

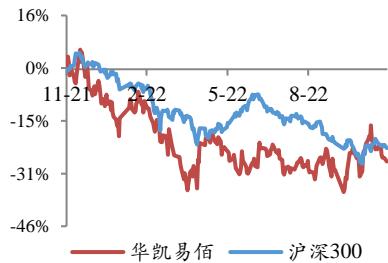
泛品业务筑基，精品+服务平台打造新的增长点

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-28

收盘价（元）	14.74
近12个月最高/最低（元）	21.35/12.93
总股本（百万股）	289
流通股本（百万股）	157
流通股比例（%）	54.45
总市值（亿元）	43
流通市值（亿元）	23

公司价格与沪深300走势比较


分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 跨境出口电商市场空间广阔，B2C卖家集中度有待提升

根据海关总署数据，2021年跨境出口电商额达到1.92万亿元（2019~2021CAGR为22.1%），受益于我国完善制造业产业链、跨境电商需求增多、跨境电商政策支持、RCEP协定降低关税壁垒以及数字化赋能等多重利好，跨境电商出口市场规模有望保持持续增长。根据跨境弗若斯特沙利文数据，2021年中国跨境出口B2C电商市场CR5约为6.5%，集中度较低。随着竞争加剧，借助数字化赋能，具有运营效率的企业或者具有溢价能力的品牌卖家，更有望提升市场份额。

● “双蓝海”策略错位竞争，泛品业务夯实基本盘

泛品业务是公司目前运作最成熟、规模和效益最突出的业务，SKU众多，对单一品类依赖性较弱，且能够快速响应需求，开发新品类。在品类选择上，公司战略性避开服装、消费电子等红海市场，优先拓展仍处于蓝海市场、产品生命周期相对较长、更新换代相对较慢的家居园艺、工业及商业用品等品类，形成差异化竞争。公司不断加大研发投入，未来有望通过数字化、智能化进一步优化流程效率和体验，实现降本增效。

● 精品+跨境电商综合服务，打造新的增长曲线

精品业务：公司抓住2021年封号潮导致的行业动荡期，组建全新精品团队，优先涉足客单价相对较高且竞争程度较低的品类，有望充分发挥在泛品类业务过程中所积累的供应链和运营管理经验，孵化自有品牌，提升溢价能力。**跨境电商综合服务平台：**2021年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，创立“亿迈”一站式跨境电商综合服务平台，为大量涌入的中小卖家提供全方位的跨境业务解决方案。2022年精品业务亏损逐步收窄，跨境电商综合服务平台开始贡献利润，未来有望成为公司新的增长点。

● 投资建议：

短期来看，海运价格下调、海外仓去库存接近尾声等利好下，公司业绩有望释放弹性；长期来看，精品业务、跨境综合电商业务逐步培育，有望贡献新的增长点。我们预计公司2022~2024年EPS分别为0.69、0.91、1.12元/股，对应当前股价PE分别为21、16、13倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

海运价格大幅上涨；亚马逊平台政策出现不利变化；国际贸易不确定性。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2075	4231	5085	5989
收入同比（%）	1435.1%	103.9%	20.2%	17.8%
归属母公司净利润	-87	200	263	324
净利润同比（%）	-39.9%	329.3%	31.1%	23.4%

毛利率 (%)	37.2%	37.5%	38.8%	40.2%
ROE (%)	-4.2%	8.8%	10.3%	11.3%
每股收益 (元)	-0.43	0.69	0.91	1.12
P/E	—	21.27	16.22	13.14

资料来源：wind, 华安证券研究所

正文目录

1 轻装上阵，聚焦跨境出口电商	6
2 市场潜力巨大，B2C 卖家集中度有待提升	9
2.1 多维度协同发力，跨境电商市场空间广阔	9
2.2 B2C 以第三方平台为主，竞争格局较为分散	15
3 “泛品+精品+跨境电商综合服务”，持续提升自动化、智能化	18
3.1 泛品筑基+精品孵化品牌，“双蓝海”差异化竞争	18
3.2 综合服务平台赋能中小卖家，打造新的增长点	21
3.3 自主研发信息系统，智能化提升运营效率	24
盈利预测及投资建议：	26
盈利预测	26
投资建议	28
风险提示：	28
财务报表与盈利预测	29

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 董事会与高管层成员介绍（截至 2022H1）	6
图表 3 员工持股计划授予分配对象	7
图表 4 员工持股计划考核要求	8
图表 5 2016-2022Q3 公司营收及同比增速	8
图表 6 2016-2022Q3 公司归母净利润及同比增速	8
图表 7 2021Q3-2022Q3 公司单季度营收	9
图表 8 2021Q3-2022Q3 公司单季度归母净利润	9
图表 9 2021Q3-2022Q3 公司单季度毛净利率	9
图表 10 2021Q3-2022Q3 公司单季度费用率	9
图表 11 2019-2021 年跨境电商进出口额及增速	10
图表 12 跨境电商出口额在跨境电商进出口总额中占比	10
图表 13 跨境电商产业链	10
图表 14 中国、美国制造业增加值对比（万亿美元）	11
图表 15 跨境电商 VS 传统外贸产业链对比	11
图表 16 疫情下的各国消费者在线购物时间增长情况	12
图表 17 2020-2025E 全球线上买家数量	12
图表 18 2020-2025E 全球电商零售销售规模及增速	12
图表 19 2019-2025E 全球电商零售占比	12
图表 20 技术支持	13
图表 21 跨境电商综合实验区各批次数量（个）	13
图表 22 跨境电商政策	13
图表 23 跨境电商制度完善	15
图表 24 RCEP 其他缔约方对中国降税承诺	15
图表 25 B2B、B2C 模式分类	16
图表 26 跨境出口 B2C 电商市场份额	16
图表 27 跨境电商注册数量及增速	16
图表 28 主要第三方电商平台上中国卖家 GMV（十亿美元）	17
图表 29 跨境出口 B2C 电商市场规模（GMV，万亿元）	17
图表 30 第三方平台、独立站对比	17
图表 31 精品、泛品策略对比	18
图表 32 2021H2、2022H1 各业务收入（亿元）	19
图表 33 2021H2、2022H1 各业务收入占比（%）	19
图表 34 泛品和精品介绍	19
图表 35 开启精品业务线	20
图表 36 2021H2、2022H1 亚马逊平台收入占比	20
图表 37 2021H2 各仓收入占比（%）	20
图表 38 仓储方式对比	20
图表 39“亿迈”跨境电商综合服务平台	22
图表 40 6000+品牌供应商、1000+物流渠道、200+服务渠道	22
图表 41 全链条供应链服务	23

图表 42 智能化数字化系统驱动高效运营	23
图表 43 智能管理系统	24
图表 44 全流程运营培训, 1 对 1 管理指导	24
图表 45 2021Q3-2022Q3 研发费用及研发费用率	25
图表 46 2022H1 技术研发人员占比及学历分布	25
图表 47 公司部分核心技术	25
图表 48 智能应用系统模块	26
图表 49 盈利预测	27

1 轻装上阵，聚焦跨境出口电商

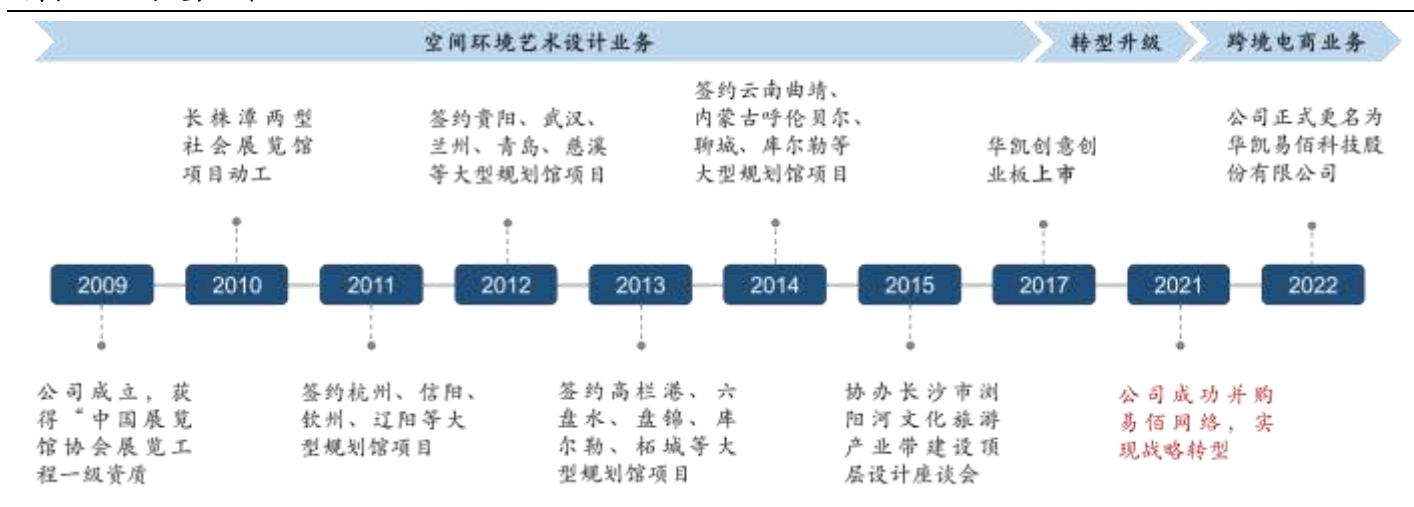
湖南华凯文化创意股份有限公司(后简称“公司”或“华凯易佰”)前身为湖南美景创意展示展览有限公司，成立于2009年，成立之初主要从事空间环境艺术设计业务，后根据市场环境变化调整自身业务范围，转型为跨境出口电商：

(1) **2009-2017：专注空间环境艺术设计业务**：公司成立之初一直专注于装修装饰业务，形成了以城市文化馆、博物馆、企业文化馆、教育基地等大型主题馆展示系统为主要内容的业务体系，2017年成功在深交所上市。

(2) **2018-2020：抓住电商发展契机，谋求转型升级**。2018年以来，受政策调控影响，部分项目压缩或搁置，导致公司经营业绩持续下滑。2019年公司启动重大资产重组事项，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。

(3) **2021年及以后：收缩空间环境艺术设计业务，专注跨境出口电商业务**。2021年，公司成功并购易佰网络，同时收缩空间环境艺术设计业务，实现战略转型，跨境出口电商业务成为公司主营业务。

图表1 公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

引进原易佰网络核心管理层，助力公司转型。公司总经理兼实际控制人周新华具有丰富的管理经验，敏锐捕捉市场发展机遇，积极推动公司转型。2021.7公司以发行股份及支付现金相结合的方式（其中现金2.4亿元，股份对价12.7亿元），收购易佰网络90%股权（2022.6公司用3.38亿元现金收购剩余10%股权）。2021.8公司更换管理层，引入原易佰网络核心管理人员，有望借助其丰富的跨境电商运营经验，抓住市场机遇、跟进运营策略，助力公司完成业务转型升级。

图表2 董事会与高管层成员介绍（截至2022H1）

姓名	职务	任职时间	履历介绍
周新华	董事长、总经理	2014.3	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，深圳市华易鑫达投资有限公司执行董事、总经理，湖南神来科技有限公司执行董事，兼任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	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、总经理，厦门芒励多股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人
庄俊超	董事	2021.8	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、副总经理、厦门超然迈伦股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，深圳前海新佰辰科技有限公司监事
王安祺	董事、董事会秘书	2014.3	本科学历，中南大学EMBA。持有深圳证券交易所董事会秘书资格证书，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，深圳市易佰网络科技有限公司董事，张家界驼峰有限公司监事
贺日新	董事、财务总监	2021.8	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
刘俊杰	董事	2021.8	本科学历，注册会计师，会计师职称。曾任嘉汉木业（河源）有限公司财务主管；广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计经理；北京群鲜荟萃科技有限公司高级财务经理；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、财务副总监

资料来源：公司公告，华安证券研究所

员工持股计划有效绑定核心管理层，激发员工积极性。2022年公司发布员工持股计划（草案），参与对象为公司中高级管理人员、核心骨干员工等，2021年易佰网络扣非后归母净利润为2.16亿元，考核目标为2022~2023年易佰网络扣非归母净利润同比增速分别不低于25.16%、22.22%。公司通过激励计划，深度绑定管理层和公司的长远利益，有利于激发管理层积极性，提高经营效率，助力公司成功转型。

图表3 员工持股计划授予分配对象

持有人	职务	拟认购份额上限 (万份)	占本员工持 股计划比例	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
周新华	董事长、总经理	927.36	15.75%	126	0.44%
胡范金	副董事长	1,692.80	28.75%	230	0.80%
庄俊超	董事	1,126.08	19.13%	153	0.53%
王安祺	董事、董事会秘书	368	6.25%	50	0.17%
贺日新	董事、财务总监	257.6	4.38%	35	0.12%
张敏	职工代表监事	257.6	4.38%	35	0.12%
刘俊杰	董事	198.72	3.38%	27	0.09%
王芳	监事会主席	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，华安证券研究所

图表4 员工持股计划考核要求

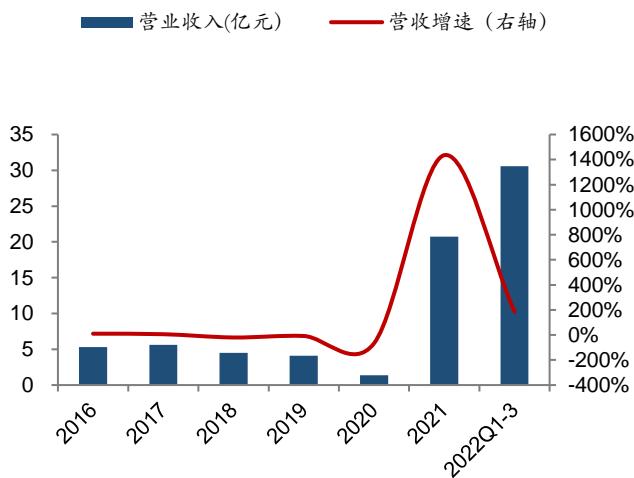
解锁安排	对应考核年度	易佰网络扣非归母净利润 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一批解锁	2022 年	易佰网络 2022 年扣非归母净利润 ≥ 2.7 亿元, $YOY \geq 25.16\%$	—
第二批解锁	2023 年	易佰网络 2022-2023 年扣非归母净 利润累计 ≥ 6 亿元, $YOY \geq 22.22\%$	易佰网络 2022-2023 年扣非归母净利润累 计不低于 5.7 亿元
考核指标		业绩完成度	解锁比例
易佰网络非归母净利润		$A \geq Am$ $Am \leq A < Am$ $A < An$	$X=100\%$ $X=A/Am*100\%$ $X=0\%$

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：以经审计的归属于易佰网络股东的扣除非经常性损益的净利润，并剔除公司全部在有效期内的股权激励计划（若有）及员工持股计划所涉及的股份支付费用影响后的数值作为计算依据

经营环境边际改善，有望释放业绩弹性。2021 年，公司收缩空间环境艺术设计业务，并购易佰网络，转型跨境电商业务。2021H2 公司跨境电商实现营收 19.53 亿元，占 2021 年全年总营收的 94.1%。但由于 2021 年下半年国内外新冠疫情反复、海运价格急剧上涨、人民币汇率频繁波动、欧洲 VAT 线上代扣代缴、亚马逊变更库存政策导致众多卖家清理过剩备货而低价甩卖库存使市场竞争加剧等原因，公司暂时亏损。2021Q3、2021Q4 毛利率分别为 59.9%、15.8%，净利率分别为 0.7%、-6.7%。2022 年亚马逊放宽库容、海运价格回暖，行业去库存接近尾声，经济环境改善，公司 2022 前三季度净利率明显改善，Q1-Q3 净利率分别为 4.2%、5.4%、6.2%，2022 前三季度实现归母净利润 1.44 亿元。

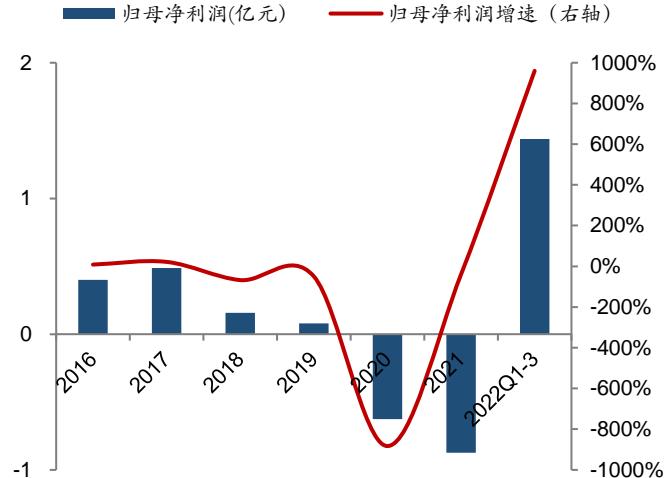
图表5 2016-2022Q3 公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：易佰网络 2022.7.1 纳入合并报表

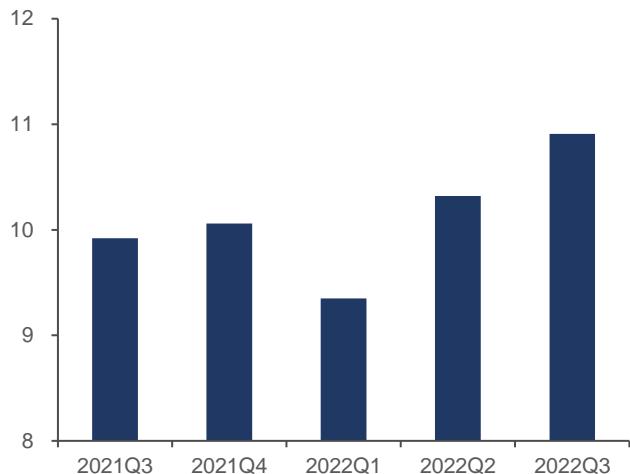
图表6 2016-2022Q3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

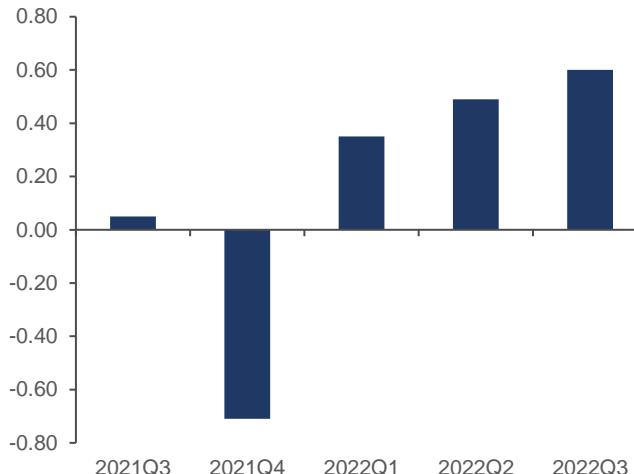
注：易佰网络 2022.7.1 纳入合并报表

图表 7 2021Q3-2022Q3 公司单季度营收



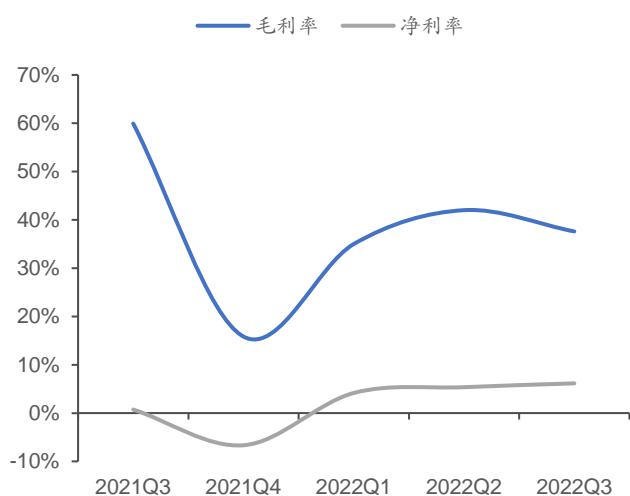
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 2021Q3-2022Q3 公司单季度归母净利润



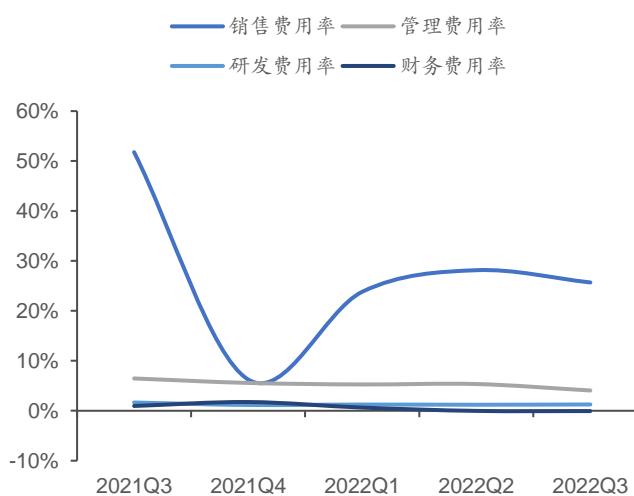
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 2021Q3-2022Q3 公司单季度毛净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 2021Q3-2022Q3 公司单季度费用率



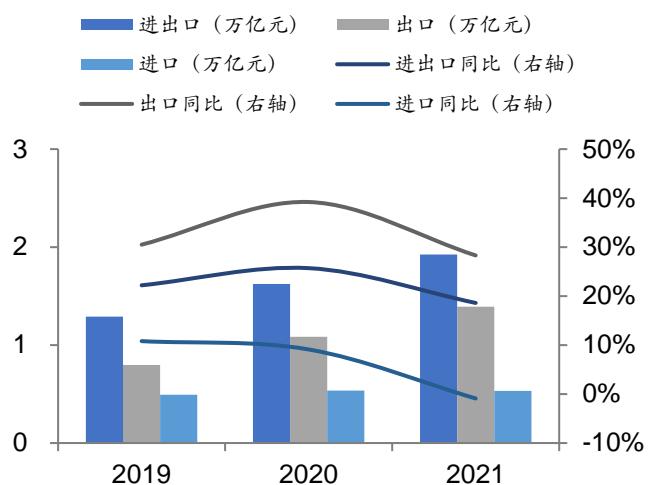
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 市场潜力巨大，B2C 卖家集中度有待提升

2.1 多维度协同发力，跨境电商市场空间广阔

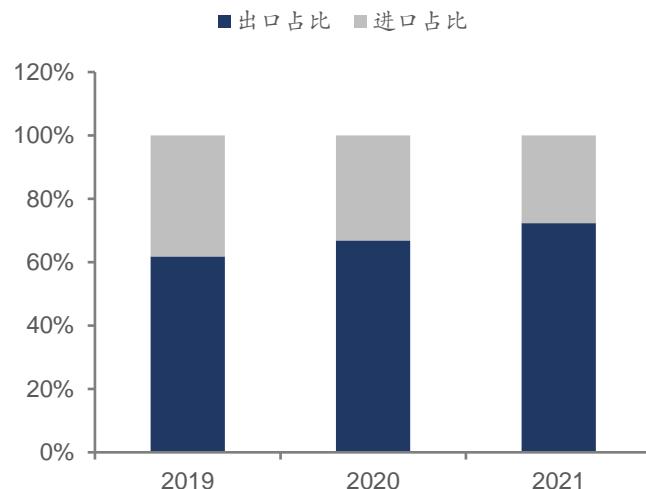
跨境电商主要分为跨境出口电商和跨境进口电商，根据海关总署数据，2019~2021 年跨境出口电商额在跨境电商进出口总额中占比从 61.85% 提升至 72.35%，2021 年跨境出口电商额达到 1.92 万亿元，2019~2021CAGR 为 22.1%，高于跨境进口电商额 CAGR4%。供给端、需求端、政策端催化叠加技术进步，推动跨境电商出口市场规模持续增长。

图表 11 2019-2021 年跨境电商进出口额及增速



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 12 跨境电商出口额在跨境电商进出口总额中占比



资料来源：海关总署，华安证券研究所

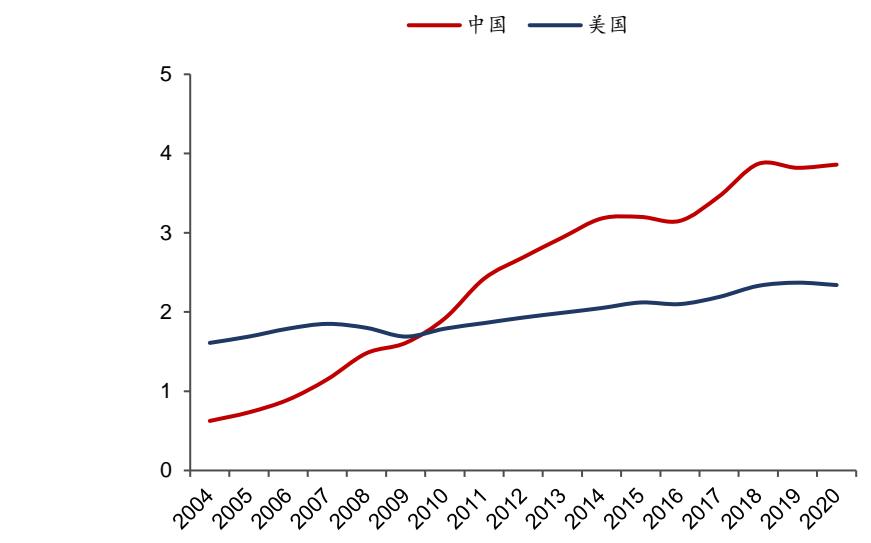
图表 13 跨境电商产业链



资料来源：亿邦动力，华安证券研究所

供给端：(1) 制造业强大，产业链完备。中国加入世界贸易组织后，逐步以“生产加工制造中心”的定位融入了全球供应链体系，制造业增加值 2010 年赶超美国后一直处于领先地位，全球供应链也逐渐形成了以美国、德国和中国为局部核心的“三中心”格局，产业链的完善使得国内企业能够为全球输送优质商品。

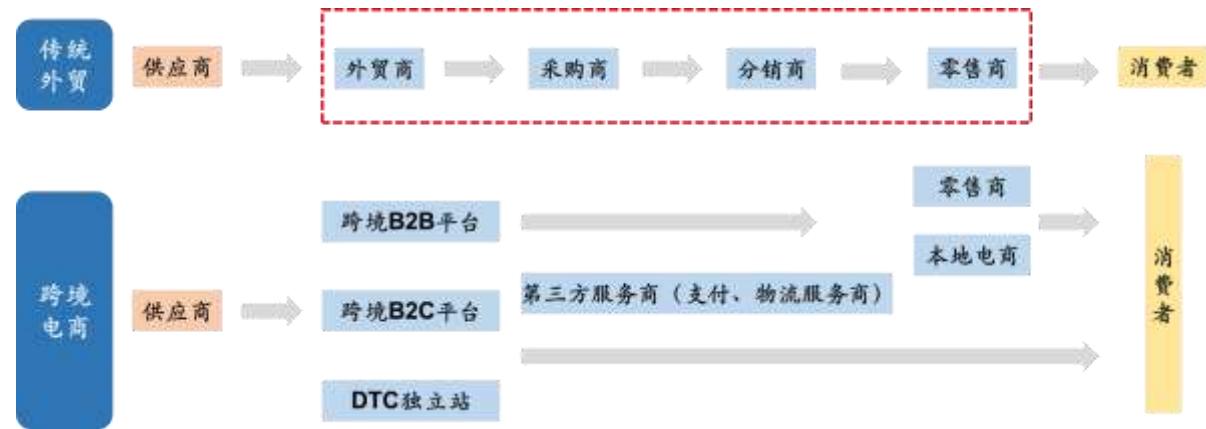
图表 14 中国、美国制造业增加值对比 (万亿美元)



资料来源：快易数据，华安证券研究所

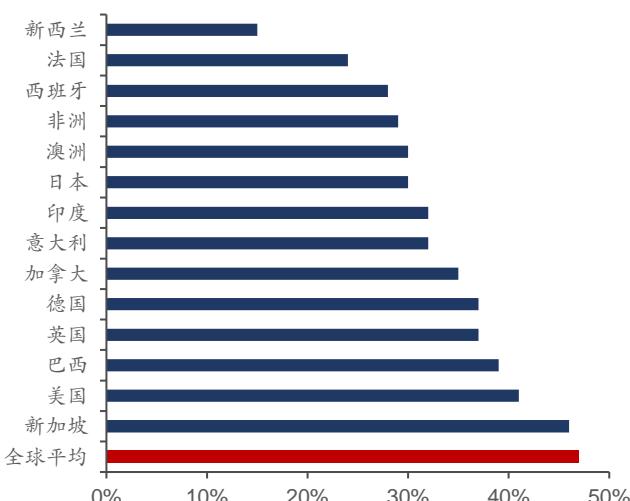
(2) 相比于传统外贸，跨境电商减少流通环节，提高了供应链效率。跨境电商主要依托第三方跨境电商平台等渠道开展交易，直接面向境外终端消费者，有效提高供应链效率。同时，跨境电商主要为小规模、多批次交易，降低了传统外贸“集装箱订单”模式对中小企业的门槛。

图表 15 跨境电商 VS 传统外贸产业链条对比

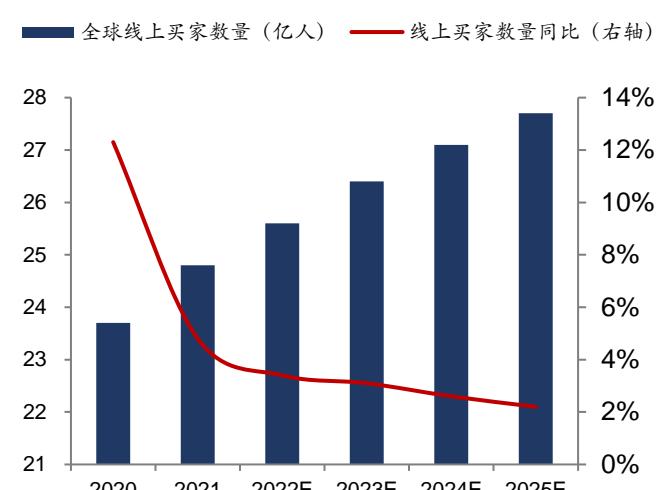


资料来源：亿邦动力，华安证券研究所

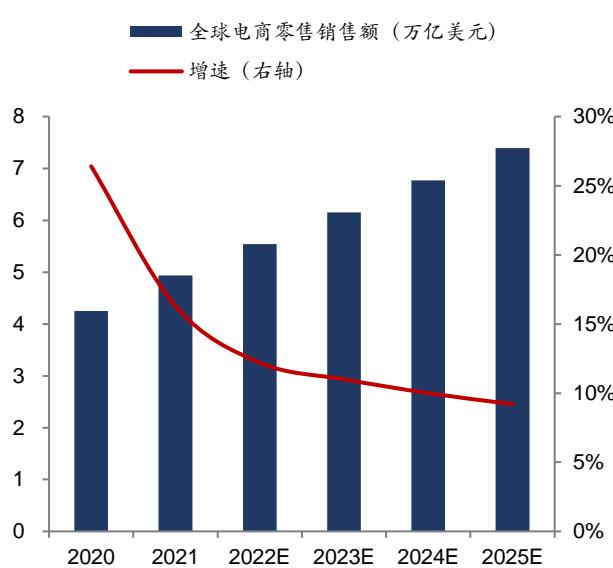
需求端：疫情改变消费习惯，线上消费有望持续增长。疫情冲击下，海外消费者被迫从线下购物转到线上消费，全球平均在线购物时长增长 47%。2020~2021 年全球线上消费人数分别同比增长 12.30%、4.80%，电商零售销售额分别同比增长 26.40%、16.30%。2021 年海外疫情逐步放开后，线上购物人数保持增长，线上消费习惯逐步养成，预计线上买家数量 2021~2025CAGR 为 2.8%，带动 2025 年全球电商零售销售额达到 7.4 万亿美元(2021~2025CAGR 为 10.6%)，占比提高至 23.6%。

图表 16 疫情下的各国消费者在线购物时间增长情况


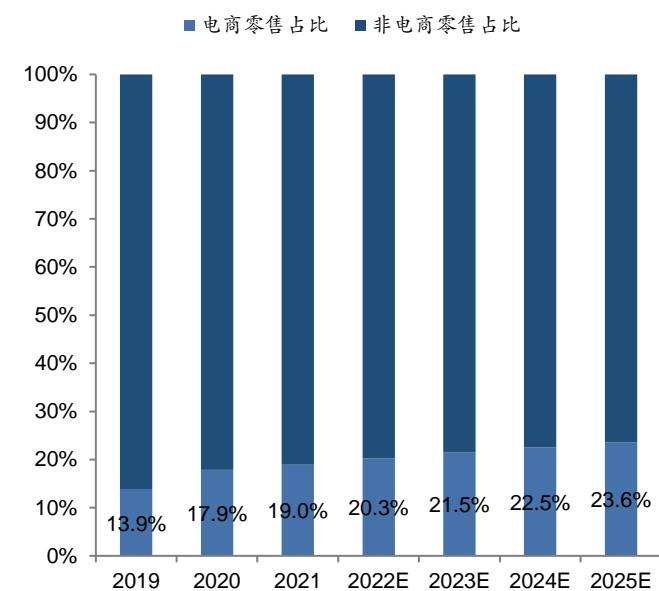
资料来源：亿欧智库，华安证券研究所

图表 17 2020-2025E 全球线上买家数量


资料来源：eMarketer，华安证券研究所

图表 18 2020-2025E 全球电商零售销售规模及增速


资料来源：eMarketer，华安证券研究所

图表 19 2019-2025E 全球电商零售占比


资料来源：eMarketer，华安证券研究所

技术：数字技术快速发展，提升供应链效率。随着大数据、云计算、人工智能、区块链等数字技术快速发展，在生产、采购、仓储、营销、交易、支付、物流等环节深度应用，提升跨境电商物流效率、支付安全性及营销转化率等，从而实现降本增效。

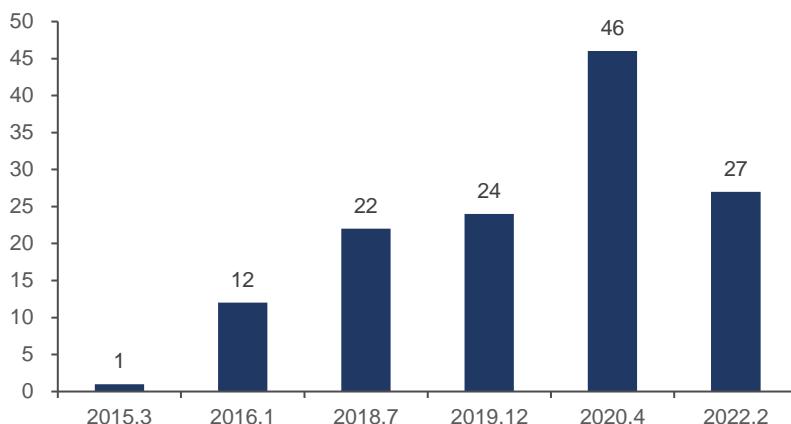
图表 20 技术支持



资料来源：36氪研究院，华安证券研究所

政策：多重利好，激发活力。（1）自2015年设立中国（杭州）跨境电商综合实验区之后，国务院多次增设跨境电商综合实验区，截至2022年，共有132个综合实验区，实现了江苏、浙江、广东三省地级市全覆盖，且持续向中部、西部地区倾斜，并逐渐扩展至三四线城市。

图表 21 跨境电商综合实验区各批次数量（个）



资料来源：国务院，华安证券研究所

（2）海关总署、财政部、外汇管理局等相关部门，围绕税收、通关检疫、支付结算、结汇等关键瓶颈问题出台针对性政策，已基本形成完善的制度体系，支持中国跨境电商企业合法、合规、低成本开展跨境电商业务。2021年国务院发布《关于加快外贸新业态新模式的意见》，明确提出要“支持运用新技术新工具赋能外贸发展，完善跨境电商发展支持政策，培育一批优秀海外仓企业”，到2025年，使跨境电商等新业态的外贸占比提升至10%。

图表 22 跨境电商政策

时间	政策名称	政策内容
----	------	------

2018.12	《关于跨境电子商务零售进出口商品有关监管事宜的公告》	进一步全面规定了跨境电子商务企业管理、零售进出口商品通关管理等事项。为跨境电子商务零售进出口监管工作提供了详细的法律依据，促进跨境电子商务的健康有序发展
2020.06	《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》海关总署公告 2020 年第 75 号	增列海关监管方式代码“9710”，全称“跨境电子商务企业对企业直接出口”，简称“跨境电商 B2B 直接出口”，适用于跨境电商 B2B 直接出口的货物；增列海关监管方式代码“9810”，全称“跨境电子商务出口海外仓”，简称“跨境电商出口海外仓”，适用于跨境电商出口海外仓的货物
2020.08	《国务院办公厅关于进一步做好稳外贸稳外资工作的意见》国办发〔2020〕28 号	提出支持贸易新业态发展，包括充分利用外经贸发展专项资金、服务贸易创新发展引导基金等现有渠道，支持跨境电商平台、跨境物流发展和海外仓建设等；鼓励进出口银行、中国出口信用保险公司等各类金融机构在风险可控前提下积极支持海外仓建设；深入落实外贸综合服务企业代办退税管理办法，不断优化退税服务，持续加快退税进度。加大对外贸综合服务企业的信用培育力度，使更多符合认证标准的外贸综合服务企业成为海关“经认证的经营者”（AEO）
2020.11	《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》国办发〔2020〕40 号	积极推进跨境电商综合试验区建设，不断探索好经验好做法，研究建立综合试验区评估考核机制。支持建设一批海外仓。扩大跨境电商零售进口试点。推广跨境电商应用，促进企业对企业和（B2B）业务发展
2021.07	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》国办发〔2021〕24 号	全国适用跨境电商企业对企业（B2B）直接出口、跨境电商出口海外仓监管模式，完善配套政策。便利跨境电商进出口退换货管理。优化跨境电商零售进口商品清单。稳步开展跨境电商零售进口药品试点。引导企业用好跨境电商零售出口增值税、消费税免税政策和所得税核定征收办法。研究制定跨境电商知识产权保护指南，引导跨境电商平台防范知识产权风险。推动外贸创新发展。开展跨境电商“十百千万”专项行动、规则和标准建设专项行动等，到 2025 年，使跨境电商等新业态的外贸占比提升至 10%
2021.07	《“十四五”商务发展规划》	培育跨境电商配套服务企业，支撑全球产业链供应链数字化，带动品牌出海。继续推进跨境电商综试区建设，探索跨境电商交易全流程创新。加快在重点市场海外仓布局，完善全球服务网络。补足货运航空等跨境物流短板，强化快速反应能力和应急保障能力
2021.10	《“十四五”电子商务发展规划》	

资料来源：国务院、华安证券研究所

图表 23 跨境电商制度完善

【税收政策】
国家税务总局发布《关于跨境电子商务综合试验区零售出口企业所得税核定征收有关问题的公告》国家税务总局公告2019年第36号
财政部、海关总署、税务总局发布《关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知》财关税(2018)49号
财政部、海关总署、税务总局、商务部发布《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》财税(2018)103号
财政部、税务总局发布《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》财税(2013)96号

**【通关检疫】**

海关总署发布《关于跨境电子商务零售进出口商品有关监管事宜的公告》海关总署公告2018年第194号
海关总署发布《关于实时获取跨境电子商务平台企业支付相关原始数据有关事宜的公告》海关总署公告2018年第165号

【支付结算】

国家外汇管理局发布《关于开展支付机构跨境外汇支付业务试点的通知》汇发(2015)7号

资料来源：财政部、税务总局、海关总署，华安证券研究所

(3) 2020年11月，我国同东盟十国以及日本、韩国、澳大利亚、新西兰签署“区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)”。①根据RCEP协定的关税承诺，各成员之间承诺大部分货物贸易立即降至零关税或者10年内降至零关税。关税减免有望降低我国跨境电商出口企业生产、流通环节税费成本，进而提高出口商品竞争力。②RCEP协定鼓励搭建跨境电商发展服务平台，推动配套物流服务体系建设和支持和建设更多的海外仓，有望促进区内跨境电商市场规范发展。

图表 24 RCEP 其他缔约方对中国降税承诺

降税模式(比例)	立即降为零	最终降为零	部分降税	例外产品
日本	57%	88%	0%	12%
韩国	50.4%	86%	1.1%	12.9%
东盟	马来西亚、越南、新加坡、泰国、 印尼、菲律宾、文莱	74.9%	90.5%	5.5%
	老挝、柬埔寨、缅甸	29.9%	86.3%	0%
	澳大利亚	75.3%	98.2%	1.1%
	新西兰	65.4%	91.8%	8.2%
				0%

资料来源：亿欧智库，华安证券研究所

2.2 B2C 以第三方平台为主，竞争格局较为分散

跨境出口电商主要分为B2B和B2C两类，其中B2B占比约为70%。(1) B2B主要分为信息服务平台和交易服务平台，信息服务平台主要收取会员费和增值服务费，比如阿里巴巴国际站，交易服务平台主要收取交易佣金和展位费，比如敦煌网。

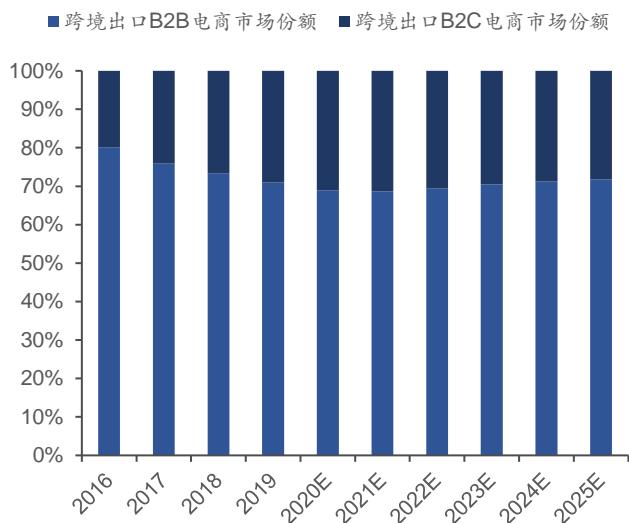
(2) B2C主要分为平台型电商和自营型电商，其中平台型电商主要以亚马逊、eBay、AliExpress等第三方平台为主，为跨境电商卖家及消费者提供交易场所；自营型电商主要分为入驻第三方平台卖家和独立站卖家，主要以买卖差价为盈利点。

图表 25 B2B、B2C 模式分类

出口模式	平台分类	商业模式	主要盈利来源	代表企业
B2B	信息服务平台	黄页信息展示功能：为供应商发布信息或帮助分销商、零售商搜索信息，并为双方交易提供撮合服务	会员费+增值服务费	阿里巴巴国际站等
	交易服务平台	除黄页功能外，还可以实现供需双方之间的网上交易和在线电子支付	交易佣金+展示费	敦煌网等
B2C	平台型	开放商品、店铺、交易、物流、营销推广等各环节和流程的业务	交易佣金/扣点+会员费+增值服务等	亚马逊、eBay、AliExpress 等
	自营型（入驻平台）	入驻亚马逊等海外第三方电商平台，对经营的产品进行统一生产和采购，并进行在线展示、在线交易及通过物流将产品配送到消费者手中	购销差价	三态股份（贸易服务型）、安克创新（产品创新型）等
	自营型（独立站）	自有平台，对经营的产品进行统一生产和采购，并进行在线展示、在线交易及通过物流将产品配送给消费者	购销差价	兰亭集势、SHEIN 等

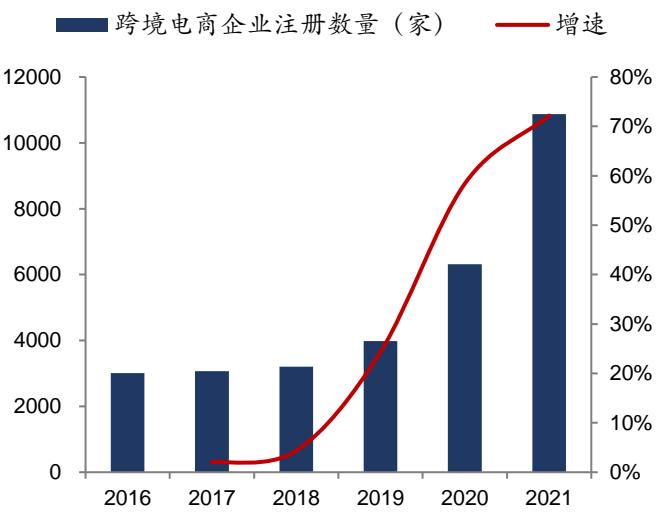
资料来源：三态股份招股说明书，华安证券研究所

图表 26 跨境出口 B2C 电商市场份额



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 27 跨境电商注册数量及增速



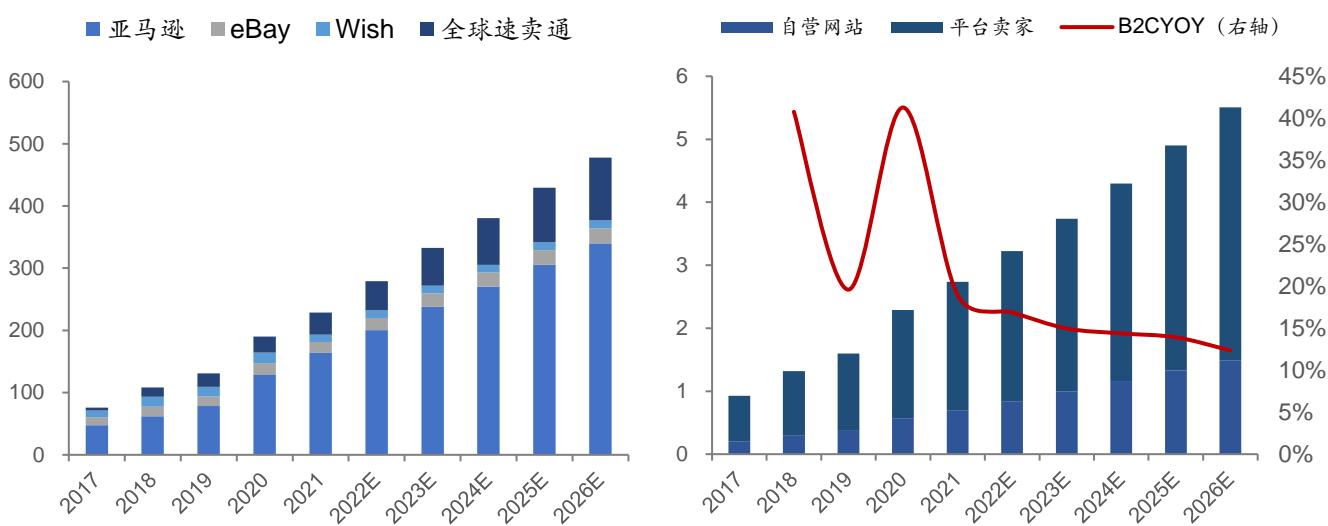
资料来源：企查查，华安证券研究所

平台型跨境电商竞争格局稳定，自营型跨境电商较为分散。平台型电商集中度较高，主要以亚马逊、eBay、Wish、速卖通为主，竞争格局较为稳定。而自营型跨境电商市场竞争格局较为分散，随着跨境电商出口规模增长，跨境电商企业快速增多，截至 2021 年末，跨境电商注册企业数量达 10871 家（2018~2021CAGR 为 50.3%），根据跨境弗若斯特沙利文数据，2021 年中国跨境出口 B2C 电商市场 CR5 约为 6.5%，集中度较低。随着大数据等信息技术在跨境电商行业中的应用逐步深入，具备数字化、智能化的自营型跨境电商有望在运营效率、资源整合方面更具竞争优势。

势，进一步挤压中小企业的市场份额，从而提升市场集中度。

自营型跨境电商以平台卖家为主，独立站逐步崛起。亚马逊、速卖通等第三方平台凭借成熟的运营模式、自带流量的优势吸引了中小卖家，占据了较高市场份额，且随着跨境电商企业增多，平台 GMV 有望保持较快增速。而较为成熟的跨境电商卖家为了摆脱平台模式的同质化竞争和单一营销模式，开始自建独立站，积累私域流量，塑造品牌形象，提升溢价能力。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年 B2C 出口跨境电商 GMV 达到 2.7 万亿元，2017~2021CAGR 达 31.2%，其中平台卖家约占 74.5%，但独立站增速更快，2017~2021CAGR 达 36.1%。随着跨境电商竞争加剧，媒体资源被巨头垄断，获客成本提高，独立站打造私域流量或成为有望逐步提高，预计 2021~2026 独立站 GMV 的 CAGR 约为 16.4%。

图表 28 主要第三方电商平台上中国卖家 GMV (十亿美元) 图表 29 跨境出口 B2C 电商市场规模 (GMV, 万亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

注：市场规模指跨境出口 B2C 市场平台卖家（出口）和自营网站（出口）产生的 GMV

图表 30 第三方平台、独立站对比

特点	第三方平台	独立站
产品	产品品类齐全，平台商对入驻商家产品品质进行把控，入驻后商家自主选品	分为垂直类与全品类，商家自主设计生产，设计上捕捉消费趋势，产品迭代快，生产上采取小单快返模式
营销	平台流量，PPC 广告	搜索流量；通过社交平台、短视频、媒体、问答平台等进行灵活、差异化的广告投放，实现客户积累和交叉销售
物流	三方物流、卖家物流	自发货

优势	入门简单：第三方平台具备成熟的运营模式，适合刚起步、供应链资源较弱的中小卖家	打造私域流量：留存买家数据，挖掘数据价值，提高复购率
	自带流量：第三方平台一般具备自带的品牌效应，实现流量引入	塑造品牌形象：不断积累品牌，并且可以采取灵活的方式进行营销、宣传
劣势	同质化竞争激烈：第三方平台同类卖家竞争激烈，品牌化弱、产品特性不足的中小卖家很难获得关注	运营方式灵活：不收第三方平台规则约束、自主权高，营销活动选择更加灵活
	营销方式受限：第三方平台规则较严，营销方式选择受限	流量成本高：独立站流量依靠自主引流，跨境电商竞争激烈，媒体资源被巨头垄断，获客成本提高
	无法获取一手数据：卖家可以通过平台获得公域流量，但是无法转换为私域流量	运营难度大：独立站从建站到运营维护，再到产品交付，都需要卖家自己设计和决策，对运营能力要求较高

资料来源：Marketing，华安证券研究所

B2C 跨境出口电商按照选品策略，可以分为精品模式和泛品模式。（1）精品电商深度挖掘消费者需求，精选高性价比优质产品，自主参与研发、设计与生产，提供差异化产品和服务，塑造品牌形象，比如安克创新、SHEIN。精品模式下，产品研发能力尤为关键。（2）泛品电商采用多品类策略，SKU 数量多达几十万，从而满足不同层次消费需求，产品品牌壁垒较低，对运营管理和服务化效应的要求较高，从而实现降本增效。

图表 31 精品、泛品策略对比

选品策略	精品	泛品
模式	第三方平台	独立站
本质	品牌商	经销商
代表企业	安克创新	SHEIN、Zaful
SKU 数量	200~1000	几十万
品牌壁垒	较高	低
竞争力	产品设计开发能力、营销力、品牌力	运营管理、规模效应

资料来源：华安证券研究所整理

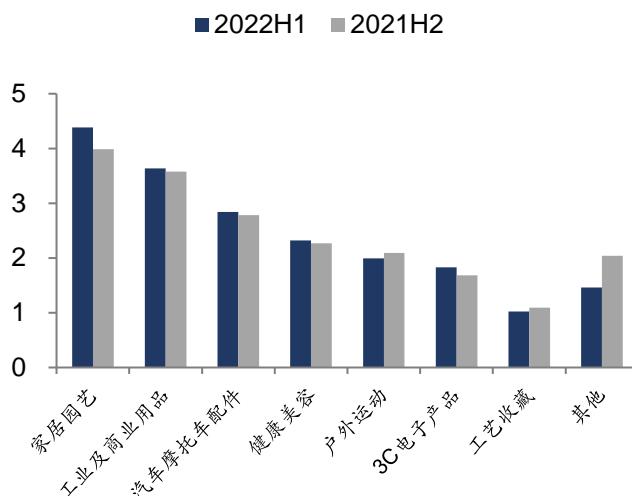
3 “泛品+精品+跨境电商综合服务”，持续提升自动化、智能化

3.1 泛品筑基+精品孵化品牌，“双蓝海”差异化竞争

采用“双蓝海”策略，错位竞争。公司战略性避开服装、消费电子等处于红海市场的品类，优先拓展仍处于蓝海市场、产品生命周期相对较长、更新换代相对较慢的家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托配件、健康美容品类，2022H1 分别实现营收 4.38、3.64、2.84、2.32 亿元，占比为 22.5%、18.7%、14.6%、11.9%，其中家居园艺业务占比最大，主要因为公司之前主要从事空间环境艺术设计业务，对家

居园艺较为熟悉。对于其他品类，公司主要集中在有稳定市场且相对冷门的细分领域，形成差异化竞争。

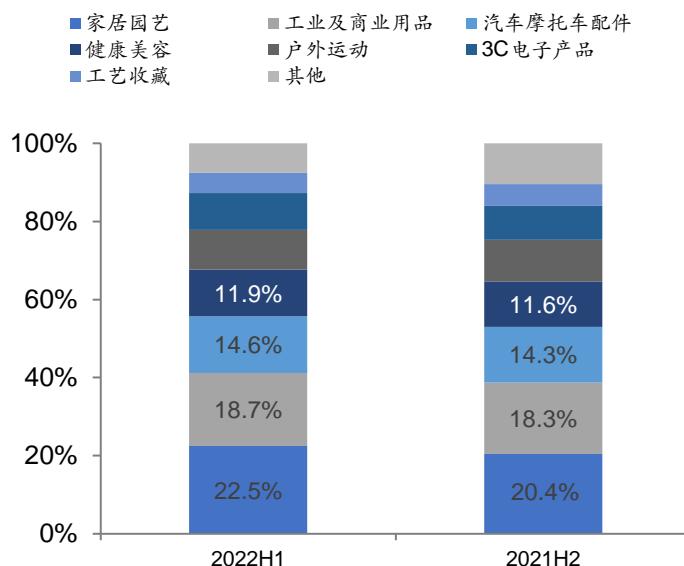
图表 32 2021H2、2022H1 各业务收入 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2021.7.1 易佰网络纳入合并范围

图表 33 2021H2、2022H1 各业务收入占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2021.7.1 易佰网络纳入合并范围

深耕泛品业务，发挥“压舱石”作用。泛品是公司目前运作最成熟、规模和效益最突出的业务，产品客单价较低，SKU 众多，不存在单一品类产品销量骤减而影响持续经营的情况，同时能够快速响应需求，及时开发新产品，提高抗风险能力，发挥“压舱石”作用。未来有望通过数字化、智能化进一步优化流程效率和体验，实现降本增效。

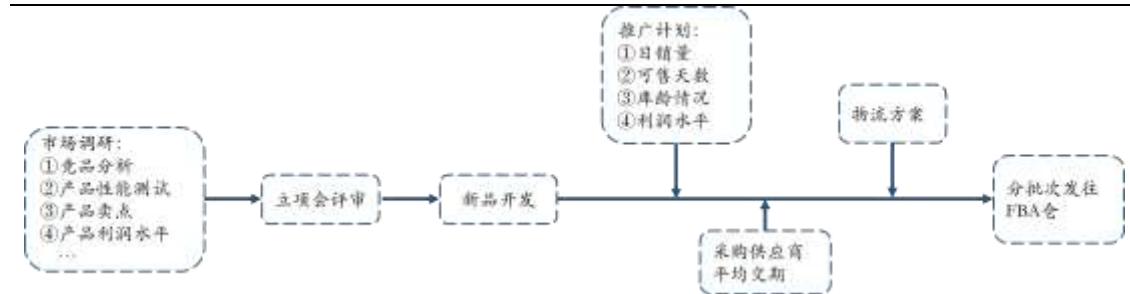
抓住机遇布局精品业务，打造新的增长点。2021 年，亚马逊对滥用评分反馈或评论以及违反销售排名规则等行为的跨境电商企业实施“封号”，大量精品类卖家经营受到严重冲击，专业人才、供应链资源在市场上频繁流动。公司以泛品为主且经营规范，并没有受到封号潮的直接影响，抓住行业动荡的重要窗口组建了全新精品团队，涉足客单价相对较高且竞争程度较低的品类，未来有望充分发挥在泛品类业务过程中所积累的供应链和运营管理经验，孵化自有品牌，打造中长期增长点。

图表 34 泛品和精品介绍

业务模式	定义	主要品类
泛品业务	泛品指客单价较低、不具备品牌属性、SKU 众多的商品	主要有家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容、户外运动等品类
精品业务	SKU 数量较少，品牌辨识度较高，客单价较高的商品	精品品类以厨房家电、智能家居、宠物用品为主

资料来源：公司公告，华安证券研究所

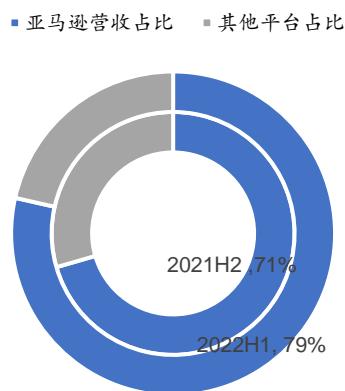
图表 35 开启精品业务线



资料来源：公司公告，华安证券研究所

以亚马逊为主，坚持多平台运营模式。公司深耕亚马逊平台，2022H1 亚马逊平台营业收入占比 79%，同时公司积极布局 eBay、速卖通、Cdiscount、Shopee、Lazada、Wish 和 WalMart 等第三方电商平台，逐步拓展 Tik Tok 和拼多多平台。

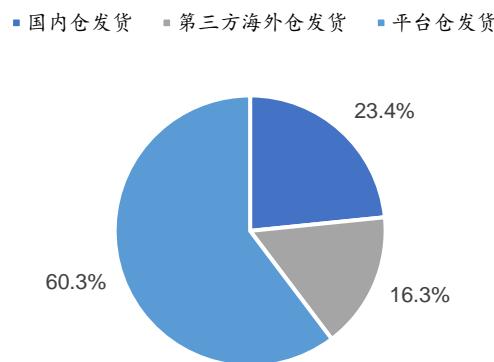
图表 36 2021H2、2022H1 亚马逊平台收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2021.7.1 易佰网络纳入合并范围

图表 37 2021H2 各仓收入占比 (%)



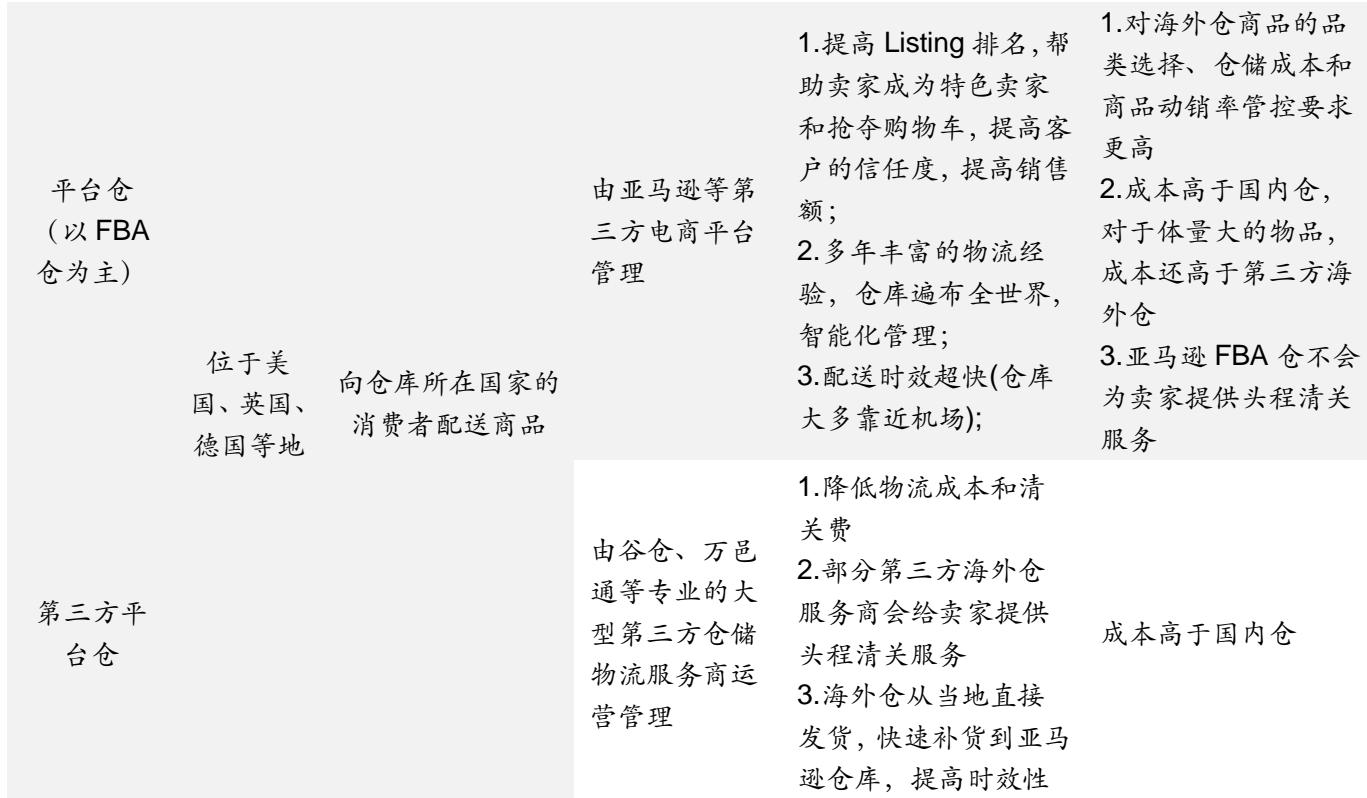
资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2021.7.1 易佰网络纳入合并范围

平台仓、第三方海外仓、国内仓，协同发展。公司以亚马逊等第三方电商平台销售为主，为了有效提高站内排名、提高店铺曝光度，主要采用 FBA 等平台仓发货，2021H2 平台仓占比 60.3%。为了提升亚马逊等平台仓补给速度，降低物流、仓储运费，公司进一步设置第三方海外仓。同时为了进一步提高 SKU 覆盖范围，降低资金周转压力，还采用国内仓发货作为补充。公司最大化地发挥各种模式的优势和特点，动态应对市场变化，有效分散经营风险。

图表 38 仓储方式对比

位置	作用	管理方式	优点	缺点
国内仓 国内仓	东莞虎门 向海外仓集货转运 和向海外消费者直 邮发货	租赁方式自营 管理	适用更广范围的 SKU，更容易进行库存 管理	配送时间较长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 综合服务平台赋能中小卖家，打造新的增长点

建立跨境电商综合服务平台，赋能中小卖家运营管理。2020 年疫情爆发以来，跨境电商市场井喷式增长，大量中小卖家相继涌入，但在 2021 年复杂多变的市场环境中，又面临生死存亡的重大考验。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。

图表 39“亿迈”跨境电商综合服务平台



资料来源：亿迈科技官网，华安证券研究所

多场景业务解决方案，满足不同发展阶段卖家差异化需求。亿迈打造“长链条供应链服务”、“智能数字化管理系统”、“孵化成长培训体系”三大产品服务体系，匹配多种业务场景需求，解决不同体量卖家业务痛点。

客户案例 1：千万级跨境卖家（100 人团队）

客户痛点：千万级跨境卖家存在仓储成本高、供应链管控困难的问题。

解决方案：公司借助亿迈上百万商品库资源及供应链配套服务，缩小卖家自有仓规模，降低产品开发难度，减轻供应链负担，实现综合成本降低。

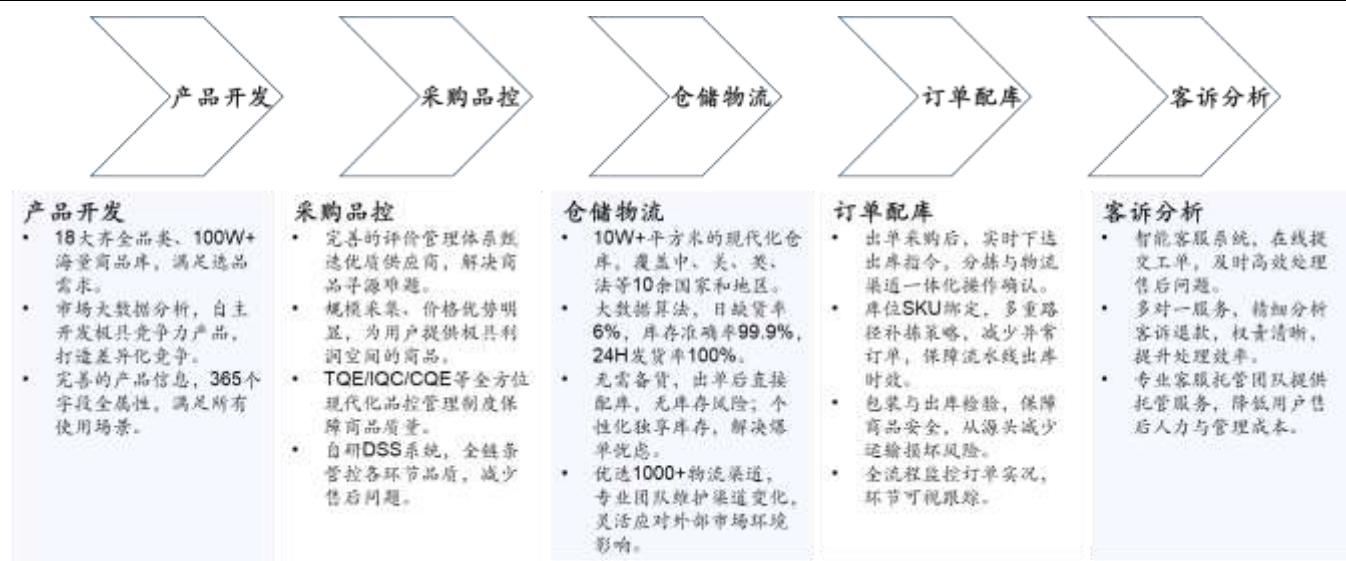
客户收益：最终达成客户月均人效 2w+美元以上，退货率环比下降 2%，作废订单比例和缺货率均下降。

图表 40 6000+品牌供应商、1000+物流渠道、200+服务渠道



资料来源：亿迈科技官网，华安证券研究所

图表 41 全链条供应链服务



资料来源：亿迈科技官网，华安证券研究所

客户案例 2：中级跨境电商卖家（30 人团队）

客户痛点：中级跨境电商卖家存在供应链成本高，人均产出低的难题。

解决方案：公司针对该问题，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。

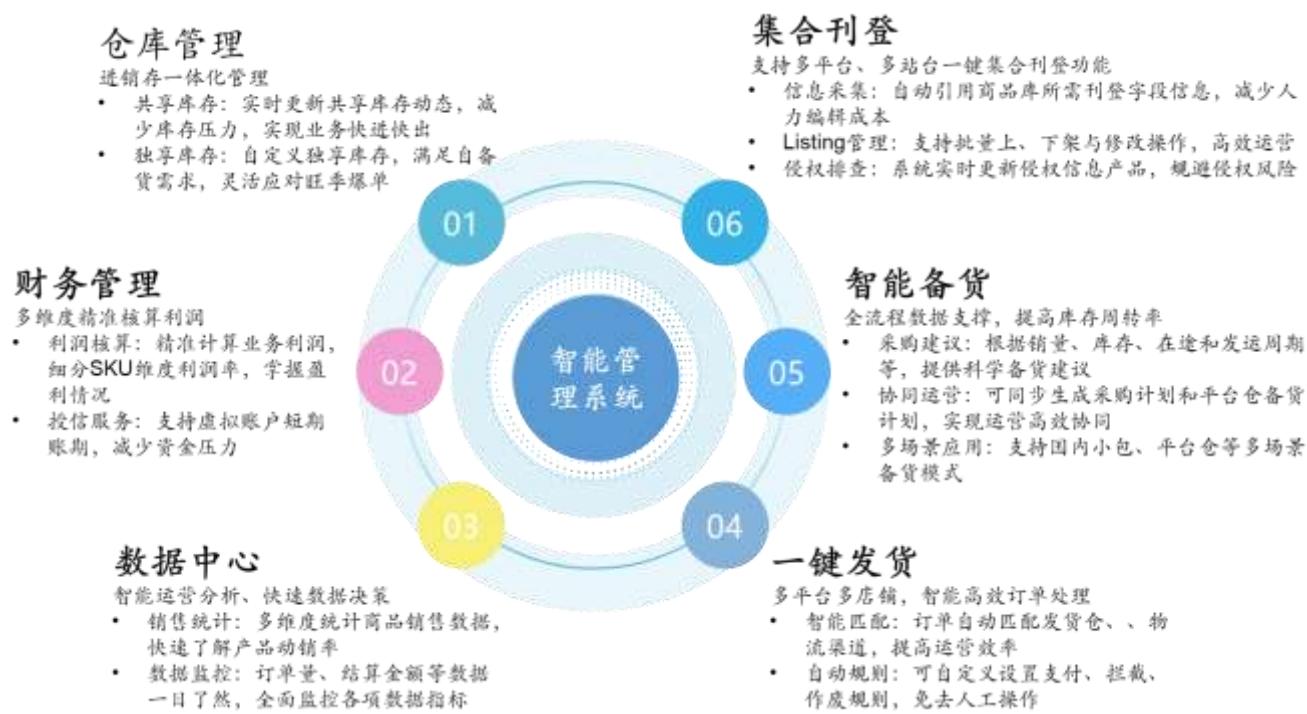
客户收益：实现客户月销售额 70w+USD。

图表 42 智能化数字化系统驱动高效运营



资料来源：亿迈科技官网，华安证券研究所

图表 43 智能管理系统



资料来源：亿迈科技官网，华安证券研究所

客户案例 3：个创大学生（5人以下）

客户痛点：个创大学生无跨境电商经验。

解决方案：公司通过亿迈1对1运营培训指导，让卖家沉浸式学习1个月，投入较少的资金成本与时间成本，熟练掌握跨境电商技能，从小包直发到FBA的沉淀，实现稳定出单。

客户收益：客户在两个月时间实现月订单量500+。

图表 44 全流程运营培训，1对1管理指导

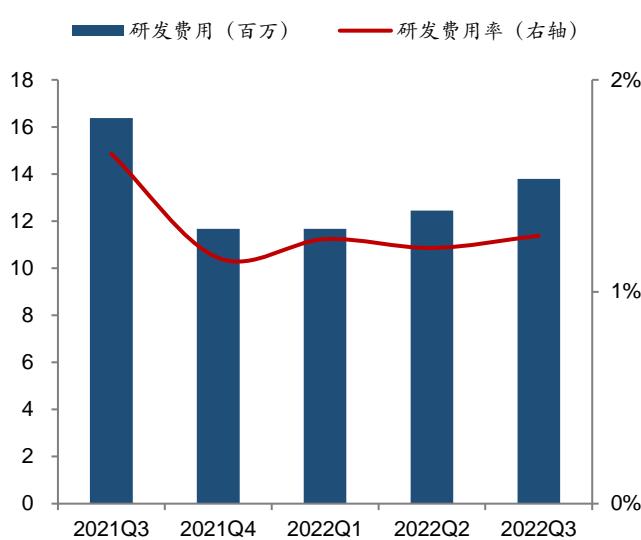


资料来源：亿迈科技官网，华安证券研究所

3.3 自主研发信息系统，智能化提升运营效率

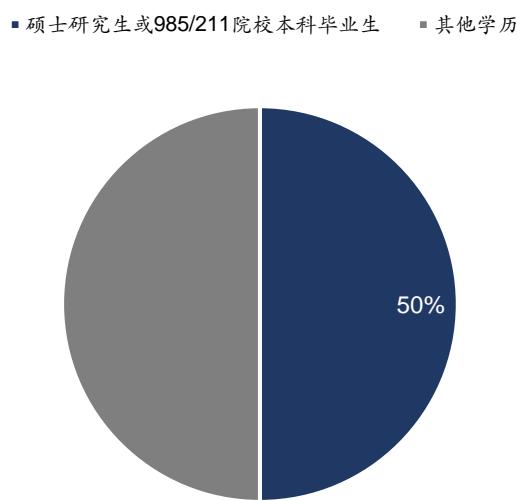
持续加大研发投入，掌握核心技术。公司研发人员素质较高，截至 2022H1，易佰网络专门从事系统设计开发和数据算法研究的技术研发团队共 210 人，占公司总人数的 10%。其中，数据算法研发人员共 40 人，本科及以上学历超过 90%。为了保证核心人员的稳定，公司提供具有较强竞争力和吸引力的薪酬待遇和激励机制，2022H1 研发费用为 2412.62 万元，研发费用率为 1.23%。凭借研发端不断投入，公司已掌握多项核心技术，覆盖跨境出口电商业务全链条，截至 2022H1，公司拥有境内专利 26 项，境外专利 29 项，计算机软件著作权 91 项。

图表 45 2021Q3-2022Q3 研发费用及研发费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 2022H1 技术研发人员占比及学历分布



资料来源：公司公告，华安证券研究所

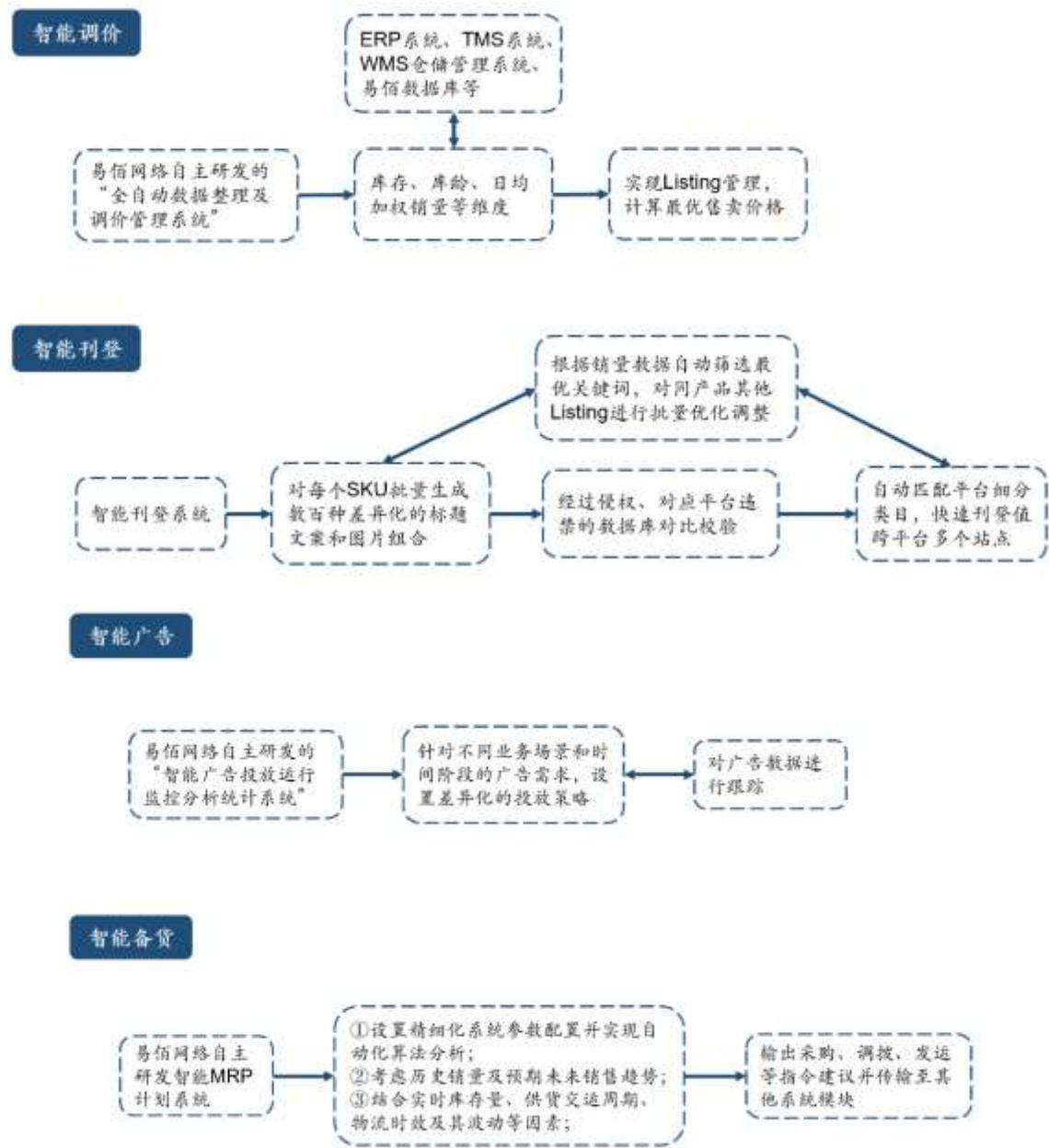
图表 47 公司部分核心技术

核心技术名称	技术特点描述	在业务环节应用情况
平台分类自动推荐	基于大数据，机器学习实现分类推荐	应用于公司各刊登系统平台分类、属性推荐，提高刊登效率
标题描述信息自动生成	基于自然语言处理、机器学习、神经网络实现内容重组	应用于公司各平台刊登系统文案生成、排重，提高刊登效率
广告自动报价	基于大数据、机器学习、推荐算法实现广告关键字自动报价、调价，提升投放回报率	应用于公司各平台广告推广，为用户提供基于预测的报价信息，提升操作效率，提高投放回报率
售前售后自动应答回复	通过大数据、机器学习、自然语言处理，根据上下文实现语义分析，文本分类，实现自动应答	应用于公司客服系统，自动回复客户留言，提升公司客户服务效率，降低成本
分布式任务调度	采用分布式任务调度，实现全链路追踪，对 Listing 操作实现有效的监控并管理	应用于公司各平台 Listing 调价，库存更新，上下架操作
平台邮件、消息等智能筛选自动回复服务	通过对邮件、消息大数据的采集分析，对数据进行分类归纳，下沉细分，智能匹配对应的业务场景自动回复	应用于公司客服系统对各种业务场景的自动应答，节约大量客服资源，在应对单一场景简单情况时，有较好的自动回复表现

资料来源：公司公告，华安证券研究所

自主研发信息化系统，持续提升自动化、智能化运营水平。公司信息系统涵盖系统基础架构、基础业务系统模块及智能应用系统模块。智能应用系统模块包含智能刊登系统、智能调价系统、智能广告系统及智能备货计划系统四大系统，有效提升了核心业务环节的运营效率。

图表 48 智能应用系统模块



资料来源：公司公告，华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

盈利预测

收入：泛品业务较为成熟，在公司发展中起到“压舱石”作用，有望保持稳定增

长；精品业务和跨境电商综合服务，是公司中长期发展的重要着力点，已经逐步步入正轨，有望迎来放量增长。

成本：相比于 2021 年，2022 年海运价格下调，但相对于疫前水平仍然较高，未来仍有下降空间，且公司借助“易佰云”数字化赋能，强化内部精细化管理，降本增效，毛利率水平有望提升。

费用：公司着力发展精品业务、培育自有品牌，推出跨境电商综合服务，打造新的增长点，在业务拓展初期，预计公司费用投入方面略有上升。

图表 49 盈利预测

	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	42.31	50.85	59.89
YOY (%)	103.9%	20.20%	17.77%
成本 (亿元)	26.44	31.12	35.82
YOY (%)	103.01%	17.72%	15.10%
毛利率 (%)	37.52%	38.81%	40.19%
分业务营收			
跨境出口电商	42.29	50.84	59.87
YOY (%)	116.57%	20.20%	17.77%
泛品业务	35.79	40.85	46.47
YOY (%)	83.29%	14.13%	13.76%
精品业务	4.70	7.29	9.83
YOY (%)		55.00%	35.00%
跨境电商综合服务	1.80	2.70	3.56
YOY (%)		50.00%	32.00%
其他业务	0.02	0.02	0.02
YOY (%)	5.00%	5.00%	5.00%
分业务成本			
跨境出口电商	26.43	31.11	35.81
YOY (%)	120.50%	17.72%	15.10%
泛品业务	21.93	24.43	27.13
YOY (%)	82.95%	11.44%	11.03%
精品业务	3.00	4.50	5.85
YOY (%)		50.00%	30.00%
跨境电商综合服务	1.50	2.18	2.83
YOY (%)		45.00%	30.00%
其他业务	0.01	0.01	0.01
YOY (%)	4.50%	4.20%	4.00%
毛利率 (%)			
跨境出口电商	37.52%	38.81%	40.19%
泛品业务	38.74%	40.19%	41.62%
精品业务	36.17%	38.23%	40.52%
跨境电商综合服务	16.67%	19.44%	20.66%

其他业务	35.58%	36.07%	36.68%
------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

投资建议

短期来看，海运价格下调、海外仓去库存接近尾声等利好下，公司业绩有望释放弹性；长期来看，精品业务、跨境综合电商业务逐步培育，有望贡献新的增长点。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.69、0.91、1.12 元/股，对应当前股价 PE 分别为 21、16、13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级

风险提示：

海运价格大幅上涨：海运成本在总成本中占比较大，若海运价格大幅上涨，会挤压公司利润空间，导致公司盈利能力下降。

亚马逊平台政策出现不利变化：公司目前主要以亚马逊平台为主要销售渠道，如果亚马逊出现类似 2021 年下调入驻卖家库容等政策，导致大量卖家甩货，销售价格下跌，可能会对公司经营造成冲击。

国际贸易不确定性：跨境电商受全球局势影响较大，国际形势复杂多变，国外贸易政策不确定性提高。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1701	2154	2739	3195	营业收入	2075	4231	5085	5989
现金	485	651	781	1030	营业成本	1302	2644	3112	3582
应收账款	267	250	399	432	营业税金及附加	3	4	6	6
其他应收款	30	40	73	44	销售费用	580	1087	1317	1581
预付账款	30	130	113	153	管理费用	150	199	254	329
存货	583	709	933	1057	财务费用	30	0	1	1
其他流动资产	306	373	440	480	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	1268	1160	1150	1123	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	17	15	23	25	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	273	206	213	219	营业利润	-58	246	324	400
无形资产	119	105	79	53	营业外收入	0	1	0	0
其他非流动资产	859	834	836	826	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2969	3313	3888	4318	利润总额	-59	247	324	400
流动负债	589	748	1068	1179	所得税	23	37	49	60
短期借款	1	66	66	66	净利润	-82	210	275	340
应付账款	455	514	730	822	少数股东损益	5	9	12	15
其他流动负债	133	168	272	291	归属母公司净利润	-87	200	263	324
非流动负债	192	167	147	127	EBITDA	5	269	363	434
长期借款	5	0	0	0	EPS (元)	-0.43	0.69	0.91	1.12
其他非流动负债	187	167	147	127					
负债合计	781	915	1215	1305					
少数股东权益	101	111	123	139					
股本	289	289	289	289					
资本公积	1745	1745	1745	1745					
留存收益	53	253	516	840					
归属母公司股东权益	2087	2287	2550	2875					
负债和股东权益	2969	3313	3888	4318					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	323	158	180	280	成长能力				
净利润	-82	210	275	340	营业收入	1435.1%	103.9%	20.2%	17.8%
折旧摊销	31	23	37	34	营业利润	8.5%	523.6%	31.4%	23.4%
财务费用	29	2	3	3	归属于母公司净利	-39.9%	329.3%	31.1%	23.4%
投资损失	-3	0	0	0	盈利能力				
营运资金变动	272	-76	-136	-97	毛利率 (%)	37.2%	37.5%	38.8%	40.2%
其他经营现金流	-279	285	411	436	净利率 (%)	-4.2%	4.7%	5.2%	5.4%
投资活动现金流	-257	-29	-27	-7	ROE (%)	-4.2%	8.8%	10.3%	11.3%
资本支出	-40	83	-20	-5	ROIC (%)	-1.6%	8.3%	9.9%	10.9%
长期投资	-221	-113	-7	-3	偿债能力				
其他投资现金流	4	0	0	0	资产负债率 (%)	26.3%	27.6%	31.2%	30.2%
筹资活动现金流	287	38	-23	-23	净负债比率 (%)	35.7%	38.2%	45.4%	43.3%
短期借款	-69	65	0	0	流动比率	2.89	2.88	2.56	2.71
长期借款	-58	-5	0	0	速动比率	1.60	1.63	1.43	1.51
普通股增加	167	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1576	0	0	0	总资产周转率	1.07	1.35	1.41	1.46
其他筹资现金流	-1328	-22	-23	-23	应收账款周转率	8.67	16.36	15.65	14.40
现金净增加额	338	167	129	249	应付账款周转率	3.76	5.45	5.00	4.62

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。