

买入

硅基员工已跨行业复制，但将迎来转型期阵痛

百融智能-W (6608.HK)

2026-09-03 星期四

【投资要点】

目标价：**6.59 港元**
现价：**5.47 港元**
预计升幅：**20.5%**

重要数据

日期	2026-09-02
收盘价	5.47
总股本 (亿股)	4.68
总市值 (亿元)	25.61
净资产 (亿元)	45.63
总资产 (亿元)	52.07
52 周高低 (元)	13.64/4.44
每股净资产 (元)	9.75

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

张韶峰	19.19%
Hillhouse Equity	8.41%
China Reform Fund	6.83%

相关报告

百融云 (6608.HK) - 首发报告-
20211215

百融云 (6608.HK) - 更新报告-
20231020、20250123、20251204

研究部

姓名: 李承儒
SFC: BLN914
电话: 0755-21519182
Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 中期业绩由盈转亏，AICC 跨行业复制完成关键验证

公司于 2026 年 8 月 31 日发布中期业绩，上半年实现收入 9.14 亿元，同比下滑 43%，主要收到部分信贷客户为遵从监管要求，主动暂停部分产品运营，传统业务收入大幅下降。期内净亏损 3.22 亿元，由盈转亏。公司上半年按业务属性对收入重新分类，其中 AICC 业务单独列示并实现大幅增长，在跨行业复制方面取得实质性突破，首次将 AICC 能力从金融复制至物流领域，同时券商领域已签约及处于合同流程中的客户达 13 家。

➤ 聚焦 AI 客服垂直赛道，自研大模型与数据资产构筑差异化壁垒

公司目前聚焦全球企业级 AI 客服落地场景，结合自研垂类大模型与超 10.5 亿合规个人数据、超 1.5 亿合规企业数据构建双重壁垒。技术端，公司旗下语音模型在 INTERSPEECH 2026 多语种长对话理解挑战赛获全球第三、国内产业界第一。在 IEEE SLT 2026 SmartGlasses 挑战赛多项任务进入全球 Top5。业务商业化目前采用 RaaS 按结果付费模式，案例显示单次成功通话收费远低于对应人力成本，未来业务收入将与客户业务渗透率同向增长。

➤ 转型阵痛期加大研发投入，估值切换至 PS 框架维持买入评级

短期看，公司传统业务受监管与宏观影响承压，但已经主动压缩成熟业务资源并转向 AICC 新场景，上半年已优化组织结构、控制研发增速，账面现金充足、无负债。随着 AICC 业务持续放量，盈利质量与估值弹性有望同步提升。综上，公司业务处于转型期，非金融板块的 AICC 业务发展迅猛，基本面更接近初创型企业，同时传统 AI 决策业务贡献稳定现金流，因此维持买入评级。预计 2026-2028 年营业收入分别为 16.91/18.94/21.58 亿元，归母净利润分别为 -6.62/-3.36/+0.09 亿元，经调整净利润分别为 -5.42/-2.36/+1.09 亿元，2026 年因战略转型录得亏损，2027 年亏损有望收窄，2028 年经调整净利润实现转正。当前亏损期 PE 估值失效，改用分部估值，对应目标价 6.59 港元，相较现价有 20.5% 升幅，维持“买入”评级。

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,929	2,920	1,691	1,894	2,158
同比增长 (%)	9.26%	-0.31%	-42.08%	11.97%	13.94%
毛利率 (%)	73.11%	71.98%	53.34%	42.31%	44.06%
归母净利润	266	74	(662)	(336)	9
经调整净利润	376	179	(542)	(236)	109
同比增长 (%)	12.17%	-52.50%	N/A	N/A	N/A
经调整净利率 (%)	12.84%	6.12%	-32.07%	-12.47%	5.03%
EPS	0.75	0.36	(1.08)	(0.47)	0.22
PE	6.2	13.1	N/A	N/A	21.6
PS	0.7	0.8	1.3	1.2	1.0

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 中期业绩由盈转亏，AICC 跨行业复制完成关键验证

公司上半年实现营业收入 9.14 亿元，同比下滑 43%，主要是部分信贷客户为遵从监管要求（金规〔2025〕9 号）主动暂停部分产品运营，使得传统业务收入大幅下降，同时期内毛利 4.88 亿元，同比下滑 59%，毛利率由去年同期 73%下降至 53%。最终公司上半年实现净亏损 3.22 亿元，去年同期为净利 2.01 亿元，由盈转亏。本次业绩的一大变化是公司按业务属性对收入重新分类，AICC 业务被单独列示，该业务主要通过自研 AI VoiceGPT 技术，来辅助券商、银行、运营商、物流、航司等新场景客户进行智能客服与营销。报告期内 AICC 新场景业务实现大幅增长，同时上半年公司首次将 AICC 能力从金融复制至物流领域并完成 POC 验证，7 月底起逐步上量，标杆客户硅基客服日通话处理量由不足 1000 通攀升至单日起 1.5 万通，最长通话时长超 20 分钟。另外券商领域已签约及处于合同流程中的客户达 13 家，某头部券商将硅基客服席位由年初约 30 席扩容至约 210 席。未来公司将重点深耕已上线客户、扩大 AI 部署规模、打造产业标杆案例，并复制拓展至行业其余客户。

➤ 聚焦 AI 客服垂直赛道，自研大模型与数据资产构筑差异化壁垒

公司选择聚焦 AI 客服，源于对全球企业级 AI 落地场景的研判，当前编程、客服与企业搜索被公认为三大高确定性 AI 场景，具备工作内容文档化、结果可由人工判断、AI 服务路径等共同特征，企业易于投入并快速见效。公司据此构建业务差异化壁垒，首先是公司通过自研垂类大模型以三种业务模式对外输出（企业 AI 员工、AI 智能体能力、智能化流程外包），持续沉淀真实业务场景高价值数据，形成业务落地、数据沉淀、模型优化、再业务落地正向飞轮。其次公司拥有长期积累的超 10 亿合规个人与超 1.5 亿合规企业数据。最后公司构建的模型参数规模相对较小，能够显著降低客户调用成本，提升商业落地效率。技术指标方面，公司语音模型在 INTERSPEECH 2026 MLC-SLM 挑战赛中，在“多语种对话语音理解”任务斩获全球第三、位列国内产业界第一。在 IEEE SLT 2026 SmartGlasses 挑战赛四项任务全部进入全球 Top5，两个口语语言理解任务均获全球第二。未来商业化上，公司将采用 RaaS 模式，包括按成功完成且无需转人工的通话工单来收费、按部署硅基员工数收费及按促成业务规模分润。根据公司已落地的场景，单次成功通话收费明显低于客户对应人力成本，客户可直接衡量投入产出，未来公司处理量有望与客户业务规模同向增长。

► 转型阵痛期，估值切换至 PS 框架维持买入评级

业务展望方面，公司主动压缩传统业务资源，并将资源重点倾斜至 AICC 新场景，上半年已优化组织结构并将研发支出控制在合理区间，下半年研发费用增速低于上半年。公司中期聚焦物流、航空、券商、银行、运营商、保险等行业，该部分均为头部客户集中、C 端交互需求海量的领域，为硅基客服规模化部署提供充足业务发展空间。我们预计 2027 年 AICC 业务收入占比有望提升至 20%-25%，AI 决策类业务维持约 40% 稳定占比。财务端，公司账面现金充足、无有息负债，具备穿越转型期的安全垫。随着新业务放量与费用端管控，经营亏损有望持续收窄。

盈利预测方面，我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 16.91/18.94/21.58 亿元，对应同比变动-42.1%/+12.0%/+13.9%。其中 2026 年因传统业务下滑与研发固定投入，预计归母净利润录得亏损 6.62 亿元，经调整净利润亏损 5.42 亿元。分部看，2026 年预计 AI 决策业务将实现 7.1 亿元收入，AICC 业务将实现 4.3 亿元收入。2027 年随 AICC 业务放量与成本管控，归母亏损有望收窄至 3.36 亿元，经调整亏损收窄至 2.36 亿元。2028 年随新业务规模效应显现，经调整净利润有望转正至 1.09 亿元，归母净利润基本实现盈亏平衡。

估值层面，公司当前处于转型亏损期，整体 PE 估值失效，我们采用分部估值法，给予公司 2026 年 AI 决策业务 6 倍 PE 估值，AICC 业务 2 倍 PS 估值，对应市值约 32.8 亿港元，对应目标价 6.59 港元，相较现价有 20.5% 的升幅。从经调整口径看，公司 2028 年经调整净利润有望转正，随着 AICC 业务持续放量，盈利质量与估值弹性有望同步提升。综上，公司业务处于转型期，非金融板块的 AICC 业务发展迅猛，基本面更接近初创型企业，同时传统 AI 决策业务贡献稳定现金流，因此维持买入评级。

表 1：信息科技服务行业相关标的估值表（20260902）

代码	证券名称	总市值 亿元港币	EPS（港元元）				市盈率 PE				市净率 PB 市销率 PS	
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026TTM	2026TTM
0354.HK	中国软件国际	106.1	0.1	0.2	0.3	0.4	29.6	15.8	12.4	9.9	0.8	0.5
6069.HK	盛业	68.4	0.5	0.6	0.8	1.0	12.8	10.1	7.8	6.2	1.5	6.5
2391.HK	涂鸦智能-W	91.0	0.7	0.9	1.0	1.2	20.2	17.2	15.0	12.0	1.1	3.4
9878.HK	汇通达网络	45.8	0.6	0.7	0.9	1.0	7.8	11.3	9.6	8.2	0.5	0.1
9923.HK	移卡	20.7	0.3	0.3	0.4	0.6	22.2	17.5	12.7	7.0	0.6	0.6
2531.HK	广联科技控股	17.4	0.1	N/A	N/A	N/A	72.0	N/A	N/A	N/A	2.4	2.3
2598.HK	连连数字	44.3	1.7	0.0	0.1	0.3	2.4	340.0	47.2	15.6	1.3	2.1
6682.HK	范式智能	151.3	-0.1	0.2	0.7	1.4	N/A	116.3	37.9	18.9	1.5	1.6

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. 传统业务收入下滑及监管政策变化风险
2. 宏观经济影响
3. AICC 新业务跨行业拓展不及预期风险
4. AI 客服服务市场竞争加剧

【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>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	2,929	2,920	1,691	1,894	2,158
成本	(788)	(818)	(789)	(1,093)	(1,207)
毛利	2,142	2,102	902	801	951
销售费用	(1,119)	(1,142)	(846)	(663)	(539)
管理费用	(328)	(328)	(304)	(265)	(237)
研发费用	(509)	(637)	(592)	(417)	(367)
其他收益	99	65	136	163	196
营业利润	285	60	(704)	(380)	3
财务费用	(2)	6	6	6	6
公允价值变动	8	(3)	0	0	0
税前利润	291	63	(697)	(374)	10
所得税	(25)	10	35	37	(1)
净利润	266	74	(662)	(336)	9
经调整利润	376	179	(542)	(236)	109

增长

总收入 (%)	9.3%	-0.3%	-42.1%	12.0%	13.9%
净利润 (%)	12.2%	-52.5%	-403.7%	-56.5%	-146.0%

资产负债表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
固定资产	81	122	157	190	223
无形资产	31	30	29	28	28
有使用权资产	125	123	123	123	123
商誉	34	25	25	25	25
其他固定资产	178	764	764	764	764
固定资产合计	449	1,063	1,098	1,130	1,163
预付及其他	304	79	46	51	58
金融资产	481	591	591	591	591
应收贷款	115	245	66	111	159
应收账款	612	487	282	316	360
货币资金	739	726	431	142	81
流动资产合计	2,251	2,128	1,415	1,211	1,249
应付账款	298	17	16	23	25
合同负债	62	39	38	52	58
其他负债	443	433	419	562	617
优先股	0	0	0	0	0
流动负债合计	803	489	473	637	699
长期负债合计	109	87	87	87	87
股东权益合计	4,527	4,617	3,954	3,618	3,627

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
毛利率 (%)	73.1%	72.0%	53.3%	42.3%	44.1%
经营利润率 (%)	9.7%	2.1%	-41.6%	-20.1%	0.1%
经调整净利率 (%)	12.8%	6.1%	-32.1%	-12.5%	5.0%
ROE	5.9%	1.6%	-16.8%	-9.3%	0.2%

营运表现

费用/收入 (%)	66.8%	72.1%	103.0%	71.0%	53.0%
实际税率 (%)	8.7%	-16.5%	5.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	75	60	60	60	60
应付账款天数	136	8	8	8	8

财务状况

负债/权益	0.20	0.12	0.14	0.20	0.22
收入/总资产	1.09	0.92	0.67	0.81	0.89
总资产/权益	0.60	0.69	0.64	0.65	0.66

现金流量表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	266	74	(662)	(336)	9
非现金调整	105	141	48	63	77
资本变动	(58)	(121)	401	79	(37)
经营活动现金流	313	94	(213)	(194)	49
投资固定资产	207	(850)	(88)	(101)	(116)
其他金融资产变动	(159)	0	0	0	0
投资活动现金流	48	(850)	(88)	(101)	(116)
债权融资	(131)	0	0	0	0
股权融资	(82)	2	0	0	0
支付利息	(78)	(61)	6	6	6
融资活动现金流	(291)	(59)	6	6	6
现金变化	71	(815)	(295)	(289)	(61)
期初持有现金	914	778	726	431	142
汇兑变化	0	(15)	0	0	0
期末持有现金	985	(51)	431	142	81

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

免责声明

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著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收到任何形式的补偿。

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>