

业绩承压，期待通拓并表后盈利能力改善

2024 年 10 月 28 日

► **业绩简述：**24Q1-3 实现营收 61.15 亿元/YoY+28.75%，归母净利润 1.89 亿元/YoY-36.74%，扣非归母净利润 1.86 亿元/YoY-33.98%，经营性现金流量净额-4.17 亿元/YoY-217.39%。24Q3 实现营收 25.96 亿元/YoY+47.72%，归母净利润 0.55 亿元/YoY-40.01%，扣非净利润 0.56 亿元/YoY-37.45%。

► **24Q3 易佰网络归母净利润环比下滑 14%，通拓科技扭亏为盈。**24Q3 公司营收同比增长 47.72%，主要因为 7 月起通拓科技并表，全资子公司通拓科技 24Q3 实现营收 6.77 亿元，并实现扭亏为盈。若剔除通拓科技收入，24Q3 营收为 19.19 亿元，同比增长 9.16%。全资子公司易佰网络 24Q3 实现营收 19.12 亿元，环比增长 4.86%，归母净利润 0.71 亿元，环比下滑 14.41%。渠道方面，公司三季度积极布局 Temu、TikTok、WalMart 等海外电商平台，其中 Temu 平台实现营业收入 0.92 亿元，TikTok 平台营业收入 1.09 亿元，WalMart 平台营业收入 1.01 亿元。24Q3 亿迈生态平台合作商户拓展至 263 家，环比增加 44 家，实现营业收入 7.24 亿元，环比增长 47.15%。存货方面，公司为销售旺季备货，三季度末存货 20.16 亿元，较年初增长 139.06%，全资子公司易佰网络仓储费用 1.05 亿元，同比增长 72.15%。

► **24Q3 毛利率下滑 4.08pct，销售费用率由于推广及仓储费用提升而增长 1.59pct，归母净利率下滑 3.08pct。**24Q1-3 实现毛利率 35.13%/YoY-2.68pct，归母净利率 3.10%/YoY-3.20pct，24Q3 实现毛利率 33.03%/YoY-4.08pct，归母净利率 2.11%/YoY-3.08pct。预计毛利率下滑是因为公司及时对海量商品智能调价等原因所致。费率方面，24Q1-3 销售费用率 24.10%/YoY+1.14pct，主要系①合并通拓科技②易佰网络新平台推广费用增长③库存增加带来的仓储费用增长等；管理费用率 5.95%/YoY+0.07pct，主要因 2022 年员工持股计划及 2024 年限制性股票股份支付费用 5948 万元，母公司项目收款费用、收购通拓科技的中介费用等因素，管理费用有所提高，研发费用率 0.88%/YoY-0.11pct，财务费用率-0.01%/YoY-0.02pct；24Q3 销售费用率 24.66%/YoY+1.59pct，管理费用率 4.92%/-1.58pct，研发费用率 0.83%/YoY-0.13pct，财务费用率 0.30%/YoY+0.03pct，主要因为新增并购贷款、贷款利息支出增加等因素，财务费用有所提高。

► **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 2.97/3.74/4.53 亿元，分别同比-10.6%/+26.0%/+21.1%，对应 PE 为 18/14/12X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**存货跌价风险、汇率波动风险、海外需求不及预期。

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	9,148	12,115	13,649
增长率 (%)	47.6	40.3	32.4	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	332	297	374	453
增长率 (%)	53.1	-10.6	26.0	21.1
每股收益 (元)	0.82	0.73	0.92	1.12
PE	16	18	14	12
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.16 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 刘彦菁

执业证书：S0100524070009

邮箱：liuyanjing@mszq.com

相关研究

- 1.华凯易佰 (300592.SZ) 2024 年中报点评：新渠道发力实现快速发展，整体业绩承压-2024/08/27
- 2.华凯易佰 (300592.SZ) 事件点评：收购通拓科技，协同发展助力公司优势持续扩大-2024/05/23
- 3.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
- 4.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
- 5.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 CAGR 20%-2024/02/21

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	9,148	12,115	13,649
营业成本	4,109	5,908	7,754	8,700
营业税金及附加	4	5	7	8
销售费用	1,527	2,180	2,878	3,247
管理费用	416	589	880	997
研发费用	65	63	132	153
EBIT	387	405	467	548
财务费用	-18	17	34	25
资产减值损失	-37	-56	-17	-17
投资收益	8	9	12	14
营业利润	409	350	441	534
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	407	349	440	533
所得税	59	52	66	80
净利润	349	297	374	453
归属于母公司净利润	332	297	374	453
EBITDA	451	486	567	648

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	528	418	1,102	1,495
应收账款及票据	395	747	989	1,115
预付款项	32	86	113	127
存货	843	1,751	1,493	1,436
其他流动资产	220	512	650	745
流动资产合计	2,019	3,515	4,348	4,918
长期股权投资	48	46	44	42
固定资产	243	253	263	273
无形资产	89	239	239	239
非流动资产合计	1,237	1,384	1,391	1,400
资产合计	3,256	4,899	5,739	6,317
短期借款	1	31	61	61
应付账款及票据	437	1,324	1,738	1,950
其他流动负债	231	381	456	500
流动负债合计	668	1,737	2,255	2,511
长期借款	170	670	720	720
其他长期负债	284	224	224	224
非流动负债合计	454	894	944	944
负债合计	1,122	2,631	3,199	3,455
股本	289	405	405	405
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,134	2,269	2,540	2,862
负债和股东权益合计	3,256	4,899	5,739	6,317

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	40.35	32.44	12.66
EBIT 增长率	36.64	4.58	15.48	17.28
净利润增长率	53.08	-10.57	26.02	21.06
盈利能力 (%)				
毛利率	36.96	35.41	35.99	36.26
净利率	5.10	3.25	3.09	3.32
总资产收益率 ROA	10.20	6.06	6.52	7.17
净资产收益率 ROE	15.57	13.09	14.74	15.83
偿债能力				
流动比率	3.02	2.02	1.93	1.96
速动比率	1.59	0.80	1.05	1.17
现金比率	0.79	0.24	0.49	0.60
资产负债率 (%)	34.46	53.69	55.75	54.69
经营效率				
应收账款周转天数	19.28	22.48	25.80	27.75
存货周转天数	63.15	79.04	75.30	60.58
总资产周转率	2.04	2.24	2.28	2.26
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.73	0.92	1.12
每股净资产	5.27	5.60	6.27	7.07
每股经营现金流	0.90	-0.66	2.05	1.60
每股股利	0.40	0.26	0.32	0.39
估值分析				
PE	16	18	14	12
PB	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.76	11.85	10.15	8.88
股息收益率 (%)	3.04	1.94	2.45	2.96

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	349	297	374	453
折旧和摊销	64	81	99	100
营运资金变动	-35	-731	304	41
经营活动现金流	366	-267	831	649
资本开支	-17	-196	-61	-63
投资	-23	0	0	0
投资活动现金流	-136	-186	-49	-49
股权募资	0	0	0	0
债务募资	128	544	80	0
筹资活动现金流	-596	343	-98	-207
现金净流量	-340	-109	684	392

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
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