


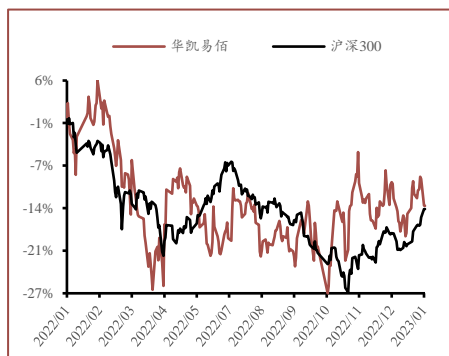
## Q4 业绩修复加速，盈利能力有望持续改善

 证券研究报告

### 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2023-01-17</b>
收盘价(元)	15.37
流通股本(亿股)	1.57
每股净资产(元)	7.51
总股本(亿股)	2.89

最近 12 月市场表现


**分析师** 于健

 SAC 证书编号: S0160522060001  
yujian@ctsec.com

**分析师** 李跃博

 SAC 证书编号: S0160521120003  
liyib@ctsec.com

### 相关报告

### 核心观点

- ❖ **事件 1: 公司发布 2022 年业绩预告, 子公司易佰网络预计实现营收约 43 亿元, 净利润 2.7-2.9 亿元, 达成员工股权激励目标; 归母净利预计 2.1-2.4 亿元, 单 Q4 归母净利 0.66-0.96 亿元, 21 年同期亏损 0.7 亿元, 公司旺季大幅扭亏。**
- ❖ **事件 2: 公司实际控制人周新华拟直接及间接减持股份共计不超过 855 万股, 占比约 3.07%, 减持后实控人及其一致行动人共计持股 26%, 不影响公司实控人地位。**本次为上市以来实控人周新华首次减持, 主要为偿还对易佰网络相关投资及认购股权所产生的超 1 亿元相关贷款, 系个人资金需求, 公司未来业绩信心与基本逻辑不改。
- ❖ **海外口红效应带来性价比刚需消费好于预期, 叠加行业竞争格局改善, 公司 Q4 营收增速修复加速。**子公司易佰网络 22H2 预计营收 23.4 亿元, 同增 19.8%; 考虑到公司 Q3 公司营收增速 10.1%, 预计易佰子公司单 Q4 营收同比达 30%。公司 Q4 营收增长加速, 预计主要系: 1) 21Q4 受海外需求放缓+亚马逊封号风波后市场库存倾销影响, 公司营收承压造成低基数; 2) 2022 年下半年美国 CPI 增速持续放缓, 温和衰退及软着陆预期强化, 居民消费需求韧性凸显, 中低端商品销售增速回暖得到体现; 3) 跨境电商行业增速波动后, 铺货型玩家洗牌, 伴随低效率供给逐渐退出, 格局大幅改善, 公司市占率有所提升。
- ❖ **库存出清、效率提升, 推动盈利能力持续优化。**计入 698 万元员工持股计划费用摊薄后, 预计 2022 年易佰网络净利润约为 2.7-2.9 亿元, 成功达成不低于 2.7 亿元的员工股权激励目标。2022 年下半年易佰网络净利润达 1.64-1.84 亿元, 同增 200%-237%, 净利润率达 7.0-7.9%, 较 21H2 同比提升 4.2-5.1pct。公司盈利能力提升预计主要系, 1) 收入端, 公司自 21Q4 起的积压库存快速出清, 数字化选品下, 新品上市快速拉升毛利率水平; 2) 成本端, 海运费大幅下降, 叠加 22 年 4 月份起人民币汇率进入贬值区间, 释放较大利润空间。
- ❖ **海外消费预期回暖, 看好公司 23 年泛品类盈利能力修复, 以及美国、拉美地区业务拓展带来业绩增长。**海外通胀好转叠加就业景气依旧, 消费信心修复明显。美国 1 月密歇根大学消费者信心指数初值 64.6, 好于预期 60.5、前值 59.7, 为 2022 年 4 月以来最高水平。公司为跨境电商泛品类电商龙头, 具备数字化选品能力与高经营效率, 有望优先受益海外消费需求回暖。
- ❖ **盈利预测: 困境反转, 公司“精准铺货”商业模式得证。**海外消费韧性叠加成本优化持续演绎背景下, 公司 23 年有望实现业绩增长与估值修复。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 44.3/55.6/66.8 亿元, 归母净利润分别为 2.1/3.0/3.8 亿元, 当前对应 PE 为 21/15/12 X, 给予增持评级。
- ❖ **风险提示: 海外经济大幅衰退; 人民币汇率大幅波动; 行业竞争加剧。**

**盈利预测：**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	135	2075	4427	5558	6684
收入增长率 (%)	-67.2	1435.1	113.4	25.6	20.3
归母净利润(百万元)	-62	-87	213	304	379
净利润增长率 (%)	-882.9	-39.9	343.2	43.2	24.5
EPS (元/股)	-0.5	-0.4	0.7	1.1	1.3
PE	—	—	20.9	14.6	11.7
ROE (%)	-14.2	-4.2	9.7	12.2	13.2
PB	5.1	2.6	2.0	1.8	1.5

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（2023 年 1 月 17 日收盘价）

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>135.16</b>	<b>2074.86</b>	<b>4426.94</b>	<b>5558.16</b>	<b>6684.11</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	111.07	1302.21	2718.83	3349.86	4070.94	营业收入增长率	-67.2%	1,435.1%	113.4%	25.6%	20.3%
营业税费	1.31	2.61	5.76	7.23	8.69	营业利润增长率	-727.9%	8.5%	490.6%	32.4%	17.7%
销售费用	21.52	579.58	1109.80	1418.80	1729.54	净利润增长率	-882.9%	-39.9%	343.2%	43.2%	24.5%
管理费用	40.32	149.63	338.18	440.75	475.69	EBITDA 增长率	-287.8%	109.9%	6,212.9%	29.3%	9.3%
研发费用	7.11	28.92	60.09	75.09	94.16	EBIT 增长率	-407.0%	51.3%	1,167.7%	31.3%	7.8%
财务费用	5.65	29.69	18.24	16.75	13.03	NOPLAT 增长率	-458.1%	-28.2%	-904.5%	41.3%	13.7%
资产减值损失	-4.91	-9.89	-3.50	-2.00	-1.00	投资资本增长率	-11.0%	282.0%	6.9%	14.7%	14.9%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>1.87</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	-14.5%	398.9%	5.6%	14.6%	15.9%
投资和汇兑收益	-0.08	2.95	1.18	1.98	4.56	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>-63.55</b>	<b>-58.18</b>	<b>227.25</b>	<b>300.96</b>	<b>354.33</b>	毛利率	17.8%	37.2%	38.6%	39.7%	39.1%
加:营业外净收支	-2.33	-0.46	-2.95	-2.45	-1.95	营业利润率	-47.0%	-2.8%	5.1%	5.4%	5.3%
<b>利润总额</b>	<b>-65.88</b>	<b>-58.64</b>	<b>224.30</b>	<b>298.51</b>	<b>352.38</b>	净利润率	-46.2%	-3.9%	5.3%	6.1%	6.3%
减:所得税	-3.40	23.31	-11.90	-39.70	-68.55	EBITDA/营业收入	-36.1%	0.2%	6.9%	7.1%	6.5%
<b>净利润</b>	<b>-62.48</b>	<b>-87.40</b>	<b>212.58</b>	<b>304.39</b>	<b>378.83</b>	EBIT/营业收入	-40.2%	-1.3%	6.4%	6.7%	6.0%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	155.35	484.67	-97.01	525.40	-98.37	固定资产周转天数	124	48	26	22	18
交易性金融资产	0.00	159.26	159.26	159.26	159.26	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>270</b>	<b>111</b>	<b>96</b>	<b>50</b>	<b>92</b>
应收账款	211.83	266.64	345.21	421.25	502.59	流动资产周转天数	1609	299	145	153	142
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	738	42	25	25	25
预付帐款	8.32	30.46	67.97	81.05	100.13	存货周转天数	578	83	105	94	100
存货	18.70	583.27	999.21	746.60	1501.91	总资产周转天数	2711	337	252	232	222
其他流动资产	0.44	11.21	11.21	11.21	11.21	投资资本周转天数	1615	402	201	184	176
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	-14.2%	-4.2%	9.7%	12.2%	13.2%
长期股权投资	0.90	17.31	19.31	19.31	19.31	ROA	-6.8%	-2.9%	6.6%	7.7%	8.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-8.6%	-1.6%	12.2%	15.0%	14.9%
固定资产	45.74	272.71	310.56	330.72	327.81	费用率					
在建工程	182.48	2.52	0.02	0.02	0.01	销售费用率	15.9%	27.9%	25.1%	25.5%	25.9%
无形资产	24.68	119.17	150.14	191.68	247.35	管理费用率	29.8%	7.2%	7.6%	7.9%	7.1%
其他非流动资产	46.36	42.04	42.04	42.04	42.04	财务费用率	4.2%	1.4%	0.4%	0.3%	0.2%
<b>资产总额</b>	<b>912.23</b>	<b>2969.04</b>	<b>3217.98</b>	<b>3942.95</b>	<b>4315.46</b>	三费/营业收入	49.9%	36.6%	33.1%	33.8%	33.2%
短期债务	70.10	0.94	15.94	10.94	0.94	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	238.53	454.86	375.89	703.51	574.32	资产负债率	51.9%	26.3%	28.2%	32.8%	28.9%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	108.0%	35.7%	39.3%	48.9%	40.6%
其他流动负债	0.10	0.02	0.02	0.02	0.02	流动比率	1.45	2.89	2.52	2.20	2.59
长期借款	63.08	5.31	10.31	15.31	5.31	速动比率	0.93	1.60	0.65	1.11	0.62
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-8.86	-8.37	56.78	58.05	57.91
<b>负债总额</b>	<b>473.56</b>	<b>780.58</b>	<b>907.78</b>	<b>1294.54</b>	<b>1246.13</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.00	101.45	125.07	158.89	200.98	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	122.38	289.18	281.58	281.58	281.58	分红比率					
留存收益	146.53	59.12	271.71	576.10	954.93	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>438.67</b>	<b>2188.46</b>	<b>2310.19</b>	<b>2648.41</b>	<b>3069.33</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	-0.51	-0.43	0.74	1.05	1.31
净利润	-62.48	-87.40	212.58	304.39	378.83	BVPS(元)	3.58	7.22	7.56	8.61	9.92
加:折旧和摊销	5.56	31.35	23.46	24.61	32.32	PE(X)	—	—	20.9	14.6	11.7
资产减值准备	13.21	55.21	6.50	4.50	3.00	PB(X)	5.1	2.6	2.0	1.8	1.5
公允价值变动损失	0.00	-1.87	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	6.14	28.98	4.98	6.40	6.92	P/S	16.7	2.6	1.0	0.8	0.6
投资收益	0.08	-2.95	-1.18	-1.98	-4.56	EV/EBITDA	-46.3	1035.3	15.3	10.3	10.8
少数股东损益	0.00	5.45	23.62	33.82	42.09	CAGR(%)					
营运资金的变动	65.93	271.96	-547.81	409.77	-938.75	PEG	—	—	0.1	0.3	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>28.20</b>	<b>322.62</b>	<b>-245.82</b>	<b>832.69</b>	<b>-445.47</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-28.56</b>	<b>-257.17</b>	<b>-251.40</b>	<b>-223.89</b>	<b>-166.38</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-3.80</b>	<b>287.42</b>	<b>-84.45</b>	<b>13.60</b>	<b>-11.92</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。