

业务结构优化致营收承压，供应链及赋能能力提升助力盈利能力向好

核心观点

2024 年实现营收 600.59 亿元，同比-27.1%。实现归母净利润 2.70 亿元，同比-39.8%。毛利率 3.8%，同比提升 0.5pct。收入下降主要系公司在复杂环境下主动削减低效业务，聚焦高毛利品类，以及部分赛道环境和竞争影响。公司战略升级驱动业务结构优化，在产销一体、头部品牌合作及三新产业开拓层面取得突破。供应链掌控能力持续提升，推进自有品牌矩阵建设。门店服务及数字化能力持续提升，推动科技赋能下沉市场。

事件

公司发布 2024 年度业绩，2024 年实现营收 600.59 亿元，同比-27.1%。实现归母净利润 2.70 亿元，同比-39.8%。

简评

业务结构调整优化助毛利率提升，供应链掌控力持续提升

2024 年公司毛利率 3.8%，同比提升 0.5pct。分业务收入看，核心的交易业务板块收入 692.69 亿元，同比-27.4%。其中消费电子产品-22.3%，家用电器-24.1%，农业生产资料-39.1%。包含各种快消品的其他收入同比+2.9%。收入下降主要系公司在复杂环境下主动削减低效业务，聚焦高毛利品类，强化自有品牌；消费电子行业竞争加剧；家电传统品类增长乏力，公司主动调整策略布局自有品牌和创新家电；农业生产资料受政策调控及原材料价格波动而需求结构性萎缩；交通出行受新能源汽车价格战加剧影响；家居建材板块受房地产周期影响；服务业务板块收入 6.10 亿元，同比-6.8%，其中门店 SaaS+订阅收入-9.1%，商家解决方案收入+7.5%。主要系公司增强了 S2B2C 的电商技术产品能力；费用端看，2024 年公司销售及营销费用占收入比 1.8%，同比+0.1pct。行政及其他经营费用占收入比 0.6%，同比+0.1pct。研发开支-28.3%。财务收入 1.64 亿元，同比-37.7%；2024 年经营活动现金流净额 2.75 亿元，同比-41.5%。

2024 年内公司战略升级驱动业务结构优化，经营策略从规模转向利润、现金流导向，主动优化低效业务。从做大做宽到做深做强转变，在产销一体、头部品牌合作及三新产业开拓层面取得突破。数字化升级从做多做全向做精做专转变；组织架构变革提效；供

汇通达网络 (9878. HK)

维持

买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期：2025 年 04 月 07 日

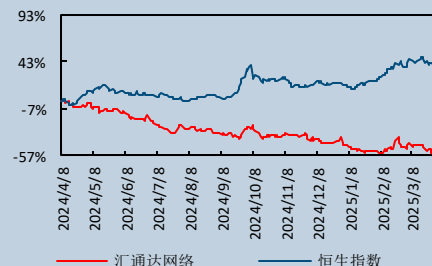
当前股价：13.08 港元

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
-15.50/-15.10	-24.13/-40.57	-58.01/-92.96
12 月最高/最低价 (港元)		30.90/13.04
总股本 (万股)		56,256.98
流通 H 股 (万股)		18,026.63
总市值 (亿港元)		73.58
流通市值 (亿港元)		73.58
近 3 月日均成交量 (万)		215.62
主要股东		
汪建国		27.37%

股价表现



相关研究报告

应链掌控能力持续提升，推进自有品牌矩阵建设，构建如大家电、厨卫电器、小家电等 10 个自有品牌矩阵。与头部品牌合作深化。战略布局“新品类、新模式、新渠道”的三新产业。

门店服务及数字化能力持续提升，推动科技赋能下沉市场

截至 2024 年末，公司累计注册会员零售门店突破 24.9 万家，同比+4.8%，形成规模壁垒。活跃会员门店 9.5 万家，同比+4.9%。订阅 SaaS+用户总数近 10.8 万家，其中付费 SaaS+用户超 3.8 万家。公司持续推动自营品牌及产销一体项目孵化，为下沉市场会员零售门店提供极致性价比服务。公司聚焦千橙云 SaaS+产品智能化功能升级。2024 年公司推动数字化底座持续升级、AI 应用落地，已建构 AIaaS 转型的基石。2025 年公司将坚持以数字化技术和供应链能力赋能深度服务乡镇零售生态，深入推进下沉市场“AI+场景应用”，助力城乡经济高质量发展。以现金流和盈利能力为核心，围绕供应链、会员服务、数字化等核心能力，落实重点工作：1、聚焦供应链能力提升，剔除“头部品牌+自有品牌+POP”三大供应链战略，2025 年计划在手机、AI 眼镜、机器人、无人机、创新家电及健康产品等高成长性类目上再发展 5 至 10 个总部对总部的头部品牌；2、聚焦会员服务及数字化能力提升，聚焦公共平台领先性与 AI 深入赋能产业，SaaS 业务将向 AIaaS 方向布局；3、聚焦三新战略，开辟增长新曲线，加速从“业务优化期”迈向“价值释放期”。公司预计 2025 年起实现毛利率及净利率的进一步提升，预期利润增速高于收入增速。2025 年，本公司将根据相关政策指引，完成资本公积弥补亏损，并根据《未来三年股东分红回报规划》尽早实现分红。

投资建议：预计公司有望持续受益业务结构优化、品类聚焦、消费电子及家电等以旧换新政策、数字化和 AI 服务能力提升、下沉市场赋能等，业务调整完毕后逐步向好发展。预计 2025~2026 年实现归母净利润 3.94 亿元、4.82 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17X、14X，维持“买入”评级。

图 1:盈利预测

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E
流动资产	27,449.47	25,792.99	24,053.03	26,595.02	营业收入	82,432.52	60,059.33	64,903.22	70,019.78
现金	9,433.88	7,412.32	6,772.32	7,944.76	营业成本	79,692.80	57,750.43	62,401.68	67,324.92
应收票据及应收账款合计	2,830.98	2,999.21	2,665.34	2,925.59	营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	1,380.78	1,075.41	1,168.26	1,239.35
预付账款	9,155.52	8,909.26	7,902.88	8,896.53	管理费用	282.85	311.44	353.90	390.06
存货	2,581.06	2,032.73	2,058.72	2,257.12	研发费用	198.74	232.62	262.90	284.19
其他流动资产	3,448.02	4,439.46	4,653.78	4,571.03	财务费用	-3.84	78.21	8.58	-16.97
非流动资产	1,660.60	2,698.15	2,677.29	2,647.56	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	26.53	26.64	26.64	26.64	信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	81.73	79.58	77.66	82.20	其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	78.29	79.36	66.97	55.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,474.05	2,512.57	2,506.02	2,483.47	投资净收益	-0.83	-0.48	0.00	0.00
资产总计	29,110.07	28,491.14	26,730.32	29,242.58	营业利润	1,268.46	1,087.72	1,259.80	1,402.45
流动负债	19,316.78	18,631.01	16,226.79	17,968.12	其他非经营损益	-471.43	-568.49	-500.00	-500.00
短期借款	385.16	1,131.59	0.00	0.00	利润总额	797.02	519.23	759.80	902.45
应付票据及应付账款合计	15,516.04	14,636.79	13,312.76	14,844.85	所得税	99.72	57.46	98.83	110.06
其他流动负债	3,415.58	2,862.63	2,914.03	3,123.27	净利润	697.30	461.77	660.97	792.39
非流动负债	298.26	249.63	249.63	249.63	少数股东损益	249.02	192.03	266.53	310.68
长期借款	241.60	181.20	181.20	181.20	归属母公司净利润	448.28	269.74	394.44	481.71
其他非流动负债	56.66	68.43	68.43	68.43	EBITDA	866.97	597.44	816.25	937.21
负债合计	19,615.04	18,880.64	16,476.42	18,217.76	EPS（元）	0.80	0.48	0.70	0.86
少数股东权益	1,722.57	1,823.27	2,089.80	2,400.48	主要财务比率				
股本	562.57	562.57	562.57	562.57	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E
资本公积	7,209.89	7,224.66	7,224.66	7,224.66	成长能力				
留存收益	0.00	0.00	376.86	837.12	营业收入(%)	2.59	-27.14	8.07	7.88
归属母公司股东权益	7,772.46	7,787.23	8,164.09	8,624.35	净利润(%)	36.73	-33.78	43.14	19.88
负债和股东权益	29,110.07	28,491.14	26,730.32	29,242.58	获利能力				
现金流量表（百万元）					毛利率(%)	3.32	3.84	3.85	3.85
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	净利率(%)	0.85	0.77	1.02	1.13
经营活动现金流	470.81	275.28	979.69	1637.96	ROE(%)	5.77	3.46	4.83	5.59
净利润	697.30	461.77	660.97	792.39	ROIC(%)				
折旧摊销	73.79	0.00	47.87	51.72	偿债能力				
财务费用	-3.84	78.21	8.58	-16.97	资产负债率(%)	67.38	66.27	61.64	62.30
其他经营现金流	-296.44	-264.70	262.28	810.81	净负债比率(%)	-92.76	-63.47	-64.28	-70.42
投资活动现金流	942.85	-880.08	-461.96	-461.02	流动比率	1.42	1.38	1.48	1.48
资本支出	49.55	-11.77	27.00	22.00	速动比率	1.23	1.23	1.29	1.30
其他投资现金流	893.31	-868.32	-488.96	-483.02	营运能力				
筹资活动现金流	-1,746.98	-363.00	-1,157.74	-4.49	总资产周转率	2.83	2.11	2.43	2.39
短期借款	-321.69	746.43	-1,131.59	0.00	应收账款周转率	29.12	20.03	24.35	23.93
长期借款	241.60	-60.40	0.00	0.00	每股指标（元）				
其他筹资现金流	-1,666.89	-1,049.04	-26.15	-4.49	每股收益(最新摊薄)	0.80	0.48	0.70	0.86
现金净增加额	-333.31	-967.81	-640.01	1,172.44	每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.49	1.74	2.91
					每股净资产(最新摊薄)	13.82	13.84	14.51	15.33
					估值比率				
					P/E	15.16	25.19	17.23	14.11
					P/B	0.87	0.87	0.83	0.79
					EV/EBITDA	6.37	8.38	6.45	5.25

数据来源：Wind，中信建投证券

风险分析

1、交易业务板块的各细分业务仍然受到行业消费环境影响，若家电、消费电子、交通出行等板块竞争逐步激烈则可能影响公司收入增长，同时子板块的品牌竞争压力或持续存在，自有品牌矩阵打造仍需验证效果；2、销售成本和费用率仍然存在不确定性，若成本和费用提升较快，则对于盈利能力的敏感性影响较大；3、数字化和 AI 发展的竞争较激烈，若公司面临赋能能力的竞争，则可能对下沉市场赋能业务成长产生影响；4、经济环境变化可能对其他消费业务的影响。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022、2024 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

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