



软件定义一切

系列报告一

AI+推动变局 毛利率是估值关键

分析师 | 谷馨瑜 孙梦琪 赵丽 蔡涵

- “软件定义”写进“十四五规划”，是新一轮科技革命的新特征和新标志

- 未来，我国云计算行业的机会在于GPU云、PaaS/SaaS软件产业链投入的提升

- 行业理性竞争，AI发展或为新变局

毛利率——行业估值的关键

企业毛利率与估值水平呈正相关性，毛利率可最快判断公司商业模式及企业健康度，是软件公司核心指标。

行业评级
领先

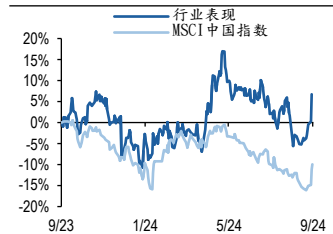
2024年9月30日

互联网行业

软件定义一切（上）：AI+推动变局；毛利率是估值关键

- ① “软件定义”写进“十四五规划”，是新一轮科技革命的新特征和新标志。软件是新一代信息技术的底座，是云计算、AI技术的核心关键。云计算作为大模型底层算力，进入AI+发展阶段。考虑IaaS基础设施相对普及，数实结合、企业数字化转型需求也将更加迫切。软件行业整体收入增速自2022年开始下降，利润率也有所下降，这也体现了行业转型的战略及收入结构从集成、大生态转向高质量健康发展和AI投入的坚定决心。
- ② 未来我国云计算行业的机会在于GPU云、PaaS/SaaS软件产业链投入的提升。在云计算产业中，不同的IaaS厂商、传统IT厂商以及独立云服务商均同步布局PaaS服务进一步向企业数字化渗透，提升交叉服务能力，同时，SaaS、PaaS的界限更加模糊，SaaS公司平台化发展、部分功能PaaS化，帮助企业客户构建数字化转型平台，降低交付成本和效率，是SaaS厂商发展的核心方向。而PaaS公司同样也在借助AI模型的能力和低代码平台，解决行业落地难的问题。
- ③ 行业估值逻辑分析：目前中国软件行业估值水平处于历史底部，目前各公司估值多以所在行业发展潜力以及公司自身业绩增长为支撑。我们从A+H上市的软件公司中，选取130家重点公司进行估值分析。我们的核心结论是，**企业毛利率与估值水平呈正相关性，毛利率可最快判断公司商业模式及企业健康度，是软件公司核心指标。**我们按毛利率>70%、40-70%，<40%三个层级，同时对比客户稳定性、产品收费模式、行业特点和客户资源等指标，我们认为，中国软件公司未来投资及估值支撑点主要在于：信创、国产替代规模的潜在增长前景（目前替代率仅为个位数的）；AI投入的规模；产品标准化、收入持续性；潜力行业（工业/制造业、金融、医疗、交通、C端应用）；以及有下游客户资源。
- ④ 行业理性竞争，AI发展或为新变局。中国软件行业面临下游行业采购习惯导致硬件占比较高、业务定制化比例过高难以盈利的困境多年，AI发展或将为行业发展带来新的变局。一方面，软件企业可以通过AI寻求商业逻辑中的共同点，寻求标准化拓展，另一方面，AI也将提升软件开发效率，AI Agent在完成复杂任务完成的能力有望落地各个垂直行业，成为企业数字员工，形成完成解决方案。AI将会带来新的交互方式和竞争格局，具备真正行业理解和独特竞争力的企业将会受益，而技术门槛低、陷入同质化竞争的企业将被AI替代，行业进入理性竞争。受政策利好拉动，大市持续回暖，软件行业目前仍处于历史低位，估值有较大上调空间。我们将在后续报告中，分析A/H软件上市公司具体业务及估值逻辑。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788-8041

目录

软件是新一代信息技术的底座，是云计算、AI 技术的核心关键	4
“支撑软件价值提升”、“软件定义”被写入《十四五规划》	4
软件产业链包括上游算力、中游基础软件、应用软件、工业软件及下游行业应用	4
云计算作为大模型底层算力，进入 AI+新发展阶段	6
2023 年云计算市场规模超 6000 亿元，预计 2027 年超 2 万亿元	6
中国云市场结构：仍以 IaaS 为主，PaaS/SaaS 成为未来增长动力	7
垂直行业上云趋势不改，传统企业上云有望成为云计算增长的主要驱动力	12
信创、国产替代仍是投资主线之一	13
政策兼具顶层设计及细化要求，对信创产业支持力度不减	13
2023 年信创产业规模突破 1.2 万亿元，预计 2023-27 年复合增速 36%	14
中国软件行业走势	16
涨跌经历多轮周期，2024 年行业估值创历史新低	16
软件行业估值分析	17
毛利率作为核心指标，可最快判断企业商业模式及健康度	17
毛利率和市销率倍数的正相关性分析	18
按毛利率区间分组，分析估值差异背后因素	19

软件是新一代信息技术的底座，是云计算、AI技术的核心关键

“支撑软件价值提升”、“软件定义”被写入《十四五规划》

软件通过可编程的方式，为物理资源赋予更灵活的使用方式和应用价值，“支撑软件价值提升”被写入《十四五规划》，成为提升产业基础保障水平的重要方向。我国软件产业未能充分发挥价值，软件市场价格受到抑制，影响软件企业的生存发展和综合竞争实力的提升。

“十四五期间”我国在软件产业链将重点提升3方面的能力：1) 稳固上游，夯实开发环境、工具等产业链上游基础软件实力；2) 攻坚中游，提升工业软件、应用软件、平台软件等产业链中游的软件实力；3) 做优下游，增加产业链下游信息技术服务产品供给。

“软件定义”被写进《十四五规划》，被认为是新一轮科技革命的新特征和新标志，拓宽了产品的功能，赋予企业新型能力，催生平台化设计、个性化定制、网络化协同、智能化生产、服务化延伸、数字化管理等新型制造模式，推动平台经济、共享经济蓬勃发展，成为生产方式升级、生产关系变革、新型产业发展的重要引擎。

第二十届三中全会进一步强调要抓紧打造自主可控的产业链供应链，健全强化集成电路、医疗装备、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料等重点产业链发展体制机制，全链条推进技术攻关、成果应用。

软件产业链包括上游算力、中游基础软件、应用软件、工业软件及下游行业应用

在企业数字化浪潮中，软件在数字化进程中发挥着重要的基础支撑作用，是新一代信息技术的底座，云计算、大数据、AI等技术的关键核心都是软件。产业互联网产业链包括基础软件、平台软件如操作系统、中间件等，以及由应用软件、工业软件、信息安全、信息技术服务等应用和服务构成的中游环节。

在云计算、大数据、AI为代表的新兴技术发展的背景下，软件应用和服务不断得到壮大。下游包括各行业领域的应用场景，如政务、金融、能源、医疗、交通、教育和零售。软件成为信息技术和产业融合的关键纽带，成为新质生产力的重要载体和引擎。本文将着重从产业互联网 2B 软件产业链进行分析。

图表 1: TMT 行业产业链：2C 消费互联网行业渗透率已达较高水平，2B 产业互联网将是科技革命新标志



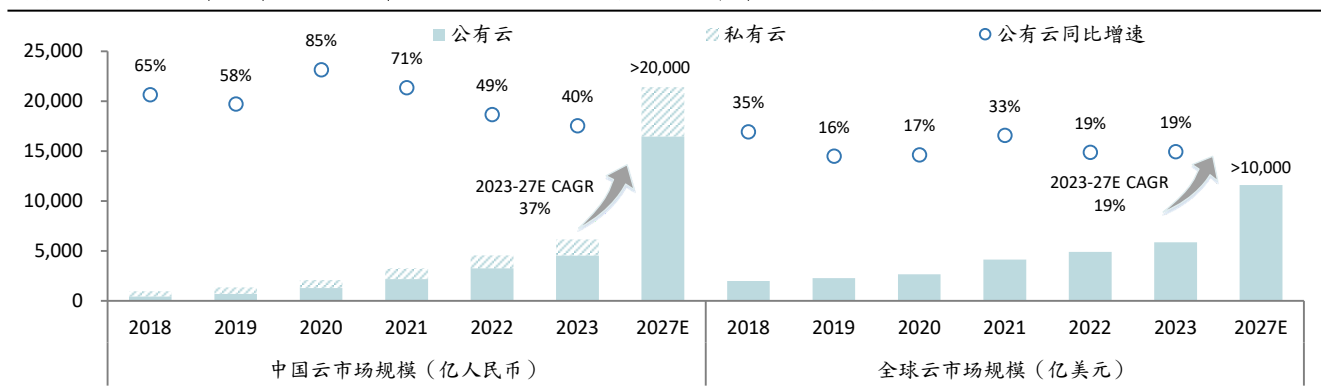
资料来源：交银国际

云计算作为大模型底层算力，进入 AI+新发展阶段

2023年云计算市场规模超6000亿元，预计2027年超2万亿元

信通院数据显示，2023年中国云计算市场规模超过6100亿元（公有云+私有云），预计2027年超过2万亿元，对应2023-27年复合增速37%。其中，2023年公有云市场规模超4500亿元，同比增40%，对比全球公有云市场规模近6000亿美元，同比增21%。

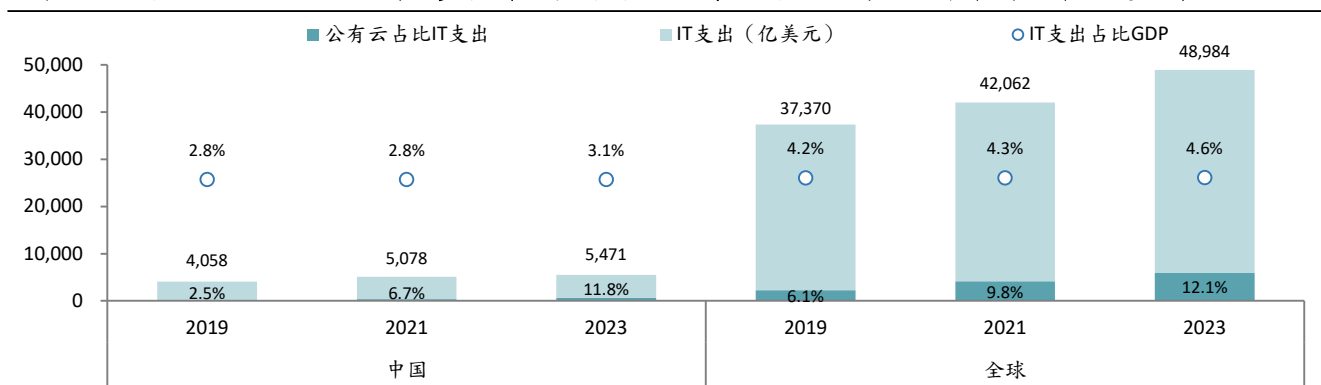
图表 2: 中国公有云市场规模增速快于全球，预计 2027 年市场规模将超过 2 万亿元



资料来源：Gartner，中国信通院，万得，交银国际 E=中国信通院预测

相比全球市场IT行业，中国虽未完整经历传统IT的发展阶段，但已具备跳过传统IT直接进入云计算市场的技术能力。根据Gartner的预测，按IT支出口径，2023年中国IT支出规模约3.9万亿元（超5400亿美元），占比GDP 3.1%，对比全球IT支出规模占比GDP 4.6%。

图表 3: IT 支出规模占 GDP 比例稳步提升，其中中国公有云支出比例较全球平均水平加速收窄



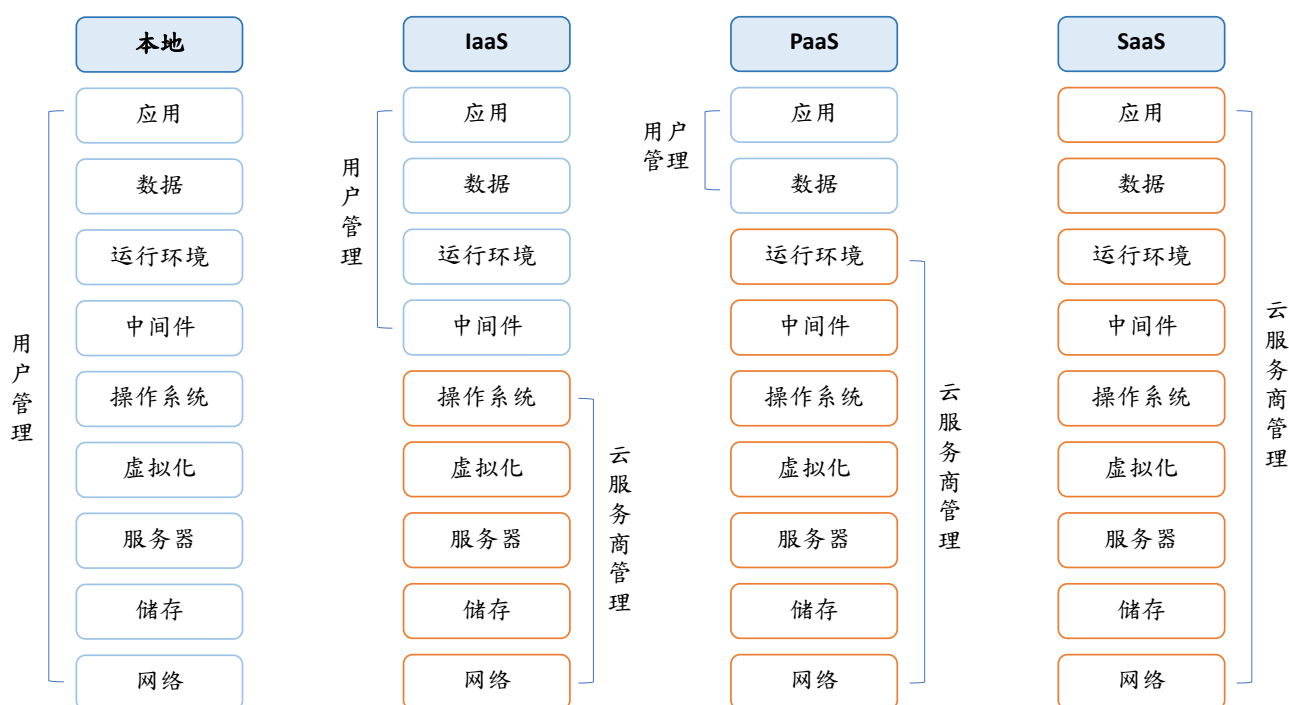
资料来源：Gartner，中国信通院，万得，交银国际

中国云市场结构：仍以 IaaS 为主，PaaS/SaaS 成为未来增长动力

① 中国市场规模仍以 IaaS 为主，PaaS/SaaS 成为未来增长动力

云服务市场主要包括：1) IaaS（基础设施即服务）：提供操作系统、储存、服务器、网络等基础设施；2) PaaS（平台即服务）：提供必要的基础设施和中间件，帮助用户设计、开发、测试和部署应用程序；3) SaaS（软件即服务）：为用户搭建基础设施及软硬件运作平台，并负责应用开发、管理、部署、维护等服务。

图表 4: 云计算服务类型：IaaS、PaaS、SaaS



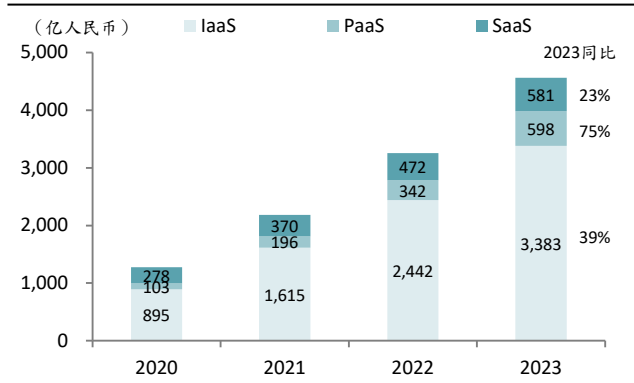
资料来源：阿里云，交银国际

中国公有云市场目前仍以 IaaS 为主（2023 年占比 70%+），对比全球以 SaaS/PaaS 为主（合计占比 70%+），其中差异主要由于海外云计算市场在发展初期已具备完善的产品结构，包括底层私有化硬件部署和上层软件产品。在私有云向公有云 IaaS 发展的同时，传统软件也同步向 SaaS 转型。因此，受益于海外软件的标准程度、客户使用习惯及付费意愿，客户群体优势显著，具备现金流和研发能力的领先软件企业以及细分赛道的初创公司均具备成熟的客户群，海外市场 SaaS 丰富的产品线带动其规模快速成长。

客户群体的差异主要由于中国市场中小企业占比较高，企业数字化投入在发展中的优先级较低。信通院数据显示，2022 年全球服务业的数字化渗透率为 46%（占比行业增加值），高于农业/工业的 9%/25%，转型最为活跃，而服务业在中国经济占比约为 54%（2023 年），对比海外部分国家 75-80%。在 IaaS 基础

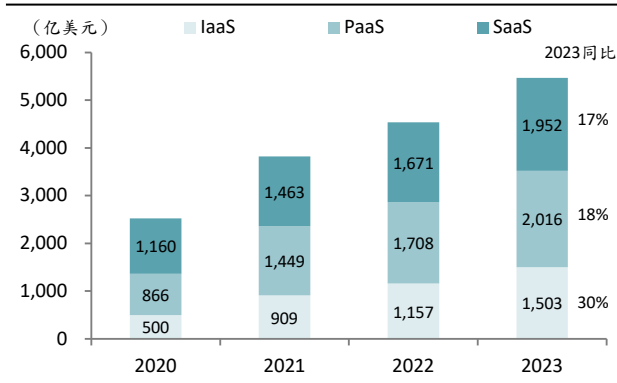
设施相对普及后，数实结合、企业数字化转型需求也将更加迫切。新质生产力突出生产要素，尤其是数字技术对产业发展的驱动作用及价值贡献，产业数字化转型带来的经济增加值贡献巨大。预计未来中国云服务占IT支出比例趋势将与海外继续趋同，IaaS/PaaS/SaaS规模分布也将趋同。

图表 5: 中国公有云市场以 IaaS 为主



资料来源：中国信通院，交银国际

图表 6: 全球公有云市场以 SaaS/PaaS 为主



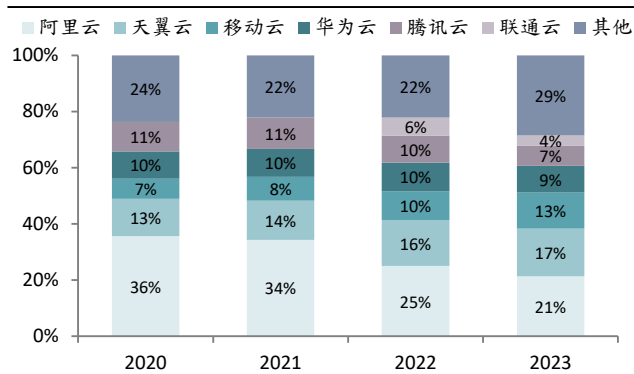
资料来源：Gartner，交银国际

⊕ IaaS 以大厂为主，资金投入大，AI 发展带来智算需求提升

IaaS 发展初期需要大量资本和研发投入，规模效应显著，因此头部厂商更具优势。全球来看，头部格局稳定，Gartner 数据显示，亚马逊/微软/阿里云/谷歌云/华为云合计市场份额自 2020 年以来一直维持在 80%+，并逐年提升到 2023 年的 82%。中国市场与全球格局基本一致，TOP5 厂商占比在 70%+，但从此前互联网大厂为主逐渐转向电信运营商主导增长，主要由于其基础设施资源优势。

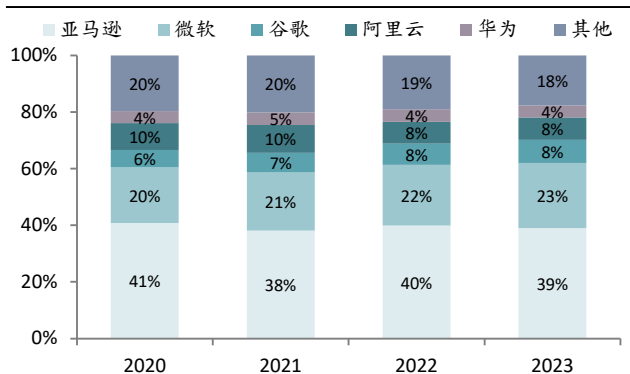
未来，云计算市场的增长一方面来自对传统 IT 支出的渗透，对标全球 2023 年 12.1%，中国目前 11.8%（较 2019 年大幅提升 9.4 个百分点），根据 Gartner 预测数据，预计 2024 年或将超过全球平均水平，另一方面受到数字经济高速发展推动，生成式 AI 对数据、算力需求加大，AI 算力需求的增长远高于芯片产能扩张速度，各大云厂商布局智算领域，建立千卡、万卡智能云集群，通过云服务的方式提供智能算力，为大模型训练和推理提供算力资源，也将进一步拉动 IaaS 行业规模，尤其是 GPU 云的规模提升。

图表 7: 中国公有云 IaaS 市场份额 TOP5 70%+ : 电信运营商市占率继续提升



资料来源：中国信通院，交银国际

图表 8: 全球公有云 IaaS 市场份额，TOP5 市占合计 80%+



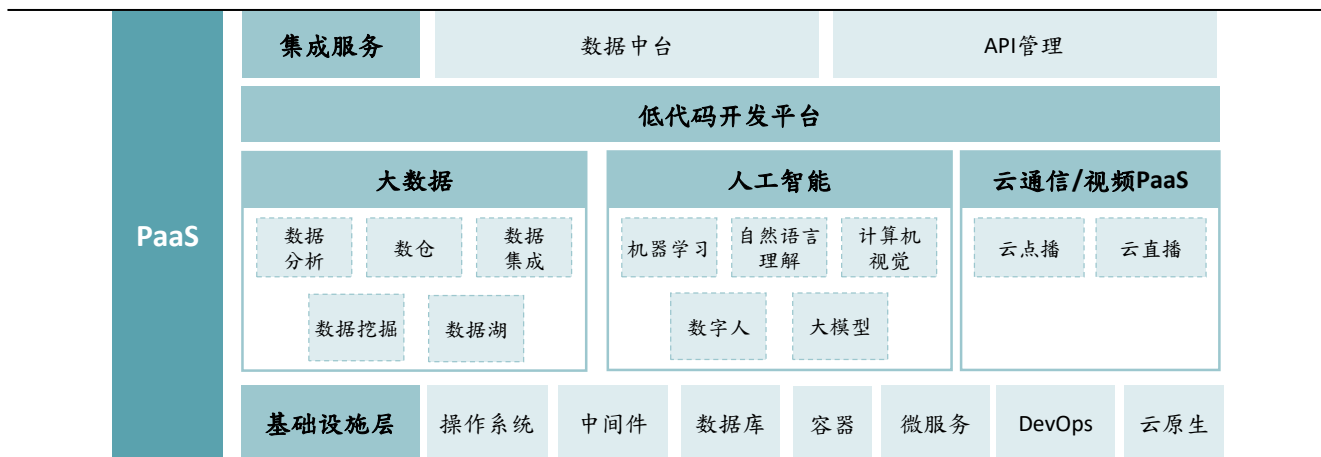
资料来源：Gartner，交银国际

⊙ PaaS 技术及产品逐渐成熟，成为大模型时代应用生成的加速器

PaaS 服务优势在于云端开发部署，通过云原生技术为客户提供交付应用底层资源及技术支持。AI、大数据、音视频处理等技术赋能前端业务，帮助客户缩短应用开发流程，并通过集成服务平台如数据中台等，解决数据孤岛、挖掘数据价值，低代码应用平台减少开发人员编码量，最终帮助客户降低成本。Gartner 曾指出，集成平台服务、低代码应用开发平台已具备技术稳定性，并被企业所接受和使用，成为企业数字化转型的关键部分。

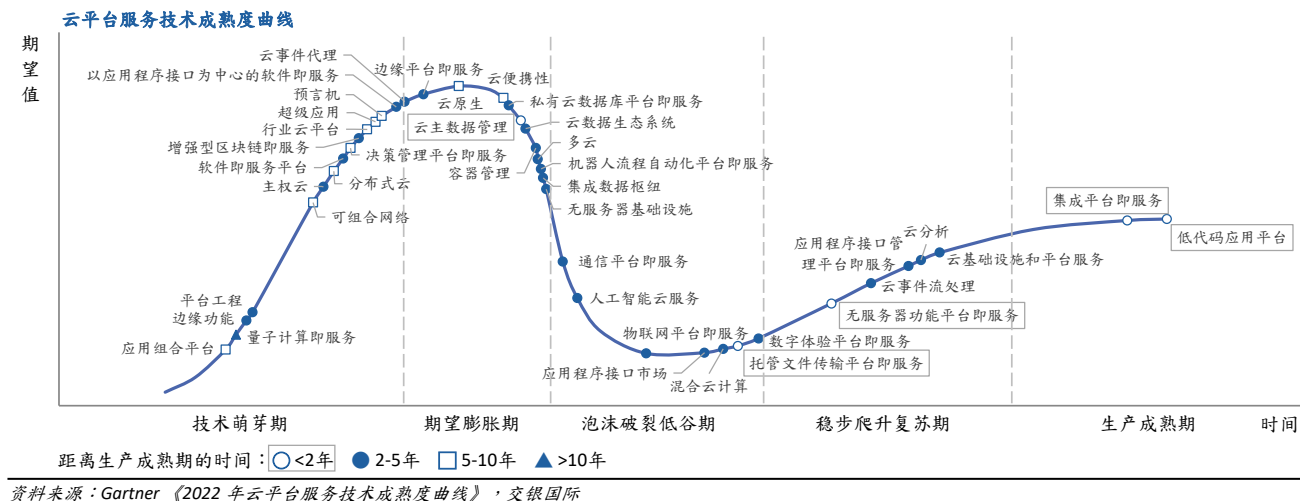
PaaS 作为链接基础设施和上层应用的中间服务平台，在大模型时代成为应用生成的加速器。PaaS 为大模型开发训练和推理提供一站式部署平台，通过自动化工具高效执行模型开发部署流程，如数据预处理、模型训练评估和部署等，提高开发效率。

图表 9: PaaS 主要应用场景包括基础设施支持、技术赋能、集成平台即服务型 and 低代码平台



资料来源：海比研究院，公开资料，交银国际

图表 10: 低代码应用平台、集成平台即服务已具备技术稳定性，成为企业数字化转型的关键部分



☉ IaaS 向 PaaS 拓展，收入贡献占比达到 20%左右

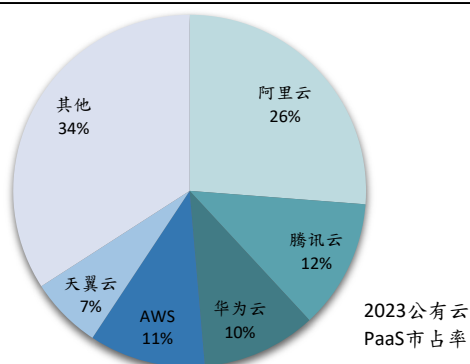
云厂商从 IaaS 向 PaaS 拓展，如阿里云和腾讯云，此前曾面临 IaaS 业务调整压力，PaaS 发展也是其未来竞争的重要方向，一方面通过 PaaS 产品切入客户并带动 IaaS 增长，另一方面，通过吸引更多的 SaaS 合作伙伴，覆盖更多垂直细分行业，丰富应用场景。互联网公司提供完善的 PaaS 产品服务，业务体系涵盖容器及中间件、大数据计算、AI 平台、音视频服务和数据库等。近年来，随着 AI 大模型投入及成熟化，互联网公司进一步聚焦高质量发展，通过 PaaS 类产品，以技术输出带动云计算业务稳健增长。

PaaS 相关收入占比均有较大幅度提升。根据 IDC 数据，2023 年，中国 PaaS 市占率以阿里云、腾讯云、华为云、AWS、电信天翼云领先，前五大厂商总份额 66%，其中腾讯云和华为云市占呈提升趋势，阿里云占比持续下降。随着公有云厂商战略重心向 PaaS 倾斜，其收入贡献也稳定提升至 20%+（占比 IaaS+PaaS），其中阿里云、华为云 PaaS 收入占比区间在 20%左右，腾讯云 PaaS 产品占比提升明显，2023 年提升 8 个百分点至 29%，运营商代表如电信天翼云占比约 15%。

传统 IT 厂商，如浪潮，通过传统 IT 业务向云计算等新兴业务转型，也在 PaaS 服务行业建立一定市场地位。凭借客户服务经验、渠道和生态优势，推出适应市场需求的产品和服务，与原有产品交叉销售，通过全栈式解决方案在政企行业建立市场优势。

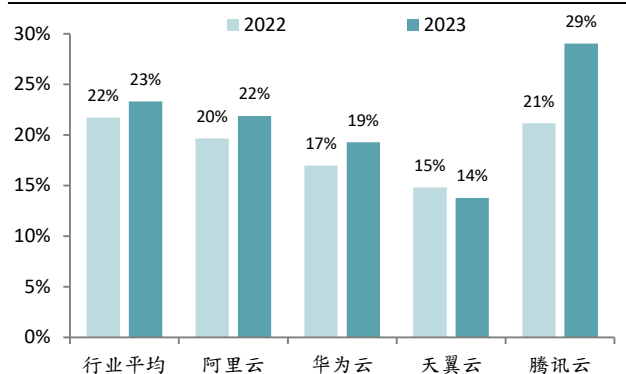
独立云服务厂商在 IaaS 领域面临大厂规模效应的价格挤压，因而寻求转型，缩减 CDN 等低附加值业务规模，着力发展垂直领域服务及计算、大数据、数据库等高利润率产品，抓住 AIGC 和大模型发展带来的智算需求增长机会。

图表 11: 2023 年中国公有云 PaaS 服务市占率



资料来源: IDC, 交银国际

图表 12: 中国公有云厂商 PaaS 收入占 IaaS+PaaS 收入比例



资料来源: IDC, 交银国际

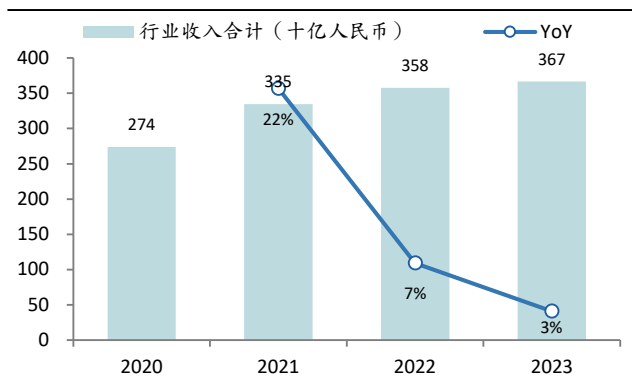
⊕ SaaS 向下，PaaS 向上

SaaS 和 PaaS 的界限正变得更为模糊。1) SaaS 公司平台化发展，如以用友、金蝶为代表的 ERP 软件厂商上云后构建业务中台、技术中台、数据智能平台和开放平台，帮助企业客户构建数字化转型平台。SaaS 部分功能 PaaS 化，借助大模型 AI PaaS 低代码搭建能力，以及模型微调，降低行业交付成本，提升交付效率，进而在一定程度上缓解中国 SaaS 厂商定制化比例过高对盈利的压力。2) PaaS 公司同样借助 AI 大模型的能力，低代码平台提供的 APaaS（应用程序或商业软件）解决方案具备使用难度低、上线快、易拓展的特点，帮助客户应对各个行业落地带来的挑战，预计 APaaS 在 PaaS 行业中的渗透率将呈现提升的趋势，并成为行业的主要增长点。

⊕ 行业收入结构开始调整，长期将看到利润释放

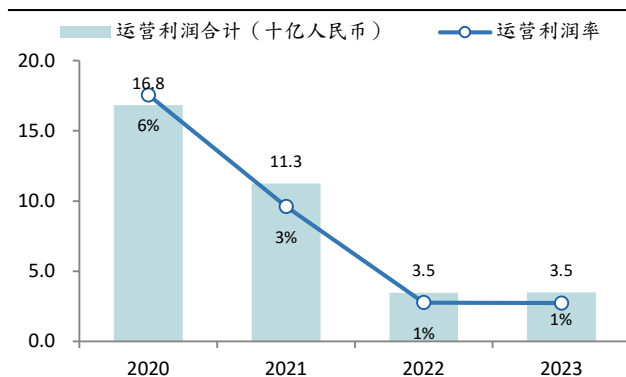
回顾过去 5 年软件相关公司业绩表现，2022 年起收入增速开始有所下滑，我们认为除了宏观影响之外，大部分公司开始从过去的集成、大生态发展为目标转为高质量健康发展为核心，收入结构将经历一段时间的调整，使得收入增速较此前的高速增长期有所放缓，利润方面短期或受 AI 等新技术投入加大影响，长期随着 AI 赋能业务结构优化及降本提效将逐步提振利润释放。同时，也建议关注客户续购率、客户资源优势等指标判断行业及公司健康度（详见软件行业估值部分）。

图表 13: 130 家上市中国软件公司整体收入增速趋势：2022 年起有所放缓



资料来源：公司资料，万得，交银国际

图表 14: 130 家上市中国软件公司整体利润率趋势：短期或受 AI 投入加大影响



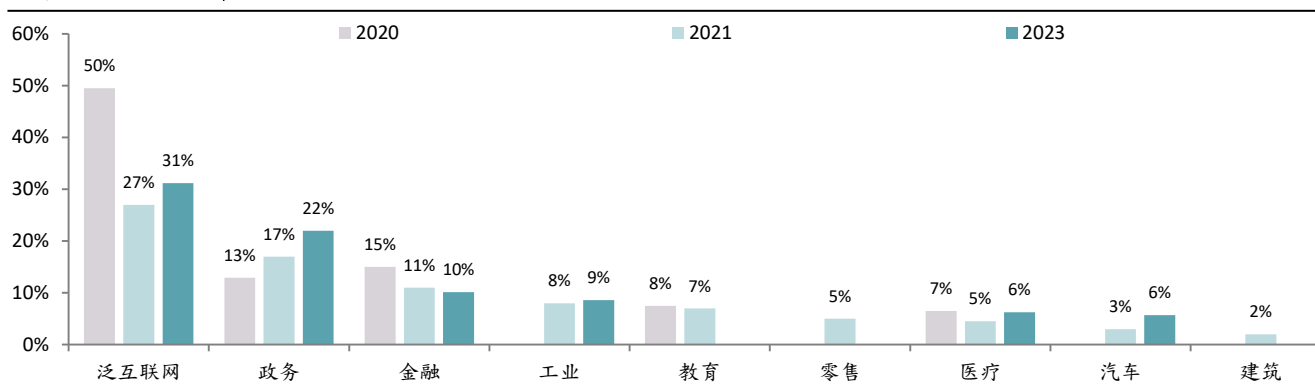
资料来源：公司资料，万得，交银国际

垂直行业上云趋势不改，传统企业上云有望成为云计算增长的主要驱动力

信通院数据显示，2023 年泛互联网及信息化服务业客户对云计算使用量占比 31%（对比 2020/21 年的 50%/27%），行业如政务、工业、医疗、汽车等云计算渗透及上云量持续提升。随着产业数字化进一步推进，我们认为传统企业如工业、政务等上云逐步成为大趋势，有望成为云计算增长的主要驱动力。

从云计算使用行业来看，大型企业上云率超过 80%，但中小企业（约 5000 万）仅 15%（信通院数据），未来潜力仍大。中小企业数字化渗透相比大型企业难度更大，由于行业分散、资金实力较弱、技术人才不足、云化布局周期短等特性，对 SaaS/PaaS 产品，如协同办公（OA）、客户管理（CRM）、资源管理（ERP）、人力资源（HRM）、数据分析（BI）等需求也更高。因此，在行业发展空间巨大的前提下，我们认为 AI 驱动的 PaaS/SaaS 云原生应用产品所带来的标准化、规模化及低上云成本，将能有效帮助中小企业降低上云初始及后期运维成本，这类产品也将成为未来云计算行业发展的主流。

图表 15: 中国公有云使用量规模占比



资料来源：艾瑞咨询，交银国际

信创、国产替代仍是投资主线之一

政策兼具顶层设计及细化要求，对信创产业支持力度不减

国家政策兼具顶层设计及细化要求，从“自主可控”概念到“79号文”发布，到2024年更新的软硬件采购安全评测要求，国家政策对信创产业支持力度不减。地方政策方面，各地政府也基于当地产业提出更具体的行动方案，如北京2023年12月发布《关于打造国家信创产业高地三年行动方案（2023-2025年）》。

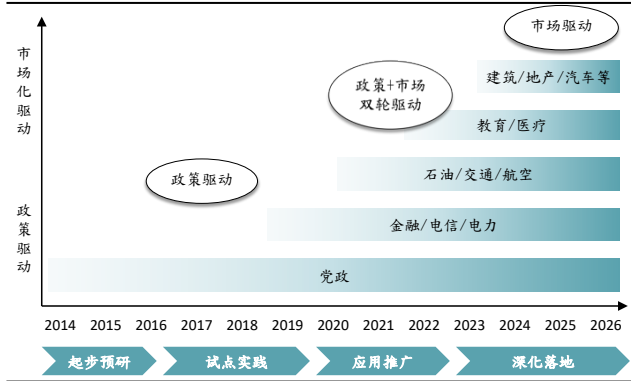
图表 16: 信创相关重点政策汇总

2014-15年	<ul style="list-style-type: none"> 中央网络安全和信息化领导小组成立，布局创新发展、网络强国 “自主可控”写进《国家安全法》
2016年7月	<ul style="list-style-type: none"> 《国家信息化发展战略纲要》颁布，提出网络强国三步走战略目标，到2020年，核心关键技术部分领域达到国际先进水平，到2025年，根本改变核心关键技术受制于人的局面，到本世纪中叶，引领全球信息化发展
2016年12月	<ul style="list-style-type: none"> 《“十三五”国家信息化规划》提出“到2020年，基本建立具有国际竞争力、安全可控的信息产业生态体系”
2020年7月	<ul style="list-style-type: none"> 《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》提出“优化产业发展环境，加速国内科技产业建设，推动国产替代”
2021年3月-2022年6月	<ul style="list-style-type: none"> 《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》强调“坚持创新”、“科技自立自强”及“推进产业数字化转型” 《“十四五”国家信息化规划》提出“要加大IT行业的国产化，自主研发和自主可控” 《“十四五”数字经济发展规划》提出“到2025年，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%”
2022年9月	<ul style="list-style-type: none"> 国资委“79号文”
2023年2月	<ul style="list-style-type: none"> 《数字中国建设整体布局规划》，提出：夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，强化自立自强的以信创为底座的数字技术创新体系和数字安全屏障
2024年3月	<ul style="list-style-type: none"> 《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》提到“在采购过程中需将CPU和操作系统符合安全可靠评测要求纳入考虑”
2024年7月	<ul style="list-style-type: none"> 《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提到“抓紧打造自主可控的产业链供应链，全链条推进技术攻关，成果应用”

资料来源：中国政府网，工信部，公开资料，交银国际

信创替代遵循“2+8+N”路径逐步拓展不同行业应用，目前进入各行各业的深化落地阶段。党政方面，“79号文”提出国央企2027年完成信创全替代，8大行业中，金融/电信/电力替换节奏领先，其他行业陆续加快推进。

图表 17: 信创产业发展进程



资料来源：亿欧智库，第一新声研究院，交银国际

图表 18: 信创产业推进节奏

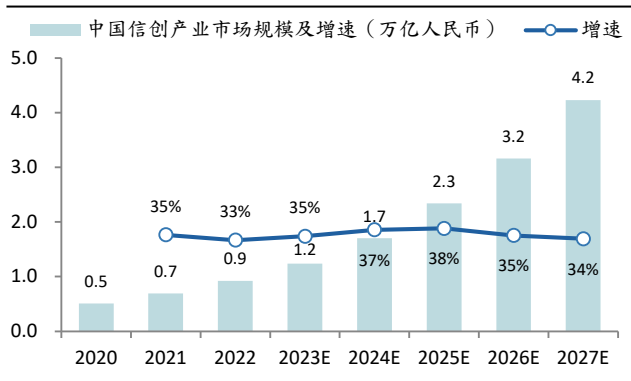


资料来源：第一新声研究院，交银国际

2023年信创产业规模突破1.2万亿元，预计2023-27年复合增速36%

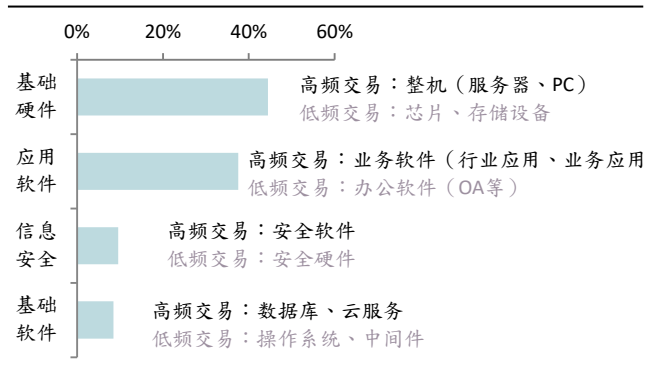
据亿欧智库估算，2023年信创产业规模突破1.2万亿元，预计2023-27年仍将维持36%的复合增速。从需求侧看，超过70%需求通过招投标采购，信创招投标总额中，硬件/应用软件+信息安全+基础软件占比分别为44%/56%。我们选取的130家上市软件公司，均有国产替代属性，主要分布在AI、云计算/大数据、行业应用、通用应用、软件服务、基础软件、数据要素和信息安全。

图表 19: 2023年信创产业规模突破1.2万亿元



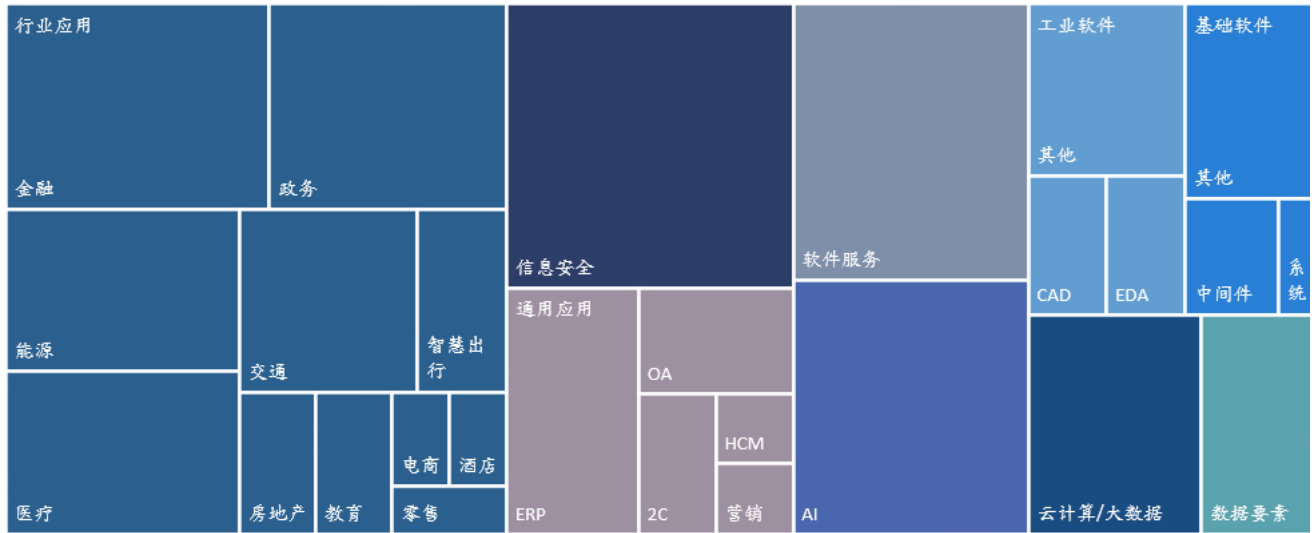
资料来源：亿欧智库，交银国际

图表 20: 信创招投标市场市场份额占比



资料来源：知了标讯，亿欧智库，交银国际

图表 21: 选取 130 家上市软件公司，主要分布在 AI、云计算/大数据、行业应用、通用应用、软件服务、基础软件、数据要素和信息安全



资料来源：万得，交银国际

中国软件行业走势

涨跌经历多轮周期，2024年行业估值创历史新低

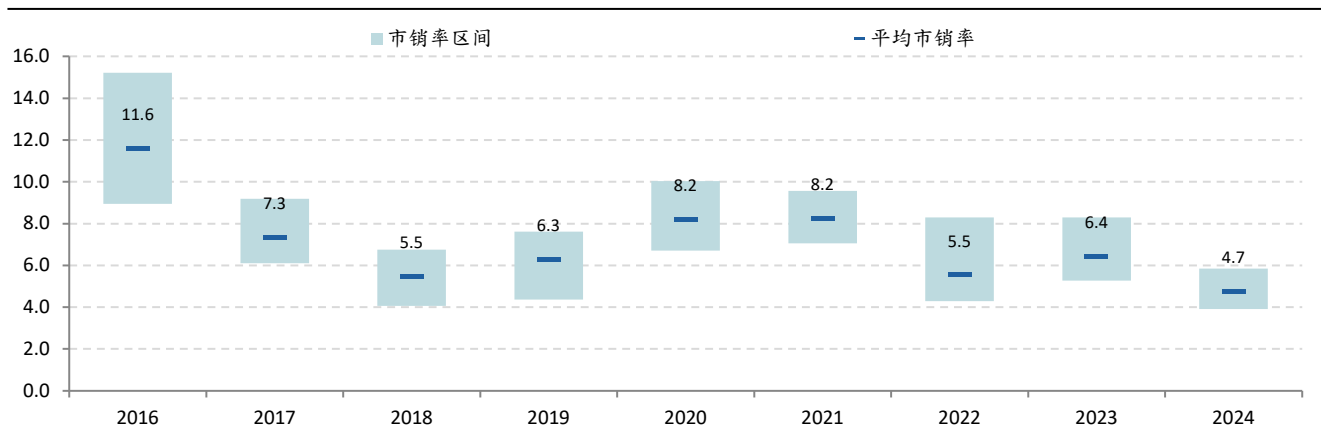
2013年至今，中国软件指数涨跌经历多轮周期，上涨主要受信创国产替代、AI发展拉动，下行波动则主要因大盘回调、软件行业估值泡沫挤压、软件公司收入/利润增长放缓等因素影响。2024年行业估值（基于中国软件指数 H30202）创历史新低，年初至今平均市销率 4.7 倍，低于 2019/2022 年水平（5.5 倍），最低估值（3.9 倍）亦为过去 8 年最低，目前各公司估值多以所在行业发展潜力以及公司自身业绩增长为支撑。

图表 22: 2013 年至今，中国软件指数（H30202）经历多轮波动



资料来源：万得，交银国际 *以 2012 年 12 月 29 日为 100 计算，数据截至 2024 年 9 月 25 日

图表 23: 中国软件指数（H30202）市销率处于历史低位



资料来源：万得，交银国际，市销率区间上沿/下沿对应当年最高/最低市销率，2024 年为截至 9 月 25 日数据

软件行业估值分析

毛利率作为核心指标，可最快判断企业商业模式及健康度

中国软件行业相对分散，上市公司数量较多，我们根据 SAC（中国证券业协会）国民经济行业分类所属软件和信息技术服务类别、以及香港万得软件与服务类别中所属信息技术服务和软件类型企业，共计 372 家上市公司，按市值（10 亿元人民币以上）、机构投资者关注度等指标，选取了 130 家中国上市软件公司。

我们认为，企业毛利率可最快判断公司商业模式及企业健康度，是软件公司核心指标。一般情况下，产品标准化程度高的公司毛利率较高，但考虑到现阶段中国软件市场商业模式还不能完全依赖标准化产品带来的订阅制，我们将 40% 毛利率，以及产品收费的可持续性、客户体量、企业长期成长性作为健康企业的核心标准。该标准一方面体现了公司产品的相对标准化，大部分收入为软件贡献，另一方面也体现了公司的自主定价权及资源利用率水平。

图表 24: SaaS/PaaS 企业估值核心逻辑

	相对高估值	相对低估值
商业模式	订阅制	一次性买断付费，与硬件打包出售
销售模式	无需额外销售成本	销售费用高
服务模式	标准化、公有云交付	定制化、人员外包服务
开发模式	云原生，高效开发运维	私有云定制开发
核心指标		
毛利率	>70%，标准化产品 40-70%，定制化，或有订阅制收费机会	>40%，定制化产品，一次性买断收费 <40%，开发成本高/搭售硬件
续费率	客户续费率>70% 金额续费率>100%	客户续费率<70% 金额续费率<100%

资料来源：艾瑞，交银国际

我们所选的 130 家公司中，2024 年上半年，高毛利率公司数量提升，70% 以下毛利率公司数量较 2023 年所有下降，1) 25 家公司毛利率超过 70%，对比 2023 年新增 6 家，包括海天瑞声（688787 CH）、东方通（300379 CH）、山石网科（688030 CH）等。毛利率提升主要受益于高毛利业务收入占比提升以及主营业务毛利率优化，如海天瑞声 2024 年上半年智能语音类产品收入占比同比提升 6 个百分点至 70%，同时标准化数据集产品拉动该业务毛利率自 2023 年 63% 优化至 78%。2) 毛利率 40-70%/低于 40% 的公司有 57/48 家，其中毛利率有优化的公司分别有 31/17 家。

从收入角度看，毛利率高（>70%）的公司，收入增速集中在 0-40% 区间，小部分增速下降，体现公司 SaaS 软件属性及更稳健收入成长性；毛利率在相对健康（40-70%）区间的公司，公司数量最多，同时其收入增速低于 20% 的公司偏多，也突出了现阶段我国软件公司发展还不能完全以订阅制高毛利率模式取代的特点，在这一组别中，仍需关注其收入结构健康度对收入增速的影响；毛利率仍低

($<40\%$) 的公司，收入增速区间分布相对分散，一方面体现其收入结构中或有低毛利高收入规模的业务拉动，另一方面，或说明了其业务战略仍在调整期。

软件公司目前运营利润率仍有待优化，高毛利率公司、有销售渠道优势的公司盈利能力更好。2024 年上半年部分公司利润率低于 2023 年，其中重要原因是因收入确认按项目制或有季节性因素，半年数据或不能反映公司正常盈利能力。因此我们仅基于 2023 年数据来分析，高毛利率的公司中有 68% (13/19) 的公司实现运营层面盈利，超过 20% 运营利润率公司的占比明显高于低毛利率公司组别。

图表 25: 所选 130 家 A+H 上市软件公司毛利率分布：1H24 有 25 家毛利率 $>70\%$ ，较 2023 年提升

毛利率	2023	收入增速 (2023 YoY)					运营利润率 (2023)			1H24	收入增速 (1H24 YoY)					运营利润率 (1H24)		
		$>40\%$	20-40%	10-20%	0-10%	$<0\%$	$>20\%$	0-20%	亏损		$>40\%$	20-40%	10-20%	0-10%	$<0\%$	$>20\%$	0-20%	亏损
$>70\%$	19	1	8	5	3	2	3	10	6	25	1	4	6	9	5	1	8	16
40-70%	62	2	11	18	15	16	7	29	26	57	1	7	16	12	21	3	21	33
0-40%	49	2	8	9	14	16	1	32	16	48	4	8	7	8	21	1	21	26
合计	130	5	27	32	32	34	11	71	48	130	6	19	29	29	47	5	50	75

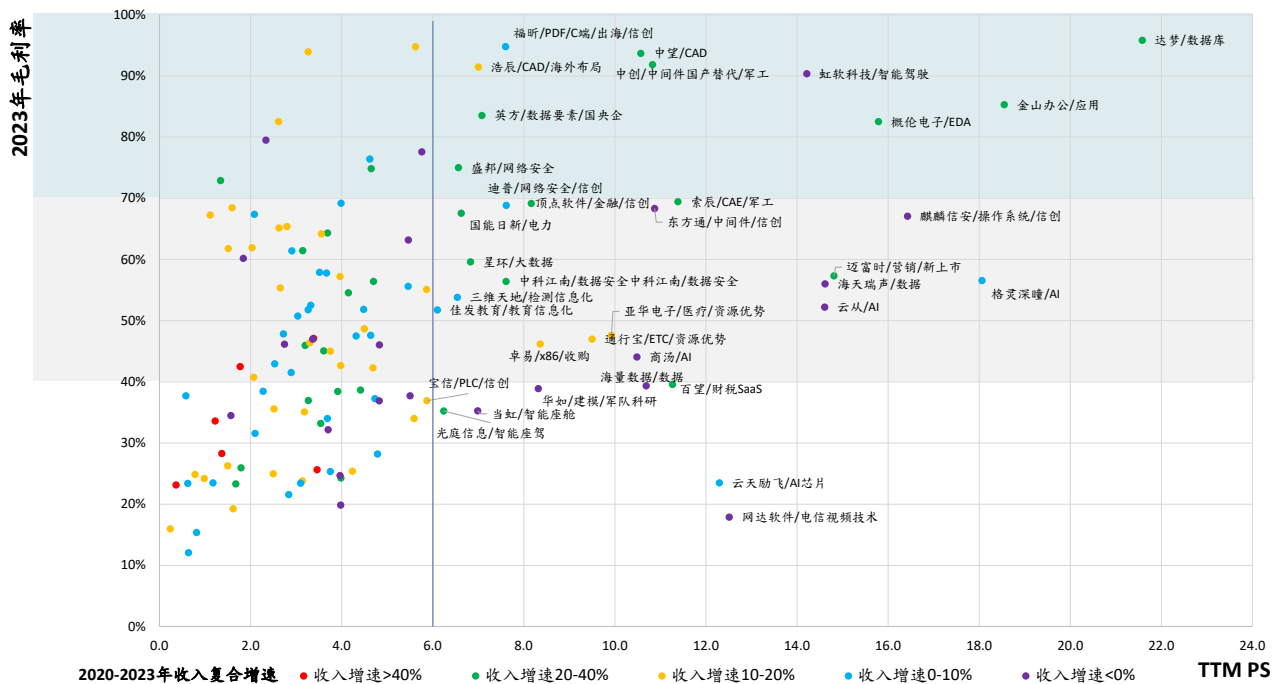
资料来源：公司资料，万得，交银国际

毛利率和市销率倍数的正相关性分析

我们将 2023 年毛利率与公司 TTM 市销率做相关性分析，我们看到，毛利率及市销率表现呈正相关性，收入增速对市销率影响并不明显。同时，估值相对高的公司，在客户稳定性、收费模式、行业特点和客户资源等指标上都有明显优势。

- 1) **信创、AI 投入为主要估值支撑点**，多数受益于信创国产替代的公司收入及利润维持稳健增长趋势，而 AI 概念加持的公司，如 AI、视觉、数据库、数据训练等等，往往伴随较高的研发投入，意味着更高的技术门槛。
- 2) **市场通常给予潜在增长空间更大的细分行业公司更高的估值溢价**，如与芯片行业紧密相关的 EDA，2023 年中国市场规模 120 亿元，占全球 EDA 市场仅 10%，同时，该行业国产化率尚不足 10%，在国产替代大背景下或意味着未来确定的增长空间。
- 3) **从产品及业务结构看，产品更标准化（如 2C、CAD、中间件）的公司通常对应更高的毛利率**，因此获得更高的估值溢价，如金山的 WPS 和中望的 CAD，产品需定制化配置交付的公司需要提供更多人员支持，估值次之，如用友的 ERP，而系统集成、IT 外包、咨询/实施类人力驱动型业务占比高的公司估值最低。
- 4) **从垂直行业来看**，以上提及的 EDA、CAD 等工业设计软件、金融、医疗、交通，及有资源优势的软件服务供应商和 C 端应用，估值溢价明显。
- 5) **有客户资源的软件公司**，如教育、电力、医疗、视频内容处理等等，都有稳定下游行业客户，同时有较低的销售费用，估值较高。

图表 26: 市销率 (TTM) 和毛利润率具备正相关性, 同时考虑所处行业特点及客户资源卡位优势 (2023)



资料来源: 公司资料, 万得, 交银国际*1H24 或受季节性因素影响毛利率及增速实际情况, 因此我们的分析主要基于年度数据; 数据截至 2024 年 9 月 25 日

按毛利率区间分组, 分析估值差异背后因素

对比市销率以判断公司估值水平, 我们看到大部分公司目前估值低于过去两年平均市销率负一个标准差, 与软件大盘趋势一致, 但估值区间也仍有差异。

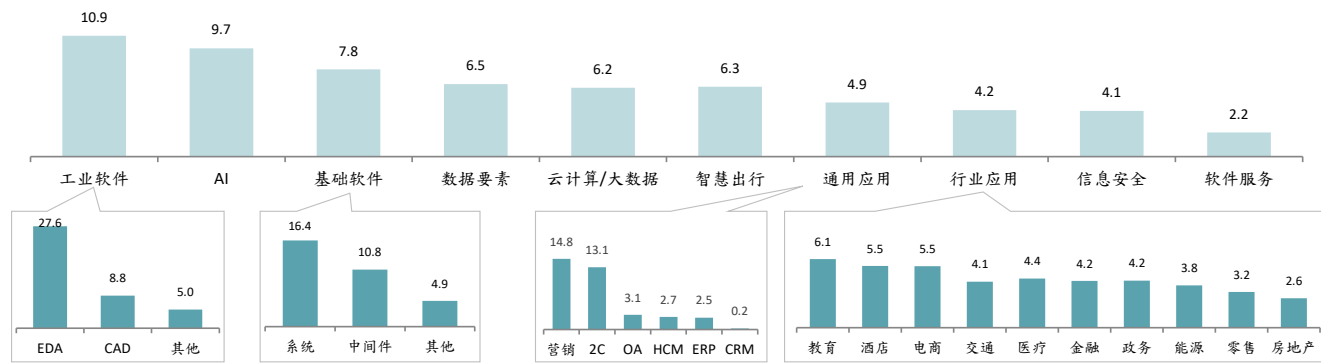
从垂直行业看, 技术壁垒更高的细分行业通常估值更高, 如图表 28 所示, 工业软件>AI>基础软件>数据要素>云计算/大数据>智慧出行>通用应用。

受流动性影响, 港股估值略有折价。我们统计的 130 家软件公司中, 109 家 A 股公司平均市销率 (TTM) 为 5.8 倍, 对比 21 家港股公司平均市销率 3.5 倍。

我们综合以上毛利率区间, 将 130 家公司分为以下四组, 进一步分析其估值差异背后因素:

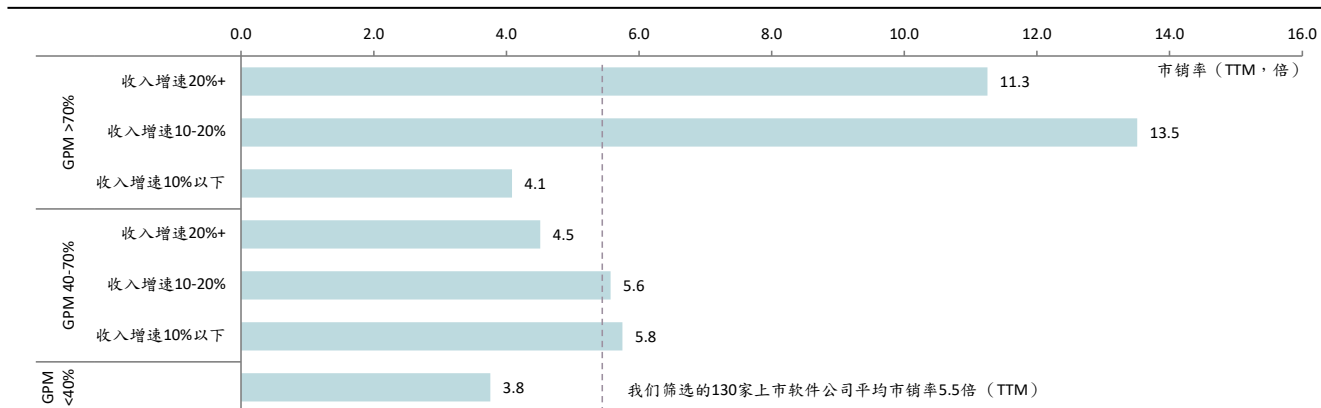
- ✓ 第一组 (19 家): 毛利率>70%, TTM 市销率为 10.0 倍;
- ✓ 第二组 (40 家): 毛利率 50-70%, TTM 市销率为 5.9 倍;
- ✓ 第三组 (22 家): 毛利率 40-49%, TTM 市销率为 4.6 倍;
- ✓ 第四组 (49 家): 毛利率<40%, TTM 市销率为 3.8 倍。

图表 27: 细分行业平均市销率 (TTM) : 工业软件/AI/基础软件估值领先



资料来源: 公司资料, 万得, 交银国际; 数据截至 2024 年 9 月 25 日

图表 28: 市销率倍数 (TTM) 和毛利润率的关系: 具备正相关性, 但也受公司收入增速、业务增长空间、行业技术壁垒等因素影响



资料来源: 公司资料, 万得, 交银国际; 数据截至 2024 年 9 月 25 日

⊕ 第一组: 毛利率 > 70%

毛利率 > 70% 的中国上市软件公司平均市销率 (TTM) 为 10.0 倍。其中, 估值大于平均值的公司:

- 1) 信创国产替代拉动收入/利润高增长, 如中创股份, 2023 年收入/利润增速分别为 31%/62%。
- 2) 行业壁垒较高, 如 EDA (华大九天、概伦电子)、视觉算法 (虹软科技)、中间件 (中创股份) 等, 同时, 部分公司为细分赛道龙头, 如华大九天 2023 年在中国 EDA 市场占比 5.9%, 位列国产 EDA 企业首位 (据中商产业研究院)。
- 3) 运营效率及盈利能力领先, 具备较高的利润率, 如达梦数据/中创股份 2023 年经调整运营利润率分别为 29%/40%, 对应市销率 (TTM) 21.6 倍/10.8 倍。
- 4) 上市时间仍短。

2024年9月30日
 互联网行业

估值低于平均值的公司：

- 1) 受客户行业景气度影响，如主要面向房地产行业的服务商，市销率（TTM）为 2-3 倍。
- 2) 研发费用率低，或意味着所处细分赛道技术壁垒低、进入门槛较低，如 OA 服务类公司。
- 3) 业务偏销售依赖型，销售费用占收比高，但销售效率仍有待提升的部分公司。
- 4) 港股流动性折价。

图表 29: 毛利率>70%的中国上市软件企业主要指标对比

公司名称	代码	市值		市销率	历史2年平均市销率±SD	收入-YoY		扣非净利润-YoY		毛利率		经调整运营利润率		销售	销售	研发	管理	自由
		百万人民币	百万人民币			2023	1H24	2023	1H24	2023年	1H24	2023年	1H24	2023年	2023年	2023年	2023年	2023年
华大九天	301269.SZ	41,253	1,084	NA	39.3	27%	10%	102%	NA	94%	91%	-3%	-21%	16%	1.8	68%	13%	1,247
达梦数据	688692.SH	18,530	3,408	61.2	21.6	15%	22%	6%	43%	96%	97%	29%	19%	36%	0.5	21%	9%	255
金山办公	688111.SH	88,967	11,105	64.8	18.5	17%	11%	34%	19%	85%	85%	22%	24%	21%	0.8	32%	10%	(2,515)
概伦电子	688206.SH	5,882	490	NA	15.8	18%	29%	NA	NA	83%	89%	-33%	-13%	26%	0.8	71%	19%	(77)
虹软科技	688088.SH	10,105	958	130.1	14.2	26%	12%	903%	22%	90%	91%	5%	10%	18%	1.6	54%	14%	177
中创股份	688695.SH	2,152	366	33.4	10.8	31%	45%	62%	NA	92%	86%	40%	-7%	18%	1.5	23%	10%	2
中望软件	688083.SH	9,088	989	NA	10.6	38%	12%	NA	NA	94%	98%	-17%	-43%	53%	0.7	47%	11%	361
福昕软件	688095.SH	5,032	1,583	NA	7.6	5%	18%	NA	NA	95%	94%	-20%	-19%	56%	0.1	37%	23%	363
英方软件	688435.SH	1,738	196	NA	7.1	23%	3%	-10%	NA	84%	88%	10%	-30%	30%	0.8	37%	6%	(433)
浩辰软件	688657.SH	1,961	93	46.2	7.0	16%	2%	-18%	-26%	91%	91%	13%	5%	39%	0.4	26%	13%	(204)
盛邦安全	688651.SH	1,923	209	105.3	6.6	23%	2%	-19%	NA	75%	76%	8%	-34%	37%	0.7	19%	11%	(32)
中新赛克	002912.SZ	2,940	795	NA	5.8	50%	-46%	NA	NA	78%	68%	3%	-72%	31%	1.2	33%	11%	(278)
万兴科技	300624.SZ	8,252	5,518	116.4	5.6	25%	-2%	817%	-55%	95%	94%	8%	2%	49%	0.5	27%	11%	203
恒生电子	600570.SH	33,905	4,504	25.7	4.7	12%	0%	27%	-49%	75%	71%	17%	3%	8%	1.3	37%	13%	(214)
品茗科技	688109.SH	2,092	263	97.4	4.6	0%	10%	NA	NA	76%	73%	-1%	0%	37%	0.0	28%	12%	203
泛微网络	603039.SH	7,745	418	49.1	3.3	3%	-2%	20%	46%	94%	94%	6%	4%	70%	0.0	15%	4%	(176)
广联达	002410.SZ	16,767	5,086	NA	2.6	0%	-4%	-94%	-17%	83%	87%	4%	11%	31%	0.0	29%	19%	(14)
明源云	0909.HK	3,728	224	NA	2.3	-10%	-6%	NA	NA	79%	80%	-46%	-30%	56%	-0.2	39%	31%	1,998
百融云	6608.HK	3,655	96	13.4	1.3	30%	6%	93%	-22%	73%	73%	9%	7%	40%	0.8	14%	10%	(159)

资料来源：公司资料，万得，交银国际 *2023 年销售效率计算= (2023 年收入-2022 年收入)/2022 年营销费用，经调整运营利润率= (毛利-销售费用-研发费用-管理费用)/收入；数据截至 2024 年 9 月 25 日

⊕ 第二组：毛利率 50-70%

毛利率 50-70%的中国上市软件公司平均市销率 (TTM) 为 5.9 倍。其中，估值大于平均值的公司中：

- 1) AI 概念公司市销率 6.8-18.1 倍，因行业壁垒较高，通常伴随较高的研发投入（研发费用率 34-78%），如 AI 数据服务（海天瑞声），AI 大模型及产业应用（云从科技/星环科技），计算机视觉/大数据分析（格灵深瞳）。
- 2) 受信创驱动，如麒麟信安为国产操作系统龙头，在中国服务器操作系统新增市场份额超过 25%（沙利文数据），迈富时为最大国产营销及销售 SaaS 供应商，顶点软件受益于国产替代维持稳健收入/利润增势。
- 3) 运营/营销效率领先，具备较高的利润率及销售效率，如顶点软件 2023 年经调整运营利润率为 26%，销售效率 2.4，高于本组平均-6%/0.8，对应市销率 (TTM) 8.2 倍。
- 4) 上市时间仍短。

估值低于平均值的公司：

- 1) 业务结构因素及大客户集中。
- 2) 新业务投入等导致运营效率降低或由盈转亏。
- 3) 业务偏销售依赖型，但销售效率较低。
- 4) 港股流动性。

图表 30: 毛利率 50-70% 的中国上市软件企业主要指标对比

公司名称	代码	市值 百万人民币	月交易额 百万人民币	市盈率 TTM	历史2年平均市销率+/-SD O为TTM市销率 深色为+1SD, 浅色为+2SD	收入-YoY		扣非净利润-YoY		毛利率		经调整运营利润率		销售	销售	研发	管理	自由	
						2023	1H24	2023	1H24	2023年	1H24	2023年	1H24	费用率	效率	费用率	费用率	现金流	
																			2023年
格灵深瞳	688207.SH	2,820	427	NA	18.1	-26%	-67%	NA	NA	57%	67%	-53%	-197%	21%	-1.4	70%	18%	(444)	
麒麟信安	688152.SH	3,007	905	NA	16.4	-59%	28%	NA	NA	67%	72%	-45%	-33%	44%	-3.5	50%	18%	(359)	
迈富时	2556.HK	20,320	461	NA	14.8	8%	27%	NA	NA	57%	53%	-3%	-2%	27%	0.3	17%	17%	(243)	
海天瑞声	688787.SH	2,747	780	NA	14.6	-35%	24%	NA	NA	56%	70%	-30%	-3%	14%	-5.1	34%	38%	(36)	
云从科技	688327.SH	8,544	1,574	NA	14.6	19%	-26%	NA	NA	52%	60%	-94%	-299%	25%	0.5	78%	43%	(102)	
索辰科技	688507.SH	3,992	315	NA	11.4	20%	141%	93%	NA	69%	38%	18%	-185%	6%	4.3	33%	12%	(123)	
东方通	300379.SZ	6,221	9,136	NA	10.9	-30%	-1%	NA	NA	68%	72%	-54%	-138%	52%	-1.0	47%	24%	(210)	
顶点软件	603383.SH	5,960	2,800	29.1	8.2	19%	-5%	39%	-23%	69%	69%	26%	7%	9%	2.4	21%	14%	(15)	
迪普科技	300768.SZ	8,331	1,318	63.9	7.6	16%	14%	-12%	32%	69%	69%	2%	0%	39%	0.5	24%	4%	35	
中科江南	301153.SZ	8,451	4,758	38.1	7.6	32%	-21%	19%	-69%	56%	58%	24%	1%	10%	3.3	18%	4%	389	
星环科技	688031.SH	3,367	583	NA	6.8	32%	2%	NA	NA	60%	59%	-65%	-150%	54%	0.6	45%	26%	23	
国能日新	301162.SZ	3,256	639	43.8	6.6	27%	19%	16%	12%	68%	67%	13%	13%	26%	1.0	19%	9%	8	
三维天地	301159.SZ	2,226	857	NA	6.5	16%	9%	NA	NA	54%	25%	2%	-135%	11%	1.5	26%	15%	(121)	
佳发教育	300559.SZ	3,416	1,356	41.2	6.1	46%	-15%	81%	-51%	52%	55%	20%	15%	13%	2.9	7%	11%	101	
永信至诚	688244.SH	2,413	185	111.2	5.9	20%	18%	-72%	NA	55%	55%	6%	-36%	19%	1.2	21%	8%	12	
光云科技	688365.SH	2,606	497	NA	5.5	-4%	1%	NA	NA	63%	65%	-14%	-13%	35%	-0.1	25%	17%	81	
税友股份	603171.SH	10,294	1,202	140.8	5.5	8%	7%	-40%	18%	56%	61%	1%	9%	16%	0.4	26%	12%	(19)	
中康控股	2361.HK	1,907	-	20.1	4.7	11%	10%	112%	-13%	56%	56%	24%	16%	8%	1.3	15%	9%	(137)	
捷安高科	300845.SZ	1,583	792	33.0	4.5	18%	-3%	11%	5%	52%	47%	12%	0%	18%	1.0	11%	11%	59	
龙软科技	688078.SH	1,649	238	20.3	4.1	9%	1%	2%	-6%	55%	58%	28%	24%	9%	1.2	11%	6%	(36)	
远光软件	002063.SZ	9,316	1,304	30.6	4.0	12%	-4%	7%	-31%	57%	59%	17%	5%	7%	1.7	25%	9%	668	
信安世纪	688201.SH	2,220	629	NA	4.0	-17%	4%	-94%	NA	69%	71%	2%	-25%	20%	-1.2	35%	12%	(12)	
出门问问	2438.HK	1,490	44	NA	3.7	1%	-38%	NA	NA	64%	65%	-13%	-60%	30%	0.1	30%	18%	45	
启明星辰	002439.SZ	16,716	3,049	37.0	3.7	2%	3%	-10%	NA	58%	57%	13%	-13%	23%	0.1	18%	4%	(205)	
金蝶国际	0268.HK	21,313	2,079	NA	3.6	17%	11%	NA	NA	64%	63%	-9%	-15%	40%	0.4	25%	8%	(770)	
超图软件	300036.SZ	6,766	1,922	75.5	3.5	24%	-8%	NA	-51%	58%	61%	11%	4%	19%	1.4	13%	14%	178	
中国民航信	0696.HK	25,337	588	16.4	3.3	34%	22%	247%	25%	53%	60%	23%	36%	2%	16.6	12%	15%	(709)	
嘉和美康	688246.SH	2,296	232	68.9	3.3	-3%	3%	-34%	NA	52%	48%	4%	-10%	15%	-0.2	21%	12%	(183)	
美图	1357.HK	9,449	841	21.1	3.1	29%	26%	NA	-3%	61%	65%	11%	16%	16%	1.5	24%	11%	(207)	
用友网络	600588.SH	31,095	2,427	NA	3.0	6%	13%	NA	NA	51%	53%	-10%	-20%	28%	0.2	22%	11%	(1,727)	
新点软件	688232.SH	6,725	358	43.1	2.9	-14%	-14%	-80%	NA	61%	61%	5%	-11%	28%	-0.6	21%	8%	46	
奇安信	688561.SH	16,074	979	NA	2.8	4%	-28%	NA	NA	65%	57%	4%	-43%	30%	0.1	23%	9%	(714)	
北森控股	9669.HK	2,256	100	NA	2.7	10%	14%	NA	NA	55%	59%	-59%	-70%	51%	0.2	40%	22%	4	
深信服	300454.SZ	19,515	1,857	NA	2.6	3%	-8%	10%	NA	65%	61%	-5%	-32%	35%	0.1	30%	5%	(1,207)	
山石网科	688030.SH	1,894	137	NA	2.1	11%	2%	NA	NA	67%	75%	-26%	-26%	45%	0.2	38%	10%	(159)	
鼎捷软件	300378.SZ	4,730	2,262	34.8	2.0	12%	11%	2%	54%	62%	57%	9%	7%	32%	0.4	10%	11%	(171)	
天融信	002212.SZ	5,508	1,617	NA	1.8	-12%	-13%	NA	NA	60%	63%	-1%	-41%	29%	-0.5	25%	7%	115	
致远互联	688369.SH	1,544	572	NA	1.6	1%	-16%	NA	NA	68%	73%	-6%	-23%	43%	0.0	23%	9%	(125)	
安恒信息	688023.SH	3,284	1,132	NA	1.5	10%	0%	NA	NA	62%	55%	-18%	-40%	42%	0.2	29%	9%	(279)	
畅捷通	1588.HK	970	3	NA	1.1	24%	8%	NA	NA	67%	72%	-10%	-6%	40%	0.5	29%	8%	(153)	

资料来源：公司资料，万得，交银国际 *2023 年销售效率计算= (2023 年收入-2022 年收入) / 2022 年营销费用，经调整运营利润率= (毛利-销售费用-研发费用-管理费用) / 收入；数据截至 2024 年 9 月 25 日

第三组：毛利率 40-49%

毛利率 40-49%的中国上市软件公司平均市销率（TTM）为 4.6 倍。

与前两组别估值影响因素基本一致，估值偏高的公司多为 AI、智能座舱、智慧出行相关，或产品更标准化，估值偏低的公司以网络安全、行业解决方案提供商为主。

图表 31: 毛利率 40-49%的中国上市软件企业主要指标对比

公司名称 代码	市值 百万人民币	月交易额 百万人民币	市盈率	历史2年平均市销率±SD TTM 深蓝色为+1SD, 浅蓝色为+2SD	收入-YoY		扣非净利润-YoY		毛利率		经调整运营利润率		销售	销售	研发	管理	自由
					2023	1H24	2023	1H24	2023年	1H24	2023年	1H24	费用率	费用率	费用率	费用率	现金流
商汤 0020.HK	39,620	5,011	NA	10.5	-11%	29%	NA	NA	44%	44%	-126%	-116%	24%	-0.4	102%	44%	1,575
亚华电子 301337.SZ	2,894	2,960	190.1	9.9	0%	-40%	-32%	NA	48%	41%	14%	-22%	12%	0.0	13%	8%	(1)
通行宝 301339.SZ	7,524	857	40.0	9.5	24%	18%	30%	8%	47%	52%	18%	24%	12%	1.8	7%	10%	701
卓易信息 688258.SH	2,861	907	NA	8.4	14%	16%	110%	7%	46%	48%	4%	7%	2%	3.8	20%	20%	155
国投智能 300188.SZ	10,030	2,491	NA	8.8	-13%	21%	NA	NA	46%	44%	-8%	-54%	15%	-1.1	21%	17%	91
德生科技 002908.SZ	3,482	1,974	91.2	4.7	-7%	-26%	-36%	-75%	42%	41%	12%	5%	13%	-0.6	10%	7%	158
久远银海 002777.SZ	5,670	2,878	87.8	4.6	5%	-24%	-21%	-92%	48%	45%	15%	2%	13%	0.4	11%	9%	112
通达海 301378.SZ	2,394	1,784	NA	4.5	19%	-8%	-43%	NA	49%	36%	6%	-22%	9%	2.4	27%	8%	(302)
格尔软件 603232.SH	2,555	1,723	NA	4.3	-15%	19%	NA	NA	47%	41%	-3%	-27%	15%	-1.5	15%	20%	82
科大讯飞 002230.SZ	84,101	11,074	NA	4.0	4%	19%	-72%	NA	43%	40%	0%	-5%	18%	0.3	18%	7%	(3,717)
卫士健康 300253.SZ	11,990	1,682	30.0	3.8	2%	3%	179%	NA	45%	41%	14%	8%	15%	0.1	11%	6%	(223)
赢时胜 300377.SZ	5,550	4,477	83.6	3.6	16%	-8%	-11%	NA	45%	41%	5%	-5%	2%	5.9	28%	10%	57
第四范式 6882.HK	15,568	71	NA	3.4	36%	31%	NA	NA	47%	42%	-13%	-14%	10%	2.7	42%	8%	(552)
创业慧康 300451.SZ	5,515	3,059	135.3	3.4	6%	3%	-27%	37%	47%	54%	11%	11%	8%	0.8	15%	13%	(394)
涂鸦智能 2391.HK	6,053	3	NA	3.3	12%	27%	NA	NA	46%	48%	-51%	-24%	18%	0.5	44%	35%	3,086
北路智控 301195.SZ	3,459	442	18.5	3.2	33%	17%	13%	-26%	46%	43%	21%	12%	9%	3.9	11%	5%	790
捷顺科技 002609.SZ	4,640	670	66.6	2.9	20%	-6%	NA	-51%	42%	39%	8%	0%	19%	0.9	7%	7%	536
亚信安全 688225.SH	4,640	222	NA	2.7	-7%	17%	NA	NA	48%	55%	-20%	-29%	30%	-0.2	28%	11%	(599)
绿盟科技 300369.SZ	4,860	4,312	NA	2.7	-36%	12%	NA	NA	46%	59%	-55%	-34%	52%	-1.1	37%	12%	(499)
锐明技术 002970.SZ	5,253	1,630	34.0	2.5	23%	49%	NA	114%	43%	41%	5%	9%	12%	1.5	15%	11%	229
朗新集团 300682.SZ	9,868	2,217	20.3	2.1	4%	3%	34%	-91%	41%	44%	9%	-5%	12%	0.4	11%	8%	557
卓博集团 3738.HK	3,484	299	NA	1.8	41%	17%	NA	42%	42%	43%	7%	10%	14%	3.9	12%	10%	(44)

资料来源：公司资料，万得，交银国际 *2023 年销售效率计算= (2023 年收入-2022 年收入)/2022 年营销费用，经调整运营利润率= (毛利-销售费用-研发费用-管理费用)/收入；数据截至 2024 年 9 月 25 日

第四组：毛利率 <40%

毛利率 <40%的中国上市软件公司平均市销率（TTM）为 3.8 倍。

与前组别估值影响因素基本一致，估值偏高的公司为 AI 及大数据相关，或产品更标准化，因利润率压力，过去一年估值回调幅度较大，估值偏低的公司收入占比多包含系统集成、运维/实施等业务。

2024年9月30日
 互联网行业

图表 32: 毛利率<40%的中国上市软件企业主要指标对比

公司名称	代码	市值 百万人民币	月交易额 百万人民币	市盈率 TTM	历史2年平均市销率+/-SD O为TTM市销率 深色为+1SD, 浅色为+2SD	收入-YoY		扣非净利润-YoY		毛利率		经调整运营利润率		销售费用率	销售效率	研发费用率	管理费用率	自由现金流
						2023	1H24	2023	1H24	2023年	1H24	2023年	1H24	2023年	2023年	2023年	2023年	2023年
网达软件	603189.SH	4,100	8,492	NA	12.5	-7%	22%	NA	NA	18%	26%	-23%	-1%	5%	-1.4	23%	13%	66
云天励飞	688343.SH	7,976	982	NA	12.3	-7%	97%	NA	NA	23%	16%	-96%	-11%	20%	-0.5	58%	41%	(3,190)
百望股份	6657.HK	7,335	4	NA	11.3	36%	-16%	NA	NA	40%	39%	-39%	-39%	28%	1.9	26%	24%	68
海量数据	603138.SH	3,851	2,236	NA	10.7	-14%	93%	NA	NA	39%	33%	-52%	-21%	28%	-0.6	52%	11%	(265)
华如科技	301302.SZ	2,268	686	NA	8.3	-57%	-47%	NA	NA	39%	53%	-85%	-119%	23%	-7.8	69%	32%	(301)
当虹科技	688039.SH	2,402	1,347	NA	7.0	0%	10%	NA	NA	35%	33%	-32%	-44%	11%	0.0	43%	14%	(244)
光庭信息	301221.SZ	3,647	1,872	NA	6.2	20%	-20%	NA	NA	35%	35%	11%	2%	5%	4.8	8%	11%	(159)
宝信软件	600845.SH	69,128	3,396	31.5	5.9	-2%	19%	15%	18%	37%	36%	20%	23%	2%	-1.0	11%	3%	2,586
四维图新	002405.SZ	18,380	7,628	NA	5.6	-7%	11%	NA	NA	34%	33%	-43%	-23%	8%	-1.1	53%	17%	(1,277)
石基信息	002153.SZ	16,130	1,577	NA	5.5	6%	15%	NA	16%	38%	46%	-8%	-2%	10%	0.6	11%	24%	(385)
中国软件	600536.SH	29,790	14,620	NA	4.8	-30%	-22%	NA	NA	37%	44%	-6%	-17%	8%	-5.5	22%	13%	(540)
莱斯信息	688631.SH	8,554	1,845	79.1	4.8	6%	21%	26%	NA	28%	22%	7%	-5%	6%	1.2	8%	7%	(146)
新炬网络	605398.SH	2,843	1,453	55.0	4.7	4%	-12%	25%	-20%	37%	42%	7%	5%	5%	0.9	17%	9%	38
彩讯股份	300634.SZ	6,818	3,068	35.1	4.4	25%	7%	2%	7%	39%	42%	13%	15%	4%	6.8	17%	4%	195
汉鑫科技	837092.BJ	1,081	353	59.7	4.2	140%	-48%	NA	-94%	25%	32%	11%	9%	4%	22.7	5%	6%	48
慧博云通	301316.SZ	5,948	3,091	103.6	4.0	15%	21%	-16%	-27%	24%	24%	7%	5%	2%	8.8	7%	9%	(34)
万达信息	300168.SZ	7,858	1,322	NA	4.0	-24%	-34%	NA	NA	20%	15%	-23%	-29%	6%	-4.2	19%	18%	(686)
青云科技	688316.SH	1,209	290	NA	4.0	10%	-18%	NA	NA	25%	34%	-45%	-27%	26%	0.3	25%	19%	(199)
普联软件	300996.SZ	3,089	1,574	33.5	3.9	8%	26%	-68%	NA	38%	39%	8%	-3%	9%	3.1	12%	9%	(75)
华是科技	301218.SZ	2,113	570	174.5	3.8	19%	1%	-5%	NA	25%	14%	7%	-32%	3%	7.1	7%	9%	(56)
网宿科技	300017.SZ	17,331	3,923	39.8	3.7	-7%	-1%	132%	15%	32%	32%	7%	7%	8%	-1.0	10%	6%	592
长亮科技	300348.SZ	6,907	2,362	166.1	3.7	2%	-6%	190%	NA	34%	38%	4%	4%	9%	0.2	7%	14%	(7)
中控技术	688777.SH	32,691	4,557	32.8	3.5	30%	17%	39%	11%	33%	33%	8%	10%	9%	3.2	11%	5%	1,126
并行科技	839493.BJ	1,951	132	NA	3.5	58%	34%	NA	NA	26%	34%	-15%	4%	23%	1.7	8%	10%	(176)
中科创达	300496.SZ	16,853	6,133	NA	3.3	-4%	-3%	-50%	-75%	37%	37%	6%	2%	4%	-1.2	18%	9%	399
友车科技	688479.SH	2,169	76	36.8	3.2	11%	-15%	-13%	-39%	35%	36%	13%	11%	3%	3.4	13%	6%	31
宏景科技	301396.SZ	2,178	463	121.2	3.1	3%	-30%	-56%	NA	24%	23%	10%	-5%	4%	0.9	7%	4%	(586)
东方国信	300166.SZ	7,698	2,584	NA	3.1	4%	11%	NA	NA	23%	34%	-9%	-7%	5%	1.0	20%	7%	64
国网信通	600131.SH	21,379	1,610	26.5	2.8	1%	-5%	1%	10%	22%	20%	10%	5%	3%	0.3	4%	4%	484
赛意信息	300687.SZ	5,701	2,954	28.7	2.5	-1%	1%	-17%	106%	36%	30%	9%	3%	7%	-0.1	14%	5%	(5)
中亦科技	301208.SZ	3,473	2,200	26.2	2.5	6%	-2%	1%	-20%	25%	29%	10%	8%	7%	0.8	3%	5%	(126)
品高股份	688227.SH	1,304	99	NA	2.3	10%	21%	NA	NA	38%	37%	4%	-24%	8%	1.5	11%	15%	(108)
中科软	603927.SH	14,053	2,083	22.4	2.1	-3%	7%	5%	-8%	32%	29%	10%	6%	5%	-0.6	14%	2%	115
宇信科技	300674.SZ	8,526	2,971	28.4	1.8	21%	-23%	29%	-10%	26%	34%	6%	10%	3%	6.5	11%	6%	235
京北方	002987.SZ	7,477	3,505	24.3	1.7	15%	11%	30%	-15%	23%	22%	9%	7%	2%	8.3	9%	3%	202
软通动力	301236.SZ	34,840	22,035	NA	1.6	-8%	46%	-45%	NA	19%	13%	3%	-1%	3%	-2.6	5%	8%	210
千方科技	002373.SZ	12,562	1,789	52.7	1.6	11%	6%	NA	-35%	34%	31%	2%	-2%	15%	0.7	13%	4%	367
新致软件	688590.SH	2,858	845	67.5	1.5	28%	31%	NA	-5%	26%	28%	8%	6%	5%	4.6	8%	5%	(125)
今天国际	300532.SZ	4,300	1,639	10.8	1.4	27%	6%	61%	12%	28%	29%	15%	18%	4%	6.6	6%	4%	588
创新奇智	2121.HK	1,692	207	NA	1.2	12%	-38%	NA	NA	34%	34%	-28%	-23%	12%	1.2	26%	23%	(465)
太极股份	002368.SZ	10,134	4,172	77.0	1.2	-13%	-18%	3%	NA	23%	27%	6%	-6%	3%	-5.5	6%	8%	(374)
东软集团	600718.SH	10,797	2,049	NA	1.0	11%	11%	NA	48%	24%	30%	3%	6%	5%	2.2	10%	6%	2
神州信息	000555.SZ	9,699	2,573	137.0	0.8	0%	-4%	-11%	NA	15%	13%	3%	0%	5%	0.1	6%	2%	705
博彦科技	002649.SZ	5,262	3,571	44.3	0.8	2%	5%	-39%	-41%	25%	24%	5%	5%	3%	0.6	5%	11%	111
金山云	3896.HK	4,462	321	NA	0.6	-14%	-1%	NA	NA	12%	17%	-21%	-15%	7%	-2.0	11%	15%	(724)
中软国际	0354.HK	10,301	999	16.1	0.6	-15%	-5%	-37%	-18%	23%	23%	4%	4%	5%	-3.3	6%	8%	(486)
亚信科技	1675.HK	4,370	39	17.2	0.6	2%	-9%	0%	NA	38%	25%	12%	-3%	8%	0.3	14%	4%	1,226
浪潮数字	0596.HK	3,028	72	11.9	0.4	19%	1%	NA	688%	23%	22%	2%	1%	6%	2.8	10%	4%	183
玄武云	2392.HK	328	1	NA	0.2	23%	22%	NA	NA	16%	16%	-6%	-1%	10%	2.1	7%	5%	(24)

资料来源：公司资料，万得，交银国际 *2023 年销售效率计算= (2023 年收入-2022 年收入) / 2022 年营销费用，经调整运营利润率= (毛利-销售费用-研发费用-管理费用) / 收入；数据截至 2024 年 9 月 25 日

图表 33: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	105.17	119.00	13.2%	2024年08月23日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	22.92	19.00	-17.1%	2024年08月23日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.83	3.80	34.3%	2024年08月23日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	50.80	54.00	6.3%	2024年08月21日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	12.28	14.00	14.0%	2024年08月14日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	121.50	120.00	-1.2%	2024年06月04日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.41	5.90	-20.4%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	37.70	33.00	-12.5%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	30.25	29.00	-4.1%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	135.38	194.00	43.3%	2024年08月26日	电商
JD US	京东	买入	39.90	41.00	2.8%	2024年08月16日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	107.33	111.00	3.4%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	15.94	8.50	-46.7%	2024年08月26日	电商
GOTU US	高途	买入	3.70	6.50	75.7%	2024年08月28日	教育
DAO US	有道	买入	3.98	4.50	13.1%	2024年08月23日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.80	13.80	27.8%	2024年08月02日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	57.90	80.00	38.2%	2024年08月01日	教育
777 HK	网龙网络	买入	11.04	14.00	26.8%	2024年08月30日	游戏
NTES US	网易	买入	93.58	113.00	20.8%	2024年08月23日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	437.80	486.00	11.0%	2024年08月15日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	27.30	30.00	9.9%	2024年05月22日	游戏
3690 HK	美团	买入	164.60	136.00	-17.4%	2024年08月29日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	23.45	24.00	2.3%	2024年08月12日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.40	11.30	-15.7%	2024年08月16日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	11.22	13.50	20.3%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.81	1.50	-17.1%	2024年08月21日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	19.70	21.00	6.6%	2024年08月30日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.58	13.00	12.3%	2024年08月30日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.26	23.00	19.4%	2024年08月21日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	474.00	509.00	7.4%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至2024年9月27日

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年9月30日

互联网行业



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及北京第四范式智能技术股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang

www.bocomgroup.com