下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

AI Roll-up 重构服务交付

华泰研究

2026 年 11 月 02 日 | 中国香港　　深度研究

AI Roll-up 通过收购取得客户关系、真实工作流与经营控制权，有助于缓解传统 SaaS 和外部 FDE 在企业深度改造中的权限、协同与激励约束，并更多留存 AI 改造收益。传统 Roll-up 已具备成熟经营逻辑，AI 的增量在于进一步提升收入与利润改善空间，并拓宽至更多人力密集型服务资产。海外相关实践已由一级市场向上市平台案例延伸；长期看，该模式有望推动 AI 在企业工作流改造中的商业化边界。

AI 按结果交付，打开软件预算之外的服务市场空间

AI 从提供软件工具走向承接企业实际工作，潜在预算来源有望从 IT 支出扩展至业务运营、人工及外包服务支出。我们基于 Anthropic 的不同工作 AI 潜在渗透率及美国 BLS 就业数据测算，客服、会计等八类典型工作仅美国可对应约 3,620 亿美元价值量，为其 1.13 万亿美元年工资总额的 32%。AI Roll-up 通过收购取得存量客户、交付团队与经营改造权，使技术投入、流程调整与服务收益纳入同一经营体系，推动整合价值延伸至交付环节。

控制权连接技术改造与收益获取，AI 有望放大传统 Roll-up 回报

AI Roll-up 将技术投入、流程调整与经营收益纳入同一体系，使改造能够深入日常生产，相较外部交付，收购方能够更直接地推动组织调整，并通过股权分享利润改善。传统 Roll-up 已通过专业化运营、组织整合及平台化复用形成较成熟的价值创造框架，AI 带来收入增长和利润率改善的增量空间。我们的情景测算显示，在收购与退出估值不变的情景下，AI 带来的收入及利润率改善可使 IRR 由约 17%提升至约 25%。与此同时，AI 也有望降低人力密集型业务的改造成本，拓宽潜在可收购和整合的资产范围。

海外案例已进入生产部署，一二级市场均出现验证

海外一级市场已出现围绕会计、客服、IT 服务和物业管理等行业的 AI 服务整合实践，Tax AI（OpenAI 案例）、Crescendo 与 Dwelly 分别展示专业产能释放、高频服务自动化及本地业务整合。上市公司 Bending Spoons 通过收购 Brightcove、Eventbrite、Vimeo 等成熟软件资产，将中央技术、数据和商业化能力导入被收购企业，历史收购后六季度平均收入提升约 52%、运营费用下降约 43%，为 AI Roll-up 的落地提供了不同场景的验证。

我们与市场不同的观点

市场认为国内 2B 侧 SaaS 类商业模式难实现，FDE 等模式推进困难。我们认为 AI Roll-up 的意义在于同时取得客户关系、交付团队和经营改造权，有助于缓解外部 FDE 项目中的权限、协同和激励约束，是推进企业 AI 工作流改造的一种可行模式。

投资建议

AI Roll-up 仍处早期验证阶段，建议重点关注两类机会：一是已形成平台化并购和经营改造能力、能够持续验证 AI 提效与资本回报的公司，相关公司如 Bending Spoons；二是具备客户入口、真实业务流程及 FDE/Agent 改造能力的国内企业，相关公司如国内明略科技、百融智能。中长期看，若模式持续验证，软件、IT 服务及 BPO 等人力密集型资产的整合与重估机会也值得跟踪。若 AI Roll-up 模式持续验证，其投资机会可能由少数平台公司逐步扩散至潜在收购标的及企业服务产业链，并扩大 AI 可变现的市场边界。

风险提示：AI 技术可靠性不足，客户采用不及预期，并购整合不及预期，行业竞争加剧。

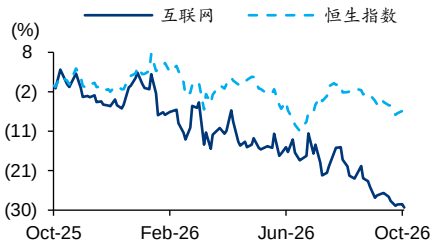
互联网　　**增持（维持）**

夏路路　研究员
SAC No. S0570523100002　xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154　+(852) 3658 6000

苏燕妮　研究员
SAC No. S0570523050002　suyanni@htsc.com
SFC No. BTT483　+(86) 21 2897 2228

邵浩岚　研究员
SAC No. S0570526080003　shaohaolan@htsc.com
SFC No. BWH250　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

核心观点 3

从生成内容到执行工作流，AI Roll-up 具备新的技术与商业基础 4

企业 AI 工作流改造从 IT 预算起步，向业务运营与服务预算扩张 5

Roll-up 取得客户和经营改造权，推动服务生产方式变化 8

FDE 是 AI Roll-up 的核心执行能力，连接业务改造与产品迭代 9

收费方式与成本责任决定 AI 改造收益如何分配 10

海外平台已进入生产部署，一二级市场均出现验证 12

一级市场：传统企业工作流中的三类经营改造路径 13

会计服务：OpenAI 案例优化税务产能，Current 整合专业团队 13

客户服务：Crescendo 整合技术与运营，推动按结果交付 14

租赁服务：Dwelly 通过并购进入本地业务，再以 AI 提升流程效率 15

二级市场：Bending Spoons 平台化改造验证 AI Roll-up 的规模效应 16

AI Roll-up 的经济效益模型 18

中国落地从既有业务切入，产品复用与收费模式决定扩张质量 20

明略科技：Octo 沉淀组织协作能力，FDE 推动工作流复制 20

百融智能：以垂直岗位能力切入，将模型与工程体系用于 AICC 21

风险提示 22

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

本篇报告研究了以下问题

1、为什么企业 AI 改造需要关注 Roll-up？收购经营控制权能解决什么问题？

1）企业 AI 正从工具应用走向工作流重构，但组织层面的利润兑现仍面临落地约束。 麦肯锡 2026 年调查显示，80%的受访者表示 AI 改善个人生产率，但仅 37%报告 AI 对组织 EBIT 产生正向贡献。传统 SaaS 和外部 FDE 均依赖客户开放数据权限、协调内部资源并配合改造。**2）AI Roll-up 通过收购取得客户关系、真实工作流、生产数据与经营控制权，有助于缓解外部改造中的权限、协同和激励约束。** 收购使技术投入、组织调整与经营收益纳入同一体系，也使 AI 改造收益更多留在经营主体。FDE 负责连接业务现场与技术平台，将交付经验沉淀为可复用的 Agent、Skill 和工作流。

2、AI 相较传统 Roll-up 带来了什么增量？

1）传统 Roll-up 的价值主要来自收入效率与费用效率改善。 收入端通过定价、获客、转化及交叉销售提升商业化效率；费用端通过组织整合及技术、数据和后台能力复用降低投入。**2）AI 有望进一步放大经营改善空间，并拓宽潜在收购标的范围。**AI 将改造从后台协同延伸至直接服务交付，通过自动化重复任务、提高人员产能和降低单位成本改善利润率，过去受制于人工成本高、流程难以标准化的企业具备新的整合价值，潜在标的向会计、客服、IT 服务等人力密集型企业延伸。Bending Spoons 收购 StreamYard 后，其 2025 年较 2023 年广告投入效率优化 11%，付费广告新增注册用户增长 142%，注册至订阅转化率提升 66%，ARMAU 提升 64%；收购 Evernote 后，全职员工由 341 人降至 60 人，平均 NRR 仍维持约 99%。

3、海外 AI Roll-up 发展到什么阶段？商业模式与经济性如何验证？

1）海外已出现从一级市场到二级市场成熟资产经营改造的多层次实践。 一级市场中，Current 整合会计事务所，Tax AI 试点处理约 7,000 份申报，准备时间减少约三分之一、处理能力提高约 50%；Crescendo 收购 PartnerHero，平台可自动化处理超过 80%的客户交互；Dwelly 整合本地租赁机构，已签约超过 15 家机构、管理超过 1 万套物业，分别体现专业产能释放、高频服务自动化和分散业务整合。**上市公司 Bending Spoons（BSP）验证了成熟资产平台化经营的价值，AI 有望进一步放大规模效应。** 公司通过统一技术、人才、数据和商业化平台整合数字资产，2023—2025 年收入 CAGR 约 84%，调整后经营利润率由 35.5%提升至 46.9%，核心员工人均收入由 112 万美元提升至 257 万美元；历史收购后六季度平均收入提升约 52%、运营费用下降约 43%。AI 编写或参与编写的代码合并请求占比由 1Q25 不足 10%升至 1Q26 超过 90%。**2）AI 带来的经营改善有望提升 Roll-up 资本回报。** BSP 已披露交易收购价格约为 1.16—3.31 倍，中位数约 2 倍，与传统软件并购价格大体相近。我们的测算显示，在 2 倍 PS 收购、持有 5 年、按 10 倍 EBITDA 退出的假设下，传统 Roll-up IRR 约 17.1%；若收入年增速由 8%提升至 10%、退出 EBITDA 利润率由 30%提升至 38%，IRR 可升至 25.1%，提高约 8 个百分点。

4、这一模式的长期产业影响是什么？有哪些投资机会？

AI Roll-up 有望扩大 AI 商业化价值池，使其从软件预算延伸至企业运营、人工及外包服务支出。我们测算美国八类典型企业工作流对应约 1.13 万亿美元年工资总额，其中约 3,620 亿美元处于 AI 暴露范围（反映潜在生产率价值，而非可直接获取的收入）。**AI Roll-up 仍处早期验证阶段，建议重点关注两类机会：**一是已形成平台化并购和经营改造能力、能够持续验证 AI 提效与资本回报的公司，相关公司如 Bending Spoons；二是具备客户入口、真实业务流程及 FDE/Agent 改造能力的国内企业，相关公司如明略科技、百融智能。中长期看，若模式持续验证，软件、IT 服务及 BPO 等人力密集型资产的整合与重估也值得关注。

我们的差异化观点

市场认为国内 2B 侧 SaaS 类商业模式难实现，FDE 等模式推进困难。我们认为 AI Roll-up 的意义在于同时取得客户关系、交付团队和经营改造权，有助于缓解外部 FDE 项目中的权限、协同和激励约束。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

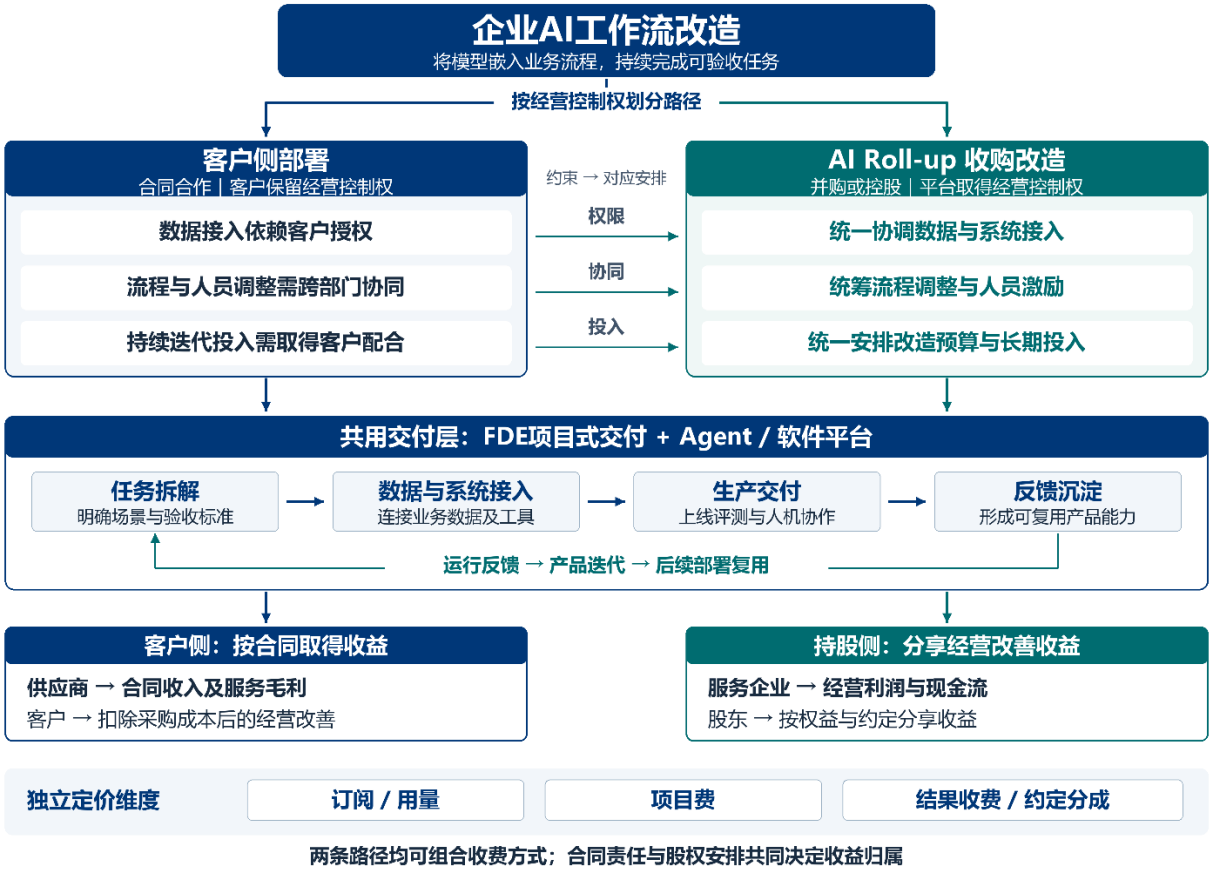
从生成内容到执行工作流，AI Roll-up 具备新的技术与商业基础

企业工作流存在较大的 AI 改造需求，价值主要集中在客户运营、营销销售、软件工程和研发等环节。 根据麦肯锡《The economic potential of generative AI: The next productivity frontier》（2023 年 6 月），其对 16 项业务职能、63 类应用场景的测算显示，生成式 AI 每年可创造约 2.6 万亿—4.4 万亿美元经济价值，其中约 75%集中于上述四类职能。这些场景普遍需要处理大量信息、反复执行任务并衔接多个岗位，具备通过 AI 重构交付的基础。麦肯锡 2026 年调查进一步显示，大企业受访者中 40%表示所在组织在至少一个职能中扩大 Agent 部署，去年为 27%，企业应用正由个人工具使用向业务流程推进。

AI 进入企业工作流后，如何有效推动组织改造，成为商业化的重要问题，AI Roll-up 由此受到关注。企业 AI 工作流改造从控制权维度区分可涵盖客户自建、外部交付和收购后改造：**1）客户侧部署由客户保留经营控制权，可组合采购标准化产品、FDE 项目和托管服务；2） AI Roll-up 通过并购或控股服务企业，将客户关系、交付团队与经营决策纳入同一体系，再部署 AI 改造。**Roll-up 指通过持续收购和整合同类或相关企业建立经营平台；AI Roll-up 则在此基础上，用 AI 重构被收购企业的服务流程。

两条路径均可使用 Agent 平台与 FDE，并采用订阅、项目费或结果收费。本文重点讨论 AI Roll-up 如何通过经营控制权改善 AI 落地条件，并获取服务企业经营改善的收益。根据 General Catalyst《The Future of Services》（2025 年 8 月），该机构已将应用 AI 与服务企业并购结合，在客服等领域推进实践。**我们认为，AI Roll-up 的意义在于同时取得客户关系、交付团队和经营改造权，有助于缓解外部 FDE 项目中的权限、协同和激励约束。这使技术团队能够进入日常业务，在真实任务中迭代产品，再向更多企业复制。**

图表1： 企业 AI 工作流改造的两种路径



注：展示经营改善路径，收益兑现取决于实施效果与业务条件。
资料来源：General Catalyst《The Future of Services》、Thrive Holdings《Thrive Holdings x OpenAI》，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

企业 AI 工作流改造从 IT 预算起步，向业务运营与服务预算扩张

企业现有预算的迁移节奏决定 AI 工作流改造的真实市场空间。

现阶段可承接预算分为三层：

1）第一层为 IT、数字化和新增 AI 预算，用于模型部署、数据治理与系统集成；

2）第二层为营销、销售、客服等业务运营预算，用于直接提升收入或交付效率的 Agent；

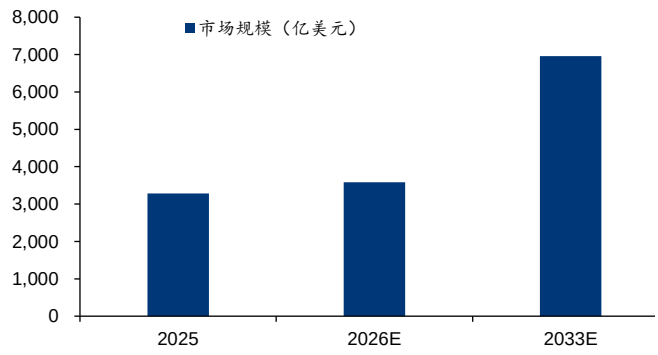
3）第三层为客服、财务会计等外包和运营服务预算，对应供应商承担完整交付责任并按结果收费。

Gartner 于 2026 年 4 月发布的预测显示，2026 年全球 IT 服务支出约 1.87 万亿美元，包含应用实施与托管、基础设施服务及 IaaS，预算池逐层扩大，同时提高供应商在人工、算力和履约方面的投入与责任。

按任务价值计费推动 AI 预算由软件工具向业务运营延伸。 迈富时 2026 年中期公告显示，公司 AI 应用覆盖营销、销售、客服、业务分析和培训支持，并提出由订阅模式向按消耗量计费演进，使商业回报与客户获得的业务价值挂钩。客户预算扩张的前提是收入提升、有效工单、交付周期等结果能够被验收。

全球业务流程外包市场（简称 BPO）代表结果型交付的长期预算边界。 根据 Grand View Research《Business Process Outsourcing Market（2026—2033）》（2026 年 6 月更新），2025 年全球 BPO 市场规模为 3,284 亿美元，其中财务与会计服务占 21.4%。AI Roll-up 当前可承接的市场主要集中于任务高频、结果可衡量、流程可复用且允许数据接入的服务环节；相关收入来自被承接的服务预算，新增利润取决于单位交付成本的下降幅度。

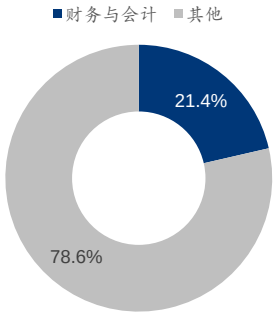
图表2： 全球业务流程外包市场规模及预测



注：BPO 为现有服务市场口径；AI 工作流软件收入及 AI Roll-up 可获取收入需按实际承接任务另行估算。开篇 2.6 万亿—4.4 万亿美元为经济价值潜力，本文与 BPO 市场规模分别列示。2026—2033 年 9.9% CAGR 采用研究机构原口径。

资料来源：Grand View Research《Business Process Outsourcing Market（2026—2033）》，2026 年 6 月更新，华泰研究

图表3： 全球 BPO 市场财务与会计服务占比（2025 年）



注：BPO 为现有服务市场口径；AI 工作流软件收入及 AI Roll-up 可获取收入需按实际承接任务另行估算。开篇 2.6 万亿—4.4 万亿美元为经济价值潜力，本文与 BPO 市场规模分别列示。2026—2033 年 9.9% CAGR 采用研究机构原口径。

资料来源：Grand View Research《Business Process Outsourcing Market（2026—2033）》，2026 年 6 月更新，华泰研究

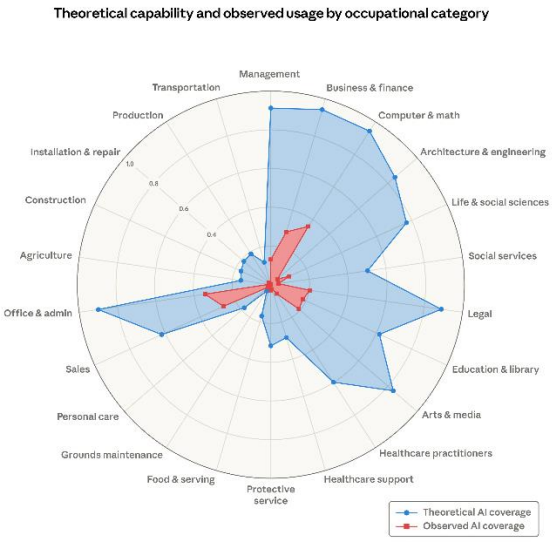
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

怎么理解企业工作流中细分赛道的 AI 渗透空间？

Anthropic 在 2026 年 3 月《Labor Market Impacts》中将职业任务、Claude 真实使用数据和 LLM 理论任务结合，构建 AI 暴露度指标（Observed Exposure），代表理论上该职业可被 AI 接管的工作占比。研究显示 AI 能力在管理、金融、编程、数学等领域的具备较高的比例，比如编程&数学类职业理论上约 94%的任务具备 LLM 渗透可能。

图表4：Anthropic 测算不同职业大类的 AI 实际使用暴露度



资料来源：Anthropic《Labor Market Impacts of AI》，华泰研究

在此基础上，我们进一步基于更细颗粒度的职位及就业数据，将 AI 暴露度映射至企业实际工作流，以估算不同服务环节潜在的 AI 替代/自动化空间。结果显示，当前可被 AI 显著改造的工作流主要集中于客户服务、销售营销、人力资源及财务等标准化程度较高、以信息处理和沟通为主的环节：其中客户服务/客服外包的 AI 实际暴露度约 62%，销售与营销约 38%，人力资源/招聘约 33%，财务、会计与税务约 29%；相比之下，法律服务、物业运营、采购供应链及保险后台的暴露度约 10%–20%。这意味着，企业 AI 改造并非均匀发生，而是优先集中在“高人工成本+高信息密度+流程相对标准化”的工作流，构成当前企业级 AI 应用及 AI Roll-up 最直接的潜在效率提升空间。

从价值量空间看，我们基于 BLS 职业就业统计测算不同职位在美国的就业人数及工资数据，所覆盖的财税、客服、法律、物业、金融后台、人力资源、采购供应链及销售营销等八类典型工作流合计对应约 1,407 万美国就业人口、约 1.13 万亿美元年工资总额，按各职位 AI 实际暴露度加权后，**仅美国地区可对应约 3,620 亿美元的 AI 暴露工资价值量，其中客户服务/客服外包约 1,073 亿美元、销售与营销约 798 亿美元、财务会计与税务约 793 亿美元、人力资源/招聘约 424 亿美元**（该空间为潜在经济价值池参考，实际应用中模型能力、系统、合规、人类审核等因素仍存在不确定性）。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：企业工作流中的 AI 暴露度详细拆分

行业 / 职位	AI实际暴露度	美国就业人数	对应年工资总额（十亿美元）	AI暴露对应工资额（十亿美元）
财务、会计与税务	**29.2%**	**373**	**$264.2**	**$79.3**
会计师与审计师	34.8%	145	$137.3	$47.8
记账、会计与审计文员	31.0%	137	$73.6	$22.8
账单与入账文员	19.2%	40	$20.6	$4.0
账款催收人员	29.9%	16	$7.8	$2.3
税务申报人员	12.8%	8	$4.7	$0.6
预算分析师	6.7%	5	$4.5	$0.3
信用分析师	16.9%	6	$6.5	$1.1
薪酬与考勤文员	4.9%	15	$9.1	$0.4
客户服务 / 客服外包	**62.1%**	**382**	**$170.8**	**$107.3**
客户服务代表	70.1%	260	$120.9	$84.8
前台与信息文员	43.4%	91	$35.9	$15.6
访谈/信息采集人员	38.5%	15	$7.0	$2.7
总机/电话接听人员	38.6%	3	$1.5	$0.6
数据录入员	67.1%	13	$5.5	$3.7
法律服务 / 法律流程外包	**20.3%**	**122**	**$172.4**	**$31.9**
律师	16.7%	75	$140.2	$23.5
律师助理与法律助理	29.3%	39	$27.4	$8.0
司法助理	17.0%	1	$1.0	$0.2
仲裁员、调解员	24.3%	1	$0.8	$0.2
产权审查与检索人员	2.2%	5	$3.0	$0.1
物业与房地产运营	**20.2%**	**61**	**$47.7**	**$9.5**
物业、房地产与社区协会经理	16.5%	31	$26.0	$4.3
房地产经纪人	26.1%	5	$3.9	$1.0
房地产销售代理	28.3%	19	$13.4	$3.8
房地产估价与评估人员	8.3%	6	$4.3	$0.4
保险 / 金融后台运营	**9.7%**	**68**	**$52.0**	**$4.6**
保险理赔调整、审核与调查人员	8.2%	32	$26.1	$2.1
汽车保险定损员	0.0%	1	$0.9	-
保险核保员	6.3%	11	$9.9	$0.6
精算师	5.4%	3	$3.8	$0.2
保险理赔与保单处理文员	14.7%	21	$11.3	$1.7
人力资源 / 招聘	**33.0%**	**164**	**$130.0**	**$42.4**
人力资源专员	40.3%	91	$74.8	$30.2
劳资关系专员	0.0%	6	$6.4	-
薪酬福利与岗位分析专员	6.5%	11	$9.5	$0.6
培训与发展专员	27.9%	46	$34.6	$9.7
人力资源助理	40.5%	9	$4.7	$1.9
采购 / 供应链运营	**17.9%**	**39**	**$38.6**	**$6.9**
采购经理	20.0%	8	$13.2	$2.6
物流与供应链专员	15.7%	25	$22.5	$3.5
采购文员	24.4%	6	$2.9	$0.7
销售与营销	**37.9%**	**199**	**$257.7**	**$79.8**
市场营销经理	32.0%	40	$70.3	$22.4
销售经理	4.3%	64	$104.7	$4.5
市场研究分析师与营销专员	64.8%	90	$80.5	$52.2
电话营销人员	28.5%	6	$2.2	$0.6
总计	**32%**	**1,407**	**1,133**	**362**

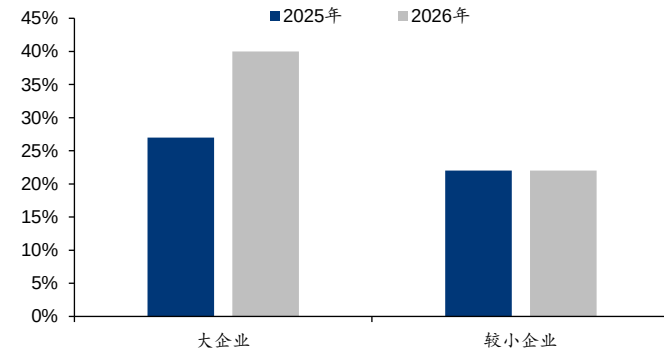
资料来源：Anthropic《Labor Market Impacts》，Anthropic_Job_exposure 数据库，BLS 职业就业统计，华泰研究

个人提效尚未充分转化为组织利润，AI 落地需要同步改造工作流。 根据麦肯锡《The state of AI in 2026: On the road to ROI》（2026 年 8 月），80%的受访者表示 AI 改善了个人生产率，37%报告 AI 对所在组织的 EBIT 产生正向贡献；高绩效 AI 使用者所在组织中，接近四分之三因 AI 应用而根本性重构工作流，其他受访者对应比例约为四分之一。个人生产率改善与组织财务收益的不同进展，说明企业还需要围绕 AI 应用调整工作流和组织方式。该调查于 2026 年 5—6 月开展，覆盖 97 个国家的 1,719 名受访者；高绩效组指报告 AI 带来至少 5%的 EBIT 影响、并认为取得显著价值的受访者。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

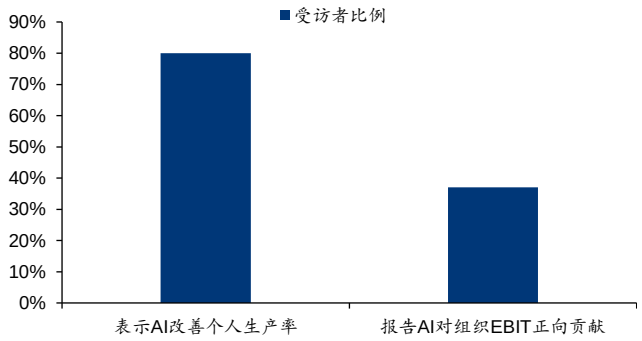
下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：不同规模企业扩大 Agent 部署的受访者比例



资料来源：麦肯锡《The state of AI in 2026: On the road to ROI》（2026 年 8 月 25 日），华泰研究

图表7：受访者报告的 AI 个人生产率与组织 EBIT 影响



资料来源：麦肯锡《The state of AI in 2026: On the road to ROI》（2026 年 8 月 25 日），华泰研究

从个人 AI 工具走向企业级 Agent，需要补齐规划执行、系统集成与组织协作。根据百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》，大模型主要提供理解和推理能力，Agent 还需要规划、工具调用、记忆与执行机制；进入企业后，还需解决稳定性、权限控制、ERP / CRM 连接及业务流程设计。个人工具可以由使用者补全上下文、复制结果并判断下一步，企业交付则需要把这些工作纳入可持续运行的系统。因此，AI 使用深度的提升既依赖模型进步，也依赖围绕真实任务的工程改造。

企业购买 AI 的重点由工具能力转向完成工作，AI Roll-up 进一步组织实现结果交付所需的资源。根据 Thrive Holdings《Long Humans》（2026 年 6 月），外部供应商通常只能进入客户已定义的局部用例，所有者则能够同时接触完整工作流、生产数据、专业人员、激励机制和改造决策权。我们认为，当 AI 改造需要持续调整人员分工和跨部门流程时，经营控制权使技术投入、组织调整与长期收益由同一主体统筹；若客户能够自行完成改造，SaaS 或 FDE 仍是更轻的路径。本文以“AI Roll-up”为例讨论取得经营控制权后的 AI 改造，并将客户侧部署作为交付能力的对照路径。

图表8：AI SaaS / API、FDE 深度服务与 AI Roll-up 的模式比较

比较维度	AI SaaS / API	FDE / 深度服务	AI Roll-up
业务角色	提供工具与模型	深入现场实施交付	持有或控制服务业务
流程改造	客户主导	双方协作	经营平台主导
收入来源	订阅、许可、调用收费	项目、持续服务或结果收费	经营收益及股权价值
核心投入	产品研发	工程与行业知识	并购资本、工程与运营

注：三类可组合使用；FDE 是交付方式，也可用于 AI Roll-up。

资料来源：OpenAI Deployment Company 成立公告、Thrive Holdings《Thrive Holdings x OpenAI》、Crescendo 收购及商业模式公告，华泰研究

Roll-up 取得客户和经营改造权，推动服务生产方式变化

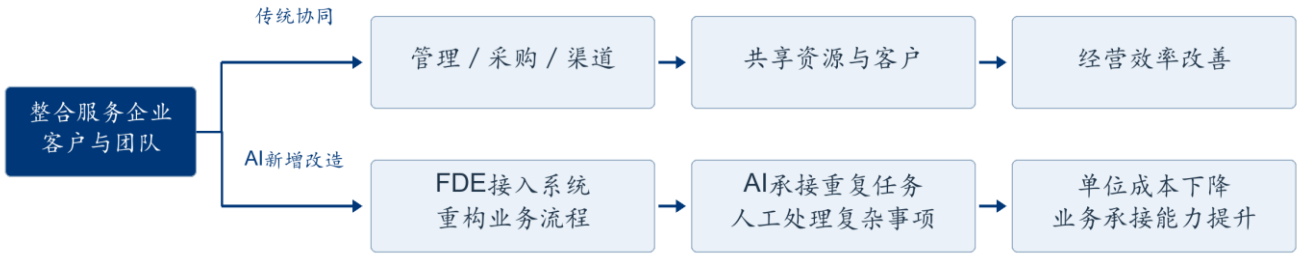
AI Roll-up 取得业务入口与经营改造权，将技术投入和服务收益纳入同一体系。根据 Thrive Holdings《Thrive Holdings x OpenAI》（2025 年 12 月），双方把 OpenAI 研究及应用团队，与 Thrive Holdings 旗下会计、IT 服务企业的工程师、运营人员和行业专家结合，直接改造其持有和运营的业务。与外部工具供应相比，该安排可以同时组织业务规则、系统接入和人员协作，技术团队也能够在真实任务中检验改造效果。收购方承担投入并分享经营收益，为持续推动跨部门流程调整提供了组织基础。

AI 将服务业整合的降本空间，从管理协同延伸到直接交付环节。根据 General Catalyst《The Future of Services》，Crescendo 通过收购 PartnerHero，将 AI 客服能力部署到既有客户业务中，重复交互由 AI 承接，人工转向复杂任务。其改造对象已经进入原先依赖服务人员完成的生产环节。在此基础上，整合收益可以分为两类：（1）管理、采购和渠道协同带来的运营改善；（2）自动化减少单位服务的人力投入，使同一团队能够承接更多业务。第二类收益构成 AI Roll-up 相较传统服务整合新增的价值来源。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：AI Roll-up 在传统整合协同之外，进一步改造服务交付



注：展示经营改善路径，收益兑现取决于实施效果与业务条件。
资料来源：General Catalyst《The Future of Services》、Thrive Holdings《Thrive Holdings x OpenAI》，华泰研究

AI Roll-up 更适合客户关系稳定、任务持续且可衡量、跨企业流程具有共性、市场较为分散的服务行业。 稳定客户关系提供持续业务入口，高频且可验收的任务使 AI 效果能够计量，流程共性决定首个标的的产品和实施经验能否向后复制，市场分散则提供连续整合空间。根据 General Catalyst《Europe's AI Transformation in Services》（2026 年 4 月），英国租赁合同通常持续 3—5 年，房东更换中介的窗口有限；Dwelly 因而通过收购取得存量客户，再将统一流程和技术导入被收购机构。若只有人工成本较高或客户规模较大，却缺乏任务共性和数据接入条件，后续改造仍可能依赖大量定制投入。

图表10：海外 AI 服务改造的主要工作环节与代表案例



资料来源：OpenAI 与 Thrive 合作公告、General Catalyst《Europe's AI Transformation in Services》及相关公司公开资料，华泰研究

并购提供改造条件，FDE 承担将 AI 落到生产流程的工程工作。 前者解决进入哪些业务、如何安排投入和获取收益的问题，后者解决如何将模型接入数据、系统和具体任务的问题。FDE 既可服务被收购企业，也可服务外部客户，属于交付能力；股权收购对应所有权安排。两者结合后，AI Roll-up 由完成交易进一步走向实际提效。

FDE 是 AI Roll-up 的核心执行能力，连接业务改造与产品迭代

FDE 进入业务现场，将模型能力转化为可运行的生产系统。 FDE 即 Forward Deployed Engineer，前线部署工程师。根据 OpenAI 于 2026 年 5 月发布的 OpenAI Deployment Company 成立公告，FDE 与企业管理层、运营人员及一线团队共同选择重点工作流，将模型连接到客户数据、工具、控制机制与业务流程中；公告同时披露拟收购 Tomoro，预计带来约 150 名 FDE 及部署专家。这说明模型厂商也在配置专门的交付力量，覆盖从需求识别、系统构建到上线运行的工程环节。

FDE 既要完成现场交付，也要将经验转为可复用的平台能力。 根据 OpenAI《Forward Deployed Engineer (FDE), Healthcare》岗位说明，其职责覆盖需求识别、架构、实施、评估、生产部署与交接，并要求将客户经验沉淀为参考架构、集成方法及评测工具。其作用可归纳为三步：（1）与业务人员拆解任务，明确数据、权限、异常情况与验收标准；（2）连接模型和企业系统，构建可追踪、可审核的工作流；（3）整理反复出现的问题与共性需求，反哺平台开发。对 AI Roll-up 而言，第三步决定首个标的的改造经验能否支持后续复制。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

Tax AI 的生产反馈机制，展示了 FDE 如何把专业判断沉淀为产品改进。 根据 OpenAI《Building self-improving tax agents with Codex》，系统记录 AI 生成值、会计师修改及最终申报结果，形成生产过程记录；工程团队从中识别重复问题，转为评测任务，再由 Codex 辅助定位和修改产品，经过测试与工程师审核后上线。这个循环把一次性的人工纠错变成持续的系统改进，避免同类问题在每家机构反复由人工处理，也使 FDE 的现场投入有机会沉淀为平台资产。

图表11： AI Roll-up 中经营平台、FDE 和产品平台的协作机制



注：本图基于多案例归纳机制。FDE 既可用于被收购企业，也可服务外部客户；FDE 部署与股权收购分别对应交付方式和所有权安排。产品复用与交付成本下降为待验证的经营路径。

资料来源：Thrive Holdings《Thrive Holdings x OpenAI》、OpenAI Deployment Company 成立公告及《Building self-improving tax agents with Codex》，华泰研究

因此，AI Roll-up 的复制能力需要同时观察经营组织与 FDE 交付效率。 并购规模扩大后，如果每家企业仍需要从头开发与长期驻场，技术投入就难以摊薄；如果共性流程逐步进入平台，FDE 便可将更多时间用于新场景和复杂问题。下文先分析收费、成本与收益归属，再通过海外案例检验这一协作如何进入真实生产。

收费方式与成本责任决定 AI 改造收益如何分配

AI 改造收益沿合同收费和股权归属两条渠道分配。 按订阅、调用量或项目交付收费时，供应商取得合同收入，客户保留扣除采购费与内部改造成本后的经营改善；按有效工单或服务结果收费时，供应商承担更多持续履约成本，其毛利来自服务价格与单位成本之差。竞争和续约会推动效率收益通过降价、服务升级和利润增长在客户与供应商之间分配。模型与云厂商按实际资源消耗取得收入，平台和交付商保留覆盖自身成本后的收益：

1）客户侧部署已形成订阅或用量、项目交付和结果分成三类主要收费方式。 订阅和 Token 按持续使用收费，适合标准化产品；项目或 FDE 按实施范围、数据量和里程碑收费，适合仍需共创的场景；有效工单、GMV 或业务增量分成与客户结果直接挂钩，适合供应商能够承担完整履约责任的业务。三类方式可以组合，企业通常根据产品标准化程度和履约责任选择收费结构。

2）AI Roll-up 则通过股权安排分享服务企业的剩余利润，并承担收购和整合风险。 Thrive Holdings 在《Long Humans》中披露，合作方保留有意义的股权和经营参与。平台收益因此取决于持股比例、利润分配约定和持续投入。并表收入、被收购企业经营利润与归属于平台股东的利润分别对应不同口径；平台回报需结合客户续约价格、原股东留股和资本投入分析。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表12：不同商业模式下的收益和成本归属

收费安排	供应商收入	主要投入或成本	收益归属与验证重点
订阅 / 用量	订阅费、调用或消耗费	推理、运维、持续产品研发	客户保留经营改善；跟踪续费、扩单与资源成本
项目 / FDE	实施、验收与维护收入	现场工程、系统适配、实施人工	供应商赚取项目毛利；跟踪工期、复用和回款
结果 / 托管	服务量×结果单价或约定分成	AI 执行、人工复核和持续履约	客户与供应商按合同分享效率收益；跟踪单价与单位成本
Roll-up 持股	被投企业利润及权益增值	经营投入、整合投入和收购资金	经营利润按权益安排归属；跟踪增量现金流与资本回报

注：Roll-up 为持股和经营安排，旗下企业可采用前三类收费方式。研发和获客投入的会计列报以各公司财报为准。
资料来源：迈富时公告、Thrive Holdings《Long Humans》及百融智能公开材料，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

海外平台已进入生产部署，一二级市场均出现验证

海外 AI Roll-up 已经从早期概念探索逐步进入商业化验证阶段。过去两年，随着生成式 AI 能力成熟、企业 AI 改造需求提升，以及并购资金持续进入，市场开始出现一批以“收购成熟软件或服务企业+AI 改造提效”为核心模式的平台型公司，并逐步形成围绕收购运营、AI 交付和资本支持的产业分工。

从产业结构看，Caritas Venture 将产业链大致可分为三类核心角色：

1）第一类是以 Bending Spoons、Beacon Software、Long Lake 等为代表的收购运营平台，通过持续并购已有软件或服务企业，并将 AI 研发、数据和运营能力集中至统一平台，实现被投企业的效率提升和利润率改善；

2）第二类是以 Distyl AI、The OpenAI Deployment Company 等为代表的 AI 转型合作伙伴，通过 FDE 或嵌入式技术团队深入企业工作流，为被投或客户企业完成 AI 化改造；

3）第三类则是 General Catalyst 等资本提供方，为 Roll-up 平台提供股权、债务及后续并购资金。传统 PE 如 Apollo、Vista、Blackstone 等则构成这一模式的参照组，其核心差异在于 AI Roll-up 不仅依靠财务工程和规模整合，更试图将可复用的 AI 能力转化为持续的运营改善工具。

图表13： 全球 AI rollup 参与者矩阵

参与方/发展阶段	收购运营商和并购整合平台	AI转型合作伙伴	资本提供方	传统PE对照
A 第三方验证				Apollo APO Vista Equity Partners
B 公司/投资方披露	Beacon Software Bending Spoons BSP：26年7月上市 Buena Crescendo Dwelly Eudia Fura Long Lake Metropolis Modus Multiplier Holdings Thrive Holdings OpenAI：持股及共同部署	Caritas Venture Co. Ciridae Codos Distyl AI Melior SaxeCap The OpenAI Deploymen... Wonderful	General Catalyst Creation OpenAI：多数持有并控制	Blackstone BX EQT EQT Hg Permira
C 尚缺验证	AIVC BHub Circeus Eagle Integral Sequence Holdings Titan Zero RFI	Ampersand Artium Brain Co. Headstart Ode Percepta Tenex	Springdale Industries (Z... Tenet Anthropic：共同设立及交付	CVC CVC Serent Capital

资料来源：Caritas，各公司官网，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

一级市场：传统企业工作流中的三类经营改造路径

AI Roll-up 在海外一级市场中进展较多，目前已从组建平台和完成收购，推进到在部分业务中验证实际运营效果。 根据 General Catalyst《Europe's AI Transformation in Services》（2026 年 4 月），其已创建或投资 Accrual、Beacon Software、Crescendo、Dwelly、Eudia、Integral、Long Lake 及 Titan MSP 等八项 AI 服务改造项目；Thrive Holdings（OpenAI 持股）也已将会计与 IT 服务作为技术合作的切入点。不同项目处在组织整合、任务部署与经营改善的不同阶段，成熟度判断需要分别跟踪三类进展，并结合实际运营指标评价。

图表14：海外 AI Roll-up 代表平台的组织方式与披露进展

平台 / 行业	组织方式	已披露规模或进展	披露时点
Current / 会计	整合独立事务所	员工>2,000 人；年收入>5 亿美元 Tax AI 试点 7,000 份申报，准备时间减少约 1/3	规模：2026.06 试点：2026.05
Shield / IT 服务	多数股权投资	成立时合作 4 家企业 AI 工具已进入支持工单	合作：2025.06 部署：2026.02
Crescendo / 客服	收购 PartnerHero	完成收购；随后发布统一客服平台 CXP	收购：2024.10 CXP：2026.08
Dwelly / 租赁	整合本地租赁机构	签约>15 家；在管物业>1 万套 寻找租客时间<2 天	2026.04
Beacon / 垂直软件	收购并长期持有	共享技术平台支持产品开发	2026.06
Eudia / 法律	收购专业服务团队	收购 Johnson Hana 及 Out-House	2025.07 / 2025.10

注：各项按所列披露时点展示，规模指标不作同期排名；Tax AI 为参与试点机构数据。
资料来源：Current 更名公告、OpenAI Tax AI 案例、Shield 及 Crescendo 公告、General Catalyst 欧洲案例、Beacon 官方介绍、Eudia 收购公告，华泰研究

会计、客服与租赁服务分别展示了释放专业产能、重构高频交付和整合分散业务三种机制。 会计服务中的资料准备较耗时，AI 可以先减少专业人员的重复工作；客服任务高频发生，处理结果可以直接对应服务交付；租赁业务则依赖本地客户关系，并购与流程标准化需要共同推进。比较这三类案例，可以进一步识别 AI Roll-up 的价值究竟来自哪里，以及技术能力如何与行业经营条件结合。

会计服务：OpenAI 案例优化税务产能，Current 整合专业团队

Current 通过整合独立会计事务所，保留本地客户关系并集中建设 AI 能力。 根据 Current《Crete Professionals Alliance Rebrands as Current to Equip Independent Accounting Firms to Compete at Enterprise Scale》（2026 年 6 月 2 日），Crete Professionals Alliance 更名为 Current，平台员工超过 2,000 人、年收入超过 5 亿美元；成员事务所保留自身品牌、管理团队及部分权益，并使用共享技术和交付资源。这种安排将客户信任与行业经验留在原有团队，同时由平台承担 AI 建设，为 Tax AI 在真实业务中迭代提供条件。

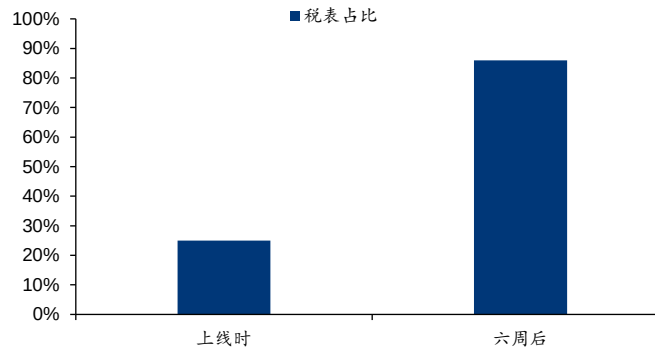
Tax AI 由 FDE、平台工程师与会计师共同开发，专业知识直接进入产品迭代。 根据 OpenAI《Building self-improving tax agents with Codex》（2026 年 5 月），OpenAI 的 FDE 与研究人员、Thrive Holdings 工程师和 Crete 会计师合作构建系统。会计师识别资料、规则及字段处理中的实际问题，工程团队将这些反馈转化为可测试的产品改进。这种协作把现场专业判断与平台开发连接起来，体现了 FDE 在 AI Roll-up 中既交付业务、又反哺产品的作用。

真实税季反馈推动 Tax AI 提升准确性，并减少税务准备所需工时。 根据上述 OpenAI 案例，系统在参与试点的机构处理了 7,000 份税务申报，节省约三分之一准备时间，处理能力提高约 50%；上线时，达到至少 75%字段正确率的税表占比为 25%，六周后升至 86%。该占比衡量税表达到指定字段正确率门槛的情况，反映后续人工修正需求的变化。该案例说明，FDE 与专业人员持续处理真实错误案例，可以减少重复复核工作，并为同一团队扩大业务承接量创造条件。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

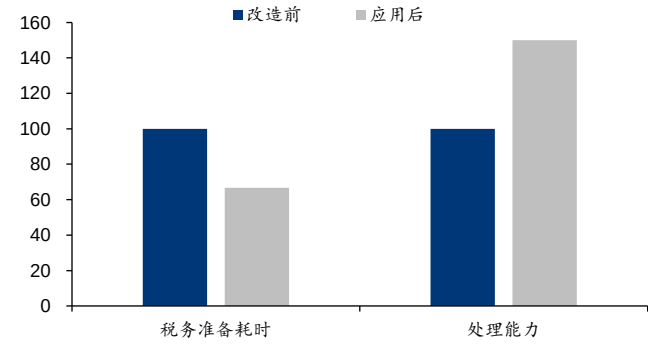
下载日志已记录，仅供内部参考

图表15：达到至少 75%字段正确率门槛的 Tax AI 税表占比



资料来源：OpenAI《Building self-improving tax agents with Codex》（2026 年 5 月 27 日），华泰研究

图表16：Tax AI 试点的税务准备耗时与处理能力变化



资料来源：OpenAI《Building self-improving tax agents with Codex》（2026 年 5 月 27 日），华泰研究

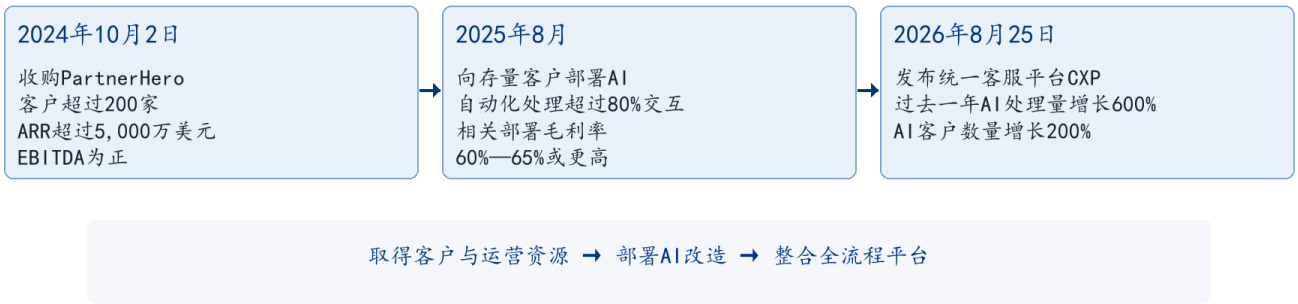
客户服务：Crescendo 整合技术与运营，推动按结果交付

Crescendo 将 AI 客服与外包运营团队整合，按问题处理结果交付服务。 客服请求能够围绕查询、修改及反馈形成连续处理，因而比单纯提供专业辅助更接近直接交付结果。根据 Crescendo《Crescendo – the next episode!》（2024 年 10 月 2 日），公司收购 PartnerHero 后，合并业务覆盖超过 200 家客户，ARR 超过 5,000 万美元，EBITDA 为正，并采用按交付结果收费的方式。收购提供了既有客户与人员基础，AI、软件模块和人工协作则构成新的服务供给。

客户存量为 Crescendo 提供了部署空间，自动化则改变了单位服务所需的投入。 根据 General Catalyst《The Future of Services》（2025 年 8 月），Crescendo 平台能够自动化处理超过 80%的客户交互，向 PartnerHero 客户推广的相关部署毛利率达到 60%—65%或更高。其经济逻辑在于，把重复交互交由 AI 处理，将人工集中在复杂问题上，扩大服务供给的同时减少人力随业务量同比例增加的压力。

Crescendo 后续产品演进进一步指向整个客服流程的整合，说明前端自动回复仍需要后端系统支持。 根据公司于 2026 年 8 月 25 日发布的客户体验平台公告，其将客服、工单、人员管理、质检和知识管理等功能整合，并披露过去一年 AI 处理量增长 600%、AI 客户数量增长 200%。我们认为，从收购运营商到扩充统一平台，体现了规模化服务对全流程能力的需求：只有理解、执行、交接和质量反馈能够连接起来，更多客户交互才可能转化为稳定交付。

图表17：Crescendo 收购、AI 部署与平台整合的披露进展



注：三个节点采用不同时间和口径，分别展示收购、单客户部署和平台整合进展。2025 年部署毛利率为单一项目口径。600%和 200%为增幅，分别对应原来的 7 倍和 3 倍。

资料来源：Crescendo 收购公告、General Catalyst《The Future of Services》、Crescendo CXP 公告，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

租赁服务：Dwelly 通过并购进入本地业务，再以 AI 提升流程效率

Dwelly 通过整合本地机构扩大业务覆盖，再以流程自动化提高管理效率。 与会计、客服案例侧重已有任务的交付改造不同，租赁中介的本地客户关系也是扩张的重要条件。根据 General Catalyst《Europe's AI Transformation in Services》（2026 年 4 月 8 日），Dwelly 已签约超过 15 家机构，在管物业超过 10,000 套；据该文转述的公司数据，寻找租客所需时间由行业常见的约三周缩短至两天以内，管理人员生产率翻倍。相应收益有两条传导路径：（1）减少沟通与资料处理占用，提高单个团队的管理能力；（2）缩短服务等待，改善房东与租客体验，为保持存量客户关系提供支持。经营规模、作业效率与客户关系由此在同一业务中相互连接。

海外案例的共同路径，是在真实业务中完成改造，再将交付经验沉淀为平台能力。 Tax AI 通过 FDE 与专业人员协作改进税务准备，Crescendo 将客服与后台执行整合，Dwelly 在本地业务基础上推进流程提速。三者的提效均建立在收购后的数据接入、任务重构和持续反馈之上；交付经验在后续业务中的复用程度，决定平台扩张所需的新增研发与实施投入。

AI 平台收购服务团队与经营平台导入 AI，是两种相互补充的整合路径。 Crescendo 原有 AI 客服能力，通过收购补齐客户及人工运营；Dwelly 以本地机构和物业关系为业务基础，再用技术统一交付。根据两者公开披露，前者的重点是将技术能力转为可验收的服务，后者的重点是将分散业务转为可复制的经营流程。两种路径最终都需要把客户关系、专业人员和技术平台组合起来，但最先需要解决的问题不同。

图表18：Crescendo 与 Dwelly 两种 AI Roll-up 落地路径



资料来源：Crescendo《Crescendo – the next episode!》、General Catalyst《The Future of Services》《Europe's AI Transformation in Services》，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

二级市场：Bending Spoons 平台化改造验证 AI Roll-up 的规模效应

Bending Spoons 通过收购成熟数字产品、深度改造并长期持有，实现资产规模与经营收益的持续积累。公司成立于 2013 年，总部位于意大利米兰，2026 年 7 月于纳斯达克上市，为 AI roll-up 赛道二级市场标的中较为直接的印证。旗下产品覆盖 AI 影像 Remini、笔记工具 Evernote、文件传输 WeTransfer 及视频平台 Vimeo 等，2026 年又收购 Airtable 与 Miro，进一步进入企业数据和协作工作流。公司将核心人才、专有技术和专有数据组成的统一 Platform 用于不同资产，通过复用工程、产品和商业化能力改善经营，再将收益投入新收购，至今未出售重大业务。

图表19： Bending Spoons 收购、改造与再投资的经营循环



资料来源：Bending Spoons 公司披露，华泰研究

图表20： 主要收购产品及应用场景

产品	所属场景	核心功能
Remini	AI 影像	照片修复、人像增强及生成式影像
Evernote	效率工具	笔记、知识管理与跨设备同步
WeTransfer	文件协作	大文件传输、预览与交付协作
StreamYard	直播工具	浏览器录制、直播及多平台推流
Vimeo	视频服务	视频托管、分发与企业视频工作流
AOL	互联网服务	邮箱、门户资讯与广告
Eventbrite	活动平台	活动发布、报名与票务交易
Airtable	企业 SaaS	表格、数据库与自动化工作流
Miro	企业协作	可视化协作、项目规划与团队白板

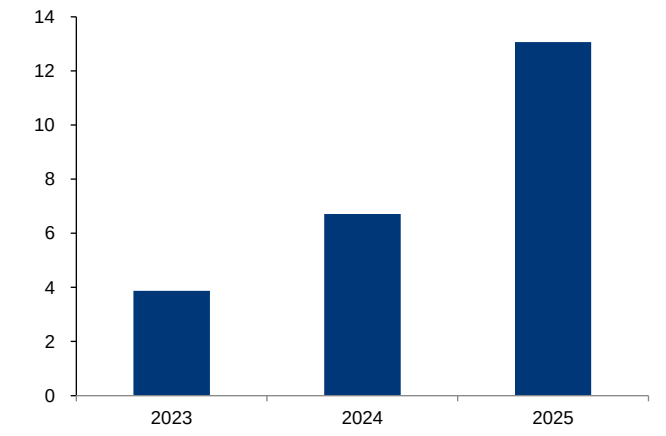
注：其他产品包括 komoot（户外路线）、Tractive（宠物定位）等；各产品面向不同用户和使用场景。
资料来源：Bending Spoons 公司公告、招股书，华泰研究

并购驱动规模扩张，平台复用同步体现为调整后利润率和核心团队人效提升。根据公司招股书，2023—2025 年收入由 3.87 亿美元增至 13.06 亿美元，复合增速约 84%；调整后经营利润率由 35.5%升至 46.9%，单位核心员工收入由 112 万美元升至 257 万美元。2024 年、2025 年有机收入分别增长 7%和 13%，表明高增长主要由并购推动，而盈利与人效指标改善为跨资产经营能力提供了支持。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

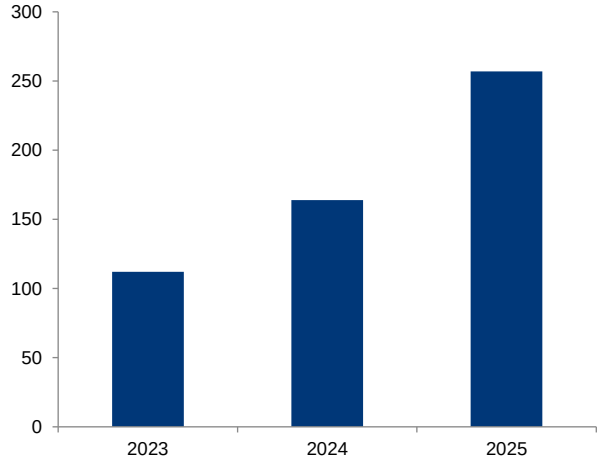
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：Bending Spoons 年收入（亿美元）



资料来源：Bending Spoons 招股说明书，华泰研究

图表22：核心员工人效（万美元）



注：核心员工指 FTE Spooners，年度人效以全年收入除以各季度末人数平均值。
资料来源：Bending Spoons 招股说明书，华泰研究

Bending Spoons 的价值创造来自组织、技术和商业化的协同改造。 公司收购已有品牌、用户和收入基础的产品，完成交易后精简组织、重构技术架构、加快产品迭代，并通过用户实验优化获客、套餐与定价。集中配置的核心人才和共享技术工具，使这些改造方法能够在不同产品之间复用。

Remini 与 Evernote 分别展示了产品增长和单位经济改善两条路径。Remini 通过 AI 影像和订阅经营扩大用户及收入；Evernote 通过组织精简、技术重构和套餐调整，同时降低成本率、提高单位用户收入。Vimeo 的性能改善进一步体现工程能力向其他产品的应用，主要改造及成效如下表。

图表23： 代表资产收购后的改造效果

	Remini	Evernote	Vimeo
收购时间	2021.06	2023.01	2025.11
核心改造	AI 产品+增长+订阅	组织+技术+AI+定价	工程+企业功能+AI
用户/收入	MAU >5x；Revenue >9x	Avg revenue/MAU 2.5x	暂无收入量化
成本/效率	60 日留存+36%；使用量+46%	FTE 341→60；IT 成本率-47%	稳定性事件约-90%；速度≥+30%
商业化	订阅收入 43%→约 85%	AI 贡献约 5 万次新增订阅转化	新订阅结构测试
代表意义	**增长型改造**	**单位经济改造**	**技术能力跨资产复制**

注：Remini 用户及收入倍数截至 2025 年，订阅占比为 2021—2023 年变化；Evernote 单位 MAU 收入及 IT 费用率为 2025 年较 2022 年变化，AI 转化为公司估算；Vimeo 为 2Q26 披露。
资料来源：Bending Spoons 招股说明书、2026 年二季度业绩公告及相关研究材料，华泰研究

AI 的增量既来自产品功能，也来自核心平台自身的生产率提升。 Remini 的 AI 影像、Evernote 的知识搜索等功能有助于提升产品价值；平台内部，AI 则进入开发和实验流程。据招股书，AI 编写或参与编写的代码合并请求占比由 1Q25 不足 10%升至 1Q26 超过 90%，其中约 70%由 AI 独立编写。我们认为，工程与数据能力共享叠加 AI 辅助开发，有望减少新资产所需的重复投入，扩大核心团队可承担的改造规模。

从 Bending Spoons 的案例中可以得出：

1）证明可以通过中央运营平台获得非常高 AI roll-up 的经营改造回报。 历史收购六季度后平均收入提升约 52%、运营费用下降约 43%，使资产的 EV/经营利润从收购时 19.3x 下降至第三年的 2.7x，对应历史无杠杆 IRR 约 39%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

2）回报的核心除了人员优化外，更来自中央平台替代了单个公司的重复组织能力。 共享人才、技术、数据和运营工具使被收购公司在大幅压缩组织后仍可维持甚至提升产品效率，因此价值创造同时来自成本重构和收入优化。

3）AI 在传统 Roll-up 的基础上显著放大其规模经济。 一方面 AI 提高人效和协同，另一方面 AI 压低成熟软件估值、增加潜在卖方，因此 AI Roll-up 相较传统 Roll-up 新增的价值，本质上是更低的收购成本、更低的改造成本以及更高的可管理资产规模。

AI Roll-up 的经济效益模型

AI Roll-up 的收购价格大致在 1~3 倍 PS 区间，与传统 SaaS 收并购平均价格相近。在 AI Roll-up 的收购交易中，基于 Bending Spoons 已披露的三笔交易，支付对价相当于标的年收入的 1.16—3.31 倍，中位数约 2 倍。对比传统 Roll-up 市场，Silverpeak 统计截至 2026 年 7 月 13 日的软件并购近四季度 EV/收入和 EV/EBITDA 中位数分别为 2.2 倍和 11.1 倍，AI Roll-up 与传统 Roll-up 收购价格大体相近。

图表24：Bending Spoons 公开交易价格参照

标的	交易对价（亿美元）	参照收入（亿美元）	对价 / 收入	收入口径
Brightcove	2.33	2.01	1.16 倍	2023 财年；交易于 2024 年 11 月宣布
Eventbrite	5.05	2.92	1.73 倍	2025 财年；交易于 2026 年 3 月完成
Vimeo	13.80	4.17	3.31 倍	2024 财年；交易于 2025 年 9 月宣布

注：交易对价 / 收入；Eventbrite 2025 年收入于交割后披露。

资料来源：Brightcove、Eventbrite、Vimeo 公告及年报，华泰研究

传统 Roll-up 的经营回报主要来自收入效率提升与费用效率改善，本质是通过更成熟的经营体系重构被收购资产的单位经济性。

1、收入端，Roll-up 通过定价、获客、转化和产品运营提升商业化效率。以 Bending Spoons 收购 StreamYard 后的运营为例，公司两年内围绕 onboarding、paywall、订阅周期、定价及结账流程开展超过 140 次实验；2025 年相较收购前的 2023 年，广告投入下降 11%，但付费广告带来的新增注册用户增长 142%，注册用户向订阅用户的转化率提升 66%，ARMAU 提升 64%，较直接验证了专业化运营能够在降低获客投入的同时提升用户增长、付费转化与单用户价值。

2、费用端，Roll-up 的改善主要来自组织精简以及技术、数据、营销和后台能力的平台化复用。Bending Spoons 收购 Evernote 后，将相关全职人员由 341 人降至 60 人，减少约 82%，但 2023 年至 1Q26 平均 NRR 仍维持在 99%左右，说明大幅降低人员投入并未明显破坏存量客户基础。集团层面，Bending Spoons 核心员工人均收入由 2023 年的约 112 万美元提升至 2025 年的 257 万美元，广告费用率则由 9%下降至 6%，1Q26 进一步降至 3%，反映收购资产接入统一平台后，人效提升和固定费用摊薄可以形成较强的经营杠杆。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表25：传统 Roll-up 经营改善案例

价值来源	典型案例	核心数据	说明
获客效率提升	Bending Spoons	广告投入 -11%，付费广告新增注册 +142%	更强的数据分析和投放能力提升获客 ROI
付费转化提升	StreamYard	注册→订阅转化率 +66%	优化 onboarding、paywall 和订阅流程
ARPU 提升	StreamYard	ARMAU +64%	定价与套餐优化提升单位用户价值
组织精简	Evernote	FTE 341→60，-82%	收购后重构组织与研发/运营体系
客户基础保持	Evernote	平均 NRR 约 99%	降本并未明显损害存量收入基础
人效提升	Bending Spoons	人均收入 $1.12m→$2.57m	平台能力复用、组织杠杆提升
营销费用摊薄	Bending Spoons	广告费率 9%→6%→3%	规模扩大后获客效率和品牌效应改善
长期利润率提升	Roper Technologies	EBITDA margin 约 24%→40%	经营改善使利润增速长期高于收入
现金流杠杆	Roper Technologies	收入/EBITDA/FCF CAGR 约 9%/12%/14%	体现 Roll-up 的长期经营杠杆

注：StreamYard 及 Evernote 数据为收购方披露；Roper 为公司历史数据，不代表同一标的的整合效果。
资料来源：Bending Spoons 招股说明书、Roper 2024 年年报，华泰研究

在相同收购价格和退出估值下，AI 带来的收入增长及利润率改善，有望显著提升 Roll-up 投资回报。以初始收入 100、收购价格 2 倍 PS、持有期 5 年、退出估值 10 倍 EBITDA 为统一假设，仅计算初始收购与期末退出对应的 IRR。传统 Roll-up 情景下，收入年增速为 8%、退出 EBITDA 利润率为 30%，第 5 年 EBITDA 为 44.1，退出价值为 440.8，对应 IRR 为 17.1%；AI Roll-up 情景下，收入年增速提升至 10%、退出利润率提升至 38%，第 5 年 EBITDA 增至 61.2，退出价值增至 612.0，IRR 升至 25.1%，较传统情景提高约 8 个百分点。该测算表明，在不依赖退出估值提升的条件下，经营改善本身即可形成可观的回报增量。

图表26：独立经营、传统 Roll-up 与 AI Roll-up 的投资回报测算

投资回报测算	独立经营	传统 Roll-up	AI Roll-up
初始收入	100.0	100.0	100.0
收购 PS	2.0x	2.0x	2.0x
收购金额	200.0	200.0	200.0
收入年增速	5.0%	8.0%	10.0%
第 5 年 EBITDA 利润率	20.0%	30.0%	38.0%
持有期（年）	5	5	5
退出 EBITDA 倍数	10.0x	10.0x	10.0x
第 5 年收入	127.6	146.9	161.1
第 5 年 EBITDA	25.5	44.1	61.2
退出价值	255.3	440.8	612.0
IRR	5.0%	17.1%	**25.1%**

注：IRR 仅计初始收购与期末退出；不含杠杆、期间分配及交易费用。金额为标准化单位，初始收入设为 100。
资料来源：华泰研究

图表27：IRR 敏感性分析

IRR	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%
20.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%
25.0%	8.7%	10.8%	12.9%	15.0%	17.1%	19.2%	21.3%
30.0%	12.8%	15.0%	17.1%	19.3%	21.5%	23.6%	25.8%
35.0%	16.3%	18.6%	20.8%	23.0%	25.3%	27.5%	29.7%
38.0%	18.2%	20.5%	22.8%	25.1%	27.3%	29.6%	31.9%
40.0%	19.5%	21.8%	24.1%	26.4%	28.7%	31.0%	33.2%
45.0%	22.3%	24.7%	27.0%	29.4%	31.7%	34.1%	36.4%
50.0%	24.9%	27.3%	29.7%	32.1%	34.5%	36.9%	39.3%

注：横轴为年收入复合增速假设。纵轴为 EBITDA 利润率假设
资料来源：华泰研究

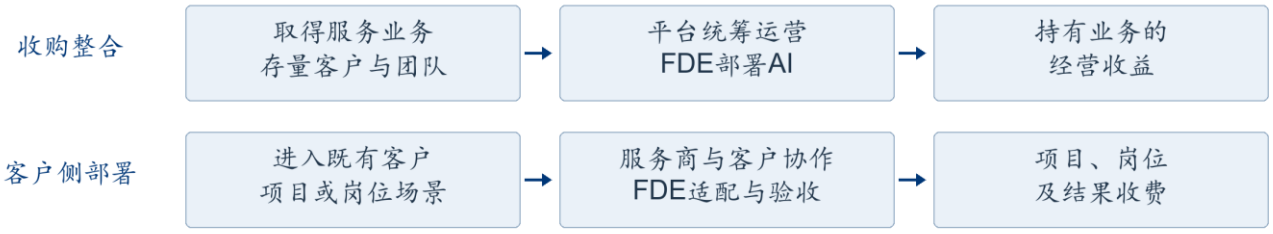
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

中国落地从既有业务切入，产品复用与收费模式决定扩张质量

中国企业正通过协作平台和垂直岗位产品，将 AI 能力引入既有客户的业务流程。 根据明略科技，Octo 将人、Agent、任务与反馈纳入统一协作网络，公司在内部交付改造中沉淀可复用 Skill 并推进 FDE 转型；百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》则将垂直模型、通信工程与 FDE 结合，服务 AICC 岗位场景。两者分别从企业协作与具体岗位切入，共同指向降低重复实施投入、扩大业务承接能力的经营目标。

图表28： 收购整合与客户侧部署的业务进入及交付路径



注：路径可交叉采用；Current、Crescendo、Dwelly 为收购整合样本，明略科技与百融智能提供客户侧部署样本，明略同时推进股权收购。
资料来源：Thrive Holdings 与 OpenAI 合作公告、Crescendo 和 General Catalyst 公开资料、明略科技 2026 年中期业绩公告及普联控制权拟变更公告、百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》，华泰研究

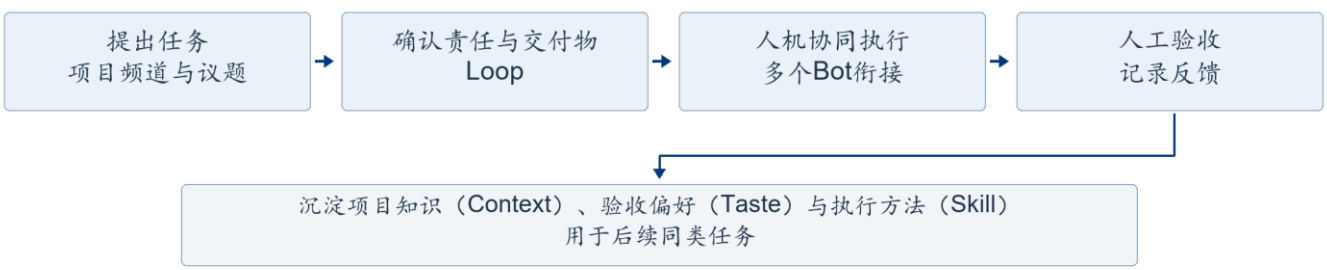
明略科技：Octo 沉淀组织协作能力，FDE 推动工作流复制

明略先在自身数据与营销业务中验证 AI 工作流。 根据公司公告，秒针依托 DeepMiner 推进工作流改造，相关项目历时 60 天贯通链路，在保留必要人机协作的前提下，全链路 AI 自动完成率达到 90%。公司以社媒洞察与报告交付为例，将数据查询、统计分析和图表生成封装为标准化 AI 技能。这个案例的重要意义，是把原来由专业人员串联的多个步骤组织成可持续运行的交付流程。

Octo 将分散的 Agent 组织成协作网络，使任务、上下文和交付结果在团队内连续流转。 根据明略科技《截至 2026 年 6 月 30 日止六个月中期业绩公告》，Octo 以 Bot、Channel / Thread 和 Loop 组织人机协作：Agent 以 Bot 身份加入团队，在项目频道中接收任务；经人确认后形成 Loop，明确负责人和交付物，并记录需求、讨论、产出与验收。其提供流水线、分项协作、讨论与审核等多种编排方式，使不同 Agent 围绕同一项业务衔接执行。对企业而言，这有助于把个人对话窗口中的单点能力转为能够交接和追踪的团队工作流。

Octo 通过反馈沉淀知识与技能，为 FDE 交付后的持续复用提供产品载体。 根据明略科技上述中期业绩公告，项目背景与历史决策形成 Context，人工验收中的判断及偏好形成 Taste，Bot 习得的规范与方法沉淀为可复用 Skill；平台支持开源与私有化部署。FDE 在客户现场完成数据与系统适配后，相关经验可以在平台上持续积累，并用于后续同类任务。由此，明略的交付模式不只依赖工程师反复实施，也包含通过 Octo 保留业务知识、执行规范和反馈结果的产品化路径。

图表29： Octo 的任务协作与知识沉淀机制



资料来源：明略科技 2026 年中期业绩公告，华泰研究

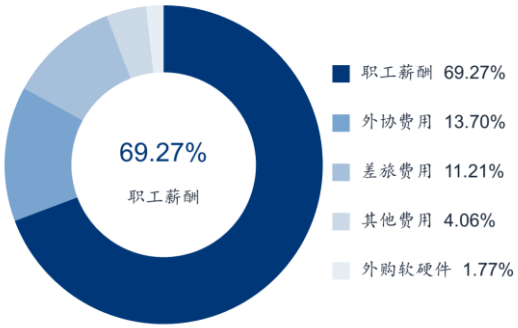
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

明略拟通过收购普联，将 AI 协作平台与企业软件交付资源结合。 根据普联软件《关于公司股东签署股份转让等相关协议暨控制权拟发生变更的提示性公告》(2026 年 7 月 30 日)，明略科技全资控制的明略昭辉拟以约 8.59 亿元受让普联 19.07%股份，交易完成后取得控制权。普联《2025 年年度报告》披露，公司年末员工 2,776 人，其中技术人员 2,638 人，主要服务大型集团管理信息化需求。我们认为，Octo 提供任务编排与组织知识积累的载体，普联提供长期客户关系和企业系统实施基础，FDE 则承担业务流程与 AI 能力的现场连接，三者结合有助于将内部改造经验向客户项目复制。明略计划导入 AI 平台、开发工具和培训，将其逐步升级为连接客户业务与 AI 的 FDE。交付流程将转向 FDE 理解需求、Agent 执行、人工审核上线。Octo 平台、Agent、Skills 及行业案例可跨项目复用，FDE 负责现场适配，后台持续沉淀经验；同时通过 AI Coding，从财务模块向更多 ERP 功能扩展。

明略已在内部交付中沉淀可复用技能，平台化复用有望降低新增项目的实施投入。 根据明略科技《截至 2026 年 6 月 30 日止六个月中期业绩公告》，公司在 172 个报告交付场景建立 AI 提效量化基线，披露综合提效 56.1%，并沉淀 359 个可复用 Skill，约三成交付人员转型为 FDE。结合普联《2025 年年度报告》披露的职工薪酬占营业成本 69.27%，同类任务复用、实施工时减少和人员产能提升，均有望成为改善软件服务交付成本的途径。

图表30： 普联软件 2025 年营业成本构成



注：左图口径为营业成本构成，期间费用另行计入利润表；披露占比合计 100.01%系四舍五入。右图展示 2025 年末存量员工结构，2026 年 FDE 人数及技术人员转型进度需另行跟踪。
资料来源：普联软件《2025 年年度报告》，华泰研究

图表31： 普联软件 2025 年末员工专业构成



注：左图口径为营业成本构成，期间费用另行计入利润表；披露占比合计 100.01%系四舍五入。右图展示 2025 年末存量员工结构，2026 年 FDE 人数及技术人员转型进度需另行跟踪。
资料来源：普联软件《2025 年年度报告》，华泰研究

百融智能：以垂直岗位能力切入，将模型与工程体系用于 AICC

百融智能以垂直模型提供共性能力，通过 FDE 适配客户业务。 与明略从大型企业系统交付切入不同，百融智能将智能联络中心（AICC）作为主要岗位场景。根据百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》(2026 年 9 月 3 日)，BR-Voice、BR-LLM-Proactive 与 BR-Vision-Doc 分别侧重实时语音、主动对话和文档理解，并配套电话窄带优化、线路与软交换、业务系统接口及 FDE 交付。其中，模型与通信能力构成可复用基础，FDE 负责进入客户系统、完成工作流改造，连接共性技术与不同客户的知识、权限和业务动作。

图表32： 百融智能 AICC 的模型、通信与 FDE 交付能力



资料来源：百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》，华泰研究

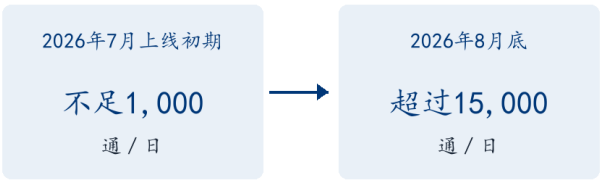
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

复杂呼入要求 Agent 完成查询、核验与处理，检验完整交付能力。 以物流异常查询为例，系统需要理解用户表述，识别相关订单，查询运输状态，再根据情况登记处理或交接人工；完整服务还要求系统继续执行订单查询、状态核验、处理登记或人工交接。根据百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》，其物流应用覆盖查件、催件、派件异常、地址修改和投诉反馈。由单一识别能力进入连续业务处理，意味着产品评价也需要由技术指标进一步转向问题解决质量和处理效率。

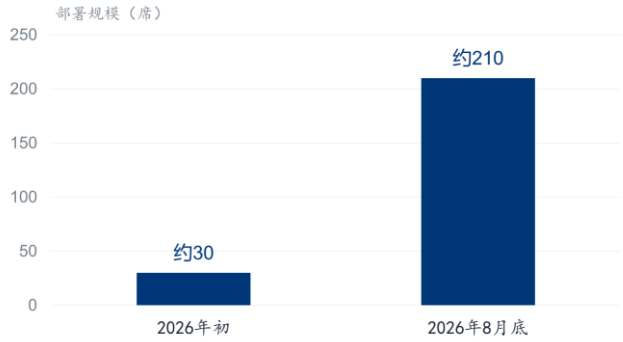
百融智能披露的物流呼入量和券商部署规模较初期显著提升。 根据百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》，某物流场景日处理呼入量由 2026 年 7 月上线初期不足 1,000 通，增至 8 月底超过 15,000 通；某头部券商硅基客服部署规模由年初约 30 席，增至 8 月底约 210 席。规模变化提供了客户采用的具体依据，而同一技术体系能否减少不同项目的适配工作，则决定其进一步扩张时的投入效率。

图表33： 百融智能物流场景 AI 独立完成无需转人工日处理呼入量



注：两个场景分别采用日处理量和部署席位口径，按各自纵轴展示；日处理量、成功解决量、收费量、部署席位和收入属于不同指标。图表仅列示两个披露时点。
资料来源：百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》（2026 年 9 月 3 日），华泰研究

图表34： 百融智能某头部券商客户的硅基客服部署规模



注：两个场景分别采用日处理量和部署席位口径，按各自纵轴展示；日处理量、成功解决量、收费量、部署席位和收入属于不同指标。图表仅列示两个披露时点。
资料来源：百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》（2026 年 9 月 3 日），华泰研究

百融智能提出有效工作量、Agent 部署量和业务分润三类收费方式。 根据百融智能《从大模型到企业级 Agent：AI 规模化落地的关键路径》，其展示的企业级 Agent 商业模式包括成功完成且无需转人工的工单或有效通话、实际部署 Agent 数量，以及促成业务规模的分成。三者分别对应有效工作量、服务产能和客户经营结果，其中按部署数量计费仍属于产能计费，与严格意义上的按完成结果结算存在区别。我们认为，这类模式的核心是让收费与可验收产出匹配，同时将 AI 运行、人工复核和实施维护纳入成本管理，才能判断业务扩张是否真正增加利润。

风险提示

AI 技术可靠性不足： AI 模型输出准确性及稳定性提升不及预期。
客户采用不及预期： 企业客户对 AI 产品的采购及部署进度不及预期。
并购整合不及预期： 并购后业务、客户及组织协同效果不及预期。
行业竞争加剧： 行业参与者增加及竞争加剧可能压缩盈利空间。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、苏燕妮、邵浩岚，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或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(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) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作,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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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。
- 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

- 分析师夏路路、苏燕妮、邵浩岚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。
- 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证券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，了解来自或与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，德国市场基准为 DAX 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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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，经营许可证编号为：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

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

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

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
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster