仅供内部参考，请勿外传！

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业简评

AI 互动影游：字节跳动入局潜力可期

全球 AI 创新与互联网

核心观点

近期 AI 互动影游的制作与分发出现新变化，中小团队产品开始获得付费验证：《幸存者笔记》的 6 人视频组用 4 个月完成 700 分钟内容，10 月中旬第三方估销超万份。相较传统真人互动影游，AI 有望减少实拍投入，降低新增分支成本并缩短制作周期，推动供给快速增长。

1）技术侧，模型提升视频生成与 3D 能力；2）平台侧，抖音征集互动内容，配套发行、资金及 IP 支持；3）内容侧，小团队及个人作品丰富了供给；4）渠道侧，Steam 承接全球发行，字节有望打开新增流量。

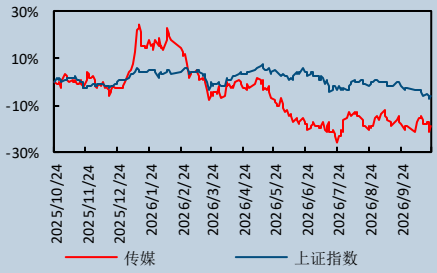
相关公司：1）拥有 IP 储备的公司，如芒果超媒、上海电影、阅文集团；2）具备制作经验的游戏公司，如盛天网络、完美世界；3）拥有创作和分发平台的公司，如腾讯、网易。

维持　　强于大市

杨艾莉
yangaili@csc.com.cn
010-56135145
SAC 编号:S1440519060002
SFC 编号:BQI330
杨晓玮
yangxiaowei@csc.com.cn
010-56135147
SAC 编号:S1440523110001
马晓婷
maxiaoting@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525070013

发布日期：　2026 年 10 月 27 日

市场表现



相关研究报告

26.10.18	【中信建投全球 AI 创新与互联网】:周观点：国产模型 Q4 迎升级迭代周期，关注 Anthropic 上市进展
26.10.07	【中信建投全球 AI 创新与互联网】:周观点：Muse 下载量稳居高位，智谱接入 Amazon Bedrock
26.09.24	【中信建投全球 AI 创新与互联网】:Kimi 推出金融行业解决方案，Co-Work 应用场景正在打开
26.09.20	【中信建投全球 AI 创新与互联网】:周观点：RSI 与垂类模型成产业新焦点，阿里云栖大会召开在即
26.09.06	【中信建投全球 AI 创新与互联网】:周观点：Snowflake 验证软件壁垒，AI 长视频进入工业化阶段

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

AI 互动影游出现中小爆款，有望成为继 AI 剧之后的新增长内容

2023 年走红的《完蛋！我被美女包围了！》以真人实拍承载分支剧情，内容扩展需要协调演员、场景、拍摄与后期制作。**近期出现的 AI 互动游戏《幸存者笔记》，以 AI 视频生成替代部分画面生产环节，编程智能体则连接 3D 资产与游戏引擎，进一步将故事转化为可探索、可操作的互动娱乐。**

我们认为，AI 将同时降低初始投入和增加剧情分支的边际成本，缩短从创意到可玩版本的周期。供给主体有望从具备拍摄资源的团队，扩展至中小创作者和具备 3D 制作、玩法开发能力的游戏团队。现阶段应区分“AI 辅助制作”与“游玩中实时生成”：前者已用于预制画面与程序开发，后者还需解决角色记忆、响应速度及持续推理成本。

图表1： 传统真人互动影游与 AI 互动影游的制作方式对比

比较维度	传统真人互动影游	AI 互动影游/AI 剧情游戏
生产流程	剧本与分支设计→演员、场景与实拍→剪辑后期→程序封装。	剧本与分支设计→AI 视频或 3D 资产生成→人工筛选、修整→引擎整合与测试。
制作周期	**《完蛋！我被美女包围了！》**从立项到上线约 1 年半，包含剧本打磨、承制与发行准备。	**《幸存者笔记》**视频生产约 4 个月；**《小王子》**作者自述 16 天完成 3D 创作，作品体量与交付阶段不同。
成本结构	演员、摄影、场地、置景及后期等投入；《完蛋！》主创称影视承制占项目资金近六成。	人力、模型调用、素材筛选及修复等投入；剧本、配音和游戏封装仍需单独投入。
已披露成本	《完蛋！》主创受访披露，从立项至上线前夕总投入**约 500 万元**。	《幸存者笔记》主创按市场承制价估算，700 分钟纯视频**约 140 万元**，不含剧本、真人配音及游戏封装；完整总成本未披露。
团队规模	《完蛋！》核心团队最初 6～7 人，公司随后扩至 20 余人，兼具游戏与影视背景。	《幸存者笔记》核心视频组**6 人**，不含其他配套工种；《小王子》展示个人整合工具的能力。
主导主体与公司	拍摄制作团队与互动叙事工作室协作，如**小有内容（INTINY）**；并非仅有传统影视公司参与。	AI 视频工作室、独立创作者参与，如《幸存者笔记》的 **YESPLAY、MysteryCrown** 及《小王子》作者 **Sac**；游戏团队有望凭 3D 与玩法能力加入。
场景与资产	场景、演员和服化道需要现场协调；新增宏大或异地场景通常需要额外拍摄资源。	可通过生成镜头或 3D 资产尝试更多题材、场景与风格；仍需控制角色与资产的一致性。
素材的可复用性	剧情变化可能牵涉演员档期、补拍和重新剪辑，部分沉没投入较难复用。	可重生成镜头、修改代码或复用 3D 资产，具备降低试错成本的潜力；有效素材筛选与测试仍是约束。
代表案例与阶段	**《完蛋！我被美女包围了！》**：真人影像恋爱互动游戏，已商业发行。	**《幸存者笔记》**：AI 影像分支叙事，Steam 已发行；**《小王子：星辰之旅》**：个人 3D 创作、网页可体验。

资料来源：每日经济新闻、南方都市报、游戏陀螺主创专访，Steam，中信建投证券



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

一、技术侧：模型的多模态能力上限打开，贯通视频制作、3D 资产与交互开发

近两个月的模型迭代，使多模态制作从单项素材生成延伸至完整工作流程。**Astra、Opus 5.5、Kimi K3.1 Pro 能够通过代码和工具参与建模与开发；可灵 4.0 及 Seedance 2.5 4K 则改善镜头表现、创作控制与交付画质。两条路线结合，有望减少创作者在脚本、资产、场景和交互之间反复切换的成本。**

视频生成能力的提升，首先有利于分支剧情的规模化制作。可灵 4.0 支持多参考素材与关键帧控制，Seedance 2.5 4K 提供先生成低分辨率样片、再输出 4K 正片的流程。我们认为，这类能力有望帮助创作者更快验证镜头、调整人物表现，并复用角色与场景设定，降低增加剧情分支时的素材试错成本，使小团队有条件制作更长、更完整的叙事内容。

编程与工具调用能力的增强，则将 AI 的作用从画面生产延伸至可玩产品开发。Kimi K3.1 Pro 可通过脚本编辑 Blender 资产，并结合 Unity 等引擎构建体验。我们认为，模型参与资产整理、场景搭建和交互代码编写，有望减少不同制作环节间的协作成本，让个人与工作室更快做出可供测试的版本；具备 3D 制作和玩法开发经验的游戏团队，也有望将既有能力延伸至互动叙事。

世界模型提供的是更远期的空间交互增量。**Tim 在发布会上演示了部分字节跳动的世界模型能力**，展示了内容从“可观看”向“可进入、可修改”延伸的方向。

图表2： 近两个月，核心模型在多模态制作能力上突飞猛进

模型 / 进展	发布时间	多模态制作能力
GPT-6 Astra	9 月 3 日	官方展示在 Blender 建房并导入 Unreal Engine 5 形成可漫游场景；通过操作专业工具连接 3D 建模、场景制作与交互体验。
Claude Opus 5.5	9 月 22 日	强化编程与多步骤工具执行；《小王子》作者用其编写核心代码、操作 Blender 与 Unity，体现个人完成 3D 剧情游戏的可行路径。
Kimi K3.1 Pro	10 月 24 日	可生成并执行 Blender / CAD 脚本，编辑几何、材质与场景；可结合 Unity、Unreal Engine、Godot 开发体验，3DMake 支持在线预览编辑。
可灵 Kling 4.0	10 月 15 日	单次原生生成最长 30 秒，最多 15 项参考素材组合、10 张关键帧输入；改善高速动作与复杂运镜，支持连续叙事及镜头控制。
Seedance 2.5 4K	10 月 23 日	面向高规格影视交付，增强表情、微动作与细节；支持 480P Draft 样片验证后生成 4K 正片、10-bit 色深，降低分镜前期试错成本。
字节世界模型	10 月 11 日在发布会演示，目前尚未正式发布	据量子位，Tim 展示文字生成场景、自由探索、物体编辑及跨空间交互；指向可交互世界生成，产品名称、开放方式与发布日期尚待官宣。

资料来源：OpenAI、Anthropic、Kimi、快手、火山引擎、Sac、量子位，中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

二、平台扶持：抖音征集互动内容，发行、资金与 IP 同步介入

抖音集团短剧版权中心将互动剧与互动影游纳入合作征集，平台开始进一步介入互动内容的供给组织。根据 10 月 20 日公开报道所引征集文件，横竖屏、真人或 AI 内容均可参与，报名主体覆盖个人、工作室与公司。联合发行、联合出资与 IP 联合开发是三种可选合作模式，分别对应成品商业化、开发费用支持和改编资源获取，扶持环节覆盖内容生产与发行的不同阶段。

联合发行的具体分工，是由合作方提供成品互动内容，短剧版权中心提供产品发行与运营能力。条款提出，为内容提供主流渠道经营与变现的产品能力。我们认为，这有望补足中小团队在渠道对接、上线运营和收入转化方面的短板，使创作者在完成剧本、画面与交互后，能够获得平台商业化能力的配合。现有公开材料尚未列明具体发行入口、分账方式及流量保障，实际合作范围仍需以签约为准。

IP 联合开发包含版权合作与版权费用补贴，介入项目选题和授权成本两个环节。对创作者而言，既有 IP 的人物关系、世界观和受众认知，可以为分支剧情、角色互动和后续内容扩展提供基础；版权费用补贴则有望降低取得改编资源的投入。我们认为，如果后续进一步衔接番茄等字节系 IP 资源，优质故事与 AI 制作团队的匹配效率有望提高，具备内容策划及互动开发能力的团队也将获得更多选题空间。

图表3： 抖音集团互动剧与互动影游合作征集要点

维度	合作内容	对内容供给的意义
内容范围	互动剧与互动影游；支持分支选择、视角切换、画面探索等	从线性观看扩展至用户参与剧情与空间探索
参与主体与形态	个人、工作室、公司均可；横屏 / 竖屏、真人 / AI 均可	为中小团队及 AI 创作者提供合作入口
成品要求	互动内容含分支总物理时长不低于 30 分钟，建议 60 分钟以上	征集面向具备一定内容体量的成品
联合发行	平台提供主流渠道经营与变现的产品能力	补充内容方的发行运营与商业化能力
联合出资	根据内容质量与成本，提供一定比例开发费用	有望缓解优质项目的前期资金约束
IP 联合开发	提供 IP 版权合作，并补贴 IP 版权费用	有望推动 IP 资源与互动叙事结合
合作流程	洽谈签约→内容审核上线→结算	具体条款由签约确定，未披露统一补贴比例或保底流量

资料来源：抖音集团短剧版权中心征集文件公开截图，短剧自习室（中广互联、流媒体网转载），中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

三、内容侧：小团队与个人作品涌现，付费验证开始出现

近期 AI 互动内容的供给，正在从单个镜头和短篇演示延伸至具有完整剧情、场景与玩法的作品。已出现的案例覆盖预制 AI 影像叙事、可探索 3D 空间，以及 AI 辅助开发的动作游戏。长篇影游主要观察制作组织与付费转化，个人 3D 作品体现工具整合能力。

《幸存者笔记》已将小团队的 AI 视频生产能力转化为可销售的长篇分支内容。核心视频组约 6 人，用 4 个月完成约 700 分钟分支素材，剧本超过 26 万字；导演日志确认画面采用 AI 生成、角色使用真人配音，6 人并非全项目人员口径。作品在 Steam 以 29 元买断制发行。10 月 14 日材料所引 Gamalytic 估计，累计销量超 1 万份，好评率 89%，平均游玩 7.1 小时。销量与游玩时长初步表明用户愿意为 AI 影像承载的故事体验付费。

《小王子：星辰之旅》展示了个人创作者将文字故事转化为可探索 3D 空间的路径。作者 Sac 自述用 16 天完成创作，借助 Opus 5.5 编写核心代码并操作工具，结合 Tripo 生成资产，再使用 Blender 和 Unity 整理场景、整合角色与交互。创作者的制作能力也从生成画面，延伸到资产、引擎与操作逻辑的衔接。

《不问凡尘》提供了大厂把 AI 内容与游戏机制结合的付费样本。该作由朝夕光年开发发行，9 月 23 日在 Steam 开启抢先体验，将 AI 影像、NPC 对话与修仙养成、探索等玩法结合；开发团队 10 月 13 日公告披露销量已超过 26 万份。

图表4： 近期 AI 互动内容代表案例：商业产品与创作展示并行

作品 / 主体	上线或披露	制作方式与已验证进展
《幸存者笔记》 MysteryCrown、YESPLAY	9 月 12 日北京时间发售 Steam 买断制，国区 29 元	据项目资料：约 6 人视频团队、4 个月、约 700 分钟内容、剧本超 26 万字；导演日志确认 AI 画面与全角色真人配音。10 月 14 日材料所引 Gamalytic 估计销量超 1 万、好评率 89%、平均游玩 7.1 小时。
《小王子：星辰之旅》 个人创作者 Sac	10 月 13 日发布 网页 3D 剧情游戏	作者自述 16 天制作；Opus 5.5 编写代码，Tripo 生成资产，Blender 与 Unity 完成场景、角色及交互；后续教程补充 Astra 迭代修复。早期帖子浏览 116 万次，反映传播热度。
《不问凡尘》 朝夕光年 / 江南工作室	9 月 23 日 Steam 抢先体验 修仙 RPG 与互动叙事结合	AI 画面与 NPC 对话结合养成、探索等玩法；开发团队 10 月 13 日公告披露销量超 26 万份。属于开发中的付费产品，为商业化提供较强样本。
《取調室の小宮》 游戏创作者堀井雄二	10 月 11 日公开 免费网页推理小游戏	作者自述借助 AI 约 30 分钟完成；通过提问、证据和动摇值推进审讯。体现经验型创作者快速制作原型的能力，不能等同长篇影游制作周期。
《群侠传：幸存者》 Nenly Studio 相邻 AI 游戏案例	8 月 11 日 Steam 抢先体验 当前免费；动作肉鸽	1 名人类制作人，Codex / Claude Code 协助代码，生成工具参与美术、动画及音频；商店开发者说明玩家已超 10 万。属于 AI 辅助开发的动作游戏，不归入互动影游或付费验证样本。

资料来源：Steam、开发者公告及项目资料、Gamalytic，中信建投证券

代表作品画面：分支影像与可探索 3D 场景

从上述案例看，AI 主要改变了画面、资产和代码的生产方式，故事组织、玩法设计与体验打磨仍决定作品能否吸引用户。我们认为，后续更值得关注能够持续交付优质内容的团队：既能把多模态工具接入制作流程，也能将剧本、3D 资产与交互机制组织成完整产品。**具备引擎开发、3D 制作和发行经验的游戏公司，有望在这一过程中扩大参与范围。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表5： 《幸存者笔记》：章节与剧情分支



资料来源：Steam 官方商店截图，中信建投证券

图表6： 《幸存者笔记》：角色与属性设定



资料来源：Steam 官方商店截图，中信建投证券

图表7： 《小王子》：星球地表与自由探索



资料来源：Sac 原帖演示视频截帧，中信建投证券

图表8： 《小王子》：宫殿场景与角色呈现



资料来源：Sac 原帖演示视频截帧，中信建投证券

四、渠道侧：Steam 承接独立供给，字节系有望打开新增流量

Steam 为中小创作者提供面向全球玩家的发行和反馈机制。商店、标签、愿望单、用户评价及个性化推荐，使垂直题材有机会找到目标用户，作品可通过试玩反馈和持续更新积累口碑。**我们认为，AI 降低生产成本后，这类发行入口有望承接更多长尾供给；**但曝光仍取决于玩家反应与产品吸引力，内容方仍需做好定位、商店运营及早期用户积累。

字节系的增量，在于将大众内容流量引向互动消费。此次合作征集表明平台已开始组织互动剧与影游供给；若工具、IP、成品发行和推荐机制进一步打通，互动内容有望成为字节系新的内容与流量来源。**我们认为，未来存在形成类似红果、聚合大量互动内容的独立入口或平台的可能。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

相关公司：关注 IP、制作方与平台层公司

图表9： AI 互动影游相关公司及具体布局

公司名称	证券代码	相关布局
第一类：IP 与内容储备		
上海电影	601595.SH	上影元参与联合出品**《谍影成双》**：公司 2026 年 9 月投关记录确认联合出品**《新世界：暗影成双》**于 9 月 23 日发售，并推进**《大闹天宫》**等 IP 的沉浸式开发。已有互动影游项目与 IP 运营基础。
芒果超媒	300413.SZ	2026 年 9 月 2 日投关记录列出**《歌手·幕后之战》**、**《密逃 8 大神互动版》**及女性恋爱向 AIGC 互动影游**《从如果开始心动》**，将剧综 IP 转为互动产品。
阅文集团	0772.HK	**2019 年领投互影科技近亿元 A 轮融资**，叠纸游戏跟投。互影制作过**《飞越 13 号房》**，阅文亦与互影、上影元等联合出品**《谍影成双》**，形成“网文 IP＋专业互动内容团队”的投资与项目合作联系。
中文在线	300364.SZ	2026 年 7 月 29 日投关记录，围绕“IP＋AI”将经典 IP 转为短剧、漫剧及互动影游，**AI 互动影游产品正在准备中**
掌阅科技	603533.SH	2025 年报摘要披露，**泡漫**接入自有及行业版权库，覆盖玄幻、都市、悬疑、末世等题材，并建设从剧本、角色、场景、分镜到视频的生产流程；**iDrama** 承接海外短剧分发
第二类：具备互动制作经验的游戏公司		
盛天网络	300494.SZ	旗下火花工作室开发发行真人互动游戏**《完蛋！我也能追到美女了！》**。2026 年 7 月 9 日投关记录确认已完成互动影游研发发行实践；根据投资者交流，公司预计关注 **AI 游戏生成出海方向**，帮助海外创作者将想法转化为可玩游戏。
完美世界	002624.SZ	2023 年报披露利用游戏与影视业务联动推出真人互动影像作品；2025 年报列示**德清蒸汽满满互动娱乐**间接持股 55%。Steam 列示**《美女，请别影响我学习》**由蒸汽满满工作室开发发行。
恺英网络	002517.SZ	公司 2026 年 10 月 20 日发布稿披露，极逸人工智能的 **Soon Play** 正式公测：上传视频后由 SOON AI 识别玩法要素并生成游戏，支持编辑、试玩、发布与分享；**SOON** 覆盖代码、美术、动画、音乐音效等资产生成。
宝通科技	300031.SZ	2025 年报披露自研 **GrailVerse 全自动化 AI 游戏引擎**，已完成 AI 自动化叙事、角色 DNA 矩阵及多模态内容生成等核心能力建设；同期 ESG 报告披露，两个剧情互动游戏项目已完成研发并进入商业化验证阶段，直接关联 AI 互动内容生产。
掌趣科技	300315.SZ	2025 年 9 月联合蓝亚盒子发布 **LayaIdea**，将自然语言编程与 LayaAir 3D 引擎结合，支持从策划文档生成 3D 游戏项目，优先面向互动试玩广告、游戏原型验证；AI 创作能力由资产生成延伸至代码与玩法生成，具备 3D 交互内容开发工具布局。
电魂网络	603258.SH	2025 年报将**《吾家有女 Ai》**列为已运营产品，定位为 AI 驱动的古风修仙多结局养成游戏。玩家可通过自然语言对话与文字指令安排角色修行、打工及探索，角色目标与行为随引导变化并形成不同结局。
昆仑万维	300418.SZ	2026 年半年报披露，自研 AI 游戏**《猫森小镇》**定位为校园生活模拟类开放世界，研发稳步推进、内测反馈良好。核心特色为 AI 驱动的 NPC 深度社交、高自由度玩法及低门槛创作；新增拍剧编辑器，支持玩家剧情创作，NPC 可感知环境并作出差异化行为反馈。

资料来源：公司公告、投关记录及官网，Steam，中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表10： AI 互动影游相关公司及具体布局（续）

公司名称	证券代码	相关布局
第三类：其他有具体项目或工具布局的公司		
德才股份	605287.SH	控股孙公司奇想无限披露**互动影游 Agent**，支持多分支剧情、付费点设计与平台 SDK 接入；2026 年 9 月报道其上线**《零号档案：降临》**。10 月 13 日公告披露，奇想无限上半年收入 2457 万元、净亏 562 万元。
华智数媒	300426.SZ	主投主控天下霸唱 IP 改编的**《天坑追匪》**；2026 年半年报披露拟在 Steam、WeGame 等平台上线，Steam 试玩版于 10 月 19 日推出。该项目仍以真人实拍为主，商店披露 AI 生成素材不足 1%，主要验证互动制作与 IP 改编能力。
欢瑞世纪	000892.SZ	2025 年报披露主投主控互动影游**《江山北望》**于 2025 年 11 月上线、体验时长超 600 分钟，并参与其他互动项目。另与阶跃星辰共建**“麟跃”AI 联合实验室**，探索短剧、互动影游等 AI 产品与工具，形成内容制作和技术合作两条布局。
百纳千成	300291.SZ	2026 年半年报披露，联合出品的长篇真人互动影视游戏**《隐藏真探》**已完成上线前筹备；Steam 试玩版于 8 月 19 日发布。
华策影视	300133.SZ	2026 年半年报披露，联合出品真人互动影游**《代号：迷失》**于 8 月 12 日开机，采用都市悬疑解密单元叙事并结合 AI 辅助制作，预计 2027 年上线。
慈文传媒	002343.SZ	2024 年半年报披露，与互影科技联合开发的**《仙剑纵横宇宙》**互动影游在世界人工智能大会展示。
第四类：创作、内容聚合与分发平台		
腾讯控股	0700.HK	**WeGame** 具备真人互动影游的发行基础；AI 创作端另有光子的**造化工坊**，官方定位“AI 互动游戏梦工厂”，以及 **TDream** 互动内容工具。
网易	9999.HK	**易次元**是网易互动阅读平台，具备多支线、多结局作品、创作工具与社区分发基础；另于 2022 年收购互动叙事工作室 **Quantic Dream**，其代表作包括**《底特律：化身为人》**。

资料来源：公司公告、投关记录及官网，Steam，中信建投证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

风险分析

内容质量及商业化不及预期。互动影游仍依赖剧本、表演与玩法设计，制作门槛下降不必然带来优质供给。创作展示的浏览量不等同于游戏销量，题材同质化、剧情分支失衡、留存及付费意愿不足，可能影响产品回收成本及持续运营能力。平台合作与流量转化不及预期。互动内容征集仍需经过筛选、签约、开发和发行，合作条件、流量支持及变现方式存在不确定性；若项目上线入口、推荐分发或用户消费习惯培育慢于预期，平台流量未必能够有效转化为开发者收入。

版权与内容管理风险。训练素材、小说改编、人物肖像、声音及音乐等权利边界若不清晰，可能引发授权争议、下架或赔偿；内容审核、数据保护及人工智能生成内容管理要求的变化，也可能增加制作与发行成本。项目落地及业绩贡献不及预期。相关公司布局阶段、投入强度和业务占比差异较大，历史真人项目、参股投资或工具展示不能直接推算为新增收入；产品延期、销售不及预期及研发投入增加，可能导致短期业绩贡献有限。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券 TMT 及海外研究组联席组长、全球 AI 创新与互联网首席分析师，中国人民大学传播学硕士。曾任职于百度、新浪，从事商业分析、战略分析；2015 年起先后任职于中银国际证券、广发证券，从事传媒互联网研究。2019 年加入中信建投证券，2026 年任全球 AI 创新与互联网团队首席分析师。

杨晓玮

中信建投证券全球 AI 创新与互联网联席首席分析师，上海交通大学金融硕士，主要研究全球大模型与应用、互联网平台、全球游戏行业及潮流玩具。

马晓婷

中信建投证券全球 AI 创新与互联网行业研究员，上海财经大学学士，上海社会科学院硕士，主要研究全球大模型与 AI 应用、广告营销及长视频平台。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster