

华凯易佰（300592）深度研究报告

泛品出海龙头，扎实深耕，数字赋能

- ❖ 公司前身为华凯文化创意，2021年收购易佰网络90%股权，并于同年7月开始对其并表，主业成功转型为跨境电商。2023年继续收购易佰网络10%少数股东权益，形成了“泛品+精品+亿迈生态平台”协同驱动模式。在收购易佰网络的业绩补偿协议及员工持股计划中，公司约定盈利目标，多次超额完成。据公告，2023年华凯易佰预计实现归母净利润3.2-3.55亿元，同比增长47.99%-64.18%。
- ❖ 泛品运营 knowhow 沉淀深厚，库存周转效率高。泛品是铺货模式，SKU 和经营店铺数量多，亚马逊平台规则严格且复杂，对泛品类商家的平台运营能力和库存管理效率是巨大的挑战。公司深耕出海赛道数年，成功规避21年“亚马逊封号潮”风险，摆脱英国/欧洲小包 VAT 政策修改、俄乌冲突下欧洲需求受阻、美国零售商去库、海运费上升的负面影响，盈利逐步回暖。其背后是公司对该行业 knowhow 的深刻理解和沉淀，尽管公司在售 sku 数量显著提升（22年约50万个→23年中期90多万个），但库存及其周转效率保持稳定，账上现金流充裕。
- ❖ 精品和亿迈打造第二增长曲线，重视研发，数字赋能。2021年“亚马逊封号潮”导致大量玩家出清，公司抓住行业洗牌机遇，组建团队，发力精品业务。团队拥有丰富的选品经验，通过消费者需求调研和分析等方式，提升爆品率。精品平均客单价增长，已于22年底盈利。公司2018年起自研“易佰云”数字化系统，后应用 AIGC 技术，科技赋能，降本增效。随着出海趋势的确定，跨境电商公司争相涌入，基于长期沉淀的供应链资源和数字化研发优势，公司于2021年推出“亿迈”综合服务平台，针对中小商家提供增值服务，营收实现快速增长。
- ❖ 投资建议：公司具备高效的运营能力和深厚的库存管理经验，我们看好其在精品、跨境服务上的增长潜力，预计公司2023-2025年实现收入64.9/85.3/104.5亿元，同比增长46.9%/31.4%/22.5%；实现归母净利润3.5/4.7/6.0亿元，同比增长60.6%/35.3%/26.8%。参考行业内可比公司，给予其2024年17xPE，对应市值80亿元，目标价27.6元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示：欧美等市场消费力疲软，目的地国关税政策调整，亚马逊经营集中度过高及平台政策变化，人民币汇率波动。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	4,417	6,491	8,527	10,448
同比增速(%)	112.9%	46.9%	31.4%	22.5%
归母净利润(百万)	216	347	470	596
同比增速(%)	347.4%	60.6%	35.3%	26.8%
每股盈利(元)	0.75	1.20	1.62	2.06
市盈率(倍)	28	17	13	10
市净率(倍)	2.7	2.4	2.0	1.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年3月19日收盘价

推荐（首次）

目标价：27.6元

当前价：20.91元

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

联系人：杨澜

邮箱：yanglan@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	28,917.56
已上市流通股(万股)	14,430.15
总市值(亿元)	60.47
流通市值(亿元)	30.17
资产负债率(%)	35.60
每股净资产(元)	7.20
12个月内最高/最低价	31.99/15.42

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本文厘清了华凯易佰资产重组的过程，以及现有股权、团队构成；从微观层面，着重分析了其作为行业龙头自身拥有的核心竞争优势，分业务进行深入细致的探讨；同时，剖析了公司第二增长曲线的可行性和发展潜力、基于此，给出合理的投资意见。

投资逻辑

本文第一部分阐述了华凯创意和易佰网络资产重组的过程，及现在华凯易佰的管理团队、股权结构及员工持股、激励、回购等计划。

第二部分主要讲述了华凯易佰的财务表现。

第三部分从泛品、精品、亿迈三个核心业务展示了公司的核心竞争力和未来增长前景。

关键假设、估值与盈利预测

我们认为公司作为跨境电商行业泛品类龙头，具备优异的亚马逊运营经验和库存管理能力，同时精品和亿迈业务进入高速增长通道，第二增长曲线前景可期。预计 2023~2025 年实现营业收入 64.9/85.3/104.5 亿元，同比增长 46.9%/31.4%/22.5%，其中跨境出口电商业务（泛品+精品）同比增速为 37.6%/24.7%/17.9%，跨境出口电商综合服务同比增速为 200%/80%/45%；预计 2023~2025 年毛利率和相关费用率均相对维稳，其中毛利率为 37.5%/36.8%/36.8%；预计 2023~2025 年归母净利润为 3.5/4.7/6.0 亿元，每股盈利 1.2/1.6/2.1 元/股。

我们看好出海大趋势带来的新红利，公司作为行业老兵，扎实深耕，knowhow 沉淀深厚，同时积极开拓第二增长曲线。我们选取同为跨境电商的赛维时代、吉宏股份、致欧科技和安克创新为可比公司，参考行业内估值水平，给予公司 2024 年 17xPE，对应市值 80 亿元，目标价 27.6 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、华凯易佰：跨境电商沧海遗珠.....	6
（一）股权架构清晰，主业成功转型为跨境电商	6
（二）易佰网络经营情况.....	10
二、基础业务回暖，新业务迈入盈利阶段.....	13
（一）泛品受益于高效库存管理，净利率提升	13
（二）精品业务快速成长，开始贡献利润	15
（三）信息化推动公司效率提升，SaaS 开启变现路径.....	15
三、盈利预测和估值.....	18
四、风险提示.....	19

图表目录

图表 1 易佰网络发展历程	6
图表 2 公司分季度营收	6
图表 3 公司分季度归母净利润	6
图表 4 公司股权结构	7
图表 5 公司主要管理层履历	7
图表 6 公司对赌协议/员工持股计划的业绩目标及实际完成情况	8
图表 7 2022 年员工持股计划	8
图表 8 2022 年员工持股计划激励对象	8
图表 9 2024 年股权激励计划	9
图表 10 2024 年股权激励对象及分配	9
图表 11 2022 年股份回购情况及 2023 年回购计划	10
图表 12 公司股票限售解禁情况	10
图表 13 易佰网络营业收入及增速	11
图表 14 易佰网络净利润及增速	11
图表 15 2022 年华凯易佰营业收入结构	11
图表 16 2022 年华凯易佰各销售平台占比	11
图表 17 公司在亚马逊上的经营网点数	12
图表 18 2023 年中期公司各品类销售单价	12
图表 19 通拓科技发展历程	12
图表 20 通拓科技营收表现	13
图表 21 通拓科技利润表现	13
图表 22 2023H1 分品类销售收入	13
图表 23 2023H1 分品类毛利率情况	13
图表 24 易佰网络销售费用及销售费用率	14
图表 25 易佰网络销售费用拆分占比情况	14
图表 26 行业可比公司存货对比	14
图表 27 行业可比公司存货周转天数对比	14
图表 28 华凯易佰收入结构按仓储模式分类	15
图表 29 行业可比公司净利率对比	15
图表 30 公司智能化研发系统核心功能	15
图表 31 华凯易佰 2019-2023H1 研发投入	16
图表 32 华凯易佰研发团队人数	16
图表 33 亿迈六大核心业务	17

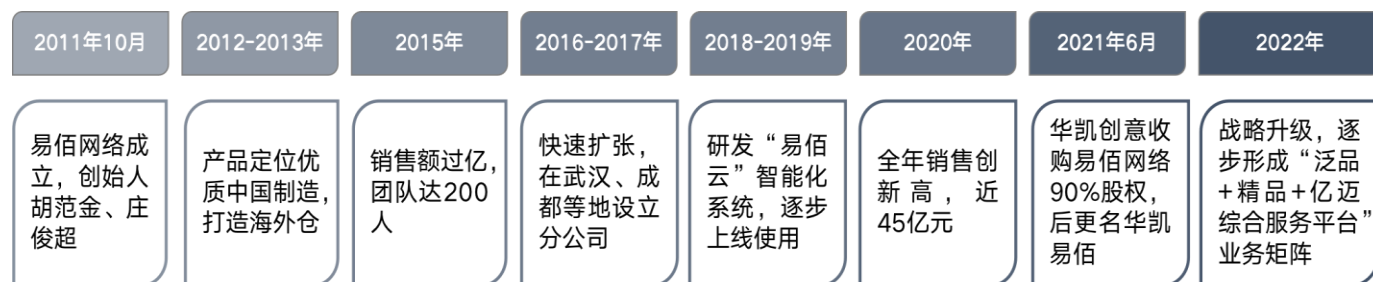
图表 34 亿迈发展历程	17
图表 35 亿迈服务介绍	17
图表 36 亿迈业务收入	18
图表 37 公司关键指标预测	18
图表 38 可比公司估值	19

一、华凯易佰：跨境电商沧海遗珠

(一) 股权架构清晰，主业成功转型为跨境电商

公司前身为华凯文化创意，主营空间环境艺术设计服务业务，2017年在A股上市。2021年6月，公司寻求战略转型，以15.12亿元收购易佰网络90%股权，2021年7月开始对易佰网络并表。2022年5月，公司更名为华凯易佰。截至2022年底，跨境电商出口业务占公司收入99%以上，公司已基本完成跨境电商企业转型，并于2023年继续收购了易佰网络10%少数股东权益，易佰网络就此成为华凯易佰的全资子公司。

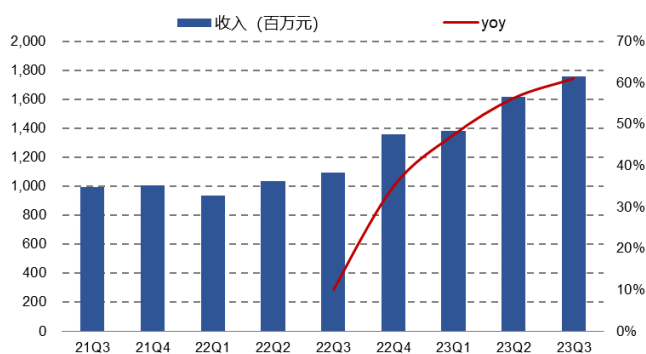
图表1 易佰网络发展历程



资料来源：易佰网络官网，公司公告，华创证券

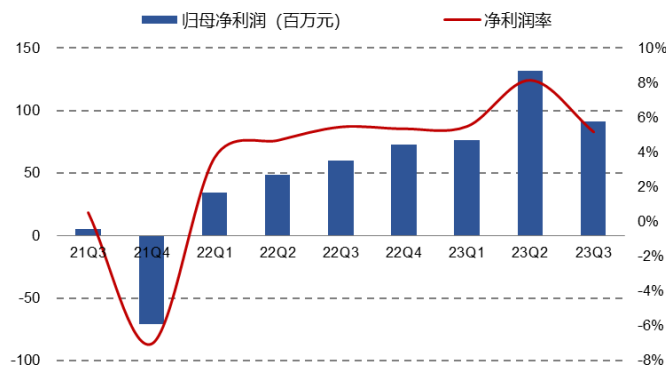
业绩同比大幅度改善，跨境电商业务经营步入正轨。公司逐步摆脱英国/欧洲小包 VAT 政策带来的基数影响、俄乌冲突导致的欧洲需求受阻、美国零售商去库、亚马逊封号潮致使竞对低价清库存、海运费上升等负面因素的影响，2023年收入逐季度回暖，业绩同比大幅提升。据公司公告，23Q1-Q3 营收分别为 13.79、16.13、17.58 亿元，环比增速 1.51%、16.99%、8.95%；归母净利润分别为 0.76、1.32、0.91 亿元，同比增速 119.2%、171.4%、52.5%。据公司发布的 2023 年业绩预告，预计 2023 全年实现归母净利润 3.20-3.55 亿元，同比增长 47.99%-64.18%；实现扣非净利润 2.88-3.23 亿元，同比增长 45.06%-62.69%。

图表2 公司分季度营收



资料来源：公司公告，华创证券

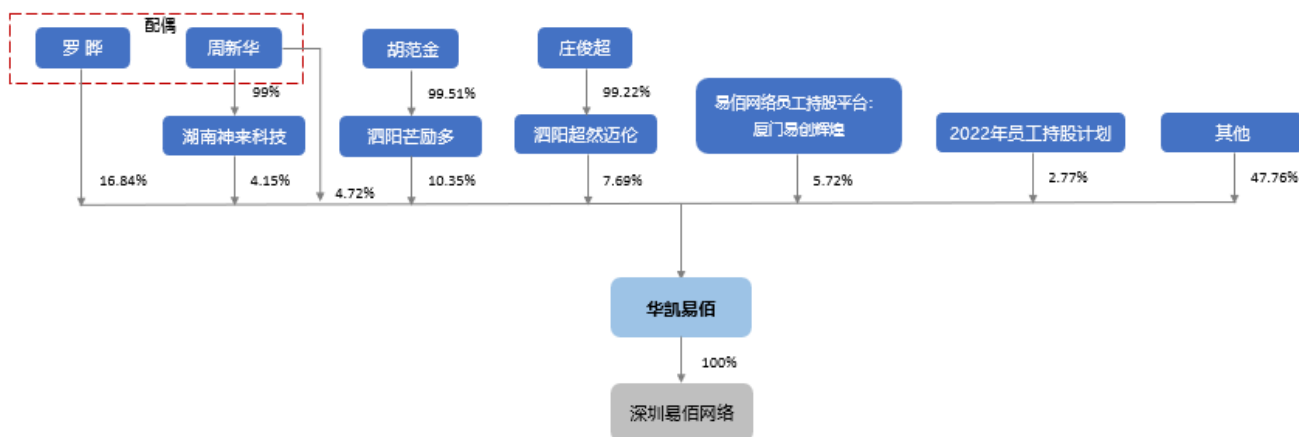
图表3 公司分季度归母净利润



资料来源：公司公告，华创证券

股权逐步厘清，跨境电商团队稳定。公司实际控制人周新华及其配偶罗晔女士直接和间接持有公司 25.7%的股份，胡范金通过泗阳芒励多间接持股 10.3%，庄俊超通过泗阳超然迈伦间接持股 7.6%。收并购完成后，保留易佰网络管理层推动公司改革，核心管理层稳定，且经验丰富。

图表 4 公司股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

注：截至 2023 年三季度

图表 5 公司主要管理层履历

姓名	职务	入职时间	过往经历
周新华	董事长、总经理	2014 年 3 月	长江商学院 EMBA，原华凯创意董事长，现易佰网络董事长，湖南神来科技有限公司执行董事，兼任湖南省总商会副会长，长沙市工商联副主席，长沙市文化创意产业协会会长，湖南省文化基金会副主席。
胡范金	副董事长	2021 年 8 月	硕士研究生学历，原易佰网络董事长，现易佰网络副董事长、总经理，厦门芒励多股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。
庄俊超	董事	2021 年 8 月	本科学历，原易佰网络总经理，现易佰网络董事、副总经理，厦门超然迈伦股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，深圳前海新佰辰科技有限公司监事。
王安祺	董事、董事会秘书	2014 年 3 月	中南大学 EMBA，持有深圳证券交易所董事会秘书资格证书，深圳市易佰网络科技有限公司董事，张家界驼峰有限公司监事。
贺日新	董事、财务总监	2021 年 8 月	硕士研究生学历，注册会计师，原易佰网络财务总监，曾任德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计部高级审计员、审计经理、高级审计经理，现任深圳市易佰网络科技有限公司财务总监。
刘俊杰	董事	2021 年 8 月	本科学历，注册会计师，深圳市易佰网络科技有限公司董事、财务副总监。

资料来源：公司公告，华创证券

行业发展前景乐观，公司员工激励充分，多次超额完成约定业绩。公司在收购易佰网络时约定业绩要求，要求易佰网络 2019-2023 年合并报表中扣除非经常性损益后归母净利润分别不低于 1.41/1.70/2.04/2.51/2.90 亿元。2019-2021 年易佰网络均超额完成目标，分别为 1.75/3.64/2.16 亿元，完成率分别为 124%/214%/106%。

公司于 2022 年推出新一期员工持股计划，解锁条件为 2022 年易佰网络扣非归母净利润不低于 2.7 亿元，以及 2022-2023 年扣非归母净利润累计不低于 6 亿元，上调此前在业绩补偿协议中约定的业绩目标。据公司公告，2022 年易佰网络实现扣非归母净利润 2.74 亿元，2023 年预计实现净利润 4.9-5.1 亿元（预计计提超额业绩奖励 9000 万，合并报表层面考虑少数股东损益以及确认可辨认无形资产后的摊销金额等影响后归属于上市公司利润约 3.7 亿元-3.9 亿元），有望再次超额完成目标。

2023 年公司收购剩余 10%少数股东权益时，提出新目标，要求易佰网络 2024 年扣非归母净利润不低于 3.6 亿元，展现了管理层对发展前景的充分信心。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/796124034225010103>