



Research and
Development Center

一体两翼助力，跨境电商龙头腾飞

—华凯易佰（300592.SZ）深度报告

2023 年 1 月 17 日

汲肖飞 服装首席分析师

S1500520080003

jixiaofei@cindasc.com

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

S1500522110002

liujiaren@cindasc.com

冯翠婷 互联网传媒首席分析师

S1500522010001

fengcuiting@cindasc.com

李媛媛 服装分析师

S1500522100001

liyanyuan1@cindasc.com

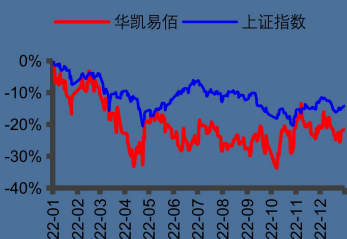
证券研究报告

公司研究

公司深度报告

华凯易佰 (300592.SZ)

投资评级 买入



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	15.38
52 周内股价波动区间(元)	12.45-19.87
最近一月涨跌幅(%)	1.25
总股本(亿股)	2.89
总市值(亿元)	45.00

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

一体两翼助力，跨境电商龙头腾飞

2023 年 1 月 17 日

本期内容提要:

◆**并购易佰网络，聚焦跨境电商领域。**公司成立于 2009 年，原主业为空间环境艺术设计综合服务，2021 年 7 月以发行股份+现金支付方式收购易佰 90% 股权，主业变更为跨境电商领域。截止 22Q3，公司实际控制人为周新华及其配偶罗晔，合计持有公司 28.67% 股权，易佰网络高管胡范金、庄俊超分别持有公司 10.35%、7.69% 股份，易佰网络员工持股为 5.72%，易佰核心高管进入董事会并获得股权，治理结构良好。22 年前三季度公司收入、归母净利润分别为 30.6 亿元、1.4 亿元，同比增长 186.2%、960.1%，主要系易佰网络并表带来高增长；22 年前三季度易佰网络实现收入、归母净利润分别为 30.4 亿元、1.8 亿元，收入有所下降，业绩实现增长，业绩好于收入端表现主要在于海运费下降、海外仓业务压缩以及降本增效带来费用优化等因素。

◆**跨境电商行业高景气度，中国卖家优势突出。**根据海关总署数据，2021 年中国跨境电商出口电商总额为 1.4 万亿元，同比增长 28.3%，19-21 年复合增速为 32.1%，行业维持高景气度。根据弗若斯特沙利文数据，服饰鞋履、消费电子、家居产品、户外体育为主要出口品类，21 年占比高达 80% 以上，亚马逊为主要平台。未来全球线上化趋势+国内跨境电商政策支持，跨境电商行业有望继续维持较高景气度。中国卖家凭借供应链优势、数字化运营能力等在国际跨境电商市场地位不断提升，根据弗若斯特沙利文数据 21 年中国卖家在第三方平台占比达 44%，近年份额不断提升。跨境电商行业进入“品牌+服务”出海竞争新阶段，对玩家综合能力要求提升；当前国内跨境电商玩家格局仍较分散，shein 收入规模突破千亿，其余玩家规模在几十亿到百亿区间。未来具备扎实供应链基础、数字化运营能力的卖家有望在分散的格局中受益，具备较好成长性。

◆**泛品类+多市场差异化竞争，享受行业红利。**公司多品类经营，以双蓝海策略差异化竞争，重点涉及家居园艺、工业商业用品、汽车摩托配件等有稳定市场需求但竞争温和品类，为公司提供稳定的现金流。22H1 家居园艺、工商业用品、汽车摩托配件收入占比分别为 23%、19%、15%，毛利率分别为 35.1%、32.7%、40.3%，保持相对稳定。公司产品终端市场分散，20 年前三大市场分别为美国、德国、英国，占比分别为 20%、12%、12%，降低对单一市场依赖性。公司泛品类+多市场运营得益于良好的智能数字化管理能力，拥有智能调价、智能刊登、智能广告、智能备货等多个智能化系统，有效提升运营效率及单位人效。截止 22H1 公司拥有境内外专利五十余项，拥有 200 余人研发团队，夯实智能信息系统沉淀，提升公司数字化竞争力。

◆**精品业务+综合服务平台打开成长新空间。**易佰网络 2021 年开始试水精品业务，加强品牌化运作能力，提升抗风险能力以及打开远期收入天花板。公司目前精品业务主要为厨房家电、智能家居、宠物用品三大类，依托数字化运营管理能力以及供应链优势，精品业务快速发展，22 年前三季度收入占比达这个位数，打开收入增长空间。此外，公司 2021 年开始打造综合跨境电商服务平台“亿迈”，为中小卖家提供包含供应链端服务、物流服务、运营服务、财务法务咨询等一站式服务链条，实现基础设施变现，多方位享受行业快速增长红利。22 年前三季度收入占比达这个位数，未来伴随入驻商家不断增加，有望为公司贡献稳定现金流。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.2 亿元、2.7 亿元、3.4 亿元，根据 2023 年 1 月 16 日收盘价，目前股价对应 PE 分别为 20.2 倍、16.4 倍、13.3 倍。根据相对估值法，我们选择安

克创新、吉宏股份作为可比公司，根据 2023 年 1 月 16 日收盘价，2022-2024 年可比公司平均 PE 分别为 21.6 倍、17.5 倍、14.4 倍，公司作为泛品类跨境电商龙头公司，利用“泛品类+多市场”差异化竞争，享受行业红利，布局精品业务与综合服务平台业务，打开成长新空间，未来有望稳健增长，22-24 年估值低于可比公司平均值，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**宏观经济波动和新冠疫情反复的风险；亚马逊平台集中度较高的风险；中美经贸关系恢复不及预期的风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	135	2,075	4,341	5,375	6,637
增长率 YoY %	-67.2%	1435.1%	109.2%	23.8%	23.5%
归属母公司净利润(百万元)	-62	-87	220	271	336
增长率 YoY%	-882.9%	-39.9%	352.2%	23.0%	23.8%
毛利率%	17.8%	37.2%	38.0%	38.0%	38.0%
净资产收益率ROE%	-14.2%	-4.2%	10.1%	11.0%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	-0.22	-0.30	0.76	0.94	1.16
市盈率 P/E(倍)	—	—	20.17	16.41	13.25
市净率 P/B(倍)	10.14	2.13	2.03	1.80	1.59

资料来源：WIND，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 1 月 16 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
华丽转身，聚焦跨境电商领域.....	7
1.1 并购易佰网络进军跨境电商领域，员工激励较为充分.....	7
1.2 并表带动收入业绩快速增长，存货周转天数良性.....	9
跨境电商行业高景气度，中国卖家具备优势.....	11
2.1 第三方平台、服务商为重要参与者，物流、平台成本占比较高.....	11
2.2 中国跨境出口电商维持高景气度，“线上化+政策支持”促进未来发展.....	12
2.3 中国卖家地位稳固，“品牌+服务”出海提升竞争力.....	15
“泛品类+多市场”差异化竞争，享受行业红利.....	17
3.1 多品类经营，以“双蓝海”策略差异化竞争.....	17
3.2 “多市场+多平台”布局，降低单一渠道及市场依赖性.....	19
3.3 智能化系统为泛品业务奠定基础，保持较高研发投入.....	21
精品业务+综合服务平台打开第二成长曲线.....	23
4.1 布局精品业务，响应品牌出海，打造长期增长点.....	23
4.2 打造综合服务平台，为中小卖家赋能，享受行业红利.....	24
盈利预测及投资建议.....	26
风险因素.....	27

表 目 录

表 1：公司高管背景及履历.....	8
表 2：公司员工股权激励考核条件.....	9
表 3：2019 年-2022H1 公司 ROE 变化情况.....	11
表 4：2021-2022 年国家层面跨境电商行业政策.....	14
表 5：跨境出口 B2C 电商行业的主要准入门槛.....	15
表 6：中国跨境 B2C 电商参与者情况.....	16
表 7：易佰网络主要经营产品类型.....	17
表 8：公司仓储模式对比.....	21
表 9：公司部分核心技术.....	23
表 10：泛品业务与精品业务区别.....	23
表 11：亿迈科技产品服务介绍.....	24
表 12：公司收入成本预测.....	26
表 13：可比公司平均估值情况.....	27

图 目 录

图 1：深圳市易佰网络科技有限公司主要发展历程.....	7
图 2：公司股权结构（截止 22Q3）.....	8
图 3：2019 年-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速.....	9
图 4：2019 年-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速.....	9
图 5：2021Q1-2022Q3 公司营业收入及增速.....	9
图 6：2021Q1-2022Q3 公司归母净利润及增速.....	9
图 7：2019 年-2022Q1-Q3 公司毛利率及归母净利率.....	10
图 8：2019 年-2022Q1-Q3 公司期间费用率.....	10
图 9：2021Q1-2022Q3 公司毛利率及归母净利率.....	10
图 10：2021Q1-2022Q3 公司期间费用率.....	10
图 11：2019 年-2022H1 公司销售费用率明细拆分.....	10
图 12：2019 年-2022H1 公司管理费用率明细拆分.....	10
图 13：2019 年-2022H1 公司存货周转天数（单位：天）.....	11
图 14：2019 年-2022H1 公司经营性现金流与净利润（单位：百万）.....	11
图 15：中国跨境出口 B2C 电商产业链.....	12
图 16：中国跨境 B2C 出口电商成本分布（单位：%）.....	12
图 17：中国跨境电商出口总额.....	12
图 18：中国跨境出口 B2C 电商第三方平台与自营网站占比.....	13
图 19：中国跨境出口 B2C 电商不同第三方平台占比.....	13
图 20：中国跨境出口 B2C 电商不同品类占比.....	13
图 21：全球网上零售额增速情况.....	14
图 22：2021 年重点市场线上市场增速（单位：%）.....	14
图 23：中国卖家在主要第三方平台电商中市场份额.....	15
图 24：中国跨境电商出口发展历程.....	17
图 25：2019-2022H1 易佰网络分品类收入情况（单位：百万）.....	18
图 26：2019-2022H1 易佰网络分品类毛利率情况（单位：%）.....	18
图 27：2019-2022H1 易佰网络分品类销量（单位：万件）.....	19

图 28: 2019-2022H1 易佰网络分品类单价 (单位: 元)	19
图 29: 2019-2020 年易佰网络分地区收入 (单位: 百万)	19
图 30: 2019-2020 年易佰网络分地区销售收入构成 (单位: %)	19
图 31: 2019-2022H1 易佰网络分平台收入 (单位: 百万)	20
图 32: 2019-2022H1 易佰网络分平台销售收入构成	20
图 33: 2019-2021H2 易佰网络分仓库收入 (单位: 百万)	20
图 34: 2019-2021H2 易佰网络分仓库销售收入构成 (单位: %)	20
图 35: 2021Q1-2021Q3 公司研发费用及占比	21
图 36: 2021-2022H1 易佰网络技术研发团队人数及占比	21
图 37: 2021-2022H1 易佰网络数据算法研究人员学历情况	22
图 38: 公司核心业务环节智能化系统情况	22
图 39: 2019-2022H1 Vesync 营业收入及增速	24
图 40: 2019-2022H1 Vesync 毛利率	24
图 41: 亿迈科技客户案例	26

投资聚焦

我们与市场主流认识不同之处在于：

行业高景气度，分散的竞争格局为龙头提供整合契机。市场低估跨境电商赛道的成长性，过分担忧短期海外需求的景气度影响。根据海关总署数据，2021 年中国跨境出口电商总额为 1.4 万亿元，同比增长 28.3%，19-21 年复合增速为 32.1%，行业维持高景气度。未来全球线上化趋势+国内跨境电商政策支持，行业有望继续维持较高景气度。中国卖家凭借供应链优势、数字化运营能力等在国际跨境电商市场地位不断提升，根据弗若斯特沙利文数据 21 年中国卖家在第三方平台占比达 44%，近年份额不断提升。跨境电商行业进入“品牌+服务”出海竞争新阶段，对玩家综合能力要求提升，具备扎实供应链基础、数字化运营能力的卖家有望在分散的格局中受益，具备较高成长性。

泛品业务筑基，精品业务+综合服务平台业务打开成长天花板。市场低估了公司一体两翼模式下未来成长性。公司以泛品业务为压舱石，采用双蓝海战略，回避服装电子等竞争激烈的品类，经营家居园艺、工业商业用品、汽车摩托配件等有稳定市场需求但竞争温和品类，终端市场分布美国、德国、英国等地区，降低单一市场依赖，为公司提供稳定的现金流。此外，公司 2021 年开始试水精品业务，发展自有品牌，涉及厨房家电、智能家居、宠物用品等类目，提升未来品牌竞争力。得益于泛品业务长期供应链沉淀以及数字化等积累，公司 2021 年打造综合电商服务平台亿迈科技，为中小卖家提供包括供应链、物流、运营、财务等一站式服务，全面享受行业增长红利。我们认为，未来精品业务与综合服务业务有望为公司带来第二增长曲线，公司远期成长空间广阔。

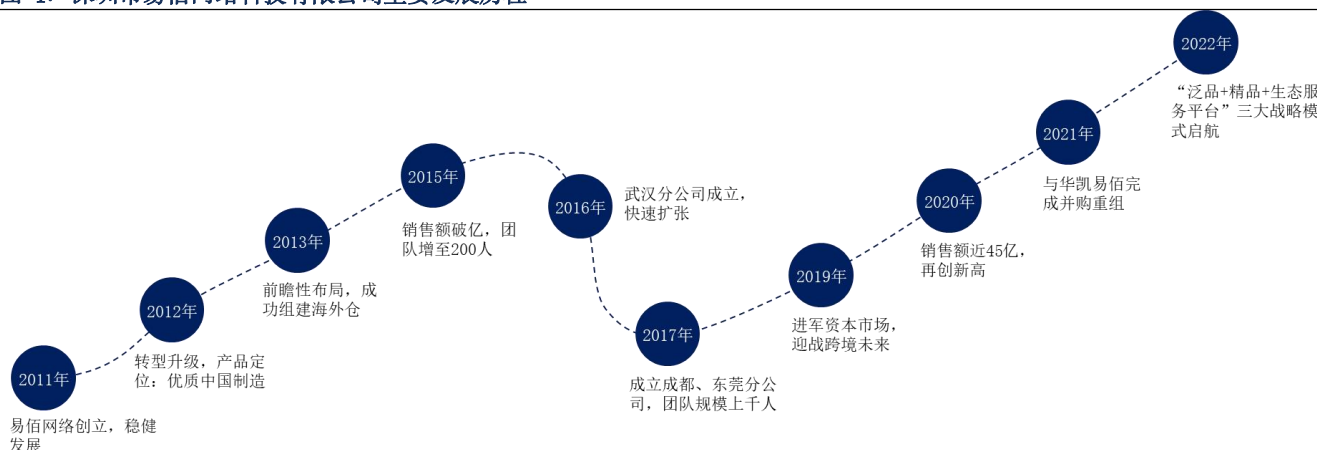
华丽转身，聚焦跨境电商领域

1.1 并购易佰网络进军跨境电商领域，员工激励较为充分

并购易佰网络实现业务转型，切入跨境电商赛道。公司成立于2009年，原主营业务为空间环境艺术设计综合服务。2021年7月，公司以发行股份及支付现金方式收购易佰网络90%股权，其中现金支付2.4亿元，股份对价12.7亿元，完成对深圳市易佰网络科技有限公司的重大资产重组，实现业务转型，主营业务变为跨境出口电商业务。2022年6月，公司拟用3.38亿元现金收购剩余10%股权，实现剩余股权收购。易佰网络主要发展历程分为三大阶段：

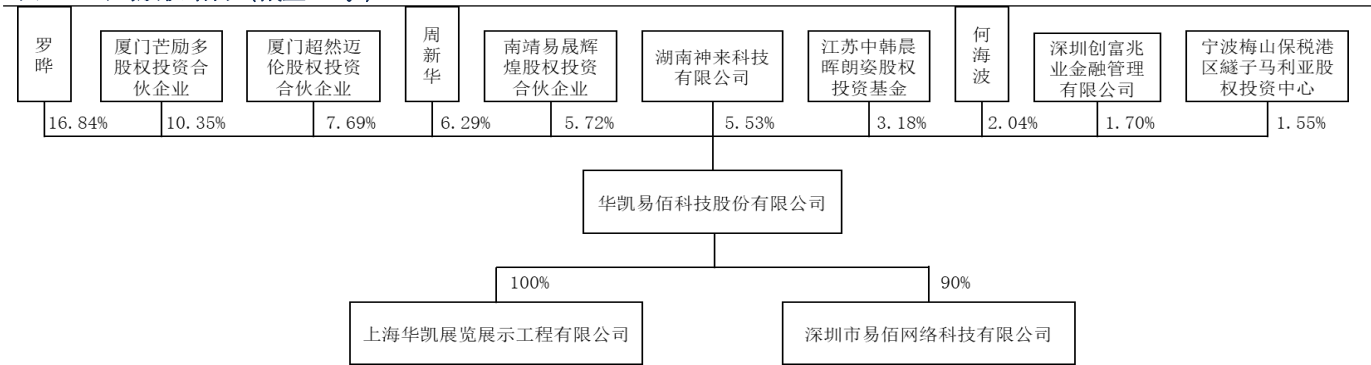
- 1) 打造优质产品，专注跨境电商（2011年-2013年）：易佰网络成立于2011年，从事跨境电商业务，公司发展前期将产品定位为优质中国制造，2013年成功组建海外仓。
- 2) 快速扩张期，团队稳步成长（2014年-2018年）：2015年，易佰网络销售额破亿，团队增至200人，随后公司相继成立武汉、成都、东莞分公司。2017年，公司团队规模近1000人。
- 3) 进军资本市场，谋求更高突破（2019年至今）：2020年，易佰网络销售额再创新高，近45亿；2021年，易佰网络与上市公司华凯易佰完成并购重组，通过“泛品+精品+跨境电商综合生态服务”三大战略业务模式，打造成为中国跨境电商科技型企业。

图 1：深圳市易佰网络科技有限公司主要发展历程



资料来源：易佰网络官网，信达证券研发中心

引入易佰股东，员工获得激励。公司实际控制人周新华先生及其配偶罗晔女士通过直接或间接方式，持有公司股份28.67%；易佰网络高管胡范金先生、庄俊超先生分别通过厦门芒励多、厦门超然迈伦间接持有公司10.35%、7.69%股份。易佰网络员工持股平台南靖易晟辉煌持有公司5.72%股份，核心员工获得激励。

图 2：公司股权结构（截止 22Q3）


资料来源: IFIND, 信达证券研发中心

引进易佰网络核心管理层，强化公司转型能力。公司董事长兼总经理周新华先生具有丰富管理经验，看好跨境电商行业未来发展，积极推动公司转型。2021 年 8 月，公司引进易佰网络核心管理层胡范金先生、庄俊超先生、贺日新先生进入董事会，分别担任公司副董事长、董事、财务总监职位，借助其丰富跨境电商运营经验，强化公司转型能力。

表 1：公司高管背景及履历

姓名	出生年份	职位	任职公司	从业履历
周新华	1968	董事长	华凯易佰科技股份有限公司	长江商学院 EMBA，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。
		总经理	华凯易佰科技股份有限公司	
		董事长	深圳市易佰网络科技有限公司	
胡范金	1983	副董事长	华凯易佰科技股份有限公司	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。
		副董事长	深圳市易佰网络科技有限公司	
		总经理	深圳市易佰网络科技有限公司	
庄俊超	1984	董事	华凯易佰科技股份有限公司	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。
		董事	深圳市易佰网络科技有限公司	
		副总经理	深圳市易佰网络科技有限公司	
王安祺	1978	董事	华凯易佰科技股份有限公司	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。
		董事会秘书	华凯易佰科技股份有限公司	
		董事	深圳市易佰网络科技有限公司	
贺日新	1983	董事	华凯易佰科技股份有限公司	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。
		财务总监	华凯易佰科技股份有限公司	
		财务总监	深圳市易佰网络科技有限公司	
刘俊杰	1987	董事	华凯易佰科技股份有限公司	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。
		董事	深圳市易佰网络科技有限公司	
		财务副总监	深圳市易佰网络科技有限公司	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

制定员工持股计划，激励核心骨干。公司 2022 年 9 月发布员工持股计划，参与对象包括董事、监事、中高层管理人员及核心骨干员工，存续期为 36 个月。该计划分两期解锁，分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至员工持股计划名下之日起 12、18 月。第一批解锁考核目标值为易佰网络 2022 年扣非归母净利润不低于 2.7 亿元；第二批解锁考核触发值、目标值分别为易佰网络 2022-2023 年扣非归母净利润累计不低于 5.7、6.0 亿元，对应 2023 年扣非归母净利润分别为 3.0 亿元、3.3 亿元。

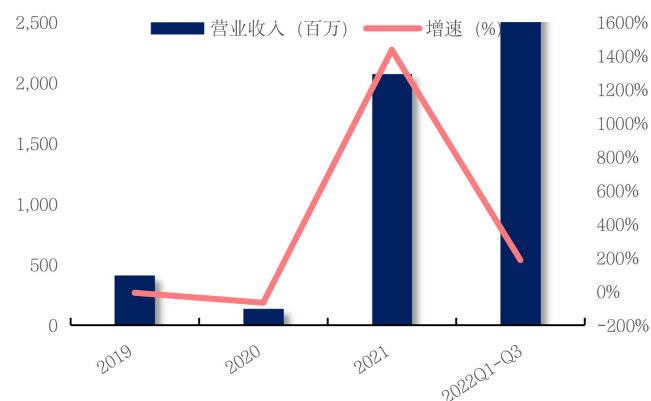
表 2: 公司员工股权激励考核条件

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 年扣非归母净利润不低于 2.7 亿元	
第二批解锁	2023 年	易佰网络 2022-2023 年扣非归母净利润累计不低于 6 亿元	易佰网络 2022-2023 年扣非归母净利润累计不低于 5.7 亿元

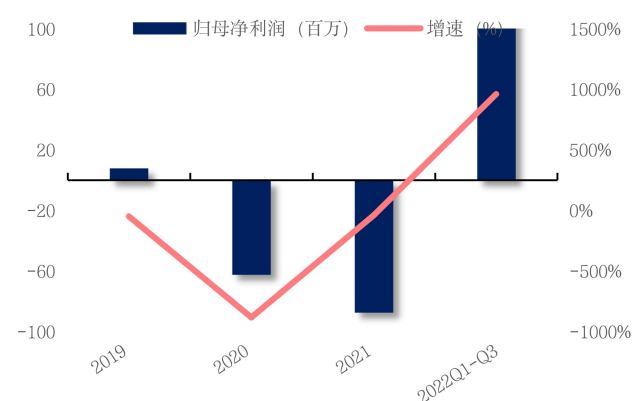
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.2 并表带动收入业绩快速增长, 存货周转天数良性

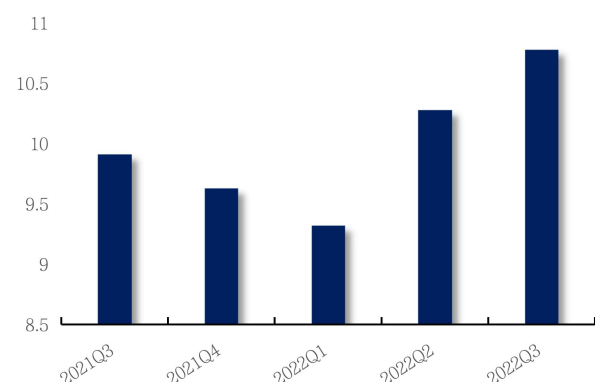
并购易佰网络带来 22 年前三季度收入业绩大幅增长。公司 2021 年 7 月并购易佰网络, 转型跨境电商商业, 营业收入及利润实现快速增长。22 年前三季度, 公司营业收入、归母净利润分别为 30.6、1.4 亿元, 同比增长 186.2%、960.1%, 其中易佰网络 22 年前三季度实现收入、归母净利润分别为 30.4 亿元、1.8 亿元。近年来, 子公司易佰网络营业收入、净利润总体实现增长, 21 年末营业收入小幅下降, 22Q3 营业收入达 10.8 亿元, 同比增加 8.8%, 收入有所提升。

图 3: 2019 年-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速


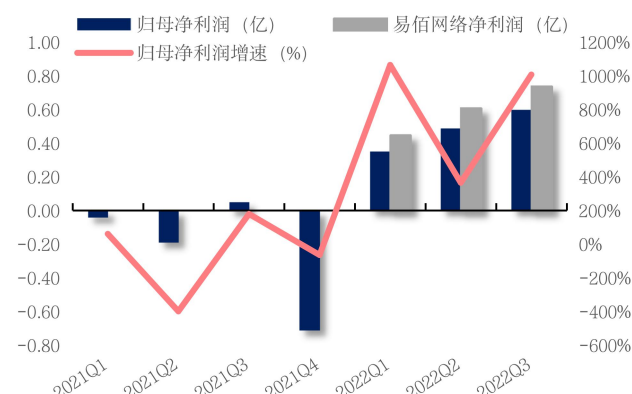
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 2019 年-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 2021Q3-2022Q3 易佰网络营业收入 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

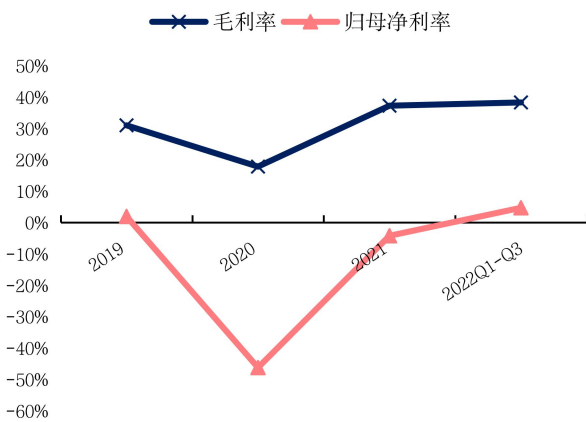
图 6: 2021Q1-2022Q3 公司归母净利润及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

归母净利率稳步提升。2021 年并购易佰网络以来, 公司毛利率、归母净利率稳步提升, 2022 年前三季度公司毛利率、归母净利率分别为 38.3%、4.7%, 归母净利率有所提升,

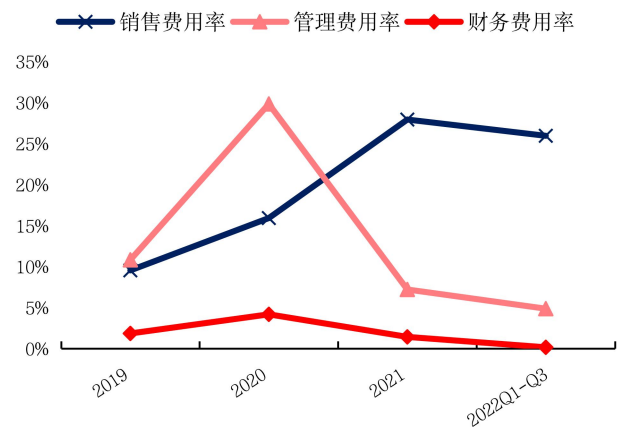
主要得益于海运价格回落、公司海外仓业务压缩、管理和财务费用率下降。分季度来看，22Q1-Q3 毛利率分别为 35.0%、42.0%、37.6%，毛利率维持较高水平，归母净利率分别为 3.7%、4.7%、5.5%，稳中提升。

图 7：2019 年-2022Q1-Q3 公司毛利率及归母净利率



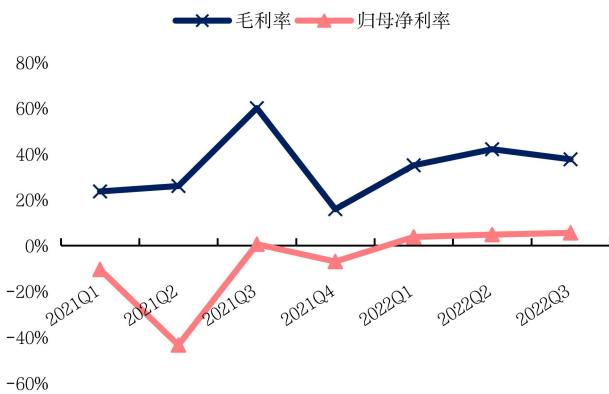
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：2019 年-2022Q1-Q3 公司期间费用率



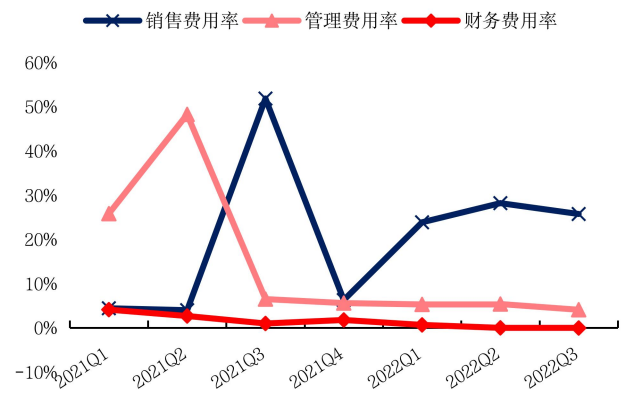
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：2021Q1-2022Q3 公司毛利率及归母净利率



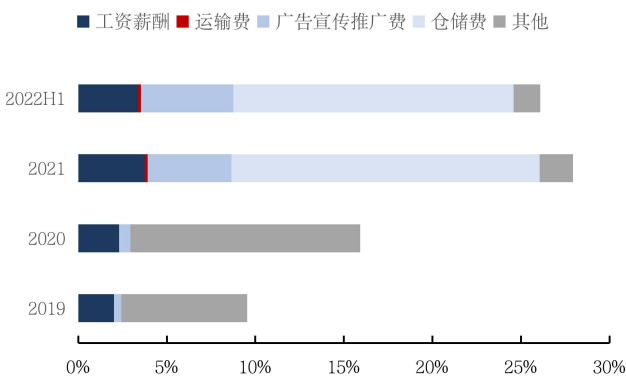
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：2021Q1-2022Q3 公司期间费用率



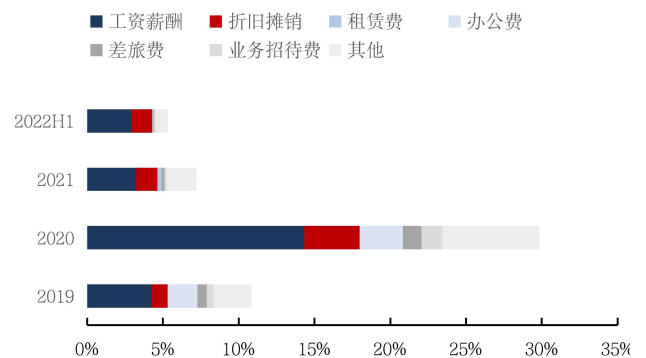
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：2019 年-2022H1 公司销售费用率明细拆分



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

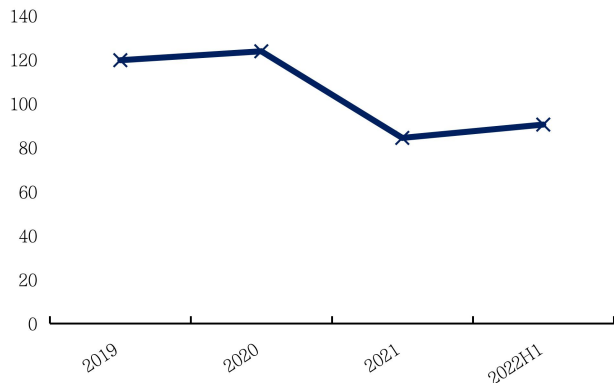
图 12：2019 年-2022H1 公司管理费用率明细拆分



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

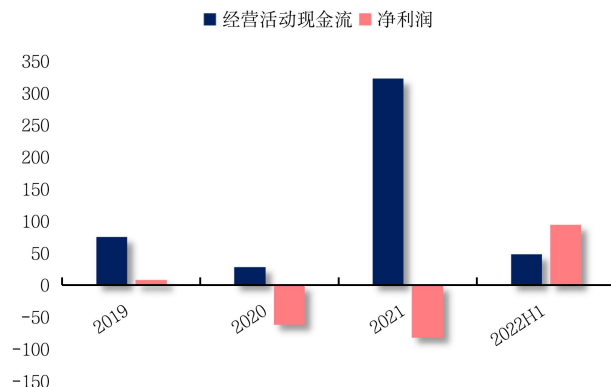
存货周转天数保持良性，现金流有所波动。公司存货周转天数较为良性，体现出易佰网络健康的库存水平，2022H1 存货周转天数为 90.42 天。现金创造能力方面，21 年经营活动现金流同比波动较大，主要是公司 2021 年 7 月 1 日对控股子公司易佰网络实现并表，2022H1 公司净利润略高于经营活动现金流，现金流较为稳定。

图 13：2019 年-2022H1 公司存货周转天数（单位：天）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：2019 年-2022H1 公司经营性现金流与净利润（单位：百万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

ROE 受销售净利率影响。公司 2021 年并购易佰网络以来，ROE 持续上升，2022H1 公司 ROE 转负为正，达 3.96%，主要得益于销售净利率持续增长，2022H1 销售净利率转负为正，达 4.79%。

表 3：2019 年-2022H1 公司 ROE 变化情况

	2019 年	2020 年	2021 年	2022H1
ROE(%)	1.57	-13.13	-6.92	3.96
——销售净利率(%)	1.94	-46.23	-3.95	4.79
——总资产周转率(倍)	0.37	0.13	1.07	0.66
——权益乘数 (倍)	2.16	2.14	1.54	1.4

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

跨境电商行业高景气度，中国卖家具备优势

2.1 第三方平台、服务商为重要参与者，物流、平台成本占比较高

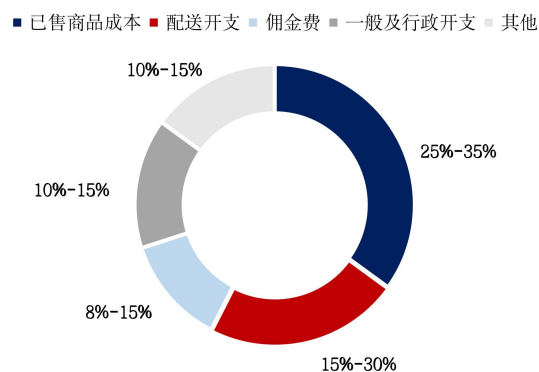
第三方服务商、平台为跨境出口 B2C 电商重要参与者，商品成本、物流、平台成本为卖家三大开支。中国跨境出口电商分为 B2C 类和 B2B 类，其中 B2C 类是指国内跨境出口卖家在海外客户浏览的自建网站或第三方平台上销售商品，通过海外物流将商品从中国商家送达海外消费者手中的交易活动。行业主要参与者分为卖家、第三方服务商（包括跨境支付、跨境物流、技术服务商等）、第三方平台（如亚马逊、ebay、Wish、全球速卖通等）。中国跨境出口 B2C 电商卖家主要成本分为商品成本、配送开支、佣金费用、一般行政开支、营销广告及清关税等其他开支，根据弗若斯特沙利文，商品成本和配送开支是最大成本开支，占比分别为 25-35%、15%-30%，行业佣金费用占比约 8-15%，广告营销相关的费用占比分别为 10-15%。

图 15：中国跨境出口 B2C 电商产业链



资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

图 16：中国跨境 B2C 出口电商成本分布（单位：%）

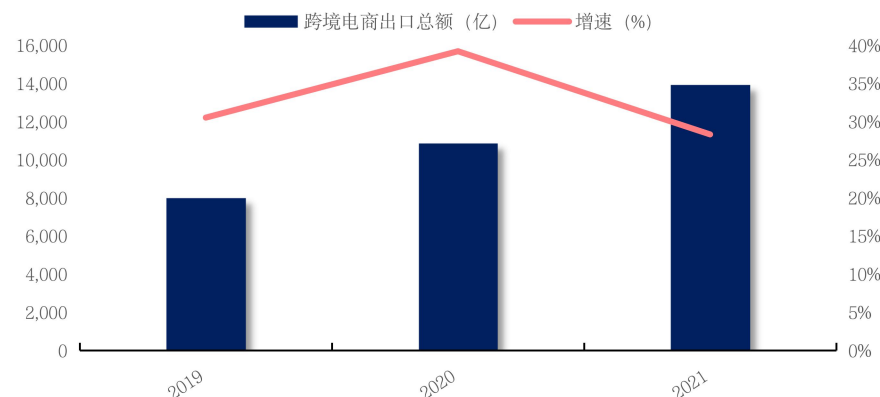


资料来源：弗若斯特沙利文，子不语招股说明书，信达证券研发中心

2.2 中国跨境出口电商维持高景气度，“线上化+政策支持”促进未来发展

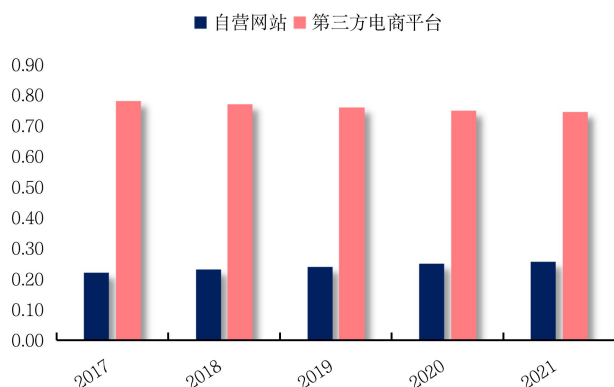
中国跨境电商出口市场规模持续增长，消费品占比高。根据海关总署发布的数据，近年来，中国跨境电商出口总额稳步上升，2021 年中国跨境电商出口总额达 13,918 亿元，同比增长 28.3%，2019-2021 年复合增长率达 32.1%，行业维持高景气度。根据海关总署公布的跨境电商进出口情况数据，2021 年 9 成以上的跨境电商出口货物为消费品，主要为服饰鞋包、家居家纺及电子产品等。

图 17：中国跨境电商出口总额

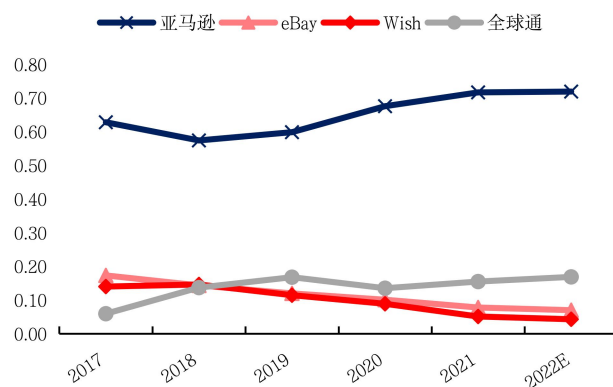


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

自营网站占比仅 26%，亚马逊为主要第三方平台。中国跨境出口 B2C 电商市场的销售渠道包括第三方电商平台和自营网站，其中第三方电商平台成为主要销售渠道。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国跨境出口 B2C 电商在自营网站电商平台销售 GMV 规模为 6,983 亿元，占比 25.5%，17-21 年复合增速为 36.1%；2021 年第三方平台销售 GMV 规模为 20,401 亿元，占比 74.5%，17-21 年复合增速为 29.7%。第三方平台中，亚马逊、eBay、全球速卖通及 Wish 为主要平台，四大平台中亚逊为中国跨境 B2C 电商第一大平台，2021 年占比超过 70%。

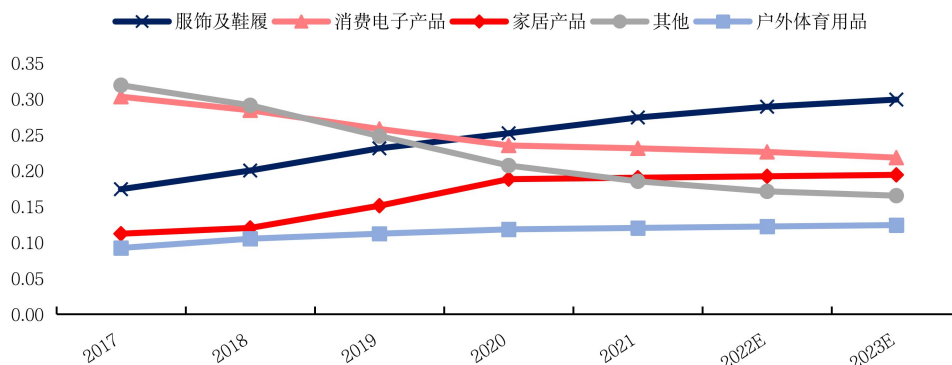
图 18：中国跨境出口 B2C 电商第三方平台与自营网站占比


资料来源：弗若斯特沙利文，子不语招股说明书，信达证券研发中心

图 19：中国跨境出口 B2C 电商不同第三方平台占比


资料来源：弗若斯特沙利文，子不语招股说明书，信达证券研发中心

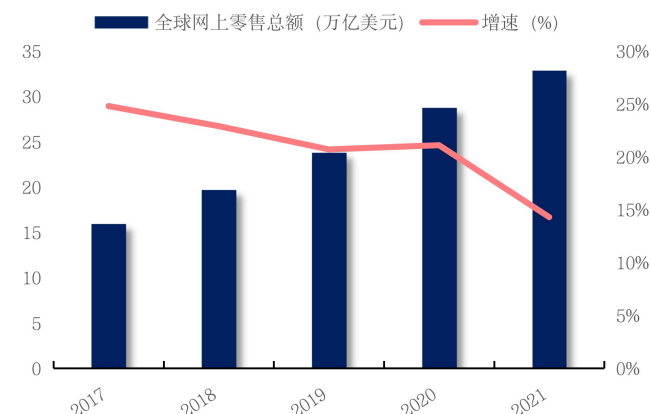
服饰鞋履、消费电子、家居用品为中国跨境电商出口主要类目。中国跨境出口 B2C 电商主要类目为服饰鞋履、家居产品、消费电子、户外体育等品类；根据弗若斯特沙利文数据，四大类目 2021 年销售额合计占比 81.5%。其中服饰鞋履是最大的类目，21 年占比高达 27%，消费电子、家居产品为第二、第三大类目，21 年占比分别为 23%、19%。

图 20：中国跨境出口 B2C 电商不同品类占比


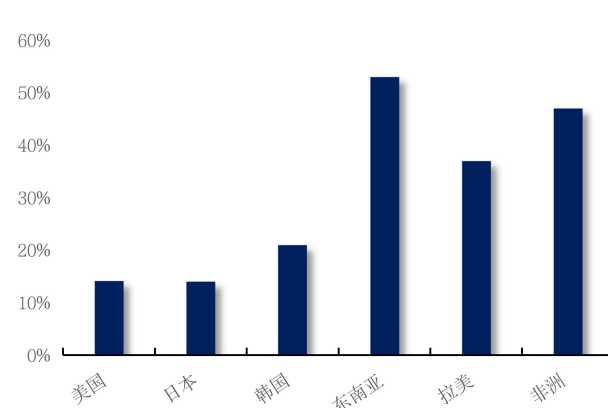
资料来源：弗若斯特沙利文，子不语招股说明书，信达证券研发中心

线上化趋势、政策支持促进未来发展。我们认为，未来服饰等类目海外线上化趋势以及国内政策支持将促进跨境电商行业发展，维持较高景气度：

1) **全球线上市场景气度较高，东南亚增速最快。**根据亿邦动力网的数据，近年来全球网上零售总额稳步上升，全球线上市场景气度较高；2021 年全球网上零售总额为 32.9 万亿美元，同比增长 14.3%，较 20 年有所放缓仍维持双位数增长。根据 2020 年 8 月亚马逊发布的《从新业态到新常态—2020 年中国跨境电商趋势报告》，2019 年跨境电商在全球零售电商占比 13.6%，未来该渗透率将逐年提升，预计 2023 年超过 20%。分地区来看，2021 年东南亚地区线上市场增速为 53%，位列第一；非洲地区和拉美地区紧随其后，分别为 47%和 37%；其他重点地区均保持双位数增长。

图 21：全球网上零售额增速情况


资料来源:亿邦动力, 信达证券研发中心

图 22：2021 年重点市场线上市场增速（单位：%）


资料来源: 亿邦动力, 信达证券研发中心

2) 多重政策支持跨境电商发展，成为外贸新业态。2022 年党的二十大报告共提出七项与跨境电商有关的举措，包括规则及标准的建立、营造一流的营商环境、维护多元稳定的经贸关系等等，以形成高质量、高水平的对外开放格局。同时，相关部门多次出台政策举措，为跨境电商的发展提质增效，如中国目前已设立 132 个跨境电子商务综合试验区，实行零售出口“无票免税”、所得税核定征收、通关便利化等优惠政策。

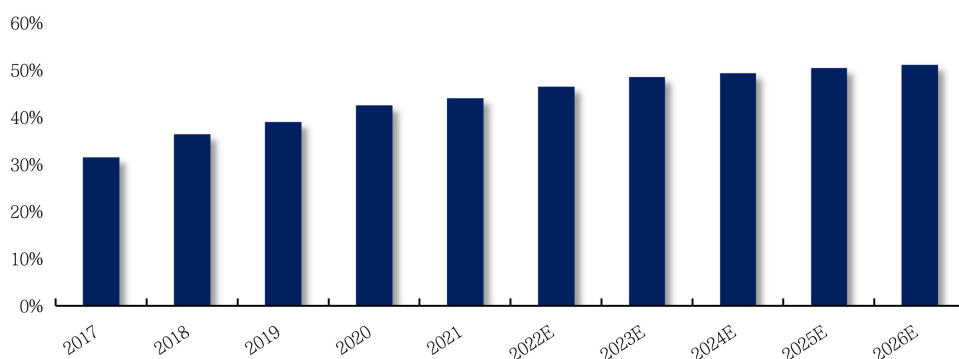
表 4：2021-2022 年国家层面跨境电商行业政策

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容解读
2022 年 09 月	国务院	《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》	支持有关地区搭建跨境电商一站式服务平台,为企业提供优惠政策申报、物流信息跟踪、争端解决等服务。探索解决跨境电商退换货难问题,优化跨境电商零售进口工作流程,推动便捷快速通关。
2022 年 07 月	商务部等 27 部门	《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	鼓励企业运用跨境电商等新渠道拓展海外市场。发挥海外中国文化中心、商协会作用,拓展对外文化贸易渠道。
2022 年 05 月	国务院	《关于推动外贸保稳提质的意见》	尽快出台便利跨境电商出口退换货的政策,适时开展试点。针对跨境电商行业特点,加强政策指导,支持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业。
2022 年 2 月	国务院	《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》	同意新增鄂尔多斯市、扬州市等 27 个城市和地区为跨境电子商务综合试验区。
2022 年 1 月	发改委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	促进跨境贸易多元化发展,培育外贸新动能。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。
2021 年 12 月	国务院	《“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。
2021 年 11 月	商务部	《“十四五”对外贸易高质量发展建新发展规划》	引导市场主体行为,积极扩大进口、优化出口,推动对外贸易高质量发展,服务构建新发展格局,开拓合作共赢新局面。支持加快发展贸易新业态,包括促进跨境电商持续健康发展。推进市场采购贸易方式发展、发挥外贸综合服务企业带动作用、加快海外仓发展、推动保税维修发展、支持离岸贸易发展等。
2021 年 9 月	发改委	《“十四五”电子商务发展规划》	倡导开放共赢,支持跨境电商和海外仓发展。
2021 年 7 月	商务部	《“十四五”商务发展规划》	推动外贸创新发展,开展跨境电商“十百千万”专项行动、规则和标准建设行动、海外仓高质量发展专项行动等。到 2025 年,使跨境电商等新业态的外贸占比提升至 10%
2021 年 7 月	国务院	《国务院办公厅 关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	在全国适用跨境电商 B2B 直接出口、跨境电商出口海外仓监管模式,便利跨境电商进出口退换货管理,优化跨境电商零售进口商品清单,扩大跨境电商综试区试点范围。到 2025 年,力争培育 100 家左右在信息化建设、智能化发展、多元化服务、本地化经营等方面表现突出的优秀海外仓企业。
2021 年 3 月	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年	加快发展跨境电商,鼓励建设海外仓,保障外贸产业供应链运转。

2.3 中国卖家地位稳固, ‘品牌+服务’出海提升竞争力

中国卖家国际市场地位不断提升。根据弗若斯特沙利文的资料, 2021 年中国卖家在主要第三方跨境电商平台 (即亚马逊、eBay、全球速卖通及 Wish) 的 GMV 规模达到 2,287 亿美元, 占整个平台 GMV 比重为 44.1%, 较 17 年提升 12.6pct, 预计 26 年将超越 50%; 分平台来看, 2021 年中国卖家在亚马逊平台的 GMV 规模达到 1,637 亿美元, 17-21 年复合增长率为 36.2%, 预计 26 年达 3,396 亿美元, 21-26 年复合增长率达 15.7%。总体来说, 中国卖家已成为主要第三方跨境电商平台的最活跃的参与者之一, 预计未来仍将保持优势继续成长。

图 23: 中国卖家在主要第三方平台电商中市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文, 子不语招股说明书, 信达证券研发中心

优质产品供应及灵活流量运营能力助力中国商家份额提升。跨境出口 B2C 电商行业壁垒主要体现在如下方面: 1) 产品实力, 具备捕捉消费品偏好并及时提供优质产品满足消费者多样化需求的能力; 2) 获客及运营能力, 具备洞察平台运营规则, 强大市场及数据分析提升运营效率能力; 3) 供应链, 合理控制生产成本, 快速反应订单需求, 并及时交付的能力。中国市场拥有完善发达的服装鞋履、电子产品等供应链, 人力优势、产业链配套丰富度降低成本; 同时, 国内市场电商发达, 本土企业熟知线上玩法, 具备较强线上运营能力, 在跨境电商市场竞争优势突出, 有助于国内卖家获得份额。

表 5: 跨境出口 B2C 电商行业的主要准入门槛

主要壁垒	重点解读
获客力	平台卖家具有通过强大市场分析能力把握客户消费需求和偏好; 自营卖家利用品牌意识吸引并留住客户。
运营力	新的市场进入者需积极利用高效管理机制和行业经营经验, 实时把握时尚流行趋势, 以更好地满足不同地区不同消费群体不断变化的需求。
供应力	随着行业竞争加剧, 为控制成本和实现盈利, 新的市场进入者需要通过有效整合资源以简化供应链。例如, 将生产外包予 OEM 供货商, 整合行业上游资源。
产品力	销售产品种类和消费者偏好的多样化要求新的市场进入者能够及时发现和预测最新的时尚潮流、消费者偏好和市场需求, 并及时反映到产品上。
履约力	财务资源、产品供应和地域隔离易阻碍新的市场进入者提供本地化服务, 从而影响在线客户的送货效率和退货的便利性。

资料来源: 子不语招股说明书, 信达证券研发中心

卖家格局分散, 经营品类丰富, 涌现出平台型优质商家。目前跨境出口电商市场中的中国卖家格局分散, 头部商家包括 SHEIN、安克创新、子不语、赛维时代、易佰网络等,

涉足经营品类丰富，包括服装、家居、园艺、汽摩配件等。其中，SHEIN 作为跨境出口电商独角兽，以快时尚女装为主，根据界面新闻，2021 年营业收入约 993 亿元，领先同行；塞维时代、子不语、易佰网络收入规模为 20-60 亿元区间，具备一定规模。

表 6：中国跨境 B2C 电商参与者情况

公司名称	成立时间	主要经营品类	经营模式	财务数据
SHEIN	2008 年	快时尚女装	1) 独立站； 2) 主要市场为北美（占比约 30%）、欧洲（占比约 30%）和中东（占比约 17%）地区。	2021 年销售收入约 993 亿元，净利率约 6%；2022H1 销售收入突破 160 亿美元。
子不语	2011 年	服饰鞋履为主	1) 22H1 亚马逊收入占比 90.6%，独立站占比 5.8%； 2) 主要市场为北美（超过九成）、欧洲地区。	2021 年销售收入 23.5 亿元，净利率 8.5%；2022H1 销售收入 12.8 亿元，净利率 4.8%。
赛维时代	2012 年	服饰配饰、运动娱乐、百货家居、数码汽摩等	1) 22H1 亚马逊收入占比 91.7%，独立站占比 3.6%； 2) 主要市场为北美（超过八成）、欧洲地区。	2021 年销售收入 55.7 亿元，净利率 6.3%；2022H1 销售收入 21.9 亿元，净利率 5.5%。
安克创新	2011 年	充电类（数据线、移动电源等）、智能创新类（智能家居、投影产品等）、无线音频类产品（蓝牙耳机、音响等）	1) 线上线下协同，22H1 线上渠道亚马逊收入占比 55.0%，独立站占比 3.7%，线下渠道收入占比 35.7%； 2) 主要市场为北美（占比约 50%）、欧洲、日本地区。	2021 年销售收入 125.7 亿元，净利率 8.2%；2022H1 销售收入 58.9 亿元，净利率 9.9%。
VeSync	2011 年	智能小家电、健康监测设备、家居环境电器、厨房电器、餐饮用具等	1) 22H1 亚马逊收入占比 86.3%，其他渠道包括连锁零售商、独立站、其他第三方平台； 2) 主要市场为北美（占比 77%）、欧洲和亚洲地区。	2021 年销售收入 4.5 亿美元（约 28.9 亿元），净利率 9.2%； 2022H1 销售收入 2.2 亿美元（约 15.0 亿元），净利率 6.9%。
易佰网络	2011 年	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	1) 22H1 亚马逊收入占比 78.5%，其他第三方平台比例均不超过 10%； 2) 主要市场为美国（占比约 20%）、英国、德国等。	2022H1 销售收入 19.6 亿元，净利率 5.4%。

资料来源:36 氪，新京报，界面新闻，公司官网，各公司公告，信达证券研发中心

跨境电商行业进入“品牌+服务”出海竞争阶段。自 2015 年起，跨境电商出口发展主要经历三大阶段：（1）产品出海阶段，周期为 2015-2021 年，以中小微型贸易商和卖家主导，产品主要由批发市场、专业市场进货，以无品牌、低质低价商品为主，依托第三方平台作为出海渠道，利用铺货模式，利润优先，流量驱动，导致不合规问题较多，卖家实质是贸易商；（2）精品出海阶段，在 2021 年亚马逊“封店潮”后兴起，以实力卖家和工贸型企业主导，产品质量高、品类聚焦，但品牌属性弱，渠道以第三方平台为主，独立站为辅，仍主要依托第三方平台流量，物流成本远高于海外营销成本，是出海过渡时期；（3）品牌出海阶段，2022 年开始，以品牌商主导，商品来自品牌企业自有工厂或定制生产线，产品质优、品牌调性强，渠道以独立站为主，强调用户运营，重视市场分析，流量来自于社交网络、KOL 等方式开展的海外营销投放，该成本占比达 20%，这一阶段企业经营以品牌化为核心，更重视用户体验。未来，借助数字化体系，品牌出海有望进一步伴随更高附加值的服务出海，如技术、物流、金融等。

图 24： 中国跨境电商出口发展历程



资料来源:亿邦动力, 信达证券研发中心

“泛品类+多市场” 差异化竞争，享受行业红利

3.1 多品类经营，以“双蓝海”策略差异化竞争

产品开发采用“双蓝海”战略，覆盖类型广泛。一方面，公司发展早期战略性回避服装、电子等红海品类，深耕家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容等蓝海品类，建立一定的先发优势和规模优势，与其他跨境电商企业形成差异化竞争；另一方面，对于其他品类，公司同样采用蓝海战术，集中开发有稳定市场需求而相对冷门的细分领域，持续扩充 SKU 数量。

表 7：易佰网络主要经营产品类型

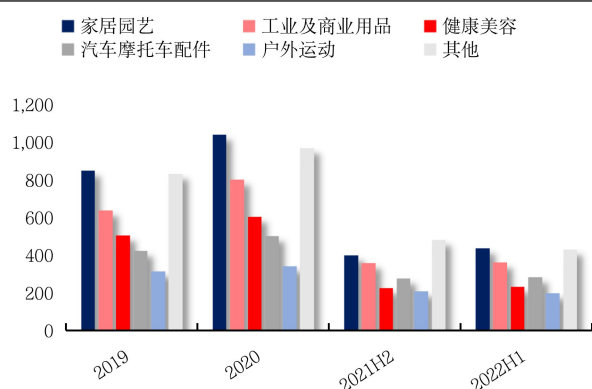
产品类别	主要产品	代表产品示意图
家居园艺	主要产品包括浴室五金、园林养殖及园林灌溉等园林工具、厨房小工具、BBQ 烧烤工具、生活电器及厨房家电等。	太阳能景观喷水泵 
		家用章鱼小丸子烧烤盘 
工业及商业用品	主要产品包括手动工具、轴承、电器辅材、控制元件、液压设备、电动工具、气动设备等。	数码超声波清洗机 
		便携式控温热风枪 
汽车摩托车配件	主要产品包括点烟器、行车记录仪、汽车压力传感器、GPS 与其他安全工具、车灯、汽车饰品、汽修工具、空调系统、制动 手持式红外热成像仪系统等。	

		摩托车通用液晶仪表	
健康美容	主要产品包括化妆刷、按摩仪器、纹身配件、美甲工具、剃须用品、老人护理用品等。	脸部洁面按摩器	
		USB 充电款嫩肤仪	
户外运动	主要产品包括骑行配件、娱乐水上皮划艇、球类、旅游用品、登山野营、渔具等。	儿童隧道投篮帐篷	
		公路车 V 刹	

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托配件为前三大品类, 近年毛利率较为稳定。收入方面, 2022H1 公司家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容品类销售收入分别为 4.4 亿元、3.6 亿元、2.8 亿元、2.3 亿元, 占比为 22.5%、18.7%、14.6%、11.9%, 其中家居园艺品类收入占比最高, 并购重组后 22H1 收入较 21H2 增加 10.0%, 优势继续保持。毛利率方面, 22H1 健康美容、汽车摩托车配件、家居园艺、工业及商业用品品类毛利率分别为 47.0%、40.3%、35.1%、32.7%, 较 21H2 变动幅度分别为 -1.3pct、0.0pct、-2.9pct、1.6pct, 自 21 年以来毛利率整体较为稳定, 健康美容、汽车摩托车配件毛利率水平较高。

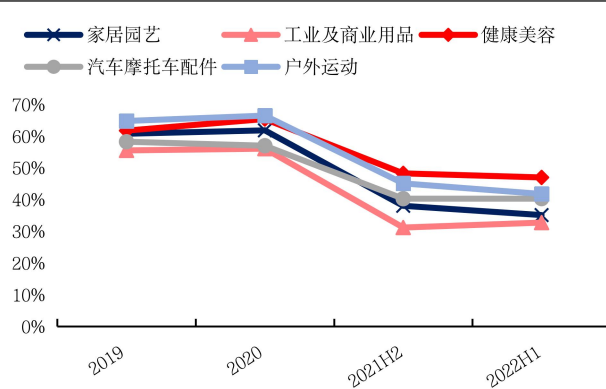
图 25: 2019-2022H1 易佰网络分品类收入情况 (单位: 百万)



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

注: 易佰网络自 2021 年 7 月 1 日起纳入合并报表范围

图 26: 2019-2022H1 易佰网络分品类毛利率情况 (单位: %)



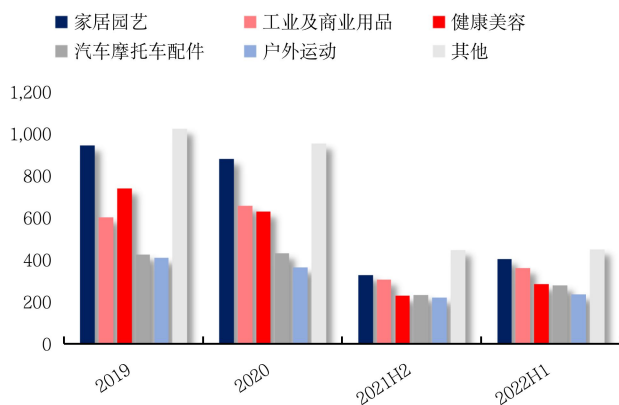
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

注: 易佰网络自 2021 年 7 月 1 日起纳入合并报表范围

产品单价小幅波动, 销量相对稳定。产品销量方面, 2021H2-2022H1 公司家居园艺、工业及商业用品、健康美容、汽车摩托车配件、户外运动品类总销量分别为 733.2 万件、668.6 万件、515.6 万件、513.3 万件、457.2 万件, 较 2020 年增长 -16.9%、1.4%、-18.4%、19.1%、25.3%, 其中户外运动品类销量增速最快, 汽车摩托车配件品类增速第二, 工业及商业用品有小幅增长, 其他品类销量均有所下滑。产品单价方面, 2021H2-2022H2 公

司家居园艺、工业及商业用品、健康美容、汽车摩托车配件、户外运动品类平均销售单价分别为 114.1 元、107.9 元、88.9 元、109.6 元、89.4 元，较 2020 年下降 3.2%、11.2%、6.9%、5.9%、4.3%，其中工业及商业用品品类单价下降幅度最大，其他品类单价均有小幅度下降。

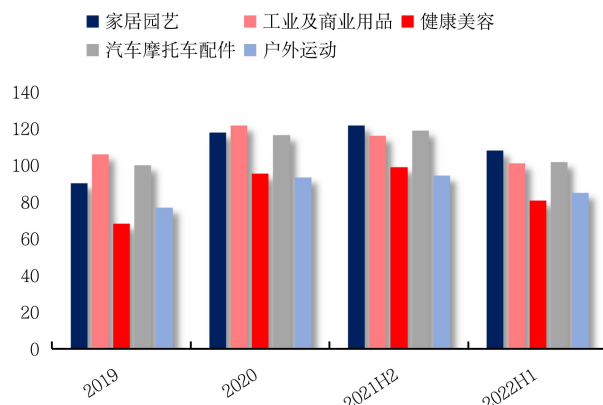
图 27: 2019-2022H1 易佰网络分品类销量 (单位: 万件)



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

注: 易佰网络自 2021 年 7 月 1 日起纳入合并报表范围

图 28: 2019-2022H1 易佰网络分品类单价 (单位: 元)



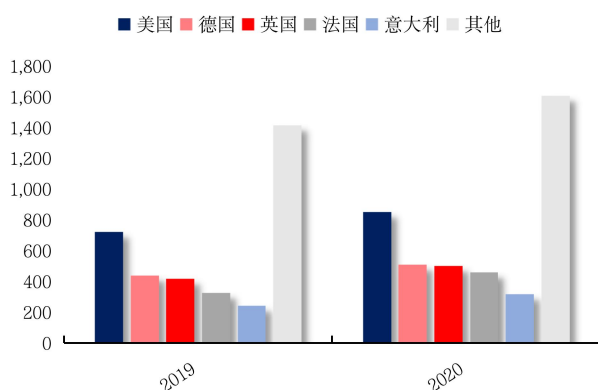
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

注: 易佰网络自 2021 年 7 月 1 日起纳入合并报表范围

3.2 “多市场+多平台”布局, 降低单一渠道及市场依赖性

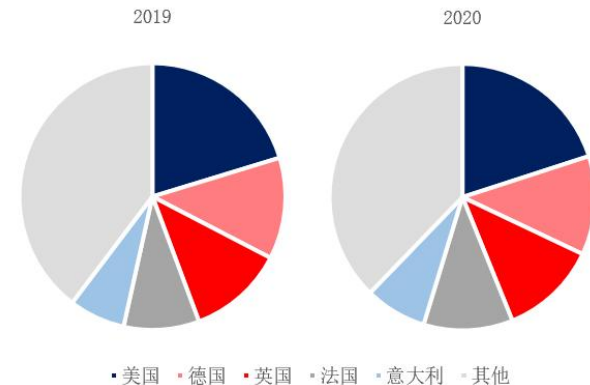
终端市场涉及美国、德国、英国、法国等区域, 第一大市场占比仅 20%。公司产品涉及全球多个市场, 对单个目标市场依赖性弱, 销售市场覆盖美国、英国等英语市场、德国、意大利等小语种发达国家和东南亚、南美洲等发展中国家和地区。2020 年, 易佰网络美国市场销售收入 8.5 亿元, 占比仅 20.0%, 为全球第一大市场; 德国、英国销售收入占比分别为 12.0%、11.8%, 为第二、第三大市场。

图 29: 2019-2020 年易佰网络分地区收入 (单位: 百万)



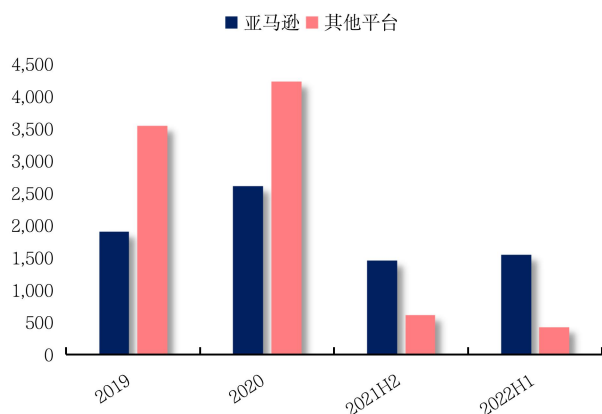
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 2019-2020 年易佰网络分地区销售收入构成 (单位: %)



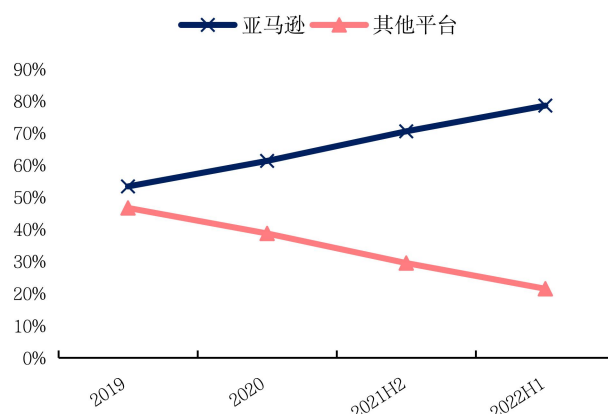
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

具备多平台运营能力, 亚马逊为第一渠道。公司深耕亚马逊平台, 近年来收入占比逐步提升, 22H1 亚马逊平台收入 15.4 亿元, 占比 78.5%。同时, 公司在 ebay、速卖通、Cdiscount、Wish 等其他主流第三方电商平台布局, 并积极拓展沃尔玛、Mercado Libre、Joom、Jumia 等新兴第三方电商平台渠道, 以降低未来对亚马逊的依赖。

图 31: 2019-2022H1 易佰网络分平台收入 (单位: 百万)


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

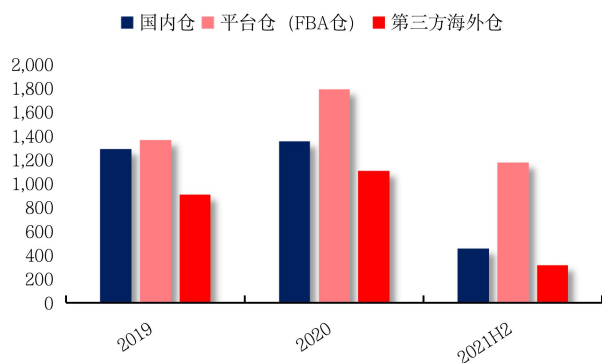
注: 易佰网络自 2021 年 7 月 1 日起纳入合并报表范围

图 32: 2019-2022H1 易佰网络分平台销售收入构成


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

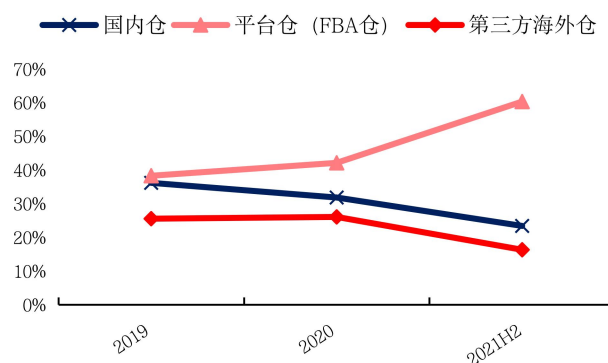
注: 易佰网络自 2021 年 7 月 1 日起纳入合并报表范围

国内仓、海外仓协同发展, FBA 仓销售收入领先。公司拥有国内仓、海外仓两种仓储模式, 前者适用更广范围的 SKU, 更容易进行库存管理, 可降低资金周转压力, 但配送时间较长, 后者能够大幅提升订单配送时效, 提升买家购物体验, 降低平均物流成本, 但对商品品类选择、仓储成本和商品动销率管控要求高。海外仓包含平台仓和第三方海外仓, 分别由亚马逊等第三方电商平台和谷仓、万邑通等专业的大型第三方仓储物流服务商运营管理。2021H2 平台仓收入 11.8 亿元, 占比 60.3%, 排名第一, 国内仓及第三方海外仓占比分别为 23.4%、16.3%。

图 33: 2019-2021H2 易佰网络分仓库收入 (单位: 百万)


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

注: 易佰网络自 2021 年 7 月 1 日起纳入合并报表范围

图 34: 2019-2021H2 易佰网络分仓库销售收入构成 (单位: %)


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

注: 易佰网络自 2021 年 7 月 1 日起纳入合并报表范围

表 8: 公司仓储模式对比

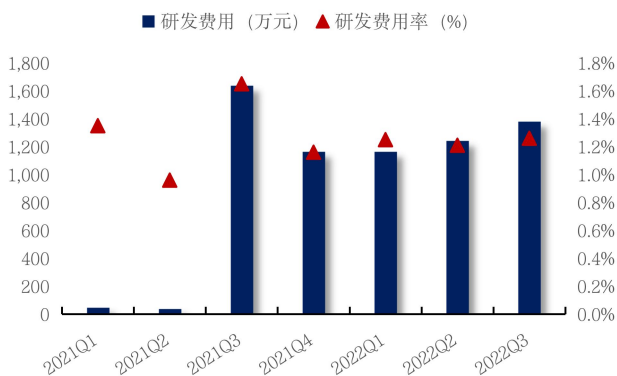
仓储模式	地理位置	管理方式	主要职能	SKU 类型	仓库特点
国内仓	主要位于东莞虎门	采用租赁方式自营管理	主要承担向海外仓集货转运和向海外消费者直邮发货等职能	对于轻携型、客单价较低、销量较为不稳定的产品,或目标市场距离中国较近的产品,安排在国内仓库存放	适用更广范围 SKU,更容易进行库存管理,降低资金周转压力;配送时间较长
海外仓	平台仓 (以 FBA 仓为主) 位于美国、英国、德国、澳大利亚等地	由亚马逊等第三方电商平台管理	主要承担向仓库所在国家的消费者配送商品的职能	对于轻携型、销量稳定的产品,会通过空运、海运等方式发往 FBA 仓;对于大件重货,由市场竞争力的产品,会通过海运方式发往海外仓或 FBA 仓	大幅提升订单配送时效,有利于提升买家购物体验,降低平均物流成本;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高
第三方海外仓		由谷仓、万邑通等专业的大型第三方仓储物流服务商运营管理			

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

3.3 智能化系统为泛品业务奠定基础,保持较高研发投入

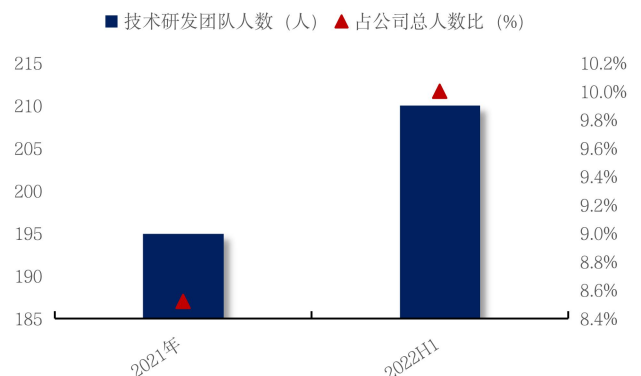
研发费用投入不断加大,核心技术研发团队稳定。公司重视智能化发展,2021 年并购易佰网络以来,研发费投入明显上升,2022 前三季度研发费用分别为 1167.4 万元、1245.2 万元、1379.8 万元,研发费用率分别为 1.3%、1.2%、1.3%;此外,公司为核心人员提供在市场上具有较强竞争力和吸引力的薪酬待遇和激励机制,保证核心人员的稳定。截至 2022H1 易佰网络技术研发团队共 210 人,较 2021 年末增加 15 人,占公司总人数 10%,其中数据算法研究人员共 40 人,较 2021 年末减少 6 人,本科及以上学历超过 90%,近 50%为硕士研究生或 985/211 院校本科毕业生。公司上述高素质人才主要负责开发和研究核心算法,依托智能化企业管理平台,为管理层的经营决策提供以大数据和算法为支撑的指导意见。

图 35: 2021Q1-2021Q3 公司研发费用及占比



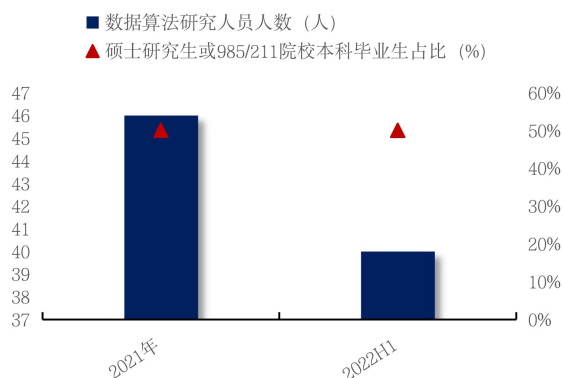
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 36: 2021-2022H1 易佰网络技术研发团队人数及占比



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

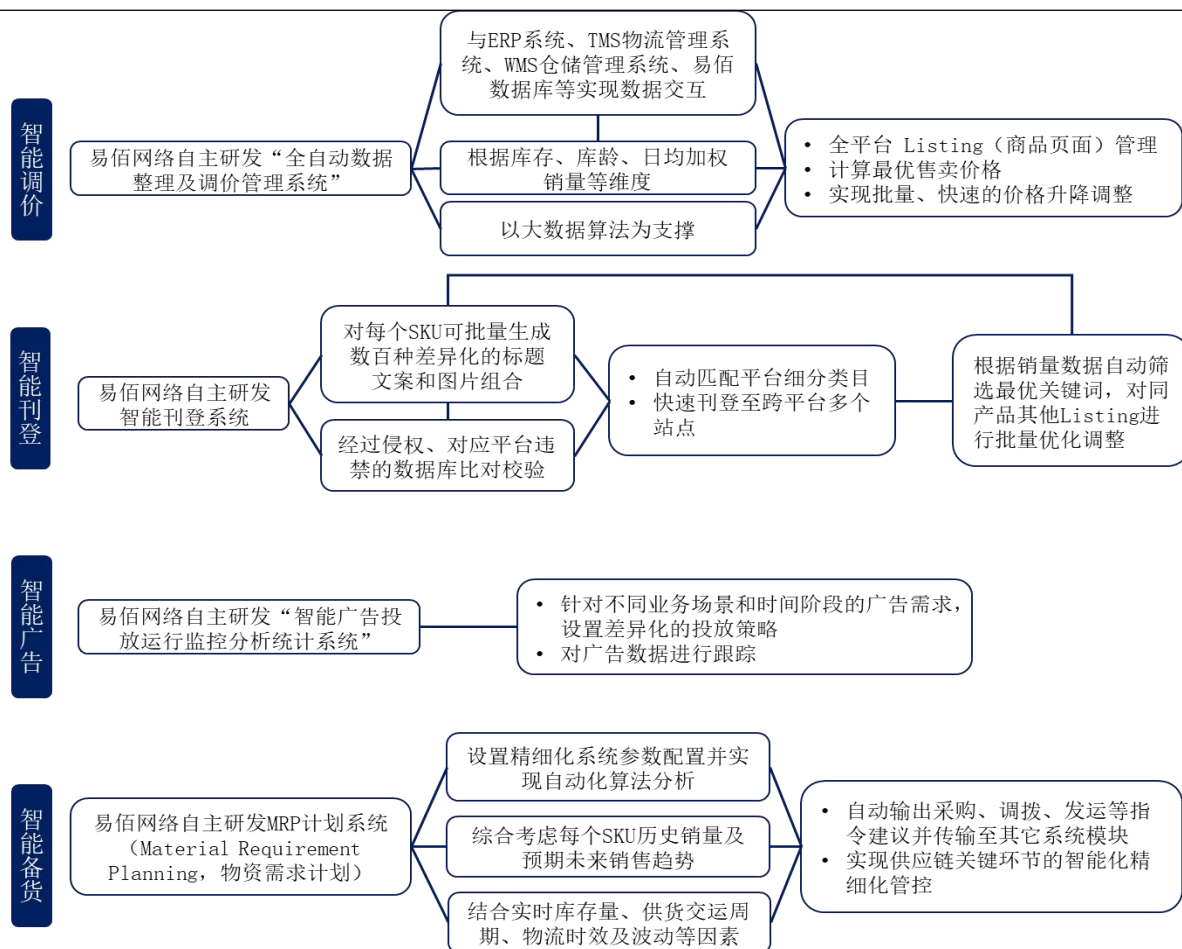
图 37: 2021-2022H1 易佰网络数据算法研究人员学历情况



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

自主研发多项核心技术, 持续提升自动化、智能化运营水平。截至 2022H1, 公司共拥有境内专利 26 项, 境外专利 29 项, 计算机软件著作权 91 项, 为信息化系统建设提供技术基础。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, 其中智能应用系统模块包括智能刊登系统、智能调价系统、智能广告系统、智能备货计划系统等, 全面覆盖公司的核心业务环节, 有效提升运营效率和单位人效。

图 38: 公司核心业务环节智能化系统情况



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

表 9：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内容生成、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
数据统计分析和预测算法特征提取和训练	采用数据统计归纳多指标，将不同指标映射到不同业务场景，依据不同业务场景建立不同算法实现最优算法模型	应用于公司供应链的需求预测、采购、发运的指令提供和调度
内嵌浏览器内核与 WEB 系统交互	内嵌 chromium 内核，封装 WEB 系统，支持和 WEB 交互，使桌面客户端无感对接 WEB 系统	封闭 WEB 系统为桌面程序，使用户无感使用，保证系统数据和权限的闭环控制
前台应用系统	采用 Redis 全局锁解决并发的的问题，在仓库操作中可能会出现多个人员操作同一个 SKU 的情况，用 Redis 全局锁可以有效解决此问题	仓库出入库管理
跨系统数据交互	采用分布式事务，避免出现跨系统数据交互时数据不一致的问题	跨系统数据稳定交互
自动化创建及刊登 Listing 的实现方法	通过自研算法，把商品系统的原始数据，智能匹配出第三方销售平台的所需数据； 用 RabbitMQ 消息队列实现并发处理大量 SKU 的 Listing 的创建及刊登队列与第三方平台数据交付； 使用 Redis 缓存技术对常用数据缓存，加快数据读取速度； 使用 Elasticsearch 技术加快数据的查询速度	应用于公司自研的与第三方销售平台对接的商品刊登系统，提高 Listing 创建速度，提高 Listing 刊登的效率，节省人力成本

资料来源:公司公告，信达证券研发中心

精品业务+综合服务平台打开第二成长曲线

4.1 布局精品业务，响应品牌出海，打造长期增长点

积极布局精品业务，打造中长期利润增长点。2021 年，公司组建全新精品团队，旨在打造差异化竞争优势，形成中长期利润增长点。不同于单价低、种类繁的泛品业务，公司精品业务优先涉足客单价相对较高且竞争程度较低的产品领域，包括厨房家电、智能家居类、宠物用品等，通过消费市场研究和产品创新，整合优质产业链资源，创建高粘性、高溢价的自有品牌，旨在增强公司未来盈利能力、市场地位和品牌影响力。

表 10：泛品业务与精品业务区别

业务模式	产品定义	覆盖品类	定位与发展战略
泛品业务	泛品是客单价相对低，SKU 家居园艺、工业及商业用品、数量众多、品类多，竞争程度汽车摩托车配件、健康美容、度相对低的产品	户外运动等	定位： 目前运作最成熟、规模和效益最突出的业务，在公司中短期发展过程中能够发挥“压舱石”的作用。 发展战略： 通过进一步提升数字化、智能化水平，优化流程效率和体验，发掘更多利润空间，使公司成为泛品类跨境电商出口的领先企业。
精品业务	精品是客单价相对较高、品牌属性强、在研发方面有所投入的产品	厨房家电、智能家居类、宠物用品等	定位： 公司加强跨境电商品牌化运作的新尝试，公司中长期发展的重要着力点和利润增长点。 发展战略： 通过强化消费市场研究和产品创新，整合优质产业链资源，创建高粘性、高溢价的自有商品品牌，显著增强企业的盈利能力、市场地位和品牌影响力。

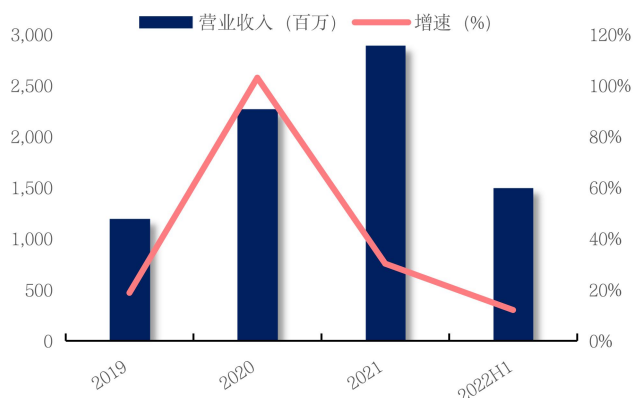
资料来源:公司公告，信达证券研发中心

精品业务响应品牌出海，提高公司抗风险、盈利能力。截至 2022 年前三季度，公司精品

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

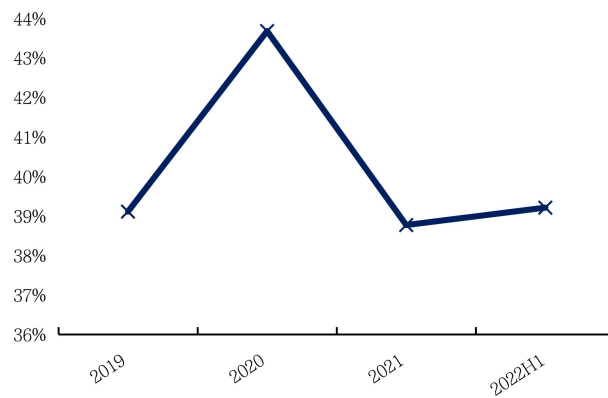
业务获得一定收入规模，占比达高个位数。作为公司加强跨境电商品牌化运作的新尝试，精品业务通过产品经理进行市场调研，分析消费者需求和产品热销周期来确定新品种类，再与供应链进行深度合作，设计开发新的产品；起步阶段投入较高，2022 年前三季度尚未贡献利润，未来伴随收入体量增大，有望为公司贡献利润。行业内专注厨房家电、智能家居等品类的自有品牌公司 Vesync 近年来营业收入稳步增长，2022H1 营收约 15.0 亿元，毛利率达 39.2%，细分品类大有可为。品牌出海为跨境电商行业前沿趋势，未来公司有望探索出打造自有品牌路径，提供有竞争力的产品矩阵，持续提升公司的抗风险能力和盈利能力。

图 39: 2019-2022H1 Vesync 营业收入及增速



资料来源: VESYNC 公司公告, 信达证券研发中心

图 40: 2019-2022H1 Vesync 毛利率



资料来源: VESYNC 公司公告, 信达证券研发中心

4.2 打造综合服务平台，为中小卖家赋能，享受行业红利

探索跨境电商综合服务业务，为中小跨境电商卖家赋能。跨境出口电商行业快速增长，大量中小卖家相继涌入，公司抓住机遇，2021 年创立“亿迈”（EasySeller），亿迈为一站式跨境电商综合服务平台，从商品、系统、设施和服务四个方面，提供开展跨境电商业务所需的各类资源支持和作业支持，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，探索与中小卖家的多元化合作，打造跨境电商孵化成长新模式。

表 11: 亿迈科技产品服务介绍

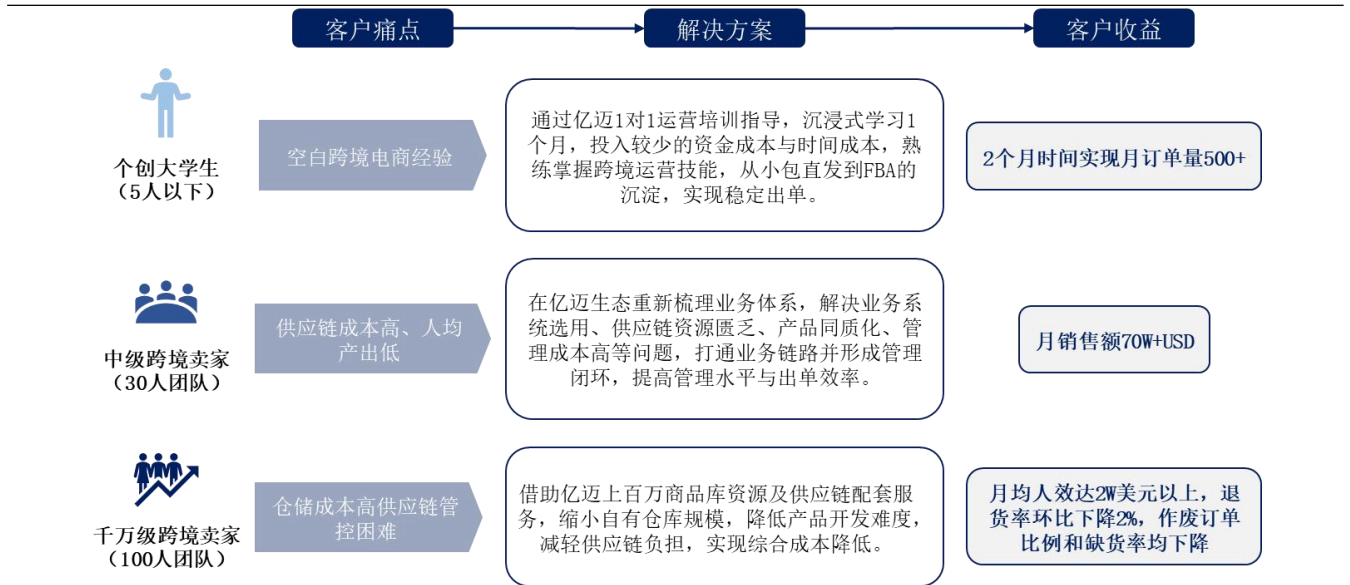
产品服务类型	具体服务介绍
孵化培训体系——合规化培训课程体系，完美契合精铺运作模式	全流程运营培训 从 0 到 1 教学跨境电商运作全流程 1 对 1 管理指导 资深导师团队授课与优化业务运作体系 进阶课程深化 三大运营课程提升团队实力 实操印证成果 理论联系实际现场指导操作
	18 大齐全品类、100w+海量商品库，满足选品需求
	产品开发 市场大数据分析，自主开发极具竞争力产品，打造差异化竞争
	完善的产品信息，365 个字段全属性，满足所有使用场景
全链条供应链——全链条供应链服务，打造轻量运作模式	风控团队每日更新侵权信息，每款产品侵权审核，并标注标识与违禁情况
	完善的评价管理体系甄选优质供应商，解决商品寻源难题
	采购品控 规模采集，价格优势明显，为用户提供极具利润空间的商品
	TQE/IQC/CQE 等全方位现代化品控管理制度保障商品质量
	自研 DSS 系统，全链条管控环节品质，减少售后问题
	10w+平方米的现代化仓库，覆盖中、美、英、法等 10 余个国家和地区
	仓储物流 大数据算法，日缺货率 6%，库存准确率 99.9%，24H 发货率 100%
	无需备货，出单后直接配库，无库存风险，个性化独享库存，解决爆单忧虑

智能管理系统——数字化管理系统驱动业务高效运营	• 订单配库	优选 1000+物流渠道，专业团队维护渠道变化，灵活应对外部市场环境 出单采购后，实时下达出库指令，分拣与物流渠道一体化操作确认 库位 SKU 绑定，多重路径补拣策略，减少异常订单，保障流水线出库时 包装与出库检验，保障商品安全，从源头减少运输损坏风险 全流程监控订单实况，环节可视跟踪
	• 客诉分析	智能客服系统，在线提交工单，及时高效处理售后问题 多对一服务，精细分析客诉退款，权责清晰，提升处理效率 专业客服托管团队提供托管服务，降低用户售后人力与管理成本
	• 集合刊登	信息采集：自动引用商品库所需刊登字段信息，减少人力编辑成本 Listing 管理：支持批量上、下架与修改操作，高效运营 侵权排查：系统实时更新侵权信息产品，规避侵权风险
	• 智能备货	采购建议：根据销量、库存、在途和发运周期等，提供科学备货建议 协同运营：可同步生成采购计划和平台仓备货计划，实现运营高效协同 多场景应用：支持国内小包、平台仓等多场景备货模式
	• 一键发货	智能匹配：订单自动匹配发货仓、物流渠道、提高运营效率 自动规则：可自定义设置支付、拦截、作废规则，免去人工操作
	• 仓库管理	共享库存：实时更新共享库存动态，减少库存压力，实现业务快进快出 独享库存：自定义独享库存，满足自备货需求，灵活应对忘记爆单
	• 财务管理	利润核算：精准计算业务利润，细分 SKU 维度利润率，掌握盈利情况 授信服务：支持虚拟账户短期账款，减少资金压力
跨境服务市场——一站式跨境电商配套服务整合	• 数据中心	销售统计：多维度统计商品销售数据，快速了解产品动销率 数据监控：订单量、结算金额等数据一目了然，全面监控各项数据指标
	• 开店必备	账号注册：亚马逊全球站点注册支持，沃尔玛、美客多等热门跨境平台开店指导 VAT 服务：提供英、德、意、法、西、波等欧洲国家的 VAT 注册及转代理服务 商标服务：提供欧盟、北美、墨西哥、日本等商标服务。时效快，通过率高
	• 运营支持	智能广告投放：大数据智能广告投放，实现投入产出比最大化 知识产权争议：自有知识产权专项组，专业解决店铺知识产权导致的争议问题 账号安全申诉：专业法务团队，帮助申诉各类争议业务，维护账号稳健运营
物流仓储服务——进出口集装箱陆路运输一站式解决方案商	• 咨询服务	财税合规服务：为跨境电商企业财税战略咨询管理服务，帮客户打造财税健康公司 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
	• 国际专线 (大货免泡渠道)	覆盖欧洲 24 个国家：德国、比利时、捷克、匈牙利、荷兰、波兰、葡萄牙、意大利、西班牙、法国、奥地利等欧盟国家 渠道优势：时效快至 7 个工作日即可妥投渠道稳定，安全、快捷

资料来源:亿迈科技官网, 信达证券研发中心

多体量卖家定制解决方案，打造跨境服务新生态。亿迈科技为不同规模、不同类型的跨境电商卖家解决经营痛点，包括成长型、中型及大型卖家，帮助跨境电商企业控制经营风险和提高经营效益。以 30 人中级跨境卖家团队为例，亿迈科技借助自身丰富跨境电商运营经验资源及平台生态帮助客户重新梳理业务体系，解决业务系统选用、供应链资源匮乏、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，提高管理水平与经营效率，最终帮助客户实现月销售额超 70 万美元。

图 41：亿迈科技客户案例



资料来源:亿迈科技官网, 信达证券研发中心

中小卖家需求旺盛，综合服务平台成长性好。截至 2022 年前三季度，合作商家近 120 家，收入占比为高个位数，得益于轻资产模式，该业务处于盈利状态。我们认为，跨境电商行业拥有海量中小卖家，公司自身在泛品类业务中长期沉淀的供应链资源和信息系统优势为亿迈科技平台的发展打下坚实基础，可帮助中小卖家降低运营成本，提升经营效率，达到双赢局面。受益于广阔的市场需求及良好的商业模式，综合服务平台业务未来具备良好的成长性。

盈利预测及投资建议

盈利预测：我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 43.4 亿元、53.7 亿元、66.4 亿元，对应毛利率分别为 38.0%、38.0%、38.0%，分业务来看：1) 泛品业务 2022-2024 年收入分别为 37.0 亿元、44.4 亿元、53.3 亿元；2) 精品业务 2022-2024 年收入分别为 4.0 亿元、5.2 亿元、6.9 亿元；3) 综合服务平台业务 2022-2024 年收入分别为 2.5 亿元、4.1 亿元、6.2 亿元。综合，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.2 亿元、2.7 亿元、3.4 亿元，对应增速分别为 352.2%、23.0%、23.8%。

表 12：公司收入成本预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（百万）	2,074.86	4,340.98	5,374.96	6,636.88
yoy	-	109.2%	23.8%	23.5%
毛利率	37.2%	38.0%	38.0%	38.0%
——泛品业务		3,697.98	4,437.58	5,325.09
yoy		-	20.0%	20.0%
——精品业务	-	396.82	523.80	691.42
yoy	-	-	32.0%	32.0%
——综合服务平台业务	-	246.18	413.58	620.37
yoy	-	-	68.0%	50.0%

资料来源：WIND，信达证券研发中心预测

投资建议：根据我们盈利预测，公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.2 亿元、2.7 亿元、3.4 亿元，根据 2023 年 1 月 16 日收盘价，目前股价对应 PE 分别为 20.2 倍、16.4 倍、13.3 倍。根据相对估值法，我们选择安克创新、吉宏股份作为可比公司，根据 2023 年 1 月 16 日收盘价，2022-2024 年可比公司平均 PE 分别为 21.6 倍、17.5 倍、14.4 倍，公司作为泛品类跨境电商，利用“泛品类+多市场”差异化竞争，享受行业红利，布局精品业务与综合服务平台业务，打开成长新空间，未来有望稳健增长，22-24 年估值低于可比公司平均值，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司平均估值情况

公司	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
安克创新	63.55	2.92	3.49	4.18	21.76	18.20	15.20
吉宏股份	15.22	0.71	0.91	1.12	21.33	16.82	13.63
平均值	—	1.82	2.20	2.65	21.55	17.51	14.42
华凯易佰	15.38	0.76	0.94	1.16	20.17	16.41	13.25

资料来源：WIND，信达证券研发中心（截止 2023 年 1 月 16 日股价；华凯易佰为信达研发中心预测，其他为 WIND 一致预测）

风险因素

宏观经济波动和新冠疫情反复的风险。公司主要从事跨境出口电商业务，如果未来国际形势发生诸如经济增长放缓或停滞等重大不利风险，或者出现系统性的金融危机，都将严重制约整个国外消费市场的需求，从而对公司持续经营造成不利影响。同时，新冠疫情态势和经济周期运行仍然具有较大不确定性，如果疫情反弹或者形成新的蔓延，将对经济运行造成负面冲击，并可能造成境内商品供应不及时、跨境供应链体系不顺畅、境外市场终端消费力下降等困难，给公司带来业绩下滑的风险。

亚马逊平台集中度较高的风险。公司主要依靠亚马逊、ebay、速卖通等国际知名第三方电商平台开展跨境出口电商业务。2022H1 公司基于亚马逊的收入占比较高，超过 70%，对其存在一定的依赖。如果亚马逊由于市场竞争、经营策略变化或当地国家政治经济环境变化而造成市场份额降低，而公司未能及时调整销售渠道策略，可能对销售额产生负面影响。

中美经贸关系恢复不及预期的风险。公司收入主要来自海外市场，其中来自美国市场的收入占比约 20%。近年来，美国在国际贸易战略、进出口政策和市场开发措施等方面有向保护主义、本国优先主义方向发展的趋势，曾多次宣布对中国商品加征进口关税。若中美贸易摩擦继续升级，将可能导致公司产品在美国的进口关税成本上升，进而对公司的销售及毛利带来不利影响。

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	596	1,701	2,168	2,584	3,300
货币资金	155	485	480	663	830
应收账款和应付票据	212	267	505	450	729
预付账款	8	30	63	78	96
存货	19	583	661	880	1,023
其他	201	336	459	513	622
非流动资产	317	1,268	1,268	1,268	1,268
长期股权投资	1	17	17	17	17
固定资产 (合计)	46	273	273	273	273
无形资产	25	119	119	119	119
其他	245	859	859	859	859
资产总计	912	2,969	3,436	3,852	4,568
流动负债	410	589	922	1,034	1,373
短期借款	70	1	1	1	1
应付账款和应付票据	239	455	667	722	993
其他	102	133	255	311	379
非流动负债	63	192	192	192	192
长期借款	63	5	5	5	5
其他	0	187	187	187	187
负债合计	474	781	1,114	1,226	1,565
少数股东权益	0	101	129	162	204
归属母公司股东权益	439	2,087	2,193	2,464	2,800
负债和股东权益	912	2,969	3,436	3,852	4,568

重要财务指标					单位: 百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	135	2,075	4,341	5,375	6,637
同比 (%)	-67.2%	1435.1%	109.2	23.8%	23.5%
归属母公司净利润	-62	-87	220	271	336
同比 (%)	-882.9%	-39.9%	352.2	23.0%	23.8%
毛利率 (%)	17.8%	37.2%	38.0%	38.0%	38.0%
ROE%	-14.2%	-4.2%	10.1%	11.0%	12.0%
EPS (摊薄) (元)	-0.22	-0.30	0.76	0.94	1.16
P/E	—	—	20.17	16.41	13.25
P/B	10.14	2.13	2.03	1.80	1.59
EV/EBITDA	-46.25	1,035.34	14.56	11.23	8.70

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	135	2,075	4,341	5,375	6,637
营业成本	111	1,302	2,691	3,332	4,115
营业税金及附加	1	3	4	5	7
销售费用	22	580	1,126	1,395	1,722
管理费用	40	150	207	257	317
研发费用	7	29	54	67	82
财务费用	6	30	-10	-10	-13
减值损失合计	-5	-10	0	0	0
投资净收益	0	3	2	3	3
其他	-7	-33	22	27	33
营业利润	-64	-58	291	358	443
营业外收支	-2	0	0	0	0
利润总额	-66	-59	291	358	444
所得税	-3	23	44	54	67
净利润	-62	-82	248	305	377
少数股东损益	0	5	27	34	41
归属母公司净利润	-62	-87	220	271	336
EBITDA	-49	5	279	346	427
EPS (当年) (元)	-0.51	-0.43	0.76	0.94	1.16

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	28	323	108	180	163
净利润	-62	-82	248	305	377
折旧摊销	6	31	0	0	0
财务费用	6	29	0	0	0
投资损失	0	-3	-2	-3	-3
营运资金变动	66	272	-138	-122	-210
其它	13	75	0	0	0
投资活动现金流	-29	-257	3	3	4
资本支出	-28	-40	0	0	0
长期投资	-1	-221	0	0	0
其他	0	4	2	3	3
筹资活动现金流	-4	287	-115	0	0
吸收投资	0	476	-114	0	0
借款	110	20	0	0	0
支付利息或股息	-8	-4	0	0	0
现金净增加额	-4	338	-4	183	167

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，五年消费品行业研究经验，曾就职于弘则研究，2020年5月加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。