



2025年3月10日

软件定义一切

第四范式 6682 HK

系列报告二

港股AI优质标的 迎来估值重塑机遇 三大亮点构筑护城河

分析师 | 谷馨瑜 孙梦琪 赵丽 蔡涵

我们在《软件定义一切系列报告一》中，深度研究了中国AI/软件公司的估值逻辑，认为软件行业的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。我们相对看好信创、AI产品标准化、收入稳健增长、盈利可见性强、覆盖潜力行业（工业/制造业、金融、医疗、交通、C端应用）的优秀公司。

- 公司亮点：1）核心“先知AI平台”，连续六年蝉联中国机器学习平台市场份额第一（IDC）；2）行业覆盖多元；3）AI Agent集成赋能产品升级。
- 目前毛利率在40-50%的公司对应平均市销率7.7倍，公司当前估值仍有提升空间。
- 公司股东结构优化，交易量提升。
- 收入增长确定性强，盈利可见。

互联网	收盘价 港元 50.95	目标价 港元 64.00	潜在涨幅 +25.6%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 3 月 10 日

第四范式 (6682 HK)

软件定义一切系列 (2)

第四范式—港股 AI 优质标的迎来估值重塑机遇，三大亮点构筑护城河

- ④ 投资逻辑和估值思考：首次覆盖第四范式，给予买入评级。1) 行业价值的判断：我们在《软件定义一切》的报告中，深度研究了中国 AI/软件公司的估值逻辑，我们认为，软件行业的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。我们相对看好信创、AI 产品标准化、收入稳健增长、盈利可见性强、覆盖潜力行业（工业/制造业、金融、医疗、交通、C 端应用）的优秀公司。2) 个股估值区间的思考：毛利率在 40-50% 的公司目前对应平均市销率 7.7 倍，公司现价对应 2025 年仅 3.8 倍市销率，仍有提升空间。3) 公司股东结构优化，交易量提升：H 股解禁后，股东结构优化，受加入港股通、MSCI 小盘指数，以及行业技术创新下带动港股市场的估值重塑加持，交易量提升显著；4) 收入增长确定性强，盈利可见：我们预计公司 2024-27 年收入复合增速 24%，2026 年扭亏为盈。

- ④ 公司业务亮点：1) 围绕核心“先知 AI 平台”赋能企业智能化转型，连续六年蝉联中国机器学习平台市场份额第一（IDC）。先知 AI 平台 5.0 版本有效实现标准化模型生产并进行高效复用，实现构建周期降至天级别，促进 AI 应用规模化落地。2) 行业覆盖多元，包括交通运输、能源电力、金融、电信、零售、制造、媒体及医疗等，由标杆客户切入拓展行业覆盖，仍有广阔渗透潜力。3) AI Agent 集成赋能产品升级，深化自动化能力。

- ④ 收入稳定增长，2026 年盈利转正。公司收入进入稳定增长阶段，预计 2024-27 年复合增速 24%，先知 AI 平台仍为主要增长点，预计公司整体毛利率或将维持在 43-44%。预计收入规模扩大及运营费率持续收窄带动盈利改善，公司将于 2026 年实现盈利，2027 年利润率达到中个位数水平。

- ④ 估值：公司现价对应 2025 年市销率 3.8 倍，基本位于上市以来平均远期市销率水平，但仍低于美国/中国 AI 公司平均市销率，AI 技术的不断突破也将加速企业布局，看好公司长期潜力。由于公司尚未盈利，我们采用市销率估值。基于可比 AI 公司 2025 年平均市销率 4.5 倍（剔除极值），及我们收入预测 65.5 亿元，计算目标价 64 港元，较现价上涨空间 26%。

财务数据一览

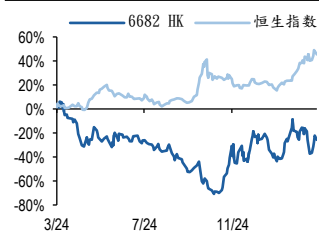
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	3,083	4,204	5,252	6,552	8,150
同比增长(%)	52.7	36.4	24.9	24.8	24.4
净利润(百万人民币)	(496)	(404)	(284)	(28)	251
每股盈利(人民币)	(1.89)	(1.28)	(0.63)	(0.08)	0.49
同比增长(%)	-21.1	-32.2	-50.7	-87.7	-728.8
市盈率(倍)	NA	NA	NA	NA	97.2
每股账面净值(人民币)	(5.89)	16.47	10.90	12.92	13.46
市账率(倍)	(8.06)	2.88	4.36	3.67	3.53

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	72.80
52周低位(港元)	20.05
市值(百万港元)	13,593.46
日均成交量(百万)	10.09
年初至今变化(%)	0.00
200天平均价(港元)	41.21

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

目录

投资要点4

财务预测及估值6

收入迈入稳定增长阶段，先知 AI 平台贡献主要增量6

毛利率受业务结构调整影响或有所下降7

盈利能力逐渐改善，预计 2026 年实现转正8

估值11

2024 年 10 月以来，股价呈回升趋势11

估值修复，但仍低于其他 AI 公司12

H 股解禁后，股东结构逐步调整14

基于 4.5 倍 2025 年市销率，目标价 64 港元15

亮点 1：围绕先知 AI 平台赋能企业智能化转型，六年蝉联 IDC 中国机器学习平台市占第一16

先知 AI 平台：产品/技术持续迭代，行业大模型 +“范生态” AI 产品加速落地17

SHIFT 解决方案：面向不同行业提供解决方案19

AIGS：提供基于生成式 AI 的开发工具，助力开发提效20

亮点 2：标杆客户粘性高，行业拓展潜力广阔22

行业覆盖分散，深耕重点领域22

由标杆客户切入，拓展行业覆盖，仍有广阔渗透潜力23

亮点 3：AI Agent 赋能产品升级，深化自动化能力25

投资要点

投资逻辑和估值思考：

- ④ **AI/软件行业价值判断**：我们在《软件定义一切（系列报告一）》中，深度研究了中国 AI/软件公司的估值逻辑。我们认为，目前中国软件行业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，并得出核心结论——软件行业的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。

综合考虑毛利率水平（40%以上）以及客户稳定性、产品收费模式、行业特点和客户资源等指标，我们相对看好信创、AI 产品标准化、收入稳健增长、盈利可见性强、覆盖潜力行业（工业/制造业、金融、医疗、交通、C 端应用）的优秀公司。

- ④ **第四范式估值区间思考**：根据《软件定义一切（系列报告一）》中逻辑，毛利率在 40-50% 的公司目前对应平均市销率 7.7 倍，相较而言，第四范式现价对应 2025 年仅 3.8 倍市销率，仍有提升空间。
- ④ **公司股东结构优化，交易量提升**：H 股解禁后，股东结构优化，受加入港股通、MSCI 小盘指数，以及行业技术创新下带动港股市场估值重塑加持，交易量提升显著；
- ④ **收入增长确定性强，盈利可见**：我们预计公司 2024-27 年收入复合增速 24%，2026 年扭亏为盈。



软件定义一切系列报告一：
AI+推动变局，毛利率是估值
关键

④ 三大业务亮点构筑护城河

亮点 1：围绕“先知 AI 平台”赋能企业智能化转型，六年蝉联 IDC 中国机器学习平台市占第一

第四范式产品体系以先知 AI 平台产品为核心，以通过人工智能识别相关行业数据规律并得出决策，注重业务流程的优化和改进，解决客户业务实操中的问题，赋能企业智能化转型。2024 年，先知 AI 平台迭代至 5.0 版本，利用全模态数据规模化构建行业大模型，有效实现标准化模型生产并进行高效复用，模型的平均构建周期从半年降低至天级别，促进 AI 应用规模化落地。目前先知 AI 平台上构建模型数量已超 1 万个。根据 IDC 数据，2018-23 年，核心先知 AI 平台连续六年蝉联中国机器学习平台市场份额第一。

亮点 2：行业覆盖多元，以标杆客户为起点拓展行业覆盖，仍有广阔渗透潜力

公司覆盖行业广泛，包括金融、零售、制造、能源电力、电信、运输、教育、媒体及医疗等。其中，交通运输、能源电力、金融、电信为重点深耕领域。其业务模式主要为通过打造大客户案例展示其产品能力及价值，进而复制成功经验并联合第三方合作伙伴拓展同行业内其他客户。2023 年/2024 上半年公司服

务标杆客户 139 个/86 个（占比 31%/46%），贡献公司整体收入比例约 61%/53%。标杆客户平均收入为 1,840 万元/1,150 万元，同比增 3%/27%；2024 年前九个月标杆客户增至 98 个，平均收入达到 1,500 万元，继续维持增长趋势。考虑标杆客户粘性高、复购/加购需求旺盛，直营+三方合作驱动新行业拓展及行业内覆盖，我们认为未来仍有广阔渗透潜力。

亮点 3：AI Agent 赋能产品升级，深化自动化能力

AI Agent 建立在底层大模型基础之上，是大模型商业化落地的重要方向，具备门槛低、生态潜力大的优点。对于 B 端业务来说，基于简单的大模型 API 调用，AI Agent 有望成为强大的生产力平台，改造企业的运营模式和业务流程，实现降本增效的效果。DeepSeek 的发布也进一步降低了企业部署 AI Agent 的门槛，第四范式多个行业应用产品已集成 AI Agent 能力，有望帮助企业深化业务自动化能力，提升效率，降低成本，并优化客户体验。

④ 收入稳定增长，2026 年或盈利转正

我们预计收入进入稳定增长阶段，预计 2024-2027 年复合增速 24%，先知 AI 平台仍为主要增长点。假设硬件产品毛利率维持约 20%，预计未来公司整体毛利率或将维持在 43-44%，若硬件产品毛利率恢复至 2021-2022 年 30%+ 水平，公司整体毛利率或仍有提升空间。预计收入规模扩大及运营费率持续收窄带动盈利改善，我们估算公司在 2026 年实现整体盈利转正，2027 年利润率达到中个位数水平。

④ 估值：首予买入，目标价 64 港元

公司现价对应 2025 年市销率 3.8 倍，基本位于上市以来平均远期市销率水平，但仍低于美国/中国 AI 公司平均市销率，AI 技术的不断突破也将加速企业布局，看好公司长期潜力。由于公司尚未盈利，我们认为可采用市销率估值。基于可比 AI 公司 2025 年平均市销率 4.5 倍（剔除极值），及我们对第四范式 2025 年的收入预测 65.5 亿元，目标价 64 港元，较现价上涨空间 26%，首予买入评级。

财务预测及估值

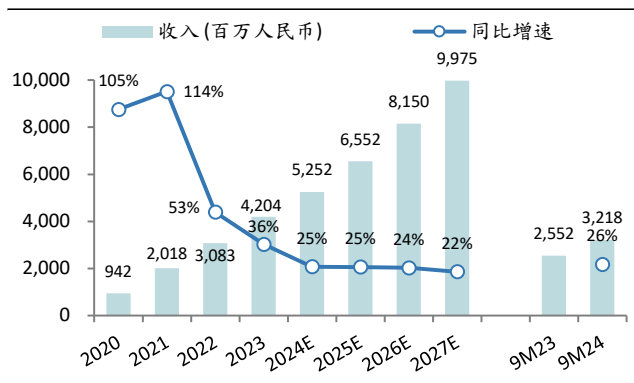
收入迈入稳定增长阶段，先知 AI 平台贡献主要增量

收入进入稳定增长阶段。我们预计 2024 年收入同比增 25%至 52.5 亿元（上半年收入同比增 27%），预计 2024-2027 年，公司整体收入增长稳健，3 年复合增长率 24%，对比 2020-2023 年的 65%复合增速，公司进入稳定增长阶段。

从收入结构来看，先知 AI 平台、SHIFT 智能解决方案以及式说 AIGS 服务是贡献公司收入的主要业务。其中，先知 AI 平台为公司核心业务，也是未来收入主要增长点。

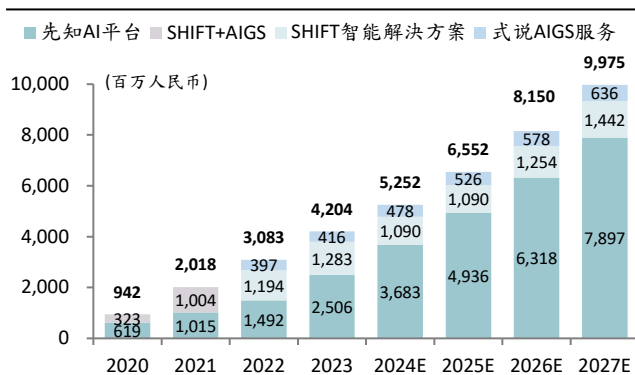
- 1) 预计先知 AI 平台收入 2024 年达 37 亿元，同比增 47%，贡献收入 70%，同比提升 10 个百分点，预计 2024-2027 年复合增速接近 30%，2027 年对收入贡献或近 80%。
- 2) SHIFT 解决方案收入在 2024 年前三季度收入同比降 14%，预计 4 季度延续下降趋势，主因该业务是核心先知 AI 平台服务的延伸，收入受行业解决方案拓展节奏影响，存在不确定性，因此我们对解决方案收入增长趋势保持谨慎，预计 2024-2027 年复合增速约 10%。
- 3) 式说 AIGS 服务同样辅助及支持先知 AI 平台业务的发展，为其提供基于生成式 AI 的高效开发工具和服务。2024 年前三季度该业务收入同比增 17%，贡献总收入约 11%，预计 2025-2027 年对收入贡献比例维持在中高个位数水平。

图表 1: 预计 2024 年收入同比增 25%，2024-27 年复合增速 24%



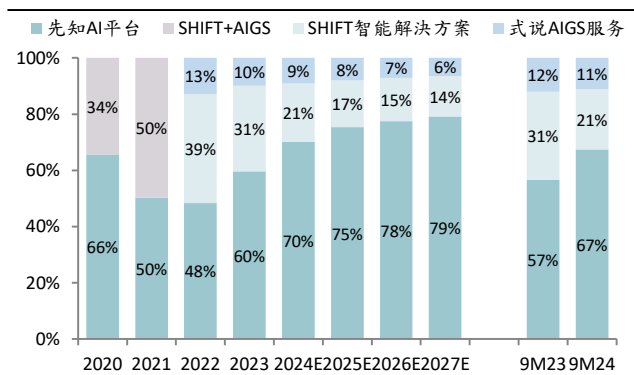
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 收入结构：先知 AI 平台收入占比持续提升，贡献公司主要收入增量



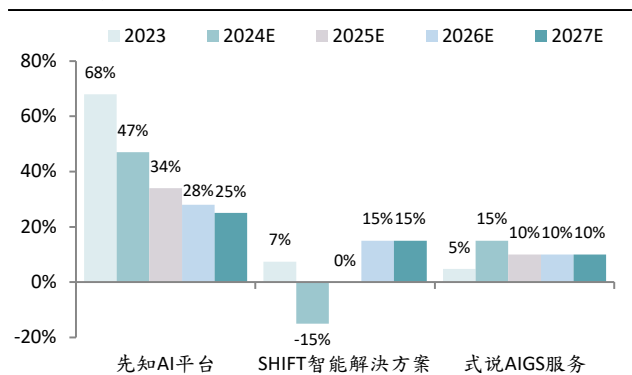
资料来源：公司资料，交银国际预测，2023 年起将 SHIFT 和 AIGS 业务收入进行分拆，并追溯至 2022 年

图表 3: 2024 年先知 AI 平台收入占比预计达 70%，2027 年或接近 80%



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 预计 2024-27 年先知 AI 平台复合增速 29%，带动公司整体收入复合增速 24%



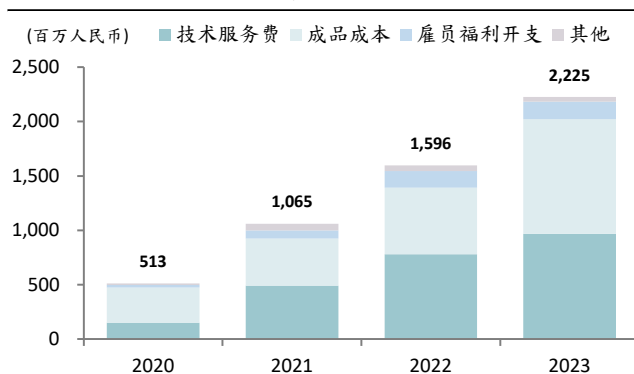
资料来源：公司资料，交银国际预测

毛利率受业务结构调整影响或有所下降

2020-2023 年，公司整体毛利率较为平稳，在 47-48% 之间。2024 上半年，毛利率同比下降 6 个百分点至 42%，主要反映客户采购需求结构变化，智能硬件收入增速较快，占先知收入比提升至 69%。考虑未来先知平台在行业渗透方面，将与硬件产品一起推进，IoT 占比或维持较高水平（67-68%）。

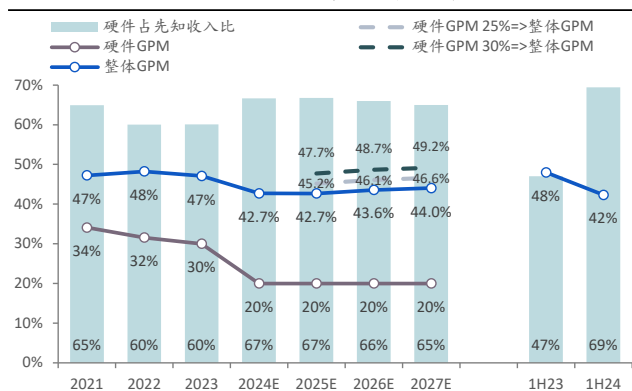
我们预计未来在产品定价稳定的假设下，毛利率波动将主要反映采购需求结构变化，按约 20% 的硬件产品毛利率假设，预计未来公司整体毛利率或将维持在 43-44%，若未来硬件产品毛利率恢复至 2021-2022 年 30%+ 水平，公司整体毛利率或仍有提升空间，根据我们估算，25-30% 的硬件毛利率或可对应 47-49% 公司整体毛利率。

图表 5: 2023 年销售成本同比上升主要因硬件采购成本及技术服务费增加



资料来源：公司资料，交银国际

图表 6: 预计 2024 年毛利率降至 43%，未来 3 年维持 43-44%，硬件毛利率提升或带来优化空间

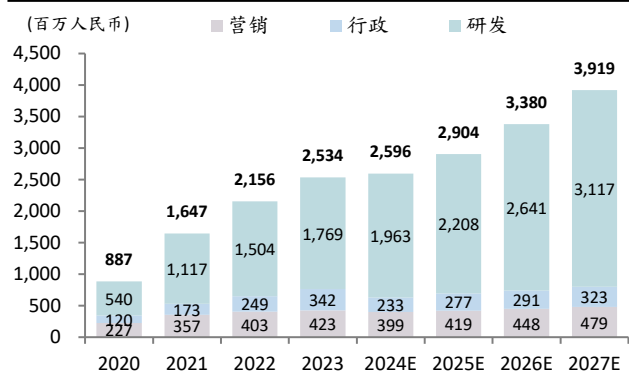


资料来源：公司资料，交银国际预测

盈利能力逐渐改善，预计 2026 年实现转正

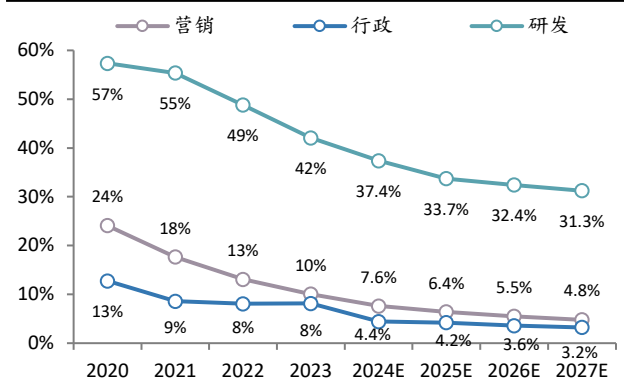
随着收入规模扩大，运营费率持续收窄，带动盈利改善。我们预计 2024 年经调整归母净亏损 3.2 亿元，亏损率-6%，较 2023 年继续收窄。预计未来三年，费用占收比持续优化，在收入规模持续扩大的加持下，我们估算公司或在 2025 年下半年扭亏为盈，2026 年实现全年盈利转正，2027 年利润率达到中个位数水平。

图表 7: 预计运营费用跟随收入规模小幅上涨



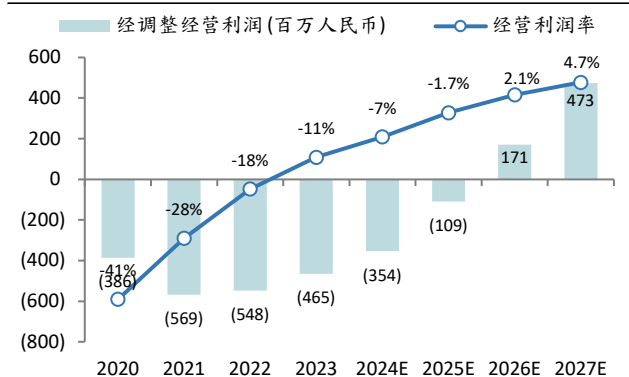
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 8: 预计运营费率优化趋势持续



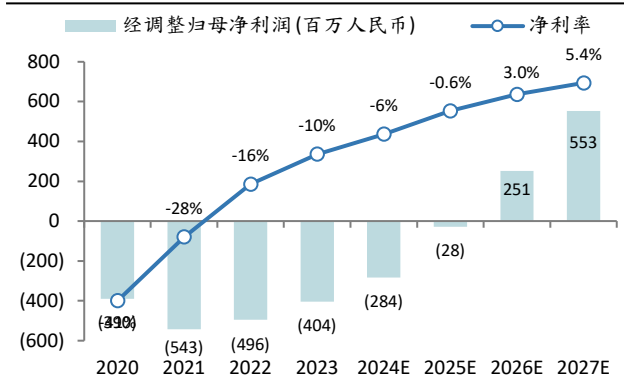
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 9: 预计 2026 年调整后经营利润转正



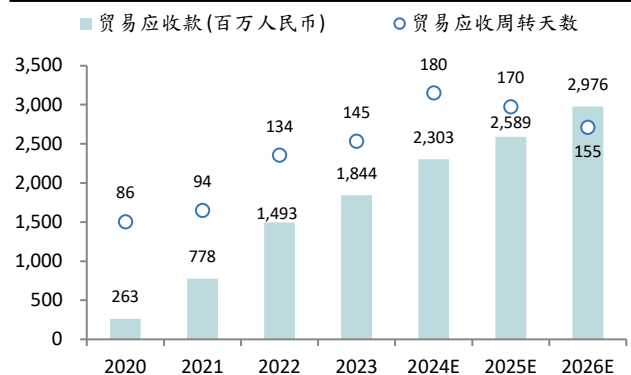
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 10: 预计 2026 年调整后归母净利润转正



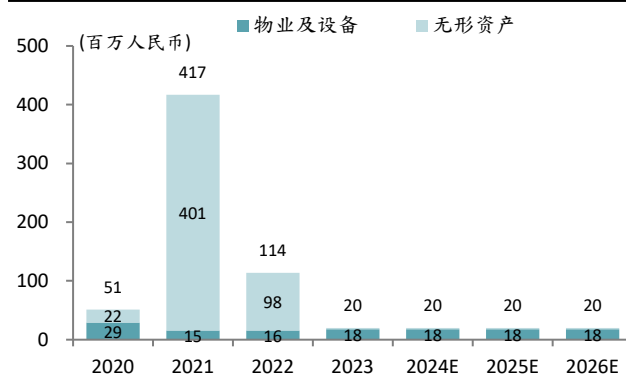
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 11: 贸易应收周转天数受客户付款周期影响



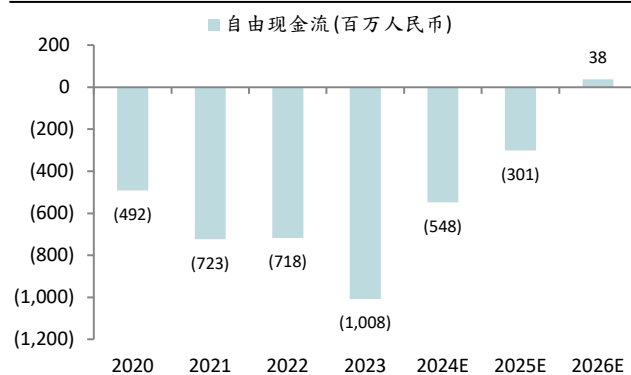
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 12: 资本开支可控



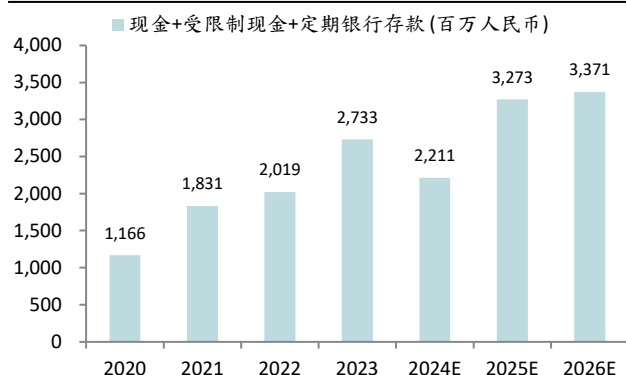
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 13: 自由现金流随盈利能力提升预计将转正



资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 14: 现金储备丰厚



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 15: 损益表预测

(百万人民币)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	942	2,018	3,083	4,204	5,252	6,552	8,150
同比	105%	114%	53%	36%	25%	25%	24%
<u>彭博一致预期</u>					<u>5,202</u>	<u>6,254</u>	<u>7,189</u>
收入拆分							
先知 AI 平台	619	1,015	1,492	2,506	3,683	4,936	6,318
应用开发及其他服务	323	1,004					
SHIFT 智能解决方案			1,194	1,283	1,090	1,090	1,254
式说 AIGS 服务			397	416	478	526	578
销售成本	(513)	(1,065)	(1,596)	(2,225)	(3,010)	(3,757)	(4,599)
毛利	430	953	1,487	1,980	2,242	2,795	3,551
毛利率	46%	47%	48%	47%	43%	43%	44%
销售及营销开支	(248)	(455)	(412)	(423)	(399)	(419)	(448)
一般及行政开支	(246)	(542)	(528)	(342)	(233)	(277)	(291)
研发开支	(566)	(1,249)	(1,650)	(1,769)	(1,963)	(2,208)	(2,641)
其他收益/(亏损)	70	120	77	9	12	14	15
经营利润/(亏损)	(560)	(1,173)	(1,026)	(545)	(342)	(95)	186
经营利润率	-59%	-58%	-33%	-13%	-7%	-1%	2%
投资亏损	(6)	4	(3)	(2)	-	-	-
财务收入	6	24	46	54	55	56	58
财务费用	(189)	(647)	(682)	(438)	(10)	-	-
除所得税前利润/(亏损)	749	(1,792)	(1,665)	(931)	(297)	(39)	244
年度利润/(亏损)	(750)	(1,802)	(1,653)	(921)	(294)	(38)	241
非控股权益	(1)	(16)	(9)	(12)	(10)	(10)	(10)
归母净利润/(亏损)	(750)	(1,786)	(1,645)	(909)	(284)	(28)	251
经调整经营费用占收比							
销售及营销开支	24%	18%	13%	10%	8%	6%	6%
一般及行政开支	13%	9%	8%	8%	4%	4%	4%
研发开支	57%	55%	49%	42%	37%	34%	32%
经调整经营利润/(亏损)	(386)	(569)	(548)	(465)	(354)	(109)	171
经调整经营利率	-41%	-28%	-18%	-11%	-7%	-2%	2%
经调整归母净利润/(亏损)	(390)	(543)	(496)	(404)	(284)	(28)	251
经调整净利率	-41%	-28%	-16%	-10%	-6%	-1%	3%
<u>彭博一致预期</u>					<u>(341)</u>	<u>(87)</u>	<u>157</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

估值

2024 年 10 月以来，股价呈回升趋势

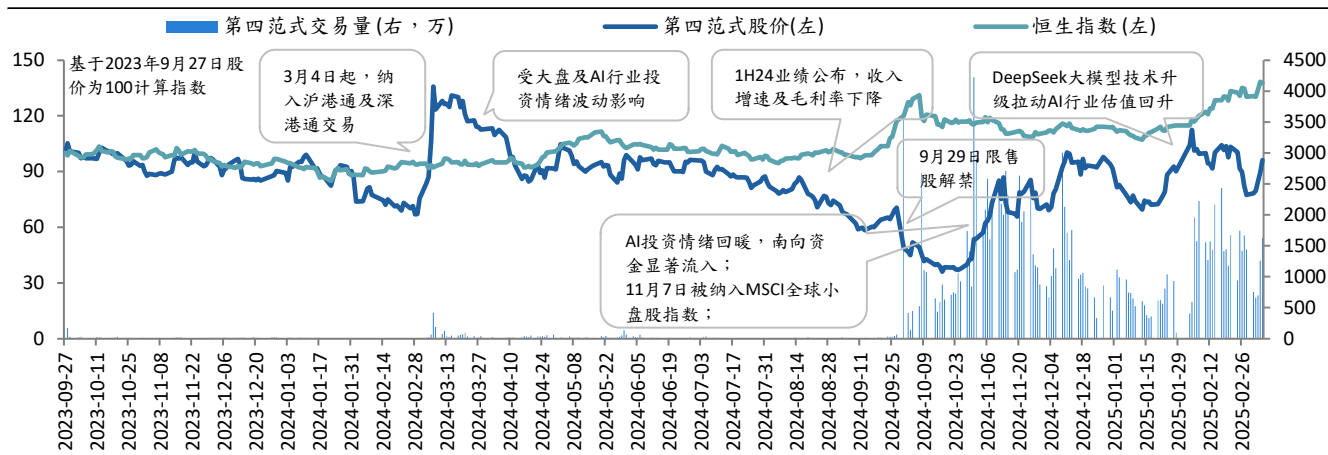
截至 2025 年 3 月 10 日，第四范式股价 50.95 港元，对比 IPO（2023 年 9 月 27 日）发行价 55.6 港元。

回顾公司自上市以来股价走势：受外部因素影响以及 AI 行业投资情绪相对波动，公司上市初股价逐步下调。2024 年 3 月 4 日，公司被纳入沪深港通，股价最高升至 75.50 港元（较上市招股价涨幅 36%）。后续受到投资情绪影响，以及公司 2024 年半年报显示收入增速及毛利率下移，同时受到 9 月底限售股解禁等因素影响，股价较招股价最大跌幅 64%。

自 2024 年 10 月末，AI 投资情绪逐步回暖、南向资金显著流入，2024 年 11 月 7 日第四范式被纳入 MSCI 全球小盘股指数，股价逐步回升。

DeepSeek-R1 模型发布以来，如我们在《[DeepSeek 算法创新将进一步加快 AI 普惠及应用落地](#)》中分析，其开源属性及低价特点利好垂直行业模型及软件产品的升级迭代，有望降低后训练成本，赋能 AI 应用及 AI Agent 加速落地，因此 AI 及软件公司均将受益，促进流动性改善及估值提升。截至 2025 年 3 月 10 日，公司股价较最低股价涨幅 154%，较 IPO 价格低 8%。

图表 16: 第四范式上市以来股价走势

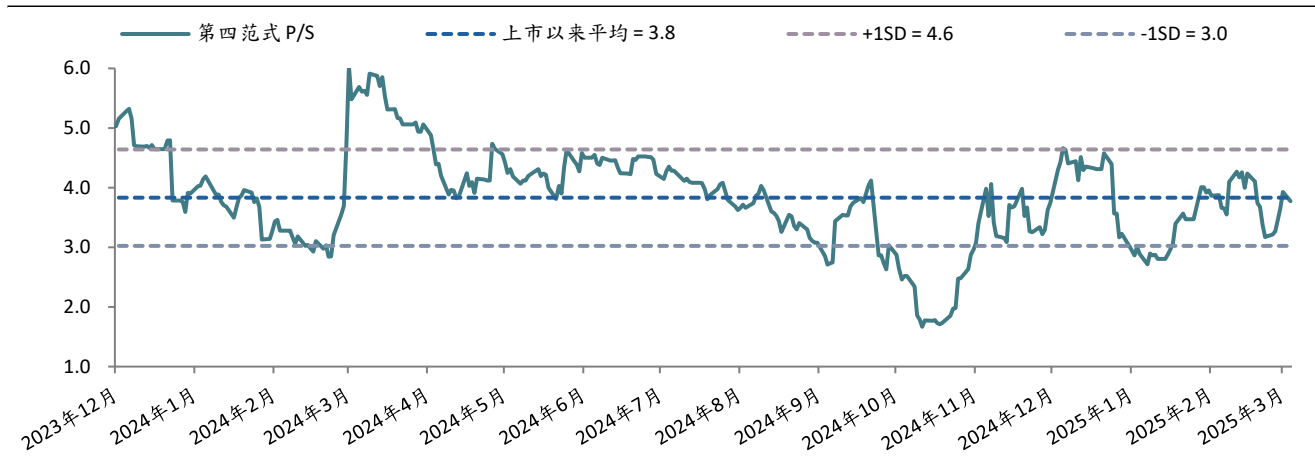


资料来源：彭博，交银国际 * 股价截至 2025 年 3 月 10 日

估值修复，但仍低于其他 AI 公司

第四范式自上市以来市销率高点接近 6 倍，低点接近 1.7 倍，现价对应 2025 年市销率 3.8 倍，基本位于上市以来平均远期市销率水平，但仍低于美国/中国 AI 公司平均市销率。

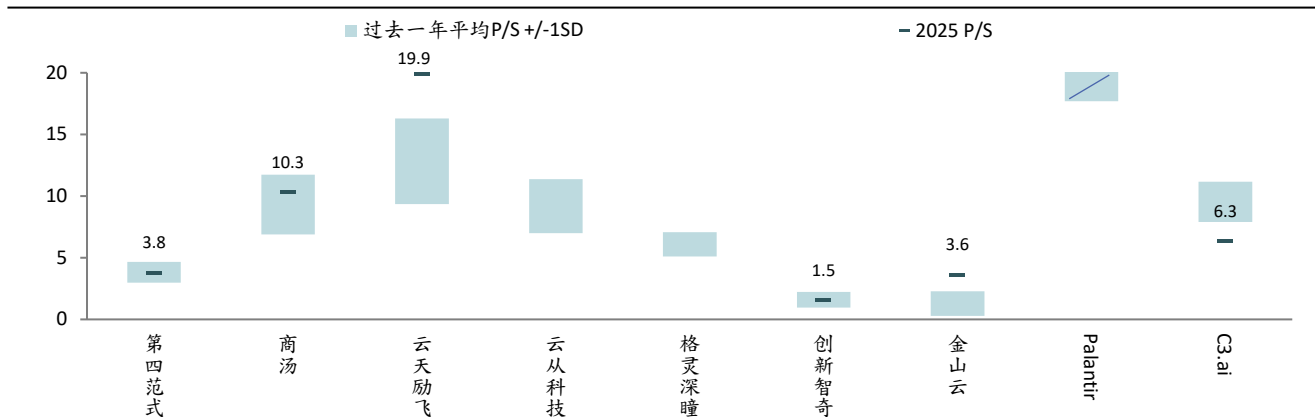
图表 17: 第四范式上市以来平均远期市销率为 3.8 倍



资料来源：彭博，交银国际*截至 2025 年 3 月 10 日

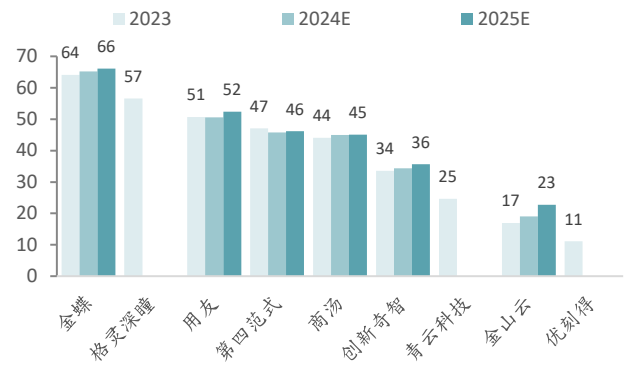
如我们在《[软件定义一切（上）：AI+推动变局；毛利率是估值关键](#)》中论证，我们认为软件企业毛利率与估值水平呈正相关性，毛利率可最快判断公司商业模式及企业健康度，是软件公司核心指标。第四范式 2023 年毛利率 47%，2024 上半年降至 42%，低于美国 AI 公司平均水平 60-70%，以及中国软件公司如金蝶（268 HK）/用友（600588 CH）50-60%，但与中国 AI 可比公司商汤（20 HK）44%相当，且好于创新奇智（2121 HK）（制造业 AI 应用，34%），对应估值倍数差异基本一致。

图表 18: 第四范式估值显著低于其他 AI 公司



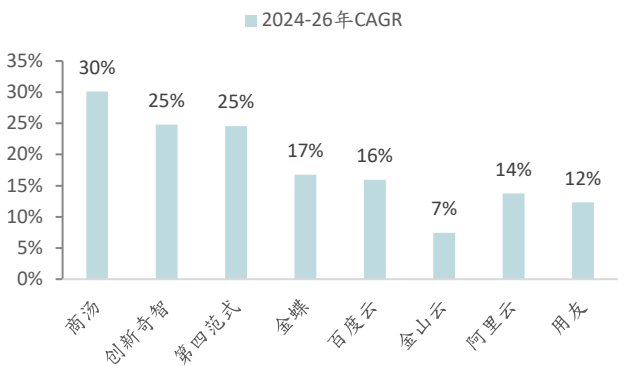
资料来源：彭博，交银国际，Palantir 过去一年平均市销率 +/-1SD 区间为 17.6-50.8 倍，2025 年市销率为 50.0 倍*股价截至 2025 年 3 月 10 日

图表 19: 2023-25 年毛利率对比：第四范式毛利率基本位于行业平均水平（百分比）



资料来源：公司资料，彭博，交银国际

图表 20: 2024-26 年收入复合增速：第四范式与 AI 行业代表公司增速接近



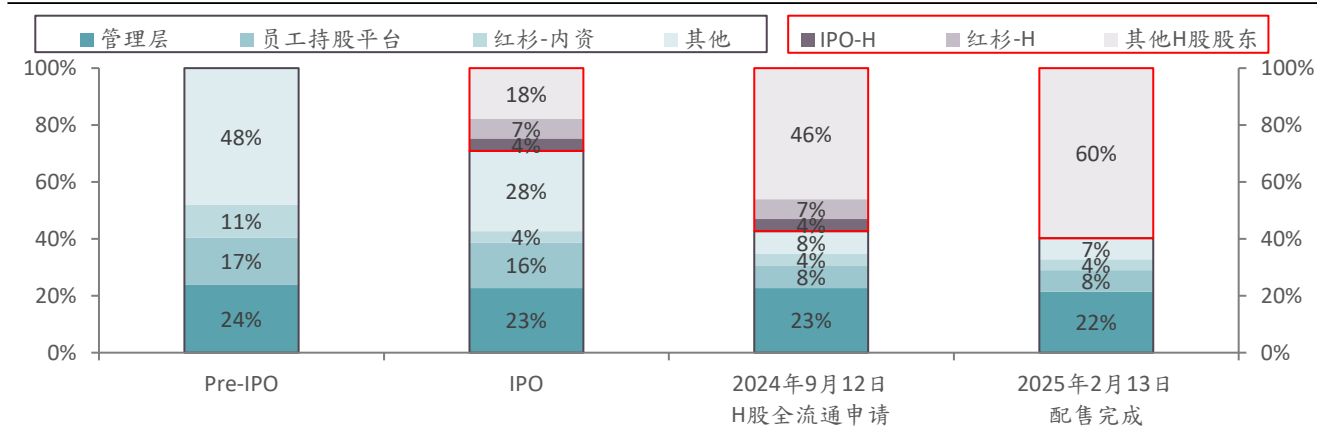
资料来源：彭博，交银国际预测（第四范式）

H 股解禁后，股东结构逐步调整

2024 年 9 月 28 日，第四范式 H 股解禁约 1.7 亿股，占总股数 38%。解禁以来，受纳入 MSCI 小盘指数及 AI 行业技术创新支撑行业估值重塑加持，公司股东结构持续调整。根据彭博最新数据，红杉（H 股部分）已减持约 7%，新增股东包括 HSG（2.7%）、招商基金（2.5%）、贝莱德（0.3%）、景顺、易方达等。

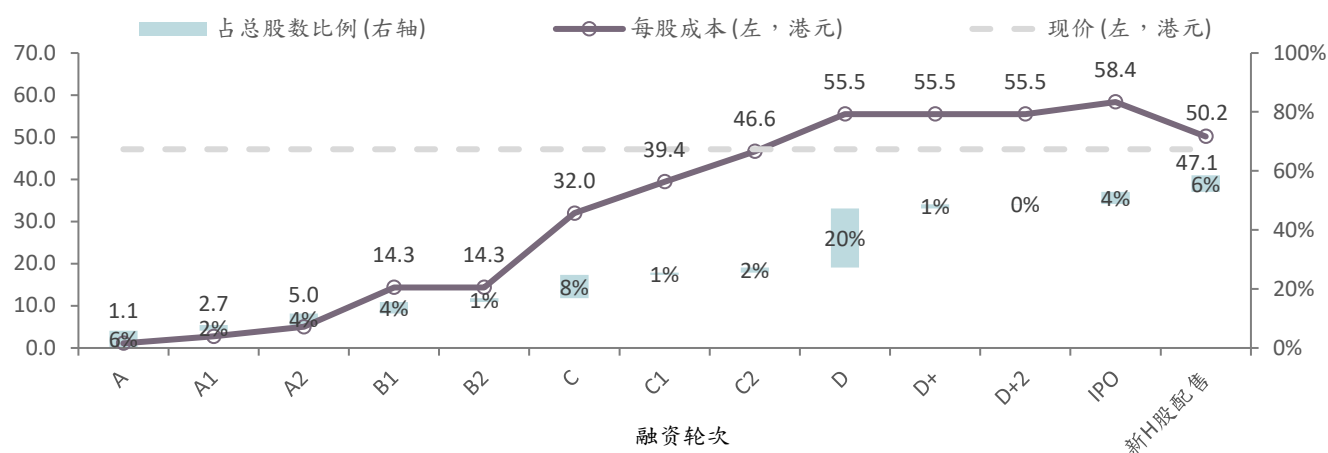
2025 年 2 月 13 日，公司公告完成 2792 万新 H 股配售，占配售前已发行总股数的 5.99% 及配售后的 5.65%，配售价格 50.2 港元/股，共计募资 14 亿港元。配售完成后，H 股流通股占比提升至 60%。

图表 21: 截至 2025 年 2 月 13 日完成新 H 股配售，第四范式 H 股流通股占 60%



资料来源：公司资料，彭博，交银国际 *2025 年最新 H 股包含 IPO 及其他 H 股股东

图表 22：第四范式历次融资及成本价



资料来源：公司资料，彭博，交银国际

基于 4.5 倍 2025 年市销率，目标价 64 港元

由于公司尚未盈利，我们认为可采用市销率估值。基于可比 AI 公司 2025 年平均市销率 4.5 倍（剔除极值），及我们对第四范式 2025 年的收入预测 65.5 亿元，目标价 64 港元，较现价上涨空间 26%。

图表 23: 可比公司估值

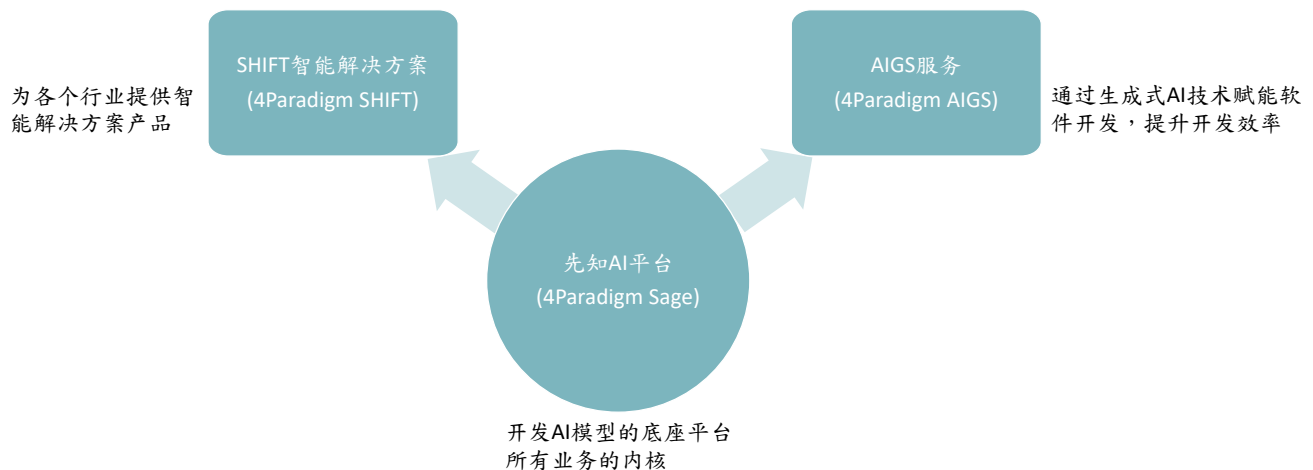
公司	代码	报表货币	市值 (百万美元)	P/E		P/S		收入		净利润		毛利率	
				FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
				(倍)				报表货币				(%)	
美国 AI 公司													
Microsoft	MSFT US	USD	2,923,860	29.9	26.2	10.6	9.3	276,789	314,685	98,192	112,136	69	68
Amazon	AMZN US	USD	2,111,598	28.5	23.6	3.0	2.7	699,242	771,454	77,009	93,474	49	52
Alphabet	GOOGL US	USD	2,130,555	18.9	16.5	6.4	5.8	330,753	368,688	114,960	129,445	58	58
Meta	META US	USD	1,585,209	23.9	20.8	8.4	7.4	188,635	214,557	65,270	75,555	81	81
IBM	IBM US	USD	242,517	24.3	23.2	3.7	3.6	64,992	68,167	10,032	10,736	59	59
Palantir	PLTR US	USD	199,144	156.1	124.3	52.8	41.3	3,774	4,823	1,435	1,870	82	82
C3.ai	AI US	USD	2,991	NA	NA	6.3	5.2	472	574	(57)	(40)	60	61
平均				46.9	39.1	13.0	10.8						
中国 AI+云计算公司													
阿里巴巴	BABA US	CNY	334,109	14.2	12.3	2.4	2.1	1,062,473	1,150,703	171,874	190,441	39	40
百度	BIDU US	CNY	33,242	9.3	8.7	1.9	1.7	137,616	145,185	25,352	27,712	50	51
科大讯飞	002230 CH	CNY	16,596	NA	NA	4.4	3.8	27,485	32,029	905	1,236	43	43
360	601360 CH	CNY	11,119	NA	NA	9.6	9.1	8,387	8,901	195	741	65	67
商汤	20 HK	CNY	8,243	NA	NA	10.3	7.9	5,824	7,606	(2,104)	(1,109)	45	46
金山云	KC US	CNY	4,450	NA	35.8	3.6	3.2	10,254	11,956	(229)	107	23	26
云天励飞	688343 CH	CNY	3,393	NA	NA	19.9	15.7	1,240	1,570	(260)	35	38	49
创新奇智	2121 HK	CNY	303	NA	NA	2.0	1.2	1,439	1,864	(228)	(157)	36	37
七牛智能	2567 HK	CNY	267	NA	NA	1.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均				11.8	18.9	6.2	5.6						
中国软件公司													
用友	600588 CH	CNY	8,481	NA	NA	5.4	4.9	11,342	12,679	(21)	457	52	54
金蝶	268 HK	CNY	7,216	NA	96.5	6.9	5.9	7,551	8,842	194	491	66	67
平均				NA	96.5	6.2	5.4						
第四范式	6682 HK	CNY	3,238	NA	67.1	3.8	3.3	6,254	7,189	(87)	157	46	46

资料来源：彭博，交银国际 *2025 年 3 月 10 日，C3.ai、阿里巴巴为 FY26/27 年数据，七牛智能 2025 年 P/S 为 TTM 数据

亮点 1：围绕先知 AI 平台赋能企业智能化转型，六年蝉联 IDC 中国机器学习平台市占第一

第四范式的核心产品开发围绕其“先知 AI 平台”进行，产品核心在于通过人工智能识别相关行业数据规律并得出决策方案，解决企业客户在业务运营中的实际问题，注重业务流程的优化和改进，在实际生产活动中运营较广泛。第四范式先知平台拥有统一的开发标准，高兼容性及灵活可拓展的应用程序。作为开发 AI 模型的平台，支持万亿参数模型训练，基于领先的自动机器学习技术，帮助企业客户低成本高效地搭建模型，实现低门槛 AI 模型构建。

图表 24: 第四范式产品体系包括先知 AI 平台、SHIFT 解决方案和 AIGS 服务，以先知 AI 平台产品为核心

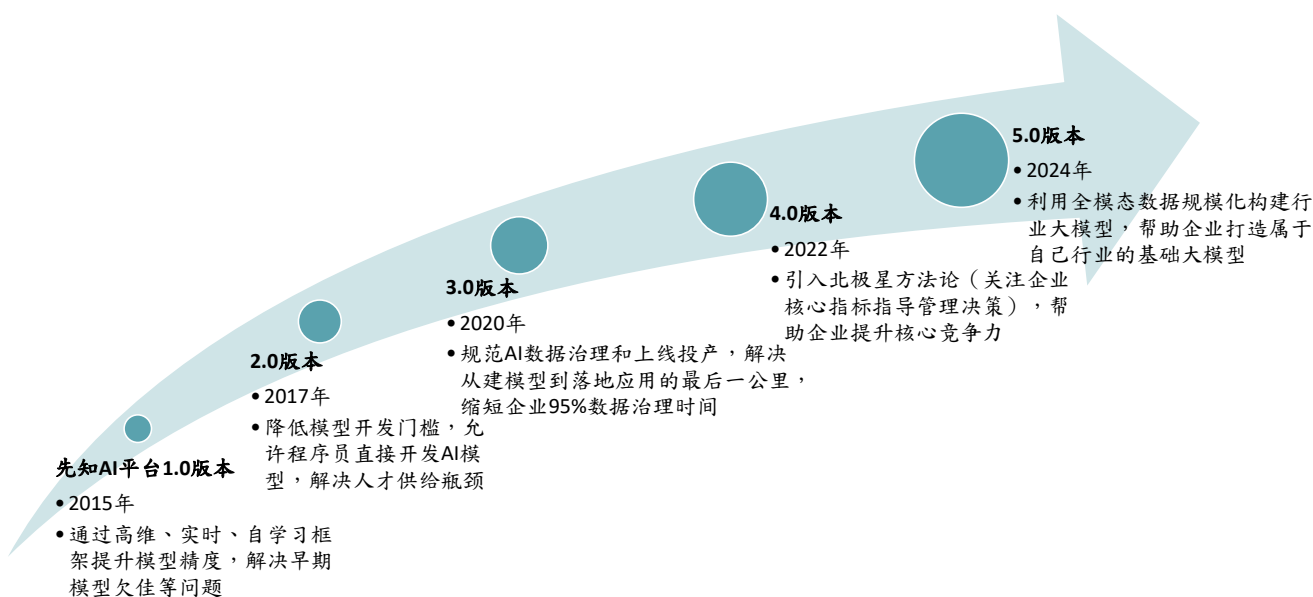


资料来源：公司资料，交银国际

先知 AI 平台：产品/技术持续迭代，行业大模型 + “范生态” AI 产品加速落地

核心先知 AI 平台迭代至 5.0 版本，赋能行业大模型应用落地。先知 AI 平台于 2015 年推出 1.0 版本，赋能提升模型精度及性能；2017 年迭代 2.0 版本，降低开发门槛；2020 年推出 3.0 版本，关注数据治理和应用效率提升；2022 年推出北极星指标，关注企业核心竞争力；2024 年发布 5.0 版本，利用全模态数据规模化构建行业大模型，推动大模型在企业经营环节的落地。

图表 25: 第四范式核心先知 AI 平台迭代至 5.0 版本，帮助各行业大模型应用落地

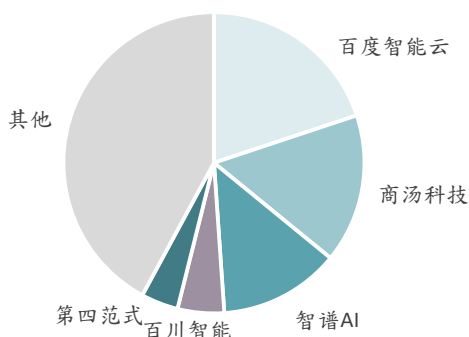


资料来源：公司资料，交银国际

先知 AI 有效实现标准化模型生产并进行高效复用，模型的平均构建周期从半年降低至天级别，促进 AI 应用规模化落地。截至目前，先知 AI 行业大模型覆盖 14 个行业，构建模型数量超过 1 万个，持续打造标杆案例，如：**1）智能制造领域**，通过与某企业工厂运行数据整合，利用先知平台，工厂生产效率提升 11%；**2）医疗行业**，与某标准化代谢疾病管理中心合作，开发慢性病管理大模型，对糖尿病、高血压、心血管等常见高发慢性疾病进行 3 年内风险评估，准确率提升 3 倍；**3）防汛大模型**实时监测并预测洪水风险，协助政府机构提前部署夏季防汛工作，缩短预警研判时间至分钟级。

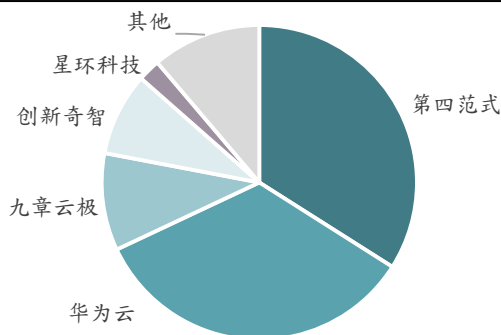
产品保持市场领先地位，部署方式灵活。先知 AI 平台产品的兼容性能领先，支持客户对运行环境的不同需求，包括软件 license、服务器、边缘端，如 AIoT。IDC 数据显示，2018-2023 年，先知 AI 连续六年位居中国机器学习平台市场份额第一，2023 年中国大模型平台及应用市场中，第四范式位列市场份额第五。

图表 26: 2023 年中国大模型平台及应用市场份额：第四范式位列第五



资料来源：IDC，交银国际

图表 27: 2023 年中国机器学习平台市场主要厂商市场份额：第四范式与华为云并列第一

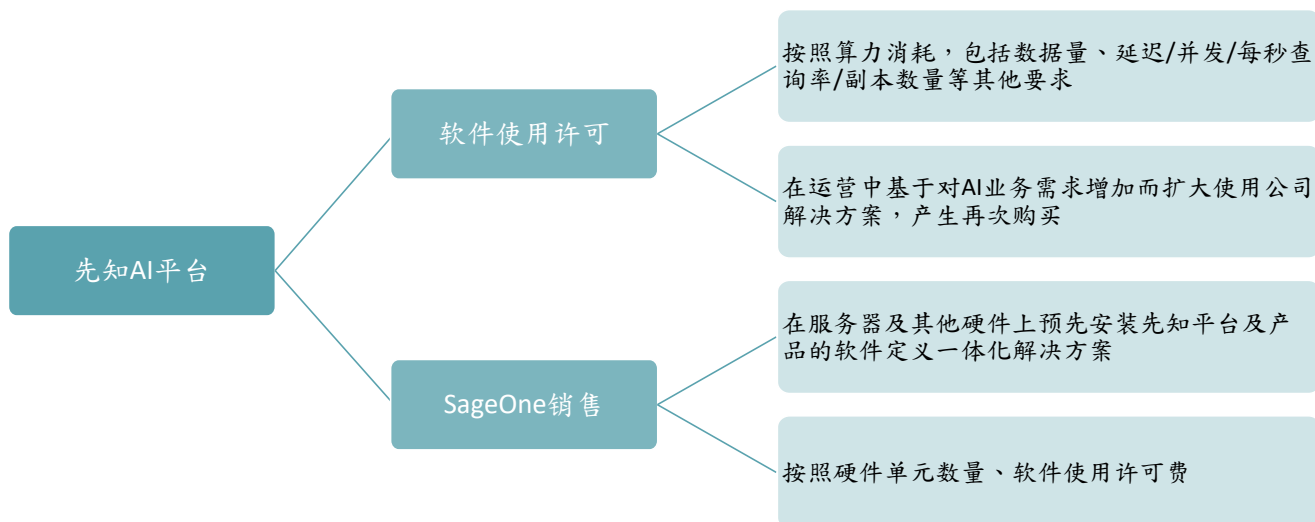


资料来源：IDC，交银国际

先知平台商业模式包括软件使用许可和 SageOne 销售。1) 软件使用许可：定价根据用户部署人工智能应用预估算力消耗，包括数据量、延迟、并发、每秒查询率等关键要求而定。2) SageOne 销售：根据在服务器及其他硬件上预装先知平台及产品的软件定义一体化解决方案，按照硬件单元数量、软件使用许可费向 SageOne 客户收取。

长期通过探索客户业务进程难点，提供进一步解决方案，提升客户复购及续购。通常来讲，公司通过帮助企业识别关键问题，提出解决方案并实现业务改善目标，客户会在业务需求及扩大使用解决方案后再次购买，开发更多 AI 应用或增加现有场景使用消耗的算力后，再次购买获得更多算力。

图表 28: 先知平台商业模式



资料来源：公司资料，交银国际

SHIFT 解决方案：面向不同行业提供解决方案

SHIFT 智能解决方案是基于公司 AI 底层能力以及与合作伙伴的行业经验，所沉淀出的行业智能解决方案产品，帮助企业数字化转型。重点应用领域包括金融、零售、能源电力、运营商、交通运输和医疗行业等。

公司已发布数十个解决方案产品，如针对制造行业的智能物资管控解决方案，通过 AI 实时预测物资供需，实现调配方案的实时变动；针对医疗行业的慢性病管理解决方案，可利用 AI 模型预测糖尿病，实现早筛早诊；零售行业的智能供应链解决方案可完成履约达成率预测、销售预测、规划配送和库存管理等。另外，公司亦基于多模态数据解决方案为客户提供视频生成、海报生成及数字人生成以及资料查询等解决方案。

另外公司 2023 年 11 月推出“范生态”，基于“北极星体系”，及核心技术能力，联合生态合作伙伴共同打造各行业端到端的解决方案。目前“范生态”已有超过 40 家企业伙伴加入，公司基于“先知 Inside 模式”联合生态伙伴共同已打造超 40 款人工智能产品，包括智能会议解决方案、大模型工具链、AI 数字人视频合成平台、AI+5G 视频营销、AI 质检系统等。

图表 29: SHIFT 解决方案落地场景举例

行业	公司	参与场景	实现效果
银行	招商银行、工商银行、交通银行、华夏银行、光大银行、兴业银行、宁波银行等	精准营销、实时反欺诈、智能反洗钱、业务运营优化	智能营销模型相比专家规则对长尾客户营销效果提升超 112%；反欺诈 AI 模型上线效果相比于传统的专家规则准确率提高 3 倍；反欺诈模型对客户打扰率相比专家规则下降 57%；反洗钱可疑案宗分析打前 70% 的案宗中召回率达 99.6%
保险	中国人寿、太平洋保险	客户在线化智能运营（线上化营销、客户全生命周期管理、产品推荐、智能内容推送）、智能核保/核赔、智能化健康管理方案、车险智能定损	基于 OCR 技术识别寿险的非正常赔付保单，准确率 99%；智能退保模型中，减少 50% 人工审核成本；根据车辆图片自动确定车辆损失程度分类，准确率达 95%；
证券	招商证券、国信证券	客户在线化智能运营（智能推荐、智能推送、提升留存、自动化更新推荐模型）、智能投顾、研报识别、高频交易决策引擎	个股研报字段准确率 95%；高频交易指标监测平均响应时间 18ms；营销准确率提升，最高日均激活客户增幅 582.5%
能源电力	中石油、中石化、国家电网、华油能源	石油管道异常检测、海管内腐蚀检测、化工品价格预测、风机设备故障预测	油层识别率提升 96%；风机故障预警提前 20 分钟；化工品价格预测准确率达 99%
制造	中电科、宁德时代	智能线索评级、智能排产派工、异常检测、缺陷检测	销售机会识别准确率提高 16.7%；产品完工时间缩短 13.8%；每月挽回意外停机造成的废品损失约千万元
零售	百胜、永辉超市、来伊份、飞鹤、卡诗、杰尼亚	精准营销、智能选品定价、智能调配补货、智能调配物流供应、智能采购计划调整、智能客服	优惠券使用率单日提升 78%；外卖销量预测准确率达 98%；个性化推荐产品组合年收入达亿元
出版	商务印书馆	智能翻译、智能编辑和审校	可一次性完成超过 100 万字的全文本翻译，确保翻译语境的一致性，便捷在线编辑和审校，节省翻译时间 70%，提升编辑效率
医疗	瑞金医院	慢病风险预测、疫情推演、新生儿体重预测、AI 医学识别、AI 药物研发、胰腺癌术后生存分析、AI 辅助决策	慢病预测准确率较专业医生基于临床经验标准预测提升 2-3 倍；新型冠状病毒肺炎高危人群筛查准确率提升 16 倍；疫情推演与经典传染病模拟相比预测误差降低 90%；胰腺癌术后生存分析预测精度绝对值提升 12%

资料来源：公司资料，交银国际

AIGS：提供基于生成式 AI 的开发工具，助力开发提效

公司于 2023 年 2 月发布“式说”大模型，并在 2023 年 4 月发布 3.0 版本，定位基于大模型能力打造的企业开发平台，并提出 AIGS（AI-Generated Software）以生成式 AI 重构企业软件的技术战略，致力于帮助开发者重塑开发模式，降低传统企业软件操作及开发门槛，带来更清晰的规模化路径。AIGS 平台在 2023 年帮助公司提升开发效率 30%。式说大模型于 2023 年入选北京首批 7 家大模型厂商，并通过国家《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案。

AIGS 致力于提升企业开发效率，迭代编程工具 AIGS Code X 产品，该产品基于生成式 AI 技术，面向企业开发人员研发全流程，提供“高级编程助理”功能，降低编程门槛，提升研发效率，建立标准化应用生产流程，提高组织效率。公司已经与金融、运营商、新能源车企等行业头部企业建立编程开发合作，未来也将继续加强很多企业合作，提升大模型上下游体系构建。

未来公司将继续投入研发资源，提升大模型的多模态、Copilot、思维链等能力：1) 多模态：在生成式对话能力的基础上，式说大模型拥有文本、语音、图像、视频等多模态输入输出的能力，提升任务识别的准确和全面性；2) Copilot：利用企业级 Copilot 能力，式说可以与企业内部应用库、私有数据进行联网分析，回答员工的问询，成为业务助手；3) 思维链：基于一系列有思维关系的思考步骤，形成完整的思考过程。

图表 30: 产品迭代及行业拓展

期间	先知 AI 平台	SHIFT	AIGS
2023	行业大模型数超 10,000 个； AIoT 业务成长迅速，拓展可触达市场规模，涵盖交通、工业自动化、医疗、农业和智能家居等各行业。	重点应用行业包括金融、能源电力、运营商、交通运输等； 发布数十个解决方案产品包括,如制造行业的智能物资管控解决方案、零售行业的智能供应链解决方案、医疗行业的慢病管理解决方案等，及基于多模态数据的视频生成、海报生成、数字人和数据查询解决方案； 11 月，发布“范生态”，基于“北极星体系”和核心技术能力，联合生态合作伙伴打造行业端到端的解决方案，首批超 40 个合作伙伴加入。	2 月，发布式说 1.0； 2023 年，使用 AIGS 平台可以帮助开发人员实现开发效率提升超过 30%。
1Q24	发布先知 AI 平台 5.0，支持利用全模态数据规模化构建行业大模型； 继续深耕金融、能源电力、交通运输、运营商等重点行业； 同时进一步提升在制造、医疗、零售等战略领域的渗透。	拓展零售、制造、建筑、运营商等行业； 案例：建筑领域的三维扫描建模智能终端产品提供数据采集、智能识别、自动建模等能力，帮助建筑企业实现不同应用场景下高效、便捷、准确的数据处理及建模，为建筑企业数字化管理及开发奠定基础；制造领域的 AI 产品结合工业 AI、光学、大模型等技术，实现快速、轻量化、柔性化部署，提高检测效率。	持续迭代并优化辅助编程工具 AIGSCodeX 产品，提供包含代码续写、注释生成、代码纠错、代码重构、生成单元测试等一站式服务，对主流开发软件的无缝接入，构建多模组合、模型灵活切换的架构体系； 截至 2024 年 3 月 31 日，已与金融、运营商、新能源车企等多家行业头部企业深入探索编程开发。
1H24	截至 2024 年 6 月 30 日，行业大模型覆盖 14 个行业，包括交通运输、数据中心、金融、能源电力、运营商、信息技术、智能制造、零售等，构建了学术翻译、健康管理、水电管理、水利、3D 辅助设计、供应链、流体动力等诸多领域行业大模型； 基于“先知 Inside 模式”携手生态伙伴打造 30+ 人工智能产品，截至 2024 年 8 月 1 日，已覆盖超 20 个行业的研产销服等各类场景，涉及大模型语音合成、物理仿真、多模态生成、AutoML 视觉检测、搜广推等人工智能技术领域。	NA	4 月，正式发布“式说 3.0”大模型，可通过自动生成代码片段、知识库应用、自动代码审查及部署等功能，减少手动编码时间，降低开发者培训成本，提高代码质量和运行效率，最大化开发人员利用率。
3Q24	优化 AI Agent、GPU 资源池化等能力：AI Agent 进一步提升解决复杂推理及执行的精准度，GPU 资源池化能力帮助企业实现对硬件集群平台化管理、算力资源的按需分配和快速调度，有助于解决异构算力资源利用率低、大模型与算力适配成本高等大模型部署难题； “先知 Inside 模式”打造 40+ 人工智能产品，如智能鼠标解决方案、智能会议解决方案、vGPU、AI Data Foundry、大模型工具链、搜广推一体化平台“天枢”、大模型纳管平台 ModelHub、AI 数字人视频合成平台、文档数字化管理平台 SmartArchive 2.0、AI+5G 视频营销、AI 质检系统、三维扫描建模设备等。	应用行业覆盖金融、零售、能源电力、医疗、运营商、交通运输、学术翻译等。	持续迭代和优化企业级软件重构助手 AIGS Builder、企业级编程助手 AIGS CodeX 等产品； AIGS Builder 产品拥有 AI Agent 等全栈能力，让不具备研发、代码基础的人员，仅通过自然语言描述进行软件开发，将企业软件开发效率由“月级别”变为“日级别”甚至“小时级别”； AIGSCodeX 在基础功能之外，打造企业私域代码仓库集成，结合 RAG 检索增强及私域模型微调，实现业务代码生成效率及业务问答效果的双效增长。

资料来源：公司资料，交银国际

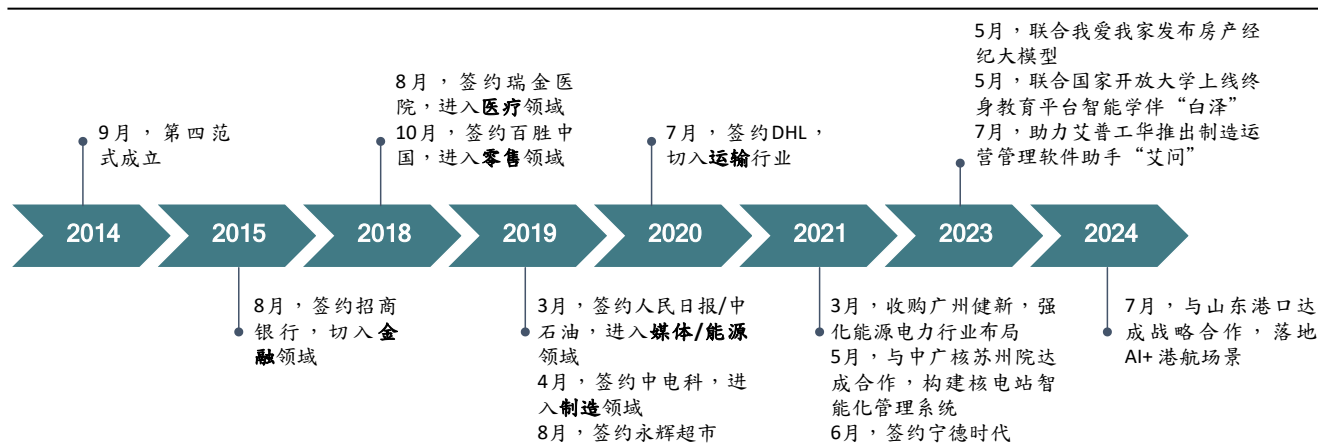
亮点 2：标杆客户粘性高，行业拓展潜力广阔

行业覆盖分散，深耕重点领域

基于在人工智能前沿技术及不同行业商业需求的理解，公司强调基于自有 AI 产品及能力为客户创造价值，如帮助金融企业提高反欺诈识别准确率，帮助能源公司检测异常设备和故障预警，帮助制造企业提高质量控制水平。

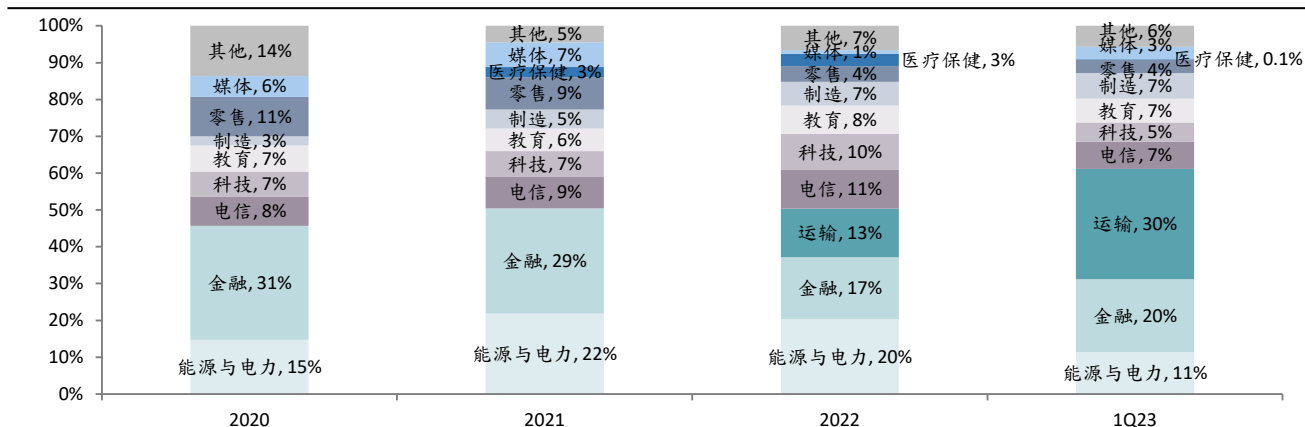
2015 年，自金融行业开启布局，并持续拓展其他行业，目前覆盖行业包括金融、零售、制造、能源电力、电信、运输、教育、媒体及医疗等。其中，运输、金融、能源电力、电信为重点深耕领域（据 2023 年年报），2023 年 1 季度收入占比为 30%/20%/11%/7%。

图表 31: 第四范式部分重点行业覆盖布局



资料来源：公司资料，交银国际

图表 32: 金融、运输、能源电力为优势领域



资料来源：公司资料，交银国际

由标杆客户切入，拓展行业覆盖，仍有广阔渗透潜力

公司通过打造大客户案例展示其产品能力及价值，进而复制成功经验并联合三方合作伙伴拓展同行业内其他客户。2023 年/2024 上半年公司服务标杆客户 139 个/86 个（占比 31%/46%），贡献公司整体收入比例约 61%/53%，2024 年前九个月达到 98 个，贡献公司整体收入比例为 46%。从标杆客户平均收入看，2023 年/2024 上半年分别为 1,800 万/1,100 万元，同比增 3%/27%，2024 年前九个月达到 1500 万元，维持增长趋势。

我们认为公司仍有广阔拓展潜力，主要因：

④ 标杆客户粘性高，加购需求促进交叉销售

经过初期合作验证产品/服务价值后，标杆客户会持续复购，或进一步拓展合作范围，从而促成交叉销售，带来更大的算力或软件授权需求。这一点从标杆客户净收入的持续增长以及招股书提及大客户 H/K 公司的收入贡献增长中已得到验证（图表 33-38）。

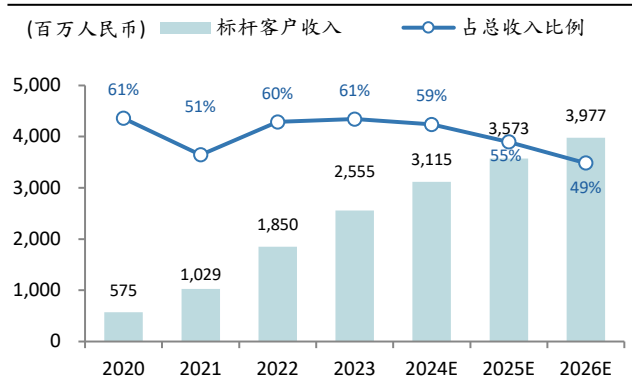
案例 a：银行合作自风控领域切入后增加个性化营销、票据审核、客服等业务需求，或由总行拓展至分/支行。

案例 b：赋能国家电网供应链数字化转型升级，提升预测效率，合作之初围绕某单一仓库做试点，提升了物资保障效率 45%，进而拓展合作仓库数量。

④ 直客+三方合作伙伴双轮驱动新行业拓展及行业内覆盖

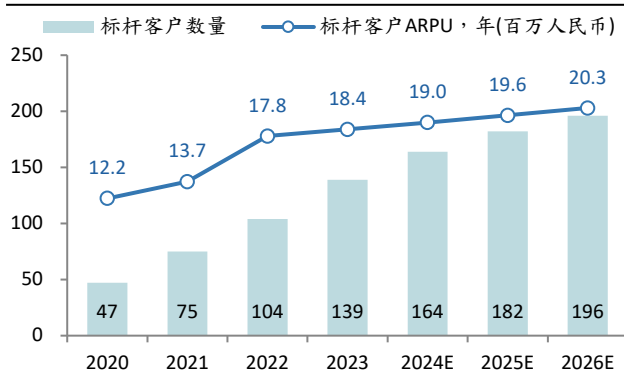
直客模式强化大客户服务，打造标杆案例，三方模式加速中腰部客户渗透。如银行领域，通过合作伙伴向城商行、农商行、村镇银行等中小银行输出基于商业银行案例积累的行业解决方案，加速现有行业覆盖。

图表 33: 2023 年，标杆客户收入贡献 61%



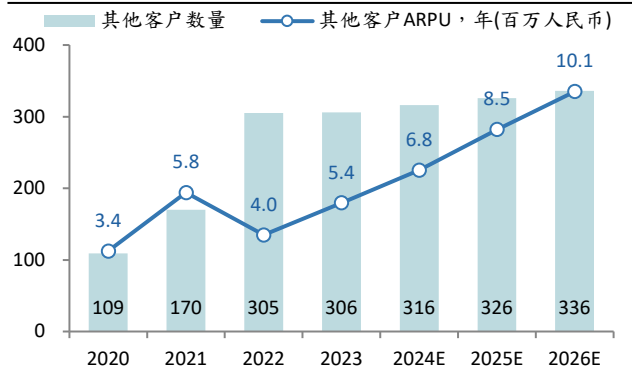
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 34: 标杆客户数量及 ARPU



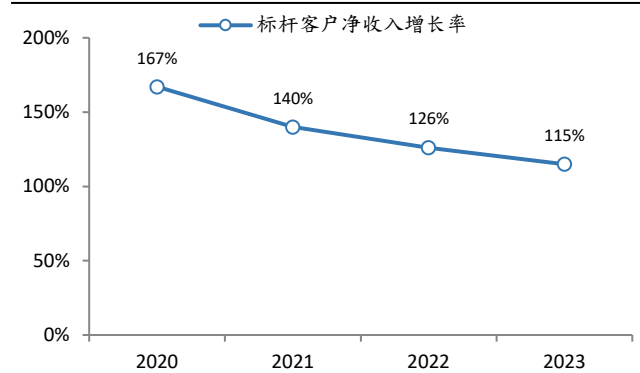
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 35: 其他客户数量及 ARPU



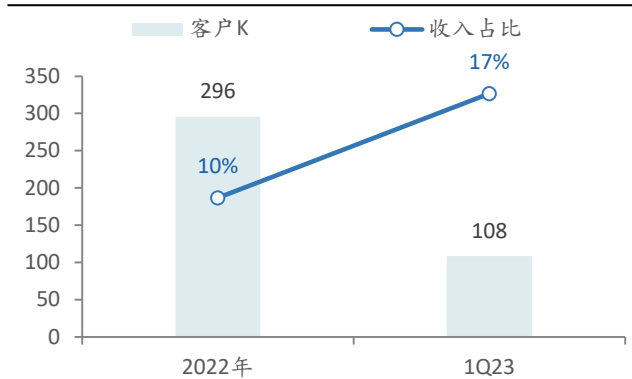
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 36: 标杆客户净收入增长率



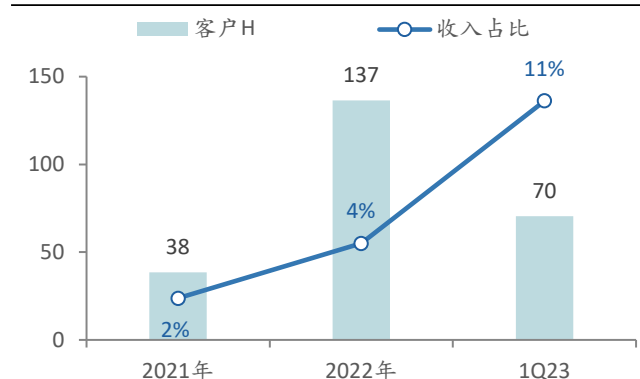
资料来源：公司资料，交银国际 *2023 年净收入增长率=2023 年留存的标杆用户群产生的收入/2022 年标杆用户群的收入

图表 37: 某信息技术客户 H 收入贡献逐步提升



资料来源：公司资料，交银国际

图表 38: 某运输行业客户 K 收入贡献逐步提升



资料来源：公司资料，交银国际

亮点 3：AI Agent 赋能产品升级，深化自动化能力

如我们在《[新质生产力加速 AI+行业应用落地](#)》报告中介绍，AI Agent 建立在底层大模型基础之上，被认为是大模型商业化落地的重要方向，具备门槛低、生态潜力大的优点，只需要调用已有大模型 API，根据不同场景的数据训练的智能体可以更好发挥数据价值和竞争优势。对于 B 端业务，AI Agent 经过专业数据的训练，相当于帮助企业培训数字员工，或者为员工配备数字助手，有望成为强大的生产力平台，改造企业的运营模式和业务流程，实现降本增效的效果，可广泛应用于零售、旅游、人力资源、制造业等行业场景。

2025 年 1 月 20 日，深度求索发布 DeepSeek R1 模型，以其低成本和高性能引发市场关注，通过模型架构优化和算法创新显著提升模型的计算效率和推理能力。同时开源模式下，已接入内地主流云厂商，支持 API 调用，在成本和技术角度均将降低企业部署 AI Agent 的门槛，赋能更多 AI Agent 产品的开发和应用，进而加速行业发展。

第四范式持续发力技术创新，不断迭代优化其 AI Agent 能力，提升解决复杂推理及执行的精准度，并覆盖大模型 Agent 设计、开发、调试、发布、运营分析、迭代优化的全流程。目前公司多个行业应用产品已集成 AI Agent 能力，如 AutoML 平台、智能推荐引擎、智能客服系统、智能决策支持系统等，帮助企业深化业务自动化能力，提效降本，并优化客户体验。



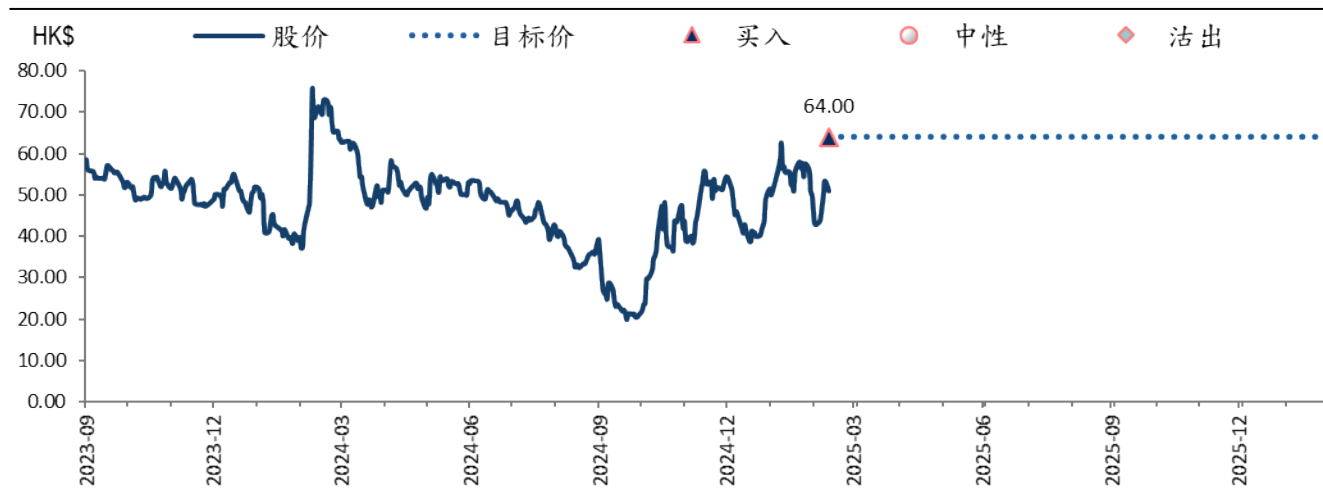
新质生产力加速 AI+行业应用落地

图表 39: 第四范式 AI Agent 产品集成

自动化机器学习平台 (AutoML)	自动化数据预处理+特征工程	对数据进行深度学习，自动从原始数据中提取有用的特征，降低人工参与的成本和风险
	自动化模型选择与训练	分析不同算法的效果，自动选择最优的模型进行训练优化，快速生成精确的预测模型
	自动化模型更新与维护	通过监控模型的实时表现，自动对模型进行调整和更新
智能推荐系统	用户行为数据的实时分析	实时采集和分析用户行为数据（如点击/浏览/购买等），迅速做出响应并提供个性化推荐
	深度学习和协同过滤	通过多层次的数据分析，识别用户的潜在需求，并提供精准的商品或内容推荐
	实时反馈与自我优化	收集用户反馈（如点击/转化等），实时优化推荐策略并基于积累的数据不断改进推荐效果
智能客服系统	自然语言理解 (NLU)	利用深度学习模型进行语义理解，自动从客户提问中识别关键信息，并匹配最合适的回答
	自动化响应与执行	自动回应客户需求，减少了人工客服的负担
	反馈学习与优化	不断分析客户的反馈，调整应答策略和对话流，提供个性化服务
智能决策支持系统	自动化的数据分析	处理分析销售/市场/运营数据，挖掘发现潜在问题或机会
	预测与优化	根据历史数据和趋势预测未来市场走向，并提出决策建议
	自动化决策执行	当某项业务指标达到预设标准时，自动调整生产计划或发出预警

资料来源：公司资料，AGI 新分析，交银国际

图表 40: 第四范式 (6682 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 41: 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
6682 HK	第四范式	买入	50.95	64.00	25.6%	2025 年 03 月 10 日	商户服务
BIDU US	百度	买入	94.80	111.00	17.1%	2025 年 02 月 19 日	广告
YY US	欢聚集团	买入	48.84	63.00	29.0%	2025 年 02 月 26 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	162.60	184.00	13.2%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	24.10	26.00	7.9%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.35	2.70	14.9%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	63.10	54.00	-14.4%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.32	14.00	5.1%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.50	28.00	5.7%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
MOMO US	华文集团	中性	7.65	7.40	-3.3%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
JD US	京东	买入	42.29	62.00	46.6%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	140.62	165.00	17.3%	2025 年 02 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	119.92	144.00	20.1%	2024 年 11 月 22 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.48	15.60	15.7%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	8.68	12.00	38.2%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.48	13.30	-1.3%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	38.40	60.00	56.3%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.61	4.60	27.4%	2024 年 11 月 20 日	教育
NTES US	网易	买入	102.78	124.00	20.6%	2025 年 01 月 20 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	43.50	33.00	-24.1%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	516.50	513.00	-0.7%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.40	14.00	12.9%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	16.76	18.00	7.4%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	174.90	226.00	29.2%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.12	18.50	41.0%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.06	13.50	49.0%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.86	1.40	-24.7%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	15.60	21.00	34.6%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.45	13.00	53.8%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	19.64	24.00	22.2%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	493.20	605.00	22.7%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 10 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	3,083	4,204	5,252	6,552	8,150
主营业务成本	(1,596)	(2,225)	(3,010)	(3,757)	(4,599)
毛利	1,487	1,980	2,242	2,795	3,551
销售及管理费用	(940)	(765)	(633)	(696)	(739)
研发费用	(1,650)	(1,769)	(1,963)	(2,208)	(2,641)
其他经营净收入/费用	77	9	12	14	15
经营利润	(1,026)	(545)	(342)	(95)	186
Non-GAAP标准下的经营利润	(548)	(465)	(354)	(109)	171
财务成本净额	(636)	(384)	45	56	58
应占联营公司利润及亏损	(3)	(2)	0	0	0
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	(1,665)	(931)	(297)	(39)	244
税费	12	10	3	0	(3)
非控股权益	(9)	(12)	(10)	(10)	(10)
净利润	(1,662)	(932)	(304)	(48)	231
作每股收益计算的净利润	(1,645)	(909)	(284)	(28)	251
Non-GAAP标准的净利润	(496)	(404)	(284)	(28)	251

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,327	1,978	1,080	2,086	2,124
有价证券	0	493	670	704	739
应收账款及票据	1,493	1,844	2,303	2,589	2,976
存货	350	295	232	389	321
其他流动资产	1,748	1,047	1,152	1,304	1,485
总流动资产	4,918	5,657	5,437	7,071	7,644
物业、厂房及设备	48	47	46	45	45
无形资产	457	426	396	367	338
合资企业/联营公司投资	46	53	55	56	57
其他长期资产	1,249	965	1,190	1,212	1,239
总长期资产	1,801	1,491	1,687	1,680	1,678
总资产	6,719	7,147	7,124	8,751	9,322
短期贷款	49	96	101	106	111
应付账款	1,089	1,314	1,549	1,857	2,145
其他短期负债	413	233	242	251	261
总流动负债	1,551	1,643	1,892	2,215	2,518
长期贷款	24	13	13	13	13
其他长期负债	6,605	39	40	41	42
总长期负债	6,629	52	53	54	55
总负债	8,180	1,695	1,945	2,268	2,572
股本	438	466	500	500	500
储备及其他资本项目	(2,012)	4,883	4,575	5,879	6,146
股东权益	(1,575)	5,349	5,075	6,379	6,646
非控股权益	114	103	103	103	103
总权益	(1,461)	5,453	5,179	6,483	6,750

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(1,665)	(931)	(297)	(39)	244
合资企业/联营公司收入调整	3	2	(1)	(1)	(1)
折旧及摊销	81	81	68	62	58
营运资本变动	(287)	(593)	(228)	(248)	(170)
利息调整	27	30	0	0	0
税费	(5)	(0)	0	0	0
其他经营活动现金流	1,066	412	33	22	21
经营活动现金流	(780)	(999)	(426)	(204)	151
资本开支	(16)	(39)	(20)	(20)	(20)
投资活动	963	805	(445)	(94)	(98)
其他投资活动现金流	(126)	(43)	0	0	0
投资活动现金流	822	723	(465)	(114)	(118)
负债净变动	43	36	5	5	5
权益净变动	0	934	(12)	1,319	0
其他融资活动现金流	(52)	(39)	2	2	3
融资活动现金流	(9)	931	(5)	1,326	8
汇率收益/损失	0	(4)	(2)	(3)	(3)
年初现金	1,293	1,327	1,978	1,080	2,086
年末现金	1,327	1,978	1,080	2,086	2,124

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(6.150)	(2.798)	(0.609)	(0.057)	0.509
全面摊薄每股收益	(6.150)	(2.798)	(0.609)	(0.057)	0.509
Non-GAAP标准下的每股收益	(1.886)	(1.279)	(0.631)	(0.078)	0.488
每股账面值	(5.888)	16.468	10.896	12.921	13.461
利润率分析(%)					
毛利率	48.2	47.1	42.7	42.7	43.6
EBITDA利润率	(30.7)	(11.0)	(5.2)	(0.5)	3.0
EBIT利润率	(33.3)	(13.0)	(6.5)	(1.5)	2.3
净利率	(53.9)	(22.2)	(5.8)	(0.7)	2.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	48.2	47.1	42.7	42.7	43.6
EBITDA利润率	(15.1)	(9.1)	(5.4)	(0.7)	2.8
经营利润率	(17.8)	(11.1)	(6.7)	(1.7)	2.1
净利率	(16.1)	(9.6)	(5.4)	(0.4)	3.1
盈利能力(%)					
ROA	(25.2)	(13.4)	(4.3)	(0.6)	2.6
ROE	170.8	(48.2)	(5.4)	(0.5)	3.9
ROIC	NA	NA	NA	NA	2.7
其他					
净负债权益比(%)	85.8	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.2	3.4	2.9	3.2	3.0
存货周转天数	61.1	52.9	32.0	30.0	28.0
应收账款周转天数	134.5	144.9	180.0	170.0	155.0
应付账款周转天数	135.5	156.4	135.0	125.5	118.5

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**

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、湖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、山西省安装集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技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，而并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