

➤ **事件：1) 2023 年**实现营收 65.18 亿元/yoy+47.56%，归母净利润 3.32 亿元/yoy+53.08%，归母扣非净利润 2.89 亿元/yoy+44.83%，非经损益主要来自应收款项减值准备转回 2401 万元和政府补助 1448 万元；其中全资子公司易佰网络实现营收 64.83 亿元/yoy+47.89%，净利润 4.06 亿元/yoy+40.62%。**2) 23Q4** 实现营收 17.68 亿元/yoy+30.16%，归母净利润 3294 万元/yoy-54.58%，归母扣非净利润 642 万元/yoy-90.05%。

➤ **把握电商市场发展机遇，持续深耕跨境出口电商综合业务。**1) **分业务看**，商品销售业务实现收入 56.96 亿元/yoy+38.62%，占总营收比重 87.39%/-5.63pct；其中 23 年泛品业务 SKU 超过 104 万款，客单价为 107 元；精品业务 SKU 数量为 636 个，客单价为 380 元。跨境电商综合服务实现收入 7.86 亿元/yoy+188.52%，占总营收比重 12.05%/+5.89pct。**2) 分平台看**，23 年公司前五大客户为 Amazon、eBay、AliExpress、Cdiscount、Walmart，销售比例分别为 74.81%、2.76%、1.81%、1.45%、1.41%，合计 82.24%。**3) 分地区看**，出口地主要为发达国家，其中美国和英国分别占到 34.3%和 6.5%。

➤ **数字技术赋能，助力跨境电商盈利能力稳步提升。**1) **毛利率方面**，2023 年为 36.96%，同比-2.55pct，其中跨境出口电商业务毛利率 40.15%/+0.55pct。主要系公司依托自主研发的全自动数据整理及调价管理系统，根据库存、库龄、日均加权销量等维度，计算最优售卖价格，实现批量、快速的价格升降调整。23Q4 毛利率为 34.66%/-2.45pct，环比变动-2.45pct。**2) 费率方面**，2023 年公司实现销售/管理/研发费用率 23.43%/6.38%/1.00%，同比-1.21/+0.89/-0.17pct，管理费用率变化主要系易佰网络计提团队超额业绩奖励以及增加股份支付费用所致。**3) 净利率方面**，2023 年公司实现净利率 5.35%/-0.17pct；23Q4 实现净利率 1.86%/-3.48pct，环比-3.33pct。

➤ **依托自主开发算法，精准备货提高存货周转效率。**公司国内仓主要位于东莞虎门，采用租赁方式自营管理，主要承担向海外仓集货转运和向海外消费者直邮发货等职能；海外仓主要由 Amazon 等第三方电商平台及谷仓、万邑通等专业的大型第三方仓储物流服务商运营管理，位于美国、英国、德国、澳大利亚等地，23 年通过国内仓、第三方海外仓、平台仓 (Amazon) 发货的销售收入占比分别为 33.49%/2.44%/61.42%。23 年存货周转天数同比下降 22.46 天至 71.32 天。公司执行全品类深耕的经营策略，SKU 规模庞大。公司依托自主开发的算法，确定每个 SKU 的安全库存、备货周期、单次备货量，随着 SKU 销售情况的变化动态调整各项参数，实现少量多批、快速响应的采购模式。

➤ **投资建议：**“精品+亿迈”三大业务驱动模式，在汇率向好和国际运费下降等成本端因素持续优化的背景下，公司通过易佰云信息化系统的精细化运作，有效实现降本增效，经营业绩持续向好。我们预计 24-26 年公司实现归母净利润 4.50/5.60/6.74 亿元，分别同比+35.3%/+24.7%/+20.2%，对应 PE 为 11/9/7X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外需求不及预期，收购计划不及预期，出口成本大幅变化。

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	8,389	10,189	11,983
增长率 (%)	47.6	28.7	21.5	17.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	332	450	560	674
增长率 (%)	53.1	35.3	24.7	20.2
每股收益 (元)	1.15	1.55	1.94	2.33
PE	15	11	9	7
PB	2.4	2.0	1.8	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
17.45 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanjing@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 华凯易佰 (300592.SZ) 2023 年业绩预告点评：Q4 营收增速符合预期，易佰费用提升致 Q4 业绩承压-2024/01/22
3. 华凯易佰 (300592.SZ) 事件点评：拟收购通拓科技，强化公司规模优势-2023/12/07
4. 华凯易佰 (300592.SZ) 2023 年三季报点评：布局海外仓开拓拉美市场，3Q23 业绩表现依旧亮眼-2023/10/24
5. 华凯易佰 (300592.SZ) 2023 年中报点评：开启“一体两翼”新战略，推动业绩高增-2023/08/22

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	8,389	10,189	11,983
营业成本	4,109	5,264	6,413	7,544
营业税金及附加	4	8	10	12
销售费用	1,527	1,963	2,343	2,732
管理费用	416	554	672	791
研发费用	65	86	113	141
EBIT	387	534	662	792
财务费用	-18	10	10	9
资产减值损失	-37	-12	-13	-14
投资收益	8	8	10	12
营业利润	409	529	660	793
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	407	529	659	793
所得税	59	79	99	119
净利润	349	450	560	674
归属于母公司净利润	332	450	560	674
EBITDA	451	599	729	860

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	528	910	1,383	1,808
应收账款及票据	395	678	824	969
预付款项	32	77	94	110
存货	843	1,013	1,058	1,141
其他流动资产	220	489	592	695
流动资产合计	2,019	3,167	3,951	4,723
长期股权投资	48	46	44	42
固定资产	243	243	253	263
无形资产	89	89	89	89
非流动资产合计	1,237	1,235	1,241	1,250
资产合计	3,256	4,402	5,192	5,973
短期借款	1	31	61	61
应付账款及票据	437	1,180	1,438	1,691
其他流动负债	231	269	318	367
流动负债合计	668	1,480	1,817	2,119
长期借款	170	170	220	220
其他长期负债	284	284	284	284
非流动负债合计	454	454	504	504
负债合计	1,122	1,934	2,321	2,623
股本	289	289	289	289
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,134	2,468	2,872	3,350
负债和股东权益合计	3,256	4,402	5,192	5,973

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	28.71	21.45	17.60
EBIT 增长率	36.64	38.04	23.91	19.66
净利润增长率	53.08	35.34	24.66	20.22
盈利能力 (%)				
毛利率	36.96	37.26	37.06	37.04
净利润率	5.10	5.36	5.50	5.62
总资产收益率 ROA	10.20	10.21	10.79	11.28
净资产收益率 ROE	15.57	18.22	19.51	20.11
偿债能力				
流动比率	3.02	2.14	2.18	2.23
速动比率	1.59	1.23	1.37	1.47
现金比率	0.79	0.61	0.76	0.85
资产负债率 (%)	34.46	43.93	44.69	43.91
经营效率				
应收账款周转天数	19.28	23.03	26.53	26.92
存货周转天数	63.15	63.49	58.14	52.47
总资产周转率	2.04	2.19	2.12	2.15
每股指标 (元)				
每股收益	1.15	1.55	1.94	2.33
每股净资产	7.38	8.53	9.93	11.59
每股经营现金流	1.27	1.83	2.15	2.39
每股股利	0.40	0.54	0.67	0.81
估值分析				
PE	15	11	9	7
PB	2.4	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.62	8.00	6.57	5.57
股息收益率 (%)	2.29	3.10	3.87	4.65

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	349	450	560	674
折旧和摊销	64	65	67	68
营运资金变动	-35	-16	-40	-87
经营活动现金流	366	528	620	691
资本开支	-17	-21	-31	-32
投资	-23	0	0	0
投资活动现金流	-136	-12	-21	-20
股权募资	0	0	0	0
债务募资	128	30	80	0
筹资活动现金流	-596	-133	-126	-246
现金净流量	-340	382	473	424

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