

买入

产业级 AI 图模融合领航者，深耕高确定性技术落地场景

海致科技 (2706.HK)

2026-10-27 星期二

【投资要点】

➤ 产业级 AI 图模融合领航者，Atlas 双产品线驱动成长：

公司是国内领先的产业级 AI 解决方案提供商，成立于 2013 年，围绕数据治理—知识建模—图谱推理—智能体执行构建全栈能力，形成 Atlas 图谱解决方案与 Atlas 智能体两大产品线，深耕金融、政务、能源、电信、高端制造核心行业及超过 100 个应用场景，累计服务超过 400 家 B 端头部客户。

➤ 产业级 AI 万亿蓝海，政策锚定智能体普及目标：

据弗若斯特沙利文，中国人工智能市场规模预计 2029 年达 3.36 万亿元，2025-2029E 复合增速约 37.2%；其中产业级 AI 解决方案市场规模预计由 2025 年约 654 亿元增至 2029 年约 2,861 亿元，复合增速约 44.6%。政策端，2025 年 8 月国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，明确 2027 年智能体等应用普及率超 70%、2030 年超 90%；2026 年 5 月国内首部智能体专项文件《智能体规范应用与创新发展实施意见》落地，十五五规划纲要将智能体列为 AI 核心创新方向，Agent 商业化明显加速。

➤ 自研图计算底座叠加图模融合，构筑核心技术护城河：

公司 AtlasGraph 是国内首款基于 Rust 自研的新一代云原生实时并行图数据库，2023 年以 45% 优势刷新 LDBC 基准测试世界纪录；自研图计算引擎性能达 PowerLyra 系统的 118 倍，BatchMaker 子图批处理技术使 LSTM 模型延迟降低 82.6%。公司以知识图谱为除幻最优路径，图模融合技术贯穿大模型预训练、推理、检索全流程，Atlas 智能体兼容超过 100 个大语言模型。2024 年公司以约 50% 份额位居中国以图为核心的产业级 AI 智能体市场第一，并在跨行业产业级 AI 智能体解决方案供应商中按收入计排名第一。

➤ 盈利预测与估值：

我们预计公司 2026-2028E 营业收入分别为 9.71/13.69/18.64 亿元，同比增速 56.4%/41.0%/36.1%，其中 Atlas 智能体收入 4.37/7.87/12.34 亿元，为核心增长引擎；综合毛利率分别为 47.3%/49.5%/51.1%，毛利率提升主要是由于高毛利 Agent 业务占比提升，经调整净利润分别为 0.41/0.75/1.48 亿元，2027 年起经调整层面重回盈利并持续释放。基于 DCF 估值，测算公司合理股权价值约 156.04 亿元，对应目标价 45.42 港元，较现价有约 36.4% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总收入	503.1	621.1	971.2	1369.4	1864.4
同比增速	34.0%	23.4%	56.4%	41.0%	36.1%
毛利率	36.3%	43.3%	47.3%	49.5%	51.1%
净利润	-265.7	-93.7	-205.3	-17.7	64.2
经调整净利润	16.9	24.1	41.4	75.6	147.6
经调整净利率	3.40%	3.90%	4.26%	5.52%	7.92%
PS 估值	N/A	32.7	20.9	14.8	10.9

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测

目标价：45.42 港元

现价：33.30 港元

预计升幅：36.39%

重要数据

日期	2026.10.26
收盘价(港元)	33.30
总股本(亿股)	4.04
总市值(亿港元)	134.53
净资产(亿港元)	14.00
总资产(亿港元)	18.98
52 周高低(港元)	161.60/21.44
每股净资产(港元)	3.46

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

君联实体	12.68%
海阔分享	9.86%
海阔成长	7.70%
BAI GmbH	6.05%
任旭阳	5.38%

相关报告

研究部

姓名：李承儒
SFC：BLN914
电话：0755-21519182
Email：licr@gyzq.com.hk

目录

1. 产业级 AI 图模融合领航者	4
1.1 公司简介	4
1.2 发展历程	5
1.3 公司股权架构.....	6
1.4 财务分析	6
2. 产业级 AI 行业规模达到万亿级	9
2.1 行业规模：产业级 AI 加速放量，行业高景气延续	9
2.2 竞争格局：头部集中化明显，公司卡位图模融合细分赛道	11
2.3 产业链梳理：上游算力与模型，下游行业应用	12
2.4 智能体政策锚定普及目标，AGENT 商业化明显加速	12
3. 公司亮点	13
3.1 自研图计算底层技术，构筑性能壁垒	13
3.2 图模融合攻克大模型幻觉痛点	14
3.3 HARNESS 工程定义 AI 控制层，对标 PALANTIR	15
3.4 客户深度绑定，图谱向智能体升级闭环	17
4. 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 估值	19
5. 风险提示	20
【财务报表摘要】	21
投资评级定义及免责条款	22

图目录

图 1：公司商业模式及业务流程	5
图 2：公司营业收入及同比增速（亿元）	6
图 3：公司收入构成（按产品线划分，单位：%）	7
图 4：ATLAS 智能体收入及客户数量	7
图 5：2026 年上半年公司收入表现（百万元）	7
图 6：公司毛利率变化情况（单位：%）	8
图 7：公司各项期间费用率（单位：%）	8
图 8：公司净利润与经调整净利润（亿元）	9
图 9：中国人工智能市场规模（万亿元）	9
图 10：中国产业级 AI 解决方案市场规模（亿元）	10
图 11：中国产业级 AI 智能体市场规模（亿元）	10
图 12：2024 年中国产业级 AI 智能体市场份额	11
图 13：产业级 AI 服务产业链按上游—中游—下游	12
图 14：AIAGENT 商业化发展在加速	13
图 15：ATLASGRAPH 是国内首款基于 RUST 自研的新一代云原生实时并行图数据库	14
图 16：图模融合与主流方案基准测试对比	14
图 17：公司产业级 AI 落地架构	15
图 18：HARNESS 使得 AGENT 提升可靠性并走向产业运行环境	16
图 19：公司产业级 AGENT 框架：完整的系统能力	16
图 20：公司多行业标杆客户覆盖情况	17
图 21：ATLAS 图谱客户向 ATLAS 智能体转化率（单位：%）	18

表目录

表 1：公司产品矩阵	4
表 2：公司发展历程	5
表 3：公司管理团队履历	6
表 4：2024 年中国以图模为核心的 AI 解决方案市场排名	11
表 5：公司分业务收入拆分及预测	19
表 6：可比公司估值情况（截至 2026-10-23）	20

1. 产业级 AI 图模融合领航者

1.1 公司简介

公司是国内领先的产业级 AI 解决方案提供商，长期深耕图计算、知识图谱、数据智能与大语言模型融合技术。公司成立于 2013 年，围绕数据治理—知识建模—图谱推理—智能体执行构建全栈能力，形成 Atlas 图谱解决方案与 Atlas 智能体两大核心产品线：前者包括 DMC 数据智能平台、Atlas 知识图谱平台及 AtlasGraph 图数据库，为企业提供数据整合、治理与知识图谱构建分析能力。后者基于图模融合技术开发，将知识图谱的准确性与可解释性和大语言模型的推理、交互及任务执行能力结合，赋能企业实现智能自动化，可以定义为 AI 除幻/Harness 第一股。据弗若斯特沙利文，按 2024 年收入计，公司在中国产业级 AI 智能体供应商中排名第五（市场份额 2.8%），在以图为核心的产业级 AI 智能体市场排名第一（市场份额约 50%）。

公司以图谱底座承接企业数据资产，并通过智能体产品切入业务流程执行，具备产业级 AI 平台的基本特征。截至 2025 年末，公司累计服务超过 400 家 B 端头部客户，覆盖金融、能源、政务、电信、高端制造五大核心行业及超过 100 个应用场景，典型客户包括大型国有商业银行、头部电网企业、省级政务部门及电信运营商等。2025 年公司实现总收入 6.21 亿元，同比增长 23.4%；Atlas 图谱解决方案与 Atlas 智能体收入占比分别为 76.5%和 23.5%。

表 1：公司产品矩阵

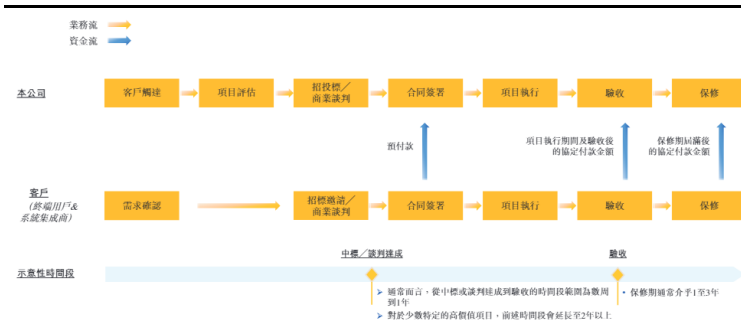
解决方案	核心功能	典型应用场景
DMC 数据智能平台	异构多源数据整合、清洗、治理与跨区域处理，图计算、数据智能与模型可视化一体化	数据治理、智慧监管、智能制造
Atlas 知识图谱平台	面向不同行业快速构建知识图谱，深入分析数据关联、风险传播与客户画像	反欺诈、智能营销、风险识别
AtlasGraph 图数据库	云原生分布式图数据库（Rust 编写），实时存储万亿级数据记录，毫秒级多跳查询	关系分析、数据血缘、电信反诈
Atlas 智能体	融合大语言模型推理能力与知识图谱准确性、可解释性，实现智能自动化与场景化推理	知识问答、报告生成、智能运营、审计风控

资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

从商业模式看，公司采用项目制交付，四大解决方案可单独或组合销售（2024 年单独/组合购买收入占比分别为 73.8%/26.2%），项目验收后通常提供 1-3 年维保服务。2025 年 Atlas 图谱解决方案年度客单价约 280 万元，Atlas 智能体年度客单价约 360 万元；随着产品标准化程度提升，公司正逐步向中大客户推广按使用量付费模式。

公司业务模式主要通过图模融合技术开发产业级智能体并提供产业级人工智能解决方案，利用知识图谱有效地减轻大语言模型中的幻觉问题，并将多样化的数据转化为结构化知识，使大语言模型能够执行复杂的、特定行业推理。公司提供的解决方案可帮助企业降低数字化运营成本，加速决策流程，提升运营效率，客户通常会根据行业及特殊应用场景来选择解决方案，包括数据治理及智能体等。公司会将客户积累的原始数据进行数据治理，并运用知识图谱进行组织，将其转换为结构化及高质量化的数据，使得这些数据可直接用于智能应用。

图 1: 公司商业模式及业务流程



资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.2 发展历程

公司十三年经历三次关键技术跃迁，从企业级知识图谱领先者进化为图模融合产业级智能体领跑者。第一阶段（2013-2018 年）为技术拓荒期，公司打磨 BDP 数据可视化平台和 Atlas 知识图谱平台，聚焦政务与金融两大高频高价值场景；第二阶段（2019-2022 年）为自主可控期，为突破国外图数据库性能瓶颈，公司自研分布式云原生图数据库 AtlasGraph；第三阶段（2023 年至今）为智能体落地期，公司将积累十年的图技术与大模型深度融合，推出 Atlas 产业级智能体，实现从概率智能到确定性执行的跨越。

表 2: 公司发展历程

时间	事件
2013 年	公司于中国成立，聚焦大数据采集、整合、治理及人工智能应用
2015 年	设立子公司海致星图，进一步拓展技术版图
2017 年	推出 DMC 数据智能平台及 Atlas 知识图谱平台
2019 年	获颁商业银行数据服务先锋奖
2021 年	成功推出 AtlasGraph 高性能图数据库
2023 年	AtlasGraph 刷新 LDBC 国际基准测试吞吐量世界纪录，成为高效图数据库
2024 年	入选北京通用人工智能产业创新伙伴计划；Atlas 智能体开始规模化落地
2026 年	2 月 13 日于港交所主板上市，后续纳入港股通及恒生综合指数

资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司股权架构

公司股权结构兼具管理层稳定性与外部资源协同性。公司董事长和首席执行官任旭阳、杨再飞及其控制的海阔分享、海阔成长构成单一最大股东集团，合计持股约 27.39%。外部股东方面，君联资本及旗下合伙企业合计持股约 12.68%，为第一大机构股东；BAIGmbH 持股 6.05%。君联资本、BAI 等产业及财务投资人为公司带来资本、产业资源与国际化视角支持。

表 3：公司管理团队履历

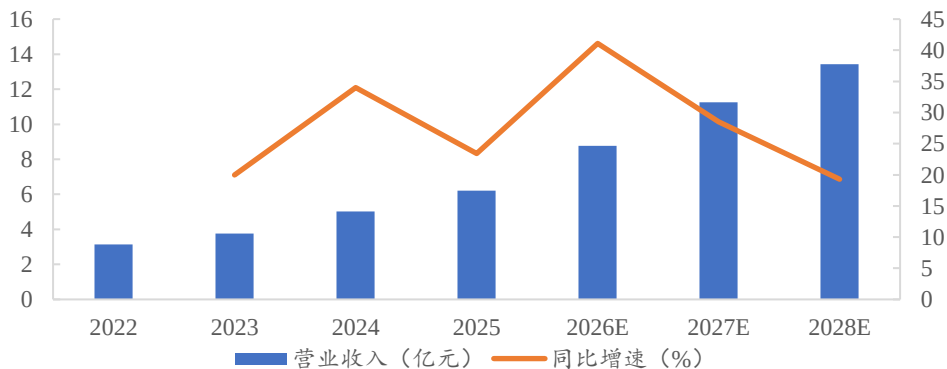
姓名	职务	主要履历
任旭阳	董事长、联合创始人	曾任百度副总裁，负责并购、公共关系、新业务拓展及战略合作；2020 年创立 Verity Ventures 任董事长
杨再飞	首席执行官	曾任中央电视台记者；2019 年加入公司，负责集团整体战略规划、业务方向与运营管理
杨娟	执行董事、副总经理	曾任 IBM 中国顾问架构师、客户经理技术架构师
万澎江	执行董事、副总经理	曾任 IBM 中国商务分析软件客户技术专家
何飞宏	首席财务官	负责公司财务管理、资本市场与投资者关系

资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.4 财务分析

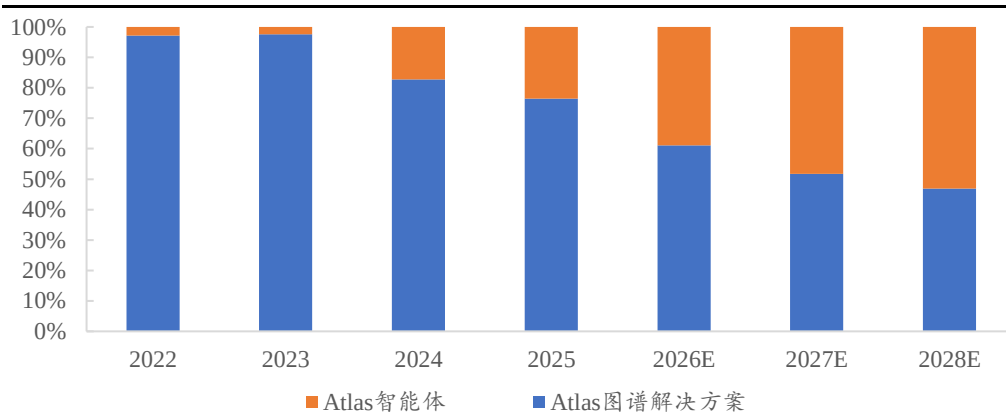
公司收入保持稳健增长，第二增长曲线加速成型。2022-2025 年，公司收入由 3.13 亿元增长至 6.21 亿元，复合增速约 25.7%。分产品看，2025 年 Atlas 图谱解决方案收入 4.75 亿元，同比增长 14.1%，为公司收入基本盘。Atlas 智能体收入 1.46 亿元，同比增长 68.4%，客户数由 19 名增至 40 名，收入占比由 2023 年的 2.4% 提升至 23.5%。2026 年上半年，公司收入 2.96 亿元，同比增长 70.4%，其中 Atlas 图谱解决方案收入 1.81 亿元，同比增长 45.0%；Atlas 智能体收入 1.15 亿元，同比增长 135.6%，收入占比达 38.8%，已成为驱动业绩增长的核心引擎。

图 2：公司营业收入及同比增速（亿元）



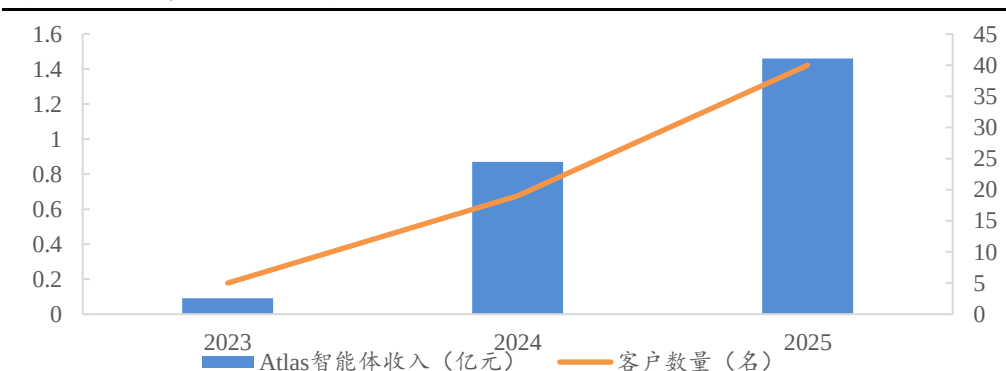
资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司收入构成（按产品线划分，单位：%）



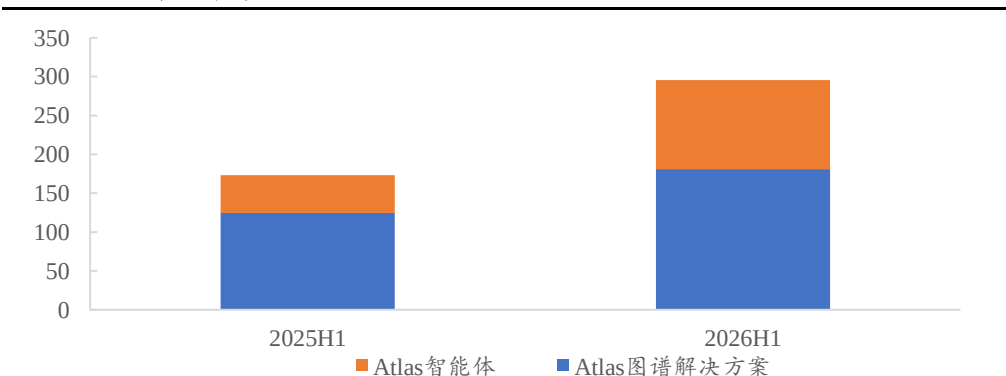
资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：Atlas 智能体收入及客户数量



资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 5：2026 年上半年公司收入表现（百万元）

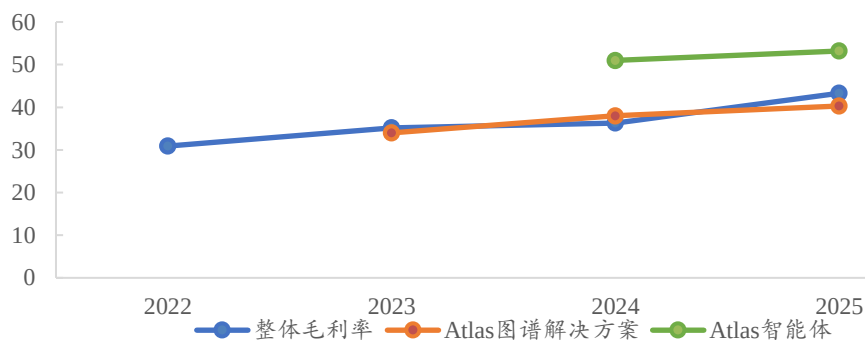


资料来源：公司 2026 年中期业绩公告、国元证券经纪（香港）整理

智能体业务毛利率较高，毛利率持续改善。公司整体毛利率由 2022 年的 30.9% 提升至 2025 年的 43.3%，主要受益于 AI 技术进步带来的履约效率提升、成本结构优化，以及毛利率较高的 Atlas 智能体收入占比提升。2025 年 Atlas 智能体毛利率达 53.2%，明显高于 Atlas 图谱解决方案的 40.3%。2026 年上半年公司整体毛利率同比提升 6.2 个百分点至 44.7%，其中智能体毛利率同比提升 4.8 个百

分点至 52.9%。我们认为，随着智能体收入占比持续提升、项目交付模块化程度提高及行业场景复用度增强，公司综合毛利率仍具备持续改善空间。

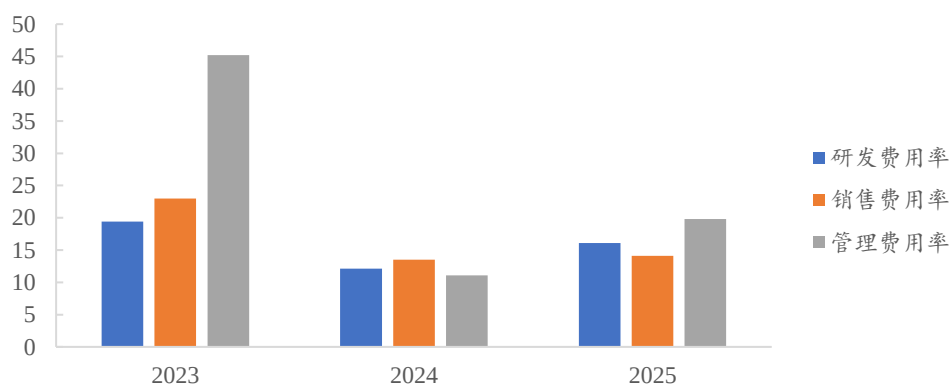
图 6：公司毛利率变化情况（单位：%）



资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

费用率虽处于高位但具备摊薄空间，规模效应有望逐步显现。2025 年公司研发费用 1.00 亿元，同比增长 64.6%，主要投向 AI 智能体与图模融合平台；销售及营销费用 8,760 万元，同比增长 29.2%，反映公司持续加大客户拓展力度；管理费用 1.23 亿元，同比增长 119.9%，主要包含上市费用及股权激励影响。我们认为，当前较高费用率符合公司平台能力建设阶段的特征，且相关投入具有前置性；伴随产品能力成熟、交付复用度提升及客户转化效率增强，费用率有望在收入高增长下逐步摊薄。

图 7：公司各项期间费用率（单位：%）

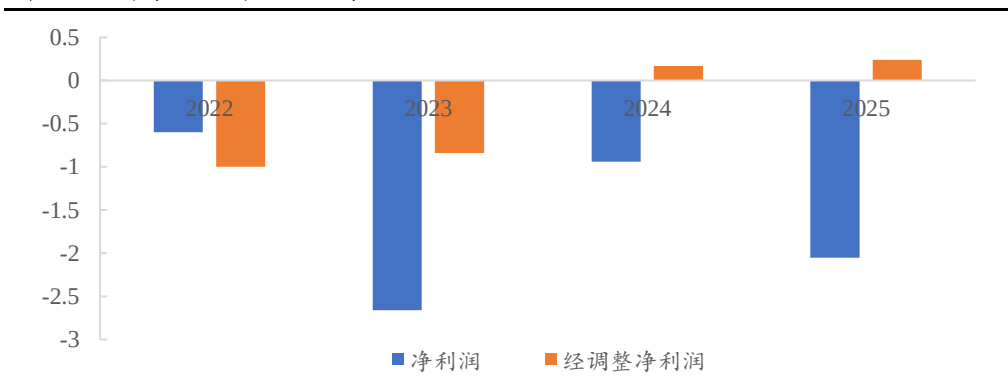


资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

净利润受非经营性因素扰动，经调整口径已于 2024 年转正。而 2025 年公司净亏损 2.05 亿元，主要受研发投入、上市费用、股权激励以及可转换优先股/金融负债公允价值变动等因素影响，其中公允价值变动与公司市值正相关，和实际经营情况无关。剔除上述非经常性项目后，公司 2024 年、2025 年经调整净利润分别为 1690 万元和 2410 万元。2026 年上半年公司持续扩大投入，在收入扩大的同时，经调整净亏损同比收窄 31.5%，公司经营质量稳步提升。2026 年 6 月

末现金及等价物与以公允价值计量的金融资产合计超过 9.7 亿元，上市后资本结构显著优化，整体资产负债率为 26.3%。

图 8：公司净利润与经调整净利润（亿元）



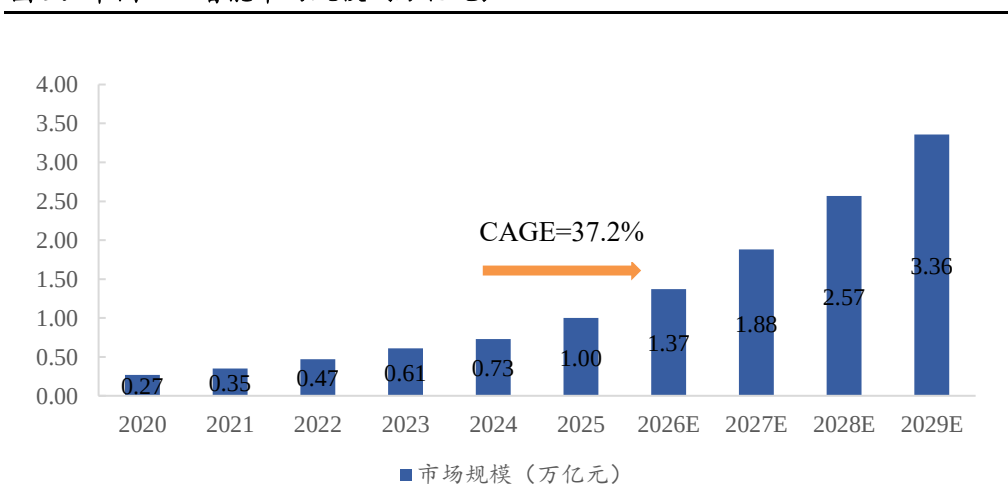
资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2. 产业级 AI 行业规模达到万亿级

2.1 行业规模：产业级 AI 加速放量，行业高景气延续

全球及中国 AI 市场均处于高景气阶段，我们认为产业级 AI 是当前最具确定性的商业化方向。主要因为 B 端付费主体与预算是当下真实存在的，而且 AI 提升效果可以直接折算成相关费用成本，因此 ROI 可算可验证，这也是 B 端客户持续投入的原因。而根据弗若斯特沙利文数据显示，全球人工智能市场规模由 2020 年的 1.91 万亿元增长至 2024 年的 4.55 万亿元，预计 2029 年将达到 20.24 万亿元，2025-2029E 复合增速约 36.4%。中国人工智能市场规模由 2020 年的 3,251 亿元增长至 2024 年的 7,330 亿元，预计 2029 年将达到 3.36 万亿元，2025-2029E 复合增速约 37.2%，是全球增长最快的主要 AI 市场之一。

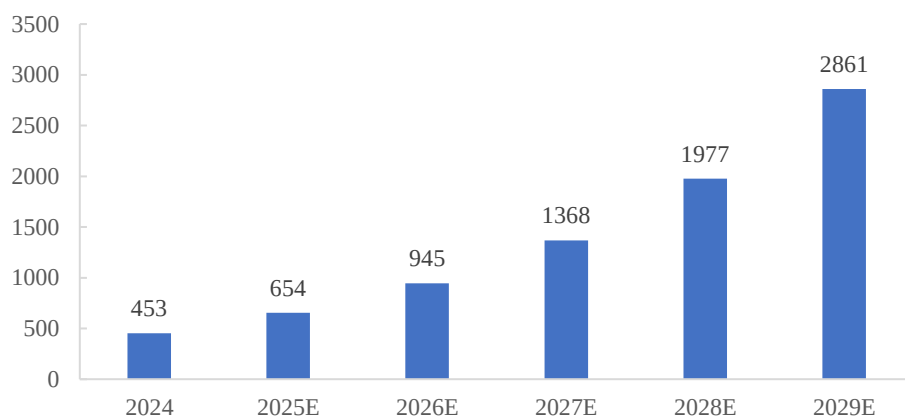
图 9：中国人工智能市场规模（万亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、招股书、国元证券经纪（香港）整理

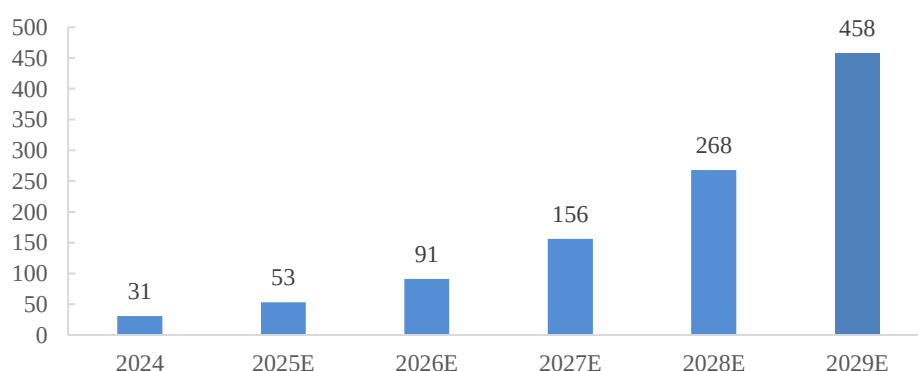
产业级 AI 解决方案市场加速扩容，智能体是增长最快的细分方向。中国产业级 AI 解决方案市场规模 2024 年约为 453 亿元，预计由 2025 年的约 654 亿元增长至 2029 年的约 2,861 亿元，2025-2029E 复合增速约 44.6%；其中产业级 AI 智能体市场预计由 2024 年的约 31 亿元增长至 2029 年的约 458 亿元，复合增速高达 71.3%；集成知识图谱的产业级 AI 智能体市场预计由 2024 年的约 2 亿元增长至 2029 年的约 132 亿元，复合增速约 140%。我们认为，产业级 AI 的长期空间不应仅以传统软件市场衡量，而应从企业知识型劳动力成本重构的角度理解——产业级智能体正进入数据分析、风险识别、经营决策、流程审批、合规审查等白领工作环节，其可触达市场将从百亿级软件工具市场扩展至万亿级知识劳动成本池。

图 10：中国产业级 AI 解决方案市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、招股书、国元证券经纪（香港）整理

图 11：中国产业级 AI 智能体市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、招股书、国元证券经纪（香港）整理

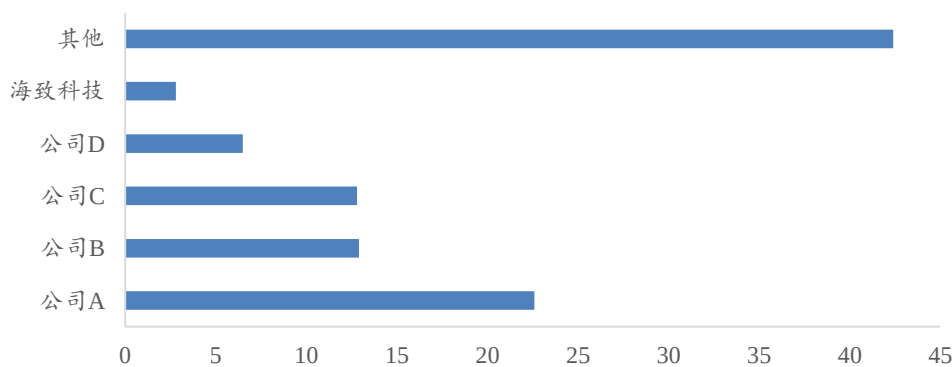
需求端，产业级 AI 放量来自应用、产品与政策三重共振。首先应用端金融、政务、能源、制造等行业在风控、营销、运营、知识查询等场景存在明确的降本增效需求。而产品端 AI 智能体能够根据实时场景动态调整决策并执行任务，推动

AI 从流程辅助走向任务闭环。最后政策端人工智能落地持续推进，特别是智能制造、算力基础设施和数据要素等政策持续推进，为产业级 AI 落地创造良好环境。2026 年上半年，大语言模型与智能体技术进一步由能力探索走向产业化应用，企业建设的核心矛盾从模型性能转向对业务的深度理解与可靠执行，以本体为核心的 Harness AI 成为产业落地的主要范式。

2.2 竞争格局：头部集中化明显，公司卡位图模融合细分赛道

产业级 AI 智能体市场头部集中趋势明显，公司在图模融合细分方向位居第一。2024 年中国产业级 AI 智能体市场前五家公司合计市场份额 57.6%，公司以约 1 亿元收入、2.8% 的市场份额排名第五。在跨行业产业级 AI 智能体解决方案供应商中，公司按收入计排名第一；在以图为核心的产业级 AI 智能体市场中，公司市场份额约 50%。2024 年中国以图为核心的 AI 解决方案市场规模约 100 亿元，参与者约 30 名，公司以约 4.7 亿元收入排名第四、市场份额 4.7%。我们认为，在云厂商、互联网平台和垂直 AI 厂商共同竞争的格局下，公司凭借图计算、知识图谱、AtlasGraph 图数据库和行业本体积累，在更强调可靠性、可解释性和企业级闭环执行的严肃场景中形成了清晰的差异化定位。

图 12：2024 年中国产业级 AI 智能体市场份额



资料来源：招股书、弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

表 4：2024 年中国以图为核心的 AI 解决方案市场排名

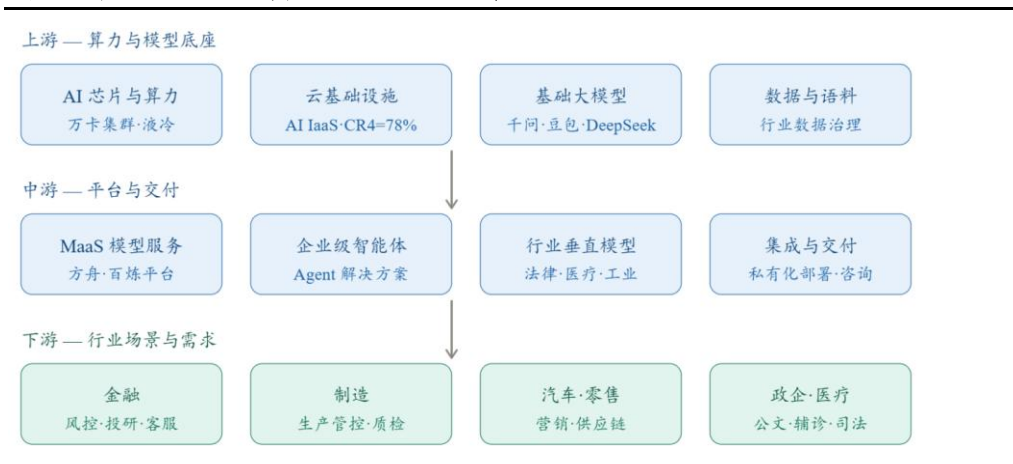
排名	公司	收入（十亿元）	市场份额
1	公司 E	1.5	14.2%
2	公司 F	1.1	10.6%
3	公司 G	0.9	8.3%
4	海致科技	0.5	4.7%
5	公司 H	0.3	3.1%

资料来源：招股书、弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

2.3 产业链梳理：上游算力与模型，下游行业应用

产业级 AI 服务产业链上游为基础设施与技术供应商，包括芯片等硬件制造商以及云计算平台、大语言模型与数据云厂商；中游为产业级 AI 服务提供商，通过系统集成、软件开发与模型训练优化等综合能力，向下游客户提供多元化 AI 服务；下游为金融、政务、能源、电信、交通、制造等应用行业。2026 年上半年，公司分别与算力领域的海光信息、大模型领域的智谱以及场景应用领域的宁波银行等展开战略合作，贯通算力、模型、场景的产业级 AI 体系。我们认为，未来行业核心成功因素包括：技术与内容的开发及商业化能力、利用行业知识沉淀构建可执行本体体系的能力，以及将大模型安全接入企业数据与业务流程的工程化能力。

图 13：产业级 AI 服务产业链按上游—中游—下游划分

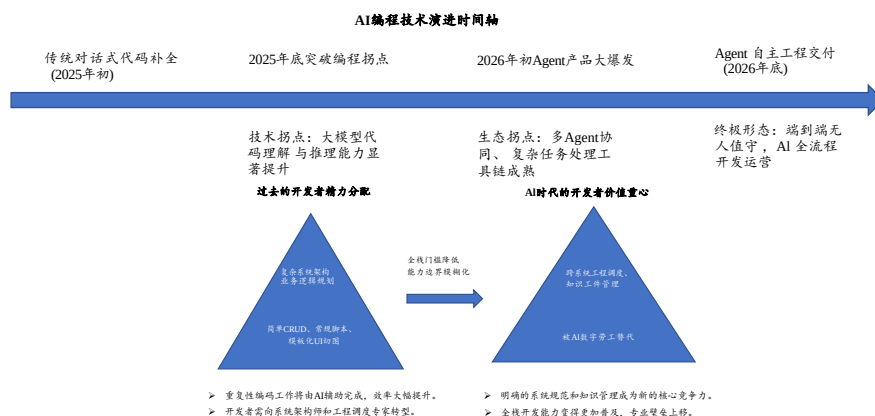


资料来源：招股书、弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

2.4 智能体政策锚定普及目标，Agent 商业化明显加速

我国目前已围绕智能体覆盖率形成总纲+专项+配套的政策体系。2025 年 8 月国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，明确提出到 2027 年新一代智能终端、智能体等应用普及率超 70%、到 2030 年超 90%、2035 年全面步入智能经济和智能社会新阶段。2026 年 5 月国家网信办、发改委、工信部联合印发国内首部智能体专项文件《智能体规范应用与创新发展实施意见》，从技术底座、安全治理（分类分级、正面/负面清单、厘清三种决策权限）、19 个典型应用场景、创新生态四方面系统部署，同期发布的《人工智能智能体互联》系列 8 项国家标准化指导性技术文件解决了身份码、互通互认等底座问题；此外，十五五规划纲要将智能体列为 AI 核心创新方向，2026 年政府工作报告首次写入智能体并首提智能经济新形态，发改委亦明确将通过制定政策指引、试点示范与消费补贴等方式推动普及目标落地。

图 14：AI Agent 商业化发展在加速



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

因此我们认为 AI Agent 赛道商业化进程正呈现明显加速态势。伴随工具功能迭代、开发者渗透率提升以及企业付费意愿增强，行业商业模式已得到一定验证。我们预计 2026 年赛道整体营收仍将延续高速增长态势，全球及国内市场规模均有望实现大幅扩容。结构上来看，头部产品年化收入持续攀升，B 端企业订阅、私有化部署等多元变现路径不断成熟，行业高景气度具备较强持续性。

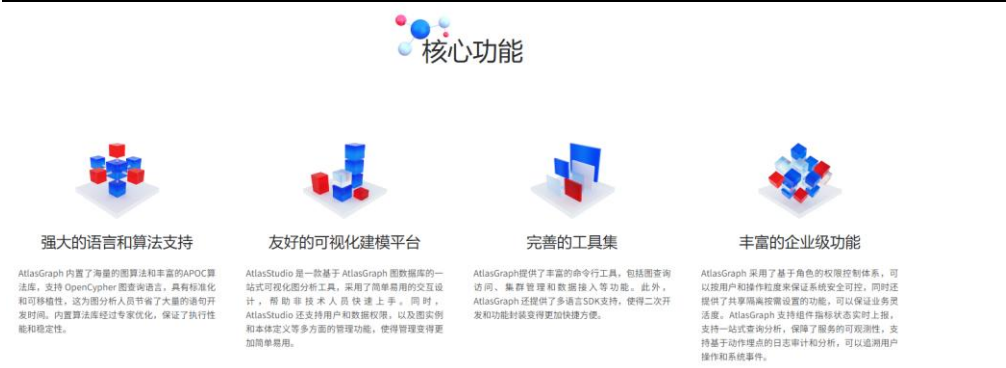
3. 公司亮点

3.1 自研图计算底层技术，构筑性能壁垒

公司具备行业领先的图计算与图数据库能力，是图模融合路线的核心技术底座。公司围绕大规模图数据存储、分布式图计算和 AI 工程处理，自主研发了原生图数据库（基于 ROART，插入及更新吞吐量提升至 6.65 倍）、基于图归约与重新划分的先进图计算引擎（性能达 PowerLyra 系统的 118 倍），以及 BatchMaker 子图级批处理技术（LSTM 模型延迟降低 82.6%、吞吐量提升 4 倍），支撑超大规模数据点的实时分析。公司自研 38 种图数据库算法，在经典百亿级 Twitter-2010 图谱测试中计算速度达 6,884 毫秒，计算精度达小数点后五位。2023 年，AtlasGraph 在 LDBC 国际基准测试中以 45% 的优势刷新吞吐量世界纪录，成为世界最快的图数据库之一，支持对数万亿个数据点进行实时分析，性能显著高于行业平均水平。

图计算能力的价值不仅体现在底层性能领先，更体现在对产业场景的直接支撑：在金融反欺诈、风险识别、关系穿透、异常交易监测等需要瞬时决策的场景中，高并发、低延迟、可溯源的图计算能力能够帮助客户快速识别隐性关联与潜在风险，为产业级 AI 智能体提供可靠的事实底座与推理支撑。

图 15: AtlasGraph 是国内首款基于 Rust 自研的新一代云原生实时并行图数据库



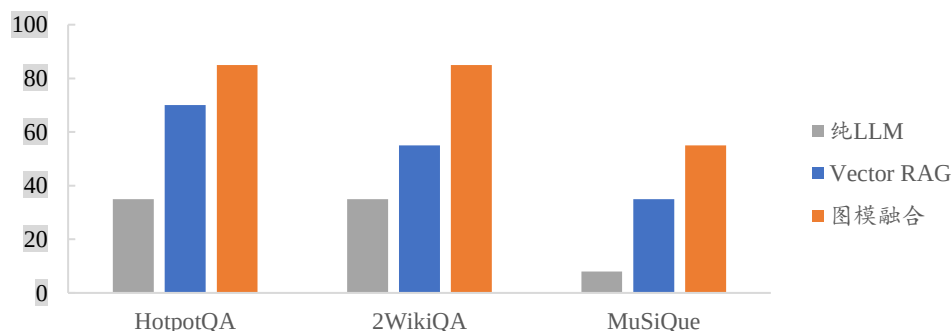
资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

3.2 图模融合攻克大模型幻觉痛点

大模型幻觉是产业级 AI 规模化落地的关键瓶颈，知识图谱是除幻的最优路径。通用大模型训练语料来自公开互联网，天然包含错误信息与噪声，且对企业内部数据、行业专有知识覆盖不足；模型基于上下文预测生成内容，并不天然具备事实校验、规则约束和关系推理能力。在政务、金融、能源等严肃场景中，客户对输出结果的容错率极低，任何事实性错误都可能带来合规与运营风险。相比 RAG、RLHF、CoT 等主流减幻技术，知识图谱以实体—关系的结构化方式沉淀行业知识，能够为模型提供可验证、可溯源、可推理的事实底座，在准确性、可解释性和专业知识约束方面优势显著。

公司的图模融合技术贯穿大模型应用全流程：预训练阶段通过双向跨模态编码、遮蔽语言模型与链接预测，实现大模型与 GNN 知识表示互通；推理阶段通过中间结果即时解析和渐进式处理机制，实现多跳关系推理的流程自动化；检索阶段通过混合式图向量存储引擎和 ANN 检索优化，提升高维语义检索效率。Atlas 智能体兼容超过 100 个大语言模型，可根据客户场景动态适配底层模型。在公司基于 HotpotQA、2WikiQA、MuSiQue 等公开多跳问答基准的内部评测中，图模融合方案的任务完成率全面领先纯 LLM 与 Vector RAG 方案。

图 16: 图模融合与主流方案基准测试对比



资料来源：招股书、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司以“无图不 Agent”为技术路线，构建了从数据治理到智能体落地的完整架构：底层通过 DMC 完成数据治理与知识构建（覆盖数据、指标、实体、关系、标签、文本、图像、音频、视频等多模态要素）；中间层以业务对象为核心构建行业图本体，串联起数据、业务与执行，构建业务的最优反应机制；上层构建通用常识智能体（L0）、行业知识智能体（L1）与垂类专业智能体（L2）三层智能体体系，最终形成可执行（Actionable）的 AI 能力，面向政务、能源、金融、电信、高端制造等行业落地。

图 17：公司产业级 AI 落地架构



资料来源：公司资料、国元证券经纪（香港）整理

3.3 Harness 工程定义 AI 控制层，对标 Palantir

我们认为 Agent 落地需要大模型和 Harness 双轨并行，模型决定能力上限，Harness 决定落地底线。AI 工程范式正从 Prompt 工程、Context 工程走向 Harness 工程：把大模型视为不可控的引擎，用外部系统建立规则、约束、流程和安全护栏，让模型沿着正确路径持续完成任务。企业客户真正需要的，是把模型安全接入企业数据、业务规则和流程动作的 AI 控制层，包括控制层（以图谱约束和图计算校验防错）、记忆层（以图数据库提供可推理的长期关系记忆）与编排层（将企业 API、数据库、业务系统封装为可调用工具）。公司基于本体论 2.0 构建动态执行内核，支持读—写—执行全链路操作。2026 年上半年，Atlas 进一步从面向单任务的编排框架向产业级 Agent Runtime 与标准化运行平台演进。

复盘 Palantir 二十余年发展，其以 Gotham/Foundry 承接政府与商业客户数据，以 Ontology 建立可执行的运营语义层，再以 AIP 将大模型能力引入真实 workflow，最终在严肃行业中开凿出深且广的平台护城河。公司的发展路径与之高度可比：以 DMC 承接数据治理，以 Atlas 知识图谱平台和 AtlasGraph 沉淀企业实体关系、行业本体与图计算能力，再以 Atlas 智能体实现模型调用、图模融合、

任务拆解和结果反馈。二者本质上都在解决同一问题，企业客户并不缺少能回答问题的大模型，而是缺少一套能安全接入企业数据、理解业务规则、调用系统工具、完成流程闭环并接受审计的 AI 操作层。相比单点 Agent 应用易被模型厂商与应用厂商追赶，企业级控制层一旦嵌入客户数据资产、业务流程、权限体系和审计链条，迁移成本更高、客户粘性更强。

图 18: Harness 使得 Agent 提升可靠性并走向产业运行环境

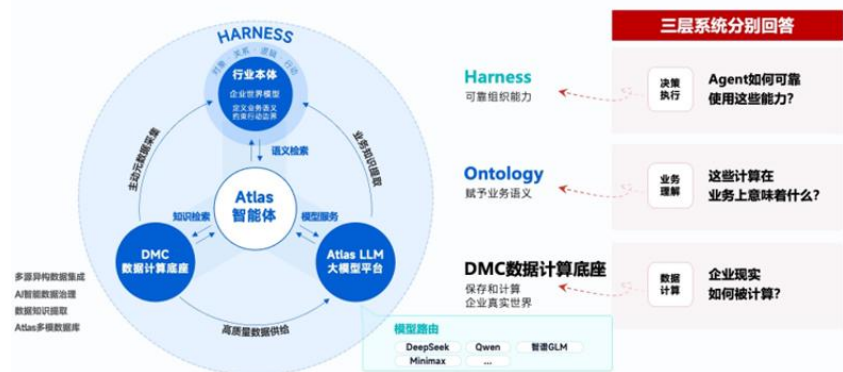


资料来源：公司资料、国元证券经纪（香港）整理

一般而言，Harness 工程可分为模型 Harness 与产业级 Harness 两个层次：模型 Harness 使模型成为能执行的通用 Agent，主要应对开放世界的探索型项目，运行环境限于文件、网页和通用工具；当任务复杂度提升或 Agent 进入垂直产业场景时，即触发向产业级 Harness 的扩张：产业级 Harness 承担模型与外部环境之间的连接与运行控制，使 Agent 能够在真实企业环境中可靠运行。本质变化在于 Agent 所处的问题空间发生改变：从开放世界的探索项目转向约束世界的问题解决，架构目标从让 Agent 能执行升级为让 AI 在企业环境中可靠运行。

图 19: 公司产业级 Agent 框架：完整的系统能力

赋予产业 Agent 实现 数据计算 → 业务理解 → 决策执行 完整链路的全栈能力



资料来源：公司资料、国元证券经纪（香港）整理

公司产业级 Agent 框架由三层系统能力构成：（1）DMC 数据计算底座负责保存和计算企业真实世界，具备多源异构数据集成、AI 智能数据治理、数据知识

提取能力并内置 Atlas 多模数据库；（2）Ontology 行业本体定义企业世界模型与业务语义、约束行动边界；（3）Harness 提供可靠数据及 Agent 组织能力。三者与 Atlas 智能体及 Atlas LLM 大模型平台协同,并通过模型路由接入 DeepSeek、Qwen、智谱 GLM、Minimax 等模型,赋予产业 Agent 实现数据计算、业务理解、决策执行完整链路的全栈能力。

3.4 客户深度绑定，图谱向智能体升级闭环

全栈解决方案深度嵌入客户业务，形成数据深度接入+场景知识沉淀+产品持续升级的复合壁垒。公司解决方案嵌入客户核心业务系统，涉及数据治理、知识图谱构建、图数据库存储计算、业务流程适配及权限审计体系对接，替换成本高；服务过程中沉淀的行业 Know-how（实体关系、业务规则、风险特征、审批流程）构成持续加深的客户关系基础。公司客户复购率超过 70%，前 20 大客户在 4-5 年生命周期内累计采购额约为首次采购的 20-30 倍。以某万亿级国有商业银行为例，客户从 AtlasGraph 图数据库起步，逐步延伸至智能营销、信贷风控、反欺诈、审计合规等场景，并最终纳入 Atlas 智能体产品矩阵，形成从底层图数据库到上层智能体应用的全栈绑定。

图 20：公司多行业标杆客户覆盖情况



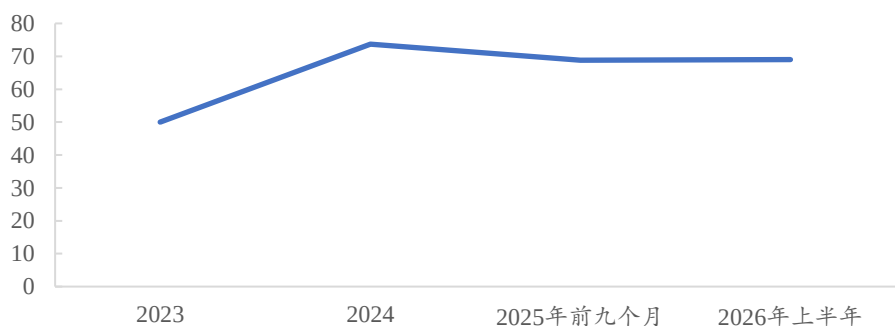
资料来源：公司资料、国元证券经纪（香港）整理

Atlas 图谱解决方案与 Atlas 智能体形成了清晰的升级路径和复购闭环：图谱解决方案先将企业数据沉淀为可计算、可推理的知识资产，当客户需要大模型能力时，Atlas 智能体在既有图谱基础上完成图模融合，降低幻觉并提升输出的准确性与可溯性；智能体运行产生的数据与场景反馈又反向优化图谱底座，形成图谱底座部署—智能体升级—场景反馈迭代的正循环。招股书披露，2023 年、2024 年及 2025 年前九个月，图谱客户向智能体的转化率分别达 50.0%、73.7%

和 68.8%；2026 年上半年转化率保持 69%，贡献收入的智能体客户中 69%此前已部署图谱解决方案，第二曲线放量路径清晰。

公司已实现多行业标杆客户的深度覆盖：To G 端覆盖 22 个省 115 个地市近 500 家政府服务客户，涵盖数据局、公共服务与安全、卫健、政法委、海关、城运中心、应急等条线；To B 端覆盖百余家总部级银行、证券、保险客户，截至 2022 年底仅以知识图谱平台接入数据量即达到数千亿级别。按客户覆盖率计，国有/股份制银行约 70%、公共服务与安全约 60%、省级电网约 30%；此外公司还覆盖 30 余家能源行业客户，并在矿业、电信、交通、制造、工业互联网等领域服务国家能源集团、中国移动、中国商飞等头部企业。

图 21：Atlas 图谱客户向 Atlas 智能体转化率（单位：%）



资料来源：招股书、公司 2026 年中期业绩公告、国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们基于分部收入拆分构建盈利预测，核心假设如下：

(1) Atlas 图谱解决方案：该业务为公司收入基本盘，2025 年收入 4.75 亿元，同比增长 14.1%。2026 年上半年收入 1.81 亿元，同比增长 45.0%。考虑公司资源向智能体倾斜，下半年增速会有所放缓，但是金融、政务、能源等行业客户对数据治理、知识图谱构建与图数据库的需求仍然存在，且公司在存量客户中具备较强复购和场景扩展能力，我们预计该业务 2026-2028E 收入分别为 5.34/5.82/6.30 亿元，同比增速 12.3%/9.1%/8.2%。

(2) Atlas 智能体：该业务处于快速放量阶段，2025 年收入 1.46 亿元，同比增长 68.4%；2026 年上半年收入 1.15 亿元，同比增长 135.6%。考虑到产业级 AI 从试点走向规模化部署、存量图谱客户升级趋势明确、商机漏斗快速扩大，我们预计该业务 2026-2028E 收入分别为 4.37/7.87/12.34 亿元，同比增速 200.2%/80.0%/56.8%。

(3) 毛利率与费用：随着智能体收入占比提升、交付模块化程度提高及场景复用率提升，我们预计 2026-2028E 综合毛利率分别为 47.3%/49.5%/51.1%；费用端，前期图模融合与智能体平台研发投入已形成积累，费用率有望在规模效应下逐步摊薄，预计经调整净利润分别为 0.41/0.75/1.47 亿元，经调整净利润 2026 年转正。

表 5：公司分业务收入拆分及预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Atlas图谱解决方案	366.7	416.6	475.3	533.9	582.2	630.02
同比增速	17.10%	13.60%	14.10%	12.33%	9.05%	8.21%
Atlas智能体	8.9	86.6	145.7	437.3	787.2	1234.4
同比增速	—	872.20%	68.40%	200.17%	80.00%	56.80%
总收入	375.6	503.1	621.1	971.2	1369.4	1864.4
同比增速	20.00%	34.0%	23.4%	56.4%	41.0%	36.1%
毛利率	35.20%	36.3%	43.3%	47.3%	49.5%	51.1%
净利润	-265.7	-93.7	-205.3	-17.7	64.2	125.4
经调整净利润	-83.7	16.9	24.1	41.4	75.6	147.6

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）预测

4.2 估值

公司当前处于收入高速增长与业务结构优化阶段，PE 参考意义有限，收入规模与业务结构更能反映中长期成长潜力。假设按 PS 估值法，考虑到公司在图数据库、知识图谱及产业级 AI 智能体领域的先发卡位、图模融合技术的稀缺性以及智能体业务的高增长，其 2026E PS（15 倍）低于多数企业级 AI 可比公司平均水平；随着智能体收入占比提升与盈利兑现，估值具备修复空间。（选取 Palantir、Snowflake、星环科技及范式智能作为可比公司，四家公司 2025A 收入 PS 分别约 93.6 倍、32.2 倍、29.6 倍及 2.0 倍，平均约 39.4 倍，其中 Palantir 作为全球产业级 AI 平台标杆享有显著估值溢价）

因此我们认为采用 DCF 估值法对公司进行估值更为合适，收入端按 Atlas 图谱解决方案与 Atlas 智能体两条业务线构建量价模型（客户数×客单价），图谱业务为稳态基础盘、智能体业务为核心增长引擎，带动收入自 2026E 的 9.71 亿元增至 2028E 的 18.64 亿元。同时随着高毛利 Agent 业务占比提升，综合毛利率由 46.6%逐年提升至 56.2%，费用率随经营杠杆持续摊薄，EBIT 率于 2027 年转正并逐步提升。公司客户以银行/政府/央企为主、回款周期稳定，同时图谱及 Agent 业务具备基础设施属性，在嵌入企业数据底座和本体系后替换成本高，续费率能够保持稳定，且在智能体业务有望从定制交付走向标准化后，能够实现持续运维收入。因此我们在此基础上逐年构建企业自由现金流，并以 7.2%的 WACC 折现（无风险利率 1.8%、贝塔 1.35、股权风险溢价 4.5%，公司无有息负债，WACC 即股权成本），终值采用永续增长模型（永续增长率 3.5%），测

算企业价值 146.16 亿元，加回净现金 9.88 亿元，公司合理股权价值约 156.04 亿元，对应目标价 45.42 港元，较现价有约 36.4% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

表 6：可比公司估值情况（截至 2026-10-26）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS（港元）					市盈率 PE			市净率 PB		市销率 PS
			2025	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026TTM	2026TTM	
6682.HK	范式智能	122.9	-0.1	0.2	0.7	1.4	N/A	131.4	31.8	15.7	1.2	1.3	
688031.SH	星环科技-U	125.5	-2.2	-1.2	-0.5	0.7	N/A	N/A	N/A	139.7	0.0	24.8	
6636.HK	极视角	72.2	-0.5	-0.1	1.0	2.7	N/A	N/A	61.7	24.0	10.2	15.7	
0068.HK	群核科技	52.3	-1.1	0.0	0.1	0.2	N/A	N/A	31.3	16.5	4.2	5.5	
6651.HK	五一视界	272.7	-0.5	-0.4	-0.3	0.3	N/A	N/A	N/A	234.8	33.8	56.7	
1956.HK	中科闻歌	103.1	-1.2	-0.6	-0.1	0.1	N/A	N/A	N/A	736.2	7.7	19.5	
2723.HK	深演智能	469.3	0.1	0.0	0.1	0.1	4,618.6	2,116.5	935.2	406.2	50.7	58.4	
3317.HK	迅策	222.7	-0.3	0.2	1.4	3.4	N/A	276.1	49.8	19.7	8.0	9.4	
PLTR.O	Palantir	37,064.5	5.4	12.0	17.0	23.3	291.4	125.7	89.5	64.4	48.4	76.8	
SNOW.N	SNOWFLAKE	9,000.5	-30.1	-21.2	-13.0	1.8	N/A	N/A	N/A	1,395.9	53.4	21.1	

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

5. 风险提示

AI 技术迭代不及预期：公司业务发展依赖图计算、知识图谱、图数据库、大语言模型及图模融合等技术持续演进。若大模型技术路线、产业级智能体架构或企业级 AI 应用范式发生较大变化，而公司未能及时完成产品迭代和技术适配，可能影响 Atlas 图谱解决方案及 Atlas 智能体的竞争力和商业化进展。

业务发展不及预期：公司当前增长主要来自金融、政务、能源、电信、智能制造等行业客户的持续拓展，以及 Atlas 图谱客户向 Atlas 智能体升级。若下游客户 AI 投入节奏放缓、项目验收和交付周期拉长、存量客户复购或新行业拓展不及预期，可能导致公司收入增长、毛利率改善和盈利释放低于预期。

市场竞争加剧风险：产业级 AI 智能体市场参与者众多，大型互联网公司、云厂商及垂直 AI 厂商均可能加大投入；若行业竞争加剧导致价格承压或获客成本上升，可能影响公司毛利率与费用率改善节奏。

宏观与政策风险：公司客户以大型企业和政府机构为主，项目预算、招投标节奏和采购决策可能受到宏观经济、财政支出、行业景气度及企业 IT 预算变化影响；数据安全、跨境合规等监管政策变化亦可能影响行业需求释放节奏。

应收账款与客户集中风险：公司客户集中于大型机构，账期相对较长；若个别大客户采购波动或回款周期延长，可能对收入确认与经营性现金流造成影响。

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预期	2027年 预期	2027年 预期
收入	503	621	971	1,369	1,864
成本	(321)	(352)	(512)	(691)	(911)
毛利	182	269	459	679	953
销售费用	(68)	(88)	(117)	(185)	(246)
管理费用	(56)	(123)	(155)	(212)	(280)
研发费用	(61)	(100)	(136)	(192)	(261)
其他	5	(16)	(10)	(14)	(19)
营运利润	3	(57)	42	76	148
财务费用	(98)	(146)	(60)	(0)	(0)
所得税	1	(2)	0	(11)	(22)
净利润	(94)	(205)	(18)	64	125
增长					
总收入 (%)	34.0%	23.4%	56.4%	41.0%	36.1%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	95.3%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预期	2027年 预期	2027年 预期
固定资产	2	7	15	27	42
无形资产	17	27	36	46	59
其他固定资产	17	15	15	15	15
非流动资产	36	49	67	89	116
存货	75	78	117	164	224
应收款项	223	317	486	685	932
其他流动资产	123	48	61	77	97
现金	176	443	884	790	704
总资产	634	936	1,614	1,805	2,073
应付款项	249	288	427	553	696
其他应付项	1,726	2,080	16	16	16
总流动负债	1,974	2,368	443	569	712
租赁负债	5	9	9	9	9
递延收入	4	11	11	11	11
总负债	1,984	2,388	462	589	732
股东权益	-1,351	-1,451	1,151	1,216	1,341

财务分析

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预期	2027年 预期	2027年 预期
盈利能力					
毛利率 (%)	36.3%	43.3%	47.3%	49.5%	51.1%
EBIT率 (%)	0.7%	-9.2%	4.3%	5.5%	7.9%
净利率 (%)	-18.6%	-33.1%	-1.8%	4.7%	6.7%
ROE	6.9%	14.1%	-1.5%	5.3%	9.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	36.7%	50.0%	42.0%	43.0%	42.2%
实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款天数	53	45	43	43	43
应付账款天数	283	299	304	292	279
财务状况					
负债/权益	-1.47	-1.64	0.40	0.48	0.55
收入/总资产	0.79	0.66	0.60	0.76	0.90
总资产/权益	-0.47	-0.64	1.40	1.48	1.55

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预期	2027年 预期	2027年 预期
税前利润	(95)	(203)	(18)	76	148
调整	122	222	6	7	8
运营资本变化	(65)	(74)	(90)	(146)	(196)
已付所得税及利息	(1)	0	0	(11)	(22)
营运活动现金流	(39)	(55)	(102)	(75)	(63)
固定资产投资	(2)	(6)	(10)	(14)	(19)
其他投资活动	0	(18)	0	0	0
投资活动现金流	(2)	(24)	(10)	(14)	(19)
股权融资	22	350	557	0	0
其他融资活动	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
融资活动现金流	19	346	553	(4)	(4)
现金变化	(21)	267	441	(93)	(86)
期初持有现金	198	176	443	884	790
汇兑变化	(1)	(0)	0	0	0
期末持有现金	176	443	884	790	704

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>