

盛业 (06069)

证券研究报告

2024年09月07日

科技赋能平台化战略，构建资金端与资产端桥梁

供应链科技行业龙头，平台链接破局风控难题

盛业控股是首家在香港主板上市的供应链科技平台公司。盛业持续聚焦普惠金融、数字金融业务，紧跟中央金融工作会议提出的“五篇大文章”政策导向。集团已服务基建、医药和大宗商品等国家支柱产业，也在积极布局更多战略性新兴产业，比如新能源和跨境电商。集团通过科技融合产业供应链，帮助链上的中小微企业获得更便捷的普惠金融服务。目前，公司已取得 68 项国家发明专利及计算机软件著作权，深度合作核心企业 10+，累计服务 16,000+ 客户，其中中小微企业占比大于 97%，正向保理业务占比高达 96%。在金融科技的加持下，2023 年公司不良率为 0，逾期率为 0.03%，已具备强大的风控能力和可持续盈利能力。

科技服务强势增长，研发投入成效显著

公司凭借国资合作带来的供应链资产增长以及供应链科技平台链接的资金端与资产端数量的增加，实现了数字金融业务的稳健增长与以平台服务业务为代表的科技收入的快速增速。公司 FY2023 总收入增速较大，主要原因来自于科技收入同比增长 65% 的飞跃。费用方面，受中小微企业融资需求提升、公司业务扩张影响，公司 FY2021-FY2023 财务费用上升，但降本增效显著，管理费用占比下降，经调整净利润持续提升。公司重视研发投入与科技应用，已累计投入 2 亿元用于研发。其研发成效显著，FY2021-FY2023 研发成本中资本化金额为接近或超过当年研发费用。未来公司有望通过更多供应链科技带动科技收入更创佳绩。

融资难题亟待破解，供应链金融潜力无限

近五年来国内中小微企业数量持续增长，已在经济社会发展全局中发挥着重要作用，带来的是其融资需求的上升。2023 年商业保理市场业务量达到 2.7 万亿元人民币，较 2022 年增长 20.5%。预计 2025 年业务量将突破 3 万亿元；2022 年，我国供应链金融行业余额规模达到了 36.9 万亿元，2018-2022 年 CAGR 为 16.8%，预计 2022-2027 年中国供应链金融行业规模将以 10.3% 的 CAGR 继续增长，到 2027 年，规模将超 60 万亿元，中国将成为全球最大的供应链金融市场之一。从需求端来看，中国规模以上工业企业应收账款总额从 2019 年末的 17.40 万亿元增加至 2023 年末的 23.72 万亿元，年复合增长率为 8.05%。供应链金融行业市场空间广阔，未来公司有望快速拓展业务，提升渗透率。

盈利预测与估值

考虑到公司供应链科技平台深入至供应链内部，获客能力与风控能力良好，链接资金方与资产方的数量均屡创新高，未来公司业绩有望继续取得增长。我们预测 FY2024-FY2026 公司总收入分别为 7.53/8.75/10.57 亿元，归母净利润分别为 3.1/4.1/5.1 亿元。考虑到公司业务属性，我们选取天阳科技、宇信科技、博彦科技、南天信息和百融云作为可比公司，FY2024 年可比公司平均 PE 为 20.81，考虑到港股流动性折价，给予公司 2024 年略低于平均值的 20 倍 PE，对应市值 62.56 亿元，目标股价为 6.93 港元，给予“买入”评级。

风险提示：供应链资产规模增长不及预期、监管政策相关风险、平台客户数量增长不及预期、自有资金水平不及预期、外汇风险、估值体系差异风险或港股市场流动性不及预期

投资评级

行业	金融业/其他金融
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.66 港元
目标价格	6.93 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	988.41
港股总市值(百万港元)	5,594.38
每股净资产(港元)	4.27
资产负债率(%)	62.50
一年内最高/最低(港元)	5.74/4.01

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
杜鹏辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523100001	
dupenghui@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 盛业：领先的供应链科技平台	5
1.1. 三大产业深耕十年，科技赋能平台化转型	5
1.2. 数字金融强平台根基，科技服务助平台发展	5
1.2.1. 数字金融解决方案：线上服务，科技风控	6
1.2.2. 平台科技服务：深入产业，资企互联	7
1.3. 股权稳定利于管理，国资合作彰显信心	10
1.4. 海外背景铸就团队卓越，行业经验推动战略前行	11
1.5. 核心业务强增长，研发驱动成效高	11
2. 融资问题迫在眉睫，供应链金融应运而生	14
2.1. 中小微企业欣欣向荣，融资困难亟待解决	14
2.2. 科技赋能，显著降低融资成本	17
2.2.1. 风控问题制约传统信贷，难以触及中小微企业	17
2.2.2. 保理市场空间广阔，商业保理风险难控	17
2.2.3. 金融科技春风化雨，有望破局风控难题	19
2.3. 供应链金融注重科技，未来前景光明	20
3. 竞争优势分析	23
3.1. 顺应国家政策，国企合资大有可为	23
3.2. 筛选优质国央企，依托核心企业助力业务开展	24
3.3. 合作机构数量攀升，持续撬动增量资金	25
3.4. 下游客户数量激增，未来发展空间广阔	26
3.5. 金融科技赋能，风控效果显著	27
4. 盈利预测与估值	30
5. 风险提示	31

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司供应链数字金融商业模式	6
图 3：公司供应链科技平台主要服务流程	6
图 4：公司供应链科技于风控与运营方面的应用	7
图 5：公司科技服务逻辑	7
图 6：公司智慧工地运行逻辑	8
图 7：公司医院 SPD 运行逻辑	9
图 8：公司平台普惠撮合业务商业模式	10
图 9：截至 2023 年 12 月 31 日公司股权架构	10
图 10：公司 2019A-2024H1 总收入（亿元）及 YoY	12
图 11：公司 2019A-2024H1 主营业务收入（亿元）及 YoY	12
图 12：公司 2019A-2024H1 归母净利润（亿元）及 YoY	12
图 13：公司 2021A-2024H1 经调整净利润（亿元）及经调整净利率	12

图 14: 公司 2019A-2024H1 主营业务收入拆分 (亿元)	12
图 15: 公司 2019A-2024H1 主营业务收入拆分占比	12
图 16: 公司 2020A-2024H1 供应链资产、平台普惠撮合日均余额 (亿元) 及 YoY	13
图 17: 公司 2019A-2024H1 财务费用、管理费用 (亿元) 及 YoY	13
图 18: 公司 2019A-2024H1 借款日均余额 (亿元) 及 YoY	13
图 19: 公司 2019A-2024H1 研发费用 (百万元) 及 YoY	14
图 20: 公司 2019A-2024H1 研发成本中资本化金额 (百万元) 及 YoY	14
图 21: 全国中小微企业贡献情况	15
图 22: 2018-2022 全国中小微企业数量 (万家)	15
图 23: 银行贷款流程与条件	16
图 24: 中小微企业难以提升风控效率	17
图 25: 保理业务流程图	17
图 26: 2021-2025E 中国商业保理业务规模量 (万亿元) 及 YoY	19
图 27: 2019-2023 中国规模以上工业企业应收账款总额 (万亿元) 与 YoY	19
图 28: 各大行信息科技投入 (亿元)	20
图 29: 数字普惠金融案例	20
图 30: 科技赋能降低成本, 带来让利空间	20
图 31: 供应链金融科技服务生态架构	20
图 32: 应收账款融资模式	21
图 33: 典型技术在供应链金融数字化中的四层架构	22
图 34: 2018&2022&2027 中国供应链金融数字化规模 (万亿元) 及渗透率	22
图 35: 中国供应链金融行业余额规模	23
图 36: 公司与地方国企开展合作	23
图 37: 中新互联互通项目部分合作企业与部门	24
图 38: 中国建筑业前十企业市值 (十亿元) *统计截止 2024 年 9 月 6 日	25
图 39: 公司资金合作方数量&同比 YoY	25
图 40: 公司四大合资公司发展前景广阔	26
图 41: 2020-2024H1 公司客户数量 (家) 与 YoY	26
图 42: 公司覆盖客户数量 (万) 与潜在客户数量 (万)	26
图 43: 公司未来规划	27
图 44: 公司专利情况	27
图 45: AI 应用: 合同录入与自动审核	28
图 46: AI 应用: 用户回款预测	28
图 47: AI 应用未来规划场景	28
图 48: 盛业非确权保理涵盖整个供应链结算周期	29
图 49: 公司不良率与逾期率	29
表 1: 公司董事及高级管理层介绍	11
表 2: 历年帮扶中小微企业发展政策梳理	14
表 3: 中小微企业融资难问题	15
表 4: 历年普惠金融政策梳理	16

表 5：保理市场分为银行保理和商业保理两部分	18
表 6：公司各业务收入拆分（百万元）及同比.....	30
表 7：可比公司与可比公司市盈率、总市值（十亿元）	31

1. 盛业：领先的供应链科技平台

盛业控股是首家在香港主板上市的供应链科技平台公司。盛业持续聚焦普惠金融、数字金融业务，紧跟中央金融工作会议提出的“五篇大文章”政策导向。集团已服务基建、医药和大宗商品等国家支柱行业，也在积极布局更多战略性新兴产业，比如新能源和跨境电商。集团通过科技融合产业供应链，帮助链上的中小微企业获得更便捷的普惠金融服务。

1.1. 三大产业深耕十年，科技赋能平台化转型

公司于 2013 年 12 月在天津注册成立，主要收入来自于能源、基建与医药行业的商业保理业务。公司于 2017 年在香港联交所创业板上市。

公司于 2017 年定位转型为供应链金融科技平台。依托于 2016 年 11 月推出的线上保理平台“盛易通”，公司目标实现业务生态化与平台化。2018 年 6 月，公司平台与电子商务采购平台“云筑网”对接，实现了产业数据信息的共享。公司于 2018 年末接入企业征信系统，并于 2019 年接入动产融资统一登记公示系统（中登网），助力行业进一步规范发展。

2019 年 10 月，公司转往香港联交所主板上市，成为国内首家在港交所主板上市的供应链科技公司。

公司于 2021 年 1 月推出“双驱动+大平台”平台化战略，持续在产业科技和数字金融领域开展战略投资与合作，并于 2022 年 1 月完成品牌升级。通过去“资本”强“生态”，公司不再束缚于“金融、资本”等标签，转而聚力打造供应链科技平台，利用数智科技构建供应链智能服务生态。我们认为，此次品牌升级体现出公司未来定位及战略发展方向全面转向为供应链科技平台的决心和信心，为未来业务增量与价值提升打下坚实基础。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，同花顺财经，天风证券研究所

2022 年以来，公司进一步推进资金端与资产端的智能链接。在资金端，公司与多地地方国企成立合资公司，于 2021 年至 2022 年间先后收购或成立无锡国金商业保理、宁波国富商业保理、厦门象盛商业保理。

在资产端，公司与交建云商达成战略合作，并深化与国药、重药的合作，进一步深入行业供应链。

2024 年 7 月，公司宣布拟收购名风控全部股份，意在原有能源、基建与医药行业基础上，拓展供应链服务至跨境电商新行业。

我们认为，公司以科技创新为核心驱动力的平台化战略转型展现出强劲的发展潜力，彰显了公司对行业趋势的深刻洞察力。基于公司供应链科技能力及其在构建供应链生态系统方面的持续投入与创新，我们预计公司业务有望在未来实现稳健且长远的增长。

1.2. 数字金融强平台根基，科技服务助平台发展

凭借数字金融的催化作用，数字科技与传统产业深度融合，推动供应链从中心化向平台化的竞争模式转变。公司充分发挥其产业经验优势与科技优势，打通行业内各个环节，战略

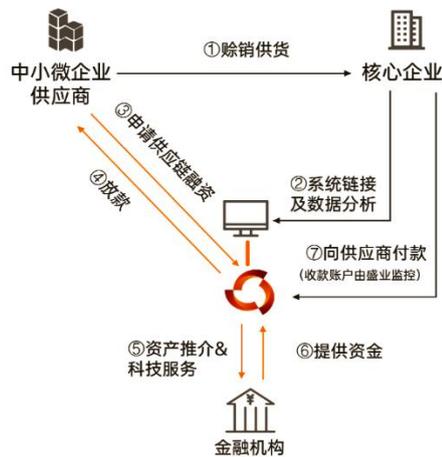
高效的将核心企业、中小微企业供应商和资金方聚集到一个平台，即自主研发搭建的供应链科技“大平台”——“盛易通云平台”，推动行业供应链实现数字化升级、打造产业端的“数字生态”。基于对于供应链科技平台的不同应用，公司将其业务分为“数字金融解决方案”与“平台科技服务”两大板块。

1.2.1. 数字金融解决方案：线上服务，科技风控

公司依托基建、能源、医药产业链核心央国企或大型企业生态，以自有资金为其上下游中小微企业提供数字金融解决方案，助力中小微企业便捷、高效获得融资，公司从中获取利息收入、担保收入与出售供应链资产获得的差价。公司围绕供应链全结算流程不同阶段，针对基建（建材、劳务、其他产业服务）、医疗（医药、医疗器械、医疗设备）、能源（油品）等应收账款，提供投标保证金保理、订单保理、到货保理、应收保理、票据质押保理以及买方确权保理等多种融资产品，灵活满足中小微企业客户不同交易阶段的融资需求。

公司数字金融解决方案中通常涉及三方关系，即除公司外，另有客户（中小微企业供应商）与买方（核心企业）：首先，客户向买方提供商品或服务，形成应收账款，客户为确保资金流动性向公司提出融资请求；其次，公司借助平台内数据信息对客户信用进行全面评估，通过后向客户放款并收取一定的利息费用；最后，公司在收取到核心企业的付款后，将余下款项支付给客户。

图 2：公司供应链数字金融商业模式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司通过自主搭建的供应链科技平台做到业务全面线上化、平台化。客户从上传材料、申请供应链融资、获取授信到审批放款全程可以线上完成，公司业务运营、风险管控、资产管理也可全面线上化，使流程更便捷，节省双方人力成本，有助于推动整个产业链数字化转型升级。

图 3：公司供应链科技平台主要服务流程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司供应链科技平台的发展方向为提升科创支撑能力。公司始终重视科创于供应链链条中的应用，不断加强科技与业务的联动，力求以科技驱动构建合作共赢的供应链生态。目前公司科技已在风险控制与内部运营两方面高效赋能。

图 4：公司供应链科技于风控与运营方面的应用



资料来源：公司官网，天风证券研究所

风控方面，公司在内通过供应链科技平台接入核心企业平台，获得真实可信的交易信息，在外接入人行征信、中登网、舆情监控等系统，持续追踪企业、实际管理人与交易画像，并通过 NLP 语义分析、OCR 光学字符辨识、电子签章等技术分析交易数据，最终获取全方位的客户信用信息。此外，公司积极落地“数字人民币+保理融资”，进一步提升风险把控能力，确保交易安全。加之公司底层核心客户为行业稳定的央国企，公司在 2023 年达到了不良率 0%，逾期率 0.03% 的风控成绩。

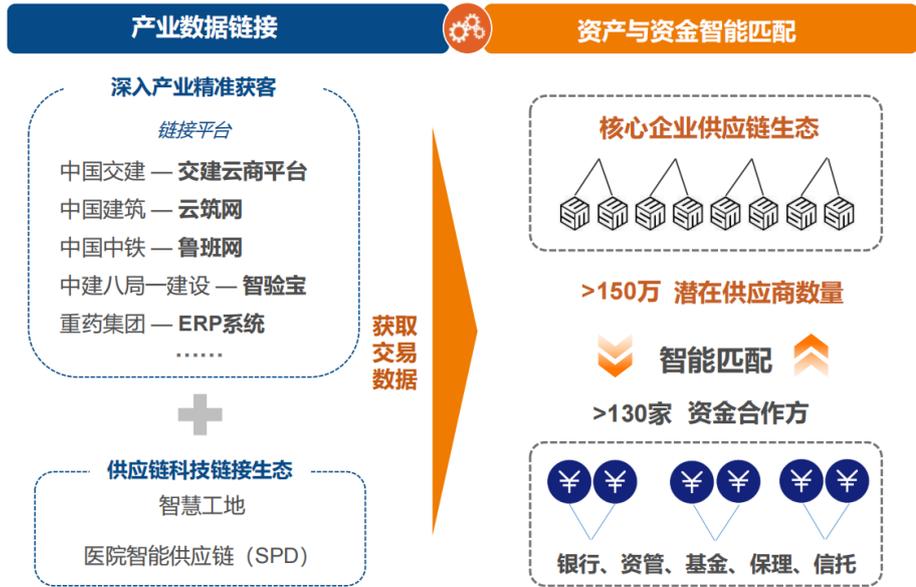
运营方面，公司则通过云计算、物联网、人工智能等技术全面改善公司运营能力。其中人工智能在合同文件录入及自动审核、用户回款预测、RPA（业务流程机器人自动化）银行流水自动采集等方面均实现了对人工的效率与准确率方面的超越。

我们认为，公司平台化的服务、科技化的风控提升了数字金融的服务速度与质量。随着公司数字金融解决方案的完善以及覆盖更多产业及全产业链，公司数字金融业务有望进一步发展，为更多中小微企业带来普惠金融。

1.2.2. 平台科技服务：深入产业，资企互联

公司平台科技服务包括供应链科技服务、平台普惠撮合服务、推介服务等，对应风控数据获取能力与供应链科技平台的核心竞争力——平台链接能力。数据获取方面，公司以“重交易、轻主体”为核心风控逻辑，力求获取真实、合理的交易数据。目前，公司获取产业数据主要有三个渠道，其中除产业市场部的风控人员外，另外两个渠道均来自于平台链接：其一是接入核心企业的信息化采购平台，如云筑网、鲁班网等；其二则是为核心企业搭建的供应链科技系统，即公司“供应链科技服务”。平台链接方面，公司通过真实交易数据获取、精准获客以及大数据风控能力，链接资金方和中小微企业，提供平台普惠撮合科技服务、推介服务等。

图 5：公司科技服务逻辑



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● 供应链科技服务

公司供应链科技服务主要包括提供定制化的智慧工地、医院 SPD 等智能企业解决方案。公司通过该科技的输出，一方面提升核心企业的供应链管理效率，另一方面能够深入供应链、获取实时交易数据，为核心企业上游供应商提供更灵活的供应链金融服务，变相的赋能数字金融板块。

解决方案：智慧工地

智慧工地是公司为基础行业打造的定制化的工程管理服务。公司利用物联网、云计算、大数据、人工智能、VR&AR 等先进技术，为客户提供人员管理、机械管理、塔机监测、视频监控、险情通知、智能预警等服务，实现对人、机、料、法、环的全方位实时监控。对于客户而言，使用智慧工地服务实现了现场验收规范化和采购成本精细化管理，让企业信息化推进至“最后一公里”，最终达到降本增效的目的

我们认为，公司通过该供应链解决方案，让基建行业核心企业的二、三级公司实现了信息数字化，并通过将产生的大量实时数据转化为信用信息，为公司的供应链数字金融服务提供了获客与风控方面的支持，同时深入供应链，获取实时交易数据，交叉构建全产业链数据，为核心企业提供更灵活的供应链金融服务。

图 6：公司智慧工地运行逻辑



资料来源：公司官网，天风证券研究所

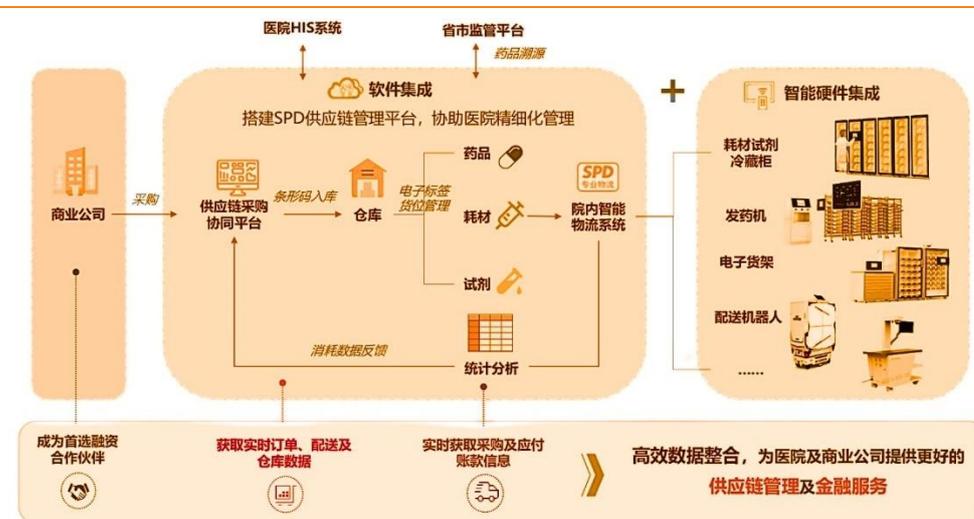
解决方案：医院 SPD

公司的医院 SPD 供应链管理业务通过其智能供应链管理解决方案，全流程地链接院内需求与院外供给，实现了医疗物资供应、加工与配送的集中管理。公司结合供应链管理 SaaS 软件、物联网设备和大数据，利用智能硬件、配套软件、解决方案设计及系统集成支持，深度融入医疗耗材流通。通过与医院 HIS 系统结合，该解决方案可为医院带来如下优势：

- 医疗物资全面信息化，库内作业效率和库存数据准确性提高，降低医院医疗物资库存资金占用。
- 减少“少收、多收、漏收、套收”等现象产生，确保了医疗物资消耗准确性。
- 供货商可掌握产品消耗情况，做到及时供货，保障了供给的及时性。
- 降低医疗用品过期或丢失风险，提高了医疗物资安全性。

我们认为公司借助于该供应链解决方案，对于潜在数字金融服务客户会获得一定的了解，有助于公司成为医药行业更多中小微企业的合作伙伴。

图 7：公司医院 SPD 运行逻辑



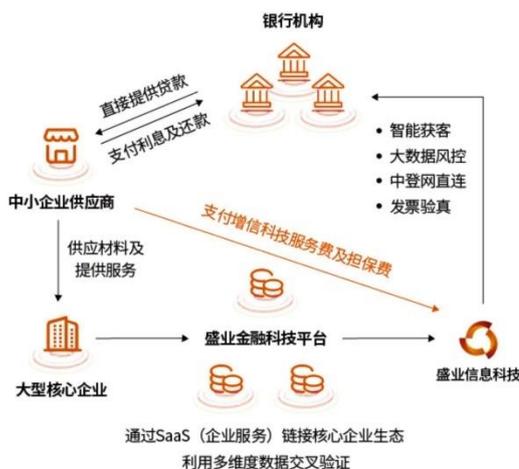
资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 我们认为，公司通过供应链 SaaS 深入基建与医药行业底层，一方面增加了公司对于

该供应链的全流程的认知，为向更多供应链上的中小微企业提供数字金融解决方案奠定基础，增强了获客能力；另一方面，为供应链科技平台收集了更多行业信息，进一步增强了风控能力。随着公司更多产业链科技项目落地，公司将更高效、更有保障的触达行业内中小微企业需求，持续拉动数字金融业务增长

公司通过**供应链科技平台撮合供应链生态中的优质资产与资金方**。中小微企业在向传统金融机构申请融资时困难重重，准入流程复杂，而传统金融机构又较难下沉到具体的交易环节，难以做交易底层的验真。公司平台服务为解决这一行业痛点，通过**平台数据对接**创新性的打破了信息壁垒，改良了传统供应链金融模式，助力金融机构**增加获客渠道并更高效筛选优质客户及资产**，助力中小微企业便捷高效地获取**普惠金融服务**。公司在其中获得一定的向资金合作方推介客户而自客户收取的推介费和平台普惠撮合科技服务费，形成“**推介服务**”与“**平台普惠撮合服务**”收入。

图 8：公司平台普惠撮合业务商业模式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司凭借平台**良好的风控能力与获客能力**，整合境内外银行、银团、信贷基金以及同业商业保理公司的资金。截至 2024 年 6 月 30 日，公司平台链接资金合作方增至 138 家，其中包括中国建设银行、四川新网银行、宁波通商银行等。2023 年公司¹与外部机构合作的平台普惠撮合业务放款金额占比约为 46%，同比+15pct。

我们认为，公司深耕**基建、医药、能源行业**多年，积累了众多 B 端信用数据，且与众多核心企业供应链科技平台互联互通，拥有获取金融机构所需的风控数据的能力。依托公司行业积累与供应链科技平台，公司有望为更多资金匹配到优质资产、为更多中小微企业带来普惠金融。

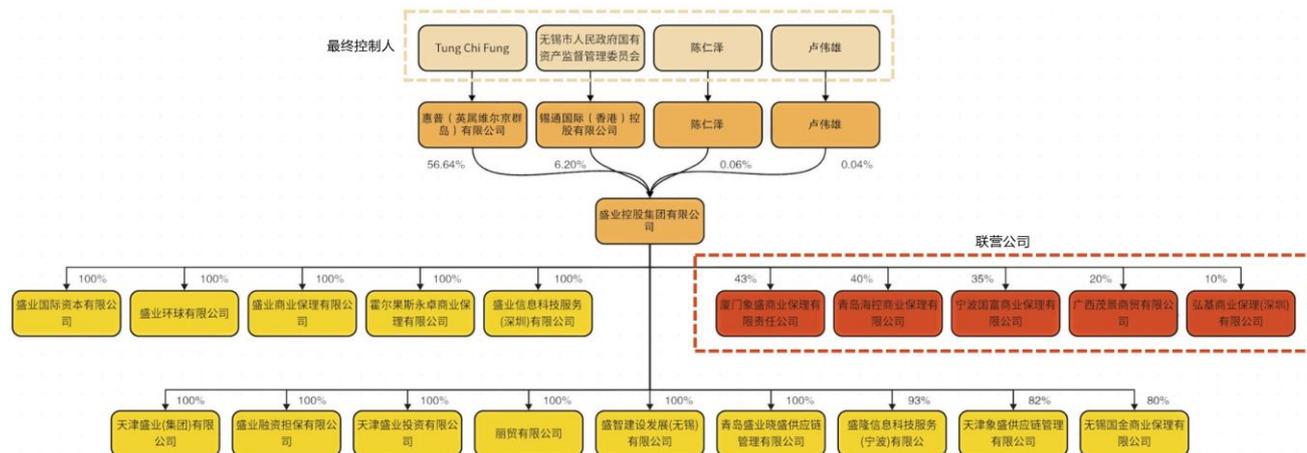
1.3. 股权稳定利于管理，国资合作彰显信心

公司股权结构稳定。据公司 2023 年年报披露，公司创始人 Tung Chi Fung 通过家族信托持有公司 56.64% 的股权，为公司实际控制人。我们认为，创始人高比例持股保证了管理层利益与公司利益的一致性，提高了管理层参与公司事务的积极性，有利于公司发展。

无锡市人民政府国有资产监督管理委员会作为第二大股东，持有公司 6.2% 的股权。同时，公司同各地国资成立多个联营公司，如：**同厦门市人民政府国有资产监督管理委员会成立厦门象盛商业保理有限公司；同青岛市黄岛区国有资产发展中心成立青岛海控商业保理有限公司；同宁波市人民政府国有资产监督管理委员会成立宁波国富商业保理有限公司。**

我们认为，**国资参股与成立联营公司的合作模式**彰显了国资对于公司商业模式与科技水平的高度认可，为公司在资金端提供了强有力的支持，未来公司将继续强化资金端的优势，强化龙头地位。

图 9：截至 2023 年 12 月 31 日公司股权架构



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，天风证券研究所

1.4. 海外背景铸就团队卓越，行业经验推动战略前行

表 1：公司董事及高级管理层介绍

姓名	职位	履历简介
Tung Chi Fung	执行董事 兼董事会主席	<ul style="list-style-type: none"> 新加坡籍，持有新加坡管理大学工商管理学士（良好成绩）学位 负责整体策略性规划、业务发展、维持客户关系以及监管人力资源政策的实施情况
陈仁泽	执行董事 兼首席风控官	<ul style="list-style-type: none"> 持有中国台湾国立成功大学管理学学士学位，拥有超 20 年的保理行业经验 曾于中租迪和、上海汇丰银行台北分行、中国民生银行等金融机构担任多个职位
原野	首席战略官	<ul style="list-style-type: none"> 新加坡注册会计师，持有新加坡国立大学会计及金融荣誉学位 负责公司战略规划、战略投资投资者关系及品牌公关工作 曾担任美国泰山投资控股集团执行董事，领导投资了包括盛业在内的多个海内外优质项目 曾担任一家投资顾问公司的合伙人，负责中国不良资产及国企混改投资
张磊	首席人力资源官	<ul style="list-style-type: none"> 负责人力资源管理及行政管理工作 曾在华润集团香港总部人力资源部、董事会办公室、及旗下多间上市公司及利润中心担任高管职务
陈勇	首席信息官	<ul style="list-style-type: none"> 负责产品和研发工作 曾于华为、腾讯、欢聚集团(YY)、中保车服科技服务股份有限公司、广州棒谷科技等知名企业担任产品技术架构及管理工作
王莹	财务管理部总经理	<ul style="list-style-type: none"> 负责整体财务会计及企业财务汇报等工作 曾于宁波杉杉股份有限公司任职负责财务报表及库务管理工作、于富银融资租赁担任财务总监、董事会秘书及执行董事等职位
王铮	公司秘书	<ul style="list-style-type: none"> 英国特许秘书和行政人员学会、中国香港公司治理公会会员 负责公司秘书及企业管治事务

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，天风证券研究所

我们认为，公司核心成员拥有丰富的海外资本运作与保理行业经验，促进了公司于供应链行业的渗透，同时具有新加坡外资背景，对于国企合作的达成起到了促成作用。

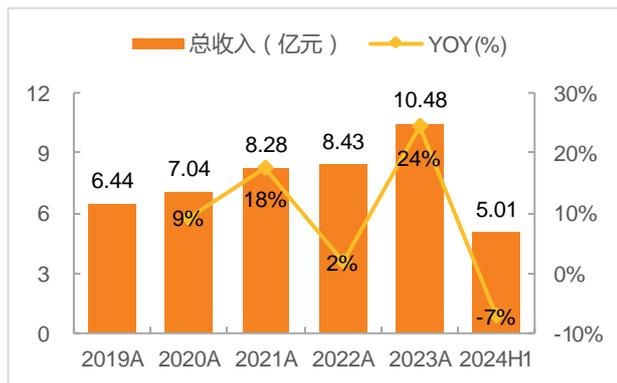
1.5. 核心业务强增长，研发驱动成效高

收入继续保持强势增长，利润端业绩稳健高效释放。公司 2023A 总收入 10.48 亿元，同比 +24%；其中主营业务收入达 9.64 亿元，同比 +20%。总收入与主营业务收入 2019A 至 2023A CAGR 分别为 12.92% 与 12.26%，均保持高速增长。公司 2021A 主营业务收入小幅下降，主要系公司业务集中在低风险业务，以及响应国家普惠金融号召，利息收益率降低导致的数字金融解决方案与出售供应链资产收入下降所致。公司同年总收入同比上升，则是由于 2021 年 12 月收购无锡国金带来的 2.05 亿非现金一次性收益。

同样受该次并购收益影响，公司 2021A 至 2022A 归母净利润有一定波动。刨除诸如此类的非经常性损益，公司 2021A 至 2023A 经调整净利润保持稳健增长，CAGR 达 13.54%，经调整净利率均不低于 30%。

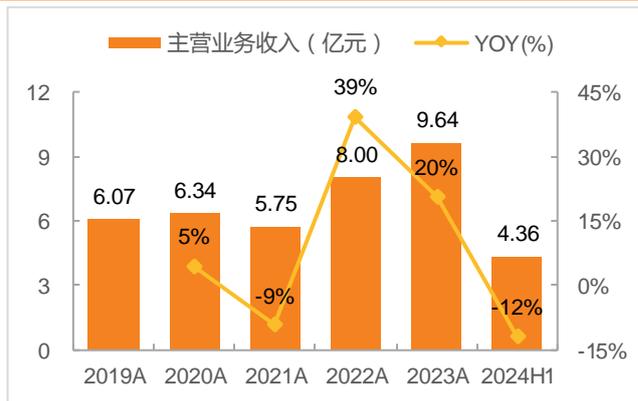
2024 年 2 月 28 日，太湖新城资产拟向无锡国金增资 5.69 亿元。于增资完成后，无锡国金保理净资产将增至约 10 亿元，业务总规模有望在 3 年内接近 100 亿元，但不再是公司的非全资附属公司。我们认为，公司可利用无锡国金业务规模增长契机，进一步向生态内中小微企业输出平台服务，从而促进科技服务占比的进一步增长，净利率、净资产收益率、资产回报率有望随之提升。因此剔除公司数字金融业务线调整影响，公司 2024A 整体营收与利润有望保持稳定增长。

图 10：公司 2019A-2024H1 总收入 (亿元) 及 YoY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司 2019A-2024H1 主营业务收入 (亿元) 及 YoY



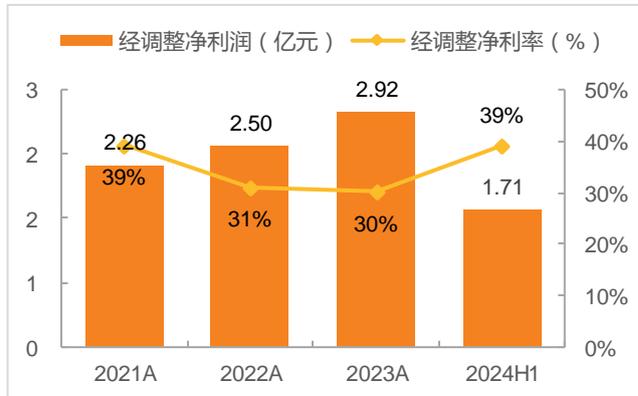
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司 2019A-2024H1 归母净利润 (亿元) 及 YoY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：公司 2021A-2024H1 经调整净利润 (亿元) 及经调整净利率



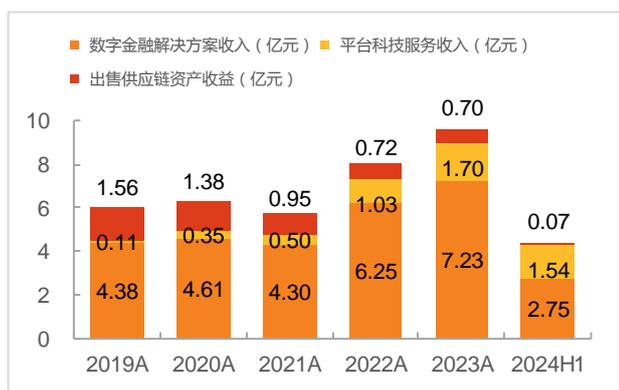
资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，公司主营业务产生数字金融解决方案收入、平台科技服务收入与出售供应链资产收益。其中数字金融解决方案收入、平台科技服务收入是公司主要收入来源。公司 2023A 数字金融解决方案与平台科技服务分别实现 7.23 亿元与 1.70 亿元收入，同比分别 +16%与+65%。平台科技服务收入保持高增速，占主营业务收入比重于 2023A 达到 18%，于 2024H1 更是达到 35%。数字金融解决方案方面，主要的驱动因素为借款的日均余额增加带动供应链日均余额上涨。公司 2023A 供应链资产日均余额达 139.11 亿，同比+58%；平台科技服务方面，公司继续推动平台化战略落地，2023A 平台普惠撮合日均余额达 59.7 亿，同比+200%，带动平台科技服务收入高速增长。

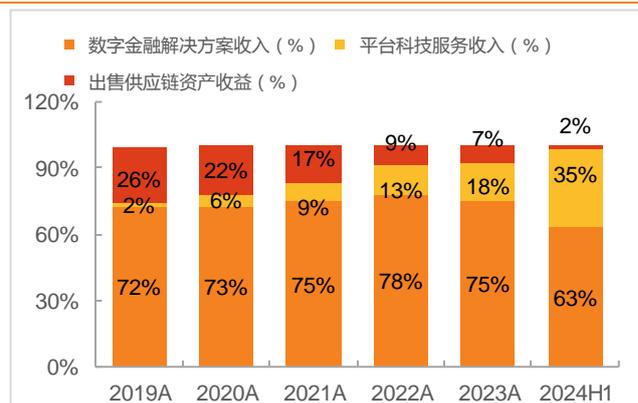
我们认为，公司数字金融解决方案与平台科技服务为其核心业务，供应链资产日均余额与平台普惠撮合日均余额高速增长代表了金融机构与供应链生态内中小微企业对于公司核心业务的高度认可。随着公司进一步将战略重点转移至平台，公司预计 2025A 科技收入占比有望达到 50%，进一步凸显“供应链科技平台”属性。

图 14：公司 2019A-2024H1 主营业务收入拆分 (亿元)

图 15：公司 2019A-2024H1 主营业务收入拆分占比

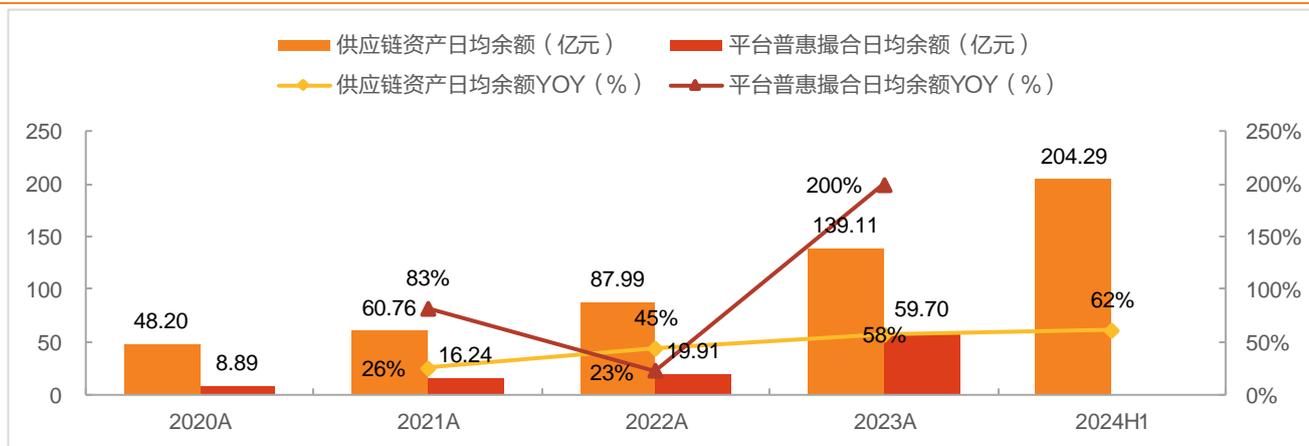


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

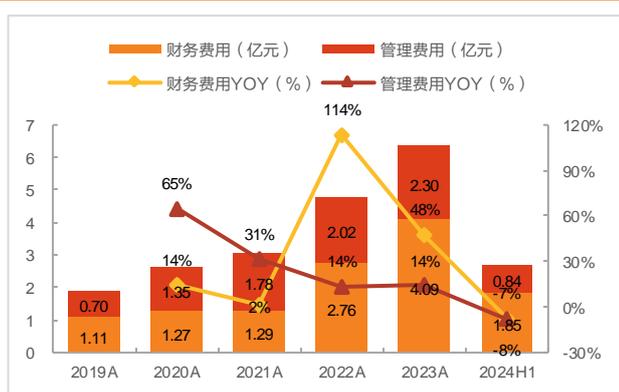
图 16: 公司 2020A-2024H1 供应链资产、平台普惠撮合日均余额 (亿元) 及 YoY



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

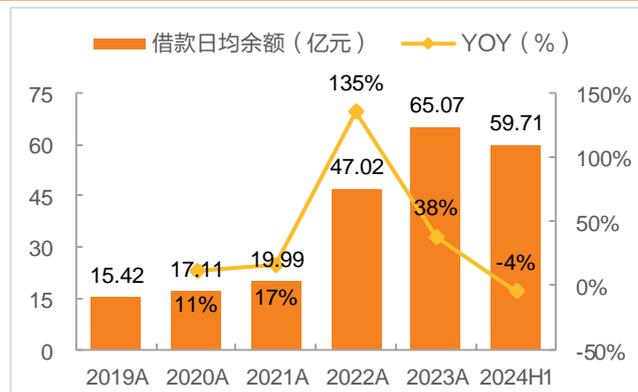
人才与资金双管齐下推动公司业绩增长。公司 2019A 至 2023A 财务费用与管理费用均有所上涨。其中 2023A 管理费用增长 14%至 2.3 亿, 系员工成本上涨所致; 2023A 公司总员工成本从 2022 年的 1.63 亿元上涨至 2.02 亿元。公司**认可人才对于保持市场地位及未来发展的重要性, 不断改进及优化薪酬及福利政策**, 以保持竞争力。同时, 公司借助供应链科技进一步**降本增效**, 近年来管理费用增速放缓, 2024H1 管理费用更是出现同比下降。公司 2023A 财务费用增长 48%至 4.09 亿, 主要系借款日均余额增加与日均借款利率由 2022 年的 5.9%上涨至 2023 年的 6.3%所致。**我们认为, 由于数字金融解决方案需求旺盛, 公司积极提高借款金额以满足更多中小微企业普惠金融需求; 同时在通过提高员工福利, 保持了公司人才储备的稳定的同时, 实现了降本增效。未来在员工成本趋于稳定的情况下, 费用端将受益于供应链科技所带来的降本增效进一步下降, 为公司提供更多利润端的释放。**

图 17: 公司 2019A-2024H1 财务费用、管理费用 (亿元) 及 YoY



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

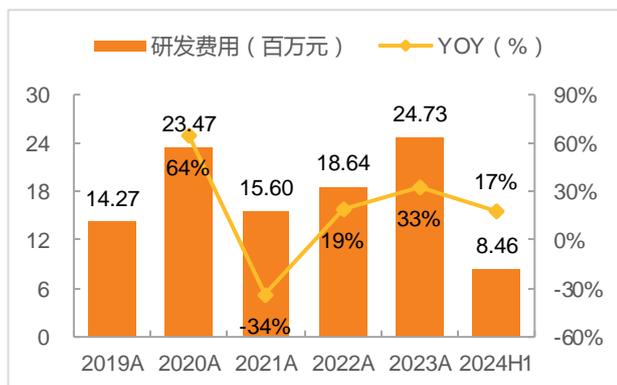
图 18: 公司 2019A-2024H1 借款日均余额 (亿元) 及 YoY



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

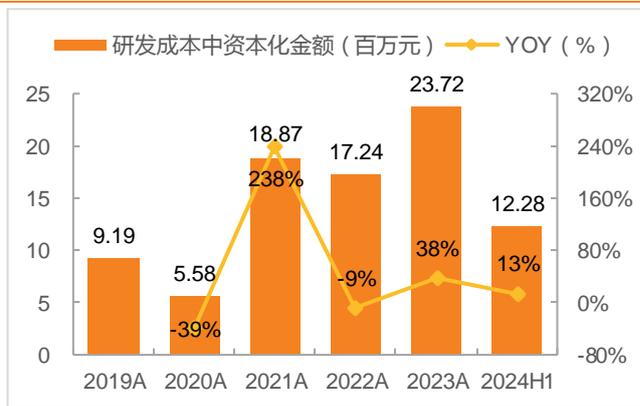
高效研发推动更多供应链科技落地。公司研发费用自 2021A 以来持续保持增长态势,2023A 增长 33%至 2473 万元。截至 2023 年末,公司从成立以来已累计投入超过 2 亿元用于研发。另一方面,公司 2021A 至 2023A 研发成本中资本化金额为接近或超过当年研发费用。根据公司会计政策,公司研发活动开支仅在技术可以使用或出售,并能带来经济效益时确认为无形资产。我们认为,公司研发成本资本化金额之高代表了公司研发费用可以高效的转化为科技成果。随着公司未来研发费用的进一步提升,公司有望掌握更高水平的供应链技术,持续为全业务高效赋能。

图 19: 公司 2019A-2024H1 研发费用 (百万元) 及 YoY



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 20: 公司 2019A-2024H1 研发成本中资本化金额 (百万元) 及 YoY



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 融资问题迫在眉睫，供应链金融应运而生

2.1. 中小微企业欣欣向荣，融资困难亟待解决

改革开放以来,我国中小微企业从破土萌芽到茁壮成长,成为经济建设中的重要力量。自 2003 年发布《中小企业促进法》,国家出台了一系列政策措施以促进中小微企业发展。如 2021 年发布《关于健全支持中小企业发展制度的若干意见》,2022 年发布《加力帮扶中小微企业纾困解难若干措施》,2023 年发布《助力中小微企业稳增长调结构强能力若干措施》等政策,都在为中小微企业不断改善生存环境。

表 2: 历年帮扶中小微企业发展政策梳理

日期	名称	主要内容
2003年	《中小企业促进法》	对中小企业实行积极扶持、加强引导、完善服务、依法规范、保障权益的方针。
2008年	《关于支持引导中小企业信用担保机构加大服务力度缓解中小企业生产经营困难的通知》	切实发挥担保机构在促进中小企业转变发展方式上的积极作用。
2014年	《关于扶持小型微型企业健康发展的意见》	从财政扶持、税收优惠、创业基地、产业集聚、创业投资、融资担保、金融服务、人才就业、信息平台、公共服务等方面强化、落实小型微型企业扶持政策。
2019年	《关于促进中小企业健康发展的指导意见》	营造良好发展环境,破解融资难融资贵问题,完善财税支持政策,提升创新发展能力。
2021年	《关于健全支持中小企业发展制度的若干意见》	完善支持中小企业发展的基础性制度,坚持和完善中小企业财税支持制度,坚持和完善中小企业融资促进制度,建立和健全中小企业创新发展制度,完善和优化中小企业服务体系。
2022年	《加力帮扶中小微企业纾困解难若干措施》	受外部环境复杂性不确定性加剧、国内疫情多发等影响,市场主体特别是中小微企业困难明显增加,生产经营形势不容乐观,为此制定措施
2023年	《助力中小微企业稳增长调结构强能力若干措施》	强化政策落实和支持力度、加大对中小微企业的金融支持力度、有效扩大市场需求、加大专精特新中小企业培育力度、促进科技成果转化和中小企业数字化转型、加大对优质中小企业直接融资支持等。

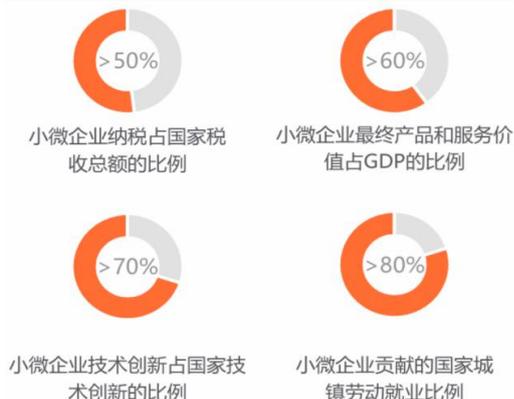
资料来源: 中国社会科学院工业经济研究所, 国家发改委, 中国政府网, 央视网,《破解中小微直接融资难》, 田轩, 天风证券研究所

我们认为,在国家政策的帮扶下,中小微企业开始蓬勃生长。近年来,中小企业呈现“量质齐升”的发展态势,以中小企业为主的民营企业已经跃升成为中国第一大外贸经营主体、对外贸易增长贡献度超半,为经济社会发展作出了重要贡献。中小企业快速发展壮大,是

数量最大、最具活力的企业群体，是中国经济社会发展的生力军。

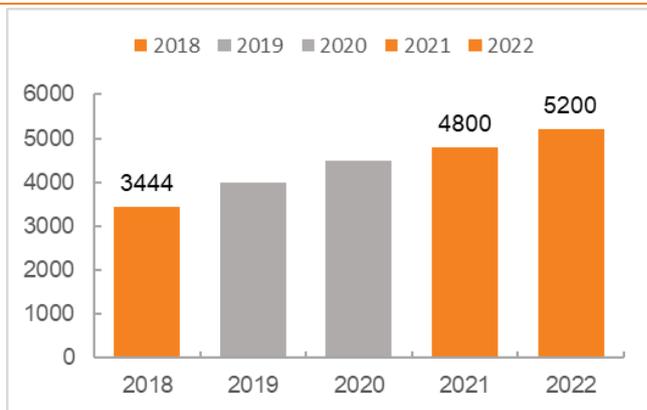
截至 2022 年末，中国中小微企业数量已超过 5200 万户，比 2018 年末增长 51%。2022 年平均每天新设企业 2.38 万户，是 2018 年的 1.3 倍。第四次经济普查数据显示，中小企业的从业人数占全部企业从业人数的比例达到 80%。从贡献看，**中小企业在经济社会发展全局中发挥着重要作用**。中小企业广泛分布于细分领域、专注于**产业链配套**，以产业链供应链为纽带促进大中小企业融通、产学研协同，助力形成环环相扣的完整产业生态，**成为保持产业链供应链稳定和竞争力的关键**。

图 21：全国中小微企业贡献情况



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

图 22：2018-2022 全国中小微企业数量（万家）



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

我们认为，近年来中小微企业呈现出占比高、增长速度快的特性。在后疫情时代，宏观经济呈复苏态势，国内企业经营环境向好，或将降低中小微企业经营风险与不确定性。未来中小微企业空间较大，数量或将持续上升。

然而，中小微企业目前仍然面临着融资难、融资贵的问题。在当前我国“一低一高”的金融供给格局下更加凸显。

“一低”是直接融资比重低，中小微企业缺乏低成本的融资渠道。目前，我国中小微企业融资结构中，直接融资占比仅约 5%，以商业银行为主的间接融资仍然占主体。由于中小微企业往往自身规模较小、竞争力不强、可抵押物少、抗风险能力较弱且内部控制制度不规范、公司治理不完善、财务信息不透明，银行难以对其偿债能力进行准确评估，加之我国融资担保、抵质押品管理等机制尚不健全，导致中小微企业普遍无法满足商业银行信贷要求，或需承担更高的融资成本。

表 3：中小微企业融资难问题

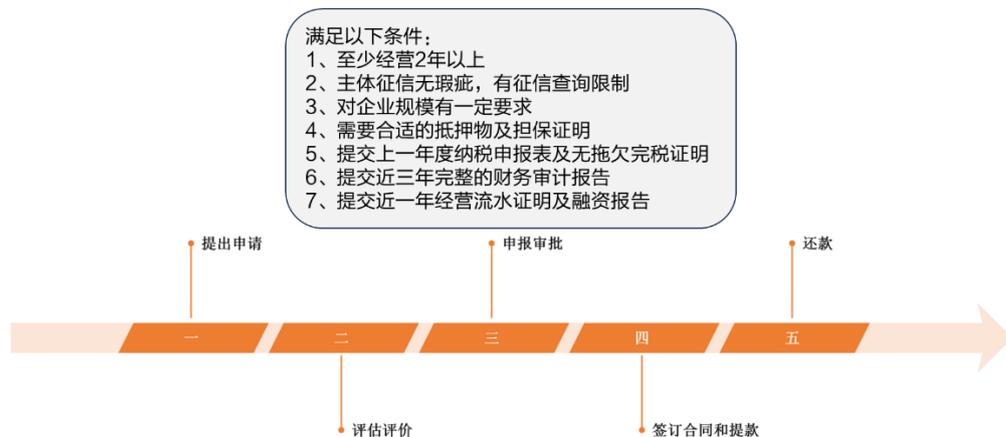
中小微企业融资难	
自身问题	自身规模较小
	竞争力不强
	可抵押物少
	抗风险能力较弱且内部控制制度不规范
	公司治理不完善
	财务信息不透明
环境问题	我国融资担保、抵质押品管理等机制尚不健全

资料来源：经济日报，天风证券研究所

“一高”，是直接融资门槛高，导致中小企业从资本市场直接获取资金难度不小。旨在畅通资本市场“活水”的全面注册制，其各环节协同作用尚未充分发挥，如**相关配套制度还不完备、监管基础法律法规需进一步完善、投资者权益维护机制需进一步健全等**。债券融

资方面，中小企业债券融资规模有限，债券违约风险潜藏，导致债券融资发挥更大作用受限。

图 23：银行贷款流程与条件



资料来源：公司官网，中国建设银行官网，天风证券研究所

我们认为，一方面全国中小微企业增长速度快、增长空间大、从业人数多，是中国经济发展的有生力量；但另一方面中小微企业面临着融资难、融资贵的困境。如何构建长短效益兼顾、激励约束相容、创新监管协同的中小微企业融资制度，既在短期内充分满足中小微企业突发性激增的融资需求、助推其“复工复产复商复市”，又在中长期内有效推动金融机构“敢融愿融能融会融”、持续改善中小微企业的融资环境，变得尤为重要和迫切。

自 2013 年 11 月在十八届三中全会上，中央人民政府正式提出“普惠金融”这一概念以来，国家已多次发布相关政策，支持普惠金融发展。如 2015 年底发布《推进普惠金融发展规划（2016—2020 年）》，目标到 2020 年，建立与全面建成小康社会相适应的普惠金融服务和保障体系；2018 年 9 月发布《中国普惠金融发展情况报告》，客观分析了当前普惠金融发展面临的挑战，并提出了未来建设普惠金融体系的思路；2023 年 10 月发布《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》，为构建高水平普惠金融体系，进一步推进普惠金融高质量发展提出意见。

我们认为，上述政策能够在缓解中小微企业融资难、融资贵，降低企业杠杆率和改善商业信用环境方面发挥重要作用，有望助力供应链金融与非银金融机构的发展。

表 4：历年普惠金融政策梳理

日期	名称	主要内容
2013年11月	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	正式提出“发展普惠金融。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品。
2015年12月	《政府工作报告》	大力发展普惠金融，让所有市场主体都能分享金融服务的雨露甘霖
2015年12月	《推进普惠金融发展规划（2016—2020年）》	坚持借鉴国际经验与体现中国特色相结合、政府引导与市场主导相结合、完善基础金融服务与改进重点领域金融服务相结合，不断提高金融服务的覆盖率、可得性和满意度，使最广大人民群众公平分享金融改革发展的成果。
2018年9月	《中国普惠金融发展情况报告》	白皮书总结了我国普惠金融发展的意义、主要措施、主要成效和基本经验，从八个方面具体介绍了普惠金融发展举措，客观分析了当前普惠金融发展面临的挑战，并提出了未来建设普惠金融体系的思路。
2019年4月	《关于促进中小企业健康发展的指导意见》	随着国际国内市场环境变化，中小企业面临的生产成本上升、融资难融资贵、创新发展能力不足等问题日益突出，必须引起高度重视。为促进中小企业健康发展提出意见。
2022年4月	《中国银保监会办公厅关于2022年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知》	2022年进一步强化金融支持小微企业减负纾困、恢复发展有关工作。
2023年10月	《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》	新形势下，普惠金融发展仍面临诸多问题和挑战，与全面建设社会主义现代化国家的目标要求还存在较大差距。为构建高水平普惠金融体系，进一步推进普惠金融高质量发展提出意见。

资料来源：中国新闻网，中国财经，中国发展门户网，中国银行保险报，中国政府网，天风证券研究所

2.2. 科技赋能，显著降低融资成本

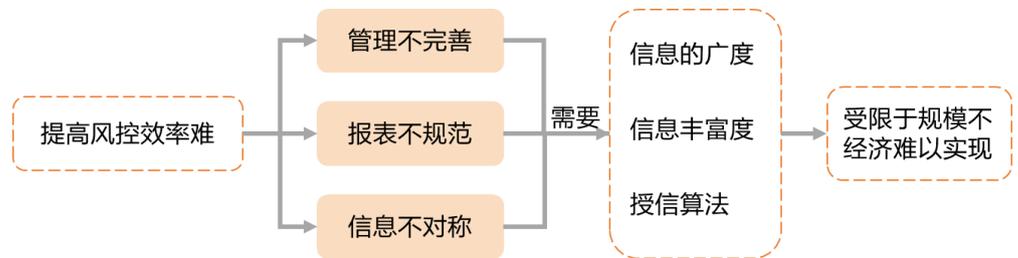
我们认为，国家发布的普惠金融政策推动国内诞生了诸多助力中小微企业融资的金融机构与融资模式。目前，中小微企业融资主要有向银行业金融机构申请信用贷款、保理融资服务与通过供应链金融进行融资这几种模式。

2.2.1. 风控问题制约传统信贷，难以触及中小微企业

宏观上看，当前我国对中小微企业提供融资支持的主体仍是商业银行，中小微企业外部融资中大部分来自银行贷款。中小微企业向银行申请贷款的优势在于银行通常利率较低，随着 2024 年 7 月 22 日中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1 年期贷款市场报价利率下调为 3.35%，5 年期以上 LPR 下调为 3.85%，代表着中小微企业可以享受到降息利好。同时，国家政策也向银行信用贷款有较多的倾斜，帮助降低中小微企业贷款难度。

然而，风控是当下制约业务发展的主要难点，具体体现在：中小微企业可获得的贷款支持非常有限，风控的效率与耗费的成本是“跷跷板”的关系，风控的成本与效率难兼顾，在中小微企业普遍存在缺乏抵押物、经营管理不完善、报表不规范、缺乏有效评估或证明其信用水平的方式等问题的背景下，中小微企业长尾群体难以被覆盖。

图 24：中小微企业难以提升风控效率



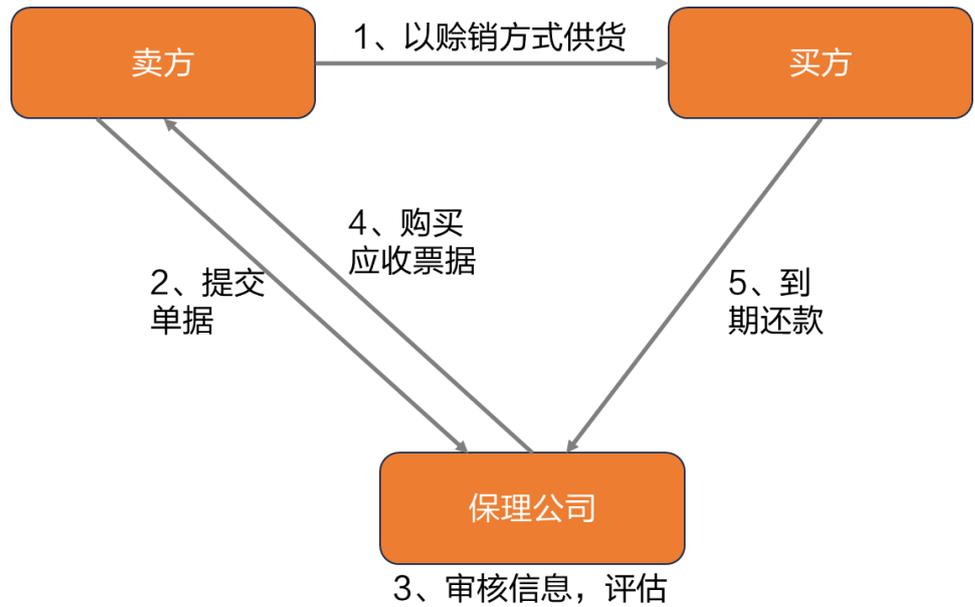
资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

因此，我们认为，尽管银行业金融机构发行信用贷款对中小微企业而言是较为经济、低利率的一种融资方式，但是由于受限于自身经营条件与规模，难以完善管理并实现信息透明化，使银行等金融机构难以评估风险，最终无法获取信用贷款，导致该种方式无法深度触及中小微企业。

2.2.2. 保理市场空间广阔，商业保理风险难控

保理市场是另一个中小微企业获取融资的渠道。保理是指卖方、供应商或出口商与保理商之间存在的一种契约关系。根据该契约，卖方、供应商或出口商将其现在或将来的基于其与买方订立的货物销售或服务合同所产生的应收账款转让给保理商，由保理商为其提供贸易融资、销售分账户管理、应收账款的催收、信用风险控制与坏账担保等服务中的至少两项。

图 25：保理业务流程图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

保理市场分为**银行保理**和**商业保理**两部分。尽管银行保理和商业保理一脉相承，但在客户群体、风险控制、资金来源等五个方面各有不同。从客户群体来看，**银行保理**主要面向中大型优质企业，而**商业保理**则是补足了中小微企业融资市场的空白；**银行保理**更加注重对融资方的风险控制，**商业保理**则相对来说更加灵活，关注买方的偿付能力；**银行保理**资金充足来源广泛，相反**商业保理**资金获取渠道狭窄，成本较高。

表 5：保理市场分为银行保理和商业保理两部分

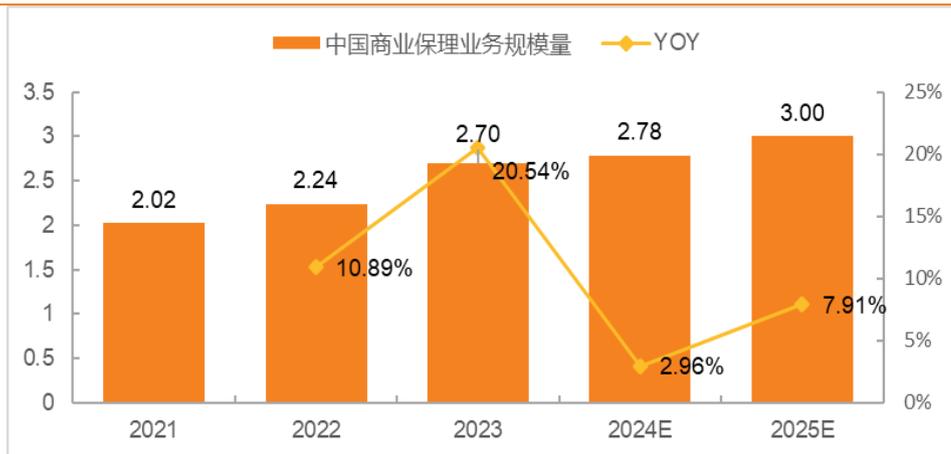
	银行保理	商业保理
客户群体	大中型优质企业	中小微企业
业务类型	单笔金额较大，应收应付关系简单	金额较小，债务关系复杂的交易
风险控制	严控风险	评估方式灵活变通
资金来源	资金充足，来源广泛	资金获取渠道狭窄，成本较高
组织与创新	创新水平较弱	创新、风控等合规方面管理宽松

资料来源：万联网，天风证券研究所

以往，银行作为社会最重要的融资中介之一，在资金体量和融资渠道上拥有较大优势。但目前商业保理正以其独特的优势显现竞争力。我们认为，对比银行保理，商业保理在业务优先级、风控模式和对产业链的认知三个维度上具有比较优势。在政策支持的背景下，保理业务通过整合供应链上的资金流、信息流、物流等，把单个企业的不可控风险转变为供应链企业整体的可控风险，可提高服务实体的资金效率，对中小企业融资较为有利。但是由于商业保理的自有资金相比银行保理较少、承担的风险更大，因此其收取的利率会更高，会增加中小微企业的融资成本。

具体到更易触及到中小微企业的商业保理市场，2023 年我国 GDP 超过 126 万亿元，增速达到 5.2%。得益于经济形势整体好转，商业保理行业逆周期效应显现，业务量达到 2.7 万亿元人民币，较 2022 年增长 20.5%。据中国服务贸易协会商业保理专业委员会统计，2023 年我国应收账款登记笔数为 574,817 笔，较上年同期增长 35.07%，占银行、商业保理公司、融资租赁公司三类机构全年登记总量的 25.72%。业内人士预计到 2025 年，我国商业保理年业务量将达到 3 万亿元，成为我国供应链金融的重要支柱之一。

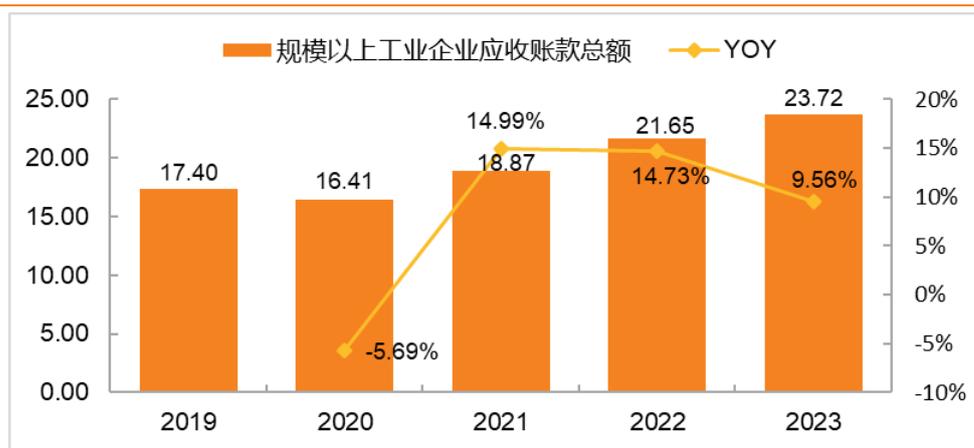
图 26：2021-2025E 中国商业保理业务规模量（万亿元）及 YoY



资料来源：中国物流与采购联合会，中国经济网，Frost&Sullivan，天风证券研究所

从需求端来看，中国规模以上工业企业应收账款总额 2019 年末的 17.40 万亿元增加至 2023 年末的 23.72 万亿元，年复合增长率为 8.05%。我们认为，规模以上工业企业应收账款的不断增加，给企业经营的资金周转和现金流带来了压力，这为大多数商业保理公司的业务发展提供了很大的潜力。随着应收账款底层资产的增加，各行业的保理业务需求将持续扩张，加之技术持续迭代创新的驱动，商业保理公司凭借其灵活、多元化的服务及迅速的审核过程，有望保持增长。

图 27：2019-2023 中国规模以上工业企业应收账款总额（万亿元）与 YoY



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

然而，由于中小微企业客户更多，商业保理公司面临着比银行等机构更大的风险。因此，对于商业保理公司而言，风控是核心竞争力，也是生存发展的关键所在。

2.2.3. 金融科技春风化雨，有望破局风控难题

要解决风控这一核心问题，需要能线上获取、能很好衡量企业风险的数据，并通过线上自动风控降低坏账、运营成本。因此，我们认为，通过科技赋能中小微企业融资业务，引入更多数据，通过线上化的中小微融资业务模式为小微企业长尾群体提供服务，或将能够解决中小微企业的融资问题。

当前，金融机构与金融科技企业积极入局，数字技术已经深入小微企业融资行业，并持续改变着普惠金融发展方式，具体体现在：

1. 大型商业银行数字化转型深入推进，中小商业银行也积极加快数字化发力和布局数字金融，小微融资服务品种和服务场景日趋丰富，智能风控处理能力和处理效率持续提升，服务客户的广度和深度继续拓展。
2. 各类型金融科技企业积极入局小微融资科技行业，为商业银行等金融机构提供合作支持，

提升小微企业尤其是“小店”群体的服务覆盖度。

图 28：各大行信息科技投入（亿元）



资料来源：36Kr，腾讯研究院，天风证券研究所

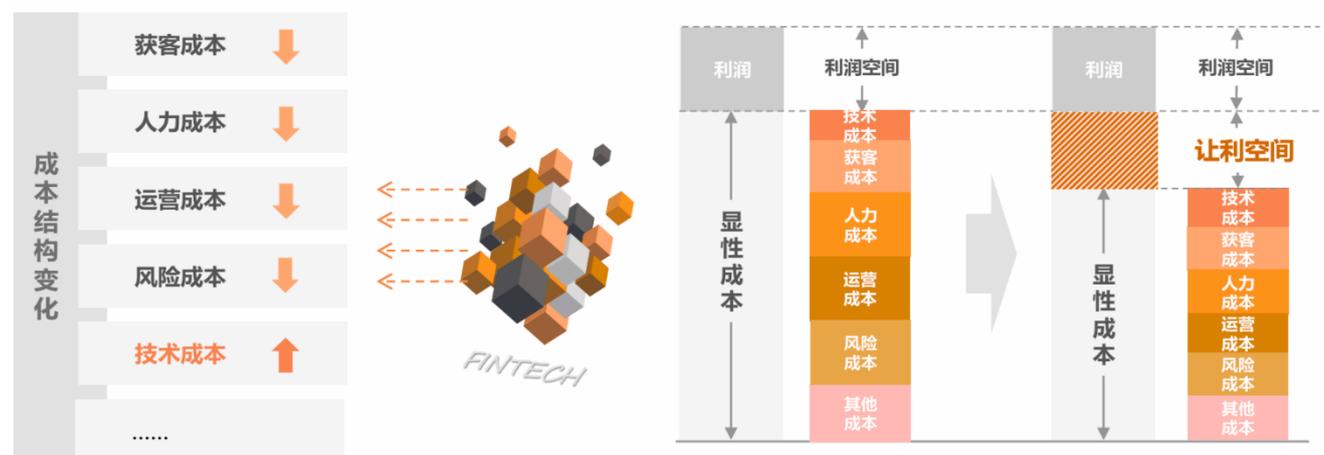
图 29：数字普惠金融案例



资料来源：公司官网，中国金融科技与数字金融发展报告，天风证券研究所

我们认为，大数据、人工智能等技术手段及科技平台在小微融资领域的广泛应用，帮助融资服务提供方更精准高效的获客、运营及风控，极大的解放了人力需求，促使其成本结构发生变化，获客、人力、运营等显性成本的费用降低。同时，融资服务提供方显性成本的降低将会带来融资利率的降低，利好中小微企业发展。因此，以科技赋能，发展数字金融，或将成为解决中小微企业融资难、融资贵问题的关键手段。

图 30：科技赋能降低成本，带来让利空间



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

2.3. 供应链金融注重科技，未来前景光明

我们认为，在银行业金融机构信用贷款、保理、供应链金融融资这三种模式中，供应链金融是最具前景的融资方式。

供应链金融是指从供应链产业链整体出发，运用金融科技手段，整合物流、资金流、信息流等信息，在真实交易背景下，构建供应链中占主导地位的核心企业与上下游企业一体化的金融供给体系和风险评估体系，提供系统性的金融解决方案，以快速响应产业链上企业的结算、融资、财务管理等综合需求，降低企业成本，提升产业链各方价值。

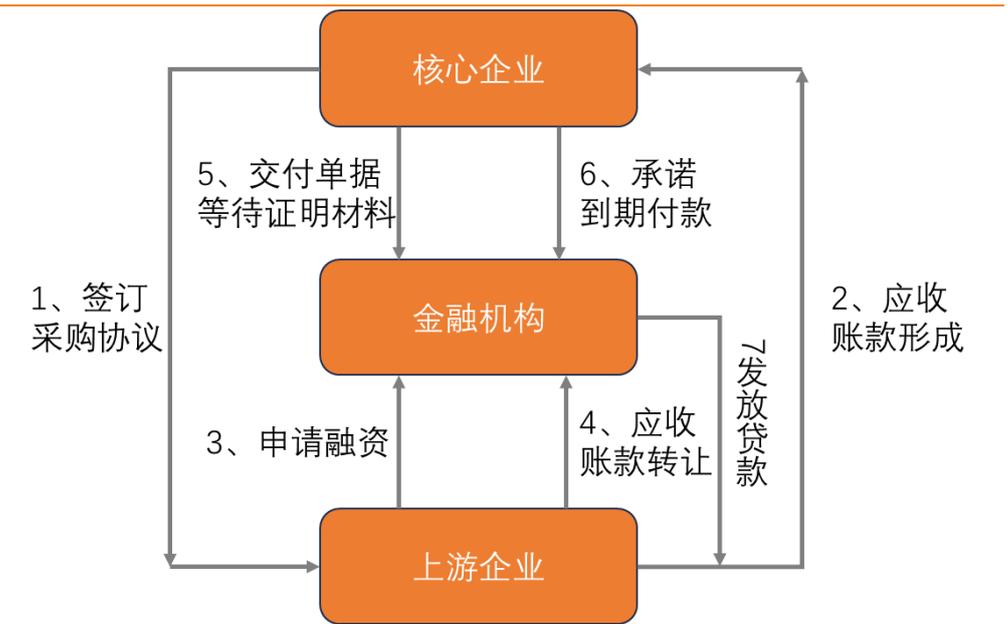
图 31：供应链金融科技服务生态架构



资料来源：2023 供应链金融科技发展洞察白皮书，天风证券研究所

具体到流程来看，以供应链金融余额规模中贡献最大的应收账款模式为例，中小企业为供方，核心企业为买方。原本，一个标准的买卖交易行为是钱货两讫，但随着赊销成为一种主要的销售方式，账期的存在使得处于供应链上游的企业普遍承受着现金流紧张的压力，而这种压力在供货方是中小企业的场景下体现的尤为明显，该场景下上游供方会基于应收账款申请融资。他们在与核心企业签订采购协议后将应收账款转让给金融机构，核心企业将单据等证明材料给金融机构审核，金融机构向上游供应商发放融资。

图 32：应收账款融资模式



资料来源：36Kr，天风证券研究所

我们认为，与信用贷款相比，供应链金融模式，尤其是其中的应收账款模式具有显著优势：融资申请发生在交易完成后，具有真实具体的贸易场景依托，风险系数最低；应收账款模式以核心企业开具的应收账款凭证为直接还款来源，相对于订单融资、库存融资不涉及货物的发出及分销，从流程和时间上风险更容易确定；应收账款模式可以围绕核心企业开展信用评估，对于银行等金融机构而言风控流程更为简单明确，且核心企业整体信用资质更高；核心企业通常本身就是银行的客户，获客成本较低。

在供应链金融不断扩展的环境下，各类技术也正在为其赋能。在供应链金融 2.0 阶段，数字化主要体现在业务流程的线上化与运营管理的信息化，所依托的主要是 ICT 等传统通信技术。随着大数据、区块链、人工智能、云计算、边缘计算、物联网等新兴技术的出现、发展与应用，供应链金融逐步进入了 3.0 的平台化和 4.0 的智慧化阶段，也出现了很多产品及行业解决方案的创新。

一个完整的供应链金融数字化可以分成感知层→数据层→流程层→模式层的四层架构，在每一层会有其应用的主要技术：

- 1) 在感知层主要是通过**传感器、射频识别等物联网技术**来对供应链业务活动信息进行感知和获取；
- 2) 而在数据层则是通过**大数据、人工智能、云计算、边缘计算等技术**来对感知层获取的数据进行处理分析并进行相关决策；
- 3) 流程层主要是通过**区块链技术**来实现供应链单证、票据、凭证等电子和流转及相关的管理，**提升供应链金融业务的可信度与透明度**；
- 4) 模式层则主要通过**传统 ICT 技术**来实现供应链流程管理及业务模式的确立与管理，进而实现供应链金融运营过程信息化。

图 33：典型技术在供应链金融数字化中的四层架构



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

根据艾瑞咨询调研，自 2018 年至 2022 年，中国供应链金融数字化渗透率从 5% 增长到了 30%，预计 2027 年将达到 50%。我们认为，未来供应链金融行业规模扩大伴随着数字化渗透率的提升，有望使供应链金融业务当中原本不可控的风险变得更为可控，原本不可行的业务也开始逐步变得可行，从而在根本上改变供应链金融的覆盖度，或将从根本上解决中小企业的融资难、融资贵问题。

图 34：2018&2022&2027 中国供应链金融数字化规模（万亿元）及渗透率



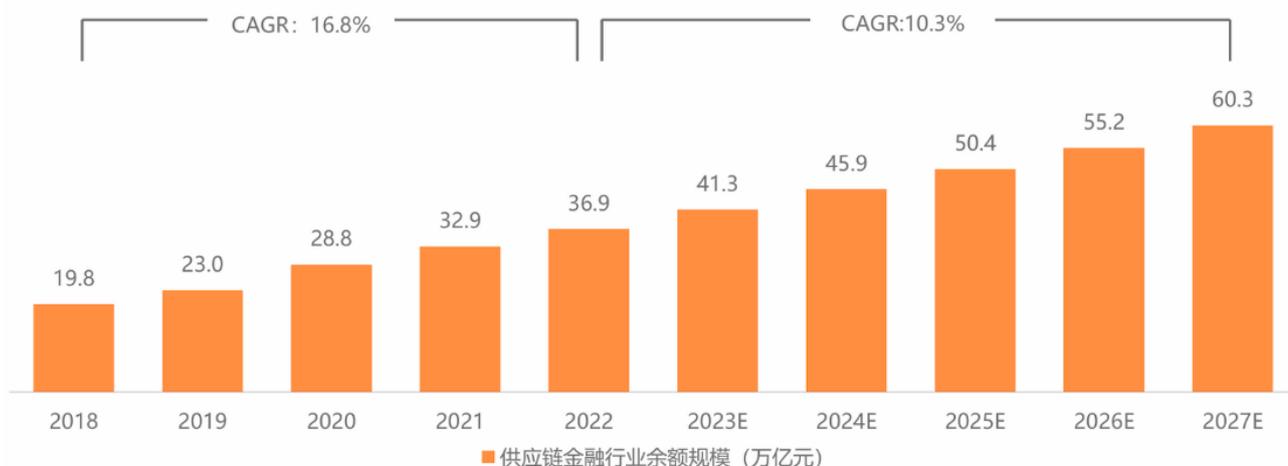
资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

我们认为，与保理业务相比，供应链金融更加强调金融机构的科技属性。随着中国供应链金融数字化规模及渗透率的不断提升，有望依靠科技赋能，从覆盖范围、服务成本、运作效率、风险管控等各方面突破行业瓶颈，实现业务流程线上化、信用评估数据化、风控决

策自动化、运营管理可视化、数据交易可信化、风险监测动态化、动产监管智能化，从根本上解决风控难题。随着技术在供应链金融领域的深度应用和行业的进一步发展，很多金融机构、核心企业和供应链服务公司将实现更深度的融合，预计未来会出现多方联合建设的综合性平台，主要以金融科技公司的形式展开，因此预计金融科技建设的平台占比会上升。

贸易活动的日益频繁、赊购模式的盛行、友好的政策环境等因素为中国供应链金融行业的快速发展提供了充足的养分。根据艾瑞咨询调研，2022年，我国供应链金融行业余额规模达到了36.9万亿元，2018-2022年CAGR为16.8%，高于中国企业贷款规模增速和小微企业贷款规模增速。随着政策、经济、社会、技术等各方面环境的进一步优化，预计2022-2027年中国供应链金融行业规模将以10.3%的CAGR继续增长，到2027年，规模超60万亿元，中国将成为全球最大的供应链金融市场之一。

图 35：中国供应链金融行业余额规模



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

我们认为，随着供应链金融的不断发展，其已经成为推动金融服务实体经济的重要力量。供应链金融的发展能够帮助供应链的上下游企业获得更全面高效的融资，从而畅通供应链、提升供应链的安全与韧性、促进供应链降本增效。随着未来中小微企业数量的不断增加，供应链金融行业有望不断扩展。

3. 竞争优势分析

3.1. 顺应国家政策，国企合资大有可为

自国家发展混合所有制经济以来，政府既鼓励支持民营企业参与国有企业改革，也鼓励支持国有资本投资民营企业。国企改革三年行动以来，中央企业与民营企业等社会资本股权投资金额超9000亿元，截至2023年底，中央企业对外参股投资各类企业超过1.3万户。

2019年，顺应国家政策的推行，无锡市交通产业集团旗下无锡通汇投资有限公司与公司旗下企业盛卓商业保理有限公司展开深度合作，共同成立国有控股合资公司无锡国金商业保理有限公司，以促进融资结构的优化和整合，解决中小微企业的融资难题。自此之后，在运营过程中，与地方国企合作并参股成立合资公司成为盛业平台化战略的重要组成部分之一。盛业通过科技创新形成的精准获客和大数据分析能力正好起到了良好桥梁和催化作用，可以高效地链接产业场景并智能匹配资源，有效盘活国有资产价值。2019年以来，公司已与无锡市交通产业集团、厦门象屿集团、中铁资本、无锡市太湖新城发展集团等国有企业开展合作。

图 36：公司与地方国企开展合作



资料来源：公司官网，天风证券研究所

与多家地方国企的合作，代表着盛业已把国企合资合作的成功经验转化为可复制的平台能力。我们认为，通过与优质地方国企达成战略合作，加快区域供应链普惠金融服务平台建设，实现产业资源高效链接和精准获客，或将成为解决当地中小微企业融资需求有力措施，与国家国有经济带动民营经济、发展实体经济政策相契合。随着合资公司的业务快速拓展，公司的数字金融收益有望持续提升，未来业绩也将实现可持续增长。

同时，公司自身拥有外资背景。公司是一家新加坡机构持股、中国香港主板上市的供应链科技平台，主要机构股东包括新加坡主权基金淡马锡，由新加坡籍华人董志锋先生创建。2015年，中新签署以重庆为运营中心的中新（重庆）战略性互联互通示范项目，以金融服务、航空、交通物流和信息通信技术为重点合作领域。在金融领域，重庆市政府、国央企与盛业控股、砂之船集团、渣打银行、星展银行等新加坡背景企业开展合作，据第五届中新金融峰会组委会介绍，在90个项目中，涉及中外资机构落地19个、合同金额392.3亿元，涉及机构增资5个、合同金额99亿元，形成了中新以金融合作带动产业发展、以金融创新带动产融结合的良好互动。

图 37：中新互联互通项目部分合作企业与部门



资料来源：中国日报网，中新（重庆）战略性互联互通项目综合服务网，天风证券研究所

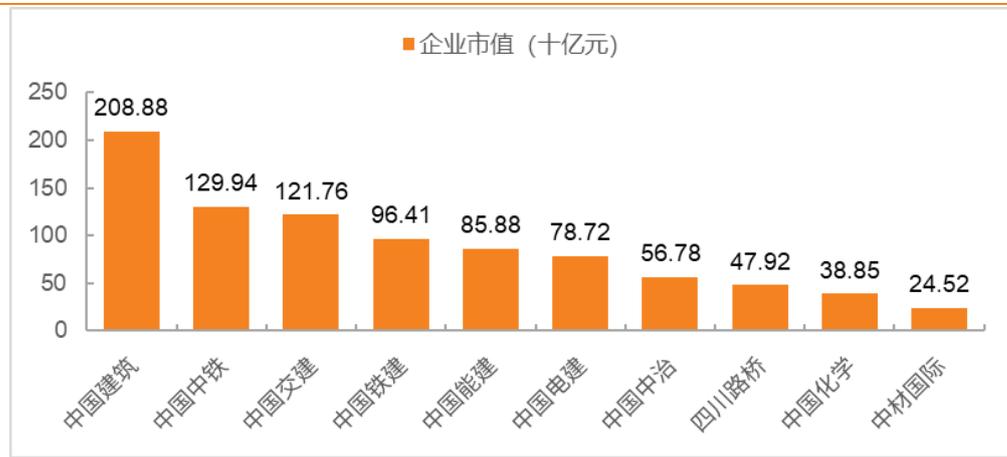
其中，公司作为新加坡企业代表与重庆市属国企代表重药控股股份有限公司就大健康领域合作重点项目签署《战略合作框架协议》，拟总投资不低于5亿新元（约合27亿元人民币），进一步深化中新对口协作、加大资本投资力度、拓展产业链供应链合作。我们认为，得益于中新两国的良好关系，同时公司拥有新加坡股东背景，中国国央企或将青睐与公司开展业务合作。随着中新互联互通项目的深入进行，公司在未来有望与更多国企开展合作，成立合资子公司并拓展业务。

3.2. 筛选优质国央企，依托核心企业助力业务开展

公司业务上主要聚焦于基建、医药、能源三个产业的交易，这三个行业的共同特点是能够抗经济周期，且市场规模庞大。在核心企业的选择上，公司的策略是“1+N”，其中“1”为大型国央企及上市公司，而“N”为广大的优质中小微企业供应商。如在基建领域，与

公司开展深入合作的核心企业客户有中国建筑、中国中铁、中国交建等公司，均为央企，且根据 wind 数据，三家公司分列中国建筑业市值前三位。只要确定交易的真实性，这些国央企核心买方大概率都会履约付款，所以在该商业模式下，**保理的风险是可控的**。总体来看，截至 2020 年国家全年 GDP 中有将近三成是由 96 家央企贡献的，**其中有十多家与公司长期合作**。

图 38：中国建筑业前十企业市值（十亿元）*统计截止 2024 年 9 月 6 日



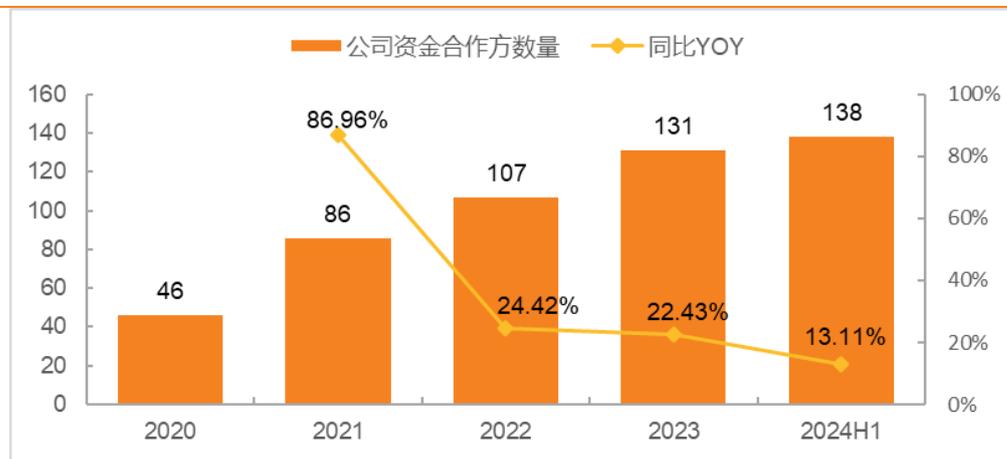
资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为，公司筛选国央企作为核心企业，开展深度合作，对公司而言信息透明度高，降低了风险，同时方便拓展国央企上游供应商作为客户；对中小微企业而言，方便其快速获取资金，流动性增强，与核心企业关系更加稳固；对核心企业而言，资金融通使其能从中小微企业获得更为优惠的付款方式，与供应链上下游建立持久稳定的战略合作关系，保持供应链的稳定发展；对于银行等其他金融机构而言，或将通过公司获取优质贷款客户，服务更多中小微企业。公司的“1+N”模式有望达成四赢局面。同时，基于公司与地方国企战略合作的模式，公司有望以此为背书，吸纳更多国央企为客户，助力业务拓展。

3.3. 合作机构数量攀升，持续撬动增量资金

从上游资金来源来看，公司的资金相对充足且发展势头良好，自有资金约 40 亿元。为了拓展多元化的融资渠道，满足中小微企业各交易阶段的资金需求，公司积极推动资金合作方数量的增长。2020 年底公司资金合作方为 46 家，截至 2024H1，公司资金合作方增长至 138 家，2020A-2024H1 累计增长率高达 200%。我们认为，公司资金合作方数量的稳步增长有望加速平台科技服务及融资撮合业务的发展，减少对资产负债表内资金的依赖，促进公司业绩释放。

图 39：公司资金合作方数量&同比 YoY



资料来源：21 经济网，公司官网，天风证券研究所

同时，根据银保监会下发的《关于加强商业保理企业监督管理的通知》来看，**商业保理企**

业的风险资产不得超过净资产的 10 倍，意味着公司旗下的保理公司最多可以利用十倍杠杆。公司杠杆率低，仍有提升空间，同时部分企业已完成增资，有望撬动更多资金。其中，宁波国富商业保理有限公司成功增资至 5 亿元，公司预计 2024 年业务总规模可达 50 亿元。无锡国金商业保理有限公司成功引入战略股东无锡市太湖新城发展集团有限公司，并获得 5.7 亿元的注资，公司预计业务总规模有望在 3 年内突破 100 亿元，有望成为无锡市首家「百亿规模」的标杆性供应链普惠金融服务平台。四家合资子公司未来预计撬动超 200 亿元增量资金。

图 40：公司四大合资公司发展前景广阔



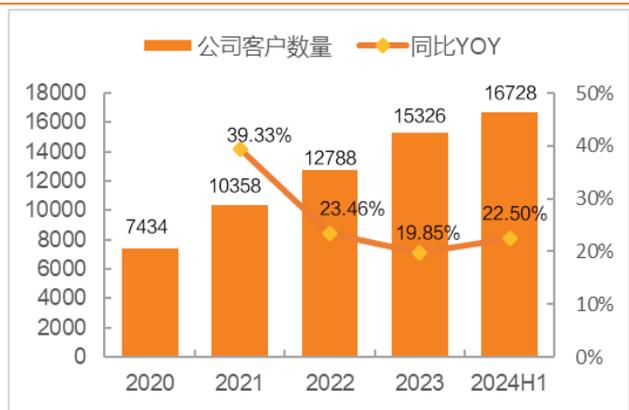
资料来源：公司官网，天风证券研究所

我们认为，合资公司杠杆率的提升与新资金的注入符合公司平台化战略，通过与优质地方国企达成战略合作，加快区域供应链普惠金融服务平台建设，实现产业资源高效链接和精准获客，着力解决当地中小微企业的融资需求。随着合资公司的业务快速拓展，公司的数字金融收益或将持续提升，未来业绩有望实现可持续增长。

3.4. 下游客户数量激增，未来发展空间广阔

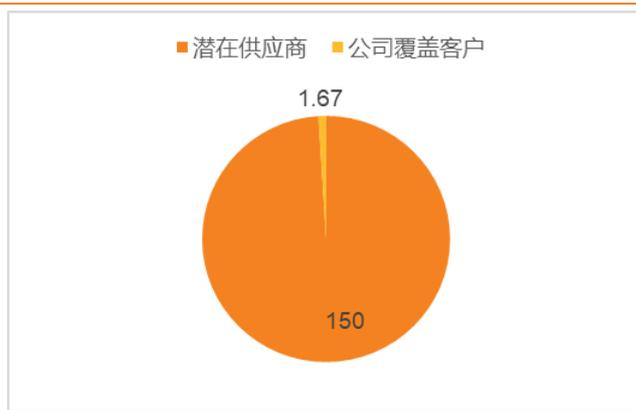
公司数字金融业务客户数量逐年递增，增长迅速。2020 年，公司客户数量为 7434 家，随着新冠疫情的发生与反复，盛业充分发挥平台科技能力的支撑作用，深入了解中小微企业的发展需求，带去有温度的数字金融服务。截至 2024H1，公司客户数量达到 16728 家，其中超过 97%为中小微企业，2020A-2024H1 累计增长率高达 125%。根据公司资料，目前基建、能源、医药三大产业的核心企业供应链生态中有大于 150 万的潜在供应商，公司渗透率仅为 1%左右，发展空间广阔。

图 41：2020-2024H1 公司客户数量（家）与 YoY



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 42：公司覆盖客户数量（万）与潜在客户数量（万）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

我们认为，公司渗透率较低的主要原因在于数字金融业务依赖于公司自有资金，目前公司自有资金难以覆盖大量潜在客户。未来随着公司国企合资规模的扩大，公司有望撬动更大的业务规模，吸纳更多优质客户，促进渗透率的提升。同时随着公司平台化战略的推进，通过搭建优质资产与普惠资金智能匹配的桥梁，也有望触及更多潜在客户。

公司也在持续关注和研究国家战略性行业和新兴行业，如新能源和跨境电商。从主要下游行业保理业务量来看，电商行业保理业务量仅次于制造业排名第二，并且是增速最快的行业，同时有 2500 万家平台商户，电商市场规模逐年增长，公司预计在 2025 年将达到 60 万亿元；随着环保要求提高，中国政府积极推动清洁能源的发展，这也将带动新能源行业对保理业务的需求，目前有 43000 家新能源企业作为潜在商户，同时公司预计 2025 年新能源行业市场规模将达到 5300 亿元。

图 43：公司未来规划



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2024 年 7 月 9 日, 公司宣布对一家从事电商供应链服务和创新医药产业投资的综合集团进行战略投资, 首期交易对价为 3 亿元人民币。此次投资标志着公司在电商等战略性新兴产业的布局上迈出了坚实一步。我们认为, 电商行业收益率相较原有行业更有优势, 持续开拓新兴行业生态, 拓宽资产边界, 有望进一步强化集团在供应链普惠金融领域的优势, 提升业务规模和盈利能力, 利润端有望持续释放。同时布局战略性行业与新兴行业, 契合国家发展战略, 有望获得政策支持。

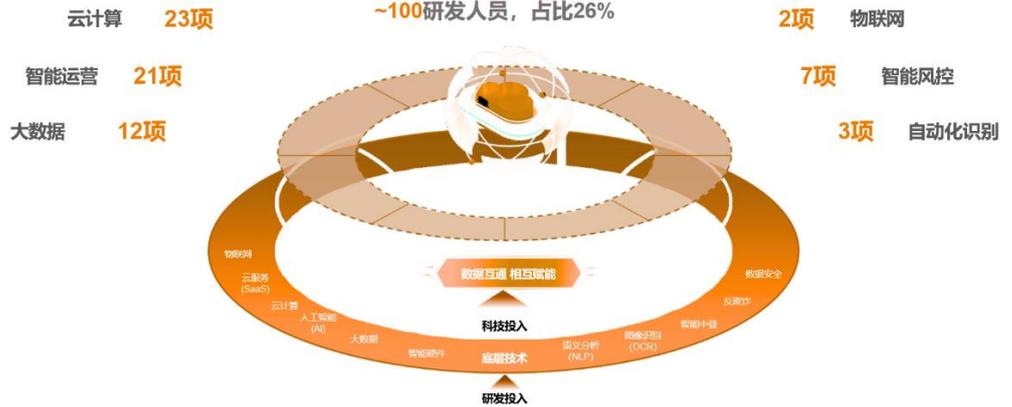
3.5. 金融科技赋能, 风控效果显著

近年来, 随着云计算、大数据等重点技术在金融领域被广泛应用, 金融科技正深刻改变金融生态、重塑金融格局。公司在金融科技发展指引下, 亦在积极强化自身科技实力, 其以自主研发的科技系统与大数据分析技术为驱动, 打造了日趋完善的产业金融服务生态体系。

图 44: 公司专利情况

68项 国家发明专利及计算机软件著作权

累计研发投入超过2亿元人民币



资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前，公司已经取得了 68 项国家发明专利及计算机软件著作权。公司将人工智能技术应用多个方面，如使用 AI 进行合同录入与自动审核，是人工提取效率的 8 倍，准确率 90% 以上；应用 AI 进行回款预测，平均准确率达到 83.97%，远高于人工预测 53.56% 的准确率；应用 AI 进行 RPA(业务流程机器人自动化) 银行流水自动采集，将人工成本降低 90%，实现 24 小时作业。

图 45：AI 应用：合同录入与自动审核



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 46：AI 应用：用户回款预测



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司始终将科技视为供应链条中最关键的元素，持续促进科技与业务的紧密结合和协同发展。未来，公司还将持续拓展 AI 应用场景：公司计划实现多平台数据对接，全方位触达潜在线索以增加获客渠道，自动化触达及抓取客户；希望能够实现合同及账单的自动分类匹配；希望能够应用 AI 实现历史数据的自动回溯验证规则适用性，并实现自动评估及推荐风控规则等应用方向都是公司下一步的规划。

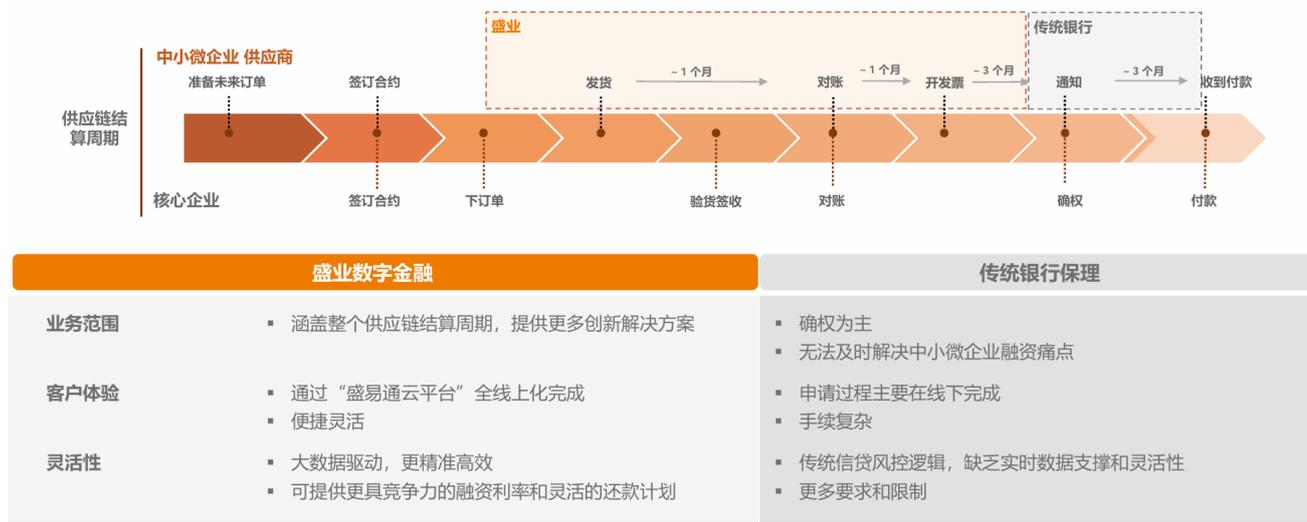
图 47：AI 应用未来规划场景



资料来源：公司官网，天风证券研究所

数字金融的发展，让中小微企业在数字生态中建立自身的数字信用和交易画像，突破对核心企业确权及担保的依赖。在传统应收账款融资模式下，为符合银行对贸易背景真实性和应收账款真实性的审核，小微企业需要对用来申请融资的每一笔应收账款向核心企业确权，需要准备的材料多、手续繁、流程长，而核心企业配合的意愿低，常常造成小微企业无法获得银行融资。在这种情况下，公司依靠数字金融赋能，能够涵盖整个供应链结算周期，提供更多创新解决方案，在银行确权前完成对中小微企业的融资服务。

图 48：盛业非确权保理涵盖整个供应链结算周期



资料来源：公司官网，天风证券研究所

我们认为，在科技赋能下，公司通过系统化、数据化的管理，实现了非确权保理，同时融资节点大幅前移，可以覆盖大部分供应链生命周期，或将满足中小微企业对非确权应收账款融资的需求。

尽管公司整个融资过程便捷灵活，且中小微企业占比大于 97%，正向保理业务占比高达 96%，但在金融科技的加持下，公司风控质量高。2022 年与 2023 年公司不良率均为 0，逾期率从 2022 年的 0.05% 下降至 0.03%。

图 49：公司不良率与逾期率



资料来源：公司官网，天风证券研究所

我们认为，在金融科技的加持下，庞杂的信息流得到高效处理，不仅大幅降低了人工工作量和错误风险，实现了多维度数据的交叉验证，分解了行业信息不透明，不对称背后的虚假交易和资金被挪用风险，有效保障了资金安全，也使公司能够大幅缩短审批流程和时间，提供涵盖供应链周期多个阶段的产品服务，更高效地为中小企业发放保理贷款，提供超越传统渠道和同行的服务质量和体验，或将形成公司的核心竞争壁垒。

4. 盈利预测与估值

我们认为，随着《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》的发布与其它推进普惠金融的规划相继落地，降低中小微企业融资难度与融资成本已是大概率事件，而目前阻止中小微企业融资的一大拦路虎便是风控这一难题。为解决这一难题，让普惠金融服务到每一个有需求的中小微企业，以金融科技赋能、深入产业链的供应链金融应运而生，行业发展前景广阔。公司作为供应链科技公司，深入基建、医药、能源供应链，通过接入核心企业平台与向核心企业上游中小微企业提供供应链科技服务搭建的供应链科技平台，具有良好的风控质量。基于该平台完善的风控能力，一方面公司开展的数字金融业务可便捷高效的满足中小微企业融资需求，另一方面公司能够通过平台科技服务业务，撮合其它资金方为中小微企业提供融资服务。因此，我们认为，公司的发展不受自有资金限制，市场潜在需求才是公司发展的主要驱动。未来，随着公司更多的接入核心企业及其上游中小微企业平台，公司平台能力进一步加强，加之平台科技进一步赋能风控能力，公司有望链接更多资金与需求，带来更多的业绩增长空间，进而为更多中小微企业带来普惠金融。

公司是领先的供应链科技公司，借助供应链科技平台提供数字金融解决方案服务、平台服务与供应链科技服务，为基建、医药、能源等产业链内中小微企业带来信息数字化与普惠金融。可比估值方面，我们认为应选择天阳科技、宇信科技、博彦科技、南天信息和百融云作为可比公司。

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 7.53/8.75/10.57 亿人民币，分别同比 -22%/+16%/+21%。我们认为，公司 2024 年营收下降是合资公司国金保理出表所造成的，对公司利润影响不显著。2025 年与 2026 年营收增长的原因是供应链科技平台的发展将进一步深入供应链内部，覆盖更多中小微企业供应商，从而撬动更多普惠金融需求；同时借助更多金融科技的应用，做到加强风控水平与提高运营效率，从而让更多资金合作方链接到优质资产。

对于数字金融解决方案业务，我们预计 2024-2026 年收入分别为 4.66/5.06/5.54 亿人民币，分别同比 -36%/+9%/+9%。我们认为，公司数字金融业务、国企合资“主力军”无锡国金商业保理有限公司出表将致使公司该项业务 2024 年收入产生一定波动，但无锡太湖集团对于无锡国金的增资证明了国资对于该“国有资本投资、民营企业运营”模式在公司的应用的高度认可。未来，凭借该模式在多家国企合资公司的成功应用，该模式有望实现“再复制”，即公司有望与更多地方国资展开合作，继续拉动公司自有供应链资产上涨，从而以自有资金满足更多中小微企业融资需求。

对于平台科技服务业务，我们预计 2024-2026 年收入分别为 2.74/3.55/4.90 亿人民币，分别同比增长 61%/30%/38%。我们认为，公司坚持科技研发，持续以科技赋能供应链平台，平台科技服务收入将是公司未来收入增长的主力方向。公司平台于资产方与资金方均取得了突破。资产方方面，公司平台用户近年来激增，未来有望继续提升；资金方方面，凭借公司平台深入产业链、科技赋能的获客能力与风控能力，接入平台的资金方数量同样在稳步提升。资金方与资产方同时增长为公司平台服务收入带来了强劲驱动。公司以平台能力充分挖掘市场潜力，为资金方与资产方带来更便捷更安全的普惠金融服务，让公司业务增长速度不再受限于自有资金，而是与供应链金融市场潜力挂钩。

对于出售供应链资产，我们预计 2024-2026 年收入分别为 0.14/0.14/0.13 亿人民币。我们认为，公司该项业务收入将持续减少。

表 6：公司各业务收入拆分（百万元）及同比

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
数字金融解决方案	430.01	624.87	722.81	465.68	505.84	553.84
YOY		45%	9%	-36%	9%	9%
平台科技服务	50.16	103.27	170.23	273.61	355.09	489.87
YOY		106%	65%	61%	30%	38%
出售供应链资产	95.16	72.29	70.47	14.09	13.67	13.12
YOY		-24%	-3%	-80%	-3%	-4%
主营业务收入	575.33	800.43	963.52	753.39	874.61	1,056.84
YOY		39%	20%	-22%	16%	21%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们预计公司 2024-2026 归母净利润为 3.1/4.1/5.1 亿元。考虑到公司业务涉及金融科技，选取天阳科技、宇信科技、博彦科技、南天信息和百融云为可比公司。根据万得预测，截至 2024 年 8 月 24 日可比公司 PE(2024E)均值为 20.81 倍，考虑到港股的流动性折价，应给予其 2024 年略低于平均估值的 20 倍估值，对应市值为 62.56 亿元，目标股价 6.93 港元，给予“买入”评级。

表 7：可比公司与可比公司市盈率、总市值（十亿元）

代码	证券名称	2024年市盈率	总市值（十亿元）
300872.SZ	天阳科技	32.29	4.32
300674.SZ	宇信科技	22.02	7.5
002649.SZ	博彦科技	15.64	4.7
000948.SZ	南天信息	25.11	5.15
6608.HK	百融云-W	8.99	3.02

*数据更新于2024年9月6日

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1) 供应链资产规模增长不及预期

公司业务规模与供应链资产规模强相关。若供应链资产规模增长不及预期，可能直接影响公司营业收入。

2) 监管政策相关风险

若供应链金融监管政策收紧，如降低商业保理公司杠杆上限、限制国企合资模式等政策出台，公司业务拓展及营业收入可能会不及预期。

3) 自有资金水平不及预期

公司数字金融业务依赖于自有资金，若自有资金补充不及时，业务发展可能会不及预期。

4) 平台客户数量不及预期

公司平台服务收入与平台客户数量强相关，若平台客户数量增长幅度不及预期，平台业务发展可能会受到影响。

5) 外汇风险

公司承受的外汇风险主要与以港元、美元及新加坡元计值的现金及现金等价物、已抵押银行存款、其他应收款项、按公允价值计入其他全面收益的权益工具、贸易及其他应付款项、借款及租赁负债相关。

6) 跨市场选取可比公司的相关风险

估值体系差异风险或港股市场流动性不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com