

公司研究 | 点评报告 | 华凯易佰 (300592.SZ)

华凯易佰 2024 年及 2025Q1 点评：盈利能力阶段承压，存货管控轻装上阵

报告要点

2024 年公司营业收入达到 90 亿元，同比增长 38%，归母净利润达到 1.7 亿元，同比下降 49%；2024Q4 公司营业收入达到 29.1 亿元，同比增长 64%，归母净亏损 1912 万元，同比下降 158%。2025Q1 公司营业收入达到 22.92 亿元，同比增长 35%，归母净亏损达到 0.15 亿元，同比下降 118%。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004
SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



秦意昂

SAC: S0490524110002

华凯易佰 (300592.SZ)

华凯易佰 2024 年及 2025Q1 点评：盈利能力阶段承压，存货管控轻装上阵

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2024 年公司营业收入达到 90 亿元，同比增长 38%，归母净利润达到 1.7 亿元，同比下降 49%；2024Q4 公司营业收入达到 29.1 亿元，同比增长 64%，归母净亏损 1912 万元，同比下降 158%。2025Q1 公司营业收入达到 22.92 亿元，同比增长 35%，归母净亏损达到 0.15 亿元，同比下降 118%。

事件评论

- 2024 年，公司收并购通拓科技、新渠道拓展得力，营业收入实现快速增长，业绩端阶段性承压。**2024 年公司营业收入增速达到 38%，同比增幅较高，易佰网络同比增长 19%，主因新渠道拓展得力，2024 年 temu/tk/Walmart 收入分别为 3.5/1.88/3.81 亿元；此外通拓并表贡献 13.1 亿元，对收入端贡献显著；盈利方面，2024 年公司归母净利润达到 1.7 亿元，同比下降 49%，主因：1) 易佰网络归母净利润达到 2.83 亿元，同比下降 28%，主因存货减值较多、新渠道投入对利润端有所拖累；2) 通拓科技亏损达 1111 万元，但相较于同期大幅改善，整合措施已经起效；3) 预计母公司亏损同比扩大，主因收并购通拓、以及应收账款计提、股权支付相关所产生的费用。
- 2024Q4，公司净利润有所亏损，主因三季度备货力度较多，单四季度仍处于清理库存阶段。**2024Q4，公司营收同比增长 64%，归母净利润亏损达 1912 万元，主因：1) 三季度备货力度较多，Q4 处于清库存阶段，毛利率同比下降 3.5 个百分点，销售费用率提升 2.5 个百分点，毛销差同比下降；2) 2024Q4 公司计提较多存货减值，计提达到 5144 万元。
- 2025Q1，公司仍在清理库存阶段，利润端虽然仍有承压，但是存货额度持续下降。**2025Q1，公司营业收入同比增长 22.91 亿元，同比增长 35%，归母净亏损 1509 万元，主因：1) 毛利率同比下降较多，2025Q1 公司毛利率同比下降 5.0 个百分点，销售费用率同比提升 1.5 个百分点，毛销差同比下降；2) 2025Q1 公司计提资产减值 2195 万元。目前来看，公司存货额度持续回落，2024Q3/2024Q4/2025Q1 存货额度分别为 20.2、18.2、14.9 亿元，一季度以来存货额度持续回落。
- 投资建议：**我们认为，Q1 公司库存压力有所缓解，预计后续公司有望迎来轻装上阵，盈利能力有望得到改善；此外，公司对于新渠道投入已展开更为精细化的管理，未来规模效应体现后会逐步摊薄费用率，此外通拓科技也将对利润端实现业绩贡献，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.2、3.8、4.9 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、跨境新平台快速增长，电商格局加剧对公司业务产生影响；
- 2、海外政策监管扰动。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.97
总股本(万股)	40,485
流通A股/B股(万股)	35,472/0
每股净资产(元)	5.81
近12月最高/最低价(元)	17.77/9.27

注：股价为 2025 年 5 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《华凯易佰 2024 年三季报点评：业绩端阶段性波动，新渠道培育较快》2024-11-17
- 《华凯易佰 2024 年中报点评：单二季度业绩承压，期待新业务孵化以及通拓科技提质增效》2024-09-08
- 《华凯易佰 2024Q1 点评：收入增长保持稳健，管理费用波动影响阶段业绩》2024-05-15


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、跨境新平台快速增长，电商格局加剧对公司业务产生影响。近期跨境四小龙平台包括 Tiktok、Temu、Shein、Aliexpress 快速崛起，且平台客单价或与公司部分品类价格带、结构相仿，或对公司原有泛品业务形成影响。
- 2、海外政策监管扰动。若海外政府监管政策趋严，以及亚马逊平台对于合规审查的力度进一步加大，或对公司产品价格竞争力、经营稳定性产生影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9022	10617	11820	13120	货币资金	404	1024	1331	1745
营业成本	5968	7119	7901	8771	交易性金融资产	1	1	1	3
毛利	3054	3498	3919	4349	应收账款	443	587	654	726
%营业收入	34%	33%	33%	33%	存货	1819	1437	1550	1679
营业税金及附加	6	4	4	4	预付账款	72	71	79	88
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	183	226	243	258
销售费用	2264	2476	2594	2878	流动资产合计	2922	3347	3859	4499
%营业收入	25%	23%	22%	22%	长期股权投资	46	46	46	46
管理费用	440	552	785	792	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	5%	7%	6%	固定资产合计	246	241	236	231
研发费用	66	84	77	85	无形资产	195	195	195	195
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	748	748	748	748
财务费用	-4	-8	-2	-3	递延所得税资产	70	34	34	34
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	222	223	223	223
加: 资产减值损失	-74	-46	-50	-53	资产总计	4449	4833	5340	5975
信用减值损失	-1	-3	0	0	短期贷款	122	122	122	122
公允价值变动收益	0	0	0	2	应付款项	598	791	878	975
投资收益	4	7	7	7	预收账款	0	0	0	0
营业利润	224	356	434	565	应付职工薪酬	60	71	79	88
%营业收入	2%	3%	4%	4%	应交税费	191	127	142	157
营业外收支	-7	0	0	0	其他流动负债	357	354	376	400
利润总额	217	356	434	565	流动负债合计	1328	1465	1596	1742
%营业收入	2%	3%	4%	4%	长期借款	477	477	477	477
所得税费用	50	39	58	75	应付债券	0	0	0	0
净利润	167	317	375	490	递延所得税负债	9	8	8	8
归属于母公司所有者的净利润	170	317	375	490	其他非流动负债	258	165	165	165
少数股东损益	-3	0	0	0	负债合计	2072	2115	2246	2391
EPS (元)	0.43	0.78	0.93	1.21	归属于母公司所有者权益	2343	2684	3060	3549
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	34	34	34	34
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	2377	2718	3094	3583
经营活动现金流净额	-330	694	318	424	负债及股东权益	4449	4833	5340	5975
取得投资收益收回现金	3	7	7	7	基本指标				
长期股权投资	3	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-103	-20	-20	-20	每股收益	0.43	0.78	0.93	1.21
其他	-205	0	0	0	每股经营现金流	-0.81	1.72	0.78	1.05
投资活动现金流净额	-302	-13	-13	-13	市盈率	33.21	14.02	11.83	9.07
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.47	1.65	1.45	1.25
股权融资	29	10	0	0	EV/EBITDA	19.60	11.42	8.64	6.02
银行贷款增加 (减少)	428	0	0	0	总资产收益率	3.8%	6.6%	7.0%	8.2%
筹资成本	-128	8	2	3	净资产收益率	7.3%	11.8%	12.3%	13.8%
其他	186	-88	0	0	净利率	1.9%	3.0%	3.2%	3.7%
筹资活动现金流净额	515	-71	2	3	资产负债率	46.6%	43.8%	42.1%	40.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-117	611	306	415	总资产周转率	2.34	2.29	2.32	2.32

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
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
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。