

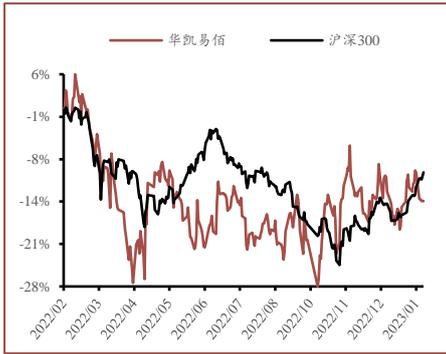
# 泛品类跨境电商龙头，数字化驱动未来增长

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-01-20
收盘价(元)	15.32
流通股本(亿股)	1.58
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

1. 《Q4 业绩修复加速，盈利能力有望持续改善》 2023-01-18

## 核心观点

❖ **超预期：泛品类主业营收修复持续+毛利率优化，预计 23 年业绩超预期。**

**驱动机制：(1) 供给出清+平台流量多元化，升级的商业模式有望取得更大市场份额。**后疫情时代，伴随 21 年出口跨境电商行业增速放缓至 13%、流量成本提升及亚马逊平台封号风波催化，中小卖家逐渐出清；在平台流量逐渐去中心化的发展阶段，亚马逊平台增速放缓，传统粗放型铺货的增长不可持续，成功完成商业模式升级的公司有望凭借核心能力进行市场拓展，获得规模与市占率的提升；**(2) 公司自研数字化系统，铸造泛品类运营壁垒，22Q3 起业绩修复加速，23 年有望持续修复趋势：**公司坚持以经营质量为导向，从 2018 年起先发投入信息化系统，19-20 年易佰网络内部管理系统投入的研发费用比率达 1.54%，显著高于其他泛品类跨境电商约 0.9% 的均值水平。2019 年公司“易佰云”系统上线实现了智能刊登、智能调价、智能广告、智能备货等功能，大幅提升了公司员工人工效及运营效率，并通过新增数据的迭代学习，持续巩固数字化经营优势。2020 年公司在亚马逊 3P 卖家中市占率约 0.14%，仍有较大提升空间，未来公司有望进一步将系统拓展至新市场、新平台及新品类，驱动营收增长。

❖ **有别于市场认知：(1) 对泛品类电商认知的不同：**泛品类电商一般具有海量 SKU 特征、产品打造以选品逻辑为主。当前市场更加重视品牌公司估值，认为泛品模式不存在竞争力；我们认为泛品类消费需求具有合理性与稳定性，实现“精准铺货”后的泛品类电商同样可以取得较高毛利率与较稳定的收入；

**(2) 对海外泛品类需求认知的不同：**市场对 23 年海外需求担忧情绪较强，认为公司 22H2 表现出的业绩修复不可持续；我们认为当前海外居民高消费需求习惯刚性+消费能力下滑的背景下，性价比商品增速好于预期，叠加市场竞争格局的优化，公司营收及毛利率修复有望持续。

❖ **新业务拓展：“亿迈”跨境电商综合服务有望打造第二成长曲线。**根据 MarketPlaces 数据，2020 年 166 万个中小卖家贡献亚马逊 50% 交易额，中小卖家仍为平台重要组成部分。仓储物流、平台佣金、广告营销等成本提升催化中小卖家对跨境电商综合服务的需求，预计 21-25 年跨境 SaaS 服务市场 CAGR 为 32%。公司“亿迈”平台作为综合化服务商，相对单一服务商能够提供前端+后端的全供应链服务，有望充分把握行业增长机会，为公司带来增量利润。

❖ **投资建议：**公司泛品类主业 23 年业绩有望持续修复，新拓展精品及跨综服务持续贡献利润增量。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 44.3/55.6/66.8 亿元，同比增长 113%/25.5%/20.3%，归母净利润分别为 2.1/3.0/3.8 亿元，同比增长 343.5%/43.0%/24.4%，当前对应 PE 为 21/15/12X，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**电商平台规则大幅变动；海外经济大幅衰退；人民币汇率波动；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	25.5	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	343.5	43.0	24.4
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（1月20日收盘价）

## 内容目录

1 腾笼换鸟，开启跨境电商发展新战略.....	6
1.1 泛品业务为体，精品与服务为翼.....	6
1.2 营收逆境反转，盈利能力大幅改善.....	8
1.3 股权结构稳定，员工持股激励发展.....	11
2 跨境电商业态升级，带来新一轮发展机会.....	12
2.1 零售线上化持续，跨境电商长坡厚雪.....	12
2.2 行业精细化发展，竞争格局持续优化.....	13
2.3 流量平台多元化，场域塑造为竞争关键.....	14
3 数字化铸成竞争壁垒，主业品类+区域拓展或超预期.....	16
3.1 精修数字化内功，运营效率显著优化.....	17
3.2 以欧美为基础，拓展新兴市场.....	20
3.3 创建精品品牌，切入高价位类目.....	21
4 跨境电商综合服务有望成新业绩增长点.....	22
4.1 行业空间：2025年软件、营销、合规服务行业规模达百亿.....	23
4.2 竞争环境：格局分散，专业综合化服务商有望实现份额提升.....	24
4.3 亿迈优势：专业综合化服务商，提供前端+后端全供应链服务.....	25
5 盈利预测与估值.....	26
6 风险提示.....	28

## 图表目录

图 1. 华凯易佰发展历程.....	6
图 2. 公司销售品类较为分散（2021年数据）.....	7
图 3. 公司重点发展竞争格局分散的高毛利品类.....	7
图 4. 公司形成“泛品+精品+跨境电商综合服务”的“一主两辅”业务发展战略.....	7
图 5. 公司销售区域以欧美地区为主（2020年数据）.....	8
图 6. 亚马逊平台收入占比持续提升.....	8
图 7. 2017-22H1 子公司易佰网络收入情况.....	8
图 8. 2017-22H1 子公司易佰网络净利润情况.....	8
图 9. 22Q2 起华凯易佰收入增速大幅反转.....	9

图 10. 22Q1 起华凯易佰归母净利润扭亏为盈 .....	9
图 11. 公司主动降价导致毛利率承压，净利率持续改善 .....	9
图 12. 存货总值持续增加（亿元） .....	10
图 13. 存货周转效率稳步提升（天） .....	10
图 14. 并购后公司费用率水平基本保持稳定（%） .....	10
图 15. 22Q2 后公司经营性净现金流逐步恢复 .....	10
图 16. 公司股权结构稳定（截至 2022 年三季度） .....	11
图 17. 子公司易佰网络扣非归母净利润股权激励目标较对赌目标显著上调 .....	12
图 18. 我国跨境电商行业对外贸出口贡献率度持续提升 .....	13
图 19. B2C 模式快速发展，持续简化贸易链路 .....	13
图 20. 21-24 年全球电子商务市场规模 CAGR 约 10% .....	13
图 21. 各国/地区电商渗透率持续提升，线上化空间巨大 .....	13
图 22. 2021-2022 年亚马逊平台卖家成本持续提升 .....	14
图 23. 跨境电商发展历程及商业模式 .....	14
图 24. 跨境电商公司商业模式逐渐分化，“品牌化”与“数字化”为主流发展路径 .....	15
图 25. 品牌化公司的产品研发投入较高 .....	16
图 26. 泛品类公司的流量获取成本相对较高 .....	16
图 27. 公司各平台上架商品 SKU 数量（万个） .....	17
图 28. 公司客户呈高分散度、低客单价、低复购率 .....	17
图 29. 公司于 2019 年集中进行了数字化系统研发投入 .....	17
图 30. 公司人均销售额持续提升 .....	17
图 31. 公司建设四大智能数字化系统，大幅优化运营效率 .....	18
图 32. 公司员工数量逐步下降（人次） .....	18
图 33. 2020 年人均 Listing 数量大幅提升（条/人） .....	18
图 34. SKU 智能调价系统调价逻辑及过程案例（个） .....	18
图 35. ....	19
图 36. 公司智能调价系统上线后助力 2020 年毛利率大幅提升 .....	19
图 37. 智能广告系统显著提升广告投放效果 .....	19
图 38. 2020 年广告人员人均接手站点数量大幅提升（个） .....	19
图 39. 上线智能系统后公司库存周转天数显著下降 .....	20
图 40. 2019 年后公司高库龄存货占比大幅下降 .....	20
图 41. 发展中国家和地区跨境电商增速领先 .....	21

图 42. 疫情催化美客多平台营收快速增长 .....	21
图 43. 2020 年美客多营收来源地区分布 .....	21
图 44. 公司分品类商品均价（元） .....	22
图 45. 与国内电商相比，跨境电商物流成本比重更大 .....	22
图 46. 跨境电商卖家其他成本结构（剔除物流成本） .....	22
图 47. 中小跨境电商卖家在物流、运营等方面亟需借力服务商 .....	23
图 48. 跨境电商软件服务行业快速发展，预计 21-25 年 CAGR3 达 32% .....	24
图 49. 跨境电商合规服务愈发重要，预计 21-26 年 CAGR5 达 25% .....	24
表 1. 主要产品品类的经营数据 .....	10
表 2. 高学历管理人员助力公司数字化改革 .....	11
表 3. 6 亿业绩目标促进公司发展 .....	12
表 4. 跨境电商服务商产业链一览，综合服务商与单一服务商并存 .....	25
表 5. 亿迈科技核心优势 .....	25
表 6. 华凯易佰盈利预测（亿元） .....	27
表 7. 可比公司估值 .....	28

## 1 腾笼换鸟，开启跨境电商发展新战略

华凯易佰的前身为华凯创意股份有限公司，公司因为并购重组，于2021年更名为华凯易佰科技股份有限公司，目前公司的主营业务是跨境出口电商，已经形成泛品为主，精品和服务商为辅的业务结构。

### 1.1 泛品业务为体，精品与服务为翼

收购易佰网络，转型跨境电商公司。公司前身华凯创意为2017年上市的空间艺术设计公司，2021年收购跨境电商公司易佰网络90%股权，并于同年7月1日并表，成功实现了战略转型，更名华凯易佰。并表后公司营收实现大幅度增长，盈利能力持续得到改善。目前公司已完成第三方名义网店的整改，未来有望取得易佰网络完整股权。

图1.华凯易佰发展历程



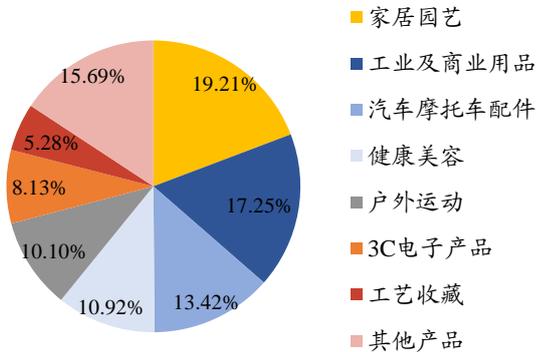
数据来源：易佰网络官网，同花顺 ifind，财通证券研究所

目前公司形成“泛品+精品+跨境电商综合服务”的“一主两辅”业务发展战略。

- 泛品为基，布局高性价比的刚需蓝海品类，借助数字化优势实现多SKU下的“小批量、多批次、低成本快速试错”的运营模式。“泛品”即多品类、多SKU销售的跨境电商模式，2020年华凯易佰销售的SKU数量达到42.7万个，单个SKU销售订单数约74单。品类主要以汽车配件、工商业用品、家居园艺、健康美容、户外运动等需求稳定、竞争格局分散的蓝海商品为主，产品单价在10-20美元，该类生命周期长、更新换代慢、在细分领域市场需求较大，但市场竞争程度低于3C电子产品、服装等品类。

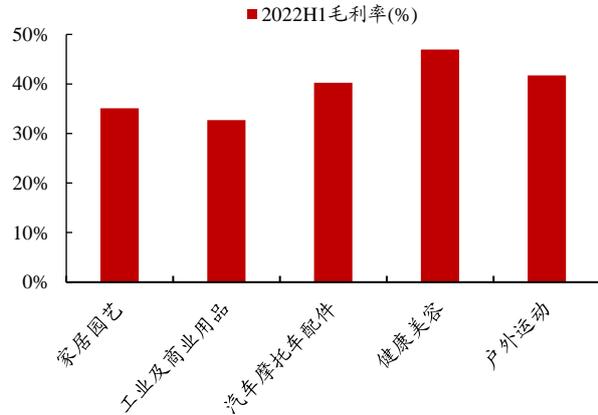
泛品业务是公司业绩“压舱石”，22H1年公司泛品类业务收入占比90%以上，综合毛利率达39%以上。

图2. 公司销售品类较为分散 (2021 年数据)



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

图3. 公司重点发展竞争格局分散的高毛利品类



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

- 依托供应链及数字化系统，拓展精品+跨境电商综合服务业务，形成第二成长曲线：1) 借助泛品业务所形成的数字化能力与供应链建设，公司通过打造精品品牌拓展家电、3C 等品类销售，目前仍处于培育阶段。22H1 精品类业务收入占比 6%左右，公司预期 2023 年收入占比 10%以上；2) 公司建立“亿迈”跨境电商综合服务平台，通过轻资产模式快速实现能力变现。“亿迈”平台以服务费率收费，非代销模式、不产生公司存货。22H1 实现收入 8051 万元，占整体跨境业务的 4.31%；22Q1-3 收入占比达 6%，发展十分迅速。

图4. 公司形成“泛品+精品+跨境电商综合服务”的“一主两辅”业务发展战略

	主营业务	22E 营收/占比	毛利率水平
泛品业务	家居园艺、健康美容、汽车摩托车配件、工商业用品等	37.0 (86%)	39%
精品业务	厨房家电、智能家居、宠物用品	3.4 (8%)	38%
跨境电商综合服务平台“亿迈”	供应链、物流、数据化运营、跨境服务培训等卖家支持	2.6 (6%)	16%

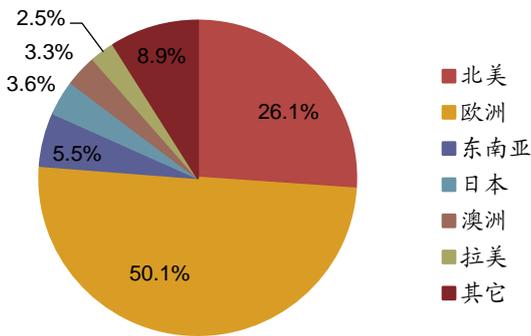
数据来源：公司公告，财通证券研究所（标红数字为财通证券研究所预测）

渠道方面，公司扎根亚马逊平台，市占率持续提升。公司跨境电商业务销售渠道以亚马逊平台为主，2020 年亚马逊第三方卖家交易额 2950 亿美元，华凯易佰市占率约 0.14%，若提升至 1%市占率则对应 190 亿元收入，公司业绩规模仍有较大提升空间（假设平均汇率 6.5 情况下）。

近年来公司亚马逊平台收入占比持续提升,22H1 通过亚马逊平台收入占比 78.5%,较 21H2 环比提升 8.0pct。同时,公司在 ebay、速卖通、Wish、Lazada 等传统电商平台,及沃尔玛新兴电商平台均有布局。

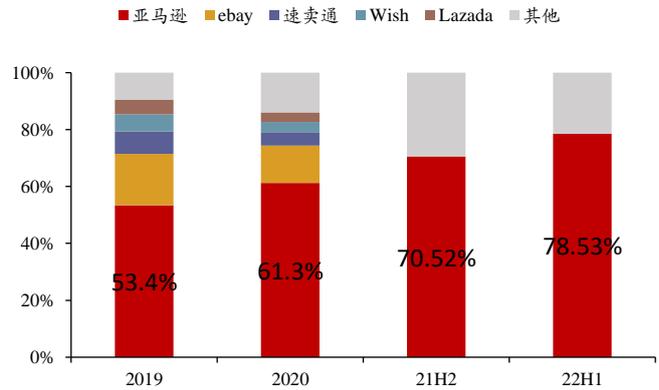
区域方面,公司主要销售地集中在欧美。2020 年欧洲各国合计约 50%,北美约 26%,其中美国 20%,东南亚国家约 5.5%;22Q1-3 欧洲各国合计收入占比约 50%,北美约 30%,其中美国约 20%,东南亚国家约 5.5%,此外公司在日本、澳大利亚等国也均有销售。

图5.公司销售区域以欧美地区为主(2020年数据)



数据来源:公司并购说明书,财通证券研究所

图6.亚马逊平台收入占比持续提升

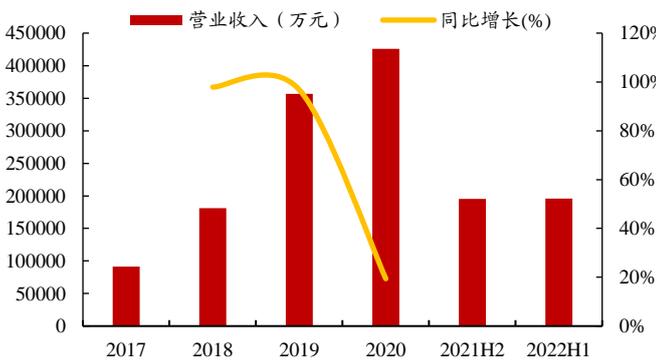


数据来源:公司并购说明书,公司公告,财通证券研究所

## 1.2 营收逆境反转,盈利能力大幅改善

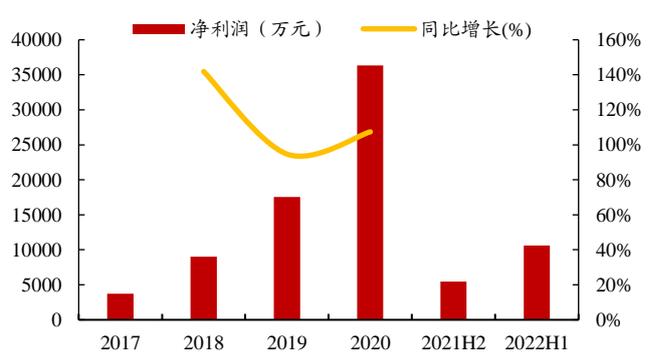
受亚马逊封号风波以及海外需求回落影响,易佰网络 21Q4-22H1 营收持续承压。2020 年疫情影响下线上购物需求猛增,易佰网络业绩快速增长;21Q4 受海外需求放缓+亚马逊封号风波后市场库存倾销影响,公司营收承压。

图7.2017-22H1 子公司易佰网络收入情况



数据来源:公司公告,财通证券研究所

图8.2017-22H1 子公司易佰网络净利润情况



数据来源:公司公告,财通证券研究所

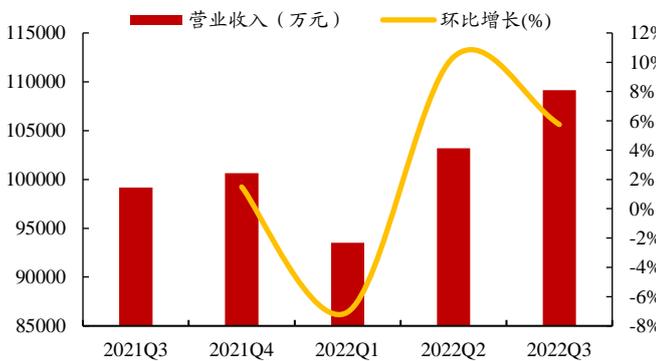
泛品类β韧性叠加竞争格局改善,22Q3起公司业绩触底回升,收入利润并进:

收入端，华凯易佰 22Q3 收入 10.9 亿元，同比+10%。根据公司业绩预告预计易佰子公司单 Q4 营收同比达 30%，增速环比 Q3 提升明显。主要系 21Q4 营收承压造成低基数，叠加亚马逊封号商家库存倾销影响出清后，公司业绩回暖。

利润端，归母净利润从 22Q1 扭亏为盈，根据公司业绩预告 22H2 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。盈利能力提升主要系：1) 21Q4 起公司积压库存快速出清，新品上市快速拉升毛利率水平；2) 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。

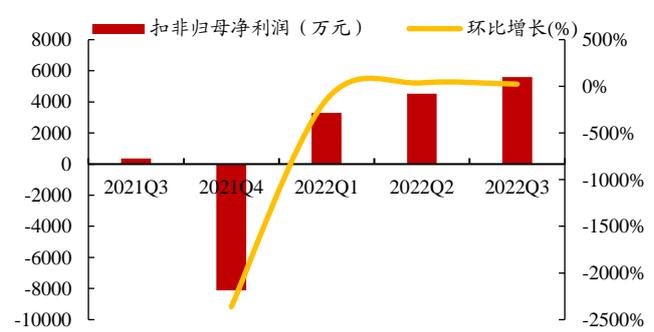
展望后续，跨境行业阵痛影响逐步消化、供给侧出清带来公司强 α，伴随海外泛品类消费韧性，看好公司利润率持续向好。从公司外部来看，亚马逊封号事件、行业库存、增值税新规、海运费等因素导致 2021 年公司毛利率以及净利率剧烈下滑，目前这些因素对公司的负面影响减弱，利润率水平逐渐提升。其次，海外通胀好转叠加就业景气依旧，消费韧性明显，公司作为跨境电商泛品类电商龙头，具备数字化选品能力与高经营效率，有望优先受益海外消费降级，业绩将迎来逆境反转。

图9.22Q2 起华凯易佰收入增速大幅反转



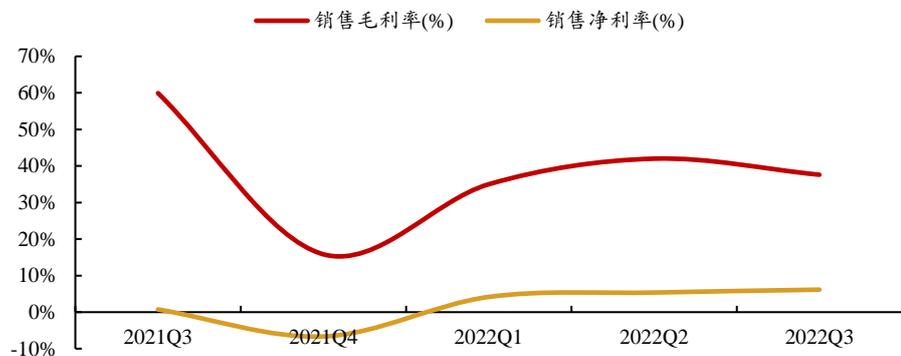
数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

图10.22Q1 起华凯易佰归母净利润扭亏为盈



数据来源：同花顺 ifind，财通证券研究所

图11.公司主动降价导致毛利率承压，净利率持续改善



数据来源：同花顺 ifind、财通证券研究所

主动降价提量，适应市场变化，毛利率有所承压。22H1 公司产品销售单价环比-12.5%，销售数量+14.1%，降价主要系公司海运费成本大幅下降，同时消费降级背景下消费者对于高性价比商品需求旺盛，因此公司主动降价以提高产品竞争力。

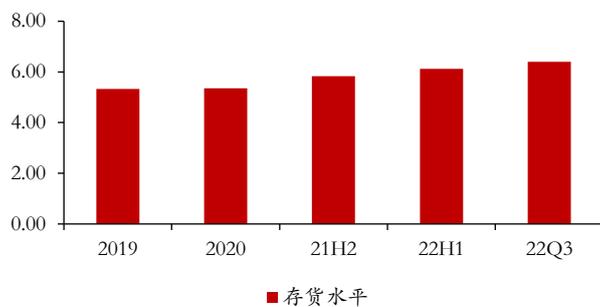
表1.主要产品品类的经营数据

产品品类	22H1			21H2		
	收入(万元)	数量(万个)	单价(元/个)	收入(万元)	数量(万个)	单价(元/个)
汽车摩托车配件	28418.7	279.05	101.84	27847.90	234.29	118.86
工业及商业用品	36383.92	360.45	100.94	35786.04	308.11	116.15
家居园艺	43823.96	405.95	107.95	39858.39	327.22	121.81
健康美容	23190.98	286.79	80.86	22655.45	228.83	99.00
户外运动	19945.24	235.10	84.84	20946.96	222.08	94.32
3C 电子产品	18293.16	167.71	109.08	16860.76	151.47	111.31
工艺收藏	10243.41	128.37	79.80	10946.54	122.10	89.65
其他	14604.79	154.50	94.53	20378.72	175.02	116.44
<b>合计</b>	<b>194904.14</b>	<b>2017.93</b>	<b>96.59</b>	<b>195280.74</b>	<b>1769.13</b>	<b>110.38</b>

数据来源：公司公告，财通证券研究所

精细化数字平台带动公司存货周转效率稳步提升。存货价值由 2019 年的 5.32 亿元上升至 2022Q3 期末的 6.4 亿元。存货周转天数有所优化，从 2019 年的 122 天下降到 2022Q3 的 83 天，精细化数字平台能力对库存优秀的管控能力得到体现。

图12.存货总值持续增加（亿元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图13.存货周转效率稳步提升（天）



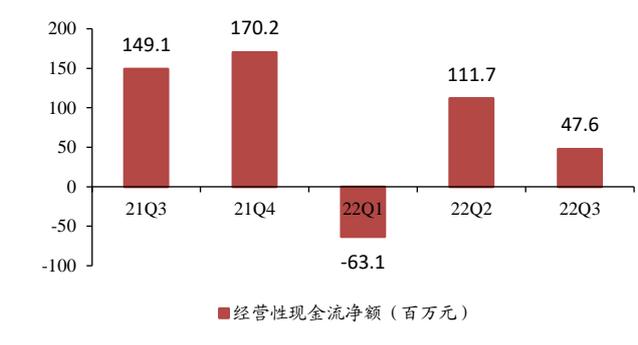
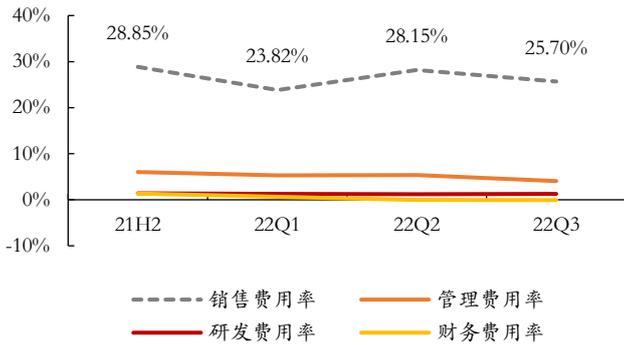
数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司费用率水平基本稳定，销售费用维持较高水平。21-22 年华凯易佰销售费用率保持在 25%左右水平，以亚马逊平台费用及宣传推广费为主；管理费用率逐渐摊薄；研发费用率小幅上升主要系系统部门和数据部门的人员费用增加。

伴随跨境业务修复，经营性现金流逐渐回复健康水平，22Q2 起单季度经营现金净额回正。公司 22Q1 经营性现金流为负，预计主要系收入承压叠加去库影响。

图14.并购后公司费用率水平基本保持稳定（%）

图15. 22Q2 后公司经营性净现金流逐步恢复



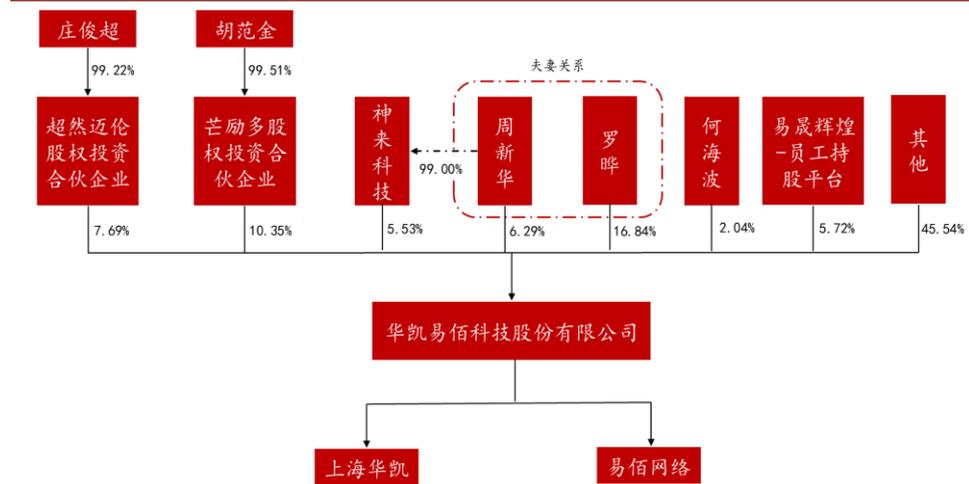
数据来源：公司公告，财通证券研究所

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.3 股权结构稳定，员工持股激励发展

公司实控人周新华、罗晔夫妇直接持有公司 23.13% 的股份，通过神来科技间接持有公司 5.47%，合计直接及间接持股共 28.6%。公司董事胡范金和庄俊超为公司董事及易佰网络创始人，分别通过持股平台间接持股 10.3% 及 7.63%。公司被收购后跨境电商业务发展战略明确，易佰网络管理层团得到完整保留。

图16.公司股权结构稳定（截至 2022 年三季报）



数据来源：公司公告、财通证券研究所

易佰网络创始人胡范金及庄俊超在跨境出口电商领域有着超过 10 年的工作经验，对公司运作管理及细分业务运作有丰富经验，同时对行业发展趋势以及客户潜在需求有较为深刻的理解。

表2.高学历管理人员助力公司数字化改革

姓名	职位	出生年份	学历介绍	工作经历
周新华	董事长； 总经理	1968	长江商学院 EMBA	华凯创意董事长、总经理；易佰网络董事长；华易鑫达投资有限公司执行董事、总经理。
胡范金	副董事长； 总经理	1983	硕士研究生	易博发贸易执行董事、总经理；易佰网络董事长；华凯创意副董事长。
庄俊超	董事； 副总经理	1984	本科学历	前海新佰辰科技监事；易佰网络执行董事、总经理，主要分管公司亚马逊平台业务及技术部门。

王安祺 董事： 1978 中南大学 EMBA 张家界旅游开发有限公司董秘办主任、董秘、常务副总裁；华凯创意董  
 董秘

数据来源：公司公告，财通证券研究所

**发行股权激励计划，调动管理层及员工积极性。**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%，来源于股份回购计划，不改变公司总股本，不稀释其他人员股权比例，同时体现了激励性与稳定性。

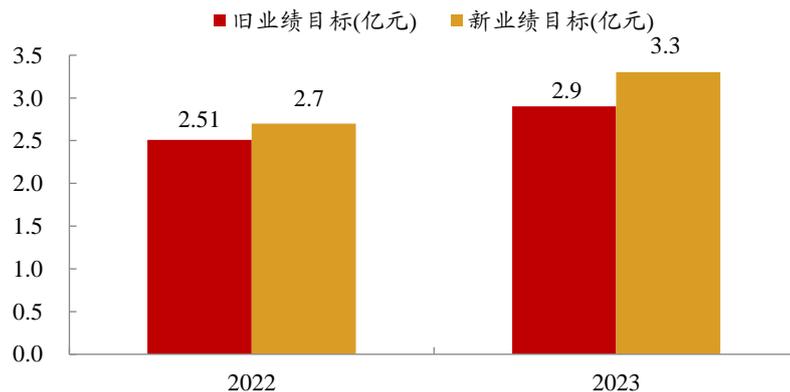
**未来发展信心充足，股权激励上调业绩目标。**22/23年公司员工持股计划中对易佰网络的扣非归母净利润业绩指标分别为2.7/3.3亿元(剔除股权激励支付费用后)，较原并购对赌业绩承诺中22/23年扣非归母净利润2.51/2.9亿元的业绩目标分别提升0.19和0.4亿元。

表3.6 3.6亿业绩目标促进公司发展

员工对象	实际控制人、董事、监事、高级管理人员共8人；中层管理人员和核心骨干7人	
股份来源	公司回购专用证券账户回购的华凯易佰A股普通股股票	
股份数量	股份总数不超过800万股，占公司总股本2.77%	
计划金额	本员工持股计划拟募集的资金总额不超过5888万元	
计划价格	本员工持股计划受让公司回购股份的价格为7.36元/股	
业绩考核	2022年	目标：易佰网络22年扣非归母净利 <b>不低于2.7亿元</b> 触发值：无
	2023年	目标：易佰网络22-23年扣非归母净利润累计 <b>不低于6亿元</b> 触发值：易佰网络2022-2023年扣非归母净利润累计 <b>不低于5.7亿元</b>

数据来源：公司公告，财通证券研究所

图17.子公司易佰网络扣非归母净利润股权激励目标较对赌目标显著上调



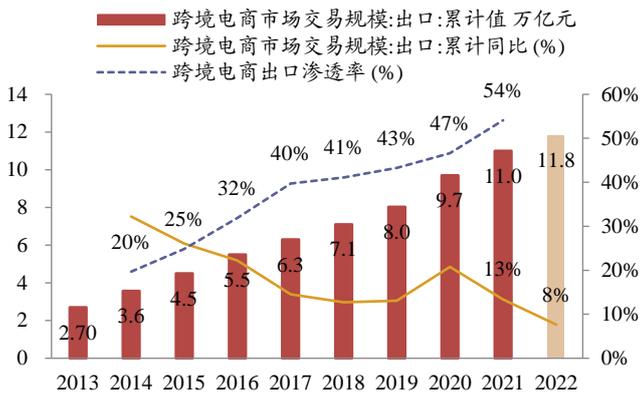
数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2 跨境电商业态升级，带来新一轮发展机会

### 2.1 零售线上化持续，跨境电商长坡厚雪

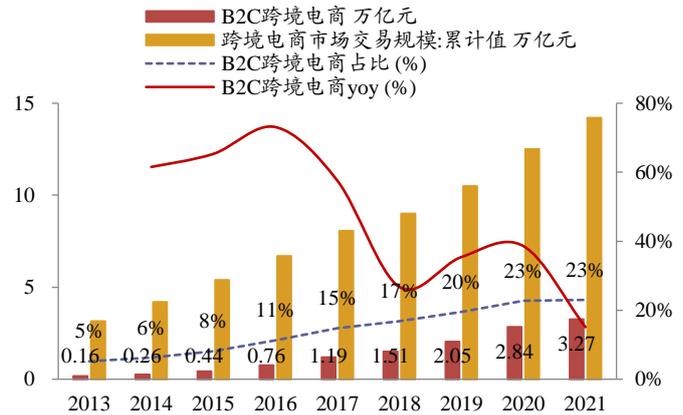
长期来看，跨境电商缩短贸易链条、本质提升跨境零售效率，赛道长坡厚雪。2013年以来我国出口跨境电商行业高速发展。网经社数据显示，2021年中国跨境电商出口金额11万亿元，占贸易出口总额的54%，CAGR3为15.7%；其中，2018年以来B2C模式增速亮眼，2021年规模达3.3万亿元，占整体跨境电商的23%，CAGR3达29.3%。

图18.我国跨境电商行业对外贸出口贡献率持续提升



数据来源: Wind, 网经社, 财通证券研究所 (2022年为预测值)

图19.B2C模式快速发展,持续简化贸易链路

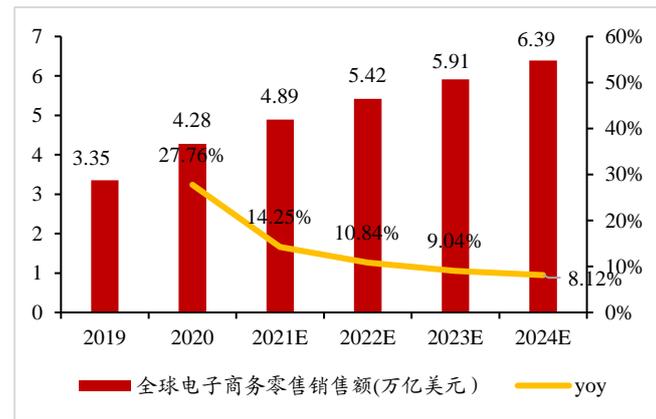


数据来源: Wind, 网经社, 财通证券研究所

线上化渗透持续，推动全球电商零售额不断增长。据eMarketer，2020年全球电商零售为4.28万亿美元，预测2021-2024年市场规模CAGR为10%。

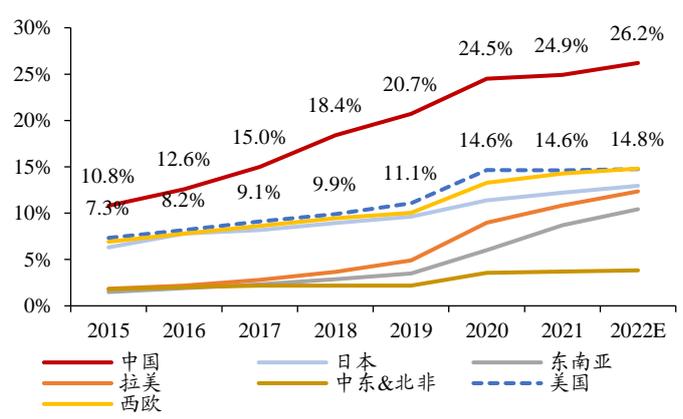
2021年我国零售线上化率已约25%，根据eMarketer数据，作为发达经济体的美国、西欧地区则不足15%，东南亚、拉美等新兴市场国家的电商渗透率则为10%或更低，仍有较大提升空间；受疫情催化，2020年全球零售线上化率冲高，21-22年海外出行放开后有所放缓但仍高于疫情前水平，逐渐回归常态化增长轨迹。

图20.21-24年全球电子商务市场规模CAGR约10%



数据来源: emarketer, 网经社, 财通证券研究所

图21.各国/地区电商渗透率持续提升,线上化空间巨大

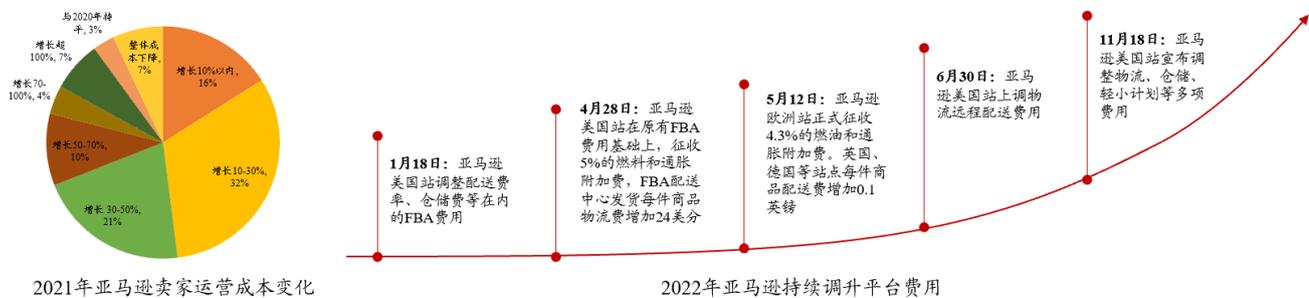


数据来源: emarketer, 网经社, 财通证券研究所

## 2.2 行业精细化发展,竞争格局持续优化

亚马逊平台封号事件叠加平台费用上涨，卖家洗牌或将加剧，跨境行业竞争格局逐渐优化。(1) 封号事件长期有助于优化亚马逊竞争环境。2021年4月以来，亚马逊针对刷单刷评行为进行封号。短期被封号卖家低价甩卖影响行业竞争，长期来看随着被封号卖家洗牌完成、亚马逊平台管理趋严，亚马逊平台竞争环境或得到优化，以往合规经营的卖家将吸纳来自其他卖家的流量，份额有望提升。(2) 受制于宏观环境扰动以及行业增速放缓，亚马逊持续调升平台费用，部分卖家将溢出。2021年受运输费用上升，2022年受全球通胀影响以及行业增速放缓，亚马逊成本高企并将成本向下游转移至卖家，2021-2022年亚马逊卖家成本持续提升。部分卖家为了减缓亚马逊平台成本压力，逐渐开始聚焦独立站等新兴渠道，亚马逊卖家存溢出现象，短期来看将优化整体竞争环境。

图22.2021-2022年亚马逊平台卖家成本持续提升



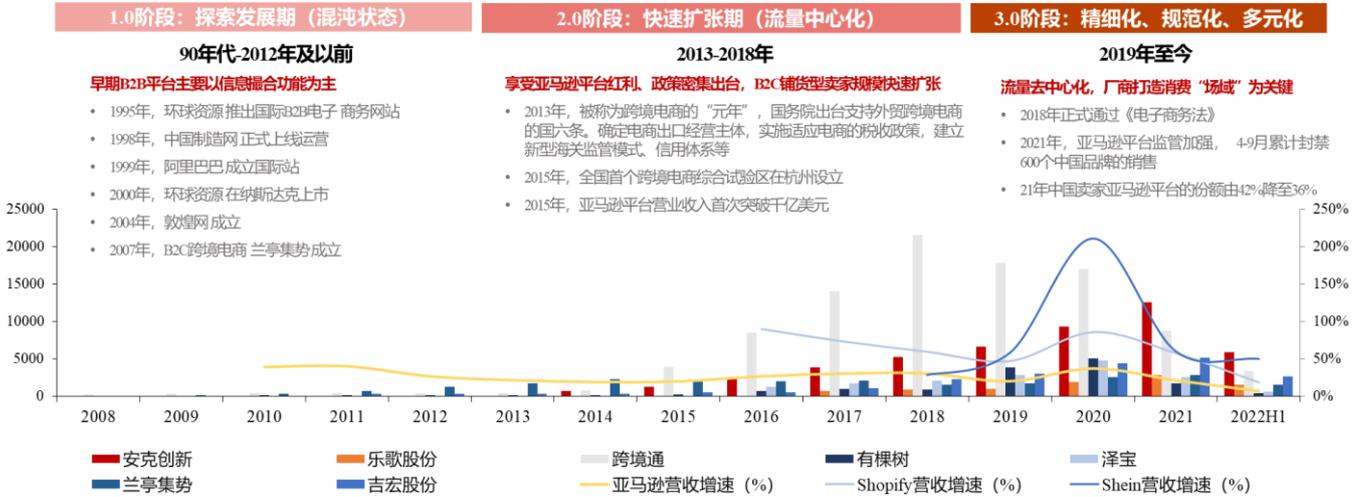
数据来源：雨果跨境，财通证券研究所

### 2.3 流量平台多元化，场域塑造为竞争关键

跨境电商发展历程也是流量变革的历程，伴随海外流量平台多元化，B2C电商进入3.0发展阶段。从1.0阶段自建平台的零散流量，到2.0阶段亚马逊的市占率快速提升，平台流量红利带动了“铺货型”跨境电商卖家业绩的快速爆发。

2019年起 Facebook、Youtube、TikTok 等新一代流量平台的崛起，推动线上流量向 Shein 等自建平台、以及 Shopify 等品牌自建站等多元化平台倾斜。流量平台的多元化推动 B2C 电商的模式多元化，对跨境电商厂商提出了新的要求。

图23.跨境电商发展历程及商业模式



数据来源：wind，各公司公告，财通证券研究所

流量变革背景下，跨境电商“场域”运营能力成为竞争的关键因素。跨境电商 3.0 阶段中，平台流量去中心化与监管力度提升为主要变化。即“人、货、场”模型中的客流逐渐分散，商家流量获取难度逐渐加大，推动消费决策的“场域”塑造成为跨境电商企业竞争关键。

**“精品”卖家品牌化，“泛品”卖家数字化，为商业模式升级的必经之路：**（1）精品模式通常采用“爆款”策略，并以品牌化为最终目标，通过品牌影响力获取自主流量，并通过高溢价缓冲运营风险、支撑较高的研发投入；（2）泛品模式通常以多 SKU 响应更多需求，对运营周转效率的要求更高，因此泛品类电商通常采用数字化方式进行风控。通过数字化进行精准的消费“场域”构造、以及高效率的供应链为泛品模式公司的核心能力。

图24.跨境电商公司商业模式逐渐分化，“品牌化”与“数字化”为主流发展路径

B2C 跨境电商运营模式

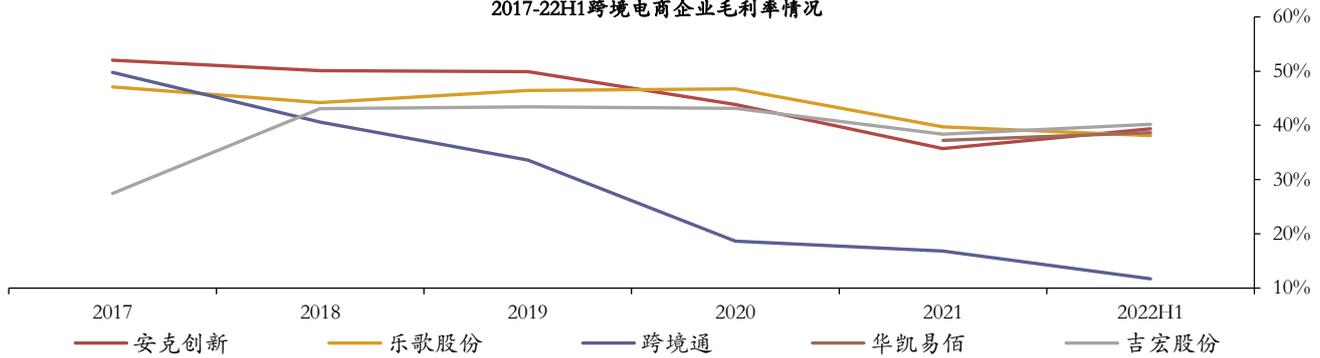
精品逻辑→品牌化

- 模式：精简SKU，通过打造“爆款”加强消费者认知，具备较大的营销、研发投入，最终以品牌认知取得溢价。
- 代表公司：安克创新、乐歌股份
- 流量来源：亚马逊+独立站+线下商超
- 商业模式：产品优势+高溢价+品牌打造

泛品逻辑→数字化

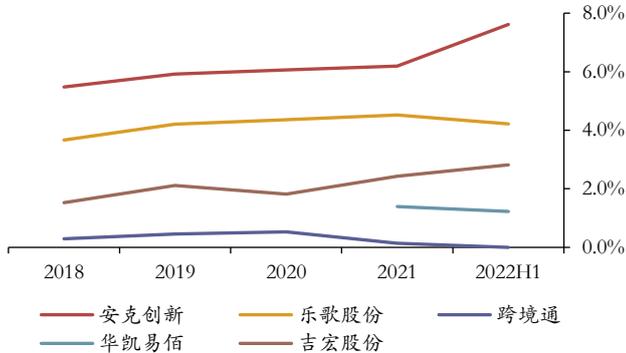
- 模式：多SKU，于快速响应更多消费者需求，并通过数字化、供应链管理来降低选品风险、提升盈利能力。
- 代表公司：SHEIN、华凯易佰、吉宏股份
- 流量来源：自建平台 or 亚马逊 or 社交媒体
- 商业模式：精准选品+高性价比+流量运营

2017-22H1跨境电商企业毛利率情况



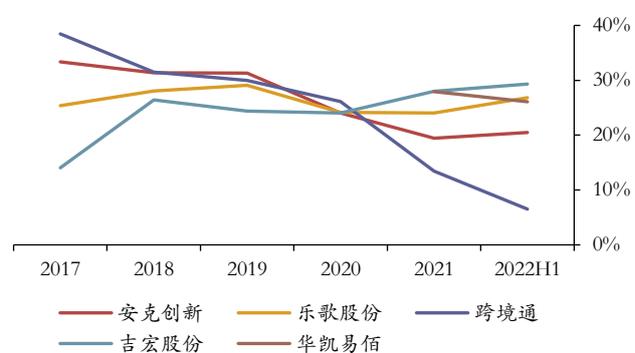
数据来源：wind，各公司公告，财通证券研究所

图25.品牌化公司的产品研发投入较高



数据来源：wind，财通证券研究所

图26.泛品类公司的流量获取成本相对较高



数据来源：wind，财通证券研究所

### 3 数字化铸成竞争壁垒，主业品类+区域拓展或超预期

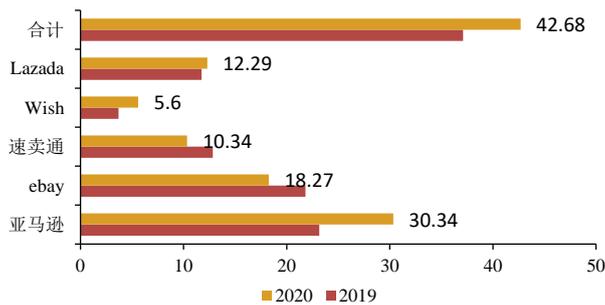
公司坚持以经营质量为导向，从 2018 年起先投入信息化系统建设，2019 年公司“易佰云”系统上线后实现了较高运营能力，并通过数字化功能的持续迭代逐渐形成技术壁垒。

易佰网络属于泛品类电商，执行多品类、多店铺发展的经营策略，SKU 数量众多，终端客户表现出高分散度、低客单价、低复购率的特点。2019 和 2020 年，公司

平均每个客户订单量为 1.28 和 1.48 单，即绝大部分付款客户在 1 年内仅有 1-2 次订单，复购率较低。

泛品类经营要求公司能够：1) 快速识别市场需求，优化产品结构；2) 高效率运营，对海量 SKU 进行精细化营销与库存管理；3) 精细化供应链能力，快速匹配下游需求。为此，公司大量投入研发信息系统，包括基础架构、系统模块、智能应用三个体系。

图27.公司各平台上架商品 SKU 数量 (万个)



数据来源：公司并购报告，财通证券研究所

图28.公司客户呈高分散度、低客单价、低复购率

	2019	2020
活跃客户数 (万人)	2419	2131
总订单数 (万单)	3098	3150
<b>年度客均订单 (个/人)</b>	<b>1.28</b>	<b>1.48</b>
营业收入 (万元)	356715	425927
平均销售单价 (元/个)	86.01	108.5
<b>平均订均收入 (元/单)</b>	<b>115.14</b>	<b>135.20</b>
客均收入 (元/人)	147.46	199.88
店铺数 (个)	334	498
<b>店均订单数 (万单)</b>	<b>9.28</b>	<b>6.33</b>

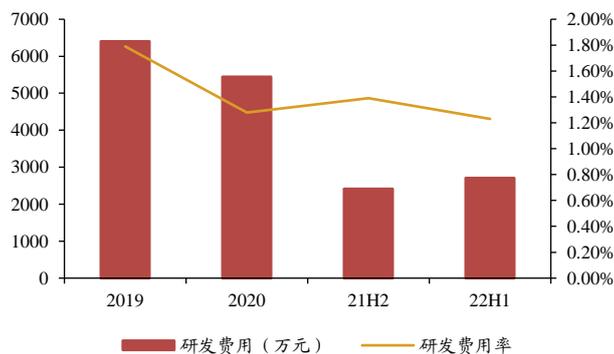
数据来源：公司并购报告，财通证券研究所

### 3.1 精修数字化内功，运营效率显著优化

公司研发人员数量和研发投入持续增加，提高信息化建设能力。19-20 年易佰网络对内部管理系统投入的研发费用比率达 1.54%，高于其他泛品类跨境出口电商企业约 0.9%的均值水平。

目前公司专门从事系统设计开发和数据算法研究的研发团队达约 200 人，占公司总人数的 10%。其中，数据算法研究人员约 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。

图29.公司于 2019 年集中进行了数字化系统研发投入



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图30.公司人均销售额持续提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

目前，公司“易佰云”ERP 系统已实现包括智能刊登、智能调价、智能广告、智能备货等功能，以数字化手段代替人为决策，大幅提升了采购备货、销售运营、库存管控等环节经营效率，显著优于市场上其它铺货模式卖家。

图31.公司建设四大智能数字化系统，大幅优化运营效率



数据来源: wind, 公司公告, 财通证券研究所

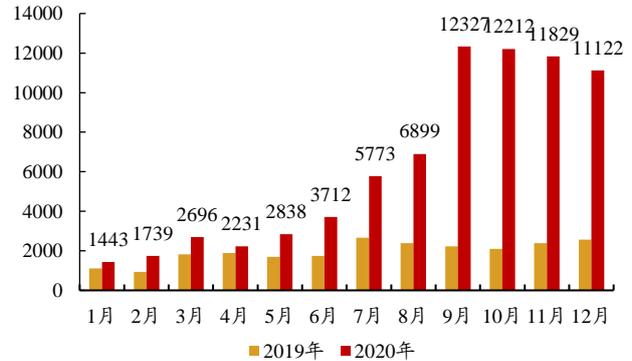
1) **智能刊登系统**: 解决了采用人工刊登的泛品类卖家编辑速度慢、批量修改慢、翻译成本高等痛点,有助于快速上线商品、抢占市场,提升商品在电商平台的曝光度和订单转化率。

图32.公司员工数量逐步下降(人次)



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

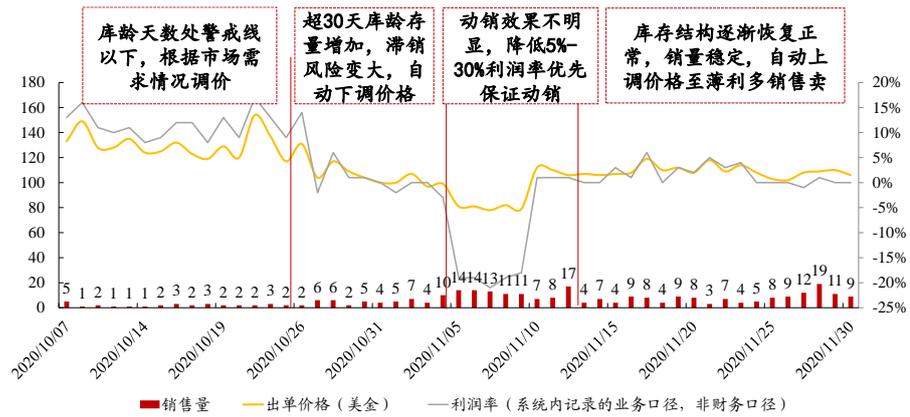
图33.2020年人均Listing数量大幅提升(条/人)



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

2) **智能调价系统**。2018年易佰网络开始自主研发智能调价系统,2019年10月起开始与ERP系统实现数据交互。该系统根据库存、库龄、日均加权销量等维度,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,并实现批量、快速的价格升降调整,从而促进公司2020年毛利率较2019年度大幅提升1.71pct。

图34.SKU智能调价系统调价逻辑及过程案例(个)



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图36.公司智能调价系统上线后助力2020年毛利率大幅提升



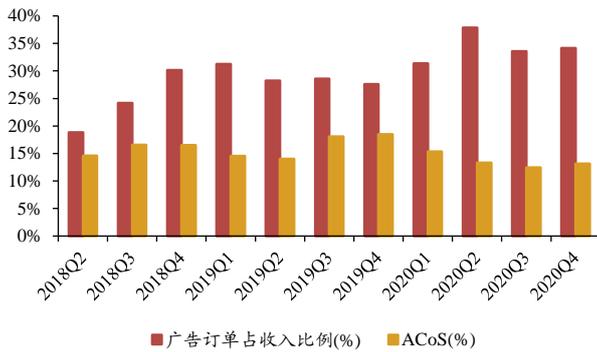
数据来源：公司公告、财通证券研究所

**3) 智能广告系统。**2018年易佰网络开始自主研发，后突破十亿级广告数据存储和实时运算的技术壁垒，可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，解决泛品类跨境电商由于SKU规模庞大而产生的单位推广成本高、转化率低的的问题。

2019年投入使用后，公司ACoS值出现明显下降，(ACoS值=广告总支出/广告总销售额)，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；同时，相比于传统销售人员管理广告投放，智能广告系统上线后人均作业效率提升近300%。

图37.智能广告系统显著提升广告投放效果

图38.2020年广告人员人均接手站点数量大幅提升(个)



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

**4) 智能备货系统。**2018年11月起公司开始自主研发智能MRP计划系统, 基于实时库存量、预计到货、供货交运周期、物流时效等影响因素, 自动输出采购、调拨、发运等指令建议并传输至其他系统模块, 指引人员执行指令, 以实现供应链关键环节的智能化精细化管控, 大幅改善公司库存周转情况。

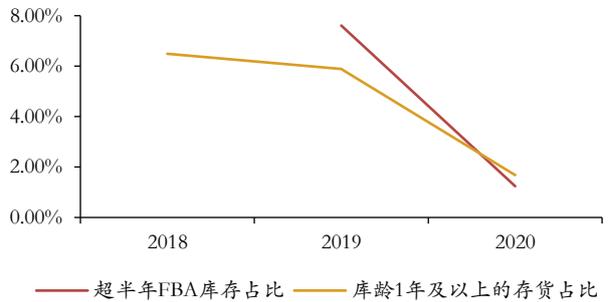
**产品开发迅速, 供应链管理效果显著。**新冠疫情中, 易佰网络基于终端消费者需求, 迅速开发并供应了消毒防护、远程办公教学、母婴玩具、厨房卫浴、园艺日用、室内健身等新产品6000余种, 平均开发周期在7天以内。

图39. 上线智能系统后公司库存周转天数显著下降



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图40. 2019年后公司高库龄存货占比大幅下降



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

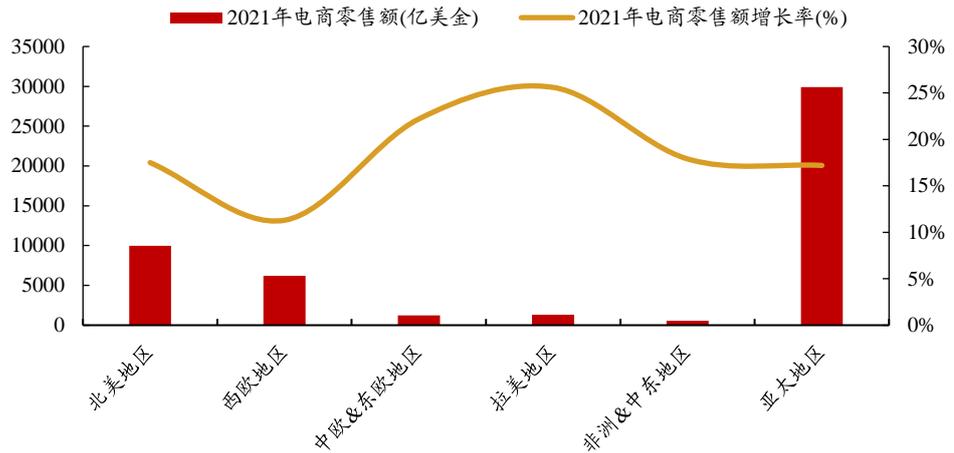
### 3.2 以欧美为基础, 拓展新兴市场

相较于欧美成熟市场, 发展中地区有望将成为跨境电商新蓝海, 公司计划23年重点布局拉美市场。中欧&东欧地区、拉美地区、非洲&中东地区的电商业处于刚起步阶段, 疫情后线上消费习惯持续, 叠加本土新兴电商平台的流量红利, 新兴市场跨境电商机会显现。

公司计划以拉美地区新兴综合美客多平台(Mercado)为核心, 布局拉美市场, 包括墨西哥、智利、巴西等地区。美客多目前为拉美地区覆盖区域最广、营收规模最大的电商平台, 2020年月均访问量达6.42亿, 高于亚马逊的1.34亿; 18-21年平台营收CAGR3达70%。

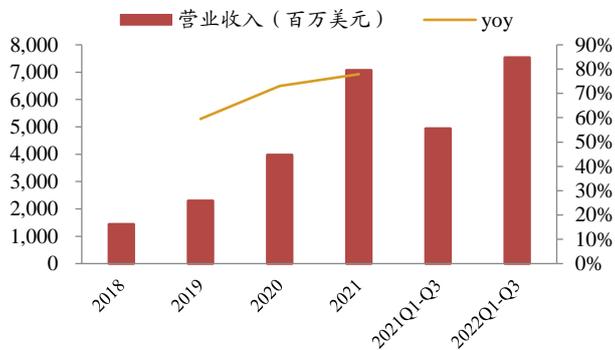
目前美客多不收取平台月租费用，卖家可免费上架商品，销售佣金根据不同品类进行收取；促销折扣可免费提报，推广费用主要用于站内外广告营销。平台商品价格可设置为美元交易，平台回款也将以美元支付，不受小币种货币波动影响。公司凭借成熟的数字化运营系统及供应链能力，有望充分享受拉美地区电商平台红利。

图41. 发展中国家和地区跨境电商增速领先



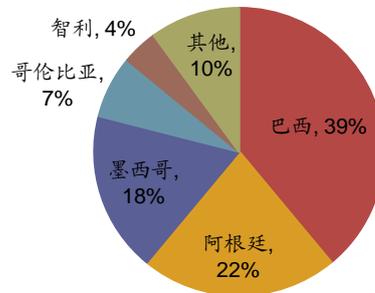
数据来源：艾瑞咨询、财通证券研究所

图42. 疫情催化美客多平台营收快速增长



数据来源：跨境眼，财通证券研究所

图43. 2020年美客多营收来源地区分布



数据来源：跨境眼，财通证券研究所

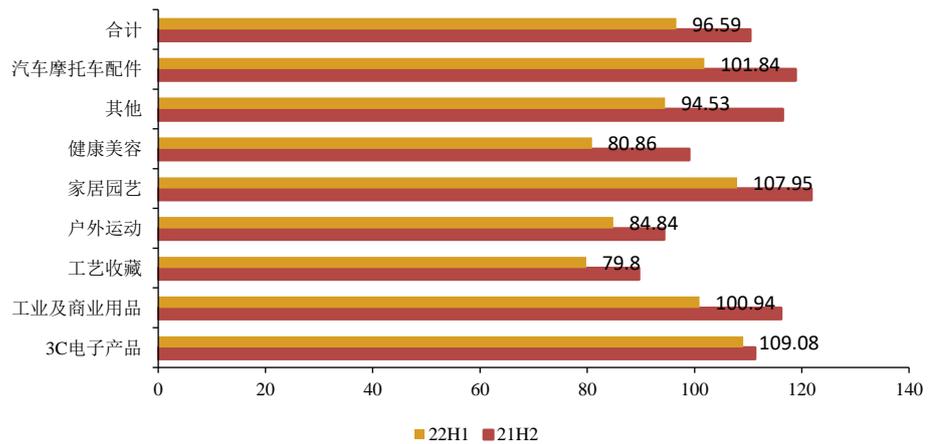
### 3.3 创建精品品牌，切入高价位类目

以选品为中心，拓展高溢价精品类目。精品是指客单价相对较高、品牌属性强、在研发方面有所投入的产品主要包括厨房家电、智能家居、宠物用品等类目。

2021年受亚马逊封号事件影响，精品市场经历了行业洗牌，专业人才、供应链资源在市场上流动。公司基于自身质量标准体系建设，以及数字化运营系统的优势，计划通过创建相对高粘性、高溢价的自有商品品牌，补齐品类短板，增强企业的盈利能力。

在产品的研发设计方面，公司主要以选品为主，以研发设计为辅。目前精品部门拥有一支有丰富经验、独立运营的团队，选品侧重于细分类别中竞争不饱和同时市场需求必要稳定的品类。公司计划精品客单价在 52 美元左右（约 350 元人民币），显著高于目前所经营的泛品均价 100 元左右。公司预计 22 年精品品类营收占比达 8%，公司计划 23 年将精品销售收入占比提升至跨境电商出口业务的 10% 以上。

图44.公司分品类商品均价（元）



数据来源：公司公告、财通证券研究所

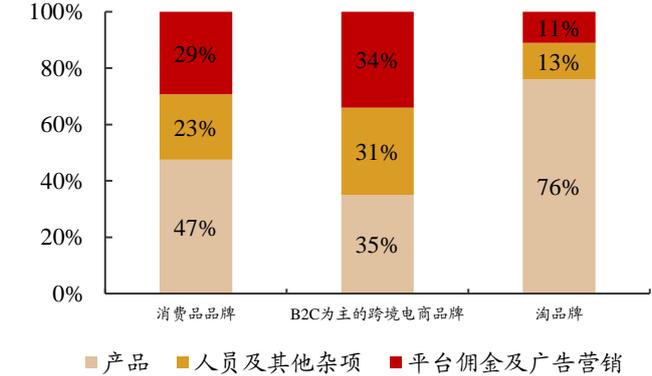
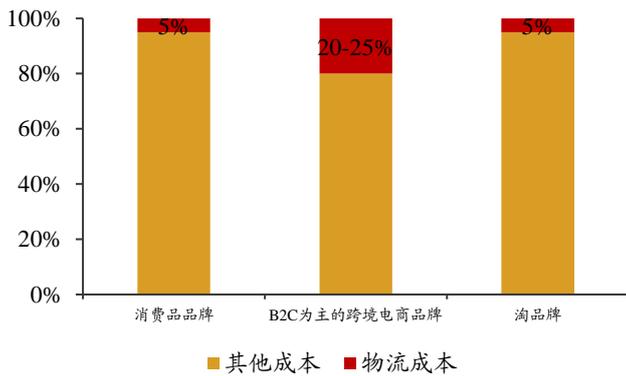
#### 4 跨境电商综合服务有望成新业绩增长点

当前中小卖家仍贡献跨境电商主要市场，跨境电商综合服务成为重要配套产业。据 MarketPlaces 数据，2020 年头部 0.9% 的大卖贡献亚马逊 50% 的交易额，另外 50% 则由 166 万个中小卖家贡献。

从成本结构上看，跨境电商卖家仓储物流、平台佣金、广告营销等成本来源显著较高，催化服务商需求产生。2022 年以来海外宏观经济扰动，成本高企使得中小卖家急需提高生存能力，也使得中小卖家对优质跨境电商服务商的需求日益提升。中小卖家可以借助专业服务商改善自身短板，补齐自身商业链条，达到降本增效的结果，相较于自主组建业务团队，可以节约成本和提高效率。

图45.与国内电商相比，跨境电商物流成本比重更大

图46.跨境电商卖家其他成本结构（剔除物流成本）



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图47. 中小跨境电商卖家在物流、运营等方面亟需借力服务商

成本结构差异	行业困境	对专业服务商的要求
<p>物流成本 (跨境电商&gt;其他)</p>	<p>1) 跨境电商物流距离长、参与主体多、复杂度高，导致物流费用高 2) 国际环境加剧跨境运输不确定性，影响企业物流和资金流</p>	<p>1) 需要物流信息以迅速调整仓储备货运输方案 2) 需要整合大量优质供应链资源的高容错供应链管理服务商</p>
<p>平台佣金及广告营销 (跨境电商&gt;其他)</p>	<p>1) 海外平台收取更高佣金及推广费用 2) 中国企业海外营销经验不足，前期品牌推广投入高</p>	<p>1) 需要掌握广告策略和丰富经验的跨境营销服务商 2) 需要具备全案化跨境营销能力，拥有多个媒体服务矩阵的服务商</p>
<p>人员及其他杂项 (跨境电商&gt;其他)</p>	<p>1) 企业发展下企业规模扩大，但是跨境管理经验不足</p>	<p>1) 需要借助ERP等软件以优化人力资源价值，提高企业的经营效率</p>

数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

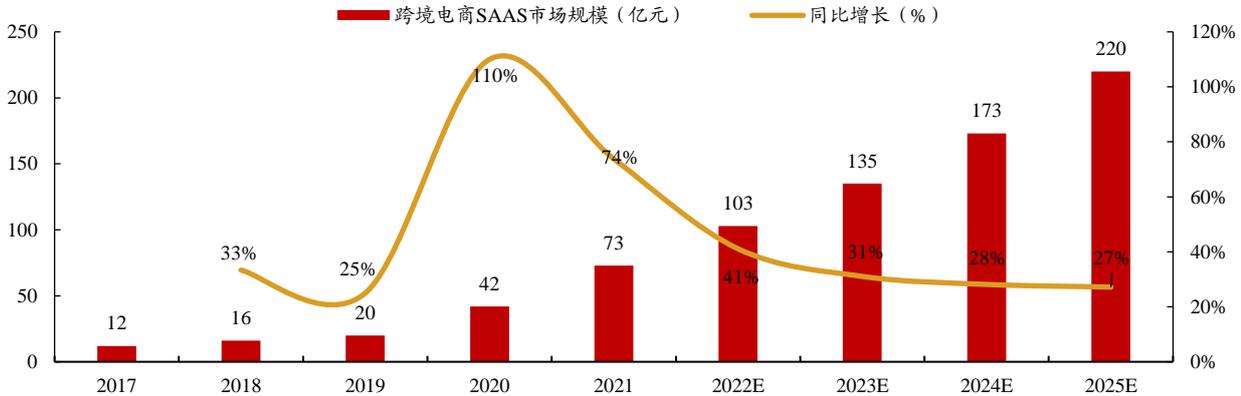
#### 4.1 行业空间：2025 年软件、营销、合规服务行业规模达百亿

**软件服务方面**，跟随跨境电商行业发展实现快速增长。2020、2021 年增速分别达 110%、74%。2022 年以来增速放缓但预期保持较高双位数增长，预计 2021-2025 年 CAGR 为 31.76%，主要考虑到跨境电商行业发展趋于精细化、专业化，对 SAAS 等专业化软件服务需求提升。

**营销服务方面**，据商务部统计，2021 年全国互联网营销推广服务的服务外包合同签约额和执行额分别为 60.7 亿美元和 37.7 亿美元，同比增长 31%和 25%，2021 年增速边际向上或主要系各平台流量红利减退驱使跨境企业转向营销投放效率更高的专业服务商。

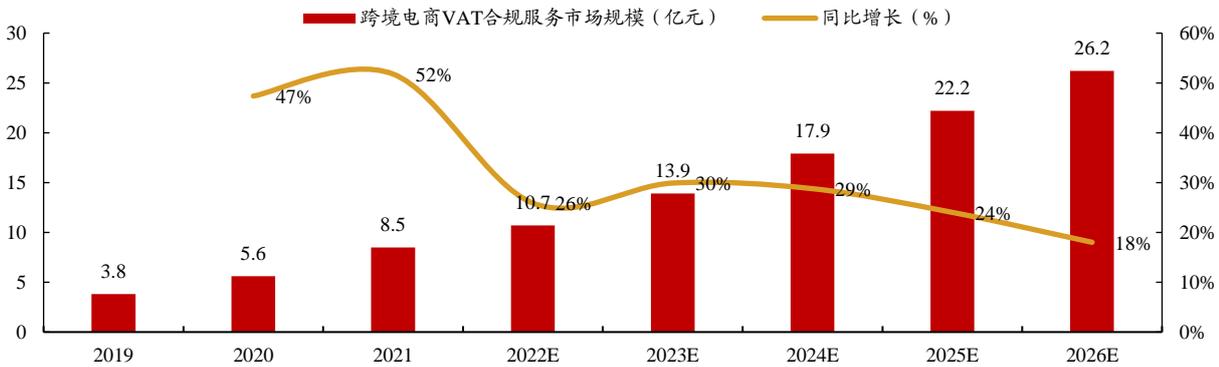
**合规服务方面**，伴随跨境电商行业合规化进程加快，增值税政策重定等因素，合规服务的需求不断扩大，预期 2021-2026 年 CAGR5 为 25.25%。若考虑物流/渠道服务（头程揽收、跨境清关、落地配送等），预计跨境电商服务商行业空间广阔。

图48.跨境电商软件服务行业快速发展，预计21-25年CAGR3达32%



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图49.跨境电商合规服务愈发重要，预计21-26年CAGR5达25%



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

#### 4.2 竞争环境：格局分散，专业综合化服务商有望实现份额提升

**细分赛道和服务商众多，市场集中度较低：**（1）跨境电商服务商细分赛道众多催生众多服务商，跨境电商服务商主要分为软件服务、营销服务、金融服务和物流/渠道服务商，其中软件服务又细分ERP、供应链、选品等不同领域，营销服务分为营销技术和数据分析两个领域。（2）跨境电商的快速发展吸引了大量传统企业切入跨综服领域。行业发展前期整体呈供不应求情况，因此难以形成规模化的服务商企业，市场集中度较低。

**行业发展初期，综合服务商与单一服务商并存。**一方面，跨境电商服务商行业有众多细分赛道可供厂商选择。另一方面，受限于技术、资金和人才壁垒，大部分为单一服务商，重点发展特定产品服务或兼顾少量其他协同产品服务，以期形成该领域的相对竞争优势；小部分为综合服务商，凭借自身资源，同时发展各产品服务，以期跨境电商厂家提供全方位服务来换取竞争优势，以有赞为例，目前已有独立站、营销、ERP等产品。

**表4.跨境电商服务商产业链一览，综合服务商与单一服务商并存**

模式	赛道	服务内容&特点	代表企业
软件服务(以 SaaS 为主)	ERP SaaS	一站式管理、精细化运营、AMZ、服务中台	领星、易仓
	供应链 SaaS	供应链结算与管理、仓库管理、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	Jungle Scout、Sorftime
	外贸 SaaS	外贸管理、海外客户管理、外贸一体化	小满科技、孚盟
	独立站	私域流量、一超(Shopify)多强、独立站生态	Shopline、Ueeshop
营销服务	国内 SaaS 布局跨境	成熟型厂商成投/收购/自研、一站式解决方案	有赞、聚水潭、光云
	营销技术	MarTech、全球营销推广、广告投放、平台代理	飞书深诺
	数据分析	客户数据平台、智能运营、智能商业决策	CaptainBI、GrowingIO
	金融服务	支付、换汇、结算平台、供应链金融	pingpong
	物流/渠道服务	头程揽收、跨境清关、海外仓、落地配送	跨境好运、运去哪、Speedaf

数据来源：36 氪，财通证券研究所

伴随行业发展趋于成熟、中小卖家成本高企背景下对优势服务商需求提升，综合化、专业化趋势将更加明显，具备一站式服务能力和某一领域服务能力突出的企业更有优势。行业发展初期供不应求局面使得服务商良莠不齐，随着跨境卖家对成本管控的诉求提升，其对优质跨境服务商的需求也将提升，供需趋于平衡的背景下以往服务能力较低的服务商或逐步出清。

我们认为具备一站式服务能力和某一领域服务能力突出的服务商份额有望得到提升。成本高企背景下，中小卖家更倾向于能提供一站式解决方案的综合服务商（基于更低综合成本）；单一服务商深耕一个领域，能够形成较强专业优势的公司则能够具备一定竞争力。

### 4.3 亿迈优势：专业综合化服务商，提供前端+后端全供应链服务

行业内少有能够提供长链条解决方案并兼备数字化能力的服务商。亿迈能够为跨境卖家提供从后端供应链到前端开店、运营等长链条解决方案：

- （1）前期开店过程中能够为卖家提供账号注册、VAT 注册和转代理、商标服务。
  - （2）后端产品开发服务满足卖家选品需求。
  - （3）后端采购品控服务为卖家提供优质供应商资源，集采降成本。
  - （4）后端仓储物流服务为卖家提供从前期仓储集货到后期终端配送服务。
  - （5）前端运营支持服务为卖家提供智能广告投放等服务。
- 此外，公司特有的智能备货、仓储管理等数字化能力能够提升整体运营效率。长链条解决方案能够较大程度降低中小卖家供应链管理难度，同时提供更有竞争力的成本优势。

**表5.亿迈科技核心优势**

前期开店服务	为卖家提供账号注册、VAT 注册和转代理、商标服务
产品开发服务	100W+海量商品库，自主开发具备竞争力产品，满足卖家选品需求
采购品控服务	为卖家提供优质供应商资源，同时规模集采为卖家提供较高利润空间产品
仓储物流服务	为卖家提供仓储集货、整理进出口清关资料、协调运输环节、终端配送服务，可帮助客户降低运输成本

运营支持服务	为卖家提供智能广告投放、财税合规等服务
咨询服务	为卖家提供运营广告咨询、法律顾问咨询、财税合规咨询、人力资源支持、仓储规划管理、企业战略管理等服务
集合刊登	自动引用商品库所需刊登字段信息，减少人力编辑成本； 支持批量上、下架与修改操作，高效运营； 系统实时更新侵权信息产品，规模侵权风险。
智能备货	根据销量、库存、在途和发运周期提供科学备货建议，提高周转率； 可同步生成采购计划和平台仓备货计划。
数字化赋能	一键发货
	订单自动匹配发货仓、物流渠道，提高运营效率； 可自定义设置支付、拦截、作废规则，免去人工操作。
	仓库管理
	实时更新共享库存动态，减少库存压力； 自定义独享库存，满足自备货需求，灵活应对旺季订单。
	财务管理
	精准计算业务利润，细分 SKU 维度利润率，掌握盈利情况
	数据中心
	多维度统计商品销售数据，了解动销率； 订单量、结算金额数据监控。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

**电商综合服务与公司主营业务存在协同效应：**（1）不同于传统服务商，公司具有跨平台和跨地区的跨境电商布局经验，可以凭借自身数字化技术能力和供应链管理优势，为卖家提供更贴合业务、更全案化的服务方案；（2）原有业务经验也能够为电商综合服务起到较好背书作用；（3）此外，公司向外产生的服务亦可以形成数字资源，进一步强化公司系统的智能化程度，以形成自身的竞争壁垒。

根据公司投资者关系交流纪要，至 2022 年末公司“亿迈”业务已处于盈利状态，合作商家近 120 家，伴随业务拓展有望持续为公司贡献增量利润。

## 5 盈利预测与估值

公司目前营收主要来自于易佰网络商品销售收入，收入端泛品业务有望修复以及精品业务、服务业务持续贡献增量，利润端考虑到海运成本回落，我们预计未来三年公司营业收入 CAGR 约 47.69%，净利润 CAGR 约 263.02%，分拆情况如下：

- **华凯分部营收：** 预计 2022-2024 年收入分别为 1.09/0.92/0.74 亿元，对应增速分别为-10%/-15%/-20%，营收保持同比下降主要系公司业务战略性转移。
- **易佰网络商品销售营收：** 2022 年泛品业务呈逐步修复过程，全年营收预计低于 2021 年，2023 年随着品类扩张、新兴市场拓展，泛品业务有望回归常态化增长；精品业务在低基数与市场竞争弱化背景下，2023 年有望继续保持较高增长。整体预计 2022-2024 年营收分别为 43.19/54.66/66.10 亿元，对应增速分别为 -8.11%/26.57%/20.93%。其中 2022-2024 商品销售收入 40.69/49.66/58.6 亿元，2023-2024 对应增速分别为 22.06%/18.01%；2022-2024 年精品销售收入 4.5/6.75/10.13 亿元，2023-2024 对应增速分别为 50%/50%。

盈利能力方面，考虑到海运成本回落，预计 2023 年毛利率有望得到较大程度提升，但考虑到为保持性价比优势降低产品售价，预计 2024 年毛利率小幅下降。因此我们预计易佰网络商品销售业务 22-24 年毛利率分别为 40.35%/42.47%/42.25%。

- **易佰网络跨境综合服务业务营收：**亿迈平台从 2021H2 开始运营，22Q1-Q4 营收规模环比持续提升，预计 2022 全年营收 2.5 亿元。随着后续合作商家数量和交易量提升，预计保持较高双位数增长。整体预计 2022-2024 年营收分别为 2.50/5.00/7.50 亿元，对应增速分别为 1415.15%/100%/50%。

盈利能力方面，轻资产运营带来较好盈利水平，预计服务业务 2022-2024 年毛利率分别为 16%/16%/16%。

表6.华凯易佰盈利预测（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	1.35	20.75	44.27	55.58	66.84
YOY	-67.2%	1435.1%	113%	26%	20%
毛利率 (%)	17.8%	37.2%	38.6%	39.7%	39.1%
一、华凯营收	1.35	1.21	1.09	0.92	0.74
YOY	-67.2%	-10.7%	-10%	-15%	-20%
毛利率 (%)	17.8%	-	24.4%	21.1%	22.8%
二、易佰网络营收	42.59	47.00	43.19	54.66	66.10
YOY	19.40%	10.35%	-8.11%	26.57%	20.93%
毛利率 (%)	61.3%	-	38.94%	40.04%	39.28%
泛品类业务			40.69	49.66	58.60
YOY			108.35%	22.06%	18.01%
毛利率 (%)			40.35%	42.47%	42.25%
精品业务			4.50	6.75	10.13
YOY				50.00%	50.00%
毛利率 (%)			38.00%	38.00%	38.00%
跨综服业务		0.17	2.50	5.00	7.50
YOY			1415.15%	100.00%	50.00%
毛利率 (%)		16.00%	16.00%	16.00%	16.00%

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所（子公司易佰网络于 2021 年 7 月 1 日起并表）

**盈利预测：**综上，预计公司 2022-2024 年营收分别为 44.3/55.6/66.8 亿元，同比增长 113%/25.5%/20.3%，归母净利润分别为 2.1/3.0/3.8 亿元，同比增长 343.5%/43.0%/24.4%，EPS 分别为 0.74/1.05/1.31 元。

**估值：**当前对应 22-24 年 PE 为 21/15/12X，23-24 年 PE 略低于可比公司。

可比公司选择：其中安克创新为跨境电商龙头，主打欧美市场与亚马逊渠道，与公司有相似之处；吉宏股份为东南亚单页电商龙头，在数字化运营与供应链组织模式方面与公司具有较强可比性；小商品城在经营品类方面与公司类似，同时其以实体商家资源为基础，拓展全链路跨境综合服务第二增长曲线，在新业务拓展战略方面具有一定相似性。可比公司平均值来看，2022-2024 年 PE 分别为 20/16/14。

表7.可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002803.SZ	吉宏股份	59.15	2.27	2.70	3.43	4.23	22.02	21.91	17.27	14.00
300866.SZ	安克创新	257.59	9.82	11.87	14.19	16.99	43.00	21.71	18.15	15.16
600415.SH	小商品城	277.05	13.34	16.49	20.45	23.80	25.95	16.81	13.55	11.64
	平均值						30.32	20.14	16.32	13.60
300592.SZ	华凯易佰	44.30	-0.82	2.13	3.04	3.79	-	20.82	14.55	11.70

数据来源：wind，财通证券研究所（1月20日收盘价，可比公司为 Wind 一致预测。）

## 6 风险提示

**电商平台规则大幅变动：**公司亚马逊平台销售占比近 80%，若亚马逊平台进一步提升平台及广告推广费用，将影响公司盈利能力；此外平台流量规则的改变或将提升公司的智能系统调整成本。

**海外经济大幅衰退：**23 年海外经济若出现大幅衰退将挫伤居民消费信心，甚至动摇中长期消费习惯，放慢库存去化后的复苏进程，加剧公司经营压力。

**人民币汇率波动：**美元、欧元大幅贬值将造成跨境出口公司收入下降及汇兑损失。

**行业竞争加剧：**疫情后跨境电商市场格局洗牌，但行业长期成长性仍在，新进入厂商为争夺流量可能加大市场投入，促使竞争态势再次加剧，导致公司出现市占率和盈利能力下降的风险。

**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>4427.26</b>	<b>5558.30</b>	<b>6684.09</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	111.07	1302.21	2718.93	3350.00	4071.11	营业收入增长率	-67.2%	1,435.1%	113.4%	25.5%	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%	491.0%	32.3%	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%	343.5%	43.0%	24.4%
管理费用	40.32	149.63	338.18	440.73	475.66	EBITDA 增长率	-287.8%	109.9%	6,217.6%	29.2%	9.2%
研发费用	7.11	28.92	60.09	75.09	94.16	EBIT 增长率	-407.0%	51.3%	1,168.6%	31.2%	7.8%
财务费用	5.65	29.69	18.24	16.75	13.02	NOPLAT 增长率	-458.1%	-28.2%	-905.2%	41.2%	13.6%
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>227.48</b>	<b>300.97</b>	<b>354.17</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>224.53</b>	<b>298.52</b>	<b>352.22</b>	净利率	-46.2%	-3.9%	5.3%	6.1%	6.3%
减:所得税	-3.40	23.31	-11.91	-39.71	-68.51	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>212.80</b>	<b>304.41</b>	<b>378.66</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	-96.85	525.68	-98.36	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	345.26	421.23	502.62	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	应收账款周转天数	738	42	25	25	25
预付账款	8.32	30.46	67.97	81.05	100.14	存货周转天数	578	83	105	94	100
存货	18.70	583.27	999.27	746.62	1501.98	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>3218.26</b>	<b>3943.23</b>	<b>4315.57</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>					
应付账款	238.53	454.86	375.92	703.52	574.35	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	56.83	58.05	57.88
<b>负债总额</b>	<b>473.56</b>	<b>780.58</b>	<b>907.83</b>	<b>1294.57</b>	<b>1246.17</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>0.00</b>	<b>101.45</b>	<b>125.09</b>	<b>158.91</b>	<b>200.99</b>	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	271.92	576.33	954.99	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>2310.44</b>	<b>2648.66</b>	<b>3069.39</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	212.80	304.41	378.66	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	15.2	10.3	10.8
少数股东损益	0.00	5.45	23.64	33.82	42.07	CAGR(%)					
营运资金的变动	65.93	271.96	-547.90	409.89	-938.84	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>-245.66</b>	<b>832.82</b>	<b>-445.75</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-28.56</b>	<b>-257.17</b>	<b>-251.41</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。