交银国际研究

公司更新

互联网

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 47.45	港元 64.00	+34.9%

2025 年 5 月 22 日

第四范式 (6682 HK)

1 季度核心先知 AI 平台加速增长，费用优化或拉动 2025 年实现盈利

- **1 季度收入增长加速。**第四范式 2024 年收入 52.6 亿元（人民币，下同），同比增 25%，符合预期，2025 年 1 季度收入同比加速增长 30%至 10.8 亿元，其中先知 AI 平台/SHIFT 智能解决方案/式说 AIGS 服务收入分别同比+61%/-15%/-22%，先知 AI 平台仍贡献主要收入增量，占收比同/环比提升 14.1/1.1 个百分点至 74.8%。

- **AI agent 需求增长、产品迭代升级、多元化行业拓展共同推动先知 AI 平台稳定增长。**1）高性能、低成本的开源大模型 DeepSeek 驱动行业进入推理周期，加速 AI agent 行业应用落地，促进软件行业付费意愿提升。2）产品持续迭代升级，深入赋能企业智能化转型。1 季度，先知平台进一步升级，集成 150+主流大模型、AI agent 全流程开发平台及丰富的 AI 应用矩阵。软件定义算力方面，升级 SageOne IA 一体机解决方案，提升 GPU 利用率 30%+、提升推理性能 5-10 倍。3）强化生态伙伴体系建设，打造标杆客户推进行业多元化拓展。1 季度，除继续深耕金融、能源电力、交通运输、运营商等优势领域外，公司进一步提升制造、医疗、零售等行业渗透，标杆用户同比增 5 个至 59 个，标杆用户平均收入同比增 31%至 1167 万元。另外公司与高频企业软件合作推出 AI 一体化解决方案，拓展客户覆盖。

- **毛利率平稳，费用优化持续。**1 季度毛利率 41.2%，同比持平，或意味着硬件占比相对持稳。费用侧优化持续，2024 下半年营销/管理/研发费用率分别环比优化 3.3/2.6/6.7 个百分点，1 季度研发费用率进一步优化 4.7 个百分点，受益于费用管控、规模效应及资源使用效率提升。

- **展望及估值。**我们基于快于预期的费用优化，小幅调整 2025 年利润预期，预计 2025 全年扭亏为盈，经调整归母净利润 1,300 万元。公司现价对应 2025 年市销率 3.2 倍，低于上市以来平均市销率水平。基于 2025 年市销率 4.5 倍，及我们的收入预测 65.7 亿元，维持目标价 64 港元，较现价上涨空间 35%，维持**买入**。看好 AI agent 需求增长背景下，公司基于“AI agent+世界模型”战略的长期增长潜力。关注全新消费电子业务板块基于端侧 AI 的软硬件一体解决方案业务进展。

财务数据一览

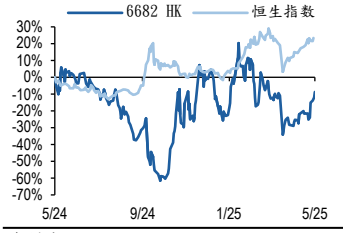
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	4,204	5,261	6,567	8,161	9,982
同比增长(%)	36.4	25.1	24.8	24.3	22.3
净利润(百万人民币)	(404)	(265)	13	260	519
每股盈利(人民币)	(1.28)	(0.63)	0.01	0.51	1.03
同比增长(%)	-32.2	-50.9	-100.9	8,406.1	104.1
前EPS预测值(人民币)			(0.08)	0.49	
调整幅度(%)			-107.7	3.6	
市盈率(倍)	ns	ns	7,343.1	86.3	42.3
每股账面净值(人民币)	16.47	10.87	13.25	14.11	15.52
市账率(倍)	2.65	4.02	3.30	3.09	2.81

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)	62.55
52周低位(港元)	20.05
市值(百万港元)	12,650.64
日均成交量(百万)	7.00
年初至今变化(%)	(6.87)
200天平均价(港元)	45.45

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

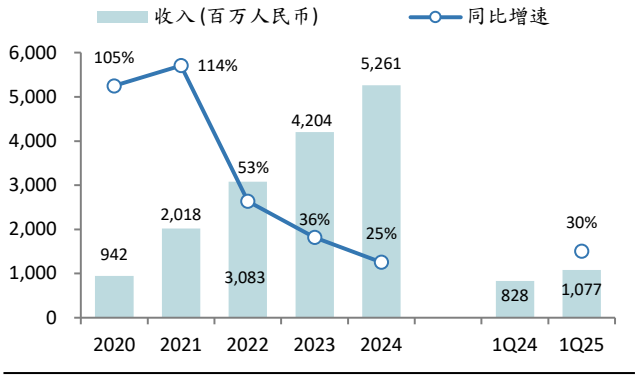
赵丽, CFA
zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

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

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

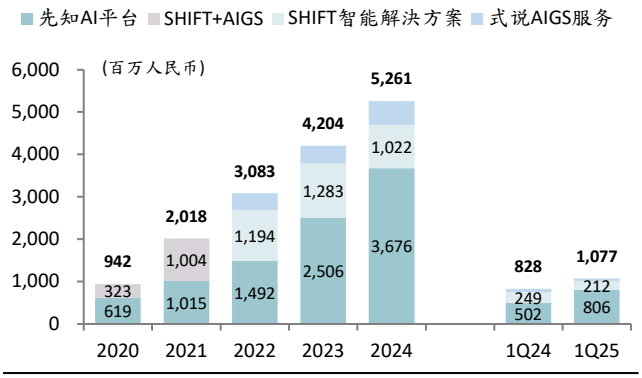
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

图表 1：2024 年总收入同比增 25%，2025 年 1 季度增 30%



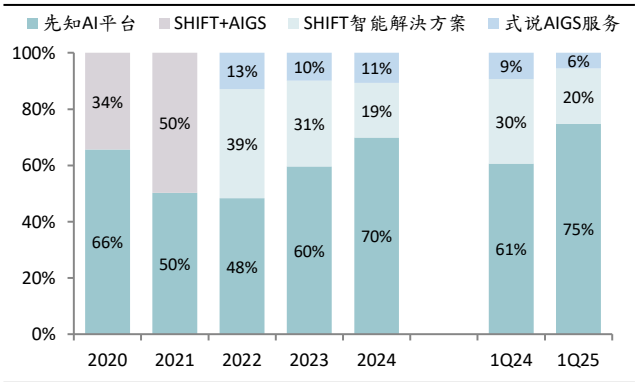
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：收入结构：先知 AI 平台收入持续贡献公司主要收入增量



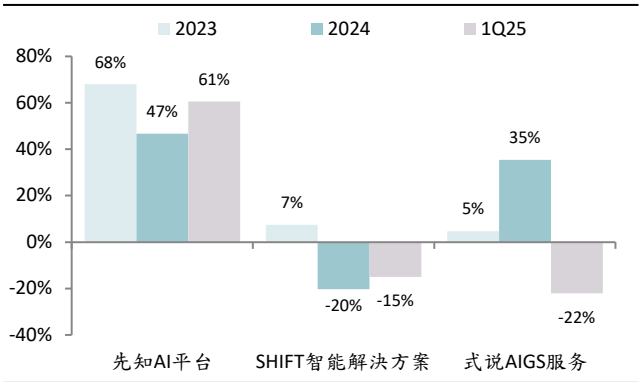
资料来源：公司资料，交银国际预测
**2023 年起将 SHIFT 和 AIGS 业务收入进行分拆，并追溯至 2022 年*

图表 3：2024 年先知 AI 平台收入占比预计达 70% ，2025 年 1 季度达 75%



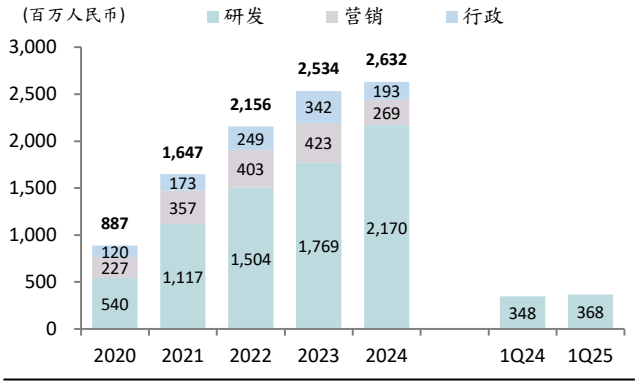
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：2025 年 1 季度先知 AI 平台增长加速



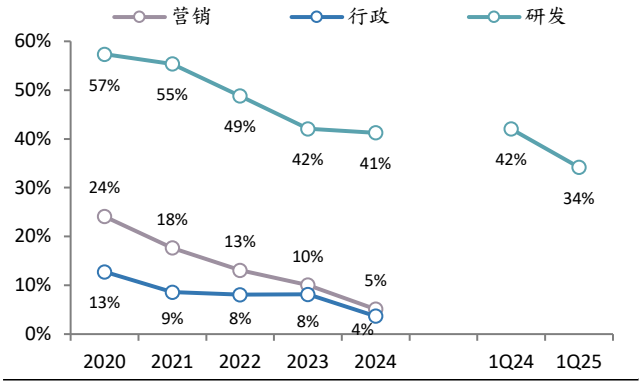
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5：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 6：运营费率优化趋势持续



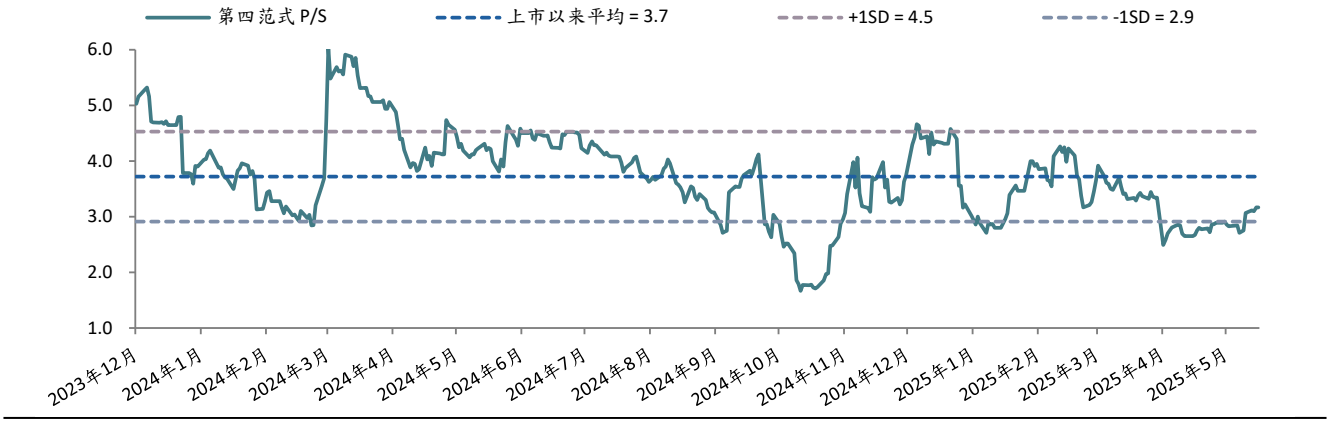
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 7：损益表预测

年结 12 月 31 日 （百万人民币）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	**3,083**	**4,204**	**5,261**	**6,567**	**8,161**	**9,982**
同比	*53%*	*36%*	*25%*	*25%*	*24%*	*22%*
彭博一致预期				*6,549*	*8,049*	*10,239*
收入拆分						
先知 AI 平台	1,492	2,506	3,676	4,926	6,305	7,881
SHIFT 智能解决方案	1,194	1,283	1,022	1,022	1,176	1,352
式说 AIGS 服务	397	416	563	619	681	749
销售成本	(1,596)	(2,225)	(3,016)	(3,754)	(4,594)	(5,575)
毛利	**1,487**	**1,980**	**2,245**	**2,813**	**3,567**	**4,406**
毛利率	*48%*	*47%*	*43%*	*43%*	*44%*	*44%*
销售及营销开支	(412)	(423)	(269)	(322)	(384)	(455)
一般及行政开支	(528)	(342)	(193)	(259)	(270)	(297)
研发开支	(1,650)	(1,769)	(2,170)	(2,216)	(2,644)	(3,119)
其他收益/（亏损）	77	9	32	(65)	(68)	(70)
经营利润/（亏损）	**(1,026)**	**(545)**	**(355)**	**(50)**	**201**	**465**
经营利润率	*-33%*	*-13%*	*-7%*	*-1%*	*2%*	*5%*
投资亏损	(3)	(2)	19	-	-	-
财务收入	46	54	52	53	54	55
财务费用	(682)	(438)	(6)	-	-	-
除所得税前利润/（亏损）	**(1,665)**	**(931)**	**(290)**	**3**	**255**	**521**
年度利润/（亏损）	**(1,653)**	**(921)**	**(296)**	**3**	**250**	**509**
非控股权益	(9)	(12)	(27)	(10)	(10)	(10)
归母利润/（亏损）	(1,645)	(909)	(269)	13	260	519
经调整经营费用占收比						
销售及营销开支	*13%*	*10%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*
一般及行政开支	*8%*	*8%*	*4%*	*4%*	*3%*	*3%*
研发开支	*49%*	*42%*	*41%*	*34%*	*32%*	*31%*
经调整经营利润/（亏损）	**(548)**	**(465)**	**(387)**	**15**	**269**	**535**
经调整经营利率	*-18%*	*-11%*	*-7%*	*0%*	*3%*	*5%*
经调整归母净利润/（亏损）	**(496)**	**(404)**	**(265)**	**13**	**260**	**519**
经调整净利率	*-16%*	*-10%*	*-6%*	*0%*	*3%*	*5%*
彭博一致预期				*7*	*211*	*468*

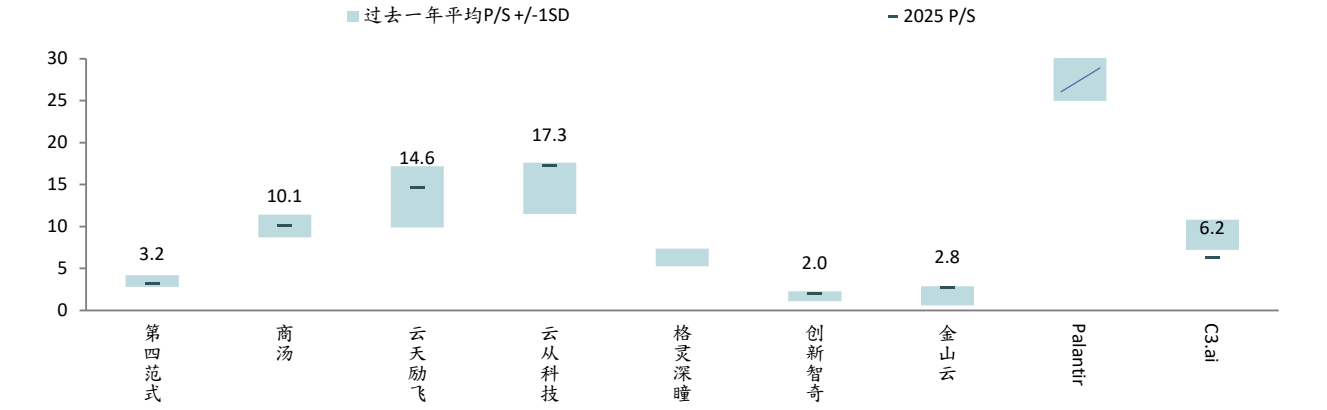
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 8： 第四范式上市以来平均远期市销率为 3.7 倍



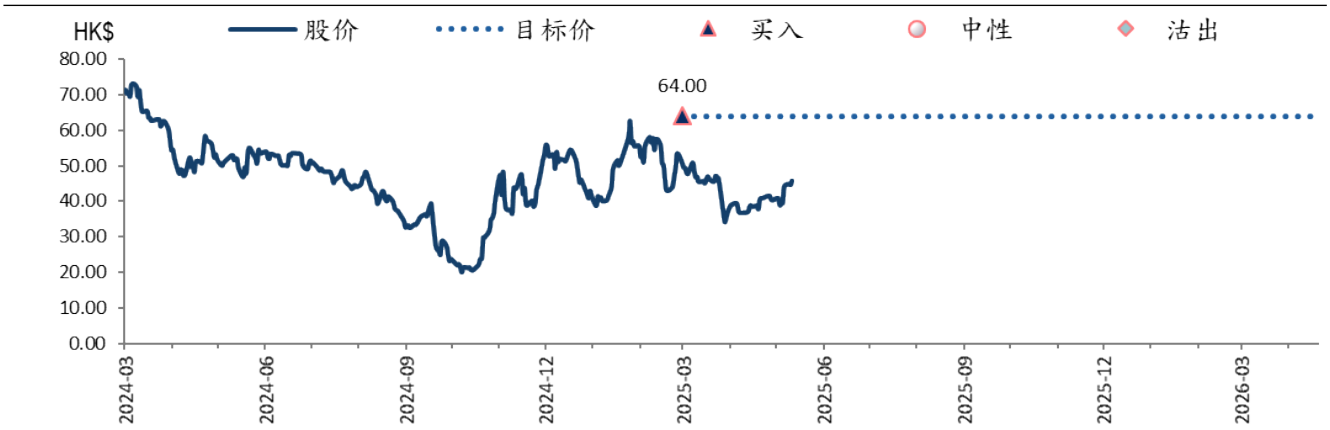
*资料来源：彭博，交银国际 * 截至 2025 年 5 月 21 日*

图表 9：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 25-61 倍，2025 年市销率为 73 倍 * 股价截至 2025 年 5 月 21 日*

图表 10：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 11：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
BIDU US	百度	买入	85.48	99.00	15.8%	2025 年 05 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.71	2.10	22.8%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	48.85	64.00	31.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	43.15	60.00	39.0%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	16.99	17.00	0.1%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	206.60	184.00	-10.9%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.22	26.00	42.7%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.10	7.20	18.0%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.70	28.00	8.9%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	33.65	50.00	48.6%	2025 年 05 月 14 日	电商
PDD US	拼多多	买入	116.20	165.00	42.0%	2025 年 03 月 21 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	123.59	165.00	33.5%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.00	15.60	30.0%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.80	4.80	26.3%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.75	46.00	25.2%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.22	12.00	30.2%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.84	13.30	22.7%	2025 年 01 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	120.53	143.00	18.6%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	516.50	604.00	16.9%	2025 年 05 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	38.70	50.00	29.2%	2025 年 03 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.72	10.20	4.9%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.04	21.00	16.4%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	136.00	226.00	66.2%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	11.50	18.50	60.9%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	11.00	13.50	22.7%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.08	1.40	-32.7%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	19.30	21.00	8.8%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	7.47	9.60	28.5%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	485.20	591.00	21.8%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	20.25	25.50	25.9%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	47.45	64.00	34.9%	2025 年 03 月 10 日	软件

*资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 5 月 22 日*

财务数据

损益表 (百万元人民币)

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,204	5,261	6,567	8,161	9,982
主营业务成本	(2,225)	(3,016)	(3,754)	(4,594)	(5,575)
毛利	**1,980**	**2,245**	**2,813**	**3,567**	**4,406**
销售及管理费用	(765)	(462)	(582)	(654)	(752)
研发费用	(1,769)	(2,170)	(2,216)	(2,644)	(3,119)
其他经营净收入/费用	9	32	(65)	(68)	(70)
经营利润	**(545)**	**(355)**	**(50)**	**201**	**465**
Non-GAAP标准下的经营利润	(465)	(387)	15	269	535
财务成本净额	(384)	46	53	54	55
应占联营公司利润及亏损	(2)	19	0	0	0
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	**(931)**	**(290)**	**3**	**255**	**521**
税费	10	(6)	0	(5)	(11)
非控股权益	12	27	10	10	10
净利润	**(909)**	**(269)**	**13**	**260**	**519**
作每股收益计算的净利润	(909)	(269)	13	260	519
Non-GAAP标准的净利润	(404)	(265)	13	260	519

资产负债简表 (百万元人民币)

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,978	859	1,920	1,950	2,149
有价证券	493	560	588	617	648
应收账款及票据	1,844	3,086	3,703	4,258	4,897
存货	295	172	246	274	358
其他流动资产	1,047	1,015	1,172	1,359	1,571
总流动资产	**5,657**	**5,690**	**7,628**	**8,459**	**9,622**
物业、厂房及设备	47	35	30	32	33
无形资产	426	190	174	157	141
合资企业/联营公司投资	53	555	566	577	588
其他长期资产	965	1,118	1,138	1,164	1,193
总长期资产	**1,491**	**1,897**	**1,907**	**1,930**	**1,956**
总资产	**7,147**	**7,588**	**9,536**	**10,389**	**11,579**
短期贷款	96	6	6	6	7
应付账款	1,314	2,278	2,738	3,157	3,640
其他短期负债	233	214	223	233	243
总流动负债	**1,643**	**2,498**	**2,967**	**3,396**	**3,890**
长期贷款	13	0	0	0	0
其他长期负债	39	19	20	20	21
总长期负债	**52**	**19**	**20**	**20**	**21**
总负债	**1,695**	**2,517**	**2,987**	**3,417**	**3,911**
股本	466	466	466	466	466
储备及其他资本项目	4,883	4,596	6,074	6,497	7,193
股东权益	**5,349**	**5,062**	**6,540**	**6,963**	**7,659**
非控股权益	103	9	9	9	9
总权益	**5,453**	**5,071**	**6,549**	**6,972**	**7,668**

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(931)	(290)	3	255	521
合资企业/联营公司收入调整	2	(19)	(11)	(11)	(12)
折旧及摊销	81	62	44	38	36
营运资本变动	(593)	(489)	(357)	(317)	(415)
利息调整	30	24	0	0	0
税费	(0)	(3)	0	0	0
其他经营活动现金流	412	95	163	172	181
经营活动现金流	**(999)**	**(622)**	**(157)**	**136**	**311**
资本开支	(39)	(28)	(15)	(21)	(21)
投资活动	805	(422)	(92)	(96)	(100)
其他投资活动现金流	(43)	(24)	5	5	5
投资活动现金流	**723**	**(474)**	**(103)**	**(112)**	**(117)**
负债净变动	36	6	0	0	0
权益净变动	934	(18)	1,319	0	0
其他融资活动现金流	(39)	(19)	1	1	1
融资活动现金流	**931**	**(31)**	**1,320**	**1**	**2**
汇率收益/损失	(4)	8	2	5	3
年初现金	**1,327**	**1,978**	**859**	**1,920**	**1,950**
年末现金	**1,978**	**859**	**1,920**	**1,950**	**2,149**

财务比率

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(2.798)	(0.577)	0.026	0.526	1.052
全面摊薄每股收益	(2.798)	(0.577)	0.026	0.526	1.052
Non-GAAP标准下的每股收益	(1.279)	(0.628)	0.006	0.506	1.032
每股账面值	16.468	10.871	13.250	14.108	15.518
利润率分析(%)					
毛利率	47.1	42.7	42.8	43.7	44.1
EBITDA利润率	(11.0)	(5.6)	(0.1)	2.9	5.0
EBIT利润率	(13.0)	(6.7)	(0.8)	2.5	4.7
净利率	(21.6)	(5.1)	0.2	3.2	5.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	47.1	42.7	42.8	43.7	44.1
EBITDA利润率	(9.1)	(6.2)	0.9	3.8	5.7
经营利润率	(11.1)	(7.4)	0.2	3.3	5.4
净利率	(9.6)	(5.0)	0.2	3.2	5.2
盈利能力(%)					
ROA	(13.1)	(3.6)	0.2	2.6	4.7
ROE	(48.2)	(5.2)	0.2	3.8	7.1
ROIC	NA	NA	NA	2.8	5.9
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.4	2.3	2.6	2.5	2.5
存货周转天数	52.9	28.3	20.3	20.3	20.3
应收账款周转天数	144.9	171.0	188.7	178.0	167.4
应付账款周转天数	156.4	195.2	233.5	223.8	212.0

交银国际
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：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**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**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**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**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**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。
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**。	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有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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、 Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份公司、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山东快驴科技发展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、其联属公司、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、其联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，或可能以委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。