

## 汇通达网络 (9878.HK)

### 下沉市场供应链新通路，模式独特前景可期

汇通达是国内领先的致力于服务下沉市场零售 B 端客户的交易和服务平台，通过高度契合下沉市场特性的交易+数字化服务的商业模式，为下沉零售市场提供一站式供应链服务。交易业务以出色的商品供应链能力全方位赋能下沉市场产业链，服务业务贴合国家数字乡村政策，符合下沉市场客户习惯的 SaaS 系统加速推动下沉市场数字化进程，双业务齐头并进、相辅相成；公司商业模式优异，在下沉市场供应链中降本增效作用显著，具备持续增长潜力，前景可期。

- 汇通达是国内领先的服务下沉市场零售行业企业客户的交易和服务平台。交易与服务业务并驾齐驱，助力公司营收高速增长。2021 年公司营业收入为 657.63 亿元/+32.50%，其中交易业务营收为 652.26 亿元/+32.30%，高毛利的服务业务营收为 4.38 亿元/+80.38%。
- 下沉市场机遇与挑战并存，未来发展前景良好。2020 年下沉零售市场规模为 15.1 万亿元，随着乡村人均可支配收入稳步提升，下沉市场消费将持续扩大，预计 2025 年下沉市场规模将突破 20 万亿元。同时下沉市场在消费习惯上与一、二线城市存在差异，高度依赖于线下渠道，商品购买以三高类商品为主，其独特的需求形态需要不同于高线级城市的方式进行满足。
- 交易业务数字化全方位赋能下沉市场供应链，供应链效率显著提升。公司以数字化方式赋能线下零售门店，利用线上线下相结合的方式将下沉市场零售产业链重构升级，去除繁杂的中间商环节；优化商品流通链路，改变了下沉市场供应链传导方式，有效解决下沉零售市场中数字化能力欠缺、供应链效率低下、商品利润流失严重等痛点。公司目前已覆盖全国 21 个省，2 万+乡镇，近 17 万家会员零售门店，交易业务广泛的客户积累为服务业务储备潜在客户群。
- 服务业务加速推动下沉零售市场数字化进程。公司服务业务聚焦“数字乡村”，通过数字化解决方案提升门店运营及营销效率，与交易业务形成协同效应；服务业务毛利率较高，未来服务业务占比提升将有效提升公司总体毛利率。
- 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。我们预计公司 2022-2024 年经调整归母净利润分别为 4.60/7.43/11.47 亿元，同比增长 40%/61%/54%，考虑到行业可比情况，我们认为公司商业模式优异，在下沉市场深耕多年，对下沉市场生态洞察清晰，有望充分把握下沉市场增长机遇，未来发展前景良好，首次覆盖给予公司“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：新冠疫情反复；行业竞争加剧；客户流失风险；解禁风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	43634	65764	85332	111491	142831
同比增长	14%	33%	30%	31%	28%
营业利润(百万元)	270	446	941	1398	1989
同比增长	38%	65%	111%	46%	42%
经调整归母净利润	197	327	460	743	1147
同比增长	41.50%	66.12%	40.49%	61.49%	54.39%
每股收益(元)	-0.48	-0.43	0.82	1.32	2.04
P/E(倍)	-93.9	-103.7	54.9	34.0	22.0

资料来源：公司数据，招商证券

## 强烈推荐 (首次)

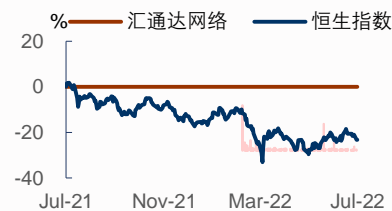
消费品/商业  
当前股价：52.8 元

#### 基础数据

总股本(万股)	56257
港股(万股)	18027
总市值(亿港元)	300
港股市值(亿港元)	96
每股净资产(港元)	-6.69
ROE(TTM)	
资产负债率	106.7%
主要股东	汪建国
主要股东持股比例	27.5%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12.7	18.4	18.4
相对表现	15.8	29.4	41.2



资料来源：公司数据，招商证券

#### 相关报告

- 丁浙川 S1090519070002
- dingzhechuan@cmschina.com.cn
- 李秀敏 S1090520070003
- lixiumin1@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、汇通达：中国领先的下沉市场零售的交易和服务平台 .....	5
1.1 公司简介：专注服务下沉市场零售行业的交易与服务平台 .....	5
1.2 股权结构：公司核心团队持股比例较高，股权结构稳定 .....	6
1.3 经营情况：交易与服务业务双轮驱动，利润增长稳定提升 .....	7
二、下沉市场前景良好，挑战与机遇共存 .....	8
2.1 行业概况：下沉市场潜力静待发掘，未来增长可期 .....	8
2.1.1 海量人口造就广阔消费市场，城乡收入差距缩减带来发展机遇 .....	8
2.1.2 消费者行为模式与高线市场存在差异 .....	10
2.2. 行业趋势：多重红利加速市场数字化转型，下沉零售市场未来可期 .....	11
2.2.1 农村互联网普及率不断提高，下沉零售市场数字化进程飞速向前 .....	11
2.2.2 国家积极政策扶持加速农村信息化发展进程 .....	12
2.3 竞争格局：行业高度分散，数字化渗透率有待提升 .....	12
三、汇通达：交易+服务业务一站式赋能，向下沉零售市场提供全方位服务 .....	12
3.1 交易与服务业务双轮驱动，打造高效现代化的农村商业流通体系 .....	12
3.2 交易业务：数字化赋能下沉市场供应链，公司交易业务未来可期 .....	14
3.3 服务业务：深化 SaaS+业务战略落地，持续渗透增强客户粘性 .....	19
四、盈利预测与投资建议：首次覆盖给予“强烈推荐”评级 .....	20

## 图表目录

图 1 汇通达商业模式构成 .....	5
图 2 汇通达发展历史 .....	6
图 3 汇通达股权结构构成 .....	6
图 4 公司总营收增长态势良好 .....	7
图 5 公司毛利变化较为稳定 .....	7
图 6 2021 年活跃会员零售门店数量大幅增长 .....	8
图 7 2021 年公司各品类商品销售增长情况 .....	8
图 8 SaaS+订阅收入大幅增长 .....	8
图 9 SaaS+付费用户数量变化情况 .....	8
图 10 下沉市场居民人均消费支出增速加快 .....	9

图 11 城镇消费品零售情况.....	9
图 12 乡村消费品零售情况 .....	9
图 13 下沉市场零售市场增速相对较快 .....	9
图 14 不同品类产品在下沉市场中占比情况.....	10
图 15 2021 年中国家电市场占比情况.....	10
图 16 2020 年农民家庭商品性支出占比（不含农资行业） .....	10
图 17 农村网民数量逐渐增多 .....	11
图 18 乡村地区互联网普及率增速较快 .....	11
图 19 下沉市场月活跃用户数量规模.....	11
图 20 2022 年 4 月中国移动互联网用户城市占比分布情况.....	11
图 21 国家针对农村电商积极政策汇总 .....	12
图 22 中国下沉零售市场交易及服务行业市场规模占比情况 .....	12
图 23 汇通达在下沉零售市场交易业务中占据主导地位.....	13
图 24 不同公司在整体零售市场交易业务规模情况.....	13
图 25 汇通达符合下沉市场需求的商业模式.....	13
图 26 汇通达与电商平台差异化竞争.....	13
图 27 汇通达将下沉市场产业链利用数字化方式重构升级、降本增效.....	15
图 28 汇通达不同品类产品收入占比情况 .....	15
图 29 不同品类产品毛利率变化情况.....	15
图 30 2021 年汇通达会员零售门店分布及新增会员门店情况 .....	16
图 31 不同区域活跃会员零售门店数量占比情况.....	16
图 32 不同区域活跃会员零售门店收入占比情况.....	17
图 33 活跃会员零售门店数量增幅明显 .....	17
图 34 活跃会员零售门店收入情况 .....	17
图 35 会员零售门店毛利率较高 .....	17
图 36 会员零售门店单店收入情况 .....	17
图 37 按采购金额划分的会员零售门店收入占比.....	17
图 38 按采购金额划分的会员零售门店数量占比.....	18
图 39 渠道合作客户数量呈下降趋势.....	18
图 40 来自渠道合作客户的收入持续增长.....	18
图 41 公司交易业务收入增速较快 .....	18
图 42 自营及在线撮合业务在交易业务中收入占比情况.....	19

图 43 汇通达门店 SaaS+业务工作流程 .....	19
图 44 公司服务业务增幅明显 .....	20
图 45 服务业务毛利率远高于交易业务 .....	20
图 46 SaaS+订阅用户数增速稳定 .....	20
图 47 SaaS+服务付费转化率逐渐增高 .....	20
表 1: 汇通达管理层在下沉零售市场经验丰富 .....	7
表 2: 公司重点布局地区会员零售门店情况 .....	16
表 3: 汇通达盈利预测 .....	20
附: 财务预测表 .....	21

## 一、汇通达：中国领先的下沉市场零售交易和服务平台

### 1.1 公司简介：专注服务下沉市场的零售交易与服务平台

汇通达是国内领先的下沉市场零售企业客户的交易和服务平台，公司主要业务由零售门店服务和商品交易两大部分组成。商品交易业务通过上游供应商采购家用电器、消费电子、农业生产资料、家居建材及酒水饮料等六大品类商品，并通过汇通达自营网站销售至下游客户。服务业务包含向门店提供 SaaS+ 服务及商家解决方案。

公司交易与服务业务齐头并进、相辅相成。汇通达利用交易业务中会员制为基础打造的会员零售门店为门店 SaaS+ 服务提供了庞大的潜在客户群体，服务业务为客户数字化转型提供价值的同时也增强了客户粘性，提升了交易业务效率。以交易与服务业务为核心的商业模式双轮驱动，为公司未来长期发展奠定了坚实基础。

图 1 汇通达商业模式构成



资料来源：招股说明书、招商证券

**交易业务：**交易业务为公司主营业务，以自营业务模式及在线撮合模式两种经营，截至 2021 年，公司自营业务营收占比为 99.2%，为主要收入来源。自营业务中，公司自供应商采购商品后，通过汇通达商城网站向渠道合作客户及会员零售门店销售。在线撮合业务模式下，收入来自于向第三方供应商收取的佣金收入。

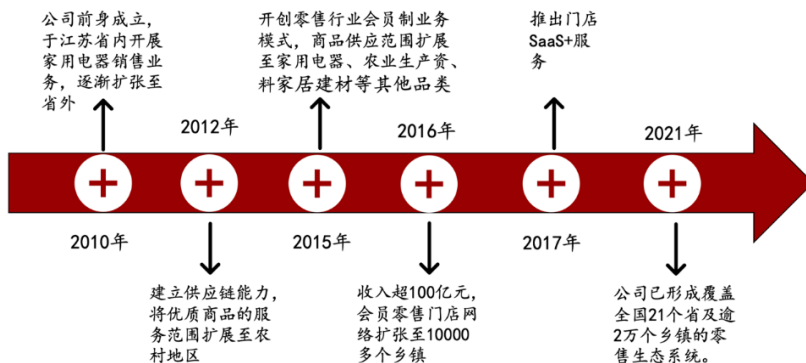
**服务业务：**服务业务包含门店 SaaS+ 业务及商家解决方案，2017 年公司推出 SaaS+ 业务，以数字化赋能下沉市场零售门店，利用数字零售管理、在线门店及数据分析功能协助零售门店提升管理效率，建立高效、现代化的农村商业流通体系。汇通达按门店 SaaS+ 业务收取订阅费，根据合约就商家解决方案向客户分期收取费用。

汇通达深耕下沉零售市场数十年，针对农村消费市场“成本高、环节多、效率低”的痛点，通过数字化改造促进农村消费升级。公司前身为 2010 年成立的江苏汇通达供应链管理有限公司，公司业务发展可以概括为三个阶段：

- **2010-2015 年，**公司前身成立于 2010 年，在江苏省内开展家用电器销售业务，后将业务扩展至江苏省外，2012 年开始建立供应链能力并将服务范围扩展至下沉农村地区。

- **2015-2017年**，2015年改制为汇通达网络股份有限公司，开创零售行业会员制业务并开始扩展商品供应范围，提供家用电器、农业生产资料、家居建材等品类商品。
- **2017至今**，2017年公司推出门店 SaaS+ 业务，2021年公司累计注册会员零售门店总数达 16.9 万家，活跃会员门店达 6.2 万家，SaaS+ 订阅用户总数超 10 万家，截止至 2021 年 9 月，公司已形成覆盖全国 21 个省及逾 2 万个乡镇的零售生态系统。

图 2 汇通达发展历史

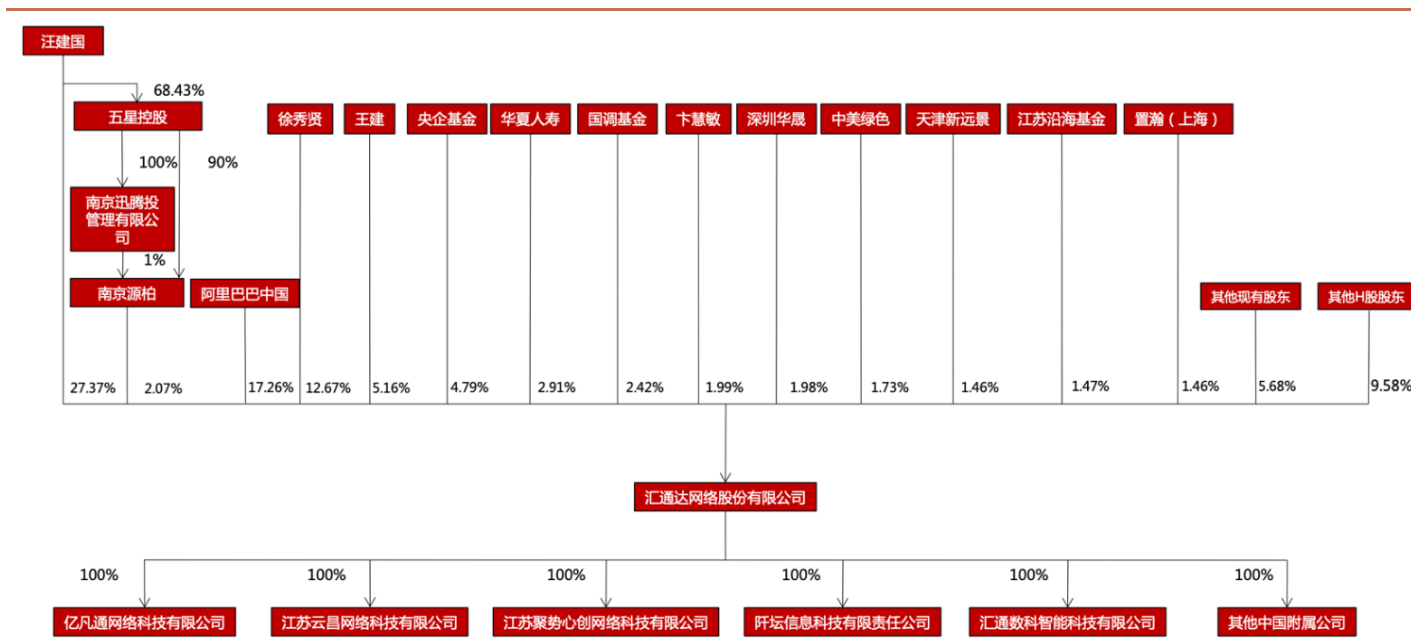


资料来源：公司公告、招股说明书、招商证券

## 1.2 股权结构：公司核心团队持股比例较高，股权结构稳定

公司创始人汪建国为第一大股东，持股 27.37%，股权结构稳定。公司核心团队持股比例较高，公司董事汪建国先生、徐秀贤先生、王健先生分别持股 27.37%、12.67%、5.16%，三人总计持股 45.20%；阿里巴巴集团为公司第二大股东，持股 19.08%，公司股权结构相对集中稳定。

图 3 汇通达股权结构构成



资料来源：招股说明书，招商证券

公司核心管理团队经验丰富，对零售及下沉市场洞察深刻。公司创始人汪建国先生是中国零售行业的资深企业家，曾创办五星电器、孩子王、好享家等多家行业领先的零售企业，对零售行业认知丰富。联合创始人及首席执行官徐秀贤先生则对中国乡镇零售市场有着深刻见解，对下沉市场有着独到见解。首席财务官、董事会秘书及副总裁赵亮生先生在财务管理方面有着超 20 年的工作经验，主要负责公司财务及集团治理。

表 1: 汇通达管理层在下沉零售市场经验丰富

姓名	职位	年龄	加入集团	委任日期	主要经历与职责
汪建国	创始人、董事长兼非执行董事	62	2010/12/06	2015/11/16	集团创始人，曾任职于江苏省商业厅、江苏省五金交电化工总公司，1998 年至 2009 年担任江苏五星电器有限公司董事长兼总裁，2012 年起担任孩子王儿童用品股份有限公司董事长，2014 年 12 月起出任江苏总商会副会长，从业经验丰富。目前负责召集及主持股东大会及董事会会议；主持本集团对外事务及战略发展的决策。
徐秀贤	首席执行官兼执行董事	58	2012/12/06	2015/11/16	集团联合创始人，在零售及企业管理方面经验丰富，曾担任江苏省商业厅物价处科长、江苏省五金交电化工总公司总经理、江苏星普科技贸易有限公司总经理、江苏五星电器有限公司的执行副总裁。目前负责领导本集团的业务发展；主持重大业务、发展及投资计划的决策及执行。
赵亮生	执行董事、首席财务官、董事会秘书及副总裁	47	2013/01/01	2021/05/10	集团首席财务官、董事会秘书兼副总裁，超 20 年财务管理经验。曾任江苏天衡会计师事务所有限公司项目经理、浙江裕隆实业股份有限公司的财务总监、五星控股的首席财务官等，目前负责监督本集团财务事务及公司治理。

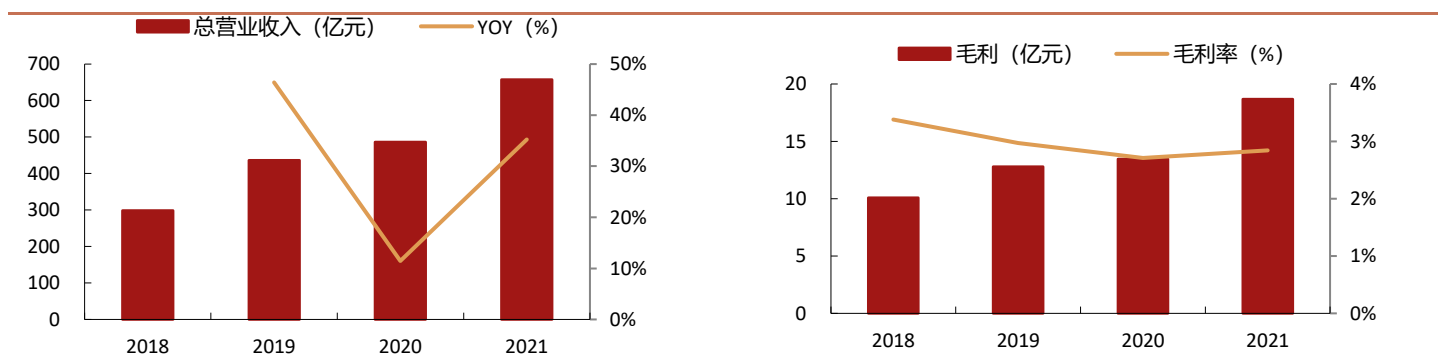
资料来源：招股说明书、招商证券整理

### 1.3 经营情况：交易与服务业务双轮驱动，利润增长稳定提升

疫情下公司交易与服务业务均实现高速增长，营收与利润各方面经营情况良好。随着公司在供应链能力上的持续提升和在下沉市场内的不断渗透，2021 年公司总收入为 657.6 亿元，同比增长 32.53%；其中交易业务营收 652.3 亿元，同比上升 32.3%，占比 99.2%。服务业务营收 4.38 亿元，同比增长 80.4%。服务业务方面，SaaS+业务自 2017 年推出以来，截至 2021 年底，公司付费 SaaS+用户已达到 17,905 家，同比增长 588.5%。毛利方面，2021 年公司毛利 18.68 亿元，同比增长 38.9%，受公司服务业务及交易业务中毛利较高品类商品营收占比提升，毛利率由 2020 年的 2.71% 增至 2021 年的 2.84%，毛利率显著提升。

图 4 公司总营收增长态势良好

图 5 公司毛利变化较为稳定

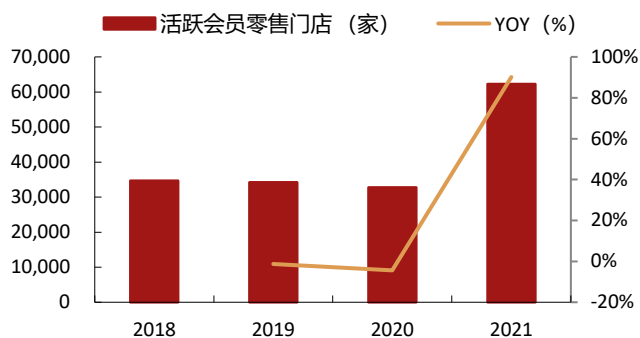


资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

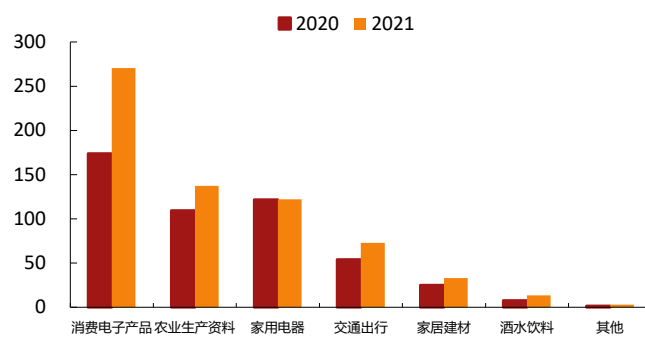
公司主营业务收入及利润大部分来自于交易业务，交易业务发展势头良好。受益于下沉市场零售门店持续扩张，上游供应商合作增多，2021 年公司活跃会员零售门店同比增长 90.20% 达到 62,203 家。商品销售方面，公司与苹果、戴尔、哪吒汽车、五粮液等多家优质企业达成合作，商品品类不断丰富。得益于优质供应商合作增多，公司 2021 年在消费电子产品、交通出行类产品、家居建材和酒水饮料品类收入增幅明显。

图 6 2021 年活跃会员零售门店数量大幅增长



资料来源：公司财报，招商证券

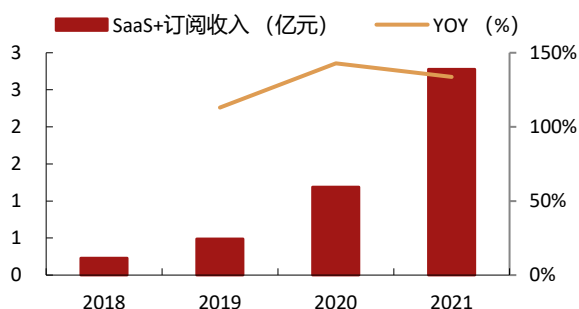
图 7 2021 年公司各品类商品销售增长情况 (单位：亿元)



资料来源：公司财报，招商证券

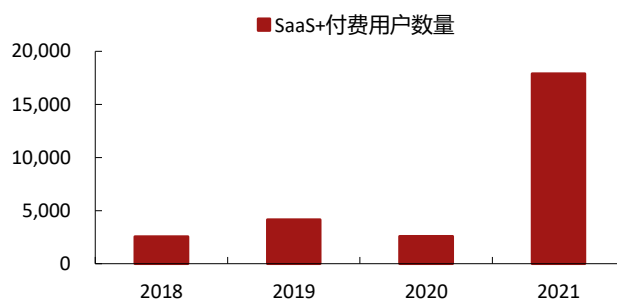
会员零售门店为公司服务业务发展打下良好基础，服务业务营收增幅明显。公司交易与服务业务相互促进，截至 2021 年底，公司服务业务营收 4.38 亿元，同比增长 80.4%，受益于会员零售门店增多、公司进一步针对用户及产品需求进行分层管理，用户体验提升，个性化需求得到满足，服务业务发展势头良好。2021 年付费 SaaS+ 用户数量为 17,905 名，门店 SaaS+ 订阅收入增至 2.78 亿元，同比增长 133.8%。

图 8 SaaS+ 订阅收入大幅增长



资料来源：公司财报，招商证券

图 9 SaaS+ 付费用户数量变化情况



资料来源：公司财报，招商证券

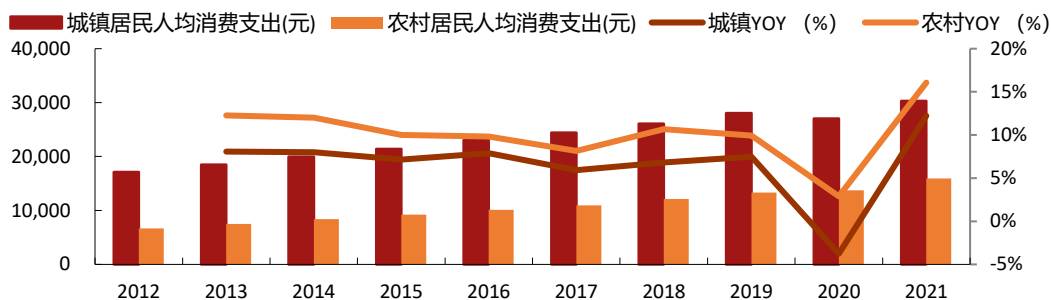
## 二、下沉市场前景良好，挑战与机遇共存

### 2.1 行业概况：下沉市场潜力静待发掘，未来增长可期

#### 2.1.1 海量人口造就广阔消费市场，城乡收入差距缩减带来发展机遇

下沉市场人口基数大，乡村人均可支配收入稳步提升。下沉市场（指除一二线城市城区以外区域）规模庞大的主要原因是下沉市场人口基数大。根据弗若斯特沙利文报告及国家统计局数据显示，截至 2020 年底，一、二线城市城区外的常住人口为 12.3 亿人。相比于一、二线城市，下沉市场在整体经济、基础设施、枢纽交通、商业资源等均存在明显发展空间。得益于国家发展经济提升，整体居民人均消费正向稳步增长；2021 年农村居民人均消费支出增速为 16.07%，高于城镇居民人均消费支出 12.22% 的增速，预计下沉市场消费将持续扩大。

图 10 下沉市场居民人均消费支出增速加快

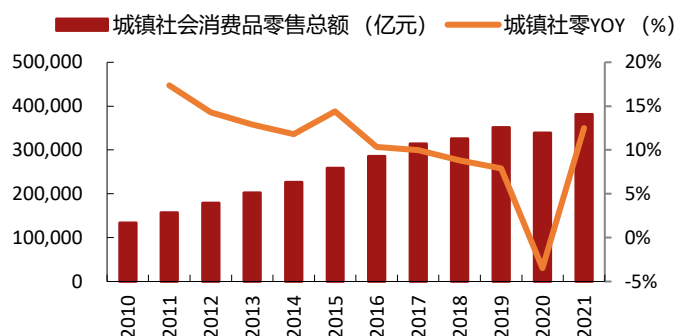


资料来源：国家统计局，招商证券

下沉市场社会零售额存在较大增长空间，市场消费潜力静待发掘。根据国家统计局数据和弗若斯特沙利文报告，一、二线城市城区以外的下沉市场在国内整体零售市场中占比较大。下沉市场零售规模自 2015 年 9.9 万亿元增至 2020 年 15.1 万亿元，CAGR 为 8.8%，在国内整体零售市场中占比近 80%。从增速看，弗若斯特沙利文预测 2020-2025 年下沉市场 CAGR 为 6.5%，高于一、二线市场的 5.2%。

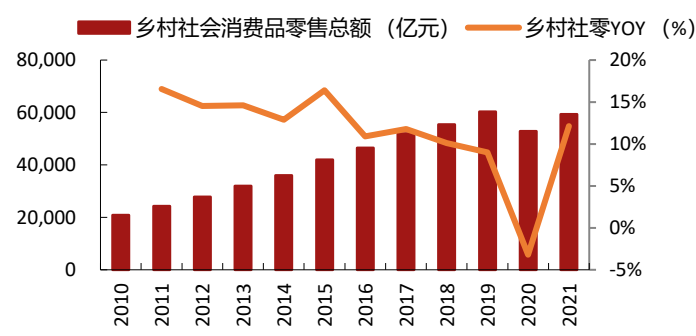
一、二线零售市场增速放缓，下沉市场仍具较大增长空间。据弗若斯特沙利文预测，2025 年下沉市场规模将突破 20 万亿元。从增速上看，2021 年我国乡村消费品零售总额为 5.96 万亿，同比上涨 12.79%；2012-2021 年，除 2020 年底受疫情影响外，乡村零售额增速均高于城镇零售额增速。下沉市场与高线市场相比仍具有较大增长空间，预计将随着下沉市场居民收入提升而保持增长态势。

图 11 城镇消费品零售情况



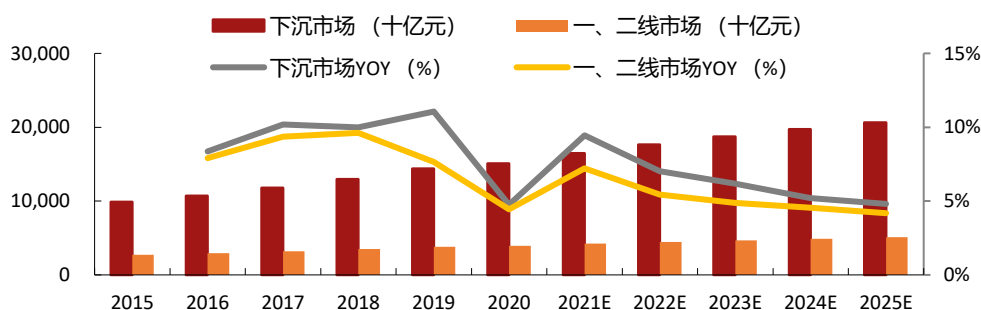
资料来源：国家统计局，招商证券

图 12 乡村消费品零售情况



资料来源：国家统计局，招商证券

图 13 下沉市场零售市场增速相对较快



资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

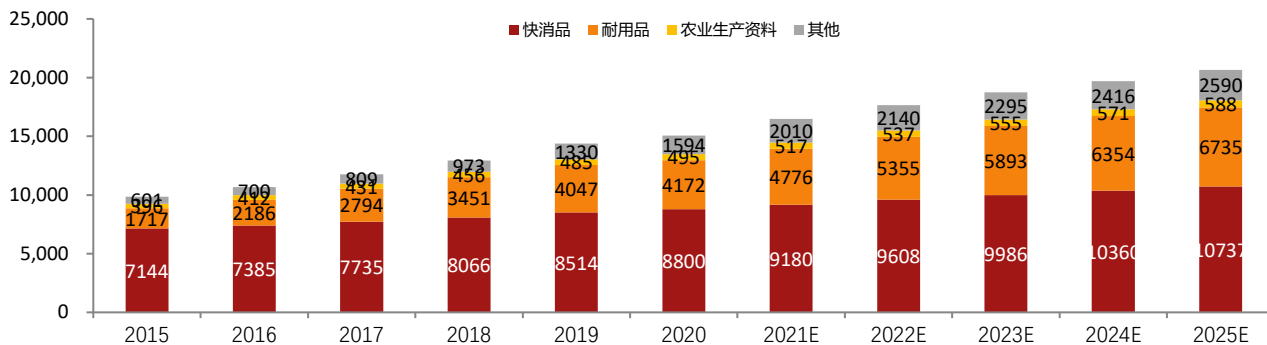
### 2.1.2 消费者行为模式与高线市场存在差异

下沉市场消费习惯上与一二线城市存在差异，线下渠道依赖程度高。下沉市场地域广阔分散，不同地区间消费差异较大。同时在消费习惯方面，下沉市场消费者在购买价格较高、售后服务及线下互动需求较多的产品时更倾向于线下实体店，通常需与线下零售门店建立一定信任关系后进行购买决策。根据弗若斯特沙利文报告显示，下沉市场 70%

销售为线下销售，夫妻老婆店为服务消费者的主要网络。夫妻老婆店低成本灵活经营，同时在熟人关系等特点影响下，这类业态也不易被替代。下沉市场零售业态连锁化、品牌化和标准化程度低，与高线城市存在较大差异。

品类方面，下沉市场以购买三高类商品为主。下沉市场消费者大多以购买耐用品为主，70%的销售商品为商品价值高、售后服务要求高、线下体验要求高的三高类商品。2020 年家电、消费电子及家居建材等耐用品和农业生产资料在下沉零售市场中占比分别为 28.2%/3.6%（高线市场分别为 23.5%/0.3%）。

图 14 不同品类产品在下沉市场中占比情况（单位：十亿元）



资料来源：招股说明书、招商证券

图 15 2021 年中国家电市场占比情况

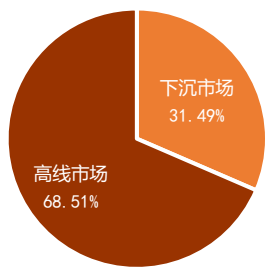
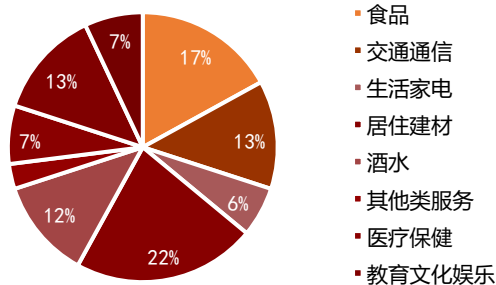


图 16 2020 年农民家庭商品性支出收入占比



资料来源：中国电子信息产业研究院，招商证券

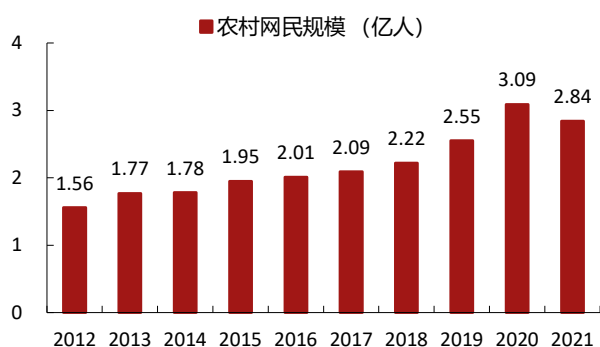
资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

## 2.2 行业趋势：多重红利加速市场数字化转型，下沉零售市场未来可期

### 2.2.1 农村互联网普及率不断提高，下沉零售市场数字化加速向前

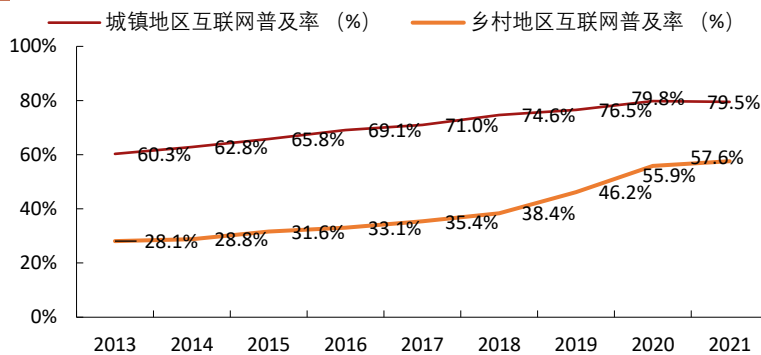
下沉市场互联网普及率增速明显，数字化进程加快。根据 CNNIC、智研咨询数据显示，2021 年我国农村网民规模为 2.84 亿人，乡村地区互联网普及率提升至 57.6%，同比增速高于城镇地区互联网普及率，城市城乡上网差距逐渐缩小。随着下沉市场互联网普及率及上网用户数的不断上升，我国下沉市场产业链向线上数字化转型加快。

图 17 农村网民数量逐渐增多



资料来源: CNNIC, 智研咨询, 招商证券

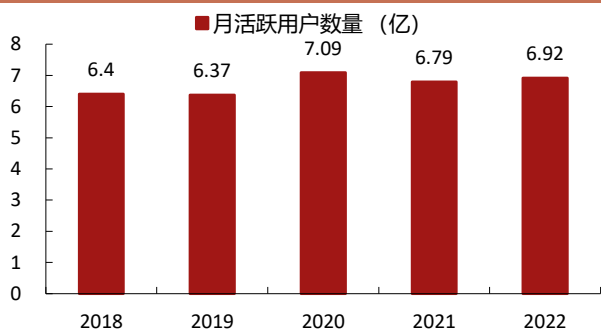
图 18 乡村地区互联网普及率增速较快



资料来源: CNNIC, 智研咨询, 招商证券

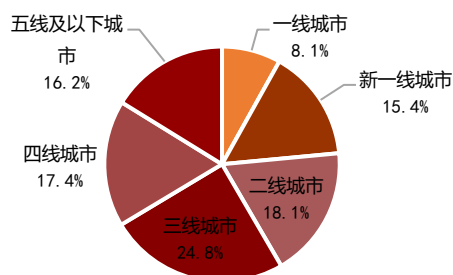
随着农村居民人均可支配收入及互联网使用率稳步提升后,下沉市场消费者在商品需求和购物体验方面有着更高要求。根据 QuestMobile 数据显示,2022 年 4 月我国三四五线及以下城市移动互联网用户占比为 58.4%,下沉市场月活跃用户约 6.92 亿人,随着下沉市场线上用户数量及上网时间增加,下沉市场用户获取信息更广,传统线下零售门店已无法充分满足需求。从成本端看,线下零售门店通过线上平台进货使门店商品采购成本降低,去除多个中间商进一步提高了商品流通效率,同时商品品类也得到大量扩充,满足了下沉市场消费者对商品的需求。从交易端看,下沉市场消费者通常与商家建立信任关系后进行交易的消费习惯在数字化供应链应用后得到有效改善,商品质量及售后服务问题减少,交易成本随之降低。从运营端看,门店利用数字化方案从财务分析、库存管理、消费者习惯等多方面提升了商家管理运营效率。零售门店数字化赋能将加速推动中国下沉市场产业链数字化进程。

图 19 下沉市场月活跃用户数量规模



资料来源: QuestMobile, 招商证券

图 20 2022 年 4 月中国移动互联网用户城市占比分布情况

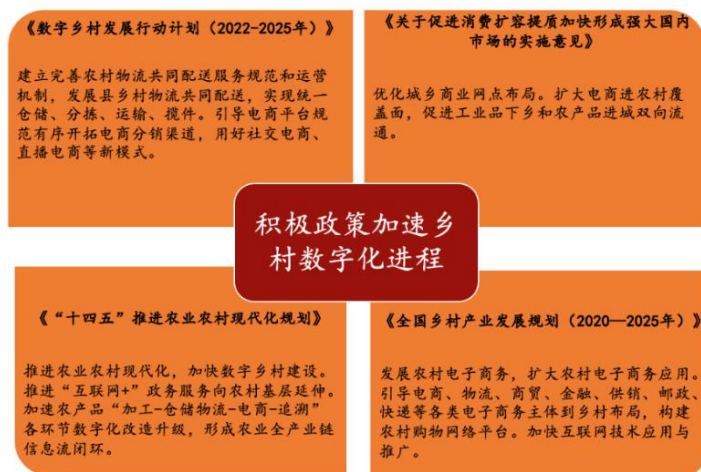


资料来源: QuestMobile, 招商证券

## 2.2.2 国家积极政策扶持加速农村信息化发展进程

国家政策号召提升农业农村信息化发展水平,进一步推动下沉市场数字化进程。国家《“十四五”全国农业农村信息化发展规划》中提出推动全产业链数字化,深入推进农业农村大数据发展应用,鼓励支持互联网平台、行业龙头企业等立足自身优势,帮助传统企业和中小企业实现数字化转型,缩小城乡数字鸿沟,全面提升数字乡村发展水平。在国家积极政策加持下,电商、互联网平台在下沉市场的覆盖面将进一步扩大,促进了下沉零售市场产业链数字化发展。

图 21 国家针对农村电商积极政策汇总

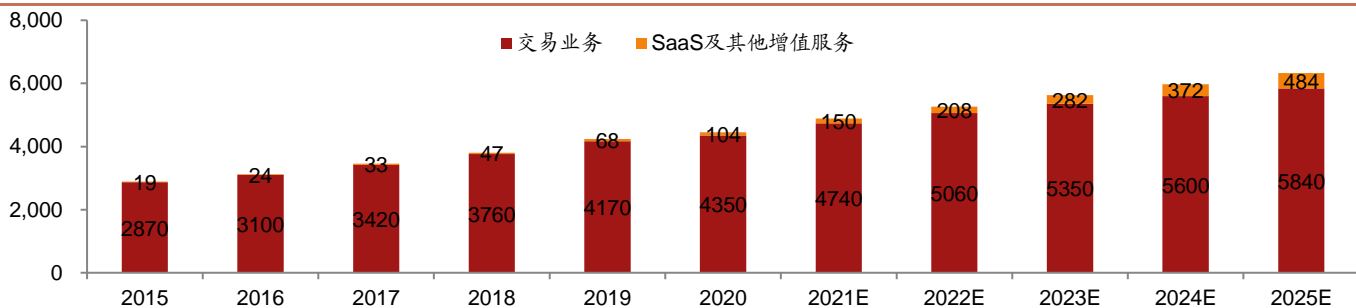


资料来源：国务院，农业农村部、招商证券

### 2.3 竞争格局：行业高度分散，数字化渗透率有待提升

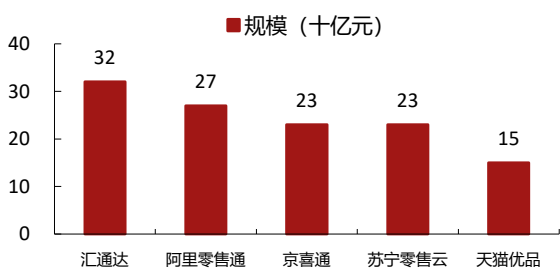
下沉市场交易业务呈现高度分散特征。根据弗若斯特沙利文报告显示，截止 2020 年底，中国下沉市场线下零售门店超 470 万家，通过线下渠道完成的交易额达 10.7 万亿元，占比超 70%。为适应下沉零售市场特殊性，市场中存在多类服务供应商及业务模式，其中以交易业务和 SaaS+服务业务为主。交易业务在下沉市场仍为最主要模式，但当前基数较小的 SaaS+服务业务增长较快，CAGR 为 36.1%。按交易业务规模测算，2020 年在下沉市场中汇通达为第一位，但占比仅为 0.7%，在下沉市场中其主要竞争对手为阿里零售通、京喜通、苏宁零售云、天猫优品，对应市场份额为 0.6%/0.5%/0.5%/0.3%。

图 22 中国下沉零售市场交易及服务行业市场规模占比情况（单位：亿元）



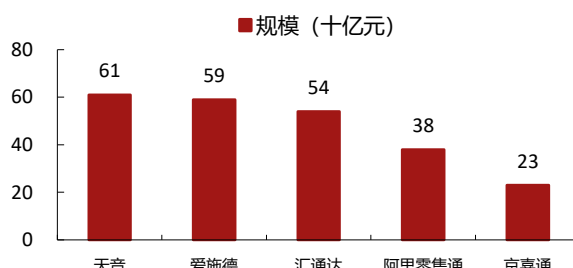
资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券

图 23 汇通达在下沉零售市场交易业务中占据主导地位



资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

图 24 不同公司在整体零售市场交易业务规模情况



资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

### 三、汇通达：交易+服务业务一站式赋能，向下沉市场零售提供全方位服务

#### 3.1 交易与服务业务双轮驱动，打造高效现代化的农村商业流通体系

公司深谙下沉市场痛点，打造高度契合下沉市场零售的交易+服务商业模式。公司根据下沉市场特点，以乡村夫妻店入手，以会员制为基础，针对下沉市场的消费习惯、区域划分属性、社会关系属性及商品属性打造了独特的交易+服务业务，为中国下沉市场零售门店提供一站式供应链服务。

交易业务以出色的商品供应链能力，服务业务契合下沉市场需求。公司通过从上游供应商采购，分销至下游渠道客户及会员零售门店，目前已覆盖全国 21 个省份，超 6 万家活跃会员零售门店。服务业务中明确 SaaS+ 产品的“帮卖”、“帮买”、“帮管理”三大核心功能，向零售门店提供数字化解决方案提升门店管理效率，截至 2021 年底，公司付费 SaaS+ 用户超 17,000 名。汇通达符合下沉市场特性的交易与服务商业模式相互促进，彼此增进。交易业务中分布广泛、数量众多的会员零售门店为 SaaS+ 服务业务提供了良好的潜在客户群体，SaaS+ 服务业务的持续渗透也将提升门店客户忠诚度，减少会员零售门店流失率。

图 25 汇通达符合下沉市场需求的商业模式



资料来源：公司公告、招商证券

公司模式与互联网电商下沉模式存在差异，更适应下沉市场生态。汇通达在下沉市场中不改变门店经营自主权，将本地夫妻老婆店发展为会员后形成网络，保持夫妻老婆店在经营过程中的自主性和灵活性优势。同时，电商平台自带的 ToC 基因导致其在下沉市场的 2B 业务与其自身 2C 业务存在一定利益冲突，2B 业务发展受到一定限制。另一方面，互联网电商与公司在市场布局、经营品类及服务内容上存在明显差异，汇通达布局乡镇市场，主要经营三高类商品，并通过线上+线下相结合的方式对供应链及 SaaS 产品赋能，向会员零售门店提供服务，仅有 ToB 业务，利用公司近 3000 人的线下专业团队针对下沉市场零售门店痛点制定解决方案，与国家帮扶微小企业、乡村振兴导向相同。

图 26 汇通达与电商平台差异化竞争

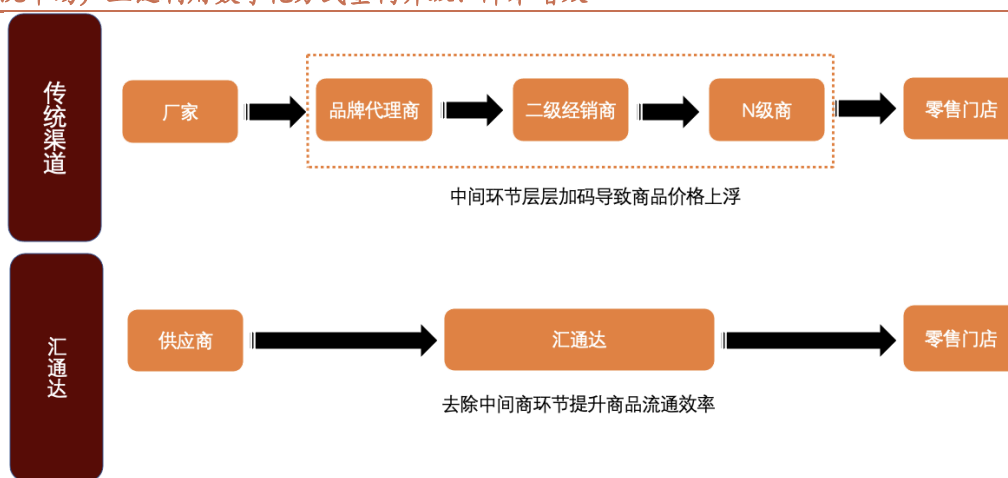
	布局重心	经营品类	核心模式	服务内容	发展&机会
汇通达	乡镇 4-6线下沉市场	价值高、服务高、体验高的三高商品	平台+乡镇店 线上+线下	供应链服务+一站式SaaS服务	赋能共生模式 帮助产业链各环节降本增效，共同发展
传统电商平台	一、二线城郊、县城	家电、快消品	乡镇店+C端 以线上服务为主	供应链服务	管控模式 成本高、投入高

资料来源：公司公告、招商证券

### 3.2 交易业务：数字化赋能下沉市场供应链，公司交易业务未来可期

公司交易业务利用会员制为基础，通过强大的商品供应链能力全方位赋能下沉市场零售产业链。下沉市场夫妻老婆店作为主要销售方式存在数字化能力欠缺和供应链效率低下等主要问题。与下沉市场传统渠道相比，汇通达针对下沉市场特点通过会员制为基础，采用互联网方式从供给和需求两端出发，将会员零售门店与上游产业链连接，利用数字化方式优化流通链路，改变下沉市场原有供应链传导方式。产业互联网模式可以有效去除下沉市场传统流通渠道中纷繁复杂的中间商环节，解决了原有中间商层层加码的利润流失问题，提升了商品流通效率，将下沉市场产业链利用数字化方式重构升级、降本增效。另一方面，公司利用会员零售门店网络进行反向定制、订单集采、与上游厂商进行 ODM、OEM 合作等形式使商品与下沉市场需求进一步匹配，本地零售门店在服务本地顾客上的天然优势同时得到充分发挥，解决了下沉市场中商品信息不对称、供应链效率低下的主要痛点，打造出高度契合下沉市场需求，线上线下相结合的网上交易平台，为乡镇夫妻店提供一站式供应链服务，全方位赋能下沉市场零售产业链。

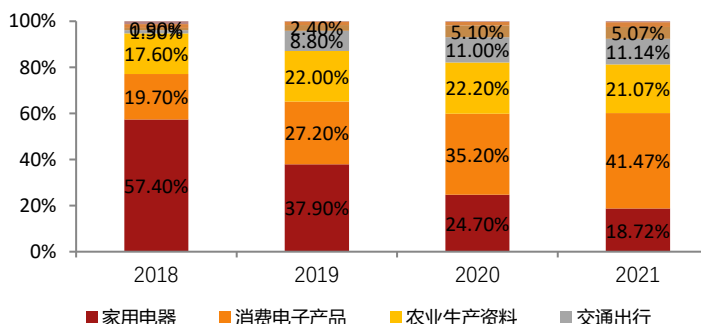
图 27 汇通达将下沉市场产业链利用数字化方式重构升级、降本增效



资料来源：公司公告，招商证券

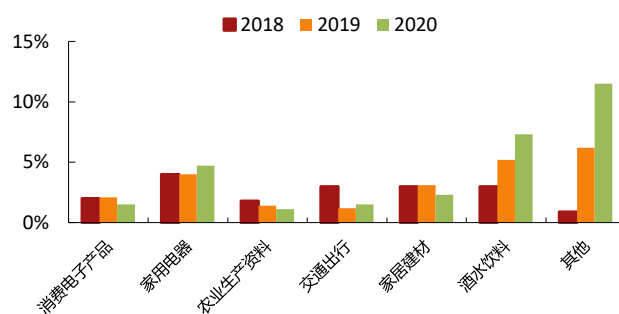
按商品品类划分：公司不断加强与多品类头部品牌商家的合作关系，自营业务中六大品类商品收入保持快速增长。公司的服务模式受上游厂商高度认可，以六大品类为核心入手，与多家知名厂商达成合作关系，为会员点提供可持续、可选择、有竞争力的供应链服务。其中酒水饮料类中与五粮液、郎酒、国台、贵州醇等多家品牌达成合作，消费电子类中与苹果、戴尔达成合作，汇通达与苹果公司的合作是近十年苹果在中国唯一新增的国代牌照；家用电器类与三星、美的、华凌、奥克斯等企业达成合作并迅速拓展通信产品服务。2021 年公司消费电子类、交通出行类、家居建材类、酒水饮料类产品销售收入同比增幅 55.7%/34.2%/32.2%/78.3%。

图 28 汇通达不同品类产品收入占比情况



资料来源：公司财报，招股说明书，招商证券

图 29 不同品类产品毛利率变化情况

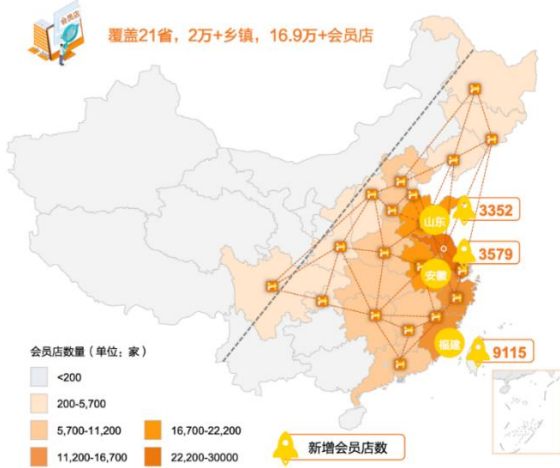


资料来源：招股说明书，招商证券

按区域划分：公司以江苏省为主，深耕华东、华中地区并逐步拓展华南、华北地区业务。下沉市场存在覆盖面积广、不同地域间差异较大的特性，公司从江苏省开始布局，截止 2021 年底，公司累计注册会员零售门店数超 16.9 万家，

活跃零售门店 62,203 家，活跃渠道合作客户 16,756 家，供应商超 4000 家，覆盖全国 21 个省份及逾 20,000 个乡镇，公司 84.1% 活跃零售门店在下沉市场中。截至 2021Q3，江苏省内公司会员零售门店 28,730 家，活跃零售门店 7,726 家，2021Q1-3 收入 18.79 亿元，占全国收入的 17%，目前公司单省供应链超 5000 家省份仅有 12 个，存在较多空白区域静待拓展。未来公司将根据宏观经济、各商品品类的市场容量和增长潜力、会员零售门店的密度、渗透率及各会员零售门店的采购量并以江苏省为基准，考虑人均 GDP 及市场密度后持续扩大会员门店数量。

图 30 2021 年汇通达会员零售门店分布及新增会员门店情况



资料来源：招股说明书、招商证券

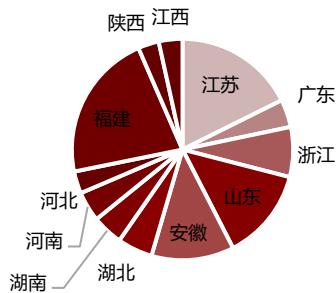
表 2 公司重点布局地区会员零售门店情况

省份	人均 GDP (2020 年)	会员零售门店数量	零售门店的市场密度(会员零售门店数量/该省份乡镇数量)
河北省	人民币 48,528 元	5,616	2.41
广东省	人民币 87,897 元	5,936	3.69
河南省	人民币 55,348 元	10,574	4.31
福建省	人民币 105,691 元	15,377	13.99
江苏省	人民币 121,205 元	28,730	22.79

资料来源：招股说明书、招商证券整理

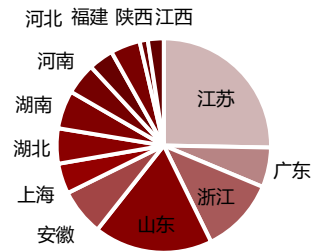
未来公司将进一步加大河北省、河南省、广东省、福建省的业务布局。公司将根据各省份不同品类市场规模及渗透率情况对不同地区进行相应的业务布局。根据弗若斯特沙利文报告显示，2020-2025 年河南、河北、广东、福建省下沉零售市场消费电子产品 CAGR 分别为 12.9%/9.4%/13.9%/15.6%，河南、河北省下沉零售市场家居建材产品 CAGR 为 9.4%/6.1%，广东、福建省下沉零售市场家用电器产品 CAGR 为 12.3%/14.0%。公司将通过增加会员零售门店数目，加强已有会员零售门店运营等措施，持续扩大在河南、河北、广东、福建省中相关品类的市场份额。

图 30 不同区域活跃会员零售门店数量占比情况



资料来源：招股说明书，招商证券

图 31 不同区域活跃会员零售门店收入占比情况



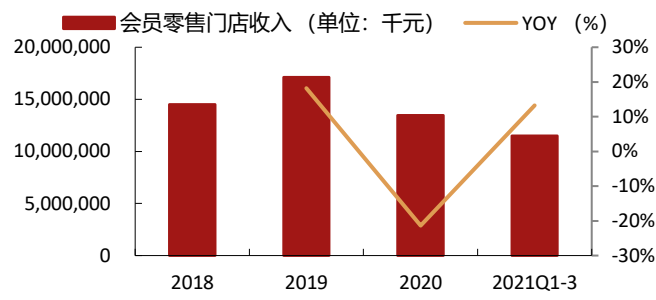
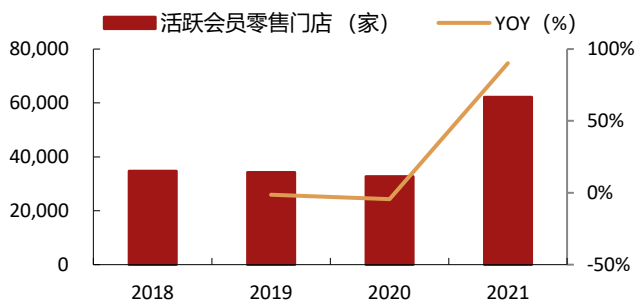
资料来源：招股说明书，招商证券

按客户类型划分：交易业务中会员零售门店及渠道合作客户为公司主要客户，活跃会员零售门店数量增幅明显。下沉

市场消费者仍以线下零售门店为主要购买渠道，夫妻店具有无可替代的天然优势。公司深谙下沉市场消费习惯，利用注册会员制形式向零售门店提供一站式供应链服务，使线上商城与线下零售门店紧密结合，通过批量采购为会员零售门店降本提效。会员零售门店中的收入来源于商品销售。2021年公司活跃会员零售门店达62,203家，同比增长90.2%，累计注册会员零售门店169,466家，同比增长20.6%，2020年公司受疫情影响，会员零售门店采购商品较为谨慎导致收入下滑。未来公司将扩张会员零售门店数量，随着会员零售门店在下沉市场不断渗透，未来收入有望持续提高。

图 32 活跃会员零售门店数量增幅明显

图 33 活跃会员零售门店收入情况



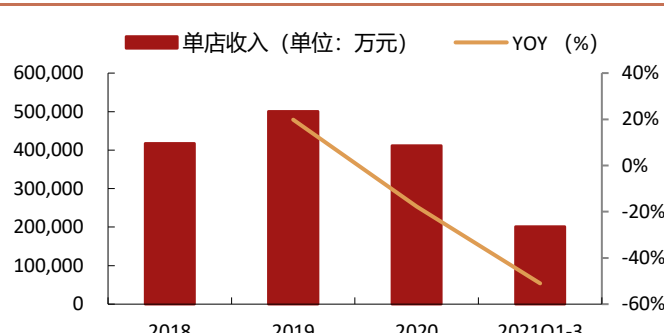
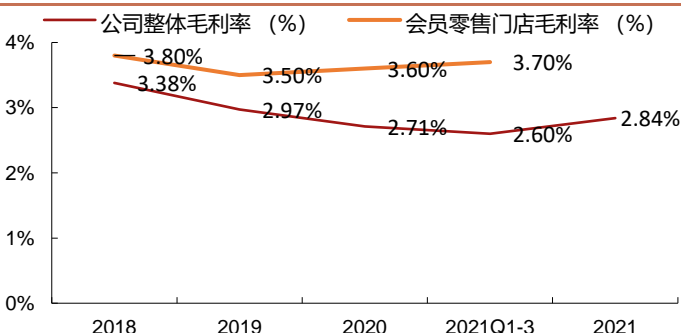
资料来源：招股说明书，招商证券

资料来源：招股说明书，招商证券

会员零售门店单店利润有较大提升空间。2021Q1-3 会员零售门店毛利率为 3.7%，持增长态势，与公司整体毛利率 2.6%相比相对较高，经计算，2020 年公司会员零售门店平均单店收入为 41.17 万元，会员零售门店中采购额低于 100 万元的门店 21,239 家，占比 88.4%，2020 大部分会员零售门店收入由采购额高于 1000 万元及采购额 100-500 万元门店贡献，占比分别为 23.8%/38.4%，低于 100 万元门店收入比重逐渐下降，来自中大型零售会员门店收入占比自 2018 年起呈现上升趋势，预计未来仍有较大提升空间。

图 34 会员零售门店毛利率较高

图 35 会员零售门店单店收入情况

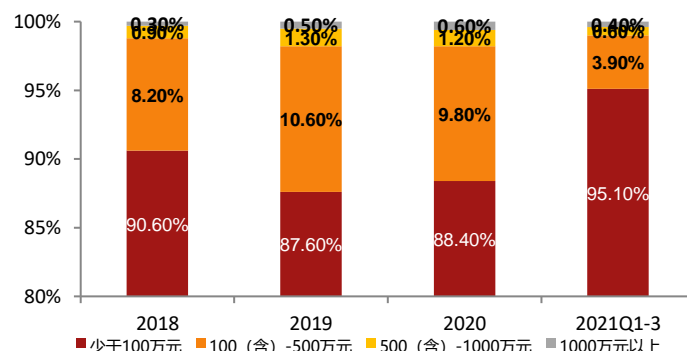
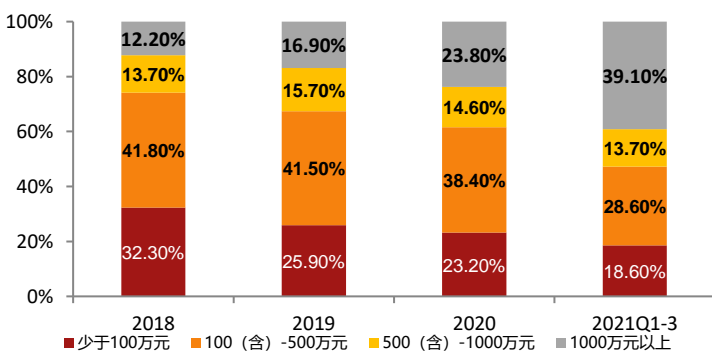


资料来源：招股说明书，招商证券

资料来源：招股说明书，招商证券

图 36 按采购金额划分的会员零售门店收入占比

图 37 按采购金额划分的会员零售门店数量占比



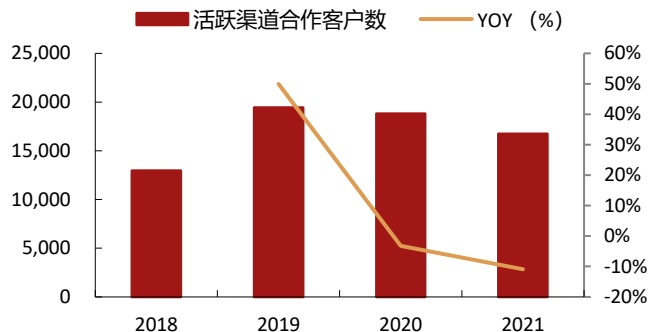
资料来源：招股说明书，招商证券

资料来源：招股说明书，招商证券

公司与渠道合作客户业务持续深化，提高变现能力。公司的主要渠道客户是区域分销商，其余一般为连锁门店、全国分销商及电子商务平台。截至 2021 年末，公司现有活跃渠道合作客户 16,756 家，同比下降 10.91%，2021Q1-3 来

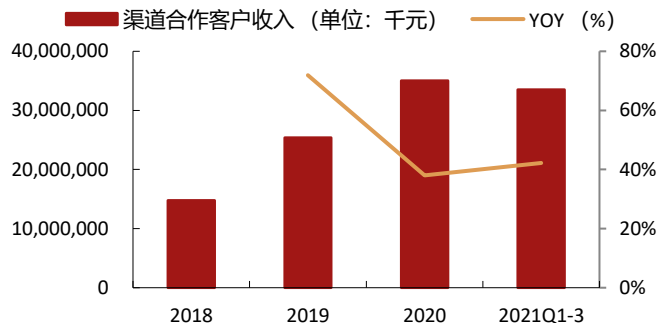
自渠道合作客户的收入为 335.34 亿元，同比上升 42.2%，公司渠道合作客户收入的迅速提升使公司从供应商采购时拥有更强的议价能力，为渠道客户提供更具价格竞争力的商品，促使双方的合作关系加深，使公司在行业高度分散的情况下提升了客户粘性。

图 38 渠道合作客户数量呈下降趋势



资料来源：招股说明书，招商证券

图 39 来自渠道合作客户的收入持续增长

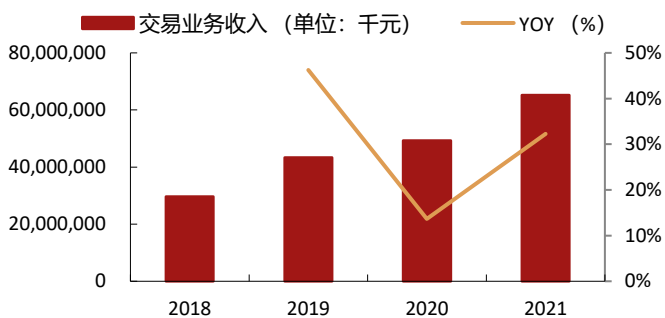


资料来源：招股说明书，招商证券

为满足客户多样化需求，公司向供应商和会员零售门店提供在线撮合业务。公司提供平台使第三方供应商与会员零售门店相接，第三方供应商可在平台规则内自行定价并以自身经营主体开具发票、安排物流及负责后续的售后客户服务，公司仅收取 1% 的佣金及每年固定 1000 元平台服务费，截止 2021Q3，公司拥有超 1100 家在线撮合业务的第三方供应商及 21,699 家在线撮合业务的活跃零售门店，交易规模超 2 亿元。在线撮合业务为下沉市场交易双方提供了良好平台，进一步满足了下沉市场消费者的多样化需求。

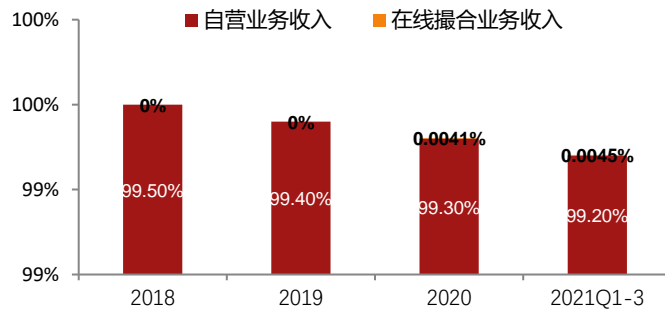
日渐丰富的商品组合与日益增多的会员零售门店形成良好循环，助力公司交易业务腾飞。受会员零售门店覆盖面积扩大、数量增多影响，上游供应商与汇通达合作将持续深化，向公司会员零售门店提供丰富的商品品类、高质量、低价格的商品，消费者需求得到充分满足引发积极效应，更多产业链客户加入公司平台，从而形成一个良好的零售生态链。我们预测未来汇通达会员零售门店数量与交易收入业务将持续上升，为公司服务业务提供良好的潜在客户群体。

图 40 公司交易业务收入增速较快



资料来源：公司财报，招股说明书，招商证券

图 41 自营及在线撮合业务在交易业务中收入占比情况



资料来源：招股说明书，招商证券

### 3.3 服务业务：深化 SaaS+ 业务战略落地，持续渗透增强客户粘性

SaaS+ 服务及商家解决方案加速推动下沉零售市场数字化进程。公司的服务业务包含门店 SaaS+ 业务及商家解决方案业务，SaaS+ 业务以提升零售门店管理效率，实现高效运营为核心，通过网页及移动程序为零售门店提供数字解决方案，同时也向零售门店提供定制化现场营销服务。商家解决方案业务侧重于建立和升级中国零售市场价值链的参与者的数字基础设施，通过定制解决方案促进门店数字化转型。截至 2021 年末，公司服务业务收入 4.38 亿元，同比增长 80.4%，2021 年毛利率为 65.5%，高于公司交易业务毛利率。未来随着交易业务中会员零售门店数量的增多，我们预计服务业务收入将持续维持高速增长。

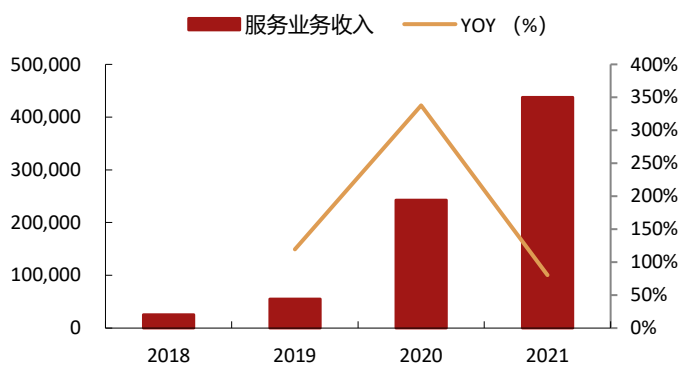
高效强大且经验丰富的客户经理团队助力会员零售门店数字化转型。独特的线下团队与传统 SaaS 产品服务形成差异，加速下沉市场零售门店数字化进程。截至 2021Q3，公司在全国 21 个省份拥有超 2900 名客户经理，针对农村零售市场数字化薄弱问题赋能、培训会员零售门店学会使用 SaaS 工具，手把手、面对面的教学模式更有利于培养会员零售门店数字化思维，使公司客户粘性增加。

图 42 汇通达门店 SaaS+业务工作流程



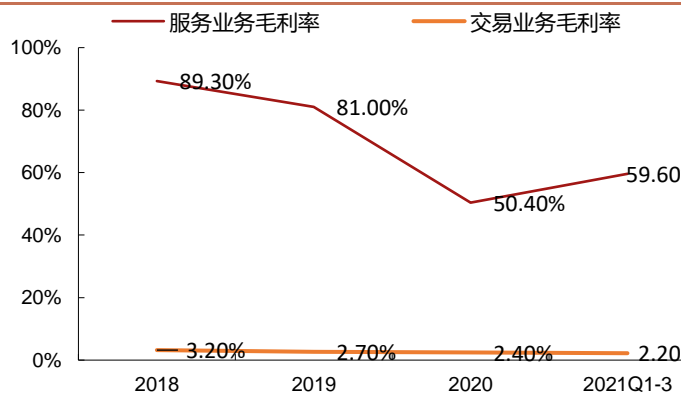
资料来源：招股说明书、招商证券

图 43 公司服务业务增幅明显



资料来源：公司财报，招股说明书，招商证券

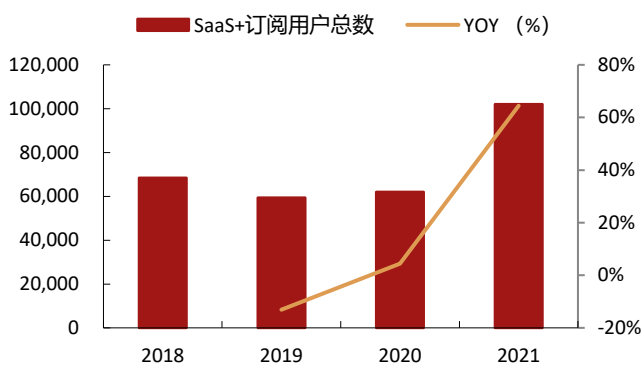
图 44 服务业务毛利率远高于交易业务



资料来源：公司公告，招股说明书，招商证券

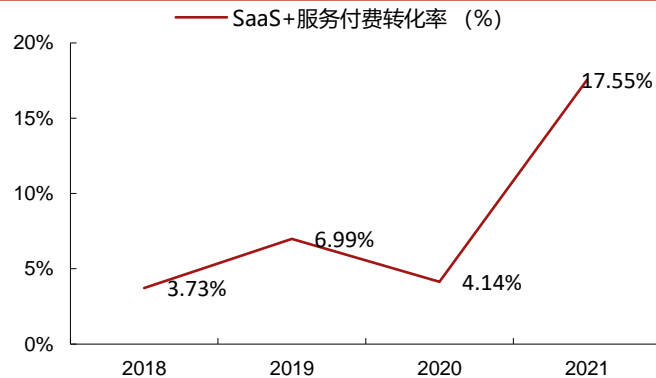
SaaS+业务以“帮买、帮卖、帮管理”为核心，以数字化解决方案提升门店运营及营销效率。公司 SaaS+业务中 SaaS 产品通过数字零售管理、在线店面及数据分析等多个模块为零售门店提供数字解决方案，+代表公司为零售门店提供定制化现场营销服务。其中 SaaS 产品主要通过数字化零售管理系统超级老板为客户提供数据分析、日常运营管理、智能供应链等服务，汇享购为会员零售门店提供数字化营销工具，使会员零售门店的线上门店拥有个性化定制服务。SaaS+产品为客户提供数据分析、营销支持及线下定制营销服务，是一个综合解决方案。截至 2021 年底，公司 SaaS+ 订阅用户总数为 102,497 人，其中付费 SaaS+用户 17,905 人，收入 2.78 亿元，其中 SaaS+服务付费率为 17.47%。我们相信公司 SaaS+业务增长与交易业务中会员零售门店数量成正比，未来随着会员零售门店数量持续增多，SaaS+ 服务潜在客户群体将持续扩大，同时付费用户数量增多也将增强客户粘性。

图 45 SaaS+订阅用户数增速稳定



资料来源：公司财报，招商证券

图 46 SaaS+服务付费转化率逐渐增高



资料来源：公司财报，招商证券

升级 s2b2c 及精准营销为核心的产品体系，为下沉零售市场价值链参与者提供营销支持解决方案及软件定制化解决方案。公司商家解决方案业务仍处于起步阶段，为满足客户多样化数字化改造需求提供定制化解决方案。截止 2021 年底，公司商家解决方案收入 1.59 亿元，同比增长 28.9%。目前公司采取低定价策略以保持竞争力，未来将持续渗透市场。

#### 四、盈利预测及投资建议：首次覆盖给予“强烈推荐”评级

**交易业务板块：**随着公司供应链能力的进一步提升，商品品类不断丰富，会员零售门店单店平均收入有望提高。我们预计 2022~2024 年公司交易业务收入为 844.67/1102.30/1410.94 亿元，同比增长 29.50%/30.50%/28.00%。

**服务业务板块：**公司 SaaS+服务业务呈高速增长态势，随着公司进一步扩展下沉零售市场，会员门店覆盖率持续提升，未来 SaaS+服务将持续渗透会员零售门店，维持高速增长。我们预计 2022~2024 年公司服务业务收入为 7.44/11.16/15.63 亿元，同比增长 70.00%/50.00%/40.00%。

**毛利率：**公司目前采用低毛利率策略以抢占市场份额，未来随着交易业务规模化效应显现，公司议价能力提高，高毛利商品销售增多，交易业务毛利率有望提高。服务业务方面将继续维持高毛利率。我们预计 2022~2024 年公司综合毛利率为 3.26%/3.44%/3.73%。

**费用率：**随着公司规模扩大，会员零食门店数量增多，公司线下团队将持续扩大，销售费用率及管理费用率随之提升，服务业务为适应消费者不断升级的个性化需求，SaaS+产品将持续开发及更新迭代，导致研发费用率小幅提升。我们预计 2022~2024 年公司整体费用率为 2.16%/2.19%/2.34%。

我们认为，随着公司供应链能力的不断深化，交易与服务业务的协同效应逐渐显现，2022 年上半年受新冠疫情影响收入增速有所减缓，新冠疫情好转后，我们预计公司业绩将继续维持高速增长，2022~2024 年将实现营业收入 853.32/1114.91/1428.31 亿元，同比增长 29.76%/30.66%/28.11%，2022~2024 年公司调整后归母净利润为 4.60/7.43/11.47 亿元，同比增长 40.49%/61.49%/54.39%。考虑到行业可比情况，我们认为公司商业模式优异，与下沉市场高度契合，在下沉市场供应链中降本增效作用显著，随着会员零售门店的持续扩张及毛利率的进一步改善，公司业绩有望维持高速增长态势，未来发展前景良好，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

表 3：公司盈利预测

单位：亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	496.32	657.64	853.32	1114.91	1428.31
YOY (%)	13.75%	32.50%	29.76%	30.66%	28.11%
综合毛利率	2.71%	2.84%	3.26%	3.44%	3.73%
交易业务	493.02	652.26	844.67	1102.30	1410.94

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
YOY (%)	13.66%	32.30%	29.50%	30.50%	28.00%
毛利率	2.36%	2.30%	2.55%	2.65%	2.80%
服务业务	2.43	4.38	7.44	11.16	15.63
YOY (%)	337.75%	80.38%	70.00%	50.00%	40.00%
毛利率	50.44%	65.55%	72.50%	72.50%	75.00%
其他	0.84	1.00	1.20	1.44	1.72
YOY (%)	-57.63%	18.17%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	69.27%	82.18%	75.00%	75.00%	75.00%
费用率(合计)	2.18%	2.16%	2.16%	2.19%	2.34%
销售费用率	1.23%	1.31%	1.31%	1.32%	1.37%
行政费用率	0.84%	0.73%	0.73%	0.74%	0.80%
研发费用率	0.12%	0.12%	0.12%	0.13%	0.17%
经调整归母净利润	1.97	3.28	4.60	7.43	11.47
YOY	41.50%	66.12%	40.49%	61.49%	54.39%
经调整归母净利率	0.40%	0.50%	0.54%	0.67%	0.80%

资料来源: 公司公告, 招商证券

#### 风险提示:

- 1) 新冠疫情反复: 新冠疫情的反复对整体经济发展存在负面影响, 或将导致供应链传导效率降低、商品流通速度减缓等风险。
- 2) 行业竞争加剧: 传统电商龙头加速抢占下沉零售市场将导致行业竞争加剧, 或将导致公司盈利能力下降。
- 3) 客户流失率提高: 下沉市场消费者对价格敏感度较高, 门店客户流失率提高将直接影响公司盈利情况。
- 4) 新区域开拓受阻: 下沉市场不同地域间差异化严重, 不同省份门店拓展受阻或将影响公司未来盈利。
- 5) 解禁风险: 公司 2022 年 2 月 18 日上市起, 基石投资者 6 个月的限售期将结束, 2022 年 8 月 18 日存在较多限售股解禁。公司基石投资者本次解禁共计 2716.97 万股流通股, 占总股本的 4.82%。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	20276	23353	34806	43660	56062
现金及现金	4316	2967	9174	11009	15012
交易性金融	1074	2706	2706	2706	2706
其他短期投	160	0	0	0	0
应收账款及	1847	2653	3442	4497	5761
其它应收款	6621	8420	10925	14274	18286
存货	2251	2719	3512	4580	5850
其他流动资	4007	3889	5046	6593	8446
<b>非流动资产</b>	1420	2245	2365	2453	2518
长期投资	554	873	873	873	873
固定资产	45	43	162	250	315
无形资产	128	111	111	111	111
其他	693	1219	1219	1219	1219
<b>资产总计</b>	<b>21696</b>	<b>25598</b>	<b>37170</b>	<b>46113</b>	<b>58580</b>
<b>流动负债</b>	23643	27231	38148	46068	58126
应付账款	11419	14419	18628	24293	31028
应交税金	102	137	137	137	137
短期借款	253	146	3197	529	0
其他	11869	12528	16186	21108	26960
<b>长期负债</b>	97	84	84	84	84
长期借款	0	0	0	0	0
其他	97	84	84	84	84
<b>负债合计</b>	<b>23740</b>	<b>27315</b>	<b>38233</b>	<b>46152</b>	<b>58211</b>
股本	509	509	509	509	509
储备	(3046)	(3809)	(3584)	(3134)	(2391)
少数股东权	1256	1358	1563	1843	2252
归属于母公	(3300)	(3075)	(2626)	(1883)	(1883)
<b>负债及权益合计</b>	<b>21696</b>	<b>25598</b>	<b>37170</b>	<b>46113</b>	<b>58580</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	757	843	3371	4686	4596
净利润	0	0	460	743	0
折旧与摊销	(405)	(350)	31	62	85
营运资本变	80	80	2621	3568	4188
其他非现金	41	241	259	313	323
<b>投资活动现金流</b>	132	156	(103)	(71)	(48)
资本性支出	(4)	(3)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产	0	0	0	0	0
投资增减	19839	21839	0	0	0
其它	17781	23490	47	79	102
<b>筹资活动现金流</b>	(327)	(461)	2940	(2780)	(545)
债务增减	(911)	(2039)	3051	(2668)	(529)
股本增减	47	2206	0	0	0
股利支付	0	0	10	0	0
其它筹资	0	0	(100)	(112)	(16)
其它调整	537	(628)	(20)	0	0
<b>现金净增加额</b>	0	0	6207	1835	4002

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总营业收入</b>	49632	65764	85332	111490	142830
主营收入	49629	65763	85331	111489	142828
营业成本	48285	63895	82548	107651	137498
<b>毛利</b>	1344	1868	2783	3838	5330
营业支出	1077	1423	1843	2442	3342
<b>营业利润</b>	270	446	941	1398	1989
利息支出	705	879	100	112	16
利息收入	101	166	49	81	104
权益性投资	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他非经营	(6)	0	0	0	0
非经常项目	142	193	0	0	0
<b>除税前利润</b>	(199)	(76)	887	1365	2076
所得税	81	101	222	342	519
少数股东损益	125	173	205	280	409
<b>归属普通股东净</b>	(243)	(220)	460	743	1147
<b>EPS (元)</b>	<b>(0.48)</b>	<b>(0.43)</b>	<b>0.82</b>	<b>1.32</b>	<b>2.04</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业收入	0%	33%	30%	31%	28%
营业利润	38%	65%	111%	49%	42%
净利润	-2%	-9%	-309%	61%	54%
<b>获利能力</b>					
毛利率	2.7%	2.8%	3.3%	3.4%	3.7%
净利率	-0.5%	-0.3%	0.5%	0.7%	0.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	109.4%	106.7%	102.9%	100.1%	99.4%
净负债比率	1.2%	0.6%	8.6%	1.1%	0.0%
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	2.3	2.6	2.3	2.4	2.4
存货周转率	18.3	25.7	26.5	26.6	26.4
应收帐款周转	6.0	6.7	6.7	6.7	6.7
应付帐款周转	4.8	4.9	5.0	5.0	5.0
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	-0.48	-0.43	0.82	1.32	2.04
每股经营现金	1.49	1.66	5.99	8.32	8.16
每股净资产	-6.48	-6.05	-4.66	-3.34	-3.34
每股股利	0.02	0.02	0.00	0.00	0.61
<b>估值比率</b>					
PE	-93.9	-103.7	54.9	34.0	22.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从行业发展趋势发现投资机会，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售、人力资源等，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

潘威全，研究助理，香港大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入招商证券，主要方向为社会服务板块，覆盖餐饮、人力资源等行业。

李星馨，研究助理，中国人民大学国际商务硕士，南开大学国际商务学士，2022年加入招商证券，主要方向为电商零售板块，覆盖互联网电商、本地生活、商贸零售等行业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。