

营收毛利改善明显，关注下半年经营业绩修复

联易融科技-W (9959.HK)

核心观点

24H1，受宏观经济状况承压以及核心企业自建平台分流等多重因素的影响，公司资产证券化业务交易量有所下滑；但公司深耕客户经营，直接融资业务交易量实现逆势增长，收益及毛利改善明显。展望未来，一方面伴随稳增长政策的出台宏观经济或有望迎来企稳复苏，未来交易量有望逐步恢复；另一方面，公司持续采取措施加强费用控制并提升业务审核标准，预计公司下半年业绩有望实现优化。

事件

公司公布 2024 年上半年业绩，收入、毛利均有所改善

2024 年上半年公司共实现主营业务收入及收益 4.13 亿元，同比+5.6%；毛利润 2.93 亿元，同比+23.3%，毛利率同比+10.1pct 至 70.9%。期内主要受运营费用较高、增提减值损失等因素影响，经调整净亏损 2.04 亿元（去年同期经调整净亏损为 0.86 亿元）；公司宣布将收购司库和企业资金管理解决方案提供商拜特科技。

简评

资产证券化（AMS 云和 ABS 云）：宏观环境承压延续，资产证券化业务有所下滑

2024 年上半年，随着宏观经济弱复苏背景下房地产行业承压延续，供应链资产证券化市场发行规模呈现下滑趋势。根据 Wind 统计，24H1 供应链资产证券化市场整体发行规模同比下降 30%，其中地产行业发行规模同比下降 46%。公司资产证券化交易量同比-11%至 411 亿元；其中，1) 凭借广泛的头部核心企业客户覆盖以及专业的口碑与品牌认知，公司 AMS 云业务实现了逆势提升，交易量同比+12%至 374.47 亿元，头部效应越发明显。2) 但另一方面，在宏观环境整体承压的背景下，叠加越来越多的核心企业完成了本地化全场景综合产融平台建设分流了部分交易量，公司 ABS 云业务交易量同比-71.4%至 36 亿元。

调低

增持

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

发布日期：2024 年 11 月 17 日

当前股价：1.74 港元

目标价格 1.96 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
33.33/16.53	-7.69/-20.30	-4.29/-18.18	
12 月最高/最低价 (港元)			2.30/1.09
总股本 (万股)			228,498.39
流通 H 股 (万股)			228,498.39
总市值 (亿港元)			37.70
流通市值 (亿港元)			37.70
近 3 月日均成交量 (万)			797.32
主要股东			
Tencent Mobility Limited			13.88%

股价表现



相关研究报告

- 23.09.04 【中信建投多元金融】联易融科技-W(9959):上半年业绩承压，静待行业复苏转机
- 23.03.30 【中信建投多元金融】联易融科技-W(9959):2022 业绩承压符合预期，关注宏观环境改善下的业绩增长

展望未来，我们认为一方面随着一系列稳增长政策的出台，未来若宏观经济和房地产等行业能够企稳回升，则有望带动供应链融资活动的恢复和资产证券化市场的触底反弹；另一方面在行业下行周期，公司全面聚焦核心客户价值提升，增强客户黏性并拓展更多应用场景，公司市场占有率明显提升；未来若行业恢复上行则公司资产证券化业务有望迎来快速恢复。

直接融资（多级流转云和 e 链云）：优质客户拓展成效显著，多级流转云业务加速扩张

24H1，公司在深耕客户经营的同时持续拓展多行业的优质客户，截至上半年末公司多级流转云客户达 701 家，较年初新增 143 家，客户留存率达 99%。在客户基数不断扩大及原有客户交易规模持续放量的双重推动下，24H1 公司多级流转云业务处理的供应链资产总量同比+56.9%至 863 亿元。

展望未来，由于平台建设和部署均需要时间，新客增长和交易量形成规模之间往往有 6-9 个月的时滞；因此我们认为公司在 2024 年上半年获取的大型优质核心企业客户的供应链金融服务平台有望在 2024 年下半年及未来相继完成建设并逐渐放量，从而驱动公司业绩的进一步增长。面对核心企业加速主导产融生态圈建设以及部分金融机构的供应链普惠业务逐步向核心企业平台转移的压力，24H1 公司 e 链云业务处理的供应链资产总量同比-18.1%至 286 亿元。

为更好地满足客户需求、顺应市场变化，公司开始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创新发展机遇。24H1，公司推出创新 AI 智能平台“AI Agent”，整合了智能贸易审单、智能中登及智能 KYC 主体核查等多项功能，已在渣打银行杭州银行、浙商银行等 10 多家金融机构成功交付和应用，我们认为凭借公司较为领先的研发实力以及对不同供应链场景需求的精准识别，公司未来有望通过科技平台的搭建助力金融机构实现高质量数智化转型，公司的客户粘性和竞争力亦有望明显增强，从而促进交易量的持续健康增长。

新兴解决方案（跨境云和中小企业信用科技解决方案）：抓住中国企业出海浪潮，跨境云业务实现快速发展

在跨境云业务方面，公司持续致力于拓展广泛而多元的全球合作伙伴并不断探索及优化跨境业务模式。24H1，公司数字化跨境贸易融资平台“Go Early”和针对核心企业出海及海外金融机构的供应链融资科技解决方案“Go Deep”持续发展，拓展至 Infor、Amazon 及 Shopee 等全球平台，并延展至服务中国企业出海的众多供应链数智化场景模式。24H1，公司跨境云处理的资产总量同比+63.1%至 93 亿元。展望未来，随着中国企业出海潮的持续以及电商平台商家国际竞争力的不断提升，公司的跨境云业务也将迎来更大的发展机遇。

在中小企业信用科技解决方案方面，24H1，公司已完成了传统线下商户数据信贷业务的转型出清，开始探索发展直播电商场景融资业务。目前，公司基于直播小微商家交易、物流和结算等数据驱动的创新实验性供应链融资科技产品“小微蜂电商贷”已成功引入了 14 家金融机构展开合作，并已服务了多家头部直播电商平台近 2000 家中微商家；24H1 处理的交易量同比+218%至 560 亿元。展望未来，伴随中国直播电商市场规模持续扩张以及公司不断深入直播电商供应链融资服务市场，加速产品方案优化，未来中小企业信用科技解决方案有望持续健康发展。

收购拜特科技布局智慧司库，未来有望产生协同效应

2024 年 8 月 29 日，公司公告其全资子公司联睿达拟收购拜特科技 29.3763% 股权，收购完成后公司对拜特科技持股比例将增值 54.3763%。拜特是行业内领先的司库及资金管理解决方案提供商，曾于 2015 年在新三板挂牌上市（834596.NQ），具备完整的资金管理产品体系和丰富的核心企业客户资源。我们认为，公司业务和拜特科技有较大互补空间，且覆盖客户范围有一定重叠；因此此次收购将有望帮助公司丰富产品线，向客户提供全套技术解决方案，服务产业链中上下游企业，提升交叉销售和业务协同机会并带来更大的外延发展空间。

投资建议：上半年公司营收、毛利向好，关注下半年经营修复，给予“增持”评级

24H1 在宏观环境承压、核心企业自建平台分流等不利条件下公司一方面持续深耕客户经营并拓展多行业的优质客户，AMS 云和多级流转云等业务交易量实现了逆势增长，24H1 公司主营业务收入及收益同比+5.6%至 4.13 亿元；另一方面公司提升了对合作项目收益率的审核标准，24H1 毛利率同比+10.1pct 至 70.9%，驱动毛利润同比+23.3%至 2.93 亿元。但考虑到宏观环境及行业变化影响，公司更加审慎地计提了金融资产减值拨备，24H1 减值损失同比+127.2%至 1.62 亿元；同时由于公司前期为加速扩张加大了销售和研发投入，24H1 公司控费效果不及预期，销售及研发费用率同比分别+13.4pct/-6pct 至 0.66 亿元/1.78 亿元。

展望未来，我们认为一方面随着稳增长政策的出台我国宏观经济或将有望迎来企稳复苏，公司此前拓展的新业务和新客户亦有望逐步放量，从而促进公司交易量的持续健康增长；而另一方面，我们认为随着公司连续计提高额减值损失，目前公司所面临的信用风险或已基本出清，且管理层在业绩会表示下半年将在人员薪酬、人员数量以及产品线优化等方面进一步加强费用控制，我们预计公司下半年盈利水平或有望实现一定优化。

我们根据公司最新的运营情况调整了我们的盈利预测；我们预计 2024~2026 年公司将实现营收 9.57/12.29/14.14 亿元，同比分别为+10.3%/+28.4%/+15.1%；调整后净利润为-2.46/-1.00/0.03 亿元。预计公司 2024 年将有所亏损，考虑到板块估值整体有所下修，给予未来 6 个月目标价 1.96 港元，对应 4 倍 PS，给予“增持”评级。

图 1:公司核心盈利预测

(人民币百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,198.0	924.2	867.8	957.2	1,228.9	1,414.3
同比	16.48%	-22.86%	-6.11%	10.30%	28.39%	15.09%
毛利	927.3	774.5	526.5	674.4	878.4	1,025.0
同比	47.09%	-16.47%	-32.02%	28.08%	30.26%	16.68%
毛利率	77.40%	83.81%	60.67%	70.45%	71.48%	72.47%
经营利润	318.0	109.1	-340.6	-385.0	-209.2	-85.8
同比	-0.74%	-65.69%	-412.13%	13.04%	-45.65%	-58.99%
调整后净利润	301.6	196.0	-286.3	-246.6	-100.1	3.4
同比	56.68%	-35.01%	-246.04%	-13.84%	-59.43%	-103.44%
净利润率	25.17%	21.21%	-32.99%	-25.77%	-8.14%	0.24%

数据来源: Wind, 中信建投证券

风险分析

房地产行业恢复不及预期：虽然公司近年来积极拓展其他行业的客户，但整体而言由于房地产行业客户较多开展的是费率较高的资产证券化业务，因此其对公司收入的贡献也更大。2024年上半年以来，房地产行业迎来一系列政策利好，销售数据亦有一定程度的改善；但房地产行业自身的债务问题还面临较大的不确定性，若房地产行业恢复不及预期则可能导致公司业绩下滑。

客户自营平台分流风险：面对核心企业加速主导产融生态圈建设，金融机构的供应链普惠业务逐步向核心企业平台转移，对于 ABS 云业务以及 e 链云业务造成了业务交易分流的压力，未来公司若不能够有效拓展业务范围，谋求新的业绩增长点，则企业核心业务交易规模将会面对持续缩减压力。

分析师介绍

赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士，base 上海。上海交通大学金融科技行研团队成员。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年、2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

何泾威

hejingwei@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk