

百融云-W (06608)

证券研究报告

2025 年 10 月 20 日

业绩点评：2025H1 业绩表现亮眼，全年营收有望增长

25H1 收入持续增长，增长动能强劲。

2025H1，公司收入 16.12 亿元，同比+22%；毛利润为 11.82 亿元，同比+22%，毛利率在 73%以上的高位。收入和毛利润的提升得益于公司在人工智能研发、应用和商业化落地方面的雄厚基础。公司延续并强化了增长动能，并保持了持续的盈利能力。2025H1，公司净利润为人民币 2.01 亿元，同比+41%。我们认为，公司上半年收入和利润均实现双位数的稳定增长，主要得益于公司在人工智能领域多年的专业积累和数字化、人工智能政策与产业环境的持续升温。未来随着 AI 商业化落地的不断增强，公司盈利能力有望稳定提升。

MaaS 收入稳定增长，BaaS 金融行业云成为业绩增长的主要驱动力。

2025H1，MaaS 业务收入为 5.02 亿元，同比+19%，核心客户收入同比+16%至 3.81 亿元，核心客户留存率+2pp 至 98%。MaaS 业务的核心优势在于百融积累十年以上的用户画像资产，以及累计服务 8000 家以上客户而砌成的护城河。Maas 云平台日均提供超过 3 亿的各类查询请求，稳定性高达 99.999%，随着规模的扩大，成本迅速摊薄，能够稳定持续产生利润，凸显了 MaaS 业务根据查询量收取服务费或年费这一商业模式的优势。

2025H1，BaaS 金融行业云收入为 8.57 亿元，同比+45%，占 BaaS 比重为 77%，占总收入比重为 53%，成为业绩增长的主要驱动力。BaaS 金融行业云收入的增长主要得益于生成式 AI 和 AI 智能体技术的拉动。

2025H1，BaaS 保险云行业云收入为 2.53 亿元，同比-19%。其中首年保费同比+5%至 20.06 亿元，续期保费同比+15%至 11.13 亿元，寿险保费续保率持续保持 90%以上，居于行业前列，展现了公司在充满挑战的经济和运营环境中的韧性。

我们认为，公司将继续保持以 MaaS 业务作为压舱石，以 BaaS 业务作为第二增长曲线的业务结构。以 MaaS 业务提供稳定现金流，以 BaaS 业务有望带领未来业绩实现持续增长。

AI 商业化落地再提速，助力公司持续盈利。

2025H1，百工 CybotStar 企业级智能体平台商业化再提速，已与多家机构完成合同签约。公司率先将主动大模型与多情感语音合成模型投入规模化生产；公司还依托智能语音产品 VoiceGPT、百工 CybotStar 企业级智能体平台，将泛行业 AI 能力纵深嵌入运营商、医疗、大零售等高潜赛道，为标杆客户提供 AIGC 应用。2025 年上半年，公司自主研发的大语言模型 BR-LLM 正式通过大模型备案。基于 BR-LLM，公司推出一系列创新产品，形成了完整的 AI 产品矩阵，实现了从底层模型定制化到中层智能体建设再到上层结果交付的商业闭环。我们认为，公司加速推进 AI 商业化落地，同时受益于人工智能政策和产业环境，有望获得稳定的业绩增长。

投资建议 公司 2025H1 净利润稳定上升，考虑到保险政策调整可能导致未来保险 BaaS 业务持续承压，金融 BaaS 业务也受到信贷机构业务收缩和 AI 电话线路供给减少的影响，全年业绩保持稳定增长，我们将 FY2025-FY2026 公司总收入 34.3/40.5 亿元调整为 FY2025-FY2027 公司总收入 32.4/37.2/42.3 亿元，将 FY2025-FY2026 公司归母净利润 3.81/4.38 亿元调整为 FY2025-FY2027 公司归母净利润 2.84/3.51/4.31 亿元。我们给予公司 2025 年 25 倍 PE，对应市值 71 亿元，目标股价为 16.62 港元，维持“买入”评级。

风险提示：港股市场流动性不及预期、AI 科技发展及应用落地不及预期、宏观经济复苏不及预期、公司的成本控制不及预期、估值体系差异风险、数据保密和法律相关风险、公司牌照无法续期风险

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.68 港元
目标价格	16.62 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	467.68
港股总市值(百万港元)	4,527.17
每股净资产(港元)	11.13
资产负债率(%)	15.31
一年内最高/最低(港元)	12.58/5.95

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《百融云-W-公司点评:业绩点评：2024H1 阶段性承压，全年营收有望向上》 2024-10-18
- 2 《百融云-W-首次覆盖报告:AI+垂类科技领航者，AI 行业应用落地开花》 2024-06-23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com