

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

傲基股份 (2519. HK)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 轻工制造行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱: luozheng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

傲基股份：海外家具家居头部品牌，商流物流协同发展

2025 年 2 月 23 日

事件：聚焦跨境，格局改善。据 theloadstar 在 2 月 13 日报道，美国此前暂停实施的“取消 800 美元免税额度”政策将于 4 月 1 日根据联邦机构的建议进行“复审”。我们认为，关税影响以短期为主，不改国货出海大势；此外，头部精品卖家以海运为主且盈利能力领先，通过调价、重构全球供应链等方式可有效应对，中小跨境卖家或将加速出清，行业格局有望迎来显著改善。

核心看点：把握海外线上景气赛道机遇，商流物流协同深筑竞争壁垒。公司定位家具家居品牌零售商，据弗若斯特沙利文数据，按 2023 年 GMV 计算，在全球该品类 B2C 电商市场中排名第五。公司虽在 2021 年受亚马逊封号事件冲击严重，但随后迅速调整，聚焦品牌战略，切入家具家居高景气赛道快速恢复，22 年扭亏为盈，23 年/24 年 1-4 月净利润分别录得 133%/96% 的亮眼增长。我们认为，公司洞察中大件家具家居产品特点，同时布局跨境电商与跨境物流解决方案业务打造协同效应，深筑竞争壁垒，未来拓品类、扩区域推动商流增长，探索外延发展打开物流解决方案新增长曲线。

品类：打造中大件家具家居专业品牌，解决尾程物流痛点。23 年公司商品销售业务营收中家具家居/电动工具/家用电器/消费电子产品分别占比 75.9%/4.9%/6.2%/4.2%。公司家具家居产品表现靓丽背后，一方面是精准把握海外消费者性价比需求，以市场为导向、品牌为核心进行产品开发，于 2023 年有 11 个品牌的 GMV 超 1 亿元；另一方面，终端履约是海外中大件家具家居消费痛点，旗下子公司西邮智仓搭建全球仓储及物流网络，为中大件产品量身定制解决方案，帮助公司深筑品类竞争优势。

业务展望-商流：省耕北美市场基本盘，推动全球供应链重构。2023 年公司商品销售业务实现营收 70.3 亿（占总营收 81.0%），其中北美 60.6 亿元，占 86.3%。公司通过自研“鹰眼系统”分析产品排名及营运指标，协助内部选品、迭代及市场决策，保持运营效率与规模增长之间良好平衡，打造丰富产品组合，满足消费者多样需求。公司未来计划 1) 持续丰富产品组合，覆盖到客厅、书房及户外等更多场景；2) 推动全球供应链重构，从中国及墨西哥起步逐步建立全球打样中心，并与东南亚等其他海外地区更多供应商建立合作，我们认为此举有望在关税不确定因素下优化公司利润端表现。此外，公司布局欧洲、东南亚等市场未来也有望创造增量。

业务展望-物流：早期看与商流协同效应，远期看海外尾程服务第二曲线。公司物流业务近年来伴随海外仓扩张快速成长，23 年底有自营仓库 12 个，合作仓库 15 个，总面积约 55.9 万平方英尺（合约 52 万㎡），我们预计公司 24 年底公司海外仓总面积有望继续增加。物流业务发展早期，与商流形成协同效应是核心价值，解决公司中大件产品尾程物流痛点，建立品牌优势，而商流业务能帮助新建仓库快速提高使用率，度过爬坡期。从远期发展看，我们认为物流业务价值值得再审视：随着规模扩张，该业务或将面向更多市

场化用户，一方面随着订单密度提升，规模效应有望凸显，另一方面，我们预计公司可通过丰富尾程服务内容，如增加干线物流、上门服务、建立外包系统整合社会资源等，有望提升盈利能力，打开新增长曲线。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 5.3/6.5/7.9 亿元，PE 分别为 8.4X/6.8X/5.7X。

风险因素：关税政策变化、行业竞争加剧，渠道拓展不及预期，品类拓展不及预期。

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8683	10817	14174	18161
（+/-）（%）	22%	25%	31%	28%
归母净利润（百万元）	532	532	654	786
（+/-）（%）	143%	0%	23%	20%
EPS	1.37	1.28	1.58	1.89
P/E	0.00	8.38	6.82	5.67

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 2 月 21 日收盘价

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,146	3,895	4,825	6,007
现金	810	1,054	1,198	1,514
应收账款及票据	807	1,022	1,339	1,715
存货	1,046	1,223	1,515	1,792
其他	483	597	774	985
非流动资产	2,032	2,098	2,161	2,220
固定资产	627	693	756	815
无形资产	688	688	688	688
其他	717	717	717	717
资产总计	5,178	5,993	6,986	8,227
流动负债	1,804	2,085	2,525	2,977
短期借款	387	387	387	387
应付账款及票据	1,035	1,223	1,515	1,792
其他	382	476	624	799
非流动负债	1,101	1,101	1,101	1,101
长期债务	277	277	277	277
其他	824	824	824	824
负债合计	2,905	3,186	3,626	4,078
普通股股本	387	387	387	387
储备	1,872	2,407	2,960	3,748
归属母公司股东权益	2,262	2,797	3,349	4,138
少数股东权益	11	11	11	11
股东权益合计	2,273	2,807	3,360	4,149
负债和股东权益	5,178	5,993	6,986	8,227

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	586	443	481	595
净利润	532	532	654	786
少数股东权益	-12	0	0	0
折旧摊销	205	34	37	40
营运资金变动及其他	-139	-122	-210	-232
投资活动现金流	211	-94	-94	-94
资本支出	-32	-100	-100	-100
其他投资	243	6	6	6
筹资活动现金流	-632	-108	-246	-187
借款增加	-528	0	0	0
普通股增加	-41	0	0	0
已付股利	0	-108	-246	-187
其他	-64	0	0	0
现金净增加额	167	244	144	317

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,683	10,817	14,174	18,161
其他收入	0	0	0	0
营业成本	5,689	7,336	9,914	12,900
销售费用	1,831	2,250	2,764	3,423
管理费用	288	339	411	527
研发费用	119	119	119	127
财务费用	62	76	105	144
除税前溢利	640	654	805	967
所得税	120	122	150	181
净利润	520	532	654	786
少数股东损益	-12	0	0	0
归属母公司净利润	532	532	654	786
EBIT	702	730	910	1,111
EBITDA	906	764	947	1,151
EPS (元)	1.37	1.28	1.58	1.89

主要财务比率				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	22.29%	24.58%	31.04%	28.13%
归属母公司净利润	142.87%	0.02%	22.93%	20.22%
获利能力				
毛利率	34.48%	32.18%	30.06%	28.97%
销售净利率	6.13%	4.92%	4.61%	4.33%
ROE	23.52%	19.03%	19.53%	19.00%
ROIC	19.42%	17.11%	18.38%	18.77%
偿债能力				
资产负债率	56.10%	53.16%	51.90%	49.57%
	-6.45%	-13.91%	-15.91%	-20.52%
净负债比率				
流动比率	1.74	1.87	1.91	2.02
	1.07	1.18	1.20	1.29
速动比率				
营运能力				
总资产周转率	1.71	1.94	2.18	2.39
应收账款周转率	13.62	11.83	12.01	11.89
应付账款周转率	5.81	6.50	7.24	7.80
每股指标 (元)				
每股收益	1.37	1.28	1.58	1.89
每股经营现金流	1.41	1.07	1.16	1.43
每股净资产	5.45	6.74	8.07	9.97

研究团队简介

姜文铤，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。