

【事件】

2026 年 7 月百融智能携百智 WiseNote、百语、百服、AI 工作手机四款新产品集中亮相第九届世界人工智能大会，向行业传递“AI 从语音交互进入硅基员工时代”的理念。会中公司介绍当前已规模化落地超 20 万名“硅基员工”，服务 8000 余家机构客户。尤其值得关注的是，公司披露已将 AICC 能力从金融领域衍生至物流领域，此前 AICC 能力主要服务于金融场景，标志着硅基员工商业模式完成跨行业可迁移性验证。据悉物流项目已中标签约并完成第一阶段 POC 运行，7 月底起逐步上量，实测转人工率、满意度、解决率等指标在招标中全维度第一，物流场景项目跑通证明公司自研大模型技术底座与数据飞轮具备跨行业泛化能力。除物流领域以外，未来公司还将向航司、电信领域拓展。

【点评观点】

相关报告

百融云 (6608.HK) - 首发报告-
20211215

百融云 (6608.HK) - 更新报告-
20220427、20221012、20231020、
20250123、20251223

➤ AICC 赛道确定性强，千亿级存量市场空间大

此次 WAIC 中出现了新的产业信号，AI 行业正从“概念展示期”加速迈入“结果交付期”，核心议题已从“模型参数量”转向“商业化落地节奏与 ROI 兑现周期”。AI Coding、AICC、AI Search 为全球三大 AI 落地核心场景，其中 AICC 核心价值在于重构传统碳基坐席运营模式，推动呼叫中心从成本中心向利润中心跃迁。

根据百融云公司路演资料显示，目前中国 Contact Center 核心场景人力成本合计约 1.9 万亿元，其中电话营销 1.01 万亿元、客服与运营 0.6 万亿元、催收 0.16 万亿元、信贷 0.12 万亿元。在人力成本刚性上行与 AI 渗透率快速提升的双轮驱动下，企业主对 AI 化改造需求迫切，赛道天花板较高。

根据百融公司技术人员介绍，为了应对未来庞大的市场发展空间，目前已经构建了三类自研领域大模型技术壁垒，构筑差异化护城河，数据飞轮持续强化迭代闭环。公司自研三类领域专属大模型：1) BR-Voice 语音大模型端到端响应可达 500ms (较传统三段式架构快 4 倍)，副语言理解能力突出，性别识别准确率 99.28%、年龄识别 95.86%、情绪识别 90.29%，ASR 字错误率仅 2.30%；2) BR-LLM-Proactive 在 500 通 AI 语音对话测评中以 625 分居首 (人工座席 622 分次之、国内某大模型 A 608 分位列

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

第三)，单通对话成本仅 0.105 元（对比人工坐席约 1,900 元），成本优势显著；3) BR-Vision-Doc 累计训练超 1.2 亿页真实业务文档样本，扫描件解析准确率 99.86%。数据层面，公司拥有超 10.5 亿合规个人数据与 1.5 亿合规企业数据构筑的私域数据壁垒，并通过“自动化质检”与“奖励归因”构建奖励训练函数，反向夯实大模型迭代飞轮，形成“数据-模型-场景-数据”的正向循环。

➤ 双引擎共振，成长有望加速

A. 跨行业复制路径，打开千亿级增量空间

公司首次将 AICC 能力从金融领域外溢至物流赛道，标杆项目跑通后形成“金融—物流—航司—电信”的递进拓展路径，行业扩张逻辑得到实证验证。我们认为，这些行业均具备明显共性特征：B 端客户体量大、决策链路稳定，一旦切入续约率高；C 端海量高并发通话数据持续反哺模型迭代，形成数据壁垒；客户普遍缺乏自主 AI 客服能力，对外部技术服务商不可替代性突出。值得注意的是，物流场景商业模式无需前期巨额投入、无持续人力运营成本，收入直接挂钩调用量与问题解决量，边际成本递减效应显著。随数据积累与模型迭代飞轮持续运转，业务成长确定性高、空间广阔。

B. 按结果付费模式打开估值想象空间

如果参考海外对话式人工智能代理企业标杆 Sierra（158 亿美元估值、105 倍 ARR）与 Decagon（约 18 个月达 8 位数 ARR、45 亿美元估值），按结果付费模式已被高速增长的 ARR 充分验证商业可行性。公司构建三种买单模式覆盖差异化客户需求，分别是 AI 岗位外包（按碳基岗位收费、中小企业、快速替代场景、客户切换成本低、决策链短）、AI 业务外包（按结果付费、中大型企业、ROI 导向客户价值锚定业务结果、客户粘性高）、API 构建 Agent（按 Token 收费、自建模型客户、Token 成本节省）我们认为，按结果付费模式下收入与业务结果直接挂钩，客户 LTV/CAC 比值有望持续优化，为估值倍数上修提供坚实基本面支撑。尽管短期受互联网助贷监管（第 9 号文）、零售信贷需求偏弱及 AI 投入对盈利的压力影响，2026 年上半年净利润仍会受到压制，但 WAIC 验证的“结果即服务”商业模式、物流标杆落地及第三曲线加速，能够支撑公司长期成长逻辑。考虑到当前估值处于低位、催化密集且商业逻辑逐步兑现，虽然短期出现盈利警告，但公司在新场景有实质性突破，并且积极回购，因此建议关注。

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>