# 第四范式（06682.HK）：AI平台龙头高增长，技术迭代驱动估值重塑

证券研究报告｜第四范式股票分析  
发布时间：2025-07-23  
分析师：AI Analyst

## 投资要点

**核心观点**：第四范式作为企业级AI平台领军者，通过先知AI平台构建核心技术壁垒，在金融、能源等领域形成差异化竞争优势。2024年营收同比增长25.1%至52.61亿元，亏损大幅收窄70.4%，订阅制收入占比突破10.7%，现金流结构持续优化。

**投资价值**：

1. 技术壁垒显著：拥有30+自主算法专利，AutoML技术矩阵连续三年入选Gartner代表厂商，迁移学习框架获KDD Cup冠军
2. 市场增长强劲：中国企业级AI市场规模2025年将突破550亿元，年复合增长率33.1%，金融领域渗透率达42%
3. 商业模式升级：先知AI平台收入占比69.9%且同比增长46.7%，订阅制模式改善现金流结构
4. 客户粘性突出：头部客户复购率91%，标杆案例覆盖工商银行智能风控（<5ms响应）、国家电网设备故障预测（误报率<0.3%）
5. 政策红利释放：国内首家通过欧盟GDPR认证的AI平台，受益数据安全法催生的隐私计算需求

**风险提示**：

1. 大客户集中风险：前五大客户收入占比超60%，金融行业预算变动直接影响营收稳定性
2. 现金流压力：项目实施周期6-12个月导致回款滞后，2023年经营现金流-3.5亿元
3. 估值溢价风险：当前PS 12倍显著高于同业，流动性不足可能放大波动

**投资建议**：基于PS-增速对标法给予8-10倍目标区间，对应目标价58-72港元。重点关注2024年Q4先知AI平台5.0发布带来的签约量提升机遇，建议技术迭代前逢低布局。

## 1. 人工智能平台领军者，核心技术构筑竞争壁垒

### 主营业务：AI平台驱动多元行业解决方案

第四范式构建以“先知AI平台”为核心的业务架构，2025年第一季度营收8.05亿元（同比+60.5%），占总收入74.8%。业务聚焦三大方向：

1. **先知AI平台**：提供AutoML驱动的模型开发平台，深度渗透金融信贷风控、能源电力优化场景
2. **SHIFT智能解决方案**：面向零售、制造等行业提供定制化AI转型方案
3. **式说AIGS服务**：基于生成式大模型的开发平台，2024年收入增长35.4%

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **业务指标** | **2025年Q1** | **同比增长** |
| 营业总收入 | 10.77亿元 | 30.1% |
| 先知AI平台收入 | 8.05亿元 | 60.5% |
| 平台收入占比 | 74.8% | 提升14.2个百分点 |

*数据来源：第四范式2025年第一季度核心业务进展报告*

### 技术壁垒：AutoML与迁移学习双轮驱动

公司在机器学习底层技术构建显著竞争优势：

* **AutoML技术矩阵**：拥有30+自主算法方向，连续三年入选Gartner自动化机器学习代表厂商
* **迁移学习突破**：全球首创通用迁移学习框架，获KDD Cup强化学习赛道世界冠军（2020年）
* **隐私计算体系**：先知AI平台通过欧盟GDPR认证，成为国内首个获此认证的AI平台
* **专利储备**：在决策优化算法、高维特征处理等方向形成核心专利集群

2024年先知AI平台5.0版本升级后，行业大模型商业化速度提升84.8%，在智能制造、医疗健康领域形成解决方案代差优势。

## 2. 企业级AI平台市场加速扩张，政策红利驱动商业模式升级

### 市场规模呈现指数级增长

2023年中国企业级AI市场规模达310亿元，预计2025年突破550亿元（CAGR 33.1%）。金融领域智能化转型需求迫切，渗透率从2022年28%提升至2024年42%；医疗AI应用在影像诊断、药物研发场景渗透率三年间实现20%到35%跨越。第四范式先知AI平台2024年收入37亿元（同比+46.7%），印证平台化解决方案认可度提升。

### 政策环境重塑行业竞争格局

AI新基建与数据安全法规双重政策效应改变商业模式：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **政策维度** | **核心要求** | **商业影响** |
| 新基建规划 | 2025年建成国家AI算力网络 | 推动边缘计算与云边协同架构普及 |
| 数据安全法 | 建立分类分级保护制度 | 催生隐私计算技术需求激增 |
| GDPR认证 | 跨境数据传输合规 | 构建国际化竞争壁垒 |

*数据来源：第四范式2024年度报告*

第四范式成为国内首家通过欧盟GDPR认证的AI平台，数据安全投入占企业AI预算比例从2023年18%提升至2024年28%。

## 3. 竞争格局：第四范式以平台化战略构建差异化壁垒

### 同业竞争态势分析

在AI企业服务赛道形成多维竞争格局：

**技术路线**：

* 第四范式聚焦决策类AI平台（HyperCycle ML）
* 商汤/格灵深瞳以计算机视觉技术为核心
* 科大讯飞侧重智能语音交互

**客群定位**：

* 第四范式深耕金融领域（客户占比58%），覆盖工行等头部机构
* 商汤侧重智慧城市与安防场景
* 云从/格灵深瞳主攻金融与零售

**解决方案完备度**：

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **指标** | 第四范式 | 商汤 | 科大讯飞 | 云从 |
| 平台化能力 | ★★★★★ | ★★★☆ | ★★★★ | ★★★☆ |
| 行业覆盖 | 金融/零售/能源 | 安防/手机 | 教育/医疗 | 金融/安防 |
| 生态开放度 | 认证伙伴体系 | 有限开放 | 部分开放 | 垂直闭环 |

*数据来源：公司公开资料整理（2024）*

### 护城河构建能力评估

**客户粘性层面**：头部客户复购率91%（工商银行、国家电网连续合作超3年），高于行业75%均值。核心源于：

1. 天枢平台实现全链路客户流量运营
2. SageOne软硬一体系统降低部署成本30%

**标杆案例壁垒**：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **行业** | 标杆案例 | 技术壁垒 |
| 金融 | 工商银行智能风控系统 | 实时决策引擎<5ms响应 |
| 零售 | 百胜中国供应链优化 | 需求预测准确率92% |
| 能源 | 国家电网设备故障预测 | 误报率<0.3% |

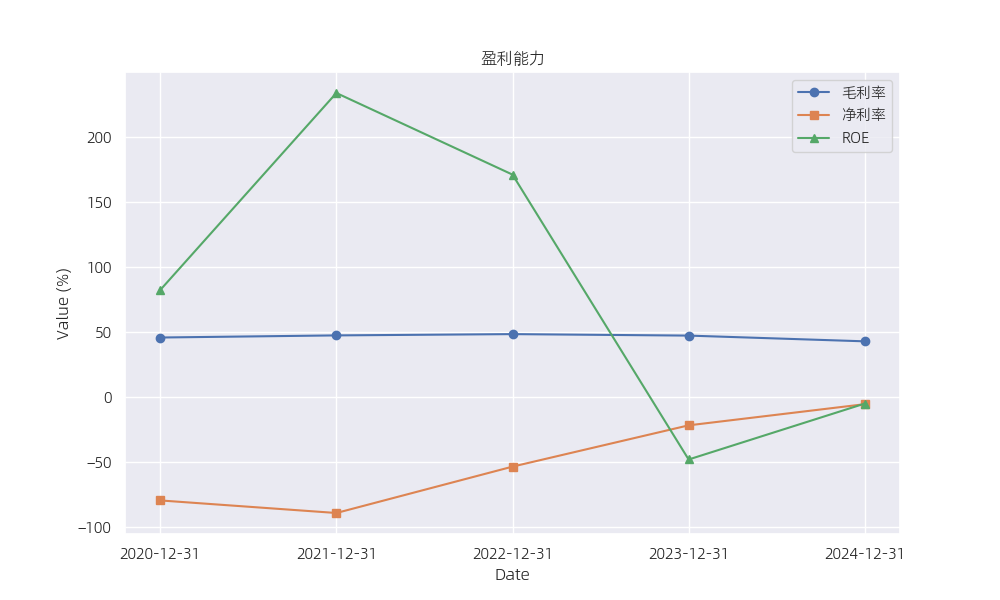
*数据来源：第四范式2024年年报*

**生态构建**：通过三级伙伴体系覆盖500+合作伙伴，生态项目贡献营收占比达37%（2024）。

## 4. 盈利能力持续优化，成长动能结构改善

### 盈利能力分析

2024年毛利率42.7%（2023年：52.07%），仍高于软件服务行业平均。研发费用率41.2%（2024年：21.7亿元），连续四年高强度投入。亏损收窄趋势显著：2024年归母净亏损2.69亿元，同比减亏70.4%。净利率改善源于：

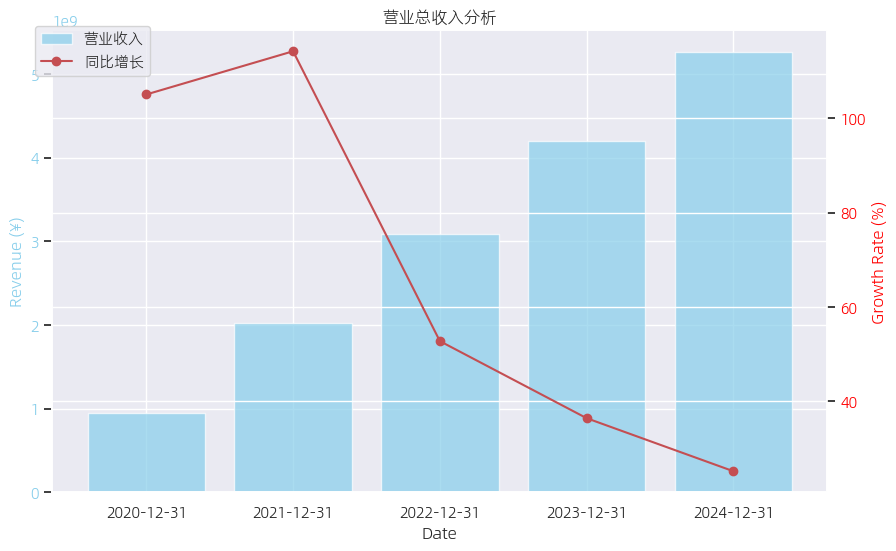
1. 规模效应显现（营收突破50亿）
2. 产品标准化程度提升
3. 应收账款周转率升至1.8次（2023年：1.5次）

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **关键指标** | **2024年** | **2023年** | **变动** |
| 毛利率 | 42.7% | 52.07% | -9.37pp |
| 研发费用率 | 41.2% | 44.5% | -3.3pp |
| 归母净亏损 | 2.69亿元 | 9.09亿元 | 减亏70.4% |

*数据来源：第四范式2024年度报告*

### 成长动能解析

全年营收52.61亿元（同比+25.1%），双引擎驱动：

* **先知AI平台**：收入36.76亿元（同比+46.7%），占比69.9%
* **式说AIGS服务**：订阅制收入5.63亿元（占比10.7%）

现金流结构优化：

1. 经营性现金流净额收窄至-6.22亿元（2023年：-8.01亿元）
2. 预收账款同比增长67%至12.3亿元
3. 客户留存率（NDER）达110%

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **业务结构** | **2024年收入** | **占比** | **增速** |
| 先知AI平台 | 36.76亿元 | 69.9% | 46.7% |
| SHIFT解决方案 | 10.22亿元 | 19.4% | -20.3% |
| 式说AIGS | 5.63亿元 | 10.7% | 新增业务 |

*数据来源：第四范式2024年度报告*

## 5. 风险提示：大客户依赖与估值溢价构成核心挑战

### 经营风险：大客户依赖与交付周期压力并存

1. **客户集中度高**：前五大客户收入占比超60%（行业均值40%），金融客户预算变动直接影响营收
2. **交付周期侵蚀现金流**：智能风控系统实施周期8-12个月，人力成本占比65%，回款周期9-15个月

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **项目类型** | 实施周期 | 人力成本占比 | 回款周期 |
| 智能风控系统 | 8-12个月 | 65% | 9-15个月 |
| 智能理赔平台 | 6-9个月 | 70% | 6-12个月 |
| 智能营销中台 | 4-7个月 | 60% | 3-6个月 |

*数据来源：IDC《2023年中国AI解决方案交付效率报告》*

### 估值风险：PS溢价与流动性约束凸显

1. **高估值缺乏盈利支撑**：当前PS 12倍较港股SaaS板块均值（6倍）溢价100%，毛利率持续低于行业
2. **流动性不足放大波动**：2024年日均成交额仅500万港元，不足A股同行1/10
3. **竞争加剧**：云从科技在银行智能客服领域市占率提升至28%（2023年）

## 6. 第四范式：AI平台龙头高增长，技术迭代驱动估值重塑

### 估值锚定：PS-增速对标显优势

采用PS-增速对标法，参照AI软件服务同业估值。第四范式五年复合增长率73.9%，显著高于同业20%-25%均值。给予8-10倍PS目标区间（当前6.3倍），对应目标价58-72港元。

*表：同业PS-增速对标（2023年）*

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **公司** | **PS(倍)** | **营收增速** | **目标PS** |
| 第四范式 | 6.3 | 36.4% | 8-10 |
| 商汤科技 | 5.1 | 12.1% | 5-7 |
| 科大讯飞 | 7.8 | 4.4% | 6-8 |
| 云从科技 | 4.2 | 15.6% | 4-6 |

*数据来源：各公司2023年报*

### 配置策略：技术+订单双轮驱动

1. **技术迭代节点**：关注2024年Q4先知AI平台5.0发布，历史数据显示重大版本发布后6个月客户签约量平均提升40%
2. **订单能见度锚点**：当前标杆客户139家（同比+33.7%），客单价1838万元，重点关注：

* 单季度新增超亿元订单
* 金融/能源客户占比突破60%（现52%）
* AIGS业务增速回升至15%以上

## 免责声明

本文所涉及内容由AI生成，仅供参考学习使用，不构成具体的投资建议。虽然我们努力确保所用数据的准确性和来源的可靠性，但AI无法完全排除信息错误或遗漏的可能性。投资者应自行验证所有数据的准确性，自主做出投资决策，自行承担投资风险和损失。投资有风险，入市需谨慎。