仅供内部参考，请勿外传

方正证券 FOUNDER SECURITIES

正 在 你 身 边

证券研究报告 | 传媒 | 2026年10月08日

互联网传媒团队·行业深度报告

AI产业研究：当“AI开始撞墙”，从位置变化到投资逻辑

分析师 焦娟 登记编号：S1220525090006

冯静静 登记编号：S1220525090003



仅供内部参考，请勿外传

报告摘要

AI研究不仅需要持续跟踪已有标的，也需要从产业变化中发现新的研究对象。对于已经明确的AI公司，研究重点在于能力、商业化和估值判断；当AI进入真实生产和业务流程并遇到新的约束时，研究还需要进一步追问哪些原本普通的资源开始变得重要，以及哪些公司具备解决问题的条件。本报告以“AI整体跟踪与选股逻辑生成框架”为总论图，构建从持续跟踪、逻辑推演到标的筛选和经营与财务验证的研究闭环。

“AI开始撞墙”提供了从产业约束中发现新线索的研究入口。本报告所说的“AI开始撞墙”，是指大模型向真实生产和业务流程深入时，开始遇到任务可靠性、业务情境理解、系统接入、权限与责任以及完整任务成本等约束，并不意味着模型能力已经触顶或AI发展停滞。不同约束可能分别由模型、数据、工程和组织条件解决，其解决主体及成本变化将进一步影响产业分工。

三层研究框架负责持续跟踪，AB面对照与XYZ轴负责发现和推演。三层框架组织基础模型、AI原生业务以及利用AI重塑自身生产和供应的企业，并持续观察已有研究标的；AB面对照比较资源在原有环境与AI环境中的作用，XYZ轴则从内容类型、产业观察和逻辑线与标的映射三个维度组织新证据，由此形成逻辑线并寻找具备承接条件的公司。经过初步筛选的标的进入动态股票池，再重新纳入持续跟踪。

经营与财务验证进一步检验产业逻辑能否转化为企业经济性。本报告以FDE现场交付贯穿发现和验证，以Jev与Muse作为方法应用案例，观察判断能力、执行条件等变化，并通过可用能力、客户付费、交付成本、收益归属等证据验证相关逻辑。进一步从任务经济性出发，分析收入质量、利润、现金流和资本回报，避免将产业逻辑、公司承接条件与投资价值直接等同。

研究最终形成从持续跟踪到发现、推演、筛选和验证的动态闭环。经营与财务验证结果重新反馈至逻辑线和动态股票池，持续修正研究判断；公开披露及独立列示的假设演算用于说明研究过程，配套底稿保留来源、口径和公式。本报告案例用于展示研究方法，不预设任何资源或商业模式必然获得重估，产业逻辑、公司承接条件和当前价格的投资吸引力仍需分别验证。

风险提示：AI技术发展及产业投入变化的风险、AI产业竞争加剧及产业价值传导不畅的风险、相关公司AI业务落地及经营业绩波动的风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENT

1 产业跟踪体系如何建立？

2 AB面对照如何识别产业位置变化？

3 AB面与XYZ轴如何推演逻辑线并发现标的？

4 从FDE到Jev和Muse的方法应用

5 经营与财务验证如何修正研究判断

6 风险提示



仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENT

1 产业跟踪体系如何建立？

2 AB面对照如何识别产业位置变化？

3 AB面与XYZ轴如何推演逻辑线并发现标的？

4 从FDE到Jev和Muse的方法应用

5 经营与财务验证如何修正研究判断

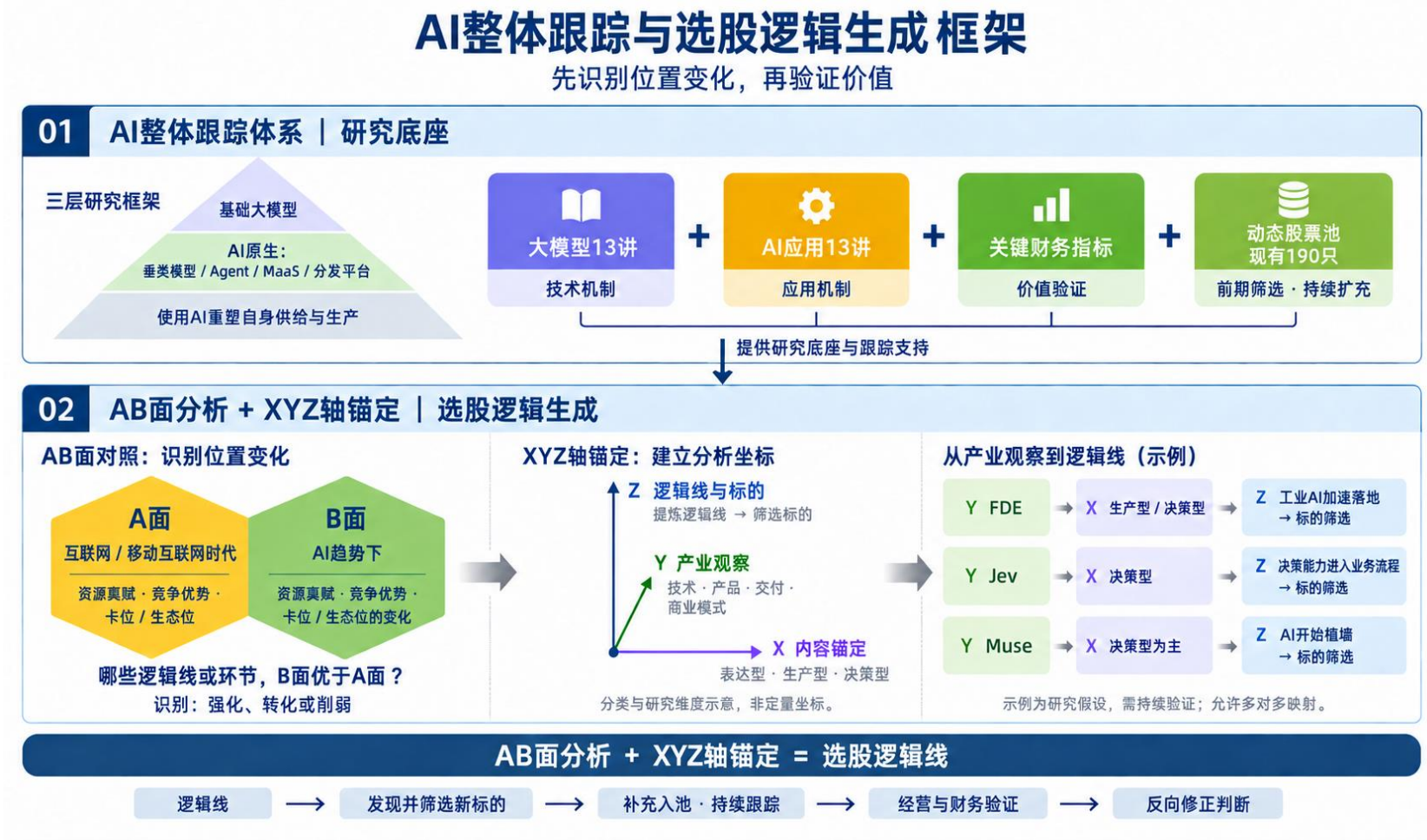
6 风险提示



仅供内部参考，请勿外传

产业跟踪体系如何建立？

图表1:AI整体跟踪与选股逻辑生成框架



图表1上半部分是产业跟踪的研究底座，下半部分是从观察推演逻辑线、发现新标的的方法，底部则连接股票池、持续跟踪和经营财务验证。三层研究框架帮助组织产业及已有标的的连续观察；AB面对照与XYZ轴利用跟踪中出现的新证据，寻找原有名单之外的承接者。新标的经筛选入池后，又回到持续跟踪之中。两部分通过动态股票池衔接，并接受经营与财务证据的反向检验。

这种分工不意味着已有公司只能被跟踪、新公司只能被推演。已有标的也可能出现新业务逻辑，新发现的公司也需要立刻放入产业关系中理解。分工强调的是研究任务：跟踪维持认识的连续性，推演扩展候选范围，验证约束结论强度。一次产品发布可以触发推演，但尚不足以支持入池；进入股票池后，也仍需明确哪些判断已经获得证据、哪些只是待验证条件。

仅供内部参考，请勿外传

三层框架首先确定研究对象及其交易关系

三层研究框架将业务区分为基础大模型、AI原生业务，以及使用AI重塑自身供给与生产的业务。这个划分关注智能能力在产业中怎样被生产、组织和使用，并不意味着公司之间存在固定层级，也不构成利润率高低的排序。同一家公司可以供应模型、经营应用，也可以用AI改善内部生产，因此具体研究应落到业务及交易关系，再回到公司层面合并。

基础模型层的核心问题，是能力边界如何扩大，以及这种能力能否以可接受的成本稳定供给。训练、后训练、推理和基础设施共同影响供给条件。对应用而言，能力是否可用不仅取决于某次测试成绩，还取决于响应时间、稳定性、部署方式与采购条件。技术进步只有进入这些约束，才会改变下游可以开展什么业务。

AI原生层承担能力组织的工作。垂类模型、Agent、模型服务及分发平台，可以将模型、数据和工具连接成客户能够使用的产品。这里需要观察企业究竟出售什么：一次调用、一套软件、持续服务，还是某项完成结果。不同交易单位意味着不同的成本承担和责任边界，收入规模因此不能脱离合同与交付方式解释。

使用AI的企业，则将智能能力纳入原有生产。其价值可能表现为新的产品收入，也可能体现为成本降低、质量提高或资金周转改善。没有独立对外销售的AI产品，不代表没有经营影响；反过来，新增AI收入也不自动等于公司增值，因为它可能替代旧收入，并要求更高投入。第三层的分析尤其需要比较采用与不采用的合理路径，避免把内部效率改善和外部产品收入重复计算。

三层之间的交易关系，使技术变化能够被逐步转译为经济问题。模型降价可能降低应用履约成本，但应用是否降价取决于竞争；使用者获得成本节约后，也可能将一部分让利给终端客户。相同的技术进步可以同时扩大使用量、降低单价，并使利润在产业链中重新分配。研究框架应跟踪这种传导，而不是预设技术最先进或最接近客户的环节必然获得最多收益。

仅供内部参考，请勿外传

四项研究积累共同支撑持续跟踪

图表1中的“大模型13讲”与“AI应用13讲”，分别提供技术机制和应用机制的研究积累。前者帮助判断能力变化是否具有可持续供给条件，后者解释这些能力怎样进入真实任务并形成付费。两套研究相互校验：应用受阻可能来自模型能力，也可能来自数据、系统或组织安排；需求尚未兑现，不能一概解释为技术不足，技术进步也不能直接当成商业成熟。

关键财务指标进一步把这些解释落到可以比较的经营结果。指标的选择应服从业务机制：若命题强调交付复用，就应追踪部署与支持成本；若强调客户价值，就需要付费、续约及实际使用证据；若强调平台位置改善，则应观察价格、利润持续性与再投资要求。财务研究因此不只是结尾的估值章节，也参与前端问题设计，帮助确定哪些信息值得优先获取。

动态股票池是这些判断在公司层面的承接记录。图表1中“现有190只”表示该版本的阶段性范围，不意味着190家公司均已完成相同深度的验证，也不构成推荐组合。逻辑线既可以发现池外公司，也可以使原有公司因证据不足而降低优先级。客户使用的简洁名单与研究端保留的来源、业务边界和验证记录，应有清晰对应关系，才能支持后续增删和分类调整。

将这四部分放在一起，研究者获得的是一套可重复使用的工作关系。例如，发现某类模型推理成本下降之后，首先判断下降是否发生在目标任务所需的质量条件下；然后估计它在应用总成本中的占比；继而观察价格变化、需求扩张和交付投入；最后再判断哪些业务可能改善利润。一个技术事件经过这一过程，可能形成机会，也可能被证明对公司经济性影响有限。两种结果都属于有效研究。

仅供内部参考，请勿外传

从一条新信息开始建立连续认识

实际跟踪可以从一次模型发布、一项新产品或一笔客户订单开始，但研究不能停在事件名称。首先应记录它改变了原判断中的哪个条件。模型能力提高，可能使原来无法完成的任务变得可行；价格下降，可能使原来不经济的任务进入预算；交付方式变化，则可能改变客户接入和持续使用的难度。这些事件的研究含义不同，即使都被称为AI进展，也不能采用同一种公司受益解释。

以FDE所代表的现场交付方式为例，最初的观察可以是供应商把工程人员配置到客户业务现场。此时能够确认的，是交付安排发生了变化；尚不能确认的是客户需求是否足够大、这种交付是否可以复制，以及供应商能否获得合理利润。研究应先把这一观察放回三层关系：上游模型提供能力，应用或平台组织任务，客户提供业务环境并验收结果。现场团队承担的工作，可能正处在这几个环节的连接处。FDE由此成为研究入口，而不是已经成立的投资结论。

基于此，后续信息获取的方向随之明确。技术资料帮助判断模型是否能够处理目标任务；产品文档说明数据、工具与权限怎样连接；客户合同或公开披露帮助辨认采购对象及收费方式；后续经营资料再观察交付投入与收入变化。如果只有招聘信息，研究应保留为供给投入线索；如果出现客户付费，需求判断可以推进；若进一步获得相近项目部署成本下降的证据，才有条件提高对复用能力的判断强度。不同来源分别回答不同问题，不能因某一层资料丰富，就替其他层作出结论。

这种跟踪需要区分原始记录与研究解释。原始记录保留发布主体、日期、版本、业务范围以及可回溯出处；研究解释说明该信息影响哪条命题、支持到哪个环节，还缺什么证据。例如，“供应商增加现场人员”与“交付模式正在规模化”应分别记录，后一句必须得到更多项目和成本资料支持。对外材料可以保持简洁，但研究端应能回到原始信息，避免在多次转述之后把推断写成事实。

仅供内部参考，请勿外传

按证据形成的节奏更新而非按新闻数量更新

技术、客户和财务证据并不同步。产品功能可以频繁发布，客户采购受预算与验收影响，利润和现金回收则需要跨报告期观察。研究应保留一条命题从提出到修订的时间线：当时基于什么事实形成判断，预期下一步看到什么，后来出现的新证据改变了哪一项条件。更新频率可以不同，但解释口径需要连续，不能在需求尚未验证时改用技术热度证明成功，也不能在交付成本较高时仅强调收入增长。

对现场交付而言，一次成功部署解决了可行性问题，却未解决重复交付的经济性。后续跟踪应把相近任务放在一起比较，并注意客户规模、系统复杂度和验收范围的差异。若第二个项目看似更便宜，只是因为减少了功能或由客户自行承担更多工作，就不能当作供应商效率提高。若缺乏可比数据，可以保留复用假说，同时降低结论强度；未知不应被补成零成本，也不必被直接判定为没有机会。

为使有限研究资源集中于关键问题，信息优先级应取决于它能否改变判断。一项反复出现的产品演示，未必比一条客户续约或部署工时的证据更有价值。若主要不确定性已经转向交付复用，继续积累模型榜单的边际作用就会下降；若模型质量仍不足以通过任务验收，则过早讨论长期利润率同样缺少基础。产业跟踪因而是一种围绕待验证命题持续调整的问题选择过程。

三层框架在这里还承担检查遗漏的作用。研究供应商时，要回到客户确认价值；研究客户效率时，要检查新增软件、模型和集成费用；研究上游调用增长时，要观察下游使用是否形成付费任务。观察对象可以是技术和产品，判断应逐渐落到任务、业务及交易关系，再汇总至公司。这样，同一事件就能连接不同层次的资料，也能避免将一次价值创造在产业链各环节重复计入。

仅供内部参考，请勿外传

跟踪机制需要同时记录正向传导与约束迁移

当模型可以生成答案之后，客户往往还需要数据核查、业务授权、系统执行和异常恢复。以采购为例，生成供应商比较报告与完成采购不是同一任务，后者还涉及预算、准入、审批及结果入账。这一假设场景说明，能力进入真实行动之后，限制任务完成的条件会增多，模型表现与业务效果之间也可能出现落差。

“AI开始撞墙”因此可以作为关于约束迁移的研究假说：数据、系统、流程、权限、安全和责任，是否正在成为某些场景的主要障碍。六类约束并非彼此独立，也不是每项任务都同样受限。它们的价值在于引导观察，而不在于提供一个适用于所有企业的标准答案。如果模型、基础平台或接口标准随后消除了某项障碍，研究也应同步调整，不能把暂时困难永久资本化。

产业跟踪明确了观察范围、证据来源和传导关系。新证据若显示某项任务仍被特定条件限制，就需要进一步研究：这项约束是否改变了相关资源的重要性，谁可能因此获得新的承接机会。**“AI开始撞墙”提供了从持续观察走向标的发现的具体入口。**

仅供内部参考，请勿外传

AI开始撞墙如何使新的研究对象显现

在已有的大模型公司之间比较能力和估值，通常可以先确定公司再开展分析。约束驱动的发现路径则从问题出发：如果一种能力已经可用，客户为什么仍不能采用，缺少的条件由谁提供？这使研究有机会触及尚未被归入AI主题的企业。发现的对象可以是既有公司的新业务，也可以是原研究范围之外的公司，“新”指研究逻辑和覆盖范围的扩展，不意味着公司刚刚成立。

需要先辨别约束的性质。若主要问题是识别或推理质量不足，后续模型升级可能逐渐消除它，围绕当前缺陷建立的外部服务可能只有有限窗口。若问题来自数据可用性、设备连接、现场流程或组织授权，仅改善通用模型未必足够，具备相关条件的主体就值得进一步研究。若约束可以解决但费用高于客户收益，研究重点应转向任务经济性；若暂时没有可靠方案，则应保留技术观察，不能把难度本身写成市场空间。

“模型暂时无法独立完成”也不等于某家公司已经具备解决能力。企业应能说明如何将所拥有的资源用于具体任务，并提供产品、交付或客户证据。即使解决方案有效，也要判断客户是否愿意单独付费，以及平台内置、接口标准化或竞争者进入是否会削弱其收费能力。困难越大并不必然意味着利润越高，困难也可能意味着履约成本、责任和资本需求更高。

因此，**这一路径首先生成研究问题，随后才生成公司名单。**它要求研究者辨认约束怎样改变资源的作用，推演谁具备承接条件，再通过经营证据排除仅有标签关联的候选者。AB面对照与XYZ轴正是完成这一步的方法；经营与财务验证从发现阶段就参与其中，避免把“产业需要”直接等同于“企业获利”。

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENT

1 产业跟踪体系如何建立？

2 **AB面对照如何识别产业位置变化？**

3 AB面与XYZ轴如何推演逻辑线并发现标的？

4 从FDE到Jev和Muse的方法应用

5 经营与财务验证如何修正研究判断

6 风险提示



仅供内部参考，请勿外传

AB面对照如何识别产业位置变化

图表1中的A面主要指互联网及移动互联网时代形成的资源用途、竞争优势和生态位置，B面则指这些条件在AI趋势下的变化。AB面对照要求研究者围绕相同的业务问题，比较资源怎样被使用、企业承担什么工作，以及收益如何分配。A面提供原有位置的参照，B面描述变化及其实现条件。它的作用在于建立一个明确的比较对象：如果没有这项变化，企业原本怎样获得客户、完成工作并取得收益；变化发生之后，这些环节分别受到什么影响。

图表1中的“哪些逻辑线或环节，B面优于A面”，应理解为研究要提出并验证的问题，而不是对所有企业的预设。B面的潜在改善，可以来自资源进入更重要的任务、客户更难替换供应商、交付更容易复用，也可以来自新的预算与收费方式。但“更重要”只有继续转化为订单、价格、成本或收益持续时间的变化，才具备经济意义。若任务重要性上升而责任成本增加得更快，位置变化未必改善回报。

还需区分历史时代的比较与财务上的反事实比较。A面帮助解释资源原先如何发挥作用，后续现金流分析则需要构造同一未来期间“实施变化”与“不实施变化”的两条合理路径。不能直接拿过去的利润与理想化的未来比较，再把全部差额归因于AI。

以下我们以示例进行测算。测算沿用上述原则，实际计算中还需控制需求、竞争及会计口径变化的影响。

仅供内部参考，请勿外传

方正证券 FOUNDER SECURITIES 正 在 你 身 边

增量现金流与估值演算：

我们以虚构甲公司说明这一问题。为便于复算，假设不转型时未来三年每年收入1亿元、直接成本7,000万元、经营费用2,000万元；所得税率25%，折旧摊销与资本开支均为200万元，经营营运资本没有增加。于是每年税后经营利润和企业自由现金流均为750万元。这个基线是演算条件，不是对传统企业走势的概括。

转型路径中，假设原业务成本率70%，AI业务直接成本依次为600、1,200、1,900万元。原业务收入逐年下降，新业务收入增加，同时发生更高经营费用、资本开支及营运资本投入。折旧摊销已包含在直接成本或费用中，在计算自由现金流时加回；模型不包含利息、并购与汇率影响，也不涉及亏损税盾。除表内各年支出外，起始时刻另有500万元新增现金投入。所有金额与参数均为假设，不对应现实企业。

图表2:转型与不转型的假设比较

项目（万元）	不转型每年	转型第1年	转型第2年	转型第3年
原业务收入	10,000	9,500	9,000	8,500
AI业务收入	0	1,500	3,500	6,000
直接成本	7,000	7,250	7,500	7,850
经营费用	2,000	2,800	3,300	3,800
税后经营利润	750	712.5	1,275	2,137.5
折旧摊销	200	300	400	600
资本开支	200	1,200	1,200	1,300
营运资本增加	0	300	500	400
企业自由现金流	750	-487.5	-25	1,037.5

注：自由现金流等于税后经营利润加折旧摊销，减资本开支与营运资本增加。

仅供内部参考，请勿外传

增量现金流与估值演算

到第三年，转型后的利润和年度现金流都高于基线，单看期末表现，容易得出投入已经成功的印象。但前三年相对于不转型的新增现金流分别为-1,237.5万元、-775万元和287.5万元。加上起始投入，按10%年折现率计算，前三年增量净现值仍为-2,049.49万元。这个结果不等于完整项目价值为负，因为尚未计入第三年之后的收益；它准确说明的是，期末盈利尚未补偿截至该时点的投入与机会成本。

因此，后续价值需要继续证明。若第四年以后能够保持足够的增量现金流，前期投入可能得到补偿；若产品竞争要求持续追加资本，或者新增收入不断替代利润更高的旧业务，回收过程就可能延长。终值应同时考虑两条路径，不能只给转型业务保留长期收益，却默认原业务在预测期末消失。所有关于持续期和竞争优势的判断，最终都需要体现为可以解释的参数。

压力测试可以把这个问题转化为研究优先级。保持甲公司第三年的其他参数不变，AI业务成本率若为35%，收入达到约4,179.49万元时当年自由现金流才为零；成本率提高到45%时，门槛上升至4,939.39万元。这两个数不是收入预测，而是局部敏感性结果。它们提示，研究者需要同时验证订单能否支持规模、交付能否维持成本，以及现金流出是否处于资金承受范围内。只验证需求而忽略交付，就无法判断增长是否改善回报。

资本成本还提供了另一层约束。假设一个独立项目初始投入1,000万元，未来五年每年末产生等额净现金流，期末无残值且不存在其他回收。在10%折现率下，每年需产生约263.80万元，净现值才为零。若每年只有240万元，累计名义流入虽超过初始投入，净现值仍约为-90.21万元。这一演算说明，资金占用时间本身有代价，“收回本金”与“达到资本回报要求”并非同一标准。

仅供内部参考，请勿外传

增量现金流与估值演算

估值也可以反过来约束产业叙事。若一个已经进入稳定阶段的业务，其经营资产价值假设为100亿元、长期增长率3%、资本成本10%，则下一年需产生7亿元自由现金流。在稳定投入资本回报率为15%的条件下，支撑增长所需再投资率为20%，对应税后经营利润8.75亿元。若资本回报率仅为10%，所需税后经营利润就提高至10亿元。它不对应任何公司的目标价，也不适用于未经调整的早期高速增长企业。

这一反推的意义在于，把“平台值得更高估值”转化为经营要求。平台控制力如果能够提高价格、续约或收益持续时间，应进入这些具体参数；如果它同时增加资本和责任，也需要反映相应成本。先在现金流中计入改善，再额外附加缺乏依据的平台溢价，会重复计算同一优势。企业价值转为股东价值时，还需处理债务、少数股东、期权与未来融资，不能将经营资产价值直接视为普通股股东所得。

仅供内部参考，请勿外传

AB面对照如何识别产业位置变化

比较时最容易出现的偏差，是把A面写成一个静止甚至已经衰退的旧世界，再把B面写成技术充分成熟的理想状态。这样的对照天然有利于B面，却无法支持实际研究。合理的基线应包含原业务本身可能发生的增长、竞争和效率改善；B面则需要承担转型成本、执行风险以及对原收入的替代。两个世界应面对相同的需求条件和观察期限，差别主要来自所研究的变化。

AB面对照在标的发现中的意义，是识别既有资源何时从一般经营条件变成新任务的重要条件。一家公司在A面的收入和利润表现比较普通，并不能直接推断其在B面具有机会；关键是产业约束是否发生变化，以及它所拥有的具体能力是否因此得到新的用途。反过来，即使资源变得更重要，若企业缺少使用权、产品化能力或收费关系，也未必能够承接价值。比较应落在资源作用与交易条件上，不能将历史表现平淡本身视为低估依据。

以行业知识为例。在原有模式中，经验可能依附于少数专家，并通过项目交付变现。AI进入之后，其中能够标准化、持续更新并与业务流程连接的部分，可能支持更多客户使用。然而，从“专家拥有知识”到“企业能够出售可重复调用的能力”，还需要经过知识整理、权利确认、产品维护与质量验证。若每次交付仍需原专家长时间参与，收入增长也可能只是项目数量增加，尚未形成可复用的产品能力。

同样的对照可以用于客户关系。既有客户网络有助于理解需求、进入采购程序并降低初始获客成本，但客户愿意试用新产品，并不等于愿意另设预算长期采购。原有产品被AI功能增强后，企业可能提高续约或扩大使用，也可能只是为了守住原价格而增加研发与推理支出。客户关系的价值究竟增强还是被动消耗，要看新增收入和避免流失的收益，能否覆盖新增成本。

这些差异使我们将位置变化理解为三个可能方向：原优势被强化，原资源被转用于新的任务，或者原先的稀缺性被削弱。它们可以同时发生。例如，软件企业的存量数据连接可能更重要，而其按用户席位收费的部分收入却面临自动化压力。只讨论新增AI产品，会遗漏被替代的原业务；只讨论旧商业模式受冲击，又可能低估已有资源进入新流程的能力。分析需要在业务层面拆开，再回到公司层面合并。

仅供内部参考，请勿外传

AB面对照如何识别产业位置变化

三层框架有助于把这种比较放入交易关系中。基础模型层主要提供通用或专门的智能能力；AI原生层将模型、工具和业务数据组织成可使用的产品；使用AI的企业则将这些产品纳入原有生产与供给。层次之间并不存在天然的利润高低排序。基础模型可能承受重资产和价格竞争，应用可能承担昂贵的客户交付，使用者也可能在激烈竞争中把降本让渡给客户。利润分配取决于替代性、客户议价能力及持续投入，而不能从技术层级直接推导。

更进一步，**资源存在、资源可用和资源能够收费，是三个不同条件。**持有数据未必拥有全部商业化权利；能够接入某个系统，未必具有改变其状态的权限；掌握客户入口，也未必能控制最终采购。研究需要识别合同和组织边界，否则容易把集团资源、合作方资源或用户资源，错误地计入某一家公司的竞争优势。本报告将这些权利作为商业分析条件，不对具体合同作法律判断。

回到现场交付，同样一项行业经验，在A面可能主要依附于专家，随项目投入时间取得收入；在B面，它可能被整理为任务定义、业务对象、接口和可重复执行的操作。若后续客户能够使用这些积累，原经验的服务范围就可能扩大；若客户之间差异始终需要大量人工处理，则经验仍主要通过工时变现。AB面对照需要辨认的，正是资源进入AI任务后，收入与投入的关系究竟改变了多少，而非给原有资源换一个技术名称。

由此，**AB面对照最有价值的输出不是“B面更好”的总判断，而是一条可以继续核验的因果链。**例如：原有接口被更多任务复用，新增客户部署工时下降，单位交付成本降低，企业在价格没有同比下降的情况下获得更高贡献。链条中的每个环节都有可能不成立。公开这些中间条件，才能把“资源重估”从概念转化为研究命题，也才能知道下一次调研或财报应该寻找什么证据。

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENT

1 产业跟踪体系如何建立？

2 AB面对照如何识别产业位置变化？

3 **AB面与XYZ轴如何推演逻辑线并发现标的？**

4 从FDE到Jev和Muse的方法应用

5 经营与财务验证如何修正研究判断

6 风险提示



仅供内部参考，请勿外传

AB面与XYZ轴如何推演逻辑线并发现标的

AB面对照建立比较基线，XYZ轴则把日常观察组织为研究命题。图表1将X标为“内容锚定”，这里的内容采用更广义的理解：既包括表达意义的产出，也包括参与生产的产出，以及影响行动的判断。因此，X轴辨认的是智能产出在任务中的用途，不能仅按文本、图像或语音等文件形式分类。

图表3：XYZ轴的维度作用与核心问题

维度	作用	回答的问题
X轴：内容性质锚定	表达型、生产型、决策型内容	这次变化涉及哪一种 内容用途与价值创造方式？
Y轴：产业观察	技术、产品、交付方式、商业模式等动态	产业中出现了什么新证据？
Z轴：逻辑线与标的映射	从观察中提炼可跟踪的产业逻辑， 再筛选相关标的	哪个环节可能因此改善？ 谁具备承接条件？

仅供内部参考，请勿外传

AB面与XYZ轴如何推演逻辑线并发现标的

表达型产出主要服务于沟通与意义传递，价值可能体现为吸引注意、增进理解或形成消费；生产型产出进入工作过程，评价重点是质量、交付时间及生产效率；决策型产出影响后续行动，还需要考察不确定性、授权和错误后果。同一产品可以服务不同用途，三类之间允许交叉。一份文本如果只是展示材料，与它被系统当作执行指令，具有不同的经营含义。

Y轴承接可观察的产业事件，包括技术、产品、交付及商业模式。研究者在这一层首先要辨明事实性质：产品发布证明某项供给被提出，官方演示说明特定条件下的表现，客户试用提供场景证据，付费续约则更接近需求持续性的证据。它们都可以成为研究起点，但不能相互替代。Y轴的信息应保留来源、日期、版本与适用范围，避免后续讨论把早期宣传逐步写成经营事实。

Z轴承接的逻辑线，应是一项关于经济后果的有条件判断，而不只是行业标签。例如，“决策能力进入业务流程”需要进一步说明，哪些高频判断可以被可靠处理，是否降低任务总成本，什么主体能够承接需求，以及客户为什么持续付款。只有把条件写出来，逻辑线才有可能进一步筛选公司，也才知道什么事实会削弱它。

图表1中将XYZ画为三条轴，是为了区分研究维度，并非构造相互正交的统计变量。实际推演可以先由Y观察到某个变化，再借助X识别变化作用于哪类任务，结合AB面比较原有分工，最后在Z上形成命题。新的公司证据也可以反向修正X上的理解或Y上的事件解释。这种往返关系，比强制按固定顺序打分更符合产业研究中的信息形成过程。

仅供内部参考，请勿外传

AB面解释位置为何变化，XYZ轴组织变化如何进入研究

AB面与XYZ轴处理的是同一研究过程中的不同问题。XYZ轴使观察有位置、讨论有对象：Y轴说明发生了什么，X轴辨认变化作用于何种用途，Z轴表达可能产生的产业后果。AB面对照进一步解释，这一后果相对于原有分工为什么可能发生。缺少XYZ，研究容易混淆产品事实、用途分类与公司结论；缺少AB面，则可能知道出现了新产品，却无法解释原有企业的资源价值为何变化。

在FDE案例中，Y轴观察到现场交付，X轴将其放入生产与决策任务；随后，AB面比较过去依靠逐项人工处理的工作，是否能够转为可复用的产品或流程。只有这个比较得到进一步支持，Z轴才能提出“交付复用有望扩大工业AI可服务范围”的命题。若直接从现场团队扩张推导工业软件全面受益，就跳过了最重要的成本与收益机制。

Z轴上的逻辑线需要有明确的主语和条件。它应说明什么变化作用于哪个环节，通过何种机制改善需求、成本或收益，并指出结论成立的条件。使用这一表达方式，同一个产业观察可以支持强弱不同的命题：客户愿意付费，支持需求形成；交付投入不再同比增长，进一步支持规模化；企业能够保留部分效率收益，才继续支持利润改善。研究可以在证据充分的位置作出判断，并为尚未证实的环节留下观察空间。

仅供内部参考，请勿外传

从事件到逻辑线需要补齐中间机制

一个产业观察要进入公司研究，需要建立连续的经济解释。先明确新的能力或约束改变了什么任务，再判断这种变化是否重要到足以进入客户预算。由此倒推承接需求所需的资源与交付能力，最后核查合同、收费及客户关系决定的收益归属。这样，逻辑线才能从“某项能力更重要”推进到“哪些业务可能获得可验证的改善”。

这些环节的作用，可以通过一个不指向现实公司的假设场景说明。若某企业拥有大量历史业务数据，模型更强可能使数据更容易被使用，但并不能直接推导该企业获得新增收入。还需要判断数据质量、可用授权、目标任务、客户预算以及替代数据的供给。如果最终只是内部处理效率改善，研究应将其放入成本和生产率；如果可以对外提供持续服务，则进一步考察收费、维护和资本投入。相同资源可能生成不同逻辑，取决于它进入了什么交易关系。

筛选候选公司时，也应从具体业务倒推所需条件。先明确逻辑需要哪些数据、接口、交付能力或客户触点，再识别符合条件的主体，并核查收益是否归属该主体。名称相关、产品相关、集团合作和上市公司经营贡献，属于不同层级的证据。公司进入研究范围，应意味着存在值得验证的机制，而不是已经确认投资收益。

因此，逻辑线与标的之间通常是多对多关系。一条工业AI落地逻辑，可能同时涉及能力供应商、应用组织者和使用者；同一企业又可能同时受到交付复用和旧收入替代的影响。研究要分别记录每条机制，再在公司层面合并，而不能将多个正向标签简单累加。图表1中“允许多对多映射”的说明，正是为了避免将复杂交易关系压缩成机械的一一对应。

仅供内部参考，请勿外传

从事件到逻辑线需要补齐中间机制

筛选过程因此可以先形成候选业务范围，再识别公司，而不必从一份既有名单倒找理由。对于工业AI交付复用命题，候选业务应能说明其服务什么任务、掌握哪些必要接口或行业知识、以何种方式收费，以及重复交付是否有降低成本的可能。拥有行业客户但无法进入关键流程的业务，承接条件可能不足；能够完成项目但缺少复用积累的业务，可能值得研究需求，却不适合直接赋予平台化假设。即便两者属于同一行业，也应采用不同的验证指标。

在公司层面还应确认业务的经济归属和影响程度。相关能力可能属于合作方、集团内其他主体，或者只占上市公司很小的业务部分。产业逻辑成立并不意味着对某家公司利润足够重要。若无法从公开资料辨认贡献，可以说明具体业务方向及数据缺口，暂不量化其对公司业绩的影响；不宜用公司全部收入作为AI业务规模的替代。股票池保留这种层次差异，才有助于客户理解关注理由与验证进度。

最后，**Z轴形成的命题应附上观察条件。**若预期新增功能带来付费，应明确预算与续约证据；若预期规模化，应观察同类交付成本是否下降；若预期议价能力增强，则应核查价格是否稳定及客户是否存在替代选择。股价表现本身不能代替这些验证。逻辑生成使研究拥有明确方向，投资决策还需要结合估值、融资、治理及组合约束，不能把图表1中的研究过程简化为自动选股模型。

仅供内部参考，请勿外传

新标的入池后重新进入持续跟踪

沿逻辑线筛选出的公司，应先形成带有证据边界的候选记录。记录需要说明它承接哪项约束、具备哪些实际条件、相关能力属于哪项业务，以及当前经营证据支持到什么程度。仅有名称、合作新闻或资源描述的公司，可以留在研究线索中；具备明确业务机制和初步承接证据的公司，才进入相应验证阶段的股票池。早期候选未必已有充分利润数据，但必须说明证据缺口，不能与经营已经验证的标的混为同一状态。

纳入股票池后，应将该业务放回三层研究框架，明确上游能力供给、应用组织及客户使用的关系，并持续跟踪原逻辑所要求的变量。模型升级可能消除它解决的约束，也可能扩大其可服务任务；客户预算、接口开放和竞争供给同样可能改变原判断。股票池因此既接收新发现，也保留原有标的的修订和退出记录。

经营与财务验证在这一过程中贯穿始终。筛选时检查客户问题是否真实、解决方案是否具备付费和交付条件；入池后持续验证订单、验收、续约、单位贡献与现金回收；形成投资判断时，再比较新增回报、资本需求和价格隐含的预期。证据尚不足时保留研究命题，证据与预期冲突时调整对应环节。由此，逻辑发现的终点成为下一轮持续跟踪的起点。

为了保留这条推演链，**配套底稿以稳定逻辑编号记录原始观察、承接条件、验证指标和反证条件。**每次修订说明新证据改变了哪一环，并保留旧判断；具体公司和证券代码在完成对应核验后填写。一条逻辑可以关联多家公司，同一公司也可以承接多条逻辑，分别记录后再汇总经营影响，避免把多个标签当成多份独立收益。

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENT

1 产业跟踪体系如何建立？

2 AB面对照如何识别产业位置变化？

3 AB面与XYZ轴如何推演逻辑线并发现标的？

4 **从FDE到Jev和Muse的方法应用**

5 经营与财务验证如何修正研究判断

6 风险提示



仅供内部参考，请勿外传

FDE揭示交付环节怎样影响工业AI的经济性

图表1右侧的三个例子，分别从交付、判断能力及执行环境切入。它们没有证明三条逻辑必然成立，而是展示研究者如何从不同的Y轴观察，借助X轴与AB面对照，形成Z轴上的待验证命题。以下先完整展开FDE，再以另外两个案例检验方法能否保持一致，而非为每个热点另换一套解释。

前线部署工程师（Forward Deployed Engineer，FDE）深入客户业务现场的交付方式，为研究模型进入生产流程提供了一个具体观察入口。研究者看到的并不只是新增了一种岗位，而是模型能力之外仍需有人完成需求定义、数据连接、流程适配和异常处理。本报告将其作为交付机制进行分析，不以岗位名称或团队扩张本身证明市场已经成熟。

在X轴上，这类工作主要涉及生产型与决策型任务。假设一家制造企业希望用AI调整维护计划，生成建议只是其中一个步骤，还需取得设备状态、识别停机约束、协调人员和库存，并将结果写入现有系统。这一场景是方法说明，不是特定公司的案例披露。它表明，客户购买的往往是可执行的工作结果，模型正确理解问题并不足以完成全部交付。

AB面对照随后帮助识别原有资源的新用途。在A面，行业知识和系统集成能力可能主要通过逐个项目变现，收入与人员投入紧密相关。在B面，部分知识可以被产品化，已有接口可能被更多任务复用，现场经验也可能沉淀为后续部署工具。如果这些变化实现，原先用于完成单一项目的能力，就可能支持更多客户，而不要求相同比例增加交付成本。

但B面也存在另一条路径：每个客户的数据、流程和权限都高度不同，模型输出仍需持续检查，现场团队不得不逐项目处理例外。这样，客户增加可以带来收入增长，却未必带来利润率改善。两条路径在早期都可能表现为成功签约或团队扩张，单次部署无法区分它们。研究需要从最初的交付结果，继续观察第二批、第三批相似任务能否更容易完成。

仅供内部参考，请勿外传

FDE揭示交付环节怎样影响工业AI的经济性

Palantir的Foundry产品文档所披露的业务对象、操作及权限连接机制，可用于理解其工作流组织能力，但产品架构并不构成部署经济性的独立证据；财务披露亦仅反映公司整体结果。产品机制与利润之间的传导，仍需客户与交付数据验证，不能将两类资料简单并列即视为因果关系成立。

由此，图表1中的“工业AI加速落地”可以被展开为一项更完整的Z轴命题：如果交付能够把行业知识和系统接口转化为可复用能力，在任务质量与责任条件没有下降的前提下，后续客户的部署及支持成本可能降低，工业AI的可服务范围随之扩大。需求扩张能否转化为供应商利润，还取决于定价、客户议价和持续研发投入。这里每一个条件都影响结论的强弱。

这一推演可以把研究引向模型公司之外的主体。若模型能够形成维护建议，而设备连接、业务对象和现场验收成为实际约束，研究便应寻找掌握这些条件的企业，再核查其能力是否可被目标任务使用。某些原本主要提供实施或行业服务的业务，可能因此进入研究范围。这里发现的是待验证的承接者，不能仅凭“熟悉行业”或“已有客户”认定其拥有独特价值。

相应的公司筛选应关注具体业务能力及收费路径，而非笼统寻找“有行业资源”的企业。能够进入流程、拥有可用授权并承担持续交付的主体，才具备进一步研究的基础；可复用产品与高度定制服务，应分别估计成本和增长方式。即使由同一公司提供，也不能因产品名称相同而采用统一利润率假设。

后续验证则可以沿同类项目逐批展开。比较对象应尽量控制客户规模、任务复杂度和部署范围，观察接入工时、首次交付成本、后续支持强度与付费续约。如果成本下降只是因为任务更简单，不能认定复用增强；如果每个新增客户仍需同样规模的现场投入，则需要削弱规模化假设。FDE这一观察最终生成的，是一条有条件、有财务落点、也允许被否定的逻辑线。

仅供内部参考，请勿外传

同一条逻辑如何在后续跟踪中分化

为了使推演过程更具体，可以延续前述制造企业维护计划的假设场景。研究最初观察到供应商将模型接入设备与维护系统，但此时尚不清楚它出售的是软件使用权、一次性实施，还是持续交付的服务。合同对象不同，收入和成本的关系也不同。研究应先确认验收内容、收费方式及责任边界，再判断现场经验是否可能成为可复用资产。这一场景是研究步骤的演示，不对应特定公司的真实合同。

假如后续相近客户可以复用相同的业务对象和接口，现场工作逐渐集中于少量差异化配置，研究便获得了支持复用的中间证据。接下来还需观察节省的工时是否转为成本下降，是否被降价抵销，以及持续维护负担是否增加。只有这些连接逐步建立，才可以把“交付更快”推进为“单位贡献可能改善”。即使单位贡献改善，也仍需将研发、销售与资本投入纳入公司层面的判断。

另一条路径同样可能出现：供应商持续签约，但每次部署都要重新整理数据、修改流程，并投入相近规模的工程人员。这仍可以说明客户存在需求，却削弱了快速复制的假设。研究此时应调整的是成本曲线和利润预期，不必把已经观察到的需求一并否定。若服务价格能够覆盖投入，项目型业务仍可能具有经济价值，只是它的增长条件与可复用软件不同。

从股票池更新看，两种路径对应不同记录。前一种可以提高对复用能力的关注，并继续寻找续约、价格与现金回收证据；后一种应保留交付与订单观察，降低对规模化利润率的预期。若付费停止或客户无法通过验收，则需要进一步重审需求和产品可行性。一个案例由此贯穿了跟踪、AB比较、XYZ推演、公司筛选及反向修正，结论的变化能够被明确追溯到证据变化。

仅供内部参考，请勿外传

Jev将判断能力与任务组织之间的关系具体化

TypeSafe的官方发布将Jev描述为面向预设问题的类型化决策模型，可以返回选择、评分及概率信息。这是Y轴上的产品事实，在X轴上主要对应决策型用途。它提示，部分边界清楚的高频判断可能被单独组织成可调用能力；但产品定位本身不能证明判断可靠性、生产环境成本或客户留存。

AB面对照需要比较的，是同一判断任务原先怎样完成，以及采用专用能力后哪些成本发生变化。原流程可能由规则、人工、小模型或通用模型承担，不能只挑选昂贵方案作为对照。若专用模型减少了输出解析和等待，却增加错误升级或人工复核，总成本仍可能没有改善。类型安全约束输出形式，不能保证业务判断正确，概率信息也需要在目标任务中检验。

因此，“决策能力进入业务流程”应继续推导为：**在相同验收标准下，哪些判断可以更可靠、更经济地被委托，谁负责组织判断与后续执行。**提供判断的模型、掌握流程的应用及最终客户，可能分享新增价值。相关逻辑可以分别指向专用能力供给、任务编排或使用端效率，但收益归属需要独立验证。专用模型调用增加，并不直接证明某一类平台的收入和利润都会增长。

仅供内部参考，请勿外传

Muse使执行条件进入产品研究的中心

Meta关于Muse的发布与安全说明涉及个人Agent的执行环境、隔离及权限安排。本报告仅将这些官方资料用于说明产品设计，不把厂商自述当成独立安全验证。在X轴上，图表1中将其标为决策型为主，是因为产品需要将判断转化为行动；实际用途也可能包含表达和生产，不能把这一定位视为排他分类。

将这一观察放入AB面对照，可以看到用户入口的功能正在发生潜在变化。若用户从打开软件逐步转向委托Agent完成任务，入口价值就可能延伸到目标接收、身份授权、工具调用与异常处理。但能接收请求并不等于控制全部执行条件。目标应用、数据持有者、身份体系和用户本人，都可能决定任务能否继续，这使“入口”需要按实际控制的环节拆开分析。

前述“AI开始撞墙”的总问题，在Muse案例中具体落到执行约束，并形成图表1中的Z轴命题：随着Agent承担更多工作，可靠完成任务所需的环境、权限和责任安排可能更重要。它并不意味着所有安全、接口或数据业务都会形成新增市场。一部分能力可能由现有平台内部提供，一部分可能被标准化，只有存在独立预算、不可轻易替代的供给和合理交付成本时，才更接近可持续收费机会。

三个案例因此落在同一研究方法之内。FDE追问现场交付能否沉淀复用，Jev追问判断能力能否降低完整任务成本，Muse追问行动所需条件由谁提供和控制。它们共同要求研究从能力描述进入交易及成本关系，也将下一步工作自然引向财务验证：客户是否获益，供应商是否保留收益，以及新增收益能否补偿资本投入。

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENT

1 产业跟踪体系如何建立？

2 AB面对照如何识别产业位置变化？

3 AB面与XYZ轴如何推演逻辑线并发现标的？

4 从FDE到Jev和Muse的方法应用

5 **经营与财务验证如何修正研究判断**

6 风险提示



仅供内部参考，请勿外传

Muse使执行条件进入产品研究的中心

经营与财务验证既约束前端筛选，也检验入池后的兑现程度，并为逻辑线和股票池的调整提供依据。对于FDE，重点是交付复用能否改善成本与资本回报；对于Jev，重点是专用判断能否降低完整任务成本；对于Muse，重点是执行条件由谁提供、客户为何付费及收益如何归属。指标应从命题中推导，才能使数字真正影响研究结论。

前述三个案例的推演都涉及同一个问题：**一项AI能力进入任务后，客户得到的净改善究竟是什么。**生成速度更快可能减少等待，也可能增加筛选和核查；某个步骤的准确率提高，可能降低后续返工，也可能对最终结果影响很小。因此，评价单位应尽量接近客户验收的完整工作，而不是最容易记录的一次调用。对于包含多次尝试和人工补救的任务，分母应是最终完成的独立任务数，分子则应保留完成这些任务所发生的全部相关成本。

已有实证研究说明，**场景差异足以改变效率结论。**Brynjolfsson、Li和Raymond发表于《经济学季刊》的研究，基于5,172名客服人员，报告AI辅助下每小时解决问题数量平均提高15%。METR于2025年公布的一项随机对照研究，则在16名熟悉项目的开源开发者、246项任务中发现，使用当时AI工具完成任务的时间增加19%。这两项结果的任务、样本和评价指标不同，不能相减或汇总为一个“AI平均生产率”。METR在2026年的后续说明还指出参与者与任务选择等测量问题，因此旧结果也不能被直接当成当前工具的普遍表现。

这一差异对产业研究的启示，是先定义AI究竟替代了哪一部分工作。客服辅助可能帮助人员更快找到处理路径，而熟悉代码库的开发者可能需要花费额外时间检查不符合项目要求的生成结果。本报告不以两个样本推断所有行业，而是据此强调：同样的技术能力，经过不同的验证成本和组织安排，可以产生不同的净效果。客户试用报告若只记录生成时间，可能遗漏最重要的成本环节。

仅供内部参考，请勿外传

Muse使执行条件进入产品研究的中心

为了说明这种影响，我们建立一个纯假设算例。某工作流每月处理10万项独立请求，模型、工具及运行支出共10万元，其他补救成本4万元；每项进入人工复核的请求另支付3元。令复核比例为r、最终成功比例为s，则总成本为14＋30r万元，单位成功任务成本为（1.4＋3r）÷s元。复核与补救在此设定为不同成本项目，真实业务中应避免重复计入。表1只改变两个参数，其他条件保持不变。

图表4:不同成功率下单位成功任务成本变化

人工复核比例	成功率70%（元）	成功率80%（元）	成功率90%（元）	成功率95%（元）
10%	2.43	2.13	1.89	1.79
30%	3.29	2.88	2.56	2.42
50%	4.14	3.63	3.22	3.05
70%	5.00	4.38	3.89	3.68

注：复核与成功率在现实中可能联动，本表不是因果估计。

仅供内部参考，请勿外传

Muse使执行条件进入产品研究的中心

当成功率为90%、复核比例为30%时，总成本为23万元，单位成功任务成本约2.56元。若前述10万元支出中真正的模型费用只有2万元，即使模型价格下降一半，总成本也只减少1万元，降幅约4.35%。这并不意味着模型降价不重要，而是说明它对客户经济性的影响取决于成本结构。模型费用占比越低，研究越需要关注部署、复核和错误恢复。

进一步假设服务商每完成一项成功任务收费3元，在不计其他固定费用及资本投入的条件下，其单位贡献为3减去单位成功任务成本。当复核比例为30%时，成功率需达到约76.67%才不亏损；若复核比例达到70%，同一价格下所需成功率超过100%，这套成本结构便没有可行解。此时继续追求更高准确率未必足够，企业还需调整复核方式、定价或任务边界。定量分析的作用，正在于揭示商业模式需要满足的条件。

客户愿意付费之后，还必须讨论价值如何分配。假设客户原本每年完成同一批任务需要100万元，使用AI后自身保留人工及集成成本30万元；供应商履约成本20万元，另有支持与研发分摊10万元。双方在新增资本投入之前合计节约40万元。如果服务费为35万元，客户节约35万元，供应商经营贡献5万元；服务费提高到65万元时，客户节约降至5万元，供应商贡献升至35万元。总节约没有变化，分配结果却截然不同。这一假设揭示，技术效率和供应商利润之间仍隔着议价过程。

而且，理论上的节约未必立即进入现金流。人员工时减少，如果没有避免招聘、减少外包或释放产能承接新增需求，可能暂时不改变工资支出。供应商的当期高毛利也未必意味着收回了获客和首次部署投入。研究应沿着客户批次观察实际节约、续约、支持成本和回收期，让“有用”逐步转化为“愿意持续付款”与“供应商可以获得回报”的证据。

仅供内部参考，请勿外传

公司报表检验企业是否保留收益

任务经济性解决了局部可行性，公司报表则要求我们面对更完整的成本和经营范围。企业通常同时销售多个产品、服务不同客户，并承担研发、销售和管理费用。个别项目成功，未必足以改善公司利润；公司利润改善，也未必完全来自所研究的AI能力。方法论需要在这两个方向上保持克制，既不能由局部效果外推整体，也不能把整体增长全部归因于某一项技术。

我们选择Palantir与UiPath的年度披露，分别观察利润扩大与利润转正如何由报表项目构成。两个样本并非配对实验，产品、客户结构和财年截止日不同，因此不据此排列行业优劣。它们的用途是说明如何把一个产业解释拆成可以核查的会计变化。报告保留原始披露期间，不将这些年度数据称为截至报告日的最新季度表现。

图表5:2024-2025年Palantir经营数据

Palantir合并口径	2024年	2025年
收入（百万美元）	2,865.507	4,475.446
毛利润（百万美元）	2,299.517	3,686.269
经营费用（百万美元）	1,989.114	2,272.254
GAAP经营利润（百万美元）	310.403	1,414.015
毛利率	80.25%	82.37%
经营利润率	10.83%	31.59%

Palantir在这两个年度之间收入增长56.18%，经营费用增长14.23%。毛利润增加1,386.75百万美元，扣除经营费用增加的283.14百万美元，对应经营利润增加1,103.61百万美元。这个分解显示，所选期间收入与毛利润的扩大超过了经营费用的增加。它为讨论经营杠杆提供了依据，但没有单独识别AI、定价、客户组合及组织效率各自的因果贡献。

资料来源：公司财报，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

公司报表检验企业是否保留收益

对产业研究而言，下一步应解释这种差额能否持续。如果前期研发和销售投入可以支持更多客户，新增收入就可能以较高比例转化为利润；如果增长要求重新增加部署人员、渠道投入或基础设施，后续费用增速则可能提高。两种路径都与当前报表相容，需要后续证据区分。将经营杠杆作为待解释的结果，比直接将其视为永久的平台属性，更有利于约束估值假设。

图表6:2025-2026年UiPath经营数据

UiPath合并口径	FY2025	FY2026
收入（百万美元）	1,429.664	1,610.572
毛利润（百万美元）	1,182.722	1,339.588
经营费用（百万美元）	1,345.291	1,282.828
GAAP经营利润（百万美元）	-162.569	56.760
净利润（百万美元）	-73.694	282.330
UiPath合并口径	FY2025	FY2026

注：2025、2026分别截至2025年和2026年1月31日，不与Palantir自然年度直接排名。

UiPath所选期间收入增长12.65%，经营利润改善219.33百万美元，其中毛利润增加156.87百万美元、经营费用减少62.46百万美元。FY2026税前利润100.63百万美元，加上181.70百万美元所得税收益，形成282.33百万美元净利润。因此，净利润、经营利润和收入增长分别回答不同问题，不能用其中一个数字替代完整的经营判断。

仅供内部参考，请勿外传

公司报表检验企业是否保留收益

费用减少对于回报改善当然有意义，但其持续性与收入扩张不同。如果成本调整纠正了低效投入，可能改善长期经营；如果减少的是支撑未来增长的必要投入，则需要观察随后产品和客户表现。税项收益也需要与日常经营分开理解。这些讨论不是对单一公司的经营预测，而是说明分析者应当明确利润变化由哪些项目产生，再判断哪些部分适合进入未来假设。

两个案例共同指向一个研究要求：**位置变化需要穿过报表才能支持公司层面的价值判断，但报表并不会自动替我们完成归因。**产品与交付分析说明可能的机制，收入和成本分解显示实际发生的结果，客户及业务证据则负责连接二者。若中间连接不足，结论应保留为与某机制相容，而不是已经证明该机制。公开这种证据边界，会使后续跟踪更有针对性。

同一要求还适用于收入质量。假设同一批客户年初收入100万元，年内增购30万元、降配10万元、流失5万元，年末收入为115万元；若履约成本同时从25万元提高到50万元，客户收入增长15%，贡献却从75万元降至65万元。该演算不是任何公司的实际留存数据，但它说明：客户使用增加并不保证单位经济性改善。需要将收入留存、服务强度和利润贡献放在同一批客户中观察，而非分别选取最有利的指标。

仅供内部参考，请勿外传

增量现金流检验收益是否补偿投入

当收入和利润得到初步验证之后，研究还不能止于“开始赚钱”。企业可能为获取这些收益提前投入大量资本，或者必须不断追加投入才能维持增长。价值增值取决于投入与回报的关系，也取决于回报发生的时间。正因如此，**财务研究需要从当期利润进一步走向增量现金流：实施一项变化之后，企业相对于合理的原路径，究竟多获得了多少可支配现金。**

这里的“增量”尤其重要。企业推出AI业务后，部分收入可能来自新客户，部分来自原产品升级，也可能替代原有产品。若只计算AI业务收入，而忽略原业务被侵蚀的利润，就容易高估转型收益。反过来，若不转型会导致更严重的客户流失，也不能把旧业务永久稳定作为默认基线。**基线不是为了证明转型好坏而选择的对照，它本身同样需要证据和情景分析。**

回到FDE逻辑，较低的新增部署工时并不能单独证明企业已经创造增量价值。研发工具、建立接口和培养团队可能需要提前投入，客户验收和回款也可能拉长资金占用。研究应比较有无这项投入的合理业务路径，分别估计原业务变化、新业务贡献及新增资本需求。交付复用如果只是改善期末利润，却不能在合理时间内补偿前期投入，就需要调整对价值兑现速度的判断。

在前述第二节“增量现金流与估值演算”环节中，我们用虚构甲公司说明这一差别：在我们设定的条件下，第三年转型路径的年度自由现金流达到1,037.5万元，高于不转型路径的750万元，但计入起始投入并按10%折现，前三年增量净现值仍为负2,049.49万元。它不代表完整项目价值为负，因为尚未计入后续收益；它说明单看某一年利润或现金流，不能判断累计投入是否已得到补偿。

对于估值，研究还需要把产业位置的改善转化为具体经营要求。客户关系增强，应体现为收入留存、收费或收益持续时间的变化；交付复用，应体现为成本与再投资要求的变化；承担更多责任，则应考虑相应支出。若这些改善已经进入现金流，再额外附加缺乏依据的平台溢价，便可能重复计算。前述第二节“增量现金流与估值演算”环节的稳定期估值反推进一步说明，价格所要求的经营结果必须能够与产业逻辑相互核对。

仅供内部参考，请勿外传

验证结果需要返回逻辑线与股票池

图表1底部从逻辑线、标的筛选和持续跟踪，走向经营与财务验证，再返回判断修正。到这里，这个反馈过程有了明确含义：任务效果、收益归属或资本回报中的任何一环出现偏差，都可能改变最初的逻辑。但真实产业不会按照报告章节依次提供证据。技术发布可能每天发生，客户续约需要合同周期，财务兑现又受报告期影响。持续跟踪的难点，是在证据尚不完整时保持研究敏感度，同时避免把不同阶段的信息当作同一种确认。

一项新产品发布，可以提高某条技术路径值得研究的程度；一次付费部署，可以表明客户需求开始形成；多批客户在相近条件下实现更低交付成本，才更接近复用能力的证据；收入、利润与现金的持续改善，则进一步支持价值判断。这些证据可以相互补充，却不能替代。研究者应说明当前结论停留在哪一层，下一层还缺什么，而不是用统一的“看好”覆盖所有不确定性。

股票池的作用也应由此确定。它承接有明确逻辑、值得持续核验的候选业务与公司，不能仅因出现AI产品名称就把相关企业视为同等受益者。尤其对于内容、数据、客户入口等资源，需要从资源本身继续追问使用权、收费方式和收益归属。无法建立这些连接的线索，可以保留在观察记录中；有明确付费和经营证据的业务，则可以进入更深入的验证。两者不应混成一份未经区分的结论清单。

为避免框架成为事后解释工具，研究应在观察结果出现之前写下预期与反证条件。如果认为同类部署能够复用，就应记录任务复杂度、接入工时及后续支持强度；如果认为新增功能提升客户价值，就应观察付费、续约和实际使用，而不能只记录试用数量；如果认为增长能够改善回报，就应提前明确资本开支、回款与费用率的合理变化范围。阈值需要来自具体业务，不能凭统一评分制造精确感。

当事实偏离预期时，首先要区分交付节奏与机制失效。采购推迟可能只改变现金流时间；反复无法通过同一验收环节，则可能暴露产品或流程问题。但即便只是时间延后，也会提高资金占用并降低现值，不能被当成完全中性的事件。修订应记录新事实改变了哪项参数、是否影响核心机制，以及为什么继续观察或降低研究优先级。

仅供内部参考，请勿外传

验证结果需要返回逻辑线与股票池

数据口径变化也会改变判断。并表范围调整、收入分类变化、总额与净额确认方式转换，都可能使表面增长失去可比性。无法重建的历史序列应明确断开，而不是用估算补成顺滑趋势。对于未单独披露的AI收入、客户贡献和任务成本，应直接标注尚无公开数据，不以公司整体指标填补业务层面的空白。谨慎处理缺口，比扩大数字覆盖范围更有助于维持研究可信度。

这也是配套数据底稿的用途。原始披露层保留文件中的数值和单位，计算层处理换算与比率，假设层承担情景演算，引用对照连接正文与具体单元格。后续更新可以明确区分：原始数据发生变化、计算口径得到修正，还是研究解释被新事实推翻。保留这些版本，才能评估研究是否提前识别变化，而非只在结果出现后重新组织语言。

本报告框架的边界同样需要持续检验。执行障碍可能被标准化接口或基础平台吸收，今天的交付难度未必形成长期壁垒；客户节约也可能在竞争中转化为降价，未必由供应商保留；公司经营改善若已经充分反映在价格中，也未必带来超额收益。只有把这些反向机制纳入研究，位置变化的分析才不会天然偏向乐观结论。

例如，FDE相关业务如果持续获得订单，但同类交付工时没有下降，研究可保留需求扩张判断，同时降低复用和利润弹性的预期；Jev类能力如果接口更稳定，但人工升级增加，则应重新估计任务经济性；Muse类产品如果将某些执行条件内置，原先对独立供应商市场空间的判断也需要调整。修正可以针对某一个环节，不必在“全部成立”和“完全失败”之间选择。

股票池更新由此成为研究推理的结果。新增公司应说明承接哪条逻辑、具备什么证据；退出或降级应记录哪项条件被削弱；证据尚不充分的观察线索，应与经营已经验证的业务区分。每次调整都应保留当时的依据，使后续研究能够检查原判断为什么成立、又为什么发生变化。

仅供内部参考，请勿外传

从研究候选走向投资判断还需要哪些证据

产业逻辑值得研究，是对变化机制的判断；公司具备承接条件，是对资源、产品、合同和交付能力的判断；当前价格具有投资吸引力，则需要进一步比较经营前景与市场已经隐含的要求。三者之间有联系，但不能相互替代。进入股票池意味着公司成为持续研究对象，并不自动构成投资建议。

即使FDE所支持的复用逻辑成立，企业也可能因为竞争而让渡收益，或者因为资本投入较高而延后回报；即使经营改善能够持续，市场价格也可能已经反映了更高增长、更低成本或更长优势期。研究在这一阶段应解释，自己的假设与价格所要求的结果有什么差别，哪些后续证据能够缩小这种分歧。缺少可靠估值与业务数据时，应保留产业和公司研究结论，不将其升级为未经支持的买卖判断。

这也界定了框架的用途。它帮助研究者形成候选方向、组织证据并解释公司位置如何变化；后续投资决策还涉及价格、融资、治理、流动性和组合约束。若要进一步检验这套方法能否带来超额收益，需要保留当时可得信息、全部入选与退出记录，并设定明确基准和观察期。研究案例能够说明推理过程，却不能代替这一结果检验。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- AI技术发展及产业投入变化的风险；
- AI产业竞争加剧及产业价值传导不畅的风险；
- 相关公司AI业务落地及经营业绩波动的风险。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明与免责声明

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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

方正证券研究所

专注·专心·专业

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座17层
长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隽峰院2期3层方正证券