

互联网	收盘价 港元 20.25	目标价 港元 21.00↓	潜在涨幅 +3.7%
-----	-----------------	------------------	---------------

2024 年 8 月 30 日

汇通达网络 (9878 HK)

战略调整下上半年业绩承压，目标 2025 年恢复历史高值

受组织架构和战略调整影响，汇通达 2024 上半年业绩承压，我们调整全年收入和利润预测。预计下半年收入逐季转好，2024 全年收入同比下降 14%，毛利率仍呈提升趋势，预计下半年归母净利润同比持平，全年利润同比下降 23%。预计 2025 年业务转型完成后，收入和利润都将有所恢复，预计同比增 17%/53%，达到历史高值。基于 20 倍 2025 年市盈率，我们调整目标价至 21 港元（原 30 港元），公司业务调整有利于长期高质量增长，但短期不确定性仍存，维持中性评级。

④ **2024 上半年业绩：**收入 329 亿元（人民币，下同），同比下降 24%，主要因市场短期需求承压及公司主动调整战略、缩减渠道业务，其中交易业务降 25%/服务业务增 12%。毛利率 3.5%，同比提升 0.5 个百分点，得益于持续优化品类结构、减少低效能业务、深化头部品牌合作、打造自有品牌建设和产销一体化运营。调整后归母净利润 1.3 亿元，对应净利率 0.4%。

④ **业绩要点：**1) 交易业务收入结构改善，渠道端占比降至<50%，会员零售门店占比提升约 8 个百分点。活跃会员店数同比增近 20%，增速快于注册会员店。2) 除家电行业受短期结构性调整影响，其他行业毛利率同比均有提升，其中，受益于低毛利率业务收缩，家居建材和酒水饮料行业提升幅度明显，其他行业中，洗化行业与联合利华达成合作，并积极拓展家清、个护、美妆等高毛利率产品。3) 公司将战略聚焦品牌合作深化、产销一体运营以及洗化、新能源等新品类拓展。

盈利预测变动

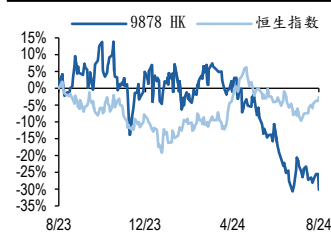
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	71,218	85,327	-16.5%	83,455	89,566	-6.8%	90,622	94,296	-3.9%
增速	-13.6%	3.5%	-17.1ppts	17.2%	5.0%	12.2ppts	8.6%	5.3%	3.3ppts
交易业务	70,381	84,491	-16.7%	82,508	88,620	-6.9%	89,566	93,241	-3.9%
服务业务	737	736	0.1%	847	846	0.1%	956	955	0.1%
毛利润	2,409	3,052	-21.1%	2,913	3,318	-12.2%	3,198	3,611	-11.5%
毛利率	3.4%	3.6%	-0.2ppt	3.5%	3.7%	-0.2ppt	3.5%	3.8%	-0.3ppt
经营利润	603	1,046	-42.4%	931	1,258	-26.0%	1,146	1,540	-25.5%
经营利润率	0.8%	1.2%	-0.4ppt	1.1%	1.4%	-0.3ppt	1.3%	1.6%	-0.4ppt
经调整归母净利润	344	587	-41.4%	524	702	-25.3%	642	855	-24.9%
经调整归母净利率	0.5%	0.7%	-0.2ppt	0.6%	0.8%	-0.2ppt	0.7%	0.9%	-0.2ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	33.00
52周低位 (港元)	20.10
市值 (百万港元)	3,580.61
日均成交量 (百万)	0.49
年初至今变化 (%)	(33.39)
200天平均价 (港元)	26.21

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

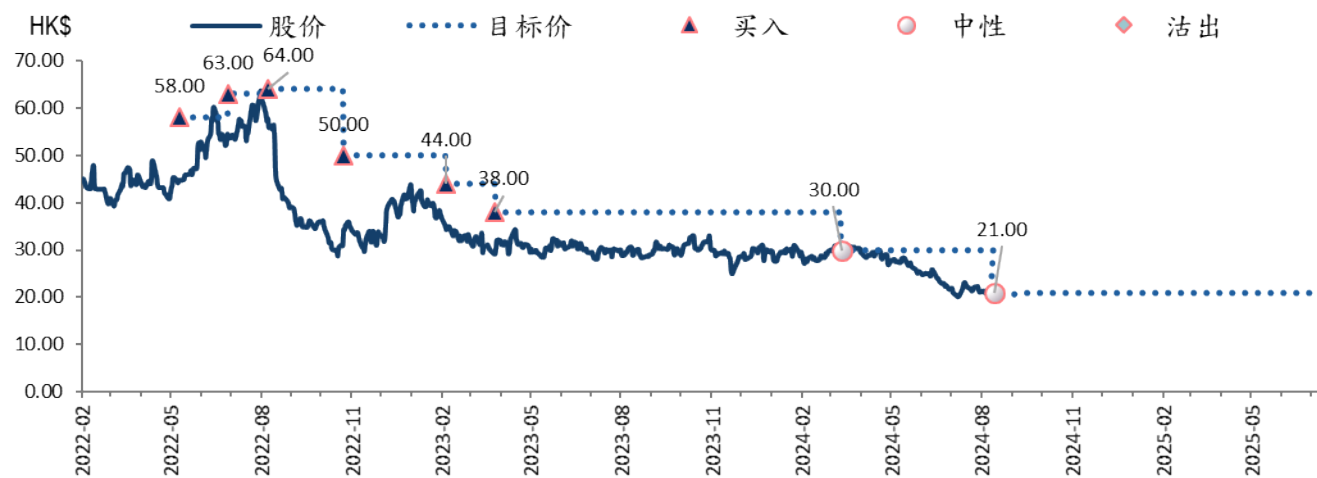
hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

图表 1: 2024 上半年业绩回顾

(人民币百万)	1H23	1H24	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	43,377	32,856	-24	82,433	71,218	83,455	90,622
<i>彭博一致预期</i>					<u>85,065</u>	<u>88,731</u>	<u>93,613</u>
同比增速	9%	-24%		3%	-14%	17%	9%
收入分类							
交易业务	42,990	32,385	-25	81,618	70,381	82,508	89,566
自营业务	42,988	32,385	-25	81,616	70,376	82,502	89,559
消费电子产品	23,111	19,528	-16	44,888	42,644	49,040	52,963
农业生产资料	6,755	4,140	-39	12,261	7,970	9,165	10,082
家用电器	6,558	4,314	-34	12,314	10,467	12,036	12,638
交通出行	4,049	2,885	-29	7,615	6,472	8,414	9,676
家居建材	1,536	992	-35	2,994	1,946	2,530	2,530
酒水饮料	846	390	-54	1,354	677	1,015	1,219
其他	133	135	1	191	201	301	451
在线撮合业务 (佣金)	1	0	-87	2	5	6	7
服务业务	343	384	12	655	737	847	956
门店 SaaS+订阅	270	307	14	562	639	739	837
商家解决方案	73	78	6	93	98	108	119
其他	45	86	90	160	100	100	100
合计	43,377	32,856	-24	82,433	71,218	83,455	90,622
收入成本	(42,083)	(31,714)	-25	(79,693)	(68,809)	(80,543)	(87,425)
毛利	1,294	1,142	-12	2,740	2,409	2,913	3,198
毛利率	3.0%	3.5%		3.3%	3.4%	3.5%	3.5%
其他收入/利得	98	71	-28	177	145	145	145
研发开支	(46)	(39)	-16	(94)	(84)	(99)	(109)
营销费用	(622)	(573)	-8	(1,381)	(1,271)	(1,419)	(1,495)
行政开支	(172)	(160)	-7	(374)	(320)	(334)	(317)
经营利润	433	307	-29	794	603	931	1,146
经营利润率	1.0%	0.9%		1.0%	0.8%	1.1%	1.3%
调整后归母净利润	245	125	-49	448	344	524	642
<i>彭博一致预期</i>					<u>576</u>	<u>747</u>	<u>933</u>
同比增长	31%	-49%		18%	-23%	53%	23%

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 汇通达网络 (9878 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	83.82	119.00	42.0%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.23	19.00	33.5%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.24	3.80	69.6%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	40.30	54.00	34.0%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.47	14.00	33.7%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	97.70	120.00	22.8%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.59	5.90	-10.5%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.58	33.00	-4.6%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.70	29.00	17.4%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	93.42	194.00	107.7%	2024 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	26.37	41.00	55.5%	2024 年 08 月 16 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	81.02	111.00	37.0%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.00	8.50	-34.6%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.18	6.50	104.4%	2024 年 08 月 28 日	教育
DAO US	有道	买入	3.21	4.50	40.2%	2024 年 08 月 23 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.02	13.80	72.1%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	47.00	80.00	70.2%	2024 年 08 月 01 日	教育
777 HK	网龙网络	买入	10.54	14.00	32.8%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	80.53	113.00	40.3%	2024 年 08 月 23 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	382.00	486.00	27.2%	2024 年 08 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	21.45	30.00	39.9%	2024 年 05 月 22 日	游戏
3690 HK	美团	买入	118.20	136.00	15.1%	2024 年 08 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	17.98	24.00	33.5%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.55	11.30	18.3%	2024 年 08 月 16 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.76	13.50	25.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.11	1.50	35.1%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	20.25	21.00	3.7%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.70	14.00	30.8%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	14.56	23.00	58.0%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	370.20	509.00	37.5%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2024 年 8 月 30 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	80,355	82,433	71,218	83,455	90,622
主营业务成本	(77,858)	(79,693)	(68,809)	(80,543)	(87,425)
毛利	2,497	2,740	2,409	2,913	3,198
销售及管理费用	(1,721)	(1,755)	(1,592)	(1,753)	(1,812)
研发费用	(113)	(94)	(84)	(99)	(109)
其他经营净收入/费用	1	(98)	(130)	(130)	(130)
经营利润	663	794	603	931	1,146
财务成本净额	(60)	4	(2)	26	29
应占联营公司利润及亏损	0	(1)	(1)	(1)	(1)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	603	797	600	956	1,175
税费	(93)	(100)	(90)	(143)	(176)
非控股权益	(223)	(249)	(189)	(301)	(369)
净利润	287	448	321	512	629
作每股收益计算的净利润	287	448	321	512	629
Non-GAAP标准的净利润	379	448	321	512	629

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4,082	3,749	3,093	4,104	5,028
有价证券	2,329	2,435	2,800	3,220	3,703
应收账款及票据	3,206	2,831	2,047	3,669	2,290
存货	2,553	2,581	1,851	2,818	2,930
其他流动资产	15,222	15,854	16,765	17,251	18,146
总流动资产	27,393	27,449	26,555	31,061	32,097
物业、厂房及设备	77	82	58	25	(7)
其他有形资产	107	78	62	51	45
合资企业/联营公司投资	10	27	27	27	27
其他长期资产	1,802	1,474	605	659	708
总长期资产	1,996	1,661	751	762	774
总资产	29,389	29,110	27,307	31,823	32,870
短期贷款	715	385	369	369	369
应付账款	15,975	16,425	14,678	17,920	17,531
其他短期负债	3,013	2,507	2,748	3,019	3,276
总流动负债	19,704	19,317	17,794	21,308	21,176
长期应付账款	58	40	49	44	47
其他长期负债	17	259	17	17	17
总长期负债	75	298	66	61	64
总负债	19,779	19,615	17,860	21,369	21,240
股本	563	563	563	563	563
储备及其他资本项目	7,539	7,210	8,884	9,891	11,068
股东权益	8,101	7,772	9,447	10,454	11,630
非控股权益	1,509	1,723	0	0	0
总权益	9,610	9,495	9,447	10,454	11,630

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	654	797	600	956	1,175
折旧及摊销	70	74	64	56	52
营运资本变动	(489)	(454)	(911)	434	236
利息调整	61	(4)	2	(26)	(29)
税费	(93)	(100)	(90)	(143)	(176)
其他经营活动现金流	59	157	(19)	42	(4)
经营活动现金流	261	471	(355)	1,320	1,253
资本开支	(55)	(33)	(23)	(25)	(24)
投资活动	(1,105)	623	(43)	(47)	(52)
其他投资活动现金流	121	353	0	0	0
投资活动现金流	(1,039)	943	(66)	(72)	(76)
负债净变动	561	(93)	(17)	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	1,258	(1,654)	(219)	(236)	(253)
融资活动现金流	1,819	(1,747)	(235)	(236)	(253)
年初现金	3,024	4,082	3,749	3,093	4,104
年末现金	4,082	3,749	3,093	4,104	5,028

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.565	0.798	0.572	0.911	1.120
全面摊薄每股收益	0.565	0.798	0.572	0.911	1.120
Non-GAAP标准下的每股收益	0.745	0.798	0.572	0.911	1.120
每股账面值	15.927	13.841	16.823	18.616	20.711
利润率分析(%)					
毛利率	3.1	3.3	3.4	3.5	3.5
EBITDA利润率	0.9	1.1	0.9	1.2	1.3
EBIT利润率	0.8	1.0	0.8	1.1	1.3
净利率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	3.1	3.3	3.4	3.5	3.5
净利率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
盈利能力(%)					
ROA	1.0	1.5	1.1	1.7	1.9
ROE	NA	5.6	3.7	5.1	5.7
ROIC	NA	7.3	5.4	7.9	8.8
其他					
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	12.4	11.8	11.8	10.6	12.0
应收账款周转天数	13.3	13.4	12.5	12.5	12.0
应付账款周转天数	69.1	70.0	78.0	70.0	70.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。