

华凯易佰 (300592.SZ)

主营业务稳健增长，库存因素短期拖累盈利能力

2025 年 05 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

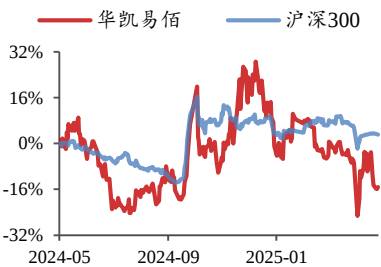
黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

日期	2025/4/30
当前股价(元)	11.09
一年最高最低(元)	20.08/9.27
总市值(亿元)	44.90
流通市值(亿元)	39.34
总股本(亿股)	4.05
流通股本(亿股)	3.55
近 3 个月换手率(%)	198.75

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《上半年营收稳健增长，新业务投入等拖累业绩表现——公司信息更新报告》-2024.8.26

● 公司 2024 年及 2025Q1 经营端表现稳健，业绩端短期承压明显

公司发布年报、一季报：2024 年实现营收 90.22 亿元（同比+38.4%，下同）、归母净利润 1.70 亿元（-48.8%）；2025Q1 实现营收 22.92 亿元（+35.1%），归母净利润-0.15 亿元（2024 年同期为 0.82 亿元）。考虑去库存及贸易风险影响，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 2.66/3.61/4.52 亿元（2025-2026 年原值 5.09/6.13 亿元），对应 EPS 为 0.66/0.89/1.12 元，当前股价对应 PE 为 16.9/12.4/9.9 倍。我们认为，公司数智化体系深筑运营能力壁垒，未来通过整合通拓科技、打造品牌矩阵、完善海外仓布局，有望持续成长，当前估值合理，维持“买入”评级。

● 跨境电商营收维持增长，存货因素显著拖累盈利能力

2024 年，公司跨境出口电商/跨境电商综合服务业务分别实现营收 80.66/9.41 亿元，分别同比增长 41.6%/19.7%；其中，泛品业务在售产品 SKU 约 116 万款，销售客单价约 104 元，精品业务在售 SKU 约 6685 款，销售客单价约为 314 元，亿迈生态平台业务合作商户共计 275 家。盈利能力方面，2024 年公司毛利率为 33.9%（-3.1pct），盈利能力下滑主要系海运波动和前期备货过多导致库存滞销，资产减值损失对利润构成显著影响；期间费用方面，公司销售/管理/财务费用率为 25.1%/4.9%/-0.0%，分别同比+1.7pct/-1.5pct/+0.2pct，其中，销售费用增长主要由于存货规模增加导致仓储费用提升等导致。

● 三大业务稳步发展，收购通拓科技有望进一步强化主业布局和多方位协同

公司泛品、精品与亿迈生态平台业务发展良好，有望凭借多方位协同持续成长。

（1）泛品：AI 驱动，巩固传统优势渠道同时在 Temu 等新兴平台实现快速成长；

（2）精品：多平台均衡发展，挖掘特定消费群体需求，增强在细分市场影响力；

（3）亿迈生态平台：实现多平台同步上架并推广，助力商家销售路径多元化；

（4）通拓科技：强化主业布局并实现多方协同，促进精准营销和客户服务优化。

● 风险提示：宏观经济波动、市场竞争加剧、平台政策变化、新业务不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,518	9,022	11,838	13,884	15,964
YOY(%)	47.6	38.4	31.2	17.3	15.0
归母净利润(百万元)	332	170	266	361	452
YOY(%)	53.6	-48.8	56.2	35.7	25.4
毛利率(%)	37.0	33.9	32.0	32.4	32.6
净利率(%)	5.3	1.9	2.2	2.6	2.8
ROE(%)	16.3	7.0	10.1	12.2	13.6
EPS(摊薄/元)	0.82	0.42	0.66	0.89	1.12
P/E(倍)	13.5	26.4	16.9	12.4	9.9
P/B(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	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)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2019	2922	3476	4007	4572	营业收入	6518	9022	11838	13884	15964
现金	528	404	530	622	715	营业成本	4109	5968	8054	9390	10755
应收票据及应收账款	395	443	708	622	915	营业税金及附加	4	6	12	14	16
其他应收款	139	30	191	69	230	营业费用	1527	2264	2818	3304	3799
预付账款	32	72	64	96	88	管理费用	416	440	533	625	718
存货	843	1819	1774	2415	2383	研发费用	65	66	95	111	128
其他流动资产	82	153	209	184	240	财务费用	-18	-4	0	0	0
非流动资产	1237	1527	1611	1673	1716	资产减值损失	-37	-74	-30	-30	-30
长期投资	48	46	43	40	37	其他收益	15	9	15	15	15
固定资产	243	246	314	358	401	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	89	195	205	219	218	投资净收益	8	4	0	0	0
其他非流动资产	857	1040	1049	1056	1060	资产处置收益	5	2	0	0	0
资产总计	3256	4449	5088	5680	6287	营业利润	409	224	313	424	532
流动负债	668	1328	1769	2137	2457	营业外收入	2	0	0	0	0
短期借款	1	122	480	715	888	营业外支出	4	7	0	0	0
应付票据及应付账款	437	598	798	830	1035	利润总额	407	217	313	424	532
其他流动负债	231	608	491	592	533	所得税	59	50	47	64	80
非流动负债	454	744	676	594	501	净利润	349	167	266	361	452
长期借款	170	477	408	326	234	少数股东损益	16	-3	0	0	0
其他非流动负债	284	267	267	267	267	归属母公司净利润	332	170	266	361	452
负债合计	1122	2072	2445	2731	2958	EBITDA	431	281	373	502	622
少数股东权益	0	34	34	34	34	EPS(元)	0.82	0.42	0.66	0.89	1.12
股本	289	405	405	405	405	主要财务比率					
资本公积	1522	1309	1309	1309	1309		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	609	663	906	1227	1618	成长能力					
归属母公司股东权益	2134	2343	2609	2915	3296	营业收入(%)	47.6	38.4	31.2	17.3	15.0
负债和股东权益	3256	4449	5088	5680	6287	营业利润(%)	43.2	-45.4	39.8	35.7	25.4
现金流量表(百万元)						归属于母公司净利润(%)	53.6	-48.8	56.2	35.7	25.4
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	366	-330	16	96	176	毛利率(%)	37.0	33.9	32.0	32.4	32.6
净利润	349	167	266	361	452	净利率(%)	5.3	1.9	2.2	2.6	2.8
折旧摊销	29	37	42	46	53	ROE(%)	16.3	7.0	10.1	12.2	13.6
财务费用	-18	-4	0	0	0	ROIC(%)	13.8	5.9	7.7	9.3	10.5
投资损失	-8	-4	0	0	0	偿债能力					
营运资金变动	-73	-734	-291	-311	-329	资产负债率(%)	34.5	46.6	48.1	48.1	47.0
其他经营现金流	88	208	0	0	0	净负债比率(%)	-7.3	18.1	20.4	20.6	18.0
投资活动现金流	-136	-302	-126	-108	-96	流动比率	3.0	2.2	2.0	1.9	1.9
资本支出	24	122	128	111	98	速动比率	1.7	0.7	0.9	0.7	0.8
长期投资	-23	5	3	3	3	营运能力					
其他投资现金流	-89	-185	0	0	0	总资产周转率	2.0	2.3	2.5	2.6	2.7
筹资活动现金流	-596	515	-122	-131	-161	应收账款周转率	18.7	21.5	20.6	20.9	20.8
短期借款	-62	121	358	235	174	应付账款周转率	10.7	11.7	11.7	11.7	11.7
长期借款	170	307	-68	-82	-93	每股指标(元)					
普通股增加	0	116	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.82	0.42	0.66	0.89	1.12
资本公积增加	-169	-214	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	-0.81	0.04	0.24	0.44
其他筹资现金流	-536	185	-412	-284	-242	每股净资产(最新摊薄)	5.27	5.79	6.44	7.20	8.14
现金净增加额	-340	-108	-232	-143	-81	估值比率					
数据来源：聚源、开源证券研究所						P/E	13.5	26.4	16.9	12.4	9.9
						P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
						EV/EBITDA	10.0	17.6	13.6	10.2	8.2

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3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