

24 年利润波动，营销和研发投入加大

华泰研究

2025 年 3 月 27 日 | 中国香港

年报点评

其他多元金融

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

13.10

研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

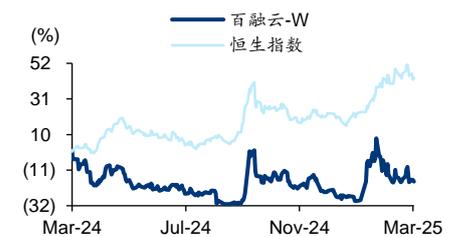
研究员

SAC No. S0570524070010 cheniyuxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	13.10
收盘价(港币 截至 3 月 26 日)	9.54
市值(港币百万)	4,450
6 个月平均日成交额(港币百万)	19.57
52 周价格范围(港币)	7.79-12.58
BVPS(人民币)	9.19

股价走势图



资料来源: S&P

百融云公告 24 年业绩: 收入/归母净利润 29.3/2.7 亿元 (同比: +9/-22%)。归母净利润弱于我们预期的 3.6 亿, 主因各类费用开支超过我们的预期, 而费用开支的超预期一方面是因为公司加大了研发和营销力度, 另一方面是因为股份基础付款相对 2023 年提升 176%至 1.1 亿, 扣除股份基础付款后的非 IFRS 净利润为 3.76 亿 (同比: +0.3%)。24 年宏观信贷需求波动、行业竞争加剧和保险业“报行合一”政策的落地拖累了公司的业绩。MaaS 业务全年的核心客户数量和平均收入均有下滑; BaaS 金融云收入增速放缓; BaaS 保险云服务费率下滑。公司在业绩会上表示将“极大地”增加研发和业务投入, 甚至“不计成本地”抢占市场份额, 我们认为这将增加未来 1-2 年的费用开支, 但亦为公司保持长期竞争优势打下基础, 维持“买入”评级。

MaaS: 需求不足和竞争加剧拖累业绩, 但 2H24 边际好转

2024 年 MaaS 业务收入 9.3 亿元 (同比: +5%), 其中 2H24 收入 5.1 亿元 (同比: +11%)。2024 年核心客户平均收入 337 万元 (同比: -4%), 核心客户数量 211 家 (2023: 213 家)。核心客户留存率 97% (2023: 99%)。MaaS 业务在 2024 年面临信贷需求波动、行业竞争加剧、客户支付意愿下降等挑战, 拖累了业绩表现, 核心客户数量和平均收入同比下滑。但依托扎实的客户基础和长期形成的数据洞察壁垒, MaaS 业务在下半年边际好转, 收入恢复增长。伴随未来的研发和营销投入提升, MaaS 业务会由当前的金融垂类, 向着泛金融和泛行业的方向拓展, 未来随着产品力提升和客群覆盖范围扩大, 我们认为核心客户数量和平均收入有望恢复增长。

BaaS: 金融云增速放缓, 保险云服务费率下滑

2024 年 BaaS 金融云/BaaS 保险云录得收入 14.1/5.9 亿元 (同比: +19/-3%)。BaaS 保险行业云新单/续期保费规模为 36/18 亿元 (同比: +86/+31%)。新单/续期保单服务费率降至 13/5.5% (2023: 26/7%), 我们认为服务费率降低或主要受“报行合一”政策的影响。相比 2023 年全年的同比增长 93%, 24 年金融云的收入增速放缓, 可能受到信贷需求偏弱的影响。随着未来持续的业务投入和技术升级带来的产品力提升, 我们认为 BaaS 业务的市场份额有望进一步增长。

盈利预测与估值

我们预计公司将在未来大幅提升营销和研发投入, 盈利或受影响, 下调 25/26/27 年归母净利润预测至 2.44/3.96/6.06 亿 (幅度: -52.5/-47.0%/-), 下调目标价至 13.1 港币 (前值: 16.1 港币), 考虑到公司已逐渐从此前专注于风控的数据服务商向 AI 服务商转型, 我们调整估值方法为 DCF 估值法 (权益成本: 8%) (此前为可比估值法; 2024E 20x PE)。

风险提示: 监管波动; 行业竞争加剧; 核心客户收入扩展和费用管控失败。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入及其他收益 (人民币百万)	2,681	2,929	3,171	3,654	4,135
+/-%	30.51	9.26	8.25	15.23	13.17
归属母公司净利润 (人民币百万)	340.46	266.18	244.26	395.53	605.81
+/-%	42.06	(21.82)	(8.23)	61.93	53.16
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.68	0.56	0.51	0.83	1.27
PE (倍)	18.07	14.77	17.32	10.70	6.98
PB (倍)	1.39	0.90	0.87	0.81	0.72
ROE (%)	15.34	11.79	5.27	7.98	11.11
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值方法和风险提示

由于 BaaS 金融云业务在收入中的占比逐渐接近 50%，公司已经逐渐从此前的专注于金融风控的数据服务商转变为基于生成式 AI 和决策式 AI 的金融垂类领域的 AI 服务商，并计划进一步加大投入，逐渐向泛金融和泛行业的方向拓展，因此我们认为此前可比估值法中选取的可比公司与公司目前的业务和未来的发展并不完全可比，同时已上市的同类型公司较少，因此我们将估值方法替换为 DCF 估值法。

我们给予百融云目标价 13.1 港币，基于 DCF 估值法。

DCF 估值法：我们使用三阶段 DCF 估值法对百融云进行估值。

阶段一：我们预计 2025/2026/2027 年归母净利润为 2.44/3.96/6.06 亿。

阶段二：我们假设 2028-2038 年，由于新业务增速在基数效应下放缓，ROE 下降，资本投资放缓。我们假设 2028-2038 年 ROE 和资本增速匀速下降。

阶段三：我们假设长期资本回报率相对稳定，再投资资本增速逐步下滑至 0.5%。我们假设 2038-2075 年资本增速匀速下降。

我们假设 2025-2027 年派息率约为 0%（2024：0%）采用 DCF 估值法得出的百融云目标价为 13.1 港币。

图表1：百融云：关键假设

无风险利率 (%)						2.0
市场风险溢价 (%)						6.0
假设杠杆率 (x)						1.0
权益成本 (%)						8.0
(人民币百万元)				2025E	2026E	2027E
投入资本				4,759	5,151	5,754
经调整净利润				244	396	606
(%)						
		2026E	2027E	2028E	2029E	2038E
资本回报率 (50 年)		8.3	11.8	12.0	10.0	8.0
资本增速 (50 年)		8.2	11.7	10.0	10.0	3.0
						2075E
						0.5

资料来源：Wind，华泰研究预测

盈利调整

由于公司计划加大研发和营销投入，我们预计这将会导致 25 和 26 年的费用开支提升，进而导致利润下滑。

图表2：盈利预测调整

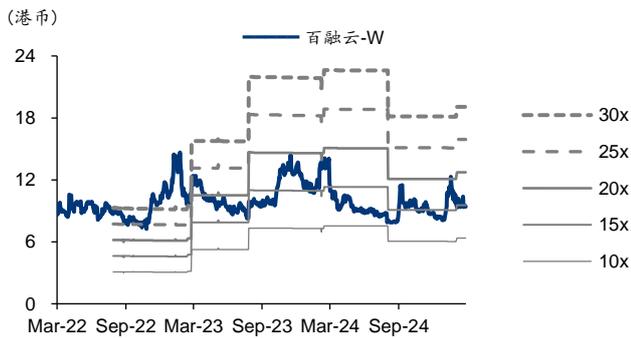
(百万人民币)	2025			2026		
	此前预期	最新预测	变动	此前预期	最新预测	变动
收入	3,133	3,171	1.2%	3,869	3,654	-5.6%
研发开支	470	634	34.9%	580	694	19.6%
营销开支	1,147	1,269	10.6%	1,359	1,361	0.1%
净利率	16.3%	7.7%	-8.7pp	19.2%	10.8%	-8.4pp
归母净利润	512	244	-52.3%	743	396	-46.8%

资料来源：华泰研究预测

风险提示

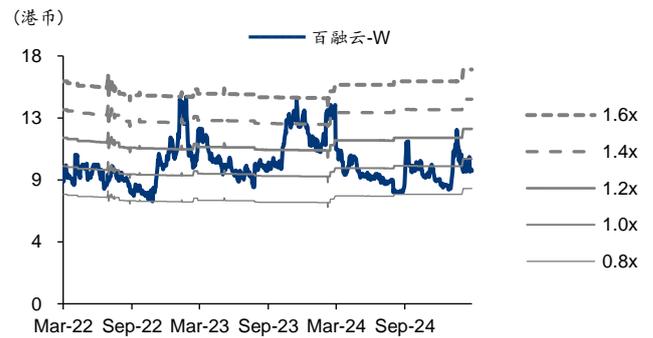
- 1) 监管波动。若监管机构加强对评分类产品或者其他与百融云业务相关领域的监管要求，可能影响百融云的业务开展和盈利能力。百融云的业务涉及到大量个人数据，若监管对个人数据获取、管理、使用等提出更高要求，百融云的业务可能面临风险。
- 2) 行业竞争加剧风险。百融云在输出数据分析能力方面可能面临互联网平台旗下的金融科技子公司、非独立的金融机构大数据服务商/金融科技子公司、以及其他独立的金融机构金融科技子公司的竞争。此外，持牌个人征信机构未来可能在部分业务领域与百融云形成竞争。若行业竞争加剧，可能影响百融云的产品定价和业务开展。
- 3) 核心客户收入扩展以及费用管控失败的风险。百融云已经覆盖大量金融机构客户，若未来不能提升单客贡献收入，收入增长可能不及预期。

图表3：百融云-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表4：百融云-WPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究



盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
核心业务收入	2,681	2,929	3,171	3,654	4,135
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入及其他收益	2,681	2,929	3,171	3,654	4,135
雇员及相关费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资讯技术支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他运营支出	(2,334)	(2,636)	(2,905)	(3,222)	(3,477)
EBITDA	346.77	293.55	266.42	432.02	658.90
折旧及摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运利润	346.77	293.55	266.42	432.02	658.90
融资成本	(10.55)	(2.11)	(2.68)	(4.27)	(2.68)
其他成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所占合资公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	336.22	291.44	263.73	427.75	656.21
税项	(0.96)	(25.41)	(21.10)	(34.22)	(52.50)
净利润	335.26	266.03	242.63	393.53	603.71
少数股东应占净利润	(5.20)	(0.15)	(1.63)	(2.00)	(2.09)
归母净利润	340.46	266.18	244.26	395.53	605.81

每股数据

会计年度 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS	0.72	0.58	0.53	0.86	1.32
EPS (最新摊薄)	0.68	0.56	0.51	0.83	1.27
每股净资产	8.82	9.19	10.20	11.04	12.33

资料来源：公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,310	3,185	3,190	3,232	3,647
金融资产	873.98	632.72	733.64	855.76	1,004
应收账款	587.42	727.08	674.53	743.67	819.89
无形资产	47.43	30.62	44.09	63.49	91.42
于合资公司的权益	9.65	197.44	197.44	197.44	197.44
其他资产	677.15	922.44	954.45	1,304	1,525
总资产	5,506	5,695	5,794	6,396	7,285
保证金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融负债	81.58	62.18	62.18	62.18	62.18
结算所基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	91.36	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	883.91	1,106	962.90	1,171	1,456
总负债	1,057	1,169	1,025	1,234	1,518
股东股本权益	4,439	4,517	4,759	5,151	5,754
少数股东权益	9.72	9.57	10.55	11.63	12.83
股本权益总额	4,449	4,527	4,769	5,163	5,767

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	18.07	14.77	17.32	10.70	6.98
PB (倍)	1.39	0.90	0.87	0.81	0.72
ROE	15.34	11.79	5.27	7.98	11.11
ROA	12.18	9.34	4.22	6.46	8.83
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

免责声明

分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健、陈宇轩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司