

买入

中标多个合作项目，技术价值持续释放

百融云-W (6608. HK)

2025-01-23 星期四

目标价:	12.00 港元
现价:	8.16 港元
预计升幅:	47.04%

重要数据

日期	2025-01-22
收盘价 (港元)	8.16
总股本 (亿股)	4.91
总市值 (亿港元)	40.10
净资产 (亿港元)	45.46
总资产 (亿港元)	55.30
52 周高低 (港元)	14.58/7.79
每股净资产 (港元)	10.05

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Genisage Tech Inc.	17.17%
HH BR-I Holdings	7.66%
Hong Jing	5.90%
CRF Summit Investment	5.74%
Wu Capital Limited	4.95%
Qianhai Golden Bridge	4.31%

相关报告

首发报告-20211215

更新报告-20220426、20221012、20231012

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 半年报增长低于预期，持续加大对 AI 技术投入：

公司 2024 年上半年实现收入人民币 13.21 亿元，同比增长 6%。公司上半年整体毛利率 73.2%。上半年实现归母净利润 1.40 亿元，同比下滑 32%；剔除期权费等影响的经调整净利润 1.97 亿元，同比下降 13%。公司今年加大对 AI 技术投入，积极响应国家普惠金融号召，围绕金融机构财富管理进行价值挖掘。目前公司已在智能语音和数字人方面取得突破，特别是其智能语音技术在语义理解与人机交互方面显著高于行业平均水平。

➤ 公司智慧营销生态持续发力，中标多家金融机构合作项目：

在中国目前扩内需、促消费的背景下，公司充分发挥业务生态能动性，自 2024 年下半年来，成功中标多家金融机构项目。11 月，公司与联通支付成战略合作，双方将聚焦数智化转型的深度协同发展。12 月公司成功中标“某城商行信用卡中心不良资产转让交易咨询服务采购项目”，将以 AI 技术帮助该城商行运营贷后资产、提升整体资产质量、夯实盈利水平。2025 年 1 月，公司成功中标盛京银行“零售信贷风险模型量化升级项目”。

➤ 维持“买入”评级：

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.58/0.75/0.92 元，当前股价对应 2024 年至 2026 年 PE 估值分别为 13.2/10.2/8.3 倍。由于公司持续对 AI 技术研发投入以及宏观经济不佳导致流量成本上涨，因此我们下调了 2024 年归母净利润预期，但考虑到公司 AI 技术处于行业领先水平，同时国内金融机构利用 AI 技术进行存量运营在巨大市场空间，公司通过 AI 技术不断拓展业务边界。此外公司紧跟客户需求，布局普惠金融和财富管理，更好满足小微企业的融资需求，更好满足 C 端客户的资产保值增值需求。综上，给予公司对应 2025 年 15 倍 PE，目标价 12.0 港元，维持“买入”评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,054	2,681	2,996	3,367	4,015
同比增长 (%)	26.53%	30.51%	11.76%	12.36%	19.25%
毛利率 (%)	72.10%	72.91%	68.48%	68.70%	69.05%
净利润	229	335	288	374	462
同比增长 (%)	62.44%	46.21%	-14.00%	29.79%	23.38%
经调整净利率 (%)	11.16%	12.51%	9.62%	11.12%	11.50%
EPS	0.46	0.67	0.58	0.75	0.92
PE	16.6	11.4	13.2	10.2	8.3

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

半年报增长低于预期，持续加大对 AI 技术投入：

公司 2024 年上半年实现收入人民币 13.21 亿元，同比增长 6%。公司上半年整体毛利率 73.2%，同比提升 1.1 个百分点，主要受到旗下业务结构优化、成本控制有效、AI 技术升级推动等。上半年实现归母净利润 1.40 亿元，同比下滑 32%；剔除期权费等影响的经调整净利润 1.97 亿元，同比下降 13%。其中，Maas 业务营业收入为 4.21 亿元，同比下降 2.3%，占总收入的 31.9%。核心客户达到 165 家，同比增长 13%，核心客户留存率为 96%。收入占比 32%。BaaS 收入占比 68%，BaaS 收入贡献持续提升。其中 BaaS 金融行业云业务营业收入 5.89 亿元，同比增长 19.8%，占比 44.6%。公司通过智慧营销促成的资产交易规模保持稳健扩张。2024 年上半年交易规模达 261.50 亿元，同比增长 23.0%。BaaS 保险行业云业务营业收入 3.11 亿元，同比下降 2.9%，占比 23.5%。受报行合一等规范性政策影响，虽新单保费同比翻倍，达到 19.05 亿元，同比增长 102.7%，续期保费成交金额为 9.68 亿元，同比增长 47.2%。

公司今年持续加大对 AI 技术投入，积极响应国家普惠金融号召，围绕金融机构财富管理进行价值挖掘。目前公司已经在智能语音和数字人方面均取得突破，特别是其智能语音技术在语义理解与人机交互方面显著高于行业平均水平，不仅支持能够清晰回答还支持情感识别，提供更人性化的交互体验。在多智能体的构建上，基于“LLM+（规划+记忆+工具+行动）”的理念，让智能体共用一个最强大脑、共享一套记忆系统，消弭工作流的拼接感，使得人机之间、智能体之间流畅丝滑的交互，也使得复杂的问题能迅速有效协同处理。另外公司已经在银行接待场景和零售百货导购场景应用了数字人技术，这对公司未来持续训练大模型及进行数据积累有较大促进作用。

公司智慧营销生态持续发力，中标多家金融机构合作项目：

在中国目前扩内需、促消费的背景下，公司充分发挥业务生态能动性，自 2024 年下半年来，成功中标多家金融机构项目。11 月，公司与联通支付成战略合作，双方将聚焦数智化转型的深度协同发展。在此次合作中，百融将依托 MaaS 云平台极高稳定性、毫秒级高速响应和高效能服务等核心优势，赋能联通支付数智化发展。联通支付现拥有中国人民银行发放的支付业务许可证和证监会发放的基金销售支付结算许可证，并与主流金融机构建立了合作关系，签约商户覆盖线上线下、城市乡村，融合创新“通信+支付金融”业务模式，拥有亿级用户和千亿交易规模。12 月百融成功中标“某城商行信用卡中心不良资产转让交易咨询服务

采购项目”，将以 AI 技术帮助该城商行运营贷后资产、提升整体资产质量、夯实盈利水平。2025 年 1 月，公司成功中标盛京银行“零售信贷风险模型量化升级项目”，通过此次合作，公司将助力盛京银行构建全生命周期信贷风险管理体系，赋能该行提升资产质量韧性，夯实零售业务的核心竞争力。作为东北地区规模最大的城商行，盛京银行近年来顺应消费发展的新业态与新模式，持续深耕零售业务领域，同时，在 AI 科技与数智化转型的助推下，该行建立了全产品、全渠道、全场景的零售发展策略，实现渠道拓展、业务经营和风险防控等方面的全面突破与稳步提升。

维持买入评级：

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.58/0.75/0.92 元，当前股价对应 2024 年至 2026 年 PE 估值分别为 13.2/10.2/8.3 倍。由于公司持续对 AI 技术研发投入以及宏观经济不佳导致流量成本上涨，因此我们下调了 2024 年归母净利润预期，但考虑到公司 AI 技术处于行业领先水平，同时国内金融机构利用 AI 技术进行存量运营在巨大市场空间，公司通过 AI 技术不断拓展业务边界。此外公司紧跟客户需求，布局普惠金融和财富管理，更好满足小微企业的融资需求，更好满足 C 端客户的资产保值增值需求。综上，给予公司对应 2025 年 15 倍 PE，目标价 12.0 港元，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、宏观经济恢复不及预期、大模型数据采集风险

财报报表摘要

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2,054	2,681	2,996	3,367	4,015
成本	(573)	(726)	(944)	(1,054)	(1,243)
毛利	1,481	1,955	2,052	2,313	2,772
销售费用	(785)	(1,073)	(1,198)	(1,347)	(1,606)
管理费用	(270)	(259)	(300)	(303)	(361)
研发费用	(370)	(379)	(423)	(476)	(567)
其他收益	178	103	219	263	316
营业利润	235	347	350	451	554
财务费用	(6)	(11)	(11)	(11)	(11)
公允价值变动	0	0	0	0	0
税前利润	229	336	339	440	543
所得税	1	(1)	(51)	(66)	(81)
净利润	229	335	288	374	462
经调整利润	229	335	288	374	462

增长

总收入 (%)	26.5%	30.5%	11.8%	12.4%	19.3%
净利润 (%)	62.4%	46.2%	-14.0%	29.8%	23.4%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
固定资产	45	53	53	59	66
无形资产	54	47	71	74	78
有使用权资产	69	48	48	48	48
商誉	180	119	119	119	119
其他固定资产	255	162	162	162	162
固定资产合计	604	429	453	463	473
预付及其他	414	447	500	562	670
金融资产	849	724	724	724	724
应收贷款	2	68	82	79	85
应收账款	362	519	580	652	778
货币资金	889	914	1,338	1,708	2,154
流动资产合计	2,514	2,673	3,224	3,725	4,411
应付账款	165	302	392	438	516
合同负债	61	82	106	118	140
其他负债	640	559	715	793	928
优先股	0	0	0	0	0
流动负债合计	866	942	1,214	1,350	1,584
长期负债合计	45	23	23	23	23
股东权益合计	4,310	4,449	4,887	5,261	5,723

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率 (%)	72.1%	72.9%	68.5%	68.7%	69.0%
经营利润率 (%)	11.4%	12.9%	11.7%	13.4%	13.8%
经调整净利率 (%)	11.2%	12.5%	9.6%	11.1%	11.5%
ROE	5.3%	7.5%	5.9%	7.1%	8.1%

营运表现

费用/收入 (%)	69.3%	63.8%	64.1%	63.1%	63.1%
实际税率 (%)	-0.3%	0.3%	15.0%	15.0%	15.0%
应收账款天数	63	70	70	70	70
应付账款天数	104	150	150	150	150

财务状况

负债/权益	0.21	0.22	0.25	0.26	0.28
收入/总资产	0.66	0.86	0.81	0.80	0.82
总资产/权益	0.72	0.70	0.75	0.80	0.85

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	229	335	288	374	462
非现金调整	67	93	36	39	43
资本变动	6	(89)	143	6	(5)
经营活动现金流	302	339	468	419	499
投资固定资产	(686)	211	(34)	(38)	(43)
其他金融资产变动	66	11	0	0	0
投资活动现金流	(620)	222	(34)	(38)	(43)
债权融资	(6)	46	0	0	0
股权融资	(33)	(39)	0	0	0
支付利息	(68)	(80)	(11)	(11)	(11)
融资活动现金流	(107)	(73)	(11)	(11)	(11)
现金变化	(424)	488	424	371	446
期初持有现金	3,346	889	914	1,338	1,708
汇兑变化	24	(4)	0	0	0
期末持有现金	2,947	1,373	1,338	1,708	2,154

投资评级定义和免责条款

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) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>