

中航科技电子团队

2025年6月13日



中航证券有限公司

AVIC SECURITIES CO., LTD.

# 智变2025，AI应用商业化跃迁

---

分析师：刘牧野

证券执业证书号：S0640522040001

股市有风险 入市需谨慎

- **AI成为垂直应用的新引擎。**随着模型经济性能的指数级扩展，AI在2025年在垂直领域的应用更加深入，有交付结果能力的公司业绩获得验证，成为了市场焦点。
- **垂直领域的角色转变：从万能工具到专项包工头。**垂直领域的“AI包工头”模式核心在于深度渗透特定场景，遵循“一米宽、一百米深”法则，通过持续深耕构建以技术深度、高质量行业数据、业务场景耦合度、行业资源网络及风控能力为核心的多维壁垒。
- **OaaS重新定义AI应用。**OaaS（Outcome-as-a-Service，结果即服务）重新定义了企业对软件的需求目的。从用户角度出发，用户并不想花费大量时间和资源在使用AI工具上面，而是越来越多地寻找能够自主实现所需结果的系统。OaaS使用户能够专注于目标，而免受软件复杂性的困扰。AI Agent 的商业化将从“技术尝鲜”迈向“价值交付”的全新阶段。
- **美国已验证AI长尾需求旺盛。**美股AI应用公司收入增长是技术落地、商业模式成熟、用户付费意愿提升等因素共振的结果。据麦肯锡统计，企业正出于多种目的部署人工智能。最常见的应用是营销策略内容支持（27%），其次是知识管理（19%）、个性化（19%）和设计开发（14%）。
- **企业财务端开始体现AI收益。**在不同业务场景下，率先将AI深度融入运营的企业，已能在降本增效两端取得可量化成效。据麦肯锡报告，受访者最常提及因使用人工智能而实现成本节约的领域包括：服务运营（49%）、供应链与库存管理（43%）以及软件工程（41%）。在收入增长方面，从人工智能应用中获益最普遍的职能领域包括：营销与销售（71%）、供应链与库存管理（63%）以及服务运营（57%）。
- **A股软件公司的PS估值高于港股，略低于美股，仍有向上抬升的空间。**由于中美软件产业生态的差异，中国在特定场景保持应用创新，主要对B端客户提供定制化AI服务。但由于中国存在庞大的用户基数，C端也出现了部分受AI驱动的公司。
- **投资建议：**我们基于40法则和AI对公司业务的影响能力，筛选出了部分港股和A股的上市公司。建议关注——互联网大厂：腾讯控股；算力：新意向集团；C端应用：美图公司、金山软件、合合信息、卓易信息；B端应用：博实结、汇量科技、道通科技、世纪瑞尔。
- **风险提示：**AI应用不及预期、AI技术发展不及预期、针对AI的监管政策收紧、

# 目录

一

AI垂直应用规模化落地

---

二

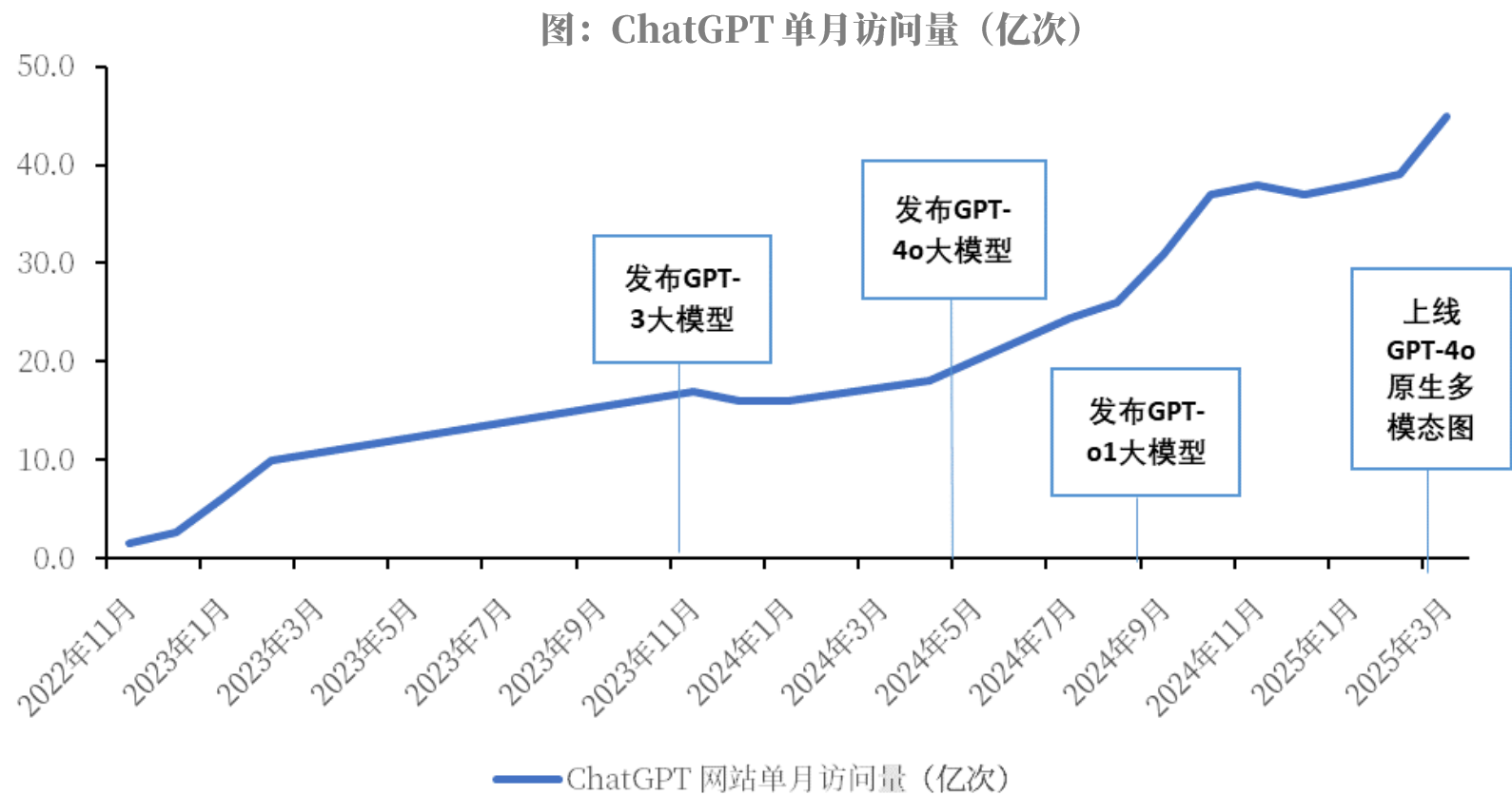
商业价值显现, “40法则” 挖掘个股潜力

---

# ChatGPT拓展应用边界，访问量保持增长



■ 随着ChatGPT模型迭代升级，其带来多模态融合能力，Agent化与领域专精化，使平台用户不断扩展，参与度日益增长。据demandsage统计，整个2025年初，该平台保持了稳定增长，1月份访问量为38亿次，2024年12月为37亿次，显示出从2024年11月(38亿次)逐渐上升的趋势。



- 模型经济性能的指数级扩展，是赋予AI代理新时代力量的根本因素。大型语言型(LLMS)正变得愈发实用，其速度甚至超过了它们能力的提升速度，这使得可以部署复杂的多代理系统，其中一组模型可以自主地规划、执行和协调复杂任务，而无需显著增加推理成本。

图：模型性能朝实用化发展

## 推理成本大幅下降

- 不到两年时间内，在MMLU基准上获得等效结果所需的代币成本下降了数十倍
- 算法进化的速度约为每年400%

## 更合理的推理模型

- 推理的scaling law：通过增加计算量提升模型性能
- 对纯粹性能的狂热追求让位对最实用实现的探索

## 混合专家模型(MoE)复兴

- DeepSeeK表明MoE模型完全有能力提供尖端性能，以补充其已得到验证的计算效率
- 稀疏模型所提供的推断速度和效率很可能会成为更高的优先事项

# AI成为垂直应用的新引擎



■ 海外AI应用公司收入普增。专注垂直领域，并且有交付结果能力的公司业绩获得验证，成为了市场焦点。

图：美股AI应用公司收入增长情况



资料来源：ifind，中航证券研究所

# 垂直领域的角色转变：从万能工具到专项包工头



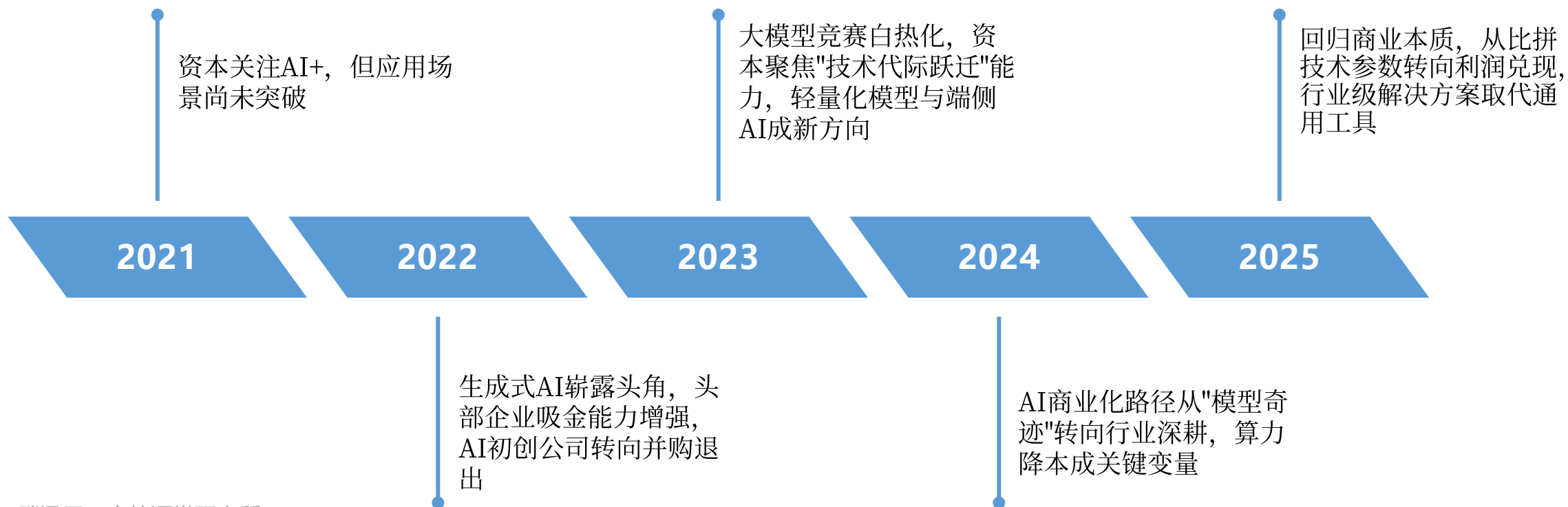
- 通用AI技术愿景虽宏大，但高昂的开发成本不适合中小型企业。若将AI作为跨领域（如医疗问诊、金融风控、零售推荐等）的泛化工具，会面临行业数据匮乏与场景理解不足的问题，导致业务拓展缓慢。
- 垂直领域的“AI包工头”模式核心在于深度渗透特定场景，遵循“一米宽、一百米深”法则，通过持续深耕构建以技术深度、高质量行业数据、业务场景耦合度、行业资源网络及风控能力为核心的多维壁垒。

图：AI作为工具 VS 作为包工头

|      | AI作为工具                     | AI作为包工头                  |
|------|----------------------------|--------------------------|
| 商业模式 | 按功能模块/订阅收费（如License、API调用） | 按结果/工作量付费（如计件、分成、运营收入分成） |
| 服务范围 | 提供单一功能（如代码生成、数据分析）         | 端到端服务（设备+算法+运营+结果保障）     |
| 价值定位 | 提升效率的辅助工具                  | 重构业务流程的价值创造者             |
| 客户关系 | 短期交易型（购买即结束）               | 长期绑定型（利益共享、风险共担）         |
| 技术门槛 | 侧重算法能力（如模型精度）              | 系统整合能力（硬件+软件+运营）         |

- OaaS (Outcome-as-a-Service, 结果即服务) 重新定义了企业对软件的需求目的。从用户角度出发, 用户并不想花费大量时间和资源在使用AI工具上面, 而是越来越多地寻找能够自主实现所需结果的系统。OaaS使用户能够专注于目标, 而免受软件复杂性的困扰。
- 在红杉资本 2025 年的 AI 闭门峰会上, Pat Grady 合伙人表示: “下一波 AI, 卖的不是工具, 而是利润。” 如果产品能注于其目标, 而不会直接与企业的 KPI 挂钩, 能够实实在在地带来营收增长或成本节约, 那么资本将毫不犹豫地为 “结果” 买单。这预示着 AI Agent 的商业化将从 “技术尝鲜” 迈向 “价值交付” 的全新阶段。

图: AI产业近年认知变化



# 美国已验证AI长尾需求旺盛



- 美股AI应用公司收入增长是技术落地、商业模式成熟、用户付费意愿提升等因素共振的结果。
- Tempus AI与药企合作开发肿瘤检测模型，检测—数据—模型—药企合作的闭环开始体现收入贡献；Palantir给客户的数据分析解决方案拥有高度定制化、海量数据以及员工培训等特点，用户在使用过程中逐渐产生依赖；多邻国通过生成式AI快速开发课程，流量与付费双增长。未来随着多模态模型普及和Agent生态完善，AI对公司收入的贡献将进一步扩大。

图：美股年初至今涨幅前十的AI应用公司（截至2025年6月13日）

| 应用领域    | 公司简称          | 年初至今涨跌幅 | 2024收入同比增速 | 2025Q1收入同比增速 | PS(TTM) | 市值(亿美元) | 2024研发费用(亿美元) | 2024毛利率 | 2024净利率 |
|---------|---------------|---------|------------|--------------|---------|---------|---------------|---------|---------|
| AI诊断    | Tempus AI     | 84%     | 111%       | 75%          | 15.36   | 123     | 3.17          | 55%     | -102%   |
| 数据分析    | Palantir      | 69%     | 82%        | 39%          | 104.09  | 3,243   | 5.08          | 80%     | 16%     |
| 教育      | 多邻国           | 58%     | 48%        | 38%          | 26.81   | 217     | 2.35          | 73%     | 12%     |
| 网络安全    | Cloudflare    | 67%     | 60%        | 27%          | 33.67   | 596     | 4.21          | 77%     | -5%     |
| 安全监控    | Life360       | 55%     | 48%        | 32%          | 11.78   | 47      | 1.13          | 75%     | -1%     |
| 云服务     | Snowflake     | 37%     | 35%        | 33%          | 18.09   | 695     | 12.88         | 68%     | -30%    |
| 药企SaaS  | Veeva Systems | 36%     | 34%        | 24%          | 16.17   | 462     | 6.29          | 71%     | 22%     |
| 项目管理    | monday.com    | 30%     | 19%        | 30%          | 13.70   | 142     | 2.14          | 89%     | 3%      |
| 数据广告与营销 | Applovin      | 29%     | 13%        | 40%          | 24.02   | 1,233   | 6.39          | 75%     | 34%     |
| 企业解决方案  | 思爱普           | 27%     | 20%        | 12%          | 9.02    | 3,422   | 65.14         | 73%     | 9%      |

资料来源：53ai，36氪，ifind，中航证券研究所

# 目录

一

AI垂直应用规模化落地

---

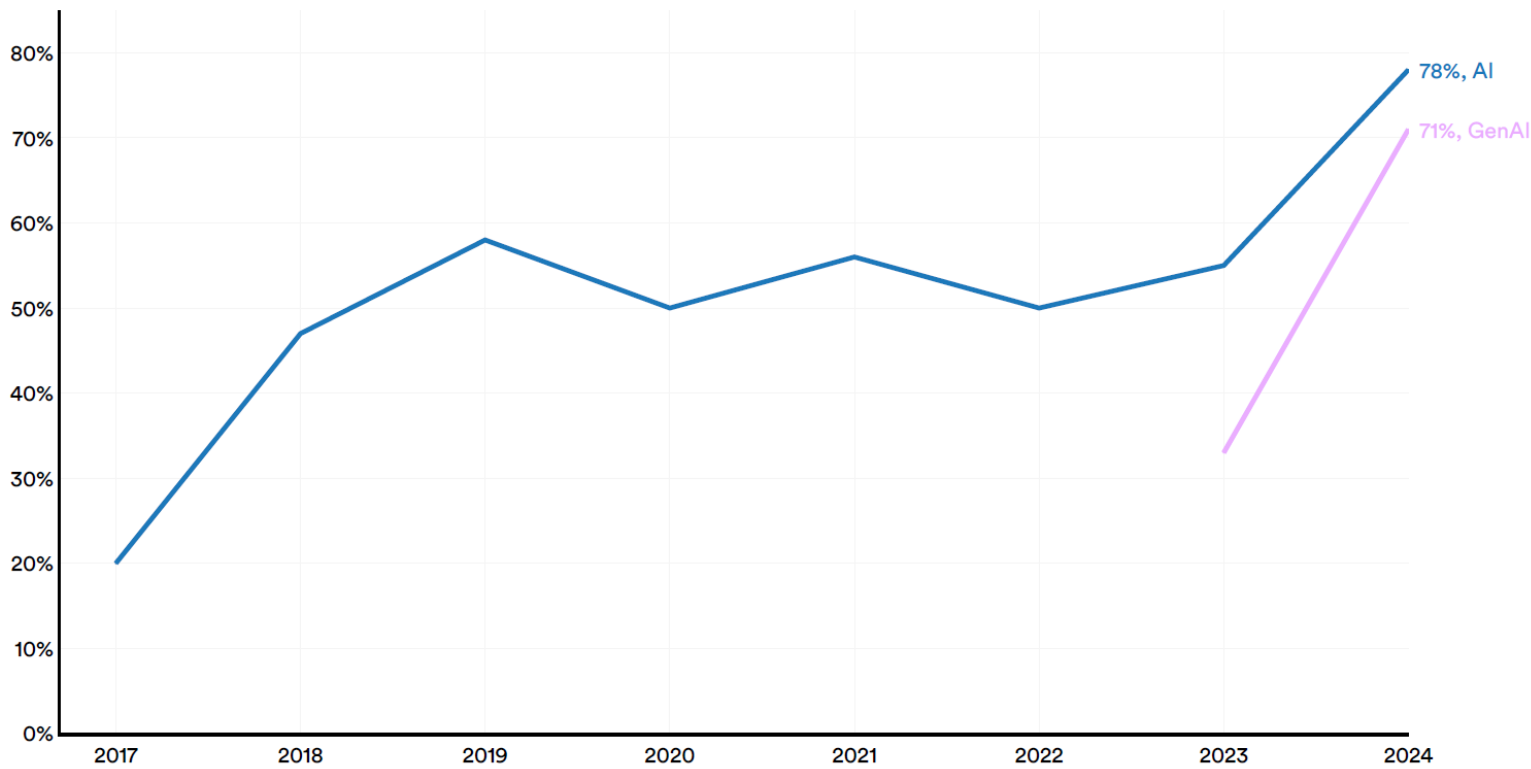
二

商业价值显现, “40法则” 挖掘潜力个股

---

■ 商业领域的AI应用在2023年后显著增长。据麦肯锡报告显示，78%的受访企业表示其组织已开始在至少一个业务职能部门中使用AI，较2023年的55%实现显著增长。生成式AI的应用在2023年调查中首次被纳入统计，其使用率同比翻倍以上增长——2024年，71%的受访者表示其组织已在至少一个业务职能部门中定期使用该技术，而2023年这一比例为33%。

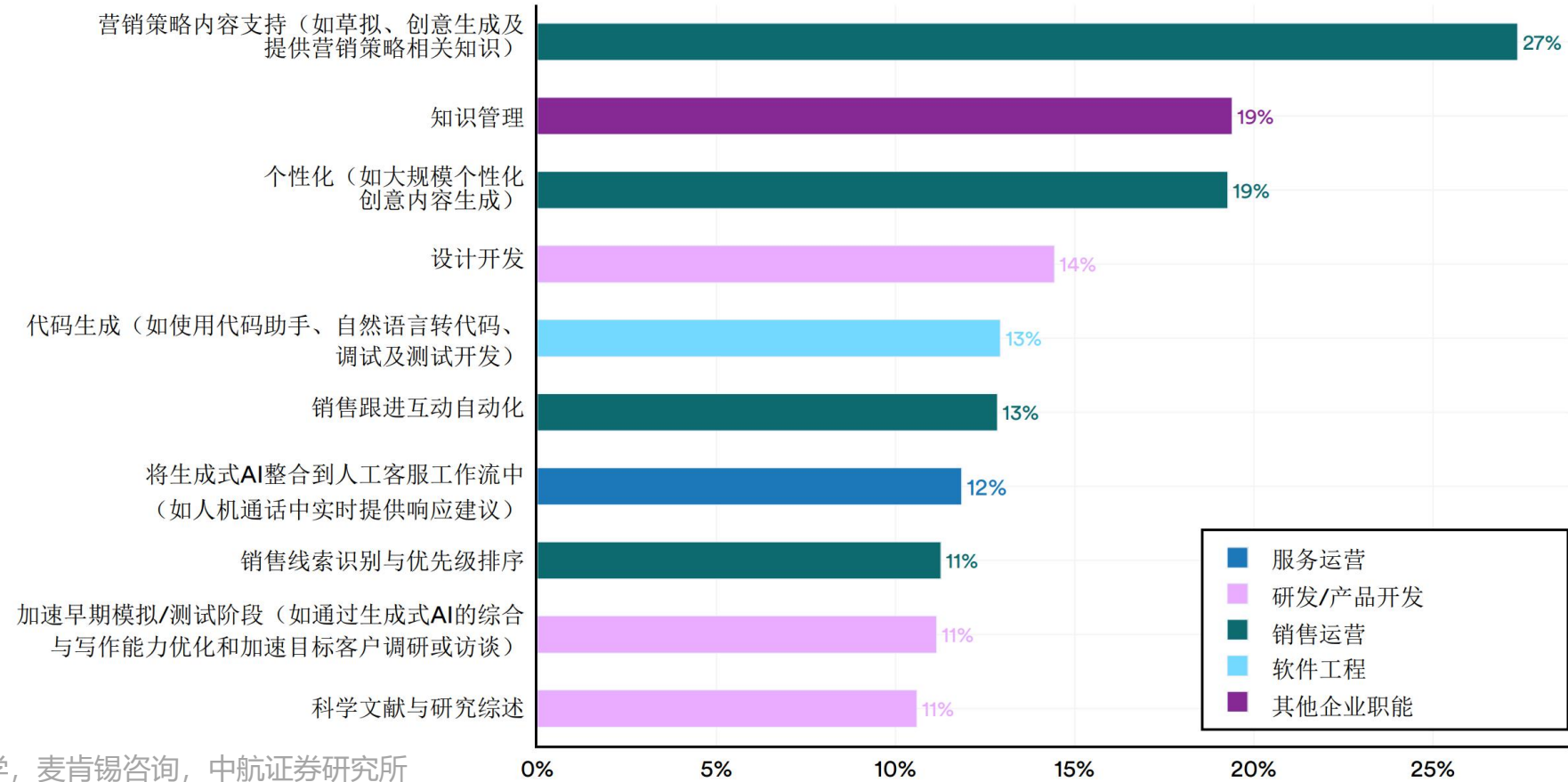
图：所在组织至少在一个职能部门中使用人工智能的受访者比例



资料来源：斯坦福大学，麦肯锡咨询，中航证券研究所

■ 据麦肯锡统计，企业正出于多种目的部署人工智能。最常见的应用是营销策略内容支持（27%），其次是知识管理（19%）、个性化（19%）和设计开发（14%）。大多数应用场景集中在销售运营的职能领域。针对发达市场高管的补充调查显示，仅有1%的高管将其生成式人工智能部署描述为“成熟”。总体而言，大多数公司仍处于从人工智能中大规模获取价值的早期阶段。

图：生成式AI在各职能领域的应用占比



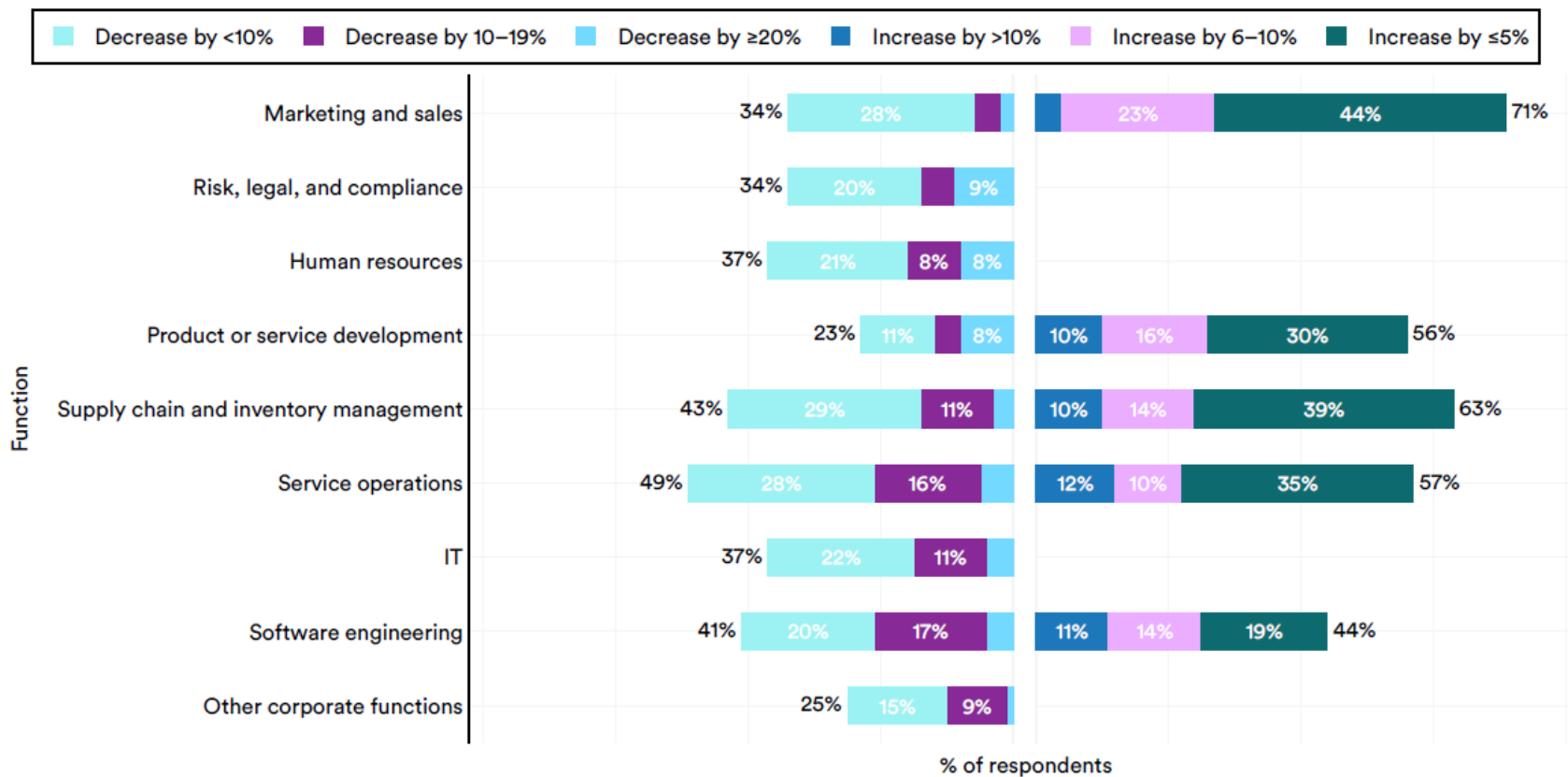
资料来源：斯坦福大学，麦肯锡咨询，中航证券研究所

# 企业财务端开始体现AI收益



■ 在不同业务场景下，率先将AI深度融入运营的企业，已能在降本增效两端取得可量化成效。据麦肯锡报告，受访者最常提及因使用人工智能而实现成本节约的领域包括：服务运营（49%）、供应链与库存管理（43%）以及软件工程（41%）。在收入增长方面，从人工智能应用中获益最普遍的职能领域包括：营销与销售（71%）、供应链与库存管理（63%）以及服务运营（57%）。

图：AI在各领域能够实现降本和增收的受访者比例



资料来源：斯坦福大学，麦肯锡咨询，中航证券研究所



- 2025年一季度，美股诸多AI应用公司取得了大幅的业绩增长，估值也水涨船高。我们判断，当前美股市场更多关注公司的发展健康程度，对AI驱动型公司的估值容忍度高。
- 40法则（Rule of 40）将收入增长与利润率结合在一起，营业收入成长率+ 利润率 $\geq 40\%$ 表示公司的业务良好和有效率，具有较高的投资价值。我们发现，美股股价涨幅靠前的公司大多符合40法则的标准，所以我们将40法则应用于A股和港股，尝试筛选出具备增长潜力的公司。

图：美股涨幅靠前的AI应用公司“40法则”得分情况（截至2025年6月13日）

| 应用领域    | 公司简称          | 年初至今涨跌幅 | PS(TTM) | 2025Q1收入(亿美元) | 2025Q1收入同比增速 | 2025Q1净利率 | 40法则 |
|---------|---------------|---------|---------|---------------|--------------|-----------|------|
| AI诊断    | Tempus AI     | 84%     | 15.36   | 2.6           | 75%          | -27%      | 49%  |
| 数据分析    | Palantir      | 69%     | 104.09  | 8.8           | 39%          | 25%       | 64%  |
| 教育      | 多邻国           | 58%     | 26.81   | 2.3           | 38%          | 15%       | 53%  |
| 网络安全    | Cloudflare    | 67%     | 33.67   | 4.8           | 27%          | -8%       | 19%  |
| 安全监控    | Life360       | 55%     | 11.78   | 1.0           | 32%          | 5%        | 37%  |
| 云服务     | Snowflake     | 37%     | 18.09   | 8.3           | 33%          | -38%      | -5%  |
| 药企SaaS  | Veeva Systems | 36%     | 16.17   | 6.5           | 24%          | 25%       | 48%  |
| 项目管理    | monday.com    | 30%     | 13.70   | 2.8           | 30%          | 10%       | 40%  |
| 数据广告与营销 | Applovin      | 29%     | 24.02   | 14.8          | 40%          | 39%       | 79%  |
| 企业解决方案  | 思爱普           | 27%     | 9.02    | 90.1          | 12%          | 20%       | 32%  |

- 由于中美软件产业生态的差异，中国在特定场景保持应用创新，主要对B端客户提供定制化AI服务。但由于中国存在庞大的用户基数，C端也出现了部分受AI驱动的公司。A股软件公司的PS估值高于港股，略低于美股，仍有向上抬升的空间。
- 我们基于40法则和AI对公司业务的影响能力，筛选出了部分港股和A股的上市公司。建议关注——互联网大厂：腾讯控股；算力：新意网集团；C端应用：美图公司、金山软件、合合信息、卓易信息；B端应用：博实结、汇量科技、道通科技、世纪瑞尔。

图：港股AI应用公司市场表现（截至2025年6月13日）

| 应用领域    | 公司简称  | 年初至今涨跌幅 | PS(TTM) | 2024年收入(亿RMB) | 2024收入同比增速 | 2024净利率 | 40法则 |
|---------|-------|---------|---------|---------------|------------|---------|------|
| 图像处理    | 美图公司  | 170%    | 10.0    | 33.4          | 23.9%      | 24%     | 48%  |
| 办公      | 金山软件  | 5%      | 4.4     | 103.2         | 20.9%      | 27%     | 48%  |
| 云服务     | 新意网集团 | 73%     | 6.1     | 25.0          | 14.0%      | 34%     | 48%  |
| 数据广告与营销 | 汇量科技  | -8%     | 0.9     | 110.4         | 43.0%      | 1%      | 44%  |
| 互联网     | 腾讯控股  | 23%     | 6.5     | 6,602.6       | 8.4%       | 30%     | 38%  |

图：A股AI应用公司市场表现

| 应用领域 | 公司简称 | 年初至今涨跌幅 | PS(TTM) | 2025Q1收入(亿RMB) | 2025Q1收入同比增速 | 2025Q1净利率 | 40法则 |
|------|------|---------|---------|----------------|--------------|-----------|------|
| 云服务  | 并行科技 | 107%    | 11.9    | 2.0            | 51.68%       | 2%        | 53%  |
| 智能电网 | 国能日新 | 30%     | 9.9     | 1.5            | 40.14%       | 12%       | 52%  |
| 智能监控 | 博实结  | 32%     | 5.3     | 3.5            | 40.28%       | 12%       | 52%  |
| 智能物流 | 井松智能 | 25%     | 2.0     | 0.8            | 51.43%       | -1%       | 51%  |
| 文字识别 | 合合信息 | 5%      | 13.9    | 3.9            | 20.94%       | 29%       | 50%  |
| 智慧交通 | 世纪瑞尔 | 8%      | 3.1     | 1.2            | 43.45%       | 1%        | 44%  |
| 工业诊断 | 道通科技 | 16%     | 4.8     | 10.9           | 26.71%       | 17%       | 44%  |
| AI编程 | 卓易信息 | 35%     | 16.7    | 0.9            | 20.98%       | 22%       | 43%  |

- AI应用不及预期。目前没有成熟的应用场景，使AI大模型形成好的商业闭环。
- AI技术发展不及预期。AI算法、模型存较高不确定性，AI大模型迭代速度、升级效果存不确定性，AI技术整体进度发展可能延缓。
- 针对AI的监管政策收紧。AI可能带来越来越多的用户隐私、道德、伦理风险，由此将引致更严格的政策监管。



我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。  
增持：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅5%~10%之间。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~+5%之间  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

中航科技电子团队介绍：

首席：赵晓琨 SAC执业证书：S0640122030028  
十六年消费电子及通讯行业工作经验，曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业，负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监，阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。

分析师：刘牧野 SAC执业证书：S0640522040001  
约翰霍普金斯大学机械系硕士，2022年1月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验，从事科技、电子行业研究。

分析师：刘一楠 SAC执业证书：S0640524100002  
西南财经大学金融硕士，2022年7月加入中航证券，覆盖半导体设备、半导体材料板块。

团队成员：龙铖 SAC执业证书：S0640124040003  
上海交通大学工商管理硕士，2023年7月加入中航证券，覆盖智能汽车、光伏设备等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。