

2024年9月4日

百融云-W (6608.HK)

公司动态分析

证券研究报告

SaaS

深耕垂类市场，业务持续扩张

事件:百融云公布2024年上半年业绩表现,收入同比增长6%,毛利率提高1.1pp,归母净利润同比下滑32%。综合考虑,我们预测2024/2025/2026年归母净利润为3.14/4.08/4.78亿元,目标价11.8港元,维持“买入”评级。

报告摘要

MaaS业务逐步恢复, BaaS业务实现快速增长 通过生成式AI和决策式AI等底层技术,公司在垂类市场持续拓展业务,收入实现稳健增长,2024H1收入录得13.21亿元,同比增长6%。其中,MaaS业务根据查询量收取服务费或年费,上半年收入同比轻微下滑2%至4.21亿元,但从6月开始已经逐步恢复,当月收入同比环比都有所提升,核心客户数同比增加19家至165家,核心客户平均贡献收入为199.6万元;BaaS业务根据促成的交易规模收取费用,上半年录得收入9.00亿元,同比增长11%,其中金融行业云收入同比增长20%至5.89亿元,主要得益于运营效率提升及生成式AI能力增强带动交易规模快速增加,保险行业云收入同比下滑3%至3.11亿元,主要是由于保险行业疲软以及行业新规要求呈报佣金和实际支付佣金保持一致对行业产生冲击。随着业务的持续拓展,公司的毛利率进一步提升1.1pp至73.19%。同时,公司持续拓展新客户,客户构成也更加多元化,除金融、保险外,来自互联网科技、外卖、旅游等非金融行业机构客户的收入也持续提升,目前非金融类客户占比为1/3左右。上半年利润下滑幅度较大,主要是由于期权费显著提升,剔除期权费影响的经调整净利润为1.97亿元,同比下滑13%。

AI研发持续投入,持续丰富应用场景 百融基于深度学习Transformer框架,融合了多元化AI技术算法,打造定位于垂直场景的AI应用产品。公司成功将智能语音应用与大模型相结合,将完全基于大模型的交互时延压缩在500毫秒之内,低于同业均值1秒以上。对于未来的长期布局,公司的大模型将进一步丰富模式支持,结合3D数字人的智能语音交互硬件,目前已开发出第一个商业化版本,将广泛适配于银行大厅接待、零售百货导购等多元应用场景。未来公司也将继续加大AI方面的研发,持续引入AI人才,推动更多应用场景和商业落地。

投资建议:公司在AI方面的研发持续深入,产品矩阵日益丰富,MaaS和BaaS业务双轮驱动带动业绩增长。综合考虑,我们预测2024/2025/2026年归母净利润为3.14/4.08/4.78亿元(剔除期权费影响的经调整净利润为4.02/4.48/5.18亿元,同比增长7%/11%/16%),P/E对应当前股价为11.17/8.60/7.34倍,估值相对具有吸引力。参考行业表现,给予2024年16倍PE,对应目标价11.8港元,维持“买入”评级。

风险提示:行业竞争加剧风险;监管风险;数据信息安全风险。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,054	2,681	3,025	3,502	3,970
增长率(%)	26.5%	30.5%	12.8%	15.8%	13.4%
归母净利润	240	340	314	408	478
增长率(%)	N/A	42.1%	-7.8%	29.8%	17.3%
经调整净利润	294	375	402	448	518
增长率(%)	108%	28%	7%	11%	16%
毛利率(%)	72.1%	72.9%	72.5%	72.5%	72.5%
净利润率(%)	11.7%	12.7%	12.3%	12.4%	12.6%
每股收益(元)	0.50	0.72	0.77	0.90	1.04
每股净资产(元)	8.58	9.03	9.33	10.07	10.93
市盈率	14.74	10.24	11.17	8.60	7.34
市净率	0.93	0.90	0.87	0.81	0.75

数据来源:公司资料,安信国际预测

投资评级: 买入

目标价格: 11.8 港元

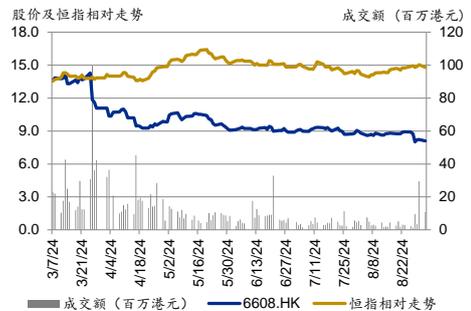
现价(2024-9-3): 8.10 港元

总市值(百万港元)	3,978.66
流通市值(百万港元)	3,978.66
总股本(百万股)	491.19
流通股本(百万股)	413.98
12个月低/高(港元)	7.8/14.6
平均成交(百万港元)	5.93

股东结构

张韶峰	17.90%
中国国新控股有限公司	9.46%
高瓴	8.14%
红杉	6.41%
TMF Orange Holdings	5.86%
其他	52.23%
总共	100.00%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.36	-7.32	-11.96
绝对收益	-7.95	-11.18	-15.71

数据来源: WIND、港交所、公司

杨怡然 TMT 行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (人民币千元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,054,178	2,680,915	3,024,909	3,502,377	3,970,381
营业成本	-573,057	-726,383	-831,850	-963,154	-1,091,855
毛利	1,481,121	1,954,532	2,193,059	2,539,223	2,878,527
其他收入	177,981	182,891	179,233	170,272	158,353
销售费用	-784,644	-1,072,988	-1,194,839	-1,365,927	-1,532,567
资产减值损失	-83	-79,606	-39,606	-31,685	-25,348
管理费用	-269,977	-259,277	-362,989	-392,266	-436,742
研发费用	-369,646	-378,785	-453,736	-507,845	-563,794
营业利润	234,752	346,767	321,122	411,772	478,428
财务费用	-6,165	-10,550	-11,106	-9,249	-6,454
税前利润	228,587	336,217	310,016	402,523	471,974
所得税	718	-958	-930	-1,208	-1,416
期内净利润	229,305	335,259	309,086	401,315	470,558
归母净利润	239,661	340,459	313,880	407,540	477,857
归属少数股东利润	-10,356	-5,200	-4,794	-6,225	-7,299
经调整净利润	293,992	375,064	401,880	447,540	517,857
EPS(元)	0.50	0.72	0.66	0.86	1.00
同比增长					
收入(%)	27%	31%	13%	16%	13%
归母净利润(%)	N/A	42%	-8%	30%	17%

资产负债表 (人民币千元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
物业厂房及设备	45,287	52,872	61,712	71,090	76,604
商誉	180,013	119,466	119,466	119,466	119,466
无形资产	54,209	47,431	58,063	65,223	69,672
使用权资产	69,447	48,192	36,364	25,719	16,671
定期存款	2,122,350	1,982,833	2,081,975	2,186,073	2,295,377
其他非流动资产	264,524	171,157	175,425	179,865	184,477
非流动资产合计	2,735,830	2,421,951	2,533,005	2,647,436	2,762,267
应收账款	361,663	519,247	577,352	668,791	758,365
预付款项及其他	413,594	447,445	469,817	493,308	517,974
应收借款	1,954	68,172	74,989	82,488	90,737
现金及现金等价物	888,508	913,987	936,050	1,049,743	1,252,292
其他流动资产	865,724	1,134,967	1,171,465	1,209,787	1,250,026
流动资产合计	2,531,443	3,083,818	3,229,674	3,504,117	3,869,393
应付账款	165,338	301,856	340,657	394,608	447,460
应计费用及其他	589,668	519,935	493,938	469,241	445,779
租赁负债	50,646	39,065	41,018	43,069	45,223
银行贷款	45,000	91,360	77,656	66,008	56,106
其他流动负债	60,731	81,576	77,497	73,622	69,941
流动负债合计	911,383	1,033,792	1,030,766	1,046,549	1,064,510
租赁负债	35,873	14,085	18,311	23,804	30,945
递延税项负债	9,613	8,968	8,071	7,264	6,538
非流动负债合计	45,486	23,053	26,382	31,068	37,482
股本	66	64	64	64	64
库存股	-148,843	-185,584	-204,142	-224,557	-247,012
储备	4,444,257	4,624,720	4,992,598	5,421,235	5,915,397
归属股东权益	4,295,480	4,439,200	4,788,519	5,196,742	5,668,448
非控股权益	14,924	9,724	-82,989	-122,805	-138,780

(转下页)

现金流量表 (人民币千元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	302,450	339,159	371,413	454,908	515,810
投资活动现金流	-2,563,341	-39,266	-39,266	-39,266	-39,266
融资活动现金流	-221,587	-270,679	-306,535	-298,933	-270,678
现金变化	-2,482,478	29,214	25,612	116,709	205,866
期初持有现金	3,346,487	888,508	913,987	936,050	1,049,743
汇率变动	24,499	-3,735	-3,548	-3,016	-3,318
期末持有现金	888,508	913,987	936,050	1,049,743	1,252,292

财务数据					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率	72.1%	72.9%	72.5%	72.5%	72.5%
经营利润率	11.4%	12.9%	12.6%	12.5%	12.6%
归母净利率	11.7%	12.7%	12.3%	12.4%	12.6%
ROE	5.6%	7.7%	7.7%	8.2%	8.7%
营运表现					
销售费用/收入(%)	38.2%	40.0%	39.3%	39.0%	38.6%
管理费用/收入(%)	13.1%	9.7%	11.5%	11.2%	11.0%
研发费用/收入(%)	18.0%	14.1%	14.8%	14.5%	14.2%
杠杆比率					
资产负债率	18%	19%	18%	18%	17%
总资产/股本	12%	18%	20%	21%	22%

资料来源：公司公告, 安信国际预测

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安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。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。安信国际，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、意见及推测反映安信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。安信国际，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。

安信国际及其高级职员、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。安信国际，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)，安信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。

收件人应注意安信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，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信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。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

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。
- 安信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。

安信国际证券(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