

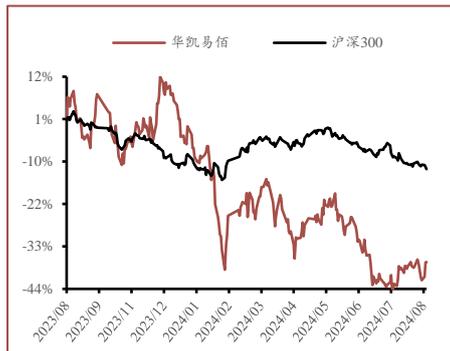
## 营收稳健增长，新业务投入利润短期承压

 证券研究报告

### 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2024-08-28</b>
收盘价(元)	11.14
流通股本(亿股)	3.66
每股净资产(元)	5.44
总股本(亿股)	4.05

最近12月市场表现


**分析师** 于健

 SAC证书编号: S0160522060001  
yujian@ctsec.com

**联系人** 谷亦清

guyuq01@ctsec.com

### 相关报告

- 《通拓收购性价比超预期，有望成为业务加速器》 2024-05-24
- 《营收稳健增长，新业务投入利润短期承压》 2024-04-26
- 《拓品类驱动营收增长，智能化提升运营效率》 2024-04-24

### 核心观点

- ❖ **事件：公司发布2024中期业绩。**公司2024H1营收35.2亿元，同比增长17.6%，归母净利1.3亿元，同比下降35.3%；单Q2营收18.2亿元，同比增长13.0%，归母净利0.53亿元，同比下降60.1%。  
分部门来看，子公司易佰网络上半年贡献净利润1.9亿元，净利率5.3%，单Q2贡献净利润0.8亿元，净利率4.5%；母公司上半年亏损0.55亿元，其中单Q2亏损约0.3亿元。
- ❖ **泛品增长精品增速韧性延续，亿迈业务持续高增。**分业务来看，泛品及精品业务实现营收30.3亿元，同比增长13.7%；亿迈平台收入4.9亿元，同比增长54.1%。**量价方面**，上半年SKU约108万款，同比增长13.7%；销售客单价约为107元，同比增长3.4%。**分渠道来看，伴随多元化渠道拓展，亚马逊依赖度持续下降：**上半年公司泛品业务拓展TEMU、Shein平台，精品业务新进入Walmart、TikTok等平台，形成业务新增长点。2024H1公司亚马逊平台收入25.6亿元，同比+12.5%，营收占比72.8%，同比下降3.3pct；其它平台收入9.6亿元，同比+33.8%。
- ❖ **渠道、新品类拓展持续，叠加激励成本，盈利能力短期承压。**公司2024H1毛利率36.7%，同比-1.6pct，其中工商业用品、家居园艺、汽摩配件品类毛利率下降，预计主要系平台收入结构调整所致。费用端，公司拓展新平台在人员及推广费方面投入加大，同时海外仓费用增加导致销售费用率提升，2024H1销售费用8.3亿元，费用率达23.7%，同比增长0.8pct；此外受股份支付费用、母公司项目收款费用等因素影响，管理费用率达6.7%，同比增长1.2pct。
- ❖ **货币资金充裕，运输方式空转海致库存水平提升。**2024H1公司货币资金6.4亿元，现金流充裕；存货10.8亿元，同比增长69.2%，周转天数83.5，2023年同期70.6，主系新兴平台旺季备货及空运转海运致在途货物增加所致。
- ❖ **投资建议：公司拓区域、拓品类持续，建议关注H2新兴平台业务放量增长通拓并表，有望带动收入增长提速。**暂不考虑收购通拓并表影响，我们预计公司2024-2026年实现收入81.8/98.8/112.2亿元，归母净利润4.1/5.1/6.1亿元，对应PE 11/9/7倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新平台拓展不及预期；物流费用波动风险；汇率波动风险；平台规则大幅变动。

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4417	6518	8184	9882	11219
收入增长率(%)	112.88	47.56	25.56	20.75	13.53
归母净利润(百万元)	217	332	405	512	608
净利润增长率(%)	348.25	53.08	21.82	26.55	18.66
EPS(元/股)	0.76	1.23	1.00	1.26	1.50
PE	19.91	20.15	11.13	8.79	7.41
ROE(%)	9.84	15.57	16.74	18.45	18.98
PB	1.99	3.36	1.86	1.62	1.41

数据来源：wind数据，财通证券研究所（以2024年08月28日收盘价计算）

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4417.02</b>	<b>6517.86</b>	<b>8183.74</b>	<b>9882.17</b>	<b>11218.83</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2741.87	4109.03	5200.54	6359.92	7245.16	营业收入增长率	112.9%	47.6%	25.6%	20.8%	13.5%
营业税费	4.05	3.79	10.64	12.85	14.58	营业利润增长率	591.5%	43.2%	17.0%	26.3%	18.5%
销售费用	1088.39	1526.92	1868.28	2238.34	2564.52	净利润增长率	348.3%	53.1%	21.8%	26.5%	18.7%
管理费用	242.63	415.72	537.79	549.81	558.39	EBITDA 增长率	6,903.4%	32.7%	18.4%	27.0%	15.9%
研发费用	51.74	65.18	89.90	102.94	112.05	EBIT 增长率	1,169.2%	36.6%	29.8%	28.6%	16.8%
财务费用	-2.84	-18.17	4.99	15.22	10.51	NOPLAT 增长率	-750.0%	37.7%	28.9%	28.6%	16.8%
资产减值损失	-9.90	-37.03	-20.69	-25.95	-30.40	投资资本增长率	7.8%	-2.2%	12.4%	14.0%	14.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-0.29</b>	<b>0.33</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	6.9%	-8.8%	13.3%	14.8%	15.3%
投资和汇兑收益	-2.65	7.86	5.53	4.23	8.64	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>285.96</b>	<b>409.48</b>	<b>479.00</b>	<b>604.88</b>	<b>716.78</b>	毛利率	37.9%	37.0%	36.5%	35.6%	35.4%
加:营业外净收支	2.03	-2.24	-2.95	-2.45	-1.95	营业利润率	6.5%	6.3%	5.9%	6.1%	6.4%
<b>利润总额</b>	<b>287.99</b>	<b>407.24</b>	<b>476.05</b>	<b>602.43</b>	<b>714.83</b>	净利润率	5.5%	5.3%	4.9%	5.2%	5.4%
减:所得税	43.33	58.67	71.41	90.36	107.22	EBITDA/营业收入	7.7%	6.9%	6.5%	6.9%	7.0%
<b>净利润</b>	<b>216.98</b>	<b>332.16</b>	<b>404.64</b>	<b>512.06</b>	<b>607.61</b>	EBIT/营业收入	6.4%	5.9%	6.1%	6.5%	6.7%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	847.83	527.57	723.76	909.82	1275.31	固定资产周转天数	22	14	11	9	8
交易性金融资产	5.00	0.00	50.00	100.00	150.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>39</b>
应收账款	302.52	395.46	422.91	537.85	568.45	流动资产周转天数	159	113	112	118	126
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	23	19	18	18	18
预付帐款	34.83	32.00	53.29	57.35	69.78	存货周转天数	78	63	65	66	70
存货	598.21	843.35	1013.93	1271.40	1489.81	总资产周转天数	249	176	156	151	154
其他流动资产	6.52	6.97	5.47	6.47	6.47	投资资本周转天数	203	135	121	114	115
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	9.8%	15.6%	16.7%	18.4%	19.0%
长期股权投资	16.57	48.40	48.40	48.40	48.40	ROA	6.9%	10.2%	10.6%	11.4%	11.9%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.8%	13.8%	15.8%	17.8%	18.2%
固定资产	265.49	242.65	248.62	245.24	232.98	费用率					
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	24.6%	23.4%	22.8%	22.7%	22.9%
无形资产	105.76	89.04	80.13	72.12	64.91	管理费用率	5.5%	6.4%	6.6%	5.6%	5.0%
其他非流动资产	28.73	24.16	24.16	24.16	24.16	财务费用率	-0.1%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.1%
<b>资产总额</b>	<b>3129.43</b>	<b>3256.12</b>	<b>3814.36</b>	<b>4481.47</b>	<b>5125.68</b>	三费/营业收入	30.1%	29.5%	29.5%	28.4%	27.9%
短期债务	62.49	0.90	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	344.57	424.39	586.82	826.49	984.80	资产负债率	25.2%	34.5%	36.6%	38.1%	37.6%
应付票据	7.63	12.17	2.28	21.88	1.94	负债权益比	33.8%	52.6%	57.8%	61.5%	60.1%
其他流动负债	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	流动比率	3.09	3.02	2.70	2.63	2.73
长期借款	0.00	170.00	170.00	170.00	170.00	速动比率	1.88	1.59	1.39	1.41	1.50
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	159.44	69.60	42.27	50.38	54.74
<b>负债总额</b>	<b>790.00</b>	<b>1122.15</b>	<b>1397.14</b>	<b>1705.81</b>	<b>1924.70</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	134.93	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.40	0.30	0.38	0.45
股本	289.18	289.18	404.85	404.85	404.85	分红比率	0.00	0.35	0.30	0.30	0.30
留存收益	276.60	608.76	892.01	1250.46	1675.78	股息收益率	0.0%	1.6%	2.7%	3.4%	4.0%
<b>股东权益</b>	<b>2339.43</b>	<b>2133.96</b>	<b>2417.21</b>	<b>2775.66</b>	<b>3200.98</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.76	1.23	1.00	1.26	1.50
净利润	216.98	332.16	404.64	512.06	607.61	BVPS(元)	7.62	7.38	5.97	6.86	7.91
加:折旧和摊销	56.57	63.94	31.51	32.11	31.12	PE(X)	19.9	20.2	11.1	8.8	7.4
资产减值准备	16.71	33.66	20.69	25.95	30.40	PB(X)	2.0	3.4	1.9	1.6	1.4
公允价值变动损失	0.29	-0.33	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-2.31	-11.46	11.88	12.83	13.79	P/S	1.0	1.1	0.6	0.5	0.4
投资收益	2.65	-7.86	-5.53	-4.23	-8.64	EV/EBITDA	10.8	15.3	7.4	5.6	4.4
少数股东损益	27.68	16.41	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-30.48	-35.13	-4.00	-188.66	-96.27	PEG	0.1	0.4	0.5	0.3	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>285.31</b>	<b>366.01</b>	<b>482.72</b>	<b>416.97</b>	<b>610.05</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>144.01</b>	<b>-135.99</b>	<b>-97.42</b>	<b>-78.22</b>	<b>-43.31</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-81.64</b>	<b>-596.49</b>	<b>-119.18</b>	<b>-146.45</b>	<b>-181.07</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 28 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。