

2023 年报点评：营收快速增长，亏损逐年收窄， 盈利模式清晰，先知平台打开广阔下游

核心观点

1、公司营收高速增长，净亏损逐年收窄，盈利模式清晰。公司 2023 年实现营收 42.04 亿元，同比增长 36.4%。净利润-9.21 亿元，同比收窄 44.3%。经调整后净利润-4.15 亿元，同比收窄 17.6%。公司盈利模式逐步清晰，各项费用率下降，自 2021 年逐年减亏。

2、先知 AI 平台能力突显，标杆客户数进一步增长，下游拓展顺利。公司 2023 年先知 AI 平台收入 25.06 亿元，同比增长 68.0%。公司标杆客户同比增长 33.7%至 139 家，标杆客户的 NDER(净收入增长率)为 115%，进一步认证平台能力。公司深耕金融、能源电力、运营商、交通运输等行业，赋能企业数字化转型。

3、研发投入持续，式说大模型赋能 AIGS 服务。公司 2023 年研发费用 17 亿元，发布式说大模型，并基于大模型打造 AIGS 服务，赋能解决方案开发，提升 30%以上开发效率。

事件

公司 2023 全年实现收入 42.04 亿元，同比增长 36.4%。净利润为-9.21 亿元，同比收窄 44.3%。经调整后净利润为-4.15 亿元，同比收窄 17.6%。

简评

1、营收高速增长，亏损逐年收窄，盈利模式清晰

公司 2023 年实现收入 42 亿元，同比增长 36.4%；2023 年净亏损-9.21 亿元，同比下降 44.3%。公司盈利模式越发清晰，自 2021 年以来形成逐年环比减亏趋势，主要是因为公司各业务推进顺利，营收高增，以及降本增效带来的费用率下降。为反映公司真实经营情况，经调整后净利润为-4.15 亿，同比收窄 17.6%。调整后净利润主要是加回了股份支付、赎回利息和上市费用。相较于 2022 年，2023 年股份支付从 4.33 亿降至 0，赎回利息从 6.71 亿降至 4.25 亿元，上市费用从 0.44 亿上升到 0.80 亿元。

第四范式 (6682. HK)

维持

买入

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

010-85159231

SAC 编号:S1440518040002

SFC 编号:BNS315

于芳博

yufangbo@csc.com.cn

010-86451607

SAC 编号:S1440522030001

发布日期：2024 年 03 月 22 日

当前股价：67.30 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
68.88/65.09	41.83/40.33	/
12 月最高/最低价 (港元)		75.50/37.25
总股本 (万股)		46,585.87
流通 H 股 (万股)		13,544.05
总市值 (亿港元)		313.52
流通市值 (亿港元)		313.52
近 3 月日均成交量 (万)		27.98
主要股东		
SCC Venture V-Mars (HK) Limited		24.14%

股价表现



相关研究报告

2024-03-15

【中信建投人工智能】第四范式(6682): 企业级 AI 领跑者，平台+应用双轮驱动，大模型带来新增长机遇

2、研发投入继续加大，降本增效获得显著成效。

公司 2023 年度销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.07%/8.13%/42.08%/10.42%，同比变动-3.3/-8.98/-11.45/-11.71pct，期间费用率为 70.70%，同比下降 35.44 pct。毛利率为 47.1%，同比下滑 1.1 pct，主要是因为新领域拓展和新用户案例开拓带来的硬件和服务费占比提高所致。公司 2023 年研发费用 17 亿元，占比超 40%，进一步加强对先知平台、式说大模型、AIGS 平台、北极星平台等投入，夯实公司核心竞争力。

3、先知平台快速增长，式说大模型助力软件开发

先知 AI 平台的快速增长为公司贡献了主要增长动能。公司的业务方面，主要分为先知 AI 平台，SHIFT 智能解决方案以及式说 AIGS 服务。2023 年度，先知 AI 平台收入 25.05 亿元，同比增加 68.0%，占总收入的 59.6%；第四范式先知 AI 平台是开发 AI 模型的底座平台，是所有业务的内核。产品多年来一直保持市场领先地位，自 2018 年起连续五年稳居中国机器学习平台市场份额第一；先知 AI 平台以低门槛、低成本实现对 AI 场景规模化覆盖，目前 AI 平台上搭建的模型超过 10,000 个；平台不断更新，将在 2024 年 3 月底发布先知 AI 平台 5.0 版本，进一步推动 AI 技术的规模化使用。

SHIFT 智能解决方案的收入 12.83 亿元，增加 7.4%，占总收入的 30.5%。SHIFT 智能解决方案，是第四范式为各行业提供的智能解决方案产品，是公司提升核心竞争力和品牌影响力的重要业务部署。目前 SHIFT 解决方案广泛应用于金融、能源电力、运营商、交通运输等重要行业，推动企业及产业的数字化转型进程，并正在制造、医疗、零售等战略领域推行新的布局和拓展。

式说 AIGS 服务收入 4.16 亿元，同比增加 4.7%，占总收入的 9.9%。AIGS 平台基于式说大模型，可以通过自动化生成代码片段、知识库应用、自动代码审查及部署功能，减少手动编码时间，降低开发者培训成本并提高代码质量。经公司测算，AIGS 平台可以帮助开发效率提升超过 30%，极具竞争力。未来，公司将继续投入 AIGS 平台的研发以提升生态体系的效率和创新力。

4、标杆客户同比增长 33.7%，净收入增长率 115%，打造 SHIFT 企业生态

公司客户规模显著扩大，总用户数增至 445 个，其中标杆用户数达到了 139 个，同比增长了 33.7%。标杆客户平均营收达到了人民币 1838 万元，2023 年标杆用户的 NDER（净收入增长率）为 115%。公司注重自身商业版图的扩张，不仅在金融、能源电力、运营商、交通运输等行业深耕细作，还在制造、医疗、零售等战略领域积极布局拓展，展现了多元化的市场布局和强大的市场拓展能力。

此外，公司注重不断提升品牌权威性和对产业未来方向的影响力。公司自 2022 年开始举办 SHIFT 企业转型峰会，邀请各企业意见领袖一同探讨未来企业智能化转型方向；公司于 2023 年 11 月发布“范生态”，更好地联合生态合作伙伴，一起打造各行各业端到端的解决方案。

5、式说大模型加速落地

第四范式深耕高维模型近 10 年，形成了体系化的大模型开发能力和产品化能力。自 2023 年 2 月发布平台

产品“式说”1.0版本以来，式说大模型不断更新迭代到3.0版本，已经通过国家《生成式人工智能服务管理暂行办法》。公司投入研发多模态、Copilot、思维链（CoT）等项目，使式说大模型不断智能化。其中多模态提升了图像识别任务的准确性和全面性；Copilot助力了企业内部数据处理分析；思维链则让大模型能够形成完整的思考过程。在Copilot和CoT两大核心技术加持之下，通过多模态交互，“式说”大模型可以全方位多维度提升企业经营效能。

6、盈利预测

公司作为企业级AI领跑者，近年来收入持续高增，净亏损持续收窄，盈利模式愈发清晰。标杆客户数和收入稳定增长，下游行业拓展顺利。2023年推出的式说大模型和AIGS服务平台为公司打开了生成式AI的市场空间，凭借对企业级数据、痛点和自身强大的软件能力，未来有望持续提升份额。预计公司2024-2026年营业收入分别为54.10、66.91和80.86亿元，同比增速分别为28.68%、23.67%、20.86%。对应2024-2026年PS分别为6.13x、4.95x、4.10x。预计公司2023-2025年归母净利润分别为-3.13、-0.40和3.14亿元，同比增速分别为65.55%、87.20%和883.81%。考虑到公司的AI平台化能力及成长性，下游优质客户占比高，技术积累深厚，参考海外可比公司估值，维持“买入”评级。

表：重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,082.64	4,204.14	5,410.07	6,690.57	8,086.14
YoY(%)	52.73	36.38	28.68	23.67	20.86
净利润（百万元）	-1,644.90	-908.72	-313.02	-40.07	314.09
YoY(%)	7.88	44.76	65.55	87.20	883.81
毛利率(%)	48.23	47.09	48.83	49.81	50.05
净利率(%)	-53.64	-21.90	-5.84	-0.60	3.92
ROE(%)	104.46	-16.99	-6.22	-0.80	5.92
EPS(摊薄/元)	-3.53	-1.95	-0.67	-0.09	0.67
P/E(倍)	-20.15	-36.48	-105.89	-827.14	105.53
P/S(倍)	10.75	7.88	6.13	4.95	4.10

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

- 1、技术风险：人工智能技术更新迅速，需要不断投入研发以保持竞争力。新技术研发不足，会面临市场被淘汰的风险。
- 2、市场竞争风险：人工智能市场竞争对手的增加可能会影响市场份额和利润。
- 3、项目管理风险：人工智能项目的实施周期长、复杂度高，如果项目管理不善，可能会导致项目延期、成本超支等问题。

- 4、下游不确定性风险：客户需求变更或不确定性可能导致项目范围扩大或预算超支，对投资回报产生负面影响。
- 5、营收不及预期：公司平台业务的规模性效应是支撑公司后续营收持续增长的重要假设，若平台业务的拓展不及预期，则会造成公司营收增速的下降。

分析师介绍

阎贵成

中信建投证券通信行业首席分析师兼计算机首席分析师，人工智能团队联席首席分析师，北京大学学士、硕士，目前专注于 5G、物联网、云计算、卫星互联网等领域研究。近 8 年中国移动工作经验，5 年证券研究工作经验。系 2019-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名，2017-2018 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队核心成员。2021 年新财富最佳分析师通信行业第一名。

于芳博

中信建投人工智能组首席分析师，北京大学空间物理学学士、硕士，2019 年 7 月加入中信建投，主要覆盖人工智能等方向，下游重点包括智能汽车、CPU/GPU/FPGA/ASIC、EDA 和工业软件等方向

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk