

AI 应用能力领先，看好公司 中长期预期差修复

核心观点

公司是港股少数已经实现持续盈利的独立 AI 科技云服务商，结合我们对未来的业绩预测，公司 2022~2026 年的归母净利润 CAGR 可能达到 10.7%，与其他 AI 应用类可比公司相比，持续盈利能力明显更强，但估值水平明显偏低，或受未纳入港股通等原因造成估值折让，预计公司在持续致力于通过回购等方式提高股东回报的基础上，估值朝着合理区间不断修复。

摘要

公司是一家已经实现持续盈利的 AI 科技服务商，在 AI 应用侧公司中具有一定稀缺性。公司营业收入从 2019 年的 12.62 亿元增长至 2023 年的 26.81 亿元，复合增速 16%；归母净利润在 2022 年实现扭亏为盈，达到 2.40 亿元；并在 2023 年实现 42% 的大幅增长。24 年 H1，公司营收 13.21 亿元，调整后净利 1.97 亿元。

公司基本盘稳健、第二增长曲线清晰，长期关注价值高。公司以 MaaS 业务（模型即服务）作为压舱石保证现金流，以 BaaS 业务（业务即服务）为第二增长曲线打开未来增长空间。截至 2024 年上半年，MaaS 收入占比约 32%，BaaS 业务收入贡献占比约 68%。1）MaaS 业务是公司最早的业务板块。主要形式是通过 API 接口方式向机构客户提供评分和模型调用服务，目前该业务主要是按照调用量收费。2）BaaS 业务是公司目前最具成长力的业务，收入占比已超过 MaaS。该业务是基于生成式 AI，利用 AI VoiceGPT 帮助机构实现营销和运营数智化，分为金融行业云和保险行业云两部分，按照促成 GMV 收费。

中长期来看，1）公司业务将显著受益于包括信贷风控、财富管理场景在内的金融业务数字化转型潮流，2）随着数据要素产业得益于政策支持下的快速发展，公司的数据资产价值有望进一步重估。公司的 MaaS 业务采用“优化客户结构+先落地再扩”策略，BaaS 业务采用“优先扩大规模+抢占先发优势”策略，有望在行业持续发展的背景下持续提升市占率，享有细分领域的估值溢价。

投资建议：预计公司 2024~26 年营收分别为 27.7/30.1/35.2 亿元，同比+3%/+9%/+17%，归母净利分别 2.7/3.0/3.6 亿元，同比-20%/+9%/+21%；EPS 为 0.58/0.64/0.77 元每股，对应 PE 约 17.8x/16.4x/13.5x，PS 约 1.8x/1.6x/1.4x。结合可比公司数据，我们认为公司的合理估值中枢应该在 20 倍 PE 左右，维持“买入”评级。

风险提示：MaaS 业务回升不及预期，BaaS 业务增速不及预期，竞争加剧导致净利润回升不及预期。

百融云-W (6608. HK)

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

吴马涵旭

wumahanxul@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070001

李梓豪

lizihaodcq@csc.com.cn

010-56135214

SAC 编号:S1440524070018

发布日期：2025 年 03 月 20 日

当前股价：10.40 港元

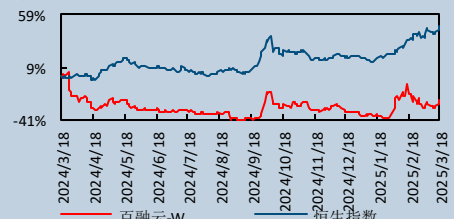
目标价格 6 个月：13.5 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.80/-17.19	16.99/-8.60	-21.92/-69.88
12 月最高/最低价 (港元)		14.28/8.00
总股本 (万股)		46,650.07
流通 H 股 (万股)		46,650.07
总市值 (亿港元)		51.12
流通市值 (亿港元)		51.12
近 3 月日均成交量 (万)		200.07
主要股东		
Genisage Tech Inc.		17.17%

股价表现



相关研究报告

目录

一、公司概况	1
1.1 诞生背景与里程碑	1
1.1.1 公司简介	1
1.1.2 发展历程	1
1.2 股权架构与管理团队	3
1.3 财务状况与主营构成	4
二、公司的商业模式和增长前景	6
2.1 业务模式与产品形态	7
2.1.1 MaaS 业务	7
2.1.2 BaaS 业务	8
2.2 市场空间与增长路径	11
2.2.2 金融业务数字化转型	11
2.2.2 数据产业的持续发展	12
2.2.3 主营业务的增长策略	13
2.3 竞争格局与公司优势	14
2.3.1 先发优势奠定客户基础	15
2.3.2 数据资产形成要素壁垒	16
2.3.3 技术创新能力稳步提升	16
三、盈利预测与估值分析	18
报表预测	20
风险分析	22

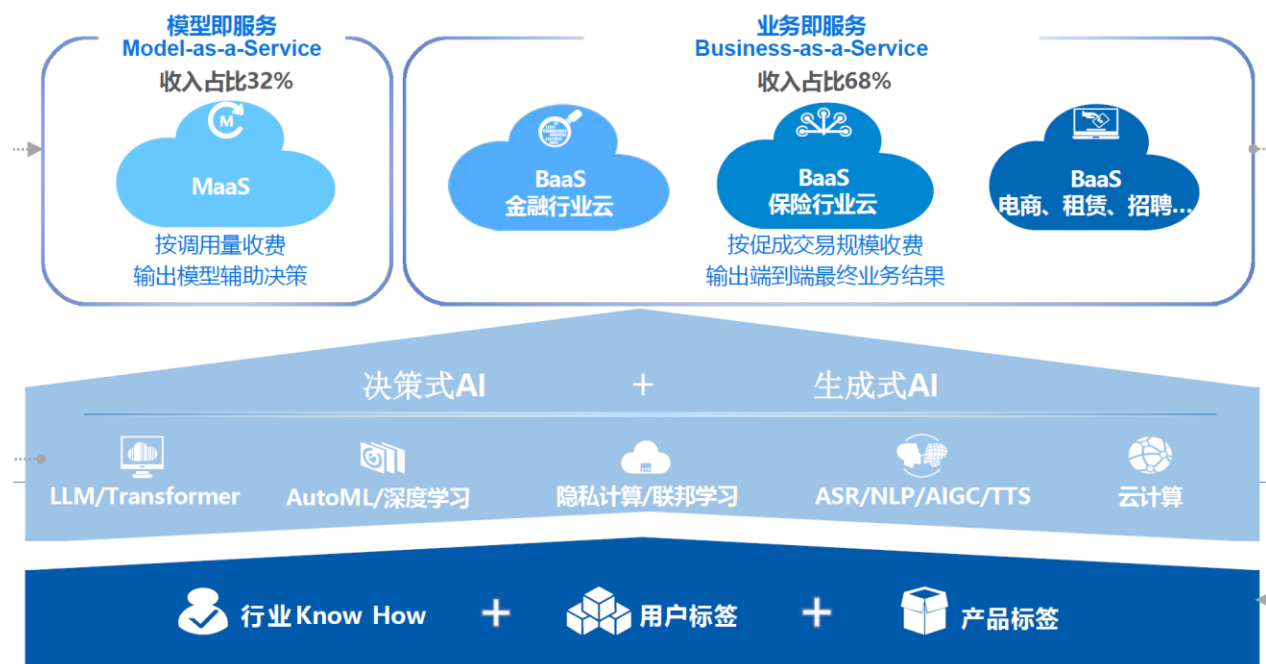
一、公司概况

1.1 诞生背景与里程碑

1.1.1 公司简介

百融云创是国内领先的自研 AI 科技服务供应商，也是一家实现持续盈利的 AI 公司。公司早期以为金融机构提供数据分析服务起家，创始人在相关领域有 20 年的行业经验；2017 年公司将业务逐步拓展至精准营销及保险经纪领域；2023 年公司进一步将三大业务线重分类为 MaaS（模型即服务）+BaaS（业务即服务），其中 BaaS 业务细分为金融行业云和保险行业云。目前，公司凭借在自然语言处理、深度学习、隐私计算等方面的技术积累，打造了基于决策式 AI 和生成式 AI 的技术方案。截至 2024 年上半年，已累计覆盖 7000 多家机构客户，覆盖银行（绝大部分国有银行、12 家股份制银行、1000 余家地区性银行）、互联网科技平台、保险、财富管理公司等金融机构，核心客户（贡献收入超过 30 万的客户）的留存率达到 96%。

图表1：百融云业务概览



注：以上为2024上半年数据；MaaS（Model as a Service）；BaaS（Business as a Service）

资料来源：公司官网，中信建投证券

1.1.2 发展历程

2009~2013 年：公司前身为百分点科技金融事业部。2009 年，大数据服务商百分点科技成立百分点科技金融事业部，主营精准营销业务，利用消费者个体偏好数据资源，为客户刻画消费者兴趣图谱，并构建端到端的数智化解决方案。这些经验为后来百融云创的发展打下了坚实的基础。

2014~2016 年：创始初期定位银行征信数据分析服务供应商。2013 年，支付金融领域的革新迫使传统银行利用科技手段赋能以应对第三方互联网金融机构的挑战。为满足银行科技赋能业务的需求，2014 年 3 月，百分点科技金融事业部从百分点科技剥离出来，独立为百融金服。同年，公司在中国人民银行完成企业征信备案，同时凭借前期积累的数据资源，推出数据分析服务业务，聚焦于银行资信赋能，通过人工智能与机器学习算法评估银行信贷客户的资质。

2017~2020 年：业务扩张和技术积累期，实现为客户从营销到风控全流程赋能。2016 年，国务院发布《十三五国家科技创新规划》，明确促进科技金融产品和服务创新。在政策支持下，公司一方面继续扩大在金融产业链上的业务布局，于 2017 年确定精准营销业务，对接金融产品供应商和需求方，实现金融产品与目标客户的精准匹配；同年收购黎明保险经纪公司获得保险经纪牌照，开展保险经纪分销业务，促进客户类型多元化。至此，百融云创成功布局数据分析服务、精准营销服务、保险分销服务三大业务板块。另一方面，公司在技术方面取得重大突破，于 2018 年成立 AI 金融实验室，加大对智能语音、知识图谱等技术的开发，智能语音机器人、智能模型训练平台“计算未来 AutoML”、端到端语音合成系统等成果陆续落地。2019 年，公司正式更名为百融云创，突出科技属性与业务创新精神。

2021 年至今：业务整合期，借助 AI 技术迭代公司商业模式。2021 年，公司于港交所主板上市，上市后公司整合内外部资源，将数据分析业务与智能运营业务合并为智能分析与运营服务业务；同年，公司收购北京众联享付科技股份有限公司，开始为大型国有银行及证券公司提供财富管理解决方案。

2023 年，公司根据收费模式和底层 AI 技术将业务重新划分为两部分：MaaS（模型即服务）业务、BaaS（业务即服务）业务，MaaS 业务即原数据分析业务，BaaS 业务主要包括金融行业云和保险行业云两块，其中金融行业云包括原智能运营业务和精准营销业务，保险行业云即原保险营销业务。基于决策式 AI 和生成式 AI 双技术基础，公司业务实现规模化商业变现。

图表2：百融云技术发展的里程碑

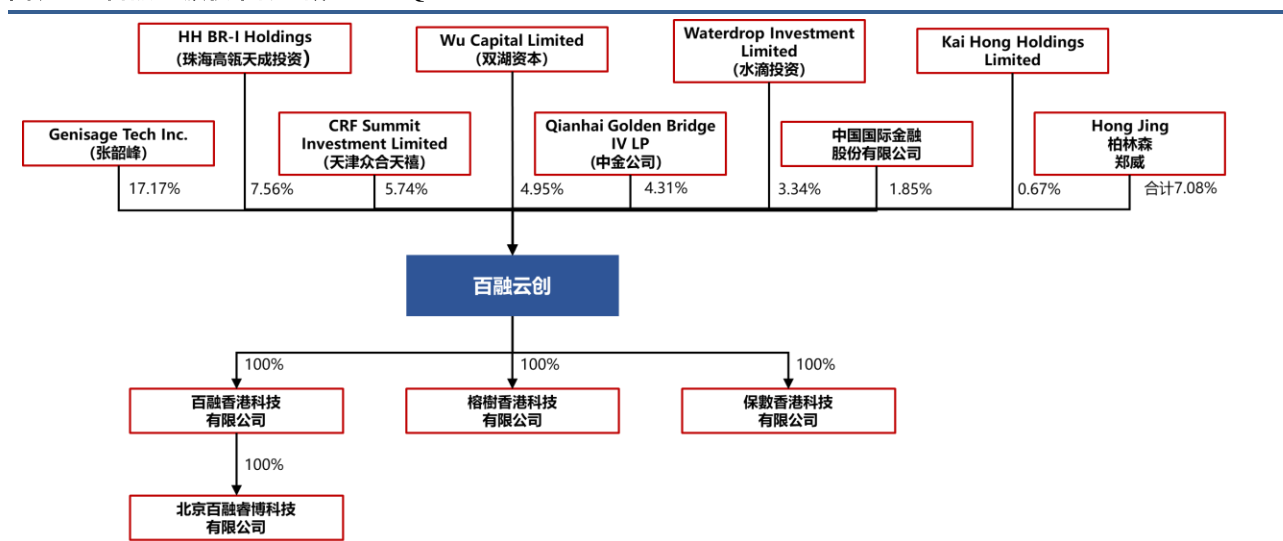
年份	核心事件	研发历程
2014 年	公司成立，完成 A 轮融资，由高瓴资本领投；12 月获批中国人民银行颁发的企业征信业务经营备案证	公司以决策式 AI 起家
2017 年	与国家信息中心成功签署战略合作协议	年末决策式 AI 业务收入超过 3 亿元，生成式 AI 研究立项
2018 年	完成 10 亿元 C 轮融资，由国家主权基金中国国新领投；入选国家发展改革委首批 27 家“综合信用服务机构试点名单”	6 月生成式 AI 产品 Version1 发布
2021 年	3 月，公司在香港联交所主板成功上市，并在年底荣获金融时报社 2021 年度最佳科技赋能公司。	生成式 AI 业务开始商业化
2022 年	成为中国信息通信研究院隐私计算联盟成员，取得信息技术服务管理体系认证证书和业务连续性管理体系认证证书	生成式 AI 技术大规模应用
2023 年	入选中国互联网综合实力前百家企业，获得国家高新技术企业称号	生成式 AI 应用场景拓展至信贷、财富管理、保险、小微、电商、租赁、招聘等领域

资料来源：公司官网，中信建投证券

1.2 股权架构与管理团队

股东治理结构清晰稳定，多元化背景彰显融资能力。截至 2024 年第三季度，公司创始人、董事长兼首席执行官张韶峰通过直接及间接方式合计持有公司 16.65% 的股份。作为实际控制人，张韶峰凭借其在金融科技领域逾 20 年的经验，主导了公司从数据分析服务商向 AI 全栈服务平台的转型，其持股比例与治理结构设计体现了创始团队对公司发展的深度把控。第二大股东中国国新控股有限责任公司（国资委直属央企）持股比例达 9.46%，这一持股比例自 2021 年公司上市以来保持稳定。其他机构投资者中还包括高瓴资本、红杉资本、IDG 资本等头部风投机构，形成“长线资本+产业资本”的组合；外资机构持仓占比接近 5%，先锋领航、贝莱德等国际资管巨头均将其纳入港股科技股核心配置。

图表3： 百融云股权架构（截止 2024Q3）



资料来源：Wind，万得资讯，中信建投证券

百融云创的核心管理团队兼具金融行业洞见、技术研发实力与全球化视野，核心成员平均从业年限超过 15 年。公司董事长兼 CEO 张韶峰拥有清华大学电子工程硕士背景，兼具技术研发与企业管理双重经验，曾主导百分点科技金融事业部从数据挖掘到商业化落地的全流程实践，并于 2014 年创立百融云创，成功推动公司于 2021 年登陆港交所。其逾 20 年的行业深耕，奠定了公司在 AI 金融赛道的领先地位。百融云的高管团队具备“技术+商业+资本”的复合型人才结构，确保了百融云创在 AI 技术代际变革中持续保持领先优势。

图表4： 百融云主要高管人员介绍（截止 2024H1）

姓名	职务	年龄	履历
张韶峰	创始人、董事长、行政总裁 CEO	47	张先生于营运及管理中国数据分析业务及互联网科技公司方面拥有逾 16 年经验。于创办本公司前，于 2010 年 8 月至 2014 年 3 月期间，张先生担任百分点科技(一家于中国从事数据智能技术的企业)的董事、合伙人兼数据总监，负责大数据产品的开发及营运事宜。于加入百分点科技前，于 2010 年 2 月至 2010 年 8 月期间，张先生在天涯社区网络(中国资讯及电子商务平台)任职。于 2009 年 5 月至 2010 年 1 月期间，彼在国际商业机器(中国)投资有限公司任职。张先生分别于 2000 年 7 月及 2003 年 6 月获中国清华大学颁授电子工程学士学位及硕士学位。

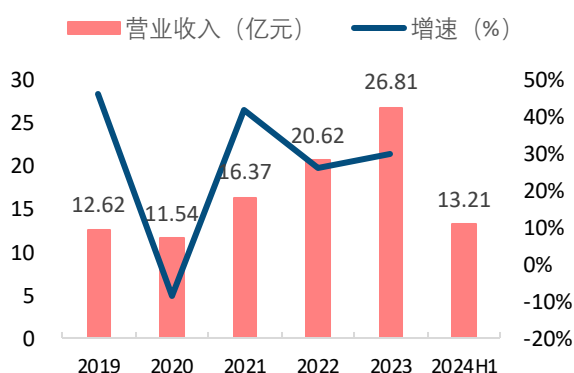
郑威	合伙人、高级副总裁、BaaS 保险行业云负责人兼 CFO	51	郑先生在金融及投资领域拥有逾二十年经验，并在不同所有制形式下的前中后台管理方面拥有丰富经验。于加入本公司前，于 2007 年 8 月至 2011 年 8 月担任民生人寿保险董事会秘书，及于 2004 年 12 月至 2007 年 8 月担任联泰大都会人寿保险助理副总裁。郑先生于 1995 年 7 月获得浙江大学工程自动化专业学士学位及于 2001 年 7 月获得 McMaster 大学金融工商管理硕士学位。	
段莹	合伙人、高级副总裁、MaaS 与 BaaS 金融行业云总负责人	--		
韩奎芳	执行董事、资深营运总监	--	韩女士于 2018 年 2 月加入本公司及现任资深营运总监。彼于公司营运管理及客户服务质量管理领域拥有丰富经验。彼负责本公司整体运营体系的设计与运行，确保在成本控制下的效率最优，以及建立全过程客户服务和质量管理体系，提升本公司客户满意度。彼于 2011 年 12 月至 2016 年 2 月任职于北京百分点科技有限公司并负责制定用户运营策略及建立全过程客户服务体系。韩女士于 2007 年获得北京大学计算机科学与应用学士学位，于 2021 年获得香港大学管理心理学硕士学位并于 2022 年获得中国人民大学工商管理硕士学位。	

资料来源：公司年报，Wind，中信建投证券

1.3 财务状况与主营构成

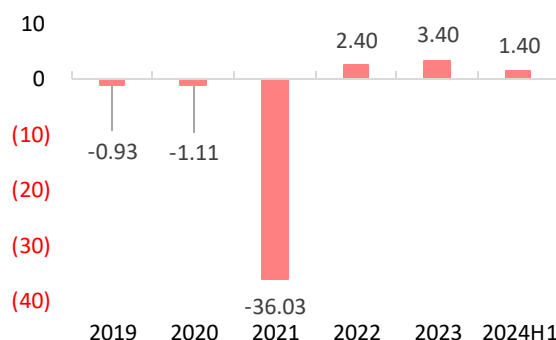
经营业绩稳健增长，2022 年归母净利润扭亏为盈。盈利能力方面，公司营业总收入从 2019 年的 12.62 亿元增长至 2023 年的 26.81 亿元，复合增速 16%；归母净利润经历了从 2019 年到 2021 年的负值后，在 2022 年实现扭亏为盈，达到 2.40 亿元；并在 2023 年实现 42% 的大幅增长。2024 年上半年，公司实现营业收入 13.21 亿元，同比增长 6%；调整后净利润 1.97 亿元，同比下降 13%。

图表5： 百融云营业收入及增速（右）



资料来源：Wind，中信建投证券

图表6： 百融云归母净利润（亿元）



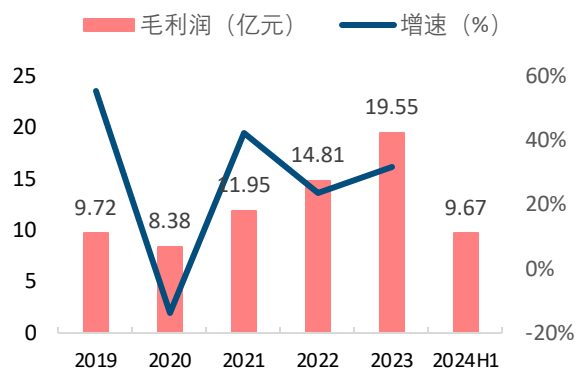
资料来源：Wind，中信建投证券

公司毛利润近年来稳定增长，且毛利率持续维持高位。2023 年实现毛利润 19.55 亿元，同比增长 32%，毛利率达 73%，较 2022 年提升 1 个百分点；2024 年上半年延续高毛利优势，毛利润达 9.67 亿元，毛利率同比提升 0.8 个百分点至 73.2%，主因标准化产品占比提升及 AI 模型复用带来的成本优化。盈利质量方面，经调整净

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

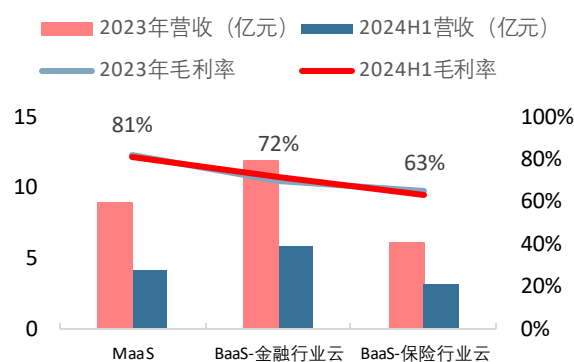
利润连续四年保持双位数增长，2023 年达 3.75 亿元，同比增长 28%；2024 年上半年经调整净利润为 1.97 亿元，虽受研发投入扩张（同比+18.6%）及股权激励费用计提影响同比下滑 12.9%，但若剔除一次性因素，经营性利润同比仍增长 7.3%，能够验证业务内生增长韧性。

图表7：百融云毛利润及增速（右）



资料来源：Wind，中信建投证券

图表8：百融云分业务营收和毛利率（右）

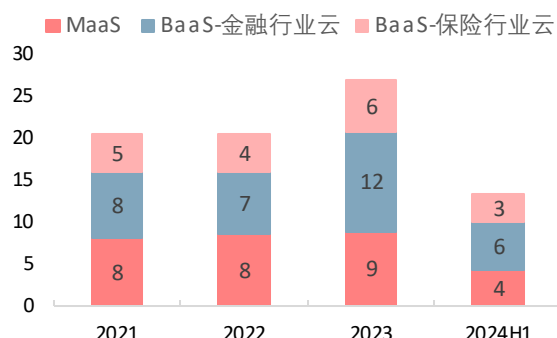


资料来源：Wind，中信建投证券

公司各业务板块协同发展，MaaS 业务作为压舱石保证现金流，BaaS 业务驱动第二增长曲线领涨未来。截止 2023 年末，作为“压舱石”的 MaaS 业务实现营收 8.91 亿元，同比增长 17%，核心客户数从 2022 年的 187 家增至 213 家，核心客户平均收入提升 3%至 350 万元，客户留存率高达 99%，验证其决策式 AI 技术在智能风控与资质评估领域的深度渗透能力。

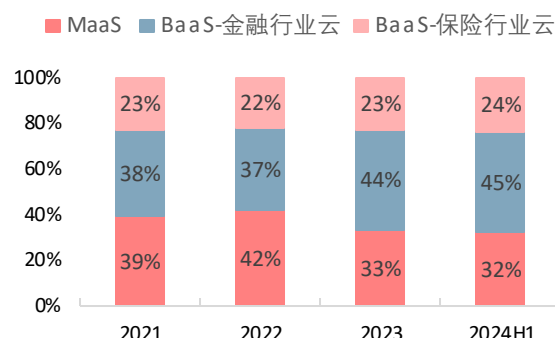
BaaS 业务成为核心增长引擎，截止 2023 年末，BaaS-金融行业云收入达 11.85 亿元，同比大幅增长 59%，营收占比从 36%跃升至 44%，主要受益于促成的资产交易规模同比扩张 93%至 531.3 亿元，叠加技术服务费率稳定在 2.25%的良性循环；保险行业云收入 6.05 亿元，同比增长 10%，在“报行合一”政策压缩佣金率的背景下，通过促成总保费规模同比提升 56%至 33.3 亿元，展现业务韧性并超越行业增速。整体来看，截止 2024H1，MaaS 业务、BaaS-金融行业云、BaaS-保险行业云业务的营业占比分别为 32%、45%、24%。结构优化成效显著，MaaS 与 BaaS 两大业务“技术赋能-规模扩张-数据反哺”的飞轮效应已然形成，为多场景商业化奠定基础。

图表9：百融云分业务营收（亿元）



资料来源：Wind，中信建投证券

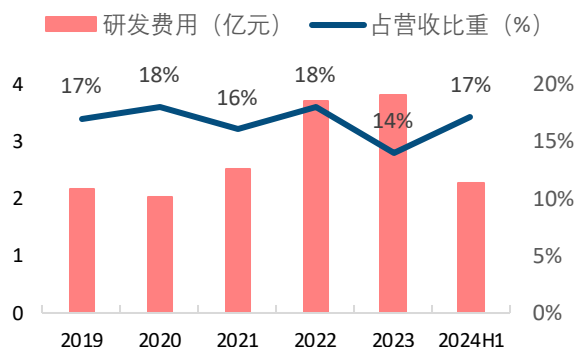
图表10：百融云分业务营收占比（%）



资料来源：Wind，中信建投证券

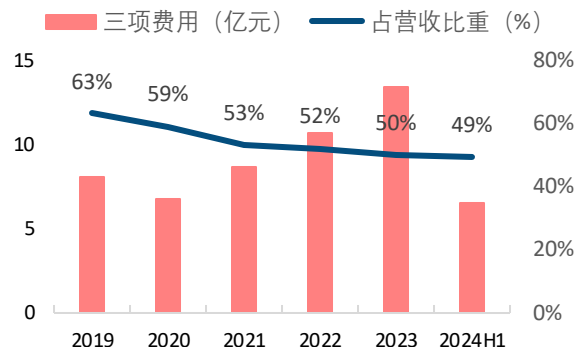
得益于逐步建立的规模化优势，公司的成本管控呈现“总量扩张但费率优化”的特征。费用结构方面，截止2023年末，销售成本达7.26亿元，同比增长27%，主因BaaS保险行业云佣金分成及数据分析服务调用量增长。由于营收增速更快（同比增速31%），除研发外的三项费用（管理/销售/财务）占营收比重同比下降2个百分点至50%，较2019年约优化了15个百分点。研发投入方面，2023年研发费用达3.79亿元，同比增长2%，占营收比重降至14%，主要因AI大模型技术复用率提升（如VoiceGPT日均调用量+35%）及机器学习平台自动化降低边际开发成本，2024上半年公司的研发费用占营收比重新回升至17%。

图表11：百融云研发费用及占营收比重



资料来源：Wind，中信建投证券

图表12：百融云三项费用（管理/销售/财务）及占营收比重



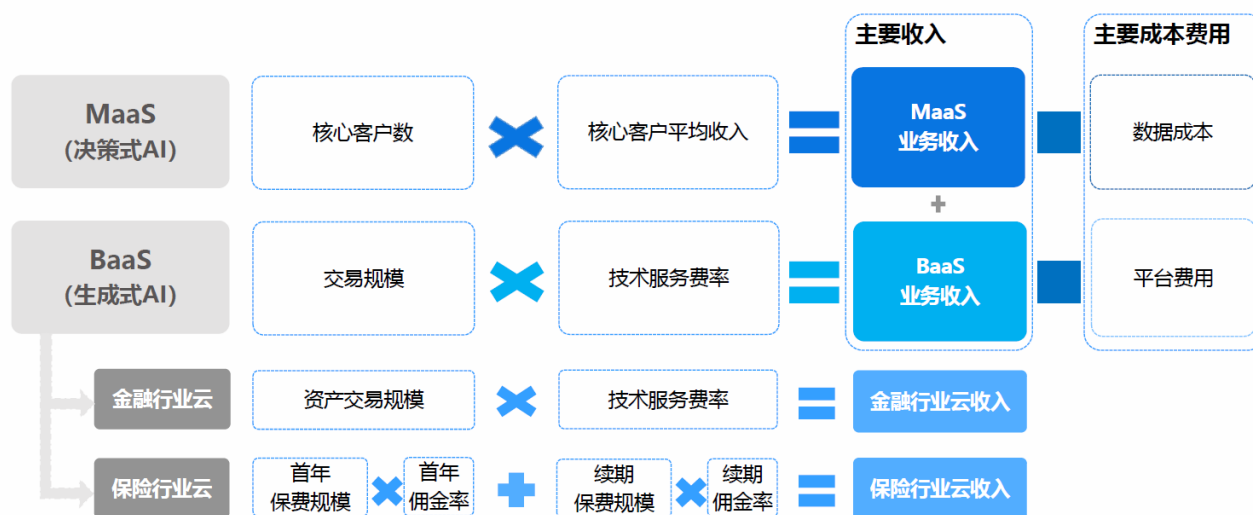
资料来源：Wind，中信建投证券

综上，公司通过“技术降本+结构优化”实现费用与增长的动态平衡。尽管销售成本随业务扩张刚性上升，但费用率持续下行（2019-2023年复合增速5.2%），且研发投入绝对值保持高位（2021-2023年累计超10亿元）。未来，随着MaaS模型调用量规模化及BaaS业务标准化程度提升，单位成本有望进一步摊薄，前置研发投入将加速转化为收入端动能，支撑毛利率长期稳定于70%以上高位。

二、公司的商业模式和增长前景

公司以 MaaS 业务（Model-as-a-Service）作为压舱石保证现金流，以 BaaS 业务（Business-as-a-Service）为第二增长曲线打开未来增长空间。截至 2024 年上半年，MaaS 收入贡献占比约 32%，BaaS 业务收入贡献占比约 68%。

图表13： 公司的商业模式与财务模型



数据来源：公司官网，中信建投证券

2.1 业务模式与产品形态

2.1.1 MaaS 业务

MaaS 业务作为公司业绩的基本盘，持续创造稳定现金流。2022~2024H，MaaS 业务创收分别为 7.60 亿元、8.91 亿元、4.21 亿元。

MaaS 业务是公司最早的业务板块，也是目前占公司盈利最高的业务。百融云创的 MaaS 业务始于 2014 年公司创立之初，核心是以决策式 AI 技术，如逻辑回归、XGBoost 机器学习模型等，帮助客户在信贷、财富等场景中开展智能决策。通过分析用户的风险、需求和资质，将商业机构“了解你的客户”（KYC）和“了解你的产品”（KYP）的过程数字化。

主要服务形式：基于云平台产品，通过 API 接口方式向金融机构客户提供调用服务。客户在自身的 IT 基础架构上，可通过标准化的 API 自由调用百融 MaaS 云平台的各类模型，包括调用现成模型产品直接用于产业应用，或在大模型基础上“微调”出适合自己的产品。平台通过密钥比对进行匹配，通过模型分析和计算，将输出结果反馈给客户。金融机构利用这种方式，可以快速对自己的用户进行 KYC 和 KYP 评估。而针对基础 IT 架构比较薄弱的中小金融机构，百融还可以提供完整的业务解决方案。

图表14：百融云 MaaS 云平台的服务模式



数据来源：公司官网、中信建投证券

客户及业务场景：公司已经将业务拓展到包括银行、消费金融公司、保险公司等各类客户，覆盖机构客户数达到 7000 家，根据客户的不同需求，开发了针对信贷、保险等领域特定场景的云服务产品。主要的应用场景至少包括以下几类：**1) 贷前风控：**帮助金融机构对信贷客户进行资质评估，分析客户的数据，判断其信用状况和违约风险，辅助机构决定是否给予贷款以及贷款额度和利率等。**2) 贷后管理：**对逾期客户进行风险评估和催收策略制定，通过分析客户的还款意愿和还款能力，制定个性化的催收方案，提高催收效率，降低不良贷款率。**3) 寿险及车险风险管理：**评估保险客户的风险状况，例如在寿险中评估投保人的健康风险和预期寿命，在车险中评估车辆风险状况、驾驶员的驾驶风险等，从而合理制订保险费率、核保等。**4) 资质意愿评估：**对客户的身验证、分析模型、行为评分等，了解客户的真实身份和业务办理意愿，防止欺诈等风险，确保金融业务的合规性和安全性。

收入和盈利模式：MaaS 业务主要是按照调用量收费，少部分收入来自于包年和项目制。MaaS 业务主要面向的是与金融有关的业务需求，公司会采用“先落地、再扩张”的策略逐步积累和拓展 B 端客户，一方面提供多款免费好用产品吸引客户，建立初步关系后进行多产品的交叉营销，不断深入丰富产品线，提升核心客户的 ARPU，做大收入规模，在建立业务关系之后，百融云的客户粘性往往较高，截至 2024 年上半年，百融云创的 AI 技术与服务已经覆盖了 7000 家机构客户，其中 MaaS 业务核心客户数达 165 家，同比增长 13%；核心客户留存率 96%，连续多年超过 95%。

MaaS 业务的收入主要由核心客户所贡献，2022~2024H1，核心客户收入占业务板块收入的 83.6%/83.5%/78.2%，核心客户 ARPU 达到 3.40/3.50/2.00 百万元，核心客户数达到 187/213/165 家，核心客户定义为年初至今各自为本公司贡献总收入人民币 30 万元以上的付费客户。

2.1.2 BaaS 业务

BaaS 业务是公司目前最具成长潜力的业务，创收占比已经超过 MaaS 业务。公司的 BaaS 业务是基于生成式 AI 技术，通过自主研发的 AIVoiceGPT 来帮助机构实现智能营销和智能运营。公司的 BaaS 业务在 2021~2024H1 分别实现收入 4.64 亿元、12.95 亿元、17.90 亿元、9.00 亿元，目前该业务分为金融行业云和保险行业云两个主要的模块，其中金融行业云业务在 2022 年开始形成收入规模，但增长速度非常之快，金融云在 BaaS 业务中收入占比已经达到 65% 以上。

1) 金融行业云

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2022~2024H1，金融行业云板块的收入分别为 7.46 亿元、11.85 亿元、5.89 亿元，促成的资产交易规模分别为 274.80 亿元、531.30 亿元、261.50 亿元，服务费率分别为 2.7%/2.2%/2.3%。

BaaS 金融行业云基于 MaaS 的累积优势对用户进行精准画像、分层并匹配策略，并利用 AIGC 高效获取增量用户的同时运营存量用户，帮助银行、消金、互金、证券、财富管理机构盘活资产。在新客营销方面，通过广告投入打造百融云品牌认知，持续沉淀用户，帮助金融机构触达 C 端用户；在老客运营方面，通过对存量用户数据分析，再运用 AI 技术执行相应的营销策略，并帮助机构实现营销过程的动态监测和反馈。

图表15： BaaS 金融行业云



数据来源：公司官网，中信建投证券

金融行业云的运营模式如下：

一是通过精准定位目标客群为金融机构降低获客成本。通过信息流等渠道获取并持续沉淀自身用户，提升百融云的品牌认知。公司在 MaaS 业务积累的数据标签优势基础上，利用 AI 技术对金融机构的潜在客户数据进行深入分析，例如分析客户的年龄、收入、金融需求、贷款行为等多维度信息，帮助金融机构精准定位合适的潜在客户群体，从而降低机构触达客户的成本。或者是借助决策式 AI 持续监测老客户的行为数据，包括交易记录、登录频率、产品使用情况等，分析客户的行为模式和需求变化，识别出那些活跃度下降或有潜在流失风险的老客户。

二是利用生成式 AI 制作营销方案和内容，提升客户运营效率。随着语料的积累，公司的 VoiceGPT 调教效果逐步增强，能够根据不同客群的特点和需求，生成个性化的营销方案，并通过多种渠道，如短信、社交媒体、电子邮件等，将这些个性化的营销信息精准推送给目标客户。或者是基于对老客户的分析洞察，运用生成式 AI 为每个客户定制专属的激活策略。比如对于长时间未使用某项金融服务的客户，通过智能语音机器人或个性化短信发送专属的优惠活动、产品升级信息或个性化的理财建议等，吸引客户重新关注并使用金融机构的服务。

2) 保险行业云

2021~2024H1，保险行业云板块的收入分别为 4.64 亿元、5.49 亿元、6.05 亿元、3.11 亿元，促成的首年保费规模分别为 8.47 亿元、11.33 亿元、19.53 亿元、19.05 亿元，促成的续期保费规模分别为 6.73 亿元、10.00

亿元、13.78 亿元、9.68 亿元。

公司的保险行业云是通过“日月保盒”应用赋能保险经纪人，为经纪人提供包括客户关系管理、人才管理以及签单自动化流程在内的多项展业工具。BaaS 保险行业云在全国 30 多个城市拥有近 100 个分支。整个流程是，通过决策式 AI 分析用户，然后通过生成式 AI 匹配保险产品，并由线下经纪人团队执行并沉淀用户，完成交易转化。

百融云拥有黎明保险经纪公司这张保险中介牌照。公司销售的保险产品以客单价较高的产品为主，区别于纯粹的互联网平台线上销售产品，而是将科技能力主要用于对保险经纪人/代理人的辅助上。

图表16： BaaS 保险行业云



数据来源：公司官网，中信建投证券

公司的“日月保盒”是保险行业云业务的核心，日月保盒的功能模块主要包括：潜在客户剖析及保险产品推荐、客户关系管理、保单管理、培训及发展等。

图表17： 日月保盒的功能模块

功能模块	用途描述
潜在客户剖析及保险产品推荐	通过链接公司数据库获取分析支持，赋能保险经纪人获取用户洞察结果，帮助经纪人为客户匹配更加合适的保险产品
客户关系管理	追踪保险经纪人与客户之间的交流、评估潜在的保险需求和购买偏好，有助于帮助经纪人提升转化率
保单管理	覆盖保单风险识别、追踪及调整至理赔程序的整个生命周期，保险经纪人可在日月保盒对接全部保单管理功能，实现业务流程的线上化
培训及发展	日月保盒提供一站式的管理工具为保险经纪人提供培训服务，有

效提升经纪人的生产力和营销技能

资料来源：百融云招股书，中信建投证券

保险行业云的收入模式为向保险公司收取销售佣金及服务费，通常按照促成保费规模的一定比例计算，其成本端为向经纪人支付的保险分佣，也是按照保费的一定比例计算。目前公司的平台沉淀了约 5800 名经纪人，寿险保单的续保率能够达到 95% 以上，说明公司的科技赋能效果有较好的表现。

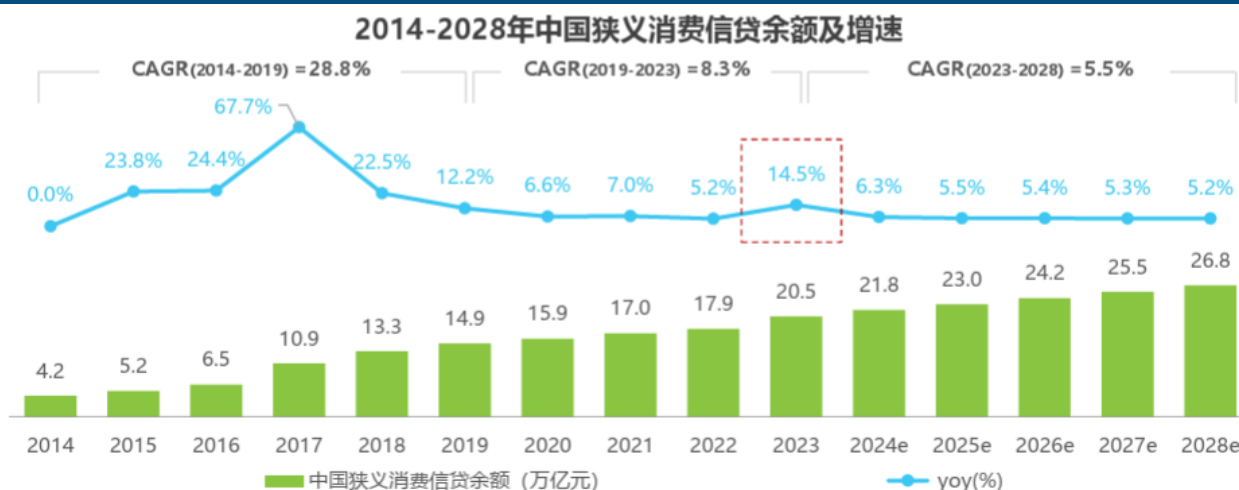
2.2 市场空间与增长路径

一方面，公司业务发展首先受益于信贷和财富管理两大业务市场的持续增长，在金融机构客户的数字化转型中将有源源不断的市场需求为公司业务创新提供新的机遇；另一方面，公司的主营业务也将持续受益于数字经济和人工智能行业的发展趋势，成为数字经济和数据要素产业的重要力量。

2.2.2 金融业务数字化转型

中国消费金融行业正在迎来新一轮发展机遇，从高速增长转向高质量发展阶段需要数字化转型的赋能。根据央行数据，2023 年末普惠金融贷款余额达 29.4 万亿元，同比增速 23.5%，连续五年保持两位数增长，为消费金融发展奠定坚实基础；同期消费对 GDP 贡献率达 82.5% 创十年新高，拉动经济增长 4.3 个百分点，远超十年均值，显示消费已成为经济主引擎之一。在房地产开发投资同比下降 10.1% 的背景下，政策引导行业转向“租购并举”新模式，地方财政改革进一步凸显内需战略地位。另外，值得关注的是，我国消费信贷余额占 GDP 比重仅 23.7%，与美国 78.3%、日韩 40%+ 的水平差距显著，若达到中等发达国家水平，市场规模将扩容超 100%。当前消费复苏与技术创新形成共振，叠加政策支持构建“双循环”新发展格局，行业正从高速增长转向高质量发展阶段，未来十年有望形成数十万亿级增量市场。

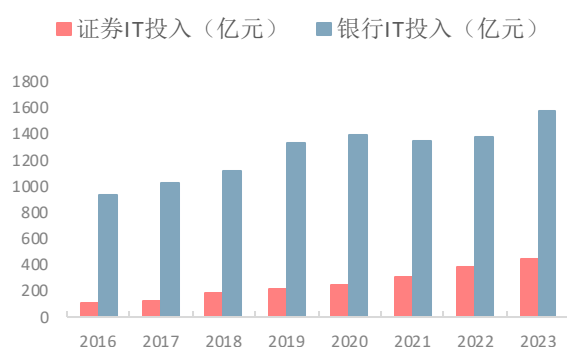
图表18： 2014~2028 年中国狭义消费信贷余额及增速预测



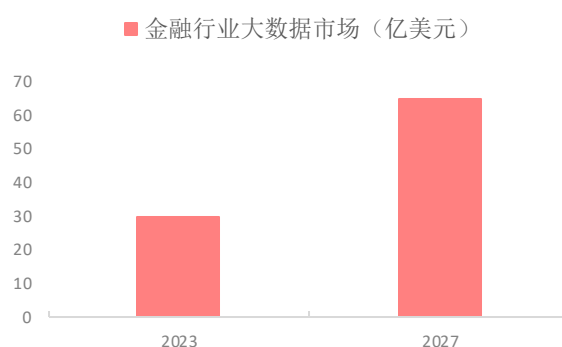
数据来源：艾瑞咨询，中信建投证券

中国财富管理行业正迎来结构性增长机遇，长期资金入市为行业打开增量空间。根据《2024 中国银行个人金融全球资产配置白皮书》，我国已经形成银行理财、公募基金、保险、信托、私募基金和私募资管六大主要资产管理板块，国内资产管理总规模已达 149 万亿元，过去十年产品数量和规模分别激增 6.22 倍和 2.36 倍，稳

居全球第二大财富管理市场。随着居民可支配收入增长（2023 年人均达 3.7 万元，同比+6.3%），高净值人群数量突破 316 万（招行《2023 中国私人财富报告》）。政策层面，随着《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》等政策明确提出，通过优化考核机制、提升权益配置比例等举措，引导商业保险资金、社保基金、养老金、企业年金等长期资金加大入市力度，行业有望形成“资金入市—市场扩容—服务升级”的良性循环，推动财富管理规模与质量双提升。

图表19： 中国金融机构 IT 投入规模稳定增长


数据来源：Wind，中信建投证券

图表20： 中国金融行业大数据市场快速增长


数据来源：中研网，中信建投证券

同时，从 AI 部署层面来看，金融行业的场景有着显著优势。原因主要有以下两点：1）数据优势：数据是 AI 的核心生产要素，其质量直接决定模型效能。金融行业日均产生万亿级结构化数据，涵盖交易、用户行为、市场动态等场景，标准化标签体系使预处理成本降低 70%。数据连续性强、更新频率高，支持 AI 模型 T+1 高频迭代，训练效率领先其他领域 40%，为智能风控、量化交易等场景提供核心竞争力。据中研网数据，2023 年中国金融大数据市场达 29.7 亿美元，预计将在 2027 年增长至 64.6 亿美元。2）政策利好：在政策驱动下，中国金融行业数字化转型全面提速。《金融科技（FinTech）发展规划（2022—2025 年）》、《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》等政策引导头部机构完善 IT 基础设施，持续加大云计算、大数据等领域投入。Wind 数据显示，2023 年券商 IT 投资额达 430.3 亿元，IT 投入占比从 2016 年的 3.16% 跃升至 10.6%，创历史新高。这种高强度投入为 AI 技术落地提供了坚实算力底座，推动金融机构数字化能力从单点突破转向体系化升级。

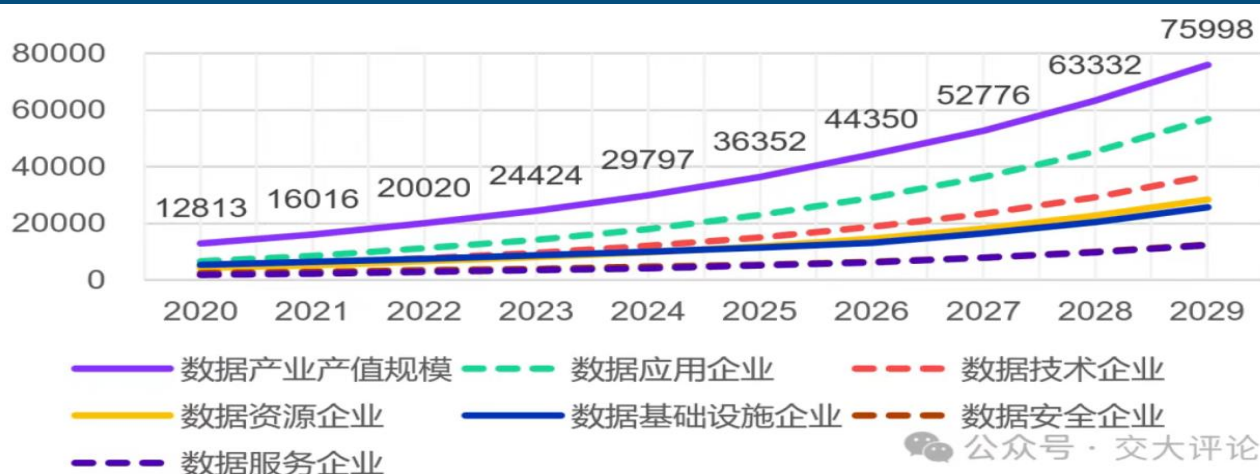
2.2.2 数据产业的持续发展

公司的主营业务持续受益于数字经济和人工智能行业的发展趋势。2024 年 4 月 29 日，国家发改委、国家数据局印发《数字经济 2024 年工作要点》，提出加快构建数据基础制度，推动落实‘数据二十条’，加大公共数据开发开放力度，释放数据要素价值。2024 年 7 月 2 日，工信部等四部门印发《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南(2024 版)》并提出，到 2026 年，标准与产业科技创新的联动水平持续提升，新制定国家标准和行业标准 50 项以上，引领人工智能产业高质量发展的标准体系加快形成。根据彭博智库最新报告显示，预计生成式 AI 市场规模（以营收换算）将在 2032 年扩大至 1.3 万亿美元，相比 2022 年的 400 亿美元呈现暴涨态势，这十年间的生成式 AI 市场年复合增长率将高达 42%。此外，国内加大拉动内需和对消费的提振也将有利于我们的客户拓展。2024 年 6 月 13 日，国家发改委等部门印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》，明确提出促进消费提质升级，推动科技成果在消费领域加快应用，进一步培育和壮大餐饮、文旅、体育、购物

等领域的消费新增长点。

行业预测：2030 数据产业规模将达到 7.5 万亿。2024 年 8 月 27 日，在数博会的配套活动上，我国首份《数据产业图谱（2024）》正式发布，该图谱首次展示了我国数据产业的基本含义、构成、主体、特征，显示了我国数据产业的发展现状和巨大潜能。数据产业由数据资源、数据技术、数据产品、数据企业、数据生态等五大要素构成。其中，数据资源是指以电子或者其他方式记录的，可以被识别、采集、加工、存储、管理和应用的原始数据及其衍生物。根据《数据产业图谱（2024）》，2020 年全国数据产业规模为 1 万亿元，2023 年数据产业规模达 2 万亿，2020-2023 年均增长率为 25%。预计 2024~2030 年均增长率继续保持 20% 以上，2030 数据产业规模将达到 7.5 万亿。

图表21： 2020~2030 年数据产业规模预测（亿元）



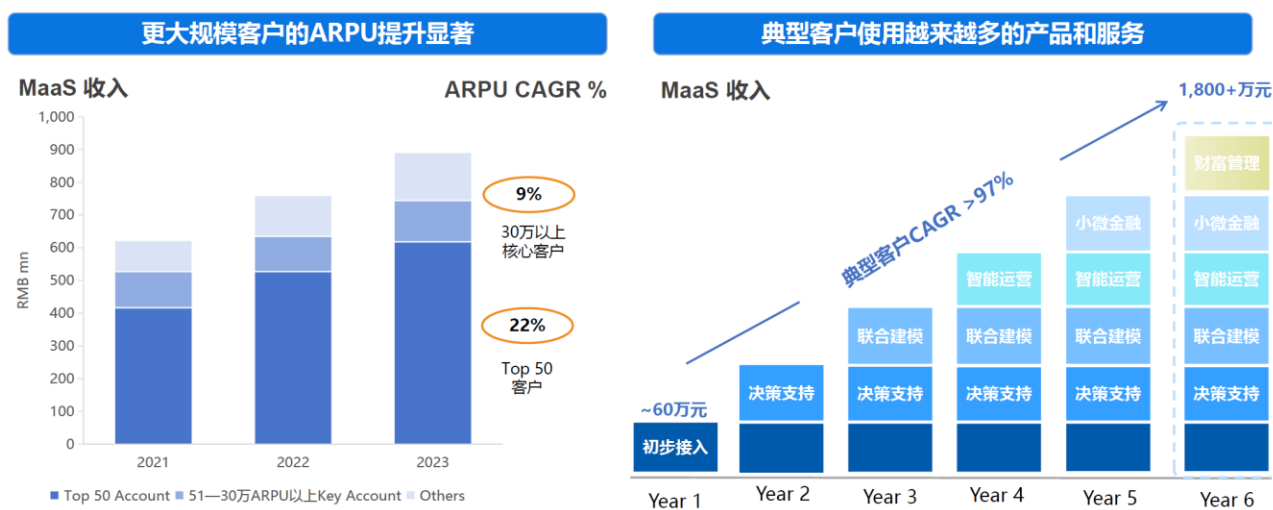
数据来源：《数据产业图谱（2024）》，交大评论，<https://mp.weixin.qq.com/s/ToQoKSsze9P5pdxTlvg5gA>，中信建投证券

政策目标：到 2029 年，数据产业规模年均复合增长率超过 15%。据 C114 通信网，2024 年 12 月 30 日，国家发展改革委、国家数据局、教育部、财政部、金融监管总局、中国证监会共六部门联合印发的《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》正式对外公布。“意见”指出，数据产业是利用现代信息技术对数据资源进行产品或服务开发，并推动其流通应用所形成的新兴产业，包括数据采集汇聚、计算存储、流通交易、开发利用、安全治理和数据基础设施建设等。发展数据产业是深化数据要素市场化配置改革、构建以数据为关键要素的数字经济的重要举措，是推进国家大数据战略、加快建设数字中国的重要支撑。总体要求提到，到 2029 年，数据产业规模年均复合增长率超过 15%，数据产业结构明显优化，数据技术创新能力跻身世界先进行列，数据产品和服务供给能力大幅提升，催生一批数智应用新产品新服务新业态，涌现一批具有国际竞争力的数据企业，数据产业综合实力显著增强，区域聚集和协同发展格局基本形成。

2.2.3 主营业务的增长策略

百融云的 MaaS 业务增长策略“优化客户结构，先落地再扩张”，本质是通过聚焦高价值客户实现可持续增长，在金融机构数字化转型进入深水区的背景下，该策略的逻辑在于：首先，头部机构具备更强的技术适配能力和付费意愿，其数字化需求复杂度高，单点突破后可通过模块化产品组合实现场景渗透。其次，可以通过技术中台叠加行业解决方案的模式，实现标杆案例的持续复用，从而显著降低边际成本，为后续向腰部客户扩展奠定基础，该种增长路径既保障了当前收入稳定性，又构建了长期增长壁垒。

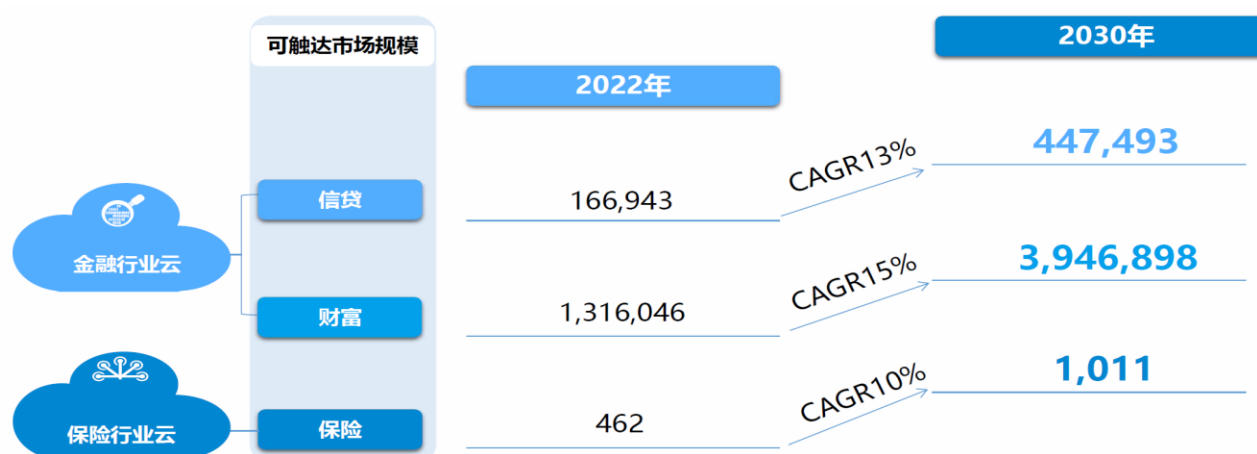
图表22: MaaS 增长路径: 优化客户结构+先落地再扩张



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

百融云 BaaS 业务以“优先扩大规模, 抢占先发优势”为战略核心, 其增长逻辑源于金融机构数字化转型的迫切需求与生成式 AI 技术的规模化应用潜力。在金融领域, 2024 年上半年 BaaS 金融行业云收入达 5.89 亿元, 同比增长 19.79%, 促成交易规模突破 261.5 亿元, 同比激增 22.99%, 验证了技术驱动下的业务扩张能力。通过“标准化产品+定制化服务”双轮驱动, BaaS 业务已覆盖数十家机构客户, 并形成标杆案例库。同时, 公司依托生成式 AI 技术优势, 将智能语音交互 (VoiceGPT) 时延压缩至 200 毫秒以内 (行业均值 1 秒以上), 结合 3D 数字人技术开发商业化版本, 成功切入银行厅堂服务、零售导购等多元场景, 推动非金融类客户数量及收入占比提升。随着金融科技投入持续增长, BaaS 业务通过跨行业复制能力与技术复用性, 加速构建先发优势。这种策略既符合云服务行业“赢家通吃”的竞争格局, 又通过规模效应摊薄研发成本, 为后续向智能财富管理、电商、人力等垂直场景延伸奠定基础。

图表23: BaaS 增长路径: 优先扩大规模, 抢占先发优势



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

2.3 竞争格局与公司优势

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

金融大数据分析及 AI 智能营销领域市场格局呈现分散特征，行业尚处发展早期阶段。当前金融机构数字化水平与产品服务优化仍存在较大提升空间，众多独立数据服务商及 AI 应用层企业依托技术能力对接外部数据源，通过持续展业积累数据标签体系构建核心竞争力。

作为行业头部企业，百融云创在独立金融数据服务市场占据领先地位，其差异化优势体现在：1) 持牌金融机构服务经验深厚，客群基础扎实；2) 多年积累下形成了领先于同行的场景化算法研发能力、生成式 AI 商业化能力、技术工程化能力等；3) 合规体系完善，数据治理能力领先，在监管趋严与数据治理体系完善背景下，竞争壁垒持续强化。根据弗若斯特沙利文数据，公司以 8.7% 的市占率位列 2019 年行业首位，2020 年进一步提升至 9%，连续两年稳居行业第一梯队。

2.3.1 先发优势奠定客户基础

公司自 2014 年成立以来，率先布局金融行业数智化转型赛道，属于在业内较早开始与持牌金融机构开展业务的独立第三方科技公司。因此，在服务金融机构方面积累了较为深厚的展业经验，逐步形成了全方位的客户基础；截至 2024 年中，公司已经累计服务超过 7000 家金融机构，涵盖六大国有银行、12 家股份行、区域性银行及保险公司，其客户不仅包括头部金融机构，还涉及互联网公司，渗透至小微企业、消费金融等领域。

通常而言，金融机构的 BD 周期较长，且越是大型的机构，BD 周期越长，因此公司在早期拓客过程中坚持采用“先落地、再扩张”的策略，通过免费提供一些初级的产品模块、提供系统搭建支持和联合建模等服务，逐步将公司的服务和产品融入客户的业务流程之中。一旦建立起长期的合作关系，金融机构客户的粘性相对较高，并且随着服务的深度和广度不断加强，百融云总能第一时间发现新的市场需求和业务需求，再通过稳定可持续的调用量和交叉营销的模式去持续产生收入。截至 2024 年上半年，公司已经覆盖有 10 亿+的用户数，7000+ 的机构数，日均调用量超 3 亿次，核心客户留存率高达 96%，调研客户整体满意度达到 97%。

图表24：百融云客户覆盖头部银行、保险、消金公司、互联网公司



数据来源：公司官网，中信建投证券

百融云与头部客户合作的年限较长，各类解决方案嵌入客户业务流程，已经形成较高的迁移成本，构建起包括金融机构、数据服务商在内的产业闭环，具备一定的排他性。这种先发优势和客群深度共同构建的壁垒，

使得公司在行业中形成“滚雪球”效应，随着时间的推移，其行业理解的深度与广度还在持续提升，竞争对手追赶难度继续增长。

2.3.2 数据资产形成要素壁垒

百融云创依托体系化数据标签体系及智能建模能力，将多维度客户数据转化为高精度用户洞察，形成数据资产的全链路价值闭环。其核心优势在于：依托跨场景数据积累构建的数百个智能决策模型，已覆盖信用卡审批、消费金融定价等全金融服务场景，实现从数据沉淀到商业价值的闭环转化；具体而言，公司多年积累的数据优势体现在数据及数据标签量、数据的多样性以及对数据安全的保障等方面，而百融云强大的分析能力也能够使得数据资产的价值充分发挥。

1) 数据及数据标签量：根据招股书披露，截至 2020 年 9 月 30 日，公司数据库涵盖超过 8 亿个唯一加密查询密钥，存储总量达 1.8PB，日处理能力约 2TB。从数据类型看，公司数据资产可分为个人信息与数据标签两大维度，其中数据标签构成风险评估及营销服务的核心基础。具体而言，数据标签体系包含用户社会行为模式、金融行为偏好、验证结果及多维评分等关键指标，其生成机制采用机器学习结合人工监督的混合标注模式，通过持续算法训练实现标注效率与标签精度的双重提升，最终转化为精准的预测能力输出。

2) 数据的多样性：公司有三类数据源，第一类数据是在服务过程中从客户处获取的加密个人信息，百融云对该信息有取阅、储存、整合、处理以及分析的权限，直至储存期限届满（一般为五年），服务期满后若无续约，则需要删除有关个人信息，但在处理分析过程中，公司会以数据标签形式积累大量对用户的洞察。第二类数据是公司自身平台积累的用户信息，例如黎明保险平台的终端用户授权信息等。第三类数据是从第三方合作伙伴取得。

3) 数据的安全性：公司搭建了完备的数据安全架构，一方面建立了集中式的数据处理平台，采用 Hadoop 数据库架构以支持前端性能要求，另一方面在租赁的两个数据中心搭建了独立的私有云环境，此外，公司拟建立灾备中心进一步提高安全保障能力。公司的发展经历了互联网金融行业监管不断加强的过程，由于在成立之初就致力于服务持牌金融机构，对客户的资质和上下游数据应用方的准入机制把控较严格，比如要求金融机构客户或第三方数据合作伙伴确保其已获取客户的个人数据的充分授权，否则公司有权要求赔偿或终止协议等。通过诸多保障措施，公司在金融科技行业变迁的过程中经过了历史的验证。

基于上述数据层面的优势，在数据要素行业得到政策支持的大环境下，公司的数据资产价值有望增加。2024 年，国家数据局等部门联合印发《数据要素三年行动计划（2024~2026 年）》，提出到 2026 年底，数据要素应用广度和深度大幅拓展，在经济发展领域数据要素乘数效应得到显现，打造 300 个以上示范性强、显示度高、带动性广的典型应用场景，数据产业年均增速超过 20%。其中聚焦金融服务、科技创新、商贸流通等 12 个行业和领域，明确发挥数据要素价值的典型场景，推动启动数据要素潜能。

2.3.3 技术创新能力稳步提升

自公司成立以来，百融云在核心管理层的带领下已经建立了技术为本的公司文化。公司多年以来在研发方面持续投入，近两年在 AI 及智能语音合成系统方面取得长足进步。

财务数据显示，2019 年至 2024 年上半年，公司已累计投入至少 16.4 亿元的研发费用，形成了以决策式 AI 和生成式 AI 为基础的技术优势，2021 年以来研发费用率平均为 16.2%。2014 年，百融云以发展决策式 AI 起家，2017 年底，公司开始着手立项生成式 AI 研究，2021 年启动生成式 AI 业务的商业化，并在后续两三年内实

现了包括信贷、财富管理、保险、小微、电商、租赁、招聘等在内的多场景应用。

2023 年，公司发布两个大语言模型，包括适用于金融垂直行业场景的 BR-LLM 和适用于自动编程的 BR-Coder。目前我们已经完成了百融大模型技术全栈建设，建成了分布式训练和推理框架，覆盖从大模型预训练、微调、对齐、到部署工程优化，极大地压缩了生成式模型的训练、迭代和推理成本。

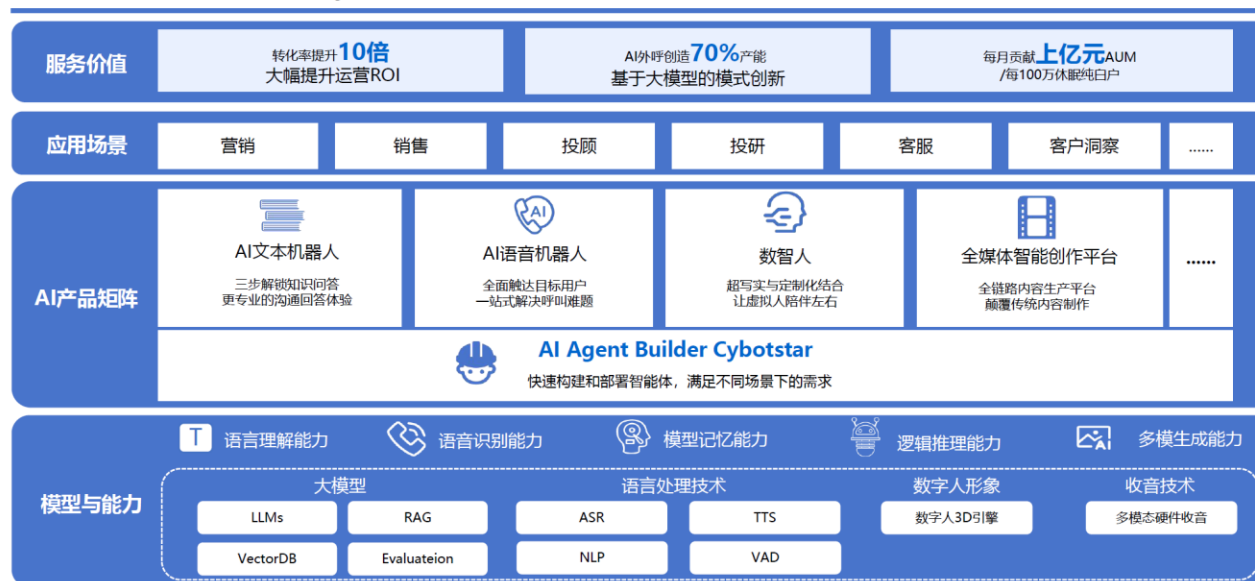
2024 年上半年，公司成功将智能语音应用与大模型相结合，将完全基于大模型的交互时延压缩在 500 毫秒之内，低于同业的 1 秒以上；同时，通过纯自研，百融云的智能语音大模型进一步迭代出支持情感识别和情感语音输出的功能。

目前百融云自主构建了以大模型建设的全流程技术栈，包括预训练、微调、对齐和应用开发平台。其中，百融云生成式 AI 的应用媒介包括四大产品形态，分别是 AI 文本机器人、AI 语音机器人、数智人、全媒体智能创造平台。在场景化能力方面，以金融领域而言，2023 年百融云创促成了 550 亿金融资产交易，2024 年大概能产生 800 亿金融资产交易，每天有 8500 万条真实的对客对话。（来源：https://mp.weixin.qq.com/s/d_OInMioX-bM09QbQbychg）

图表25： 基于大模型等技术的应用框架与产品矩阵

前沿投入：基于大模型的AI Agent Builder赛博坦Cybotstar

AI Agent集成各层次精细化的数据、大模型、AdvancedRAG Workflow



数据来源：公司官网。中信建投证券

三、盈利预测与估值分析

公司深耕金融数据分析业务多年，成熟的 MaaS 业务贡献稳定的利润和现金流，并成功开拓第二增长曲线 BaaS 业务，我们预计公司 2024~2026 年主营业务收入分别为 27.7 亿元、30.1 亿元、35.2 亿元，同比增速分别为 +3.2%/+8.7%/+17.0%，归母净利润分别为 2.7 亿元、3.0 亿元、3.6 亿元，同比增速分别为 -19.8%/+8.5%/+21.3%；EPS 分别为 0.58 元/股、0.64 元/股、0.77 元/股；截至 2025/3/18，对应 2024~2026 年的 PE 估值水平分别为 17.8x/16.4x/13.5x，对应的 PS 估值水平分别为 1.8x/1.6x/1.4x。

图表26： 公司盈利预测简表（截至 2025/3/18）

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,137	1,623	2,054	2,681	2,766	3,006	3,518
同比增速		42.8%	26.5%	30.5%	3.2%	8.7%	17.0%
Maas 业务收入	-	-	760	891	843	936	1,108
%占比	-	-	37.0%	33.2%	30.5%	31.1%	31.5%
Baas 业务业务收入	-	-	1,295	1,790	1,923	2,070	2,410
%占比	-	-	63.0%	66.8%	69.5%	68.9%	68.5%
收入及其他收益	1,172	1,600	2,232	2,864	2,915	3,155	3,667
同比增速		36.5%	39.5%	28.3%	1.8%	8.2%	16.2%
归母净利润	-111	-3,603	240	340	272	296	359
同比增速		3158.64%	-106.65%	42.05%	-20.09%	8.92%	21.31%
ROE (%)	-	-2.52	0.06	0.08	0.06	0.07	0.08
EPS (元/股)	-0.81	-9.16	0.50	0.72	0.58	0.64	0.77
SPS (元/股)	3.06	3.24	3.96	5.30	5.93	6.44	7.54
当前股价	10.40				港币兑人民币汇率 0.94		
P/E	-12.8	-1.1	20.8	14.4	17.8	16.4	13.5
P/S	3.4	3.2	2.6	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，公司公告，中信建投证券

估值角度，选取港股市场比较知名的 6 家 AI 科技标的作为可比公司，由数据可见。

1) 百融云的持续盈利能力在可比标的中属于较高水平。可比公司的万得一致预测平均值显示，只有百融云和金山软件的归母净利润持续稳定在正值以上，且有一定增长，2022 年~2025 年 CAGR 约为 10.7%。

2) 百融云未来三年收入增速略低于可比公司均值，但 PS 估值也明显更低。万得一致预测下，2024 年~2026 年 6 家可比公司的营业收入均值同比增速为 +22.7%/+20.5%/+21.3%，百融云的增速为 -1.2%/+11.6%/+16.2%，百融云的收入增长前景与之相比可能偏低，但对应三年可比公司的 PS 动态估值水平约为 6.9x/5.8x/4.7x，百融云仅为 1.5x/1.3x/1.1x，为可比公司中最低水平，仍有提升空间。

3) 公司致力于提升股东回报, 估值修复预期进一步增强。公司在 2024 年 9 月宣布扩大股份回购计划。根据公司 2024 年 3 月 25 日的公告《自愿公告-有意于市场上进行股份购回》, 公司计划不时在公开市场购回总金额不超过 2.50 亿港元的 B 类普通股。同时, 公司董事会宣布, 根据 2024 年 6 月 21 日举行的股东大会上公司股东通过的新股份回购授权, 决议扩大股份回购计划, 将购回规模增加至总金额不超过 3.75 亿港元, 并延长期限至 2025 年 5 月 31 日。通过回购提升股东回报, 一方面能够彰显管理层和股东对公司的长期信心, 另一方面也能够促使公司估值修复至合理区间。

我们认为公司的合理估值中枢应该在 20 倍 PE 左右, 按照 2025 年的业绩预期, 目标价为 13.5 港元, 维持“买入”评级。

图表27: 可比公司归母净利润和 PE

证券	公司	2025/3/18	归母净利润 (亿元)					动态 PE				
代码	简称	市值	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024	2025E	2026E
6608.HK	百融云-W	41.1	2.4	3.4	2.7	3.0	3.6	18.7	13.2	16.5	15.1	12.5
0020.HK	商汤-W	577.4	-60.4	-64.4	-41.5	-28.6	-14.6	--	--	--	--	--
9959.HK	联易融科技-W	29.1	-0.1	-4.4	-4.7	-0.4	1.0	--	--	--	--	33.6
6682.HK	第四范式	218.8	-16.4	-9.1	-3.5	-0.9	1.9	--	--	--	--	116.5
2158.HK	医渡科技	64.0	-7.6	-6.3	-1.9	-1.6	-0.6	--	--	--	--	--
2556.HK	迈富时	130.1	-2.2	-1.7	-7.8	0.4	1.4	--	--	--	252.1	75.8
3888.HK	金山软件	507.2	-60.5	4.8	14.5	19.6	24.3	--	107.7	35.9	26.5	21.4

资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券

注: 市值换算为 CNY, 2024~2025 年除百融云外的公司采用万得一致预测的平均值作为参考

图表28: 可比公司营业收入和 PS

证券	公司	2025/3/13	营业收入 (亿元)					动态 PS				
代码	简称	市值	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024	2025E	2026E
6608.HK	百融云-W	41.1	20.6	26.8	28.3	31.5	36.7	2.2	1.7	1.5	1.4	1.2
0020.HK	商汤-W	577.4	38.1	34.1	45.8	61.1	82.6	15.4	17.2	12.8	9.6	7.1
9959.HK	联易融科技-W	29.1	9.2	8.7	9.3	11.1	12.9	3.5	3.7	3.5	2.9	2.5
6682.HK	第四范式	218.8	30.9	42.1	51.8	62.3	74.8	7.2	5.3	4.3	3.6	3.0
2158.HK	医渡科技	64.0	12.4	8.0	8.1	7.9	8.7	5.5	8.5	8.4	8.7	7.8
2556.HK	迈富时	130.1	11.4	12.3	14.9	19.4	26.0	11.5	10.6	8.7	6.7	4.9
3888.HK	金山软件	507.2	76.6	85.5	104.0	120.2	137.0	6.8	6.1	5.0	4.3	3.8

资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券

注: 市值换算为 CNY, 2024~2025 年除百融云外的公司采用万得一致预测的平均值作为参考

报表预测

图表29： 利润表

年报	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表								
收入：								
Maas业务收入（重分类后）				760	891	843	936	1,108
Baas业务收入（重分类后）				1,295	1,790	1,923	2,070	2,410
Baas-金融行业云				746	1,185	1,203	1,266	1,456
Baas-保险行业云	332	339	464	549	605	720	804	954
主营业务收入合计	1,262	1,137	1,623	2,054	2,681	2,766	3,006	3,518
同比增长（%）		-9.9%	42.8%	26.5%	30.5%	3.2%	8.7%	17.0%
其他收入	27	35	-24	178	183	149	149	149
收入及收益合计	1,289	1,172	1,600	2,232	2,864	2,915	3,155	3,667
同比增长（%）				39.5%	28.3%	1.8%	8.2%	16.2%
销售成本：	-290	-298	-429	-573	-726	-747	-812	-950
毛利：	972	838	1,195	1,481	1,955	2,019	2,195	2,568
同比增长（%）		-13.8%	42.5%	24.0%	32.0%	3.3%	8.7%	17.0%
毛利率（%）	77.0%	73.7%	73.6%	72.1%	72.9%	73.0%	73.0%	73.0%
期间费用：								
研发费用	-216	-201	-252	-370	-379	-507	-562	-653
管理费用	-222	-200	-263	-270	-259	-291	-300	-330
销售费用	-568	-440	-576	-785	-1,073	-1,078	-1,167	-1,357
减值亏损	-4	-1	0	0	-80	-11	-11	-11
期间费用与减值合计	-1,010	-841	-1,091	-1,424	-1,791	-1,888	-2,040	-2,350
营业利润：	-11	33	80	235	347	280	304	366
其他损益：								
财务收益/（费用）净额	-10	-11	-1	-6	-11	-10	-9	-9
财务支出-融资成本	0	0	0	-13	-16	-14	-14	-14
财务收入-融资收入	0	0	0	7	6	4	4	4
按公允价值计入损益表之金融资产公允价值变动损益	-9	-1	0	0	0			
可转换贷款的公允价值调整	8	0	0	0	0			
应占联营公司损益	0	0	0	0	0			
嵌入式衍生工具公允价值的变动损益	0	0	21	0	0			
可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/（亏损）	-76	-131	-3,697	0	0			
其他损益合计	-87	-143	-3,677	-6	-11	-10	-9	-9
税前利润	-98	-111	-3,597	229	336	270	294	357
所得税	4	2	-7	1	-1	-1	-1	-1
实际税率			-0.2%	-0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
净利润	-94	-109	-3,604	229	335	269	293	356
少数股东损益	-1	1	-1	-10	-5	-3	-3	-4
少数权益占比			0.0%	4.5%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%
归母净利润	-93	-111	-3,603	240	340	272	296	359

数据来源：Wind，公司公告，中信建投证券

图表30：资产负债表

年报	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	1,266	1,328	4,873	5,267	5,506	5,766	5,758	5,904
非流动资产	292	252	442	2,736	2,422	1,213	2,161	1,208
物业, 厂房及设备	41	37	40	45	53	50	62	72
无形资产	29	30	63	54	47	45	39	36
有使用权资产	168	129	93	69	48	47	27	27
商誉	34	34	180	180	119	119	119	119
按公允价值计入损益的金融资产	4	4	46	242	150	143	146	144
于联营公司之权益	0	0	10	10	10	163	163	163
递延税项资产	11	13	5	5	3	4	4	4
受限制现金	6	6	6	8	8	8	8	8
定期存款	0	0	0	2,122	1,983	633	1,592	633
流动资产	974	1,075	4,431	2,531	3,084	4,553	3,598	4,696
预付工具及其他流动资产 (预付账款)	78	41	230	414	447	507	506	554
按公允价值计入损益的金融资产	546	806	300	849	724	729	727	728
应收贷款(通过广州数融促成的贷款)	3	6	0	2	68	70	70	70
按摊销成本计量之金融资产	0	0	0	0	0			
应收账款	196	180	251	362	519	547	595	697
受限制现金	0	0	83	17	6			
定期存款	0	0	200	0	405	1,592	633	1,592
货币资金	151	42	3,346	889	914	1,108	1,067	1,055
衍生金融资产	0	0	21	0	0			
总负债	2,450	2,585	719	957	1,057	1,200	1,251	1,370
流动负债	2,328	280	635	911	1,034	1,174	1,227	1,345
应付款项	40	53	95	165	302	291	316	370
短期借款	0	0	51	45	91	39	65	52
可转换贷款	0	0	0	0	0			
合同负债	34	40	48	61	82	83	90	106
租赁	50	45	35	51	39	76	58	67
应交税费	0	0	0	0	0			
应交所得税	0	0	0	0	0			
应付账款、应计款项及其他流动负债	124	142	406	590	520	684	697	750
可换股可赎回优先股	2,081	0	0	0	0			
衍生金融负债	0	0	0	0	0			
非流动负债	122	2,305	83	45	23	26	25	25
可赎回可换股优先股	0	2,213	0	0	0			
租赁	116	86	72	36	14	17	15	16
递延税项负债	6	6	11	10	9	9	9	9
所有者权益	-1,185	-1,257	4,155	4,310	4,449	4,559	4,505	4,532
股本	0	0	0	0	0			
储备	-1,201	-1,275	4,190	4,444	4,625	4,660	4,642	4,651
减:库存股	0	0	-61	-149	-186	-114	-150	-132
少数股东权益	16	18	26	15	10	13	13	13

数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券

图表31： 现金流量表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表								
经营活动								
经营活动之现金	0	209	265	302	339	271	295	358
已付所得税	0	0	0	0	0			
经营活动产生的现金流量净额	63	209	265	302	339	271	295	358
投资活动								
投资活动现金流量净额	-32	-252	141	-2,563	-39	-260	8	-146
融资活动								
筹资活动产生的现金流量净额	-93	-65	2,996	-222	-271	143	51	119
现金及现金等价物净增加额	-61	-108	3,402	-2,482	29	154	354	331
期初现金及现金等价物余额	212	151	42	3,346	889	1,042	1,397	1,728

数据来源：Wind，公司公告，中信建投证券

风险分析

MaaS 业务回升不及预期：2024 年上半年 MaaS 业务收入同比下滑 2%至 4.2 亿元，核心客户留存率虽达 96%，但客单价下降导致收入持续承压。若该业务增速维持低位，将进一步加剧盈利压力。

BaaS 业务增速不及预期：BaaS 业务虽贡献大量，但内部可能存在分化：金融行业云增长与保险行业云增长不一致，若其中一部分业务持续萎缩，例如金融行业云收入增速降低至 5%以下，可能将拖累 baaS 业务整体增速至 10%以下。

竞争因素导致毛利率下滑导致净利润回升不及预期：公司采用的营销策略偏重于先落地和扩大规模，叠加行业中头部金融机构可能倾向于降本增效，公司业务佣金率可能会有所承压，从而影响利润水平。

分析师介绍

赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士，base 上海。上海交通大学金融科技行研团队成员。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年、2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

吴马涵旭

复旦大学硕士，资深分析师，主要覆盖证券业/监管政策/金融科技(支付/信贷/理财)/AIGC+金融等。

李梓豪

中信建投非银与前瞻研究分析师，南开大学学士，伦敦大学学院硕士，base 北京。

lizihaodcq@csc.com.cn

研究助理

何泾威

hejingwei@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk