实设备。它们在显示、续航、重量、输入方式和使用场景上不同。Meta 在 2025 年产品说明中就区分了摄像型、显示型与 AR 类别，并强调显示眼镜的短交互、消息、导航和翻译；不能把这些设备统一理解为可长期沉浸观看电影的屏幕。

Apple Vision Pro 的娱乐说明则展示了空间呈现与沉浸视频等方向。它证明某些新体验已可被组织为产品，不证明整个内容行业已经拥有成熟的新收入来源。设备装机、有效使用、内容开发、付费、创作者收益之间还有多次转换，需要各自成立。

对短剧而言，新终端可能使故事从屏幕内展开转向与位置、视角或身体动作结合，也可能强化音频和随身陪伴。变化若只是一块不同位置的屏幕，原有内容与渠道可能迁移；如果改变了交互和空间关系，就可能需要重新设计内容。产业机会不只属于制作方，还可能落在工具、系统、支付与分发，但各方能分得多少价值尚有不确定性。

图表29:终端、体验增量与仍需解决的问题

终端类型	可能强化的体验	主要约束	对内容的要求
既有手机/电脑	互动、生成、个性化	注意力竞争、入口控制	先在熟悉环境证明价值
音频/摄像眼镜	随身叙述、情境感知	隐私、续航、场景适配	声音与现实任务结合
轻量显示眼镜	短交互、视觉提示	显示范围、输入、持续使用	信息密度与节奏重新设计
空间计算头显	沉浸、空间与共同在场	设备负担、内容开发与装机	空间叙事与操作协同
未来更完整 AR	现实与虚拟持续结合	技术与生态仍需演进	无法只复用平面视频逻辑

资料来源：方正证券研究所

7.4 下一代内容的竞争，也可能是“替用户选择”的竞争

当作品与生成能力变得丰富，用户需要的是更少无效寻找、更稳定的完成体验。

在内容极大丰富的环境中，产品的价值可能来自减少决策负担。推荐、编辑、策展、系列品牌和个人助理，都是组织选择的方式。AI 可以参与理解偏好和情境，但偏好也可能随时间、心情和关系改变。把用户锁定在过去的点击记录中，会缩小体验；完全随机的新鲜感，又可能增加试错。好的产品需要在熟悉与探索之间调整。

“用户等于终端”的历史命题，在此可以进一步推进：用户不仅接收内容，也提供反馈、行为和创作输入。这些输入让产品持续调整，却不意味着用户天然拥有

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

相应控制权。谁解释反馈、谁安排推荐、谁决定收费和退出，都会影响用户得到的体验与企业形成的关系。它们也是产品竞争力的一部分。

新内容的共同消费也值得保留。完全个性化可能让每个人得到不同情节，却减少共享文本、公共讨论和社交传播。若所有体验都只属于个人，内容的扩散与 IP 认知如何形成，会出现新的问题。因此，未来产品可能采取共享核心加个体参与：让人们拥有共同世界，同时拥有不同路径。这个组合比“每人自动生成一部专属电影”更值得具体研究。

由此，对未来内容形态的判断不能只沿着技术能力上限展开。需要同时问：用户愿意把哪些选择交出去，保留哪些主动权；哪些体验适合共同消费，哪些适合私人使用；哪些内容一次完成更好，哪些适合持续服务。对这些问题的回答，决定产品是否成立，也决定收入从哪里来。

图表30:内容产品可能需要平衡的四组关系

关系	一端的价值	另一端的价值	设计问题
熟悉 / 探索	低理解成本、稳定预期	新鲜、发现、惊喜	如何避免重复与随机失配
作者 / 用户	完整表达、节奏与结构	选择、参与和创造	哪些控制权真正有价值
共同 / 个性	公共文本、社交和传播	适配个人情境	保留多少共享核心
作品 / 服务	一次交付、可复用资产	持续更新、回应使用	收费如何覆盖后续责任

资料来源：方正证券研究所

8 未来走势判断：五条可能路径

8.1 可能性一与二：先提高制作效率，再由部分产品走向互动

可能性一：AI 广泛进入制作流程，但大众消费仍以预制观看为主。内容数量、版本和本地化速度增加，短剧继续围绕现有广告、付费和平台分账运行。在这个情景里，生产效率提高是必要能力，却未必是持久优势；当工具普及时，竞争可能把成本节约传导为更低报价、更高质量要求或更密集供给。能够保留利润的企业，更可能拥有稳定客户、独特内容或有效发行。

可能性二：部分短剧与互动、游戏和持续角色关系结合。消费者开始为参与、回应或长期陪伴付费，收入不再完全依赖追完一部剧。这里的机会在于延长关系与增加使用价值；约束在于互动质量、生成一致性、实时成本和持续运营。若互动只增加噱头，没有改善留存和支付理由，产品仍会回到单次获客与单部回收。

两种路径可以同时扩大。高效率制作的预制内容，能够覆盖大量低负担娱乐需求；互动产品则可能先服务特定偏好、较强参与意愿或已有粉丝关系的人群。它们也可能混合：共用角色与世界观，一部分内容预制，一部分由用户参与。无需预设全体短剧都会变成游戏。

我们的当前判断是：第一种路径具有更广泛的近期适用性，第二种路径的结构性价值更大但不确定性也更高。这里的“近期”用于安排研究重心，不构成产品落地日期或收益承诺。企业若用第二种路径的远景，为第一种路径中尚未改善的项目经济性辩护，仍需谨慎拆开。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表31:两条产品路径的经营差异

路径	收入基础	更可能受益的能力	失效方式
一：效率改善	现有广告、版权、付费	高质量交付、客户与发行	节约被降价和竞争消耗
二：互动升级	持续参与、订阅、增值	产品设计、角色经营、运营	互动无价值或服务成本失控

资料来源：方正证券研究所

8.2 可能性三：更多价值向能够组织选择和交易的平台集中

当内容供给增长快于有效注意力，分发、理解需求和组织付款的位置可能强化。

在这一情景中，单个作品更容易生成，也更容易被替代。平台掌握推荐、搜索、广告、账号和支付，能够把大量供给转化为可消费的目录。制作方需要争取可见度，工具提供方需要融入工作流，平台则可能通过提高匹配和交易效率获得更强议价地位。其产业含义是：内容更繁荣，利润却可能更集中。

但平台优势并非没有代价。供给扩大也增加筛选、质量控制、存储、治理和用户信任的负担；实时产品还可能增加计算成本。若用户与创作者可以便利迁移，或者新入口改变触达路径，既有平台的规则也会受到挑战。因此，这一情景不是“所有平台通吃”，而是选择与交易组织能力的相对价值可能上升。

对企业定位的影响是分化。缺乏独特内容与直接关系的制作方，可能更加依赖标准化订单或平台规则；拥有高价值版权、品牌和忠诚用户的企业，则可能维持谈判空间。技术工具若只提供通用能力，可能被平台集成；若深度服务特定流程，则有机会保留独立收费。

我们把这一情景视为值得重视的结构方向，尤其适用于内容生成门槛明显下降、用户注意力增量有限的市场。它与第一种效率路径很可能共同出现。但最终利润仍需由实际合同、费用与用户行为验证，不能由“平台”这一身份直接推出。

图表32:平台集中情景中，各类企业可能的调整

企业角色	可能发生的变化	可保留价值的条件
内容制作	数量增加、单件议价承压	独特内容、稳定交付、客户复购
IP 与品牌方	优质权利更需长期运营	跨作品需求和可用权利
分发平台	筛选与交易位置强化	匹配质量、信任、成本控制
生成工具	通用功能被集成的压力	流程深度、可靠性、差异能力
新入口/助理	可能重新组织内容发现	实际使用与支付关系成立

资料来源：方正证券研究所

8.3 可能性四与五：少数内容公司长成品牌，新终端打开增量场景

内容公司和新入口都可能出现突破，但两类突破需要不同的能力与时间。

可能性四：部分内容公司从项目集合转向 IP、品牌和用户关系经营。它们把一次成功变成可持续供给，减少后续获客依赖，并通过多种产品延长权利价值。这个路径可以发生在现有手机和平台环境中，不必等待新终端。关键难点在于人才与方法复制、权利安排、跨产品协作和资本纪律。不是作品越多越接近这一目标，而是作品之间能够形成可持续关系。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

可能性五：新的可穿戴与空间计算入口，带来随身、空间或共同在场的新体验。内容可能与现实环境、身体动作、位置和即时反馈结合，过去的观看产品由此获得新的产品机会。不过，硬件采用、长时间使用、开发者经济与内容付费必须逐步连通。设备演示和个别精品，不能替代生态成立。

这两类路径也会相互作用。既有 IP 可以降低新终端的内容教育成本，新终端也可能让熟悉 IP 获得不同体验。但若只是把旧作品搬到新屏幕，未必产生足够大的新增支付；若体验高度依赖硬件特性，开发成本和市场规模之间又可能出现不匹配。组织应当分阶段投入，避免用远期可选性掩盖当期资本消耗。

我们对第四种路径更强调公司能力的差异，对第五种路径更强调生态和体验的不确定性。两者都有潜在上行空间，也都有失败可能。未来研究可以沿着真实产品与经营结果继续展开，而不需要先替整个行业决定唯一的终局。

图表33:两条长期扩展路径的能力与风险

路径	价值来源	主要投入	主要不确定性
四：内容品牌与 IP	复购、授权、跨产品关系	创作、权利与长期运营	爆款能否转为持续需求
五：新终端新体验	新增场景与交互价值	设备、工具、内容与生态	采用规模、使用频率、付费
两者结合	熟悉 IP 进入新的体验	跨组织开发与产品设计	是否创造真实增量，而非搬运

资料来源：方正证券研究所

8.4 综合走势判断：内容更丰富，经营更分化，价值重新分配

短剧的下一阶段，更可能是多种模式并存、利润结构分化，而非一个旧形式被一个新形式整齐替代。

近端观察窗口约为未来 1—2 年。我们更倾向于：AI 继续进入既有制作和运营流程，广告、付费、会员与定制并存，平台与制作方围绕质量、效率和分成重新协商。行业有望产生更多作品和更快测试，但平均项目回报未必同步提高。效率改善与分发竞争可以同时发生。

中端窗口约为 3—5 年。互动、持续角色关系和多形态 IP，有机会让一部分企业突破单剧回收模式。更重要的分界，可能是企业能否保留用户、权利与反馈，并形成持续产品。部分公司仍可通过专业制作获得合理回报，另一部分则需要承担长期服务责任。业务模式的分化，会使只按“短剧概念”分类越来越难以解释业绩。

远端窗口超过 5 年。新终端与生成式体验可能重构部分内容消费，但时间与规模不宜给出伪精确预测。既有终端仍可能承载主要创新，影院和预制作品也可能保留独特价值。真正的变化可能不是人不再需要故事，而是故事被观看、参与、发现与收费的方式更加多样。

回到本报告的题目：“爱看”证明产品抓住了某种需求，“赚钱”则要求收入能够覆盖完整成本，并且让企业在竞争和分配中留下价值。研究应把消费创新、经营效率和价值占有放在同一张图上。短剧值得持续研究的原因，正是这三者正在重新组合；未来的机会，属于能把它们接通的具体产品与组织。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表34:五条演进路径可能并存，时间尺度不等于落地承诺

路径	近端：1-2 年	中端：3-5 年	远端：5 年以上
一 制作效率	较广泛进入	持续优化	形成基础能力
二 互动升级	局部试验	产品优化	可能形成新服务
三 平台分配	与供给扩张同步	关系与规则重组	入口仍可能变化
四 IP 与品牌	积累与筛选	少数组织突破	长期关系经营
五 新终端	特定场景探索	生态逐步连接	高不确定性扩展

资料来源：方正证券研究所

9 投资建议

1）内容与 IP 线：短剧的本质是 IP 的视听化变现，谁掌握可批量改编的 IP 库，谁就有内容供给的复利。

中文在线、阅文集团、掌阅科技、芒果超媒、荣信文化。

2）工具与模型线：生成工具的收入独立成立（创作者真在付费），但要与下游作品盈利分开建账。

昆仑万维、MiniMax、快手-W、万兴科技。

3）数据与算力线：**捷成股份。**

4）平台与分发线：AI 让供给不再稀缺后，筛选、推荐、交易的位置反而升值。

快手-W、中文在线、昆仑万维。

未上市但影响格局：红果、点众科技、PineDrama。

10 风险提示

宏观经济与政策环境变化的风险、行业竞争加剧与利润分配失衡的风险、公司经营分化与个体业绩不及预期的风险。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com