

买入

2024年10月18日

供应链金融科技解决方案行业先行者，科技创新推动增长

- **领先的供应链金融科技解决方案提供商：**联易融于2016年成立，2021年于港交所主板上市，为首家上市的中国供应链金融科技 SaaS 企业。公司为核心企业和金融机构客户提供云原生解决方案优化供应链交易支付周期，实现供应链金融工作流程数字化。公司累计服务资产规模达 1.3 万亿元，行业内市场占有率第一。
- **基石业务供应链金融科技解决方案发展稳健：**供应链金融科技解决方案为公司收入的主要来源，主要包括核心企业云及金融机构云，其中 AMS 云及 ABS 云客户多为地产行业，多级流转云覆盖客户行业范围较广，受益于多级流转云业务规模的快速增长，收入有望保持较好增长。2024 年上半年处理的供应链资产总量为 1560 亿元，同比增长 14.6%，客户数量达 856 家，同比增长 16%，客户留存率达 96%。
- **新兴解决方案未来可期：**新兴解决方案主要包括跨境云国际业务及中小企业信用科技解决方案。公司坚持重点投入，加速产品创新，全面推进数智化国际化应用落地，持续深耕全球布局，优化跨境及国际业务模式，积极为客户提供全球化供应链数智化解决方案。2024 年上半年新兴解决处理的供应链资产总量为 99 亿元，同比增长 67.7%。
- **多元化客户结构助力成长：**公司覆盖多行业核心企业客户及合作伙伴，通过深入多行业供应链场景并研发设计针对不同行业的供应链金融科技解决方案，目前已覆盖全部 31 个申万行业分类。截至 2024 年上半年核心企业云客户数达 726 个，合作伙伴数量达 1750 个，金融机构云客户数达 130 个，合作伙伴数量 336 个，同比都有较好。上半年为核心企业客户和合作伙伴处理的供应链资产交易量超过 20 亿元的行业包括 13 个，主要五大行业包括，建筑/基础设施、房地产、电力设备、商贸零售及机械。整体客户留存率从 2023 年的 86% 回升至 2024 年上半年的 96%。
- **目标价 2.35 港元，给与买入评级：**联易融作为供应链金融科技行业的领先者，持续产品创新，积极有质量拓客，2024 年上半年实现收入 4 亿元，现金储备 51 亿元，我们预测公司 2024 年至 2026 年的收入分别为 9 亿元、10 亿元和 11 亿元，经调整净利润分别为-2.3 亿元、0.1 亿元和 1 亿元。基于此给予公司 5 倍 PS 值，合理市值 50 亿元，目标价 2.35 港元，较现价有 54.6% 的上涨空间，给予买入评级。

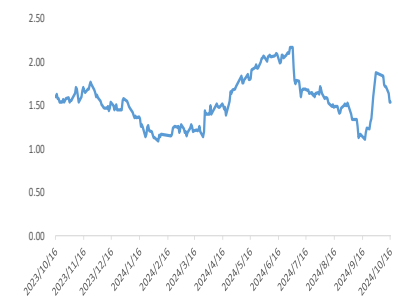
李宜格
+ 852-25321962
vicky.li@firstshanghai.com.hk
罗凡环
+ 852-25321962
simon.luo@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	TMT
股价	1.52 港元
目标价	2.35 港元 (+54.6%)
股票代码	9959
已发行股本	22.85 亿股
总市值	34.73 亿港元
52 周高/低	2.45 港元/0.96 港元
每股净资产	4.05 港元
主要股东	腾讯 (14.97%) 宋群 (12.58%) 中信资本 (9.92%)

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
总营业收入 (千元人民币)	924,200	867,764	907,338	1,030,492	1,175,778
变动	-22.9%	-6.1%	4.6%	13.6%	14.1%
经调整净利润 (千元人民币)	196,015	-286,267	-234,856	13,291	102,672
变动		-246.0%	18.0%	105.7%	672.5%
每股盈利/亏损 (元)	-0.01	-0.21	-0.15	-0.02	0.03
变动		-3194.0%	27.8%	86.8%	247.5%
基于1.52港元的市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	56.2
每股派息 (港元)	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10
股息现价比	16.4%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%

资料来源：公司资料，第一上海整理及预测

股价表现


资料来源：彭博

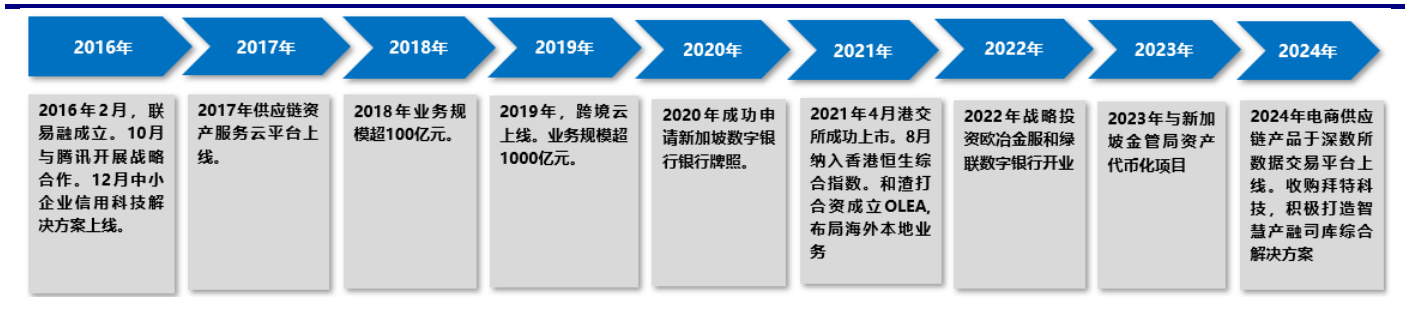
公司介绍

供应链金融科技解决方案供应商

联易融为一家供应链金融科技解决方案提供商，于 2016 年创立，致力于通过科技与创新为核心企业和金融机构客户提供供应链金融科技解决方案。2021 年于港交所主板上市，为首家上市的中国供应链金融科技 SaaS 企业。

作为腾讯 To B 战略生态圈的核心成员之一，联易融响应国家普惠金融的号召，聚焦于人工智能、区块链、云计算、大数据等先进技术在供应链生态的应用，以线上化、场景化、数据化的方式提供创新供应链金融科技解决方案。联易融的云原生解决方案，可优化供应链金融的支付周期、实现供应链金融全流程的数字化，提升整个供应链金融生态系统的透明度和连通性，促进供应链金融生态内的多方协作，实现一体化供应链管理。联易融还推出了中国首个基于区块链的跨境供应链融资平台，海外业务也处于快速发展阶段。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2: 商业模式



资料来源：公司资料，第一上海整理

股权结构

根据 2024 年中报披露，腾讯持有公司 14.97% 股份，宋群先生持有 12.58% 的股份，中信资本持有 9.92% 股份，林利军先生持有 7.4% 的股份、新加坡政府投资（GIC）持有 6.23% 的股份，此外渣打银行、恒泰信托等国内外大型企业及金融机构均持有公司股份。

图表 3: 股东背景



资料来源：公司资料，第一上海整理

经营情况

业务模式

联易融提供的主要解决方案分为供应链金融科技解决方案及新兴解决方案。其中供应链金融科技解决方案主要包括核心企业云、金融机构云。新兴解决方案则主要涉及跨境云及中小企业信用科技解决方案。

通过定制化的解决方案和行业领先的科技基础设施，联易融能为供应链金融生态圈的各方带来切实价值，满足核心企业和金融机构不断发展的业务和科技需求，同时为中小企业提供优质的融资体验，支持实体经济发展。

围绕核心企业云、金融机构云、跨境云、SME 场景云等多个业务板块，联易融服务于供应链核心及链属企业与金融机构，为其提供便捷高效的供应链金融科技服务。供应链金融提供融资有效途径，利用科技减少信息不对称，在供应链金融生态系统的相关方建立信任，增强互联互通互惠互利。

图表 4: 主要产品



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

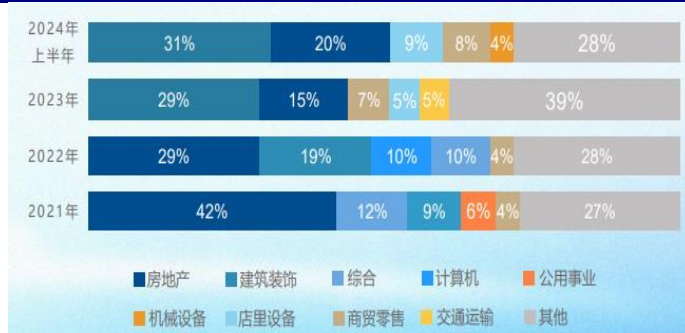
公司覆盖多行业核心企业客户及合作伙伴, 通过深入多行业供应链场景并研发设计针对不同行业的供应链金融科技解决方案, 目前已覆盖全部 31 个申万行业分类。截至 2024 年上半年核心企业云客户数达 726 个, 合作伙伴数量达 1750 个, 金融机构云客户数达 130 个, 合作伙伴数量 336 个, 同比都有较好。上半年为核心企业客户和合作伙伴处理的供应链资产交易量超过 20 亿元的行业包括 13 个, 主要五大行业包括, 建筑/基础设施、房地产、电力设备、商贸零售及机械。整体客户留存率从 2023 年的 86%回升至 2024 年上半年的 96%。

图表 5: 客户规模



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 6: 客户分布

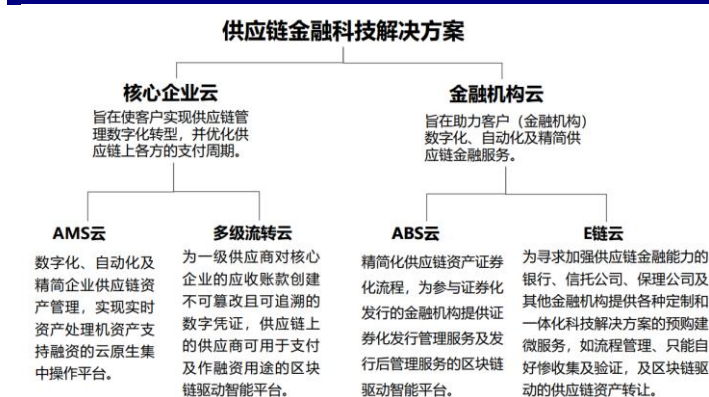


资料来源: 公司资料, 第一上海整理

供应链金融科技解决方案

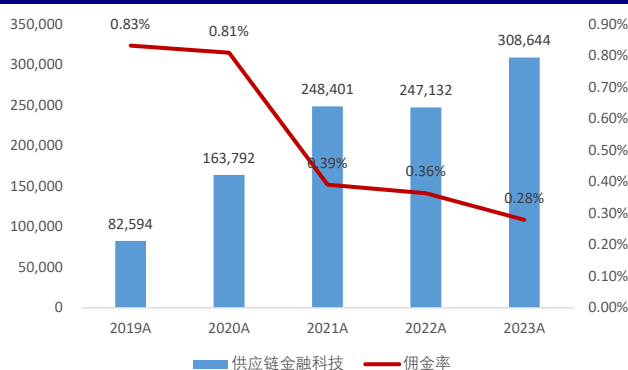
供应链金融科技解决方案收入主要是根据使用解决方案处理的供应链资产规模收取的服务费。其根据客户类型分为核心企业云及金融机构云。供应链金融科技解决方案作为公司主要收入来源, 其资产处理规模及佣金水平基本决定公司收入情况。在 2021 年以前, 房地产行业发展良好, 资产处理量增长较快, 佣金水平也处于高位; 2022 年资产处理量增长停滞主要是房地产行业发展受限, 而此时公司大多数客户来自房地产行业; 2023 年资产处理量重回增长主要是公司通过优化客户结构, 积极拓展非房地产行业客户所致, 但同时佣金率也随着客户结构的变化而减少, 主要是非地产行业客户其佣金率低于地产行业客户。未来有望随着地产行业企稳回升, 非地产业务的规模的快速起量, 重新回到一个较好的增长态势。

图表 7: 供应链金融科技解决方案



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 8: 资产处理量（百万元）及佣金率



资料来源：公司资料，第一上海整理

核心企业云旨在令核心企业实现供应链管理数字化转型，优化供应链上各方的支付周期，能够优化其现金流量，帮助其供应商获取流动资金，提升整个供应链的透明度及改善其供应链管理。旗下的解决方案为服务更广泛场景及供应链金融的参与者，包括应收款项证券及商业票据融资，及为核心企业及其供应商提供数字化供应链管理服务。主要包括 AMS 云和多级流转云。核心企业云客户数由 2019 年的 52 家增长至 2023 年的 604 家，增长迅速。

图表 9: 核心企业云



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 10: 部分客户



资料来源：公司资料，第一上海整理

AMS 云

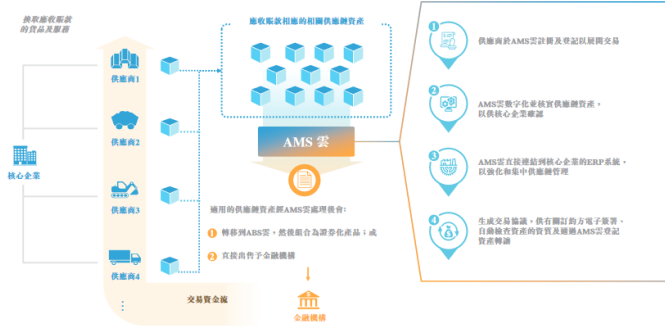
AMS 云协助核心企业邀请寻求为其供应链资产变现的供应商向 AMS 云提交相关文件及信息，供应商根据 AMS 云处理的供应链资产获得低成本融资。资产可连结 ABS 云，在 ABS 云集中打包成各类证券化产品（如 ABS 及 ABN），通过证券交易所或银行间市场售于第三方投资者。AMS 云主要功能包括，供应商注册及登记、资产数字化及验证、供应链管理、及签立电子合约及自动登记资产转让。由于主要客户大多来自地产行业，其资产处理量占比不断下降。

多级流转云

多级流转云是一个以区块链驱动的智能平台，为一级供应商对核心企业的应收账款创建不可篡改及可追溯的数字凭证，供应链的供应商可以来履行其于供应链上的付款责任或从金融机构获得融资。基于区块链的多级流转电子债权凭证产品逐步受到

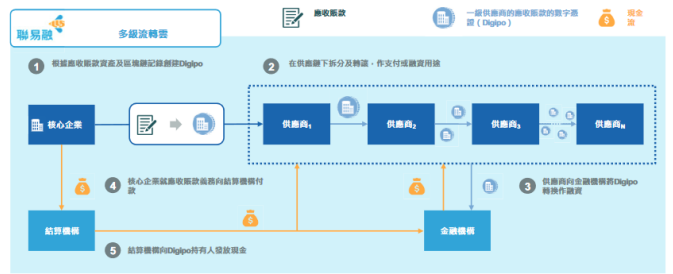
市场的认可，其客户多来自建工、新能源等其他行业，截至 2023 年末，多级流转云的核心企业客户已达到 558 家，其资产处理量规模占比不断提升，业务占比不断提升，有望成为公司未来增长的重要引擎。

图表 11: AMS 云工作流程



资料来源：公司资料，第一上海整理

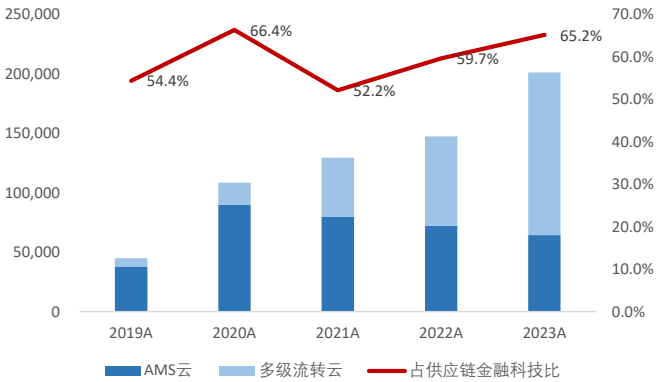
图表 12: 多级流转云工作流程



资料来源：公司资料，第一上海整理

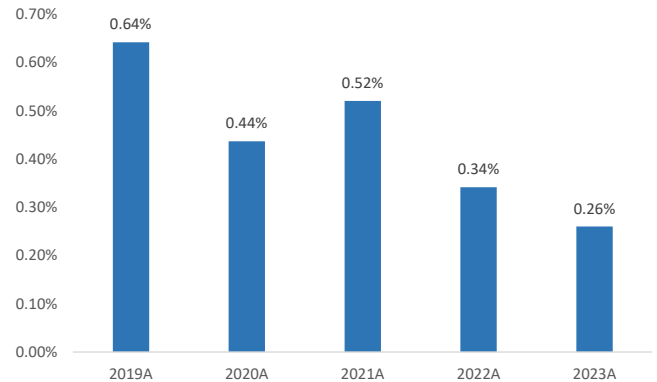
核心企业云资产处理量整体呈现增长态势，其占供应链金融科技解决方案整体资产处理量的占比也在不断上升，由 2019 年的 54.4% 增长至 2023 年的 65.2%。但其结构有所变化，2021 年之前主要为 AMS 云贡献大部分资产处理规模，2022 年之后 AMS 占比下降，资产处理量主要来自多级流转云，其主要原因也是由于 AMS 云受到房地产行业政策影响，交易量有所下降，而多级流转云仍保持较高增长。整体佣金率也随着高佣金率的 AMS 占比的下降而下降。

图表 13: 核心企业云资产处理量（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 14: 核心企业云整体佣金率



资料来源：公司资料，第一上海整理

金融机构云

金融机构云主要帮助金融机构实现供应链金融服务的数字化、自动化及优化，主要包括 ABS 云和 e 链云。ABS 云主要客户来自地产行业，e 链云主要客户多来自银行。2019 年至 2023 年金融机构云客户总数由 53 家增长至 131 家。

图表 15: 金融机构云



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 16: 部分客户



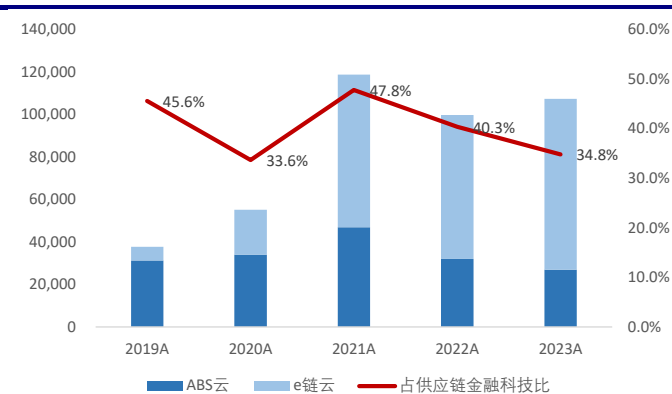
资料来源：公司资料，第一上海整理

ABS 云为一个区块链驱动的智能平台，帮助参与证券化发行的金融机构（主要包括券商、信托公司及商业银行）管理供应链资产证券化的整个生命周期，供应链资产被打包成证券化产品。ABS 云提供的主要解决方案包括创建资产池、协同尽职调查及文件审查、资产打包及存续期管理及分析工具，主要客户为地产行业客户，随着地产行业出清逐步完成，政策向暖，此板块有望开始企稳回暖。

e 链云是一组预构建微服务，为需求提升供应链金融能力的银行、信托公司、保理公司及其他金融机构提供各种定制的一体化科技解决方案。公司基于 LDP-GPT 的 AI 智能化产品逐步落地，积极探索与各类金融机构在场景化金融科技服务及模块化智能工具输出方面的合作机会。

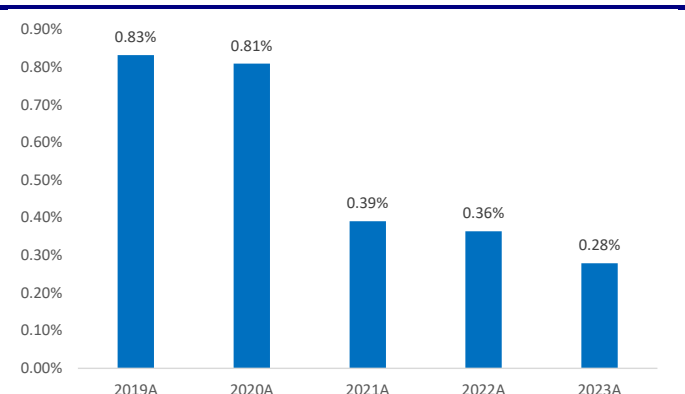
金融机构云的资产处理量经过 2022 年的下滑逐步恢复增长，但其在供应链金融科技解决方案中的占比不断下降。整体佣金水平也逐年下滑。

图表 17: 金融机构云资产处理量（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 18: 金融机构云整体佣金率

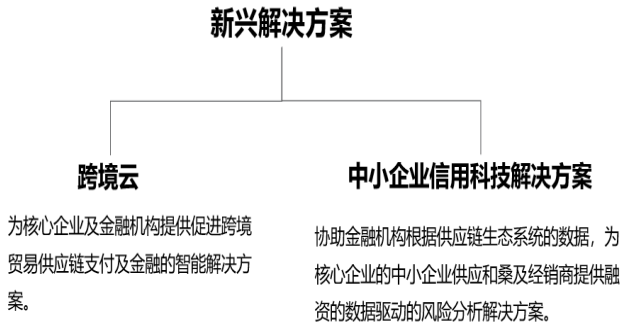


资料来源：公司资料，第一上海整理

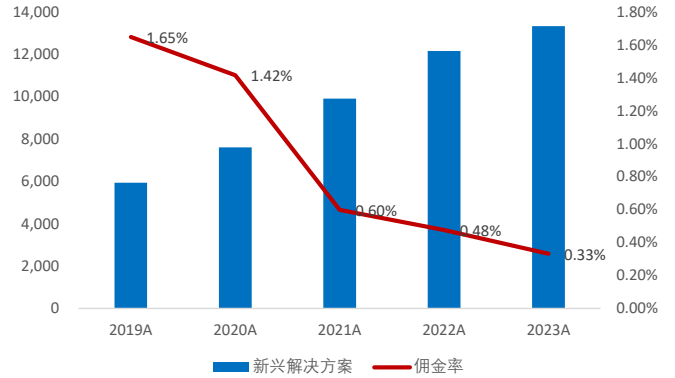
新兴解决方案

新兴解决方案主要包括跨境云及中小企业信用科技解决方案，为补充丰富现有供应链金融科技解决方案的一系列创新解决方案，主要面向金融机构。其资产处理量占总体处理量仅中个位数，佣金率也随着低佣金的跨境云业务占比的提高而有所下降。

图表 19: 新兴解决方案



图表 20: 资产处理量（百万元）及佣金率



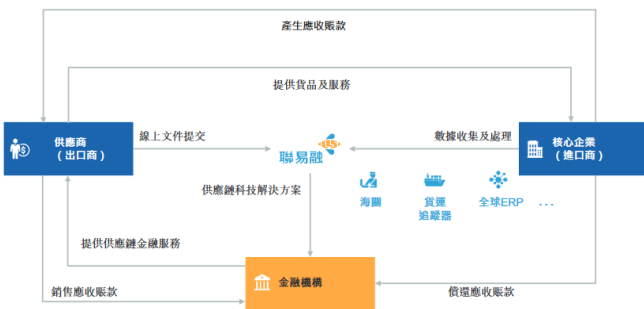
资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

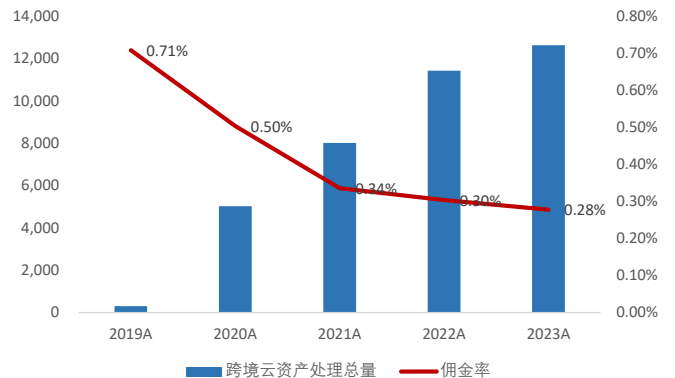
跨境云

跨境云主要为金融机构提供促进跨境贸易供应链金融的智能解决方案。公司通过不断优化跨境及国际业务模式，积极推进全球化战略，目前跨境云业务包括平台型数字化跨境贸易融资及服务中国企业出海的供应链融资科技解决方案。在平台型业务方面，与 Infor、Amazon 及 Shopee 等全球平台持续拓展多样化客户群体，为平台上的中小商家提供一站式综合数字化跨境贸易融资服务。由于国内企业全球化布局的推进，公司也积极布局围绕中国企业海外上下游供应链的融资场景模式，助理国内出海拓展全球供应链产融体系。预期随着美元降息带来融资成本的下降，需求迎来增长，推动跨境云业务重回高速增长态势。

图表 21: 跨境云



图表 22: 跨境云资产处理量（百万元）及佣金率



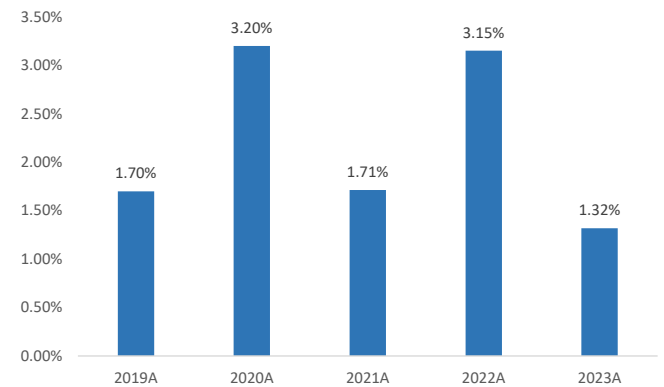
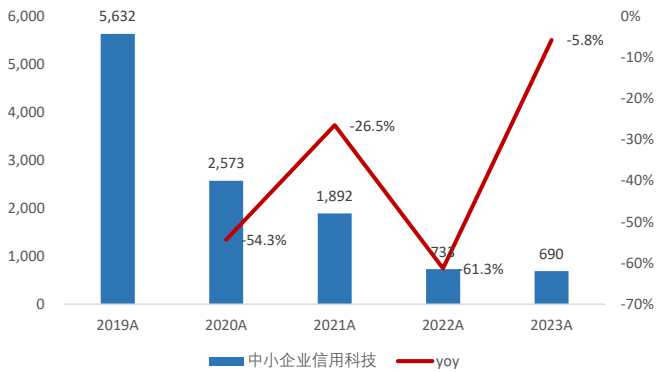
资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

中小企业信用科技解决方案

中小企业信用解决方案是由一系列数据驱动的风险分析解决方案组成，为帮助金融机构基于供应链生态信息及数据，安全有效地为核心企业的中小企业供应商及经销商提供融资。相较于其他科技解决方案，中小企业信用科技解决方案可使上游供应商在核心企业未对应收账款验证的情况下申请供应链融资，及允许对核心企业并无应收账款的下游经销商申请供应链融资。公司积极布局线上直播电商场景，收缩线下商户的数据信贷业务，拓展新的场景模式。

图表 23: 中小企业信用科技解决方案资产处理量 (百万元) 图表 24: 佣金率



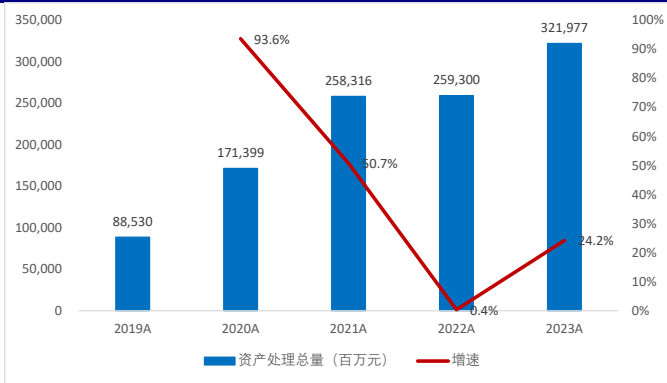
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

财务概况

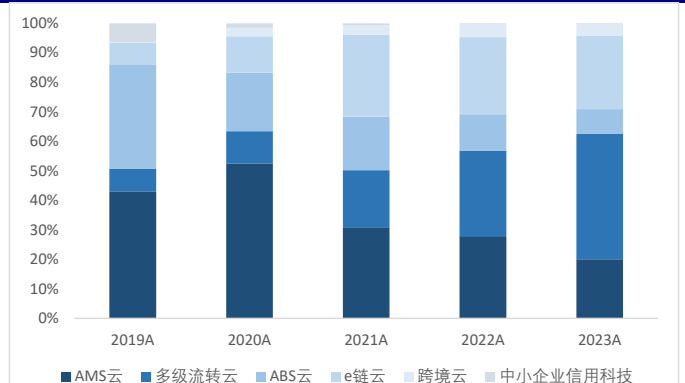
联易融收入模式主要根据交易量收取科技解决方案额服务费, 自 2019 年至 2023 年公司的科技解决方案处理的供应链资产总量从 885 亿元增长至 3220 亿元, 年复合增长率达 38%。2022 年交易量增速放缓主要是宏观经济承压, 地产行业影响导致供应链融资活动减少, 公司项目启动及推进受到影响所致。2023 年公司拓展非地产客户交易量恢复增长。2024 年上半年服务的资产规模达 1659 亿元, 同比增长 17%。

图表 25: 交易量



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 26: 按解决方案划分的交易量

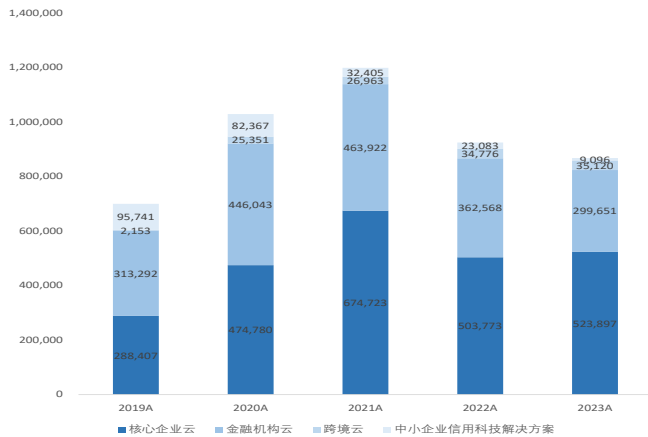


资料来源: 公司资料, 第一上海整理

公司根据交易量收取科技解决方案额服务费, 自 2019 年至 2023 年公司收入从 7 亿元增长至 8.7 亿元, 年复合增长率达 5.5%。收入在 2022 年有所下降主要是受地产行业影响, 交易量增速放缓, 客户及产品结构变化使得交易量衡量的产品平均价格下降。公司通过拓展非地产行业客户, 稳定交易量, 2023 年收入仍有所下降主要是整体佣金率的下降。2024 年上半年收入恢复增长, 同比增长 4%至 4 亿元, 预计未来随着交易量的不断提升将维持增长态势。

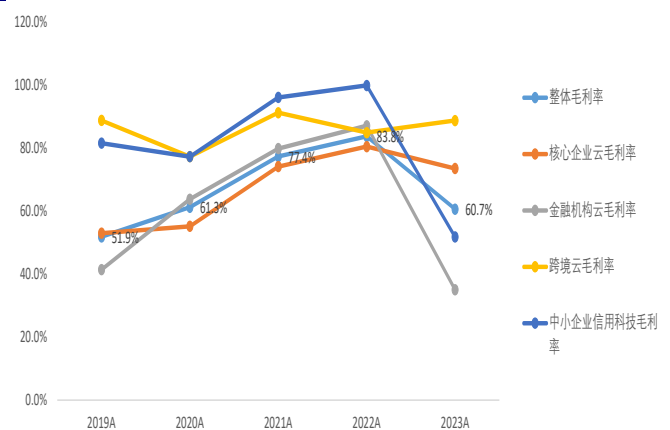
公司整体毛利率在 2022 年以前呈现较好的增长趋势，2023 年有较大幅度下降，主要是客户及产品结构的变化，高毛利业务占比下降，及新产品销售服务费用的增长所致。2024 年上半年毛利率恢复增长达 70.9%，我们预计未来随着收缩低毛利业务，高毛利率业务的占比增长将恢复增长态势。

图表 27：收入构成（千元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 28：毛利率

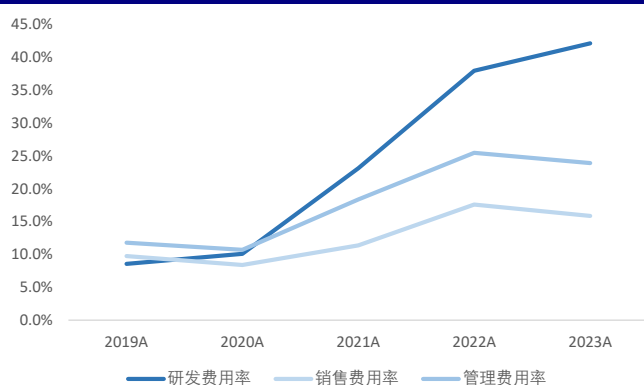


资料来源：公司资料，第一上海整理

公司的经营费用率持续提升，主要研发费用及销售费用的增长所致。研发费用率较高主要是公司持续投资于产品及技术开发导致研发雇员相关为资本画的薪金及其他福利。资本化的研发费用摊销及外包人力资源及技术费用增长所致。销售费用率较高是由于业务发展开展销售活动增长所致。未来有望通过持续的降本增效迎来改善。

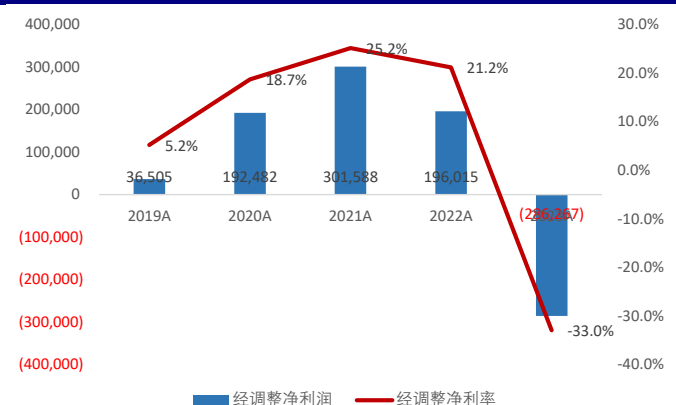
公司 2023 年经调整净利润为负主要是产品结构及价格变化，产品研发及客户营销投入增加，以及由于资产证券化业务发行周期拉长带来较高减值费用所致。未来有望随着毛利率的回升，减值费用的减少及销售管理费用的有效控制迎来较好增长。

图表 29：费用率



资料来源：公司资料，第一上海整理

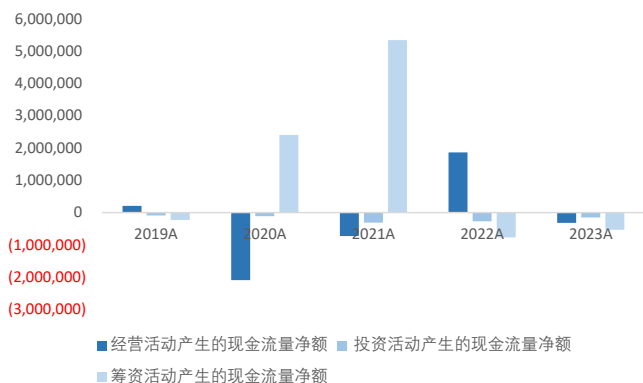
图表 30：经调整净利润（千元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

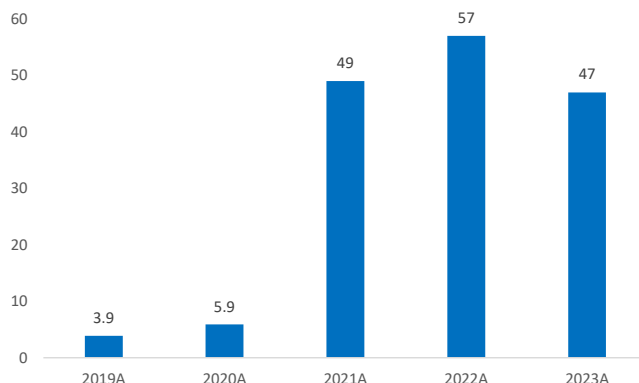
公司现金储备充足，截至 2024 年 6 月 30 日现金储备 51 亿元，为未来持续创新发展及通过并购实现外生增长的机会提供了保障。

图表 31：现金流情况（千元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 32：现金及现金等价物（亿元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

投资亮点

行业地位领先

供应链金融是一套融资和支付解决方案，通过利用供应链大型企业的信用来优化支付周期并提高供应商和买方的营运资金效率。由于供应链金融可以基于由核心企业的强大信用背书的供应链资产实现更早付款和更低融资成本，已成为弥合供应链中各企业融资缺口的有效方法，尤其是对中小企业而言。通过供应链金融，供应链中的企业可改善其营运资金情况，核心企业也可相应提高运营效率和行业价值链的稳定性。供应链资产包括多种类型，如应收账款、预付款项及存货等。

供应链金融本质上涉及多范围参与者，传统模式下效率较为低下，数据可靠度透明度低，所以对于一体化的科技解决方案需求不断增长。供应链金融科技解决方案是基于应用先进技术（如 AI、区块链、大数据及云计算）来提高整个供应链融资和支付流程的智能化、数字化及自动化水平，增强信息共享并推动整体供应链营运效率。

中国供应链金融科技解决方案市场增长主要影响因素有，核心企业和金融机构的数字化转型、行业对专业和定制的供应链金融科技解决方案需求的不断增长以及持续的技术创新。第三方解决方案相对于内部自己开发的竞争优势在于，供应链金融专业知识与卓越技术能力的结合，持续的创新及技术改造及成本效益

供应链金融科技解决方案关键表现指标之一为处理的供应链金融交易量，根据第三方报告，第三方科技解决方案处理交易总量自 2023 年至 2028 年的有望从 15450 亿元增长至 56170 亿元，年复合增长率达 29.5%。

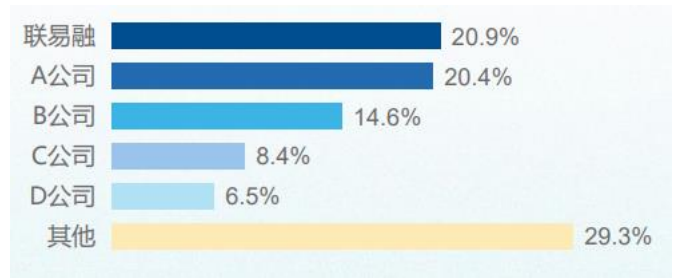
联易融作为国内领先的供应链金融科技解决方案提供商，若按 2023 年交易额计算，联易融为国内供应链金融科技解决方案提供商行业第一，市占率 20.9%。截至 2024 年上半年，联易融累计服务的供应链资产规模超过 1.2 万亿元，已经与超过 2,000 家核心企业及金融机构达成合作，覆盖中国百强企业中的 51 家及全部中国前 20 大商业银行；客户覆盖全国 29 个省及行政区，服务了超过 29 万中小微企业。

图表 33: 第三方解决方案处理交易总量



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 34: 国内供应链金融科技解决方案提供商市场占有率 (按交易额计算)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 35: 覆盖范围 (截至 2024 年 6 月 30 日)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

核心科技

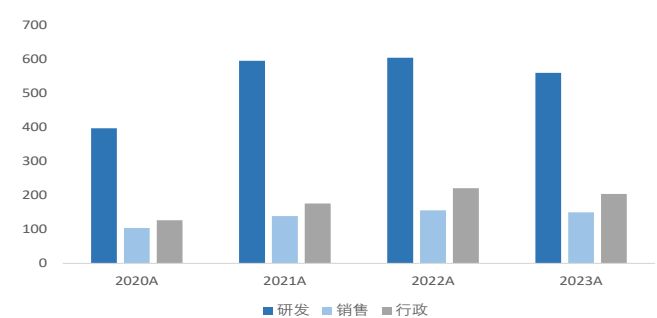
联易融的自研科技能够为公司筑造核心科技解决方案的技术护城河。截至 2024 年上半年, 公司员工超 900 人, 其中包含 59% 以上的技术人员 536 人。公司成功研发业内首个基于人工智能的供应链单据审核平台“AI Agent”, 并已在多家金融机构成功交付使用。公司加速垂直领域大模型 LDP-GPT 的全栈技术建设, 建立覆盖从大模型预训练, 微调到部署的分布式训练和推理框架, 探索基于 RAG 的垂直知识库问答、智能写作等技术在金融机构运营、风控和获客等多个场景中的应用推动更多大模型商业应用在金融机构的落地。通过为客户提供端到端解决方案, 微服务和产品的模块化特性使得公司能够快速为不同规模何不同行业客户提供量身定制的解决方案, 缩短投入市场的时间。

图表 36: AI Agent



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 37: 雇员分布



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

多元客户基础

公司拥有 1750 家核心企业合作伙伴，涵盖 51 家中国百强企业，拥有 336 家金融机构合作伙伴，涵盖中国前 20 商业银行及券商，服务 29 万家的小微企业。公司具有高效的营销和获客策略，依托供应链金融系统中的合作伙伴网络，实现获客的飞轮效应，提高客户参与度，使得业务在控制获客成本的情况下实现增长。客户留存率也保持高位，2024 年上半年为 96%，与客户的紧密合作，为公司提供交叉销售和追加销售的机会，有望增加客户生命周期价值。

图表 38: 客户基础



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 39: 覆盖行业



资料来源：公司资料，第一上海整理

收购拜特

公司于 2024 年 8 月 29 日与深圳市拜特科技的控股股东签订了意向性交易协议，若于年内收购完成，公司在拜特的持股比例将达 54.4%，拜特成为公司的间接附属公司，业绩将综合入账公司财报。拜特科技为中国领先的司库管理解决方案提供商，致力于协助企业集团、银行及金融机构建立智慧司库及智能财务管理系统，向他们提供包括但不限于司库管理信息系统、咨询、落实及系统整合等。公司通过收购拜特进入司库管理领域，拓宽业务规模及客户资源，为客户提供由内部集团司库管理系统至供应链融资系统的全套技术解决方案，服务产业链上下游企业。

图表 40: 拜特公司



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 41: 收购目的

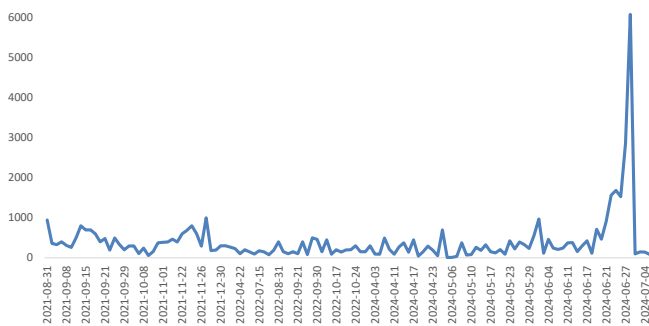


资料来源：公司资料，第一上海整理

回购 公司自 IPO 以来，累计回购 1.89 亿股，累计回购 6.4 亿港元，2024 年回购 2.8 亿港元，通过回购减少股份达 8.1%。公司于 2024 年 3 月 26 日宣布未来将在公开市场用不超过 1 亿美元购回不超过截至 2023 年 6 月 13 日发行股份总数 10% 的 B 类普通股。公司将结合资本市场环境，合理安排股份回购节奏，不断提升股东回报。

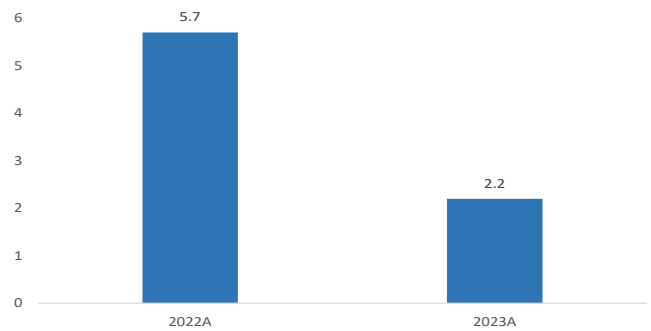
派息 公司于 2023 年、2024 年派发股息每股 0.25 港元、0.1 港元，共计 5.7 亿、2.2 亿港元，股息率连续两年超过 8%。

图表 42: 回购情况 (万元)



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 43: 派息金额 (亿港元)



资料来源：公司资料，第一上海整理

看好公司未来发展，目标价 2.35 港元，买入评级

联易融作为供应链金融行业首家上市公司，依托其多年行业深耕及不断创新的产品技术，积极拓展多行业高质量客户，服务广泛的客户群体。未来有望通过新旧动能转换，房地产政策催化及持续收并购丰富公司产品矩阵，迎来业绩较好增长。

资产处理量作为公司业绩的重要指标，2024 年上半年同比增长 17% 至 1658.6 亿元，我们预计将保持增长态势，2024 年至 2026 年年复合增长率率达 14%。公司现金储备充足，注重股东价值，因此我们预测公司 2024 年至 2026 年的收入分别为 9 亿元、10 亿元和 12 亿元，经调整净利润分别为 -2.4 亿元、0.1 亿元和 1 亿元。基于此给予公司 5 倍 PS 值，合理市值 50 亿元，目标价 2.35 港元，较现价有 54.6% 的上涨空间，给予买入评级。

图表 44: 盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资产处理总量 (百万元)	88,530	171,399	258,316	259,300	321,977	381,152	453,543	543,221
增速		93.6%	50.7%	0.4%	24.2%	18.4%	19.0%	19.8%
供应链金融科技	82,594	163,792	248,401	247,132	308,644	362,900	429,976	513,897
增速		98.3%	51.7%	-0.5%	24.9%	17.6%	18.5%	19.5%
新兴解决方案	5,936	7,607	9,916	12,168	13,333	18,251	23,567	29,325
增速		28.2%	30.3%	22.7%	9.6%	36.9%	29.1%	24.4%
总收入 (千元)	699,593	1,028,541	1,198,013	924,200	867,764	907,338	1,030,492	1,175,778
增速		47.0%	16.5%	-22.9%	-6.1%	4.6%	13.6%	14.1%
供应链金融科技解决方案	601,699	920,823	1,138,645	866,341	823,548	855,869	968,033	1,102,373
增速		53.0%	23.7%	-23.9%	-4.9%	3.9%	13.1%	13.9%
新型解决方案	97,894	107,718	59,368	57,859	44,216	51,470	62,460	73,405
增速		10.0%	-44.9%	-2.5%	-23.6%	16.4%	21.4%	17.5%
毛利	362,972	630,378	927,250	774,535	526,515	636,865	735,738	842,195
整体毛利率	51.9%	61.3%	77.4%	83.8%	60.7%	70.2%	71.4%	71.6%
经调整净利润	36,505	192,482	301,588	196,015	(286,267)	(234,856)	13,291	102,672
经调整净利率	5.2%	18.7%	25.2%	21.2%	-33.0%	-25.9%	1.3%	8.7%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

风险因素

房地产行业不确定性

公司多个客户处于房地产行业中, 因此房地产行业发展情况对公司的业绩有较大影响。我们是基于房地产行业预期企稳回升的情况下进行预测, 若行业持续深度调整, 将影响我们对公司业绩预测的准确度。

客户流失风险

随着智能化数智化不断推进, 核心客户有望尝试自建系统, 公司的业务受客户留存有所影响。我们的预测是基于客户格局相对稳定的条件下做出。

竞争加剧风险

公司作为供应链金融科技行业重要参与者, 若随着参与者越来越多, 佣金率将会受到影响, 将会影响公司的盈利预测。我们的预测是基于行业竞争正常的情况下得出的。

主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	924,200	867,764	907,338	1,030,492	1,175,778	盈利能力					
营业成本	(149,665)	(341,249)	(270,473)	(294,754)	(333,583)	毛利率 (%)	83.8%	60.7%	70.2%	71.4%	71.6%
毛利	774,535	526,515	636,865	735,738	842,195	净利率 (%)	-2.4%	-51.1%	-35.3%	-4.1%	5.3%
研发费用	(351,118)	(365,801)	(359,800)	(370,508)	(399,229)	营运表现					
销售费用	(162,582)	(137,835)	(135,048)	(143,073)	(157,365)	销售费用/收入 (%)	-17.6%	-15.9%	-14.9%	-13.9%	-13.4%
管理费用	(235,577)	(207,736)	(203,600)	(205,472)	(210,925)	研发费用/收入 (%)	-38.0%	-42.2%	-39.7%	-36.0%	-34.0%
减值费用	(41,823)	(214,437)	(240,169)	(96,068)	(72,051)	管理费用/收入	-17.6%	-15.9%	-14.9%	-13.9%	-13.4%
其他收益	125,680	58,718	64,590	96,885	106,573	实际税率 (%)	-221.8%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
营业利润	109,115	(340,576)	(237,162)	17,502	109,197	财务状况					
财务费用	(30,280)	(8,305)	(8,684)	(9,862)	(11,253)	总负债/总资产	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
除税前盈利	17,942	(423,881)	(305,846)	(40,360)	59,545	收入/净资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
所得税	(39,797)	(19,417)	(14,010)	(1,849)	2,728	经营性现金流/收入	2.0	-0.4	-0.1	0.1	0.1
净利润	(21,855)	(443,298)	(319,856)	(42,209)	62,272	现金流量表					
本公司股东应占利润	(13,458)	(441,240)	(318,371)	(42,013)	61,983	<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>					
少数股东应占利润	(8,397)	(2,058)	(1,485)	(196)	289		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
进调整净利润	196,015	(286,267)	(234,856)	13,291	102,672	除税前溢利	17,942	(423,881)	(305,846)	(40,360)	59,545
						折旧摊销	105,067	134,473	114,554	120,282	126,296
						已付税项	(59,984)	(35,792)	(14,010)	(1,849)	2,728
						其他	1,796,603	1,017	132,003	(14,163)	(40,143)
						营运现金流	1,859,628	(324,183)	(73,299)	63,909	148,425
						资本开支	(170,139)	(134,337)	(143,946)	(151,143)	(158,700)
						其他投资活动	(104,439)	(20,843)	0	0	0
						投资活动现金流	(274,578)	(155,180)	(143,946)	(151,143)	(158,700)
						负债	(58,526)	0	(300,000)	(250,000)	(200,000)
						其他融资活动	(715,751)	(535,872)	0	0	0
						融资活动现金流	(774,277)	(535,872)	(300,000)	(250,000)	(200,000)
						现金变化	810,773	(1,015,235)	(517,244)	(337,234)	(210,275)
						期初持有现金	4,927,885	5,731,387	4,719,157	4,201,913	3,864,679
						期末持有现金	5,731,387	4,719,157	4,201,913	3,864,679	3,654,404

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。