

计算机

2025 年 09 月 05 日

第四范式

(06682)

——标准化带来行业快速扩展，长期粘性、竞争力无虞

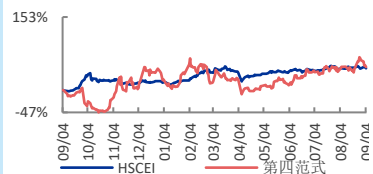
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 09 月 04 日

收盘价 (港币)	55.80
恒生中国企业指数	8937.09
52 周最高/最低 (港币)	66.95/18.80
H 股市值 (亿港元)	289.98
流通 H 股 (百万股)	320.81
汇率 (人民币/港币)	1.0975

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

罗宇琦 A0230124070004
luoyq@swsresearch.com

联系人

罗宇琦
(8621)23297818x
luoyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **第四范式主要围绕其先知平台为企业提供 AI 能力，产品形态从标准到定制兼具。**公司业务可以拆分为先知平台及产品 (2024 年收入占比 70%) 与应用开发及其他服务 (2024 年收入占比 30%) 两部分。先知平台及产品为标准化软硬件产品，应用开发及其他服务又可以拆分为 SHIFT 智能解决方案、式说 AIGS 服务。
- **公司高管技术顶尖且均具有头部互联网大厂就职经历。**梳理公司技术、产品主要负责高管的背景可以观察到其背景的相似性：四位技术、产品负责高管本科全部就读于上海交通大学计算机科学与技术专业，后续多数进入顶尖学府继续深造，之后在顶尖互联网公司（百度、字节、谷歌）工作。
- **标准化战略短期带来下游客户的快速拓展，长期来看公司产品具有粘性、产品力极具竞争力发展无虞。**当前市场对公司的关注度主要集中在公司希望更多地转向提供标准化产品的战略，我们详细分析了公司实现 B 端标准化的途径以及标准化带给公司的好处。
- **公司的标准化战略其实充分地考虑了中国软件市场特性：**1) 公司通过标杆项目已积累了较多行业 knowhow；2) SageOne 提供软硬一体的选择可能更利于先知平台销售；3) 与合作伙伴合作，公司更专注于提供核心 AI 技术，也更容易进行行业扩展。
- **短期来看，当前 AI 应用市场正处于 0-1 的快速渗透期，偏标准化的产品有助于公司加快市场推广，快速获得大量下游客户；长期来看，公司可能仍具有较强竞争优势。**1) 公司产品具有较高粘性和复购率，成为收入增长保障。2) 随着公司商业模式的演进，公司可能与大厂构成更直接的竞争，但公司可能竞争力并不逊于大厂，甚至更有优势。
- **公司也积极拓展 C 端市场，成为第二发展曲线。**公司 2025 年 3 月成立范式集团，并同步发布消费电子业务 Phancy。Phancy 目前的产品包括端侧 AI Agent 模组、面向特定消费品的 AI 解决方案及终端消费产品。基于公司已有品类粗略估算，我们认为消费电子业务可能每年带来 20 亿元以上收入体量。
- **中外对标角度，公司可成为 Palantir 在国内的对标标的。**公司在产品形式、客户扩展、下游需求、发展阶段方面均有相似之处。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2025-2027 年实现收入 68.52、88.19、112.26 亿元，同比增速分别为 30%、29%、27%；实现归母净利润 0.55、2.83、5.68 亿元，同比增速分别为亏转盈、417%、101%。参考可比公司 2025 年 PS 平均估值，给予公司 2025 年收入预测 5.4x PS，我们认为公司合理市值可达 373 亿元，仍有 40%以上上涨空间。
- **风险提示：下游 AI 需求不及预期、行业竞争加剧。**

财务数据及盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,204	5,261	6,852	8,819	11,226
收入增长率 (%)	36.4	25.1	30.2	28.7	27.3
归属普通股股东净利润 (百万元)	-909	-269	55	283	568
归属普通股股东净利润增长率 (%)	-	-	-	416.6	100.9
每股收益 (元/股)	-2.80	-0.58	0.16	0.74	1.43
ROE (%)	-	-	.	.	.
PE	-30	-100	493	95	47

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“买入”评级。预计公司 2025-2027 年实现收入 68.52、88.19、112.26 亿元，同比增速分别为 30%、29%、27%；实现归母净利润 0.55、2.83、5.68 亿元，同比增速分别为亏转盈、417%、101%。参考可比公司 2025 年 PS 平均估值，给予公司 2025 年收入预测 5.4x PS，我们认为公司合理市值可达 373 亿元，仍有 40% 以上上涨空间。

关键假设点

基于数据可得性，我们将第四范式收入拆分为：先知平台及产品、应用开发及其他服务两部分，应用开发及其他服务又可拆分为 SHIFT 智能解决方案、式说 AIGS 服务。

先知平台及产品：主要包含公司偏标准化的产品，也是公司后续发力的重要战略方向，预计将继续快速增长。结合近年增速，预计 2025-2027 年该部分收入增速分别为 43%、36%、32%。

SHIFT 智能解决方案：该部分主要为面向行业客户、定制化程度较高的项目收入。该部分项目保留是为了积累行业 knowhow，但数量不需太多。结合近年增速，预计 2025-2027 年该部分收入增速分别为-10%、-5%、0%。

式说 AIGS 服务：该部分为生成式 AI 代码开发平台，与公司其他产品搭售，预计随公司收入增长而增长。结合近年增速，预计 2025-2027 年该部分收入增速分别为 20%、18%、15%。

有别于大众的认识

中国 B 端软件公司大量为项目制且存在大量定制化需求，市场可能对公司在这种市场环境下做更高标准化产品的途径存疑。我们认为公司的标准化战略其实充分地考虑了中国软件市场特性：1) 公司通过标杆项目已积累了较多行业 knowhow；2) SageOne 提供软硬一体的选择可能更利于先知平台销售；3) 与合作伙伴合作，公司更专注于提供核心 AI 技术，也更容易进行行业扩展。

市场可能对标准化给公司带来的改变是什么存在认识不清，过度关注表面上的财务指标如毛利率等。我们认为：短期来看，当前 AI 应用市场正处于 0-1 的快速渗透期，偏标准化的产品有助于公司加快市场推广，快速获得大量下游客户；长期来看，公司可能仍具有较强竞争优势。1) 公司产品具有较高粘性和复购率，成为收入增长保障。2) 随着公司商业模式的演进，公司可能与大厂构成更直接的竞争，但公司可能竞争力并不逊于大厂，甚至更有优势。

股价表现的催化剂

公司收入增速超预期、公司先知平台及服务收入进一步快速增加并占据更大收入比重、C 端业务布局取得超预期突破、下游行业 AI 需求进一步增长、Palantir 持续超预期股价继续上涨

核心假设风险

下游 AI 需求不及预期、行业竞争加剧

目录

1 第四范式：客户拓展与平台升级螺旋迭代.....	6
2 预期差详细拆解：工程化的基因、产品化的转型	12
2.1 关键点一：to B 定制化盛行的中国如何做标准化？	12
2.2 关键点二：标准化给公司带来的改变可能是什么？	18
3 C 端消费电子业务打开全新增长空间.....	24
4 Palantir 或为第四范式发展的先行指标	26
5 盈利预测及估值.....	30
6 风险提示	33

图表目录

图 1: 第四范式发展历程.....	6
图 2: 公司位列 2024 中国机器学习平台市场份额第一.....	8
图 3: 第四范式入选大模型开发平台领导者象限.....	8
图 4: 公司业务拆分示意.....	9
图 5: 先知平台界面及应用图示.....	9
图 6: 利用先知 AIGS 生成代码案例, 输入为“帮我新增一个提取图片内容的功能”.....	10
图 7: 第四范式 2020-2022 年各业务毛利率.....	11
图 8: 第四范式 2020-2024 公司毛利率、毛利情况.....	11
图 9: AI+零售: 第四范式与百盛软件合作, 店长及店员在胜券在握 APP 上通过语音、文本等自然语言的交互方式, 即可调用软件的各项功能与数据, 辅助完成门店运营、会员管理、库存管理、销售分析等日常工作 (2023.7).....	13
图 10: AI+制造: 第四范式与艾普工华合作推出基于式说大模型的 MOM (制造运营管理软件) 助手“艾问”, 可使用自然语言调用传统工业软件的各项功能、一键生成数据和报表、完成基于专业知识库的内容问答等 (2023.7).....	13
图 11: 2020-2024 年, 公司标杆客户数量快速提升 (单位: 个).....	13
图 12: 先知平台主要模块梳理.....	14
图 13: 银行仅需提供业务数据即可完成定制化小模型生成.....	15
图 14: DeepSeek 发布后“艾问”使用案例.....	15
图 15: SageOne 系统结构示意图.....	17
图 16: 首批合作已落地金融、制造、零售、农业、水利、交通等数十个行业场景.....	17
图 17: 当前中国 AI 应用各行业渗透率仍有提升空间 (单位: %).....	18
图 18: 公司上市之初下游行业就较为丰富, 且行业拓展灵活.....	19
图 19: SageSuite 包含较多开箱即用 AI 应用.....	22
图 20: 公司目前的商业模式处于互联网大厂与垂直行业 IT 厂商之间.....	23
图 21: 互联网大厂的定制化是有限的, 基本不会提供行业垂类模型的定制.....	24
图 22: 公司消费电子业务收入体量估算.....	26
图 23: Palantir AIP 产品架构.....	27
图 24: 生产设备的维护场景中 AIP 构建预测性维护体系流程.....	27
图 25: Palantir 收入、净利率快速增长 (单位: 百万美元).....	28
图 26: Palantir 盈利能力相关指标均大幅改善.....	28

表 1: 公司技术、产品负责高管个人经历梳理.....	7
表 2: 第四范式关键岗位待遇与互联网厂商对标	8
表 3: 按解决方案类型划分收入 (单位: 百万元)	10
表 4: 公司总费用控制情况较好, 2022-2024 年明显缩亏 (单位: 百万元)	11
表 5: 公司通过标杆项目已积累了较多行业 knowhow (案例为 2023 年 9 月前)	12
表 6: 公司近期行业拓展速度非常快	19
表 7: 后续公司重点发力行业可能包括金融、制造、能源、教育等	20
表 8: IDC FutureScape 2024 对中国人工智能与自动化市场的十大预测.....	21
表 9: 公司标杆客户留存率、复购率均较高	22
表 10: Phancy 已有产品/解决方案.....	24
表 11: Palantir 股价持续上涨可能驱动因素	28
表 12: Palantir 与第四范式比较	29
表 13: 第四范式收入拆分 (单位: 百万元)	31
表 14: 第四范式费用拆分 (单位: 百万元)	31
表 15: 第四范式可比公司估值表	32

1 第四范式：客户拓展与平台升级螺旋迭代

深耕 AI 十余年，发展的主轴是先知平台的升级和下游领域客户的扩展。

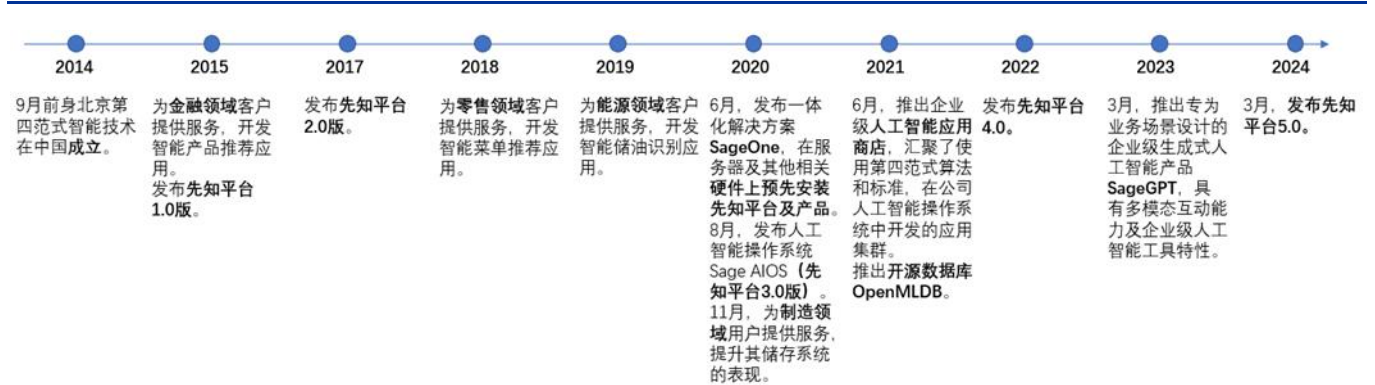
第四范式于 2014 年 9 月成立，最初由戴文渊博士的配偶吴女士作为公司前身北京第四范式智能技术唯一股权持有人，后戴文渊博士于 2015 年 1 月加入集团担任 CEO，于 2015 年 5 月成为北京第四范式智能技术的股东，2015 年 8 月成为董事会主席。

复盘公司发展历程，公司的产品发展和客户拓展是交互进行的，并且在整个过程中展现出非常明显的产品化思维。拳头产品先知 AIOS 平台随着公司的发展已经经过 10 年的打磨，每一次版本升级都伴随着对客户痛点的洞察：

- 1) 为解决模型效果不好的痛点，先知 1.0 通过高维、实时、自学习框架大幅提升模型精度；
- 2) 为解决构建好模型门槛高的痛点，先知 AIOS 2.0 版本利用自动建模工具 HyperCycle，大幅降低了模型开发门槛，使普通开发人员成为建模供给；
- 3) 为解决模型应用门槛高的痛点，先知 AIOS 3.0 版本规范 AI 数据治理和上线投产，并推出 OpenMLDB 数据库；
- 4) 为解决 AI 应用没有支撑企业核心经验目标痛点，先知 AIOS 4.0 版本引入北极星指标，帮助企业识别高价值场景，解决企业 AI 应用落地 ROI。

而支撑产品不断发展的，是不断扩展的下游客户。当前，公司下游客户所属行业包括银行、保险、证券、零售、能源、医疗、制造等。

图 1：第四范式发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，申万宏源研究

这种强烈的产品化意识，可能源自于管理层的背景和公司的技术自信。梳理公司技术、产品主要负责高管的背景可以观察到其背景的相似性：下表中四位高管本科全部就读于上海交通大学计算机科学与技术专业，后续多数进入顶尖学府继续深造，之后在顶尖互联网公司（百度、字节、谷歌）工作。

四位高管全部拥有互联网经历，互联网公司通常提供标准化产品，对公司的路线选择可能有一定影响。

另外，这四位高管均为计算机领域优秀人才，戴文渊博士、郑墨先生更是曾荣获 ACM 世界冠军，足见其编程能力处于世界顶尖水平。对于软件产品，如果足够领先、好用且缺乏同层次替代品，用户可以一定程度选择自身去适应；而对于可替代性高的软件产品，则可能需要通过更多的定制化和服务来获得客户。公司产品路线的选择，可能也反映出公司对于自身技术与产品力的自信。

表 1: 公司技术、产品负责高管个人经历梳理

公司高管	职位	年龄	个人经历
戴文渊	董事会主席、执行董事、首席执行官兼总经理	41	<p>戴博士在人工智能技术行业拥有约 16 年经验。在加入公司前，于 2009 年 5 月至 2013 年 5 月担任百度在线网络技术（北京）有限公司主任研发架构师，负责百度搜索广告系统的研发及管理。</p> <p>戴博士是人工智能的知名学者，其论文在 NIPS、ICML、AAAI 及 KDD 等领先机构的学术会议上发表。于 2005 年 4 月，戴博士在 2005 年 ACM 国际大学生程序设计竞赛全球总决赛中经与全球 77 支队伍角逐而荣获世界冠军。</p> <p>戴博士于 2006 年 7 月获得中国上海交通大学计算机科学与技术学士学位，并于 2009 年 3 月获得计算机应用技术硕士学位。彼于 2020 年 6 月获得香港科技大学计算机科学及工程学博士学位。</p>
陈雨强	执行董事兼首席研究科学家	37	<p>于 2015 年 3 月加入集团，并自 2017 年 12 月起担任董事。于 2021 年 7 月 16 日调任为执行董事。主要负责技术与产品研发的整体管理。</p> <p>加入集团之前，陈先生于 2012 年 4 月至 2014 年 5 月担任百度在线网络技术（北京）有限公司资深工程师。随后于 2014 年 5 月至 2015 年 3 月担任北京字节跳动网络技术有限公司架构师，负责研发。</p> <p>陈先生于 2009 年 7 月获得中国上海交通大学计算机科学与技术学士学位，并于 2012 年 3 月获得计算机应用技术硕士学位</p>
胡时伟	总裁兼首席架构师	38	<p>于 2015 年 3 月加入集团担任首席架构师，于 2016 年 11 月至 2021 年 7 月担任股东代表监事，并于 2024 年 1 月获委任为公司总裁。主要负责整体战略规划、管理业务及销售、客户成功、整体技术管理以及产品架构及设计。</p> <p>在加入集团前，胡先生于 2011 年 4 月至 2014 年 6 月担任百度时代网络技术（北京）有限公司资深研发工程师，负责提供技术架构相关支持。自 2014 年 6 月起担任北京链家房地产经纪有限公司互联网研发部门主管。</p> <p>胡先生分别于 2008 年 7 月及 2011 年 3 月获得中国上海交通大学计算机科学与技术学士学位及计算机软件与理论硕士学位。</p>
郑墨	副总裁	35	<p>于 2018 年 10 月加入集团。主要负责领导人工智能技术架构规划以及相关产品及技术研究。</p> <p>在加入集团前，郑先生于 2011 年 9 月至 2012 年 7 月担任香港科技大学研究助理，负责计算机科学与工程系的学术研究。自 2012 年 10 月，郑先生任职于谷歌公司，彼随后于 2015 年 11 月至 2018 年 10 月担任缤趣公司（纽约证交所：PINS）软件工程师。</p> <p>郑先生于 2011 年 7 月获得中国上海交通大学计算机科学与技术学士学位。于 2010 年，郑先生赢得 2010 年 ACM 国际大学生程序设计竞赛全球总决赛冠军，在全球各地的 102 支队伍中脱颖而出。</p>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

从员工质量上看，目前公司提供的薪酬与大厂不存在显著差距，且对高管、核心技术人员等开展股权激励。

从目前 BOSS 直聘上挂出的招聘信息，当前公司类似岗位薪资与互联网厂商处于同一梯队。另外根据公司年报，2024 年公司有雇员 967 名，所有成员总成本（包括工资、薪金、花红、退休金成本、其他社会保障成本、住房福利及其他雇员福利）为 447 百万元，人均 46 万元/年。

公司目前的股权激励计划“购股权”授予日期为 2024 年 11 月 19 日，2025-2028 年每年归属 25%，行使价格 41.19 港元。当前股价已超过行权价，股权激励具备较高吸引力。

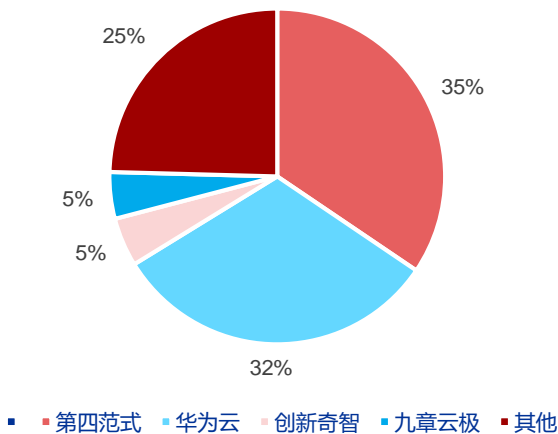
表 2：第四范式关键岗位待遇与互联网厂商对标

第四范式关键岗位	经验要求	薪酬	对标职位	经验要求	公司	薪酬
人工智能产品经理（大模型应用）	3-5 年，本科	25-50K*14 薪	AI 策略产品经理 - 猫箱 APP	3-5 年，本科	字节跳动	25-50K*15 薪
算法工程师（base 上海）	经验不限，本科	21-35K*14 薪	算法工程师	应届，本科	华为	20-40K*14 薪
中高级后端开发工程师	3-5 年，本科	25-35K*14 薪	Java 后端开发工程师	3-5 年，本科	华为	20-40K*16 薪
高级建模科学家	5-10 年，本科	30-40K	数据科学家-抖音电商	5-10 年，本科	字节跳动	40-70K*15 薪

资料来源：BOSS 直聘，申万宏源研究

公司目前在中国机器学习平台行业市场份额、能力均处于第一梯队。根据 IDC 发布的《中国人工智能软件 2024 年市场份额：智能体是未来》，公司位列 2024 中国机器学习平台市场份额第一，且公司已连续七年位列第一。另根据 IDC 发布的《中国大模型开发平台 2025 年厂商评估》，公司定位在领导者类别，与百度、阿里等并驾齐驱。

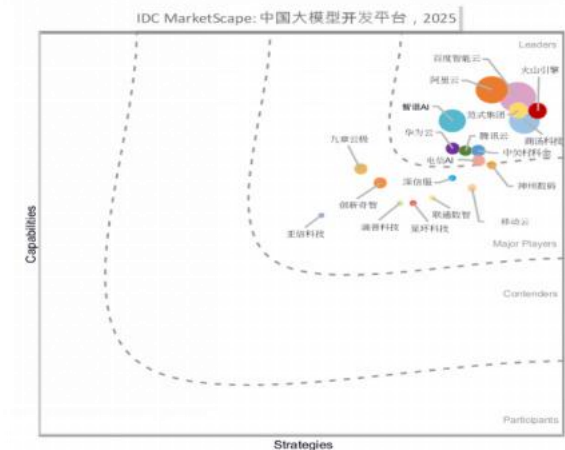
图 2：公司位列 2024 中国机器学习平台市场份额第一



资料来源：第四范式公众号，申万宏源研究

图 3：第四范式入选大模型开发平台领导者象限

IDC MarketScape: 中国大模型开发平台厂商评估, 2025



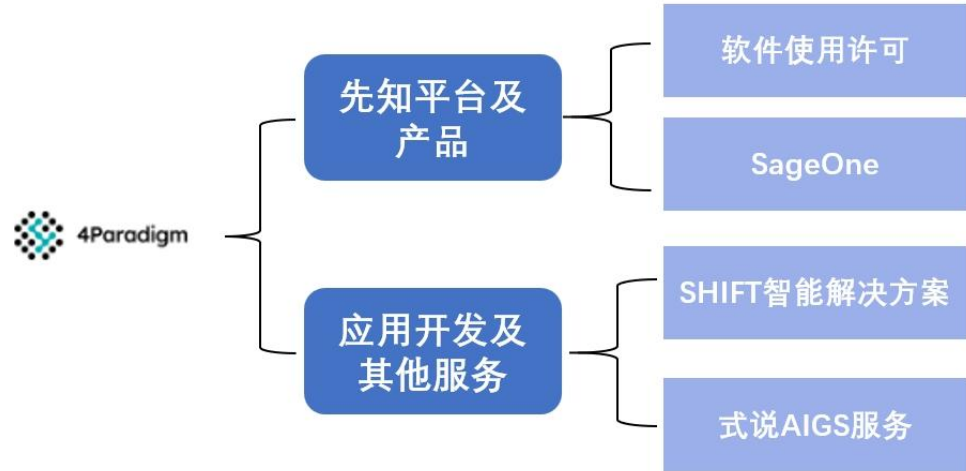
来源：IDC, 2025

August 2025, IDC #CHC52999725

资料来源：第四范式公众号，申万宏源研究

根据公司招股书及年报，公司业务可以拆分为**先知平台及产品**与**应用开发及其他服务**两部分。先知平台及产品又可以拆分为**软件使用许可**、**SageOne** 两部分，应用开发及其他服务又可以拆分为**SHIFT 智能解决方案**、**式说 AIGS 服务**。

图 4：公司业务拆分示意



资料来源：申万宏源研究

其服务形式与定价如下：

- ✓ **软件使用许可**：在用户服务器上本地直接部署。定价方面基于估计算力消耗（CPU 的核心数量）收取使用许可费。

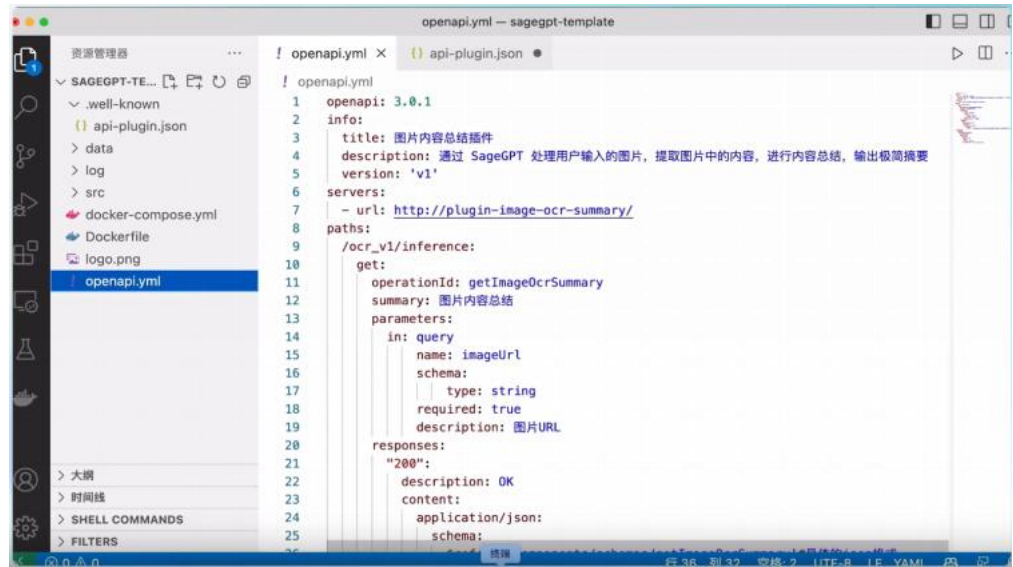
图 5：先知平台界面及应用图示



资料来源：第四范式官网，申万宏源研究

- ✓ **SageOne**：在服务器及其他相关硬件上预先安装先知平台及产品，提供一体化解决方案。定价方面基于 SageOne 单位数量收费，并计及使用许可。

- ✓ **SHIFT 智能解决方案**：提供应用开发服务，帮助客户根据业务需求利用先知平台开发定制化人工智能应用。定价方面按个体项目计算，计及相关服务的人力消耗。
- ✓ **式说 AIGS 服务**：基于第四范式式说大模型能力打造的生成式 AI 软件开发平台，可以通过自动生成代码片段、知识库应用、自动代码审查及部署等功能，减少手动编码时间，提高开发效率。

图 6：利用先知 AIGS 生成代码案例，输入为“帮我新增一个提取图片内容的功能”


资料来源：第四范式官网，申万宏源研究

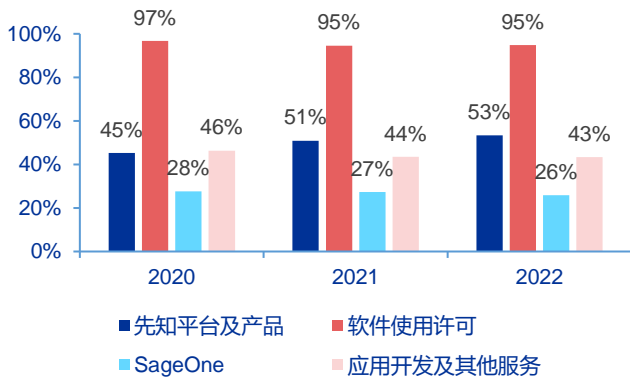
近两年公司来自偏标准化产品的收入占比提升。2020-2021 年先知平台收入占比下降主要由于 2021 年用户群扩大使得对定制化人工智能应用的需求增加；2022 年先知平台收入占比进一步下降主要由于 SageOne 需要更多现场服务，COVID-19 再度爆发影响较大；2023-2024 年先知平台收入占比提升可能由于公司开始实施侧重提供偏标准化产品的战略。

表 3：按解决方案类型划分收入（单位：百万元）

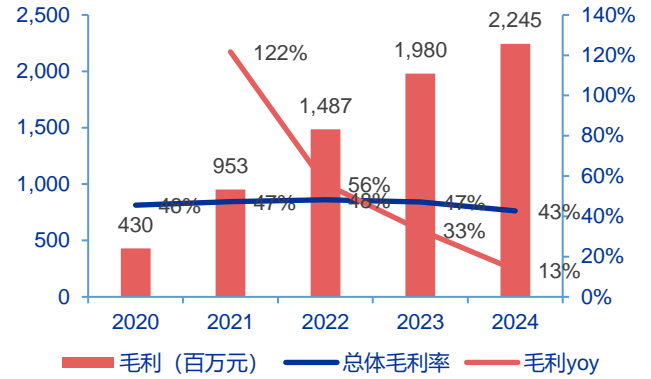
	2020	2021	2022	2023	2024
先知平台及产品	619	1015	1492	2506	3676
<i>yoy</i>		<i>64%</i>	<i>47%</i>	<i>68%</i>	<i>47%</i>
<i>收入占比</i>	<i>66%</i>	<i>50%</i>	<i>48%</i>	<i>60%</i>	<i>70%</i>
软件使用许可	158	356	596		
SageOne	461	658	896		
应用开发及其他服务	323	1004	1591	1698	1585
<i>yoy</i>		<i>210%</i>	<i>58%</i>	<i>7%</i>	<i>-7%</i>
<i>收入占比</i>	<i>34%</i>	<i>50%</i>	<i>52%</i>	<i>40%</i>	<i>30%</i>
SHIFT 智能解决方案			1194	1283	1022
式说 AIGS 服务			397	416	563
总计	942	2018	3083	4204	5261
<i>yoy</i>		<i>114%</i>	<i>53%</i>	<i>36%</i>	<i>25%</i>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司各部分业务毛利率较为稳定，总体毛利率变化与收入结构有关。公司的招股说明书对各部分业务进行了较详细的披露，2022 年先知平台及产品总体毛利率为 53%，其中软件使用许可毛利率为 95%，SageOne 毛利率为 26%，应用开发及其他服务毛利率为 43%。2022-2024 年公司整体毛利率由 48%下降至 43%，结合先知平台及产品收入占比提升和各业务毛利率，可能主要是由于 SageOne 收入占比提升导致毛利率下降。总体毛利 2024 年保持增长，增速为 13%。

图 7：第四范式 2020-2022 年各业务毛利率


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：第四范式 2020-2024 公司毛利率、毛利情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司总费用控制情况较好，2022-2024 年明显缩亏。2022-2024 年总费用控制在 26 亿元左右，变化量小于 1 亿元基本稳定。在毛利的提升、费用稳定的情况下，2022-2024 年公司大幅缩亏，2024 年归母净利润为-2.69 亿元。我们认为公司缩亏可能正源于产品的标准化带来的费用规模效应。

研发费用利用效率可能为未来公司盈利关键。费用结构上看，当前公司 80%以上的费用为研发费用，且一直处于增长态势。由于公司产品标准化程度在提升，研发驱动收入增长的特点更加明显，后续公司的盈利能力可能和研发费用投入 ROI 紧密相关。

表 4：公司总费用控制情况较好，2022-2024 年明显缩亏 (单位：百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024	迷你图示
销售费用	248	455	412	423	269	
费用占比	23%	20%	16%	17%	10%	
管理费用	246	542	528	342	193	
费用占比	23%	24%	20%	13%	7%	
研发费用	566	1,249	1,650	1,769	2,170	
费用占比	53%	56%	64%	70%	82%	
总费用	1,060	2,246	2,590	2,534	2,632	
总费用变化量		1,186	344	-56	98	
归母净利润	-750	-1,786	-1,645	-909	-269	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2 预期差详细拆解：工程化的基因、产品化的转型

2.1 关键点一：to B 定制化盛行的中国如何做标准化？

1) 公司通过标杆项目已积累了较多行业 knowhow。

公司的市场化策略是首先有意涉足每个行业内的市场领导者，通过一个或数个项目展示解决方案的价值所在。基于公司解决方案以平台为中心的特性，一旦价值被验证，便能快速扩展服务，以满足用户的其他业务需求。

从公司标杆案例描述中我们可以看出公司实施的关键是**利用客户数据训练专门的人工智能模型，且产品效果能解决公司运营中关键问题，甚至直接实现销售额的提升。**

表 5：公司通过标杆项目已积累了较多行业 knowhow（案例为 2023 年 9 月前）

解决方案应用场景示例	案例详情			效果	已知相关客户
	客户	购买产品	实施		
AI+金融	中国最大的国有银行之一	软件使用许可、SageOne、应用开发服务	通过分析该银行用户的 历史交易信息、当前交易信息等相关数据 ，帮助该银行建立风控人工智能模型。	根据内部测试结果，公司的人工智能 欺诈检测模型的准确率约为 83% ，比 A 银行使用公司的解决方案之前基于专家经验的原有模型准确度 提高三倍以上。	兴业银行、工银科技、国信证券、华夏银行北京分行、中关村银行、农业银行等
AI+零售	一家著名的连锁零售商	软件使用许可、SageOne、应用开发服务	该公司利用先知平台 分析其用户信息以进行模型训练 ，例如采购订单、添加到购物车的产品以及历史产品推荐的有效性。	根据其用户的喜好，第四范式的解决方案使该公司能够对促销活动进行实时个性化推荐。在这一细分场景下，公司客户的 每单交易量提高 2% ， 对应年销售总额提升数亿人民币。	永辉超市、来伊份、美赞臣、杰尼亚、百威中国、卡诗、百盛软件等。
AI+制造	全球最大的锂离子电池制造商之一	软件使用许可、SageOne、应用开发服务	第四范式人工智能开发人员套件 提取运营数据，以发现可用于优化该公司产品质量、生产安全和客户服务质量等的模式。 第四范式的人工智能科学家也与该公司合作，对产品安全进行以人工智能驱动的预测性分析。	Sage AIOS 使该公司能够更好地 管理大量运营数据、轻松大规模启动及管理其人工智能应用、对产品安全进行预测性分析。	宁德时代等
AI 能源及电力	中国运营大型水电站	软件使用许可、SageOne、应用开发服务	利用第四范式的人工智能开发人员套件， 该公司发现了设备运行状况与转子和轴承温度之间的相关性，这种相关性会在异常情况下发生变化。	该公司将其 异常告警的精度提高了两倍以上 并实现了实时告警。因此，该公司能够识别和预防设备故障，并避免因运营中断而造成的重大损失。	中广核、中石油、华油能源等

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 9: AI+零售: 第四范式与百盛软件合作, 店长及店员在胜券在握 APP 上通过语音、文本等自然语言的交互方式, 即可调用软件的各项功能与数据, 辅助完成门店运营、会员管理、库存管理、销售分析等日常工作 (2023.7)



资料来源: 第四范式公众号, 申万宏源研究

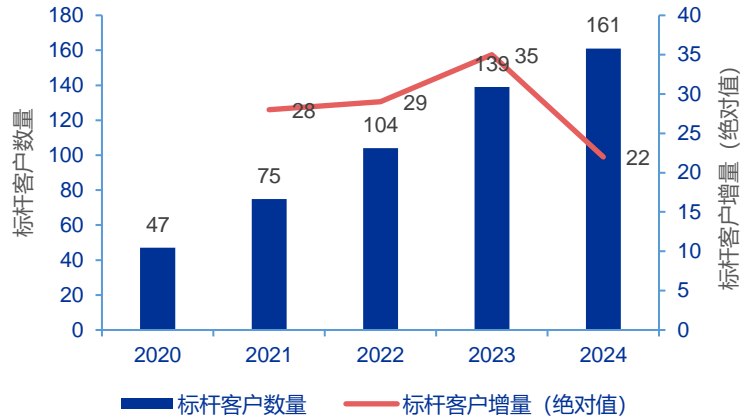
图 10: AI+制造: 第四范式与艾普工华合作推出基于式说大模型的 MOM (制造运营管理软件) 助手“艾问”, 可使用自然语言调用传统工业软件的各项功能、一键生成数据和报表、完成基于专业知识库的内容问答等 (2023.7)



资料来源: 第四范式公众号, 申万宏源研究

公司的标杆客户数量快速增长。公司标杆客户由 2020 年 47 个提升至 2024 年 161 个, 每年增加 20-30 个标杆客户。

图 11: 2020-2024 年, 公司标杆客户数量快速提升 (单位: 个)



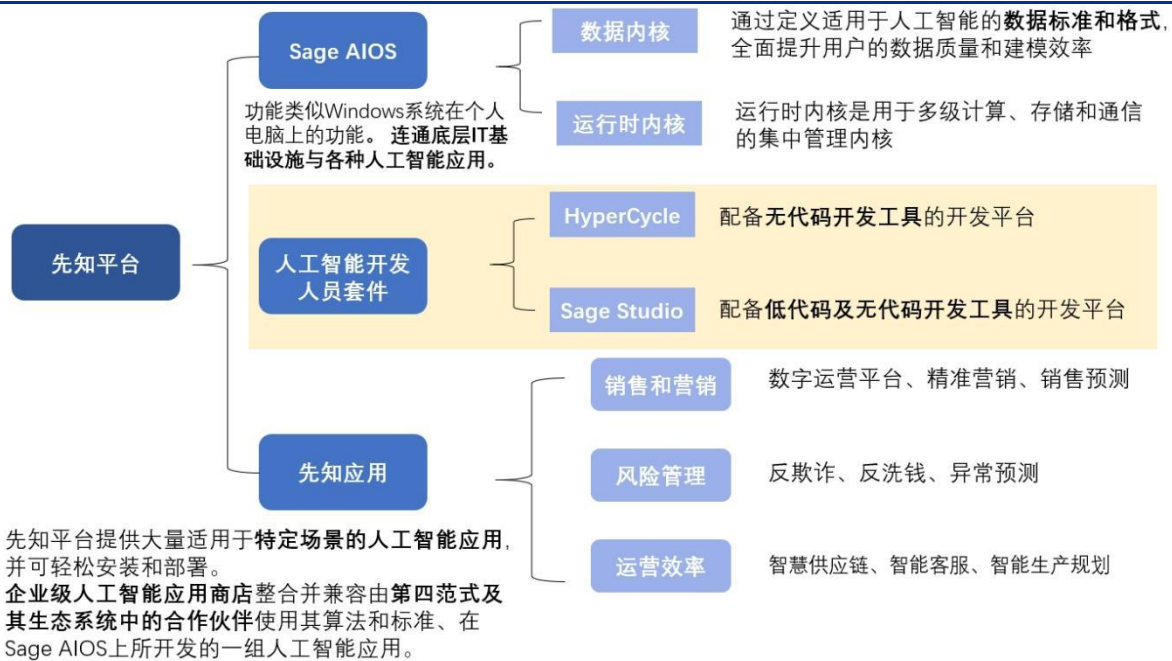
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：标杆用户的范围为全球财富 500 强企业或上市公司

行业 knowhow 凝结成先知平台模板化、标准化的 AI 应用生成流程。

先知平台包含 Sage AIOS (企业级人工智能操作系统)、人工智能开发人员套件及先知应用。其中 Sage AIOS 为人工智能操作系统，连接底层基础设施及上层应用，对数据标准和格式做规范并管理计算、存储、通信资源；人工智能开发人员套件提供无代码、低代码平台；先知应用则包含大量适用于特定场景可快速安装部署的应用。

图 12：先知平台主要模块梳理



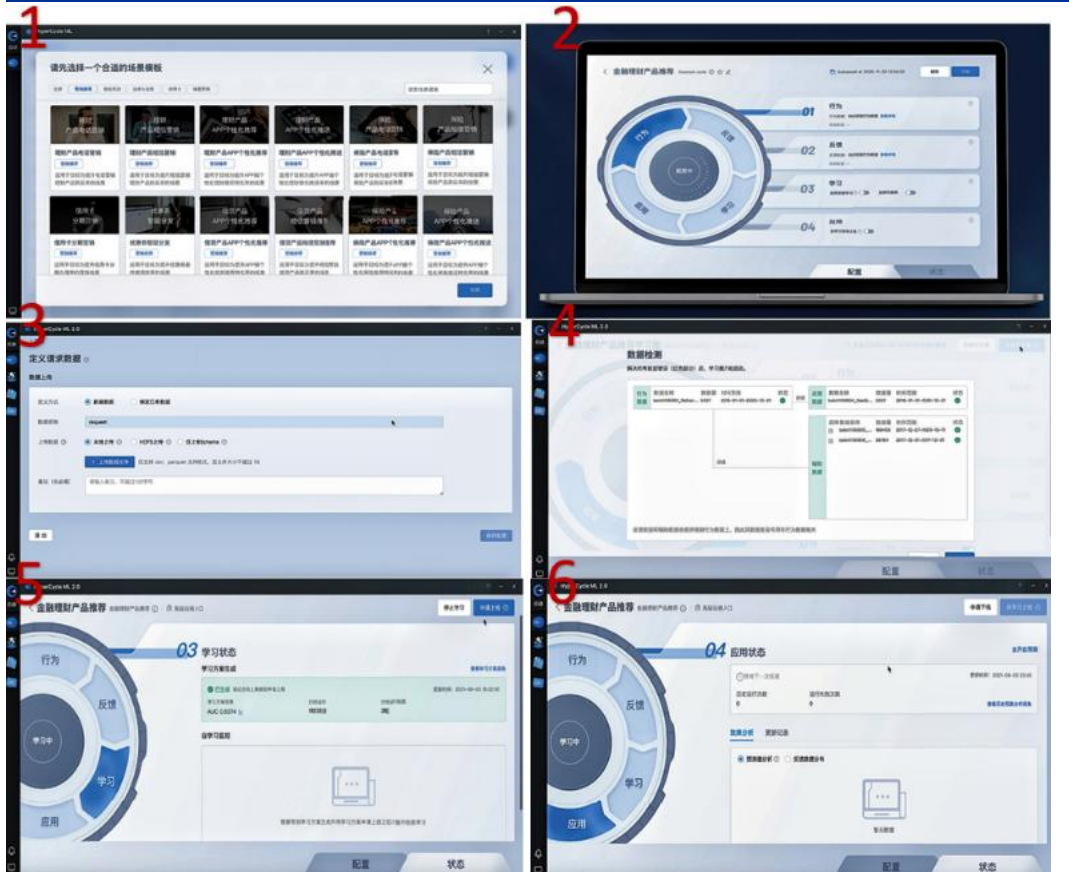
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

以一家银行通过 HyperCycle ML 快速部署定制化人工智能应用为例，**银行仅需提供业务数据即可完成定制化小模型生成。下图展示了该小模型形成的步骤：**

- 1) 从主页选择合适的人工智能应用模板；

- 2) 展示人工智能应用开发的阶段概要;
- 3) 输入行为/反馈数据;
- 4) 行为数据、反馈数据、补充数据及其他相关参数来源概要;
- 5) 机器学习进程;
- 6) 完成机器学习后启动精准推荐模型。

图 13: 银行仅需提供业务数据即可完成定制化小模型生成



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

DeepSeek 的发布主要是增强了交互端对客户问题的理解、推理能力。DeepSeek 发布后, 公司目前的 AGI 架构是 AI Agent+世界模型的路线, 在公司的语境下, Agent 用于理解客户用途并规划实施路径、调用下游世界模型 (也就是“垂直模型”、针对特定任务的小模型)。

图 14 与图 10 均为第四范式与艾普工华合作推出的助手“艾问”, 图 14 为 DeepSeek 发布后的 Agent 版本会展现推理过程, 这与图 10 未使用 DeepSeek 的版本有明显差异。另外, “艾问”还展现了调用其他工具的能力, 可以直接基于查找出的缺失材料, 在该界面通过钉钉通知相关负责人。

图 14: DeepSeek 发布后“艾问”使用案例



资料来源：第四范式公众号，申万宏源研究

DeepSeek 对产品的主要优化在于交互部分，后端具体问题的解决，依然需要依靠各种行业适配的垂类小模型，公司产品的 knowhow 壁垒依然存在。

2) SageOne 提供软硬一体的选择可能更利于先知平台销售。

在中国市场，客户对纯软件产品的付费意愿较差，更愿意为硬件产品付费。从文化认知上，中国消费者长期受“实物为实”的传统消费观念影响，对无形的软件产品存在天然的价值认知模糊；且在中国互联网发展初期，免费模式培养了用户对纯软件的“零付费”习惯，因而国内标准化纯软件产品销售付费率较差。中国云服务 IaaS/PaaS/SaaS 市场规模占比也可以一定程度上反映这个事实。根据 IDC, 2024H1, 中国公有云整体市场规模为 241.1 亿美元，其中 IaaS 占比 55%，PaaS 占比 18%，SaaS 占比 27%。

SageOne 为先知平台及基于平台的 AI 应用提供硬件支持，降低企业 AI 应用落地成本、门槛：

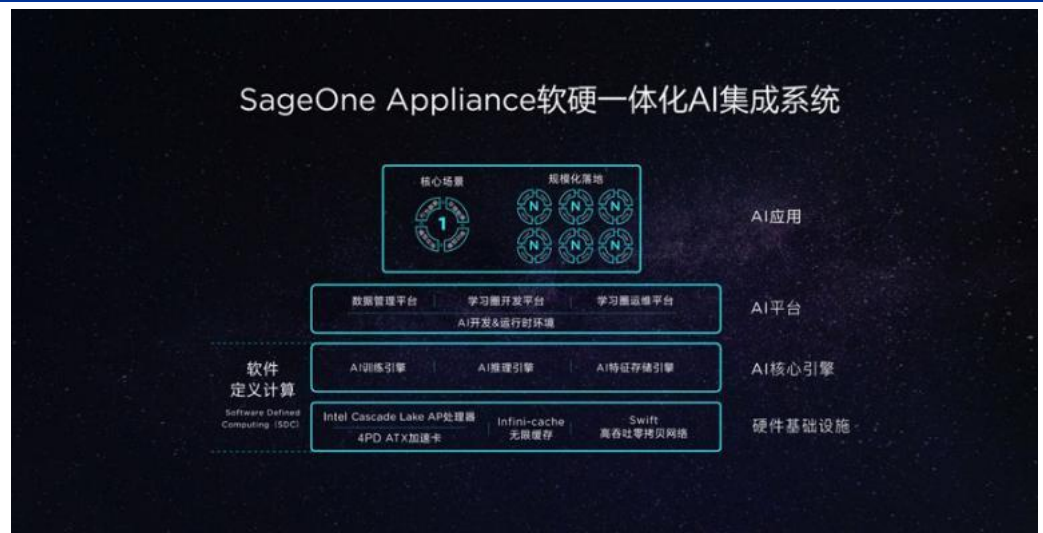
第四范式 SageOne 软硬一体集成系统于 2019 年推出, 整套系统包含了硬件基础设施、AI 核心引擎、AI 平台和 AI 业务应用。算力是实现 AI 效果、解决应用场景落地的关键, 传统算力和 AI 应用负载之间存在天然的鸿沟, 传统算力只是解决在计算、访存、I/O 带宽的局部密集问题, 而 AI 应用负载则需要解决全部密集的问题, 包括算力、存储、网络、能耗、数据等多个方面。SageOne 摒弃了传统算力堆砌硬件的方式, AI 系统架构围绕上层 AI 算法构建, 能更好地理解 AI 算法的运算架构与逻辑, 更深层次地做软硬件一体化的优化和加速。

由于针对上层算法进行硬件适配优化, 硬件并非简单堆叠, 因而该方案具有低成本、高性能、高效率的特点; 另外企业无需自有算力去适配 AI 平台或应用, 也降低了对企业 IT 基建的要求, 进一步降低落地门槛。

定价方面, 第四范式基于 SageOne 单位数量收费, 并计算预先安装在 SageOne 硬件上的先知平台及产品的软件使用许可费用。

因此, 从中国市场客户付费习惯及 SageOne 相对纯软件授权的优势看, 这种软硬一体的销售方式可能是中国市场软件产品变现实行之有效的途径。

图 15: SageOne 系统结构示意图



资料来源：第四范式公众号，申万宏源研究

3) 与合作伙伴合作, 公司更专注于提供核心 AI 技术, 也更容易进行行业扩展。

第四范式提供核心 AI 技术, 合作伙伴基于范式提供的工具做行业端到端解决方案。第四范式过去提供大量端到端解决方案, 2022 年 SHIFT 解决方案收入占比达 39%。2023 年 11 月发布“范生态”, 并强调其为后续重点发展方向。其内涵在于第四范式为生态伙伴提供北极星体系及核心 AI 技术, 生态合作伙伴提供建设行业端到端解决方案的能力。**首批公布有 40 余家合作伙伴加入范生态, 已落地数十个行业场景。**

图 16: 首批合作已落地金融、制造、零售、农业、水利、交通等数十个行业场景



资料来源：第四范式公众号，申万宏源研究

综上，我们认为公司具有在 B 端提供偏标准化产品的能力：

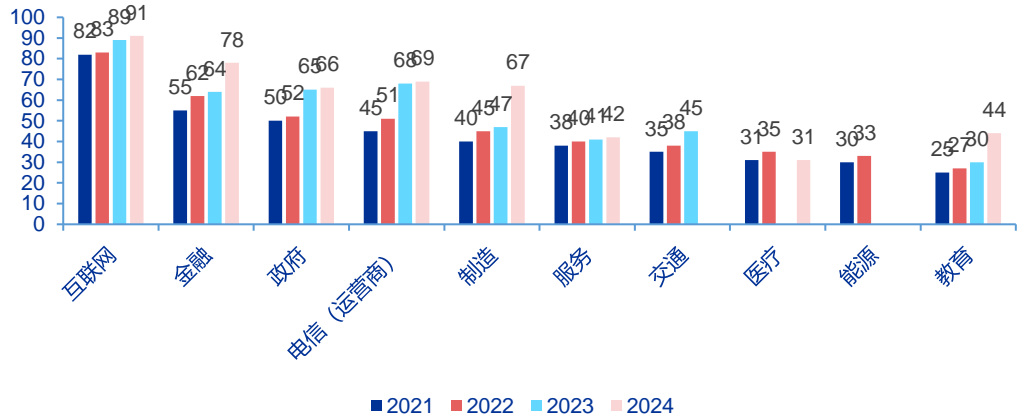
- 1) 技术能力：**四位高管均为计算机领域顶尖人才，多位荣获 ACM 世界冠军，且均有头部互联网大厂就职经历。员工平均薪酬 46 万元/年，且当前关键岗位薪资不输互联网大厂。IDC 发布报告显示公司目前中国机器学习平台市场份额第一，技术能力与百度、阿里等并驾齐驱。
- 2) 市场化战略：**打造行业标杆客户，并快速复制拓展同行业。
- 3) 软硬一体：**结合中国市场软件付费习惯，公司 SageOne 产品提供从硬件基础设施到 AI 平台到 AI 应用软硬一体服务，降低客户使用门槛、提高付费意愿。
- 4) 行业伙伴：**与行业垂类 IT 厂商合作，公司提供核心 AI 技术，合作伙伴基于公司提供的工具做行业端到端解决方案。

2.2 关键点二：标准化给公司带来的改变可能是什么？

短期：当前 AI 应用市场正处于 0-1 的快速渗透期，偏标准化的产品有助于公司加快市场推广，快速获得大量下游客户。

当前中国 AI 应用各行业渗透率仍有提升空间，且预测市场规模增速仍较高，接近 30%。根据 IDC 发布的报告，2024 年中国各行业 AI 应用渗透率互联网 91%、金融 78%、政府 66%、运营商 69%、制造 67%、教育 44%、服务 42%、医疗 31% 仍有提升空间，且 2021-2022 年各细分行业 AI 应用渗透率均有提升。另外，细分行业增速也接近 30%，无论渗透率高低。以渗透率较高的金融与渗透率较低的医疗行业为例：金融行业 AI 应用 2024 年市场规模为 197 亿元，2024-2027 年预测 CAGR 为 28%，驱动力主要为应用由边缘到核心；医疗行业 AI 应用 2023 年市场规模为 88 亿元，2023-2028 年预测 CAGR 为 28%。

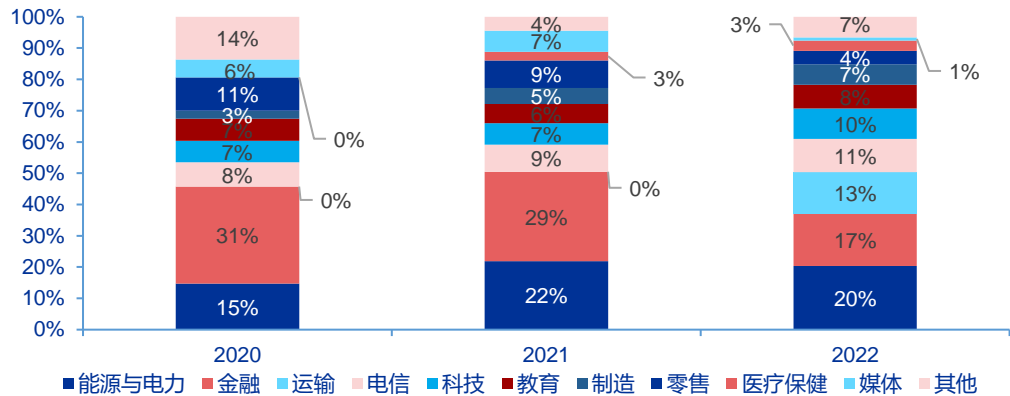
图 17：当前中国 AI 应用各行业渗透率仍有提升空间（单位：%）



资料来源：IDC，申万宏源研究

公司上市之初下游行业就较为丰富，且行业拓展灵活。截止 2022 年，公司下游行业就有 10 个以上，且各行业每年收入占比相对排名有较大变化，说明公司产品的行业属性并不鲜明，解决的是 AI B 端落地的共性需求，因此行业拓展非常灵活。

图 18：公司上市之初下游行业就较为丰富，且行业拓展灵活



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司近期行业拓展速度非常快，可能得益于先知平台良好的模块化设计叠加 AI Agent+垂类模型实施路线。公司确立“AI Agent+垂类模型”解决方案技术路线以来，基本每一周都有新的行业应用解决方案发布。

表 6：公司近期行业拓展速度非常快

时间	下游行业	产品/项目/合作
8月1日	储能	范式集团与海博思创签署合作协议，双方出资成立合资公司，业务覆盖“AI+储能”领域。储能构筑能源流转的物理基石，AI 打造智能决策的数字中枢——前者稳定“波峰波谷”，后者优化“发—输—配—用”全链条效率。
7月15日	运营商	发布通信行业 AI 智能体解决方案，围绕“AI Agent+运营商行业模型”双引擎驱动，助力电信运营商加速迈向智能化、自动化的新一代运营体系。该方案以电信核心业务场景为中心，通过模型与智能体能力深度融合，在智能客服与业务问答、网络运维与故障诊断、客户洞察与精准营销、内容合规与风险识别四大关键场景中落地应用。
7月	券商	发布券商行业 AI 智能体解决方案，通过“AI Agent+券商行业模型”，为证券公司及投研团队带来全流

		程的智能化升级。AI 智能体能够深入理解用户的业务诉求，智能调用垂直券商模型，在 智能投研助手、客户服务与知识问答、投研内容生成、合规文本审查与舆情监测、营销内容生成与客户沟通 五大核心场景中发挥关键作用。
7月15日	港口	发布港口行业 AI 智能体解决方案，通过“ AI Agent+港口行业垂直模型+大语言模型 ”，聚焦 港口作业、设备管理、运营决策、流程合规与知识服务 五大关键环节，构建高效协同的智能港口体系。AI 智能体通过理解现场与管理业务的诉求，智能连接港口行业的专业模型。
6月24日	法律	发布法律行业 AI 智能体解决方案，通过“ AI Agent+法律行业模型 ”，为律所、企业法务团队及法律服务机构带来全流程的智能化升级。AI 智能体可深入理解用户的业务诉求，智能调用垂直法律模型，在 法律文书处理、案件检索、法规合规、法律问答及律师赋能 五大核心场景中发挥关键作用。
6月17日	工业	发布制造业 AI 智能体解决方案，通过“ AI Agent+工业垂直模型 ”，为制造业提供从生产优化到供应链管理的全链路智能化升级。该方案以自主进化的 AI 智能体为核心，精准洞察工业场景需求，构建工业细分场景领域垂直模型，去解决行业核心问题。方案覆盖 行业资料查询、3D 设计、良率数据分析、设备预测性维护、供应链智能决策 等细分行业模型。
6月10日	水利	发布面向水利行业的 AI 智能体解决方案，通过「 AI Agent+水利行业模型 」的技术架构，助力水利行业实现从 监测、调度、运维到防灾 的核心业务智能化升级。方案以 AI 智能体为中枢，理解水利工程管理者和一线人员在不同业务场景中的真实决策需求，动态调用垂直细分的水利领域 AI 模型，推动业务从经验驱动向数据驱动转型，全面提升水利系统的韧性与效率。
6月3日	医疗	发布医疗行业 AI 智能体解决方案，通过“ AI Agent+医疗行业模型 ”，为医疗机构提供从诊疗服务到运营管理的全方位智能升级。该方案通过不断进化的 AI Agent 理解医患需求，并链接丰富细分的医疗行业垂直模型，精准解决医疗核心问题。方案覆盖 智能辅助诊疗、患者服务优化、医疗质控管理、智能影像分析、医学知识问答、智能病历处理 等多个核心业务场景。
5月27日	房地产经纪	发布房产经纪行业 AI 智能体解决方案，通过“ AI Agent+房产经纪行业模型 ”，为房产中介公司提供从客户获取到交易完成的全方位智能升级。AI 智能体通过理解客户需求，并与垂直行业模型深度对接，帮助经纪公司 提升客户转化率、优化服务流程、精确预测市场动向 。
5月20日	银行	发布的银行业 AI 智能体解决方案，是通过“ AI Agent+银行业模型 ”，为银行提供从营销到风控的全方位智能升级。该方案通过不断进化的 AI Agent 去理解用户的需求，并调取到丰富细分的银行业垂直模型，去解决银行核心问题。核心业务升级包括： 精准营销、智能风控与反欺诈、银行知识问答、智能客服、智能信贷、智能文档分析 。

资料来源：第四范式公众号，申万宏源研究

从公司产品思路来看，公司下游行业本质上来讲并没有限制，因此公司总是可以选择 AI 需求较强、增速较快的行业服务，享受高于 AI 全行业的增速。

后续公司重点发力行业可能包括金融、制造、能源、教育等。结合行业渗透率提升趋势、公司收入结构、近期下游行业解决方案，我们认为可能来自金融、制造、能源行业的收入可能会成为后续增速较快的子行业，原因如下：

金融：近期渗透率快、公司强势行业、近期案例数量多。

制造：近期渗透趋势快、公司有业务储备、近期有案例。

能源：虽然近期渗透趋势未知，但渗透空间大、公司强势行业、近期案例较多。

教育：近期渗透趋势快、渗透空间大、公司有业务储备。

表 7：后续公司重点发力行业可能包括金融、制造、能源、教育等

行业	渗透率()	渗透趋势	公司 年收入	近期 AI Agent 案
----	-------	------	--------	---------------

			占比	例数
互联网	91	2		
金融	78	14	17%	4
政府	66	1		
电信 (运营商)	69	1	11%	1
制造	67	20	7%	1
服务	42	1		
交通			13%	1
医疗	31		3%	1
能源			20%	2
教育	44	14	8%	

资料来源: IDC, 公司公告, 第四范式公众号, 申万宏源研究

注: 渗透率趋势为 2024 年渗透率绝对值减去 2023 年渗透率绝对值; 近期 AI Agent 案例数为根据表 6 中近期公众号公告案例统计。

根据 IDC 对于中国 AI 市场的预测, AI 应用快速渗透至少持续到 2028 年。根据 IDC 的预测, 到 2026 年中国 500 强企业将把 30% 以上的核心 IT 支出用于 AI, 从而使产品创新和流程改进的速度达到两位数的增长; 到 2027 年 GenAI 数字助理将会代替 20% 的企业软件 (包括软件开发) 交互界面、25% 的中国 500 强企业将尝试使用 AGI 系统; 到 2028 年, AI 对经济的总体影响将趋于平稳, 因为各企业已解决基本问题。2028 年之后 AI 的需求可能更多的是已有系统的更新换代、功能升级。

表 8: IDC FutureScape 2024 对中国人工智能与自动化市场的十大预测

IDC 十大预测	预测详细内容
预测一: GenAI 安全治理与服务绑定	到 2025 年, 40% 的云和软件平台提供商将把 GenAI 安全和治理与其主要服务进行绑定, 从而把 GenAI 所带来的风险降低 3 倍。
预测二: AI 监管差异逐渐显现	到 2026 年, 不同地区的 AI 监管差异将给跨地区企业带来重大挑战, 应对敏感事件的时间和精力将增加 20%。
预测三: 数字助理替代软件交互界面	到 2027 年, GenAI 数字助理将会代替 20% 的企业软件 (包括软件开发) 交互界面, 并在业务流程中发挥更大作用。
预测四: 企业自动化转为结果导向	在关注到 GenAI 的技术之后, 到 2024 年, 50% 的企业将重点关注最终 GenAI 带来的结果而非具体技术的实施。
预测五: AI 占 IT 支出的 30%	到 2026 年, 中国 500 强企业将把 30% 以上的核心 IT 支出用于 AI, 从而使产品创新和流程改进的速度达到两位数的增长。
预测六: AI 对经济影响日益稳定	到 2028 年, AI 对经济的总体影响将趋于平稳, 因为各企业已解决基本问题, 会将资源重新聚焦于创新和新的商业机会上, 从而推动稳定发展。
预测七: 自动知识检索实际落地	到 2027 年, 2/3 的企业将利用生成式 AI 和 RAG 的组合来支持特定领域的自动知识检索, 从而将决策效率提高 55%。
预测八: 颠覆性商业模式	到 2025 年, 50% 的中国 500 强企业将利用创新商业模式, 使生成式 AI 的盈利潜力翻倍。
预测九: AGI 影响深远	到 2027 年, 25% 的中国 500 强企业将尝试使用 AGI 系统, 这将对社会产生变革性影响, 同时带来重大机遇和挑战。
预测十: 加速芯片收入逆转	到 2028 年, 加速芯片 (GPU、FPGA、ASIC 或 ASSP) 与传统芯片 CPU 的支出将发生逆转, 达到 55/45 的比例。

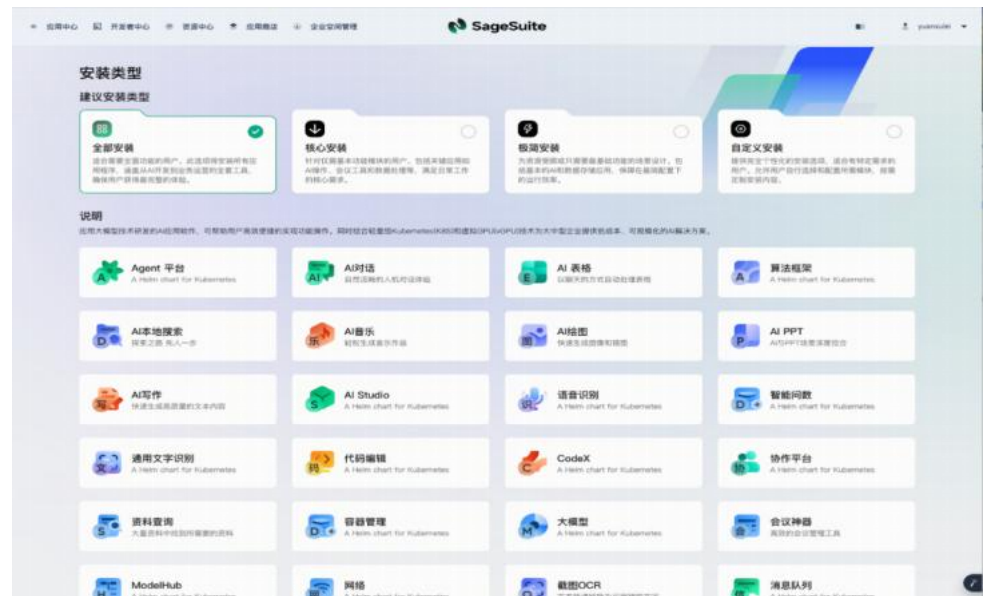
资料来源: IDC, 申万宏源研究

长期来看，我们认为公司可能仍具有较强竞争优势

1) 公司产品具有较高粘性和复购率，成为收入增长保障。

从产品上看，公司提供 AI 应用构建的操作系统，客户的 AI 应用基于该平台构建，若更换别的平台可能导致 AI 应该需要重新开发。另外，公司提供的企业级人工智能商店整合了公司与生态系统合作伙伴开发的人工智能应用，随着应用的增加也将增厚平台的价值。

图 19: SageSuite 包含较多开箱即用 AI 应用



资料来源：第四范式公众号，申万宏源研究

从业务数据上看，公司标杆客户留存率、复购率均较高。2020-2022 年每年新增标杆用户数目远大于减少用户数目。2023、2024 年公司公告了标杆用户 NDER，计算方式为当年留存的标杆用户群在该年度所产生的收入/前一年度标杆用户群的收入贡献，2024 年 NDER 110%代表留存标杆客户 2024 年较 2023 年购买了更多的产品。

表 9: 公司标杆客户留存率、复购率均较高

	2020	2021	2022	2023	2024
用户数目	156	245	409	445	
往年标杆用户数目	32	47	75		
增加	21	33	36		
减少	6	5	7		
年度/期间标杆用户数目	47	75	104	139	161
标杆用户 NDER (净收入增长率)				115%	110%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：1. 往年的标杆用户不再被视为指定年度的标杆用户。然而，公司并未终止与该等用户的业务关系，公司为该等标杆用户提供持续支持服务。从会计角度而言我们于该年度并无自该等用户产生收入。2. 标杆用户的范围为全球财富 500 强企业或上市公司。3. NDER(净收入增长率)反映了我们的客户粘度及付费意愿，其分母为前一年度标杆用户群的收入贡献，其分子为当年留存的标杆用户群在该年度所产生的收入。

2) 随着公司商业模式的演进，公司可能与大厂构成更直接的竞争。

公司目前的商业模式处于互联网大厂与垂直行业 IT 厂商之间,变化方向在向大厂靠拢。互联网大厂 to B 业务的做法通常是提供开发平台、一些标准化的模块及云计算资源等，同时也会派自己的技术人员到客户处做少量实施。不同大厂对于定制化项目的态度有一定差异，例如阿里云 2024 年以来砍掉大量政企定制化项目，集中资源投入标准化公共云产品；华为云则选择与 ISV 一起联合构建企业解决方案；火山引擎产品中包括提供高端定制化解决方案，由自身团队与企业深度合作。

第四范式曾经是垂直行业 IT 厂商,平台化后当前处于互联网大厂与垂直行业 IT 厂商之间。目前公司寻求的合作伙伴模式非常类似于华为云的 ISV 模式，也是互联网大厂常用的企业解决方案实施模式。如果后续互联网大厂不放弃企业定制化业务，公司与大厂的 AI 产品会构成直接竞争。

图 20: 公司目前的商业模式处于互联网大厂与垂直行业 IT 厂商之间



资料来源：云头版，TechForWhat，爱转型，申万宏源研究

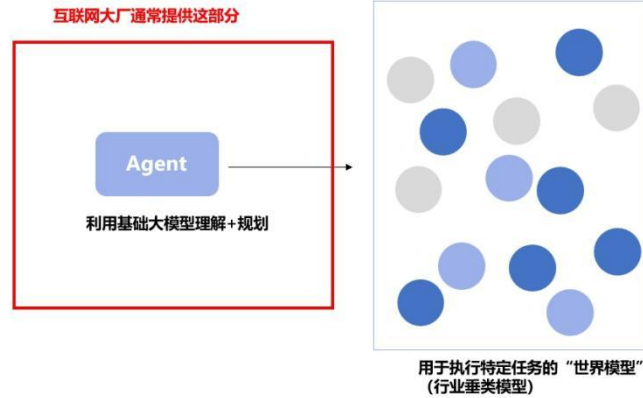
与垂类 IT 厂商未必直接竞争，可能是合作。公司正在更多地通过合作伙伴服务下游客户，而这些合作伙伴正是这些垂直行业 IT 厂商。例如：2025 年 2 月，公司与致远互联合作打造 AI 应用一体化解决方案。致远互联为客户提供协同运营管理产品、解决方案、平台及云服务，服务超 5 万家中大型政企客户；2025 年 7 月，公司与九鞅科技战略合作发布解决方案。九鞅科技是一家金融科技服务商，其自主研发的投资组合管理与风险管理系统在 20+大型机构落地应用。

与大厂产品直接竞争也未必落后，甚至可能有优势。

从产品本身来看，公司产品的竞争力可能在于服务标杆客户所积累的大量行业垂类模型构建能力。互联网大厂的定制化是有限的，基本不会提供行业垂类模型的定制。同时，公司起源于定制化解决方案，服务能力可能更有优势。

另外，如第一章所分析，公司的管理层技术能力全球顶尖且均具有头部互联网大厂就职经历、员工素质不输大厂，在技术能力上也完全不逊于互联网大厂。

图 21：互联网大厂的定制化是有限的，基本不会提供行业垂类模型的定制



资料来源：申万宏源研究

综上，我们认为标准化短期将带来快速市场扩张，长期产品粘性、竞争力保证增长：

短期：预计 3 年内，中国 AI 应用市场规模增速接近 30%，是 0-1 快速渗透期。公司追求标准化可以快速提高市占率及行业覆盖，近期基本每周都有新 AI Agent+垂类模型的新行业应用发布。

长期：公司产品粘性强，2024 年标杆客户 NDER（净收入增长率）110%。另外，随着公司标准化程度提升，公司与互联网大厂构成直接竞争，但公司出身于行业解决方案，在行业 knowhow 积累、行业垂类模型构建能力、服务能力等方面可能有优势，且技术能力不输。

3 C 端消费电子业务打开全新增长空间

公司 2025 年 3 月成立范式集团，并同步发布消费电子业务——Phancy。

Phancy 业务的定位是向市场提供基于 AI Agent 的软硬件一体解决方案。通过智能体模组在端侧提供 AI Agent 能力，理解用户的需求、与用户沟通、并连接众多垂直的 AI 能力及更加广泛的智能、便捷服务。其中，范式自研的端侧本地运行的大模型能力，是 Phancy 业务的核心竞争力，为消费电子产品提供低成本、低门槛的 AI 能力。

Phancy 产品同时面向 B 端、C 端，但终端用户均为 C 端消费者，收入未来可能具有较大弹性。Phancy 的产品包括端侧 AI Agent 模组、面向特定消费品的 AI 解决方案及终端消费产品。其中软硬一体的模组和解决方案是 to B 的业务，产品思路类似于公司传统业务中 SageOne；AI 眼镜则直接面向 C 端销售。

表 10：Phancy 已有产品/解决方案

Phancy 已有产品/解决方案	详情
------------------	----

<p>端侧 AI Agent 模组</p>	<p>提供面向消费电子市场的 AI 软硬件解决方案,让传统设备升级成为 AI 设备,以及提供范式 AI Agent 能力以及端侧智能体模组等软硬件能力及服务。</p>	
<p>AI 耳机解决方案</p>	<p>基于端侧 AI Agent 模组及服务,提供功能菜单式服务,包括闲聊、翻译、办公助手等,让传统耳机一步搭载 AI 能力。</p>	
<p>AI 手表解决方案</p>	<p>基于端侧 AI Agent 模组及服务,提供功能菜单式服务,包括运动建议、健康监测、智能闲聊、多语种翻译、办公助手等,搭载 Phancy AI 机芯,联合兰博基尼和李小龙推出 AI 手表。</p>	
<p>AI 智能眼镜解决方案</p>	<p>方案以多模态融合架构与云端/边缘 AI 计算能力为核心,突破传统智能眼镜功能边界。搭载该方案,传统眼镜亦可成为集高清影像采集、AI 拍摄识别、AI 翻译、AI 会议助手、AI 助理、音乐播放及智能导航等于一体的新一代可穿戴设备。 品牌方可通过不同的功能选配,让眼镜成为可支持全球商旅及娱乐生活的智能助手。 目前,Phancy AI 智能眼镜解决方案已与多个眼镜品牌方开展合作,联合开发面向消费者市场的 AI 智能眼镜。</p>	
<p>范式视界 Phancy 智能 AI 眼镜</p>	<p>Phancy AI 智能眼镜已经在官网 (www.phancy.top)、京东 (搜索“Phancy”) 开始预售,并将在 8 月初发货。</p>	

资料来源: 公司官网, 公司公众号, 京东, 申万宏源研究

消费电子业务可能每年带来 20 亿元以上收入体量。以当前中国 AI 耳机、AI 手表、AI 眼镜出货量为基础大致测算公司消费电子业务每年可能带来的收入体量:

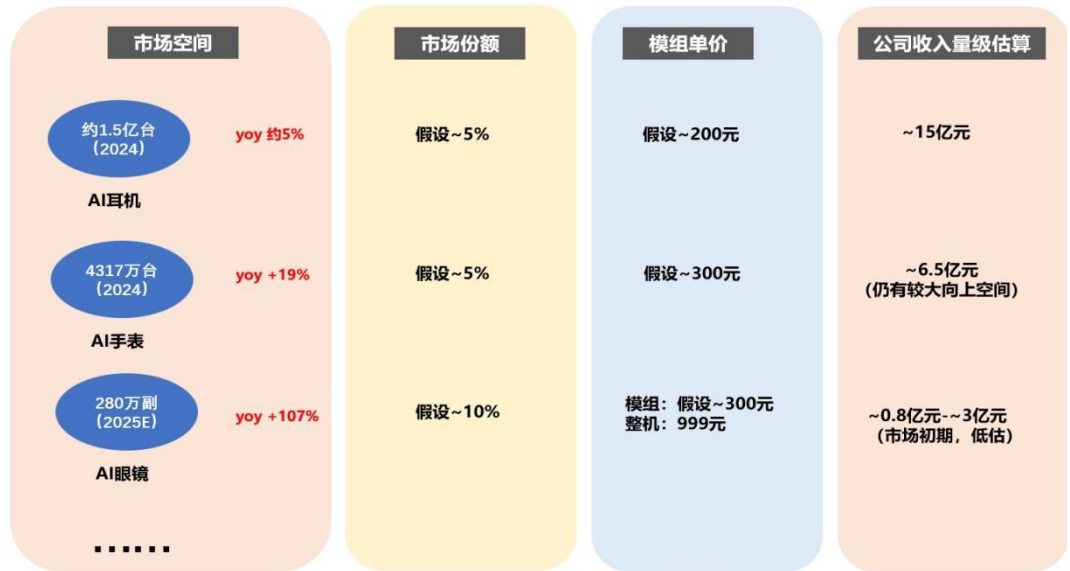
AI 耳机: 根据智研咨询, 我国 2024 年 AI 耳机出货量为 1.5 亿台, 增速约 5% 是一个较成熟市场, 竞争格局上看华为、小米、苹果占据 55% 的份额, 这些整机厂商自身具有较强 AI 能力可能不需要与公司合作, 假设公司可获得约 5% 市场份额、模组单价约 200 元, 则公司 AI 耳机收入量级约 15 亿元。

AI 手表: 根据 IDC, 中国 2024 年智能手表出货量为 4317 万台, 同比增速约 19%。全球腕戴设备市场头部仍为苹果、华为、小米, 市占率合计 49%, 与 AI 耳机类似, 同样预计一个 5% 的市场份额。手表单价高于耳机, 模组功能也可能更复杂, 预计模组单价约 300 元, 则公司 AI 手表收入量级约 6.5 亿元。

AI 眼镜: 根据 IDC, 中国 2025 年 AI 眼镜出货量可达 280 万副, 同比增速 107%。目前 AI 眼镜仍处于行业发展初期, 后续发展存在较大不确定性, 市场规模可能远大于目前体

量。由于公司参与 AI 眼镜属于市场早期，假设市场份额可达 10%，模组单价约 300 元（若是整机则为 999 元），则公司 AI 眼镜收入量级约 0.8 亿元-3 亿元。

图 22：公司消费电子业务收入体量估算



资料来源：IDC，智研咨询，申万宏源研究

4 Palantir 或为第四范式发展的先行指标

海外 Palantir 这家公司商业模式也经历了从重定制化到平台化的改变，且自从将其数据分析平台产品与生成式 AI 模型结合后，下游需求及资本市场关注度均非常高。

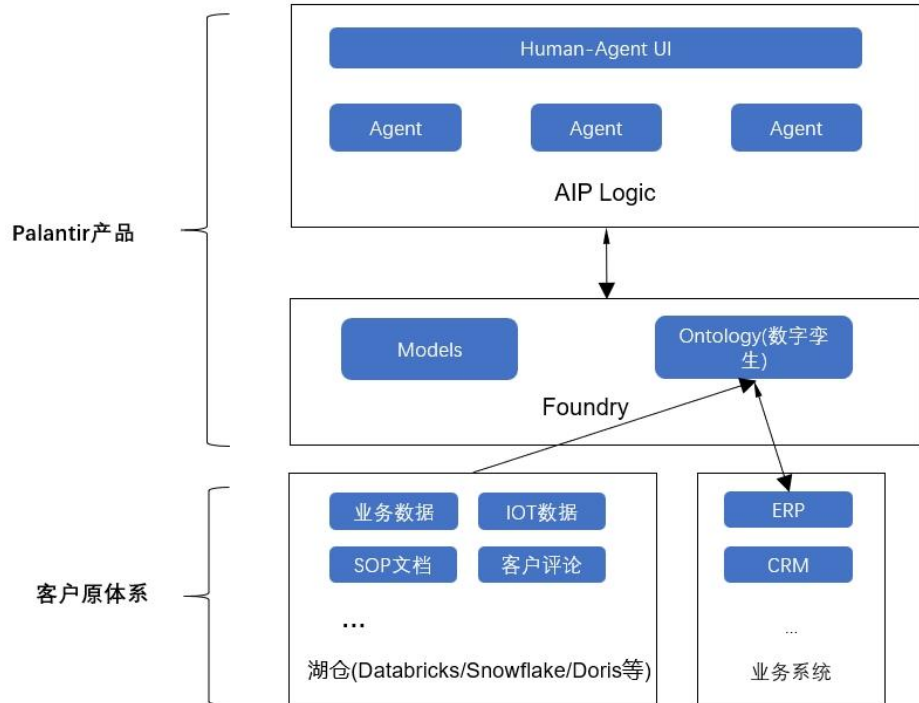
Palantir 构建的软件使组织能够大规模有效地集成其数据、决策和运营。公司成立于 2003 年，最初为美国政府构建软件，以协助反恐调查和行动；后来进一步与商业企业合作，解决他们在处理数据时经常面临的同质化需求。

Palantir 构建了四个主要软件平台，Gotham、Foundry、Apollo 和人工智能平台 AIP。Palantir 为企业开发的软件可以在几天内准备就绪，而不需要数月或数年的内部软件开发工作。Gotham and Foundry 使政府和企业能够将大量信息转化为反映其运营的集成数据资产，而 AIP（2023 年发布）则利用公司现有机器学习技术的强大功能以及生成式 AI 模型，包括大型语言模型（“LLM”），直接在 Gotham、Foundry 中帮助在企业数据上实施 AI。2021 年开始作为商业解决方案提供的 Apollo 是一个与云无关的单一控制层，可协调新功能的持续交付、安全更新和平台配置，有助于确保关键系统的持续运行。Apollo 允许客户在几乎任何环境中运行他们的软件。

Palantir AIP 产品架构与第四范式具有相似性。观察 AIP 产品架构，该产品主要包括 Foundry 和 AIP Logic 两个产品。Foundry 是个数据平台，在这个数据平台中可以构建 Ontology 数字孪生，构建和管理各种 AI/ML 模型。AIP Logic 是一个 Agent 构建、测试、运行、协同平台。AIP Logic 中构建的 Agent，可以使用 Ontology 的接口，进行数据访问

和业务运营。同时将新的经验写入 Ontology。这种设计与第四范式目前的 Agent+垂类模型路线类似。

图 23: Palantir AIP 产品架构



资料来源: 数智漫谈公众号, 申万宏源研究

以下是 AIP 在生产设备维护场景中的应用案例:

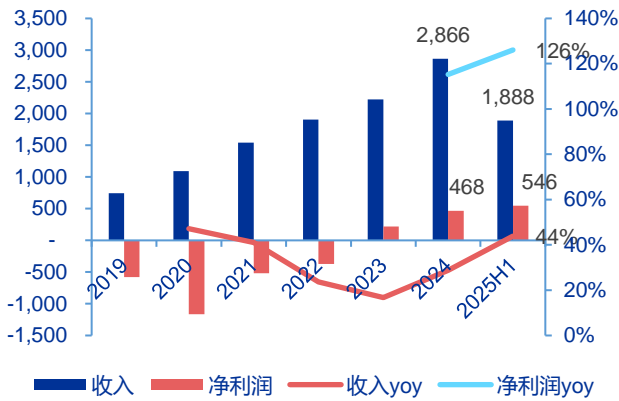
图 24: 生产设备的维护场景中 AIP 构建预测性维护体系流程



资料来源: 数智漫谈公众号, 申万宏源研究

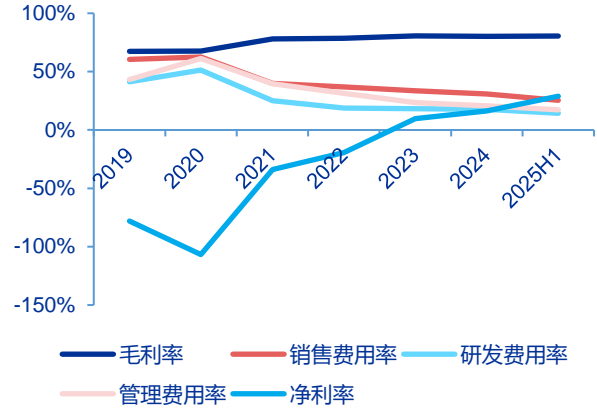
平台化的战略让公司的盈利能力大幅提升。收入端，AI 与数据分析软件的天然适配叠加下游对 AI 应用的大量需求让公司 2023 年以来收入增速不断提升；**盈利能力上**，公司的产品为平台型，服务客户时仅需基于已有标准化平台叠加少量定制化服务即可，并且随着平台的通用化能力提升定制化需求减少，公司的毛利率逐年提升。公司的收入增速高于费用增速，销售、研发、管理费用率均下降，展现出**规模效应**。

图 25: Palantir 收入、净利率快速增长 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 26: Palantir 盈利能力相关指标均大幅改善



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2023 年以来 Palantir 股价持续上涨超过 20 倍，主要驱动因素可能包括：**盈利转正、AI 具备实战落地能力、政府业务强粘性、商业客户增长加速、运营效率优化等。**

表 11: Palantir 股价持续上涨可能驱动因素

可能驱动因素	详细
盈利转正 + 连续盈利	2023 年 Q4 起, Palantir 首次实现 GAAP (美国通用会计准则) 下的净利润为正。连续多个季度实现盈利, 扭转了早期“烧钱型政府承包商”的负面印象。 投资者看好其商业模式从“重服务”向“平台复利”过渡。
AI 具备实战落地能力	Palantir 并非“新兴 AI 公司”, 而是早已在政府与企业中部署大规模 AI 系统 (Foundry、Gotham、Apollo) 。在 2023-2025 的大模型浪潮中, Palantir 推出了自己的生成式 AI 平台 AIP (Artificial Intelligence Platform), 强调可落地、合规、安全的 LLM 应用。 投资人可能普遍认为: Palantir 是“少数能把 AI 真正落地的公司”, 不像其他 AI 公司停留在技术演示阶段。
政府业务护城河极强	其核心产品 Gotham 为美国政府服务, 合同周期长、安全要求高, 竞争极难进入。 这形成了稳定营收与极强的粘性。
商业客户增长加速	企业客户使用 Palantir Foundry 与 AIP 的数量稳步上升, 尤其是制造业、金融、电力等领域。从最初依赖政府 转向政府 + 企业双增长模式 。企业业务年增速超越政府业务, 体量在逼近。2025Q2 企业端收入 306 百万美元, yoy +93%, 政府端收入 426 百万美元, yoy +53%。
运营效率优化	公司毛利率稳定在 80%+, 但近年来通过标准化产品 (如 AIP Bootcamps) 和 Apollo 平台减少服务成本。 利润率持续提升, 运营杠杆开始释放。

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

我们认为第四范式与 Palantir 确实有较高相似性，Palantir 的发展一定程度上可以成为第四范式发展的先行指标作为参考：

- 1) **产品形式**：均为平台型软件公司，产品均为大量标准化+少量定制化，架构类似。
- 2) **客户**：产品标准化程度高让客户拓展更为灵活，均积极地寻求客户的扩展。
- 3) **收入**：二者下游是各行各业的 AI 应用，收入受益于下游对 AI 应用的需求增加。
- 4) **运营效率优化**：主要表现为产品的标准化程度提升。

5) **盈利能力**：Palantir 已于 2023 年实现净利润转正，第四范式预计今年基本可以实现盈亏平衡，二者发展阶段较为接近。

表 12: Palantir 与第四范式比较

	Palantir	第四范式
产品形式	平台型	平台型
客户	原始客户为政府、军工，后开拓 B 端市场	原始客户为 B 端市场头部客户，2025 年开始开拓 C 端市场
收入	收入增速不断超预期，25H1 收入同比增速 44%	收入增速快，维持在 25%+
运营效率优化	毛利率提升显著	偏标准化产品收入占比提升
盈利能力	于 2023 年实现净利润转正，且后续业绩强劲	第四范式近三年连续缩亏，今年预计为实现盈亏平衡关键节点

资料来源：公司公告，第四范式公众号，申万宏源研究

5 盈利预测及估值

1) 收入拆分

基于数据可得性，我们将第四范式收入拆分为：**先知平台及产品**、应用开发及其他服务两部分，应用开发及其他服务又可拆分为 **SHIFT 智能解决方案**、**式说 AIGS 服务**。

先知平台及产品：主要包含公司偏标准化的产品，也是公司后续发力的重要战略方向，预计将继续快速增长。结合近年增速，预计 2025-2027 年该部分收入增速分别为 43%、36%、32%。

SHIFT 智能解决方案：该部分主要为面向行业客户、定制化程度较高的项目收入。该部分项目保留是为了积累行业 knowhow，但数量不需太多。结合近年增速，预计 2025-2027 年该部分收入增速分别为-10%、-5%、0%。

式说 AIGS 服务：该部分为生成式 AI 代码开发平台，与公司其他产品搭售，预计随公司收入增长而增长。结合近年增速，预计 2025-2027 年该部分收入增速分别为 20%、18%、15%。

综上，预计 2025-2027 年总收入分别为 68.52、88.19、112.26 亿元，收入增速分别为 30%、29%、27%。

2) 毛利率拆分

公司 2023-2024 年未公布细分业务的毛利率情况，因此我们对细分业务的毛利率做了如下假设：

a) 式说 AIGS 服务为代码开发平台，应为标准化软件产品，参考招股说明书中先知平台软件产品授权的毛利率，假设 2022-2024 年毛利率为 95%。

b) 由于 2022 年应用开发及服务总体毛利率已知为 43%，结合式说 AIGS 服务的毛利率假设，可估算出 2022 年 SHIFT 智能解决方案毛利率约为 26%。由于 SHIFT 智能解决方案是基于先知平台为客户提供服务，随着先知平台功能的完善，预计该部分毛利率有上升空间，假设 2023-2024 年该部分毛利率分别为 27%、27%。

c) 基于上述假设及已知 2023-2024 年公司总体毛利率为 47%、43%，估算出 2023-2024 年先知平台及产品毛利率约为 50%、39%。

先知平台及产品：在中国软硬一体的产品可能更受欢迎更易销售，且 2024 年先知平台及产品的毛利率变化也证明了这个趋势，预计随着软硬一体产品收入比重的提升，毛利率可能仍有下降空间。预计 2025-2027 年该部分毛利率分别为 35%、33%、31%。

SHIFT 智能解决方案：预计随着先知平台能力的提升，服务人员有望进一步提高服务效率，预计毛利率有提升空间。预计 2025-2027 年该部分毛利率分别为 27%、28%、29%。

式说 AIGS 服务：由于标准化软件产品毛利率变化通常不大，预计 2025-2027 年该部分毛利率分别为 % 、 % 、 % 。

综上，预计 2025-2027 年总体毛利率分别为 40%、38%、36%。

表 13: 第四范式收入拆分 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
先知平台及产品	619	1015	1492	2506	3676	5256	7149	9436
yoy		64%	47%	68%	47%	43%	36%	32%
收入占比	66%	50%	48%	60%	70%	77%	81%	84%
毛利率	46%	51%	54%	50%	39%	35%	33%	31%
应用开发及其他服务	323	1004	1591	1698	1585	1595	1671	1790
yoy		210%	58%	7%	-7%	1%	5%	7%
收入占比	34%	50%	52%	40%	30%	23%	19%	16%
毛利率	46%	44%	43%	43%	51%	56%	60%	63%
SHIFT 智能解决方案			1194	1283	1022	920	874	874
yoy				7%	-20%	-10%	-5%	0%
毛利率			26%	27%	27%	27%	28%	29%
式说 AIGS 服务			397	416	563	675	797	916
yoy				5%	35%	20%	18%	15%
毛利率			95%	95%	95%	95%	95%	95%
总计	942	2018	3083	4204	5261	6852	8819	11226
yoy		114%	53%	36%	25%	30%	29%	27%
毛利率	46%	47%	48%	47%	43%	40%	38%	36%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 蓝色字体部分为估计值

3) 费用拆分

观察近年的公司费用情况, 可以明显看出公司对于销售和管理费用是进行了较大力度的控制, 但对研发的投入一直持续。我们预计, 随着公司收入的提升, 销售费用、研发费用可能仍将有所提升, 管理费用可能较为稳定。

表 14: 第四范式费用拆分 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售及营销费用	248	455	412	423	269	309	352	398
yoy		84%	-9%	3%	-37%	15%	14%	13%
一般行政管理费用	246	542	528	342	193	193	213	234
yoy		120%	-3%	-35%	-43%	0%	10%	10%
研发费用	566	1249	1650	1769	2170	2456	2844	3292
yoy		121%	32%	7%	23%	13%	16%	16%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

综上, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 0.55、2.83、5.68 亿元。

选用 PS 法估值。由于当前公司尚未实现盈利, 且仍属于初期快速发展阶段, 我们认为应该用 PS 进行估值。

选取可比公司金蝶国际、用友网络、鼎捷数智、科大讯飞、彩讯股份作为可比公司。由于第四范式下游行业丰富，**选取第四范式可比公司的主要思路为：主要服务 B 端客户、具备偏标准化的产品/平台且提供 AI 产品。**

其中，**金蝶国际**为企事业单位提供 ERP 管理软件。产品形式包括云服务、软件销售、软件实施服务、支持性服务等。AI 方面 2024 年金蝶云·苍穹升级为企业级 AI 平台，发布 AI 管理助手及苍穹 APP，为企业提供快速高效使用 AI 的解决方案；

用友网络提供企业云服务与软件，面向大、中、小型企业及政府均有不同类型产品，大型、政府可提供更多定制化，中型及以下更多提供云服务产品。产品线涉及 ERP、财务、营销、数电、制造、费用管控、人力、供应链、采购等。AI 方面，2024 年公司发布企业服务垂类大模型 GPT2.0，通过 1 个大模型平台、2 个应用框架（Agent 和 RAG）以及在应用中数据闭环，连接“繁杂企业需求”与“通用大模型”，已在招商局集团等头部客户落地；

鼎捷数智为制造业和流通行业等企业客户提供包括设计研发类、数字化管理类、生产控制类及 AIoT 类工业软件。公司的鼎捷雅典娜数智原生底座是融合 AI、大数据及知识图谱等技术的 PaaS 平台，解决企业在结构型及非结构型数据治理、数据工程的关键需求。AI 方面，鼎捷雅典娜有平台自研传统 AI 算法及主流大模型接入，基于该平台提供行业化场景 AI 应用、基于大模型的通用 AI 应用；

科大讯飞是一家人工智能企业，已构建算法、算力、数据等要素自主可控的 AI 核心技术研发和模型训练体系，并实现了 AI 行业应用（智慧教育、智慧医疗、智能汽车、企业 AI 解决方案、智慧城市等）、AI 开放平台和 AI 消费者产品三大 AI 落地商业化体系。下游客户包括政府、企业以及 C 端消费者；

彩讯股份专注于企业数字化转型赛道，主营协同办公、智慧渠道、智算服务与数据智能三大产品线，客户覆盖电信、能源、金融、交通等多行业的大中型央国企。公司基于应用场景，构建从 AI 原生云计算解决方案 Rich AI Cloud、一站式 AI 应用开发平台 Rich AI Box 到垂直行业大模型应用解决方案的 AI 全栈服务体系，覆盖企业大模型应用开发全生命周期。

我们认为这些公司面向的客户、产品的形式、AI 的布局与第四范式具有可比性，因此选取他们作为可比公司。

首次覆盖，给予“买入”评级。参考可比公司 2025 年 PS 平均估值，给予公司 2025 年收入预测 5.4x PS，我们认为公司合理市值可达 373 亿元，仍有 40%以上上涨空间。

表 15：第四范式可比公司估值表

股票代码	股票简称	2025/9/4	营业收入 (单位: 亿元)				成长性	PS			
		总市值(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	24-27 收入 CAGR	2024A	2025E	2026E	2027E
0268.HK	金蝶国际	485	63	70	80	92	14%	7.8	6.9	6.0	5.3
600588.SH	用友网络	499	92	101	112	124	11%	5.4	5.0	4.5	4.0
300378.SZ	鼎捷数智	131	23	26	30	34	14%	5.6	5.0	4.4	3.8
002230.SZ	科大讯飞	1,137	233	280	336	405	20%	4.9	4.1	3.4	2.8
300634.SZ	彩讯股份	117	17	20	23	28	19%	7.1	5.9	5.0	4.2
平均值							%

6682.HK	第四范式	264	53	69	88	112	29%	5.0	3.9	3.0	2.4
---------	------	-----	----	----	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：wind，申万宏源研究

注：收入一致预期为 wind 一致预期；港股公司市值、收入对应币种均为人民币

6 风险提示

下游 AI 需求不及预期。虽然公司下游是各行各业分摊了一部分风险，但若 AI 需求出现普遍性下滑将影响公司的收入增速。

行业竞争加剧。公司的竞争对手包括互联网大厂、垂类软件公司等，若 AI 技术进一步发展并开源，AI 技术的应用门槛将进一步下降，可能会带来 AI 行业竞争加剧。若这种情况出现，公司可能不得不做更多定制化以获得竞争优势，导致毛利率、净利率的下滑。

合并损益表 (单位: 百万元)

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,204	5,261	6,852	8,819	11,226
主营收入	4,204	5,261	6,852	8,819	11,226
营业成本	-2,225	-3,016	-4,122	-5,459	-7,178
销售及管理费用	-765	-462	-502	-565	-632
研发费用	-1,769	-2,170	-2,456	-2,844	-3,292
其他经营损益	89	232	242	296	423
财务费用	-384	46	43	66	86
投资收益	-2	19	5	7	11
资产减值损失	-80	-200	-1	-9	-18
其他非经常性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	-931	-290	60	312	626
所得税	10	-6	0	0	0
净利润	-921	-296	60	312	626
少数股东损益及其他	-12	-27	6	29	58
归属普通股股东净利润	-909	-269	55	283	568

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并资产负债表 (单位: 百万元)

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,657	5,690	6,932	7,222	8,061
现金及等价物	1,978	859	1,978	2,097	2,640
应收款项	2,228	3,622	3,676	3,769	3,966
存货	295	172	240	318	417
其他流动资产	1,155	1,038	1,038	1,038	1,038
非流动资产	1,491	1,897	1,885	1,875	1,871
长期投资	661	865	865	865	865
固定资产	47	35	37	36	32
投资物业	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	470	214	200	191	190
其他非流动资产	313	784	784	784	784
资产总计	7,147	7,588	8,817	9,098	9,933
流动负债	1,643	2,498	2,356	2,325	2,534
短期借款	96	6	160	6	6
应付款项	1,464	2,452	2,157	2,280	2,489
其他流动负债	83	39	39	39	39
非流动负债	52	19	19	19	19
负债合计	1,695	2,517	2,375	2,344	2,553
股本	466	466	494	494	494
总储备	4,883	4,614	5,952	6,235	6,803
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	103	9	14	43	101
权益总额	5,453	5,071	6,442	6,754	7,380
负债和股东权益合计	7,147	7,588	8,817	9,098	9,933

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并现金流量表 (单位: 百万元)

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-921	-296	60	312	626
加: 折旧摊销减值			30	35	39
利息净支出			-43	-66	-86
投资损失			-5	-7	-11
营运资本变动			-419	-57	-105
其它经营现金流			0	0	0
经营活动现金流	-999	-622	-376	216	463
资本开支			-17	-17	-16
其它投资现金流			5	7	11
投资活动现金流	723	-474	-12	-9	-6
支付股利和利息			43	66	86
其它融资现金流			1,464	-154	0
融资活动现金流	931	-31	1,507	-88	86
净现金流	656	-1,127	1,119	119	543

资料来源: 聚源数据, 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 索取有关披露资料或登录 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@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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：沪深 300 指数

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”）在中华人民共和国境内（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。