

Q2 延续业绩高增长，行业景气度上行

华凯易佰(300592)跟踪报告

事件概述

公司发布 2023 上半年业绩预告，易佰网络预计实现营业收入为 28.5 亿元 - 30.5 亿元，预计实现净利润为 2.2 亿元 - 2.5 亿元，合并报表层面考虑少数股东损益以及确认可辨认无形资产后的摊销金额等影响后归属于上市公司利润约为 1.95 亿元 - 2.25 亿元。其中 2023 年第二季度，易佰网络预计实现营业收入为 14.7 亿元-16.7 亿元，同比增长 43.24%-62.70%；预计实现净利润为 1.23 亿元-1.53 亿元，同比增长 83.52%-128.28%。

分析判断：

► 2023 上半年公司三大业务均快速发展

根据公司 23H1 业绩预告，泛品业务积极开拓新兴电商市场，探索多元化电商平台，提高 SKU 上新速度，实现同比快速增长；精品业务经过精心筛选和调整，着重保留了具备竞争力的产品，实现扭亏为盈；亿迈生态平台业务引入战略合作客户，商户数量及销售规模同比飞速增长。公司完成收购易佰网络少数股权，于 6 月起易佰网络成为公司全资子公司（此前为 90%），未来将进一步增厚业绩。

► 国际运费下降叠加人民币贬值，行业景气度上行

2022 年下半年起，CCFI 指数（中国出口集装箱运价指数）快速下跌，截至目前仍然维持低位，2023 年 6 月 CCFI 指数相比 2022 年高点下降约 74%，较低的运价将有效带动出口企业利润率回升。除此之外，2022 年 4 月起，美元兑人民币汇率持续性处于较高水平，人民币贬值一定程度上提升出口商品的价格竞争力，从而带动出口公司收入增长。同时上半年我国出口承压的大背景下，一带一路国家出口需求保持坚挺，且电商渗透率较低，为跨境电商企业布局新兴市场提供契机。

► 积极拥抱数字化，降本增效持续显现

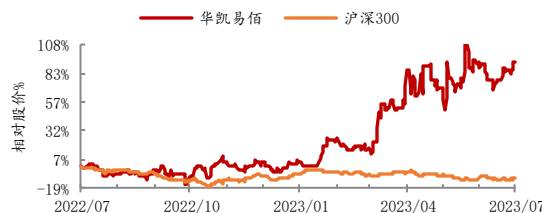
根据业绩预告，公司通过易佰云信息化系统的精细化运作，有效实现降本增效，公司易佰云系统囊括仓储、订单管理、智能调价、库存补货等多个业务流程，带动人效逐步提升。

投资建议

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 63.8、82.1、100.6 亿元，同比增加 45%、29%、22%，实现归母净利润 3.5、4.8、5.9 亿元，同比增加 63%、36%、23%，EPS 分别为 1.22、1.66、2.04 元，按照 2023 年 7 月 14 日收盘价 29.68 元计算，对应的 PE 分别为 24、18、15 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	29.68
股票代码：	300592
52 周最高价/最低价：	33.54/12.45
总市值(亿)	85.83
自由流通市值(亿)	46.78
自由流通股数(百万)	157.61



分析师：许光辉
邮箱：xugh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523020002
联系电话：

相关研究

风险提示

贸易摩擦；行业竞争加剧；亚马逊平台政策变化。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,075	4,417	6,381	8,214	10,056
YoY (%)	1435.1%	112.9%	44.5%	28.7%	22.4%
归母净利润(百万元)	-87	216	353	480	590
YoY (%)	-39.9%	347.4%	63.4%	35.8%	22.9%
毛利率 (%)	37.2%	37.9%	37.5%	36.5%	36.0%
每股收益 (元)	-0.43	0.76	1.22	1.66	2.04
ROE	-4.2%	9.8%	15.1%	17.1%	17.3%
市盈率	-69.18	39.16	24.30	17.89	14.56

资料来源：华西证券研究所

正文目录

1. 三大业务齐头并进，23H1 业绩延续高增长	4
1.1. 多元化布局，三大业务齐头并进	4
1.2. 积极拥抱数字化，降本增效持续显现	5
2. 跨境电商赛道高景气，多家跨境电商公司发布业绩预增	6
3. 盈利预测与投资建议	9

图表目录

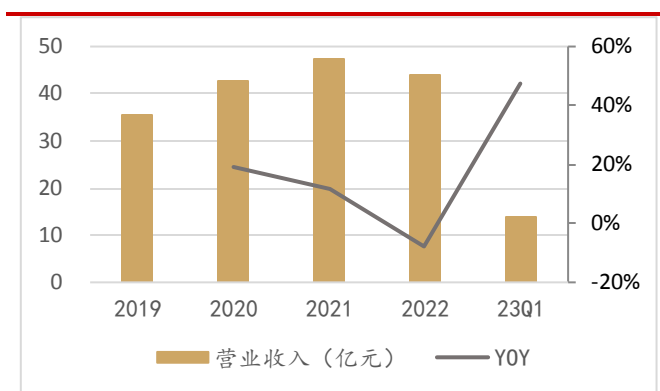
图 1 易佰网络 2019-2023Q1 收入及同比增速	4
图 2 易佰网络 2019-2023Q1 扣非归母净利润及增速	4
图 3 2022 年公司销售产品结构	5
图 4 2023 年 1-6 月我国商品出口额同比增速	5
图 5 公司 2019-2022 人效（万元/人）	5
图 6 易佰网络 2019-2023Q1 净利润率与毛利率	5
图 7 2023 年 1-6 月我国向不同地区出口额同比增速（人民币计价）	6
图 8 全球零售电商渗透率	7
图 9 新兴市场电商渗透率仍有极大提升空间（2021）	7
图 10 跨境电商卖家成本结构	7
图 11 集运指数保持低位运行	8
图 12 2023 上半年人民币贬值利好出口	8
图 13 26% 的全球消费者首选的跨境电商平台为 Amazon	8
图 14 跨境电商企业对亚马逊平台依赖度较高	8

1. 三大业务齐头并进，23H1 业绩延续高增长

1.1. 多元化布局，三大业务齐头并进

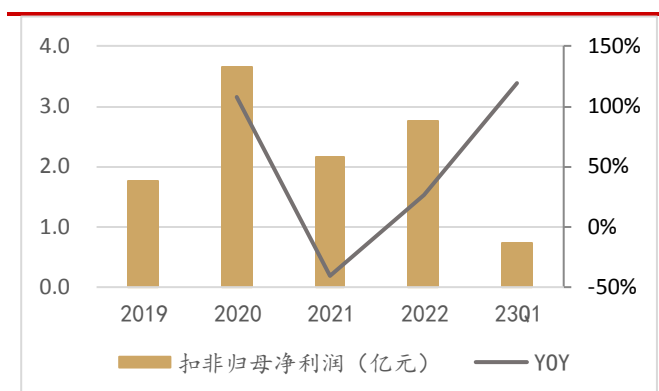
易佰网络于 2021 年并表，2022 年起利润高增。公司原本主业为展馆、展厅等大型室内空间提供环境艺术设计综合服务，产品形态为各类文化主题空间展示系统。2021 年，公司完成重大资产重组，易佰网络于 2021 年 7 月并表，同时公司主动精简收缩原业务，公司主业转型为跨境电商，易佰网络为公司的核心利润来源。经历了 2021 年运价高企、亚马逊封号事件后，2022 年起由于运价下降、人民币贬值、亚马逊政策改进等因素，易佰网络利润大幅提升，2022、2023Q1 扣非净利润分别同比增长 27%、119%。

图 1 易佰网络 2019-2023Q1 收入及同比增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所（23Q1 为公司总收入）

图 2 易佰网络 2019-2023Q1 扣非归母净利润及增速

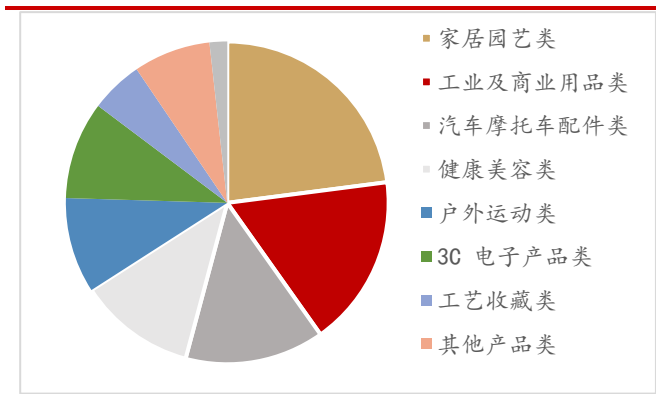


资料来源：公司公告，华西证券研究所（23Q1 为公司总扣非利润）

23Q2 延续业绩高增长，易佰网络持股比例提升为 100%。公司发布 2023 上半年业绩预告，易佰网络预计实现营业收入为 28.5 亿元 - 30.5 亿元，预计实现净利润为 2.2 亿元 - 2.5 亿元，合并报表层面考虑少数股东损益以及确认可辨认无形资产后的摊销金额等影响后归属于上市公司利润约为 1.95 亿元 - 2.25 亿元。其中 2023 年第二季度，易佰网络预计实现营业收入为 14.7 亿元 - 16.7 亿元，同比增长 43.24% - 62.70%；预计实现净利润为 1.23 亿元 - 1.53 亿元，同比增长 83.52% - 128.28%。公司完成收购易佰网络少数股权，于 6 月起易佰网络成为公司全资子公司（此前为 90%）。

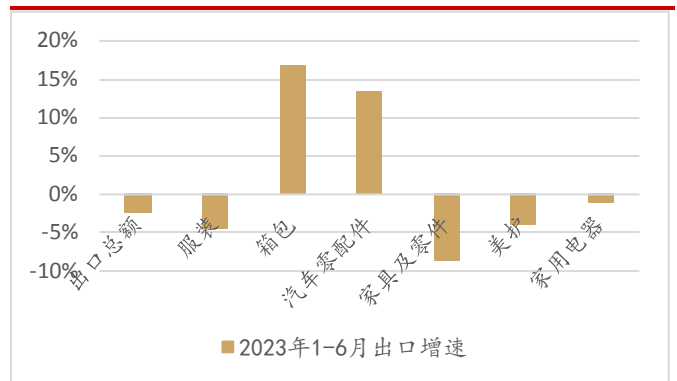
上半年出口整体承压，公司积极调整实现逆势增长。受到去年高基数影响，2023 年上半年出口略有承压，我国出口金额同比 -2%（人民币口径下同 +3.7%）。2022 年，公司销售额 TOP5 品类分别为家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容、户外运动，2023H1 家具、美护等品类出口表现承压，但公司通过渠道多元化布局、增强选品能力实现了逆势增长。

图 3 2022 年公司销售产品结构



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 4 2023 年 1-6 月我国商品出口额同比增速



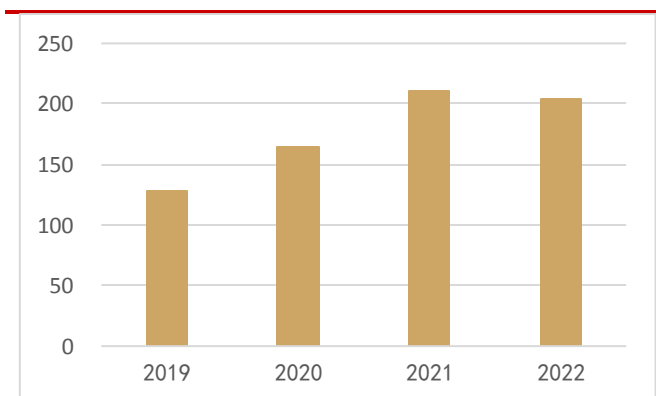
资料来源：wind, 华西证券研究所

23H1 三大业务均取得快速增长。易佰网络主营业务有三：1) 泛品；2) 精品；3) 跨境电商服务（亿迈生态平台）。根据公司 23H1 业绩预告，泛品业务积极开拓新兴电商市场，探索多元化电商平台，提高 SKU 上新速度，实现同比快速增长；精品业务经过精心筛选和调整，着重保留了具备竞争力的产品，实现扭亏为盈；亿迈生态平台业务引入战略合作客户，商户数量及销售规模同比飞速增长。

1.2.积极拥抱数字化，降本增效持续显现

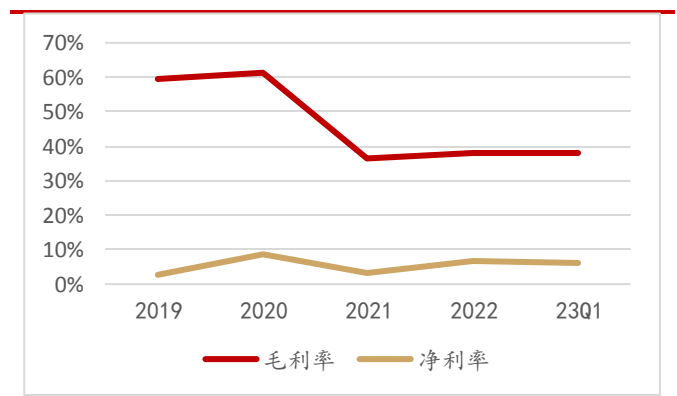
多个业务环节实现数字化，赋能降本增效。除国际运费回落、人民币贬值等因素带来成本节约外，公司自研系统易佰云，实现了仓储、订单管理、物流、广告促销、备货等多个环节的数字化。提升人效的同时增强选品和定价能力，从而带动公司毛利率和净利率自 2022 年以来不断提升。根据公司 6 月 27 日投资者关系活动记录表，公司技术团队员工达 200 人，可以更精准、更高效地借助 ChatGPT 提高多个业务环节的运营效率，在降本增效方面仍有一定空间。

图 5 公司 2019-2022 人效（万元/人）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 易佰网络 2019-2023Q1 净利润率与毛利率

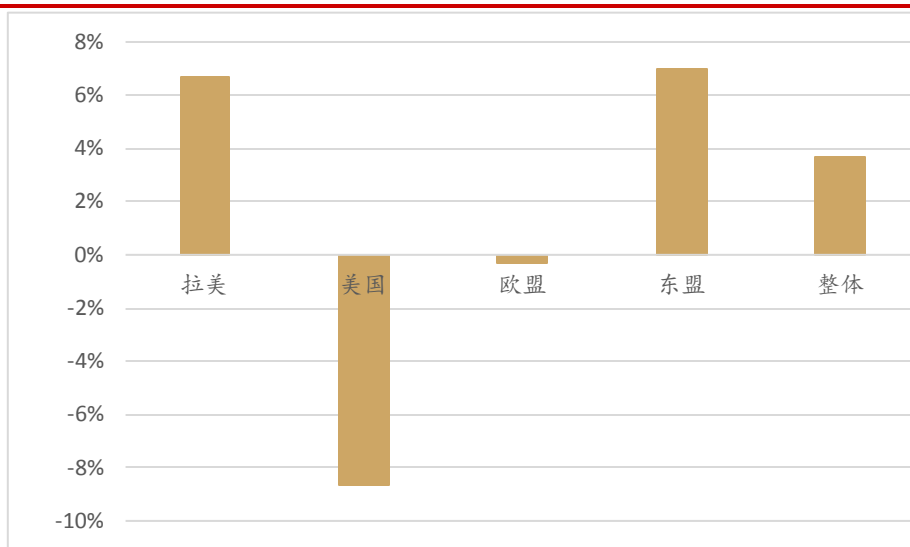


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 跨境电商赛道高景气，多家跨境电商公司发布业绩预增

我国出口整体承压，但不乏结构性亮点。2023H1，我国出口总额同比增长 3.7%（人民币计价），但拉美、东盟等新兴国家出口增速远超总体水平。2023H1 我国对“一带一路”沿线国家进出口增长 9.8%，高出整体增速 7.7 个百分点。为应对贸易摩擦下的欧美出口增长乏力，伴随着“一带一路”倡议的推进实施，国内跨境电商企业开始大力开拓东南亚、中亚、中东欧等“一带一路”沿线国家、地区市场同时扩大对非洲、拉丁美洲的等新兴国家和地区布局。在企业“走出去”和 RCEP 协定签署的带动下，以东南亚为代表的新兴市场正在成为中国跨境电商贸易市场的重要组成部分。

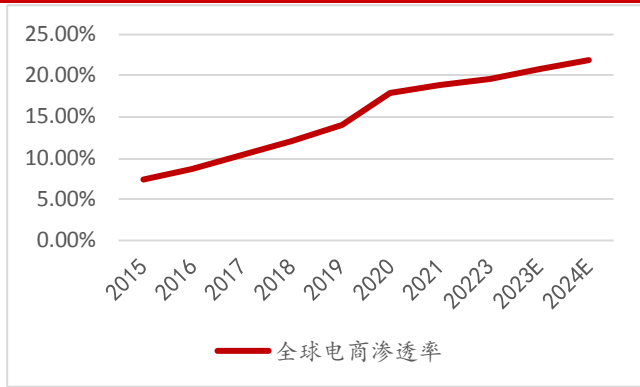
图 7 2023 年 1-6 月我国向不同地区出口额同比增速（人民币计价）



资料来源：wind，华西证券研究所

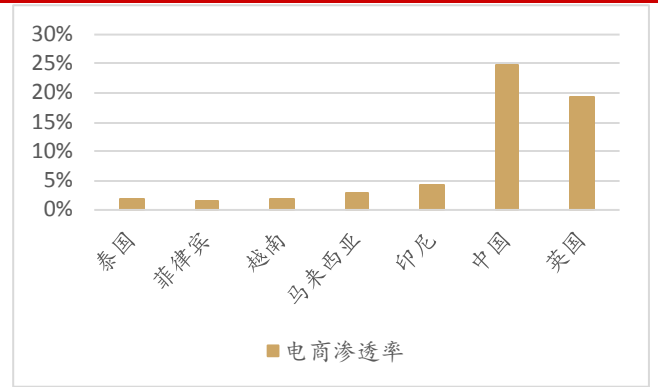
电商渗透率稳步提升，新兴市场渗透率提升空间巨大。根据 Statista 数据显示，2021 年，全球零售电商渗透率为 19%，且仍在稳步提升中。但根据 eMarketer 数据，泰国、菲律宾、越南、马来西亚、印尼等新兴市场电商渗透率仍不足 5%，远低于平均水平。近年来，Zalora、EZbuy 等东南亚电商平台快速发展有望推动东盟地区电商渗透率快速提升，跨境电商企业迎来重大的发展机遇。

图 8 全球零售电商渗透率



资料来源：赛维时代招股书，华西证券研究所

图 9 新兴市场电商渗透率仍有极大提升空间（2021）



资料来源：澎湃新闻，华西证券研究所

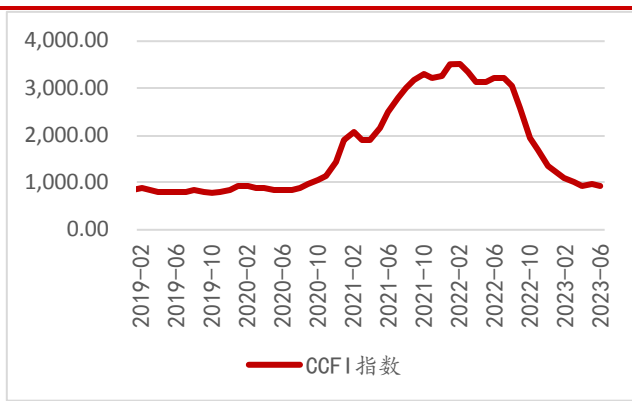
短期来看，汇率及国际运价利好行业发展。根据前瞻产业研究院报告，跨境电商卖家成本中物流成本占比为 20%-30%，2022 年下半年起，CCFI 指数（中国出口集装箱运价指数）快速下跌，截至目前仍然维持低位，2023 年 6 月 CCFI 指数相比 2022 年高点下降约 74%，较低的运价将有效带动出口企业利润率回升。除此之外，2022 年 4 月起，美元兑人民币汇率持续性处于较高水平，人民币贬值一定程度上提升出口商品的价格竞争力，从而带动出口公司收入增长。

图 10 跨境电商卖家成本结构



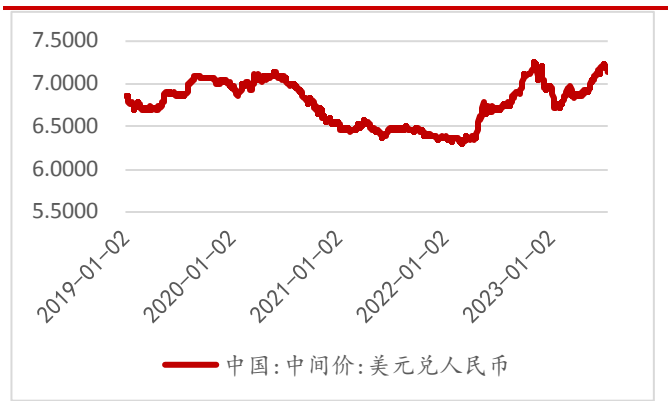
资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 11 集运指数保持低位运行



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 12 2023 上半年人民币贬值利好出口



资料来源: wind, 华西证券研究所

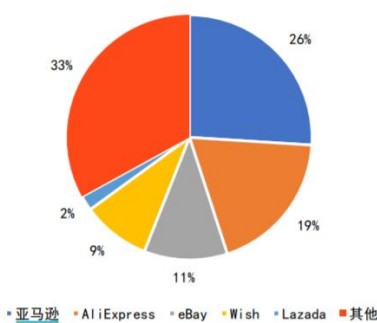
亚马逊取消轻小计划，低价商品更加受益：

亚马逊为跨境电商第一大平台，根据 2020 年 Statista 数据显示，26% 的全球消费者首选的跨境电商平台为 Amazon，19% 的消费者选择阿里巴巴旗下的 AliExpress，11% 的消费者选择 eBay。在美国电商市场上，75% 的消费者直接选择 Amazon 平台进行购物，2/3 的消费者选择该平台作为产品搜索的第一站。我国跨境电商企业对亚马逊平台依赖度较高，根据各公司年报，2022 年华凯易佰、致欧科技、赛维时代等跨境电商企业亚马逊销售额占比均在 80% 左右。

6 月 30 日亚马逊发布公告称决定终止美国 FBA 轻小商品计划，并降低所有低价产品的标准 FBA 费率。轻小计划已经开展多年，亚马逊物流 (FBA) 将低价 (12 美元以下)、小件和轻件产品注册到该计划中，以获得较低的 FBA 费率，该计划已经在美国、日本、英国、德国、法国、意大利、西班牙、波兰、荷兰和瑞典 10 个站点上线。新政上线后，从 2023 年 8 月 29 日开始，美国亚马逊物流将对所有价格低于 10 美元的商品实行较低的亚马逊物流费率，对于之前尚未注册轻小计划且单价低于 10 美元的商品来说，每件商品的运费将减少 0.77 美元，从而提升利润空间。我们认为新政落地后，主打薄利多销、定价相对较低的泛品电商将更加受益。

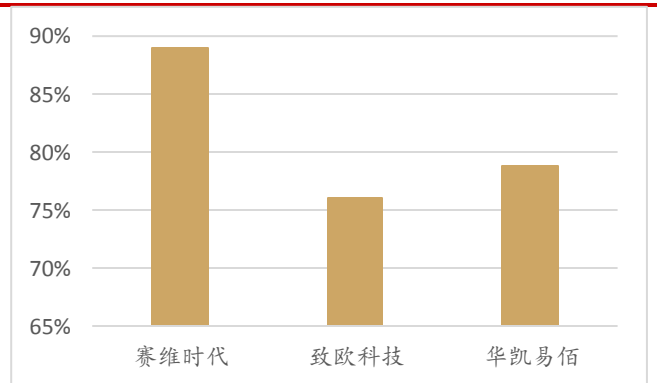
图 13 26% 的全球消费者首选跨境电商平台为 Amazon

2020 年全球消费者跨境购物的首选跨境电商平台



资料来源: 赛维时代招股书, 华西证券研究所

图 14 跨境电商企业对亚马逊平台依赖度较高



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

行业景气度高，已有多家跨境电商企业发布预盈公告。1)致欧科技：H1 预计归母净利润 1.72-1.92 亿元同增 56-74%，扣非后归母净利润 2-2.2 亿元同增 89-108%；Q2 预计 0.85-1.14 亿元同增 44-78%；2)吉宏股份：H1 预计归母净利润 1.73-1.84 亿元同增 50-60%，其中跨境电商业务归母净利润同增 110-120%；Q2 预计 1.03-1.14 亿元同增 42-57%；3)赛维时代：6 月披露预告，H1 预计归母净利润 1.75-1.85 亿元同增 59-68%，Q2 预计 0.88-0.98 亿元同增 49-66%；4)华凯易佰：23H1 易佰网络预计实现营业收入为 28.5 亿元-30.5 亿元，预计实现净利润为 2.2 亿元-2.5 亿元，其中 2023 年第二季度，易佰网络预计实现营业收入为 14.7 亿元-16.7 亿元，同比增长 43.24%-62.70%；预计实现净利润为 1.23 亿元-1.53 亿元，同比增长 83.52%-128.28%。

3.盈利预测与投资建议

我们对于公司收入和利润的核心假设如下：

- 1) 泛品业务：由于亚马逊平台对低价商品有政策倾斜以及泛品业务薄利多销的特性，我们预计泛品业务增长主要由订单量驱动，ASP 保持稳定，23 年受益于美国消费市场回暖+22 年低基数，增速较快，24-25 年预计稳健增长，我们预计泛品业务收入 2023-2025 年分别同比增长 41%、21%、14%；
- 2) 精品业务：公司精品业务处于起步阶段，基数较低，我们预计订单量增速较快，ASP 每年有小个位数增长，2023-2025 年精品业务收入分别同比增长 82%、72%、52%；
- 3) 跨境电商服务：23H1 亿迈生态平台业务引入战略合作客户，商户数量及销售规模正处于高速增长中，我们预计亿迈生态平台 2023-2025 年收入复合增速在 50%左右。
- 4) 毛利率：由于当前国际运费处于较低水平，22 下半年-23Q1 公司毛利率处于较高水平，我们预计 2023 年公司毛利率将延续 23Q1 的表现，展望未来，随着精品及亿迈平台收入占比提升以及国际运费有概率略有上行，我们预计 2024-2025 年毛利率略有下滑。

综上，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 63.8、82.1、100.6 亿元，同比增加 45%、29%、22%，实现归母净利润 3.5、4.8、5.9 亿元，同比增加 63%、36%、23%，EPS 分别为 1.22、1.66、2.04 元，按照 2023 年 7 月 14 日收盘价 29.68 元计算，对应的 PE 分别为 24、18、15 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 15 可比公司估值表（市值截至 2023 年 7 月 17 日收盘）

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300866.SZ	安克创新	343	11.4	13.7	15.9	18.3	25	22	19
002803.SZ	吉宏股份	76	1.8	4.0	5.4	6.9	19	14	11
301376.SZ	致欧科技	101	2.5	3.9	4.9	6.0	26	21	17
300592.SZ	华凯易佰	82	2.2	3.5	4.8	5.9	23	17	14

资料来源：wind，华西证券研究所（华凯易佰盈利预测为华西证券研究所预测，其余为万得一致预期）

4.风险提示

贸易摩擦；行业竞争加剧；亚马逊平台政策变化。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,417	6,381	8,214	10,056	净利润	244	372	480	590
YoY (%)	112.9%	44.5%	28.7%	22.4%	折旧和摊销	57	16	16	16
营业成本	2,742	3,988	5,216	6,436	营运资金变动	-30	253	90	196
营业税金及附加	4	6	8	10	经营活动现金流	285	640	584	800
销售费用	1,088	1,563	1,971	2,393	资本开支	-8	2	2	2
管理费用	243	351	411	453	投资	149	0	0	0
财务费用	-3	-8	-12	-18	投资活动现金流	144	2	2	2
研发费用	52	77	99	121	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-10	0	0	0	债务募资	54	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0	筹资活动现金流	-82	-224	-1	-1
营业利润	286	435	562	692	现金净流量	360	418	585	802
营业外收支	2	2	2	2					
利润总额	288	437	564	694	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	44	66	85	104	成长能力				
净利润	244	372	480	590	营业收入增长率	112.9%	44.5%	28.7%	22.4%
归属于母公司净利润	216	353	480	590	净利润增长率	347.4%	63.4%	35.8%	22.9%
YoY (%)	347.4%	63.4%	35.8%	22.9%	盈利能力				
每股收益	0.76	1.22	1.66	2.04	毛利率	37.9%	37.5%	36.5%	36.0%
					净利率	4.9%	5.5%	5.8%	5.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	6.9%	8.4%	9.7%	10.7%
货币资金	848	1,266	1,851	2,653	净资产收益率 ROE	9.8%	15.1%	17.1%	17.3%
预付款项	35	56	73	90	偿债能力				
存货	598	1,064	1,081	707	流动比率	3.09	1.96	2.10	2.43
其他流动资产	443	608	746	916	速动比率	1.88	1.12	1.34	1.85
流动资产合计	1,923	2,993	3,751	4,366	现金比率	1.36	0.83	1.03	1.47
长期股权投资	17	17	17	17	资产负债率	25.3%	40.5%	39.8%	35.6%
固定资产	265	250	234	218	经营效率				
无形资产	106	106	106	106	总资产周转率	1.45	1.75	1.80	1.93
非流动资产合计	1,205	1,189	1,173	1,157	每股指标 (元)				
资产合计	3,128	4,182	4,924	5,523	每股收益	0.76	1.22	1.66	2.04
短期借款	62	62	62	62	每股净资产	7.62	8.07	9.73	11.77
应付账款及票据	352	1,206	1,402	1,494	每股经营现金流	0.99	2.21	2.02	2.77
其他流动负债	208	259	326	242	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	623	1,528	1,790	1,799	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	39.16	24.30	17.89	14.56
其他长期负债	168	168	168	168	PB	1.99	3.68	3.05	2.52
非流动负债合计	168	168	168	168					
负债合计	790	1,696	1,958	1,967					
股本	289	289	289	289					
少数股东权益	135	153	153	153					
股东权益合计	2,338	2,487	2,966	3,556					
负债和股东权益合计	3,128	4,182	4,924	5,523					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

许光辉：执业证书编号：S1120523020002

社服&零售行业首席分析师，上海交通大学硕士，2023年2月加入华西证券研究所。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。