

近期我们拜访了海致科技、百融智能、深演智能与中科闻歌四家 AI 应用企业，直观感受是这轮企业级 AI 落地的行业贝塔确实在加速兑现。其中海致收入高增长未来三年可延续，百融 AICC 非金融行业复制初见成效，深演收入增长预期加速，闻歌新签大量新合同、NDR 超 100%。虽然四家公司分属不同细分赛道，却几乎在同一时间窗口出现收入加速，释放出客户（G 端、大 B 端、产业端）预算向 AI 迁移的共同信号，说明企业 AI 预算的释放已从试点论证进入规模化落地阶段，客户侧的“AI 焦虑”真实存在。同时也充分感受到国家层面对 Agent 落地的推进与支持。而大厂受制于投入产出比与组织基因，反而为垂直厂商留出了渗透空间。从发展战略来看，四家均不做通用大模型的无谓竞赛，或以自研垂类小模型、或以图技术/知识工程/数据资产为底座换取技术优势和行业壁垒。同时都以头部客户为基本盘，凭借行业 know-how、私域数据与业务系统深度来对接构筑高替换成本，因此交付效率与产品标准化程度是决定未来利润率弹性的核心变量。我们认为 AI 应用落地的盈利可见度已明显好于上一代 CRM、ERP、SaaS 化进程。

相关报告

➤ 各家覆盖领域起点与外延方向存在差异

海致起家于金融与公安，目前收入结构中金融、公安/公共服务、能源电力、运营商四大类客户各占约四分之一，下一步正向资源类和制造业新垂类复制。百融深耕金融，银行、券商、保险构成存量基本盘，瞄准 AICC 业务场景，从金融向物流、航司、电信运营商延伸，并取得阶段性标杆案例成果。深演客户集中于 to C 大型头部企业的营销销售场景，覆盖快消、零售、车企、互联网、金融，收费对接的是 CMO 而非 IT 预算，新方向是与机器人厂商合作开发线下零售门店场景，将门店内沉淀的消费数据转化为可互动数字化数据资产，进一步提升销售网络决策效率。中科闻歌行业覆盖面最广，且背靠中科院掌握许多前沿技术图谱及知识数据库，同时专家团队在四家企业中属于最豪华梯队，业务在公共服务（传媒、政务）比较成熟，未来聚焦能源、工业、医药等新方向做行业规模复制。

➤ 各家目前仍在舒适区成长，但发展战略已经出现清晰的分歧

根据对比，这四家企业目前还在自己擅长的行业或垂类开展业务，还未完全开始向外延伸，但是发展战略已经出现明显分歧。让我们欣慰的是各家

研究部

姓名：李承儒

SFC：BLN914

电话：0755-21519182

Email：licr@gyzq.com.hk

企业发展战略不像此前那样模糊，当前清晰结合自身的优势，并根据业务特征寻找到适合自己的标签。

海致坚持“图模融合”的技术，认为产业级智能体是在约束条件（Harness）下求确定解的组织级系统。因此与大模型厂商分工协作，以 FDE 覆盖率来确立先发优势，模式是“帮大模型用起来”，不生产大模型本身，而是把开源大模型适配到具体行业里。瞄准政府及大企业的科研及 IT 预算。



百融此前已付出沉重预算投入（近三年研发费用攀升，25 年利润大幅下降）验证代价，最终选择在 AICC 细分市场深耕，以按结果付费切入万亿级人力成本替代赛道，业务商业化路径已经清晰化，瞄准的是企业的人力成本预算。



深演走轻模型、重场景的灵活路线，率先采用订阅的模式实现收入，与 B 端业务销售 KPI 提升直接挂钩，因此 Agent 产品使用对客户 GMV 提升效果好坏直接影响下一年的复购率，瞄准的是 B 端企业的营销预算。



中科闻歌则在技术全栈与商业化之间主动收敛，控制收入质量换取商业模式的可持续，走轻量化订单路线渗透，在科研及全域认知决策领域有先发优势，帮政府和企业把海量数据变成决策依据，同样瞄准的是政府及大企业的科研 IT 预算。



➤ 贝塔共振阿尔法分化，当 AI 预算开始释放盈利指日可待

综上，行业整体的高增长毋庸置疑，但各家增长逻辑有很大不同，或沿技术能力自然外溢、或沿商业模式强行复制、或沿客户场景纵深挖掘、或沿资源禀赋重新聚焦，恰恰是未来把贝塔转化为阿尔法的关键，由于当前市场空间庞大，垂类之间目前还不会互相干涉，大模型层也不会向应用垂类延伸，最终格局很可能是通用模型层与垂直落地层的分工共存，是“通用模型层+垂直最后一公里”的分工结构。同时企业级 AI 应用市场，当前渗透率均处于低位区间，但增长节奏上大概率呈现“阶梯式”而非“平滑式”，跨行业复制需先以标杆案例完成方法论验证，因此收入的确认会随标杆案例落地呈现批次性跳升。真正的洗牌将发生在交付效率之争。行业已经从“证明 AI 能做”进入“证明 AI 做得快且便宜”的阶段，交付周期、人工替代率、成熟产品占比这类运营指标将直接决定谁能在下一轮客户预算切换中“切别人”而非“被切”。整体看，2027-2028 年是 AI 应用公司规模性盈利的验证窗口，收入基数垫高后费用率自然摊薄，叠加交付标准化，行业净利率中枢有望从当前亏损，转向 3%-5%，最后向 20%收敛。

➤ 风险提示

我们认为当前行业仍存在着不确定性，包括客户预算的年度性波动，特别是大 B、大 G。或者按结果付费模式下的内部阻力。以及垂类复制不及预期的可能。同时解禁窗口对二级市场定价的阶段性的扰动。此外，若通用大模型能力出现代际跃升（如长上下文与工具调用显著改善），部分以“harness”和知识工程为壁垒的公司需重新验证其价值层是否被模型内化，这些都是当前行业最大的单点风险。

表：产业相关标的一览

细分板块	证券代码	证券名称	年初至今涨跌幅	市值（亿人民币）	市盈率	市销率
大模型、AI生态	2513. HK	智谱	796. 6%	5,489. 7	N/A	320. 6
	0100. HK	MINIMAX-W	-2. 4%	1,176. 2	N/A	189. 8
	1024. HK	快手-W	-44. 9%	1,498. 9	8. 3	0. 9
	0700. HK	腾讯控股	-25. 5%	40,181. 3	14. 8	4. 4
	9988. HK	阿里巴巴-W	-22. 0%	21,953. 0	26. 0	1. 8
	2506. HK	讯飞医疗科技	-9. 1%	86. 9	N/A	7. 1
	9888. HK	百度集团-W	-28. 7%	2,550. 5	N/A	1. 7
	0020. HK	商汤-W	-35. 2%	601. 6	163. 6	9. 4
	6651. HK	五一视界	50. 5%	258. 8	N/A	53. 8
	1956. HK	中科闻歌	-25. 8%	144. 6	N/A	31. 0
云服务、边缘计算、算力平台	6682. HK	范式智能	-35. 2%	159. 3	86. 7	1. 7
	1384. HK	滴普科技	-45. 2%	126. 3	N/A	19. 3
	2718. HK	明略科技-W	-72. 5%	82. 9	N/A	4. 7
	6636. HK	极视角	-12. 9%	98. 3	N/A	29. 2
	9678. HK	云知声	-78. 9%	63. 7	N/A	4. 0
	0068. HK	群核科技	-52. 9%	151. 1	N/A	15. 9
AI行业解决方案	3317. HK	迅策	158. 4%	430. 6	551. 1	18. 2
	2723. HK	深演智能	350. 5%	829. 3	5336. 0	103. 3
	0268. HK	金蝶国际	-33. 5%	310. 7	110. 1	3. 6
	1762. HK	万咖壹联	41. 2%	20. 8	27. 4	0. 3
	1860. HK	汇量科技	-32. 8%	175. 6	29. 4	1. 0
	6608. HK	百融智能-W	-53. 1%	25. 4	N/A	1. 0
	2121. HK	创新奇智	-29. 8%	22. 3	N/A	1. 2
	0772. HK	阅文集团	-34. 6%	219. 3	N/A	2. 5
AI基础设施及算力	1357. HK	美图公司	-29. 8%	222. 9	24. 0	4. 6
	1396. HK	粤港湾智算	131. 8%	178. 8	27. 8	4. 7
	KC. 0	金山云	-1. 0%	242. 5	N/A	1. 9
	0596. HK	浪潮数字企业	-66. 0%	27. 3	20. 4	0. 4

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

免责声明

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>