下载日志已记录，仅供内部参考

行业及产业

计算机

申万宏源研究 SWS RESEARCH

行业研究/行业点评

2026 年 10 月 10 日

海内外大模型厂商 ARR 讨论！2026Q3 计算机业绩前瞻！

——计算机行业周报 20261008-20261009

看好

证券研究报告

相关研究

《AMD 收购 World Labs，物理 AI 平台化竞争加速！——计算机行业周报 20260928-20260930 》 2026/10/07

《阿里云栖：模型、芯片、云—机器智能时代的三大基石——计算机行业周报 20260920-20260927》 2026/09/27

证券分析师

黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

崔航 A0230524080005
cuihang@swsresearch.com
曹峥 A0230525040002
caozheng@swsresearch.com
陈晴华 A0230525100001
chenqh@swsresearch.com

联系人

王开元 A0230125030001
wangky@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **本周周报重点：1）海内外大模型厂商 ARR 讨论；2）2026Q3 计算机行业业绩前瞻。**
- **2026 年 10 月 8 日至 9 日，Axios 报道 OpenAI 截至 26 年 9 月底年化收入为 700 亿美元，FT 最新报道为 500 亿美元，两者相差约 200 亿美元，由此引发海外投资者对 OpenAI 收入数据可靠性的集中讨论。**
- **此次 200 亿美元的预期差，来自于是否加入云渠道分成差异。**OpenAI 对外披露的 500 亿年化收入为净营收口径，扣除 1）固定分给微软的 20%收益，2）与亚马逊 Bedrock 合作产生的渠道分成，更偏向于“净收入”。而此前 70B 的市场预期，或加入分成计算，即更偏向“毛收入”。同时， Anthropic 披露的 11.5B 收入也为“毛收入”。
- **整体看，我们认为：**1）Anthropic 在 2025 年的渠道收入构成已具备较高透明度；2）净额口径仅反映 OpenAI 在分成后的留存部分，或系统性低估终端用户为调用其模型所支付的完整账单规模。3）本次 OAI 50B 数据披露前，投资者已对 OAI ARR 略低于 Anthropic 形成预期；4）仅口径变化引发的市场强烈讨论和股价波动，可能相比于数字本身反应更多信息，背后或是对 coding 以外行业 AI 渗透和变现的担忧。
- **26 年以来国产基模商业化明显提速。**智谱 MaaS/API ARR 从 3 月 17 亿元增长至 9 月 120 亿元，Minimax 从 2 月 10 亿元增长至 8 月 54 亿元，月之暗面从 3 月 7 亿元增长至 8 月 67 亿元，分别增长约 7.1、5.3、10 倍。**增长来自 1）Coding、Agent 和专业办公进入高频付费；2）模型与推理系统持续降本，以及开源、API 和云渠道扩大分发，**海外分发由单一 API 服务向开源权重、开发者平台、云渠道和本地托管扩展。
- **我们对实际统计的 40 家 A 股、港股计算机公司 2026Q3 单季度净利润预期进行了总结：增速超过 50%的公司有 12 家，占比 30%：**中科曙光（+237%）、联想集团（+157%）、寒武纪（+140%）、税友股份（+103%）、摩尔线程-U（+100%）、中科创达（+84%）、宇信科技（+70%）、深信服（+70%）、华大九天（+67%）、鼎捷数智（+65%）、泛微网络（+60%）、海光信息（+58%）；**增速在 30%-50%的公司有 7 家，占比 18%：**同花顺（+50%）、万兴科技（+43%）、海康威视（+37%）、广联达（+35%）、索辰科技（+34%）、萤石网络（+30%）、道通科技（+30%）；**增速在 0%-30%的公司有 15 家，占比 38%；增速在-30%-0%的公司有 5 家，占比 13%；增速低于-30%的公司有 1 家，占比 3%。**
- **重点推荐主线：**1）数字经济领军；2）AIGC 应用；3）AIGC 算力；4）数据要素；5）信创弹性；6）港股核心；7）智联汽车；8）新型工业化；9）医疗信息化。详细标的请见正文。
- **风险提示：**行业若激进扩人策略，可能影响盈利增长。外部因素影响供应链稳定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 近期海内外大模型 ARR 讨论

1.1 海外顶尖 AI Labs ARR 之争

2026 年 10 月 8 日至 9 日，FT、Reuters、Axios 先后就 OpenAI 截至 2026 年 9 月底的年化收入给出两个不同数字：**Axios 此前报道为 700 亿美元，FT 最新报道为 500 亿美元，两者相差约 200 亿美元，由此引发海外投资者对 OpenAI 收入数据可靠性的集中讨论。**

表 1：OAI 和 Anthropic 近期重点披露汇总

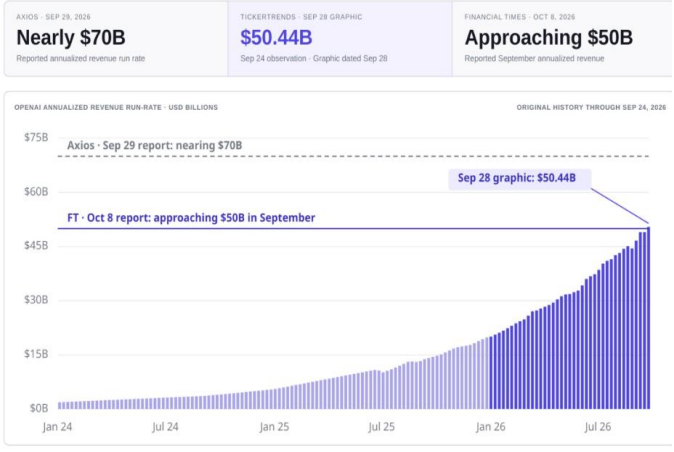
指标	OpenAI	Anthropic	口径备注
2026 Q2 季度收入	$6.7B	$11.5B	GAAP 报告口径
2026 年 9 月底年化营收	**$50B（净口径）**	**—**	**FT 10 月澄清，扣微软 20%+AWS 分成**
此前市场预期	**$70B（Gross-up 估算）**	**—**	**投资者按 Anthropic 毛口径推算**
2025 年全年实际收入	—	$4.60B	招股文件
2025 年 AWS+GCP 渠道销售	—	$2.16B（占总收入 ~47%）	总额法确认
向云平台支付分销费	—	$351M（费率 16.25%）	销售费用而非冲减收入

资料来源：FT（金融时报），Reuters（路透社），Axios（网络请求库），Semafor（旗语新闻社），The Information（海外高科技媒体，2026 年 10 月），Anthropic 招股文件（Reuters 9 月 29 日），申万宏源研究

此次 200 亿美元的预期差，来自于是否加入云渠道分成差异。OpenAI 对外披露的 500 亿年化收入为净营收口径，扣除 1）固定分给微软的 20%收益，2）与亚马逊 Bedrock 合作产生的渠道分成，更偏向于“净收入”。而此前 70B 的市场预期，或加入分成计算，即更偏向“毛收入”。同时， Anthropic 披露的 11.5B 收入也为“毛收入”。

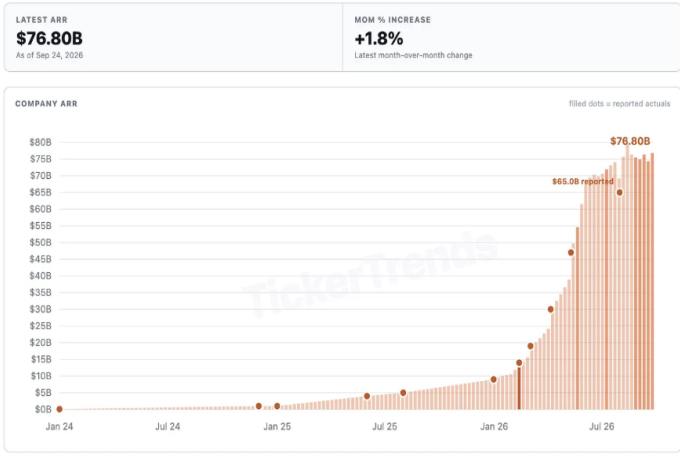
根据 TickerTrends ARR 追踪数据显示，OpenAI 为 504.4 亿美元，Anthropic 为 768 亿美元，Anthropic 的环比增长率为 1.8%。

图 1： OpenAI ARR 为 504.4 亿美元



资料来源：TickerTrends（海外数据平台），申万宏源研究

图 2： Anthropic ARR 为 768 亿美元



资料来源：TickerTrends（海外数据平台），申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目前看，常见的 AI Labs ARR/Run Rate/收入披露口径有四项较大区别[1]。我们认为背后反应了两家公司商业实质的差异：Anthropic 更依赖按量付费，OpenAI 更需要披露直销与渠道结构。

表 2：常见的四种大模型 ARR 和收入确认口径差异

口径	计算方法	典型使用方	本次涉及的具体数字
GAAP 报告收入（净额口径）	按 ASC 606 或 IFRS 15 实际确认的会计收入，扣除返点及渠道分成	OpenAI 披露口径	OpenAI 2026 年二季度单季 67 亿美元；Anthropic 2025 年全年 46.0 亿美元
客户支付总额	计费 Token 数量乘以有效单价，即终端客户实际付款金额	招股文件中的未收账单科目	Anthropic 2025 年末未收账单 9.09 亿美元，其中约 60%由云平台代收
年化收入（Run-Rate）	以最近一至三个月收入为基础进行年化推算，属于流量指标，不具备长期合同保障	两家公司均有使用	OpenAI 2026 年二季度年化 300 亿美元；9 月底年化 500 亿美元
渠道总额还原口径（Gross-up）	将分销渠道分成回拨，按厂商完全直销的假设还原收入	部分海外投资者估值模型	海外投资者对 OpenAI 推算的 700 亿美元

资料来源：The Information（海外高科技媒体，2026 年 10 月），Anthropic 招股文件（Reuters 9 月 29 日），申万宏源研究

整体看，我们认为

1）Anthropic 在 2025 年的渠道收入构成已具备较高透明度：包括渠道销售额、分销费率及相关会计科目的处理方式。但 2025 年度的合同结构不能直接等同于 2026 年（未完整披露）。

2）净额口径仅反映 OpenAI 在分成后的留存部分，可能系统性低估终端用户为调用其模型所支付的完整账单规模。

3）实际上在本次 OAI 50B 数据披露前，投资者已对 OAI 目前 ARR 略低于 Anthropic（78B 左右）有预期了，并未有太多投资者采信了此前 OAI 70B ARR 的数字。

4）仅口径变化引发的市场强烈讨论和股价波动，可能相比于数字本身反应更多信息；我们认为背后可能是对 coding 以外行业 AI 渗透和变现的担忧。

1.2 国产大模型近期复盘：ARR 加速，Agent 为主线

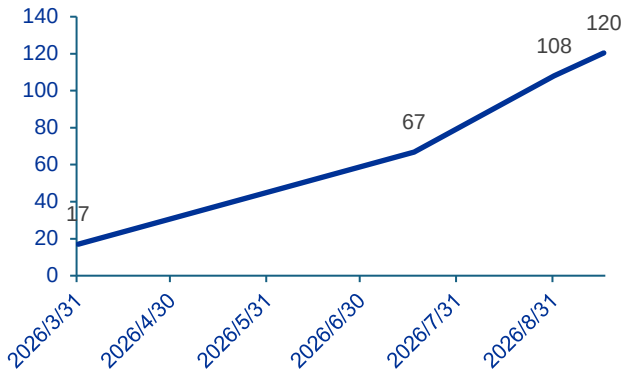
26 年以来国产基模商业化明显提速。智谱 MaaS/API ARR 从 3 月 17 亿元增长至 9 月 120 亿元，Minimax 从 2 月 10 亿元增长至 8 月 54 亿元，月之暗面从 3 月 7 亿元增长至 8 月 67 亿元，分别增长约 7.1、5.3、10 倍。

[1] 1）ARR 与 Run-Rate 存在本质区别：严格意义上的 ARR 需要以长期合同为保障，而 Run-Rate 仅将近期收入简单年化。AI 公司的收入大量来自 Token 按量调用，单一客户在某一季度集中开展 Agent 训练或运行编程类工作负载，即可推高年化数字，该部分收入不具备合同层面的经常性属性。
2）净额法与总额法的确认差异：对同一笔客户付款，OpenAI 按净额法仅确认自身应得份额（已扣除微软 20%分成及 AWS Bedrock 渠道分成）；Anthropic 按总额法将云渠道分销金额全额计入收入，再将 3.51 亿美元分销费用计入销售费用。这是同一笔交易在两家公司报表中相差约 200 亿美元的根本原因。
3）收入确认与客户实际支付存在时点差异：Anthropic 2025 年末未收账单 9.09 亿美元，其中约 60%由 AWS 及 Google 代收。该部分按权责发生制已计入当期收入，但现金回款节奏由云平台掌握。估值分析中不应将确认收入等同于已收现金。
4）总额还原口径属于估值假设而非公司披露：海外投资者模型中常用的 Gross-up 处理，是将渠道分成回拨后测算厂商完全直销情形下的收入。同口径比较时须先行剔除该层调整。

下载日志已记录，仅供内部参考

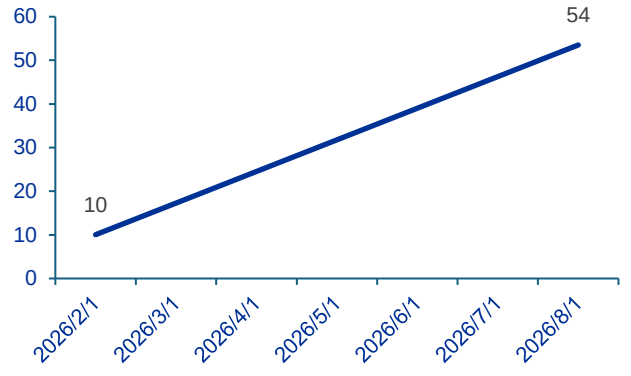
本轮增长由 Coding、Agent 和专业办公进入高频付费，模型与推理系统持续降本，以及开源、API 和云渠道扩大分发共同驱动。行业验证重点从模型榜单扩展到 Token 消耗、收入确认、毛利率、续费率和现金消耗，能够连续将模型能力转化为调用量，并在价格与单位成本之间保持正向关系的厂商，有机会形成持续商业化。

图 3：智谱 ARR 趋势（单位：亿人民币）



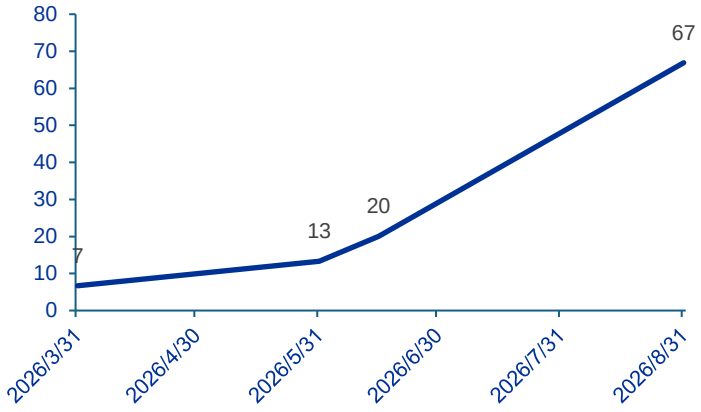
资料来源：澎湃新闻，新浪财经，财新，腾讯新闻，申万宏源研究

图 4：Minimax ARR 趋势（单位：亿人民币）



资料来源：徐汇区政府官网，财新，申万宏源研究

图 5 月之暗面 ARR 趋势（单位：亿人民币）



资料来源：搜狐，申万宏源研究

近期进展：大参数期间版本和高效版本并进、从 coding 到 cowork、扩展海外渠道分发。

旗舰模型与高效模型双线并进，国产厂商开始形成分层产品矩阵。近期国产大模型厂商在继续提升期间模型能力上限的同时加快推出低成本、高吞吐的高效版本。智谱形成 GLM 5.3 和 GLM 5.3 Flash 的组合，DeepSeek 则以 V4-Pro 和 V4.1-Flash 分别覆盖复杂任务与规模化调用。旗舰模型主要面向长程推理、复杂工具调用和高价值专业任务，高效模型更加重视推理速度、并发能力和单位调用成本。同一模型家族由此可以覆盖不同任务复杂度和付费能力的客户，并通过模型路由提高整体算力利用率。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：近期国产模型发布

公司	时间	模型/事件	核心信息	商业化
智谱	2026/8/26	GLM 5.3 Flash	320B 总参数、18B 激活；原生多模态；1M 上下文	面向 Coding、Agent 与专业办公的高频负载
MiniMax	2026/6–8	M3、H3 及中期业绩	M3 聚焦 Coding/Agent；H3 开放权重视频生成；平台收入占比提升	全模态与全球化并进，To B 成为 ARR 主力
月之暗面	2026/7/16	Kimi K3	2.8T 参数、原生多模态、1M 上下文	全球首个参数接近 3T 的开源大模型，带动 ARR 快速提升
DeepSeek	2026/8–9	V4-Pro、V4.1-Flash	增强 Agent 能力、可调推理强度、Responses API、价格调整	高性价比和开发者分发扩大调用

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

Coding Agent 成为能力训练和商业化的重要起点，相关能力正在向 Cowork 及专业工作场景迁移。 代码任务具备明确的执行结果和自动化验证机制，可以系统训练模型的任务拆解、工具调用、错误恢复和结果验证能力。智谱在中期业绩会上表示，相关能力已经延伸至网络安全、数据分析和复杂自动化，并计划进一步拓展至法律、金融等高价值专业领域。Cowork 进一步强调模型对完整专业工作流的承接，包括持续读取文件、调用外部工具、根据环境反馈修正方案并交付可验证结果。当前网络安全的进展相对较快，金融、法律等场景仍需要解决可靠性、权限管理、结果审计和责任边界等问题。

海外分发由单一 API 服务向开源权重、开发者平台、云渠道和本地托管扩展。 智谱已通过 OpenRouter、OpenCode 等开发者平台承接海外调用，并在 10 月 6 日宣布正式入驻亚马逊大模型服务平台 Amazon Bedrock，探索开源模型、本地托管和收入分成等模式。MiniMax 在 2026 年上半年的海外收入占比达到 60.8%，国产模型已经具备从国内市场向全球开发者及企业客户扩张的基础。第三方开发者平台和云渠道能够降低获客与接入成本，加快模型调用量和收入规模增长。

模型、推理系统与国产算力加快协同，基础设施优化成为模型商业化的重要支撑。 智谱 GLM-5.3 Flash 匿名测试期间由国产芯片集群提供推理服务，MiniMax 也在推进 M3、H3 与国产芯片的适配。随着调用量快速增长，模型架构、量化、缓存、Prefill 与 Decode 分离、异构算力调度等环节将共同决定有效 Token 供给和推理成本。国产算力的竞争重点将逐步由模型能否运行，转向单位硬件能够稳定产出多少有效 Token 以及对应的商业价值。

我们认为，近期国产大模型竞争已经形成“能力、成本、场景、渠道和基础设施”多维并进的格局。 旗舰模型负责打开高价值任务边界，高效模型负责扩大调用规模，Cowork 推动商业模式向订阅制和任务结果交付演进，海外渠道与国产算力则分别提供需求增量和供给保障。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 2026Q3 计算机业绩前瞻

我们对 49 家重点跟踪的 A 股、港股计算机公司 2026Q3 净利润预测如下（由于天数智芯（港股）、壁仞科技（港股）、中国民航信息网络（港股）、中国软件国际（港股）、金蝶国际（港股）、迈富时（港股）、范式智能（港股）不披露 2026Q3 的单季度数据，且沐曦股份、大华股份暂无单季度盈利预测，实际纳入统计的公司是 40 家）：

增速超过 50%的公司有 12 家，占比 30%：中科曙光（+237%）、联想集团（+157%）、寒武纪（+140%）、税友股份（+103%）、摩尔线程-U（+100%）、中科创达（+84%）、宇信科技（+70%）、深信服（+70%）、华大九天（+67%）、鼎捷数智（+65%）、泛微网络（+60%）、海光信息（+58%）。

增速在 30%-50%的公司有 7 家，占比 18%：同花顺（+50%）、万兴科技（+43%）、海康威视（+37%）、广联达（+35%）、索辰科技（+34%）、萤石网络（+30%）、道通科技（+30%）。

增速在 0%-30%的公司有 15 家，占比 38%：云从科技（+30%）、合合信息（+29%）、神州数码（+28%）、福昕软件（+27%）、软通动力（+20%）、思看科技（+20%）、石基信息（+19%）、卫宁健康（+15%）、嘉和美康（+11%）、金山办公（+10%）、能科科技（+10%）、润达医疗（+10%）、科大讯飞（+10%）、德赛西威（+5%）、虹软科技（+5%）。

增速在-30%-0%的公司有 5 家，占比 13%：均胜电子（-3%）、博思软件（-6%）、新大陆（-7%）、达梦数据（-8%）、中控技术（-23%）。

增速低于-30%的公司有 1 家，占比 3%：太极股份（-2437%）。

表 4：2026Q3 计算机重点跟踪公司业绩前瞻

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	营业总收入（百万元）		归母净利润（百万元）		预测假设
		2026/10/9	26Q3E	YoY(%)	26Q3E	YoY(%)	
688041.SH	海光信息	5,104	6,100	52%	1,200	58%	延续 Q1/2 增速，CPU/DCU 出货顺利
002415.SZ	海康威视	3,022	26,300	10%	5,000	37%	收入确认稳定，毛利率仍然维持较高水平。全年利润创新高口径不变。
688256.SH	寒武纪	6,200	4,000	132%	1,360	140%	9 月单月出货量提升，hbm 涨价影响利润率
688795.SH	摩尔线程-U	1,772	800	866%	-	100%	京东大单开始交付，智算项目持续推进
688802.SH	沐曦股份-U	1,857	1,300	305%	-	-	-
300033.SZ	同花顺	1,509	1,999	35%	1,056	50%	考虑 Q3 成交量增速略降，预测 Q3 增速相比 Q2 收窄
688111.SH	金山办公	1,062	1,900	25%	475	10%	延续增长趋势，WPS365 持续高增，利润端受 AI 研发前置影响增速略慢于收入增速
002230.SZ	科大讯飞	898	6,564	8%	189	10%	学习机阶段性缺货开始恢复
603019.SH	中科曙光	1,103	3,861	30%	800	237%	基于海光β，叠加政企、互联网客户项目逐步落地，同时存在一定财务周期差异
002920.SZ	德赛西威	474	9,077	18%	593	5%	下游 BETA 仍然较弱，出海+二线主机厂订单增加，涨价导致毛利率仍然承压，毛利率环比略降
688777.SH	中控技术	617	1,800	-1%	60	-23%	下游景气度相对较弱，AI 相关业务增速高，处于转型阶段
300454.SZ	深信服	600	2,751	30%	250	70%	云产品 7 月后销售仍然旺盛，传统安全订单复苏。毛利率维持较高水平
002236.SZ	大华股份	505	8,504	10%	-	-	收入维持 Q2 趋势，毛利率同比增加环比略降

下载日志已记录，仅供内部参考

301269.SZ	华大九天	505	400	32%	10	67%	大客户采购恢复，制造类客户加速渗透
301236.SZ	软通动力	366	11,522	20%	289	20%	业绩稳健增长，硬件业务景气度高，利润修复
600699.SH	均胜电子	341	15,500	0%	400	-3%	下游 beta 仍然较弱，整体维持 Q2 趋势
688615.SH	合合信息	164	552	20%	149	29%	Q2 一次性影响结束，Q3 收入增速预计回归，利润率稳定 25-30%
002153.SZ	石基信息	205	700	3%	-10	19%	整体业务保持稳健，受下游酒店业景气度恢复节奏影响明显
300496.SZ	中科创达	244	2,402	30%	130	84%	海外与 AIoT 业务继续乐观，利润环比微增
688692.SH	达梦数据	212	375	22%	115	-8%	前三季度整体收入维持稳健，利润率稳定
603171.SH	税友股份	162	565	12%	80	103%	G 端不增长，B 端 15-20%增速，利润高增
000997.SZ	新大陆	199	3,000	35%	300	-7%	流水持续增长，支付硬件格局优化
000034.SZ	神州数码	226	35,400	15%	312	28%	企业级分销需求旺盛，地产对利润影响减少
300253.SZ	卫宁健康	159	526	15%	-105	15%	WiNEX 规模交付，互联网医疗低基数高增
688475.SH	萤石网络	218	1,597	9%	156	30%	原材料涨价带来的利润率增加仍然延续，海外和入户需求稳定
688208.SH	道通科技	164	1,266	10%	329	30%	-
002410.SZ	广联达	145	1,600	7%	100	35%	下游房地产复苏有限，收入略微受到影响；降本增效+产品结构优化带来利润恢复
688088.SH	虹软科技	115	239	10%	56	5%	预计舱外开始出货，手机端承压影响仍在
300624.SZ	万兴科技	95	363	-5%	-5	43%	传统剪辑软件替代，AI 产品仍在推广期
603039.SH	泛微网络	107	525	7%	55	60%	订单需求稳中有增，利润环比较稳定
688327.SH	云从科技	100	130	-30%	-56	30%	项目落地具备不确定性，去年高基数下业绩短期承压
300674.SZ	宇信科技	106	825	7%	100	70%	延续 Q2
300378.SZ	鼎捷数智	104	700	23%	10	65%	制造业 AI 落地核心公司，AI 业务增速快，叠加并购影响，迎来快速增长阶段
002368.SZ	太极股份	77	1,000	-8%	-100	-2437%	集成项目继续收缩，云数业务增长
688583.SH	思看科技	91	100	9%	30	20%	工业 3D 扫描仪需求逐渐恢复，消费级产品尚未交付，预计在 Q4 体现明显增速
603859.SH	能科科技	98	380	8%	60	10%	AI 相关业务增速较高，部分传统业务相对承压，下游景气度恢复较慢
300525.SZ	博思软件	59	420	-5%	46	-6%	-
603108.SH	润达医疗	60	1,852	3%	-38	10%	同期持平略好转，利润端减亏
688095.SH	福昕软件	51	280	10%	8	27%	双转型已基本完成，逐步释放利润、收入稳增；年底 ToG 业务集中释放
688507.SH	索辰科技	113	65	34%	-20	34%	Q3 绝对值较低，物理 AI 部分收入增速较高
688246.SH	嘉和美康	26	94	-15%	-51	11%	医院支付能力仍未复苏

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	营业总收入（百万美元）		归母净利润（百万美元）		预测假设
		2026/10/9	FY2627Q1E	YoY(%)	FY2627Q1E	YoY(%)	
0992.HK	联想集团	3,614	27,000	32%	1,000	157%	PC 受市场影响出货量或小幅下滑，AI 服务器需求高景气支撑收入增长

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：1）除联想集团营收、利润数据外，所有货币单位均为人民币；2）联想集团营收、利润的货币单位为美元，净利润为调整后净利润；3）汇率为 1CNY=1.1655HKD，1USD=7.8475HKD

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 风险偏好判断以及重点标的

3.1 数字经济领军

海康威视+金山办公+恒生电子+中控技术+德赛西威+启明星辰+科大讯飞+华大九天（计算机+电子）+同花顺+广联达+新大陆

3.2 AIGC 应用

金山办公+鼎捷数智+税友股份+同花顺+东方财富+虹软科技+万兴科技+润达医疗（申万医药+计算机）+科大讯飞+云从科技+福昕软件+萤石网络+道通科技

3.3 AIGC 算力

浪潮信息+海光信息+神州数码+中科曙光+寒武纪

3.4 数据要素

税友股份+博思软件+广电运通

3.5 信创弹性

海光信息+太极股份+纳思达+软通动力+索辰科技+达梦数据

3.6 港股核心

中国软件国际+金蝶国际+中国民航信息网络+联想集团

3.7 智联汽车

德赛西威+虹软科技+中科创达+豪恩汽电+经纬恒润

3.8 新型工业化

鼎捷数智+思看科技+中控技术+赛意信息+能科科技+用友网络+柏楚电子（申万机械）

3.9 医疗信息化

润达医疗（医药+计算机）+嘉和美康+创业慧康

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 风险提示

行业若采取激进扩人策略，存在影响盈利增长的风险。如果 2026 年企业主依然选择长期激进扩张，会影响行业年度盈利和增长。

全球外部因素影响供应链稳定，存在业绩不及预期的风险。如果外部物流环境长期不佳，或影响短期季度的同比增速，递延翻转结论。

5. 计算机重点公司估值表

表 5：计算机重点公司估值表

股票代码	股票简称	2026/10/9	归母净利润（亿元）				PE			
		总市值（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
688041.SH	海光信息	5,104	25.4	45.0	69.1	100.1	201	114	74	51
688256.SH	寒武纪	6,200	20.6	57.1	122.1	208.9	301	109	51	30
300059.SZ	东方财富	2,840	120.8	151.9	169.9	184.9	24	19	17	15
002415.SZ	海康威视	3,022	142.0	172.5	199.7	227.5	21	18	15	13
300033.SZ	同花顺	1,509	32.1	42.8	51.1	58.0	47	35	30	26
603019.SH	中科曙光	1,103	21.8	30.2	38.8	48.8	51	37	28	23
688111.SH	金山办公	1,062	18.4	31.8	26.6	32.1	58	33	40	33
002230.SZ	科大讯飞	898	8.4	11.6	14.9	19.0	107	78	60	47
0992.HK	联想集团	3,614	132.3	182.1	315.8	422.8	27	20	11	9
603296.SH	华勤技术	1,107	40.5	55.9	67.9	84.3	27	20	16	13
000977.SZ	浪潮信息	950	24.1	47.8	64.3	83.9	39	20	15	11
002920.SZ	德赛西威	474	24.5	28.0	33.1	39.0	19	17	14	12
688777.SH	中控技术	617	4.4	7.2	9.9	13.3	140	86	63	46
600570.SH	恒生电子	370	12.3	13.7	16.1	19.2	30	27	23	19
301269.SZ	华大九天	505	0.6	1.7	2.6	3.7	829	300	195	138
600588.SH	用友网络	320	-13.9	-4.0	0.6	3.3	-	-	498	96
301236.SZ	软通动力	366	2.1	3.5	5.0	6.9	178	106	73	53
688188.SH	柏楚电子	387	11.1	13.8	17.2	21.6	35	28	22	18
002152.SZ	广电运通	224	8.6	9.4	10.9	12.3	26	24	21	18
0268.HK	金蝶国际	236	1	4	7	11	254	59	33	22
300496.SZ	中科创达	244	4.5	6.3	8.0	9.8	54	39	31	25
0696.HK	中国民航信息网络	225	23	25	27	29	10	9	8	8
000034.SZ	神州数码	226	5.2	8.7	11.4	15.3	43	26	20	15
002180.SZ	纳思达	243	-7.2	4.4	7.5	10.9	-	55	32	22
688692.SH	达梦数据	212	5.2	6.6	8.5	10.6	41	32	25	20
688208.SH	道通科技	164	9.4	11.0	13.9	16.7	17	15	12	10
688475.SH	萤石网络	218	5.7	7.3	8.8	10.2	38	30	25	21
603171.SH	税友股份	162	1.4	2.4	3.5	4.7	119	67	47	34
000997.SZ	新大陆	199	10.1	11.3	15.0	18.5	20	18	13	11
002410.SZ	广联达	145	4.1	5.3	6.6	7.7	36	27	22	19
002439.SZ	启明星辰	180	-5.7	0.2	1.2	2.3	-	837	156	77

下载日志已记录，仅供内部参考

688088.SH	虹软科技	115	2.6	2.9	3.8	5.0	44	39	30	23
688326.SH	经纬恒润-W	67	1.0	1.8	3.8	5.9	67	38	17	11
688327.SH	云从科技-UW	100	-5.6	-2.8	-0.5	0.7	-	-	-	138
300624.SZ	万兴科技	95	-0.9	0.1	0.7	1.0	-	1418	140	94
002368.SZ	太极股份	77	-7.6	-0.3	1.5	3.4	-	-	50	23
301488.SZ	豪恩汽电	88	0.7	-	-	-	118	-	-	-
688583.SH	思看科技	91	1.0	1.2	1.9	2.8	95	79	47	32
300378.SZ	鼎捷数智	104	1.6	2.8	2.7	3.2	63	37	39	32
603859.SH	能科科技	98	2.3	2.6	3.2	3.9	43	37	30	25
0354.HK	中国软件国际	89	3	6	8	10	28	16	12	9
300525.SZ	博思软件	59	1.7	2.2	2.5	-	34	27	24	-
603108.SH	润达医疗	60	-5.5	-	-	-	-	-	-	-
688507.SH	索辰科技	113	0.3	0.6	0.9	1.2	358	185	127	98
300687.SZ	赛意信息	109	-1.1	1.3	2.4	3.5	-	82	45	31
300451.SZ	创业慧康	55	-4.0	-0.8	0.1	0.9	-	-	498	61
688095.SH	福昕软件	51	0.3	1.3	1.8	2.7	170	40	28	19
688246.SH	嘉和美康	26	-2.5	-0.7	0.0	0.4	-	-	-	58

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：盈利预测取 Wind 一致预期，港股数据采用人民币

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。