

2025：以 AI 为矛、信创和内需为盾

华泰研究

2024 年 12 月 23 日 | 中国内地

年度策略

计算机 2025：以 AI 为矛、信创和内需为盾

2024 年初至 12 月 20 日，计算机（中信）指数上涨 19.76%。回顾 2024 年计算机行业整体走势，前后呈现“冰火”两重天的态势。展望 2025 年，我们看好计算机行业三条投资主线：一、AI 应用：随着大模型能力的不断迭代，2025 年 AI 应用将加速商业化变现，重点关注 Agent/数据中台/AI 搜索/多模态等 AI 应用；二、信创：2027 年是信创完成替换的重要里程碑，未来三年有望迎来替换高峰，产业将进入业绩兑现期。三、内需&出海：看好 2025 年宏观经济企稳及积极财政政策落地带动的计算机公司业绩修复机会，重点关注医疗 IT、财税 IT，以及受益于内需恢复&出海需求的工业软件板块。

AI 应用：看好 25 年放量，关注 Agent/数据中台/AI 搜索/多模态

24Q4 美股 AI 应用成为 AI 产业链美股公司涨幅最高的细分板块，核心原因在于 24Q3 美股 AI 应用业绩全面修复，且 AI 应用的商业模式/业务指标/销售预期都日益明朗。从美股 AI 应用实际商业化进展来看，端到端应用 > 云厂商（Cloud Service Provider, CSP）> SaaS 应用（垂直应用>平台应用）> 第三方数据工具。我们认为，AI 应用作为新型的数字生产力，24 年完成商业化前期布局，25 年有望全面加速，带动全球产业共振。看好国内四大潜力赛道：2B Agent 应用、2B 数据中台、2C AI 搜索、多模态 AI 应用。

信创：25-27 年有望迎来替换高峰，产业进入业绩兑现期

受益于行业信创的持续推进，24Q3 信创核心环节公司营收和利润均出现明显改善。根据政策要求，2027 年是信创完成替换的重要里程碑，随着时间临近，党政信创和行业信创均有望迎来全面替换的高峰期。展望 2025 年：1) 中央财政政策支持有望助推党政信创重回高景气；2) 行业信创：金融、运营商及电力行业信创迈入核心系统替换的深水区，教育、医疗、交通等行业信创政策也不短加码，渗透率有望快速提升。供给端，信创产业链成熟度不断提升，信创产业将由政策驱动转向政策和市场需求双轮驱动阶段，信创产业链公司也将迈入业绩兑现期，重点关注能够持续兑现业绩的龙头公司。

内需&出海：困境反转，周期与成长共舞

展望 2025 年计算机行业下游需求：从内需看，计算机板块顺经济周期属性明显，预计 2025 年国内经济增速上移，带动计算机板块上市公司 2025 年业绩修复。行业信息化公司经营周期与下游行业景气强关联，看好两大细分方向：1) 医疗/医保 IT：2025 年医疗 IT 行业有望迎来景气拐点，医保部门、卫生管理部门和医疗机构加大 IT 投入，行业龙头公司有望获得业绩增长；2) 财税 IT：直接受益于化债和积极财政政策的财税 IT 板块。从外需看，未来中国产能将持续向东南亚、中东、欧洲等地区输出，带来工业软件出海机遇，叠加内需恢复，工业软件板块有望重回增长快车道。

投资建议

计算机三条投资主线公司推荐：1) AI：Agent-金山办公、福昕软件，多模态-虹软科技；2) 信创：硬件龙头-浪潮信息、打印机龙头-纳思达、综合厂商-太极股份、金融信创-恒生电子；3) 内需&出海：财税 IT-中科江南，医疗 IT-嘉和美康、创业慧康，内需-深信服，工业软件-中控技术、宝信软件。

风险提示：宏观经济增长不及预期，财政政策落地不及预期，AI 大模型能力迭代低于预期，AI 应用落地进展低于预期。本研报中涉及到未上市公司或未覆盖个股内容，均系对公开信息的整理，并不代表本团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

计算机 增持（维持）
计算机应用 增持（维持）

研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

研究员 郭雅丽
SAC No. S0570515060003 guoyali@htsc.com
SFC No. BQB164 +(86) 21 3847 6016

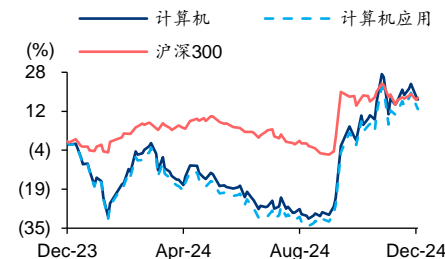
研究员 范咏蕊
SAC No. S0570521060004 fanyirui@htsc.com
+(86) 21 2987 2228

研究员 岳铂雄
SAC No. S0570524080004 yueboxiong@htsc.com
+(86) 21 3847 6087

研究员 袁泽世, PhD
SAC No. S0570524090001 yuanzeshi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员 林海亮
SAC No. S0570524070001 linhailiang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
金山办公	688111 CH	351.05	买入
浪潮信息	000977 CH	61.41	买入
恒生电子	600570 CH	52.12	买入
福昕软件	688095 CH	89.56	买入
纳思达	002180 CH	35.87	买入
虹软科技	688088 CH	48.50	买入
中科江南	301153 CH	41.25	买入
宝信软件	600845 CH	36.89	买入
中控技术	688777 CH	60.46	买入
嘉和美康	688246 CH	39.83	买入
太极股份	002368 CH	36.94	买入
深信服	300454 CH	86.09	买入
创业慧康	300451 CH	6.82	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

计算机 2025 投资主线：以 AI 为矛、信创&内需为盾	5
2024 年行情回顾：“冰火”两重天	5
2025 年展望：以 AI 为矛、信创&内需为盾	5
AI 应用：看好 25 年放量，关注 Agent/数据中台/AI 搜索/多模态	6
24 年美股 AI 应用复盘：软件公司 TAM 向下游客户费用端拓展	6
财务指标：24Q3 业绩全面修复，利润改善优于收入改善	6
AI 指标：产品导入顺利，25 年销售放量可期	7
商业模式：按用量收费或将成为新共识	8
业务指引：强化销售体系，25 年经营重心或在于应用放量	8
技术收购：积极开展 AI 相关技术性收购	9
25 年国内 AI 应用展望：四大潜力赛道，关注 2B 降本、2C 提效	10
赛道一：2B Agent 有望迎来全面落地	10
赛道二：2B 数据中台价值认可度提升	12
赛道三：AI 搜索或率先构建 AI 商业化闭环	13
赛道四：多模态 AI 应用有望实现业务突破	15
25 年海外重点事件日历	17
信创：25-27 年有望迎来替换高峰，产业进入业绩兑现期	18
信创复盘（2022-2024）：党政信创阶段性放缓，行业信创规模推广	18
信创推进节奏：党政信创阶段性放缓，行业信创规模化推广	18
行业信创规模化推广，助力核心环节公司 2024 年营收加速增长	18
信创展望：25-27 年党政信创有望重回高景气，行业信创加速渗透	19
党政信创：中央补贴+积极财政政策，党政信创 25 年有望重回增长快车道	20
行业信创：金融/电信/电力进一步深化，其他行业信创有望加速推进	21
供给侧：华为有望成为本轮信创产业链的领导者	27
计算机行业需求：周期与成长共舞	30
内需：计算机行业与宏观经济冷热高度相关	30
外需：计算机企业出海与经济全球化进程相关	32
重点公司推荐与风险提示	36
重点公司推荐	36
风险提示	39

图表目录

图表 1: 2024 年计算机行情走势	5
图表 2: 美股 AI 产业应用产品成熟度进展	6
图表 3: 2024Q3 美股 AI 产业链公司业绩超预期与指引超预期情况	7
图表 4: 2024Q1-2024Q3 美股 AI 产业链公司 AI 相关指标变化	7
图表 5: 美股 AI 产业链公司 AI 产品及其商业模式	8
图表 6: 美股 AI 产业链公司对于 AI 产品的相关电话会指引	9
图表 7: 2023-2024 年美股 AI 产业链公司收并购情况	9
图表 8: 2025 年国内 AI 应用四大潜力赛道	10
图表 9: 2B 软件的 AI 功能全面向 Agent 应用转型升级	10
图表 10: Agent 应用将对 2B 软件带来潜在三重变化	11
图表 11: 以 Salesforce 为例看 Agent 功能演进历程	11
图表 12: 国内 Agent 应用潜在公司 AI 进展梳理	12
图表 13: 数据中台产品部分参与厂商的成熟度排序	12
图表 14: 国内数据中台应用潜在公司 AI 进展梳理	13
图表 15: 海外 AI 搜索创业公司典型代表	13
图表 16: Perplexity: AI 搜索界面示意	14
图表 17: Glean: 产品架构示意	14
图表 18: 全球搜索引擎市场份额变化 (2023.11-2024.11)	14
图表 19: 中国搜索引擎市场份额变化 (2023.11-2024.11)	14
图表 20: 全球 AI 搜索引擎 web 端访问量统计 (24 年 11 月)	15
图表 21: 2024 年图像大模型加速迭代	15
图表 22: 2024 年视频大模型加速迭代	16
图表 23: 2024 年 3D 大模型加速迭代	16
图表 24: 国内多模态 AI 应用进展梳理	17
图表 25: 2025 年海外 AI 应用相关大会整理及预估时间	17
图表 26: 操作系统: 麒麟软件营收及净利润同比增速	18
图表 27: 操作系统: 统信软件营收及净利润同比增速	19
图表 28: 操作系统: 麒麟信安营收及归母净利同比增速	19
图表 29: 数据库: 达梦数据营收及净利润同比增速	19
图表 30: 数据库: 海量数据营收及归母净利同比增速	19
图表 31: 信创产业推进节奏	20
图表 32: 2024 年下半年党政信创招投标信息 (部分)	21
图表 33: 央企国企信息化系统 2027 年信创替换目标	22
图表 34: 金融信创推进节奏	22
图表 35: 证券行业部分信创案例	23
图表 36: 2024 年银行上线核心系统情况	24
图表 37: 运营商基础软件信创推进情况	24
图表 38: 电力行业信创进展情况	25
图表 39: 电力行业各环节信创替代重点场景	25

图表 40: 医疗信创实施路径	26
图表 41: 医疗信创招投标 (部分)	27
图表 42: 三期安全可靠测试名单入围厂商情况	27
图表 43: 华为国产化布局	28
图表 44: 信创产业链公司情况	29
图表 45: 计算机重点公司历史收入及增速情况	30
图表 46: 计算机重点公司收入与 PPI 波动趋势同步	30
图表 47: 创业慧康医疗行业收入增速与全国医疗总费用增速同步	31
图表 48: 同花顺收入与 A 股总成交额增速呈显著正相关	31
图表 49: 中国信息和通信技术服务出口占服务出口比重不断提升	32
图表 50: 中国软件企业出海历程	33
图表 51: 欧美厂商软件 vs 产业发展	33
图表 52: 计算机重点公司海外收入情况	34
图表 53: 计算机重点公司海外收入增速	34
图表 54: 计算机重点公司海外收入增速平均值与中国出口金额同比增速呈正相关	34
图表 55: 重点公司推荐一览表	36
图表 56: 重点推荐公司最新观点	36
图表 57: 提及公司一览表	39

计算机 2025 投资主线：以 AI 为矛、信创&内需为盾

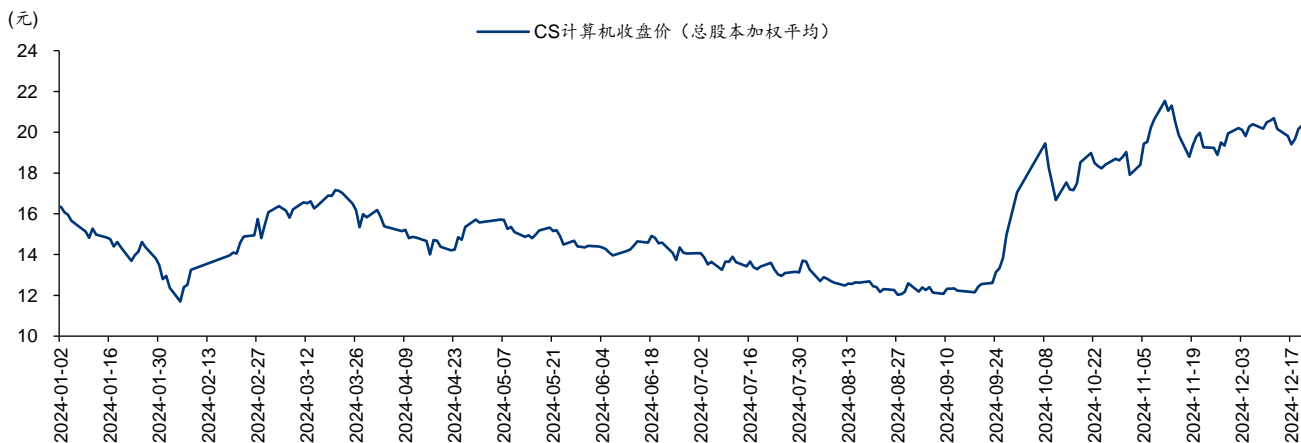
2024 年行情回顾：“冰火”两重天

根据 Wind，2024 年 1 月 1 日至 12 月 20 日，中信一级计算机指数上涨 19.76%，在全部 30 个行业中排第 7 位。回顾 2024 年计算机行业整体走势，前后呈现“冰火”两重天的态势：

1) 24 年 1 月 1 日至 9 月 23 日，中信一级计算机指数下跌 26.77%。我们认为，1-9 月份计算机行情下跌背后的基本面因素有二：一是计算机行业是比较典型的后周期产业，下游客户多以 G 端政府和 B 端企业为主，因此受宏观经济低迷和财政支出紧张影响，24 年前三季度计算机行业整体业绩承压较大；二是 AI 虽是确定性的产业趋势，但受限于算力、模型等能力，国内 AI 产业与美国相比仍相对滞后。

2) 24 年 9 月 24 日至 12 月 20 日，中信一级计算机指数上涨 63.54%。我们认为，9 月 24 日以来计算机行情的大幅上涨，一方面得益于国家出台了一系列宽松的货币政策及积极的财政政策，市场对于后续宏观经济企稳及财政支出增加给予了较高的预期；另一方面，美国 AI 应用商业化变现加速，国内以字节为代表的互联网厂商在大模型及 AI 应用领域积极布局，市场对于国内 AI 应用商业化变现前景给予乐观预期。

图表 1：2024 年计算机行情走势



资料来源：Wind，华泰研究

2025 年展望：以 AI 为矛、信创&内需为盾

展望 2025 年，我们看好计算机行业三条投资主线：

一、AI 应用：随着大模型能力的不断迭代，2025 年 AI 应用将加速商业化变现，重点关注 Agent/数据中台/AI 搜索/多模态等 AI 应用；

二、信创：2027 年是信创完成替换的重要里程碑，未来三年有望迎来替换高峰，产业将进入业绩兑现期。

三、内需&出海：看好 2025 年宏观经济企稳及积极财政政策落地带动的计算机公司业绩修复机会，重点关注医疗 IT、财税 IT，以及受益于内需恢复&出海需求的工业软件板块。

AI 应用：看好 25 年放量，关注 Agent/数据中台/AI 搜索/多模态

24 年完成商业化前期布局，25 年有望全面加速。24Q4 美股 AI 应用成为 AI 产业链美股公司涨幅最高的细分板块，核心原因在于 24Q3 美股 AI 应用业绩全面修复，且 AI 应用的商业模式/业务指标/销售预期都日益明朗。从美股 AI 应用的实际商业化进展来看，端到端应用 > 云厂商（Cloud Service Provider, CSP）> SaaS 应用（垂直应用>平台应用）> 第三方数据工具。我们认为，AI 应用作为新型的数字生产力，有望带动全球产业共振。看好国内四大潜力赛道：2B Agent 应用、2B 数据中台、2C AI 搜索、多模态 AI 应用。

24 年美股 AI 应用复盘：软件公司 TAM 向下游客户费用端拓展

美股 AI 应用 23 年产品化打磨、24 年商业化导入、25 年规模化铺开的趋势基本明朗。从美股 AI 应用的发展来看，24Q3 美股 AI 应用业绩全面修复，AI 应用的业务指标/商业模式/销售预期都日益明朗。**1) 业务指标：**目前公司常用的披露指标包括采购 AI 功能的客户数、AI 驱动下的 RPO/cRPO/ARR 增速、AI 功能用量等，我们认为，AI 直接收入体量在 25 年有望单独披露，根据微软 FY25Q1 电话会，微软已经给出 AI 相关业务 ARR 达 100 亿美元的明确指引；**2) 商业模式：**Agent 应用向按用量收费转型，本质上在于 Agent 数字生产力的定位逐步明确；**3) 销售预期：**微软给出扩招销售人员/强化渠道合作的积极指引，25 年或将成为应用能否大规模放量的关键时点。从业务成熟度来看，当前美股 AI 应用的成熟度排序为：端到端应用>云厂商（Cloud Service Provider, CSP）>SaaS 应用（垂直应用>平台应用）>第三方数据工具。

图表2：美股 AI 产业应用产品成熟度进展

一级分类	二级分类	公司	产品打磨试点	前期商业导入	商业模式成熟
科技巨头	公有云	Microsoft	██████████	██████████	██████████
		Google	██████████	██████████	██████████
		Amazon	██████████	██████████	██████████
		Oracle	██████████	██████████	██████████
	社交应用龙头	Meta	██████████	██████████	██████████
数据工具	数据库	MongoDB	██████████	██████████	██████████
	数据中台	Snowflake	██████████	██████████	██████████
	数据工具	Confluent	██████████	██████████	██████████
	数据工具	Elastic	██████████	██████████	██████████
AI应用	2B平台应用	SAP	██████████	██████████	██████████
		Palantir	██████████	██████████	██████████
		ServiceNow	██████████	██████████	██████████
		Salesforce	██████████	██████████	██████████
		C3.AI	██████████	██████████	██████████
		Workday	██████████	██████████	██████████
	2B垂直应用	AppLovin	██████████	██████████	██████████
		Shopify	██████████	██████████	██████████
		DocuSign	██████████	██████████	██████████
		Gitlab	██████████	██████████	██████████
	2C应用	Adobe	██████████	██████████	██████████
		Reddit	██████████	██████████	██████████
		Duolingo	██████████	██████████	██████████

资料来源：Seeking Alpha、各公司 Investor 官网、华泰研究

财务指标：24Q3 业绩全面修复，利润改善优于收入改善

美股 AI 应用业绩全面修复，利润改善优于收入改善。通过整理美股 AI 应用的 24Q3 业绩，我们发现三大趋势：收入修复、利润释放、指引上调。**1) 收入端：**大部分公司收入实现超预期增长，我们统计 22 家公司中收入超预期幅度大于 3% 的公司数量 7 家，超预期幅度大于 1% 的公司数量 19 家；Oracle 整体收入低预期但 AI 相关的 IaaS 收入超预期增长；**2) 利润端：**各家公司的利润改善显著优于收入改善，18 家利润超预期幅度超 10%；**3) 指引端：**除 Microsoft、Oracle、Workday、Adobe 之外，其余公司均给出超预期收入指引。我们判断，业绩修复原因主要在于下游客户 IT 预算修复以及 AI 拉动的增量产品销售。

图表3：2024Q3 美股 AI 产业链公司业绩超预期与指引超预期情况

一级分类	二级分类	公司	收入	利润	单季度收入指引	全年收入指引
科技巨头	公有云	Microsoft	Beat 1.4%	Beat 6.3%	Miss 1.5%	/
		Google	Beat 2.1%	Beat 13.7%	Beat 0.8%	/
		Amazon	Beat 1.0%	Beat 23.9%	Beat 0.5%	/
		Oracle	Miss 0.5%	Beat 3.3%	Miss 1.9%	Miss 0.7%
	社交应用龙头	Meta	Beat 0.8%	Beat 15.5%	Beat 1.6%	/
数据工具	数据库	MongoDB	Beat 6.4%	Beat 85%	Beat 1.8%	Beat 2.0%
	数据中台	Snowflake	Beat 4.6%	Beat 32.6%	Beat 2.0%	Beat 1.7%
	数据工具	Confluent	Beat 2.1%	Beat 14.9%	Beat 0.1%	Beat 0.5%
	数据工具	Elastic	Beat 3.1%	Beat 39.5%	Beat 0.8%	Beat 1.0%
AI应用	2B平台应用	SAP	Beat 0.2%	Beat 11.8%	Beat 0.3%	Beat 0.1%
		Palantir	Beat 2.9%	Beat 11.5%	Beat 4.6%	Beat 2.0%
		ServiceNow	Beat 1.9%	Beat 18.7%	Beat 0.8%	Beat 0.7%
		Salesforce	Beat 1.0%	Beat 4.8%	Beat 0.1%	Beat 0.2%
		C3.AI	Beat 3.3%	Beat 16%	Beat 0.7%	Beat 1.4%
		Workday	Beat 1.4%	Beat 48%	Miss 0.6%	Miss 0.1%
	2B垂直应用	AppLovin	Beat 6.0%	Beat 36.1%	Beat 7.2%	Beat 3.4%
		Shopify	Beat 1.9%	Beat 247%	Beat 3.2%	Beat 1.4%
		DocuSign	Beat 1.3%	Beat 107%	Beat 0.7%	Beat 0.5%
		Gitlab	Beat 4.3%	Beat 11.4%	Beat 0.9%	Beat 1.3%
		Adobe	Beat 1.2%	Beat 2.9%	Miss 1.0%	Miss 1.2%
		Reddit	Beat 11.6%	Beat 53.7%	Beat 11.4%	Beat 6.5%
		Duolingo	Beat 1.8%	Beat 36.8%	Beat 1.8%	/
2C应用						

资料来源：Bloomberg、Visible Alpha、各公司 Investor 官网、华泰研究

AI 指标：产品导入顺利，25 年销售放量可期

AI 商业化导入并非一蹴而就，AI 指标逐季度改善。美股 AI 应用的商业化提速，并非是单季度突变，而是逐季的业务改善。以 Palantir 为例，24Q1-24Q3 公司 RPO 同比增速分别为 39%、42%、59%，呈现持续提速状态，订单的快速增长受益于公司 AIP 产品在 2B、2G 两大场景的加速落地。我们认为，美股 AI 应用在经历了 23 年产品化打磨、24 年商业化导入之后，有望在 25 年实现产品的规模化铺开。

图表4：2024Q1-2024Q3 美股 AI 产业链公司 AI 相关指标变化

一级分类	二级分类	公司	AI 指标	Q1	Q2	Q3
科技巨头	公有云	Microsoft	AI 拉动云收入增长比例	10%	11%	12%
		Google	云收入同比增速	28%	29%	35%
		Amazon	云收入同比增速	17%	19%	19%
		Oracle	IaaS 收入同比增速	42%	45%	52%
	社交应用龙头	Meta	Meta AI 情况	产品化阶段	推出 20 多个国家、8 种语言	MAU 5 亿
数据工具	数据库	MongoDB	Atlas 用户数季度增量	1,400	1,500	1,900
	数据中台	Snowflake	RPO 同比增速	46%	48%	55%
	数据工具	Confluent	ARR>10 万用户数季度增量	31	46	40
	数据工具	Elastic	ARR>10 万用户数季度增量	60	40	50
AI应用	2B平台应用	SAP	AI 用例数量	30	60	100
		Palantir	RPO 同比增速	39%	42%	59%
		ServiceNow	含 Now Assist 的百万级订单数	7	11	44
		Salesforce	Agentforce 客户数	产品化阶段	产品化阶段	200
		C3.AI	新签合同数	65	71	58
		Workday	cRPO 同比增速	18%	16%	15%
	2B垂直应用	AppLovin	广告收入同比增速	91%	75%	66%
		Shopify	Merchant 收入同比增速	20%	19%	26%
		DocuSign	IAM 合同数环比增速	产品化阶段	正式推出	100%
		Gitlab	Ultimate ARR 环比增速	11%	10%	10%
		Adobe	Firefly 生成次数	25 亿	30 亿	40 亿
		Reddit	数据收入/亿美元	0.20	0.28	0.33
		Duolingo	订阅数环比增速/百万	0.8	0.6	0.6
2C应用						

资料来源：Bloomberg、Seeking Alpha、各公司 Investor 官网、华泰研究

商业模式：按用量收费或将成为新共识

AI 应用成为数字生产力，按用量收费有望成为新共识。传统的 SaaS 应用基本按订阅席位数收费，与下游客户员工数量相关性较强。AI 应用早期同样采用按订阅席位数收费的商业模式，例如 Microsoft 的 M365 Copilot 定价 30 美元/人/月，Salesforce 的 ServiceGPT 定价 50 美元/人/月。伴随 AI 应用功能逐步成熟，其替代人工成为新生产力的趋势愈发明显，部分公司开始转向按用量收费的新商业模式，例如 Salesforce 的 Agentforce 定价每次对话 2 美元，C3.AI 的 Generative AI 功能同样采用按使用量收费的新模式(单价暂未公开披露)。我们认为，商业模式的转变充分反映了 AI 应用 TAM 抬升的可能性，下游客户的人工费用预算有望成为 AI 应用在企业 IT 预算之外的新收入来源。

图表5：美股 AI 产业链公司 AI 产品及其商业模式

一级分类	二级分类	公司	AI 产品	AI 商业模式	落地情况
科技巨头	公有云	Microsoft	1) MaaS云; 2) Copilot	1) 按用量收费; 2) 按订阅席位收费	1) 最近两季度略不及预期;
		Google	1) MaaS云; 2) AI搜索	1) 按用量收费; 2) AI总结问答	1) 超预期增长; 2) 进度较慢
		Amazon	1) MaaS云; 2) Amazon Q	1) 按用量收费; 2) 按订阅席位收费	1) 超预期增长; 2) 进度较慢
		Oracle	MaaS云	按用量收费	超预期增长
	社交应用龙头	Meta	1) AI推荐引擎; 2) AI眼镜	1) 提升广告精准性; 2) 硬件销售	1) 观看时长提升8-10%; 2) 销量超300万
数据工具	数据库	MongoDB	向量存储及搜索	按数据用量收费	略有加速
	数据中台	Snowflake	1) Cortex; 2) Document AI	1) 按数据用量收费; 2) 按使用量收费	产品导入, 收入提现较少
	数据工具	Confluent	流数据处理功能	按数据用量收费	略有加速
	数据工具	Elastic	向量搜索	按数据用量收费	略有加速
AI应用	2B平台应用	SAP	Joule AI助手	按订阅席位收费	略有加速
		Palantir	AIP平台	按服务器核数收费	维持企业客户数季度环比增加30-40家
		ServiceNow	1) Now Assist; 2) Agentic AI	1) 按订阅席位收费; 2) 按订阅席位收费	44位客户支出超过100万美元
		Salesforce	1) ServiceGPT; 2) Agentforce	1) 按订阅席位收费; 2) 按用量收费	1) 低于预期; 2) 2周200家客户
		C3.AI	C3 Generative AI	按用量收费	累计签署260个试点项目
	2B垂直应用	Workday	Workday Assistant; Illuminate	按订阅席位收费	2,000家使用Workday Assistant提效
		AppLovin	Axon推荐引擎	提升广告精准性	额外拉动收入5-10%环比增长
		Shopify	1) Shopify Flow; 2) Shopify Plus	1) 高级订阅提供; 2) 高级订阅提供	持续加速
		DocuSign	IAM	按订阅席位收费	Q3 IAM 交易数量是Q2的10多倍
		Gitlab	Gitlab Duo	按订阅席位收费	带动新客增长; 存量客户采购持续扩大
2C应用	Adobe	1) Document AI; 2) Firefly	1) 按用量收费; 2) 按用量收费	1) 环比+100%; 2) 环比多5亿	
	Reddit	数据调用API	1.2万美元 / 5000万次API请求调用	签订Google等客户, 合同超2.5亿美元	
	Duolingo	MAX	按订阅席位收费	略有加速	

资料来源：各公司 Investor 官网、Seeking Alpha、华泰研究

业务指引：强化销售体系，25 年经营重心或在于应用放量

考虑到产品基本成熟，前期试点打磨顺利，多家公司围绕 AI 业务给出积极指引。从科技巨头来看，扩大 CAPEX 投入仍然是共识，从业务逻辑上看应用放量对于云厂商来说将带来基础设施用量的加速成长；从数据工具厂商来看，AI 功能的采用率在 24H2 逐步提速，预计 25 年收入端变化将逐步显现；从应用厂商来看，强化销售体系建设成为关键，例如 Salesforce 计划增加 1,400 名销售用于推广 Agentforce 应用，C3 强化与 Microsoft 的渠道合作，预计有效销售将从目前的 100 名增长至 10,000 名。

图6：美股 AI 产业链公司对于 AI 产品的相关电话会指引

一级分类	二级分类	公司	AI 相关指引「电话会」
科技巨头	公有云	Microsoft	预计CY25Q1 (FY25Q3) 数据中心供给不足情况将缓解, 云收入有望再次加速
		Google	计划提升AI搜索渗透率至10亿月活 (目前全球月活40亿)
		Amazon	上调全年CapEX指引至750亿美元
		Oracle	预计FY2025 CapEx支出同比+100%, 计划打造13万B200的全球最大集群
数据工具	社交应用龙头	Meta	到2026年全部应用全面上线AI推荐系统
	数据库	MongoDB	MAAP计划将持续扩大, AI将助力客户完成从关系型数据库到MongoDB的数据迁移
	数据中台	Snowflake	Snowflake Cortex 显示出显著的采用率, 后续将持续调整销售策略全面推进AI产品销售
	数据工具	Confluent	OpenAI已经扩大了对Confluent数据流平台的使用, 在600亿美元数据流市场占据主导地位
AI应用	2B平台应用	Elastic	越来越多客户采用 Elastic 构建语义搜索和检索增强生成或 RAG 应用
		SAP	发布SAP 知识图谱, 捕捉了几十年的业务流程知识
		Palantir	AI优化交付效率, 在赢家通吃的AI经济中, 利用人工智能平台 (AIP) 和未利用AIP之间的差距正在扩大
		ServiceNow	据IDC预测, 在AI解决方案和服务上每投入1美元, 将为全球经济创造近 5 美元的价值
		Salesforce	计划增加1,400名销售全力推广Agentforce
		C3.AI	与微软战略合作, 预计有效销售将从100名拓展至10,000名
	2B垂直应用	Workday	AI是每位 CEO 心中的首要任务, 大家都在寻找合适的合作伙伴来引导他们完成这一转型
		AppLovin	预计电商广告 (新拓业务场景) 2025年会有收入提现
		Shopify	新任首席技术官 Mikhail Parakhin, 曾任职于微软 (Copilot开发)
		DocuSign	我们将聚焦于DocuSign IAM平台, 朝着实现可持续的长期两位数增长的目标前进
		Gitlab	宣布 GitLab Duo 与 Amazon Q 的捆绑服务, 允许开发者更快地在 AWS 上创建和部署高质量的代码
		Adobe	视频AI预计于25年初正式上线, GenStudio有望加速商业化
2C应用	Reddit	数据服务不是一次性业务, 具有可持续特性	
	Duolingo	我们看到了对 Lily 视频通话的强烈需求早期迹象, 将加快对于安卓手机的功能推送	

资料来源: Seeking Alpha、各公司 Investor 官网、华泰研究

技术收购: 积极开展 AI 相关技术性收购

美股公司 2023-2024 年积极开展技术性并购并加速产品整合。我们统计 22 家公司中有 16 家在过去两年中完成过并购/部分股权收购, 其中 AI 相关的数据处理、NLP 分析是热门方向。技术收购对于快速补齐 AI 能力具有重要作用, 也是相关公司快速拓展 AI 应用的重要手段。我们认为, 大模型产业机遇下, 应用厂商将进一步向大平台方向发展, 产业龙头的数据优势、流程优势都将进一步凸显。

图7：2023-2024 年美股 AI 产业链公司收购情况

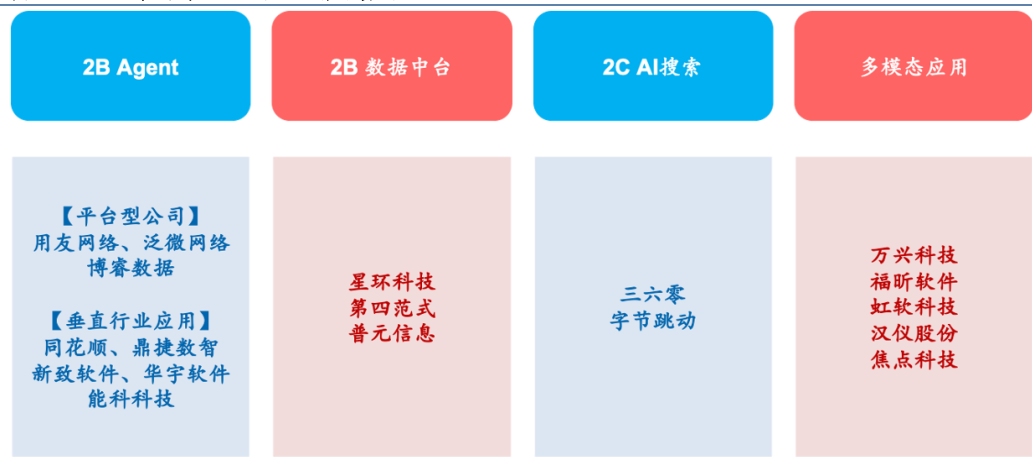
一级分类	二级分类	公司	成功收购 (2023-2024)	计划收购
科技巨头	公有云	Microsoft	动视暴雪 (游戏); Inflection AI (引入其核心团队)	/
		Google	/	Wiz (以色列网络安全初创公司, 被拒绝失败)
		Amazon	/	iRobot (扫地机器人, 反垄断失败)
		Oracle	/	/
数据工具	社交应用龙头	Meta	EssilorLuxottica (AI眼镜制造商, 计划收购其约5%的股份)	/
	数据库	MongoDB	/	/
	数据中台	Snowflake	Neeva (生成式AI的搜索); Samootha (数据清洗与集成) TruEra (AI可观测性平台); Datavolo (数据管道管理)	/
	数据工具	Confluent	Imandra (机器学习模型); Vectorized (实时流数据处理) Streamlio (实时流数据处理)	/
AI应用	2B平台应用	Elastic	Endgame (安全检测); MetaMIND (NLP情感分析) Qbox (Elasticsearch托管)	/
		SAP	Askdata (NLP分析); Nexus (数据交换)	/
		Palantir	/	/
		ServiceNow	ValueReal (房地产管理); Era (数据管理与自动化) Swarm64 (数据库优化); Asana (工作管理与项目协作)	/
		Salesforce	Airkit.ai (工作流管理); BardwellAI (AI客户分析) Zoomin (非结构化数据处理); Own (AI工作流规划)	/
		C3.AI	/	/
	2B垂直应用	Workday	VNDLY (供应链和劳动力管理软件)	/
		AppLovin	GameClosure (游戏开发); Graphite (数据分析)	/
		Shopify	Deliverr (电商物流); Bouncer (支付反欺诈); YouCanBook.me (日程管理)	/
		DocuSign	Seal Software (AI合同分析); Lexion (AI合同管理)	/
		Gitlab	CodeStream (代码协作平台)	/
		Adobe	Rephrase.ai (AI视频)	Figma (协同设计, 反垄断失败)
2C应用	Reddit	Mem (知识管理); Household (家庭共享协作)	/	
	Duolingo	Shapa (健康应用程序); Mindsnacks (基于游戏的语言学习)	/	

资料来源: Bloomberg、各公司 Investor 官网、华泰研究

25年国内AI应用展望：四大潜力赛道，关注2B降本、2C提效

综合海外进展与国内软件生态，我们看好国内AI应用四大潜力赛道。1) 2B Agent应用：2B Agent海外落地顺利，国内2B应用相较于海外具有更强的行业属性，建议关注通用型平台公司和垂直行业应用两类Agent落地场景；2) 2B数据中台：企业数据价值的重要性在AI时代进一步显现，企业级AI应用需要高质量数据基座，2B数据中台业务有望提速；3) 2C AI搜索：AI搜索在海外的商业变现快速增长，且产品价值正延伸为全新生产力平台，国内AI搜索有望加速通过流量竞争实现价值量释放；4) 多模态应用：图片、视频、3D等多模态模型加速迭代，伴随算力成本降低与模型能力提升，25年多模态应用有望实现突破。

图表8：2025年国内AI应用四大潜力赛道

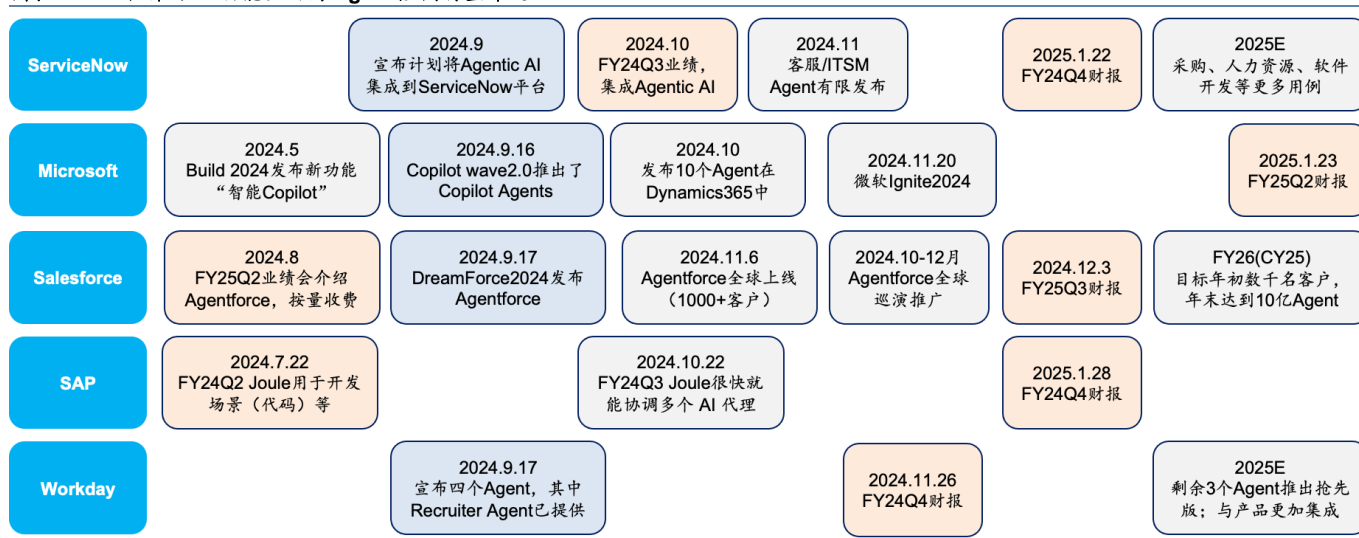


资料来源：各公司官网、华泰研究

赛道一：2B Agent有望迎来全面落地

海外2B软件AI应用全面向Agent应用升级，自主性、准确性是核心特征。海外应用厂商已基本形成Agent应用将成为全新的数字生产力的共识，软件公司正在从Software-as-a-Service向Service-as-a-Software转型。我们认为，自主性与准确性是Agent应用的重要特征，自主性体现在无需被动响应人的提示，可提供7*24小时的服务，准确性体现在Agent应用的数据/背景可配置，拥有可靠稳定的输出能力。从落地实践来看，Agent的底层技术正日益成熟，一是受益于CoT、RL等技术，Agent的规划推理能力正加速优化，二是依靠底层业务的数据融合与治理，Agent的能力边界进一步拓展。

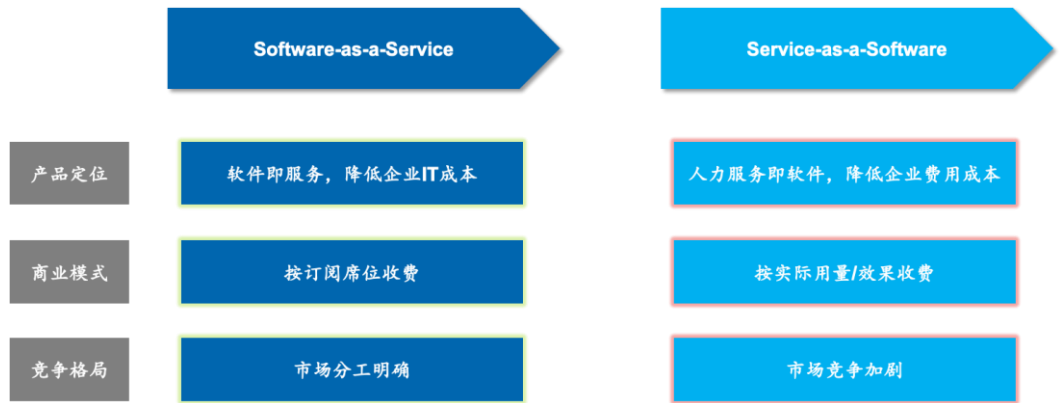
图表9：2B软件的AI功能全面向Agent应用转型升级



资料来源：各公司Investor官网、华泰研究

Agent 应用对于 2B 软件带来产品定位、商业模式、竞争格局的三重潜在变化。1) **产品定位**：2B 软件公司或将从 Software-as-a-Service 向 Service-as-a-Software 的转变，AI 时代软件公司进一步将劳动力软件化，AI 应用定位在企业降本；2) **商业模式**：Software-as-a-Service 按订阅席位付费，Software-as-a-Service 转变为按用量收费（Salesforce、C3 等已启用新商业模型）；3) **竞争格局**：过去 2B 软件市场分工相对明确，AI 时代 Agent 价值提升在于多环节融合，后续各家的业务重叠度或提升，竞争或将加剧。

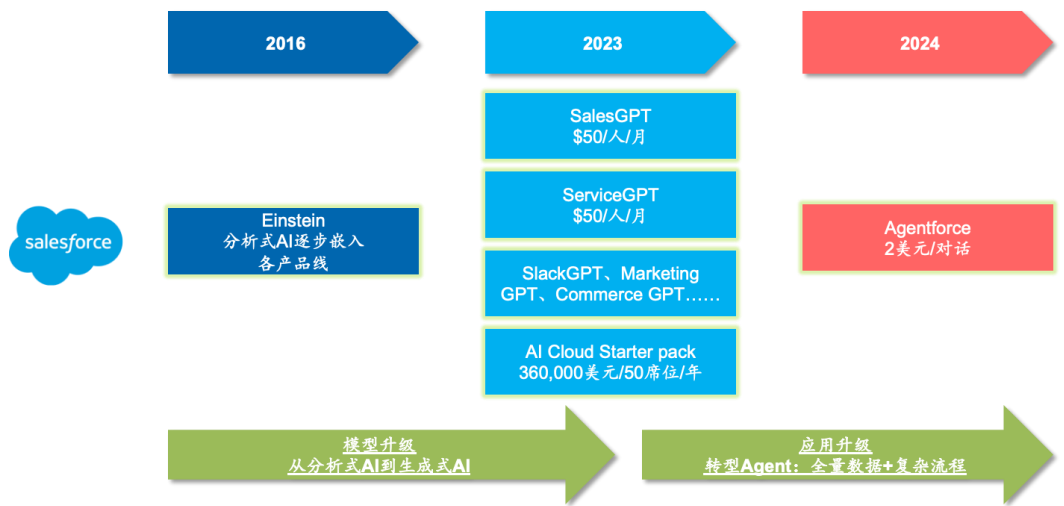
图表10： Agent 应用将对 2B 软件带来潜在三重变化



资料来源：Sequoia Capital、华泰研究

Agent 应用的壁垒在于数据+流程，看好平台型公司的长期优势。1) **数据**：数据质量决定 Agent 应用效果，平台型软件拥有更全面的企业数据基础，有望在技术前期打造准确度更高、可靠性更强的应用，率先抢占用户市场；2) **流程**：流程广度决定 Agent 能力边界，平台型软件覆盖更复杂的企业业务流程，后续 Agent 有望拓展至多业务场景并实现自主联动。

图表11： 以 Salesforce 为例看 Agent 功能演进历程



资料来源：Salesforce 官网、华泰研究

区别于海外 2B 软件，国内 2B 软件具有更强的行业属性，因此我们判断国内 Agent 将沿两类方向演进。

一是，平台型软件有望复制海外路径，业务功能可能更偏向于后台业务效率提升，相关厂商包括：用友网络、泛微网络、博睿数据等；

二是，垂类行业 Agent 或将提速，业务功能可能更偏向于前台业务效率提升，相关厂商包括：新致软件 (AI+保险)、华宇软件 (AI+法律)、同花顺 (AI+金融)、鼎捷数智 (AI+工业)、能科科技 (AI+工业) 等。

图表12：国内 Agent 应用潜在公司 AI 进展梳理

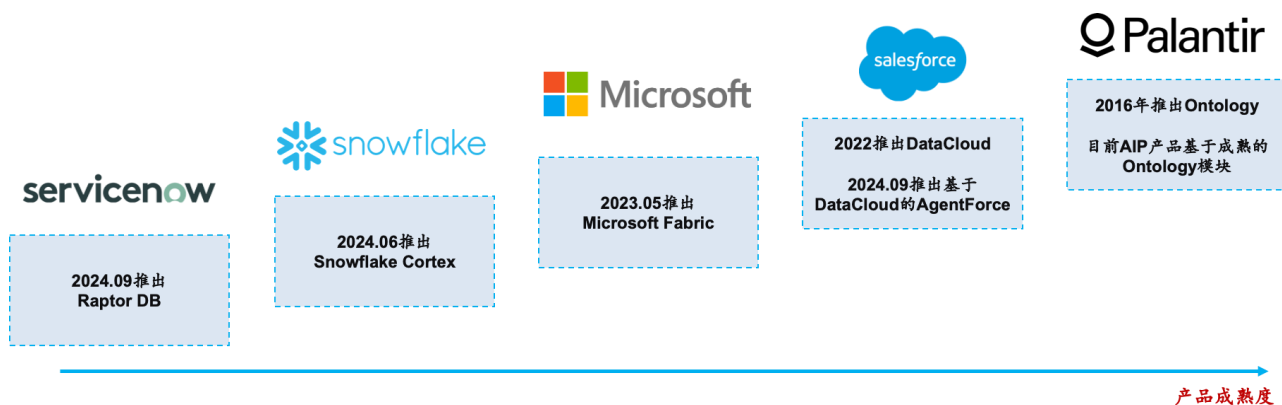
公司	主营业务	AI变化	模型合作方
用友网络	覆盖企业资源规划 (ERP)、云服务、财务管理、供应链管理、人力资源管理、客户关系管理等多个领域	发布YonGPT 2.0，并基于此打造了100多项智能应用落地徐工集团、云南白药、中核四川环保、中国矿产等多家企业	华为、百度、阿里
泛微网络	覆盖企业协同管理、办公OA等业务	推出了基于大语言模型的小e智能办公助手该助手集成了智能问答、智能办公和智能工具等多种功能	腾讯
博睿数据	提供应用性能监测、数字体验监测、网络性能检测等服务	推出搭载AI能力的新一代APM产品Server7.0推出新版的统一智能运维平台Dataview	自研
新致软件	为保险、银行等金融以及其他行业客户提供定制化IT解决方案	面向保险客户提供新致新知2.0平台：智能客户助手、数据查询助手、报告生成助手等	智谱
华宇软件	为法院、检察院、司法行政等司法机关提供IT解决方案	发布法律行业垂类大模型“华宇万象”，并推出了系列创新应用产品，包括“万象数字助理”、“万象法律检索”、“万象公文”等	自研
同花顺	专注于为个人投资者和机构客户提供全面的金融服务	推出了HithinkGPT大模型，并针对消费者智能投资顾问产品——问财iFinD金融终端推出行业解读、AI财经智汇等AI功能，应用AI功能集合	自研
鼎捷数智	覆盖ERP、智能制造、工业互联网等业务	积极推进鼎捷雅典娜平台的研发升级，推出了娜娜家族、智驱工作台、ChatFile、高管AI数智助理等通用型AI应用场景化功能	OpenAI (海外)、百度
能科科技	覆盖智能制造、智能电气、工业软件等业务	签订总金额约1.45亿元的“大模型场景化应用合同”，子公司能科瑞元将为客户提供全国产化算力集群，部署L0层大模型以及大模型开发工具、大模型应用开发工具和数据工具	华为

资料来源：Wind、各公司官网、华泰研究

赛道二：2B 数据中台价值认可度提升

数据价值成为海外软件共识，云厂商、数据工具商、应用厂商纷纷发力数据中台产品。1) 云厂商：微软 2023 年 5 月推出 Microsoft Fabric 功能，打造全新的、综合性的统一数据分析平台；2) 数据工具商：Snowflake 2024 年 6 月推出 Snowflake Cortex 功能，为用户提供了直接在其数据平台内进行 AI 应用开发的能力；3) 应用厂商：Palantir 的 Ontology、Salesforce 的 Data cloud、ServiceNow 的 RaptorDB 的功能定位均为企业数据中台，旨在整合全面的企业应用数据，构建 AI 应用的底层数据基础。

图表13：数据中台产品部分参与厂商的成熟度排序



资料来源：各公司 Investor 官网、各公司 Blog 官网、华泰研究

数据中台的价值逐步提升,看好后续业务空间拓展。面向AI的数据中台产品具有三大特征: 全量企业数据聚合(数据聚合)、高质量企业数据治理(数据清洗)、面向AI应用开发的工程环境(开发生态)。国内相关公司包括:星环科技、普元信息、第四范式等。

图表14: 国内数据中台应用潜在公司AI进展梳理

公司	数据聚合	数据治理	开发环境
星环科技	TDH大数据基础平台 支持11种主流数据模型	TDS大数据开发工具 支撑企业级数据治理和 数据资产平台建设	Sophon LLMOps大模型运营平台 提供语料管理、引导式大模型微调、零代码应用开 发、大模型应用链编排等功能
普元信息	数据中台 提供数据采集及数据湖仓服务	数据中台 提供数据资产管理全过程工具	低代码开发平台 以模型驱动的低代码+AI,着力解决复杂业务场景 下的应用开发问题
第四范式	Sage MLDB 提供面向AI的数据管理服务	Sage MLDB 提供面向AI的数据管理服务	Sage LLMOps 支持开放的模型能力供给、可视化工作流编排、企 业级Agent管理体系、数据资产沉淀与复用、自定 义插件拓展

资料来源: Wind、各公司官网、华泰研究



赛道三: AI 搜索或率先构建 AI 商业化闭环

AI 搜索重塑知识检索范式,对于个人/企业提效起到重要作用。目前海外 2C、2B 均涌现了商业模式成功的 AI 搜索产品。

2C: Perplexity AI. Perplexity 成立于 2022 年,由前 OpenAI 研究员 Aravind Srinivas、Meta 研究科学家 Denis Yarats 等人共同创立。公司年化收入从 2024 年 1 月的 500 万美元增长至 10 月的 5000 万美元,实现 10 倍成长。2024 年 11 月,Perplexity 完成 5 亿美元融资,最新估值达 90 亿美元。Perplexity 在模型上早期采用 OpenAI 的 GPT 模型,现在增加自研模型做特定领域的增强推理,数据源包括 Google、Bing 搜索引擎。

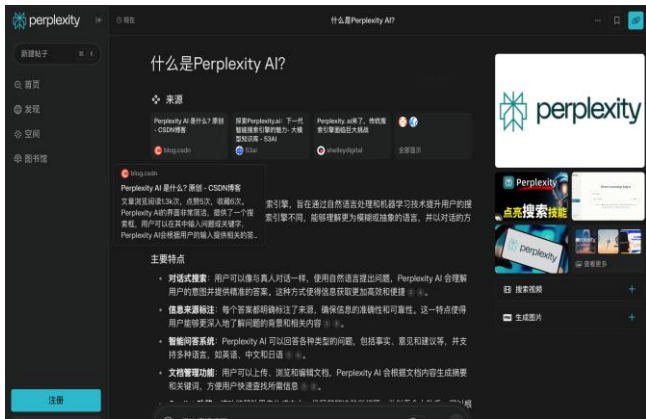
2B: Glean. Glean 成立于 2019 年,由前谷歌工程师 Arvind Jain 创立。2024 年 2 月公司年化收入达 5,500 万美元,DAU 与 MAU 比例约为 40%,远超传统企业 SaaS 的 10-20%,客户包括 Databricks、Duolingo、Grammarly 和 Sony Electronics 等知名企业,最新估值达 46 亿美元。Glean 在模型上采用 OpenAI 模型作为支持,同时适配 Anthropic 的 Claude、Google 的 Gemini 模型,数据源为企业的跨应用数据。

图表15: 海外 AI 搜索创业公司典型代表

	成立时间	团队背景	ARR/美元	最新估值/美元	模型	数据源	产品亮点
	2022年	OpenAI Meta	5,000万	90亿	OpenAI 自研	Google Bing	直接答案 引用来源 多轮互动 个性化推荐
	2019年	Google	5,500万	46亿	OpenAI Google Anthropic	企业跨应用 数据	异构数据源一站 式搜索 严格权限控制 个性化结果排序

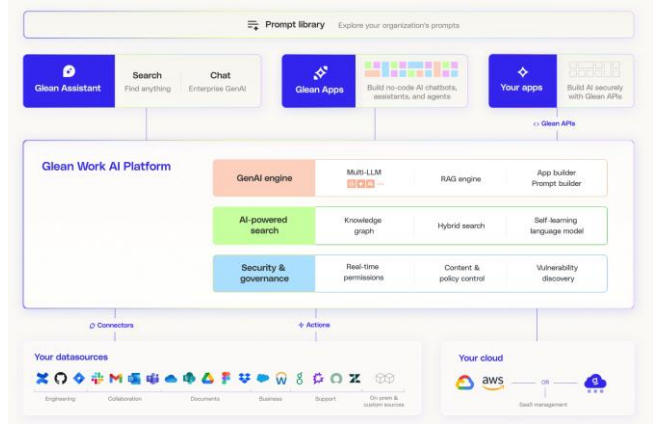
资料来源: Bloomberg、各公司 Investor 官网、华泰研究

图表16: Perplexity: AI 搜索界面示意



资料来源: Perplexity 官网、华泰研究

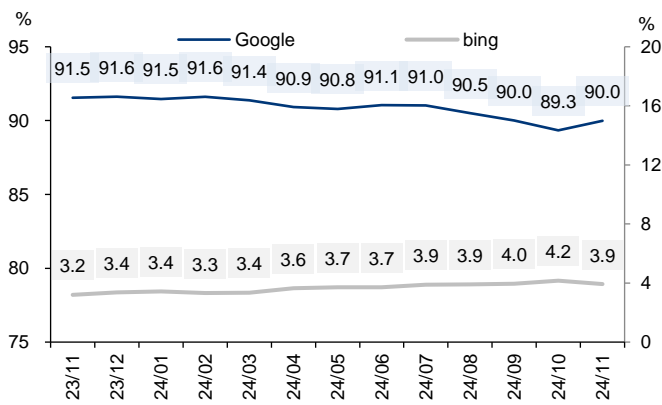
图表17: Glean: 产品架构示意



资料来源: Glean 官网、华泰研究

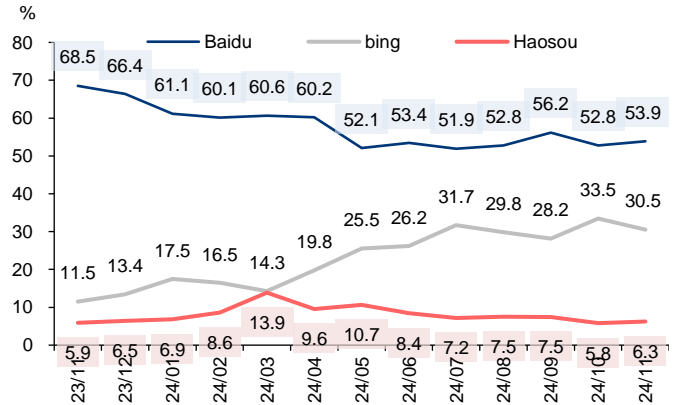
AI 搜索赛道通常“后来者”居上，产品成功三要素：模型能力、检索数据质量、流量入口。 AI 搜索对于传统搜索引擎是产品模式、用户习惯、商业化逻辑的三重颠覆，因此行业头部搜索引擎的转型速度通常不及其他同行企业。海外微软 Bing、创业公司 Perplexity 的 AI 搜索产品全面上线，Google 的 AI Overview 功能仍在测试阶段。我们判断，国内公司有望复制海外经验，打造 AI 搜索的明星产品。国内相关公司：三六零、字节跳动。

图表18: 全球搜索引擎市场份额变化 (2023.11-2024.11)



资料来源: Statcounter 官网、华泰研究

图表19: 中国搜索引擎市场份额变化 (2023.11-2024.11)



资料来源: Statcounter 官网、华泰研究

三六零：24 年 12 月全新升级纳米搜索（原名为 360AI 搜索），定位为“搜、读、写、创”一体的新搜索产品。 1) 模型上：360 的 CoE (Collaboration-of-Experts, 专家协同) 架构，集成了百度、字节跳动、阿里巴巴、腾讯、华为、智谱、月之暗面等国内 16 家大模型厂商超 50 款大模型。2) 功能上：AI 全家桶：整合了一堆 AI 小应用和第三方大模型；AI 内容工厂：一键 AI 内容转语音、视频。3) 流量上：360 AI 搜索 10 月访问量达 2.87 亿次，11 月达 2.83 亿次，目前网站、APP、小程序同时上线，后续流量入口有望全面打开。4) 商业模式上：收入为广告收入，成本为推理+人工成本。

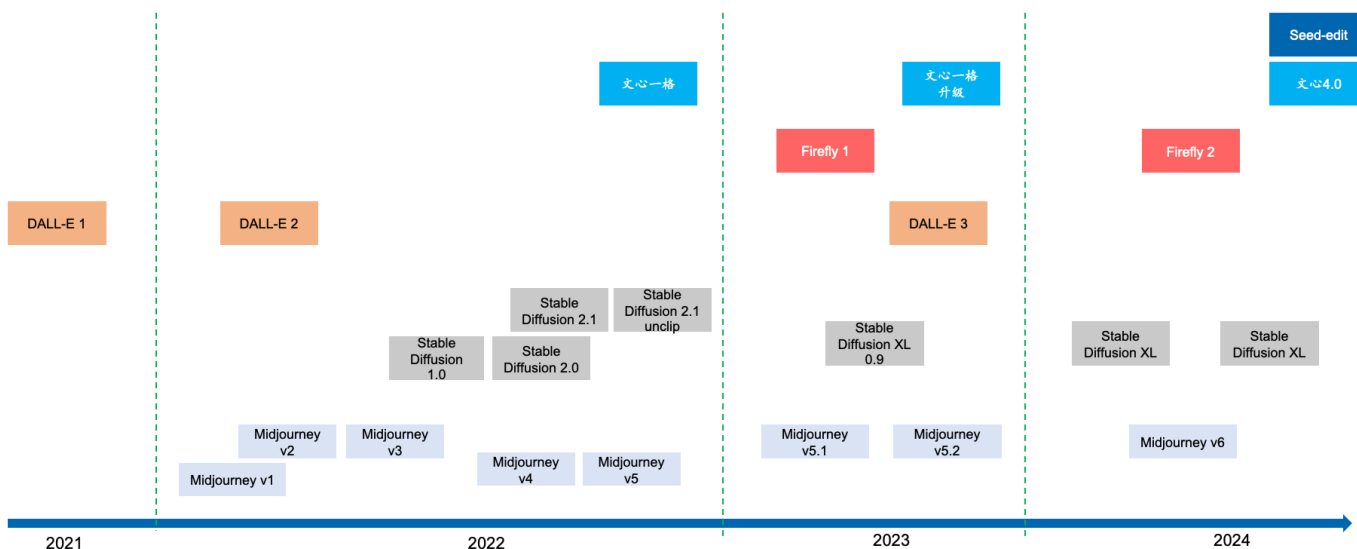
图表20：全球 AI 搜索引擎 web 端访问量统计（24 年 11 月）

 AI 产品榜 · 搜索引擎 全球					
全球排名	AI 产品榜	产品名	网站(web)分类	11月上榜网站 Web访问量	11月上榜网站变化
1		New Bing	AI Search Engine	1.83B	-1.91%
2		360AI搜索	AI Search Engine	282.73M	-1.69%
3		Perplexity AI	AI Search Engine	107.84M	13.88%
4		秘塔AI搜索	AI Search Engine	8.01M	12.01%
5		You	AI Search Engine	6.33M	-8.92%

资料来源：aicpb.com 官网、华泰研究

赛道四：多模态 AI 应用有望实现业务突破

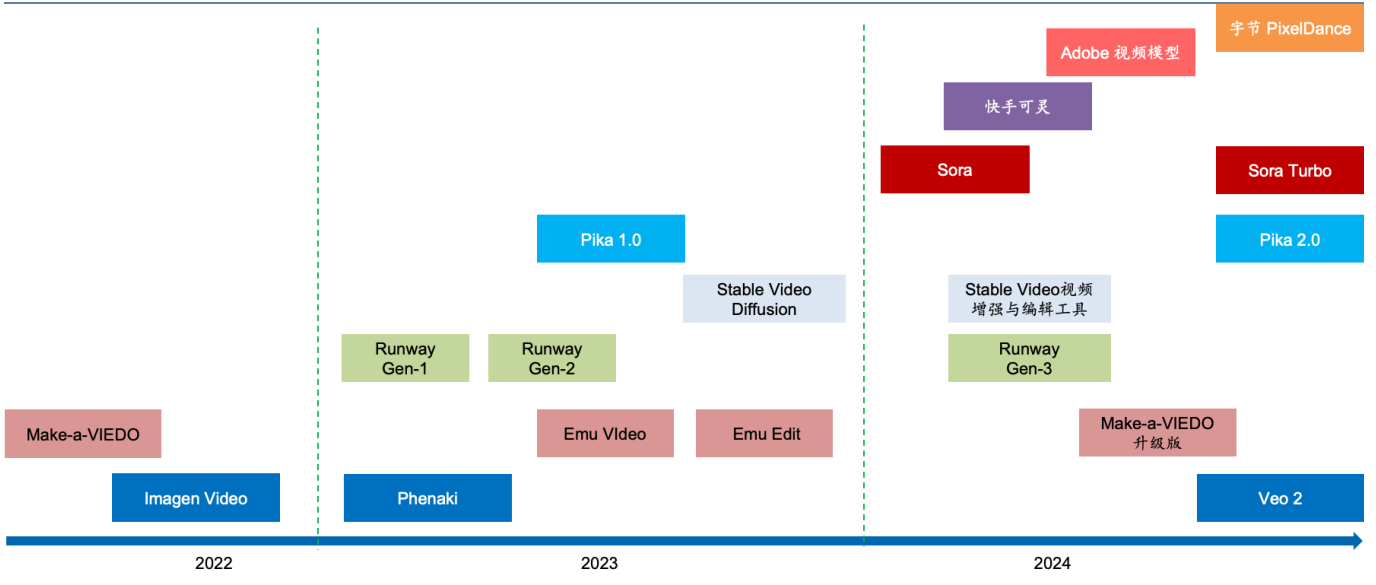
海外多模态模型 24 年底密集更新。围绕图像、视频、3D 模型，海外厂商密集推出新款模型，在模型输出质量上实现全新升级。1) 图像：24 年 10 月 Adobe 在 MAX 2024 大会上推出 Firefly 2.0 模型，进一步提升图像输出的可控性；2) 视频：24 年 12 月 OpenAI 发布 Sora Turbo 版本、Google 发布 Veo 2 模型，进一步强化视频模型对于物理世界运动规律的理解能力；3) 3D：24 年 12 月 Google 发布 Genie 2.0 模型，能生成各种可控制动作、好玩的 3D 环境，还可以用于训练和评估具身 Agent。我们认为，底层模型能力提升有望带动上层应用实现功能突破，看好明年多模态应用的业务机会。

图表21：2024 年图像大模型加速迭代


资料来源：Bloomberg、各公司 Investor 官网、华泰研究

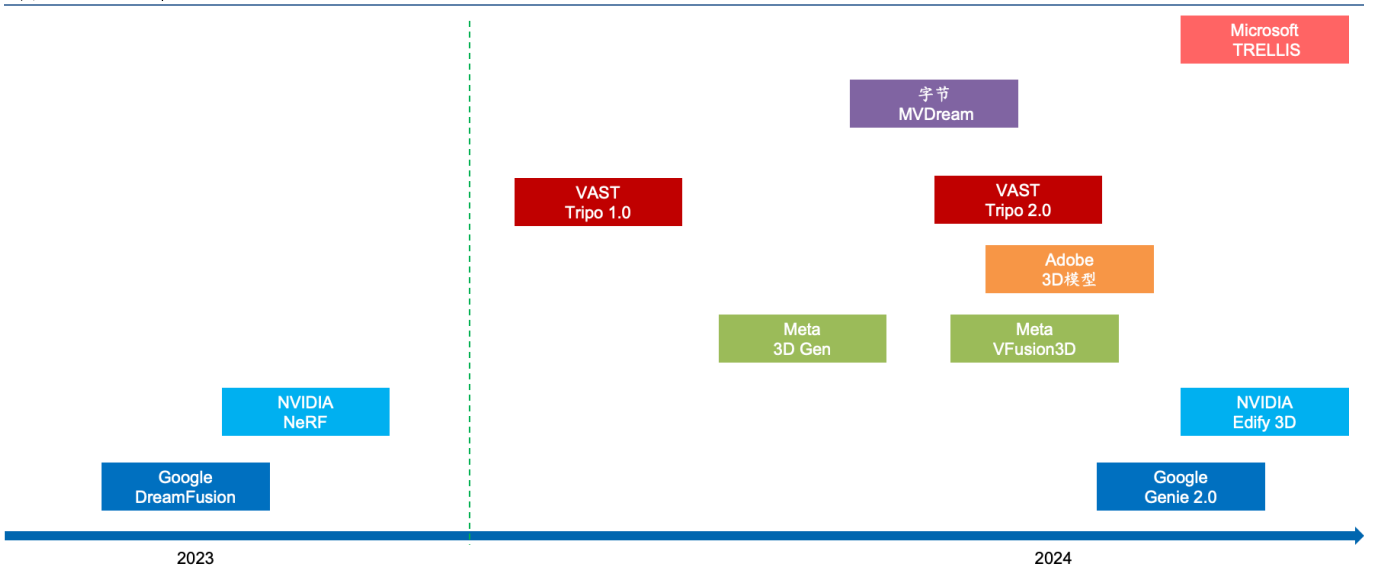


图表22：2024 年视频大模型加速迭代



资料来源：Bloomberg、各公司 Investor 官网、华泰研究

图表23：2024 年 3D 大模型加速迭代



资料来源：Bloomberg、各公司 Investor 官网、华泰研究

模型成熟是应用落地的基础要素，看好 25 年多模态应用业务进展。从多模态模型的能力来看，国内大模型与海外大模型的差距较小，且视频语料数量充足，我们认为在多模态 AI 应用场景，国内厂商或具有更强的竞争优势。相关公司：万兴科技、福昕软件、虹软科技、汉仪股份、焦点科技。

图表24：国内多模态 AI 应用进展梳理

公司	主营业务	AI变化	模型合作商
万兴科技	提供视频、绘图、文档创意软件及实用工具软件	23年起持续推动产品AI升级，覆盖视频编辑、文档PDF、数字营销等多产品线，24年前三季度AI创新业务收入达4,000万元	智谱、百度、月之暗面
福昕软件	核心产品为PDF编辑及阅读器，并提供相关行业解决方案	核心产品 PDF 编辑器增加AI助手功能，海外版云产品 PDF Editor Cloud 已集成 AIGC 技术，可实现 PDF 文档总结、内容改写、实时问答等智能文档服务功能，定价4.99 美元/月，49.99 美元/年	OpenAI、百度、月之暗面
虹软科技	全球领先的计算机视觉和人工智能技术公司，提供手机、汽车、电商相关的AI视觉方案	2024 年其 PSAI 在商拍领域提供 AI 试衣、AI 模特视频生成功能，并陆续入驻淘宝千牛商家工作台、1688、抖店微应用、抖店服务市场等，目前已有虹软智能商拍业务注册用户20万家左右	自研
汉仪股份	以字体设计和数字字体技术为核心，提供各种类型的字体库，还涉及到数字排版、打印设备以及相关的技术开发与应用	探索利用 AI 技术快速生成各种独特的字体特效，发布字由 APP 除了字体管理功能外，还推出了基于人工智能的“AI 识字”服务，帮助用户迅速识别字体的名称和出处	自研
焦点科技	提供全链路外贸服务综合平台，为中国供应商和海外采购商提供一站式国际贸易解决方案	24年11月，发布中国制造网AI麦可4.0版本，定位全流程 AI 外贸助手，能够完成整个外贸工作流的自动规划与执行；24年10月，推出“AI+跨境”产品“门道”（mentarc，为全球分销商和跨境电商卖家解决选品、货源查找、店铺运营等问题	OpenAI

资料来源：Wind、各公司 Investor 官网、华泰研究

25 年海外重点事件日历

海外 AI 应用进展仍是国内 AI 应用预期的重要催化，关注 3 月、9 月、12 月等重要时段。根据往年经验，3 月为海外公司春季发布会的密集时段；9 月为秋季发布会、用户生态大会的密集时段；12 月多为业务创新大会的密集时段；建议关注明年海外公司的 AI 进展更新。

图表25：2025 年海外 AI 应用相关大会整理及预估时间

	大事日历
Microsoft	Q1 春季发布会（预估3月）；9 月秋季发布会；11 月 Ignite 2025
Google	4 月 9 日 Google Cloud Next 2025；
Amazon	9 月 16 日 Amazon Accelerate 2025；12 月 relevant 2025；
Oracle	10 月 13 日 Oracle Cloud World 2025
Meta	10 月 Meta Connect 2025
MongoDB	8 月 开发者大会2025
Snowflake	6 月 2 日 Snowflake Summit 2025
Confluent	3 月 19 日 Confluent Current 2025
Elastic	/
SAP	3 月 18 日 SAP Concur Fusion 会议；10 月 SAP Connect 2025
Palantir	3 月 AIP Con
ServiceNow	5 月 6 日 Knowledge 2025
Salesforce	24 年 12 月 15 日 Agentforce 2.0 发布；3 月 5 日 TDX 开发者大会；9 月 Dreamforce 2025
C3.AI	3 月 18 日 C3 Transform 2025
Workday	9 月 Workday Rising 2025
AppLovin	1 月 20 日 Pocket Gamer Connects 2025
Shopify	/
DocuSign	/
Gitlab	/
Adobe	3 月 17 日 Adobe Summit 2025；10 月 Adobe MAX 2025
Reddit	/
Duolingo	/
其他	1 月 7 日 CES 大会；3 月 17 日 GTC 大会；9 月 7 日 North American Cloud & Collaboration Summit 2025

资料来源：Bloomberg、各公司 Investor 官网、华泰研究预测

信创：25-27 年有望迎来替换高峰，产业进入业绩兑现期

信创复盘（2022-2024）：党政信创阶段性放缓，行业信创规模推广

信创推进节奏：党政信创阶段性放缓，行业信创规模化推广

根据亿欧智库，自 2020 年信创产业“元年”至今，我国信创产业已走过第 5 年。2020-2021 年，党政信创全面推进中央、省、市电子公文系统的国产化替换，2022 年主要进行收尾验收工作；2023 年党政信创开始向区县下沉，但由于财政支出紧张等因素，2023-2024 年，党政信创阶段性放缓。行业信创方面，2021-2022 年金融、电信行业信创先行试点，电力行业紧随其后；根据亿欧智库，2022 年 9 月底，国资委发布 79 号文，大力推动央国企信创替代，目标是重点行业央国企要在 2027 年底实现 100%信创替代，行业信创开始加速。2023-2024 年，金融、运营商、能源行业信创加速推进，成为推动相关公司营收增长的重要驱动力。

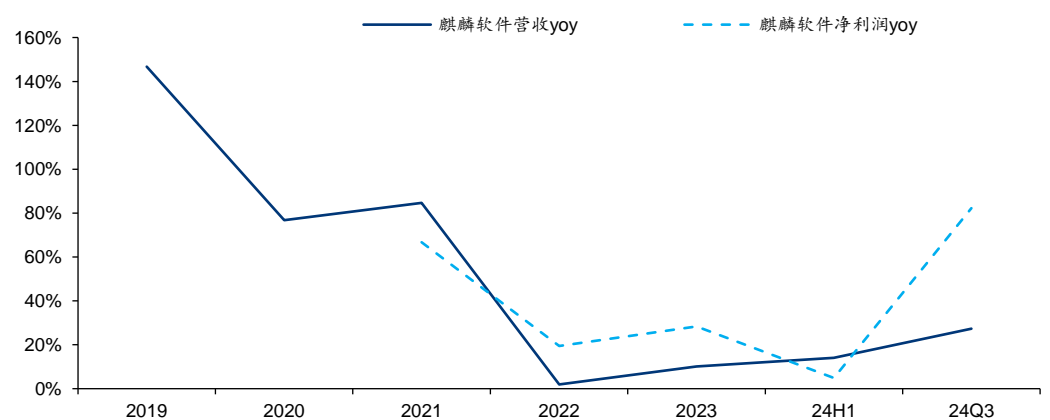
行业信创规模化推广，助力核心环节公司 2024 年营收加速增长

2022 年由于党政信创电子公文系统替换进入收尾工作，需求下降，导致信创产业链相关公司营收和利润同比增速放缓，如操作系统、数据库等信创核心环节公司营收同比增速均出现了显著的下降。

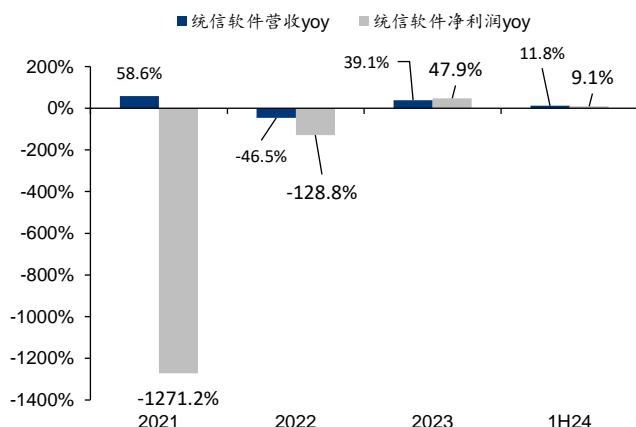
2023 年以来，随着行业信创的加速推进，核心环节相关公司营收和利润增速开始持续回升。如操作系统代表厂商麒麟软件、统信软件以及数据库龙头达梦数据的营收和净利润同比增速均出现了快速回升，麒麟信安 2023 年营收和净利润同比大幅下滑主要是因为国防行业信息化建设放缓所致。

2024 年前三季度，由于宏观经济持续低迷及地方财政支出紧张，计算机行业公司整体业绩持续承压，但信创核心环节公司受益于金融、运营商、能源等行业信创的持续推进，业绩呈现出较强的韧性。尤其 24Q3，核心环节公司营收和利润均出现明显改善。如操作系统环节，麒麟软件 24Q3 营收同比增长 27.3%，净利润同比增长 82.24%，相比 24H1 营收同比增速（14.13%）和净利润同比增速（4.89%）有显著提升；麒麟信安 24Q3 营收同比增长 82.07%，其中操作系统收入同比增长 93.58%，相比 24H1 也有显著改善（24H1 营收 yoy+41.06%，其中操作系统收入同比增长 46.06%）。数据库环节，达梦数据 24 年三季报营收 yoy+40.96%；归母净利 yoy+47.48%；其中 Q3 单季营收 yoy+74.46%；归母净利 yoy+58.60%。

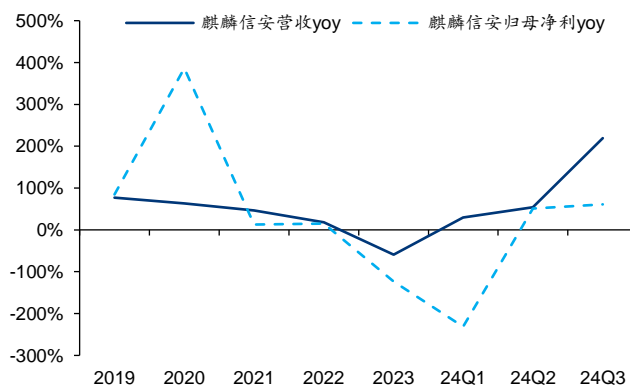
图表 26：操作系统：麒麟软件营收及净利润同比增速



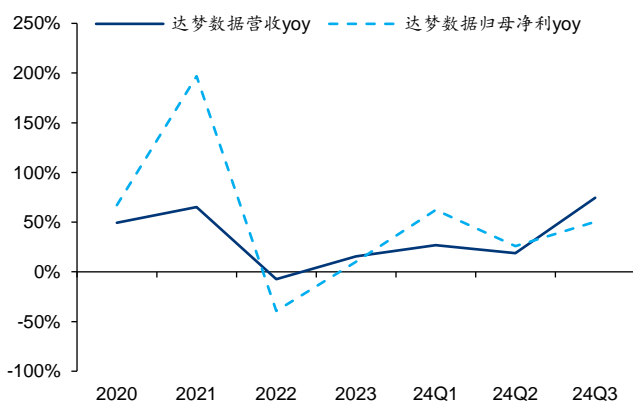
资料来源：Wind，华泰研究

图表27：操作系统：统信软件营收及净利润同比增速


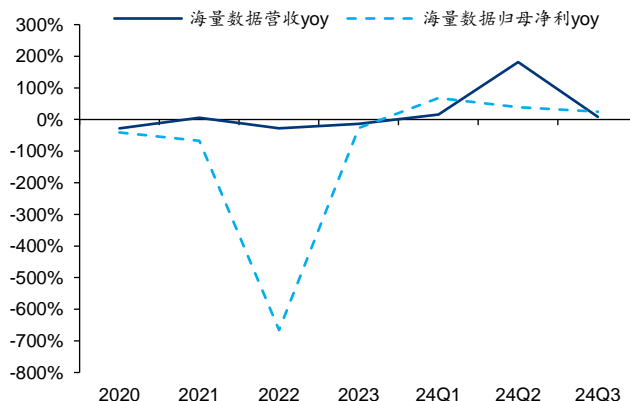
资料来源：Wind，华泰研究

图表28：操作系统：麒麟信安营收及归母净利润同比增速


资料来源：Wind，华泰研究

图表29：数据库：达梦数据营收及净利润同比增速


资料来源：Wind，华泰研究

图表30：数据库：海量数据营收及归母净利润同比增速


资料来源：Wind，华泰研究

信创展望：25-27 年党政信创有望重回高景气，行业信创加速渗透

中国构建自主可控的科技产业链紧迫性持续提升。国内 IT 产业面临三大趋势：数字化、智能化及国产化，在当前中美科技关系愈发紧张背景下，国产化成为国内 IT 产业发展的确定性趋势之一。2024 年 12 月 2 日，美国商务部产业安全局（“BIS”）发布了关于先进计算半导体与半导体制造物项出口管制临时新规（“AC/S & SME IFR”）的最新修订。这是美国商务部第四轮修订，其分别于 2022 年 10 月 7 日、2023 年 10 月 17 日和 2024 年 3 月 29 日进行过三轮修订。本次修订进一步收紧对半导体制造设备、存储芯片等物项的对华出口管制，并将 140 家中国实体增列至出口管制“实体清单”。中国构建自主可控的科技产业链，解决“卡脖子”问题的紧迫性愈发强烈，上游要建立自主可控的半导体产业链，下游要建立自主可控的信创产业链，实现从基础软硬件到上层应用系统的全面自主可控。

25-27 年将是党政信创和行业信创全面替换的高峰期，重点关注能够持续兑现业绩的核心环节龙头公司。随着信创政策、资金、标准等的持续出台和加码，信创产业链成熟度不断提升，信创产业将由政策驱动转向政策和市场需求双轮驱动阶段，相关产业链公司也将迈入业绩兑现期。重点关注能够持续兑现业绩的龙头公司。

图表31：信创产业推进节奏

2018	2019	2020	2021	2022	2022的定位	2023-2024	2025-2027
中兴	华为	党政			总结过去3年		
		八大行业			规划未来5年		
	推进情况	党政：中央/省/市电子公文系统替换		党政：缓慢		党政：区县下沉、政务系统	
		行业：金融/电信/电力信创启动		金融/电信/电力全面推广		金融/电信/电力：深化	
		行业：石油/交通/航空航天重点环节推广				石油/交通等：加速	
		行业：教育/医疗试点				教育/医疗：加速	

资料来源：亿欧智库，华泰研究

党政信创：中央补贴+积极财政政策，党政信创 25 年有望重回增长快车道

23 年下半年党政信创开始向区县下沉，但资金问题成为党政信创推进缓慢的最大障碍。23 年 10 月，中国政府采购网发布《金东区江东镇乡镇信创试点项目》招标公告，首次提到了“乡镇（街道）党政机关深化信创替代工作试点”，打响了区县（乡镇）试点的第一枪。但由于地方财政资金紧张，因此 23 年下半年至 24 年上半年，党政区县信创推进速度较慢。

政府信创采购标准出台，助推党政信创加快向区县下沉。根据财政部官网，2023 年 12 月，财政部、工业和信息化部印发七项基础软硬件政府采购需求，对操作系统、一体式计算机、台式计算机等列出采购标准。2024 年 3 月 11 日，中央政府采购网发布《关于更新中央国家机关台式计算机、便携式计算机批量集中采购配置标准的通知》明确要求：乡镇以上党政机关，以及乡镇以上党委和政府直属事业单位及部门所属为机关提供支持保障的事业单位在采购台式计算机、便携式计算机时，应当将 CPU、操作系统符合安全可靠测评要求纳入采购需求。政府采购标准的出台不仅将信创核心品类聚焦于“计算机终端、服务器、操作系统、数据库”四大类，还明确了“乡镇(街道)以上党政机关”的执行范围，有望推动党政信创向区县乡镇加快推进。

24 年下半年，随着超长期特别国债以及专项债券等增量资金落地，党政信创招投标明显加速。随着财政增量资金的落地，9 月份以来，党政信创招投标明显加速，其中区县一级的信创招标也频繁出现，如 24 年 9 日，桑植县发布 5000 万元的信创设备采购需求；10 月 8 日，宁波市江北区行政事业单位采购 1227 台信创台式机和 85 台笔记本等。

展望 25-27 年，随着中央财政补贴的资金支持，党政信创有望重回增长快车道。从招投标内容来看，以台式机/笔记本、服务器等终端厂商和操作系统、数据库为代表的信创核心品类厂商有望在党政区县信创采购潮中最先受益。

图表32：2024年下半年党政信创招投标信息（部分）

时间	党政信创项目	金额（万元）
7月2日	江苏省市场监管系统信创改造需求	1400
7月19日	海关总署发布《2024年海关信息化建设所需服务器设备（01包）》采购项目	5961
7月19日	聊城高新区政务信创云项目备案通过	5000
8月23日	杭州全市信创一朵云租用服务项目	7697
8月30日	苏州市发布《信创云平台》招标公告	1408
9月9日	山西省省级政务云服务采购项目	160200
9月12日	湖北省电子政务外网升级整合项目	13700
9月14日	福建省司法厅发布戒毒管理局信创改造项目	2114
9月18日	福建省发改委发布【福建省监狱管理局信创改造项目】	4223.94
9月18日	海关总署发布《2024年9至12月政府采购意向-海关信息化设备更新批量集中采购项目》	45000
9月27日	北京市石景山区电子政务外网信创云项目	614.24
10月8日	宁波市江北区行政事业单位信创计算机采购项目	673
10月9日	桑植县大数据中心发布信创设备采购需求	5000
10月11日	海丰县中心城区智能数字基础设施建设项目（一期）	4499.11
10月11日	文山州生态环境业务设备及终端信创项目	185
10月15日	浦江县公安局信创电脑2024年采购项目	210
10月18日	杭州市余杭区党政机关系统深化信创改造服务(2024年度)项目	545.02
11月5日	宁波市国资委监管单位信创产品集中采购2024年度第二批（软件、终端硬件）	
11月13日	尼木县2024年信创设备采购项目	742.7
11月28日	广西壮族自治区都安瑶族自治县2024年、2025年信创非涉密台式机计算机采购	312.5
12月9日	环江毛南族自治县2024年信创台式机计算机及配套办公软件采购	72

资料来源：全国公共资源交易平台，各省市公共资源交易中心，华泰研究

党政信创潜在存量替换市场空间广阔

广东省党政信创仍有近80%系统需要替代。据南方都市报，24年11月7日，2024大湾区网络安全大会在长隆国际会展中心举行，广东省政务服务和数据管理局安全管理处罗处长就“广东深化信创工作的实践与思考”进行分享介绍。从2021年开始，广东连续印发了《广东省数字政府改革建设“十四五”规划》等系列文件，明确提出要提高信创产品在党政机关日常办公应用系统和重要基础设施应用的广度和深度，特别是明确了要按照“信创为常态、非信创为例外”来加大政务信息化的推动。截至2024年11月，广东全省乡镇（街道）以上党政机关近80%的系统需在2027年前完成对应的信创适配改造或下线计划。

全国党政信创存量替换市场空间广阔。广东省党政信创是全国党政信创的缩影，从广东省党政信创推进的进度，我们可以合理推断，全国党政信创离2027年完成替换仍有较大的距离，全国党政信创存量替换空间仍然十分广阔。

行业信创：金融/电信/电力进一步深化，其他行业信创有望加速推进

79号文加速了央国企信创的推进。根据亿欧智库，22年9月底国资委出台了79号文，全面指导并要求央国企落实信息化系统的信创国产化改造。其中，明确要求所有中央企业自2023年1月起，每季度末向国资委报送信创系统替换进度；最终要求2027年底前，全部央国企必须完成信息化系统的信创改造工作。79号文出台后，以金融、运营商、能源为代表的行业信创推进速度明显加快，2027年成为信创完成替换的重要里程碑，随着时间的临近，信创产业有望进入新一轮加速期。

图表33： 央国企信息化系统 2027 年信创替换目标



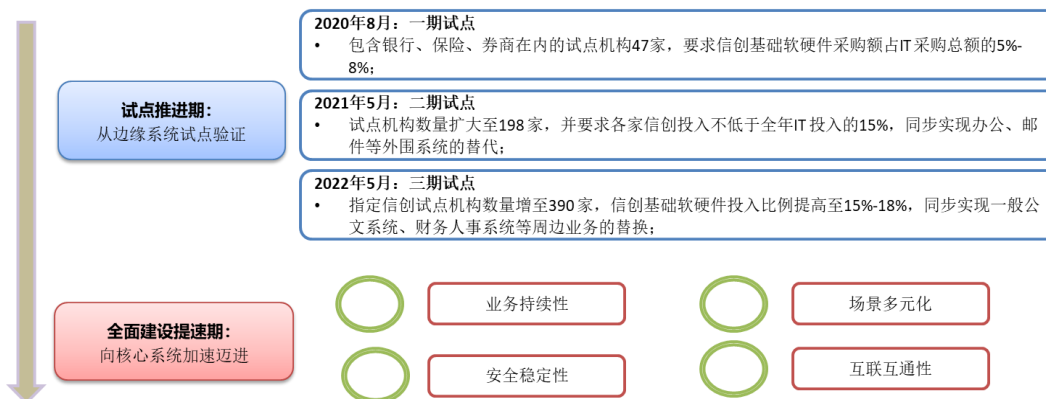
资料来源：亿欧智库，华泰研究

金融信创：向核心系统替换加速迈进，中小金融机构信创替代加速

金融信创（2020-2024）：OA 已基本完成信创替代，非核心业务系统信创替换快速推进。

1) **2020-2022 年为金融信创试点推进期。**根据艾瑞咨询《2023 年中国金融信创行业研究报告》，2020-2022 年为金融信创试点期，一是试点机构的信创基础软硬件投入占比持续提升；二是试点机构逐步实现了 OA、邮件等外围系统的信创替换，并逐步向非核心业务系统如财务、人事等外围系统信创替换演进。

图表34： 金融信创推进节奏



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

2) **2023 年开始，金融信创推进显著提速。**在头部金融机构验证了技术可行性、场景可行性，并评估了相应的风险后，区域性银行、证券、保险等机构也开始大规模规划云平台、国产数据库相关项目。2023 年下半年，区域性银行开始加速信创改造。2023 年 6 月证券业协会发布的《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025 年)》，鼓励有条件的证券公司在 2023-2025 年信息科技平均投入金额不少于上述三个年度平均净利润的 10% 或平均营业收入的 7%。2024 年，证券、保险信创加速推进。

图表35：证券行业部分信创案例

金融IT厂商	信创案例
恒生电子信创案例	<p>平安基金：2024年11月，上线恒生新一代TA系统，并实现全栈信创适配</p> <p>招商证券：2023年12月，恒生UF3.0在招商证券完成全链路信创适配；24年11月25日，招商证券上线恒生全栈信创PB2.0。</p> <p>华福证券：2024年上线恒生O45平台，实现包括数据库、服务器、操作系统、中间件在内的投资交易系统的全栈信创</p> <p>人保资产：2024年5月，信创适配的恒生非标资产管理3.0在中国人保资产管理有限公司（以下简称人保资产）成功上线</p> <p>太平养老：2023年4月，信创适配的恒生商业养老金业务解决方案在太平养老正式落地；24年6月，太平养老进行了TA、理财销售、资金清算、客户数据中心、财富终端、反洗钱等多套系统的信创适配</p> <p>中邮证券：2023年以来已陆续实现风险管理、运营管理等9套核心信息系统的信创适配与上线；24年6月实现新一代估值系统的信创适配上线</p> <p>中国银河：2023年，中国银河完成了整个场外代销和投顾业务的自主创新改造</p> <p>浙商证券：24年1月，信创适配的恒生LDP极速交易系统在浙商证券上线，交易性能提升300%</p> <p>东方证券：24年4月，东方证券新一代场外交易订单系统完成全客户、全业务、全链路的信创适配，生产单轨运行！24年8月，UF3.0融资融券交易系统全客户切换，融资融券清算系统完成信创适配</p> <p>国金证券：23年11月，恒生LDP极速交易系统（信创适配）在国金证券顺利落地，实现证券、两融、期权全业务品类支持</p>
顶点软件信创案例	<p>新交易体系与信创领域：A5在东吴证券全栈信创全面上线以来，已稳定运行一年，性能及稳定性得到了充分验证；同时，中信证券、上海证券、南京证券等机构的A5建设也在持续进行中；中国银河、海通证券，完成A5场外交易系统上线；中国银河、光大证券完成HTS升级，实现专业交易的核心自主可控</p> <p>“财富+”信创领域：携手中国银河、广发证券、海通证券、申万宏源证券、国信证券等在资产管理、产品管理、投顾管理、员工服务、理财与销售等方面实现信创化。</p> <p>“机构+”信创领域：携手中信证券、中金公司、招商证券、海通证券、申万宏源证券、光大证券等在机构交易、机构理财、机构销售等方面实现信创化。</p> <p>资管信创领域：携手太平洋资管、信达证券资管、华夏理财、鹏华基金等在产品生命周期管理、营销管理、大数据应用等方面实现信创化。</p> <p>运营信创领域：携手国泰君安、海通证券、兴业证券、国投证券等在集团运营、数字化运营等方面实现信创化。</p>

资料来源：恒生电子官微，顶点软件官微，华泰研究

金融信创未来展望（2025-2027）

趋势 1：信创替换由外围系统向核心系统加速迈进。根据信息化观察网，2020年为国有大行和股份制银行信创选型关键期，大小机下移进展较快，2021-2022年头部银行的核心系统改造进入建设和交付期。2024年监管部门要求，金融行业要在2027年实现所有系统的信创改造，2028年则要实现核心系统单轨运行，即不再保留原来的技术栈。一般而言，金融机构规划信创项目的落地周期相对较长，核心系统改造基本需要3-4年，一般业务系统也需要一年左右。因此，预计2025年前后金融行业头部机构核心业务系统升级会取得显著进展。据腾讯云副总裁胡利明所述，全国有独立IT部门的银行共计约200家，近年来已经立项重新搭建新一代核心系统已经超80家。

趋势 2：数据库是金融核心系统替换的重中之重，未来三年有望迎来重大市场机会。随着金融信创进一步向核心业务深化，数据库替换将成为重中之重。根据信息化观察网，2023年多机构联合做过一个摸底，国外数据库在银行核心系统占比仍在80%以上。根据金融信息化研究所2022年编撰的《金融业数据库供应链安全发展报告》显示，2022年银行业办公系统与一般系统中国产数据库使用比例已突破50%，但在核心系统使用比例仍在15%左右。国产数据库正从“可用”向“好用”迈进，随着2027年期限临近，国产数据库将迎来重大市场机会。

趋势 3：中小金融机构信创替代有望加速。随着2027年全面国产化替代的时间节点临近，中小金融机构的布局正在加快。但中小金融机构信创替换面临的挑战更大，一是中小金融机构自身技术实力相对较弱，在信创替换时面临更多技术难题；二是当前信创技术栈整体的性价比仍比传统IOE的技术栈弱，因此也会对中小机构带来较大的投入压力。我们认为，中小金融机构信创替代加速，有望给第三方IT解决方案供应商带来更多的业务机会。

图表36：2024年银行上线核心系统情况

时间	2024年银行核心系统上线情况
2024年初	杭州银行新一代核心业务系统成功投产上线。新核心系统是业内首个实际投产的云原生、分布式、全栈国产化的银行核心系统。
2024年1月	广发银行信用卡国产化分布式核心系统成功投产上线。新系统在参考复用国产化银行核心技术成果的基础上，进一步应用容器云、单元化部署等新技术，支持资源更快扩充、故障更快隔离，为业务运行提供高可用、高性能的系统支持。
3月24日	梅州客商银行核心业务系统全栈自主可控改造项目正式全面投产上线。涵盖服务器、操作系统、数据库的核心系统全栈自主可控改造全部完成。
5月26日	邮储银行新一代信用卡核心系统第三批正式投产上线。完成了数据迁移平台的建设，标志着系统已进入业务切换前的最后准备阶段。邮储银行个人、公司新一代核心系统已先后投产上线。
6月10日	山西省农商银行新一代核心业务系统投产上线
6月15日	兴业银行分布式零售客户信息管理系统建设项目成功上线
8月23日	浙江稠州商业银行新一代核心业务系统升级

资料来源：新浪财经，中国电子银行网，华泰研究

运营商信创：硬件国产化率持续提升，基础软件信创替代有望加速

运营商服务器硬件国产化率持续提升。运营商行业于2020年开始信创，有序推进包括一般系统和核心系统在内的国产化替换。信创国产服务器占运营商招标比重正逐年增加，鲲鹏系、海光系、飞腾系等国产CPU型号服务器产品均参与其中。如中国联通2022年服务器信创占比约40.47%；中国移动服务器集采中国产服务器的比例从2021年的21%左右提升至2023年的43.47%；中国电信也从服务器国产化率也从2021年的19.9%提升至2023年的47.3%。

2024年运营商集采大标频出，且国产化率进一步提升。24年7月份，中国移动PC服务器集中采购的数量达到26万台，总体金额约162亿；10月21日，中国电信采购168亿服务器，国产化率达67.8%。

随着服务器硬件国产化率的持续走高，运营商也加快了国产基础软件的替换速度。展望25-27年，以GPU为核心的AI服务器和基础软件、应用系统的国产化替代有望成为运营商信创的重要内容。

图表37：运营商基础软件信创推进情况

运营商	操作系统信创进度	数据库信创进度
中国移动	2023年，与麒麟软件携手打造了通信行业首个大规模采用国产操作系统的标杆工程，覆盖了营业厅、办公、生产运维等三个核心业务场景，部署了银河麒麟桌面操作系统超过10万套并覆盖超过20个省（区、市）	截至2024年，中国移动全国1/3的省份选择了OceanBase数据库进行信创替换，覆盖近20个核心业务系统及300余个实例
中国联通	2021年，中国联通软件研究院率先启动CentOS迁移试点工作，选择联通云平台、cBSS微服务、计费出账、5G SA智汇消息、新客服外呼中心作为实际利旧替代场景，采用统信服务器操作系统进行迁移替换。	2022年，GoldenDB均以第一份额中标中国联通的国产数据库集采，份额达到60%
中国电信	2023年，宁夏电信、杭州电信、以及河南电信超万级规模采购银河麒麟桌面、服务器以及嵌入式操作系统进行政务云等网信市场合作。24年9月12日，中国电信发布招标国产桌面操作系统34万套，金额上限9900万（含增值税）。	

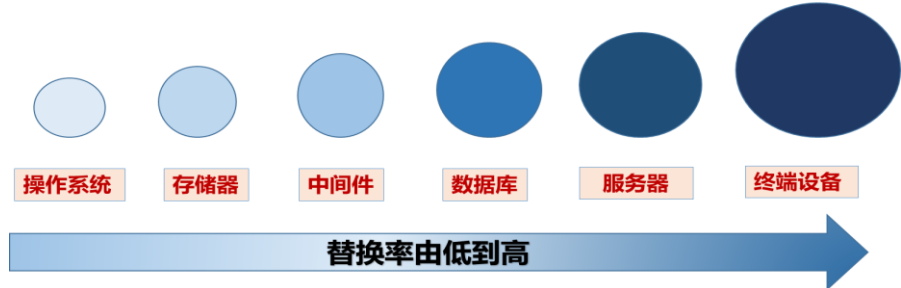
资料来源：麒麟软件官网，统信软件官网，OceanBase官网，摩天轮，中国电信阳光采购网，华泰研究

电力信创：行业信创排头兵，工业软件是未来替换核心

电力行业信创进展：硬件替换率已较高，办公软件基本实现国产化。根据国资委央企名录，我国现有央企98家，其中包括“两大电网、六大发电、两建、一装备”等共11家电力央企。根据亿欧智库，2020年后，以国家电网、南方电网等企业为代表，电力行业积极推进信创工作。从芯片、通信设备、终端设备等基础硬件，数据库、操作系统等基础软件，到企业ERP、身份认证系统、办公软件等应用软件，再到核心调度/电力营销/数据采集等核心系统，两网均已开展国产化适配及试点工作。截至2023年，电力行业IT基础设施替换率60%左右，硬件替换率高于软件，业务涉及的工业软件可替，但性能有差距，未来信创重点是实现工业软件自主可控与应用能力的统一。

图表38：电力行业信创进展情况

- 终端设备:如计量电表等采集设备,目前主要有国产厂商供给,替换率较高。
- 服务器和主机:在政策推动下,使用年限到后,会优先选择采购国产基础服务器,较早时间前就开始替换。
- 基础软件:受电网信息化智能化建设推动、安全性考量国产软件需求量上升,操作系统、中间件、数据库均开展替代研究,但受适配性、以及部分关键系统库缺失影响,替换率不及基础硬件,其中数据库替换高于中间件和操作系统。
- 应用软件:办公软件较好替换,国家电网OA、门户、邮箱基本实现国产化。大型工业软件可替,但产品性能和效率仍有差距。



资料来源：亿欧智库《2023年中国电力行业自主可控发展研究报告》，华泰研究

电力行业信创空间：根据亿欧智库《2023中国电力行业自主可控发展研究报告》测算，预计2027年电力行业信创目标市场对应PC出货量约为150万台，服务器约为34万台。根据PC市场单价6000元，以及服务器市场单价10万元计算市场规模，2027年PC市场规模约为90亿，服务器市场规模约为340亿。电力行业CPU、操作系统、数据库、办公软件、ERP几个细分领域的信创目标市场到2027年有望达到133亿。

25-27年基础软件和核心工业软件的国产化将是电力行业信创的重点。展望未来，除操作系统、中间件、数据库等基础软件替换外，电力行业信创替代重点环节及场景还包括发电环节的核心系统-分散控制系统（DCS），输/变/配电环节的智能运维系统，用电环节的智能电表（基于国产操作系统）以及基于国产基础软硬件的调度系统。

图表39：电力行业各环节信创替代重点场景

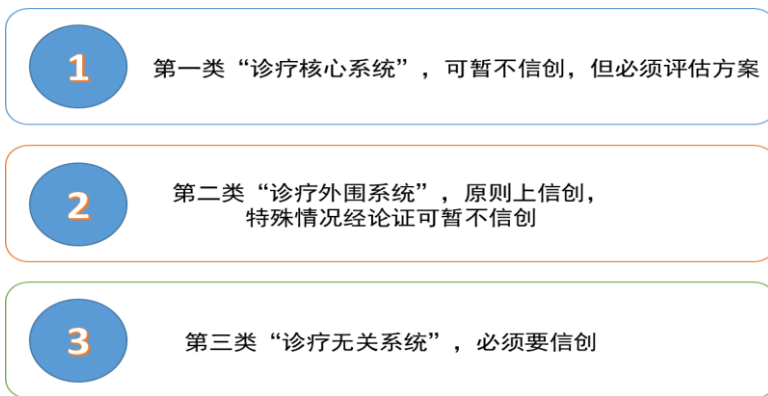

资料来源：亿欧智库，华泰研究

教育、医疗、工业信创：政策加码，2025 年信创渗透率有望提升

教育信创：政策持续加码。2022 年 4 月，教育部发布《义务教育信息科技课程标准（2022 年版）》，25 次提及“自主可控”、5 次提到“原始创新”、4 次提到“原创精神”，强调“信息科技课程”对促进科技创新自主可控、维护国家安全的重要基础性意义。2022 年 9 月，中央制定千亿政策贴息+专项再贷款“组合拳”，支持教育等 10 个领域的设备购置和更新改造。贴息贷款重点涉及高等教育、职业教育及实训教育等。2024 年 12 月 11 日，教育部和国家版权局联合印发《关于做好教育系统软件正版化工作的通知》（以下简称《通知》）。要求 2027 年底前，教育系统软件正版化工作长效机制基本建立，教育系统软件正版率显著提升，全面使用正版操作系统软件、办公软件和杀毒软件。各地各校要将软件正版化工作与教育数字化、网络安全、信息技术应用创新等工作相衔接，整体设计、一体推进。

医疗信创：政策陆续出台，信创招投标增加。2023 年 9 月，上海市卫健委联合多部门发布《医疗信创工作实施方案》通知中明确要求，市级医院 2025 年 6 月前完成全面信创改造工作，首批信创医院在 2024 年 6 月前完成 50% 以上的信创改造工作。24 年 6 月，天津市卫健委发布《天津市智慧医院能力提升三年行动计划（2024-2026 年）》，《三年行动计划》在“基本原则”部分提到：“夯实网络安全和数据安全防护体系，增强安全技术支撑能力，稳步推进医疗系统国产化，确保我市健康医疗信息安全可控。”

图表40：医疗信创实施路径



资料来源：上海卫健委《医疗信创工作实施方案》，华泰研究

医疗信创政策的陆续出台，驱动医疗信创加快了替代步伐，2024 年以来，医疗行业信创招投标显著增加。

图表41：医疗信创招投标（部分）

时间	项目	建设内容	金额（万元）
2024年4月	武汉市阳逻中心医院新一代智慧医院和大数据平台建设项目	医院信息化底层基础的信创改造；对现有医院信息系统进行改造升级等	12000
2024年5月	上海第九人民医院祝桥院区开办信息化项目子系统建设项目	硬件系统、软件系统、信息安全系统、智能专区建设项目（基础软硬件需要满足信创要求）	11651.27
2024年5月	上海市第六人民医院临港院区二期扩建开办配套信息化项目子系统建设项目	基础设施建设、专用硬件、专用软件、信息安全、信创存储设备	5443.8
2024年5月	泉州市第一医院电脑的采购意向	262套信创电脑（需符合信创要求，终端整机、操作系统、流版软件、杀毒软件等）	154.9
2024年8月	浙江省人民医院富阳院区发布2024年8月采购意向	软件系统本地化迁移及信创、云原生、国密改造等初步软件预算为4260万元，云资源租用、本地超融合、本地安全及办公配套初步硬件预算为4602万元	8862
2024年9月	《虹口区北部公共卫生中心信息化建设项目可研报告》获得区数据局批复	项目第一阶段主要以硬件设备采购和数据迁移为主；第二阶段主要以非核心业务系统信创改造和配套能力提升为主；第三阶段主要以核心业务系统信创改造和配套能力提升为主	
2024年10月	福州市卫健委统一信息化及设备建设项目	市级区域平台、市级医院信息系统、信创基础硬件和功能优化和安全建设四大方面	19000
2024年10月	上海市虹口区卫健委信息中心发布11月采购需求	北部公共卫生中心信息化建设费用（第一、二阶段）	3619.87
2024年10月	陕西省卫生健康信息中心发布“三秦智医助理”系统暨基层能力提升（智慧健康一期）项目采购需求	采用符合陕西省政务云“信创”环境要求的云原生、微服务等技术架构，在陕西省“智慧健康”框架下，建设基层卫生一体化应用、基层人工智能辅助智慧医疗、基层卫生综合监管等业务子系统	5074.15
2024年10月	苏州科技城医院超融合一体化建设项目	需符合信创要求，包括服务器、存储、操作系统、流版软件、杀毒软件等	1549

资料来源：全国公共资源交易平台，各省市公共资源交易中心，华泰研究

工业信创：设备更新政策加速工业领域国产化替代。24年9月20日，为加强对推动工业领域设备更新和技术改造工作的指导，依据《大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》和《推动工业领域设备更新实施方案》，工信部组织编制了《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》，针对27个行业提出了设备更新的目标和重点方向；并针对工业软件领域、工业网络设备、绿色节能设备、安全应急装备四大重点领域给出具体的设备更新目标和重点方向。工业软件领域设备更新目标要求：以提升产业链供应链韧性和安全水平为重点，围绕石油、化工、航空、船舶、钢铁、汽车、医药、轨道交通等关系经济命脉和国计民生的行业领域，推动基础软件、工业软件和工业操作系统更新换代。到2027年，完成约200万套工业软件和80万台套工业操作系统更新换代任务。

供给侧：华为有望成为本轮信创产业链的领导者

本轮信创由安全可靠测试入围名单替代了信创目录，信创产业迈向规范化和标准化。2019-2022年，党政信创参与厂商主要由信创目录来确定。随着行业信创的规模化推广，原有的信创目录不再足以支撑行业的国产化要求，为了实现信创产业市场化、标准化长远发展，中国信息安全测评中心官网分别于2023年12月、2024年5月及9月30日公开发布了三期《安全可靠测试结果》，第一期、第二期共有32款国产CPU（部分产品以系列为计数单位）、16款操作系统（6款桌面/10款服务器）、11款集中式数据库产品入围；第三期共有6款集中式数据库产品、11款分布式数据库、2款CPU（兆芯）入围。

图表42：三期安全可靠测试名单入围厂商情况

信创产品	入围厂商数量	入围厂商名称
CPU	6家	海思（鲲鹏920、麒麟990、盘古M900）、海光信息、飞腾信息、龙芯中科、上海兆芯、无锡先进技术研究院（申威）；
桌面操作系统	3家	麒麟软件、统信软件、中科方德
服务器操作系统	9家	麒麟软件、统信软件、中科方德、华为云、阿里云、腾讯云、中兴通讯、凝思软件、麒麟信安；
集中式数据库	13家	达梦数据、阿里云、腾讯云、瀚高软件、虚谷伟业、南大通用、东方金信、中电金仓、海量数据、万里开源、优炫软件、华为云（GaussDBV2.0集中式版、TaurusDBV2.0）、神舟通用；
分布式数据库	11家	平凯星辰、达梦数据、阿里云、中电金仓、南大通用、神舟通用、虚谷伟业、腾讯云、华为云、中兴通讯、奥星贝斯（OcenBase）

资料来源：中国信息安全测评中心，华泰研究

华为全面布局信创产业链，有望成为新一轮信创的领导者。从半导体五大类芯片，基础软件领域的操作系统、数据库、编译器、编程语言，到应用软件的 MetaERP、一站式软件开发工具以及人工智能盘古大模型和 AI 框架与工具-昇思 MindSpore。华为自主研发了信创产业链的所有核心环节，凭借其强大的技术研发实力、产品能力及客户优势，有望成为本轮信创产业的重要参与者及领导者。

图表43：华为国产化布局

产品属性	IT 环节	产品名称	产品进展
基础硬件	AI 芯片	昇腾	昇腾持续升级基础软硬件平台，加速大模型原生创新及推理应用落地 鲲鹏从迁移适配走向原生开发，2023 年底华为启动鲲鹏原生开发计划，截至 24 年 9 月，已有 200 多家头部伙伴实现鲲鹏原生开发，覆盖金融、运营商、政府、电力等行业核心系统，计划到 2025 年，鲲鹏原生开发伙伴将超越 1000 家，覆盖行业主流应用
	云计算处理器	鲲鹏	
	手机 SoC 芯片	麒麟	
	5G 基站芯片	天罡	
	5G 基带芯片	巴龙	
基础软件	联接芯片	凌霄	截至 2024 年 10 月 20 日，鸿蒙生态设备数量已超 10 亿台。已有超 1.5 万个应用及元服务完成上架，覆盖办公、社交、娱乐等 18 个垂直领域。10 月 22 日，华为正式发布原生鸿蒙系统 HarmonyOS NEXT，年底前预计鸿蒙还将推出 PC 版本。 2024 年欧拉系新增服务器操作系统市场份额突破 50%，新增装机量突破 500 万套，5 年累计装机量超过 1000 万套。 高斯数据库分布式及集中式均入围安全可靠测试名单，且在金融、运营商等领域应用广泛
	操作系统	鸿蒙 HarmonyOS	
	服务器操作系统	开源欧拉	
	数据库	高斯 DB	
	编译器	方舟	
应用软件	编程语言	仓颉	24 年 6 月中广核成其首个外部客户，赛意信息是其 ERP 领域重要实施合作伙伴
	管理软件	MetaERP	
软件开发工具	一站式软件开发平台	CodeArts	包括需求管理工具 CodeArtsReq、代码检查服务 CodeArtsCheck、编译构建系统 CodeArtsBuild、测试服务 CodeArtsTestPlan 等。
人工智能	大模型	盘古	
	AI 框架与工具	昇思 MindSpore	

资料来源：华为官网，华为云官网，华泰研究

信创厂商选择上，处于核心环节的产品型公司、华为产业链核心公司有望最大程度受益于未来三年信创产业的快速推进。

核心环节信创产品型公司主要有：芯片-寒武纪、海光信息等；整机-浪潮信息、中科曙光等；操作系统-中国软件等；数据库-达梦数据等；办公软件-金山办公；打印机-纳思达。

华为产业链公司包括：软通动力、海量数据等。

图表44：信创产业链公司情况

证券代码	产业链环节	公司名称	市值 (亿元)	收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					PE			
				2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
芯片																	
688256 CH		寒武纪-U	2655	7.3	7.1	14.2	29.2	44.1	-12.6	-8.5	-4.8	-0.1	4.4	-313	-555	-19304	604
688041 CH		海光信息	2993	51.3	60.1	87.0	121.0	159.8	8.0	12.6	19.0	27.1	36.4	237	157	110	82
688047 CH		龙芯中科	570	7.4	5.1	6.7	9.6	12.7	0.5	-3.3	-1.5	0.2	1.1	-173	-371	3416	511
300474 CH		景嘉微	498	11.5	7.1	10.7	15.2	19.6	2.9	0.6	1.8	2.8	3.9	835	275	175	128
整机																	
603019 CH		中科曙光	1116	130.1	143.5	160.2	184.7	214.5	15.4	18.4	21.7	26.6	32.0	61	51	42	35
000977 CH		浪潮信息	754	695.3	658.7	938.9	1103.5	1261.2	20.8	17.8	22.8	28.3	33.8	42	33	27	22
000938 CH		紫光股份	789	740.6	773.1	837.5	931.4	1034.7	21.6	21.0	23.5	29.9	35.5	38	34	26	22
000066 CH		中国长城	513	140.3	134.2	164.2	203.8	249.3	1.2	-9.8	0.8	2.4	4.2	-52	635	215	121
操作系统																	
600536 CH		中国软件	442	96.4	67.2	70.8	80.2	92.0	0.5	-2.3	1.1	2.0	3.0	-190	420	226	146
300598 CH		诚迈科技	113	18.6	18.8				-1.7	1.9				60			
688152 CH		麒麟信安	46	4.0	1.6				1.3	-0.3				-154			
数据库																	
688692 CH		达梦数据	282	6.9	7.9	9.7	11.8	14.3	2.7	3.0	3.6	4.5	5.5	95	78	62	51
002368 CH		太极股份	158	106.0	91.9	92.1	103.2	118.6	3.8	3.8	3.9	4.9	6.4	42	41	32	25
688562 CH		航天软件	67	18.9	16.7	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	115			
603138 CH		海量数据	46	3.0	2.6				-0.6	-0.8				-57			
688031 CH		星环科技-U	63	3.7	4.9	6.3	8.5	11.1	-2.7	-2.9	-1.9	-1.2	-0.1	-22	-32	-53	-685
中间件																	
300379 CH		东方通	98	7.9	5.6				-0.4	-6.7				-15			
688058 CH		宝兰德	24	2.5	3.1				-0.3	0.1				164			
688118 CH		普元信息	21	4.3	4.8				0.0	-0.2				-134			
办公软件																	
688111 CH		金山办公	1430	38.8	45.6	52.3	64.6	80.6	11.2	13.2	15.3	19.2	24.2	109	94	75	59
688095 CH		福昕软件	68	5.8	6.1	7.1	8.4	10.1	-0.02	-0.9	-0.1	0.3	0.8	-75	-613	235	82
603039 CH		泛微网络	137	23.3	23.9	23.8	25.2	26.9	2.2	1.8	2.3	2.7	3.0	77	60	51	45
688369 CH		致远互联	26	10.3	10.4	9.9	11.0	11.5	0.9	-0.5	-0.8	0.2	0.4	-53	-34	114	73
打印机																	
002180 CH		纳思达	423	258.6	240.6	265.5	294.2	326.3	18.6	-61.9	14.0	17.9	22.6	-7	30	24	19
EDA																	
301269 CH		华大九天	671	8.0	10.1	12.7	16.3	20.7	1.9	2.0	1.2	2.4	3.5	334	540	285	190
688507 CH		索辰科技	55	2.7	3.2	4.4	6.0	8.1	0.5	0.6	0.7	1.0	1.4	96	79	56	38
301095 CH		广立微	114	3.6	4.8	6.2	8.8	11.9	1.2	1.3	1.3	2.0	2.8	88	85	57	40
688206 CH		概伦电子	90	2.8	3.3	4.1	5.2	6.7	0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.2	-160	-179	-392	367
CAD																	
688083 CH		中望软件	109	6.0	8.3	9.7	11.8	14.5	0.1	0.6	0.8	1.1	1.6	178	141	95	66
688657 CH		浩辰软件	28	2.4	2.8	3.4	4.1	5.0	0.6	0.5	0.5	0.6	0.8	51	61	48	36

注：均采用Wind一致预期，以24年12月19日收盘价计算

资料来源：Wind，华泰研究

计算机行业需求：周期与成长共舞

内需：计算机行业与宏观经济冷热高度相关

计算机行业属于经济顺周期行业，我们选取海康威视、金山办公、用友网络、东华软件、深信服、广联达、泛微网络 7 家计算机行业重点公司，其业务均面向对在宏观经济起到关键作用的下游客户。对这些公司的历史收入情况进行分析，我们可以观察到这些公司在不同时间段内呈现出不同的增长态势。通过对这些重点公司的营收增速与宏观经济重点指标进行拟合分析，我们能够更加清晰认知计算机行业整体需求与宏观经济之间的关系。

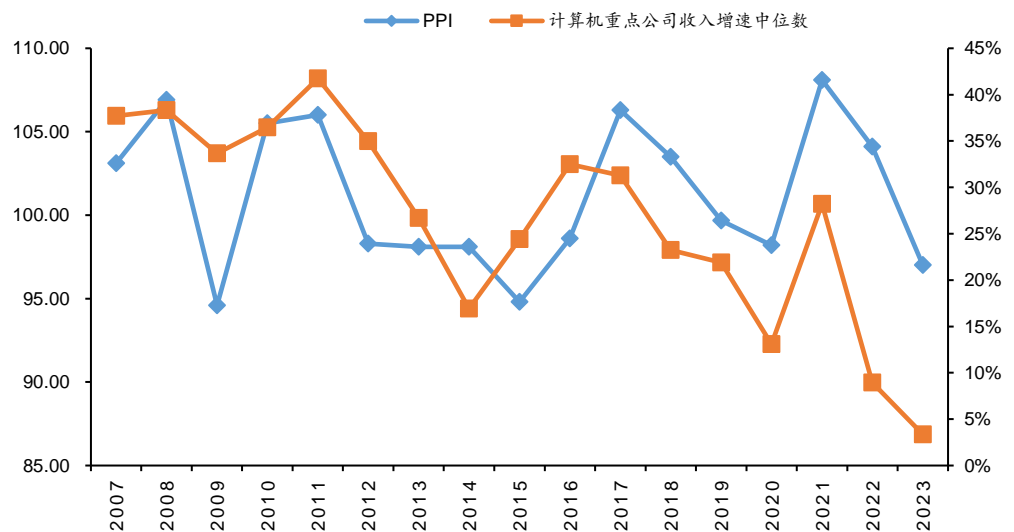
图表45：计算机重点公司历史收入及增速情况

收入 (亿元)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
海康威视	11.85	17.42	21.02	36.05	52.32	72.14	107.46	172.33	252.71	319.24	419.05	498.37	576.58	635.03	814.20	831.66	893.40
用友网络	13.57	17.26	23.47	29.79	41.22	42.35	43.63	43.74	44.51	51.13	63.44	77.03	85.10	85.25	89.32	92.62	97.96
东华软件	7.98	11.59	15.49	18.70	25.86	34.91	44.23	51.71	56.29	64.77	72.90	84.71	88.49	91.67	108.84	118.33	115.24
广联达	1.76	2.31	3.09	4.51	7.44	10.14	13.93	17.60	15.39	20.39	23.57	29.04	35.41	40.05	56.19	65.91	65.63
泛微网络					1.57	1.89	2.19	2.55	3.17	4.61	7.04	10.04	12.86	14.82	20.03	23.31	23.93
深信服								9.50	13.19	17.50	24.72	32.24	45.90	54.58	68.05	74.13	76.62
金山办公								2.83	3.94	5.43	7.53	11.30	15.80	22.61	32.80	38.85	45.56
收入 YOY																	
海康威视	69%	47%	21%	72%	45%	38%	49%	60%	47%	26%	31%	19%	16%	10%	28%	2%	7%
用友网络	22%	27%	36%	27%	38%	3%	3%	0%	2%	15%	24%	21%	10%	0%	5%	4%	6%
东华软件	32%	45%	34%	21%	38%	35%	27%	17%	9%	15%	13%	16%	4%	4%	19%	9%	-3%
广联达	44%	31%	34%	46%	65%	36%	37%	26%	-13%	32%	16%	23%	22%	13%	40%	17%	0%
泛微网络						21%	16%	16%	24%	46%	53%	43%	28%	15%	35%	16%	3%
深信服									39%	33%	41%	30%	42%	19%	25%	9%	3%
金山办公									39%	38%	39%	50%	40%	43%	45%	18%	17%
收入增速中位数	38%	38%	34%	36%	42%	35%	27%	17%	24%	32%	31%	23%	22%	13%	28%	9%	3%

资料来源：Wind，华泰研究

PPI 作为衡量工业产品价格变化的指标，其波动能够反映宏观经济的冷热。计算机行业与各个下游行业紧密相关，其产品价格、原材料成本以及市场需求都可能受到宏观经济波动的影响。我们选取 7 家计算机行业重点公司，对其收入增速进行分析，并与 PPI（生产价格指数）进行拟合，可以观察到计算机行业收入增速变化与 PPI 的波动趋势趋同性非常强，我们能够更清晰地发现计算机行业整体需求与宏观经济之间呈现高度相关性。

图表46：计算机重点公司收入与 PPI 波动趋势同步



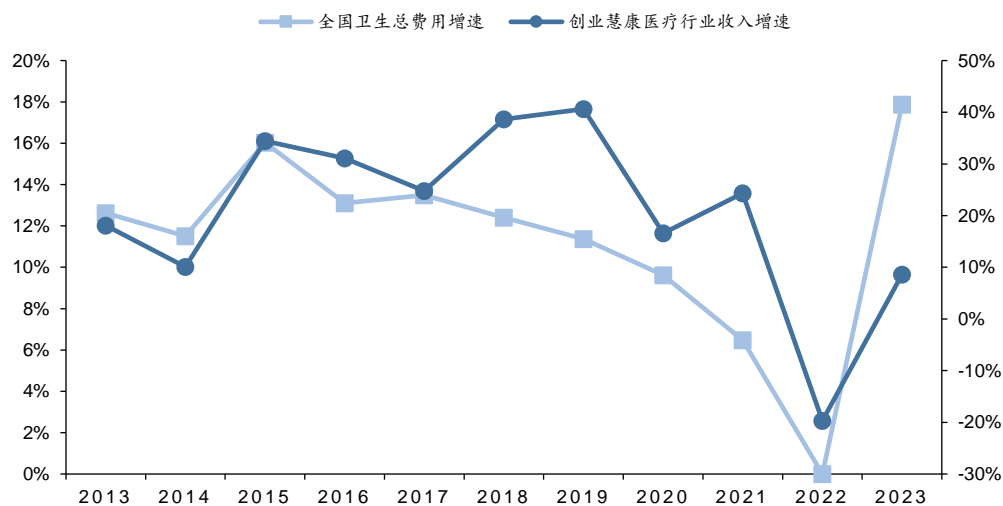
注：PPI：左轴；计算机重点公司收入增速中位数：右轴

资料来源：Wind、华泰研究

行业信息化公司经营周期与下游行业景气强关联

以医疗信息化行业为例，创业慧康医疗信息化业务增长与整个医疗卫生行业的资金投入紧密相连，医疗行业收入增速与全国卫生总费用增速较为同步，体现了医疗信息化行业收入与卫生总费用支出之间的高度相关性。

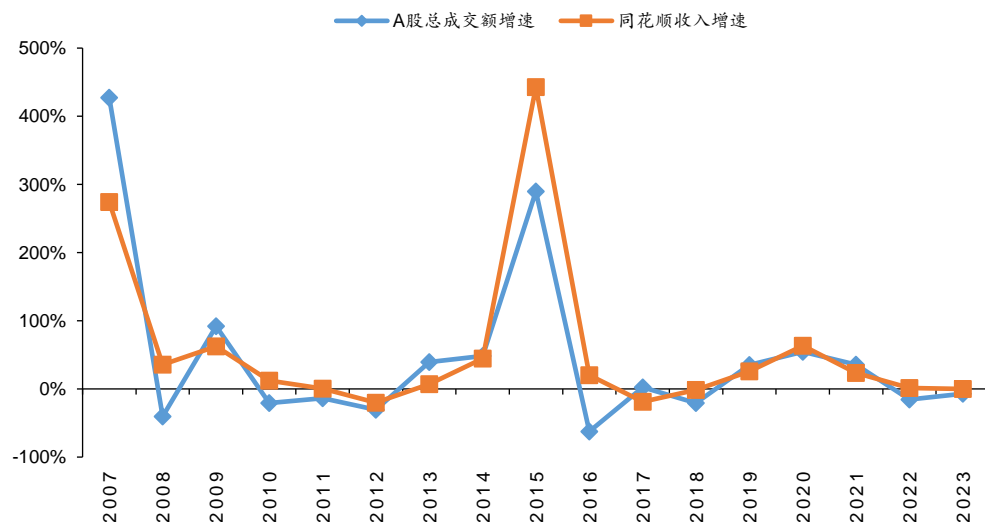
图表47：创业慧康医疗行业收入增速与全国医疗总费用增速同步



注：全国卫生总费用增速：左轴；创业慧康收入增速：右轴
资料来源：Wind、华泰研究

同花顺作为金融信息服务提供商，其收入增速与 A 股市场成交量增速之间存在显著的相关性。可以见到，同花顺的收入增速与 A 股成交额同比增速呈明显的正相关关系。当 A 股市场交易活跃，成交量增加时，同花顺的业务量和收入往往也会随之增加，反之亦然。这种高度相关性表明，资本市场的波动和投资者的交易行为直接影响着同花顺的业绩表现。

图表48：同花顺收入与 A 股总成交额增速呈显著正相关



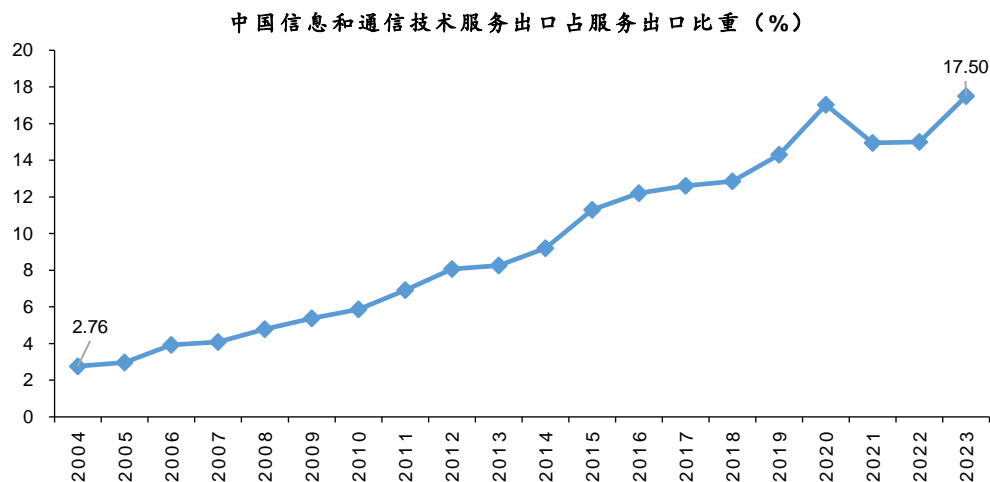
资料来源：Wind、华泰研究

外需：计算机企业出海与经济全球化进程相关

计算机企业出海与经济全球化进程相关

二十一世纪以来，中国正式加入世界贸易组织，开始深度参与经济全球化，软件企业出海也随之加速推进。据世界银行，过去二十年，中国信息和通信技术服务出口占服务出口比重从2014年的2.76%上升至2023年的17.5%。在中国积极参与经济全球化的过程中，中国软件企业出海进程持续推进，当前海外市场已经成为中国软件企业重要的目标市场。

图表49：中国信息和通信技术服务出口占服务出口比重不断提升



资料来源：Wind、华泰研究

计算机企业跟随中国高端制造走向全球。随着中国企业在全球出海区域的深刻变化，中国企业出海贸易投资的动力和竞争力不断增强。特别是在“一带一路”倡议的引领下，中国的机电类产品、新能源、电车、通信等行业开始在全球各大洲布局，走在出海浪潮的前沿。这些行业的发展不仅推动了中国企业在全市场的竞争力，也为软件企业出海提供了有力支撑。中国企业出海的模式经历了从单纯出口到全面布局的演变，包括产品出口、服务出海、产能海外布局以及基建的海外布局。在软件领域，国内软件企业通过性价比、客户关系、海外制造业转型升级等方式成功打开了海外市场。中国高端制造走向全球，叠加国内软件公司产品力的不断提升，海外市场无疑将为相关公司提供全新的增长动力，推动中国企业在全市场上实现更快速增长和更广泛的市场拓展。

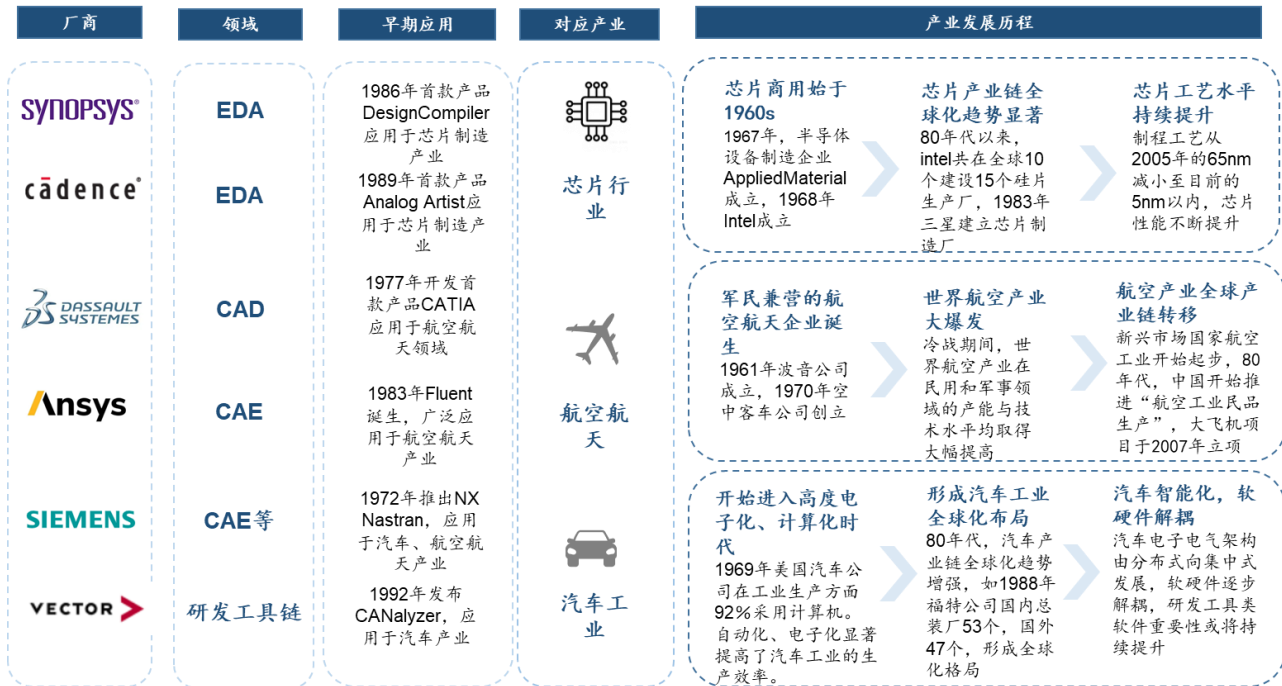
图表50：中国软件企业出海历程

	劳动力出海	产品出海	应用模式出海	产品/方案出海	产业积累出海
时间段	21世纪初	21世纪初	移动互联网时代 2015-	2015-	2022-
关键要素	劳动力成本	产品性价比	场景、模式经验	技术	产业Know-how
代表行业	ITO	办公软件	互联网金融、电 商	金融科技、酒店 IT	工业软件
典型厂商	东软集团、文思海 辉等	福昕软件、金山办 公等	阿里巴巴等	长亮科技、石基 信息等	柏楚电子、中控 技术等
典型市场	日本市场	欧美、日韩、亚太	东南亚市场	东南亚、欧美等	欧美、中东等

资料来源：各公司官网、华泰研究

欧美软件企业出海实质——产业输出。软件不仅是信息技术的产物，也离不开产业经验、业务经验的积累，如在企业管理类软件中沉淀是企业管理流程经验，在生产制造软件中包含了工序工艺、流程管理等核心 Know-how，在仿真类工业软件中则凝结了物理学、工程学的实践，而软件是重要的载体，因此欧美软件企业逐步全球化实质上是伴随着欧美产业的全球输出而进行的。其中较有代表性的为工业软件、汽车软件公司，海外软件龙头的产品在全球范围内逐步确立领先地位的过程，与欧美国家电子、航空、汽车等行业全球化布局历程相伴。

图表51：欧美厂商软件 vs 产业发展



资料来源：公司官网、华泰研究

从海外收入来看，石基信息、新大陆、网宿科技、万兴科技、福昕软件、金山办公、中控技术的海外收入已经具有一定规模，并且处于较好的增长势头。福昕软件以欧美为主的海外市场是公司的主要收入来源，近两年，欧美市场的营业收入占公司整体营收的比例稳定在 80% 左右。中控技术积极参与全球化进程，通过海外并购、建设海外研发中心和生产基地等方式，实现品牌塑造和国际市场的拓展。2023 年公司海外业务合同额近 10 亿元，同比增长一倍。公司新加坡国际运营中心 6 月 6 日正式揭牌运营，同时公司已在沙特和泰国建成两家海外 5S 店，全球化发展战略持续稳步推进。继 2024 上半年中控技术与沙特阿美 Central Warehouse AMR 签订智能机器人项目后，双方于 2024 年 10 月落地 RTU Secure 百万美元规模订单。

图表52：计算机重点公司海外收入情况

海外收入 (亿元)	石基信息	新大陆	网宿科技	万兴科技	福昕软件	金山办公	中控技术
2009	0.64	0.11	0.12				
2010	0.82	0.35	0.18				
2011	1.17	0.31	0.29	1.04			
2012	0.85	0.44	0.46	1.52	0.71		
2013	1.55	0.50	0.66	1.96	0.93		
2014	1.71	1.39	1.34	1.69	1.15	0.19	
2015	1.73	1.88	3.18	2.00	1.34	0.21	
2016	1.02	2.97	6.33	2.77	1.67	0.41	1.14
2017	1.99	3.47	12.81	4.54	2.09	0.44	1.07
2018	2.51	4.46	20.53	5.14	2.60	0.63	0.80
2019	4.24	6.27	18.45	6.36	3.37	0.49	0.95
2020	4.09	6.70	19.01	8.59	4.25	0.73	1.20
2021	3.75	14.19	15.54	9.06	4.91	1.03	1.84
2022	4.41	20.73	18.98	10.54	5.24	1.23	2.50
2023	4.99	22.53	21.42	13.50	5.46	1.57	3.43

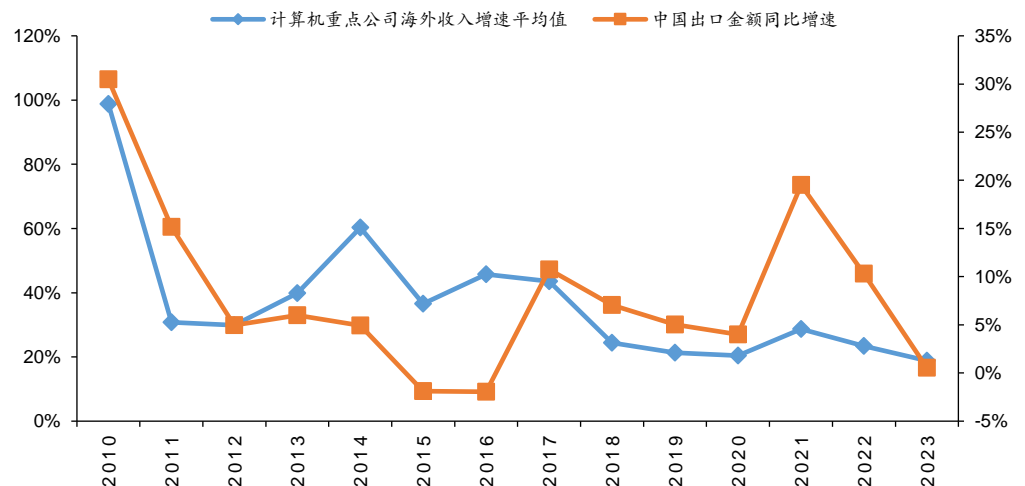
资料来源：Wind、华泰研究

图表53：计算机重点公司海外收入增速

海外收入 增速	石基信息	新大陆	网宿科技	万兴科技	福昕软件	金山办公	中控技术
2010	28%	218%	50%				
2011	43%	-11%	61%				
2012	-27%	42%	59%	46%			
2013	82%	14%	43%	29%	31%		
2014	10%	178%	103%	-14%	24%		
2015	1%	35%	137%	18%	17%	11%	
2016	-41%	58%	99%	39%	25%	95%	
2017	95%	17%	102%	64%	25%	7%	-6%
2018	26%	29%	60%	13%	24%	43%	-25%
2019	69%	41%	-10%	24%	30%	-22%	19%
2020	-4%	7%	3%	35%	26%	49%	26%
2021	-8%	112%	-18%	5%	16%	41%	53%
2022	18%	46%	22%	16%	7%	19%	36%
2023	13%	9%	13%	28%	4%	28%	37%

资料来源：Wind、华泰研究

通过分析这几家计算机重点公司海外收入情况，并与中国出口金额同比增速进行拟合，可以观察到计算机公司海外收入与出口总额之间存在正相关的关系，两者的增长趋势和变化受到多种因素的影响，包括国际市场环境、国内政策支持以及行业自身的发展策略等。随着中国软件企业国际化步伐的加快，预计这种相关性将继续保持。

图表54：计算机重点公司海外收入增速平均值与中国出口金额同比增速呈正相关


注：计算机重点公司海外收入增速平均值：左轴；中国出口金额同比增速：右轴
 资料来源：Wind、华泰研究

从内需来看，计算机板块顺经济周期属性明显，2024年9月以来，国内逆周期调节政策开始发力，预计2025年国内经济增速上移，带动计算机板块上市公司2025年业绩修复，相关上市公司：金山办公、用友网络、深信服等。

行业信息化公司经营周期与下游行业景气强关联，2025年医疗IT行业有望迎来景气拐点，预计2025年国家相关管理机构将出台、落实一系列政策，涉及医保商保一站式结算、三甲医院核心数据互联互通、DRG/DIP2.0推广等，这些政策将推动医保部门、卫生管理部门和医疗机构加大IT投入，行业龙头公司有望获得业绩增长，相关上市公司：卫宁健康、嘉和美康、创业慧康、国新健康、久远银海等。

财税IT：直接受益于化债和积极财政政策。一方面，化债提升地方政府支付能力，推动财政信息化、数字财政的持续推广；另一方面，财政IT系统是支撑财政政策有效落地的基础设施，刚性需求突出。2025年财政预算管理一体化2.0、数字财政、预算单位等财政信息化建设机会需求旺盛。此外，会计电子凭证全面推广，新增市场空间广阔。相关上市公司包括：中科江南、博思软件、税友股份。

从外需来看，虽然美国对全球其他国家的贸易保护主义抬头，但国内计算机企业把出海的重心放在东南亚、中东和欧洲，且相关国家和地区也在进一步加强和中国的经济贸易关系，未来中国产能将持续对以上国家和地区输出，带来工业软件出海机遇，相关上市公司在国产替代的同时也有望获得更大的成长空间，叠加内需恢复，工业软件板块有望重回增长快车道。相关上市公司：中控技术、福昕软件、万兴科技等。

重点公司推荐与风险提示

重点公司推荐

综上所述，展望 2025 年计算机行业，计算机三条投资主线公司推荐：

- 1) AI: Agent-金山办公、福昕软件，多模态-虹软科技；
- 2) 信创：硬件龙头-浪潮信息、打印机龙头-纳思达、综合厂商-太极股份、金融信创-恒生电子；
- 3) 内需&出海：财税 IT-中科江南，医疗 IT-嘉和美康、创业慧康，内需-深信服，工业软件-中控技术、宝信软件。

图表55：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
金山办公	688111 CH	买入	303.10	351.05	140,192	2.85	3.24	3.95	5.09	106.39	93.54	76.83	59.58
浪潮信息	000977 CH	买入	51.56	61.41	75,903	1.21	1.52	1.86	2.14	42.58	34.00	27.71	24.12
恒生电子	600570 CH	买入	29.99	52.12	56,805	0.75	0.86	1.13	1.37	39.88	34.97	26.47	21.84
福昕软件	688095 CH	买入	75.54	89.56	6,907	-0.99	0.01	0.31	0.73	-76.00	7,261.24	240.16	103.01
纳思达	002180 CH	买入	30.25	35.87	43,045	-4.35	0.87	1.19	1.62	-6.95	34.81	25.40	18.62
虹软科技	688088 CH	买入	39.19	48.50	15,722	0.22	0.37	0.58	0.79	177.67	105.34	67.87	49.36
中科江南	301153 CH	买入	30.55	41.25	10,690	0.86	0.57	0.92	1.33	35.68	53.33	33.33	22.99
宝信软件	600845 CH	买入	28.68	36.89	82,725	0.89	1.05	1.35	1.71	32.39	27.21	21.32	16.77
中控技术	688777 CH	买入	51.48	60.46	40,700	1.39	1.56	1.87	2.26	36.94	33.04	27.58	22.77
嘉和美康	688246 CH	买入	27.48	39.83	3,780	0.31	0.60	1.00	1.48	88.96	45.92	27.57	18.62
太极股份	002368 CH	买入	25.36	36.94	15,805	0.60	0.70	0.86	1.10	42.12	36.13	29.49	23.15
深信服	300454 CH	买入	62.96	86.09	26,441	0.47	0.77	1.04	1.37	133.62	82.25	60.75	45.84
创业慧康	300451 CH	买入	5.27	6.82	8,164	0.02	0.13	0.20	0.25	222.52	42.10	26.99	20.89

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表56：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
金山办公 (688111 CH)	<p>金山办公 2024 年 Q1-Q3 营收 36.27 亿元 (yoy+10.90%)，归母净利 10.40 亿元 (yoy+16.41%)，扣非净利 9.91 亿元 (yoy+15.16%)；经营性净现金流 10.79 亿元，同比+14.92%；其中 Q3 营收 12.14 亿元 (yoy+10.53%，qoq+2.20%)，归母净利 3.18 亿元 (yoy+8.33%，qoq-10.15%)。24Q3 公司收入利润同比稳健增长，用户基础加速扩大，我们看好未来随着 2B 云化深入，AI 商业化落地，公司收入加速增长，维持“买入”评级。</p> <p>考虑机构授权恢复不及此前预期，下调盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 3.24、3.95、5.09 元 (前值 3.32、4.09、5.21 元)。可比公司 2025 年 Wind 一致预期 PS 均值 16.1 倍，考虑公司 AI 产品快速迭代，给予 2025 年 26.0 倍 PS，目标价 351.05 元 (前值 252.33 元)，“买入”。</p> <p>风险提示：付费用户增长不及预期、AI 商业化不及预期。</p> <p>报告发布日期：2024 年 10 月 26 日</p> <p>点击下载全文：金山办公(688111 CH,买入): Q3 同比稳健增长，AI 更新成效可期</p>
浪潮信息 (000977 CH)	<p>浪潮信息 24 Q1-Q3 实现营收 831.26 亿元 (yoy+72.26%)，归母净利 12.94 亿元 (yoy+67.05%)，扣非净利 11.55 亿元 (yoy+176.67%)。此前指引收入同增约 70%，归母净利 12.50~13.50 亿，扣非 11.16~12.16 亿元，符合预告。其中 Q3 实现营收 410.62 亿元 (yoy+76.05%，qoq+67.90%)，归母净利 6.97 亿元 (yoy+51.09%，qoq+139.97%)。收入高增主因服务器销售增长所致。公司为全球 AI 服务器龙头，2023 年总体服务器市场占有率全球第二、中国第一，有望充分受益 AI 产业机遇。维持“买入”评级</p> <p>我们维持预测 2024-2026 年 EPS 为 1.52、1.86、2.14 元。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值 22.1 倍，考虑公司是全球 AI 服务器龙头，具备深厚技术、渠道积累，给予 25 年 33 倍 PE，目标价 61.41 元 (前值 54.59 元)。</p> <p>风险提示：宏观经济波动风险；市场竞争加剧；供应链风险。</p> <p>报告发布日期：2024 年 11 月 01 日</p> <p>点击下载全文：浪潮信息(000977 CH,买入): 积极备货把握 AI 机遇</p>
恒生电子 (600570 CH)	<p>恒生电子 24 年前三季度实现营收 41.88 亿 (yoy-4.12%)，归母净利 4.46 亿 (yoy-26.57%)，扣非净利 2.67 亿 (yoy-50.28%)。其中 Q3 营收 13.52 亿 (yoy-12.26%)，归母净利 4.16 亿 (yoy+159.18%)，Q3 归母净利同比高增，主要系公允价值变动损益 (如星环科技) 及赢时胜转长期股权投资带来投资收益增加。鉴于行业需求趋势向上，我们认为恒生中期拐点已经到来，且外资持股比例正逐步提升，维持买入评级。</p> <p>鉴于行业需求好转及投资收益增加，上调公司 24-26 年盈利预测为 16.24/21.46/26.01 亿 (前值 14.60/18.56/21.51 亿)。可比公司 25PE 均值 46 倍 (Wind)，我们看好恒生核心竞争力，给予公司 25 年目标 PE46 倍，对应目标价 52.12 元 (前值 20.81 元)。</p> <p>风险提示：金融机构 IT 需求不及预期，行业竞争加剧。</p> <p>报告发布日期：2024 年 10 月 31 日</p> <p>点击下载全文：恒生电子(600570 CH,买入): 中期拐点到来</p>

股票名称	最新观点
福昕软件 (688095 CH)	<p>福昕软件发布三季报, 2024 年 Q1-Q3 实现营收 5.09 亿元 (yoy+15.07%), 归母净利 3867.41 万元 (yoy+163.07%), 扣非净利-9570.46 万元 (yoy+3.13%)。其中 Q3 实现营收 1.72 亿元 (yoy+9.73%, qoq+1.71%), 归母净利-2384.22 万元 (yoy-71.95%, qoq-132.60%)。Q3 单季收入增速较此前下滑主因订阅转型导致永久授权下降较明显, 新增并购业务处于整合期对归母净利润影响为-1277 万元。看好随着订阅转型深入, 公司收入加速增长, 未来 AI 商业化或进一步打开公司成长空间, 维持“买入”评级。</p> <p>考虑公司降本增效及云转型推进, 下调销售费用率预测, 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.01、0.31、0.73 元 (前值 2024-2026 年-0.03、0.29、0.72 元)。可比公司 2025 年 ifind 一致预期 PS 均值为 9.6 倍, 给予 2024 年 9.6 倍 PS, 目标价 89.56 元 (前值 49.3 元), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 新应用拓展不及预期; 市场竞争风险; 联营企业业绩波动风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 30 日</p> <p>点击下载全文: 福昕软件(688095 CH,买入): 双转型稳步推进</p>
纳思达 (002180 CH)	<p>纳思达发布三季报, 2024 年 Q1-Q3 实现营收 193.93 亿元 (yoy+8.07%), 归母净利 10.81 亿元 (yoy+408.87%), 扣非净利 6.82 亿元 (yoy+152.84%)。其中 Q3 实现营收 66.00 亿元 (yoy+16.91%, qoq+1.50%), 归母净利 1.08 亿元 (yoy+177.64%, qoq-84.54%)。公司自研 A3 打印机产品推广顺利, 受益于下游信创市场回暖, 长期看好公司在国产打印机及耗材领域的竞争力, 维持“买入”评级。</p> <p>我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.87、1.19、1.62 元 (维持前值)。分部估值, 预计打印/芯片业务 2024E 归母净利 8.3/4.1 亿元, 打印/芯片业务可比公司平均 24E 30.8xPE/50.0xPE(Wind), 考虑公司自研 A3 打印机技术壁垒较高, 给予打印/芯片业务 24E 37.0xPE/50.0xPE, 预计打印/芯片业务市值 306/204 亿元, 对应目标价 35.87 元/股, 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 宏观经济波动、市场竞争加剧、商誉减值风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 31 日</p> <p>点击下载全文: 纳思达(002180 CH,买入): 自研 A3 打印机销量高增</p>
虹软科技 (688088 CH)	<p>虹软科技发布三季报, 2024 年 Q1-Q3 实现营收 5.74 亿元 (yoy+14.09%), 归母净利 8829.07 万元 (yoy+8.12%), 扣非净利 7790.57 万元 (yoy+3.51%)。其中 Q3 实现营收 1.93 亿元 (yoy+18.54%), 归母净利 2683.18 万元 (yoy-15.14%)。公司智能驾驶业务营收增速亮眼, 智能终端业务维持稳健增长及高利润率, 未来业绩弹性可期, 维持买入评级。</p> <p>鉴于智能驾驶业务高速增长, 上调 24-26 年 EPS 至 0.37/0.58/0.79 元 (前值 0.34/0.49/0.66 元)。鉴于智能驾驶业务 24 年尚未放量, 采用 25 年估值, 可比公司 25 年均值 PE 77 倍 (Wind), 鉴于公司在智能驾驶、商拍等领域均处于领先地位, 给予公司 25 年目标 PE 84 倍, 对应目标价 48.50 元 (前值 38.92 元)。</p> <p>风险提示: 智能终端销量及智能汽车量产不及预期; AIGC 等推进不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 30 日</p> <p>点击下载全文: 虹软科技(688088 CH,买入): 智能驾驶业务迈入高速成长期</p>
中科江南 (301153 CH)	<p>中科江南 2024 年 Q1-Q3 实现营收 4.93 亿元 (yoy-36.83%), 归母净利 677.62 万元 (yoy-96.39%), 扣非净利 451.02 万元 (yoy-97.46%), 剔除股份后扣非净利 6105.74 万元 (yoy-72.34%)。公司作为“化债”直接受益者之一, 明年业绩弹性可期, 维持买入。</p> <p>鉴于公司 24Q3 营收及归母净利进一步下滑, 下调公司 24-26 年 EPS 分别至 0.57、0.92、1.33 元 (前值为 0.76、1.01、1.35 元)。考虑到公司 2025 年业绩恢复高增长, 我们采用 2025 年估值, 可比公司 25PE 为 33 倍 (Wind), 鉴于公司 24-26EPS 复合增速 (52.29%) 高于可比公司均值 (26.27%), 给予公司 2025 目标 PE 45 倍, 对应目标价 41.25 元 (前值 21.18 元)。</p> <p>风险提示: 财政政策推进不及预期, 市场竞争加剧等风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 29 日</p> <p>点击下载全文: 中科江南(301153 CH,买入): Q3 利润表继续恶化, 受益化债弹性大</p>
宝信软件 (600845 CH)	<p>宝信 24H1: 营收 yoy+18.77%, 扣非净利润 yoy+17.91%</p> <p>公司 24H1 实现营收 67.43 亿, yoy+18.77%; 归母净利润 13.31 亿, yoy+14.56%; 扣非净利润 13.03 亿, yoy+17.91%; 经营性净现金 15.92 亿, yoy+30.11%。鉴于钢铁行业仍处于盈利下降阶段, 下调公司 24-26 年归母净利润分别为 30.40/38.80/49.33 亿 (前值 31.61/39.54/49.95 元), 可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 22 倍, 鉴于宝信在国产大中型 PLC 和工业机器人领域的龙头地位和加速推进, 给予公司 24E 35xPE, 目标价 36.89 元 (前值 52.60 元), 维持“买入”。</p> <p>风险提示: 下游需求低于预期, 产品拓展低于预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 08 月 28 日</p> <p>点击下载全文: 宝信软件(600845 CH,买入): PLC 国产替代加速, 积极布局机器人</p>
中控技术 (688777 CH)	<p>中控技术发布三季报, 2024 年 Q1-Q3 营收 63.37 亿元 (yoy+11.58%), 归母净利 7.17 亿元 (yoy+3.36%), 扣非净利 6.55 亿元 (yoy+15.09%); 若剔除 GDR 资金汇兑损益影响后归母净利 7.37 亿元, 同增 32.0%; 扣非净利 6.75 亿元, 同增 55.6%; 经营性净现金流为-3.54 亿元 (去年同期-7.45 亿元); 24Q3 单季度实现营收 20.85 亿元 (yoy+2.30%, qoq-17.06%), 归母净利 2.00 亿元 (yoy+9.52%, qoq-46.10%)。24Q1-Q3 公司剔除 GDR 损益后的扣非利润保持高增, 反映公司费用控制成效, 未来随着海外拓展/工业软件逐步放量、下游需求边际改善, 收入增速有望回升, 维持“买入”。</p> <p>考虑汇兑损失及下游需求波动情况, 我们下调 EPS 预测, 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.56、1.87、2.26 元 (前值 2024-2026 年 1.78、2.34、3.02 元)。可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE 均值为 38.8 倍, 给予公司 2024 年 38.8 倍 PE, 目标价 60.46 元 (前值 45.05 元), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 产品扩张效果低于预期、海外市场拓展低于预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 22 日</p> <p>点击下载全文: 中控技术(688777 CH,买入): 高质量发展, 关注需求恢复节奏</p>

股票名称	最新观点
嘉和美康 (688246 CH)	<p>公司发布 2024 年三季报, 前三季度实现营业收入 4.76 亿元, 同比下降 11.52%, 实现归母净利润-0.41 亿元, 去年同期为盈利 0.18 亿元。其中, 24Q3 营业收入 1.75 亿元, 同比下降 28.68%, 归母净利润-0.14 亿元, 去年同期为盈利 0.41 亿元。公司前三季度由盈转亏一方面由于收入下降, 而成本费用支出偏刚性, 另一方面由于投资的控股公司嘉和海森及生科研究院处于业务启动期, 及参股公司安德医智处于破产重整恢复期, 短期内存在亏损。我们看好公司电子病历-数据中心-CDSS 临床信息化产品线领先优势, 维持买入评级。</p> <p>考虑市场经营环境偏弱, 下调盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.82/1.37/2.03 亿元 (前值 1.11/1.81/2.66 亿元)。参考可比公司 Wind 一致预期平均 25PE 为 27.3x, 考虑到公司医疗 AI 领域竞争力加强, 我们给予公司 40x 25PE, 对应目标价 39.83 元 (前值 28.45 元)。</p> <p>风险提示: 医疗信息化政策不及预期; 医院收入水平下降; 行业竞争加剧。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 30 日</p> <p>点击下载全文: 嘉和美康(688246 CH,买入): 医疗 AI 产品竞争力不断加强</p>
太极股份 (002368 CH)	<p>公司前三季度实现营收 43.38 亿元 (yoy-16.92%), 归母净利-2,828 万元 (去年同期盈利 1.32 亿元), 扣非净利-3527 万元 (去年同期盈利 1.21 亿元)。其中 Q3 营收 17.24 亿元 (yoy-14.67%), 归母净利 1.31 亿元 (yoy+60.73%)。公司收入承压, 或主要由于大型项目招投标进程较缓, 我们认为, 伴随行业信创提速与数据要素需求释放, 看好 25 年公司收入成长, 维持“买入”。</p> <p>考虑前三季度业务进展较缓, 下调收入预测, 预计公司 24-26 年营收分别为 95.72、109.61、127.76 亿元 (前值为 101.45、116.71、136.15 亿元), 维持毛利率提升预期, 预计 24-26 年 EPS 分别为 0.70、0.86、1.10 元 (前值为 0.68、1.01、1.46 元)。分部估值, 预计 25E 金仓数据库业务 (持股 54.62%) 5.59 亿元, 可比公司平均 25E 13.6x PS (Wind), 给予 25E 13.6x PS; 其他业务 25E 净利 4.29 亿元, 可比公司平均 25E 35.9x PE (Wind), 给予 25E 35.9x PE, 总市值 230 亿, 目标价 36.94 元 (前值 19.31 元), 维持“买入”。</p> <p>风险提示: 信创推进不及预期, 数据要素市场建设不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 30 日</p> <p>点击下载全文: 太极股份(002368 CH,买入): CETC 增持, 看好信创、数据机遇</p>
深信服 (300454 CH)	<p>公司发布 2024 年三季报, 前三季度实现营业收入 46.34 亿元, 同比下降 3.63%, 实现归母净利润-5.8 亿元, 同比亏损扩大 6.25%。其中, 24Q3 营业收入 19.26 亿元, 同比增长 2.77%, 相较 24Q2 收入下降 2.84%有所改善, 归母净利润 0.12 亿元, 去年同期为 0.08 亿元, 降本增效成果逐季体现。由于前三季度国内宏观经济环境仍偏弱, 下游客户对 IT 投入仍然谨慎, 加之市场竞争依旧激烈, 公司前三季度新增订单情况尚不理想, 但随着 9 月底以来一揽子增量政策依次落实, 公司客户群支付能力及意愿有望加强, 我们预计公司收入增速将逐步恢复, 维持买入评级。</p> <p>考虑宏观及市场经营环境, 调整盈利预测, 预计 2024-26 年收入分别为 79.43/90.36/103.02 亿元 (前值 87.03/99.09/113.07 亿元), 参考可比公司 Wind 一致预期平均 3.5 倍 25PS, 考虑公司新产品发布进一步加强竞争优势及云计算业务开启第二成长曲线, 给予公司 4.0 倍 25PS, 目标价 86.09 元 (前值 62.21 元)。</p> <p>风险提示: 云计算业务推广低于预期; 市场竞争加剧。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 24 日</p> <p>点击下载全文: 深信服(300454 CH,买入): 全年盈利能力有望持续改善</p>
创业慧康 (300451 CH)	<p>公司发布 2024 年三季报, 前三季度实现营业收入 11.69 亿元, 同比增长 1.01%, 实现归母净利润 0.53 亿元, 同比下降 42.27%。其中, 24Q3 营业收入 4.42 亿元, 同比下降 2.35%, 归母净利润 0.25 亿元, 同比下降 62.33%。公司前三季度医疗行业营收 11.21 亿元, 同比增长 6.19%。近期, 地方政府将迎重大化债支持措施, 有望对公司公共卫生端业务带来积极变化。同时, 2025 年公司 HI-HIS 将加速推广, 提升公司高等级医院客户覆盖, 带动公司医院端订单加速增长。我们预计公司全年医疗行业收入仍能实现正增长, 维持买入评级。</p> <p>考虑市场经营环境, 调整盈利预测, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.94/3.02/3.91 亿元 (前值 2.65/3.50/4.53 亿元)。参考可比公司 Wind 一致预期平均 29 倍 25PE, 考虑公司 Hi-HIS 新产品加速推广及公共卫生领域支出改善, 给予公司 35 倍 25PE, 目标价 6.82 元 (前值 4.79 元)。</p> <p>风险提示: Hi-HIS 推广低于预期; 政府支付能力不足; 市场竞争加剧。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 10 月 24 日</p> <p>点击下载全文: 创业慧康(300451 CH,买入): 全年医疗行业收入预计正增长</p>

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表57: 提及公司一览表

公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码
顶点软件	603383 CH	邮储银行	601658 CH	Duolingo	DUOL US	南方电网	未上市
招商证券	600999 CH	兴业银行	601166 CH	Google	GOOGL US	华为云	未上市
中国银河	601881 CH	中国联通	600050 CH	MongoDB	MDB US	阿里云	未上市
浙商证券	601878 CH	中国移动	600941 CH	Confluent	CFLT US	腾讯云	未上市
东方证券	600958 CH	中国电信	601728 CH	SAP	SAP US	神舟通用	未上市
国金证券	600109 CH	中兴通讯	000063 CH	ServiceNow	NOW US	平凯星辰	未上市
广发证券	000776 CH	软通动力	301236 CH	C3.AI	AI US	国投证券	未上市
海通证券	600837 CH	海康威视	002415 CH	AppLovin	APP US	飞腾信息	未上市
中万宏源	000166 CH	用友网络	600588 CH	DocuSign	DOCU US	海思半导体	未上市
国信证券	002736 CH	国新健康	000503 CH	Reddit	RDDT US	上海兆芯	未上市
中信证券	600030 CH	广联达	002410 CH	Siemens	SIEMENS US	统信软件	未上市
中金公司	601995 CH	长亮科技	300348 CH	Vector	VCT US	中科方德	未上市
光大证券	601788 CH	石基信息	002153 CH	Synopsys	SNPS US	麒麟软件	未上市
国泰君安	601211 CH	柏楚电子	688188 CH	Cadence	CDM US	瀚高软件	未上市
兴业证券	601377 CH	新大陆	000997 CH	Ansys	ANSS US	虚谷伟业	未上市
龙芯中科	688047 CH	万兴科技	300624 CH	Dassault Systems	DASTF US	南大通用	未上市
海光信息	688041 CH	阿里巴巴	BABA HK	华福证券	未上市	凝思软件	未上市
麒麟信安	688152 CH	优炫软件	430208 CH	平安基金	未上市	中电金仓	未上市
泛微网络	603039 CH	Oracle	ORCL US	人保资产	未上市	万里开源	未上市
深信服	300454 CH	Meta	META US	太平养老	未上市	文思海辉	未上市
卫宁健康	300253 CH	Snowflake	SNOW US	中邮证券	未上市	Perplexity	未上市
创业慧康	300451 CH	Elastic	ESTC US	太平洋资管	未上市	Pika	未上市
东软集团	600718 CH	Palantir	PLTR US	华夏理财	未上市	Runway	未上市
博思软件	300525 CH	Salesforce	CRM US	鹏华基金	未上市	Glean	未上市
税友股份	603171 CH	Workday	WDAY US	广发银行	未上市	OpenAI	未上市
网宿科技	300017 CH	Shopify	SHOP US	梅州客商银行	未上市	Anthropic	未上市
久远银海	002777 CH	Gitlab	GTLB US	山西农商银行	未上市	字节跳动	未上市
信达证券	601059 CH	东方金信	未上市	浙江稠州商业银行	未上市	国家电网	未上市
杭州银行	600926 CH			OceanBase	未上市		

资料来源: 彭博, 华泰研究

风险提示

- 1) 宏观经济波动。**若宏观经济波动, 产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响, 宏观经济波动还可能对 IT 投资产生负面影响, 从而导致整体行业增长不及预期。
- 2) 财政政策落地不及预期。**部分计算机公司下游客户为 G 端政府, 若财政政策落地不及预期, 财政支出持续紧张将较大程度影响 G 端 IT 公司的盈利恢复。
- 3) AI 大模型迭代及 AI 应用落地进展低于预期。**AI 技术发展是计算机行业重要增长驱动力之一, AI 大模型迭代落地不及预期, 以及 AI 应用落地进展低于预期, 均可能对计算机行业整体需求造成负面影响。

本研报中涉及到未上市公司或未覆盖个股内容, 均系对公开信息的整理, 并不代表本团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽、范映蕊、岳铂雄、袁泽世、林海亮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 税友股份（603171 CH）、中科江南（301153 CH）、虹软科技（688088 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 海光信息（688041 CH）、金山办公（688111 CH）、嘉和美康（688246 CH）、中控技术（688777 CH）、寒武纪（688256 CH）、虹软科技（688088 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、郭雅丽、范映蕊、岳铂雄、袁泽世、林海亮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中控技术（688777 CH）、第四范式（6682 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 嘉和美康（688246 CH）、中控技术（688777 CH）、中科江南（301153 CH）、太极股份（002368 CH）、第四范式（6682 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 中控技术（688777 CH）、第四范式（6682 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 税友股份（603171 CH）、中科江南（301153 CH）、虹软科技（688088 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 海光信息（688041 CH）、金山办公（688111 CH）、嘉和美康（688246 CH）、中控技术（688777 CH）、寒武纪（688256 CH）、虹软科技（688088 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准 15% 以上
增持： 预计股价超越基准 5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
卖出： 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国： 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港： 华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国： 华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡： 华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件：Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有 错误!不能识别的开关参数。年华泰证券股份有限公司