

# 深耕产业助力资企互联，打造领先的供应链科技平台

## 核心观点

盛业为市面上领先的供应链科技平台，为中小企业搭建与资方连接的沟通桥梁。公司经营总体保持稳健，近年来通过平台化转型以及持续的研发投入实现科技收入持续增长。当前，普惠金融服务正在提质增效，供应链金融科技解决方案支出的快速增长为公司业务创造了广阔的变现场景。伴随着“飞轮效应”加速，公司有望进一步巩固行业头部地位，实现可持续发展。

## 摘要

**领先的供应链科技平台，实现资企高效互联。**盛业为国内领先的供应链科技平台，在基建、医药和能源等国家支柱产业已经帮助超过 18,100 家中小微企业获得超过 2,480 亿元的普惠金融服务。公司盛易通云平台通过人工智能、云计算、物联网等技术融合产业链，下沉至底层交易验真，有效优化融资业务流程并强化风险控制。

**经营总体保持稳健，公司业务变现场景广阔。**公司核心业务分为数字金融解决方案和平台科技服务两类，受益于平台化转型加速，公司 2023 年主营业务收入实现 9.64 亿元，同比增长 20.50%；归母净利润实现 2.68 亿元，同比增长 22%。展望未来，供应链金融科技解决方案市场规模将继续保持两位数增长趋势，为公司带来广阔的市场空间。

**“飞轮效应”加速，驱动业务可持续发展。**公司早期与国企合资成立子公司实现了原始增长动能的积累，近年来凭借平台化转型撬动市场上的海量资金与客户，将业务拓展至新能源及电商行业，加速飞轮的转动。在此过程中，公司坚守平台化战略，持续进行科技投入与服务优化，助力自身行稳致远。

我们预计公司 2024-2026 年收入及其他收益分别为 9.91/10.45/11.73 亿元；归母净利润分别为 3.35/4.16/5.40 亿元。公司近年来平台化转型成效显著，平台科技服务收入占比持续提升，参考公司过去三年平均 PE 为 18.03 倍，我们给予公司 2025E 22 倍 PE，则对应目标价为 9.89 港元/股，对应 2024E PE 为 27.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险、企业盈利预测不确定性、海外经营环境扰动风险。

## 盛业 (6069.HK)

### 首次评级

### 买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

发布日期：2025 年 02 月 11 日

当前股价：8.33 港元

目标价格：9.89 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
	16.57/10.85	19.08/19.63	86.94/52.24
12 月最高/最低价 (港元)			8.30/4.07
总股本 (万股)			98,840.70
流通 H 股 (万股)			98,840.70
总市值 (亿港元)			82.04
流通市值 (亿港元)			82.04
近 3 月日均成交量 (万)			503.86
主要股东			
慧普有限公司			56.72%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

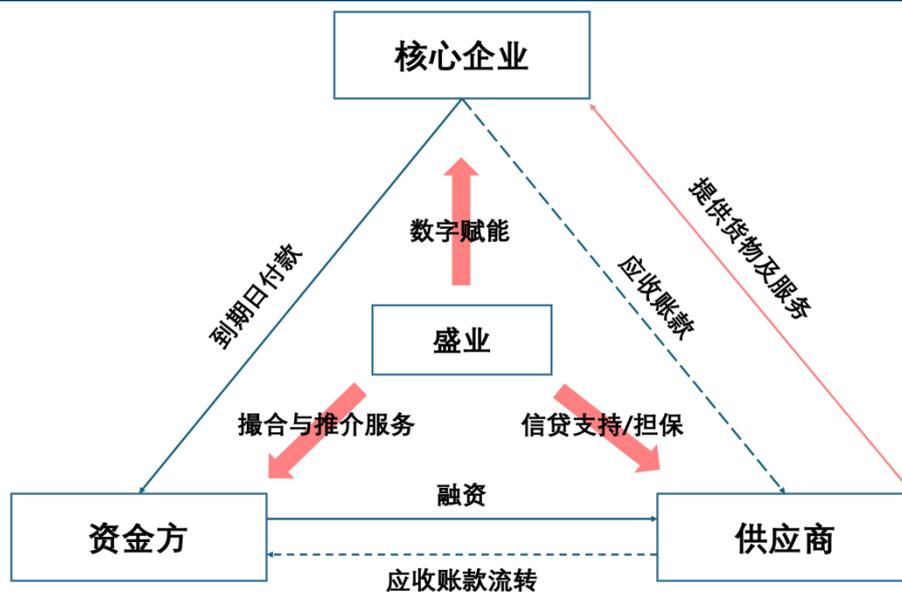
一. 从“0”迈向“100”的供应链科技平台.....	1
1.1 深耕产业十年，平台化转型打造新起点.....	1
1.2 股权架构相对稳定，管理层具备前瞻视野.....	3
1.3 数字科技融合产业生态，创新驱动供应链升级之路.....	5
1.3.1 数字金融解决方案：数字科技赋能，提供高效精确的融资支持.....	5
1.3.2 平台科技服务：下沉底层交易验真，实现资产端与资金端的高效互联.....	8
1.4 经营总体保持稳健，轻资产业务有望带来第二增长曲线.....	9
二. 践行数字普惠金融服务，化解中小微企业融资难题.....	12
2.1 普惠金融服务提质增效，供应链金融迈入 4.0 发展阶段.....	13
2.2 面对中小微企业的融资难题，盛业交出的独特“答卷”.....	16
2.3 市场规模前景广阔，公司业务变现价值显著.....	21
三. “飞轮效应”加速，驱动业务可持续发展.....	23
四. 盈利预测及估值分析.....	27
风险分析.....	29

## 一. 从“0”迈向“100”的供应链科技平台

### 1.1 深耕产业十年，平台化转型打造新起点

供应链金融是通过利用供应链核心企业的信用来优化支付周期并提高供应商和卖方的资金运营效率的支付及融资解决方案。一个标准的买卖交易行为是钱货两讫，但随着信用销售成为主流，账期普遍存在导致供应链上游的企业普遍面临现金流紧张的问题，特别是在供应商为相对弱势的中小微企业情况下，这种现金流压力尤为突出。凭借核心企业的信用支持，供应链金融通过使用 AI 技术、区块链、大数据、云计算等金融科技实现供应商与资金方的有效撮合，使供应商能够将部分应收账款以折扣价出售给资金方以获得即时现金支付，待应收账款到期时核心企业再直接向资金方支付款项。供应链金融的出现有效地弥补了产业链中各个企业融资缺口，有效地改善企业的资金运营状况。当前，供应链金融不仅限于供应链中交易完成后的开票或产品验收阶段的资金活动，而是扩展至整个供应链管理流程，包括从寻源、签订协议、采购、开票、核实到支付等关键环节。

图 1: 盛业作为供应链科技平台在供应链融资过程中发挥的核心作用



数据来源：中信建投

盛业控股集团有限公司（以下简称“盛业”或“公司”）成立于 2013 年，为国内领先的供应链科技服务供应商。公司持续专注于普惠金融和数字金融业务，在基建、医药和能源等国家支柱产业为中小微企业提供更便捷的普惠金融服务。通过科技与产业供应链的深度融合，公司与 10 余家大型央企建立战略合作关系，围绕超过 150 万家优质供应商构建数字化产业生态，并与 163 家资金方建立合作。截止 2024 年底公司已经帮助超过 18,100 家中小微企业获得超过 2,480 亿元的普惠金融服务。自成立以来，公司连续十年实现盈利并保持稳健增长，先后被纳入 MSCI 系列指数、恒生综合指数、富时指数、深港通及沪港通，并在 2023 年入选 CNBC “全球顶尖金融科技公司 200 强”和 2024 年入选“福布斯中国金融科技影响力企业 TOP50”，在国际市场上的认可不断提升。公司经营方向的转变大致分为以下三个阶段：

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

**图 2: 盛业经营方向的转变历程**

	2014年 - 2017年	2017年 - 2022年	2022年 - 未来
	 盛業金融 盛业金融有限公司	 盛業資本 SHENG YE CAPITAL 盛业资本有限公司	 盛業 盛业控股集团有限公司
<b>定位</b>	供应链金融服务公司	供应链金融科技平台	供应链科技平台
<b>发展方向</b>	盈利 生存	规模化 平台化	科技引领 构建生态
<b>收入构成</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 保理业务收益</li> <li>• 销售保理资产收益</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 数字金融解决方案收入</li> <li>• 平台服务收入</li> <li>• 出售保理资产收益</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 数字金融解决方案收入</li> <li>• 平台科技服务收入</li> <li>• 出售供应链资产收益</li> </ul>

数据来源：公司公告，中信建投

**2014-2017年：从 0 到 1，成立初期布局商业保理市场。**公司在 2013 年成立之初便为我国首批商业保理公司之一，开始面向基建、医药、能源行业的客户提供应收账款为抵押的融资服务。2016 年 11 月，公司推出了线上保理平台——“盛易通”，依托专业的风险管理机制，通过平台结合标准化金融产品与个性化解决方案，为企业提供包括应收账款融资、账款管理、信用评估等综合金融服务，开始逐步尝试向实现业务生态化与平台化转型。

**2017-2022年：从 1 到 10，公司重新定位为供应链金融科技平台，推出“双驱动+大平台”的发展战略。**2017 年公司在香港联交所创业板上市，是当时港股上市的第一家保理公司，同时于 2019 年转往香港联交所主板上市。依托盛易通云平台，公司积极扩充及发展互联网金融服务，将物流、资金流和数据流进行整合，2018-2019 年平台先后连接“云筑网”与“中登网”拓展相关智能化工具和场景式交易。与此同时，公司将信用数据获取范围拓宽到整个供应链的上下游各个环节，从而实现风控大数据化，构建产融结合的绿色金融生态。2021 年，公司提出“双驱动+大平台”的发展战略。其中，“双驱动”是指在供应链中融合“产业科技”与“数字金融”，前者通过物联网设备及智慧工地解决方案、医药溯源码及智能仓储系统、数字化企业服务向供应链中的中小微企业以及核心企业提供定制化的智能供应链服务；而后者则通过科技赋能核心企业，达成数字金融合作。“大平台”则是指高效对接资产端与资金端，增信端及资源合作方，打通不同的环节，深度植入供应链生态。

**2022年至今：从 10 到 100，公司致力于从“资本”向“生态”的转型，逐步摆脱“金融、资本”的传统标签，聚焦科技平台建设打造供应链智能服务生态。**作为供应链科技平台，公司积极推进资金端与资产端的智能链接。**资金端**，公司联手优质地方国企组建区域供应链金融服务平台，包括与无锡市交通产业集团成立无锡国金、与宁波开投集团成立宁波国富、与象屿金象设立厦门象盛商业保理有限责任公司等，通过国企背书拓展业务规模。2024 年公司通过与中投保、象屿金象完成资本市场首次合作，助力福建省首单外部增信正向保理 ABS 项目成功落地，项目最终发行利率仅 2.35%，创福建省同期限、同类型 ABS 项目发行利率新低，为当地盘活基建产业类存量资产、拓宽小微普惠融资渠道提供了可复制可推广的样本。**资产端**，公司持续开拓新兴行业，

2024年7月宣布拟收购名风控股全部股份，拓展供应链服务至跨境电商行业。通过持续增强服务实体经济的能力，公司帮助链上的中小微企业获得更便捷的普惠金融服务，推动社会责任和价值创造双重提升。

图 3: 盛业作为领先的供应链科技平台获得多项荣誉

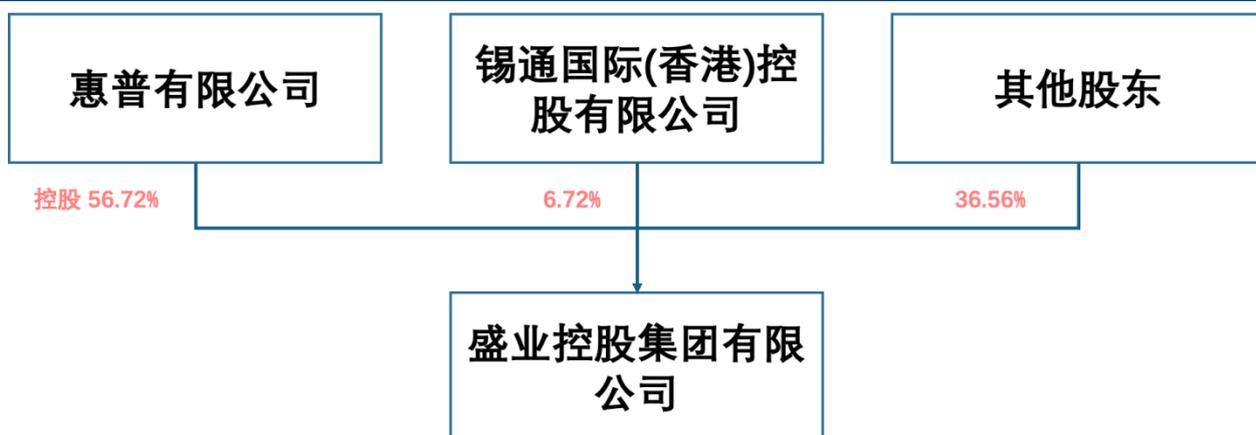


数据来源: 公司公告, 中信建投

## 1.2 股权架构相对稳定，管理层具备前瞻视野

公司股权架构相对稳定，拥有国资以及国际知名投资机构的背书。根据公司 2024 年中报披露的信息，公司创始人董志锋先生通过慧普有限持有公司约 5.6 亿股股份，持股比例高达 56.72%。由于公司创始人为实控人，对公司的长期愿景和目标具备深刻的理解和承诺，有助于保证公司经营稳定性。第二大股东为无锡市国资委控制的锡通国际（香港）控股有限公司，股份占比为 6.21%。机构投资者方面，公司曾于 2018 年 7 月通过配售 1.38 亿股引入实力雄厚的战略机构股东太平信托、美国知名私募基金泰山投资以及淡马锡旗下的兰亭投资，被国内外知名资本长期看好，自身资本基础和集资能力拥有稳定保障。

图 4: 盛业股权架构介绍



数据来源: 公司公告, 中信建投

公司管理层方面，核心团队成员拥有深厚的行业背景和广泛的国际视野，具备丰富的海外资本运作与保理行业经验。公司管理层在跨国金融交易、全球市场分析、风险管理以及保理业务等方面积累了宝贵的专业知识

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

和实践经验，针对行业的发展趋势和客户需求有着深刻的理解和精准的把握，能够为公司在全球范围内的业务拓展和战略布局提供强有力的支持和指导。

**表 1: 盛业主要高管人员介绍**

姓名	职务	工作经历
Tung Chi Fung	董事会主席，执行董事	董先生于 2013 年创办盛业控股集团，并带领集团实现从 0 到 1 的发展，并于 2017 年在香港上市，成为供应链科技第一股。董先生负责集团整体战略规划和业务发展。董先生拥有丰富的创业及企业管理经验，曾获中国商业保理杰出贡献奖、新加坡《商业时报》年度青年商业领袖奖、亚太企业精神奖等荣誉称号。董先生积极投身慈善事业，担任首彩爱心基金的荣誉顾问、九龙乐善堂常务总理、乐善堂梁鍊琚书院办学团体校董、新加坡管理大学企业委员会的委员。董先生持有新加坡管理大学工商管理学位。
王莹	执行董事兼首席财务官	王女士于 2021 年 5 月加入公司，负责公司整体财务会计及报告企业财务等工作，同时为风险管理委员会成员之一。王女士拥有多年集团公司财务管理经验，曾于宁波杉杉股份有限公司负责财务报告和集团融资授信管理工作，于宁波杉杉股份下属公司富银融资租赁担任财务总监、董事会秘书、执行董事等职位。
原野	首席战略官	原先生于 2020 年 4 月加入公司，负责公司的战略规划、战略投资、投资者关系和品牌公关工作。原先生拥有丰富的资本市场经验和管理经验，曾担任美国泰山投资控股集团执行董事，负责中国以及东南亚的投资，专注于金融科技、物流、电商、商业服务等领域。此外，原先生亦曾担任一家投资顾问公司的合伙人，主要负责中国不良资产和国有企业混合所有制改革的投资工作。
王铮	公司秘书	王先生于 2018 年 11 月加入公司，负责公司秘书事务。王先生于法律、法规和合规方面拥有丰富的经验。王先生曾于上海知名律所担任律师，后于江苏大型国有集团先后担任法务负责人兼助理公司秘书。任职期间，王先生曾参与多家跨国公司和投资基金在华直接投资、收购兼并相关法律服务项目、多家境内公司于境外资本市场上市项目。
卢伟雄	非执行董事	卢先生拥有丰富的财务工作经验。加入本公司前，卢先生曾于 1985 年至 1995 年在多家国际会计事务所任职。1998 年至 2002 年，卢先生曾担任华润集团旗下投资公司董事，负责管理私人投资组合。此后，卢先生于多家集团担任首席财务官及财务总监等职务。
Fong Heng Boo	独立非执行董事	Fong 先生于审计、财务、业务发展及企业管治拥有逾 45 年经验，曾为新加坡审计署副审计长、赛马博彩管理局的总监（特别职务），为财务及投资活动的主管。目前，Fong 先生亦为新加坡上市公司 TA Corporation Ltd, Livingstone Health Holdings Limited 以及分别在香港及马来西亚上市之光荣建筑控股有限公司等之独立非执行董事。
孙伟勇	独立非执行董事	孙先生为孙中山先生玄侄孙，是孙中山先生家族第五代成员，目前担任第十四届港区全国人民代表大会代表、中国和平统一促进会香港总会常务副会长等多项职务。孙先生拥有超过 30 年的旅游、酒店行业管理经验，曾在中国香港特别行政区与内地从事酒店项目开拓及发展工作，于香港交易所主板多家上市集团旗下的业务板块担任顾客服务副总监，项目拓展总监以及顾问咨询业务副总裁等职务，拥有旅游及酒店项目的筹建规划、资产管理、财务分析研究与评估等工作经验。
邓景山	独立非执行董事	邓先生在财务审计、数据治理、运营改进和信息系统等领域拥有超过 20 年经验。邓先生于 1998 年 7 月加入德勤中国，2008 年成为合伙人，并于 2018 年 10 月退任合伙人。任职期间，邓先生曾领导和服务于大量在中国从事金融服务、科技和消费行业的跨国企业的咨询和重点项目。

陈玉英 独立非执行董事

陈女士于财务审计、监管机构、财务咨询、商业发展及投资者关系领域拥有逾 35 年经验。陈女士曾于香港及澳洲从事审计工作，并就职于联交所上市科。1996 年 5 月至 2006 年 4 月的 10 年间陈女士开始从事企业融资业务，负责提供财务咨询及初始上市服务；后再任职于一间于联交所主板上市之公司，负责商业发展及投资者关系。

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 1.3 数字科技融合产业生态，创新驱动供应链升级之路

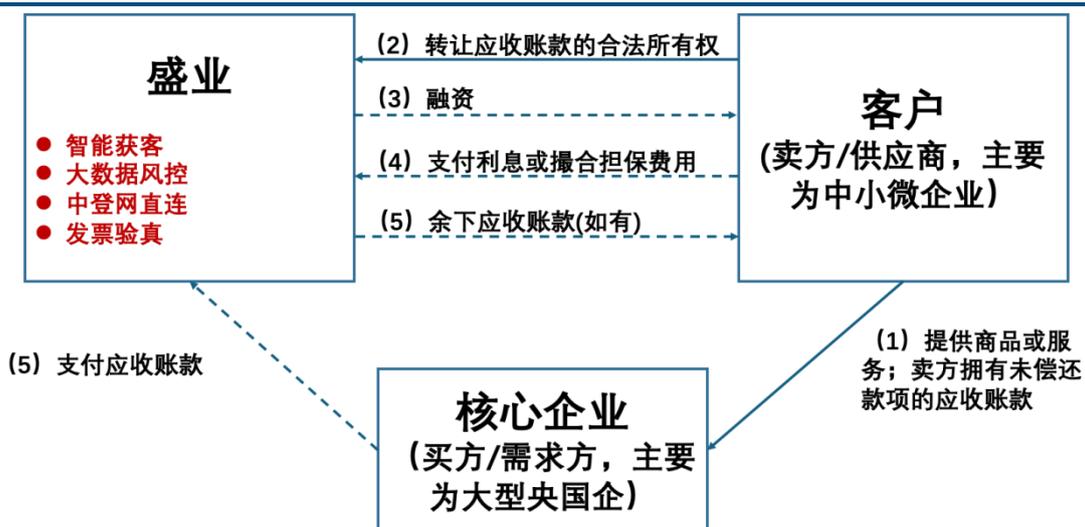
公司深度融合基建、医药、能源等大型核心企业的产业生态，积累了丰富的产业数据和信息。通过人工智能、云计算、物联网等前沿技术融合产业供应链打造的“盛易通平台”帮助中小微企业获取数字普惠金融服务，核心是通过提供资金、风险管理、资源配置等服务，解决中小微企业“融资难、融资贵”的问题。目前，公司根据供应链科技平台的不同应用，将业务划分为两大核心板块，包括“数字金融解决方案”和“平台科技服务”。

#### 1.3.1 数字金融解决方案：数字科技赋能，提供高效精确的融资支持

公司数字金融解决方案涵盖投标保证金保理、订单保理、到货保理、应收保理、票据质押保理、买方确权保理等多种的融资服务。公司数字金融解决方案主要由利息收入构成，这部分收入为公司通过自有资金放款帮助供应链上下游的中小微企业获得融资而收取的利息费用。

数字金融解决方案主要涉及三方：公司、中小微供应商以及作为购买方的核心企业。公司目前对接的核心企业主要为基建、医药、能源行业的央国企。数字金融解决方案具体的商业模式为：中小微企业在向核心企业提供商品或服务后形成应收账款，为保持资金流动性向公司申请融资；公司基于盛易通云平台的数据对这些中小微企业及底层交易真实性、合理性进行评估后放款；当账款到期时，核心企业回款至公司监控的指定收款账户，公司在收到核心企业付款后扣除利息等相应费用，将余额（若有）返还给中小微企业。

图 5：盛业数字金融解决方案的业务流程



数据来源：公司公告，中信建投

公司供应链科技平台致力于在供应链各环节中应用科技创新，持续强化科技与业务的深度融合，力求通过数字驱动打造一个高效开放的供应链生态系统。目前，公司科技平台已在内部运营和风险控制两个关键领域实现了高效赋能。

内部运营方面，公司通过盛易通云平台打造了场景化、智能化、生态化的供应链金融服务体系，实现线上全流程管理，节省多方人力成本，助推整个融资过程数字化。公司自主研发的“盛易通云平台”通过人工智能、云计算、物联网等前沿技术融合产业供应链，解决了需线下操作、流程繁琐、审核速度慢等问题，实现7×24小时的客户服务，授信准入、授信审批、融资申请、协议签署、融资支付、贷后管理等流程均为线上化操作，节约了资源消耗以及人工成本，预计平均节省约90%的供应链融资处理时间。中小微企业只需线上提交企业基础资料以及项目交易资料，包括合同、订单、发票、验收单据等，即可申请应收账款保理，当天就能收到融资款。截止2024年底，中小微企业在公司客户中占比超96%，首贷户占比达到30%；员工人均服务资产规模达到6,614万元，单笔平均贷款规模为291万元，单笔平均贷款期限为150天。

**图 6: 盛业通过 AI 的应用大大提高了合同文件录入及自动审核的效率**



数据来源：公司公告，中信建投

风控方面，公司接入人行征信、中登网、舆情监控等外部系统持续监测企业及其管理层的信用状况，同时内部通过供应链科技平台与核心企业系统对接，获取真实的交易数据。盛易通云平台融合了极速发票验真、人脸识别校验、CFCA 电子签章、光学字符识别、中登网直连、物联网到货视频、大数据舆情监控等多项前沿科技以解决信息不对称等问题，掌握核心企业物流、合同等信息，做到交易底层的验真，实现“重交易、轻主体”。2023年，公司旗下全资子公司盛业保理顺利完成中国人民银行二代征信数据报送切换工作，风控能力再上新台阶。此外，公司积极实施“数字人民币+保理”服务，有效解决与融资企业之间的互信问题，更精准地判断融资企业的交易风险和经营状况。截止2024年8月，盛业通过“数字人民币+保理”服务，累计发放的数字普惠金融总额已超过2亿元。

图 7: 盛业供应链科技平台在风控方面的亮点



数据来源: 公司官网, 中信建投

基于“重交易、轻主体”的业务逻辑，同时由于对接的核心企业主要为建筑工程、医药医疗、能源三大抗周期性行业的央国企公司，公司在经济环境下行的情况下仍能维持着较好的资产风险质量。公司 2024 年上半年末供应链资产的不良率为 0.04%、逾期率达 0.12%，均低于市场平均水平。随着业务规模扩大、数据沉淀积累，公司的风控模型将愈加智能化，也会进一步提升放款时效和额度，优化客户体验，实现更多业务场景的覆盖。

整体上看，公司数字金融解决方案通过供应链科技平台的运用，通过技术创新和数据驱动实现了业务流程的优化和风险控制的强化，有效赋能普惠金融服务，为中小微企业提供了更加高效、便捷的融资服务。

图 8: 盛业通过供应链科技平台运营更好地赋能普惠金融服务



数据来源: 公司 24 年中期业绩公告, 中信建投 注: 根据公司最新盈利预告部分数据或存在一定滞后, 以最新公告披露信息为准

### 1.3.2 平台科技服务：下沉底层交易验真，实现资产端与资金端的高效互联

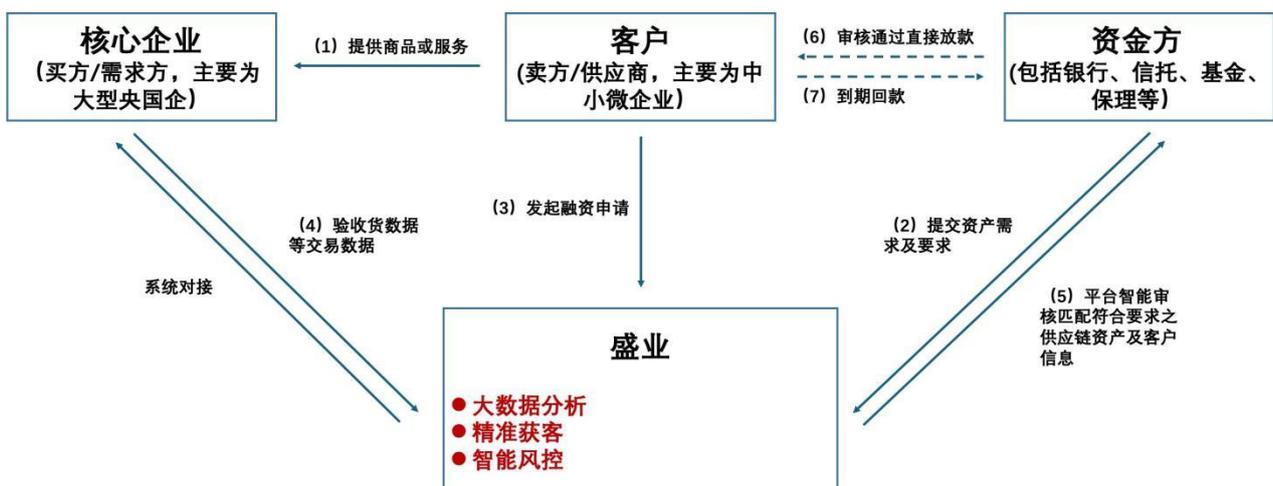
公司平台科技服务收入主要由两大部分构成，一是平台普惠撮合的科技服务费，二是向资金合作方推介客户而自客户收取的推介服务费。此外公司还会针对参与联营公司发行的资产支持证券（ABS）或资产支持票据（ABN）项目收取相应的技术服务费用，但该部分收入规模目前相对较低。

平台科技服务收入主要涉及四方：公司、核心企业、中小微供应商以及银行等外部资金提供方。具体的商业模式为：中小微供应商在向核心企业提供赊销商品或服务后，因流动资金不足而向公司寻求融资，公司通过自身盛易通云平台评估供应商及底层交易的真实性、合理性，若审核通过则将该供应商的融资需求与外部资金方进行匹配，外部合作的资金方随后向供应商提供贷款支持。与数字金融解决方案不同，平台科技服务的融资资金来源于银行等外部金融机构，由外部金融机构直接对接中小微企业进行放款，公司的收入源于按照预定费率收取的撮合费或推介服务费。

平台科技服务的运作依靠盛易通云平台的支撑，核心是通过下沉底层交易验真精确匹配优质资产的诉求。

资产端，盛易通云平台接入了核心企业的信息化采购平台，通过产业端交易数据辅助风控。以建筑行业为例，该行业普遍面临较长的应收账款周期，这导致企业需要进行大量的资金垫付。但由于基础设施建设行业的信息化水平相对较低、信息流通不畅导致了信息不对称性问题，影响行业的决策效率和市场运作。盛易通云平台通过接入中国交建集团的交建云商、中国建筑集团的云筑网等核心企业的信息化采购平台以挖掘基建行业订单、采购数据，进行多维度验证底层交易打破信息壁垒，提高资产质量。此外，公司在前期展业的过程投资了多种数字化技术，在智慧工地、医院 SPD 等系统的建设中获取了丰富的产业经验，为供应链金融服务领域的创新和发展提供了强有力的支持。

图 9: 盛业平台科技服务的业务流程



数据来源：公司官网，中信建投

资金端，通过大数据分析、精准获客、大数据风控等方式高效链接境内外银行、银团、信贷基金、同业保理公司等资金方，输出优质资产，协助资金方扩大普惠金融覆盖面。公司通过加速打造区域领先的供应链普惠金融服务平台，从而推动集团整体业务规模迅速扩大。公司旗下参股的宁波国富商业保理有限公司、无锡国金商业保理有限公司等国企合资公司先后完成增资扩股或引入战投，实现产业生态的深度链接，获得长期稳健的资信支持。

当前，盛易通云平台已获得“等保三级”认证（即国家对非银行机构信息系统安全等级保护的最高级认证），为供应链科技平台的大数据分析、精准获客、业务创新提供了坚实的合规和安全后盾。

图 10: 盛易通云平台在资产撮合以及推介方面发挥的核心功能

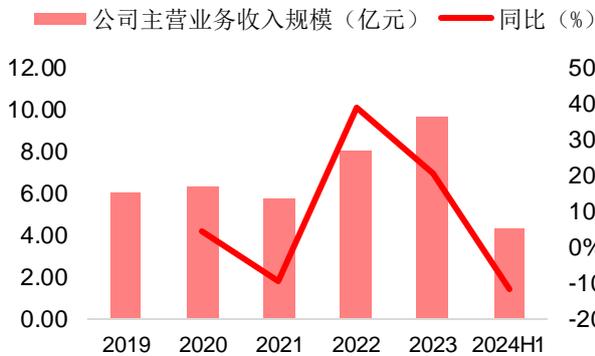


数据来源：公司公告，中信建投

## 1.4 经营总体保持稳健，轻资产业务有望带来第二增长曲线

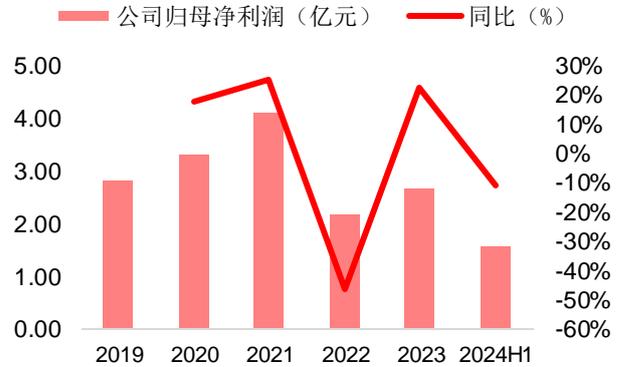
受战略转型影响，公司短期收入有所下降，但整体经营依然保持稳定。营收方面，2023 年公司主营业务收入实现 9.64 亿元，较 2022 年同比增长 20.50%；而 2024 年上半年营收实现 4.36 亿元，同比下滑 11.88%。2024 年上半年收入下滑的主要原因是公司目前处于逐步向平台化转型的阶段，因此将更多资源投入到平台业务中；旗下附属无锡国金商业保理有限公司在引入无锡太湖新城控股集团进行增资后变为联营公司，导致相关收入未能入表。盈利方面，公司 2023 年归母净利润实现 2.68 亿元，同比增长 22%；2024 年上半年实现净利润 1.65 亿元，其中归母净利 1.55 亿元，同比-11.43%。若剔除非经常性损益及股权激励费用的影响，公司从 2021 至 2023 年度的调整后净利润显现出稳定的增长趋势，年复合增长率达到 13.54%，且调整后的净利率始终保持在 30% 以上水平。

图 11: 盛业主营业务收入变化



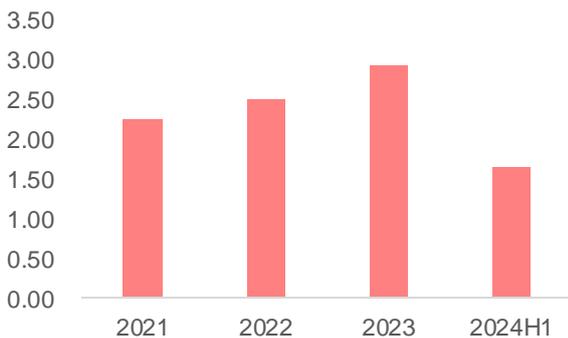
数据来源: 公司公告, 中信建投

图 12: 盛业归母净利润变化



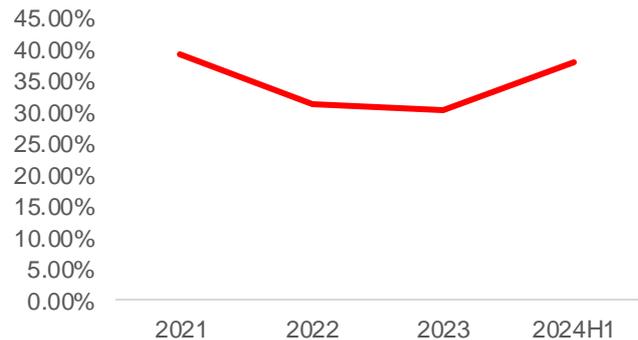
数据来源: 公司公告, 中信建投

图 13: 盛业经调整净利润规模 (亿元)



数据来源: 公司公告, 中信建投

图 14: 盛业经调整净利率变化 (%)

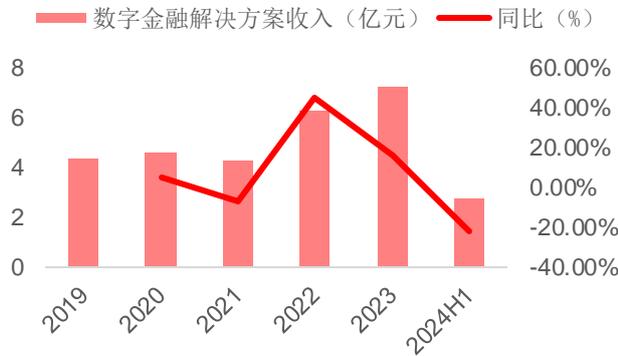


数据来源: 公司公告, 中信建投

分业务来看, 公司数字金融解决方案模式已逐步发展成熟, 主要受益于政策支持供应链金融创新发展叠加中小微企业稳步增加的融资需求; 平台科技服务板块近年来增长较快, 伴随着链接的资金方数量以及每家资金方额度的提升, 收入保持持续增长。

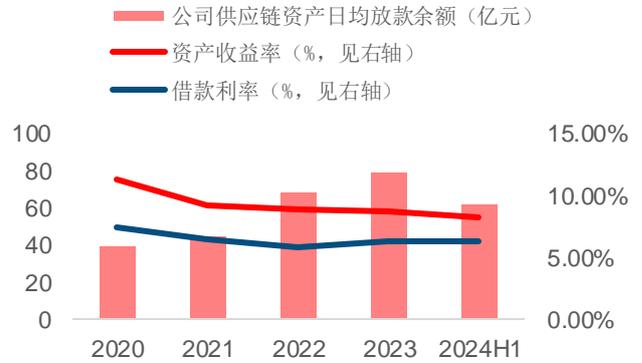
数字金融解决方案目前主要以利息收入为主, 增长动力来自于供应链资产日均余额规模上涨带来利息收入的提升。2023年、2024年上半年数字金融解决方案分别实现7.23亿元与2.75亿元收入, 同比分别+15.68%, -22.51%; 2019-2023的年复合增长率达13.35%。公司2024年数字金融解决方案营收下滑的主要原因为无锡国金商业保理有限公司出表, 导致表内供应链资产规模有所下滑, 相关收入、净利润短期也随之减少。公司2023年自有资金日均放款余额为79.41亿元, 较2022年同比增加16.6%; 而24H1受附属公司出表影响供应链资产的日均放款余额较年初下滑21.45%至62.38亿元。从总体上看, 公司2021-2024H1日均放款余额总体上实现了约40%的增长。若按照日均放款余额及利息收入的规模计算, 2024年上半年公司自营供应链资产的利息收益率为8.3%, 同比小幅下降0.4个百分点; 利息收益率的变化与公司借款利率趋势整体保持一致, 主要受宏观经济调控与货币政策的影响。

图 15: 盛业数字金融解决方案营收变化



数据来源: 公司公告, 中信建投

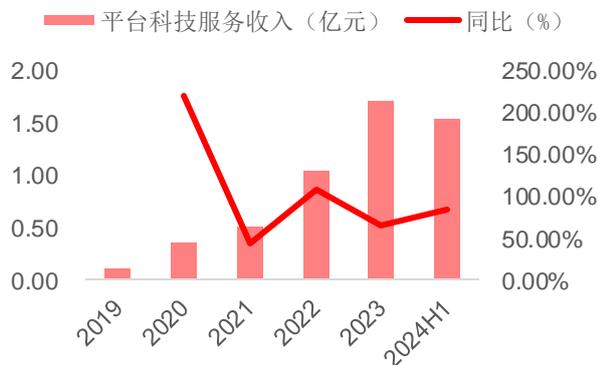
图 16: 盛业供应链资产日均放款余额及收益率、借款利率



数据来源: 公司公告, 中信建投

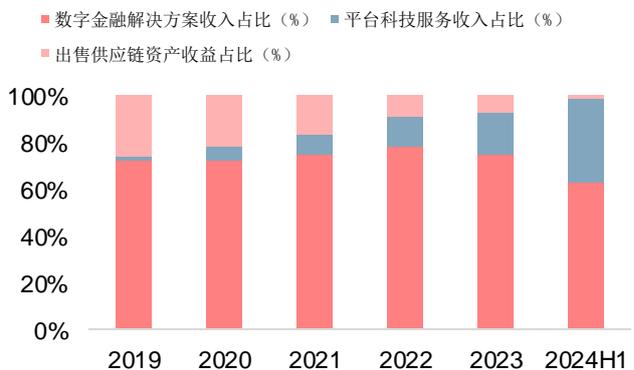
平台科技服务收入由平台普惠撮合科技服务费以及推介服务费构成，增长的核心驱动因素为平台普惠撮合资产的日均余额规模增加。公司平台科技服务 2023 年、2024 年上半年分别实现 1.70、1.54 亿元的收入，同比分别+64.85%、+82.93%；2019-2023 的年复合增长率达 69.52%。公司 2023 年平台普惠撮合日均资产余额达 59.70 亿元，同比+199.92%。公司于 2025 年 1 月 20 日发布的正面盈利预告显示，2024 年末平台累计处理的供应链资产规模已超过 2,480 亿元，同比增长超 28%。平台普惠撮合科技服务费及推介服务费的加总费率约为 2%。事实上，平台科技服务类似 SAAS 服务，属于轻资产业务模式，客户每年可以通过续约以持续获得服务，业务收入并随着客户数量增长而增长，因此也成为了公司目前转型的方向。当前平台科技服务的收入占比已从 2019 年的 2%逐步提升至 24H1 的 35%，而根据最新的正面盈利预告该比例于 2024 年底已接近 40%。从战略发展的角度看，公司从无锡国金商业保理的控制方变为参股方，无锡国金保理“出表”对财务表现产生短期负面影响，但增资扩股引战后无锡国金保理净资产将得到快速增长，为公司带来的平台服务收入和利润贡献有望得到提升。公司收入结构亦将进一步优化，同时净利率、净资产收益率、资产回报率也将随之提升。

图 17: 盛业平台科技服务收入变化



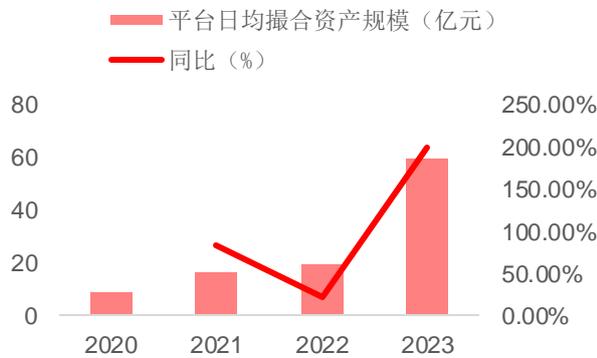
数据来源: 公司公告, 中信建投

图 18: 盛业平台科技服务占主营收入的比例正在逐年上升



数据来源: 公司公告, 中信建投

图 19: 平台日均撮合资产规模近年来增长迅速



数据来源: 公司公告, 中信建投

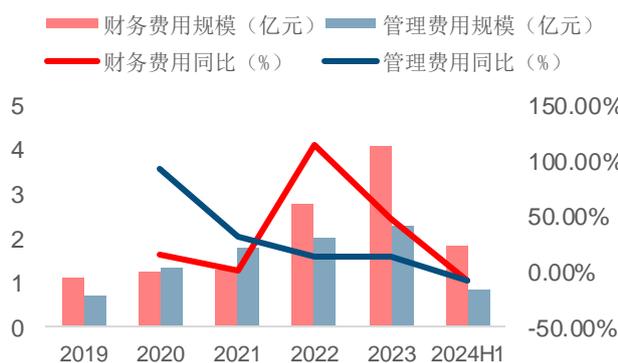
图 20: 平台累计客户数逐年增长



数据来源: 公司公告, 中信建投

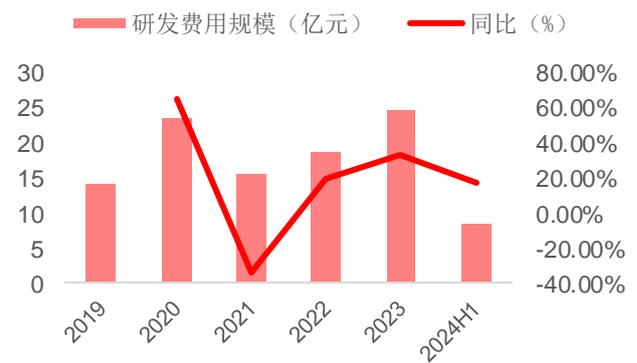
**业务成熟逐步推动经营成本下滑, 高效研发为各领域赋能。**2019 到 2023 年, 公司财务费用及管理费用均有所上涨。财务费用的增长主要是由于公司业务扩张的过程中借款余额的增加以及过去几年借款利率的上涨, 2023 年公司财务费用为 4.09 亿元, 同比+47.93%。值得注意的是, 伴随着公司业务结构的转变, 2024 年上半年财务费用支出有所改善, 同比下滑 7.30%至 1.85 亿元。另一方面, 公司在前期扩张过程中员工成本上涨导致管理费用亦逐年增长, 值得注意的是, 近年来通过数字科技的应用公司管理费用的增速正在逐年放缓, 2024 年上半年管理费亦同比减少 8.10%至 0.84 亿元。此外, 公司研发投入自 2021 年以来一直维持在较高水平, 2021-2023 研发费用已累计投入 2 亿元, 其中 2023 年的研发费用为 2,473 万元, 同比+32.69%。而 2021 至 2023 年研发成本中资本化金额均接近或超过当年研发费用。研发投入的持续提升为各个业务领域提供强有力的支持, 助力公司行稳致远。

图 21: 盛业财务费用及管理费用变化



数据来源: 公司公告, 中信建投

图 22: 盛业研发费用及管理费用变化



数据来源: 公司公告, 中信建投

## 二. 践行数字普惠金融服务, 化解中小微企业融资难题

## 2.1 普惠金融服务提质增效，供应链金融迈入 4.0 发展阶段

中小微企业是经济体系中的关键力量，在推动经济发展、促进科技创新、增加就业机会等方面扮演着至关重要的角色，但存活率低是当前我国中小微企业普遍面临的困境。中小微企业的快速发展壮大在我国经济社会发展全局中发挥着重要作用。截至 2022 年末，我国中小微企业数量已超过 5,200 万户，较 2018 年末增长 51%。从宏观上看，中小微企业是我国经济的重要组成部分，对国民经济贡献呈现“5678”特征：贡献了 50% 以上的税收，60% 以上的 GDP，70% 以上的技术创新，80% 以上的城镇劳动就业，以及 90% 以上的企业数量<sup>1</sup>。但值得注意的是，当前我国中小企业存活率相对较低。央行及原银保监会 2019 年共同发布的《中国小微企业金融服务报告（2018）》显示，国内中小企业的发展周期基本在 3 年左右，创办 3 年之后依然可以维持正常经营的企业仅占总数的 1/3。

资金链断裂是导致中小微企业破产的重要原因之一，中小微企业直接融资比重较低，同时自身现金周转能力相对较差。企业在经营的过程中需要具有一定的流动资金储备，对于中小微企业而言，直接融资渠道门槛相对较高，“融资难、融资贵”的问题突出：“融资难”是指由于中小微企业一般规模较小，资产结构中固定资产比例小，缺乏可以抵押的不动产，银行等资金机构缺乏对中小微企业信用评估的手段，导致中小微企业贷款通过率较低；而“融资贵”的问题则是中小微企业融资的过程中需承担更高的融资成本，例如部分金融机构在放款时会以预留利息名义扣除部分贷款本金，导致中小微企业实际得到的贷款只有本金的一部分，实际支付的利息较高。另一方面，中小微企业在供应链中的议价地位相对较低，为了增收通常采用赊销的方式进行推广，伴随着应收账款占比提升自身资金周转能力相应下滑。综合以上因素，由于缺乏外部融资渠道以及充足的资金储备，在遇到经营风险时中小微企业容易资金链断裂的现象。

金融扶持是缓解中小微企业融资难题的关键，我国已基本建立起一个覆盖广泛、层次分明、多样化的全民普惠金融体系。2013 年 11 月，党的十八届三中全会审议通过《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的概念。2015 年末，国务院出台《推进普惠金融发展规划（2016—2020 年）》。过去十年原银保监会和央行将推动普惠金融作为支持实体经济、深化供给侧结构性改革、实施新发展理念的关键手段，致力于完善普惠金融发展的顶层规划，并构建了推动普惠金融发展的工作协调机制，相继出台了众多切实有效的政策措施，夯实了中小微企业的融资基础，并提高了其融资能力。国家金融监督管理总局最新数据显示，截至 2024 年三季度末，全国普惠型小微企业贷款余额 32.58 万亿元，同比增长 14.69%。此外，银行保险等金融机构纷纷加大普惠金融产品供给，并加速推动数字化转型进程，进一步扩大普惠金融服务覆盖面。2023 年中央金融工作会议进一步指出，要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，进一步为普惠金融的发展指明了新方向。

**表 2: 近年来出台的与中小微企业相关的普惠金融政策整理**

政策出台时间	发文部门	相关文件	主要内容
2022/04/10	原银保监会	《关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知》	进一步强化金融支持小微企业减负纾困、恢复发展
2023/04/20	原银保监会办公厅	《关于 2023 年加力提升小微企业金融服务质量的通知》	加力提升小微企业金融服务质量，切实增强金融服务获得感，促进小微市场主体全面复苏和创新发展
2023/07/22	央行、国家金融监督管理总局、证监会、	《关于开展“一链一策一批”中小微企业融资促进行动的通知》	加快构建中小微企业融资促进良好生态，推动中小微企业高质量发展

<sup>1</sup> 参考资料：中国工信新闻网，[https://www.cnii.com.cn/qy/202411/t20241115\\_616148.html](https://www.cnii.com.cn/qy/202411/t20241115_616148.html)

## 财政部

2023/10/11	中共中央 国务院	《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》	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
2023/11/27	央行、金融监管总局、证监会、国家外汇局等	《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》	持续加强民营企业金融服务，努力做到金融对民营经济的支持与民营经济对经济社会贡献相适应
2024/03/15	国家金融监督管理总局	《关于做好 2024 年普惠信贷工作的通知》	引导金融机构为小微企业、涉农经营主体及重点帮扶群体提供高质量的金融服务

资料来源：各部门官网，中信建投证券

数字普惠金融是普惠金融发展的新趋势，凭借其共享性、便捷性、低成本和低门槛的优势，与金融服务实现了有效互补，拓宽了金融服务的覆盖范围，并增强了金融服务的普及性。根据中国通信研究院的定义，数字普惠金融是一种结合了普惠金融原则和数字技术的金融服务模式。随着普惠金融的可得性、覆盖面和满足度的提升，普惠金融服务更加强调推动“增量、扩面、提质、降本”。在此过程中，信息不对称问题是亟待解决的障碍，如前文所述，银行和其他金融机构难以准确评估中小微企业的信用状况，进而无法为这些企业提供个性化、有效的融资服务。2022年，《“十四五”国家信息化规划》提出“数字普惠金融服务”优先行动，指出要推动数字技术强化产业链供应链金融供给，将金融资源配置到经济社会发展的关键领域和薄弱环节，提升各类企业，特别是民营、小微企业金融服务的精准度。数字普惠金融的出现通过利用互联网、大数据等技术手段，对中小微企业的历史数据、经营状况、财务状况等多个维度的评估，更加准确地评估企业的信用状况，能够减少因信息不对称带来的融资风险，依靠降低融资成本、提高融资效率等方式解决了中小微企业在融资过程中的供求不匹配问题。

**图 23: 数实融合目前已上升成为国家发展战略**


数据来源：公司公告，中信建投

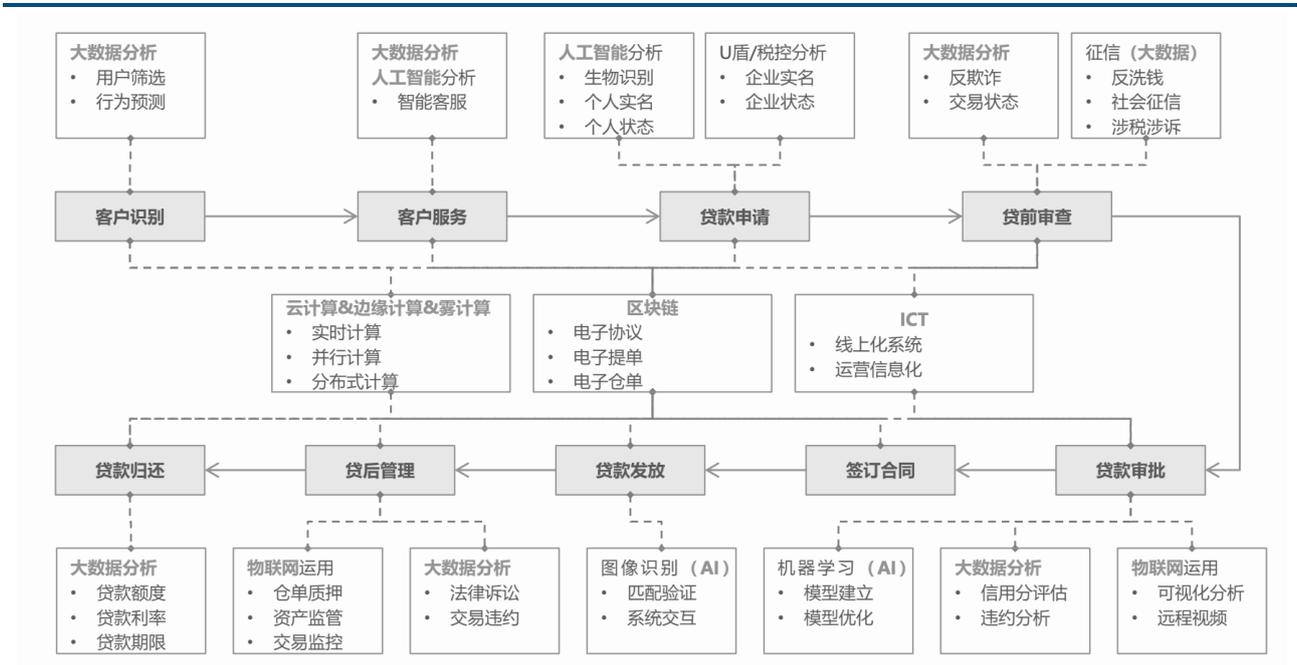
供应链金融是数字普惠金融的具体表现形式,为解决中小微企业融资难题提供相对最优解,通过整合物流、资金流、信息流等信息,在真实交易背景下构建核心企业与上下游企业一体化的金融供给体系。供应链金融基于供应链和产业链整体视角的金融服务模式,通过金融科技工具的运用汇集物流、资金流和信息流等关键数据,构建以核心企业为中心的一体化金融与风险评估体系,为产业链企业提供快速的结算、融资和财务管理服务,以降低其融资成本,并提升融资效率。与银行信贷融资相比,供应链金融以真实交易的应收账款为抵押,评估核心企业的信用状况而进行放款,有效减少中小微企业融资过程中信息不对称问题,同时还款流程和时间上风险更容易确定;而与商业保理融资相比,供应链金融的科技属性更强,通过大数据、区块链、云计算、物联网与人工智能等技术的运用实现流程全线上操作,做到销售、应付、库存、合同等经营性数据在平台上实时推送,降低运营成本和风险成本。整体上看,供应链金融的发展通过数字技术扩大金融服务的覆盖面,使更多中小微企业能够获得必要的金融支持。

“多元化+数字化+小微化”的市场特征已然形成,供应链金融随工业革命同步进入 4.0 时代。近年来,产业互联网的兴起为供应链金融带来了新的发展机遇,使其进入智慧化 4.0 时代。除了传统的金融机构和核心企业,第三方科技公司、供应链管理服务公司、电商平台等也纷纷加入供应链金融的生态体系。供应链金融的业务模式逐渐向去中心化、实时化、个性化和小额化方向发展,产品主要以数据质押为核心。通过物联网、人工智能、大数据和区块链等技术的应用,实现了供应链和营销链的全程信息集成与共享,为金融机构、核心企业、科技公司等多方主体构建了开放、共享的生态系统。

**图 24: 供应链金融的发展阶段和特点**


参考资料: 思略特分析, 中信建投

图 25: 数字科技赋能供应链金融全周期示意图



参考资料: 艾瑞咨询, 中信建投

## 2.2 面对中小微企业的融资难题，盛业交出的独特“答卷”

在供应链金融 4.0 阶段，公司通过自身科技平台整合丰富数据资源并采用线上融资模式服务中小微企业融资，有效缓解了中小微企业融资难题以及市面上其他解决方案的不足：

### 1、依赖核心企业强确权难题

供应链金融的价值很大程度上依赖于核心企业的实力和信用。法律层面的“确权”过程至关重要，而“确权”指的是对应收账款的真实存在、准确金额以及权利归属进行严格核实和法律认定的过程，并非仅仅局限于应收账款本身，还包括与其相关的贸易订单或其他证明债权债务关系的凭证。只有完成了确权，才能最大程度上确保底层债权真实存在，并且行使这一债权不会遇到实质性障碍。在供应链金融以及基于供应链金融的资产证券化项目中，本质上是通过基于供应链而形成的应收账款债权作为一项金融资产对外转让进而实现融资。因此确权的第一步就是要确认这一基础债权已经真实产生。有别于基于借贷关系产生的债权，基于供应链产生的应收账款债权即使已经真实产生，也可能因为其他原因，导致卖方（债权人）无法收回全部款项。比如，卖方交货后，货物或者服务质量存在瑕疵，都可能导致卖方无法按时足额收回相应的应收账款。

然而，由于核心企业在市场中通常占据主导地位，在没有直接经济利益的情况下，它们进行确权更多是出于社会责任而非经济动机，确权并非交易的必要条件。原因在于，核心企业的确权行为要占用自身一定的资源，增加运营成本；此外，核心企业的确权也会提高自身资金管理难度同时影响自身信贷额度。因此，除了集团内部供应链可能因行政命令而确权外，其他供应链的确权往往需要依赖私人关系来实现，这使得确权的成功率普遍不高。根据中国地方金融研究院的调查，中小微企业的确权成功率大约只有 15%，这成为了中小微企业通过供应链金融融资的主要障碍。

公司通过弱确权的模式打通中小微企业融资的“最后一公里”，满足不依赖核心企业强确权的中小微企业融资需求。当前市面上普遍提供的供应链金融解决方案主要以强确权为主，基于核心企业主体信用资源：一是确认真实交易，二是确认交易标的额，三是确认信用账期。而核心企业本身并不总是愿意或有能力提供强确权的支持。基于“重交易、轻主体”的业务逻辑，盛易通云平台接入了核心企业的信息化采购平台，通过底层数据辅助风控以获取其真实、合理的交易数据，凭借弱确权的方式为中小微企业提供供应链融资。这种弱确权仍然依赖于核心企业的强主体交易，核心企业需要确认交易的真实性和交易标的额，但不要求核心企业确认信用账期。相反，信用账期是由公司帮助银行等金融机构根据基础交易数据来建立的，金融机构发放贷款后只需要设定一个还款周期。基于交易数据真实性的弱确权业务可以缓解传统强确权模式下企业面临的财务压力和授信额度占用问题，从而提高整个供应链的协作效率。

公司打造的弱确权模式成为了供应链金融 4.0 阶段的创新应用场景，有助于供应链上下游企业更高效地进行资金流转和资源配置，提升整个供应链的协同效率和竞争力。对于核心企业而言，弱确权模式减少对授信额度的占用，不需要核心企业主动进行确权操作，可以大大降低核心企业的财务负担，减少资金的占用和运营成本；对于中小微企业而言，弱确权模式将融资节点从支付逐渐前移到交付验收之前，并有助于建立基于场景的中小微企业自身的信用体系，将融资主动权还给了中小微企业。对金融机构而言，弱确权场景通过数字化和自动化的方式，可以降低自身操作风险，提高业务效率，同时通过锁定回款账户实现资金的闭环管理。对整个供应链而言，弱确权场景促进了供应链上下游企业之间更紧密的合作，相关企业可以更加透明地展示其交易数据和真实贸易背景，有助于建立更加互信的关系，提高整个供应链的协作效率。

图 26: 盛业数字金融涵盖整个供应链结算周期，为中小微企业提供精确高效的融资



数据来源：公司公告，中信建投

## 2、票据真实性及违约风险难题

目前，应收账款质押融资在供应链金融中占据核心地位，然而票据流通的真伪验证问题尤为突出。中小微企业作为供应链中的参与方在辨别票据真实性方面面临挑战，这不仅增加了票据违约的风险，也使得他们在买方市场中的议价能力受限，因而更易受到票据违约的负面影响。

此外，买卖交易双方有时可能会通过虚构或夸大交易来获取额外融资，这种行为可能导致金融机构对借款人的信用和偿债能力做出错误评估。伪造的合同、发票和运输文件等交易凭证，使得金融机构在审核时难以核实交易的真实性和合法性，进而可能将资金投入不实的项目中，引发资金损失和信任危机。同时，同一交易或资产的重复融资行为也会对金融机构的利益构成威胁。

为解决上述票据真实性及违约风险问题，公司在供应链金融的 4.0 阶段从获客、交易、贷后回款三大阶段采取了以下措施：

**在获客阶段**，公司运用大数据技术来深入分析客户数据，实现自动化的预授信流程，不仅提升了客户信用评估的效率，也加快了新客户的获取速度。同时，通过集成人脸识别技术，公司能够确保客户身份的准确性，从而为客户提供更加安全可靠的服务。

**在交易阶段**，公司针对应收账款票据的真实性、合法性、是否逾期、权属是否清晰、是否可转让等要素，利用多维度数据进行佐证、核实和确权来把控风险。通过整合中国人民银行的征信系统数据与应收账款登记平台（中登网），公司实现了对企业税务信息的实时监控和交易回款账户的全天候监测。在交易管理方面，以核心企业供货资质获取至付款完成的全流程单据为核心，融合了 GPS 追踪、货物签收状态、银行资金流动、发票信息、企业经营状况以及舆情动态等多维度数据，进行交易真实性的综合验证。以建筑行业为例，公司对每个交易过程实施视频核实，利用智慧工地等产业互联网解决方案自动获取拍摄时间及交易发生的定位证据信息、交易货物品种的证据、车牌号码、项目工地现场标志性建筑物信息、货物签收和到货视频信息等，从而实现交易资料可实时存证、可随时查看和交叉验证比对的效果。通过产业经验的积累，对交易的各项条件如数量、单价、付款周期等进行合理性分析，有效识别并防范潜在的欺诈行为，保护中小微企业及金融机构免受欺诈风险。

图 27: 盛业通过智能验收确保票据真实性



数据来源：公司公告，中信建投

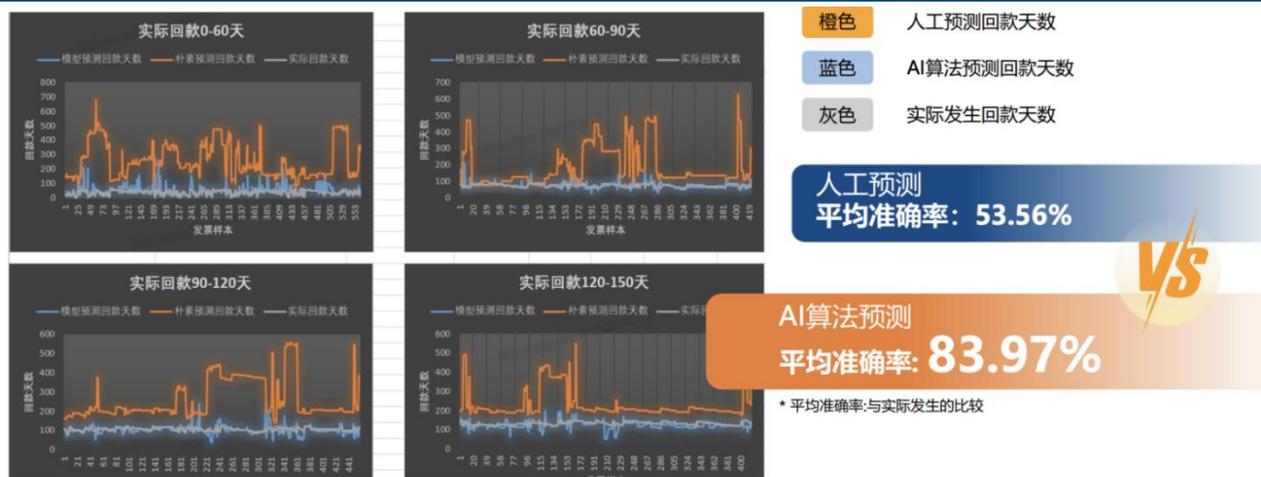
**在贷后回款阶段**，公司建立并不断丰富账户体系，实现资金闭环，通过聚合或监控到的回款信息，跟踪客

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

户经营状况的持续性以及与合作企业的稳定性。以数字金融解决方案业务为例，借助行业风险评估模型，公司应用双重信贷审批机制管理客户单体及本集团整体业务运营的风险敞口。双重信贷审批机制包括对客户的信贷额度（“客户额度”）及该等客户每次提款申请的信贷额度（“提款额度”）的评估。客户的未清偿提款总额不得超过授予该客户的客户额度，且每次申请的金额不得超过本集团各次确定的提款额度。若贷后回款阶段公司风险管理部门发现异常，则由跨部门成员组成的工作小组将计划并采取补救行动，一般包括延长还款期限或与客户磋商还款方案。若补救行动仍未获成功，则公司将有关客户采取法律行动并控制有关抵押资产。

近年来，公司利用 AI 算法显著提升了供应链金融服务的精准度，其预测模型在回款周期的准确率上达到了 83.97%，远超传统人工预测的 53.56%，能够更有效地监控资金流，优化资金配置、降低运营风险。AI 算法的应用覆盖了从 0 至 150 天的回款周期，为公司提供了强大的数据支持，增强了与核心企业及其上下游企业的合作紧密度，助力核心企业通过产业数字金融实现降本增效，提升市场竞争力，推动供应链金融行业向高效、智能化发展。

图 28: 盛业通过 AI 的应用准确预测客户融资后的回款周期，降低违约风险



数据来源：公司公告，中信建投

### 3、市面上其他主流供应链金融模式所存在的不足

市面上的供应链金融模式可以总结为三大类，分别是：以商业银行为载体的供应链金融模式、以企业集团为载体的供应链金融模式以及以科技公司为载体的供应链金融模式<sup>2</sup>。

以商业银行为载体的供应链金融模式是指以商业银行搭建的供应链金融平台为载体，以商业银行主要客户为核心客户的供应链金融模式。为此，商业银行一般会为核心客户授信，为核心客户在本行的上下游企业提供全方位的金融服务。这种模式的优点是银企关系信息比较对称，协调起来比较方便，特别是在供应链过程中核心企业的确权协调、供应链过程的管理、风险控制、交易效率等方面有独特的优势。但不足之处在于：供应链金融的发展受制于商业银行的渠道、客户资源和战略定位，分支机构多的银行更具优势，但地方银行受限于区域，难以提供跨区域服务，且银行间协调不足可能阻碍业务进展。

<sup>2</sup> 参考资料：成都市供应链金融协会，《详解供应链金融业务及其实施路径与各类风险》。

以企业集团为载体的供应链金融模式是指以大型企业集团为主体搭建的集团内部的供应链金融模式，主要以“中”字头或“省”字头企业为运行主体。企业集团主导的供应链金融模式依托于大型企业集团，通常构建内部供应链金融服务。这些集团通常规模大、产业链完整，拥有众多上下游关联企业。通过内部财务公司或保理公司，集团能为成员企业提供便捷的资金支持和确权服务，强化内部约束，减少欺诈风险。然而，此模式主要服务于集团内部，限制了中小企业的参与，可能导致服务对象的局限性，形成封闭的资金循环，影响企业的市场竞争力和扩张，与开放的市场经济要求相悖。

以盛业为代表的金融科技服务模式，通过自身数字技术优势，既为商业银行或企业集团提供供应链金融平台的技术支持，同时也通过自身盛易通云平台与二者进行紧密的合作，并实现分润。这种模式的优势在于：一方面，它能够帮助那些因自身条件限制而无法建立供应链金融服务平台的企业克服这一障碍；另一方面，它为商业银行提供了成熟的供应链金融服务，从而扩展了其金融业务范围，成为供应链金融的一个重要补充。然而，这种模式的不足之处在于：其有效运行依赖于商业银行的配合、信任和协调；由于涉及两个运行主体，服务效率通常较低；此外，增加第三方运行主体可能会导致被服务单位的运营成本增加，进而加重中小微企业的负担。

**表 3: 市面上主流的供应链金融模式对比**

主流模式	优点	缺点
以商业银行为载体的供应链金融模式	银企关系信息比较对称，方便协调，在供应链过程中核心企业的确权协调、供应链过程的管理、风险控制、交易效率等方面有独特的优势	取决于商业银行的渠道及拥有核心客户的情况，分支机构越多的商业银行其供应链金融服务越有优势，小型银行较难发展 地方商业银行由于区域的限制难以为跨区域的供应链金融提供全链条金融服务 行际之间的不协调影响供应链金融业务的正常开展
以企业集团为载体的供应链金融模式	企业集团内部确权相对便利 内部约束机制与约束力较强，对于违约行为有多种处罚手段 供应链上各主体间信息透明、公开，欺诈可能性较少	中小微企业来难以实现 供应链金融完全局限于集团的规模与边界，服务的对象也有一定的局限性 容易形成集团相对封闭的循环，不利于企业的外延和扩张
以盛业为代表的金融科技服务模式	解决了部分企业基于自身条件无法搭建供应链金融服务平台的局限性 为商业银行提供较为成熟的供应链金融服务，扩大其金融业务范围	在一定程度上会增加被服务单位的运营成本和中小微企业的负担 取决于商业银行的配合度、信任度及协调度，通常涉及两个运行主体，一般服务效率相对较差

资料来源：成都市供应链金融协会，中信建投证券

公司依靠自身盛易通云平台打通了供应链各个节点，解决了以商业银行、企业集团为载体的供应链金融模式的不足，同时也较好地避免了金融科技服务模式的缺点。

与商业银行模式相比，公司突破渠道和客户资源限制，扩大了供应链金融的服务范围，同时提升了业务的服务效率。公司不依赖于银行的分支机构数量和客户资源寻找客户，而是通过与地方国有企业合作及参股成立合资公司搭建产业场景与资源的智能匹配桥梁，为包括银行、资管、基金、保理、信托在内的多个资金方提供服务，打破了银行保理模式的地域和客户资源的局限。此外，公司不仅服务于其中的核心客户，还拓展到了供应链中的上下游企业，为更广泛的供应链参与者提供金融服务。在业务流程的运营上，公司已经实现了完全线上化的审批流程，并运用 CFCA 电子签章技术来保障交易的安全性和合规性。此外，OCR 识别技术和 NLP 语

义分析技术叠加 AI 应用使得文档处理过程更加自动化和高效，显著提升了业务流程的智能化。根据灼识咨询的统计，银行自主研发一款基础资产管理系统的平均周期超过 10 个月，相比而言采用第三方科技解决方案的时间在 1.5 个月以内，与自主研发供应链金融科技解决方案相比，外采第三方供应链金融科技解决方案能将时间成本和资金投入成本减少 85.0% 和 76.8% 以上。

与以企业集团为载体的供应链金融模式相比，公司打破了资金的内部循环，并进一步拓宽了普惠金融服务边界。公司的数字科技平台不局限于企业集团内部的合作，通过与多家银行和金融机构合作，引入外部资金为供应链中的中小微企业提供更广泛的资金支持，有助于降低核心企业的融资成本，减轻其财务负担。除了资金方面的支持之外，公司还积极推动金融与数字技术深度融合，探索数字人民币在核心企业内部更多场景进行运营，目前已在工资发放、税费缴纳、普惠金融、电商融资等领域率先实现应用创新，为加快数字人民币应用增量扩面助力。通过加大对集团内部中小微企业发展的支持力度，公司让普惠金融“活水”精准服务实体经济，使得供应链更高效、金融更普惠。

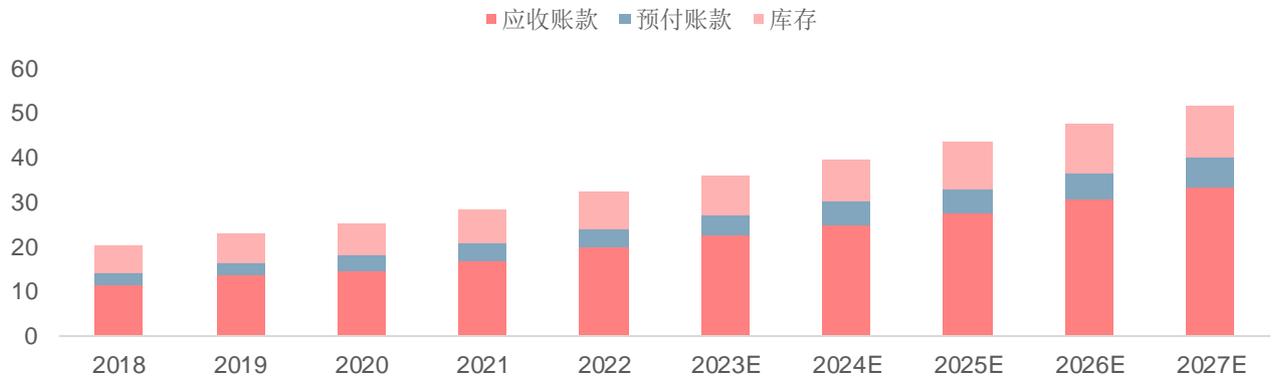
## 2.3 市场规模前景广阔，公司业务变现价值显著

从需求端的角度来看，以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局以及多层次经济协同发展的体制机制等尚在构建完善之中，供应链金融立足于产业链的完整性和稳定性，顺应产业组织形态的变化趋势，加速创新和规范发展。它推动了产业链的修复、重构和优化升级，能够有效降低中小微企业的融资成本，发挥市场在资源配置中的决定性作用。近年来，我国中小微企业数量增长迅速，为供应链金融的带来了稳定的融资需求。截至 2022 年末我国中小微企业的数量已超过 5,200 万户，相较于 2018 年末增长了 51%；2022 年平均每天新设立的企业数量达到 2.38 万户，这一数字是 2018 年的 1.3 倍。

从资金端的角度来看，在场景金融的构建中，银行最初主要集中在个人和普惠金融领域，但在公司信贷领域，场景金融尚未取得显著的变革和突破。这不仅是因为企业信贷需求额度大、决策流程复杂等现实因素，更因为商业银行未能找到合适的场景入口。随着大型企业融资渠道的多元化，金融脱媒的趋势将进一步加剧。同时，我国利率的持续走低，银行面临净息差逐步收窄的压力，这促使其实施下沉客户战略，加大对中小微企业的金融支持。然而，中小微企业的融资风险相对较高，且缺乏合格的抵押品等风险缓释手段。因此，在掌控信息流、物流和资金流的前提下，开拓供应链金融市场成为银行的不二选择。

得益于近年来贸易市场活跃、融资渗透率不断提高，国内供应链金融市场资产余额得到了快速提升。企业应收账款、预付账款及库存是供应链中的三大基础资产，根据灼识咨询的统计，我国供应链金融市场资产余额从 2018 年的 20.1 万亿元快速增长到 2022 年的 32.3 万亿元，年复合增长率为 12.5%，预计 2027 年将达到 51.6 万亿元。其中，应收账款融资作为上游企业在销售回款困难情况下的主要融资渠道，在供应链资产整体余额中的占比日益提升，2018-2022 的年复合增长率为 14.5%，2022-2027 的预测年复合增长率为 11.0%。

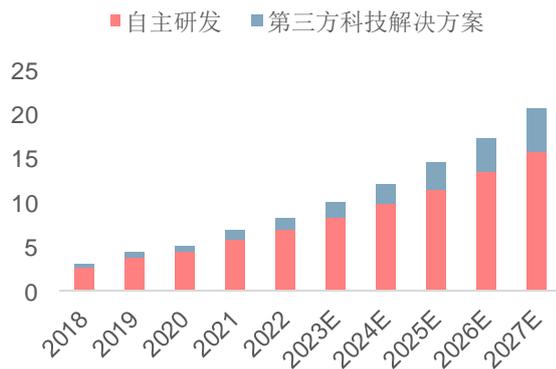
图 29: 我国各类供应链资产余额变化 (万亿元)



数据来源: 灼识咨询, 中信建投

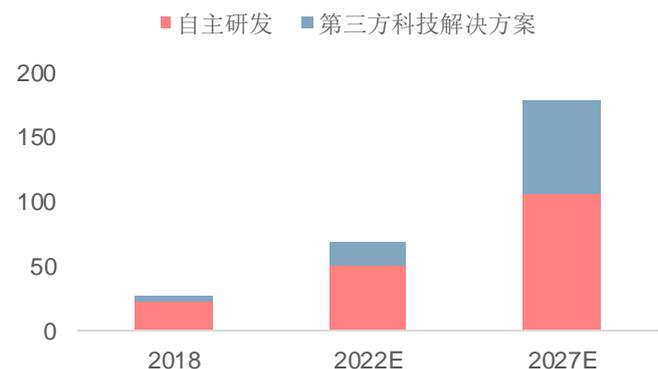
伴随着供应链资产融资效率不断提高, 供应链金融科技解决方案市场规模将预计继续保持两位数增长趋势。随着科技的迅猛发展以及供应链资产融资效率的持续提升, 供应链金融科技解决方案市场的总交易额亦从 2018 年的 3.0 万亿元人民币快速增长至 2022 年的 8.2 万亿元, 复合年增长率为 28.7%, 预计以 20.3% 的复合年增长率进一步增长, 到 2027 年达到 20.6 万亿元。除了一次性开发和前置费用外, 第三方供应链金融科技解决方案采用基于最终交易额的收费模式可以有效降低系统的使用成本, 因此更受客户青睐。根据灼识咨询的进一步预测, 核心企业和金融机构供应链金融科技解决方案的总支出预计于 2027 年达到 1,772 亿元人民币, 2022 年至 2027 年的复合年增长率为 20.8%, 表明我国第三方供应链金融科技解决方案拥有巨大的市场潜力。

图 30: 我国供应链金融科技解决方案市场规模 (按交易额计, 万亿元)



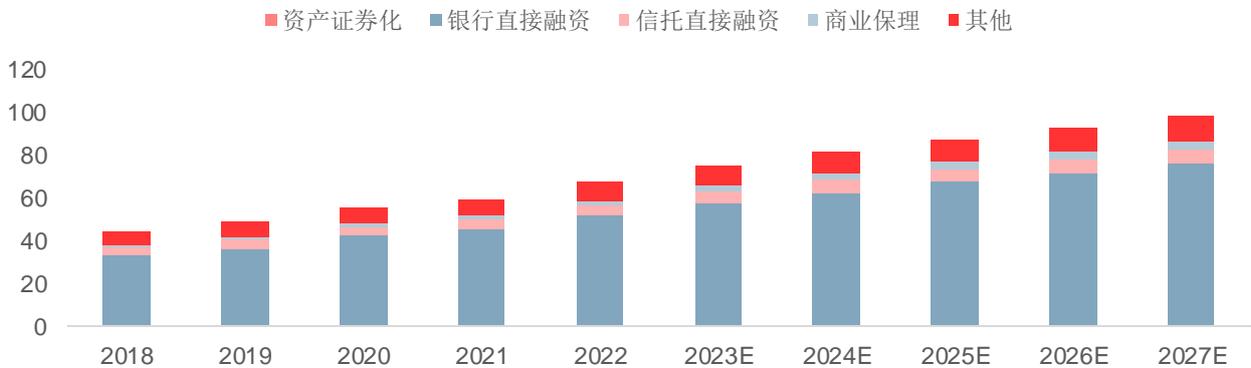
数据来源: 灼识咨询, 中信建投

图 31: 核心企业和金融机构供应链金融科技解决方案支出 (十亿元)



数据来源: 灼识咨询, 中信建投

供应链金融的资金来源方面, 资产证券化和商业保理正逐渐成为供应链金融中越来越重要的资金来源, 有望在未来几年内成为行业增长最快的资金渠道。从 2018 年到 2022 年, 资产证券化和商业保理的复合增长率分别为 7.1% 和 15.2%。预计在 2022 年至 2027 年期间, 这两者的增长速度将保持领先, 复合增长率分别达到 15.5% 和 12.0%。

**图 32: 按资金来源交易额细分的供应链金融市场规模（万亿元）**


数据来源：灼识咨询，中信建投

对于公司而言，在目前聚焦的三大行业中渗透率仍然相对较低，有望拓展更多优质潜在客户。截至 2024 年底，公司平台客户数量超 18,100 家，其中超过 96% 为中小微企业。从 2019 年到 2024 年，客户数量的增长率高达 358%。根据公司的统计，在基建、能源、医药三大产业的核心企业供应链生态中，潜在市场规模约 4.3 万亿元，存在超过 150 万的潜在供应商，但公司的市场渗透率不到 1%，仍然拥有巨大的增长空间。

### 三、“飞轮效应”加速，驱动业务可持续发展

飞轮效应是由吉姆·柯林斯在其著作《从优秀到卓越》中提出的概念，描述了一种连续积累和加速增长的循环效应，类似于一个巨大的飞轮旋转的过程。为了转动静止的飞轮，初期需要巨大努力，但每圈的努力会使飞轮转动得越来越快，达到一定速度后，飞轮会借助积累的动能持续快速旋转。

#### 1、公司“飞轮”的起点

**定位为数字化的供应链科技平台，聚焦中小微企业解决资金周转难题。**公司成立初期的核心业务为商业保理，后续通过搭建供应链科技平台实现平台化转型，逐步渗透产业链上下游企业数字化转型业务中，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。

**顺应国家政策，与国企合资实现了原始增长动能的积累。**2019 年，为顺应国家供给侧改革政策的推行，公司旗下盛卓商业保理有限公司与无锡市交通产业集团旗下无锡通汇投资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，帮助中小微企业在不同阶段快速获得资金支持以持续发展。自此以后，与地方国企合作共同投资成立合资公司，是公司实施平台化战略的关键环节之一。地方国企往往具备丰富的产业场景和雄厚的资源优势，而公司凭借科技创新所积累的精准获客和大数据分析能力，能够高效地将产业场景与资源进行智能匹配，从而充分激活国有资产的价值。自 2019 年起，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多家国有企业建立了合作关系，并参股成立合资公司。合资公司的成立标志着公司成功将国企合资合作的经验转化为可复制的平台能力，不仅加速了区域供应链普惠金融服务平台的建设，还帮助公司在初期内实现了业务规模的快速扩张。目前，公

公司已与中国建筑、中国中铁、中国交建等大型央企建立了深入的合作关系，通过“1+N”策略的实施吸引了大批中小微企业供应商。

图 33: 盛业与国资合作进行双向赋能

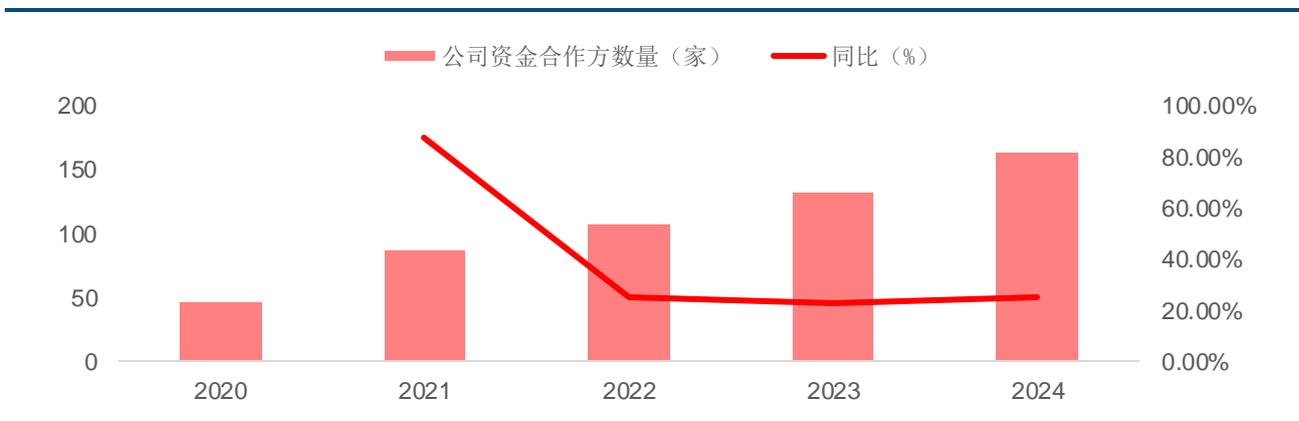


数据来源：公司公告，中信建投

## 2、公司“飞轮”的转动过程

平台化转型拓展资金合作方的数量以及参股国企合资公司的规模，撬动市场上的海量资金与客户。从公司近年来营收结构来看，平台业务收入的占比正在逐年提升。公司前期发展过程中数字金融解决方案实现了快速增长，但利用自有资金协助中小微企业需要拓展表内杠杆，根据原银保监会发布的《关于加强商业保理企业监督管理的通知》公司最多只能撬动 10 倍资金，是“有限的”。而通过平台化转型公司积极拓展资金合作方的数量以及参股国企合资公司的规模，充分利用市场海量的资金与客户扩大自身业务，这是“无限的”。例如，2024 年 2 月太湖新城集团向无锡国金商业保理有限公司增持并成为控股股东，尽管带来信贷相关收入及净利润短期下降，但未来依靠国有集团的背景以及资源，公司平台科技服务收入的业绩有望逐步释放，收入结构也有望得到不断优化，带来净利率和净资产收益率的提升。截至 2024 年底，公司资金合作方的数量增至 163 家，2020-2024 年资金合作方的年复合增长率达到了 37.20%。

图 34: 盛业合作资金方数量变化



数据来源：公司公告，中信建投

图 35: 盛业平台化转型持续不断推进



数据来源：公司公告，中信建投

**深耕三大产业树立市场口碑，品牌影响力逐步扩大。**公司自成立以来快速成长，一方面是由于早入场而取得了的先发优势，另一方面则是通过战略聚焦建立自身的护城河和供应链生态。从行业分布来看，公司的核心企业主要聚焦于基建、医药、能源三大抗周期性行业，同时选对商业信用风险较低以及经济较有实力的区域，可以帮自身规避很大一部分的系统性风险。由于公司只做B端业务，聚焦产业场景，围绕供应链上下游去不断加深产业理解和沉淀多维度交易数据、从而提升风控能力及获客能力，有望实现积薄发。以建筑行业为例，公司比较精准的洞悉到了建筑材料的采购和一部分的施工项目结算率较高，存在一定的结算延迟，但有可行的手段督促交易双方履约，同时存在可行的办法在不依赖核心企业强配合的情况下保障资产的安全回收。在行业资金供给极其稀缺、几乎没有资金愿意脱核介入的情况下，盛业凭借其领先的供应链科技平台进入市场积极搭建资金与企业的对接桥梁，这构成了公司超额利润的核心来源。由于产业生态链中匹配需求的金融产品存在较强的口碑传播效应，公司平台累计客户数因此实现稳定增长。

### 3. 公司“飞轮”的加速阶段

在深耕基建、医药、大宗商品三大国家支柱行业的同时，公司也在进一步加强对于跨境电商和新能源等战略性新兴产业的布局，整体会形成“3+2”的行业布局。

1) 新能源行业方面，伴随着我国能源结构的持续调整，新建设项目不断推进，前期开发和建设需要大量的资金投入，如光伏电站的建设、风电场的开发等，这些项目通常需要巨额的资金用于购买设备、建设基础设施等，为供应链融资创造了许多应用场景。公司2024年上半年实现了新能源行业场景的业务落地，已经跟多家大型的央企电力集团达成合作，目前已经有多笔的业务落地；展望未来，新能源业务这一块将是公司发力的重要行业。

2) 与此同时，公司在电商行业扩展也非常迅速，公司于2024年7月收购了从事电商供应链服务和创新医药产业投资的名风控股有限公司。跨境电商的供应链要求具备更高的速度和灵活性，需要小批量、高频次的快

速配送，因此越来越多的企业开始采用“柔性供应链”模式，可以通过借助供应链科技来优化订单处理和资金管理流程；其次，海外仓的兴起成为一大趋势，对于跨境电商而言，供应链科技的运用可以帮助企业缩短账期并优化库存管理，进一步提升供应链的效率和竞争力。名风控股拓展并储备了我国和东南亚的头部跨境电商平台资源，并在跨境电商行业实现了供应链服务模式的创新与落地。通过整合标的公司的资源和业务，公司也将与头部跨境电商平台建立合作，提供创新的跨境电商供应链普惠金融服务，帮助中小微商家缩短货款结算账期和加快资金周转速度，助力中国品牌“走向世界”和中国消费者“买遍全球”，从而形成新的业务增长点。

据公司预测，我国新能源行业 2025 年市场交易额预计可达到 5,355 亿元，通过央企电力集团可拓展的新能源企业高达 43,000 家；而电商行业预计到 2025 年市场交易额可达到 60 万亿元，可通过与头部电商平台合作开拓的潜在平台商户高达 2,500 万家。

图 36: 盛业预测跨境电商和新能源行业潜在客户情况



数据来源: 公司公告, 中信建投

展望未来，公司平台科技板块将继续与数字金融板块联动，充分发挥平台链接能力，为供应链提供差异化的服务，从而持续保持行业领先地位并获得高速发展；同时，公司亦将通过股权、债权等战略投资与生态伙伴进行深入绑定，进行优势互补并迅速扩大市场份额。

#### 4. 公司“飞轮”的可持续性

**坚持长期发展战略，不忘初心。**公司在实现飞轮效应的过程中始终坚持平台化战略，运用数字科技手段提升普惠金融覆盖面，聚焦解决中小微企业“首贷难”和“融资贵”等问题。公司将持续聚焦普惠金融、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，深入践行“让供应链更高效、金融更普惠”的企业使命，坚持“科技向善”与“可持续发展”理念，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。

**持续的科技投入与服务优化，搭建高素质人才团队。**公司将持续在技术研发、市场推广、人才培养等方面进行投入，以保持飞轮的持续转动和加速。截至 2024 年中期，公司的累计研发投入已超过 2 亿元，研发人员占

比超 27%。公司旗下自主研发的“盛易通云平台”获得国家非银行机构信息系统安全等级保护的最高级认证，为公司供应链科技平台的大数据分析、精准获客、业务创新提供了坚实的合规和安全后盾。公司旗下盛业科技亦已获得国家级“高新技术企业”、深圳市“专精特新企业”、“国家鼓励的软件企业”、“国家鼓励的软件产品”等认证。未来，随着业务量的逐步扩大，公司将制定明确的量化指标，包括预算、人力搭建方面的规划，工作重心将侧重于更好地去搭建人才梯队，以便更好地为跨境电商、新能源这两个新行业服务。

## 四. 盈利预测及估值分析

**领先供应链科技平台，近年来平台化转型成效显著，首次覆盖，给予“买入”评级**

公司是我国领先的供应链科技平台，近年来持续推动平台化转型进程，通过与地方国企成立合资公司以及通过平台普惠撮合引入第三方资金的方式形成了显著的飞轮效应，从而一方面成功撬动了市场上的海量资金与客户资源，另一方面也降低了对自有资金的依赖度并一定程度上摆脱了商业保理公司所面临的 10 倍杠杆限制，未来有望迎来更加广阔的成长空间。

在盈利预测方面，公司于 2025 年 1 月 20 日发布正面盈利预告，初步预计 2024 年净利润同比+30%，其中平台科技服务收入占比增加至约 40%；我们认为在 2024 年无锡国金出表的情况下公司仍能实现 30%左右的净利润增速已成功证明了公司平台化转型的成效。由于公司平台科技服务收入占比提升，而平台普惠撮合费率相较于自有资金放款费率显著较低，因此在平台科技服务收入占比提升的背景下公司收入规模可能会受到一定的不利影响；但由于平台普惠撮合无需承担融资费用，因此仍可为公司贡献可观的利润。综上所述，我们预计公司 2024-2026 年收入及其他收益分别为 9.91/10.45/11.73 亿元，同比分别-7.2%/+5.4%/+12.2%；归母净利润分别为 3.35/4.16/5.40 亿元，同比分别+24.8/24.2/29.9%。

图 37:盛业核心盈利预测

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>9,939</b>	<b>9,617</b>	<b>7,042</b>	<b>5,892</b>	<b>5,122</b>	数字金融解决方案收入	625	723	528	421	350
现金及现金等价物	577	658	12	152	327	客户合约收入	103	170	314	475	665
应收账款	38	47	41	44	49	出售供应链资产收益	72	70	14	11	8
预付账款	39	57	51	54	61	<b>主营业务收入及收益合计</b>	<b>800</b>	<b>964</b>	<b>856</b>	<b>907</b>	<b>1,023</b>
以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的保理	8,187	7,536	5,553	4,215	3,208	其他收入及收益	-41	105	135	137	150
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	256	202	384	423	466	<b>收入及收益合计</b>	<b>842</b>	<b>1,068</b>	<b>991</b>	<b>1,045</b>	<b>1,173</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,439</b>	<b>2,202</b>	<b>2,516</b>	<b>2,508</b>	<b>2,539</b>	<b>成本及支出合计</b>	<b>-556</b>	<b>-698</b>	<b>-572</b>	<b>-524</b>	<b>-471</b>
联营公司权益	209	583	1,352	1,352	1,352	员工成本	-145	-178	-156	-167	-187
物业厂房及设备	17	68	125	155	195	折旧与摊销	-29	-32	-44	-51	-48
无形资产	156	169	60	60	60	融资成本	-276	-409	-291	-217	-165
其他非流动资产	1,057	1,382	979	940	932	扣回拨回的预期信贷亏损模式下的减值亏损	-21	7	-21	-27	0
<b>总资产</b>	<b>11,378</b>	<b>11,820</b>	<b>9,558</b>	<b>8,400</b>	<b>7,661</b>	其他成本及支出	-85	-87	-60	-63	-71
<b>流动负债</b>	<b>5,445</b>	<b>6,131</b>	<b>4,887</b>	<b>3,773</b>	<b>2,997</b>	<b>税前利润</b>	<b>266</b>	<b>342</b>	<b>259</b>	<b>191</b>	<b>96</b>
短期借款	4,494	4,673	2,487	1,860	1,411	所得税费用	88	115	69	65	92
应付账款	864	1,258	2,231	1,710	1,328	<b>净利润</b>	<b>244</b>	<b>286</b>	<b>356</b>	<b>443</b>	<b>575</b>
其他流动负债	86	200	169	203	259	归属于母公司股东净利润	219	268	335	416	540
<b>非流动负债</b>	<b>1,810</b>	<b>1,625</b>	<b>553</b>	<b>440</b>	<b>388</b>	归属于非控制股东净利润	24	17	22	27	35
长期借款	1,746	1,547	497	372	282						
其他非流动负债	64	78	56	68	106						
<b>总负债</b>	<b>7,255</b>	<b>7,756</b>	<b>5,440</b>	<b>4,213</b>	<b>3,386</b>						
股本	9	9	9	9	9						
储备	3,907	3,918	4,110	4,178	4,267						
归属于母公司股东权益	3,916	3,927	4,061	4,103	4,157						
非控股权益	208	137	57	84	119						
<b>所有者权益</b>	<b>4,124</b>	<b>4,063</b>	<b>4,118</b>	<b>4,187</b>	<b>4,276</b>						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-769</b>	<b>1,682</b>	<b>597</b>	<b>694</b>	<b>703</b>
净利润	244	286	356	443	575
折旧摊销	29	32	44	51	48
融资成本	276	409	291	217	165
其他经营现金流	-1,318	956	-93	-16	-85
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-619</b>	<b>-898</b>	<b>-60</b>	<b>-45</b>	<b>-81</b>
融资产活动现金流量净额	1,212	-706	-1,184	-509	-477
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-176</b>	<b>78</b>	<b>-647</b>	<b>140</b>	<b>175</b>

每股指标 (元/股)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.22	0.27	0.34	0.42	0.55
DPS	4.09	4.11	4.17	4.24	4.33
BPS	0.07	0.24	0.30	0.38	0.49

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入及其他收益(%)	-0.3%	26.9%	-7.2%	5.4%	12.2%
归母净利润(%)	-46.6%	22.3%	24.8%	24.2%	29.9%
净利率(%)	337.0%	405.2%	2568.5%	4204.7%	7177.1%
ROE(%)	5.4%	6.6%	8.2%	10.0%	12.8%

估值比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/E	12.9	19.6	25.9	18.5	14.3
P/B	1.5	1.1	1.7	1.8	1.8
P/S	10.7	7.2	11.2	13.0	13.0
股息率	1.2%	1.5%	3.9%	4.9%	6.3%

数据来源：公司公告，Wind，中信建投

在估值方法方面，由于公司近年来平台化转型成效显著，平台科技服务收入占比持续提升，已大幅减轻了对自有资金的依赖，且利润的稳定性也出现了明显提升。因此，我们使用 PE 估值法而非传统商业保理公司所使用的 PB 估值法对公司进行估值；参考公司过去三年平均 PE 为 18.03 倍，我们给予公司 2025E 22 倍 PE，则对应目标价为 9.89 港元/股，对应 2024EPE 为 27.3 倍。

图 38:公司历史 PB-Band



数据来源: Bloomberg, 中信建投

图 39:公司历史 PE-Band



数据来源: Bloomberg, 中信建投

此外，由于公司成立以来已实现连续 10 年盈利，盈利稳定性较强；且公司高度重视股东回报，在 2023 年度将派息率大幅提升至 90%。我们预计未来随着公司平台化转型的持续进行和对自有资金依赖度的不断降低，公司将有望保持较为稳定且可观的股东回报水平；因此我们进一步使用两阶段 DDM 估值法作为参考。我们对 2024-2026 年的业绩进行逐年假设，并假设公司自 2027-2035 年间利润率保持不变，业绩增速由 12% 下降至 5%；2036 年及之后保持 5% 的永续增速；在此假设下，公司每股内在价值为 9.78 港元。

图 40: 公司每股内在价值敏感性分析 (港元/股)

每股价值 风险贴现率	永续利润增速				
	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
10%	13.71	14.51	15.48	16.66	18.13
11%	11.57	12.10	12.72	13.46	14.34
12%	9.98	10.35	10.77	11.26	11.83
13%	8.75	9.02	9.32	9.66	10.04
14%	7.78	7.98	8.20	8.44	8.71

数据来源: 公司公告, Wind, 中信建投

## 风险分析

**宏观经济波动风险：**供应链金融行业可能受到宏观经济周期波动的影响，市场需求或会下滑，导致核心企业订单减少、收入下滑，利润空间受到挤压，可能会无法按时还款，为公司造成一定的违约风险。

**企业盈利预测不确定性：**供应链金融行业的盈利受到多种因素的影响，报告针对行业估值、业绩的预测存在一定的不确定性，此外行业内部竞争的加剧也可能导致预测结果出现偏差。

**海外经营环境扰动风险：**公司目前正准备进军跨境电商行业，由于目前海外部分国家的政治体制以及政策稳定性不足，可能导致政策法规的调整、税收政策的变动以及对外资政策的改变，进而影响公司的投资决策和运营成本。

综上所述，公司业绩和股价表现可能受到多种因素影响而呈现出一定的不确定性和波动性；由于公司业绩与其自有资金放款收益率以及融资费率高度相关，且公司已发布 2024 年盈利预喜并给出了对 2024 年净利润增长率的初步统计值，因此我们对公司 2025 年归母净利润同比增速对自有资金放款收益率和融资费率的敏感性进行了定量分析，结果如下所示：

**图 41:公司 2025E 归母净利润同比增速对自有资金放款收益率和融资费率的敏感性分析**

2025E 归母净利润 同比增速	自有资金放款收益率				
	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
融资费率					
4%	39.4%	48.7%	57.9%	67.2%	76.4%
5%	30.7%	40.0%	49.2%	58.5%	67.7%
6%	22.1%	31.3%	40.6%	49.8%	59.1%
7%	13.4%	22.7%	31.9%	41.2%	50.4%
8%	4.7%	14.0%	23.2%	32.5%	41.7%

数据来源：公司公告，中信建投证券

## 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

## 研究助理

### 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