

2025年10月21日
滴普科技 (1384.HK)

SDICS

IPO 点评

证券研究报告

软件与互联网

滴普科技 IPO 点评

公司概况

18C特专科技公司, 企业级大模型AI应用解决方案提供商:公司成立于2018年, 主要业务为企业级大模型AI应用解决方案, 采用项目制服务模式, 核心产品包括: 1) FastData方案: 基于FastData Foil数据融合平台, 对客户业务数据进行结构化处理, 输出标准可用数据, 也为模型训练做铺垫。2) FastAGI方案(2023年12月开始商业化), 基于Deepexi大模型平台, 该模型基于Qwen/Deepseek等开源基座模型, 结合客户业务数据, 通过监督微调及强化学习, 协助客户决策及业务流程自动化。截至2025年6月, 公司累计服务企业客户数283名, 覆盖消费零售、制造、医疗、交通等多个行业, 公司业务逐步向FastAGI方案侧重。

财务表现:1H25收入为1.32亿元(图表1-2), 同比增118%, 对比2023年/2024年收入增速为28%/88%, 收入爆发式增长, 其中FastAGI方案收入7,300万元, 同比增191%, 占总收入比提升至55%, 该方案的单客户收入为270万元, 较FastData方案(170万元)高60%。1H25整体毛利为7,300万元, 毛利率55%, 两种方案的毛利率相当。销售/研发/行政费用占收入比为37%/44%/110%, 经调整净亏损为5,200万元, 同比收窄1,600万元, 对比2023年/2024年亏损1.9亿元/9,600万元。

行业状况及前景

企业级大模型人工智能应用前景广阔:公司业务处于企业级人工智能应用解决方案中的大模型应用赛道。据Frost & Sullivan数据, 预计2025年该市场的收入规模为554亿元, 其中15%/85%(84亿元/470亿元)为大模型/判别式人工智能应用, 预计大模型AI应用解决方案占比到2029年提升至22%以上, 对应规模为527亿元, 2025E-2029E CAGR为58%。海外市场方面, 预计企业级大模型AI应用解决方案市场的收入规模2025年为97亿美元, 同比增43%, 预计到2029年增至537亿美元, 对应2025E-2029E CAGR为53%。

看国内市场竞争格局,2024年公司在企业级大模型人工智能应用解决方案市场的市占率为4.2%, 份额第5, 对比Top4公司(我们据招股书信息推断依此为百度、科大讯飞、阿里巴巴、商汤)市占率为11.0%、9.7%、7.3%、6.9%。

优势与机遇

大模型下游行业需求爆发式增长趋势具备较高确定性; 企业级人工智能应用解决方案市场呈现由判别式AI应用到大模型AI应用转换趋势; 公司已沉淀消费零售、制造、医疗、交通等行业经验, 并验证业务模式的可拓展性。

弱项与风险

获客成本高, 留存率较低。1H25平均获客成本为115万元(当期销售费用/新增客户数), 对比2024年为124万元; 1H25/2024整体客户留存率为14.6%/26.8%, 处于较低水平, 或与技术迭代迅速有关。

招股信息

招股时间为2025年10月20日9点至10月23日中午12点, 上市交易时间为10月28日。

股份名称:	滴普科技
股份代码:	1384.HK
IPO 专用评级	5.8
— 评级基于以下标准, 最高10分	
1. 公司营运 (30%)	5
2. 行业前景 (30%)	7
3. 招股估值 (20%)	5
4. 市场情绪 (20%)	6
主要发售统计数字	
上市日期:	2025/10/28
发行价(港元)	26.66
发行股数, 绿鞋前(百万股)	26.63
— 香港公开发售: 占比	1.33; 5%
— 最高回拨后股数: 占比	5.33; 20%
发行后股本, 无绿鞋(百万股)	326.63
集资金额总额, 无绿鞋(亿港元)	7.10
— 香港公开发售部分	0.36
— 最高回拨后	1.42
发行后总市值, 绿鞋前(亿港元)	87.08
备考每股有形资产净值(港元)	-6.85
备考市净率(倍)	9.69
保荐人	中信证券、民银资本、国泰君安国际、浦银国际、交银国际
账簿管理人	中信证券、民银资本、国泰君安国际、浦银国际、交银国际
会计师	安永
资料来源: 公司招股书	

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

募集资金及用途

本次发行无基石投资人，无绿鞋机制，预计募资净额6.098亿港元。资金未来5年用途规划上，40%用于提升研发能力，30%用于扩大销售网络和客户群，15%用于海外业务拓展，5%用于潜在投资/并购机会，10%补充运营资金。

投资建议

招股价为26.66港元，预计发行后公司市值为87亿港元，对应1H24+1H25 12个月市销率为25.4倍，假设2H25收入增速与上半年一致，对应2025年预测市销率为15.1倍。作为对比（图表3），1）美股可比公司市销率均值25.3x/20.0x 1FY/2FY，其中Palantir 74.4x 2026E市销率；2）港+A股可比公司市销率均值7.5x/6.1x 1FY/2FY，其中商汤17.5x/13.8x 2025E/2026E市销率、第四范式3.6x/2.8x 2025E/2026E市销率；3）港股18C特专科技公司平均市销率37.1x/27.0x 2025E/2026E。我们观察公司业务所在赛道的海内外玩家有从判别式AI应用到大模型AI应用的转换趋势，大模型行业应用落地趋势确定，预计公司将逐步消化较高市销率估值。我们预计AI应用解决方案公司将会受益于中国基座模型能力升级，同时，长期维度看，出海业务具备一定竞争力。考虑行业前景、市场情绪、公司收入快速增长趋势及中长期业务潜力，给予IPO专用评分5.8分，建议申购。

公司财务概览

图表 1: 利润表: 1H25 收入同比增 118%, 经调整净亏损收窄至 5,200 万元

百万元, 财年截至12月31日	2022	2023	2024	1H24	2H24	1H25
收入	100	129	243	60	182	132
同比		28%	88%			118%
营业成本	-71	-77	-117	-28	-89	-59
毛利	30	52	126	33	93	73
毛利率	29%	40%	52%	54%	51%	55%
其他收入及收益净额	40.2	6.0	8.6	2.8	5.8	1.9
销售及营销开支	-120	-103	-89	-46	-43	-49
占收入比	120%	80%	37%	76%	24%	37%
行政开支	-85	-143	-49	-27	-23	-146
占收入比	84%	111%	20%	44%	12%	110%
研发开支	-94	-82	-81	-24	-57	-58
占收入比	94%	64%	34%	40%	31%	44%
金融及合约资产减值(亏损)/收益净额	-2.4	-5.5	-9.3	-6.2	-3.1	1.2
其他开支	-3.4	-4.6	-2.7	-1.6	-1.1	-2.3
财务成本	-1.0	-0.8	-0.4	-0.2	-0.1	-0.3
应占一家联营公司损益	2.7	0.0	-2.4	-0.2	-2.2	0.0
附有优先权的股份的金融负债公允价值变动	-422	-221	-1,155	-552	-603	-128
除税前亏损	-655	-503	-1,255	-621	-634	-308
所得税开支	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1
净亏损	-655	-503	-1,255	-621	-634	-308
净亏损率	-652%	-390%	-517%	-1026%	-348%	-233%
经调整净亏损	-224	-189	-96	-68	-28	-52
经调整净亏损率	-223%	-146%	-40%	-113%	-15%	-40%

资料来源: 招股书, 国证国际

图表 2：收入分部及经营数据表现

百万元，财年截至12月31日	2022	2023	2024	1H24	2H24	1H25
1 FastData企业级数据 智能解决方案	100	122	153	35	117	59
同比		22%	25%			67%
占比	100%	95%	63%	58%	64%	45%
客户数量（名）	56	70	80	25		35
单个客户平均收入（百万元）	1.8	1.7	1.9	1.4		1.7
同比		-2%	9%			19%
2 FastAGI企业级人工智能解决方案	-	7	90	25	65	73
同比			1280%			191%
占比		5%	37%	42%	36%	55%
客户数量（名）		2	20	7		27
单个客户平均收入（百万元）		3.3	4.5	3.6		2.7
同比			38%			-25%
毛利						
FastData企业级数据 智能解决方案	30	51	82	20	62	32
FastAGI企业级人工智能解决方案		1	44	13	31	40
毛利率						
FastData企业级数据 智能解决方案	29%	42%	54%	55%	53%	55%
FastAGI企业级人工智能解决方案		13%	49%	53%	48%	55%
按客户所在行业分						
消费零售	32	46	30	8	22	19
制造	27	42	123	34	89	70
医疗	7	2	4		4	5
交通	9	0	32	8	24	20
其他	26	39	54	10	44	18
合计	100	129	243	60	182	132
占比：						
消费零售	32%	36%	12%	13%	12%	14%
制造	27%	32%	51%	57%	49%	53%
医疗	7%	2%	2%	0%	2%	4%
交通	9%	0%	13%	14%	13%	15%
其他	25%	30%	22%	16%	24%	14%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%
按客户类型						
系统集成商	14	38	74	7	67	48
终端用户	86	91	169	53	116	84
合计	100	129	243	60	182	132
占比：						
系统集成商	14%	30%	30%	12%	36%	37%
终端用户	86%	70%	70%	88%	64%	63%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：招股书，国证国际

估值表

图表 3：估值参考

公司	股票代码	报表	交易	收盘价	最新市值	P/E		P/S		收入（报表货币，百 万）		净利润 （报表货币，百万）	
		货币	货币	(交易货币)	(十亿美元)	1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	1FY(YoY)	1FY	1FY(YoY)
美股相关公司													
Palantir	PLTR US	USD	USD	178	423	275.3	210.6	101.3	74.4	4,174	46%	1,677	67%
Salesforce	CRM US	USD	USD	243	231	21.4	19.2	5.6	5.1	41,249	9%	10,977	11%
CrowdStrike	CRWD US	USD	USD	485	122	131.9	101.6	25.4	20.8	4,785	21%	943	-5%
Monday.com	MNDY US	USD	USD	182	9	46.1	38.7	7.5	6.1	1,227	26%	212	16%
UiPath	PATH US	USD	USD	15	8	23.3	20.8	5.2	4.8	1,574	10%	362	20%
BigBear.ai	BBAI US	USD	USD	7	3	NA	NA	24.2	21.3	134	-16%	-345	-34%
C3.ai	AI US	USD	USD	18	2	NA	NA	8.2	7.3	300	-23%	-174	-232%
平均						99.6	78.2	25.3	20.0				
国内相关公司													
阿里巴巴	9988 HK	CNY	HKD	162	398	23.4	17.1	2.7	2.5	1,039,865	4%	118,342	-25%
百度	9888 HK	CNY	HKD	117	42	16.1	14.7	2.3	2.2	129,237	-3%	18,235	-32%
科大讯飞	002230 CH	CNY	CNY	51	17	124.3	87.5	4.3	3.6	27,703	19%	941	68%
商汤	20 HK	CNY	HKD	2	12	NA	NA	17.5	13.8	4,860	29%	-2,326	45%
第四方式	6682 HK	CNY	HKD	53	4	NA	83.3	3.6	2.8	6,912	31%	51	117%
星环信息	688031 CH	CNY	CNY	51	1	NA	NA	14.5	11.4	426	15%	-240	30%
平均						54.6	50.6	7.5	6.1				
180特专科技公司													
晶泰控股	2228 HK	CNY	HKD	12	6	NA	NA	62.4	47.2	730	174%	-164	89%
黑芝麻智能	2533 HK	CNY	HKD	21	2	NA	NA	15.0	8.8	805	70%	-1,222	-490%
越疆	2432 HK	CNY	HKD	50	2	NA	NA	33.7	24.9	509	36%	-58	39%
云迹科技	2670 HK	CNY	HKD	130	1	NA	NA	NA	NA				
平均						NA	NA	37.1	27.0				

资料来源：彭博，国证国际（注：港/A股截至2025年10月20日，美股截至2025年10月17日）

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010