

互联网	收盘价 港元 63.50	目标价 港元 81.00个	潜在涨幅 +27.6%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 8 月 27 日

第四范式 (6682 HK)

传统行业 AI 生产力需求提振收入，2025 年扭亏为盈目标不变；上调目标价

我们上调公司 2025-2027 年收入预期 7-22%，维持 2025 年扭亏，2026 年微盈利的预期。我们看好公司先知平台在传统行业 AI 升级背景下，能有效帮助企业提升核心竞争力的能力。公司在 AI+X 持续探索，已布局包括 AI+储能、Phancy 消费电子等领域。我们预计随着企业的 AI 应用需求持续加大，单客平均收入将进一步提升，预计到 2029 年，公司收入将达到 200 亿规模，对比 2025 年年化增速 30%，规模化效应持续显现，利润率或达 8-10%。国务院于 8 月 26 日印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，也将利好公司业务拓展，我们将目标价滚动至 2026 年，对应 4 倍市销率，目标价上调至 81 港元，维持公司买入评级。

① **先知 AI 平台上半年表现超预期。**公司致力于“AI Agent+世界模型”的落地和应用，为企业客户核心竞争力提供 AI 生产力支持，驱动公司 1H25 收入达 26.26 亿元，同比增速 40.7%，其中先知 AI 平台收入增速达 71.9%。截至上半年，公司标杆客户贡献收入 16 亿元，同比增 64%，占总收入比例从去年同期的 53%升至 62%；标杆客户数达 90 个，较去年同期新增 4 个，同比增 5%，每标杆客户平均收入为 1798 万元，同比增 56.6%，单客收入贡献大幅增长是公司在企业生产力价值体现的有效指标。

② **本年度实现盈亏平衡目标不变。**上半年，公司毛利率 37.7%，对比 2024 年全年的 42.7%/1 季度的 41.2%有所下降，我们认为主要由于先知 AI 平台软硬一体相关销售占比提升的影响，为更好地完成 AI 应用部署，实现新质生产力转型，企业客户对软硬一体机采购需求持续加大。我们认为，虽然一体机相关销售占比对短期毛利率提升有一定拖累，但 AI 应用及 AI 技术在传统企业快速落地的初期，基础设施布局是投入前提。上半年，费用金额同比增速 8%，远低于收入增速，费用率占收比 45%，较 2024 年的 50%继续下降，预计运营效率提升趋势仍将持续。

盈利预测变动

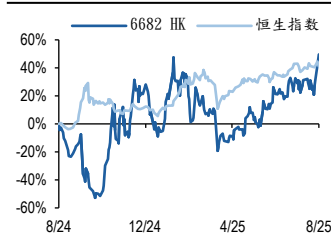
人民币百万元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
收入	7,031	6,567	7%	9,290	8,161	14%	12,133	9,982	22%
增速	34%	25%		32%	24%		31%	22%	
毛利润	2,635	2,813	-6%	3,502	3,567	-2%	4,718	4,406	7%
毛利率	37%	43%		38%	44%		39%	44%	
调整后净利润	22	13	66%	274	260	6%	525	519	1%
调整净利润率	0.3%	0.0%		3.0%	3.1%		4.3%	5.1%	

资料来源：FactSet，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)	63.50
52周低位 (港元)	20.05
市值 (百万港元)	16,929.74
日均成交量 (百万)	26.47
年初至今变化 (%)	24.63
200天平均价 (港元)	48.39

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

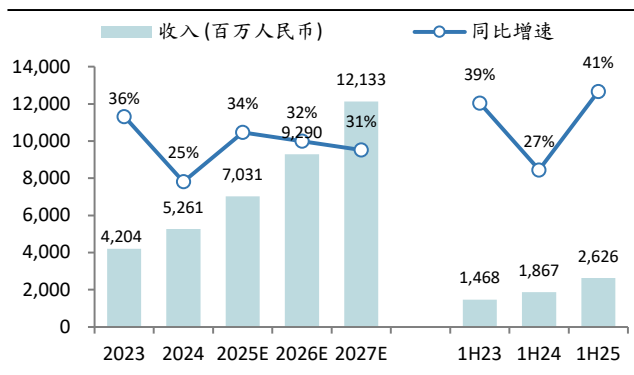
蔡涵

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。

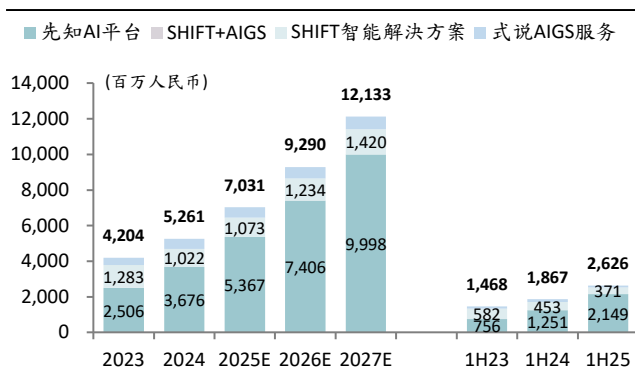
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2025 上半年总收入同比增速 41%



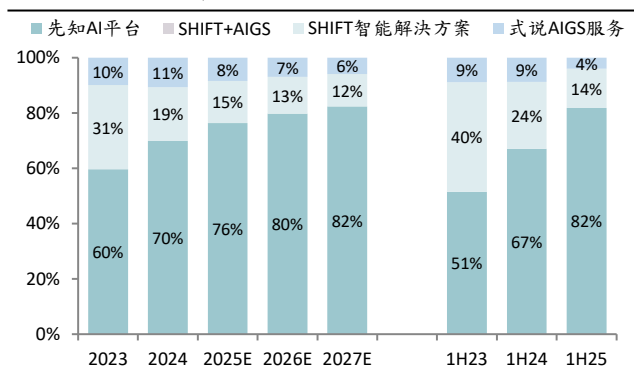
资料来源：公司资料，交银国际预测

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



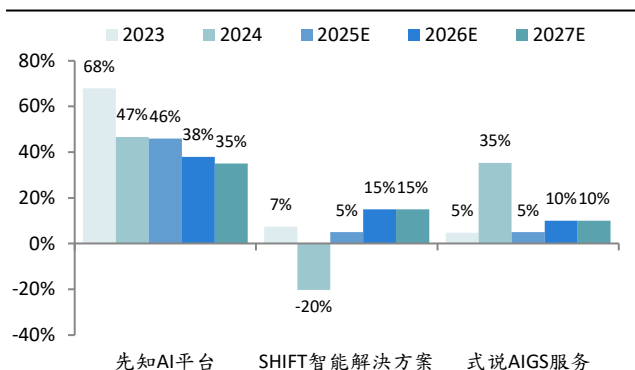
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：2025 上半年先知 AI 平台收入占比 82%，预计全年超过 75%



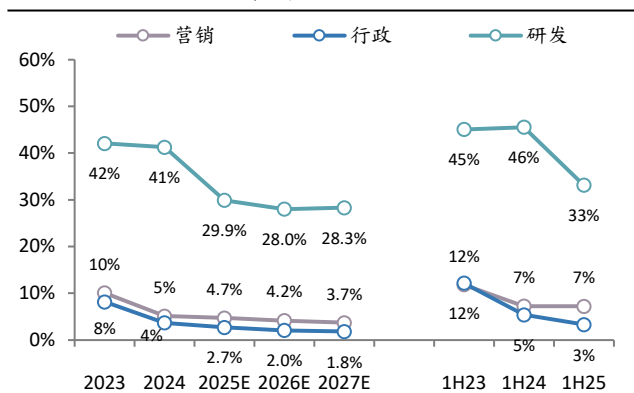
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：先知 AI 平台增速好于此前预期



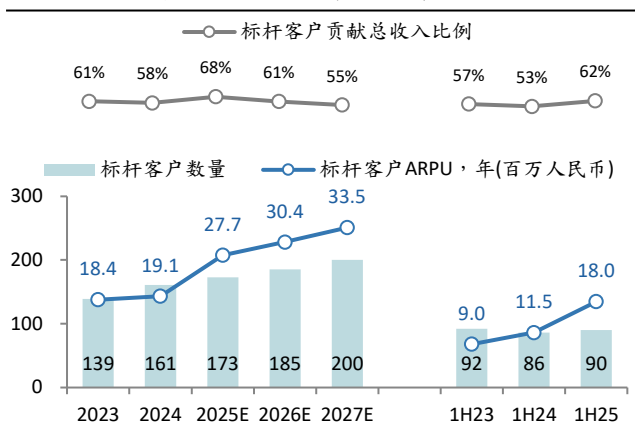
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5：运营费用率持续优化



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 6：标杆客户 ARPU 持续提升



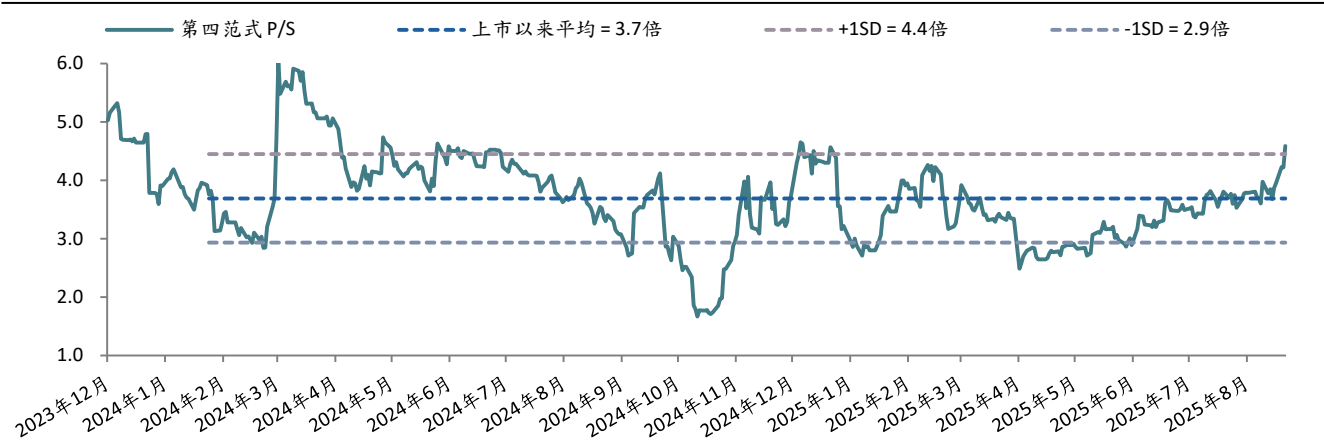
资料来源：公司资料，交银国际预测

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	7,031	9,290	12,133
同比	53%	36%	25%	34%	32%	31%
<u>彭博一致预期</u>				<u>6,549</u>	<u>8,049</u>	<u>10,239</u>
收入拆分						
先知 AI 平台	1,492	2,506	3,676	5,367	7,406	9,998
SHIFT 智能解决方案	1,194	1,283	1,022	1,073	1,234	1,420
式说 AIGS 服务	397	416	563	591	650	715
销售成本	(1,596)	(2,225)	(3,016)	(4,396)	(5,789)	(7,415)
毛利	1,487	1,980	2,245	2,635	3,502	4,718
毛利率	48%	47%	43%	37%	38%	39%
销售及营销开支	(412)	(423)	(269)	(330)	(386)	(449)
一般及行政开支	(528)	(342)	(193)	(190)	(189)	(219)
研发开支	(1,650)	(1,769)	(2,170)	(2,125)	(2,601)	(3,434)
其他收益/(亏损)	77	9	32	(54)	(110)	(145)
经营利润/(亏损)	(1,026)	(545)	(355)	(64)	216	471
经营利润率	-33%	-13%	-7%	-1%	2%	4%
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)	(11)	270	526
年度利润/(亏损)	(1,653)	(921)	(296)	(12)	264	515
非控股权益	(9)	(12)	(27)	(10)	(10)	(10)
归母净利润/(亏损)	(1,645)	(909)	(269)	(2)	274	525
经调整经营费用占收比						
销售及营销开支	13%	10%	5%	5%	4%	4%
一般及行政开支	8%	8%	4%	3%	2%	2%
研发开支	49%	42%	41%	30%	28%	28%
经调整经营利润/(亏损)	(548)	(465)	(387)	13	326	616
经调整经营利率	-18%	-11%	-7%	0%	4%	5%
经调整归母净利润/(亏损)	(496)	(404)	(265)	22	274	525
经调整净利率	-16%	-10%	-6%	0%	3%	4%
<u>彭博一致预期</u>				<u>7</u>	<u>211</u>	<u>468</u>

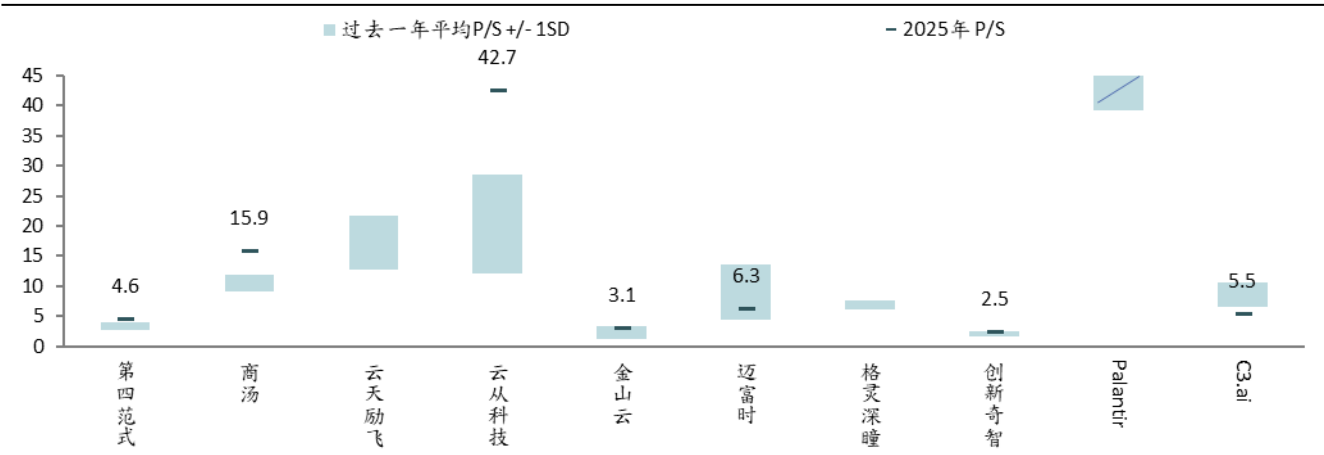
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

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 8 月 26 日

图表 9：第四范式可比公司估值区间范围

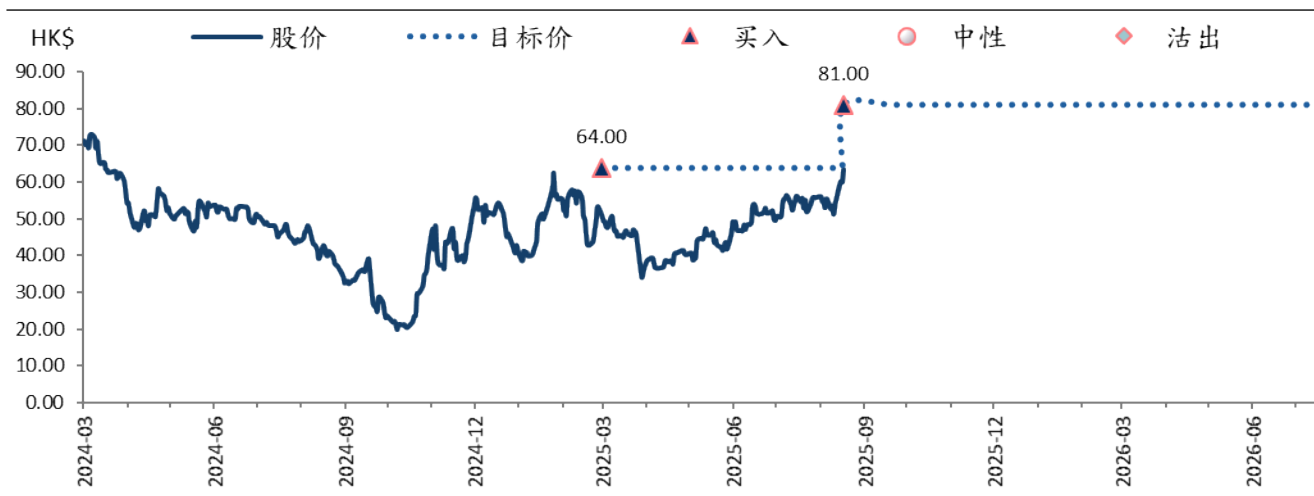


资料来源：彭博，交银国际，Palantir 过去一年平均市销率 +/-1SD 区间为 39-79 倍，2025 年市销率为 92 倍 * 股价截至 2025 年 8 月 26 日

2025 年 8 月 27 日

第四范式 (6682 HK)

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	92.48	99.00	7.1%	2025 年 05 月 22 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	22.74	32.00	40.7%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	76.45	90.00	17.7%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.35	2.90	23.4%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	279.00	339.00	21.5%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	41.26	39.00	-5.5%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	26.23	30.00	14.4%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.28	8.30	0.2%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	52.54	60.00	14.2%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	123.91	150.00	21.1%	2025 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	31.81	40.00	25.7%	2025 年 07 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	124.19	165.00	32.9%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	27.34	15.60	-42.9%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.64	4.80	31.9%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	35.82	46.00	28.4%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.12	12.00	31.6%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.88	13.30	22.2%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	34.54	42.00	21.6%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	137.05	155.00	13.1%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	599.00	700.00	16.9%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.96	10.20	-14.7%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	20.22	25.00	23.6%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	116.30	165.00	41.9%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.29	18.50	39.2%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	14.81	13.50	-8.8%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	15.22	21.00	38.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.85	9.60	-19.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	512.50	591.00	15.3%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.44	25.50	18.9%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	63.50	81.00	27.6%	2025 年 08 月 27 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 27 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	7,031	9,290	12,133
主营业务成本	(2,225)	(3,016)	(4,396)	(5,789)	(7,415)
毛利	1,980	2,245	2,635	3,502	4,718
销售及管理费用	(765)	(462)	(520)	(574)	(668)
研发费用	(1,769)	(2,170)	(2,125)	(2,601)	(3,434)
其他经营净收入/费用	9	32	(54)	(110)	(145)
经营利润	(545)	(355)	(64)	216	471
Non-GAAP标准下的经营利润	(465)	(387)	13	326	616
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)	(11)	270	526
税费	10	(6)	(0)	(6)	(11)
非控股权益	12	27	10	10	10
净利润	(909)	(269)	(2)	274	525
作每股收益计算的净利润	(909)	(269)	(2)	274	525
Non-GAAP标准的净利润	(404)	(265)	22	274	525

资产负债表简表 (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	1,773	1,789	1,865
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	319	337	504
其他流动资产	1,047	1,015	1,219	1,474	1,790
总流动资产	5,657	5,690	7,602	8,475	9,704
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	9,509	10,405	11,660
短期贷款	96	6	6	6	7
应付账款	1,314	2,278	2,758	3,195	3,698
其他短期负债	233	214	223	233	243
总流动负债	1,643	2,498	2,987	3,434	3,947
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	3,007	3,454	3,969
股本	466	466	466	466	466
储备及其他资本项目	4,883	4,596	6,027	6,476	7,217
股东权益	5,349	5,062	6,493	6,942	7,683
非控股权益	103	9	9	9	9
总权益	5,453	5,071	6,502	6,951	7,692

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)	(11)	270	526
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)	(456)	(358)	(582)
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	130	183	220
经营活动现金流	(999)	(622)	(304)	122	188
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	1,773	1,789
年末现金	1,978	859	1,773	1,789	1,865

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)	(0.004)	0.556	1.064
全面摊薄每股收益	(2.798)	(0.577)	(0.004)	0.556	1.064
Non-GAAP标准下的每股收益	(1.279)	(0.628)	0.023	0.536	1.044
每股账面值	16.468	10.871	13.155	14.065	15.566
利润率分析(%)					
毛利率	47.1	42.7	37.5	37.7	38.9
EBITDA利润率	(11.0)	(5.6)	(0.3)	2.7	4.2
EBIT利润率	(13.0)	(6.7)	(0.9)	2.3	3.9
净利率	(21.6)	(5.1)	(0.0)	3.0	4.3
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	47.1	42.7	37.5	37.7	38.9
EBITDA利润率	(9.1)	(6.2)	0.8	3.9	5.4
经营利润率	(11.1)	(7.4)	0.2	3.5	5.1
净利率	(9.6)	(5.0)	0.3	3.0	4.3
盈利能力(%)					
ROA	(13.1)	(3.6)	(0.0)	2.8	4.8
ROE	(48.2)	(5.2)	(0.0)	4.1	7.2
ROIC	NA	NA	NA	3.0	6.0
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	2.5	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	176.2	156.4	137.7
应付账款周转天数	156.4	195.2	199.4	177.6	159.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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、武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、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、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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，而非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。