

2022年8月16日

汇通达网络 (9878.HK)

公司首度覆盖

证券研究报告

软件互联网

聚焦下沉零售市场，规模扩张与利润优化驱动增长

汇通达网络股份有限公司 (9878.HK) 为中国的下沉零售市场行业领导者，主要提供商品交易及服务。面对空间广阔的下沉市场，公司深耕零售业务，交易规模位列行业首位。2021年公司收入同比增长32.5%至657.6亿元人民币，交易及服务业务的改善驱动公司利润恢复高速增长。依托于国内的正处蓝海的下沉零售市场，加之公司庞大的交易网络，潜在发展动力将持续推动公司规模扩张。

报告摘要

下沉蓝海面向万亿空间，公司业务规模领先同行 中国零售市场规模正处于蓬勃发展状态，并预计未来持续向好，2025年预计达到25.8万亿元。其中下沉零售市场预计贡献20.6万亿元，2020-2025年复合增速预计达到6.5%。下沉零售市场快速拓展较难，加之竞争较为分散，而公司深耕其中超19年以上，交易业务规模领先行业。公司的先发优势有利于未来拓展业务规模，并不断增加市场份额。

主营业务聚焦4-6线城市市场，“三高”产品实现差异化竞争 公司的业务主要布局于4-6线的城市乡村市场，通过线上线下赋能夫妻门店实现经营自主性。品类属性则以三高（价值高、服务高、体验高）为主。虽然目前各大电商巨头纷纷下沉，加剧市场竞争，但市场重心主要集中在1-2线城市，经营品类以快消品为主，且经营方式则以加盟店管控为主。差异化的竞争模式使公司在下沉零售市场减少了潜在竞争者。

门店规模覆盖广阔，驱动SaaS+业务发展 SaaS+产品与服务旨在帮助零售门店加强数字化能力，提升营销及运营效率。公司注册会员店近17万家，超10万家为订阅客户，其中逾1.8万家使用付费模块。数字化时代的商家转型将会持续增加对SaaS+业务的需求，而公司庞大的门店基数随着后续的不断扩张，SaaS+业务将持续增加渗透率，高速驱动服务业务增长。

首次覆盖予以“买入”评级 我们预计公司2022/23/24年收入为849.9亿元/1063.5亿元/1256.2亿元人民币，同比增长分别为29.2%/25.1%/18.1%；经调整利润分别为4.8亿元/7.3亿元/10.7亿元，同比增长分别为46.3%/51.7%/47.3%。考虑公司过去业绩的良好增长趋势以及下沉零售市场广阔发展前景，我们按照2022年0.45x的PS给予交易业务分部445.5亿港元的估值，参考港股SaaS服务业务按照2022年3.0x的PS给予服务业务分部25.6亿港元的估值，合计目标估值471.1亿港元，对应2022E/2023E/2024E的市盈率分别为62x/41x/28x，给予公司83.7港元的目标价，较最近收市价35.0%的预期涨幅，首次覆盖评级为“买入”。

风险提示：商品范围扩张增加运营风险；注册会员店不达预期；下沉零售市场竞争激烈；疫情未知影响运营；宏观政策及监管政策变动

千元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	49,629,135	65,763,174	84,989,916	106,345,284	125,623,658
YoY%	13.7%	32.5%	29.2%	25.1%	18.1%
毛利率	2.7%	2.8%	3.1%	3.1%	3.2%
归母净利润	-405,287	-349,881	399,350	727,062	1,071,296
净利率	-0.8%	-0.5%	0.5%	0.7%	0.9%
经调整归母净利润	196,853	327,609	479,350	727,062	1,071,296
YoY%	41.6%	66.4%	46.3%	51.7%	47.3%
@62港元的市盈率	150.6	90.5	61.8	40.8	27.7
@62港元的市净率	-9.0	-9.6	3.5	3.2	2.9

数据来源：公司资料，安信国际证券研究预测

投资评级： 买入

目标价格： 83.7 港元

现价 (2022-8-15)： 62.00 港元

总市值(亿港元)	348.79
流通市值(亿港元)	348.79
总股本(百万股)	562.57
流通股本(百万股)	180.27
12个月低/高(港元)	37.0/63.0
平均成交(百万港元)	13.59

股东结构

汪建国	27.37%
阿里巴巴	17.26%
徐秀贤	12.67%
王健	5.16%
其他股东	37.54%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.51	50.87	61.54
绝对收益	15.24	48.15	37.47

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 TMT 行业分析师

+852-2213 1400

alexwang@eif.com.hk



目录

1	公司概况	3
1.1	公司简介	3
1.2	股权结构与管理层团队	4
1.3	业务模式与收入构成	5
2	行业概览	8
2.1	下沉市场规模	8
2.2	目标消费者的特点	9
2.3	发展的驱动力	10
2.4	行业壁垒	11
3	竞争形势	12
4	财务分析	13
5	盈利预测及估值	16
5.1	业务预测	16
5.2	估值与评级	17
6	风险提示	18
	附表：财务报表预测	19

1 公司概况

1.1 公司简介

中国下沉零售市场佼佼者，业务规模占比行业首位。汇通达网络股份有限公司是一家服务中国零售行业企业客户平台，主要为中国的下沉市场提供商品交易及服务。公司于2022年2月18日于香港正式上市，代码9878.HK。公司的主营业务模式主要分为交易业务与服务业务，其中交易业务包含了自营销售业务（1P）和在线撮合业务（3P），目前主要经营六大业务板块，分别为消费电子产品，农业生产资料，家用电器，交通出行类商品，家具建材及酒水饮料，为公司目前收入主要贡献；服务业务包含了门店 SaaS+订阅业务和商家解决方案业务，为新兴增长较快且高毛利业务。

公司于2015年为零售企业客户推出的以会员制为基础的业务模式，向会员提供稳定可靠的一站式供应链，以此满足下沉零售市场的多元化需求。得益于此，公司与供应商关系日益巩固的同时，亦有机会将业务拓展至渠道合作客户，进一步将零售生态系统范围扩大至更广阔的下沉市场。截至2021年，公司累计注册会员零售门店总数169,466家，同比增长20.6%；实现活跃会员零售门店62,203家，同比增长90.2%；SaaS+订阅用户总数102,047家，同比增长64.3%，其中付费SaaS+用户17,905家，同比大幅增长588.5%；活跃渠道合作总数量达16,756家。

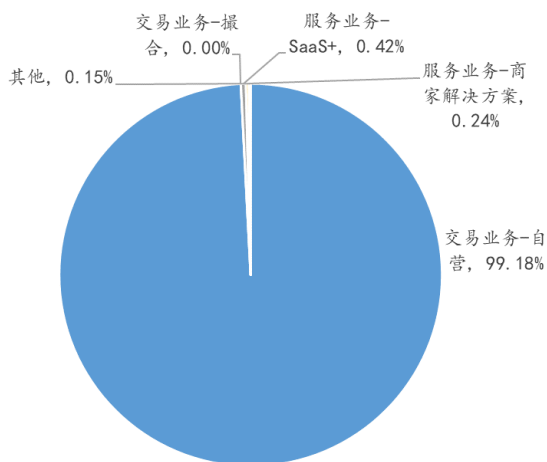
图表 1：公司发展与重要事件

时间	事件
2010年12月	汇通达网络股份有限公司成立
2015年12月	公司获得5亿人民币A轮融资
2016年6月	获招商银行3亿元直接投资；同年8月，实现“百亿万镇”目标，销售额近170亿元；同年12月，带动58000家会员店整体年销售破千亿元
2017年6月	实现全国14600个乡镇，71000家会员店的覆盖，销售额达100亿元；与地呱呱达成战略合作，实现农房农地大数据共享，打造农村互联网生态圈
2018年上半年	实现全国覆盖16000个乡镇，体系内拥有90000家会员店，销售突破150亿元人民币；同年8月底，提前实现200亿的年销售规模
2019年1月	汇通达宣布2018年销售额达到352亿元，经营范围覆盖全国20省，会员店数量达到10.5万家，服务了约7000万个农民家庭、3亿农村人口
2020年11月	公司网络已覆盖全国21个省、19000多个乡镇，服务超14万家乡镇零售店
2021年1月	汇通达公布了2020年度“成绩单”：汇通达2020年度商品服务规模超600亿，商品服务规模同比增长近20%
2022年2月	汇通达在香港交易所挂牌上市，股票代码为9878.HK

资料来源：公司官网，安信国际研究整理

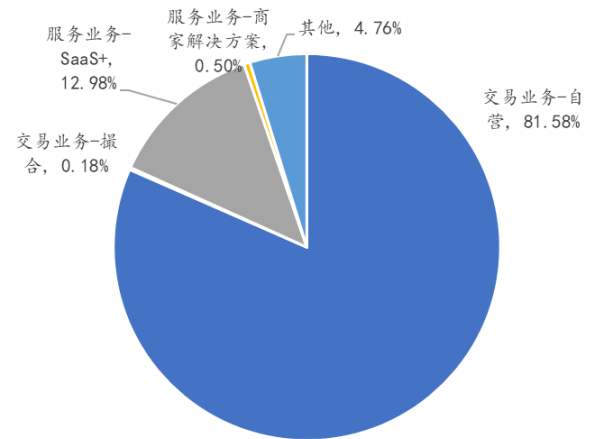
2021财年，公司实现总收入人民币657.6亿元，同比增长32.5%，经调整后归母净利润为3.28亿元，同比增长66.4%。其中，交易业务板块整体销售收入为人民币652.3亿元，同比增长32.3%；服务业务板块整体销售收入为人民币4.38亿元，同比大幅增长80.4%。在销售业务贡献中，过往业绩期间交易业务占据了超过99%的收入贡献。2021年自营交易业务占据了整体销售额的99.2%，毛利润方面2021年前九个月自营交易业务贡献了整体毛利润的81.6%。

图表 2：2021 财年各个业务分部收入占比



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 3：2021 前九个月各业务分部毛利润占比



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

1.2 股权结构与管理层团队

2022 年 2 月 18 日，公司于在香港联交所上市，股票代码：9878.HK，以 43 港元/股的价格发行 5160 万股，募集资金约 22.2 亿港元。公司股权相对集中，按最终控制人统计，截至 2022 年 4 月，公司创始人汪建国持股占股本总额约 29.44%，为最大持股人；联合创始人徐秀贤持股占股本总额约 12.67%，公司非执行董事王健持股占股本总额约 5.16%；机构股东当中，阿里巴巴持股占股本总额约 17.26%；中央企业乡村产业投资基金股份有限公司持股占股本总额约 4.80%。

图表 4：公司主要股东

股东名称	持股数	持股比例
汪建国	15,395.59 万	27.37%
阿里巴巴	9,707.21 万	17.26%
徐秀贤	7,128 万	12.67%
王健	2,904.83 万	5.16%
中央企业乡村产业投资基金	2,696.45 万	4.80%

资料来源：公司年报，安信国际研究整理

公司的管理团队平均拥有 15 年以上的零售及互联网行业经验及强大的执行与管理能力，创始人汪建国和联合创始人徐秀贤在零售行业和企业经营管理方面拥有超过 20 年的经验。公司创始人及董事长汪建国先生为中国零售行业的资深企业家，拥有连续成功创业经历，在中国创办了家电连锁领先品牌之一“五星电器”、领先的母婴及儿童用品零售服务商和儿童成长与发展服务供应商“孩子王”及智能家居市场的领先企业“好享家”等多家其他行业领先的零售企业。公司联合创始人及首席执行官徐秀贤先生对中国乡镇零售市场拥有深刻的了解。此外，公司的高级管理层团队平均拥有 15 年的零售及互联网经验以及强大的执行与管理能力。具备资深经验的团队令公司具备信心把握中国乡镇零售市场转型升级中的机遇。

图表 5：主要董事及管理層

姓名	职务	任职日期	介绍
汪建国	董事长	2015-11-16	汪建国先生于 1998-2009 年担任江苏五星电器有限公司董事长兼总裁；后于 2006-2009 年任美国百思买集团亚太区副总裁；现为五星控股集团董事长、孩子王儿童用品有限公司董事长以及江苏博思达执行董事。
徐秀贤	CEO	2015-11-16	徐秀贤先生为汇通达联合创始人，主要负责领导集团业务发展，主持重大业务的决策及执行，在零售业务与企业管理有超 20 年的经营。
赵亮生	CFO	2021-5-10	赵先生自 2021 年 5 月起担任公司执行董事，主要负责监督集团的财务事务及公司治理有超 20 年的财务管理经验。
孙超	副总裁	2015-07-15	孙超先生主要负责协助公司运营和管理集团以及会员零售门店。孙先生目前在集团旗下多家附属公司担任董事或管理职务。
邢建虹	副总裁	2015-01-04	邢建虹先生主要负责公司运营和管理集团以及消费电子业务。邢先生在集团旗下多家附属公司担任董事或管理职务。

资料来源：公司年报、安信国际研究整理

1.3 业务模式与收入构成

公司聚焦以乡镇经营三高商品的夫妻店为中心，通过线上线下结合的方式，即提供以帮买为核心的六大行业供应链服务（即交易业务），又提供以帮卖为核心的一站式 SaaS 服务（即服务业务）。

图表 6：公司运营模式

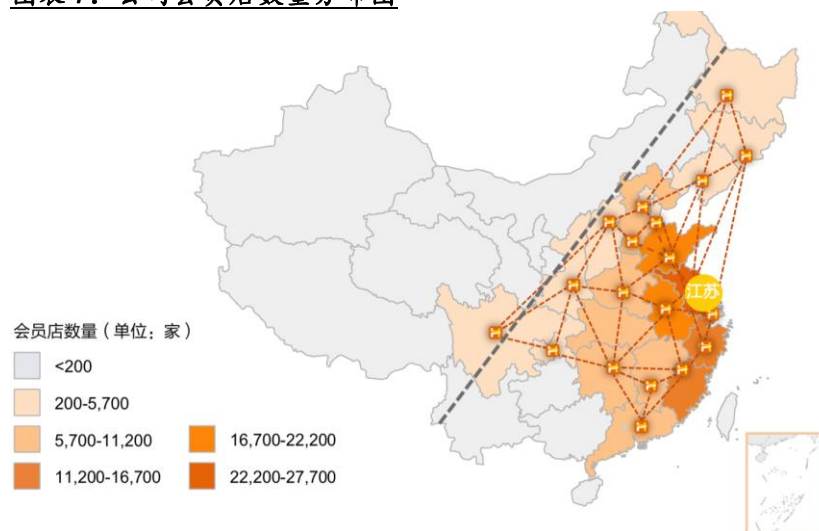


资料来源：公司资料

交易业务是基本盘业务 交易业务是汇通达的核心主营业务，主要于下沉零售市场经营的企业客户提供服务，包括零售门店及渠道合作客户。产品主要涵盖消费电子产品，农业生产资料，家用电器，交通出行类商品，家具建材及酒水饮料六大品种。交易模式主要是自营业务模式及在线撮合模式经营。通过自营业务模式，公司从供应商采购商品及获得存货，然后向会员零售门店及渠道合作客户提供范围广泛且不断扩展的商品。为给予会员店高度运营自由，公司不担任及经营任何线下会员零售门店，会员店在经营中承担相关风险。公司于自营的汇通达商营在线撮合业务中，第三方供应商可通过公司于商城上所开设的在线门店向公司的客户销售商品，就其于汇通达商城产生的销售额收取佣金。佣金收入乃基于销售额的固定百分比按净额基准确认，公司于第三方供应商的在线门店发生交易时实时向第三方供应商收取有关佣金。交易业务于往绩记录期间占收入的 99% 以上，其于 2018 年、2019 年、2020 年以及 2021 年的毛利率分别为 3.2%、2.7%、2.4% 及 2.3%。

作为一家快速成长的国内下沉市场零售行业企业客户的交易和服务平台，公司大部分收入来源于收货地址位于下沉市场的渠道合作客户及注册地址位于下沉市场的零售门店。根据弗若斯特沙利文报告，按照 2020 年面向下沉市场的交易业务规模计，公司在中国服务零售行业企业客户的交易平台中排名第一。自 2010 年成立以来，公司从中国乡镇零售市场切入，逐步构建了广泛的供应链以及广泛布局的会员零售门店及渠道合作客户网络。根据 2022 年公司上市招股资料，公司已累计连接超过 16.9 万家会员零售门店、1 万家供应商及 2 万家渠道合作客户。截至 2021 年 9 月 30 日，公司已形成覆盖中国 21 个省份及逾 20,000 个乡镇的零售生态系统会员店数量达到 5000+ 的省份共 12 个，多集中在国内华东地区。

图表 7：公司会员店数量分布图



资料来源：公司资料

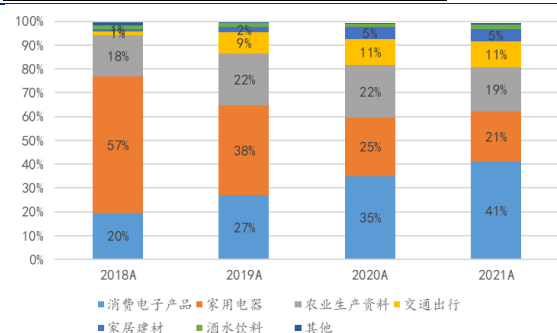
聚焦下沉市场“三高”产品 2B 零售网络 通过汇通达线上商城，公司向会员店提供“三高”特性的产品，及商品价格高、售后服务高、线下体验要求高的产品，主要包含消费电子产品，农业生产资料，家用电器，交通出行类商品，家具建材及酒水饮料六大品种，后续在三高品类范围内继续拓展更加高毛利的二级品类，包括厨卫电器、种子、卫浴用具、电动车等。与快消类产品不同，三高类产品普遍具有非标、购买低频、服务高频的特征，需要长期售后维护，更加注重客户体验和现场指导，需要示范和演示，在下沉市场农民家庭而言意义难以被电商网购取代。过往业绩期间，消费电子产品、家用电器、农业生产资料、和家居建材产品贡献了绝大多数自营业务占比。

图表 8：公司自营业务主要经营品类

一级品类	二级品类
家用电器	冰箱、空调、洗衣机、彩电、音响、厨卫电器、小型家电
消费电子产品	数码影音、通讯、计算机、智能设备、办公设备
农业生产资料	化肥、农药、饲料、饲料原料、农机设备
交通出行	电动车、轮胎、电池
家居建材	卫浴洁具、玻璃、地板、电线、电缆
酒水饮料	酒类、饮料

资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 9：六大收入贡献自营业务比重



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

目前中国拥有超过 4.1 万个乡镇级别行政单位，平均每个乡镇 1-2 条商业街，100 家零售店基本能够解决乡镇市场的商业需求。公司为乡镇比较典型的夫妻店提供三高类产品零售供应，通常单店的营业面积在 100-200 平方米，年平均销售额在 300 万以内，利润额在 50 万以内。

图表 10: 下沉市场用户画像



资料来源: 公司资料

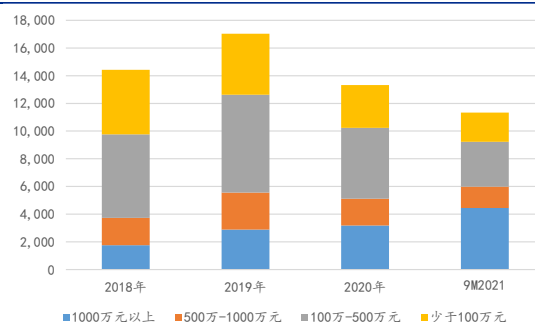
公司的会员门店主要为服务下沉市场的夫妻零售店, 也包括如大型专业零售卖场、区域连锁零售门店等专业零售门店。根据过往的历史数据, 按活跃会员零售门店数目计算, 贡献公司年收入额在 100 万元以下区间占据了总体零售门店数量的九成。按照贡献公司收入计算, 头部、中部和长尾的门店板块贡献收入相对均衡。

图表 11: 按客户采购金额划分活跃门店数量

活跃会员门店数目(个)	2018年	2019年	2020年	9M2021
1000万元以上	100	166	133	154
500万-1000万元	306	400	297	224
100万-500万元	2,876	3,313	2,357	1,496
少于100万元	31,622	27,516	21,329	36,705

资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

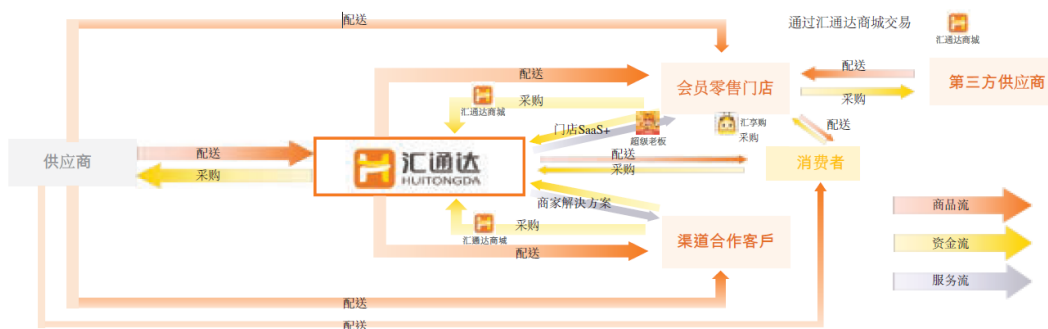
图表 12: 按客户采购金额划分活跃门店收入贡献



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

基于下沉市场供应链销售经验及资源, 汇通达推出服务业务, 包括门店 SaaS+业务及商家解决方案业务。公司于 2017 年推出的门店 SaaS+业务, 侧重于帮助零售门店提高店内管理效率。门店 SaaS 产品通过公司的“超级老板”网页及移动应用程序为零售店提供数字解决方案。门店 SaaS+业务亦通过客户经理团队为零售门店提供定制化现场营销服务。公司就门店 SaaS+业务收取订阅费。订阅费收入一般按比例于向客户提供服务当日开始的订阅期确认。随着门店 SaaS+业务的持续快速增长, 预期其于未来贡献的收入及利润将会增加。商家解决方案业务仍处于早期发展阶段, 主要侧重于建立及升级中国零售市场整条价值链的参与者的数字基础设施。于商家解决方案业务项下, 公司提供营销支持解决方案以提升客户的营销能力从而促进其销售, 并提供软件定制解决方案以使客户具备优化其销售及实现其数字化转型的数字化途径。在与供应商的合作中, 供应商提供相应行业资源的同时, 公司提供在开展业务过程中基于数据分析能力和专业知识所取得的商业洞察。公司根据合约就商家解决方案向客户分期收取费用。服务业务于往绩记录期间占收入不足 1%, 其于 2018 年、2019 年、2020 年以及 2021 年的毛利率分别为 89.3%、81.0%、50.4%以及 64.1%。

图表 13: 下沉市场用户画像



资料来源: 公司资料

交易业务与服务业务二者相互促进、互惠互利。具体而言, 公司通过交易, 拓展了庞大的客户群体, 从而使交易业务积累的会员零售门店可为公司发展门店 SaaS+服务业务提供强大的客户基础; 同时, 通过服务业务的持续渗透, 增进了公司于客户之间的关系, 增强了客户粘性, 进一步增强公司的交易业务。

图表 14: 交易业务与服务业务相互促进的关系



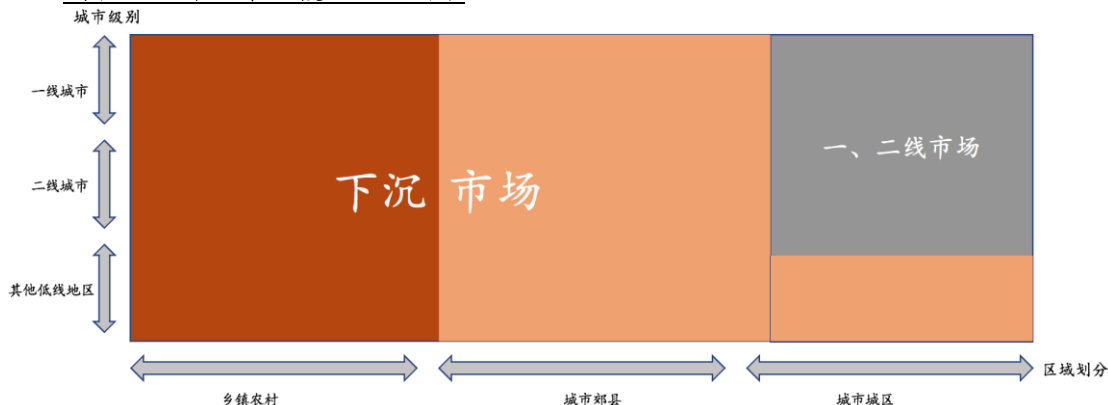
资料来源: 公司资料

2 行业概览

2.1 下沉市场规模

下沉市场主要分布在二线以下的城市城区、各个城市郊县以及绝大部分的乡镇农村地区。根据弗若斯特沙利文报告, 中国下沉市场覆盖的常住人口在 2020 年底达到 12.3 亿人, 占中国总人口 87% 以上。其所覆盖的人口与消费规模日益增大, 随着社会消费品零售额、网购规模以及移动支付金额的不断扩大, 下沉市场在中国的消费大盘中的作用日益显著。

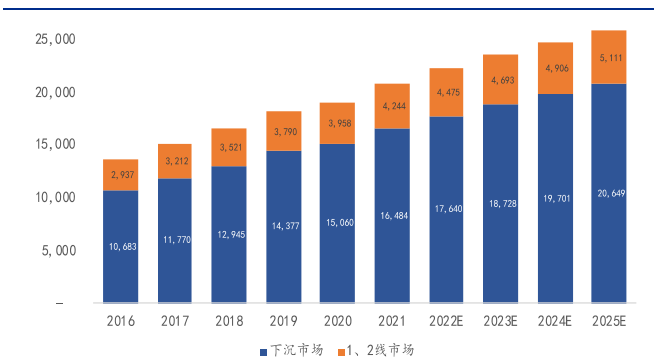
图表 15: 下沉市场覆盖区域划分



资料来源: 公司招股书、安信国际研究整理

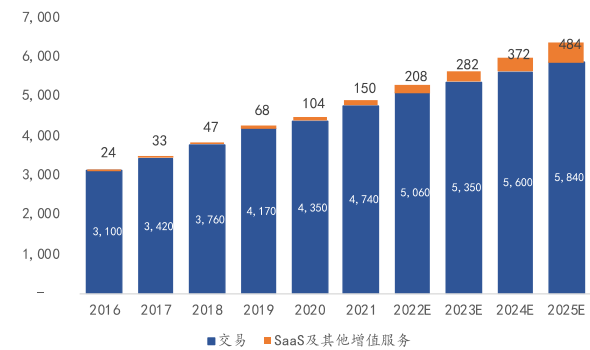
近年来，中国零售市场稳步增长，整体零售市场规模从 2015 年的人民币 12.6 万亿元增至 2020 年的人民币 19.0 万亿元，复合年增长率为 8.6%，其中下沉零售市场的增长尤为突出，下沉零售市场规模已由 2015 年的人民币 9.9 万亿元增至 2020 年的人民币 15.1 万亿元，复合年增长率为 8.8%。根据弗若斯特沙利文报告，预期中国零售市场规模将于 2025 年进一步增长至人民币 25.8 万亿元，其中下沉零售市场将贡献人民币 20.6 万亿元。与下沉市场相比，一、二线城市(即一、二线城市城区)整体经济更为发达、拥有更好的基础设施、更多的交通枢纽交通及更集中的商业资源。与此同时，受益于庞大的人口基数、收入水平提升及政策利好的共同推动，下沉零售市场对中国整体零售市场的贡献增加，并展现出巨大的发展潜力。随着生活水平的逐步提升及当地政府支持，中国下沉市场对应 GDP 亦从 2015 年的人民币 53.0 万亿元增长至 2020 年的人民币 78.8 万亿元，占全国 2020 年总 GDP 的 77.6%，并预计在 2025 年进一步提升至人民币 109.9 万亿元。根据弗若斯特沙利文报告，中国的下沉零售市场交易及服务行业市场规模正处于蓬勃发展状态，并预计未来持续向好。交易平台主要从事交易业务，专注于提供供应链解决方案、交易撮合、物流配送以及售后支持等。SaaS 及其他增值服务供应商提供各种运营管理、存货管理及其他系统支持及升级服务。中国下沉零售市场交易及服务行业包括上述服务供应商提供的交易业务、SaaS 及其他增值服务。SaaS 作为新兴企业管理科技，2015-2020 年复合增长率达到 41.1%，基于越来越多的下沉市场企业愿意用 SaaS 制定营销、决策等一系列操作，未来有望持续增加，维持 36.1% 的年复合增长率。

图表 16: 中国零售市场规模及预测 (人民币十亿元)



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

图表 17: 中国下沉零售市场交易及服务行业市场规模及预测 (人民币十亿元)



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

2.2 目标消费者的特点

地理跨度大, 各地生活习俗不一 截至 2021 年, 全国县级行政区达 2843 个, 乡镇常住人口约 4.98 亿人。庞大的人口基数分散在中国各地, 因此各地区的生活习惯与风俗不同, 且南北方言语言差异较大, 市场的运营需因地制宜, 根据各个乡镇地区的需求做有效应对。

图表 18: 2017-2021 中国各等级行政区变化

市县乡行政区分布变化	2017	2018	2019	2020	2021
地级行政区	334	333	333	333	333
县级行政区	2,851	2,851	2,846	2,844	2,843
乡级行政区	39,888	39,945	38,755	38,741	38,558

资料来源: 国家统计局、安信国际研究整理

熟人社会属性, 社会关系至关重要 下沉市场的消费者多数处于乡镇区域, 当地的社会秩序乃基于亲戚好友与邻里关系而形成的庞大且复杂的人际关系网络。他们更偏向于向自己熟悉信任的零售店建立关系并做出购买决定。熟人社会属性的影响下让零售门店在下沉市场担任重要角色。

工作量小, 闲暇娱乐属性较多 相比于一二线城市的“上班族”, 下沉市场的居民少有车贷房贷的压力, 空闲时间较多 日常生活, 夫妻老婆店、街道上摆摊的菜市场往往在人口密集区随处可见, 生活成本较低。此外, 不同于大城市的繁华, 下沉市场所在地域基建不完善, 缺乏购物商场等创新场景, 除了 KTV、步行街及网吧等之外, 人们没有可以打发时间的地方, 因此随着网络的普及化他们更爱关注爆品直降、限时秒杀、团购等营销玩法, 较小的生活压力

令他们有更充沛的时间通过网购、零售物美价廉的商品来丰富自己的生活。因此，拼多多、趣头条等可以利用社交媒介在下沉市场中实现裂变式传播，当地居民闲暇时间的充裕至关重要。

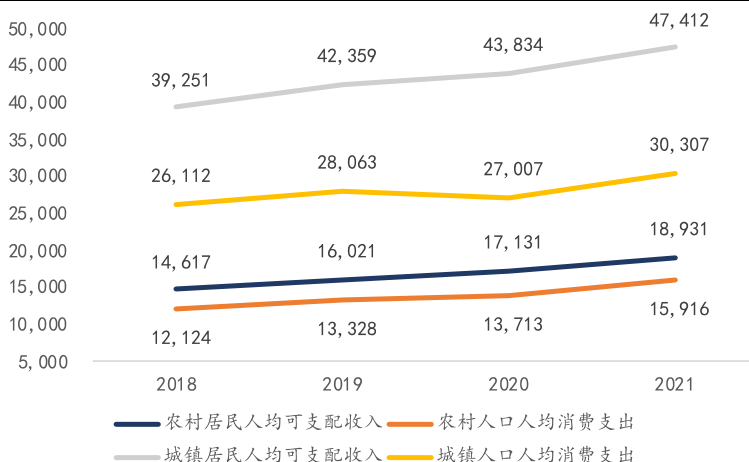
价格敏感度较高，消费习惯不同 虽然下沉市场的居民生活水平日益完善，但人均可支配收入相对较低，加之身处地域的基建相对滞后，消费选择相对较少。因此他们普遍对商品的价格变动极为敏感，微小的价格浮动也有可能改变他们的消费决策。此外，他们更看重购买时的及时性与便利性，偏好“即买即提”与付款便捷。

综上所述，我们认为下沉市场消费者的几大特点决定了目前的下沉市场发展仍然高度依靠线下零售经营，具备不可替代的作用。

2.3 发展的驱动力

人均可支配收入日益增加，消费购买欲得到增强 根据国家统计局关于 2018 至 2021 年人均收入与支出数据，农村方面，居民的可支配收入由 14,617 元增长至 18,931 元人民币，年复合增长率达 9.0%；人均消费支出由 12,124 元增长至 15,916 元人民币，年复合增长率为 9.5%。城市方面，居民的可支配收入从 39,251 元增长至 47,412 元人民币，年复合增长率为 6.5%；人均消费则从 26,112 元增长至 30,307 元人民币，年复合增长率为 5.1%。综合来看农村与城市居民在可支配收入与消费支出方面均保持增长。农村人口在两方面保持较高速增长，分别为 9.0%与 9.5%。可支配收入的增长表明居民拥有不断增加的潜在消费能力，而人均消费支出的增加显示了二者对于消费的偏好。若保持良好的增长势头，未来预计下沉市场的消费能力将会逐渐增加，规模将会不断扩大。

图表 19：2018-2021 年城市农村人均可支配收入与消费变化（单位：元）



资料来源：国家统计局、安信国际研究整理

政策利好打开下沉市场发展空间 中国下沉零售市场规模的迅速发展离不开国家的相关政策支持。国家近年大力扶持乡村发展相关政策。其中，2017 年“乡村振兴”被列为国家发展战略，“十四五”期间推进农业农村现代化规划，决战脱贫攻坚，通过科技革命与产业变革大力发展乡村产业。由于下沉市场大多数由乡村乡镇人口构成，“十四五”期间一系列的乡村扶持规划改善了当地居民的生活质量。日益强大的乡村消费者预测将会推动中国下沉零售市场的数字化与现代化。

消费服务追求升级，产品质量引导消费 伴随着人均可支配收入的不断增长，人们对高端产品的品质与服务会更加看重，中国下沉市场消费者正逐渐从单纯的购买商品转向注重品质消费和服务。根据商务部国际贸易经济合作研究院发布的《下沉市场发展与电商平台价值研究》专题报告显示，目前，下沉市场的消费者从最初的中低端商品购买者，发展成为品质商品消费者。品牌化高品质商品越来越受欢迎，下沉市场的消费结构正在从以低端商品为主的“金字塔形”向以品质商品为主体的“橄榄形”发展。此外，随着行业对消费升级关注度的提升以及新零售模式的出现，不同以往一贯的拼规模、拼价格，如今更要拼供给与品质，下沉市场的消费者越来越重视商品质量和购物体验，只有更好地将消费端与生产端进行无缝对接，才能创造新供给，满足新需求。对商品及服务品质升级的需求预计将进一步推动中国下沉零售市场的增长。

下沉市场零售行业仍然需要完善 中国下沉市场零售行业受制于产业链中复杂的交易层级、冗长的交易流程，以及整体行业数字化水平偏低，尤其在乡镇市场。商品流通上，传统的多级分销体系过度分散且效率低下，同时运输和物流基础设施欠发达，交付成本高且经常延误，最后一公里配送仍是巨大的挑战。此外，产业链缺乏行业范围的基础设施及各参与者之间缺乏有效的信息共享合作机制，这导致了整个行业效率低下，并且面临许多挑战。

图表 20：下沉零售市场面临的挑战

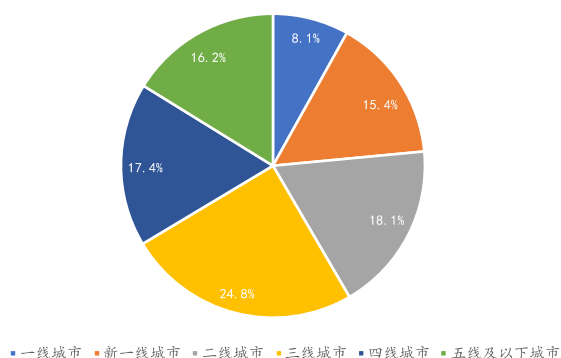
	供应商	渠道商	零售门店	消费者
现状	1. 商品标准化，无法满足多元化及当地消费者需求 2. 低效率的多渠道营销网络	1. 缺乏多元采购渠道，高度依赖数量有限的供应商	1. 以当地零售店为主，高度依赖本地消费者 2. 缺乏数字化解决方案	1. 价格敏感 2. 依赖人际关系
需求	1. 于下沉市场建立有效消费网络	1. 稳定进货渠道，以合适价格采购优质商品	1. 有效线上线下营销策略 价格优势的供应渠道	1. 更多元化渠道获得优越消费体验

资料来源：公司招股书、安信国际研究整理

物流运输不断完善，提升供给效率与客户体验 物流是否通畅，直接关系到下沉市场消费者的购物体验。近年来，“快递进村”的政策有效连接了乡村与全国各地，大大改善了以前物流慢效率低的问题。不少乡村通过扶贫政策的发展，与电商企业、物流企业合作，建立了高效的物流链，打通商品进村通道。邮政公司于乡村建立物流网点。根据中国互联网络信息中心发布的《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2021 年 6 月，全国乡镇快递网点覆盖率达到 98%。连接城乡生产和消费的物流成为促进下沉零售市场发展的重要纽带，快递效率的提高有助于居民有更多的意愿在下沉市场进行消费。

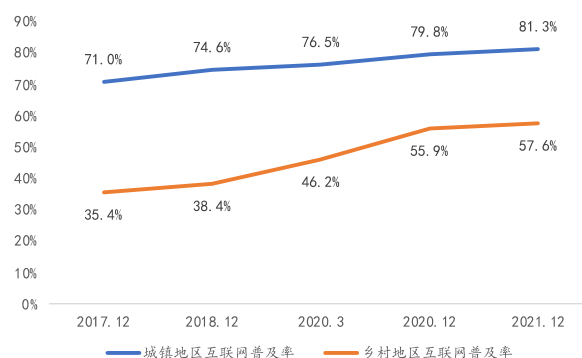
互联网普及率提升，推动消费增长。根据 Quest Mobile 2022 年 4 月的数据显示，中国互联网用户占比中，代表下沉市场的三至五线及以下城市占据约 58.4% 的份额，用户规模正在稳步提升。此外，随着乡镇农村等地方的基础设施建设逐渐完善，互联网普及率也在显著提升，2021 年 12 月乡村地区互联网普及率已达到 57.6%，相比 2017 年 12 月增长 22.2%。城镇地区近年则较为平稳，2017 至 2021 年增长约 10.3%，增速不及乡村地区。事实上，互联网的新业态、新模式持续增强农村地区造血功能，数字乡村建设取得良好进展，有助于发展乡镇地区消费者的线上购买力。

图表 21：2022 年 4 月中国移动互联网用户城市分布



资料来源：QuestMobile、安信国际研究整理

图表 22：2017-2021 年城乡地区互联网普及率



资料来源：中国互联网络信息中心、安信国际研究整理

2.4 行业壁垒

下沉零售行业高度分散且数字化渗透率低，进入门槛低。下列因素影响企业能否成功于下沉零售市场发展成型。

线下门店网络规模 线下零售门店作为沟通消费者与卖家的桥梁，加之下沉零售市场大多依赖于线下门店的支撑，因为具有举足轻重的作用。优质的线下零售门店可以帮助企业更高效的了解、服务不同消费者，从而得知他们不同的消费偏好并反馈给企业。此外，线下零售门店的规模也是成功的关键因素。尤其是具有地域优势（如当地市中心）以及人流量多的地方，线下零售门店可以更好的吸引客户。拥有规模庞大的销售网络意味着掌握更多的消费者渠道，

从而有助于拓宽下沉零售业务。

提供服务的深度和广度 随着下沉零售市场的不断发展，消费者愈发倾向于购买高质量商品的同时，也能享受到高质量的服务。交易与服务平台需具备更有效的服务及解决方案，如 SaaS、物流和售后等一系列增值服务，方能帮助参与者改善经营效率，从而吸引更多利益相关者加入。

供应链资源与稳定性 优质的供应链资源是下沉市场零售门店选择交易和服务平台的重要考量因素。丰富的供应链资源及符合市场需求的商品品类组合对于帮助零售门店增加商品品类、提高商品质量、扩大客户群、降低成本及进一步提升消费者对门店的粘性和口碑方面至关重要。此外，零售门店及由此覆盖的消费者数量的增加也进一步提升了平台对于供应商和其他行业参与者的价值。

服务团队 服务团队是否高效决定了下沉零售市场的企业能否为客户提供满意服务。优质的下沉零售服务团队应具有资深的行业经验并且深度了解当地风俗习惯。此外，对客户的服务态度决定了平台后期能否积累庞大且忠实的客户群体。

3 竞争形势

规模庞大，市场分散 农村经济具备极大的增量潜能，各种需求未被充分满足，发展初期具备时代红利。目前来看，下沉市场处于高度分散且数字渗透率较低的状况，随着各大平台加码注入资金，使得下沉零售市场的竞争愈演愈烈。传统零售行业巨头诸如京东京喜通、阿里零售通，更有面向下沉市场的互联网电商巨头、国美苏宁等下沉的家电连锁，以及品牌商自建的经销商渠道等纷纷加入战场围绕下沉零售业务展开竞争。根据弗若斯特沙利文的报告显示，2020年按照中国下沉市场与整体市场的交易业务规模的计算显示，汇通达分别以0.7%和0.9%的市场占比位居第一和第三名，市场占有率均不足1%。汇通达虽然是面向下沉市场的最大交易平台，但是并不具备现象级的实力，微小的市场份额令其绝对优势并不明显。此外，不同以往的以线下销售渠道为主的下沉零售市场，现如今随着电商平台的稳步发展，电商业的不断下沉也将成为趋势。虽然下沉市场特点是消费者一般根据他们与当地零售门店建立的信任及关系作出购买决定，不会完全信任线上平台。但随着互联网的普及和线上销售的不断多样化，下沉消费者若习惯了线上购买家电等产品，无疑会对汇通达所主营的线下市场造成打击。

图表 23：面向下沉市场交易业务规模（人民币十亿元）

排名	平台	交易业务规模	市场份额	商品品类	业务模式
1	汇通达	32	0.7%	耐用品、农业生产资料、快消品	自营
2	阿里零售通	27	0.6%	快消品	撮合
3	京喜通	23	0.5%	快消品、家用电器、3C 数码	撮合
4	苏宁零售云	23	0.5%	快消品、家用电器、3C 数码	自营
5	天猫优品	15	0.3%	耐用品、快消品	自营

资料来源：弗若斯特沙利文、公司招股书，安信国际研究整理

图表 24：中国整体市场交易业务规模（人民币十亿元）

排名	平台	交易业务规模	市场份额	商品品类	业务模式
1	天音	61	1.0%	耐用品	自营
2	爱施德	59	0.9%	耐用品	自营
3	汇通达	54	0.9%	耐用品、农业生产资料、快消品	自营
4	阿里零售通	38	0.6%	快消品	撮合
5	京喜通	23	0.4%	耐用品、农业生产资料、快消品	撮合

资料来源：弗若斯特沙利文、公司招股书，安信国际研究整理

4-6 线城市+线下“三高”，实现差异化竞争 汇通达的主要业务聚焦在 4-6 线的城市乡村市场，通过线上线下赋能夫妻门店实现经营自主性。品类属性则以三高（价值高、服务高、体验高）为主。虽然目前各大电商巨头纷纷下沉，造成竞争压力，但在市场重心方面与汇通达有所差异。阿里零售与京东京喜的下沉业务大多集中在 1、2 线城市县级以上的地区。基于客户群体的不同，公司并无与各大电商巨头的直接竞争。此外，在产品品类方面，公司主要经

营的产品具有“三高”的属性，购买低频服务高频是它们的特点，商品普遍为耐用品，需长期售后维护。这类商品注重客户体验不能即买即走，以及需要现场指导和示范使用方法。而互联网电商平台则主要以快消品及家用电器为主。运营产品方面公司所在的下沉市场并无直接的竞争者。其次，在商业模式上，汇通达主要采用赋能的方式，通过“帮买帮卖帮管理”的方式帮助线下夫妻门店做大做强。农村的消费特点以熟人为主，高度线下主导，而汇通达的商业模式能更好的贴合农村消费的特点。而电商平台则以加盟为主，通过自主管控的运营模式力求一家独大。二者商业模式的差异亦令潜在竞争减少。

贴合客户需求的多元定制门店 SaaS+业务

基于服务下沉市场零售门店的经验积累，公司于2017年推出门店 SaaS+业务。公司的 SaaS+产品提供数字零售管理、在线门店及数据分析等多个功能模块。公司还向零售门店提供定制化线下服务，例如主题营销及品牌推广活动。公司的 SaaS 产品与线下服务(即 SaaS+)旨在帮助零售门店加强数字化能力，提升其营销及运营效率，进而推动下沉市场零售行业的转型升级。

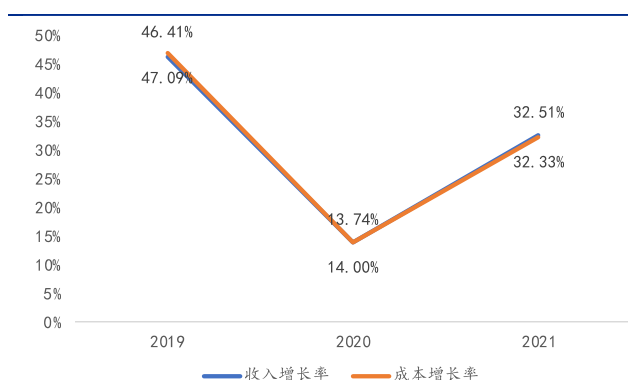
为了改善 SaaS 产品的客户体验，公司的客户经理与研发部门密切合作。通过当地客户经理与下沉市场客户的密切互动，公司深入了解客户的痛点，以持续升级 SaaS 产品，提升客户体验。截至2021年9月30日，公司的免费 SaaS 产品用户数量为73,234家，付费门店 SaaS+用户数量为15,167家。于2018年、2019年、2020年及截至2020年及2021年9月30日止九个月，公司的门店 SaaS+订阅费收入分别为人民币2370万元、人民币4940万元、人民币1.19亿元、人民币9370万元及人民币1.63亿元。

4 财务分析

汇通达的交易和服务业务继续扩张，收入较2020年同期大幅增加，这主要是由于(1)疫情对中国的不良影响已逐渐减弱，且对该等商品的市场需求已大幅增加，公司的消费电子产品及农业生产资料类别的销量大幅增加；(2)得益于快速拓展的销售网络，公司完善与上游品牌商不断强化的战略合作，提升对会员店的服务渗透率，以便能够凭借经强化供应链能力提供更多样化的热销商品。

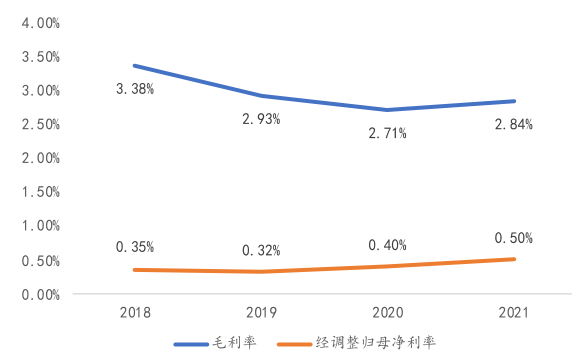
公司的收入近年来不断攀升。2018至2021年的收入分别为298亿、436.3亿、496.3亿以及657.6亿元人民币，年复合增长率为30.19%；相对应的成本分别为287.9亿、423.5亿、482.8亿以及639.0亿元人民币，年复合增长率为30.43%，相对略微高于收入年复合增长率。此外，公司在2019至2021年的收入增长率分别为46.41%、13.74%、32.51%；成本增长率则为47.09%、14.00%和32.33%，二者增速相对保持一致。利率方面，2018至2020年公司的毛利率出现略微跌幅，依次录得3.38%、2.93%、2.71%，2021年有所好转，基于来自服务业务的收入增加，毛利率达到2.84%；经调整后归母净利率则有所好转，依次为0.35%、0.32%、0.40%和0.50%。

图表 25: 2019-2021 年收入成本增长率



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 26: 2018-2021 年毛利率与经调整归母净利率对比



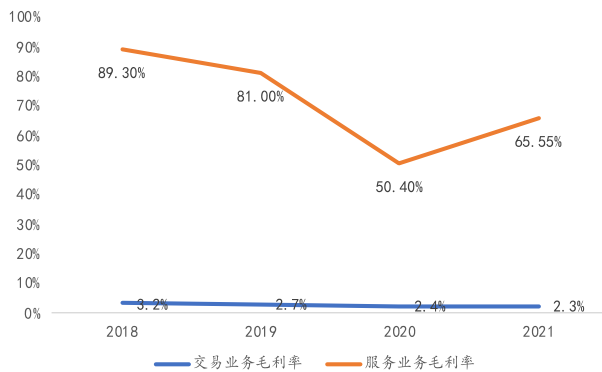
资料来源：公司资料，安信国际研究整理

就各个部分毛利率变化方面，于服务业务中，公司的门店 SaaS+订阅的毛利率在2020年有所上升，主要是规模效应增强导致，2021年的门店 SaaS+订阅的毛利率较2020年同期保持相对稳定。公司的商家解决方案的毛利率于2018年、2019年及2020年出现下滑趋势，从原先的89.30%降至50.40%，主要是因为公司采取低毛利率策略以提高市场份额并扩大销售渠道；

同时，公司为加快服务交付速度，增加向第三方供应商外包若干商家解决方案，产生更高的外包成本。公司在2021年的商家解决方案的毛利率相较于2020年同期亦保持相对稳定。

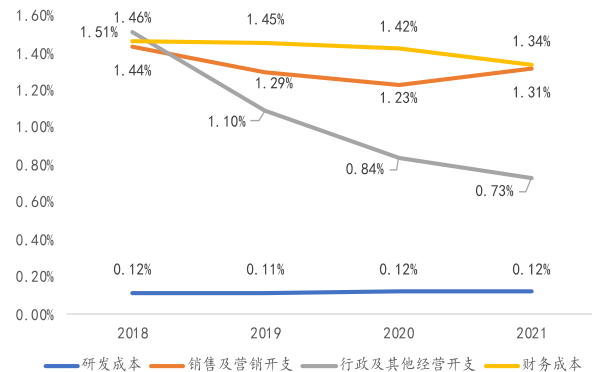
此外，参考公司的各部分成本费用率，研发成本主要包括研发人员的薪金，保持平稳趋势；销售及营销开支大部分来自支付予销售及营销人员的薪金，费用率近四年从1.44%下滑至1.31%；行政及其他经营开支主要包括雇员薪金及有关应收款项的预期信贷亏损，费用率至2021年降至0.73%，主要是由于应收款项的预期信贷亏损逐年减少；财务成本主要包括可赎回注资产生的利息开支，可赎回注资产生的利息开支主要来自公司的部分融资安排中包括的投资者股东的特殊权利和条款产生的利息开支，因为可赎回注资不能作为权益核算，因而在往绩记录期间记入财务成本。在上市后该等特殊权利及条款会无条件终止，从而转为股本。

图表 27: 2018–2021 年各部分毛利率变化



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

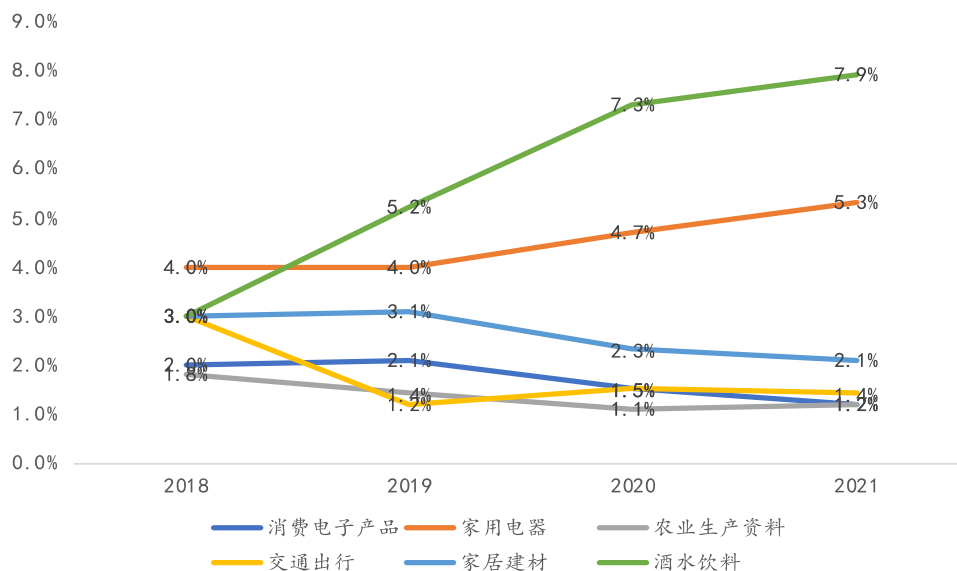
图表 28: 2018–2021 年各部分成本费用率



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

于自营业务中，消费电子产品的毛利率有所降低，主要是由于公司为深化与品牌制造商的合作，采取低毛利率策略，以提高市场份额并扩大销售渠道。家用电器的毛利率有所提高，主要是由于毛利率较高的智能家用电器的销售额所占比例有所提高。酒水饮料的毛利率有所提高，主要是由于(1)受中国白酒的高市场需求所驱动导致售价有所提高；及(2)公司加强了白酒供应链能力。家居建材、农业生产资料及交通出行产品的毛利率保持相对稳定。

图表 29: 2018–2021 年交易业务板块主要部分毛利率变化



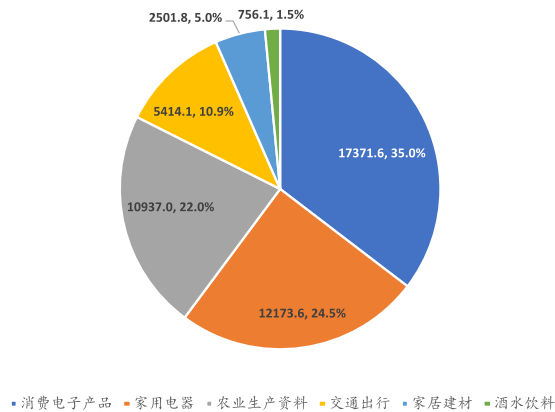
资料来源：公司资料，安信国际研究整理

交易业务板块作为公司营收的主要板块，由自营业务和在线撮合业务组成，而自营业务历年占比维持在整体交易业务的99%以上。消费电子产品、农业生产资料、家用电器、交通出行类商品、家居建材及酒水饮料六大行业占比绝大多数。

其中，消费电子产品占比最大，收入由2020年173.7亿增长至2021年的270.5亿元人民币，同比增长55.7%，占比提升至41.1%，主要原因为公司主动加强销售力度，多元化公司的商品组合，拓展客户网络，同时在2019年市场对于消费电子产品的需求大幅增长，该趋势因2020

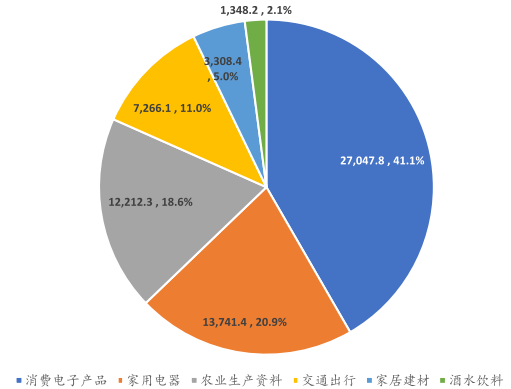
年的疫情期间旅行限制而被进一步推动。家用电器收入相较 2020 年有所增长，但相较 2018 年有所下降，占比也相对下降至 2021 年的 20.9%。主要原因为传统家用电器行业(如空调和冰箱行业)销售下降，加之疫情期间城镇及乡村地方政府实施了严格的旅行限制，为商品运输造成一定的困难。农业生产资料同比增长 12%，占比有所下降，至 18.6%。交通出行与家居建材占比相对持平，收入有增长，主要是因为加强了汽车零部件及汽车的销售力度，以及玻璃及电缆销量迅速增长。酒水饮料方面，随着国内酱酒行业持续升温，公司重点拓展了酱香型白酒渠道，来自于酒水饮料销售的收入同比增长 78.3%，占比提升至 2.1%

图表 30: 2020 年交易业务板块主要部分收入及占比 (百万元人民币)



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

图表 31: 2021 年交易业务板块主要部分收入及占比 (百万元人民币)

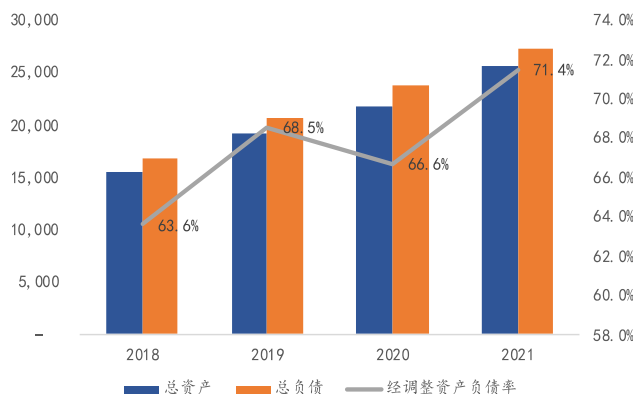


资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

经调整后资产负债比率是计算按负债总额减去可赎回注资除以资产总额，计算经调整后资产负债比率。公司董事认为经调整后资产负债率属正常范围，对于业务活力的增强，市场的进一步开拓有促进作用。经调整后，公司资产负债率亦处于相对较高水平，2021 年达到 71.4%。

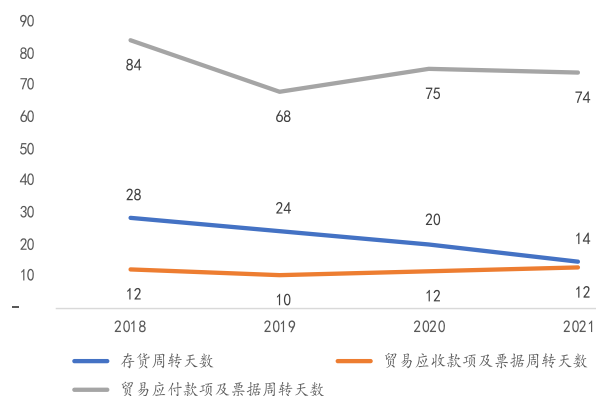
存货周转方面，周转天数自 2018 年逐年减少，降至 12 天，得益于品类结构优化并与上游合作加深，流动资金使用效率有向好趋势；贸易应收款项及票据周转天数维持在 12 天，表现稳定，主要由于良好的客户关系以及客户回款效率高；贸易应付款项及票据周转天数表现略微下滑至 74 天，主要因为资源整合能力及议价能力的提升。

图表 32: 2018-2021 总资产总负债对比 (人民币百万元)



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

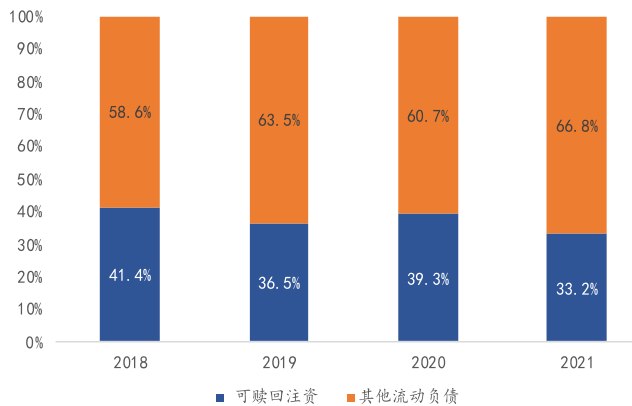
图表 33: 2018-2021 年营运效率变化



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

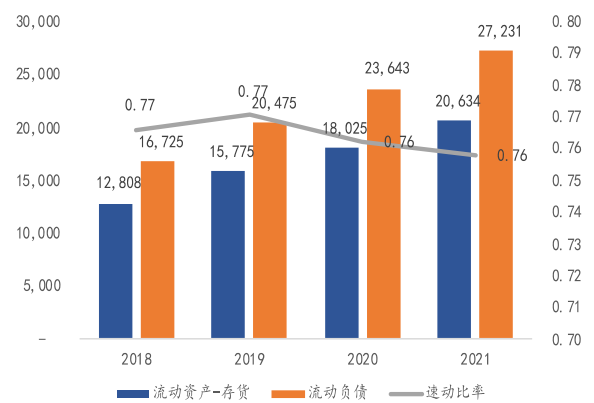
可赎回注资占比由 2018 年的 41.4% 缩减至 2021 年的 33.2%，由于公司并无无条件权利将首次公开发售前投资发行股份的注资的赎回延迟至各报告期末后至少十二个月。因此，该等可赎回注资于综合财务状况表中分类为流动负债。后续随着公司上市后，可赎回注资已从负债转为股本，预计后续流动负债会相对减少。速动比率方面，由于可赎回注资的占比较高导致流动负债超过流动资产。

图表 34：2018–2021 年流动负债与可赎回注资变化
(百万人民币)



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 35：2018–2021 年流动资产负债及速动比率
变化 (百万人民币)



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

5 盈利预测及估值

5.1 业务预测

“三高”业务空间广阔 政府通过大力推动乡村建设，全面促进农村富民产业及消费的提升，因此，近年来乡村人均收入与支出稳定增长。得益于下沉市场的规模亦逐年扩张。“十四五”期间推进乡村现代化的进程中，整体下沉市场消费水平以及对商品需求的提高将持续对公司带来利好影响。此外，“三高”类商品作为农民家庭的主要支出，在交易业务中占比居高。基于“三高”类商品的线上化难度较高，如频繁化的服务、耐用品的长期售后服务以及现场指导示范服务等，该类商品销售高度依赖当地夫妻零售门店。为乡镇夫妻店提供优质供应链将成为公司稳定的交易业务来源，发挥下沉零售市场优势，加之现如今可支配收入的提高，人民对下沉市场的“三高类”商品需求随之增加，凭借公司多年下沉市场运作经验，三高品类将预期建立较强的行业壁垒，并带来稳定增长。

二级品类扩容优化毛利率 2021 年公司已扩展超过 17.5 万个 SKU，6 大行业的二级品类由 14 个扩充到 20 个。二级品类的扩容与优化可以提高毛利率水平，品类结构的持续优化预计将提升交易业务毛利率的空间，例如在农资品类中，增加农药、种子等毛利率较高的商品，并使各个板块占比均衡化，在较大程度上提升交易毛利率。

SaaS+改善运营效率，商家解决方案带动门店数字化转型 下沉市场夫妻乡镇门店虽具备本地化服务、经营成本较低等优势，但存在供应链资源整合能力和数字化能力的缺陷，无法及时满足差异化需求。公司通过 SaaS+业务赋能门店，帮助夫妻店解决经营痛点、提高销售规模，有助于提高会员零售门店的付费意愿。SaaS+方面，通过数字零售管理、数据分析等多个模块为零售门店提供数字解决方案，改善运营效率，因此将会成为零售门店提高效率的发展趋势。商家解决方案则帮助建设升级下沉零售市场产业链参与者的数字基础设施，并向其提供营销支持解决方案及软件定制化解决方案。数字化时代的来临将带动零售端产业链的转型，公司提供的有效服务将成为各个会员店与时代并行的契机，预期未来对该业务的需求也将不断扩张。

收入预测

就营业收入来看，作为面向下沉市场交易业务规模的龙头，得益于快速拓展的销售网络，与上游品牌商不断强化的战略合作，以及持续提升对会员店的服务渗透率，公司的收入呈历年增长状态，2019/2020/2021 分别达到 436.3 亿/496.3 亿/657.6 亿元人民币。基于目前尚处于蓬勃发展的 to B 下沉零售市场，公司的业务规模将会随着良好的运营战略而不断拓展，加之后续疫情的不利影响预计将会趋于缓和。因此，我们预期公司未来的业务会稳定向好增长，2022/2023/2024 年预计收入为 849.9 亿元/1063.5 亿元/1256.2 亿元人民币，同比增长分别为 29%、25%和 18%；对应的毛利率分别是 3.1%/3.1%/3.2%；毛利润分别为 26.1 亿元/33.4 亿元/40.6 亿元人民币；经调整归母净利润为 4.79 亿元/7.27 亿元/10.71 亿元人民币，相对应的净利率为 46.3%/51.7%/47.3%。

从交易业务板块来看，公司的战略将对二级品类进行持续优化，酒水、交通出行以及家电业务的占比未来预计更加均衡。家电业务中，小家电和智能家电会加大投入；农资农机则会涵盖更多与农民生产相关的品类；酒水快消品的增加亦会提高第三方的佣金收入。同时，“三高”类的商品将持续依赖线下夫妻零售店，维持稳定收入增长。因此，品类结构的优化与扩容将持续带动交易业务毛利率的上升。预期 2022/2023/2024 年的交易业务收入为 841.4 亿/1051.8 亿/1241.1 亿元人民币，同比增长分别为 29%、25%和 18%；对应的毛利率分别为 2.4%/2.4%/2.4%；毛利润为 20.2 亿/25.3 亿/29.8 亿元人民币。

从服务业务板块来看，SaaS+业务历年呈翻倍增长状态，2018 至 2021 年的复合增速达到 127.3%。公司目前注册会员店的数量超 18 万家，积累大量具有变现潜力的客户，且规模随着公司不断深耕各个省份，正处于扩张中。下沉零售夫妻店存在供应链资源整合能力和数字化能力的短板，无法及时满足消费者日益变化需求。通过“帮卖、帮买、帮管”的方式吸引更多的会员店使用 SaaS+业务，推动数字化转型需求。预期 2022/2023/2024 年的服务业务收入为 7.2 亿元/10.2 亿元/13.4 亿元人民币，同比增长分别为 65%、41%和 31%；毛利率分别为 67.4%/67.8%/69.7%；毛利润为 4.9 亿元/6.9 亿元/9.3 亿元人民币。

图表 36：2022-2024 年公司收入部分增长预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	49629	65763	84990	106345	125624
增速	13.74%	32.51%	29.24%	25.13%	18.13%
交易业务	49302	65226	84141	105176	124108
增速	13.66%	32.30%	29.00%	25.00%	18.00%
服务业务	243	438	724	1020	1336
增速	337.75%	80.38%	65.44%	40.76%	31.06%

资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 37：2022-2024 年公司毛利部分增长预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利润	1345	1847	2609	3337	4055
增速	5.11%	37.34%	41.28%	27.91%	21.53%
毛利率	2.71%	2.81%	3.07%	3.14%	3.23%
交易业务毛利润	1164	1488	2023	2528	2984
增速	0.34%	27.85%	35.97%	25.00%	18.00%
毛利率	2.36%	2.28%	2.40%	2.40%	2.40%
服务业务毛利润	122	281	488	691	931
增速	172.52%	129.22%	73.95%	41.56%	34.69%
毛利率	50.44%	64.09%	67.39%	67.78%	69.65%

资料来源：公司资料，安信国际研究整理

5.2 估值与评级

我们认为公司是下沉市场零售的核心标的，在未来几年业绩将仍然保持较为快速的增长。一方面公司下沉市场夫妻店模式是完善经济运转的下游毛细血管，对达成人民群众消费升级和实现共同富裕目标具有重要意义，且“三高”类产品作为体验服务、售后服务要求高的商业品类，在下沉市场的推广举措难以被村镇电商取代；另一方面公司在拓展品类的同时，公司与品牌方直供的比例逐渐提升，一方面有利于公司对上游议价，另一方面有利于打造性价比高的白牌或者公司自身品牌的产品，毛利率也得到优化。

采用 SOTP 法对公司的交易业务和商家服务业务进行估值。交易业务方面，我们以 A 股公司国联股份 603613.SH 作为参考标的，在商业模式与业务体量方面国联股份与公司也最为接近。该公司经营业务主要为网上商品交易业务、商业信息业务以及互联网应用业务。业务构成与公司有相似之处，主要经营业务为网上商品交易，占比约 99%，其余业务占比不足 1%。

图表 38: 交易业务相关公司估值对比

代码	公司	市值(亿元)	TTM			ROE (%)	营收CAGR	盈利CAGR
			PE	PB	PS			
603613.SH	国联股份	512.12	78.12	11.43	1.18	14.63	116.40%	83.34%
002095.SZ	生意宝	31.77	139.67	3.48	6.59	2.49	4.10%	-13.26%
300226.SZ	上海钢联	53.83	34.48	3.26	0.07	9.45	-11.86%	13.75%
002315.SZ	焦点科技	40.83	15.34	1.9	2.74	12.39	17.89%	63.26%

资料来源: Wind, 安信国际研究整理

服务业务方面,我们以港股公司微盟 2013.HK、中国有赞 8083.HK、明源云 0909.HK 和阜博集团 3738.HK 对标,均以 SaaS 服务模式为主的公司。

图表 39: 服务业务相关公司估值对比

代码	简称	市值(百万)	EPS (TTM)	PE (TTM)	PB (MSQ)	PS (TTM)
2013.HK	微盟集团	10,860	-0.39	-10.85	2.18	3.3
8083.HK	中国有赞	2,837	25.74	-0.9	1.72	1.48
909.HK	明源云	12,066	-4.87	-28.65	1.66	4.51
3738.HK	阜博集团	7,941	-0.01	-350.18	5.17	11.57

资料来源: Wind, 安信国际研究整理

我们采用 PS 的方式对交易业务与服务业务分部进行估值,交易业务分部我们参考国联股份 603613.SH 的 PS 估值,考虑到 A 股与港股的溢价率予以折扣,我们按照 2022 年 0.45x 的 PS 给予交易业务分部 445.5 亿港元的估值; SaaS 服务业务我们参考港股 SaaS 公司,按照 2022 年 3.0x 的 PS 给予服务业务分部 25.6 亿港元的估值;合计对应的目标价为 83.7 港元,对应 2022E/2023E/2024E 的市盈率分别为 62x/41x/28x,目标价相较现价有 39.1% 的上升空间,首次覆盖予以“买入”评级。

6 风险提示

- 1) 商品供应范围扩张,对应运营未知风险增加;
- 2) 下沉零售市场竞争持续激烈;
- 3) 会员零售门店增长不及预期;
- 4) 疫情反复影响运营;
- 5) 宏观经济不确定性及监管环境的变动。

附表：财务报表预测

利润表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	49,629,135	65,763,174	84,989,916	106,345,284	125,623,658
收入成本	-48,284,624	-63,895,208	-82,381,183	-103,008,431	-121,568,438
毛利	1,344,511	1,867,966	2,608,733	3,336,853	4,055,220
其他收入	23,496	55,843	50,994	50,994	50,994
其他收益净额	121,646	136,629	169,980	0	0
销售及营销开支	-609,585	-864,241	-1,189,859	-1,232,354	-1,359,839
行政及其他经营开支	-415,033	-478,961	-594,929	-679,919	-764,909
研发成本	-58,276	-78,547	-130,035	-152,982	-144,483
经营利润	406,759	638,689	914,884	1,322,592	1,836,983
财务收入	101,006	166,308	92,166	156,809	218,127
财务成本	-704,878	-879,292	-235,352	-155,352	-155,352
应占联营公司亏损	-1,408	-1,290	-1,820	-1,820	-1,820
除税前亏损	-198,521	-76,115	769,878	1,322,229	1,897,938
所得税	-81,471	-100,934	-141,807	-264,518	-367,397
年内净利润/亏损	-279,992	-177,049	628,071	1,057,710	1,530,542
归属少数股东净利润	125,295	172,832	228,721	330,648	459,246
归母净利润	-405,287	-349,881	399,350	727,062	1,071,296
经调整归母净利润	196,853	327,609	479,350	727,062	1,071,296

财务分析

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
营业能力					
毛利率	2.7%	2.8%	3.1%	3.1%	3.2%
销售费用率	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%
行政费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润率	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.5%
经调整净利率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%
存货周转天数	19.6	14.0	13.6	13.8	14.2
应收账款周转天数	11.8	12.7	13.3	13.5	13.9
预付账款周转天数	72.2	70.7	70.0	71.0	72.9
财务状况					
流动比率	0.86	0.86	1.36	1.33	1.34
速动比率	0.76	0.76	1.20	1.17	1.17
扣除债务后净现金	4,793,195	3,702,460	8,327,382	12,321,499	16,503,191
总负债/总资产	1.09	1.07	0.69	0.71	0.71
增长能力					
收入同比增长	13.7%	32.5%	29.2%	25.1%	18.1%
归母净利润同比增长	41.6%	66.4%	46.3%	51.7%	47.3%

资产负债表

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
物业、厂房及设备	45,085	42,635	44,915	46,488	47,572
投资物业	3,901	3,707	3,707	3,707	3,707
递延税项资产	63,006	68,690	68,690	68,690	68,690
于联营公司之权益	0	1,990	1,990	1,990	1,990
交易性金融资产	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
抵押存款	630,000	1,150,000	1,150,000	1,150,000	1,150,000
定期存款	530,000	865,000	865,000	865,000	865,000
使用权资产	127,927	111,171	111,171	111,171	111,171
于联系人之权益	18,042	0	0	0	0
非流动资产	1,419,961	2,245,193	2,247,473	2,249,046	2,250,130
存货	2,250,583	2,718,623	3,513,449	4,396,271	5,193,231
贸易应收账款及应收票据	1,847,404	2,652,767	3,428,339	4,289,776	5,067,430
预付款项、押金及其他应收款项	6,620,010	8,416,880	8,416,880	8,416,880	8,416,880
可收回税项	562	2,827	2,827	2,827	2,827
抵押存款	4,006,904	3,873,552	3,873,552	3,873,552	3,873,552
现金及现金等价物	4,315,977	2,966,920	8,456,842	12,450,959	16,632,651
交易性金融资产	1,073,930	2,705,757	2,705,757	2,705,757	2,705,757
其他流动资产	160,000	15,492	15,492	15,492	15,492
流动资产	20,275,370	23,352,818	30,413,138	36,151,513	41,907,820
总资产	21,695,331	25,598,011	32,660,611	38,400,559	44,157,950
贸易应付款项及应付票据	11,419,335	14,418,802	18,634,331	23,316,569	27,543,419
应付税项	50,822	48,819	48,819	48,819	48,819
银行贷款及其他借款	212,782	129,460	129,460	129,460	129,460
拨备	0	0	0	0	0
合约负债	2,133,207	2,937,060	2,937,060	2,937,060	2,937,060
可赎回注资	9,285,430	9,027,445	0	0	0
其他流动资产	541,619	669,472	669,472	669,472	669,472
流动负债	23,643,195	27,231,058	22,419,142	27,101,380	31,328,230
租赁负债	79,627	67,399	67,399	67,399	67,399
递延收入	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000
非流动负债	96,627	84,399	84,399	84,399	84,399
总负债	23,739,822	27,315,457	22,503,541	27,185,779	31,412,629
股本	508,658	508,658	508,658	508,658	508,658
储备	-3,808,687	-3,584,116	8,061,679	8,788,741	9,860,037
归属股东权益	-3,300,029	-3,075,458	8,570,337	9,297,399	10,368,695
非控股权益	1,255,538	1,358,012	1,586,733	1,917,381	2,376,627
总权益	-2,044,491	-1,717,446	10,157,070	11,214,780	12,745,321

<千元人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
除税前利润	-198,521	-76,115	769,878	1,322,229	1,897,938
PP&E折旧	79,951	80,359	20,212	20,919	21,407
应收账款减值	89,652	101,415	0	0	0
存款减值拨备	54,191	15,747	0	0	0
财务成本	704,878	879,292	235,352	155,352	155,352
财务收入	-101,006	-166,308	-92,166	-156,809	-218,127
其他非运营经营现金流量	-129,957	-146,981	0	0	0
营运资金变动前的经营现金流量	499,188	687,409	933,276	1,341,692	1,856,571
存货变化	361,167	-941,329	-794,826	-882,822	-796,960
贸易应收账款变化	-901,990	-2,881,502	-775,572	-861,437	-777,655
贸易应付账款变化	3,191,420	3,511,458	4,215,529	4,682,238	4,226,850
递延收入变化	-688	-843	0	0	0
发行应付票据抵押存款增加	-1,822,128	-386,648	0	0	0
其他营运资金变动	-786,835	940,272	0	0	0
经营业务现金流	540,134	928,817	3,578,407	4,279,671	4,508,806
已付所得税	-67,871	-113,808	-141,807	-264,518	-367,397
经营活动现金流净额	472,263	815,009	3,436,600	4,015,152	4,141,409
固定资产开支	-27,572	-22,492	-22,492	-22,492	-22,492
购买/出售结构性存款净额	2,646,704	-1,498,991	0	0	0
收购/出售附属公司权益	62,242	36,054	0	0	0
投资/出售联营公司权益付款	0	3,914	0	0	0
定期存款增加	-600,000	-175,000	0	0	0
已收利息	63,946	118,376	-143,186	1,457	62,775
其他投资活动现金流	-6,937	2,630	0	0	0
投资活动现金流	2,138,383	-1,535,509	-165,678	-21,035	40,283
股权融资变化	0	0	2,219,000	0	0
银行贷款变化	-271,510	-76,187	0	0	0
已付利息	-96,614	-197,524	0	0	0
其他融资活动现金流	905,746	-354,846	0	0	0
融资活动现金流	537,622	-628,557	2,219,000	0	0
期初现金净额	1,167,709	4,315,977	2,966,920	8,456,842	12,450,959
现金流净增加	3,148,268	-1,349,057	5,489,922	3,994,117	4,181,692
汇率变动对现金影响	0	0	0	0	0
期末现金	4,315,977	2,966,920	8,456,842	12,450,959	16,632,651

资料来源：公司公告，安信国际研究整理

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010