



## “泛品+精品+综合服务”多轮驱动，奋楫扬帆正当时

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 泛品业务筑牢基本盘，新业务精品与综合服务“亿迈”稳步成长，其中精品业务逐季改善明显，或构成公司新增长极；2) 自研信息化系统，支撑效率提升和精细化管理，业绩韧性较好，外部承压背景下，23Q1归母净利润预计实现7550-9350万元(+117.5%-169.3%)，其中泛品业务压舱石作用明显；3) 海外电商行业渗透率整体仍处于相对较低水平，综合来看，仍具备较大提升潜力。
- **业绩改善明显，“泛品+精品+综合服务”业务矩阵已现。**2022年公司实现扭亏为盈，据业绩快报显示，22年实现营收44.2亿元(+112.8%)，归母净利2.1亿元(+340.8%)；2023年一季度归母净利预计实现7550-9350万元，同增117.5%-169.3%；扣非归母净利7200-9000万元，同增118.6%-173.2%，伴随23Q1清仓压力基本结束，有望持续健康增长。泛品业务持续贡献稳定基本盘的同时，公司积极布局精品业务，打造高溢价自有品牌；一站式综合服务类平台“亿迈”为用户提供综合跨境贸易服务，新业务盈利能力已逐步显现。
- **采取“双蓝海”产品开发策略，差异化经营构筑先发优势。**公司在产品开发方面采用“双蓝海策略”，避开服装、消费电子等处于红海市场的品类，不断深耕家居园艺、汽车摩托车配件、工业及商业用品等蓝海品类，建立先发优势和规模优势，与其他以经营服装、消费电子为主的企业形成差异化错位竞争；且公司产品具有生命周期长、更新换代慢的特点，在细分领域市场需求较大，竞争程度相对较低，有望维持相对较高的利润水平。
- **跨境电商行业暖风频吹，公司存在长期增长空间。**近年来跨境电商政策利好不断释放，着力推进跨境贸易新形势，跨境贸易便利化等方面，行业受到各级政府重视和国家产业政策重点支持，公司作为知名跨境电商企业，有望充分享受政策红利。此外，受近年来疫情反复影响，海外用户线上购物比例得到提升，未来海外电商市场规模以及用户渗透率或将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年归母净利润分别为2.1亿元、3.2亿元、4.1亿元，对应PE分别为32倍、21倍、16倍。公司为知名的跨境电商企业，有望充分享受行业政策红利；泛品业务有望保持稳定增长的同时，精品业务将逐步贡献利润，跨境电商服务“亿迈”构筑未来新增长点。综上，我们给予公司2023年26倍估值，对应目标价28.86元，首次覆盖，给予“买入”评级，建议积极关注。
- **风险提示:** 海运价格大幅上行的风险、跨境贸易行业下行的风险、经济环境下行的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2074.86	4414.70	5437.41	6421.15
增长率	1435.08%	112.77%	23.17%	18.09%
归属母公司净利润(百万元)	-87.40	210.50	321.01	410.28
增长率	-39.88%	340.83%	52.50%	27.81%
每股收益EPS(元)	-0.30	0.73	1.11	1.42
净资产收益率ROE	-3.74%	8.45%	11.65%	13.27%
PE	-77	32	21	16
PB	3.24	2.91	2.60	2.29

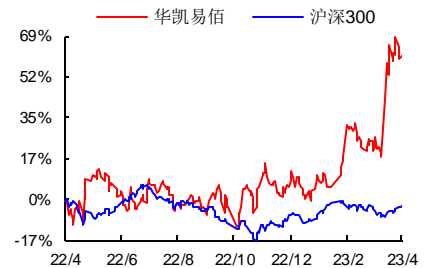
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.89
流通A股(亿股)	1.58
52周内股价区间(元)	12.93-24.53
总市值(亿元)	67.61
总资产(亿元)	30.87
每股净资产(元)	7.55

### 相关研究

## 目 录

<b>1 业务多元化布局，基本盘稳固蓄势待发</b>	<b>1</b>
1.1 并购易佰网络，跨境电商业务焕发生机	1
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富	1
1.3 业绩增长迅速，精品业务与综合服务业务盈利能力初显	3
<b>2 跨境电商市场趋势向好，多维发力助推企业发展</b>	<b>4</b>
2.1 跨境电商市场持续扩容	4
2.2 独立站模式占比提升，头部平台卖家竞争环境逐步优化	7
2.3 亚马逊封号浪潮下，跨境卖家经营新趋势已现	9
2.4 行业政策暖风频吹，发展创新大势所趋	10
<b>3“泛品+精品+综合服务”业务矩阵已现，信息系统提升运营水平</b>	<b>11</b>
3.1 积极探索综合服务业务，实现多品类多平台覆盖	11
3.2 “双蓝海”实现差异化经营，精品业务加强品牌化运作	13
3.3 自主研发信息化系统，支撑效率提升和内部精细化管理	14
3.4 加码研发投入，赋能系统升级迭代	15
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>16</b>
4.1 盈利预测	16
4.2 相对估值	17
<b>5 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1: 企业沿革.....	1
图 2: 股权结构.....	2
图 3: 公司 2017 年以来营业收入及增速 (2021 年完成重组) .....	3
图 4: 公司 2017 年以来净利润及增速 (2021 年完成重组) .....	3
图 5: 公司 2022H1 主营业务营收占比 (%) .....	4
图 6: 公司 2022H1 毛利构成 (%) .....	4
图 7: 公司 2018 年以来费用率变动情况.....	4
图 8: 公司 2018 年以来毛利润及毛利率变化情况.....	4
图 9: 跨境电商发展历程.....	5
图 10: 2017-2021 中国跨境电商进出口总额及增速 (亿元) .....	5
图 11: 2017-2021 年中国跨境电商行业渗透率 .....	5
图 12: 2017-2021 中国跨境电商进出口规模 TOP8 国家.....	6
图 13: 2022 年全球互联网用户及渗透率情况 (亿人) .....	6
图 14: 跨境电商缩短贸易链条.....	7
图 15: 跨境电商经营模式.....	7
图 16: 跨境电商主要经营形式.....	8
图 17: 2020 年出口跨境电商市场格局.....	8
图 18: 2016-2022 年 11 月中国跨境电商相关企业注册量 (家) .....	8
图 19: 2016-2025 年市场规模及卖家情况 .....	8
图 20: 2022 上半年跨境电商上市公司对比 .....	9
图 21: 跨境电商未来四大发展趋势.....	10
图 22: 2020 年主流平台各流量来源渠道占比.....	10
图 23: 平台产品服务 .....	11
图 24: 平台业务场景 .....	12
图 25: 公司合作第三方平台 .....	12
图 26: 公司全球业务布局.....	12
图 27: 2020 年美容多营收来源地区分布.....	13
图 28: 公司 2022Q3 主营业务结构情况 .....	13
图 29: 公司 2021 主营业务结构情况 .....	13
图 30: 公司 2017 年以来研发投入及同比增速.....	16

## 表 目 录

表 1: 稳定且资深的公司高管团队.....	2
表 2: 2021 年以来的跨境贸易利好政策.....	10
表 3: 公司核心技术.....	14
表 4: 分业务收入及毛利率.....	17
表 5: 可比公司估值.....	17
附表: 财务预测与估值.....	18

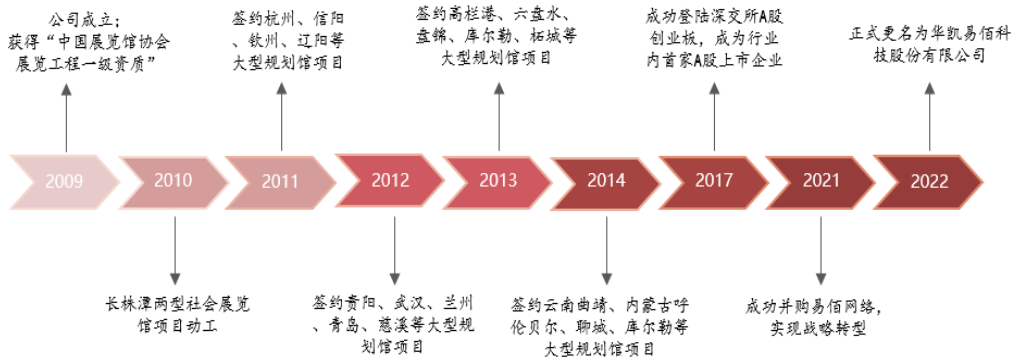
# 1 业务多元化布局，基本盘稳固蓄势待发

## 1.1 并购易佰网络，跨境电商业务焕发生机

华凯易佰科技股份有限公司是一家依托中国优质供应链资源、以市场需求为导向的跨境出口零售电商企业。公司前身为湖南华凯文化创意股份有限公司。华凯创意于 2017 年登陆深交所，主营业务为空间环境艺术设计服务。2021 年，公司完成对易佰网络的重大资产重组，收购其 90% 的股份，成功实施战略转型，跨境出口电商业务成为公司主营业务。

为深入贯彻全新战略，2022 年 5 月，公司正式更名为华凯易佰科技股份有限公司。通过亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada 等第三方平台，致力为全球客户提供高品质、高价值的中国商品和跨境电商综合服务。

图 1：企业沿革

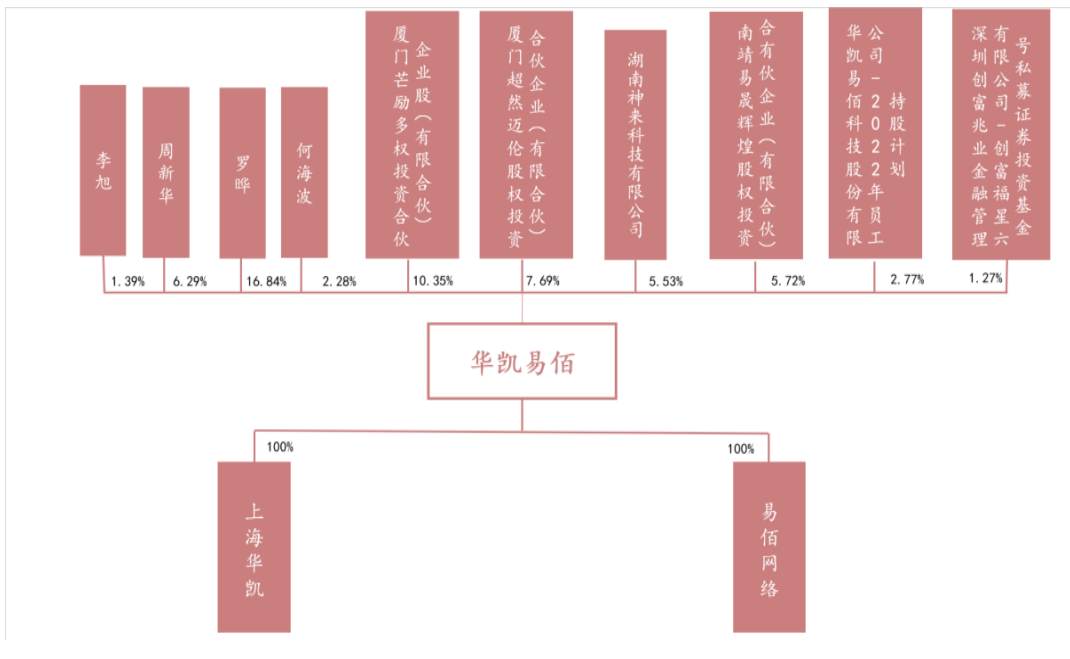


数据来源：公司官网、西南证券整理

**科技创新推动业务发展，打造中国跨境电商科技型企业。**易佰网络成立于 2011 年，总部位于深圳，在武汉、成都、东莞、长沙、南宁设有分公司，是国内知名跨境电商企业。公司自成立以来，以技术创新推动业务发展，多年来通过自主研发 ERP 系统，搭建易佰云智能管理平台，对多平台、多品类、多渠道的业务进行整合，品类涵盖经营品类包括工业、汽配、家居、运动户外、3C 数码、母婴宠物、健康美容、航模玩具等数十条产品线。通过“泛品+精品+跨境电商综合生态服务”三大战略业务模式，致力于让物美价廉的中国商品走向世界，专注打造中国跨境电商科技型企业。

## 1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富

**前五大股东持股较为稳定。**公司实控人周新华、罗晔夫妇直接持有公司 23.13% 的股份；第二大股东为厦门芒励多股权投资合伙企业，持股 10.4%；第三大股东厦门超然迈伦股权投资合伙企业持股 7.7%。公司旗下有两家 100% 控股子公司，分别为上海华凯展览展示工程有限公司及深圳市易佰网络科技有限公司。

**图 2：股权结构**


数据来源：公司公告、西南证券整理

**公司管理层团队经验丰富。** 总经理周新华具有丰富的管理经验，积极推动公司的转型。 副董事长胡范金在跨境出口电商领域有超过 10 年的工作经验，对行业发展趋势以及客户潜在需求有见解较为深刻。

**表 1：稳定且资深的公司高管团队**

姓名	职位	过往经历
周新华	总经理	周新华先生，1968 年生，中共党员，长江商学院 EMBA。现任湖南华凯文化创意股份有限公司董事长、总经理，深圳市易佰网络科技有限公司董事长，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	胡范金先生，1983 年出生，硕士研究生学历，曾任深圳市易博发贸易有限公司执行董事、总经理，深圳市易佰网络科技有限公司董事长；现任深圳市易佰网络科技有限公司副董事长、总经理，湖南华凯文化创意股份有限公司董事。
贺日新	财务总监	贺日新先生，1983 年出生，中共党员，硕士研究生学历，注册会计师。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，深圳市易佰网络科技有限公司董事、财务总监；现任深圳市易佰网络科技有限公司财务总监、湖南华凯文化创意股份有限公司董事。
王安祺	董事，董事会秘书	王安祺先生，1978 年生，中共党员，本科学历，持有深圳证券交易所董事会秘书资格证书，中南大学 EMBA，曾任张家界旅游开发股份有限公司董秘办主任、董事会秘书、常务副总裁，湖南华凯文化创意股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书；现任湖南华凯文化创意股份有限公司董事、董事会秘书，张家界驼峰有限公司担任监事，深圳市易佰网络科技有限公司董事。

数据来源：公司公告，百度百科，西南证券整理

**持续实施高管股票回购计划，员工持股充分激励彰显信心。** 公司于 2022 年 1 月 28 日召开的第三届董事会第九次会议、第三届监事会第七次会议审议通过了《关于回购公司部分股份方案的议案》。截至 2023 年 1 月 20 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交

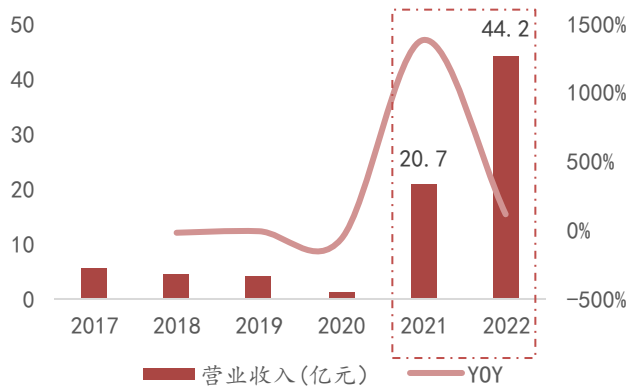
易方式累计回购公司股份 1085 万股，占公司总股本的 3.75%，成交总金额为 1.66 亿元（不含交易费用）。公司员工持股计划的对象以实际控制人在内的公司高管为主，激励股份总数不超过 800 万股（占公司总股本 2.77%），发展信心充分得到体现。

### 1.3 业绩增长迅速，精品业务与综合服务业务盈利能力初显

**主营收入：**2017-2020 年，公司营收持续下滑，2020 年触底至 1.4 亿元，主要系疫情导致的项目开工不足以及项目结算进度、部分项目审计结果未达预期所致；2021 年，公司对空间环境艺术设计业务进行主动调整收缩，大幅度精简相关业务人员，主动放弃回款周期长、需要垫付资金较多的项目。据业绩快报显示，2022 年实现营收 44.2 亿元，同比增长 112.8%，其中控股子公司易佰网络 2022 年实现营业收入 43.8 亿元，实现净利润 2.8 亿元，整体经营业绩大幅增长。

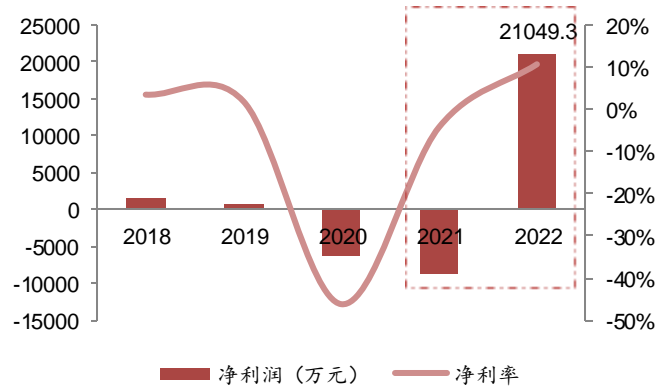
**归母净利润：**据业绩快报披露，22 年公司实现净利润 2.1 亿元，同比大幅增长 340.8%，主要系公司控股子公司易佰网络经营业绩保持良好增长态势；2023 年一季度归母净利预计实现 7550-9350 万元，同增 117.5%-169.3%；扣非归母净利 7200-9000 万元，同增 118.6%-173.2%。

图 3：公司 2017 年以来营业收入及增速（2021 年完成重组）



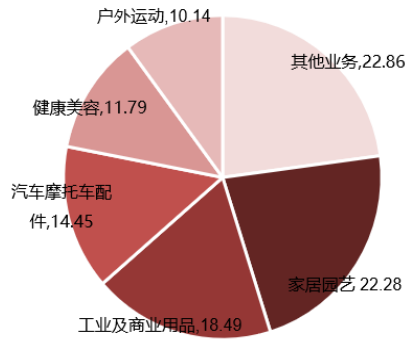
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年以来净利润及增速（2021 年完成重组）

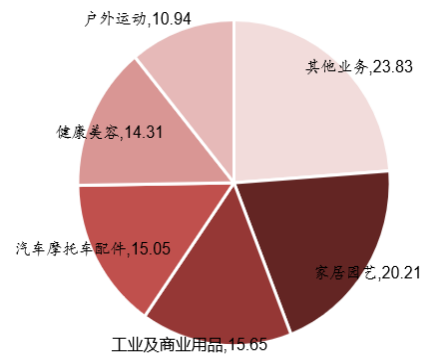


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务结构：**2022H1，家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容等四大品类营收合计占比 67.3%。公司核心业务由创意布展设计转型为跨境出口电商以来，新的利润增长空间已现，精品业务与综合服务业务盈利能力趋好，一站式跨境电商综合服务平台“亿迈”22H1 合计实现销售额约 8000 万元，毛利率约为 16%。

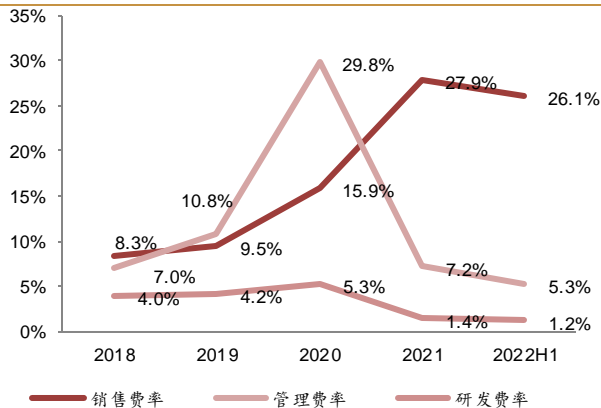
**图 5：公司 2022H1 主营业务营收占比 (%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

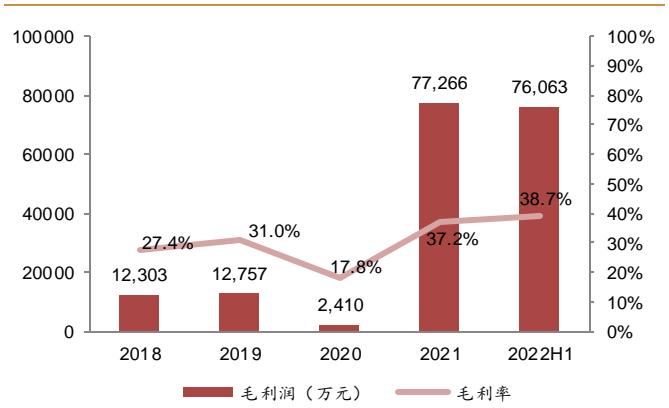
**图 6：公司 2022H1 毛利构成 (%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**毛利率及费用率状况：**公司重组以来毛利润修复明显，2020 年毛利润下滑至 2410 万元；2022H1，公司实现毛利润 7.6 亿元，同期毛利率达到 38.7%。费用率方面，2022H1，公司销售费率为 26.1%，研发费率为 1.2%，较 2021 年研发费用率大体一致。

**图 7：公司 2018 年以来费用率变动情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：公司 2018 年以来毛利润及毛利率变化情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

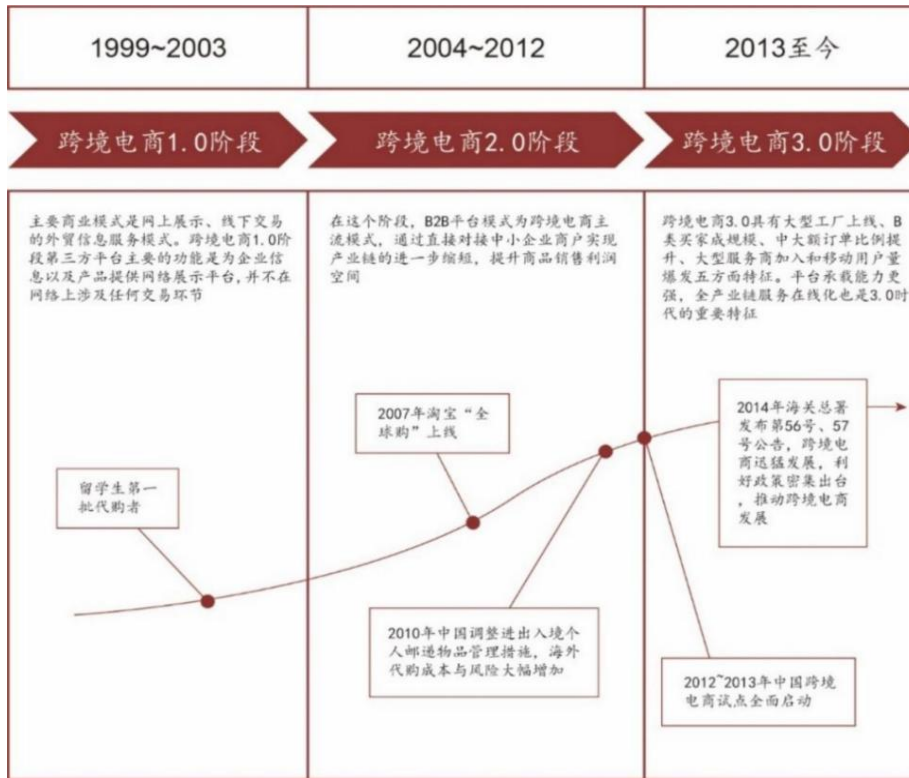
## 2 跨境电商市场趋势向好，多维发力助推企业发展

### 2.1 跨境电商市场持续扩容

跨境电商行业在全新阶段稳步发展。按照进出境物流流向，跨境电子商务可分为跨境电子商务出口和跨境电子商务进口。其中，跨境电子商务出口模式主要有外贸企业间的电子商务交易(B2B)、外贸企业对个人零售电子商务(B2C)与外贸个人对个人网络零售业务(C2C)，并以外贸 B2B 和 B2C 为主。2004-2007 年，为政策萌芽期，期间共发布 3 项政策，侧重于规范电子商务行业发展；2010-2013 年，为政策发展期，期间政策重点以支持引导为主，出台了支付、监管及试点等多项内容；2014 至今，为政策爆发期，政策发布呈面状铺开，主要集中在出口领域并向实施层面推进。



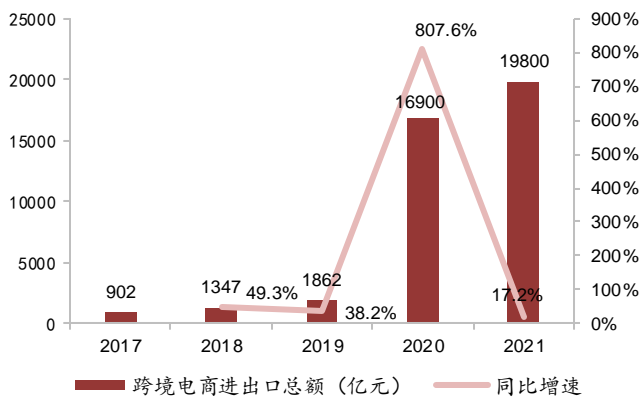
图 9：跨境电商发展历程



数据来源：网经社，前瞻产业研究院、西南证券整理

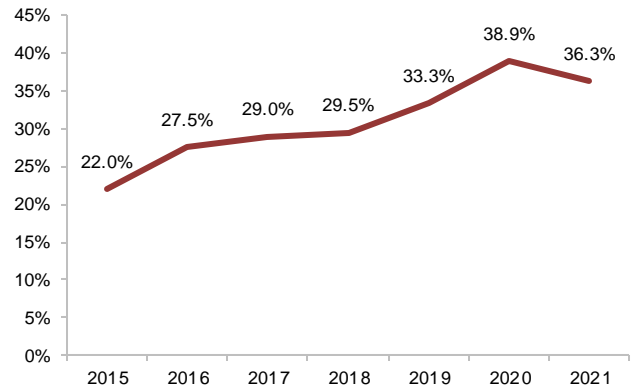
海关总署的数据显示，2017年以来我国跨境电商进出口总额持续稳健增长。2020年跨境电商进出口总额突破1万亿元，达1.69万亿元，同比增速达807.6%，2021年受亚马逊大量封号的影响，增速有所放缓，但仍维持在17.2%增速，全年跨境电商进出口总额实现1.98万亿元；2021年中国跨境电商交易额占我国货物贸易进出口总值的36.3%，相比2020年的38.9%有所下降，这与跨境电商发展速度较快形成对比，两者并没有同步增加，说明21年跨境电商的单笔交易额相对较低。

图 10：2017-2021 中国跨境电商进出口总额及增速（亿元）



数据来源：海关总署，西南证券整理

图 11：2017-2021 年中国跨境电商行业渗透率



数据来源：海关总署，西南证券整理

**我国电商销售规模位居第一。**全球万亿美元级消费市场趋于电商化，叠加 2020 年以来的新冠疫情影响，人们的生活方式和全球贸易格局正在加速改变。电商特有的“免接触”模式迅速切中消费者心理痛点，进一步加速用户线上消费习惯养成，成为众多消费者的主要消费渠道。在此背景下，我国跨境电商渗透率逐渐提升，未来发展空间巨大。据艾媒数据显示，2021 年我国电商销售额为 12023 亿美元，位居全球电商市场规模排名一位，美国为全球第二大电商市场，电商销售额为 7875 亿美元，电商渗透率为 21%。从跨境出口的国家上来看，2021 年我国跨境电商出口的主要国家为美国、英国、马来西亚、法国、德国等。2017 年、2018 年及 2021 年，美国均为我国跨境电商规模最大的出口国。总体来看，美国仍为我国跨境出口主要目的地。

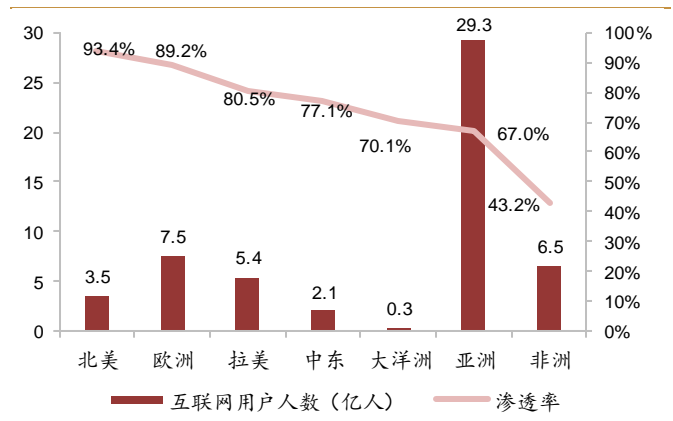
**互联网用户增长带动电商行业发展。**近年来，随着全球人均购买力增强、互联网普及率提升、第三方支付工具进一步成熟、跨境物流等配套服务日益完善，网络购物在全球零售市场规模中的渗透率不断提升。2022 年全球互联网人数为 54.7 亿人，同比增长 17.4%，渗透率为 69%，同比增长 9.5%。分地区来看，北美地区渗透率最高，为 93.4%，欧洲地区以 89.2% 的渗透率位居第二。从市场规模上来看，亚洲互联网用户人数最多，但渗透率处于较低水平，未来电商消费者人数仍有望持续增长，电商行业未来可期。

图 12：2017-2021 中国跨境电商进出口规模 TOP8 国家

排名	2017	2018	2020	2021
1	美国	美国	马来西亚	美国
2	俄罗斯	法国	美国	美国
3	法国	俄罗斯	新加坡	马来西亚
4	美国	美国	美国	法国
5	巴西	巴西	菲律宾	德国
6	加拿大	加拿大	荷兰	日本
7	德国	德国	法国	西班牙
8	日本	日本	韩国	俄罗斯

数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 13：2022 年全球互联网用户及渗透率情况 (亿人)



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

**跨境出口电商在我国跨境电商行业中持续占据主导。**根据《2022 年（上）中国跨境电商市场数据监测报告》显示，2020H1 我国跨境出口电商交易额占跨境电商交易总额中的比例为 77.5%，占跨境电商市场的主导地位。通过建立配套物流和设立海外仓等跨境电商供应链基础建设，跨境电商供应链效率得到较大提升，在未来几年内，跨境电商出口业务有望持续平稳增长且继续占据跨境电商交易市场的主导份额。

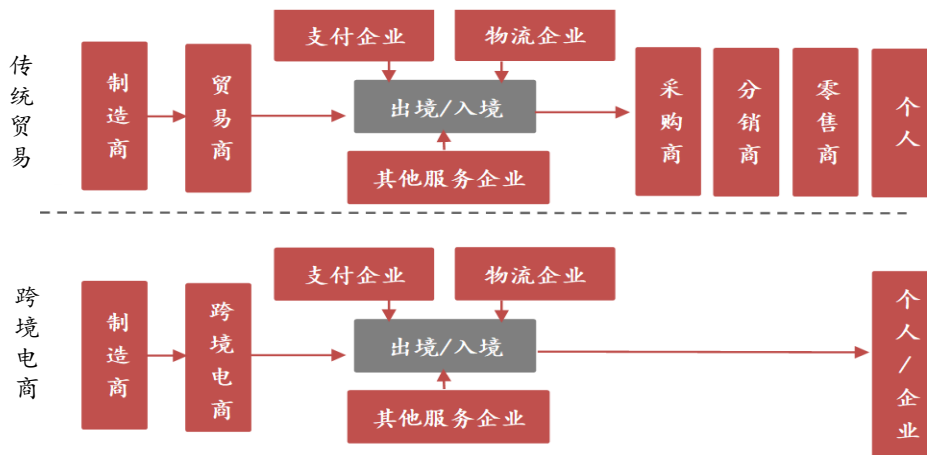
近年来，我国跨境出口电商业务保持高速增长，中国跨境出口电商逐步成为中国制造触达全球消费者的重要路径。根据网经社电子商务研究中心数据显示，2021H1 中国跨境电商出口规模 2015-2021 年 CAGR 达到 14.3%。近年来，全球电商渠道交易规模不断增长，线上零售市场因其便捷化、多元化、移动化等优势规模在不断扩大，电商渗透率持续提升。华经产业研究院统计数据，2014 年全球电商渠道零售额为 1.34 万亿美元，2020 年达到 4.28 万亿美元，未来增速或将保持平稳，2020-2024 年 CAGR 有望达到 10%；电商零售额占全球零售总额的比例呈现持续增长的态势，从 2015 年的 7.4% 提升至 2020 年的 18%，预计 2024 年将达到 22%。其中，欧美地区的电商零售额及占比也呈现持续上升趋势。2021 年，我国跨境电商进出口 1.98 万亿元，同比增长 15%；其中出口跨境电商规模达 1.44 万亿

元，同比增长 24.5%，虽然出口电商受到海运费上涨，亚马逊封店等一系列影响，但其仍保持高速增长，一定程度上表明我国跨境出口电商行业仍具备较大发展潜力。

## 2.2 独立站模式占比提升，头部平台卖家竞争环境逐步优化

第三方跨境电商平台是中国跨境电商的主要跨境贸易选择。传统的贸易链条中，B2B 模式下，制造商与海外消费者之间的贸易链条较为繁杂，跨境贸易过程较为繁琐。跨境电商的出现极大缩短了跨境贸易链条，开拓了全新的海外出口贸易形式。现有跨境贸易行业中存在多种贸易形式，在线交易平台的运营模式主要有第三方与自营两种模式。自营型平台本身为卖家，整合供应链资源，盈利模式以低买高卖为主。第三方平台以流量作为背书，同时整合物流、支付、运营等服务资源吸引卖家入驻，构建“人、货、场”模型，盈利模式以收取商家佣金及其他增值服务费用为主。

图 14：跨境电商缩短贸易链条



数据来源：前瞻产业研究，西南证券整理

图 15：跨境电商经营模式

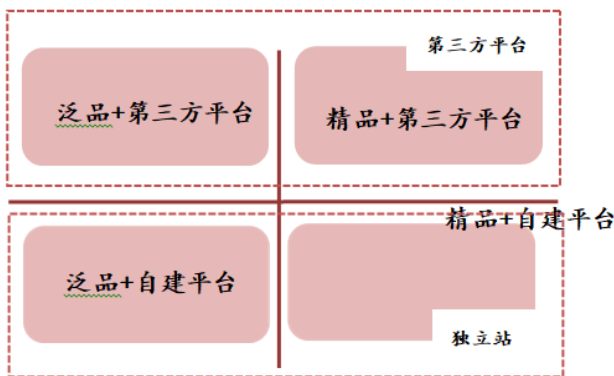


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

目前国内跨境电商进行跨境贸易的主要形式有四种：泛品+第三方平台形式、精品+第三方平台形式、泛品+自建平台形式、精品+自建平台形式。目前增速较高的是国内经营主体在海外第三方平台开设店铺或通过 SaaS 平台建立独立站直接向海外消费者销售产品。

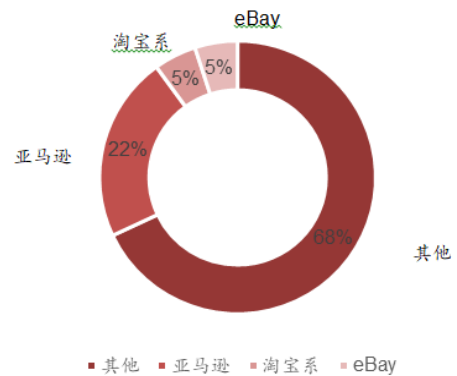
各经营形式与特点如下：(1) 泛品+第三方平台形式，这种形式一定程度上减少了自建平台的运营成本，通过品牌筛选与价格竞争形成自身优势；(2) 精品+第三方平台形式，这类经营模式往往商品品类较少，企业经营注重品牌力，研发能力以更好地塑造拳头产品；(3) 泛品+自建平台形式，产品品类更为丰富，产品站内推广成本大幅降低，便于加大营销力度，痛点在于前期建设成本较高，获客成本较高；(4) 精品+自建平台形式，这种形式对企业要求更高，产品品类更为集中但 SKU 众多，商家具备灵活定价权。

图 16：跨境电商主要经营形式



数据来源：公司公告，西南证券整理

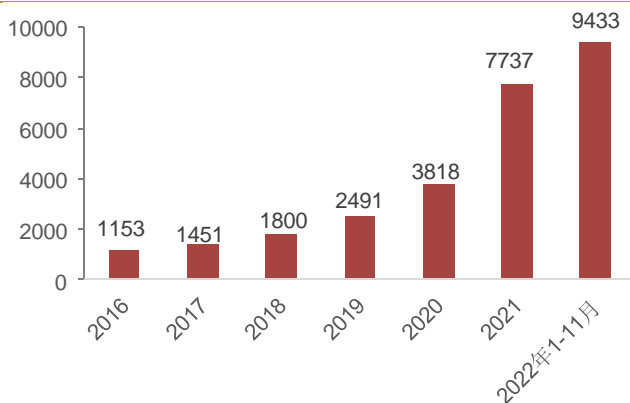
图 17：2020 年出口跨境电商市场格局



数据来源：前瞻产业研究，西南证券整理

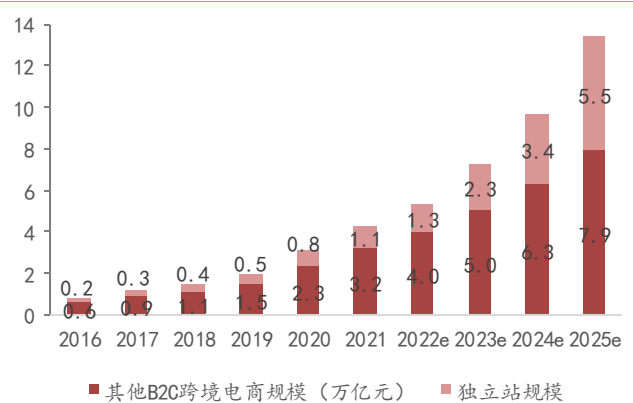
跨境电商企业注册量逐年上升，独立站成跨境电商重要渠道。截至 2022 年 11 月，现有跨境电商企业 2.54 万家，2022 年新增 9433 家。近年来，独立站数量稳步提升，2021 年我国独立站市场规模达 1.1 万亿元。2016 年我国跨境电商独立站市场规模仅为 0.2 万亿元，独立站市场占跨境电商 B2C 市场份额为 25.0%。据头豹研究院数据预测，2025 年独立站市场份额可由 2021 年的 25.6% 上升至 41%。

图 18：2016-2022 年 11 月中国跨境电商相关企业注册量（家）



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 19：2016-2025 年市场规模及卖家情况












数据来源：头豹研究院，西南证券整理

**跨境电商上市公司中亚马逊、Anker分居平台类与卖家类营收榜首。**四家主要跨境电商平台类上市公司中，二季度营收上亚马逊以超千亿美元的营收规模领先，该季度中，亚马逊直属员工减少 9.9 万人。卖家层方面，在 2021 年亚马逊封号潮影响下，各大卖家通过多平台布局来降低公司的单一平台比例过高风险。

**头部平台卖家竞争环境逐步优化。**亚马逊平台作为头部平台，因封号事件叠加平台费用上涨，以刷单为主的卖家有所出清，叠加 2021-2022 年受宏观环境与运费影响，亚马逊卖家成本持续升高，部分卖家逐步退出并聚焦于其他新渠道，中长期来看或将促进亚马逊平台整体卖家环境优化。

图 20：2022 上半年跨境电商上市公司对比

22H1跨境电商上市公司核心指标对比					
指标		营收 (亿)	营收增长率	净利润 (亿)	净利润增长率
平台类 (二季度)		1212.34	7.0%	-20.28	-126.1%
		24.22	-9.0%	-5.36	-105.0%
		4.1	33.3%	0.056	-84.0%
		1.34	79.6%	-0.9	18.9%
卖家类 (上半年)		58.87	9.6%	5.76	41.0%
		33.39	-35.9%	0.083	-98.5%
		31.9	36.3%	4.57	165.7%
		19.67	2453.8%	0.84	478.0%
		12.56	48.3%	-0.17	-116.9%

数据来源：网经社，西南证券整理

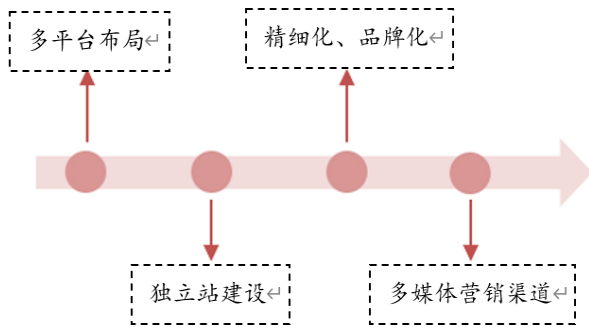
## 2.3 亚马逊封号浪潮下，跨境卖家经营新趋势已现

亚马逊大量封号的背景下，大量卖家选择自建平台。第三方平台的弊端在于，卖家需遵守第三方平台准则，掣肘独立经营，平台内引流的方式给予消费者更多比价空间，卖家自身溢价能力受到影响；优势在于，第三方平台往往自带流量，客户信任基础大，获客成本降低，平台具有完整支付、仓储与物流的完整结构体系。

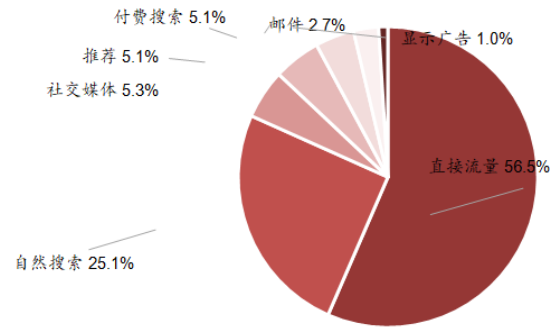
**自建平台的优势主要体现于：**商家营销上限不受限制，SKU 扩充更加充分且具有沉淀品牌资本的优势；弊端在于：前期运营成本较高、门槛更高且周期更长，流量获取成本较高。根据浙江省电商促进会预测数据，中国独立站在 B2C 跨境电商中的占比或将从 2020 年的 25% 上升至 2025 年的 41%。其次，伴随流量红利逐渐消失，电商企业野蛮生长时期已经过去，单靠铺设大量 SKU 的营销战略或将不适应新的市场需求。封号事件后，行业竞争趋缓，备货过载明显改善，库存出清接近尾声。

**多平台布局为企业所选，直播、社交媒体等新媒介为跨境电商企业带来新机会。**以快时尚跨境电商企业 Shein 为例，其在 Google、Facebook、Instagram、TikTok、Twitter 等渠道进行广告投放，打造多元丰富的营销渠道，有效提升品牌影响力、提高用户粘性。Shein

目前在 Facebook 的粉丝约 2500 万，Instagram 超 2200 万。其中，TikTok 以短视频+直播的新兴图文媒体形式出现，具有“社交电商+直播电商”的综合电商形式，在营销侧成为跨境品牌又一流量关键点。根据艾瑞咨询数据显示，各主流平台的上有流量有 56.5% 是直接流量，Facebook 与 Youtube 等社交媒体流量占比为 5.3%，为仅次于自然搜索的流量来源。

**图 21：跨境电商未来四大发展趋势**


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

**图 22：2020 年主流平台各流量来源渠道占比**


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

## 2.4 行业政策暖风频吹，发展创新大势所趋

2020 年以来，新冠疫情在全球蔓延，我国传统外贸受到了严重冲击，但在应对疫情中，跨境电商释放巨大潜力，2020 年、2021 年、2022 年我国跨境电商出口分别同比增长 40.1%、24.5%、11.7%，为中小微企业开拓海外市场、吸纳和稳定就业，发挥了积极作用，为稳住外贸外资基本盘发挥了重要作用，对外贸创新发展的引领作用进一步凸显。

跨境电商行业受到各级政府的高度重视和国家产业政策的重点支持。2019 年和 2020 年国务院政府工作报告分别提出要改革完善跨境电商等新业态扶持政策、加快跨境电商等新业态发展。近两年来，国家陆续出台了多项政策，鼓励跨境电商行业发展与创新，《“十四五”现代流通体系建设规划》、《“十四五”对外贸易高质量发展规划》、《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》、《国企电子商务创新发展行动计划》等产业政策为跨境电商行业的发展提供了明确、广阔的市场前景，为企业提供了良好的生产经营环境，主要体现在以下几个方面：一是试点布局进一步扩大；二是发展跨境电商新模式；三是大力推进贸易便利化。

**表 2：2021 年以来的跨境贸易利好政策**

时间	部门	文件名称
2021 年 1 月	人民银行 发展改革委 商务部 国资委 银保监会 外汇局	关于进一步优化跨境人民币政策 支持稳外贸稳外资的通知
2021 年 1 月	交通运输部	关于服务构建新发展格局的指导意见
2021 年 2 月	中共中央、国务院	国家综合立体交通网规划纲要
2021 年 3 月	商务部 中国信保	关于进一步发挥出口信用保险作用 加快商务高质量发展的通知
2021 年 7 月	国务院办公厅	关于加快发展外贸新业态新模式的意见
2021 年 8 月	人民银行	跨境支付服务管理方法
2021 年 10 月	商务部 中央网信办 发展改革委	“十四五”对外贸易高质量发展规划
2021 年 11 月	商务部	“十四五”现代综合交通运输体系发展规划
2021 年 12 月	国家邮政局	“十四五”邮政业发展规划

时间	部门	文件名称
2022年3月	国务院	关于同意在鄂尔多斯等27个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复
2022年5月	国务院	国务院办公厅关于推动外贸保稳提质的意见

数据来源：中国跨境出口电商发展报告、前瞻产业研究，西南证券整理

基于持续利好的政策环境、稳步提升的供应链优势以及在新冠疫情中率先复工复产的先发优势，我国跨境出口电商行业的整体经营效率或将进一步提升，跨境出口电商企业有望保持持续、稳定、健康的发展态势，成为外贸发展的新动能、转型升级的新渠道和高质量发展的新抓手。

### 3 “泛品+精品+综合服务”业务矩阵已现，信息系统提升运营水平

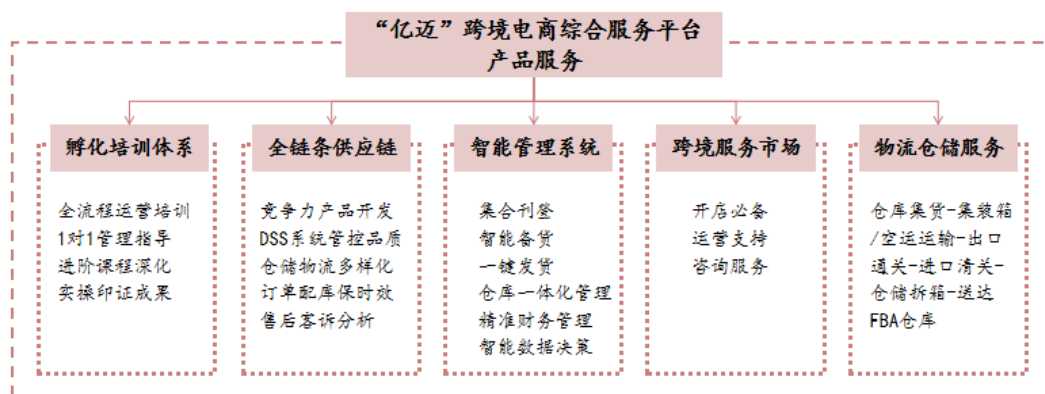
#### 3.1 积极探索综合服务业务，实现多品类多平台覆盖

**多品类覆盖，创立“亿迈”打造跨境电商孵化成长新模式。**公司的泛品业务布局围绕家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容、户外运动等，精品品类以厨房家电、智能家居、宠物用品为主细分领域，持续为公司带来稳定营收，是公司运作最成熟、规模和效益最突出的业务，在公司中短期发展中能发挥“压舱石”作用。此外，公司依托自身在泛品类业务中长期沉淀的供应链资源和信息系统禀赋，于2021年创立“亿迈”(EasySeller)一站式跨境电商综合服务平台，为卖家提供全方位的跨境业务解决方案。

“亿迈”一站式跨境电商综合服务平台，为亚马逊、Walmart、Mercadolibre、ebay等跨境电商卖家打造精细化运营新铺货模式，轻量运作全球生意。为其提供可持续、可复制、可增长的一站式跨境电商孵化生态服务，包括长链条供应链服务、优质全球物流服务、全流程数据化运营管理、一站式跨境服务培训等。

为满足不同规模卖家的不同模式，亿迈亦开展多元化合作模式，方便卖家灵活运营，资源整合，并提供专业跨境运营知识培训，全方位支持卖家，打造跨境电商孵化成长新模式。

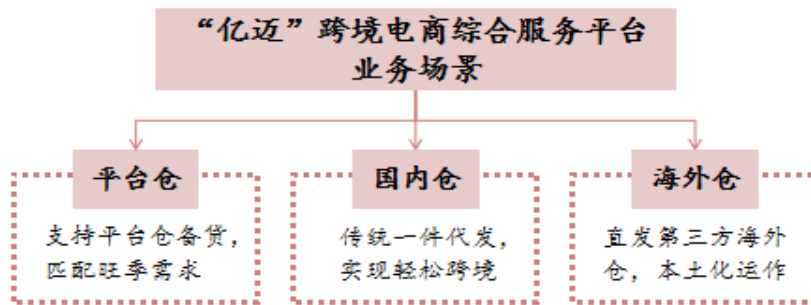
图 23：平台产品服务



数据来源：公司官网、西南证券整理

提供多场景业务解决方案，打造跨境服务新生态。1) 平台帮助不同体量卖家解决业务难题。帮助成长型卖家低门槛创业、手把手指导，帮助中型卖家实现多元发展、提供利润保障，帮助大型卖家实现资源互补、降本增利；2) 提供多元业务场景满足各类运作模式需求。支持平台仓备货，匹配旺季需求。国内仓传统一件代发，实现轻松跨境。直发第三方海外仓，本土化运作；3) 撰写客户案例。针对千万级跨境卖家 (100 人团队)、中级跨境卖家 (30 人团队)和个创大学生 (5 人以下) 撰写个性化案例，精准分析客户痛点并提供解决方案。

图 24：平台业务场景



数据来源：公司官网、西南证券整理

平台布局多元化，积极拓展经营半径。公司对单个目标市场不存在依赖，排名第一的美国市场收入占比仅约 20% 左右。除在传统英语市场有所布局外，公司在日本、意大利、德国等小语种发达国家均有探索，经营半径拓展明显。公司在深耕亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada 等主流第三方平台的同时，积极在沃尔玛、Joom、Jumia 等新兴第三方电商平台开设网店，2023 年，公司会以美客多平台为核心，重点发展拉美市场，不存在依赖特定平台的情况。

图 25：公司合作第三方平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 26：公司全球业务布局



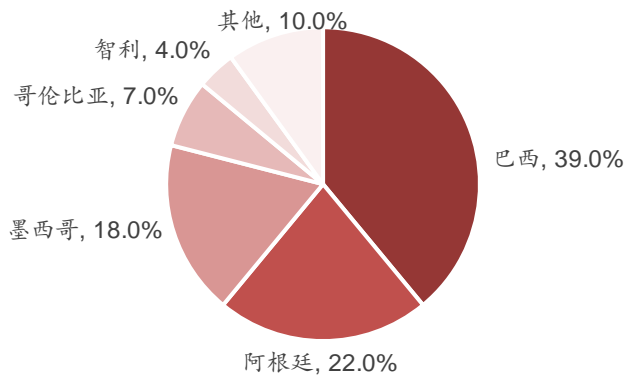
数据来源：公司官网，西南证券整理

以拉美地区美客多平台为核，布局跨境电商新蓝海。2023 年，公司将以美客多平台为核心，重点发展拉美市场，包括墨西哥、智利、巴西等地区。美客多 (Mercado) 是拉丁美洲最大的电子商务平台，有“拉美版 ebay”的称号；该平台在拉美地区的市场份额远高于 ebay 和亚马逊，是很多跨境卖家在拉美地区开拓业务的首选。2020 年，美客多平台的月均访问量达 6.42 亿，超出亚马逊 5 亿人次；从营收来源看，2020 年，巴西地区为平台贡献



39%的营收，排名第二、第三的地区分别为阿根廷（22%）、墨西哥（18%）。由于拉丁国家的电商渗透率较低，电商平台在逐渐成熟，物流渠道和海关情况也在逐步完善。虽然消费能力不及欧美，但人口密度高，竞争相对不充分，利润空间比欧美市场更大。相较于欧美成熟市场，发展中地区有望成为跨境电商新蓝海。

图 27：2020 年美客多营收来源地区分布



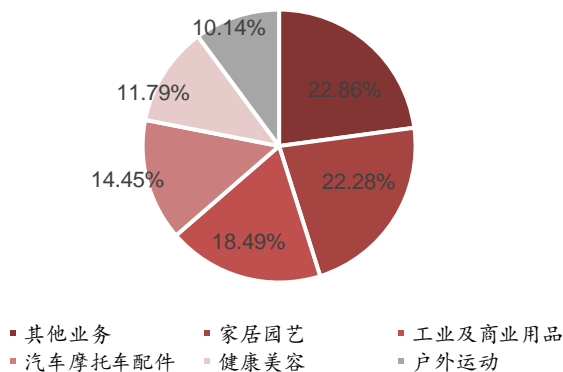
数据来源：跨境眼，西南证券整理

### 3.2 “双蓝海”实现差异化经营，精品业务加强品牌化运作

公司在产品开发方面采用“双蓝海策略”，首先战略性地避开服装、消费电子等处于红海市场的品类，不断深耕家居园艺、健康美容、汽车摩托车配件、工业及商业用品等蓝海品类，建立了一定的先发优势和规模优势，与其他以经营服装、消费电子为主的跨境出口电商企业形成差异化错位竞争，2022Q3 该四大品类产品占主营业务的 67%。除上述品类外，在其他品类方面，公司亦采用蓝海战术进行差异化开发，开发方向主要集中于有稳定市场需求而相对冷门的细分领域。

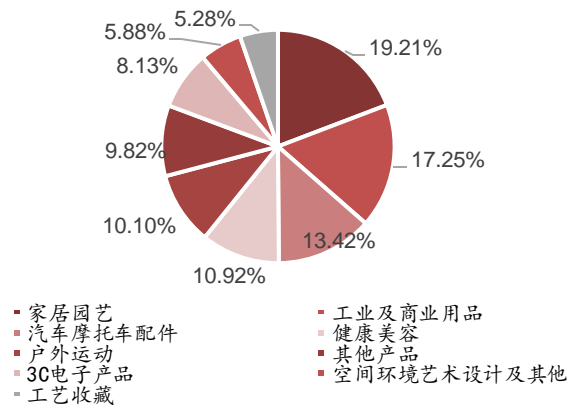
公司产品具有生命周期长、更新换代慢的特点，在细分领域市场需求较大，市场竞争程度低于 3C 电子产品、服装，且产品售价相对较低，消费者价格敏感性较低，故具备较大的调价空间，有助于利润维持相对较高水平。

图 28：公司 2022Q3 主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司 2021 主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

**精品业务加强品牌化运作。**公司于 2021 年组建了精品业务团队，通过消费市场研究及品牌创新，创建高溢价的自有商品品牌。精品业务是公司中长期发展的重要着力点和利润增长点；通过强化消费市场研究和产品创新，整合优质产业链资源，创建高粘性、高溢价的自有商品品牌，显著增强企业的盈利能力、市场地位和品牌影响力。公司将进一步拓展精品销售渠道，从以美国为主逐渐向欧洲、日本延伸，投放差异化产品。

### 3.3 自主研发信息化系统，支撑效率提升和内部精细化管理

公司主要业务跨境出口电商具有物流仓储模式多样、跨境运输时间长、信息交互方式复杂等特点，供应链管理难度显著高于境内贸易。公司主要运营模式为泛品类、多平台、多市场，且国内仓、海外仓协同发展，对内外部数据传输时效性和各业务流程的智能化、自动化管理精度要求极高，数据分析和智能算法的研究和开发为公司布局重点。

**表 3：公司核心技术**

核心技术名称	技术特点描述	在业务环节应用情况
分布式任务调度	采用分布式任务调度，对 Listing 操作实现有效的监控并管理	应用于公司各平台 Listing 调价，库存更新，上下架操作
数据统计分析和预测算法 特征提取和训练	采用数据统计归纳多指标，依据业务场景建立最优算法模型	应用于公司供应链的需求预测、采购、发运的指令提供和调度
数据中心消息队列	采用 Kafka 消息队列接收订单数据，利用 Kafka 磁盘顺序读写的特点高效处理数据	作为供应商管理的平台，实施跟踪并优化运营情况
前台应用系统	采用 Redis 全局锁解决并发问题	仓库出入库管理
库存中心大数据查询	以 MySQL、ElasticSearch 等作为数据存储层对接提供统一的数据查询服务	统一数据来源，避免数据不统一
订单仓库和物流方式优选	基于规则和配置，覆盖多方面因素与约束条件，给公司选择最优发货仓库和物流方式，并且可按规则拦截订单	用于给公司的销售订单自动选择最优仓库和物流方式，降低物流成本，减少人工处理订单；拦截出指定订单给人工处理以降低损失，提升运转效率
基于图像识别的同款产品推荐	通过图像识别，机器学习实现，提高产品开发效率	应用于公司各平台爆款产品推荐、产品分类，供应商推荐
产品信息一键采集	阿里巴巴平台接口群对接，业务系统对接 Java 服务器接口，Java 服务对接 1688 接口群，数据大批量获取并存储业务系统，同时自动渲染业务操作页面，实现一键开发 SKU	应用于公司产品系统商品创建通过采样链接，通过接口群一键采集 1688 平台供应商产品数据。业务审核后，产品进入样品跟单，通过接口群，实现样品自动下采购单、批量推送财务系统支付、自动获取物流轨迹和跟踪号，识别采购单状态
冷热数据分离 和自动化归档组件	通过将业务数据进行冷热数据划分，在逻辑层自动将数据归类并分类存储到数据存储层，对历史数据自动进行分区表存储，方便快速归档和转移	应用于公司易佰云订单系统，应对公司订单数据量大、访问并发高的情况，提升系统业务处理能力，历史订单数据自动化归档管理，提升数据管理的效率

数据来源：公司财报，西南证券整理

#### 1) 智能调价系统

2018 年起，易佰网络开始自主研发智能调价系统。该系统能够根据库存、库龄等维度，以大数据算法为支撑，对跨平台、跨店铺的海量商品销售页面计算最优售卖价格并实现价格调整。2019 年，该系统在亿级数据存储和运算方面取得技术突破，依托大数据实时运算平

台，实现了全平台 Listing（商品页面）管理，并与 ERP 系统、TMS 物流管理系统、WMS 仓储管理系统、易佰数据库等实现数据交互，进一步提升“易佰云”智能化企业管理平台运转效率。

## 2) 智能刊登系统

该系统运用梅森旋转算法等技术方法，对每个 SKU 可批量生成数百种差异化的标题文案和图片组合，自动匹配平台细分类目，快速刊登至跨平台多个站点，并根据销量数据自动筛选最优关键词，对同产品其他 Listing（商品页面）进行批量优化调整。该系统解决了人工刊登编辑速度较慢、翻译成本较高等痛点，有助于快速上线商品，提升商品在电商平台的曝光度和订单转化率。

## 3) 智能广告系统

该系统有效规避了单位推广成本高、转化率低的痛点，突破了十亿级广告数据存储和实时运算的技术壁垒，针对不同业务场景和时间阶段的广告需求，设置差异化的投放策略，并对广告数据进行跟踪。

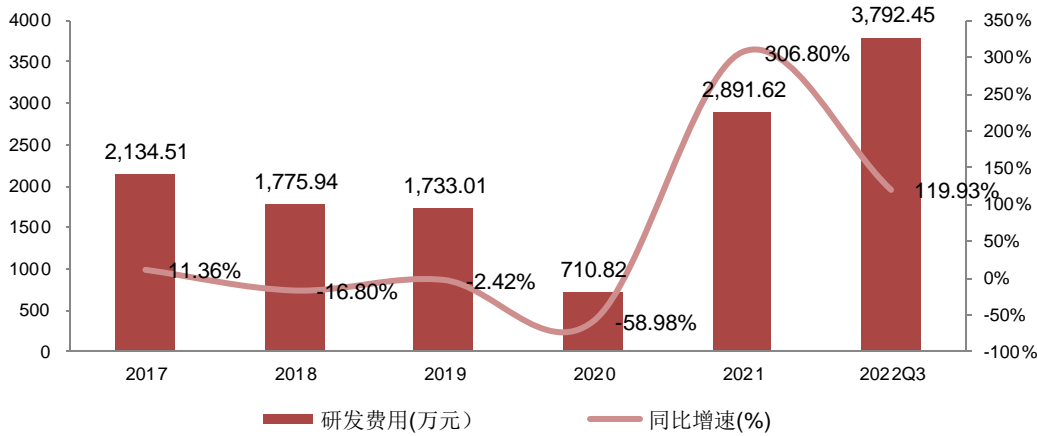
## 4) 智能备货系统

2019 年，公司开始自主研发智能 MRP 计划系统。该系统设置精细化系统参数配置并实现自动化算法分析，综合考虑每个 SKU 历史销量及预期未来销售趋势，并结合实时库存量等因素影响，自动输出指令以实现智能化精细化管理。该系统每天在 5-6 个小时内完成上千万条分平台的产品信息、上百万条 FBA 链接及库存、20-40 多万个 SKU 的全量数据计算，并及时生成 2-10 万多条 SKU 的采购备货指令、5-10 万多条 FBA 仓和海外仓的发运指令，并输出给采购、物流、销售部门执行，相比早期人工计算的方式，大幅提升备货计划的准确性、及时性、完整性和各业务环节的运转效率。

## 3.4 加码研发投入，赋能系统升级迭代

自实现战略转型以来，公司研发投入增加明显。2021 年研发费用合计 2891.6 万元，同比增长 306.8%，截至 22Q3，共投入研发 3792.5 万元。

截至 2022 年 6 月 30 日，公司及其子公司拥有的境内专利共计 26 项，拥有境外专利 29 项，拥有的计算机软件著作权共 91 项。公司尚处于研发或迭代中的主要系统包括但不限于易佰云跨境仓储 WMS 系统、易佰云智能刊登系统、易佰云亿迈一体化智能管理平台、易佰云-易佰智库云平台、易佰云生产计划智能管控系统、易佰云跨境订单管理系统、易佰网络财务合规体系管理系统、易佰云服务集群总线管理中心平台、头程运费分摊分析核算系统、易佰云采购智能管理系统等。

**图 30：公司 2017 年以来研发投入及同比增速**


数据来源：公司财报，西南证券整理

**研发人员储备丰富，激励机制健全。**截至 2022 年 6 月 30 日，控股子公司易佰网络专门从事系统设计开发和数据算法研究的技术研发团队共 210 人，占公司总人数的 10%。其中，数据算法研究人员共 40 人，本科及以上学历超过 90%，近 50% 为硕士研究生或 985/211 院校本科毕业生。上述人员在数学、统计学、计算机等领域具有较好的学术背景及项目实践经验，其主要职能是开发和研究核心算法，依托“易佰云”智能化企业管理平台，为管理层的经营决策提供以大数据和算法为支撑的指导意见。

报告期内，公司核心技术和管理人员保持稳定，未出现重大变动。公司与上述人员签署了劳动合同、保密协议、竞业禁止协议，并为核心人员提供在市场上具有较强竞争力和吸引力的薪酬待遇和激励机制，有利于核心人员的稳定。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：泛品业务为公司业务基本盘，SKU 数目较多，且价格敏感度相对较低，2021H1 为行业红利期，基数效应下，预计 2022 年泛品业务有所下降，2022-2024 年泛品业务将保持稳定增长，增速分别为-19.1%/15%/10%，毛利率逐年增长 0.5pp；

假设 2：精品业务预计将扭亏为盈并逐季贡献利润，预计 2023-2024 年收入增速分别为 50%/40%；

假设 3：跨境电商行业环境及政策不发生重大变化。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 4：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022E	2023E	2024E
跨境电商业务	收入	4404.7	5426.4	6409.0
	增速	-	23.2%	18.1%
	毛利率	36.5%	36.2%	36.0%
泛品业务	收入	3744.7	4306.4	4737.0
	增速	-19.1%	15.0%	10.0%
	毛利率	38.0%	38.5%	39.0%
精品业务	收入	400.0	600.0	840.0
	增速	-	50.0%	40.0%
	毛利率	36.0%	37.0%	38.0%
跨境电商综合服务	收入	260.0	520.0	832.0
	增速	-	100.0%	60.0%
	毛利率	16.0%	16.5%	17.0%
其他	收入	10.0	11.0	12.1
	增速	-	10.0%	10.0%
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	4414.7	5437.4	6421.1
	增速	112.8%	23.2%	18.1%
	毛利率	36.5%	36.2%	36.0%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取跨境电商行业中的两家知名公司安克创新和吉宏股份作为同行可比公司，2023 年两家公司平均 PE 为 22 倍，2022 年平均 PE 为 31 倍。公司为知名的跨境电商企业，有望充分享受行业政策红利。泛品业务有望保持稳定增长的同时，精品业务或将贡献一定利润，跨境电商服务“亿迈”构筑未来新增长点。综上，我们给予公司 2023 年 26 倍 PE，对应目标价 28.86 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 5：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300866.SZ	安克创新	60.18	2.42	2.90	3.50	4.22	42	25	21	17
002803.SZ	吉宏股份	24.29	0.59	0.68	1.06	1.31	36	36	23	19
平均值							39	31	22	18

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

海运价格大幅上行的风险、跨境贸易行业下行的风险、经济环境下行的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2074.86	4414.70	5437.41	6421.15	净利润	-81.95	204.36	313.18	401.45
营业成本	1302.21	2804.77	3474.75	4118.07	折旧与摊销	17.80	28.77	31.02	33.27
营业税金及附加	2.61	5.54	6.83	8.06	财务费用	29.69	66.13	76.12	83.47
销售费用	579.58	1170.16	1348.48	1541.07	资产减值损失	-9.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	149.63	264.88	309.93	353.16	经营营运资本变动	-460.90	-1591.59	-406.07	-282.59
财务费用	29.69	66.13	76.12	83.47	其他	827.86	1003.00	120.32	-13.64
资产减值损失	-9.89	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>322.62</b>	<b>-289.33</b>	<b>134.58</b>	<b>221.96</b>
投资收益	2.95	120.00	120.00	120.00	资本支出	-688.49	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	1.87	0.00	0.00	0.00	其他	431.32	120.00	120.00	120.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-257.17</b>	<b>70.00</b>	<b>70.00</b>	<b>70.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-58.18</b>	<b>223.22</b>	<b>341.29</b>	<b>437.30</b>	短期借款	-69.16	237.26	15.92	-45.91
其他非经营损益	-0.46	-1.08	-0.87	-0.94	长期借款	-57.77	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-58.64</b>	<b>222.14</b>	<b>340.42</b>	<b>436.36</b>	股权融资	1742.32	0.00	0.00	0.00
所得税	23.31	17.77	27.23	34.91	支付股利	0.00	18.04	-42.10	-64.20
净利润	-81.95	204.36	313.18	401.45	其他	-1327.96	-79.17	-76.12	-83.47
少数股东损益	5.45	-6.13	-7.83	-8.83	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>287.42</b>	<b>176.13</b>	<b>-102.31</b>	<b>-193.58</b>
归属母公司股东净利润	-87.40	210.50	321.01	410.28	<b>现金流量净额</b>	<b>337.75</b>	<b>-43.20</b>	<b>102.27</b>	<b>98.37</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	484.67	441.47	543.74	642.11	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	327.55	3387.09	3815.04	4042.54	销售收入增长率	1435.08%	112.77%	23.17%	18.09%
存货	583.27	1310.36	1648.08	1941.54	营业利润增长率	8.45%	483.65%	52.90%	28.13%
其他流动资产	305.80	183.11	188.63	193.95	净利润增长率	-31.16%	349.37%	53.25%	28.18%
长期股权投资	17.31	17.31	17.31	17.31	EBITDA 增长率	79.58%	3075.95%	40.97%	23.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	275.24	309.97	342.44	372.67	毛利率	37.24%	36.47%	36.10%	35.87%
无形资产和开发支出	760.65	747.94	735.23	722.52	三费率	36.58%	34.00%	31.90%	30.80%
其他非流动资产	214.56	213.77	212.98	212.19	净利率	-3.95%	4.63%	5.76%	6.25%
<b>资产总计</b>	<b>2969.04</b>	<b>6611.02</b>	<b>7503.47</b>	<b>8144.84</b>	ROE	-3.74%	8.45%	11.65%	13.27%
短期借款	0.94	238.20	254.11	208.21	ROA	-2.76%	3.09%	4.17%	4.93%
应付和预收款项	530.10	3711.56	4304.63	4642.79	ROIC	-4.09%	13.89%	15.85%	17.66%
长期借款	5.31	5.31	5.31	5.31	EBITDA/销售收入	-0.52%	7.21%	8.25%	8.63%
其他负债	244.24	238.51	250.89	262.77	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>780.58</b>	<b>4193.58</b>	<b>4814.94</b>	<b>5119.07</b>	总资产周转率	1.07	0.92	0.77	0.82
股本	289.18	289.18	289.18	289.18	固定资产周转率	13.03	15.22	16.80	18.09
资本公积	1745.29	1170.54	1170.54	1170.54	应收账款周转率	6.00	1.88	1.18	1.27
留存收益	59.12	287.66	566.58	912.65	存货周转率	4.03	2.88	2.33	2.28
归属母公司股东权益	2087.01	2322.12	2601.04	2947.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.48%	—	—	—
少数股东权益	101.45	95.32	87.49	78.65	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2188.46</b>	<b>2417.44</b>	<b>2688.53</b>	<b>3025.77</b>	资产负债率	26.29%	63.43%	64.17%	62.85%
负债和股东权益合计	2969.04	6611.02	7503.47	8144.84	带息债务/总负债	0.80%	5.81%	5.39%	4.17%
					流动比率	2.89	1.33	1.34	1.38
					速动比率	1.90	1.00	0.98	0.99
					股利支付率	0.00%	-8.57%	13.11%	15.65%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.30	0.73	1.11	1.42
					每股净资产	7.22	8.03	8.99	10.19
					每股经营现金	1.12	-1.00	0.47	0.77
					每股股利	0.00	-0.06	0.15	0.22
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	-10.69	318.12	448.44	554.04					
PE	-77.35	32.12	21.06	16.48					
PB	3.24	2.91	2.60	2.29					
PS	3.26	1.53	1.24	1.05					
EV/EBITDA	-555.32	61.72	43.59	35.02					
股息率	0.00%	—	0.62%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn