

## 华凯易佰 (300592.SZ)

## 一季度销售良好，毛利率同比下降影响利润增速

2024年04月25日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

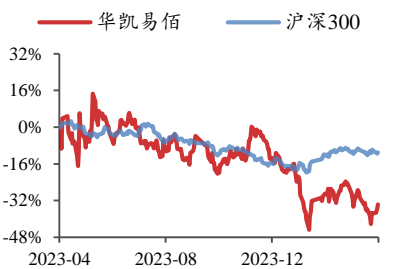
luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790524040008

日期	2024/4/24
当前股价(元)	18.49
一年最高最低(元)	33.54/14.67
总市值(亿元)	53.47
流通市值(亿元)	26.68
总股本(亿股)	2.89
流通股本(亿股)	1.44
近3个月换手率(%)	215.15

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2023年业绩增长良好，三驾马车持续驱动增长——公司信息更新报告》  
-2024.4.19

《公布限制性股票激励计划，赋能公司成长——公司信息更新报告》  
-2024.2.22

《预计跨境电商主业表现良好，多业务协同驱动增长——公司信息更新报告》  
-2024.1.21

### ● 事件：公司2024年一季度营收同比+23.0%，归母净利润同比+7.7%

公司发布一季报：2024Q1实现营收16.97亿元（同比+23.0%）、归母净利润0.82亿元（同比+7.7%）。我们认为，公司作为跨境电商泛品类头部卖家，通过自研信息化系统深筑运营能力壁垒，未来在巩固泛品类竞争优势基础上，发力“精品+亿迈生态平台”，基于三驾马车延续亮眼增长。我们维持先前盈利预测不变，预计2024-2026年归母净利润为4.46/5.52/6.79亿元，对应EPS为1.54/1.91/2.35元，当前股价对应PE为12.0/9.7/7.9倍，维持“买入”评级。

### ● 跨境电商销售增长良好，毛利率同比下降拉低利润表现

公司2024Q1实现营收增速23.0%，跨境电商主业销售增长良好，但归母净利润增速7.7%明显低于营收增速。从盈利能力看，2024Q1公司综合毛利率为36.5%（同比-1.5pct），我们认为下降原因可能在于业务结构变化，即毛利率相对低的跨境电商综服业务增速快、占比提高（参考公司2023年年报数据，该业务毛利率仅为15.2%，显著低于跨境出口电商业务的40.2%）。费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为23.9%/6.1%/-0.1%，分别同比-1.2pct/+1.2pct/-0.2pct。

### ● 跨境电商业务未来可期，“泛品+精品+亿迈生态平台”三驾马车驱动增长

- 三驾马车**：公司将推进“泛品+精品+亿迈生态平台”三驾马车驱动战略。
- 新渠道布局**：公司计划多元化、多模式、全场景延展，持续创新跨界模式和合作渠道，布局TikTok、Temu、SHEIN等新兴平台，拓展流量入口助增长。
- 新市场开发**：公司将在深耕欧美发达国家市场基础上，重点布局以墨西哥为代表的拉美市场，该市场渗透空间广阔、消费群体基数大且年龄结构相对年轻。
- 科技创新**：公司还计划借力数字化运营优势，进一步降本增效，包括延续精细化运营策略，加大对信息系统的投入，依靠数字化手段解决业务需求，实现降本增效；持续提升AIGC技术的智能化水平，重点关注智能刊登、智能文案库的全面应用，研发AI客服的智能回复功能等。

### ● 风险提示：宏观经济波动、市场竞争加剧、平台政策变化、新业务不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,417	6,518	8,584	10,701	12,918
YOY(%)	112.9	47.6	31.7	24.7	20.7
归母净利润(百万元)	216	332	446	552	679
YOY(%)	347.4	53.6	34.2	23.9	22.9
毛利率(%)	37.9	37.0	35.9	35.5	35.3
净利率(%)	5.5	5.3	5.2	5.2	5.3
ROE(%)	10.4	16.3	17.3	17.6	17.8
EPS(摊薄/元)	0.75	1.15	1.54	1.91	2.35
P/E(倍)	24.7	16.1	12.0	9.7	7.9
P/B(倍)	2.4	2.5	2.1	1.7	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1923	2019	2661	3196	3928
现金	848	528	695	866	1056
应收票据及应收账款	303	395	579	612	835
其他应收款	16	139	65	189	118
预付账款	35	32	56	54	79
存货	598	843	1088	1333	1599
其他流动资产	124	82	178	142	241
<b>非流动资产</b>	1205	1237	1330	1424	1519
长期投资	17	48	80	112	144
固定资产	265	243	308	372	436
无形资产	106	89	86	84	82
其他非流动资产	817	857	856	857	857
<b>资产总计</b>	3128	3256	3991	4620	5447
<b>流动负债</b>	623	668	983	1088	1265
短期借款	62	1	38	122	1
应付票据及应付账款	352	437	620	704	900
其他流动负债	208	231	325	261	364
<b>非流动负债</b>	168	454	428	401	371
长期借款	0	170	144	117	87
其他非流动负债	168	284	284	284	284
<b>负债合计</b>	790	1122	1412	1488	1636
少数股东权益	135	0	0	0	0
股本	289	289	289	289	289
资本公积	1691	1522	1522	1522	1522
留存收益	275	609	1054	1607	2286
<b>归属母公司股东权益</b>	2203	2134	2580	3132	3811
<b>负债和股东权益</b>	3128	3256	3991	4620	5447

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	285	366	286	241	473
净利润	244	349	446	552	679
折旧摊销	30	29	31	34	40
财务费用	-3	-18	0	0	0
投资损失	3	-8	0	0	0
营运资金变动	-40	-73	-192	-346	-246
其他经营现金流	53	88	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	144	-136	-124	-128	-134
资本支出	9	24	93	96	102
长期投资	149	-23	-32	-32	-32
其他投资现金流	4	-89	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-82	-596	-31	-26	-28
短期借款	62	-62	37	84	-121
长期借款	-5	170	-26	-28	-30
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-54	-169	0	0	0
其他筹资现金流	-84	-536	-42	-82	123
<b>现金净增加额</b>	360	-340	130	87	311

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4417	6518	8584	10701	12918
营业成本	2742	4109	5506	6901	8357
营业税金及附加	4	4	9	11	13
营业费用	1088	1527	2017	2515	3036
管理费用	243	416	412	471	530
研发费用	52	65	86	107	129
财务费用	-3	-18	0	0	0
资产减值损失	-10	-37	-40	-47	-55
其他收益	14	15	10	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	-3	8	0	0	0
资产处置收益	1	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	286	409	524	650	799
营业外收入	2	2	0	0	0
营业外支出	0	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	288	407	524	650	799
所得税	44	59	79	97	120
<b>净利润</b>	244	349	446	552	679
少数股东损益	28	16	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	216	332	446	552	679
EBITDA	296	431	544	670	817
EPS(元)	0.75	1.15	1.54	1.91	2.35

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	112.9	47.6	31.7	24.7	20.7
营业利润(%)	591.5	43.2	28.0	23.9	22.9
归属于母公司净利润(%)	347.4	53.6	34.2	23.9	22.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.9	37.0	35.9	35.5	35.3
净利率(%)	5.5	5.3	5.2	5.2	5.3
ROE(%)	10.4	16.3	17.3	17.6	17.8
ROIC(%)	9.6	13.8	14.7	15.1	16.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.3	34.5	35.4	32.2	30.0
净负债比率(%)	-29.7	-7.3	-12.2	-13.7	-20.1
流动比率	3.1	3.0	2.7	2.9	3.1
速动比率	2.1	1.7	1.5	1.7	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	2.0	2.4	2.5	2.6
应收账款周转率	15.5	18.7	17.6	18.0	17.9
应付账款周转率	6.9	10.7	10.7	10.7	10.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.15	1.54	1.91	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.27	0.99	0.83	1.64
每股净资产(最新摊薄)	7.62	7.38	8.92	10.83	13.18
<b>估值比率</b>					
P/E	24.7	16.1	12.0	9.7	7.9
P/B	2.4	2.5	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	16.2	12.0	9.3	7.3	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn