

计算机

证券研究报告/行业通用类

2024年6月5日

评级：增持（维持）

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

Email: wenxc@zts.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS					PE					PEG	评级
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025EE	2026E		
广联达	11.32	0.58	0.07	0.29	0.64	0.85	19.5	162.7	38.6	17.6	13.3	0.12	买入
恒生电子	19.65	0.57	0.75	0.83	0.93	1.06	34.5	26.2	23.7	21.1	18.5	2.15	买入
中科软	18.49	0.77	0.79	0.87	1.00	1.19	24.0	23.4	21.3	18.5	15.5	2.13	买入
用友网络	10.93	0.06	-0.28	0.04	0.14	0.24	182.2	-39.0	273.3	78.1	45.5	2.41	买入
金蝶国际	7.84	-0.11	-0.06	-0.01	0.05	0.13	-64.8	-118.8	-712.6	142.5	54.8	—	买入

备注：金蝶国际股价单元为港元；股价选取6月3日收盘价，EPS及PE/PEG均选取自有预测；港元兑人民币汇率选取6月3日外汇中间价——0.9089；PEG取2024年净利润增速来计算。

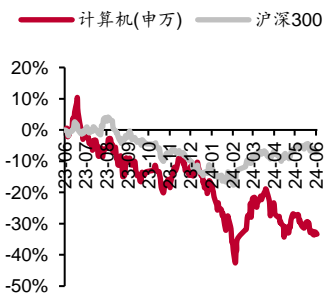
基本状况

上市公司数 333

行业总市值(亿元) 30446

行业流通市值(亿元) 15851

行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- ChatGPT 的横空出世开启了人工智能革命的新浪潮，被形容为“iPhone 时刻”，一时间产业圈和投资圈都热闹非凡，从 GPT 到 GPTs，从 NLP 到多模态，从 AI 大模型到 AI agent，从中心端的 GPU、云计算到终端的 AIPC、AI 手机、AI pin，技术、产品、模式都在快速创新迭代，A 股也是算力、模型、应用快速轮番演绎，经历了最初的预期高涨与现在的理性回归，实际上，我们现在正处于人工智能技术与产业大变革的早期阶段，未来云边端的计算体系、硬件载体，基础软件、应用软件体系以及客户端的入口都将被重塑和再定义。
- 站在投资视角看，一方面我们需要寻找时代变革的新物种、新龙头，类似于互联网时代的谷歌、移动互联网时代的苹果、互联网与云计算时代的亚马逊，但这类机会需要边走边看，最终花落谁家还存在诸多变数；另一方面我们也需要寻找能够穿越技术创新周期，不断从中获益的不变玩家。
- 通过历史的复盘以及内在逻辑的分析，我们认为 2B 端的应用软件龙头大概率会受益于每一轮科技的创新。这里面的几个关键词都很重要：2B 而非 2C；应用软件而非基础软件；龙头强调是行业绝对的龙头，市场格局高度集中。
- 风险提示事件：技术迭代不及预期的风险，政策落地不及预期的风险，下游行业恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，报告信息更新不及时的风险等。

内容目录

一、历史的韵脚	- 3 -
1、先铺基础设施，再到应用繁荣.....	- 3 -
2、科技创新会重塑硬件计算体系.....	- 3 -
3、2B 应用软件在快速崛起且龙头格局稳定.....	- 4 -
二、内在的逻辑	- 4 -
1、2B 应用软件行业壁垒极高.....	- 4 -
2、传统玩家拥有应变的“时间差”.....	- 4 -
3、既能创造价值，也能分享价值.....	- 5 -
三、2B 应用软件核心龙头公司	- 8 -
1、垂直建筑地产软件：广联达&明源云.....	- 8 -
2、垂直金融软件：恒生电子&中科软.....	- 8 -
3、通用管理软件：用友网络&金蝶国际.....	- 9 -
四、风险提示	- 9 -

一、历史的韵脚

本轮人工智能并非技术革命的首次，信息技术产业自诞生之处至今一直处于创新迭代和自我革命的过程中，经历了大型机、小型机、PC机、互联网、移动互联网、云计算等多轮浪潮，而今又站在了新一轮人工智能革命的始点上。我们通过美国科技领域市值排名靠前的上市公司龙头演变和科技发展历史复盘分析，尝试做一些洞察判断。

图表 1：2000 年至今美国上市科技公司的市值演变及对比（市值单位：亿美元）

股票名称	2000 年市值	2024 年市值	股票名称	2000 年市值	2024 年市值	股票名称	2000 年市值	2024 年市值
MICROSOFT	6010	30854	MICROSOFT	6010	31231	MICROSOFT	6010	31231
CISCO	3551	1873	APPLE	165	29480	APPLE	165	29115
INTEL	2750	1313	NVIDIA	14	26970	NVIDIA	14	26970
IBM	1925	1533	ALPHABET	-	21318	ORACLE	1595	3221
AT&T	1663	1306	META	-	11841	AMD	43	2698
ORACLE	1595	3221	TSMC	-	7834	QUALCOMM	1138	2277
ERICSSON	1254	205	BROADCOM	-	6157	SAP	553	2241
HP	1159	357	TENCENT	-	4377	ADOBE	80	1993
QUALCOMM	1138	2277	ASML	-	3789	CISCO	3551	1873
NOKIA	981	219	ORACLE	1595	3221	APPLIED MATERIAL	479	1781
VERIZON	956	1732	AMD	43	2698	TI	766	1776
MOTOROLA	888	609	QUALCOMM	1138	2277	VERIZON	956	1732
TI	766	1776	SALESFORCE	-	2272	INTUIT	114	1611
BCE	577	312	SAP	553	2241	IBM	1925	1533
SAP	553	2241	ADOBE	80	1993	MICRON TECH	209	1384
SPRINT	529	-	ACCENTURE	-	1893	INTEL	2750	1313

资料来源：Bloomberg，Wind，中泰证券研究所（市值选取 2000 年 1 月 1 日收盘值和 2024 年 6 月 2 日收盘值）

1、先铺基础设施，再到应用繁荣

互联网时代的一个重要基础设施则是通信，美国信息高速公路计划奠定了其互联网蓬勃发展的基础，由此 2000 年美国市值靠前的公司不少是与通信相关，包括了通信设备厂商 CISCO（思科）、ERICSSON（爱立信）、NOKIA（诺基亚）、MOTOROLA（摩托罗拉）和通信运营商 AT&T、VERIZON、BCE、SPRINT，而后才有我们今天看到的 ALPHABET（谷歌）、META 等互联网巨头，我们判断本轮人工智能的未来在于应用的创新，当下则在于算力（NVIDIA/英伟达、BROADCOM、AMD）和大模型（Open AI GPT 对应的 MICROSOFT/微软、Llama 对应的 META/脸书）的发展。

2、科技创新会重塑硬件计算体系

大的技术创新变革往往伴随着新的硬件载体和计算体系，互联网时代的芯片是

INTEL（英特尔）为代表的计算体系，移动互联网时代的芯片是以 ARM 为代表的计算体系，人工智能时代的芯片是以 NVIDIA（英伟达）为代表的计算体系；同样，互联网时代依托的核心硬件终端是 PC 电脑，成就了 IBM、HP，移动互联网时代依托的核心硬件终端是智能手机，成就了苹果、小米。人工智能时代依托的核心硬件终端是改造升级后的 AIPC、AI 手机，还是以 AI Pin 为代表的全新硬件载体目前尚难下确定性的结论，需要且行且看。

3、2B 应用软件在快速崛起且龙头格局稳定

站在 2024 年看，有不少软件公司位列美国科技领域市值排名靠前的名单中，相较 2000 年增加了 SALESFORCE、ADOBE、ACCENTURE（埃森哲）三家千亿美元市值公司，MICROSOFT（微软）、ORACLE、SAP 三家老牌软件龙头也依然位列其中，且市值均已超越了 2000 年互联网泡沫的高点市值，可比的新兴龙头 ADOBE、INTUIT 则实现了十倍以上的涨幅。由此可以看出，即使在美国，2B 软件产业也是近些年才快速发展壮大起来，2B 应用软件龙头的格局一旦形成很是稳定，且具备持续成长的动力。

二、内在的逻辑

通过历史的数据分析可以看出 2B 应用软件龙头厂商的格局相对稳定，且会持续受益于每一轮的信息技术革命，如果我们再进一步探究，会发现其背后是有着坚实的商业逻辑基础和规律。

1、2B 应用软件行业壁垒极高

2B 应用软件行业的进入门槛未必很高，但行业格局一旦形成，则具备极高的护城河，主要体现在以下几个方面：

（1）技术和产品研发的规模经济、范畴经济：软件行业竞争的关键要素之一就是研发能力，中国计算机上市公司研发支出占收入比重基本上在 10%以上，个别高的则会达到 30-50%，而软件技术和产品的研发具有规模经济和范畴经济的特性，会强化头部公司的竞争优势。

（2）最佳实践（know-how）确立行业事实标准：软件本质上是针对一个细分场景或者问题提供一个逻辑模型解法，通过各种 IT 技术能力整合实现该解法，再通过大量的需求场景不断检验、归纳和抽象，最终变成一个近似该需求问题的最优解或者是大家常说的最佳实践，这里面涉及到大量的工程化工作和知识，且需要大量真实场景打磨。

（3）替换成本高形成客户粘性：企业之间的合作需要长期的信任关系，除了商务关系之外，2B 应用软件的产品替换成本也是非常高的，涉及大量的重新工作，对应的切换风险、学习成本也很大，因此客户对于替换 2B 应用软件厂商尤其是系统型软件都是比较谨慎的。

（4）数据资产沉淀：数据已经成为新型的生产要素，数据资产的积累可以塑造新的企业竞争力，2B 应用软件企业尤其是 SAAS 类模式的企业可以如同互联网企业一样构建自己的商业飞轮，并沉淀大量的数据资产。

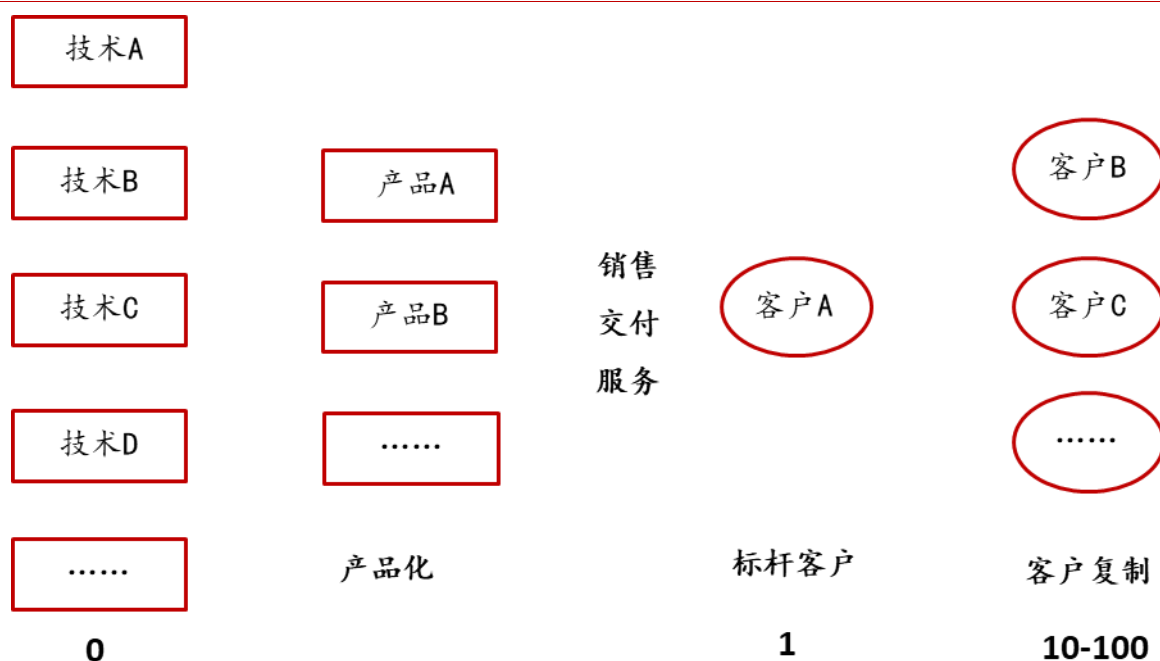
2、传统玩家拥有应变的“时间差”

2B 应用软件行业壁垒极高部分更多的是站在已经形成行业龙头之后看企业的护城河，可能打破这种格局的最大变量就是技术革命，该部分通过总结 2B 应用软件企业商业化的路径，来展现“慢即是快”的商业特征是如何对抗技术革命带来

的格局变数。

无论是依托互联网技术、云计算技术还是人工智能技术，一个 2B 应用软件企业基本都要经历从 0 到 1 和从 1 到 10 甚至 100 的过程，而这几个过程加总基本上都需要比较长的时间周期。首先，需要将各类技术应用到一个具体场景的具体问题上，形成相应的原型产品；然后，需要通过商务、销售找到原型客户，将原型产品交付应用到原型客户场景之中，并通过迭代和服务完善产品；然后，再将新版本的产品进一步推广至 3 家、5 家、10 家甚至更多的客户当中，借此进一步打磨提炼产品直至形成一个相对成熟的版本；最后，再通过组织化的体系支撑，扩大到整个行业客户。复杂场景情况下，还需要通过产品的整合提供端到端的整体解决方案。当新一轮技术革命开启时，传统玩家往往会看不见、看不起、看不懂、来不及，尤其是 2C 场景，一个技术或产品可以迅速占据市场，进而冲击传统的商业格局，如 ChatGPT 仅仅用 2 个月就突破了 1 亿用户数，使得即使强大如谷歌的传统巨头都很被动，而 2B 场景的需求、商务以及供给体系都更为复杂，一个新技术转换成行业的产品、再到原型客户再到规模化复制都需要一个相对长一些的时间周期，这给传统行业龙头以相对充分的时间去做应变。

图表 2：2B 软件的商业化示意



资料来源：中泰证券研究所

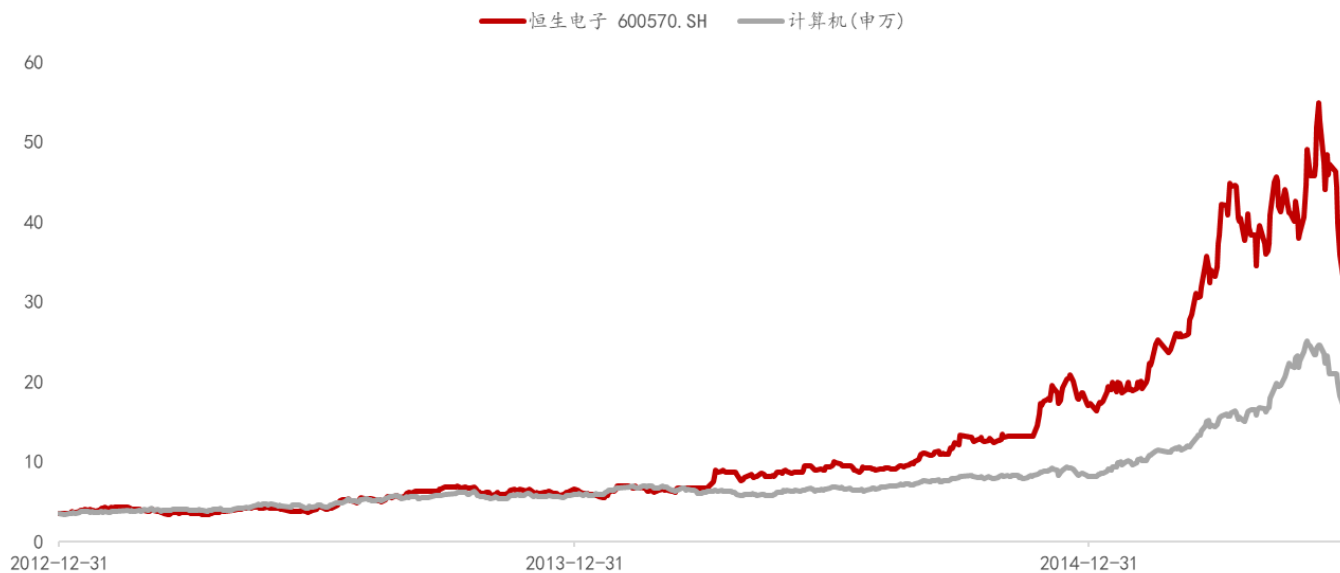
3、既能创造价值，也能分享价值

信息技术革命作为通用技术，所有软件厂商都可以使用，最终 2B 应用软件龙头企业能够伴随技术的创新而不断发展壮大，一方面是由于前面提到的极高的行业壁垒和“慢即是快”的商业特性，另一方面是由于**龙头企业的格局议价力**，使得其在**技术变革创造的价值增量中可以分享更大比例的价值分配**，打个比方，一项新技术对原有产业带来了 100 的价值创造，议价能力强的企业可能就可以拿走 50 的价值，客户和供应商各拿走 25 的价值，反之议价能力弱的企业可能就拿走 10 的价值，剩下的大头被客户以及其他环节拿走。

通过复盘中国 A 股过去两次科技浪潮的演变，实际上也可以看出 2B 应用软件龙头是持续受益的核心玩家。2013-2015 年互联网+浪潮之中，恒生电子是 A 股基本面和股价双兑现的代表企业，股价从 2012 年 12 月 31 日到 2015 年最高涨幅有 15 倍多，软件销售收入在 2015 年上半年增幅高达 83.6%；2017-2021 年的云计算+浪潮之中，广联达、金蝶国际是 A 股、港股基本面和股价双兑现的代表

企业，股价从2016年12月31日到2021年最高涨幅分别为6.5倍、12.9倍，两家公司云业务规模也同时随之大幅增长，其中广联达的年度新签云合同规模从2017年的10.49亿元增至2021年的31亿元，复合增幅约105%；金蝶国际的云服务业务收入从2017年的5.68亿元增至2021年的27.58亿元，复合增速约48%。

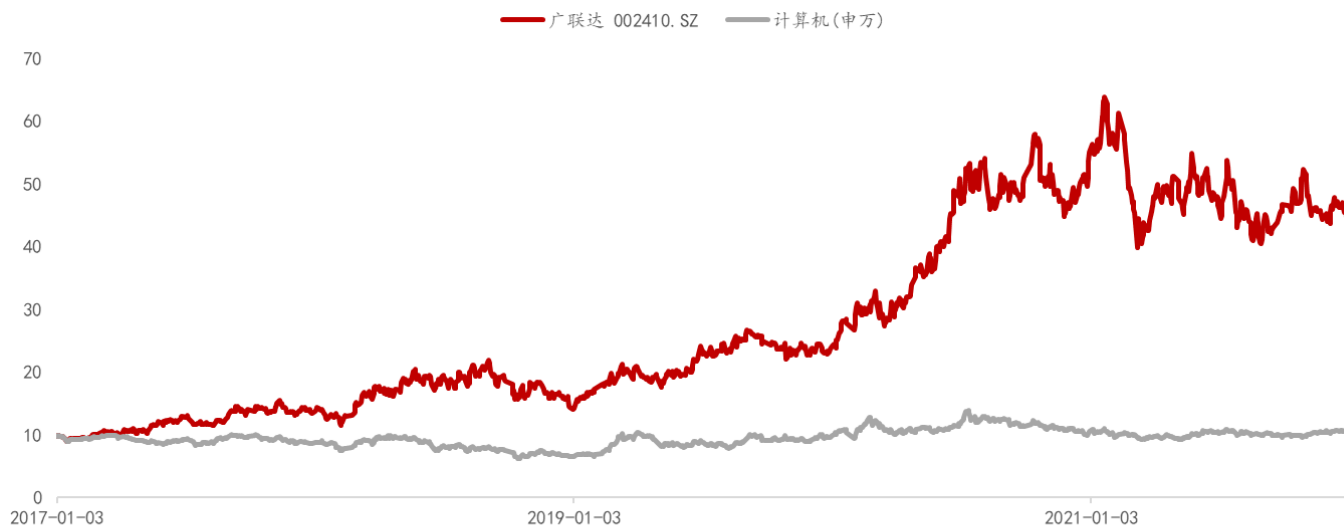
图表 3: 恒生电子 2013-2015H1 软件收入及增速与同期股价表现对比



	2013	2014	2015H1
软件销售收入 (亿元)	10.49	13.10	7.66
同比增速	24.57%	24.95%	83.57%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 计算机 (申万) 进行了加权处理)

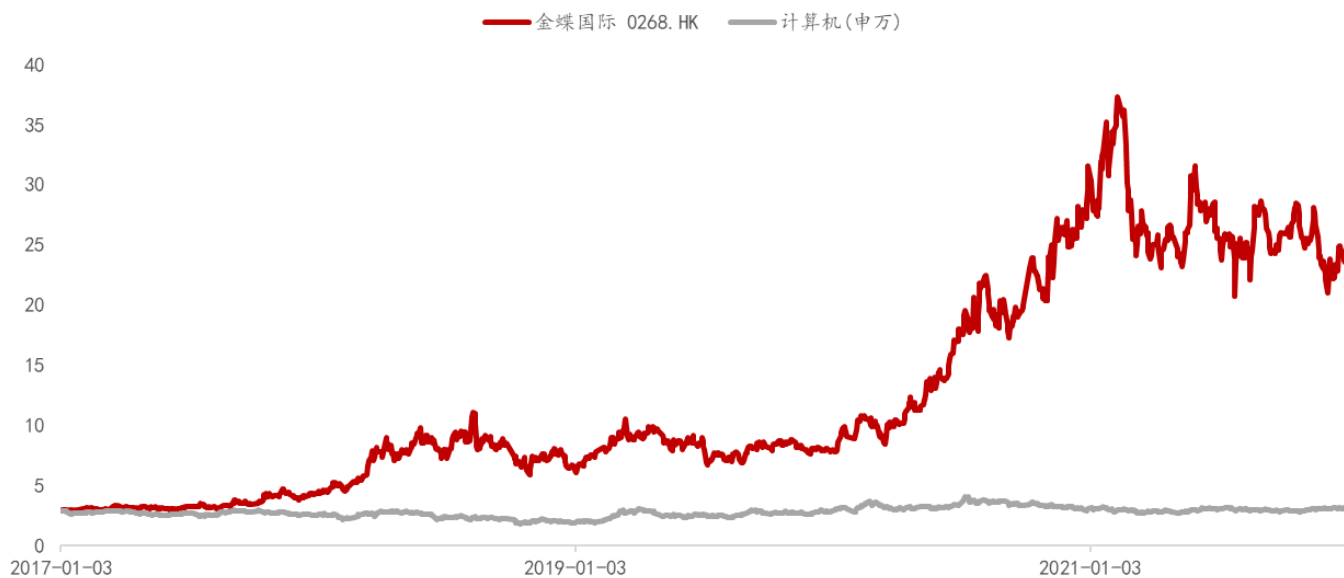
图表 4: 广联达 2017-2021 年新签云合同及增长情况与同期股价表现对比



	2017	2018	2019	2020	2021
新签合同(亿元)	1.75	6.55	14	22.34	31
同比增速		274%	114%	60%	39%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所(注: 计算机(申万)进行了加权处理)

图表 5: 金蝶国际 2017-2021 年云服务收入及增速与同期股份表现情况对比



	2017	2018	2019	2020	2021
云服务收入(亿元)	5.68	8.49	13.14	19.12	27.58
同比增速		49.47%	54.68%	45.58%	44.24%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所(注: 计算机(申万)进行了加权处理)

三、2B 应用软件核心龙头公司

结合 2B、应用软件、行业核心龙头这三个标准，并结合国际上具备诞生大市值公司的需求赛道，我们选取了 2 个垂直场景和 1 个通常场景的 3 对公司。我们相信 2B 应用软件龙头企业，在客户与场景、数据与 knowhow、交付与服务方面具有很好的积累和优势，因而在这一轮人工智能大潮下也更有可能会受益。

1、垂直建筑地产软件：广联达&明源云

全球建筑信息化市场是较大的垂直场景，国外领先厂商包括 Autodesk、Bentley、Procore 等，国内广联达和明源云是 AEC IT 领域的核心龙头。

(1) 广联达

广联达从最初的计价、算量、工程信息到工程施工再到设计业务，致力于成为全球领先的数字建筑平台服务商，驱动建筑产业整体升级。公司近期重磅发布了建筑行业 AI 大模型 AecGPT，具有 320 亿参数量、亿级 Tokens 行业知识增强，覆盖建筑行业规划、设计、交易、成本、施工、运维及综合管理等 7 个领域 20 个细分专业知识领域，涉及的应用产品包括 AI 智能设计、AI 算量、AI 斑马进度、AI 物资管理、AI 交易、AI 安全、AI 教育等。

(2) 明源云

明源云最初以房企 ERP 起家，历经云转型，并从地产向建造、资产管理领域拓展，致力于成为国内领先的不动产生态链数字化解决方案服务商，推进不动产行业整体数智化转型升级。公司于 2023 年发布行业专属大模型“云客 GPT”以及不动产生态链一站对话式营销云“MY AI”，并可以在此基础上结合房企数据定制企业专属大模型，驱动业务变革。“云客 GPT”通过 AI 生成或辅助生成文本/图片/音频/视频等内容，将颠覆地产营销内容生产逻辑，实现“PGC+UGC+AIGC”内容生产互融。

2、垂直金融软件：恒生电子&中科软

金融是全球较大的 IT 投入垂直场景，其中孕育了 Bloomberg、Fiserv、FIS、Broadridge、SS&C 等行业巨头，国内用恒生电子和中科软是该领域的龙头企业。

(1) 恒生电子

恒生专注在金融科技领域深耕细作，为证券、基金、保险、银行、交易所等机构提供整体的 IT 解决方案和服务。公司发布的金融行业大模型 LightGPT 使用了超 4000 亿 tokens 的金融领域数据和超过 400 亿 tokens 的语种强化数据，具备金融研报生成、金融信息抽取、合同比对、金融知识问答等服务能力，2024 年 4 月，LightGPT 通过备案，基于 LightGPT，公司打造多款光子系列大模型应用产品-光子·文曲、光子·方圆、光子·善策和光子·慧营。恒生旗下子公司恒生聚源发布智能投研平台 WarrenQ 深化金融垂域的“搜读算写”能力，打造出 Chat、会议机器人、定报智读、数据演算、AI 写作等功能，并持续深入私有知识库问答，融汇到智能投顾/投研/做市等金融业务场景，为分析师和投资经理提供 AI 赋能。

(2) 中科软

中科软以保险核心系统起家，经过多年发展，公司客户已涵盖保险、银行、证券、医疗、政务、教育、交通等各行业，并在保险、公共卫生等行业形成领先优势，目前正在积极拓展保险+、海外市场和人工智能。应用端，公司从数据标注、模型选型与测试、工程化集成和通用平台工具的建设等方面，为客户实现全面的场景挖掘和解决方案落地，涵盖保险领域营销、核保、快速理赔、风险定价、风控，公共卫生领域疫苗接种智能化服务、检测认证报告生成，公共急救领域智能化应答决策等诸多应用；开发端，将 AI 在辅助开发和代码自动化方面的能力应用到实际开发工作中，缩短了部分项目的开发周期。

3、通用管理软件：用友网络&金蝶国际

全球 ERP 是一个大几百亿美元规模的市场，若考虑泛 ERP 则其市场或更大。这一市场中孕育了 Oracle、SAP、Salesforce 等全球行业巨头，国内用友网络和金蝶国际是该领域的龙头企业，均在积极发力人工智能。

(1) 用友网络

用友是国内企业管理信息化领域龙头企业，产品涵盖财务、智能制造、供应链、资产管理、协同办公等十大领域，满足各类企业个性化需求。企业数字化转型、国央企信创改造、国际化需求增加等因素推动公司业务稳步快速发展。AI 方面，公司已经发布企业服务大模型 YonGPT，并且已经与 YonBIP 企业绩效、管理会计、全球司库、商旅费控、税务服务等产品深度融合，部分场景已经成功实现落地。

(2) 金蝶国际

金蝶业务聚焦于“人财税+生态”领域，是国内企业管理领域云服务龙头厂商。目前公司依托“订阅优先、AI 优先”战略，加速推进公司产品 AI 化升级。2023 年公司正式发布苍穹 GPT 及国内首个财务大模型。目前，公司已经正式推出超级智能的 AI 管理助手——Cosmic，产品功能涵盖财务、人力、供应链等多种业务场景，同时也将 AI 全线赋能大、中、小型企业市场的各类 SaaS 产品。

最后，有两点需要再做以下补充说明：

- 每一轮技术都会对产业模式、格局带来新的变化，已经形成高度集中化的 2B 应用软件市场，龙头厂商大概率是受益者，但前提是要积极拥抱新技术、新趋势，没有形成高度集中化的市场，则产业玩家皆有机会。
- 在科技大变革的过程中，2B 的确定性更高，而 2C 的弹性更高，可以参考 2013-2015 年互联网+浪潮之中的恒生电子（2B）与东方财富（2C），因此除了前面提到的三对公司之外，金山办公、同花顺、科大讯飞等亦是值得关注的核心龙头公司，由于本文重点强调的是 2B 应用软件龙头公司，金山办公、同花顺、科大讯飞当前业务主体中有比较大的比例来自 2C 业务，因而未做专门的展开分析。

四、风险提示

- 技术迭代进步不及预期的风险。
- 政策落地不及预期的风险。
- 下游行业恢复不及预期的风险。
- 行业竞争加剧的风险。
- 报告信息更新不及时的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。