

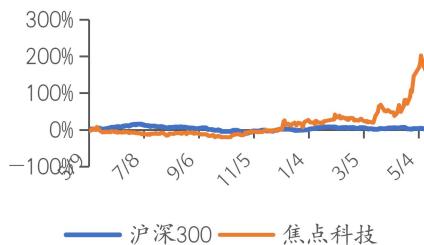
贸易持续线上化，AI 驱动平台新增长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-05-14

收盘价（元）	39.95
近 12 个月最高/最低（元）	41.27/12.26
总股本（百万股）	311
流通股本（百万股）	195
流通股比例（%）	62.54
总市值（亿元）	1124.36
流通市值（亿元）	77.78

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

·公司点评：遥望科技 (002291.SZ)：积极发展非标业务与 AI 技术，“遥望云”全面升级为“遥望云 AIOS” 2023-05-09

·公司点评：分众传媒 (002027.SZ)：23Q1 盈利能力有所修复，海外业务快速拓展 2023-05-09

·行业点评：AI+影视动漫行业点评：消费复苏+供给回暖为守，AI 赋能制作+手握 IP 版权为攻 2023-05-07

·行业点评：AIGC 技术和游戏出海驱动下，游戏产业进入新一轮产品周期 2023-05-04

主要观点：

● 多年深耕 B2B 赛道，拥有稳健的业务能力及行业口碑

公司竞争优势显著，过往市场份额及营收稳步增长。中国制造网是国内老牌跨境电商 B2B 信息撮合平台，公司专注深耕 B2B 赛道 26 年，拥有稳定的供应商客户群体和采购商资源、丰富的高性价比产品、广受认可的专业品牌声誉，建立了较高的市场壁垒，过往市场份额稳固。

● B2B 跨境贸易线上化渗透率仍有空间，行业前景乐观

外贸行业整体数字化程度较低，未来有较大增长空间：2022 年我国跨境电商进出口总额（含 B2B）2.11 万亿元，同比增长 9.8%，但在总进出口总额中仅占 5.02%。AI 发展也有望成为 B2B 线上化发展的巨大推力。

同时，外贸行业整体仍处于上升趋势：2022 年我国贸易出口达 23.97 万亿元人民币，比 2021 年增长 10.5%。新兴市场的加速开拓也将推动外贸行业整体发展：2022 年我国对“一带一路”沿线国家出口增长 20%，拉动整体出口增长 6.1 个百分点；2023 年一季度，我国对东盟进出口总额达 1.56 万亿元，同比增长 16.1%，高出整体增速 11.3 个百分点，规模占进出口总值的 15.8%；对“一带一路”沿线国家进出口增长 16.8%，占进出口总值的 34.6%，提升了 3.5 个百分点。

● 接入 ChatGPT，积极布局 AI+电商产业

AI 助力产品升级：公司多年来注重自主研发及技术创新，在信息审核、文本描述自动生成、智能客服等多方面应用了 AI 技术。目前公司已经接入 Chat GPT 3.5 Turbo。4 月 25 日，公司宣布推出 AI 外贸助手麦可，在运营推广方面、采洽沟通、社媒营销等多方面可实现内容自动生成，能够有效降低企业运营成本与门槛、优化企业效益。

AI 有望推动新市场开拓：公司加快东南亚等小语种市场布局，AI 有望解决多语种及文化地区本地化困难问题，加快新兴市场开拓。

● 投资建议

在跨境电商 B2B 行业整体增长的同时，公司作为老牌跨境电商 B2B 服务商，已经在行业内形成较高市场壁垒及稳固的市场份额。在新技术的驱动下，公司将迎来新的发展机遇，朝生态化平台、贸易全链路服务方向进一步发展。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 18.12 亿元、22.12 亿元、25.92 亿元，同比增长 23%、22%、17%，归母净利润为 3.78 亿元、4.72 亿元、6.07 亿元，同比增长 26%、25%、29%，参考可比公司估值水平，给予公司 2023 年 45xPE，合理市值 170 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

1. 外贸线上化增长不及预期。受到疫情线下管控逐渐放开的影响，

线下贸易恢复可能会使整体跨境电商 B2B 增长率不及预期。

2. **受国际政治经济环境影响较大。**主营外贸 B2B 平台的公司更易于受到国际环境影响，若宏观经济整体下行，将对公司产生不良影响。

3. **AI 应用效果低于预期。**ChatGPT 及其他 AI 技术目前仍在完善升级中，在一些场景中的应用效果可能不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1475	1812	2212	2592
收入同比 (%)	0.0%	22.9%	22.1%	17.2%
归属母公司净利润	300	378	472	607
净利润同比 (%)	22.6%	25.8%	24.8%	28.7%
毛利率 (%)	80.2%	76.3%	76.4%	76.4%
ROE (%)	13.4%	16.1%	18.6%	21.2%
每股收益 (元)	0.98	1.21	1.52	1.95
P/E	18.38	32.92	26.37	20.48
P/B	2.49	5.30	4.90	4.34
EV/EBITDA	9.88	20.27	16.35	11.76

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 深耕跨境电商 B2B 二十余年，行业基础稳固.....	5
1.1 以跨境 B2B 为主轴，横向拓展业务范围.....	5
1.2 从信息撮合平台纵深发展为全链路外贸服务综合平台.....	6
2 跨境 B2B 线上化市场规模仍将保持稳健增长.....	7
2.1 贸易出口持续增长.....	7
2.2 外贸行业线上化增长空间广阔.....	8
3 积极布局 AI+ 电商，业绩驱动因素明显.....	10
3.1 接入 CHATGPT，推出 AI 外贸助手.....	10
3.2 主要产品及服务竞争力.....	12
3.3 推出 X 业务计划，产品持续优化拓展.....	15
3.4 AI 加速拓展新兴市场，营销升级优化业绩.....	16
3.5 报表业绩稳健增长：B2B 业务驱动营收，部分业务淘汰.....	16
风险提示：.....	20
财务报表与盈利预测.....	21

图表目录

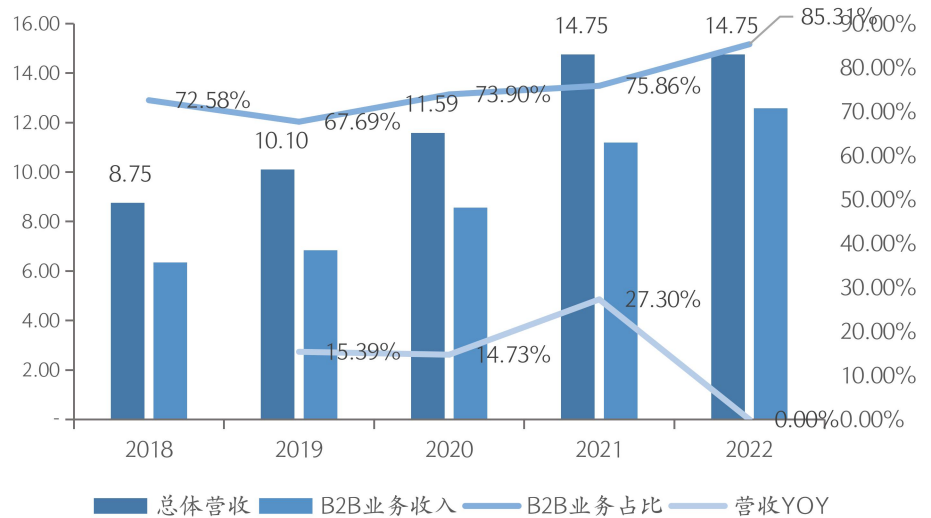
图表 1 历年营业收入及 B2B 业务占比.....	5
图表 2 公司发展历程.....	6
图表 3 跨境电商 B2B 关键节点及公司布局情况.....	7
图表 4 我国进出口总额变动趋势.....	7
图表 5 我国出口地区总值年增长趋势.....	8
图表 6 我国进出口总额及跨境电商占比.....	8
图表 7 跨境电商 B2B 模式占比.....	9
图表 8 传统外贸形式与跨境电商 B2B 形式对比.....	9
图表 9 产品描述优化界面.....	11
图表 10 智能询盘回复界面.....	11
图表 11 社媒营销物流生成界面.....	11
图表 12 中国制造网与阿里巴巴国际站竞争优势对比.....	12
图表 13 中国制造网与阿里巴巴国际站产品价格对比.....	13
图表 14 DOBA 已接入平台展示.....	15
图表 15 2018-2022 年 B2B 业务收入.....	17
图表 16 2018-2022 年新一站业务营业成本.....	17
图表 17 2019-2022 年研发、管理及销售费用率.....	17
图表 18 2019-2022 年现金流状况.....	18
图表 19 会员数及收入预测.....	18
图表 20 23-25 年费用预测.....	19
图表 21 23-25 年归母净利润预测.....	19
图表 22 可比公司估值表.....	20

1 深耕跨境电商 B2B 二十余年，行业基础稳固

1.1 以跨境 B2B 为主轴，横向拓展业务范围

焦点科技成立于 1996 年，以跨境 B2B 电商平台及企业服务、保险代理为主营业务。其于 1998 年研发运营的“中国制造网”(Made-in-China.com) 是中国著名 B2B 跨境电商平台，专注为中国供应商与全球采购商提供信息撮合、跨境供应链、交易支付等全链路外贸服务。以中国制造网为核心业务，公司规模得到快速增长，于 2009 年在深交所上市。2022 年公司总体营收 14.75 亿元，其中 B2B 业务收入约 12.6 亿元，占营业收入约 85%。

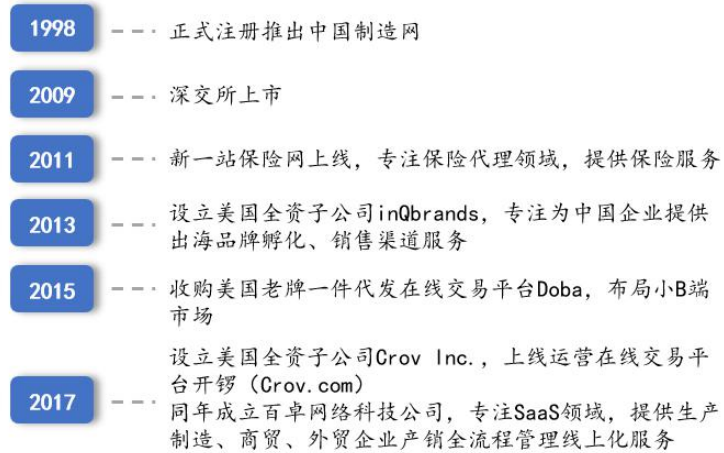
图表 1 历年营业收入及 B2B 业务占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

在此基础上，公司利用互联网平台与技术优势，于 2011 年上线新一站保险网，为中小企业及个人提供保险产品的购买、理赔、保全等一站式服务。2013-2015 年，公司在美国成立全资子公司 inQbrands，并收购了美国老牌一件代发电商平台 Doba。前者为中国中小企业提供全渠道销售、品牌孵化等落地美国的一系列营销服务。

图表 2 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司重点业务如下:

1) B2B 跨境电商业务:

中国制造网 (Made-in-China): 全链路外贸服务综合平台, 致力于为中国供应商和海外采购商挖掘全球商机, 为双方国际贸易的达成提供一站式外贸服务。营收模式为固定会员年费+其他增值服务费, 2022 年占收入比重 84.59%。

Doba.com: 美国商品直发服务平台, 是美国最主要的 Drop Shipping 服务平台之一, 专注小 B 端买家。(Drop Shipping 商业模式为: 零售商将客户订单外包给供应商, 由供应商直接向消费者提供货物, 零售商依靠赚取批发和零售价格之间的差价获利)。

inQbrands: 通过品牌策划、供应链管理、营销推广、多渠道销售、仓储物流整合等环节的打造, 提供落地美国、全渠道销售、品牌孵化等一站式服务。

2) 保险代理及金融业务:

新一站: 依托互联网流量及技术起步, 为广大中小企业及个人提供保险产品的咨询、购买、理赔、保全等一站式服务。2022 年占收入比重 7.80%。

1.2 从信息撮合平台纵深发展为全链路外贸服务综合平台

由最初的供采信息撮合平台“中国制造网”出发, 公司以跨境贸易链条为主线, 纵深发展从采购到销售的全链路外贸综合服务。

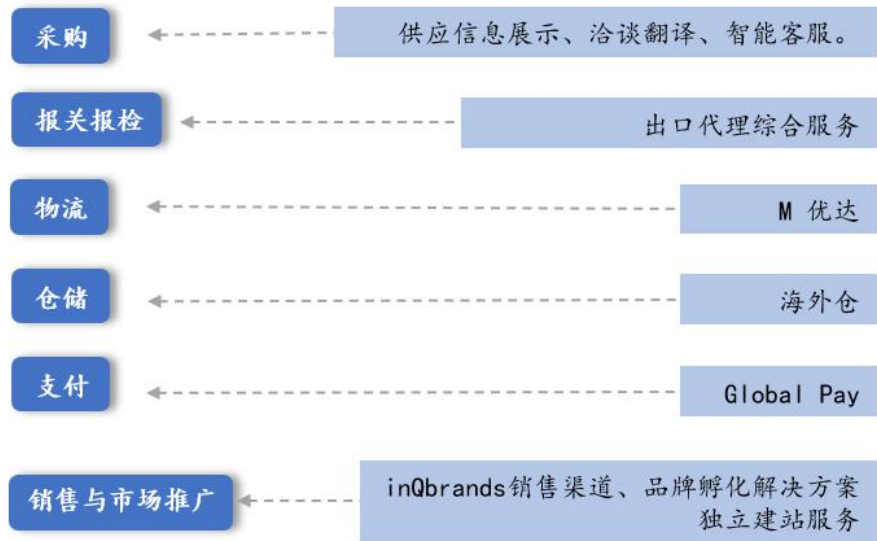
在供采方面, “中国制造网”提供供应信息展示、洽谈翻译和智能客服等服务, 持续优化供需双方信息撮合。同时平台可以提供出口代理综合服务, 包括报关报检、信用证审核等, 帮助用户顺利完成出口流程。

在物流及仓储方面, 平台通过合作模式整合多个物流服务提供商资源, 推出国际物流子品牌 M 优达, 涵盖国际快递、空派、海运等业务。海外仓方面, 公司在洛杉矶拥有近 2 万平米自营海外仓, 并和 20、30 家左右海外仓进行合作, 拥有稳定的仓储能力。

支付方面, 平台还推出了全球收款工具 Global Pay, 为用户提供便捷的收款方式。

销售与市场推广方面, 通过 InQbrands 为用户提供落地美国的销售渠道和品牌孵化支持; 同时提供独立建站服务, 为供应商提供更多元可控的营销渠道。

图表 3 跨境电商 B2B 关键节点及公司布局情况



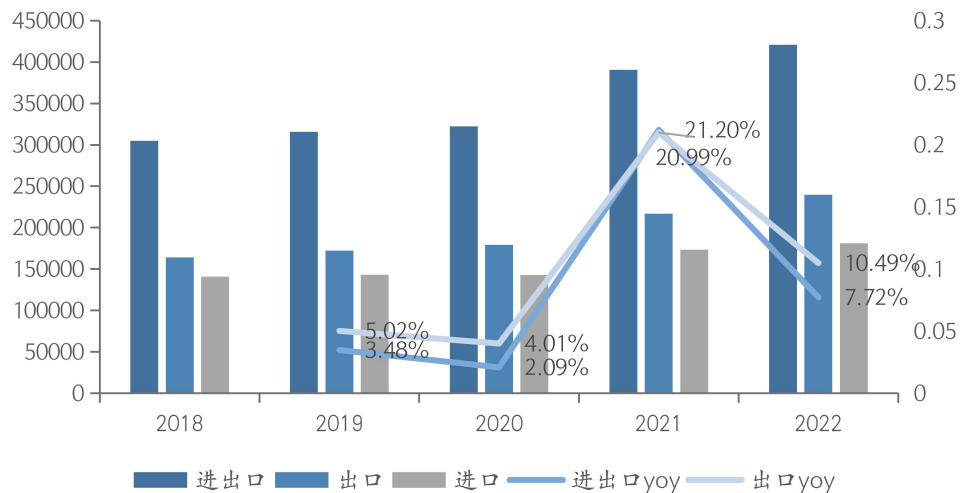
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 跨境 B2B 线上化市场规模仍将保持稳健增长

2.1 贸易出口持续增长

据中国海关总署统计,2022 年我国货物贸易进出口总值 42.07 万亿元人民币, 同比 2021 年增长 7.7%, 首次突破 40 万亿元人民币关口, 规模再创历史新高。其中, 出口额增长趋势明显, 2022 年达 23.97 万亿元人民币, 同比 2021 年增长 10.5%。

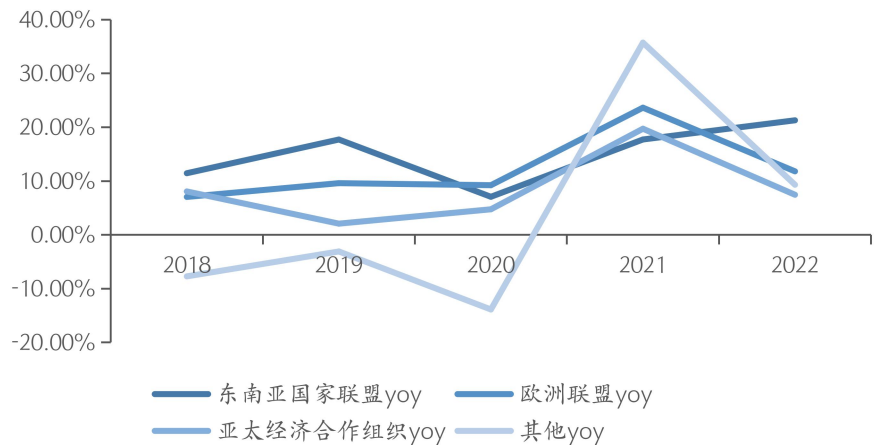
图表 4 我国进出口总额变动趋势



资料来源：海关总署，华安证券研究所

从出口地区来看, 2022 年我国对东盟、欧盟等主要贸易伙伴的出口都保持较快增长。同时, 新兴市场也在加速开拓, 对“一带一路”沿线国家出口增长 20%, 拉动整体出口增长 6.1 个百分点。

图表 5 我国出口地区总值年增长趋势



资料来源：海关总署，华安证券研究所

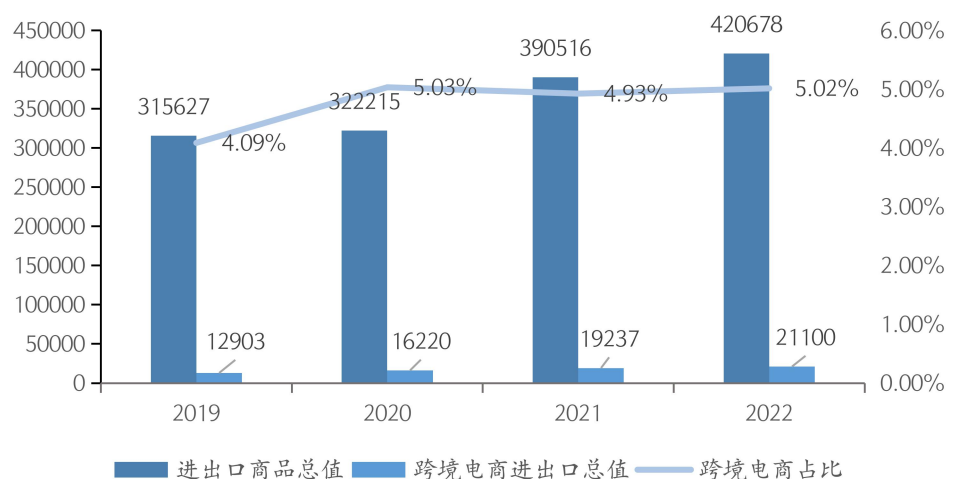
中小外贸企业线上化转型在 2020-2022 年加速，如入驻跨境电商平台、开设独立站、参加在线展会等。考虑到线上化贸易习惯养成后难以逆转的特性，该部分企业将持续为未来的跨境电商 B2B 市场创造收入。

2.2 外贸行业线上化增长空间广阔

作为外贸新业态、新模式，我国跨境电商行业仍然保持快速增长趋势。2022 年我国跨境电商进出口（含 B2B）2.11 万亿元，同比增长 9.8%，占进出口总额 5.02%。其中，B2B 形式仍占据跨境电商行业主要份额。根据网经社智库数据显示，近三年来 B2B 模式占比保持在跨境电商交易规模 76% 左右。

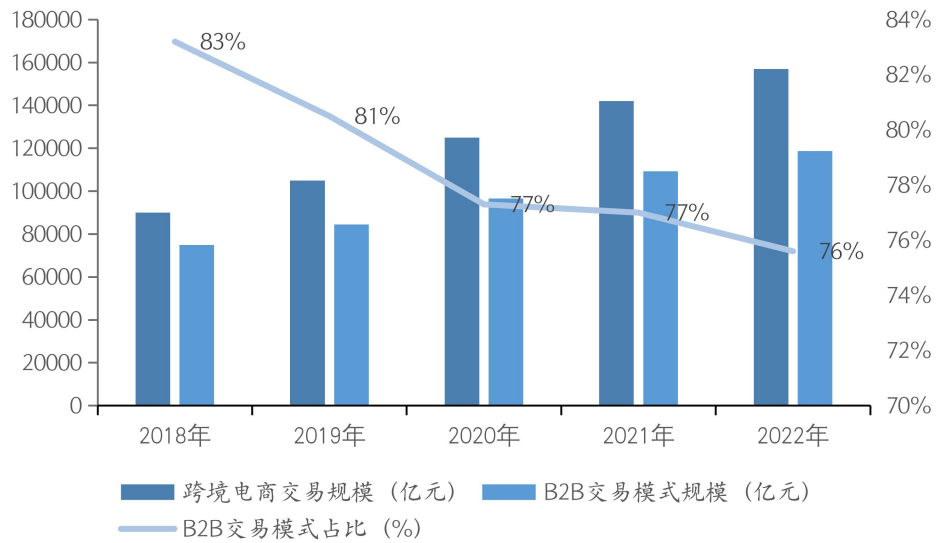
由整体数据可见，基于传统外贸经营模式的中小企业整体数字化程度较低，未来仍有较大增长空间。

图表 6 我国进出口总额及跨境电商占比



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 7 跨境电商 B2B 模式占比



资料来源：网经社智库，华安证券研究所

对比传统外贸形式，数字化外贸方式可以解决市场信息匮乏、链路环节复杂等痛点。从市场信息来看，线上化平台能够提供更直观的买家需求，帮助买卖双方进行信息撮合。同时能够通过数字化营销方式，如线上展会、B2B 直播等便捷方式加速企业市场曝光度。出口链路方面，复杂的链路通常会导致较高的运营成本，线上化平台则可以通过大数据进行智能采购仓储、可视化物流、智能流程管理、通关及支付结算等一站式服务，极大节省运营成本。

图表 8 传统外贸形式与跨境电商 B2B 形式对比

	传统外贸	跨境 B2B 电商
营销与销售	线下渠道拓展为主：线下展会、拜访客户等	线上推广及营销为主： 入驻跨境电商平台、自建独立站； 通过搜索引擎、社媒、邮件等多渠道获客。 智能营销：通过数据分析、人工智能实现精准营销、营销物料（图文等）自动生成、询盘信息自动回复等。有效提高营销效率、降低成本。
供应链及其他信息管理	货物的运输、仓储、报关等供应链路复杂，跨境支付、销售与客户管理等流程周期较长，信息管理困难。	更多平台推出一站式服务，实现信息透明、实时协作，有效提高供应链的效率和可控性，同时整合各环节信息，实现一体化管理。
贸易链	贸易链条长：工厂贸易商→进口商→分销商→批发商→零售商，利润空间压缩。	贸易链条短：能实现工厂贸易商→零售商，利润空间增大。

交易规模	大批量订单、长期合作，信任壁垒高	小批量订单为主、合作方式灵活
交易品类	大宗商品较多，包括原材料、机械设备、化工产品等	消费品为主，如服饰、家具、数码产品等

资料来源：公司官网，华安证券研究所

同时，AI 发展将成为 B2B 线上化发展的巨大推力。跨境电商领域拥有天然适配的 AI 应用场景。从成本侧看，AI 能通过快速生成产品描述、广告图文等功能取代部分人力，减少企业运营成本。从收入侧看，AI 可对市场需求、产品卖点、平台规则等方面进行深度学习，生成输出有效捕获市场、提高转化率的解决方案。3 月 1 日，Open AI 正式开放了 ChatGPT API，企业无需自研即可进行二次开发应用。这将为跨境电商 B2B 平台发展提供巨大推力，有望加速外贸线上化。据国际市场研究机构 Statista 数据显示，中国的跨境 B2B 电子商务市场规模预计将从 2021 年的约 5.7 万亿元增长到 2025 年的近 14 万亿元，年复合增长率约为 25%。

从政策方面来看，国务院及国家部委均颁布了相关利好政策与举措。《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》中提出，“完善跨境电商发展支持政策。在全国适用跨境电商企业对企业（B2B）直接出口、跨境电商出口海外仓监管模式，完善配套政策。”商务部的《“十四五”商务发展规划》、《“十四五”对外贸易高质量发展规划》、《“十四五”服务贸易发展规划》等文件对跨境电商持续健康发展、电子商务平台治理、海外仓发展、加快服务贸易数字化进程等方面提出了多方面指导意见，政策环境向好。

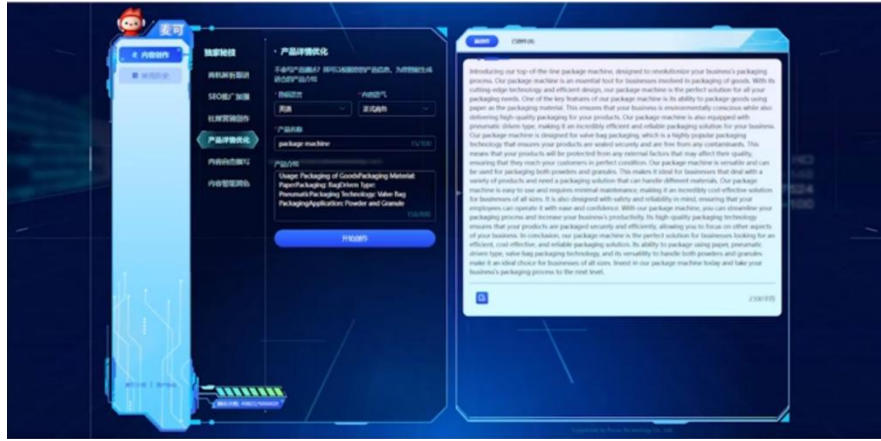
3 积极布局 AI+ 电商，业绩驱动因素明显

3.1 接入 Chat GPT，推出 AI 外贸助手

作为注重内容展示、强交互需求的电商行业是 AI 技术理想的应用场景。公司多年来注重自主研发及技术创新，在信息审核、文本描述自动生成、智能客服等多方面应用了 AI 技术。目前公司已经接入 ChatGPT 3.5 Turbo，4.0 正在审核中。

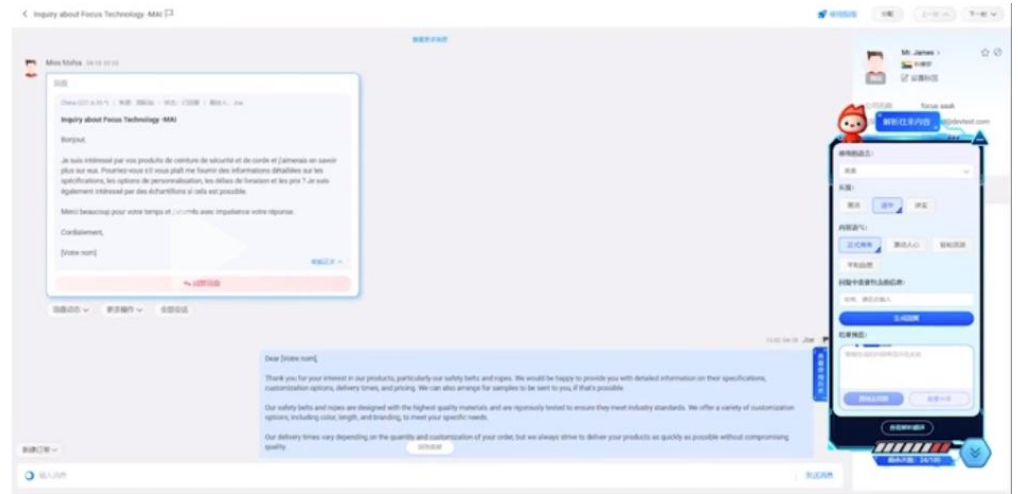
4 月 25 日，公司宣布推出 AI 外贸助手“麦可”，主要功能有：在运营推广方面，可以智能生成外贸专业开发信、改写产品描述、实时进行 SEO 检测和优化提醒；在采洽沟通方面，收到询盘时，可以提炼买家的诉求和关键点、实现对话内容的多语种翻译，贴合不同对话场景进行自动回复。在社媒营销方面，能实现博文创意策划、Blog 自动生成等功能。

图表 9 产品描述优化界面



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

图表 10 智能询盘回复界面



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

图表 11 社媒营销物流生成界面



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

3.2 主要产品及服务竞争力

公司始终专注耕耘跨境电商 B2B 赛道，拥有稳定的供应商客户群体和采购商资源、丰富的高性价比产品、广受认可的专业品牌声誉，建立了较高的市场壁垒，市场份额稳固。以公司核心产品中国制造网为例，其在市场上有着难以取代的优势。

1) 从平台流量来看，公司从事行业 26 年，积累了稳固的品牌力量，同时积极与荷兰商会、欧美工商会、越南工商会、中国泰国商会、中法文化交流协会等国际组织建立合作联系，参与广交会、出口国多行业供采展览等各大展会，不断扩大品牌影响力。对比行业龙头，中国制造网在 B2B 赛道知名度仅次于阿里巴巴国际站。由于供应商对平台的选择往往不是非此即彼，存在根据价格、行业、目标出口地区等多种因素同时选择两个或以上的情况。同时，由于 B 端决策过程相对理性，在决策时会深入了解多个平台信息、进行比对。因此认为阿里巴巴国际站的市场拓展同样有助于中国制造网的进一步发展。

2) 从产品价格来看，中国制造网价格门槛较低，成本可控固定。阿里巴巴国际站则价格较高、包含竞价广告费等浮动成本，对中小企业来说有一定负担。中国制造网主要以固定会员费+广告及其他增值费为主，其中会员费分为金牌会员 31100/年和钻石会员 59800/年两个等级，钻石会员除产品数量、企业认证等服务外，还包含 Top Rank 广告券，可用于购买一年内固定首页前十名排名广告，关键词售空即止。关键词价格根据热门度可分为 A+到 C 五个等级，钻石会员包含广告券可覆盖任一或多个等级关键词，成本相对固定；阿里巴巴同样包含两种固定会员费：出口通 29800/年，金品诚企 80000/年，但除此之外，企业仍需投入大量广告流量成本，否则难有效益。以最广泛使用的外贸直通车 P4P 搜索广告为例，广告费用采取 CPC 模式，按点击率进行收费，收费金额根据实时竞价产生变动，成本相对较高、具有浮动空间。

3) 在定位上，中国制造网以其服务于中小企业、专注信息撮合、注重维护平台信誉度和用户体验等更具有专业性的定位区别于注重小型零售商、以在线交易抽佣制为主的敦煌网，及更注重 C 端买家的吉宏股份、华凯易佰等跨境电商平台。

图表 12 中国制造网与阿里巴巴国际站竞争优势对比

	中国制造网	阿里巴巴国际站
平台流量	知名度低于阿里，B端买家流量大	全国最大的B2B电商平台，知名度较高。小B端、C端买家占比高
平台运营	运营规则相对固定简单，竞争环境相对温和，对新进供应商友好	流量玩法复杂、运营门槛高，供应商众多，竞争环境严峻
平台价格	价格门槛较低、成本相对固定	价格门槛高、广告成本浮动空间大
行业偏向	更多工业品	更多消费品

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 13 中国制造网与阿里巴巴国际站产品价格对比

1) 中国制造网

会员图标			
认证图标			
产品	产品数量	1000 条 (多图: 1000 条、富文本: 1000 条)	3000 条 (多图: 3000 条、富文本: 3000 条)
	更新次数	2000 次 / 天	6000 次 / 天
	主打产品	7 个	10 个
	优化助手	✓	✓
	产品分组	20(一级组) × 30(二级组) + 1(加密组)	20(一级组) × 30(二级组) + 1(加密组)
	产品图册	10 个	10 个
展示升级包 *	图片拍摄	×	可选, 最多 100 张
	高清全景	×	可选, 最多 6 张
英文展示厅	企业横幅	3 (普通)	3 (普通) + 1 (全景)
	企业横幅图	24 张	50 张
	企业横幅制作工具	×	✓
	公司场景图	4 张	4 张
	公司 Logo	✓	✓
	产品展台	3 组	4 组
	自选栏目版式	1 种	3 种
	企业风采栏目	7×20 个	7×20 个
多语	二维码名片系统翻译	✓	✓
	管理产品信息 (西俄葡法)	✓	✓
	管理公司信息 (西俄葡法)	✓	✓
	10 个多语展示厅	✓ (金牌版)	✓ (钻石版)
帐户	子帐户	7	7
	下载认证报告	✓	✓
询盘	下载询盘	✓	✓
报价	主动报价	10 个 / 天	10 个 / 天
	报价匹配	✓	✓
访客营销		×	✓
素材库		✓	✓
数据罗盘		✓	✓
优先审核		1 个工作日	1 个工作日
即时通讯工具	TradeMessenger	✓	✓
移动办公软件	中国制造网 App (供应商版)	✓	✓
价格		31100 元 / 年	59800 元 / 年

赠线上广告券



可用于购买关键词固定首页排名名列前茅广告一年。固定排在首页随机前十位。配独特底色、尊贵Toprank标记! (可选二个A+类关键词固定排名广告)

关键词价格	A+类: 16000元	A类: 12000元	B类: 8000元	C类: 4000元
-------	-------------	------------	-----------	-----------

2) 阿里巴巴国际站:

直通车(P4P)点击价格 = $\frac{\text{下一名客户的出价} \times \text{下一名客户的推广评分}}{\text{您自己的推广评分}} + 0.01\text{元}$

扣费公式简称: 下下您加0.01

出口通 Gold Supplier
阿里巴巴国际站会员产品

金品诚企 Verified Supplier **Verified**
实力数字化 买卖精准匹配
以认证为心智的高端会员产品

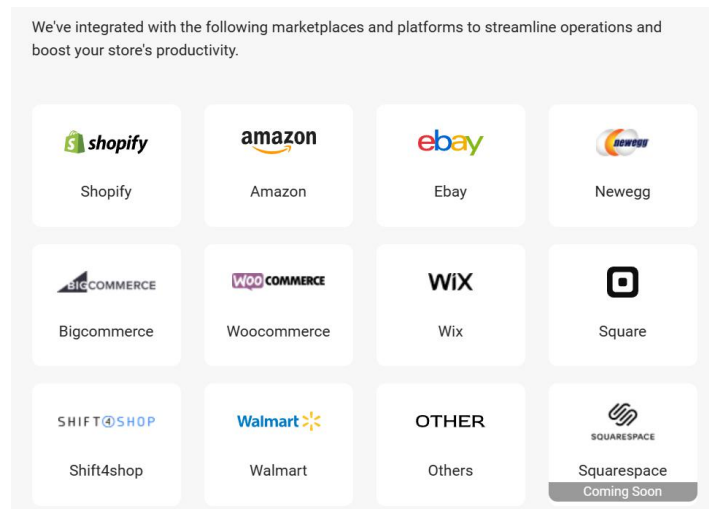
价值	名称	出口通	金品诚企	原价(元)	
基础服务类	基础建站	✓	✓	29800	
	基础数据管家	✓	✓		
	更多商机	✓	✓		
	交易保障	✓	✓		
	实地认证	✓	✓		
实力展示类	搜索筛选		✓	—	
	证书&检测报告验真并关联产品		✓	—	
	*实力标签		✓	—	
	*行业资质认证外显		✓	—	
	*售后服务能力外显		✓	—	
	专属旺铺		✓	—	
	品类视频		✓	—	
	询盘专属卡片		✓	—	
	验厂视频		✓	37000	
	360全景验厂		✓		
	企业能力评估报告		✓		
	主营产品认证		✓		
	营销权益类	橱窗	2组	8组	72000
		数据参谋		✓	19800
子账号		5个	10个	—	
RFQ优先报价			✓	—	
*大促活动优先			✓	—	
*海外营销特权			✓	—	
*实力工厂专区			✓	—	
*优质贸易专区			✓	—	
*品证关联专区			✓	—	
*商家榜单			✓	—	
*品质商品会场			✓	—	
*海外售后会场			✓	—	
*行业会场			✓	—	
*短视频专属话题			✓	—	
服务保障类	金品中心		✓	—	
	人工咨询绿通		✓	—	
	首年护航服务		✓	—	
	金品俱乐部		✓	—	
	新签金品陪伴式服务		✓	—	
	金品操盘官考试认证		✓	—	
	合计			158600	
	优惠价			80000	

打*的权益会根据线下认证的能力和商家星等级等维度匹配, 详细权益介绍请咨询客户经理

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

除了信息撮合平台外, 公司还在积极布局在线交易平台。公司于 15 年收购的 Doba 业务面向小 B 端零售买家, 提供中美两地的供应商资源, 买家在获得订单后通过平台将订单发送给供应商, 由供应商直接向消费者提供货物, 实现一件代发、零库存压力。如今各大平台的网红、带货达人等社媒 KOL 为独立站、社交电商平台带来了更多的流量渠道, 电商线上获客渠道呈现更碎片化的趋势, 个体从业者类型更加多元化。Doba 一件代发的形式能更方便具备用户基础、社交资源的平台进行流量变现。作为美国最主要的 Drop Shipping 服务平台之一, Doba 在美国本土有较高的知名度, 已实现多个主流跨境交易平台对接, 如 Amazon、eBay、Shopify 等, 支持产品一键刊登、库存和订单自动同步等功能。目前公司已将业务有所重叠的开锣网资源基本合并入 Doba 平台, 进一步完善了供应链体系, 市场份额有望进一步扩大。

图表 14 Doba 已接入平台展示



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.3 推出 X 业务计划，产品持续优化拓展

2022 年，公司形成了以领动建站、孚盟 CRM、企业培训为主的“X 业务”和以交易、收款、物流等服务为主的“链路生态业务”的一站式全链路综合贸易服务体系。其中，领动云计算为中小企业提供建立独立站服务。目前“品牌出海”已成为企业出海方向的新趋势，独立站形式蓬勃发展。据商务部统计，中国企业在海外建立的独立站约有 20 万个，市场前景乐观。孚盟 CRM 专注外贸场景提供高效的客户管理系统，公司以自有的领动云计算与其签订战略服务协议，代理销售对方产品。同时，公司依托现有资源及经验布局职业培训领域，上线了“贸课”，为从业者提供培训服务及学习交流平台。

具体产品优化上，在中国制造网方面，围绕“营销”、“商机”、“链路”三大方向，全面升级传统业务，拓展并优化生态平台。在营销方面，升级会员体验、以用户自营销等方式提升平台营销能力。在商机方面，结合访问路径优化、互动方式升级与商机模式融合，稳定提升商机总量并确保商机品质。在链路方面，持续加强 Global Pay 的市场渗透，并推出国际物流子品牌 M 优达。

在线交易方面，DOBA 团队进一步打造中国直发商品平台，为零售商在服装配饰、日用百货、消费电子等品类上提供更多中国直发资源。同时，在订阅、选品、下单支付、专属客服等方面推出一系列精细化服务，并兼顾用户使用场景，在资金、支付等方面提供更多保障。

企业品牌出海方面，InQbrands Inc.推出了“全渠道销售”服务，为中国出口企业提供面向北美市场的多个销售渠道。渠道包括：多家主流跨境电商平台、几十家北美中大传统连锁商超线上商城与线下门店及众多中小 B 类买家。2023 年 InQbrands Inc.将重点推进“定向销售”服务，进一步在共享产品供应链及规模渠道的基础上，为中国出口企业提供专有北美专业销售人才及市场开拓与销售服务。

在保险代理业务方面，新一站根据消费能力和消费重心的变化布局人身险领域，淘汰了部分利润率低、业务质量不稳定的短期保险业务。业务发展路径更为清晰：通过线下服务网点推动客户与新一站的联结，创新保险规划师管理体制，以员工制取代代理制。独立开发“新展通”云平台，通过线上化的标准程序支持保险规划师开展保险全流程的工作。

3.4 AI 加速拓展新兴市场，营销升级优化业绩

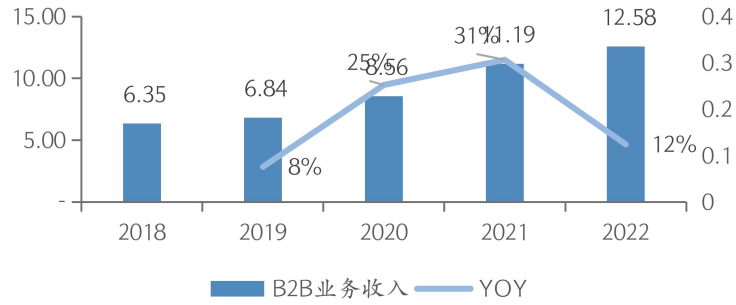
AI 有望加速推进新兴市场开拓，公司加快东南亚等小语种市场布局。目前电商行业发展成熟、英语可覆盖的欧美市场仍是发展重点。相比起欧美市场，东南亚市场竞争环境友好、可发展空间较大，但该地区向来面临着多语言、多文化等复杂背景阻碍。全球最大搜索引擎 Google Trends 对买家搜索习惯进行分析表明，60% 的客户使用英文采购，40% 的买家则习惯使用母语查找产品，众多中国供应商企业因为语言问题对小语种市场望而却步。自 1998 年中国制造网上线后，陆续推出小语种站点，但截至 2021 年 3 月，多语端流量占不到 10%，ChatGPT 的接入有望在语言及文化翻译方面带来巨大优化。2023 年 4 月 10 日，中国制造网上新 5 个小语种站点，分别为印地语、泰语、土耳其语、越南语和印度尼西亚语，据海关总署数据显示，这 5 个小语种国家 2022 年从中国进口额超过 4000 亿美金，并在全球拥有 10 亿使用人口，在 MIC 国际站平台上，每 10 个买家就有 1 个来自于这 5 个语种国家，蕴藏着巨大的商机潜力。

营销优化上，自 2020 年起，公司以深圳为试点，推出了分公司改制，使员工在身份上从打工人变成了公司业务的合作伙伴，大大激发了销售团队的活力。同年 7 月，公司正式推出股权激励计划。本次股权激励采用股票期权方式，股票期权总份额为 1561.11 万份，约占公司当期总股本的 5.11%，共覆盖 1100 名员工。目前改制已推广至全国，业绩效果明显：2020 年营收增长由 2019 年的 11.75% 增长至 2020 年的 15.52%、2021 年的 28.72%。同时，在降本增效的前提下，2022 年公司销售人员数量较 2021 年仍增加 135 人。根据销售能力的发展潜力判断，平台用户数量有望进一步提高，持续带来营收增长；在平台流量获取方面，公司多渠道持续提高品牌曝光度，公司通过搜索引擎、社媒投放、积极参展等多种方式渠道持续开拓平台流量。Doba.com 在核心品类运营方面将通过直播带货、创新运营方式等多种精细化运营手段，加速交易达成。进一步的市场拓展将为平台带来更多流量及买家资源，由此吸引更多供应商入驻、会员数及交易促成率有望进一步提高。

3.5 报表业绩稳健增长：B2B 业务驱动营收，部分业务淘汰

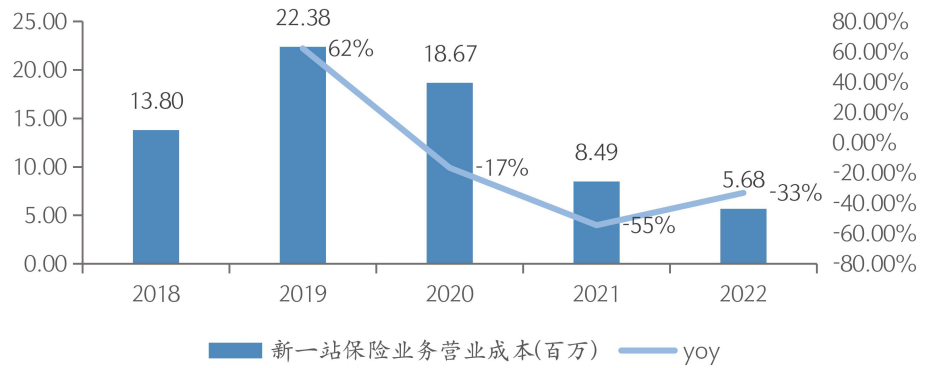
从营收来看，公司业绩保持增长势头，2022 年实现总体营收 14.75 亿元，主要得益于 B2B 业务持续稳健驱动。成本费用方面，公司降本增效成效明显，其中新一站保险代理业务淘汰了部分利润率低、业务质量不稳定的短期保险业务，有效降低营业成本。研发方面，企业多年来重视研发投入，具备良好的技术氛围。截至 2022 年底，通过公司内部研发形成的无形资产占无形资产余额的比例 49.00%，2019-2022 年研发费用率稳定保持在 12% 左右。现金流方面，由于主营业务主要收款方式为充值后服务，在手现金流充裕。

图表 15 2018-2022 年 B2B 业务收入



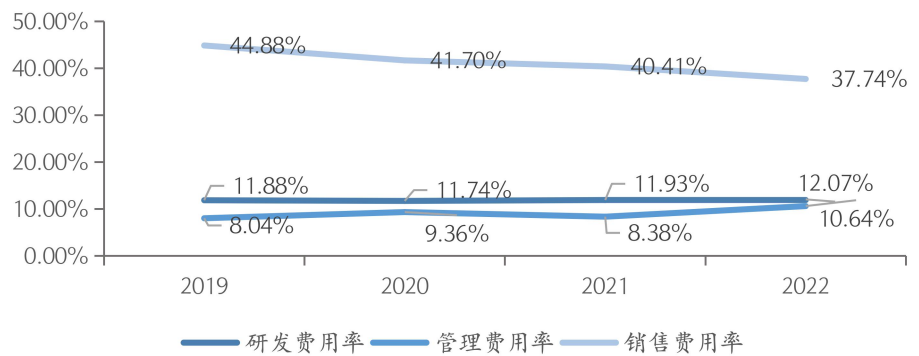
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 2018-2022 年新一站业务营业成本



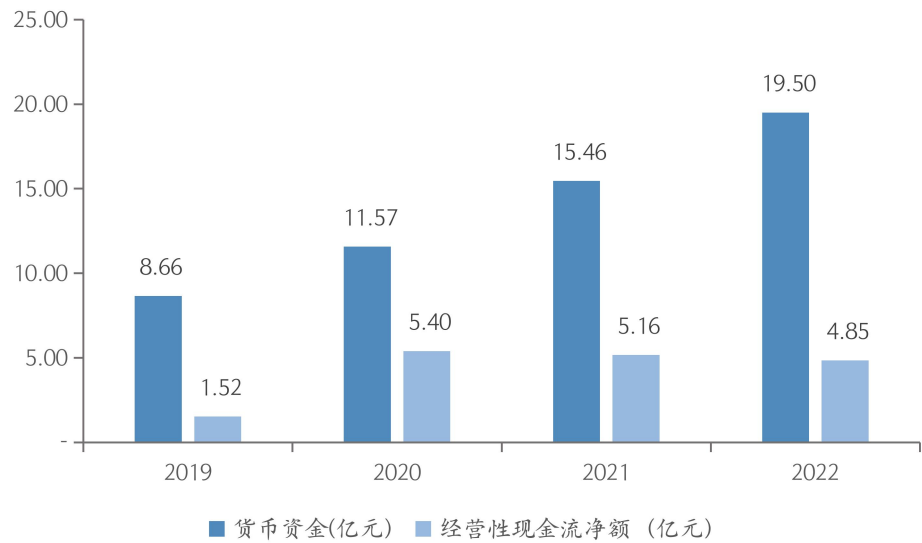
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 2019-2022 年研发、管理及销售费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 2019-2022 年现金流状况

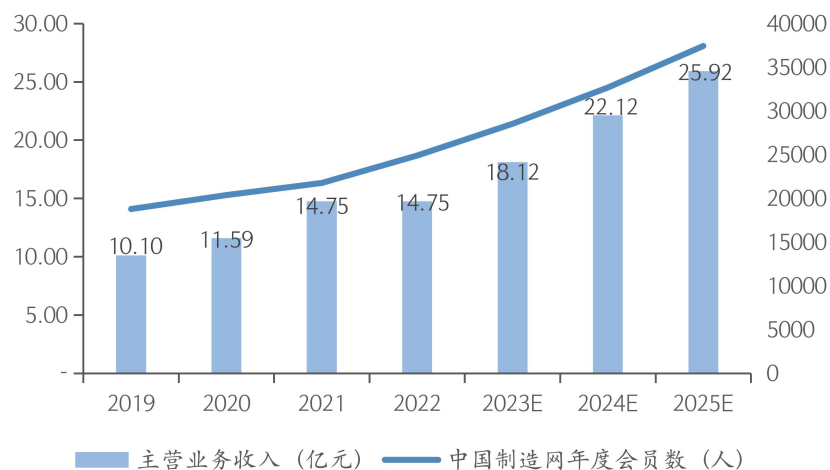


资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测与估值

在 AI 赋能下，公司有望迎来快速发展机遇。跨境电商 B2B 业务是公司发展重点，其受 AI 影响更加显著，且营收占比不断增加，2022 年达 85%。保险及其他业务收入增长趋于稳定。因此，将 B2B 业务作为营收预测重点。我们认为其增长驱动因素明显：1、外贸线上化整体仍有较大市场空间；2、公司市场份额将在以下核心因素驱动下实现稳定增长：1) AI 赋能产品升级 2) 平台既有竞争优势 3) 公司持续纵横向发展生态型平台 4) 新兴市场布局、营销能力优化。我们将 B2B 业务核心中国制造网的会员增长数为重要预测指标，预测 2023-2025 年营收增速为 22.9%、22.1%、17.2%。

图表 19 会员数及收入预测

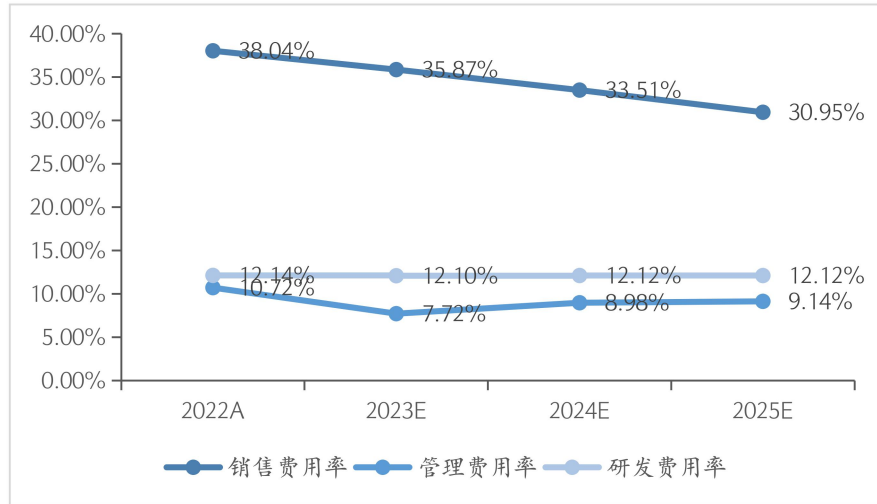


资料来源：公司公告，华安证券研究所

费用方面，总体来看公司已建立较为成熟的营销与管理体系，具有一定规模，并持续通过淘汰利润率低的业务、通过线上化的标准程序支持销售全流程高效运行等方式优

化成本费用。在规模效益下，我们预计销售费用会逐渐下降，预计 2023-2025 年销售费率分别为 35.87%、33.51%、30.95%。管理费用相对于 2022 年的 10.72%有所下降，预计 2023-2025 年管理费率分别为 7.72%、8.98%、9.14%。由于目前仍有一定数量在研及需要持续调优的项目，如贸课小程序及 App 开发、智能图片设计系统研发、麦可 AI 效果调整等，我们预计研发费率仍保持在 12%以上。

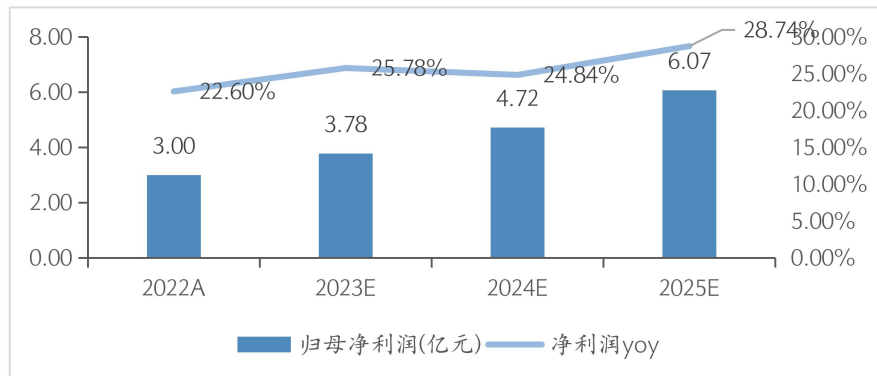
图表 20 23-25 年费用率预测



资料来源：公司公告，华安证券研究所

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 18.12 亿元、22.12 亿元、25.92 亿元，归母净利润为 3.78 亿元、4.72 亿元、6.07 亿元，对应净利率为 21.00%，21.41%，23.51%。公司作为 B2B 的跨境电商信息撮合及各环节 to B 赋能的平台，我们同时选取跨境电商及 SaaS 公司作为可比公司，给予公司 2023 年 45xPE，对应合理市值 170 亿元。我们看好跨境电商 B2B 行业增长空间、公司行业地位及市场规模，公司未来业绩驱动因素明确，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 21 23-25 年归母净利润预测



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 22 可比公司估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	总收入 (亿元)			总收入同比 (%)			净利润 (亿元)			净利润 (%)			市盈率PE		
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	TTM	23E	24E
	平均值														66.4	47.2	36.2
	中位数														39.0	24.3	21.5
002803.SZ	吉宏股份	82.5	53.8	65.7	76.8	3.8	22.2	16.9	1.8	4.1	5.3	-19.1	123.8	28.3	39.0	20.0	15.6
600415.SZ	小商品城	507.5	76.2	109.5	131.0	26.3	43.7	19.7	11.0	20.9	23.6	-17.2	89.2	12.9	30.7	24.3	21.5
300592.SZ	华凯易佰	75.7	44.2	58.5	73.2	112.9	32.5	25.2	2.2	3.3	4.2	347.4	53.3	27.6	29.4	22.8	17.9
002410.SZ	广联达	624.8	65.9	83.8	104.8	17.3	27.2	25.1	9.7	12.9	16.9	46.3	33.5	31.1	63.9	48.4	36.9
688111.SZ	金山办公	1,915.5	38.8	52.0	69.3	18.4	33.8	33.4	11.2	15.9	21.5	7.3	42.1	35.3	168.9	120.6	89.1

资料来源：WIND，华安证券研究所

风险提示：

- 1. 外贸线上化增长不如预期。**受到疫情常态化、线下管控逐渐放开的影响，线下贸易增长可能会使整体跨境电商 B2B 增长率不及预期。
- 2. 受国际政治经济环境影响较大。**当前全球通货膨胀持续走高，主要的跨境电商市场（欧美、东南亚等）的 CPI 指数均接近五年最高点，海外用户消费意愿下行、出海卖家面临多重成本挤压。主营外贸 B2B 平台的公司更易于受到国际环境影响，若宏观经济整体下行，将对公司产生不良影响。
- 3. AI 应用效果低于预期。**ChatGPT 及其他 AI 技术目前仍在完善升级中，在一些场景中的应用效果可能不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2276	2950	3266	4215	营业收入	1475	1812	2212	2592
现金	1950	2598	2893	3809	营业成本	289	427	521	608
应收账款	28	66	38	85	营业税金及附加	11	12	16	18
其他应收款	45	4	62	24	销售费用	557	646	738	800
预付账款	9	13	16	19	管理费用	157	139	198	236
存货	13	38	26	47	财务费用	-31	0	0	0
其他流动资产	231	231	231	231	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	1282	1269	1250	1206	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	60	71	65	52	投资净收益	2	20	24	20
固定资产	463	417	375	326	营业利润	331	419	523	671
无形资产	57	50	41	33	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	701	731	768	795	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3558	4219	4516	5421	利润总额	329	418	522	670
流动负债	1114	1667	1769	2344	所得税	29	41	49	62
短期借款	0	0	0	0	净利润	300	378	473	608
应付账款	127	320	191	414	少数股东损益	0	0	2	0
其他流动负债	987	1347	1579	1929	归属母公司净利润	300	378	472	607
非流动负债	177	187	188	190	EBITDA	373	488	587	738
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.98	1.21	1.52	1.95
其他非流动负债	177	187	188	190					
负债合计	1291	1854	1957	2533					
少数股东权益	18	18	19	20					
股本	311	311	311	311					
资本公积	1144	1144	1144	1144					
留存收益	794	892	1085	1413					
归属母公司股东权益	2249	2347	2540	2868					
负债和股东权益	3558	4219	4516	5421					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	485	974	618	1218	成长能力				
净利润	300	378	473	608	营业收入	0.0%	22.9%	22.1%	17.2%
折旧摊销	81	89	87	87	营业利润	20.4%	26.8%	24.8%	28.3%
财务费用	-2	0	0	0	归属于母公司净利	22.6%	25.8%	24.8%	28.7%
投资损失	-2	-20	-24	-20	获利能力				
营运资金变动	111	527	80	542	毛利率 (%)	80.2%	76.3%	76.4%	76.4%
其他经营现金流	185	-149	394	66	净利率 (%)	20.5%	21.0%	21.4%	23.5%
投资活动现金流	406	-57	-45	-25	ROE (%)	13.4%	16.1%	18.6%	21.2%
资本支出	-45	-28	-33	-19	ROIC (%)	11.5%	14.9%	17.3%	20.1%
长期投资	444	-49	-35	-26	偿债能力				
其他投资现金流	6	20	23	20	资产负债率 (%)	36.3%	44.0%	43.3%	46.7%
筹资活动现金流	-229	-270	-280	-278	净负债比率 (%)	56.9%	78.4%	76.5%	87.7%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.04	1.77	1.85	1.80
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.92	1.67	1.76	1.72
普通股增加	5	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	82	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.46	0.50	0.52
其他筹资现金流	-316	-270	-280	-278	应收账款周转率	46.42	38.31	42.52	42.16
现金净增加额	672	648	295	916	应付账款周转率	2.09	1.91	2.04	2.01
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.98	1.21	1.52	1.95
					每股经营现金流薄)	1.56	3.13	1.99	3.91
					每股净资产	7.23	7.54	8.16	9.21
					估值比率				
					P/E	18.38	32.92	26.37	20.48
					P/B	2.49	5.30	4.90	4.34
					EV/EBITDA	9.88	20.27	16.35	11.76

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。