仅供内部参考，请勿外传

传媒行业周报

AI 应用周跟踪：AI 应用的三层研究框架只是 AI 应用研究体系的一部分

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

焦娟 登记编号：S1220525090006

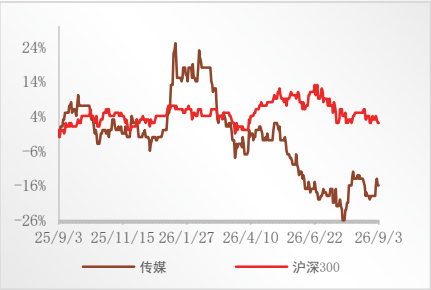
冯静静 登记编号：S1220525090003

行 业 评 级 ：推 荐

行 业 信 息

上市公司总家数	193
总股本(亿股)	3,142.45
销售收入(亿元)	5,222.61
利润总额(亿元)	4,824.87
行业平均 PE	47.45
平均股价(元)	16.55

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 应用周跟踪：三层研究框架》2026.08.24

《宏观事件致港股波动放大，A 股进入财报密集披露期聚焦业绩》2024.10.22

《政策频出致预期强改善，板块仍具备较高可比价值，建议聚焦优质股》2024.09.29

《OpenAI o1 发布调动市场情绪，美国开启降息周期推动港股互联网上涨》2024.09.23

本周国内外涨幅前三的核心标的分别为三六零、百度、科大讯飞；微软、苹果、SpaceX。

本周重点研究：

本周我们外发了研究报告《AI 眼镜：下一代智能终端入口的产业逻辑与投资研判》。此外，我们对 AI 应用三层研究框架的进一步清晰化：AI 应用的三层研究框架只是我们 AI 应用研究体系的一部分。

根据沟通反馈，市场最大的“惯性误区”，是从上市公司的层面、角度出发，去观察、研究 AI 产业的进程。

我们反而认为这是最大的“陷阱”之所在：

1） 上市公司与非上市公司（尤其是 AI 原生公司），正在一起面临 AI 作为生产力对供给端（产业链、价值链中的生产环节）的重塑（生产环节之后的分发、流通、变现环节未来也将联动变化——这一部分，一方面是作为产业链中的中下游，也将被 AI 强化算法推荐、货币转化率等，另一方面则与生产环节一起，被重塑后，后续会衍生深刻的生产关系、组织架构、制度等层面的变化）；

2） 相对而言，对 AI 原生公司（当下绝大多数都不在二级市场）的认知、研究相对简单，只需要定位它在 AI 产业进程中的定位、业务推进、业绩呈现等。

但，对非原生公司，我们认为需要从 A、B 两面一起去审视：A 面是非原生公司（如现有的绝大部分上市公司），我们首先去界定它们在互联网/移动互联网时期的资源禀赋、竞争优势、生态卡位（定位）；B 面则是站在 AI 趋势研判中，重新审视这家公司在 AI 趋势中的资源禀赋、竞争优势、生态卡位（定位）。

如果严格去比对，就会发现几种可能性：1）一家公司的 A 面很强，B 面还不清晰；2）一家公司的 A 面相对不突出，但 B 面非常突出，这类公司未来有望走出“价值回归”。

在 A、B 两面的对比中，有部分上市公司，尚未有清晰的 AI 业务逻辑，我们后续定期观察、更新；已有 B 面逻辑的上市公司，绝大多数正在探索、试错 AI 业务的过程中，我们用“AI 应用三层研究框架”来分类并定期更新、迭代，看其能放在 AI 三层研究框架中的哪一层——比如，阿里我们放在第一层（基础大模型），腾讯的 workbuddy 我们放在第二层（Agent）。

相关标的：

第一层：OpenAI（未上市）、Anthropic（未上市）、Google；Deepseek（未上市）、阿里巴巴、智谱、mimimax；

第二层：腾讯控股（workbuddy）、快手（可灵）、即梦（未上市）；昆仑万维、中文在线；

第三层：暂无（以真正创收为衡量标准）。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示：政策与监管风险；竞争激烈程度超预期的风险；财务数据波动超预期的风险；新业务进展低于预期的风险。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 本周行情（20260824-20260828）.....5
2 本周行业动态跟踪.....5
2.1 中国科技/互联网巨头（基础大模型厂商）.....5
2.2 中国 AI 独角兽/独立大模型厂商.....6
2.3 国际巨头.....7
2.4 其他.....7
2.5 本周动态的合并观察.....8
3 本周重点研究.....8
4 三层研究架构再审视.....9
4.1 为什么需要重新建立 AI 应用研究框架.....9
4.2 三层不是上下游，而是三种平行布局姿态.....9
4.3 第一层：造通用发动机，长期目标是通用入口.....10
4.4 第二层：造专用发动机并建设平台.....10
4.5 第三层：直接使用 AI，真正门槛是重塑生产.....10
4.6 三层博弈：产业利润如何重新分配.....11
4.7 AIGC 的本质：广义出版.....11
4.8 内容从表达型走向生产型与决策型.....11
4.9 历史观：从分发为王到供给回归.....11
4.10 当生成能力普惠，稀缺性转向判断、数据与权限.....12
4.11 终局假设：生产单元从组织回归个人.....12
4.12 三类智能及其产权.....12
4.13 框架中的跟踪指标.....13
4.14 本周增量修正.....14
5 相关标的.....14
6 风险提示.....14

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1：国内 AI 应用相关标的涨跌幅 5
图表 2：国外 AI 应用相关标的涨跌幅 5
图表 3：AI 应用三层研究框架 9
图表 4：三类智能及其产权 12
图表 5：AI 应用三层研究框架对应的选股逻辑 13

1 本周行情（20260824-20260828）

图表1:国内 AI 应用相关标的涨跌幅

证券代码	证券名称	周涨跌幅
601360.SH	三六零	6.16%
9888.HK	百度集团	2.74%
002230.SZ	科大讯飞	2.22%
0700.HK	腾讯控股	-0.39%
0020.HK	商汤	-2.31%
1024.HK	快手	-2.79%
2513.HK	智谱	-3.45%
9618.HK	京东集团	-4.08%
1810.HK	小米集团	-4.14%
9999.HK	网易	-4.85%
9988.HK	阿里巴巴	-7.40%
3690.HK	美团	-8.82%
0100.HK	MINIMAX	-13.48%

资料来源：iFind，方正证券研究所

图表2:国外 AI 应用相关标的涨跌幅

证券代码	证券名称	周涨跌幅
MSFT.O	微软	6.27%
AAPL.O	苹果	3.35%
SPCX.O	SpaceX	3.31%
AMZN.O	亚马逊	3.02%
NVDA.O	英伟达	1.32%
GOOGL.O	谷歌 A	0.51%
IBM.N	IBM	0.00%
ORCL.N	甲骨文	0.00%
META.O	Meta	0.00%

资料来源：iFind，方正证券研究所

2 本周行业动态跟踪

2.1 中国科技/互联网巨头（基础大模型厂商）

1） 腾讯（混元）

8 月 28 日，腾讯混元发布并开源新一代大语言模型 Hy4 preview，总参数量达 7700 亿、激活参数 490 亿，上下文长度突破 100 万 tokens，定位于生产力场景。模型已同步接入 WorkBuddy、CodeBuddy、元宝、ima 等腾讯产品，并通过腾讯云 TokenHub 与 OpenRouter 提供 API 服务；API 定价为输入 6 元/百万 tokens、输出 18 元/百万 tokens。在腾讯内部 163 名专家参与的 203 个工程任务盲测中，Hy4 preview 平均得分 2.99/4，略高于 GLM-5.3 的 2.92 和 Kimi K3 的 2.94。开源、低价 API 叠加腾讯自有办公与开发工具生态，有望加快模型向实际生产力场景渗透。

仅供内部参考，请勿外传

2） 字节跳动（豆包）

8 月 25 日，字节跳动旗下豆包推出面向生产力场景的全新 Agent 产品与品牌“豆包工作”，并与飞书深度打通。用户通过飞书账号登录后，可在授权范围内调用企业知识及工作上下文，包括聊天记录、文档、会议纪要、日程等。豆包工作旨在统一字节面向生产力场景的 AI Agent 产品能力，进一步向 AI 办公场景拓展。

3） 阿里巴巴（通义千问/Qwen）

8 月 26 日，阿里发布并开源千问最新模型 Qwen3.8-Flash（Qwen3.8-Flash-Next）。模型主模型参数量 125B，并额外配置 51B N-gram Embedding，每 token 仅激活 6B 参数，采用面向下一代架构的稀疏 MoE 设计；在部分基准测试中取得超过 Claude Opus 4.6 的成绩，训练计算量较 Qwen3.7-Plus 降至约 1/9，推理成本低至输入 1 元/百万 tokens、输出 3 元/百万 tokens。模型当晚首发上线“千问办公”，开发者与企业可通过千问 AI 平台获取 API。模型进一步强化成本效率优势，高频调用、办公和编程等场景的商业化空间随之扩大。

2.2 中国 AI 独角兽/独立大模型厂商

1） 智谱 AI（GLM·清言）

8 月 26 日，智谱上线并开源 GLM-5.3-Flash（320B-A18B），为 GLM-5 系列首个原生多模态模型。模型总参数量 320B、激活参数 18B，在 Artificial Analysis 综合智能指数中获得 57 分，编程表现接近 Claude Opus 4.8；同时采用稀疏与线性注意力融合架构，并在测试阶段使用国产芯片提供推理算力，进一步强化模型推理效率与成本优势。模型 API 定价为输入 0.15 美元、输出 0.50 美元/百万 tokens。较低的激活参数与国产芯片适配进一步强化了模型的成本效率优势，为高性能模型的规模化应用提供支撑。

2） 深度求索（DeepSeek）

本周无重大公开动态。相关信息主要为新一轮融资、估值及 ARR 等市场消息，但相关报道均援引知情人士，尚未见公司官方公告确认，故不纳入本周统计。

3） 月之暗面（Kimi）

8 月 24 日，月之暗面宣布，其第一代万亿参数多模态模型 Kimi K2.5 将于 8 月 31 日正式结束服役；根据公司此前向开发者发布的通知，kimi-k2.5 及更早期的 moonshot-v1 系列 API 亦将于 8 月 31 日同步下线。此次模型退役发生在新一代 Kimi K3 于 7 月发布之后，Kimi 产品迭代进一步进入新旧模型切换阶段。

4） MiniMax（abab·海螺）

8 月 26 日晚，MiniMax（00100.HK）公布 2026 年上半年业绩，上半年实现收入 1.17 亿美元，同比增长 283.1%，半年收入已超过 2025 年全年；期内亏损 3.58 亿美元。公司于当晚业绩会上进一步披露，8 月 ARR 已达 8 亿美元，较年初进一步提升，海外及 B 端业务增长成为收入扩张的重要驱动力。

5） 面壁智能（ModelBest）

本周无重大公开动态。公司于 8 月 11 日在北京证监局办理 IPO 辅导备案登记，辅导机构为中信证券，但该事项发生于本统计区间之前；8 月 26 日虽有媒体对公司 IPO 及业务进展进行报道，但相关融资及估值信息暂无公司或监管机构一手来源确认，故不纳入本周统计。

6） 阶跃星辰（StepFun）/百川智能（Baichuan）/零一万物（01.AI）
本周无重大公开动态。相关动作（如阶跃星辰“造手机”、百川/零一万物战略调整等）均发生在 7 月及更早，非本统计区间，故不纳入本周统计。

2.3 国际巨头

1） OpenAI（GPT 系列）
本周无重大公开动态。GPT-5.6 Sol API 降价动作发生于 8 月 21 日，早于本统计区间，故不纳入本周统计。

2） Anthropic（Claude）
8 月 27 日，Anthropic 发布 Model Hardware Standard（MHS）研究预览版，旨在建立 AI Agent 与机器人、科研仪器及制造设备之间的通用交互规范，使 AI 助手能够并行操作显微镜、液体处理器、机械臂等物理设备，进一步拓展 AI Agent 在科研及制造等物理场景的应用边界。同日，美国加州北区联邦地区法院法官 Rita F. Lin 裁定，美国国防部此前将 Anthropic 列为国家安全供应链风险的决定违法，认定相关措施构成对 Anthropic 的非法报复，并违反其宪法权利。

3） 英伟达（Nemotron/AI 算力）
8 月 26 日美股盘后，英伟达发布 2027 财年第二季度财报，营收 962 亿美元，同比增长 106%，数据中心收入 890 亿美元，同比增长 117%；公司预计第三财季营收 1080 亿美元。市场关注点除当期业绩外，亦聚焦 Vera Rubin 平台放量节奏及 AI 基础设施资本开支的持续性，强劲的业绩与超预期指引进一步强化市场对 AI 算力需求延续性的预期。

4） 亚马逊（Nova/AWS）
8 月 26 日，AWS 与英伟达宣布进一步扩大 AI 基础设施合作，AWS 计划于 2027-2028 年在全球基础设施中新增部署 200 万块英伟达 GPU，覆盖 Blackwell Ultra、Rubin 和 Rubin Ultra，用于智能体 AI、科学计算、企业自动化及物理 AI 等工作负载。

5） 微软（Microsoft Foundry/Copilot）
8 月 26 日，微软与沙特 HUMAIN 宣布长期战略合作（详见第六部分 HUMAIN 条目）：计划将 HUMAIN 阿拉伯语 ALLAM 模型引入 Microsoft Foundry 与 Microsoft 365 Copilot，并由双方 AI 专家与微软 Forward Deployed Engineers 协同推进企业 AI 解决方案开发与部署。

2.4 其他

1） HUMAIN（沙特，PIF）
8 月 26 日，HUMAIN 与微软宣布长期战略合作的首个里程碑：将 HUMAIN 阿拉伯语 ALLAM 模型引入 Microsoft Foundry 与 Microsoft 365 Copilot，并协同 HUMAIN AI 专家与微软 Forward Deployed Engineers，共同交付沙特及区域企业 AI 项目。双方高管（HUMAIN CEO Tareq Amin、微软副董事长 Brad Smith）暗示未来在模型、基础设施、设备与 GTM 上更广泛合作。

2.5 本周动态的合并观察

开源模型降本军备竞赛白热化。腾讯混元 Hy4 preview（770B/1M 上下文）、阿里 Qwen3.8-Flash-Next（6B 激活）、智谱 GLM-5.3-Flash（18B 激活原生多模态）密集开源，参数效率与国产芯片适配成为关键。

AI 生产力应用持续成为模型商业化的重要落点。字节“豆包工作”、阿里“千问办公”、腾讯 WorkBuddy 及 CodeBuddy 等产品进一步将大模型能力嵌入办公、编程等实际工作流，MiniMax 上半年企业及开发者服务收入同比高速增长，也显示模型厂商正加快从 C 端产品向企业及开发者服务延伸。

算力基础设施需求仍处于高景气区间。英伟达二季度数据中心收入同比增长 117%，并上调三季度营收指引至 1080 亿美元；AWS 进一步宣布 2027—2028 年新增部署 200 万块英伟达 GPU，AI 工作负载由试点向生产环境扩展，持续支撑 AI 基础设施资本开支。

AI 产业全球化与本地化趋势进一步强化。Anthropic 通过 Model Hardware Standard 推动 AI Agent 向科研、制造等物理场景延伸，微软与沙特 HUMAIN 合作则推动阿拉伯语模型进入 Microsoft Foundry 及 Microsoft 365 Copilot，AI 模型与应用生态正加速向垂直行业及区域市场拓展。

3 本周重点研究

本周我们外发了研究报告《AI 眼镜：下一代智能终端入口的产业逻辑与投资研判》。

核心观点：

1) AI 眼镜正处于由产品验证向快速放量过渡的关键阶段，AI 能力成熟与下一代硬件入口之争共同推动产业进入加速发展期。一方面，多模态大模型补足了传统智能眼镜在视觉理解、语义交互等方面的能力短板，使眼镜从信息采集与显示设备向具备“感知—理解—交互”能力的 AI 终端演进；另一方面，智能手机进入成熟期，科技巨头持续寻找下一代通用计算入口，AI 眼镜凭借贴近用户、始终在线的物理属性成为重要候选形态。
2) AI 眼镜的核心产品逻辑在于软件 AI 能力率先成熟，而非单纯依赖光学显示技术突破。随着多模态大模型能力持续提升，视觉理解、实时翻译、环境识别等工具型应用逐步落地，推动产品需求从传统 AR 眼镜偏重的表达与渲染，向执行、协作与辅助迁移；相较此前以内容和体验为核心的 AR/VR 产品，AI 眼镜更加贴近日常使用场景，有望扩大至普通消费者。
3) AI 眼镜具备长期渗透空间，但其普及路径更可能是分层渗透而非复刻智能手机的人手一部。佩戴意愿、续航、重量、外观及隐私等因素构成产品天然约束，同时 AI 眼镜当前更多承担效率增强而非通信等刚性需求，因此其长期更可能成为与手机协同的第二入口或第二设备，并在商务、出行、创作者等高频需求人群中率先形成较高渗透。
4) 全球市场已进入快速放量阶段，但竞争格局仍处于持续演进过程中。2026H1 全球智能眼镜出货量同比增长 212%，IDC 数据显示 2026Q1 全球智能眼镜出货量同比增长 130.1%，其中无显示智能眼镜同比增长 167%；Meta 凭借 RayBan 品牌、先发优势及 AI 能力持续占据全球市场主导地位。国内市场则呈现多路线差异化竞争格局，2026H1 中国智能眼镜销量同比增长 85.5%，AR、拍摄

仅供内部参考，请勿外传

及音频等不同产品形态并行发展，厂商围绕 AI 交互、AR 显示、拍摄记录及生态协同展开卡位。

5) 产业链价值主要围绕核心器件、规模制造以及品牌与视光渠道等环节展开。上游 SoC、光学显示等核心器件受益于 AI 算力、功耗及轻量化需求提升，中游 ODM/OEM 主要体现小型化设计、精密制造与规模化交付能力，下游品牌、镜片及视光渠道则受益于消费场景拓展及近视适配需求提升；当前中国企业在制造端具备较强参与度,但部分高端SoC及关键光学器件仍存在进口依赖。

6) AI 眼镜当前更适合自下而上寻找个股机会，而非简单押注板块整体β行情。我们认为，行业仍处于消费端导入期，相关公司的业绩兑现存在时间差，建议沿消费场景重构与 AI 垂类硬件落地两条逻辑线筛选标的，重点关注具备供应链、渠道、成本控制、产品力及执行力，并能够形成收入与出货兑现的公司。

4 三层研究架构再审视

4.1 为什么需要重新建立 AI 应用研究框架

市场习惯把 AI 放进互联网或移动互联网的延长线上，用用户数、流量、广告效率和平台交易额去解释一切。但这种方法忽略了最关键的差异：互联网主要改造需求端的连接、匹配与分发，AI 则开始直接进入供给端，参与生成、执行、判断和协同。

当技术进入生产函数，变化就不再局限于产品形态。成本曲线、生产主体、组织边界、价值链分配和评价体系都会发生改变。因此，AI 应用研究首先要回答的不是“哪家公司有 AI”，而是“企业以什么姿态进入供给端，它的生态位是否因此改善”。

我们认为，旧框架看用户与流量；新框架必须同时看生产、入口、锁定、数据、判断力与兑现。分析工具必须随着产业变革发生的部位一起迁移。

4.2 三层不是上下游，而是三种平行布局姿态

三层框架按照企业参与 AI 供给端革新的方式进行划分，而不是按照传统产业链的上游、中游、下游排序。三类参与者都可能面对终端用户，也都可能形成平台；差异在于它们掌握什么能力、争夺什么入口，以及最终希望从产业利润中获得什么。

图表3:AI 应用三层研究框架

研究层级	研究对象	核心问题	持续验证指标
第一层	基础大模型企业	谁能穿越卡位与出清，获得通用入口分成？	模型能力、资本储备、开发者生态、API 调用、锁定能力
第二层	垂类模型、Agent、MaaS、B/C 平台	谁能把专用能力、场景与分发闭环变成双边收入？	生产者 Token、消费收入、留存、数据飞轮、平台运营
第三层	直接调用 AI 的组织与个人	谁能用现成 AI 真正重塑生产、组织与商业模式？	降本、提效、供给扩张、组织重构、平台抽成比例

资料来源：方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.3 第一层：造通用发动机，长期目标是通用入口

基础大模型企业表面上销售 Token、API 或订阅，实质上争夺的是通用智能入口。这个阶段往往经历“卡位—出清—分成”：前期依靠极高研发投入和资本储备占据位置，中期通过能力、成本和生态竞争淘汰弱者，后期才可能凭入口获得持续分成。

因此，收入增长不等于价值已经沉淀。模型价格通缩、迁移成本较低、开源替代和云平台议价，都可能压缩纯模型层的利润。第一层真正需要观察的是：模型是否进入高价值任务，开发者与企业工作流是否形成依赖，单位智能成本是否持续下降，以及资本开支能否转化为容量、订单、利润与现金流。

1) 能力：复杂推理、Coding、Agent、长上下文与多模态任务的成功率。
2) 成本：训练与推理效率、缓存命中、单位成功任务成本。
3) 生态：开发者数量、API 调用、工具链、模型切换成本。
4) 经济性：Capex、利用率、收入质量、毛利率、自由现金流。

4.4 第二层：造专用发动机并建设平台

第二层位于技术能力与商业兑现的交叉地带。垂类模型、Agent、MaaS 以及面向 B 端或 C 端的平台，只有进入真实任务并组织起数据、用户、交易和服务，才可能形成双边收入与生态抽成权。

这一层的关键不是“模型是否垂直”，而是是否存在比通用模型更强的场景理解、更完整的工作流、更高的任务成功率，以及平台能否在供给者与消费者之间形成网络效应。千问接入淘宝、豆包从规模向办公付费迁移，都是第二层由产品能力走向任务入口的不同路径。

1) 生产者侧：Token 消耗、创作或生产效率、工具链依赖、供给数量与质量。
2) 消费者侧：活跃、留存、付费、广告、电商或订阅收入。
3) 平台侧：数据飞轮、Skill 生态、跨服务调用、交易与履约闭环。
4) 锁定侧：默认心智、迁移成本、双边网络效应与生态分成能力。

4.5 第三层：直接使用 AI，真正门槛是重塑生产

第三层数量最大，包括直接购买或调用现成模型与 AI 软件的组织和个人。但“使用 AI”并不自动带来价值重估。工具接入、局部试用或效率宣传，都不足以证明生产关系已经改变。

第三层的核心证据是：AI 是否进入核心业务流，是否形成持续而可度量的 Token 消耗，是否改变产品供给、成本结构、决策方式与组织边界。只有当这些变化能够沉淀为收入增长、利润改善、供给扩张或组织效率，才说明企业的生态位发生了实质改善。

第三层的选股原则 ，不为“用了 AI”贴标签，只寻找 AI 已经进入业务流、利润与组织的公司。第三层本质上是 AI 应用中庞大的生态合作伙伴。

仅供内部参考，请勿外传

4.6 三层博弈：产业利润如何重新分配

第一层希望把通用入口税最大化；第二层希望把垂类生态税最大化；第三层希望把 AI 成本与平台抽成最小化。三者之间不会形成静态边界，均衡点取决于锁定能力、替代选择、数据归属以及任务入口究竟掌握在谁手中。

如果基础模型高度同质化且迁移成本低，利润可能向云基础设施和任务平台迁移；如果某一模型在高价值任务上具有显著成功率优势，它仍能保留溢价；如果第三层企业拥有独占数据、客户关系和业务闭环，它也可能反向压缩平台抽成。周报需要持续观察这种利润归属的变化。

4.7 AIGC 的本质：广义出版

当我们提及 AI，很多时候实际谈的是大模型与 AIGC 这一主流技术路径。理解其产业影响，需要先扩大“内容”的定义：内容不只是文章、图片、音乐或视频，也包括 AI 客服生成的对话、AI 编程生成的代码、AI 诊断给出的建议，以及 Agent 产生的执行方案。它们都是面向特定场景生成的信息输出。

因此，AIGC 可以被理解为广义出版：它把可生成、可传播、可执行、可调用的内容范围不断外推。广义出版不是把旧内容全部替代，而是形成沉积岩式结构——手写、印刷、数字与 AI 内容长期并存，但新的技术层会把价值评价迁移到新的稀缺环节。

4.8 内容从表达型走向生产型与决策型

AIGC 的影响沿着三类内容逐层深化。第一阶段是表达型内容，文字、图像、音乐、视频与互动叙事的生成门槛持续下降；第二阶段是生产型内容，代码、设计、运营方案与工作流直接成为可执行的生产结果；第三阶段是决策型内容，模型开始参与判断、资源配置、任务拆解并在权限范围内行动。

1) 表达型内容：传媒、营销、娱乐、教育、社交。核心变化是表达能力普惠与全模态生产。
2) 生产型内容：软件、设计、运营、制造、专业服务。核心变化是输出直接进入业务流程。
3) 决策型内容：金融、医疗、管理、治理与个人 Agent。核心变化是判断和执行进入制度与权限边界。

边界判断：凡是被表达型、生产型或决策型内容深刻改造的行业，都应被纳入 AI 应用研究；AI 应用不是一个狭窄板块，而是一组供给端被重构的产业集合。

4.9 历史观：从分发为王到供给回归

产业权力通常属于当时最稀缺的环节。前互联网时代稀缺的是供给准入；PC 互联网时代稀缺的是搜索与门户；移动互联网时代稀缺的是算法与流量；AI 时代，生产成本快速下降后，判断、权限、可信供给与真实身份开始变得更稀缺。

供给回归并不意味着平台权力消失。相反，平台会从分发中介升级为模型、数据、算力与权限的综合控制者。产业链可能由线性长链压缩成“生产—AI 分发—运营转化—消费或调用”的短链，平台在其中承担更强、更精密的过滤与调用功能。

仅供内部参考，请勿外传

未来可能形成双轨供给结构：底部是成本趋零、数量巨大的 AI 标准化供给；顶部是真实经验、独特审美、情绪连接和价值判断驱动的人类精品供给；中间大量“足够好但无差异”的内容与服务将被压缩。

4.10 当生成能力普惠，稀缺性转向判断、数据与权限

会写、会画、会生成代码，正在从专业壁垒变成普遍能力。真正拉开差距的将是：什么值得生产，面向谁生产，哪些数据能够被调用，以及谁拥有被看见、被引用、被交易的权重与权限。

这意味着未来的研究不能只统计内容数量或模型参数，而要观察内容是否具有来源与可信度，个人或组织是否拥有独特数据，平台如何决定分发和调用，以及 IP 能否形成长期权重。人的不可替代性不在于重复执行，而在于真实经验、审美、价值取舍和责任承担。

4.11 终局假设：生产单元从组织回归个人

公司的历史优势来自集中资本与生产资料、协调专业分工、沉淀流程制度，以及用组织智能完成个人无法独立完成的复杂任务。公共智能与 Agent 正在逐步削弱其中一部分成本：执行能力公共化，协作能力软件化，个人能够调用过去只有组织才拥有的分析、设计、运营与分发能力。

由此产生的 OPC 并不是一个人承接零散工作，而是“个人＋Agent 集群”的完整生产结构。个人保留目标、判断、数据、审美和责任，Agent 穿透研究、生产、运营、分发与反馈。生产单元的衡量标准也将从人数规模转向智能结构的完整度。但“法人退出”应被视为前瞻假设，而不是线性结论。资本组织、法律责任、复杂治理、长期基础设施和大规模协作仍需要公司承载。更可能出现的中期状态是 OPC 与组织并存，个人 AI 结构不断扩大可独立完成的边界。

4.12 三类智能及其产权

图表4:三类智能及其产权

研究层级	研究对象	核心问题	持续验证指标
公共智能	通用模型与公共工具	如何获得并降低执行成本？	模型能力、价格、可替代性、公共可得性
组织智能	流程、制度与企业数据	会被模型穿透，还是形成护城河？	私有数据、流程嵌入、权限治理、组织采纳
私人智能	个人知识、经验、审美与判断	如何成为新的生产资料？	数据主权、数字人格、Agent 权限、长期沉淀

资料来源：方正证券研究所

4.13 框架中的跟踪指标

图表5:AI 应用三层研究框架对应的选股逻辑

研究框架	核心指标	
基础大模型	国内	大厂自研底座
		独立大模型公司
		国资/科研/产业背景底座
	国外	大厂自研底座
		独立大模型公司
		主权·国家级底座
	算力/智算	国内
		国外
	数据·语料	国内
		国外
	工具链·协议	国内
		国外
模型服务与平台	垂类模型	国内
		国外
	MaaS	国内
		国外
	Agent	国内
		国外
	封装模型能力的 toB·toC 分发平台	国内
		国外
	模型路由·聚合	国内
		国外
	知识 RAG 层	国内
		国外
	评测安全层	国内
		国外
AI 重塑自身业务	表达型内容重塑	国内
		国外
	生产型内容重塑	国内
		国外
	决策型内容重塑	国内
		国外

资料来源：方正证券研究所

上述三层研究框架中，每一层的标的，我们重点关注的核心指标不同。

第一层，基础大模型，核心指标围绕“通用入口是否强化？”，具体包括不同的基础大模型的能力（参数）、价格、API、开发者、Capex、利用率、FCF 等。

第二层，各类平台，核心指标围绕“任务入口和双边网络是否形成？”，具体包括各平台的 MAU、深度任务、付费、交易、Skill、留存、抽成（运营方式）等。

仅供内部参考，请勿外传

第三层，各应用方，核心指标围绕“消费端兑现”，具体包括各应用方的 Token 消耗、降本、提效、新供给、创收、利润、组织结构变化等。

4.14 本周增量修正

AI 应用的三层研究框架只是我们 AI 应用研究体系的一部分。

根据沟通反馈，市场最大的“惯性误区”，是从上市公司的层面、角度出发，去观察、研究 AI 产业的进程。**我们反而认为这是最大的“陷阱”之所在：**

1) 上市公司与非上市公司（尤其是 AI 原生公司），正在一起面临 AI 作为生产力对供给端（产业链、价值链中的生产环节）的重塑（生产环节之后的分发、流通、变现环节未来也将联动变化——这一部分，一方面是作为产业链中的中下游，也将被 AI 强化算法推荐、货币转化率等，另一方面则与生产环节一起，被重塑后，后续会衍生深刻的生产关系、组织架构、制度等层面的变化）。
2) 相对而言，对 AI 原生公司（当下绝大多数都不在二级市场）的认知、研究相对简单，只需要定位它在 AI 产业进程中的定位、业务推进、业绩呈现等。

但，对非原生公司，我们认为需要从 A、B 两面一起去审视：A 面是非原生公司（如现有的绝大部分上市公司），我们首先去界定它们在互联网/移动互联网时期的资源禀赋、竞争优势、生态卡位（定位）；B 面则是站在 AI 趋势研判中，重新审视这家公司在 AI 趋势中的资源禀赋、竞争优势、生态卡位（定位）。

如果严格去比对，就会发现几种可能性：

1) 一家公司的 A 面很强，B 面还不清晰；
2) 一家公司的 A 面相对不突出，但 B 面非常突出，这类公司未来有望走出“价值回归”。

在 A、B 两面的对比中，有部分上市公司，尚未有清晰的 AI 业务逻辑，我们后续定期观察、更新；已有 B 面逻辑的上市公司，绝大多数正在探索、试错 AI 业务的过程中，我们用“AI 应用三层研究框架”来分类并定期更新、迭代，看其能放在 AI 三层研究框架中的哪一层——比如，阿里我们放在第一层（基础大模型），腾讯的 workbuddy 我们放在第二层（Agent）。

上述是本周沟通反馈中，我们对 AI 应用三层研究框架的进一步清晰化。

5 相关标的

第一层：OpenAI（未上市）、Anthropic（未上市）、Google；Deepseek（未上市）、阿里巴巴、智谱、mimimax；

第二层：腾讯控股（workbuddy）、快手（可灵）、即梦（未上市）；昆仑万维、中文在线；

第三层：暂无（以真正创收为衡量标准）。

6 风险提示

政策与监管风险；竞争激烈程度超预期的风险；财务数据波动超预期的风险；新业务进展低于预期的风险。

仅供内部参考，请勿外传

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