下载日志已记录，仅供内部参考

计算机

企业 SaaS 与 AI 应用生态展望——Salesforce 的复盘与启示

Salesforce 的发展历程为理解 AI 时代企业软件的产业变化提供了重要参考。Salesforce 作为全球 CRM 龙头和 SaaS 模式奠基者，经历了从云端 CRM、综合企业软件平台向 AI Agent 平台的持续演进。2022 年以来，公司股价经历两轮上涨与下跌，市场叙事由宏观去估值、经营效率改革和盈利能力重估，逐步转向 AI 商业化前景及其对传统 SaaS 商业模式的影响。随着 Agentforce 商业化取得进展，市场开始重新评估 AI 对企业软件长期价值的影响。

AI 正在推动企业工作流由人工主导向 Agent 自主执行和编排演进，并带动企业软件产品形态重构。以销售 CRM 为例，AI 最初主要辅助信息检索、总结及内容生成，随后逐步参与客户触达、商机管理和系统更新等具体业务动作，未来有望围绕既定目标自主编排端到端工作流，形成“人使用软件完成工作—人机协同执行—人管理 AI、AI 调用软件完成工作”的演进路径。对应来看，Salesforce 等厂商正在将传统面向人的软件应用转化为能够被 Agent 直接调用的企业能力，推动企业软件从固定交互界面向 AI 执行平台升级。

企业软件架构逐步收敛，AI 与 SaaS 形成分层协同，核心 SaaS 的底层能力仍具有较高替代门槛。Salesforce、SAP、ServiceNow 及 Workday 等厂商正形成“Agent+企业上下文+治理+Workflow/Action”的共同架构：大模型凭借自然语言理解、推理及任务编排优势，深度参与交互入口和编排层；企业软件则继续提供权威业务数据、企业语义、身份权限、审批规则及实际执行能力。尽管模型厂商能够通过前线部署工程师（FDE）等方式进一步向底层延伸，但从模型层出发重新构建并长期维护上述能力涉及较高的交付、治理和运维成本，且“深数据、深流程、强治理、强执行”的核心业务系统具备较强不可替代性。我们认为，AI 将重构传统 UI 和部分流程编排，核心企业软件则有望进一步向企业数据、治理和执行底座演进，其底层价值具备较强持续性。

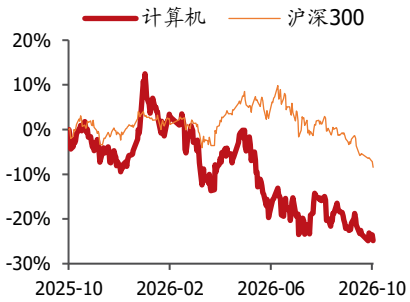
企业 AI 已由能力验证逐步进入商业化验证阶段，有望推动软件价值池扩张。AI 不仅能够通过流程自动化实现降本提效，还可以在销售、客服等场景扩大客户覆盖、提升转化率并创造增量收入，使企业软件的价值来源由传统 IT 预算进一步延伸至人工成本和运营支出。与此对应，软件收费模式正在传统用户、模块订阅基础上增加 Agent、任务使用量及部分结果导向收费。金蝶国际等国内企业软件厂商也正在依托既有数据、业务流程和行业经验推进 Agent 产品化，AI 增量价值具备持续兑现的基础。

建议关注：典型企业软件估值仍处于历史偏低水平，看好 AI 商业化推动增长预期及估值中枢修复。经过前期调整，当前中美核心企业软件公司估值整体仍处于过去十年的偏低区间。随着市场对 AI“吞噬 SaaS”的担忧逐步转向对实际业务价值和商业化成果的验证，核心 SaaS 的长期价值有望得到重新认识，Agent 渗透率提升、使用量增长及收费模式拓展也有望打开新的收入空间。建议重点关注：1）企业软件：A/H-金蝶国际、用友网络、鼎捷数智，US-Salesforce、SAP，2）大模型：智谱、MiniMax。

风险提示：AI 商业化进展不及预期风险；大模型能力演进及竞争加剧风险；企业 IT 支出及项目落地不及预期风险；AI 投入及数据合规风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 **孙行臻**

执业证书编号：S0680526010001

邮箱：sunxingzhen1@gszq.com

研究助理 **徐瀚**

执业证书编号：S0680126090003

邮箱：xuhan@gszq.com

相关研究

1、《计算机：海外模型密集迭代，Agent 布局持续加速》2026-10-10

2、《计算机：AI 电力瓶颈下燃机重估，景气上行+国产出海趋势依旧》2026-09-28

3、《计算机：云栖大会：坚定投入 AI 模型、AI 芯片、AI 云三大基石》2026-09-26

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、Salesforce：全球 CRM 巨头，SaaS 模式奠基者 3
二、以 CRM 为例看 AI 如何影响工作流和产品形态 9
三、AI+企业 SaaS 的产品架构收敛方向与 SaaS 底层价值 11
四、国内企业软件 AI 业务进展 14
五、Salesforce 股价复盘、叙事变化及核心标的估值 16
建议关注 19
风险提示 19

图表目录

图表 1：Salesforce 发展历程 3
图表 2：SaaS/PaaS/IaaS/本地部署模式对比 4
图表 3：公司产品扩张阶段的主要并购项目 5
图表 4：Agentforce 360 平台架构 6
图表 5：FY2006 至 FY2026 Salesforce 营收及营业利润（单位：亿美元） 7
图表 6：Salesforce 产品结构 8
图表 7：Salesforce CRM 的传统工作流 9
图表 8：AI 渗透传统 CRM 工作流的演进阶段 10
图表 9：AI 驱动的 Salesforce 产品迭代历程 11
图表 10：四大 SaaS 厂商 AI Agent 架构对比 12
图表 11：企业 AI Agent 落地路线对比：AI+FDE 重建 VS SaaS 叠加 AI 13
图表 12：国内企业 AI 战略 14
图表 13：国内企业 AI 产品形态 15
图表 14：国内企业 AI 业务进展 15
图表 15：Salesforce 股价复盘 17
图表 16：2016 年 10 月至 2026 年 10 月金蝶国际 PS-Band 18
图表 17：2016 年 10 月至 2026 年 10 月用友网络 PS-Band 18
图表 18：2016 年 10 月至 2026 年 10 月鼎捷数智 PS-Band 18
图表 19：2016 年 10 月至 2026 年 10 月 Salesforce PS-Band 18
图表 20：2016 年 10 月至 2026 年 10 月 WORKDAY PS-Band 18
图表 21：2016 年 10 月至 2026 年 10 月 SAP PS-Band 18

下载日志已记录，仅供内部参考

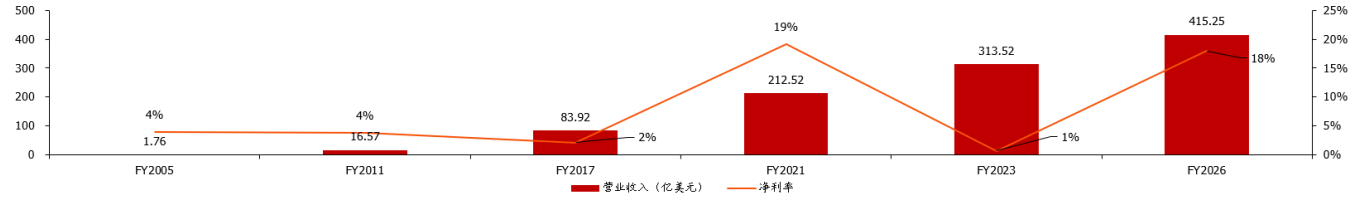
一、Salesforce：全球 CRM 巨头，SaaS 模式奠基者

Salesforce 成立于 1999 年，是全球领先的客户关系管理（Customer Relationship Management，CRM）软件厂商。IDC 数据显示公司已连续 13 年位居全球 CRM 市场第一，2025 年市场份额约 20%。CRM 主要用于帮助企业统一管理客户及潜在客户信息，并承载销售、营销、客户服务等围绕客户全生命周期的业务流程，是企业连接客户、管理销售机会和提升客户经营效率的重要软件系统。

Salesforce 也是软件即服务（Software as a Service，SaaS）模式的重要开创者之一。公司成立之初即将 CRM 从传统本地部署软件迁移至云端，用户无需自行购买和维护服务器及软件系统，而是通过互联网按月或按年订阅使用。该模式显著降低了企业软件的部署和使用门槛，也推动企业软件从一次性软件销售向持续订阅收入模式转变，为此后云软件产业的发展奠定了重要基础。

图表1：Salesforce 发展历程

	1999-2004 云端CRM起步	2005-2011 平台化	2012-2017 客户全生命周期	2018-2021 企业软件平台扩张	2022-2023 数据与盈利转型	2024-至今 Agent时代
特点	把销售管理搬到云端，用 SaaS 模式取代传统本地部署软件	从单一 CRM 扩展为平台，开放开发者生态，支持企业自定义应用	从销售扩展到营销、服务、电商，形成完整的客户经营平台	通过并购扩展集成、分析和协同能力，覆盖更多企业核心系统	推出统一数据平台，同时提升运营效率，从增长工具转向盈利优先	推出Agentforce，让 AI 直接完成任务，从软件工具迈向 AI 执行平台
关键里程碑	• 1999年 公司成立；推出首个云端CRM • 2004年 在纽交所上市	• 2005年 推出AgentExchange • 2008年 推出Force.com（应用开发平台） • 2009年 推出 Service Cloud（扩展到客服）	• 2013年 收购 ExactTarget（增强营销能力） • 2016年 收购 Demandware（增强电商能力）	• 2018年 收购 MuleSoft（企业系统集成） • 2019年 收购 Tableau（数据分析） • 2021年 收购 Slack（协同与入口）	• 2022年 推出Customer Data Cloud（统一企业数据） • 2023年 启动成本优化，提升利润率	• 2024年 推出 Agentforce（AI 执行型 Agent） • 2025年 发布 Agentforce 360（整合数据+应用+Agent）； • 2026年 与 Anthropic 合作推出 Claudeforce
代表产品	• salesforce.com	• Serivice Cloud • Platform（Force.com）	• Marketing Cloud • Commerce Cloud • Salesforce Einstein（赋予CRM AI能力）	• MuleSoft（集成） • Tableau（分析） • Slack（协同）	• Data Cloud	• Agentforce（AI执行） • Data 360（数据） • CRM+Slack（应用与入口）



资料来源：Salesforce 官网，Salesforce 临时公告，Wind，国盛证券研究所绘制

回顾公司发展历程，我们将其总结为以下 6 个阶段：

- **第一阶段（1999–2004）：云端 CRM 起步，以 SaaS 模式重构传统企业软件。**Salesforce 成立初期的战略重心是以云端交付方式切入销售自动化和客户关系管理市场，用基于互联网的订阅服务替代传统企业软件复杂的本地部署、升级和维护模式。公司 1999 年成立，2000 年正式上线 Salesforce.com，并以“The End of Software”为核心理念推广云端 CRM；此后快速扩张客户规模和海外市场，并于 2004 年登陆纽交所。该阶段 Salesforce 的核心任务仍较为单一，即依靠更低部署门槛和持续迭代的 SaaS 模式快速获取 CRM 客户，并验证云软件商业模式。

- **第二阶段（2005–2011）：从单一 CRM 应用向平台化和生态化延伸。**随着核心 CRM 产品得到验证，公司战略开始从“卖一套云端销售软件”转向“让客户和第三方围绕 Salesforce 开发更多企业应用”，以提升产品边界和客户黏性。2005 年推出 AgentExchange 应用市场，2007 年公布 Force.com 平台并于 2008 年正式推出，使

下载日志已记录，仅供内部参考

第三方开发者可以直接基于 Salesforce 架构构建应用；2009 年推出 Service Cloud，将业务从销售管理进一步扩展至客户服务，并通过 Heroku、Radian6 等并购强化应用开发和社交能力。由此 Salesforce 逐步完成从单点 SaaS 产品向“CRM + PaaS 平台 + 开发者生态”的升级。

图表2：SaaS/PaaS/IaaS/本地部署模式对比

	云部署			本地部署
	SaaS	PaaS	IaaS	本地部署-
云服务商	交付完整且可以直接使用的软件应用	提供运行在云基础设施之上的软件开发和运行平台等软件开发环境	以线上调用形式交付计算、网络、存储以及其他基础资源	-
用户	通过各类设备访问应用程序； 数据管理和存储由服务商完成，所有权、访问权限与导出删除由用户掌握	基于公司提供的在线开发平台进行开发，无需进行开发环境配置； 应用与数据由客户管理，操作系统及以下由服务商管理。	通过购买租用 IaaS 服务商提供的基础资源来运行操作系统和发布应用程序。	自购硬件设施并自行部署软件环境； 控制、管理、运维与升级均由自身承担。

资料来源：优刻得招股书、国盛证券研究所

- **第三阶段（2012–2017）：围绕客户全生命周期扩张产品矩阵，由销售 CRM 走向综合 CRM 平台。**这一阶段公司的战略重心是扩大单客户价值，将原本集中于销售和客服环节的能力向营销、电商等更多客户触点延伸，从而覆盖企业从获客、转化到服务和复购的完整客户生命周期。Salesforce 于 2012 年推出 Marketing Cloud，2013 年以约 25 亿美元收购数字营销平台 ExactTarget，2016 年收购 Demandware 并将其发展为 Commerce Cloud，形成 Sales、Service、Marketing、Commerce 等核心产品矩阵；同期推出 Einstein，将 AI 能力嵌入销售、客服、营销等应用。公司增长逻辑由单一产品获客逐步转向多产品交叉销售和客户钱包份额提升。

- **第四阶段（2018–2021）：通过大型并购补齐数据连接、分析和协同能力，向综合企业软件平台扩张。**在前期完成 CRM 应用矩阵扩充后，公司战略进一步从“覆盖更多 CRM 场景”转向“连接企业内部更多数据和工作系统”，试图将 Salesforce 打造为围绕客户数据运转的 Customer 360 平台。2018 年推出 Customer 360，并收购 MuleSoft 补齐跨系统集成和 API 连接能力；2019 年收购 Tableau 强化数据分析与可视化；2021 年完成 Slack 收购，将协同和工作入口纳入产品体系。三笔大型并购分别对应“连接数据—理解数据—围绕数据协同工作”，使 Salesforce 的业务边界由 CRM 应用进一步扩展至企业集成、数据分析和协同办公。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：公司产品扩张阶段的主要并购项目

完成收购时间	并购标的	标的业务	并购影响
2016 年 7 月 11 日	Demandware	企业级云电商平台	补齐交易/电商环节，形成 Commerce Cloud
2013 年 7 月 12 日	ExactTarget	云营销平台	补齐营销环节，加速 Marketing Cloud 的增长，从销售云单极走向"销售+营销"双引擎
2018 年 5 月 2 日	MuleSoft	应用网络与 API 集成平台	驱动 Integration Cloud，使所有企业能够展示任何数据
2019 年 8 月 1 日	Tableau	数据分析与可视化	补齐数据分析层，提供基于点击的管理界面，方便跨 Salesforce 应用连接和管理客户数据
2021 年 7 月 21 日	Slack	企业级协同与即时通讯	Slack 成为 Customer 360 的新界面，改变 Salesforce 平台内处理客户信息的方式

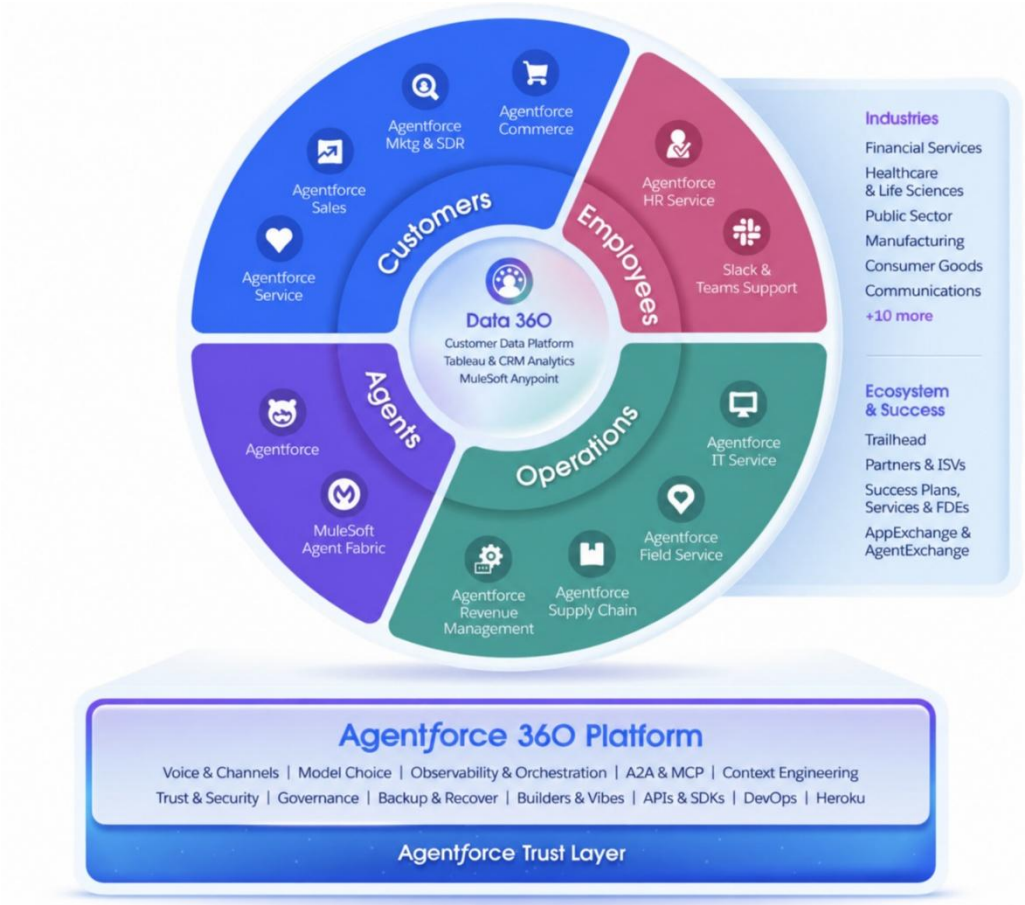
资料来源：Salesforce 官网，国盛证券研究所

- **第五阶段（2022–2023）：战略重心转向数据底座建设和盈利能力提升，同时开始向生成式 AI 过渡。**经历多年产品扩张和大型并购后，Salesforce 一方面开始强化 Customer 360 背后的统一数据能力，2022 年推出实时数据平台 Genie（后演进为 Data Cloud），将分散在 CRM 及外部系统中的客户数据统一、实时化，为自动化和 AI 应用提供数据基础；另一方面，公司在增长放缓背景下显著强化经营纪律，2023 年启动重组计划，通过人员和办公资产优化降低成本，经营目标由此前更强调规模扩张转向“profitable growth（盈利性增长）”。与此同时，公司于 2023 年推出 Einstein GPT，将生成式 AI 嵌入销售、服务、营销等 CRM 场景，为下一阶段 Agent 化奠定产品基础。

- **第六阶段（2024–至今）：全面转向 Agent 战略，由“为人提供软件工具”向“为企业提供数字劳动力和 AI 执行平台”演进。**随着大模型能力由内容生成进一步走向推理和工具调用，Salesforce 将战略重心从 Copilot 式 AI 辅助转向能够自主完成业务任务的 Agent。2024 年正式推出 Agentforce，使 AI Agent 可以基于企业数据进行分析、决策并执行销售、客服、营销等具体任务；2025 年进一步推出 Agentforce 360，将 Agent、CRM 应用、Data 360 和 Slack 整合为统一体系，同时完成对 Informatica 的收购，强化数据集成、质量、治理和主数据管理能力，为 Agent 提供可信企业上下文。公司业务布局由传统 CRM 市场份额扩张进一步转向争夺 AI 时代的企业工作流编排和执行层，即让 Salesforce 不仅是员工操作的软件系统，也成为 AI Agent 获取数据、遵循权限和规则并执行企业业务动作的底层平台。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：Agentforce 360 平台架构



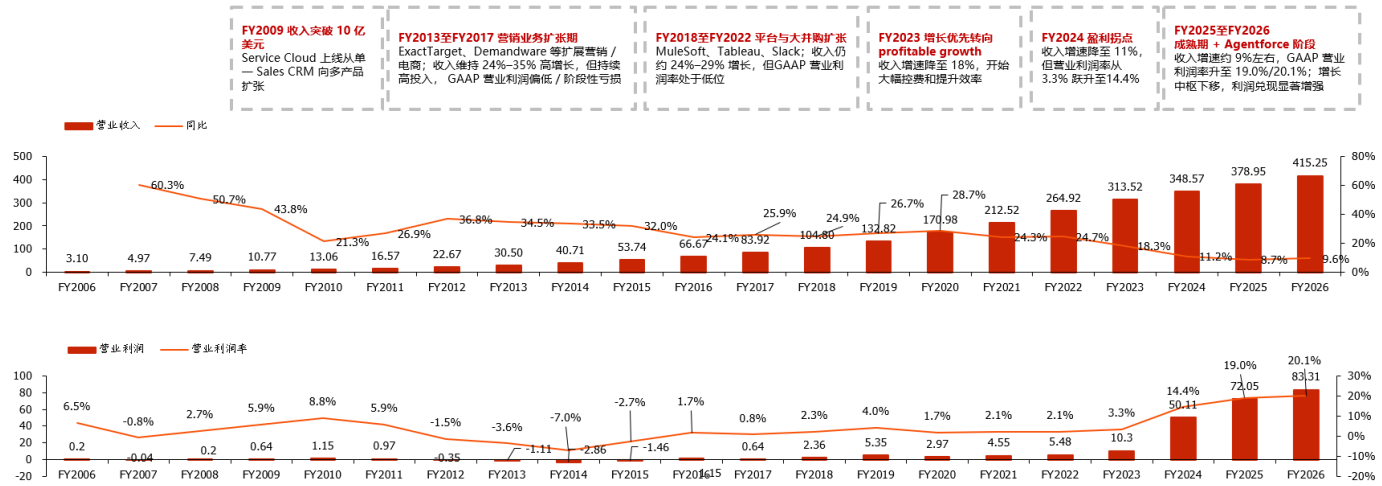
资料来源：Salesforce 官网，国盛证券研究所

收入端看，公司已由高速扩张阶段进入中低双位数增长阶段。受益于 SaaS 渗透率提升、CRM 品类扩张以及持续的产品拓展和外延并购，Salesforce 在 FY2022 及以前长期维持 20%以上收入增长；随着 CRM 市场逐步成熟、客户 IT 支出趋于审慎，公司收入增速自 FY2023 起明显回落，由 18%降至 FY2026 的 10%附近。我们认为当前公司收入增长的核心变量，已从传统 CRM 渗透和并购扩张，逐步转向 Agentforce 等 AI 相关产品能否形成新的增长动能。

利润端看，公司经营重心已明显由规模优先转向盈利性增长。FY2014 前后，公司仍处于高投入扩张期，销售获客、研发、并购整合及股权激励等费用较高，叠加 ExactTarget 收购相关费用，GAAP 营业利润率阶段性触底；此后随着规模效应释放，GAAP 营业利润率逐步回升。FY2024 以来，即使收入增速已降至 20%以下，公司通过人员优化、办公空间收缩及更严格的费用管理显著提升经营效率，GAAP 营业利润率由 FY2023 的 3.3%快速提升至 FY2024 的 14.4%，并于 FY2025 至 FY2026 提升至 20%附近。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：FY2006 至 FY2026 Salesforce 营收及营业利润（单位：亿美元）



资料来源：Wind，Salesforce 公告，国盛证券研究所

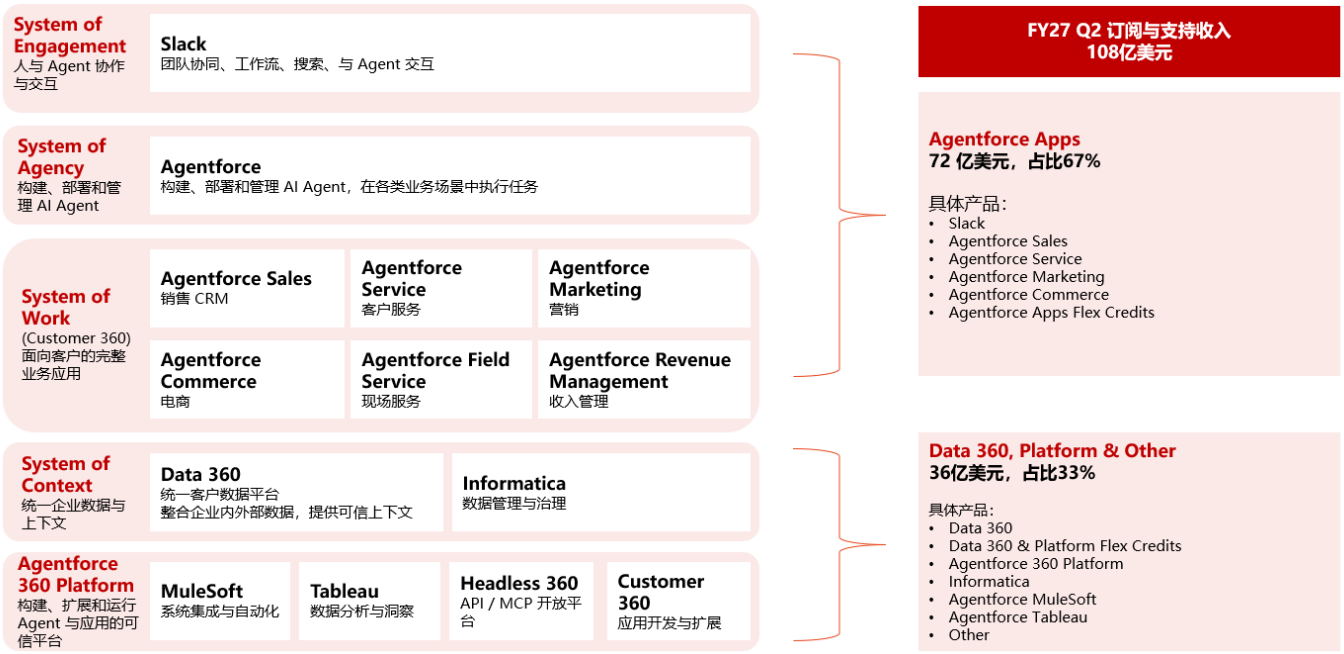
产品口径围绕“业务应用层 + 数据及平台层”重新划分。FY2027Q2，Salesforce 实现总收入 113 亿美元，其中订阅及支持收入 108 亿美元，占总收入约 96%。自 FY2027 起，公司为适应 Agentic Enterprise 产品架构，将订阅及支持收入重新划分为两大类：FY2027Q2，Agentforce Apps 收入 72 亿美元，占订阅及支持收入约 67%；Data 360、Headless Platform 及其他业务收入 36 亿美元，占约 33%。两类业务分别对应面向具体业务场景的**应用层**和支撑应用及 Agent 运行的**数据与平台层**，体现公司由传统 CRM 产品分类向 Agent 时代技术架构分类的转变。

- **Agentforce Apps：**承载销售、客服、营销等具体业务流程，是公司传统 CRM 业务向 Agent 化升级后的应用层。该类别主要包括 Agentforce Sales、Agentforce Service、Agentforce Marketing、Agentforce Commerce、Agentforce Apps Flex Credits 以及 Slack，覆盖企业获客、销售转化、客户服务、营销、电商及员工协同等核心工作场景。其共同特征是直接面向业务人员或 AI Agent 承载具体工作流，即解决企业“做什么业务、如何完成工作”的问题；Agentforce Sales、Agentforce Service 等核心 CRM 产品均归入这一类别，Agentforce 则进一步将 AI 执行能力嵌入这些业务流程。

- **Data 360、Headless Platform 及其他：**提供数据、连接、分析和机器调用能力，是各类应用及 Agent 运行的底层平台。该类别包括 Data 360、Data 360 及 Platform Flex Credits、Headless Platform、Informatica、Agentforce MuleSoft、Agentforce Tableau 等。其中 Data 360 和 Informatica 负责企业数据整合、治理及上下文构建，MuleSoft 负责连接不同企业系统，Tableau 提供数据分析能力，Headless Platform 则将 Salesforce 中的数据、业务逻辑和 Action 从传统 UI 中解耦，使授权 AI Agent 能够直接调用。与 Agentforce Apps 直接承载具体销售、客服等业务不同，这一类别更侧重解决“Agent 依赖什么数据、如何连接系统以及如何执行动作”的问题，是 Salesforce 由 CRM 应用厂商进一步向企业 AI 数据与执行平台延伸的核心底座。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：Salesforce 产品结构



资料来源：Salesforce 官网，Salesforce FY2027 Q2 Earnings Presentations，Salesforce FY27 Disclosure Updates，国盛证券研究所绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

二、以 CRM 为例看 AI 如何影响工作流和产品形态

传统销售 CRM 工作流的核心是由销售人员串联完整业务流程，CRM 主要承担客户信息沉淀、流程管理和经营分析功能。在传统 CRM 面向的销售流程中，销售人员首先基于 CRM 中的客户、联系人、历史沟通及商机信息识别和筛选机会，并结合经验判断商机阶段、成交概率及下一步推进策略；随后通过邮件、电话、会议等方式完成客户触达，并在报价、折扣、合同等环节协调售前、法务及财务等内部资源。相关沟通结果、商机阶段、预计成交时间等信息再由销售人员写回 CRM，系统据此更新销售漏斗、销售预测及管理看板。整体来看，我们将传统模式概括为**“CRM 提供信息和流程工具—人员进行判断和执行—结果再回写 CRM”**，其中人仍是整个销售工作流的主要编排者。

图表7：Salesforce CRM 的传统工作流

业务环节	人员职责	Salesforce 作用	主要载体
商机识别	筛选重点客户和待推进商机，确定优先级与跟进安排	汇总线索、商机、任务和销售漏斗等信息，形成统一商机视图	Salesforce
客户洞察	查看客户背景、关键联系人、历史沟通及当前需求	沉淀客户、联系人、历史沟通及商机信息，形成客户全景	Salesforce
推进决策	判断商机阶段、成交可能性、主要障碍及下一步策略	提供商机阶段、金额、预计成交时间及标准销售流程	销售人员+Salesforce
客户触达	通过邮件、电话、会议、Demo 等方式持续推进客户	记录跟进任务和客户互动，并与邮件、日历等工具集成	邮件/电话/ Salesforce
交易推进	处理报价、折扣、合同，并协调售前、法务、财务等资源	承接报价、合同等流程，并连接 ERP 等系统	Salesforce
信息更新	更新商机阶段、金额、预计成交时间和沟通结果	将最新进展写回客户和商机记录，保证信息持续更新	Salesforce
销售管理	安排后续动作，并进行团队、目标和风险管理	形成销售漏斗、销售预测和管理看板，支持销售管理决策	Salesforce

资料来源：Salesforce 官网，国盛证券研究所

在此基础上，我们将 AI 逐步渗透对工作流演进的影响分为三个阶段：

- **阶段一：AI 辅助完成单点任务。**AI 主要作为销售人员的辅助工具嵌入 CRM 工作流，在客户信息检索、会议纪要、邮件撰写、销售材料生成、商机总结等单点环节提升效率，但商机判断、客户触达、推进策略及系统操作仍主要由人工完成。该阶段的核心价值在于减少重复性知识工作、缩短信息处理时间，CRM 整体工作流和人员分工并未发生根本变化。

- **阶段二：AI 参与工作流执行。**随着模型推理、工具调用及企业数据连接能力提升，AI 开始从“辅助生成内容”向“执行具体业务动作”延伸，可基于客户和商机信息判断下一步行动，主动触达客户、生成报价、更新 CRM 记录，并调用邮件、审批等外部系统完成部分跨系统流程。此时销售人员逐步由具体任务执行者转向监督和异常处理者，CRM 工作流开始从“人驱动系统”向“人机协同执行”转变。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **阶段三：AI 具备任务编排能力。**在更高自主性阶段，AI 成为销售流程的主要编排者，可围绕既定销售目标持续识别商机、分析客户状态、制定推进策略、调用 CRM 及其他企业系统执行任务，并根据执行结果动态调整后续动作；人工主要负责目标设定、关键审批和复杂异常处理。此时 CRM 的角色也从面向人的操作界面，进一步向为 AI 提供企业数据、权限、业务规则、Workflow 和 Action 的执行底座演进。

图表8：AI 渗透传统 CRM 工作流的演进阶段

业务环节	传统流程	阶段一	阶段二	阶段三
商机识别	销售自己查看线索、商机和任务,筛选重点客户	AI 总结商机信息,给出优先级建议	AI 主动识别高价值线索,并触发部分跟进	AI 持续监控全部客户和商机,自主决定推进时机和方式
客户洞察	销售手动查看客户资料、历史沟通和商机记录	AI 自动总结客户背景和当前状态	AI 跨 CRM、邮件等系统主动整合客户信息	AI 实时维护完整客户上下文,人无需主动查找资料
推进决策	销售根据经验判断商机阶段、风险和下一步动作	AI 给出下一步建议和风险提示	AI 可自主决定部分常规动作	AI 制定完整推进计划,并动态调整工作流
客户触达	人自己写邮件、打电话、开会、准备材料	AI 辅助撰写邮件、总结会议、生成材料	AI 自动回复、预约会议,完成部分标准沟通	大量标准沟通由 AI 独立完成,人主要参与复杂谈判
交易推进	人在 Salesforce、ERP、法务等系统之间协调报价、审批和合同	AI 辅助准备报价、合同和审批材料	AI 调用工作流,自动发起报价、审批等流程	AI 跨多个系统编排报价、审批、合同、库存等完整流程
信息更新	销售手动更新商机阶段、金额和预计成交时间	AI 自动生成纪要和建议更新内容	AI 直接更新部分 CRM 字段和商机状态	工作发生的同时自动回写系统,人工录入大幅减少
销售管理	经理查看销售漏斗、预测和报表,人工发现问题	AI 总结销售漏斗并提示风险	AI 主动识别风险商机并触发跟进	AI 持续监控经营状态并自动发起行动

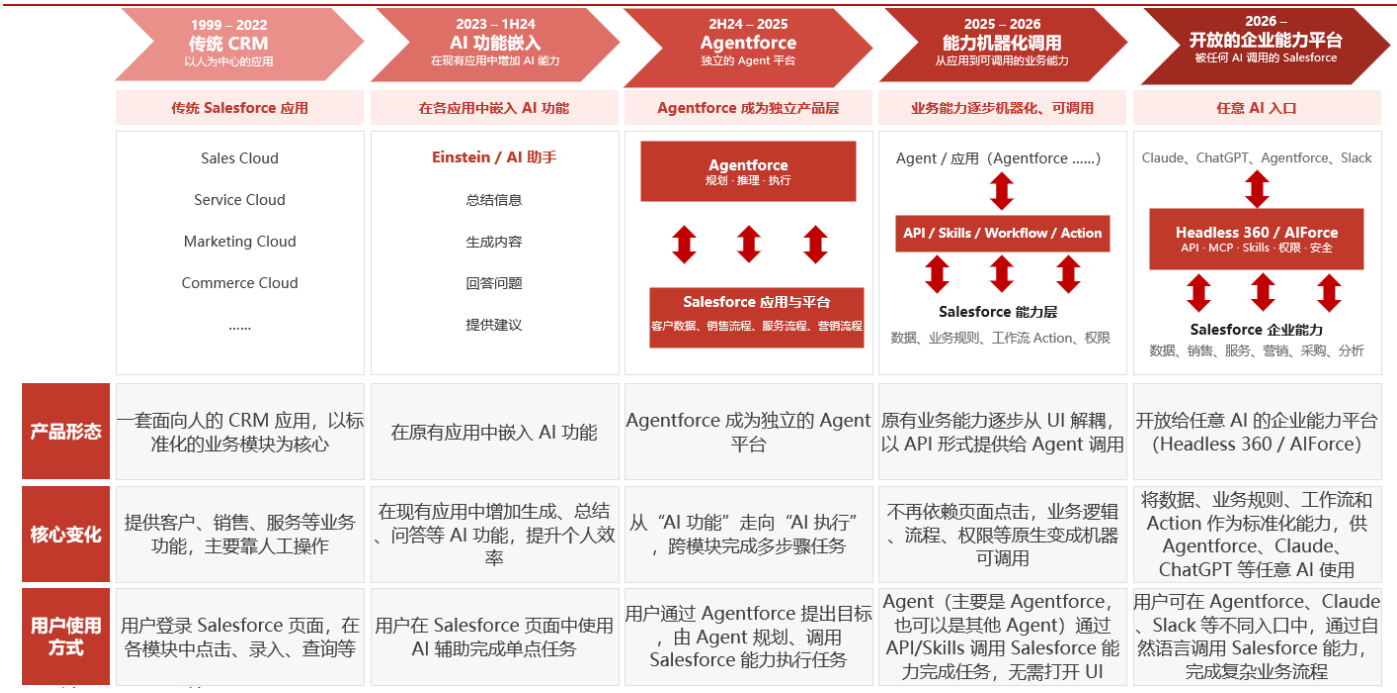
资料来源：Salesforce 官网，《Work Trend Index Annual Report》，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

产品形态也随之变化，由“面向人的 CRM 应用”向“面向人和 AI Agent 的企业能力平台”演进。Salesforce 早期以 Sales Cloud、Service Cloud 等 CRM 应用为核心，主要通过可视化界面帮助员工管理客户和执行销售、客服等业务流程；此后公司逐步将 Einstein 等 AI 能力嵌入原有应用，由 AI 辅助员工完成预测、总结和内容生成，并于 2024 年推出 Agentforce，使 AI 进一步具备自主判断和执行具体业务任务的能力。随着 Agent 逐步成为企业软件新的交互和执行主体，公司又通过 Headless 360 将原本封装在应用界面中的数据、权限、业务逻辑、Workflow 和 Action 转化为可被 AI 直接调用的企业能力，并于 2026 年进一步推出 AIforce，允许 Salesforce 能力通过不同 AI 入口和第三方 Agent 调用。

与这一产品形态变化相对应，公司自 FY2027 起也将订阅及支持收入重新划分为 Agentforce Apps 和 Data 360、Headless Platform 及其他两大类。因此，Salesforce 当前的产品结构已不再只是传统意义上的 CRM 应用集合，而逐步形成“业务应用负责承载工作，数据及平台层负责为人和 Agent 提供上下文与执行能力”的双层架构。

图表9：AI 驱动的 Salesforce 产品迭代历程



资料来源：Salesforce 官网，国盛证券研究所绘制

三、AI+企业 SaaS 的产品架构收敛方向与 SaaS 底层价值

我们进一步选取四家典型企业软件 SaaS 公司，通过梳理其产品与 AI 结合模式总结当前 AI-SaaS 发展方向：

- **总体来看，AI 与 SaaS 结合后的企业软件架构正在逐步收敛。**Salesforce、SAP、ServiceNow、Workday 等厂商产品整体都在形成类似的分层结构：上层由自然语言入口和 AI Agent 负责理解用户需求、推理和任务编排，中间层提供企业上下文、业务语义和治理能力，底层则依托既有 Workflow、Action 及 System of Record 完成实际业务执行。相较传统以固定 UI、菜单和人工操作为核心的软件形态，企业软件正逐步转向“AI 负责理解与编排，企业系统负责提供可信上下文、治理约束和执行能力”的架构。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **AI 主要向用户交互入口和任务编排层深入渗透。**大模型在自然语言理解、复杂任务拆解和跨系统调用方面具备明显优势，正在逐步替代传统 UI 成为新的交互方式，并承担更多工作流编排职能。不同厂商在入口开放程度上存在差异：Salesforce 相对更加开放，通过 Headless 360、AIforce 等将 Salesforce 能力开放给 Claude、ChatGPT 等外部 AI 入口；SAP 则在强化 Joule 自有入口的同时，与 Microsoft Copilot 等外部 AI 体系互联；ServiceNow 和 Workday 也分别强化 Otto、Sana 等自有 AI 入口。整体来看，AI 进入交互和编排层已成为明确方向，但入口最终由 SaaS 厂商自身掌握还是由外部模型和 Agent 掌握，仍存在分化。

- **SaaS 厂商则主要掌握企业上下文、治理体系、复杂工作流和最终执行层。**企业业务运行不仅依赖模型判断“下一步做什么”，还需要准确理解客户、员工、财务和交易数据之间的业务语义，并遵循身份权限、审批规则、合规要求和既定流程，最终在核心系统中完成真实业务动作。这些数据、规则和流程通常经过企业多年配置和持续沉淀，并与核心业务系统深度绑定。例如，Salesforce 中的客户与商机数据模型、权限体系和 Workflow 仍决定 Agent 可以看到什么、能做什么；SAP 则掌握财务、采购、库存、生产等核心交易数据和业务语义；ServiceNow 控制塔提供中央枢纽，用于发现、保护、治理和观察组织内的任何 AI；Workday 掌握人力、薪酬和财务数据及相关权限体系。因此，当前更典型的分工是：AI 负责理解、推理和编排，SaaS 负责提供企业事实、业务规则、治理约束和实际执行能力。

图表10：四大 SaaS 厂商 AI Agent 架构对比

	Salesforce	SAP	ServiceNow	Workday
1. 交互 / 入口 用户通过什么界面与AI交互	Slack / AIforce 可在任意AI界面（如Claude、Slack等）中调用Salesforce能力	Joule 统一的AI工作入口 (嵌入SAP及第三方界面)	EmployeeWorks 统一的对话式前门 (Web、移动、Teams等)	Sana 对话式AI体验，可在系统间传递上下文，协调Agent和人员
2. Agent / 编排 如何理解意图，规划和编排任务	Agentforce 为客户提供互联网、电话或app等多种应用场景的AI Agent	Joule Assistants + Joule Agents 面向不同业务域的Assistant和Agent，优化端到端工作流程	Action Fabric Agent借助MCP执行ServiceNow操作	Sana AI Agents 面向人力、财务等场景的Agent
3. 企业上下文 (数据 + 业务语义) 提供企业业务数据、业务语义和知识	Data 360 + Customer 360 整合客户数据、元数据和业务语义（客户、商机、服务等）	SAP Business Data Cloud 统一并治理 SAP 自有数据与第三方数据，为Agent构建可信数据底座	Context Engine 统一企业数据、工作流数据和业务上下文	People and Finance Data 统一的人事与财务数据、业务语义和政策规则
4. 治理 (身份 / 权限 / 审计) 如何保安全、合规和可控	Trust、权限、业务规则 基于Salesforce的身份、权限、业务规则和审计体系	AI Agent Hub 集中管理Agent	AI Control Tower 统一管理多Agent，提供Security、Governance	Agent System of Record 将Agent纳入企业人员管理的平台，并提供Agent分析中心
5. Workflow / Action / System of Record 如何执行任务，连接哪些业务系统	Customer 360 销售、服务、营销等业务流程，以及丰富的标准和可扩展Action	S/4HANA 内置AI，驱动销售、供应链、财务等业务流程	ServiceNow Otto 跨系统、跨部门调度业务任务，依托成熟工作流执行作业	Workday HCM/Financial Management Software 人事、薪酬、财务等工作流/财务数据分析

资料来源：Salesforce 官网，SAP 官网，ServiceNow 官网，workday 官网，国盛证券研究所绘制

从能力上看，我们认为 AI 具备向 SaaS 更底层环节延伸的空间。随着模型在长上下文理解、工具调用、代码生成和跨系统连接方面持续进步，AI 已可以不再局限于前端交互和任务编排，而可以进一步读取数据库及企业系统中的数据、理解部分业务语义、生成规则与流程，并直接调用不同系统完成任务；配合 Forward Deployed Engineer（FDE，前线部署工程师）等交付方式，模型厂商还可以针对具体企业重新搭建部分原本由 SaaS

下载日志已记录，仅供内部参考

承担的数据语义和 Workflow。由此看，AI 有能力向“理解企业上下文、动态生成流程并执行任务”演进，部分原本需要固化在软件中的能力也可从技术上逐步被 Agent 实现。

但技术可行并不等同于经济可行。SaaS 的重要优势在于将大量企业共性需求长期沉淀并产品化，在不同客户之间复用数据模型、权限体系和业务流程；如果模型厂仍需要依赖 FDE 为每家企业重新理解数据、配置权限、搭建 Workflow 并持续维护，就会重新引入较高的定制和交付成本。因此，在流程高度定制、需要跨多个系统重新编排，或原有软件覆盖不足的场景中，模型厂+FDE 有机会实现其价值，但对于标准化程度较高、已有成熟软件覆盖的场景，我们认为直接在 Salesforce、SAP 等既有系统基础上叠加 AI 通常更具经济性。

图表11：企业 AI Agent 落地路线对比：AI+FDE 重建 VS SaaS 叠加 AI



对比维度	AI + FDE 重建方案	基于现有SaaS叠加AI
技术可行性	高（可从零重建）	高（在现有能力上增强）
实施成本	高（需要大量FDE理解、开发和集成）	较低（基于现有系统，少量定制）
后续维护成本	较高（需要持续的工程和治理投入）	较低（依托SaaS的标准化能力）
可复用性 / 规模经济	当前较低（需逐个客户定制）	高（SaaS已具备规模化基础）
适用场景	高度定制、跨系统编排、现有软件覆盖不足	标准化程度高、已有成熟软件覆盖

资料来源：OpenAI 官网，《前线共创，双向赋能：FDE 模式行业观察与实践报告》，国盛证券研究所绘制

在此基础上，我们认为部分 SaaS 如核心企业软件的底层价值长期难以被 AI “吞噬”。我们认为越接近核心记录系统（System of Record，SoR）、越深度嵌入企业核心经营流程的软件，其核心价值越不在前端界面，而在于长期沉淀并持续维护的权威业务数据、企业语义、身份权限、审批规则、合规要求、审计记录及跨系统集成，并需要保证业务状态的一致性、确定性和可追溯性。例如财务入账、采购付款、薪酬发放或客户合同变更，并不能仅依赖模型即时生成规则，而需要稳定的制度和系统作为最终事实来源。AI 未来可以逐步替代部分 UI、分析和 Workflow，但若要完全替代成熟的核心企业软件，仍需以更低成本重新构建并长期维护上述能力。因此，我们认为 AI 或更多承担交互、理解和编排，而核心企业软件则进一步强化企业上下文、治理和执行能力，并以可被 Agent 调用的方式继续兑现价值（也即目前企业软件 SaaS 公司与 AI 结合的方向）。从这一角度看，承载“深数据、深流程、强治理、强执行”能力的核心业务系统，仍具备较强的长期价值基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、国内企业软件 AI 业务进展

我们总结部分典型的国内企业软件 SaaS 公司 AI 业务发展情况如下：

- **AI 战略方向：AI 由功能升级上升为企业软件厂商的核心发展主线。**金蝶、用友和鼎捷均在推动 AI 深入企业经营流程，并依托既有客户、业务数据和行业经验拓展新的产品与服务。金蝶围绕企业管理场景推进 AI 原生转型，将财务、供应链等管理能力与智能体结合，推动软件由业务记录和流程管理向任务执行延伸；用友深化“AI 至上”战略执行，推进从“企业软件”向“企业 AI”升级，通过“AI×数据×流程”一体化，推动工作方式由“人执行、AI 辅助”向“人授权、AI 执行”演进；鼎捷则聚焦制造业，以工业软件和现场经验为基础，向 AI 原生企业基础设施提供商转型。三家公司的共同方向均是将长期积累的数据、规则和业务能力转化为 AI 可以理解、调用和执行的企业服务。

图表12：国内企业 AI 战略

公司	AI 战略	主要举措
金蝶国际	推进企业 AI 转型，发展 AI 原生 ERP 及企业智能体操作系统	围绕大中型企业的 AI 转型、AI 原生 ERP 及全球化需求，推出 AI 原生产品；将企业业务数据、管理知识、组织记忆和业务规则转化为可治理、可复用的企业上下文。
用友网络	深化“AI 至上”战略，推进从“企业软件”向“企业 AI”升级	智能体软件与流程执行型软件的智能双模、AI×数据×流程三位一体、数据＋模型＋平台＋应用四层架构；业务布局涵盖企业 AI 软件、企业 AI 软硬一体化产品、企业 AI 业务运营服务。
鼎捷数智	推进“智能＋”战略，向 AI 原生企业基础设施提供商发展	围绕雅典娜数智底座、企业智能运行空间、AI 智能体、智能工厂 AI 产品方案及生态伙伴，形成“底座—空间—智能体—整厂—生态”业务体系。

资料来源：金蝶国际 26 年半年报，用友网络 26 年半年报，鼎捷数智 26 年半年报，国盛证券研究所

- **产品形态：由单点 AI 应用向“企业上下文+Agent+治理+执行”完整体系延伸。**三家公司与海外 Salesforce、SAP 等厂商的演进方向较为相似：AI 产品逐步从问答、生成和分析工具，发展为能够连接企业数据和流程、调度智能体（Agent）并实际执行工作的企业级平台。金蝶以灵基承载企业上下文及 Agent 开发、编排、运行和治理，通过 AI 套件将智能体融入费用审核、对账、月结及经营分析等业务场景，同时推进星瀚、星空、星辰等既有产品的 AI 化，形成平台与业务应用协同的产品体系；用友以 BIP 6 为核心，将企业本体、业务数据、Agent 入口及治理能力与财务、人力、供应链等业务应用结合，推动智能体嵌入企业管理流程，形成平台与应用一体化的产品体系；鼎捷以雅典娜企业智能运行空间（EIOSpace）组织人、智能体与智能装备协同，结合企业资源计划（ERP）、制造执行系统（MES）、产品生命周期管理（PLM）等工业软件及设备侧能力，推动 AI 进入制造业实际运行环节。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：国内企业 AI 产品形态

公司	核心 AI 产品	产品能力
金蝶国际	灵基 (Lingee)、金蝶 AI 套件	灵基提供智能体开发、编排、运行、治理与生态流通能力，可连接企业数据、知识、系统与流程；AI 套件将智能体融入财务、采购、供应链等流程。
用友网络	BIP 6：YonWork、YonData、YonCode、YonOnto、YonAIG 等	1）YonWork：企业级 AI 能力中枢，承担统一入口；2）YonData：数据底座，实现业务模型、知识体系与数据资产协同；3）YonCode：AI 代码开发；4）YonOnto：企业本体平台，统一企业业务语义，作为智能应用认知底座；5）YonAIG：企业级智能体治理平台，负责智能体观测、运营等。
鼎捷数智	鼎捷雅典娜，由数智底座、企业智能运行空间(EIOSpace)及智能体应用构成。	提供从底层业务数据治理到智能体应用的全栈支撑，承载覆盖营销、财务、生产、研发等领域的智能体应用。

资料来源：金蝶国际 26 年半年报，用友网络 26 年半年报，鼎捷数智 26 年半年报，金蝶国际官网，国盛证券研究所

- **业务进展：AI 已开始进入收入和订单验证，持续关注规模复制与能力。**从商业化阶段看，金蝶和用友已经可以在财务报表中观察到 AI 相关收入和订单，鼎捷也已披露接近 2 亿元的 AI 签约，并持续扩大制造业场景覆盖。面向未来，金蝶提出 **2030 年“用 AI 再造一个金蝶”**，并提出 AI Native 和 AI+SaaS 各占 50%的业务结构目标；鼎捷提出 **2030 年成为亚太领先的 AI 原生企业基础设施提供商**。整体来看，国内头部企业软件厂商的 AI 竞争已从产品能力验证进一步进入商业化规模和收入贡献的验证阶段。

图表14：国内企业 AI 业务进展

公司	AI 相关收入/签约	客户及业务落地
金蝶国际	2026 年上半年 AI 原生产品收入 2.96 亿元，同比+189.0%，其中订阅收入 1.46 亿元、同比+282.9%；签约合同金额 6.05 亿元、同比+159.2%。	灵基自 5 月 20 日发布后，截至中报签约 26 家客户、上线 40 余个智能体，覆盖财务、供应链、采购和制造等领域；与海能达、摩尔线程、强脑科技、昆仑芯等开展 AI 共创。
用友网络	2026 年上半年 AI 相关合同签约 9.06 亿元，实现 AI 相关收入 4.64 亿元。	推出企业 AI 工作台超级智能体、企业本体智能体、企业级编程智能体及领域智能体，并推动智能审核、数据分析、风险管控等应用场景落地。
鼎捷数智	2026 年上半年 AI 相关业务签约金额近 2 亿元。	AI 智能体应用已覆盖研发、生产、财务等核心环节，并落地半导体、电子、汽车等行业；2026 年 EIOSpace 进一步向企业级多 Agent 运行环境升级，WAIC 2026 展示的 160 余个制造业智能体覆盖 100 个高频场景。

资料来源：金蝶国际 26 年半年报，用友网络 26 年半年报，鼎捷数智 26 年半年报，证券时报网，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

五、Salesforce 股价复盘、叙事变化及核心标的估值

Salesforce 2022 年以来股价趋势整体呈“W”形，我们将其分为四个主要阶段：

- **2022 年 1 月—2022 年 12 月：高估值 SaaS 进入去估值阶段，公司增长放缓进一步放大调整。**随着美联储快速收紧货币政策，此前依赖远期增长定价的高估值 SaaS 板块整体承压，市场开始从“增长优先”转向更加重视现金流和盈利能力。与此同时，Salesforce 收入增速开始下台阶，Slack 等大型并购带来的高费用、低利润率及资本配置争议进一步放大市场担忧。整体来看，这一轮下跌更多体现为利率上行推动的行业去估值，叠加公司自身增长和盈利质量弱化，估值从年初约 9.0xP/S(TTM)一路回调至年底约 4.2x（2021 年估值高点曾达到约 12.8x）。

- **2022 年 12 月—2024 年 12 月：经营改革推动盈利能力重估，叠加 AI 第二增长曲线预期。**2022 年底至 2023 年，Salesforce 由“规模和增长优先”转向“盈利性增长”，通过人员优化、费用控制、减少激进并购和加大股东回报释放利润空间；FY24 GAAP 营业利润率升至 14.4%，经营现金流同比增长 44%，市场开始重新按照高现金流、高盈利质量的软件龙头对公司定价。在利润率和自由现金流改善驱动的同时，2024 年下半年 Agentforce 推出后，市场进一步开始预期 Salesforce 由传统 Seat（席位）模式向 Agent 和 Digital Labor 拓展，估值开始 price-in AI 成长溢价，P/S(TTM)到 2024 年底一路攀升至约 9.3x。

- **2024 年 12 月—2026 年 6 月：AI 增长预期未能快速兑现，SaaS 长期价值引发市场担忧。**2024 年底时 Agentforce 预期已经较高，但进入 2025 年后，公司全年收入和利润指引偏弱，市场预期 Agentforce 短期仍不足以推动 Salesforce 整体收入重新明显加速，与此同时，Claude 等通用 Agent 能力快速提升，市场关注点由短期的“AI 变现速度不及预期”进一步转向“AI 是否会占据企业软件入口、压缩传统 Seat 需求并重构部分 SaaS Workflow”，“大模型吞噬软件”的长期叙事开始占据主导，导致 P/S(TTM)深度回调至 2026 年 6 月的 2.9x，创近十年新低。

- **2026 年 6 月至今：悲观叙事扭转，AI 商业化和核心业务数据增长提振市场信心。**FY27Q2 Agentforce ARR 超过 15 亿美元、同比增长 240%以上，Agentforce 与 Data 360 合计 ARR 接近 39 亿美元，公司预计 FY27Q3 cRPO 同比增长 14%，并同步上调全年收入指引。与此同时，Salesforce 与 Anthropic 推出 Claudeforce，允许 Claude 直接调用 Salesforce 的数据、Workflow 和 Action，进一步强化了“外部 AI 掌握入口、Salesforce 保留企业数据和执行底座”的路径。随着 AI 收入兑现和平台定位逐步清晰，市场对 SaaS 被全面替代的担忧有所缓和，推动估值低位修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表15：Salesforce 股价复盘

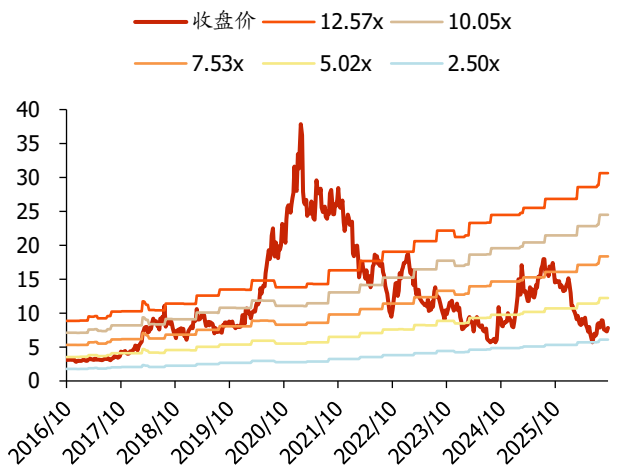


资料来源：Wind，美联储官网，salesforce Earnings Call，Salesforce Earnings Releases，salesforce 临时公告，salesforce 官网，国盛证券研究所绘制

总体来看，当前中美典型企业软件 SaaS 公司的估值整体仍处于历史偏低水平。国内金蝶、用友当前 P/S (TTM) 均在 3x 左右，历史低点在 2.5/2.8x，均处于十年历史低位水平。相比之下，海外 Salesforce、SAP、Workday 的十年历史低点约见于 2.9x，近期由于悲观叙事转折，较低点水平已开启一轮向上修复，但总体来看，**当前企业软件 SaaS 核心标的估值仍位于长周期底部区间，尤其 A/H 核心标的仍有较大修复弹性。**

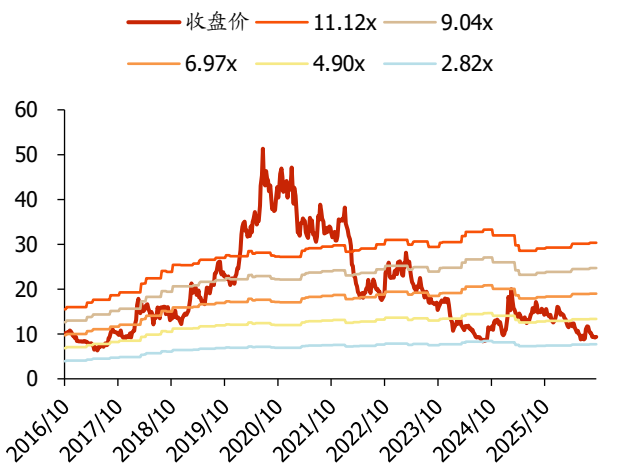
下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：2016 年 10 月至 2026 年 10 月金蝶国际 PS-Band



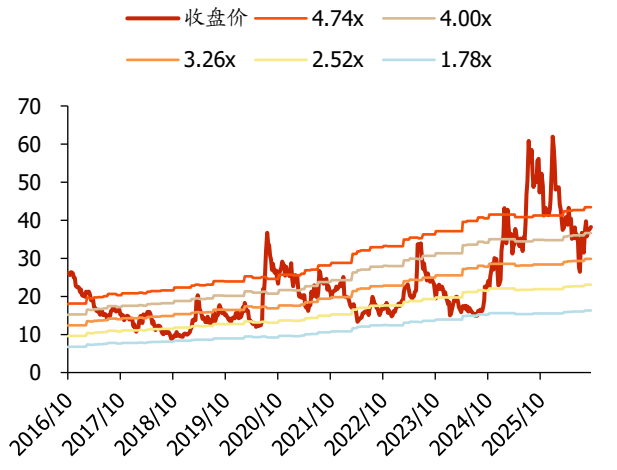
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表17：2016 年 10 月至 2026 年 10 月用友网络 PS-Band



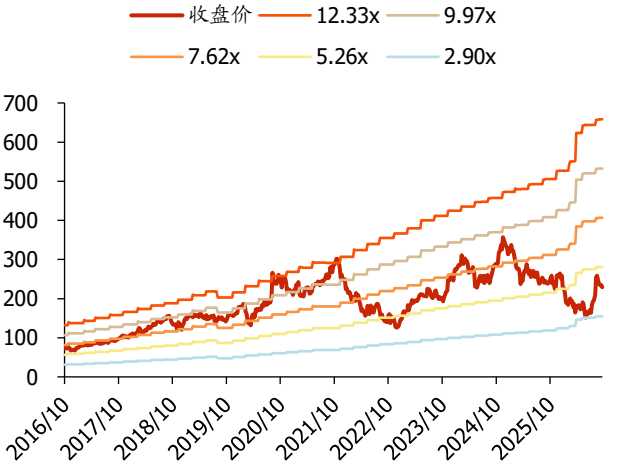
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表18：2016 年 10 月至 2026 年 10 月鼎捷数智 PS-Band



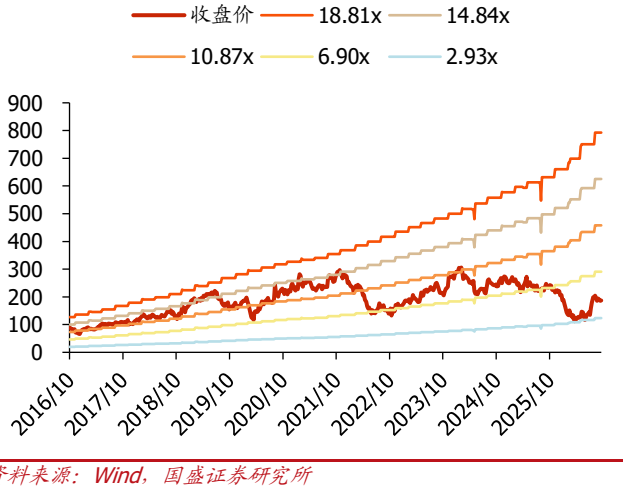
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表19：2016 年 10 月至 2026 年 10 月 Salesforce PS-Band



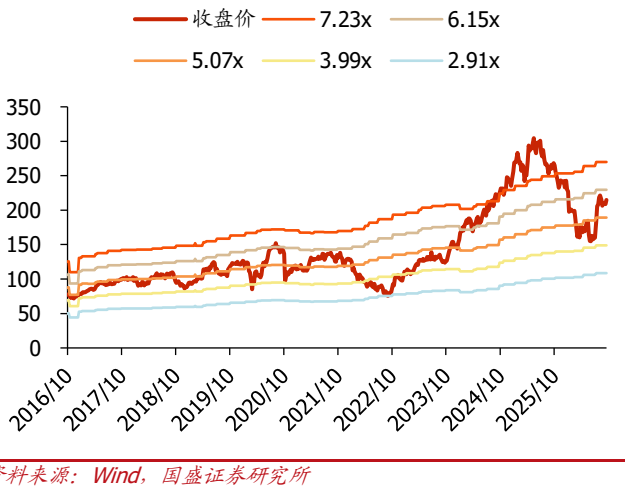
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表20：2016 年 10 月至 2026 年 10 月 WORKDAY PS-Band



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表21：2016 年 10 月至 2026 年 10 月 SAP PS-Band



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

建议关注

我们认为 AI 正在重塑企业软件工作流，但核心 SaaS 具备底层价值难被轻易“吞噬”。大模型凭借自然语言理解、推理和任务编排能力，正逐步接管用户交互入口和部分工作流编排，企业软件也由“人使用软件完成工作”向“人管理 AI、AI 调用软件完成工作”演进。但企业真实运行仍依赖长期沉淀在 SaaS 中的权威业务数据、业务语义、身份权限、审批规则、复杂 Workflow 及实际执行能力，对确定性、一致性和可追溯性要求较高。因此，我们认为更可能形成 **AI 负责交互与编排、核心 SaaS 承载企业上下文、治理和执行**的架构，SaaS 价值重心也将由 UI 和 Seat 进一步向 Context、Governance、Workflow 和 Action 迁移。

企业 AI 正在由能力验证进入商业化验证阶段，我们对其增量价值保持积极预期。AI 既可以通过自动化实现提效和降本，也能够在销售、客服等场景扩大客户覆盖、提升转化率并直接创造收入，使企业软件有机会从传统 IT 预算进一步进入人工和运营成本等更大的价值池；收费模式也开始由用户/模块订阅向 Agent、使用量及部分结果收费延伸。随着 Salesforce Agentforce、金蝶 AI 原生产品及用友 AI 业务陆续形成可观察的收入和订单，企业客户的 AI 付费意愿正在逐步验证。当前典型企业软件估值仍处于历史偏低水平，我们看好后续 AI 商业化持续兑现推动增长预期和估值中枢修复。建议重点关注：1）企业软件：A/H-金蝶国际、用友网络、鼎捷数智，US-Salesforce、SAP，2）大模型：智谱、MiniMax。

风险提示

AI 商业化进展不及预期风险：企业客户对 Agent 及 AI 功能的付费意愿、使用频率和续费情况可能低于预期，AI 相关订单向收入和利润的转化节奏存在不确定性。

大模型能力演进及竞争加剧风险：模型厂商、AI-native 公司持续向企业应用、Workflow 及执行层延伸，可能对传统 SaaS 的部分入口、功能和定价能力形成压力。

企业 IT 支出及项目落地不及预期风险：若宏观环境偏弱、企业 IT 预算趋于谨慎，可能影响软件订阅、升级以及 AI 项目部署进度，进而拖累收入增长。

AI 投入及数据合规风险：模型调用、算力、研发和 FDE 投入较高，同时企业 AI 涉及核心数据、权限和自动执行，若成本控制或安全合规进展不及预期，可能对利润率和落地节奏造成影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com