

第四范式 (06682.HK)

企业级 AI 领导者、生成式 AI 强化差异化战略

第四范式成立于 2014 年 9 月，是国内企业级人工智能领域的行业先驱者与领导者。公司主要业务分为先知 AI 平台、SHIFT 智能解决方案和式说 AIGS 服务三个板块，其中先知 AI 平台贡献主要营收。企业级 AI 行业增长确定性高，公司作为行业龙头积累行业 know-how 形成技术壁垒，或将充分受益。生成式 AI 的爆火推动需求端企业客户拥抱 AI 解决方案，并赋能强化第四范式产品生态完整性。公司采取深耕行业的差异化竞争策略，受益 AIGC 迅猛发展的同时，规避了与通用大模型的直接竞争，有望实现可持续增长

- 公司是国内企业级 AI 行业龙头，兼具技术壁垒和商业化经验优势。第四范式是提供以平台为中心的人工智能解决方案，开发了端到端的企业级人工智能产品，致力于解决企业智能化转型中面临的效率、成本、价值问题，提升企业的决策水平。公司以技术为本，十年来积累了大量行业数据经验，并依托完善的产学研体系，前瞻性全面布局 AI 各关键技术领域，保证了公司未来在企业级 AI 方向的持续创新与领先地位。公司营收保持高速增长，其中先知 AI 平台业务贡献主要营收增量，25H1 同增 72%。公司亏损自 2021 年来持续收窄，25H1 净亏损规模仅 0.44 亿元，随着公司业务的成熟与扩张，未来有望实现扭亏为盈。
- 企业级 AI 前景广阔，公司作为行业龙头充分受益。生成式 AI 引发 AI 浪潮新阶段，预期全球 AI 应用商业化高速发展。企业智能化转型趋势叠加政策利好，企业级 AI 市场长期增长趋势显著。公司蝉联六年 IDC 机器学习平台中国市场份额第一，凭借高市占率、厚技术壁垒以及积累的品牌效应，将率先并充分受益这一轮市场扩张。
- 生成式 AI 强势爆发，需求侧与产品侧双双利好。国内豆包、Deepseek 等生成式 AI 的成功与普及，提升了企业对 AI 解决方案的接受度，促进更多企业决策者思考并采用 AI 解决方案。生成式 AI 技术通过降低企业自身开发、部署和操作企业级 AI 的门槛和成本，直接催化企业级 AI 市场结构性增长。同时，通过深度融合生成式 AI，第四范式形成了“生成式 AI 交互，通过 Agent 调用行业垂直模型来覆盖企业应用的特定场景”的完整业务架构，进一步强化公司产品竞争力。
- 拥抱大模型时代，差异化聚焦行业核心应用场景。公司聚焦行业大模型，充分发挥其专业性强、效率更高、成本更低的比较优势，规避了与通用大模型的直接竞争，并以先知 AIOS 5.0 强化规模化落地行业大模型的能力。通过持续布局“范生态”、发展式说 AIGS 服务的方式，布局并发挥企业级 AI 技术生态优势，抢占生成式 AI 在企业应用领域的细分市场，强化公司深耕行业核心应用场景的竞争力，开辟新的、可持续的业绩长期增长空间。
- 首次覆盖，给予“增持”投资评级。我们预计，公司 2025-2027 年分别实现营收 68.2/85.9/103.7 亿元，归母净利润分别为 0.64/1.8/4.1 亿元。第四范式定位为企业级 AI 平台解决方案，考虑到公司平台化推广成效显著，且当前估值显著低于行业均值，首次覆盖给予“增持”投资评级。
- 风险提示：AI 产品效果不及预期、宏观经济波动、市场竞争加剧。

增持（首次）

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

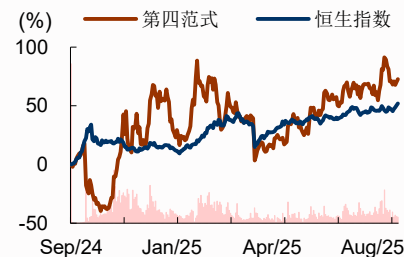
当前股价：57.3 港元

基础数据

总股本（百万股）	493
香港股（百万股）	294
总市值（十亿港元）	28.3
香港股市值（十亿港元）	16.9
每股净资产（港元）	12.7
ROE（TTM）	-4.3
资产负债率	19.3%
主要股东	戴文渊
主要股东持股比例	30.7514%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	7	66
相对表现	-3	-3	14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

顾佳 S1090513030002
✉ gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
徐帅 S1090523070014
✉ xushuai2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4207	5261	6839	8617	10427
同比增长	36%	25%	30%	26%	21%
营业利润(百万元)	(552)	(387)	17	156	407
同比增长	亏损	亏损	扭亏	822%	162%
归母净利润(百万元)	(909)	(269)	64	180	407
同比增长	亏损	亏损	扭亏	181%	126%
每股收益(元)	(2.80)	(0.58)	0.14	0.39	0.87
PE	亏损	亏损	409.4	145.8	64.6
PS	6.36	5.09	3.93	3.12	2.58

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 第四范式：企业级 AI 的先驱与龙头	5
1、 平台为中心的 AI 解决方案，助力企业智能化转型	5
2、 管理团队技术基因优势，资本背书强大	5
3、 技术壁垒深厚，应用场景与客户多元化	6
4、 亏损收窄趋势明确，长期价值显著	10
二、 行业增长确定性高，企业级 AI 龙头充分受益	12
1、 市场规模高速扩张，企业级 AI 需求爆发	12
2、 政策暖风频吹，推动 AI 产业化发展	14
3、 作为企业级 AI 龙头，第四范式充分受益行业增长	15
三、 生成式 AI 技术突破多方位赋能企业级 AI	16
1、 需求端：生成式 AI 的普及刺激企业拥抱 AI 应用	16
2、 产品端：生成式 AI 强化第四范式产品生态完整性	17
四、 纵向深耕特定行业，不断创新厚筑技术壁垒	18
1、 专注行业大模型，避免同质化竞争	18
2、 持续布局“范生态”，强化核心竞争力	20
3、 AIGS 重构企业软件，聚焦用户痛点	20
五、 盈利预测	22
1、 主要业务拆分及盈利预测	22
六、 风险提示	24

图表目录

图 1：第四范式发展历程	5
图 2：第四范式股权结构	6
图 3：第四范式业务板块	6
图 4：第四范式先知 AI 平台用户友好界面	7
图 5：第四范式先知 AIOS 迭代	7
图 6：第四范式官网介绍 SHIFT 智能解决方案	8
图 7：第四范式技术布局	9
图 8：第四范式分行业营收	9

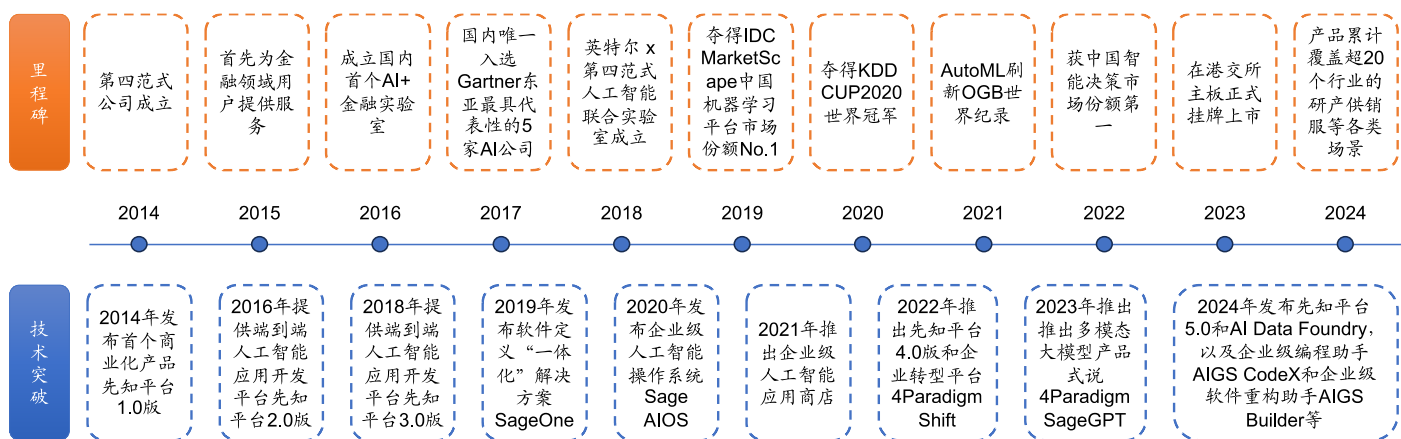
图 9: 第四范式用户及标杆用户数量	10
图 10: 用户收入（左，百万元）和标杆用户营收占比（右）	10
图 11: 第四范式营收及同比增速	10
图 12: 第四范式先知 AI 平台贡献主要营收	10
图 13: 第四范式毛利率保持平稳	11
图 14: 第四范式调整前后的归母净利润	11
图 15: 第四范式三大费用率变化	11
图 16: 第四范式研发费用及同比	11
图 17: AI 发展历史	12
图 18: 全球 AI 市场规模预期（亿美元）	13
图 19: 全球企业级 AI 市场规模预期（亿美元）	13
图 20: 中国 AI 应用场景发展	14
图 21: 2022 年中国智能决策解决方案市场份额	16
图 22: 第四范式业务架构	18
图 23: 行业大模型与通用大模型对比	19
图 24: 先知 AIOS 5.0 构建水务大模型	19
图 25: 部分通过范生态落地的应用场景	20
图 26: 部分加入范生态的公司	20
图 27: 以生成式 AI 重构企业软件的三个阶段	21
图 28: AIGS 产品优势	21
图 29: AIGS 模型底座到应用全链路	22
表 1: 第四范式部分客户分布	9
表 2: AI 产业相关国家级政策（不完全统计）	15
表 3: 部分大模型 API 价格对比	17
表 4: 先知 AIOS 5.0 构建行业大模型部分案例	19
表 5: 第四范式收入预测	23
表 6: 第四范式毛利率及费用率假设	23
表 7: 可比公司估值表	23
附: 财务预测表	25

一、第四范式：企业级 AI 的先驱与龙头

1、平台为中心的 AI 解决方案，助力企业智能化转型

第四范式（6682.HK）成立于 2014 年 9 月，是企业级人工智能领域的行业先驱者与领导者。公司提供以平台为中心的人工智能解决方案，并运用核心技术开发了端到端的企业级人工智能产品，致力于解决企业智能化转型中面临的效率、成本、价值问题，提升企业的决策水平。公司于 2016 年推出端到端人工智能应用开发平台先知平台 2.0 版，并在后续不断升级迭代，并以此为核心开发了企业转型平台 4Paradigm Shift 以及企业级编程助手 AIGS CodeX 等众多产品，用高质量产品构建人工智能产业生态。公司自 2015 年开始率先为金融领域用户提供 AI 产品，经过多年的持续布局，现已广泛应用于金融、零售、制造、能源与电力、电信及医疗保健等领域，多行业数据经验丰富。

图 1：第四范式发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

公司提供以平台为中心的端到端企业级 AI 产品，有效解决企业智能化转型中面临的难题。企业智能化转型往往因专业人员短缺、自建模型成本高、部署时间长等问题而受阻，公司推出的以平台为中心的解决方案具备使用简便、投资回报高、快速部署实施等特点，能够有效应对上述挑战。具体而言，公司提供先知 AI 平台，帮助企业快速构建量身定制的人工智能系统；还提供即用型人工智能应用，使用户可直接部署并用于优化其营销、风控、运营等业务环节；此外还提供可选的配套“硬件+软件”服务器基础设施，赋能企业快速智能化。

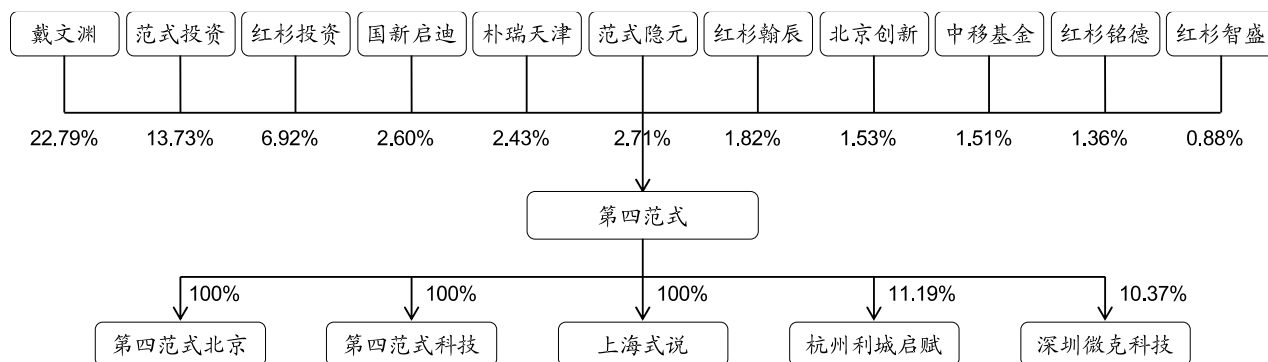
2、管理团队技术基因优势，资本背书强大

公司核心团队成员同时拥有人工智能学术水平和丰富的行业经验。创始人兼 CEO 戴文渊博士在人工智能技术行业拥有约 15 年经验，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，并曾获得 ACM 国际大学生程序设计大赛全球总决赛冠军。执行董事兼首席研究科学家陈雨强是 AutoML 算法的主要领导者，曾任百度资深工程师、字节跳动架构师。公司其他核心成员拥有在百度、字节跳动、谷歌等公司的工作经历，从业经验丰富。

股权结构较为集中，资本背书强大。公司创始人戴文渊博士直接持股 22.79%，

并通过北京新智等间接持股 15.9%，合计持股 38.69%，构成公司控股股东。此外，公司股东还包括红杉投资、国新启迪、朴瑞天津、北京创新、中移基金等，显示众多资本对其技术路径的认可。

图 2：第四范式股权结构

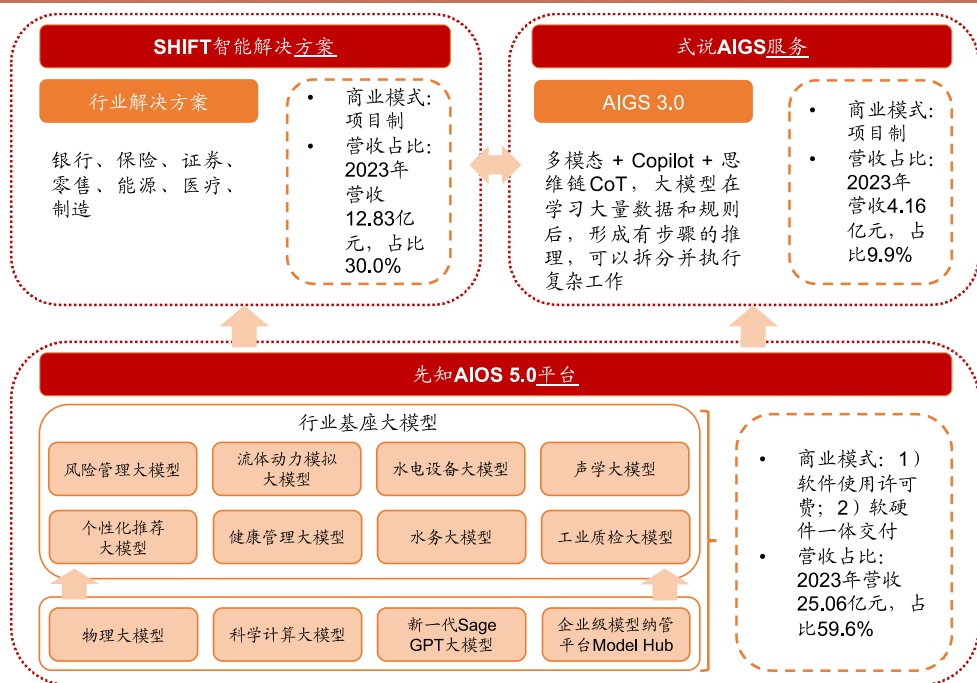


资料来源：公司公告、招商证券

3、技术壁垒深厚，应用场景与客户多元化

先知 AI 平台为核，SHIFT 智能解决方案与式说 AIGS 服务扩展生态版图。公司主要产品及服务包含第四范式先知 AI 平台(4ParadigmSage)、SHIFT 智能解决方案(4Paradigm SHIFT)、式说 AIGS 服务(4Paradigm AIGS)三大业务板块。

图 3：第四范式业务板块



资料来源：公司公告、招商证券

先知 AI 平台是公司所有业务的内核，致力于降低企业部署 AI 门槛，实现对多场景的规模化覆盖。通过提供一套完整的端到端人工智能解决方案，先知 AI 平台能够高效帮助企业规模化设计、开发、操作及管理人工智能应用。且其即插即用和低代码/无代码的特性降低了 AI 部署门槛，使得企业可以在短时间内打造特定

行业的垂直模型并规模化部署，而无需专家或其他拥有丰富人工智能相关经验的人员参与。目前已支持公司覆盖交运、数据中心、金融、能源电力、运营、信息技术、智能制造和零售等 14 大行业。2025 上半年，公司积极拓展「AI+储能」场景，与海博思创合作推动虚拟电厂与储能电站智能化。

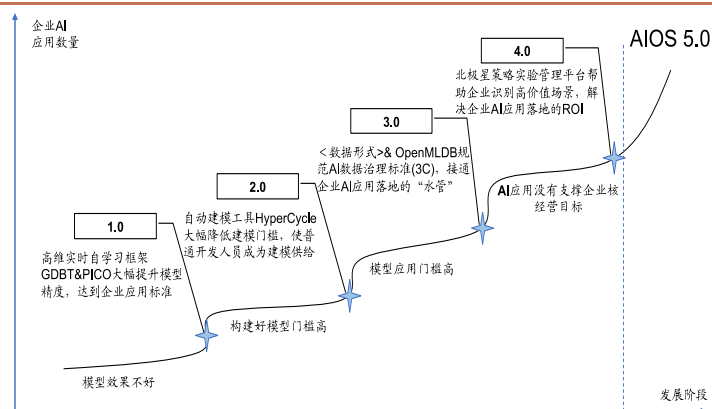
经历近 10 年的迭代，先知 AI 平台实现 1.0 到 5.0 的进化，功能和覆盖场景不断完善。Sage AIOS 是一个企业级人工智能操作系统，通过提供简单友好的用户界面，用户可以快速构建及操作众多人工智能应用。2015 年，先知 AIOS 1.0 版本发布，通过高维、实时、自学习框架大幅提升模型精度；2017 年，先知 AIOS 2.0 版本利用自动建模工具 HyperCycle，大幅降低了模型开发门槛；2020 年先知 AIOS 3.0 版本发布，规范了 AI 数据治理和上线投产，完成了建模到落地应用“最后一公里”；2022 年，先知 AIOS 4.0 版本引入北极星指标，最大化发挥 AI 应用价值，提升企业核心竞争力。2024 年发布的先知 AIOS 5.0 版本，旨在帮助各行各业基于其自身场景的“X 模态数据”，构建行业基座大模型，让大模型能来到的领域更加深入而广泛。2025 上半年，先知 AI 平台积极拓展「AI+储能」场景，与海博思创合作推动虚拟电厂与储能电站智能化案。

图 4：第四范式先知 AI 平台用户友好界面



资料来源：公司官网、招商证券

图 5：第四范式先知 AIOS 迭代



资料来源：公司公告、招商证券

SHIFT 智能解决方案是基于第四范式底层 AI 能力，向各行各业提供的垂直行业的解决方案。第四范式基于先知 AI 平台技术和能力以及与合作伙伴共同沉淀的行业 know-how，生成各行各业的数字化、智能化解决方案产品，旨在用领先的 AI 能力，赋能千行百业智能化转型，实现企业核心竞争力高效提升。2023 年，公司发布了数十个解决方案产品，包括制造业智能物资管控、零售业智能供应链以及医药行业慢性病管理等。

图 6：第四范式官网介绍 SHIFT 智能解决方案



资料来源：公司官网、招商证券

式说 AIGS（AI-Generated Software）服务是基于式说大模型能力打造的企业级生成式 AI 软件开发平台，帮助企业重塑开发模式。AIGS 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，降低开发者培训成本，提高代码质量和运行效率，进而帮助公司最大化开发人员利用率，提升项目质量，增强客户粘性，推动业务板块更快实现规模化。经测算，2023 年 AIGS 平台可帮助开发人员实现开发效率提升超过 30%。

依托完善的产学研体系，全面布局 AI 各关键技术领域。公司拥有世界上最先进的自动机器学习技术，另外还有迁移学习、环境学习和自动强化学习共四项核心技术，并将这些技术作为操作原子组件嵌入到人工智能开发人员套件中，包含由用户设计开发的人工智能应用，推动人工智能普及。公司同时拥有人工智能领域 300 多核心专利和 400 多篇顶级学术论文，并已与国际顶尖高等院校、研究机构建立深度合作关系，形成了深厚的人工智能学术积累。公司的专家顾问团队由来自新加坡国立大学、南洋理工大学等国际顶级计算机与人工智能院校的资深教授组成，研究方向涵盖 AI 计算和存储基础架构研究、自然语言处理、大规模分布式优化算法等，支撑公司在 AI 的预测技术、感知技术、决策技术和 AI 基础架构等关键领域形成了深厚的技术储备，有效保证公司在企业级 AI 方向的持续创新和领先地位。

新业务 Phancy 开启消费电子新范式，生态版图加速扩张。2025 年 3 月份，集团正式发布 Phancy 消费电子业务，定位于提供基于 AI Agent 的软硬件一体化解决方案，通过智能体模组赋能端侧设备。首个季度，Phancy 携手李小龙、兰博基尼、联想等品牌推出多款智能手表，并联合上下游合作伙伴打造智能眼镜、智能耳机、智能手机背贴等产品，实现全渠道上市，为用户带来资料查询、同声传译、健康建议、智能影像采集等多元 AI 功能。Phancy 持续拓展生态版图，于 2025 年 5 月亮相开源鸿蒙开发者大会并与 OpenHarmony 达成战略合作，降低应用开发门槛，推动 AI 普惠化；同时携手中科蓝讯、杰理科技、博通集成，基于 AI 芯片与算法形成全栈闭环，加速智能眼镜、智能玩具等新兴品类落地。

图 7：第四范式技术布局



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

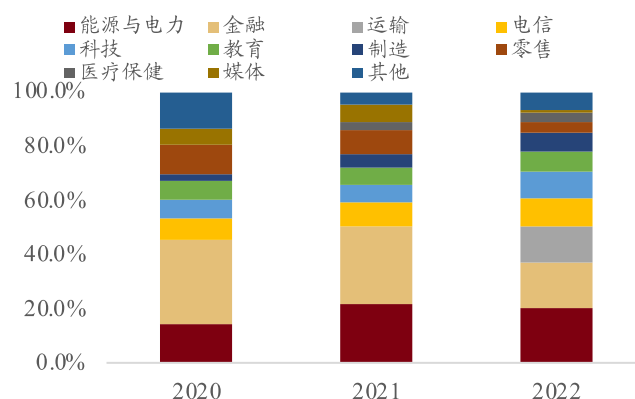
以金融业为切入点，应用场景趋于多元化。公司最早是服务金融行业客户，做风险管理相关 AI 业务，如对信用卡高风险刷卡行为的识别及管控。之后在金融行业强化业务深度的同时，持续拓展客户广度。目前公司企业级 AI 覆盖金融、零售、制造、能源、电信、运输、科教、媒体等行业，具有多元化的特点。合作客户包括中国工商银行、招商银行、交通银行、中国石化、瑞金医院、宁德时代等各行业头部企业。从贡献营收来看，金融和能源由于自身行业特点及公司起步较早，为优势行业。但随着公司持续拓宽应用场景，其他行业标杆用户不断增加，营收结构也趋于多元化，能有效分散可能存在的行业波动带来的风险。

表 1：第四范式部分客户分布

行业	客户
金融	招商银行（2015）、广发银行（2017）、中信建投（2017）、中国人保（2018）、中关村银行（2018）、中航信托（2018）、工商银行（2018）、交通银行（2020）、国信证券（2020）
医疗	瑞金医院（2018）
零售	国内最大的餐饮零售企业（2018）、永辉超市（2019）、来伊份（2020）、赛诺贝斯（2020）、飞鹤（2021）、巴黎卡诗（2021）、杰尼亚（2021）
媒体	人民日报（2019）、中国搜索（2021）
能源电力	中石油（2019）、中电科（2019）、华油能源（2019）、中广核（2021）
交通运输	DHL全球货运（2020）、山东港口（2024）
制造	联想（2020）、宁德时代（2021）

资料来源：公司官网、招商证券

图 8：第四范式分行业营收

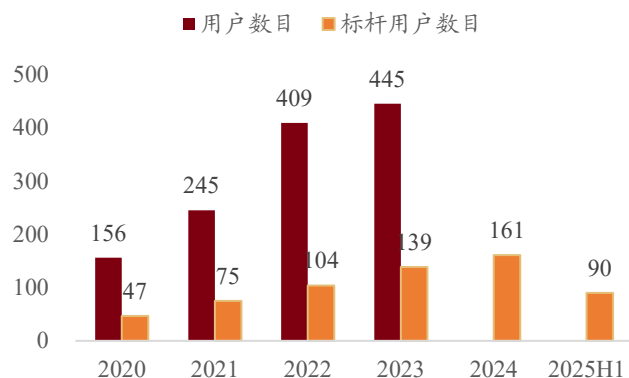


资料来源：公司公告、招商证券

标杆用户贡献主要营收，用户数及用户平均收入均快速增长。得益于有效的市场

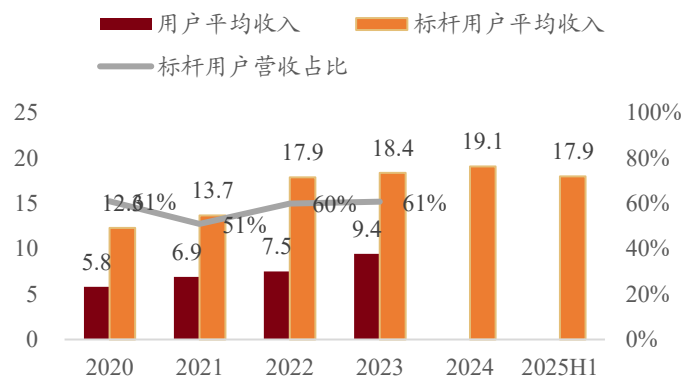
进入战略，公司标杆用户数量持续增长。标杆用户指财富世界 500 强或公众上市公司的先知平台终端用户。公司标杆用户从 2020 年的 47 名高增至 2024 年 161 名，营收占比均在 45% 以上。标杆用户的收入增长是公司整体收入增长的主要推动因素，且与标杆用户合作的初步成功能使公司高效积累行业数据经验，从而快速渗透到其所在行业，进一步扩大用户群体并推动收入增长。总用户群体从 2020 年的 156 名高增至 2023 年的 445 名，年均复合增长率 41.8%。同时公司不断探索新的商业机会，变现能力持续提升，2022-2024 年标杆客户的平均收入分别为 1790/1840/1910 万元。

图 9：第四范式用户及标杆用户数量



资料来源：公司公告、招商证券

图 10：用户收入（左，百万元）和标杆用户营收占比（右）

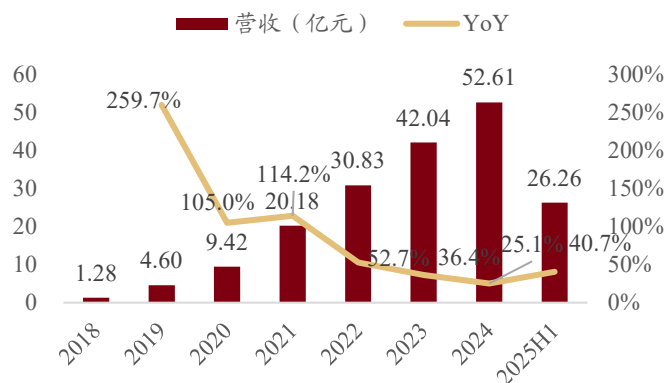


资料来源：公司公告、招商证券

4、亏损收窄趋势明确，长期价值显著

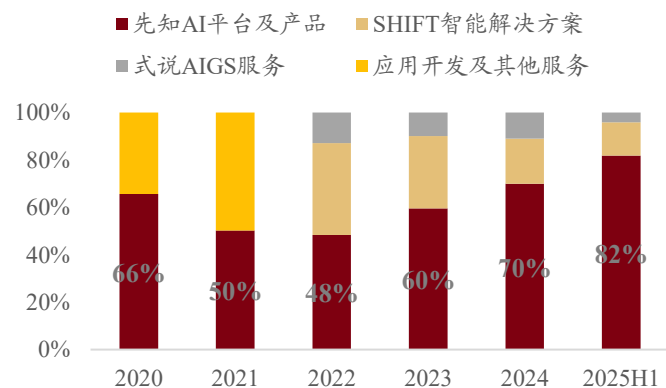
公司营收持续高速增长，先知 AI 平台贡献主要营收。公司 2018-2024 年营业收入从 1.28 亿元高增至 52.61 亿元。2025H1 营收 26.26 亿元，同增 40.7%，仍保持强劲的增长趋势。其中，先知 AI 平台及产品贡献主要增长动力。2020-2024 年先知 AI 平台及产品营收从 6.19 亿元高增至 36.76 亿元，CAGR 达 57%，且占营收比重均在 45% 以上。得益于行业大模型业务稳步拓展和“范生态”产品加速落地，25H1 先知 AI 平台营收达 21.49，同增 72%，营收占比 82%，驱动公司业绩稳步提升。

图 11：第四范式营收及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 12：第四范式先知 AI 平台贡献主要营收

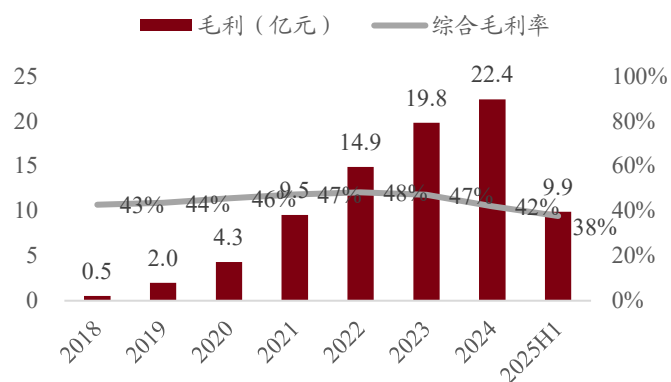


资料来源：公司公告、招商证券

公司毛利率长期平稳，亏损收窄趋势明确，有望实现盈利。公司 2018-2025H1

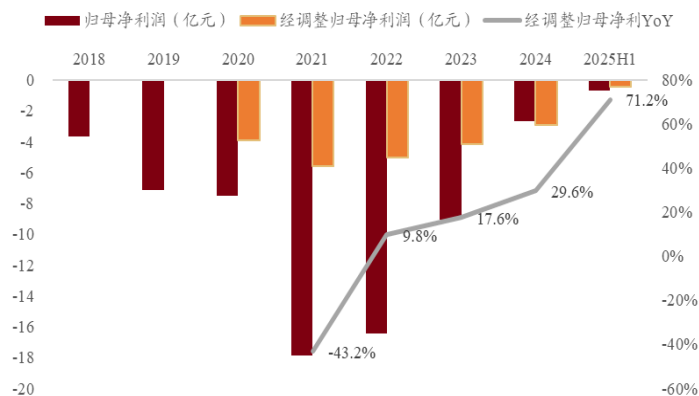
综合毛利率在 42%-48% 范围内浮动，整体保持平稳。公司账面归母净亏损自 2021 年以来持续收窄。2021-2022 年公司账面净亏损均达 16 亿元以上，主要系以股份为基础的薪酬费用、赎回负债的利息开支以及上市开支导致，剔除这些非经营性因素后，公司自 2021 年以来调整后归母净亏损仍保持稳定收窄趋势。其中，2025H1 净亏损规模仅 0.44 亿元，随着公司业务的成熟与扩张，有望实现扭亏为盈。

图 13：第四范式毛利率保持平稳



资料来源：公司公告、招商证券

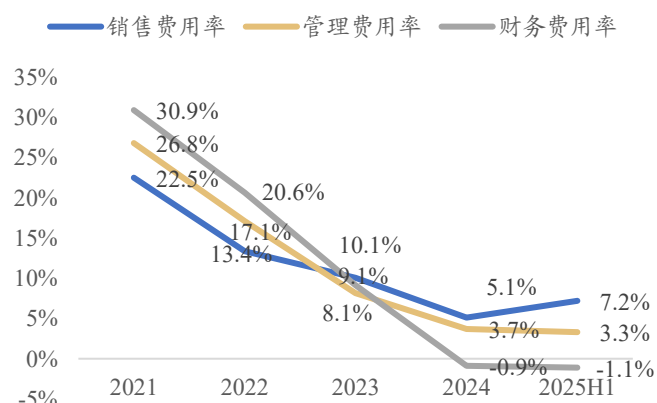
图 14：第四范式调整前后的归母净利润



资料来源：公司公告、招商证券

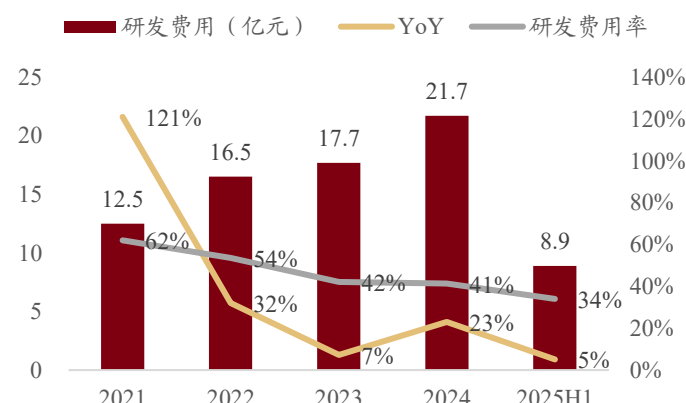
公司三费费率持续降低，研发费用率稳中有降。公司发展初期，由于以行业标杆用户为切入点的市场进入策略，需要较大规模的销售费用支撑市场开拓，叠加数额较大的股权激励和上市开支，三费费率均承压。随着市场的持续开拓、品牌影响力的不断扩大以及内部管理的优化，公司三费费率持续走低，销售/管理/财务费用率从 2021 年的 23%/27%/31% 下降到 2025H1 的仅 7%/3%/-1%。公司以行业领先的技术为核心竞争力，持续注重 AI 关键技术布局，随着公司业务与营收规模的不断增长，研究费用也在相应提升，从 2021 年的 12.5 亿元增长至 2024 年的 21.7 亿元。伴随业务扩展带来的规模效应及面对外包研发服务供应时议价能力的提升，研发费用率稳中有降，从 2021 年的 62% 逐步降低至 2025H1 的 34%。

图 15：第四范式三大费用率变化



资料来源：公司公告、招商证券

图 16：第四范式研发费用及同比



资料来源：公司公告、招商证券

二、行业增长确定性高，企业级 AI 龙头充分受益

1、市场规模高速扩张，企业级 AI 需求爆发

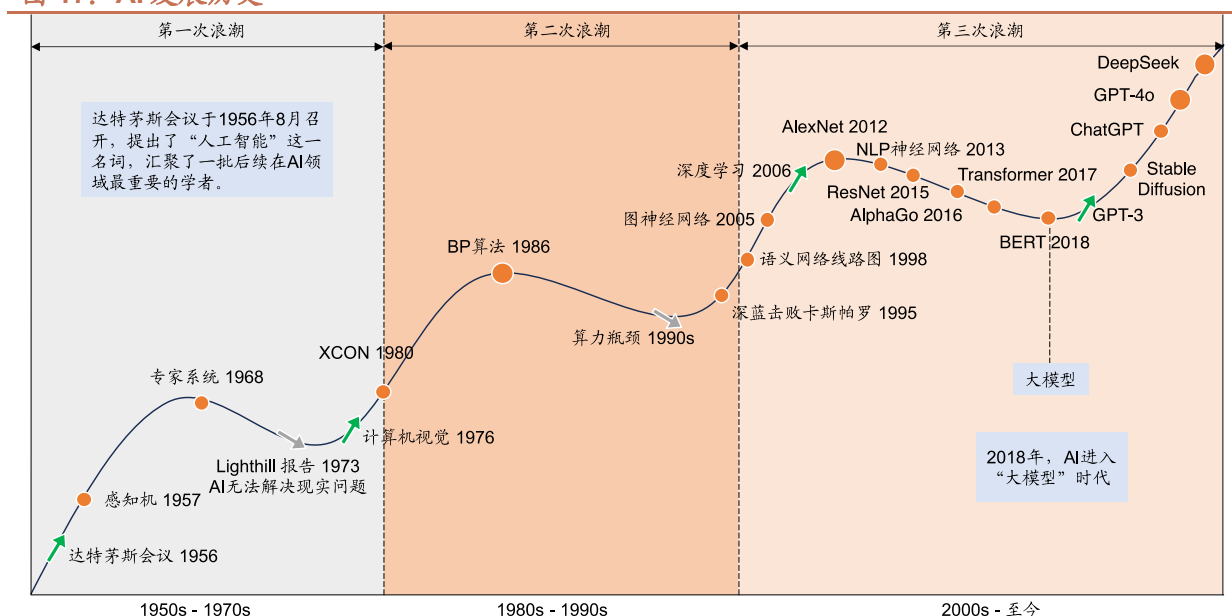
AI 大模型将推动 AI 发展进入新一轮浪潮。回顾历史，AI 发展经历三轮浪潮：

第一次浪潮（1950s-1970s）：1956 年的达特茅斯会议标志 AI 正式诞生。早期以规则驱动的符号主义为核心，通过人工编码逻辑实现特定领域的问题求解。其局限性在于依赖专家经验，难以适应复杂场景，且扩展性差，未能形成规模化商业闭环。

第二次浪潮（1980s-1990s）：随着神经网络和机器学习的兴起，基于统计学习方法，通过数据驱动模型优化。AI 在图像识别、推荐系统等领域取得进展，但由于数据量不足、计算能力有限，导致成果难以大规模应用，2000 年前后再次遇冷。

第三次浪潮（2000s-至今）：2006 年深度学习算法提出，标志着第三次 AI 浪潮的到来。2022 年 OpenAI 发布 ChatGPT，随后众多大模型落地，AI 产业化应用曙光初现。以深度学习为基础，结合大数据与算力飞跃，让 AI 大模型可以实现多模态交互与复杂任务处理，推动自然语言生成、跨领域推理等能力突破。AI 工具的不断标准化和平台化特性加速了 AI 从学术研究走向产业化与大众化的趋势，AI 大模型正以前所未有的渗透力，重构社会生产力格局。

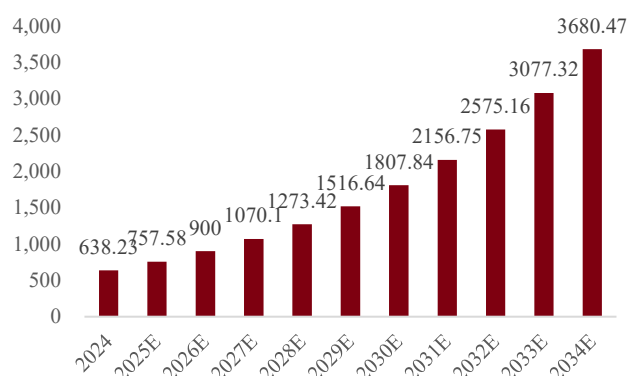
图 17：AI 发展历史



资料来源：《浅谈人工智能的下一个十年》、招商证券

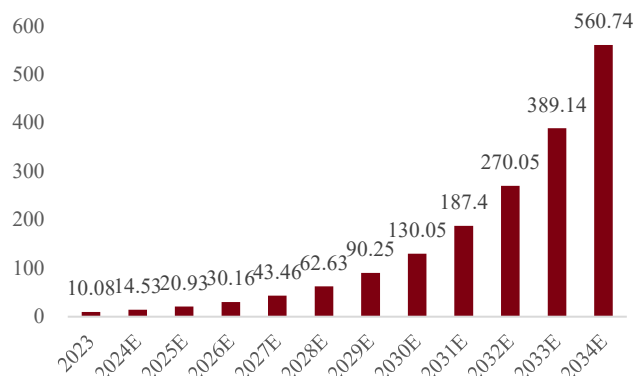
全球 AI 商业化应用预期快速发展，企业级 AI 市场前景广阔。大语言模型的出现降低了 AI 的使用门槛，赋予了 AI 更广阔的商业化场景想象。随着 AI 大模型的加速更新迭代，预计全球 AI 应用市场将迎来快速发展。根据 Precedence Research 数据，预计全球 AI 市场规模将从 2024 年约 6,382 亿美元增长至 2034 年约 36,805 亿美元，CAGR 达 19.20%。作为 AI 应用重要子领域，企业级 AI 具有需求多元和明确等特点，是 AI 商业化的重点方向，预计市场将呈现高增长潜力。

图 18: 全球 AI 市场规模预期 (亿美元)



资料来源: Proden Research、招商证券

图 19: 全球企业级 AI 市场规模预期 (亿美元)

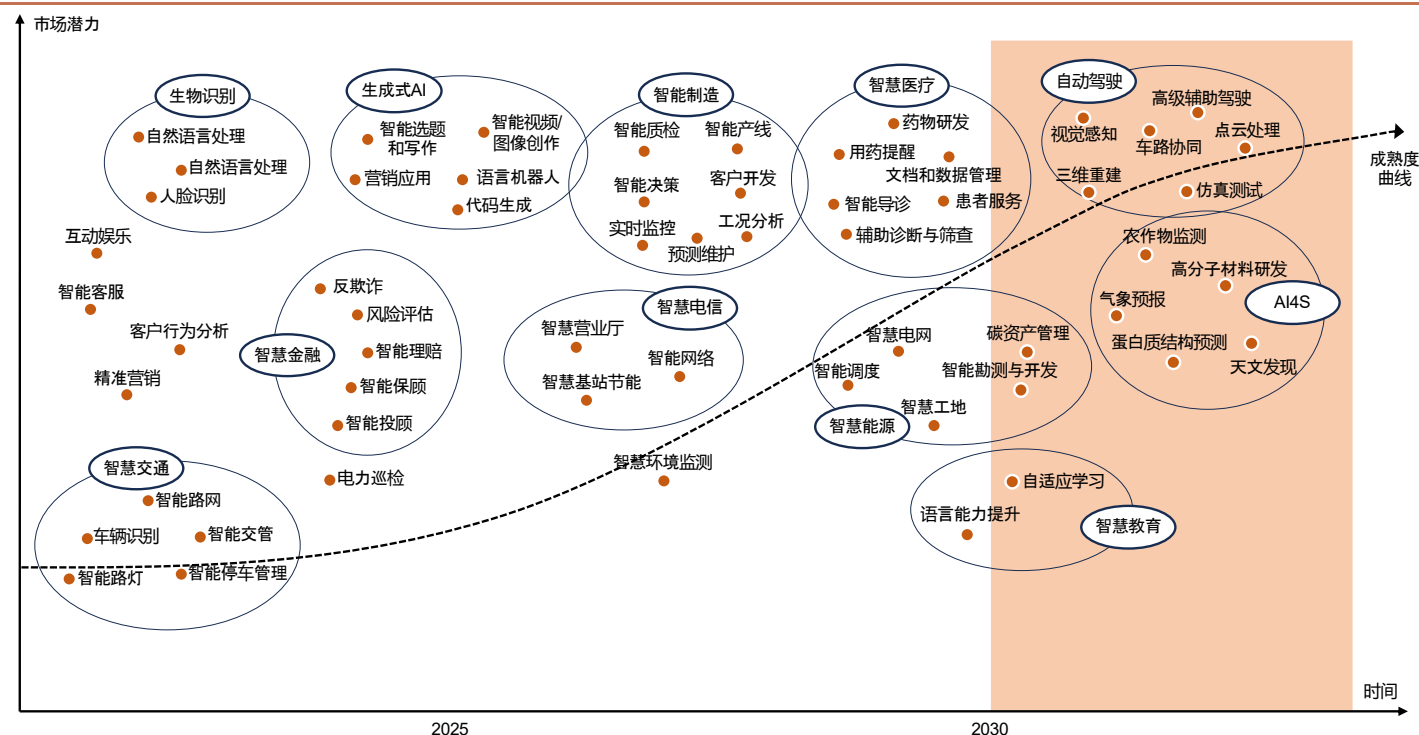


资料来源: Proden Research、招商证券

企业数字化转型进入深水区，智能化成为刚需。企业智能化转型是企业级 AI 市场规模扩大的驱动力。在当前商业竞争持续加剧的背景下，企业面临来自效率、成本等方面的多重压力。传统模式中，企业的资产利用率、运营效率、决策精度以及市场响应速度都受到诸多限制，亟需借助技术手段降本增效。而 AI 凭借强大的数据处理能力、预测分析技术和自动化应用，正逐步重塑企业管理模式和业务全流程，高效率的同时缓解成本端压力，助力企业数字化转型从“工具使用”迈向“系统性重构”深水区。

AI 已渗透至多个核心行业。根据 IDC 数据，人工智能在互联网、政府、金融、电信、制造行业在 2018-2023 年中一直保持着前五名的高渗透度。例如对于制造业，人工智能将从机器替代、赋能应用场景两方面推动企业降本增效；对金融业，AI 已被用于风险管理、信贷评估、反欺诈等，提升决策效率和准确性；对零售业，通过 AI 实现精准营销和库存预测，提升销售转化率；在医疗与能源领域，AI 被用于辅助诊断决策、能源分配优化等。这些场景的共同特点是依赖高精度、高可靠性的决策支持，而 AI 通过数据建模与实时分析能力，显著优于传统人工。根据 Gartner 预测，到 2029 年，中国 60% 的企业将把 AI 融入其主要产品和服务中并且将成为其收入增长的主要驱动力。

图 20：中国 AI 应用场景发展



资料来源：IDC、招商证券

相较于通用大模型，特定行业领域企业级 AI 更有竞争力。由于大多数企业都依赖于相似的预训练模型，因此基于企业或所在行业专属数据搭建的企业级 AI 在特定行业具备更高的专业性和可靠性。以第四范式房产经纪大模型为例，该模型以我爱我家 23 年来积累的庞大知识库、完备的运营规则与沟通技巧作为高质量语料，训练出行业大模型针对特定行业及领域时具备通用大模型所不具备的准确度和专业性水平。

2、政策暖风频吹，推动 AI 产业化发展

政策支持组合拳密集出台，积极布局 AI 产业化。2017 年 7 月，国务院发布第一份有关人工智能行业的系统部署文件《关于印发新一代人工智能发展规划的通知》，重点对 2030 年我国新人工智能发展进行系统的规划和部署。后续随着 AI 技术的不断更新迭代，多部门陆续多次出台对 AI 产业化发展的支持政策，以完善新型智能算力生态、建设示范应用场景等形式推动 AI 产业化发展。2025 年 3 月十四届全国人大二次会议上，人工智能更是被写入政府工作报告，明确提出要深化人工智能的研发应用，开展“人工智能+”行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群。实施制造业、工业、服务业等行业的数字化转型。

表 2：AI 产业相关国家级政策（不完全统计）

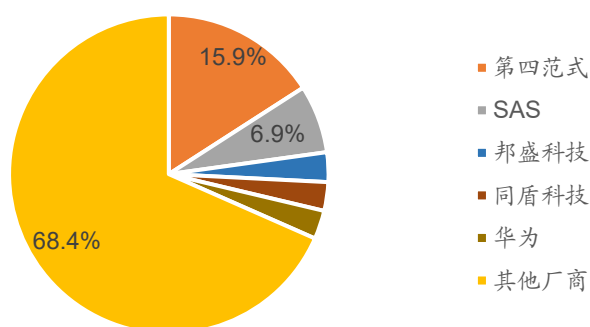
时间	发布单位	政策	主要内容
2025年3月	国务院	《2025年政府工作报告》	深入推进数字经济创新发展。制定支持数字经济高质量发展政策，积极推进数字产业化、产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合。深化大数据、人工智能等研发应用，开展“人工智能+”行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群。
2024年12月	工业和信息化部等三部门	《制造业企业数字化转型实施指南》	鼓励企业探索智能研发新应用，开发“人工智能+”研发设计软件，构建设计模型、仿真模型等数据集，开展模型训练，发展创成式设计、实时仿真等创新应用，加速新产品研发。
2024年7月	工业和信息化部等四部门	《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南（2022版）》	到2026年，共性关键技术和应用开发类计划项目形成标准成果的比例达到60%以上，标准与产业科技创新的联动水平持续提升，新制定国家标准和行业标准50项以上，促进人工智能产业高质量发展的标准体系加快形成。参与制定国际标准20项以上，促进人工智能产业全球化发展。
2023年7月	国家网信办等	《生成式人工智能服务管理暂行办法》	利用生成式人工智能技术向中华人民共和国境内公众提供生成文本、图片、音频、视频等服务的内容，适用本办法，办法对提供者、使用者以及监管部门三个不同主体进行规范，以促进生成式人工智能健康发展和规范应用。
2023年4月	工信部、中央网信办等	《关于推进IPv6技术演进和应用创新发展的实施意见》	推动IPv6与5G、人工智能、云计算等技术的融合创新，支持企业加快应用感知网络、新型IPv6测量等“IPv6+”创新技术在各类网络环境和业务场景中的应用。
2022年10月	国家发改委、商务部	《鼓励外商投资产业目录（2022年版）》	包含智能器件、机器人、神经网络芯片、神经元传感器等人工智能技术研发与应用。
2022年8月	科技部	《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景区的通知》	围绕构建全链条、全过程的人工智能行业应用生态，支持一批基础较好的人工智能应用场景，加强研发上下游配合与新技术集成，打造形成一批可复制、可推广的标杆型示范应用场景。首批支持建设十个示范应用场景。
2022年7月	科技部、教育部、工信部等六部门	《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》	场景创新成为人工智能技术升级、产业增长的新路径，场景创新成果持续涌现，推动新一代人工智能发展上水平。鼓励在制造、农业、物流、金融、商务、家庭等重点行业深入挖掘人工智能技术应用场景，促进智能经济高效发展。
2021年7月		《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》	推动新型数据中心与人工智能等技术协同发展，构建完善新型智能算力生态体系。
2021年5月	国家发改委、中央网信办、工信部、中央能源局	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	重点支持对海量规模数据的集中处理，支撑工业互联网、金融证券、灾害预警、远程医疗、视频通话、人工智能推理等逼近一线、高频实时交互型的业务需求，数据中心端到端单向网络时延原则上在20毫秒范围内。
2021年3月	中共中央	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标》	瞄准人工智能等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。推动互联网、大数据、人工智能等同各产业深度融合，推动先进制造业集群发展，构建一批各具特色、优势互补、结构合理的战略性新兴产业增长引擎，培育新技术、新产品、新业态、新模式。
2020年8月	国家标准化管理委员会、中央网信办等	《国家新一代人工智能标准体系建设指南》	到2021年，明确人工智能标准化顶层设计，研究标准体系建设和标准研制的总体规则，明确标准之间的关系，指导人工智能标准化工作的有序开展，完成关键通用技术、关键领域技术、伦理等20项以上重点标准的预研工作；到2023年，初步建立人工智能标准体系。
2019年8月	科技部	《国家新一代人工智能创新发展试验区建设工作指引》	通过开展人工智能技术应用示范、政策实验、社会实验、基础设施建设等四个重点任务，力争到2023年，布局建设20个左右试验区，创新一批切实有效的政策工具，形成一批人工智能与经济社会发展深度融合的典型模式。
2019年3月	中央深改委	《关于促进人工智能和实体经济深度融合的指导意见》	把握新一代人工智能的发展特点，结合不同行业、不同区域特点，探索创新成果应用转化的路径和方法，构建数据驱动、人机协同、跨界融合、共创分享的智能经济形态。
2018年11月	工信部	《新一代人工智能产业创新发展重点任务揭榜工作方案》	通过在人工智能主要细分领域，选拔领头羊、先锋队，树立标杆企业，培育创新发展的主力军，加快我国人工智能产业与实体经济深度融合。
2017年7月	国务院	《关于印发新一代人工智能发展规划的通知》	提定新一代人工智能发展三步走战略目标，人工智能上升为国家战略层面，到2025年，人工智能基础理论实现重大突破，部分技术与应用达到世界领先水平，核心产业规模超过4000亿元，带动相关产业规模超过5万亿元；2030年，人工智能理论、技术与应用总体达到世界领先水平，核心产业规模超过1万亿元，带动相关产业规模超过10万亿元。
2017年3月	国务院	《2017年政府工作报告》	“人工智能”首次被写入全国政府工作报告：一方面要加快培育新材料、人工智能、集成电路、生物制药、第五代移动通信等新兴产业，另一方面要应用大数据、云计算、物联网等技术加快改造提升传统产业，把发展智能制造作为主攻方向。

资料来源：中商情报网、前瞻网，招商证券

3、作为企业级 AI 龙头，第四范式充分受益行业增长

第四范式是国内企业级 AI 行业龙头，充分受益 AI 行业增长。根据 IDC 数据，2022 年中国智能决策解决方案市场份额中，第四范式占比 15.9%，稳居行业第一，并蝉联 2018-2023 六年机器学习平台中国市场份额第一。随着 AI 应用市场及企业级 AI 市场的不断扩张，第四范式以高市占率及良好的品牌优势，将率先受益行业增长。此外，公司在多年的市场拓展过程中，积累了大量的行业 know-how，信息本身及以此为基础训练的大模型形成短时间难以突破的技术壁垒，保障第四范式能够充分受益企业级 AI 市场扩张，并有望持续领跑企业级 AI 赛道。

图 21：2022 年中国智能决策解决方案市场份额



资料来源：IDC、招商证券

三、生成式 AI 技术突破多方位赋能企业级 AI

1、需求端：生成式 AI 的普及刺激企业拥抱 AI 应用

国内豆包、Deepseek 等生成式 AI 的成功与普及，提升了企业对 AI 解决方案的接受度。2022 年 ChatGPT 的出现标志着 AI 技术发展进入新的时代，生成式 AI 渗透到学术、生产、生活等各方面，带来多领域 AI 应用落地的想象力与可能性。随后以豆包、DeepSeek 为代表的国产 C 端 AI 现象级产品，加速了 AI 应用的概念在国内的普及。豆包、DeepSeek 等生成式 AI 凭借其用户规模与场景渗透能力，在验证 AI 应用技术落地的可行性的同时，形成了显著的产业示范效应。DeepSeek 上线 20 天日活跃用户突破 2215 万，峰值突破 3000 万，庞大的用户群体对全社会产生深远影响，其多模态交互能力与“智能创作+场景化应用”模式，不仅激活个人用户市场，更推动 B 端用户对 AI 技术价值的认知深化，促进更多企业决策者思考并采用 AI 解决方案，提升企业对 AI 解决方案的接受度，刺激企业加速智能化转型。在此背景下，企业级 AI 市场呈现爆发式增长。

生成式 AI 技术的快速迭代与生态成熟，系统性降低企业部署 AI 产品的综合门槛与成本，驱动智能化转型从“头部企业试点”向“全行业规模化应用”跃迁，开辟更广阔的企业级 AI 市场。

第一，生成式 AI 技术成熟重塑交互，进一步降低企业自身开发、部署和操作企业级 AI 的门槛。传统人工智能在部署过程中会面临高成本和复杂的操作环境，因此在保证使用价值的前提下，一定程度上会牺牲用户体验，存在界面复杂、工作量大、专业性要求高等问题。而生成式 AI 的融合，使企业用户可以通过无代码、自然语言、可视化的交互方式，简单实现对 AI 的大规模部署，而不需要人工智能专家的大量参与，降低了企业的部署成本和使用时的学习成本；

第二，DeepSeek 等生成式 AI 的成功将加速带动产业链协同并产生技术溢出效应，降低企业使用 AI 时面临的来自算力和技术方面的成本，进而推动企业拥抱智能化转型与 AI。例如，和以往大模型相比，DeepSeek-R1 的训练成本和使用成本均实现了指数级下降，其开源的举措，让绝大多数开发者以及聚焦应用的创业公司都能够以更低的门槛去做开发，更加便宜且更容易私有化部署。且 DeepSeek-chat API 的仅定价为 GPT-4-Turbo 的近百分之一。这些趋势将给企业带来更低的 AI 部署成本，直接催化企业级 AI 市场规模结构性增长。

表 3：部分大模型 API 价格对比

Model	API 供应商	上下文长度	API 价格（元/百万 Tokens）	
			输入	输出
DeepSeek-chat	DeepSeek	128K	1	2
DeepSeek-chat	DeepSeek	128K	1	2
GPT-4-Turbo	OpenAI	128K	72.5	217.5
GPT-4	OpenAI	8K	217.5	435
GPT-3.5-instruct	OpenAI	4K	10.88	14.5
Gemini 1.5 Pro	Google	1M	25.38	75.86
Claude 3 Opus	Anthropic	200K	108.75	543.75
Claude 3 Sonnet	Anthropic	200K	21.75	108.75
Claude 3 Haiku	Anthropic	200K	1.81	9.06
abab-6.5	MiniMax	8K	30	30
abab-6.5s	MiniMax	245K	10	10
Doubao-pro-128k	字节跳动	128K	5	9
Doubao-lite-128k	字节跳动	128K	0.8	1
ERNIE-4.0	百度文心	8K	40	120
GLM-4-0520	智谱AI	128K	100	100
Moonshot-v1	月之暗面	128K	60	60
Qwen1.5-72B-chat	通义千问	32K	5	10
Mixtral 8x22B	Mistra	64K	14.5	43.5

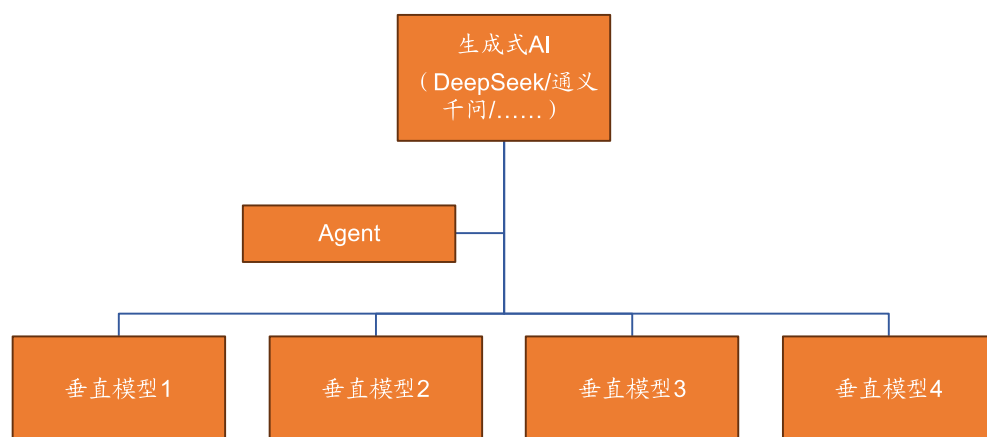
资料来源：CSND、招商证券

2、产品端：生成式 AI 强化第四范式产品生态完整性

传统的人工智能解决方案大多为固定一次性交付的项目制，难以满足企业后续需要在原有解决方案上进行扩展的额外定制化需求。鉴于人工智能技术与资本密集的性质，企业或需大量资源方可大规模部署人工智能解决方案，以开发定制化应用，且开发周期较长。同时企业在内部开发人工智能过程中往往面临缺乏有经验的人工智能专家及数据科学家这一关键阻力，这将会使企业及其部署的 AI 无法低成本、及时、准确地对客户需求或数据变化做出响应。

深度融合生成式 AI，第四范式解决方案完整链条得到优化。将生成式 AI 作为用户交互界面，公司的企业级 AI 产品可以通过自然语言对话实时捕获客户业务场景痛点，并实时做出解答和反馈调整，降低门槛的同时，缩短企业内部部署、调整 AI 的周期。在生成式 AI 的基础上，公司开发并持续优化 AI Agent，进一步提升了解决复杂推理及执行的精准度，并覆盖大模型 Agent 设计、开发、调试、发布、运营分析、迭代优化的全流程，为 Agent 生产应用提供稳定可靠保障。通过以上措施，公司形成了“**生成式 AI 交互，通过 Agent 调用行业垂直模型来覆盖企业应用的特定场景**”的成熟业务架构，充分结合并发挥各类 AI 的优势，兼顾生成式 AI 的沟通效果和垂直模型的针对性和准确度。

图 22：第四范式业务架构



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

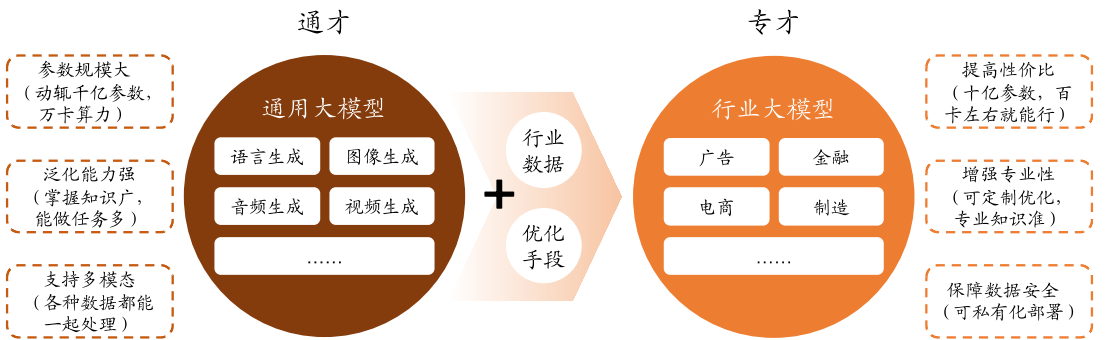
生成式 AI 的应用加速第四范式企业级 AI 产品化进程。AI 产品化是将平台内的核心技术、模型、服务打造成产品，进行“积木式”输出。通过 AI 产品化，在面对相似应用场景或不同场景的共同流程时可以实现重复调用，进而在显著降低企业级 AI 产品的边际交付成本的同时，提升打造和部署产品的效率。第四范式先知 Inside 就是该模式的创新实践，具体是将先知 AI 平台的强大能力产品化后“嵌入”到具体行业的需求中，构建智能化的产品和解决方案。而生成式 AI 在作为用户交互界面时，可结合得到的多轮用户闭环反馈数据训练，提升对企业个性化需求中共性特征的提取效率。从而在后续将高频共性需求抽象为智能客服、数据分析、自动化工作流生成器等可配置扩展、可重复使用的模块，为 AI 产品化提供了新的思路与路径，加速企业级 AI 产品化进程。

四、纵向深耕特定行业，不断创新厚筑技术壁垒

1、专注行业大模型，避免同质化竞争

与通用大模型相比，行业大模型更具专业性。DeepSeek 等通用大模型的数据主要依赖互联网文本、代码等公开文本，而行业大模型主要依赖行业数据闭环，如制造业设备的故障日志、金融企业风险情况等，这些通常为非公开的企业内部数据，不是通用大模型或企业级 AI 行业新进入者能在短期内积累的。同时，与通用大模型大多依靠的纯数据驱动不同，行业大模型出于行业数据量和训练成本等考虑，通常会在模型中融合行业机理，提高模型响应速度和效果，这些更需要长期纵向深耕积累的系统性行业 know-how 作为支撑。此外，金融、医疗等行业具有较强合规性要求，面对应用场景复杂，行业大模型更具优势，合规风险更低。

图 23：行业大模型与通用大模型对比



资料来源：腾讯研究院、招商证券

行业大模型聚焦单一行业的形式更符合 toB 的市场需求。通用大模型的训练语料来自海量不同场景，面对用户的专业问题可能难以快速深入聚焦。而行业大模型聚焦细分行业的多模态数据，直面行业问题，与用户的交互更有针对性，高效给出专业的解决方案而不是简单的对话。例如依据历史数据预测制造设备的未来故障率等，给企业直接创造实际价值，更符合 B 端产品注重性能高效的特点。

行业大模型规模更小，成本方面更优。通用大模型的部署需要巨量的数据资源，周期也更长。与之相比，行业大模型本身以更小的参数规模满足大多数业务场景需要，从而降低企业部署和使用模型时面临的算力与数据成本。

第四范式深耕行业大模型，发布先知 AIOS 5.0，强化规模化构建行业大模型能力。公司自成立以来深耕行业大模型十年，积累了海量数据经验，充分了解企业的痛点、需求和关键 KnowHow，支撑起公司搭建行业垂直模型的强大能力，避免了与通用大模型的直接竞争。在此基础上，公司于 2024 年发布了先知 AIOS 5.0 版本，规模化地帮助企业基于各行各业场景的多模态数据，构建特定行业基座大模型。传统行业大模型只能将行业文本数据喂给大语言模型，让其回答“生成下一个字”的问题。以健康管理领域为例，大语言模型可以理解相关的术语和指标，但无法基于个人近三年的体检报告去预测其下一年的身体状况。而先知 AIOS 5.0 构建的行业基座大模型解决了这一痛点，它拥有不断地根据历史数据去预测未来数据的能力。依托先知 AIOS 5.0，公司已经打造了健康管理、水电、声学等一系列行业的基座大模型，以低门槛、低成本实现对 AI 场景规模化覆盖。

表 4：先知 AIOS 5.0 构建行业大模型部分案例

领域	"X"模态数据	模型	功能
健康管理	体检报告数据	基于历史上的体检报告数据，构建了健康管理大模型	基于过去5年你的体检报告，依次“生成”未来第1年、第2年、第3年的体检报告，供医生给出专业的健康管理建议。
水电管理	设备检测数据	基于历史上的设备检测数据，构建了水电设备大模型	基于过去7天机组子部件的运行状态，依次“生成”未来3天小时级的定转子部件报告，供运维人员给出维修方案。
水务	水文数据	基于历史上的水文数据，构建了水务大模型	基于历史水文数据和未来7天的气象数据，依次“生成”未来第1天、第2天……至第7天的水文数据报告，供水文监测人员识别发生洪水及相关次生灾害险情、采取应急预案。
声学	射线分布图	基于这些历史数据，构建了声学大模型	基于音乐厅的几何模型和房间数据，从声源发射5000Hz频率射线，生成射线在10ms, 20ms, 30ms, 40ms的位置分布图。供专业人员评估当前音源摆放位置是否给观众提供高品质的听觉体验。

资料来源：公司官网、招商证券

图 24：先知 AIOS 5.0 构建水务大模型

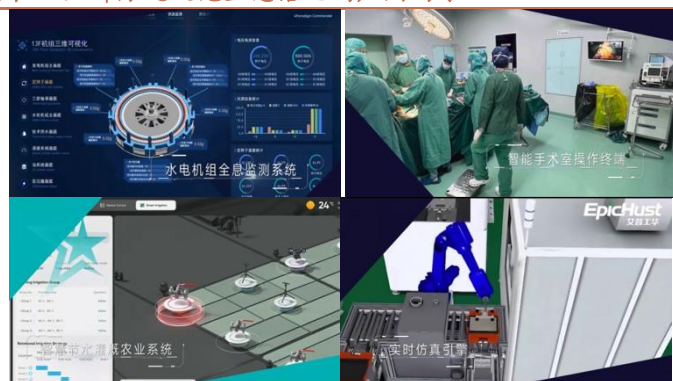


资料来源：公司官网、招商证券

2、持续布局“范生态”，强化核心竞争力

自 2023 年发布以来，公司持续布局范生态。第四范式范生态致力于基于企业对产业未来方向的定义，以及第四范式企业级 AI 核心技术能力，联合生态合作伙伴，一起打造各行各业端到端的解决方案。首批公布便已有 40 余家合作伙伴加入范生态，落地数十个行业场景。通过先知 Inside 模式，公司可以将 AI 核心技术产品化，为构建范生态提供技术支持。截至 2024Q3，公司已基于范生态打造超 40 余款人工智能产品，进一步扩大核心业务产品的产业应用边界及效果，拓宽了我们的业务版图和先知 AI 平台的市场覆盖度。

图 25：部分通过范生态落地的应用场景



资料来源：公司官方微信公众号、招商证券

图 26：部分加入范生态的公司



资料来源：公司官方微信公众号、招商证券

范生态进一步降低研发成本，提升开发效率，以更小代价但更高专业性地拓宽企业级 AI 应用场景。通过范生态，公司可以将建设个性化行业端到端解决方案的任务转交给合作伙伴完成，从而在降低公司研发部署成本的同时，将研发资源聚焦到核心 AI 技术能力强化的方面，部署和开发效率双双提高，且合作企业基于自身经验和需求打造的解决方案更具专业性。

范生态增强客户粘性，构建 AI 生态壁垒。合规性和专业性较强的企业使用或更换成新的企业级 AI 产品的风险较大，叠加标杆用户积累的品牌效应，第四范式的客户粘性本身较高。通过范生态，公司在企业级 AI 领域初步构建起一个技术兼容性高、覆盖从数据采集到 AI 应用、从硬件到软件的全链条系统，丰富了可供参考的解决方案案例和应用，一定程度上形成产品的网络效应，进一步降低了范生态内客户的迁移意愿。随着范生态的持续布局，公司有望构建具有强大竞争力和行业影响力的 AI 生态壁垒。

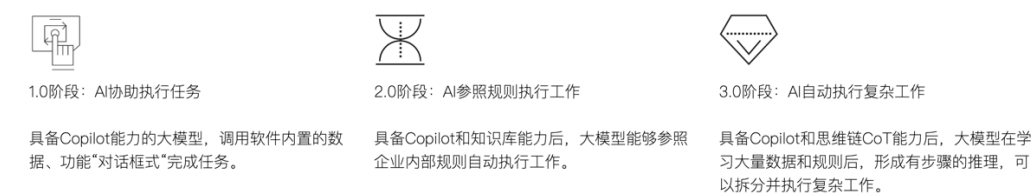
3、AIGS 重构企业软件，聚焦用户痛点

式说 AIGS 服务将大模型“扔到一块无人地”。AIGS (AI-Generated Software) 服务就是以生成式 AI，重构企业软件。公司敏锐洞察在当前生成式 AI 在 C 端应用已十分广泛的背景下，B 端软件仍存在交互体验极为复杂且开发效率极低等问题，这为生成式 AI 留下了足够的重构和改造的空间。由此第四范式推出式说 AIGS，基于大模型能力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。

公司将 AIGS 的路径总结为三个阶段：1.0 阶段，Copilot 调动不同的信息、数据、应用，作为助手完成用户的指令。相当于在所有企业级软件系统里，配备一个接

受用户指令的指挥官。2.0 阶段, Copilot+ 基于企业规则的“知识库”, AI 能够参照规则做复杂工作, 进一步丰富了“对话框”的能力。比如 AI 查询了“人像美化”知识库后, 能执行把照片修好看的步骤。3.0 阶段, Copilot+CoT(思维链), 具备更强的推理能力, 大模型最终将学会软件系统的使用行为, 形成 AI 针对这个领域的思维链, 意味着“把照片处理得更好看”这类更复杂指令, AI 也能自动地按照步骤完成。

图 27: 以生成式 AI 重构企业软件的三个阶段



资料来源: 公司官网、招商证券

经历上述阶段发展, 式说 AIGS 已具备四大优势。第一, 多模态且支持私有化部署, 能够应对更多更复杂的场景, 私有化部署在最大限度保证数据安全的同时, 剔除原本需要调用外部大模型产生的成本。第二, 具备知识库, 信源为企业内部知识库, 且融合知识图谱交叉验证生成内容准确、可信, 最大限度避免 AI 幻觉给实际业务造成的损失。第三, 企业级 Copilot, 让企业使用产品时能对模型执行软件的进程进行更好的调控和修正。第四, 具备思维链 (CoT) 能力, 可以通过多步推理, 将复杂任务拆分成一个个子任务, 形成数据飞轮。正式通过 Copilot+CoT 能力, AIGS 重塑企业软件的交互范式, 并在新型交互上不断地学习软件的使用过程, 形成领域软件的“思维链”, 进而提升软件开发效率变得更高。用固定的“对话框”代替原本繁杂的单个功能或执行逻辑组成的界面, 将软件升级的开发周期从月级缩短到天级。

图 28: AIGS 产品优势



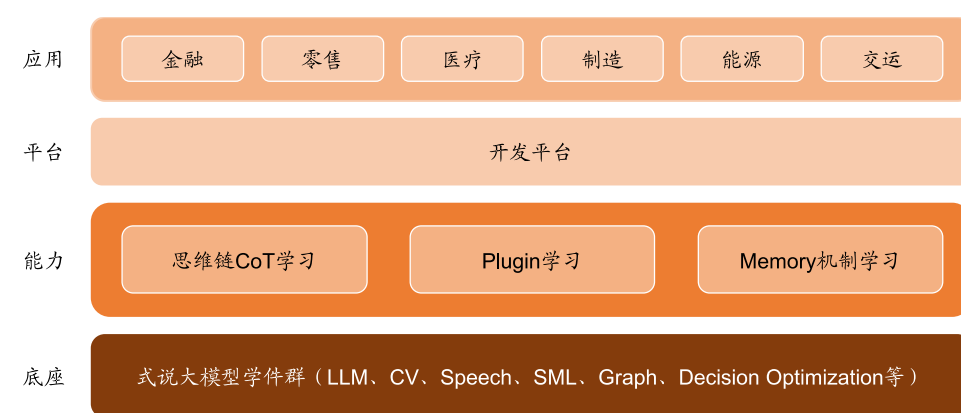
资料来源: 公司官网、招商证券

工具链方面, 公司开发 AIGS Builder 和 AIGS CodeX, 企业软件开发提效显著。AIGS Builder 拥有 AI Agent、无代码编程、多工具调用能力, 可实现智能化软件前后端、及数据库的开发、改造和部署等全栈能力, 替代了传统软件开发的复杂页面, 使不具备研发、代码基础的人员, 仅通过自然语言描述进行软件开发, 甚

至将企业软件开发效率提升至“小时级别”。改造后的企业软件内置多模态“对话框”作为交互，提升企业软件的用户体验。AIGS CodeX 产品除涵盖代码补全、业务问答、代码审查等基础功能之外，还可以针对企业级客户的技术特点和编码风格差异化打造企业私域代码仓库集成，结合 RAG 检索增强及私域模型微调，实现业务代码生成效率和业务问答效果的双效增长。

AIGS 打通从大模型、产品化工具链到应用落地全链路。公司在生成式 AI 领域，准确找到企业软件重构为切入点，基于式说大模型学件群底座，依托思维链 CoT、Memory 机制学习等技术，打造第四范式 AIGS 这一生成式 AI 软件开发平台，全面提升企业级软件的体验及开发效率。目前已与金融、零售、制造、医疗、房产、运营商等行业近百家企业探索大模型的落地合作。公司 AIGS 服务业务营收占比稳定增加，发展路径清晰可持续，有望驱动公司实现长期增长。

图 29：AIGS 模型底座到应用全链路



资料来源：公司官方微信公众号、招商证券

五、盈利预测

对第四范式主营业务进行简单拆分后可得，公司主要的收入来源为先知 AI 平台、SHIFT 智能解决方案和式说 AIGS 服务等。

1、主要业务拆分及盈利预测

先知 AI 平台业务：先知 AI 平台业务贡献公司主要营收，也是业绩增长的主要驱动力。公司经过多年发展形成的行业壁垒，保证公司在先知 AIOS 5.0 聚焦的行业大模型领域的竞争力，伴随企业智能化转型趋势，公司先知 AI 平台业务营收保持高增，同时随着应用场景渗透率的提升，营收增速一定程度放缓。我们预计 2025-2027 年公司先知 AI 平台业务收入为 52.2/68.9/86.1 亿元，同比增速分别为 42%/32%/25%。

SHIFT 智能解决方案业务：由于公司当前业务拓展重点以先知 AI 平台为主，SHIFT 智能解决方案的开拓和发展均会支持先知 AI 平台业务增长。因此受业务拓展策略影响，SHIFT 智能解决方案的营收短期内将有所下降，之后持稳定状态。我们预计 2025-2027 年公司 SHIFT 智能解决方案业务收入为 9.2/9.2/9.2 亿元，对应同比增速分别为-10%/0%/0%。

式说 AIGS 服务业务：生成式 AI 技术迭代加速，逐步进入应用落地阶段。预计

2024-2025 年由于生成式 AI 风口刺激，营收保持较快速度增长，后续增速有所放缓。我们预计 2025-2027 年公司式说 AIGS 服务业务收入为 6.6/7.8/8.4 亿元，同比增速分别为 20%/15%/6%。

表 5：第四范式收入预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4204	5261	6815	8586	10371
YoY	36%	25%	30%	26%	21%
先知 AI 平台	2,506	3,676	5,220	6,890	8,613
YoY	68%	52%	42%	32%	25%
SHIFT 智能解决方案	1,283	1,022	920	920	920
YoY	7%	-14%	-10%	0%	0%
式说 AIGS 服务	416	563	675	776	838
YoY	5%	20%	20%	15%	8%

资料来源：公司数据、招商证券

费用端：1) 随着公司业务拓展及标杆用户规模扩大，第四范式行业影响力和品牌效应不断提升，预计公司销售和营销支出费用率将有所下降；2) 股权激励和公司上市费用带来额外的管理费用，随着公司业务流程和内部管理模式的优化与成熟，预计公司行政管理费用率有所下降并趋稳；3) 公司需要持续高投入研发费用保证其技术壁垒及行业领先地位，伴随公司营收规模扩大，规模效应以及公司在外包服务方面对供应商议价权优势的将逐步显现，预计公司研发费用率将一定程度下降。

考虑到公司营收规模的不断扩大、综合毛利率的相对稳定以及一系列降费举措，我们预计，公司 2025-2027 年分别实现营收 68.2/85.9/103.7 亿元，综合毛利率分别为 42.5%/43.0%/43.0%，归母净利润分别为 0.64/1.8/4.1 亿元。

表 6：第四范式毛利率及费用率假设

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利	1,979.51	2,244.88	2,899.07	3,692.16	4,459.55
毛利率	47.1%	42.7%	42.5%	43.0%	43.0%
营销费用	423.38	268.70	333.93	412.15	487.44
营销费用率	10.1%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%
行政管理费用	341.94	193.31	231.70	291.94	352.62
管理费用率	8.1%	3.7%	3.4%	3.4%	3.4%
研发费用	1769.0	2169.8	2317.0	2833.5	3215.0
研发费用率	42.1%	41.2%	34.0%	33.0%	31.0%

资料来源：公司数据、招商证券

第四范式定位为企业级 AI 平台解决方案，考虑到公司平台化推广成效显著，且当前估值显著低于行业均值，首次覆盖给予“增持”投资评级。

表 7：可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值（百万元）	收入（百万元）				市销率		
			2024A	2025E	2026E	2027A	2025E	2026E	2027E
0020.HK	商汤-W	69,423	3,772	4,833	6,101	7,557	14.4	11.4	9.2
PLTR.O	Palantir	2,735,040	20,598	29,760	39,496	55,597	91.9	69.2	49.2
002230.SZ	科大讯飞	116,301	23,343	28,056	33,634	40,500	4.1	3.5	2.9

均值							36.8	28.0	20.4
6682.HK	第四范式	26,755	5,261	6,815	8,586	10,371	3.9	3.1	2.6

资料来源：Wind、招商证券

六、风险提示

1、AI 产品效果不及预期:

当前 AI 技术正在发展中，业内也正处在探索阶段，存在相关产品落地进展不及预期的风险。

2、宏观经济波动:

公司下游为金融、零售、制造等多行业企业，宏观经济波动或影响下游企业智能化转型进度及过程中支付意愿，从而影响公司业绩增长。

3、行业竞争加剧:

当前 AI 行业处于应用落地阶段，存在企业级 AI 市场新进入者增多的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5657	5690	6653	8087	9560
现金及现金等价物	1978	859	682	835	1002
交易性金融资产	562	475	475	475	475
其他短期投资	493	560	560	560	560
应收账款及票据	1844	3086	4011	5054	6116
其它应收款	384	536	697	878	1062
存货	295	172	224	280	338
其他流动资产	100	4	5	6	7
非流动资产	1491	1897	1995	1945	1970
长期投资	714	1419	1419	1419	1419
固定资产	47	35	132	82	108
无形资产	470	214	214	214	214
其他	259	229	229	229	229
资产总计	7147	7588	8648	10032	11530
流动负债	1643	2498	3502	4723	5864
应付账款	1043	2183	2845	3556	4302
应交税金	83	6	6	6	6
短期借款	96	6	257	669	960
其他	421	303	394	493	596
长期负债	52	19	19	19	19
长期借款	13	0	0	0	0
其他	39	19	19	19	19
负债合计	1695	2517	3521	4743	5883
股本	466	466	466	466	466
储备	4883	4632	4687	4849	5202
少数股东权益	103	9	9	11	15
归属于母公司所有者权益	5349	5062	5117	5278	5631
负债及权益合计	7147	7588	8648	10032	11530

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(999)	(622)	(318)	(119)	71
净利润	(909)	(269)	64	180	407
折旧与摊销	81	62	52	199	124
营运资本变动	(644)	(437)	(386)	(472)	(456)
其他非现金调整	472	22	(48)	(27)	(5)
投资活动现金流	723	(474)	(93)	(93)	(92)
资本性支出	(39)	(28)	(150)	(150)	(150)
出售资产及现金	0	0	0	0	0
投资增减	4374	4836	0	0	0
其它	(11)	41	56	56	58
筹资活动现金流	931	(31)	234	365	188
债务增减	4	(20)	252	412	291
股本增减	735	(18)	0	0	0
股利支付	0	0	9	19	54
其它筹资	192	7	(8)	(28)	(49)
其它调整	0	0	(19)	(39)	(108)
现金净增加额	651	(1119)	(176)	153	167

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	4207	5261	6839	8617	10427
主营收入	4204	5261	6839	8617	10427
营业成本	2225	3016	3930	4912	5943
毛利	1980	2245	2909	3705	4483
营业支出	2534	2632	2892	3550	4076
营业利润	(552)	(387)	17	156	407
利息支出	437	6	8	28	49
利息收入	54	52	6	6	7
权益性投资损益	(2)	19	19	19	19
其他非经营性损益	(88)	32	31	31	31
非经常项目损益	94	0	0	0	0
除税前利润	(931)	(290)	65	184	416
所得税	(10)	6	1	2	4
少数股东损益	(12)	(27)	1	2	4
归属普通股股东净利润	(909)	(269)	64	180	407
EPS(元)	(2.80)	(0.58)	0.14	0.39	0.87

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	36%	25%	30%	26%	21%
营业利润	亏损	亏损	扭亏	822%	162%
净利润	亏损	亏损	扭亏	181%	126%
获利能力					
毛利率	47.1%	42.7%	42.5%	43.0%	43.0%
净利率	-21.6%	-5.1%	0.9%	2.1%	3.9%
ROE	-17.0%	-5.3%	1.3%	3.4%	7.2%
ROIC	-10.4%	-5.7%	1.3%	3.5%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	23.7%	33.2%	40.7%	47.3%	51.0%
净负债比率	1.5%	0.1%	3.0%	6.7%	8.3%
流动比率	3.4	2.3	1.9	1.7	1.6
速动比率	3.3	2.2	1.8	1.7	1.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	6.9	12.9	19.9	19.5	19.2
应收帐款周转率	2.1	1.8	1.6	1.6	1.6
应付帐款周转率	2.3	1.9	1.6	1.5	1.5
每股资料(元)					
每股收益	-2.80	-0.58	0.14	0.39	0.87
每股经营现金	-3.07	-1.34	-0.68	-0.25	0.15
每股净资产	16.47	10.87	10.99	11.34	12.09
每股股利	0.02	0.02	0.04	0.12	0.26
估值比率					
PE	-20.2	-97.9	409.4	145.8	64.6
PS	6.36	5.09	3.93	3.12	2.58

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。