

汇通达网络 (9878 HK)

路演交流：深耕上下游+品类拓展，韧性复苏可期

我们于本周组织汇通达非交易路演，公司分享了近期业务进展、上下游合作、SaaS 业务和 AI 应用，并从战略发展、品类增量、利润率提升逻辑等维度展现汇通达韧性复苏趋势和供应链壁垒。路演交流重点如下：1) 公司预计 1H23 收入增速达 20%，源于下沉市场韧性及品类扩张；其中消费电子保持高速增长，交通出行及家电增长稳健，农资农机、酒水及家居建材复苏仍需时间；2) 1H23 毛利率或受品类变化及个别品类承压影响，但长期利润率提升逻辑不改；3) 服务业务续费率提升，通过产品迭代升级、垂直细分及年费降低提高渗透率。这次交流同时探讨了消电品牌表现、新能源业务空间与挑战、SaaS 客户流失痛点及 AI 模型及降本增效效果，减轻了投资人对下沉市场消费的部分担忧，稳健指引及清晰战略发展（会员店深化、扩品类）加强利润结构改善的预见性。尽管宏观挑战仍在，我们认为汇通达下沉市场卡位及上下游强粘性下防御性凸显，期待 2H23E 韧性复苏持续，且长期盈利能力改善逻辑稳健。维持买入评级，目标价 55 港元。

■ **1H23E 韧性复苏，深挖品类增量。**公司维持 2023 年全年业绩指引不变（收入 20%-25% 增长、利润 30%-35% 增长）。我们预计 1H23 收入增速与全年相近、源于：1) 下沉市场韧性；2) 品类扩张、联合促销活动及数字化拓展取得成效。其中、交易业务分品类来看：1) **消费电子**：预计 1H23E 保持高速增长，受益于苹果合作深化（授权提升、商品陈列优化）、品类拓展（如拓展联想、戴尔、科大讯飞等品牌、路由器等低渗透率产品）；2) **交通出行、家电**：预计收入稳健增长，其中交通出行业务拓展锂电池回收及二手车合作业务，新能源车合作品牌扩展至哪吒、比亚迪、开瑞等；3) **农资农机**：预计收入短期疲软，归因于上游原材料价格波动下公司对业务的主动调整；4) **酒水**：因行业库存较高短期承压，但积极打造独家品牌切入平价市场；5) **家居建材**：受地产周期影响，恢复尚需时间，积极拓展新品类（如：五金、管材、电缆）。服务业务中、通过产品迭代和升级以及客户分类分级以加强市场需求适配、付费会员店 1H23E 增长稳健（考虑宏观环境因素，节奏不再激进），且存量客户续费率持续提升。

■ **短期收入结构变化摊薄毛利率，长期利润率扩张逻辑不改。**因品类结构变化（如低毛利率的消电占比上升）、酒水及农资农机利润波动等因素，1H23E 毛利率或存在短期摊薄。但我们认为其“低毛利、快周转、少库存”的长期利润率改善逻辑稳健：1) 增强上游粘性、提高直采比例；2) 需求导向定制化生产(C2B2F)；3) 自有品牌拓展。

■ **AI 应用加速落地，降本增效可期。**公司在 AI 应用层面从三个维度推进：1) ToB 智能交互调度、包括员工管理、智慧采购、仓储物流配送等；2) 巡店产品研发（和海康商汤合作）；3) 数字人应用（如小店店播助手）。此外，公司在大模型层面与头部平台进行资源对接和协同，同时也将发挥原有自主研发的数字化体系及 SaaS 产品基础，助力小店增效。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	65,763	80,355	94,930	110,310	125,816
同比增长(%)	32.5	22.2	18.1	16.2	14.1
调整后净利润(百万人民币)	328	379	456	576	704
调整后每股收益(人民币)	0.6	0.7	0.9	1.1	1.4
同比增长(%)	66.4	15.7	20.3	26.2	22.3
一致预期每股收益(人民币)	NA	NA	1.1	1.6	NA
市盈率(倍)	41	35	29	23	19
市销率(倍)	0.23	0.19	0.16	0.14	0.12
杠杆率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	HK\$55.0
(此前目标价)	HK\$55.0)
潜在升幅	+77.4%
当前股价	HK\$31.0

中国传媒与文娱行业

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849
easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	17,580
3 月平均流通量(百万美元)	12.06
52 周内股价高/低(美元)	64.7/29.9
总股本(百万)	180

资料来源：彭博

股东结构

Wang Jianguo	21.9%
Alibaba China	13.8%
Xu Xiuxian	10.2%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1- 月	4.8%	4.5%
3- 月	-5.7%	0.0%
6- 月	-20.8%	-17.5%

资料来源：彭博

12 个月内股价表现



资料来源：彭博

审计师：KPMG

财务分析

利润表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	65,763	80,355	94,930	110,310	125,816
交易业务	65,226	79,438	93,894	109,146	124,494
服务业务	438	795	902	1,018	1,168
其他	100	122	134	147	154
营业成本	(63,895)	(77,858)	(91,693)	(106,415)	(121,342)
毛利润	1,868	2,497	3,238	3,895	4,474
销售费用	(864)	(1,328)	(1,460)	(1,715)	(1,902)
行政费用	(479)	(610)	(671)	(794)	(932)
研发费用	(79)	(113)	(193)	(265)	(325)
其他收益	137	172	-	-	-
其他收入	56	45	-	-	-
经营利润	639	663	914	1,120	1,314
其他收入	(713)	(60)	(69)	(69)	(29)
税前利润	(74)	603	845	1,051	1,285
所得税	(101)	(93)	(144)	(179)	(218)
净利润	(350)	287	456	576	704
经调整净利润	328	379	456	576	704

现金流量表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	1,168	287	456	576	704
摊销	37	52	60	69	79
运营资本变动	901	794	448	599	408
其他	(1,291)	(446)	626	544	610
经营活动现金流	815	686	1,591	1,789	1,800
资本开支	(26)	(45)	(60)	(60)	(60)
投资购买	(23,314)	-	-	-	-
其他	21,804	(925)	-	-	-
投资活动现金流	(1,536)	(970)	(60)	(60)	(60)
股票发行	-	-	-	-	-
债券变动	(97)	560	-	-	-
可转债发行	-	10,225	-	-	-
其他	(532)	(8,937)	-	-	-
融资活动现金流	(629)	1,848	-	-	-
现金增加净额	(1,349)	1,564	1,531	1,729	1,740
年初现金及现金等价物	4,316	2,967	4,531	6,062	7,791
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,967	4,531	6,062	7,791	9,531

资产负债表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	2,245	1,991	1,398	1,389	1,370
固定资产	43	77	73	78	70
使用权资产	111	104	74	61	49
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2,091	1,811	1,250	1,250	1,250
流动资产	23,353	26,784	31,531	35,696	39,985
现金	2,967	4,038	6,062	7,791	9,531
短期投资	8,417	8,661	10,300	11,954	13,630
应收账款	2	2	2	2	2
库存	2,653	3,127	3,641	4,231	4,653
其他	9,314	10,955	11,526	11,718	12,168
流动负债	27,231	19,342	22,417	25,449	28,402
应付账款	14,419	14,939	17,585	20,117	22,606
其他应付款	661	839	962	1,107	1,254
短期贷款	-	-	-	-	-
其他	12,151	3,564	3,870	4,225	4,541
非流动负债	84	73	80	83	87
长期贷款	67	56	56	56	56
递延负债	17	17	23	27	31
少数股东权益	1,358	1,405	1,405	1,405	1,405
净资产总额	(1,717)	9,360	10,274	11,394	12,709
股东权益	(1,717)	9,360	10,432	11,552	12,866

主要比率

截至 12.31	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入结构 (%)					
交易业务	99.2	98.9	98.9	98.9	98.9
服务业务	0.7	1.0	1.0	0.9	0.9
其他	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增速 (%)					
收入	32.5	22.2	18.1	16.2	14.1
毛利	38.9	33.7	29.7	20.3	14.9
经营利润	57.0	3.8	37.8	22.6	17.3
调整后净利润	66.4	15.7	20.3	26.2	22.3
利润表比率 (%)					
经营利润率	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0
税前利润率	(0.1)	0.8	0.9	1.0	1.0
调整后净利润率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
有效税率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
回报率 (%)					
ROE	(17.4)	9.9	4.6	5.2	5.8
ROA	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8
每股					
每股净利	0.64	0.75	0.90	1.13	1.38
每股分红	na	na	na	na	na
每股净值	(3.38)	17.63	19.65	21.76	24.23

资料来源：公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。