下载日志已记录，仅供内部参考

传媒行业专题报告

从增长到价值增值——AB 面研究方法中的关键财务指标迁移与定量验证

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	194
总股本(亿股)	3,145.15
销售收入(亿元)	5,222.61
利润总额(亿元)	4,824.87
行业平均 PE	49.85
平均股价(元)	19.05

行 业 相 对 指 数 表 现



数据来源：wind 方正证券研究所

相 关 研 究

《大模型：从智能能力的生产，到平台控制权与估值重构》2026.09.12

《2026 年中报总结：业绩分化延续，AI 重构提速》2026.09.07

《AI 眼镜：下一代智能终端入口的产业逻辑与投资研判》2026.08.31

《党媒价值凸显的三层逻辑》2026.03.20

关键财务指标的研究重点需要从增长规模进一步转向价值增值。收入增速、净利润增速和 ROE 仍是重要的基础指标，但在竞争更充分、增长来源更加多元以及 AI 改变生产与价值分配方式的背景下，仅观察报表增长难以解释增长来源、投入代价、能力沉淀及收益归属，研究需要进一步识别增长与价值创造之间的关系。

本报告是 AB 面研究方法在定量环节的具体落地。A 面考察互联网与移动互联网时代企业的资源禀赋、竞争优势和生态位，B 面分析 AI 趋势下这些条件如何变化；三层研究框架及“大模型 13 讲”“AI 应用 13 讲”用于解释变化的方向与机制，关键经营与财务指标则进一步验证这些变化是否形成经济结果，并通过实际经营结果反向修正产业判断。

指标迁移的核心是将研究视角从增长持续性延伸至价值创造、留存与兑现。本报告沿着“增长来源—增长代价—能力沉淀—生态位变化—股东归属”的路径展开，重点关注新增投入回报、单位经济性、资本配置、现金流以及融资和股权稀释后的每股价值。研究不以单一指标判断价值，而是将经营变化与财务结果保持因果衔接。

定量验证需要匹配业务发展阶段，并建立从经营指标到财务结果的验证路径。对于早期业务，重点观察真实付费、有效交付和复购意愿；产品或业务验证阶段进一步检验留存、净收费和服务成本；复制扩张阶段关注单位回报、增量资本及营运资金；成熟阶段则进一步观察现金转化、再投资质量和股东分配。

综上，本报告将经营能力、股东经济权益与市场回报区分开来。企业规模扩大、利润增加并不自动等同于每股价值增加，生态位改善也需要通过收益留存、现金兑现和资本回报等加以验证。关键指标的迁移并非建立一套跨行业固定公式，而是根据企业所处阶段和价值创造机制，形成可观察、可比较、可修正的定量验证体系。

风险提示：宏观经济及市场需求变化的风险、AI 技术演进及行业竞争加剧的风险、公司经营及财务数据不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 为什么关键财务指标需要重新排序 4
1.1 相同的增长可以对应不同的经济结果 4
1.2 存量竞争改变了增量的来源与获取代价 4
1.3 AI 变革改变了生产与价值分配方式 4
2 本报告在 AB 面研究框架中的位置 4
3 从增长现象走向价值增值的五重检验 5
4 资本回报检验新增投入能否创造价值 6
4.1 计算口径需要服从投入与回报的对应关系 6
4.2 必须区分新增投资收益与存量资产效率改善 7
5 现金流与每股价值检验成果如何兑现 7
5.1 先定义现金流再讨论转化率 7
5.2 正现金流需要核查来源，负现金流需要解释用途 8
5.3 把价值增值与股价表现分开 8
6 将生态位判断转化为经营与财务假设 8
7 定量验证应匹配业务发展阶段 9
7.1 领先指标需要有通往现金的解释路径 9
7.2 滞后指标负责确认，不能机械否定合理投入 9
7.3 跟踪研究上的更新，皆回答三个问题 9
8 从增长持续性转向价值增值持续性 10
8.1 规模克制也可能创造价值 10
8.2 增长沉淀应当转化为下一轮经营优势 10
8.3 需要识别价值分配中的让渡与挤压 10
9 关键财务指标的跟踪顺序 10
9.1 前瞻判断 10
9.2 区分三层框架与三种内容用途 11
9.3 尊重技术与产业判断的证据边界 11
10 关键财务指标是完整研究方法的定量落点 11
11 风险提示 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：传统研究指标与 AI 时代新增观察维度 4
图表 2：AB 面研究框架 5
图表 3：从增长到价值增值的五重定量检验框架 6
图表 4：新增投入资本回报率的适用情形与处理方法 7
图表 5：不同现金流口径及其适用场景 7
图表 6：从生态位判断到经营与财务验证 8
图表 7：不同业务发展阶段的定量验证重点 9
图表 8：新增投入回报与可再投资空间的组合判断 10
图表 9：AB 面研究方法的完整验证链条 11



下载日志已记录，仅供内部参考

1 为什么关键财务指标需要重新排序

1.1 相同的增长可以对应不同的经济结果

在普遍扩容的市场中，企业容易同时获得需求增长、客户增加和产能利用率提升。收入与利润的增长因而具有较强的解释力。进入竞争更充分、预算约束更强的市场后，增长可能来自替代、降价、并购、份额转移和组织效率改善。不能把这些来源不同的增量，直接赋予相同的持续性和估值含义。

原有研究框架需要补充的，是增长与价值之间的条件。新增投资即使扩大了经营规模，若其风险调整后的预期回报不足以覆盖资本成本，也不能据此认定创造了价值。增长与再投资质量需要共同分析。

1.2 存量竞争改变了增量的来源与获取代价

“存量时代”在本报告中是对竞争状态的概括，不是对所有行业零增长的统计断言。新需求、新技术与出海仍能形成结构性增量。变化在于，企业更需要解释自身增长对应谁的预算迁移、由谁承担成本，以及竞争者能否快速复制。规模优势若依靠持续补贴维持，其价值可能低于收入表面所呈现的水平。

1.3 AI 变革改变了生产与价值分配方式

AI 可能使既有资产进入新的使用场景，使部分专业工作转为可复制的工具或流程，也可能让新增收入伴随持续的推理、服务与质量保障支出。组织规模、雇员人数、调用量或内容产量因此不能直接等同于经济产出。研究需要观察单位有效交付、可持续收费与资产复用后的净收益。

图表1:传统研究指标与 AI 时代新增观察维度

原有观察重点	需要补充的问题	相应观察指标
收入与利润增速	增长来源和全部代价是什么	内生增长拆分、贡献利润、营运资金占用
历史 ROE 与 ROIC	新一轮投入是否仍有吸引力	新增投入回报、项目现金回报、资本成本
份额与规模	份额能否产生净收益并留在公司	单位经济性、议价与续约、现金回收
降本与人效	节省的成本由谁获得	同口径交付成本、客户价格、增量利润
总量利润与估值倍数	最终是否增加每股经济权益	股权稀释、股权现金流、每股内在价值

资料来源：方正证券研究所

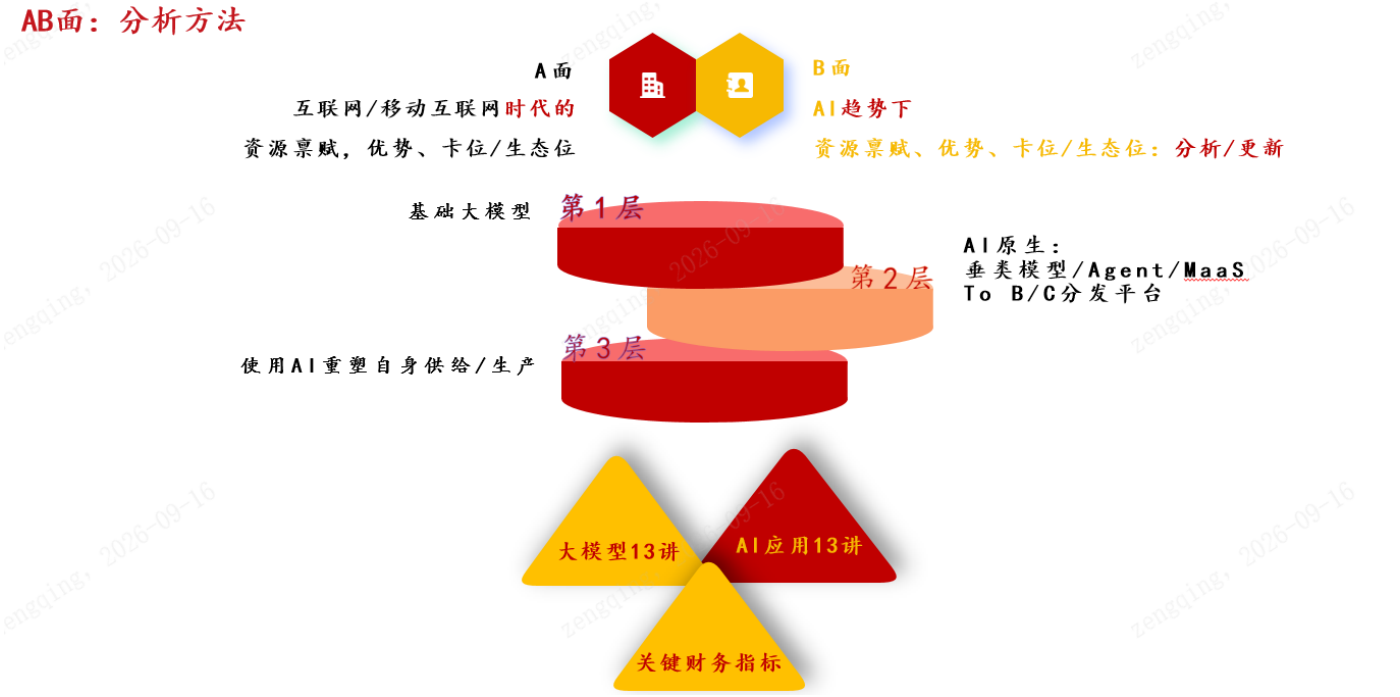
这些指标并非在 AI 时代才成立。变化是研究权重与解释顺序：从增长现象出发，需要更早进入回报、分配和兑现问题；在增长尚未显著体现时，也可先建立单位经济与资产复用的证据。

2 本报告在 AB 面研究框架中的位置

完整研究方法先提出产业问题，再解释价值形成机制，最后建立量化证据。AB 面是同一家公司在不同技术与产业条件下的对照，不是两组公司；三层框架用于确定业务位置，不按层级高低直接判断投资价值。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2:AB面研究框架



资料来源：方正证券研究所

第一步，对照A面与B面。考察原有资源在新环境中的用途是否扩展、稀缺性是否保持、客户与合作关系是否改变，以及企业能否在原生态内上移或进入更有利的新生态。B面尚不清晰时，保留未验证状态，不强行归类。

第二步，定位AI三层框架。第一层为基础大模型；第二层为垂类模型、Agent、MaaS及囊括模型能力的To B或To C平台；第三层为利用AI重塑自身供给和生产的企业。跨层业务应拆分分析；向第一层供货，也不等于企业本身成为基础大模型公司。

第三步，解释变化并进入验证。“大模型13讲”侧重第一层，“AI应用13讲”侧重第二、第三层，两套研究相互衔接。本报告对应图中最下方的关键财务指标：把产业位置与业务机制的判断，转化为可以观察、比较和修正的经营与财务假设。

因此，本报告重点讨论定量验证；整体方法论提供问题来源和解释边界，不在此重复展开技术路线与各层商业模式的完整研究。

3 从增长现象走向价值增值的五重检验

原有“增长与持续性”问题仍然保留，但应进入更完整的检验顺序。对于已形成收入的业务，可以由增长向下拆解；对于早期新业务，则从付费和交付事实建立预测，再逐步用财务结果验证。

1） 增长来源：区分外部红利与自身能力

收入分析需要分别识别行业扩容、份额提升、提价与产品结构、客户钱包份额、并购并表及新业务贡献。多个因素存在交互时，应说明拆分方法，不将交互项重复计算。收入平稳而利润改善的效率增长，应另行分析其成本与资产周转来源。

下载日志已记录，仅供内部参考

2） 增长代价：把投入还原到完整口径

应同时观察价格优惠与补贴，销售、研发及履约费用，固定资产与无形资产投入，应收、存货和合同资产占用，以及债务融资与潜在股权稀释。AI 相关支出还可能分散在云服务、推理调用、数据处理、系统集成、运维与质量保障之中，不能只看某一个费用科目。

3） 能力沉淀：检验一次交付能否支持下一次交付

增长后可以沉淀客户信任、专有数据、标准化流程、伙伴网络、成本经验和制度资质。其研究价值在于能否降低下一次获客或交付成本、缩短交付周期、提高留存或扩大收费范围。不是所有“数据资产”“平台能力”都具备这种复用性，需要后续经营结果支持。

4） 生态位变化：验证新增权利与可替代性

效率提高是在既有位置上更好地完成任务；生态位改善涉及需求触达、产品定义、议价、资源分配、客户切换和反馈获取等关系的改变。两者可能同时发生，也可能只有前者。合作方规模提升、进入新场景或获得一次订单，本身不足以证明定价权改善。

5） 股东归属：从经营成果回到每股价值

经营收益需在员工、供应商、合作伙伴、债权人和股东之间分配。并购、融资与激励可能改变股东获得的份额。公司规模扩大、利润增加与每股价值增加应分别检验，不能以市值或利润总量代替股东权益的分析。

图表3:从增长到价值增值的五重定量检验框架

检验	需要写清楚的研究结论
来源	增长对应什么新增需求、替代关系或价格结构变化
代价	形成这些收入和利润所需的费用、资本与资金占用
沉淀	下一轮经营能够复用哪些能力及其量化表现
位置	收费与议价、客户关系及替代风险是否实质改善
归属	考虑融资、资本开支与稀释后，股东实际获得什么

资料来源：方正证券研究所

4 资本回报检验新增投入能否创造价值

历史 ROE 与 ROIC 有助于观察既有业务质量，但平均回报可能掩盖新项目回报的下降；ROE 还受杠杆和权益基数影响。研究 AI 转型或新业务时，应将既有资本组合的表现，与最新一轮投入的预期和实际结果区分。

新增投入资本回报率可作为观察工具，但它不是可直接抄取的标准报表科目，也不应被设定为所有行业的唯一第一指标。应先确认业务周期、投入形态及收入确认方式，再判断能否形成有意义的近似值。

4.1 计算口径需要服从投入与回报的对应关系

常用近似口径为：新增投入资本回报率约等于税后经营利润增量除以投入资本增量。税后经营利润通常按调整后的经营利润和适用税率估计；投入资本按经营性资产减无息经营性负债等一致口径重构。分子分母均应排除不对应的非经营项目。

下载日志已记录，仅供内部参考

可先用 3 至 5 年的滚动区间观察，再按项目投产、后续爬坡和现金回收周期调整。这个区间是研究操作建议，不是普适规则。必要时使用滞后投入与未来利润匹配，或直接建立项目现金流、净现值及回收期分析。

图表4:新增投入资本回报率的适用情形与处理方法

情形	机械计算的风险	建议处理
投入资本增量接近零或为负	比率失真或符号难解释	转看存量资产效率、项目现金流和单位经济性
研发与数据处理主要费用化	账面资本偏低、跨公司不可比	说明资本化研究调整，利润与资本同步调整
并购、减值或处置较多	并表及账面变动混入经营回报	拆内生与并购、保留原始投资成本视角
建设和盈利时点错位	当期回报低估或高估项目质量	按项目批次追踪，明确爬坡期与预期兑现时间
历史资产低成本或已摊销	高账面回报不等于低更新成本	测算维护、续约、替代和再获取的经济成本

资料来源：方正证券研究所

4.2 必须区分新增投资收益与存量资产效率改善

部分利润增长来自既有资产利用率、产品结构或价格改善，未必对应显著的新资本投入。此时硬算增量回报率并无意义，应单独识别存量资产的收益提升及其持续性。既有资产回报改善可以产生效率增长，但一次性的改善不能无限外推。

对研究结论而言，重要的是新增收益是否足以补偿投入及其风险；当会计比率无法可靠回答时，应降低该比率权重，增加项目现金流与经营证据，而不是用看似精确的数字掩盖口径问题。

5 现金流与每股价值检验成果如何兑现

5.1 先定义现金流再讨论转化率

利润反映会计期间的经营结果，现金流还受回款、备货、预付款、投资与融资影响。自由现金流必须注明口径。企业自由现金流 FCFF 属于全部资本提供者，股权自由现金流 FCFE 则在考虑债务现金流后归属于股权；两者不能直接互换。

图表5:不同现金流口径及其适用场景

观察口径	用途与必要说明
经营现金流	检验回款及营运资金变化；核对利息、税款和非经常项目的分类
企业自由现金流 FCFF	通常由税后经营利润加非现金费用，扣资本开支和营运资金增加；与企业口径估值配套
股权自由现金流 FCFE	进一步反映税后利息和净借款等债务现金流；与股权口径估值配套
现金转化率	用匹配的现金流与利润比较；亏损、分母接近零或短期波动时改用绝对额及现金桥
每股经营观察	披露股份口径及潜在稀释，不能把 FCFF 除以股数直接当作股东可得现金

资料来源：方正证券研究所

经营现金流减资本开支可以作为简化观察，但不自动等同于 FCFF 或 FCFE。以 FCFF 为基础估值时，需进一步处理净债务、非经营资产、少数股东及其他权利要求，再落实到普通股价值；对期权等潜在权益，也应采用一致方法处理，避免重复扣减。

下载日志已记录，仅供内部参考

5.2 正现金流需要核查来源，负现金流需要解释用途

成熟业务应观察多期现金转化是否稳定、应收和合同资产是否持续快于收入增长。暂时释放营运资金、推迟付款或削减必要维护可以改善当期现金，却未必改善长期价值。相反，有效的前期投入可能压低现金流，需要结合可交付订单、回收周期和未来经营回报判断。

对员工股权激励、持续收购和资本化支出，应在报表现金流之外理解其经济成本。不能因支出暂时不消耗现金，就把它视为无成本；也不能在现金流调整和每股归属处理中对同一项重复计入。

5.3 把价值增值与股价表现分开

每股自由现金流的持续改善是重要结果证据，仍不等于完整估值。内在价值还取决于未来现金流的时间、风险和再投资机会。高价回购、加杠杆或减少必要投资可能提高某些每股指标，却损害长期价值。市场价格还包含既有预期，因此公司变好并不自动保证投资回报。

基于此，报告分析需分别落脚于三个层面：经营能力的变化、股东经济权益的变化，以及这些变化相对于市场预期和价格的含义。前两项属于本报告验证重点，第三项需在具体估值研究中另行展开。

6 将生态位判断转化为经营与财务假设

产业位置不能由单一财务比率证明。研究需要说明：某项资源或权利的变化，怎样影响交易、成本、资本需求及收益分配，并选择能够反映这一传导关系的指标。指标建议须随业务实际情况调整。

图表6:从生态位判断到经营与财务验证

B面判断	经营验证	财务落点与反向信号
既有资产可以进入新用途	新增付费场景、复用频率、维护与更新要求	重复使用净收益及新增投入回报；警惕仅有展示或免费试用
从一次性交付转向持续服务	续约、有效付费使用、使用深度、交付稳定性	经常性贡献利润与回款；警惕调用增长但单位净收益下降
客户关系更直接	直销客户、合同权利、渠道依赖、获客方式	净收入与获客成本同步分析；警惕渠道费用转为更高的直销费用
生产组织可规模化复制	有效产出、返工、交付周期、伙伴留存	单位交付成本与资金占用；警惕规模扩张仍靠线性增员或补贴
形成议价或分配能力	续约价格、客户替换行为、分成条款	贡献利润和现金留存；警惕收益被客户或关键供应商吸收
用户反馈形成能力积累	同类任务的质量、成本及交付改善	后续服务成本与持续付费；警惕仅有数据量而无经营改善

资料来源：方正证券研究所

通用情境一　一家企业把项目经验转为可重复服务

假设某企业把过去逐单交付的专业服务，部分转为可重复使用的数字产品。判断价值改善，不能只看订阅收入占比上升，还要扣除持续计算、维护和客户支持的成本，观察续约、单位贡献利润及开发投入的回收。若低价订阅始终依赖大量人工补救，收入形式变化并不代表生产方式已经改变。

下载日志已记录，仅供内部参考

通用情境二　一家企业用 AI 缩短履约周期

假设某企业通过 AI 缩短订单处理时间。新增价值可能体现为同等投入支持更多订单、更少库存、更快回款，也可能全部通过降价转移给客户。需要同时观察售价、质量、返工、履约成本与资金占用。效率收益由谁留存，决定了它对企业价值的意义。

两个情境均为方法说明，不对应具体上市公司。它们共同提示：经营指标负责识别变化，财务指标负责检验净结果，二者必须保持因果衔接。

7 定量验证应匹配业务发展阶段

新业务的产业价值可能先于报表利润出现，但研究不能停留在无限期的远景。应根据业务周期，事先建立可验证的里程碑、资金边界和修正条件。验证发生在整个研究过程中，而非只在盈利后进行。

图表7:不同业务发展阶段的定量验证重点

阶段	优先观察	财务检验与修正条件
探索与需求确认	真实付费、交付成功、复购意愿	试验投入、可用资金与回收假设；长期缺乏付费则下调判断
产品或业务验证	同批客户留存、净收费、服务成本	贡献利润、获客回收期；依赖补贴或返工则修正规模预期
复制与扩张	跨客户可复制性、质量与组织效率	增量资本和营运资金、批次回报；收入快增而占用恶化需复核
成熟与现金沉淀	持续付费、议价能力、竞争替代	多期现金转化、再投资质量与股东分配；现金好转需排除透支

资料来源：方正证券研究所

7.1 领先指标需要有通往现金的解释路径

使用人数、调用量、产量和订单意向可以帮助观察需求，但应进一步区分免费与付费、尝试与持续、意向与可履约合同。对于生产型业务，比“完成多少次调用”更有解释力的，往往是“完成多少次客户愿意付费且成本可覆盖的有效交付”。

对于平台或组织型业务，合作伙伴数量并不足够。伙伴是否持续产出、是否取得可维持经营的收入、平台提供的服务是否降低其总成本，关系到供给能否长期留存。只提高平台短期分成而损害参与者收益，可能透支整个业务的延续性。

7.2 滞后指标负责确认，不能机械否定合理投入

现金流低于利润可能来自有效再投资，也可能来自回款恶化；早期收入不高可能是兑现尚需时间，也可能是需求未成立。应以预设的经营里程碑解释差异，不能在结果不符合预期时不断延长验证期限。

7.3 跟踪研究上的更新，皆回答三个问题

第一，哪些新事实支持或削弱了 B 面判断；第二，哪些经营变化已经进入收入、成本、资本或现金流；第三，预期与实际之间的差距来自时间错配、口径变化还是机制失效。

下载日志已记录，仅供内部参考

8 从增长持续性转向价值增值持续性

持续性需要同时回答两类问题：有吸引力的回报还能维持多久，以及公司能在这一回报水平上投入多少资本。收入继续增长并不自动说明超额回报能够维持，回报很高也不代表再投资空间充足。

图表8:新增投入回报与可再投资空间的组合判断

新增投入回报	可再投资空间	资本配置的研究重点
有吸引力	较大	检验扩张复制性、竞争壁垒和后续批次回报
有吸引力	有限	稳住现金牛，比较再投资、分红、回购和偿债
缺乏吸引力	表面较大	警惕扩张占用资本，复核价格、交付与退出选择
缺乏吸引力	有限	改善既有资产、处置低效业务、降低财务约束

资料来源：方正证券研究所

8.1 规模克制也可能创造价值

一家企业退出低回报订单或业务后，收入可能下降，但资本占用、坏账风险和管理复杂度也可能降低。若释放的资源进入更高回报用途，或稳健返还股东，价值仍可能增加。需要分别估计退出损失、持续利润、资金释放和替代用途，不能只凭收入下降认定经营退步。

8.2 增长沉淀应当转化为下一轮经营优势

客户信任可以表现为更低获客成本和稳定续费；工作流嵌入可以表现为持续使用与更深服务；组织经验可以表现为缩短交付和减少返工。这些沉淀只有持续降低经营难度、提升净收益或减少资本需求，才有复利意义。

8.3 需要识别价值分配中的让渡与挤压

即使生产力提高，收益也可能通过产品降价、供应商提价、平台分成或更高获客费用流向其他主体。研究不应止于“产业效率提升”，而要追踪企业留存收益的条件。如果竞争使节约的成本全部让渡，客户价值可能增加，但股东价值未必同步增加。

因此，生态位研究与财务研究相互制约：前者解释企业为什么可能保留收益，后者检验收益是否实际留存，以及维持这种留存需要付出什么。

9 关键财务指标的跟踪顺序

9.1 前瞻判断

先分析 A 面的资源、优势和业务基本盘，再明确 B 面发生变化的环节及其所在层次。随后借助两套 13 讲解释技术、需求和业务机制，写出哪些优势、成本、资本需求或收费方式可能变化。

再建立经营到财务的对应关系，分别跟踪存量业务、新业务及融资影响；重点在于增长的来源、代价与沉淀，再据经营和现金证据修正生态位判断；此外，将现金流前景、风险和股东归属带入具体估值。

下载日志已记录，仅供内部参考

9.2 区分三层框架与三种内容用途

基础大模型、垂类及平台、改造自身生产的企业，是研究位置的分类；表达型、生产型和决策型内容，是内容用途的分类。两者不能逐层对应，也不能由内容用途变化直接推出公司的框架层级或估值。

9.3 尊重技术与产业判断的证据边界

本报告不以某项技术在某一日期必然突破作为财务结论的前提。技术能力改善只是条件之一，客户采购、付费、组织适配、成本与竞争仍需单独验证。形成新生态位，也不意味着其优势永久有效或可以不受约束地分配收益。

10 关键财务指标是完整研究方法的定量落点

从增长到价值增值，意味着将研究的终点从规模变化，推进到价值创造、留存与股东归属。增长仍然是重要入口，但增长的来源、代价、能力沉淀和兑现条件，需要进入同一条解释链。

这篇报告的提出，源于 AB 面研究方法对定量环节的要求。A 面提供企业原有资源禀赋、竞争优势和生态位的基线；B 面提出其在 AI 趋势下可能发生的结构变化；三层框架及“大模型 13 讲”“AI 应用 13 讲”帮助解释变化的方向和机制。最后，关键经营与财务指标回答这些变化是否改善经济结果，以及改善能否持续归属于股东。

本报告因此对应完整框架的最后一个落脚点。它既承接前面的产业研究，也通过实际经营结果反向修正产业判断。生态位改善需要财务证据支持，财务表现也需要产业机制解释；两者缺少任何一方，都难以形成充分的价值判断。

图表9:AB 面研究方法的完整验证链条

完整方法的环节	承担的问题
AB 面对照	企业原有优势在新环境中被削弱、强化还是转化
三层研究框架	业务处于什么位置，怎样参与 AI 生产与供给
两套 13 讲	技术与产业机制如何支持或约束这种变化
经营与财务验证	价值如何创造、留存、兑现并归属于股东
持续更新	实际证据是否支持原判断，何时需要调整

资料来源：方正证券研究所

关键指标的迁移，是这条研究链条在定量层面的具体要求。对于处在不同阶段的企业，可以采用不同的验证指标，但始终应当回答同一个问题：企业的新位置与新能力，究竟能否转化为投入有回报、现金可兑现、股东可分享的价值。

据此，判断一家公司的 B 面是否优于 A 面，需要同时考察产业位置与经济结果。完整方法容许提前识别可能性，也要求明确兑现路径、时间和反向证据，从而使前瞻研究能够持续接受现实检验。

11 风险提示

宏观经济及市场需求变化的风险、AI 技术演进及行业竞争加剧的风险、公司经营及财务数据不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

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