

证券研究报告

公司研究

点评报告

华凯易佰 (300592.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺织服装行业首席分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

相关研究

《功能遮阳前景广阔,龙头玉马未来可期》2022.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 业绩表现亮眼, 智能技术助力效率提升

2023年4月20日

**事件:** 公司2022年实现收入44.17亿元、同增112.88%,实现归母净利润2.16亿元、同增347.39%,扣非净利1.99亿元、同增299.76%,EPS为0.76元。2022Q4公司实现收入13.58亿元、同增34.99%,归母净利润7251.50万元、同增202.57%,扣非净利6449.59万元、同增179.44%。公司2023Q1公司实现收入13.79亿元、同增47.44%,实现归母净利润7610.85元、同增119.21%,扣非净利7217.41万元、同增119.12%。跨境电商行业需求回暖,亚马逊放宽库容限制,海运费显著回落,公司收入、业绩持续表现亮眼。

**点评:**

- **跨境电商业务表现亮眼,新业务逐步培育成熟。**2022年公司跨境电商出口、跨境电商综合服务业务实现收入41.09亿元、2.72亿元,同增110.41%、100%,主要由于21年7月公司收购易佰电商并表。同口径来看2022年易佰电商实现收入43.84亿元、同增约46%,净利润2.76亿元、同增约150%,2022Q2后清库存结束、海外高性价比需求增长,跨境电商泛品业务恢复快速增长,精品、亿迈电商服务业务逐步培育成熟,进入快速扩张阶段,整体收入表现亮眼。
- **毛利率增长、费用率下降,经营质量改善。**1)2022年公司毛利率同增0.69PCT至37.93%,主要由于公司去库存力度减弱、海运费下降等。23Q1公司毛利率为37.99%、同增3.00PCT,盈利能力进一步提升。2)2022年公司销售、管理、研发、财务费用率同增-3.29PCT、-1.73PCT、-0.22PCT、-1.49CT至24.64%、5.49%、1.17%、-0.06%,公司收入恢复增长、规模效应显现,费用率有所下降。3)2022年公司经营活动现金流净额为2.85亿元,同降11.56%,主要由于公司购买商品、接受劳务支付的现金增加。
- **公司泛品业务巩固领先优势,精品、综合服务业务不断成长。**公司泛品业务坚持数据化运营、系统化操作,产品全产业链注重智能化。公司打造低价、高效、数据化运营优势,成立运营改善部、数据管理部,自主研发易佰云信息系统,打造数据闭环强化泛品竞争优势。公司精品业务初步形成清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线,多款产品进入细分TOP行列,产品研发、运营能力不断提升。亿迈综合服务业务为卖家提供全方位跨境业务解决方案,解决供应链降本增效、运营、仓配、预约入仓等痛点,打造业绩增长点。
- **注重研发投入,不断强化智能运营水平。**公司研发、系统投入力度大,智能化运营能力强,打造基础业务系统模块、智能应用系统模块,提高全产业链运营效率,并基于多年来数据沉淀,总结逻辑及数学模型,在智能调价、刊登、推广、备货等环节效率业内领先。截止2022年末易佰电商从事设计开发和数据算法的团队共215人、占总人数的9.86%,自研系统部分业务涉及人工智能技术,可以智能化生成商品文案,进一步大规模提升运营效率,降低人力等成本。

- **盈利预测与投资建议：**23Q1 公司业绩快速增长，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测为 3.33/3.84 亿元（原值为 2.71/3.36 亿元），预测 2025 年归母净利润 4.38 亿元，目前股价对应 23 年 24.17 倍 PE。海外高通胀环境下高性价比消费将有望持续受益，公司发挥龙头优势不断扩张市场份额，维持“买入”评级。
- **风险因素：**新冠疫情扩散风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,075	4,417	5,913	7,365	9,145
增长率 YoY %	1435.1%	112.9%	33.9%	24.6%	24.2%
归属母公司净利润 (百万元)	-87	216	333	384	438
增长率 YoY%	-39.9%	347.4%	53.8%	15.6%	13.9%
毛利率%	37.2%	37.9%	38.1%	38.0%	37.6%
净资产收益率ROE%	-4.2%	9.8%	13.1%	13.2%	13.0%
EPS(摊薄)(元)	-0.30	0.75	1.15	1.33	1.51
市盈率 P/E(倍)	—	37.18	24.17	20.91	18.36
市净率 P/B(倍)	3.85	3.65	3.17	2.75	2.39

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>1,701</b>	<b>1,923</b>	<b>2,581</b>	<b>3,136</b>	<b>3,793</b>	
货币资金	485	848	556	1,083	806	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	267	303	420	480	587	
预付账款	30	35	86	107	134	
存货	583	598	1,093	1,018	1,620	
其他	336	140	426	448	646	
<b>非流动资产</b>	<b>1,268</b>	<b>1,205</b>	<b>1,168</b>	<b>1,151</b>	<b>1,203</b>	
长期股权投资	17	17	7	13	21	
固定资产(合计)	273	265	280	304	343	
无形资产	119	106	91	73	53	
其他	859	817	791	762	787	
<b>资产总计</b>	<b>2,969</b>	<b>3,128</b>	<b>3,749</b>	<b>4,288</b>	<b>4,997</b>	
<b>流动负债</b>	<b>589</b>	<b>623</b>	<b>870</b>	<b>976</b>	<b>1,193</b>	
短期借款	1	62	62	62	62	
应付票据	0	8	0	0	0	
应付账款	455	345	468	496	614	
其他	133	208	339	418	517	
<b>非流动负债</b>	<b>192</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	
长期借款	5	0	0	0	0	
其他	187	168	168	168	168	
<b>负债合计</b>	<b>781</b>	<b>790</b>	<b>1,037</b>	<b>1,144</b>	<b>1,361</b>	
少数股东权益	101	135	176	223	278	
归属母公司股东权益	2,087	2,203	2,536	2,920	3,358	
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,969</b>	<b>3,128</b>	<b>3,749</b>	<b>4,288</b>	<b>4,997</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,075	4,417	5,913	7,365	9,145	
同比(%)	1435.1%	112.9%	33.9%	24.6%	24.2%	
归属母公司净利润	-87	216	333	384	438	
同比(%)	-39.9%	347.4%	53.8%	15.6%	13.9%	
毛利率(%)	37.2%	37.9%	38.1%	38.0%	37.6%	
ROE(%)	-4.2%	9.8%	13.1%	13.2%	13.0%	
EPS(摊薄)(元)	-0.30	0.75	1.15	1.33	1.51	
P/E	—	37.18	24.17	20.91	18.36	
P/B	3.85	3.65	3.17	2.75	2.39	
EV/EBITDA	1,035.34	10.76	15.58	12.37	11.45	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>2,075</b>	<b>4,417</b>	<b>5,913</b>	<b>7,365</b>	<b>9,145</b>	
营业成本	1,302	2,742	3,658	4,566	5,707	
营业税金及附加	3	4	6	7	9	
销售费用	580	1,088	1,449	1,823	2,286	
管理费用	150	243	325	405	503	
研发费用	29	52	73	91	113	
财务费用	30	-3	-15	-9	-19	
减值损失合计	-10	-10	-10	-14	-17	
投资净收益	3	-3	3	4	5	
其他	-33	7	30	37	46	
<b>营业利润</b>	<b>-58</b>	<b>286</b>	<b>439</b>	<b>508</b>	<b>578</b>	
营业外收支	0	2	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>-59</b>	<b>288</b>	<b>440</b>	<b>508</b>	<b>579</b>	
所得税	23	44	66	76	87	
<b>净利润</b>	<b>-82</b>	<b>244</b>	<b>374</b>	<b>432</b>	<b>492</b>	
少数股东损益	5	28	41	48	54	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-87</b>	<b>216</b>	<b>333</b>	<b>384</b>	<b>438</b>	
EBITDA	5	340	488	572	642	
EPS(当年)	-0.43	0.76	1.15	1.33	1.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>323</b>	<b>285</b>	<b>-263</b>	<b>585</b>	<b>-140</b>	
净利润	-82	244	374	432	492	
折旧摊销	31	57	57	63	71	
财务费用	29	-2	2	2	2	
投资损失	-3	3	-3	-4	-5	
营运资金变动	272	-30	-702	78	-717	
其它	75	15	10	14	17	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-257</b>	<b>144</b>	<b>-27</b>	<b>-56</b>	<b>-135</b>	
资本支出	-40	-8	-30	-40	-110	
长期投资	-221	149	0	-20	-25	
其他	4	2	3	4	0	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>287</b>	<b>-82</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	
吸收投资	476	0	0	0	0	
借款	20	61	0	0	0	
支付利息或股息	-4	-2	-2	-2	-2	
<b>现金净增加额</b>	<b>338</b>	<b>360</b>	<b>-292</b>	<b>527</b>	<b>-277</b>	

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。