该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

传媒行业深度报告

AI 产业的三层研究框架：供给端革新下的产业分层与平台价值重构

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

焦娟 登记编号：S1220525090006

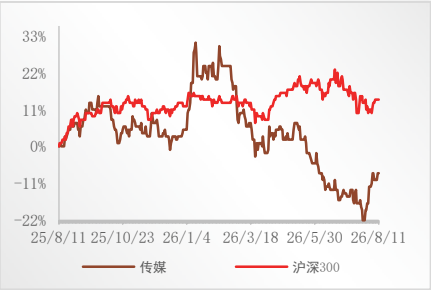
冯静静 登记编号：S1220525090003

行 业 评 级 ：推 荐

行 业 信 息

上市公司总家数	193
总股本(亿股)	3,121.56
销售收入(亿元)	2,639.30
利润总额(亿元)	4,596.02
行业平均 PE	261.54
平均股价(元)	17.37

行 业 相 对 指 数 表 现



数据来源：wind 方正证券研究所

相 关 研 究

《一人公司(OPC)的崛起：AI 时代的生产单元从组织回归个人 》2026.08.10

《广义出版：分发与供给端均在发生深刻变化》2026.07.23

《影视&AI 短剧深度梳理：2026 AI 对影视行业的重塑》2026.05.25

《2025 年年报总结：板块内标的大致能分为四个阵列》2026.05.07

通过构建“AI 产业三层研究框架”，以昆仑万维作为该框架中的第二层的案例分析，展示框架的架构性。我们认为，AI 的产业分析与估值体系，需要从消费互联网范式向供给端革新范式去切换——三层研究框架，正是基于切换而构建的。

1） AI 的革新发生在供给端/生产端，而非需求端/消费端。这决定了估值逻辑从“用户数×ARPU”，开始切换为“生产者 tokens 消耗变现+消费者广告/付费”的双价值维度。

2） AIGC 产业可分为三层：基础大模型企业（第一层）、垂类模型/Agent/MaaS 服务商/囊括模型能力的 to B 或 to C 分发平台（第二层）、使用第一层或第二层来重塑业务流的组织与个人（第三层）。三层的共同本质是“率先布局 AI 供给端的先行者”，区别在入局的部位不同。

3） 昆仑万维是第二层企业的典型样本：自建视频、音乐、游戏等垂类模型，叠加海外分发变现能力，通过 AI 业务平台实现业务重构。

4） 方向正确不等于最终胜出；估值的根基在于生态位的真正改善。

总结来说，AI 产业的三层研究框架，本质上是一次分析工具的升级——从消费互联网时代的“用户数×ARPU”，升级为 AI 时代的“双价值维度”；从“AI 公司”，升级为“三层定位、分层分析”；从“给一个静态结论”，升级为“方向判断+动态跟踪”。

这套研究框架的价值在于：**提供一套新的分析架构，在正确的维度上评估研究标的，用契合产业发展趋势的估值逻辑去定价。**

风险提示：AI 产业格局重构的风险;AI 行业竞争加剧的风险；企业 AI 转型不及预期的风险。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

正文目录

1 AI 产业三层研究框架 5
1.1 研究框架的必要性 5
1.2 三层定义 5
1.3 框架之外：尚未行动者 7
1.4 三层分别的风险 7
2 为何搭建这三层研究架构？ 7
2.1 范式切换：AI 改造供给端，互联网改造需求端 7
2.2 通缩性破坏式创新：先破后立 8
2.3 估值逻辑切换：从消费互联网到 AIGC 双价值维度 9
2.3.1 消费互联网估值逻辑 9
2.3.2 AIGC 双价值维度估值 9
2.3.3 双价值维度的本质区别 10
2.3.4 供给端 Token 的供给侧逆向驱动特征 10
2.4 为什么需要三层框架？ 10
3 昆仑万维——位于第二层的典型公司 11
3.1 昆仑万维的产业定位 11
3.2 现金牛业务：传统业务的现金流支撑 11
3.2.1 Opera 信息分发 12
3.2.2 StarMaker 社交娱乐 12
3.2.3 游戏业务 12
3.3 AI 业务平台：价值重构的核心 12
3.3.1 DramaWave：AI 短剧付费平台 12
3.3.2 FreeReels：AI 短剧免费/广告平台 13
3.3.3 Mureka：AI 音乐平台 13
3.3.4 三大 AI 业务平台汇总 14
3.3.5 数据资产与壁垒 14
3.3.6 供给端 Token 的供给侧逆向驱动特征 14
4 第一层（基础大模型）与第三层（生态建设方） 15
4.1 第一层：入口生意而非基础设施 15
4.1.1 基础大模型是入口生意 15
4.1.2 入口生意的三段路径 15
4.1.3 锁定能力的核心风险 15
4.2 第三层：不自建模型、直接拿来用的生态建设方 16
4.2.1 第三层的定义与范围 16
4.2.2 第三层的产业角色：被抽成方 16
4.3 硬件生态对标：三层框架的产业参照系 16
4.3.1 对标关系 16
4.3.2 分层入口、分层抽成的产业终局 17
4.3.3 锁定强弱对比 17
4.4 三层之间的传导与博弈 18
4.4.1 第一层第二层的传导 18
4.4.2 第二层第三层的传导 18
4.4.3 博弈格局 19
4.4.4 三层结构的风险 19
5 总结：研究框架的价值点 19

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

6 风险提示 19

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表目录

图表 1：AI 三层研究框架：第一层 5
图表 2：AI 三层研究框架：第二层 6
图表 3：AI 三层研究框架：第三层 6
图表 4：2023-2026 年 Q1 昆仑万维 Opera 全球 MAU 及 Opera 整体营业收入 12
图表 5：DramaWave 消费端价值与商业化指标 13
图表 6：昆仑万维三大 AI 业务平台发展情况概览 14
图表 7：AI 产业三层分析框架对标关系 17
图表 8：AI 入口锁定机制 18

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

1 AI 产业三层研究框架

1.1 研究框架的必要性

我们认为，分析 AI 产业，最大的困惑不是“哪家企业好”，而是“用什么框架去看”。

ChatGPT 爆发以来，对各类标的的定价始终在两套逻辑之间切换：一是消费互联网的旧逻辑——看 MAU、看 ARPU、看广告变现效率；二是“技术叙事”的新逻辑——看参数量、看榜单排名、看 API 调用量。前者并未区分互联网与 AI 产业变革的不同之处（前者改造消费/需求端，后者改造生产/供给端），后者则类似主题投资。两种定价方式均是产业爆发初期的摸索状态。

如何构建一个匹配 AI 产业特征的研究框架？本报告试图提供这样一套框架。

1.2 三层定义

我们将 AIGC 产业划分为三层。划分的标准不是产业链的上下游关系，而是企业在 AI 供给端革新中的布局姿态：

第一层：基础大模型企业。造通用基础模型，为全行业提供底层 AI 能力。它们“造发动机”——发动机是通用的，谁都可以买去装在自己的车上。代表企业：OpenAI、Anthropic、Google DeepMind，国内包括百度文心、智谱 AI、月之暗面等。这一层的特征是：研发投入极高、竞争格局惨烈、赢者通占趋势明显。

图表1:AI 三层研究框架：第一层



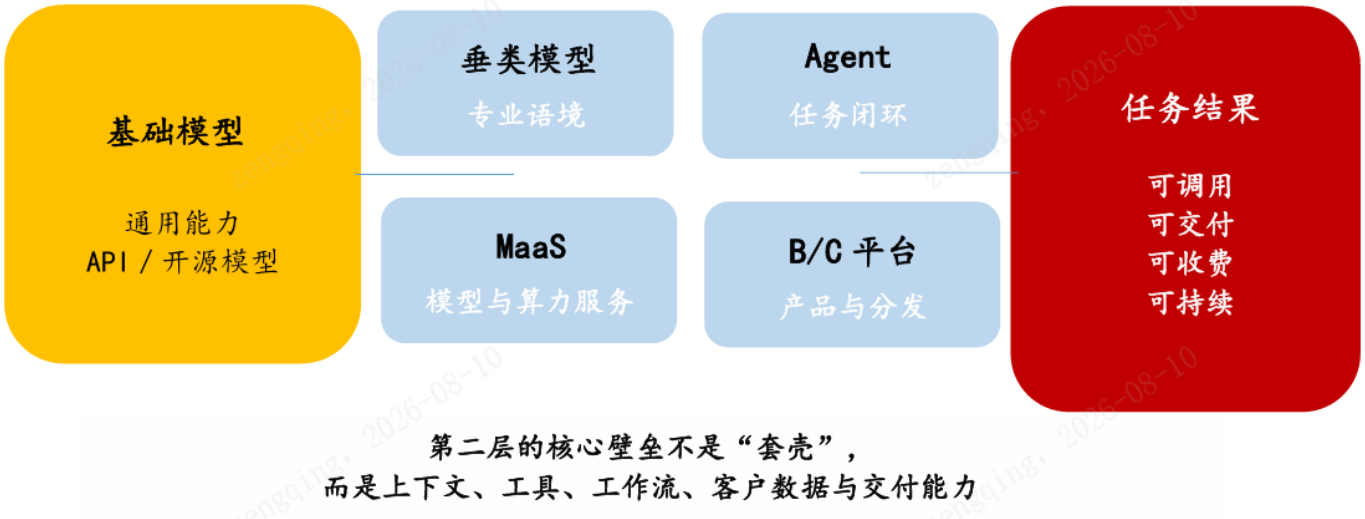
资料来源:方正证券研究所

第二层：垂类模型+Agent+MaaS+囊括模型能力的 to B 与 to C 分发平台。它们“造专用发动机+开整车厂”——既造垂类模型和工具（专用 AI 能力），又用 AI 重构自身既有业务，将垂类能力落地为具体的业务平台。基础模型在这一层的定

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

位是“支撑垂类的底座”（研究上的有序投入），而非与第一层正面竞争。代表企业：昆仑万维（自建 SkyReels 视频模型、Mureka 音乐模型，叠加海外分发平台 DramaWave/FreeReels 实现业务重构）等。这一层的特征是：既有技术能力又有商业场景，是“技术+商业”的交叉地带。

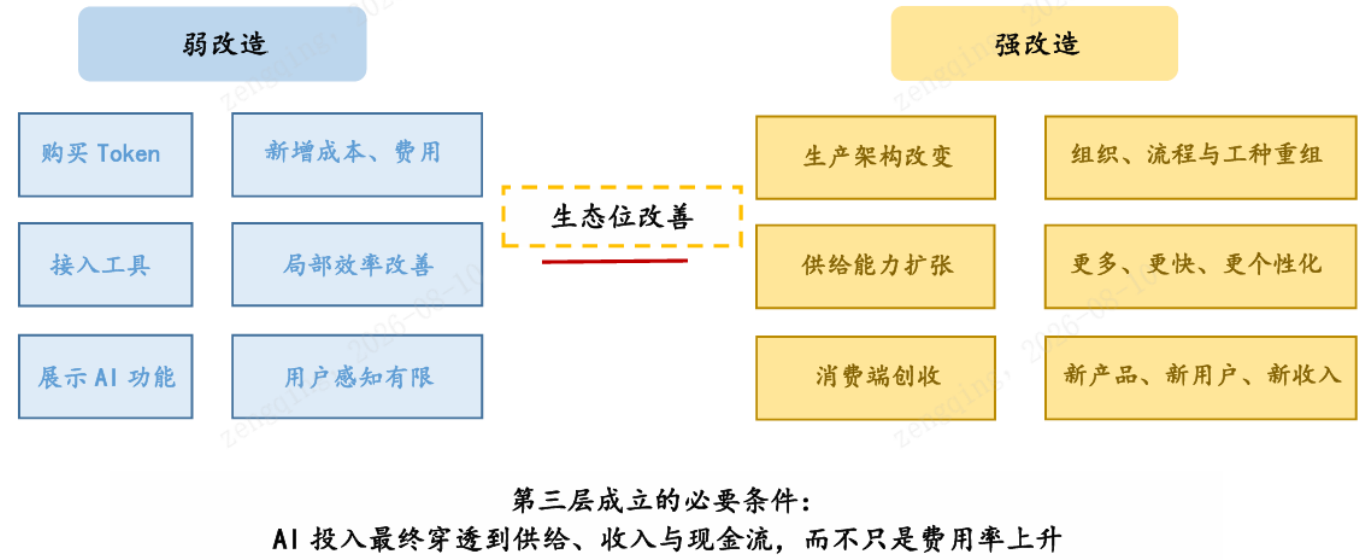
图表2:AI 三层研究框架：第二层



资料来源:方正证券研究所

第三层：不自建模型、直接“拿来用”重塑自身供给与生产的组织与个人。它们“买车直接开”——不自建任何模型，直接调用现成的 AI 能力（API、SaaS 工具、开源模型）来重塑自身的业务流程、组织形态与商业模式。包含大量传统企业、中小企业（小 B）、创作者个人（大 C）。这一层的特征是：数量最大、最分散、转型难度因个体而异。

图表3:AI 三层研究框架：第三层



资料来源:方正证券研究所

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

三层之间存在一个共同本质：它们都是率先布局 AI 供给端的先行企业与组织，区别仅在布局姿态——造通用基础模型/造垂类模型并重构自身/直接拿来用重构自身。

需要强调的是，三层不是“产业链上下游”关系，也不是“能力下沉管道”。它们是三种平行的布局姿态，身份相同——都是在AI数字世界尚未被画进地图时，就率先行动的先行者。三层之间存在业务关系与上下游传导关系，但目前尚未成型，仍在动态构建过程中。

1.3 框架之外：尚未行动者

三层框架之外，仍有大量企业处于观察、研究、刚试水阶段，尚未实质性地将AI融入业务。它们不属于三层中的任何一层——三层都是“已行动者”，而框架外是“尚未行动者”。区分“已行动”与“未行动”的边界，是本框架最基本的前提：只有已经行动的企业，才纳入分析范围；尚未行动的企业，其价值重估需等待实质性布局的出现。

1.4 三层分别的风险

率先布局与方向正确并不等于最终胜出。三层均面临各自的压力与风险，且残酷程度逐层递进：

第一层：基础模型赛道呈赢者通占特征，预计国内外最终仅剩少数几家——类比操作系统格局，Windows、macOS 之后，再无第三极。

第二层：垂类模型赛道等参与者众多，需在竞争中杀出重围，跑进各细分赛道前三或前五。赛道可以容纳多家企业，但容不下所有人。

第三层：传统组织转型阵痛，即便掌握 AI 工具，脱胎换骨式的自我重塑并不轻松。大量第三层企业将面临“用了 AI 但没用好”的尴尬——工具可用，但组织能力、数据积累、业务重构远未到位。

2 为何搭建这三层研究架构？

2.1 范式切换：AI 改造供给端，互联网改造需求端

理解三层框架的必要性，必须回到一个根本性的判断：AI 时代的革新，与互联网/移动互联网时代的革新，发生在完全不同的维度上。

（1）互联网/移动互联网：需求端革新

互联网与移动互联网的革新发生在需求端/消费端。

B 站、抖音、快手、拼多多——这些定义了过去二十年中国互联网格局的平台，本质上是消费互联网平台。它们的核心价值在于连接已有供给与海量需求，通过提升匹配效率与降低交易成本创造价值。内容早就存在（UGC/PGC），商品早就存在（供应链），社交需求早就存在——互联网平台做的是将这些“已有”高效连接起来。

这一范式下，商业模式的本质是“变现最大化”驱动的消费杠杆化：用户规模越大、时长越长、互动越深，广告/电商/游戏的变现空间就越大。经典估值公式为

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

“用户数（消费者）× 人均 ARPU”——用户数靠渗透率提升驱动，ARPU 靠变现效率提升驱动，整体呈顺周期特征——经济繁荣带动消费，消费带动平台估值。

在这一框架下，平台的核心能力是流量获取与变现效率——谁能以最低成本获取最多消费者，谁能将消费者时长最高效地转化为广告/电商/游戏收入，谁就是赢家。这也是为什么消费互联网时代的竞争焦点是“流量”——从 PC 时代的流量入口之争，到移动时代的用户时长之争，本质都是消费者端的竞争。

（2）AI：供给端革新

AI 的革新发生在完全不同的维度——供给端/生产端。

AI 大模型将内容生产的边际成本降至接近零。这不是效率的线性提升，而是生产范式的根本性重构：

1）短剧制作：单部成本从上百万元降至数十万元（降幅普遍达 70%-90%），制作周期从数周缩短至数天，月产能从数百部提升至逾万部（提升幅度达数十倍）。

2）音乐制作：AI 可在数分钟内生成完整歌曲（含人声、伴奏、混音），传统制作流程需要数周至数月。

3）游戏内容：AI 世界模型可在数分钟内生成一个可交互的 3D 环境场景，而传统 3A 游戏中单个高质量场景的建模与渲染通常需数周时间；完整游戏的开发则需数百人数年。

这意味着：内容供给不再受制于人力产能，而是受制于 AI 算力与模型能力。 价值创造的核心从“连接已有供给与需求”转向“重塑供给本身”。

（3）范式切换的含义

沿用消费互联网的估值思维——“用户数×ARPU”——去定价一个“用 AI 重构自身生产端”的企业，会系统性误判其价值结构。原因很简单：这类企业的核心增长引擎不再是消费者规模，而是生产者规模与生产效率。

以昆仑万维为例：DramaWave 平台的价值不仅在于消费端有多少用户付费看短剧，更在于供给端有多少创作者使用 SkyReels 工具生产短剧、消耗多少 tokens、这些 tokens 的变现空间有多大。如果只看消费端用户数×ARPU，就完全忽略了供给端的生产者价值——而这一价值，恰恰是 AI 时代独有的、消费互联网框架无法捕捉的。

这就是我们需要一套新的研究框架的原因。

2.2 通缩性破坏式创新：先破后立

AI 对供给端的冲击并非和风细雨式的“赋能”，而是通缩性破坏式创新——先对传统供给进行缩量、通缩，甚至直接摧毁，然后在废墟上孕育新的希望（新创作范式、新业务、新模式）。

以照相机为类比。历史最深刻的类比来自照相技术的发明。19 世纪中叶照相术出现之前，绘画大师承担着“视觉再现”的核心社会功能——记录人物面貌、历史场景、自然风光。这是一门庞大的生意，支撑着从学徒到大师的完整职业体系。照相术发明后，绘画的“写实功能”被替代——相机可以在几秒钟内完成绘画大师需要数周才能完成的工作，且精确度远超人手。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

这看起来是颠覆性的替代，但故事并未结束。照相术大幅降低了“视觉再现”的成本——从数周的人力降至几秒钟的机械操作。成本降低催生了新的应用：先是肖像摄影的普及，然后是新闻摄影、电影艺术、广告视觉产业。整个电影产业——20 世纪最庞大的文化产业之一——正是建立在照相技术“降本”的基础之上。

先摧毁，再降本，再孕育新形态，进一步建立在一些“消失”与“废墟”之上。

AI 正在重演这一逻辑——AI 正在对传统内容供给做同样的事：
1）摧毁阶段（正在发生）： 传统短剧制作公司面临成本劣势，传统音乐制作流程被 AI 生成替代，传统游戏开发模式被 AI 世界模型挑战。大量依赖人力产能的供给方将退出市场。
2）降本阶段（正在发生）： AI 将内容生产的边际成本降至接近零——不是降低 10%或 50%，而是降低 90%以上。这意味着原本“不经济”的内容生产变得“经济”了——原本不值得拍的题材可以拍了，原本不值得做的音乐可以做了。
3）孕育阶段（早期）： 新的内容形态正在涌现——AI 生成短剧、AI 音乐、AI 游戏、AI 社交。这些新形态的内容质量可能目前不如传统精品，但其生产效率与成本结构，使其能够覆盖传统模式无法触达的市场空间。

理解这一“先破后立”的宏观本质，是判断三层框架中各类企业价值的前提。它解释了为什么 AI 时代的估值逻辑与消费互联网截然不同——因为 AI 创造价值的路径不是“连接需求”，而是“重构供给”。

2.3 估值逻辑切换：从消费互联网到 AIGC 双价值维度

2.3.1 消费互联网估值逻辑

消费互联网的估值公式：

估值 = 用户数（消费者）× 人均 ARPU

变现方式为广告、电商或游戏联运。“用户”是消费者，ARPU 相对稳定，整体呈顺周期特征。这一公式在过去二十年中被反复验证——从 Facebook 到腾讯，从 Google 到阿里巴巴，消费互联网平台的估值逻辑本质上都是这一公式的变体。

2.3.2 AIGC 双价值维度估值

AI 时代的估值逻辑需要切换为双价值维度：

（1）维度一：供给端价值

供给端价值 = 生产者用户数 × 人均 tokens 消耗的变现

此处的“用户”是生产者（创作者/制作方）而非消费者。需按生产者类型细分——专业生产者、普通生产者、小白生产者的 tokens 消耗量级差异巨大。专业生产者（如影视公司、音乐厂牌）的 tokens 消耗可能是小白生产者的数百倍。

更关键的是，AIGC 内容的创作有一个重要特征：第一版内容的 tokens 消耗最低，后续每版迭代 tokens 消耗呈指数级攀升（相对于第一版）。这意味着单用户的 tokens 变现空间随创作深度持续放大——创作者使用 AI 工具越深入，消耗的 tokens 越多，平台收入越高。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

（2）维度二：消费端价值

消费端价值 = 终端用户消费 AIGC 内容产生的广告/付费收入

此维度与消费互联网的变现逻辑相通——终端用户为 AIGC 内容付费（订阅/内购），或在消费过程中产生广告价值。

2.3.3 双价值维度的本质区别

双价值维度与消费互联网估值的本质区别，不在于多了一个维度，而在于增长引擎的根本不同：

- 消费互联网的增长引擎是消费者规模——用户越多、时长越长、变现越好。
- AIGC 平台的增长引擎是生产者规模+消费者规模——生产者越多、tokens 消耗越大（供给端变现），同时消费者越多、广告/付费越好（消费端变现）。

两个维度之间存在正向循环：生产者越多→内容供给越丰富→消费者越多→平台收入越高→有能力投资更好的 AI 工具→吸引更多生产者。这一循环的起点是生产者，而非消费者——这是与消费互联网最本质的区别。

2.3.4 供给端 Token 的供给侧逆向驱动特征

供给端 Token 收入具有不同于消费互联网的供给侧逆向驱动特征。其增长并非主要依赖消费繁荣，而来自 AI 对传统生产方式的重塑与替代：随着 AI 能力提升和 Token 成本持续下降，越来越多传统生产环节由人工执行转向 AI 执行，AI 逐步成为新的生产要素。

其核心逻辑是：传统供给成本压力上升→企业及个体加速降本增效→AI 替代部分传统人力供给→AI 生产任务增加→Token 消耗量提升。因此，AI 供给平台的增长动力与消费互联网存在本质差异，其核心驱动并非单纯的需求扩张，而是生产方式的重构和传统供给的替代。

这也是 AI 供给端企业区别于传统消费互联网平台的重要估值属性。消费互联网的价值创造主要依赖“连接”产生的交互、交易与消费增长，平台收入通常伴随消费繁荣而扩张；而 AI 供给平台则通过“供给重塑”降低生产成本、替代部分传统人力，并在企业和个体持续追求降本增效的过程中扩大应用范围。因此，AI 供给端的长期价值更多取决于其对传统生产要素的替代程度，而非单纯取决于消费繁荣程度。二者的增长逻辑不同，这种由生产方式变革带来的结构性增长特征，是传统消费互联网估值框架难以完全解释的。

2.4 为什么需要三层框架？

不同层级的企业，估值逻辑完全不同。 第一层企业（基础大模型）的估值逻辑是“入口卡位→出清→分成”，当前不追求盈利，追求的是生态规模。第二层企业（垂类模型等）的估值逻辑是“双价值维度”——供给端 tokens 变现+消费端广告/付费。第三层企业则是 AI 能力的使用者，其价值取决于“用 AI 重塑自身的效率提升”。用同一套估值逻辑去看三层企业，必然产生系统性偏差。

同一层级的企业，竞争格局与出清逻辑完全不同。第一层是赢者通占的操作系统竞争，第二层是多强并存的垂类赛道竞争，第三层是个体的转型竞争。混淆层级就会导致混淆竞争格局判断。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

三层之间的传导关系是产业分析的关键变量。第一层的基础模型能力向下传导，决定第二层的垂类模型天花板；第二层的平台生态向第三层传导，决定第三层企业的转型成本与效率。理解传导关系，才能判断产业趋势的演进方向。

三层框架不是简单的分类游戏，而是匹配 AI 产业范式切换的分析工具——它让研究者能够在正确的维度上评估正确的企业，用正确的估值逻辑定价正确的价值结构。

3 昆仑万维——位于第二层的典型公司

3.1 昆仑万维的产业定位

昆仑万维属于第二层企业，其定位由两部分能力构成：

- 垂类模型能力：自建视频（SkyReels-V4，AA 双榜全球第一）、音乐（Mureka V8，AA 人声+乐器双项第一）、游戏世界模型（Matrix-Game 3.0）等垂类模型，具备 AI 内容生产能力。
- 分发变现能力：依托 Opera（MAU 2.88 亿）的海外流量基础，通过 DramaWave、FreeReels、Mureka、Skywork、Linky 等平台实现 AI 内容的分发与变现。

天工基础模型在昆仑万维的定位是支撑垂类模型的底座，而非与 OpenAI、Anthropic 等在基础模型层直接竞争。这与国内大模型厂商的典型架构一致——基础大模型+垂类模型矩阵，前者代表研究上的有序投入（底座），后者是真正产生商业化价值的应用能力。因此，昆仑万维的估值核心落在垂类模型+AI 业务平台（第二层逻辑），而非基础模型本身。

进一步审视天工的战略意图：昆仑万维执意维持基础模型投入，其逻辑更接近 Opera 路径——不争全球前三，争区域/语种市场。OpenAI/Anthropic 在英文语种上强，但在中文、东南亚语种、中东语种上，本地语料与文化理解存在壁垒。天工若在“非英文语种+本地文化”上做深，有望在昆仑万维原本具备海外流量优势的区域（依托 Opera、StarMaker 的非洲与东南亚市场）卡住“区域入口”。这与垂类入口逻辑同构——都是“非通用入口”的卡位策略。但需注意，基础模型的区域化壁垒比浏览器难：浏览器是前端应用易本地化，基础模型能力取决于数据+算力+研究，是全球性竞争。天工能否跑通 Opera 路线，取决于区域/语种壁垒能否建立，是动态跟踪的重点。

从产业对标视角看，昆仑万维作为第二层企业，其角色对标硬件生态中的“应用平台”——自建垂类模型（专用 AI 能力），通过 DramaWave、FreeReels、Mureka 等 AI 业务平台连接创作者（生产者）与终端用户（消费者），对上下游抽成。这一对标锚定了昆仑万维的变现本质：供给端 tokens 收入=平台对生产者抽成，消费端广告/付费=平台对消费者变现，与 App Store 抽成+用户付费的模式同构。

3.2 现金牛业务：传统业务的现金流支撑

昆仑万维的传统业务——Opera 信息分发、StarMaker 社交娱乐、游戏业务——定位为现金牛业务。这些业务为公司 AI 转型提供现金流支撑，是 AI 投入期的安全垫。本报告对现金牛业务暂不进行独立估值，仅列示其收入贡献与运营状况。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

3.2.1 Opera 信息分发

图表4:2023-2026 年 Q1 昆仑万维 Opera 全球 MAU 及 Opera 整体营业收入

指标	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026Q1
全球 MAU（亿）	—	—	2.84	2.88
收入（亿美元）	3.97	4.81	6.15	1.76
同比增速	+20%	+21.1%	+27.92%	+23.16%
年化 ARPU（美元）	—	—	2.49	—

资料来源：公司财报，方正证券研究所

Opera 是全球第五大浏览器（份额约 2%），在非洲市场领先，在欧洲市场保持强劲的增长速度。作为现金牛业务，其 MAU 稳定增长、收入恢复正增长。FY2025，Opera 整体营业收入达 6.15 亿美元（同比+27.92%），Opera 浏览器业务板块收入达 43.79 亿元，是公司最大的单一收入来源。Opera 同时是公司 AI 业务平台的流量入口，为 DramaWave、FreeReels 等平台导流，具有战略协同价值。

3.2.2 StarMaker 社交娱乐

StarMaker（星空音乐社交）FY2025 收入 10.59 亿元（-3.97%），收入持续下滑，处于稳态运营阶段。作为现金牛业务，其贡献稳定现金流，但增长空间有限。

3.2.3 游戏业务

游戏业务 FY2025 收入 3.55 亿元（-20.07%），处于边缘化状态。AI 游戏“猫森小镇”尚在测试阶段，短期内不构成收入贡献。作为现金牛业务，游戏板块近似清算价值。

3.3 AI 业务平台：价值重构的核心

三大 AI 业务平台是昆仑万维价值重构的核心载体。每个平台均包含两个价值维度：供给端价值（生产者使用 AI 工具的 tokens/API 消耗变现）与消费端价值（终端用户的广告/付费收入）。

3.3.1 DramaWave：AI 短剧付费平台

（1）供给端价值：AI 内容生产能力与工具变现

DramaWave 的供给端价值来源于 SkyReels 垂类视频模型的 AI 内容生产能力。行业层面，AI 制作模式将单部短剧制作成本从上百万元降至数十万元（降幅普遍达 70%-90%），制作周期从数周缩短至数天，月产能从数百部提升至逾万部（提升幅度达数十倍）。

供给端价值的商业化路径包括：

1） 内部制作成本节约转化为利润空间；

2） SkyReels API 对外授权。随着创作者生态的成熟，供给端 tokens/API 消耗收入将逐步增长。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

（2）消费端价值：用户付费与订阅

DramaWave 是付费短剧平台，消费端价值来源于用户的订阅与内购付费。价值与商业化指标如下：

图表5:DramaWave 消费端价值与商业化指标

指标	数值	说明
海外微短剧 APP 下载量（2026H1）	第 8	下载量约 6,299 万次，位列海外下载 Top10
海外微短剧 APP 内购收入（2026H1）	第 4	预估 APP 内购收入约 10,505 万美元，位列 DramaBox、ReelShort、NetShort 之后
ARR（2026Q2）	7.0+亿美元	15 个月从 1.2 亿增至 7 亿
海外短剧素材投放量（2026H1）	第 1	以 320 万组素材量登顶

资料来源：公司财报，DataEye，方正证券研究所

DramaWave 作为付费短剧平台，其消费端价值主要来源于用户订阅及应用内付费（IAP）。从商业化表现来看，公司 ARR 已突破 7 亿美元，显示出较强的付费转化能力；与此同时，根据 DataEye 数据，2026 年上半年 DramaWave 位列海外微短剧 APP 内购收入第四，2026 年上半年下载量位居全球前十，其已同时具备较强的商业化能力与用户获取能力。

相较于头部平台，DramaWave 当前收入规模仍存在一定差距，但凭借 AI 制作带来的显著成本优势与产能优势，其商业化增长潜力正在快速释放。对于消费端而言，平台价值的核心驱动因素仍然是付费用户规模、用户留存率以及 ARR 的持续增长能力。

3.3.2 FreeReels：AI 短剧免费/广告平台

（1）供给端价值：创作者生态与工具消耗

FreeReels 定位为免费短剧平台，是 DramaWave 的免费端补充。2026 年 1 月登顶海外短剧 App 下载榜第 1 名，2025 年下载量 63M 次（第 10 名）。FreeReels 的供给端价值来源于创作者使用 AI 工具生产内容的 tokens/API 消耗。随着免费端用户规模扩大，创作者生态逐步形成，供给端 tokens 消耗将成为增量收入来源。

（2）消费端价值：广告变现

FreeReels 的消费端价值来源于广告变现。免费模式下的用户规模显著大于付费模式——DramaWave+FreeReels 合计 MAU 约 8000 万。广告变现效率取决于用户时长（FreeReels 人均使用时长>1 小时）与填充率。随着用户规模增长与广告系统优化，FreeReels 广告收入有望快速放量。

3.3.3 Mureka：AI 音乐平台

（1）供给端价值：API 授权与创作者消耗

Mureka 是 AI 音乐生成平台，其 V8 模型在 Artificial Analysis 人声与器乐双榜均曾位列全球第一，是中国 AI 音乐模型在该榜单的历史最高排名。据第三方数据，Mureka 于 2025 年 3 月全球月访问量达 333 万，增速位列全球 AI 音乐品类

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

第一；年化流水收入 ARR 约 1,200 万美元。API 采用阶梯定价，基础套餐$30 起，企业版定制收费。

供给端价值的关键变量是创作者规模的增长与人均 tokens 消耗的提升。Mureka 2025 年 11 月已实现毛利转正，验证了 API 变现模式的可行性。

（2）消费端价值：订阅付费与 B 端授权

Mureka 的消费端价值来源于 C 端用户订阅付费与 B 端音乐授权。C 端采用免费+订阅模式，B 端可向音乐平台、影视制作、广告营销等场景授权 AI 生成音乐。当前消费端收入规模较小，但随着 AI 音乐质量提升与应用场景拓展，消费端价值具备较大增长空间。

3.3.4 三大 AI 业务平台汇总

图表6:昆仑万维三大 AI 业务平台发展情况概览

平台	技术排名	用户/流量规模	商业化阶段	核心差距
DramaWave	SkyReels-V4 AA 曾登顶双榜第一	2026 年 2 月双平台 MAU 8,000 万	ARR 7 亿美元（2026Q2）	收入规模与头部仍有差距
FreeReels	复用 SkyReels 能力	下载量稳居海外免费短剧平台首位；人均单日使用时长超 1 小时	广告变现早期	免费转付费待验证
Mureka	V8 AA 曾登顶双项第一；V9 AA 当前双项第二	2025 年 3 月全球访问量 333 万	ARR 1,200 万美元（2025Q1）	商业化体量与行业头部存在数量级差距

资料来源：方正证券研究所整理

三大平台的共同特征是：技术能力全球领先，但商业化规模与头部竞品存在显著差距。这一矛盾正是本报告需要动态跟踪的核心——技术领先能否转化为商业规模，取决于公司的经营运营能力。

3.3.5 数据资产与壁垒

三大 AI 业务平台在生产者使用 AI 工具的过程中，持续积累真实的创作行为数据、用户偏好数据与内容反馈数据。这些数据是垂类模型迭代的核心养料——模型架构具有可复制性，但真实的场景化数据构成差异化壁垒。第二层企业的核心竞争优势，正在于通过平台运营不断积累此类数据资产，形成“平台使用→数据积累→模型迭代→平台能力增强”的正向循环。即便在当前阶段平台对生产者部分补贴 tokens 使用，所换取的真实数据本身即构成有价值的数据资产，是对投入的有效对冲。

3.3.6 供给端 Token 的供给侧逆向驱动特征

供给价值(Token/API 消耗变现)具有区别于消费互联网的供给侧逆向驱动特征。AI 对传统生产供给的重塑与替代越深入，企业和个体通过 AI 实现降本增效、重构生产流程的需求越强，进而带动 Token/API 消耗增长。因此，供给端的降本与重构并不削弱第二层企业的 Token 变现逻辑,反而通过推动 AI 向生产环节渗透，为 Token 需求增长提供结构性动力;其增长逻辑由消费互联网的需求侧繁荣驱动，转向 AI 供给平台的生产方式重构驱动。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

4 第一层（基础大模型）与第三层（生态建设方）

4.1 第一层：入口生意而非基础设施

4.1.1 基础大模型是入口生意

基础大模型不仅仅是“基础设施生意”（赚服务费、低毛利、规模经济），而是“入口生意”——竞争惨烈，但赢了就是入口，等格局确立后再分成，类似苹果 iOS 的 App Store 抽成模式。

“基础模型盈利是伪命题”的含义是：现阶段不是赚钱阶段，厂商所有看似“赚钱”的动作（API 降价、免费层、企业补贴、开源搅局）都不是为了盈利，是为了成功卡位。

4.1.2 入口生意的三段路径

基础大模型的竞争遵循清晰的三段路径：

第一段：卡位期。战略性亏损构建系统与生态，核心目标是吸引开发者和用户入驻。当前多数基础大模型厂商处于这一阶段——OpenAI 年亏损数十亿美元，Anthropic 融资不断，国内大模型厂商普遍亏损。卡位期的核心衡量指标并非利润，而是开发者数量、API 调用量与应用生态规模。

第二段：出清期。市场优胜劣汰，竞争格局逐步确立。基础模型当前处于卡位期与出清期之间的过渡阶段——国内外数十家基础大模型厂商中，预计随着竞争格局逐步形成，最终占据主导地位的头部厂商数量将相对有限，类似于竞争格局趋于稳定后的智能手机、新能源汽车等行业。穿越出清期的核心标准并非“技术最优”，而是“资本储备充裕度”（具备在卡位期持续投入的能力）与“生态锁定能力”（能够构建高转换成本的开发者生态）。

第三段：分成期。入口收税——对全生态调用抽成（类比 iOS 对 App 抽成 30%）。一旦竞争格局确立，存活的少数几家基础大模型企业将对整个 AI 生态收取“入口税”——每一笔 API 调用、每一个 AI 应用，均需向基础模型入口支付费用。这一模式的利润率极高（边际成本趋近于零），但前提是能够顺利完成卡位期与出清期的双重跨越。

4.1.3 锁定能力的核心风险

但 AI 入口的锁定能力弱于硬件入口：

- 硬件入口的锁定极强：物理设备+系统封闭，用户和开发者切换成本高。iPhone 用户迁移到 Android 的成本极高（数据迁移、习惯改变、生态锁定），iOS 开发者为 Android 重新适配的意愿有限。
- 基础模型入口的锁定较弱：开源替代品（Llama、DeepSeek、Qwen 等）随时可替换，API 切换成本极低。一个开发者从 OpenAI API 切换到 Anthropic API，可能只需要修改几行代码。

锁定能力决定未来的变现能力。OpenAI 推出 ChatGPT 插件生态与 GPT Store，Anthropic 推出 Claude Projects，Google 将 Gemini 深度嵌入 Android 与 Workspace——都是在强化锁定能力。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

因此，竞争格局确立后，最终留下的少数头部厂商，其核心标准并非单纯技术最优，而是资本底气最厚+锁定能力最强。技术可以被开源追赶，但资本底气（能亏多久）和锁定能力（生态粘性）是更持久的壁垒。

4.2 第三层：不自建模型、直接拿来用的生态建设方

4.2.1 第三层的定义与范围

第三层是 AIGC 产业中数量最大、最分散的群体：不自建模型、直接调用现成 AI 能力重塑自身业务的传统组织与个人。包含：

- 传统企业：使用 AI 工具重塑业务流程的制造、零售、教育、医疗等行业企业。例如，一家广告公司使用 GPT-4 生成广告文案，使用 Midjourney 生成广告视觉。
- 中小企业（小 B）：使用 AI SaaS 工具提升效率的小型工作室、MCN 机构、独立开发者。
- 创作者个人（大 C）：使用 AI 工具进行创作的独立音乐人、短视频博主、网文作者。

第三层的共同特征是：不造任何模型，是 AI 能力的消费者（买方），而非提供者（卖方）。 它们通过调用第一层或第二层提供的 API/SaaS 工具/开源模型，将 AI 能力融入自身的业务与组织。

4.2.2 第三层的产业角色：被抽成方

在三层结构中，第三层的产业角色是**“被抽成方”**——它们是第一层和第二层平台的付费用户，为使用 AI 能力支付 tokens 费用/订阅费用。

这一角色定位意味着：

- 议价能力弱：第三层不拥有核心 AI 能力（模型），依赖第一层/第二层提供的工具。当 AI 能力提升、tokens 价格下降时，第三层受益；当 AI 能力停滞、tokens 价格上升时，第三层受损。定价权在上层。
- 替代性强：第三层企业之间高度同质化——大家都在用同样的 AI 工具，差异化更多体现在品牌、渠道、行业 know-how 上，而非 AI 能力本身。
- 转型难度因人而异：“拿来用”看似简单，但真正的组织重塑——将 AI 融入核心业务流程、重构组织架构、建立数据驱动决策——是一场深层次的变革，远非“注册一个 API 账号”那么简单。

4.3 硬件生态对标：三层框架的产业参照系

4.3.1 对标关系

AIGC 三层研究框架可对标已被验证的硬件生态产业组织方式。这一对标并非类比，而是用成熟产业结构锚定 AI 产业的分析框架：

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表7:AI 产业三层分析框架对标关系

AI 产业三层	硬件生态对标	本质
第一层 基础大模型	硬件入口 （智能手机/笔记本/iOS）	卡位→出清→分成， 盈利是伪命题，卡入口是真目标
第二层 垂类模型+出口	应用平台 （App Store/抖音/B 站）	连接开发者与用户， 向上游分成，对下游抽成
第三层 创作者/传统公司	生态合作伙伴 （App 开发者/MCN/服务商）	依附平台，赚应用层的钱， 是被抽成方

资料来源：方正证券研究所

这一对标的意义在于：硬件生态已经走过了“卡位→出清→分成”的完整周期（iOS 从 2008 年至今用了近 20 年），其产业结构、竞争格局、利润分配机制已被充分验证。AI 产业正在重演类似的产业组织演化过程，只是速度更快、变量更多。

4.3.2 分层入口、分层抽成的产业终局

整个 AI 产业链最终可能形成“分层入口、分层抽成”结构：

第一层卡“通用入口”： 成为所有 AI 调用的第一站，对全生态抽成（类 iOS 对全 App 抽成 30%）。通用入口意味着：用户需要 AI 能力时，第一个想到的就是它。ChatGPT 正在尝试成为这样的入口——用户通过 ChatGPT 调用各种能力，ChatGPT 向底层模型提供商付费。

第二层卡“垂类入口”： 在视频/音乐/短剧等垂类里做应用平台，垂类入口即其 App Store，对垂类生态抽成。DramaWave 正在尝试成为 AI 短剧领域的垂类入口——创作者通过 DramaWave 发布 AI 短剧，消费者通过 DramaWave 观看 AI 短剧，平台对两端均可变现。

第二层（语料库型）： 入口生态里的数据供应商，给入口供料，赚供应费与分润。

第三层： 入口生态里的开发者与应用方，被抽成的对象，赚应用层的钱。

这一结构与“层间关系暂未成型”的判断自洽：卡位战未打完，分成结构自然未固化。等各层入口出清、格局确立，分成结构才会成型。现阶段动态观察的核心目标，即是各层入口的卡位战进展。

4.3.3 锁定强弱对比

产业对标暴露了 AI 入口生意的核心风险变量——**锁定能力**。锁定强弱直接决定分成能否收上来：锁不住入口，赢了卡位也收不到“抽成”。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

图表8:AI 入口锁定机制

入口类型	锁定机制	锁定强度	风险
硬件入口（iOS/Android）	物理设备+系统封闭+生态锁定	极强	反垄断监管
基础模型入口（通用）	数据飞轮+应用商店+订阅服务（在补）	弱→中等	开源替代、API 切换成本低
垂类入口（DramaWave 等）	规模+双边网络（创作者+消费者）	中等	竞品分流、创作者多栖

资料来源：方正证券研究所

基础模型入口的锁定弱于硬件入口，是因为 AI 能力的“可替代性”远高于硬件生态。iPhone 用户迁移到 Android 需要换设备、迁数据、改习惯——成本极高。但 OpenAI API 用户迁移到 Anthropic API 只需要修改几行代码——成本极低。这意味着基础模型入口必须通过“附加价值”（应用商店、数据飞轮、订阅服务）来补锁定，而不能像苹果那样靠物理设备天然锁定。

垂类入口的锁定中等——比基础模型入口强（因为双边网络效应：创作者和消费者相互锁定），但弱于硬件入口。DramaWave 的锁定来自：创作者在 DramaWave 积累了用户和数据（迁移有成本），消费者在 DramaWave 建立了观看习惯和内容库（迁移有成本）。但如果竞品提供更好的分成比例或用户体验，双边用户可能同时迁移——这就是"双边网络"的脆弱性。

基于这一框架，研究任何一家 AI 公司，先判断它属于入口、平台、还是生态合作伙伴，直接套用硬件生态的分析框架，即可判断其卡位逻辑、变现方式、锁定能力与风险所在。

4.4 三层之间的传导与博弈

4.4.1 第一层→第二层的传导

第一层基础模型能力提升，直接扩展了第二层垂类模型的能力天花板。当 GPT-4 的推理能力提升时，所有建立在 GPT-4 之上的垂类应用都受益。但这也意味着第二层对第一层存在技术依赖——如果第一层降价或改变 API 策略，第二层的成本结构和竞争力都会受影响。

第二层的自主性诉求：这就是为什么昆仑万维持有天工基础模型——不是为了与 OpenAI 竞争，而是为了降低对第一层的技术依赖，保持垂类模型迭代的自主性。有了底座，垂类模型可以在自有数据上持续微调，不受第一层 API 变更的影响。

4.4.2 第二层→第三层的传导

第二层 AI 业务平台是第三层企业获取 AI 能力的主要渠道。平台的能力（模型质量、工具易用性、定价）直接决定第三层的转型成本与效率。

第二层的平台权力：当平台规模足够大时，它对第三层拥有定价权——可以调整 API 价格、改变分成比例、设定准入门槛。第三层的议价能力取决于替代平台的数量——替代越多，议价越强；替代越少，越被平台锁定。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

4.4.3 博弈格局

三层之间的博弈，本质是“产业链利润分配”的博弈：

- 第一层追求“入口税”最大化——希望所有 AI 调用都经过自己，对全生态抽成。
- 第二层追求“垂类生态税”最大化——希望在垂类领域建立入口，对垂类生态抽成。
- 第三层追求“被抽”最小化——希望 AI 能力越便宜越好、平台分成越低越好。

三方博弈的均衡点，取决于各层的锁定能力与替代选择。当前博弈尚处于早期——卡位战未结束，分成结构未固化，各方都在“跑马圈地”阶段。与此同时，率先布局与方向正确只是必要条件，不是充分条件。

4.4.4 三层结构的风险

第一层的风险：基础模型赛道呈赢者通占特征。国内外数十家基础大模型厂商中，预计最终留下来的少数头部厂商。出清的标准不是“技术最好”，而是“资本底气最厚+锁定能力最强”。当前处于卡位期向出清期过渡阶段，大量厂商将在未来 2-3 年面临被淘汰或并购的风险。

第二层的风险：垂类模型赛道虽可容纳多家企业，但容不下所有人。以 AI 短剧为例：DramaWave、ReelShort、DramaBox、ShortMax 等十余家平台竞争，最终可能仅存活 3-5 家。出清的标准不仅是技术能力，更是运营能力——谁能以更低成本获取用户、谁能建立更强的创作者生态、谁能在本地化运营上做到极致。

第三层的风险：传统组织转型阵痛。即便掌握 AI 工具，脱胎换骨式的自我重塑并不轻松。大量第三层企业将面临“用了 AI 但没用好”的尴尬——工具可用，但组织能力、数据积累、业务重构远未到位。第三层的出清不是“企业倒闭”，而是“转型失败”——企业还在，但未能真正被 AI 重塑，竞争力未获实质提升。

5 总结：研究框架的价值点

总结来说，AI 产业的三层研究框架，本质上是一次分析工具的升级——从消费互联网时代的“用户数×ARPU”，升级为 AI 时代的“双价值维度”；从“AI 公司”，升级为“三层定位、分层分析”；从“给一个静态结论”，升级为“方向判断+动态跟踪”。

这套研究框架的价值在于：**提供一套新的分析架构，在正确的维度上评估研究标的，用契合产业发展趋势的估值逻辑去定价。**

6 风险提示

AI 产业格局重构的风险;AI 行业竞争加剧的风险;企业 AI 转型不及预期的风险。

该报告由焦娟于2026年10月27日自Wind金融终端下载，仅供内部使用，请勿传阅
jiaojuan@foundersc.com

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