

华凯易佰 (300592) 深度研究

战略布局主业，再迎行业东风

2024 年 01 月 29 日

【投资要点】

- ◆ **2022 年公司正式更名华凯易佰，以跨境电商业务为主业。**公司前身华凯创意专注空间环境艺术设计，2017 年成功上市。2019 年公司瞄准跨境电商未来发展的广阔前景，收购易佰网络战略转型跨境电商。2021 年并购易佰网络 90% 的股权，2023 年公司收购剩余 10% 的股权，并积极尝试 AI 大模型赋能业务、提质增效。
- ◆ **行业环境边际改善，支持政策持续出台，AI 大模型带来新机遇。**1) 行业环境持续改善，美元兑人民币汇率破 7，在一定程度上增加跨境电商利润空间 and 市场份额；2) 头程海运费回归疫情前水平，海运集装箱不再“一箱难求”；3) 清库存取得阶段性进展，下游新货库存需求有望重回增长区间。我国始终鼓励中国企业走出去，国家支持跨境电商行业发展的政策措施不断出台、力度持续加大。2023 年 AIGC/ChatGPT 在跨境电商领域率先实现应用场景落地，AI 产业变革为行业带来新的发展机遇。
- ◆ **公司跨境电商主业执行“泛品+精品+亿迈生态平台”三项业务并行战略。**1) 产品优势：泛品+精品相结合，泛品业务相对成熟走铺货、高性价比路径，适配当前全球趋向消费降级趋势；精品业务走差异化、高溢价路径，是中长期发展的重要着力点和利润增长点。2) 公司服务优势：将自身供应链和信息化优势实现价值最大化，打造跨境电商综合服务生态平台，为中小卖家提供全方位的跨境业务解决方案。
- ◆ **信息化智能化基因，ChatGPT 提质增效。**公司一贯注重自主研发，持续提升自动化、智能化运营水平。截至 2023 年上半年公司掌握 20 余项具体核心技术，在 AI 大模型爆发增长的时代，具备自研能力及信息化基因的企业能够更充分地发挥大模型在垂类应用领域的提质增效功能，甚至碰撞出新的商业模式。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价：34.11 元

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

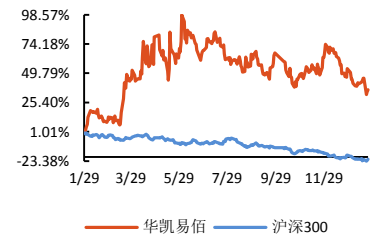
证书编号：S1160521080001

证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：刘雪莹

电话：021-23586475

相对指数表现**基本数据**

总市值 (百万元)	5445.18
流通市值 (百万元)	2967.81
52 周最高/最低 (元)	33.54/15.48
52 周最高/最低 (PE)	97.14/14.63
52 周最高/最低 (PB)	4.20/2.11
52 周涨幅 (%)	16.88
52 周换手率 (%)	1161.08

相关研究

《跨境电商业务快速增长，利润端明显改善》

2023.08.24

《盈利能力持续改善，AIGC 赋能业务发展》

2023.04.21

【投资建议】

公司的跨境电商主业执行“泛品+精品+亿迈生态平台”三项业务并行战略，持续深耕亚马逊平台，积极拓展新兴地区。未来通过 SKU 扩充、销售额增长，数据化管理和自研信息化系统提升运营效率，AIGC 应用赋能，叠加行业清库存、物流费用回稳等外部环境改善，公司有望快速发展。我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现营业收入 64.81/83.55/101.50 亿元，实现归母净利润 3.62/5.48/6.65 亿元，EPS 分别为 1.25/1.90/2.30 元/股，对应 PE 分别为 17/11/9 倍。我们选取焦点科技、吉宏股份、安克创新、三态股份、小商品城作为跨境电商可比公司，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应 12 个月内目标价 34.11 元，上调至“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4417.02	6480.79	8354.83	10150.34
增长率(%)	112.88%	46.72%	28.92%	21.49%
EBITDA（百万元）	339.86	488.07	685.37	817.72
归属母公司净利润（百万元）	216.23	362.41	548.06	664.64
增长率(%)	347.39%	67.61%	51.22%	21.27%
EPS(元/股)	0.76	1.25	1.90	2.30
市盈率(P/E)	19.99	17.12	11.32	9.33
市净率(P/B)	1.99	2.60	2.11	1.72
EV/EBITDA	10.76	11.27	7.56	5.84

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆宏观经济下行消费疲软；
- ◆收购品牌发展不及预期。

1、关键假设

2020年至今，全球电商市场受疫情等宏观因素影响先后经历了冲高回落和温和修复。在海运费合理、行业旧库存阶段性出清等外贸环境边际改善的情况下，我们预计2023-2025年公司营业收入增速分别为46.7%/28.9%/21.5%。

分业务来看：1) 跨境电商业务，其中泛品业务多年深耕，规模稳健增长，精品业务发力，客单价提升，我们预计2023-2025年收入增速为46.6%/28.3%/20.9%。2) 跨境电商服务，是中小卖家出海的有力助手，我们预计2023-2025年收入增速60.0%/40.0%/30.0%。3) 空间环境艺术设计，交于子公司不再承接新项目，规模持续收缩。

泛品业务相对成熟，随精品业务持续发展，毛利率稳中有升。我们预计2023-2025年综合毛利率38.3%/38.4%/38.4%。

2、创新之处

1、我们判断行业环境边际改善

1) 美元兑人民币汇率破7，在一定程度上，降低出口产品价格，增加跨境电商利润空间和市场份额，利好跨境电商企业出口；2) 海运价格回归疫情前水平，2020年疫情暴发消费线上化，带来海运集装箱市场“一箱难求”海运费高企，当前已回归至疫情前水平；3) 清库存取得阶段性进展，以亚马逊和沃尔玛为代表的全球零售商巨头去库存取得阶段性进展，下游新货库存需求有望重回常态化增长区间。

2、我们判断公司业务协同驱动，优势明显

1) 公司产品优势：泛品+精品相结合，泛品业务走铺货、高性价比路径，适配当前全球趋向消费降级趋势，精品业务走差异化、高溢价路径，是中长期发展的重要着力点和利润增长点。2) 公司服务优势：将自身供应链和信息化优势实现价值最大化，打造跨境电商综合服务生态平台，为中小卖家提供全方位的跨境业务解决方案。

3、我们判断公司技术优势明显

公司一贯注重自主研发，持续提升自动化、智能化运营水平。截至2023年上半年公司掌握20余项具体核心技术，在AI大模型爆发增长的时代，具备自研能力及信息化基因的企业能够更充分地发挥大模型在垂类应用领域的提质增效功能，甚至碰撞出新的商业模式。

3、潜在催化

- ◆ 公司收购通拓科技100%股权计划取得新进展；
- ◆ 海外消费需求旺盛，带动公司销售额增长。

正文目录

1. 公司概况	5
1.1. 发展历程：战略转型跨境电商，逆风寻求成长机遇	5
1.2. 股权结构：核心资产完全掌握，团队融合利益绑定	6
1.3. 财务概况：业绩承诺超额兑现，盈利重回增长赛道	7
2. 行业发展	9
2.1. 市场环境：电商市场温和修复，外贸环境边际改善	9
2.2. 行业政策：支持政策持续出台，国内国外协同发展	10
2.3. AI 赋能：垂直领域模型稀缺，价值明确应用顺畅	12
3. 核心竞争力	14
3.1. 产品及服务优势：泛品精品双轮驱动，亿迈平台全面服务	14
3.2. 渠道优势：多平台多地区布局，战略收购优势互补	17
3.3. 技术优势：信息化智能化基因，ChatGPT 提质增效	19
4. 盈利预测	22
5. 投资建议	23
6. 风险提示	23

图表目录

图表 1：收购易佰网络战略转型	5
图表 2：截至 2023Q3 公司前十大股东构成	6
图表 3：公司 2022 年员工持股计划	6
图表 4：2013-2023Q3 公司营业收入（单位：亿元，%）	7
图表 5：2013-2023Q3 公司归母净利润（单位：亿元，%）	7
图表 6：2022 年公司跨境电商业务营收占比超 99%	8
图表 7：易佰网络超额完成业绩承诺	8
图表 8：全球零售及电商销售额同比变动（单位：%）	9
图表 9：2023 年零售电商市场 TOP10（单位：百万美元）	9
图表 10：美元兑人民币即期汇率	10
图表 11：中国出口集装箱运价指数（CCFI）	10
图表 12：亚马逊沃尔玛库存同比变动（单位：%）	10
图表 13：国家跨境电商支持政策	11
图表 14：通用大模型竞争激烈	12
图表 15：AI 在跨境电商领域的应用场景	12
图表 16：跨境电商企业 AI 应用情况	13
图表 17：公司跨境出口电商业务流程	14
图表 18：公司跨境电商业务发货渠道占比	14
图表 19：公司跨境电商业务物流模式	14
图表 20：公司跨境电商业务泛品+精品销售模式	15
图表 21：泛品业务在售产品 SKU 明显提高	15
图表 22：精品业务客单价上提	15
图表 23：跨境电商业务产品品类表现	16
图表 24：亿迈生态平台一站式解决方案	16
图表 25：顶级亚马逊卖家中的中国卖家占比	17
图表 26：2022 年公司主要产品主要销售渠道占比	17
图表 27：2023 年 3 月全球月访问量前七大电商平台	18
图表 28：易佰网络通拓科技比较	18
图表 29：公司核心技术	19
图表 30：公司盈利预测主要假设	22
图表 31：可比公司盈利及估值一览	23

1. 公司概况

1.1. 发展历程：战略转型跨境电商，顺风寻求成长机遇

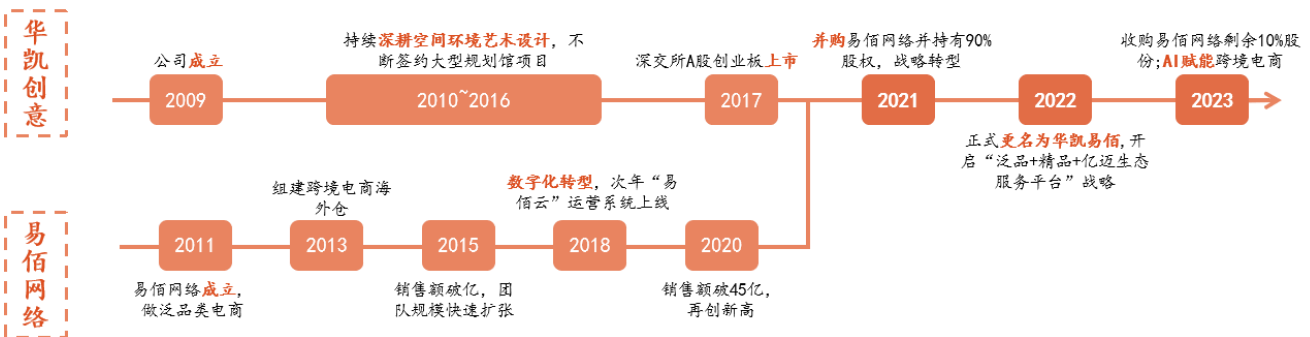
公司发展三阶段：

2009-2017年，专注空间环境艺术设计，成功上市。公司成立于2009年，在当年取得“中国展览馆协会展览工程一级资质”后，陆续签约多城市大型规划馆项目，政府客户占比超90%。公司稳健成长于2017年上市，成为行业内首家A股上市公司。

2018-2020年，国家宏观政策影响，业绩下滑，积极战略转型。2018年以来受城市展览馆建设规范及地方政府债务管理的政策影响，公司经营业绩下滑；后叠加疫情影响，线下项目实施停滞，业绩亏损。2019年公司瞄准跨境电商未来发展的广阔前景，计划收购成熟标的易佰网络实行重大资产重组，进行战略转型。

2021年至今，跨境电商业务快速发展。2021年并购易佰网络并持有90%的股权，以“泛品+精品+亿迈生态服务平台”战略快速发展，原空间环境艺术设计业务主动收缩。2023年公司收购易佰网络剩余10%的股权，并积极尝试AI大模型赋能业务、提质增效。

图表 1：收购易佰网络战略转型



资料来源：公司官网，公司公告，东方财富证券研究所

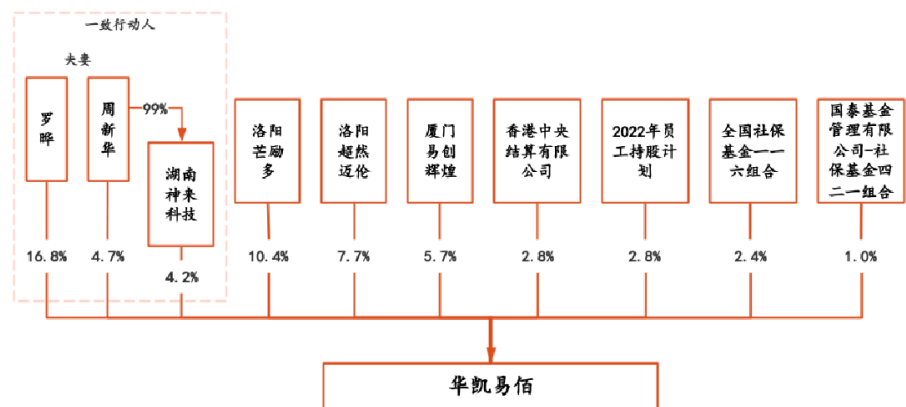
跨境出口电商业务为核心主业。2022年公司正式更名华凯易佰，以跨境电商业务为主业，主要由三个板块构成，一是客单价较低、SKU数量众多的泛品业务，主要品类包括家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容、户外运动等，营收比重超85%；二是客单价相对较高、品牌属性强的精品业务，主要品类为厨房家电、智能家居类、宠物用品等，营收占比不足10%；三是“亿迈”跨境电商综合服务平台，可为其他中小卖家提供全方位、一站式的跨境电商业务服务。公司主要依托亚马逊平台，销售目的地集中在欧美国家，2022年欧洲各国合计约50%，北美约30%（其中美国约20%），东南亚国家等新兴电商市场也均有销售布局。

1.2. 股权结构：核心资产完全掌握，团队融合利益绑定

2023 年完成对易佰网络的完全控制。公司 2021 年并购易佰网络 90% 股份，2023 年 4 月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。

公司管理层融合重组，利益深度绑定。截至 2023 年三季度，公司实际控制人周新华先生直接持有、通过神来科技间接持有的股份比例分别为 4.78%/4.15%；其配偶罗晔女士持股 16.84%。周新华、罗晔构成一致行动人，累计持股 25.77%。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，分别通过芒励多、超然迈伦持股 10.4%/7.7%。

图表 2：截至 2023Q3 公司前十大股东构成



资料来源：Choice-深度资料，东方财富证券研究所

此外，员工持股平台持股 2.8%。2022 年发布员工持股计划，激励公司董监高 8 人，核心员工不超过 7 人，公司管理团队利益绑定，激发员工积极性，有助于公司长远发展。

图表 3：公司 2022 年员工持股计划

序号	姓名	职务	认购份额上限 (万份)	占本计划总份额比例	对应股份数量 (万股)	份额对应股份数量占目前总股本比例
1	周新华	董事长、总经理； 易佰网络董事长	927.36	15.75%	126	0.44%
2	胡范金	副董事长；易佰网络 副董事长、总经理	1,692.80	28.75%	230	0.80%
3	庄俊超	董事；易佰网络董 事、副总经理	1,126.08	19.13%	153	0.53%
4	王安祺	董事、董事会秘书； 易佰网络董事	368	6.25%	50	0.17%
5	贺日新	董事、财务总监； 易佰网络财务总监	257.6	4.38%	35	0.12%

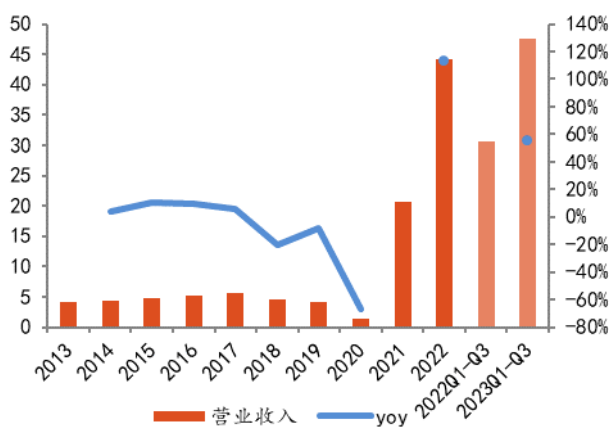
6	张敏	职工代表监事；易佰网络副总经理	257.6	4.38%	35	0.12%
7	刘俊杰	董事；易佰网络董事、财务副总监	198.72	3.38%	27	0.09%
8	王芳	监事会主席、行政管理中心负责人	154.56	2.63%	21	0.07%
董监高人员小计			4,982.72	84.63%	677	2.34%
中层管理人员及核心骨干员工(≤7人)			905.28	15.38%	123	0.43%
合计			5,888.00	100.00%	800	2.77%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.3. 财务概况：业绩承诺超额兑现，盈利重回增长赛道

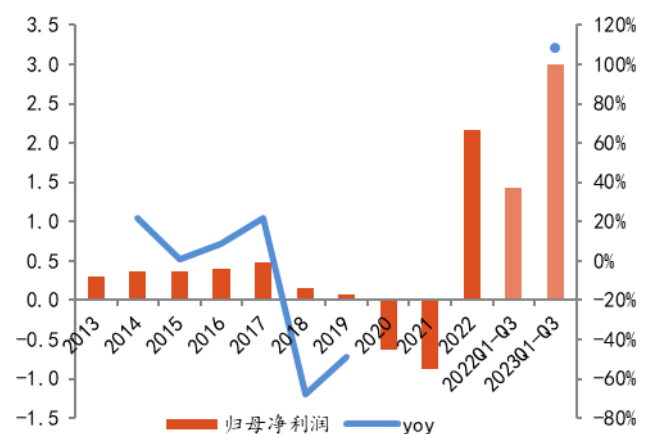
跨境电商业务带领公司重回增长赛道。2013-2017年，公司主营空间环境艺术设计业务，业绩增长稳健，营收和归母净利润的复合增速分别为7.6%/12.8%。2018年起，受城市展览馆建设规范及地方政府债务管理的政策影响，公司经营业绩有所下滑，并进一步受疫情影响利润端亏损。自2021年7月易佰网络并表，营收大幅增长，但跨境电商行业当年下半年正受国内疫情反复、物流费用高企等诸多不利影响，公司利润端承压。随着2022年亚马逊放宽库容限制、海运价格大幅回落、行业去库存接近尾声等外部环境改善，公司利润端明显获利。

图表 4: 2013-2023Q3 公司营业收入(单位: 亿元, %)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

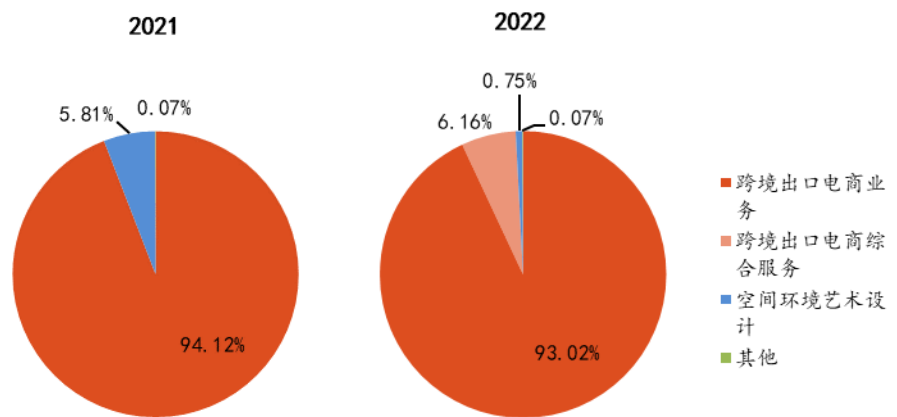
图表 5: 2013-2023Q3 公司归母净利润(单位: 亿元, %)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2022年起停接空间环境设计业务，跨境电商业务为公司核心业务，营收占比超99%。公司自2022年起停接新的展馆项目，原有的业务和资源全部转移到全资子公司，专人负责推进相关款项催收工作，加快资金回笼，仅涉及总部正常管理费用支出。2022年公司跨境电商交易业务和亿迈平台综合服务业务营收分别为41.1/2.7亿元，占比分别为93%/6%。

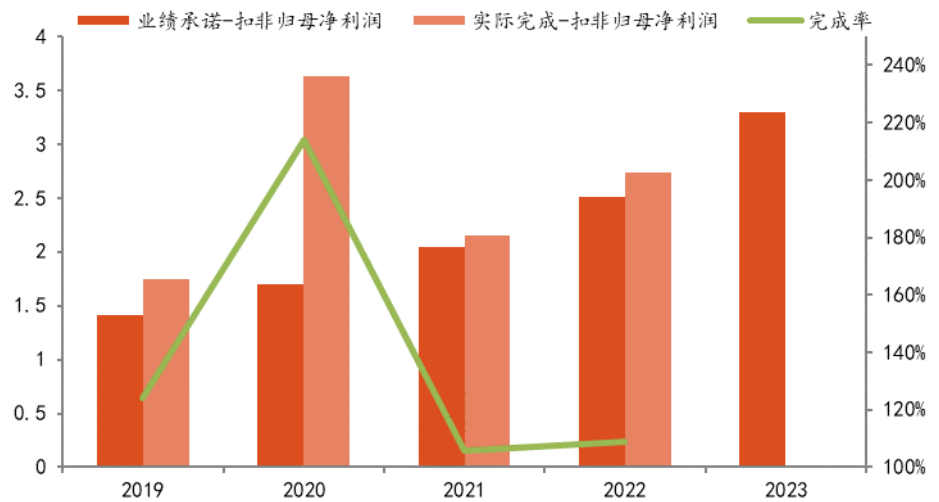
图表 6：2022 年公司跨境电商业务营收占比超 99%



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

易佰网络连续四年超额完成业绩承诺。2019-2022 年实际完成扣非归母净利润 1.75/3.64/2.16/2.74 亿元，超额完成业绩承诺（1.41/1.7/2.04/2.51 亿元），完成率分别为 124.3%/213.9%/105.7%/109.1%。公司 2023 年收购易佰网络剩余 10%股份时另签订 2023-2024 年净利润承诺分别为 3.3、3.6 亿元。公司 1 月 19 日发布 2023 年业绩预告，易佰网络预计实现净利润约 4.9 亿元-5.1 亿元，预计超额完成业绩目标。

图表 7：易佰网络超额完成业绩承诺



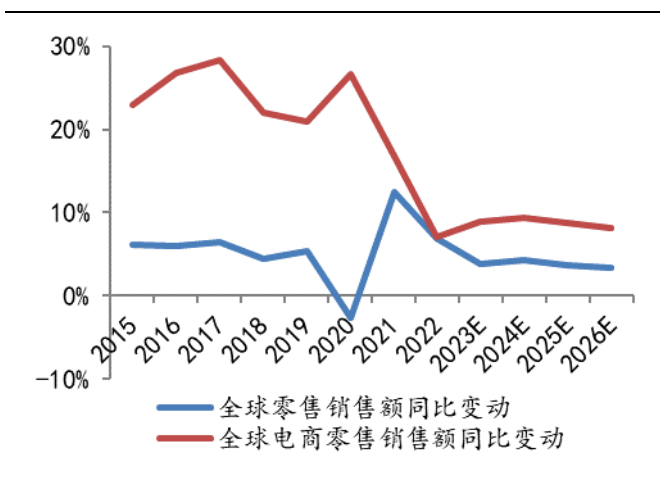
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 行业发展

2.1. 市场环境：电商市场温和修复，外贸环境边际改善

全球电商市场温和修复。2020 年至今，全球电商市场受疫情等宏观因素影响先后经历了冲高回落和温和修复。据 eMarketer 数据，2024 年全球电商零售额增速预计为 9.4%，较 2023 年再度向好。全球电商销售额稳步扩大，预计到 2025 年将达到 7 万亿美元，占零售总额 22.2%。**欧美市场是最大出口市场地位稳固**，印度和印尼等新兴电商市场保持高增长，美国和韩国在发达国家中增速靠前，以英国为代表的欧洲国家电商市场相对疲软。

图表 8：全球零售及电商销售额同比变动（单位：%）



资料来源：eMarketer《2023年全球电商预测》，东方财富证券研究所

图表 9：2023 年零售电商市场 TOP10（单位：百万美元）

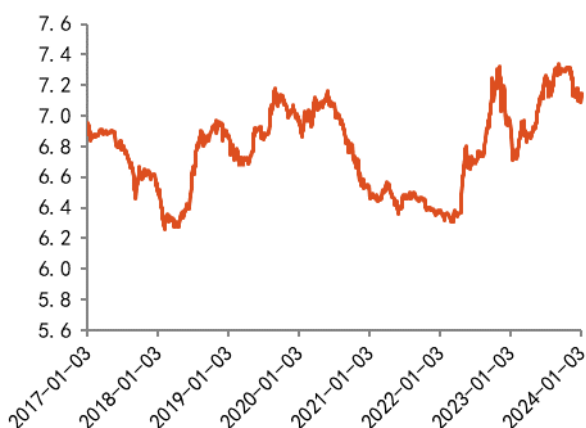
	零售电商销售额	同比变动
中国（不含香港）	3023.66	8.0%
美国	1163.49	10.5%
英国	195.97	2.3%
日本	193.42	6.5%
韩国	147.43	10.6%
印度	118.9	22.3%
德国	97.32	8.5%
印度尼西亚	97.14	20.0%
加拿大	82.81	5.5%
法国	79.36	5.2%

资料来源：eMarketer《2023年全球电商预测》，东方财富证券研究所

外贸环境复杂，边际改善。1) 美元兑人民币汇率破 7。受美联储加息推动美元走强、国内经济复苏不均衡、跨境资金流出等影响，人民币汇率贬值。在一定程度上，降低出口产品价格，增加跨境电商利润空间和市场份额，利好跨境电商企业出口；近期汇率有所回落，走势难预期，汇兑损益不确定性增加。

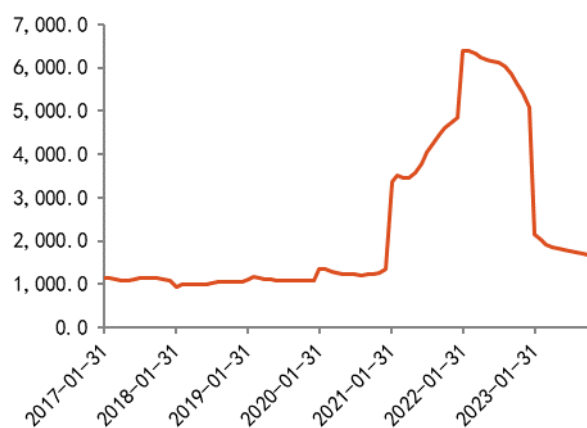
2) 海运价格回归疫情前水平。2022 年海运出口集装箱整体呈现剧烈下跌态势，海运费下降，港口效率提升，卖家在物流方面困扰大幅降低；同时也说明海外消费需求下降，海运集装箱市场“一箱难求”变“大量闲置”。复杂环境下，卖家企业更趋向于经营稳健，全链路服务的中国制造网能够带来流量和供应链的双重保障。

图表 10：美元兑人民币即期汇率



资料来源：Choice-宏观数据，东方财富证券研究所

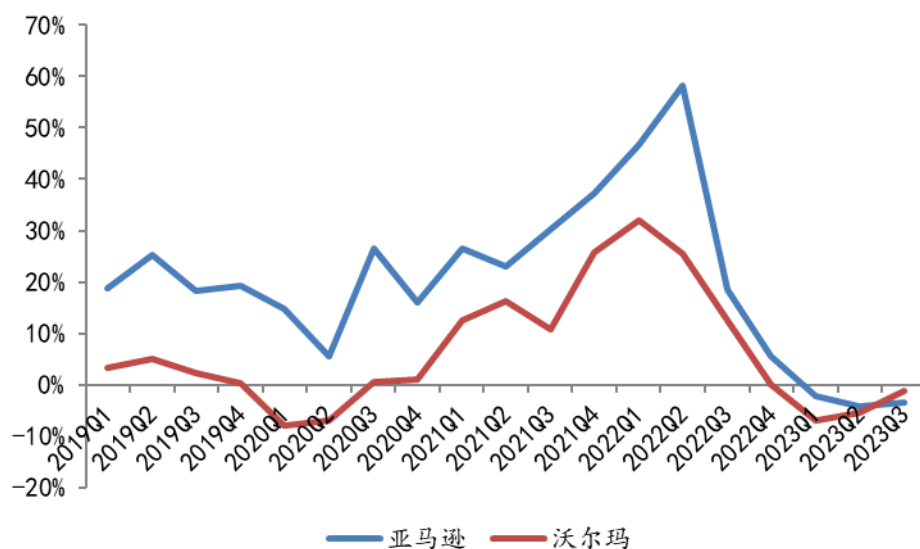
图表 11：中国出口集装箱运价指数（CCFI）



资料来源：Choice-宏观数据，东方财富证券研究所

3) 清库存取得阶段性进展，轻装再出发。以亚马逊和沃尔玛为代表的零售商去库存取得阶段性进展。2020年起受疫情影响，线上消费需求一时旺盛，电商行业冲高回落，经历了缺库存、补库存、去库存三阶段。2023年前三季度两大零售巨头库存同比下降，下半年降幅收窄，说明陈旧库存出清取得阶段性进展。下游新货库存需求有望重回常态化增长区间。

图表 12：亚马逊沃尔玛库存同比变动（单位：%）



资料来源：Choice-美股财务报表，东方财富证券研究所

2.2. 行业政策：支持政策持续出台，国内国外协同发展

多重政策及配套措施共同促进跨境电商发展。我国始终鼓励中国企业走出去，国家支持跨境电商行业发展的政策措施不断出台、力度持续加大，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。多重政策及配套措施有利于释放国内强大供应链的生产力，

持续增强中国协同国内国外两个市场、两种资源的能力。跨境电商的发展已经成为推动中国实现高水平开放的前沿领域和构建国内国际双循环新发展格局的关键节点。

图表 13：国家跨境电商支持政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2023年12月	国务院办公厅	《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》	培育内外贸融合发展产业集群。在重点领域培育壮大一批内外贸融合发展产业集群。推动商业科技创新中心建设，促进互联网、大数据、人工智能和内外贸相关产业深度融合。促进“跨境电商+产业带”模式发展，带动更多传统产业组团出海。引导产业向中西部、东北地区梯度转移，提升中西部等地区内外贸一体化发展水平，支持边境地区特色产业更好衔接国内国际两个市场。
2023年4月	国务院办公厅	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	推动跨境电商健康持续创新发展。支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌。鼓励各地方结合产业和禀赋优势，创新建设跨境电商综合试验区，积极发展“跨境电商+产业带”模式，带动跨境电商企业对企业出口。加快出台跨境电商知识产权保护指南，引导跨境电商企业防范知识产权风险。建设跨境电商综合试验区线上综合服务平台并发挥好其作用，指导企业用好跨境电商零售出口相关税收政策措施。持续完善跨境电商综合试验区考核评估机制，做好评估结果应用，充分发挥优秀试点示范引领作用。
2023年1月	财政部、海关总署、税务总局	《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	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；出口时已征收的出口关税准予退还，出口时已征收的增值税、消费税参照内销货物发生退货有关税收规定执行。
2022年11月	国务院办公厅	《关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	同意在廊坊市、沧州市、运城市等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区。至此，中国跨境电子商务综合试验区数量达到165个，覆盖31个省份。
2022年11月	工信部、发改委、国资委	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	确保外贸产业链稳定，指导各地建立重点外贸企业服务保障制度，及时解决外贸企业的困难问题，在生产、物流、用工等方面予以保障。提升港口集疏运和境内运输效率，确保进出口货物快转快运。落实好稳外贸政策措施，进一步加大出口信用保险支持力度，抓实抓好外贸信贷投放。加快推动通过中欧班列运输新能源汽车和动力电池，支持跨境电商、海外仓等外贸新业态发展。
2022年9月	商务部	《支持外贸稳定发展若干政策措施》	保生产保履约，支持优势产品开拓国际市场；积极支持企业参加各类展会抓订单；办好第132届中国进出口商品交易会（广交会）线上展，延长线上展示时间；发挥外贸创新平台作用；进一步发挥跨境电商稳外贸的作用；出台进一步支持跨境电商海外仓发展的政策措施；进一步促进贸易畅通；提升港口集疏运和境内运输效率，确保进出口货物快转快运。
2022年6月	中国人民银行	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	加大对外贸新业态的支持力度，完善跨境电商等外贸新业态跨境人民币业务相关政策；将支付机构跨境业务办理范围由货物贸易、服务贸易拓宽至全部经常项下。
2022年5月	国务院办公厅	《关于推动外贸保稳提质的意见》	推动跨境电商加快发展提质增效。针对跨境电商出口海外仓监管模式，加大政策宣传力度，对实现销售的货物，指导企业用足用好现行出口退税政策，及时申报办理退税。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1月	国家发改委	《“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，鼓励跨境电商平台完善功能。引导企业优化海外仓布局，完善海外仓功能，提高商品跨境流通效率。”
---------	-------	-------------------	---

资料来源：中国政府网，商务部，东方财富证券研究所

2.3. AI 赋能：垂直领域模型稀缺，价值明确应用顺畅

大模型逐渐趋同，垂直领域小模型具备竞争力。自 2022 年底 OpenAI 正式推出 ChatGPT，迅速引爆全球。国内互联网/科技头部企业也陆续发布对标 ChatGPT 的通用大模型，如阿里的通义大模型、华为的盘古大模型等等。但随着模型开源，大语言模型能力会在下半年逐步趋同，而在特定行业的“垂直”应用模型存在着更可持续的价值创造机会。

图表 14：通用大模型竞争激烈



资料来源：沙利文《2023 年中国 AI 大模型行业白皮书》，东方财富证券研究所

AIGC/ChatGPT 与跨境电商领域适配，可率先实现应用场景落地。今年以来，复杂宏观环境为跨境电商行业带来一定挑战的同时，AI 产业变革为行业带来新的发展机遇。AI 大模型可在营销推荐、智能客服、语音识别和翻译等多环节助力企业增效提质，减少人工成本支出。

图表 15：AI 在跨境电商领域的应用场景

AI 应用场景	介绍
营销推荐	于商家而言，通过数据分析和机器学习算法实现精准营销和广告投放，提高购买率和转化率，增加销售额和盈利；于客户而言，实现个性化推荐商品和服务，提高客户满意度。
智能客服	实现自动化客服，通过自然语言处理和对话生成等技术，为客户提供更快速和高效的解决方案。
预测分析	通过预测分析技术，帮助企业预测市场需求、销售趋势等信息，从而制定更加准确的市场营销策略。

供应链管理	通过数据挖掘和模型优化等技术，优化供应链管理流程，促进库存管理和物流配送效率的提升。
语音识别和翻译	实现多语言语音识别和翻译，对于跨境电商公司的海外业务来说，这是一种非常有用的工具，可以有效降低沟通障碍和成本，高效拓展全球市场。
图像识别和分析	通过图像识别和分析技术，实现商品分类和识别、图像搜索等功能，提高用户浏览和购物体验。

资料来源：东方财富证券研究所

国内跨境电商头部企业大多均在探索 AI 的应用空间和效果，AI 技术与传统产业进行结合，赋能业务发展，降本增效明确。华凯易佰 2023 年 4 月通过“易佰云”平台接入 ChatGPT，在智能刊登、智能调价、智能广告等各项应用环节做了大量测试，已有十多项功能在业务环节中应用，有效提升了核心业务环节的运营效率和单位人效。

图表 16：跨境电商企业 AI 应用情况

公司名称	跨境电商类型	技术应用情况	应用领域
焦点科技	全链路跨境 B2B 电商平台	研发端接入 AI 大模型，2023 年 5 月中旬推出 AI 麦可助手，并不断迭代升级	内容生成、智能搜索与推荐、多语网站翻译及智能客服等领域
吉宏股份	东南亚跨境社交电商龙头	2023 年 1 月接入 ChatGPT，投入近 200 万元；3 月底提交 OpenAI Plugin 申请；6 月底插件申请通过，当前插件顺利制作中	智能选品、图文和视频广告素材制作/广告语智能输出、广告智能投放、智能客服回复、商品关系挖掘
华凯易佰	通过亚马逊、ebay 等第三方平台销售工业等多品类产品	经测试 AIGC 在多场景应用具有显著成果	智能刊登、智能调价、智能广告等业务环节
安克创新	全球化消费电子品牌	2023 年 3 月携手亚马逊云科技成立“联合创新实验室”，构建云上数智化架构	在主销售渠道亚马逊网站上进行智能广告投放等

资料来源：深交所互动易，亚马逊云科技，公司公告，Choice-深度资料，东方财富证券研究所

3. 核心竞争力

3.1. 产品及服务优势：泛品精品双轮驱动，亿迈平台全面服务

电商产品业务模式：公司以控股子公司易佰网络为载体，依托中国优质供应链资源、以市场需求为导向，开展跨境出口电商业务，主要通过亚马逊、ebay、速卖通、Cdiscount、Walmart 等第三方平台，将高性价比中国制造商品销售给境外终端消费者，并通过第三方仓储物流服务商进行跨境物流配送。公司通过产品开发、产品采购、仓储物流及出口、线上销售等业务环节连接上游供应商与终端消费者。

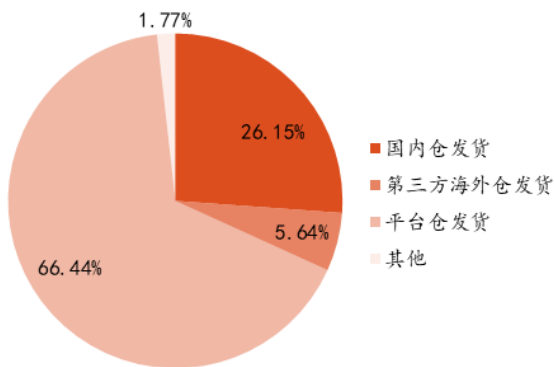
图表 17：公司跨境出口电商业务流程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

仓储物流模式：公司在海外仓、国内仓两类仓储模式上协同发展，通常以国内仓为备货测试起点，响应市场需求弹性备货。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，于各国快速配送商品。公司品类覆盖全，SKU 规模大。公司依托自主开发的算法，以每个 SKU 的多维度数据确定其安全库存、备货周期、单次备货量，实现少量多批、快速响应的采购模式，提高存货周转效率，降低存货积压风险。

图表 18：2022 年公司跨境电商业发货渠道占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 19：公司跨境电商业物流模式

	国内仓	海外仓
模式	邮政小包、国际专线	第三方电商平台/仓储物流服务商负责尾程配送
优点	适用更广范围的 SKU, 更容易进行库存管理, 降低资金周转压力	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
缺点	配送时间较长	对海外仓商品的品类选择、仓储成本和商品动销率管控提出更高要求

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

产品赛道：全球趋向消费降级，跨境电商本质是让消费者享受高性价比产品，泛品（铺货模式）将持续存在与发展，公司跨境产品销售选择“泛品+精品”多模式并行。精品业务是公司加强跨境电商品牌化运作的新尝试，通过消费市场研究及品牌创新，创建高溢价的自有商品品牌，也是中长期发展的重要着力点和利润增长点。

图表 20：公司跨境电商业务泛品+精品销售模式



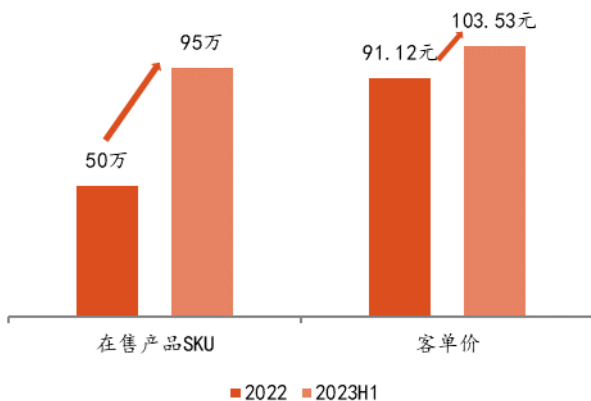
资料来源：公司官网，公司公告，东方财富证券研究所

泛品业务品类涵盖家居园艺、汽车摩托车配件、工业及商业用品、健康美容、3C 电子产品、户外运动等，目前处于蓝海市场、综合毛利率较高、生命周期较长、更新换代较慢、在细分领域市场需求较大的产品类型并建立起了庞大的产品库。2023 年上半年，公司泛品业务在售产品 SKU 超过 95 万款，总体呈现低客单价、品牌辨识度不高的特点，销售客单价为 103.53 元。

精品业务不同于泛品业务的“泛而全”，而是以“精而美”为主。精品业务已实现团队沉淀和产品沉淀，采取多品牌、少产品线矩阵式布局的发展策略，初步形成了清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线，分化品牌和产品的风险。相对于泛品业务，精品业务销售 SKU 数量较少，销售客单价较高。报告期内，公司精品业务在售 SKU 数量为 376 个，销售客单价为 441.13 元。

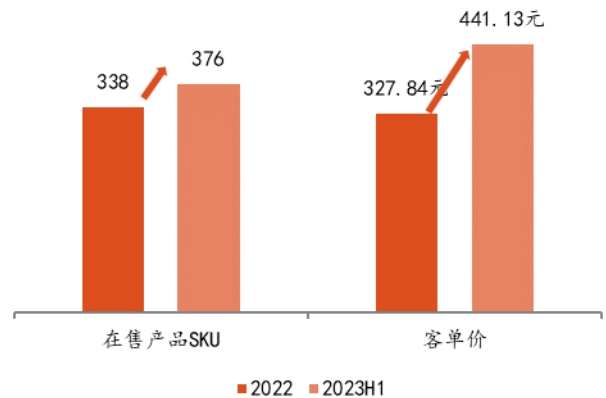
泛品业务着力扩充 SKU，精品业务有效提高产品客单价，双轮驱动共同带动公司营收增长，并有效降低单一销售模式带来的风险。

图表 21：泛品业务在售产品 SKU 明显提高



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 22：精品业务客单价上提



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 23：跨境电商业务产品品类表现

产品类别	销售收入 (亿元)	收入占比	同比变动	订单数量 (万个)	平均销售单价 (元/个)	毛利率
家居园艺	6.49	22.1%	48.0%	651.64	99.55	32.9%
工业及商业用品	4.83	16.4%	32.8%	502.19	96.21	36.6%
汽车摩托车配件	4.36	14.8%	53.3%	407.85	106.83	38.1%
健康美容	3.76	12.8%	62.3%	490.7	76.7	52.2%
3C 电子产品	3.12	10.6%	70.3%	259.32	120.14	26.4%
户外运动	2.50	8.5%	-	322.3	77.64	-
工艺收藏	1.47	5.0%	-	200.63	73.45	-
其他	2.85	9.7%	-	311.02	91.57	-
合计	29.38	1.00	-	3,145.65	93.4	-

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

跨境电商综合服务业务，依托自身供应链和信息化优势为跨境电商卖家赋能。公司依托自身丰富的供应链资源、自研高效的信息系统及高端人才运营团队，于 2021 年开始打造亿迈科技——跨境电商综合服务生态平台，为中小卖家提供全方位的跨境业务解决方案。亿迈生态平台开放多元化合作模式，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，可满足不同发展阶段卖家的差异化需求，帮助卖家从供应链端降本增效、运营端实现利润增长。亿迈生态平台业务积极拓展战略合作客户，销售额实现飞速增长，成功搭建跨境电商业绩增长新模式，2022 年实现营业收入 2.7 亿元，占总营收比重 6%。

图表 24：亿迈生态平台一站式解决方案

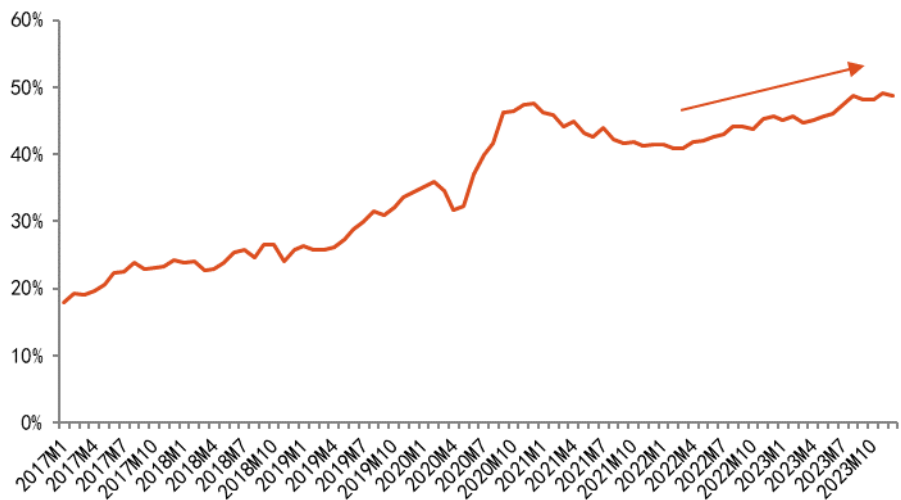


资料来源：亿迈官网，东方财富证券研究所

亚马逊卖家中中国卖家占比恢复增长。2021 年以来，亚马逊陆续对滥用评分反馈或评论以及违反销售排名规则的中国部分跨境电商企业实施“封号”措施，国内依赖亚马逊渠道的部分卖家企业受到冲击，平台中国卖家占比迅速下滑。长期来看合法合规经营和凭借产品、质量、服务去积累海外消费者的口碑和评价，是跨境电商企业长久发展之道。对于有意于亚马逊或其他三方平台孵

化品牌、售卖产品而策略、链路不够熟悉的中小卖家，亿迈生态平台可为中小卖家提供全方位的跨境业务解决方案。

图表 25：顶级亚马逊卖家中的中国卖家占比

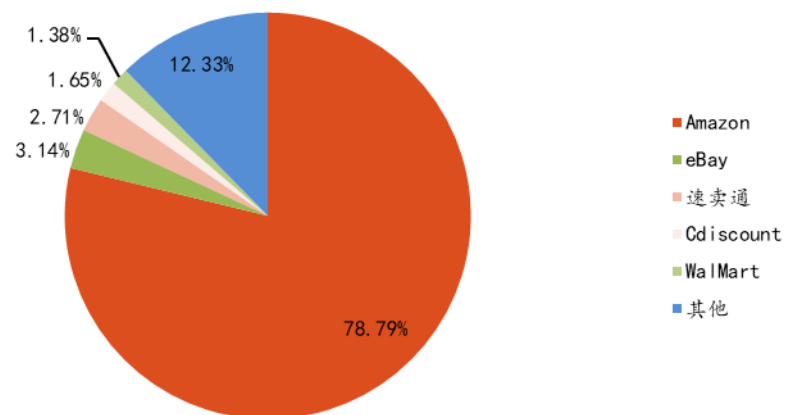


资料来源：Marketplace Pulse（咨询网站），东方财富证券研究所

3.2. 渠道优势：多平台多地区布局，战略收购优势互补

深耕亚马逊为主的第三方平台。公司开展跨境出口电商业务，主要通过亚马逊、ebay、速卖通、Cdiscount、Walmart 等第三方平台，将高性价比中国制造商品销售给境外终端消费者。其中 2023H1 易佰网络通过亚马逊平台开展跨境出口电商业务实现销售收入 22.76 亿元，占营业收入的比例为 76.05%（较 2022 年略有下降），亚马逊订单总数 1,663.92 万个，平均订单金额为 136.76 元。








图表 26：2022 年公司主要产品主要销售渠道占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

亚马逊是全球最大的电商平台，强者恒强。国际电商平台主要有 Amazon、eBay、Rakuten、Walmart 等，其中亚马逊是全球最大的电商平台，2023 年 3 月近乎实现 48 亿月访问量，仅有 Amazon 与 eBay 突破了 10 亿月访问量大关。在美国、日本、欧洲、印度等多个大规模市场中，Amazon 月访问量居首位。以 TEMU 为首的新兴电商平台迅速发展，但仍有量级差距，亚马逊强者恒强。

图表 27：2023 年 3 月全球月访问量前七大电商平台

排名	名称	LOGO	简介	月访问量
1	Amazon (亚马逊)		成立于 1994 年，是全球最大的在线零售市场	4.79B
2	eBay (易趣)		成立于 1995 年，在线拍卖和购物网站	1.21B
3	Rakuten (乐天)		成立于 1997 年，被称为“日本的亚马逊”	563.37M
4	Shopee (虾皮)		成立于 2015 年，是东南亚最大电商平台	559.59M
5	AliExpress (全球速卖通)		成立于 2010 年，阿里巴巴旗下电子商务平台	525.45M
6	Etsy (埃西)		专注于手工艺品的电商平台	447.31M
7	Walmart (沃尔玛)		成立于 1962 年，全球最大连锁零售企业之一	407.61M

资料来源：Webretailer（数据资源库），维基百科，东方财富证券研究所

多平台多市场经营。公司在深耕亚马逊、ebay、速卖通等主流第三方电商平台的同时，积极在沃尔玛、美客多等新兴第三方电商平台开设网店，拓展新兴消费市场及电商平台，降低对单个目标市场的依赖。相较于欧美成熟市场，拉美、东南亚等地区有望成为跨境电商新蓝海。公司以拉美地区新兴电商平台“美客多”为核心，布局拉美市场，包括墨西哥、巴西、智利等地区，大力拓展销售半径，享受新兴地区市场红利。

公司 12 月 5 日公告拟收购通拓科技 100% 股权，对精品品牌、中端价格带和独立站渠道进行补充，与原业务协同发展。公司 2024 年 1 月 4 日公告已支付诚意金 1 亿元。通拓科技主要业务是 B2C 跨境出口电商，以 TOMTOP 垂直站和 Amazon、Walmart、AliExpress、Mercado Libre 等全球知名电商平台为载体，推动民族品牌出海，向国外 C 端消费者提供优质产品。**产品品类互补：**通拓科技主要产品以仪器仪表及工具、户外运动、家居及园林、办公文教、乐器工具为主，与易佰网络产品品类有所差异；**销售渠道协同互补：**Amazon、Walmart 扎根欧美，Shopee、Lazada 打通东南亚，此外拥有运营 20 年之久的 TOMTOP 独立站，网站成熟、深耕跨境；**价格带互补：**通拓科技平均客单价 206 元，是公司客单价的两倍，充分补足这一价格带空缺。

图表 28：易佰网络通拓科技比较

	易佰网络	通拓科技
产品品类	家居园艺、汽车摩托车配件、工业及商业用品、健康美容等	仪器仪表及工具、户外运动、家居及园林、办公文教、乐器工具等

销售渠道	Amazon、eBay、Rakuten、Walmart 等第三方电商平台	TOMTOP 垂直站和 Amazon、Walmart、 AliExpress、Mercado Libre、 Shopee、Lazada 等第三方电商平台
价格带	104 元（2023H1）	206 元（2023Q1-Q3）

资料来源：各公司财报，东方财富证券研究所

3.3. 技术优势：信息化智能化基因，ChatGPT 提质增效

注重自主研发，持续提升自动化、智能化运营水平。公司在跨境出口电商信息化渗入全链路，搭建“易佰云”智能化企业管理平台，涵盖产品、采购、物流、仓储及订单管理、决策运营等基础架构、基础业务系统模块；以及智能刊登、智能调价、智能广告、智能备货计划等智能应用系统模块。截至 2023 年上半年公司掌握 20 余项具体核心技术，在 AI 大模型爆发增长的时代，具备自研能力及信息化基因的企业能够更充分地发挥大模型在垂类应用领域的提质增效功能，甚至碰撞出新的商业模式。

图表 29：公司核心技术

	核心技术名称	技术特点描述	在业务环节应用情况
智能营销	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
	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
	基于图像识别的同款产品推荐	通过图像识别，机器学习实现，提高产品开发效率	应用于公司各平台爆款产品推荐、产品分类，供应商推荐
智能客服	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
	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
智能刊登	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
	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
	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

	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
	客户端注册授权机制	获取设备独有信息，通过自创算法生成机器码，获取注册授权	通过授权，甄别用户设备运行环境是否合规和安全
	库存中心大数据查询	数据统一汇总到库存中心、以 MySQL、ElasticSearch 等作为数据存储层，并对接提供统一的数据查询服务	统一数据来源，避免数据不统一
数据 处 理	Swoole 并发多任务大数据异步导出	在程序执行耗时很长的请求时，直接去执行这些函数就会阻塞当前进程，遇到多用户同时请求，导致服务器响应变慢。针对这种业务场景，提供了异步任务处理的功能，可以投递一个异步任务到 TaskWorker 进程池中执行，不影响当前请求的处理速度，支持多个处理异步任务	应用于易佰云采购系统中，用户导出数据时较为耗时，存在多用户同时导出，数据量大，提升了系统业务处理能力，避免导出任务过于集中，分散了系统压力，避免系统卡顿
	接口数据唯一性，一致性	采用分布式幂等性设计数据交互，通过分布式事务保证数据最终一致性。	应用于跨系统数据交互，保证数据唯一性。
	RSA 非对称性加密	采用非对称性加密算法加密敏感信息	应用于系统账号密码，token 等数据的加密解密
	分布式信息抓取	采用分布式架构，通过组件化设计理念，提供快速构建，提高抓取效率	应用于公司各平台报表信息抓取
	冷热数据分离和自动化归档组件	通过将业务数据进行冷热数据划分，在逻辑层自动将数据归类并分类存储到数据存储层，从而提高系统的大数据和高并发业务场景的处理能力。对历史数据自动进行分区表存储，方便快捷归档和转移	应用于公司易佰云订单系统，应对公司订单数据量大、访问并发高的情况，提升系统业务处理能力，历史订单数据自动化归档管理，提升数据管理的效率
	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
供 应 链 管 理	数据中心消息队列	采用 Kafka 消息队列接收采购系统推送过来的订单数据，实现数据的异步高效处理；进行多系统间的数据交互，利用 Kafka 磁盘顺序读写的特点，可以进行非常高效率的数据推送/消费。应用于多系统数据交互解耦与流量突发时的削峰	作为供应商管理的平台，实时跟踪并优化运营情况
	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
	订单仓库和物流方式优选	基于规则和配置，覆盖平台、订单、渠道、仓库、产品、收货国家等多方面因素与约束条件，给公司各平台各类订单选择最优发货仓库和物流方式，在符合平台、客户、渠道等要求下成本最低，并且可按规则拦截订单。参数可配置，使用灵活	用于给公司的销售订单自动选择最优仓库和物流方式，降低物流成本，减少人工处理订单；拦截出指定订单给人工处理以降低损失，提升运转效率

<p>产品信息一键采集</p>	<p>阿里巴巴平台接口群对接，业务系统对接 Java 服务器接口，Java 服务对接 1688 接口群，数据大批量获取并存储业务系统，同时自动渲染业务操作页面。减少人为操作造成数据不准确、数据异常等，从而实现一键开发 SKU</p>	<p>应用于公司产品系统商品创建通过采样链接，通过接口群一键采集 1688 平台供应商产品数据。业务审核后，产品进入样品跟单，通过接口群，实现样品自动下采购单、批量推送财务系统支付、自动获取物流轨迹和跟踪号，识别采购单状态</p>
-----------------	--	---

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

“易佰云”接入 ChatGPT，AI 大模型落地跨境电商领域。自 2023 年 4 月公司通过“易佰云”平台接入 ChatGPT，在各项应用环节做了大量测试，已有十多项功能在智能刊登、智能调价、智能广告等业务环节中应用，有效提升了核心业务环节的运营效率和单位人效。**选品环节提效空间可期。**公司选品以大数据为基础，结合第三方平台的消费者需求和市面上的选品辅助工具来进行选择，捕捉新品开发方向的信息。预计 AI 选品是未来重要的研发方向，可以提高选品效率、转化率和成功率。

4. 盈利预测

我们的盈利预测基于如下假设：

2020 年至今，全球电商市场受疫情等宏观因素影响先后经历了冲高回落和温和修复。在海运费合理、行业旧库存阶段性出清等外贸环境边际改善的情况下，我们预计 2023-2025 年公司营业收入增速分别为 46.7%/28.9%/21.5%。

分业务来看：1) 跨境电商业务，其中泛品业务多年深耕，规模稳健增长，精品业务发力，客单价提升，我们预计 2023-2025 年收入增速为 46.6%/28.3%/20.9%。2) 跨境电商服务，是中小卖家出海的有力助手，我们预计 2023-2025 年收入增速 60.0%/40.0%/30.0%。3) 空间环境艺术设计，交于子公司不再承接新项目，规模持续收缩。

泛品业务相对成熟，随精品业务持续发展，毛利率稳中有升。我们预计 2023-2025 年综合毛利率 38.3%/38.4%/38.4%。

图表 30：公司盈利预测主要假设

单位：百万	2022	2023E	2024E	2025E
出口跨境电商	4,108.87	6,025.00	7,732.28	9,348.50
yoy	110.4%	46.6%	28.3%	20.9%
泛品业务	3,700.00	5,291.00	6,666.66	7,965.33
yoy		43.0%	26.0%	19.5%
精品业务	408.87	734.00	1,065.62	1,383.17
yoy		79.5%	45.2%	29.8%
毛利率	39.6%	40.0%	40.3%	40.4%
跨境电商服务	272.27	435.63	609.88	792.84
yoy		60.0%	40.0%	30.0%
毛利率	14.1%	14.5%	15.0%	15.0%
空间环境艺术设计	32.93	16.46	8.23	4.12
yoy	-72.7%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
毛利率	21.4%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	2.96	3.70	4.44	4.89
yoy	97.4%	25.0%	20.0%	10.0%
合计	4,417.02	6,480.79	8,354.83	10,150.34
yoy	112.9%	46.7%	28.9%	21.5%
毛利率	37.9%	38.3%	38.4%	38.4%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 投资建议

公司的跨境电商主业执行“泛品+精品+亿迈生态平台”三项业务并行战略，持续深耕亚马逊平台，积极拓展新兴地区。未来通过 SKU 扩充、销售额增长，数据化管理和自研信息化系统提升运营效率，AIGC 应用赋能，叠加行业清库存、物流费用回稳等外部环境改善，公司有望快速发展。我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现营业收入 64.81/83.55/101.50 亿元，实现归母净利润 3.62/5.48/6.65 亿元，EPS 分别为 1.25/1.90/2.30 元/股，对应 PE 分别为 17/11/9 倍。我们选取焦点科技、吉宏股份、安克创新、三态股份、小商品城作为跨境电商可比公司，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应 12 个月内目标价 34.11 元，上调至“买入”评级。

图表 31：可比公司盈利及估值一览

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
002315.SZ	焦点科技	92.36	0.98	1.2	1.36	17.64	24.59	21.70	29.51	买入
002803.SZ	吉宏股份	65.34	0.48	1.07	1.35	32.12	15.86	12.57	16.97	买入
300866.SZ	安克创新	309.17	2.81	4.02	4.73	20.74	19.04	16.18	76.07	未评级
301558.SZ	三态股份	107.68	0.21	0.27	0.35	-	49.85	39.30	13.65	未评级
600415.SH	小商品城	421.20	0.20	0.47	0.52	8.97	16.20	14.82	7.68	未评级
	行业平均					19.87	25.14	20.95		
300592.SZ	华凯易佰	62.03	0.76	1.25	1.90	19.99	17.12	11.32	21.45	买入

资料来源：Choice（截至 2024/01/25），未评级数据来自 Choice 一致预期，东方财富证券研究所

6. 风险提示

- ◆ 宏观经济下行；
- ◆ 行业竞争加剧；
- ◆ 原材料及海运费用上涨。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1923.39	2316.66	3036.85	3837.84
货币资金	847.83	880.07	1272.25	1702.19
应收及预付	337.36	457.03	580.40	702.33
存货	598.21	759.42	889.44	1064.85
其他流动资产	139.99	220.14	294.76	368.47
非流动资产	1204.99	1278.99	1345.27	1364.03
长期股权投资	16.57	46.57	66.57	86.57
固定资产	265.49	272.65	307.52	296.16
在建工程	0.00	8.00	14.40	19.52
无形资产	105.76	95.76	85.76	75.76
其他长期资产	817.17	856.02	871.02	886.02
资产总计	3128.38	3595.65	4382.12	5201.87
流动负债	622.60	706.31	889.72	1039.84
短期借款	62.49	12.49	32.49	52.49
应付及预收	352.20	447.57	543.36	608.38
其他流动负债	207.90	246.25	313.86	378.96
非流动负债	167.73	344.07	399.07	404.07
长期借款	0.00	100.00	150.00	150.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	167.73	244.07	249.07	254.07
负债合计	790.33	1050.38	1288.79	1443.90
实收资本	289.18	289.18	289.18	289.18
资本公积	1691.50	1516.45	1516.45	1516.45
留存收益	275.36	655.14	1203.20	1867.83
归属母公司股东权益	2203.26	2387.35	2935.41	3600.05
少数股东权益	134.79	157.92	157.92	157.92
负债和股东权益	3128.38	3595.65	4382.12	5201.87

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4417.02	6480.79	8354.83	10150.34
营业成本	2741.87	3998.16	5147.65	6257.64
税金及附加	4.05	3.50	4.51	6.09
销售费用	1088.39	1561.87	2013.51	2446.23
管理费用	242.63	395.33	459.52	558.27
研发费用	51.74	71.29	87.73	106.58
财务费用	-2.84	-5.35	-3.13	-5.45
资产减值损失	-9.90	-18.00	-22.00	-25.00
公允价值变动收益	-0.29	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-2.65	6.48	8.35	8.12
资产处置收益	0.92	0.65	1.67	2.03
其他收益	13.52	12.96	16.71	20.30
营业利润	285.96	453.09	644.77	781.43
营业外收入	2.47	1.50	2.00	3.00
营业外支出	0.44	1.00	2.00	2.50
利润总额	287.99	453.59	644.77	781.93
所得税	44.17	68.04	96.72	117.29
净利润	243.83	385.55	548.06	664.64
少数股东损益	27.60	23.13	0.00	0.00
归属母公司净利润	216.23	362.41	548.06	664.64
EBITDA	339.86	488.07	685.37	817.72

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	285.31	215.71	442.83	481.56
净利润	243.83	385.55	548.06	664.64
折旧摊销	56.57	39.84	43.72	41.24
营运资金变动	-30.48	-213.04	-171.60	-250.94
其它	15.39	3.36	22.65	26.62
投资活动现金流	144.01	-111.96	-119.97	-69.35
资本支出	-7.78	-58.85	-88.33	-37.47
投资变动	149.33	-60.00	-40.00	-40.00
其他	2.46	6.89	8.35	8.12
筹资活动现金流	-81.64	-88.88	69.33	17.73
银行借款	60.57	50.00	70.00	20.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	-214.95	0.00	0.00
其他	-142.21	76.07	-0.67	-2.27
现金净增加额	359.75	32.25	392.18	429.94
期初现金余额	478.34	838.09	870.33	1262.51
期末现金余额	838.09	870.33	1262.51	1692.45

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	112.88%	46.72%	28.92%	21.49%
营业利润增长	591.50%	58.44%	42.31%	21.19%
归属母公司净利润增长	347.39%	67.61%	51.22%	21.27%
获利能力 (%)				
毛利率	37.92%	38.31%	38.39%	38.35%
净利率	5.52%	5.95%	6.56%	6.55%
ROE	9.81%	15.18%	18.67%	18.46%
ROIC	9.74%	14.00%	16.31%	16.36%
偿债能力				
资产负债率 (%)	25.26%	29.21%	29.41%	27.76%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	3.09	3.28	3.41	3.69
速动比率	1.88	1.91	2.11	2.35
营运能力				
总资产周转率	1.45	1.93	2.09	2.12
应收账款周转率	15.52	18.22	17.91	17.54
存货周转率	4.64	5.89	6.24	6.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.25	1.90	2.30
每股经营现金流	0.99	0.75	1.53	1.67
每股净资产	7.62	8.26	10.15	12.45
估值比率				
P/E	19.99	17.12	11.32	9.33
P/B	1.99	2.60	2.11	1.72
EV/EBITDA	10.76	11.27	7.56	5.84

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。