

## 买入

2026年4月13日

### 轻资产转型收官，国际化开启第二增长曲线

**业绩逐季改善，亏损大幅收窄：**2025年集团科技解决方案处理的供应链资产总量达5081亿元（YoY+27%），市场份额22%。受主动剥离非核心业务、收缩重资产项目影响，集团全年收入为9.83亿元（YoY-5%），但下半年收入环比大幅提升。受客户及产品组合调整、市场化定价策略影响，毛利率回落至54.2%（YoY-15pct）。利润端减值压力显著释放，全年减值损失2.9亿元（YoY-55%），公司权益股东应占年内亏损4.4亿元（YoY-48%），经调整亏损4.5亿元（YoY-33%），下半年亏损收窄至0.59亿元，盈利能力逐步恢复。2025年末，集团现金及现金等价物等合计49亿元，流动性储备充裕，资产负债率及权益负债比率均维持低位，财务结构稳健。股东回报方面，公司25年8月批准不低于8000万美元股份回购计划，全年累计回购3.65亿港元，并建议派付末期特别股息每股0.06港元。

**核心业务结构升级，新旧动能转换完成：**核心企业云处理资产3696亿元（YoY+31%），为增长核心支柱。其中多级流转云占比60%、处理资产3042亿元（YoY+47%）。AMS云处理资产654亿元（YoY-13%），业务质量持续优化。金融机构云处理资产1289亿元（YoY+20%）、收入3.84亿元（YoY+25%），落地首单绿色产业数据资产ABS。跨境云处理资产97亿元，收入0.53亿元（YoY+3%），中小企业信用科技业务2月起不再并表。客户层面，公司核心企业合作伙伴3145家（YoY+46%），核心企业客户1505家（YoY+56%），金融机构428家（YoY+14%），客户留存率99%（YoY+3pct）。客户分布行业有所优化，其中基础设施、电力设备行业占比分别达40%、12%，房地产业务占比则从24年的14%降至6%。

**全球化布局提速，前瞻卡位数字资产与稳定币赛道：**自研LDP-GPT大模型迭代，“蜂联AI Agent”覆盖10余个核心场景，服务42家境内外机构，处理效率提升20倍、准确率99%。国际业务焕新品牌“Unloq”，在欧美、东南亚建本地化团队，推出“SC+平台”融合智能合约与合规稳定币，中标央企Web3.0供应链金融平台项目；跨境云生态客户达1550家，国际业务与AI创新开始迈入产出期。

**目标价4.0港元，维持买入评级：**公司于25年完成了非核心业务剥离及历史风险资产出清，26年起无减值拖累。此外，2026年国内业务与佣金率有望协同增长，海外以SC+平台为核心加速扩张。AI技术升级，研发效率持续提升，叠加费用管控，全年有望回归可持续盈利。考虑到公司现金储备充裕，股东回报意愿增强，给予2025年PB估值1.1倍，对应目标值4.0港元，维持买入评级。

**风险提示：**宏观经济波动、跨境贸易政策变化、供应链资产证券化市场复苏不及预期、全球稳定币监管政策变化等。

**罗凡环**
**852-25321962**
**Simon.luo@firstshanghai.com.hk**
**李京霖**
**852-25321957**
**Jinglin.li@firstshanghai.com.hk**

### 主要数据

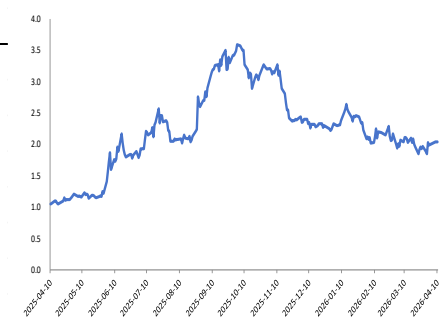
行业	TMT
股价	2.13 港元
目标价	4.00 港元 (+88%)
股票代码	9959.HK
已发行股本	21.37 亿股
市值	43.59 亿港元
52周高/低	3.7/1.0 港元
每股净现值	3.6 港元
主要股东	腾讯控股 18.5% 宋群 15.5%

### 盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入 (千元人民币)	1,031,173	982,746	1,188,519	1,469,718	1,694,649
变动	18.8%	-4.7%	20.9%	23.7%	15.3%
净利润 (千元人民币)	-835,521	-445,695	-31,265	1,608	101,210
变动	88.5%	-46.7%	NA	NA	6194.0%
每股盈利/亏损 (元)	-0.37	-0.21	-0.01	0.00	0.05
基于2.13港元的市盈率 (估)	NA	NA	NA	2,534	40.3
每股派息 (港元)	0.10	0.03	0.03	0.03	0.03
股息现价比	4.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：彭博



## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」), 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。