



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

深耕供应链金融蓝海，第三方 SaaS 龙头启航

— 联易融科技-W (9959.HK) 深度报告

2021 年 8 月 26 日

非银金融首席分析师

王舫朝

S1500519120002

(010) 83326877

wangfangzhao@cindasc.com

非银行业研究助理

朱丁宁

zhudingning@cindasc.com

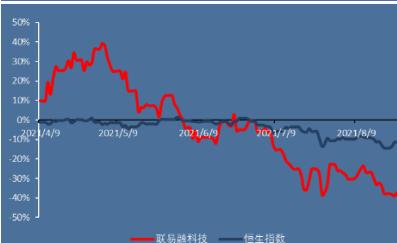
证券研究报告

公司研究

深度报告

联易融科技-W(9959.HK)

投资评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（港元）	10.68
52 周内股价	9.20-25.10
波动区间(港元)	
最近一月涨跌幅(%)	-18.61
总股本(亿股)	23.32
流通股比例(%)	88.29
总市值(亿港元)	249

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

深耕供应链金融蓝海，第三方 SaaS 龙头启航

2021 年 8 月 26 日

本期内容提要：

- ◆ **联易融为国内供应链金融 SaaS 龙头。** 联易融成立于 2016 年，是我国领先的供应链金融科技解决方案提供商，拥有以腾讯为首的强大股东背景，以及金融从业经验丰富的高管。公司目前形成了供应链金融科技解决方案和新兴解决方案两大业务模式以及主要按照处理资产量收取服务费的盈利模式。2020 年，公司处理资产量为 293.38 亿元，同比增长 98.3%；实现营业收入 10.29 亿元，同比增长 47%；公司毛利稳步提升；成立三年已经实现盈亏平衡。联易融的客户群目前已涵盖 390 多家核心企业及 220 家金融机构。
- ◆ **第三方供应链金融科技解决方案市场空间广阔。** 1) 随着核心企业数量的增加以及企业应付账款比例上升(对于供应商来说为对核心企业的应收账款)，中小企业更需要向金融机构借款保持资金的灵活性，而中小企业融资难、融资成本高的矛盾依然存在，供应链金融作为破局之道，市场规模有望持续扩大。预计 2024 年我国供应链金融市场规模将达 40.3 万亿元，5 年复增长率为 11.7%。2) 区块链、人工智能等技术的应用，使得传统供应链金融复杂繁琐的步骤被逐步简化，大大提高了处理效率，科技化渗透率提升。3) 第三方供应链金融科技解决方案凭借低成本、专业性和创新能力，占比逐步提升，而联易融凭借其更开放的生态、获客的飞轮效应及先发优势，保持持续领先地位。公司 2020 年市占率达 20.6%，位居行业第一。
- ◆ **相比竞争对手，联易融有其独特的优势：** 1) 更开放的生态和多年来对不同行业资源的积累和深刻理解赋予其更专业的服务和快速响应能力：蚂蚁和京东主要的客群仍是自身集团生态里的阿里电商、京东电商和物流生态。联易融的平台生态较为开放，主要涉及房地产、能源、建筑、医药等行业，并形成了一定的行业积累和深刻理解，能够更贴合解决不同行业公司需求，能快速响应客户需求并提供“技术+服务+咨询”多方服务，打造核心竞争优势，2) 深耕头部客户，具备品牌优势和较强的获客能力。联易融深耕头部客户，打造精品获客路线。在客户中形成了良好的口碑，客均资产交易量稳步提升，同时飞轮效应带来客户数快速增长。3) 具有一定的先发优势：公司开发的多级流转云是市场上首个基于区块链的多级应收账款流转平台；公司的跨境云业务也是我国第一个基于区块链的跨境供应链金融解决方案；4) 技术优势突出：公司通过预设好的 53 个系统、642 项微服务及 647 个组件提供模块化的服务，即插即用，能够快速解决客户需求；同时光学字符识别（OCR）技术和自然语言处理（NLP）技术减少人工文本处理的耗时，提升效率；5) 股东及管理层优势：公司背靠腾讯，可以与腾讯进行战略合作；高管自身的金融机构从业经历也为公司带来了经验与资源。
- ◆ **我们认为联易融的盈利能力有望持续提升：** 1) 优秀的获客和客户经营能力：公司不仅依靠飞轮效应低成本快速进行客户规模的扩张，还通过优异的客户经营能力提高客户净扩张率和客户黏性，助力客户数及客均资产量提升；2) 联易融采取以按交易量收取服务费的可扩展、轻资本的模式为主，规模化效应可有效摊薄经营成本，提高公司经营利润率，3) 公司的研发费用占比较高，OCR 及区块链等技术应用成熟，公司在研发领域的持续高投入，将转化为公司的护城河。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 随着未来第三方供应链金融科技解决方案市场的渗透率不断提升，公司在客户获取、客户经营、科技创新能力上领先同业，以及在轻资产经营模式下，公司经营效益不断改善。公司 AMS 业务受益

于利率下行，企业 ABS 融资需求回暖，资产处理量有望回升；多级流转云、e 链云和新兴业务发展迅速，营收规模增长迅速，公司的业务结构不断改善。我们给予 2021 年联易融 PS 目标估值为 25x，得出 2021 年目标市值为 402.96 亿港元，对应目标股价为 17.28 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**客户数量和客均资产处理量增长超预期、跨境云业务快速增长

◆**风险因素：**行业竞争日益加剧风险，新兴解决方案信用风险，ABS 云促成的证券化发行中过桥应收账款的风险，法律法规的不确定性风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	700	1,029	1,340	1,934	2,729
同比 (%)	/	47.0%	30.3%	44.3%	41.2%
归属母公司净利润（百万元）	-1,082	-717	309	502	771
同比 (%)	/	/	/	62.6%	53.5%
EPS (摊薄)(元)	/	/	0.13	0.22	0.33
P/S(X)	/	/	15.38	10.66	7.55
P/E(X)	/	/	66.70	41.02	26.72

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 8 月 26 日收盘价

目 录

与大众不同的认识	6
一、公司介绍：行业 SaaS 龙头，营收规模持续扩张	6
(一) 中国供应链金融科技 SaaS 龙头	6
(二) 股东实力强劲，管理层行业背景深厚	8
(三) 营收、资产处理量及客户数量持续增长	9
二、第三方供应链科技金融解决方案市场进入快速增长期	12
(一) 供应链金融市场规模稳步扩大	13
(二) 科技解决方案渗透率有望不断提升，第三方增速更快	16
(三) 联易融市占率居首，竞争优势突出	19
四、拥有多场景化的供应链金融科技解决方案	20
(一) 供应链金融科技解决方案	20
1) 核心企业云方案	20
2) 金融机构云方案	23
(二) 新兴解决方案	25
五、凭什么认为联易融可以脱颖而出？	27
(一) 客户基础强，且具备优秀的获客和客户经营能力	28
(二) 可扩展的轻资产运营模式，经营杠杆效应显著	29
(三) 领先的科技解决能力	29
七、盈利预测与估值	30
(一) 盈利预测	30
(二) 估值	31
八、风险因素	32

表 目 录

表 1: 联易融发展历程	6
表 2: 联易融产品	7
表 3: 联易融主要解决方案及收入模式	7
表 4: 联易融董事及高管	8
表 5: 供应链金融发展核心政策	15
表 6: 公司收入预测（单位：百万元）	30
表 7: 盈利预测（单位：百万元）	31
表 8: 可比公司业务及估值数据（截至至 2021 年 7 月 30 日）	32

图 目 录

图 1: 联易融股权结构	8
图 2: 联易融两大业务营收及同比增速	9
图 3: 联易融业务结构	9
图 4: 联易融主营业务成本	10
图 5: 联易融主营成本分项占比	10
图 6: 联易融三费及增速（百万元）	10
图 7: 联易融三费占营收比例	10
图 8: 联易融各项业务毛利率	11
图 9: 联易融利润表现（百万元）	11
图 10: 联易融供应链资产处理量（亿元）	11
图 11: 联易融的客户经营能力	11
图 12: 联易融的客户群	12
图 13: 典型的保理流程	12
图 14: 中国供应链市场规模及增速	13
图 15: 中国供应链市场规模：按资产融资余额分（单位：万亿元）	13
图 16: 中国供应链市场规模：按资金来源融资余额分（单位：万亿元）	14
图 17: 规模以上工业企业营业成本及增速	14
图 18: 规模以上工业企业应付账款比例	14
图 19: 供应链金融科技解决方案	17
图 20: 中国核心企业及金融机构在供应链金融科技解决方案的总支出	17
图 21: 供应链金融科技解决方案渗透率	17
图 22: 中国第三方供应链金融科技解决方案市场规模及渗透率：按交易量计算	18
图 23: 内部开发及委托第三方开发收入占比	18
图 24: 通过科技促成跨境供应链金融交易	19
图 25: 中国第三方供应链金融科技解决方案市场规模（亚洲出口至欧美）：按交易量计算	19
图 26: 核心企业在第三方供应链金融科技解决方案商总支出（亚洲出口至欧美）	19

图 27: 第三方供应链金融科技解决方案市场	20
图 28: 核心企业云处理资产量结构 (亿元)	21
图 29: 核心企业云营收及服务费率	21
图 30: 核心企业云客户数及客均处理资产量	21
图 31: 企业平均处理笔数及供应商平均融资次数	21
图 32: AMS 云工作流程	22
图 33: AMS 云控制面板及界面	22
图 34: 多级流转云工作流程	23
图 35: 金融机构云处理资产量结构 (亿元)	24
图 36: 金融机构云营收及服务费率	24
图 37: 金融机构云客户数及客均处理资产量	24
图 38: ABS 云工作流程	25
图 39: 新兴解决方案交易量及同比	26
图 40: 新兴解决方案营业收入 (百万元)	26
图 41: 跨境云工作流程	27
图 42: 公司生态系统	28
图 43: 公司的经营利润率	29
图 44: 联易融 forward PS	31
图 45: 可比公司 PS (TTM) 估值图	32

与大众不同的认识

市场普遍认为联易融房地产业务的风险敞口很大，以及今年上半年 ABS 发行不景气（公司一季度 ABS 发行量 YoY-15%），叠加综合服务费率的持续下行会给公司业绩带来较大影响。我们认为，1) 房地产风险敞口正逐步缩小，公司整体业务将更加稳健。截止 2021 年 6 月 30 日，联易融的房地产业务按交易量统计的风险敞口已降至 45%，且快速增长的多级流转云业务和 e 链云业务和房地产关系不大。核心企业客户中，房地产相关客户占比为 24.8%，行业发展更加多元化，涉及制造业、建筑业等。2) 市场担心上半年 ABS 发行量下滑对公司业绩的影响，我们认为随着利率下行，下半年 ABS 发行量将显著回暖。截止至 8 月 24 日，下半年企业 ABS 发行量 YoY+40.9%，较 1-6 月 YoY+18.4% 提升了 22.2ppcts。3) 公司其他业务结构表现亮眼。今年一季度直接融资相关产品例如多级流转云 (YoY+195%)、e 链云 (YoY+504%)、跨境云 (YoY+363.1%) 等业务规模的快速增长(主要由于 LPR 过去十八个月以来持续不变)将有望部分抵消 ABS 发行低迷及综合服务费率下行的压力，公司客户数、单客交易规模的增长带来处理资产交易量的稳步提升。我们预计 2021 年收入增速约 30.3%，2022-2023 有望保持 40% 以上的营收增速。

市场担心联易融在同业竞争中优势不明显。我们认为，公司核心竞争力主要体现在 1) 深耕头部客户，具备品牌优势和较强的获客能力。联易融深耕头部客户，打造精品获客路线，核心企业中包括 25% 以上的中国百强企业，金融机构包括全部中国前 20 大商业银行，以及前 20 大券商的 16 家，在客户中形成了良好的口碑，客均资产交易量稳步提升，同时飞轮效应带来客户数快速增长，2) “技术+服务+咨询”综合优势打造核心竞争力。公司成立五年以来积累了丰厚的产业经验，拥有不同产业的资源网络，同时具备优秀的销售队伍，可以为不同行业的客户提供集咨询服务和融资为一体的供应链金融服务(包括有效协调核心企业和供应商的关系，以及帮助核心企业搭建产业供应链金融平台)，叠加优异的产品和技术优势 (OCR、NLP、区块链等新一代技术能力也位居行业前列)，公司竞争壁垒突出。3) 互联网股东背景带来的良好的激励机制，使得公司能快速响应客户需求，提升客户体验。

一、公司介绍：行业 SaaS 龙头，营收规模持续扩张

(一) 中国供应链金融科技 SaaS 龙头

联易融为中国领先的供应链金融科技解决方案提供商。公司成立于 2016 年，并先后引入腾讯、渣打等实力强劲的股东。公司作为腾讯 To B 战略生态圈的核心成员之一，聚焦于 AI、区块链、云计算、大数据等先进技术在供应链生态的应用，以线上化、场景化、数据化的方式提供创新供应链金融科技解决方案。公司在 2017 年推出的 AMS 云、多级流转云以及 ABS 云构成了公司供应链金融解决方案(包括核心企业云、金融机构云)的技术基础。随后，公司分别于 2018 年推出的中小企业信用科技解决方案与 2019 年推出的跨境云服务则成为了公司新兴解决方案的两大组成部分。随着公司在技术和业务上的快速发展，公司的多轮融资均受到资本市场热捧。公司在 2016 年、2017 年、2018 年以及 2020 年分别进行了 A 轮、B 轮、C 轮以及 C1 轮融资，引入腾讯、中信资本、正心谷、贝塔斯曼等知名机构，并于 2021 年顺利完成港交所上市。

表 1：联易融发展历程

时间	事件
2016 年	联易融数科于深圳注册成立； 完成近 1 亿元 A 轮融资。腾讯、中信资本、正心谷创新资本领投； 与腾讯围绕供应链生态圈开启战略合作。

2017 年	推出 AMS 云、多级流转云及 ABS 云； 完成近 2 亿元 B 轮融资。腾讯领投，其他投资方包括贝塔斯曼亚洲投资基金、招商局创投、中信资本及正心谷创新资本。
2018 年	第四代供应链金融平台上线，实现基于数据的 AI 智能化处理； 推出中小企业信用科技解决方案； 完成超 2.2 亿美元 C 轮融资。新加坡政府投资公司(GIC)领投，腾讯、中信资本、正心谷、贝塔斯曼(BAI)等跟投，并引入普洛斯、创维、泛海投资、微光创投。
2019 年	与渣打银行开启战略合作，共建供应链金融生态圈； 推出跨境云。
2020 年	完成 C1 轮融资。引入战略投资方渣打银行； 获得新加坡金融管理局发出的数字批发银行牌照。
2021 年	联易融 OCR 文本识别技术获国际权威比赛 ICDAR 单项任务排名前三（三星、华为、联易融）； 联易融成功在港交所挂牌上市，成为首家上市的中国供应链金融科技 SaaS 企业。

资料来源：联易融官网，信达证券研发中心

联易融的商业模式可概括为以技术来推动供应链金融服务。联易融的商业模式为通过自身研发的供应链金融科技解决方案，帮助中小企业供应商对核心企业的应收账款进行变现，通过核心企业的信用下沉，为中小企业提供低利率融资的同时，降低金融机构的贷款风险。联易融采取云端即插即用模式，客户无需重新配置调整或调整即可使用公司的服务（即 SaaS 模式）。公司的解决方案分为供应链金融科技解决方案及新兴解决方案。前者主要包括面向核心企业的 AMS 云和多级流转云以及面向金融企业的 ABS 云及 e 链云；后者主要包括面向金融机构客户的跨境云和中小企业信用科技解决方案。

表 2：联易融产品

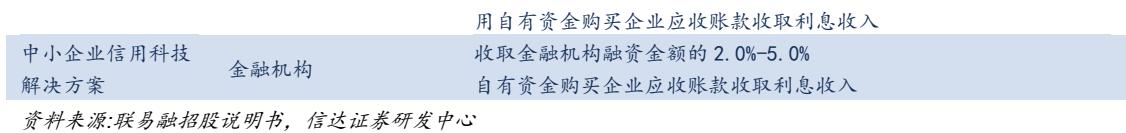
解决方案	目标客户	应用领域
供应链金融科技解决方案		
AMS 云	核心企业	数字化、自动化及精简化的核心企业供应链资产管理平台，实现实时资产处理及资产支持融资。
多级流转云	核心企业	运用区块链技术为核心企业的一级供应商创建不可篡改且可追溯的数字凭证，该凭证可用作融资或支付
ABS 云	金融企业	精简化资产证券化流程，为金融机构提供证券化发行及发行后管理的服务平台
e 链云	金融机构	为对加强供应链金融能力有需求的金融机构提供定制和一体化解决方案
新兴解决方案		
跨境云	金融机构	提供跨境贸易供应链支付及融资的智能解决方案
中小企业信用 科技解决方案	金融机构	协助金融机构根据供应链生态系统数据，为核心企业的中小企业供应商及经销商提供融资解决方案

资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

公司主要依据资产交易量收取服务费。联易融业务主要有两种营收来源：1) 通过促成企业的融资或为金融机构提供供应链解决方案，基于供应链资产在平台的交易量收取服务费用，且针对不同的解决方案设计了差异化的费率；2) 在新兴解决方案中，公司通过自有资金及保障资金融资交易，获得利息收入。但随着公司业务的逐步成熟，平台可信度及公司影响力不断提高其中，公司助贷业务将萎缩，未来仍以收取服务费用为主要收入来源。

表 3：联易融主要解决方案及收入模式

解决方案	面向客户	收入模式
核心企业云	核心企业	部分情况下会收取前置费用 处理的供应链资产量的 0.1%-0.8%
金融机构云	金融机构	部分情况下会收取前置费用 处理的供应链资产量的 0.8%-1.0%
跨境云	金融机构	处理的供应链资产量的 0.7%-1.4%

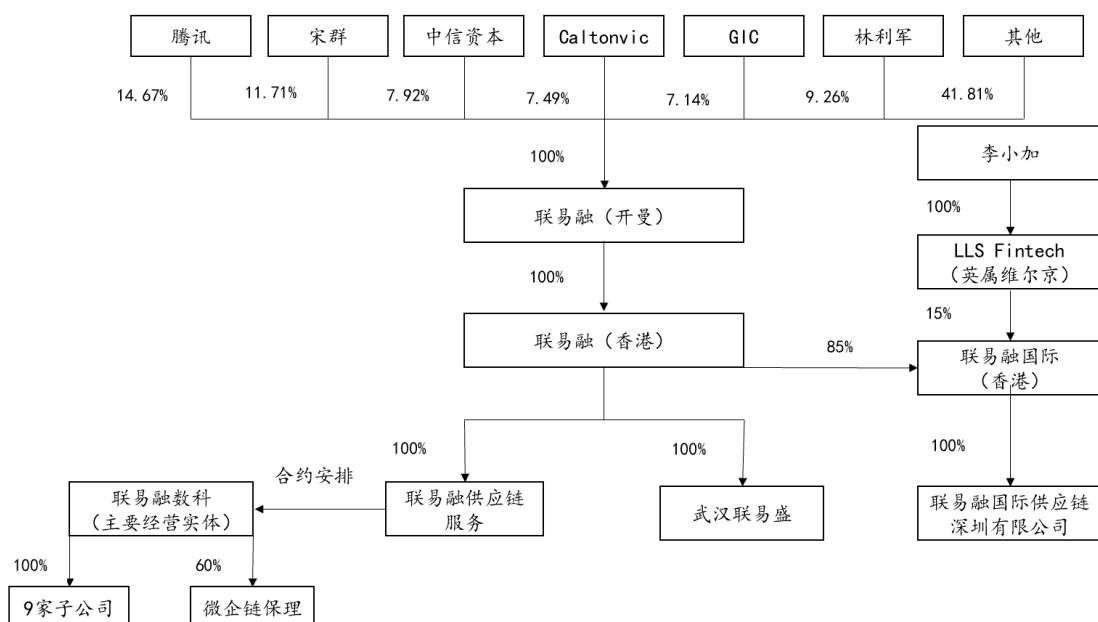


(二) 股东实力强劲, 管理层行业背景深厚

背靠腾讯大平台, 实现业务协同。联易融目前的前三大股东为腾讯、宋群和中信资本, 分别持股 14.67%、11.71%、7.92%。腾讯作为公司的第一大股东, 对公司的业务发展进行了大力支持, 双方约定联易融将利用腾讯的技术及资源与腾讯集团共同执行合作项目。合作项目产生的收入将由双方共享, 于过往纪录期内, 双方分成比例为 50%对 50%。腾讯将向联易融提供云服务及其他云相关技术服务以换取服务费。通过与腾讯合作, 联易融在商业及技术层面同时受惠: 1) 在商业层面, 腾讯集团为中国互联网、社交网络、媒体、游戏及娱乐行业的领先者, 用户基础强大; 2) 在技术层面, 腾讯以腾讯云的金融云基础设施、专有线上支付系统财付通以及相关区块链技术框架等为公司提供支持。

与渣打银行合作, 深化供应链金融产品。联易融 2019 年 2 月与渣打银行签署合作备忘录, 在开发银行服务科技解决方案方面建立深度战略合作, 包括深层次供应链金融、大数据风险管理、跨境供应链流程管理及供应链金融系统全面升级。依托公司的区块链技术基础架构及渣打银行自身专注于供应链金融产品的业务架构, 公司与渣打银行联合推出深层级供应链金融产品, 来简化供应链管理流程, 并使核心企业与上游供应商及下游经销商之间的结算流程数字化及自动化。

图 1: 联易融股权结构



资料来源:wind, 信达证券研发中心

管理层金融机构从业经验丰富。公司共 3 名执行董事(宋群、冀坤、周家琼)、6 名非执行董事、5 名高级管理人员。公司主要的执行董事均有银行从业经历, 拥有丰富的产业资源, 有利于公司在发展战略上进行正确的方向选择。

表 4: 联易融董事及高管

姓名	职务	从业经历
宋群	执行董事, 董事长	摩根大通香港机构信托服务部副总裁、汇丰银行公司信托及贷款代理全球主管、华润银行行长、腾讯集团战略顾问

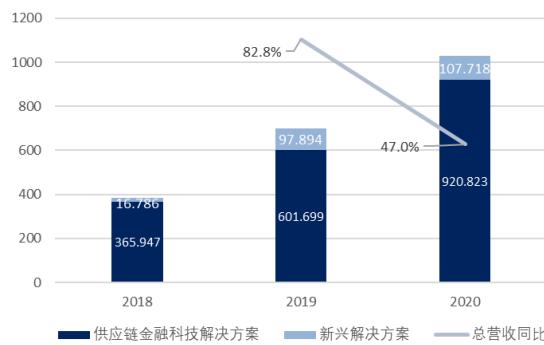
冀坤	执行董事，总裁	华润银行总行行业金融部总经理及公司金融部总经理
周家琼	执行董事，副董事长	摩根大通银行机构信托部副总裁、汇丰银行公司信托及贷款代理服务亚太区主管、华润银行副行长
林海峰	非执行董事	腾讯集团企业副总裁及金融科技负责人
林予熺	非执行董事	本源投资（中信资本附属子公司）经理
赵永生	非执行董事	汇添富基金总经理助理、上海正心谷董事总经理
高峰	独立非执行董事	德意志银行（中国）有限公司董事长
陈怀林	独立非执行董事	KPMG 新加坡合伙人
陈玮	独立非执行董事	合益集团全球董事会成员、万科执行副总裁及首席人力资源官、滴滴出行高级副总裁
赵宇	首席财务官	腾讯集团投资并购部高级投资经理
李小刚	副总裁	美银美林亚洲董事总经理、武汉众邦银行副总裁
钟松然	首席技术官	华润银行互联网金融部总经理

资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

（三）营收、资产处理量及客户数量持续增长

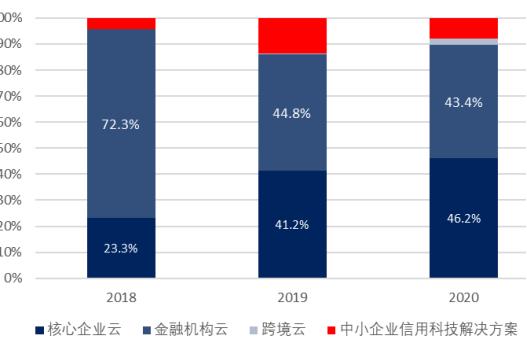
业务规模持续扩张，新兴解决方案业务仍在发展初期。联易融自 2018 年以来，业务发展迅猛。2020 年公司实现营业收入 10.29 亿元人民币，同比增长 47%。2020 年供应链金融科技解决方案业务及新兴解决方案业务分别取得 9.21、1.08 亿元营收，同比增长 53%、10%，占总营收的 89.5%、10.5%。其中，核心企业云业务营收占比不断上升，从 2018 年的 23.3% 提升至 2020 年的 46.2%；跨境云解决方案自 2019 年推出后营收占比快速提升，2020 年占比达 2.2%。公司充分享受国内供应链金融高速发展，实现金融科技解决方案业务高增长的同时，向外逐步开拓市场，向跨国企业提供新兴解决方案。公司在整个供应链金融体系中的话语权有望进一步提升。

图 2：联易融两大业务营收及同比增速（百万元）



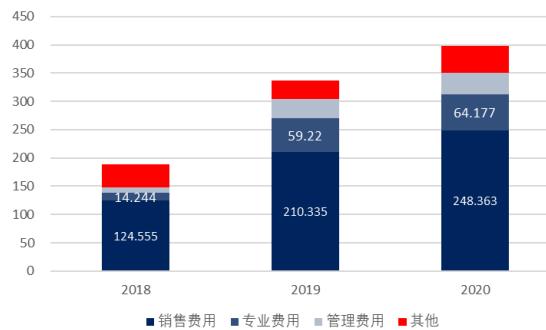
资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

图 3：联易融业务结构

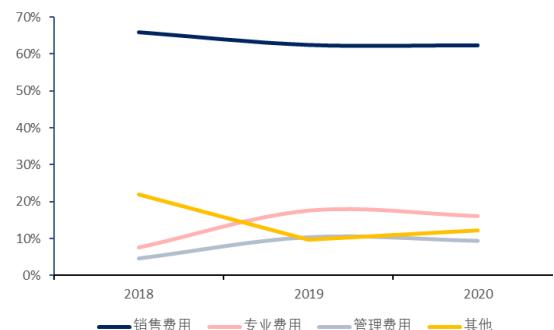


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

公司的主营成本主要为证券化过程支付的第三方机构费用。2020 年，公司主营业务成本为 3.98 亿元，同比增长 18.3%，远低于公司营收增速，规模化效应逐渐显现。其中占比最高的销售费用（稳定在 60%以上），主要是用于向承销商支付资产证券化产品的承销及销售推广费用。专业费用（向评级机构、律师事务所、会计师事务所等第三方机构支付的费用）、管理费用（项目管理人费用）及其他费用相对占比较低，占比分别为 16.1%、9.4%。

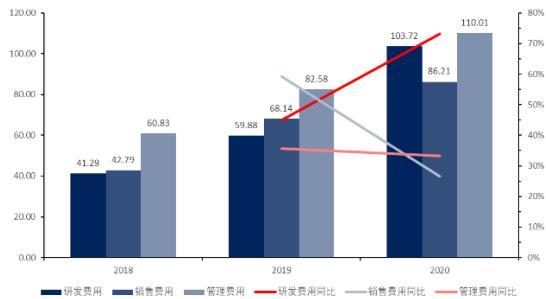
图 4：联易融主营业务成本（百万元）


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

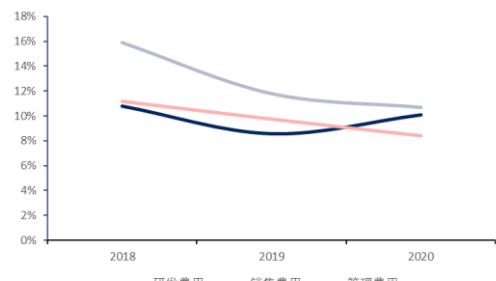
图 5： 联易融主营成本分项占比


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

研发费用增速及占比上升明显。2020 年，公司研发费用、销售费用及管理费用支出为 1.03 亿、0.86 亿、1.10 亿元，同比增长 73.2%、26.5%、33.2%，占营业收入的比重分别为 10.1%、8.4%、10.7%，同比+1.5pct、-1.3pct、-1.1pct。其中，研发费用同比增速较 2019 年提升 28.2pct，而销售费用及管理费用支出同比增速则较 2019 年下滑。公司加大科技领域投入，有助于企业保持自身的核心竞争力。

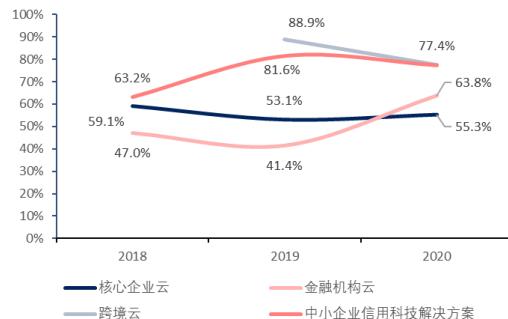
图 6：联易融三费及增速（百万元）


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

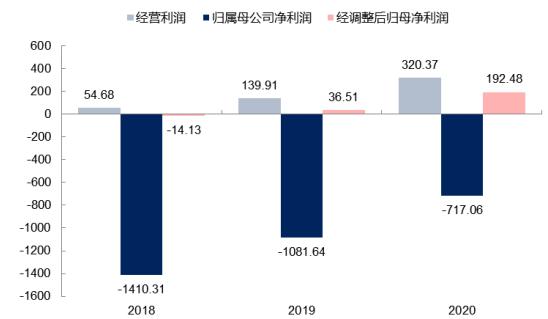
图 7： 联易融三费占营收比例


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

毛利稳步提升，成立三年已实现盈亏平衡。由于经营杠杆导致的规模效应，2018-2020 年公司整体毛利率逐步上升，从 50.6% 提升至 61.3%。其中 2020 年核心企业云/金融机构云/跨境云/中小企业信用科技解决方案毛利率分别为 55.3%/63.8%/77.4%/77.4%，同比 +2.2%/22.4%/-11.5%/-4.2%。供应链金融科技解决方案毛利率提升主要源于议价能力的提升，以及产品结构的优化。对公司 2020 年经营利润为 0.55 亿、1.40 亿、3.20 亿元；归母净利润为 -14.10 亿、-10.82 亿以及 -7.17 亿元人民币，主要是由于公司强劲的业务增长和业务前景的改善带动了可赎回可转换优先股及可转换贷款的公允价值增加。上市后，公司所有的可赎回可转换优先股自动转成普通股，该影响为一次性影响，后续公司将不会对其进行损益确认。过往三年经调整后归母净利润（不考虑计入损益的金融负债的公允价值变动、股权激励和上市费用）为 -0.14 亿、0.37 亿以及 1.92 亿元人民币，公司自成立 3 年至 2019 年便实现盈亏平衡。

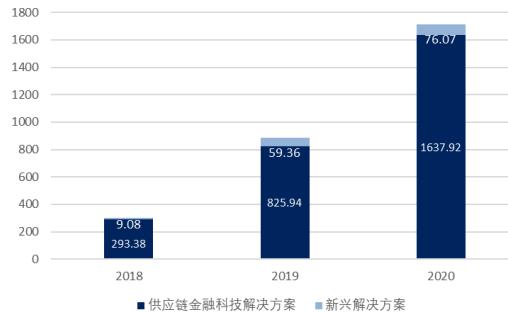
图 8：联易融各项业务毛利率


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

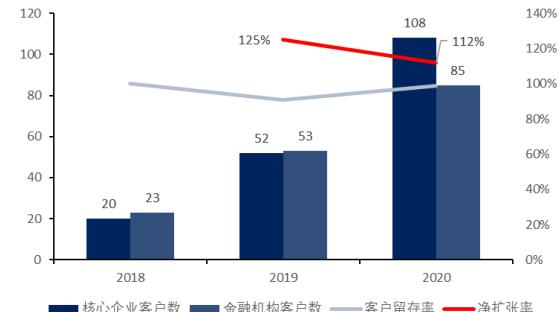
图 9：联易融利润表现（百万元）


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

处理资产规模高增长，客户经营能力强。2018-2020 年，业务规模占比较高的供应链金融科技解决方案业务处理的资产总量分别为 293.38 亿元、825.94 亿元、1637.92 亿元，近两年同比增长 181.5%、98.3%，占比 97%、93%、96%；新兴解决方案规模较小，同期规模仅为 9.08 亿元、59.36 亿元、76.07 亿元，同比增长 554%、28.2%，占比 3%、7%、4%。处理资产规模高增长的原因：1) 合作伙伴数量持续增长。2020 年，公司已经与 108 个核心企业客户和 85 个金融机构客户订立过创收合约，较 2018 年增长 4.4 倍及 2.6 倍，共服务了 390 多家核心企业和 220 多家金融机构，较 2018 年增长 5.6 倍及 3.0 倍；2) 客户黏性高。基于 to B 端客户特性及公司产品的竞争力，2020 年联易融客户留存高达 99%；3) 客户净扩张率表现优异。净扩张率是指同一组客户本年使用公司平台为公司带来的营收与上一年的比值。2019 年、2020 年，客户净扩张率为 125%、112%，展现出公司优秀的客户价值深度挖掘能力和较强客户经营能力。

图 10：联易融供应链资产处理量（亿元）


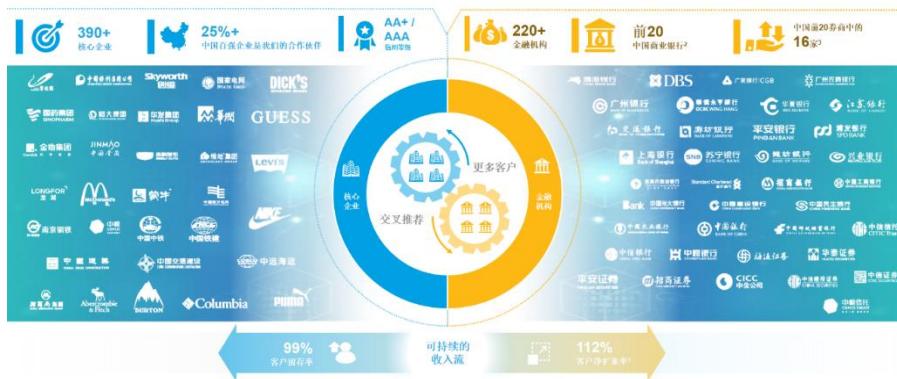
资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

图 11：联易融的客户经营能力


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心



图 12：联易融的客户群



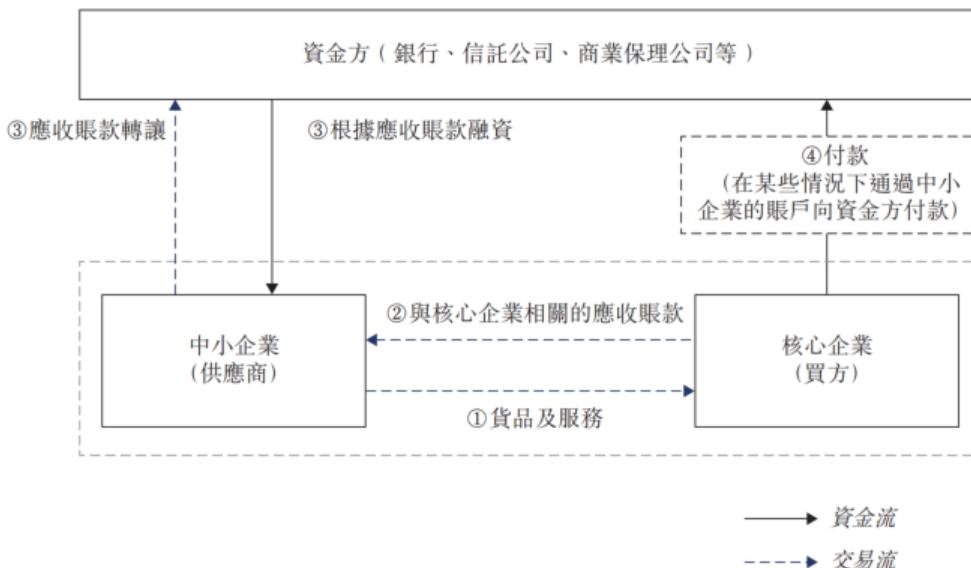
资料来源:联易融投资者说明材料, 信达证券研发中心

客户集中度逐步下降。2018-2020 年, 公司前 5 大客户集中度为 69.0%、47.6%、34.7%。2020 年公司第一大客户为金融机构, 占收入比例为 12.8%。随着业务的快速发展及客户数的扩张, 公司目前已经摆脱客户集中度过高的风险。

二、第三方供应链科技金融解决方案市场进入快速增长期

供应链金融的本质是核心企业的信用下沉。供应链金融是通过核心企业（高信用大型企业）的信用, 优化核心企业支付周期及该企业的供应商或经销商的运营资金效率。对于部分中小企业而言, 大型企业的账期较长影响自身运营资金周转, 企业若通过贷款补充资金缺口会受制于自身的信用不足导致贷款利率过高, 影响企业的正常经营及盈利水平。供应链金融通过核心企业的信用下沉, 实现供应链资产的尽早变现, 降低中小企的融资成本; 核心企业也可相应提高运营效率及巩固供应链的稳定。同时, 稳定供应链的上下游企业经营情况及交易活动形成的信息流使得金融机构能够更好管控企业风险, 为中小企业提供普惠性融资。以保理流程为例, 中小企业作为供应商获得核心企业的应收账款, 会转让给银行、信托等资金方以获取融资, 核心企业在账期结束时一般直接向资金方付款。由于核心企业的信用背书, 能够降低中小企业的融资利率。

图 13：典型的保理流程



资料来源:联易融招股说明书, 信达证券研发中心

第三方供应链科技金融解决方案市场规模有望迎来高增长。通过研究发现：核心企业应付账款比例（应付账款/营业成本）在不断提高、中小企业融资需求得不到满足、传统供应链金融的弊端亟待克服、自建供应链金融体系建设成本及维护成本高等因素，均给第三方供应链金融解决方案带来了良好的市场发展契机。我们认为，随着供应链金融市场规模的不断扩大、科技解决方案渗透率不断提升及第三方解决方案占比逐步增加的背景下，以联易融为代表的供应链金融科技公司将充分受益。

（一）供应链金融市场规模稳步扩大

2.1.1 市场规模稳定增长

市场规模增长稳定。根据灼识咨询预计，随着我国经济发展，越来越多公司运用供应链资产进行融资，提高资金运转灵活性。2024年我国供应链金融市场规模将达40.3万亿元，5年复增长率为11.7%。

- 按底层资产主要分为：应收账款、预付账款和存货。2019年，应收账款、预付款项及存货的融资余额分别为：13.4、3.0、6.7万亿元，占比58%、13%、29%。其中，应收账款的融资余额与占比稳步提升，从2019年13.4万亿增加至2024年24.1万亿，复合增长率为12.5%，占底层资产融资余额比重将从58%提升至60%。
- 按融资来源主要分为：资产证券化、信托直接融资、银行直接融资、商业保理及其他。其中，银行直接融资占比最高，占比高达75.7%（2019年）。但近年来，以资产证券化方式进行融资的规模逐步上升，占比从2017年的0.5%提升至2019年的1.3%，2024年将达到4.0%。

图 14：中国供应链市场规模及增速



图 15：中国供应链市场规模：按资产融资余额分
(单位：万亿元)



资料来源：中国人民银行、中国银保监会、商业保理专业委员会、灼识咨询，信达证券研发中心

资料来源：灼识咨询，信达证券研发中心

图 16：中国供应链市场规模：按资金来源融资余额分（单位：万亿元）



资料来源：灼识咨询，信达证券研发中心

2.1.2 规模增长的驱动因素

1) 中小企业融资压力与日俱增

供应链金融致力于解决中小型企业融资需求与金融机构贷款供给的矛盾。中小型企业是我国经济发展的重要组成部分。根据国家统计局数据，截止至 2019 年，我国中小型工业企业共 36.96 万户，贡献营收 61.64 亿元，占比分别为 97.8%、57.7%。根据全国工商联和蚂蚁集团共同发布的 2019—2020 年小微融资状况报告显示，44.2% 的小型企业存在融资需求。与之对应，尽管国家政策在鼓励银行在贷款时向中小企业倾斜，但金融机构难以单独评估单个供应商的风险，不得不提高贷款门槛或利率，与企业需求产生矛盾。供应链金融使得金融机构专注于核心企业的信用评估，在满足政策要求及供应商需求的同时，控制贷款风险。

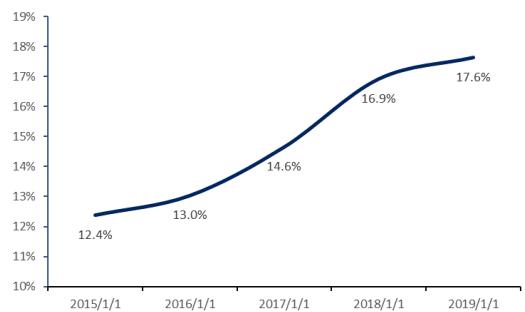
核心企业上游供应商资金压力逾显。我国规模以上工业企业的营业成本在 2015-2019 年保持在 88 万亿以上，同比增长略有波动但保持相对稳定，而应付账款与营业成本比例在持续提高，2019 年较 2015 年提升了 4.2pct 达 17.6%。反映到上游则是供应商的应收账款比例的增加。大型企业拥有较强的议价权，能够通过付款周期的长短提高资金运营效率，但对中小型供应商则会产生一定的资金压力，随着应付账款比例的提升，对中小企业资金灵活性考验则越大。因此，供应链金融为供应商提供了一个低成本融资渠道。

图 17：规模以上工业企业营业成本及增速



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 18：规模以上工业企业应付账款比例



资料来源：wind，信达证券研发中心

2) 核心企业需求增加

核心企业追求供应链稳定与资金灵活的平衡。供应链金融是以核心企业为中心搭建的中小型企业融资方式，因此核心企业数量的增加扩大了供应链金融的潜在市场。根据灼识咨询数据，2019 年信用评级为 AA 及以上的大型企业数为 4511 家，2015-2019 年的复合增长率为 7.3%。此外，精细的专业化分工是大型企业提高生产效率的关键，这对企业的供应链管理提出挑战。

为减少上游供应商由于资金紧张影响正常供货，同时还要保持核心企业自身的资金周转灵活性，供应链金融需求将不断提升。

3) 金融机构拓宽资产来源

金融机构放贷意愿增强，但仍受制于信息不对称。2021年7月15日，央行下调存款准备金率0.5个百分点，释放约1万亿元的资金，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，金融机构系统的资金逐步充裕。根据银保监会发布的《进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》：五家大型银行要努力实现普惠型小微企业贷款全年增长30%以上。较为充裕的贷款额度叠加政策要求，金融机构对于中小微企业贷款意愿不断增强，但同时又担心由于信息不对称引发的道德风险。截至至6月30日小微企业和中型企业的贷款需求指数为72.30%和62.30%，而银行贷款审批指数仅为49.80%，仍存在明显的失衡。因此，通过核心企业的供应链资产出售，将金融机构对中小企业的审查转变为对核心企业的审查，降低贷款风险同时，降低贷款利率。

4) 政策支持供应链金融发展

政策密集鼓励供应链金融发展。2017年至今，我国推出了一系列的供应链金融支持政策。2017-2019年，《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》等政策均提到要积极开展供应链金融建设，建立供应链金融服务平台，打通中小企业融资渠道。2019年《关于加强商业保理企业监督管理的通知》起，开始对上下游交易，风险控制等供应链金融环节进行监督管理。2020年后，供应链创新应用政策频出。且在2021年政府工作报告中，首次提及创新供应链金融服务模式。

表 5：供应链金融发展核心政策

时间	政策	内容
2017年	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	指出要积极稳妥发展供应链金融，鼓励商业银行、供应链核心企业等建立供应链金融服务平台，为供应链上下游中小微企业提供高效便捷的融资渠道。
	《关于金融支持制造强国建设的指导意见》	鼓励金融机构依托制造业产业链核心企业，积极开展保理等各种形式的产业链金融业务，有效满足产业链上下游企业的融资需求。
2018年	《关于开展供应链创新与应用试点的通知》	推动核心供应链企业与商业银行、相关企业等开展合作，创新供应链金融服务模式，为符合条件的中小微企业提供成本相对较低、高效快捷的金融服务。
2019年	《推动供应链金融服务实体经济的指导意见》	银行保险机构应依托供应链核心企业，基于核心企业与上下游链条企业之间的真实交易，整合物流、信息流、资金流等各类信息，为供应链上下游链条企业提供一揽子综合金融服务。
	《关于加强商业保理企业监督管理的通知》	从依法合规经营、加强监督管理、稳妥推进分类处置、严把市场准入关、压实地方监管责任、优化营商环境六个方面指导各地加强商业保理企业的事中、事后监管。
2020年	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	积极稳妥发展供应链金融服务。探索金融科技在客户信用评价、授信准入、风险管理等环节的应用，有效提升金融服务覆盖面。
	《关于进一步做好供应链创新与应用试点工作的通知》	积极应对市场新需求、新业态、新模式加快发展给供应链创新与应用工作提出的新要求，要在原有试点任务基础上，重点做好加强供应链安全建设、加快推进供应链数字化和智能化发展
	《关于规范发展供应链金融支持供应链产业链稳定循环和优	准确把握供应链金融的内涵和发展方向；稳步推动供应链金融规范、发展和创新；加强供应链金融配套基础设施建设；完善供应链金融政

化升级的意见》

策支持体系；防范供应链金融风险；严格对供应链金融的监管约束等

六部分内容。

2021年 《政府工作报告》

首次提及创新供应链金融服务模式

资料来源：信达证券研发中心整理

(二) 科技解决方案渗透率有望不断提升，第三方增速更快

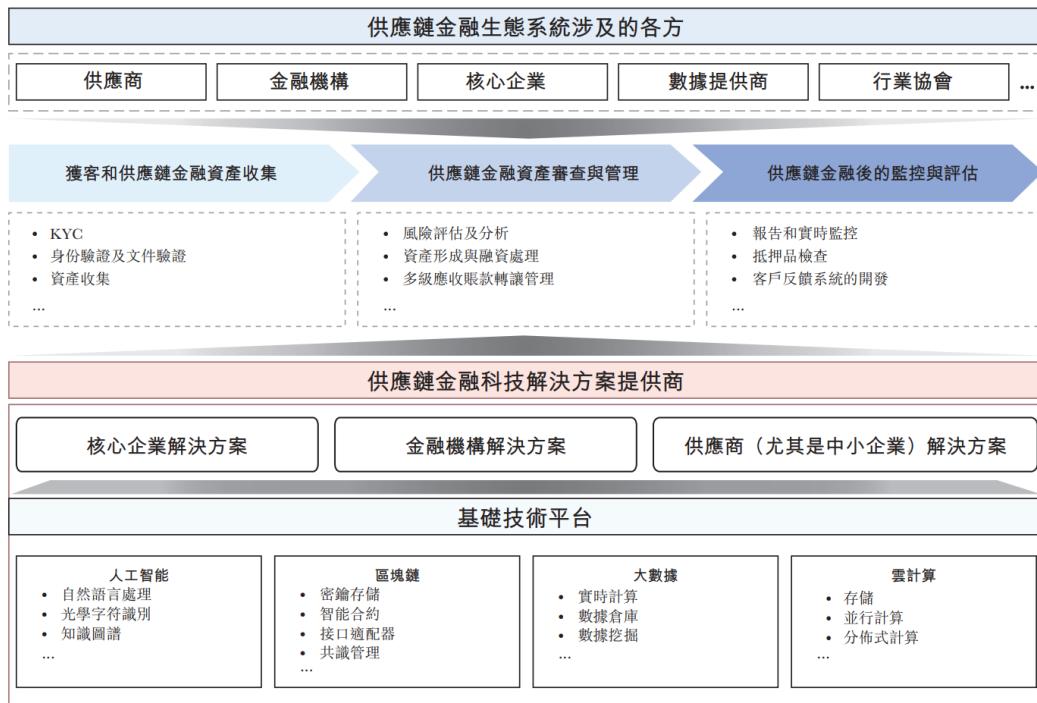
供应链金融科技解决方案优势突出。供应链金融科技解决方案是通过人工智能、区块链、大数据和云计算等技术，搭建基础技术平台，提高供应链上各方（核心企业、金融机构、中小企业等）的智能化、数字化及自动化水平。供应链金融科技解决方案较传统模式的优势在于解决了信息不对称及贷款机构经营不透明化的弊端，同时改善了传统手工和线下流程低下效率，提高了操作的灵活性及用户体验。金融科技解决方案的基础设施建设主要分为内部开发及第三方开发。但从成本、专业及创新性来说，第三方开发的优势凸出。在供应链金融不断深化的过程中，第三方开发的占比将持续提升。

2.2.1 科技解决传统模式痛点

科技化解决方案破解传统供应链金融模式弊端。供应链金融参与者较多，在传统的模式下，不同参与者之间的信息交流效率低下且流程繁琐，使得核心企业缺乏动力与供应商合作，且金融机构受制于严重的信息不对称，需要承担较大的风险。此外，传统的模式缺乏灵活性，不能依据不同的企业需求制定差异化的解决方案。而供应链金融科技化能够帮助各参与方快速完成资料收集及验证、标准化企业信息、相关交易资产的真实性审核和管理、供应链金融后的监控与评估等供应链金融工作流程，并通过数据管理供应链各参与方，打破信息壁垒、提高资产状况透明度、实现数据互通、降低运营成本、提高融资成功率及效率。因此，为供应链金融提供科技化解决方案是行业发展的新蓝海。

人工智能、区块链、大数据、云计算等基数赋能供应链金融服务。平台通过OCR和NLP等人工智能技术（图像识别）为中小企业实现发票、法律文件的电子化，减少人工输入耗时；通过区块链技术，构建不可篡改、去中心化的供应链资产记账体系，便于融资及多级流转；平台通过大数据对供应链企业的历史交易及表现进行训练学习，对发生的交易进行风险预测，为金融机构的风险控制提供参考；通过云计算，为各方提供云端基础架构、平台及软件解决方案，从而减少前期开发及维护成本。

图 19：供应链金融科技解决方案



资料来源:联易融招股说明书, 信达证券研发中心

2.2.2 科技解决方案渗透率提升, 第三方增长更快

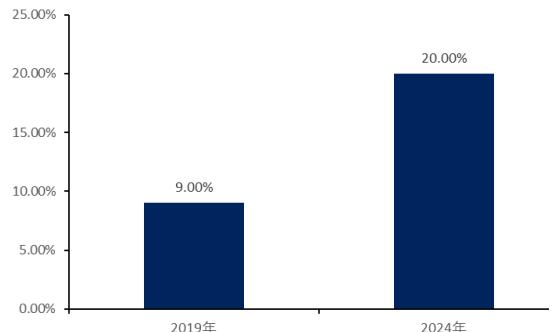
供应链金融科技解决方案规模和支出保持高增长。根据灼识咨询, 通过科技解决方案处理的供应链金融交易量从 2015 年的 1859 亿元, 增长至 2019 年的 4.4 万亿元, 2024 年规模将达到 16.4 万亿元, 5 年复合增速 30.2%。得益于数字化能够克服传统供应链模式的弊端, 数字化渗透率有望从 2019 年的 9.0% 增至 2024 年的 20.0%。中国核心企业及金融机构在供应链金融科技解决方案的总支出同样保持高增速。2019 年, 总支出规模达 434 亿元, 年复合增长率为 123.7%。至 2024 年该市场规模将达 1642 亿元, 5 年复合增长率为 30.5%。

图 20：中国核心企业及金融机构在供应链金融科技解决方案的总支出



资料来源: 灼识咨询, 信达证券研发中心

图 21：供应链金融科技解决方案渗透率



资料来源: 灼识咨询, 信达证券研发中心

第三方解决方案支出占比有望持续提升。根据灼识咨询, 2019 年, 按交易量口径计算的第三方供应链金融科技解决方案市场规模 6830 亿元, 2024 年将超 5 万亿元, 5 年复合增长率 49.8%。第三方科技解决方案支出规模从 2015 年的 3 亿元提升至 2019 年的 100 亿元, 年复合增速为 143.4%, 占总支出比例从 17.6% 提升至 23.0%。随着委托第三方开发的优

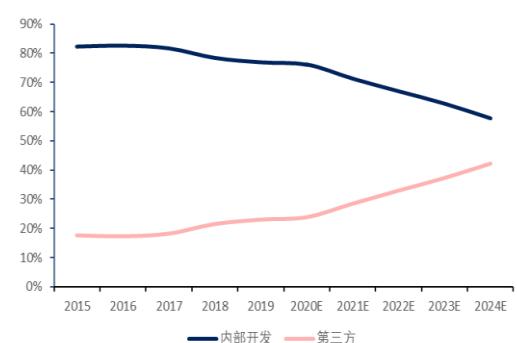
势逐渐被核心企业认知，支出占比将逐年上升，预计至 2024 年，该比例将提升 19.2pct 至 42.2%。从预测的年复合增速来看，2019-2024 年第三方增长远高于内部开发（47.3% vs 23.2%）。第三方供应链金融解决方案市场未来将迎来较大的发展机遇。

图 22：中国第三方供应链金融科技解决方案市场
规模及渗透率：按交易量计算



资料来源：中国人民银行、中国银保监会、商业保理专业委员会、灼识咨询，信达证券研发中心

图 23：内部开发及委托第三方开发收入占比



资料来源：灼识咨询，信达证券研发中心

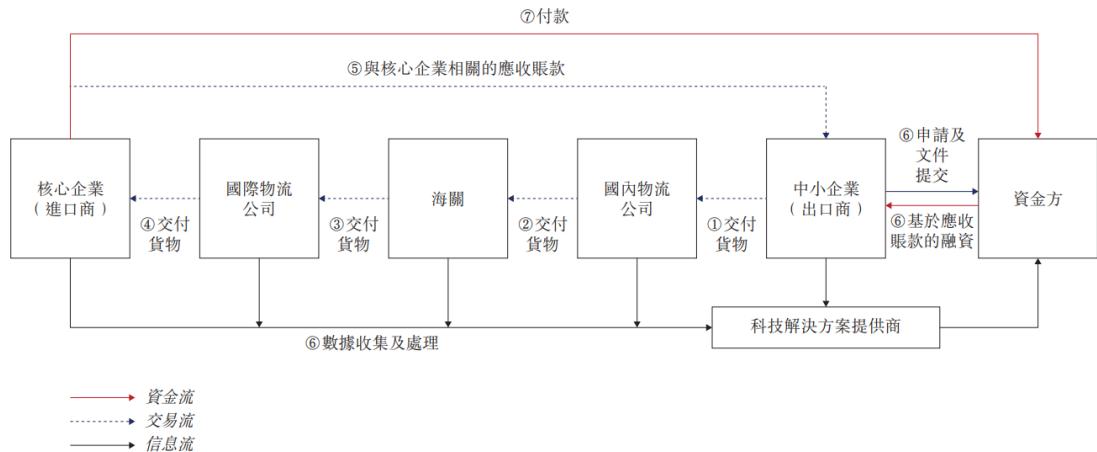
第三方供应链金融科技解决方案较内部开发优势明显。供应链金融科技解决方案主要包括自建和委托第三方建设。目前，超过半数的核心企业自建供应链金融科技平台，但随着第三方平台成本较低及专业性、创新能力的提高等因素，第三方供应链金融科技解决方案有望成为主流：1) 低成本：内部开发具有 AI 及大数据功能的系统前期成本约为 3 千万至 4 千万元，每年维护成本为 500 万元至 1500 万元；而通过第三方公司，往往无需或仅需有限的前置费用（一般在 500 万元以内），降低企业建设成本；2) 专业性：第三方公司往往在技术方面处于领先地位，通常利用下一代技术使得自己保持领先地位。第三方公司拥有专业的团队及关键领域的知识，能够为客户打造更贴合的解决方案。过往的运营数据及丰富经验能够帮助企业缩短解决方案建设时间，降低运营风险；3) 创新能力：第三方平台能够更好洞察社会需求及行业发展，为公司提供差异化的解决方案，同时保持对模块的不断更新，不断满足客户的更新需求。

2.2.3 科技解决方案应对更复杂的跨国贸易市场

跨境贸易复杂性高，企业融资难度大，科技解决方案重要性提升。与国内企业相比，跨境贸易企业经营情况复杂不透明，直接向金融机构借款难度较大，贷款利率较高。同时，跨境企业的供应链也较为复杂，给传统的供应链金融模式带来挑战。一方面在交易中，跨境企业会涉及海关、跨境物流等相关方，容易造成信息不对称；另一方面，跨境文件复杂令信息录入、审核更为困难。因此，无论是跨境企业通过银行间接融资，还是通过供应链金融融资，均具有一定的实施难度，因此有大量中小企业的资金需求未被满足。

第三方科技解决方案地位提升。由于跨境交易的复杂性，运用人工智能、区块链、AI 及大数据等技术，能够提高运营效率、控制风险、协助审核，促进跨境供应链金融交易，而核心企业自建需要拥有熟悉各个国家或区域的法律法规团队，组建成本过高。因此，技术能力领先的第三方技术解决方案成为企业供应链金融科技建设的首要选择。

图 24：通过科技促成跨境供应链金融交易



资料来源:联易融招股说明书, 信达证券研发中心

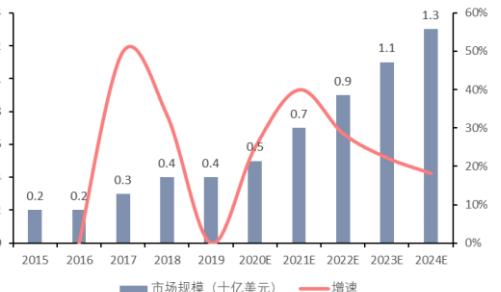
跨境企业第三方供应链金融科技解决方案市场空间广阔。根据 UN Comtrade 统计及灼识咨询, 2019 年我国从亚洲出口至欧美的企业为第三方供应链金融科技解决方案公司带来了 285 亿美元的交易量, 对应总支出 4 亿美元。预计至 2024 年, 交易量将上升至 9580 亿美元, 对应支出 13 亿美元, 复合增长率分别为 27.5%、25.9%。

图 25：中国第三方供应链金融科技解决方案市场规模（亚洲出口至欧美）：按交易量计算



资料来源:UN Comtrade, 灼识咨询, 信达证券研发中心

图 26：核心企业在第三方供应链金融科技解决方案商总支出（亚洲出口至欧美）

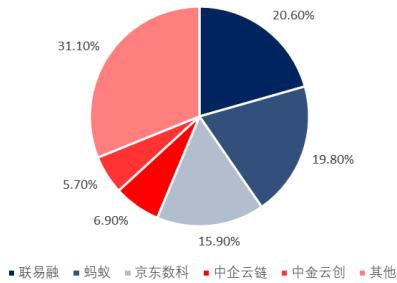


资料来源:UN Comtrade, 灼识咨询, 信达证券研发中心

(三) 联易融市占率居首, 竞争优势突出

联易融的市场份额居首。根据灼识咨询统计, 2020 年中国第三方供应链金融科技解决方案市场资产交易量合计约 7960 亿元人民币, 联易融平台交易额达 1640 亿人民币, 市场占比达 20.60%, 为行业第一。行业集中度较高, 整个行业竞争格局呈现明显的头部集中, 包括联易融在内的前五大供应链金融平台(第二到第五名分别为蚂蚁、京东数科、中企云链和中金云创)交易总额占比合计 68.90%。

图 27：第三方供应链金融科技解决方案市场



资料来源：灼识咨询，信达证券研发中心

相比竞争对手，联易融有其独特的优势：**1) 更开放的生态和多年来对不同行业资源的积累和深刻理解赋予其更专业的服务和快速响应能力：**蚂蚁和京东主要的客群仍是自身集团生态里的阿里电商、京东电商和物流生态。联易融的平台生态较为开放，主要涉及房地产、能源、建筑、医药等行业，并形成了一定的行业积累和深刻理解，能够更贴合解决不同行业公司需求，能快速响应客户需求并提供“技术+服务+咨询”多方服务，打造核心竞争优势。**2) 深耕头部客户，具备品牌优势和较强的获客能力。**联易融深耕头部客户，打造精品获客路线。在客户中形成了良好的口碑，客均资产交易量稳步提升，同时飞轮效应带来客户数快速增长。**3) 具有一定的先发优势：**公司开发的多级流转云是市场上首个基于区块链的多级应收账款流转平台；公司的跨境云业务也是我国第一个基于区块链的跨境供应链金融解决方案；**4) 技术优势突出：**公司通过预设好的 53 个系统、642 项微服务及 647 个组件提供模块化的服务，即插即用，能够快速解决客户需求；同时光学字符识别(OCR)技术和自然语言处理(NLP)技术减少人工文本处理的耗时，提升效率；**5) 股东及管理层优势：**公司背靠腾讯，可以与腾讯进行战略合作；高管自身的金融机构从业经历也为公司带来了经验与资源。

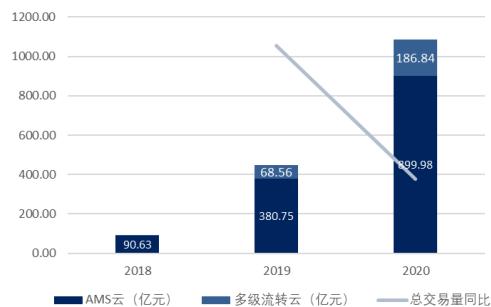
四、拥有多场景化的供应链金融科技解决方案

(一) 供应链金融科技解决方案

1) 核心企业云方案

核心企业云方案由 **AMS** 云及多级流转云组成。核心企业云为核心企业实现供应链数字化管理，并优化供应链上各方的支付周期，分为 **AMS** 云和多级流转云。

资产处理总量增长迅速，但服务费率逐年降低。2018-2020 年，公司核心企业云业务收入 0.89、2.88、4.75 亿元，同比增长 224%、65%，主要由核心企业云处理的供应链资产总量推动。2018-2020 年，核心企业云处理资产量分别为 90.72、449.31、1086.82 亿元，同比增长 395%、142%。据此推算，2018-2020 年服务费率为 0.98%、0.64%、0.44%，呈现逐年下降趋势。

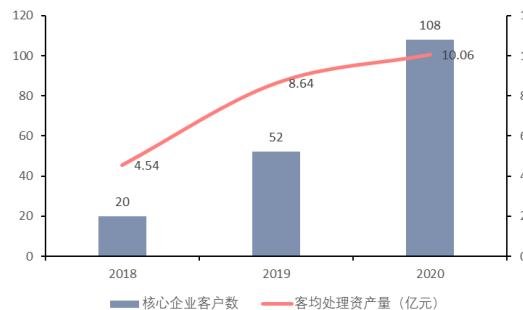
图 28：核心企业云处理资产量结构（亿元）


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

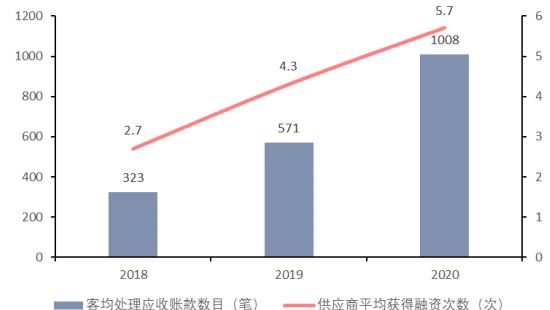
图 29：核心企业云营收及服务费率


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

单个客户供应链价值被持续挖掘。2018-2020 年，核心企业云拥有客户数分别为 20、52、108 名，涵盖房地产业、能源业、建筑业等国有企业、上市公司及其他大型企业。按照与公司签订创收合约的客户数为计算口径，单个核心企业客户平均交易量分别为 4.54 亿、8.64 亿、10.06 亿，同比增长 90%、16%。同期，每个帮助其供应商使用云平台的核心企业通过企业云平均处理 323 笔、571 笔、1008 笔应收账款交易，使得每名供应商平均获得 2.4、4.3 及 5.7 次融资。联易融通过与客户订立多年的协议，提高了客户黏性，同时逐步挖掘客户供应链潜在价值，提升单个企业应收账款处理笔数及融资次数，客均贡献逐步提升。

图 30：核心企业云客户数及客均处理资产量


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

图 31：企业平均处理笔数及供应商平均融资次数


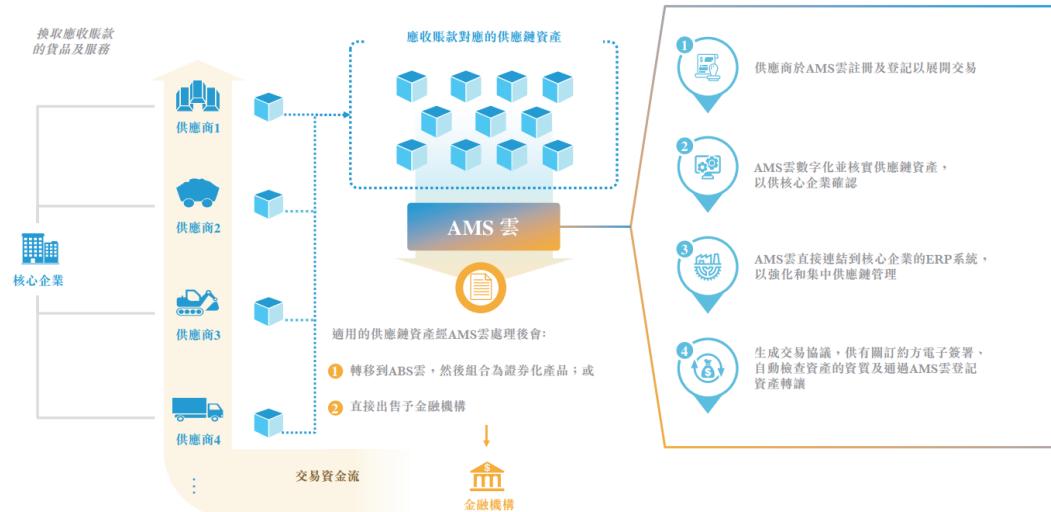
资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

AMS 云

AMS 云是云原生数字平台，主要帮助核心企业实现数字化、自动化和精简化对各供应链资产（如应收账款、商业汇票等）的管理，实现实时、集中的资产处理及资产支持融资。AMS 云是中国供应链金融科技解决方案市场上最早和最大的供应链资产管理平台之一，2018-2020 年 AMS 云为企业核心客户处理及管理供应链资产总量分别为 90.63、380.75、899.98 亿元，年复合增速为 215%，占核心企业云处理资产量的 99.9%、84.7%、82.8%。

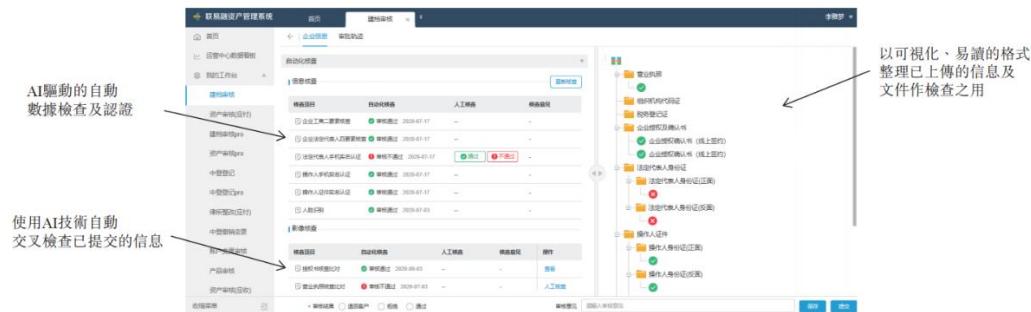
AMS 云运转的主要流程如下：核心企业的供应商于 AMS 云申请注册登记，随后供应商上传相关文件及资料（包括身份证明及供应链资产确认文件），核心企业亦可上传相关资料，平台进行检验。核实后，供应商可以直接将该资产出售给金融机构或转移到 ABS 云中，组合成证券化产品。同时，平台将与中国人民银行的统一登记系统直连，会对应收账款的有效性进行检查。此外，AMS 云可直接连接核心企业的 ERP（企业资源规划）系统，为核心企业提供应收账款进行到期及支付状况的管理等一整套科技解决方案，强化集中供应链管理。

图 32: AMS 云工作流程



资料来源:联易融招股说明书, 信达证券研发中心

图 33: AMS 云控制面板及界面



资料来源:联易融招股说明书, 信达证券研发中心

优势:技术构建 AMS 强大竞争力。AMS 云的优势在于:1) 效率高: 平台运用 AI 技术能够完成部分供应商验证及供应链资产审查工作, 并通过 OCR 自动识别技术处理一般的法律及合约文件, 达到行业领先的 90%以上自动化水平, 节省参与各方时间; 2) 准确性: AMS 云的 OCR 可以达到 95%以上的识别准确率; AI 智能交叉检验降低了手动、纸质流程相关出错的可能性; AMS 云还与政府数据库连通, 实现供应链资产自动核查, 供应商人脸识别; 3) 融资灵活: 供应商的供应链资产核实时, 可提供两种融资方式, 且支付周期均缩短至 1-2 周, 最快最大程度改善企业流动性; 4) 透明度: 所有的供应链资产信息上云储存, 可供核心企业审查。

成效:实现中小企业的低成本融资。2020 年, 中小企业运用 AMS 云实现低成本融资, 平均融资成本为 5.8%, 远远小于仅依赖中小企业本身的融资成本 (10%左右)。

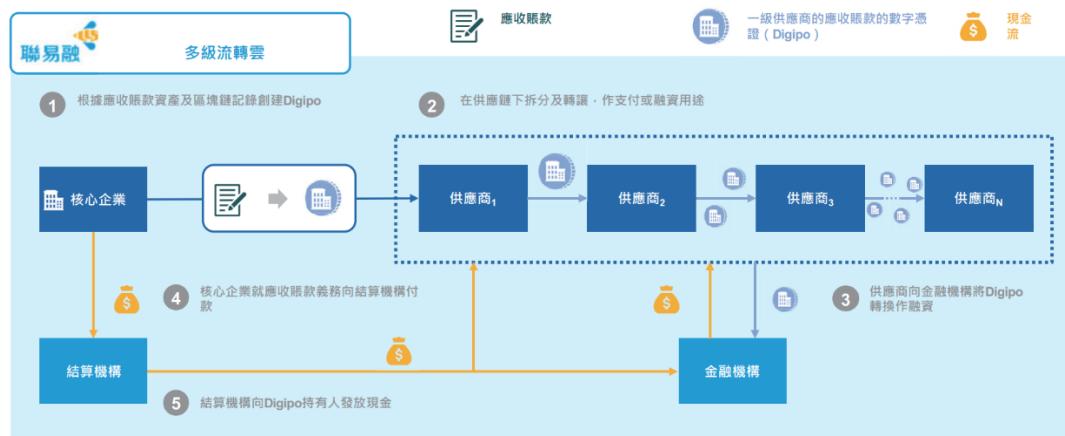
多级流转云

多级流转云通过区块链技术, 为一级供应商的应收账款创建不可篡改的数字凭证“Digipo”, 供应商可以依此履行对供应链上其他供应商的付款责任或从金融机构融资。2018-2020 年, 通过多级流转云促成供应链资产总额快速攀升, 为 0.09、68.6、186.8 亿元, 占比 0.1%、15.3%、17.2%。

多级流转云的运转的主要流程如下:核心企业的一级供应商在多级流转云上注册, 并得到供

应商确认后，多级流转云在区块链驱动的数字账本上就会记录交易数据，并为一级供应商创建代表其对核心企业应收账款的 Digipo。随后供应商可以选择：①持有至到期向核心企业收取款项；②邀请二级供应商（即一级供应商的上游）于多级流转云注册并向其转让全部或部分 Digipo 以支付其对上游的付款责任；③向金融机构融资。二级供应商收到 Digipo 后依然有以上三种资产处理方式，为各级供应商提供了更多更灵活融资选择。

图 34：多级流转云工作流程



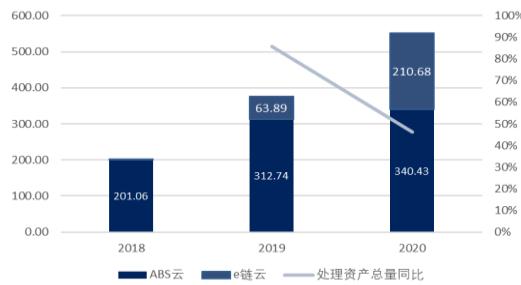
资料来源:联易融招股说明书, 信达证券研发中心

优势：1) 区块链应用提高供应链透明度。多级流转云的核心在于区块链技术赋予的不可篡改性及可追溯性。自一级供应商创建 Digipo 开始，供应链资产所有的交易均安全透明，可供核心企业清晰了解供应链更上游的信息，包括供应商数据、现金流、经营状况等，有助于核心企业的供应链管理。同时，金融机构通过多级流转云，能够有效降低其向供应链企业融资时面临的信息不对称。2) 推动供应链资产作为支付手段，提高融资灵活性。多级流转云不仅能够降低一级供应商的融资成本，还能够通过供应商的供应链资产部分或全部转让，降低更深层次的供应商的贷款利率，将核心企业的信用下沉到供应链底端，有助于保障整条供应链的稳定性。同时，供应链资产作为供应商的支付手段，有助于提高其资金的灵活性。2020 年，公司的 Digipo 最多涉及 7 个层级的供应商，普遍的融资成本区间在 4%-6%。

2) 金融机构云方案

金融机构云由 ABS 云及 e 链云组成。金融机构云主要帮助金融机构构建数字化、自动化及精简化的供应链金融服务，主要由协助资产证券化的平台 ABS 云及提供一系列微服务的 e 链云组成。

处理资产量高增长，费率趋于平稳。2018-2020 年，金融机构云收入 2.8、3.1、4.5 亿元，同比增长 13%、42%。同期，金融机构云业务共处理供应链资产总量为 202.7、376.6、551.1 亿元，同比增长 86%、46%。按照与公司签订创收合约的客户数为计算口径，单个金融机构在平台上资产处理量 8.81 亿、7.11 亿及 6.48 亿元，同比下降 19.4%、8.8%，主要由于金融机构客户的快速扩张（从 2019 年的 23 家增加至 2020 年的 85 家）。推算金融机构云服务费用比率为 1.37%、0.83%、0.81%，服务费用比例下降但降幅收窄。

图 35：金融机构云处理资产量结构（亿元）


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

图 36：金融机构云营收及服务费率


资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

图 37：金融机构云客户数及客均处理资产量

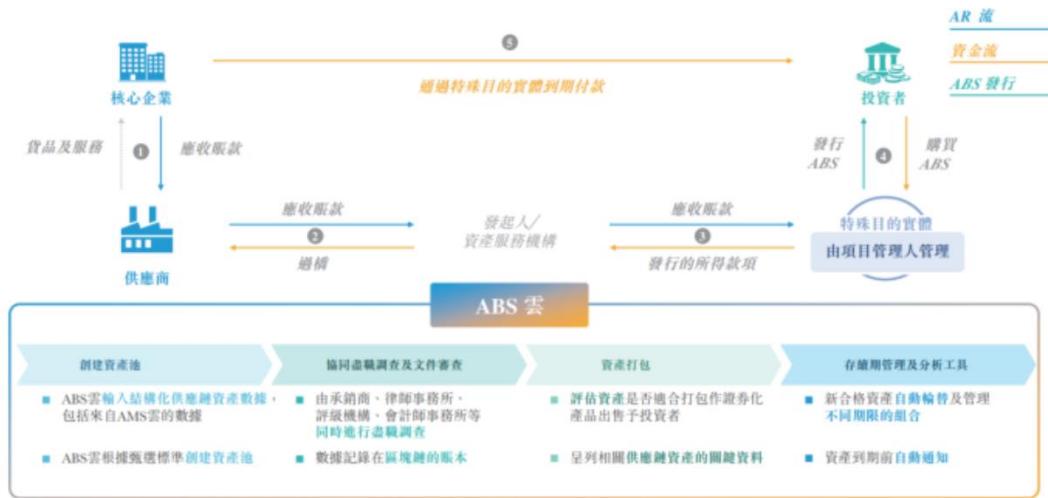

资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

ABS 云

ABS 云为以区块链为底层技术的智能平台，旨在帮助参与证券化的券商、信托、银行等金融机构全生命周期地管理供应链资产，打造证券化产品的综合线上管理解决方案线上平台。2018-2020 年，ABS 云处理资产量为 201.1、312.7、340.4 亿元，年复合增速为 30.1%，占金融机构云业务资产交易量的 99.2%、83.0%、61.8%。

ABS 云运转的主要流程如下：平台就供应链资产(包括 AMS 云处理资产)输入结构化数据，并对资产按照一定的标准(到期日、交易类型、供应链资产所在行业、投资者的风险偏好)等因素，创建资产池，并记录在区块链数字账本上；证券化资产承销商、律师事务所、评级机构、会计师事务所等机构，可通过各自的平台专属入口审查相关资料进行尽职调查。随后平台全面分析供应链资产后会进行资产打包，并形成发行所需的报告等材料。ABS 发行成功后，会提供存续期管理服务：通过相近标准创造多个资产池，并用新资产代替到期资产，实现不同期限投资资产的有效管理。

图 38: ABS 云工作流程



资料来源:联易融招股说明书, 信达证券研发中心

公司提供过桥贷款, 促进证券化交易。在供应链资产提供给特殊目的的实体之前, 公司大多情况下会通过自身的连属公司向供应商收购相关资产。一方面, 公司扮演发起人角色, 能够以较快的速度促进整个交易的完成, 时间仅需 1-2 周, 赢得客户口碑并提高客户留存率; 另一方面, 公司承担发起人可以与端对端的解决方案形成互补。当发行成功后, 证券化发行所得款项将用于偿还资金方(或公司本身)的借款, 资金方(或公司本身)并不承担核心企业的违约责任。2018-2020 年, ABS 云促成交易中, 过桥应收账款未偿余额为 9.2、13.1、9.3 亿元。

优势: 提高 ABS 发行效率并提高数据可信度。ABS 云完全采用自动化的线上流程, 通过平台多种工具包组合, 提高 ABS 从分析到整理到打包到发行各个环节的效率。同时, ABS 利用区块链技术, 使得供应链资产的真实性得到保证, 提升证券化发行期间所有参与者的信任程度。

e 链云

e 链云为金融机构预购建一系列的微服务(包括资产收集、资产打包、风险管理、资产转让、智能合同、发票验证等), 以提升机构的供应链金融能力, 实现工作流程的数字转型, 改善其开发内部技术基础架构的能力。e 链云处理资产总量近三年快速上升, 分别为 1.6、63.9、210.7 亿元, 占比 0.8%、17.0%、38.2%。

优势: e 链云通过模块化运作提供服务。e 链云可根据用户的需求定制化地提供功能模块, 打破供应链数据的孤岛, 将非机构化的数据转变成有用的信息。客户通过选择适合自身的模块, 以白标方式建立其自有的品牌科技解决方案。e 链云主要提供: 1) 自动检验发票、交易背景或与交易相关的信息的准确性; 2) 对接多级流转云, 协助金融机构为供应链中深层级供应商提供融资; 3) 针对公司应用需求的其他模块。

(二) 新兴解决方案

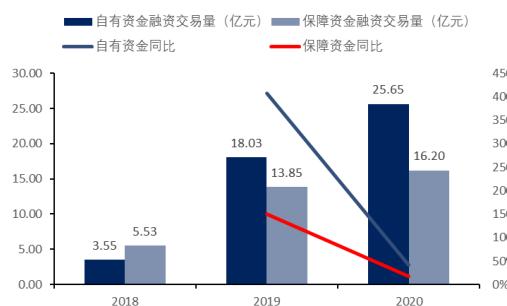
新兴解决方案主要包括跨境云及中小企业信用科技解决方案。

利用自有资本促成交易, 并承担部分违约风险。新兴解决方案的运营模式与核心企业云和金融机构云业务不同, 由于该行业仍处于发展的早期阶段, 公司需要通过一定的投入争取市场

份额，因此公司除了对交易量收取一定的服务费用外，会利用自有资本为方案促成的融资交易提供资金，赚取利息收益。此外，为巩固客户的忠诚度，公司会在合作建立初期与金融机构订立合约，为中小企业的融资提供担保，当核心企业发生违约时，金融机构有权利向公司追索未清款项。截止至 2020 年度，跨境云尚未出现违约及逾期；而 2018-2020 年中小企业信用科技解决方案中的 M3+逾期比例为 1.1%、1.1%、2.0%。但随着公司业务的不断发展成熟，公司助贷业务规模将逐步下滑，未来仍以按交易量收取服务费为主要的经营模式。

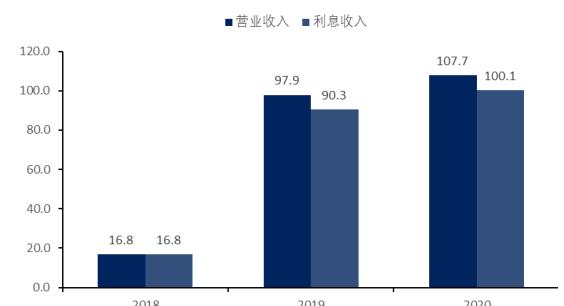
新兴解决方案营收以利息收入为主。2018 年-2020 年，新兴解决方案实现营业收入 0.2、9.8、10.8 亿元，占公司总营收的 4.4%、14.0%、10.5%，其中利息收益占比为 100%、92%、93%。2018-2020 年，新兴解决方案通过自有资金融资交易量为 3.5、18.0、25.6 亿元，年复合增速 170.4%；提供担保的保障资金融资交易量为 5.5、13.8、16.2 亿元，年复合增速 71.6%。截止至 2020 年底，跨境云及中小企业信用科技解决方案中的未偿还融资余额为 5.2、5.8 亿元。

图 39：新兴解决方案交易量及同比



资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

图 40：新兴解决方案营业收入（百万元）



资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

跨境云

跨境云即为金融机构提供促进跨境贸易供应链金融解决方案，是我国第一个基于区块链的跨境供应链金融科技解决方案平台。跨境云业务开展于 2019 年，19 年、20 年实现营收 220 万元及 2540 万元，占当期总收入的 0.3% 及 2.5%；处理资产量为 3.0 亿、50.3 亿元，其中，自有资金融资交易量为 3.83 亿、15.59 亿元；通过保障资金融资交易量为 0、6.33 亿元。截止 2020 年，跨境云服务的客户或企业已经覆盖 14 个国家，实现 100% 的业务在线处理，每笔交易实现的数据交换超 1.5 万次。

跨境云的工作流程如下：有融资需求的供应商在跨境云上注册，核心企业批准后，跨境云基于区块链技术创建应收账款数字凭证，供应商可将其用于履行对深层供应商的付款责任或向金融机构申请融资；金融机构可利用交易信息审核模块从可靠第三方来源（进出口国家公司、海关）获取检索数据，并通过自动化文件验证中的平台机器学习及 OCR 等新兴技术，协助金融机构对供应商提交的文件进行交叉验证；跨境云还会对供应链资产履约表现进行动态监控和主动预警。

优势：科技提高融资效率。金融机构可以快速通过数据的交叉验证实现对供应链资产的核实，有助于金融机构的风险控制。同时通过自动化技术，加快对复杂的跨境文件扫描上传效率，减少融资前的过程时耗，提高用户体验。

图 41：跨境云工作流程



资料来源:联易融招股说明书, 信达证券研发中心

中小企业信用科技解决方案

中小企业信用科技解决方案运用数据驱动下的风险分析技术，基于供应链资产的行业生态信息，协助金融机构在核心企业未对应收账款进行验证的情况下，为供应商申请供应链融资或与核心企业无应收账款关系的下游经销商进行融资。该业务 2018-2020 年实现营收 0.17 亿、0.96 亿、0.82 亿元，共提供融资额为 9.1 亿、56.3 亿、25.7 亿元。由于 2020 年疫情因素，该项业务萎缩明显。2018 年、2019 年及 2020 年，跨境云自有资金融资交易量为 3.55 亿、14.99 亿、10.05 亿元；通过保障资金融资交易量为 5.53 亿、13.85 亿、9.87 亿元。

中小企业信用科技解决方案运作流程如下：公司通过核心企业及合作的 B2B 平台获取有融资需求的中小型企业，并鼓励他们通过上传发票或其他增信资料向平台申请融资，随后平台会利用大数据及图像识别技术收集申请企业的公开信息，帮助金融机构对企业风险进行评估；或中小企业授权平台，从其纳税申报系统中下载企业发票用于风险分析，减少企业与银行之间的信息不对称。

为风险模型积累数据并提升可信度和准确性，前期通过自有资金促成交易。联易融的中小企业信用科技解决方案与前几个平台不同之处在于其可为未确权的应收账款的供应商以及无应收账款关系的下游经销商进行融资。公司仅通过平台大数据对企业的判断把控贷款风险，因此在市场建设初期难以取得金融机构信任。公司通过对部分贷款担保的方式，承担违约风险，以促成融资交易：一方面可以通过收取较高的服务费用（2.0%-5.0%），提高公司营收水平；另一方面可以训练公司风险分析模型，提高模型可信度与准确性。我们预计，随着公司业务发展不断成熟，通过自有资金及提供担保的供应链金融业务将会明显收缩。

五、凭什么认为联易融可以脱颖而出？

我们通过拆分联易融的盈利结构探究公司的核心竞争力。由于助贷模式的利息收入随着公司业务的成熟会进一步萎缩，且在整个盈利中占比较小，故只考虑公司按供应链资产处理总量收取服务费的收入模式。基于此，我们拆解公司盈利公式为：

$$\text{经营利润} = \text{资产处理总量} \times \text{服务费率} \times \text{经营利润率}$$

其中，资产处理总量=客户数×客均资产处理量

我们认为主要影响因素为资产处理量和经营利润率，前者源于公司优秀的获客和经营能力，后者源自轻资产模式带来的规模效应。另外，卓越的科技能力提升客户体验，提升留存率和议价能力的重要保证。

(一) 客户基础强，且具备优秀的获客和客户经营能力

飞轮效应下公司的客户数迅速增长。公司数年深耕供应链金融科技领域，通过服务垂直行业中的领军企业并为其提供以客户为中心的方案，积累了良好的口碑，吸引了许多核心企业及大型金融机构等广泛的客户群。公司拥有约 104 名员工的直销团队，不断进行新客户拓展；另外已经在供应链上的核心企业及金融机构能够通过相互推荐为公司带来新的低成本的客户，通过飞轮效应来触达更多的目标客户群。具体来看，金融机构引入其企业客户，企业客户成为公司的客户后进一步引荐与其合作的更多金融机构，后者将带来更多的企业客户。2020 年，公司的核心企业及金融机构（使用联易融平台的）合作伙伴数为 344 个、202 个，较 2018 年增长了 5.6 倍及 3.0 倍，核心企业中包括 25% 以上的中国百强企业，且大多数核心企业客户的信用评级均为 AA+ 或 AAA，金融机构包括全部中国前 20 大商业银行，以及前 20 大券商的 16 家；同期与公司签订了创收合约的客户为 108 个、95 个，较 2018 年增长 4.4、2.7 倍。

图 42：公司生态系统



资料来源:联易融招股说明书，信达证券研发中心

打造精品服务，构建“技术+服务+咨询”核心竞争力，助力获客。公司主要采取深耕大客户战略，打造精品的供应链金融服务。截止 2020 年，全国百强企业中有 25% 是公司客户。公司成立五年来积累了丰厚的产业经验，对不同产业的资源网络有着深刻的理解，同时具备优秀的销售队伍，可以为不同行业的客户提供集咨询服务和融资为一体的供应链金融服务，有助于提高供应链上中小企业的融资成功率及效率，构建“技术+服务+咨询”核心竞争壁垒，提升获客能力。

公司不断挖掘客户需求，提高净扩张率。公司获取客户后，不断挖掘客户需求。除了方便快捷的系统带动了客户使用频率的自然提升，联易融还通过不断更新自身的微服务及模块组件，能够快速满足客户的新需求。如在核心企业云业务中，2018-2020 年核心企业通过企业云平台平均处理 323 笔、571 笔、1008 笔应收账款交易，使得每名供应商平均获得 2.4、4.3 及 5.7 次融资，客户的价值在不断被挖掘。公司 2019、2020 年的净扩张率为 125% 及 112%，连续两年保持在 10% 以上，是公司资产处理量增长的基础。

企业端客户黏性普遍较高。to B 端客户无需像 to C 端客户一样进行高频地进行客户运营，客户黏性相对较高。联易融自身的解决方案的核心竞争力强，与客户签订的均为多年合约，更有利于公司最大程度降低客户流失。2018-2020 年，公司的客户留存率为 100%、91%、99%，远远高于同行业竞争对手。

目前，公司的供应链资产处理量仍有较大的提升空间：

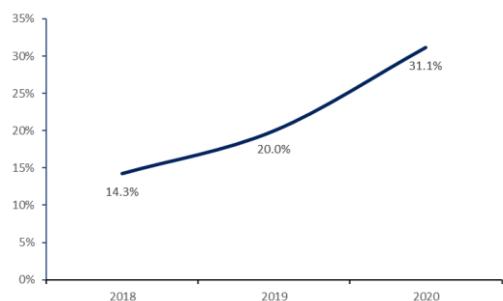
- **从客户数角度：**中国境内 AA 评级以上的公司超 4500 家，同时还有 4500 家以上的金融机构，客户群潜力巨大。公司凭借飞轮效应的良性循环，客户数有望保持高速增长；
- **从客均资产处理量角度：**根据公司统计，2019 年联易融服务的前五大核心企业运用公司科技解决方案进行供应链资产交易量仅为核心企业当年底应付账款的 4.2%，单个客户的需求潜力有待进一步挖掘，随着核心企业及其供应商对供应链金融的接受度的提高，未来该比例有望持续提高。公司凭借平台功能的优越性及便捷性，以及对客户需求的快速相应能力，在客户群中获得良好的口碑，客均资产量有望逐年提升；此外，公司的客户黏度接近 100%，远高于同业，便于公司了解客户需求及喜好，不断利用客户资源为自己获客，助力客均资产量及客户数的提升。

(二) 可扩展的轻资产运营模式，经营杠杆效应显著

以可扩展的轻资产运营模式为主。公司标准化产品和基于交易量的收费的轻资产模式使得公司业务规模与客户交易活动相挂钩，实现可持续增长。公司为核心企业客户平均处理的供应链资产数量从 2018 年的 320 笔增长到 2020 年的 1000 笔，使得供应商在 2020 年平均获得 5.7 次融资。净扩张率在 2020 年为 112%。

轻资产模式带来规模效应和经营杠杆效应。公司是供应链金融科技解决方案 SaaS 提供商，其主要特点即为初始平台搭建成本较高，后续公司将客户的运营流程与解决方案充分融合后，维系客户的额外成本是有限的。同时，产品的标准化也会使得新客户经营的边际成本下降。较高的经营杠杆效应使得公司在交易量上升的同时，能够摊薄经营成本，实现规模化效应，该效应会直接反映在经营利润率上。2020 年公司经营利润率为 31.1%，较 2018 年提高 16.8pct，规模效应已逐渐显现。

图 43：公司的经营利润率



资料来源：联易融招股说明书，信达证券研发中心

我们认为，公司业务的逐步成熟化和标准化，使得公司享受规模化带来的边际成本改善；同时，公司利用飞轮效应以低成本获取客户，减少了初始的获客成本。未来公司的经营利润率将有一定的上升空间。

(三) 领先的科技解决能力

公司研发费用占比高，研发能力突出。截止至 2020 年 12 月 31 日，研发人员共 397 名，占

员工总数比重的 63%。2020 年公司研发费用支出为 1.04 亿元，同比增长 73.1%，占当年营收比例为 10.1%，较 2019 年提升 1.5pct。公司的 AI、区块链、大数据和云技术等广泛领域取得了权威机构的认可。例如，在 OCR 领域最具影响力的 SROIE（票据扫描文字识别和信息提取）大赛上，公司的名字仅次于三星及华为，排名第三。联易融协同绿地集团拿到了新加坡牌照，表明公司的金融科技能力的实力。

公司供应链金融技术竞争力明显。公司的技术优势主要体现在：1) 敏捷性：2020 年底，公司有 642 项微服务及 647 个组件，运用模块化的方式快速响应客户需求；2) 高效率：公司的光学字符识别（OCR）技术和自然语言处理（NLP）技术减少人工文本处理的耗时，提升效率；3) 灵活性：公司的部分功能可直接通过小程序即可完成；4) 透明度：在多级流转云或跨境云当中，公司运用了区块链技术使得交易数据不可篡改，更透明可信；5) 可靠性：公司建立了强大的数据渠道的风险管理体系，区块链技术获得工信部认证的供应链金融区块链运用的专项认证。随着更多的客户使用公司平台，算法及模型会积累更深层次的数据洞察及更准确的算法，实现正向循环。领先的技术能力不仅让公司保持差异化的竞争力，还是客均资产量及客户黏度的有力保证。

七、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

我们预测基于以下分析：

- **公司的资产处理量有望保持快速增长：**未来三年增速均有望保持在 30%以上，得益于：核心企业客户和客均处理资产量快速增加，金融企业稳步增长，客均资产量随客户的深度挖掘有望快速提升；
- **服务费率下滑：**由于未来三年激烈的市场竞争及大部分客户仍处于导入期，公司的服务费率在未来两年将有所下滑，但幅度不大；
- **公司营收增长：**得益于下半年资产证券化业务复苏以及预期房地产行业监管较上半年宽松，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 13.40 亿/19.34 亿/27.29 亿元，同比增长 +30.3%/+44.3%/+41.2%。
- **公司毛利有望提升：**公司规模化效应及公司高毛利业务的快速发展导致占比提升，以及公司对第三方议价能力的增强，公司毛利有望稳步提升。我们预计公司 2021-2023 年毛利为 69.7%/71.2%/72.4%。
- **公司的销售费用及研发费用占比会提升，影响公司净利润表现：**公司为了保持竞争力将加大对研发及销售的投入，我们预计公司的研发费用率及销售费用率将有所提升，进而影响净利润，我们预计 2021-2023 年公司实现归母净利润 3.09 亿/5.02 亿/7.71 亿元，经调整后的净利润为 3.55 亿/5.35 亿/8.01 亿元。

表 6：公司收入预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	699.59	1,028.54	1,339.98	1,933.51	2,729.22
YoY	82.78%	47.02%	30.28%	44.29%	41.15%
核心企业云	288.41	474.78	602.53	760.70	914.64
YoY	223.80%	64.62%	26.91%	26.25%	20.24%
金融机构云	313.29	446.04	622.39	992.03	1,562.45
YoY	13.15%	42.37%	39.54%	59.39%	57.50%



供应链金融科技解决方案	601.70	920.82	1,224.93	1,752.73	2,477.10
YoY	64.42%	53.04%	33.03%	43.09%	41.33%
跨境云	2.15	25.35	46.82	128.26	217.83
YoY		1079.07%	84.68%	173.96%	69.84%
中小企业科技解决方案	95.74	82.37	68.23	52.53	34.29
YoY	470.22%	-13.96%	-17.16%	-23.02%	-34.72%
新兴解决方案	97.89	107.72	115.05	180.78	252.12
YoY	483.03%	10.04%	6.80%	57.13%	39.46%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

表 7：盈利预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利	362.97	630.38	934.52	1376.01	1977.07
YoY	87.65%	73.75%	48.22%	47.24%	43.68%
营运利润	139.91	320.37	522.75	786.47	1132.86
YoY	155.87%	128.98%	63.17%	50.45%	44.04%
归母净利润	-1,081.97	-715.48	309.00	502.43	771.28
YoY				62.60%	53.51%

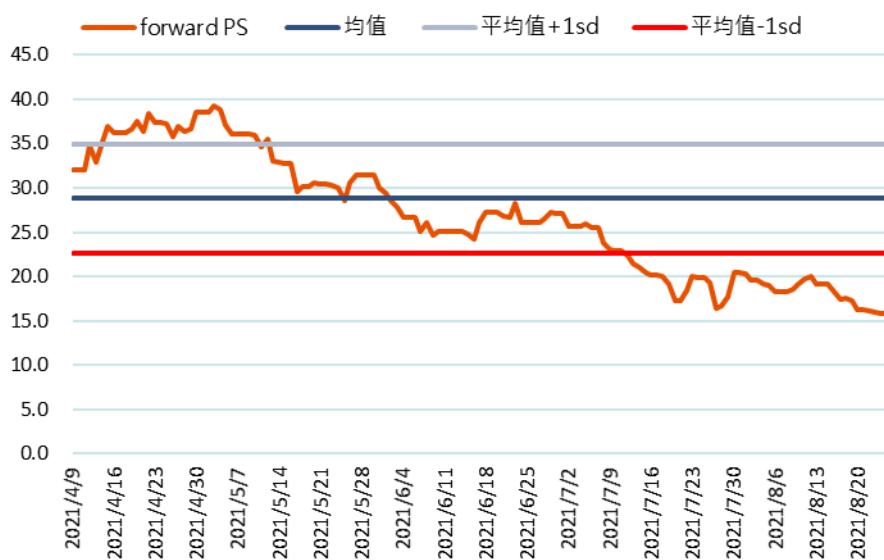
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

（二）估值

由于联易融为科技金融企业，因此使用 PS 估值法为其估值。

从联易融 PS 估值走势看，公司在刚上市时 forward PS 为 32.0x，源于市场看好其业务前景的高增长。但后续由于 2021 年一季度整体资产证券化市场相对低迷，公司估值有所下降，估值中枢在 28.79x，当前股价对应的 PS 为 15.76x。

图 44：联易融 forward PS



资料来源：Wind、信达证券研发中心

考虑到公司以 SaaS 模式为客户提供供应链金融服务，我们将参考其他 SaaS 公司给联易融估值。目前上市的 SaaS 公司主要有明源云、阜博集团、微盟集团、金蝶国际，其中明源云为专注房地产行业企业级 ERP 及 SaaS 产品的第一大软件供应商；阜博集团是全球领先

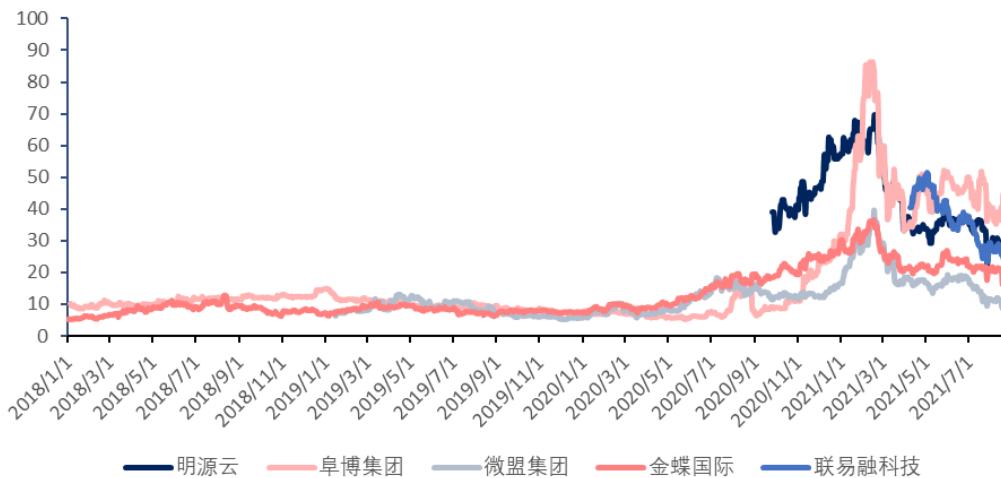
的进行线上视频版权保护的 SaaS 服务商；微盟集团是依托微信、助力电商进行精准营销和数字化转型的 SaaS 服务商；金蝶国际为由传统 ERP 加速转向云业务（含 Paas 以及 SaaS 平台）的国内 ERP 行业领导者。截止至 2021 年 8 月 26 日，明源云 PS 为 21.78x、阜博集团 44.38x、微盟集团 9.46x、金蝶国际 20.43x。

表 8：可比公司业务及估值数据（截止至 2021 年 8 月 26 日）

	明源云	阜博集团	微盟集团	金蝶国际
2021 年营业收入（亿元）	17.31	0.44	19.69	34.30
2021 年营收增速	35%	134%	37%	1%
毛利率	79%	49%	51%	66%
净利率	-39%	24%	-59%	-10%
净利润（亿元）	-7.04	0.10	-11.57	-3.35
市值（亿元）	533.49	150.95	272.35	961.29
PS（TTM）	21.78	44.38	9.46	20.43

资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 45：可比公司 PS（TTM）估值图



资料来源: Wind、信达证券研发中心

结合联易融过去估值中枢 28.79x，以及可比公司估值均值 25x，当前估值处于历史低位。考虑到未来第三方供应链金融科技解决方案市场的渗透率不断提升，公司在客户获取、客户经营、科技创新能力上领先同业，以及在轻资产经营模式带来的规模效应下，公司经营效益的不断改善。我们给予 2021 年联易融 PS 目标估值为 25x，得出 2021 年目标市值为 402.96 亿港元，对应目标股价为 17.28 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

八、风险因素

行业竞争日益加剧风险，新兴解决方案信用风险，ABS 云促成的证券化发行中过桥应收账款的风险，法律法规的不确定性风险



资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	668.92	981.72	8366.46	9247.78	10328.28	营业收入	699.59	1028.54	1339.98	1933.51	2729.22
按公允值计入损益的金融资产	1358.13	1145.44	1257.78	1383.56	1521.92	主营业务成本	(336.62)	(398.16)	(405.45)	(557.50)	(752.15)
应收账款	152.76	225.18	252.07	383.60	513.67	毛利	362.97	630.38	934.52	1376.01	1977.07
按摊销成本计量之金融资产	856.69	658.49	448.81	314.16	157.08	研发费用	(59.88)	(103.72)	(147.40)	(232.02)	(354.80)
预付款项及其它应收款项	473.95	2744.18	379.16	265.41	185.79	销售费用	(68.14)	(86.21)	(120.60)	(183.68)	(272.92)
无形资产	65.08	106.23	173.09	226.58	269.38	管理费用	(82.58)	(110.01)	(134.00)	(183.68)	(245.63)
于联营公司之权益	94.65	109.30	327.90	590.22	885.33	减值费用	(27.05)	(43.02)	(28.65)	(17.83)	(8.91)
资产总计	3771.65	6136.80	11443.28	12729.36	14265.78	其他经营净收益	14.60	32.96	18.87	27.67	38.05
应付账款	55.13	136.71	63.24	211.69	159.23	营业利润	139.91	320.37	522.75	786.47	1132.86
短期借款	430.39	2696.88	463.83	765.33	1205.39	财务费用	(108.30)	(140.41)	(134.00)	(154.68)	(163.75)
应计费用, 其他应付款及其他流动负债	1058.41	887.69	739.00	1248.32	1870.85	应占联营公司损益	(5.36)	7.52	0.00	0.00	0.00
按公允价值计入损益之金融负债	4778.80	5640.73	0.00	0.00	0.00	透过损益按公允值计算之金融负债之公允值收益/(亏损)	(1108.07)	(861.92)	0.00	0.00	0.00
长期借款	22.69	13.16	20.00	20.00	20.00	除税前溢利	(1081.81)	(674.44)	388.75	631.79	969.10
负债合计	6362.10	9460.29	1375.34	2352.42	3386.41	所得税	(0.16)	(41.04)	(77.75)	(126.36)	(193.82)
少数股东权益	4.84	6.41	6.41	6.41	6.41	净利润(含少数股东权益)	(1081.97)	(715.48)	311.00	505.43	775.28
股东权益合计 (含少数股东权益)	(2590.44)	(3323.49)	10067.94	10376.94	10879.37	归母净利润	(1081.64)	(717.06)	309.00	502.43	771.28
负债和股东权益	3771.66	6136.80	11443.28	12729.36	14265.78						

重要财务指标						单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	700	1,029	1,340	1,934	2,729	负债比率	169%	154%	12%	18%	24%
同比 (%)	/	47.0%	30.3%	44.3%	41.2%	毛利率	51.9%	61.3%	69.7%	71.2%	72.4%
归属母公司净利润	-1,082	-717	309	502	771	经营利润率	20.0%	31.1%	39.0%	40.7%	41.5%
同比 (%)	/	/	/	62.6%	53.5%	净利润率	-154.7%	-69.6%	23.2%	26.1%	28.4%
EPS (摊薄) (元)	/	/	0.13	0.22	0.33	经调整 EBITDA 利润率	23%	38%	37%	39%	40%
EBITDA	-956.19	-514.37	452.76	720.51	1064.41	经调整利润率	5.2%	18.7%	26.5%	27.7%	29.4%
经调整 EBITDA	162.29	393.59	496.73	749.71	1090.48	净资产收益率			3.1%	4.8%	7.1%
经调整后净利润	36.51	192.48	354.97	534.63	801.35	P/S(X)	/	/	15.46	10.71	7.59
						P/E(X)	/	/	67.04	41.23	26.86
						P/B(X)	/	/	1.81	1.63	1.45

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20%以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	看高： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。