

互联网	收盘价 港元 13.96	目标价 港元 21.00	潜在涨幅 +50.4%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 3 月 28 日

汇通达网络 (9878 HK)

2024 年战略转型带来短期压力，2025 年将重回增长

2024 年公司战略转型对收入及利润造成短期压力，预计 2025 年收入恢复增长，预计国补政策利好家电、消费电子带动收入增长。预计毛利率在供应链结构优化、总部直采及自有品牌占比提升的带动下保持每年 20-30 个百分点左右的速度稳步提升。我们微调利润预测并维持目标价 21 港元不变，现价对应 14 倍 2025 年市盈率，预计 2025 年利润恢复至历史高值并在未来 3 年保持~20%左右增长，AI+SaaS 转型将带动长期高质量增长，上调评级至买入。

- 2024 年下半年业绩：收入 272 亿元（人民币，下同），同比下降 30%，其中交易/服务业务收入分别降 30%/27%，主要因市场需求承压下主动放弃部分低毛利业务包括肥料饲料、二手车、电池回收等。调整后归母净利润 1.4 亿元，同比下降 29%，对应净利率 0.5%。
- 战略转向利润和现金流导向：2024 全年收入同比下降 27%，因主动优化业务结构。毛利率同比提升 0.5 个百分点至 3.8%，得益于品类结构优化、头部品牌合作深化及自有品牌建设，高毛利业务收入占比持续提升至 20%，对比 2022/23 年 16%/18%。全年调整后归母净利润 2.7 亿元，同比下降 40%，对应净利率 0.4%，因公司战略性投入自有品牌、新品类/渠道拓展和人才引进，组织架构调整影响毛利。公司将继续优化供应链结构（2024 年头部品牌采购占比提升 10 个百分点至 44%，自有品牌/新品类销售规模达 3000 万/1.5 亿元），布局全渠道（注册活跃/会员店数量同比增 5%，新渠道销售规模超 36 亿元），以及 AI 赋能 SaaS 产品推动门店/产业链/管理智能化。

盈利预测变动

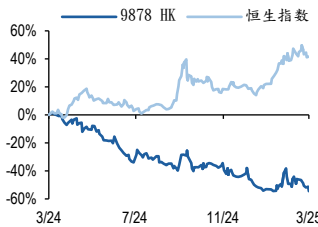
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	64,790	83,455	-22.4%	67,830	90,622	-25.2%	71,038	NA	NA
增速	7.9%	17.2%	-9.3ppts	4.7%	8.6%	-3.9ppts	4.7%	NA	NA
交易业务	64,022	82,508	-22.4%	67,005	89,566	-25.2%	70,127	NA	NA
服务业务	669	847	-21.1%	725	956	-24.2%	811	NA	NA
毛利	2,645	2,913	-9.2%	2,895	3,198	-9.5%	3,194	NA	NA
毛利率	4.1%	3.5%	0.6ppt	4.3%	3.5%	0.7ppt	4.5%	NA	NA
经营利润	958	931	2.9%	1,167	1,146	1.8%	1,387	NA	NA
经营利润率	1.5%	1.1%	0.4ppt	1.7%	1.3%	0.5ppt	2.0%	NA	NA
经调整归母净利润	506	512	-1.0%	618	629	-1.7%	728	NA	NA
经调整归母净利率	0.8%	0.6%	0.2ppt	0.9%	0.7%	0.2ppt	1.0%	NA	NA

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

个股评级

买入↑

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	31.15
52周低位 (港元)	13.96
市值 (百万港元)	2,399.86
日均成交量 (百万)	2.56
年初至今变化 (%)	(26.53)
200天平均价 (港元)	17.60

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 下半年业绩回顾

(人民币, 百万)	2H23	2H24	同比增速 (%)	2024	同比增速 (%)	2025E	同比增速 (%)	2026E	2027E
总收入	39,056	27,204	-30	60,059	(27)	64,790	8	67,830	71,038
<u>彭博一致预期</u>						<u>81,414</u>		<u>86,795</u>	<u>98,085</u>
同比增速	-3%	-30%		-27%		8%		5%	5%
收入分类									
交易业务	38,628	26,884	-30	59,269	(27)	64,022	8	67,005	70,127
自营业务	38,628	26,884	-30	59,269	(27)	64,016	8	66,998	70,119
消费电子产品	21,777	15,355	-29	34,883	(22)	36,976	6	38,825	40,766
农业生产资料	5,507	3,321	-40	7,461	(39)	7,834	5	7,991	8,151
家用电器	5,756	5,030	-13	9,344	(24)	10,746	15	11,283	11,847
交通出行	3,566	1,893	-47	4,778	(37)	3,822	(20)	4,013	4,214
家居建材	1,458	913	-37	1,905	(36)	3,238	70	3,238	3,368
酒水饮料	508	311	-39	701	(48)	1,192	70	1,431	1,545
其他	58	61	7	197	3	206	5	217	228
在线撮合业务 (佣金)	1	0	-87	0	(87)	6	NA	7	8
服务业务	312	226	-27	610	(7)	669	10	725	811
门店 SaaS+ 订阅	292	204	-30	511	(9)	559	9	605	685
商家解决方案	20	22	12	100	7	110	10	121	127
其他	114	93	-19	179	12	100	(44)	100	100
合计	39,054	27,204	-30	60,059	(27)	64,790	8	67,830	71,038
收入成本	(37,610)	(26,037)	-31	(57,750)	(28)	(62,145)	8	(64,936)	(67,844)
毛利润	1,446	1,167	-19	2,309	(16)	2,645	15	2,895	3,194
毛利润率	3.7%	4.3%		3.8%		4.1%		4.3%	4.5%
其他收入/利得	79	30	-62	101	(43)	143	42	143	143
研发开支	(48)	(28)	-40	(67)	(28)	(74)	10	(81)	(89)
营销费用	(758)	(503)	-34	(1,075)	(22)	(1,101)	2	(1,153)	(1,208)
行政开支	(201)	(204)	1	(364)	(3)	(350)	(4)	(332)	(348)
经营利润	361	291	-20	598	(25)	958	60	1,167	1,387
经营利润率	0.9%	1.1%		1.0%		1.5%		1.7%	2.0%
调整后归母净利润	203	145	-29	270	(40)	506	88	618	728
<u>彭博一致预期</u>						<u>592</u>		<u>745</u>	<u>852</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 汇通达网络 (9878 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	98.42	111.00	12.8%	2025 年 02 月 19 日	广告
1024 HK	快手	买入	56.10	64.00	14.1%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	42.63	60.00	40.7%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.74	17.00	15.3%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	151.00	184.00	21.9%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	20.16	26.00	29.0%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.37	2.70	13.9%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.58	7.20	9.4%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.15	28.00	7.1%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	124.36	165.00	32.7%	2025 年 03 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	42.89	62.00	44.6%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	135.63	165.00	21.7%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.54	15.60	24.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	8.06	12.00	48.9%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.60	13.30	-2.2%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.90	60.00	62.6%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.35	4.60	37.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	37.90	50.00	31.9%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	509.50	583.00	14.4%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	101.75	124.00	21.9%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.18	14.00	37.5%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.48	21.00	13.6%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	160.10	226.00	41.2%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.86	18.50	43.9%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.99	13.50	50.2%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.85	1.40	-24.3%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	13.96	21.00	50.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.36	13.00	55.5%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	20.50	24.00	17.1%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	507.00	605.00	19.3%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	46.15	64.00	38.7%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	82,433	60,059	64,790	67,830	71,038
主营业务成本	(79,693)	(57,750)	(62,145)	(64,936)	(67,844)
毛利	2,740	2,309	2,645	2,895	3,194
销售及管理费用	(1,755)	(1,440)	(1,451)	(1,485)	(1,556)
研发费用	(94)	(67)	(74)	(81)	(89)
其他经营净收入/费用	(98)	(204)	(162)	(162)	(162)
经营利润	794	598	958	1,167	1,387
财务成本净额	4	(78)	(60)	(48)	(49)
应占联营公司利润及亏损	(1)	(0)	(0)	(0)	(2)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	797	519	898	1,118	1,336
税费	(100)	(57)	(135)	(168)	(200)
非控股权益	(249)	(192)	(282)	(352)	(420)
净利润	448	270	481	599	715
作每股收益计算的净利润	448	270	481	599	715
Non-GAAP标准的净利润	448	270	481	599	715

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,749	4,836	4,886	5,925	6,823
有价证券	2,435	3,516	4,044	4,650	5,348
应收账款及票据	2,831	2,999	3,391	3,299	3,707
存货	2,581	2,033	2,436	1,834	2,627
其他流动资产	15,854	12,409	13,968	14,386	14,824
总流动资产	27,449	25,793	28,724	30,095	33,329
物业、厂房及设备	82	80	81	82	83
其他有形资产	78	79	50	44	40
合资企业/联营公司投资	27	27	27	27	27
其他长期资产	1,474	2,513	1,574	1,639	1,689
总长期资产	1,661	2,698	1,731	1,791	1,839
总资产	29,110	28,491	30,455	31,886	35,168
短期贷款	385	1,132	1,116	1,116	1,116
应付账款	16,425	15,153	14,864	14,740	16,193
其他短期负债	2,507	2,347	2,578	2,697	2,823
总流动负债	19,317	18,631	18,559	18,554	20,133
长期应付账款	40	51	46	48	47
其他长期负债	259	198	17	17	17
总长期负债	298	250	63	65	64
总负债	19,615	18,881	18,622	18,619	20,197
股本	563	563	563	563	563
储备及其他资本项目	7,210	7,225	11,271	12,704	14,408
股东权益	7,772	7,787	11,833	13,266	14,971
非控股权益	1,723	1,823	0	0	0
总权益	9,495	9,611	11,833	13,266	14,971

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	797	519	898	1,118	1,336
折旧及摊销	74	63	55	51	49
营运资本变动	(454)	(806)	(544)	268	(64)
利息调整	(4)	78	60	48	49
税费	(100)	(57)	(135)	(168)	(200)
其他经营活动现金流	157	14	30	23	43
经营活动现金流	471	(189)	364	1,341	1,213
资本开支	(33)	(20)	(23)	(21)	(22)
投资活动	623	39	(47)	(52)	(57)
其他投资活动现金流	353	0	0	0	0
投资活动现金流	943	19	(70)	(73)	(79)
负债净变动	(93)	1,494	(15)	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(1,654)	(237)	(229)	(228)	(236)
融资活动现金流	(1,747)	1,257	(244)	(228)	(236)
年初现金	4,082	3,749	4,836	4,886	5,925
年末现金	3,749	4,836	4,886	5,925	6,823

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.798	0.487	0.867	1.080	1.290
全面摊薄每股收益	0.798	0.487	0.867	1.080	1.290
Non-GAAP标准下的每股收益	0.798	0.487	0.867	1.080	1.290
每股账面值	13.841	14.046	21.343	23.928	27.003
利润率分析(%)					
毛利率	3.3	3.8	4.1	4.3	4.5
EBITDA利润率	1.1	1.1	1.6	1.8	2.0
EBIT利润率	1.0	1.0	1.5	1.7	2.0
净利率	0.5	0.4	0.7	0.9	1.0
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	3.3	3.8	4.1	4.3	4.5
净利率	0.5	0.4	0.7	0.9	1.0
盈利能力(%)					
ROA	1.5	0.9	1.6	1.9	2.1
ROE	5.6	3.5	4.9	4.8	5.1
ROIC	7.3	5.7	7.7	8.0	8.4
其他					
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
存货周转天数	11.8	14.6	13.1	12.0	12.0
应收账款周转天数	13.4	17.7	18.0	18.0	18.0
应付账款周转天数	70.0	95.3	85.0	80.0	80.0

交銀國際

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

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

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

分析员行业评级定义：

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

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

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

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

分析员披露

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

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。