证券研究报告

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

AI+互动内容

降本扩容，世界模型打开生成式叙事新边界

证券分析师：张良卫
执业证书：S0600516070001
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn
联系电话：021-60199793

证券分析师：周良玖
执业证书：S0600517110002
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn
联系电话：021-60199793

2026年11月22日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

核心观点

- **移动互联网进入存量时长竞争，互动内容成为争夺用户注意力的新形态。**国内移动互联网月活增速已降至1%以下，增长转向单用户时长和付费深度。AI大幅扩充了短剧、漫剧供给，但内容同质化加剧，2026年上半年抖音端AI剧漫剧破亿率仅0.48%。互动内容通过剧情选择、多结局和角色关系，让用户由观看者转为参与者，提供反复进入的理由。
- **生成式AI先重构生产端，降低分支成本但未改变预制结构。**AI内容每分钟综合制作成本约400–1300元，真人拍摄约1.5–2万元，单位素材成本下降一个数量级以上。统一资产库和生产Agent进一步提升了多分支内容的一致性与测试效率。在相同预算下，制作方可以增加分支和题材供给。但内容仍须在上线前全部完成，用户能做的选择仍由创作者预先划定。
- **世界模型推动互动内容由预制分支走向运行时生成，重塑成本结构与商业模式。**世界模型根据当前状态和用户输入实时预测后续内容，交互方式由节点点选扩展至移动、对话和自由输入，创作者的工作重心转向设定规则与生成边界。成本由上线前的固定投入转为随活跃时长增长的运行期推理成本，与买断制形成错配。我们认为，商业模式有望走向“内容买断+模型调用付费”的分层结构，产品由一次性作品转向持续运营的服务，核心指标由首发销量转向留存、复访和单位活跃时长利润。
- **价值向游戏系统、IP与平台集中。**画面生成逐步商品化后，具备游戏系统与长线运营能力的游戏公司有望成为世界模型的主要承接方；优质IP降低获客成本，平台以入口和分成规则掌握定价权。平台和IP方最先受益，游戏公司验证周期最长但弹性最大。
- **推荐：**巨人网络、 恺英网络、三七互娱、上海电影、芒果超媒、风语筑、中文在线、哔哩哔哩
- **建议关注：**春光科技、华智数媒、华是科技、宝通科技、欢瑞世纪、德才股份、百纳千成、阅文集团、掌阅科技、游族网络
- **风险提示：**世界模型及视频模型技术进展不及预期；推理成本下降及商业模式验证不及预期；互动内容商业化及爆款率不及预期；行业竞争加剧风险；政策监管及内容合规风险；版权与AI生成内容合规风险。

目录



1、互动内容：争夺存量注意力的新形态，供给是规模化瓶颈

2、生成式AI降低分支成本，世界模型改变内容生产函数

3、投资建议

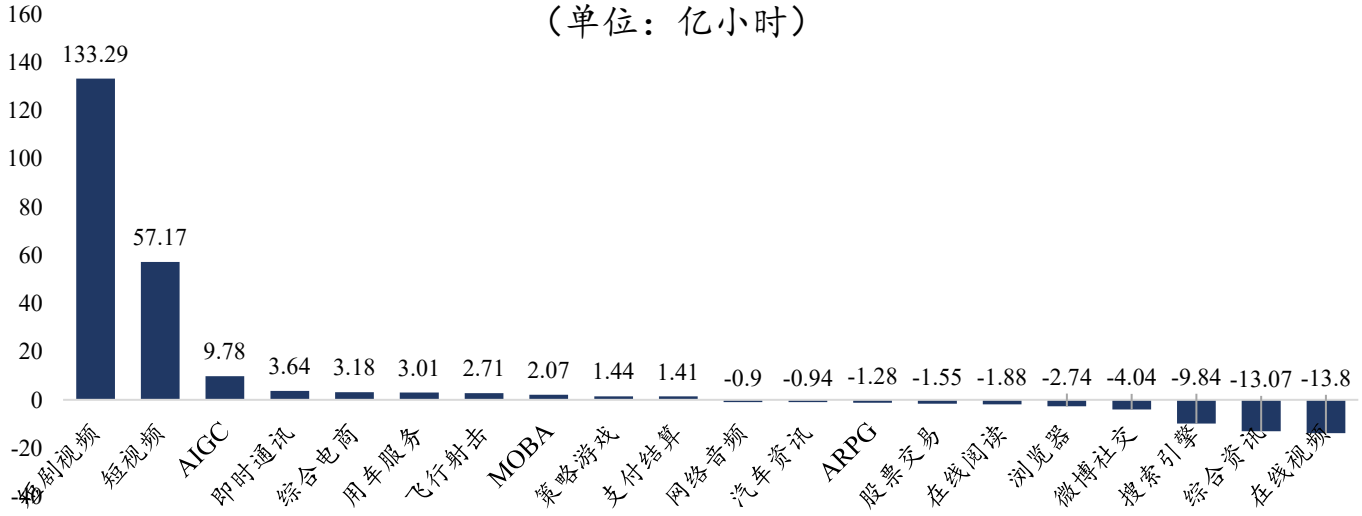
4、风险提示

1、互动内容：争夺存量注意力的新形态，供给是规模化瓶颈

1.1 移动互联网进入存量时长竞争，互动内容成为争夺用户时长的新变量

- **用户规模增长趋缓，移动互联网由用户竞争转向时长竞争。**2025年9月至2026年9月，中国移动互联网月活跃用户规模由12.69亿增至12.81亿，同比增速0.9%。用户总量逐步接近稳定后，互联网产品的增长更多依赖单用户使用时长、打开频次和付费深度。
- **短剧和短视频仍在获取新增用户时长。**2026年9月，短剧视频、短视频使用时长同比净增量分别达到133.29亿和57.17亿小时，两者对移动互联网总使用时长的净增量的增长贡献率达111.5%，短剧和短视频依靠推荐机制和高频供给占据用户时间，AIGC则通过降低生产门槛进一步扩大内容供给。
- **AI提高内容供给效率，但内容数量增长不再等同于用户增长。**视频生成模型在角色一致性、镜头控制和音画同步等方面持续进步，剧本、分镜、生成、剪辑和审核工具逐步完善。据DataEye研究院预测，2026年国内AI剧及漫剧市场规模有望达到400亿元，同比增长138%，用户规模超过6亿；但2026年上半年抖音端AI剧漫剧新剧数总计22.19万部，其中只有1055部播放量破亿，破亿率0.48%。随着相似题材和画面大量出现，行业竞争重点开始由能否生产转向争夺用户注意力。
- **互动成为AI内容突破同质化竞争的新方向，当前市场体量仍小。**当内容数量不再稀缺，增长逻辑需要从生产更多内容，转向让用户停留更久、反复进入；互动内容通过剧情选择、未解锁结局和角色关系，为用户提供再次进入的理由。据DataEye研究院测算，2026年国内互动影游市场规模预计为18–20亿元，约为AI剧及漫剧市场规模的1/20，品类仍处早期，增长空间较大 。

图：2026年9月移动互联网细分行业总使用时长同比净增量TOP行业（单位：亿小时）



图：中国移动互联网月活跃用户规模及同比增长率（亿，%）



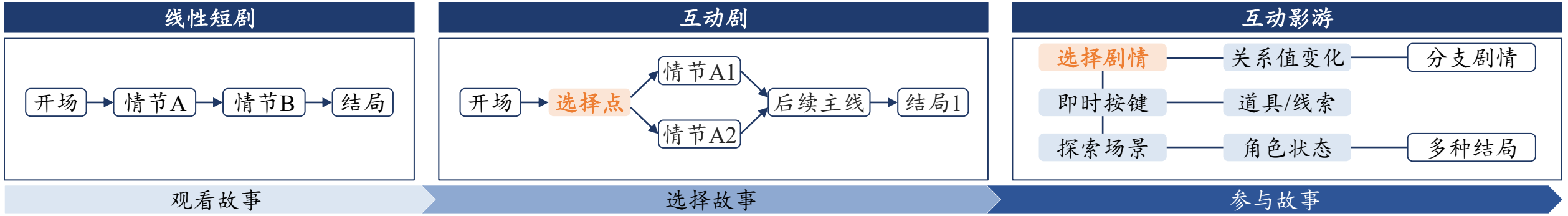
1.2 互动内容推动用户由观看者转向参与者，游戏机制决定产品形态

- **互动内容的核心在于用户行为能够改变后续体验：**线性视频按照固定顺序播放，用户只决定是否继续观看；而互动内容则在剧情、角色或场景中加入可操作空间，用户通过选择、探索或输入行动影响后续内容，由故事的观看者逐步转变为参与者。
- **互动剧以影视叙事为主体，在视频内容中加入轻度交互视频：**产品通常在关键节点提供剧情选项、视角切换、画面点击或简单操作，用户可以进入不同的预制片段并影响结局，但大部分时间仍在观看视频。
- **互动影游进一步加入探索、操作和角色状态系统：**除剧情选择外，产品还会设置即时按键、地图探索、道具收集、任务推进、人物关系和数值成长。用户行为持续影响角色状态与后续事件，体验重心由选择剧情逐步转向完成目标和塑造角色。
- **游戏机制是互动剧与互动影游的主要分界线：**增加选项数量可以扩大预制内容规模，而任务、成长、关系、收集等游戏机制能够形成持续目标，使用户在剧情之外获得进度反馈和重复体验动力。因此，互动剧主要是视频消费体验的升级，互动影游则逐步进入游戏产品的运营逻辑。
- **互动剧与互动影游的收入回收路径不同：**互动剧通常依托内容平台分发，由观看流量带动广告及分集付费分账，单剧回收取决于流量规模和转化效率。买断型互动影游主要通过本体销售摊薄前期投入，部分作品可通过追加内容获得增量收入。

表：互动剧与互动影游多维度对比

	互动剧	互动影游
内容结构	节点选择、分支观看	剧情分支叠加关系、道具或任务系统
制作流程	分支素材、剪辑衔接及平台适配	在视频制作外增加玩法开发及触发条件测试
收入结构	广告及单集付费分账，部分项目有保底	本体买断分成，部分作品另售追加内容

图：线性短剧、互动剧与互动影游叙事方式对比

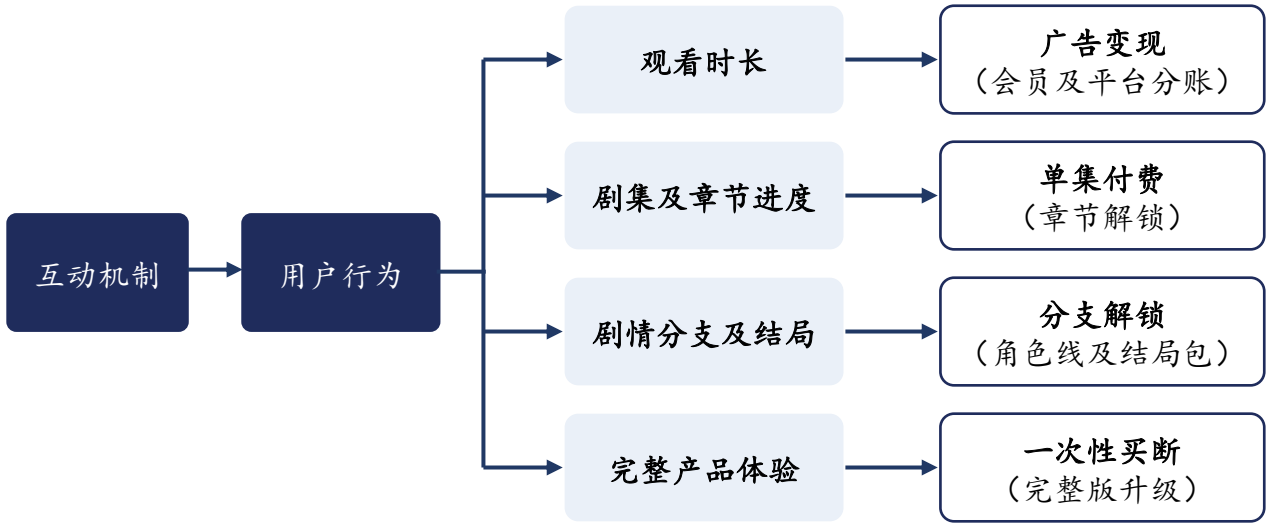


数据来源：界面新闻、爱奇艺、财联社、36氪、18183游戏网、证券之星，东吴证券研究所绘制

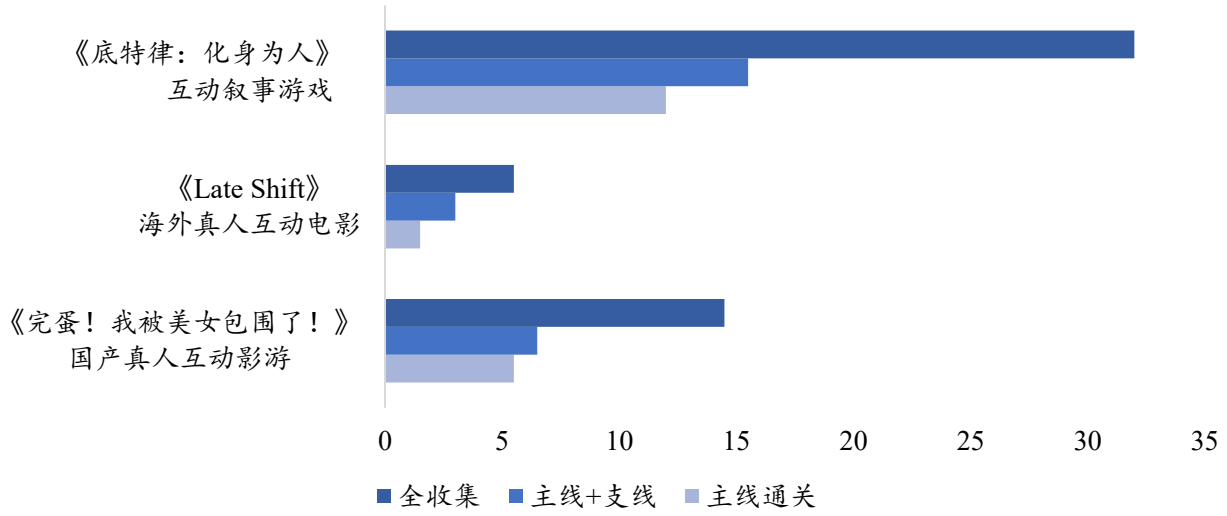
1.3 互动重塑内容付费逻辑，游戏机制拓宽长线变现空间

- **互动机制可通过广告变现、一次性买断等多种方式变现。**区别于传统视频的单向传输，互动内容通过赋予用户剧情控制权与结局决定权，实现了从观看权向参与权的付费转化。当用户行为能产生清晰、可量化的反馈时，互动产品方可有效支撑分支解锁、单集付费及产品一次性买断等商业模式。
- **多结局与未完成状态延长客户游玩时间。**多分支路径、未解锁结局和隐藏事件构成内容长尾，以HowLongToBeat玩家数据看，多结局互动产品的全收集时长约为主线通关的2.6-3.7倍。但重复体验主要依赖剧情新鲜感，长期留存仍需游戏系统承接。
- **游戏化机制推动产品从一次性买断向持续服务演进。**任务、成长、收集等系统为用户提供了长线进度目标，使产品在首次发售之外，具备了通过DLC、IAP及内容版本更新实现持续创收的能力。影视叙事负责获客与引流，游戏机制则主导留存与付费深度。
- **用户数据反哺内容与运营：**互动剧能记录用户在关键剧情节点的选择、流失和付费情况。制作方可以据此调整剧情节奏、角色的商业化安排和付费点设置，让作品上线后还能持续优化，从一次性交付的作品变成可长期运营的产品。

图：互动机制将用户行为拆分为多种可计费单元



图：多结局互动产品的主线、支线和全收集时长对比（单位：小时）



数据来源：DataEye研究院、Steam、PlatPrices、Dekudeals、澎湃新闻、虎嗅网，东吴证券研究所

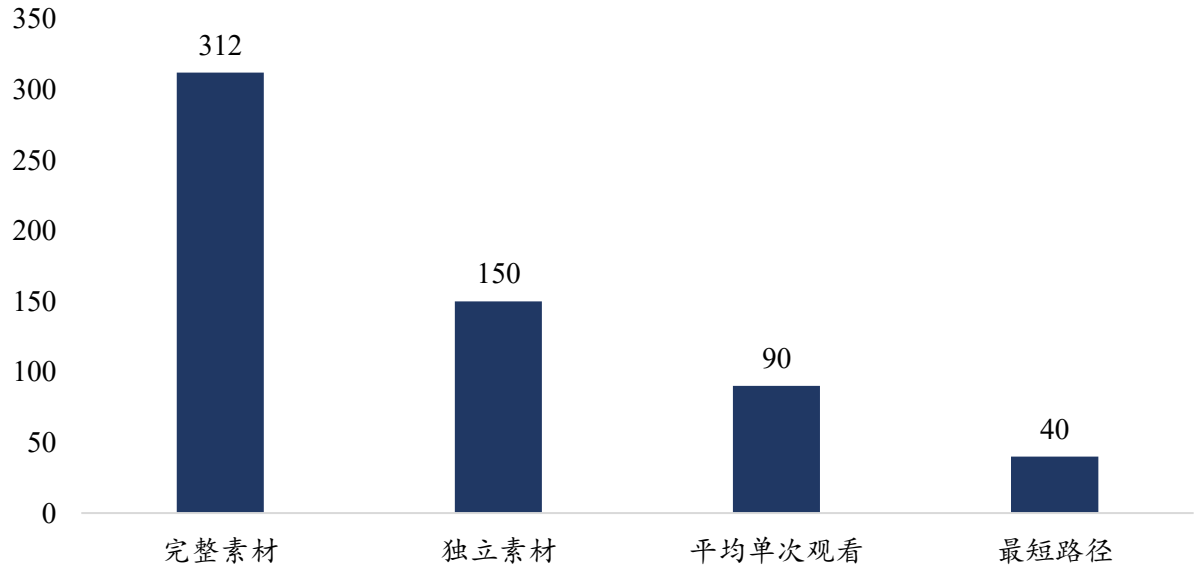
1.4 多分支预制推高制作成本与周期，传统供给模式难以规模化

- **现有互动内容仍采用先制作、后选择的生产方式。**创作者需要在产品上线前完成不同剧情路径的剧本、拍摄、剪辑和测试，用户则从预先设定的有限分支中选择。交互节点越多、剧情状态越复杂，需要提前制作的内容量越大。
- **分支扩张使制作量显著高于用户单次消费的内容量。**以《黑镜：潘达斯奈基》为例，该电影共制作约250个视频片段、约2.5小时成片素材，平均观看约90分钟，最短路径约40分钟，项目制作周期较长。制作方需要完成全部分支，而用户单次通常只体验其中一条路径，分支增加直接放大剧本、拍摄和后期工作量。
- **互动影游投入大、周期长，回本高度依赖爆款。**以《盛世天下》为例，其剧本超过30万字，素材时长约1200分钟，设置几十种不同结局，制作周期近1年；据新浪财经披露，《盛世天下媚娘篇》制作成本约4000万元。较高的前期固定投入叠加销量与口碑的不确定性，收入集中在少数头部作品，供给长期依赖少数爆款，限制了行业的规模化扩张。

图：2019年奈飞播出的互动电影《黑镜：潘达斯奈基》



图：互动内容的制作量远高于用户单次消费量
（以黑镜潘达斯奈基为例，单位：分钟）



1.5 多轮爆款验证互动付费需求，题材和用户边界持续扩张

- **AI原生互动影游完成初步商业化验证。**朝夕光年旗下AI互动影游《不问凡尘》于2026年9月24日以抢先体验版登陆Steam，次日即进入Steam畅销榜前20；据火山引擎披露，产品上线三周吸引超26万玩家、好评率87%，预估流水近千万元；说明用户已愿意为AI深度参与生产的互动内容付费，AI互动影游开始从技术演示走向商业化验证。
- **互动剧依托短剧渠道起量，用户参与数据初步验证。** 番茄小说与互影联合出品的AI真人互动剧《全球冰封》上线后位列同类项目数据榜单第一、番茄小说热搜榜第三，并获开屏推荐位；抖音将《归墟》《零号档案》等热门AI短剧改编为互动版本，“抖音可以玩互动剧了”话题播放量超4500万次。
- **女性用户和历史题材进一步扩大品类边界。**《盛世天下》系列销量超过500万套，其中女帝篇上线5天销量突破100万套、12天突破200万套。产品通过宫廷叙事、多角色关系和高规格影视表现吸引女性用户，说明互动内容可以跨题材、跨用户群体复制。
- **当前市场仍处于爆款驱动的早期阶段。**据DataEye研究院测算，国内互动影游市场规模由2024年的约10亿元增至2025年的约15亿元，预计2026年达18至20亿元，互动内容尚未形成稳定的新品供给和规模化回本模型，体量仍远小于短剧及AI剧漫剧市场。用户需求已经得到验证，但行业能否持续增长，仍取决于制作成本下降、题材供给扩张和非头部项目盈利能力改善。

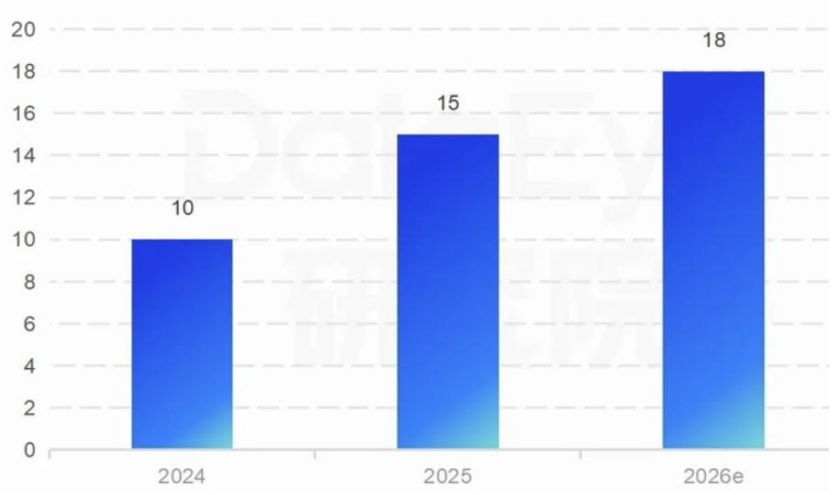
图：多部爆款IP被改编为互动剧



图：《盛世天下》女帝篇上线后位居Steam中国（大陆）热销周榜第一



图：中国互动影游产业市场规模（单位：亿元）

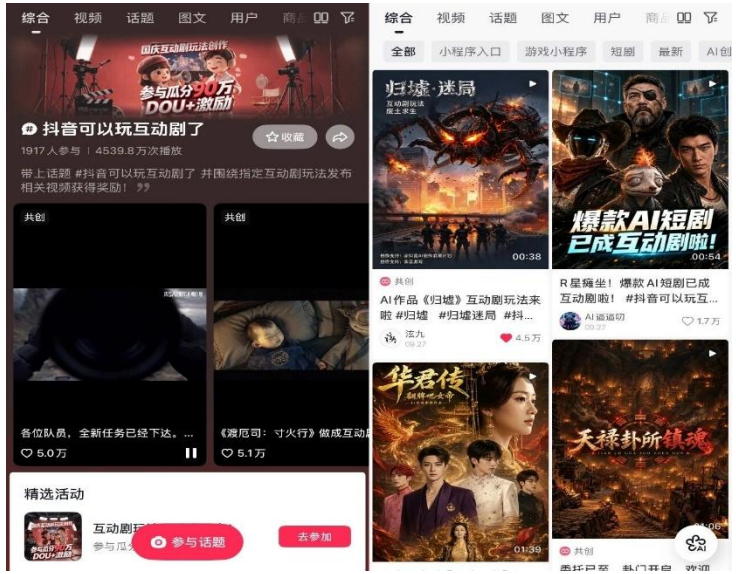


数据来源：DataEye研究院、Steam、澎湃新闻、扬帆出海、流媒体网、虎嗅网、新浪科技，东吴证券研究所

1.6 AI工具、平台组织与监管备案共同改善互动内容供给条件

- **模型侧：**视频生成跨过可用门槛，多分支素材具备批量生产条件。Seedance 2.0等视频生成模型的迭代，使AI生成的仿真人在角色一致性、画面质感与运镜上接近真人实拍的稳定性。多分支内容所需的大量素材不再完全依赖实拍，制作成本与周期有望大幅压缩。
- **工具与产品侧：**互动创作工具集中上线，AI原生作品完成初步市场验证。腾讯造化工坊、TDream与剪映ICG Studio等工具陆续推出，降低分支剧情与交互逻辑的搭建门槛。
- **平台侧：**入口、合作与激励同步到位，头部平台由试水转向组织供给。抖音上线互动剧专区并发布互动剧与互动影游合作征集，快手上线“互动内容世界”并推出互动掘金计划，百度漫剧发布AI互动内容合作指南，为新供给提供分发入口与收益保障。
- **监管侧：**规则逐步明确，合规供给方受益。广电总局《微短剧发展管理办法》于2026年9月1日起施行，实行分类审核与发行许可，要求AI生成内容逐集标识。此外，网络视听司已明确互动微短剧按真人或AI属性适用对应分类标准，2026年9月备案公示首次单列“互动剧”类别，互动内容的合规发行路径逐步清晰。监管抬高准入门槛、出清低质产能，有利于具备合规与精品能力的供给方。

图：抖音上线互动空间广场和互动剧专区



表：互动内容相关监管规则梳理

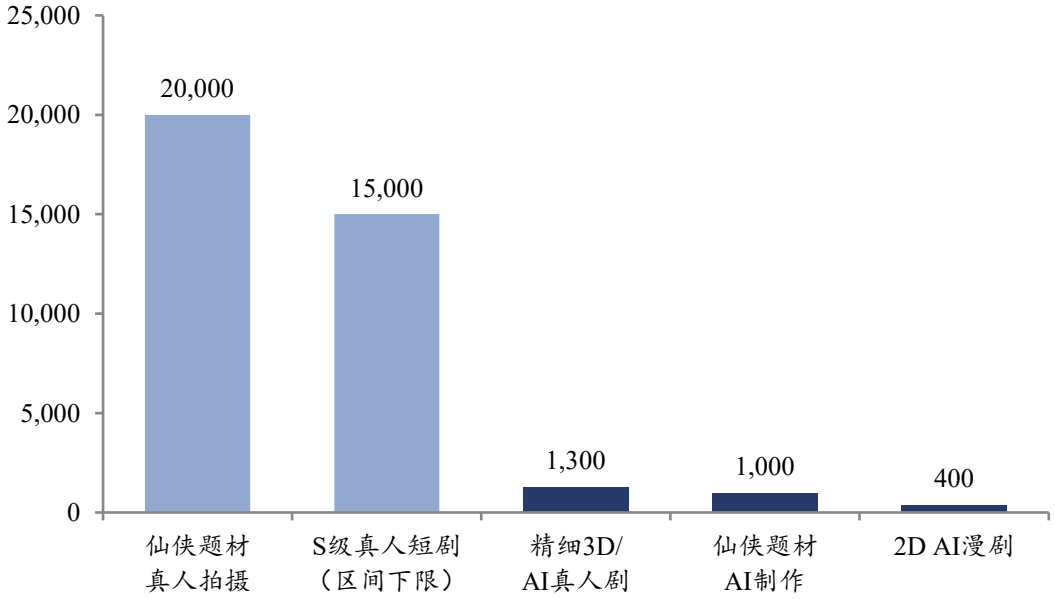
规则	主要规定	对互动内容的影响
《微短剧发展管理办法》第十七条	一类、二类须审核并取得许可或批准文件；三类由符合条件的播出单位履行内容管理职责，进行播前审核并标注节目编号	平台承担三类内容的审核，成为供给的准入关口
《管理提示（AI微短剧分类分层标准）》	投资额度达到80万元及以上或涉及特殊题材的AI微短剧按“重点微短剧”管理；30万元（含）至80万元之间按“普通微短剧”管理；不足30万元按“其他微短剧”管理	AI内容单独设定分级门槛，低成本AI互动剧多数由平台审核
网络视听司《管理提示》（互动微短剧）	把“互动微短剧”定义为“一组存在内在关联的微短剧集合”；以真人拍摄为主的执行真人微短剧标准，以AI生成为主的执行AI微短剧标准	审核的最小单元从“一集”变成“一个节点、一条分支”，分支越多，合规成本越高
备案实践	互动剧首次进入全国电视剧（网络剧）备案公示体系，作为独立类别正式纳入剧集管理体系，首部为《恐龙快打华夏秘境》（30集）	互动剧取得独立的合规身份，正规发行通道打通

2、生成式AI降低分支成本，世界模型改变内容生产函数

2.1 AI压低分支素材成本，互动内容降本弹性最大

- **AI将互动内容的单位素材成本降低一个数量级以上。**真人拍摄需要承担演员、场地、服化道及拍摄团队等成本，新增分支往往意味着重新组织拍摄。AI将部分实拍环节转化为模型生成，并通过角色、场景等数字资产复用降低新增内容的制作成本。即使计入重复生成、后期制作和人工质检，AI内容的综合成本仍显著低于真人拍摄。
- **成本结构由前置固定投入转向按需投入。**传统项目需要在上线前筹备并完成全部内容，资金投入集中且沉没成本较高。AI生产可以先建立角色和场景资产，再根据剧情需要生成素材，使制作成本更多随内容数量和迭代次数变化，降低项目启动门槛及回本压力。
- **单位成本下降进一步打开互动内容的供给空间。**在相同预算下，制作方可以增加剧情分支、角色视角和结局数量，并通过小规模试制验证题材和用户偏好，再决定是否扩充内容。AI由此不仅降低单个项目成本，也使互动内容从少数高投入项目走向更高频、更多元的产品供给。

图： 真人与AI内容每分钟制作成本对比（元/分钟）



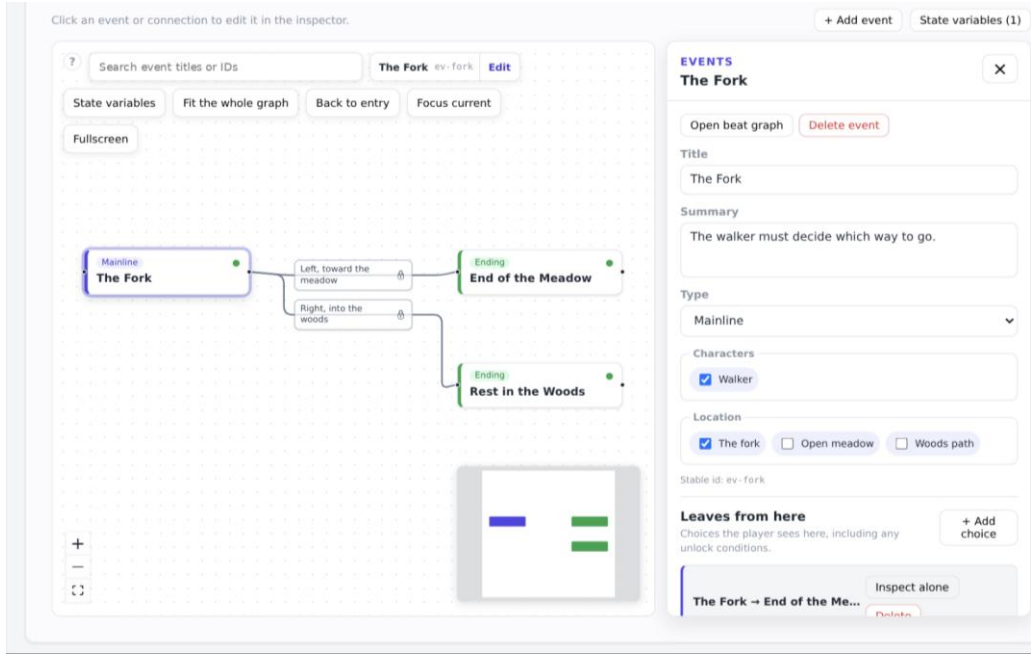
表： 主流视频模型生成成本

模型	720P价格（元/秒）	折合每分钟生成成本（元）	模型	720P价格（元/秒）	折合每分钟生成成本（元）
Seedance 2.5（旗舰版）	1.51	90.6	Seedance 2.0 Fast	0.8	48
Seedance 2.0（标准版）	0.99	59.4	Wan3.0-Video	0.6	36
Kling 3.0	0.9	54	Seedance 2.0 Mini	0.5	30
Wan3.0-Video-Prime	0.9	54	MiniMax-H3	0.5	30

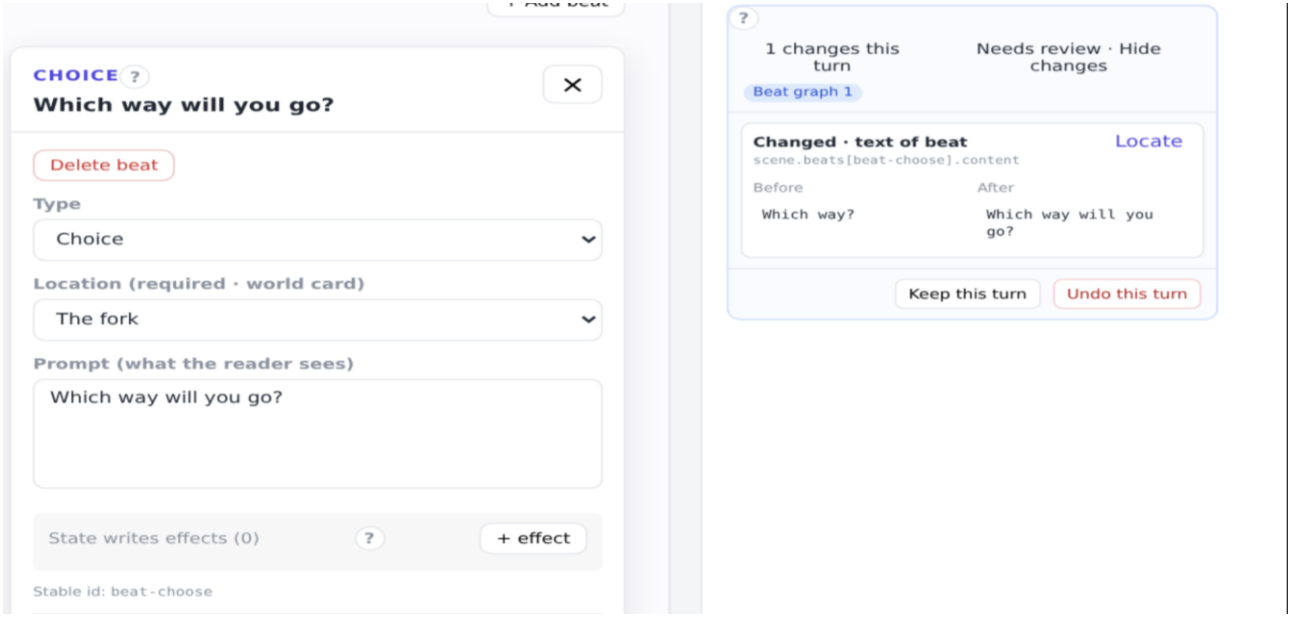
2.2 资产库与生产Agent提升多分支内容的一致性与管理效率

- **统一资产库为不同分支提供相同的内容基础。**制作方可以集中管理角色设定、声纹、场景、道具及视觉风格，并在不同剧情路径中调用同一套数字资产。资产复用减少了重复制作，也降低了角色形象、场景细节和声音表现在长篇内容中发生漂移的概率。
- **生产Agent连接剧本结构、素材生成与状态系统。**Agent可以将剧情拆解为事件节点和镜头任务，记录每条路径的进入条件、人物关系及状态变化，并调用不同模型完成素材生成。上游设定发生修改后，系统可以定位受影响的节点，减少人工逐条检查和跨团队沟通。
- **自动化校验降低复杂分支的测试压力。**Agent可以在上线前遍历不同路径，识别无法抵达的结局、前后矛盾的状态、缺失素材及剧情连续性问题，使创作者将精力集中在核心剧情和最终质量判断上。现阶段这些工作主要发生在生产环节，内容仍需在用户体验前完成。

图：腾讯NarrativeSteward通过事件图和AI助手协同管理互动叙事



图：腾讯NarrativeSteward Agent修改审查示意图



2.3 生产端AI降低内容成本，但仍未改变预制结构

- **生产端AI改变了剧情节点的制作方式，但没有改变节点的生成时点。**AI可以更低成本地生成和管理分支内容，但各条路径仍需在产品上线前完成。用户作出选择后，系统调用已经制作好的剧情素材，能够采取的行动仍由创作者预先划定。
- **供给增加并不一定能带来交互体验升级。**制作门槛下降可以支持更多项目和更密集的剧情分支，但如果产品仍停留在关键节点选择，用户的自由度、新鲜感和重复体验价值不会同步提升。随着相似内容增加，竞争重点将由制作能力转向IP、叙事质量和交互设计。
- **突破预制结构需要将生成能力引入用户体验过程。**产品侧Agent需要根据用户意图和角色状态决定后续事件，世界模型则负责维持场景、空间关系和物理规则的一致性。内容由上线前全部完成转向体验过程中持续生成，才可能打开互动内容的产品边界。

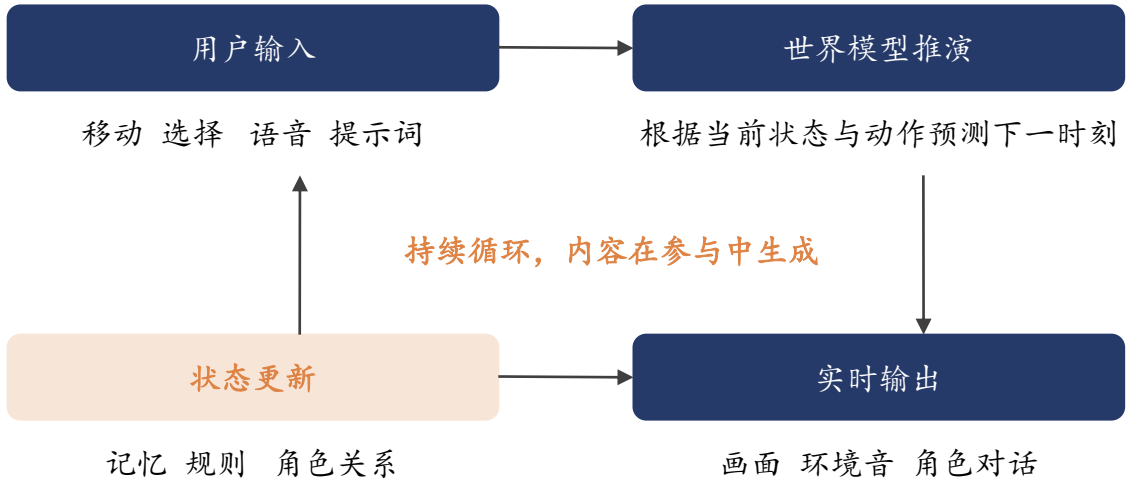
图：《底特律：化身为人》流程图



2.4 世界模型推动互动内容从预制走向实时交互

- **世界模型改变了互动内容的生成机制。**视频生成模型输出的是一段预制的固定画面，世界模型则根据当前画面和用户输入预测接下来的内容。互动内容由提前制作、上线调用转为在体验过程中生成，创作者不必再预先穷举所有分支。
- **用户可直接通过行动、语言修改场景。**Google DeepMind Genie 3 已支持通过提示触发世界事件，例如改变天气、加入物体或角色；2026年10月新发布的Genie 4 进一步增加更灵活的实时场景编辑，并能实时生成与模拟世界匹配的音乐、环境音和互动对话。
- **自由度提升打开了过去受成本限制的玩法空间。**在预制模式下，每增加一种可能性都要额外制作对应素材，制作成本决定了玩法的上限。当内容可以在运行中生成，随时回溯并改写因果、角色根据玩家行为做出不同反应等玩法开始具备实现条件。创作者的工作重心也由编写全部内容，转向设定世界规则与生成边界。
- **自由度提高后，生成质量成为更紧的约束。**预制内容可以在上线前多次生成并人工挑选，物理和逻辑错误能被提前筛除；实时生成取消了这道人工把关，而用户又会主动推动物体、折返查看、反复试探，任何画面漂移或因果错误都会直接暴露并破坏沉浸感。交互自由度越高，对生成质量的要求也越高。

图： 世界模型的实时交互闭环



表： 世界模型核心能力模块与互动内容的对应

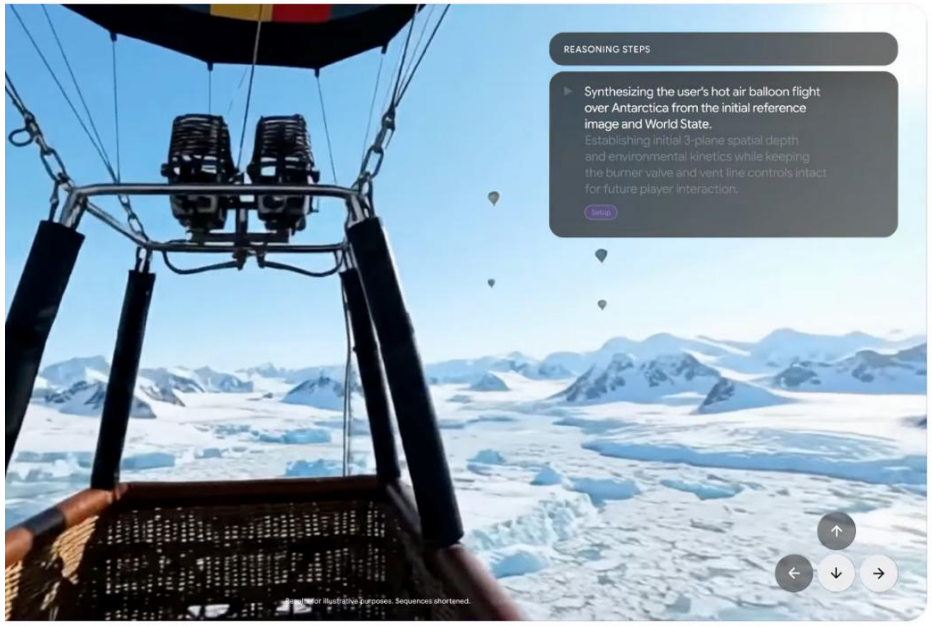
能力模块	对互动内容的作用	当前主要短板
空间表示	可探索、可复用的场景	动态变化与角色互动有限
动作条件预测	用户操作后即时生成结果	长时误差累积
状态与记忆	维持人物、物体和关系连续	长期记忆仍不稳定
规划与Agent	推进任务、事件及角色行为	叙事质量和可控性不足

数据来源：Google DeepMind，东吴证券研究所

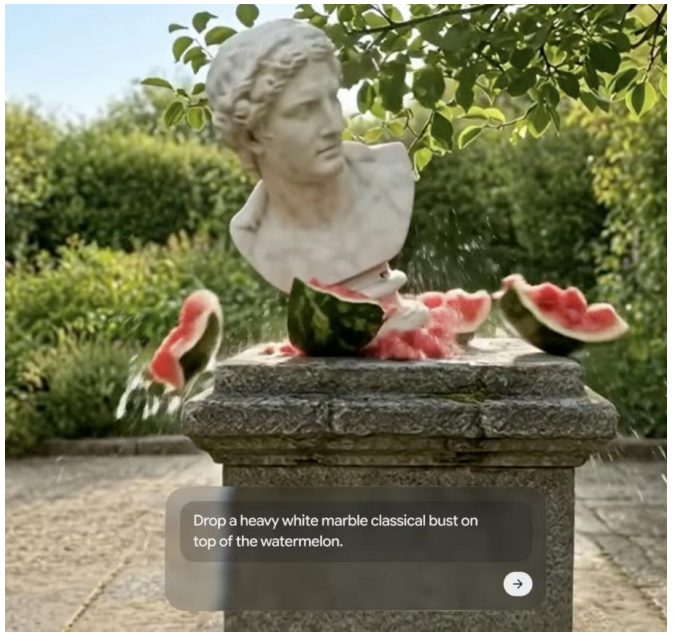
2.5 实时交互与可探索空间并进，互动娱乐有望率先承接

- **资本与算力向世界模型集中，迭代明显提速。**2026年海外世界模型头部团队单轮融资普遍达3-10亿美元，并出现AMD以约82亿美元收购World Labs的案例，国内相关团队年内融资亦超百亿元。资本主要由物理AI叙事驱动，但能力外溢首先体现在内容端。
- **部分前沿世界模型已由离线生成迈入实时交互。**用户可以通过键鼠、自然语言等方式在运行过程中控制移动、视角、人物及环境变化，模型则持续生成后续画面和声音，世界模型开始具备从技术演示走向互动产品的基础条件。
- **当前形成两条互补的产品路线：**一类以像素或视频为主要输出，优势在于画面表现和即时响应，适合动态剧情与角色互动；另一类先生成具备空间结构的三维世界，优势在于场景持久、可探索和可导入引擎，更适合作为互动影游的空间资产。两条路线正在分别补齐持续状态与动态表现能力。
- **互动娱乐可能早于机器人和自动驾驶承接世界模型能力。**互动剧、互动影游、虚拟角色等场景对安全性和物理精度的容错更高，用户反馈又可以形成持续的交互数据。但现阶段多数产品仍处于研究预览或有限开放阶段，连续时长、状态稳定性和服务成本尚不足以支撑大规模长时体验。

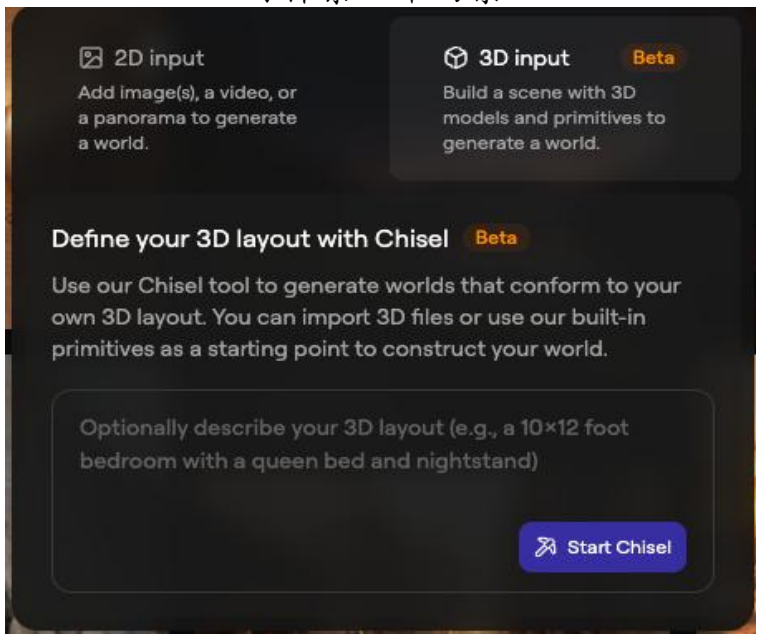
图：Google DeepMind Genie4实时生成可交互场景



图：Genie4生成视频在碰撞等场景下更符合物理规律



图：Marble将图像、视频等输入转化为可探索三维场景



2.6 世界模型重塑成本结构，商业模式由一次性售卖走向持续运营

- **成本结构由上线前固定成本转向运行期可变成本。**预制内容的成本集中在上线前，随分支数量增长；实时生成部分则每次交互都需消耗推理算力，成本随用户活跃时长、生成频率和输出规格上升。
- **世界模型中买断制与运行期成本存在错配。**买断制下用户越活跃，开发者承担的推理成本越高，单个用户的利润越低。《不问凡尘》为玩家免费提供 AI 对话额度，相当于由开发者在一次性收入内承担持续成本。我们认为，未来产品可能形成“预制内容一次性付费、实时生成内容按用量收费”的分层定价模式：预制主干继续买断或单集付费，角色陪伴、动态剧情等实时生成部分按调用量、点数或订阅收费。
- **内容由一次性作品转向持续更新的服务。**运行时生成使新事件和新剧情可以在已有世界中持续产出，更新成本大幅下降，产品得以长线运营；平台分发重心也由推荐新内容转向引导用户复访，用户在规则内创作的内容还可形成 UGC 分成。核心经营指标由首发销量转向留存、复访和单位活跃时长的利润。
- **平台方以工具和流量参与分成。**据快手内部测试，基于其互动玩法平台 Yoola，轻量互动产品的开发成本可压缩至800-1000元，需持续更新的长线产品约7000元。市场上已有约10万量级的 AI 互动玩法创作者，平台通过开发工具、冷启动流量和广告变现承接分散供给，并以分成方式参与收入分配。

图： 互动内容三种生产范式对比

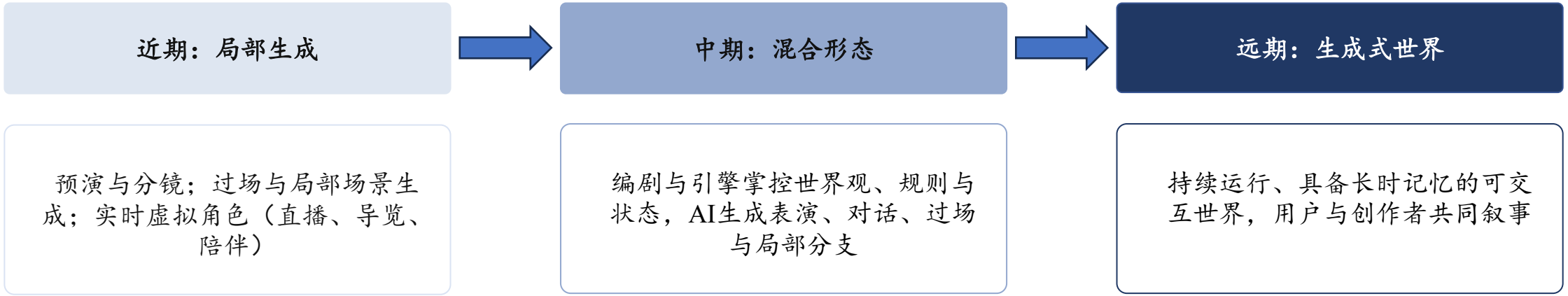
维度	传统预制	生成式制作（现阶段）	运行时生成（演进方向）
生产方式	先制作、后选择	先制作、后选择	**边选择、边生成**
成本结构	上线前的固定成本	前期以固定成本为主，较传统形式低	**运行期内可变成本**
成本驱动	分支数量×实拍成本	分支数量×生成成本	**活跃时长×生成频率×输出规格×状态复杂度**
收费方式	买断、单集付费、平台分账	买断、单集付费、广告解锁、平台分账	**买断＋模型调用付费、订阅或点数、UGC分成**
生产主体	专业影视团队	中小团队	**中小团队、长尾创作者和用户共创**
分发逻辑	首发曝光	信息流推荐	**复访运营**

数据来源：DataEye研究院、快手、同花顺，东吴证券研究所

2.7 短期以局部生成为主，完整生成式世界仍有距离

- **长时一致性仍是首要技术约束。**当前模型在持续运行、多次修改和大范围探索后，仍可能出现物体漂移、角色状态丢失和前后关系不一致；多人、多角色和复杂因果关系会进一步放大误差，尚难直接支撑数小时的完整叙事。
- **实时推理成本决定商业化边界。**世界模型需要持续处理高清画面、空间状态、角色记忆和用户输入，对推理时延、并发能力、显存和带宽提出较高要求。商业可行性不仅取决于能否生成，还取决于单位活跃时长成本能否被用户付费和留存覆盖。
- **生成自由度需要与叙事控制和内容治理同步。**更高自由度可能削弱节奏、人物一致性和目标引导，实时生成也增加事前审核难度。实际产品需要通过剧本规则、角色设定、资产白名单、安全模型和结果追溯，为生成空间设置边界。
- **因此，世界模型更可能沿局部生成-混合形态-生成式世界逐步落地。**近期先用于角色对话、转场、局部场景和直播陪伴；中期由编剧和引擎控制世界观、规则与关键节点，AI生成表演及局部分支；长期才可能形成持续运行、具备长期记忆、由用户与创作者共同叙事的可交互世界。

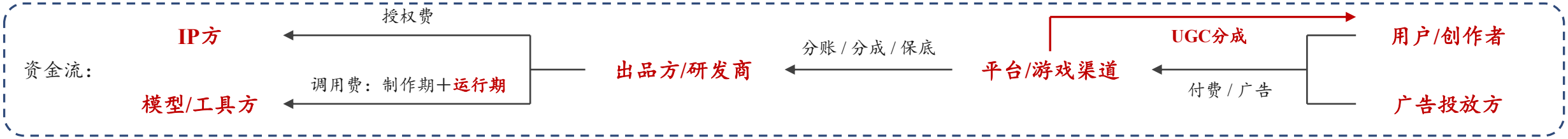
图： 世界模型进入互动内容的三阶段路径



3、投资建议

3.1 AI互动内容产业链全景

互动内容产业链仍由技术供给、内容生产、分发变现三个环节构成。上游视频模型、世界模型与创作工具降低制作门槛，模型调用逐步由制作期成本延伸至运行期成本；中游出品方与研发商以游戏系统和长线运营能力构建壁垒，IP方以授权参与分成；下游信息流平台与游戏渠道并行，分别承接广告、单集付费与买断、DLC等变现方式。



上游：技术供给

视频模型
Seedance、可灵、Wan、MiniMax、Vidu等

世界模型
Genie（谷歌）、Marble（World Labs）等

引擎与创作工具
Unity（团结引擎）、剪映ICG Studio、腾讯造化工坊/TDream、快手Yoola

算力与云
火山引擎等

中游：内容生产

内容形态：AI互动剧、真人/AI互动影游

IP版权
阅文、番茄、中文在线、掌阅

互动剧出品方
芒果TV、番茄、奇想无限等

互动影游研发商
New One Studio、朝夕光年、 intiny、Yoroll 、百纳千成等

游戏公司
腾讯（TDream / 造化工坊）、网易、恺英网络（SOON）、巨人网络、三七互娱

下游：分发与变现

变现方式：买断、DLC、单集付费、订阅、IAA、模型调用付费、UGC分成

信息流平台
抖音、快手、红果、番茄、芒果TV、优酷、爱奇艺、B站

游戏渠道
Steam、App Store、主机平台

平台所属公司
字节跳动、快手科技、腾讯控股、爱奇艺、芒果超媒、哔哩哔哩

生成走向运行期，调用量随用户活跃增长

制作门槛下降，游戏系统与IP成为壁垒

双渠道并行，平台以复访和分成掌握定价权

数据来源：东吴证券研究所绘制

3.2 投资建议：互动内容由预制走向生成，价值向游戏系统、IP与平台集中

- 视频生成模型使多分支素材的单位成本和制作周期大幅下降，互动内容进入AI制作+预制分支的规模化阶段；抖音、快手等平台已在App内设立互动内容入口，并面向个人、工作室和公司征集互动剧与互动影游。
- 世界模型推动互动内容由预制分支向实时生成演进，价值重心由画面制作转向规则设计与长线运营。画面生成能力逐步商品化后，单纯的制作产能难以形成壁垒；实时生成的内容需要状态管理、任务、数值和关系系统来承接，才能转化为可玩性和持续付费。具备引擎、游戏系统设计与长线运营能力的游戏公司，有望成为世界模型能力的主要承接方。
- 优质IP可以降低互动内容的获客成本，也为系列化开发提供世界观基础；平台通过入口、复访运营和分成规则组织长尾供给，掌握流量定价权。
- 不同类型公司的业绩兑现节奏不同。平台和IP方通过分成与授权最先受益，确定性较高；互动内容制作发行方以项目制为主，收入弹性取决于爆款率；游戏公司的AI原生玩法验证周期最长，但一旦跑通，单个产品的弹性最大。
- 推荐：巨人网络、恺英网络、三七互娱、上海电影、芒果超媒、风语筑、中文在线、哔哩哔哩
- 建议关注：春光科技、华智数媒、华是科技、宝通科技、欢瑞世纪、德才股份、百纳千成、阅文集团、掌阅科技、游族网络

表：互动内容受益标的分类

类型	代表公司	核心受益逻辑
游戏制作	巨人网络、恺英网络、三七互娱、春光科技、宝通科技	游戏系统与长线运营能力承接实时生成；AI创作平台收取技术服务费和分成
互动内容制作发行	德才股份、百纳千成、欢瑞世纪、华是科技	AI降低多分支制作成本，项目数量和题材供给增加
IP	阅文集团、中文在线、掌阅科技、上海电影、游族网络、华智数媒	互动改编扩大IP的可开发边界，授权收入增加
平台	芒果超媒、哔哩哔哩等	掌握入口与复访运营，以分成和会员获取收益

数据来源：东吴证券研究所绘制

3.3 春光科技：联手前字节Ohayoo负责人设立光环鲲维，布局世界模型驱动的UGC互动游戏

春光科技以清洁电器软管、配件及整机ODM/OEM为主业，2026年起向AI应用延伸。公司通过光环智能科技（苏州）控股新设的光环鲲维，由前字节跳动Ohayoo负责人孙丁牵头，布局基于世界模型的AI原生UGC互动游戏。

- **主业承压：**公司主营产品吸尘器、洗地机、扫地机器人整机ODM/OEM已覆盖小米、美的、鲨科、LG、博世等品牌。2026年前三季度公司实现营业收入23.65亿元，同比增长26.63%；归母净利润-1.19亿元；第三季度单季营收9.65亿元，同比增长56.44%，归母净利润-0.39亿元。
- **前字节Ohayoo负责人联合设立光环鲲维：**光环鲲维于2026年10月29日成立，注册资本100万元，截至2026年11月光环智能科技（苏州）持股51%，孙丁持股49%。孙丁曾任字节跳动Ohayoo负责人、抖音弹幕游戏负责人，主导过大体量内容分发、实时弹幕互动游戏等项目，兼具互动玩法设计与内容分发经验。
- **以世界模型作为游戏核心引擎发展新产品。**传统UGC互动平台（如Roblox）有两个瓶颈：一是创作门槛高，3D建模、物理调校和代码编写让大多数用户只能消费；二是物理反馈和NPC行为依赖预设脚本，难以产生涌现玩法。光环鲲维直接从产品与玩法切入，把世界模型同时用作游戏引擎和物理模拟器，玩家的动作和对话可以实时改变环境与剧情走向，创作者只需设定规则和生成边界。

图：光环鲲维推出游戏《Pack&pin》并展示世界模型在真实游戏场景中的落地能力



表：传统UGC互动游戏与世界模型驱动游戏对比

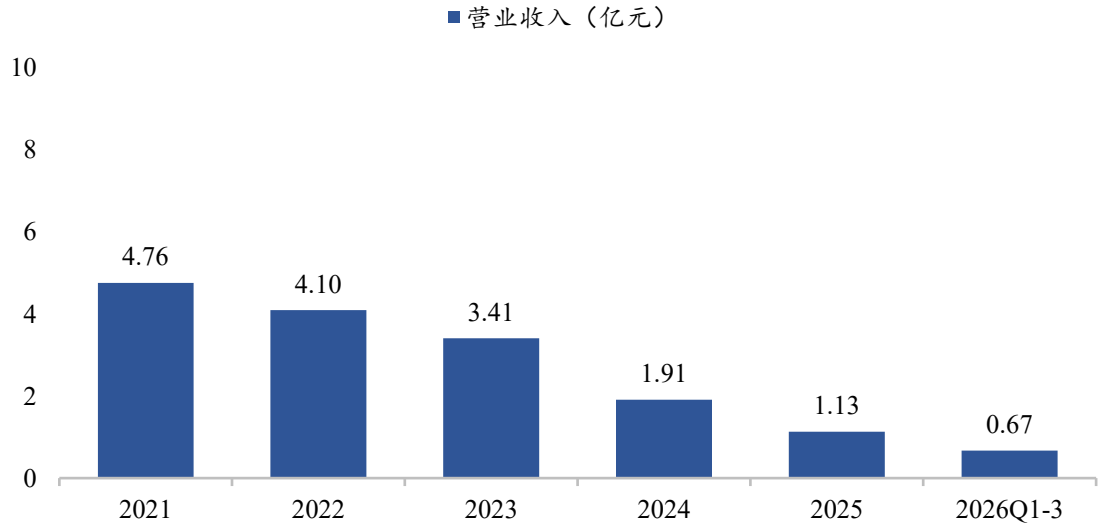
	传统UGC平台（如Roblox）	世界模型驱动（光环鲲维）
内容生产	用户手工搭建关卡	设定规则，由模型实时生成
物理与NPC	预设代码	模型实时模拟
玩法	规则响应	涌现式交互
创作门槛	建模、编程	自然语言和规则设定

3.4 华智数媒：广电国资布局互动影游，首款IP大作即将上线

华智数媒是浙江广电集团控股的影视内容公司，主业为长剧、中短剧和电影的投资制作发行。公司正借助天下霸唱IP向互动影游延伸。

- 2026年前三季度公司营业总收入6696.56万元，同比下降39.18%；归母净利润2063.73万元，同比扭亏，但第三季度单季归母净利润为-2196.19万元。长剧储备以主旋律题材为主，《伟大的长征》已入选2026年中央广播电视总台电视剧片单和国家广播电视总局2026年度展望作品片单。
- **互动影游布局：**主投主控《天坑追匪》。该作由华智数媒主投主控，潇影互娱、猜丁壳游戏工作室、河北广电无线传媒、华娱网络联合出品，一相逢互动娱乐发行，为天下霸唱正版授权作品，采用真人拍摄结合AIGC技术复刻天坑场景。项目于2026年1月22日在横店开机。
- **产品进展：**《天坑追匪》游戏将于2026年11月24日在Steam平台全球同步上线。此前项目已完成核心内容开发与多轮测试，并在Steam、Wegame开启预约。
- **核心看点：头部IP降低获客成本，首款成功后可复制。**《天坑追匪》改编自天下霸唱原作，承接《鬼吹灯》到《天坑》系列积累的悬疑冒险受众，先用熟悉的世界观拉新，再靠分支叙事提高内容复用。我们认为，若首款销量得到验证，公司可将同一套IP＋真人＋AIGC模式复制到更多IP上。

图：华智数媒2021-2026Q3营业收入



图：《天坑追匪》将于2026年11月24日上线Steam

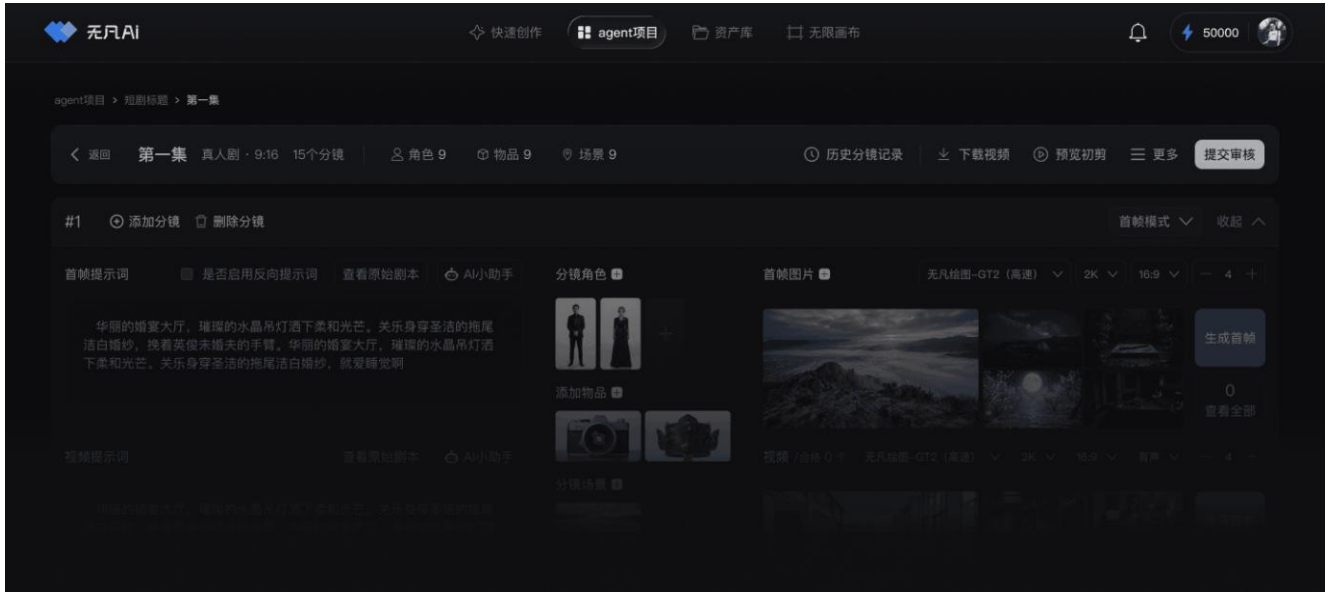


数据来源：华智数媒2026年三季报、36氪、腾讯网、Steam，东吴证券研究所

3.5 华是科技：打通AI内容创作与投流发行

- **控制权变更后切入AI内容赛道：**公司原主业为智慧城市IT系统集成与技术服务，2026年4月完成控制权及管理层变更后，借助新控股股东的产业资源切入AI短剧领域。新业务快速贡献收入，2026年第三季度营收3.32亿元，同比增长107.66%、环比增长93.08%。
- **产品矩阵覆盖AI创作工具、内容制作与海外发行：**子公司无垠超算开发的无凡AI平台覆盖剧本、分镜、画面、配音至成片剪辑全流程，定位为可规模化的智能体创作平台，采用积分制计费；平台正式上线前已为红果制作10部短剧，全部播放破千万，其中2部超过4200万。华是互娱围绕原创及授权IP开展短剧、漫剧制作，海外短剧App Honey TV已进入商业化阶段，配套香港、新加坡运营主体。
- **分销投流能力契合互动剧的流量定价逻辑：**公司接入分销平台与巨量引擎并预付投流费用，运营重点在于获客效率、内容转化与资金周转。2026年8月公司以3亿元收购傲星科技30%股权，傲星经营互联网广告代理、短剧分销、电商引流及AI Token代理业务，进一步补强投放与分发能力。互动剧以IAA变现为主、依赖投流起量，我们认为公司在内容制作与投流发行环节的积累有望向互动内容延伸。

图：无凡AI Agent工作台



表：AI影视产品与业务矩阵

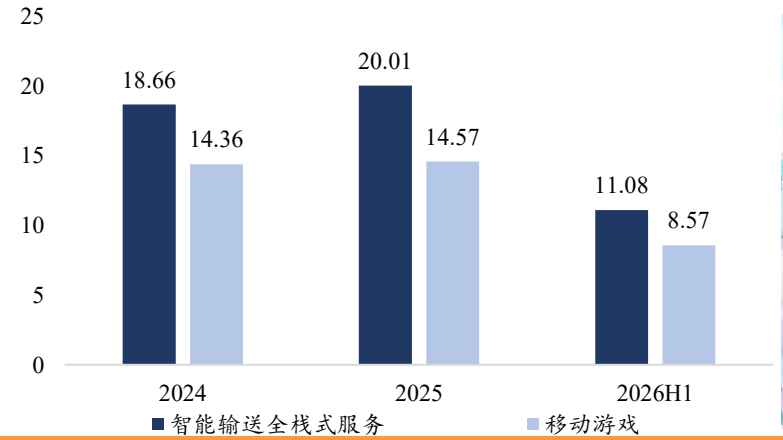
业务	功能定位	商业化及进展
无凡AI	剧本、角色、场景、分镜与视频生成协同	官网开放创作入口 采用积分制计费
华是互娱	原创及授权IP开发AI短剧、漫剧制作	开展内容制作与分发，视频号连载作品
分销发行业务	接入分销平台与巨量引擎开展内容分发和投流	投流支出先行预付 按平台规则结算
Honey TV	面向海外用户的自有短剧App	已推出并推进商业化，配套香港、新加坡主体

数据来源：华是科技2026年财报、无凡AI、新浪财经，东吴证券研究所

3.6 宝通科技：深耕游戏出海，AI内容布局打开成长空间

- **主营业务收入稳健增长，利润端承压。**2026年前三季度公司实现营业总收入30.28亿元，同比增长23.24%；归母净利润2.06亿元，同比下滑1.11%，其中第三季度归母净利润1448.31万元，同比下降79.03%。分业务看，2026H1游戏相关业务收入8.57亿元，智能输送全栈式服务相关业务收入11.08亿元；游戏业务以代理国内厂商产品、在海外发行为主。
- **游戏出海业务基础深厚，AI赋能研发与发行全流程。**公司以旗下子公司易幻网络等为主体开展移动游戏业务，深耕海外发行市场十余年。公司自建企业级AI中台，将AI翻译、绘画、配音、视频生成等技术应用于游戏研发、素材制作、本地化运营及广告投放等环节，推动内容生产提效与发行成本优化。
- **获得AniShort海外独家运营权益，业务延伸至AI内容工具出海。**2026年5月，易幻网络获得八点八数字旗下AIGC协作平台AniShort的海外全域独家发行与运营权益。平台覆盖AI短剧、漫剧、广告及短视频等创作场景，双方拟通过SaaS订阅、Token消耗分成及内容发行分账实现商业化，推动公司由传统游戏发行向AI内容工具及平台运营拓展。
- **布局AI原生互动游戏，海外发行资源有望支持新品商业化。**公司自主研发AI叙事引擎，通过多智能体生成角色设定及动态叙事内容，据2025年公司ESG报告，已有两个剧情互动游戏项目完成研发并进入商业化验证阶段。我们认为，易幻网络覆盖全球150多个国家和地区的发行渠道及本地化运营体系，有望为AI互动游戏及互动短剧等新形态内容提供海外推广支持，后续关注相关产品落地及商业化进展。

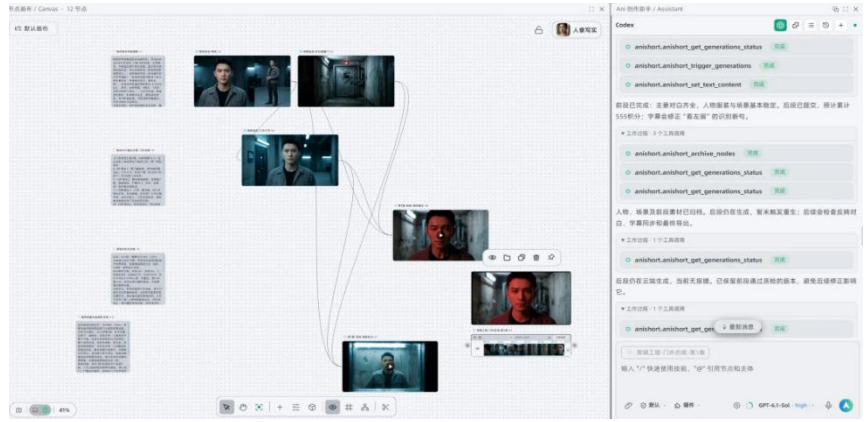
图：公司分业务收入（单位：亿元）



图：易幻网络旗下部分游戏



图：Anishort剧本工作流



数据来源：宝通科技2025年年报、2025年ESG报告、2026年半年报、36氪、三文游，东吴证券研究所

3.7 欢瑞世纪：互动影游出品节奏密集，单品已验证付费能力

欢瑞世纪正由影视剧、短剧制作向影视+互动影游延伸。影视业务提供制作与演员底盘，全资子公司北京凤麟互娱以投资出品+代理发行的形式布局互动影游，产品矩阵初具规模。

- **影视及短剧等主业仍处调整期：**2026年前三季度公司实现营业收入2.83亿元，同比下降17.35%；归母净利润-1.67亿元。传统影视剧业务仍处调整期，现阶段互动影游体量尚不足以对冲其经营压力。
- **互动影游布局：**投资出品与代理发行并行。凤麟互娱先后推出《完蛋！我被美女包围了！2》（2025年7月）、《江山北望》（2025年11月）、《代号三国：龙起》（2026年4月），并代理发行《冰点之下》（2026年5月）等作品，题材覆盖恋爱、历史、末日生存等方向。
- **产品进展：**连续两款产品进入Steam国区畅销榜前十。《江山北望》上线3小时冲进国区畅销榜前十，最高第六，好评率稳定在94%左右。《代号三国：龙起》首发当日拿下Steam三项新品榜榜首，跻身22个区域畅销榜；Gamalytic统计其上线10天全球总收入约65.2万美元（预估区间40.1万-90.3万美元）
- **核心看点：制片体系复用，AI降低单品成本。**真人互动影游的主要成本在拍摄和演员，公司现有的制片体系、演员资源和IP储备可以直接复用；公司同时将AI用于开发、生产和发行环节。后续关注新品上线节奏，以及爆款率能否支撑这一业务持续投入。

图：公司2025年发布《江山北望》



图：《代号三国：龙起》2026年4月28日首发当日达到Steam国区畅销榜第6名



3.8 游戏制作：AI从研发提效走向原生玩法和创作平台

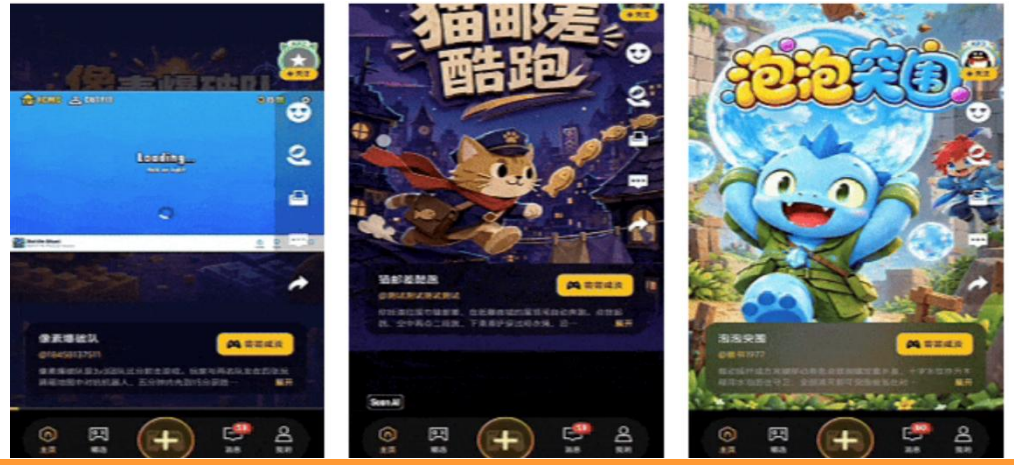
游戏公司已在研发管线大规模应用AI，下一步看点有二：一是把AI做进玩法，让存量用户直接体验；二是开放创作工具，承接互动内容UGC供给。

- **巨人网络：**旗下《超自然行动组》上线AI大模型挑战，将AI大模型正式引入游戏核心玩法；公司称这是国内首个在高活跃游戏中深度融合AI大模型、实现规模化落地的AI原生玩法。此前《太空杀》发布的“AI残局挑战”，由巨人网络AI实验室与项目组联合研发，基于多智能体大模型打造。公司的优势是直接承接以前积累的大量用户验证AI玩法，不用从零获客。
- **恺英网络：**控股子公司极逸人工智能推出一站式AI游戏创作平台SOON，覆盖代码、数值、美术和动画生成。2026年10月20日，AI轻游戏生成交互平台SoonPlay正式上线，创作者只需上传一段视频，SOON AI即可识别其中的玩法要素并自动生成游戏；旗下“极逸SOON”大模型于2026年9月通过国家生成式人工智能服务备案。我们认为，这类平台把游戏创作门槛降到普通用户也能参与，是互动内容UGC化的基础设施。
- **三七互娱：**公司自研“小七”大模型，“灵栩栩”等AI视频产品可以服务互动影游的内容生产。公司披露2D美术资产中AI生成占比超过80%，单季度可产出超50万张素材。目前AI主要用在自身研发和投放上，后续看相关能力能否产品化、对外提供服务。
- **风语筑：**公司深耕数字展示与沉浸式空间近二十年，积累大量真实世界空间资产；2026年10月与AI 3D大模型及世界模型公司VAST签署战略合作，并成立生成式3D与空间智能实验室WorldX Forge，聚焦空间数据生产与三维环境构建；2026年7月联合松应科技设立控股子公司风应科技，布局物理AI数据、仿真与评测业务。叠加与字节跳动即梦AI的排他性战略合作，公司有望将空间资产积累转化为世界模型时代的3D环境与内容供给能力。

图：巨人网络《超自然行动组》上线“AI大模型挑战”



图：恺英网络SoonPlay平台打通刷视频、玩游戏、做游戏三大场景

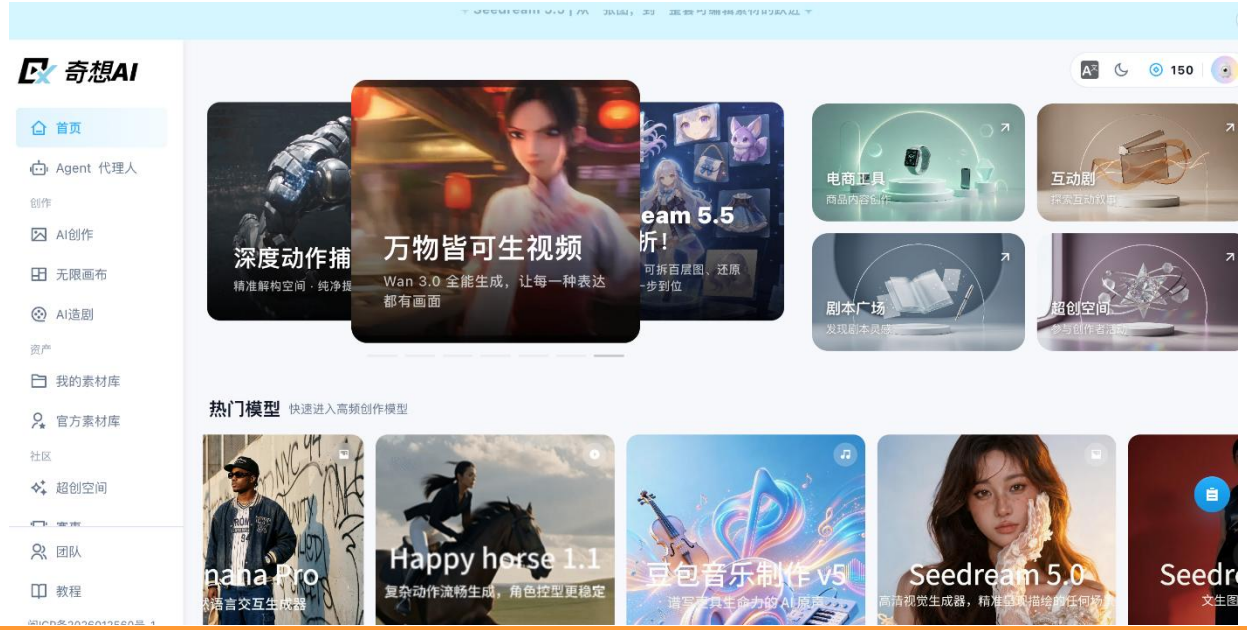


3.9 互动内容制作发行：真人影游与AI影游并行

制作发行环节离用户付费最近，产品成败直接决定收入。这一环节的公司正沿两条路线推进：真人实拍追求电影级品质，AI制作追求低成本快速试错。

- **德才股份**：截至2026年10月，公司通过全资子公司德才科创控股奇想无限（持股51%）。奇想无限于2026年4月正式开展业务，自研“造漫工厂”、互动影游Agent、出海一键转绘Agent等AIGC工具，代表作《重生1970，从狩猎赶山开始》位列红果2026年6月AI新剧榜第二。财务上，奇想无限2026H1营收2,457万元，收入快速爬坡。
- **百纳千成**：真人互动影游《隐藏真探》由大鱼快游、百纳千成、中汇影视、欢瑞星球联合出品，凤麟工作室、一相逢互动科技联合发行，以全动态真人方式拍摄，将于2026年12月2日正式上线Steam。此前游戏免费Demo已在Steam上线，收获97%特别好评。题材为民国谍战，自2021年8月首次亮相以来历经五年打磨，2025年底还针对新增内容专项补拍。公司以影视制作能力参与真人影游，参与方式是联合出品，不是独立研发。

图：奇想AI官网



图：真人互动影游《隐藏真探》



数据来源：德才股份2026年半年报、网易新闻、盈峰集团公众号，东吴证券研究所

3.10 IP方：头部IP降低获客门槛，向互动影游延伸

互动内容获客难，头部IP能用熟悉的世界观线积攒客户；网文和动画IP方已经通过AI短剧、漫剧跑通了视觉化改编，互动影游是同一条路径的下一站。

- **阅文集团**：公司计划未来上线20多款阅文IP改编游戏，互动影游等新形态将为更多IP打开游戏开发的机会，已公布的互动影游有《神秘复苏》《绍宋》等。IP视觉化已经验证，2026H1短剧及AI漫剧业务收入达4.3亿元，同比增长2.3倍。
- **中文在线**：公司正围绕IP+AI的思路，依托海量优质IP储备，把经典IP快速转化为短剧、漫剧及互动影游等形态；AI短剧正批量上线，AI互动影游等产品正在准备中。公司预计到2026年末AI短剧年化产能有望达3000部，短剧的生产能力可以迁移到互动内容。
- **掌阅科技**：2025年公司短剧等衍生业务营收18.55亿元，同比增长139.19%，占营业收入的57.20%；公司还推出了AI漫剧一站式生成平台“泡漫”。目前互动内容尚无具体产品，后续看IP储备和泡漫平台能否延伸到互动形态。
- **上海电影**：公司旗下上影元以经典动画IP为核心，与歌尔创客合作的首个重点项目《大闹天宫》XR沉浸式体验展已开门迎客；上影元还与京东科技达成战略合作，锚定IP+AI智能硬件的赛道。
- **游族网络**：公司搭建“YOOZOO.AI”智能体聚合平台和YOOLab视觉创作平台，并持有三体IP权益生态。三体宇宙官方授权的AI互动影游《三体：审判前夜》将于2027年第一季度在Steam推出，商店页面标注游戏全部过场动画、剧情片段均由AI生成。

图：游族YOOLab



图：《三体：审判前夜》



3.11 平台方：卡位工具与入口，决定互动内容的分发和分账

- **芒果超媒**：2025年底芒果TV上线AI仿真人互动影游《公主请自重》，用户需成为会员才能体验。2026年春节，芒果TV与中南传媒联合出品的AI互动影游《马上来财》初五单日独立访客峰值超过33万，几天总播放量突破1500万次。2026年7月又上线了自研AIGC互动轻喜剧《穿成千金躺不平》。供给端，第二届“马栏山杯”有效参赛作品887个，其中依托芒果全系IP创作的作品361个，自有综艺IP正成为互动内容的源头。

- **哔哩哔哩**：B站上线互动内容平台Toy，创作者可以制作和发布小游戏、人格测试、互动故事等作品，并嵌入视频、动态等场景；截至2026年9月，Toy累计体验量已突破2956万次。 2026年二季度平台AI知识内容消费时长同比增长72%，月均观看AI内容用户超1.9亿；2026年6月上线的“AI创造公开赛”，截至8月已收获投稿2.8万条，AI创作者和用户基础持续扩大。

图：芒果TV出品的AI互动影游《马上来财》



图：B站Toy平台



4、 风险提示

风险提示

- 世界模型及视频模型技术进展不及预期。当前世界模型在长时运行、多次修改和大范围探索中，仍可能出现物体漂移、角色状态丢失和前后因果不一致，多数产品处于研究预览或有限开放阶段。如果长时一致性、状态记忆和实时响应的改善慢于预期，世界模型在互动内容中的落地节奏可能延后。
- 推理成本下降及商业模式验证不及预期。实时生成每次交互都消耗推理算力，成本随用户活跃时长上升，与买断制存在错配。如果推理成本下降慢于预期，或用户不愿为模型调用、订阅等新模式付费，产品可能出现用户越活跃、亏损越大的情况，盈利模型难以成立。
- 互动内容商业化及爆款率不及预期。互动内容仍处于爆款驱动的早期阶段，收入集中在少数头部作品，非头部项目的回本模型尚未跑通。如果新品口碑和销量不及预期，相关公司的收入和利润可能出现较大波动。
- 行业竞争加剧风险。AI降低了制作门槛，大量中小团队和平台涌入，可能导致题材同质化、获客成本上升和单品收入下滑。头部平台自建工具与内容，也可能挤压独立制作方的分成空间。
- 政策监管及内容合规风险。《微短剧发展管理办法》已实行分类审核与发行许可，互动微短剧按节点和分支审核，分支越多合规成本越高。实时生成内容难以全部事前审核，可能面临更严格的监管要求；互动影游境内发行也受游戏版号等审批约束。监管政策收紧可能影响产品上线节奏和制作成本。
- 版权与AI生成内容合规风险。互动内容涉及IP授权、模型训练数据、AI生成形象与声音等版权和肖像权问题。相关法律规则仍在完善中，如果出现权属争议或侵权纠纷，可能影响产品发行和公司声誉。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。 未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园