

买入

2025 年 10 月 15 日

中国下沉市场电商龙头，AI 赋能迎业绩拐点

- **阿里战略入股，创始人重心回归：**汇通达于 2010 年成立，现发展成中国下沉市场 to 小 B 电商龙头，以一站式 AI+SaaS 解决方案帮助乡镇夫妻店满足当地客户的购物需求。公司创始人汪建国，其率领知名家电连锁企业五星电器原班人马，孵化出专注母婴市场的孩子王、智能家居企业好享家以及聚焦下沉市场的汇通达。公司股权结构多元，2018 年阿里巴巴以战投方式入股，目前合计持股比例为 16.28%。2024 年管理层重心回归，汇通达在集团中的战略地位稳步提升，逐步落实战略升级以及业务结构优化，有望复刻孩子王商业成长路径。
- **乘政策东风，内生外延双轮驱动成长：**汇通达深耕万亿级下沉市场，依托城市化推进与消费升级趋势，叠加国补、乡村振兴等政策红利，凭借交易与服务业务的“飞轮效应”及 AI+应用引领行业转型。主营业务端，公司强化供应链优势，提升以夫妻会员店为核心的全渠道经营能力，同时优化产品结构以精准匹配下沉消费需求。数字化领域，公司业务转型为 AI+SaaS 平台化服务商，上半年相关收入突破 6500 万元，而后与阿里云达成战略合作，“千橙 AI”方案持续优化。此外，公司通过外延并购赋能业务，拟以每股 1.4 元、合计约 10 亿元收购金通灵 25%股份，此举将完善产业布局并盘活存量资金。随着战略升级落地与业务结构优化，汇通达有望进入高质高速增长新阶段。
- **业绩拐点已至，组合拳助力重返港股通：**汇通达覆盖 21 个省及直辖市、超 2.5 万个乡镇的零售生态，服务 25.1 万家乡镇夫妻店，触达 3 亿乡镇人口；2018–2024 年营收 CAGR 达 12.5%。2024 年公司战略从规模导向转向利润与现金流导向，剥离低毛利、低价值业务，2025H1 转型成效凸显：毛利率 4.6%、净利率 1.0%、归母净利率 0.6%，均创历史最优；经营性现金流持续正向流入，形成“现金流驱动业务优化、业务优化反哺现金流”的良性循环，预计 2025 年起进入质效升级收获期，营收与利润有望快速增长。资本层面，公司 6 月递交了 3.5 亿股内资股全流通申请，预计备案后 H 股总股数 5.3 亿股（占比超 94%），流通市值显著提升；同时宣布拟于公开市场回购 H 股最高 5 亿人民币，并计划依《未来三年股东分红回报规划》2025 年尽早分红。看好“全流通+回购”组合拳联动分红计划，助力公司重新纳入港股通，为长期价值提升注入双重动力。
- **首次覆盖，目标价 23.38 港元，买入评级：**作为中国下沉市场 to 小 B 电商龙头，在阿里战投与管理层加持下，公司业绩拐点已至。在乡村振兴政策、AI 赋能与外延并购驱动下，公司经营性现金流持续正向流入，上半年盈利指标创新高，叠加内资股全流通、5 亿元 H 股回购及分红计划助力重返港股通，建议关注其高质高速增长潜力。我们预测集团 25–27 年收入分别为 583/625/676 亿元，归母净利润 3.43/4.46/5.79 亿元。可比公司 26 年平均 PE 为 32 倍，考虑到互联网电商行业利润存在波动，我们给予 15%的折价，对应 27 倍 PE，得出目标价 23.38 港元，较现价有 50.8%的增长空间，首次覆盖，给予买入评级。
- **风险因素：**宏观不确定性、市场竞争恶化、AI+战略进展不及预期

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

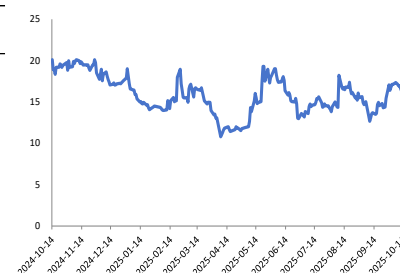
行业	TMT
股价	15.5 港元
目标价	23.38 港元 (+50.8%)
股票代码	9878.HK
已发行股本	5.63 亿股
总市值	87.8 亿港元
52 周高/低	22 港元/10 港元
每股净资产	15.47 港元
主要股东	汪建国 27.36% 杭州灏月企业管理有限公司 12.83% 徐秀贤 12.67% 王健 4.87% 中央企业乡村产业投资基金股份有限公司 4.79% 阿里巴巴(中国)网络技术有限公司 3.45% 南京源柏企业管理中心 2.07%

表：盈利摘要

财务年度截至12月31日	2023 A	2024 A	2025 E	2026 E	2027 E
营业收入 (百万元)	82,433	60,059	58,390	62,536	67,626
变动 (%)	-99.9%	-27.1%	-2.8%	7.1%	8.1%
归母净利润 (百万元)	448.3	269.7	343.2	445.7	579.2
变动 (%)	-99.8%	-39.8%	27.2%	29.9%	30.0%
毛利率	3.3%	3.8%	4.4%	4.4%	4.5%
基本每股收益(元)	0.8	0.5	0.6	0.8	1.0
市盈率@15.5港元(倍)	17.8	29.6	23.2	17.9	13.8

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

卡位下沉乡镇市场，阿里战略入股

汇通达是中国领先的利用数字化技术和供应链能力赋能服务乡镇夫妻店的产业互联网公司。其成立于 2010 年，成立初期以家电品类为主，后逐渐发展为农村 to 小 B 的电商平台龙头。具体而言，公司通过会员制形式整合产业链，为乡镇夫妻店等零售行业企业客户提供供应链服务，涵盖消费电子、家用电器、农资农机、酒水饮料、交通出行、家居建材六大板块。此外，公司通过数字化能力，为会员零售门店、渠道合作客户、品牌厂商等提供门店 AI+SaaS 服务及商家解决方案，交易业务与服务业务相互促进形成“飞轮效应”。

汇通达创始团队的核心成员为汪建国、徐秀贤和王健。此三人最初创办了国内知名家电连锁企业五星电器，2009 年开启二次创业，成立五星控股集团。随后，该团队孵化出了专注母婴市场的孩子王（301078.SZ）、智能家居企业好享家以及聚焦下沉市场的汇通达。2024 年，在管理层的领导下，汇通达实现战略升级以及业务结构优化。展望未来，在科技强国与消费驱动政策持续推进的背景下，公司战略地位稳步提升。

截至 2024 年 12 月 31 日，汇通达已形成覆盖中国 21 个省及直辖市、超 2.5 万个乡镇的零售生态系统。公司客户基数从 2024 年年底的 24.8 万家增长至 2025 年上半年 6 月 30 日的 25.1 万家，触达乡镇下沉市场 3 亿人口，SaaS+订阅用户数 10.7 万，AI 相关收入达 6500 万。

图表 1：公司业务布局



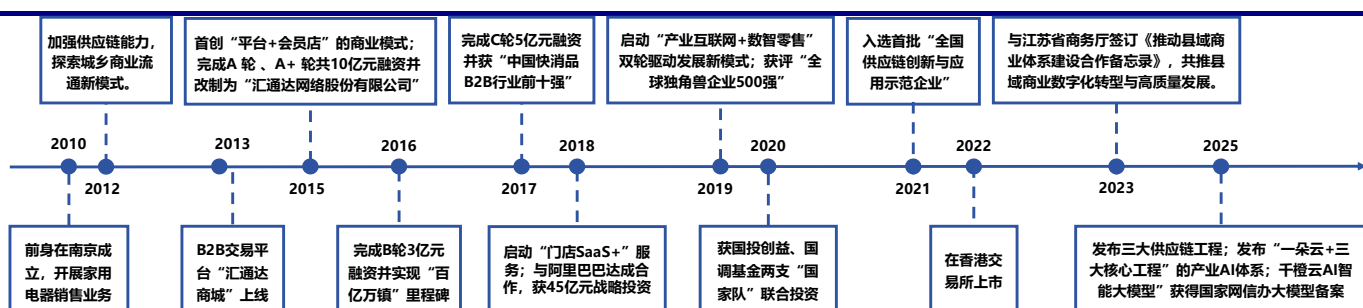
资料来源：公司资料，第一上海

汇通达成立于 2010 年，至今已有 15 年历史，其发展历程如下：

- 2010 年，公司前身江苏汇通达供应链管理有限公司在江苏南京成立，在江苏省进行家用电器销售，同年将业务扩展至省外；

- 2012 年，开始加强供应链能力，聚焦农村，探索城乡商业流通新模式，获“2012 年度零售创新大奖”；
- 2013 年，B2B 交易平台“汇通达商城”上线；
- 2015 年，公司由有限责任公司改制为汇通达网络股份有限公司，开创了零售行业会员制业务，首创“平台+会员店”的商业模式，并完成 A 轮、A+ 轮共 10 亿元融资；
- 2016 年，完成 B 轮 3 亿元融资并实现“百亿万镇”里程碑，公司经营规模超 100 亿元、覆盖会员店网点超 1 万家；
- 2017 年，完成 C 轮 5 亿元融资并获“中国快消品 B2B 行业前十强”；
- 2018 年，启动“门店 SaaS+”服务，帮助会员店构建线上业务，与阿里巴巴达成合作，获 45 亿元战略投资；
- 2019 年，启动“产业互联网+数智零售”双轮驱动发展新模式；获评“全球独角兽企业 500 强”；
- 2020 年，获国投创益、国调基金两支“国家队”联合投资；
- 2021 年，入选首批“全国供应链创新与应用示范企业”；
- 2022 年，在香港交易所挂牌上市，股票代码为汇通达网络（9878.HK）；
- 2023 年，与江苏省商务厅签订《推动县域商业体系建设合作备忘录》，共推县域商业数字化转型与高质量发展；
- 2024 年，获评“中国网络零售 TOP100”；
- 2025 年，持续发力供应链，发布“自有品牌生态群”“品牌直通车”“开放式智慧供应链平台”三大供应链工程；继续布局 AI，举办“AI+战略发布会”，发布“一朵云+三大核心工程”的产业 AI 体系；目前，汇通达“千橙云 AI 智能大模型”已获得国家网信办大模型备案。

图表 2：公司发展历程



资料来源：公司资料，第一上海

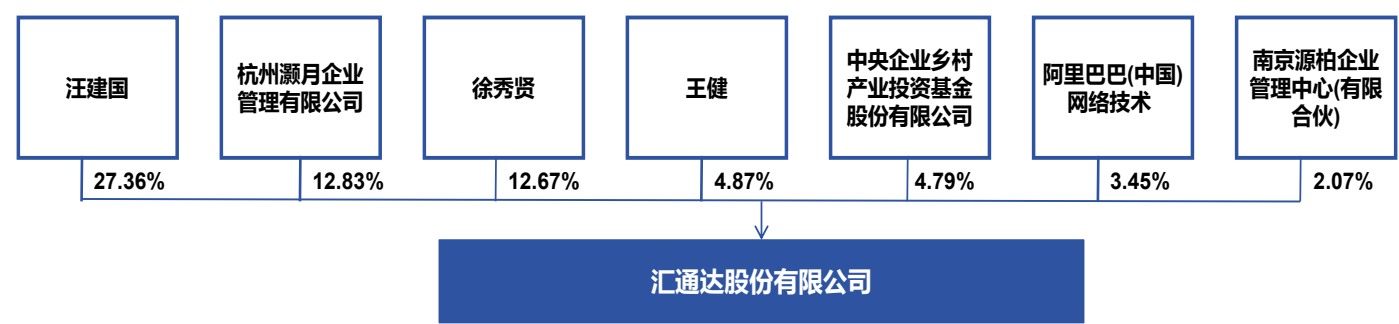
公司于 2022 年 2 月在香港交易所挂牌上市。截至 2025 年 9 月 30 日，公司总股本为 5.6257 亿股，其中 H 股约为 1.8 亿股，占比约 32%；内资股为 3.82 亿股，占比约 68%。

公司股权较为集中，股东结构丰富。公司创始人团队合计持有公司股份比例为 46.97%，其中汪建国直接持有 27.36% 的股份，并通过南京源柏企业管理中心间

接持有汇通达 2.07% 的股份。此外，公司获得了阿里巴巴、中央企业乡村产业投资基金等股东注资，带来多元化的资源，助力公司布局市场、提升竞争力。

具体而言，2018 年阿里巴巴通过战略投资 45 亿元获得 9707.21 万股，成为汇通达的重要股东之一。2022 年 2 月 18 日汇通达在香港联交所主板挂牌上市，融资 22 亿元。截至目前，阿里巴巴直接持有汇通达 3.45% 的股份，并且通过杭州灏月持有其 12.83% 的股份，持股比例稳定。此外，2025 年 8 月，汇通达与阿里云宣布达成全栈 AI 全面合作，共同打造下沉市场“AI+产业”新生态及解决方案。

图表 3：公司股权架构图



资料来源：公司资料，第一上海

“全流通+回购”组合拳，联动分红计划，提振市场信心。

全流通将大幅提升流通市值，助力公司重新纳入港股通。汇通达已于 2025 年 6 月正式向中国证监会提交申请，拟将公司 3.5 亿股内资股股份转换为 H 股股份。这一资本运作具有深远战略意义，若此次 H 股全流通完成，公司股权结构将发生显著变化：H 股总数将增至 530,016,152 股，占总股本比例提升至约 94.21%；内资股总数则将缩减至 32,553,685 股，占总股本比例降至约 5.79%。H 股市值有望接近总市值，不仅将显著提升股票流动性与市场定价效率，优化股东结构，吸引更多国际中长期机构投资者关注。尤为关键的是，这一举措将推动公司尽快重新纳入港股通，为后续对接更广阔的资本市场资源奠定基础。

在推进全流通的同时，汇通达于 6 月同步发布 H 股回购计划公告。截至 25H1，公司账上现金+交易性金融资产 78 亿人民币，在手现金充足。该公告宣布未来 12 个月内，将根据市场情况不定时于公开市场回购 H 股，回购总金额最高达 5 亿人民币。此次回购计划充分彰显了公司对未来发展前景的信心及充足的财务弹性。

此外，汇通达在 2024 年财报中提及，将依据《未来三年股东分红回报规划》，于 2025 年尽早实现分红。此次“全流通+回购”组合拳与分红规划形成联动，通过多重举措增厚股东回报，既体现出公司对股东权益的重视，更与“三大工程落地、AI+供应链升级”的业务成长形成共振，进一步提振市场投资者信心，为企业长期价值提升注入双重动力。

图表 4: 公司 H 股全流通申请的内资股股东名单

序号	股东名称 / 姓名	申请转换为 H 股的内资股股数 (股)	申请转换的内资股占本公司总股本比例
1	汪建国	114,439,526	20.34%
2	杭州灏月企业管理有限公司	72,156,332	12.83%
3	徐秀贤	52,984,339	9.42%
4	王健	21,592,364	3.84%
5	瑞众人寿保险有限责任公司	16,380,000	2.91%
6	南京源柏企业管理中心 (有限合伙)	8,664,152	1.54%
7	卞慧敏	8,304,756	1.48%
8	深圳华晟丰达投资合伙企业 (有限合伙)	8,298,697	1.48%
9	中美绿色利农 (张家口) 企业管理合伙企业 (有限合伙)	7,253,816	1.29%
10	江苏沿海产业投资基金 (有限合伙)	6,147,706	1.09%
11	置瀚 (上海) 投资中心 (有限合伙)	6,108,465	1.09%
12	嘉兴首正股权投资合伙企业 (有限合伙)	6,101,650	1.08%
13	长兴祥融投资中心 (有限合伙)	3,206,949	0.57%
14	江苏省现代服务业发展创业投资基金 (有限合伙)	2,944,631	0.52%
15	李永华	2,159,237	0.38%
16	王其林	2,159,237	0.38%
17	李炜	2,159,237	0.38%
18	钱争鸣	1,892,424	0.34%
19	蔡景钟	1,660,952	0.30%
20	苏州工业园区顺为科技创业投资合伙企业 (有限合伙)	1,605,587	0.29%
21	北京宇辉天欣投资管理有限公司	1,605,587	0.29%
22	淄博民生欧明股权投资合伙企业 (有限合伙)	1,603,474	0.29%
23	上海民通信息咨询合伙企业 (有限合伙)	320,695	0.06%
合计		349,749,813	62.17%

资料来源: 公司资料, 第一上海

下沉消费潜力亟待激活，AI+应用推动价值重估

下沉消费市场崛起，万亿级潜力待释放。我国下沉消费市场 2024 年社会消费品零售总额占比达 45%，具备万亿级增长潜力。该市场消费需求呈现“刚需为主、性价比导向、数字化渗透加速”特征，居民在消费电子、家用电器等品类的更新需求持续释放，农业生产资料、交通出行等生产生活相关消费也保持稳定基数。

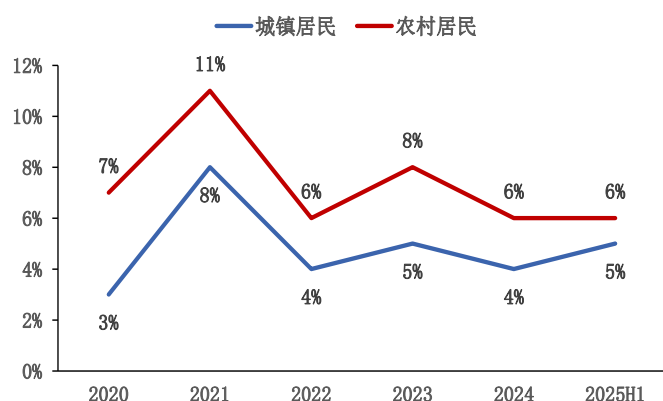
随着中国城市化进程的深入推进和消费升级的持续演进，下沉市场正逐渐成为拉动国内消费增长的重要引擎。下沉市场通常指三线及以下城市、县镇与农村地区的市场。从行政区划来看，下沉市场对应约 300 个地级市、2800 个县城、40000 个乡镇和 66 万个村庄。麦肯锡预测，到 2030 年，中国超过 66% 的个人消费增长将来自下沉市场，这一趋势凸显了下沉市场在国民经济中的战略地位。

从人口规模来看，下沉市场人口占全国比重约 70%，约有 9 亿人口。这些地区虽然经济发展水平相对较低，但市场规模庞大，消费潜力巨大，正日益成为品牌和企业拓展市场的重要目标。其中，县域和农村地区占据最大人口比重，分别为 25% 和 15%，合计 40%，三线及以下城市占比 30%，县镇地区占比 25%。这一分布反映了下沉市场的广泛性和多样性，也表明不同类型的下沉市场在消费特征和发展阶段上存在显著差异。

下沉市场的经济发展水平虽然相对较低，但近年来增长势头强劲。2024 年下沉市场城镇居民人均可支配收入中位数达 4.9 万元，较 2017 年增长 48%，这一收入增长为消费能力提升奠定了坚实基础。而根据国家统计局数据，近年来，农村居民的可支配收入比例以及人均消费支出比例均高于城镇居民。

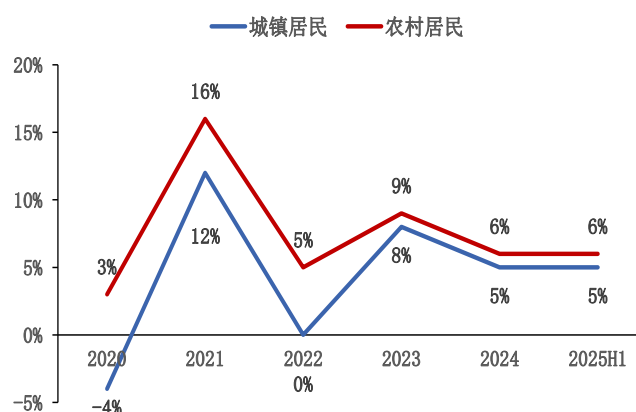
从消费结构来看，下沉市场的消费正从基础物质消费向品质化、多样化消费转变。随着居民收入水平的提高和消费观念的转变，服务消费、品质消费和体验消费在下沉市场的比重不断提升。

图表 5: 城镇与农村居民可支配收入



资料来源：国家统计局，第一上海

图表 6: 城镇与农村居民人均消费支出



资料来源：国家统计局，第一上海

究其原因，收入提升是驱动下沉市场消费增长的基础因素。2024 年下沉市场城镇居民人均可支配收入中位数达 4.9 万元，较 2017 年增长 48%。收入的持续增长使居民在满足基本生活需求后，有更多资金用于消费升级和品质消费。

基础设施的不断完善为下沉市场的消费升级提供了环境支持。近年来，下沉市场的基础设施建设取得了显著进展，特别是电商渗透率显著提升，预计到 2025 年线上零售规模将进一步扩大。物流体系的完善是下沉市场基础设施建设的重要组成部分。物流和供应链体系升级降低了下沉市场消费门槛，让商品更便捷到达偏远地区。

线上线下渠道的融合发展也为下沉市场的消费升级创造了有利条件。不少地区积极发展零售新业态，鼓励电商平台、大型商贸流通企业在具备条件的县城，对接本地零散的商超、便利店，精准匹配周边消费订单需求。从电商交易规模来看，2020 年下沉市场电商交易规模为 2.8 万亿元，而到了 2024 年，这一数字已飙升至 6.9 万亿元，年复合增长率高达 30%以上，显示出下沉市场电商的强劲增长势头。

政策对下沉消费市场的推动作用正持续且深度地显现。从脱贫攻坚阶段开始，众多聚焦贫困地区发展、下沉市场消费升级以及乡村振兴的政策便陆续推出，在交通建设、网络基建完善、居民收入提高和产业培育等多个层面为乡村经济发展提供助力。在乡村振兴领域，2025 年相关政策进一步加码，为乡村发展持续赋能；以旧换新方面，2024 年启动新的国家补贴政策，2025 年该政策得以延续。

如下图所示，进入 2025 年，政策利好集中释放。这些政策的实施以及相应的财政投入，不仅有望进一步提高下沉市场居民的收入水平和消费能力，而且随着数字化进程和道路交通建设的推进，下沉市场供应链的进入门槛会进一步降低，这既能降低成本，又能为优质产品进入下沉市场开辟更顺畅的通道，持续激发下沉市场的活力，加快下沉消费潜力的释放。汇通达是乡村振兴、科技兴邦、振兴下沉消费市场国策的直接受益者。

图表 7：政策利好集中释放

时间	政策文件	核心内容
2025 年 3 月	中央国务院《提振消费专项行动方案》	全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题
2025 年 3 月	国家发展改革委 财政部《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
2025 年 1 月	国务院《乡村全面振兴规划》	全面促进农村消费，加大面向农村的产品创新和营销力度。支持新能源汽车、绿色智能家电等下乡，深入实施消费品以旧换新行动，鼓励信息消费，推进消费升级
2025 年	《县域商业三年行动计划》评估验收之年	建立县域统筹，以县城为中心、乡镇为重点、村为基础的农村商业体系。工业品下乡、农产品进城双向流通渠道进一步畅通，农民增收和消费提质实现良性循环

资料来源：相关政府网站，公司资料，第一上海

但当前下沉消费市场仍面临三大核心痛点，制约潜力转化。一是供给端效率低下，区域经销商层级多、供应链周转慢，导致商品价格偏高且品类单一，难以满足下沉市场消费者对“优质低价”的需求；二是数字化水平薄弱，多数乡镇零售门店仍采用传统线下经营模式，缺乏用户运营、数据分析能力，无法精准匹配消

费需求；三是服务体验不足，下沉市场消费者对售后、安装等服务需求强烈，但本地服务商资源分散，服务响应速度慢、质量参差不齐。

AI 引擎能够破解消费痛点，有效盘活下沉消费市场。

1. **AI+技术：破解下沉消费痛点的关键变量，推动行业价值重估。**随着 AI 技术在产业端的深度渗透，“AI+下沉消费”正成为破解市场痛点、激活增长潜力的核心路径，推动行业从“规模竞争”向“效率竞争”转型，实现价值重估。
2. **AI+供应链：降本提效，优化供给端。**通过 AI 算法优化采购、仓储、物流环节，减少经销商层级，降低供应链成本。例如，AI 需求预测模型可精准预判下沉市场不同区域的商品需求，实现“以销定采”，减少库存积压；AI 物流调度系统可整合区域物流资源，缩短商品配送时效，提升供应链周转效率。
3. **AI+门店运营：数字化赋能，提升服务体验。**AI 工具可帮助乡镇零售门店实现数字化转型，如 AI 导购系统能根据消费者画像推荐适配商品；AI 会员管理系统可精准记录用户消费习惯、推送优惠信息，提升门店用户粘性与复购率；同时，AI 售后调度系统可快速匹配附近服务商，缩短服务响应时间，改善消费体验。
4. **AI+需求挖掘：精准匹配，释放消费潜力。**基于 AI 大数据分析，可深度挖掘下沉市场消费趋势，如县域居民对“大尺寸家电”及“高性价比智能手机”的需求增长，乡镇农户对“智能化农业生产设备”的需求上升，助力企业针对性调整商品结构，推动消费潜力转化为实际增长。

汇通达深耕下沉市场，以 AI+应用引领行业转型。作为聚焦下沉市场的产业互联网平台，汇通达凭借市场精准卡位、前瞻资本战略与 AI 技术布局，在激活下沉消费潜力、推动自身价值重估方面颇具亮点：

1. 牢筑供应链优势，全渠道经营能力强

汇通达深耕下沉市场十余年，已构建覆盖全国 21 个省份、超 10 万家乡镇零售门店的供应链网络。

中国下沉市场线下零售业态中，近 70%以上的展业形式为夫妻店经营。夫妻店通常指无统一管理，由 1-2 人进行自主经营的单体小店，具有数量繁多、分布零散的特点。目前全国约有 470 万家夫妻店，大多盘踞在下沉市场。作为社会组织的毛细血管，夫妻店在拉动就业、促进消费、保障民生等方面贡献了重要力量。

公司以夫妻会员店为核心的全渠道经营能力持续提升。根据 2024 年数据，中国千亿县分布格局排行中，江苏以 22 个千亿县居首，浙江 11 个，山东、福建各 6 个，四省占全国千亿县的 73%。汇通达以江苏为根据地，辐射东南部乡镇，会员店密度持续提升，粘性稳步增强。在国补政策如火如荼进行的背景下，汇通达的江苏会员店实现了国补资格全覆盖，试点门店订单量提升超过 50%。此外，在新渠道经营领域，汇通达通过试点社交、内容、私域电商等方式，实现新渠道收入 10+亿元，海外订单超 1 万单。

图表 8: 汇通达中国供应链网络布局图



资料来源：公司资料，第一上海

2. 优化产品结构，精准匹配下沉消费需求

汇通达产品种类丰富，覆盖“三高耐用品”品类。“三高”指的是商品单价高、线下购物体验要求高、售后服务要求高。这些品类包括家电、数码产品等高价耐用品；也包括一些使用上需要专业知识指导的生产生活用品，如农资品等。汇通达在消费电子、家用电器等核心品类上形成“头部品牌直供+自有品牌补充”的供给体系，有效解决下沉市场“商品品类少、价格高”的痛点。

从自营交易板块数据看，2022-2025 年上半年消费电子营收占比从 46.47%提升至 61.06%，家用电器占比稳定在 15%-18%，两大刚需品类合计占比约为 80%，精准契合下沉市场消费者对优质刚需商品的需求。同时，公司通过低毛利低效业务，进一步聚焦高需求品类，持续优化供应链效率。

3. 推进高价值并购，外延赋能并盘活现金

根据 2025 年 9 月 5 日，金通灵（证券代码：SZ300091）发布的《关于与产业投资人签署（预）重整投资协议的公告》显示，汇通达将以每股 1.3996 元，合计约 9.94 亿元收购金通灵 25%的股份。而交易当日金通灵收盘价为 3.2 元/股，此次收购具备显著折价优势。

核心战略价值主要有三方面：一是资本平台拓展，收购完成后搭建 H+A 资本运作平台，可更便捷获取境内外优质资本，打破单一资本市场限制，为后续融资与发展提供更多可能；二是产业布局完善，借助金通灵高端制造业属性及重整后资金，推进“大消费+智能制造”双产业布局，弥补汇通达在智能制造领域的布局短板，形成产业协同效应；三是资产质量提升，以相对较低成本获取金通灵这一国内第一梯队高端制造资产，且破产重整模式风险隔离彻底，可增强汇通达资产优质性，进而提升整体盈利水平与股东回报。

4. 阿里云为汇通达“AI+”战略赋能，驱动生态价值重估

依托“AI+”战略，汇通达推出自主研发的“千橙 AI 超级店长”等工具，在 AI 应用领域实现快速发展和关键跨越，深度赋能乡镇零售门店数字化转型。

公司强化资本与生态价值，深化与阿里云合作，共同打造下沉市场“AI+产业”新生态及解决方案。具体而言，汇通达将全面接入阿里云通义千问大模型，获算力支持，计划年内围绕“小店大模型”部署超 13 款 Agent，并联合硬件厂商建生态联盟，扩大下沉市场覆盖。

赋能零售终端，解决门店低效问题。“千橙 AI 超级店长”APP 集成 24 款 AI Agent，覆盖门店全链路运营。其中，AI 智能选品让门店滞销率同比降 30%；AI 营销获客助力线上客流量增 45%；AI 用户管理使会员复购率从 65%升至 72%。同时，AI 客服与审核实现 95%识别准确率、40%商品秒级上架，门店经营效率平均提 30%以上，库存周转缩短 15%-20%。

优化供应链，打造智慧供应链雏形。“AI+产业平台工程”链接超 500 家上游工厂，借需求预测算法预判商品需求，实现“以销定采”。AI 采购系统整合多维度数据生成补货建议，结合“千橙 F2B2C 系统”打通数据链路，优化商品结构与库存，提升产业链协同效率，助力毛利率提升。

升级服务业务，开辟收入新引擎。服务业务从“传统 SaaS”升级为“AI+SaaS”，2025 年上半年 AI 相关服务收入占服务板块 20%（达 6500 万元），实现收入突破，并探索“订阅+效果付费”模式提升 ARPU。对内，AI 员工“小汇”实现 16 项业务场景自动化；对外，提供 AI 巡店、智能收银等方案，成为核心增长极。

AI 对汇通达的助力已渗透至业务运营、收入增长、资本价值、生态构建等全维度，既是其破解下沉市场痛点、实现战略转型的核心工具，也是未来在“大消费+智能制造”双产业布局中打开增量空间、巩固行业地位的关键驱动力。

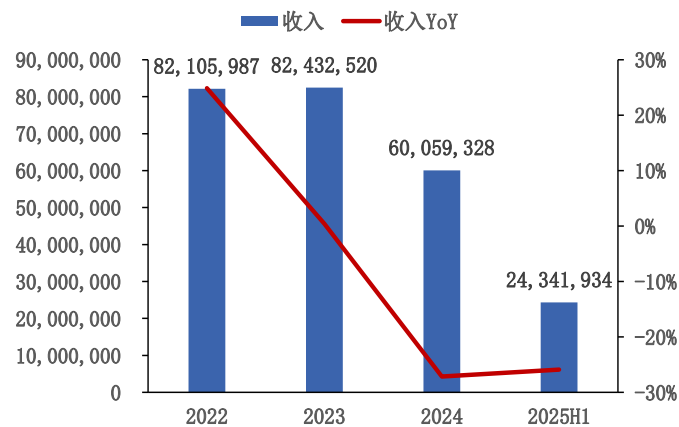
业务基本面韧性强，财务表现向好

在收入端，公司在市场环境变化与战略调整中进行动态适配。2021-2022 年，依托交易与服务业务的协同增长，公司借助下沉市场渠道优势实现营收规模快速突破，为上市后的发展奠定基础；2023 年受服务业务策略调整影响，整体增长陷入停滞。因而，2024-2025 年上半年，汇通达在外部市场竞争加剧与内部主动削减低效业务的双重作用下，营收连续同比下滑，短期业绩承压。

在利润端，公司保持长期盈利。2022 年经过前期的网络布局和市场培育，公司的交易业务与服务业务形成协同效应，规模效应开始显现。特别是作为上市元年，资本市场的加持与品牌知名度的提升，进一步推动了业务增长。2022-2023 年的盈利与高增长验证了其下沉市场商业模式的成功，而 2024 年的利润下滑则是公司在严峻市场环境下，主动舍弃低效规模、追求高质量发展所经历的短期阵痛。

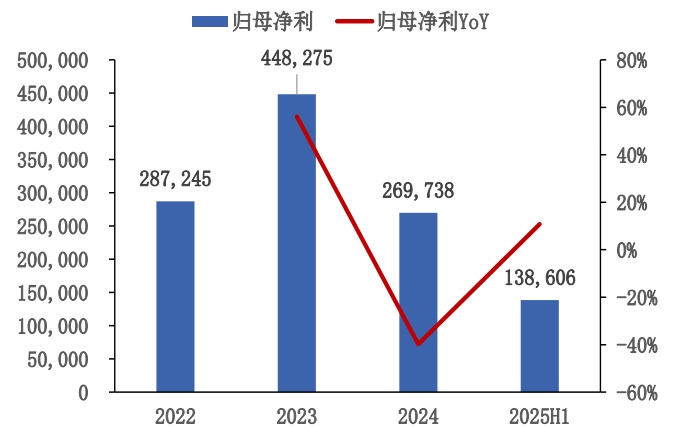
2025 年上半年，公司战略转型成效有所凸显。2025 年 H1 集团实现收入 243.42 亿元（YoY-25.9%），主要受 2024 年下半年起战略升级、主动优化低效业务及 2024 年上半年高基数影响。若剔除以优化业务，公司可比口径同比收入保持增长。尽管总营业收入同比下降，但盈利指标全面改善。经营利润 3.56 亿元（YoY+15.9%），本公司股权持有人应占盈利 1.39 亿元（YoY+10.8%），清晰地展现了公司战略转型的初步成效。

图表 9: 近年公司收入与增速（千元）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 10: 近年公司归母净利润与增速（千元）

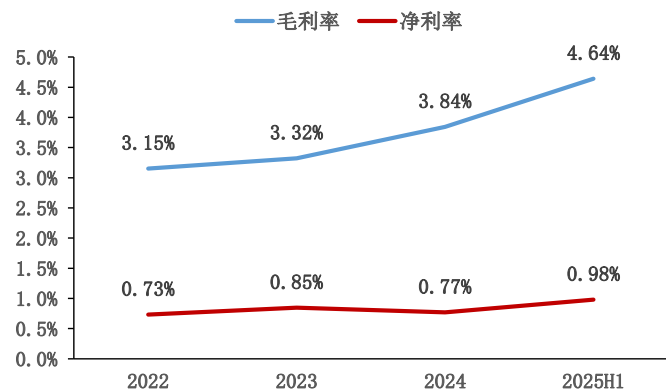


资料来源：公司资料，第一上海

主动舍弃低效规模、聚焦高价值业务，盈利指标逆势增长。毛利率层面，得益于公司从“规模导向”向“利润与现金流导向”转型，毛利率从 2022 年的 3.15%起步，逐年攀升至 2024 年的 3.84%，2025 年上半年更是跃升至 4.64%，盈利结构优化趋势极为显著。净利率层面，由于费用管控与毛利增长的动态平衡，走势相对平缓。2022 年该指标为 0.73%，2023 年提升至 0.85%。尽管 2024 年小幅回落至 0.77%，2025 年上半年突破至 0.98%，创下新高，整体呈现波动上行的趋势。而在 2024 年产业互联网行业普遍面临“增收不增利”、盈利指标承压的背景下，汇通达实现毛利率提升 1.1 个百分点至 4.6%（YoY+31.4%），净利率近 1.0%，归母净利率为 0.6%，三项核心指标均达历史最佳水平，颇具含金量。

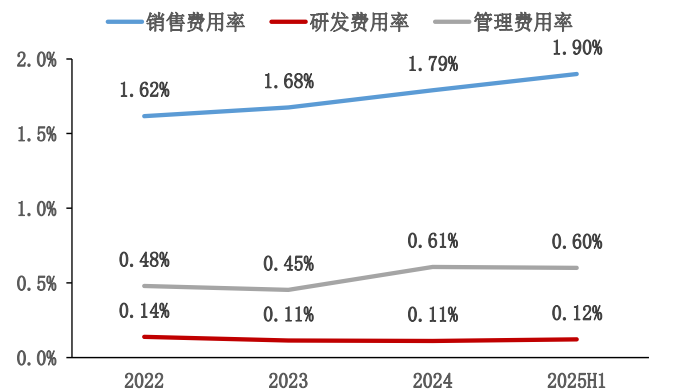
从费用端看，公司费用管控韧性强，三大费用投入有所优化。尽管在公司营收规模调整下，刚性费率呈现出一定的被动变化，但是费用总额的有效降低与效能增强，凸显公司费用管理的精细化水平。2024 年公司三大费用投入 15.07 亿元，同比下降 18%，费用占毛利额比下降至 65%；在 2025 年上半年，公司持续加强降本增效，总费用投入额 6.38 亿元，同比下降 17%，费用占毛利额比下降至 56%。展望未来，在基础设施布局的持续完善下，边际成本仍存在下降空间。

图表 11: 近年公司毛利率与净利率



资料来源：公司资料，第一上海

图表 12: 近年公司三大费用率

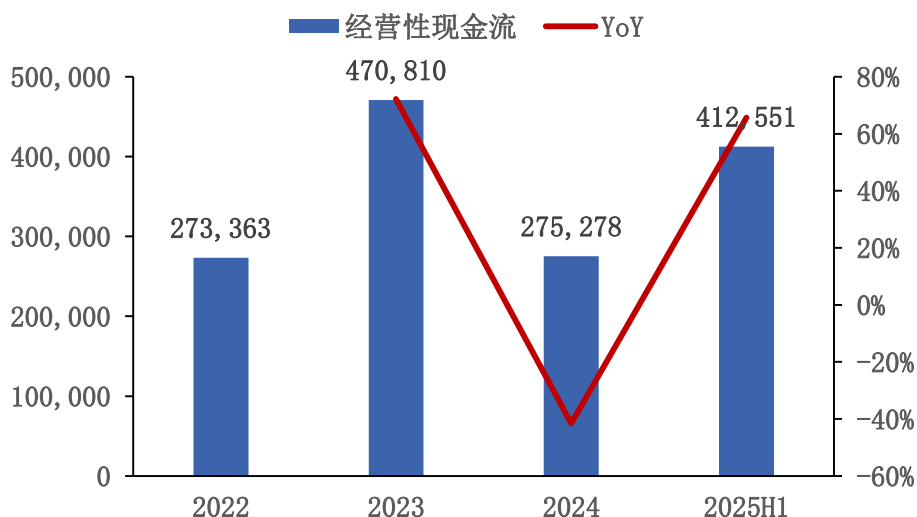


资料来源：公司资料，第一上海

经营性现金流保持正向流入。2023 年的高增验证了其运营效率与盈利质量的同步提升，2024 年经营性现金流显著回落，降至 27.53 亿元，同比下降 41.53%，但仍与 2022 年规模基本持平，是主动剥离低效业务的阶段性代价。而 2025 年上半年经营性现金流实现强势反弹，同比激增 65.70%，达到 41.26 亿元，标志着战略转型的成效全面释放——通过聚焦高毛利业务、深化技术赋能、优化现金流管理，公司已构建起“现金流驱动业务优化，业务优化反哺现金流”的良性循环。

这种现金流韧性不仅让汇通达在行业调整期抵御了外部风险，更使其在 2025 年上半年掌握了业务复苏的主动权。未来，随着高毛利业务占比的进一步提升与 AI 技术的持续落地，公司经营性现金流有望保持稳定增长，为“提质增效、创新发展”双轮驱动战略的推进提供坚实的资金保障。截至 6 月 30 日，集团现金及现金等价物达 39.61 亿元，流动性充裕。

图表 13: 公司经营性现金流及趋势（千元）

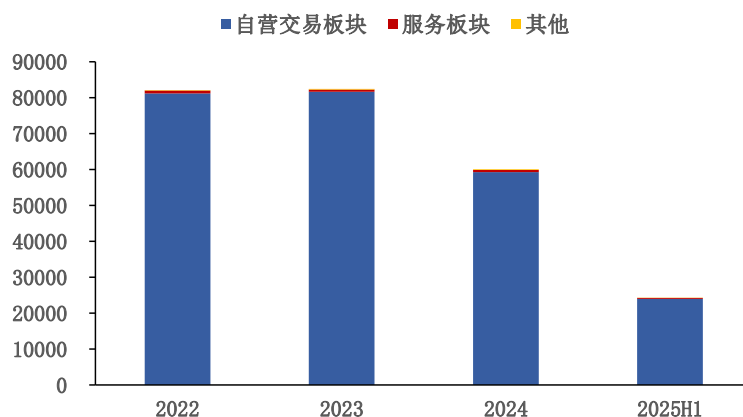


资料来源：公司资料，第一上海

从公司业务结构来看，自营交易服务仍是其核心支柱。自营交易板块作为绝对收入支柱，虽收入规模因市场环境 with 战略调整出现波动，且占比略有下降，但仍以 98% 以上的占比主导公司营收，其未来复苏情况直接决定公司整体业绩走向；服务板块虽收入规模较小，但占比持续提升，尤其是 2025 年上半年 AI 相关服务的突破，凸显出该板块已成为公司战略转型的重要方向，有望在未来成为新的收入增长极；其他业务则作为补充性收入来源，对整体收入影响有限。

从收入结构变化趋势看，公司正逐步降低对单一自营交易业务的依赖。公司积极推动收入结构向“交易+服务”双轮驱动转型，尽管目前转型仍处于初期阶段，但服务板块占比的持续提升已释放出积极信号。未来，若公司能进一步扩大服务业务规模、提升自营交易板块中高毛利品类占比，将有助于优化收入结构，增强整体营收的稳定性与盈利能力。

图表 14: 公司收入拆分（以业务分类，百万元）



资料来源：公司资料，第一上海

自营交易服务提质增效，高毛利业务占比提升。2025 年上半年，公司自营交易业务收入 239.55 亿元（YoY-26.0%），收入下降主要系战略调整主动优化低效业务，但毛利额同比增长。公司自营交易服务收入主要涵盖六大行业，综合来看，汇通达自营交易板块各行业营收呈现“核心集中、非核心收缩”的鲜明特征。消费电子作为绝对核心行业，占比持续提升至 61.06%，成为支撑自营交易板块的关键力量，其需求韧性与公司战略倾斜共同保障了板块基本盘稳定。

1. 消费电子：绝对核心行业，占比持续提升，抗风险能力较强

从营收规模看，消费电子是自营交易板块的第一大行业，2022-2023 年呈增长态势，2022 年为 377 亿元，2023 年增至 449 亿元，同比增长 19.00%；2024 年受市场环境影响降至 349 亿元，同比下降 22.33%；2025 年上半年为 146 亿元，虽较 2024 年同期（假设 2024 年上半年消费电子营收为 174 亿元，基于 2024 年全年 349 亿元推算）有所下滑，但仍是各行业中规模最大的板块。

从占比变化看，消费电子占比持续大幅提升，2022 年为 46.47%，2023 年增至 54.99%，2024 年进一步升至 58.85%，2025 年上半年达到 61.06%，四年间占比提升超 14 个百分点。这一变化既体现出消费电子在下沉市场的需求韧性——尽管整体市场波动，但其作为居民日常消费刚需品类，仍保持相对稳定的营收规模；也反映出公司战略倾斜，在业务调整过程中，优先保障高毛利、高需求的消费电子业务，进一步巩固其核心地位。

2. 家用电器：占比第二，规模下滑但占比波动回升，需求相对稳定

从营收规模看，家用电器是自营交易板块的第二大行业，2022-2024 年呈逐年下滑趋势，2022 年为 139 亿元，2023 年降至 123 亿元，2024 年进一步降至 93 亿元，2025 年上半年为 43 亿元，同比 2024 年上半年（47 亿元）略有下降。

从占比变化看，家用电器占比呈现“先降后升”的波动趋势，2022 年为 17.13%，2023 年降至 15.09%，2024 年微升至 15.77%，2025 年上半年大幅升至 18.05%。占比回升主要因其他行业（如交通出行、农业生产资料）营收下滑幅度更大，而家用电器作为传统刚需品类，需求相对稳定，体现出较强的需求韧性。此外，随着家电以旧换新政策的普及，下沉市场居民对智能家电的更新换代需求将有所增长。同时，随着居民收入水平的提高，高端家电在下沉市场的渗透率也在逐步提升。

3. 农业生产资料：曾为第三大行业，规模与占比持续双降，受外部环境冲击大

从营收规模看，农业生产资料 2022 年为 158 亿元，2023 年降至 123 亿元，2024 年进一步降至 75 亿元，2025 年上半年为 29 亿元，2022-2024 年复合年均增长率为-38.67%，是下滑幅度最大的行业之一。

从占比变化看，该行业占比从 2022 年的 19.45%持续降至 2025 年上半年的 12.04%，四年间占比下降超 7 个百分点，从第三大行业退至与家用电器差距明显的位置。下滑主要受外部环境影响：一方面，2023-2024 年农产品价格波动较大，农户采购意愿下降；另一方面，公司主动削减低毛利的农业生产资料业务（如肥料），聚焦高价值品类，导致该行业营收持续收缩。

4. 交通出行：规模与占比双降，战略收缩与市场竞争双重压力

从营收规模看，交通出行 2022 年为 81 亿元，2023 年降至 76 亿元，2024 年大幅降至 48 亿元，2025 年上半年仅为 11 亿元，2022-2024 年复合年均增长率为-33.52%。

从占比变化看，该行业占比从 2022 年的 10.04%持续降至 2025 年上半年的 4.54%，下降幅度显著。核心原因有二：一是新能源汽车市场竞争加剧，公司在该领域缺乏核心优势，主动收缩部分业务；二是传统燃油车相关业务需求下滑，且该业务毛利较低，不符合公司“提质增效”的战略方向，因此被纳入低效业务削减范围。

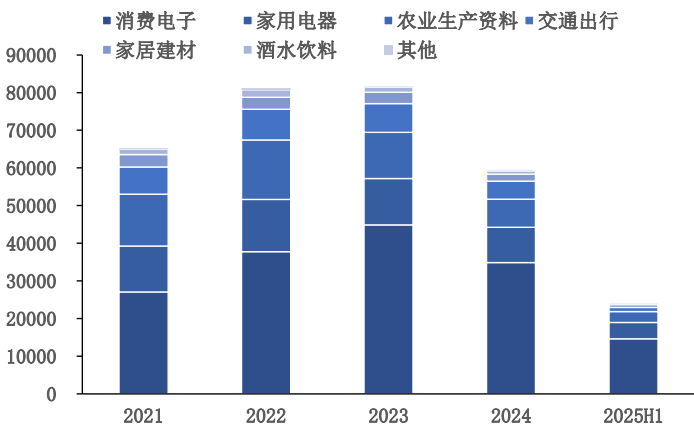
5. 家居建材、酒水饮料及其他：规模小且占比低，影响有限

家居建材：2022-2024 年营收从 32 亿元降至 19 亿元，占比从 3.93%降至 3.21%，2025 年上半年占比微降至 3.19%，主要受房地产市场低迷影响，需求疲软导致营收下滑。

酒水饮料：2022-2024 年营收从 0.20 亿元降至 7 亿元，占比从 2.45%降至 1.18%，2025 年上半年进一步降至 0.62%，因该行业竞争激烈，公司缺乏品牌与渠道优势，主动减少投入。

其他：营收规模始终在 2-4 亿元之间，占比不足 1%，主要为少量零散品类收入，对自营交易板块整体影响可忽略不计。

图表 15: 公司自营交易板块营收（按行业拆分，百万元）



资料来源：公司资料，第一上海

公司提出“品牌直通车工程”、“自有品牌生态群工程”、“开放式智慧供应链工程”三大工程，聚焦“反向+短链+数字化”创新供应链。

汇通达“品牌直通车工程”率先打通了头部品牌与下沉市场的短链通道。通过分行业精准破局的策略，公司让品牌触达乡镇市场的成本降低，更为后续自有品牌的发展铺垫渠道基础。汇通达以“TOP 合作+短链+S2B2C 数字化工具”模式，深化与头部品牌合作。报告期内，家用电器、消费电子及农业生产资料等多行业与头部品牌合作深化，如苹果 O2O 门店拓展至 1804 家，细分产业链控制力持续增强。

在合作品牌数量上，截至 2025 年上半年，公司 TOP 品牌合作数量达 126 个，采购占比 43%。此外，公司持续深化品牌合作，持续深耕头部品牌的合作关系。2025 年上半年围绕大健康、品质生活等需求，汇通达引入适老化产品，与欧琳、博音听力达成战略合作，相关产品销售规模超亿元，毛利率达 20%。

图表 16: 汇通达品牌直通车工程



资料来源：公司资料，第一上海

供应链能力持续升级，聚焦自有品牌建设。公司于 2025 年 2 月发布自有品牌集群战略，表现亮眼。自有品牌销售规模突破 8000 万（YoY+490.7%），其中，家电、酒水、家居等自有品牌收入规模快速提升，平均毛利率超 25%，柔性供应链模式取得实质突破。会员零售门店收入占比提升 3.0 个百分点至 47.4%，“以需定产+短链”柔性供应链模式日趋成熟，覆盖高潜力品类，既贴合乡镇消费者价格接受度与使用习惯，又有效激活上游工厂闲置产能，实现产需无缝对接。

在此基础上，“开放式智慧供应链平台工程”则进一步用技术提升效率。通过“POP 供应链中枢+AI 交易引擎”，公司为品牌进入乡镇市场开辟通道，叠加与阿里云全栈 AI 全面合作，接入通义千问大模型打造“小店大模型智能体”“AI 销售智能体”，显著增强供应链效率，赋能终端门店精准满足长尾需求。

图表 17: 自有品牌业务快速增长

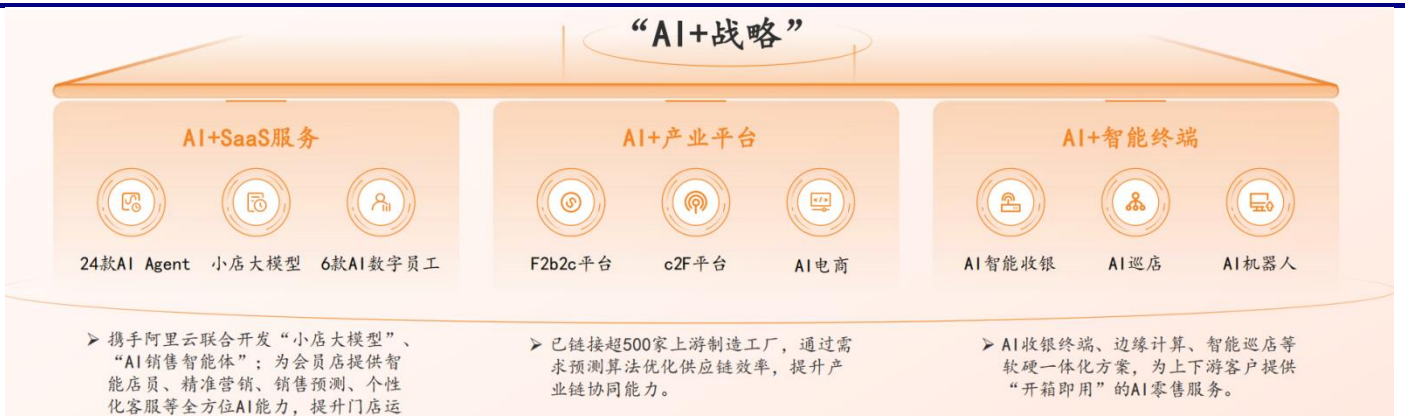


资料来源：公司资料，第一上海

阿里云助力数字化赋能业务突破，AI+SaaS 驱动新增长。2025 年上半年，汇通达服务业务板块收入 3.12 亿元，累计注册会员零售门店超 25.1 万家，活跃会员零售门店超 9.8 万家，SaaS+订阅用户约 10.7 万家，其中付费用户超 3.5 万家，门店 SaaS+订阅收入 2.50 亿元。

AI+SaaS 业务升级显著。4 月推出“千橙 AI 超级店长”APP，集成 24 个场景化 AI Agent，可自动完成 60%的店铺日常管理工作，5 月进入商业化阶段，接入 AI 工具的会员零售门店经营效率平均提升 30%以上，库存周转缩短 15%至 20%。报告期内 AI 相关收入达 0.65 亿元，占总服务收入约 20%。

图表 18: 下沉市场 AI+新战略新生态



资料来源：公司资料，第一上海

龙头地位稳固，归母净利增长明显，目标价 23.38 港元，首次覆盖给予买入评级

给予公司未来 12 个月的目标价为 23.38 港元

作为中国下沉市场 to 小 B 电商龙头，在阿里战投与管理层加持下，公司业绩拐点已至。受益于乡村振兴等政策，AI 赋能与外延并购双轮驱动，公司的经营性现金流持续正向流入，2025 年上半年盈利指标创历史最优，叠加内资股全流通、5 亿元 H 股回购及 2025 年分红计划助力重返港股通，建议关注其高质、高速增长潜力。

我们预测集团 25-27 年收入分别为 583/625/676 亿元，归母净利润 3.43/4.46/5.79 亿元。可比公司 26 年平均 PE 为 32 倍，考虑到互联网电商行业利润存在波动，我们给予 15% 的折价，对应 27 倍 PE，得出目标价 23.38 港元，较现价有 50.8% 的增长空间，首次覆盖，给予买入评级。

图表 19：同类公司估值

公司名称	代码	股价 (港元)	市值 (百万港元)	EPS				PE(倍)			
				24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
东方甄选	1797.HK	23.16	24,300	1.8	0.2	0.3	0.4	12.7	107.7	69.3	53.5
京东物流	2618.HK	12.22	81,391	1.1	1.3	1.4	1.6	11.3	9.7	8.7	7.7
移卡	9923.HK	9.52	4,390	0.2	0.4	0.6	0.7	39.9	24.1	16.8	13.1
平均				1.0	0.6	0.8	0.9	21.3	47.2	31.6	24.8
汇通达网络	9878.HK	15.5	9,018	0.5	0.6	0.8	1.0	29.6	23.2	17.9	13.8

资料来源：彭博，第一上海

风险因素

- 宏观不确定性
- 政府政策、宏观经济、监管环境等外部因素变动可能带来影响。例如消费者对经济复苏信心不足、可支配收入受限，会抑制消费意愿导致消费市场疲软，进而降低零售商户付费意愿，影响公司下游客户对服务的获取需求。
- 市场竞争恶化
- 当前互联网巨头聚焦下沉市场，阿里零售通凭借 AI 选品系统和菜鸟县域物流网络快速扩张、京东新通路拼接物流优势与高客单价品类聚焦加速“下乡”，相对高品牌认知度的竞争对手，若汇通达的合作伙伴忠诚度下降，导致公司市场份额流失，可能对业绩造成不利影响。
- AI+战略进展不及预期
- 下沉市场复杂多样，若干橙云 AI 产品功能模块适配性弱，将阻碍战略推进；或者如果出现产品推广困难的情况，对公司服务板块的营收与利润产生将负面影响。

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
财务年度截至日期12月31日 人民币:百万元						财务年度截至日期12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	82,432.5	60,059.3	58,389.9	62,535.5	67,625.8	增速 (%)					
营业成本	(79,692.8)	(57,750.4)	(55,832.2)	(59,773.3)	(64,608.7)	收入	0.4%	-27.1%	-2.8%	7.1%	8.1%
毛利	2,739.7	2,308.9	2,557.7	2,762.2	3,017.1	经营利润	5.3%	-24.7%	25.8%	22.5%	26.0%
其他收入	44.9	43.2	17.5	17.5	17.5	归母净利润	56.1%	-39.8%	27.2%	29.9%	30.0%
其他经营净收益	132.4	57.4	46.5	46.5	46.5						
研发费用	(93.5)	(67.1)	(70.9)	(76.0)	(82.2)	盈利能力					
销售费用	(1,380.8)	(1,075.4)	(1,126.9)	(1,175.7)	(1,183.5)	毛利率	3.3%	3.8%	4.4%	4.4%	4.5%
行政费用及其他营业费用	(373.8)	(364.3)	(350.6)	(375.5)	(406.1)	营业利润率	1.0%	1.0%	1.3%	1.5%	1.7%
应收账款及其他应收款减值	(274.9)	(304.7)	(320.8)	(277.5)	(248.3)	归母净利润率	0.5%	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%
营业利润	794.0	597.9	752.4	921.4	1,161.0	ROE	5.7%	3.5%	4.3%	5.3%	6.5%
财务收入/(费用)净额	3.8	(78.2)	(120.4)	(100.1)	(94.7)	ROA	1.5%	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%
财务收入	263.3	164.0	168.7	181.4	209.6						
财务费用	(259.5)	(242.2)	(289.2)	(281.4)	(304.3)	运营能力					
应占联营公司损益	(0.8)	0.2	(0.2)	(1.0)	(0.3)	研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
应占共同控制实体损益	0.0	(0.7)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	销售费用率	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%
除税前溢利	797.0	519.2	631.4	820.0	1,065.6	管理费用率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税	(99.7)	(57.5)	(77.9)	(101.1)	(131.4)	实际税率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
净利润(含少数股东权益)	697.3	461.8	553.5	718.9	934.2						
净利润(不含少数股东权益)	448.3	269.7	343.2	445.7	579.2	财务状况					
少数股东损益	249.0	192.0	210.3	273.2	355.0	资产负债率	67.4%	66.3%	65.7%	65.6%	65.4%

资产负债表						现金流量表					
财务年度截至日期12月31日 人民币:百万元						财务年度截至日期12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
非流动资产合计	1,660.6	2,698.2	2,912.9	2,910.9	2,908.9	期末现金及现金等价物余额	3,748.9	2,781.3	4,323.4	6,415.9	9,153.3
固定资产-物业、厂房及设备	81.7	79.6	77.5	75.5	73.5	经营活动产生的现金流量净额	470.8	275.3	1,670.9	2,200.6	2,840.0
使用权资产	78.3	79.4	79.4	79.4	79.4	经营活动之现金	591.6	372.1	0.0	0.0	0.0
按公允价值计入损益的金融资产	898.2	959.4	959.4	959.4	959.4	营运资本变动前之现金流量	1,045.1	995.1	0.0	0.0	0.0
已抵押银行存款	20.0	780.0	780.0	780.0	780.0	除税前(亏损)/溢利	797.0	519.2	631.4	820.0	1,065.6
定期存款	430.0	470.0	470.0	470.0	470.0	折旧	73.8	67.0	10.4	10.1	9.9
递延税项资产	98.6	150.3	367.2	367.2	367.2	存货增减/(回拨)	(3.0)	38.4	77.4	(211.7)	26.8
流动资产合计	27,449.5	25,793.0	26,720.1	28,746.8	31,209.1	财务费用	259.5	242.2	289.2	281.4	304.3
按公允价值计入损益的金融资产	2,434.6	3,516.2	3,516.2	3,516.2	3,516.2	财务收入	(263.3)	(164.0)	(168.7)	(181.4)	(209.6)
存货	2,581.1	2,032.7	1,955.3	2,167.0	2,140.2	处置物业、厂房及设备之(收益)/亏损	(0.4)	2.3	0.0	0.0	0.0
应收账款及其他应收款净额	12,143.4	11,838.7	11,517.9	11,240.4	10,992.1	以公允价值计入损益的金融资产经营活动收益	(171.2)	(69.6)	0.0	0.0	0.0
已抵押银行存款	5,682.7	4,455.0	4,455.0	4,455.0	4,455.0	按公允价值计入损益之金融资产(收益)/亏损	63.2	0.1	0.0	0.0	0.0
定期存款	848.6	770.0	770.0	770.0	770.0	处置附属公司之(收益)/亏损	19.8	10.6	0.0	0.0	0.0
货币资金	3,748.9	2,781.3	4,323.4	6,415.9	9,153.3	应收账款及其他应收款变动	(458.8)	(735.7)	320.8	277.5	248.3
总资产	29,110.1	28,491.1	29,633.0	31,657.7	34,118.0	抵押现金存款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						受限制银行存款变动	3.0	(173.9)	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	19,316.8	18,631.0	19,219.4	20,525.1	22,051.2	应付票据及信用证已抵押银行存款变动	(151.0)	927.8	503.6	1,178.9	1,366.0
短期借款	368.6	1,116.5	1,116.5	1,116.5	1,116.5	贸易和其他应付款变动	600.7	(1,059.1)	84.8	126.9	160.0
应付账款及应付票据	15,516.0	14,636.8	15,140.4	16,319.3	17,685.3	增加/(减少)拨备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付及其他应付款项	908.6	515.9	600.7	727.6	887.6	增加/(减少)合约负债-经营活动	(342.6)	(57.8)	0.0	0.0	0.0
合同负债	2,426.7	2,256.3	2,256.3	2,256.3	2,256.3	增加/(减少)递延收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应交税费	44.9	58.2	58.2	58.2	58.2	支付的各项税费	(120.8)	(96.9)	(77.9)	(101.1)	(131.4)
非流动负债合计	298.3	249.6	249.6	249.6	249.6	投资活动产生的现金流量净额	942.9	(880.1)	160.4	173.2	201.7
总负债	19,615.0	18,880.6	19,469.0	20,774.8	22,300.8	购买物业、厂房及设备	(33.0)	(27.9)	(8.3)	(8.1)	(7.9)
股东权益合计(含少数股东权益)	9,495.0	9,610.5	10,164.0	10,882.9	11,817.1	已收利息-投资活动	346.2	220.4	168.7	181.4	209.6
股东权益合计(不含少数股东权益)	7,772.5	7,787.2	8,130.4	8,576.1	9,155.3	筹资活动产生的现金流量净额	(1,747.0)	(363.0)	(289.2)	(281.4)	(304.3)
股本	562.6	562.6	562.6	562.6	562.6	融资租赁租金付款之资本部分-筹资活动	(49.4)	(35.1)	0.0	0.0	0.0
减:库存股	(92.9)	(224.9)	(224.9)	(224.9)	(224.9)	支付的融资租赁的利息部分-筹资活动	(4.0)	(3.0)	0.0	0.0	0.0
储备	7,302.8	7,449.6	7,792.8	8,238.5	8,817.7	已付利息-筹资活动	(256.1)	(238.7)	(289.2)	(281.4)	(304.3)
少数股东权益	1,722.6	1,823.3	2,033.6	2,306.8	2,661.8	期初现金及现金等价物余额	4,082.2	3,748.9	2,781.3	4,323.4	6,415.9

资料来源：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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。