

平台销售到生产力工具，AI 驱动决策智能

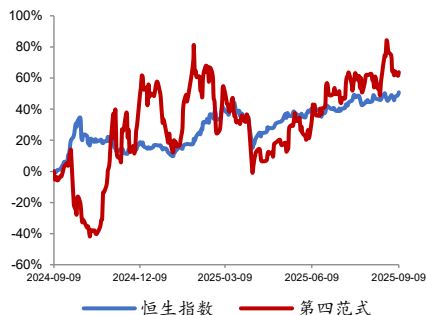
投资评级：增持

首次覆盖

报告日期：2025-09-13

收盘价 (港元)	61.15
近 12 个月最高/最低 (港元)	66.95/18.80
总股本 (亿股)	5.19
流通股本 (亿股)	3.20
流通股比例 (%)	61.7
总市值 (亿港元)	317.48
流通市值 (亿港元)	195.87

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

联系人：刘政

执业证书号：S0010125070006

邮箱：liuzheng@hazq.com

相关报告

- 迈富时 (2556.HK)：“算力+模型+Agent 应用”构建营销业务生态闭环。2025-07-22
- 金蝶国际 (0268.HK)：AI 赋能云转型，驱动利润释放。2025-03-16

主要观点：

- 从“平台销售”到“生产力工具”战略演进，“先知 AIOS 平台+智能解决方案+生成式服务”构建底层业务架构

第四范式是中国 AI 决策智能行业领先厂商，致力于推动企业 AI 数字化转型，降低AI建模成本，在 AI 逐步从探索转向落地、生产的当下，公司凭借核心 AI 技术、有竞争力的产品形态及商业化能力，加速适应“AI 普惠化”趋势。先知 AIOS 平台是公司所有业务内核，通过历代迭代升级为用户提供端到端企业级人工智能解决方案，以自然语言交互方式（企业级 AI Agent）辅助业务人员构建行业大模型；SHIFT 智能解决方案在先知 AIOS 平台基础上，针对不同行业业务场景打造标准化解决方案；式说 AIGS 服务通过生成式 AI 赋能软件开发，AIGS Builder、AIGS CodeX 提高开发效率。

- 聚焦 B 端标杆客户垂直行业场景，Phancy 开启 C 端消费电子布局

公司深耕金融、能源与电力、交通运输重点行业，典型客户包括工商银行、国家电网、中国石油等，持续拓展制造、零售、医疗保健等行业新市场，B 端标杆客户平均收入（ARPU）提升与客户基数增加实现量价齐升，驱动营业收入高速增长，2024 年标杆客户数达 161 个，同比增长 16%，ARPU 达 1910 万元，2025 年中期标杆客户数 90 个，同比增加 4 个，ARPU 达 1798 万元，相比去年同期增长 56.6%，先知 AI 平台将成为未来企业 AI 生产力基础设施。

2025 年 3 月公司发布 Phancy 消费电子业务板块，为 C 端客户提供基于 AI Agent 的软硬件一体解决方案，助力消费电子公司低门槛、低成本生产 AI 产品，Phancy 业务板块助力第四范式实现 B、C 端业务全覆盖。

- 营业收入高速增长，经调整净亏损持续收窄有望扭亏为盈，先知 AI 平台业务为核心增量

公司营业收入从 2020 年 9.42 亿元增长至 2024 年 52.61 亿元，CAGR 达 53.7%，2025 年中期收入 26.26 亿元，同比增长 40.7%，主要由于先知 AI 平台持续升级驱动标杆用户基数及 ARPU 齐升。分部收入来看，2025 年中期先知 AI 平台收入 21.49 亿元，同比增长 71.8%，占比 81.8%，成为驱动收入增长核心增量，SHIFT 智能解决方案收入 3.71 亿元，同比下降 18.1%，占比 14.1%，式说 AIGS 服务收入 1.06 亿元，同比下降 34.8%，占比 4.1%。

2025 年中期研发费用达 8.93 亿元，同比增长 5.1%，研发费用率回落至 34.0%（2024 年同期 41.3%），研发费用实现规模化效率提升，经调整净亏损 0.51 亿元，同比收窄 70.0%，预计将迈入盈利通道，2025 年有望实现调整净利润转正。

- 对标 Palantir，金融、电信、能源等私有化部署场景中优势明显

Palantir 目前业务结构包括政府及商业业务，旗下平台 Gotham 主要用于政府、军工及部分商业场景，Foundry 主要用于商业化场景，Apollo

用于管理不同环境软件部署，AIP 平台通过构建 AIOS 系统，将大语言模型集成到客户私有网络，驱动工具和相关决策调用，目前在美国盈利路径已跑通；第四范式凭借金融、电信、能源领域等私有化部署场景中优势明显，在国内市场先发优势显著。

● 投资建议

我们预计第四范式 2025/2026/2027 年营业收入为 70.72/93.43/123.81 亿元，同比增长 34.4%/32.1%/32.5%；归母净利润为 0.34/1.88/4.99 亿元。第四范式目前盈利预测对应 2025/2026/2027 年 P/S 值为 4.11x/3.11x/2.35x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

AI 技术发展不及预期风险，AI 商业化落地不及预期风险，AI 产品不及预期风险，市场 AI 需求不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,261	7,072	9,343	12,381
收入同比 (%)	25.1%	34.4%	32.1%	32.5%
归母净利润	-269	34	188	499
ROE (%)	-5.72%	0.41%	2.86%	7.16%
每股收益 (元)	-0.58	0.07	0.39	1.05
市销率 (P/S)	5.53	4.11	3.11	2.35

资料来源：iFinD，华安证券研究所

正文目录

1 从“平台销售”到“生产力工具”战略演进，中国决策智能行业领先企业.....	6
1.1 先知 AI 平台版本持续迭代升级，PHANCY 布局 C 端消费电子业务板块.....	6
1.2 深耕 AI 创新技术，推动 AI 从“技术”演变为“基础设施”实现 AI 普惠化	13
1.3 股权结构集中，管理层经验丰富	16
1.4 营业收入高速增长，经调整净亏损持续收窄迎来利润释放	17
2 决策类人工智能市场空间广阔，第四范式先发优势显著.....	22
2.1 中国人工智能行业市场分析.....	22
2.2 中国决策类人工智能市场分析	24
3 行业相关公司：PALANTIR	25
3.1 反恐军工行业起家，目前逐步拓展到政务、国防、金融、零售、航天等各行业.....	25
3.2 四大旗舰平台构建大数据到 AI 产品矩阵	26
3.3 PALANTIR 政企业务收入同步上升，已实现利润兑现.....	32
4 盈利预测与估值	33
4.1 盈利预测.....	33
4.2 可比公司估值.....	34
风险提示：	34
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 第四范式发展历程	6
图表 2 第四范式先知 AI 平台升级情况及主要功能	7
图表 3 SAGE AIOS 用户界面	8
图表 4 HYPERCYCLE 开发平台	8
图表 5 SAGE STUDIO 开发平台	8
图表 6 SAGE AIOS、HYPERCYCLE 和 SAGE STUDIO 关键技术能力	8
图表 7 第四范式先知应用主要功能特点介绍	9
图表 8 第四范式 SHIFT 智能解决方案主要应用场景	10
图表 9 4PARADIGM AIGS 对话框形式交互	11
图表 10 开发效率从“月级”提升到“天级”	11
图表 11 4PARADIGM AIGS 新增或改写数据接口规则	12
图表 12 4PARADIGM AIGS 进行代码补充	12
图表 13 PHANCY 业务产品及解决方案主要功能	13
图表 14 第四范式技术矩阵	14
图表 15 第四范式四类核心人工智能技术	14
图表 16 第四范式合作院校	15
图表 17 第四范式合作专家顾问团队	15
图表 18 第四范式股权穿透图（日期：2025 年 9 月 12 日）	16
图表 19 第四范式管理层履历	16
图表 20 第四范式 2020-2025H1 营业收入及同比增长情况	18
图表 21 第四范式 2020-2025H1 经调整净亏损及亏损率	18
图表 22 第四范式 2020-2025H1 营业收入分部情况、先知 AI 平台业务收入增速	19
图表 23 第四范式 2020-2025H1 分部收入占比	19
图表 24 第四范式 2020-2022 年营业收入分行业情况	19
图表 25 第四范式 2020-2022 年营业收入分行业占比情况	19
图表 26 第四范式行业领先企业客户	20
图表 27 第四范式 2020-2025H1 标杆用户数量及同比增长	20
图表 28 第四范式 2020-2025H1 标杆用户平均收入、同比增长情况及净收入增长率（NDER）	20
图表 29 第四范式 2020-2025H1 研发费用及研发费用率	21
图表 30 第四范式 2020-2025H1 销售费用及销售费用率、管理费用及管理费用率	21
图表 31 第四范式 2020-2025H1 毛利及毛利率	22
图表 32 第四范式 2020-2022 年毛利及毛利率分部情况	22
图表 33 第四范式 2020-2024 年经营活动所用现金净额	22
图表 34 第四范式 2020-2024 年应收账款及应收账款周转率	22
图表 35 近年来中国人工智能行业相关国家政策汇总	23
图表 36 2018（实际）-2027 年（估计）按类别划分的中国人工智能行业市场规模（单位：人民币十亿元）	24
图表 37 决策类人工智能平台与单点解决方案方式的比较	24
图表 38 2018（实际）-2027 年（估计）中国决策类人工智能市场规模（单位：人民币十亿元）	25
图表 39 PALANTIR 发展历程	26
图表 40 GOTHAM 赋能 AI 杀伤力链	27
图表 41 GOTHAM 任务传感与执行装置	27
图表 42 GOTHAM 全域行动中心	27

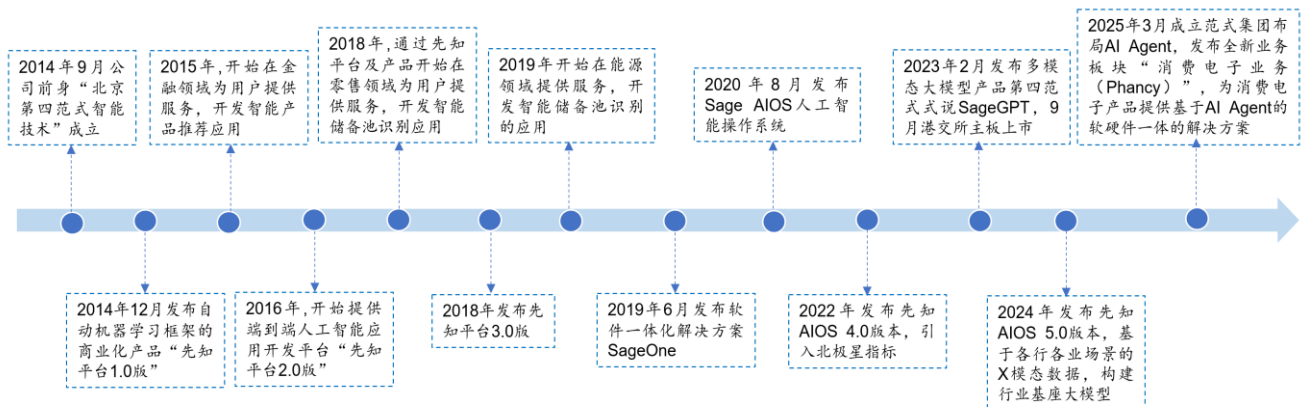
图表 43 FOUNDRY 运行架构	28
图表 44 FOUNDRY ONTOLOGY 整合语义、动能和动态元素	29
图表 45 FOUNDRY ONTOLOGY 推进业务协作步骤	29
图表 46 FOUNDRY 主要应用场景及相关案例	29
图表 47 APOLLO 主要架构	30
图表 48 PALANTIR AIP 产品能力	30
图表 49 AIP workflow 构建器 (WORKFLOW BUILDER)	31
图表 50 AIP 模型对比	31
图表 51 AIP APPLICATION SDK	31
图表 52 AIP NOW 产品页面	31
图表 53 PALANTIR 2018-2025H1 营业收入及同比增长情况	32
图表 54 PALANTIR 2018-2025H1 归母净利润及归母净利率	32
图表 55 PALANTIR 2018-2025H1 政府和商业业务收入及同比增长情况	33
图表 56 PALANTIR 2018-2025H1 政府和商业业务收入结构	33
图表 57 第四范式收入拆分及预测 (单位: 百万元)	34
图表 58 第四范式可比公司估值 (日期: 2025-09-12)	34

1 从“平台销售”到“生产力工具”战略演进，中国决策智能行业领先企业

1.1 先知 AI 平台版本持续迭代升级，Phancy 布局 C 端消费电子业务板块

公司核心产品先知 AI 平台持续迭代，2025 年成立“范式集团”布局 AI Agent 及消费电子全新业务板块。公司前身“北京第四范式智能技术”于 2014 年 9 月创立，旨在为企业提供以平台为中心的人工智能解决方案，同年 12 月发布核心产品“先知 AI 平台 1.0 版”并在后续年度持续更新迭代，助力企业实现 AI 规模化转型并提升企业决策能力。2025 年 3 月，创始人戴文渊宣布成立“范式集团”，原先企业服务业务（4Paradigm）成为集团核心子业务，同时发布全新业务板块——消费电子业务（Phancy），为 C 端客户提供基于 AI Agent 的软硬件一体解决方案，通过模组在消费电子产品中实现 AI Agent 能力，助力消费电子公司以低门槛、低成本生产 AI 产品。

图表 1 第四范式发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，华安证券研究所

第四范式提供全栈产品服务，AI 提升企业核心竞争力。第四范式主要业务可分为先知 AI 平台（4ParadigmSage）、SHIFT 智能解决方案（4Paradigm SHIFT）、式说 AIGS 服务（4Paradigm AIGS）。先知 AI 平台作为公司所有业务内核，致力于降低 AI 门槛，实现对更多场景的规模化覆盖；SHIFT 智能解决方案是基于先知 AI 平台，针对不同行业业务场景打造的标准化解解决方案，使得技术、能力进一步深入更广泛行业及场景，推动行业数字化智能化转型；式说 AIGS 服务为先知 AI 平台提供基于生成式 AI 的高效开发工具和服务。

“平台+方案+生成式服务”构建第四范式业务全链路体系。根据第四范式产品服务架构，先知 AIOS 5.0 平台作为核心层，底层具备以自然语言交互方式（企业级 AI Agent）辅助业务人员构建行业大模型能力，包括物理大模型、科学计算大模型、新一代 SageGPT 大模型、企业级模型纳管平台 Model Hub 等，基于此构建企业需求的垂直世界大模型，例如风险管理大模型、水电设备大模型、水务大模型等。在先知 AIOS 5.0 平台基础上提供智能解决方案 SHIFT 和生成式服务式说 AIGS，作为先

知平台业务延伸，有助于为客户提供全链路一体化智能决策服务，形成“平台+方案+生成式服务”业务架构。

1.先知 AI 平台：公司业务内核，降低 AI 门槛实现规模化覆盖

先知 AI 平台十余年间持续迭代升级，构建公司业务内核。2014 年至今，先知 AI 平台已经历十余年更新与发展。2024 年 3 月发布全新先知 AIOS 5.0 行业大模型平台，实现算力层、平台层、模型层、应用层等端到端能力供给，能够基于各行各业场景 X 模态数据构建行业基座大模型，“X 模态”数据不仅包括纯文字，还包括水文数据、健康报告、设备监测数值、设计推演等，先知 AIOS 5.0 能够根据历史数据构建垂类行业大模型；2024 年 7 月发布先知 AIOS 5.1 版本，新增 GPU 资源池化能力（vGPU），实现对硬件集群平台化管理、算力资源按需分配和快速调度，最多节省 80%硬件成本提高 GPU 综合利用率 5-10 倍；2024 年 8 月发布先知 AIOS 5.2 版本，新增 Model Hub 平台对模型统一纳管，集成多模态、视觉、NLP、语音等全球先进大模型并持续更新，为企业大模型应用提供更优质多元选择。

图表 2 第四范式先知 AI 平台升级情况及主要功能

先知 AI 平台升级情况	主要功能
先知 AI 平台 1.0 版本	通过高维、实时、自学习框架大幅提升模型精度，解决了早期模型欠佳等问题。
先知 AI 平台 2.0 版本	通过自动建模工具 HyperCycle 大幅降低模型开发门槛，允许中国千万级别程序员群体可以直接开发 AI 模型，解决科学家供给瓶颈。
先知 AI 平台 3.0 版本	通过规范 AI 数据治理和上线投产，解决从建模到落地应用的“最后一公里”。
先知 AI 平台 4.0 版本	引入北极星方法论及平台，帮助企业提升核心竞争力，最大化 AI 应用落地价值。
先知 AI 平台 5.0 版本	基于各行各业场景的 X 模态数据，构建行业基座大模型，让大模型涉及行业范围更加广阔：例如“X 模态”数据代表体检报告，先知 AIOS 5.0 可基于历史体检报告，构建健康管理大模型，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，此外还可用于水电管理领域、水务领域、声学领域等分别构建垂类行业大模型，解决行业高价值问题。
先知 AI 平台 5.1 版本	新增 GPU 资源池化（vGPU）能力，进一步提高算力资源利用率，核心亮点包括：1）全面适配国产/非国产算力，支持混合部署与统一调度；2）算力和显存超分复用，算力切分精细到 1%，显存切分以 M 兆为单位；3）具备千卡级别分布式调度与管理能力；4）支持自定义隔离策略，实现共享或独享算力池；5）利用多任务共享及处理优化技术，推理性能提升 10 倍以上。
先知 AI 平台 5.2 版本	新增 Model Hub 平台对模型统一纳管，为企业构建强大的底层算力支撑，通过 GPU 资源池化提高算力资源综合利用率，大幅降低模型训练和推理成本；通过大模型最优推理及加速卡技术，提升 10 倍大模型推理性能，保障用户平稳迁移至性能最佳的最新模型。

资料来源：公司财报，北京通信信息协会公告，华安证券研究所

先知 AI 平台实现端到端企业级人工智能解决方案。先知 AI 平台包括 Sage AIOS 操作系统和两种人工智能开发人员套件，套件包括无代码开发工具的 HyperCycle 系列以及低代码和无代码开发工具的 Sage Studio 系列，用户可根据自身编码能力选择合适的套件。

Sage AIOS 是企业级人工智能操作系统，类似 Windows 在个人电脑上的功能，连通底层 IT 基础设施与各种人工智能应用，帮助各类人工智能应用开发与上线，

Sage AIOS 提供人性化界面和视觉化人工智能应用的开发和管理，简单友好的用户界面是其亮点所在，用户可以轻松快速构建及操作众多人工智能应用，实现人工智能规模化部署。

HyperCycle 无代码特性降低企业在各种业务运营环节中部署人工智能的门槛，降低 AI 技术迅速大规模应用的门槛，赋能企业快速进行智能化转型；Sage Studio 可根据用户选择提供标准、低代码和免代码的人工智能开发工具，能够覆盖从数据到模型、应用，以及 AI 应用部署和上线的全开发流程，覆盖领域包括机器学习、计算机视觉、自然语言处理和语音等。

图表 3 Sage AIOS 用户界面



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 4 HyperCycle 开发平台



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 5 Sage Studio 开发平台



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 6 Sage AIOS、HyperCycle 和 Sage Studio 关键技术能力

类型	关键技术能力
Sage AIOS	数据内核和运行时内核驱动，解决企业智能化转型时数据质量、建模效率、算力管理等调度方面困难：1) 数据内核：关键组件 OpenMLDB，是一个开源数据库，为机器学习应用提供正确的数据供给并提升数据准备效率；对离线和在线数据进行统一处理确保一致性；使用严格时间戳实现数据时序正确性，标记数据生成和处理的时间；模型训练过程中应用闭环反馈机制，不断反馈新生成业务数据实时训练模型，提高有效性；2) 运行时内核：关键组件 OpenAIOS，能自动协调异构设备之间的人工智能任务，是用于多级计算、存储和通信的集中管理内核，主

	要功能包括高性能：将当前人工智能计算框架性能提高 500%，高性价比：将当前人工智能数据处理引擎总拥有成本降低 90%，高利用率：提高 GPU 利用率 10 倍。
HyperCycle	自动构建、应用及更新机器学习大模型 ，用户只需在可视化用户界面进行简单操作即可轻松开发 AI 应用：为用户提供 API，用户通过 API 将 HyperCycle 连接至自己业务和操作系统；用户为建模流程设定参数，例如用于学习的数据范围、用于评估的数据范围及算力水平；参数设定后用户只需简单点击即可启动建模流程，HyperCycle 平台自动处理和分析数据输入、优化和迭代模型，实现底层基于自动机器学习算法的 AI 开发。
Sage Studio	覆盖从数据到模型、应用，以及 AI 应用的部署和上线的全开发流程 ，能够为拥有海量数据的机器学习提升计算效率，降低用户扩大规模时的总拥有成本：关键模组包括模型探索、模型管理、应用开发、应用管理，为用户提供 API，用户通过 API 将 Sage Studio 连接至自己业务和操作系统；提供各种流程及算法预设模板，开发人员可通过拖拽式界面设计 AI 模型；在 GDBT 框架*支持下为不同应用场景提供大量机器学习算法。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所 *注：GDBT 框架：第四范式自研为机器学习计算工作而设计的分布式并行计算框架

先知应用涵盖销售及营销、风险管理、运营效率。第四范式在先知平台上提供大量不断增长且适用于特定场景的 AI 应用，用户可轻松安装部署，企业级人工智能应用商店为用户提供选择，整合并兼容算法和标准以及在 Sage AIOS 上开发的一组 AI 应用，满足用户在不同场景下对智能操作的需要。先知应用类别可分为 1) 销售及营销：应用包括数字运营平台、精准营销、销售预测；2) 风险管理：应用包括反欺诈平台、反洗钱解决方案、异常预测；3) 运营效率：应用包括智慧供应链、智能客服、智能生产规划。以下是先知应用主要功能特点介绍：

图表 7 第四范式先知应用主要功能特点介绍

类别	应用	特点
销售及营销	数字运营平台	包含智能推荐、智能搜索、智能推送、智能客服、数据管理等功能，使企业能够改善线上经营、优化用户体验及提升用户留存率。通过 AI 技术赋能，企业能够有效优化日常运营留存、用户复购、交易单价和商品交易总额等核心指标上实现突破。
	精准营销	应用场景包括推荐、营销、维持用户活跃度、用户画像、预测、用户获取和定价等，通过 AI 技术赋能，企业能够分析销售数据并配置营销策略，从而增加其销售额。
	销售预测	分析各种运营数据，包括销售、门店、营销、环境和位置数据，AI 利用自动总销售预测相关规则，从门店层级到 SKU 层级准确预测销售量、销售价值和销售流向，帮助用户制定销售策略、优化库存和商店选址规划。
风险管理	反欺诈	提供端到端智能反欺诈平台，为企业赋能 AI 技术，解决各类风险和欺诈事件。结合机器学习技术和传统专家经验，帮助用户提高风险管理和反欺诈管理的整体准确性和范围。
	反洗钱	智能识别、分析和报告可疑交易，并根据风险级别对标记的交易进行排序，提高人工审核效率。解决传统反洗钱方法中“漏报”和“多报”问题。
	异常预测	识别意外项目、事件或观察结果，通过数据挖掘提供预警及趋势预测，并可应用于银行欺诈检测及预测、设备故障及文本错误。
运营效率	智慧供应链	分析消费者需求并结合销售预测应用，帮助企业管理生产、分发、补货配货和仓储，在许多行业赋能，提供精确的定价、采购和分销建议及决策。
	智能客服	提供基于深度学习技术的 AI 对话机器人，具有自学习、自然语言理解、知识图谱、智能问答、任务对话等核心功能。与终端用户交流过程中，机器人可根据用户反馈进行自学习、调整交流策略和交流结果，帮助企业降低与人工客服相关成本。
	智能生产规划	帮助用户优化生产计划，通过 AI 赋能基于用户订单、产能、生产技术及原材料对每个产品线制定日常生产计划，提高用户成本效益。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2. SHIFT 智能解决方案：对不同行业业务场景打造标准化解决方案

标准化解决方案助力行业数字化智能化转型。SHIFT 智能解决方案是在先知 AI 平台基础上，针对不同行业业务场景打造的标准化解决方案，使技术、能力深入更广泛的行业及场景，解决传统企业关键业务问题并推动行业数字化智能化转型。2024 年公司推出多款面向不同应用场景的解决方案，持续更新迭代原有解决方案的功能和效果，达到不同垂直场景下对准确率、可靠性、实时性等企业特性要求，目前已应用于金融、能源电力、医疗、零售、运营商、交通运输、学术翻译等重要行业。

图表 8 第四范式 SHIFT 智能解决方案主要应用场景

类别	行业场景	功能介绍
智慧银行	精准营销	客群与产品的精准营销匹配；自动机器学习应用加速模型构建；全业务渠道覆盖。
	实时反欺诈	高维模型实现风控反欺诈业务效果全面提升；支持数十毫秒级的响应，实时事中风险拦截；基于每天新的数据进行模型自学习和更新，及时调整、适应欺诈手段变化。
	智能反洗钱	覆盖反洗钱业务全流程，提升人工分析效率，大幅度降低审核、报送环节人力成本；高维模型结合自学习构建完整的线上数据流程闭环，自动模型迭代，反哺业务规则。
	运营优化	提升通过对数据的深入挖掘，发现企业、人物、地点、产品、交易等关联关系；建立智能营销、风险授信体系；拓展公私联动业务发展电商客服服务效率。
智慧保险	保险客户在线化智能运营	保险在线化营销全生命周期管理；代理人保险产品推荐；智能内容推送，提升客户触点。
	智能核保/核赔	覆盖长尾，风险识别更准确；模型持续更新，紧跟动态；快速核验，提升客户体验。
	智能化健康管理方案	深度学习技术，无需模板即可通用识别医疗单证，并通过 NLP 模型抽取关键信息；与医院和大型保险公司合作，搭建慢性病管理图谱和知识库；针对健康管理人群提供多方面的健康风险评估，预防疾病发生。
	车险智能定损	车损部位识别；损坏程度识别；理赔风控模型防止车险欺诈。
智慧券商	券商客户在线化智能运营	提供产品智能推荐、内容推荐、智能搜索、智能推送等服务；帮助提升客户留存、增加客户黏性；定期自动化更新推荐模型，防止模型失效。
	智能投顾	包括交易行为分析、产品智能推荐、地雷股微观增强等；基于不同用户交易历史行为的客群聚类；基于用户信息进行衍生产品推荐。
	研报识别	通用 OCR 模型，快速录入文档；非结构化数据的知识抽取；预估服务支持实时、批量研报导入。
	高频决策交易引擎	毫秒级数据处理；决策+模型，完善监控体系；配置化高频指标与交易流程。
智慧零售	精准营销	满足消费者个性化多场景需求；多触点的推荐推动消费者需求变现；实现移动端的碎片时间个性化服务。
	智能运营	客户需求快速预测及实时监控；更智能的调配补货及产品定价调整；洞察客户需要的产品并进行选品决策。
	智慧供应链	智能调配物流的响应和供应；以更可控的成本更柔性地调整采购计划；更灵活得支撑供需两端的个性耦合，减少库存积压率。
	智能客服	提升电商客服服务效率；为多个服务场景提供支撑数据；助力传统企业拥抱电子商务。
智慧能源	石油管道异常检测	在输油管道上面安装了通讯光缆和光纤振动传感器，并构建系统，基于传感器数据进行管道异常检测，帮助业务人员判断管道破坏事件，提高判断输油管道破坏事件的准确性和及时性。
	海管内腐蚀检测	构建算法模型，辅助判断管道内腐蚀程度，帮助技术人员准确定位腐蚀程度最为严重的高危管道，为合理、经济安排内检测对象提供决策依据。
	化工品价格预测	利用数学工具对相关历史数据进行分析 and 研究，探索化工品价格与其影响因素之间的内在联系以及化工品价格本身发展变化规律，对未来化工品市场中的交易价格进行预测。
	风机设备故障预测	在机器学习和数据挖掘技术构建故障诊断与预警模型，构建风机健康模型，分析风机健康影响因素。
智慧医疗	慢病风险预测	筛查 5 种慢性疾病的五级风险等级人群；进行 3 年/10 年内发病风险预测分析；提供个性化危险因素分析及健康干预方案。
	疫情推演系统	还原病毒传播路径，绘制城域“接触网”；丰富防控筛查规则模型，筛查高危人群；推演疫情发展，提供宏观决策预判。
	新生儿体重预测	自动机器学习；误差在 205.3g 内；成果被医疗学术期刊收录，效果远超教科书公式，为指导临床提供有效支撑。

	胰腺癌术后生存分析	预测精度远超 cox 回归分析；助力医患术前决策。
	AI 医学识别	依托于领先 AutoCV、OCR 等技术，实现化验单识别、体检报告识别、病历识别以及卡证识别；影像分割、器官勾画、阅片筛查、影像质控等功能。
	AI 药物研发	利用自然语言处理、深度学习、机器学习和图像识别等 AI 技术，满足靶点筛选、化合物合成、化合物筛选、晶型预测等不同场景需求，覆盖药物研发中的药物发现和临床前研究等阶段。
	AI 辅助决策	利用自然语言处理、深度学习、机器学习、图像识别和语音识别等 AI 技术，为医院、医护人员以及医保局提供问诊机器人、虚拟助理、辅助诊断、医保控费等服务。
	智慧家庭	利用互联网技术、边缘计算机技术，结合 NLP 技术、语音识别技术等 AI 技术，可为智慧家庭提供诸多多人机交互解决方案。
智慧制造	智能线索评级	从大量线索中精确识别有效线索；让客服优先服务高潜力的客户机会；利用有限的客服获得更多销售机会。
	智能排产派工	准确预测产线生产状况；动态实时响应产线变动；提高交货及时率，提高客户满意度。
	异常检测	提高设备状态异常的识别率；有效识别潜在风险，提高设备可靠性；辅助定位设备异常，进行工艺改进。
	缺陷检测	一种方案适配多种缺陷，无需定制化开发；简单易用，企业可快速推广；效果可靠，大幅减少工作量。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

3. 式说 AIGS 服务：生成式 AI 赋能软件开发，提升开发效率

AIGS Builder 降低开发门槛，AIGS CodeX 实现代码提效。式说 AIGS 服务是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，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。公司持续迭代并优化以下两种产品：

1) 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，帮助无代码基础人员进行软件开发，企业软件开发效率从“月级别”变为“日级别”甚至“小时级别”，改造后的企业软件内置新型多模态“对话框”交互形式，改变传统软件交互复杂且效率低的问题，提升企业软件用户体验；

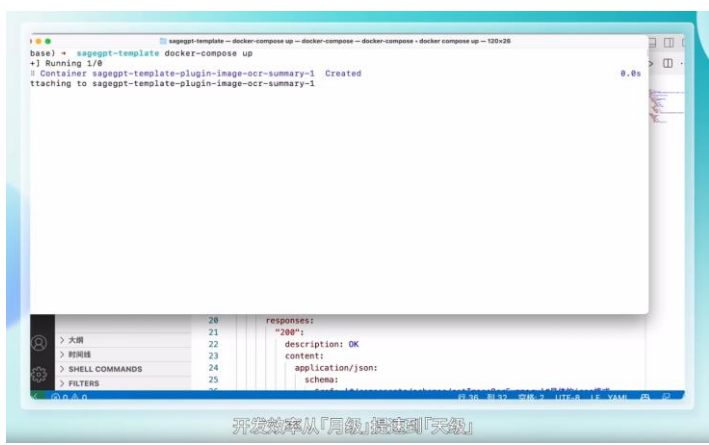
2) AIGS CodeX：涵盖代码补全、业务问答、代码审查、单元测试、代码解释等基础功能，并且针对企业级客户技术特点和编码风格，AIGS CodeX 能够差异化打造企业私域代码仓库集成，结合 RAG 检索增强及私域模型微调，实现业务代码生成效率、业务问答效果双效增长。

图表 9 4Paradigm AIGS 对话框形式交互



资料来源：公司官网产品演示，华安证券研究所

图表 10 开发效率从“月级”提升到“天级”



资料来源：公司官网产品演示，华安证券研究所

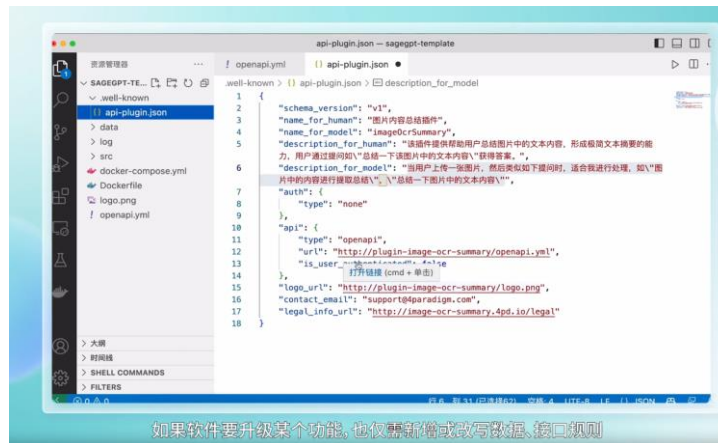
图表 11 4Paradigm AIGS 新增或改写数据接口规则



如果软件要升级某个功能,也仅需新增或改写数据接口规则

资料来源：公司官网产品演示，华安证券研究所

图表 12 4Paradigm AIGS 进行代码补充



如果软件要升级某个功能,也仅需新增或改写数据接口规则

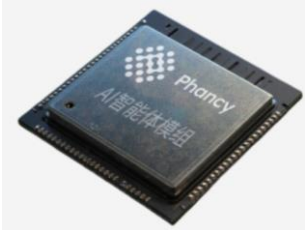
资料来源：公司官网产品演示，华安证券研究所

SageGPT 重新定义终端用户雇员与业务系统互动模式。SageGPT 具有多模态互动能力及企业级人工智能工具特性，能够连接终端用户现有业务系统、人工智能应用及内部数据库。交付方式上：1) 通过在终端用户的服务器上本地部署软件使用许可；2) 销售预装了 SageGPT 软件的服务器及其他相关硬件交付。SageGPT 与用户现有业务系统、人工智能应用及内部数据库兼容，且无需购买其他产品或服务。**SageGPT 主要优势包括安全数据、可信内容、成本效益三个方面。**1) 安全数据：SageGPT 可在本地部署，无需大型外部模型，终端用户数据会在本地保留及处理；2) 可信内容：SageGPT 处理来自可信来源的数据，包括终端用户现有人工智能应用、业务系统及内部数据库，支持知识图谱交叉验证以确保生成内容的可靠性和准确性，并识别原始来源以作核实；3) 成本效益：简化了 SageGPT 人工智能模型和生成流程，需要较少算力，无需终端用户在算力和硬件方面大量成本和投资。

新品牌 Phancy 开拓 C 端消费电子业务，赋能消费电子公司低门槛、低成本生产 AI 产品。2025 年 3 月 18 日，第四范式创始人、董事长戴文渊宣布成立“范式集团”，原第四范式业务成为范式集团核心 ToB 企业端子业务，同时推出全新品牌 Phancy 布局 ToC 端消费电子业务。Phancy 市场定位是为消费电子产品提供基于 AI Agent 的软硬件一体的解决方案，通过智能体模组在消费电子产品（端侧）实现 AI Agent 能力，相关合作公司包括宏碁、康佳、联想、喜马拉雅、中科蓝讯等，目前 Phancy 相关模组已与联想合作出货超 10 万款智能手表产品。Phancy 新业务板块的设立助力范式集团实现 B、C 两端客户覆盖，在发挥 B 端核心优势同时，通过 Phancy 能力输出赋能消费电子公司生产低门槛、低成本 AI 产品。

目前 Phancy 业务板块主要产品及解决方案包括端侧 AI Agent 模组、AI 耳机解决方案、AI 手表解决方案。端侧 AI Agent 模组致力于传统设备成为智能助手；AI 耳机解决方案用智能听觉重塑交互体验；AI 手表解决方案实现腕间数据决策智能。

图表 13 Phancy 业务产品及解决方案主要功能

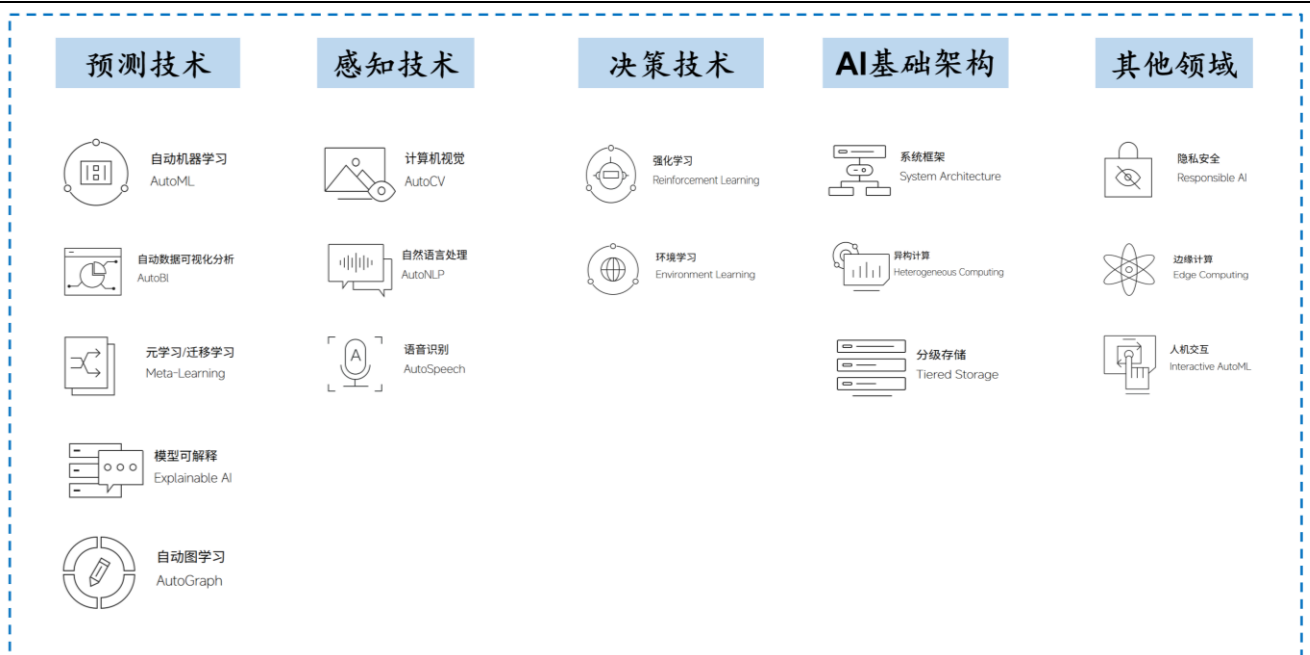
解决方案	主要功能	图片
端侧 AI Agent 模组	提供面向消费电子市场的 AI 软硬件解决方案，让传统设备升级成为 AI 设备，以及提供范式 AI Agent 能力以及端侧智能体模组等软硬件能力及服务。	
AI 耳机解决方案	基于端侧 AI Agent 模组及服务，提供功能菜单式服务，包括闲聊、翻译、办公助手等，让传统耳机一步搭载 AI 能力。	
AI 手表解决方案	基于端侧 AI Agent 模组及服务，提供功能菜单式服务，包括运动建议、健康监测、智能闲聊、多语种翻译、办公助手等，搭载 Phancy AI 机芯，兰博基尼和李小龙推出 AI 手表。	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 深耕 AI 创新技术，推动 AI 从“技术”演变为“基础设施”实现 AI 普惠化

第四范式 AI 技术实力雄厚，以“AutoML”为核心打造企业数字化转型“新质生产力”。公司作为人工智能技术创新者，以“AutoML”为核心围绕多技术领域持续投入并深入探索，目前已有多项人工智能技术研究及应用成果落地，推动 AI 普惠化进程。公司核心技术层涵盖预测技术、感知技术、决策技术、AI 基础架构和其他领域技术。其中预测技术中包含自动机器学习技术（AutoML）：**1）自动特征工程**：提供分布式多表时空特征挖掘算法，提高效率全面挖掘相关特征，提供时间自适应的自动机器学习解决方案，让数据根据时间变化自动适应，保证机器学习效果；**2）自动模型搜索**：自动深度稀疏网络减少不必要的连接，让网络运行更快的同时节省资源，神经网络架构搜索能够自动探索和寻找最优的神经网络结构。

图表 14 第四范式技术矩阵



资料来源：公司官网，华安证券研究所

第四范式致力于 AI 技术创新，推动 AI 从“技术”演变为“基础设施”，有效降低门槛实现 AI 普惠化。第四范式核心 AI 技术包括自动机器学习、迁移学习、环境学习、自动强化学习。公司引领 AI 技术领域前沿研究方向，四类核心技术应用于商业解决方案。1) 自动机器学习实现机器学习流程自动化, 有利于降低人工参与成本；2) 迁移学习实现人工智能应用扩展至数据敏感、数据稀缺行业，解决隐私问题；3) 环境学习降低模型成本并确保安全；4) 自动强化学习实现自动化训练机器模型在动态、不确定、潜在困难环境中作出一系列决策。

图表 15 第四范式四类核心人工智能技术

技术	核心人工智能技术介绍
自动机器学习	自动机器学习技术通过机器学习流程自动化，使算法自动发现发掘数据背后的新规律新数据的模式，因此最大程度降低了负责人工智能模型构建、调整、维护和改进的人工智能工程师的参与。
迁移学习	将人工智能应用扩展到数据敏感或数据稀缺的行业，并解决人工智能应用领域敏感数据的隐私问题。算法能够将某行业或场景中进行的分析和发掘的规律“迁移”到另一个类似的行业或场景，从而在没有现成数据或算法无法获取数据的情况下也能提供智能解决方案。
环境学习	通过在仿真环境中训练模型来降低模型训练成本并确保安全。与传统的仿真技术相比，公司环境学习技术能在没有完整领域知识的情况下构建高精度仿真环境，使智能决策技术能够应用在更多场景中。
自动强化学习	强化学习指训练机器学习模型以在动态、不确定、潜在困难的环境中作出一系列决策。为强化学习提供端到端的自动化工具套件，用户无需具备深入的基础背景或知识即可开发强化学习算法。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

第四范式与国际顶尖高校、研究机构深度合作，完善产学研体系。公司在进行技术研发的同时与国内外顶尖高等院校及研究机构建立深度合作关系，形成深厚的人工智能学术积累和完善的人才培养机制，合作成果显著，核心专家顾问团队覆盖 AI 研究众多领域，包括 AI 计算和存储基础架构研究、自然语言处理、自动迁移学习和自动弱标记、智慧医疗、大规模分布式优化算法、自动化鲁棒学习、语音和自动图学习与小样本学习。目前公司已获得超过 20 个 AI 竞赛世界冠军、超过 20 次顶级学术比赛主办权、300 多份核心专利以及发表 400 多份顶级学术论文，产学研体系完善验证公司技术实力。

图表 16 第四范式合作院校

 丘成桐数学科学中心 TUNG TUNG MATHEMATICAL SCIENCES CENTER	 ACADIA UNIVERSITY	 CHA LEARN	 华中科技大学
 南京大学 NANJING UNIVERSITY	 NANYANG TECHNOLOGICAL UNIVERSITY	 西北工业大学 NORTHWESTERN POLYTECHNICAL UNIVERSITY	 北京大学 PEKING UNIVERSITY
 南方科技大学 SOUTHERN UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY	 Stanford University	 香港科技大学 THE HONG KONG UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY	 清华大学 Tsinghua University
 université PARIS-SACLAY	 NUS National University of Singapore		

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 17 第四范式合作专家顾问团队

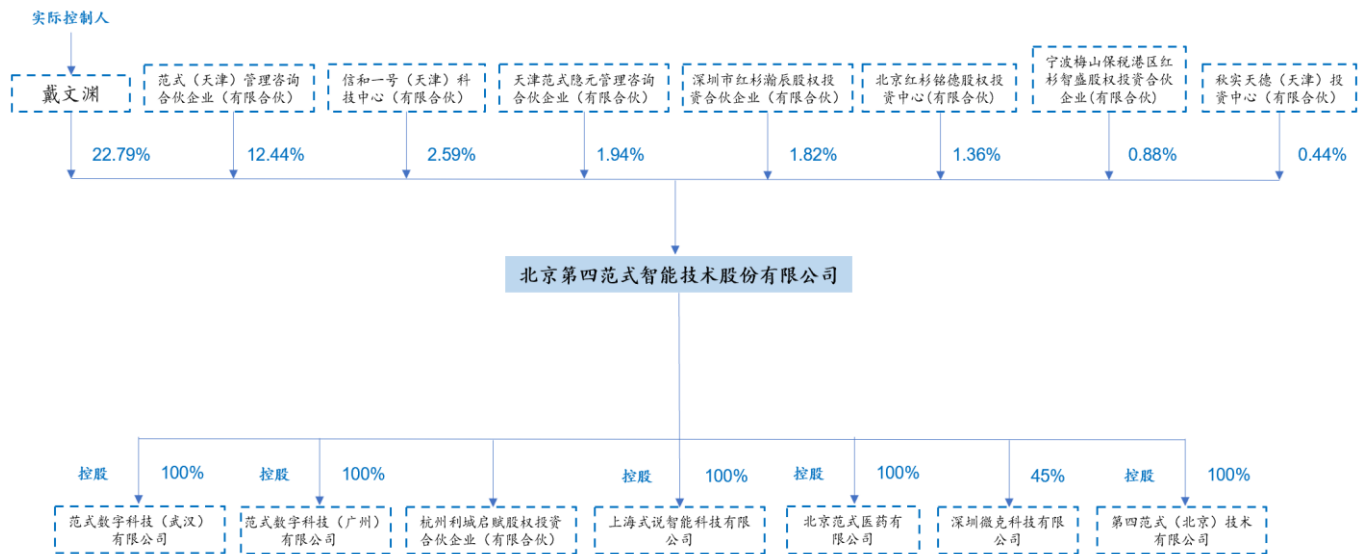
姓名	合作方向	专家顾问介绍
Bingsheng He	AI 计算和存储基础架构研究	新加坡国立大学计算机学院副教授、副院长，国际著名数据库和人工智能系统专家，2020 年 ACM 杰出科学家。
Sinno Jialin Pan	自然语言处理	新加坡南洋理工大学计算机科学与工程学院教务长讲席副教授，《IEEE 智能系统》“十大 AI 青年科学家”获得者。
李宇峰	自动迁移学习和自动弱标记	南京大学软件新技术国家重点实验室副教授，机器学习与数据挖掘研究所 LAMDA 教师。
余果	智慧医疗	药学研究员、教授。江苏省苏北人民医院药物临床试验机构办主任。
张利军	大规模分布式优化算法	南京大学人工智能学院研究员，机器学习与数据挖掘研究所 LAMDA 成员。
郭天佑	自动化鲁棒学习	香港科技大学计算系教授，国际知名机器学习学者，IEEE Fellow。
谢磊	语音	西北工业大学计算机学院教授、博士生导师，音频语音与语言处理研究组(ASLP@NPU)负责人。
詹德川	自动图学习与小样本学习	南京大学人工智能学院教授，机器学习与数据挖掘研究所 LAMDA 副所长，南京智谷人工智能研究院院长。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.3 股权结构集中，管理层经验丰富

第四范式股权结构集中，戴文渊博士为第一大股东及实际控制人。公司股权穿透图显示戴文渊为第一大股东及实际控制人，股份占比 22.79%，范式（天津）管理咨询合伙企业（有限合伙）为第二大股东，股份占比 12.44%；公司 100%控股 5 家公司：式数字科技（武汉）有限公司、范式数字科技（广州）有限公司、上海式说智能科技有限公司、北京范式医药有限公司、第四范式（北京）技术有限公司，45%控股深圳微克科技有限公司。

图表 18 第四范式股权穿透图（日期：2025 年 9 月 12 日）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司管理层经验丰富，戴文渊博士为公司董事会主席、执行董事、首席执行官兼总经理。戴文渊博士主要负责公司整体战略规划、业务及技术方向以及运营管理，戴博士在学术研究方面成就显著，在 NIPS、ICML、AAAI 及 KDD 等领先机构的学术会议上成功发表论文，2005 年 4 月获得 ACM 国际大学生程序设计竞赛世界冠军；陈宇强先生担任公司执行董事兼首席研究科学家，主要负责技术与产品研发的整体管理；于中灏先生担任公司执行董事、副董事长兼高级副总裁，主要负责投资及融资、财务、法律及投资后相关事宜的整体管理；胡时伟先生担任公司总裁兼首席架构师，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；郑翌先生担任公司副总裁，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；刘楠先生担任公司首席财务官、董事会秘书，主要负责集团财务战略规划决策，投资者关系和董事会相关工作。

图表 19 第四范式管理层履历

姓名	职务	个人履历
戴文渊	董事会主席、执行董事、首席执行官兼总经理	2006 年 7 月获得上海交通大学计算机科学与技术学士学位，2009 年 3 月获得计算机应用技术硕士学位，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。戴博士在人工智能技术行业拥有约 16 年经验，加入公司前 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。学术研究方面，戴博士论文在 NIPS、ICML、AAAI 及 KDD 等领先机构的学术会议上发表，

		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历 77 支队伍角逐荣获世界冠军。
陈宇强	执行董事兼首席研究科学家	2009 年 7 月获得上海交通大学计算机科学与技术学士学位，2012 年 3 月获得计算机应用技术硕士学位。加入公司前于 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，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。目前担任本公司若干附属公司监事，包括第四范式深圳、上海式说及第四范式科技，同时担任雪线技术董事。
于中灏	执行董事、副董事长兼高级副总裁	2008 年 7 月获得北京航空航天大学数学与应用数学学士学位，2010 年 10 月获得英国剑桥大学数学硕士学位，亦于 2010 年 6 月获得美国芝加哥大学金融数学硕士学位。加入公司前于 2012 年 3 月在美银美林香港分行投资银行部工作，2014 年 4 月至 2018 年 8 月于建银国际资产管理有限公司任职，担任直接投资部门副总监和团队负责人。
胡时伟	总裁兼首席架构师	2008 年 7 月获得上海交通大学计算机科学与技术学士学位，2011 年 3 月获得计算机应用技术硕士学位。加入公司前于 2011 年 4 月至 2014 年 6 月担任百度时代网络技术（北京）有限公司自身研发工程师，负责提供技术架构相关支持，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，现在担任上海范安科技有限公司董事。
郑翌	副总裁	2011 年 7 月获得上海交通大学计算机科学与技术学士学位，2010 年赢得 2010 年 ACM 国际大学生程序设计竞赛全球总决赛冠军。加入集团前 2011 年 9 月至 2012 年 7 月担任香港科技大学研究助理，负责计算机科学及工程系的学术研究；2012 年 10 月任职于谷歌公司，2015 年 11 月至 2018 年 10 月任职于缤趣（纽交所：PINS）软件工程师。
刘楠	首席财务官、董事会秘书	2002 年 7 月获得南京理工大学光电技术学士学位，2004 年 7 月获得物理电子技术硕士学位。加入公司前 2004 年起任职于普华永道会计师事务所、安永华明会计师事务所；2008 年至 2011 年任职于中信证券投资银行部；2011 年至 2024 年 9 月，依次于人民网股份有限公司担任董事会秘书，于掌阅科技股份有限公司历任副总裁、董事会秘书、财务负责人，于游族网络股份有限公司历任副总经理和董事会秘书，于视觉（中国）文化发展股份有限公司历任副总裁、财务负责人及董事会秘书，并于当当网担任首席财务官。

资料来源：公司财报，华安证券研究所

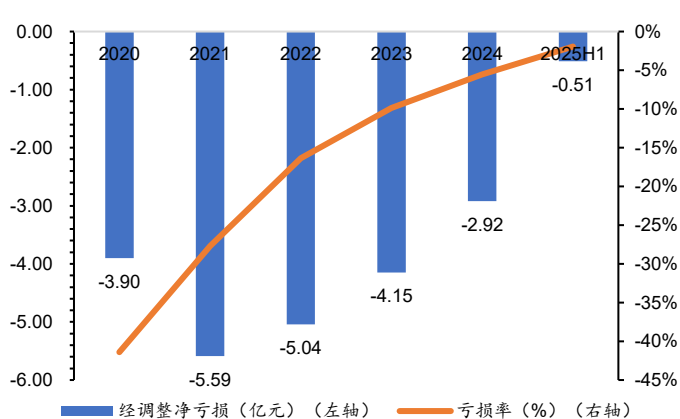
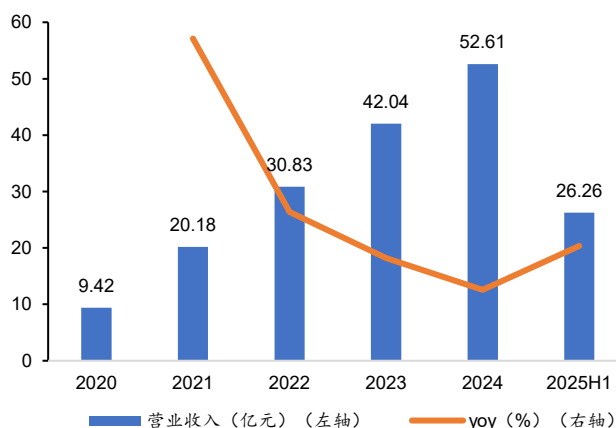
1.4 营业收入高速增长，经调整净亏损持续收窄迎来利润释放

收入端：先知 AI 平台业务收入驱动营业收入高速增长。公司营业收入自 2020 年 9.42 亿元增长至 2024 年 52.61 亿元，CAGR 达 53.73%，2024 年收入增长主要原因是“AI Agent+垂类世界模型”战略迅速渗透和生态产品加速落地，第四范式先知 AI 平台业务收入大幅增长驱动总收入增长，同时公司扩大客户基础，提升客户服务深度和用户粘性，深耕能源电力、金融、运营商、交通运输等行业，并继续在制造、医疗、零售、水利等战略领域积极布局拓展，实现行业纵深覆盖；2025 年中期营业收入 26.26 亿元，同比增长 40.73%，主要由于公司深入推进“AI Agent+世界模型”落地及应用，企业客户高价值场景下 AI 转型需求，核心业务先知 AI 平台收入大幅增长驱动营业总收入上升。

利润端：经调整净亏损逐渐收窄预计将迎来利润释放。公司经调整净利润 2020 年达-3.90 亿元，亏损率为 41.4%，2021 年亏损增加至 5.59 亿元，由于营收高速增长亏损率下降至 27.7%，2022 年起亏损逐渐收窄且亏损率逐渐下降，2024 经调整净利润为-2.92 亿元，亏损率收窄至 5.55%，2025 年中期经调整净利润-0.51 亿元，亏损率继续收窄至 1.94%，预计未来年度将迎来利润释放。

图表 20 第四范式 2020-2025H1 营业收入及同比增长情况

图表 21 第四范式 2020-2025H1 经调整净亏损及亏损率



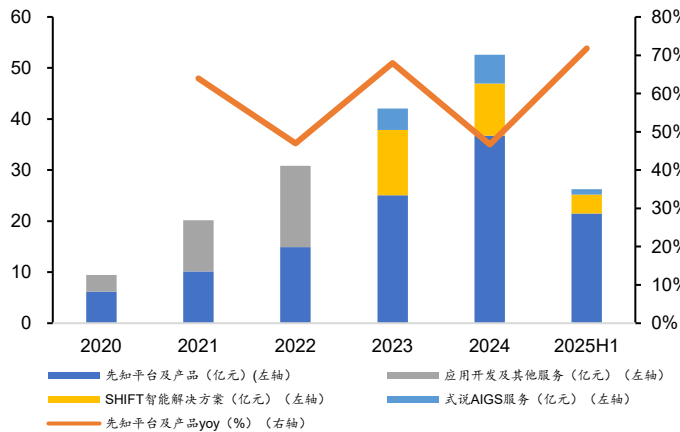
资料来源：公司财报，华安证券研究所

卡源：公司财报，华安证券研究所

营业收入构成：AI 市场需求、AI 大模型和生成式 AI 赋能产品驱动先知 AI 平台收入增长。分部收入来看，2020-2022 年公司按先知平台及产品、应用开发及其他服务口径拆分，2023-2025H1 进一步细分为先知 AI 平台、SHIFT 智能解决方案、式说 AIGS 服务三类业务。

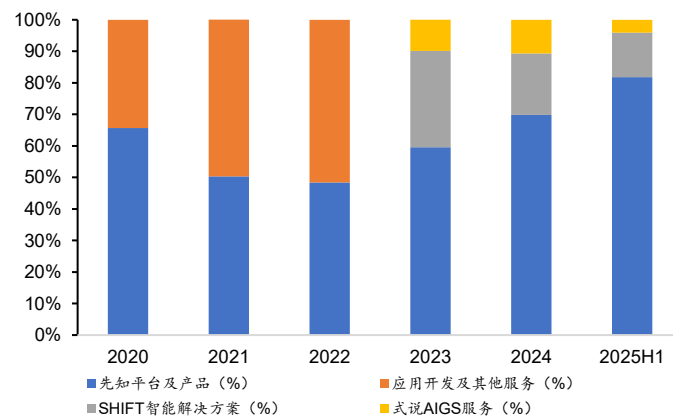
- **先知平台业务作为公司核心业务板块是驱动营业收入增长的主要因素：**先知平台业务收入从 2020 年 6.19 亿元增长至 2024 年 36.76 亿元，CAGR 达 56.1% 呈高速增长趋势，2024 年先知 AI 平台收入 36.76 亿元相比 2023 年 25.06 亿元同比增长 46.7%，收入占比从 59.6% 增加至 69.9%，收入增长主要原因是整体 AI 市场需求增加以及公司大模型和生成式 AI 能力对产品赋能，驱动先知 AI 收入增长；2025 年中期先知平台实现收入 21.49 亿元，同比增长 71.9%，收入占比上升至 81.8%，成为驱动营业收入增长核心动力，期间内先知 AI 平台全面升级，底层算力平台、提供企业级特性的 AIOS 操作系统到顶层全套软件 SageSuite，提供全方位、高效率及高性价比的 AI 数字化转型基础设施和全流程模型及软件开发工具链。
- **SHIFT 智能解决方案** 2024 年收入达 10.22 亿元，同比下降 20.3%，主要原因是该部分业务开拓和发展均为支持先知 AI 平台业务增长，受业务拓展策略影响有所下降；2025 中期收入 3.71 亿元，占比 14.1%，公司调整业务定位，未来更加聚焦于重点行业及战略客户的前沿应用场景。
- **式说 AIGS 服务** 2024 年收入达 5.63 亿元，同比增长 35.3%，主要原因是公司在期间内持续迭代和优化企业级软件重构助手 AIGS Builder、企业级编程助手 AIGS CodeX 等产品，实现降低开发门槛、提高代码开发效率目标；2025 中期收入 1.06 亿元，占比 4.1%，将继续为先知 AI 平台业务提供高效开发工具和服务。

图表 22 第四范式 2020-2025H1 营业收入分部情况、先知 AI 平台业务收入增速



资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

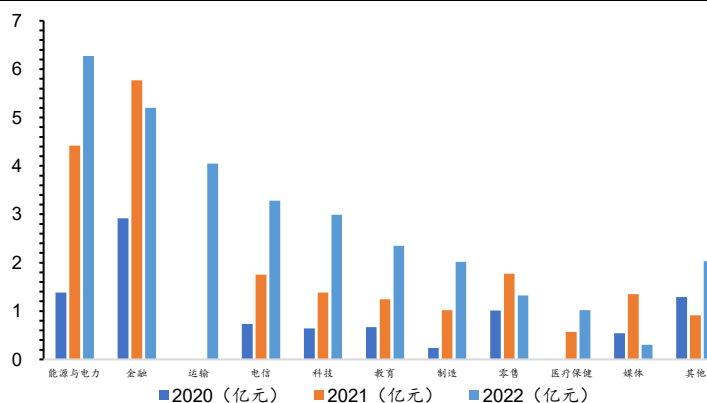
图表 23 第四范式 2020-2025H1 分部收入占比



资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

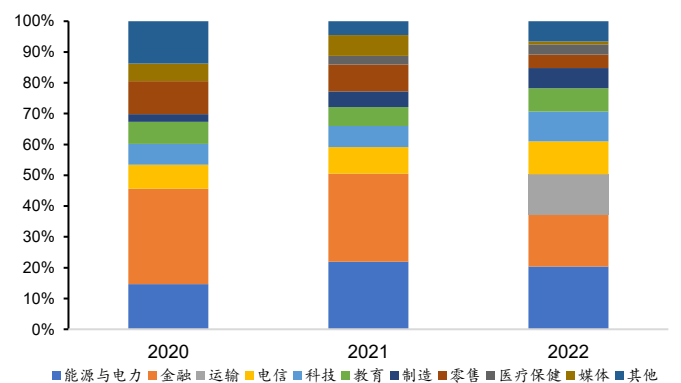
营业收入分行业：金融行业、能源与电力行业企业客户为公司主要营业收入来源。收入分行业来看，2020-2022 年金融行业和能源与电力行业收入占比较高，是公司营业收入主要来源，2020/2021/2022 年金融行业营业收入分别为 2.92/5.77/5.20 亿元，占比 31.0%/28.6%/16.9%，能源与电力行业营业收入分别为 1.38/4.42/6.27 亿元，占比 14.6%/21.9%/20.3%，公司官网披露对应行业领先企业客户包括中国石油、国家电网、中国工商银行、交通银行等；2022 年新增运输行业收入达 4.05 亿元，占比 13.1%，电信、科技、教育、制造、零售、医疗保健等行业收入普遍上升。公司深耕金融行业（银行、证券、保险）、能源与电力、运营商、交通运输行业同时，持续开拓制造、零售、医疗保健行业新市场实现营业收入增长。

图表 24 第四范式 2020-2022 年营业收入分行业情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

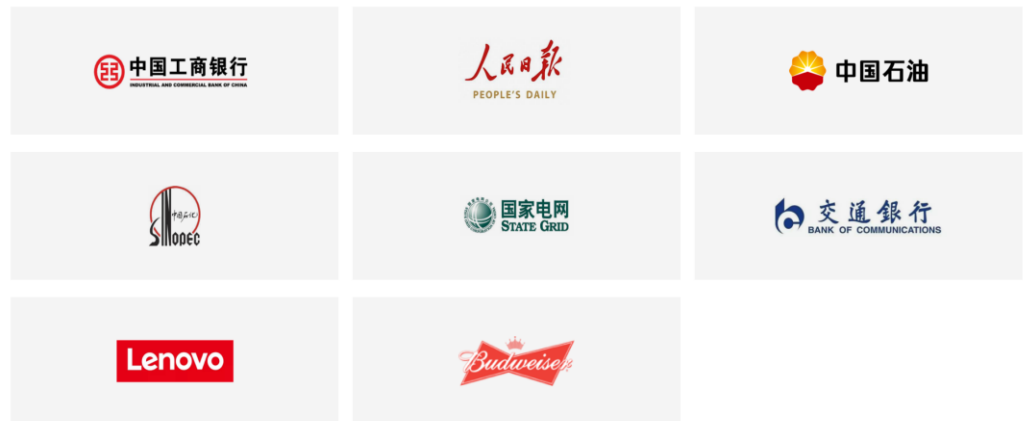
图表 25 第四范式 2020-2022 年营业收入分行业占比情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 26 第四范式行业领先企业客户

行业领先企业选择
第四范式

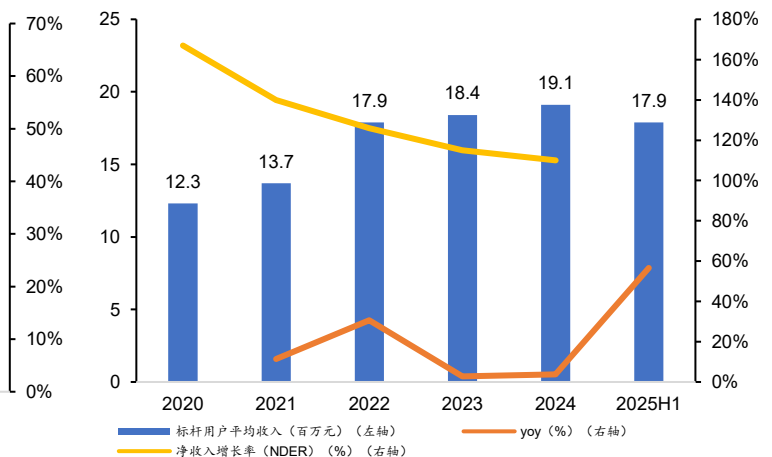
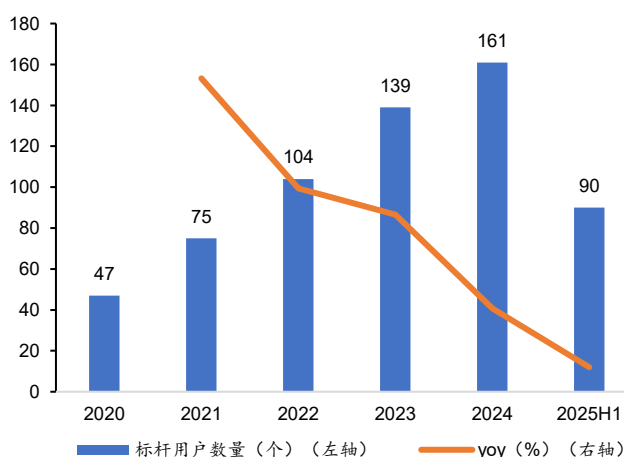


资料来源：公司官网，华安证券研究所

标杆用户数量及平均收入：标杆用户量价齐升驱动收入增长，客户粘度及付费意愿良好。标杆用户数量从 2020 年 47 个增加至 2024 年 161 个，CAGR 达 36.0%，标杆用户平均收入从 2020 年 12.3 百万元增加至 2024 年 19.1 百万元，CAGR 达 11.6%，公司不断扩大客户基础，实现更大范围行业纵深覆盖，加速渗透标杆用户市场，实现标杆用户量价齐升有力驱动营业收入增长；净收入增长率（NEDR）保持较高水平，体现公司客户粘度及付费意愿良好，客户留存率及客户满意度高，有利于未来收入持续性增长；2025 年中期标杆用户数量达 90 个，相比去年同期增加 4 个，标杆用户平均收入达 17.9 百万元，同比增长 56.6%，体现第四范式先知 AI 平台正成为企业 AI 生产力基础设施。

图表 27 第四范式 2020-2025H1 标杆用户数量及同比增长

图表 28 第四范式 2020-2025H1 标杆用户平均收入、同比增长情况及净收入增长率（NEDR）



资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

*注：净收入增长率（NEDR）反映公司客户粘度及付费意愿，例如 2023 年 NEDR 中分母是 2022 年标杆用户群收入贡献，分子是 2023 年留存的标杆用户在该年度产生的收入

费用端：高研发投入打造先知 AI 平台核心竞争力，研发费用率趋于稳定，销售费用、管理费用及费用率持续回落，费用结构逐渐优化。

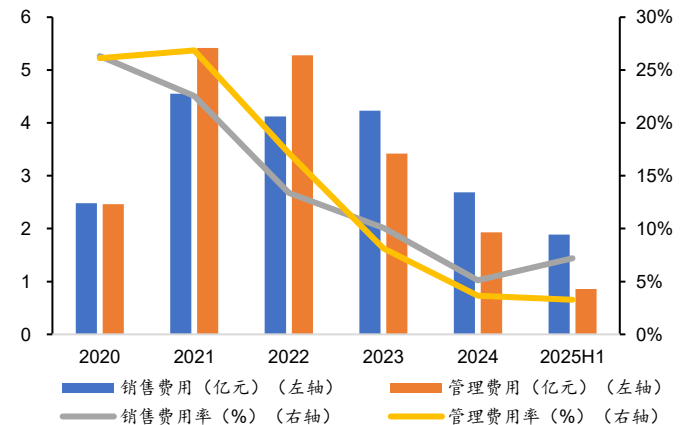
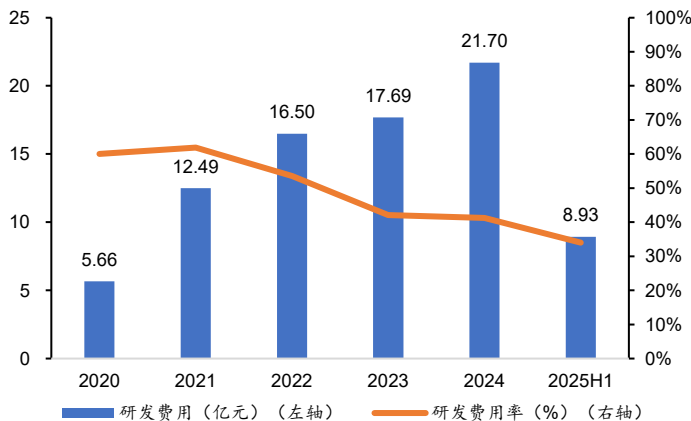
研发费用：公司保持高研发费用投入，持续投资于解决方案及技术的开发及提升，研发费用自 2020 年 5.66 亿元增长至 2024 年 21.70 亿元，CAGR 达 39.9% 呈高速增长趋势，2024 年研发费用同比增长 22.7%，主要原因是与研发相关的云服务及相关技术服务费增加，由于营收高速增长研发费用率逐渐回稳，从 2020 年 60.1% 回落至 2024 年 41.3%，有利于优化费用结构；2025 年中期研发费用 8.93 亿元，同比增加 5.1%，聚焦提升行业场景落地能力、产品性能、AI 生成式软件开发技术以及开源机器学习等关键前沿技术，研发费用率进一步 34.13%，费用结构优化。

销售费用：销售费用从 2020 年 2.48 亿元增长至 2021 年 4.55 亿元，同比增长 83.6%，主要原因是公司在这一期间持续提升品牌知名度并投资现有客户及吸引新客户，提高销售人员薪酬并增加广告投放支出，2022 年起销售费用逐渐回落，2024 年回落至 1.93 亿元，主要原因是公司优化品牌推广策略，满足品牌需求同时适当控制营销及品牌活动推广开支，因此销售费用率从 2020 年 26.3% 下降至 2024 年 5.1%；2025 年中期销售费用 1.89 亿元，销售费用率 7.2%，主要由于公司加大广告投入。

管理费用：管理费用从 2020 年 2.46 亿元增长至 2021 年 5.42 亿元，同比增长 119.8%，主要原因是公司增加员工福利开支以及股份支付薪酬，2022 年起管理费用逐渐回落，2024 年回落至 1.93 亿元，主要原因是上市费用相关开支减少，因此管理费用率从 2020 年 26.1% 下降至 2024 年 3.7%；2025 年中期管理费用 0.86 亿元，管理费用率下降至 3.3%，管理费用进一步优化。

图表 29 第四范式 2020-2025H1 研发费用及研发费用率

图表 30 第四范式 2020-2025H1 销售费用及销售费用率、管理费用及管理费用率



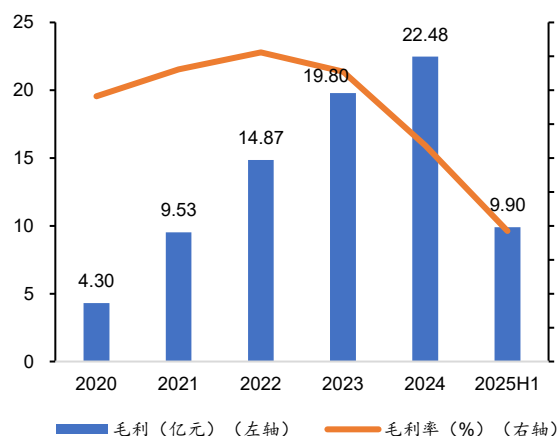
资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

毛利及毛利率：毛利水平持续上升，新行业新用户布局及产品结构变化引起毛利率回落，2024 年毛利率 42.7%，2025 年中期毛利率 37.7%。公司毛利从 2020 年 4.30 亿元增长至 2024 年 22.48 亿元，CAGR 达 51.2%，毛利率 2020-2022 年持续上升，2022 年达 48.2%，主要原因是毛利率较高的软件许可业务收入贡献增加，2023 年毛利率略降至 47.1%，主要原因是公司业务持续渗透进新领域及新用户案例中，导致硬件和技术服务费占收入比例上升，2024 年毛利率回落至 42.7%，主要由公司产品结构变化引起，2025 年中期毛利 9.90 亿元，同比增长 25.4%，毛利率下降至 37.7%，主要由于客户需求推动硬件相关成本占比上升；分部来看，2020-2022

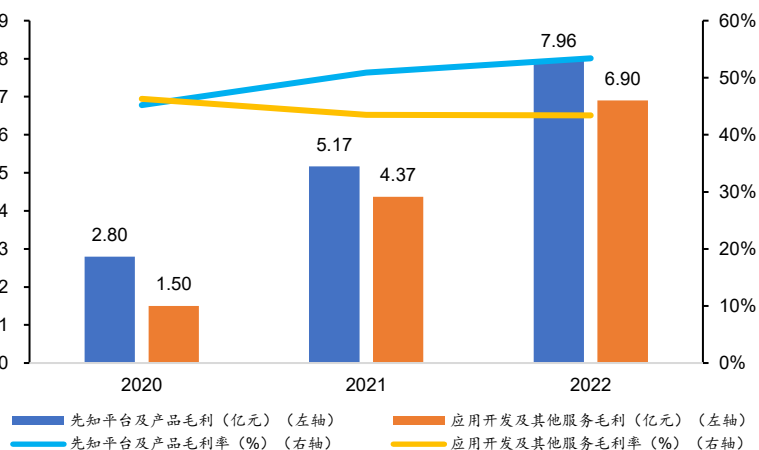
年先知平台及产品毛利及毛利率水平高于应用开发及其他服务毛利及毛利率，期间内两者毛利均上升，先知平台及产品毛利率从2020年45.2%上升至2022年53.4%，应用开发及其他服务毛利率趋于稳定，2022年达43.4%。

图表 31 第四范式 2020-2025H1 毛利及毛利率



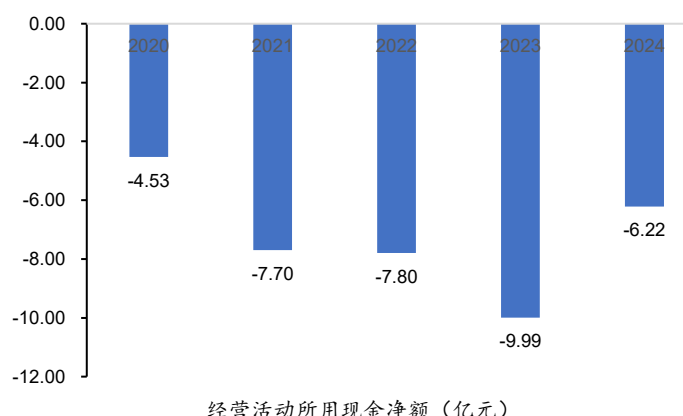
资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

图表 32 第四范式 2020-2022 年毛利及毛利率分部情况



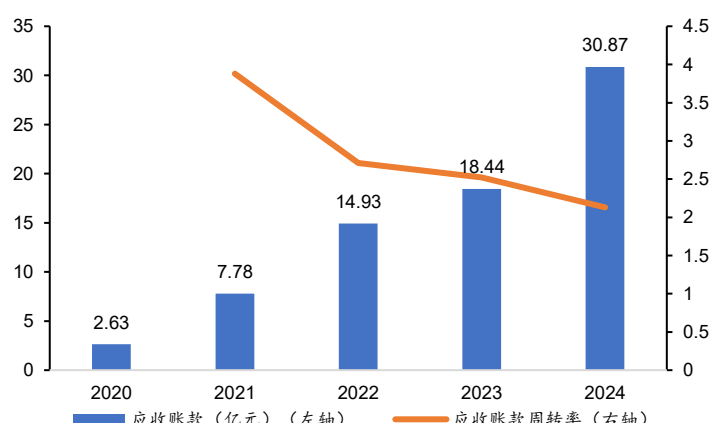
资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

图表 33 第四范式 2020-2024 年经营活动所用现金净额



资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

图表 34 第四范式 2020-2024 年应收账款及应收账款周转率



资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

2 决策类人工智能市场空间广阔，第四范式先发优势显著

2.1 中国人工智能行业市场分析

行业政策层面：近年来国家出台多项关于支持或规范人工智能行业建设的相关政策。从2021年9月科技部发布《新一代人工智能伦理规范》，对人工智能各类活动应当遵循的伦理规范进行相对系统性指引，促进人工智能行业健康发展，到2024年6月工业和信息化部等四部门发布《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南（2024版）》，对2026年人工智能产业高质量发展标准体系提出展望，提升标准与

产业科技创新的联动水平，同时新制定国家标准和行业标准 50 项以上，并参与制定国际标准 20 项以上，助力人工智能产业全球化发展。

2025 年 8 月 26 日，国务院发布《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，聚焦“人工智能+”行动，推动人工智能与社会各行业各领域广泛深度融合，以科技、产业、消费、民生、治理、全球合作等领域为重点，加快培育发展新质生产力。计划到 **2027 年**率先实现人工智能与 **6 大重点领域**广泛深度融合，新一代智能终端、智能体应用等普及率超 **70%**，到 **2030 年**普及率超 **90%**，到 **2035 年**全面步入智能经济和智能社会发展新阶段。

图表 35 近年来中国人工智能行业相关国家政策汇总

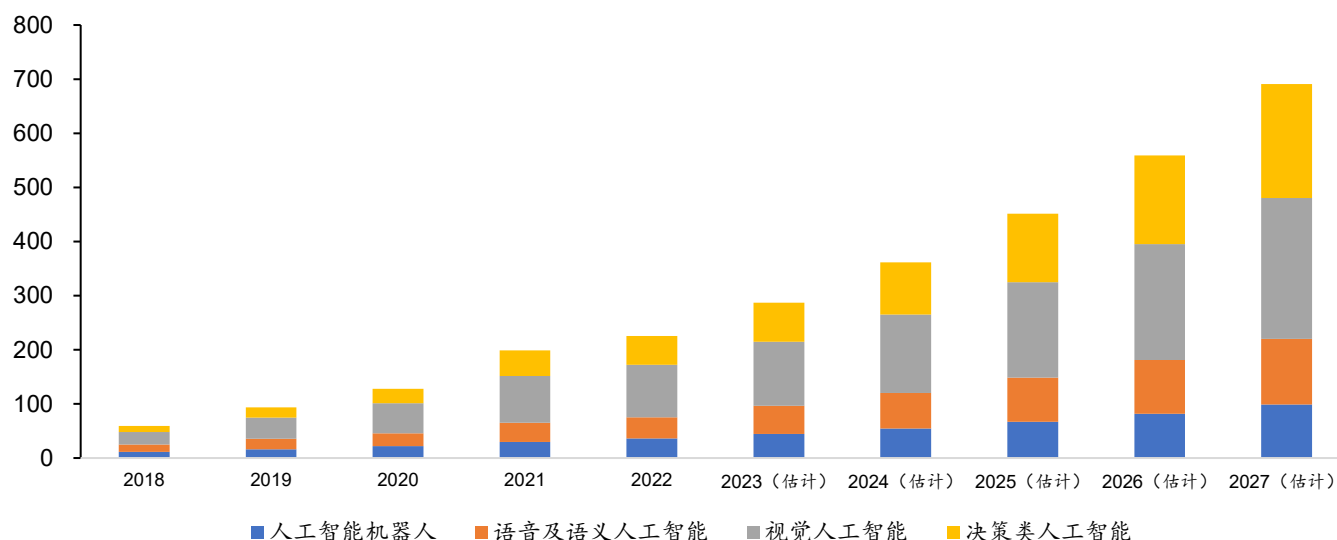
时间	国家部门	政策名称	核心要点
2025 年 8 月	国务院	《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》	1. “人工智能+“科学技术、产业发展、消费提质、民生福祉、治理能力、全球合作； 2. 强化基础支撑能力：提升模型基础能力、加强数据供给创新、强化智能算力统筹、优化应用发展环境、促进开源生态繁荣、加强人才队伍建设、强化政策法规保障、提升安全能力水平。
2024 年 6 月	工业和信息化部等四部门	《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南（2024 版）》	到 2026 年，标准与产业科技创新的联动水平持续提升，新制定国家标准和行业标准 50 项以上，引领人工智能产业高质量发展的标准体系加快形成。开展标准宣贯和实施推广的企业超过 1000 家，标准服务企业创新发展的成效更加凸显。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。
2024 年 1 月	工业和信息化部等七部门	《工业和信息化部等七部门关于推动未来产业创新发展的实施意见》	到 2025 年，未来产业技术创新、产业培育、安全治理等全面发展，建设一批未来产业孵化器和先导区，突破百项前沿关键技术。到 2027 年，未来产业综合实力显著提升，部分领域实现全球引领。关键核心技术取得重大突破，一批新技术、新产品、新业态、新模式得到普遍应用，成为世界未来产业重要策源地。
2023 年 7 月	国家网信办等七部门	《生成式人工智能服务管理暂行办法》	提出国家坚持发展和安全并重、促进创新和依法治理相结合的原则，采取有效措施鼓励生成式人工智能创新发展，对生成式人工智能服务实行包容审慎和分类分级监管，明确了提供和使用生成式人工智能服务总体要求。
2022 年 8 月	科技部	《科技部关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》	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，首批支持建设十个示范应用场景：智慧农场、智能港口、智能矿山、智能工厂、智慧家居、智能教育、自动驾驶、智能诊疗、智慧法院、智能供应链。
2022 年 7 月	科技部、教育部、工业和信息化部、交通运输部、农业农村部、国家卫生健康委	《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》	场景创新是以新技术的创造性应用为导向，以供需联动为路径，实现新技术迭代升级和产业快速增长的过程。着力打造人工智能重大场景包括围绕高端高效智能经济培育、安全便捷智能社会建设、高水平科研活动、国家重大活动和重大工程，同时提高人工智能场景创新能力、推动人工智能场景开放。
2021 年 9 月	科技部	《新一代人工智能伦理规范》	人工智能各类活动应遵循以下基本伦理规范：1) 增进人类福祉，坚持以人为本，遵循人类共同价值观；2) 促进公平公正，坚持普惠性和包容性，切实保护各相关主体合法权益；3) 保护隐私安全，充分尊重个人信息知情、同意等权利；4) 确保可控可信；保障人类拥有充分自主决策权；5) 强化责任担当，坚持人类是最终责任主体，明确利益相关者的责任，全面增强责任意识；6) 提升伦理素养，积极学习和普及人工智能伦理知识，客观认识伦理问题。

资料来源：工业和信息化部官网、中国网信网、科技部官网、国务院官网，华安证券研究所

应用领域和市场规模层面：中国人工智能市场规模高速扩张，决策类人工智能预计未来增长最快。中国人工智能行业可按照应用领域分为四大类别，决策人工智能、视觉人工智能、语音及语义人工智能和人工智能机器人。**1) 决策人工智能：**识别数据中隐藏规律，指导基于数据洞察的决策过程，并解决核心业务运营密切的问题，应用场景包括智慧营销、风险管理、供应链管理；**2) 视觉人工智能：**基于视觉数据识别、追踪和测量物体，将信息转化为洞察和判断，应用场景包括智能门禁、公共安全监控、光学字符识别；**3) 语音及语义人工智能：**与人类识别、生成和交换语音、文本等语言信息，在某些重复沟通场景中节省人力，应用场景包括智能客服、智慧转录、交互式语音应答；**4) 人工智能机器人：**代替人类执行某些重复性高或危险的任务，应用场景包括工业机器人、自动导引车、手术机器人。

根据灼识咨询报告显示，2022 年中国人工智能支出达 2255 亿元人民币，预计 2027 年将增长至 6910 亿元人民币，CAGR 为 25.1%，其中决策人工智能有望成为增长最快的类别，2022 年中国决策人工智能市场支出规模为 532 亿人民币，预计 2027 年增长至 2104 亿元人民币，CAGR 为 31.7%。

图表 36 2018（实际）-2027 年（估计）按类别划分的中国人工智能行业市场规模（单位：人民币十亿元）



资料来源：灼识咨询报告，招股说明书，华安证券研究所

2.2 中国决策类人工智能市场分析

决策类人工智能平台与单点解决方案为中心的决策类人工智能解决方案与单点解决方案有所不同，除了提供人工智能应用和基本计算基础设施外，还能终端用户提供人工智能开发平台，为用户提供统一开发标准、高兼容性并能根据实际需求灵活扩展应用。

图表 37 决策类人工智能平台与单点解决方案方式的比较

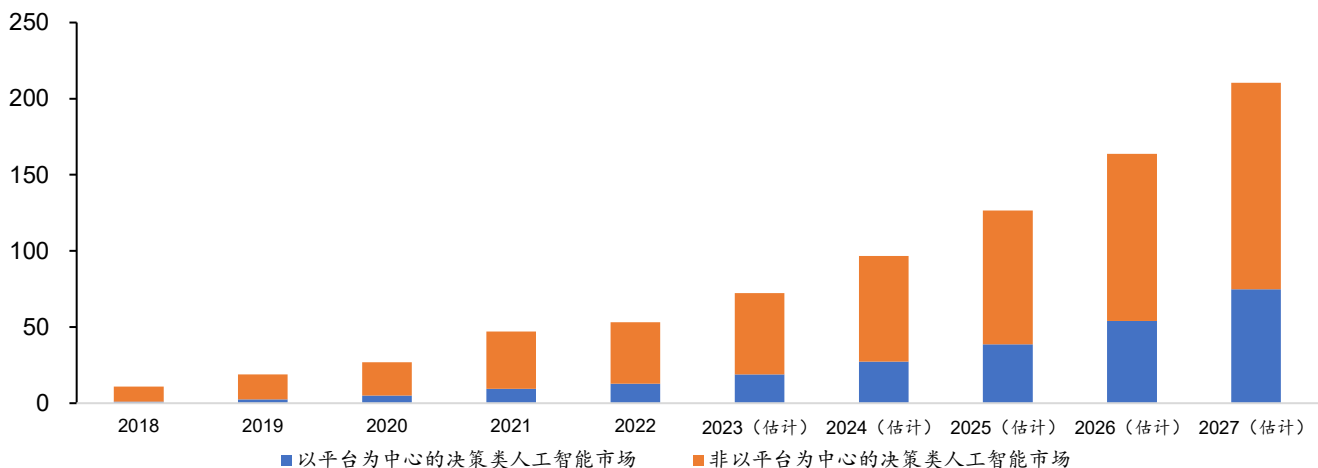
指标	决策类人工智能平台	单点解决方案
灵活性及可扩展性	能灵活根据需求开发人工智能模型；模组和应用可迁移及复制至相似/相邻的情景。	大多数单点解决方案为固定一次性交付品；难以满足需要在原有解决方案上进行扩展的额外定制化需求。
数据兼容性及人工智	可于平台上整合不同数据来源并统一定义，以	每个特定工作流程一般由不同供应商提供并只包

能应用	消除数据不一致和信息孤岛；应用可以兼容开发环境及规则。	含用户整个数据集的一部分——可能会于以分散的数据环境中产生新的数据孤岛；需进行连接以相互操作，且应用可能在基本框架、数据标准、处理规则等方面有所不同。
人工智能应用管理	一般会预先提供可实现快速、方便的人工智能应用管理功能；预先内置一套为所有数据集和应用而设的统一安全模型。	需要额外的人工智能应用管理功能；额外部署一套可在各个独立应用中有效运作的安全模型可能需要更高成本。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

中国决策类人工智能市场规模：2018 年以平台为中心的决策类人工智能市场规模 10 亿人民币，2022 年增长至 128 亿人民币，CAGR 达 87.7%，预计到 2027 年市场规模达 749 亿人民币，预计 CAGR 达 42.3%；非以平台为中心的决策类人工智能市场规模 2018 年 99 亿人民币，2022 年增长至 403 亿人民币，CAGR 达 42.2%，预计到 2027 年市场规模达 1355 亿人民币，预计 CAGR 达 27.4%；总体来看决策类人工智能市场规模从 2022 年 109 亿元增长至 2022 年 532 亿元，CAGR 达 48.6%，预计到 2027 年市场规模达 2104 亿人民币，预计 CAGR 达 31.7%。两者区别主要在于人工智能开发和部署以满足不断变化需求方面的潜力，包括更多人工智能应用场景中的扩展性和兼容性。

图表 38 2018（实际）-2027 年（估计）中国决策类人工智能市场规模（单位：人民币十亿元）



资料来源：灼识咨询报告，招股说明书，华安证券研究所

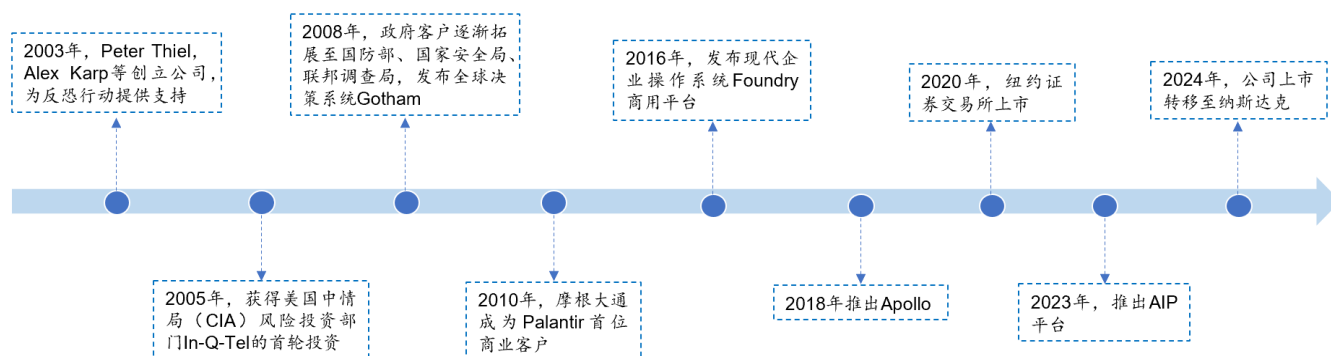
3 行业相关公司：Palantir

3.1 反恐军工行业起家，目前逐步拓展到政务、国防、金融、零售、航天等各行业

2003 年 Palantir 创立于美国科罗拉多州，起初旨在开发反恐行动软件，2010 年摩根大通成为首位商业用户，随后逐步拓展至政务、国防、金融、零售、航天等各行业。公司创始人 Peter Thiel, Alex Karp 以及其他毕业于斯坦福计算机系和来自 PayPal 计算机编程人才，科研实力突出。2005 年公司获得美国中情局 (CIA) 风险投资部门 In-Q-Tel 的首轮投资，CIA 成为公司唯一大客户；2008 年起，政府客户逐渐拓展至国防部、国家安全局、联邦调查局，发布全球决策系统 Gotham；2010

年，摩根大通成为 Palantir 首位商业客户，业务从军工政务拓展至商业领域；2016 年，发布现代企业操作系统 Foundry 商用平台；2018 年推出 Apollo；2020 年，纽约证券交易所上市；2023 年推出 AIP 平台；2024 年，公司上市转移至纳斯达克。

图表 39 Palantir 发展历程



资料来源：招股说明书，未来智库，华安证券研究所

3.2 四大旗舰平台构建大数据到 AI 产品矩阵

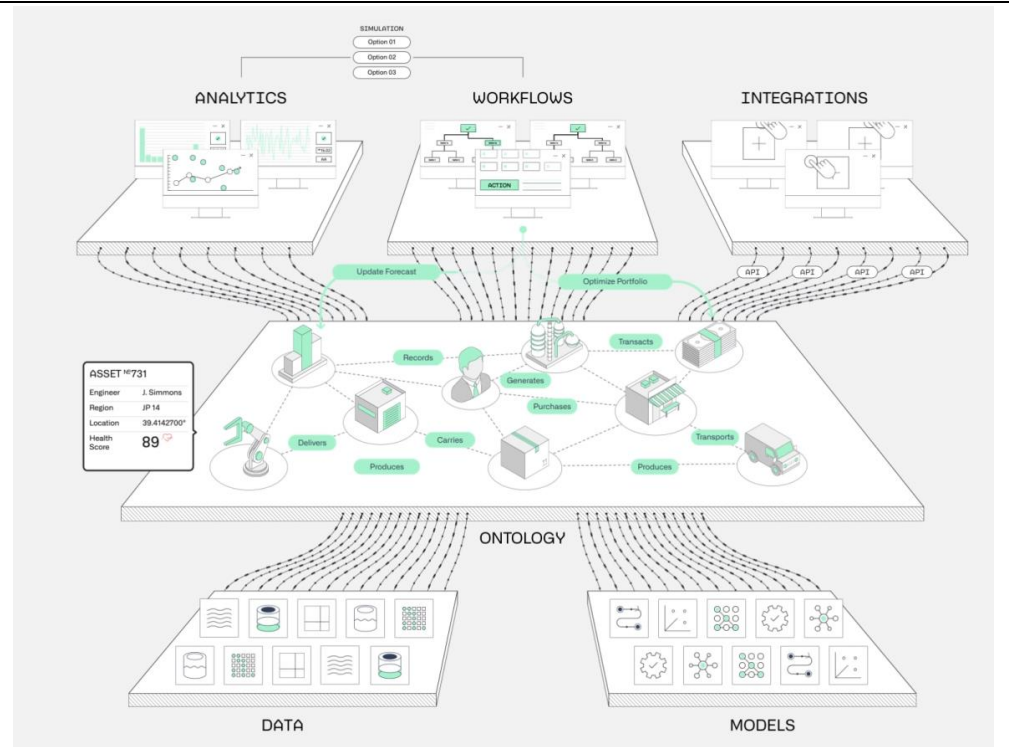
Palantir 聚焦开发国防安全与企业数据分析软件。目前公司已打造四大旗舰平台：Gotham、Foundry、Apollo 以及 Palantir 人工智能平台 AIP。1) **Gotham**：协助用户在海量机密与公开数据中挖掘深层模式，提升情报研判与反恐行动效率；2) **Foundry**：建立数据中央操作系统，重塑企业供应链、制造、金融等场景的运营流程，强化可视化与决策支持；3) **Apollo**：持续推送功能升级、安全修补和配置，确保任务关键系统全天候运转；4) **AIP**：让组织能在内部安全启用大型语言模型与生成式 AI，并落实人工智能治理与合规。

(1) **Gotham (军工、政府)**：最初为国防和情报部门政府特工建立，目前广泛用于政府职能，但也对商业客户提供服务，包括与欺诈有关的金融行业客户。核心能力包括赋能 AI 杀伤链 (Powering the Kill chain)、任务传感与执行装置 (Task sensors & effectors)、全域行动中心 (Ops Center anywhere)。

- **赋能 AI 杀伤链**：定位是通过 AI 驱动的杀伤链为士兵提供支持，有效整合目标识别与目标执行的配对流程，在现代战场环境中 Gotham 能够简化关键决策流程，操作人员的形势感知能力与任务效能得到提升。用户可以集中管理情报收集和识别，并利用共享和访问控制的通用情报、操作和目标画面来可视化战斗顺序。

(2) Foundry (商业): 通过将数据和模型集成到运营 workflow (workflows) 中而不断中断已建立的系统, 增强和扩展现有的数据基础设施。支持双向数据流, 允许在平台内生成的数据自动更新回企业系统; 通过详细的跟踪和精细的访问控制来实施强大的治理, 使其能够适应复杂、不断发展的企业战略, 同时保持数据完整性和合规性。目前 Foundry 已经助力企业在许多场景进行实践, 包括打造更安全的汽车、保障全球供应链安全、加速癌症研究等。

图表 43 Foundry 运行架构



资料来源: Palantir 官网 Foundry 产品演示, 华安证券研究所

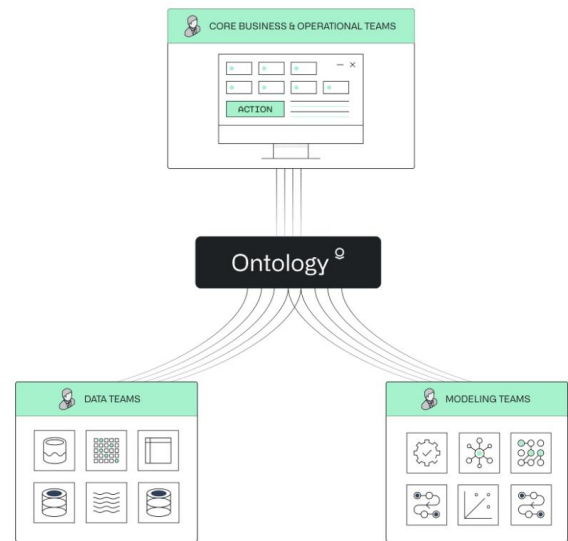
- **Foundry 核心优势是本体系统 (Ontology System)**, 能够整合企业业务中语义元素 (Semantic)、动能元素 (Kinetic) 和动态元素 (Dynamic), 帮助团队在复杂场景下协调决策流程、实现决策自动化。
Ontology 凭借能够表征企业对象、行为和流程的通用逻辑更快推进业务, 具体来看包括以下步骤:
 - 1) 激活数据和分析的能力:** 将数据与分析直接融入核心业务及运营团队的日常决策过程, 同时记录决策内容, 为持续学习提供支持;
 - 2) 全面升级协作能力:** 实现数据团队、分析团队与运营团队之间的实时协作, 将决策流程整合到统一的逻辑层中, 在情况变化时实施有效行动;
 - 3) 最佳构建方式:** 在具备可扩展性的架构上构建由人工智能驱动的工作流——可复用源自 Ontology 的多模态对象、行为与流程;
 - 4) 杜绝重复:** 整合企业架构中的数据与模型, 无需复制基础资产及破坏现有事实来源。

图表 44 Foundry Ontology 整合语义、动能和动态元素



资料来源: Palantir 官网, 华安证券研究所

图表 45 Foundry Ontology 推进业务协作步骤



资料来源: Palantir 官网, 华安证券研究所

- **应用端:** Foundry 目前已在资产管理 (Asset Management)、生态系统 (Ecosystems)、供应链 (Supply Chain)、工程制造 (Engineering & Manufacturing)、医疗服务 (Healthcare Delivery)、金融服务与风险管理 (Financial Services & Risk Management) 等领域获取到众多高价值客户并提供有效服务。

图表 46 Foundry 主要应用场景及相关案例

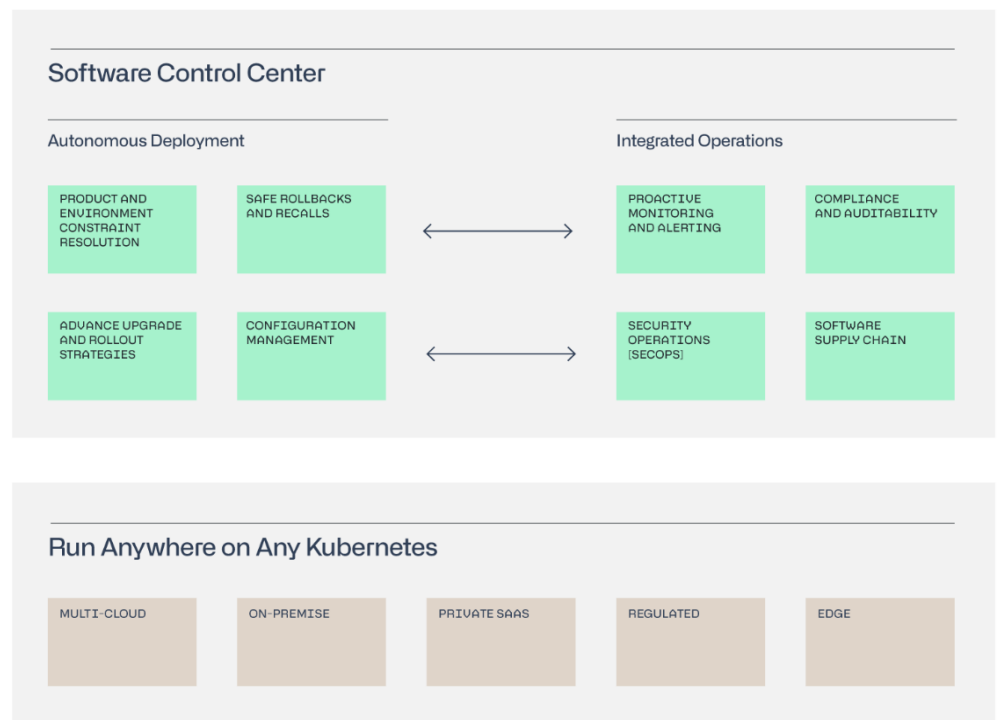


资料来源: Palantir Foundry 官网, 华安证券研究所

(3) **Apollo**: 是一个全面的 DevOps 平台 (开发与运维), 用于管理不同环境中的软件部署, 并自动执行持续集成和交付流程; 简化了部署管道, 支持在本地、云和混合设置中快速交付功能并实现稳定的性能。

- **软件控制中心 (Software Control Center)**: 用户全面了解、控制整个部署环境, **Apollo Auto - discovery Agent** 数小时内了解软件环境, 包括软件位置、版本、活跃度、就绪情况等信息; **实时软件目录 (Live Software Catalog)** 实现全面可见性, 包括所有可用软件、元数据和最新版本的实时软件清单; 大规模提供新功能和更新, 准确了解所有环境中发生的情况。
- **随处运行 (Run Anywhere)**: 随时随地与开发人员和运营团队会面, 并且可以灵活映射到任何部署环境; 与现有 DevSecOps 工具链集成, 组织可以专注于提高速度。

图表 47 Apollo 主要架构



资料来源: Palantir Apollo 官网, 华安证券研究所

(4) **AIP (Artificial Intelligence Platform)**: 核心理念是构建 AI 操作系统(AIOS), 将 GPT-4 等多种大语言模型 (LLM) 集成到客户的私有网络中, 提供私域数据的 AI 平台, 并驱动工具和相关决策调用。AIP 提供平台和工作流构建器, 创建、部署和管理 AI 应用程序, 不是简单集成聊天, 而是让开发人员能够将应用程序中的 AI 转化为代理和自动化。

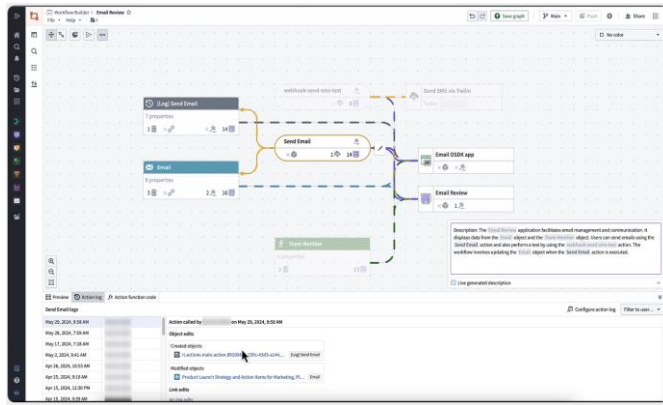
图表 48 Palantir AIP 产品能力

能力	主要功能
AI APP	- AI 审查警报并自动提出解决方案; - 人工操作员审查提案, 批准 AI 建议的解决方案; - 查看底层逻辑;
Action-Driven Logic 行动驱动逻辑	- 为 AI 工具提供如何完成任务的指导; - 使 AI 能够提出并执行实际行动;

Automation 自动化	查看关联的自动化流程;
	- 操作员对自动化的执行规则和历史具备可见性; - 操作员持续参与对 AI 提议行动的审批环节 - 查看由此自动化触发的逻辑。

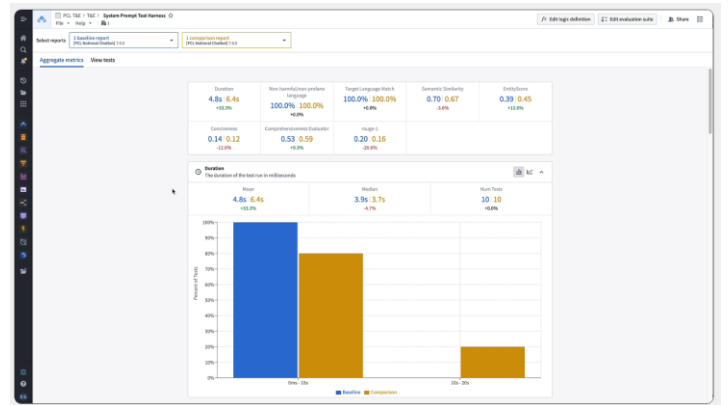
资料来源: Palantir AIP 官网, 华安证券研究所

图表 49 AIP 工作流构建器 (Workflow Builder)



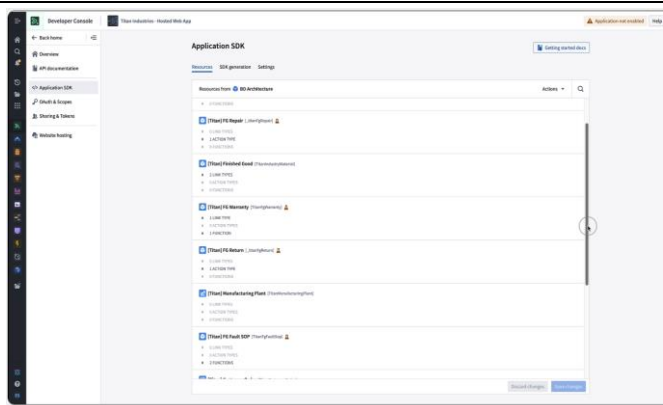
资料来源: Palantir 官网 AIP 产品演示, 华安证券研究所

图表 50 AIP 模型对比



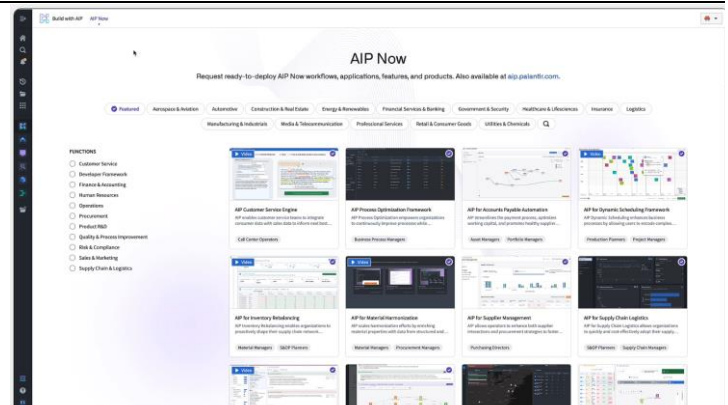
资料来源: Palantir 官网 AIP 产品演示, 华安证券研究所

图表 51 AIP Application SDK



资料来源: Palantir 官网 AIP 产品演示, 华安证券研究所

图表 52 AIP Now 产品页面



资料来源: Palantir 官网 AIP 产品演示, 华安证券研究所

具体来看, AIP 主要应用场景可分为以下:

- 为工作流构建器 (Workflow Builder) 设计:** 在 AI 工作流构建器中构建 AI apps、操作、Agent 应用。
 - AI 驱动数据管道 (Pipelines):** 将大型语言模型 (LLM) 集成到数据管道中并大规模运行, 内置错误处理、自动重试、输出模式保障等工具;
 - AI 驱动逻辑构建:** 构建、测试并发布功能丰富的人工智能驱动型函数;
 - 工作流可视化 (Workflow visualization):** 自动识别能连接本体 Ontology 到应用端的物体、函数和行为, 理解实体之间关系;
 - 工作流监控 (Workflow monitoring):** 记录已执行的操作实现工作流的优化与故障排查 (debug workflows);
- 端到端评估工具助力 AI 驱动工作流生产:**
 - 调试逻辑 (Debug logic):** 对 AIP 逻辑函数和提示词进行调试和优化, 对于文本输出也确保 AI 功能达到生产质量级标准;
 - 模型对比:** 在函数上对比不同 AI 模型性能表现, 实现成本与性能双重优化;
 - 持续监控性能:** 自定义 AI 性能基准进行持

续度量，结果会同步至指标仪表盘供查看；

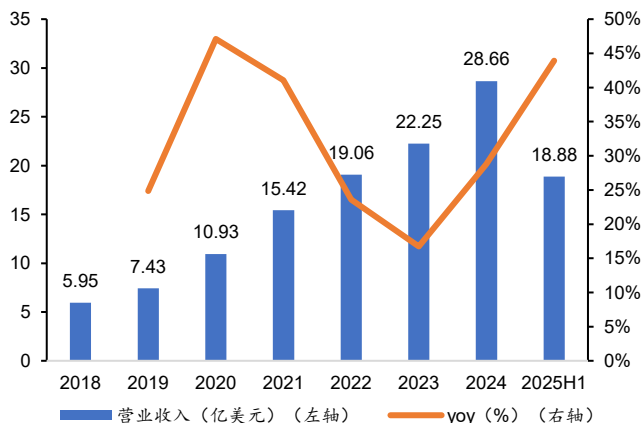
- **本体软件开发工具包 (Ontology SDK): 1) 用业务语言构建 AI apps:** 基于统一、以决策为核心的企业模型开发 AI 应用，模型包含高保真度对象、逻辑与操作；**2) 从集成开发环境 (IDE) 中使用工具包 (Ontology SDK):** 让开发者能在适应的集成开发环境（如 VS Code）中，使用工具包进行 AI 应用开发；**3) 最大化复用能力 (Maximize reusability):** AI 应用构建成本降至趋近于 0；
- **探索智能解决方案和应用示例: 1) AIP Now:** 不断扩充“开箱即用”型 AI 产品及智能工作流；**2) Build with AIP:** 获取平台内持续丰富的入门套件、模板及其他可安装的工作流基础组件，支持用户即刻启动开发并根据定制化需求调整；**3) Learn AIP:** 探索整理好的例子、教程及学习资源，提速增效构建流程。

3.3 Palantir 政企业务收入同步上升，已实现利润兑现

收入端: Palantir 营业收入从 2018 年 5.95 亿美元增长至 2024 年 28.66 亿美元，CAGR 达 30.0%，2025H1 营业收入 18.88 亿美元，同比增长 43.9%，期间推出 Apollo 和 AIP 产品驱动营业收入高速增长。具体来看，2024 年收入大幅超预期核心驱动因素包括 **1) AI 商业需求爆发:** Palantir AIP 平台实现规模化应用，覆盖医疗、汽车等行业，商业用户收入增长迅速，企业端对 AI 需求逐渐增加；**2) 政府业务与战略合作深化:** 长期为美国政府、军方提供数据分析支持，通过 AI 辅助军事决策，与微软等巨头合作进一步巩固政府及企业端市场地位；**3) 低成本算力与 AI 行业趋势红利:** Palantir AI 训练成本显著下降推动利润率上升，全球 AI 应用发展潮流持续存在，Palantir 作为“AI+数据分析”领域头部企业受益于 AI 行业趋势红利。

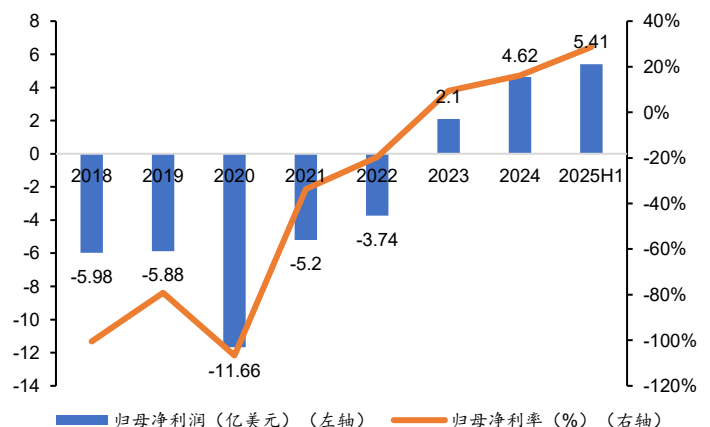
利润端: Palantir 归母净利润从 2018 年 -5.98 亿美元增长至 2024 年 4.62 亿美元，2023 年实现扭亏为盈达 2.1 亿美元并持续增长，2025 年中期归母净利润达 5.41 亿美元，同比增长 125.4%（2024 年同期为 2.4 亿美元），归母净利率从 2023 年 9.4%，2024 和 2025 年中期分别达 16.1%、28.7%，归母净利率水平持续上升。

图表 53 Palantir 2018-2025H1 营业收入及同比增长情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 54 Palantir 2018-2025H1 归母净利润及归母净利率



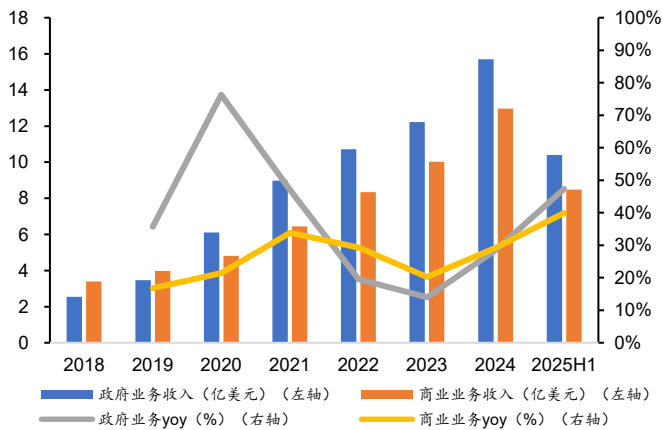
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

分部收入来看: 政府业务收入从 2018 年 2.55 亿美元增长至 2024 年 15.70 亿美元，CAGR 达 35.4%，商业业务收入从 2018 年 3.40 亿美元增长至 2024 年 12.96

亿美元, CAGR 达 25.0%, 2025 年中期政府业务收入 10.40 亿美元, 同比增长 47.3% (2024 年同期为 7.06 亿美元), 商业业务收入 8.48 亿美元, 同比增长 39.9% (2024 年同期为 6.06 亿美元), 政府及商业业务收入呈现高速同步增长趋势。

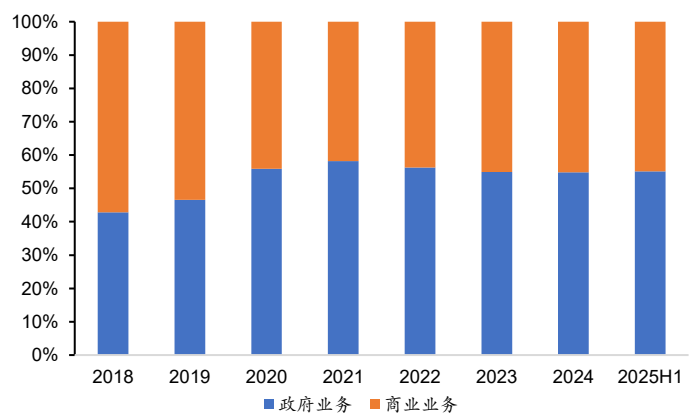
边际变化来看: 7 月美国陆军授予 Palantir 100 亿美元企业协议, 旨在巩固并扩大其在人工智能、数据整合和数字战场等多个国防项目中的作用, 合同将持续到 2035 年 7 月 31 日, 合同范围涵盖将人工智能融入任务规划、后勤保障、情报分析和战术行动。

图表 55 Palantir 2018-2025H1 政府和商业业务收入及同比增长情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 56 Palantir 2018-2025H1 政府和商业业务收入结构



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

第四范式坚持对 AI 技术创新投入, 持续推动 AI 技术探索及商业化进程。2025 年以来, 公司聚焦“AI Agent+世界模型”核心技术路径, 以先知 AI 平台技术能力迭代为核心, 涵盖 Agent 开发工具链、智能体框架、AI 应用矩阵、算力及模型资源调度等领域, 致力于打造能够驱动企业从 AI 中全面获利的基础设施平台, 为客户提供新质生产力解决方案。我们预计 2025/2026/2027 年公司营业收入为 70.72/93.43/123.81 亿元, 同比增长 34.4%/32.1%/32.5%。

先知 AI 平台业务作为公司核心业务板块, 将成为驱动营业收入增长关键因素。公司致力于将先知 AI 平台打造为企业 AI 时代核心生产力的基础设施, 深度融入企业运营过程中, 成为驱动业务增长的底层动能。2025 年中期先知 AI 平台继续迎来全面升级, 从底层算力平台、提供企业级特性的 AIOS 操作系统到顶层全套软件 SageSuite, 提供全方位、高效率及高性价比的 AI 数字化转型基础设施, 为企业客户打造全新 AI 生产力体系。我们预计 2025/2026/2027 年先知 AI 平台业务收入为 57.39/78.84/107.51 亿元, 同比增长 56.1%/37.4%/36.4%。

SHIFT 智能解决方案业务作为先知 AI 业务在解决方案端的延伸, 随着第四范式先知 AI 平台持续迭代和能力提升, 用户在传统优势应用场景下的数字化转型需求由先知 AI 平台实现, 未来 SHIFT 智能解决方案业务将更多渗透新行业应用场景, 根据 2025 中期业绩 SHIFT 智能解决方案收入同比下降 18.1%, 预计今年收入有所

下降，后续年度实现增长。我们预计 2025/2026/2027 年 SHIFT 智能解决方案业务收入 8.48/9.06/9.88 亿元，同比增长-17.1%/6.9%/9.1%。

式说 AIGS 服务业务为核心业务“先知 AI 平台”提供高效开发工具和服务，受 AI 先知平台战略扩张影响，2025 年中期式说 AIGS 单独作为一类服务收入有所下滑，收入同比下降 34.8%，公司将坚持迭代并优化基于生成式 AI 的辅助编程工具 AIGS Code X 产品，面向企业研发全流程，致力于降低编程门槛并提升研发效率，预计今年收入有所下降，后续年度实现增长。我们预计 2025/2026/2027 年式说 AIGS 服务业务收入 4.86/5.53/6.41 亿元，同比增长-13.7%/13.9%/15.9%。

图表 57 第四范式收入拆分及预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
先知AI平台	1,492	2,506	3,676	5,739	7,884	10,751
%yoy	47.05%	67.96%	46.70%	56.12%	37.37%	36.38%
SHIFT智能解决方案	1,194	1,283	1,022	848	906	988
%yoy		7.45%	-20.31%	-17.07%	6.89%	9.08%
式说AIGS服务	397	416	563	486	553	641
%yoy		4.74%	35.38%	-13.65%	13.89%	15.93%
营业收入合计	3,083	4,204	5,261	7,072	9,343	12,381
%yoy		36.38%	25.13%	34.44%	32.11%	32.52%

资料来源：公司财报，华安证券研究所测算

4.2 可比公司估值

我们采用可比公司 P/S 估值法进行估值，选取国内 AI 公司创新奇智、商汤-W，选取美股 AI 公司 Salesforce、Palantir、Microsoft 作为可比公司，采用彭博一致预期。2025/2026/2027 年国内 AI 公司对应 P/S 平均值为 9.73x/7.72x/6.18x；美股 AI 公司对应 P/S 平均值为 38.31x/29.04x/22.18x。第四范式目前盈利预测对应 P/S 值为 4.11x/3.11x/2.35x，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 58 第四范式可比公司估值（日期：2025-09-12）

代码	公司名称	货币	市值（亿）	收入（亿）			归母净利润（亿）			PS		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
6682.HK	第四范式	CNY	290.70	70.72	93.43	123.81	0.34	1.88	4.99	4.11	3.11	2.35
国内AI公司												
02121.HK	创新奇智	CNY	40.43	14.54	17.37	20.57	-2.22	-1.50	-2.89	2.78	2.33	1.97
00020.HK	商汤-W	CNY	800.31	47.96	61.08	77.00	-24.48	-10.99	-4.24	16.69	13.10	10.39
平均值										9.73	7.72	6.18
美股AI公司												
CRM.US	Salesforce	USD	2,311.08	412.45	449.40	492.02	109.77	123.35	139.85	5.60	5.14	4.70
PLTR.US	Palantir	USD	4,066.91	41.69	56.71	76.84	11.34	15.20	23.29	97.55	71.71	52.93
MSFT.US	Microsoft	USD	37,901.72	3,219.75	3,688.74	4,248.61	1,157.80	1,349.28	1,581.50	11.77	10.27	8.92
平均值										38.31	29.04	22.18

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所 注：可比公司盈利预测来自彭博一致预期

风险提示：

AI 技术发展不及预期风险，AI 商业化落地不及预期风险，AI 产品不及预期风险，市场 AI 需求不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	5,690	7,545	8,529	10,289					
现金	859	1,867	2,256	2,678					
存货	172	294	398	651					
应收账款	3,086	3,814	4,310	5,400					
其他流动资产	1,574	1,570	1,565	1,559					
非流动资产	1,897	1,885	1,875	1,873					
固定资产	35	31	30	33					
无形资产	190	184	179	173					
其他非流动资产	1,673	1,669	1,667	1,666					
资产总计	7,588	9,429	10,404	12,162					
流动负债	2,498	3,350	3,946	5,100					
应付账款	2,183	2,939	3,515	4,599					
其他应付款	95	109	124	142					
借款	6	11	18	28					
其他流动负债	214	292	289	331					
非流动负债	19	20	20	21					
租赁负债	11	12	13	13					
其他非流动负债	8	8	8	8					
负债总计	2,517	3,370	3,966	5,121					
权益总计	5,071	6,059	6,438	7,041					
权益及负债总计	7,588	9,429	10,404	12,162					

现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	-292	46	187	498					
折旧与摊销	62	63	65	71					
营运资金变动及其他	-391	-81	-9	-242					
经营活动净流量	-622	28	243	327					
资本支出	-28	13	9	2					
投资资金变动及其他	-446	83	2	48					
投资活动净流量	-474	96	12	51					
借款增加	-20	5	7	10					
融资资金变动及其他	-11	958	164	55					
融资活动净流量	-31	963	171	65					
现金净增加额									
年末现金及现金等价物	859	1,867	2,256	2,678					

利润表					单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	5,261	7,072	9,343	12,381					
营业成本	3,016	4,302	5,808	7,870					
毛利润	2,245	2,770	3,535	4,511					
销售费用	269	344	402	475					
管理费用	193	170	188	209					
研发费用	2,170	2,330	2,726	3,244					
其他经营损益	-32	-67	65	111					
经营损益	-355	-7	153	472					
权益投资损益	19	-13	-17	-17					
利息损益	46	45	49	49					
税前损益	-290	25	184	504					
所得税	-6	4	5	7					
净利润	-296	29	189	511					
少数股东损益	-27	-5	1	11					
归母净利润	-269	34	188	499					
EBIT (百万元)	-355	-70	212	632					
EBIDA (百万元)	-293	14	282	663					
EPS (元)	-0.58	0.07	0.39	1.05					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5,261	7,072	9,343	12,381
净利润	-296	29	189	511
获利能力				
毛利率	42.67%	39.16%	37.83%	36.43%
净利率	-5.63%	0.41%	2.03%	4.13%
ROE	-5.72%	0.41%	2.86%	7.16%
ROIC	-8.49%	0.57%	3.84%	9.34%
偿债能力				
资产负债率	0.33	0.36	0.38	0.42
流动比率	2.28	2.25	2.16	2.02
速动比率	2.21	2.16	2.06	1.89
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.83	0.94	1.10
应收账款周转率	2.13	2.05	2.30	2.55
应付账款周转率	1.87	1.68	1.80	1.94
每股指标 (元)				
每股收益	-0.58	0.07	0.39	1.05
估值比率				
P/E	-98.12	857.24	154.28	58.21
P/B	5.73	4.80	4.52	4.13
P/S	5.53	4.11	3.11	2.35

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

联系人：刘政，美国约翰霍普金斯大学经济学硕士，主要覆盖港美股科技、软件、AI 大模型、AI 产业链等领域，2025 年加入华安证券研究所。执业证书编号：S0010125070006

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。