

2026年1月6日

## 百融云创(6608.HK):RaaS 新架构战略升级, 开启 Vertical AI Agents 探索之路

民银国际研究团队

分析师: 苏聪  
电话: 37288224  
Email: louisusu@cmbcint.com

评级

买入

百融云-W (6608.HK)

目标价(港元)	15.69
潜在升幅/降幅	+24.8%
目前股价(港元)	12.57
52周内股价区间(港元)	6.35-12.75
总市值(亿港元)	58.79
近3月日均成交额(百万港元)	20.33

注:截至2026年1月6日收盘价

股价表现



资料来源: iFind, 民银国际

相关报告

- 《科技行业2026年展望:企业级AI应用落地,开启价值新周期》2025-12-12
- 《维稳当下布局未来,打造企业级Agent平台》2025-04-09

**事件点评:** 2025年12月18日,百融云创于北京召开“硅基生产力大会2026暨AI战略及产品发布会”,正式发布**企业级AI Agent战略**,明确提出RaaS (Result as a Service) 商业模式,并推出Results Cloud (结果云)与面向多业务岗位的企业级Agent产品体系。此次大会,公司强调其定位于“为企业提供交付结果的硅基员工”外,还发布了“结果云三层架构与EX+CX两类硅基员工矩阵”的全新平台,介绍并展示了“5大核心能力+3种计费方式+5类模型+4个旗舰硅基岗位样板”的能力支撑。

**我们的观点:** 公司希望通过此次RaaS商业模式的发布展示其在软件服务领域商业模式的探索,即当前软件行业已经从早期的项目交付(项目型)——工具交付(license模式)——服务交付(SaaS订阅制)转向结果交付(RaaS模式),AI Agent的出现正在推动行业从“工具服务交付”升级为“业务结果交付”。此外,公司也对未来定位与业务布局进行调整,希望通过结果云的全新架构打造“从应用层出发的企业级智能体一站式AI服务提供商”,所提供的硅基员工可以按照EX(员工体验,对内提效)和CX(客户体验,对外增效)两大方向划分,分别相当于“后台数字员工”为企业解决2B专业服务问题,或作为“数字前台团队”帮助客户的客户提升价值体验。结合近期行业发展,我们理解公司本质代表了行业向垂直AI智能体(Vertical AI agents)转变的探索,该模式本质是借助AI技术实现对人类员工能力的延伸和复刻,即“AI BPO”模式,从争夺企业客户的软件预算转变为去抢占企业客户的人力资源预算。长期展望,该模式下或对未来企业组织形态带来影响,推动从当前的“人+软件”的静态架构转变为可流动的“人+多Agents网络”的人机混合智慧体,即百融云所提的“碳硅共治”。

**维持买入评级,给予目标价15.69港元:** 考虑到公司各业务线发展节奏变化,假设MaaS业务保持稳定,BaaS金融云增长逐步提速,但BaaS保险云受宏观环境影响有所收缩,则预计公司2025-2027营收分别为32.0/36.8/44.5亿元,同比分别+9.4%/+14.8%/+20.8%,归母净利润分别为2.7/2.8/3.8亿元,同比-0.4%/+6.1%/+34.5%。现价对应26E的归母净利润17.6倍PE。

**风险提示:** BaaS业务持续恶化风险、RaaS模式市场接受度风险、AI Agent市场竞争加剧风险及产品同质化风险等。

表 1: 盈利预测和财务指标

百万元人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,681	2,929	3,204	3,680	4,445
收入同比增速(%)	30.5%	9.3%	9.4%	14.8%	20.8%
股东应占净利润	341	266	267	284	381
归母净利润同比增速(%)	42.1%	-21.8%	0.4%	6.1%	34.5%
EPS(摊薄,元/股)	0.47	0.68	0.56	0.64	0.87
PE@12.57HKD	16.6	20.3	18.8	17.6	13.1

资料来源:公司公告、iFind、民银国际预测

## 财务报表分析与预测 – 百融云-W (6608.HK)

资产负债表						利润表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3,084</b>	<b>4,856</b>	<b>5,166</b>	<b>5,478</b>	<b>5,961</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,681</b>	<b>2,929</b>	<b>3,204</b>	<b>3,680</b>	<b>4,445</b>
货币资金	914	739	1,021	1,222	1,529	毛利	1,955	2,142	2,346	2,699	3,270
应收账款	519	612	640	751	927	其他收入	183	131	128	110	133
预付工具及其他流动资产	447	304	304	304	304	销售费用	-1,073	-1,119	-1,208	-1,378	-1,626
按公允价值计入损益的金融资产	724	481	481	481	481	研发费用	-379	-509	-621	-746	-913
定期存款	405	2,244	2,244	2,244	2,244	管理费用	-259	-328	-344	-361	-419
其他	74	476	476	476	476	其他	-80	-31	-32	-37	-44
<b>非流动资产</b>	<b>2,422</b>	<b>840</b>	<b>870</b>	<b>896</b>	<b>875</b>	<b>营业利润</b>	<b>347</b>	<b>285</b>	<b>268</b>	<b>288</b>	<b>401</b>
固定资产-物业, 厂房及设备	53	81	111	138	118	财务收入/(费用)净额	-11	-2	11	15	18
无形资产	47	31	30	29	29	除税前溢利	336	291	280	303	419
有使用权资产-非流动资产	48	125	125	125	125	所得税	-1	-25	-3	-4	-9
商誉	119	34	34	34	34	净利润	335	266	277	299	410
其他	2,154	569	569	569	569	少数股东损益	-5	-0	10	15	29
<b>资产总计</b>	<b>5,506</b>	<b>5,695</b>	<b>6,036</b>	<b>6,374</b>	<b>6,836</b>	<b>归母净利润</b>	<b>340</b>	<b>266</b>	<b>267</b>	<b>284</b>	<b>381</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,034</b>	<b>1,060</b>	<b>1,133</b>	<b>1,188</b>	<b>1,268</b>	<b>EPS (元) 最新摊薄</b>	<b>0.68</b>	<b>0.56</b>	<b>0.60</b>	<b>0.64</b>	<b>0.87</b>
应付账款	302	257	301	353	428	<b>主要财务比率</b> 单位: 百万元人民币					
短期借款	91	-	30	32	37	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合同负债-流动负债	82	62	62	62	62	<b>成长性</b>					
租赁-流动负债	39	36	36	36	36	营业收入yoy	30.5%	9.3%	9.4%	14.8%	20.8%
应付账款、应计款项及其他流动负债-流动!	520	407	407	407	407	营业利润yoy	47.8%	-17.8%	-5.9%	7.4%	39.2%
<b>非流动负债</b>	<b>23</b>	<b>109</b>	<b>109</b>	<b>109</b>	<b>109</b>	归母净利润yoy	42.1%	-21.8%	0.4%	6.1%	34.5%
递延税项负债-非流动负债	14	90	90	90	90	<b>盈利能力</b>					
租赁-非流动负债	9	18	18	18	18	毛利率	72.9%	73.1%	73.2%	73.4%	73.6%
<b>负债合计</b>	<b>1,057</b>	<b>1,169</b>	<b>1,242</b>	<b>1,296</b>	<b>1,377</b>	营业利润率	12.9%	9.7%	8.4%	7.8%	9.0%
股本	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	归母净利率	12.7%	9.1%	8.3%	7.7%	8.6%
储备	4,625	4,816	5,083	5,367	5,748	ROE	7.8%	5.9%	5.7%	5.8%	7.3%
库存股	-186	-299	-299	-299	-299	ROA	6.3%	4.8%	4.6%	4.6%	5.8%
公司权益股东应占权益	4,439	4,517	4,784	5,068	5,450	<b>偿债能力</b>					
少数股东权益	10	10	10	10	10	资产负债率	19.2%	20.5%	20.6%	20.3%	20.1%
<b>负债及权益合计</b>	<b>5,506</b>	<b>5,695</b>	<b>6,036</b>	<b>6,374</b>	<b>6,836</b>	负债权益比	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
						流动比率	3.0	4.6	4.6	4.6	4.7
<b>现金流量表</b> 单位: 百万元人民币						<b>每股指标 (元)</b>					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	0.7	0.6	0.6	0.6	0.9
经营活动现金流净额	339	303	380	381	482	每股经营现金流	0.7	0.6	0.9	0.9	1.1
投资活动现金流净额	-39	30	-128	-168	-152	每股净资产	8.8	9.7	10.3	10.9	11.7
筹资活动现金流净额	-271	-136	30	-13	-23	<b>估值比率</b>					
现金净增加额	29	-136	282	201	307	PE@12.57HKD	16.6	20.3	18.8	17.6	13.1
现金期初金额	889	914	739	1,021	1,222	PB	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9
汇率变动对现金的影响	-4	0.4	-	-	-						
现金期末金额	914	778	1,021	1,222	1,529						

资料来源: iFind、E=民银国际预测

## RaaS 新架构战略升级, 开启 Vertical AI Agents 探索之路

### 公司召开硅基生产力大会, 明确 RaaS 战略升级

2025 年 12 月 18 日百融云创召开了硅基生产力大会。此次大会上, 百融云创正式明确了 **RaaS (Result as a Service, 结果即服务)** 商业模式, 并推出 **Results Cloud (结果云)** 与面向多业务岗位的企业级 Agent 产品体系。创始人介绍, 公司自成立以来就致力于“为客户交付可量化的业务结果”, “以结果为导向, 为结果计价”是百融云创一直以来的核心逻辑。

软件行业传统的商业模式下可能面临如下弊端:

1. **项目型**: 往往需要定制化开发和独立部署, 通常一次性交付, 高度依赖人力, 销售及实施周期长、成本高且现金流不稳定, 规模复制难, 交付后维护难度高, 每个项目可能都是重人力的重复性劳动, 有点类似提供定制服务的施工队, 客户核心付费的是工程服务费;
2. **license 模式 (即软件许可)**: 一次性出售标准化软件的使用权, 需要依赖客户自身进行安装运行, 后续依赖新客户的获取或新产品的交叉销售, 往往会面临同质化严重、升级粘性弱的问题, 随着市场饱和容易引起价格的恶性竞争, 有点类似卖一次性的标准化工具包, 客户核心付费的点在于工具本身而非结果, 业务效果难以保证;
3. **SaaS 订阅制**: 这类模式本质是将工具搬到云上, 通常面临获客成本高、流失率高及续费压力大等问题, 容易出现客户定制化需求强但产品供给偏向标准化的矛盾, 导致用户感知也更偏向工具而非业务结果, 从而带来价值存在感越来越弱和同质化内卷问题, 有点类似通过租借获取持续服务。

百融云创此次发布的目的之一, 在于重申公司的商业模式在 Agentic AI 时代下已经转变为向企业客户提供 AI 生产力, 不再卖功能卖工具, 而是为企业客户的经营结果负责, 更像是一个依托数字员工的外包团队。因此, 百融云创将公司级的战略定位为“为客户提供交付结果的硅基员工”, 完成品牌焕新升级, 将主张锚定为 **Best Results (最佳结果)** 导向。

我们认为，公司强调战略升级的背后反应的是软件行业在商业模式上的演进探索，行业正在将服务企业客户的价值交付重点逐步从交付项目——交付工具——交付服务转向交付结果，license 模式将项目型的重复定制化低效问题转变为标准化产品的一次性开发和多次售卖，将“工程服务”升级为“产品交付”；SaaS 模式则帮助解决了 license 模式下的一次售卖性、运维负担和低粘性等问题，实现从“静态工具销售”升级为“动态工具服务”；最后，百融云创所提出的 RaaS 模式则是解决了 SaaS 阶段仍然依赖人工重度参与、低自动化、付费意愿低和个性化不足的问题，推动行业从“工具服务交付”升级为“业务结果交付”，从而实现更高价值和更高客户粘性的捕获。

### “结果云”（Results Cloud）架构平台全新发布

当日百融云创的另一重要发布是作为 RaaS 战略核心载体的“结果云”（Results Cloud）——企业级 AI Agent 的一体化平台，主要发布内容可以概括为“3 层架构+2 类硅基员工”组成的全新平台：

1. **3 层架构布局：**结果云平台的架构整体可以划分为三个层级，分别为：1) **AI Infra 层（“百基”）**，主要提供算力基础设施、推理引擎和专属领域 AI 模型；2) **Agent OS 层（“百工”）**，企业级整体操作系统；和 3) **Agent Store 层（“百汇”）**，内置了百融云创旗舰硅基员工。

图 1：公司“结果云”平台架构示意图



资料来源：公司公众号

参考爱分析发布的《2025 爱分析·大模型厂商全景报告》，将大模型从技术架构角度划分为基础层、模型层、中间层和应用层四个层级：**1) 基础层：**是企业 AI 技术落地的物理与虚拟资源支撑体系，提供必须的算力、存储、网络和数据基础设施，包括湖仓一体、向量数据库、智算中心、大模型安全流通平台等；

2) **模型层**: 聚焦于基础大模型以及微调优化后的各类大模型, 在基础设施构建好之后承载核心 AI 能力, 提供“底座智能”, 包括通用大模型、行业大模型、领域大模型和企业大模型; 3) **中间层**: 其作用是模型层和应用层之间的“桥梁”, 主要服务于业务场景, 将复杂模型能力拆解为模块化组件, 有利于大模型在各种实际场景中快速落地, 包括大模型应用开发管理工具、LLMOps 工具、Agent 开发管理平台等; 和 4) **应用层**: 是指大模型的具体应用和解决方案, 帮助将 AI 能力落地到具体业务中, 包括知识库问答、智能客服、对话式分析等。

图 2: 企业级大模型技术架构示意图



资料来源: 爱分析

对照来看, 则可以理解百融云创的三层架构定位为:

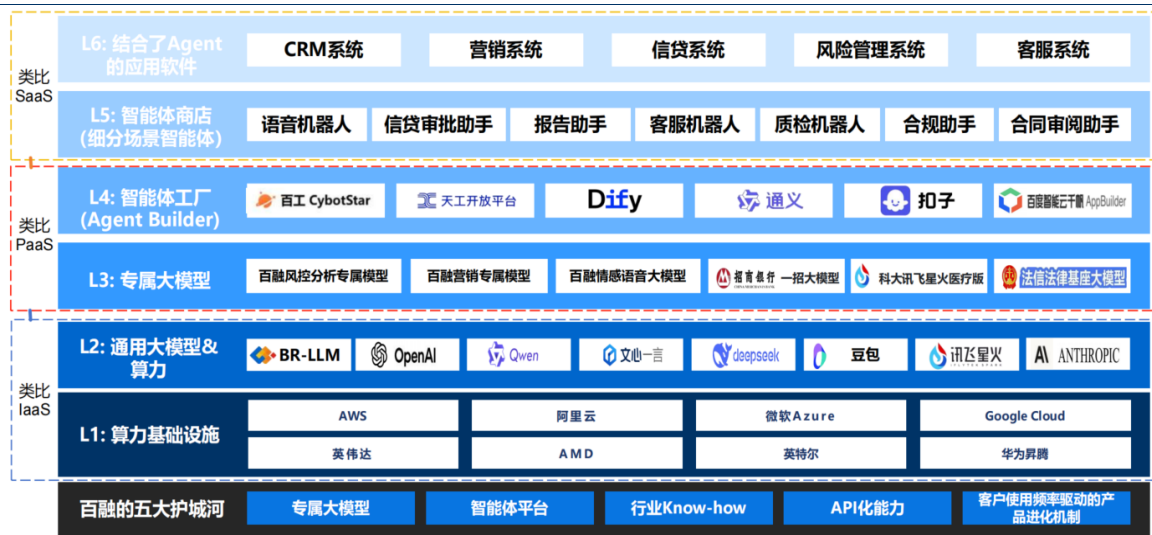
1) **AI Infra 层**: 对应的是基础层和模型层, 为企业的 AI 应用落地提供**算力基础设施** (提供如英伟达、华为昇腾等多样化的算力平台)、**基座模型能力** (主要是通用大模型和微调后的专属领域模型, 如百融提供了 BR-LLM-Proactive、BR-Voice 和 BR-Vision-Doc 等不同的专属模型) 和**各类引擎** (如百融提供了自研的 BR Vortex 推理引擎), 也可以类比云计算中的 IaaS 层, 客户可以选择采用百融自己的基础大模型或专属模型, 也可以采用其他友商的通用大模型或算力基础设施。

2) **Agent OS 层**: 对应的是中间层, 包括 Agent 的智能管理开发平台和提供智能体运行的环境, 让智能体更容易搭建调配、管理和优化, 可类比为云计算中

的 PaaS 层，也可以理解为制作各类硅基数字员工的“中央厨房”或“智能体加工工厂”，市场上可以参照的类似平台包括字节的扣子和 Dify 等第三方智能体工厂，但我们认为百工 CybotStar 的主要差异在于更侧重基于场景的垂直深度，和更深的企业级服务基因。

3) **Agent Store 层**：可理解为一个内置了部分配置好的硅基员工的样板间，提供针对各类细分场景的智能体以及内嵌了智能体的应用软件（可与企业客户现有业务系统对接），客户可以直接挑选并“雇佣”这些百融已经配置好的样板智能体，也可以通过合作的模式与第三方或自行去开发或交易垂直的 AI 智能体，因此这也是一个完全开放的生态平台。

图 3：百融云创技术架构层级对照示意图



资料来源：公司展示资料

## 2. 两类硅基员工

公司另一个关于架构的重要调整是基于 Agent Store 层（“百汇”）对业务的重新划分：**EX (Employee experience, 员工体验)** 与 **CX (Customer experience, 客户体验)**。公司当前的业务划分仍然是主要基于目前客户结构和收费模式下的 **MaaS (模型即服务)** 和 **BaaS (业务即服务)** 两类。我们理解，随着 AI Agent 技术的成熟，站在仅关注业务结果的维度上，“以 Agent 为主导”的技术在企业的应用落地上最终会落在帮助组织**对内提效**和**对外增收**两大方向上。即当前公司所探索的依托 Agent（硅基员工）解决场景问题，也都可以归结为两大方向：

1) **EX**: 站在企业客户的角度上帮助组织优化效率，相当于“后台数字员工”，如利用硅基员工作为“超级副手”解决财务、税务、法务、人力资源等 2B 专业服务问题，提升组织内部专业岗位的工作质量与一致性；以百才硅基智能招聘专员为例，重点关注招聘领域的“招人慢、看不准及诊断难”三类问题，帮助客户将招聘周期从 28 天缩短至 2 天，简历达成率从 60%提升到 90%，HR 单岗位招聘量从 5 个扩增至 20 个。

2) **CX**: 站在“客户的客户”的角度上，帮助 B 端客户更好提升他们所服务客户的体验（从完成单向销售转变为关注客户成功，价值创造链条向下游的延伸），相当于“数字前台团队”，主要面向智能营销、客户服务、客户留存等对外业务，通过提升客户满意度和转化率帮助企业客户直接创造业务价值；公司在 CX 上的布局最早可以追溯到 2017 年开始对“语音对话技术栈”的储备，以百盈“销服一体”硅基专员为例，重点帮助客户解决传统销服领域的团队流失高、口碑波动大、商机易流失等痛点，帮助客户实现团队离职率从 70%+下降到 0%，客户波峰满意度从下滑 16%扭转为增长 55%，将咨询转化率大幅提升了 217%。

图 4：百融云创 CX 及 EX 对应不同业务场景划分示意图



资料来源：公司展示资料

公司强调其所推出的结果云是业内首个对结果负责的硅基员工平台，是企业级的 AI 智能体平台，可以实现结果即服务模式，背后是通过“5 大核心能力 + 3 种计费模式 + 5 类模型 + 4 个硅基岗位样板”来支撑。“5 大核心能力”指可观测可计量能力、评测优化一键发布能力、在线自迭代能力、内置计价与分成能力和生命周期管理能力；其中，内置计价当前包括对“3 种计费方式”的探索：

分别是 a) 按任务计价（针对单次或批量化任务），b) 按岗位薪酬计价（相当于为雇佣数字员工而支付月薪/年薪，本质是人力成本的替代），和 c) 按价值创造分成（与客户按业绩提升比例分成）。其次，在大模型技术积累上，公司在 2023 年自研了具有里程碑意义的产业大模型 **BR-LLM**（基座大模型，已通过大模型备案），并以此为技术基础框架，陆续开发了专属大模型如**百融风控分析专属模型**、**百融营销专属模型**，和**百融情感语音大模型**，此外百融还打造了一站式的大模型应用开发平台 **CybotStar Agent Builder**（已完成网信办大模型备案）等，至此形成“一个基座模型+多个专属模型+一个开发平台”的大模型技术体系。再者，基于 EX 和 CX 两大应用主线上公司还推出了“4 个硅基岗位样板”，分别展示了**百盈**（CX，销服一体硅基专员）、**百才**（EX，智能招聘硅基专员）、**百鉴**（EX，财税合规等专业服务专员）和**百智**（EX，知识生产专员，解决方案包含录音卡片/录音笔+App+PC 端）等四个代表性硅基岗位在不同业务场景的表现。

图 5：百融云创录音卡片百智 WiseNote



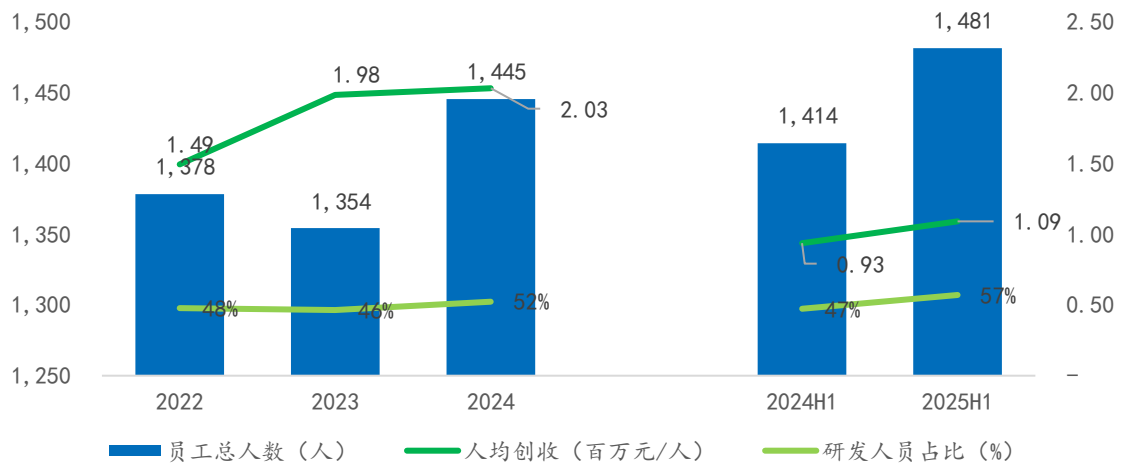
资料来源：公司官方公众号

基于上述发布，我们理解百融云创希望通过结果云的全新架构打造出一个集生产、分发、运行、进化的数字硅基员工的一站式平台。我们认为这一定位下的百融云创无意与互联网大厂、基础模型厂商或底层 Data+Infra 厂商去竞争，其重点不是做 Infra 层的算力和通用大模型，而是要聚焦于专属大模型和智能体

工厂的打造，去覆盖各类细分场景的智能体，着重去解决连通技术和客户应用的需求痛点，类比理解可视为对照云计算领域的 SaaS 应用层到 PaaS 层这一段。此外，根据与公司的交流，我们理解未来公司面向客户所直接呈现就是 EX+CX 的两大类应用解决方案，公司后续所有的业务和应用都可以从这两个维度来进行划分，即要么帮助企业客户解决内部提效问题，要么帮助企业客户解决其对外提升客户服务体验问题。因此可以理解，当前的 MaaS 及 BaaS 业务划分方式与本次发布会提出的 EX 和 CX 划分方式并不完全对照，如 CX 的岗位样板之一硅基员工百盈，当前可能更多体现在 BaaS 业务下，但未来其他硅基员工角色的划分还有待公司进一步披露。

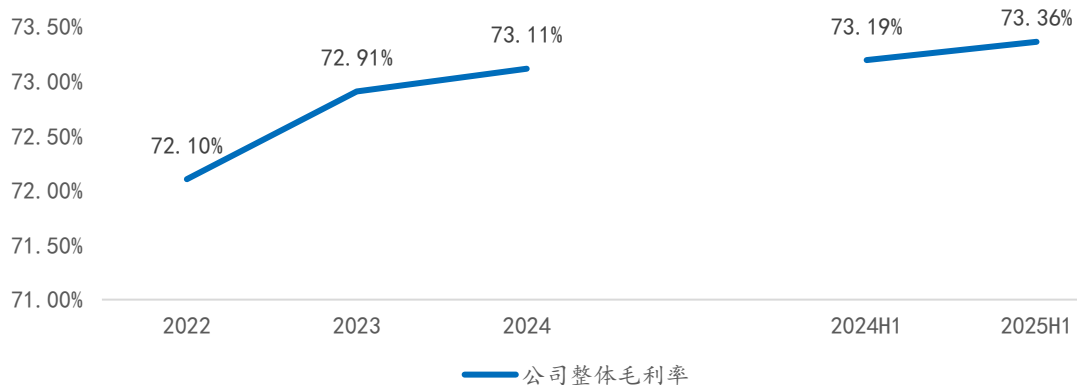
此外，我们还整理了公司 2022 年到 2024 年全年及 2024H1 与 2025H1 的人员数量变化、人效变化及毛利率变化，也观察到公司的员工构成中研发人员的占比、人均创收能力和毛利率都表现出逐步提升的趋势，一定程度上反映出公司过往的技术投入和积累已在其自身的 EX 及 CX 方向上得到初步体现：

图 6：公司员工人数及人效变化（单位：人，百万元/人）



资料来源：公司公告、iFind

图 7：公司整体毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告、iFind

在生态培育上，我们还注意到百融云创也在积极通过生态合作布局金融领域其他细分行业，如百融云创通过与 Gangtise（岗底思，定位 AI+另类数据智能投研解决方案提供商）合作共同开拓资本市场的投研机构客户。此外，百融云创也通过战略投资思迪信息结合自研 BR-LLM 联合推出面向券商场景的金融智能体“财查查”。我们认为这些信号表明百融云创也在积极通过产业协同与资本合作等方式将原有的泛金融行业阵地（银行、保险为主）向券商行业去拓展。

### 从 SaaS 到 Vertical AI Agents 的探索

年初以来，包括 Y Combinator 及红杉资本等组织都有公开的观点开始探讨企业正在从依赖一刀切的模型转向开始寻找超越自动化工作流程能够满足其独特需求的系统，并由此催生了 Vertical AI agents（垂直 AI 智能体），且未来垂直 AI 智能体有望与传统 SaaS 平台竞争甚至于取代。

**Vertical AI agents（垂直 AI 智能体）**是专注于某一特定领域或特定任务的，具备自主执行能力的 AI 系统，本质是基于高质量私有数据经过微调后的 AI 系统。**传统 SaaS（software-as-a-service）**是面向一般企业通用化需求的，为了满足企业内部已稳定 SOP 流程的工具型软件，核心是辅助人类员工完成任务，最终任务执行和决策权仍在人类员工手中，强调的是帮助人类员工提升做事的效率，如通过 CRM 软件记录和管理客户，通过 HRM 辅助员工招聘的流程管理，或通过 OA 软件将日常办公的信息流与审批流自动化、电子化来减少纸质流转和线下交接活动，同时留存电子数据和使得业务更加合规及可追溯。SaaS 的本质是基于云的服务（SaaS 软件提供商将软件托管在云服务器上），客户可以通过互联网登录 SaaS 产品或者访问应用程序，客户采用的是订阅付费模式或按坐席付费，如果订阅暂停或席位减少，则供应商的收入规模就会相应缩小。

而**垂直 AI 智能体（Vertical AI agents）**则是基于大语言模型，结合了 AI 的生成式能力及 Agentic 能力，可利用 AI 为细分业务问题或场景提供更具备灵活性和针对性的解决方案，对特定领域往往有深入的认知或具备特定组织的专业知识，并基于特定数据集进行过训练且算法针对特定功能进行过优化，从而可以准确、个性化地且自动化地完成工作流程，并与组织的现有业务系统相衔接。垂直 AI 智能体不仅解决的是信息的传递，还可以针对特定环境对信息进行理解和重构，借助工具与外部环境进行交互，部分替代了人类注意力和时间的投入，直接输出行动并根据反馈进行优化，从而带来的是直接的业务结果产出。这类特性也为其带来商业模式的颠覆，使得垂直 AI 智能体供应商可以探索按

使用量或结果分成收费，或直接对标人力成本的节省来收费。这类似于过去以人类劳动力驱动的 BPO (Business Process Outsourcing) 模式，可通过直接承接企业客户的一部分业务流程赚取服务费，直接与业务目标挂钩，可以按“**服务交付收费**”，更加结果导向。这一特点使得垂直 AI 智能体的本质更类似于“**升级版的 AI BPO**”，从成本节省角度切入企业服务，最终转向价值创造，且能够解决传统 BPO 的人力瓶颈和规模扩展问题。正如此前 Y Combinator 的观点，垂直 AI 智能体可以被视为一种新型的 B2B 软件类别，会进一步拓展传统软件产品的边界，从而带来更广阔的市场空间。

参考 Shashi Kadapa 的文章《Vertical AI Agents vs SaaS: Understanding the Core Differences》，我们对 SaaS 及 Vertical AI agents 的对比差异做如下总结：

**表 2: SaaS vs Vertical AI Agents**

	传统 SaaS 软件	Vertical AI Agents (垂直 AI 智能体)
<b>核心定位</b>	基于云的应用工具，帮助人类员工完成任务并保持对流程的控制，一种云化流程工具	具备感知、决策、执行能力的数字员工，在特定领域或职能中可替代人类（无人干预）完成任务和流程，带来“认知型生产力”的释放
<b>主要目标</b>	执行 SOP 流程，减少人工部分重复步骤，提升信息透明度和管理效率，核心是提高人类使用工具的效率	面向业务结果，尽可能实现端到端自动完成任务，核心是减少人工参与
<b>专业化</b>	有水平 SaaS 和垂类 SaaS 区分，更侧重于提供标准化的通用解决方案	高度专注某一职能或领域，或针对企业定制
<b>自动化深度</b>	部分环节自动化，关键决策和操作仍依赖人工完成，只生成报表供使用者采取行动	通过多步推理及工具调用自动化完成任务链并反馈结果，可基于数据和算法做决策
<b>结果与行动</b>	系统驱动且标准化的查询响应	以结果为导向且自适应性强，可根据问题意图、外部环境调整回答以解决问题
<b>人机关系</b>	人是核心主导者，系统主要提供交互界面及工具	Agent 是核心执行者，人主要设定目标、约束规则，agent 主动感知状态、规划步骤和完成执行
<b>数据类型</b>	结构化数据为主	结构化及非结构化数据
<b>价值体现</b>	提升流程效率和优化协同	直接交付业务结果和减少人力投入
<b>商业模式</b>	订阅制	按结果付费

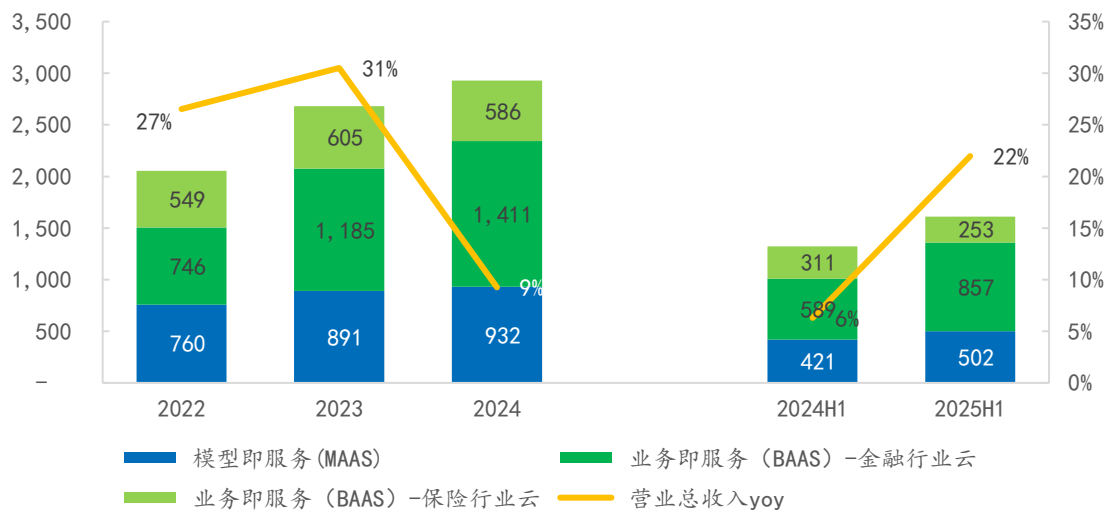
资料来源：Shashi Kadapa、公众号“写在 AI 面前”、红杉 AI 峰会、民银国际整理

结合上述背景，我们认为百融云创此次正式发布企业级 AI Agents 战略和明确提出 RaaS 商业模式，是希望向市场传达在 AI 技术的推动下公司从商业模式到技术架构到市场定位上都有了变化，在通过积极探索新的商业模式、技术架构

和生态建设来参与这场由 AI 带动的生产力范式切换，强化自身在“从应用层出发的企业级智能体一站式 AI 服务提供商”的品牌形象。我们理解，公司不是要做通用大模型拼比分，也不是要去做算力层的 IaaS 供应商，而是更聚焦于基于过去数据及客户积累的领域模型与具体场景问题的解决，更侧重于应用层与产品化方向。公司希望跳脱从传统软件市场切份额的商业模式，试图借助 AI 对人类员工能力的复刻来切分服务市场，**尝试摆脱销售工具的模式转向销售结果，从争夺企业客户的软件预算转变为去抢占企业客户的人力资源预算。**

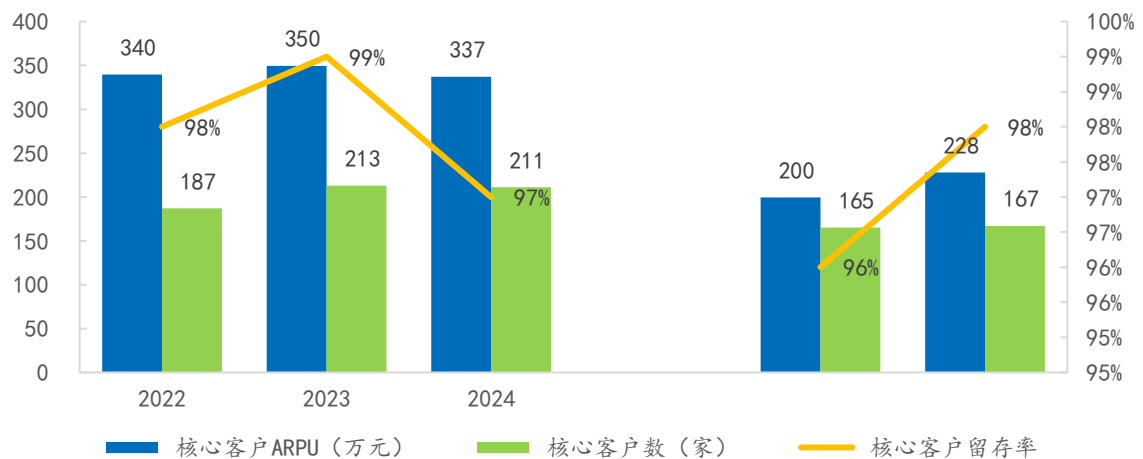
长期来看，我们认为，随着 AI 技术的进一步发展和成熟，未来组织架构和企业信息技术架构都有可能发生相应的变革，组织可能会从过去以“人+软件”为核心的稳定的“工具+流程”模式，逐步颠覆为围绕“人+AI”来驱动的动态的“数据+决策+执行”模式。进一步畅想，未来的数字员工是通过 AI 对人类员工能力的延展和数字孪生，人机协作（也即百融云提出的“破硅共治”）下企业的运营模式不再是静态的流程 SOP，而是可基于环境重写的、实时迭代和调整的动态任务组建，企业的分工可能也不再是固定岗位和职能角色的构成，而是可流动的“人类+多 Agent 网络”的人机混合智慧体，企业的落脚点也将因此更加聚焦于向客户交付业务结果和价值创造本身。

图 8: 公司分部业务收入 (单位: 百万元)



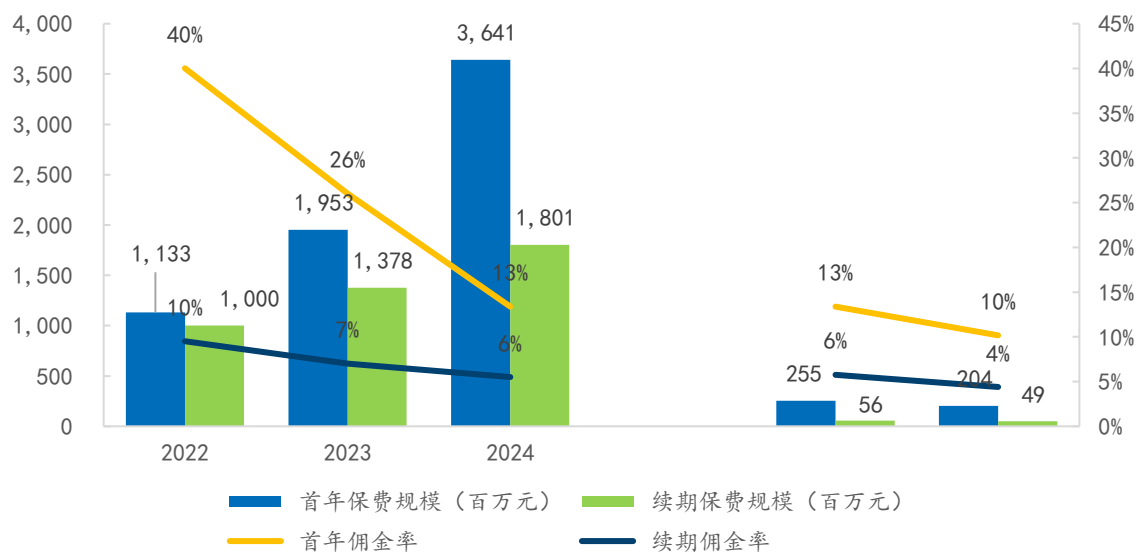
资料来源: 公司公告、iFind

图 9: 公司 MaaS (模型即服务) 业务核心要素拆分 (单位: 万元, 家数)



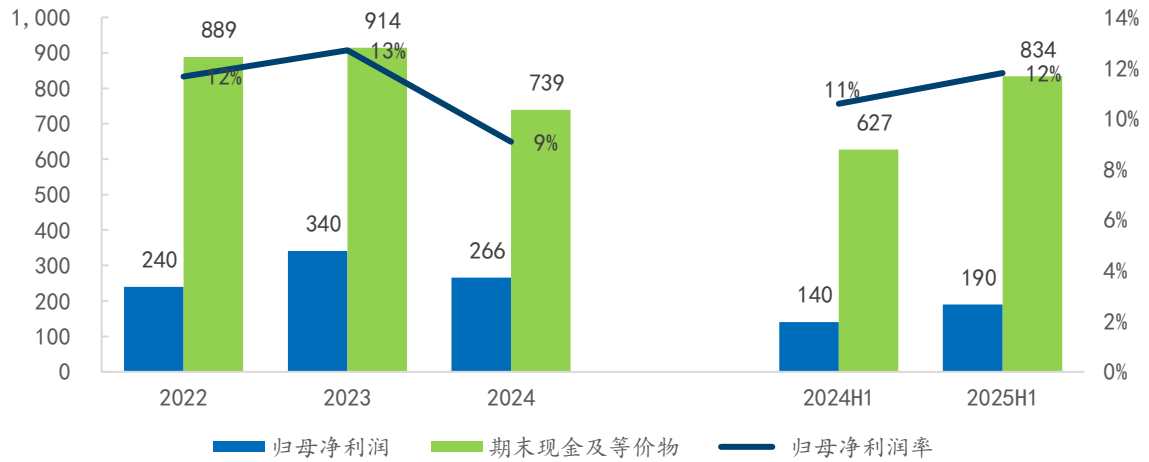
资料来源: 公司公告、iFind

图 10: 公司 BaaS (业务即服务) - 保险行业云业务核心要素拆分 (单位: 百万元)



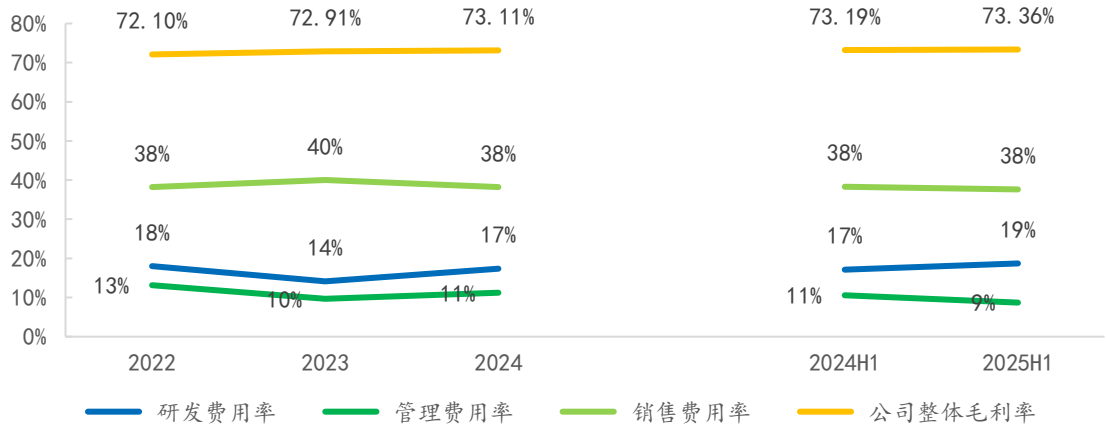
资料来源: 公司公告、iFind

图 11: 公司归母净利润、账上现金及归母净利润率 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、iFind

图 12: 公司三费费用率及整体毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、iFind

## 风险提示：

- 1) BaaS 业务受宏观环境及监管要求影响持续恶化风险；
- 2) RaaS 模式下客户接受程度不高、付费意愿不足风险，或市场教育投入较大风险；
- 3) AI 相关技术研发及跟进不及预期风险，或相关人才储备不足风险；
- 4) AI Agent 市场不同背景参与者（如来自 SaaS 厂商、传统软件厂商或互联网大厂等）增多带来的竞争加剧风险；
- 5) 向其他行业场景拓展过程中，是否能持续推出杀手级应用开拓市场和变现，及如何在新的场景领域内完成产品数据飞轮积累和反馈循环的持续优化风险；
- 6) 长期来看，若模型长期隔离在中台或服务层，可能面临垂类模型进化遇阻或更稀缺的深度企业数据难以获取从而导致产品同质化风险。

**行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）**

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

**公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）**

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

**分析师声明**

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**民银证券有限公司**

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

### 规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月与此报告提到的上市公司没有投资银行或庄家活动相关的业务关系。