

## 华凯易佰 (300592.SZ) 跨境电商泛品龙头，深筑数字化壁垒驱动多元发展

2023年06月25日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

黄泽鹏 (分析师)

骆峥 (联系人)

huangzepeng@kysec.cn

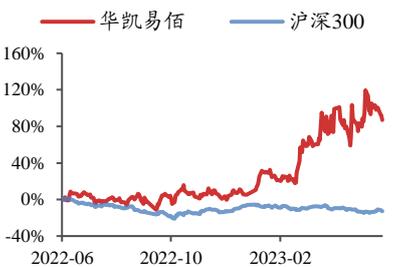
luozheng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790122040015

日期	2023/6/21
当前股价(元)	27.24
一年最高最低(元)	33.54/12.45
总市值(亿元)	78.77
流通市值(亿元)	43.09
总股本(亿股)	2.89
流通股本(亿股)	1.58
近3个月换手率(%)	523.07

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 跨境电商头部卖家，多元矩阵驱动成长，首次覆盖给予“买入”评级

华凯易佰是跨境电商行业泛品类头部卖家，通过自研信息化系统，以智能化、数字化深筑运营能力壁垒，未来在巩固泛品类竞争优势基础上，发力“精品+亿迈生态平台”，有望打造第二增长曲线。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.60/5.36/6.72 亿元，对应 EPS 为 1.25/1.85/2.32 元，当前股价对应 PE 为 21.9/14.7/11.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 跨境电商行业空间广阔，外部环境已显著改善，头部卖家有望强者愈强

我国跨境电商行业空间广阔，依托本土制造产业优势、政策扶持实现蓬勃发展。2022 年下半年以来，受益于海运价格显著回落、头部平台政策放宽等积极变化，跨境电商外部市场环境已显著改善；同时，在海外经济下行背景下，消费者对高性价比商品的需求也明显提升。竞争格局方面，未来随着行业发展进入深水区，头部卖家凭借运营能力优势及 AI 等新技术赋能，有望强者愈强。

### ● 华凯易佰：深耕跨境出口电商领域，信息化系统建设深筑运营能力壁垒

(1) **产品开发**：推动全品类开发，深度挖掘差异化蓝海品类和细分产品，“小量多批、快速试错”的管控逻辑则提升了整体效率。未来受益于海外经济下行带来的需求，公司泛品类有望表现韧性保证增长中枢，精品类则有望创造增量弹性。

(2) **产业链**：公司将国内仓与海外仓组合运用，适配不同产品；坚持多平台发展、多市场布局战略，降低经营风险，东南亚、拉美等新兴市场有望带来增量。

(3) **信息化**：未来跨境商家运营能力重要性将愈发凸显，公司战略眼光独到，先发投入信息化系统建设，智能化、数字化水平业内领先，在运营能力方面构筑坚实竞争壁垒，未来有望在库存管理、产品运营、用户触达等方面放大竞争优势。

(4) **亿迈平台**：公司创立“亿迈”一站式跨境电商综合服务平台，从商品、系统、设施和服务等四个方面，为中小卖家提供全方位的跨境业务解决方案，从而实现与传统电商企业的错位竞争，未来有望发展为公司新的业绩增长点。

● **风险提示**：宏观经济波动、市场竞争加剧、平台政策变化、新业务不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,075	4,417	6,327	8,157	9,976
YOY(%)	1435.1	112.9	43.2	28.9	22.3
归母净利润(百万元)	-87	216	360	536	672
YOY(%)	-39.9	347.4	66.7	48.7	25.3
毛利率(%)	37.2	37.9	38.1	37.8	37.7
净利率(%)	-3.9	5.5	5.9	6.6	6.7
ROE(%)	-3.7	10.4	13.9	16.5	17.1
EPS(摊薄/元)	-0.30	0.75	1.25	1.85	2.32
P/E(倍)	-90.1	36.4	21.9	14.7	11.7
P/B(倍)	3.8	3.6	3.1	2.5	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 并购易佰网络，转型跻身跨境电商泛品类头部卖家.....	4
1.1、 公司概况：并购易佰网络转型跨境电商，打造多元业务矩阵.....	4
1.2、 控股核心资产易佰网络，员工持股、业绩对赌激发成长动能.....	5
1.3、 财务：经营业绩进入新增长轨道，营运能力持续提升.....	6
2、 跨境电商：空间广阔、外部环境优化，关注新技术赋能.....	7
2.1、 空间广阔：行业规模持续增长，提升“人与货”跨境对接效率.....	7
2.2、 外部环境优化：利空因素消散，利好合规经营头部卖家.....	8
2.3、 国内产业政策大力支持，海外市场电商渗透率有望持续提升.....	9
2.4、 AI 科技赋能：短中期看运营降本提效，长期看电商生态变革创新.....	10
3、 华凯易佰：深耕跨境电商市场，信息化系统构筑运营壁垒.....	11
3.1、 产品开发：全品类叠加差异化竞争，“小量多批、快速试错”.....	11
3.2、 产业链：国内仓+海外仓协同发展，多平台+多市场共同布局.....	12
3.3、 信息化系统：打造自研系统构筑技术优势，有效提升运营水平.....	14
3.4、 小结：智能化、数字化深筑运营能力壁垒，跨境电商出海扬帆.....	17
4、 亿迈平台：赋能中小卖家，打造跨境服务新生态.....	18
5、 盈利预测与投资建议.....	20
5.1、 关键假设.....	20
5.2、 盈利预测与估值.....	20
6、 风险提示.....	21
附： 财务预测摘要.....	22

## 图表目录

图 1： 公司 2021 年并购易佰网络，成功转型跨境电商.....	4
图 2： 公司已实现对核心资产易佰网络的控股.....	5
图 3： 公司并购易佰网络后营业收入稳步增长.....	6
图 4： 2022 年下半年以来公司归母净利润快速增长.....	6
图 5： 2022 年以来公司盈利能力明显修复.....	6
图 6： 2022 年以来公司各项费用率基本稳定.....	6
图 7： 我国跨境电商市场规模保持较快增长.....	7
图 8： 我国跨境电商以出口为主（2022 年）.....	7
图 9： 跨境电商（出口）相较传统外贸，通过精简产业链环节，提升了商品与消费者间的连接效率.....	7
图 10： 2022 年以来海运价格下降明显.....	8
图 11： 海运费对跨境电商企业运输成本影响显著.....	8
图 12： 全球电商渗透率有望持续提升.....	9
图 13： 我国制造业实力是跨境电商出口的有力支撑.....	9
图 14： AIGC 技术已经被多个组织用于构建创新产品.....	10
图 15： ChatGPT 可协助优化智能客服回复.....	10
图 16： 阿里巴巴所有产品未来将接入通义千问大模型.....	10
图 17： 吉宏股份与华为云签署盘古大模型联合创新协议.....	10
图 18： 公司产品开发策略为全品类叠加差异化.....	11
图 19： 选品策略挑选出家居园艺等主要品类.....	11

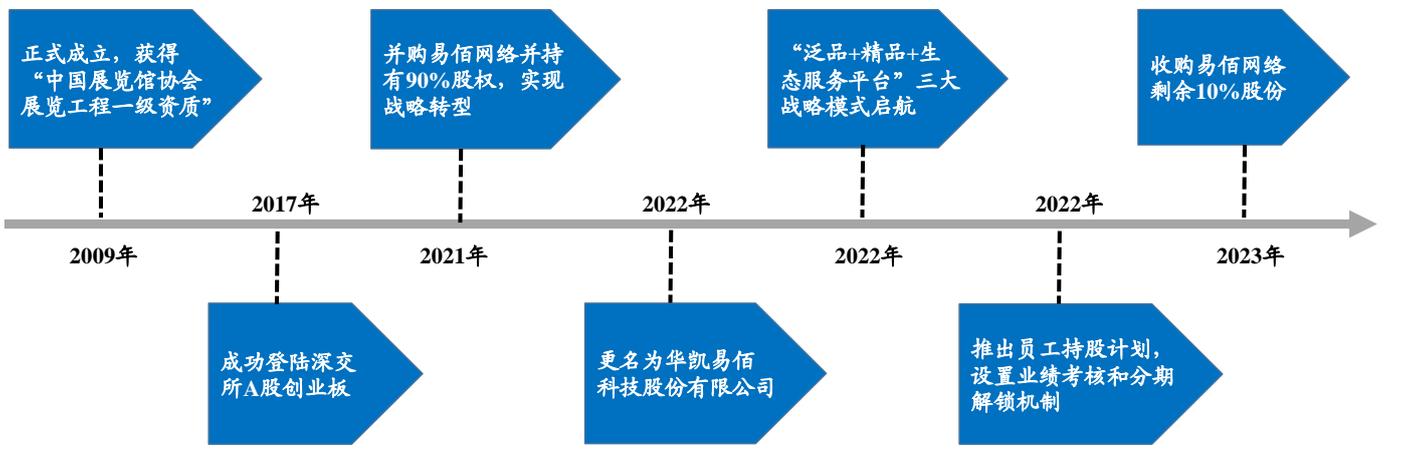
图 20: 公司产品开发各环节衔接紧密 .....	11
图 21: 平台仓占公司跨境出口电商业务的主要份额 .....	12
图 22: 海外仓已打造成成熟高效的业务流程 .....	12
图 23: 近年来公司在亚马逊平台营收比重持续增加 .....	13
图 24: 公司践行多平台发展战略 .....	13
图 25: 易佰网络主要出口地为欧美地区 (2020 年) .....	13
图 26: 我国与东南亚、拉美地区出口贸易增幅较大 .....	13
图 27: 近年来公司持续加大研发投入 .....	14
图 28: 技术助力公司业务发展, 获得省级成长型认证 .....	14
图 29: 公司智能应用系统已覆盖多业务环节 .....	14
图 30: 公司已在积极招募人才布局 AI 技术 .....	14
图 31: 智能调价系统有效提高调价效率并增强价格竞争力 .....	15
图 32: 通过智能刊登系统可实时监控刊登效率 .....	15
图 33: 智能刊登系统显著提高人效 .....	15
图 34: 智能广告系统提升广告效果, 推动销售增长 .....	16
图 35: 智能广告系统可实现定期广告监控和调整 .....	16
图 36: 智能备货计划系统基于多组参数做出决策 .....	16
图 37: 智能备货计划系统帮助公司提升存货周转率 .....	16
图 38: 新企业不断涌入, 跨境电商行业发展进入深水区 .....	17
图 39: 基于信息化科技的运营能力是公司的核心壁垒 .....	17
图 40: 公司的产品策略是重要竞争抓手 .....	17
图 41: 公司扬长避短, 顺势而为旨在高成长 .....	17
图 42: 亿迈已布局拉美海外仓 .....	18
图 43: 亿迈的仓储服务具有数量多、入仓效率高的优势 .....	18
图 44: 亿迈提供全链条供应链服务, 打造轻量运作模式 .....	18
图 45: 公司自研 13 套智能系统, 覆盖从运营到订单履约的全链条可视化流程管理 .....	19
表 1: 公司“泛品+精品+亿迈生态平台”三项业务齐头并进, 泛品为基石, 后两者构筑第二增长曲线 .....	4
表 2: 核心管理层经验丰富, 为公司长期成长保驾护航 .....	5
表 3: 亚马逊 2021 年开始收严库存限制、强调商家合规管理等, 有利于规范经营的头部卖家 .....	8
表 4: 近年来, 我国针对跨境电商产业链持续推出多重政策及配套措施 .....	9
表 5: 公司将国内仓与海外仓组合运用, 实现协同发展 .....	12
表 6: 亿迈为不同体量卖家配备了业务解决方案 .....	19
表 7: 公司估值低于跨境电商行业可比公司 .....	21

## 1、并购易佰网络，转型跻身跨境电商泛品类头部卖家

### 1.1、公司概况：并购易佰网络转型跨境电商，打造多元业务矩阵

并购易佰网络实现业务转型，快速发展跻身跨境电商头部卖家。华凯易佰科技股份有限公司（下简称“公司”或“华凯易佰”），前身为湖南华凯文化创意股份有限公司，成立于2009年，主要从事空间环境艺术设计业务，2017年成为该行业首家A股上市企业。2021年，公司并购易佰网络成功实现战略转型，大力发展跨境出口电商业务；2022年正式更名为华凯易佰科技股份有限公司；2023年，公司与芒励多、超然迈伦签署《股权转让协议》，达成收购易佰网络剩余10%股份。近年来，易佰网络业务持续发展，已跻身跨境电商泛品类头部卖家行列。

图1：公司2021年并购易佰网络，成功转型跨境电商



资料来源：公司官网、开源证券研究所

“泛品+精品+亿迈生态平台”三项齐头并进，泛品为基石，后两者为第二增长曲线。

(1) **泛品**：作为公司目前运作最成熟、规模和效益最突出的板块，通过在第三方平台（如亚马逊、ebay等）开设网店形式向境外消费者销售商品，重点布局蓝海市场，深度发挥中国供应链高性价比优势。(2) **精品**：作为公司加强跨境业务品牌化运作的新尝试，通过整合优质产业链资源、执行差异化产品开发策略，着重布局客单价相对高且竞争程度较低的产品领域，打造成为公司中长期发展着力点和利润增长点。

(3) **亿迈生态平台**：2021年创立，“亿迈”（EasySeller）一站式跨境电商综合服务平台旨在利用公司跨境电商运营资源，为其他卖家提供全方位的跨境业务解决方案（包括供应链、物流、数据化运营、跨境服务培训等），实现错位竞争。

表1：公司“泛品+精品+亿迈生态平台”三项业务齐头并进，泛品为基石，后两者构筑第二增长曲线

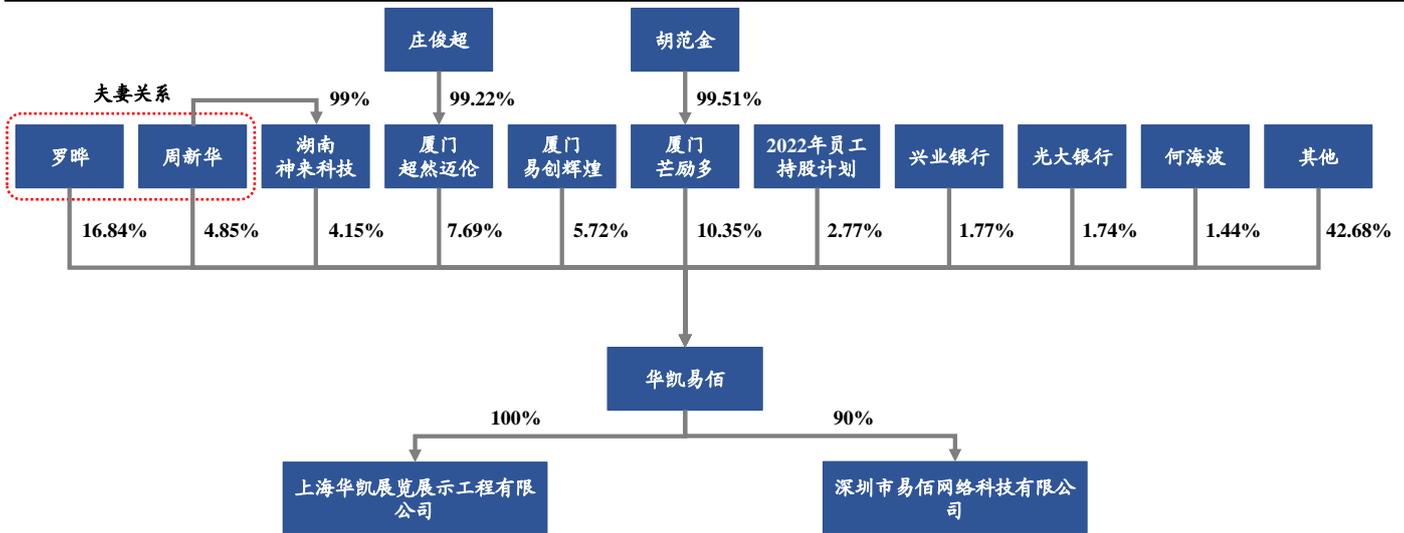
业务类型	业务介绍	具体内容	营收占比
跨境电商出口业务	实行多品类发展的经营策略，SKU数量规模庞大，风险相对分散，发展壮大考验对多店铺、多产品的统筹管控能力。	家居园艺、健康美容、汽车摩托车配件、工商业用品、户外运动、3C电子产品等。	93.0%
精品业务	以品牌孵化、爆品打造为运营核心，客单价高、SKU数量少，风险相对集中，对产品研发和营销推广要求较高。	清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线。	
跨境电商综合服务“亿迈生态平台”	为中小跨境电商卖家提供全方位的跨境业务解决方案。	“供应链管理、亚马逊孵化、美客多孵化、亿迈云仓、拉美海外仓、增值服务”六大核心业务。	6.2%

资料来源：公司公告、开源证券研究所（营收占比来自2022年年报数据）

## 1.2、控股核心资产易佰网络，员工持股、业绩对赌激发成长动能

公司收购易佰网络剩余 10% 股份，完成对核心资产的完全控股。公司实际控制人周新华及其配偶罗晔构成一致行动人。公司继 2021 年并购易佰网络 90% 股份后，2023 年 4 月与芒励多、超然迈伦签署《股权转让协议》进一步收购易佰网络剩余 10% 股份，2023 年 6 月完成工商变更登记，将易佰网络纳为全资子公司。

图2：公司已实现对核心资产易佰网络的控股



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（截至 2023 年 3 月 31 日）

公司核心管理层经验丰富，员工持股激发积极性，业绩承诺对赌彰显信心。公司管理层经验丰富，副董事长胡范金先生和董事庄俊超先生为易佰网络创始人，在跨境出口电商领域有超过 10 年的工作经验。2022 年公司推出员工持股计划，计划员工持有股票总数累计不超过公司股本总额的 10%，同时设置业绩考核和分期解锁机制，解锁条件为 2022-2023 年易佰网络扣非归母净利润分别不低于 2.7/3.3 亿元，有望充分激发员工积极性。业绩对赌方面，易佰网络在 2019-2022 年已连续四年超额完成业绩承诺（扣非归母净利润分别不低于 1.4/1.7/2.0/2.7 亿元），并于 2023 年 4 月签署的《股权转让协议》中，进一步承诺 2023-2024 年扣非归母净利润不低于 3.3/3.6 亿元。该业绩对赌目标增速明显，充分彰显公司信心。

表2：核心管理层经验丰富，为公司长期成长保驾护航

姓名	职务	履历介绍
周新华	董事长、总经理	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等，兼任湖南省总商会副会长等。
胡范金	副董事长	曾任深圳市易博发贸易有限公司执行董事等；现任湖南华凯文化创意股份有限公司副董事长，深圳市易佰网络科技有限公司副董事长等。
王安祺	董事、董事会秘书	曾任张家界旅游开发股份有限公司董秘办主任等；现任湖南华凯文化创意股份有限公司董事、董事会秘书，深圳市易佰网络科技有限公司董事等。
庄俊超	董事	曾任深圳前海新佰辰科技有限公司监事等；现任湖南华凯文化创意股份有限公司董事，深圳市易佰网络科技有限公司董事等。
贺日新	董事、财务总监	曾任德勤华永会计师事务所审计部高级审计员等；现任湖南华凯文化创意股份有限公司董事、财务总监，深圳市易佰网络科技有限公司财务总监。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、财务：经营业绩进入新增长轨道，营运能力持续提升

转型跨境电商后，公司经营业绩进入新增长轨道。公司 2021 年 7 月并购易佰网络转型跨境电商后，经营业绩开始改观。收入端看，公司 2022Q3/2022Q4/2023Q1 分别实现营收 10.91/13.58/13.79 亿元，同比分别+10.07%/+34.99%/47.44%，稳步增长；利润端看，公司 2022Q1 归母净利润扭亏为盈，之后持续向上，2022Q3/2022Q4/2023Q1 分别实现归母净利润 0.60/0.73/0.76 亿元，同比分别+1006.73%/+202.57%/+119.21%，进入高增速轨道，主要原因在于外部市场环境显著改善、公司业务持续优化提升。

图3：公司并购易佰网络后营业收入稳步增长

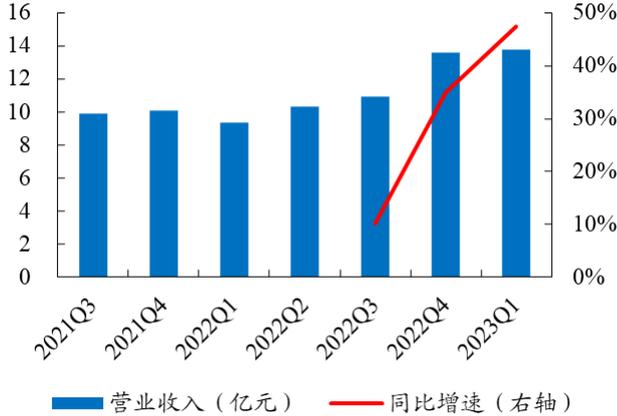
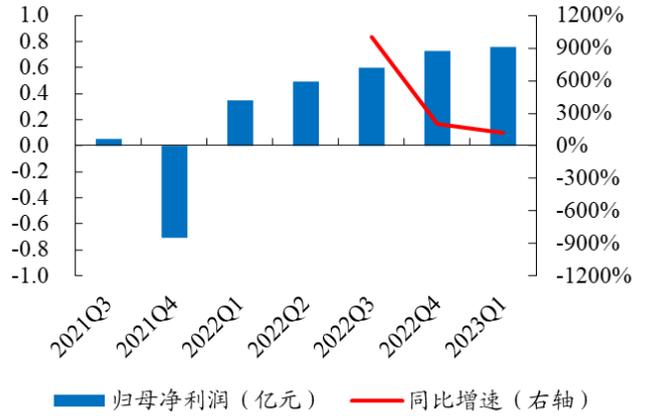


图4：2022年下半年以来公司归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力短期受外界因素扰动下滑，利空出尽后修复明显。2021Q4 毛利率下滑主要系跨境电商出口海运费大幅上涨，影响终端定价和毛利率水平；具体来看，2022Q2/2022Q3/2022Q4/2023Q1 毛利率分别为 42.00%/37.60%/37.12%/37.99%，净利率分别为 5.36%/6.15%/6.06%/6.20%，较 2021Q4 均提升明显，一方面得益于 2022 年海运价格回暖、亚马逊放宽库容、行业去库存接近尾声使得行业环境逐步改善，另一方面得益于公司自研智能系统实现高效、精准铺货，人效提高成本降低。费用方面，公司 2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.10%/4.89%/1.02%/0.12%，已回归稳定；其中，销售费用占较大比重，以亚马逊平台费用和宣传推广费为主。

图5：2022年以来公司盈利能力明显修复

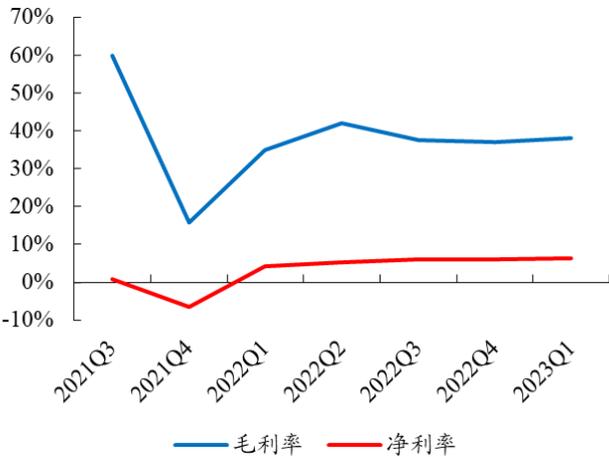
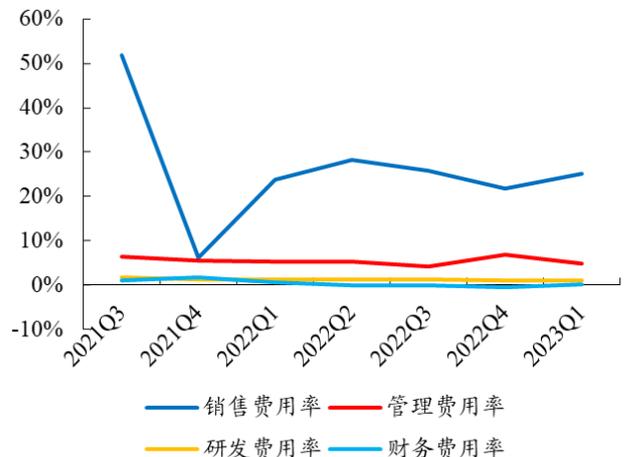


图6：2022年以来公司各项费用率基本稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、跨境电商：空间广阔、外部环境优化，关注新技术赋能

### 2.1、空间广阔：行业规模持续增长，提升“人与货”跨境对接效率

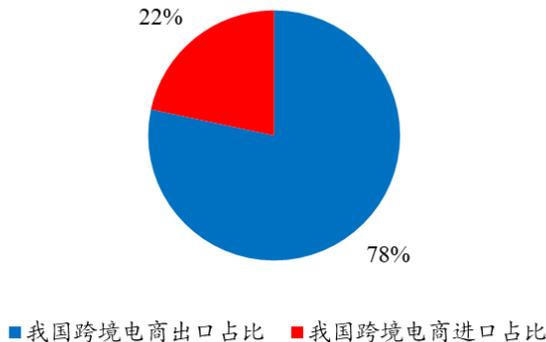
我国跨境电商市场规模保持较快增长，其中出口电商占据主要份额。跨境电商一般定义为：分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易、支付结算并通过跨境物流送达商品完成交易的国际商业活动。2022年，我国跨境电商市场规模达到15.7万亿元，2012-2022年间CAGR达22%；分进出口来看，我国跨境电商以出口为主，2022年出口额占比达78%。近年来，我国跨境电商行业保持快速发展，核心支撑是我国制造业的显著产业优势以及跨境商家、政府机构等多方的共同努力。

图7：我国跨境电商市场规模保持较快增长



数据来源：Wind、网经社、开源证券研究所

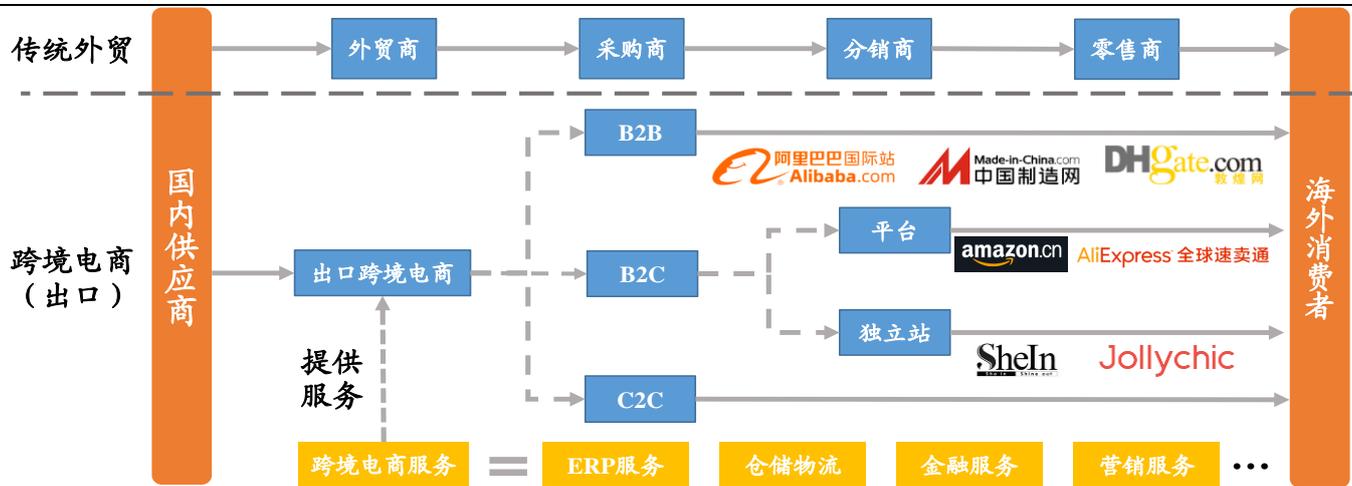
图8：我国跨境电商以出口为主（2022年）



数据来源：网经社、开源证券研究所

相较于传统外贸，跨境电商模式核心是提升商品与跨境消费者间的连接效率。对比传统外贸与跨境电商产业链，前者通常包括国内供应商、国内贸易商、国外采购商、国外分销商、国外零售商、终端消费者等多个环节；而跨境电商（以出口为例）的交易链条只有三环，即国内供应商、跨境电商企业、终端消费者。跨境电商通过精简产业链环节，有效提升了商品与跨境消费者间的连接效率，从而创造商业价值。此外，跨境电商模式相较于传统外贸的批量采购与接单生产模式，具有资金流转速度更快、结算效率更高等优势，在商业实践中还衍生出跨境电商服务等业务。

图9：跨境电商（出口）相较传统外贸，通过精简产业链环节，提升了商品与消费者间的连接效率



资料来源：买购网、阿里巴巴国际站、中国制造网等、艾瑞咨询、开源证券研究所

## 2.2、外部环境优化：利空因素消散，利好合规经营头部卖家

海运价格回落，带来跨境电商企业成本端显著改善，前期外部利空因素逐渐消散。2021年由于港口装卸能力下滑、集装箱短缺等因素，海运价格大幅上涨，抬升物流成本进而拉低跨境电商企业盈利水平。2022年下半年以来，随着集装箱运输市场需求疲软、港口等供应链不畅问题缓解，海运价格显著回落：至2022年末，中国出口集装箱运价指数（CCFI）下降至1271.31，较年内高点下跌65%。2023年，随着物流成本基本回到正常水平，跨境电商企业成本端显著改善。

图10：2022年以来海运价格下降明显

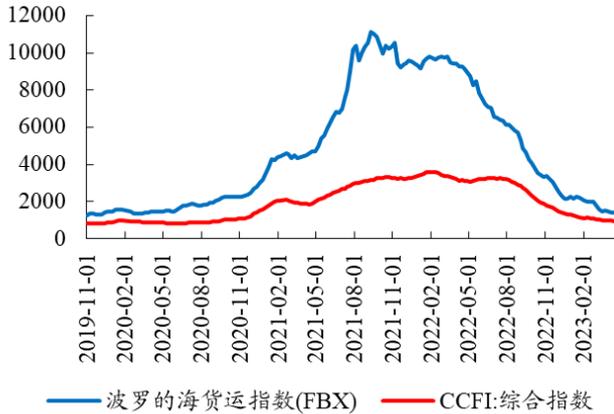
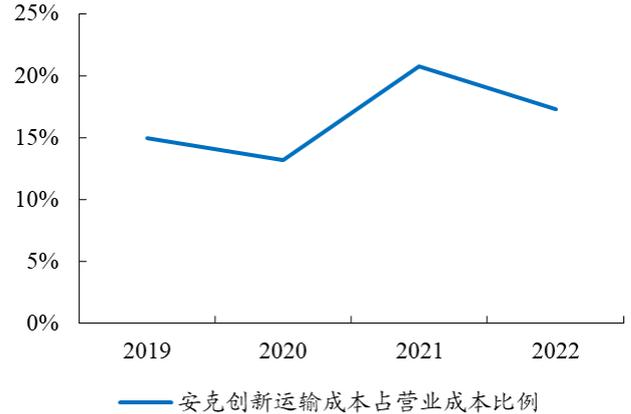


图11：海运费对跨境电商企业运输成本影响显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：安克创新公司公告、开源证券研究所

亚马逊库容政策变更、强调商家合规管理，利好运营水平高、规范经营的头部卖家。

**(1) 库容政策调整：**2021年亚马逊收严库容政策（FBA仓按仓储类型设置补货限制），意味着卖家将受库存绩效指标和店铺总库存数量的双重限制，同时严格查处商家违规操作引发了关店潮，倒逼众多中小卖家低价清理库存，加剧了行业价格竞争。但从2022年1月起，亚马逊开始逐步放宽库容，对多站点库存绩效指标（达标门槛已降低至400）达标的卖家，将不再受到库存限制。**(2) 商家合规管理：**亚马逊2021年发布《致亚马逊全体卖家信》，明确要求卖家不可以滥用评论，并表示其治理不合规运营行为的态度是坚决且一贯的。综合以上几方面变化看，亚马逊平台对入驻卖家提出了更高的运营能力要求，有望推动行业内不合规的中小卖家出清，未来运营水平较高、规范经营的头部卖家，有望迎来竞争格局优化。

表3：亚马逊2021年开始收严库容限制、强调商家合规管理等，有利于规范经营的头部卖家

时间	事件主题	主要事件
2021年4月	库容政策	亚马逊FBA商品的库容将不再受制于ASIN级别的数量限制，变更为按仓储类型限制商品入仓数量。
2021年5月	合规管理	亚马逊官方发布《致亚马逊全体卖家信》，明确要求卖家不可以滥用评论，并表示其治理不合规运营行为的态度是坚决且一贯的。
2021年9月	合规管理	亚马逊官方表示，2021年4-9月关闭了约600个中国品牌的销售权限，约3000个卖家账号，且申诉成功的机会不大。
2022年1月	库容政策	亚马逊宣布，从2022年1月1日起，亚马逊物流仓储限制的库存绩效指数（IPI）阈值降低到400。
2022年1月	合规管理	亚马逊在2022年1月11日全球开店2022年战略会议上重提封号，并表示相关合规管理不会停止，将一直持续。
2023年3月	库容政策	亚马逊于2023年3月1日更新库容政策，每种仓储类型都将用月度容量限制，取消之前既使用每周补货限制又使用季度仓储限制的政策。

资料来源：澎湃新闻、环球网、贝壳财经、开源证券研究所

### 2.3、国内产业政策大力支持，海外市场电商渗透率有望持续提升

我国持续推出跨境电商产业支持政策，利好营商环境优化。近年来，我国针对跨境电商产业持续推出多重政策及配套措施，鼓励企业走出去，2022年进一步加大力度，针对关税、运输、退货等具体环节陆续出台了一系列支持性政策，规范和引导跨境电商产业发展方向，长期看有利于推动行业营商环境优化。

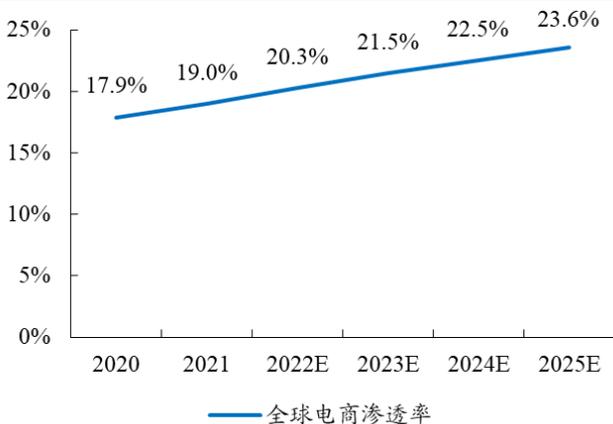
表4：近年来，我国针对跨境电商产业链持续推出多重政策及配套措施

时间	政策名称	内容摘要
2021年7月	《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	1、积极支持运用新技术新工具赋能外贸发展；2、持续推动传统外贸转型升级；3、深入推进外贸服务向专业细分领域发展；4、优化政策保障体系；5、营造良好环境。
2021年10月	《“十四五”电子商务发展规划》	鼓励电商平台企业全球化经营，完善仓储、物流、支付、数据等全球电子商务基础设施布局，支持跨境电子商务等贸易新业态使用人民币结算。
2021年12月	《“十四五”数字经济发展规划》	大力发展跨境电商，扎实推进跨境电商综合试验区建设，积极鼓励各业务环节探索创新，培育壮大一批跨境电商龙头企业、海外仓领军企业和优秀产业园区，打造跨境电商产业链和生态圈。
2022年1月	《“十四五”现代流通体系建设规划》	深入推进跨境电商综合试验区建设，研究调整跨境电商零售进口商品清单范围，支持发展保税进口、企业对企业（B2B）出口等模式，鼓励跨境电商平台完善功能。
2022年2月	《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》	同意新增鄂尔多斯等27个城市和地区为跨境电子商务综合试验区；复制推广前五批综合试验区成熟经验做法，发挥跨境电子商务助力传统产业转型升级、促进产业数字化发展的积极作用。
2023年1月	《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	在跨境电子商务海关监管代码项下申报出口，因滞销、退货原因，自出口之日起6个月内原状退运进境的商品（不含食品），免征进口关税和进口环节增值税、消费税。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

海外市场电商渗透率有望持续提升，欧美消费降级趋势亦利好中国产品。对全球消费者而言，疫情带来的消费习惯改变在后疫情时代仍在延续，尤其是在线上渠道，根据 eMarketer 数据，未来全球电商渗透率有望持续提升。另一方面，自 2022 年 7 月以来，美国 2 年期/10 年期国债收益率曲线持续倒挂，以美国等为代表的海外市场，可能面临的经济衰退和居民实际收入下降，也会一定程度上带来消费端的降级趋势。我国出海企业背靠制造端优质资源，在产品力与性价比方面已树立良好口碑，有望在海外市场消费降级趋势下，受到海外消费者更多青睐、提升市场份额。

图12：全球电商渗透率有望持续提升



数据来源：eMarketer、开源证券研究所

图13：我国制造业实力是跨境电商出口的有力支撑

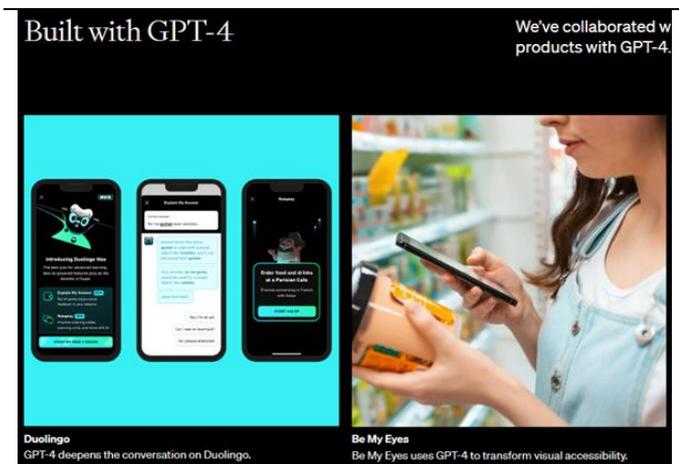


资料来源：中国轻工业信息网

## 2.4、AI 科技赋能：短中期看运营降本提效，长期看电商生态变革创新

**AIGC 新技术突破，短中期看有望帮助跨境电商企业在运营端实现降本提效。**跨境电商行业存在多品类、多供应商、多平台、多仓库、多物流、多国家、多语言的复杂关系，这也带来了困扰业内商家的诸多经营痛点。2023 年以来，以 AIGC（全称 AI Generated Content）为代表的多类型人工智能应用取得突破（典型产品如 ChatGPT 等），在文本、图像、视频等内容创作方面带来生产力革新。我们认为，AIGC 技术在跨境电商领域应用空间广阔，短中期看，主要在运营环节的降本提效、解决行业痛点，包括（1）宣传材料：根据需求创作或协助制作宣传图文、视频等材料；（2）智能客服：基于更强大人机交互能力承担客服功能；（3）智能推荐：根据用户行为数据做出更精准高效的兴趣推荐等。

图14: AIGC 技术已经被多个组织用于构建创新产品



资料来源：OpenAI 官网

图15: ChatGPT 可协助优化智能客服回复



资料来源：ChatGPT、开源证券研究所

长期看，AIGC 技术发展有望推动电商行业整体生态变革，先发布局企业有望受益。参照部分互联网企业 AI 大模型发布情况看，亚马逊在模型训练过程中已使用到电商业务积累的海量数据，阿里巴巴未来也会将天猫接入“通义千问”。展望未来，AIGC 技术发展有望推动电商行业生态变革，通过提供创新升级的使用体验，带来消费者购物习惯的颠覆以及相关渠道模式的重构。参考张勇谈到阿里云战略核心是“让算力更普惠、让 AI 更普及”，我们认为，AI 基础模型未来会走向普惠化进程，任何企业都可以构建自己的 AI 应用，而先发布局的跨境电商企业，有望显著受益。

图16: 阿里巴巴所有产品未来将接入通义千问大模型



资料来源：澎湃新闻

图17: 吉宏股份与华为云签署盘古大模型联合创新协议



资料来源：吉宏股份官方公众号



### 3.2、产业链：国内仓+海外仓协同发展，多平台+多市场共同布局

公司将国内仓与海外仓组合运用，实现协同发展。公司拥有国内仓、海外仓两种仓储模式。（1）国内仓：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。（2）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消费者配送商品的职能，其中亚马逊的 FBA 作为平台仓在业内应用广泛。公司通过国内仓和海外仓协同发展，合理分配物流资源，有助于丰富产品品类、提高物流速度、优化消费者购买体验。

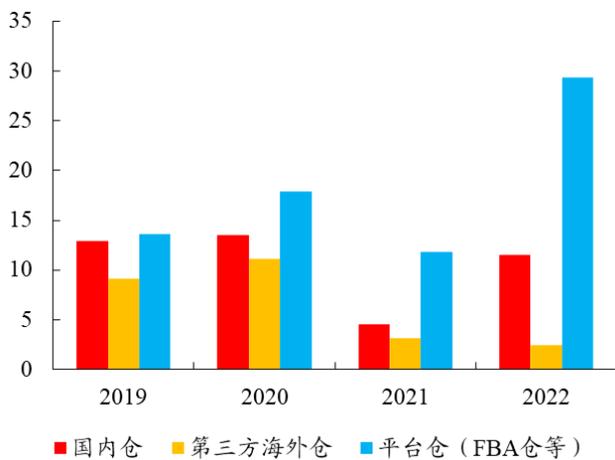
表5: 公司将国内仓与海外仓组合运用，实现协同发展

仓储模式	物流模式	优势	缺点
国内仓	公司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。	SKU 适用范围广 库存管理更容易 资金周转压力较小	配送时间较长
海外仓 (含平台仓和第三方海外仓)	公司先将产品由国内仓批量运送至平台仓或第三方海外仓，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发货指令进行配货和尾程配送。	订单配送时效性强 买家购物体验好 平均物流成本低	对海外仓商品的品类选择、仓储成本和商品动销率管控要求更高

资料来源：公司公告、开源证券研究所

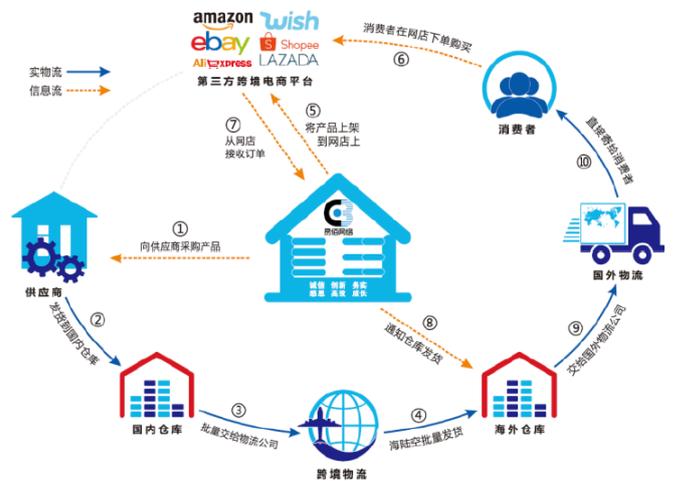
平台仓为主、国内仓等为辅，搭配组合，适配不同产品。从营收看，2022 年公司平台仓/国内仓/第三方海外仓营收分别为 29.35/11.55/2.49 亿元，分别占比 67.64%/26.62%/5.75%，公司跨境出口电商业务已逐步形成以平台仓为主、国内仓为辅的搭配组合，不同类型产品分别适配不同的仓储模式。（1）对于轻携型、客单价较低、销量不稳定的产品或目标市场距离中国较近的产品，会安排在国内仓库存放；（2）对于轻携型、销量稳定的产品，会通过空运、海运等方式发往 FBA 仓；（3）对于大件重货、有市场竞争力的产品，会通过海运方式发往海外仓或 FBA 仓。从功能上看，国内仓通常作为备货测试起点，测试良好的产品会以少量多批的方式在海外仓逐步增加备货，并结合市场变化进行动态调整，保持良好库存周转。

图21: 平台仓占公司跨境出口电商业务的主要份额



数据来源：公司公告、开源证券研究所

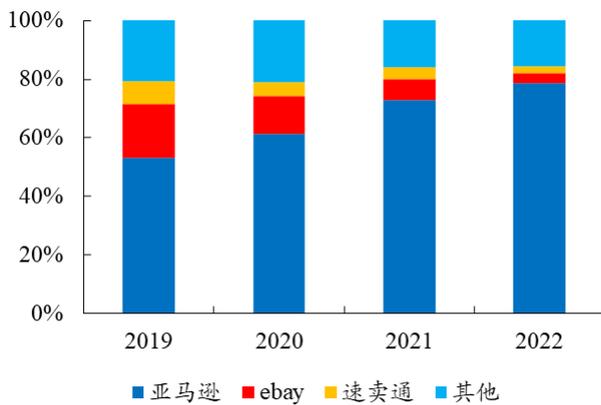
图22: 海外仓已打造成熟高效的业务流程



资料来源：公司公告

坚持多平台发展战略，深耕亚马逊并持续拓展合作平台。2021年以前易佰网络跨境电商出口业务在各个电商平台销售占比相对均衡，2021年以来行业发生较大波动，多数平台竞争力减弱，且由于公司2021-2022年在亚马逊坚持合规经营，在封号潮中受负面冲击较小，因此FBA仓得到较好发展，在亚马逊平台的销售比例也持续提升。2022年公司跨境出口电商业务在亚马逊平台实现销售收入34.80亿元，占业务营收的78.79%。未来公司将继续升级多平台发展战略，控制风险水平，除深耕亚马逊、ebay、速卖通等主流第三方电商平台外，也积极在沃尔玛、Shopee、美客多等新兴第三方电商平台开设网店，目的是降低对亚马逊单一平台的依赖性。

图23：近年来公司在亚马逊平台营收比重持续增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

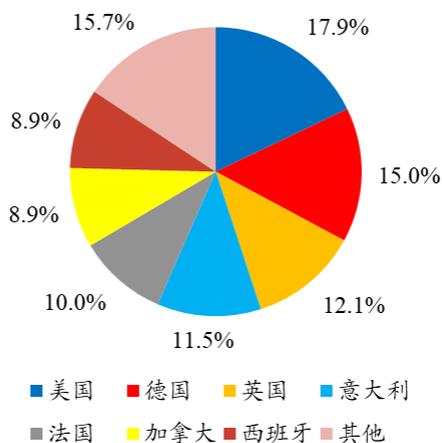
图24：公司践行多平台发展战略



资料来源：亚马逊、ebay等、公司公告、开源证券研究所

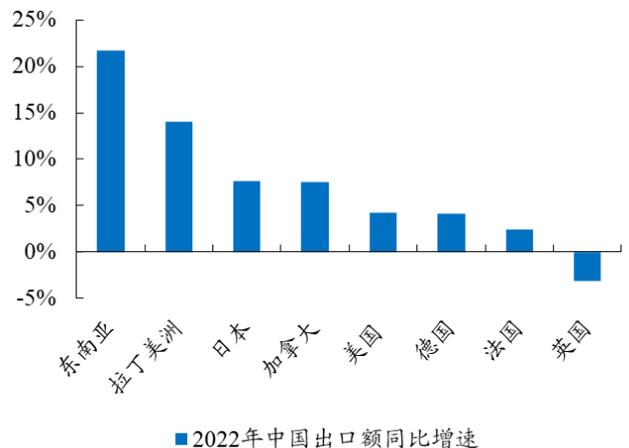
多市场布局降低经营风险，东南亚、拉美等新兴市场有望带来增量。公司跨境出口电商业务的主要销售区域为北美、欧洲等，受益于多市场布局，单一市场波动对公司整体经营的风险影响有限。未来公司除持续深耕欧美成熟市场外，还将积极拓展东南亚、拉美等新兴消费市场，扩大销售半径。相较欧美成熟市场，拉美、东南亚等新兴市场具有人口基数大、电商渗透率低、年龄结构偏年轻化等特点，有望成为跨境电商新蓝海；未来随着上述地区跨境物流、第三方支付、外币清算等跨境电商配套服务设施和体系的进一步完善，市场潜力有望加速释放，成为支撑公司经营业绩增长的重要增量。

图25：易佰网络主要出口地为欧美地区（2020年）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：我国与东南亚、拉美地区出口贸易增幅较大

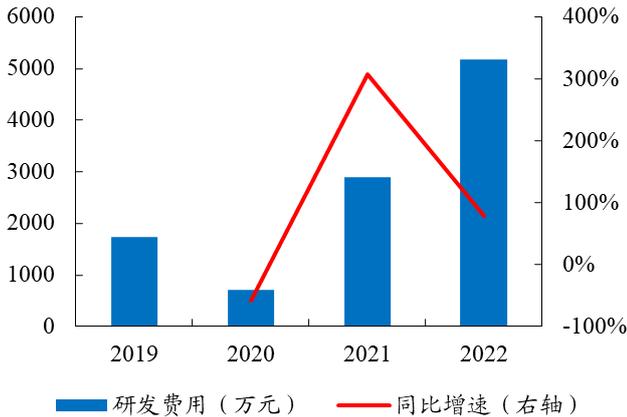


数据来源：中国海关总署、开源证券研究所

### 3.3、信息化系统：打造自研系统构筑技术优势，有效提升运营水平

公司持续研发投入，自主研发信息化系统构筑技术优势。易佰网络从2018年开始自研智能化系统，并持续加大研发投入(2021-2022年研发费用分别为2891/5174万元，同比分别+306.8%/+78.9%)。截至2022年末，公司研发人员达215人，占总人数9.86%，以高学历人才为主。从专利数量看，公司通过自主研发已掌握多项行业核心技术，覆盖跨境出口电商业务全链条：截至2022年末，公司拥有境内专利28项、境外专利24项、计算机软件著作权94项，技术优势助力业务发展。

图27：近年来公司持续加大研发投入



数据来源：公司公告、开源证券研究所（2018-2020年为易佰网络数据，2021-2022年为上市公司数据）

图28：技术助力公司业务发展，获得省级成长型认证



资料来源：易佰网络官网

自研信息化系统有效提高业务运营水平，试水AI技术有望锦上添花。公司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很高，因此非常注重数据分析和智能算法的研究和开发。目前，公司自研信息化系统由系统基础架构、基础业务系统模块以及智能应用系统模块构成；其中，智能应用模块又包含智能调价、智能刊登、智能广告和智能备货等系统，有效提升了业务自动化、智能化水平。此外，公司各个业务部门也在试水推进AI技术测试，包含产品文案生成、关键词抓取、图片场景生成、智能客服等，未来应用后有望带来文案生成效率及质量提高、广告措辞及逻辑完善，广告效果提升等效果，从而用更低费用换取更高流量。

图29：公司智能应用系统已覆盖多业务环节



资料来源：公司公告、开源证券研究所

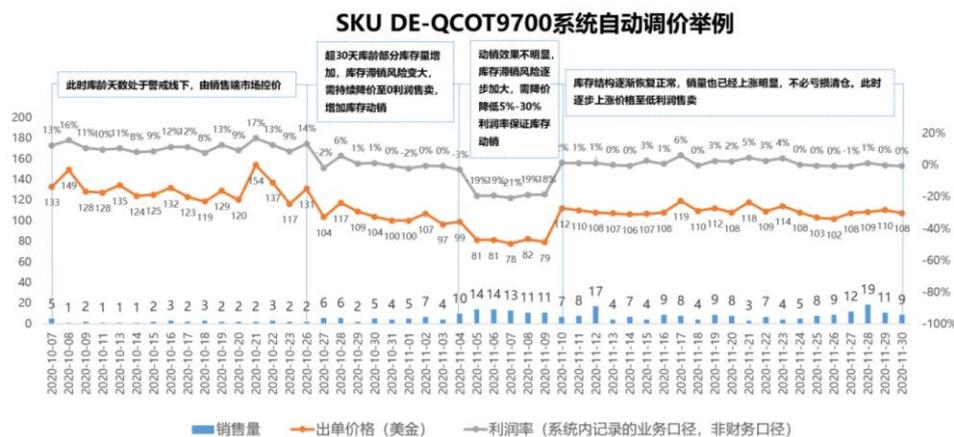
图30：公司已在积极招募人才布局AI技术



资料来源：Boss直聘、开源证券研究所

**智能调价系统：实现自动计算并一键同步至全网平台，提高效率、增强价格竞争力。**公司早期与其他多数泛品卖家相似，店铺销售人员主要根据运营报表利润公式手动计算各 SKU 售价后再调价，耗时多、易出错且难以监控。在推出智能调价系统后，公司实现三方面突破，**(1) 自动计算：**系统能够依据动销情况、货物成本、物流运费、库存状态等指标变动实时计算最优售价，以 2020 年 12 月 7 日为例，系统计算调价指令 Listing 数量超 1621 万条，耗时约 14400 秒，平均每秒计算超 1100 条，与人工计算（每条 Listing 调价需 5 分钟）相比，实现质的飞跃；**(2) 全网调价：**全平台店铺一键调价，大幅缩减操作时间，提高调价准确性。**(3) 实时监控：**销售人员能实时监测调价后销售数据表现并及时调整调价策略，增强产品价格竞争力。

图31：智能调价系统有效提高调价效率并增强价格竞争力



资料来源：公司公告

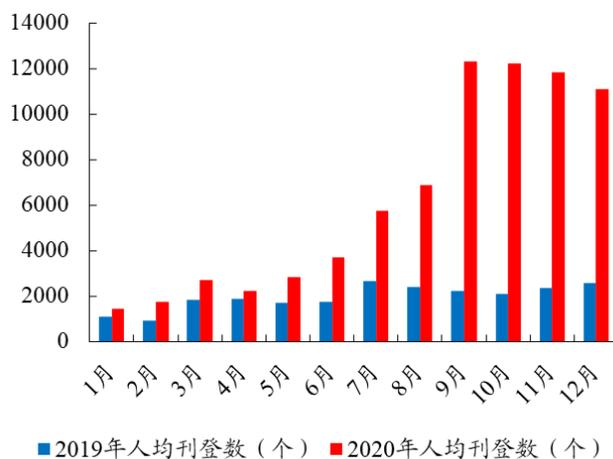
**智能刊登系统：自动生成文案，显著提高人效。**在 2018 年及以前，公司将单个 SKU 刊登到多平台网店，需要不同平台销售运营人员分别执行，人力和时间成本高且准确性、及时性难以保障。公司自研智能刊登系统后，月刊登 Listing 数量由 2018 年 12 月的 134 万条增至 2019 年 12 月的 377 万条，增幅达 180%，有效解决人工刊登编辑速度慢、批量修改难、翻译成本高等痛点，降低人工重复低效劳动，并提高了商品刊登的准确性和有效性。后续公司还将进一步实现刊登智能化，系统自动收集刊登过程数据，通过机器学习优化算法模型，模拟人工精准刊登，实现全流程自动化。

图32：通过智能刊登系统可实时监控刊登效率



资料来源：公司公告

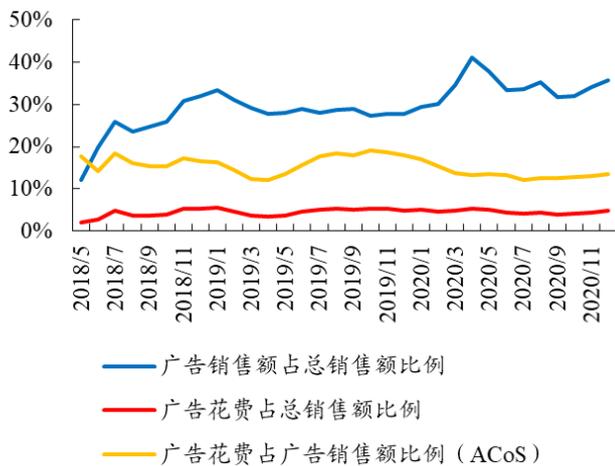
图33：智能刊登系统显著提高人效



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**智能广告系统：对接亚马逊平台，促进销售稳步增长。**公司已搭建较为成熟的广告系统逻辑架构，为销售业绩增长带来直接促进作用，且有效提升营销投入转化效率。以亚马逊平台为例：一方面，2019年以来公司在亚马逊的广告销售额占总销售收入比例已逐渐提升至约30%；但另一方面，在亚马逊推广的ACoS（定义为广告花费投入占广告销售额的比例，比值越低代表转化率越高，早期该数值在14%-18%间波动）从2019年11月开始呈现出明显下降趋势，表明广告转化效率在提升。此外，广告数据实时监控还能够协助广告运营人员进行投放效果监控及反馈，并通过计算对比各项广告业绩指标，判断出问题所在、自动生成优化建议报告。

图34：智能广告系统提升广告效果，推动销售增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：智能广告系统可实现定期广告监控和调整



资料来源：公司公告

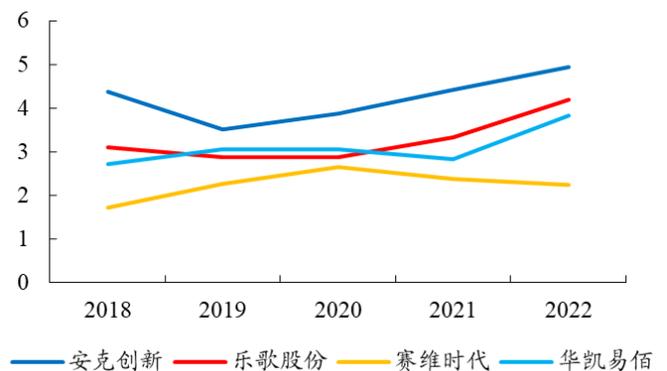
**智能备货系统：有效提高存货周转效率，增强公司抗风险能力及竞争力。**2018年研发系统前，公司主要通过人工Excel统计报表完成不同仓储模式下的备货逻辑，整体效率低；加强系统研发后，目前公司可通过智能MRP计划系统结合发货模式、产品属性等，对数十万级的SKU制定精准采购计划，并根据销售国差异、发货仓差异等，对预测模型持续修正优化。2018-2022年公司存货周转率提升明显，有效缓解了泛品业务SKU数量庞大带来的存货压力，降低存货风险，为公司未来规模扩大奠定基础。横向比较看，尽管公司产品中较大比例为SKU繁多、管理难度大的泛品品类，但2022年公司的存货周转率已接近主营精品的安克创新等公司，表明智能备货系统在其中起到了关键性作用。

图36：智能备货计划系统基于多组参数做出决策



资料来源：公司公告

图37：智能备货计划系统帮助公司提升存货周转率

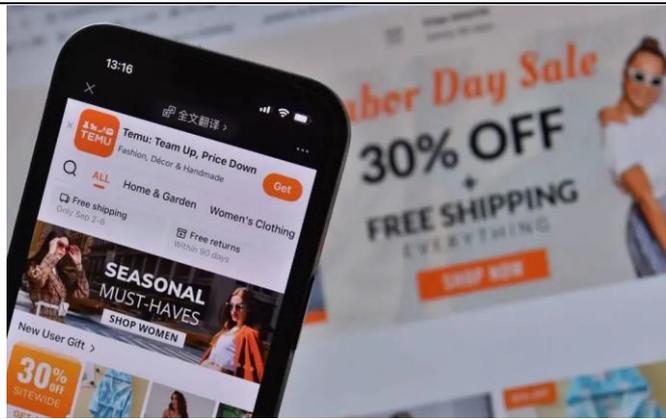


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.4、小结：智能化、数字化深筑运营能力壁垒，跨境电商出海扬帆

跨境电商行业发展走向深水区，未来公司基于智能化、数字化的运营优势有望放大。近年来，随着亚马逊等头部平台收紧对库存、商家行为等方面管控，以及我国之外其他地区卖家的崛起，早期简单铺货低价竞争策略的有效性已明显下降，跨境电商行业发展走向深水区。在这一过程中，商家运营能力的重要性愈发凸显，从上游产业链管控到终端消费者触达等多个环节缺一不可。在这一方面，公司战略眼光独到，率先发力投入建设信息化系统，智能化、数字化水平业内领先，在运营能力方面构筑坚实竞争壁垒，未来有望在库存管理、产品运营、用户触达等方面放大竞争优势，从而在享受跨境电商大盘景气增速外，额外实现个体的市场份额和盈利能力提升。

图38：新企业不断涌入，跨境电商行业发展进入深水区



资料来源：公司公告

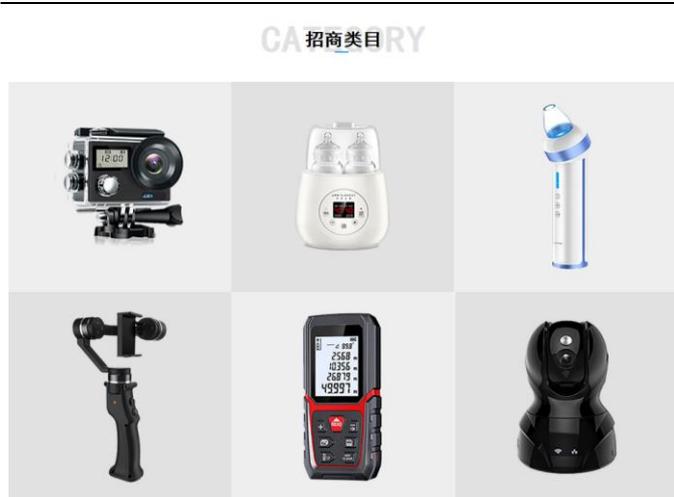
图39：基于信息化科技的运营能力是公司的核心壁垒



资料来源：公司官网

强运营能力保障下，未来公司泛品业务基本盘稳步发展、精品业务增量未来可期。公司主打产品品类具有需求大、市场竞争小、产品售价低、消费者价格敏感性弱等特点，但 SKU 繁多、供应商多、终端网店多等也是困扰行业企业规模扩大的痛点。依托于信息化科技建设带来的智能化、数字化强运营能力加持，公司有望克服模式痛点，未来一方面持续做好泛品业务基本盘，构成公司整体业务高成长的基础托底，另一方面在增量精品业务方面，聚焦已有优势品线，通过产品功能迭代及品线横向扩张丰富产品矩阵，探索长生命周期、高速发展的新品类，推动进一步增长。

图40：公司的产品策略是重要竞争抓手



资料来源：易佰网络官网

图41：公司扬长避短，顺势而为旨在高成长



资料来源：易佰网络公众号

## 4、亿迈平台：赋能中小卖家，打造跨境服务新生态

公司创立“亿迈”一站式跨境电商综合服务平台，与传统电商实现错位竞争。2021年公司利用自身在泛品业务中长期积累的供应链资源和信息系统优势，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，并帮助公司实现与传统电商企业的错位竞争。亿迈以“共享、赋能”作为核心理念，从商品、系统、设施和服务四个方面为卖家提供支持，涵盖“供应链管理、亚马逊孵化、美客多孵化、亿迈云仓、拉美海外仓、增值服务”六大核心业务，已构建完备成熟的仓储物流体系。2022年亿迈平台实现营收2.72亿元，占公司总营收6.16%，未来伴随业务拓展，有望成为公司新的业绩增长点。

图42：亿迈已布局拉美海外仓



资料来源：亿迈公众号

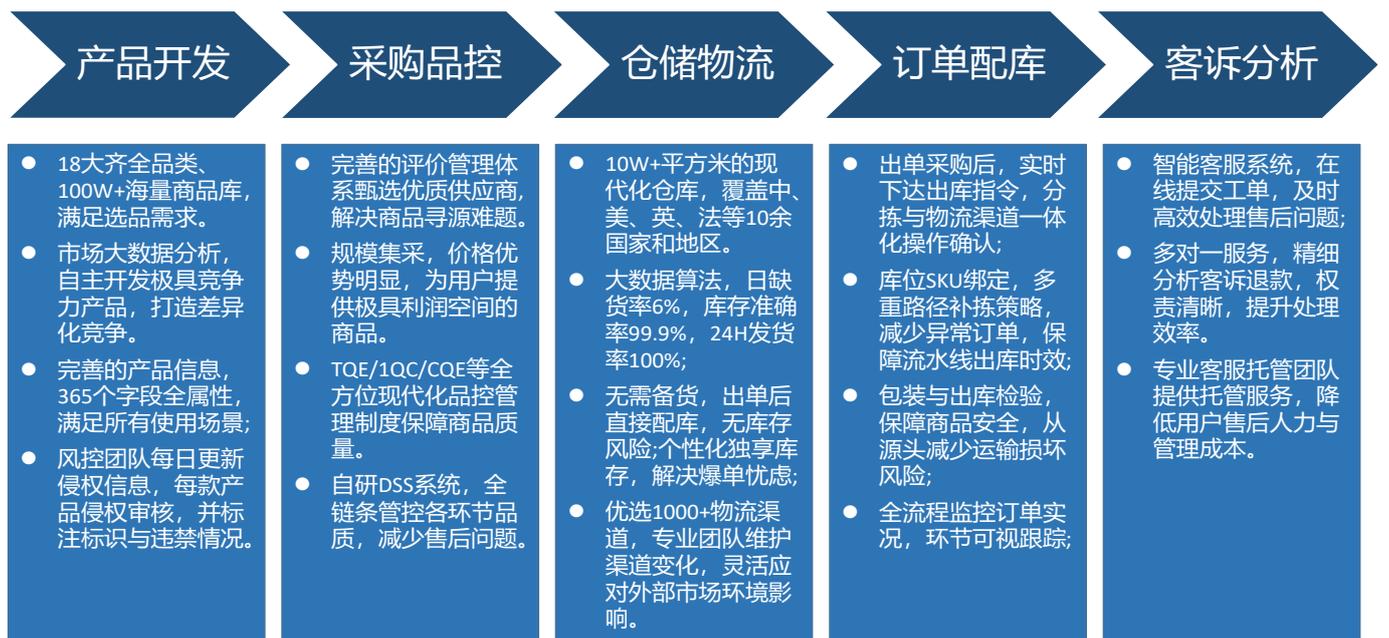
图43：亿迈的仓储服务具有数量多、入仓效率高的优势



资料来源：亿迈公众号

**全链条供应链服务，降本提效实现共赢。**亿迈跨境电商综合服务业务与公司跨境电商业务存在协同效应，能够充分利用公司原有的跨境电商供应链资源，形成可以服务于不同层次、规模跨境电商卖家的“全链条、全场景、一站式解决方案”的生态体系，降低自身和其他卖家客户的经营成本，实现共赢。

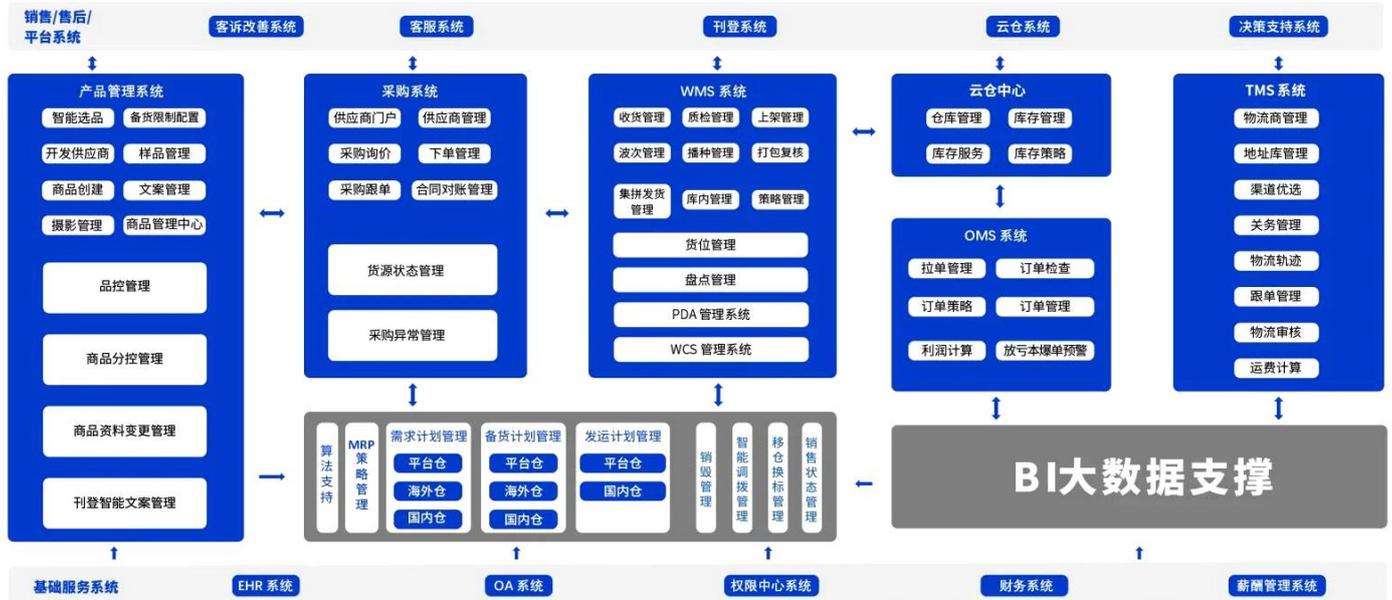
图44：亿迈提供全链条供应链服务，打造轻量运作模式



资料来源：亿迈官网、开源证券研究所

智能数字化管理系统赋能中小卖家，强化自身竞争壁垒。公司自研的智能系统推动信息流与业务流全链路贯通对接，解决中小卖家缺乏资源维持自研系统的痛点，为卖家提供“集合刊登、智能备货、一键发货、仓库管理、财务管理、数据中心”六大功能模块，驱动业务高效运营；另一方面，公司向外的服务亦可以形成数字资源，反向提升公司的智能化程度，强化自身的竞争壁垒。

图45: 公司自研 13 套智能系统，覆盖从运营到订单履约的全链条可视化流程管理



资料来源：亿迈公众号

**差异化定制解决方案，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；第三方海外仓直发，本土化运作；（3）定制解决方案：针对千万级跨境卖家、中级跨境卖家和个创大学生提供差异化指导，精准分析客户痛点并提供解决方案。2023 年，公司将重点发展中型及以上商户，计划开拓 5 家年销量超过 1 亿元的商户。商户的引入主要以聚焦拉美市场为主，增加商户对公司头程运输和仓储物流服务的粘性，实现亿迈生态平台下“仓储物流服务”业绩快速增长。

表6: 亿迈为不同体量卖家配备了业务解决方案

团队规模	千万级跨境卖家 (100 人团队)	中级跨境卖家 (30 人团队)	个创大学生(5 人以下)
客户痛点	仓储成本高,供应链管控困难。	供应链成本高、人均产出低。	空白跨境电商经验。
解决方案	借助亿迈上百万商品库资源及供应链配套服务,缩小自有仓库规模,降低产品开发难度,减轻供应链负担,实现综合成本降低。	在亿迈生态重新梳理业务体系,解决业务系统选用、供应链资源匮乏与产品同质化,管理成本高等问题,打通业务链路并形成管理闭环,提高管理水平与出单效率。	通过亿迈 1 对 1 运营培训指导,沉浸式学习 1 个月,投入较少的资金成本与时间成本,熟练掌握跨境运营技能,从小包直发到 FBA 的沉淀,实现稳定出单。
客户收益	月均人效达 2 万美元以上,退货率环比下降 2%,作废订单比例和缺货率均下降。	月销售额超 70 万美元。	2 个月时间实现月订单量 500+。

资料来源：亿迈官网、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

#### （一）收入端假设：

##### （1）泛品业务：

公司泛品业务竞争壁垒深厚，未来将一方面保持在亚马逊平台的领先地位，另一方面也积极开发新兴销售地区和新平台，扩充 SKU 规模、实现稳定增长。我们假设 2023-2025 年公司泛品业务营收增速分别为 30%/23%/18%。

##### （2）精品业务：

公司精品业务以选品为中心，未来将聚焦已有优势品线，通过产品功能迭代及品线横向扩张丰富产品矩阵，同时也在探索长生命周期、高速发展的新品类。我们假设 2023-2025 年公司精品业务营收增速分别为 88%/50%/33%。

##### （3）跨境电商综合服务业务：

公司亿迈生态平台业务在一年多的摸索尝试中已积累丰富经验，未来招商和服务方向明确，将重点孵化培育更多中型卖家。我们看好亿迈生态平台的发展速度和前景，假设 2023-2025 年公司跨境电商综合服务业务营收增速分别为 180%/50%/36%。

##### （4）空间环境艺术设计：

公司未来集中资源发展跨境出口电商业务，预计空间环境艺术设计业务将有所收缩。

#### （二）利润端假设：

公司已披露 2023 年一季报，实现归母净利润 0.76 亿元，同比增长 119.2%。我们认为，公司泛品业务基本盘优势显著，“精品+亿迈生态平台”作为第二增长曲线持续成长，未来毛利率有望整体保持稳定；费用方面，公司已建立完备信息化系统保障运营效率，未来 AI 等新技术测试应用有望进一步推动降本提效，我们预计 2023-2025 年公司期间费用率整体基本保持稳中有降，其中，2023 年管理费用率因针对易佰网络的超额业绩奖励以及员工持股计划兑现等因素或将有所提高。

### 5.2、盈利预测与估值

华凯易佰作为跨境电商行业泛品类头部卖家，通过自研信息化系统，以智能化、数字化深筑运营能力壁垒，未来在巩固泛品类竞争优势基础上，发力“精品+亿迈生态平台”，有望打造第二增长曲线，实现亮眼增长。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 63.27/81.57/99.76 亿元，归母净利润为 3.60/5.36/6.72 亿元，对应 EPS 为 1.25/1.85/2.32 元，当前股价对应 PE 为 21.9/14.7/11.7 倍。跨境电商行业可比公司 2023 年平均估值水平为 PE26.1x。目前公司 2023 年估值水平低于行业平均，考虑到公司基于信息化系统建设及 AI 技术应用布局已建立深厚竞争壁垒，基本盘泛品业务叠加第二增长曲线“精品+亿迈平台”有望驱动业绩持续较高成长，公司具备高竞争壁垒和高成长性。

首次覆盖，给予“买入”评级。

**表7: 公司估值低于跨境电商行业可比公司**

证券代码	股票简称	评级	总市值	收盘价	EPS			PE			同比增速		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002803.SZ	吉宏股份	买入	85	22.40	1.06	1.43	1.82	21.1	15.7	12.3	118.8%	34.6%	26.9%
002315.SZ	焦点科技	买入	142	45.58	1.26	1.67	2.20	36.2	27.3	20.7	30.8%	31.9%	32.0%
300866.SZ	安克创新	买入	346	85.22	3.35	3.84	4.49	25.4	22.2	19.0	19.0%	14.7%	17.0%
600415.SH	小商品城	未评级	470	8.57	0.39	0.43	0.49	21.8	20.0	17.6	95.4%	9.0%	13.8%
行业平均								26.1	21.3	17.4			
300592.SZ	华凯易佰	买入	79	27.24	1.25	1.85	2.32	21.9	14.7	11.7	66.7%	48.7%	25.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2023/06/21, 其中华凯易佰、吉宏股份、焦点科技、安克创新 EPS 采用开源证券预测数据, 小商品城 EPS 使用 Wind 一致预期预测数据)

## 6、风险提示

**宏观经济波动:** 全球经济形势向下制约国外消费市场整体需求;

**市场竞争加剧:** 各大电商平台卖家间抢占市场份额加剧竞争;

**平台政策变化:** 电商平台库存、收费等政策变动带来经营性风险;

**新业务不及预期:** 精品业务、亿迈平台开拓可能不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1701	1923	2667	3072	4123
现金	485	848	1215	1652	2028
应收票据及应收账款	267	303	0	0	0
其他应收款	30	16	51	36	70
预付账款	30	35	59	62	86
存货	583	598	1089	1096	1584
其他流动资产	306	124	254	226	356
<b>非流动资产</b>	1268	1205	1275	1334	1388
长期投资	17	17	16	15	14
固定资产	273	265	365	455	539
无形资产	119	106	79	52	25
其他非流动资产	859	817	815	812	810
<b>资产总计</b>	2969	3128	3942	4407	5511
<b>流动负债</b>	589	623	1060	989	1422
短期借款	1	62	83	62	62
应付票据及应付账款	455	352	800	692	1138
其他流动负债	133	208	176	234	221
<b>非流动负债</b>	192	168	168	168	168
长期借款	5	0	0	0	0
其他非流动负债	187	168	168	168	168
<b>负债合计</b>	781	790	1228	1157	1589
少数股东权益	101	135	150	150	150
股本	289	289	289	289	289
资本公积	1745	1691	1691	1691	1691
留存收益	59	275	651	1187	1859
<b>归属母公司股东权益</b>	2087	2203	2564	3099	3771
<b>负债和股东权益</b>	2969	3128	3942	4407	5511

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	323	285	465	555	471
净利润	-82	244	376	536	672
折旧摊销	18	30	31	36	42
财务费用	30	-3	-0	-0	-0
投资损失	-3	3	0	0	0
营运资金变动	272	-40	63	-13	-240
其他经营现金流	88	53	-5	-4	-3
<b>投资活动现金流</b>	-257	144	-101	-96	-95
资本支出	54	9	102	97	96
长期投资	-135	149	1	1	1
其他投资现金流	-69	4	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	287	-82	-19	0	0
短期借款	-69	62	21	-21	0
长期借款	-58	-5	0	0	0
普通股增加	167	0	0	0	0
资本公积增加	1576	-54	0	0	0
其他筹资现金流	-1328	-84	-40	21	0
<b>现金净增加额</b>	338	360	346	459	375

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2075	4417	6327	8157	9976
营业成本	1302	2742	3916	5071	6219
营业税金及附加	3	4	8	10	13
营业费用	580	1088	1544	1998	2444
管理费用	150	243	354	367	414
研发费用	29	52	63	82	100
财务费用	30	-3	-0	-0	-0
资产减值损失	-10	-10	-3	-3	-3
其他收益	9	14	8	9	10
公允价值变动收益	2	-0	0	0	0
投资净收益	3	-3	0	0	0
资产处置收益	1	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	-58	286	442	630	790
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	-59	288	442	630	790
所得税	23	44	66	95	119
<b>净利润</b>	-82	244	376	536	672
少数股东损益	5	28	16	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-87	216	360	536	672
EBITDA	-55	296	447	628	780
EPS(元)	-0.30	0.75	1.25	1.85	2.32

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1435.1	112.9	43.2	28.9	22.3
营业利润(%)	8.5	591.5	54.7	42.5	25.3
归属于母公司净利润(%)	-39.9	347.4	66.7	48.7	25.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.2	37.9	38.1	37.8	37.7
净利率(%)	-3.9	5.5	5.9	6.6	6.7
ROE(%)	-3.7	10.4	13.9	16.5	17.1
ROIC(%)	-4.7	9.6	13.0	15.6	16.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.3	25.3	31.1	26.2	28.8
净负债比率(%)	-17.7	-29.7	-39.0	-46.7	-48.3
流动比率	2.9	3.1	2.5	3.1	2.9
速动比率	1.8	2.1	1.4	1.9	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.4	1.8	2.0	2.0
应收账款周转率	8.7	15.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.8	6.9	6.9	6.9	6.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.30	0.75	1.25	1.85	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	0.99	1.61	1.92	1.63
每股净资产(最新摊薄)	7.22	7.62	8.87	10.72	13.04
<b>估值比率</b>					
P/E	-90.1	36.4	21.9	14.7	11.7
P/B	3.8	3.6	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	-135.2	24.7	15.6	10.4	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn