

布局海外仓开拓拉美市场，3Q23 业绩表现依旧亮眼

➤ **事件：**23Q1-3 实现营收 47.50 亿元/yoY+55.29%，归母净利润 2.99 亿元/yoY+109.02%，扣非归母净利润 2.82 亿元/yoY+111.43%，经营活动现金流 3.55 亿元/yoY+268.82%。其中 3Q23 实现营收 17.58 亿元/yoY+61.04%，归母净利润 0.91 亿元/yoY+52.47%，扣非归母净利润 0.90 亿元/yoY+60.89%。

➤ **前三季度子公司易佰网络业绩达到此前预告上限。**公司 23Q1-3 实现营业收入 47.23 亿元，利润总额 4.09 亿元，净利润 3.51 亿元，达到此前预告上限。公司 23Q3 实现营业收入 17.42 亿元/yoY+61.60%，利润总额 1.26 亿元，净利润 1.08 亿元/yoY+45.75%。

➤ **管理费用率因为一次性超额业绩奖励和股份支付费用大幅提升，改善确定性较强。**盈利能力方面，23Q1-3 实现毛利率 37.81%/同比-0.85pct，净利率 6.30%/同比+1.51pct，3Q23 实现毛利率 37.11%/同比-0.49pct，环比-1.31pct，净利率 5.19%/同比-0.31pct，环比-2.98pct。费用率方面，23Q1-3 销售/管理/研发费用率分别为 22.96%/6.87%/0.99%，分别同比变化-3.13/+0.33/-0.23pct，3Q23 销售/管理/研发费用率分别为 23.07%/6.50%/0.97%，分别同比变化-2.63/+2.44/-0.30pct，管理费用率提升幅度较大，主要为易佰网络计提超额业绩奖励 4676 万元以及股份支付费用 2990 万元所致。

➤ **超额完成业绩承诺，计提超额业绩奖励约 0.47 亿元。**2019-2024 年子公司易佰网络业绩承诺分别为 1.40/1.70/2.04/2.70/3.30/3.60 亿元。2019-2022 年公司超额完成业绩承诺，完成率分别为 124.31%/213.86%/105.75%/109.11%，其中 22 年由于员工持股计划，业务团队放弃现金奖励。自 2023 年 6 月起，公司将易佰网络 100% 股权纳入合并报表范围。对于 2023 年的超额业绩奖励，奖励规则为 (2023 年实现净利润数 - 2023 年承诺净利润数) * 50%，23Q1-3 子公司易佰网络已完成全年业绩目标，计提超额业绩奖励 0.47 亿元。

➤ **墨西哥仓储规模扩大，助力拉美蓝海市场开拓。**年初公司计划加大拉美市场与海外仓的布局力度，亿迈生态平台也将拉美海外仓、美客多孵化等作为核心业务项目。截至 7 月中旬，墨西哥仓规模近 100 人，仓储面积近 1 万平，日处理量达到了 3 万+，为布局拉美市场提供了仓储物流支撑。新仓面积是原仓的 2 倍，更大的存储空间与更强的本土配送能力将助力亿迈商户开拓拉美蓝海市场。

➤ **投资建议：**公司打造“泛品+精品+亿迈”三大业务驱动模式，在汇率向好和国际运费下降等成本端因素持续优化的背景下，公司通过易佰云信息化系统的精细化运作，有效实现降本增效，经营业绩持续向好。我们预计 23-25 年公司实现归母净利润 3.80/6.26/8.69 亿元，分别同比 75.7%/64.9%/38.7%，对应 PE 为 17/10/7X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；海外经济大幅衰退；供应链中断；贸易政策变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,417	6,453	8,527	10,802
增长率（%）	112.9	46.1	32.1	26.7
归属母公司股东净利润（百万元）	216	380	626	869
增长率（%）	347.4	75.7	64.9	38.7
每股收益（元）	0.75	1.31	2.17	3.00
PE	30	17	10	7
PB	2.9	2.8	2.2	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.24 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanjing@mszq.com

相关研究

1. 华凯易佰 (300592.SZ) 2023 年中报点评：
开启“一体两翼”新战略，推动业绩高增-20
23/08/22

2. 华凯易佰 (300592.SZ) 2022 年年报及 20
23 年一季报点评：积极拥抱智能化，盈利能力
持续提升-2023/04/21

3. 华凯易佰 (300592.SZ) 深度报告：依托供
应链+智能化优势，打造出海泛品电商龙头-2
023/04/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,417	6,453	8,527	10,802
营业成本	2,742	4,035	5,198	6,426
营业税金及附加	4	6	9	11
销售费用	1,088	1,533	2,031	2,591
管理费用	243	347	432	594
研发费用	52	77	102	134
EBIT	283	471	778	1,073
财务费用	-3	5	9	8
资产减值损失	-10	-8	-9	-11
投资收益	-3	6	9	11
营业利润	286	471	776	1,076
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	288	471	776	1,076
所得税	44	71	116	161
净利润	244	400	659	914
归属于母公司净利润	216	380	626	869
EBITDA	340	537	857	1,140

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	848	1,164	1,831	2,646
应收账款及票据	303	514	680	861
预付款项	35	149	192	238
存货	598	766	846	959
其他流动资产	140	385	505	637
流动资产合计	1,923	2,980	4,055	5,341
长期股权投资	17	22	30	40
固定资产	265	264	270	274
无形资产	106	105	102	99
非流动资产合计	1,205	1,226	1,230	1,262
资产合计	3,128	4,205	5,284	6,603
短期借款	62	92	122	122
应付账款及票据	352	888	1,144	1,414
其他流动负债	208	350	439	551
流动负债合计	623	1,330	1,706	2,087
长期借款	0	200	250	250
其他长期负债	168	207	201	223
非流动负债合计	168	407	451	474
负债合计	790	1,737	2,157	2,561
股本	289	289	289	289
少数股东权益	135	155	188	233
股东权益合计	2,338	2,468	3,127	4,042
负债和股东权益合计	3,128	4,205	5,284	6,603

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	112.88	46.10	32.13	26.68
EBIT 增长率	1169.23	66.30	65.10	38.02
净利润增长率	347.39	75.73	64.85	38.69
盈利能力 (%)				
毛利率	37.92	37.48	39.04	40.51
净利润率	4.90	5.89	7.35	8.04
总资产收益率 ROA	6.91	9.04	11.85	13.16
净资产收益率 ROE	9.81	16.43	21.31	22.81
偿债能力				
流动比率	3.09	2.24	2.38	2.56
速动比率	1.88	1.40	1.61	1.83
现金比率	1.36	0.88	1.07	1.27
资产负债率 (%)	25.26	41.31	40.82	38.79
经营效率				
应收账款周转天数	25.00	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	79.63	70.00	60.00	55.00
总资产周转率	1.45	1.76	1.80	1.82
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	1.31	2.17	3.00
每股净资产	7.62	8.00	10.17	13.17
每股经营现金流	0.99	1.28	2.37	3.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	30	17	10	7
PB	2.9	2.8	2.2	1.7
EV/EBITDA	17.86	11.31	7.08	5.33
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)				
净利润	244	400	659	914
折旧和摊销	57	65	79	66
营运资金变动	-30	-78	-81	-126
经营活动现金流	285	371	687	888
资本开支	-8	-24	-35	-40
投资	149	0	0	0
投资活动现金流	144	-23	-35	-40
股权募资	0	0	0	0
债务募资	54	270	68	0
筹资活动现金流	-82	-31	15	-33
现金净流量	360	317	667	815

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026