

大模型APP，AI时代第一个爆款

行业投资评级：强于大市 | 维持

陈涵泊/李佩京/王思

中邮证券研究所 人工智能团队

中邮证券

发布时间：2025-10-22

➤ **OpenAI：开启“技术-爆品-用户”增长飞轮，平台化转型升维商业模式。**

- OpenAI代表闭源生态的技术中心主义，通过“技术-爆品”实现用户脉冲式增长，至今MAU突破10亿。ChatGPT自22年11月问世，通过模型能力提升和创新玩法不断打造爆品，例如24年革命性多模态GPT-4o；25年Deep Research、GPT5、Sora 2等产品，使得用户加速增长。从ChatGPT发布至25年9月，ChatGPT用户发送消息数量增长了7倍以上；而在24年7月到25年7月一年间，ChatGPT用户发送的消息数量增长了5倍以上。token增长的背后，是较高的粘性、较强的付费意愿以及更长的使用时间。
- OpenAI定位AI Windows蜕变为平台型公司，用户积累凝聚成强大护城河，营收有望高速增长。我们认为，OpenAI不再是产品型公司，而要成为“AI时代的Windows”，即转型为平台型公司。通过绑定半导体产业链关键环节，OpenAI试图构建类似Windows的操作系统级垄断——以模型连接算力与应用。商业模式同步升维，除了过往的toC订阅、API等收入，还将通过加大外部合作，实现toB平台价值变现，拓宽收入增长曲线。OpenAI预计2030年收入达到2000亿美元，2024-2030年CAGR为92%。

➤ **国内互联网：加速AI平台化落地，争夺用户入口与生态主导权。**

- 用户争夺打响：字节豆包高举高打，腾讯元宝借力DS之风。1) 豆包大模型家族在24年5月火山引擎大会上正式推出，以“厘成本”价格打响业内知名度，后对内对外投流造就明星产品豆包。25年9月，豆包APP/网页端MAU分别为1.50、0.86亿，环比+6.44%、14.14%，处于国产原生AI应用第一梯队。2) 24年腾讯元宝整体推广节奏较为克制，元宝APP/网页版MAU落后于国内可比chatbot产品；25年借力DS爆发全国打开AI应用的大众市场之势，全力推动元宝发展，元宝MAU实现跨越式增长。
- 国内平台化优势：AI入口或再度回归软件生态，腾讯与字节生态各显其势。中国超级APP的强渗透率卡位AI入口，互联网大厂具备显著流量优势，腾讯系和字节系占据我国互联网用户使用时长占比近六成。腾讯微信紧握社交入口、字节抖音卡位内容入口，有助于元宝、豆包平台化成功转型，平台化转型有助于其通过toB/tog提高商业天花板。

➤ **打破“颠覆论”：平台型大模型与AI应用共筑产业新周期。**

我们判断，大模型核心价值已从“颠覆者”转向“赋能者”，共生协作是其平台化演进的最优路径。OpenAI等头部厂商通过开放生态实现技术外溢，AI应用公司凭借行业Know-how承接落地，双方以“智能基座+场景洞察”互补赋能推动AI市场扩容，大模型价值正从单点技术突破升级为产业生态重构，未来竞争核心将从“强模型”转向“强生态”，AI产业加速迈入“生态驱动”新阶段；而OpenAI与外部厂商合作当日的股价表现（Etsy、Figma等合作方涨幅达6%-16%，仅少数跑输纳指），直观印证了投资者对大模型平台与垂直场景协同共赢模式的强烈信心，进一步凸显生态协作路径的商业价值认可度。

- **投资建议：**我们判断，“ToC做品牌、ToB做商业”的双轮驱动或为行业共识，其核心前提是ToC打响品牌声誉、获取和留存用户；而平台化转型可推动大模型厂商从“订阅+API”向“平台分成”拓展增长曲线，因此下一轮竞争核心将聚焦用户积累与平台化转型能力。建议关注具有入口价值的港股互联网、与大模型厂商平台化有合作潜力的AI Agent以及稀缺的算力环节，具体标的见正文。

- **风险提示：**技术迭代不及预期、国内AI Agent商业化进展不及预期、算力供应不及预期、行业竞争加剧风险等。

目录

- 一 | **OpenAI：开启“技术-爆品-用户”增长飞轮，
平台化转型升维商业模式**
- 二 | **国内互联网：加速AI平台化落地，争夺用户
入口与生态主导权**
- 三 | **打破“颠覆论”：平台型大模型与AI应用共
筑产业新周期**
- 四 | **投资建议与风险提示**

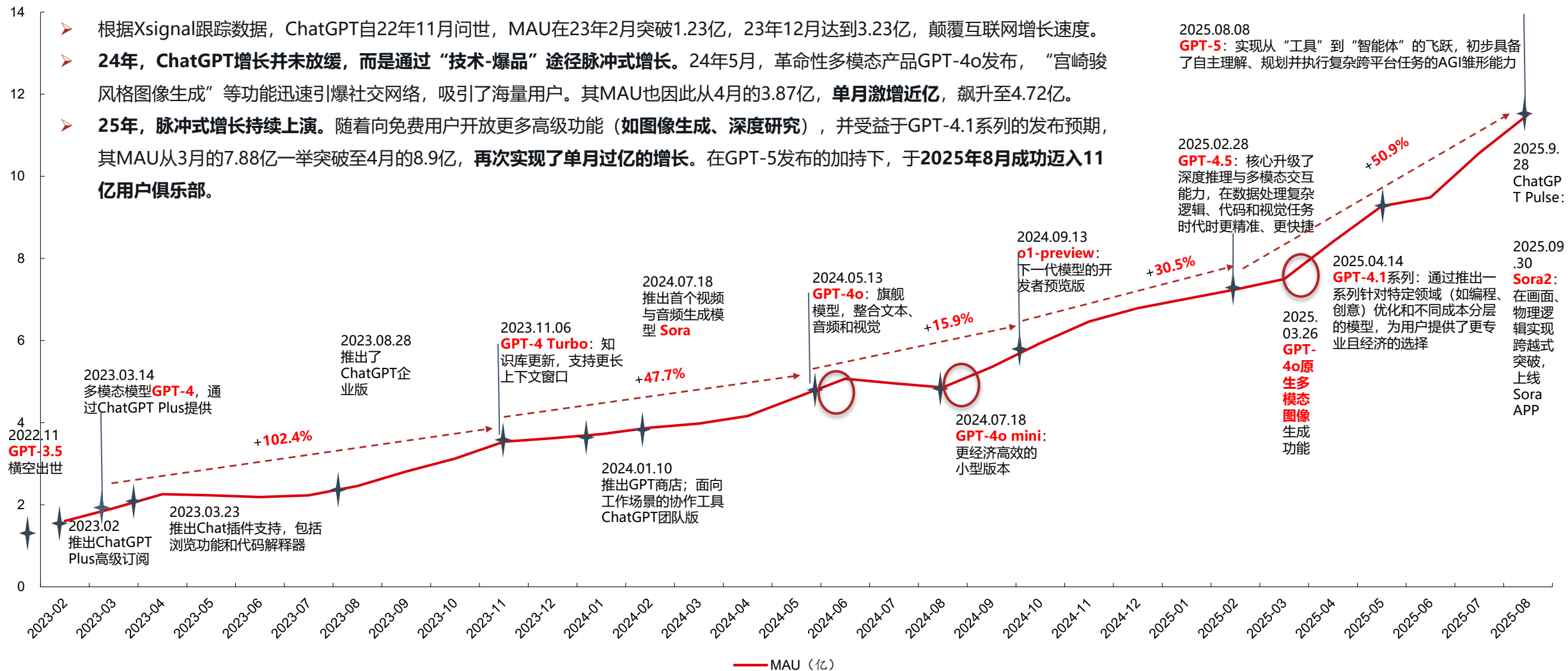


OpenAI: 开启“技术-爆品-用户”增长飞轮， 平台化转型升维商业模式

- 1.1 技术标杆，创造爆发式增长，ChatGPT MAU跨越10亿
- 1.2 OpenAI定位AI Windows蜕变型公司，用凝聚藏藏河
- 1.3 内圆基本盘 + 外生带揽值变，OpenAI营盘聚拢

1.1 技术风向标，创造爆品推动用户脉冲式增长，ChatGPT MAU 跨越10亿

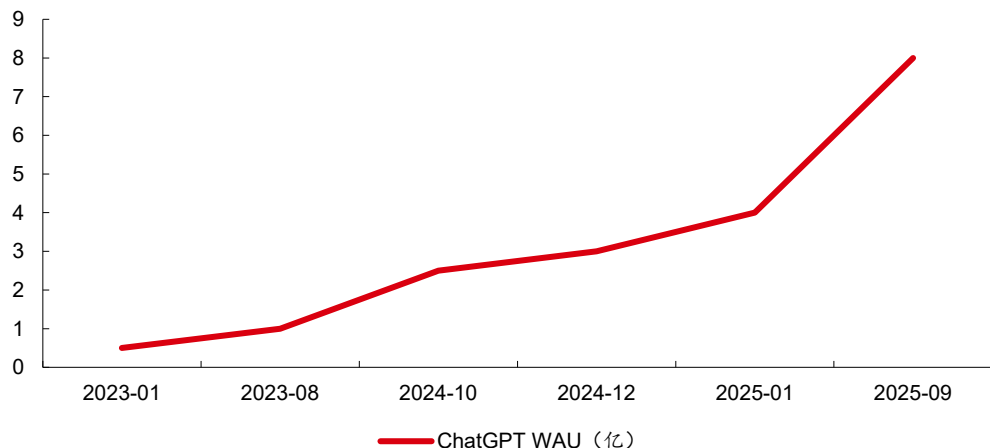
图表1：ChatGPT MAU在“技术-爆品”加持下脉冲式增长



1.1.1 Deep Research、GPT 4o原生图片、GPT5系列爆品促成2025年用户增长加速拐点

- 2025年2月初，OpenAI推出Deep Research功能，可在互联网上针对复杂任务进行多步骤研究，可在数十分钟人完成人工需要数小时才能完成的任务。25年4月，OpenAI大幅提高了Deep Research的使用次数，得益于由o4-mini版本提供支持的的全新深入研究轻量版，Plus、Team、Enterprise和Edu用户每月可获得25次查询，Pro用户每月可获得250次查询，免费用户每月可获得5次查询。
- 2025年3月底，OpenAI推出GPT-4o原生图像生成，意味着图像生成不再依赖于单独的DALL-E 3模型，而是直接集成到了GPT-4o的核心能力中，这种集成带来了更流畅的用户体验和更强大的图像生成、修改能力。得益于超预期的效果、“吉卜力”风格玩法，GPT-4o原生图像功能上线不到72小时，ChatGPT图像生成功能开始暂时受限。
- 2025年8月初，OpenAI发布集成模型GPT5。1) 能力提升：在数学、编程、视觉感知和健康等领域，都表现出了顶尖性能；2) 幻觉降低：与GPT-4o相比，GPT-5的事实错误率降低了45%；深度思考模式下，事实错误率则比o3降低80%，变得更加准确和可靠。
- 上述系列爆品加持下，ChatGPT用户数量加速增长。根据Nerdynav，ChatGPT周度活跃数据自22年11月底发布，历经两年左右时间在25年1月达到4亿，而仅过8个月净增4亿用户，在25年8月达到8亿。根据Firstpagesage，随着GPT-4o原生图像功能发布，ChatGPT市占率从25年3月74.1%快速增长至25年5月74.9%，增长斜率提升。

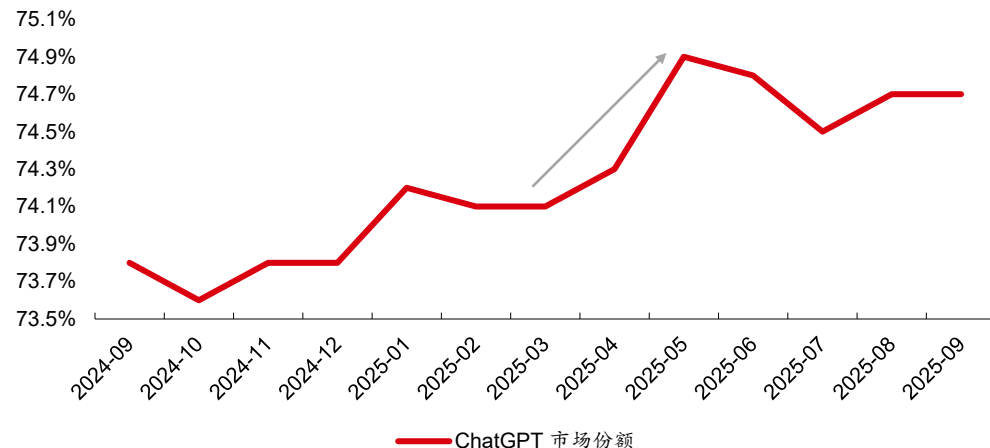
图表2：ChatGPT WAU情况（亿）



资料来源：Nerdynav, Reuters, Forbes, TechCrunch, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表3：ChatGPT市场份额表现



资料来源：Firstpagesage, 中邮证券研究所

1.1.2 Sora2从工具到社交生态，再次创造OpenAI用户“增长神话”

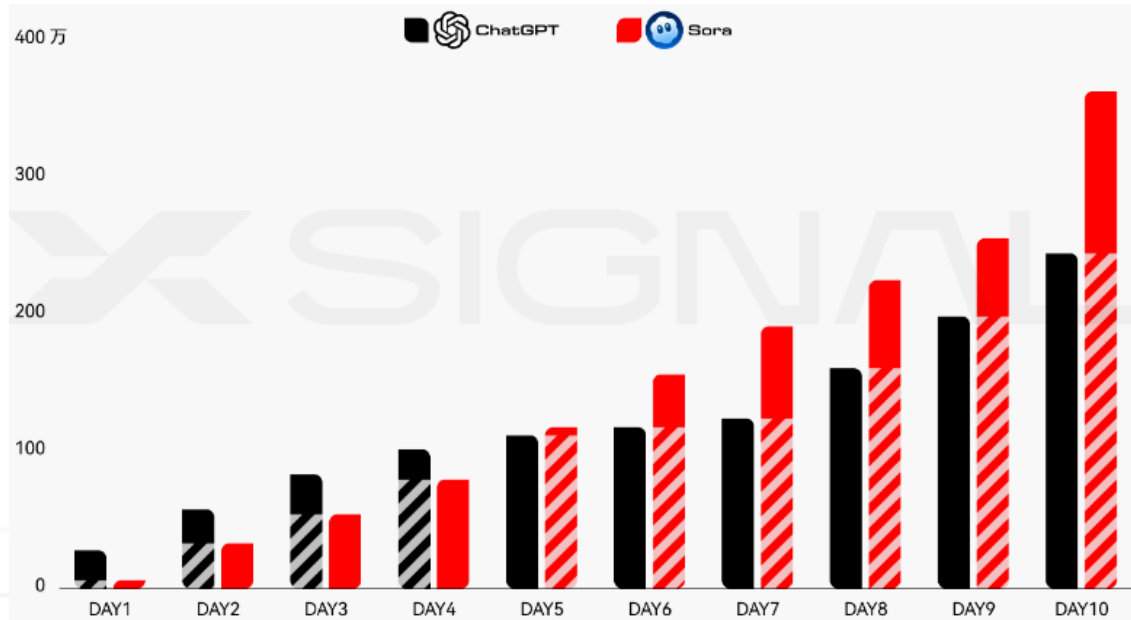
- 9月30日凌晨，OpenAI悄然投下一枚“核弹”——Sora 2正式发布。这不仅是一次技术升级，更是内容创作领域的地震级变革。据OpenAI官方介绍，Sora 2模型能够生成“高度逼真”的场景与音效，是2024年2月OpenAI首次发布Sora模型以来的一次重要技术升级。
- OpenAI发布Sora 2的同时，同步推出一款名为“Sora by OpenAI”的iPhone应用。邀请制下，Sora 2仅在美国和加拿大地区的iOS设备上提供，上线第四天拿下了苹果美国应用商店App Store的免费应用榜第一名，超越了OpenAI的ChatGPT和谷歌的Gemini。
- Sora上线10天的数据展现出震撼性的增长动能。根据Xsignal，尽管首日DAU（5.72万）起步远低于ChatGPT（27.68万），但其后续惊人的增长速度和决定性的反超趋势。第10天，Sora的DAU已飙升至365.26万，而ChatGPT为248.12万，Sora的领先优势已扩大至47.2%。邀请制下的Sora，实现了超越ChatGPT的增长速度。

图表4：Sora登顶苹果美服应用排行榜



资料来源：证券时报微信公众号，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表5：邀请制下，Sora跑出超越ChatGPT的增速，上线10天DAU超300万



资料来源：Xsignal微信公众号，中邮证券研究所

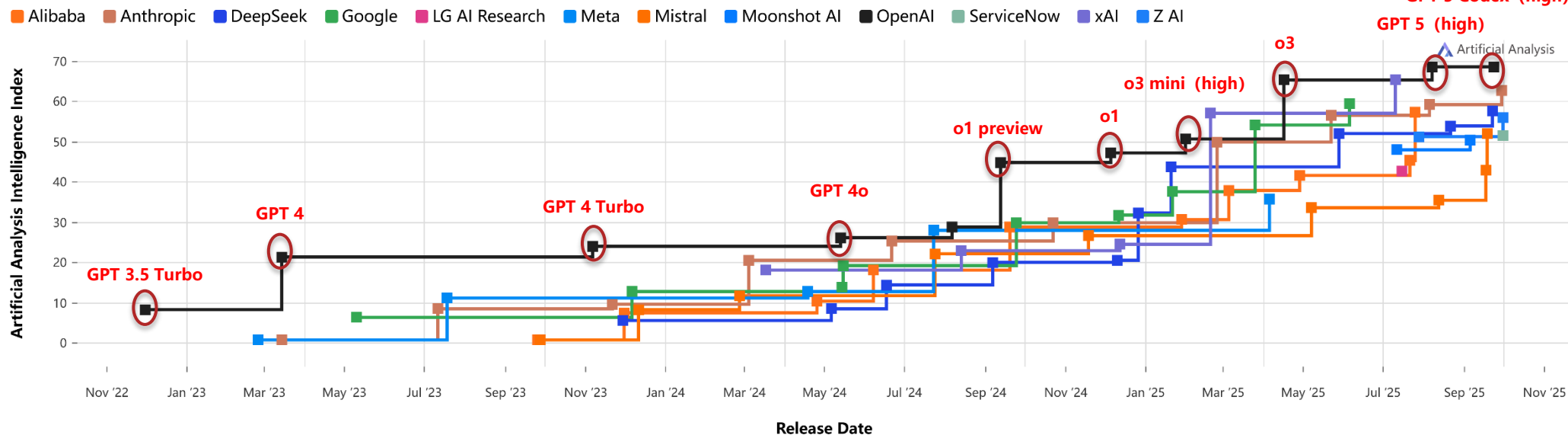
1.1.3 用户增长的驱动力：能力提升&创新玩法，渗透用户日常生活 增强粘性

- 我们认为，OpenAI能持续打造爆品并实现用户增长，核心依赖两大支柱的协同支撑。其一，**是模型能力的持续迭代**，通过提升理解精度、响应速度与内容质量，让ChatGPT具备“可靠AI生活助手”的核心价值，为用户留存打下基础；其二，**是创新玩法的不断推出**，例如插件生态、多模态交互等功能，既降低了用户使用门槛，又拓展了应用场景（如办公协作、学习辅助），直接推动新用户渗透与老用户粘性提升。
- 能力提升：模型能力王座虽有轮动，然而OpenAI始终处于第一梯队。**根据Artificial Analysis Intelligence Index，GPT 5 Codex (high) 与GPT 5 (high) 均评分68位居第一、第二。

图表6：随时间变化，OpenAI始终处于前沿大语言模型智能水平第一梯队

Frontier Language Model Intelligence, Over Time

Artificial Analysis Intelligence Index v3.0 incorporates 10 evaluations: MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard, τ^2 -Bench Telecom

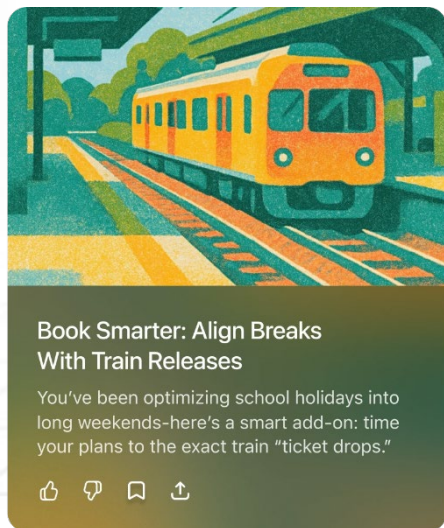


资料来源：Artificial Analysis，中邮证券研究所（注：Artificial Analysis Intelligence Index包括MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard, τ^2 -Bench Telecom。）

1.1.3 用户增长的驱动力：能力提升&创新玩法，渗透用户日常生活 增强粘性

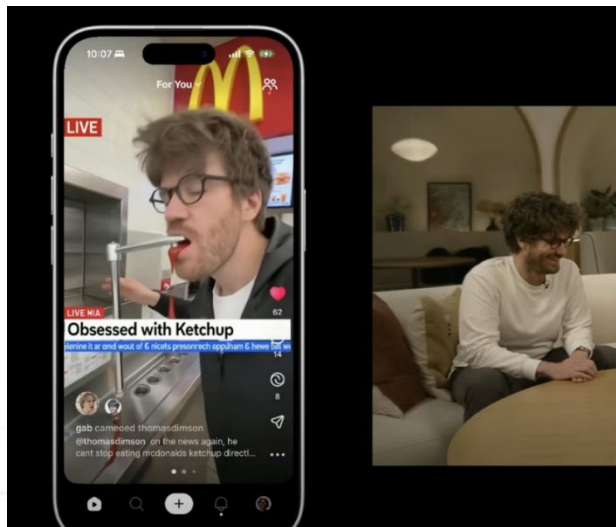
- ChatGPT的**创新玩法已超越工具层面**，成为重塑人机协作范式的“数字伙伴”。其核心价值在于将AI的通用智能转化为垂直场景的深度生产力，推动用户从“使用工具”向“与AI共生”的新纪元迈进。
- **1) 被动搜集到主动响应。**25年9月26日，OpenAI上线**ChatGPT Pulse**，**改变了LLM的交互方式，从被动接受问题并回答，到主动发现问题并给出建议，成为AI版私人助力+个性化咨询流。**Pluse每日主动推送个性化更新：每晚自动分析用户聊天记录、偏好，及 Gmail、谷歌日历等关联应用信息，次日早晨生成可视化主题更新卡片。卡片含 AI 生成的文字与图片，内容涵盖常聊话题后续、健康晚餐建议、旅行餐厅推荐等。
- **2) 记录现实到创造现实。**我们认为，Sora 2问世，对TikTok / 抖音等社交平台非功能更新，而是动摇根基的范式级颠覆。现有平台核心是“记录现实”，靠捕捉真实世界吸引用户；Sora 2则是“创造现实”，将从根本上改写战局。从增长模式来看，Sora 2靠市场动能和传播效率增长，凭强新奇感、娱乐性快速圈住泛用户，短时间内就能抢市场、建规模优势与网络效应。

图表7：Pluse每日主动推送个性化更新



资料来源：OpenAI官网，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表8：Sora 2用户将个人形象“客串”至AI视频



资料来源：极客公园微信公众号，中邮证券研究所

图表9：Sora 2用户利用“混剪”工具二次创作

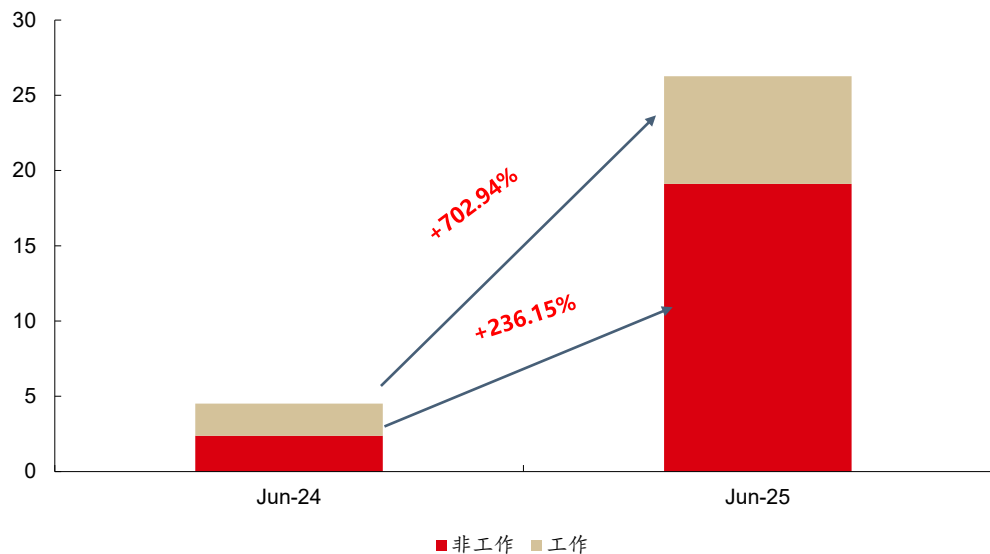


资料来源：极客公园微信公众号，中邮证券研究所

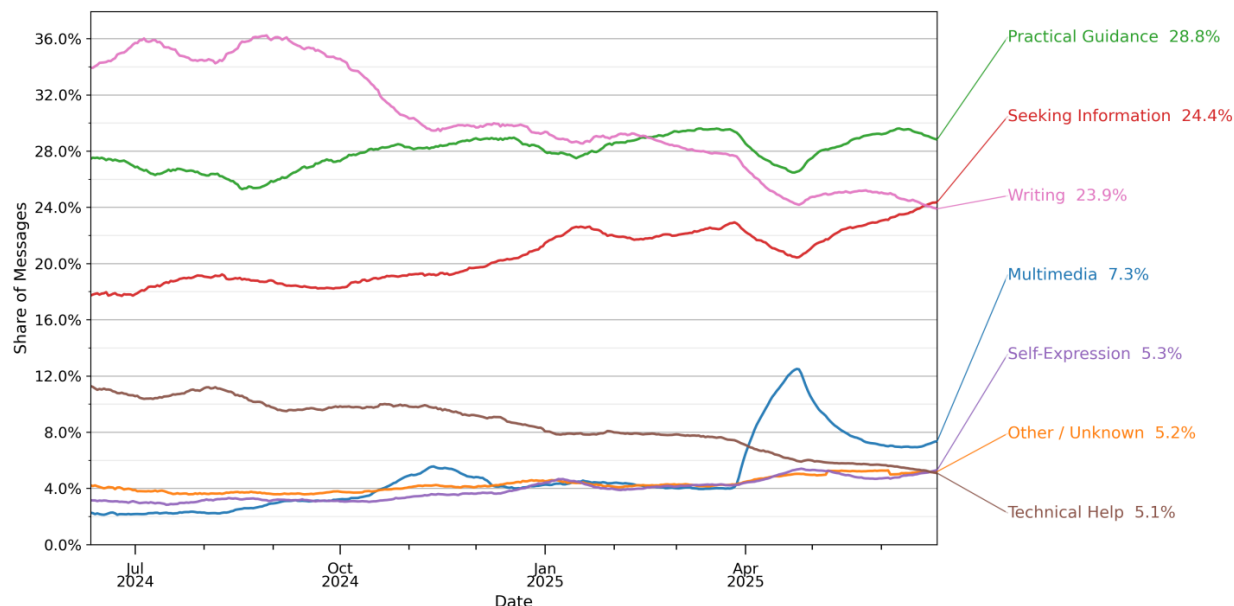
1.1.3 用户增长的驱动力：能力提升&创新玩法，渗透用户日常生活增强粘性

- 我们认为，从更长远的视角看，这种“技术能力+场景创新”的双轮驱动模式，不仅让ChatGPT从工具升级为“日常伙伴”，更在用户心中建立了“AI创新=OpenAI”的认知，这反过来又成为其持续吸引用户、抵御竞争的隐形护城河。根据《How People Use ChatGPT》，ChatGPT用户聊天信息量，无论工作还是非工作场景均保持持续增长；而非工作相关消息占比从24年6月53%升至25年6月73%，增速显著高于工作用途，体现出ChatGPT正在逐渐成为用户“AI生活助手”。
- 具体来看，ChatGPT 最常见的三大聊天主题是“实用指导”“信息寻求”“写作”，合计占其总聊天量约77%。其中“实用指导”占比稳定在29%左右；“写作”从24年7月的36%降至一年后24%，“信息寻求”同期从14%升至24%。“技术帮助”占比从12%降至约5%，或因API调用、AI辅助编程及Codex等工具快速发展；“多媒体”占比从2%升至7%以上，25年4月ChatGPT新增图像生成功能后该比例大幅上升，后续涨幅放缓但仍维持高位。

图表10：ChatGPT用户聊天信息量（亿条）



图表11：ChatGPT用户常见的谈话主题占比



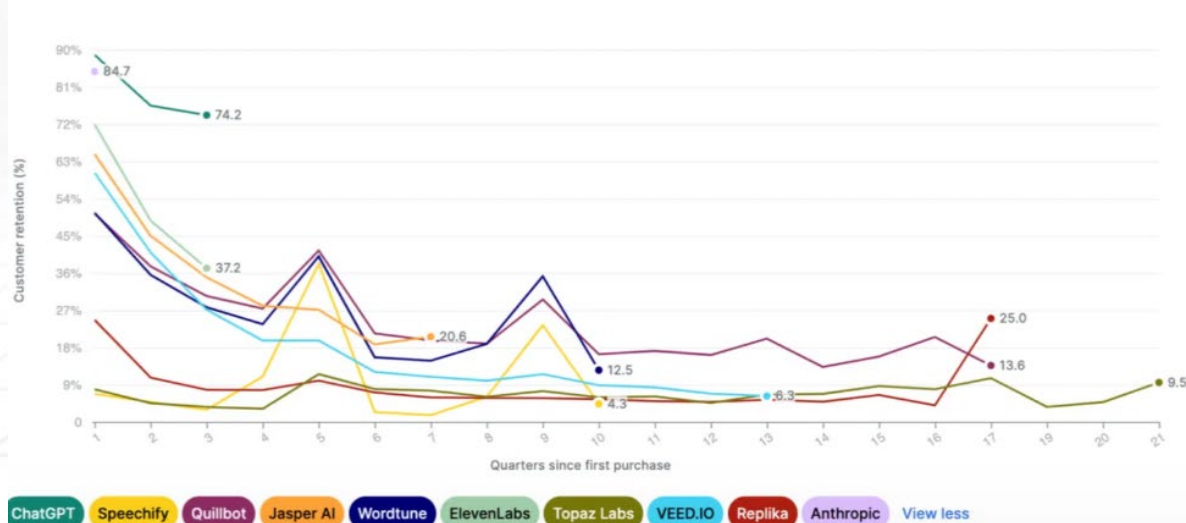
资料来源：OpenAI、Duke University、Harvard University《How People Use ChatGPT》，中邮证券研究所（注：用户指的是免费版、Plus版、Pro版消费类用户）

1.1.3 用户增长的驱动力：能力提升&创新玩法，渗透用户日常生活

增强粘性

- **ChatGPT tokens消耗快速增长。**从ChatGPT发布至25年9月，ChatGPT用户发送消息数量增长了**7倍以上**；而在24年7月到25年7月一年间，ChatGPT用户发送的消息数量增长了**5倍以上**。token增长的背后，是较高的粘性、较强的付费意愿以及更长的使用时间。
- 1) 从结构来看，**早期注册的用户群体使用频率始终较高**，体现出ChatGPT由于模型功能的不断改进，以及探索新的玩法，使得老用户始终保持较高粘性。
- 2) 从付费率来看，ChatGPT维持较高的用户留存率。根据Earnest，**超过89%的ChatGPT付费客户在一个季度后仍为平台付费**，**74%的客户在三个季度后仍为平台付费**。在所有付费人工智能工具中，ChatGPT的追随者最多，忠诚度也最高。
- 3) 从用户使用时长来看，ChatGPT移动端日活使用时长从3月的20分钟左右增长至当前的29分钟，超过了传统照片分享应用SnapChat。

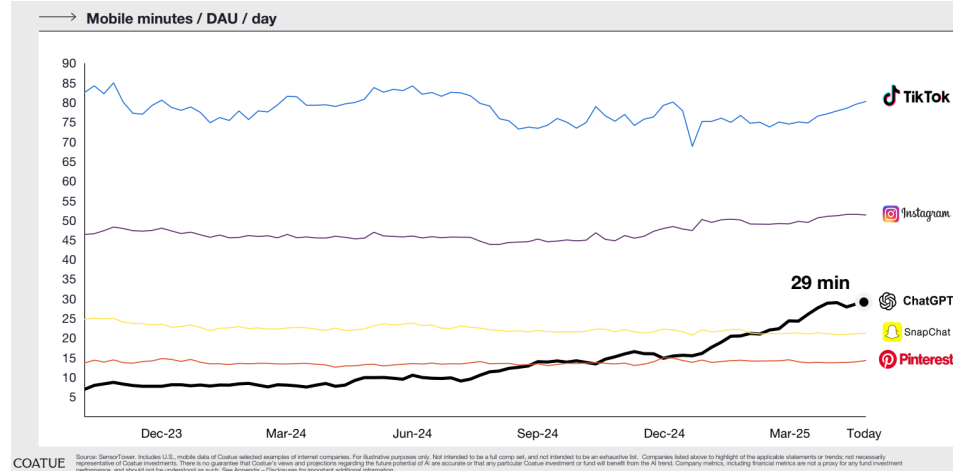
图表13：超过89%的ChatGPT付费客户在一个季度后仍为平台付费



请参阅附注免责声明

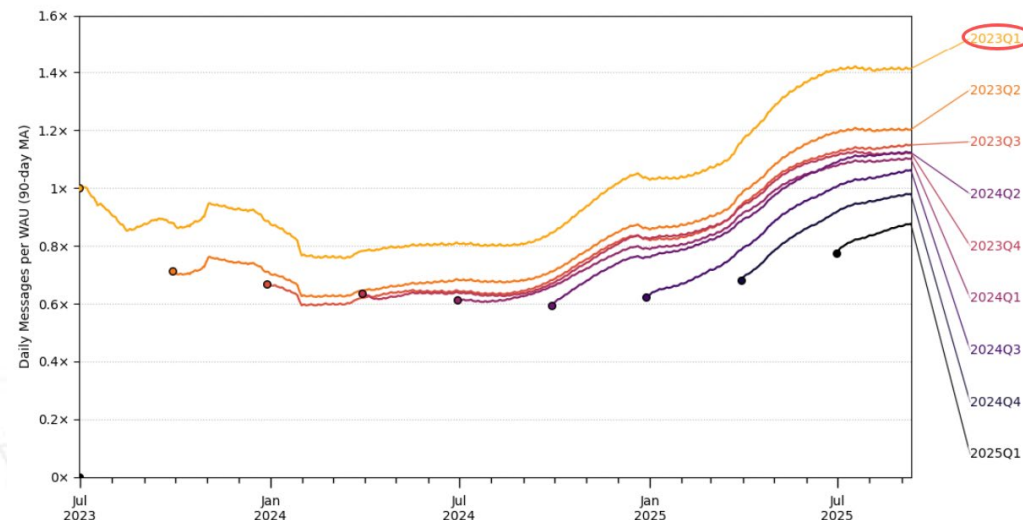
资料来源：Earnest Analytics, Orion transaction data, 中邮证券研究所

图表12：ChatGPT日活用户使用时长已超SnapChat



资料来源：COATUE, 中邮证券研究所

图表14：按注册时间分WAU用户每日发送消息数量，老用户使用频次更高



资料来源：OpenAI, Duke University, Harvard University 《How People Use ChatGPT》, 中邮证券研究所

1.2 OpenAI定位AI Windows蜕变为平台型公司，用户积累凝聚成强大护城河

- **LLM即将成为所有软件的入口。**阿里云栖大会上，阿里认为大模型代表的技术平台将会替代现在OS的地位，成为下一代的操作系统。未来，几乎所有链接真实世界的工具接口都将与大模型进行链接，所有用户需求和行业应用将会通过大模型相关工具执行任务，LLM将会是承载用户、软件与AI计算资源交互调度的中间层，成为AI时代的OS。
- **OpenAI目标是构建强大的“AI超级系统”，8亿WAU支撑其成为重要的软件入口、分发平台。**25年10月，OpenAI召开DevDay，展示了成为软件入口与分发的能力。
 - 1) 推出的Apps SDK完整开发堆栈，基于已建成的MCP体系，允许开发者在ChatGPT内部构建真实、可交互的应用程序，在强大的上下文理解助力下有望成为主流软件入口。通过这套SDK，开发者可以连接自己的数据、触发具体操作、并渲染出完全交互式的用户界面。此刻APP不再是功能孤岛，而是能被随时唤醒的“插件”。首批试点合作伙伴阵容包括Booking.com、Canva、Coursera、Figma、Expedia、Spotify、Zillow等一众厂商。
 - 2) AgentKit工具包上线：可视化拖拽搭建多Agent工作流，几分钟完成从开发到部署的全流程，此刻ChatGPT有望成为应用分发平台。

图表15：大模型是下一代操作系统



资料来源：阿里云微信公众号，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表16：OpenAI DevDay推出Apps SDK、AgentKit工具包

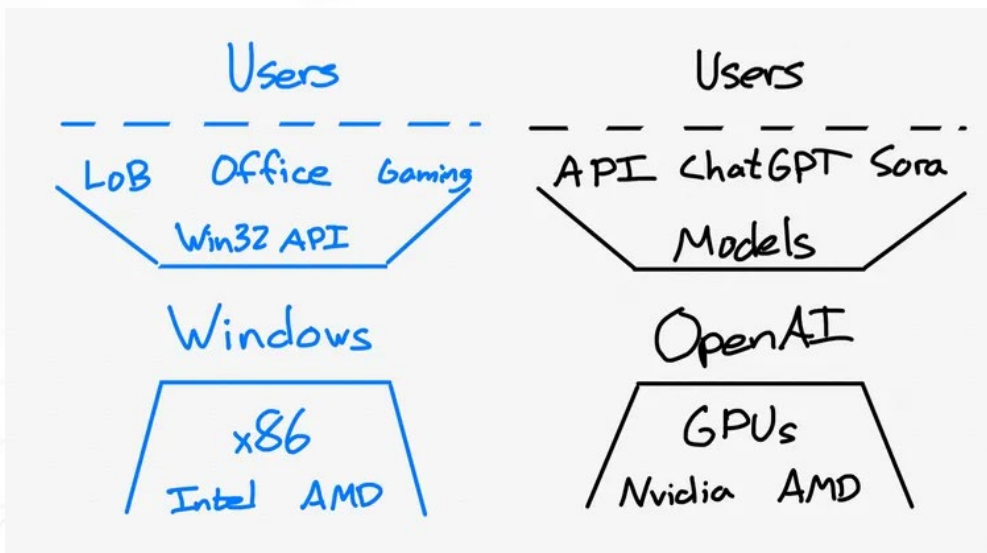


资料来源：APPSO微信公众号，中邮证券研究所

1.2 OpenAI定位AI Windows蜕变为平台型公司，用户积累凝聚成强大护城河

- 我们认为，OpenAI不再是产品型公司，而要成为“AI时代的Windows”，即转型为平台型公司。通过绑定半导体产业链关键环节，OpenAI试图构建类似Windows的操作系统级垄断——以模型连接算力与应用。ChatGPT是新操作系统的“桌面”；插件生态是新一代“应用层”；Sora、多模态生成、推理能力是操作系统的“接口”；而背后的超级算力、芯片合作、Azure云架构，则构成硬件与基础设施层。
- OpenAI延续了PC与移动互联网的范式：操作系统→开发者生态→用户入口→平台垄断。我们认为，成为平台的路径首先成为大受欢迎的产品，这一过程的成功离不开用户的积累。“得用户者得天下”，有了用户，才会有低成本开发者聚集，才能建立和增强平台和生态系统。根据Firstpagesage，25年9月，ChatGPT市占率为74.7%，远高于竞争对手Gemini（13.5%）、Perplexity（6.6%）、ClaudeAI（3.6%），在大模型下一轮竞争中构筑了强大的护城河。

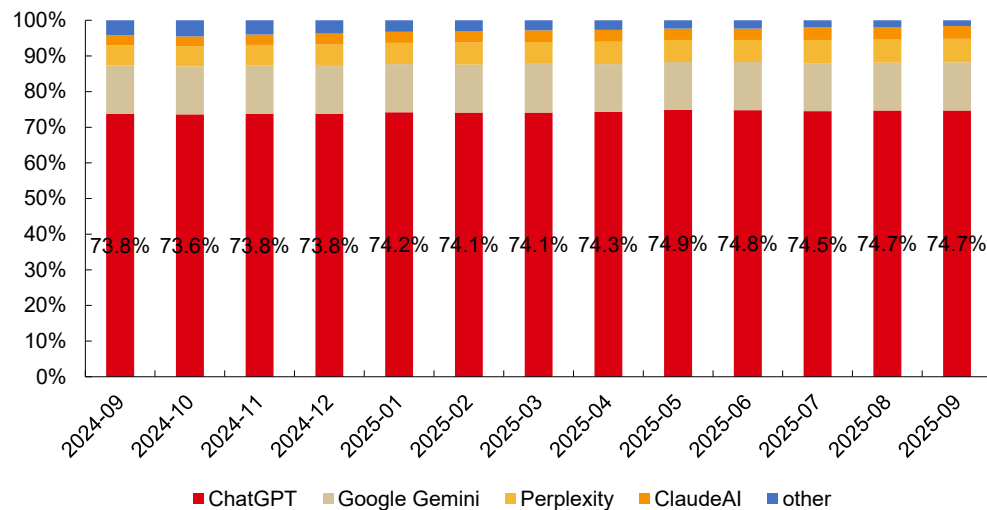
图表17：OpenAI成为“AI时代的Windows”



资料来源：Stratechery，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表18：ChatGPT市场份额领先

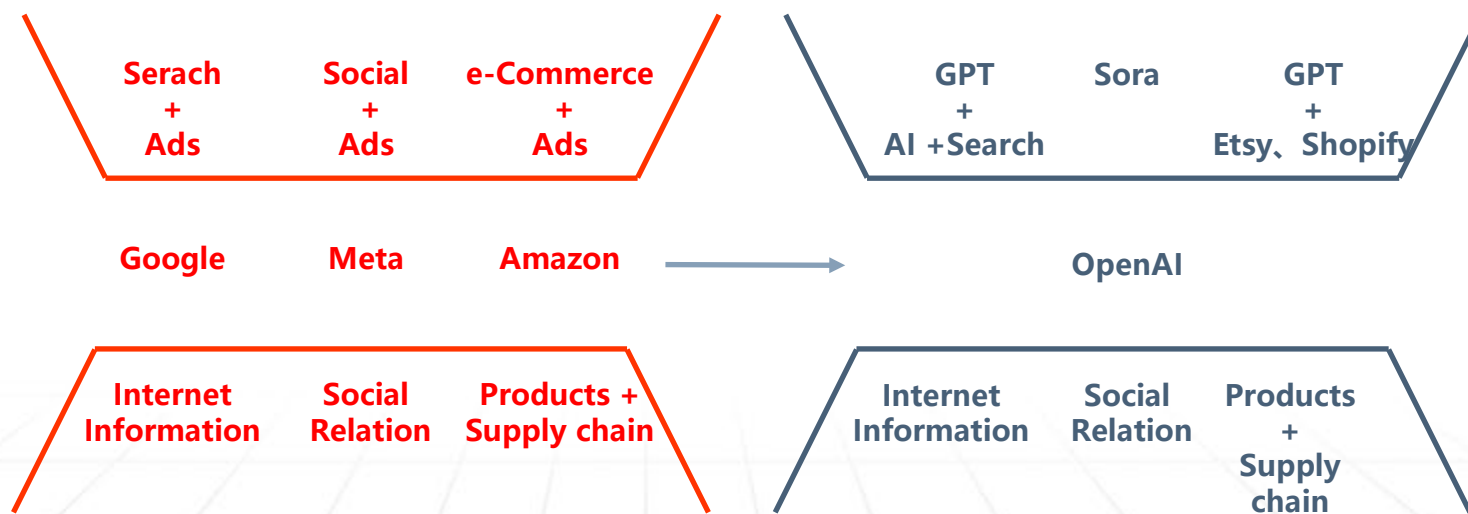


资料来源：Firstpagesage，中邮证券研究所

1.3 内生订阅基本盘+外生平台价值变现，OpenAI营收有望取得高速增长

- 我们认为，OpenAI转型为平台型公司后将**实现商业模式的升维**，除了过往的toC订阅、API等收入，还将通过加大外部合作，实现toB平台价值变现，拓宽收入增长曲线。
- OpenAI将重构搜索、电商、社交等，通过统一平台入口，通过AI赋能做大传统应用市场蛋糕，并有望从中取得分成收入。
- **搜索（对标谷歌）**：24年10月，OpenAI隆重推出ChatGPT搜索功能，获取快速、及时的答案，并带有相应网页来源链接。
- **社交（对标Meta）**：OpenAI推出Sora APP，从AI工具转型为AI社交软件，从“记录现实”到“创造现实”。从市场角度，OpenAI正在急速构建一个围绕视频生成的、由IP驱动的新生态系统，探索“IP+创作者”收入分成商业模式。
- **电商（对标Meta）**：25年9月，OpenAI正式宣布为ChatGPT推出名为“即时结账”的购物功能，实现购物从“人找货”到“货找人”，从“推荐”到“交易”的完成闭环。目前，与ChatGPT实现合作的购物平台包括Etsy、Shopify、沃尔玛等。在商业模式上，**OpenAI将从每笔交易中抽取佣金**。

图表19：OpenAI重构传统搜索、社交、电商市场，探索平台价值变现模式

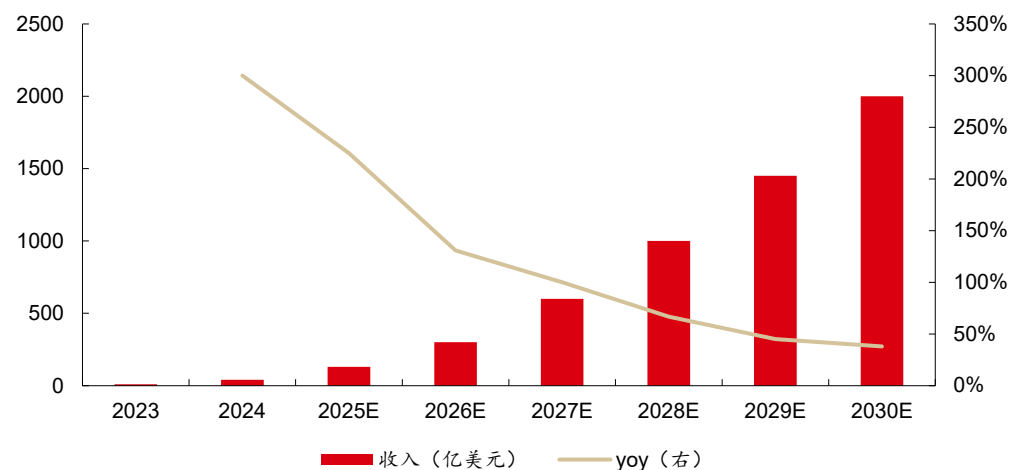


资料来源：OpenAI官网，合规科技，21财经，中邮证券研究所

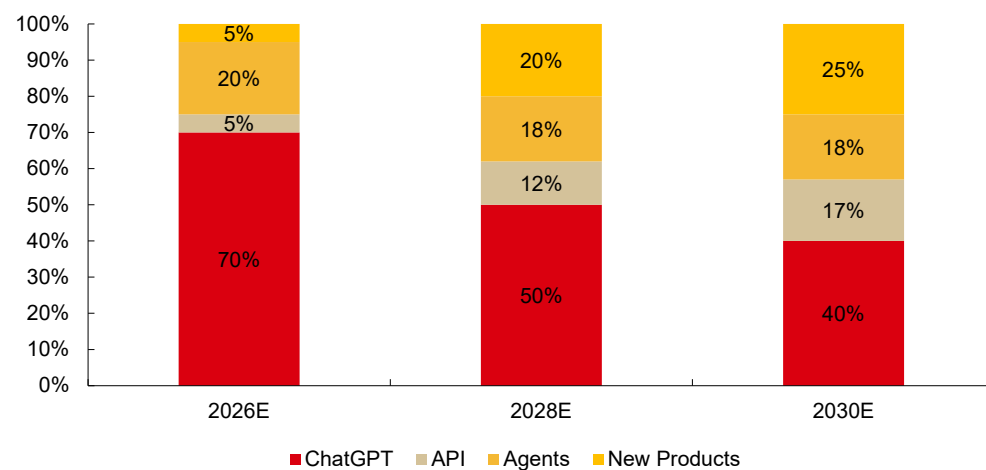
1.3 内生订阅基本盘+外生平台价值变现，OpenAI营收有望取得高速增长

- **OpenAI预计2030年收入达到2000亿美元，2024-2030年CAGR为92%。**根据The Information，预计今年总收入将达到130亿美元，比去年增长3.5倍，比其2025年的早期预测高出约3亿美元。其2030年的收入预测较之前提高了约15%，达到约2000亿美元。
- **ChatGPT是推动该公司上调预测的主要因素。**OpenAI预计，与早期预测相比，这款聊天机器人将在未来六年内带来近700亿美元的额外收入。目前有数百万人和数千家企业付费订阅使用ChatGPT。OpenAI 预计今年ChatGPT将带来近 100 亿美元收入，较今年早些时候的预测增加约20亿美元，到2030年该聊天机器人的收入预计将达到近900亿美元，较先前预测增长约40%。
- **OpenAI的预测还提高了外界对其如何从非付费ChatGPT用户中创收的预期，其中可能包括购物交易佣金分成、销售广告等，即实现平台价值的变现。**该公司预计在2026年至2030年间通过此类服务产生约1100亿美元的收入。
- 从收入结构来看，预测2026年ChatGPT、API、Agents、新产品分别占70%、5%、20%、5%，到2030年分别为40%、17%、18%、25%，**API和新产品营收大幅提升。**

图表20：OpenAI收入及增速预测



图表21：OpenAI收入结构拆分预测



资料来源：The Information，Z Potentials微信公众号，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：The Information，大模型学习，中邮证券研究所

二

国内互联网：加速AI平台化落地，争夺用户入口与生态主导权

- 2.1 用户争夺打响：字节豆包高举高打，腾讯元宝借力DS之风
- 2.2 DeepSeek短期爆发验证SOTA技术势能，工具型AI亟需平台化突围以提升粘性
- 2.3 国内平台化优势：AI入口或再度回归软件生态，腾讯与字节生态各显其势

2.1.1 豆包用户增长之道：AI时代高举高打，依托自身流量优势打造爆品

- 字节在AI生态战略上采取了全方位的布局策略，赛道复现“APP工厂”，地域全球布局，Web/APP双端推进。
- 复现App工厂模式，原生AI应用多种类覆盖。2018-2020年，字节跳动自研/收购了大量项目，在App Store上线的应用约140个。2023年以来，字节跳动已经重启了产品工厂模式，已经上线二十余款AI产品，覆盖了聊天、社交、办公、教育、图像、视频、音乐等各大类型，包括Dreamina、CodeGen等偏生产力的工具型产品与猫箱、豆包等C端应用，基本覆盖市面热门的品类。
- 从地域上看，字节实施全球布局，积极拓展海外市场，将自身的AI技术与产品推向全球各地，力求在全球范围内构建强大的AI应用生态体系。国内产品豆包、猫箱、星绘、小悟空、河马爱学在海外均有对应产品，即Cici、BagelBel、PicPic、ChitChop、Gauth。
- 此外，字节还注重双端布局，即同时在APP端和Web端发力。在APP端，字节凭借强大的技术研发能力和对用户需求的精准把握，推出了一系列功能丰富、体验流畅的AI应用，满足用户在移动设备上的多样化需求；在Web端，也积极打造使用网页端使用场景的AI工具和服务，为用户提供更多选择，进一步扩大了其AI应用的用户覆盖面。

图表22：字节跳动主要AI原生应用布局情况

	团队	类型	产品名	对标产品
应用层	Flow 总负责人：朱骏 Stone负责人：洪定坤 PC产品负责人：齐俊元 Mobile产品负责人：陆游	智能助手	豆包(国内) Cici(海外)	ChatGPT,Anthropic等
		虚拟陪伴	猫箱(国内) BagelBel(海外)	Character AI, Talkie等
			小香蕉(国内,已下线)	
		图像	星绘(国内) PicPic(海外)	Remini,妙鸭相机等
			Coze(海外)	
		Agent定制	扣子(国内)	GPTs, Dify等
			小悟空(国内)	
		工具集	ChitChop(海外,已下线)	ChatGPT, Anthropic等
			即梦(国内)	
	剪映	图像/视频	Dreamina(海外)	Runway, Midjourney, Stable Diffusion等
			剪映(国内)	
			Capcut(海外)	
			醒图(国内)	
			Hypic(海外)	
	大力教育	教育	豆包爱学(国内) Gauth(海外)	Question AI, Answer AI等
	抖音	电商内容	即创(国内)	Runway, Midjourney, Stable Diffusion等
	开发者服务团队	代码生成	豆包MarsCode(国内) MarsCode(海外)	GitHub Copilot等
		AI模型社区	炉米Lumi(国内)	
硬件	其他	音乐	海绵乐队(国内)	Libib等
	Oladance+Flow	AI耳机	Ola Friend	Suno等
	大力教育	智能台灯	大力智能学习灯	
	火山引擎	AI玩具	显眼包	

资料来源：Z Finance微信公众号，中邮证券研究所

2.1.1 豆包用户增长之道：AI时代高举高打，依托自身流量优势打造爆品

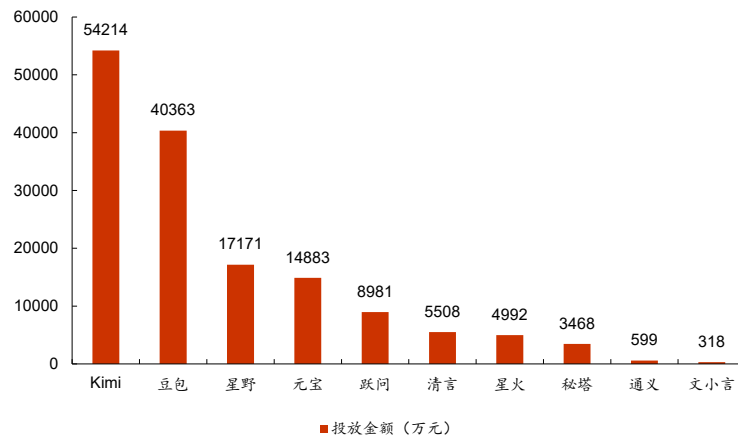
- 豆包大模型家族在24年5月火山引擎大会上正式推出，在字节高举高打策略下，以“厘成本”价格打响业内知名度，后对内对外投流使得明星产品豆包成为国内爆款应用。
- 一方面，依托抖音、今日头条、巨量引擎等产品，字节具备庞大的流量优势。
 - 字节跳动旗下广告投放平台涵盖今日头条、抖音、西瓜视频等营销资源，依托庞大的用户群体，豆包将流量池的优势发挥到了极致。2024年，抖音开始为“豆包”倾斜流量和资源进行推广，并几乎屏蔽了除豆包以外所有AI应用的投放。
 - 巨量引擎是字节跳动旗下综合的数字化营销服务平台。根据AppGrowing平台，2024年10月字节跳动的豆包App投放了2200万元，其中78%左右也投向巨量广告/千川平台，而21.98%投向腾讯广告（广点通），字节内部流量作用凸显。
- 另一方面，字节投入大量广告，为AI原生应用启动引流，用户数量快速增长。
 - 伽马数据显示，24年10月国内头部AI应用广告投放金额超4亿元，广告投放金额居前的5家公司中，即梦、豆包、猫箱全部为字节旗下产品。在广告投放支持下，根据AI产品榜，豆包实现24年7月MAU从904万陡然上升至25年8月的5127万，24年10月以近7000万月活用户在中国AI产品中断崖式领先。

图表23：2024年Q3和10月AI大模型APP投流统计



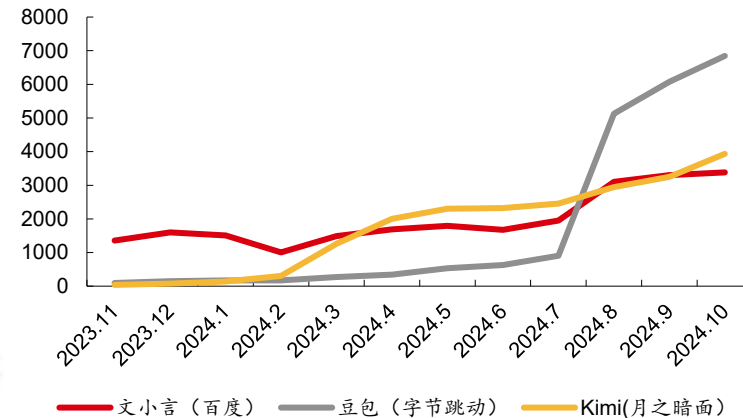
资料来源：AppGrowing，钛媒体，中邮证券研究所

图表24：截止至2024年11月国内十大AI应用产品投放金额（万元）



资料来源：财联社微信公众号，中邮证券研究所

图表25：豆包与同类产品MAU对比（万）

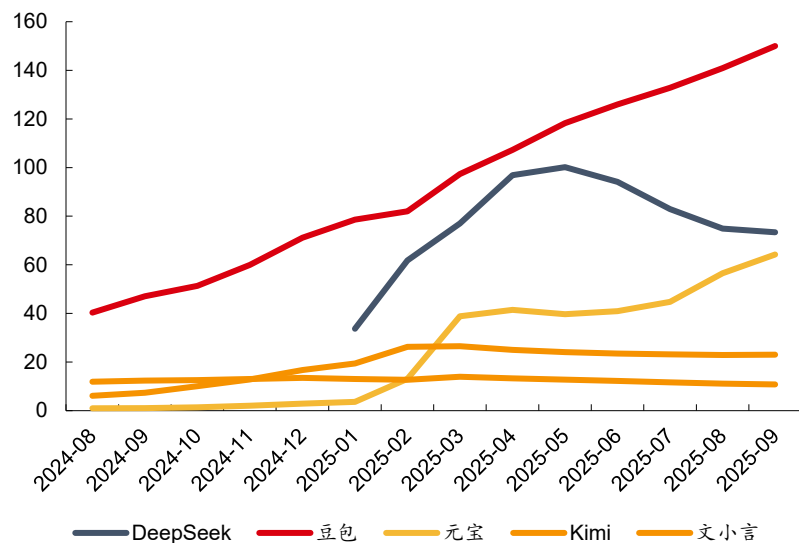


资料来源：新皮层NewNewThing公众号，中邮证券研究所

2.1.1 豆包用户增长之道：AI时代高举高打，依托自身流量优势打造爆品

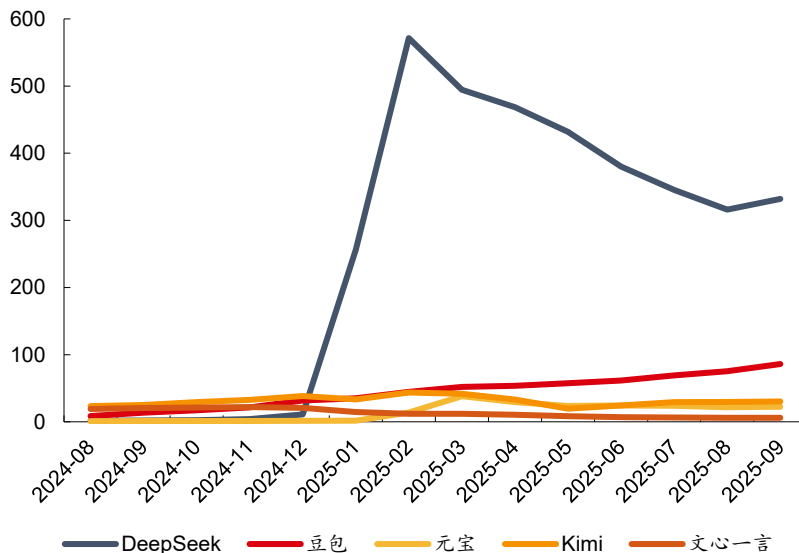
- 25年DS短期冲击豆包流量，而豆包整体MAU稳定性最强，持续保持向上增长。
- 25年1月，Deepseek在国内掀起“模型平权”，DS APP/网页端均迅速取得用户青睐，网页端1、2月MAU环比+2230.06%、+122.73%，而DS APP端MAU环比开始下滑，其他元宝、文小言等也或多或少在网页/APP出现MAU环比下降现象。
- 对于豆包而言，DS冲击虽使豆包APP/网页端MAU环比增速由24年12月的18.64%、48.25%降至25年1月的10.47%、10.42%，然而在整个25年，豆包APP、网页端MAU并未出现环比下降。25年9月，豆包APP/网页端MAU分别为1.50、0.86亿，环比+6.44%、14.14%，依旧处于国产原生AI应用第一梯队。
- 随着AI产业落地持续加速，截至2025年9月底，豆包大模型日均Tokens调用量已突破30万亿，相比今年5月底增长超80%。在企业市场，IDC报告显示，2025年上半年中国公有云大模型服务市场，火山引擎以49.2%的份额占比位居中国第一。

图表26：豆包与同类产品APP端MAU对比（百万）



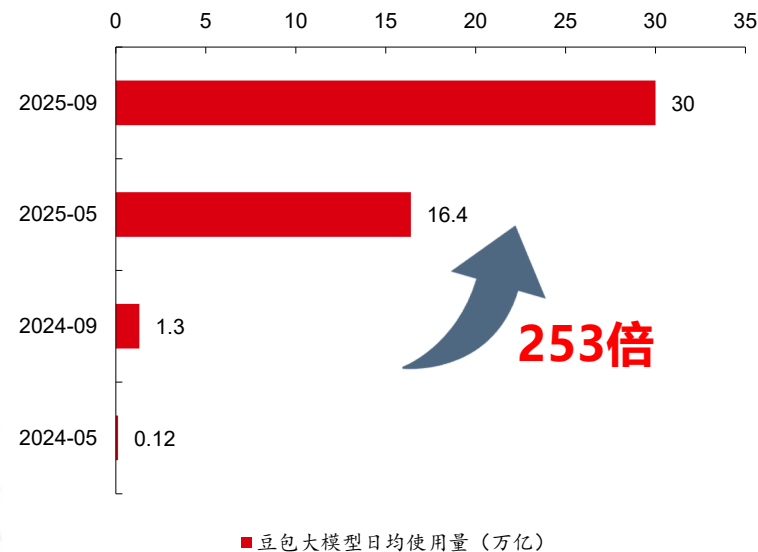
资料来源：AI产品榜微信公众号，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表27：豆包与同类产品网页端MAU对比（百万）



资料来源：AI产品榜微信公众号，中邮证券研究所

图表28：豆包大模型日均token使用量自发布增长253倍



资料来源：APPSSO微信公众号，中邮证券研究所

2.1.2 元宝用户增长之道：前期推广较为克制，借力DS渗透之风

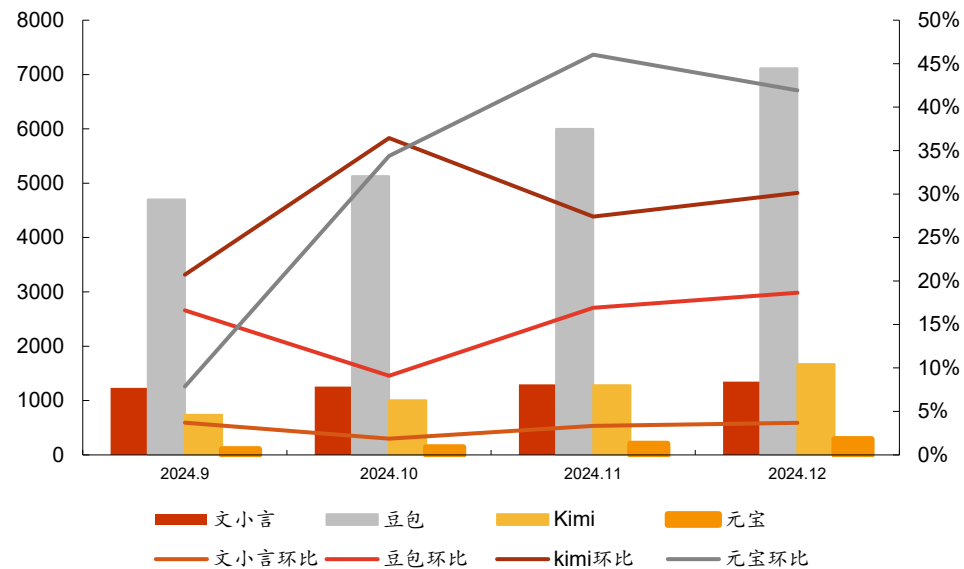
- 不同于字节的“AI应用工厂”模式，腾讯在AI原生应用无论是产品数量还是推广节奏前期都较为克制，发布的产品主要为混元大模型语言、图片和视频能力的体现，应用场景主要为办公助手、医疗工具等领域。
- 腾讯元宝对标字节豆包，充分利用腾讯生态优势，AI搜索整合微信等信息来源，同时支持与腾讯文档等应用跨平台联动。
- 2024年5月，腾讯基于混元大模型能力推出全能AI助手“腾讯元宝”，集AI搜索、AI总结、AI写作、AI多模态、智能体创建能力为一体。
- 腾讯元宝接入了微信搜一搜、搜狗搜索，内容涵盖微信公众号、微信视频号、QQ音乐等资源，并通过AI搜索增强，确保内容的高时效性。根据新榜监测，微信公众号在2023年有超4.48亿篇文章产出量，以及超25万篇阅读数为10万+的爆款文章，构成了一座信息富矿。
- 24年腾讯元宝整体推广节奏较为克制，元宝APP/网页版MAU落后于国内可比chatbot产品。根据AI产品榜，24年12月，腾讯元宝APP/网页版MAU分别为291、154万，而同期豆包APP/网页版MAU分别为7116、3177万。

图表29：腾讯生成式AI应用布局

团队	类型	产品
混元大模型团队	聊天	腾讯元宝
腾讯AI Lab	语言	Effdit
		腾讯翻译君
		TranSmart
腾讯ARC	图像	ARC
腾讯云	医疗	腾讯觅影
	视频	腾讯智影
	电商	腾讯云智绘
微信	教育	腾讯小微
		小微助手（微信内置功能）
		AI问书（微信读书内置功能）
腾讯会议	办公	AI小助手（腾讯会议内置功能）
腾讯音乐	陪伴	未伴（已下架）

资料来源：Z Finance微信公众号，中邮证券研究所

图表30：元宝APP与可比产品MAU（万）及环比增速对比

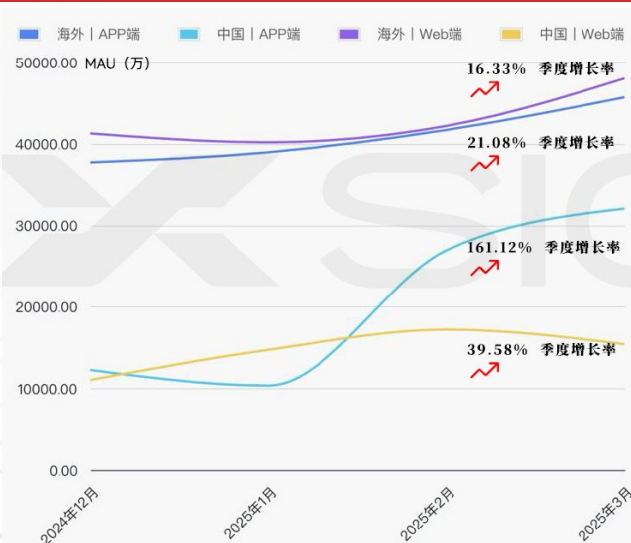


资料来源：AI产品榜微信公众号，中邮证券研究所

2.1.2 元宝用户增长之道：前期推广较为克制，借力DS渗透之风

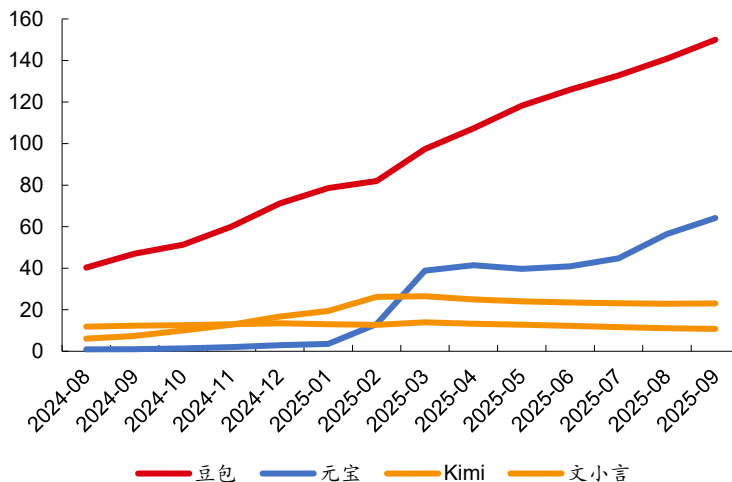
- 腾讯在25年借力DS爆火全国打开AI应用的大众市场之势，全力推动元宝发展，元宝MAU实现跨越式增长。
- 25Q1，DS爆发式增长在全球掀起AI应用普及热浪，在AI聊天机器人赛道，R1的发布直接和间接带来至少超2亿的用户增量。该季度，中国APP/网页端AI聊天机器人蓬勃发展，APP端月活突破3.2亿，环比24Q4 +161.12%；网页端月活突破1.5亿，环比24Q4 +39.58%。
- 25年2月，腾讯先后宣布元宝接入Deepseek-R1满血版；微信搜索上线“AI搜索”功能，并接入DeepSeek-R1提供的“深度思考”服务。元宝2月APP/网页版MAU分别为1312、1387万，环比+265.46%、740.61%；3月APP/网页版MAU分别为3884、3823万，环比+196.04%、175.63%。4月及之后网页版MAU随DS有环比下滑趋势，而APP端保持稳健增长。
- 腾讯借力DS发展具有长期战略价值。首先，腾讯意在抢占AI入口，弥补市场滞后，通过元宝整合DS-R1模型，迅速跻身下载量第二的AI应用，争夺用户流量入口，避免被竞争对手压制。其次，腾讯正在构建生态闭环，强化数据协同，元宝成为串联各场景的核心枢纽，形成“入口-功能-传播”的三角闭环，为后续模型优化和精准推荐提供基础。此外，腾讯平衡自研与外部技术，降低风险，通过“双核驱动”即利用外部技术快速满足用户需求，又为自研模型争取迭代时间。

图表31：AI聊天机器人MAU的季度变化



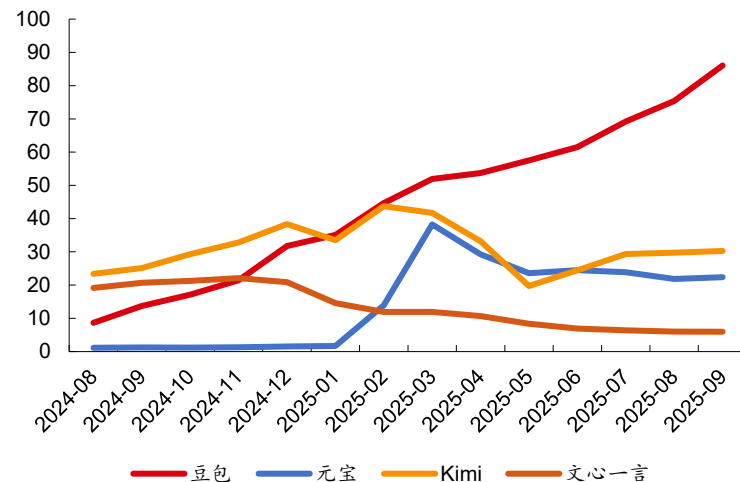
资料来源：Xsignal《季载录·春 | Xsignal全球AI应用行业季度报告 | 2025》，中邮证券研究所

图表32：元宝与同类产品APP端MAU对比（百万）



资料来源：AI产品榜微信公众号，中邮证券研究所

图表33：元宝与同类产品网页端MAU对比（百万）

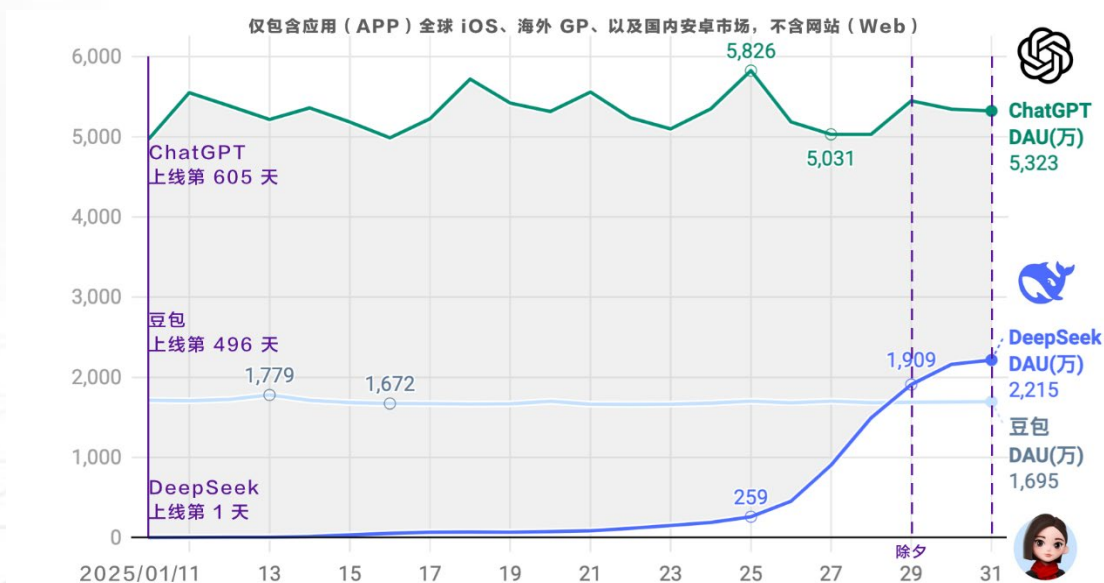


资料来源：AI产品榜微信公众号，中邮证券研究所 21

2.2 DeepSeek短期爆发验证SOTA技术势能，工具型AI亟需平台化突围以提升粘性

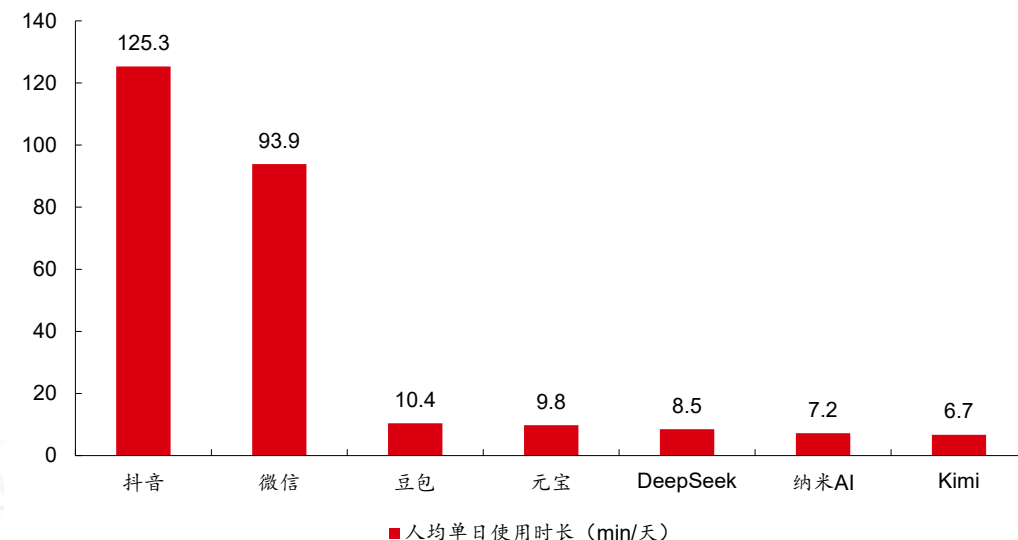
- DeepSeek于2025年1月11日推出独立APP，凭借“技术平权”策略迅速引爆市场，上线仅21天（截至1月31日）DAU即达2215万，不仅达到ChatGPT日活的41.6%，更超越字节豆包同期1695万的日活规模；而经历几个月大幅增长后，DS用户数亦开始下滑。**我们认为，这一现象背后折射出行业竞争逻辑的双重关键转变：**
- 其一，大模型领域的SOTA技术已成为用户体验的核心分水岭，能够构建起实质性的代际优势。这意味着移动互联网时代依赖的流量红利与数据飞轮逻辑，在以技术为核心壁垒的ChatBot赛道中效用显著弱化，技术硬实力成为用户决策的首要考量。
- 其二，工具类AI应用的流量留存瓶颈已显现。DS的短期爆发未能掩盖工具属性产品在用户粘性上的天然短板，这也指向行业长期竞争的核心命题：只有从单一工具向平台化生态、内容生态升级，打造具备用户沉淀能力的AI流量入口，才能构建难以复制的竞争护城河，实现从“短期爆款”到“长期赢家”的跨越。
- **平台化转型有望打开AI应用商业天花板。**根据25年2月Chatbot人均单日使用时长，DeepSeek、豆包、元宝等均在10min/天左右，而社交/内容生态微信、抖音分别为93.9、125.3min/天。我们认为，在平台化加持下，Chatbot用户数和使用时长均有望提升，增强用户粘性提高商业天花板。

图表34：DeepSeek APP上线21天日活用户超越豆包



资料来源：AI产品榜微信公众号，中邮证券研究所

图表35：25年2月Chatbot人均单日使用时长（min/天）



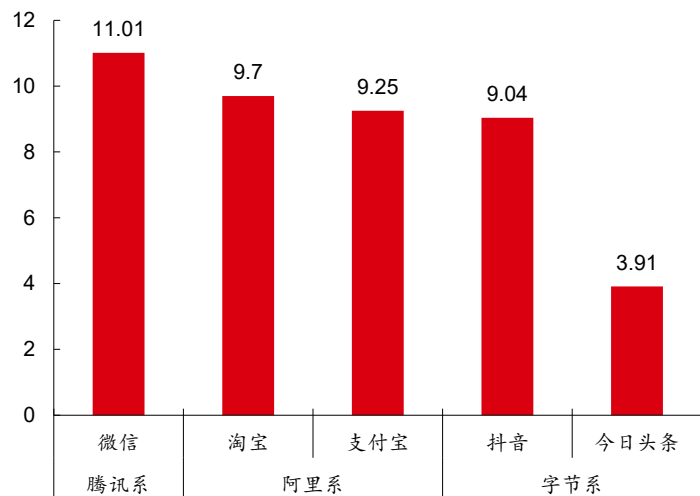
资料来源：Z Potentials《Agent系列（一）：Agent会孕育下一代腾讯字节吗》，中邮证券研究所

2.3 国内平台化优势：AI入口或再度回归软件生态，腾讯与字节生态各显其势

中国超级APP的强渗透率卡位AI入口，互联网大厂具备显著流量优势。

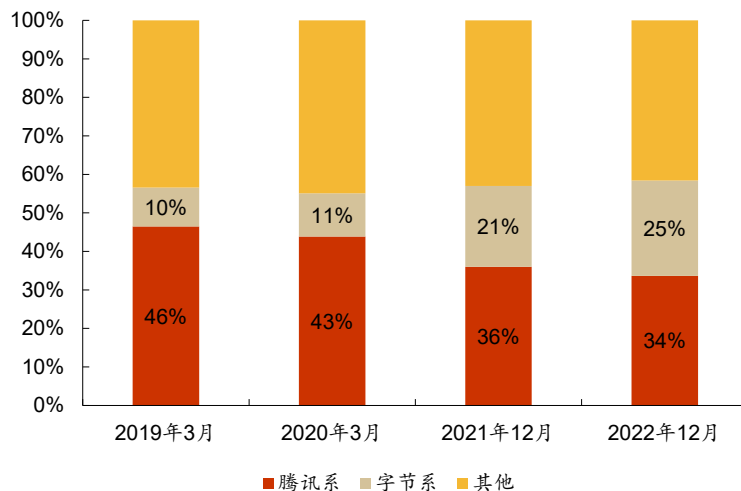
- 对于美国市场而言，硬件入口集中决定其应用市场高度统一，从而表现出硬件主导AI入口。根据Z Potentials，美国手机市场呈现三寡头态势，24年苹果、三星、摩托罗拉三者份额分别为53%、23%、14%。软件生态方面，Google统治北美安卓生态、IOS在分发体系平分天下，从而导致北美硬件主导软件分发，也影响着AI入口来源。
- 而对于中国，手机硬件市场分散，互联网大厂超级APP影响力大于硬件厂商，超级APP已深度塑造用户习惯，从而使得国内互联网大厂有望主导AI入口权。根据Questmobile 2025Q2平均MAU数据，腾讯系微信为11亿；阿里系淘宝、支付宝为9.7、9.3亿；字节系抖音、今日头条为9.0、3.9亿。
- 腾讯系和字节系占据我国互联网用户使用时长占比近六成。根据Quest Mobile，22年12月，腾讯系和字节系占我国移动互联网应用使用时长分别为34%和25%。

图表36：我国超级APP 25Q2平均MAU（亿）



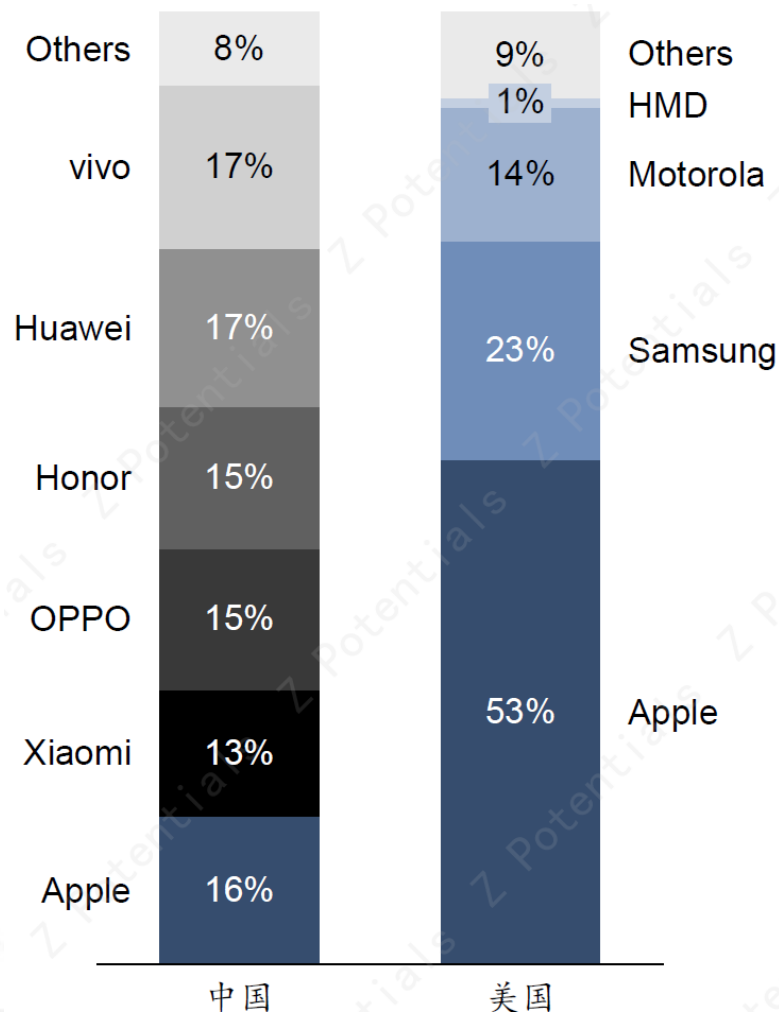
资料来源：Questmobile微信公众号，中邮证券研究所

图表37：移动互联网应用使用时长占比



资料来源：QuestMobile，晚点LatePost微信公众号，中邮证券研究所

图表38：2024年中美手机各品牌出货份额



资料来源：Z Potentials《Agent系列（一）：Agent会孕育下一代腾讯字节吗》，中邮证券研究所

2.3 国内平台化优势：AI入口或再度回归软件生态，腾讯与字节生态各显其势

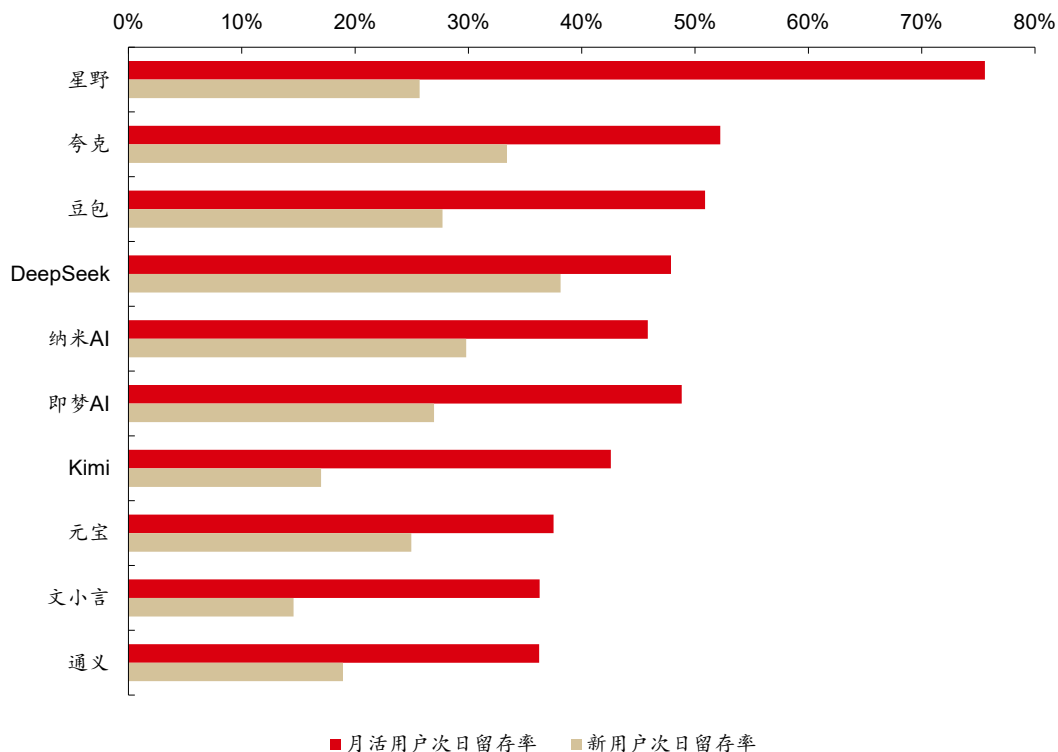
- 我们认为，toC端的用户规模和活跃度是衡量大模型影响力的核心指标，能够有效提升品牌溢价，此时toC流量入口的作用显得尤为重要，而腾讯微信紧握社交入口、字节抖音卡位内容入口，有助于元宝、豆包平台化成功转型，而平台化转型有助于其通过tob/tog提高商业天花板。
- 豆包、元宝在我国AI APP用户留存率处于领先地位。根据Xsignal，2025年2月，豆包和元宝均位于我国AI APP月活用户/新用户次日留存率TOP10，分别为50.89%/27.72%；37.51%、24.96%。

图表39：腾讯微信紧握社交入口和字节抖音卡位内容入口



资料来源：Z Potentials《Agent系列（一）：Agent会孕育下一代腾讯字节吗》，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表40：AI APP TOP 10 月活用户/新用户次日留存率（25年2月）



资料来源：Xsignal《季载录·春 | Xsignal全球AI应用行业季度报告 | 2025》，中邮证券研究所

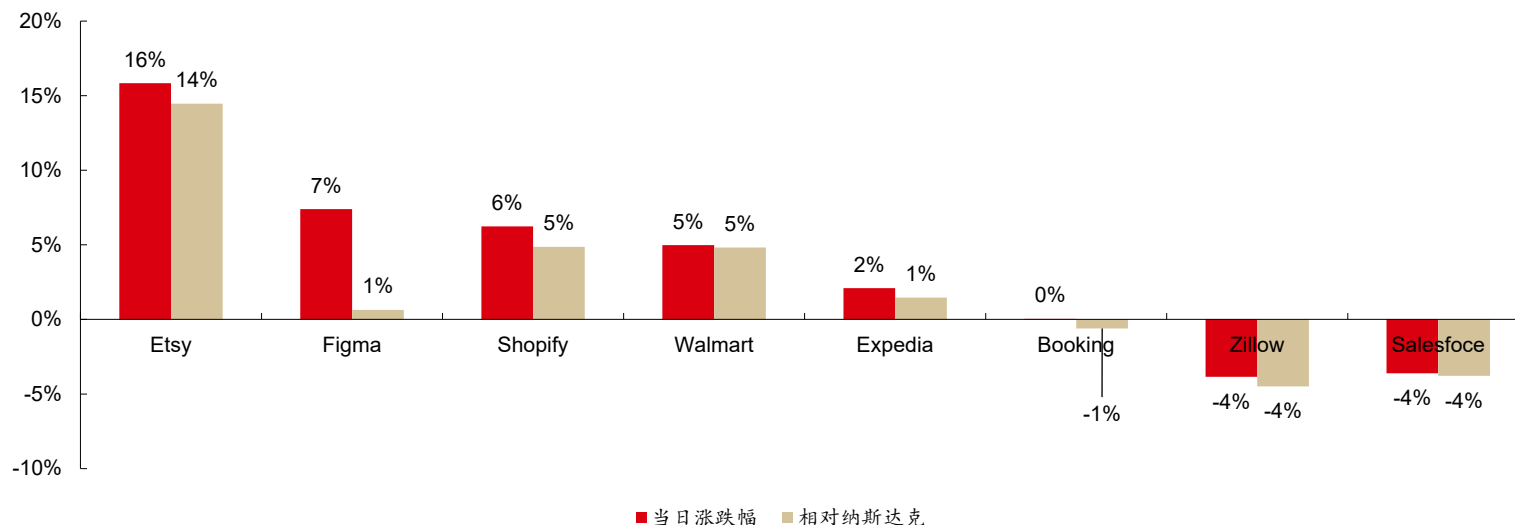
三

打破“颠覆论”：平台型大模型与AI应用共筑产业新周期

3 打破“颠覆论”：平台型大模型与AI应用共筑产业新周期

- 我们认为，大模型的力量正从“颠覆者”转变为“赋能者”，与应用的终点不是取代，而是共生。近期“大模型将颠覆传统应用”的观点再度浮现，但我们观察到，大模型厂商的平台化演进正展现出更具持续性的路径——共生与协作。随着模型能力的快速迭代，OpenAI等头部厂商通过开放接口、构建插件体系与生态网络，实现技术能力的外溢与共享；而AI应用公司凭借对行业Know-how与用户需求的深刻理解，成为大模型落地的关键纽带。大模型不再是应用的替代者，而是应用创新的加速器——模型提供智能基座，应用贡献行业洞察，技术与场景相互赋能，共同推动企业级与消费级AI市场的扩容。由此，大模型的价值正从单一的技术突破，转向产业生态的系统升级。未来的竞争，不再是“谁拥有最强模型”，而是“谁拥有最强生态”。随着平台与应用的共生飞轮持续运转，AI产业正进入从“技术驱动”迈向“生态驱动”的新阶段。
- 我们选取 OpenAI 与外部厂商合作公告当日的股价表现作为观测样本，结果显示：除Salesforce、Zillow当日股价下跌且显著跑输纳斯达克指数外，Etsy、Figma、Shopify等合作方股价均实现正向反馈，当日涨幅分别达16%、7%、6%。这一市场反应直观印证，投资者对“大模型平台厂商与垂直应用场景方深度协同的共赢模式”具备较强信心，也从侧面凸显了生态协作路径的商业价值认可度。

图表41：OpenAI与外部厂商宣布合作当天股价表现



四

投资建议与风险提示

4.1 相关标的

4.2 风险提示

4.1 相关标的

- 我们判断，“ToC做品牌、ToB做商业”的双轮驱动或为行业共识，其核心前提是ToC打响品牌声誉、获取和留存用户；而平台化转型可推动大模型厂商从“订阅+API”向“平台分成”拓展增长曲线，因此下一轮竞争核心将聚焦用户积累与平台化转型能力。建议关注具有入口价值的港股互联网、与大模型厂商平台化有合作潜力的AI Agent以及稀缺的算力环节。
- 1) 港股互联网：腾讯控股、阿里巴巴、网易、快手、小米集团、京东集团、腾讯音乐、金蝶国际、迈富时、百度集团、商汤、金山云、金山软件、哔哩哔哩、美图公司、中国软件国际、浪潮数字企业；
 - 2) AI Agent：鼎捷数智、视源股份、泛微网络、致远互联、用友网络、汉得信息、赛意信息、光云科技、税友股份、润达医疗、同花顺、恒生电子、金山办公、万兴科技、福昕软件、科大讯飞、金桥信息、卓易信息、普元软件；
 - 3) 国产算力：寒武纪、云天励飞、亿都（国际控股）、浪潮信息、曙光数创、超讯通信、瑞晟智能、华丰科技、神州数码、软通动力、烽火通信、广电运通、拓维信息、四川长虹、润建股份、数据港、润泽科技、光环新网、科华数据、奥飞数据、优刻得、立讯精密；
 - 3) 海外算力：新易盛、中际旭创、天孚通信、长光华芯、长芯博创、源杰科技、华工科技、光迅科技、太辰光、仕佳光子、胜宏科技、景旺电子、沪电股份、生益电子、深南电路、东山精密、兴森科技、工业富联、英维克、高澜股份、申菱环境、巨化股份、川环科技、同飞股份、飞荣达、鸿腾精密、麦格米特、欧陆通、禾望电器、盛弘股份、杰华特、紫光股份、锐捷网络、中兴通讯、菲菱科思等。

4.2 风险提示

- **技术迭代不及预期：** AI大模型或AI Agent迭代放缓，影响AI商业化进展和客户付费意愿；
- **国内AI Agent商业化进展不及预期：** 美国AI应用虽取得一定进展，而国内或由于客户对AI付费意愿和使用习惯与国外存在差异，商业化进展不及预期；
- **算力供应不及预期：** AI Agent放量对推理算力存在较大需求，若国内算力供给未能及时填补需求，则可能影响Agent商业化进展；
- **行业竞争加剧风险：** AI Agent作为新型技术领域，行业竞争加剧将对企业盈利端造成影响。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师：陈涵泊

SAC编号：S0120524040004

邮箱：chenhanbo@cnpsec.com

分析师：李佩京

SAC编号：S0120524090004

邮箱：lipeijing@cnpsec.com

分析师：王思

SAC编号：S1340525080002

邮箱：wangsi@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES