

收购通拓科技，协同发展助力公司优势持续扩大

2024年05月23日

➤ **事件：**5月21日，公司发布公告，拟以支付现金方式购买华鼎股份持有的通拓科技100%股权，交易价格为7.0亿元，公司将通过自有资金及自筹资金方式支付交易款项。

➤ **通拓以家居类产品销售为主，亚马逊平台收入占比接近50%，整体利润亏损不断收窄。**通拓科技为一家泛供应链、泛品类的跨境出口电商企业，渠道包括亚马逊、速卖通、美客多、eBay、Walmart、Shopee等第三方电商平台以及TOMTOP独立站，产品以家居类、电子类为主，23年家居类/电子类/服装类产品分别占公司主营收入比例为78.78%/17.09%/1.07%。Amazon平台是通拓销售收入来源最大的第三方电商平台，2023年来自Amazon平台的收入占主营收入的比例为48.87%。从销售区域来看，欧美为公司的主要收入来源，2023年欧洲和美洲的收入分别占主营收入的比例为46.92%/31.18%。2022-2023年，公司主营业务毛利率分别为25.17%/28.85%，23年毛利率上升主要系家居类商品销售毛利率上升6.51pct至33.07%。实现扣非归母净利润-3.41亿元和-1.07亿元，亏损收窄。

➤ **周转效率低于同行业可比公司。**从经营效率来看，2023年通拓的应收账款周转率和存货周转率分别为8.76次/年和4.29次/年，低于行业平均水平17.04次/年和5.04次/年（以安克创新、赛维时代、华凯易佰三家公司为可比公司计算的平均值），应收账款周转率低于行业水平，主要系因亚马逊“封店潮”被关闭店铺的应收账款和2022年PayPal账户资金被冻结的应收账款金额较大，使得应收账款周转率相对较低。

➤ **收购后有利于公司扩大规模，以及与收购标的在多个层面实现互补与协同。**一是品类互补与仓储优化，丰富产品线，同时，双方将完善海外仓储物流布局，扩大全球铺货覆盖；二是供应链整合与成本控制，双方将共享供应链资源与渠道网络，开展联合采购，有效降低单件商品的采购成本。此外，联合开发自有品牌产品进一步优化商品结构，提升附加值；三是信息化赋能与运营升级，公司将运用自身先进的信息化系统，助力标的公司实现运营流程的自动化、智能化改造，提升效能。

➤ **投资建议：**公司以“泛品+精品+亿迈”三大业务驱动，泛品业务规模以地区扩张实现增长，通过信息化系统赋能实现降本增效，提升周转效率；精品业务已形成清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线，重点打造优势品类，以品牌带动产品客单价及销量良性循环，亿迈平台助理卖家开拓海外市场，享出海大行业红利。我们预计24-26年公司实现归母净利润4.49/5.60/6.73亿元，分别同比+35.3%/24.6%/20.2%，对应PE为13/10/8X，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,518	8,389	10,189	11,983
增长率(%)	47.6	28.7	21.5	17.6
归属母公司股东净利润(百万元)	332	449	560	673
增长率(%)	53.1	35.3	24.6	20.2
每股收益(元)	0.82	1.11	1.38	1.66
PE	17	13	10	8
PB	2.7	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年5月22日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
14.03元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanqing@mszq.com

相关研究

- 1.华凯易佰(300592.SZ)2024年一季报点评：公司规模稳步扩张，盈利能力环比改善-2024/04/25
- 2.华凯易佰(300592.SZ)2023年年报点评：依托自主开发数据系统，跨境电商毛利率与周转效率显著提升-2024/04/21
- 3.华凯易佰(300592.SZ)事件点评：发布三年股权激励计划，收入23-26年目标CA GR 20%-2024/02/21
- 4.华凯易佰(300592.SZ)2023年业绩预告点评：Q4营收增速符合预期，易佰费用提升致Q4业绩承压-2024/01/22
- 5.华凯易佰(300592.SZ)事件点评：拟收购通拓科技，强化公司规模优势-2023/12/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,518	8,389	10,189	11,983
营业成本	4,109	5,264	6,413	7,544
营业税金及附加	4	8	10	12
销售费用	1,527	1,963	2,343	2,732
管理费用	416	554	672	791
研发费用	65	86	113	141
EBIT	387	534	662	792
财务费用	-18	10	10	9
资产减值损失	-37	-12	-13	-14
投资收益	8	8	10	12
营业利润	409	529	659	793
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	407	529	659	792
所得税	59	79	99	119
净利润	349	449	560	673
归属于母公司净利润	332	449	560	673
EBITDA	451	599	729	860

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	528	916	1,389	1,813
应收账款及票据	395	678	824	969
预付款项	32	77	94	110
存货	843	1,013	1,058	1,141
其他流动资产	220	489	592	695
流动资产合计	2,019	3,173	3,957	4,728
长期股权投资	48	46	44	42
固定资产	243	243	253	263
无形资产	89	89	89	89
非流动资产合计	1,237	1,237	1,243	1,252
资产合计	3,256	4,410	5,200	5,981
短期借款	1	31	61	61
应付账款及票据	437	1,180	1,438	1,691
其他流动负债	231	277	326	374
流动负债合计	668	1,488	1,824	2,126
长期借款	170	170	220	220
其他长期负债	284	281	281	281
非流动负债合计	454	451	501	501
负债合计	1,122	1,939	2,325	2,627
股本	289	405	405	405
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,134	2,471	2,875	3,353
负债和股东权益合计	3,256	4,410	5,200	5,981

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	47.56	28.71	21.45	17.60
EBIT 增长率	36.64	38.04	23.91	19.66
净利润增长率	53.08	35.30	24.64	20.23
盈利能力 (%)				
毛利率	36.96	37.26	37.06	37.04
净利率	5.10	5.36	5.50	5.62
总资产收益率 ROA	10.20	10.19	10.77	11.26
净资产收益率 ROE	15.57	18.19	19.48	20.08
偿债能力				
流动比率	3.02	2.13	2.17	2.22
速动比率	1.59	1.23	1.37	1.46
现金比率	0.79	0.62	0.76	0.85
资产负债率 (%)	34.46	43.96	44.72	43.93
经营效率				
应收账款周转天数	19.28	23.03	26.53	26.92
存货周转天数	63.15	63.49	58.14	52.47
总资产周转率	2.04	2.19	2.12	2.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.11	1.38	1.66
每股净资产	5.27	6.10	7.10	8.28
每股经营现金流	0.90	1.30	1.53	1.71
每股股利	0.40	0.39	0.48	0.58
估值分析				
PE	17	13	10	8
PB	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.90	8.96	7.36	6.24
股息收益率 (%)	2.85	2.76	3.43	4.13

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	349	449	560	673
折旧和摊销	64	65	67	68
营运资金变动	-35	-16	-40	-87
经营活动现金流	366	524	620	691
资本开支	-17	-21	-31	-32
投资	-23	0	0	0
投资活动现金流	-136	-12	-21	-20
股权募资	0	0	0	0
债务募资	128	38	80	0
筹资活动现金流	-596	-125	-126	-247
现金净流量	-340	388	473	424

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收到任何形式的补偿。

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
	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