

华凯易佰 (300592.SZ)

库存出清拐点确立，2026 年业绩有望迎来高弹性修复

公司评级	买入
当前价格	15.16 元
合理价值	18.31 元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-22

核心观点:

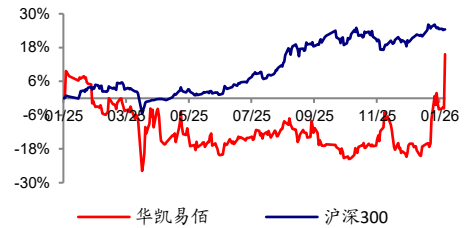
- **华凯易佰公布 2025 年度业绩预告。**全年预计实现营业收入约 90-92 亿元，归母净利润约 1.32-1.62 亿元，归母扣非净利润为 1.04-1.34 亿元。分季度，25Q4 营收预计达 22.60-24.60 亿元，归母净利润 8259.37-11259.37 万元，归母扣非净利润约 6882.04-9882.04 万元。
- **库存规模降至 10 亿元以内，经营质量与毛利率呈现双重修复态势。**截至 25Q4 末，公司通过高效管理使得存货规模显著下降，预计已降至 10 亿元以内，标志着库存高企的风险已基本出清。随着高价清理老旧库存对利润端的压制逐步解除，公司经营质量稳步回升，毛利率已进入明确的修复通道。此外，公司通过持续深化 AI 管理工具的应用以及优化团队组织架构，有效增强了整体运营效率与成本管控能力。
- **Q4 业绩由实际经营企稳支撑，非经常性损益与减值计提并存。**虽然因预计无法实现股权激励目标而冲回费用约 4000 万元，但我们认为四季度业绩并非单纯依靠股权费用冲回支撑，而是主要源于实际经营业绩的企稳。公司在四季度同时也对存货、应收账款及长期股权投资等资产进行了减值计提，充分释放潜在风险。此外，母公司及全资子公司上海华凯展览展示工程有限公司预计全年亏损约 6,500 万元至 7,000 万元，这主要系管理费用支出及闲置房产计提减值损失所致，剔除该部分影响后，跨境电商主业的盈利韧性更为明显。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 25-27 年公司整体实现营收 92.0/111.9/130.2 亿元，同比+1.9%/+21.7%/+16.3%；归母净利润为 1.5/3.7/4.7 亿元，同比-11.7%/+146.3%/+28.0%。参考可比公司，给予公司 26 年 20x PE 估值，对应合理价值为 18.31 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**亚马逊平台集中度较高的风险；境外经营和税收监管风险，关税政策调整可能有所影响；销售不及预期造成库存积压风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,518	9,022	9,198	11,190	13,017
增长率 (%)	47.6%	38.4%	1.9%	21.7%	16.3%
EBITDA	476	387	324	526	633
归母净利润	332	170	150	370	474
增长率 (%)	53.6%	-48.8%	-11.7%	146.3%	28.0%
EPS (元/股)	1.15	0.42	0.37	0.92	1.17
市盈率 (P/E)	21.6	34.0	40.8	16.6	12.9
ROE (%)	15.6%	7.3%	6.0%	13.7%	15.4%
EV/EBITDA	14.3	15.4	16.8	9.6	7.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师:

曹敦鑫



SAC 执证号: S0260525080002



021-38003743



caodunxin@gf.com.cn

请注意，曹敦鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

华凯易佰 (300592.SZ) :Q2 2025-08-29

收入增长韧性延续，库存优化与子公司改善奠定长期基础

华凯易佰 (300592.SZ) :并 2025-05-14

表通拓，新渠道高速增长

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	2,019	2,922	2,798	3,226	3,723
货币资金	528	404	1,261	1,633	1,990
应收及预付	502	578	564	685	797
存货	843	1,819	973	908	937
其他	145	121	0	0	0
非流动资产总额	1,237	1,527	1,324	1,280	1,232
长期股权投资	48	46	46	46	46
固定资产	243	246	199	175	150
在建工程	0	9	9	9	9
使用权资产	86	149	149	149	149
无形资产	89	195	168	148	125
其他	771	882	754	754	754
资产总额	3,256	4,449	4,122	4,506	4,955
流动负债总额	668	1,328	1,126	1,311	1,369
短期借款	1	122	100	80	40
应付及预收	506	668	677	815	946
其他	161	538	350	417	383
非流动负债总额	454	744	477	477	500
长期借款	170	477	477	477	500
应付债券	0	0	0	0	0
其他	284	267	0	0	0
负债总额	1,122	2,072	1,603	1,788	1,869
股本	289	405	404	404	404
其他	1,845	1,938	2,083	2,289	2,666
归母权益合计	2,134	2,343	2,488	2,693	3,070
少数股东权益	0	34	31	25	16
负债和股东权益	3,256	4,449	4,122	4,506	4,955

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,518	9,022	9,198	11,190	13,017
营业成本	4,109	5,968	6,039	7,263	8,430
营业税金及附加	4	6	9	11	13
销售费用	1,527	2,264	2,408	2,855	3,301
管理费用	416	440	439	534	621
研发费用	65	66	64	78	91
财务费用	-18	-4	13	1	-7
资产信用减值损失	-34	-74	-57	-26	-26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	4	6	5	6
营业利润	409	224	179	434	554
营业外收支	-2	-7	-6	-6	-7
利润总额	407	217	174	428	547
所得税费用	59	50	26	64	82
合并净利润	349	167	148	363	465
少数股东损益	16	-3	-3	-7	-9
归母净利润	332	170	150	370	474
EPS (元/股)	1.15	0.42	0.37	0.92	1.17

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	366	-330	1,097	582	528
合并净利润	349	167	148	363	465
折旧摊销	64	100	81	71	65
营运资金变动	-73	-734	727	100	-49
其他	0	0	90	0	0
投资活动现金流净额	-136	-302	66	-27	-17
资本性开支	-17	-103	-13	-33	-23
投资	-23	5	1	0	0
其他	-96	-204	78	5	6
融资活动现金流净额	-596	515	-292	-183	-154
股本融资	0	29	0	0	0
债权融资	128	492	-164	9	-31
股利分配与偿付利息	-5	-128	-65	-91	-123
其他	-720	123	-63	-100	0
现金净增加额	-340	-108	871	372	357
期初现金余额	838	498	390	1,261	1,633
期末现金余额	498	390	1,261	1,633	1,990

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	47.6%	38.4%	1.9%	21.7%	16.3%
营业利润增长率	43.2%	-45.4%	-19.8%	141.8%	27.8%
归母净利增长率	53.6%	-48.8%	-11.7%	146.3%	28.0%
获利能力					
毛利率	37.0%	33.9%	34.3%	35.1%	35.2%
净利率	5.3%	1.9%	1.6%	3.2%	3.6%
ROE	15.6%	7.3%	6.0%	13.7%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	34.5%	46.6%	38.9%	39.7%	37.7%
有息负债率	5.2%	13.5%	14.0%	12.4%	10.9%
流动比率	3.0	2.2	2.5	2.5	2.7
利息保障倍数	74.0	20.5	8.2	17.1	21.7
营运能力					
应收账款周转率	18.7	21.5	21.5	21.5	21.5
存货周转率	4.9	3.3	6.2	8.0	9.0
应付账款周转率	9.7	10.0	10.0	10.0	10.0
每股指标					
每股收益	1.15	0.42	0.37	0.92	1.17
每股净资产	7.38	5.79	6.15	6.66	7.59
每股经营现金流	1.27	-0.81	2.71	1.44	1.31
估值比率					
PE	21.6	34.0	40.8	16.6	12.9
PB	3.4	2.5	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	14.3	15.4	16.8	9.6	7.4

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。