

拟收购通拓科技，强化公司规模优势

➤ **事件：**12月5日，公司与华鼎股份签署《合作框架协议》，拟以现金方式收购华鼎股份100%持股权子公司通拓科技的全部股权以及全部经营性资产。

➤ **通拓科技以B2C跨境出口电商商品销售业务为主，拥有独立站TOMTOP和自营海外仓。**通拓科技主要业务是B2C跨境出口电商，与上万家中国优质供应商建立深度协同合作的生态体系，具备19年的行业经验。以TOMTOP垂直站和Amazon、Walmart、AliExpress、Mercado Libre、Shopee、Lazada等全球知名电商平台为载体，目前覆盖200多个国家和地区。公司在深圳、东莞等地拥有国内仓库，在美国、法国、英国、德国等地拥有海外仓库。

➤ **21、22年受到亚马逊封号事件影响较大，23H1已扭亏为盈。**2018年，华鼎股份以29亿元收购通拓科技后开启双主业模式，19-23H1公司跨境电商业务板块实现营业收入52.19/74.59/55.03/34.25/16.76亿元，20-23H1分别同比变化+42.90%/-26.22%/-37.77%/-0.18%，20-22年分别实现毛利率41.33%/27.87%/24.57%/24.74%。截至23H1，拓科技净资产8.99亿元，19-23H1净利润分别为3.01亿元/1.56亿元/-6.15亿元/-3.16亿元/351万元，23年上半年扭亏为盈，同比增长101.80%。21年受亚马逊事件及平台代扣代缴VAT政策等多重因素影响，营收、净利润下降。22年持续受全球经济下行需求萎缩及亚马逊事件、平台代扣代缴VAT政策影响，同时叠加Paypal事件，营收减少，持续亏损。公司实际控制人变更后解决了原控股股东资金占用、完成了子公司业绩补偿以及股份回购注销等历史遗留问题，实现净利润扭亏为盈，扣非净利润亏损同比大幅减少。

➤ **中国跨境电商“黑五”表现突出，公司的并购整合提高市占率有望强化规模优势。**根据Adobe Analytics的数据：美国“黑五”（11月24日）的网购支出达98亿美元，预计同比增长7.5%，其中智能手表、电视等电子产品在线销售额增长了152%。预计“网络星期一”（Cyber Monday，11月27日）销售额达120亿美元，同比增长6.1%。根据Shopify数据，全球“黑五”销售增长22%，服装、个人护理和珠宝增幅最大。对于中国跨境电商，10月27日至11月2日，TikTok Shop开启“黑五抢先购”活动，美国市场GMV销售额同比增长155%，订单量同比增长145%，11月14日至11月20日，黑五大促期间，TikTok Shop全托管在美国市场的订单量环比增长205%，动销商品数量增长177%，以家居、快消品、女装等品类最为畅销。

➤ **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%/64.8%/38.7%，对应PE为20/12/9X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；事件进展不及预期；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	64.8	38.7
每股收益（元）	0.75	1.31	2.17	3.00
PE	36	20	12	9
PB	3.5	3.4	2.7	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年12月6日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

26.83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年三季报点评：布局海外仓开拓拉美市场，3Q23业绩表现依旧亮眼-2023/10/24

2. 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-2023/08/22

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

4. 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-2023/04/07

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	1,125	1,791	2,606
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	2,940	4,014	5,300
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	4,165	5,244	6,563
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	2,428	3,087	4,002
负债和股东权益合计	3,128	4,165	5,244	6,563

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	64.81	38.70
盈利能力 (%)				
毛利率	37.92	37.48	39.04	40.51
净利润率	4.90	5.89	7.34	8.04
总资产收益率 ROA	6.91	9.12	11.94	13.24
净资产收益率 ROE	9.81	16.71	21.60	23.05
偿债能力				
流动比率	3.09	2.21	2.35	2.54
速动比率	1.88	1.37	1.59	1.81
现金比率	1.36	0.85	1.05	1.25
资产负债率 (%)	25.26	41.71	41.13	39.02
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	1.77	1.81	1.83
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	1.31	2.17	3.00
每股净资产	7.62	7.86	10.03	13.03
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	36	20	12	9
PB	3.5	3.4	2.7	2.1
EV/EBITDA	21.76	13.79	8.63	6.49
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	686	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	-71	15	-33
现金净流量	360	277	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