

传媒

2025年06月23日

# 七牛智能 (02567)

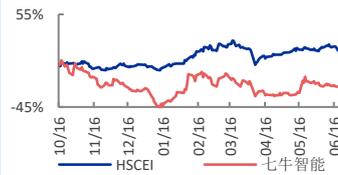
## ——垂类布局 AI 驱动，国内核心音视频云服务供应商

报告原因：首次覆盖

**增持** (首次评级)

市场数据:	2025年06月20日
收盘价(港币)	0.91
恒生中国企业指数	8527.07
52周最高/最低(港币)	1.68/0.62
H股市值(亿港元)	18.17
流通H股(百万股)	1,996.64
汇率(人民币/港币)	1.0949

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

### 证券分析师

李国盛 A0230521080003  
ligs@swsresearch.com  
黄忠煌 A0230519110001  
huangzh@swsresearch.com  
林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

### 联系人

郝知雨  
(8621)23297818x  
haozy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 七牛智能是音视频场景云服务的领先供应商。**公司主要通过 API 及 SDK 提供 MPaaS 产品，并以场景化解决方案的形式提供 APaaS 解决方案。据艾瑞咨询，公司为 2023 年中国第三大音视频 PaaS 服务商及第二大音视频 APaaS 服务商。24 年营收 14.37 亿元，YoY+7.72%，经扣除按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动产生的溢利/亏损后，调整后净亏损从 22 年的 1.50 亿元减至 23 年的 6092 万元，收窄 59.3%；其中新业务 APaaS 高增，24 年收入 3.54 亿元，YoY+25.8%，占总收入 24.6% (YoY+3.54pcts)。
- 垂类布局：音视频 MPaaS+APaaS 齐头并进。**公司深耕音视频云服务十余年，具备丰富技术积累及场景开发经验，作为独立音视频 PaaS 提供商具有竞争优势。MPaaS 产品结合音视频及 AI 技术，产品力较强；新业务 APaaS 基于低代码平台并深入结合特定场景，具备操作简易、灵活性强、成本低等优势，快速吸纳新老用户，并与 MPaaS 形成协同效应。公司 2023 年具有 2597 名 APaaS 付费客户，同比增长 32.0%，客户留存率为 87.9%。
- 市场空间：高景气驱动，音视频云服务市场增量巨大。**根据艾瑞咨询，2023 年中国音视频云服务市场规模约为 915 亿元，预计至 2028 年达 2,405 亿元，CAGR 达 21.3%。PaaS 份额提升，预计将从 2023 年的 24.9% 提升至 2028 年的 32.3%，而其中的 APaaS 增速更快，预计从 2023 年的 20 亿元增长至 2028 年的 144 亿元，CAGR 达 48.6%。
- AI 驱动：以 AI 与算力作为核心战略，技术扎实。**布局 AI 大语言模型推理服务、AI Agent、Go+ 编程语言、智能化音视频处理能力等 AI 技术产品，从而提升服务价值，拓展应用场景。公司的核心优势在于一体化 MPaaS 技术，多年的技术积累使公司自主拥有支撑一站式场景化音视频解决方案的关键技术，包括音视频技术、低代码平台、AI 能力等。伴随 AIGC 技术融入，公司将专注多模态大模型，结合场景化开发赋能 APaaS 业务，匹配客户需求。此外，公司预计将加快海外业务拓展，提升国际市场占有率。
- 首次覆盖，给予增持评级。**公司是国内领先的音视频 MPaaS/APaaS 供应商，预计 2025-2027 年营业收入分别为 17/20/25 亿元人民币，同比增速为 18%/20%/21%；预计经调整净利润分别为 -0.60/0.01/0.25 亿元人民币。采用 PS 相对估值法进行估值，给予公司 25 年 1.1x 目标 PS (可比公司平均 PS 估值为 1.1x)，25E 目标市值 18 亿人民币 (20 亿港元)。
- 风险提示：**市场竞争加剧；新产品和解决方案未被市场接纳的风险；解决方案向新的垂直行业扩张不成功的风险；扩大国际业务的效果不达预期的风险；系统与网络安全受攻击的风险。

### 财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万元)	1,334	1,437	1,689	2,031	2,457
同比增长率(%)	16%	8%	18%	20%	21%
经调整净利润(人民币百万元)	-116	-127	-60	1	25
同比增长率(%)	-	-	-	-	3126%
每股收益(人民币元/股)	-2.38	-0.06	-0.03	0.00	0.01
净资产收益率(%)	-	-29%	-16%	0%	6%
市盈率	-	-	-	2147.1	66.6

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖，给予增持评级。公司是国内领先的音视频 MPaaS/APaaS 供应商，预计 2025-2027 年营业收入分别为 17/20/25 亿元人民币，同比增速为 18%/20%/21%；预计经调整净利润分别为-0.60/0.01/0.25 亿元人民币。采用 PS 相对估值法进行估值，给予公司 25 年 1.1x 目标 PS（可比公司平均 PS 估值为 1.1x），25E 目标市值 18 亿人民币（20 亿港元）。

### 关键假设点

预计公司 MPaaS 业务 25-27 年稳健增长，预计营收增速分别为 14%/17%/17%。预计公司 APaaS 业务 25-27 年高速增长，预计营收增速分别为 29%/31%/32%。预计公司 DPaaS 业务及其他云服务 25-27 年平稳增长，预计营收增速均为 6%。

主要板块毛利率假设：预计 25-27 年 MPaaS 业务毛利率分别为 18.0%/18.7%/18.8%，预计 APaaS 业务毛利率分别为 29.0%/29.7%/29.7%，预计其他业务毛利率保持在 10.2%。

期间费用假设：预计 25-27 年公司销售及营销费用率为 8%/7%/7%，行政费用率为 8%/7%/6%，研发费用率为 11%/10%/10%。

### 有别于大众的认识

市场担心音视频 PaaS 市场竞争加剧。实际相比非独立厂商，独立音视频 PaaS 提供商拥有更温和的竞争环境。独立厂商能与各 IaaS 服务商合作，避免与 IaaS 服务商的直接竞争和高资本支出。同时，可灵活调配资源，有效控制成本，并让客户根据需求选择产品与服务，提升体验。而中国音视频 PaaS 前五大厂商中，有三家不是独立的音视频云服务提供商，故作为独立厂商的七牛智能具备优势。

市场对国内云厂价值重估认知仍不足。云业务收入端一定程度上取决于企业 IT 支出。21-23 年由于消费互联网用户红利结束、宏观影响企业 IT 支出，导致国内云厂经营低迷。24 年后行业回暖，当前 AI 大模型及应用的 AI 加速渗透等驱动明确。

### 股价表现的催化剂

APaaS 等新业务及垂直行业快速扩张超预期；AI 算力战略对业务价值及场景增量进展超预期。

### 核心假设风险

市场竞争加剧；新产品和解决方案未被市场接纳的风险；解决方案向新的垂直行业扩张不成功的风险；扩大国际业务的效果不达预期的风险；系统与网络安全受攻击的风险。

## 目录

<b>1. 七牛智能：国内领先的音视频云服务商 .....</b>	<b>6</b>
<b>2. 市场空间广阔，蕴藏蓬勃生机 .....</b>	<b>10</b>
2.1 各类市场特点明晰，APaaS 可替代 SaaS .....	10
2.2 高景气驱动，PaaS 贡献巨大增量 .....	11
2.3 中国音视频 PaaS 格局分散，多重竞争优势 .....	12
<b>3. AI 加持，音视频垂类深度布局 .....</b>	<b>14</b>
3.1 以 AI 算力为战略核心，场景升级 .....	14
3.2 音视频各环节全覆盖，MPaaS+APaaS 齐头并进 .....	16
3.3 技术为基：音视频技术+低代码平台+AI 技术 .....	20
3.4 发展趋势：乘 AIGC 东风，拓展场景+客户群 .....	22
<b>4. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>23</b>
4.1 盈利预测 .....	23
4.2 估值 .....	24
4.3 风险提示 .....	25

## 图表目录

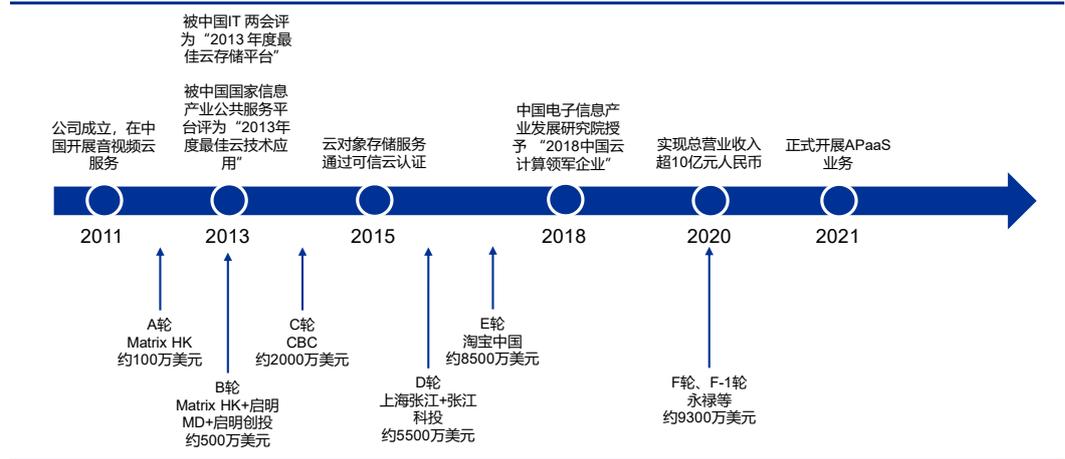
图 1: 公司历史沿革.....	6
图 2: 公司产品结构及供应链示意图 .....	7
图 3: 2022 年起营收重回增长轨道 (百万元, %) .....	7
图 4: 2021-2024 年 APaaS 业务占比逐年上升 (%) .....	7
图 5: 公司注册及活跃用户数量逐年上升 .....	8
图 6: APaaS 付费客户数及客均收入保持强势增长 .....	8
图 7: 公司分业务毛利及毛利率 (百万元, %) .....	8
图 8: APaaS 业务毛利率显著高于 MPaaS (%) .....	8
图 9: 22 年后三费占收入比重稳定下降 (百万元, %) .....	9
图 10: 2021-2024 年公司三费率 (%) .....	9
图 11: 2021-2024 年公司净利情况 (百万元) .....	9
图 12: 中国音视频云服务市场价值链 .....	10
图 13: 中国音视频云服务市场规模高速增长.....	11
图 14: 中国音视频 PaaS 市场规模高速增长, 其中 APaaS 增速更高 .....	12
图 15: 公司智媒数据分析平台 Dora 核心能力.....	15
图 16: 公司的 MPaaS 能力架构.....	16
图 17: 公司不同 MPaaS 产品之间的使用流程.....	16
图 18: 公司 MPaaS 产品收入拆分 (百万元) .....	17
图 19: 公司 MPaaS 产品付费客户数量 .....	17
图 20: APaaS 两类客户增长趋势 (名) .....	19
图 21: APaaS 新客户平均收入贡献增长强劲 (元, %) .....	19
图 22: 公司 APaaS 产品收入拆分 (百万元) .....	19
图 23: 公司 APaaS 产品付费客户数量 (名) .....	19
图 24: 公司音视频技术简介 .....	20
图 25: 公司 AI 核心技术的底层架构和开发组件 .....	21
图 26: 公司研发投入及占总收入比重 (百万元, %) .....	21
表 1: 公司高管简介.....	6
表: 不同类别的云服务特点及差异 .....	

表 3: 2023 年中国音视频 PaaS 服务供应商市场份额 (按收入记) .....	13
表 4: 2023 年中国音视频 APaaS 服务供应商市场份额 (按收入记) .....	13
表 5: MPaaS 与 APaaS 对比.....	18
表 6: 公司 APaaS 业务拓展解决方案 .....	22
表 7: 公司 AIGC 能力类别 (垂类生成模型) 及策略 .....	22
表 8: 七牛智能业绩拆分与费用预测 (单位: 人民币百万元) .....	23
表 9: 可比公司营收及估值 (截至 2025/6/20 收盘) .....	24

# 1. 七牛智能：国内领先的音视频云服务商

七牛智能是中国第三大音视频 PaaS 服务商、第二大音视频 APaaS 服务商。根据公司招股书，公司于 2011 年成立，在国内开展音视频云服务，期间获得经纬中国、启明创投、淘宝中国等多轮融资。2021 年公司正式开展 APaaS 业务，2024 年港股上市。据艾瑞咨询，公司为 2023 年第三大音视频 PaaS 服务商及第二大音视频 APaaS 服务商。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司创始人技术经验丰富，核心管理团队深耕行业多年。公司创始人、首席执行官兼首席技术官许式伟先生具备 20 余年行业及管理层经验，成立七牛智能之前曾分别任职金山软件技术总监及盛大网络高级研究员，分别设立专注于研发分布式存储的实验室、金山 WPS Office 2005 的整体架构并主导推出盛大网盘、盛大云计算，且创建具备低代码特点的编程语言 Go+，广泛吸引开发者。此外，公司技术副总裁拥有超 11 年云计算行业经验，公司首席运营官具备超 17 年信息技术行业经验，大部分高管深耕行业多年，具备丰富经验。

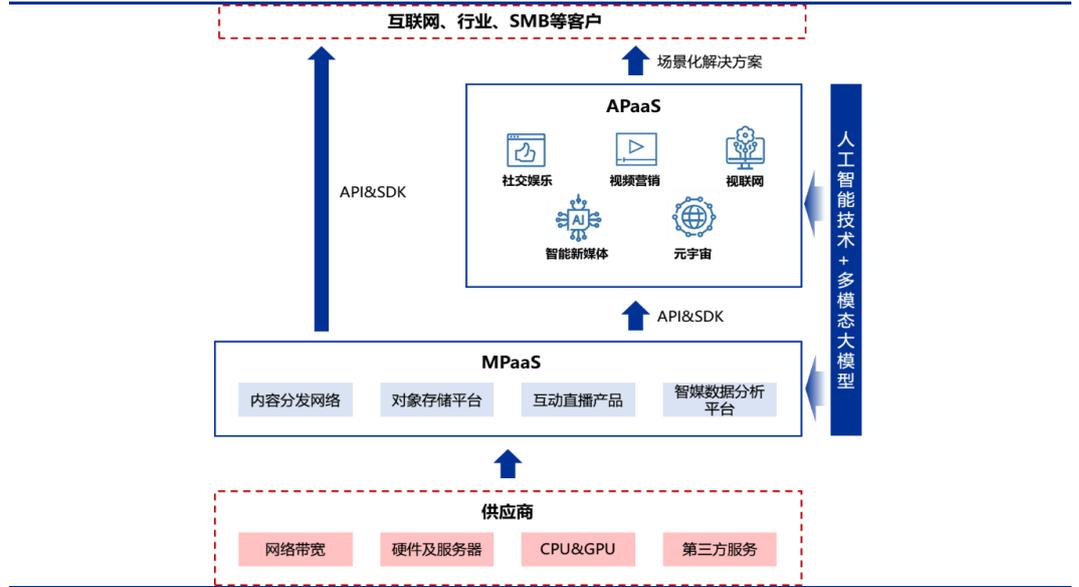
表 1：公司高管简介

姓名	担任职位	履历
许式伟	首席执行官兼首席技术官	2008 年前，担任多项技术职位，包括金山软件有限公司技术总监 2009-2011，担任上海盛大网络发展有限公司高级研究员 2011 年成立公司，担任董事会主席、首席执行官兼首席技术官
陈伊玲	首席运营官	2011-2014，于上海胜略软件技术有限公司工作 2014 至今，加入公司，先后担任人力资源总监、人力资源部副总裁、运营部副总裁、首席营销官、首席运营官
韩斌	首席财务官	2014-2017，担任方达律师事务所资深律师与资本市场部总监 2017-2019，担任上海枫华教育科技有限公司副总裁 2019-2022，担任云想科技控股有限公司高级副总裁 2022 至今，担任公司首席财务官
江文龙	技术副总裁	2012 年加入公司，为服务器高级开发人员 2013-2019，担任公司技术总监，监督云存储产品研发 2019 至今，担任公司高级研发总监

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司主要通过 API 及 SDK 为客户提供 MPaaS 产品，并以场景化解决方案的形式向客户提供 APaaS 解决方案。公司主要业务包括：1) MPaaS 产品，即一系列音视频解决方案，包括加速内容分发的专有内容分发网“QCDN”、存储内容的对象存储平台“Kodo”、互动直播产品及智媒数据分析平台“Dora”，主要服务于开发能力强及具有较强灵活性需求的客户；2) APaaS 解决方案，为基于公司 MPaaS 能力及利用公司低代码平台的场景化音视频解决方案，旨在使客户通过简易部署快速调用不同功能，实现业务目标。

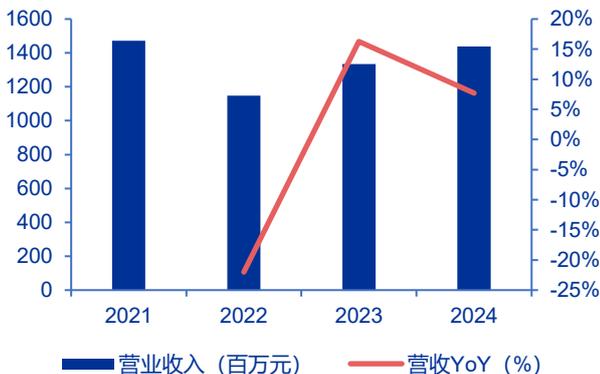
图 2：公司产品结构及供应链示意图



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

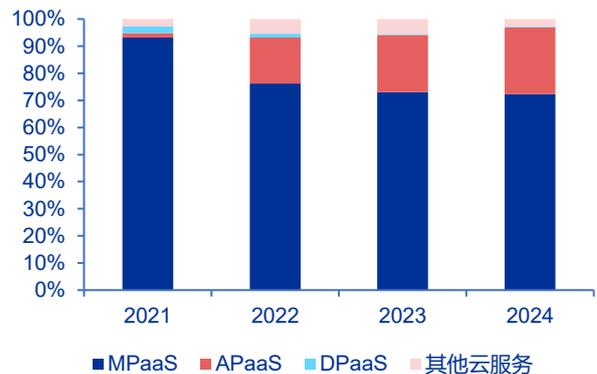
**MPaaS 及 APaaS 业务双引擎推动营业收入增长，APaaS 增势强劲。**公司 2022-2024 年营业收入分别为 11.5 亿元、13.34 亿元和 14.37 亿元，2024 年收入 YoY+7.72%，得益于 MPaaS 及 APaaS 双引擎，22 年起收入重回增长轨道。分业务来看，MPaaS 业务为营收基本盘，2024 年收入 10.39 亿元，占总收入 72.3%；新业务 APaaS 高速增长，2024 年收入 3.54 亿元，YoY+25.8%，占总收入 24.6%，占比相比 23 年+3.54 pct。其中 APaaS 付费客户数量 2024 年 YoY+11.7%，付费客户平均收入贡献达到 12 万元，增势强劲。

图 3：2022 年起营收重回增长轨道 (百万元，%)

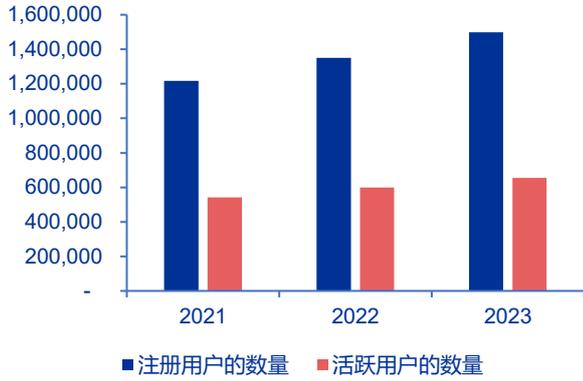


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2021-2024 年 APaaS 业务占比逐年上升 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

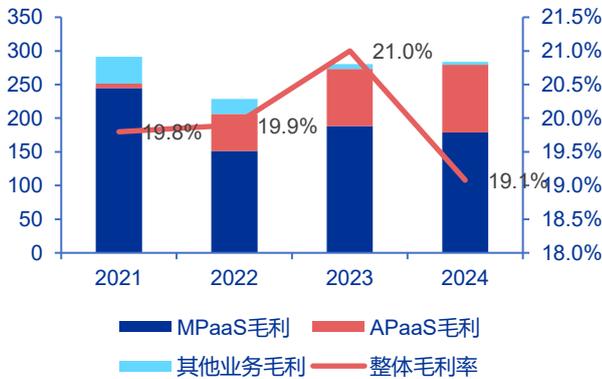
**图 5：公司注册及活跃用户数量逐年上升**


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

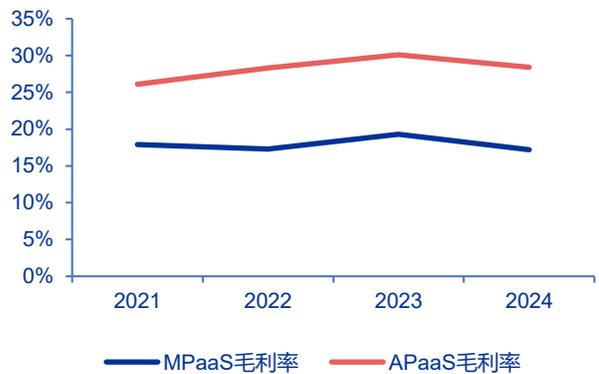
**图 6：APaaS 付费客户数及客均收入保持强势增长**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**得益于 APaaS 高毛利推动，毛利整体稳中有升。** 2024 年毛利率下滑主要系市场上网络及带宽成本增加所致。分业务来看，公司 2024 年 MPaaS 业务毛利率 17.2%，APaaS 业务毛利率 28.4%。由于公司低代码平台提供一站式场景化解决方案，通过 SDK 及整包服务体现较高附加值，公司 APaaS 业务毛利率显著高于传统业务，随着 APaaS 业务占比提升，公司整体毛利率预计将持续提升。

**图 7：公司分业务毛利及毛利率 (百万元, %)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

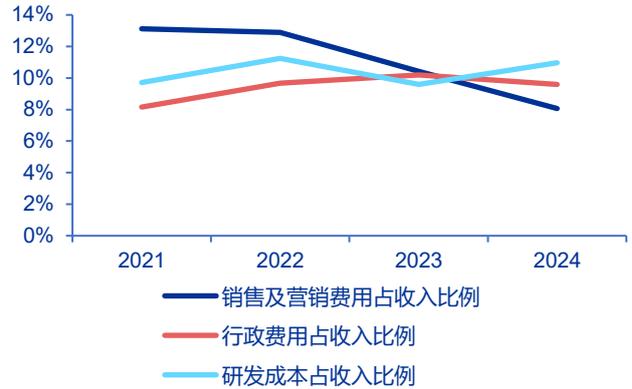
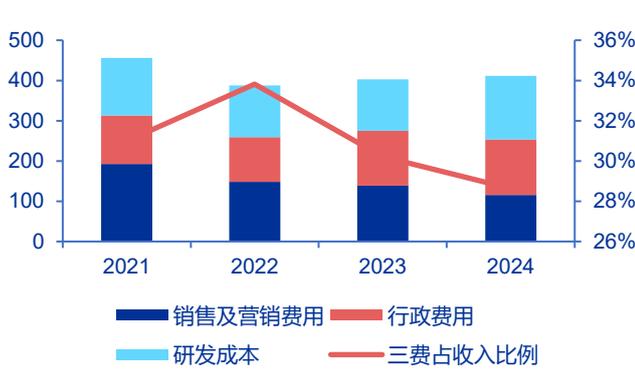
**图 8：APaaS 业务毛利率显著高于 MPaaS (%)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**经营效率优化成果显著，运营费用占比下降。** 22 年开始公司着重优化团队结构，提升经营效率，以致 23 年降费效果显著，若扣除 23 年上市费用以及股份支付费用，则三费（销售及营销费用、行政费用、研发成本）加总占营收比例将进一步下降到 26.3%，相比 22 年下降 7.5 pcts，降幅明显。24 年研发费用 YoY+23.2%，主要系增加与 APaaS 及人工智能相关研发项目的投资；销售及营销费用下降主要系成本控制。

图 9：22 年后三费占收入比重稳定下降（百万元，%）

图 10：2021-2024 年公司三费率（%）

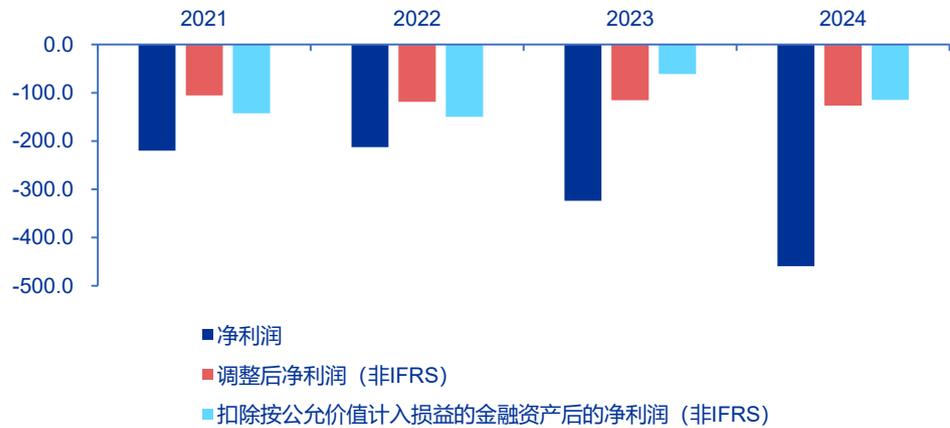


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**核心业务净亏损 23 年收窄幅度显著，24 年较稳定。** 受益于收入增长、毛利率提升以及费用控制，公司经调整净亏损（非国际财务报告准则计量指标）由 2022 年的 1.19 亿元略减至 2023 年的 1.16 亿元，24 年 1.27 亿元。经扣除按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动产生的溢利/亏损后，公司经调整净亏损从 2022 年的 1.50 亿元进一步减至 2023 年的 6092 万元，收窄了 59.3%，2024 年 1.15 亿元，相比 22 年仍收窄。

图 11：2021-2024 年公司净利情况（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动产生的溢利/亏损非现金性质及不构成核心业务一部分，在 2021-2024 年分别为溢利人民币 37.2 百万元、溢利人民币 30.9 百万元、亏损人民币 54.7 百万元及亏损人民币 11.9 百万元

## 2. 市场空间广阔，蕴藏蓬勃生机

### 2.1 各类市场特点明晰，APaaS 可替代 SaaS

音视频云服务，是基于云计算技术，针对视频与音频制作、存储、处理、分发、分析、审核、检索以及推荐等特定需求而定制。

中国音视频云服务市场，可按云服务类型划分为 SaaS、PaaS 及 IaaS 市场。IaaS 是音视频云的底层架构及重要组件，SaaS 提供标准化应用，但由于国内音视频市场客户差异化需求较高，SaaS 市场发展存在瓶颈。

音视频 PaaS 市场又可分为 MPaaS 市场与 APaaS 市场。APaaS+MPaaS 的业务结构可全面覆盖开发能力不同的各用户群体，达到更高的数据使用效率与应用可定制化程度。

其中，APaaS 可实现对 SaaS 的替代。APaaS 可弥补其他模型的缺陷，例如对客户开发能力要求较高的 MPaaS 以及定制化程度较弱的 SaaS。同时，APaaS 让客户在掌握开发主动权的同时，可降低开发成本和缩短开发周期。因此，从接入方便性、用户群体、数据使用效率等多方面考虑，APaaS 可实现对 SaaS 的替代，有望快速成长。

表 2：不同类别的云服务特点及差异

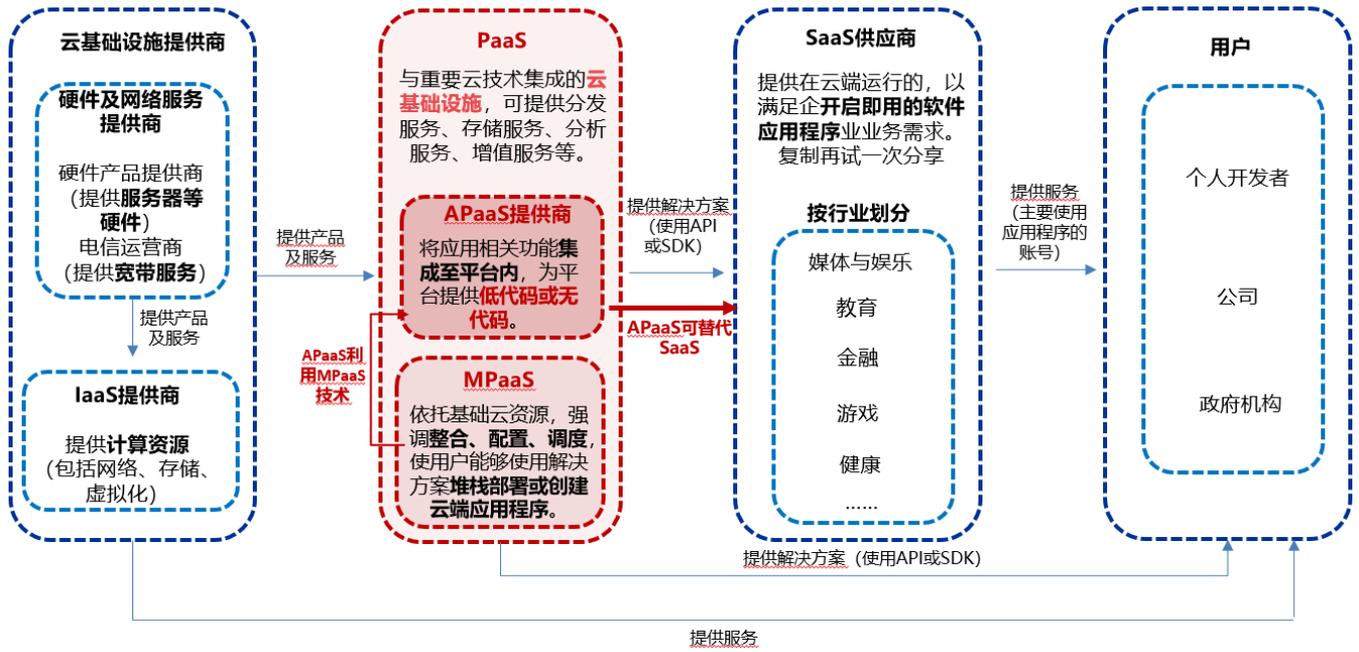
云服务类型	产品/服务形态	接入方便性	用户群体	应用开发效率	应用开发门槛	应用可定制化程度	维护成本	数据使用效率
SaaS	面向业务的软件产品或服务	高	业务人员	无需客户开发	低	低	低	低
APaaS	零代码平台(Zero-code)	高	业务人员	高	低	较高	低	
	低代码平台(Low-code)		入门级开发人员	中	中	较高	中	高
MPaaS	专业代码平台	低	专业开发人员	低	高	高	高	
IaaS	提供必要资源的基础底层	低	专业开发人员	因 IaaS 不与应用直接相关，故不适用				不适用

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

注：鉴于复杂的工作流程，涉及分发音视频云服务、低代码平台目前且在近期将一直是业内访问音视频 APaaS 解决方案的主流技术。

音视频云服务市场的价值链结构清晰。云基础设施提供商向 PaaS 提供商及终端用户提供云产品及服务；PaaS 提供商向 SaaS 提供商提供具有 API 或 SDK 的解决方案。同时，PaaS 提供商可以使用 APaaS 解决方案直接服务终端用户。SaaS 提供商通常向终端用户提供由 PaaS 提供商及云基础设施提供商提供支持的解决方案构建的特定应用程序。

图：中国音视频云服务市场价值链



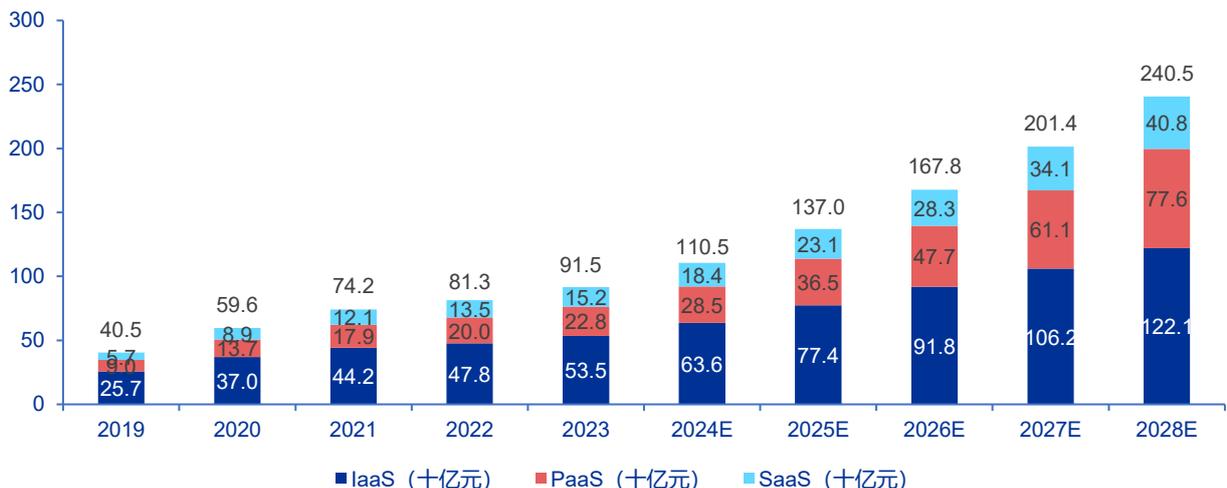
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

## 2.2 高景气驱动, PaaS 贡献巨大增量

中国音视频云服务市场增量空间巨大。随着网络基础设施升级、音视频传输技术迭代等, 音视频服务时延逐渐降低, 在各行各业均有应用发展。根据艾瑞咨询 (下同), 2023 年中国音视频云服务市场规模达到人民币 915 亿元, 至 2028 年将达到人民币 2,405 亿元, 预计 2023-2028 年的 CAGR 为 21.3%。

PaaS 占整体音视频云服务市场的份额提升。国内音视频市场客户差异化需求较高, 导致 SaaS 市场发展存在瓶颈, 因此有进一步发展潜力的 PaaS 市场份额预计将快速提高。预计 PaaS 占比将从 2023 年的 24.9% 提升至 2028 年 32.3%, 规模 CAGR 为 27.8%。

图 13: 中国音视频云服务市场规模高速增长

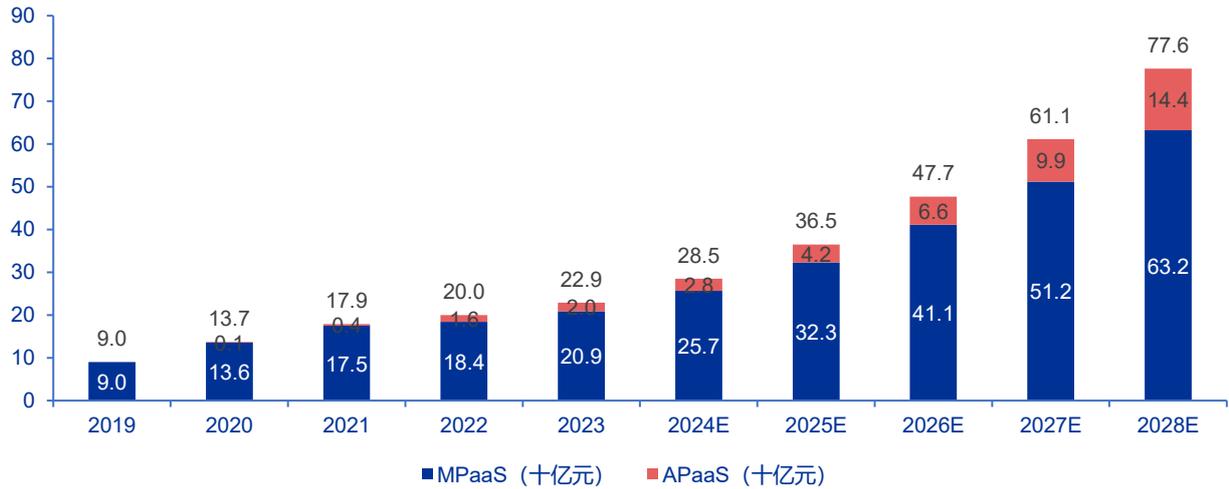


资料来源: 艾瑞咨询, 申万宏源研究

注: 市场规模以音视频云服务商总入口口径计算。

**PaaS 市场规模快速扩大，其中，APaaS 增速更快。**2023 年 MPaaS 市场规模为 209 亿元，至 2028 年将达 632 亿元，CAGR 约为 24.8%。随着音视频 APaaS 应用低代码解决方案满足市场的不同需求，预计 APaaS 将出现更显著增长。根据艾瑞咨询，2023 年 APaaS 市场规模为 20 亿元，至 2028 年将增至 144 亿元人民币，渗透率达到 12.1%，CAGR 达 48.6%。

图 14：中国音视频 PaaS 市场规模高速增长，其中 APaaS 增速更高



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

注：市场规模以音视频 PaaS 提供商总收入口径计算。

**PaaS 市场成为音视频云服务增长新动力。**音视频云服务已经呈现出“需求与解决方案的差距逐渐缩小”的趋势，客户更倾向于直接选购集基础资源配置、可定制性和较高可用性于一体的综合解决方案，而非传统的从 IaaS 到 PaaS 再到 SaaS 的流程。作为 SaaS 及 IaaS 的中间层，PaaS 最容易兼具通用与应用双重能力，因此将推动云服务新增长。

**其中，APaaS 产品可为客户业务增加实际价值，有望出现更多场景扩展。**快速部署且定制化的音视频 APaaS 产品能更有效地融入客户业务场景，创造实际效益。例如，制造业中，用远程代替现场维护，可以显著降低运营成本；金融业可以利用云技术进行理赔工作。

## 2.3 中国音视频 PaaS 格局分散，多重竞争优势

### (一) 竞争格局：

**PaaS 市场较为分散，以场景需求为主。**以 2023 年收入端口径看，公司作为中国市场份额第三的音视频 PaaS 服务提供商，其市场份额为 5.8%，前五大厂商的市场份额约 39.2%。相比 IaaS 市场铺设基础设施且适用于全场景，PaaS 市场要满足多场景需求，如工业、运营、政府、零售及音视频服务需求。

**相比非独立厂商，独立音视频 PaaS 提供商拥有更温和的竞争环境。**独立厂商能与各 IaaS 服务商合作，避免与 IaaS 服务商的直接竞争和高资本支出。同时，可灵活调配资源，

有效控制成本，并让客户根据需求选择产品与服务，提升体验。中国音视频 PaaS 前五大厂商中，有三家不是独立的音视频云服务提供商，故作为独立厂商的七牛智能具备优势。

**表 3：2023 年中国音视频 PaaS 服务供应商市场份额（按收入记）**

排名	公司	成立年份	主要业务	背景	可比收入（十亿元）	市场份额（%）
1	竞争对手 A	2009 年	云计算及人工智能服务	一家于香港联交所二次上市的公司子公司，云计算及人工智能服务提供商	3.89	17.0%
2	竞争对手 B	2010 年	云产品和服务	一家于香港联交所上市的公司附属公司，该中国科技公司提供全球化云产品及服务	1.47	6.4%
3	<b>本集团</b>	<b>2011 年</b>	<b>音视频 PaaS 服务</b>	<b>中国音视频 PaaS 服务供应商</b>	<b>1.33</b>	<b>5.8%</b>
4	竞争对手 C	2012 年	云计算、大数据、人工智能	一家于香港联交所二次上市的公司子公司，专注于云计算、大数据及人工智能服务	1.31	5.7%
5	竞争对手 D	2014	实时音视频参与服务	一家于美国纳斯达克市场上市的实时语音及视频参与服务提供商	0.99	4.3%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

注：1、可比收入是基于公司的音视频 PaaS 业务收入。

2、本集团和竞争对手 D 是独立音视频云服务提供商，竞争对手 A、B、C 不是独立音视频云服务提供商。

**APaaS 服务市场集中度稍高。**以 2023 年收入端口口径看，公司作为龙二的中国音视频 APaaS 服务供应商，市占率为 14.1%，前五大厂商的市场份额约为 48.1%。

**表 4：2023 年中国音视频 APaaS 服务供应商市场份额（按收入记）**

排名	公司	成立年份	主要业务	背景	可比收入（十亿元）	市场份额（%）
1	竞争对手 B	2010 年	云产品和服务	一家于香港联交所上市的公司附属公司，该中国科技公司提供全球化云产品及服务	0.33	16.6%
2	<b>本集团</b>	<b>2011 年</b>	<b>音视频 PaaS 服务</b>	<b>中国音视频 PaaS 服务供应商</b>	<b>0.28</b>	<b>14.1%</b>
3	竞争对手 A	2009 年	云计算及人工智能服务	一家于香港联交所二次上市的公司子公司，云计算及人工智能服务提供商	0.19	9.5%
4	竞争对手 C	2012 年	云计算、大数据、人工智能	一家于香港联交所二次上市的公司子公司，专注于云计算、大数据及人工智能服务	0.10	4.9%
5	竞争对手 E	2010 年	直播云平台	一家已完成 D 轮融资的于中国提供企业级直播云平台的私营公司	0.06	3.0%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

注：1、可比收入以公司音视频 APaaS 业务所得收入或基于音视频 PaaS 收入所占预计百分比的相关收入计算，仅包括商业化音视频 APaaS 产品所得收入。

2、本集团和竞争对手 E 是独立音视频云服务提供商，竞争对手 A、B、C 不是独立音视频云服务提供商。

尽管 PaaS 的优质市场可能吸引 IaaS、SaaS 提供商参与竞争，但鉴于存在技术能力、业务开发能力及场景认知等进入壁垒，原有 PaaS 提供商具有竞争优势。

## （二） 市场壁垒：

市场可能担心 IaaS 进入市场并与现有 PaaS 服务提供商竞争。但 IaaS 提供商可能缺乏如上所述必要的技术及场景知识，故原有 PaaS 厂商存在竞争优势。

另一方面，市场可能担心参与者进行低价竞争。然而，客户的考虑因素未必仅仅是价格，因为客户也需考虑到整体数据的安全性和可靠性，以及可获得的增值服务等。同时，IaaS 提供商的降价趋势可能会使 PaaS 提供商寻求更为有效及经济的网络带宽供应，从而增强 PaaS 提供商的竞争力。

中国音视频 PaaS 市场主要壁垒为技术壁垒、基础资源壁垒及品牌壁垒。其中，APaaS 市场主要壁垒为技术壁垒、场景知识壁垒、客户资源壁垒及产品能力矩阵壁垒。

（1）**技术壁垒**：音视频 PaaS 需要具备覆盖多媒体、网络通信、云计算等多领域的技术实力，以实现高可靠性、高可扩展性、低延迟和高清晰度，技术实力是 PaaS 供应商满足客户需求的关键。

（2）**基础资源壁垒**：音视频 PaaS 依赖于大规模的网络设备和服务器资源来支持数据的分发与存储，并需要充足的带宽保证数据传输的速度和稳定性。基础资源的稳定性对于音视频云服务的提供至关重要。因此，PaaS 供应商必须确保这些基础设施的稳定性，通过管理和优化来提升资源效率与降低运营开支。

（3）**品牌壁垒**：音视频 PaaS 提供商的声誉取决于其服务质量与客户满意度。客户倾向于根据音视频编解码、音视频传输等服务的覆盖充足度、服务质量与售后支持来做选择。因此，具备良好口碑和悠久服务记录的提供商更容易吸引客户。

因此，音视频 PaaS 服务提供商存在竞争优势。

## 3. AI 加持，音视频垂类深度布局

### 3.1 以 AI 算力为战略核心，场景升级

以 AI 与算力作为核心战略，加速布局。根据公司年报，全球发售净所得款项中，8% 用于打造 AIGC 能力，合计 29.6 百万港元。通过将 AI 技术融入 MPaaS 和 APaaS 解决方案，不仅提升了现有服务的智能化水平和效率，更通过 APaaS+AIGC 的布局，积极探索和引领音视频云服务的新范式。

我们认为，随着 AI 技术的加速渗透和应用场景的不断拓展，七牛智能有望凭借其“音视频+AI”的双轮驱动，持续巩固市场领先地位，并抓住行业发展的巨大机遇。

总结公司 AI 研发层面进展及系列 AI 技术和产品：

（1）**AI 大语言模型推理服务**：全力支持 DeepSeek-R1、Qwen2.5 等行业主流开源大模型，将通用 AI 能力转化为垂直领域解决方案。公司并非简单地提供模型接口，而是将大模型能力与自身音视频技术结合，融合了图文识别（OCR）、语音文字识别（ASR）、文

字转语音 (TTS) 等多项核心功能, 拓宽七牛 AI 服务的应用范围, 实现从内容理解、生成到内容存储、分发的全流程覆盖。

**(2) AI Agent: 公司当前 AI 研发的重点方向之一, 特别聚焦于数字人营销和智能客服两大领域。** 将 AI Agent 与自有的智能数字人技术深度融合, 旨在帮助企业实现视频营销和智能客服的无缝对接, 构建自动化、智能化的营销和服务体系。公司已利用 AI Agent 技术提升内部客服效率, 未来计划将其拓展至运维监控等更多场景。

**(3) Go+编程语言: 自研, 基础技术创新。** Go+语言对 C 库和 Python 库的兼容并支持, 使得开发者可以在统一语言环境下进行高效工程开发和 AI 算法编写, 有望极大地提高开发效率、代码的可维护性以及 AI 应用的落地速度, 为公司 AI 生态的构建提供基础。

**(4) 智能化音视频处理能力: AI 技术深度嵌入, 提供智能编解码及一系列机器视觉解决方案。** 例如, 利用 AI 提升视频压缩效率和画质, 通过综合智能多媒体技术进行视频内容的质量评估 (画质、美观度), 以及利用公司智媒数据分析平台 Dora 的智能识别技术 (如人脸识别、场景检测) 和内容安全审核能力, 赋能媒资管理、智能监控等多种应用场景。

**图 15: 公司智媒数据分析平台 Dora 核心能力**



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

**七牛智能的 AI 战略并非空中楼阁, 而是紧密围绕其核心的音视频云服务 (MPaaS 和 APaaS) 展开, AI 加持下, 提升服务价值, 拓展应用场景。**

**MPaaS 的智能化升级:** (1) Dora 智媒数据分析平台: 利用 AI 提供智能数据识别 (人脸、场景、物体)、内容监控 (合规审核) 等功能。 (2) QCDN 的智能调度系统: 融入 AI 以实现更优的节点选择和内容分发效率。 (3) Kodo 对象存储: 计划推出 AIGC Kodo 解决方案, 实现数据湖与数据存储的集成, 为 AIGC 应用提供一站式数据存储支持。 (4) 互动直播产品: 结合 AI 进行内容审核、智能推荐等, 提升用户体验和平台安全性。

**APaaS 与 AI 深度融合:** 通过将 AIGC 技术融入 APaaS 低代码平台, 用户可以通过简单的需求输入自动生成内容甚至组装应用, 极大地降低开发门槛, 提升效率。 AI Agent 在数字人营销和智能客服场景的应用, 是 APaaS 解决方案的重要组成部分。例如, 在视频营销场景中, 利用 AI Agent 驱动的数字人进行直播带货; 在智能客服场景中, 利用 AI Agent 提升服务自动化水平。

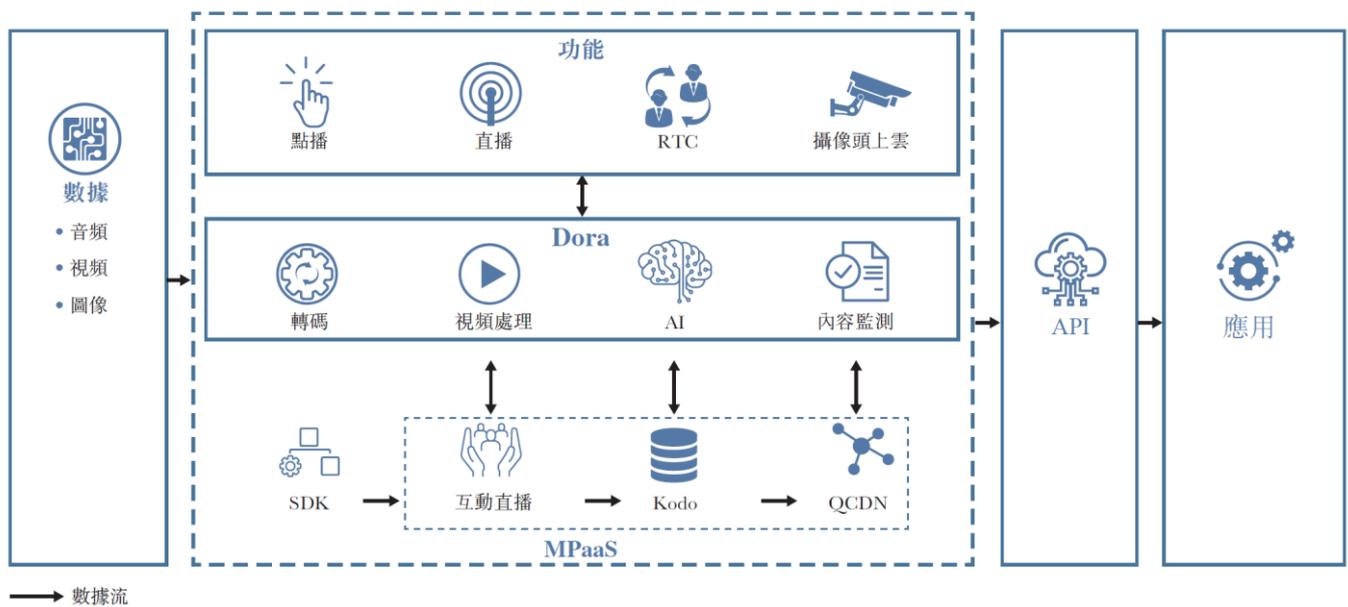
### 3.2 音视频各环节全覆盖，MPaaS+APaaS 齐头并进

全国第三大音视频 PaaS (MPaaS+APaaS) 提供商，覆盖音视频业务各环节。

(一) MPaaS，即“音视频平台即服务”，是公司深耕十余年的核心业务之一。

公司的 MPaaS 产品借助一系列音视频相关技术（包括与 RTC、点播、直播、存储及内容分发相关的音视频技术）及一系列 AI 技术（包括智能视觉、智能语音、智能剪辑、行业算法、内容安全及业务安全），为客户提供优质低延时的云服务。根据艾瑞咨询，按 2023 年的收入计算，公司是中国第三大音视频 PaaS 提供商，市场份额为 5.8%。

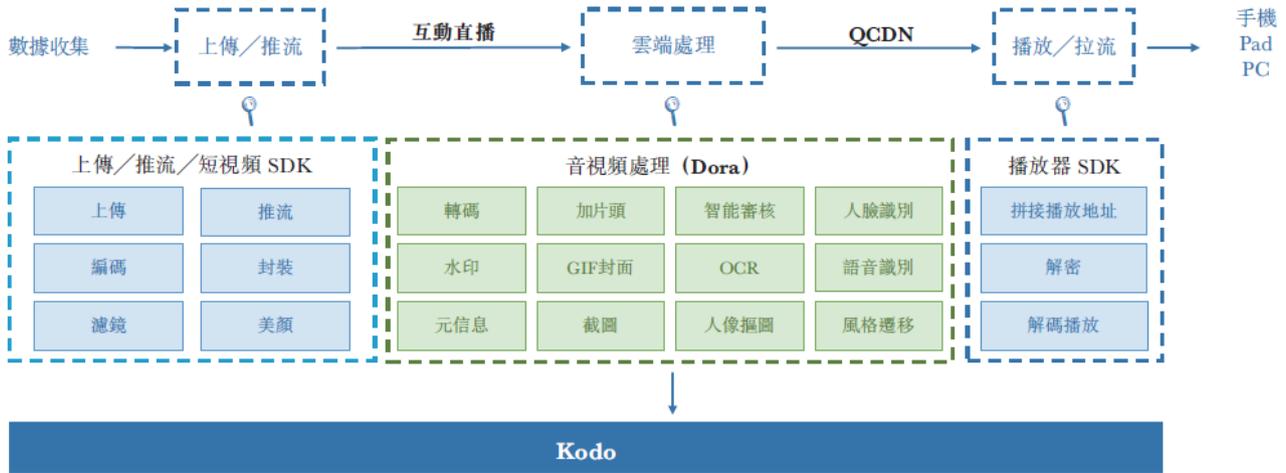
图 16：公司的 MPaaS 能力架构



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**一站式集成服务，拓展客户购买需求。**公司的 MPaaS 产品为客户提供一站式集成服务，推动目标客户同时购买及使用多项产品，以满足各类需求。例如，客户可使用 Kodo 存储媒体数据，此数据可由 Dora 编辑、转码或以其他方式处理，并根据开发者的需求通过公司的互动直播产品及 QCDN 交付对应用户。此外，公司的 MPaaS 产品可作为构建块，为客户在其应用中嵌入各种功能，并提供底层云服务以支持运行。根据公司招股说明书，截至 2024 年一季度，超过 50% 的 MPaaS 客户同时购买两种或以上 MPaaS 产品。

图 17：公司不同 MPaaS 产品之间的使用流程



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

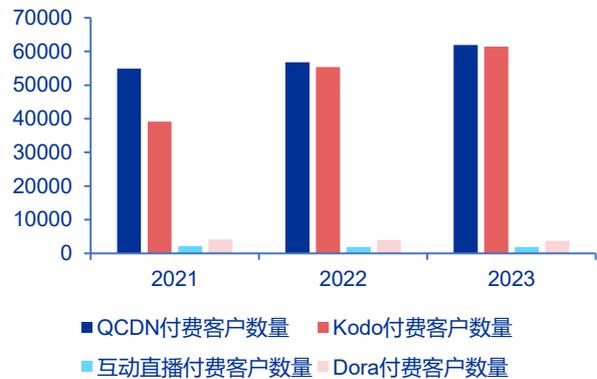
**QCDN 及 Kodo 为主要 MPaaS 产品，24 年收入及付费客户数维持增长。**就功能重要性及收入贡献而言，QCDN 及 Kodo 为公司主要的 MPaaS 产品，2024 年在所有 MPaaS 产品中营收占比分别达到 73.6%与 18.7%。QCDN 及 Kodo 分别支持的存储及分发功能的无缝集成，形成公司 MPaaS 业务的支柱，并为所有 MPaaS 功能提供底层支持。根据艾瑞咨询，公司 Kodo 产品能够实现较高数据可靠性，公有云冗余率为 1.14 及私有云冗余率为 1.10，两者均优于行业平均水平。

图 18：公司 MPaaS 产品收入拆分（百万元）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 19：公司 MPaaS 产品付费客户数量



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**(二) APaaS，即“应用平台即服务”，为公司在 2021 年开辟的新赛道，可涵盖大量主要音视频场景。**

**基于场景化需求及自身低代码能力推出 APaaS 业务，2023 年规模全国第二。**随着音视频云行业的发展，客户的潜在需求在于：1) 对音视频能力的较强定制化，2) 降低技术门槛、更容易及时接入，3) 音视频能力细分场景化，4) 整体服务品质及效率的提高。在此背景下，APaaS 应运而生。APaaS 是一种让用户开发、运行及管理应用程式的一站式平台，比 MPaaS 具有更高的开发效率及更低的成本且比 SaaS 的灵活性更高。

相比 MPaaS, APaaS 主要特点为: 场景化的解决方案、强扩展性、高开放性, 以及与各种系统高度兼容。

表 5: MPaaS 与 APaaS 对比

	MPaaS	APaaS
市场定位	提供专业代码平台, 专业开发人员可以使用该平台进行高度定制的应用程序开发	提供低代码或零代码平台, 入门级开发人员或不具备编程能力的人员可以使用高效的应用程序开发
底层技术基础设施	基础音视频能力、AI 技术、资源调度能力、资源拓展能力、故障隔离能力	低代码平台, 支持通过简单的外挂程序升级以融入新功能
主要功能	通过较低级别的 API 或 SDK 启用 更好地满足客户的可拓展性需求, 同时不受业务应用场景变化的影响 需要服务提供商提供更多资源及稳定性能力	通过较高级别的 API 启用, 通过公司的低代码平台访问多种功能  基于场景的解决方案提供更大的商业价值
目标客户	技术能力较强、灵活性要求较高的客户	技术能力相对有限且业务场景清晰划分、需要快速验证的客户 拥有必要技术知识但不愿耗费资源开发该功能的客户
典型部署场景	主要支持公有部署	支持公有及混合部署
定价模式	公有云: 根据实际使用情况或服务包按月收取服务费 私有云: 根据所需软硬件规模及私有云授权期限收费	公有云: 根据实际使用情况或服务包按月收取服务费 私有云: 根据项目的具体需求收取一次性服务费

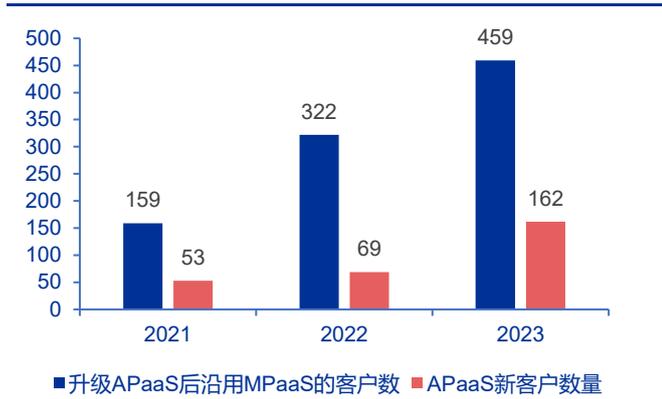
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

**MPaaS 及 APaaS 相互关联, 业务互补, 面向不同需求。** APaaS 的核心竞争力在于 MPaaS 平台上积累多年的技术经验、低代码平台以及场景化技术, 是产品线的延伸。通常而言, 需要快速验证业务模式的新客户会优先使用 APaaS 进行场景化业务验证。一旦业务模式得到验证, 并且客户希望获得更多自主权以及整合其特定需求的能力, 客户将会进一步选择使用 MPaaS 产品重构其部分业务, 以完全控制底层代码及迭代速度。

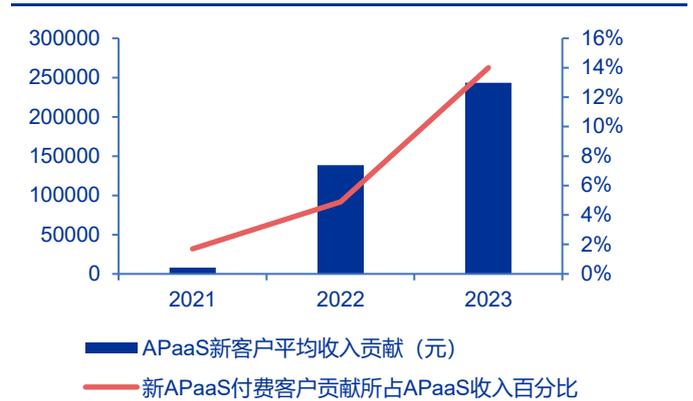
#### 不同需求的选择可分为:

- (1) 拥有足够技术资源及专业知识且对灵活性要求较高的项目团队通常会选择 MPaaS 产品, 因为 MPaaS 允许其根据业务需求调整存储的使用情况、CDN 及其他产品;
- (2) 技术资源有限但注重业务验证的项目团队通常会选择 APaaS 解决方案, 该方案的在开发门槛较低的情况下已能满足业务需求, 且能够快速调整。

**APaaS 新赛道内, 老客户留存+纳新能力突出, 业务增长动能强劲。** 大量 APaaS 用户由 MPaaS 用户升级而来, 公司在 2022 及 2023 年由 MPaaS 客户升级而来的 APaaS 客户的支出及收入贡献均较升级前有所增加。但大多数客户在升级后选择同时使用 MPaaS 产品及 APaaS 解决方案, 同时独家使用 APaaS 解决方案的新客户数量逐渐增加, 且新客户的平均收入贡献大幅增加。

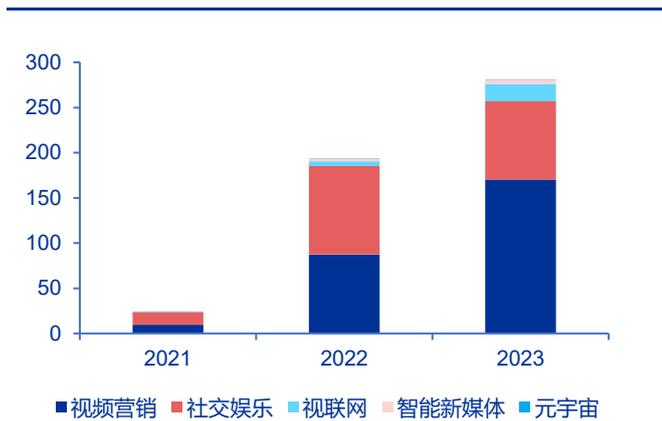
**图 20: APaaS 两类客户增长趋势 (名)**


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

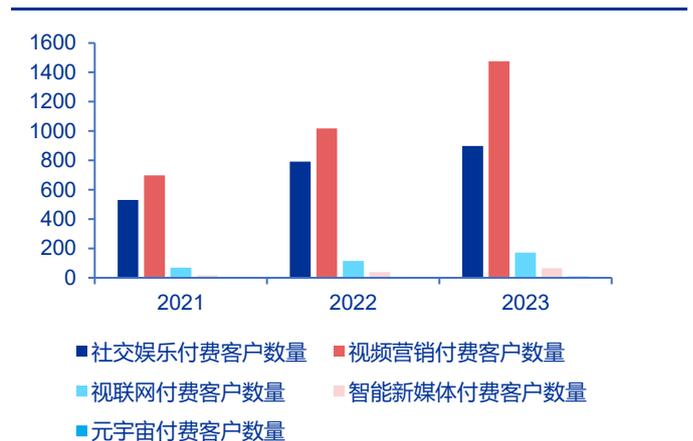
**图 21: APaaS 新客户平均收入贡献增长强劲 (元, %)**


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

公司当前 APaaS 业务以视频营销与社交娱乐为主, 2023 年两者分别占 APaaS 总收入的 60.5%和 30.9%。(1) **社交娱乐场景:** 公司提供一站式解决方案, 包括图片处理与分发、短视频处理与点播、长视频处理与点播、文件分发与下载、赛事/秀场等直播。根据公司招股书, 2023 年, 公司 APaaS 社交娱乐解决方案平均每天有 8.66 亿次 API 调用次数。(2) **视频营销场景:** 帮助客户通过直播营销、互动营销等触达目标客户, 提升用户忠诚度并促进转化, 当前已有企业直播、互动营销、低代码营销直播、统一消息分发、短视频营销等解决方案。根据公司招股书, 2023 年 12 月, 公司的 APaaS 视频营销解决方案帮助客户实现日均触达约 12.6 亿人次。

**图 22: 公司 APaaS 产品收入拆分 (百万元)**


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

**图 23: 公司 APaaS 产品付费客户数量 (名)**


资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

### 3.3 技术为基：音视频技术+低代码平台+AI 技术

公司的核心优势在于一体化 MPaaS 技术，帮助客户处理服务器与存储系统等资源投入大、数据传输与处理技术要求严格、直播延迟等用户体验差等痛点。多年的技术能力积累使公司自主拥有支撑一站式场景化音视频解决方案的关键技术。

公司关键技术主要立足以下三个方面：

**（一）音视频技术：立身之本，研发积累精深，编译码能力+多云智能调度管理等提升品质+效率+安全性。**

公司立足音视频场景，技术积累十余年，拥有音视频编解码能力、综合智能调度管理系统、全球软件定义直播网路、低冗余纠删码等多项独到技术，支持一站式场景化音视频解决方案。

图 24：公司音视频技术简介



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**（二）低代码平台：APaaS 解决方案核心技术底座。**

低代码平台在公司 MPaaS 的基础上建构，可以通过可视化用户交互界面以最少的手动编码实现编程，重点在于易用性、拓展性及开放性。

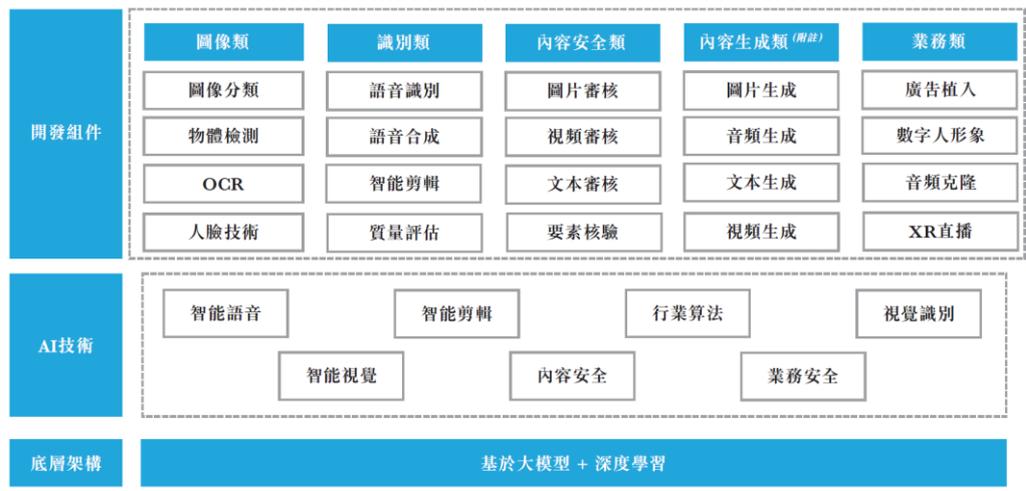
**公司低代码平台的优势在于：**（1）通过其可扩展架构及封装，客户仅通过选择对应功能插件即可访问场景功能。（2）集成丰富的 API 和 SDK，依托于其强大可扩展性，支持第三方开发人员提交场景相关的音视频能力组件，以丰富及增强平台功能。（3）低代码平台下 APaaS 更易于向客户提供一站式场景化解决方案，以提供整包服务，因此 APaaS 业务拥有更高的毛利率。

**（三）AI 技术：专注多模态大模型，赋能内容生成与处理能力。**

公司广泛部署 AI 技术开发 MPaaS 产品及 APaaS 解决方案下的音视频功能。具体应用包括智能视觉、智能语音、智能剪辑、行业算法，内容安全和业务安全等。

公司 AI 技术有助于：(1) 指导定位具体质量问题：结合音视频处理技术和深度学习模型，通过在大规模的专家标注样本集上利用卷积神经网络和门控循环单元(GRU)学习视频内容特征和时序信息，可精准输出图片、视频的画质、美观度等的客观质量指标。(2) 持续促进大语言模型改进：结合多模态大语言模型，公司可处理多种结构或类型数据，并通过人类反馈强化学习，持续改进大语言模型。(3) 更全面的客户服务：引入行业内的业务合作伙伴，构建开放生态系统，在各场景为客户提供更全面的服务。

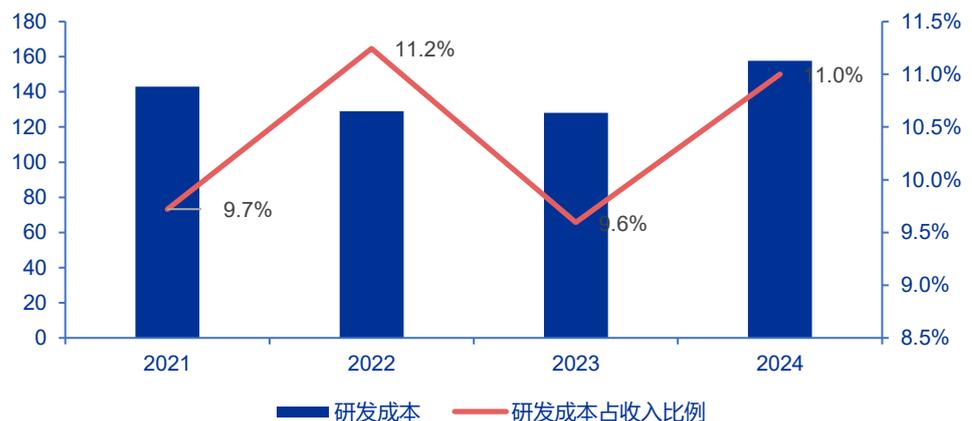
图 25：公司 AI 核心技术的底层架构和开发组件



资料来源：公司官网，申万宏源研究

研发投入：结构优化后，将持续定点增强研发能力。根据招股说明书，截止 2023 年底，公司研发团队共计 170 人，占员工总数的 43.6%。公司 2021-2024 年研发成本分别为 1.43 亿元、1.29 亿元、1.28 亿元及 1.58 亿元，分别占总收入的 9.7%、11.2%、9.6%及 11.0%。2022 年，基于优化研发结构的战略决策，公司缩减了 DPaaS 业务的研发团队。预计将加大研发，同时将研发集中在有重大财务影响或较高回报的产品上（如 APaaS 解决方案），以提高研发效率。

图 26：公司研发投入及占总收入比重（百万元，%）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

### 3.4 发展趋势：乘 AIGC 东风，拓展场景+客户群

“1+N”商业化布局下，深耕音视频主要场景，拓展业务及客户群。公司将 APaaS 解决方案应用于丰富的场景，打造 1 个平台+N 个场景的“1+N”商业化布局。公司当前战略性布局 APaaS 市场的五大场景，将 APaaS 解决方案推广至场景中的其他客户。

**表 6：公司 APaaS 业务拓展解决方案**

拓展方向	项目	具体方案
场景端拓展	视联网	产业数字化解决方案，如农业直连摄像头上传
	智慧新媒体	广电传媒智能解决方案，智能拍摄、智能剪辑等
	元宇宙	构建 2D、3D 数字人 深度学习技术，提升用户市场营销效率
技术/销售端拓展	提升销售和营销	巩固品牌形象，加强业务网络，拓展中小企业
	增加基础设施支持	双活或三活架构资料中心及 CDN 存储及算力服务器
	技术开发积累	软件工程领域资深工程师 五大场景行业经营资深工程师

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**聚焦垂类大模型，打造 AIGC 能力。**根据艾瑞咨询，自 2023 年起，众多厂商已经开始将 AIGC 技术融入音视频 APaaS 解决方案，预示着“AIGC+音视频 APaaS”将成为新趋势。不仅能够提升产品的功能和效率，且能使用户通过简单的需求输入，自动生成代码，并快速组装出完整的音视频应用。通过简单的代码编写或拖拉拽，可对应用进行个性化调整，从而满足不同场景的需求。

为实现该目标，公司计划利用多种垂类生成模型，其成果将被整合到输出场景中，并通过公司的音视频和实时通信技术（RTC）输出到多种内容渠道，以实现内容的高效分发。

**表 7：公司 AIGC 能力类别（垂类生成模型）及策略**

类别	应用与内容生成	具体措施与提升策略
图片生成	虚拟场景地图的创建	利用图片生成技术，对 3D 场景进行布局和分割，调用模型市场资源以及基础建模能力完成场景搭建。
视频生成	学习大量视频资料，提取表情、动作等生成角色动画	通过 AI 技术优化角色动画的生成，结合骨骼绑定技术，按场景需求生成自然流畅的动画。
3D 生成	提升 3D 内容生成平台	增加对 3D 内容生成平台的投资，提高平台易用性和生成效率；采用 AI 技术优化 3D 创作和渲染工作流程。
角色动画生成	生成自然流畅的角色动画	结合 AI 学习和骨骼绑定技术，提升虚拟内容质量和真实感。
输出应用	音视频和实时通信技术（RTC）输出至多种内容渠道	将生成模型的成果通过公司的音视频和 RTC 技术高效分发。

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**加快海外业务拓展，提升国际市场占有率。**全球音视频云服务市场预计未来数年亦将迎来蓬勃发展期，而根据艾瑞咨询，东南亚、中东音视频云服务市场整体渗透率较低，音

视频云服务市场发展尚在早期，具有巨大的增量空间。我们认为，基于过去互联网企业出海经验，利用成熟的技术拓展海外市场并复制中国市场的成功，具有较高可行性。

**公司海外布局计划：**（1）**打造 PaaS 的基础设施**，为在海外提供一站式场景化音视频解决方案打好技术基础；（2）**建立本地的销售和技术团队**，与本地伙伴合作以将产品及服务本地化，与企业客户建立长期的商业关系，拓展海外客户基础。公司目前在中国香港地区及新加坡设有附属公司，已初步开展业务；同时已在越南设立附属公司，计划拓展越南市场；此外，公司已在印尼、马来西亚和沙特阿拉伯开展音视频云市场可行性研究。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

公司是国内领先的音视频 MPaaS/APaaS 供应商，其主要通过 API 及 SDK 为客户提供 MPaaS 产品，并以场景化解决方案的形式向客户提供 APaaS 解决方案。受益音视频云服务需求催化，以及公司老业务 MPaaS 和积极布局的新业务 APaaS 高速增长，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 17/20/25 亿元人民币，同比增速为 18%/20%/21%；我们预测公司 2025-2027 年经调整净利润分别为-0.60/0.01/0.25 亿元人民币。

**MPaaS：公司 MPaaS 收入增长主要来自于强产品力带来的客户拓展。** 1) QCDN 方面，预计公司 2025-2027 年收入为 8.6/9.8/11.3 亿元人民币；2) Kodo 方面，预计公司 2025-2027 年收入为 2.3/2.8/3.4 亿元人民币；3) 互动直播产品方面，预计 2025-2027 年实现收入 0.18/0.20/0.24 亿元；4) Dora 方面，预计公司 2025-2027 年收入为 0.8/1.0/1.2 亿元人民币。

**APaaS：公司 APaaS 收入增长主要来自于客户拓展，同时受益于与 MPaaS 的协同效应。** 1) 视频营销方面，预计公司 2025-2027 年收入为 2.4/3.1/4.0 亿元人民币；2) 社交娱乐方面，预计公司 2025-2027 年收入为 1.7/2.3/3.1 亿元人民币；3) 视联网+智能新媒体+元宇宙方面，预计公司 2025-2027 年收入共为 0.38/0.49/0.70 亿元人民币。

**毛利率及三费：**我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 20.75%/21.72%/22.11%。公司作为国内头部的音视频云服务提供商，预计随着客户的拓展、业务的开拓以及高毛利率的 APaaS 业务占比提升，公司将逐步具备更强的议价能力及规模效应，我们预计公司整体毛利率稳中有升。此外，公司整体费用可控，基本稳定下有所降本，预计 2025-2027 年公司销售及营销费用率为 8%/7%/7%，行政费用率为 8%/7%/6%，研发费用率为 11%/10%/10%。

表 8：七牛智能业绩拆分与费用预测（单位：人民币百万元）

单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
MPaaS	875	975	1,039	1,188	1,385	1,617
	YoY	11%	7%	14%	17%	17%
APaaS						

	YoY	45%	26%	29%	31%	32%
DPaaS	16	5	4	4	4	4
	YoY	-71%	-23%	6%	6%	6%
其他云服务	62	73	40	43	45	48
	YoY	18%	-45%	6%	6%	6%
<b>总营业收入</b>	<b>1,147</b>	<b>1,334</b>	<b>1,437</b>	<b>1,689</b>	<b>2,031</b>	<b>2,457</b>
	YoY	16%	8%	18%	20%	21%
毛利率	20%	21%	20%	21%	22%	22%
销售费用率	13%	10%	8%	8%	7%	7%
管理费用率	10%	10%	10%	8%	7%	6%
研发费用率	11%	10%	11%	11%	10%	10%
年内利润 (亏损)	-213	-324	-459	-60	1	25
<b>经调整净利润</b>	<b>-119</b>	<b>-134</b>	<b>-127</b>	<b>-60</b>	<b>1</b>	<b>25</b>
	YoY	-13%	5%	53%	101%	3126%

资料来源：公司招股书，公司年报，申万宏源研究

## 4.2 估值

**相对估值法：**我们预计公司 25-27 年营收为 16.89/20.31/24.57 亿元人民币，由于公司目前仍处于亏损状态，不适用于 PE 估值法，且营收规模更能体现出音视频云服务行业公司的规模、产业地位以及份额，故使用 PS 方法进行估值。

公司主营业务为音视频 MPaaS/APaaS 云服务，同时聚焦垂类大模型，广泛部署 AI 技术，因此可比公司选用 AI 布局公司（商汤、浪潮信息、大华股份）以及云服务公司（金山云、中科曙光、亚信安全、金蝶国际、中国软件国际、东软集团、博彦科技、紫光股份）。

可比公司 2025-2026 年 PS 去除极值后平均值为 1.1/1.0x，考虑到竞争加剧风险、贸易与产业链波动风险等市场因素影响，给予公司 2025 年可比公司平均 1.1x 作为目标 PS，对应目标市值 18 亿人民币。首次覆盖，给予增持评级。

表 9：可比公司营收及估值（截至 2025/6/20 收盘）

代码	公司	总市值 (亿元, 人民币)				PS	
		2025/6/20	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E
0020.HK	商汤-W	477	38	50	63	10	8
000977.SZ	浪潮信息	703	1,146	1,555	1,885	0.5	0.4
002236.SZ	大华股份	502	320	347	379	1	1
3896.HK	金山云	242	78	93	109	3	2
603019.SH	中科曙光	979	131	150	172	7	6
688225.SH	亚信安全	77	36	87	95	1	1
0268.HK	金蝶国际	445	63	71	82	6	5
0354.HK	中国软件国际	115	172	185	203	1	1
600718.SH	东软集团	110	115	134	159	1	1
002649.SZ	博彦科技	77	68	74	81	1	1
.SZ	紫光股份						
<b>去除极值后平均值</b>						<b>1.1</b>	<b>1.0</b>

2567.HK

七牛智能

17

14

17

20

1.0

0.8

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：可比公司预测营收来源于 wind 一致预期。商汤-W、中科曙光、金蝶国际为极值。

### 4.3 风险提示

**1) 音视频云服务市场竞争加剧带来的风险。**音视频云服务市场发展迅速，公司现有竞争对手可能在价格、技术等方面具有巨大竞争优势。行业竞争加剧可能迫使公司降低价格以保持竞争力，对其经营业绩可能会有较大不利影响。

**2) 新产品和解决方案未被市场接纳的风险。**为满足客户日益变化的需求，公司在研发方面投入大量资源，以增强公司的产品和解决方案。如果因多种原因，公司的新产品和解决方案无法获得预期的市场接纳，可能会给公司的经营管理带来较大波动。

**3) 解决方案向新的垂直行业扩张不成功的风险。**公司多年来在新兴行业成功拓展并成为佼佼者，但公司无法保证能保持该趋势。向新的垂直行业扩张可能带来包括客户偏好、市场竞争、法律法规、管理经营压力等各方面的风险和挑战，如果未能成功扩张可能对公司经营带来较大波动。

**4) 扩大国际业务效果不达预期的风险。**公司当前在中国香港地区、新加坡和越南设立附属公司，并计划专注东南亚及中东海外市场。公司将尝试适应并制定应对国际市场的战略，但在此过程中可能遇到包括竞争加剧、贸易壁垒等的困难。如果公司无法克服该等困难，可能对其经营业绩带来较大影响。

**5) 系统和网络安全受到攻击的风险。**公司已经实施各种网络安全措施，但可能无法保证能够检测和预防所有网络干扰和攻击。若无法避免这类攻击和安全漏洞，公司可能会承担重大法律和财务责任，并遭受巨额收入损失。

**利润表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	1,147	1,334	1,437	1,689	2,031	2,457
营业成本	-919	-1,054	-1,153	-1,338	-1,589	-1,914
毛利	229	280	284	350	441	543
销售及营销费用	-148	-139	-116	-135	-145	-177
行政费用	-111	-136	-138	-138	-136	-138
研发成本	-129	-128	-158	-177	-203	-246
金融资产减值亏损净额	-8	-12	-26	-5	-4	-4
按公允价值计入损益的金融资产的公允价值收益/(亏损)净额	31	-55	-12	35	40	40
其他收入及收益, 净额	16	29	8	18	18	18
经营收益 (亏损)	-120	-160	-158	-51	11	37
财务成本	-9	-8	-8	-8	-10	-12
可转换可赎回优先股之公允价值变动	-84	-156	-294	0	0	0
除税前利润	-213	-324	-459	-60	1	25
所得税开支	0	0	0	0	0	0
非控股权益	0	0	0	0	0	0
<b>年内利润 (亏损)</b>	-213	-324	-459	-60	1	25
调整项合计	94	190	332	0	0	0
<b>经调整净利润</b>	-119	-134	-127	-60	1	25

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 申万宏源研究

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	172	127	91	56	24	4
使用权资产	26	13	26	26	26	26
其他无形资产	0	0	0	0	0	0
于联营公司的投资	0	0	0	0	0	0
按公允价值计入损益的金融资产	153	98	86	86	86	86
<b>非流动资产</b>	351	238	204	168	136	116
存货	39	26	8	9	11	14
贸易应收款项及应收票据	191	285	431	338	406	491
预付款项、按金及其他应收款项	20	28	33	31	33	40
现金及现金等价物	187	166	452	475	483	496
其他流动资产	116	116	75	78	80	82
<b>流动资产</b>	553	622	999	930	1,013	1,123
<b>总资产</b>	904	860	1,202	1,099	1,150	1,239
股本	0	0	1	1	1	1
储备	-2,676	-3,015	434	374	375	400
<b>权益合计</b>	-2,676	-3,015	435	376	376	401
可转换可赎回优先股	0	3,215	0	0	0	0
计息银行及其他借款	3	0	0	0	0	0
租赁负债	7	3	14	14	14	14
递延收入						

非流动负债	10	3,218	15	15	15	15
租赁负债	12	8	13	13	13	13
递延收入	0	0	0	0	0	0
贸易应付款项	144	231	311	268	318	383
其他流动负债	3,414	419	428	428	428	428
<b>流动负债</b>	<b>3,570</b>	<b>657</b>	<b>752</b>	<b>709</b>	<b>759</b>	<b>824</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,580</b>	<b>3,875</b>	<b>767</b>	<b>723</b>	<b>773</b>	<b>838</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>904</b>	<b>860</b>	<b>1,202</b>	<b>1,099</b>	<b>1,150</b>	<b>1,239</b>

资料来源：公司招股说明书，公司年报，申万宏源研究

### 现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	-213	-324	-459	-60	1	25
加：折旧摊销	93	71	55	44	39	28
公平值亏损/（收益）净额	18	196	237	47	-24	-32
经营活动产生的其他现金流量	30	54	50	0	0	0
<b>经营活动所用现金净额</b>	<b>-71</b>	<b>-4</b>	<b>-118</b>	<b>32</b>	<b>16</b>	<b>21</b>
资本支出	-16	-12	-6	-9	-7	-8
投资活动产生的其他现金流量	-46	-3	48	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-62</b>	<b>-15</b>	<b>42</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>
负债净变动	45	23	-6	0	0	0
融资活动产生的其他现金流量	-24	-28	362	0	0	0
<b>融资活动产生现金净额</b>	<b>21</b>	<b>-5</b>	<b>356</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>净现金流</b>	<b>-113</b>	<b>-23</b>	<b>280</b>	<b>23</b>	<b>8</b>	<b>13</b>

资料来源：公司招股说明书，公司年报，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 恒生中国企业指数 (H 股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。