

➤ **成功转型跨境电商，逐步形成“泛品+精品+电商服务”业务组合。**公司21年收购易佰网络迈入跨境电商行业，依托优质供应链，通过 B2C 跨境出口销售多品类高性价比产品。公司通过亚马逊、ebay、速卖通、Cdiscount、Wish 等第三方平台，出口地覆盖欧洲（22 年占比 50%左右）、北美洲（22 年占比 30%左右，其中美国占比 20%）、东南亚（22 年占比约 5.5%）大洋洲、亚洲、南美洲、非洲等多个地区。①**泛品**：公司以泛品业务为主，SKU 超 40w，2022 年泛品业务收入约占全部跨境电商收入的 85%。②**精品**：目前的主要品类是厨房家电、清洁家电类、宠物用品等，客单价在 52 美元左右，营收占跨境电商出口业务约 8%。③**“亿迈”跨境电商服务平台**：一站式跨境服务，截至 2022 年 12 月，已发展 140 多家客户，22 年营收占跨境电商出口业务约 6.5%。

➤ **行业规模和渗透率不断提升，欧美经济增长放缓利好高性价比产品。全球电商销售规模逐年攀升，互联网普及推动消费习惯转化。**2021 年全球电商销售市场规模达 5.2 万亿美元，2017-2021 年复合增速 23.1%。根据 IWS 统计数据，2021 年全球互联网用户规模达 53.86 亿，全球互联网渗透率 67.9%。**美国通胀仍处于历史高位，失业率超预期回升，经济增长放缓背景下，高性价比产品韧性较强。**2023 年 2 月，美国整体 CPI 指数同比增幅 6.0%，低于前值 6.3%，核心 CPI 指数（不含食物、能源）同比增幅 5.5%，均与市场预期相符。整体通胀有所回落，核心通胀减速缓慢，显示美国通胀压力仍未明显缓解。

➤ **稳定供应链打造 40w+SKU，成立“亿迈”服务平台赋能中小跨境电商。**跨境电商业务流程复杂，相比境内电商供应链管理难度高，因此规范、稳定的供应链成为公司的一大优势壁垒。公司在采购、物流、仓储、库存以及供应商管理方面不断优化升级，在供应链管控和运营效率方面具备经验和优势，以及应变能力和抗风险能力。2022 年，打造 SKU 超 40 万件的泛品供应链体系，涵盖 8 大类、20 余个一级品类及 120 余个二级细分品类，开发团队平均每月开发新品数量超过 1.2 万个，第三方电商平台开设网店超过 2600 家（2020 年）。

➤ **研发投入不断增加，打造覆盖各业务的智能系统降本增效。自主研发信息化系统，持续提升自动化、智能化运营水平。**公司自研的智能应用系统模块包括智能刊登系统、智能调价系统、智能广告系统、智能备货计划系统等，在采购备货、销售运营、库存管控等核心业务环节提升智能化运营能力和经营效率。存货周转率、毛利率、人均销售额等经营效率指标均有明显提升。

➤ **投资建议：**公司的跨境电商主业覆盖“泛品”、“精品”、“电商服务”三大业务，其中泛品业务随着疫情管控放松，海运、物流的恢复有望持续稳定增长，精品和“亿迈”平台为公司 21 年重点发展业务，依托公司自身的供应链和信息化优势，有望进入快速发展阶段。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 2.08/3.34/4.44 亿元，分别同比 +338.4%/60.3%/33.0%，对应 PE 为 32/20/15X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；海外经济大幅衰退；供应链中断；贸易政策变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2075	4329	6223	7985
增长率 (%)	1435.1	108.6	43.7	28.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	-	208	334	444
增长率 (%)	-39.9	338.4	60.3	33.0
每股收益 (元)	-0.30	0.72	1.15	1.54
PE	-	32	20	15
PB	3.2	3.1	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 7 收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

23.38 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

电话：19521499976

邮箱：liuyanjing@mszq.com

目录

1 华凯易佰：历时三年成功实现战略转型，成为泛品类跨境电商龙头.....	3
1.1 基本概况：跨境电商以泛品业务起家，逐步形成“泛品+精品+电商服务”的业务组合	3
1.2 股权&激励：业绩对赌超额完成，员工持股计划上调考核指标.....	8
1.3 财务概况：利率维持稳定上升，企业发展转危为安	10
2 跨境电商行业：行业规模和渗透率不断提升，欧美经济增长放缓利好高性价比产品	13
2.1 空间：行业持续发展，渗透率提升	13
2.2 趋势：欧美经济增长放缓，高性价比产品韧性足	16
3 供应链优势：稳定供应链打造 40w+SKU 的泛品业务，“亿迈”平台（B2B2C）赋能中小跨境电商，打开成长空间 19	19
3.1 供应链系统：完备的采购、物流、仓储、供应商管理体系，形成稳定的供应链	19
3.2 亿迈平台：一站式跨境电商综合服务平台，收入占比不断提升	22
4 信息化优势：2018 年布局 AIGC，智能系统降本增效.....	26
5 盈利预测与投资建议	31
5.1 盈利预测假设与业务拆分	31
5.2 估值分析	32
5.3 投资建议	32
6 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	36

1 华凯易佰：历时三年成功实现战略转型，成为泛品类跨境电商龙头

1.1 基本概况：跨境电商以泛品业务起家，逐步形成“泛品+精品+电商服务”的业务组合

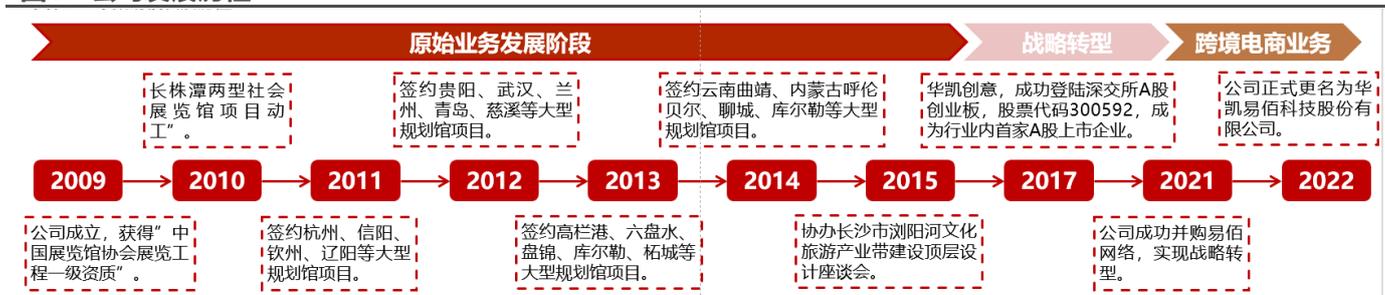
公司从 2009 年成立到如今，实现了从“环艺”到“跨境电商”的完美转型。起发展历程主要分为三个阶段：

第一阶段（2009-2017）：**专注环境艺术，主营设计业务。**公司成立初期，主要经营空间环境艺术设计业务，例如：城市文化馆、博物馆、企业文化馆、教育基地等大型主题馆，2017 年成功在深交所上市。

第二阶段（2018-2020）：**抓住发展契机，谋求转型升级。**2018 年以来，受政策调控等因素的影响，公司经营业绩持续下滑。2019 年公司拟收购跨境出口电商行业优秀标的，谋求转型升级，获取新的利润增长点。

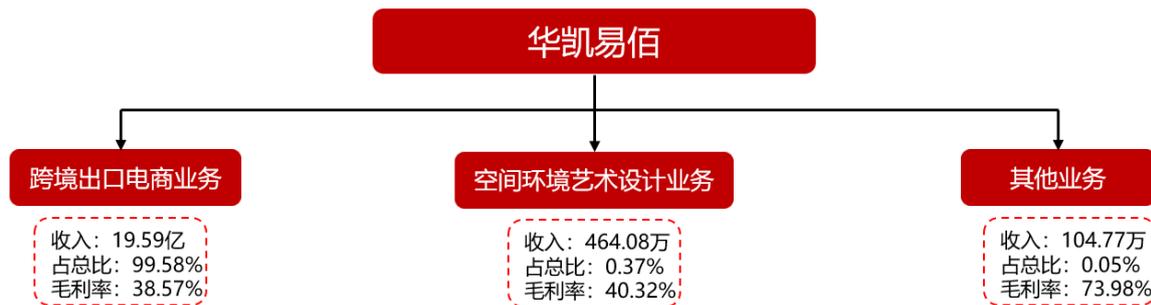
第三阶段（2021-至今）：**收缩原始业务，进军跨境电商。**2021 年，公司对易佰网络的重大资产重组，并实施战略转型，对原有空间环境艺术设计业务进行了主动调整收缩，跨境出口电商业务已经成为公司主要业务。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图2：公司业务结构（2022H1）



资料来源：公司财报，民生证券研究院

1.1.1 泛品业务：占比超过 90%，公司稳健增长的基本盘

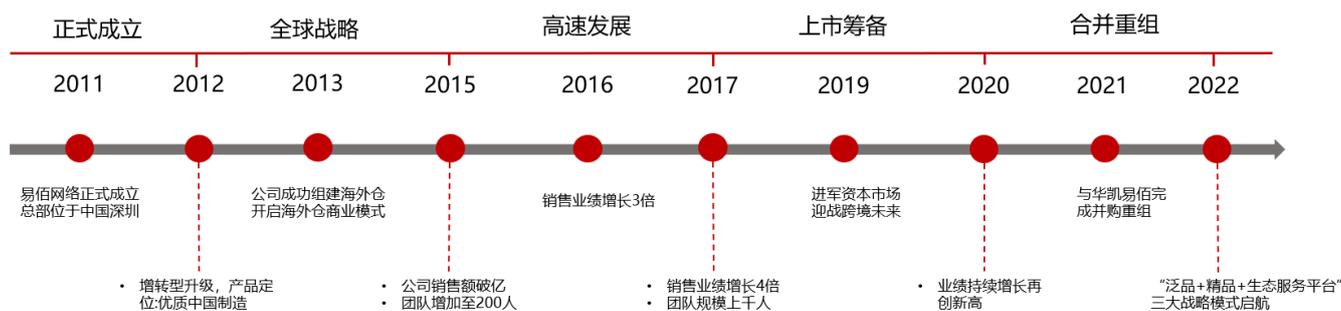
跨境电商业务以泛品业务为主，2021 年组建精品业务团队，以及创立“亿迈”平台，逐步形成“泛品+精品+电商服务”业务组合。2022 年泛品销售额和销售量分别约占全部跨境电商销售产品的 85%。2021 年，在亚马逊对大量滥用评分反馈的精品卖家封号的背景下，公司组建了全新精品团队，优先涉足客单价相对较高且竞争程度较低的产品领域，包括厨房家电、清洁家电类、宠物用品等；并创立“亿迈”（EasySeller）一站式跨境电商综合服务平台，旨在为卖家提供全方位的跨境业务解决方案，包括长链条供应链服务、优质全球物流服务、全流程数据化运营管理、一站式跨境服务培训等。

表1：公司三大业务梳理

业务类型	类型介绍	主营业务
泛品业务	实行多品类发展的经营策略，SKU 数量规模庞大，风险相对分散，发展壮大考验对多店铺、多产品的统筹管控能力	家居园艺、健康美容、汽车摩托车配件、工业用品、户外运动、3C 电子产品等
精品业务	以品牌孵化、爆品打造为运营核心，客单价高，SKU 数量少，风险相对集中，对产品研发和营销推广要求较高	宠物用品、清洁家电、环境家电、厨房家电、LED 灯
跨境电商服务平台“亿迈”	为中小跨境电商卖家提供全方位的跨境业务解决方案	供应链、物流、数据化运营、跨境服务培训等

资料来源：公司年报，民生证券研究院

图3：易佰网络历史沿革

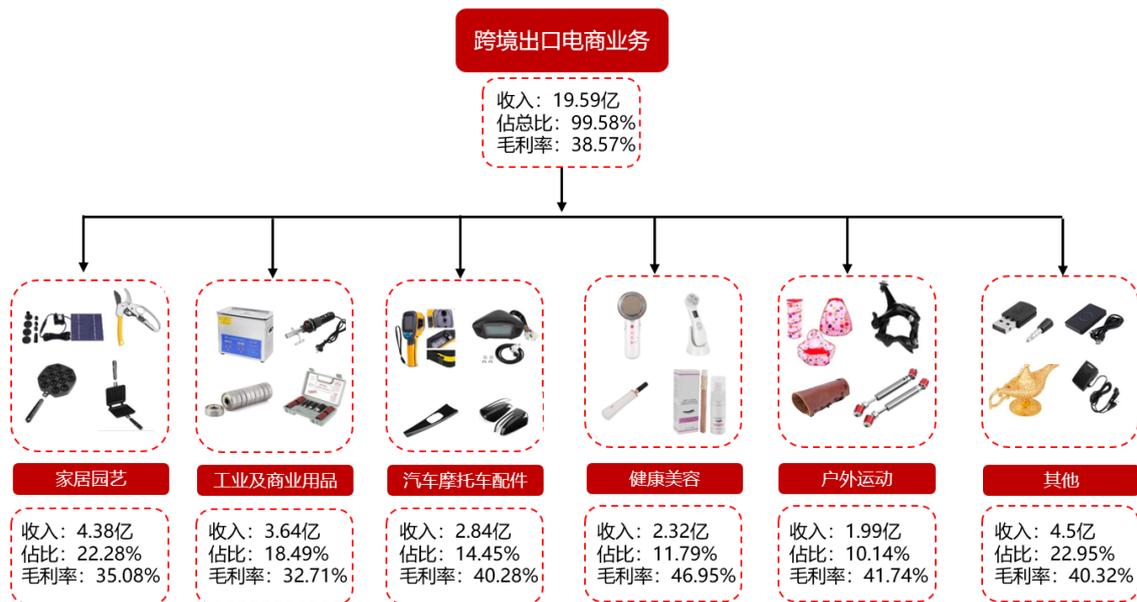


资料来源：公司官网，民生证券研究院

泛品业务依托优质供应链，通过 B2C 跨境出口销售多品类高性价比产品。

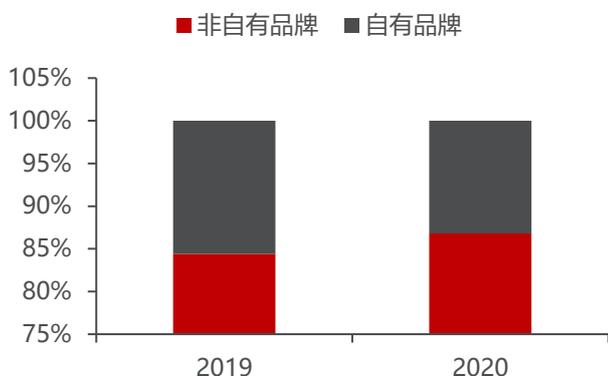
泛品是指客单价比较低，sku 数量众多，品类多且竞争相对较低的产品。易佰网络主要通过亚马逊、ebay、速卖通、Cdiscount、Wish 等第三方平台，将汽车摩托车配件、工业及商业用品、家居园艺、健康美容、户外运动等品类的高性价比中国制造商品销售给境外终端消费者。泛品业务是公司运作最成熟、规模和效益最突出的业务，为公司提供稳定现金流，每月可贡献 2000-3000 万利润。

图4：跨境出口业务结构 (22H1)



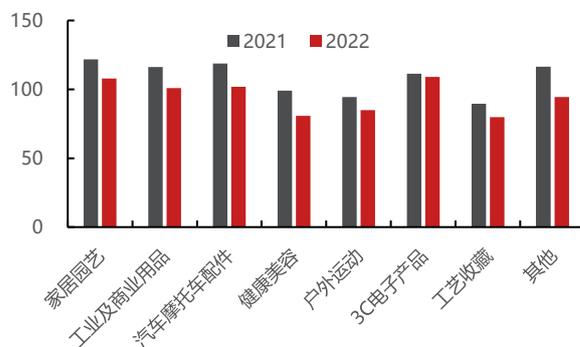
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：自有品牌 vs 非自有品牌收入



资料来源：公司收购说明书，民生证券研究院

图6：各类产品价格 (元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.1.2 精品业务：客单价较高、品牌属性强，21年开始重点发展

精品指客单价相对较高、品牌属性强、在研发方面有所投入的产品。精品业务是公司加强跨境电商品牌化运作的新尝试，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，也是中长期发展的重要着力点和利润增长点。目前主要品类是厨房家电、清洁家电类、宠物用品等，2022年客单价在52美元左右，营收占跨境电商出口业务的8%左右。

图7：精品业务主要产品品类

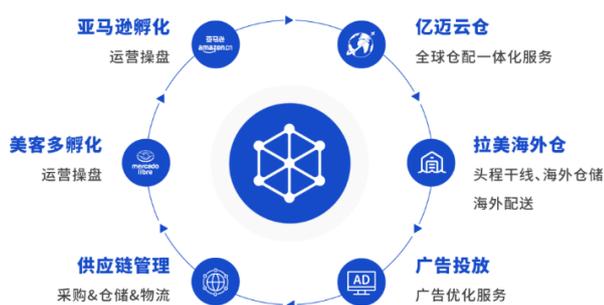


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.1.3 “亿迈”平台 (B2B2C)：将泛品业务积累的资源及经验优势赋能中小卖家

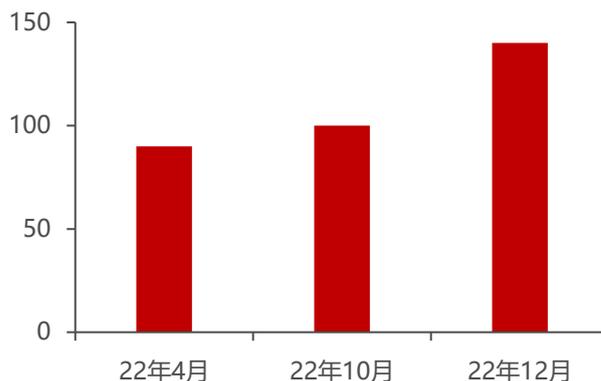
打造“亿迈”服务平台，将自身优势赋能中小跨境电商卖家。公司依托自身在泛品类业务中长期沉淀的供应链资源和信息系统禀赋，于2021年创立“亿迈” (EasySeller) 一站式跨境电商综合服务平台，为其他中小卖家提供全方位的跨境电商业务服务，包括供应链服务、物流服务、数据化运营管理、一站式跨境服务培训等。2022年上半年，共计实现销售额约8000万元，毛利约16%。截至2022年12月，已发展140多家客户。营收占跨境电商出口业务的6.5%左右。

图8：亿迈平台的六大核心业务



资料来源：亿迈官方公众号，民生证券研究院

图9：亿迈平台合作商家 (家)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

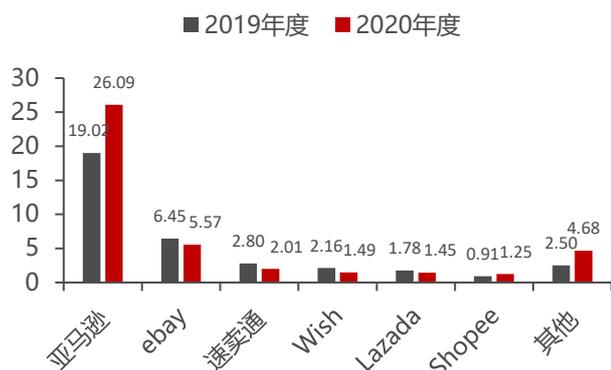
图10：亿迈对接的跨境电商平台



资料来源：公司官网，民生证券研究院

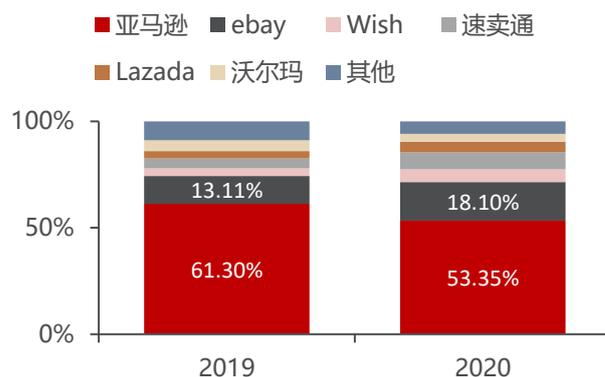
跨境电商业务覆盖境外主要第三方购物平台，积极开拓新兴电商平台。在平台开拓方面，公司在深耕亚马逊、eBay、速卖通、Wish、Lazada 等主流第三方平台的同时，积极拓展新兴第三方电商平台，加大布局 Shopee、Mercado Libre 等面向东南亚、南美地区的电商平台。其中收入占比最高的平台是亚马逊，22 年占比为 85%以上。

图11：易佰网络各平台收入（亿元）



资料来源：公司收购说明书，民生证券研究院

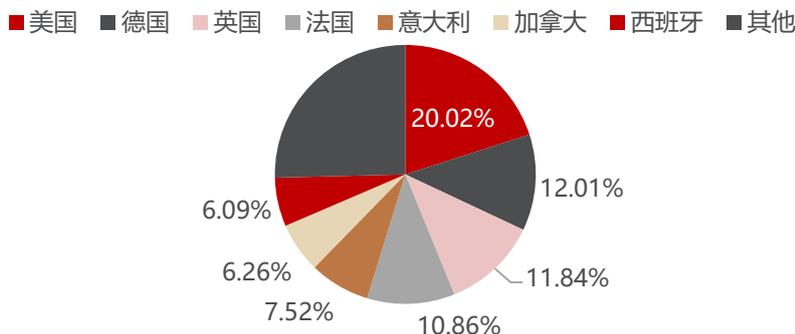
图12：易佰网络各平台收入占比



资料来源：公司收购说明书，民生证券研究院

出口市场分布全面，对单个市场不存在依赖情况。出口地覆盖欧洲、北美洲、大洋洲、亚洲、南美洲、非洲等多个地区，以欧美日本等发达国家为主要销售市场。2018-2019 年美、德、英、法、意销售总占比 60%为前五销售市场，其中美国占比 20%。其次是第二梯队的西班牙、加拿大、澳大利亚和墨西哥等新兴市场。

图13: 跨境出口业务地区分布 (2020)



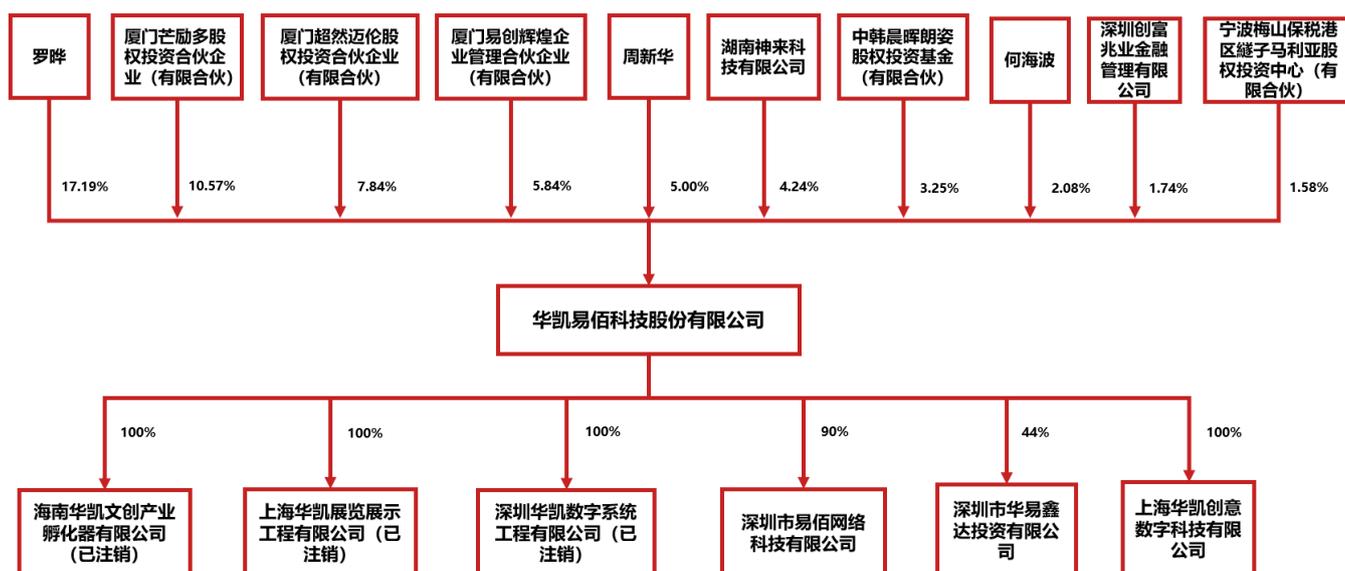
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2 股权&激励: 业绩对赌超额完成, 员工持股计划上调考核指标

周新华及其配偶罗晔、神来科技构成一致行动人, 持股比例合计为 28.67%。

芒励多的实控人为公司副董事长胡金范 (99.51%) 及其配偶罗春 (0.49%)。超然迈伦实控人为公司董事庄俊超先生 (99.82%) 及其配偶陈淑婷 (0.78%); 易晟辉煌为公司控股子公司易佰网络公司员工持股平台, 公司监事张敏先生为易晟辉煌执行事务合伙人 (11.20%), 董事庄俊超投资占比 35.40%, 公司董事、财务总监贺日新投资占比 5.00%。公司控股子公司有 3 家, 其中对深圳市易佰网络科技有限公司控股比例为 90%。

图14: 公司股权结构 (截至 2023-02-21, 股权比例为剔除截至 22 年 2 月 16 日回购的 587 万股)



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司管理层行业背景深厚, 并购公司管理者持续助力, 顺利实现公司转型发展。

华凯易佰的董事长周新华先生, 曾成功经营多家公司, 并在 2013 年被评为湖南省

优秀企业家。在周新华先生的领导下，华凯易佰能及时在困境中把握机遇，实现转型发展。收购易佰网络后，公司管理层发生变动，引入原易佰网络核心管理人员，为华凯易佰的转型提供了技术支持和经验指导。

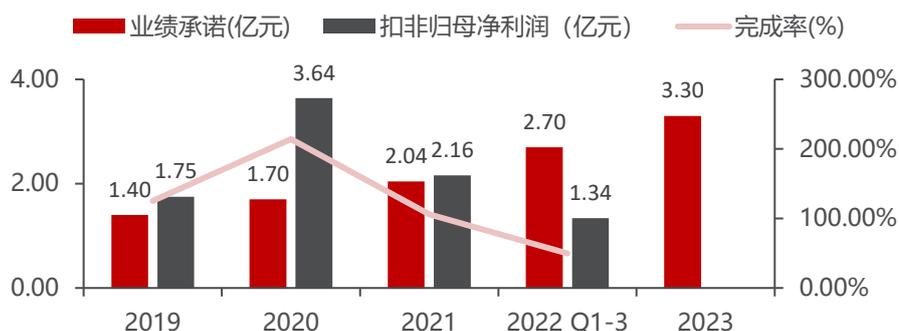
表2：公司管理层梳理

人员名称	职务	任职时间	介绍
周新华	董事长/董事/总经理	2014.3.28	1968年生，中国国籍，无境外永久居留权，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	2021.8.30	1983年生，中国国籍，无境外永久居留权，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	2021.8.12	1983年生，中国国籍，无境外永久居留权，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	董事会秘书	2014.3.28	1978年生，中国国籍，无境外永久居留权，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。
庄俊超	董事	2021.8.12	1984年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，曾任深圳前海新佰辰科技有限公司监事，深圳市易佰网络科技有限公司执行董事、总经理；现任深圳市易佰网络科技有限公司董事、副总经理，湖南华凯文化创意股份有限公司董事。

资料来源：iFind，民生证券研究院

业绩承诺期 2019-2023 年，2019-2021 年均超额完成。2019-2023 年，业绩承诺分别为 1.40、1.70、2.04、2.51、2.90 亿元，员工持股计划将 2022、2023 年的业绩承诺提高至 2.70 和 3.30 亿元。2019-2021 年易佰网络实际实现扣非净利润 1.75、3.64、2.16 亿元，业绩完成率为 124.31%、213.86%、105.75%，全部超额完成承诺。

图15：业绩承诺目标和实现情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

员工持股计划提升工作动力，在业绩对赌目标上提高考核指标。2022 年公司发布员工持股计划，股份来源为回购股票，员工持股计划受让股份价格为 7.36 元/股。拟参与本员工持股计划的公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员共计 8 人，认购总份额不超过 4983 万份，占本计划总份额的比例预计为 84.63%；中层管理人员及核心骨干员工共计 7 人，认购总份额不超过 905 万份，占该计划总份额的比例预计为 15.38%。

表3：员工持股计划持有人及份额分配情况（2022 年）

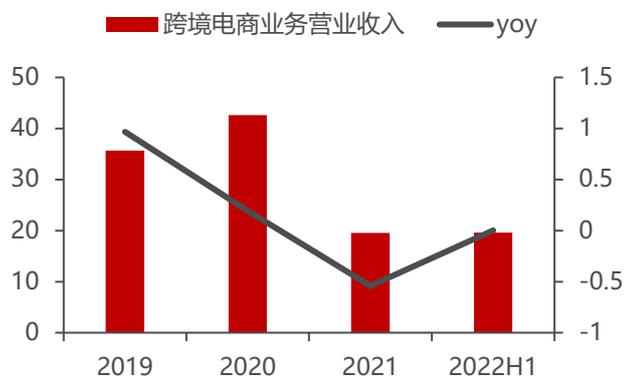
序号	姓名	职务	拟认购份额上限（万份）	占本计划总份额的比例	拟获份额对应股份数量（万股）	拟获份额对应股份数量占目前总股本比例
1	周新华	董事长、总经理；易佰网络董事长	927.36	15.75%	126	0.44%
2	胡范金	副董事长；易佰网络副董事长、总经理	1,692.80	28.75%	230	0.80%
3	庄俊超	董事；易佰网络董事、副总经理	1,126.08	19.13%	153	0.53%
4	王安祺	董事、董事会秘书；易佰网络董事	368	6.25%	50	0.17%
5	贺日新	董事、财务总监；易佰网络财务总监	257.6	4.38%	35	0.12%
6	张敏	职工代表监事；易佰网络副总经理	257.6	4.38%	35	0.12%
7	刘俊杰	董事；易佰网络董事、财务副总监	198.72	3.38%	27	0.09%
8	王芳	监事会主席、行政管理中心负责人	154.56	2.63%	21	0.07%
董事、监事、高级管理人员小计			4,982.72	84.63%	677	2.34%
中层管理人员及核心骨干员工（不超过 7 人）			905.28	15.38%	123	0.43%
合计			5,888.00	100.00%	800	2.77%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 财务概况：利率维持稳定上升，企业发展转危为安

原主业受疫情影响较大，及时开辟跨境电商新赛道扭转企业亏损境况。华凯易佰的原主业主要为经营展馆、展厅等大型室内空间艺术设计和综合服务，产品形态为各类文化主题空间展示系统。受 2020 年起全球疫情的影响，居民娱乐性消费的急剧下降，受政策影响室内场馆的限行减行，使得华凯易佰的原始主业营收大幅下降，归母公司净利润面临亏损。近年来，网络购物在全球零售市场规模中的渗透率不断提升。2021 年 7 月，华凯易佰收购易佰网络，完成资产重组，开辟电商领域。从 2021 年营业收入快速回升，同比变化+1435%。

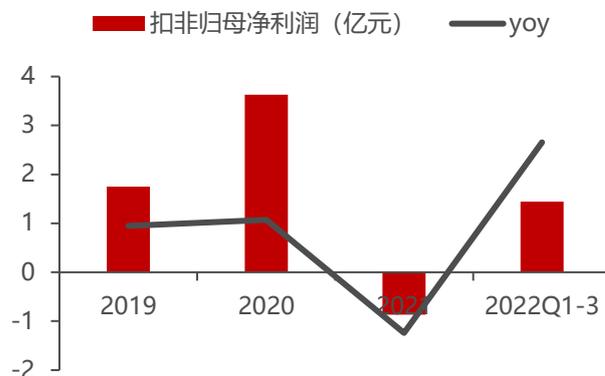
图16: 19-22H1 跨境电商营业收入 (亿元) 及同比增长



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 图中 2021 年为并表营收, 易佰网络 2021 年收入为 47.56 亿元。

图17: 19-22Q3 公司扣非归母净利润及同比增长

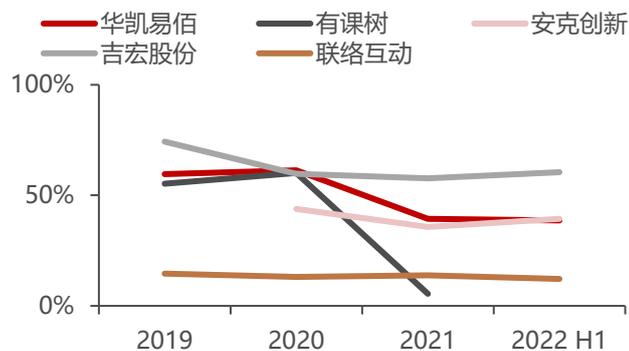


资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 2021 年为并表数据, 易佰网络 2021 年扣非净利润为 2.16 亿元。

海运费等成本逐渐回落, 毛利率有望逐渐改善。公司的成本主要包括海运费、仓储费、物流尾程费用和采购成本。2021 年毛利率有较大波动主因当年进行了会计准则调整, 将尾程费用从销售费用调整为成本, 尾程费用大概占比 20% 左右。此外, 成本变化及行业突发事件也影响毛利率, 从 2021Q2 开始, 跨境电商行业经历了海运价格急剧上涨、亚马逊封号、欧洲 VAT 线上代扣代缴等标志性事件。2021 年国际远洋运输的海运价格大幅上涨, 2021 年 12 月的欧洲航线、美西航线、美东航线指数分别较 2020 年 12 月上涨 181%、98%、94%。随着全球疫情形势逐步改善, 2022 年以来全球航运市场的供需矛盾逐步缓解, 2022 Q1 开始, 国际航运的海运价格开始逐步回落, 海运费下降 60-80%, 运费占公司销售收入比重下降 2-3pct。此外, 亚马逊海外 FBA 仓按照货物尺寸收取仓储费用, 22-23 年每单位价格上升 5-10%。假设采购数量增加时, 单位采购成本小幅下降, 在仓储费用变动比例小于海运费的情况下, 公司的毛利率有望改善。

图18: 同类型公司毛利率对比



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 华凯易佰 2021 年以前数据为易佰网络

图19: 中国出口集装箱运价指数自 22 年初开始回落



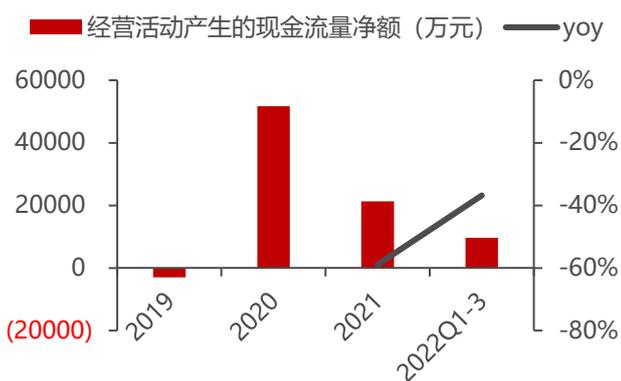
资料来源: wind, 民生证券研究院

表4: 亚马逊 FBA 仓库收费单价

单位:		2021		2022		2023	
美元/立方英尺	标准	大件	标准	大件	标准	大件	
1-9月 (淡季)	0.77	0.47	0.83	0.53	0.87	0.56	
yoy		-	7.8%	12.8%	4.8%	5.7%	
10-12月 (旺季)	2.4	1.2	2.4	1.2	2.4	1.4	
yoy		-	-	-	-	16.7%	

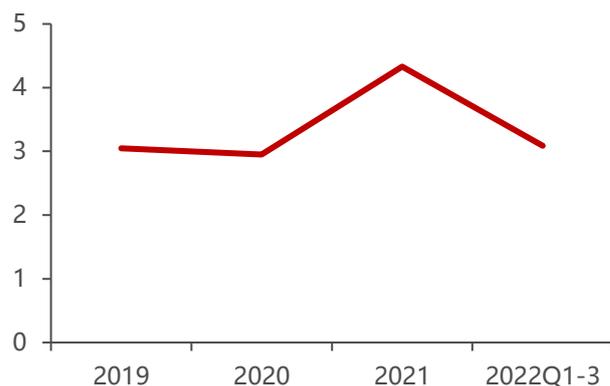
资料来源: 搜狐“大森林物流”, 小红书“积加 ERP”, 民生证券研究院

现金流充足, 资产状况健康。为提高精准营销的效率, 易佰网络搭建了以“高效整合、少量多批”为特点的供应链体系, 并以销售数据为决策依据, 动态优化营销方案, 从而保持健康的库存商品结构和较高的存货周转效率。此外, 公司在跨境电商业务快速增长的情况下, 仍能保持较为充足的现金流, 并且在收购跨境电商业务后, 资产负债率不断改善, 截至 2022Q3 公司资产负债率仅有 23.7%。

图20: 公司 19-22Q1-3 经营性现金流净额


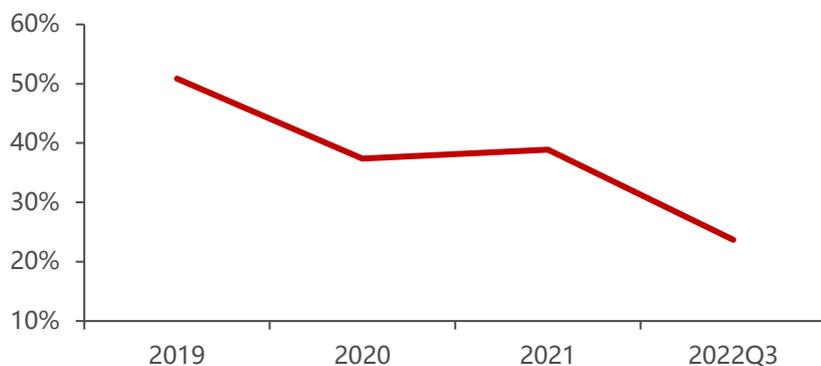
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 2021 及以前数据为易佰网络

图21: 公司 19-22Q1-3 存货周转率


资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 2021 年以前数据为易佰网络

图22: 资产负债率不断改善, 资产状况健康


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 2021 及以前数据为易佰网络

2 跨境电商行业：行业规模和渗透率不断提升，欧美经济增长放缓利好高性价比产品

2.1 空间：行业持续发展，渗透率提升

2.1.1 全球电商行业：互联网用户快速增长，电商销售占比全球零售总额不断提升

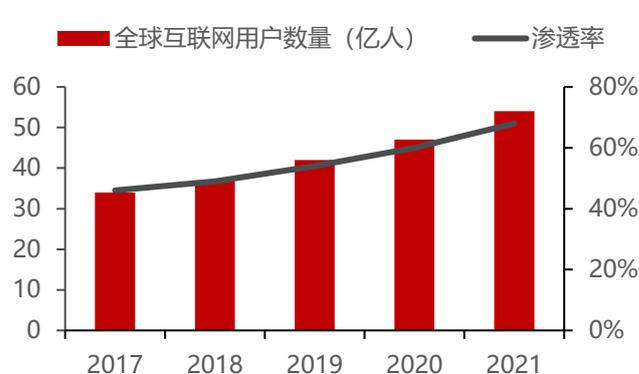
全球电商销售规模逐年攀升，互联网普及推动消费习惯转化。2021 年全球电商销售市场规模达 5.2 万亿美元，2017-21 年复合增速 23.1%。根据 IWS 统计数据，2021 年全球互联网用户规模 53.86 亿，全球互联网渗透率 67.9%，各区域互联网用户数量及渗透率不平衡现象凸显，其中亚洲互联网用户数量规模最大，达 29.17 亿，渗透率为 67.0%，距渗透率排位第一的北美地区实现的 93.4%，仍有较大提升空间，非洲地区互联网用户数量规模达 6.02 亿，仅次于亚洲与欧洲，渗透率 43.2%，为全球最低。全球互联网用户持续增加，推动线下消费逐渐向线上消费转移，全球电商销售额在全球零售总额中的占比不断上升，2021 年达 18.3%。

图23：全球电商销售额变化情况



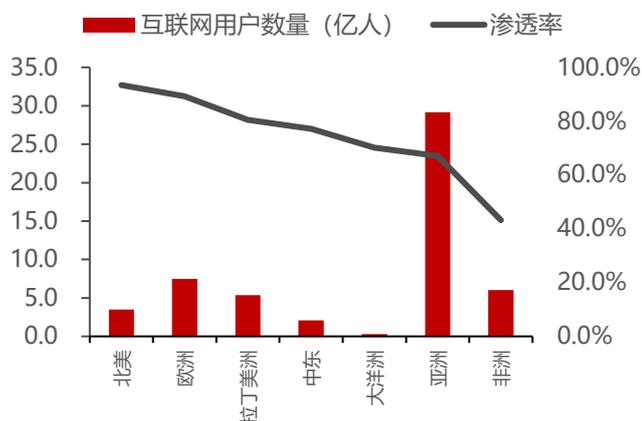
资料来源：Statista，民生证券研究院

图24：全球互联网用户数量（单位：亿人）及渗透率



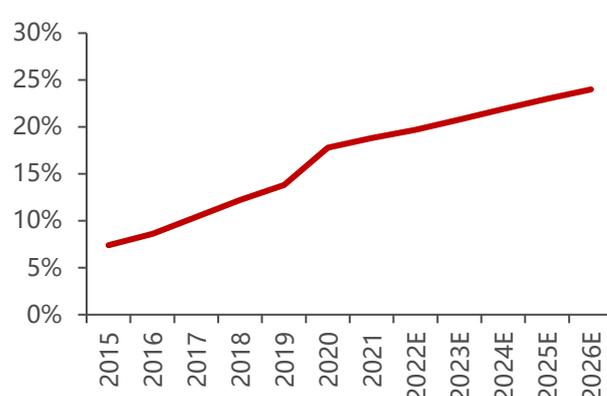
资料来源：ITU，IWS，民生证券研究院

图25：2021 全球主要区域互联网用户数量及渗透率



资料来源：IWS，民生证券研究院

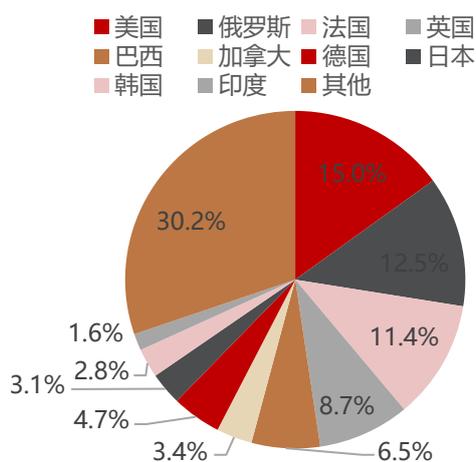
图26：全球电商销售额占全球零售总额比例



资料来源：Statista，民生证券研究院

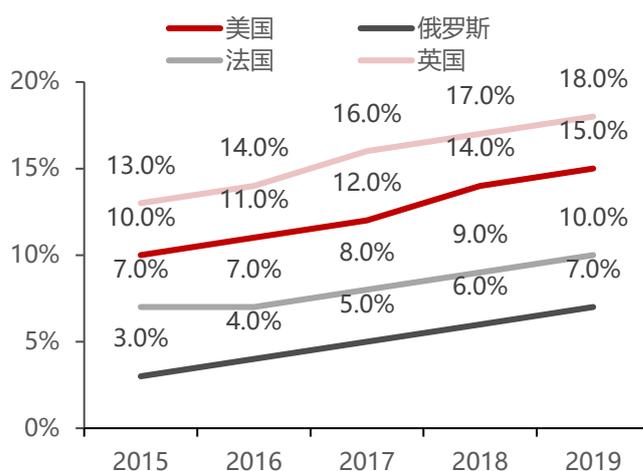
主要目的地国家电商市场渗透率提升空间大。2019年我国跨境出口电商主要目的地为美国、俄罗斯、法国、英国等发达国家，四国交易规模占全部跨境出口电商的47.6%，其中美国份额达15%。2015-2019年，主要出口目的地国家的电商渗透率呈稳步提升趋势，2019年电商渗透率最高的英国仅有18%。相较中国23.4%的电商渗透率仍有较大提升空间。

图27：2019 跨境电商主要出口地占比



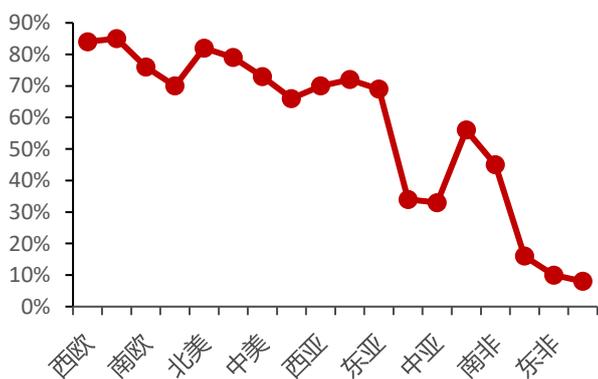
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图28：跨境电商主要出口地电商市场渗透率



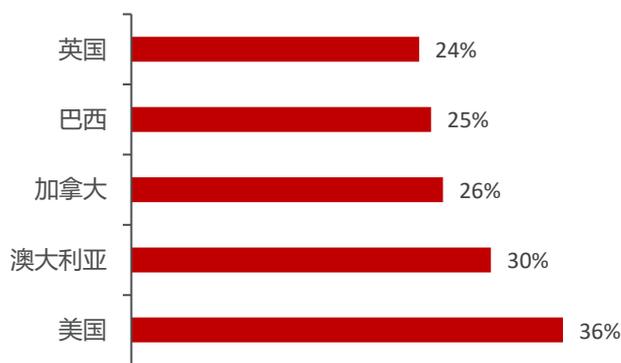
资料来源：EuroMonitor，民生证券研究院

图29：截至 2022 年 1 月全球社交媒体渗透率



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图30：2021 年网民使用社交媒体进行在线购物占比 TOP5



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

2.1.2 国内跨境电商出口行业：政策环境利好，B2C 模式快速发展

政策环境持续性利好。国务院、海关总署、财政部、商务部、外汇管理局、国家税务总局等政府部门给予跨境出口电商企业一系列贯穿行业顶层设计至具体优惠、便利措施的组合政策，包括跨境电商综试区建设、海外仓和共享海外仓的建设支持、出口货物免（退）税政策及便利、海关查验通关便利以及外汇管理便利等政策，支持中国跨境出口电商企业走出去。

表5：跨境出口电商政策优惠

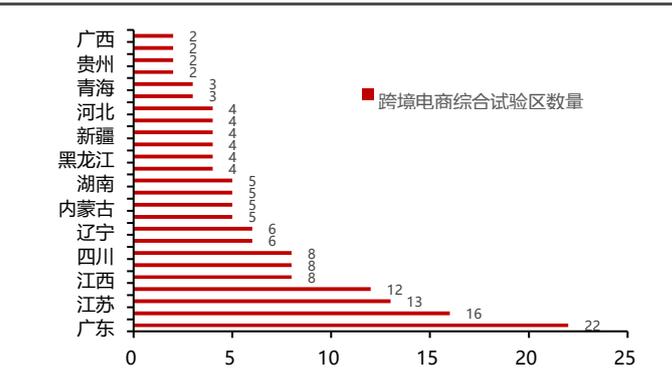
政策类型	政策要点
综试区	从 2015 年 3 月至 2022 年 11 月，国务院共发文批准建设 7 批次、165 个跨境电商综合试验区，覆盖 31 个省份。
海外仓	2016 年 5 月，国务院《关于促进外贸回稳向好的若干意见》提出支持企业建设一批出口产品“海外仓”和海外运营中心。 2020 年 4 月，国常会提出支持企业共建共享海外仓。 2021 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 远景目标纲要》指出，应加快发展跨境电商，鼓励建设海外仓，保障外贸产业链顺畅运转。 2021 年 7 月，《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态模式的意见》提出，在全国适用跨境电商 B2B 直接出口、跨境电商出口海外仓监管模式，便利跨境电商进出口退换货管理，优化跨境电商零售模式进口商品清单，到 2025 年，力争培育 100 家左右的优秀海外仓企业，并依托海外仓建立覆盖全球、协同发展的新型外贸物流网络。
税收优惠	2013 年 8 月，商务部、发改委、财政部等 9 部门在《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》中提出对符合条件的电子商务出口货物实行增值税和消费税免税或退税政策。 2018 年 9 月，财政部等四部门在《关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》中提出，对综试区电子商务出口企业出口未取得有效进货凭证的货物，同时符合条件的，试行增值税、消费税政策。
通关便利	2020 年 6 月，海关总署在《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》提出在北京海关、天津海关、南京海关、杭州海关、宁波海关、厦门海关、郑州海关、广州海关、深圳海关、黄埔海关开展跨境电商 B2B 出口监管试点，为 B2B 跨境电商提供专门的通关方式，享受通关便利。
外汇便利	2020 年 5 月，国家外汇管理局在《关于支持贸易新业态发展的通知》中提出从事跨境电子商务的企业可将出口货物在境外发生的仓储、物流、税收等费用与出口货款轧差结算。跨境电子商务企业出口至海外仓销售的货物，汇回的实际销售收入可与相应货物的出口报关金额不一致。跨境电子商务企业按现行货物贸易外汇管理规定报送外汇业务报告。此外，跨境电商平台企业可为客户代垫与跨境电子商务相关的境外仓储、物流、税收等费用。从事跨境电子商务的境内个人，可通过个人外汇账户办理跨境电子商务外汇结算。

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

跨境电商综合试验区加速扩围，带动外贸出口稳定增长。跨境电商综试区模式日渐成熟，2022 年国务院“一年两批”，分别于 2 月及 11 月批复统一建设国内第六批及第七批跨境电商综合试验区，截止 2022 年底，中国共设立跨境电子商务综合试验区 165 个，覆盖 31 个省份，其中广东、山东、江苏、浙江省实现省辖趋势跨境电子商务综合试验区全覆盖。2022 年 11 月扩围新设的 33 个综试区从地理分布上更加重视中西部地区外贸基础较好的城市，综试区建设由东南沿海地区向内陆省份扩展，由中心省会城市向二三线城市下沉延伸，东西互济，全国联动。

图31：中国跨境电商综合试验区存量规模（单位：个）

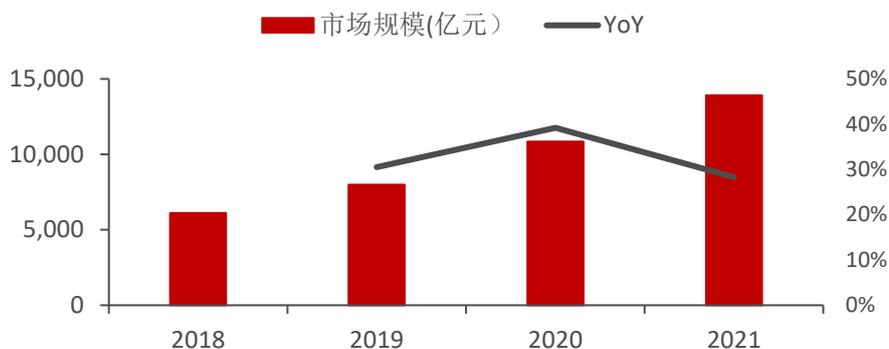

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

图32：中国跨境电商综合试验区时空分布（单位：个）


资料来源：中国政府网，民生证券研究院

跨境电商出口规模增长 28%。2019-2021，全球疫情复杂影响背景下，中国跨境电商出口总额持续实现正增长，2021 年我跨境电商出口规模达 13918 亿元，同比增长 28.3%。

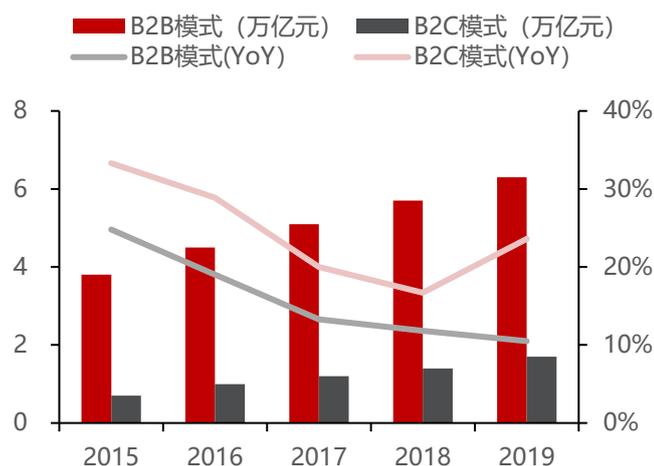
图33：中国跨境电商出口总额（亿元）及同比增速



资料来源：海关总署，民生证券研究院

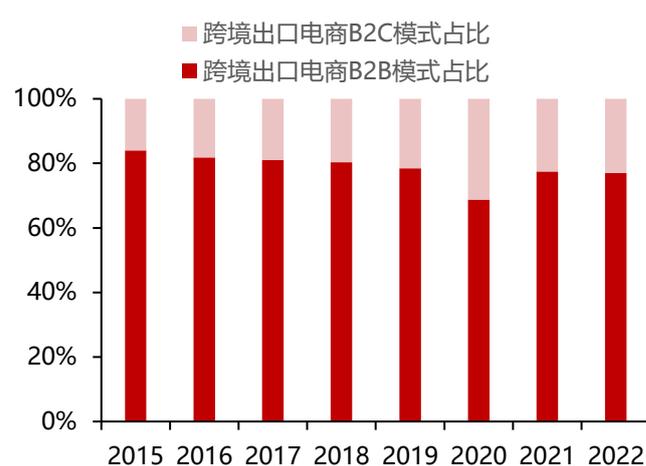
跨境出口电商 B2B 模式占比较高，B2C 模式增速较快。2019 年跨境出口 B2C 模式交易规模 1.7 万亿元，增速 23.6%。从交易规模来看，目前 B2B 模式为市场主流，2022 年 B2B 模式跨境出口电商占比达 77%。2015-2019 年，B2C 模式跨境出口电商规模增速均超过 B2B 模式，2019 年 B2C 模式跨境出口电商交易规模达 1.7 万亿元，增速达 23.6%，2022 年，B2C 模式在总体交易规模中占比提高至 23%。

图34：跨境出口电商 B2B/B2C 模式市场交易规模



资料来源：网经社，民生证券研究院

图35：跨境出口电商 B2C/B2C 模式规模占比



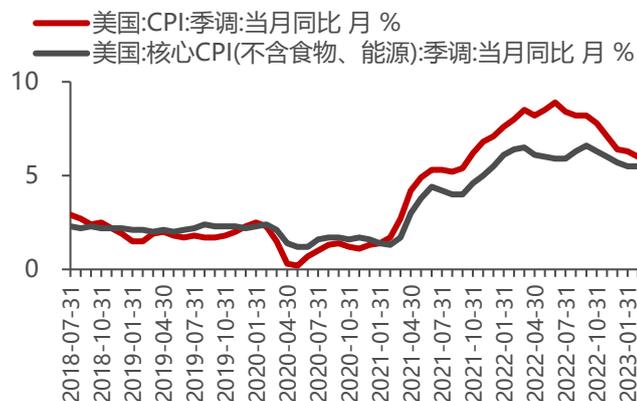
资料来源：网经社，民生证券研究院

2.2 趋势：欧美经济增长放缓，高性价比产品韧性足

美国通胀仍处于历史高位，失业率超预期回升。2023 年 2 月，美国整体 CPI 指数同比增幅 6.0%，低于前值 6.3%，核心 CPI 指数（不含食物、能源）同比增幅 5.5%，均与市场预期相符。整体通胀有所回落，核心通胀减速缓慢，显示美国通胀压力仍未明显缓解。2023 年 2 月，美国失业率由前值 3.4% 上升至

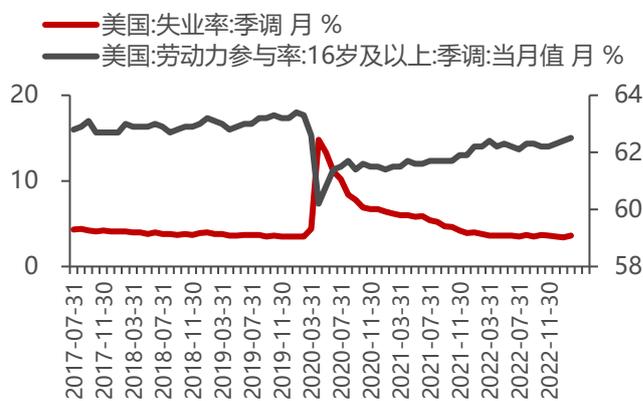
3.6%，失业率上升原因部分对应于劳动参与率回升 0.1pct 至 62.5%带来的劳动力市场扩张。

图36: 美国 CPI 指数同比增幅 (经季节性调整)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图37: 美国失业率及劳动力参与率 (经季节性调整)

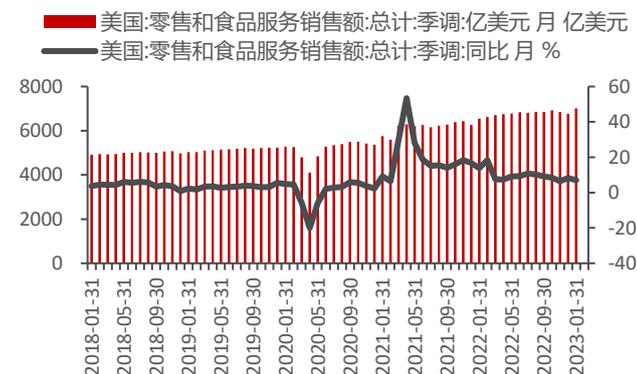


资料来源: wind, 民生证券研究院

美联储坚持以抗通胀为核心目标，加息周期面临终结直言为时尚早。2023

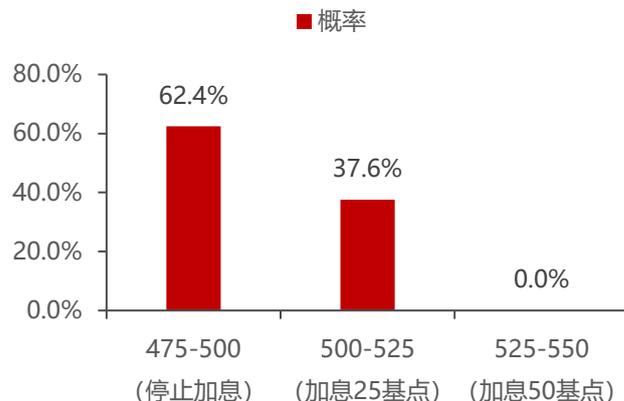
年 1 月，美国零售和食品服务销售额同比增长 6.95%，低于 2022 年 12 月的 8.23%。3 月 22 日，鲍威尔在议息会议上继续强调通胀顽固性，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 4.75%至 5%，利率升至 2007 年 9 月以来最高水平，利率上升为经济施加压力，持续引发美国金融体系动荡，投资焦虑蔓延转移至欧洲银行业，出现瑞士信贷股票抛售潮，欧美金融体系脆弱性进一步凸显。3 月 29 日，CME 更新数据预计美联储 5 月维持利率不变的概率为 62.4%，加息 25 个基点至 5.00%-5.25%区间的概率为 37.6%。

图38: 美国零售和食品服务销售额及同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图39: 3 月 29 日 CME 预计 5 月继续加息概率不足 50%



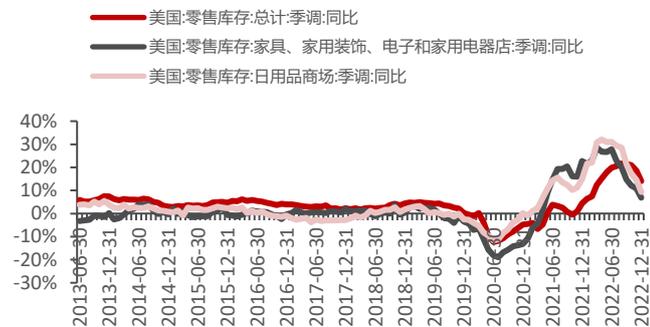
资料来源: wind, 民生证券研究院

高性价比产品去库存成效明显。2021 年 4 月以来，美国零售库存持续呈现

正增长，2022 年 6 月后，同比增速放缓，家具家装家电、日用品库存增长放缓趋势显著强于整体水平，2022 年 12 月，家具家装家电、日用品零售库存（季调）同比增速分别为 6.91%和 9.35%，需求旺盛背景下，具有较大回补空间。

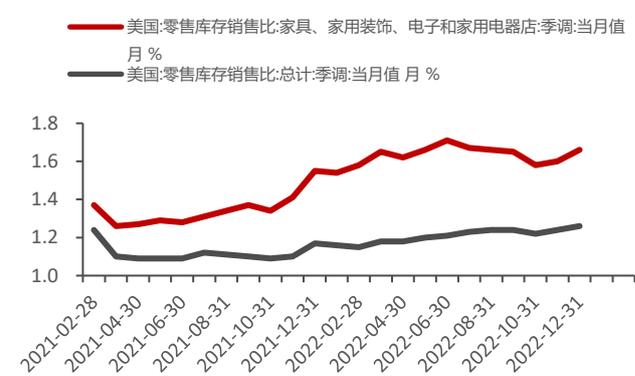
2022年12月,家具家装家电店存销比达1.66%,呈上扬趋势,高于美国零售存销比1.26%,商品周转效率较低。

图40: 美国部分品类零售库存同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图41: 美国家用家装家电店零售库存销售比



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 供应链优势：稳定供应链打造 40w+SKU 的泛品业务，“亿迈”平台 (B2B2C) 赋能中小跨境电商，打开成长空间

3.1 供应链系统：完备的采购、物流、仓储、供应商管理体系，形成稳定的供应链

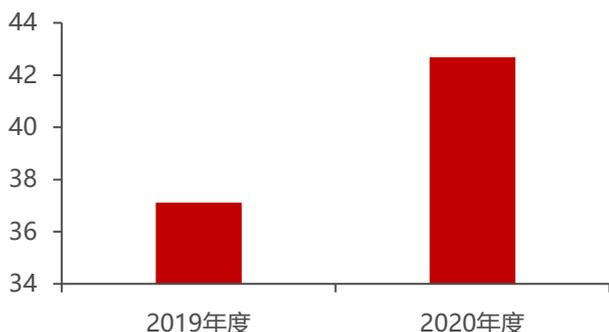
跨境电商业务流程复杂，相比境内电商供应链管理难度高，因此规范、稳定的供应链成为公司的一大优势壁垒。公司在采购、物流、仓储、库存以及供应商管理方面不断优化升级，在供应链管控和运营效率方面具备经验和优势，以及应变能力和抗风险能力。打造 SKU 超 40 万件的泛品供应链体系，涵盖 8 大类、20 余个一级品类及 120 余个二级细分品类，开发团队平均每月开发新品数量超过 1.2 万个。2020 年第三方电商平台开设网店超过 2600 家。

图42：中台供应链系统优化升级



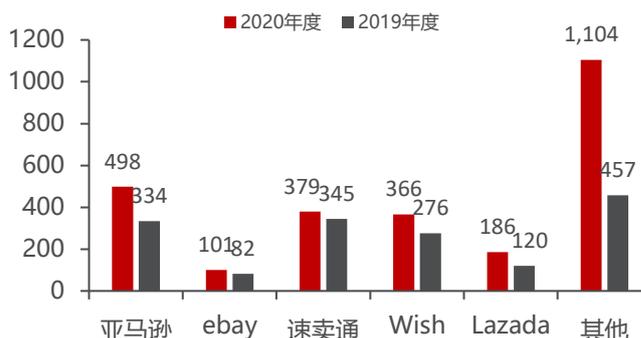
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图43：易佰网络泛品业务 SKU 数量 (万个)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图44：易佰网络在第三方电商平台的网店数量 (个)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

物流模式分为国内仓发货和海外仓发货两类，对应不同的仓储模式。①国内仓发货模式下，易佰网络取得网店订单后通过 TMS 物流管理系统自动匹配物流方案，并向跨境物流服务商发送配货指令，跨境物流服务商到易佰网络的国内仓取件后，通过邮政小包、国际专线等方式直接发给境外消费者。国内仓发货的优势在于适用更广泛范围的 SKU，更容易进行库存管理，从而降低资金周转压力，但配送时间较长。

②海外仓发货模式下，易佰网络先将产品由国内仓批量运送至海外仓，由第三方电商平台或仓储物流服务商负责提供仓储服务和备货管理；消费者在网店下单并付款后，第三方电商平台或仓储物流服务商按照易佰网络的发货指令进行配货和尾程配送。海外仓发货的优势在于大幅提升订单配送时效，有利于提升买家购物体验，降低平均物流成本，但对海外仓商品的品类选择、仓储成本和商品动销率管控提出更高要求。

图45：基于国内仓的业务流程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图46：基于海外仓的业务流程



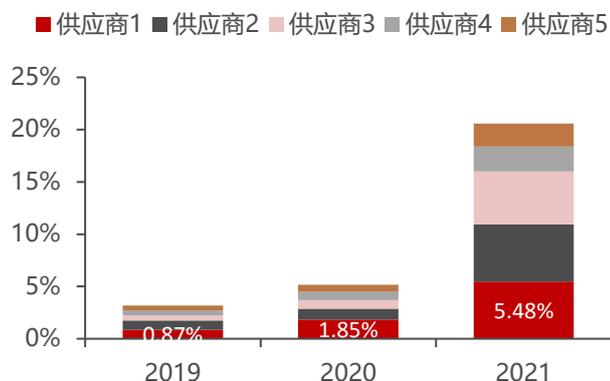
资料来源：公司公告，民生证券研究院

供应商管理能力：公司的供应商较为分散，建立严格的筛选体系和考核体系，是稳定的供应链基础。

1) 对于供应商准入，供应商管理部连同品控部、采购部主要从四方面对供应商进行审核：①营业资质：检查供应商提供的营业资质信息是否与公开资料查询一致，在工商、税务、生产、环保等方面是否合法合规；②经营实力：考察工厂是否具备相应的研发能力、供货能力；③样品检测是否合格：产品描述是否准确、图物是否相符、物流属性是否准确，产品的外观、结构、功能、包装是否符合要求；④其他因素：供应商市场信誉、结算账期、采购成本等因素。

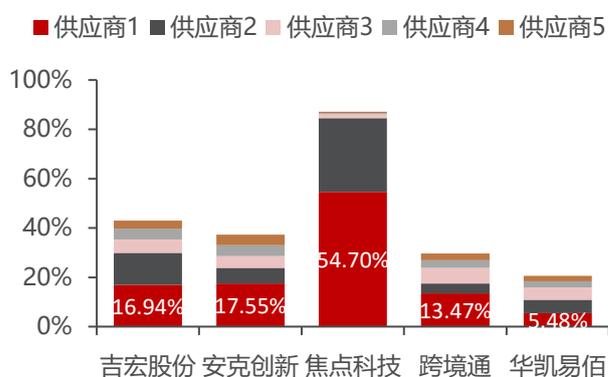
2) 供应商考核体系：主要包含产品品质、产品价格、交货期、账期、售后服务水平等，并且每季度对合格供应商进行一次考评，如发生新供应商引进、重大质量问题、供应商合作态度不佳等，对供应商等级作即时调整。当同一 SKU 对应的供应商资源有两家及以上时启动订单份额分配，同等级供应商的初次分配额度相同，供应商等级不同时则向较高等级的倾斜，构建一个良性竞争机制。

图47: 公司前五大供应商占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图48: 2021年各跨境电商上市公司供应商集中度情况

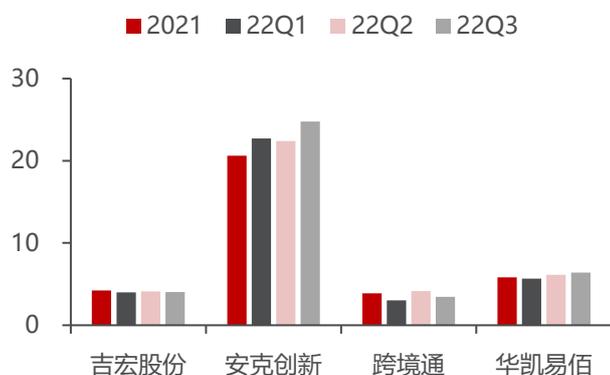


资料来源: wind, 民生证券研究院

小批量、多批次原则的采购模式, 降低存货滞销风险。公司主要从事跨境电商出口业务, 所以选取主营业务相近的吉宏股份、安克创新、跨境通对比其存货规模, 与同行公司相比, 公司的存货规模处于中等水平。跨境出口电商业务需准备一定比例的存货以保证销售额及提高客户体验, 由于存货变现能力直接影响公司资金运用效率, 如果公司出现销售迟滞或未来存货管理效率无法与经营规模匹配, 可能会对公司存货的变现能力及公司财务状况带来不利影响。公司采用小批量、多批次原则制定采购计划, 同时兼顾单批采购及物流成本, 选取最优采购策略, 有效控制仓储成本、降低存货滞销风险。

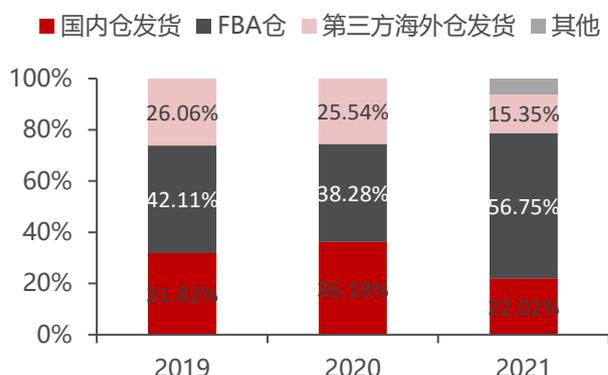
国内仓和第三方海外仓均衡发展。国内仓有利于管理库存, 减少仓储成本, 第三方海外仓极大提高配送效率, 增加购买者购物体验。公司在海外仓、国内仓两类仓储模式上协同发展, 通常以国内仓为备货测试起点, 对于销量测试良好和市场需求提升的产品, 会以少量多批的方式逐步增加在海外仓的备货规模, 并结合市场需求的最新变动情况进行动态调整, 进而即时控制库存, 保持良好的库存周转。

图49: 21年末及22年各季度存货规模(亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院; 注: 安克创新的营收规模大于其他几家跨境电商贸易公司, 且包含自有品牌智能配件和智能硬件的设计、研发和销售, 因此存货规模相差较大。

图50: 仓储发货结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

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；海外仓主要由亚马逊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，主要承担向仓库所在国家的消费者配送商品的职能。

表6：国内仓面积（截至 2021 年 5 月）

仓库（国内仓）	面积（平方米）
东莞市新鑫物业管理有限公司	31903
东莞市亿科物业投资有限公司	22000
东莞市亿科物业投资有限公司	100
宁波新美居建材有限公司	5498
东莞市新鑫物业管理有限公司	1997
合计	61498

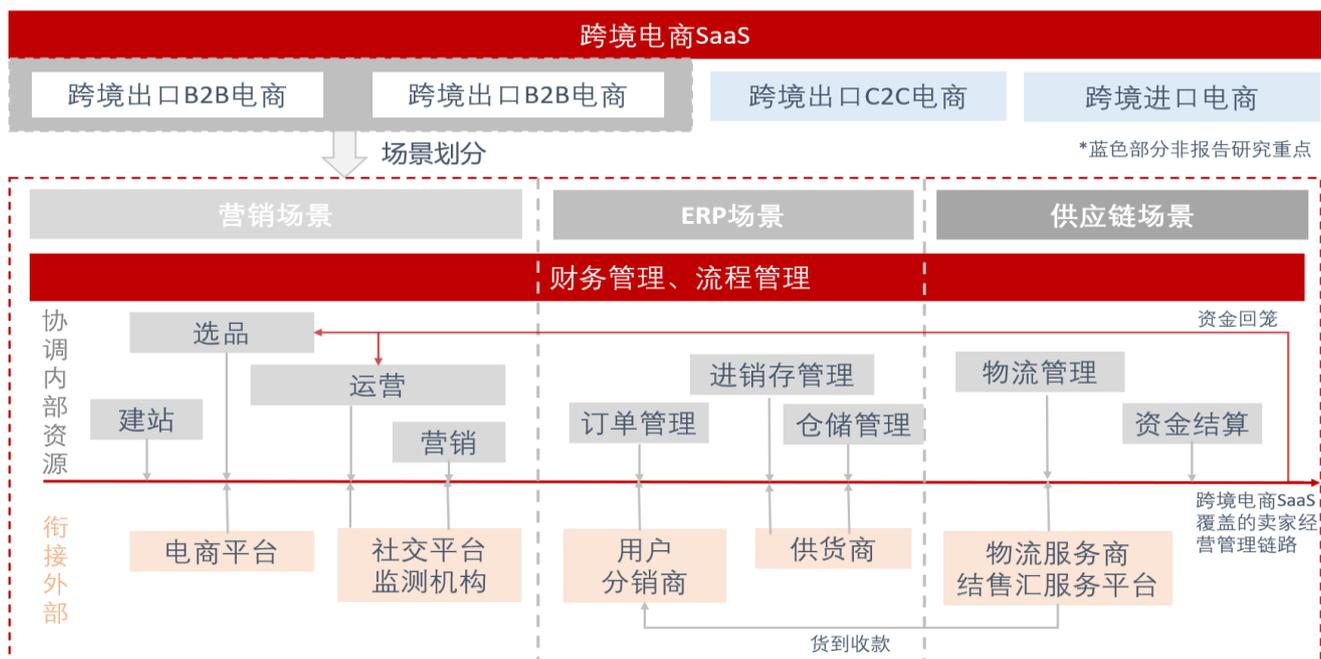
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 亿迈平台：一站式跨境电商综合服务平台，收入占比不断提升

3.2.1 跨境电商 SaaS 行业：疫情后快速发展，行业空间广阔

跨境电商 SaaS 指为跨境电商卖家及相关服务商提供经营及管理的各类 SaaS 软件及服务。根据跨境电商卖家经营管理链路，可将跨境电商 SaaS 划分为营销、ERP 和供应链三大场景。

图51：跨境电商 SaaS 分类

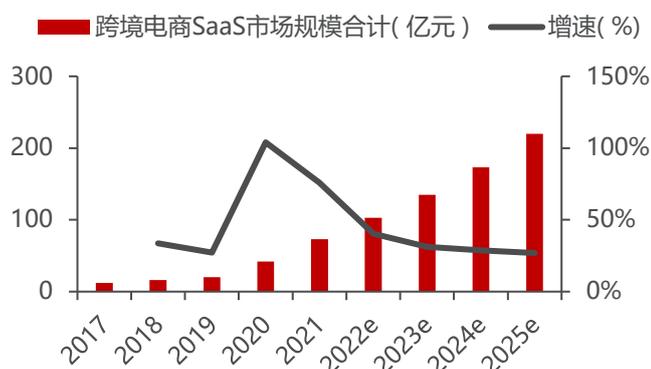


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

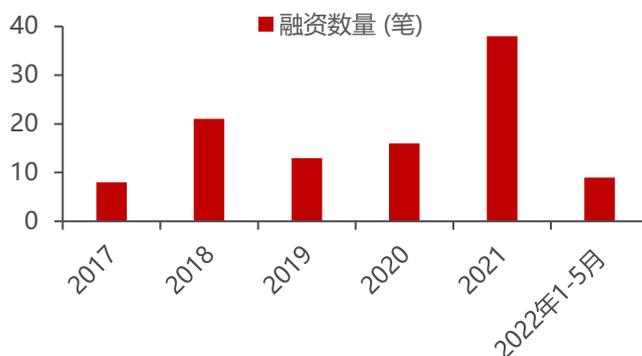
疫情后进入快速增长阶段，根据艾瑞咨询，预计未来 4 年复合增速达 31.7%。20Q3 起，疫后跨境电商 SaaS 快速发展，2020 年规模同比增 104.0%。2021 年

中国跨境电商 SaaS 市场规模达 73 亿元，增速为 75.8%。2022 年上半年，在疫情反复、运价高位、海外通胀等背景下，跨境电商发展短期停滞，跨境电商 SaaS 的增速也随之放缓。其中供应链和 ERP SaaS 受影响较大，营销 SaaS 仍维持较高增速。随着跨境电商营销 SaaS 功能的完善和供应链 SaaS 渗透加深，预计未来 4 年跨境电商将以 31.7% 的复合增速增长。

行业融资热度或将持续保持不减。从融资数量上看，2018 年跨境电商 SaaS 企业融资次数达到小高峰，受贸易冲突和金融危机的滞后影响，2019 年投融资热度回缩。而后受疫情影响跨境电商进入红利期，2020 年 Q3 开始跨境电商 SaaS 融资事件数激增，从 2022 年 1-5 月融资情况来看，跨境电商 SaaS 市场或将保留热度。

图52：跨境电商 SaaS 市场规模


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图53：国内跨境电商服务 SaaS 融资情况


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

目前国内的跨境电商服务商有 200+，主要分为技术服务、营销服务、金融服务和物流/渠道服务四大类。2021 年国内 SaaS 服务行业中，营销服务占比 66%，ERP 服务占比 18%，供应链服务占比 14%。

表7：跨境出口电商 SaaS 服务商一览

模式	赛道	服务内容 & 特点	代表企业
技术服务	建站 SaaS	私域流量、一超 (shopify) 多强、独立站生态	shopify、SHOPLINE、ecer、店匠、SHOPYY、Myyshop、FunPinPin、UEESHOP、BIGCOMMERCE、Square
	ERP SaaS	财务管理、订单管理、仓储管理、发货管理、一站式管理系统、精细化运营、AMZ、服务中台	运营型：领星、光云、CaptainBI、赛狐、积加 ERP；供应链型：店小秘、万里牛、聚水潭、MABAN、通途；
	供应链 SaaS	仓库管理、联动跨境支付和跨境物流等环节、供应链结算与管理、WMS、全业务周期	跨境易、一达通
	选品 SaaS	SKU 选品、竞品分析及跟踪、渠道分流、根据市场调整品类	Myyshop、JungleScout、SELLERMOTOR、shopify、CaptainBI、鸥鹭、Sorftime
	外贸 SaaS	外贸管理、海外客户管理、外贸一体化	小满科技、富通天下、孚盟

	国内 SaaS 布局跨境	成熟型场上战投/收购/自研、一站式解决方案	有赞、聚水潭、光云
营销服务	运营获客 SaaS	全球营销推广、广告投放、平台代理、MarTech	shopify、SHOPLINE、ecer、Myshop、星盘跨境、询盘云、木瓜移动、OKKICRM、小渔夫、SinoClick、isellerPal、NXCLOUD
金融服务	综合支付+SaaS 服务	收单、收款、结售汇、供应链金融	pingpong、连连支付 lianlianpay、Qbit 趣比汇、XTransfer、骆驼数科、空中云汇 Airwallex、万里汇 WorldFirst、宝付跨境支付
物流/渠道服务	通关 SaaS	头程揽收、跨境清关、海外仓、落地配送	四方网络 (通关服务 SaaS 平台)、跨境好运和万邑通 (与 CaptainBI 合作)

数据来源: 36Kr, 民生证券研究院

3.2.2 核心优势：六大核心业务一站式服务，赋能中小跨境电商卖家

中小卖家独立经营风险较高，以专业供应链赋能打开海外中国卖家市场。对于中小卖家来说，独自经营跨境电商出口业务面临经营成本越来越高、利润水平越来越低的问题，亿迈在供应链管控和运营效率方面具备经验和优势，应变能力和抗风险能力经过市场验证，可帮助中小卖家控制成本运营，提升效率和利润率。

①**数字化供应链管理**：建立供应商考核系统严选供应商，开放 160w+ 蓝海产品库，注重新品动销率。设置采购成本 “costdown”，物流单价 “costdown”，仓储的件均成本等业绩指标。2 公里流水线覆盖 10W+ m² 仓库，全环节高效运作，库存准确率提至 99.9%，24h 高速周转出库。丰富货运线路打通全球物流网，自研智能匹配低价物流渠道系统，助力卖家降本增效。

②**亚马逊孵化**：建立了城市运营中心，以深圳为中心辐射全国，在深圳、太原、成都、武汉等城市进行实操指导。

③**亿迈云仓**：开放 1000+ 物流渠道与欧洲邮路专线，提供一件代发、国际物流多元服务。依托自有的报关数据库系统，高效清关，物流发货全程 GPS 定位可视化轨迹追踪。通达欧美、拉美、东南亚等全球 100 多个国家地区。

④**美客多孵化**：美客多是拉美新兴市场的头部平台，2022 年中国商家入驻率不足 1%。在拉美所有站点中，墨西哥市场份额达 75%，美客多在墨西哥市场有本地商家保护机制，商家可借助亿迈提供的绿色开店通道，快速入驻蓝海市场。

⑤**拉美海外仓**：自建 12000+ m² 墨西哥仓、1000+ m² 智利仓，拟建巴西、哥伦比亚、秘鲁 3 大海外仓，形成辐射全球的仓储物流网络，独家系统支持 24h 自动抢号入驻美客多官方海外仓，成功率极高，且自有海外仓送仓距离仅 3 公里快速送达，帮助卖家迅速获得强流量曝光。

⑥**AdVision 广告投放**：AI 广告投放服务，擅长多国家多站点广告运营，支持单站点 4K+sku 量级高效处理，系统自动对广告进行关键词、竞价、预算进行优化，几分钟即可代替人工完成广告投放与高准确率，并控制 ACOS、广告销售额占比、广告花费占比三者稳定在良好区间。

图54: 亿迈云仓流水线长达 2 公里



资料来源: 官方公众号, 民生证券研究院

图55: 拉美海外仓



资料来源: 官方公众号, 民生证券研究院

4 信息化优势：2018 年布局 AIGC，智能系统降本增效

自主研发信息化系统，持续提升自动化、智能化运营水平。系统研发项目整体可划分为三类：系统基础架构、基础业务系统模块、智能应用系统模块。其中 1) 系统基础架构：是开发基础业务系统模块和智能应用系统模块的基础；2) 基础业务系统模块：围绕主要业务流程开发，包含产品、采购、物流、仓储管理、订单管理、决策运营、客服、财务管理系统等，旨在提升各业务流程的信息化程度；3) 智能应用系统模块：包括智能刊登系统、智能调价系统、智能广告系统、智能备货计划系统等，旨在减少人为因素，在采购备货、销售运营、库存管控等核心业务环节提升智能化运营能力和经营效率。有效提升了核心业务环节的运营效率和单位人效。

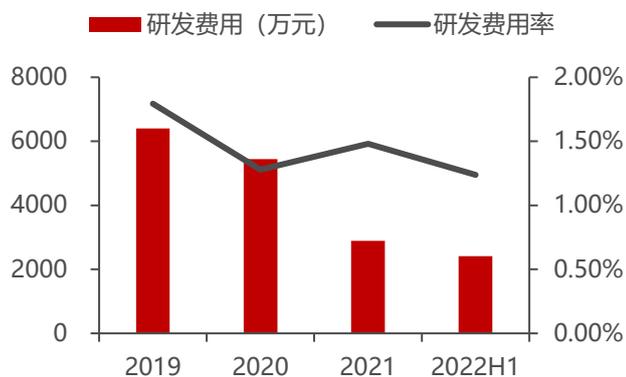
图56：智能化信息系统



资料来源：wind，民生证券研究院

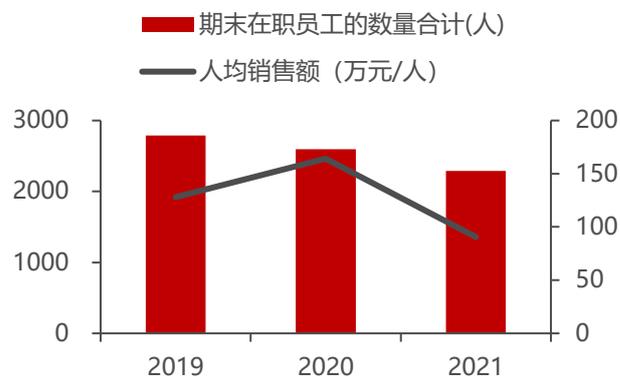
四大智能应用系统助力公司降本增效。公司的信息化系统完整涵盖并支持了公司运营的各项业务，并基于各系统在运营流程中沉淀的数据，总结逻辑及数学模型，提升易佰网络运营全流程的数字化程度和信息化管理水平，提高信息传递效率，支撑数据交互，降低运营成本及管理成本，是实现业绩持续增长的基础，亦是开发智能应用系统模块的前提。

图57: 研发费用率



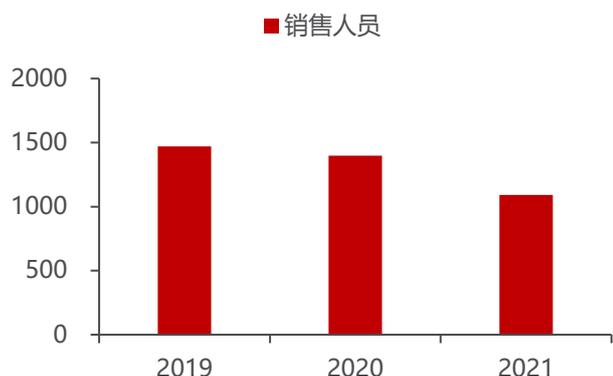
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图58: 员工总人数&人均销售额



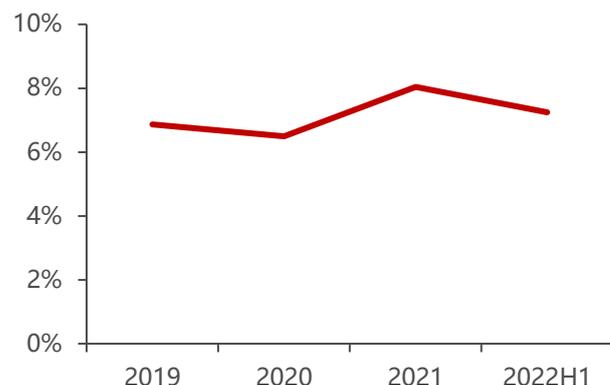
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图59: 销售人员(人)数量的变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图60: 三费中的职工薪酬占总营收的比例

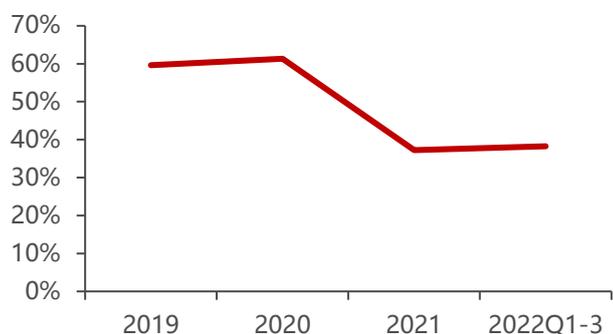


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(1) 智能调价

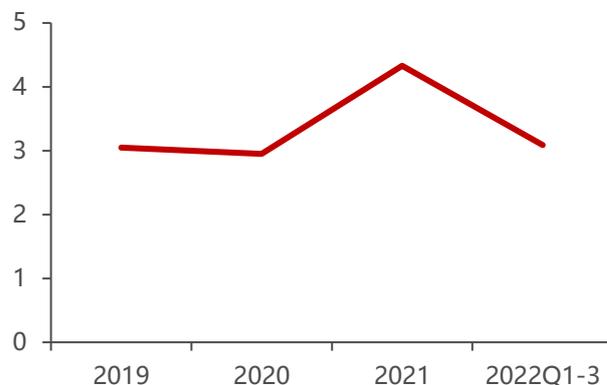
泛品类跨境电商的 SKU 数量、店铺数量、商品刊登链接众多, 对海量商品的调价能力至关重要, 因为商品定价直接影响销售收入、存货动销和毛利率水平。大多数跨境电商卖家通过店铺后台对商品页面进行手工调价, 响应速度和执行效率极低。而通过信息系统实现批量调价功能, 则需解决海量数据的存储运算和系统稳定性等技术门槛, 还需依靠采购、库存管理等一系列配套系统的同步开发, 以及数据积累和算法优化的同步支持才能实现。截至 2022 年 12 月, 数据部智能调价通过算法技术支持实现对商品页面价格修正次数达 61 亿次。

图61：20 年毛利率改善，21 年因会计准则变更毛利率波动较大



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图62：2020 年以来存货周转率显著改善

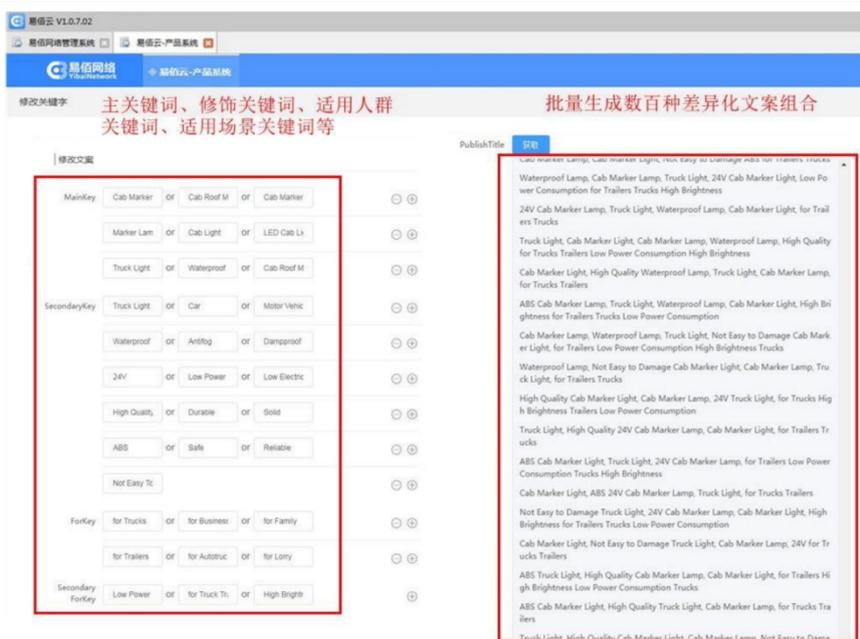


资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 智能刊登

跨境电商在网店上线商品的运营环节称为“商品刊登”。2018 年易佰网络自主研发的智能刊登系统，通过优化系统算法实现智能刊登，解决了采用人工刊登的泛品类卖家编辑速度慢、批量修改难、翻译成本高等痛点，有助于易佰网络相比竞争对手更快速地上线销售新品、抢占新兴市场，提升商品在电商平台的曝光度和订单转化率，对于报告期销售业绩的快速增长具有直接促进作用。其中，亚马逊平台团队通过智能刊登系统，在 2022 年刊登商品销售页面数量达 3242 万条，并且效率不断提升，其中 12 月刊登超过 815 万条，平均每天刊登数量超过 26 万条。

图63：智能刊登系统页面



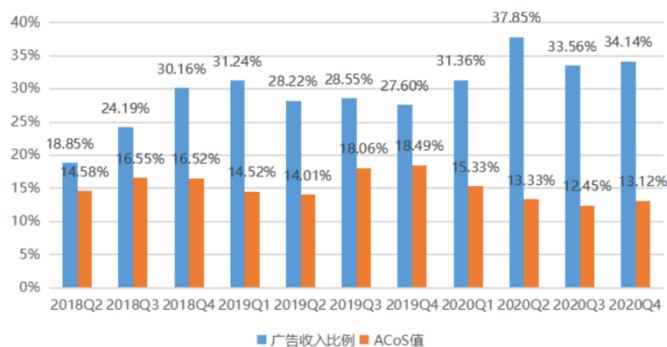
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(3) 智能广告

智能广告系统带来的业绩增量不断提升。2018 年易佰网络自主研发的“智能广告投放运行监控分析统计系统”，对易佰网络报告期销售业绩的快速增长具有直接促进作用。泛品类跨境电商由于 SKU 规模庞大，存在单位推广成本高、转化率低的痛点，因此大部分卖家依赖自然流量销售商品，而在付费推广方面投入较小。

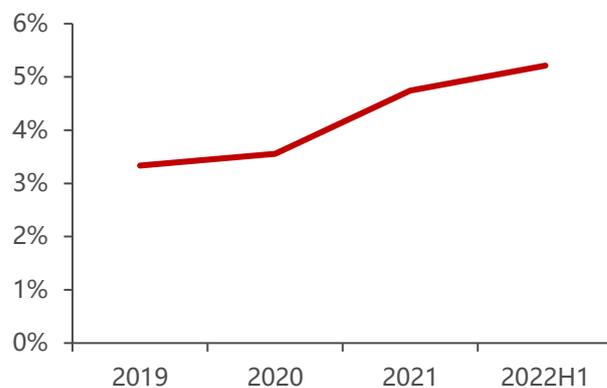
2022 年易佰网络在亚马逊通过付费推广在自然流量基础上带来的增量业绩约占 31.4%。与此同时，通过不断升级智能广告系统的算法，易佰网络在亚马逊的推广支出转化效率还有所提升。亚马逊后台会统计卖家支出的推广费用占其对应的广告订单金额的比例（“ACoS 值”），该比例降低意味着投放相同金额的推广费带来更高的销售额，即广告投放效果较好。2022 年易佰网络在亚马逊推广的 ACoS 值在 15.8%-17.2%之间波动，2022 年整体 ACOS 为 16.4%，整体广告花费占总销售额的比例在 5%左右。

图64：智能广告系统在亚马逊的广告投放效果



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图65：广告费用占比营业收入（2019-2022H1）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(4) 智能备货

易佰网络自主研发智能 MRP 计划系统（Material Requirement Planning，物资需求计划）。2018 年 11 月之前，易佰网络以销售小组为单位手工计算和提出采购需求，供应链部门通过 Excel 统计报表进行备货逻辑校验，存在因缺乏统筹系统管理而导致的采购缺货、冗余等情况。2018 年 11 月后，易佰网络针对亚马逊 FBA 模式、国内仓模式、海外仓模式、平台仓模式，逐步进行备货逻辑及自动化算法研究，自主研发 PC 端系统应用程序。2022 年共推送 284 万批次采购单、18 万票平台头程发运单，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和各业务环节的运转效率。

图66: 智能备货计划系统监测数据页面



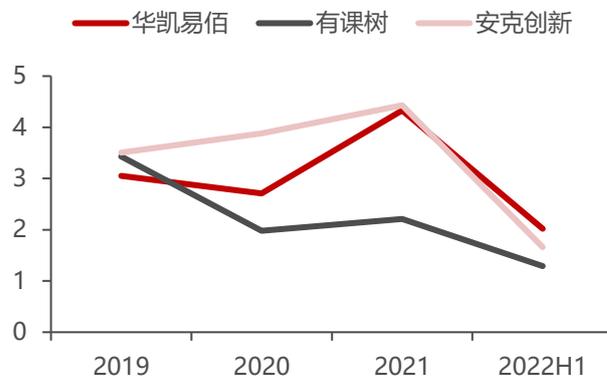
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图67: 库龄结构优化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图68: 同行业存货周转率对比 (2019-2022H1)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司跨境电商出口业务分类别进行收入和毛利率的测算：

①**泛品业务**：基于公司自身的供应链优势，以及海外经济增长放缓利好高性价比产品，我们假设公司的泛品业务维持稳定高速增长，22-24 年分别增长 84.05%/33.32%/23.15%。毛利率方面，2022 年以来海运费持续回落，下降 60-80%，预计 2023 年将继续改善，且泛品业务较为成熟，议价能力稳定提升，因此假设 23、24 年毛利率继续上升，分别为 43.94%、45.13%。

②**精品业务**：精品业务为公司近年来的重点发展业务，当前的发展时间短且体量较小，假设其增速快于泛品业务，23-24 年分别增长 60%/50%。毛利率方面，精品业务与泛品业务相差不大，但由于精品业务自 21 年开始起步，发展时间较短，假设毛利率略低于泛品业务，但由于海运费下降，假设逐渐提升 23-24 年分别为 41.85%和 42.35%。

③**“亿迈”服务平台**：公司的一站式服务具备相对优势，与精品业务同样在 21 年成立，也是公司重点发展业务，跨境电商中小卖家不断增长，我们假设发展初期收入增速较快，2022-24 年分别为+1354.55%/+200%/+50%，毛利率方面，随着合作的客户增加，规模效应增加，假设 23-24 年分别为 17.00%和 17.50%。

综上所述，我们预计 22-24 年总营收分别同比变化 +108.6%/+43.7%/+28.3%，总体毛利率为 39.7%/40.3%/40.9%。

表8：分业务的收入拆分及毛利率

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	20.75	43.29	62.23	79.85
yoy	1435.1%	108.6%	43.7%	28.3%
毛利率	37.2%	39.7%	40.3%	40.9%
一、跨境电商业务 (亿元)	19.53	42.20	61.30	79.11
yoy	-	116.08%	45.26%	29.04%
毛利率	39.34%	40.12%	40.56%	41.03%
①泛品类业务(亿元)	-	35.90	47.86	58.95
yoy	-	84.05%	33.32%	23.15%
毛利率	-	41.65%	43.94%	45.13%
②精品类业务(亿元)	-	3.90	6.24	9.36
yoy	-	-	60.00%	50.00%
毛利率	-	40.85%	41.85%	42.35%
③亿迈 (亿元)	-	2.40	7.20	10.80
yoy	-	1354.55%	200.00%	50.00%
毛利率	-	16.00%	17.00%	17.50%

二、其他业务 (亿元)		1.21	1.09	0.92	0.74
	yoy	-10.7%	-10%	-15%	-20%
	毛利率	-	24.0%	24.0%	24.0%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; 注: 2021 年易佰网络实现跨境电商业务收入 47.56 亿元。

在费用投放方面相对稳定, 假设未来三年公司的费合计保持在 33-35%左右。

①**销售费用率:** 由于精品业务的广告投放费用相比泛品业务较多, 假设销售费用率稳定微升。

②**管理费用率:** 员工持股计划的费用计算在管理费用中, 假设 22-24 年保持稳定。

③**研发费用率:** 主要体现在信息系统的研发, 假设 22-24 年研发费用率保持稳定, 与 2021 年持平。

表9: 费用拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
费用率	17.37%	33.90%	34.46%	34.84%
销售费用率	12.20%	25.11%	25.59%	26.11%
管理费用率	4.56%	7.44%	7.47%	7.30%
研发费用率	0.61%	1.34%	1.40%	1.44%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们选取跨境电商吉宏股份、安克创新、小商品城作为可比公司, 由于公司的业务处于快速发展阶段, 我们采取 PEG 估值法, 23 年平均 PEG 为 0.72, 公司 PEG 为 0.43, 低于可比公司平均值, 估值具备优势。

表10: 可比公司估值表

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE			22-24 年	2023 年
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR	PEG
002803.SZ	吉宏股份	21.31	0.68	1.06	1.31	31	20	16	38.8%	0.52
300866.SZ	安克创新	67.86	2.90	3.50	4.22	23	19	16	20.6%	0.94
600415.SH	小商品城	6.09	0.29	0.37	0.44	21	16	14	23.2%	0.71
	平均值					25	19	15		0.72
300592.SZ	华凯易佰	23.09	0.72	1.15	1.54	32	20	15	46.0%	0.43

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; 注: 可比公司数据为一致预期, 对应收盘价为 4 月 4 日。

5.3 投资建议

公司的跨境电商主业覆盖“泛品”、“精品”、“电商服务”三大业务, 其中泛品业务随着疫情管控放松, 海运、物流的恢复有望持续稳定增长, 精品和“亿迈”平台为公司 21 年重点发展业务, 依托公司自身的供应链和信息化优势, 有望进入快速发展阶段。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 2.08/3.34/4.44 亿元, 分别同比变化+338.4%/60.3%/33.0%, 对应 PE 为 32/20/15X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 行业竞争加剧。跨境电商出口行业尚在起步阶段，格局不断变化，精品业务品牌还未发展成具有稳定市占率的品牌。随着疫情管控放松，行业参与者增加，竞争加剧可能会使得行业格局发生更大的变化。

2) 海外经济大幅衰退。公司的产品主要在海外地区销售，销售收入依赖海外经济状况和居民消费能力，在海外经济大幅衰退的情况下，公司的收入和利润或将受到较大影响。

3) 供应链中断。公司的泛品业务 SKU 数量庞大，依赖稳定的供应链。公司的供应链包括供应商、物流、仓储等环节，其中一环发生突发事件都将对公司的收入和利润产生较大的影响。

4) 贸易政策变化。跨境电商出口业务受到国际贸易政策的影响，以及国家之间的政治关系局势，政策变化以及外交关系的不确定性可能会给公司造成较大的影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2075	4329	6223	7985
营业成本	1302	2610	3714	4721
营业税金及附加	3	4	6	8
销售费用	580	1087	1563	2044
管理费用	150	322	451	561
研发费用	29	57	83	109
EBIT	-26	256	417	554
财务费用	30	2	4	6
资产减值损失	-10	-4	-11	-14
投资收益	3	4	6	8
营业利润	-58	258	414	550
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-59	258	413	550
所得税	23	39	62	82
净利润	-82	219	351	467
归属于母公司净利润	-87	208	334	444
EBITDA	5	291	460	607

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	485	510	480	674
应收账款及票据	267	460	661	849
预付款项	30	125	178	227
存货	583	711	1007	1281
其他流动资产	336	520	674	818
流动资产合计	1701	2327	3001	3848
长期股权投资	17	21	26	33
固定资产	273	272	279	285
无形资产	119	119	117	115
非流动资产合计	1268	1257	1265	1272
资产合计	2969	3584	4266	5120
短期借款	1	63	93	93
应付账款及票据	455	572	814	1035
其他流动负债	133	445	605	774
流动负债合计	589	1079	1511	1901
长期借款	5	5	55	55
其他长期负债	187	187	184	180
非流动负债合计	192	192	239	236
负债合计	781	1271	1750	2137
股本	289	289	289	289
少数股东权益	101	112	130	153
股东权益合计	2188	2313	2516	2983
负债和股东权益合计	2969	3584	4266	5120

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1435.08	108.64	43.75	28.31
EBIT 增长率	51.28	1066.23	62.87	32.95
净利润增长率	-	338.37	60.26	32.96
盈利能力 (%)				
毛利率	37.24	39.71	40.31	40.87
净利润率	-4.21	4.81	5.37	5.56
总资产收益率 ROA	-2.94	5.81	7.83	8.67
净资产收益率 ROE	-4.19	9.47	14.00	15.69
偿债能力				
流动比率	2.89	2.16	1.99	2.02
速动比率	1.60	1.25	1.07	1.10
现金比率	0.82	0.47	0.32	0.35
资产负债率 (%)	26.29	35.47	41.03	41.74
经营效率				
应收账款周转天数	46.91	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	163.49	100.00	100.00	100.00
总资产周转率	1.07	1.32	1.59	1.70
每股指标 (元)				
每股收益	-0.30	0.72	1.15	1.54
每股净资产	7.22	7.61	8.25	9.79
每股经营现金流	1.12	0.27	0.38	0.87
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	32	20	15
PB	3.2	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	1313.03	21.99	14.11	10.37
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-82	219	351	467
折旧和摊销	31	35	43	53
营运资金变动	272	-191	-311	-301
经营活动现金流	323	79	110	252
资本开支	-40	-14	-24	-27
投资	-221	0	0	0
投资活动现金流	-257	-6	-24	-27
股权募资	476	0	0	0
债务募资	-167	64	58	0
筹资活动现金流	287	-48	-116	-31
现金净流量	338	26	-30	195

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司业务结构 (2022H1)	3
图 3: 易佰网络历史沿革.....	4
图 4: 跨境出口业务结构 (22H1)	5
图 5: 自有品牌 vs 非自有品牌收入.....	5
图 6: 各类产品价格 (元)	5
图 7: 精品业务主要产品品类.....	6
图 8: 亿迈平台的六大核心业务.....	6
图 9: 亿迈平台合作商家 (家)	6
图 10: 亿迈对接的跨境电商平台.....	7
图 11: 易佰网络各平台收入 (亿元)	7
图 12: 易佰网络各平台收入占比.....	7
图 13: 跨境出口业务地区分布 (2020)	8
图 14: 公司股权结构 (截至 2023-02-21, 股权比例为剔除截至 22 年 2 月 16 日回购的 587 万股)	8
图 15: 业绩承诺目标和实现情况.....	9
图 16: 19-22H1 跨境电商营业收入 (亿元) 及同比增长	11
图 17: 19-22Q3 公司扣非归母净利润及同比增长.....	11
图 18: 同类型公司毛利率对比.....	11
图 19: 中国出口集装箱运价指数自 22 年初开始回落	11
图 20: 公司 19-22Q1-3 经营性现金流净额.....	12
图 21: 公司 19-22Q1-3 存货周转率	12
图 22: 资产负债率不断改善, 资产状况健康.....	12
图 23: 全球电商销售额变化情况.....	13
图 24: 全球互联网用户数量 (单位: 亿人) 及渗透率	13
图 25: 2021 全球主要区域互联网用户数量及渗透率.....	13
图 26: 全球电商销售额占全球零售总额比例.....	13
图 27: 2019 跨境电商主要出口地占比.....	14
图 28: 跨境电商主要出口地电商市场渗透率.....	14
图 29: 截至 2022 年 1 月全球社交媒体渗透率.....	14
图 30: 2021 年网民使用社交媒体进行在线购物占比 TOP5	14
图 31: 中国跨境电商综合试验区存量规模 (单位: 个)	15
图 32: 中国跨境电商综合试验区时空分布 (单位: 个)	15
图 33: 中国跨境电商出口总额 (亿元) 及同比增速	16
图 34: 跨境出口电商 B2B/B2C 模式市场交易规模.....	16
图 35: 跨境出口电商 B2C/B2C 模式规模占比.....	16
图 36: 美国 CPI 指数同比增幅 (经季节性调整)	17
图 37: 美国失业率及劳动力参与率 (经季节性调整)	17
图 38: 美国零售和食品服务销售额及同比增速.....	17
图 39: 3 月 29 日 CME 预计 5 月继续加息概率不足 50%	17
图 40: 美国部分品类零售库存同比增速	18
图 41: 美国家用家装家电零售库存销售比.....	18
图 42: 中台供应链系统优化升级.....	19
图 43: 易佰网络泛品业务 SKU 数量 (万个)	19
图 44: 易佰网络在第三方电商平台的网店数量 (个)	19
图 45: 基于国内仓的业务流程.....	20
图 46: 基于海外仓的业务流程.....	20
图 47: 公司前五大供应商占比.....	21
图 48: 2021 年各跨境电商上市公司供应商集中度情况.....	21
图 49: 21 年末及 22 年各季度存货规模 (亿元)	21
图 50: 仓储发货结构	21
图 51: 跨境电商 SaaS 分类.....	22
图 52: 跨境电商 SaaS 市场规模.....	23
图 53: 国内跨境电商服务 SaaS 融资情况.....	23
图 54: 亿迈云仓流水线长达 2 公里.....	25

图 55: 拉美海外仓.....	25
图 56: 智能化信息系统.....	26
图 57: 研发费用率.....	27
图 58: 员工总人数&人均销售额.....	27
图 59: 销售人员(人)数量的变化.....	27
图 60: 三费中的职工薪酬占总营收的比例.....	27
图 61: 20 年毛利率改善, 21 年因会计准则变更毛利率波动较大.....	28
图 62: 2020 年以来存货周转率显著改善.....	28
图 63: 智能刊登系统页面.....	28
图 64: 智能广告系统在亚马逊的广告投放效果.....	29
图 65: 广告费用占比营业收入(2019-2022H1).....	29
图 66: 智能备货计划系统监测数据页面.....	30
图 67: 库龄结构优化.....	30
图 68: 同行业存货周转率对比(2019-2022H1).....	30

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司三大业务梳理.....	4
表 2: 公司管理层梳理.....	9
表 3: 员工持股计划持有人及份额分配情况(2022 年).....	10
表 4: 亚马逊 FBA 仓库收费单价.....	12
表 5: 跨境出口电商政策优惠.....	15
表 6: 国内仓面积(截至 2021 年 5 月).....	22
表 7: 跨境出口电商 SaaS 服务商一览.....	23
表 8: 分业务的收入拆分及毛利率.....	31
表 9: 费用拆分及预测.....	32
表 10: 可比公司估值表.....	32
公司财务报表数据预测汇总.....	34

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