

买入
AI 技术驱动的生态变革，垂直深耕叠加横向拓展
百融云-W (6608.HK)

2025-12-23 星期二

目标价:	14.28 港元
现 价:	10.80 港元
预计升幅:	32.24%

重要数据

日期	2025-12-22
收盘价 (港元)	10.80
总股本 (亿股)	4.68
总市值 (亿港元)	50.51
净资产 (亿港元)	49.82
总资产 (亿港元)	62.81
52 周高低 (港元)	12.58/5.95
每股净资产 (港元)	11.20

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

张韶峰	5.82%
Genisage Tech Inc.	18.07%
HH BR-I Holdings	8.07%

相关报告

百融云 (6608.HK) -首发报告-

20211215

百融云 (6608.HK) -更新报告-

20220427、20221012、20231020、

20250123

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

【投资要点】

➤ 公司发布重要战略，主推“硅基员工”

2025年12月18日百融云举办的“硅基生产力大会2026暨AI战略及产品发布会”，在大会上公司发布了未来的企业级AI Agent战略，首度明确提出了以“交付结果”为核心的RaaS (Result as a Service) 商业新模式。AI Agent战略是其在AI技术浪潮下，对商业模式、业务形态与行业价值进行重构。此次战略核心与本质是将公司业务生产从“工具提供”到“结果共创”进行范式跃迁，以“硅基劳动力”为核心、以RaaS为商业模式支撑的系统性变革。同时将传统MaaS、BaaS模式的提供技术工具，转向交付可量化业务结果，直接解决了企业AI应用落地的核心痛点，未来通过按任务计费、按价值分成等灵活计价模式来进一步实现商业化。

➤ 从金融行业向更多垂直行业复制，AI Agent服务有望规模化落地

百融云的AI Agent战略目前已在多个领域实现了规模化应用，服务企业客户超过8000家。在跨行业拓展方面，百融云正依托其在金融业打磨成熟的AI能力，向更多高潜力赛道进行延伸。例如，通过智能语音产品VoiceGPT和百工平台，将AI能力纵深嵌入运营商、医疗、大零售、金融、教育、政务等多个场景。

➤ 核心业务稳盘叠加新战略破局，维持买入评级

展望未来，公司可以将深耕金融行业的AI解决方案进行适配和改造，快速切入运营商、零售、医疗、政务等新市场。同时持续完善“百工”生态建设，大力发展开发者社区，推出更易用的AI Agent开发工具。面向C端也会推出一些AI应用。业务展望方面，宏观经济复苏下信贷市场需求持续释放、AI Agent赋能升级进一步提升金融机构依赖度。预计BaaS金融云未来仍能维持20%-25%增速。MaaS业务基于决策式AI的数据分析服务已成为金融机构风控、营销刚需，未来增长依赖存量市场。预计MaaS增速将稳定在10%-15%。若“百工”平台成为企业级开发工具，生态收入有望贡献10%-15%的收入占比，进一步推升整体增速。综上，我们给予公司对应2026年18倍PE目标估值，对应66.8亿港币市值目标，对应目标价14.28港元，相较现价预计有32.24%的升幅，维持“买入”评级。

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,681	2,929	3,289	3,762	4,306
同比增长(%)	30.51%	9.26%	12.28%	14.40%	14.46%
毛利率(%)	72.91%	73.11%	73.16%	73.53%	73.72%
归母净利润	335	266	296	359	428
经调整净利润	335	266	296	359	428
同比增长(%)	46.21%	-20.65%	11.15%	21.37%	19.21%
经调整净利率(%)	12.51%	9.08%	8.99%	9.54%	9.93%
EPS	0.67	0.53	0.59	0.72	0.86
PE	14.6	18.4	16.5	13.6	11.4

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【報告正文】

➤ 公司发布重要战略，主推“硅基员工”

2025年12月18日百融云举办的“硅基生产力大会2026暨AI战略及产品发布会”，在大会上公司发布了未来的企业级AI Agent战略，首度明确提出了以“交付结果”为核心的RaaS (Result as a Service) 商业新模式。AI Agent战略是其在AI技术浪潮下，对商业模式、业务形态与行业价值进行重构。此次战略核心与本质是将公司业务生产从“工具提供”到“结果共创”进行范式跃迁，以“硅基劳动力”为核心、以RaaS为商业模式支撑的系统性变革。同时将传统MaaS、BaaS模式的提供技术工具，转向交付可量化业务结果，直接解决了企业AI应用落地的核心痛点，未来通过按任务计费、按价值分成等灵活计价模式来进一步实现商业化。AI Agent不再是辅助性工具，而是直接承担具体岗位职责的“硅基员工”，此次大会上公司展示了通过输入关键词，短时间内就能够生成一个相对应业务场景的AI Agent，例如“百盈”负责理财经理业务推广、“百鉴”负责合规财税工作。未来公司将以“百工(Cybot Star)”企业级智能体平台为核心拓展生态边界，构建开放的AI原生生态，打破了“自研自销”的封闭模式，吸引开发者、合作伙伴共同参与智能体创新，形成平台加生态的网络效应，为跨行业扩张奠定了基础，反映在业务数据端则是单客价值提升，通过AI Agent的交叉销售与深度赋能，进一步推高核心客户ARPU (2025年中期已达228万元)，形成飞轮效应。

➤ 从金融行业向更多垂直行业复制，AI Agent服务有望规模化落地

百融云的AI Agent战略目前已在多个领域实现了规模化应用，服务企业客户超过8000家，以公司过往深耕的金融行业为例，在财富管理方面，面对理财经理人力资源稀缺且培养周期长的痛点，百融云的AI Agent能够结合RAG技术，学习海量产品资料和市场信息，实现对顶尖理财经理能力的批量复制，为客户提供专业、个性化的财富管理建议，已促成超过530亿元的资产交易。在智能营销与客服方面，其AI Chatbot能够实现高达95%的客户意图识别准确度，反应速度快至500毫秒内，支持超过20轮的复杂对话，并具备日处理3000万人次通话的庞大能力。在量化效果上，“AI+人工”模式对比纯人工可节省约80%的成本，纯AI模式能节省90%。在跨行业拓展方面，百融云正依托其在金融业打磨成熟的AI能力，向更多高潜力赛道进行延伸。例如，通过智能语音产品VoiceGPT和百工平台，将AI能力纵深嵌入运营商、医疗、大零售、金融、教育、政务等多个场景。

➤ 核心业务稳盘叠加新战略破局，维持买入评级

展望未来，公司将基于已在金融场景验证的 AI 能力，向其他垂直行业进行”拓展。许多底层的 AI 能力和业务场景（如智能客服、精准营销、合同审查、人力资源管理等）是共通的，公司可以将金融级的 AI 解决方案进行适配和改造，快速切入运营商、零售、医疗、政务等新市场。这种策略降低了在新领域市场拓展成本，实现了核心能力高效复用，有望在 1-2 年内形成新的增长支柱。同时持续完善“百工”生态建设，大力发展开发者社区，推出更易用的 AI Agent 开发工具，丰富智能体商店的应用，将“百工”平台打造成企业级 AI Agent 的事实标准，同时面向 C 端也会推出一些 AI 应用（如 WiseNote）寻找下一条 S 型增长曲线。

业务展望方面，宏观经济复苏下信贷市场需求持续释放、AI Agent 赋能升级进一步提升金融机构对其服务的依赖度。预计 BaaS 金融云未来仍能维持 20%-25% 增速。MaaS 业务基于决策式 AI 的数据分析服务已成为金融机构风控、营销的“刚需工具”，客户替换成本极高。未来增长将依赖存量市场。通过交叉销售多场景模型（如从信贷风控延伸至财富管理客户分层）、提升模型复杂度（引入生成式 AI 优化决策效率），推动 ARPU 持续增长。预计 MaaS 增速将稳定在 10%-15%。长期若“百工”平台成为企业级 AI Agent 的主流开发工具，生态收入（佣金、技术服务费）有望贡献 10%-15% 的收入占比，进一步推升整体增速。

综上，我们给予公司对应 2026 年 18 倍 PE 目标估值，对应 66.8 亿港币市值目标，对应目标价 14.28 港元，相较现价预计有 32.24% 升幅，维持“买入”评级。

表 1：信息科技服务行业相关标的估值表（20251223）

代码	证券名称	总市值 亿元人民币	EPS (人民币元)				市盈率PE		市净率PB		市销率PS 2025TTM
			2024	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM	
0354.HK	中国软件国际	126.4	0.2	0.2	0.3	24.7	18.6	15.1	1.1	0.7	
6069.HK	盛业	109.9	0.4	0.5	0.6	28.1	21.6	16.2	3.1	12.4	
2391.HK	涂鸦智能-W	95.3	0.1	0.6	0.8	265.3	25.0	19.7	1.4	4.2	
9878.HK	汇通达网络	54.1	0.5	0.6	0.8	11.7	14.9	11.5	0.7	0.1	
9923.HK	移卡	33.9	0.2	0.2	0.4	46.4	30.2	18.2	1.2	1.1	
2531.HK	广联科技控股	18.2	0.1	N/A	N/A	41.1	N/A	N/A	2.7	2.6	
2598.HK	连连数字	66.0	-0.2	1.3	0.0	-39.6	4.5	-855.4	2.5	4.5	
6682.HK	第四范式	204.5	-0.6	0.1	0.5	-69.0	759.7	75.0	3.3	3.4	

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. BaaS 业务受宏观经济影响
2. AI Agent 服务市场竞争加剧
3. 公司商业化场景拓展进程放缓

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	2,681	2,929	3,289	3,762	4,306
成本	(726)	(788)	(883)	(996)	(1,132)
毛利	1,955	2,142	2,406	2,767	3,175
销售费用	(1,073)	(1,119)	(1,283)	(1,467)	(1,679)
管理费用	(259)	(328)	(378)	(433)	(495)
研发费用	(379)	(509)	(572)	(654)	(749)
其他收益	103	99	157	188	226
营业利润	347	285	331	401	477
财务费用	(11)	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动	0	8	0	0	0
税前利润	336	291	329	399	475
所得税	(1)	(25)	(33)	(40)	(48)
净利润	335	266	296	359	428
经调整利润	335	266	296	359	428
增长					
总收入 (%)	30.5%	9.3%	12.3%	14.4%	14.5%
净利润 (%)	46.2%	-20.6%	11.2%	21.4%	19.2%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
固定资产	53	81	59	66	75
无形资产	47	31	74	78	82
有使用权资产	48	125	125	125	125
商誉	119	34	34	34	34
其他固定资产	162	178	178	178	178
固定资产合计	429	449	471	481	494
预付及其他	447	304	341	391	447
金融资产	724	481	481	481	481
应收贷款	68	115	116	114	113
应收账款	519	612	687	786	899
货币资金	914	739	992	1,304	1,684
流动资产合计	2,673	2,251	2,617	3,076	3,623
应付账款	302	298	334	377	428
合同负债	82	62	70	79	89
其他负债	559	443	492	550	621
优先股	0	0	0	0	0
流动负债合计	942	803	896	1,006	1,138
长期负债合计	23	109	109	109	109
股东权益合计	4,449	4,527	4,822	5,181	5,609

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	72.9%	73.1%	73.2%	73.5%	73.7%
经营利润率 (%)	12.9%	9.7%	10.1%	10.7%	11.1%
经调整净利率 (%)	12.5%	9.1%	9.0%	9.5%	9.9%
ROE	7.5%	5.9%	6.1%	6.9%	7.6%
营运表现					
费用/收入 (%)	63.8%	66.8%	67.9%	67.9%	67.9%
实际税率 (%)	0.3%	8.7%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	70	75	75	75	75
应付账款天数	150	136	136	136	136
财务状况					
负债/权益	0.22	0.20	0.21	0.22	0.22
收入/总资产	0.86	1.09	1.07	1.06	1.05
总资产/权益	0.70	0.60	0.64	0.69	0.73
现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	335	266	296	359	428
非现金调整	93	105	31	34	38
资本变动	(89)	(58)	(21)	(36)	(36)
经营活动现金流	339	313	305	357	430
投资固定资产	211	207	(38)	(43)	(48)
其他金融资产变动	11	(159)	0	0	0
投资活动现金流	222	48	(38)	(43)	(48)
债权融资	46	(131)	0	0	0
股权融资	(39)	(82)	(13)	0	0
支付利息	(80)	(78)	(2)	(2)	(2)
融资活动现金流	(73)	(291)	(15)	(2)	(2)
现金变化	488	71	253	313	379
期初持有现金	889	914	739	992	1,304
汇兑变化	(4)	0	0	0	0
期末持有现金	1,373	985	992	1,304	1,684

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>