

2025年9月02日
汇通达网络(9878.HK)

战略转型收入收窄，盈利与质效双升

事件：汇通达网络发布 2025 年上半年业绩，在外部消费承压背景下，公司 25H1 总营收 243.4 亿元，同比下降 25.9%，主要因公司 2024 年下半年起主动优化低效业务，叠加去年同期高基数影响，但收入结构持续向高毛利业务倾斜，毛利率显著提升 1.1 个百分点至 4.6%。25H1 公司实现经营利润 3.6 亿元，同比增长 15.9%；归母净利润 1.4 亿元，同比增长 10.8%。毛利率、净利率及归母净利润率均创历史最佳，显示公司业务结构优化与成本控制见效，核心财务指标优化，战略转型成效初步显现。

报告摘要

智慧供应链能力稳步增强。自营交易收入 239.6 亿元（同比-26.0%），但结构优化显著：会员零售门店收入占比提升至 47.4%，“短链”能力凸显，渠道黏性与价值提升。头部品牌合作深化（新增格力、美的等品牌补充）、自有品牌规模突破 0.8 亿元（同比+490.7%）、新品类（适老化厨卫、助听设备）与新渠道（天猫/京东官旗、跨境出海）拓展加速，推动全产业链效率提升。

AI+SaaS 商业化破局，打开增长新空间。核心产品“千橙 AI 超级店长”落地，覆盖智能选品、营销等全场景，可自动完成 60% 门店日常管理，接入门店经营效率平均提升 30%，库存周转缩短 15%-20%。服务业务收入 3.1 亿元，付费 SaaS+ 用户超 3.5 万家，AI 相关收入占总服务收入约 20%，商业化初显成效。与阿里云计算合作深化，共建“小店大模型智能体”等矩阵，强化下沉市场数字化竞争力。

加强股东回购，申请 H 股全流通。2025 年 6 月 10 日公司发布回购计划公告，预计未来不时在港股回购最高金额人民币 5 亿元；此外公司于 2025 年 6 月 23 日公告已向中国证监会提交申请将公司约 3.5 亿股内资股转换为 H 股实现 H 股全流通。全流通有利于提高公司在港股市场的流动性，增厚港股股本将有利于实现公司市值规模提升与被纳入成为部分指数成分股的计划。

投资建议：2025H2 公司预计将延续“提质增效、向新生长”方针，在供应链端拓展硬折扣、智能小家电等新消费品类，强化自有品牌与跨境渠道，提升毛利水平；在 AI 端加速 AI Agent 商业化，推动服务模式向“SaaS+AI+内容运营”升级，提高付费转化。我们预计公司 2025/2026 年的收入为 57.0 亿/65.6 亿（yoy -5%/+15.1%），归母净利润分别为 3.51 亿/4.86 亿元（yoy +30.2%/+38.4%）。考虑公司的股东回购计划与市场行业估值情绪，我们按照 SOTP 法，以 2025 年服务业务 5xPS 和交易业务的 25x PE，给予公司 22.1 港元的目标价，较最近收市价 42.5% 的预期涨幅，维持“买入”评级。

风险提示：消费复苏不及预期；AI 技术落地进度与商业化不及预期；自有品牌拓展不及预期等。

财务及估值摘要

千元人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	82,432,520	60,059,328	57,039,911	65,632,606	73,902,757
YoY%	0.4%	-27.1%	-5.0%	15.1%	12.6%
毛利率	3.3%	3.8%	4.9%	5.0%	5.1%
归母净利润	448,275	269,738	351,251	485,992	646,714
YoY%	41.7%	-39.8%	30.2%	38.4%	33.1%
@15.51港元的市盈率	17.8	29.6	22.7	16.4	12.3
@15.51港元的市净率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

数据来源：公司公告，国证国际预测

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 22.1 港元

股价 2025-9-1 15.51 港元

总市值(百万港元)	8,798.6
H 股市值(百万港元)	2,819.4
总股本(百万股)	562.6
H 股股本(百万股)	180.3
12 个月低/高(港元)	10.8/22.8
平均成交(百万港元)	51.9

股东结构

汪建国	29.4%
阿里巴巴	16.3%
徐秀贤	12.7%
王健	5.2%
中央企业乡村产业投资基金	4.8%
其他	31.6%

合计 100%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.2	-26.7	-62.8
绝对收益	7.6	-18.4	-23.4

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

附表：财务报表预测

利润表						财务分析					
千元人民币，财务年度截至12月31日											
	2023年 实际	2024年 实际	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
收入	82,432,520	60,059,328	57,039,911	65,632,606	73,902,757	营业能力					
收入成本	-79,692,796	-57,750,433	-54,273,475	-62,383,792	-70,133,716	毛利率	3.3%	3.8%	4.9%	5.0%	5.1%
毛利	2,739,724	2,308,895	2,766,436	3,248,814	3,769,041	销售费用率	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
其他收入	44,941	43,154	40,984	32,816	36,951	行政费用率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
其他收益净额	132,358	57,405	85,560	98,449	110,854	研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售及营销开支	-1,380,775	-1,075,414	-1,026,718	-1,194,513	-1,345,030	营业利润率	1.0%	1.0%	1.8%	1.9%	2.0%
行政及其他经营开支	-373,844	-364,328	-342,239	-393,796	-443,417	经调整净利率	0.5%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%
研发成本	-93,502	-67,066	-68,448	-78,759	-88,683	存货周转天数	11.3	14.4	13.1	12.0	12.1
经营利润	794,013	597,925	1,027,775	1,220,766	1,485,445	应收账款周转天数	13.5	18.2	19.4	17.7	17.9
财务收入	263,295	163,951	155,709	179,165	201,741	预付账款周转天数	66.5	90.4	90.1	82.0	82.8
财务成本	-259,457	-242,160	-364,111	-364,111	-364,111	财务状况					
应占联营公司亏损	-829	-484	-484	-484	-484	流动比率	1.42	1.38	1.44	1.43	1.44
除税前亏损	797,022	519,232	818,889	1,035,337	1,322,592	速动比率	1.29	1.28	1.33	1.32	1.33
所得税	-99,723	-57,463	-159,305	-183,115	-230,244	扣除债务后净现金	3,380,333	1,664,763	1,850,660	4,083,383	6,502,685
年内净利润/亏损	697,299	461,769	659,584	852,222	1,092,348	总负债/总资产	0.67	0.66	0.64	0.65	0.65
归属少数股东利润	249,024	192,031	308,332	366,230	445,634	增长能力					
归母净利润	448,275	269,738	351,251	485,992	646,714	收入同比增长	0.4%	-27.1%	-5.0%	15.1%	12.6%
经调整归母净利润	448,275	269,738	351,251	485,992	646,714	归母净利润同比增长	9.8%	-39.8%	30.2%	38.4%	33.1%

资产负债表						千元人民币，财务年度截至12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	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
物业、厂房及设备	81,725	79,582	70,396	64,061	59,691	除税前利润	797,022	519,232	818,889	1,035,337	1,322,592
投资物业	25,298	150,894	150,894	150,894	150,894	PP&E折旧	73,785	67,034	31,678	28,827	26,861
抵押存款	20,000	780,000	780,000	780,000	780,000	应收款减值	4,221	10,893	0	0	0
于联营公司之权益	11,831	12,623	12,623	12,623	12,623	存款减值拨备	0	0	0	0	0
交易性金融资产	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	财务成本	259,457	242,160	364,111	364,111	364,111
定期存款	430,000	470,000	470,000	470,000	470,000	财务收入	-263,295	-163,951	-155,709	-179,165	-201,741
递延税项资产	98,587	150,320	150,320	150,320	150,320	其他非营运经营现金流量	277,321	308,982	0	0	0
使用权资产	78,293	79,358	79,358	79,358	79,358	营运资金变动前的经营现金流量	1,148,511	984,350	1,058,969	1,249,110	1,511,823
递延所得税资产	14,700	14,020	14,020	14,020	14,020	存货变化	-137,263	548,338	102,193	-290,822	-279,906
非流动资产	1,660,597	2,698,152	2,688,966	2,682,631	2,678,261	贸易应收账款变化	296,303	-168,232	150,782	-429,098	-412,991
存货	2,581,063	2,032,725	1,930,532	2,221,354	2,501,260	贸易应付账款变化	577,255	-879,253	-735,848	2,094,087	2,015,481
贸易应收账款及应收票据	2,830,982	2,999,214	2,848,432	3,277,530	3,690,521	发行应付票据抵押存款增加	0	0	0	0	0
预付款项、按金及其他应收款	9,312,440	9,056,338	9,056,338	9,056,338	9,056,338	其他营运资金变动	-1,293,212	-113,058	0	0	0
可收回税项	7,955	6,221	6,221	6,221	6,221	经营业务现金流	591,594	372,145	576,096	2,623,276	2,834,407
抵押存款	5,682,725	4,454,957	4,454,957	4,454,957	4,454,957	已付所得税	-120,784	-96,867	-159,305	-183,115	-230,244
现金及现金等价物	3,748,938	2,781,257	2,967,154	5,199,877	7,619,179	经营活动现金流净额	470,810	275,278	416,791	2,440,161	2,604,163
交易性金融资产	2,434,550	3,516,166	3,516,166	3,516,166	3,516,166	固定资本开支	-32,958	-27,875	-22,492	-22,492	-22,492
其他流动资产	850,820	946,110	946,110	946,110	946,110	购买/出售结构性存款净额	-296,802	-1,073,179	0	0	0
流动资产	27,449,473	25,792,988	25,725,910	28,678,553	31,790,751	收购/出售附属公司权益	-146,174	-26	0	0	0
总资产	29,110,070	28,491,140	28,414,875	31,361,184	34,469,012	投资/出售联营公司权益付款	53,930	8,054	0	0	0
贸易应付账款及应付票据	15,516,038	14,636,785	13,900,937	15,995,023	18,010,504	定期存款增加	1,029,688	-21,400	0	0	0
应付税项	44,912	58,194	58,194	58,194	58,194	已收利息	3,838	-78,209	-208,402	-184,946	-162,370
银行贷款及其他借款	368,605	1,116,494	1,116,494	1,116,494	1,116,494	其他投资活动现金流	331,332	312,552	0	0	0
拨备	0	0	0	0	0	投资活动现金流	942,854	-880,083	-230,894	-207,438	-184,862
合约负债	2,426,677	2,256,326	2,256,326	2,256,326	2,256,326	股权融资变化	0	0	0	0	0
可赎回注资	0	0	0	0	0	银行贷款变化	-92,569	686,617	0	0	0
其他流动资产	960,545	563,209	563,179	563,179	563,179	已付利息	-256,148	-238,694	0	0	0
流动负债	19,316,777	18,631,008	17,895,130	19,989,216	22,004,697	其他融资活动现金流	-1,398,260	-810,927	0	0	0
租赁负债	39,664	51,432	51,432	51,432	51,432	融资活动现金流	-1,746,977	-363,004	0	0	0
递延收入	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	期初现金净额	4,082,240	3,748,938	2,781,257	2,967,154	5,199,877
非流动负债	298,264	249,632	249,632	249,632	249,632	现金流净增加	-333,313	-967,809	185,897	2,232,724	2,419,301
总负债	19,615,041	18,880,640	18,144,762	20,238,848	22,254,329	汇率变动对现金影响	11	128	0	0	0
股本	562,570	562,570	562,570	562,570	562,570	期末现金	3,748,938	2,781,257	2,967,154	5,199,877	7,619,179
储备	7,302,792	7,449,583	7,800,834	8,286,826	8,933,540						
归属股东权益	7,772,459	7,787,230	8,138,481	8,624,473	9,271,187						
非控股权益	1,722,570	1,823,270	2,131,602	2,497,832	2,943,466						
总权益	9,495,029	9,610,500	10,270,084	11,122,306	12,214,653						

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