焦娟产业研究小典

技术、平台、内容与商业演进

产业研究思想与方法总集

焦娟

2026年10月7日重述版

总目录 1/2

产业机制、公司经营与市场定价，沿同一研究脉络展开。

01 研究方法 008

02 互联网与AI 021

03 模型与应用 035

04 硬件与具身智能 063

05 平台与公司经营 084

06 内容产业 102

总目录 2/2

产业机制、公司经营与市场定价，沿同一研究脉络展开。

07 音乐与流媒体 111

08 影视游戏与出版 127

09 IP与文化出海 152

10 产业兑现与市场定价 166

11 研究复盘 182

12 资料索引 194

小典的研究范围

产业变化怎样进入企业经营，又怎样进入资本市场定价，是本集的共同问题。

观察维度	产业判断与依据
产业	研究技术、产品、用户与供需关系，观察新环节、新场景和价值链变化
公司	研究资源禀赋、生态位置、组织能力与收入利润，比较相同趋势下不同企业的结果
市场	研究估值、预期、政策与资金偏好，区分经营改善与交易变化
研究积累	以历史报告、路演、行业数据库和交流材料为依据，形成可回溯的认知体系

一套框架贯通产业、公司与市场，同时保留各层各自的证据。

资料：A205、A424；定位及原始口径见本页备注

总图：技术怎样成为产业价值

本集按产业机制展开，同一公司可以在不同章节承担不同案例角色。

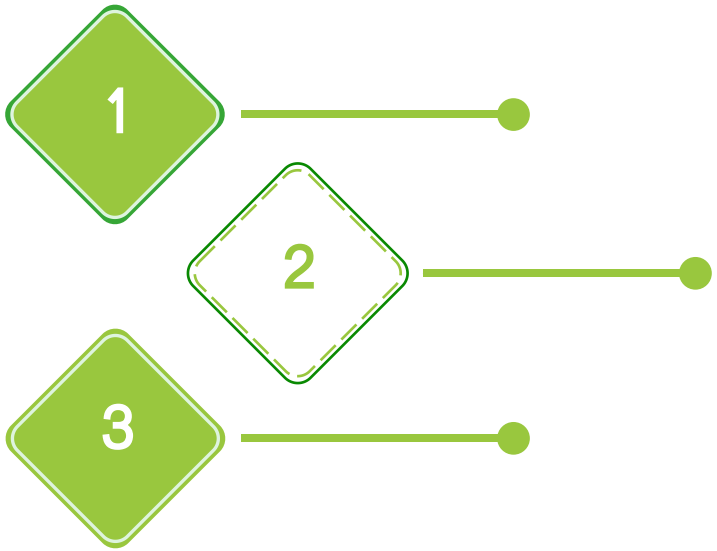
1 技术与载体	2 产品与需求	3 平台与生态	4 经营与定价
模型、算法、算力、硬件形成能力边界，决定可以完成什么任务	能力进入具体场景，产品用交互方式组织需求、使用与反馈	内容、分发、服务、交易与第三方伙伴形成产业分工	商业模式决定收入与成本，竞争和治理影响利润留存，市场形成估值

沿着能力、使用、交易和利润追问，才能看清产业机会由谁兑现。

资料：A205、A435；定位及原始口径见本页备注

研究阅读的三个时间口径

原判断保留提出时点，重述保留今天的条件，尚未兑现的推演保持开放。



01 **历史观察**

原文已有经营或市场记录，沿用时写清期间、范围与来源

02 **当时判断**

复原当时的信息条件和推理链，不把后来的结果倒填成早已确定

03 **2026年重述**

提取仍有解释力的机制，补充成立条件，对未验证的路径不作完成式描述

理解思想沉淀，需要同时保留判断的来路、适用条件与修改空间。

资料：A001、A137；定位及原始口径见本页备注

研究路径的变化

观察重心逐渐从硬件与新空间，扩展到模型、场景、内容和交付经营。

1 硬件与新空间	2 模型与数据交换	3 内容与价值分配	4 商业与交付
拆解VR架构、组件、算法和内容生态，研究终端如何承载新的体验	2023年提出从上网到上算，讨论用户、数据与模型之间的闭环	通过爆款、IP运营、音乐与平台研究，解释生产变化怎样进入分发与变现	近期材料进一步关注模型公司、应用平台、企业采用以及按结果收费

核心问题持续延展：技术改变什么，用户为何采用，公司怎样赚钱。

资料：A014、A133、A205、A435；定位及原始口径见本页备注

01

研究方法

研究先搭产业图谱，再识别关键部位，最后落实到公司的经营与价值。

有框架→成体系→抓C位

同一张产业地图，不同的观测点

研究结论的三种状态：事实、判断、推演

有框架→成体系→抓C位

研究先搭产业图谱，再识别关键部位，最后落实到公司的经营与价值。

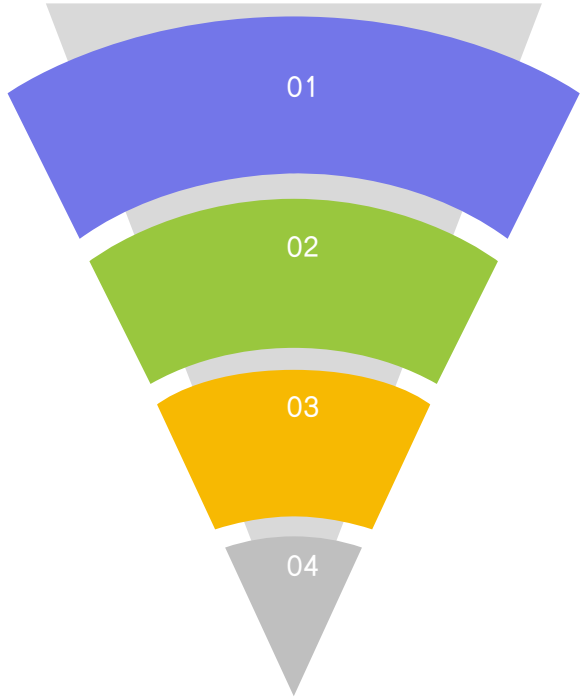
1 框架	2 体系	3 C位	4 公司
把技术、计算平台、场景、业务模式与变现模式放在同一张图里，先分清层次与关系	用深度报告、财务模型与动态数据持续更新；一个事件要能放回整体结构中解释	寻找当时真正限制产业推进、决定价值分配的关键环节；关键部位会随阶段迁移	落实到资源禀赋、生态卡位、产品交付与利润兑现，形成能够跟踪的研究对象

图谱决定看什么；数据决定判断是否仍成立。

资料：A007、A205；定位及原始口径见本页备注

本质、历史观、终局：三种尺度同时看

从当下现象进入，先抓本质，再回溯历史，最后用终局检验路径。



逐层检验

01 本质

技术究竟改变生产、连接、交付还是变现？先确定变化发生的部位

02 历史观

回看上一轮技术如何从基建进入业务模式、商业模式与成熟竞争

03 终局

描绘可能形成的产业图谱，再反推今天缺少的环节、抓手和推动力量

04 迭代

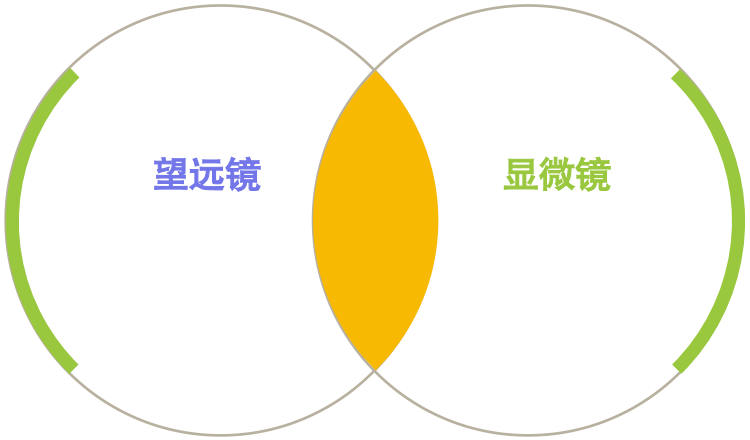
终局是研究假设，历史是比较样本；新的事实用于修正路径与时间判断

用历史找结构，用终局找缺口，用事实改判断。

资料：A143、A125；定位及原始口径见本页备注

望远镜 × 显微镜：远景与经营相互校准

产业远景提供方向，公司微观事实决定能否兑现。



01 望远镜

看技术路径、计算平台、空间开拓与生态建设；明确公司面对的机会和替代压力

02 显微镜

拆产品、客户、交付、收入、利润与现金流；确认增长来自什么具体动作

03 数据化

把判断转成指标与时间窗口，形成高频经营数据、财报和动态跟踪的交叉验证

04 来回切换

远景发生变化要重看公司；经营持续不兑现，也要回头检查产业假设

远景不能替代报表，报表也不能脱离产业阶段。

资料：A007、A424；定位及原始口径见本页备注

深度覆盖的六大组件：研究是闭环

一份报告只是起点，观点必须经过经营数据、市场反馈与再次研究。



01 底稿

深度报告与财务模型：建立业务理解、收入成本拆分和关键假设

02 跟踪

高频经营数据与动态跟踪：检查产品、客户、流水和业绩进度

03 表达

组合拳式汇报与当下观点：把分散研究压缩成清楚、可执行的判断

04 回流

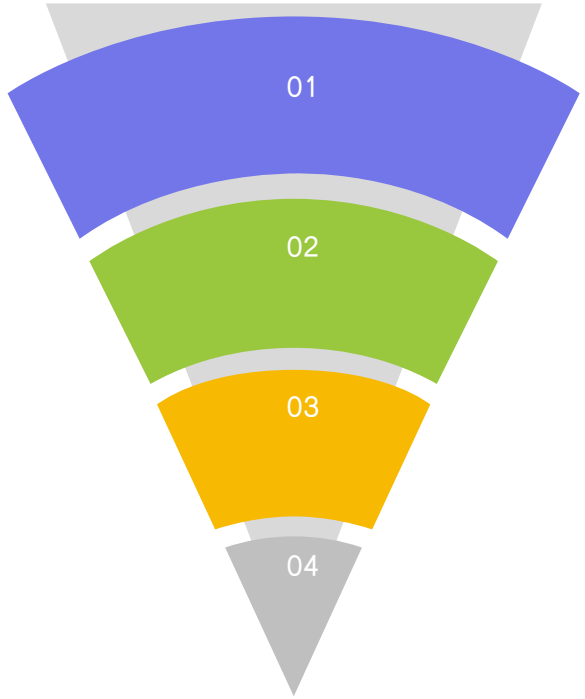
市场反馈：识别分歧、补证据、改节奏，再回到模型与深度报告

六大组件共同运行，研究结论才具有连续性。

资料：A007、A271；定位及原始口径见本页备注

产业、行业、板块：三个研究对象

研究产业变化、研究板块交易、研究两者之间的映射，不能混成一件事。



逐层检验

01 产业

技术供给、需求、生产方式与价值链构成整体，参与者包括大量非上市企业

02 行业

产业内按业务与产品划分的子集合；行业边界会随技术与跨界变化

03 板块

上市公司集合叠加市场分类、流动性与交易属性，并非产业全貌

04 映射

判断哪些产业变化能进入上市公司业绩，何时、以多大比例被价格反映

产业繁荣不等于板块普涨；板块上涨也不等于经营兑现。

资料：A240、A139；定位及原始口径见本页备注

四种思维：信息、经济、社会、交易

面对同一项技术，关注点不同，得到的答案也不同。

观察维度	产业判断与依据
媒体思维	感知新闻、传播与公众预期；便于发现热点，也容易被频繁事件牵引
经济思维	计算投入产出、客户收益与商业可行性，确定技术如何成为生意
社会思维	考察区域、制度与推动力量，解释同样技术为什么走出不同路径
交易思维	在产业图谱中明确自身位置、约束和时间窗口，形成当下可检验的决策

先明确自己在回答哪一类问题，再选择证据。

资料：A125；定位及原始口径见本页备注

同一张产业地图，不同的观测点

定位不同、阻力不同，打法可以相似，节奏却不会相同。

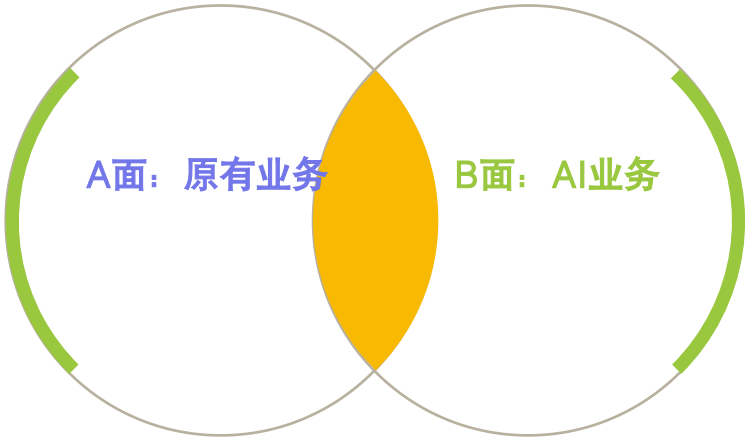
观察维度	产业判断与依据
既得利益者	既有业务、组织和利润形成路径依赖；新技术既提供升级，也可能侵蚀原有收入
新进入者	没有同等存量负担，但缺少客户、渠道、资金和交付信用
需求方	看技术是否解决真实问题、是否值得采购，以及何时能形成稳定服务
供给方	看如何重构产品与组织，用新工程方案赢得订单、市占率和产业位置

不只问机会多大，还要问对谁成立、通过什么路径成立。

资料：A125、A022；定位及原始口径见本页备注

A/B两面：旧业务有底，新业务有位

任何公司先拆旧业务，再看AI资源禀赋与生态位置；看不清的新业务不强行赋值。



01 A面：原有业务

公司过去靠什么赚钱？牌照、渠道、产品、客户与现金流分别贡献多少？

02 B面：AI业务

公司进入模型、封装平台还是应用生产？是否已有产品、客户和清晰收费机制？

03 两面关联

旧资源能否迁移？新投入会否侵蚀旧利润？数据、客户与渠道如何形成协同？

04 分部研究

成熟业务用适配其经营的指标；新业务按阶段验证，避免同一收入被重复计入

先去掉旧标签，再给新业务一个有证据的位置。

资料：A424、A105；定位及原始口径见本页备注

指标要跟生意走，不能拿同一把尺子量所有行业

竞争来自哪里，核心指标就应该落在哪里。

观察维度	产业判断与依据
游戏：产品能力	2025年框架先排毛利率，再看净利率与ROE；借此区分产品竞争力和经营管理
出版：资源与规模	以收入规模与利润规模观察牌照行业龙头，再看稳健性、分红和区域资源
AI：任务与客户	新业务先看真实使用、付费、交付与单位成本，再判断能否进入稳定利润阶段
混合业务	通信、IDC、影视等业务混在公司报表中，应拆分后比较，避免平均数遮蔽差异

先识别商业模式，再选指标，最后做横向比较。

资料：A205、A436；定位及原始口径见本页备注

时间线也要拆：产品→流水→收入→利润

产业进展进入利润表，需要经过多个不同步的环节。

1 产品	2 流水与订单	3 收入	4 利润与现金
技术完成、版本上线、取得许可或可被用户实际使用，是供给出现的起点	客户尝试、签约或付费发生；要区分试点、补贴、渠道库存与持续需求	按业务交付和会计规则确认；收入时点未必等于订单、流水与收款时点	扣除研发、算力、销售、交付等成本，观察规模能否产生回报，回款是否跟上

跟踪节奏要沿链条推进，不能把发布会直接连到利润。

资料：A007、A087；定位及原始口径见本页备注

把“想要”拆成“需要”：跨界要有能力迁移

跨界的研究对象，是可复用的能力、必须补足的短板及真实客户需求。

1 原有能力	2 横向迁移	3 纵向升级	4 补足短板
先找公司过去成功依靠的底层能力，例如加速、分发、运营或客户交付	同一能力进入新的计算平台与场景；业务名称变化，能力可能仍然连续	新技术改变原工程方案；不升级，原有优势可能被另一种实现方式替代	并购、合作与自建各有成本；技术提效带来的新瓶颈，决定是否真的需要补齐

先研究能力能不能迁移，再研究跨界故事有多大。

资料：A022、A153；定位及原始口径见本页备注

研究结论的三种状态：事实、判断、推演

保留当年的判断，也保留判断成立的条件与后来需要修正的部分。

观察维度	产业判断与依据
历史事实	标明数据期、报告日期、单位和来源；后续发生变化不改写历史时点
产业判断	解释因果机制与适用对象；区分作者的判断和可独立验证的经营事实
情景推演	时间、市场空间与终局属于有条件设想；不能回写成已经发生的进程
持续修正	新证据进入后，保留机制、调整路径或撤回结论，形成思想沉淀的真实轨迹

小典记录研究如何发展，不制造“所有判断都已兑现”的历史。

资料：A143、A125；定位及原始口径见本页备注

02

互联网与AI

互联网首先组织连接；AI首先重塑供给，再进入交互、交换与交易。

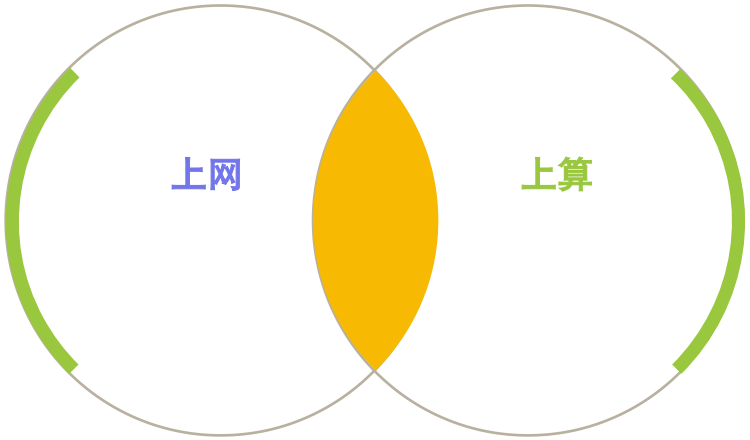
从“上网”到“上算”：技术改变的部位不同

从信息不对称到认知不对称：应用改变什么

研究主线的演进：从供给范式到任务结果

从“上网”到“上算”：技术改变的部位不同

互联网首先组织连接；AI首先重塑供给，再进入交互、交换与交易。



01 上网

把分散的信息、用户与交易连接起来；线上化扩大可达范围，平台组织流量与匹配

02 上算

用算力、数据、模型重做已有供给；内容、服务和工作过程的生产方式发生变化

03 供给创新

降本之外，新增产品、场景与交付方式；要问变化是否产生新的客户价值

04 平台变轨

生产方式变化继续传导到分发与变现，原有生态位可能强化，也可能重排

供给端变化是起点，产业链价值重分配是研究落点。

资料：A133、A163；定位及原始口径见本页备注

互联网回溯：先有基建，后有生意与变现

历史提供的是阶段结构，而非把AI年份与互联网年份一一配对。

1 基础设施	2 业务模式	3 变现模式	4 平台升级
联网能力、硬件与操作环境逐步形成，用户开始进入新空间	门户、搜索、社区等组织信息和用户；各类服务寻找稳定需求与使用习惯	广告、游戏、电商、增值服务等收入路径逐步成型，商业逻辑开始闭环	新的终端与交互方式带来再次扩张，原有业务被改造并形成新的入口竞争

阶段可以比较，时间不能机械压缩或照搬。

资料：A143、A205；定位及原始口径见本页备注

2024年的历史类比：为什么说“形态上的倒序”

2023—2025与2015—2013的倒序，是当时的市场情景假设，不是产业时间表。

观察维度	产业判断与依据
2023↔2015	原材料用“直接拔估值”描述市场对新技术预期的迅速定价
2024↔2014	原材料将并购线索与政策催化放在重点，观察新技术怎样扩展上市公司集合
2025↔2013	当时推演指数与个股机会扩散，强调可被证明的能力迁移
两条时间线	资本市场会提前定价，产业经营仍需逐项兑现；两者不能共享一张机械年历

当时推演，非已实现；保留比较方法，不继承确定的涨幅结论。

资料：A007；定位及原始口径见本页备注

AI与互联网的差异：从五个维度归并为四组问题

2025年的五分法，从区域、需求、收费、增长方式和内容分发观察AI。

观察维度	产业判断与依据
区域与场景	中国版本的海外爆款未必仍是主要路径；本地客户、治理与产业结构影响落地
需求与约束	从娱乐便利扩展到管理、核验、教育等场景；使用者和付费者未必一致
收费与增长	付费与降本逻辑受到重视；扩用户、降成本、增收入需要分别测量
内容与分发	生成门槛下降可能增加供给，分辨、传达与触达成为新的瓶颈

五个差异是一组待验证的产业命题，不能直接当成时代定律。

资料：A143、A007；定位及原始口径见本页备注

生成门槛下降，传达门槛为什么可能上升

供给增加不等于有效需求增加；识别、筛选与理解成为新的稀缺环节。

1 生成	2 供给扩张	3 传达	4 价值归属
资料收集与初稿制作更便捷，更多参与者进入，单位产出时间可能缩短	同类内容与方案迅速增加，客户接触的信息量上升，注意力不随之等比例增长	需要筛选、结构化、解释和证明，才能使对象理解其与自身需求的关系	谁能持续完成筛选与交付，谁才可能获得新的议价权；生成者未必拿到全部收益

成本可能沿链条迁移：制作省下的成本，不能忽略客户承担的辨别成本。

资料：A143、A022；定位及原始口径见本页备注

“用户＝终端”：原意是数据交换关系

2023年的等式是一种系统观察，不是把人的价值等同于设备。



01 沉淀数据

用户的使用、选择与操作形成需求和效果线索，成为产品理解场景的依据

02 形成交换

产品与用户之间需要输入、响应和反馈；只有存量资料不足以构成完整闭环

03 反馈作用

观察使用结果是否改善产品及匹配，区分有效反馈与单纯增加交互次数

04 商业转化

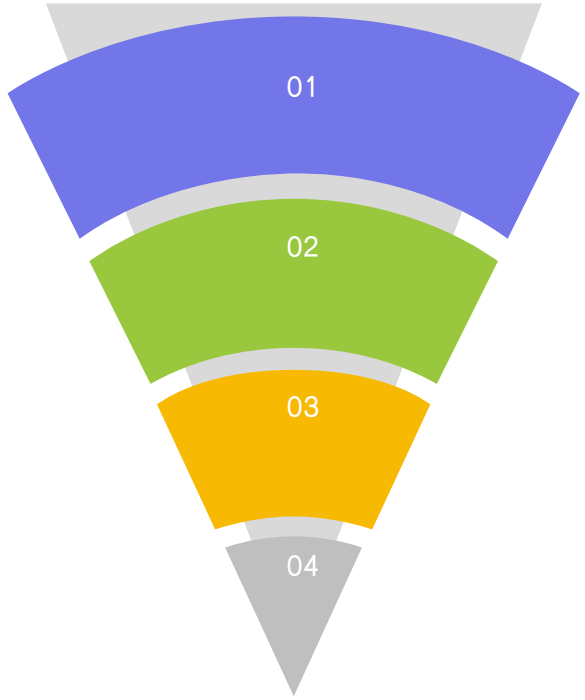
数据与反馈只有进入可用产品、持续需求和客户付费，才可能成为产业资产

可保留“交换与反馈”的洞察，不能沿用“出现频次决定正确性”的技术解释。

资料：A133；定位及原始口径见本页备注

从信息不对称到认知不对称：应用改变什么

检索让信息可得，应用还要帮助用户理解、判断并完成行动。



逐层检验

01 信息可得

找到资料、链接、商品和服务，解决在哪里以及有什么

02 理解差异

把复杂内容转成用户能理解的形式，解释条件、限制与相互关系

03 决策支持

围绕具体需求形成选择与方案，价值取决于任务是否清楚、结果能否验证

04 行动完成

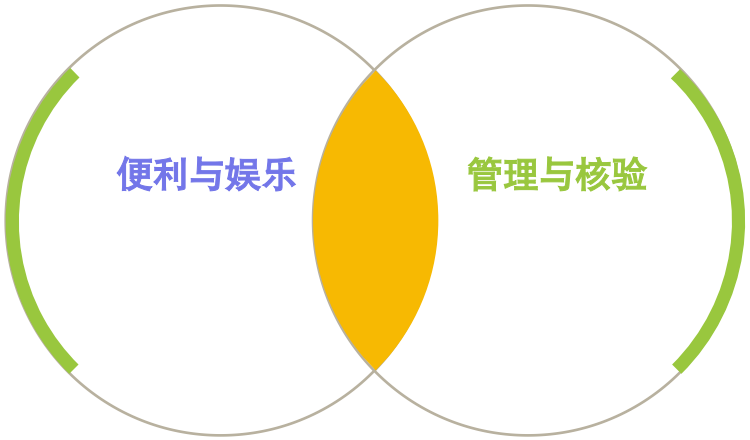
从建议进入工具与流程，进一步检查执行、反馈及责任归属

“消除认知不对称”是产品愿景；研究要落实为可验收的任务。

资料：A131、A133、A152；定位及原始口径见本页备注

“顺人性 / 逆人性”：换一种需求分类

除了to B、to C、to G，还要看谁受益、谁使用、谁承担约束。



01 便利与娱乐

节省操作、获得娱乐与即时反馈，用户通常直接感受产品价值

02 管理与核验

监督、审查、自律和质量控制，收益可能首先归于组织或服务购买者

03 同功能不同场景

闹钟与下课铃都在提醒，用户感受不同；功能标签不足以解释采用动力

04 研究落点

识别付费者、使用者、受益者和被约束者，判断推广阻力与留存来源

保留需求角色分析，避免把“人性”判断当成市场结论。

资料：A125、A131；定位及原始口径见本页备注

空间不是背景：计算平台决定产品的抓手

同一AI能力落在不同计算平台，交互、分发和变现路径会发生变化。

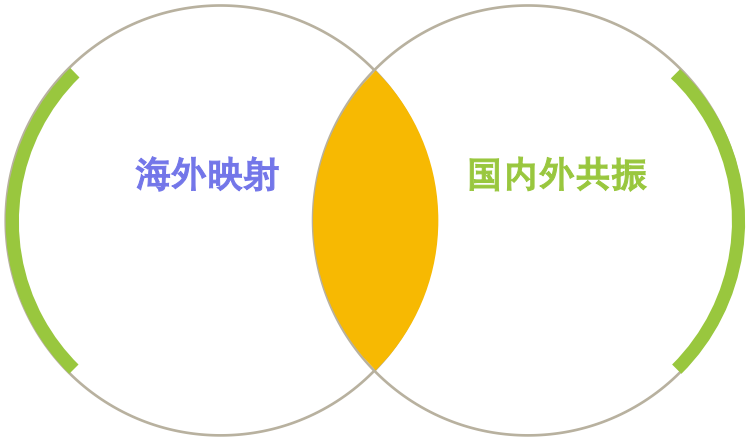
1 计算平台	2 资源性发现	3 生态建设	4 经营验证
屏幕、输入方式、移动性和可操作环境不同，决定用户如何接触与使用能力	寻找该平台特有的内容、数据与使用行为，而非只复制已有产品形式	围绕新抓手形成交互、交换、交易，再生长出新的场景、环节与商业模式	观察使用频率、留存、付费和交付成本，确认新的空间是否真的形成增量

研究空间，是研究产品成立的条件；不能预设某一种终端必然胜出。

资料：A156、A125；定位及原始口径见本页备注

从海外“映射”到国内外“共振”

先比较产业功能，再比较市场条件；相似产品不保证相同商业路径。



01 早期映射

2023年按模型、云、办公、搜索等业务对照微软，寻找技术与商业模式线索

02 条件差异

客户支付、采购组织、资本供给、渠道和存量业务不同，影响落地速度及利润来源

03 功能比较

比较解决的问题、交付范围和收入机制，避免只寻找公司名称上的对应关系

04 共振研究

分别跟踪各地技术与需求，再观察哪些环节互相推动；不把海外成功直接折算为国内空间

公司可以映射，商业化必须回到本地客户与经营条件。

资料：A130、A184、A434；定位及原始口径见本页备注

供需两侧都出现AI：组织方式也要重做

AI既参与生产，也可能帮助需求方筛选、比较和执行，企业要重新组织交付。



01 供给端

工具改变内容、服务与方案的生产方式；产出速度提升后，标准和验收更重要

02 需求端

客户借工具更快比较方案和获取信息，对解释、适配与响应提出新要求

03 组织端

原有岗位分工和管理层级要适配任务协作；项目化不等于可以省略责任和复核

04 交付端

围绕客户结果重组人员、工具与数据，判断效率提升能否转换成利润和续单

“公司剧组化”是组织情景：能否低成本协调并稳定交付，决定它是否成立。

资料：A007、A022；定位及原始口径见本页备注

五种创新：新技术如何长出新生意

创新不只表现为全新产品，也可能发生在场景、环节、赛道与模式中。

观察维度	产业判断与依据
新场景 / 新内容	同一能力进入新的使用环境，或形成此前难以生产、交互的新内容
新环节	供给增多后出现专业筛选、交付、运营等服务，补上产业链的新缺口
新赛道	独立需求与能力组合形成可持续市场，需要客户、产品和收入共同证明
新模式	生产组织、收费单位、分发关系改变，使原有业务出现新的利润结构

从产业链缺口找创新，比只从应用名称找创新更完整。

资料：A138、A143；定位及原始口径见本页备注

研究主线的演进：从供给范式到任务结果

2023—2026年的研究，逐步从技术与空间，进入经营、交付与价值分配。

1 2023：供给范式	2 2024：应用攻坚	3 2025：商业差异	4 2026：任务结果
AIGC改变生产；研究模型、算力、数据、交换与新应用可能性	落地难点、观测点、六大空间与Agent执行，转向具体场景和组织阻力	互联网与AI五差异、需求结构、内容分发及国内外模式差异	A/B两面、三层框架、Token经济学与智能工厂，检验成功交付和价值归属

核心问题始终连续：技术怎样改变供给，并最终成为可兑现的生意。

资料：A163、A125、A143、A430；定位及原始口径见本页备注

03

模型与应用

算力与数据提供资源，模型与平台形成能力，场景与客户检验价值。

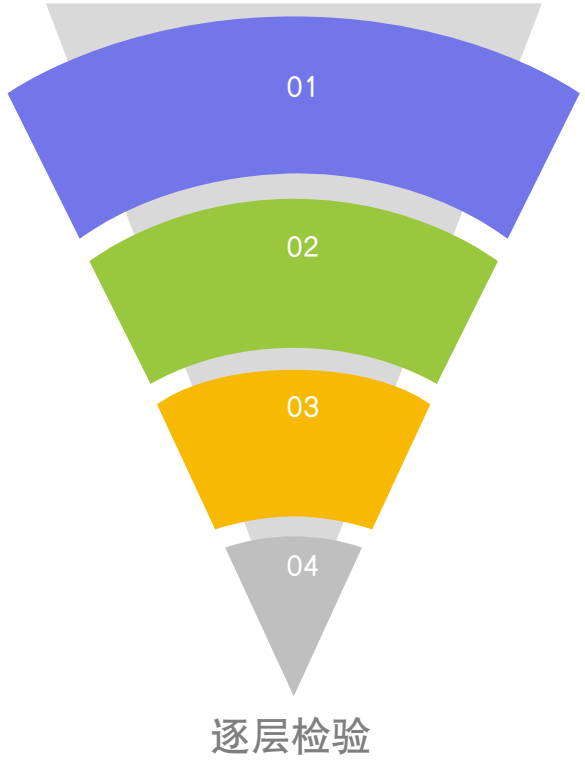
AI产业链的三层：基础→技术→应用

第四范式：平台型服务如何绑定标杆客户

最终研究对象：谁把智能变成了可持续生意

AI产业链的三层：基础→技术→应用

算力与数据提供资源，模型与平台形成能力，场景与客户检验价值。



01 基础层

芯片、服务器、连接、数据中心、数据及算法框架，为能力生产提供条件

02 技术层

通用模型、垂类模型、智能体与平台服务，把资源转化为可调用的能力

03 应用层

面向不同客户和场景重构产品、流程与服务，形成交付、使用和付费

04 反向牵引

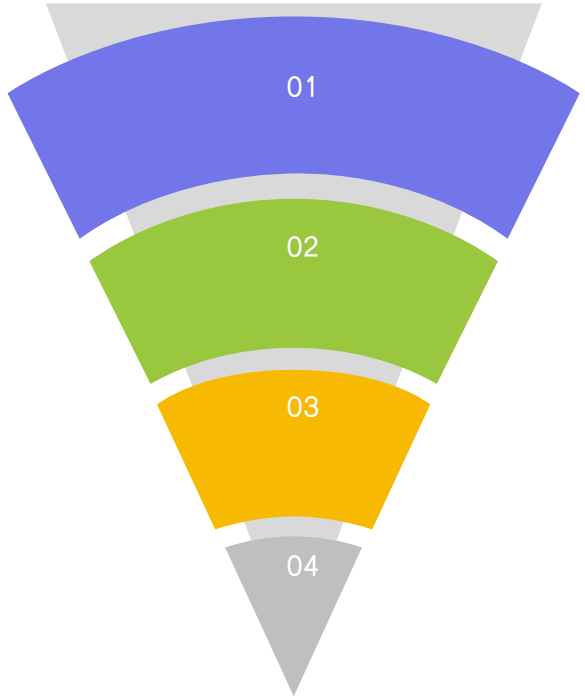
应用需求反向决定能力、成本与供给要求；产业链不是只有单向的技术传导

先确定公司处于哪一层，再研究它与上下游交换什么。

资料：A185、A135；定位及原始口径见本页备注

AI应用的三层框架：生产能力、组织能力、使用能力

2026年框架把模型本身、能力封装与应用改造放在一张图里。



逐层检验

01 第一层：技术模型

持续研发和生产基础能力，对外提供模型、接口或基础技术服务

02 第二层：能力组织

垂类模型、Agent、MaaS与分发平台，把能力封装成可用产品及工作流

03 第三层：供给改造

企业或个人使用前两层重做生产与业务流程，将技术转为客户结果

04 公司可跨层

研究收入来源、成本承担和客户归属，避免因贴近AI而把全部业务重复归类

研究范围要从“谁做模型”，扩展到“谁组织能力、谁把能力用好”。

资料：A424、A437；定位及原始口径见本页备注

AIGC的C：表达性、生产性、决策性

内容的边界扩大，研究范围也随之从传媒产品进入企业流程与高价值任务。

观察维度	产业判断与依据
表达性内容	图文、音乐、视频等用于观看、表达与传播，重点看体验、分发和变现
生产性内容	代码、设计、材料与中间成果进入工作流程，重点看可用性、复用与效率
决策性内容	参与业务判断或行动选择，重点看准确、可核验、责任和错误代价
横向转化	同一内容可被再创作、用于生产、进入交易决策；边界由实际用途决定

内容是什么，取决于进入哪个工作环节；不能只按文件形式分类。

资料：A424、A437；定位及原始口径见本页备注

模型厂商是“智能工厂”：发布不是终点

可持续产生、部署、检验和升级能力，才构成真正的供给体系。



01 资源投入

算力、数据、算法人才相互约束，资源规模不能直接等同于智能产出

02 训练与工程

预训练、后训练与系统工程共同形成能力，失败实验与组织经验也影响成本

03 质量检验

评测、验证与可靠性检查之后，能力才能进入产品和真实任务

04 部署与反馈

客户使用形成失败、修正和任务轨迹；有效反馈进入下一轮产品和能力迭代

竞争不只是谁发布了模型，还包括谁能持续提供稳定、经济的能力。

资料：A429、A163；定位及原始口径见本页备注

数据的价值在闭环，不只在数量

任务、失败、修正与结果，决定数据能否真正改善交付。



01 任务定义

明确客户想完成什么，记录输入、环境和合格结果，避免收集无目标的数据

02 过程轨迹

保留操作、调用、修改与失败位置，解释结果是怎样产生的

03 结果反馈

将是否完成、是否返工、是否续用与客户目标对应，区分满意与真实有效

04 能力更新

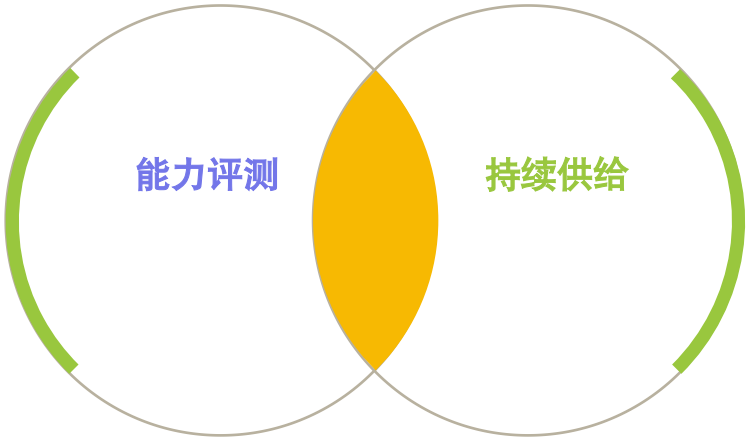
经筛选、评测与工程转化后改进模型、流程或产品，检验改进是否可重复

数量是资源，可验证的反馈才可能成为竞争优势。

资料：A429、A133；定位及原始口径见本页备注

能力上限与持续供给：评测之外还要看什么

一次优秀表现，不能代替大量真实任务中的可用性。



01 能力评测

在明确条件下测试某类能力，帮助判断版本变化与特定任务优势

02 持续供给

在真实并发、时延和运行环境下反复提供服务，考验工程、容量与稳定性

03 成功成本

同等质量任务需要多少调用、等待、复核和返工，决定客户的实际支出

04 使用结果

客户是否持续采用、是否扩展场景、是否愿意付费，决定能力的商业意义

模型排名要和任务、预算、交付条件一起看。

资料：A429、A434；定位及原始口径见本页备注

Token经济学：计量单位≠价值单位

Token便于结算，但不同模型、模态与任务中的价值并不相同。

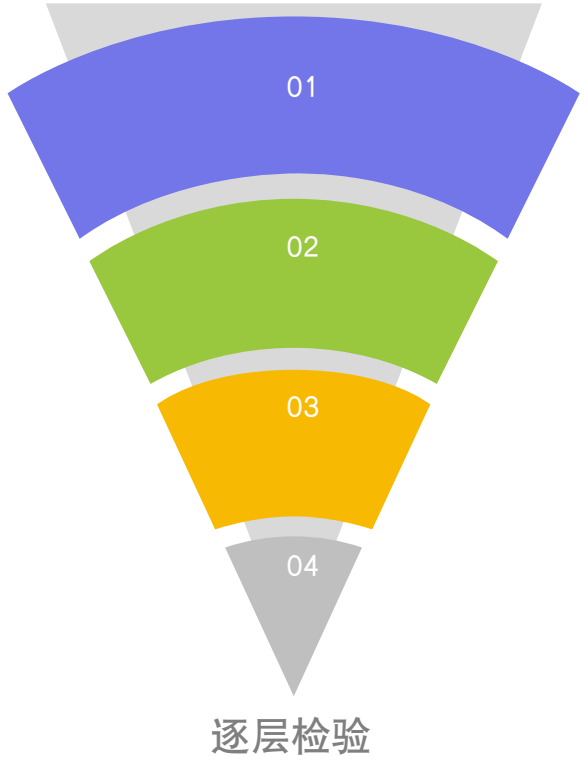
观察维度	产业判断与依据
可计量	记录调用消耗，为服务结算和运行管理提供统一入口
非同质	语言、代码、模态、上下文与模型不同，同一计量值对应的工作与成本可能不同
不等于成功	调用增长可能来自使用增加，也可能来自长流程、重复尝试或返工
价值对照	回到合格任务的完成量、客户节省的成本与可持续付费，建立经济意义

看用量，也看成功率；看单价，也看完成同一任务的总成本。

资料：A430、A184；定位及原始口径见本页备注

训练与推理：两套经济账

训练形成能力供给，推理承担持续服务；客户结果还需要额外的交付成本。



逐层检验

01 训练投入

算力、数据、研发、失败实验及后训练，前置投入大且结果存在不确定性

02 推理成本

随使用持续发生，受模型选择、输出长度、容量利用和服务要求影响

03 交付成本

应用开发、数据接入、复核、返工、售后和客户支持，需要纳入经济账

04 分摊边界

平台共享资源、自用与外售、模型迭代周期不同，决定成本能否准确归属

接口毛利、产品毛利与公司利润，是三个不同层次。

资料：A430、A435；定位及原始口径见本页备注

从按资源收费，到按任务与结果收费

收费单位变化，意味着工作范围与责任边界一同变化。

1 资源与调用	2 席位与订阅	3 平台与工作流	4 任务与结果
客户购买算力或模型调用，应用开发与业务组织主要留在客户一侧	用户获得持续使用助手的权利，仍需完成业务组织、复核与最终交付	供应商组织模型、工具和任务流程，客户减少技术集成，但仍需明确验收要求	供应商承担更多执行与验证，定价更接近业务价值，履约和返工成本也会增加

多类收费可以并存；越接近结果，越要审视谁承担执行与验收。

资料：A435、A152；定位及原始口径见本页备注

用量份额、支出份额、利润份额：三张不同的表

被更多人使用，不自动等于获得更多收入，更不自动等于更好的资本回报。

观察维度	产业判断与依据
用量份额	反映调用和采用范围；需辨认免费、促销、内部使用和重复消耗
支出份额	反映客户真实支付，受到价格、折扣、产品组合与付费场景影响
利润份额	扣除模型、算力、交付与获客成本后，才看到供应商实际留存的价值
资本回报	将利润与投入、利用率、更新周期及资金占用放在一起，判断生意质量

采用率与价值获取，需要各自的证据。

资料：A435、A431；定位及原始口径见本页备注

订阅增长：新增、续费、扩张分开看

一次付费说明尝试，续费与扩单更接近持续价值。



01 新增

获客来源、补贴与营销投入决定增长质量，注册或下载不能代替付费使用

02 续费

客户是否在真实工作中持续使用，服务是否形成可感知、可重复的价值

03 扩张

席位、调用和场景增加，需要区分自然增长、交叉销售与价格变化

04 服务负荷

轻、中、重度用户的成本不同；固定订阅收入与可变消耗之间需要匹配

研究订阅，既看收入留存，也看服务成本随使用怎样变化。

资料：A435、A184；定位及原始口径见本页备注

资本开支：为什么要投，与投得值不值分开

战略必要性解释投入动机，利用率和客户回报解释经济结果。

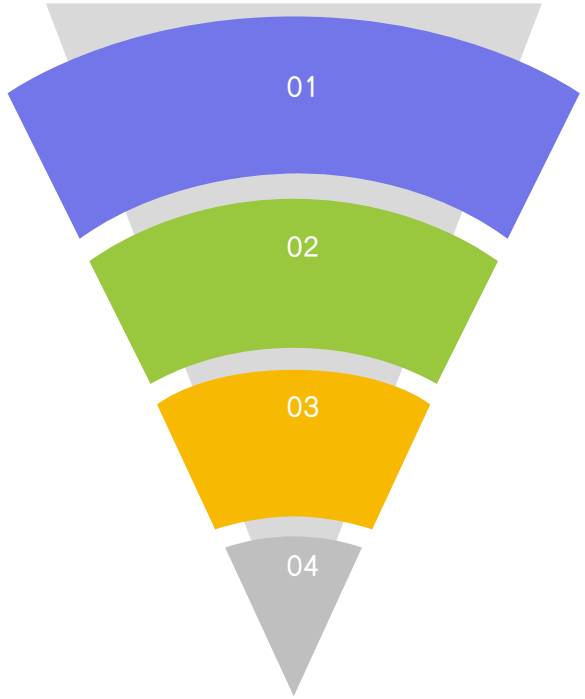
1 能力与防御	2 产能与供给	3 内部与外部	4 回报验证
保持技术供给、改善已有业务、避免入口被替代，都会推动投入	芯片、机房、网络和工程转成实际可用能力，建设规模不等于有效产出	内部提效和外部销售的收益路径不同，不能将内部调用全部计成新增收入	观察利用率、收入结构、客户留存、折旧与现金回收，检验规模经济是否出现

战略上不能缺席，不等于财务上已经跑通。

资料：A431；定位及原始口径见本页备注

模型排名会变，产业位置由系统结果沉淀

客户关系、工作入口、交付体系和合同，比单次发布更有持续性。



逐层检验

01 模型能力

影响产品可解决的问题与质量，但不同任务的优势可能随版本变化

02 客户与入口

直接接触用户和业务需求，形成使用习惯与持续付费的起点

03 系统与交付

数据接入、权限、工具、流程和售后共同决定能否稳定服务

04 合同与生态

合作伙伴、采购关系与生态依赖沉淀位置，也可能带来成本和议价约束

比较大模型公司，要从排行榜走到客户工作现场。

资料：A432、A036；定位及原始口径见本页备注

第四范式：平台型服务如何绑定标杆客户

历史案例｜2024年4月研究：客户留存与单客收入，是平台黏性的两个观测点。

观察维度	产业判断与依据
90.67%	2022年标杆客户留存率，原报告用于说明平台产品与转型服务带来的客户黏性
1,838万元	2023年标杆客户平均收入；原报告称较2018年增长371%，说明单客扩展的重要性
产品矩阵	算力基础设施、操作系统、开发工具及应用共同服务企业转型，区别于孤立项目
研究解释	留存和扩张提供线索，仍要进一步拆客户集中度、项目交付成本、回款与利润

历史经营数据，非当前业绩；平台黏性要与客户经济价值一起验证。

资料：A036；定位及原始口径见本页备注

出门问问：同为AI业务，毛利结构差异很大

历史案例 | 2023年业务数据：软件、AIGC解决方案和硬件的成本结构不同。

观察维度	产业判断与依据
企业解决方案	2023年业务毛利率80.9%；以软件与方案交付为主，成本结构区别于硬件业务
AIGC解决方案	2023年业务毛利率92.2%；须继续观察研发与销售投入，不能等同于净利率
组件及智能设备	2023年业务毛利率21.5%；硬件生产与采购成本影响业务毛利水平
整体组合	综合毛利率2022年67.2%、2023年64.3%；业务结构改变，会改变公司整体表现

分析AI公司，先拆业务组合，再谈毛利、净利与模式优劣。

资料：A032；定位及原始口径见本页备注

商汤：算力资产怎样进入收入

历史案例｜2023年4月研究：自用训练与对外AI云服务形成两条能力使用路径。

观察维度	产业判断与依据
算力储备	报告披露2.7万块GPU、其中A100超过1万块；这是当时资源口径，不是当前储备
可控算力	原报告披露总算力5,000P；未披露可统一比较的精度条件，本页不跨厂商做倍数比较
外部收入	2022年相关AI云收入超过2.93亿元，占收入比重超过7.68%，显示资源可对外服务
商业问题	既有设备支持自用，也可能对外销售；利用率、服务价格与更新成本决定经济结果

资源规模是经营起点，收入和资本回报仍需分别验证。

资料：A081、A080；定位及原始口径见本页备注

商汤：生成式AI增长，不必同步提高毛利

历史案例｜2023年上半年：业务切换伴随基础设施和硬件成本。

观察维度	产业判断与依据
结构变化	2023H1生成式AI收入占比20.3%；智慧商业收入8.54亿元，同比增长50.2%
毛利承压	2023H1毛利率45.3%，同比下降20.7个百分点；报告归因为硬件及AIDC相关成本
研发负荷	同期研发费用率124.43%；销售、管理费用率分别29.16%、55.58%
经营含义	新业务增长与费用结构改善可以同时存在，仍不足以直接推出公司盈利

增长、业务组合、毛利和费用率要在同一张经营图里解释。

资料：A094；定位及原始口径见本页备注

百度：云业务是怎样成为第二增长线的

历史案例｜2019—2023年：收入规模与核心业务占比同时上升。

观察维度	产业判断与依据
2019年	智能云业务收入63.7亿元，占百度核心收入8.0%；这是云业务的起始比较口径
2023年	智能云业务收入187.2亿元，占百度核心收入18.1%；公司报告将其视为增长线
核心口径	2023年百度核心业务收入1,034.7亿元；要与包含爱奇艺的集团总收入区分
AI传导	大模型可能增加训练与推理需求，也可能重塑搜索营销；不能把全部云收入归因于生成式AI

先把分母与业务边界拆清楚，才能解释“AI贡献”有多大。

资料：A105、A087；定位及原始口径见本页备注

企业智能化：成熟度不同，交付方式不同

历史样本｜2022年报告显示84%受调查企业处于L1—L3，智能化仍需数字底座。

观察维度	产业判断与依据
L1—L2	基础信息化与局部数字化阶段：先解决数据、流程和局部应用问题
L3	规划建设公司级数字底座，为跨部门智能化准备数据与系统条件
L4—L5	从全价值链智能运营，走向技术与业务融合并开放赋能行业
84%的含义	原引用为2022年调查口径，不能代表2026年全部企业；用于说明客户成熟度差异

同一个Agent不能越过不同企业的数据、流程与组织基础。

资料：A152；定位及原始口径见本页备注

2023Q1：市场先交易模型，再向应用扩散

历史行情观察｜2023年4月报告：传媒板块约涨40%，35只个股跑赢板块。

观察维度	产业判断与依据
整体表现	原报告统计2023年一季度传媒板块涨幅约40%，跑赢板块的个股35只
领先线索	涨幅超过200%的2只，100%—200%的4只；报告归纳为推模型或率先接入模型
应用扩散	50%—100%区间21只，40%—50%区间8只；涉及游戏、营销、影视及出版等
研究意义	行情反映市场先定价什么，不等于对应收入与利润已兑现，也不能复制为下轮涨幅

这一页记录历史定价顺序，经营验证仍要回到产品、客户与财报。

资料：A139；定位及原始口径见本页备注

AI Agent：从回答问题进入执行任务

执行能力将模型、工具、流程与结果连接起来，研究重心随之转向任务完成。

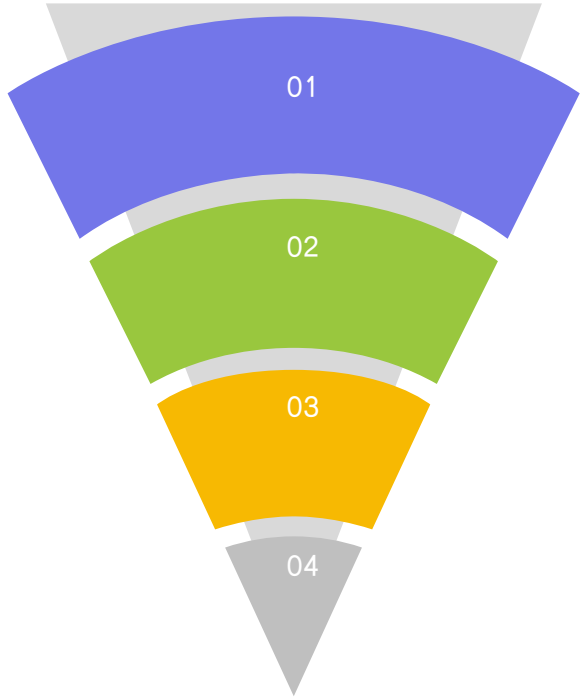
1 理解目标	2 规划与调用	3 执行与反馈	4 结果验收
明确用户意图、任务范围与可使用的系统，减少任务本身的歧义	选择步骤、工具与模型，将输出用于下一步操作，而非停留在文本回答	根据环境与执行结果调整步骤，记录失败与修正，形成可重复流程	检查任务是否完成、质量是否合格、成本是否可接受，并明确人的最终责任

Agent的产业价值，要从“展示了操作”推进到“稳定完成任务”。

资料：A152、A437；定位及原始口径见本页备注

企业应用：重平台，而非堆单点功能

企业购买的往往是一套能够持续运行、与既有系统配合的生产能力。



逐层检验

01 数字底座

数据、算力、已有系统与接口决定可用资源，项目从理解客户基础开始

02 能力平台

模型与开发工具形成统一能力，减少重复建设，便于跨场景复用与更新

03 业务流程

将能力嵌入营销、生产、管理等工作，定义任务、责任和验收方式

04 经营结果

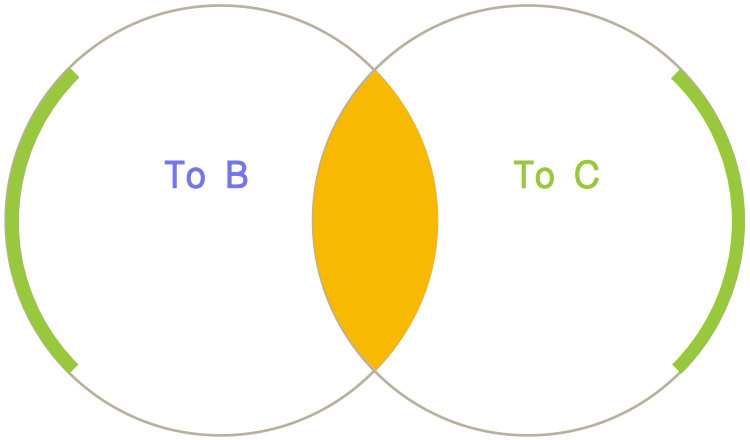
客户指标改善、续用与扩单验证平台价值；供应商还需实现可复制的交付

平台优势要通过客户业务表现体现，不能只靠产品模块数量证明。

资料：A036、A152；定位及原始口径见本页备注

To B与To C：是不同的经营方程

客户、获客、交付与收费不同，决定同一模型能力能否成为好生意。



01 To B

围绕组织采购与业务流程交付；看需求预算、系统接入、验收与续约，订单大不等于利润厚

02 To C

围绕用户体验与留存展开；看获客、使用频率、付费点和服务成本，活跃大不等于收入高

03 技术与产品

同一底层能力进入不同市场，需要不同产品、运营与客户支持，不能直接搬运

04 资源禀赋

模型、算力、客户、流量及生态决定优先路径；切换业务模式仍要补齐组织能力

先选客户与任务，再选商业模式；B/C标签本身没有优劣排序。

资料：A152、A184；定位及原始口径见本页备注

教育应用：交互变化，要经过经济模型检验

AI可以改变供给与交付，但新的教育形态能否持续，仍取决于用户结果和经营。

1 交互改变	2 内容与交付	3 模式与生态	4 品牌与经济
从汇聚需求与标准课程，探索围绕个体需求的实时响应与差异化供给	新的内容形态带来新的服务过程；老师、工具与学习者的分工需要重组	B/C/G采购、上下游环节和合作关系变化，产生新的业务位置与运营要求	降本、效果、管理与持续运营共同形成信用；经济模型跑通才可能长期扩大

技术解决交互问题，商业化还要回答效果、付费、成本与持续服务。

资料：A123；定位及原始口径见本页备注

应用落地的难点：能力、抓手与经营窗口不同步

没有一个发布会能够同时解决客户需求、交付组织和收入兑现。

观察维度	产业判断与依据
能力侧	模型可做什么，与稳定、低成本地做成什么不同；任务质量需要实际验证
平台侧	找到适配计算平台的产品抓手，组织新的交互与使用习惯
需求侧	明确用户、购买者与预算，判断节省成本或增加收入的价值由谁获得
经营侧	资源投入、组织能力与回款节奏匹配；早进入也可能因成本和窗口错配而承压

原判断“只有时间窗口、无具体时间”，适合用里程碑替代单一爆发年份。

资料：A125、A156；定位及原始口径见本页备注

AI开始“撞墙”：缺口可能产生新的产业环节

模型进入真实业务之后，自己无法完成的部分，可能成为合作伙伴的价值来源。

1 进入业务	2 暴露瓶颈	3 补齐环节	4 检验价值
通用能力走向实际任务，接触行业知识、流程、系统与现场条件	数据缺失、交付复杂、可靠性或成本不足，原有能力无法单独解决问题	专业服务、垂类工具、数据与验证能力参与协作，形成新的产业位置	缺口是否长期存在？能否收费？模型升级会不会吞掉该环节？决定投资价值

找模型做不到、客户又必须完成的事，再研究谁能稳定补上。

资料：A437、A022；定位及原始口径见本页备注

最终研究对象：谁把智能变成了可持续生意

模型能力、任务结果、客户付费与价值分配，必须在同一条证据链上。



01 能力

能够完成什么任务，在什么条件下可持续供给；技术优势要能被实际使用

02 客户

用户为什么持续使用，采购者为什么持续付费，谁拥有客户关系与需求解释权

03 交付

流程、成本、失败、返工和责任怎样组织；规模扩大后能否保持质量

04 回报

收入归谁、成本由谁承担、利润留在哪里，投入最终能否获得可持续回报

有框架→成体系→抓C位，最后仍要落到可验证的经营结果。

资料：A435、A431、A437；定位及原始口径见本页备注

04

硬件与具身智能

早期研究的核心，是把新计算平台拆成相互依赖的六个部位。

元宇宙六大版图：从终端看向完整生态

机器人产业链：基础能力与垂类执行

AI硬件产业链：从算力规模到任务效率

元宇宙六大版图：从终端看向完整生态

早期研究的核心，是把新计算平台拆成相互依赖的六个部位。



6个观察层次

01 硬件与系统
定义输入、输出和交互方式，决定用户如何进入

02 后端基建
算力、网络与存储承担运行成本和性能约束

03 底层架构
引擎、工具与技术标准组织开发和运行

04 人工智能
提供感知、生成与决策等能力

05 内容与场景
把技术能力转成可体验、可使用的产品

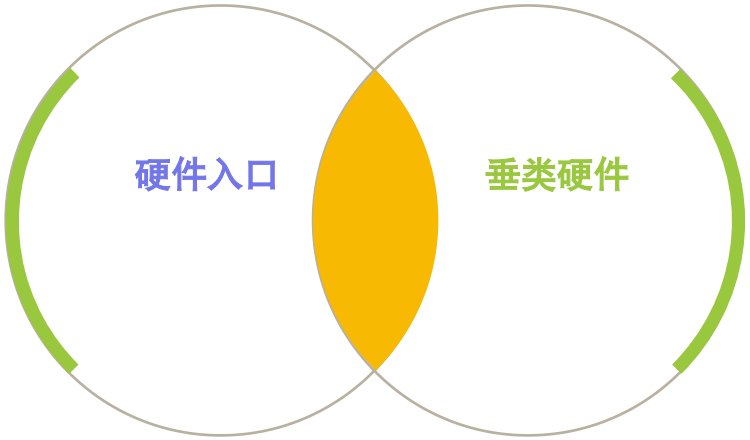
06 协同方
产业配套与生态参与者共同推动采用

框架的价值在于找依赖关系和瓶颈，而非把六类资产同步看多。

资料：A014、A011、A003；定位及原始口径见本页备注

新硬件主义：硬件入口与垂类硬件

入口解决人与数字世界怎样交互，垂类硬件解决现实任务怎样完成。



01 硬件入口

原框架以VR/AR为典型，核心是定义新一轮交互

02 垂类硬件

以机器人等为代表，核心是现实世界中的智能能力

03 共同底座

计算、传感、软件、能源、供应链与服务

04 不同验收

入口看体验与生态；垂类看任务可靠性和使用经济性

先确定硬件承担的角色，再决定研究指标与商业模式。

资料：A014、A183；定位及原始口径见本页备注

2022年Pimax Crystal拆机：五大组件、五十四块部件

安信团队2022年实拆样板，从54块部件连接架构、成本、算法与生态。

Pimax Crystal（2022年样板）	原报告拆解范围
组件层	5大组件
部件层	54块部件
研究问题	架构、迭代、部件、系统、生态、趋势共6项

拆机不是参数罗列；它把技术选择和产业链价值分配连接起来。

资料：A014；定位及原始口径见本页备注

VR的性能瓶颈：围绕体验组织技术

MTP把传感、计算、传输和显示连成同一条体验链。

1 传感延迟	2 计算延迟	3 传输延迟	4 显示延迟
设备先感知头部、手部和空间位置变化	定位、预测与三维渲染决定画面更新时间	图像数据从计算单元传递至显示环节	刷新率和像素响应共同影响最终观感

研究参数要回到同一使用体验；单个指标领先不代表系统最优。

资料：A014、A177；定位及原始口径见本页备注

光学、显示、交互：三条迭代路径

技术路线必须同时兼顾性能、重量、功耗、成本与可制造性。

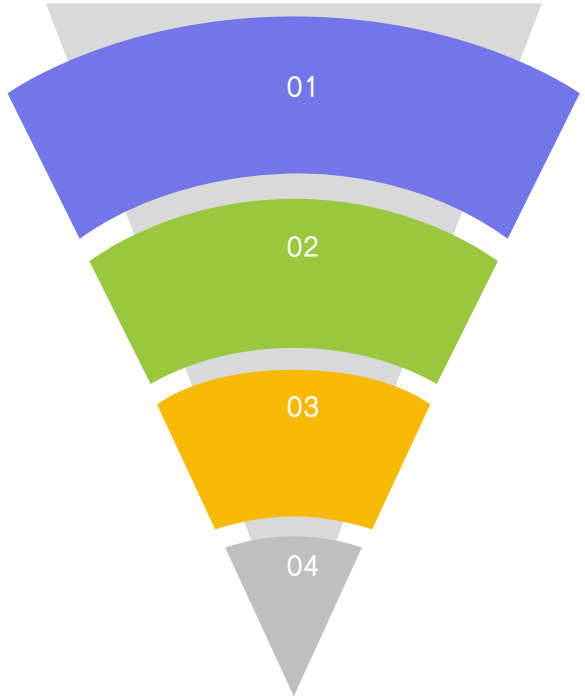
观察维度	产业判断与依据
光学	非球面、菲涅尔、Pancake等方案对应不同体积和效率折中
显示	LCD、Micro OLED、Micro LED的选择取决于指标和成熟度
交互	头手追踪、眼动追踪、手势识别推动交互自然化
产业链	器件领先要经过良率、供货和整机采用转成收入

路线图是一组相互制约的选择，不是一条必然替代的直线。

资料：A014、A011；定位及原始口径见本页备注

Vision Pro研究：设备与平台分开看

标杆设备可以验证交互范式，平台成长还需要开发者与内容生态。



逐层检验

01 设备层

佩戴、显示、追踪、算力共同构成基础体验

02 系统层

visionOS实时子系统、空间音频与3D能力支撑交互

03 开发层

ARKit、RealityKit、SwiftUI等连接开发者

04 生态层

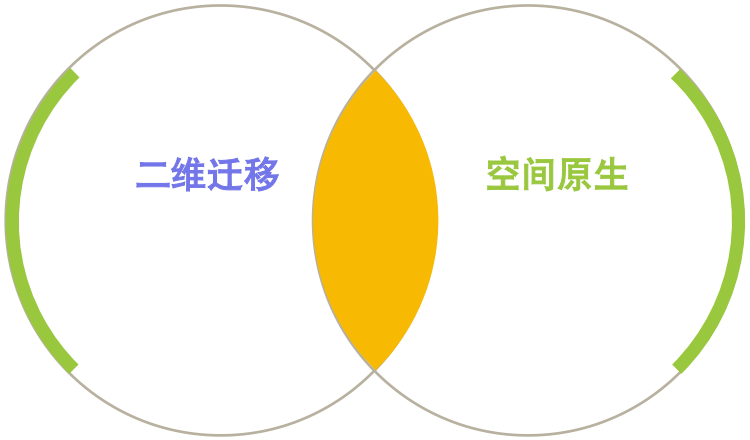
原生应用、内容适配、付费需求与持续使用

新品发布只是生态起点；系统能力需要转成持续采用。

资料：A008、A024、A025；定位及原始口径见本页备注

空间计算：新增交互，还是屏幕迁移

空间计算的产业意义，需要由原生体验与真实需求来证明。



01 二维迁移

把手机或电脑界面搬入空间，先解决兼容与可用

02 空间原生

对象有位置、尺度与相互关系，交互方式随之改变

03 内容改造

空间视频、赛事、协作等需要新拍摄或开发流程

04 采用条件

体验增益能否覆盖设备、开发与使用成本

新空间的价值来自新增任务与体验，不能只用设备售价或首批销量解释。

资料：A177、A008、A024；定位及原始口径见本页备注

AI×六大空间：寻找具体的落地位置

把AI还原为生产力，再追问它落在哪个计算平台、云端还是端侧。

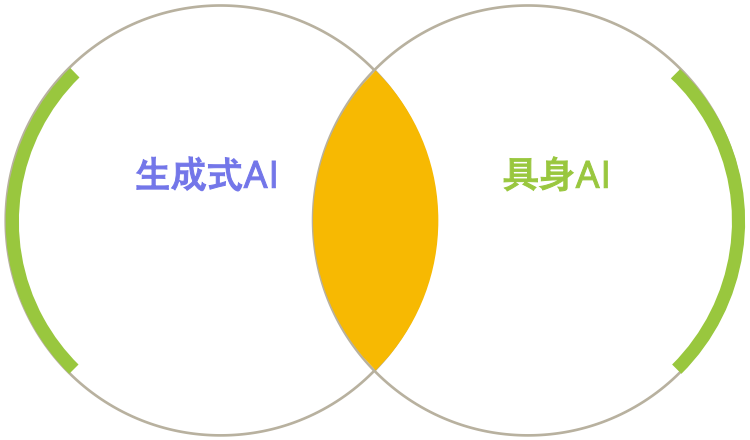
观察维度	产业判断与依据
PC	已有操作系统、工作流和软件分发入口
智能手机	高频使用、成熟生态，也有平台与权限约束
MR眼镜	空间交互为应用创造新界面与新需求
人形机器人	把感知、决策与执行带入物理环境
垂类硬件	围绕具体任务部署，强调单位经济性
出海	原框架的市场拓展维度，非同层技术平台

"六大空间"是一张机会定位图；出海需与五类载体交叉分析。

资料：A012、A156；定位及原始口径见本页备注

从生成式AI到具身AI：互补与交叉

数字世界中的生成能力，需要与物理世界的感知和执行相结合。



01 生成式AI

原研究关注内容、语言与多模态能力的持续升级

02 具身AI

面对环境变化，需要感知、规划、动作和反馈

03 交叉结合

生成能力嵌入硬件，形成任务理解与执行链

04 待解瓶颈

传感、数据、协议、控制和场景适配不能省略

技术能力叠加，不等于部署难题同步解决。

资料：A160、A183、A006；定位及原始口径见本页备注

FSD迁移机器人：共用骨架与新增难度

感知—规划—控制可以借鉴，更多自由度与开放场景增加迁移难度。

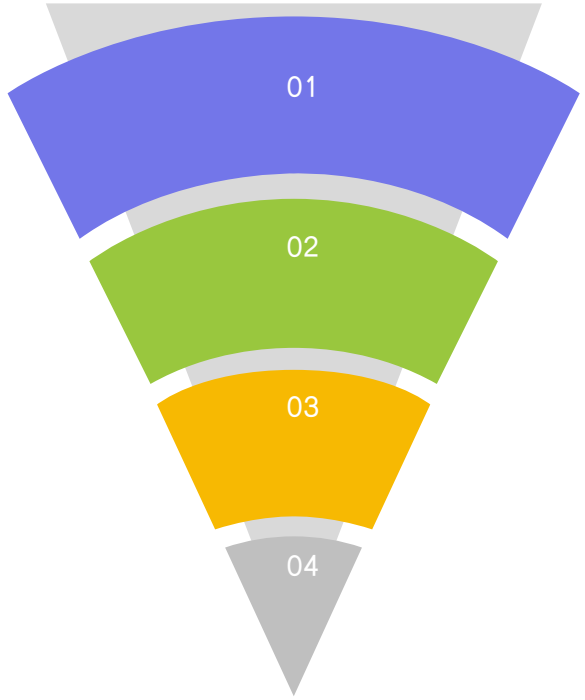
1 感知	2 规划	3 控制	4 迁移边界
理解外部环境，建立可用于行动的空间表征	结合目标与约束，预测并筛选行动方案	将方案分解为执行器指令，完成具体动作	机器人自由度更多，接触操作和长尾任务更复杂

可迁移的是能力与工程经验；成熟度和可靠性仍须重新验证。

资料：A175、A023、A034；定位及原始口径见本页备注

机器人产业链：基础能力与垂类执行

感知与决策可能平台化，场景、执行器与控制仍需适配。



逐层检验

01 基础模型

提供可复用的感知、表征和规划能力

02 场景模型

结合任务、环境和客户流程作专门优化

03 执行系统

自由度、关节、手部与控制策略共同决定动作

04 服务层

部署、训练、维护、更新与持续交付

平台化与垂直整合是待验证的组织形态，不宜预设唯一赢家。

资料：A175、A141、A312；定位及原始口径见本页备注

机器人小词典：将零件放回任务链

零部件价值应由动作任务、性能约束和量产方案共同解释。

1 感知部件	2 动力部件	3 传动部件	4 末端执行	5 整机约束
力传感器、编码器等记录力、位置与运动状态	电机为不同关节和动作提供动力	减速器、丝杠等在转速、力矩与精度间转换	灵巧手等围绕抓取、操作与任务成功率设计	重量、续航、散热、安全和维护限制器件选择

从名词到功能，再到方案与成本；避免只凭“进入供应链”判断价值。

资料：A312、A313、A178；定位及原始口径见本页备注

2023年Optimus Gen 2演示：阶段进展与量产验证分开

特斯拉2023年12月视频中的性能演示，不能替代规模交付与经济性。

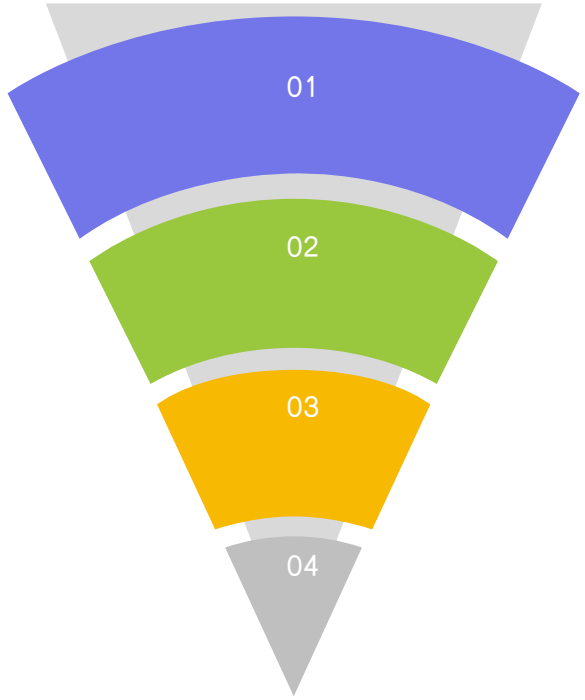
特斯拉Optimus Gen 2	2023年12月材料记录	证据属性
步行速度	提升30%	厂商视频转述
手部操作	拿鸡蛋等动作	演示
商业化	仍须验证交付与维护	本次编辑综合

演示是研究起点；能重复完成任务，才逐渐接近商品。

资料：A165、A166、A210；定位及原始口径见本页备注

特斯拉研究：车、能源与机器人分别建模

共同AI叙事下，各业务收入、利润和资本需求必须拆开。



逐层检验

01 汽车基本盘

车型周期、交付、价格、汽车毛利率与地区竞争

02 能源业务

储能产品、产能与订单转化，形成不同周期

03 FSD与出行

软件采用、商业运营与规则约束

04 机器人期权

研发、量产与销售路径仍有独立的不确定性

在商业模型中合并协同，在财务模型中分开核算。

资料：A034、A300、A389；定位及原始口径见本页备注

特斯拉2025H1：交付环比改善仍可能同比承压

2025年上半年原报告记录：特斯拉Q2交付环比改善，但同比仍下降。

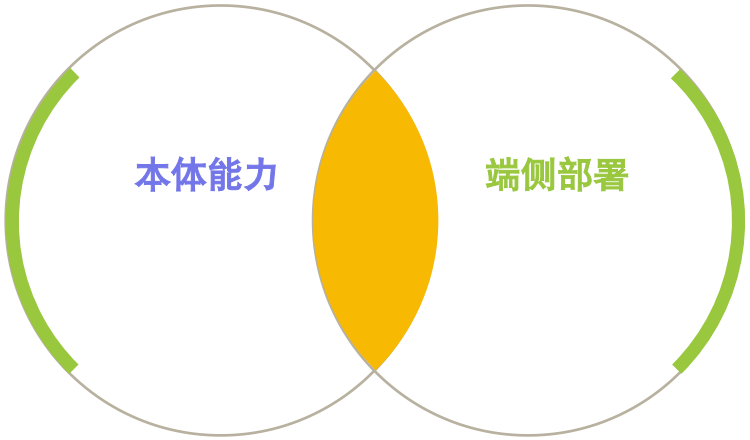
期间	交付量（万辆）	同比
2025Q1	33.67	-12.96%
2025Q2	38.41	-13.48%

环比描述恢复速度，同比描述相对基期；两者不能相互替代。

资料：A210、A389；定位及原始口径见本页备注

本体与端侧：硬件研究的第二次分层

先分AI能力的来源，再看能力部署在哪个任务端。



01 本体能力

支撑感知、理解、规划与生成的基础能力

02 端侧部署

将能力装进具体产品，满足时延、功耗和成本要求

03 应用场景

从使用者、任务与流程出发确定产品边界

04 持续服务

数据反馈、维护、升级与收费形成经营循环

从“什么硬件会爆发”走向“什么任务值得用硬件完成”。

资料：A183、A278、A279；定位及原始口径见本页备注

需求方入场：场景本身就是产业力量

掌握任务与交付现场的需求方，可以反向影响硬件设计。

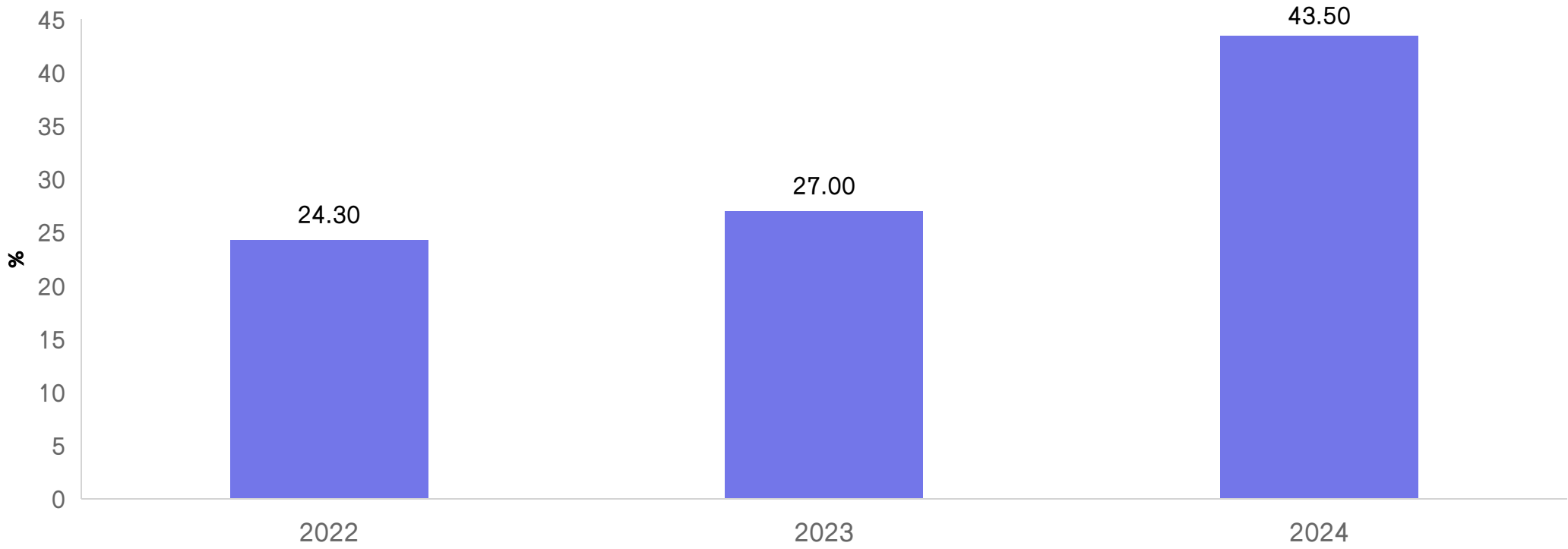
观察维度	产业判断与依据
酒店配送	云迹材料以酒店与多场景服务机器人说明部署
船舶喷涂	浙江鼎力案例从曲面、粉尘、工期等痛点定义设备
即时配送	DoorDash案例将道路通行与送达门口结合
医疗场景	精度与临床验证要求决定产品进入路径

产业图谱要画出需求方；拥有客户现场可能比拥有产品演示更关键。

资料：A279、A372；定位及原始口径见本页备注

云迹科技2022—2024：产品模块化与毛利率一起看

原2025年10月月报转述：云迹科技毛利率24.3%→27.0%→43.5%。



2022—2024年；2025年10月原月报转述

模块化能否带来规模经济，需要回到产品组合、成本与客户结构。

资料：A279；定位及原始口径见本页备注

机器人进入场景：销售通路不等于果链复制

原研究将场景通路与落地服务视为独立价值环节。

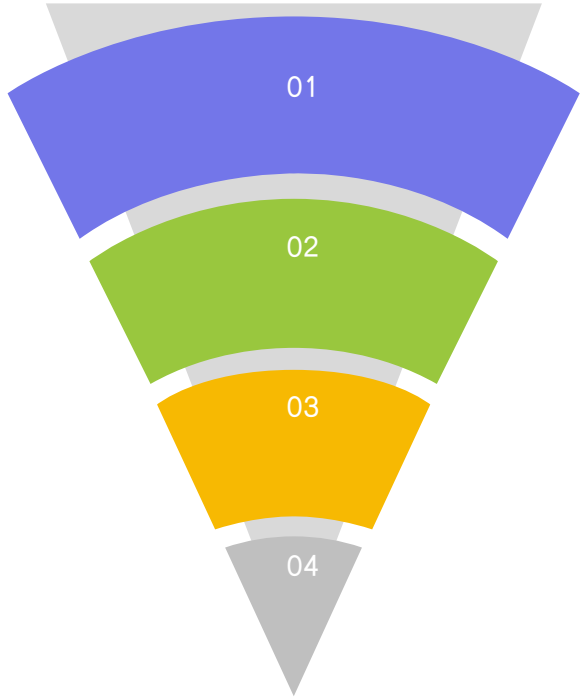
1 需求识别	2 产品适配	3 场景通路	4 部署服务
To B、To G、To C有不同购买者与任务	任务、环境与预算反推硬件及软件方案	利用原有行业渠道，或探索新型销售服务网络	培训、维护、责任安排和升级支持持续使用

供应链能力与进入场景的能力要分别研究。

资料：A372；定位及原始口径见本页备注

AI硬件产业链：从算力规模到任务效率

全链条研究要连接上游器件、中游系统和下游任务价值。



逐层检验

01 上游支撑

芯片、存储、光互连、PCB及设备材料

02 中游系统

服务器、数据中心、网络、供电和散热

03 下游终端

工业AI、具身智能与端侧硬件的场景落地

04 效率尺度

单位成本完成多少有效任务，而非只比较算力峰值

资本开支先拉动供给；持续需求还要通过任务价值形成。

资料：A261、A258；定位及原始口径见本页备注

05

平台与公司经营

平台把分散的参与者组织成持续发生价值转移的系统。

平台本质：交互、交换与交易

即时零售：补贴、密度与单位经济性的循环

平台生态伙伴：红利与议价权同时变化

平台本质：交互、交换与交易

平台把分散的参与者组织成持续发生价值转移的系统。

1 交互	2 交换	3 交易	4 治理
用户、内容、商品与服务产生连接和反馈	信息、数据、注意力与能力形成流动	支付、广告、佣金、订阅等实现价值确认	准入、分配、质量与责任决定系统运行

平台研究既看用户规模，也看它控制了哪一个不可替代的环节。

资料：A349、A147；定位及原始口径见本页备注

平台比较：先辨认各自的核心闭环

生态位置不同，AI改变收入与成本的路径也不同。

观察维度	产业判断与依据
腾讯	社交与服务生态、内容及商业化能力构成基本盘
阿里	商品交易、商家工具与云服务构成多业务组合
字节	推荐、内容运营与产品分发能力支撑拓展
百度	搜索、广告、云与智驾分别面临转型问题
美团	本地需求、商户供给与即时履约共同成网

比较的是存量闭环如何变化，不能只按模型名称排座次。

资料：A355、A105、A213；定位及原始口径见本页备注

To C AI应用：留存先于流量故事

爆款要分清模型能力、产品工程和运营分发各自贡献。

1 首次使用	2 需求满足	3 留存	4 付费与变现
渠道与营销带来新增用户和体验机会	模型、工具和交互设计共同完成用户任务	是否形成再次使用的理由，而非一次性尝鲜	订阅、广告或交易必须匹配用户价值与成本

新增、留存、付费是不同关口；不能用一个指标代替全部商业化。

资料：A307、A207；定位及原始口径见本页备注

To B AI云：调用量、收入与利润三层分开

API消耗扩大，不等于高质量收入和现金回报同步扩大。



输入输出规模、任务频次与负载构成

实际成交价格、折扣与客户产品组合

算力利用、能耗、模型路由与交付成本

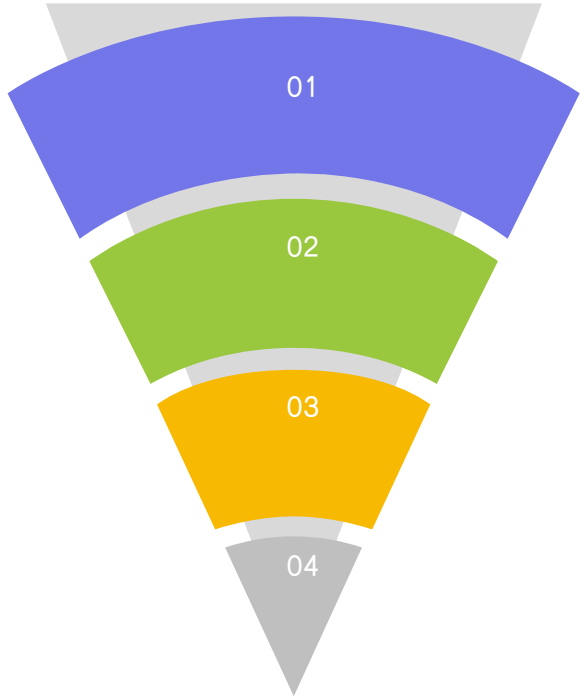
续费、回款、研发投入与资本开支共同决定

规模、商业化和盈利质量，需要三套相互连接的证据。

资料：A355、A307、A080；定位及原始口径见本页备注

腾讯：生态服务与AI商业化互相约束

微信、小程序、内容与商业化能力提供基础，新增AI产品仍需验证。



逐层检验

01 关系与触达

社交关系和高频入口降低服务发现摩擦

02 服务网络

小程序与既有商家体系为执行提供对象

03 商业化

游戏、广告、支付及企业服务各有收入逻辑

04 AI重构

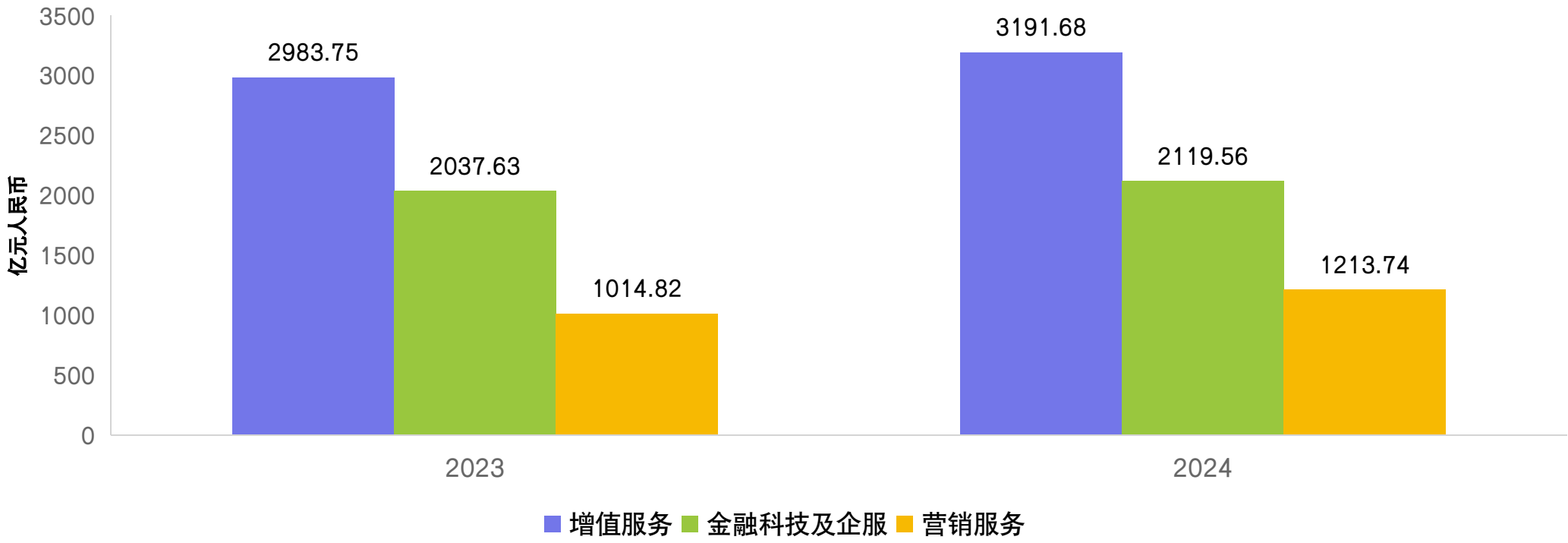
提升既有流程，也探索新的产品和任务入口

生态可缩短落地路径，但AI产品必须证明增量价值。

资料：A403、A307、A404；定位及原始口径见本页备注

腾讯2023—2024收入 营销与增值服务并行增长

原底稿2025年期间标签未完全同步，本图仅采用口径明确的2023—2024年历史数据。



腾讯2023—2024年度；业务拆分历史列；单位为亿元人民币

分业务经营是叙事验证的底稿；增长归因仍需更多证据。

资料：A404；定位及原始口径见本页备注

腾讯利润：将结构变化与技术提效拆开

利润率上行可以来自业务组合、产品结构与效率改善的共同作用。

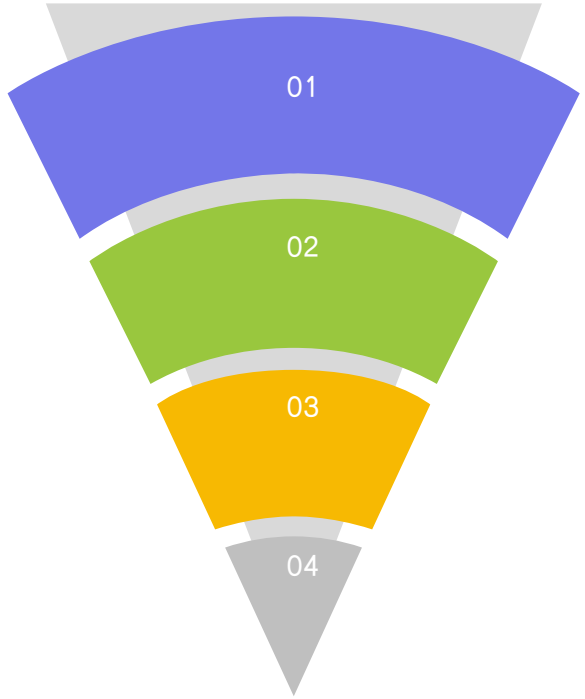
1 收入结构	2 产品结构	3 效率改善	4 投入约束
高毛利业务占比变化影响整体利润率	自研产品、长青产品与新产品贡献不同	推荐、投放、开发和服务流程可能降低成本	模型、人才、算力投入会影响净收益兑现

“AI提效”应与毛利结构、费用和资本开支放在同一张表里。

资料：A403、A255；定位及原始口径见本页备注

阿里：消费业务、云业务与AI投入同表观察

公司可以同时处于消费竞争期、云扩张期和AI投资期。



逐层检验

01 消费基本盘

商家经营、用户消费、客户管理收入与交易效率

02 即时零售

密度、履约、订单结构与补贴决定阶段损益

03 AI与云

模型、云基础设施和企业客户形成另一增长路径

04 资金分配

不同业务的投入和回报周期相互影响

阿里的多业务故事需要分部现金流支持，不能只用总收入解释。

资料：A403、A218、A267；定位及原始口径见本页备注

即时零售：补贴、密度与单位经济性的循环

低价可以带来订单，网络效率能否沉淀为留存才决定经营价值。



01 促销投入
吸引用户与商家，启动订单密度

02 履约密度
配送资源和供给覆盖更充分

03 体验改善
速度、价格与品类提高用户留存

04 单位经济性
减少每单亏损、提高复购和收入质量

05 竞争反馈
对手投入与用户切换可能重新抬高成本

规模有助于效率，持续补贴也可能吞噬收益。

资料：A218、A213、A403；定位及原始口径见本页备注

阿里云：从基础云客户到AI需求

已有企业客户、系统能力与交付关系，是AI云商业化的关键起点。

1 基础设施	2 企业客户	3 AI能力	4 组合销售
网络、存储、操作系统与计算资源	既有工作负载与连续付费关系	模型训练、推理及开发平台服务	AI负载扩大也可能带动其他云产品消耗

云的竞争不能只比较模型；企业级服务和成本结构同样重要。

资料：A403、A355、A297；定位及原始口径见本页备注

字节：产品运营优势如何迁移到AI

从推荐与分发到助手和开发平台，需要重新验证需求与收费。

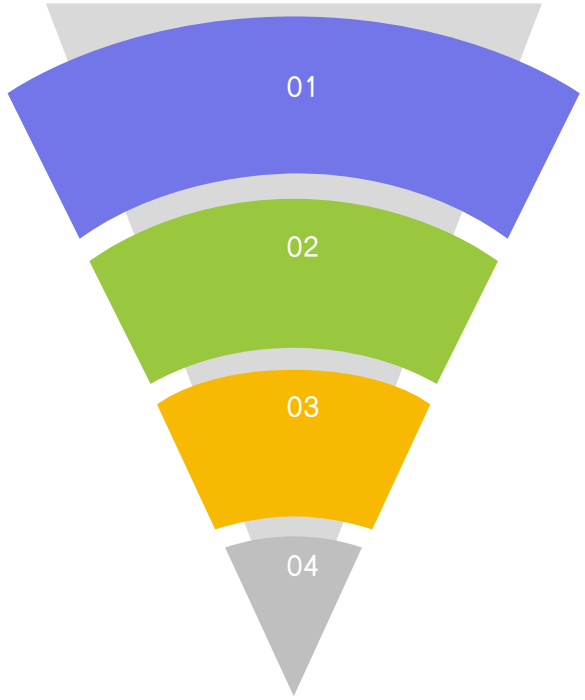
观察维度	产业判断与依据
既有优势	内容产品、推荐工程、流量分发与运营经验
To C路径	助手产品和多模态体验争取使用与留存
To B路径	API、开发平台与企业服务形成不同收费方式
迁移难点	企业服务的长期交付与C端增长运营不同

优势可以迁移，客户类型与经营能力仍需重新适配。

资料：A355、A307；定位及原始口径见本页备注

百度：搜索现金流与AI转型的双重任务

既有搜索入口受到重塑时，新业务必须接续真实收入与利润。



逐层检验

01 搜索与广告

用户获取答案的方式变化，影响广告展示和转化

02 云与模型

面向企业提供基础设施、模型与应用能力

03 智能驾驶

技术、部署和商业运营形成独立验证链

04 资本配置

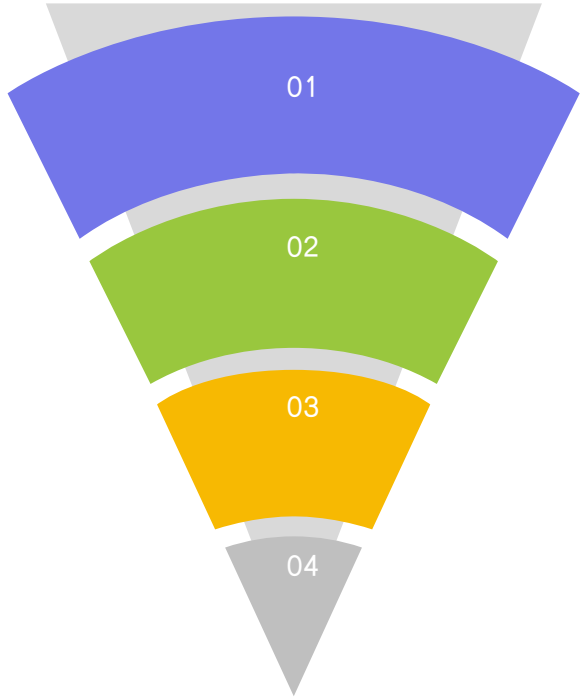
成熟业务现金流支撑投入，同时承受结构变化

研究转型既问新业务能否长大，也问旧业务会怎样被改变。

资料：A105、A087、A391；定位及原始口径见本页备注

谷歌：模型、分发与计算基础设施联动

技术能力能否变成生意，需要由入口、云需求和成本一起验证。



逐层检验

01 模型与工程

多模态、响应、工具和产品界面影响可用性

02 分发入口

搜索、浏览器和移动生态连接使用场景

03 企业云

模型需求与既有云服务形成收入关系

04 基础设施

自研芯片、资本开支、折旧和利用率影响回报

全栈能力既是协同来源，也是持续投入与回报管理的要求。

资料：A207、A412、A401；定位及原始口径见本页备注

商汤：从项目制AI到大装置与生成式业务

能力、产品、组织和客户结构必须同步转型。

1 基础设施	2 产品层	3 业务结构	4 组织调整
SenseCore大装置承载模型与算力服务	生成式模型、企业一体机与端侧产品	新业务增长与旧业务收缩共同改变收入	“1+X”将核心AI云与生态业务分层

技术转型只有穿过产品与组织，才可能改变盈利模式。

资料：A080、A085、A084、A094、A081；定位及原始口径见本页备注

小米：硬件获客、新零售与互联网服务

人、车、家跨品类协同，需要由产品、渠道和经营效率共同兑现。



01 个人设备

手机、平板与可穿戴形成高频用户基础

02 家庭设备

IoT与家电扩展场景，考验品类与供应链能力

03 出行设备

汽车带来更高客单与新的研发、制造和服务要求

04 统一运营

系统、渠道、品牌和用户关系形成协同

跨品类不是自动协同；每个品类都要有独立的竞争力。

资料：A107、A050、A073；定位及原始口径见本页备注

小米2025Q1：手机量价、汽车毛利与经营效率

小米2025Q1原报告历史数据：出货、售价、分部毛利与亏损分别验证增长。

小米历史指标	2025Q1实际口径	变化方向
全球手机出货	4180万台	同比+2.7%
手机ASP	1210.6元	同比+5.8%
手机×AIoT毛利率	22.8%	环比+2.2pct
汽车等创新业务毛利率	23.2%	环比+2.8pct

量、价、毛利与费用一起看，增长的质量才能被识别。

资料：A063；定位及原始口径见本页备注

平台生态伙伴：红利与议价权同时变化

生态放量能带来收入，规则变化却可能压缩服务商利润。

观察维度	产业判断与依据
新增终端	设备增长扩展广告、内容与服务触点
生态接入	合作伙伴获得客户、渠道和技术接口
规则变化	独代到竞争、返点和定价变化影响毛利
自有能力	媒体、客户、运营与产品降低单一平台依赖

研究“背靠巨头”，还要研究巨头如何分配利润。

资料：A296、A042、A048、A072、A103；定位及原始口径见本页备注

06

内容产业

内容创造影响力，平台组织交互与交易，运营把影响力转化为可持续收入。

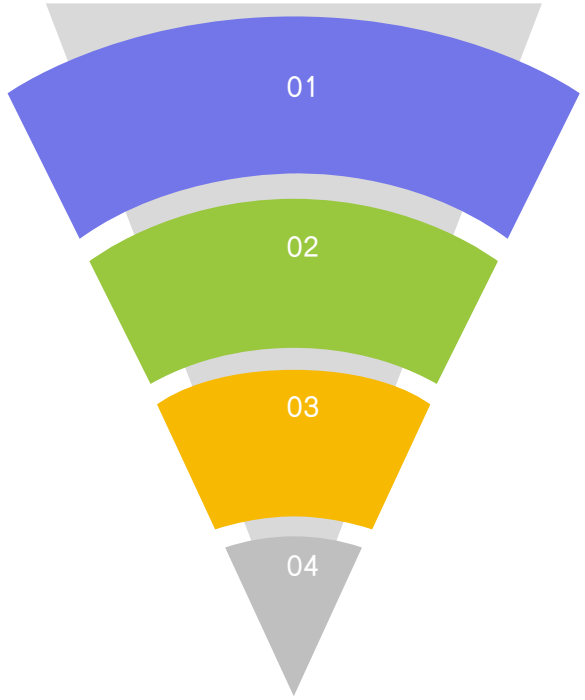
内容、平台、运营：先分清三种生意

爆款：一次工程与表达的突破，能留下什么

版权：存量资源能否变成新的交易能力

内容、平台、运营：先分清三种生意

内容创造影响力，平台组织交互与交易，运营把影响力转化为可持续收入。



逐层检验

01 内容

新内容形态、题材与表达，核心在于创造有辨识度的作品

02 平台

承接用户，组织交互、交换、交易，并形成反馈与分发规则

03 运营

推广、获客、维系、品牌塑造与商业化，决定价值如何被兑现

04 研究落点

三类公司可以协同，但能力来源、组织结构、成本与利润模型不同

先定位公司在哪一层创造价值，再选择适合它的经营指标。

资料：A205、A190、A187；定位及原始口径见本页备注

文化与传播，怎样变轨为内容与分发

移动互联网改变了创作主体、触达路径，也改变了商业评价体系。

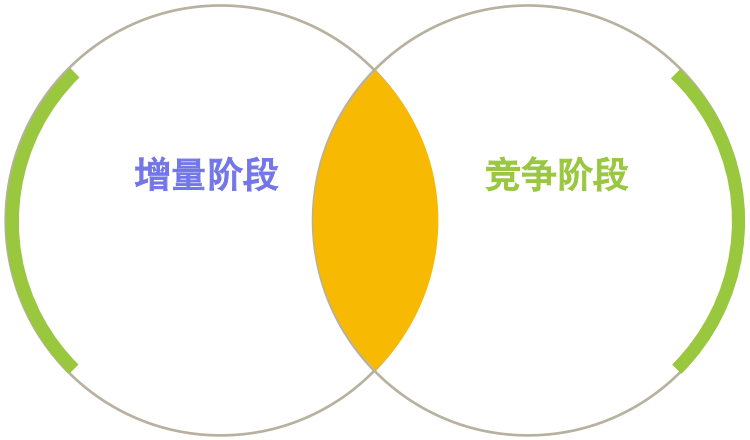
1 创作主体扩展	2 分发渠道变化	3 产品形态出现	4 商业评价介入
专业机构之外，普通用户与专业用户共同参与内容生产	网站、视频平台、短视频与社交平台承接新的触达和分发	网文、网剧、短视频、直播等适配不同终端、时长与使用场景	观看、互动、广告与付费形成回路，也可能把创作推向短期变现

重述互联网历史，要同时看内容创新、渠道迁移与评价机制。

资料：A122、A190；定位及原始口径见本页备注

流量增长与变现最大化，是两套运行逻辑

用户红利可以托举多个环节；红利趋缓后，收入增长可能转为链条内部再分配。



01 增量阶段

用户、时长、终端与渠道同步扩张，供给增长更容易被需求吸收

02 竞争阶段

同类内容与发行能力增加，买量成本、分成条件与用户留存成为约束

03 动作变形

追求短期点击与快速回款，可能损害质量、信任与长期用户价值

04 研究区分

增长来自市场扩容、份额变化还是更强变现，分别对应不同持续性

不能把一次变现成功，直接当作长期内容竞争力。

资料：A122、A128；定位及原始口径见本页备注

AI作用于内容产业：制作、供给、分发三层

降本只是起点；供给组织方式和分发议价权的变化，可能决定最终收益。

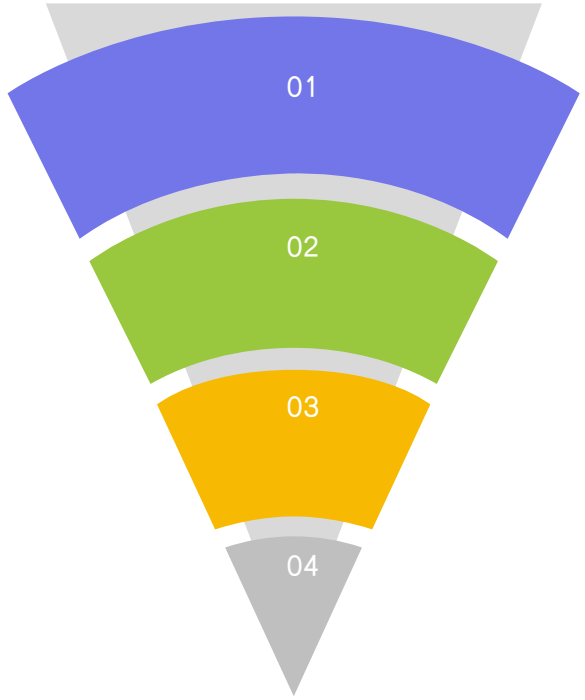
1 制作重塑	2 供给活跃	3 发现稀缺	4 利润归属
美术、音频、分镜、特效、剪辑等环节有不同的工具化与工业化空间	更低的试制门槛可增加内容实验，但稳定产出仍需要统筹与质量管理	可选择内容增多，筛选、推荐与建立可信质量信号的重要性提高	内容方、平台、版权方和服务商之间重新协商成本、权利与收入

沿制作链研究效率，沿价值链研究谁能保留效率收益。

资料：A122、A366、A132；定位及原始口径见本页备注

爆款：一次工程与表达的突破，能留下什么

爆款沉淀题材理解、生产方法与行业位置，但不能保证下一次成功。



逐层检验

01 表达突破

作品打中尚未被满足的需求，或以新题材、新玩法形成辨识度

02 工程方案

内容、技术、流程、团队配合被验证，形成可复用的部分能力

03 资源汇聚

品牌、人才、合作方和用户关注向成功团队集中，扩大后续选择

04 复用边界

作品不可机械复制；团队、题材和渠道变化会改变下一次成功概率

把“爆款后的能力沉淀”与“下一部必然爆款”分开。

资料：A205、A187、A117；定位及原始口径见本页备注

内容研究的一张横向地图

作品长度、消费方式与供给风险不同，决定内容门类无法套用同一商业模型。

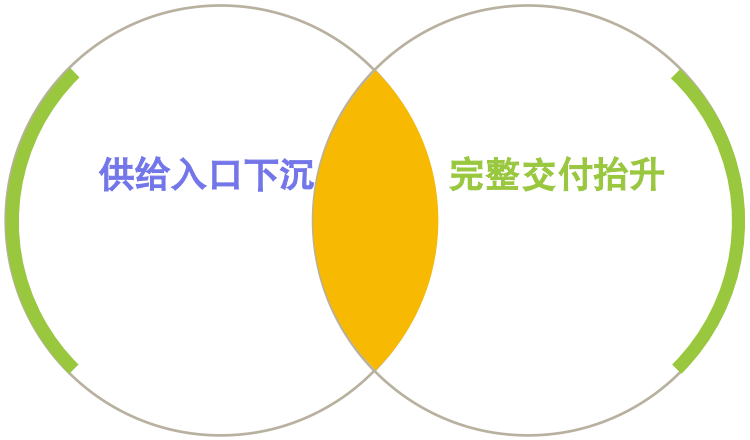
观察维度	产业判断与依据
音乐、图片、网文	单个作品体量相对小，长尾供给多，平台发现与版权管理作用突出
影视	前置制作投入大，项目风险集中，版权、自制与全球分发协同重要
游戏	兼具作品与持续服务属性，玩法、版本更新、付费机制和渠道共同作用
综艺、直播、短视频	与平台产品和参与结构相互塑造，内容形式与变现方式经常互为表里

先研究内容属性，再比较平台规模与财务表现。

资料：A299、A220、A157；定位及原始口径见本页备注

“UGC重回PGC？”：一个需要验证的趋势命题

人人可生成并不排斥专业组织更重要；门槛降低与精品交付集中可以同时发生。



01 供给入口下沉

生成工具让更多用户制作音乐、图片、视频，并表达个性化需求

02 完整交付抬升

系列化内容仍需审美一致性、权利管理、质量审核与发行组织

03 可能的新PGC

专业性可能体现为组织和验收能力，未必对应过去的机构规模

04 验证条件

观察专业内容留存、付费、单位交付成本与平台分配，而非只看生成数量

“重回PGC”保留为2025年的研究假设，不改写成已发生的结论。

资料：A190、A299；定位及原始口径见本页备注

版权：存量资源能否变成新的交易能力

版权库的价值取决于权利范围、可用性、客户需求和交易闭环。

1 资源沉淀	2 权利明确	3 产品化服务	4 持续交易
历史图片、影视、音乐与文字版权形成可识别、可检索的内容资产	素材存在不代表所有使用均被授权；作品使用、改编与训练用途需分别确认	围绕客户场景提供检索、授权、创作工具和定制服务，才形成可交付产品	续约、交易频次、服务毛利与回款，说明资源是否转化为经营价值

不能把“拥有内容”直接等同于“AI时代坐享价值重估”。

资料：A040、A140、A172；定位及原始口径见本页备注

07

音乐与流媒体

从买实体、买文件到买访问权，行业每次重组都涉及分发与付费机制。

音乐产业：载体变化，重写购买与消费方式

中国音乐平台：音乐、社交娱乐与社区要分开看

为什么把音乐列为AI内容的重要观察方向

音乐产业：载体变化，重写购买与消费方式

从买实体、买文件到买访问权，行业每次重组都涉及分发与付费机制。

1 实体专辑	2 数字下载	3 访问权订阅	4 个性化发现
制作、发行、零售围绕专辑组织，作品与实体商品捆绑销售	复制与传输成本降低，单曲消费普及，传统唱片收入受到冲击	免费广告与付费订阅并存，用户无需持有文件也能持续访问曲库	平台从提供曲库扩展到推荐、歌单、场景与音频服务，争取持续使用

技术改变载体，商业模式决定行业如何重新收回收入。

资料：A189、A220；定位及原始口径见本页备注

2015年音乐转折：新模式的替代，需要时间

原研究引用的2015年数据中，数字超过实体，流媒体仍与下载并存。

2015年收入类别	收入（亿美元）	原文说明
数字音乐合计	67	约占45%
实体唱片	58.5	同比-4.5%
流媒体（数字子项）	29	同比+45.2%
数字下载（数字子项）	约30	仍为重要来源

新模式高速增长，与旧模式仍有重要收入贡献，并不矛盾。

资料：A189、A220；定位及原始口径见本页备注

Spotify：以合作重新组织音乐的供需

其早期创新在于把版权方、用户与订阅服务纳入同一商业机制。

1 版权合作	2 免费入口	3 访问替代持有	4 跨平台分发
通过授权合作及原研究所述股权合作，争取合法曲库与供给支持	广告支持的使用方式降低尝试门槛，付费层提供差异化体验	从按作品购买转向持续访问，重新组织听歌习惯与收入来源	在多个设备与地区承接用户，以产品体验与推荐建立持续关系

“租而非买”的机制创新，与版权关系和用户体验共同构成起点。

资料：A189、A299；定位及原始口径见本页备注

“发现”服务：从曲库到需求的持续生成

当内容过度丰富，平台的价值更多体现为帮助用户找到愿意继续听的内容。



01 用户发现

推荐与歌单减少搜索成本，让合适内容进入具体情境

02 参与反馈

播放、跳过、收藏等行为，为偏好与场景识别提供线索

03 算法改进

反馈帮助排序与推荐调整，但需要避免将短期点击视为全部需求

04 继续消费

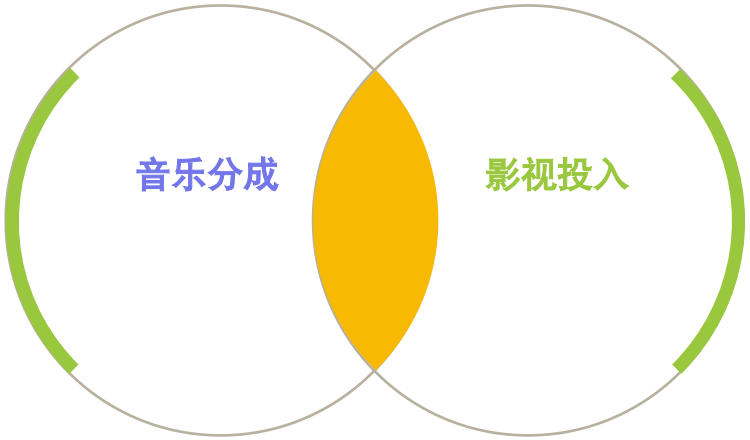
更合适的体验支持留存、付费及新内容发现，形成循环

曲库规模是基础，组织需求与持续改善发现体验才是平台能力。

资料：A299、A189；定位及原始口径见本页备注

Spotify与Netflix：相似平台，不同版权风险

内容属性和版权安排，决定平台承担的风险与利润释放方式。



01 音乐分成

按协议向权利人分配收入，授权成本与平台规模联动，分发能力至关重要

02 影视投入

采购与自制通常伴随前置承诺和项目风险，独家内容可形成差异化

03 音乐扩展

播客、有声书与其他音频让平台扩展内容与收入，也带来新的投入

04 影视整合

自制、版权库和全球发行相互配合，但作品成败与摊销影响利润

不能用“都是流媒体”替代对供给风险、版权与成本结构的研究。

资料：A299、A208；定位及原始口径见本页备注

Spotify历史经营表：用户增长与收入结构

2025Q3，订阅仍是主要收入，广告表现与用户增长并不同步。

指标	2024Q3	2025Q3
总收入 / 百万欧元	3,988	4,272
订阅收入 / 百万欧元	3,516	3,826
广告收入 / 百万欧元	472	446
MAU / 百万人	640	713
付费用户 / 百万人	252	281

收入要拆成付费、广告与用户结构，不能只看月活。

资料：A189；定位及原始口径见本页备注

Spotify：规模转为利润，还需费用与组合变化

2025Q3的营业利润增长快于收入，盈利研究应继续拆解毛利与费用。

指标	2024Q3	2025Q3
毛利润 / 百万欧元	1,240	1,351
毛利率	31.1%	31.6%
营业利润 / 百万欧元	454	582
营业利润率	11.4%	13.6%

扭亏是结果，理解利润弹性要回到毛利与费用的共同作用。

资料：A189；定位及原始口径见本页备注

中国音乐平台：音乐、社交娱乐与社区要分开看

相同的听歌入口，可能承接不同付费行为与利润来源。

观察维度	产业判断与依据
在线音乐	订阅、广告与数字内容服务围绕曲库、音质、发现和会员权益
社交娱乐	直播、K歌与打赏依赖参与及关系，用户与ARPPU逻辑不同
音乐社区	评论、收藏、分享与音乐人互动形成认同，可能支持留存和会员转化
短视频关联	音乐作为BGM与短视频传播协同，带来新的发现、导流与消费场景

中国音乐平台的比较，要拆业务结构，不能只比较用户总数。

资料：A220、A221、A299；定位及原始口径见本页备注

腾讯音乐2025Q2：在线音乐与社交娱乐分化

同一家公司中，在线音乐增长与社交娱乐回落可以同时发生。

业务 / 亿元	2025Q2收入	同比
总收入	84.4	+17.9%
在线音乐服务	68.5	+26.4%
其中：音乐订阅	43.8	+17.1%
社交娱乐及其他	15.9	-8.5%

行业研究要看到业务迁移，而不只用一个公司增速概括全部。

资料：A221；定位及原始口径见本页备注

网易云音乐2025H1：经营改善与税项分开

报告净利润、经调整利润与毛利率，回答的是不同经营问题。

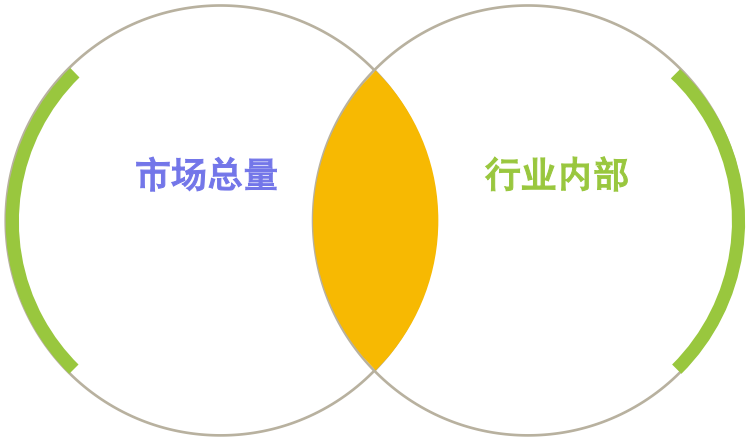
指标	2025H1
收入 / 亿元	38.271
报告净利润 / 亿元	18.821
递延所得税抵免 / 亿元	8.494
经调整净利润 / 亿元	8.807
毛利率	36.4%

利润大幅增长时，先拆非经营与会计因素，再判断业务改善。

资料：A221、A220；定位及原始口径见本页备注

AI音乐：市场总量与行业内部，不是一回事

总收入继续增长，不能证明创作者、版权方与平台都未受冲击。



01 市场总量

衡量用户支出及行业收入，反映总体需求与商业化能力

02 创作秩序

作品供给增加，身份、质量、授权与反馈方式发生变化

03 分配结构

播放份额、版权条款、平台抽成与发现规则改变各方收益

04 研究修正

把“总量未下降”与“没有负面影响”严格分开

总量、平台、版权方、创作者四个层面的得失必须分别核算。

资料：A299、A283；定位及原始口径见本页备注

AI音乐先进入旧渠道：分账与发现权更关键

新供给通常先借现有平台触达听众，平台规则会影响新创作者的收益。

1 新作品入库	2 用户选择	3 播放份额变化	4 权利与结算
AI创作内容进入既有曲库与发行流程，先接受现有规则约束	被听见取决于真实需求、推荐与主动搜索，而非仅取决于生成成本	若新供给获得有效播放，既有作品份额与版权议价可能变化	授权、身份核验、反作弊与分账机制决定商业收益是否可持续

作品变多并不自动削弱头部版权，必须经过有效消费与规则检验。

资料：A299；定位及原始口径见本页备注

从一键生成到专业工作流：下一阶段竞争点

消费级体验建立入口，专业反馈可能持续校准模型、审美和产品。



01 创作入口

生成歌曲、声音、乐器等能力降低入门与试错成本

02 编辑协同

与DAW、演唱、编曲和修订流程衔接，进入真实生产环节

03 苛刻反馈

专业用户指出可控性、声音质量和编辑需求，形成高质量改进信号

04 生态扩展

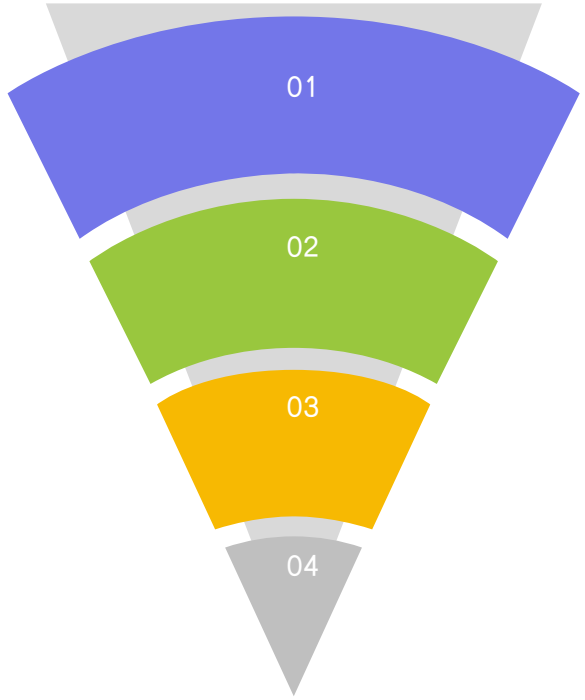
插件、开发者与个性化资产沉淀，使工具服务更多场景

有生成能力只是起点，能否嵌入工作流决定工具的持续价值。

资料：A299、A109；定位及原始口径见本页备注

音乐新环节：是否出现独立的运营与投流服务

原研究提出投流平台假设，核心问题是新增环节能否创造可持续价值。



逐层检验

01 创作工具

降低试制成本，面向大众或专业工作流提供生产能力

02 音乐发行

管理作品、元数据、版权与平台接入，完成可追踪交付

03 运营服务

潜在的投放、用户测试、音乐人服务与跨内容合作

04 验证路径

看增量播放是否真实、收入能否覆盖投放成本、用户是否持续留存

类比短剧可以提出问题，但不能证明音乐必然走相同的投流路线。

资料：A299、A220；定位及原始口径见本页备注

为什么把音乐列为AI内容的重要观察方向

生产可实验、消费可重复、场景可延伸，但新形态仍需付费与留存验证。

观察维度	产业判断与依据
生产侧	文本、旋律、演唱、编曲与声音编辑可形成多个工具入口
消费侧	作品可重复聆听，并与情绪、活动、社交与空间形成多样联系
平台侧	既有曲库、用户与推荐基础，使新供给有可接入的分发渠道
不确定性	版权、同质化、虚假播放及平台政策可能改变价值分配

“重点观察方向”是研究排序，不能转写成必然跑赢的投资结论。

资料：A299、A189、A220；定位及原始口径见本页备注

08

影视游戏与出版

观众需求已分化，传统资金密集、周期长的供给方式难以灵活响应。

影视的供给瓶颈：个性化需求与项目化生产

Netflix的全球化：组织世界故事，而非只出口本国作品

教育培训：AI的影响，深入到交互与交付模型

影视的供给瓶颈：个性化需求与项目化生产

观众需求已分化，传统资金密集、周期长的供给方式难以灵活响应。

1 需求分化	2 项目生产	3 前置风险	4 技术作用
不同人群、情绪、题材与使用场景，形成更细的内容需求	剧本、融资、拍摄、后期、发行顺序衔接，产能扩张并不容易	大量投入发生在观众选择之前，失败项目会侵蚀现金与后续投资	AI可改变某些制作流程，真正放量仍需制作统筹、版权与发行能力

影视AI研究要回答供给瓶颈被解除多少，而不只看单个镜头。

资料：A366、A170；定位及原始口径见本页备注

渠道扩张怎样拉动内容：量、价与结算位置

视频平台与院线扩张，既增加内容需求，也重塑制作方的议价与回款。



01 渠道扩张

新增观众、会员与银幕带来对影视供给的需求

02 采购竞争

平台争取差异化作品，内容排播与版权交易条件变化

03 供给投入

制作公司增加项目、团队与储备，资金占用随之上升

04 周期检验

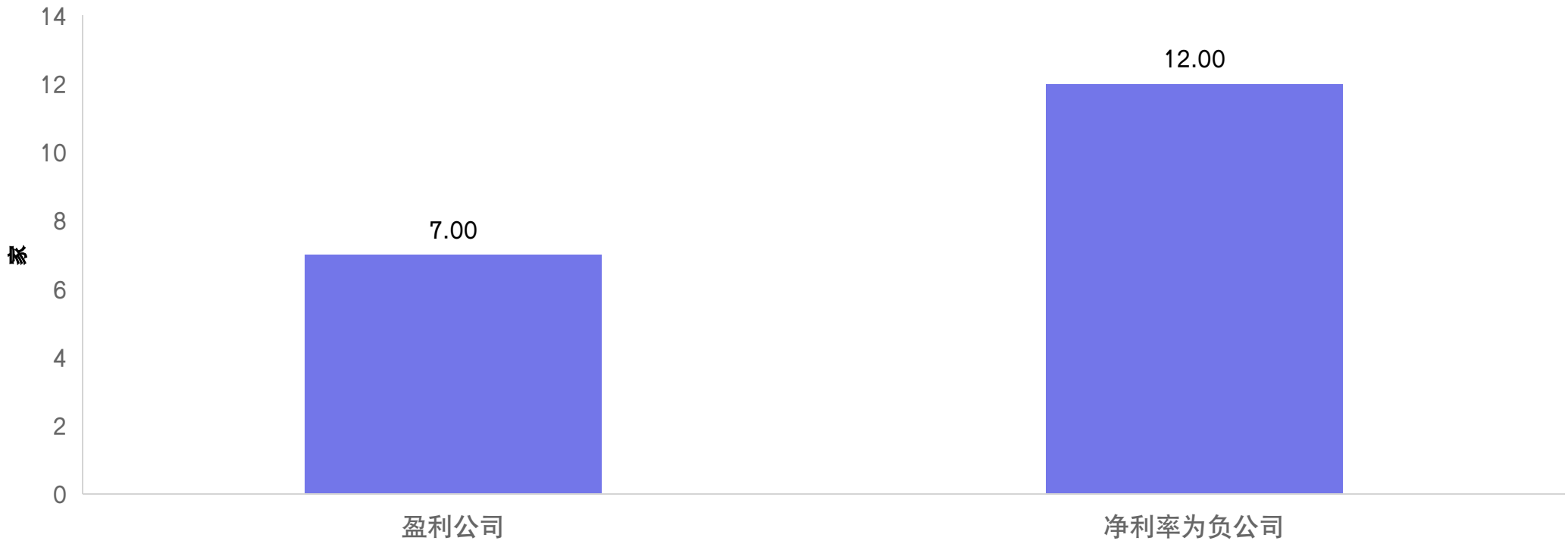
当渠道增长放缓，价格、项目确认和回款调整传导至制作方

影视景气不能只看票房，要看渠道投入与内容现金循环。

资料：A366、A110、A158、A169；定位及原始口径见本页备注

2024年影视样本：收入规模不等于盈利质量

原研究19家样本中仅7家盈利，制作与院线公司的经营差异明显。



2024年报，原研究19家公司样本

行业平均数易掩盖差异，影视公司应按业务形态分组比较。

资料：A205、A366、A044；定位及原始口径见本页备注

影视产业链：内容、发行、院线各有门槛

同属影视板块，业务要素与盈利驱动可以相差很大。

观察维度	产业判断与依据
内容制作	光线、华策、柠萌等案例，关注题材、团队、版权储备与项目成功率
发行与服务	中国电影案例，关注投制、发行、放映与科技服务的链条组合
院线运营	万达案例，关注区位、客流、上座、票价、租赁及轻资产管理
平台经营	芒果与Netflix案例，关注内容投入、会员、广告、运营与留存

行业标签相同，不代表可以使用同一收入与估值模型。

资料：A120、A121、A088、A074；定位及原始口径见本页备注

万达电影：轻重并举，改变扩张的资本强度

2023年末中国内地口径：直营掌握运营，轻资产扩大管理半径；内容协同需要分别兑现。

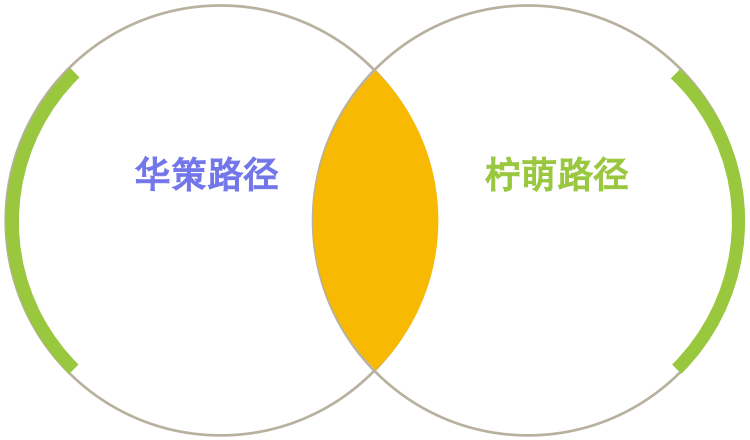
国内影院类型	影院 / 家	银幕 / 块
直营	709	6,156
轻资产	196	1,390
合计	905	7,546

影院数量增加与投资回报改善，是两个需要分别验证的指标。

资料：A120；定位及原始口径见本页备注

剧集公司的两种积累：产能体系与精品方法

华策与柠萌的案例，体现规模化内容组织和精品项目能力的不同观察点。



01 华策路径

以内容创作生产为核心，发展版权、经纪、电影等相邻业务

02 柠萌路径

依托版权IP储备与剧集制作方法，以精品版权剧形成品牌辨识度

03 共同问题

项目确认、排播、单剧收入与成本、回款及减值决定当期财务表现

04 新业务边界

短剧、IP衍生和AI工具属于延伸，要检验能否复用原有核心能力

精品能力、生产规模与商业确定性相关，但不能相互替代。

资料：A110、A117、A067；定位及原始口径见本页备注

芒果2023：会员、广告、运营商三条收入线

自有内容与平台结合，使用户、广告客户和渠道合作贡献不同收入。

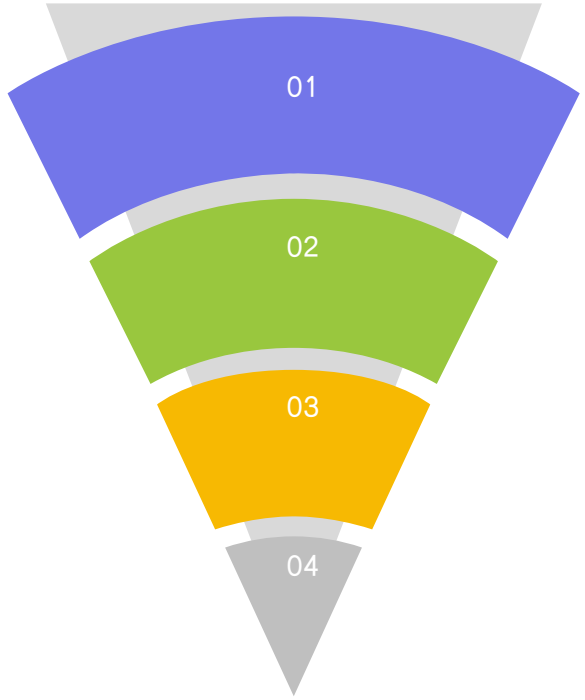
收入项目	2023年 / 亿元	同比
会员	43.15	+10.23%
广告	35.32	-11.57%
运营商	27.67	+10.27%

内容热度必须分别传导到会员、广告与合作业务，才能解释利润。

资料：A076、A075；定位及原始口径见本页备注

芒果：税项、业务结构与内容投入影响利润

同一平台的盈利变化，要区分经营、税项与低毛利业务规模。



逐层检验

01 税项影响

2023年归母与扣非利润差距较大；2024年税收政策变化影响同比

02 业务结构

互联网视频、内容制作、电商的毛利率不同，收入增量质量不同

03 会员推进

2024年会员规模与收入上升，但平台整体毛利也受其他业务影响

04 研究顺序

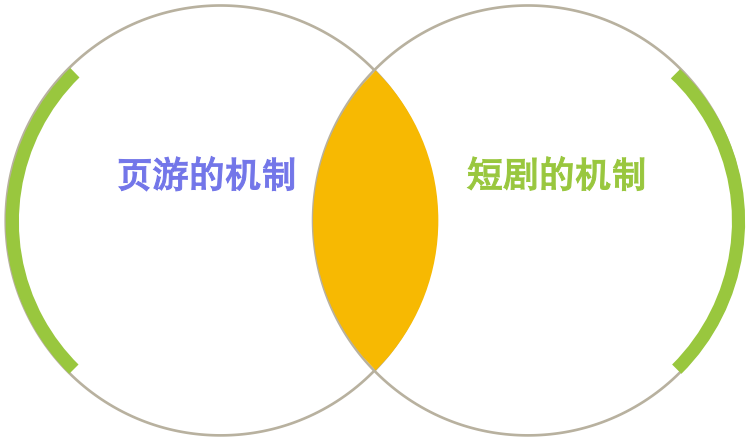
先调节口径，再分析结构，最后判断内容投入的回报

不把报告净利润的跳升或下降，直接归因于内容竞争力。

资料：A076、A059、A074、A086；定位及原始口径见本页备注

短剧类比页游：变化在产品化与分发方式

短剧把影视需求做成更易测试、投放与付费转化的互联网产品。



01 页游的机制

依托网页流量，缩短进入路径，以联运和付费方式创新组织变现

02 短剧的机制

依托超级App与短视频入口，内容节奏、投流和付费节点相互设计

03 相似的环节

低门槛试制、快速测试、流量运营与平台分成，可能催生新服务商

04 类比的边界

故事消费与游戏循环不同；短剧也可走免费广告、精品化及其他路线

短剧不是“更短的长剧”就能解释，发行与变现结构同样关键。

资料：A128、A212、A062；定位及原始口径见本页备注

短剧、互动剧、小游戏：不要混成一个概念

“短”改变时间与分发，“互动”改变用户角色，“小程序”改变进入路径。

观察维度	产业判断与依据
短剧	围绕短时观看与连续剧情组织产品，强调节奏、分发和变现
互动剧	观众作出选择并影响叙事过程，增加体验和表达维度
互动剧游戏	把互动剧情以游戏方式组织，需兼顾故事与玩法
小程序载体	短剧或游戏可以利用小程序进入，但载体本身不是内容创新的全部

分清时长、交互、载体三条轴，才知道企业新增了什么能力。

资料：A128、A157；定位及原始口径见本页备注

影游合并：下一种内容形态的开放命题

动态图像、空间建模与互动系统结合，可能改变叙事与体验的边界。

1 视觉制作	2 互动系统	3 叙事整合	4 商业形式
AI可能降低动态影像与场景试制成本	用户选择、游戏规则与实时反馈，为观看增加参与维度	故事与玩法需要共同设计，不能只把影片切成选项	付费、授权、广告与场景运营各有条件，新形态仍需验收

技术组合提供可能性，作品完成度与商业接受度决定是否成为产业。

资料：A205、A157、A170、A132；定位及原始口径见本页备注

Netflix：旧业务先练数据能力，再迁移到新载体

订阅与个性化在DVD阶段积累，流媒体扩大了反馈密度与业务空间。



01 DVD订阅

租赁模式先建立持续关系，用户评分帮助理解偏好

02 推荐与采购

反馈既帮助用户找片，也帮助平台理解应采购什么

03 流媒体迁移

观看、退出、继续播放等信号，为体验和内容选择提供更细反馈

04 内容与复盘

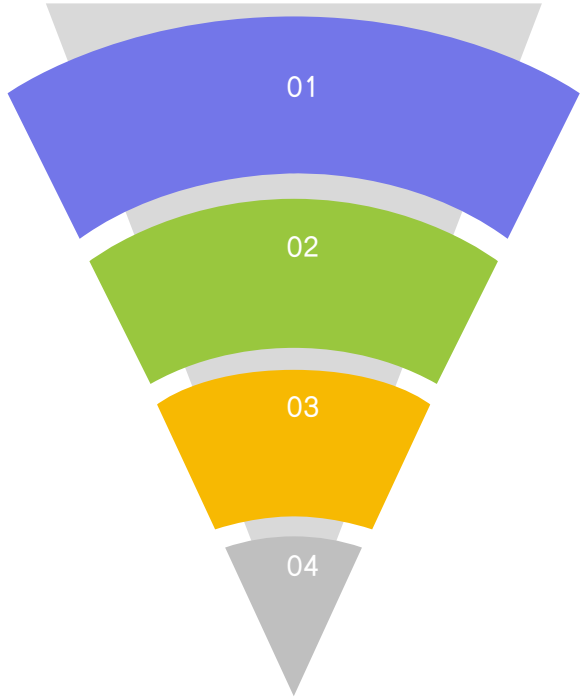
采购、自制、发行与产品设计相互反馈，形成长期经营能力

数字化能力的价值在实际决策，不在拥有多少数据的口号。

资料：A208；定位及原始口径见本页备注

Netflix的全球化：组织世界故事，而非只出口本国作品

平台把资金、制作服务与全球分发连接到不同地区的创作者。



逐层检验

01 本地创作

故事、语言、演员与文化语境来自具体地区

02 生产组织

资金、流程、技术与项目管理提升作品完成与交付能力

03 全球分发

字幕、配音、推荐与市场运营扩大潜在观众，但接受度因地区而异

04 权利与回报

创作控制、版权归属与分成决定地方团队能留下多少长期价值

文化出海既是表达问题，也是制作、权利与分发组织问题。

资料：A208、A223；定位及原始口径见本页备注

端游、页游、手游：内容与分发同步演进

新硬件、流量入口、玩法与付费模式共同推动游戏产业变迁。

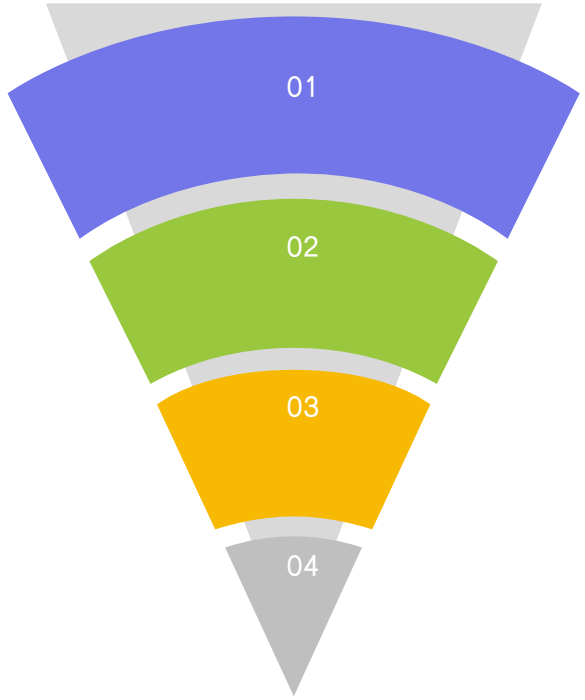
1 端游	2 页游	3 手游	4 新阶段
PC与网吧构成重要触达场景，长周期产品积累玩家与社群	网页入口与联运降低进入门槛，流量组织和商业模式创新更突出	智能手机扩大使用场景，应用渠道与后续买量发行重塑分发	小游戏与新硬件是不同创新轴，不能把载体简化当作终端革命

研究新游戏形态，要逐一识别终端、渠道、玩法与收费的变化。

资料：A205、A128、A400；定位及原始口径见本页备注

AI与游戏：先看生产三角，再看玩法变化

成本、效率、质量是制作约束；新玩法需要再跨过交互与体验门槛。



逐层检验

01 生产工具

策划、美术、音频、程序等环节可分别试验提效

02 项目整合

资产一致性、性能、工具链、版本管理与测试决定整体收益

03 内容延展

程序化或生成内容可增加变化，但需规则与体验约束

04 玩法创新

个性化与交互可能改变产品形态，仍需玩家长期留存与付费验证

单项制作提效，不等于研发总成本下降，更不等于新玩法已经成立。

资料：A132、A061；定位及原始口径见本页备注

三七互娱：四次转向，核心是运营能力迁移

从页游到手游、买量与全球化，公司价值在于把发行经验转化为系统能力。

1 页游精品化

从联合运营进入产业，以用户组织与发行建立基本盘

2 页转手

将既有产品和运营积累迁移到移动场景，并增加自主研发

3 买量发行

流量向超级App集中后，用投放系统与数据方法组织发行

4 多元与全球化

拓展SLG、卡牌、模拟等品类与海外市场，检验能力能否复用

看龙头穿越周期，要追踪能力如何迁移，不能只罗列产品数量。

资料：A114、A205；定位及原始口径见本页备注

神州泰岳：出海SLG的增长与利润释放不同步

长线运营、买量节奏与非经营项目，共同影响年度收入和利润。

期间	收入 / 亿元	归母净利润 / 亿元
2023H1	26.53	4.04
2024H1	30.53	6.31
2024全年	64.52	14.28

主力产品成熟后的费用变化，会放大利润弹性，也需检验持续性。

资料：A038、A093、A092、A078、A102；定位及原始口径见本页备注

巨人网络：长寿游戏与新品，承担不同任务

长线产品提供基本盘，新产品扩大边界；流水、收入和利润有时间差。

1 长寿产品	2 新品增量	3 收入递延	4 利润检验
原研究以征途、球球大作战说明持续版本运营与IP维护	《原始征途》等新产品带来用户与流水增长，也有推广投入	充值流水与会计收入存在时点差，合同负债帮助观察未来履约	销售费用可能先确认，新品贡献需看持续留存与后续收入兑现

游戏研究要沿“产品—流水—收入—利润”逐层追踪。

资料：A119、A060；定位及原始口径见本页备注

吉比特：少投放，可以少收入而多利润

成熟产品的经营重点，需要从流水规模转向边际投入产出。

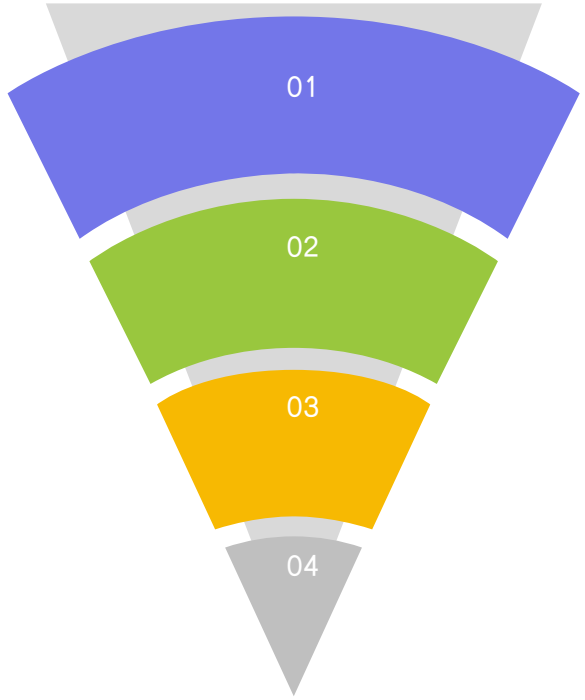
观察维度	产业判断与依据
存量维护	问道等长线产品通过版本和用户运营维持基础
投放取舍	原报告记录部分产品缩减买量后，收入下降但利润环比增加
新品阶段	上线初期可能有收入却尚未盈利，时间与规模都影响回收
研发接力	人员与新品储备形成未来选择，同时也抬高当期费用

收入放缓未必意味着经营变差，关键在边际利润与生命周期。

资料：A069、A083、A101、A082；定位及原始口径见本页备注

恺英：专业分工与多元产品源，构成项目管线

IP、研发、发行与合作网络共同作用，销量与费用必须一起看。



逐层检验

01 项目来源

自研、代理、合作开发及投资企业提供多种供给

02 专业分工

研发、发行、IP运营与申报流程形成不同职责

03 赛道延伸

传奇基本盘之外，IP储备和新产品尝试更多题材与地区

04 费用校验

新品与小游戏推广投入可提高销售费率，收入增量需看利润转化

产品储备是选择权，商业结果要等上线、运营与回款逐项兑现。

资料：A098、A064、A091、A055；定位及原始口径见本页备注

出版产业链：出版与发行是两个关键位置

区域渠道、内容资质与教材需求，共同构成传统出版公司的基本盘。

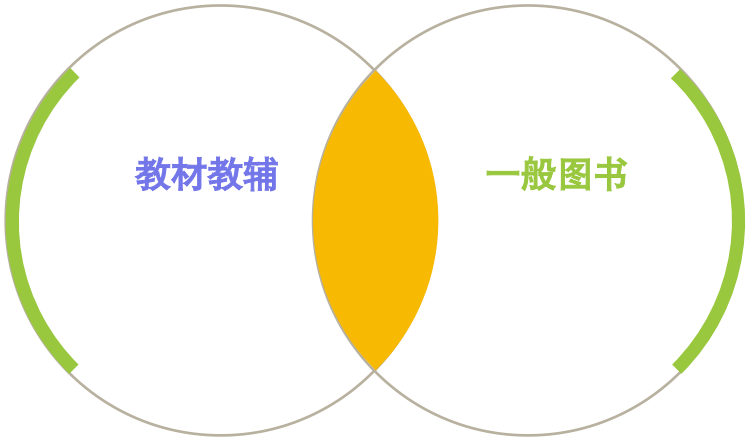


研究出版要拆产品与环节，不能只把它视为一个版权仓库。

资料：A146、A108；定位及原始口径见本页备注

出版的经营：教材稳定性与一般图书变化并存

教材教辅的需求基础，与一般图书的选题、品牌、渠道逻辑不同。



01 教材教辅

学生数量、教材价格、配套需求、渠道覆盖及政策安排影响经营

02 一般图书

选题品牌、版权运营与线上线下渠道变化影响销量和折扣

03 区域整合

省内资产整合可改善渠道与资源配置，须看同业竞争和效率效果

04 数字化延伸

教育科技、数字出版与AI服务需要新产品、客户与收益验证

稳健基本盘支持尝试新业务，但不会自动保证新业务成功。

资料：A108、A068、A146；定位及原始口径见本页备注

出版2023样本：规模与税项，要分层理解

南方传媒报告净利润增长明显，扣非增长较平缓，业务改善需另作拆分。

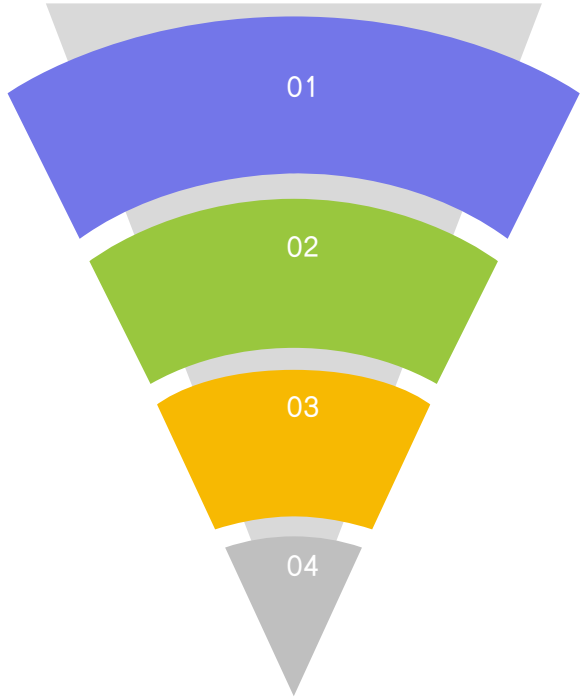
南方传媒指标	2023年	同比
营收 / 亿元	93.65	+3.35%
归母净利润 / 亿元	12.84	+34.39%
扣非归母净利润 / 亿元	8.91	+0.31%
教材教辅出版收入 / 亿元	28.21	+7.30%

防御属性来自可持续经营与现金流，不能由一次性利润增长定义。

资料：A068、A146；定位及原始口径见本页备注

教育培训：AI的影响，深入到交互与交付模型

从信息交换走向学习过程交互，内容、渠道和经济模型都需要重组。



逐层检验

01 内容结构化

特定方向的长期教研与知识组织，形成可交付的基础

02 个体交互

识别需求、动态反馈与个性化路径，改变标准课程的一部分交付

03 经济模型

To C、To B、To G的付款者、服务要求与销售周期不同

04 经营闭环

内容形态、交付方式、成本与效果共同决定是否能规模化

教育AI的关键不仅是生成课程，还在于有效交互与可持续交付。

资料：A123、A111、A118；定位及原始口径见本页备注

09

IP与文化出海

出爆款形成影响力；运营需要把影响力持续转化为产品、渠道与品牌。

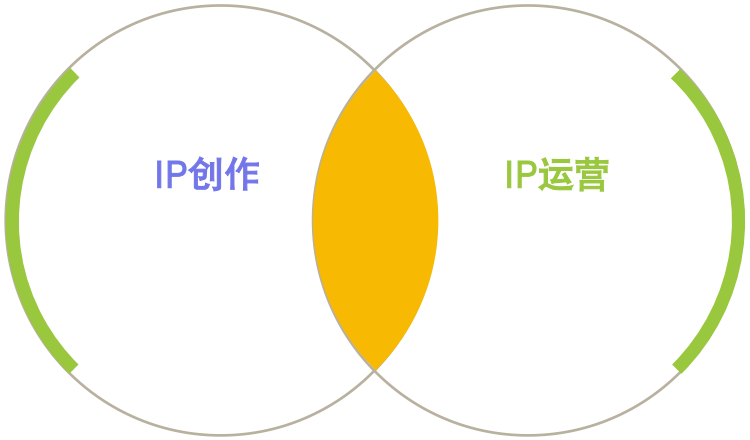
IP创作与IP运营：两门生意，两种组织能力

卡牌渠道案例：覆盖、直营、零售各有任务

内容出海的矩阵：精品、渠道、运营相互支撑

IP创作与IP运营：两门生意，两种组织能力

出爆款形成影响力；运营需要把影响力持续转化为产品、渠道与品牌。



01 IP创作

人物、世界观、故事与审美形成辨识度，依赖创作和内容生产

02 形态迁移

剧、电影、游戏等改编不是复制，需要重新创作和媒介适配

03 产品运营

卡牌、盲盒、毛绒等产品，依赖设计、供应链、渠道与会员

04 组织差异

创作团队与消费品运营团队的节奏、成本和能力要求不相同

拥有爆款IP不等于拥有长期运营能力，必须分别估计。

资料：A122、A187、A016；定位及原始口径见本页备注

爆款产品形态：运营公司可以围绕形态扩展IP

盲盒、卡牌、毛绒与积木，提供不同的购买理由与复购机制。

观察维度	产业判断与依据
盲盒与人偶	角色设计、系列化新品、陈列与收藏形成产品体验
卡牌	收藏、竞技、交换和社群活动构成多种需求
毛绒玩具	触感、陪伴、角色认同与礼赠场景共同影响产品
积木等形态	搭建、玩法与完成体验要求结构设计及制造能力

先找到产品形态的用户价值，再讨论IP授权能放大多少。

资料：A122、A016、A187；定位及原始口径见本页备注

IP运营的闭环：供给、触达、反馈与品牌

单次联名是交易，长期运营要形成持续推新和需求反馈系统。



01 产品供给

设计、工艺、供应链与IP更新配合，形成有节奏的新品

02 渠道触达

直营、经销、电商与活动带来覆盖，也形成不同库存和费用

03 用户反馈

购买、复购、社群互动与二级交换帮助理解需求变化

04 品牌沉淀

持续兑现质量与体验，使消费者认可运营品牌本身

IP价值的释放，依赖运营全链条同时工作。

资料：A016、A187、A113；定位及原始口径见本页备注

IP衍生品的核心观察：毛利率与品牌溢价

高毛利可能体现产品与品牌能力，但净利润仍受渠道、费用与库存影响。

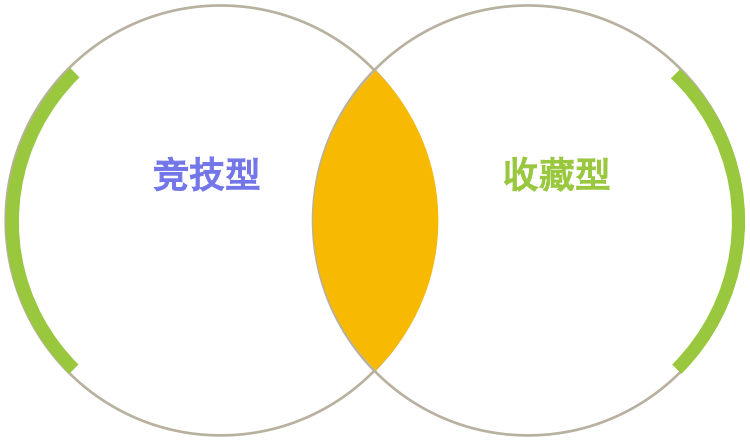
1 产品价值	2 毛利空间	3 运营消耗	4 现金结果
设计、工艺、IP与体验共同支持售价及消费者认可	售价减产品与授权等成本，反映价值保留的第一层	门店、营销、团队及新品试错，决定毛利能留下多少	库存、账期、扩店与回款，决定利润是否转为可持续现金

毛利率是重要入口，净利率与现金转换必须继续往下看。

资料：A187；定位及原始口径见本页备注

卡牌分类：竞技型与收藏型，经营重点不同

同样是卡片，规则、赛事、稀有度与情感认同形成不同消费结构。



01 竞技型

卡组构建、规则平衡、比赛和版本更新，支持持续游玩与社群

02 收藏型

角色、设计、主题与系列，主要承接收藏、欣赏和交换需求

03 共同结构

IP、发行节奏、稀有度与社群参与，影响持续消费

04 研究差异

竞技看规则生命力与赛事；收藏看IP热度、产品设计、渠道和库存

不能仅因都叫卡牌，就按同一生命周期与经营模型分析。

资料：A016；定位及原始口径见本页备注

卡牌价值链：IP、制造、发行与二级服务

一级销售与二级交易是不同收入链，研究时不能重复计算市场价值。

1 上游权利	2 制造与产品	3 发行与推广	4 交易与服务
IP授权及规则、设计支持产品合法开发与辨识度	印刷工艺、品控、批次、周边及供给节奏影响体验	直营、经销、电商、零售伙伴及赛事把产品交到用户手中	交换、鉴定、评级和二级平台提供流动与服务，也有规则和价格风险

市场热度传导到哪家公司的收入，要沿权利、库存和交易关系核对。

资料：A016；定位及原始口径见本页备注

卡牌渠道案例：覆盖、直营、零售各有任务

卡游2023Q3渠道记录，说明产品形态之外还需要多层触达体系。

渠道记录	2023Q3数量	单位
经销商	230	个
覆盖省份	31	个
线下旗舰店	31	家
线上自营店	11	家
零售KA伙伴	34	名
卡游中心	25	个

渠道数量体现覆盖，不等同于单店效率、终端动销或利润。

资料：A016；定位及原始口径见本页备注

阅文：创作、可视化、商品化三层递进

内容源头、媒介改编与衍生消费之间，需要连续开发而非机械复制。

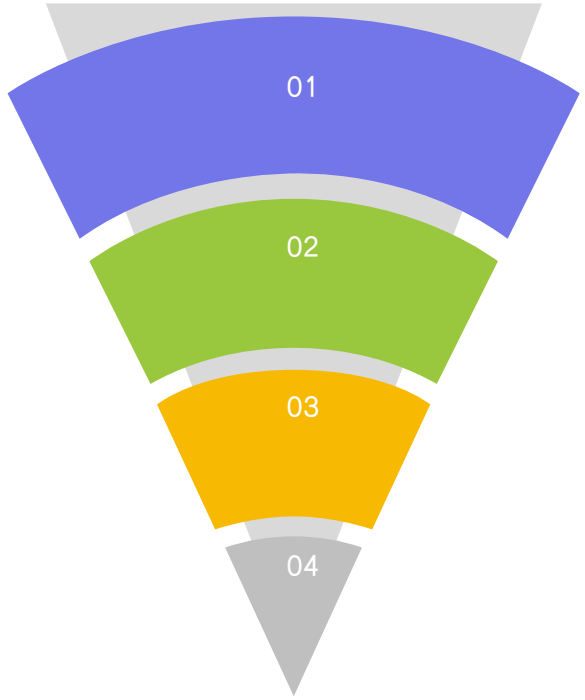
1 IP创作	2 IP可视化	3 商品化	4 反馈与权利
网文平台聚集作者与读者，付费和广告提供不同激励机制	影视、动画、漫画和短剧将文字转为视觉内容，需要改编能力	游戏授权、自研与卡牌、手办等衍生，承接已有认同	各环节的口碑、授权与分成决定下一轮开发及价值归属

一个IP能走多远，取决于各形态都能完成自己的产品工作。

资料：A016、A140、A115；定位及原始口径见本页备注

中手游：IP生态要经过产品研发与发行检验

IP可降低认知门槛，真正的产品竞争仍取决于玩法、质量和运营。



逐层检验

01 IP储备

授权与自有IP带来主题、角色与既有认同，但权利条件各异

02 研发组织

自建团队、合作、投资与定制共同形成内容供给

03 全球发行

不同地区题材接受、获客和运营要求，决定IP能否迁移

04 经营校验

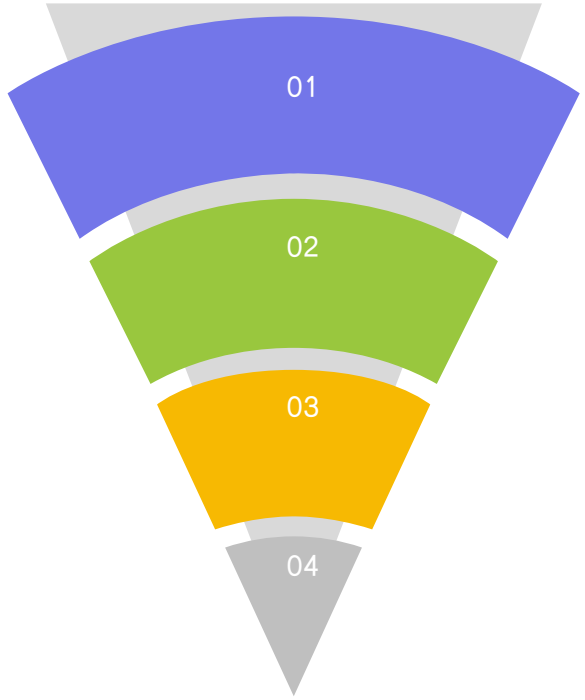
新品测试、上线、持续流水与研发回收，决定储备能否成为收益

IP数量属于资源指标，成功交付与持续经营才构成业绩。

资料：A115、A056；定位及原始口径见本页备注

文化出海：销售区域扩展与文化影响，分别衡量

海外收入、用户覆盖与作品被理解，是相关但不同的结果。



逐层检验

01 市场进入

发行、渠道、支付和本地运营解决产品到达用户的问题

02 经营成立

收入、留存、投放回收与现金流说明生意是否可持续

03 内容认同

作品与人物形成跨文化理解及持续讨论，超越单次流量

04 长期能力

版权、品牌、合作网络和组织积累，决定能否持续推出新内容

出海收入可以量化，文化影响仍需更丰富的证据。

资料：A223、A021；定位及原始口径见本页备注

文化出海的三条组织路径

自建品牌、收购资产、合资合作，分别交换速度、控制权与本地能力。

观察维度	产业判断与依据
自建品牌	从产品和用户关系起步，控制更完整，但需要长期投入和本地学习
收购资产	获得版权、团队或渠道，需要支付对价并承担整合及治理风险
合资合作	借助本地资源共同进入市场，须明确权责、利益与品牌安排
选择依据	企业缺内容、缺渠道还是缺当地运营，决定更适合哪条路径

出海不是单一打法，组织形式应服务于具体能力缺口。

资料：A223、A120、A109；定位及原始口径见本页备注

任天堂案例：硬件、内容与规则共同建立产业位置

平台承接用户，内容打开上限，规则维护生态质量。



01 硬件体验

围绕具体玩法设计交互，而非只追求参数领先

02 内容护航

具有辨识度的作品，为新硬件提供购买理由与体验样本

03 生态规则

质量管理、授权与渠道秩序影响第三方内容和平台信任

04 新人群

体感、触屏和易进入的玩法，可能扩大传统玩家之外的需求

软硬协同的价值，在于让产品体验与生态规则彼此强化。

资料：A223；定位及原始口径见本页备注

内容出海的矩阵：精品、渠道、运营相互支撑

供给质量、全球触达与本地理解缺一项，都可能限制商业与传播效果。

观察维度	产业判断与依据
精品内容	人物、故事、视觉与制作完成度，形成进入竞争的基础
渠道全球化	自有App、当地平台、院线、游戏商店等路径各有条件
运营本土化	语言、营销、用户服务与使用情境适配，影响触达和留存
权利与收益	明确区域授权、合作分账和品牌归属，保留长期积累

“讲好故事”要落到产品、渠道与权利的协同工程。

资料：A223、A086、A074、A038；定位及原始口径见本页备注

10

产业兑现与市场定价

产业成长、公司盈利和市场定价有联系，但时间与幅度并不同步。

行业、经营与市场：三套循环

景气修复的传导：许可、产品、需求与收入

旧判断重述：保留问题，修订确定性

行业、经营与市场：三套循环

产业成长、公司盈利和市场定价有联系，但时间与幅度并不同步。

观察维度	产业判断与依据
产业循环	技术、产品、需求、供给与商业模式
经营循环	收入、毛利、费用、现金流与资本投入
市场循环	预期、估值、风险偏好、流动性与交易结构
验证连接	寻找产业指标如何进入利润表，再进入定价

产业看对并不保证买价合理；股价上行也不自动验证产业逻辑。

资料：A318、A150、A013；定位及原始口径见本页备注

收入是位置，利润是模式，现金是兑现

公司研究从三张表出发，才有办法检验产业叙事。

1 收入规模	2 利润质量	3 现金转化	4 再投入
反映抓住需求的体量，也受总额净额确认影响	业务组合、成本、费用与非经常项目共同决定	回款、营运资本与资本开支验证实际占用	研发、扩产、分红与并购决定下一阶段选择

收入代表经营位置的线索，利润与现金共同检验能否持续。

资料：A317、A300；定位及原始口径见本页备注

传媒131家样本：2025年年报呈现明显分化

A317的2025年报样本为131家传媒公司；同一板块的收入与费用出现分化。

2025年报样本指标	公司数	口径说明
收入增长>100%	3	属于增长>50%的子集
收入增长>50%	10	样本131家
收入下降>20%	14	非全部亏损公司
销售费用率上升>5pct	15	同比百分点
销售费用率下降>5pct	7	同比百分点

分化是财务事实的研究入口；板块叙事不能覆盖个体差异。

资料：A317；定位及原始口径见本页备注

四类公司：业务逻辑与财务表现交叉看

AI改变产业时，财报优秀与未来占优未必是同一组公司。

观察维度	产业判断与依据
业绩好、逻辑承压	当期利润仍强，未来收入来源可能受冲击
逻辑清、投入承压	新方向清楚，但竞争和资本投入吞噬利润
影响暂不清楚	受益与受损都缺乏足够证据
受益路径可验证	业务机制明确，并出现逐步兑现的指标

分类是动态研究工具；公司可以随证据变化在象限间迁移。

资料：A228；定位及原始口径见本页备注

分众：收入修复与高经营杠杆

固定成本较高的模式，收入变化可能放大利润变化。

1 需求端	2 媒体端	3 经营杠杆	4 质量检查
消费品、互联网等广告主预算影响收入	点位、租金和运维形成成本约束	收入修复摊薄固定成本，利润可能更快回升	投资收益与主业利润分别分析

利润弹性要追到成本结构，并剔除非主业贡献。

资料：A079、A095、A097；定位及原始口径见本页备注

经营改善要拆因：培训案例中的效率

传智教育2022年经营案例：规模恢复、课时安排、翻台率和费用控制共同改变盈利。

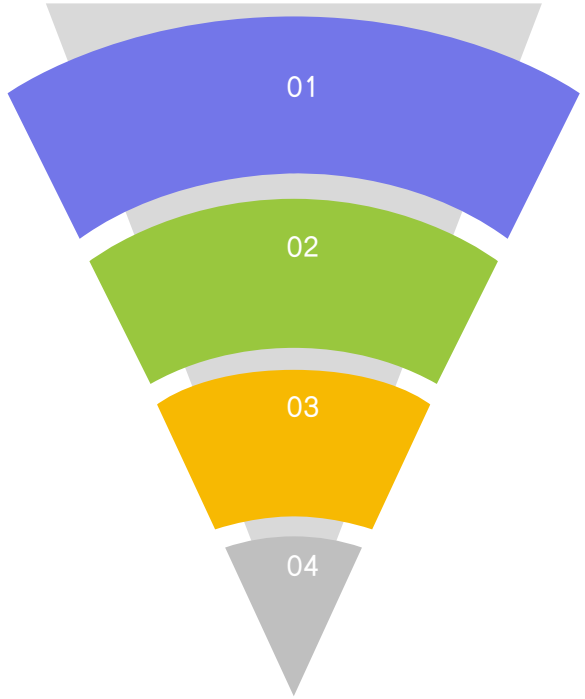
1 需求与招生	2 网点效率	3 产品与口碑	4 费用纪律
线下服务恢复影响收入与产能利用	课程安排、翻台率和坪效改变成本摊薄	研发及课程质量影响获客成本和复购	销售、管理、研发费用分别核算

企业“提效”不是一个百分比，而是一组可以追踪的运营动作。

资料：A066、A111；定位及原始口径见本页备注

投资收益、减值与费用：利润表的三次拆分

归母利润增长不一定等于主业盈利能力提升。



逐层检验

01 主业经营

收入减成本及经营费用，考察真实业务变化

02 投资及处置

收益可能很大，但稳定性与重复性不同

03 减值与非经常

一次性冲击可能改变比较基数

04 现金与回报

把调整后的利润与回款、资本占用对照

利润增长先拆来源，再讨论持续性和估值。

资料：A095、A102、A317；定位及原始口径见本页备注

景气修复的传导：许可、产品、需求与收入

政策与行业事件改变预期，实际业绩还需产品和需求兑现。

1 约束缓解	2 产品上线	3 市场验证	4 报表兑现
许可或规则变化降低供给不确定性	获批到正式推出之间仍有准备周期	使用、付费和销售证明需求	收入确认、毛利与回款逐步进入财务结果

政策底、业务底与股价底可以不同步。

资料：A159、A150、A174；定位及原始口径见本页备注

传媒新周期：政策、技术、产品与市场合力

2025年景气上行是原研究提出的假设，需要分别检验驱动因素。

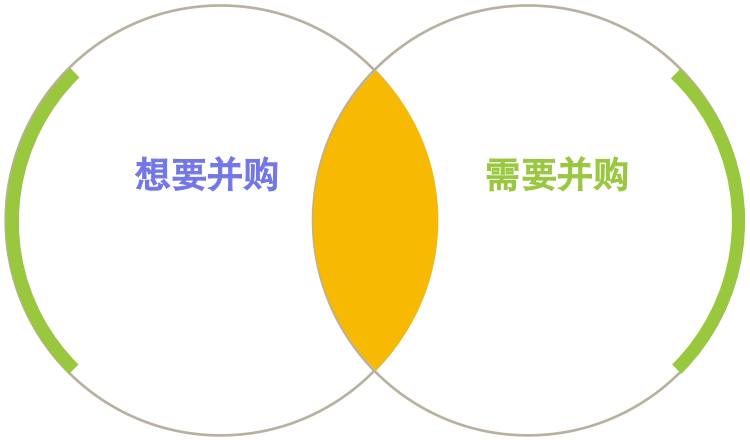
观察维度	产业判断与依据
技术	生成式与具身能力是否带来成本变化或新产品
产品	新形态能否形成持续需求与经营规模
供给与规则	出清、准入和经营环境是否改善
资本市场	风险偏好和估值修复能否与利润匹配

保留判断的形成逻辑，也保留未兑现和仍待验证的部分。

资料：A349、A018、A205；定位及原始口径见本页备注

并购：上市公司究竟“想要”还是“需要”

有效并购应由能力缺口与战略位置驱动，而非仅由规模冲动驱动。



01 想要并购

扩张规模、拓展叙事或改善市场关注

02 需要并购

补足技术、产品、渠道、客户或交付短板

03 目标评价

资产质量、团队、知识产权和真实经营

04 交易评价

对价、融资、摊薄、整合与责任安排

先写出不收购会缺失什么，再讨论收购值多少钱。

资料：A022、A017、A153；定位及原始口径见本页备注

能力迁徙：看似跨界，可能是同一能力换空间

横向进入新计算平台，纵向更新技术方案与补足短板。

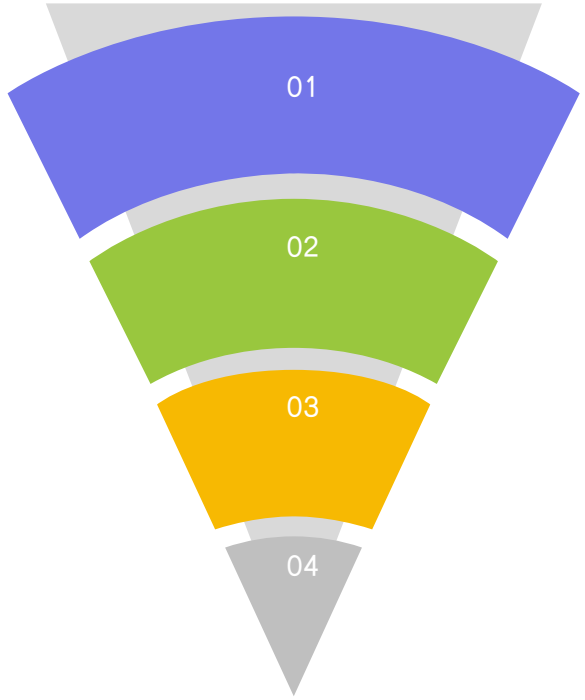
观察维度	产业判断与依据
横向迁徙	同一能力从PC、手机迁移到XR或其他硬件
纵向升级	技术路径改变，旧工程方案需要重做
能力补足	规模扩大或竞争增强，暴露新瓶颈
组织整合	自研、招聘、合作或并购是不同实现方式

跨界要追问能力连续性；同一名称的业务也可能已换底层技术。

资料：A022；定位及原始口径见本页备注

并购价值：业绩增厚之外的三层效应

原研究的弹性公式，应重述为情景分解而非收益保证。



逐层检验

01 业绩增厚

标的并表带来的利润，需扣除融资与新增成本

02 业务协同

客户、技术与渠道互补带来经营改善

03 行业位置

形成新生态位、标准或关键能力

04 市场预期

主题与示范效应可能改变定价，也可能反转

四层贡献可能重复或相互依赖，不能机械相乘推算涨幅。

资料：A342、A022；定位及原始口径见本页备注

掌趣科技2012—2013并购：价格、承诺与整合

原2025年复盘所记载的2012—2013年交易金额，不等于标的实际盈利。

掌趣科技收购标的	原报告交易金额	历史方案口径
动网先锋	8亿元	100%股权；2012年末方案
玩蟹科技	17亿元	100%股权；2013年方案
上游信息	8亿元	2013年方案

历史涨幅用于研究预期形成，不能转成下一次并购的收益模板。

资料：A342；定位及原始口径见本页备注

从“映射”到比较：海外经验需要转换条件

同一技术在不同市场，可能形成不同入口、客户与利润分配。

观察维度	产业判断与依据
共同技术	全球技术进展提供可比较的能力边界
不同需求	使用者、预算、行业结构与付费习惯不同
不同供给	平台、算力、渠道与开发生态不同
不同约束	竞争、规则、资本成本与上市资产范围不同

先找到传导机制，再选择可比公司；名称相似不等于商业模式相同。

资料：A318、A307、A261；定位及原始口径见本页备注

旧判断重述：保留问题，修订确定性

产业研究沉淀应包含预测边界、证据分级与判断更新。

观察维度	产业判断与依据
必然性改条件	“必出爆款”“必然接档”改为具体采用条件
时点改里程碑	年份预测旁列产品、部署与经营验证
专家与事实分层	纪要、公司宣传、公告和模型假设分别标注
定价与产业分开	不重发旧目标价、荐股名单或倍数承诺
口径与归属	统一单位期间，保留团队与第三方来源

研究的连续性来自同一套问题被持续检验，而非事后把所有判断写成正确。

资料：A012、A175、A401、A104；定位及原始口径见本页备注

11

研究复盘

原报告将技术变革、经营增长与并购环境结合，用于解释上一轮传媒行情。

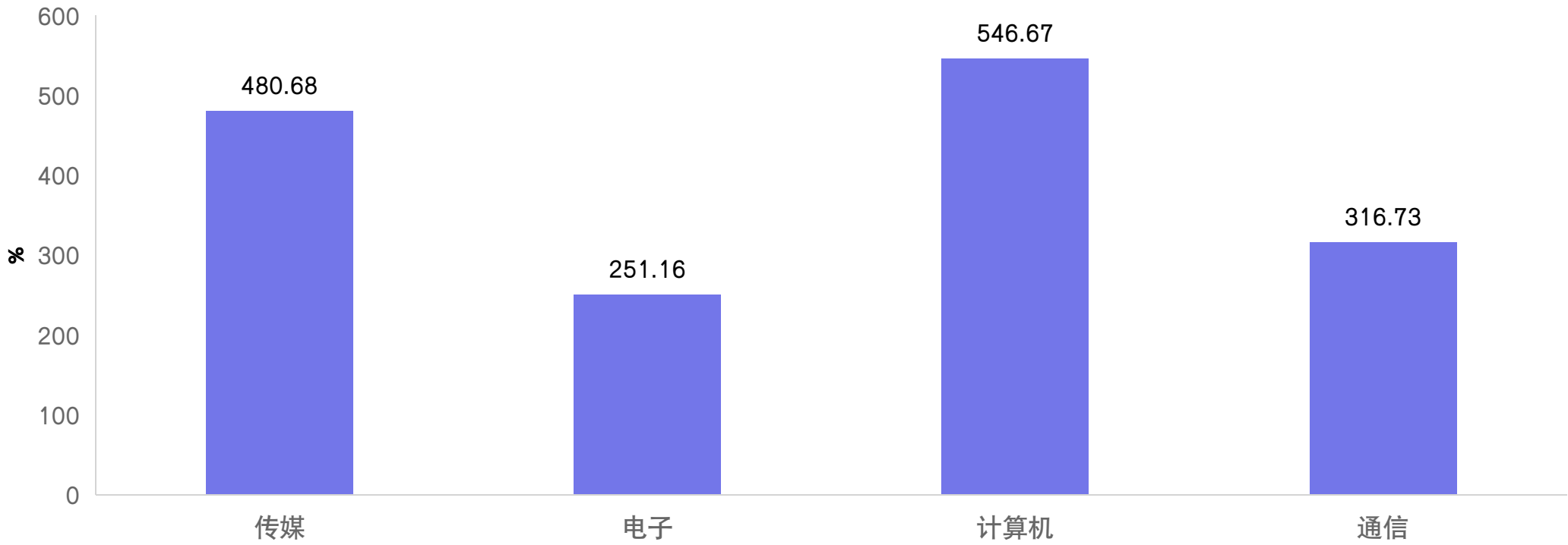
历史复盘：2013—2015年TMT行情

IP与新载体：技术名称不能替代商业模式

后续观察：哪些事实会改变判断

历史复盘：2013—2015年TMT行情

原报告将技术变革、经营增长与并购环境结合，用于解释上一轮传媒行情。



2013年1月—2015年6月

这段历史用于识别驱动因素，不作为AI行情涨幅或年份的预测模板。

资料：A137；定位及原始口径见本页备注

历史类比的保留与修正

互联网经验可以帮助识别环节，但年份、节奏与赢家必须重新求证。

观察维度	产业判断与依据
可保留	基础设施、业务模式、变现模式之间存在依赖关系，研究需要分层
需重估	新终端是否普及、需求是否形成、融资与监管是否配合，决定类比的边界
应打开	AI可能在既有终端中创造价值，也可能通过新硬件拓展场景，两条路径可以并行
待验证	原稿关于2027—2028等年份的推演，继续作为假设，不能写成确定时间表

保留结构类比，撤除没有独立证据的时间必然性。

资料：A137、A001；定位及原始口径见本页备注

用户＝终端：一个系统视角的适用边界

数据交换有助于解释平台争夺用户，商业分析仍需辨别数据质量、授权和真实需求。

观察维度	产业判断与依据
原判断	将用户放进模型的数据交换与反馈过程，观察入口和持续交互的价值
有用之处	从用户规模进一步追问反馈如何影响产品、模型与生态
机制边界	训练、检索、推荐与任务资料调用有不同机制，不能用出现频次统一解释采用
经营含义	反馈能否帮助留存、降低成本、提高付费或优化交付，需要具体业务证据

用户规模提供潜力，反馈使用方式和价值转化决定经营结果。

资料：A133；定位及原始口径见本页备注

生成门槛下降：成本向哪里移动

原材料提出制作更容易、分发更难，进一步要把筛选、核验与返工纳入成本。

1 生成端	2 分发端	3 交付端	4 经营端
初稿、候选方案和素材供给增加，部分制作成本下降	更多供给争取有限注意力，发现和推荐机制更重要	核验、整合、维护和人工接管仍有成本，不能省略	比较总成本与用户结果，识别节约是企业获得、客户获得，还是互相转移

同一结果下的总成本，才是效率改善的完整比较口径。

资料：A143、A263；定位及原始口径见本页备注

UGC与PGC：专业性怎样重新形成

原稿“UGC重返PGC”的判断，可以分解为不同环节的专业性要求。

观察维度	产业判断与依据
生产参与	工具可能扩大参与人群，不能据此判定作品质量或商业价值
选择与编辑	供给增多后，判断、筛选、组织和稳定输出更重要
权利与责任	可追溯来源、授权与质量控制，影响作品进入商业场景
平台与收入	专业性是否获得回报，取决于用户选择、平台分配和付费方式

专业性可能重新集中，参与方式仍可多样，二者并不矛盾。

资料：A190、A263；定位及原始口径见本页备注

IP与新载体：技术名称不能替代商业模式

NFT、卡牌、潮玩等载体，需要分别检查权利、产品体验与收入来源。

观察维度	产业判断与依据
内容影响力	用户是否认识并持续喜爱这个IP，是需求基础的一部分
产品设计	稀缺性、体验、外观与社交用途构成不同的购买理由
运营与渠道	定价、发行、触达、复购和库存管理决定商业兑现
权利与流动性	持有什么权利、怎样转让、谁承担风险，需要明确规则

载体变化提供新可能，价值仍要落实到需求、权利与经营。

资料：A140、A187；定位及原始口径见本页备注

场景规范与采用：公共价值如何进入生意

技术伦理与治理材料在本集中的位置，是解释应用进入行业的实际条件。

观察维度	产业判断与依据
进入场景	谁有权开放系统、数据与设备，决定应用能否部署
责任划分	识别供应商、使用者和管理方各自承担的交付与维护职责
服务产品	测试、审核、数据治理或持续监测，能否形成客户付费的服务
收益归属	行业有需要不等于某类主体必然获利，仍要检查资质、竞争与采购

规范需求提供产业线索，具体商业回报需要独立论证。

资料：A275、A393、A233；定位及原始口径见本页备注

研究结论的四种状态

对不同证据状态采用不同表达，能够使研究持续更新。

观察维度	产业判断与依据
已有记录	经营或产品事实保留期间、口径、来源，不能自动外推
机制解释	说明因果链条，寻找支持与反例，允许多个因素同时作用
条件推演	把假设和触发条件写清楚，等待后续观察
修改撤回	发现数字、口径或推理问题时保留修正记录，停止沿用

论点的强度应当与证据相称，更新判断也是研究成果的一部分。

资料：A137、A424；定位及原始口径见本页备注

产业机会到股东回报的四道关口

总量增长、企业增长、利润增长和投资回报不能互相替代。

1 产业总量	2 企业份额	3 收益质量	4 买入价格
新增需求是否真实，替代旧业务还是扩大市场，价值链怎样分配	公司是否具有可持续竞争位置，增长是否依赖补贴和低价	收入能否转化为利润与现金，资本开支和营运资金占用怎样变化	市场是否已经充分计入成功预期，估值对结果的敏感性有多大

产业研究先解释生意，投资研究还要回答价格与风险。

资料：A205、A435；定位及原始口径见本页备注

后续观察：哪些事实会改变判断

从历史研究继续向前，每个主张都应当有能被观察到的变化条件。



01 应用

持续付费、成功交付、人工接管与返工，检验工具是否成为可靠生意

02 内容

创作效率、发现成本、复购和权利分配，检验供给变化的结果

03 硬件

真实使用、部署运维与单位经济性，检验场景是否具备复制条件

04 平台与公司

存量现金流、新业务投入、生态分配与竞争位置，检验A/B两面是否相互支持

研究的延续方式，是让新事实进入原框架，也允许新事实改变框架。

资料：A424、A435；定位及原始口径见本页备注

使用说明与来源归属

本集保存产业研究逻辑，历史数据、原报告协作贡献与引用来源按页追溯。

观察维度	产业判断与依据
数据与时点	数据沿用注明的历史期间。带年份的预测均为当时判断，不作为已实现事实
团队与引文	联合报告保留原作者和机构归属。专家与访谈观点不改写为个人原创事实
资料边界	排除私人行政文件、受限页面和两本书、七讲的专属内容
研究用途	本集用于产业理解与研究交流，不沿用旧稿评级、目标价或即时交易指令

逐页来源编号对应末尾索引，完整文件定位见备注及配套台账。

资料索引 01

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A001	100页PPT13讲20241128	6、184
A003	2023年12月：146页干货2024年元宇宙全球年度报告：爆款”频“现	64
A006	2023年8月——4讲：特斯拉AI算法 0719	72
A007	2024年12月AI 2023-2025 VS 互联网2013-2015	9、11、12、18、24、25、32
A008	2024年1月：围绕Apple Vision Pro的内容生态，市场最关心的十个问题_2024…	69、70
A011	265页干货2023年元宇宙全球年度报告：硬件的“大”年	64、68
A012	AI×_国投20240707	71、181
A013	AI科技传媒板块20240925	167
A014	VR拆机报告PPT：全拆解其架构、迭代路径、组件、算法、内容生态、市场、未来趋势_0826	7、64、65、66、67、68

资料索引 02

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A016	卡牌作为一种爆款产品形态	153、154、155、157、158、159、160
A017	传媒×并购20241029	176
A018	传媒出清彻底结束后，25年开始景气上行20250701	175
A021	文化出海	162
A022	1个相同与9个不同AI并购 VS 互联网并购20250106	15、19、26、32、61、176、177、178
A023	2023年：特斯拉FSD算法专家纪要 迭代版 8.2	73
A024	2024年1月：MR+系列十讲_202401	69、70
A025	2024年1月：苹果MR当前的内容开放生态建设情况_20240107	69
A032	AIGC第一股，国内少数实现盈利的AI公司之一(2)	50

资料索引 03

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A034	Optimus开辟第二战场，推动特斯拉再进阶(2)	73、77
A036	客户基础扎实，有望升级为AI2.0时代企业软件服务龙头(1)	48、49、57
A038	游戏出海长线稳健，积极布局AI技术	144、165
A040	稀缺数字版权内容生态龙头，全面拥抱AI赋能(2)	110
A042	自有媒体夯基座，背靠华为享增长(2)	101
A044	2023年内容上映节奏逐步恢复，AIGC有望提升动画制作产能	130
A048	2023年业绩亮眼，持续受益华为广告增长红利	101
A050	2024Q2创单季度营收记录，汽车毛利率亮眼(1)	99
A055	2025年关注新产品及出海业务	147

资料索引 04

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A056	IP价值持续释放，重磅产品《仙剑世界》蓄势待发	161
A059	Q3业绩承压，关注热播综艺、精品大剧Q4表现	135
A060	《原始征途》不负众望，Q2业绩超市场预期	145
A061	《天龙2》开启新品周期，关注AI技术应用进展	142
A062	与抖音合作，共创短剧等长短视频内容	136
A063	业绩再创新高，经营效率提升，关注中长期战略持续兑现	100
A064	业绩增长强劲，关注新产品周期的释放	147
A066	业绩重回增长轨道，盈利能力显著提升	172
A067	主业稳健发展，关注AIGC带动产能与IP价值提升	133

资料索引 05

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A068	主业稳健向上，教育新业态有序推进	149、150
A069	主力产品仍稳健，重点关注《不朽家族》	146
A072	互联网媒体基本盘稳健，持续向鲸鸿动能倾斜资源	101
A073	人车家生态全面开花，增长潜力仍广阔	99
A074	会员业务表现亮眼，关注短剧、出海等新方向进展	131、135、165
A075	内容精品率持续提升，关注头部内容带动广告业务修复	134
A076	内容能力筑稳基座，核心主业持续向好	134、135
A078	出海业务强劲且靓丽(2)	144
A079	分众传媒：2023Q1收入端强修复叠加高经营杠杆，利润端表现超预期	171

资料索引 06

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A080	商汤：SenseCore AI云正式上线，算法与算力构筑竞争壁垒	51、88、98
A081	商汤：大模型+大算力+多场景，厚积终待发	51、98
A082	存量产品承压，静待新游接力	146
A083	存量游戏稳健，新一轮产品周期开启	146
A084	完成〝1+X〞组织架构重组，资源集约有望加速盈利	98
A085	实现〝云端边〞全栈AI布局，赋能客户获广泛认可	98
A086	影视龙头，关注文化出海新动力	135、165
A087	核心业务将稳健复苏，关注〝文心一言〞AI大模型的落地应用	18、53、96
A088	核心电影业务恢复显著，23年下半年起待播项目充足	131

资料索引 07

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A091	海外新游起量，下半年产品储备丰富	147
A092	游戏与ICT业务增势仍足，销售费用率优化显著	144
A093	游戏增长动能强劲，《旭日之城》创新高	144
A094	生成式AI业务高速增长，持续夯实AI基座能力	52、98
A095	经营稳健，实施中期分红增强股东回报	171、173
A097	经营韧性强，关注收购新潮进展及整合成效(2)	171
A098	连续获批版号，强化2023年Pipeline确定性	147
A101	降营销增研发，新游储备蓄势待发(2)	146
A102	非经项目致利润大增，关注Q4新游上线	144、173

资料索引 08

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A103	AIGC时代，占据运营商生态圈内优势地位	101
A104	AI大模型重塑全线业务，关注AI及智驾商业化进展(1)	181
A105	AI大模型重塑全线业务，关注AI及智驾商业化进展(2)	16、53、86、96
A107	人车家生态进入增长周期，占据产业链核心生态位(2)	99
A108	巩固出版发行主业，拓展AI+教育新业态	148、149
A109	海外业务引领增长，AIGC赋能内容生产	124、163
A110	短看剧集业务恢复，长看基于版权、IP的多元变现	129、133
A111	研发驱动、口碑营销，助力IT培训龙头稳健扩张	151、172
A113	礼赠品行业龙头，IP运营开拓新发展空间(2)	155

资料索引 09

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A114	穿越周期的游戏龙头，小游戏与出海提供新动能	143
A115	立足IP为核的手游生态，探索国风元宇宙	160、161
A117	精品剧集头部厂牌，多元变现释放发展空间(2)	107、133
A118	职教龙头整装再出发，关注疫后经营恢复节奏	151
A119	长寿游戏稳健，核心赛道纳新	145
A120	院线龙头强者恒强，内容互补如虎添翼	131、132、163
A121	龙头担当，行稳致远	131
A122	AI to C 四个方向：硬件入口、现象级应用、爆款内容、IP运营系列02：传媒互联网视角下，…	104、105、106、153、154
A123	AI to C四个方向：硬件入口、现象级应用、爆款内容、IP运营系列03：AI对教育培训影响的…	59、151

资料索引 10

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A125	AI应用落地，难点到底在哪里？ ——AIGC专题报告十五	10、14、15、20、29、30、34、60
A128	互动剧游戏类比页游，期待新公司系列化跑出(2)	105、136、137、141
A130	从〝上网〞到〝上算〞，由〝网络世界〞至〝虚拟现实〞——AI专题报告之七：一纵一横一映射：微软映射	31
A131	从〝上网〞到〝上算〞，由〝网络世界〞至〝虚拟现实〞——AI专题报告之三：新一轮应用场景内容爆发…	28、29
A132	从〝上网〞到〝上算〞，由〝网络世界〞至〝虚拟现实〞——AI专题报告之二：AIGC将开启新一轮游…	106、138、142
A133	从〝上网〞到〝上算〞，由〝网络世界〞至〝虚拟现实〞——AI专题报告之六：构建数据交换能力是重中…	7、22、27、28、40、185
A135	从〝上网〞到〝上算〞，由〝网络世界〞至〝虚拟现实〞——AI专题报告之四：AIGC概念繁多、层次…	36
A137	传媒：十年复盘及未来展望	6、183、184、190
A138	关注〝应用落地〞逻辑催化阶段四条主线 ——AI专题报告之十三	33

资料索引 11

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A139	大模型及其应用的海外跟踪从〝上网〞到〝上算〞，由〝网络世界〞至〝虚拟现实〞——AI专题报告之九	13、55
A140	新IP×AIGC×NFT：交互大繁荣、内容新模式、变现新空间从〝上网〞到〝上算〞，由〝网络世界…	110、160、188
A141	英伟达入局加速产业进程，特斯拉等积极推动量产及应用落地(1)	74
A143	AI to C四个方向：硬件入口、现象级应用、爆款内容、IP运营系列01：AI与互联网，两大科…	10、20、23、25、26、33、34、186
A146	出版专题：红利防守，横向逻辑或可加持	148、149、150
A147	四种主要变现方式中，当下，我们认为电商最好(1)	85
A150	传媒-行业动态分析-2024年一季度选股逻辑较为复杂	167、174
A152	传媒-行业动态分析-AI Agent本质为〝执行〞功能，关注其与终端结合的应用落地——AI专题…	28、44、54、56、57、58
A153	传媒-行业动态分析-AI新标的，助力并购行情的〝形势使然〞还是〝趋势使然〞？——AI专题报告之…	19、176

资料索引 12

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A156	传媒-行业动态分析-〝空间〞对AI应用落地至关重要，出海也是一种〝空间〞——AI×	30、60、71
A157	传媒-行业动态分析-互动剧游戏，是影视还是游戏？未来内容形态的雏形	108、137、138
A158	传媒-行业动态分析-影视行业2023年迎多重利好，暑期档超预期将加速行业修复	129
A159	传媒-行业动态分析-把握估值与业绩修复双主线，关注VR-AR催化	174
A160	传媒-行业动态分析-预计AI技术路径将由大模型切向具身智能——AI专题〝从上网到上算，由网络世…	72
A163	传媒-行业快报-AIGC有望掀起新一轮产业革命，模型等技术层最具竞争壁垒	22、34、39
A165	传媒-行业快报-Optimus Gen 2再现阶段性成果，人形机器人确定性持续增强(1)	76
A166	传媒-行业快报-Optimus Gen 2再现阶段性成果，人形机器人确定性持续增强(2)	76
A169	传媒-行业快报-广电总局发文鼓励网络剧等内容上电视大屏，允许〝多星联播〞	129

资料索引 13

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A170	传媒-行业快报-影视行业迎新发展周期，看好AIGC×MR重塑行业估值体系	128、138
A172	传媒-行业快报-欧盟《人工智能法案》草案通过，关注优质IP方的两条受益逻辑	110
A174	中期策略报告：关注扎实基本面支持下有新业务推进及兑现的龙头标的	174
A175	人形机器人的AI算法，如何借力于自动驾驶FSD————AI专题报告之十二(1)	73、74、181
A177	空间计算是一种时代颠覆且必然到来——以Apple Vision Pro为基准，围绕空间计算的定…	67、70
A178	特斯拉专家纪要 深度纪要 迭代版	75
A183	AI 2026年展望：时不我待：生成式AI×具身AI→各式垂类硬件	65、72、79
A184	AI的to C、to B市场，2026年的局面	31、42、46、58
A185	AI的上中下游	36

资料索引 14

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A187	IP衍生品：核心是毛利率20251031	103、107、153、154、155、156、188
A189	Spotify：占尽天时的音乐流媒体龙头，坚定看好	112、113、114、115、117、118、126
A190	UGC重回PGC？ 传媒互联网2026年策略报告（方正）	103、104、109、187
A205	传媒行业研究框架	4、5、7、9、17、23、103、107、130 138、141、143、175、191
A207	国内外大模型（谷歌:阿里:字节）	87、97
A208	奈飞	116、139、140
A210	特斯拉	76、78
A212	短剧：传媒新周期为何是影视先行？ 20250722	136
A213	美团	86、93

资料索引 15

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A218	阿里巴巴（9988.HK）	92、93
A220	音乐行业怎么看?	108、112、113、119、121、125、126
A221	音乐行业怎么看？20251027	119、120、121
A223	（焦娟）文化出海13讲	140、162、163、164、165
A228	191页PPT传媒互联网每家情况	170
A233	20260115GEO逻辑是对的，党媒价值回归 & 对个人的价值牵引	189
A240	20260228AI第6讲：产业（行业）与板块	13
A255	65页	腾讯&阿里后2026预判（焦娟）	91
A258	AI硬件产业链	83

资料索引 16

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A261	AI硬件产业梳理0630	83、180
A263	传媒互联网2026中期策略报告	186、187
A267	阿里	92
A271	AI场景应用更新报告20250909	12
A275	AI技术法律伦理标准更新报告20250909	189
A278	AI本体与端侧硬件更新报告20250909	79
A279	AI本体与端侧硬件更新报告20251009	79、80、81
A283	AI音乐报告	122
A296	智度股份路演PPT_2024.7	101

资料索引 17

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A297	阿里巴巴	94
A299	AI音乐对当下音乐市场的冲击	108、109、114、115、116、119、122 123、124、125、126
A300	特斯拉跟踪数据库 2025.7	77、168
A307	互联网的研究框架	87、88、89、95、180
A312	人形机器人及数据库2025.3	74、75
A313	人形机器人及数据库2025.6	75
A317	传媒	168、169、173
A318	传媒13讲	167、180
A342	1个相同与9个不同AI并购 VS 互联网并购	178、179

资料索引 18

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A349	周五：为何传媒2025年 开启了新的景气上行?（焦娟）	85、175
A355	字节阿里腾讯的整体局面（焦娟）	86、88、94、95
A366	影视行业专题：借力于IP，借势于AI，重塑空间较大_20251002	106、128、129、130
A372	机器人及各式垂类硬件，如何顺利进入各类需求、应用场景？商业策划书	80、82
A389	特斯拉	77、78
A391	百度集团深度研究报告	96
A393	科技伦理研究院为何聚焦应用场景?	189
A400	美港A的异与同：奈飞、中国儒意、万达电影:中国电影（焦娟）	141
A401	美港互联网平台重新叙事	97、181

资料索引 19

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A403	腾讯&阿里后的2026展望	89、91、92、93、94
A404	腾讯报告底稿	89、90
A412	谷歌（Google）跟踪分析	97
A424	AI应用的三层研究框架-视频-1	4、11、16、37、38、190、192
A429	大模型13讲-04讲-视频-1	39、40、41
A430	大模型13讲-05-视频-1	34、42、43
A431	大模型13讲-06-视频-1	45、47、62
A432	大模型13讲-07-视频-1	48
A434	大模型13讲-09-视频-1	31、41

资料索引 20

材料编号与正文页码对应，原始文件名和路径见本页备注。

编号	原始材料	引用页
A435	大模型13讲-10-视频-1	5、7、43、44、45、46、62、191、192
A436	大模型13讲-11-视频-1	17
A437	大模型13讲-12-视频-1	37、38、56、61、62