

**买入**

2025年4月3日

**营业收入止跌回升，减值计提金额超预期**

**营收端止跌回升，利润端短期承压：**2024年，公司收入达10.3亿元（YoY+19%），公司供应链科技解决方案处理的供应链资产总量达4,112亿元（YoY+28%）。产品结构优化与运营效率改善带来了毛利率提升，毛利同比增长36%至7.2亿元。利润端看，公司2024年度经调整亏损为6.79亿元，经调整亏损率为65.9%（-32.6 pct），目前处于承压状态。这是因为受历史过桥供应链资产信用风险上升影响，公司采取了更为审慎的减值计提策略；公司计提的减值损失从2023年的2.14亿元激增至6.40亿元，大幅拖累了公司经营利润率水平。此外，公司现金储备约51亿元，董事会建议派发每股0.03港元的特别股息。

**聚焦核心业务，获客体系趋向成熟：**得益于核心业务的强劲增长及新产品开拓成效显著，全年供应链金融科技方案促成融资规模达3,895亿元（yoy+26.2%），其中多级流转云与ABS云业务均实现快速增长。公司累计服务核心企业及金融机构2533家（yoy+44.9%），其供应链金融科技解决方案客户规模突破1108家（yoy+51%），新增客户373家，整体客户留存率达96%（yoy+10pct）。基于此，联易融已构建稳固的机构与企业双端获客体系，有望通过价值增长飞轮效应进一步释放业绩动能。

**新兴业务初显规模，双引擎战略拓展全球网络：**全年公司新兴解决方案促成融资规模达216亿元（同比+62.5%）。在中小企业信用科技业务板块，联易融服务电商平台近3000家中小微企业，并与35家金融机构建立合作。跨境云业务方面，全年处理供应链资产规模达207亿元，同比增长64%。通过“Go Early（提供早期融资）”与“Go Deep（深化产业链融资）”双引擎战略，公司加速构建跨境数字贸易产融新生态。

**行业布局持续优化，AI+收购加强科技能力：**公司重点布局基础设施及新能源等领域覆盖32个行业，其中房地产业务占比从42%持续优化至14%，实现结构性转型。内生外延双轮驱动，公司持续强化竞争力。在内部探索供应链金融场景的AI技术应用，研发垂直领域大语言模型LDP-GPT；在外部战略性收购拜特科技，将产品矩阵拓展至集团司库管理解决方案领域。基于此，公司数字化服务能力显著提升，未来市场竞争力将进一步巩固。

**维持目标价2.4港元，买入评级：**公司业务加快去房地产业务进程，24年信用减值计提6.4亿元，同比大幅提升2倍，但扣非后经营利润为正。2024年公司每股派息0.03港元（股息率2%），低于23年全年0.09港元每股派息比率。公司当前账上现金51亿元，市值仅为30亿，显著低于账上净现金。往后看，考虑到减值计提的减少，拜特科技并表对公司收入利润的贡献，预计公司将会在未来两年逐步实现盈利，进而加大分红派息和回购，提升股东回报。基于以上分析，给予公司账上现金同等51亿人民币估值，对应每股目标价2.4港元，维持买入评级。

**风险：**房地产行业和政策的不确定性、客户流失风险、竞争加剧风险等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

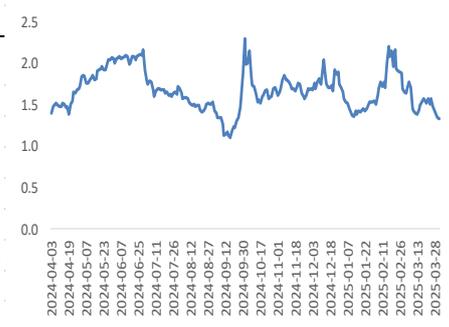
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

**主要数据**

行业	TMT
股价	1.33 港元
目标价	2.4 港元 (+80%)
股票代码	9959.HK
已发行股本	22.85 亿股
市值	30 亿港元
52 周高/低	2.5/1.1 港元
每股净现值	3.7 港元
主要股东	腾讯控股 17.3% 宋群 14.6%

**盈利摘要**

截至12月31日止财政年度	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
总营业收入（千元人民币）	867,764	1,031,173	1,175,537	1,357,745	1,534,252
变动	-6.1%	18.8%	14.0%	15.5%	13.0%
经调整净利润（千元人民币）	(286,267)	(679,270)	(80,458)	14,481	220,035
变动	-246.0%	-137.3%	88.2%	-118.0%	1419.5%
每股盈利/亏损（元）	-0.21	-0.39	-0.11	-0.04	0.06
变动	-3194.0%	-89.3%	73.2%	62.3%	252.7%
基于1.33港元的市盈率（估）	NA	NA	NA	NA	20.4
每股派息（港元）	0.10	0.03	0.10	0.12	0.13
股息现价比	7.5%	2.1%	7.5%	9.0%	9.8%

**股价表现**


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

## 附录：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>											
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
<b>收入</b>	867,764	1,031,173	1,175,537	1,357,745	1,534,252	<b>盈利能力</b>					
营业成本	(341,249)	(313,900)	(364,417)	(420,901)	(414,248)	毛利率(%)	60.7%	69.6%	69.0%	69.0%	73.0%
<b>毛利</b>	526,515	717,273	811,121	936,844	1,120,004	净利率(%)	-51.1%	-81.0%	-19.1%	-6.2%	8.4%
研发费用	(365,801)	(330,838)	(333,660)	(358,223)	(374,107)	<b>营运表现</b>					
销售费用	(137,835)	(149,012)	(158,118)	(169,049)	(175,683)	销售费用/收入(%)	-15.9%	-14.5%	-13.5%	-12.5%	-11.5%
管理费用	(207,736)	(208,120)	(207,868)	(212,933)	(209,929)	研发费用/收入(%)	-42.2%	-32.1%	-28.4%	-26.4%	-24.4%
减值费用	(214,437)	(640,297)	(160,074)	(120,056)	(90,042)	管理费用/收入	-15.9%	-14.5%	-13.5%	-12.5%	-11.5%
其他收益	58,718	(58,699)	(88,049)	(96,853)	(106,539)	实际税率(%)	4.6%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
<b>营业利润</b>	(340,576)	(669,693)	(136,649)	(20,270)	163,705	<b>财务状况</b>					
财务费用	(8,305)	(11,410)	(13,007)	(15,024)	(16,977)	总负债/总资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>除税前盈利</b>	(423,881)	(743,443)	(199,529)	(75,191)	114,810	收入/净资产	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
所得税	(19,417)	(92,078)	(24,712)	(9,313)	14,220	经营性现金流/收	-0.4	0.9	0.0	0.1	0.2
<b>净利润</b>	(443,298)	(835,521)	(224,241)	(84,504)	129,030						
本公司股东应占利润	(441,240)	(835,381)	(224,203)	(84,489)	129,008						
少数股东应占利润	(2,058)	(140)	(38)	(14)	22						
<b>经调整净利润</b>	(286,267)	(679,270)	(80,458)	14,481	220,035						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
现金	4,719,157	4,898,385	4,565,572	4,398,829	4,442,492	除税前溢利	(423,881)	(743,443)	(199,529)	(75,191)	114,810
应收账款	290,847	218,642	229,574	241,053	253,105	折旧摊销	134,473	114,554	120,282	126,296	132,611
其他流动资产	3,836,372	2,664,341	2,665,589	2,703,175	2,741,551	已付税项	(35,792)	(92,078)	(24,712)	(9,313)	14,220
<b>总流动资产</b>	8,846,376	7,781,368	7,460,736	7,343,056	7,437,148	其他	1,017	1,696,947	153,191	41,510	10,811
固定资产	27,609	28,675	36,380	41,098	46,051	<b>营运现金流</b>	(324,183)	975,980	49,232	83,302	272,451
无形资产	312,043	276,368	363,524	391,211	420,283	资本开支	(134,337)	(143,946)	(151,143)	(158,700)	(166,635)
其他非流动资产	9,390,870	8,288,861	7,972,031	7,858,341	7,956,619	其他投资活动	(20,843)	0	0	0	0
<b>总资产</b>	9,730,522	8,593,904	8,371,936	8,290,650	8,422,953	<b>投资活动现金流</b>	(155,180)	(143,946)	(151,143)	(158,700)	(166,635)
应付账款	102,755	111,754	113,989	116,269	118,594	负债	0	(300,000)	(250,000)	(200,000)	(200,000)
短期借款	34,019	30,008	30,008	30,308	30,611	其他融资活动	(535,872)	(352,806)	19,098	108,654	137,847
其他流动负债	400,199	553,627	553,627	553,627	553,627	<b>融资活动现金流</b>	(535,872)	(652,806)	(230,902)	(91,346)	(62,153)
<b>总流动负债</b>	536,973	695,389	697,624	700,204	702,832	<b>现金变化</b>	(1,015,235)	179,228	(332,813)	(166,744)	43,663
长期银行借款	0	1,107	1,107	1,107	1,107	期初持有现金	5,731,387	4,719,157	4,898,385	4,565,572	4,398,829
其他负债	617,731	759,202	761,437	764,655	767,928	期末持有现金	4,719,157	4,898,385	4,565,572	4,398,829	4,442,492
<b>总负债</b>	617,731	760,309	762,544	765,762	769,035						
少数股东权益	(2,780)	(518)	(518)	(532)	(511)						
<b>股东权益</b>	9,115,571	7,834,113	7,609,910	7,525,420	7,654,428						

数据来源：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。