

2025年8月28日

联易融科技(9959.HK)

SDICS

## 公司动态分析

证券研究报告

互联网与软件服务

投资评级:

买入

维持评级

6个月目标价

3.45 港元

股价 2025-8-28

2.76 港元

## 战略转型期短期承压，回购计划规模吸引

事件：联易融科技发布 2025 年中期业绩，2025H1 公司实现收入 37.5 亿元（人民币，下同），同比下降 9.3%；毛利率从 2024H1 的 70.9%降至 56.0%，降幅 14.9 个百分点，主要原因是收入结构的变化与市场竞争所致。25H1 归母净亏损 38.0 亿元，同比扩大 57.7%；经调整亏损（非国际财务报告准则）37.2 亿元，同比大幅扩大 97.4%，主要系对历史过桥供应链资产计提减值准备增加（减值损失 27.0 亿元，同比增 66.5%）及业务结构调整所致。公司公告称在未来 12 个月使用不低于 8000 万美元（约合 6.23 亿港元，按最近收市市值为总股本比例约 11%）进行回购，回购计划力度较大，股东回报有较大亮点。

### 报告摘要

多极流转云成增长主力，AMS 云短期承压。核心企业云作为公司收入基石（2025H1 收入 24.8 亿元，占总营收 66.3%），板块内业务分化显著。多极流转云延续高增长态势，处理资产规模 1332.3 亿元（+54.4%），新增客户 224 家，客户总数达 1172 家（+25.4%）。AMS 云业务短期承压，处理资产规模 298.7 亿元（-20.2%），主要受两方面因素影响：一是供应链资产证券化市场不振，尤其是房地产行业发行规模下滑拖累业务表现；二是公司出于风险管控，审慎退出部分过桥资产项目，推动业务健康发展。

金融机构云：ABS 云高增对冲 e 链云调整，数智化转型加速。金融机构云收入 10.0 亿元（+13.5%），其中 ABS 云受益于核心企业应收账款融资类产品规模化突破及大基建、可再生能源行业渗透，处理资产规模 96.2 亿元，较 2024 年低基数大幅增长 166.3%；e 链云则因公司主动压降低毛利业务，处理资产规模 259.9 亿元（-9.2%），但数智化转型成效显著，AI Agent“蜂联 AI”已在渣打银行等 24 家金融机构部署智能贸易审单、智能中登等核心应用，助力金融机构数智化升级。

跨境云及国际业务：双引擎战略推进，全球化布局迈上新台阶。跨境云业务收入 2.6 亿元（+20.3%），“Go Early”与“Go Deep”双引擎战略成效显著。“Go Early”聚焦平台生态构建，聚合 Infor、Amazon、Shopee 等 12 家全球平台资源，为 1100 余家中小商户提供一站式数字化融资服务；“Go Deep”深耕场景纵深，为出海企业打造全链路智能供应链融资体系。

客户质量提升，行业集中度优化。截至 2025 年 6 月末，公司合作核心企业 2565 家（+19.0%）、金融机构 389 家（+3.2%），生态伙伴网络持续扩容。从供应链资产处理规模行业占比看，25H1 基础设施/建筑行业仍为第一大行业（33%），较 2024 年的 37%略有下降；电力设备行业占比提升至 13%，成为第二大行业，反映公司在新能源领域拓展成效；房地产行业占比从 2024 年的 14%降至 7%，行业结构持续向高景气赛道倾斜，降低对单一行业依赖。

减值损失拖累经营业绩。25H1 公司减值损失金额为人民币 27.0 亿元，较 2024 年同期的人民币 16.2 亿元增加 66.5%，其中核心部分为应收款项及其他应收款项减值，主要源自过去部分核心企业的过桥供应链资产，以及持有的以核心企业向供应商发行的商业票据作抵押的供应链资产为主。公司减值规模显著扩大，主要因公司对历史过桥供应链资产采取更审慎的计提政策，以应对复杂经济环境与行业风险变化。

股东回购计划超预期。发布业绩同日公司公告计划未来 12 个月使用不低于 8000 万美元的资金（折合约 6.23 亿港元）进行场内回购，相较于此前 2024 年 3 月 26 日公司公告的计划使用不超过 1 亿美元回购公司 10%已发行普通股的公告，此次回购计划设定了时间（未来 12 个月）和回购额度（按最近收市价约占总市值的 10.6%），股东回购节奏展望超预期。

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总市值(百万港元)   | 5,896.8   |
| 流通市值(百万港元)  | 5,896.8   |
| 总股本(百万股)    | 2,136.5   |
| 流通股本(百万股)   | 2,136.5   |
| 12个月低/高(港元) | 1.02/2.57 |
| 平均成交(百万港元)  | 40.6      |

### 股东结构

|                      |        |
|----------------------|--------|
| 腾讯控股 (700.HK)        | 14.97% |
| 宋群                   | 12.58% |
| 中信资本                 | 9.92%  |
| 恒泰信托                 | 7.64%  |
| JPMorgan Chase & Co. | 4.55%  |
| 冀坤                   | 2.13%  |
| 其他                   | 48.21% |
| 合计                   | 100%   |

### 股价表现



| %    | 一个月  | 三个月   | 十二个月 |
|------|------|-------|------|
| 相对收益 | 17.4 | 113.9 | 40.6 |
| 绝对收益 | 16.0 | 120.8 | 81.6 |

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

alexwang@sdicsi.com.hk

**未来展望：聚焦三大核心战略，有望推动盈利修复。**展望 2025 年下半年，公司将围绕“AI+产业金融”、战略并购及数字资产三大核心战略，打造多重增长引擎。AI 领域，深化 LDP-GPT 大模型应用，推动更多 AI 场景落地，提升运营效率；数字资产领域，依托香港、新加坡监管优势，推进 DTT（数字贸易代币）、ABT（资产支持代币）合规应用，探索“稳定币+”解决方案，解决跨境支付痛点；战略层面，持续聚焦核心业务，剥离非核心资产，优化业务结构。

**投资建议：**短期来看，公司仍面临行业调整与减值计提压力，业绩修复需时间；长期而言，随着 AI 技术赋能、数字资产布局落地及核心业务规模扩大，公司有望逐步实现盈利修复，重回增长轨道。考虑公司目前账面资金十分充裕（2025 年 6 月 30 日现金及等价物余额 51.6 亿元人民币），当前估值水平较为安全。我们预计公司 2025/2026 年的收入为 9.6 亿/11.1 亿（此前预估为 11.7 亿/13.5 亿），考虑到公司股份回购资金对于估值的带动，我们按照 2025/2026 的预测市销率 9.0x/6.1x,给予公司目标价 3.45 港元（此前目标价为 2.00 港元），相较于最近收市价有 25.0%的预期涨幅，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策不确定性风险；宏观经济使得供应链资金需求不达预期；房地产业务相关资产减值的持续影响等。

#### 财务及估值摘要

| 截止12月31日财政年度  | 2023A    | 2024A     | 2025E    | 2026E     | 2027E     |
|---------------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|
| 收入（千元）        | 867,764  | 1,031,173 | 964,591  | 1,111,799 | 1,283,731 |
| 变动（%）         | -6.1%    | 18.8%     | -6.5%    | 15.3%     | 15.5%     |
| 毛利率           | 60.7%    | 69.6%     | 63.0%    | 71.1%     | 71.8%     |
| 净利润（千元）       | -443,298 | -835,521  | -380,516 | 86,865    | 178,396   |
| 经调整净利润（千元）    | -286,267 | -760,521  | -350,516 | 116,865   | 208,396   |
| 变动（%）         | -246.0%  | 165.7%    | -53.9%   | -133.3%   | 78.3%     |
| 每股净现金（港元）     | 2.9      | 2.4       | 2.5      | 1.1       | 0.8       |
| 市销率@2.76港元（倍） | 6.2      | 5.2       | 5.6      | 4.8       | 4.2       |
| 市盈率@2.76港元（倍） | -18.8    | -7.1      | -15.4    | 46.1      | 25.9      |

数据来源：公司公告，国证国际预测

**附表：财务报表预测**

| 损益表            |             |             |             |             |             | 财务分析          |             |             |             |             |             |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 截至12月31日，人民币千元 |             |             |             |             |             |               |             |             |             |             |             |
|                | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |               | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| 收入             | 867,764     | 1,031,173   | 964,591     | 1,111,799   | 1,283,731   | 盈利能力          |             |             |             |             |             |
| 毛利             | 526,515     | 717,273     | 607,597     | 790,507     | 921,627     | 毛利率 (%)       | 60.7%       | 69.6%       | 63.0%       | 71.1%       | 71.8%       |
| 其他业务净额         | 58,718      | -58,699     | 77,167      | 100,062     | 128,373     | EBITDA 利率 (%) | -29.5%      | -55.5%      | -37.3%      | 13.2%       | 17.6%       |
| 销售管理及研发费用      | -711,372    | -687,970    | -742,735    | -733,787    | -808,751    | 净利率 (%)       | -51.1%      | -81.0%      | -39.4%      | 7.8%        | 13.9%       |
| 减值损失           | -214,437    | -640,297    | -318,315    | -55,590     | -38,512     | 营运表现          |             |             |             |             |             |
| 经营利润           | -340,576    | -669,693    | -376,286    | 101,191     | 202,737     | 销售费用率         | 15.9%       | 14.5%       | 18.5%       | 14.0%       | 13.0%       |
| 财务开支           | -8,305      | -11,410     | -10,673     | -12,302     | -14,205     | 管理费用率         | 23.9%       | 20.2%       | 22.0%       | 19.0%       | 19.0%       |
| 联营公司           | -75,000     | -62,340     | -50,000     | 0           | 0           | 研发费用率         | 42.2%       | 32.1%       | 36.5%       | 33.0%       | 31.0%       |
| 金融负债公允价值变动     | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 实际税率          | -4.6%       | -12.4%      | 12.9%       | 2.3%        | 5.4%        |
| 税前盈利           | -423,881    | -743,443    | -436,959    | 88,889      | 188,532     | 应收账款天数        | 133.1       | 90.2        | 77.9        | 68.2        | 68.1        |
| 所得税            | -19,417     | -92,078     | 56,443      | -2,024      | -10,137     | 应付账款天数        | 76.3        | 124.7       | 111.9       | 115.6       | 103.3       |
| 净利润            | -443,298    | -835,521    | -380,516    | 86,865      | 178,396     | 财务状况          |             |             |             |             |             |
| 少数股东应占利润       | -2,058      | -140        | -79         | 21          | 42          | 流动比率          | 16.47       | 11.19       | 9.54        | 9.05        | 9.03        |
| 本公司股东应占利润      | -441,240    | -835,381    | -380,438    | 86,844      | 178,353     | 速动比率          | 14.64       | 10.53       | 8.87        | 8.37        | 8.37        |
| 经调整净利润         | -286,267    | -760,521    | -350,516    | 116,865     | 208,396     | 总负债/总资产       | 0.06        | 0.09        | 0.10        | 0.11        | 0.11        |
| 经调整EBITDA      | -255,795    | -572,118    | -359,735    | 146,330     | 225,912     | 经营性现金流/收入     | -0.37       | 0.69        | 0.24        | -0.54       | -0.08       |
| 增长             |             |             |             |             |             | 税前盈利对利息倍数     | -50.04      | -64.16      | -39.94      | 8.23        | 14.27       |
| 总收入 (%)        | -6.1%       | 18.8%       | -6.5%       | 15.3%       | 15.5%       |               |             |             |             |             |             |
| EBITDA (%)     | -246.0%     | 165.7%      | -53.9%      | -133.3%     | 78.3%       |               |             |             |             |             |             |

  

| 资产负债表          |             |             |             |             |             | 现金流量表          |             |             |             |             |             |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 截至12月31日，人民币千元 |             |             |             |             |             | 截至12月31日，人民币千元 |             |             |             |             |             |
|                | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |                | 2023年<br>预测 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| 现金             | 4,719,157   | 4,898,385   | 4,603,460   | 3,991,292   | 3,885,169   | 税前利润           | 17,942      | -423,881    | -743,443    | -436,959    | 88,889      |
| 应收账款           | 2,559,795   | 2,032,388   | 1,157,509   | 1,334,159   | 1,540,478   | 营运资金变动前变化      | -35,231     | 35,219      | -46,300     | -60,037     | -77,024     |
| 存货             | 987,741     | 458,442     | 458,442     | 458,442     | 458,442     | 营运资金变化         | -1,928,273  | 636,798     | 870,223     | -187,360    | -194,075    |
| 其他流动资产         | 579,683     | 392,153     | 367,188     | 367,188     | 367,188     | 所得税            | -35,792     | -29,057     | 56,443      | -2,024      | -10,137     |
| 流动资产合计         | 8,846,376   | 7,781,368   | 6,586,599   | 6,151,081   | 6,251,277   | 其他             | 1,657,171   | 492,240     | 93,525      | 87,478      | 84,404      |
| 固定资产           | 27,609      | 28,675      | 24,783      | 24,631      | 24,547      | 经营现金流          | -324,183    | 711,319     | 230,448     | -598,903    | -107,943    |
| 预付款项           | 3,104       | 4,743       | 4,743       | 4,743       | 4,743       | 资本开支           | -61,000     | -61,000     | 0           | 0           | 0           |
| 联营公司权益         | 238,667     | 238,667     | 238,667     | 238,667     | 238,667     | 其他投资活动         | -94,180     | 48,644      | -14,700     | -963        | 16,024      |
| 其他非流动资产        | 601,903     | 540,451     | 447,008     | 432,984     | 423,869     | 投资活动现金流        | -155,180    | -12,356     | -14,700     | -963        | 16,024      |
| 非流动资产合计        | 871,283     | 812,536     | 715,201     | 701,025     | 691,826     | 负债变化           | 24,007      | -4,011      | 0           | 0           | 0           |
| 总资产            | 9,717,659   | 8,593,904   | 7,301,800   | 6,852,106   | 6,943,102   | 股本变化           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 102,755     | 111,754     | 107,098     | 96,388      | 108,631     | 股息             | 0           | 1           | 2           | 3           | 3           |
| 短期银行借款         | 34,019      | 30,008      | 30,008      | 30,008      | 30,008      | 其他融资活动         | -559,879    | -482,194    | -510,675    | -12,305     | -14,208     |
| 其他短期负债         | 400,199     | 553,627     | 553,627     | 553,627     | 553,627     | 融资活动现金流        | -535,872    | -486,204    | -510,673    | -12,302     | -14,205     |
| 短期负债合计         | 536,973     | 695,389     | 690,733     | 680,023     | 692,266     | 现金变化           | -1,015,235  | 212,759     | -294,925    | -612,168    | -106,123    |
| 长期银行借款与债券      | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 期初持有现金         | 5,731,387   | 4,719,157   | 4,898,385   | 4,603,460   | 3,991,292   |
| 其他负债           | 80,758      | 64,920      | 64,920      | 64,920      | 64,920      | 汇兑变化           | 3,005       | -33,531     | 0           | 0           | 0           |
| 长期负债合计         | 80,758      | 64,920      | 64,920      | 64,920      | 64,920      | 期末持有现金         | 4,719,157   | 4,898,385   | 4,603,460   | 3,991,292   | 3,885,169   |
| 总负债            | 617,731     | 760,309     | 755,653     | 744,943     | 757,186     |                |             |             |             |             |             |
| 少数股东权益         | -2,780      | -518        | -597        | -576        | -533        |                |             |             |             |             |             |
| 股东权益           | 9,115,571   | 7,834,113   | 7,453,675   | 7,540,519   | 7,718,873   |                |             |             |             |             |             |

数据来源：国证国际研究预测



## 客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解析),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010