

Innodata (INOD.US): 大模型时代 “卖铲人”，数据标注乘势而起

Innodata 深耕数据标注，持续受益于 AI 大模型对数据的需求增长，是数据标注行业稀缺上市标的。公司客户聚焦美国大型科技企业，已覆盖“美股七巨头”中的五家，巨头围绕 AI 基建的资本支出扩张或带来增量。公司增长势头强劲，2024 年收入增长 96%，公司预计 2025 年收入增长 40%+。我们首次覆盖 Innodata (INOD.US)，给予“买入”评级，目标价为 55 美元，潜在升幅 44%。

- 深耕数据标注，为大模型提供“燃料”：随着大模型快速迭代，对高质量数据的需求日益增长，公司专注于数据清洗、标注，提供结构化数据支持，助力大模型持续升级。根据 Grand View Research 测算，2023 年全球数据标注和服务市场规模达 140.7 亿美元，预计 2024-2030 年的复合年增长率为 20.3%。目前，市场关于 Innodata 业绩增长预期的分歧主要在于：DeepSeek 大模型如何影响数据标注需求；人工标注是否会被 Scale AI 自动化标注取代。我们认为未来对于高质量的数据需求依然强劲，看好公司前景。
- DeepSeek 大模型如何影响数据需求？目前，DeepSeek 通过蒸馏技术、合成数据等方式一定程度上降低了对通用数据量的需求，但对数据质量提出更高要求。高质量的结构化数据，依然是影响大模型迭代的关键。此外，DeepSeek 大幅降低了模型部署成本，或推动更多垂类大模型的探索。垂类数据带来增量需求，场景更加多元化。除了科技领域，公司正积极拓展如金融、医疗等领域，或进一步打开市场空间。
- 人工标注是否会被 Scale AI 自动化标注取代？相较于全球数据标注行业标杆 Scale AI，Innodata 自动化标注能力仍有较大差距。自动化标注成为行业趋势，但人工标注短期还不能被完全取代，尤其是需要专业知识判断的领域，如医学、法律等。公司在这些领域已率先布局，具备一定行业壁垒。此外，市场整体需求强劲，两者在不同垂直领域存在一定错位竞争，我们预计公司业绩保持快速增长。
- 首予“买入”评级，目标价为 55 美元：我们看好数据标注行业持续受益于大模型推动，市场空间广阔，公司市场份额有望持续提升。首予“买入”评级，给予目标价 55 美元，对应 2025E/2026E 25x/19x P/E。
- 投资风险：行业需求波动；竞争加剧；监管风险；客户集中度风险。

图表 1：盈利预测和财务指标

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	87	170	240	281	307
经营利润	0	24	33	46	58
调整后净利润	3	33	29	40	49
调整后目标 P/E (x)			25.0	18.6	15.1

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 4 月 30 日

Innodata (INOD.US)

买入

目标价 (美元)	55
潜在升幅/降幅	+44%
目前股价 (美元)	38.07
52 周内股价区间 (美元)	5.8-71
总市值 (百万美元)	1,209
近 3 月日均成交额 (百万)	98

注：截至 2025 年 4 月 25 日收盘价

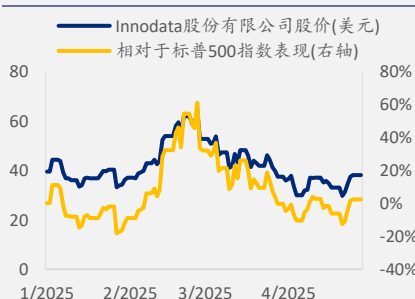
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

Innodata (INOD.US)

目录

- 投资逻辑 4
- 深耕数据标注，为大模型提供“燃料” 5
- 行业趋势：高质量数据需求日益增长 8
 - DeepSeek 大模型如何影响数据标注需求？ 8
 - 人工标注是否会被 Scale AI 自动化标注取代？ 9
- 财务预测 11
- 估值分析与预测 12
- 投资风险 13
- SPDBI 乐观与悲观情景假设 14
- 财务报表 16

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	87	170	240	281	307
收入成本	(55)	(103)	(144)	(166)	(178)
毛利	31	67	96	115	129
销售费用	(31)	(43)	(63)	(69)	(71)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	0	24	33	46	58
利息收入	(0)	0	0	0	0
其他收益	-	-	-	-	-
除税前盈利	0	24	33	47	58
所得税开支	(1)	4	(8)	(12)	(15)
年度盈利	(1)	29	25	35	44
少数股东权益	0	0	0	0	0
本公司权益持有人	(1)	29	25	35	44
调整后净利润	3	33	29	40	49

现金流量表

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(1)	29	25	35	44
折旧与摊销	5	6	6	6	7
营运资金变动	(3)	0	(10)	(6)	(4)
其他非现金调整	5	0	-	-	-
经营活动现金流	6	35	21	36	47
资本性支出	(6)	(8)	(7)	(7)	(7)
投资	0	-	-	-	-
其他投资活动	-	-	-	-	-
投资活动现金流	(5)	(8)	(7)	(7)	(7)
借款	(0)	(1)	-	-	-
股本	3	7	7	8	9
其他融资活动	-	(0)	-	-	-
融资活动现金流	3	6	7	8	9
汇兑收益及其他	0	(0)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	4	33	22	37	48
期初的现金及现金等价物	10	14	47	69	105
期末的现金及现金等价物	14	47	69	105	154

资产负债表

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
固定资产	2	4	4	4	5
无形资产	16	15	16	16	17
投资	-	-	-	-	-
其他非流动资产	9	13	13	13	13
非流动资产合计	27	32	33	34	34
应收账款	14	28	39	46	50
投资	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	14	47	69	105	154
其他流动资产	4	6	6	6	6
流动资产合计	32	81	114	158	210
资产总额	59	113	147	191	245
权益总额	25	63	96	139	191
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	12	11	11	11	11
非流动负债合计	12	11	11	11	11
应付账款	3	5	6	7	8
借款	-	-	-	-	-
其他流动负债	20	35	35	35	35
流动负债合计	23	40	41	42	43
负债总额	34	50	52	53	53
权益及负债总额	59	113	147	191	245

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
盈利增速					
营业收入增速	9.8%	96.4%	41.0%	16.8%	9.4%
毛利润增速	13.9%	114.3%	43.3%	19.7%	12.1%
经营利润增速	NM	7552.8%	35.9%	40.3%	25.7%
净利润增速	-92.6%	NM	-13.1%	40.1%	25.6%
调整后净利润增速	NM	947.1%	-10.3%	35.5%	23.5%
盈利能力比率					
毛利率	36.1%	39.3%	40.0%	41.0%	42.0%
经营利润率	0.4%	14.3%	13.8%	16.5%	19.0%
净利率	-1.0%	16.8%	10.4%	12.4%	14.3%
调整后净利率	3.6%	19.2%	12.2%	14.1%	16.0%
每股指标 (美元)					
EPS	0.0	0.9	0.7	1.0	1.3
调整后EPS	0.4	1.1	2.2	3.0	3.6
估值 (倍)					
调整后目标P/E			25.0	18.6	15.1
目标P/S			6.9	5.9	5.4

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

Innodata (INOD.US): 大模型时代“卖铲人”，数据标注乘势而起

投资逻辑

Innodata 深耕数据标注，持续受益于 AI 大模型对高质量数据的需求增长，是数据标注行业稀缺上市标的，我们看好公司前景，主要基于：

一、随着大模型数据需求提升，公司或将受益于行业的高速增长：公司专注于数据清洗、标注，提供结构化数据支持。随着大模型快速迭代，对高质量数据的需求日益增长，公司有望受益于数据标注和服务市场的高速增长。根据 Grand View Research 测算，2023 年全球数据标注和服务市场规模达 140.7 亿美元，预计 2024-2030 年的复合年增长率为 20.3%。

二、科技巨头资本开支扩张带来增量，公司收入增长强劲：公司客户聚焦美国大型科技企业，已覆盖“美股七巨头”中的五家。科技巨头围绕 AI 基建的资本支出扩张或带来增量。公司增长势头强劲，2024 年收入增长 96%，公司预计 2025 年收入增长 40%+。

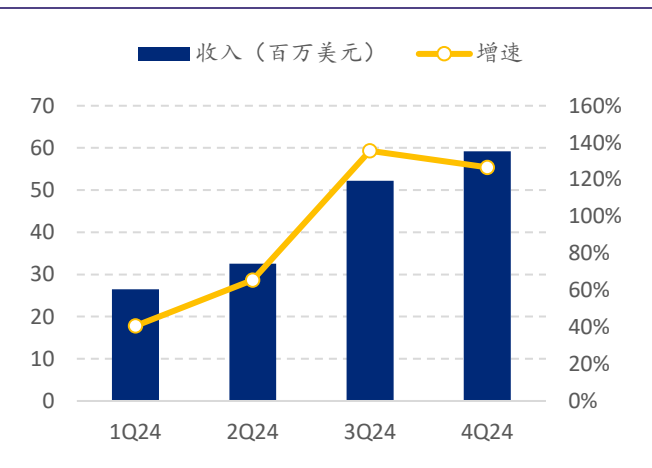
三、市场潜力巨大，估值有很大改善空间：目前，市场关于 Innodata 业绩增长预期的分歧主要在于：1) DeepSeek 大模型如何影响数据标注需求；2) 人工标注是否会被 Scale AI 取代。我们认为高质量的结构化数据，依然是影响大模型迭代的关键，需求日益增长。DeepSeek 大幅降低了模型部署和运行成本，或推动更多垂类大模型的探索。垂类数据带来增量需求，场景更加多元化。除科技领域，公司正积极拓展如金融、医疗等领域，有望进一步打开市场空间。此外，相较于全球数据标注行业标杆 Scale AI，Innodata 自动化标注能力仍有较大差距，Innodata 正加紧布局，提升自动化程度。自动化标注成为行业趋势，但人工标注短期还不能被完全取代，尤其是需要专业知识判断的领域，如医学、法律等。这些领域公司已率先布局，具备一定行业壁垒。考虑到市场整体需求强劲，以及两者在不同垂直领域存在一定错位竞争，我们看好公司业绩前景。

投资风险：首先，公司最大客户收入占比 48%，存在一定的客户集中度风险；其次，公司仍然是基于传统的人力外包的数据标注企业，自动化水平相较于 Scale AI 仍有较大差距，技术优势较弱；最后，公司当前收入体量较小，单一订单的新增或流失会对公司收入增幅或降幅带来较大波动。

深耕数据标注，为大模型提供“燃料”

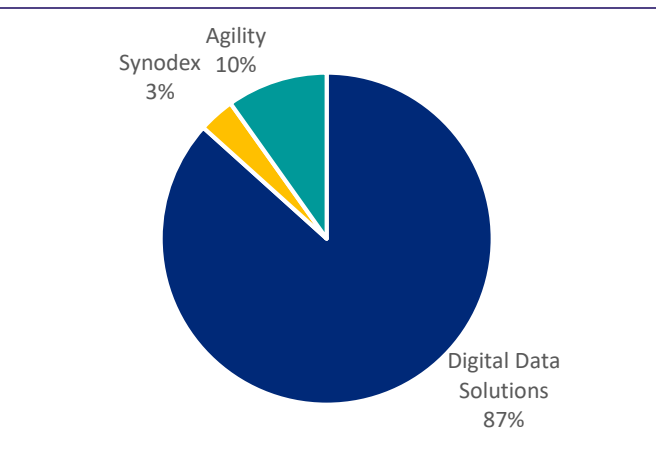
深耕数据训练解决方案，为 AI 提供“燃料”。Innodata 定位于 AI 数据工程领域，提供 AI 训练数据解决方案，包括数据采集、标注等。AI 数据服务被称为“AI 时代的石油”，直接受益于全球科技巨头在 AI 基础设施领域的巨额投入。公司业务包括 Digital Data Solutions (DDS)、Synodex 以及 Agility 三大板块，分别聚焦于数据工程、医疗数据处理和公关媒体监测领域，为客户提供多样化的数据相关服务。

图表 2: Innodata 收入增长强劲 (1Q24-4Q24)



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3: Innodata 分部业务收入占比 (4Q24)



资料来源：公司资料、浦银国际

Digital Data Solutions (DDS): DDS 是公司的收入支柱，贡献约 87% 收入 (4Q24)。DDS 专注于提供高质量数据采集和标注服务，进行数据转换、清理和合规处理等工作，将非结构化数据处理成可用于 AI 分析的结构化数据。

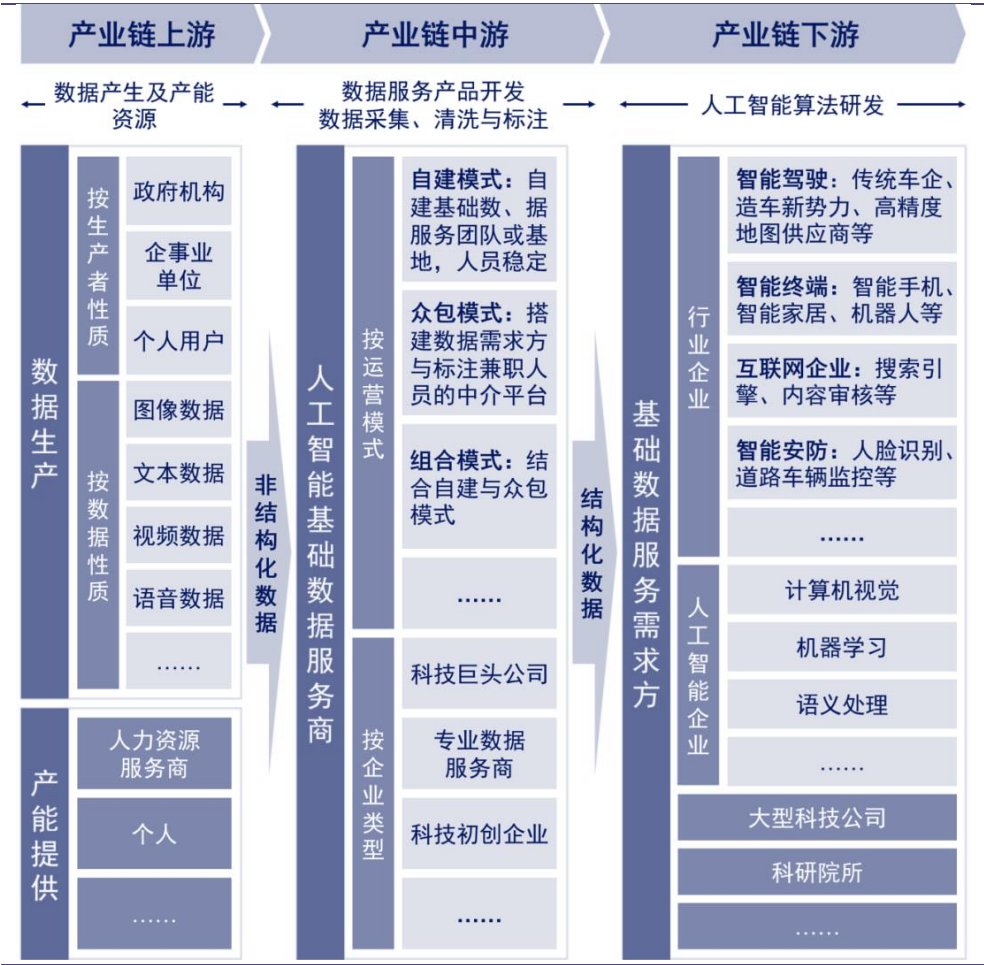
Synodex: 收入占比约 3% (4Q24)，主要服务于医疗信息领域，利用其专有数据模型或客户数据模型将医疗记录转换为可用数据。

Agility: 收入占比约 10% (4Q24)，为营销传播和公共关系专业人员提供向记者和社交媒体影响者定位和分发内容的机会；监控和分析全球新闻渠道，例如印刷品、网络、电视以及社交媒体渠道。

AI 大模型推动数据需求爆发。随着人工智能技术的快速发展，对高质量数据的需求日益增长。根据 IDC 预测，2024 年全球产生约 160ZB 的数据量，其中大部分为非结构化数据。只有将这些数据转换为机器能够识别和学习的结构化数据格式，数据价值才能得到充分发挥，进而推动大模型的持续更新迭代。**Innodata 专注于收集、清洗和组织原始数据，为 AI 模型训练提供关键支持，处于行业的重要环节，有望受益于行业的持续增长。**根据 Grand View Research 报告测算，2023 年全球数据标注和服务市场规模达 140.7 亿美元，预计 2024-2030 年的复合年增长率为 20.3%。其中，美国市场规模达 42 亿美元，全球占比近 30%，我们测算公司市占率约 5%。公司业绩增长强劲，2024 年收入同比增长 96%，公司预计 2025 年收入增长 40%+，增速远高于行业，预计市场份额将持续提升。

训练数据属于人工智能产业链的基础层，是基础生产要素。训练数据生产过程主要包括四个环节：设计（训练数据集结构设计）、采集（获取原料数据）、加工（数据标注）及质检（各环节数据质量、加工质量检测），通过设计训练数据集结构、组织原料数据采集、对取得的原料数据进行加工，最终形成可供算法模型训练使用的专业数据集。

图表 4: 人工智能基础数据服务产业链



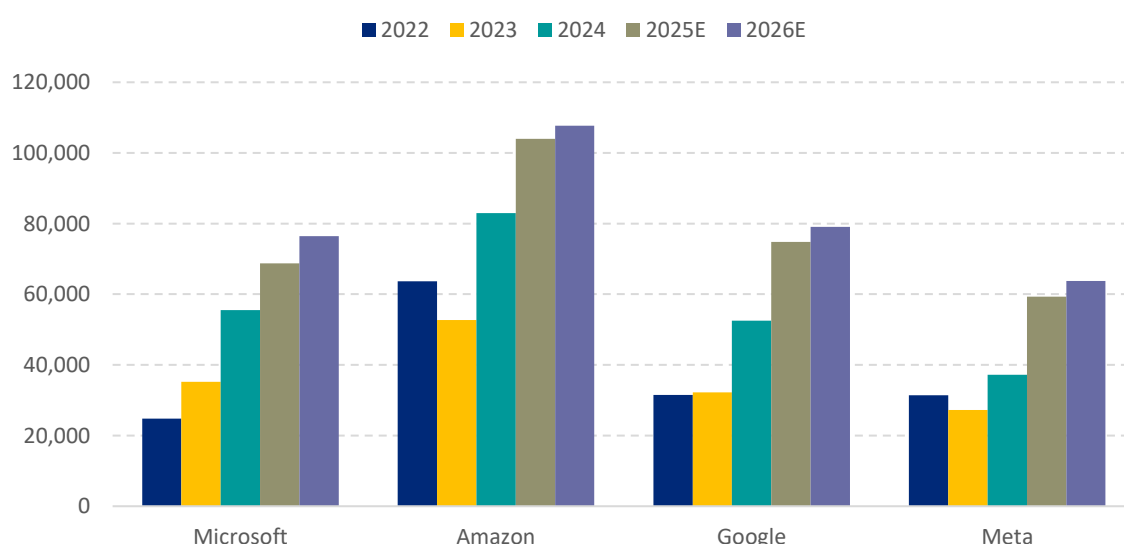
资料来源：普华永道、浦银国际

数据标注借助特定软件以人工的方式将图片、语音、文本、视频等数据内容打上特征标签，使计算机通过大量学习这些带有特征标签的数据，最终具备自主识别特征的一种行为。根据 Cognilytica 研究数据，在 AI 项目中，对数据相关的处理过程可占据超过 80%的时间，其中数据标注环节的耗时占比可达 25%。

从市场供给来看，数据标注包括企业自建以及第三方服务商。基础数据服务虽然处于行业领域的最上游，但偏劳动密集型，所以很多科技巨头及大模型企业出于成本以及规模化效益考虑，会选择第三方外包。第三方公司具备规模经济优势，能提供相对低成本、高效率的标注服务，还拥有丰富的标注经验和专业的标注人员，能够满足不同行业、不同类型数据的标注需求。客户自建团队主要解决其自身的部分数据需求，如敏感数据等。

Innodata 客户集中在大型科技企业，受益于巨头 AI 资本支出扩张。目前，公司收入主要来自八大核心客户，其中包括美国七大科技股中的五家，以及还有另外三家大型科技公司。当前，AI “军备竞赛” 火热，全球科技巨头围绕 AI 基础设施的投入持续飙升，或为公司业务带来增量。目前公司最大客户（“七巨头” 之一）收入占比约 48%。根据 4Q24 财报显示，该最大客户授予 Innodata 价值约 2,400 万美元的额外合同，从而 Innodata 来自该客户的总年化运营收入达到约 1.35 亿美元。除了该最大客户之外，Innodata 来自另外七家大型科技公司客户的收入，在 4Q24 环比增长了 159%，目前正开展多项试点项目。同时，我们仍需警惕公司客户集中度风险。

图表 5：美国科技巨头资本支出持续扩张（百万美元）



E=Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

行业趋势：高质量数据需求日益增长

● DeepSeek 大模型如何影响数据标注需求？

DeepSeek 一定程度上降低通用数据量的需求：传统模型训练往往依赖海量数据，而 DeepSeek 通过强化学习自动筛选高价值推理数据，使训练数据量需求从千亿级降至百亿级。采用的数据蒸馏技术能从大量数据中提炼关键信息，一定程度上降低了对通用数据量的需求。DeepSeek 在推理数据的利用上更加高效，通过合成数据等方式提升了推理效率和效果。

应用层公司私有化部署大模型会带来额外的数据标注需求。随着 DeepSeek 带来的模型部署和运行的成本大幅降低，会有越来越多应用层的公司部署自己的大模型，这也会带来额外的数据标注需求。而从数据供给侧来看，通用数据的供给已接近饱和，垂类数据将是未来 AI 模型差异化的关键，场景更加多元化。除了科技领域，金融、医疗、零售等行业对定制化 AI 模型的需求日益增加。公司正积极拓展这些垂直领域，有望进一步打开市场空间。

DeepSeek 对于数据质量要求更高：DeepSeek 虽然降低了通用数据量的需求，但对数据质量提出更高要求，高质量的精标数据仍然需求强劲。高质量的结构化数据和精准标注，能让模型学习到更有效的特征，提升训练效果。医疗、金融、语言、法律等领域对于数据标注的专业度要求更高，Innodata 已率先布局，存在一定行业壁垒。因此，长期来看，高质量的精标数据产品越来越受到欢迎，专业化、场景化或将成为行业趋势。

● 人工标注是否会被 Scale AI 自动化标注取代？

Scale AI 引领行业变革，自动化数据标注是行业趋势：Scale AI，作为全球 AI 独角兽之一，是数据标注行业的标杆，暂未上市，当前估值约 250 亿美元。Scale AI 通过 AI 算法辅助标注，使用自动化系统完成大部分标记和识别工作并且推出快速数据标注服务，其自动化标注工具效率可提升 10 倍。此外，AI 标注还能确保标注的一致性和准确性，减少因人工主观因素造成的失误。通过 AI 变革，Scale AI 发展迅速，业绩和估值高速增长。

劳动密集型、行业门槛低是传统数据标注业的特点，从长期来看，自动化数据标注和数据生产智能化将成为数据标注服务商的核心竞争力。自动化标注的核心是提高人机协作效率，在保证数据质量的前提下，提高数据处理效率，进而降低成本。相较于 Scale AI，Innodata 在自动化标注的能力仍有较大差距，目前主要依赖于传统人力外包的数据标注，这也导致两者估值倍数的差异。Innodata 也在加紧布局自动化标注。但考虑到目前市场整体需求强劲，以及两者在不同垂直领域存在一定的错位竞争，我们仍然看好 Innodata 的业绩前景。

图表 6：Innodata vs Scale AI

	Scale AI	Innodata
业务模式	早期为自动驾驶公司提供数据标注外包服务，后与 OpenAI 等合作，转型为以数据标注和治理为核心的 AI 基础设施公司，借助企业级数据平台，为政企客户提供从 AI 数据治理到生成式 AI 应用的全流程服务	作为国际数据工程公司，业务更侧重为 AI 项目提供多领域数据和专业知识。其 DDS 部门提供 AI 数据服务，涵盖数据收集、标注、算法训练，还有数据管理、合规等支持服务。此外，还涉足内容复杂的多元行业，如法律、医疗和金融，擅长处理法律文档、医疗记录等特定领域数据集
技术能力	是技术驱动型企业，在传统人力数据标注基础上，借助机器学习模型优化产能和效率，实现数据标注半自动化甚至部分全自动化。其软件能通过算法自动、快速甄别物体，初筛图片再经外包团队二次筛查和标注	技术投入相对较少，自动化标注能力仍有待提高，主要依靠传统的专家网络结合东南亚低价外包的人力方式进行数据标注
核心客户	客户包括 Waymo、Toyota、Lyft、OpenAI 等，在自动驾驶和高科技领域积累了丰富的经验和客户资源	与“七大科技巨头”中的五家建立合作，还与一家知名大模型公司、一家知名社交媒体和一家知名软件供应商有业务往来，主要客户集中在大型科技企业
财务状况	2024 全年 ARR 预计在 12 - 14 亿美元。因大量技术和营销投入，目前处于亏损状态。2025 年 4 月，估值约 250 亿美元	2024 年收入达 1.7 亿美元。规模小、技术投入少，2024 年调整后净利率约 20%。截至 2025 年 4 月 25 日，市值为 12 亿美元

资料来源：公司官网、浦银国际整理

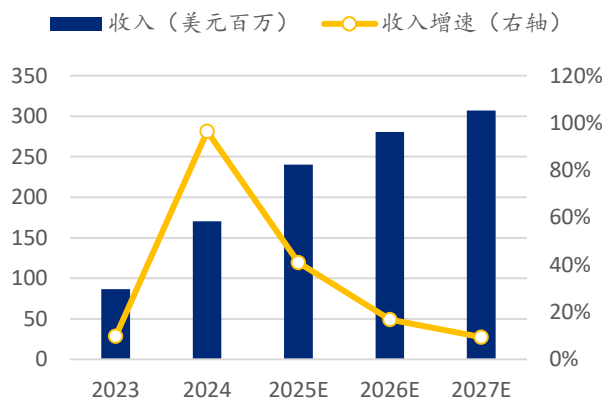


人工标注仍有不可替代的特点：据智研咨询报告，从标注比例来看，机器标注和人工标注的比例约为 3:7，这主要是由于数据标注的复杂性和多样性。自动化标注技术在现阶段还存在一定的局限性，如对某些类型的数据的识别准确率不高、对复杂场景的处理能力有限等。对于一些需要专业知识判断的标注任务，如医学影像标注、法律文本标注等，人工标注能做出更准确、合理的标注，这也是 Innodata 深耕的重点行业，具备一定竞争优势。人工标注员可以根据实际情况进行灵活判断，处理模糊或不确定的信息，这是当前 AI 技术难以企及的。自动化让数据标注变得更快，人工标注使得数据质量更高，尤其是复杂数据。

未来格局或形成共存模式：随着自动化标注技术不断进步，AI 数据标注的占比或将持续提升，未来将承担更多标准化、规模化的标注任务。而人工标注将更加聚焦于需要深度思考和复杂判断的任务，与自动化标注形成互补。项目可能会先由 AI 进行初步标注，然后人工进行审核和修正，结合两者的优势，提高标注质量和效率。

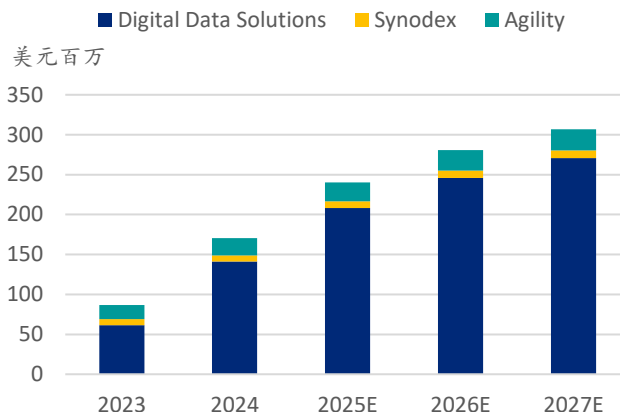
财务预测

图表 7: Innodata 收入预测



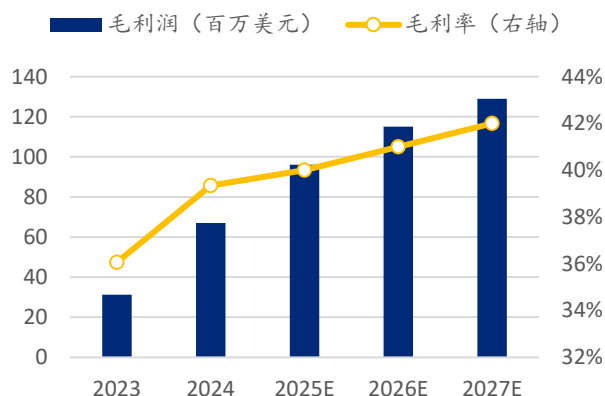
E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

图表 8: Innodata 分部业务收入占比预测



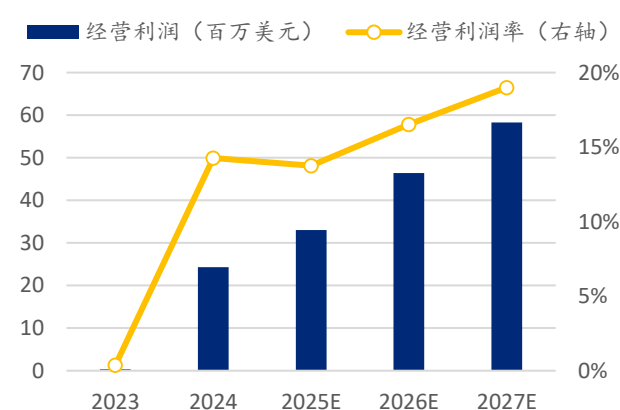
E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

图表 9: Innodata 毛利润预测



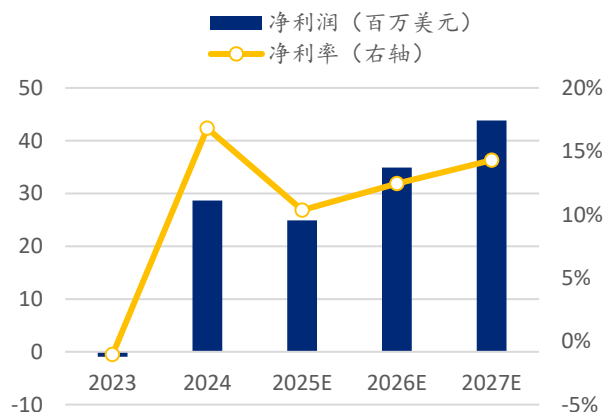
E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

图表 10: Innodata 经营利润预测



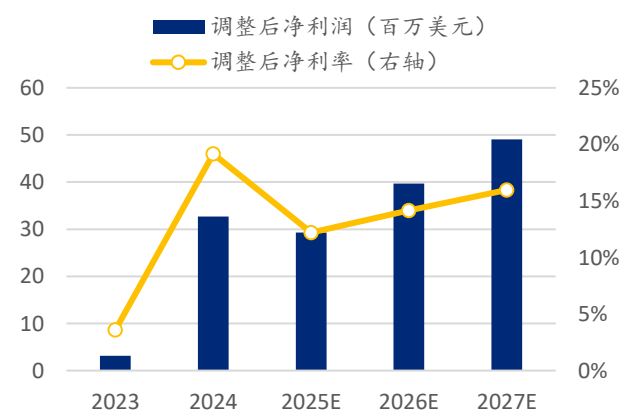
E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

图表 11: Innodata 净利润预测



E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

图表 12: Innodata 调整后净利润预测



E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

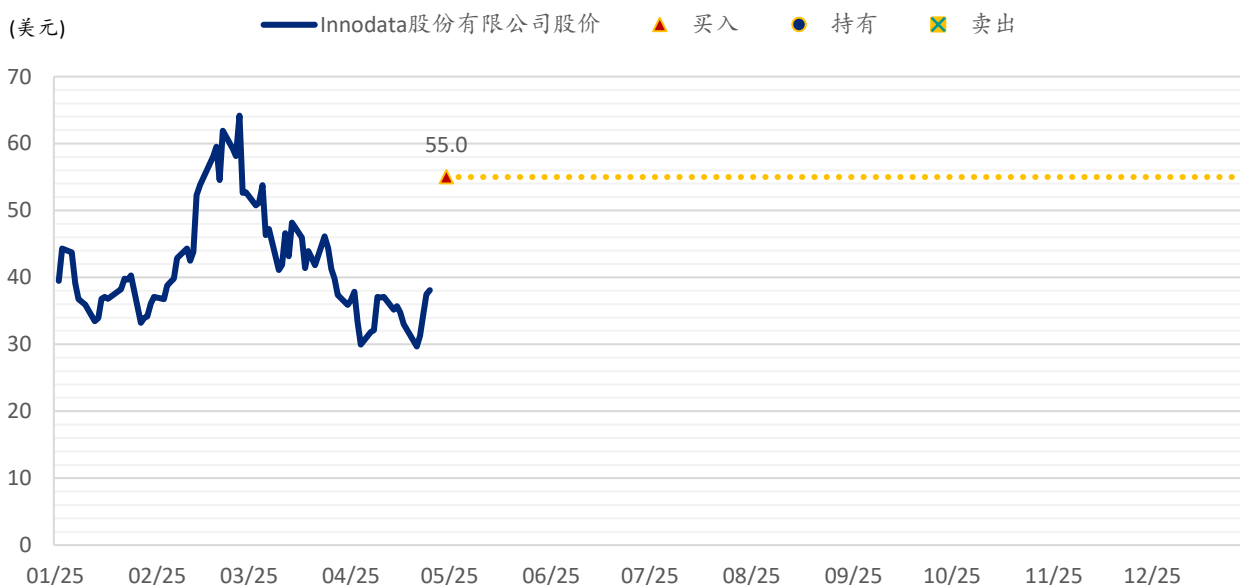
估值分析与预测

首予“买入”评级，目标价 55 美元

我们看好数据标注行业持续受益于 AI 大模型推动，市场空间广阔。公司客户聚焦大型科技企业，科技巨头围绕 AI 基建的资本支出扩张或为带来增量。公司增长势头强劲，增速远高于大盘，我们测算目前公司市占率约 5%，市场份额有望持续提升。Innodata 是行业中的稀缺上市标的，首予“买入”评级，给予目标价 55 美元，对应 2025E/2026E 25x/19x P/E。

我们参照 Scale AI 的估值来看，根据彭博社消息，Scale AI 预计 2025 年收入将达到 20 亿美元，当前（2025 年 4 月）估值约 250 亿美元，对应 2025 年市销率约 12.5x。Innodata 目标价 55 美元，对应 2025 年市销率约 6.9x，折价近 50%。考虑到两者在 AI 标注技术上的差异，我们认为属合理范围。

图表 13：浦银国际目标价：Innodata (INOD.US)



注：截至 2025 年 4 月 25 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

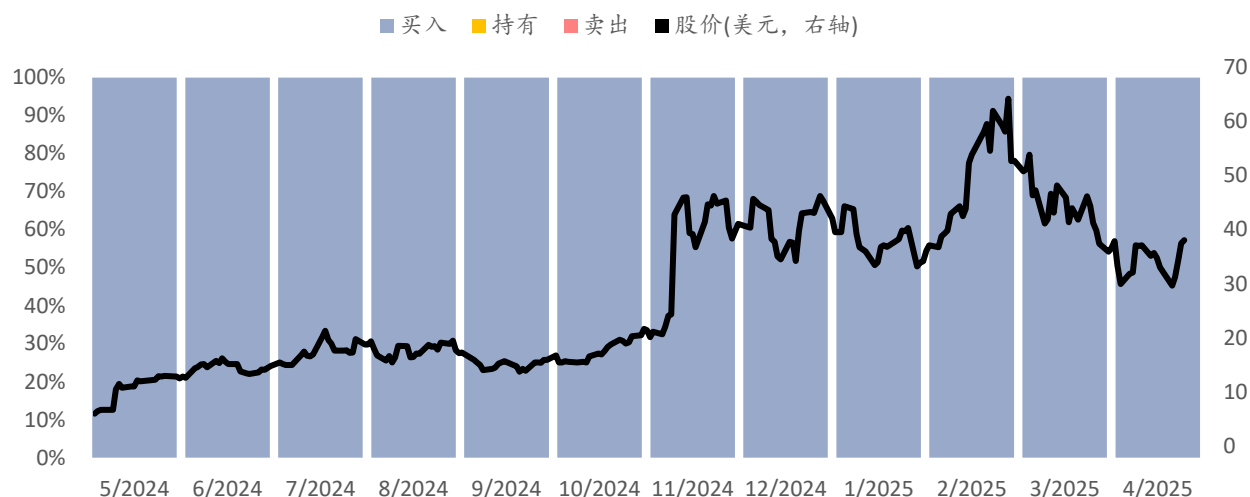


投资风险

- 若大模型不断更新迭代，对于训练数据的需求陷入瓶颈，或影响公司的业务；
- 行业竞争加剧，市场玩家众多，可能会加剧市场竞争，公司的市场份额或受到影响；
- 若关于数据标注的行业监管趋严，或影响公司的业务拓展；
- 公司存在一定的客户集中度风险，客户变动或影响公司的业务收入。

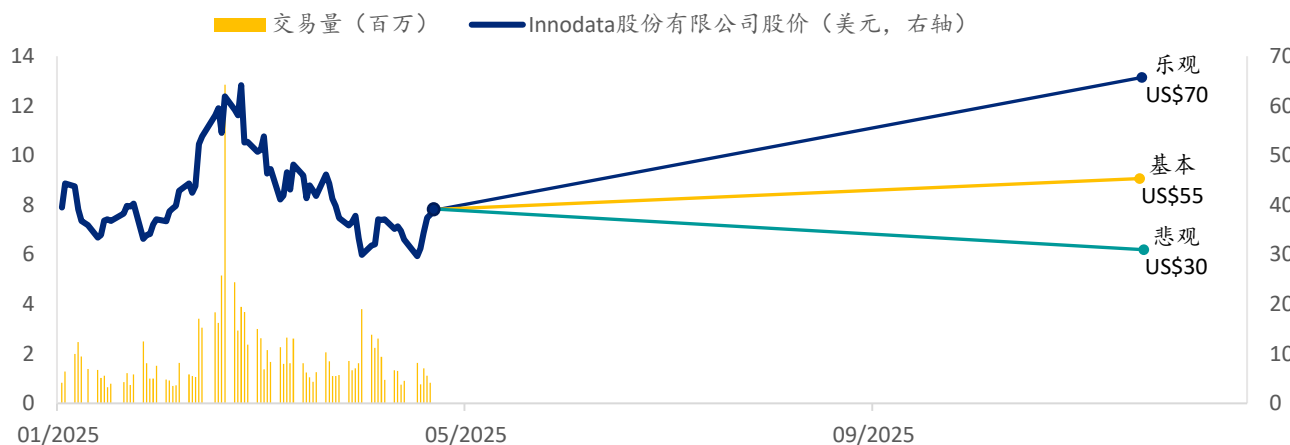
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 14：市场普遍预期：Innodata (INOD.US)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 15：SPDBI 情景假设：Innodata (INOD.US)



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：70 美元

- 若客户订单持续提升，推动 2025 年收入同比增长高于 60%，好于公司指引；
- 若公司成本优化显著，毛利率提升至 45%。

悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：30 美元

- 若客户订单低迷，导致 2025 年收入同比增长低于 20%，不及公司指引；
- 若公司成本管控不力，毛利率下滑至 35%。

资料来源：浦银国际预测

图表 16：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	102.50	买入	136.00	9/4/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	99.37	买入	139.00	9/4/2025	电商
9618 HK Equity	京东	137.60	买入	217.00	7/3/2025	电商
JD US Equity	京东	33.02	买入	56.00	7/3/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	93.98	持有	125.00	21/3/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	12.71	持有	14.00	9/4/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	11.02	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.40	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.20	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	440.40	买入	700.00	20/3/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	91.37	买入	118.00	24/2/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	145.30	买入	184.00	24/2/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	123.90	买入	150.00	8/4/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	14.88	买入	19.00	8/4/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	9.79	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	29.95	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	3.16	买入	4.20	9/4/2025	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	0.77	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	2.92	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	6.06	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	140.60	买入	200.00	24/3/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	45.95	买入	70.00	26/3/2025	短视频
780 HK Equity	同程旅行	19.78	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.47	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	36.40	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	13.10	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	10.94	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.56	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.08	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	105.57	买入	165.00	5/3/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	16.75	买入	33.00	24/2/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	354.56	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	235.28	买入	535.00	13/2/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	170.66	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	144.70	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	146.58	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	510.45	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	293.27	买入	380.00	4/3/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	518.35	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	11.98	买入	18.00	19/3/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	51.00	买入	70.00	19/3/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	134.00	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	38.07	买入	55.00	30/4/2025	软件

注：收盘价截至 2025 年 4 月 25 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表

图表 17: 损益表: Innodata (INOD.US)

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
损益表					
收入	87	170	240	281	307
收入成本	(55)	(103)	(144)	(166)	(178)
毛利	31	67	96	115	129
销售费用	(31)	(43)	(63)	(69)	(71)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	0	24	33	46	58
利息收入	(0)	0	0	0	0
其他收益	-	-	-	-	-
除税前盈利	0	24	33	47	58
所得税开支	(1)	4	(8)	(12)	(15)
年度盈利	(1)	29	25	35	44
少数股东权益	0	0	0	0	0
本公司权益持有人	(1)	29	25	35	44
调整后净利润	3	33	29	40	49

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

图表 18：资产负债表：Innodata (INOD.US)

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表					
固定资产	2	4	4	4	5
无形资产	16	15	16	16	17
投资	-	-	-	-	-
其他非流动资产	9	13	13	13	13
非流动资产合计	27	32	33	34	34
应收账款	14	28	39	46	50
投资	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	14	47	69	105	154
其他流动资产	4	6	6	6	6
流动资产合计	32	81	114	158	210
资产总额	59	113	147	191	245
权益总额	25	63	96	139	191
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	12	11	11	11	11
非流动负债合计	12	11	11	11	11
应付账款	3	5	6	7	8
借款	-	-	-	-	-
其他流动负债	20	35	35	35	35
流动负债合计	23	40	41	42	43
负债总额	34	50	52	53	53
权益及负债总额	59	113	147	191	245

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 19：现金流量表：Innodata (INOD.US)

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表					
净利润	(1)	29	25	35	44
折旧与摊销	5	6	6	6	7
营运资金变动	(3)	0	(10)	(6)	(4)
其他非现金调整	5	0	-	-	-
经营活动现金流	6	35	21	36	47
资本性支出	(6)	(8)	(7)	(7)	(7)
投资	0	-	-	-	-
其他投资活动	-	-	-	-	-
投资活动现金流	(5)	(8)	(7)	(7)	(7)
借款	(0)	(1)	-	-	-
股本	3	7	7	8	9
其他融资活动	-	(0)	-	-	-
融资活动现金流	3	6	7	8	9
汇兑收益及其他	0	(0)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	4	33	22	37	48
期初的现金及现金等价物	10	14	47	69	105
期末的现金及现金等价物	14	47	69	105	154

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

