

华凯易佰 (300592)

拟推股权激励，彰显发展信心

事件：

华凯易佰发布 2024 年限制性股票激励计划（草案）：1) 拟以 9.82 元/股向董事、高管、中层管理人员、核心技术及业务人员合计 114 人授予 1,672.2 万股，占总股本的 5.78%。2) 预计摊销费用 1.53 亿元，其中 2024-2027 年分别摊销 7,942.95/5,083.49/1,969.85/254.17 万元。3) 激励股票分三期解禁，授予登记日后 12-24 个月解禁 35%；24-36 个月后解禁另外的 35%；36-48 个月后解禁剩余的 30%。4) 每个解禁期对应的考核年度分别为 2024 年-2026 年 3 个会计年度，如果营收或净利润任何一项增速达成考核目标即可解禁。5) 营收增长考核目标：以 2023 年营收为基数，2024-26 年增速分别不低于 30%/56%/71.6%，我们计算 3 年 CAGR 不低于 19.7%；净利润增长考核目标：以 2023 年净利润为基数，2024-26 年增速分别不低于 30%/43%/57.3%，我们计算 3 年 CAGR 不低于 16.3%。

➤ 股权激励进一步激动力，利好新渠道和新市场的布局

1) 股权激励有望充分调动员工积极性，确保业绩稳步增长；2) 公司通过股权激励以及此前的经验，有望加速通过推进 MercadoLibre、Allegro、Ozon 等新兴平台布局来拓展拉美、东欧等新兴市场。预计公司将充分受益于新渠道和新市场的增长红利，其中拉美至 2026 年将成为全球电商增长最快的地区，AMI 预测拉美地区电商在 2025 年仍能保持 25% 以上的增速。

➤ 拟收购通拓科技，有望与公司形成协同效应

23 年 12 月 5 日，公司公告拟以现金方式收购通拓科技。2 家公司具有较强的互补性：1) 品类互补：通拓主营产品中的电动工具、户外用品和办公用品等品类可以对华凯的主营品类有良好补充；2) 价格带互补：通拓客单价和华凯客单价存在差异，可以实现互补；3) 模式互补：通拓以精品和精铺模式为主，华凯以泛品为主；4) 渠道互补：通拓在沃尔玛、美客多、速迈通以及独立站方面的优势可以扩大华凯的销售渠道。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-25 年营收分别为 65.72/83.11/103.05 亿元，对应增速分别为 48.79%/26.46%/23.99%；归母净利润分别为 3.43/4.59/5.93 亿元，对应增速分别为 58.56%/33.83%/29.31%，EPS 分别为 1.19/1.59/2.05 元/股，3 年 CAGR 为 40%。我们参考可比公司，给予公司 2024 年 19 倍 PE，目标价 30.15 元，维持“买入”评级。

风险提示：海外经济波动；人民币汇率波动；红海危机持续发酵。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2075	4417	6572	8311	10305
增长率 (%)	1,435.08%	112.88%	48.79%	26.46%	23.99%
EBITDA (百万元)	2	342	477	612	765
归母净利润 (百万元)	-87	216	343	459	593
增长率 (%)	-39.88%	347.39%	58.56%	33.83%	29.31%
EPS (元/股)	-0.30	0.75	1.19	1.59	2.05
市盈率 (P/E)	-62.7	25.3	16.0	11.9	9.2
市净率 (P/B)	2.6	2.5	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	2135.6	12.2	11.1	8.4	6.5

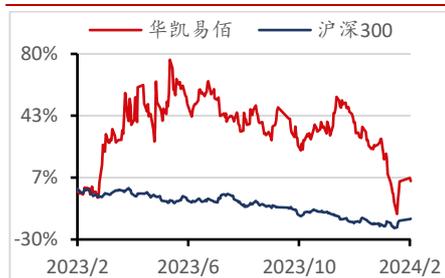
数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 02 月 20 日收盘价

行业： 商贸零售/互联网电商
 投资评级： 买入（维持）
 当前价格： 18.94 元
 目标价格： 30.15 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	289.18/157.61
流通 A 股市值(百万元)	2,985.15
每股净资产(元)	7.20
资产负债率(%)	35.60
一年内最高/最低(元)	33.54/14.67

股价相对走势



作者

分析师：邓文慧
 执业证书编号：S0590522060001
 邮箱：dengwh@glsc.com.cn

联系人：郭家玮
 邮箱：guojw@glsc.com.cn

相关报告

1、《华凯易佰 (300592)：拟收购通拓 100% 股权，进一步完善主业》2023.12.05
 2、《华凯易佰 (300592)：业绩位于此前预告中枢，Q4 行业有望维持高景气》2023.10.24

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	485	848	934	1248	1664	营业收入	2075	4417	6572	8311	10305
应收账款+票据	402	415	617	780	968	营业成本	1302	2742	4141	5310	6640
预付账款	30	35	52	66	81	营业税金及附加	3	4	26	33	41
存货	583	598	903	1158	1449	营业费用	580	1088	1481	1863	2287
其他	201	28	39	48	58	管理费用	179	294	513	555	621
流动资产合计	1701	1923	2546	3300	4220	财务费用	30	-3	0	-3	-5
长期股权投资	17	17	17	17	17	资产减值损失	-10	-10	-15	-19	-23
固定资产	359	325	274	223	172	公允价值变动收益	2	0	0	0	0
在建工程	3	0	0	0	0	投资净收益	3	-3	2	2	2
无形资产	119	106	88	71	53	其他	-35	8	4	2	-1
其他非流动资产	770	758	754	750	750	营业利润	-58	286	403	540	699
非流动资产合计	1268	1205	1132	1060	991	营业外净收益	0	2	2	2	2
资产总计	2969	3128	3678	4360	5211	利润总额	-59	288	405	542	701
短期借款	1	62	0	0	0	所得税	23	44	62	83	107
应付账款+票据	455	352	532	682	853	净利润	-82	244	343	459	593
其他	133	208	313	400	500	少数股东损益	5	28	0	0	0
流动负债合计	589	623	845	1082	1353	归属于母公司净利润	-87	216	343	459	593
长期带息负债	75	42	26	12	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	117	126	126	126	126	成长能力					
非流动负债合计	192	168	152	138	126	营业收入	1,435.08%	112.88%	48.79%	26.46%	23.99%
负债合计	781	790	997	1220	1478	EBIT	51.93%	1,084.97%	41.98%	33.15%	29.11%
少数股东权益	101	135	135	135	135	EBITDA	104.38%	14,160.11%	39.71%	28.11%	25.00%
股本	289	289	289	289	289	归属于母公司净利润	-39.88%	347.39%	58.56%	33.83%	29.31%
资本公积	1745	1691	1691	1691	1691	获利能力					
留存收益	53	223	565	1024	1618	毛利率	37.24%	37.92%	36.99%	36.12%	35.56%
股东权益合计	2188	2338	2681	3140	3733	净利率	-3.95%	5.52%	5.22%	5.52%	5.76%
负债和股东权益总计	2969	3128	3678	4360	5211	ROE	-4.19%	9.81%	13.47%	15.27%	16.49%
						ROIC	-10.30%	13.35%	17.07%	19.01%	21.79%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	26.29%	25.26%	27.11%	27.99%	28.37%
净利润	-82	244	343	459	593	流动比率	2.9	3.1	3.0	3.0	3.1
折旧摊销	31	57	73	73	69	速动比率	1.8	2.1	1.9	1.9	2.0
财务费用	30	-3	0	-3	-5	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-565	-15	-305	-255	-290	应收账款周转率	5.2	10.6	10.6	10.6	10.6
营运资金变动	272	-40	-251	-204	-233	存货周转率	2.2	4.6	4.6	4.6	4.6
其它	636	43	305	254	290	总资产周转率	0.7	1.4	1.8	1.9	2.0
经营活动现金流	323	285	164	324	423	每股指标(元)					
资本支出	63	0	0	0	0	每股收益	-0.3	0.7	1.2	1.6	2.1
长期投资	-222	149	0	0	0	每股经营现金流	1.1	1.0	0.6	1.1	1.5
其他	-99	-5	0	0	0	每股净资产	7.2	7.6	8.8	10.4	12.4
投资活动现金流	-257	144	0	0	0	估值比率					
债权融资	-57	28	-78	-14	-12	市盈率	-62.7	25.3	16.0	11.9	9.2
股权融资	167	0	0	0	0	市净率	2.6	2.5	2.2	1.8	1.5
其他	178	-110	0	3	5	EV/EBITDA	2135.6	12.2	11.1	8.4	6.5
筹资活动现金流	287	-82	-78	-11	-8	EV/EBIT	-176.8	14.6	13.1	9.6	7.1
现金净增加额	338	360	87	314	416						

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年02月20日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼