

第四范式 (6682 HK)

AI 应用加速新质生产力落地，坚定公司长期收入增长信心

- ④ **管理层业绩后 NDR 亮点：**1) 业务转型，商业模式从定制化解决方案转向标准化平台交付模式，专注于底层垂直模型搭建，向客户提供决策建议；2) 收入增长确定性强，2024-28 年年化增速超 30%；2) 利润扭亏趋势不改，长期利润率 8-10%；3) AI+X 新业务布局，复用技术积累，为长期发展奠定基础。
- ④ **回顾 2025 上半年业绩表现：**上半年公司整体收入增 41%至 26.26 亿元（人民币，下同），先知 AI 平台收入占比达到 82%，公司收入及产品结构从定制化解决方案转向标准化的平台交付取得阶段性成果。成本增速 52%，毛利润率同比降 5 个百分点。三费占收比 45%，同比增 8%，显著低于收入及毛利润增速，净亏损同比收窄。应收账款具有周期性，较去年底大幅下降，但较去年同期增速 11%。
- ④ **先知 AI 平台以通过 AI 垂直模型及行业 Know-how，解决企业发展核心痛点为目标：**公司创立初期以定制化解决方案为主要业务模式，期间人员投入较大，并与行业咨询合作伙伴建立生态合作，覆盖 20+个行业。2023 年公司升级品牌战略，受益于多年积累的行业 Know-how，通过 AI 技术驱动的软硬一体机或垂直模型平台模式，辅助企业决策，提升企业核心竞争力，解决企业业务发展的核心痛点。软硬一体机的销售顺应我国 IT 及软件行业发展特点，加速企业 AI 化、数字化渗透。
- ④ **客户画像：**目前公司客户以大型国央企、民企及外企为主，前三大行业为金融、能源、运营商。软硬一体机以 3-5 年期折旧，粘性强，替换成本高。标杆客户以世界 500 强及上市公司定义，2025 上半年标杆客户有 90 家，对比 2024 上半年的 86 家/全年的 161 家，标杆客户平均收入 1800 万元，较 2024 上半年的 1100 万元/全年的 1900 万元，大幅提升。2024 年标杆客户留存率 90%+，标杆客户净收入增长率 110%。案例：1) 零售餐饮点餐屏，通过实时推荐算法将点餐屏客单价提升 2-3 元，年增收数亿元，ROI 超 10 倍；2) 金融/银行：风险管理及反欺诈预测准确率大幅提升，用户活跃度优化等。
- ④ **AI+X 新业务拓展：**1) Phancy 消费电子：与品牌商或白牌合作，如兰博基尼、理想等，与合作方（硬件生产/设计）一起提供智能硬件解决方案，复用软硬结合能力，下半年或贡献约 1 亿元收入，毛利率与现有业务基本持平；2) AI+储能：与海博思创成立合资公司，通过 AI 技术实时预测电网供需波动，优化电力交易决策等。
- ④ **2025 全年及长期业务增长预期：**公司对收入规模有较强的把控力，现阶段，随着扭亏为盈目标基本实现，收入规模加速放量进程跟进，公司将继续深入挖掘头部客户需求，并拓展中腰部客户等相对下沉市场，预计 2025 全年收入超 70 亿元，4 年后收入规模达到 200 亿元，利润率达到 8-10%。对应 2026 年 4.5 倍市销率，目标价 81 港元，长期仍有上调空间，维持买入评级。

谷馨瑜, CPA

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

孙梦琪

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

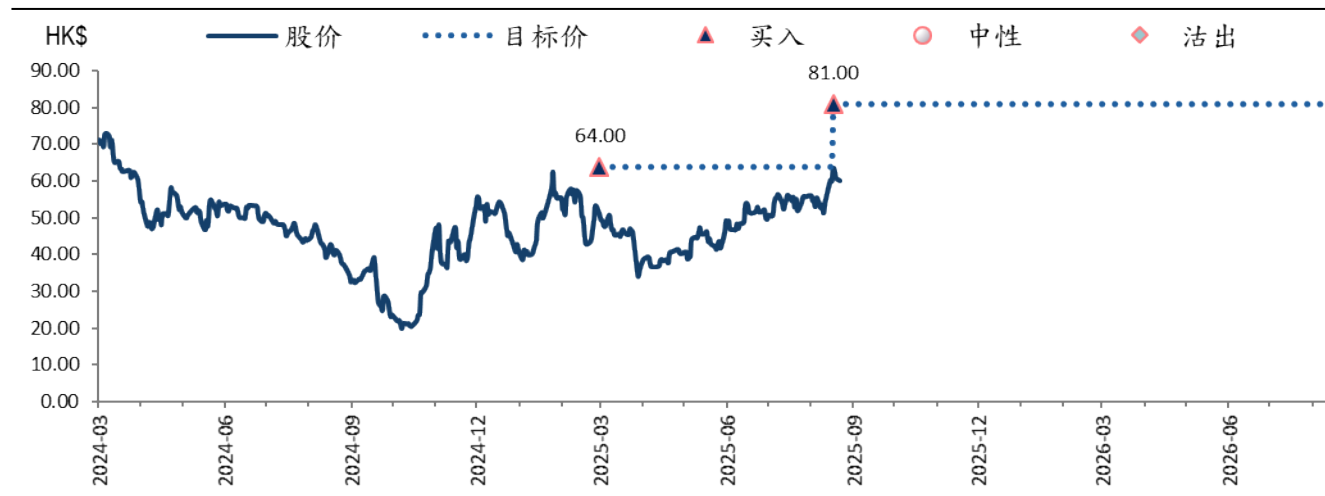
赵丽, CFA

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

蔡涵

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

图表 1：第四范式 (6682 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 2：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	95.30	99.00	3.9%	2025 年 05 月 22 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	23.26	32.00	37.6%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	73.60	90.00	22.3%	2025 年 08 月 22 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.65	2.90	9.4%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	278.40	339.00	21.8%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	40.38	39.00	-3.4%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	24.52	30.00	22.3%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.30	8.30	0.0%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	54.06	60.00	11.0%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	120.22	150.00	24.8%	2025 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	31.07	40.00	28.7%	2025 年 07 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	135.00	165.00	22.2%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	26.04	15.60	-40.1%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.90	5.20	33.3%	2025 年 08 月 29 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	38.02	46.00	21.0%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.97	12.00	33.8%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.62	13.30	25.2%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	34.72	42.00	21.0%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	136.19	155.00	13.8%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	605.00	700.00	15.7%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	10.68	11.20	4.9%	2025 年 09 月 01 日	游戏
3690 HK	美团	买入	103.00	147.00	42.7%	2025 年 08 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.36	25.00	22.8%	2025 年 08 月 22 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.08	18.50	41.4%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	15.03	13.50	-10.2%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	15.64	21.00	34.3%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	12.00	9.60	-20.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	576.00	653.00	13.4%	2025 年 08 月 29 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	22.22	25.50	14.8%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	60.15	81.00	34.7%	2025 年 08 月 27 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 9 月 1 日

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。