

华凯易佰（300592）\商贸零售

跨境电商龙头再迎数字化腾飞

投资要点：

➤ 收购易佰网络转型跨境电商，连续多年实现业绩稳健增长

公司在2021年通过收购易佰网络将主营业务转型至跨境电商业务。基本盘泛品业务维持稳定增长，新业务精品与“亿迈”平台业务有望打开第二增长曲线。此外公司积极布局AIGC等新技术助力公司降本增效。2019-2022年，易佰网络实现扣非归母净利润1.75、3.64、2.16、2.74亿元，业绩完成率分别为124%、214%、106%、109%，连续4年超额完成业绩目标。

➤ 行业渗透率持续提升，新技术推动行业模式创新和降本增效

近年来全球电商渗透率持续提升，eMarketer预计2025年电商渗透率将提升至23.6%，较2021年提升4.6pct。数字技术的发展催生跨境电商SaaS、营销等新服务领域，同时也助力行业各环节的降本增效。受益于新技术的发展和海外线上消费占比的提升，我国跨境电商交易规模持续高增，从2017年的8.1万亿元增长至2022年的15.7万亿元，5年CAGR为14.15%。

➤ AIGC助力智能系统实现降本增效，“亿迈”平台赋能中小跨境电商

公司在信息化方面持续研发投入，近两年易佰网络对内部管理系统研发投入费用比率为1.54%，高于其他泛品类跨境出口电商企业约0.9%的均值水平，并且已经在智能系统的各主要业务环节应用AIGC技术，实现降本增效，公司销售人员数量从2019年上半年的1728人减少至2022年的928人；人均销售额从2018年的105.56万元提升至2022年的202.62万元。公司在2021年新创立的“亿迈”综合服务平台，通过将自身智能化能力开放给中小卖家获取采购货款收入和服务费收入，有望成为公司第二增长曲线。

➤ 盈利预测、估值与评级

预计公司2023-25年营收分别为60.10/77.56/96.34亿元，对应增速分别为36.06%/29.05%/24.21%；归母净利润分别为3.59/5.27/6.51亿元，对应增速分别为66.00%/46.85%/23.48%，EPS分别为1.24/1.82/2.25元/股，3年CAGR为31.72%。DCF绝对估值法测得公司每股价值29.49元，23年可比公司平均PE为26倍。综合考虑PE估值法和FCFF估值法，给予公司2023年26倍PE，对应目标价32.24元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海外经济波动风险；行业竞争加剧风险；人民币汇率波动风险。

投资评级：

行 业：

互联网电商

投资建议：

买入/（首次覆盖）

当前价格：

26.99 元

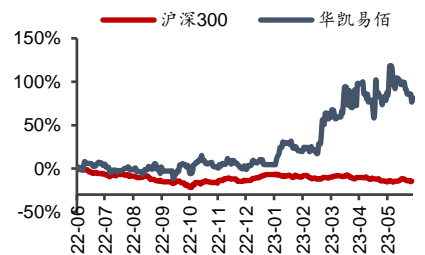
目标价格：

32.24 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	289/157
流通A股市值（百万元）	4,254
每股净资产（元）	7.41
资产负债率（%）	26.76
一年内最高/最低（元）	33.54/12.45

股价相对走势



分析师：邓文慧

执业证书编号：S0590522060001

邮箱：dengwh@glsc.com.cn

联系人：郭家玮

邮箱：guojw@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,075	4,417	6,010	7,756	9,634
增长率（%）	1,435.08%	112.88%	36.06%	29.05%	24.21%
EBITDA（百万元）	2	342	483	673	809
归母净利润（百万元）	-87	216	359	527	651
增长率（%）	-39.88%	347.39%	66.00%	46.85%	23.48%
EPS（元/股）	-0.30	0.75	1.24	1.82	2.25
市盈率（P/E）	-89.30	36.09	21.74	14.81	11.99
市净率（P/B）	3.74	3.54	3.05	2.53	2.09
EV/EBITDA	2,135.63	12.21	15.55	10.83	8.62

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年6月28日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

海外线上消费占比提升和新技术的推动下我国跨境电商交易规模持续高增，公司转型跨境电商后有望充分受益于行业的快速发展。在公司信息化管理的加持下，基本盘泛品业务维持稳定高速增长；精品模式+“亿迈”综合服务平台未来预计将成为公司迅速发展的第二增长曲线，其中亿迈综合服务平台是公司将自己的数字化能力、仓储物流能力都开放给中小卖家获取采购货款收入和服务费收入，相较于行业内其他提供SaaS服务的公司，“亿迈”平台具有能够提供全链条服务的独特优势。

创新之处

我们通过追踪包括Costco、Amazon在内的美国主要零售商的销售和库存数据推测美国零售商去库存已取得阶段性进展，补新货需求有望得到提振，我国跨境出口电商行业预计将迎来边际改善。

核心假设

1) **泛品业务**：基于公司在供应链管控和运营效率方面具备的经验和优势，以及海外零售商去库存取得阶段性进展，我们假设公司的泛品业务维持稳定高速增长，预计2024-2025年收入同比增速分别为23%/20%。毛利率方面，海运费大幅回落，企业盈利能力迎来边际改善，假设2023-2025年泛品业务毛利率分别为39.5%/39.7%/39.8%。

2) **精品业务**：精品业务为公司的新业务，目前由于发展时间短体量较小，我们预计精品业务未来的增速高于泛品业务，假设2023-2025年精品业务收入同比增速分别为50%/48%/30%。精品业务毛利率和泛品业务接近，但是由于起步较晚，假设毛利率略低于泛品业务，2023-2025年精品业务毛利率分别为39.0%/39.4%/39.6%。

3) **跨境出口电商综合服务（亿迈生态平台）**：亿迈具备独特的优势，相比于同行能够提供全链条服务，预计将成为公司未来营收的增长引擎，2023-2025年收入同比增速分别为194%/50%/40%；毛利率分别为17.3%/17.5%/17.8%。

4) **空间环境艺术设计**：目前公司已不再承接新的展馆项目，原有的业务和资源全部转移到全资子公司“上海华凯展览展示工程有限公司”，现有专人负责推进相关款项催收工作，预计该项业务未来不会产生营业收入。

盈利预测、估值与评级

预计公司2023-25年营收分别为60.10/77.56/96.34亿元，对应增速分别为36.07%/29.05%/24.21%；归母净利润分别为3.59/5.27/6.51亿元，对应增速分别为66.00%/46.85%/23.48%，EPS分别为1.24/1.82/2.25元/股，3年CAGR为31.72%。DCF绝对估值法测得公司每股价值29.49元，23年可比公司平均PE为26倍。综合考虑PE估值法和FCFF估值法，给予公司2023年26倍PE，对应目标价32.24元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

1.	公司介绍：转型跨境电商迎发展新机遇	6
1.1	发展历程：并购实现战略转型	6
1.2	主营业务：跨境出口电商	7
1.3	股权结构：管理层、核心员工与股东利益深度绑定	10
1.4	财务表现：转型跨境电商助力业绩提升	14
2.	行业概况：市场规模持续扩容	17
2.1	行业功能：缩短跨境贸易中间链条	17
2.2	市场空间：政策、技术等因素驱动下行业高速发展	18
2.3	竞争格局：出口跨境电商市场竞争格局分散	21
2.4	行业壁垒：“泛品”重运营 + “精品”重品牌	22
2.5	边际变化：运费下降+去库存取得进展	23
3.	核心优势：多元化经营+信息化管理+布局 SaaS	26
3.1	多元化经营：多品牌、多市场有效降低经营风险	26
3.2	信息化管理：AIGC 赋能智能系统实现降本增效	27
3.3	布局 SaaS：“亿迈”跨境电商综合服务有望打造第二成长曲线	28
4.	盈利预测、估值与投资建议	31
4.1	盈利预测	31
4.2	估值与投资建议	32
5.	风险提示	34

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：跨境电商已经成为公司的核心业务	6
图表 3：截止 2020 年 3 月易佰网络在第三方平台的网店分布情况	7
图表 4：易佰网络商品销售流程图	7
图表 5：基于国内仓发货的业务流程	8
图表 6：基于海外仓发货的业务流程	8
图表 7：亚马逊物流（FBA）全部流程	8
图表 8：公司跨境电商三大业务	9
图表 9：22 年泛品业务与精品业务客单价对比	9
图表 10：22 年泛品业务与精品业务 SKU 数量对比	9
图表 11：泛品业务以非自有品牌为主	10
图表 12：公司主要产品品类的营收占比	10
图表 13：公司精品业务四大产品线	10
图表 14：公司股权结构图（截至 2023 年一季报）	11
图表 15：公司主要管理人员背景介绍	12
图表 16：员工持股计划持有人名单及份额分配情况	13
图表 17：员工持股计划业绩考核	13
图表 18：业绩承诺和实际完成情况	14
图表 19：公司营业收入及同比增速	14
图表 20：公司归母净利润及同比增速	14

图表 21: 20 年公司主营业务是空间环境艺术设计	15
图表 22: 21 年公司主营业务是跨境出口电商	15
图表 23: 易佰网络营业收入及同比增速	15
图表 24: 易佰网络扣非归母净利润及同比增速	15
图表 25: 易佰网络营业收入及同比增速	16
图表 26: 并购易佰网络后公司费用率水平维持稳定	16
图表 27: 2017-2022 年公司存货周转率 (次/年)	16
图表 28: 2017-2022 年公司经营性现金流净额	16
图表 29: 跨境电商简化了传统贸易模式的中间环节	17
图表 30: 跨境电商分类	18
图表 31: 2022 年中国跨境电商平台图谱	18
图表 32: 我国跨境电商行业交易规模及增长率	19
图表 33: 我国跨境电商行业渗透率 (%)	19
图表 34: 我国跨境出口电商交易规模及同比增速	19
图表 35: 我国跨境进口电商交易规模及同比增速	19
图表 36: 我国跨境电商 B2B 交易规模	20
图表 37: 我国跨境进口电商交易规模及同比增速	20
图表 38: 数字技术在跨境电商中的应用	20
图表 39: 全球电商销售额变动情况	21
图表 40: 22 年电商销售额增速最快的十国 (预测值)	21
图表 41: 我国跨境电商领域的主要政策	21
图表 42: 2020 年中国跨境进口电商 B2C 竞争格局	22
图表 43: 2020 年中国跨境出口电商市场竞争格局	22
图表 44: 跨境出口电商运营模式对比	22
图表 45: 精品模式下存货周转率较高 (次/年)	23
图表 46: 精品模式下研发费用率较高 (%)	23
图表 47: 中国出口集装箱运价综合指数	23
图表 48: 中国出口集装箱运价综合指数-美西航线	23
图表 49: 中国出口集装箱运价综合指数-欧洲航线	24
图表 50: 中国出口集装箱运价综合指数-美东航线	24
图表 51: Costco 库存与销售额同比增速	24
图表 52: Amazon 库存与销售额同比增速	24
图表 53: Walmart 库存与销售额同比增速	25
图表 54: Target 库存与销售额同比增速	25
图表 55: 2020 年易佰网络各区域收入分布	26
图表 56: 2022 年全球各主要区域电商销售的增长情况	27
图表 57: 公司在主要平台上均开设网店	27
图表 58: 公司仓储发货	27
图表 59: 18、19 年集中进行了数字化系统研发投入	28
图表 60: 2022 年易佰网络及同业公司毛利率对比	28
图表 61: 公司销售人员数量	28
图表 62: 公司人均销售额 (万元)	28
图表 63: 跨境电商 SaaS 分类	29
图表 64: 跨境电商 SaaS 市场规模及同比增速	29
图表 65: 亿迈平台的六大核心业务	30
图表 66: 按业务拆分的盈利预测	32
图表 67: 基本假设关键参数	33

图表 68: FCFF 估值明细 (百万元)	33
------------------------------	----

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用, 未经许可, 不得外传。

1. 公司介绍：转型跨境电商迎发展新机遇

1.1 发展历程：并购实现战略转型

公司成立于2009年，发展初期主营业务为空间环境艺术设计，之后转型调整为跨境电商业务。公司的发展历程可以分为三个阶段。

第一阶段（2009-2017年）：公司的主营业务是为各类客户提供空间环境艺术设计，主要涵盖城市文化馆、博物馆、企业文化馆、教育基地等大型文化主题展馆。

第二阶段（2018-2020年）：2018年之后受金融去杠杆、政府清理债务以及对规划馆建设进行限制等一系国策出台的影响，各地政府规划馆项目的投资规模大幅收缩，公司的经营业绩因此持续下滑。公司积极谋求战略转型，在2019年6月发布了关于拟并购国内知名跨境电商企业易佰网络90%股权的公告。

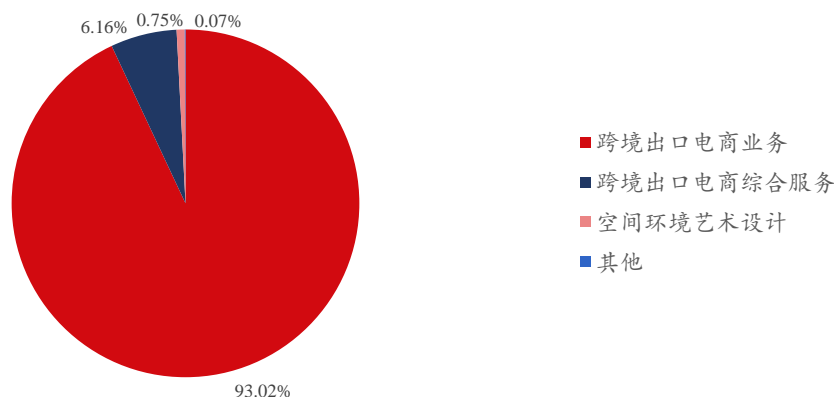
第三阶段（2021-至今）：公司在2021年完成收购易佰网络90%股权后实施战略转型，对原有空间环境艺术设计业务进行了调整收缩，跨境出口电商已经成为公司核心业务，22年跨境电商业务营业收入占比已达99.18%。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

图表 2：跨境电商已经成为公司的核心业务

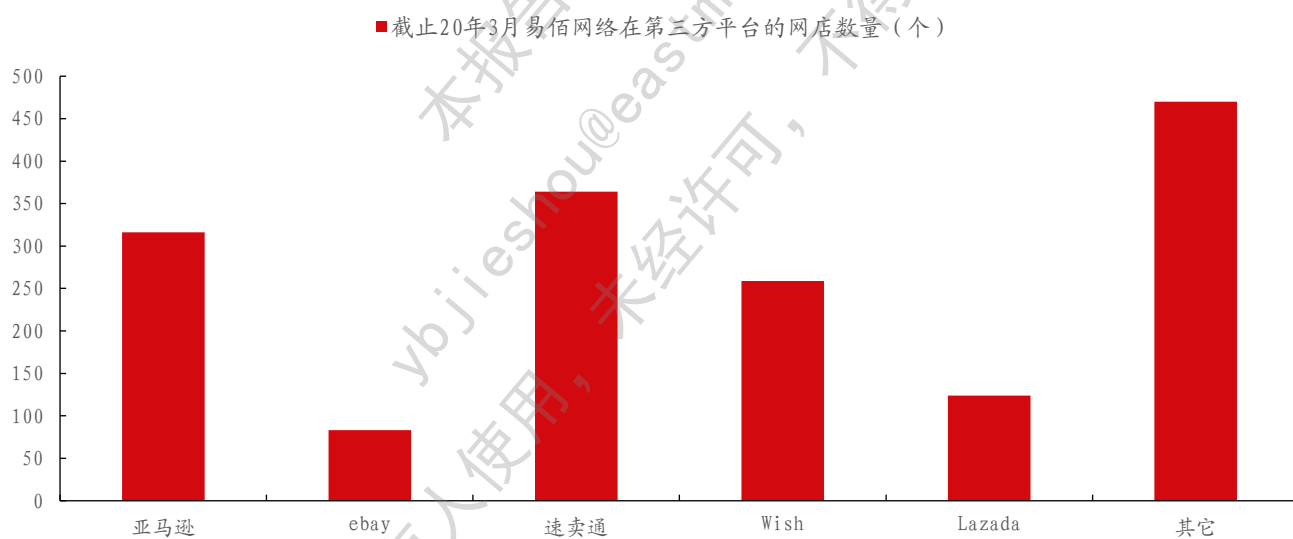


来源：公司2022年年报，国联证券研究所

1.2 主营业务：跨境出口电商

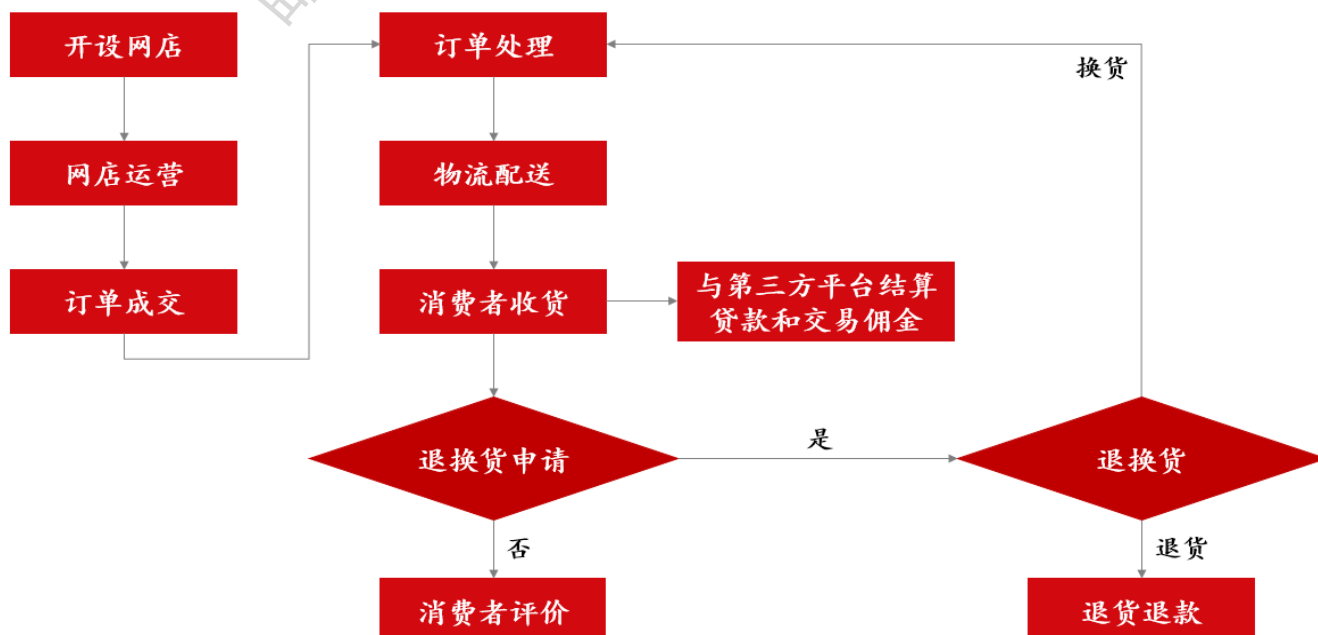
公司主要通过通过在第三方平台开设网店的方式向境外终端消费者销售商品。公司通过在亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada 等第三方平台开设和运营网店的方式向境外消费者销售商品。境外消费者登录第三方平台浏览产品信息并下达订单，通过 PayPal、Payoneer、PingPong、支付宝等平台合作的第三方支付工具完成支付。公司通过 API 接口获取消费者订单后生成配货单，委托专业跨境物流服务商进行物流配送。客户收货后确认签收，若存在售后问题则通过第三方平台或网店客服提出退换货申请，各方协商解决问题。

图表 3：截止 2020 年 3 月易佰网络在第三方平台的网店分布情况



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 4：易佰网络商品销售流程图



来源：公司公告，国联证券研究所

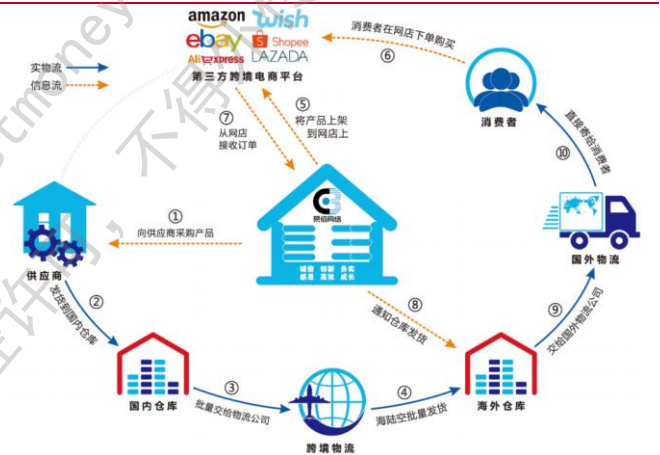
物流模式分为三种，分别是国内仓发货、FBA 服务和第三方海外仓发货。国内仓发货是国内小包直邮给海外消费者；FBA 服务是公司将商品批量发送至亚马逊运营中心之后，由亚马逊负责帮助存储商品；当商品售出后，由亚马逊完成订单分拣、包装和配送，后续咨询、退货等客户服务也由亚马逊完成；第三方海外仓是公司将货物运送至第三方海外仓，再通过其向海外消费者发货。前者的优势在于适用更广范围的 SKU，易进行库存管理，从而降低资金周转压力，但配送时间较长。后两者的优势在于大幅提升订单配送的时效，提升买家的购物体验，但库存管理要求更高。

图表 5：基于国内仓发货的业务流程



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 6：基于海外仓发货的业务流程



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 7：亚马逊物流（FBA）全部流程



来源：Amazon 官网，国联证券研究所

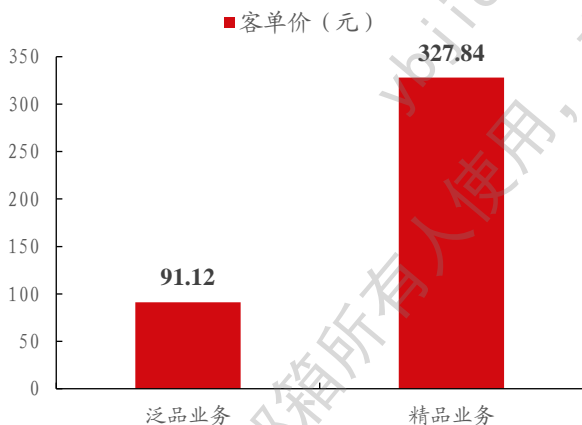
公司采用“泛品+精品+亿迈生态平台”三项业务并行战略。泛品业务是公司运作最成熟、规模和效益最突出的业务，每月为公司贡献稳定现金流；2021 年，在国内众多跨境电商卖家遭受亚马逊平台“封号”的背景下，公司着手布局精品业务，相较于泛品业务的“泛而全”，精品业务销售 SKU 数量较少，销售客单价较高；公司也在 2021 年创立了“亿迈（EasySeller）”一站式跨境电商综合服务平台，依托自身在泛品类业务中长期沉淀的供应链资源和信息系统禀赋为卖家提供全方位的跨境业务解决方案。

图表 8：公司跨境电商三大业务

业务类型	业务特性	主营产品与服务
泛品业务	产品库庞大，低客单价、品牌辨识度不高	产品涵盖衣食住行方方面面
精品业务	销售 SKU 数量较少，销售产品客单价高	清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线
亿迈生态平台业务	利用自身跨境电商运营资源为卖家赋能	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

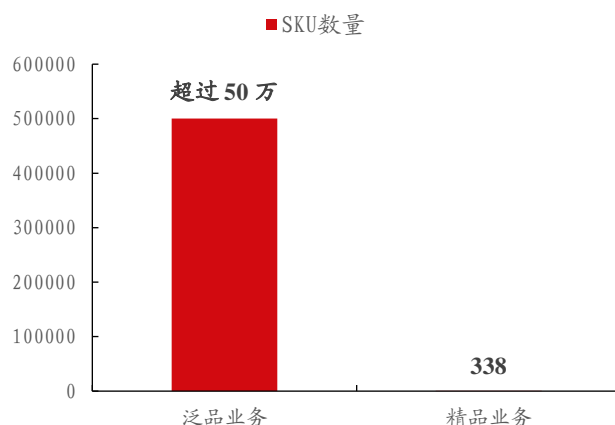
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 9：22 年泛品业务与精品业务客单价对比



来源：公司公告，国联证券研究所

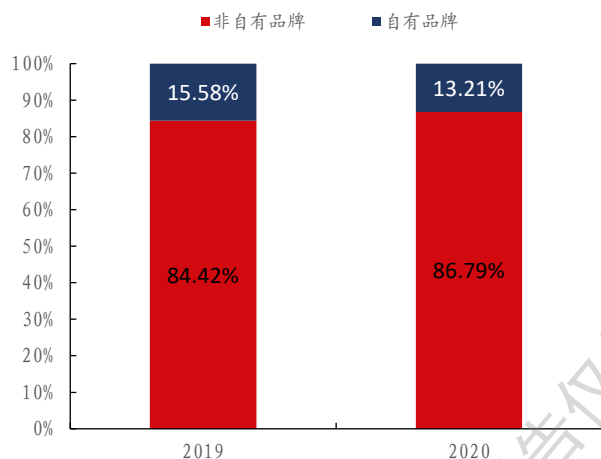
图表 10：22 年泛品业务与精品业务 SKU 数量对比



来源：公司公告，国联证券研究所

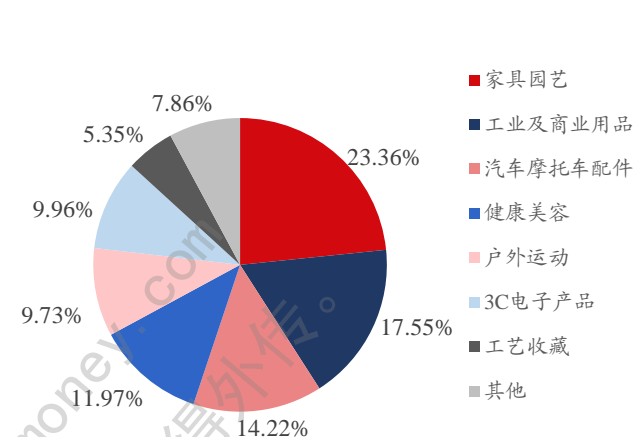
泛品业务品类众多，品牌辨识度不高，客单价较低。公司跨境电商出口以泛品业务为主，2022 年泛品营业收入占跨境电商出口业务的 85% 以上。泛品业务拥有庞大的产品库，2022 年在售产品 SKU 超过 50 万款，产品品类主要涵盖家居园艺、汽车摩托车配件、工业及商业用品、健康美容、3C 电子产品、户外运动等。泛品业务品牌辨识度不高，以非自有品牌为主，其中 19、20 年易佰网络非自有品牌的营收占比分别为 84.42%、86.79%。泛品业务销售客单价较低，2022 年销售客单价为 91.12 元。

图表 11: 泛品业务以非自有品牌为主



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 12: 公司主要产品品类的营收占比



来源: 公司公告, 国联证券研究所

精品业务销售 SKU 数量较少, 客单价较高, 品牌属性强。区别于泛品模式多店铺、多 SKU、不重点发展自有品牌的特征, 精品模式一般专注某一品类进行深度产品研发和品牌打造, 产品品类较少, 22 年 SKU 数量为 338 个。精品业务目前初步形成了清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线, 22 年营收占跨境电商出口业务的 8% 左右。公司精品业务销售的产品均为自有品牌产品, 产品溢价较高, 盈利能力较强, 22 年客单价为 327.84 元, 未来有望成为公司新的利润增长点。

图表 13: 公司精品业务四大产品线



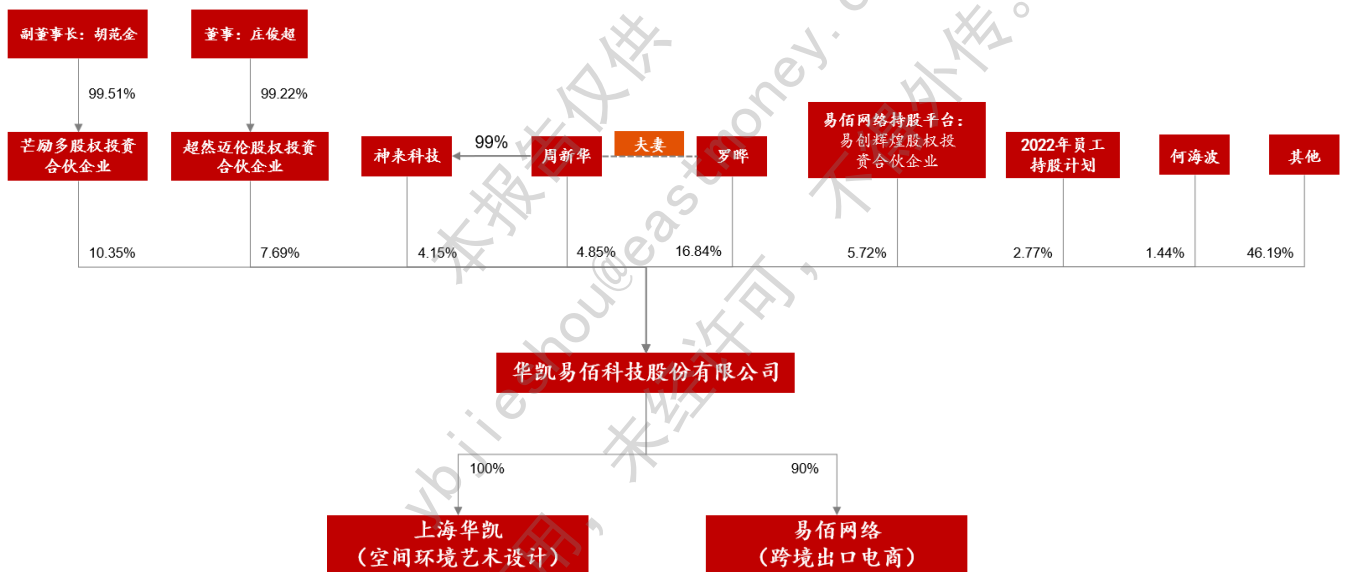
来源: 公司公告, 国联证券研究所

1.3 股权结构: 管理层、核心员工与股东利益深度绑定

公司股权结构稳定, 深度绑定核心人员。公司实际控制人周新华、罗晔夫妇直接持有公司 21.69% 的股份, 通过神来科技间接持有公司 4.15% 股份, 周新华、罗晔及神来科技构成一致行动人, 累计持有公司 25.84% 股份。公司董事胡范金和庄俊超是

公司董事以及易佰网络创始人，分别通过持股平台间接持股 10.30%、7.63%，此外易创辉煌也是易佰网络公司的员工持股平台，持有公司 5.72% 股份，易佰网络被公司收购之后，原管理层团队得到完整保留。公司 2022 年员工持股计划平台持有公司 2.77% 的股份。公司直接持有两家子公司，分别是全资子公司上海华凯展览展示工程有限公司（主营空间环境艺术设计）和直接持股 90% 的深圳市易佰网络科技有限公司（主营跨境出口电商）。

图表 14：公司股权结构图（截至 2023 年一季度）



来源：公司公告，国联证券研究所

公司创始人经验丰富，引入并购公司管理层助力公司转型。公司创始人周新华管理经验丰富，曾经在公司经历归母净利润连续 4 年下跌以及 21 年亏损扩大到接近 1 亿元的情况下成功带领公司突破困境，通过并购易佰网络实现了主营业务从环境艺术设计到跨境电商的战略转型。公司在并购之后也引入了原易佰网络核心管理人员进入董事会，借助其丰富的跨境电商运营经验，强化公司的转型能力。

图表 15: 公司主要管理人员背景介绍

姓名	出生年份	职务	主要经历
周新华	1968	董事长、总经理	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。
胡范金	1983	副董事长	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；现任华凯易佰科技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	1984	董事、副总经理	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	1978	董事、董事会秘书	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；现任华凯易佰科技股份有限公司董事、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	1983	董事、财务总监	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；现任华凯易佰科技股份有限公司董事、财务总监，深圳市易佰网络科技有限公司财务总监，深圳市贺新网络科技有限公司法定代表人、执行董事、总经理。
刘俊杰	1987	董事、易佰网络财务副总监	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董事、财务副总监。

来源：公司公告，国联证券研究所

员工持股计划激励核心骨干。2022 年公司发布了员工持股计划，股份来源为不超过 800 万股的回购股票，员工持股计划受让回购股份的价格为 7.36 元/股，员工持股计划的参与者不超过 15 人，均为当前易佰网络的管理者或是易佰网络的核心员工。该持股计划的存续期为 36 个月，分两批解锁，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 个月、18 个月。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 亿元、6 亿元。

图表 16: 员工持股计划持有人名单及份额分配情况

姓名	职务	拟认购份额上限 (万份)	占本计划总份额比例	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 易佰网络董事长	927.36	15.75%	126	0.44%
胡范金	副董事长 易佰网络副董事长、总经理	1692.80	28.75%	230	0.80%
庄俊超	董事 易佰网络董事、副总经理	1126.08	19.13%	153	0.53%
王安祺	董事、董事会秘书 易佰网络董事	368.00	6.25%	50	0.17%
贺日新	董事、财务总监 易佰网络财务总监	257.60	4.38%	35	0.12%
张敏	职工代表监事 易佰网络副总经理	257.60	4.38%	35	0.12%
刘俊杰	董事 易佰网络董事、财务副总监	198.72	3.38%	27	0.09%
王芳	监事会主席 行政管理中心负责人	154.56	2.63%	21	0.07%
董事、监事、高级管理人员小计		4982.72	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		5888.00	100.00%	800	2.77%

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 17: 员工持股计划业绩考核

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
考核指标		业绩完成度	解锁比例 X
		$A \geq A_m$	$X = 100\%$
易佰网络扣非归母净利 (A)		$A_n \leq A < A_m$	$X = A/A_m * 100\%$
		$A < A_n$	$X = 0\%$

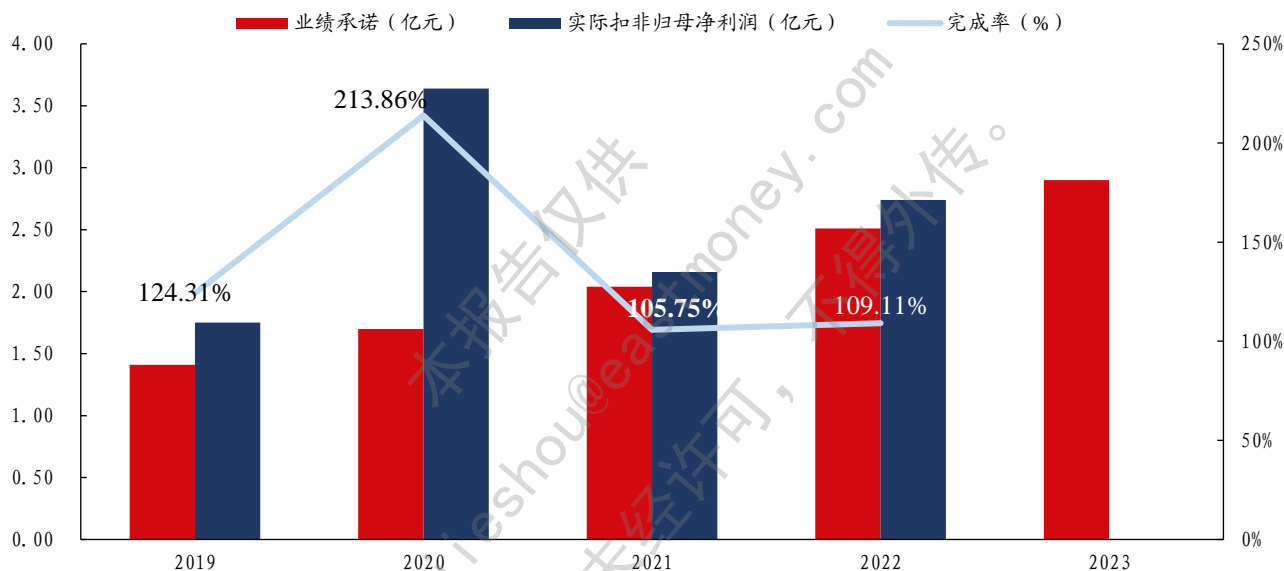
来源: 公司公告, 国联证券研究所

注: 扣非归母净利润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

连续四年业绩承诺超额完成, 延长业绩承诺期彰显未来发展信心。交易对方在公司收购易佰网络 90% 股权交易中承诺易佰网络 2019-2023 年分别实现扣非归母净利润不低于 1.41、1.70、2.04、2.51、2.90 亿元。2019-2022 年, 易佰网络实际实现扣非归母净利润 1.75、3.64、2.16、2.74 亿元, 业绩完成率分别为 124.31%、213.86%、105.75%、109.11%, 连续 4 年超额完成业绩目标。此外在公司收购易佰网络剩余 10%

股权的交易中交易对方芒励多、超然迈伦同意易佰网络 2023 年、2024 年的净利润目标分别不低于人民币 3.3、3.6 亿元，2023 年、2024 年累计净利润不低于 6.9 亿元。业绩承诺期的延长彰显了易佰网络管理层对公司未来发展的信心。

图表 18: 业绩承诺和实际完成情况

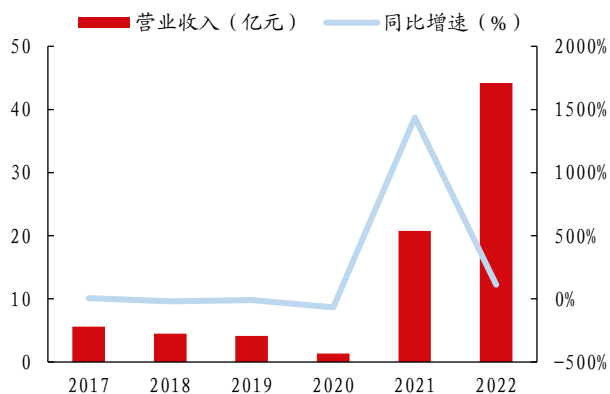


来源：公司公告，国联证券研究所

1.4 财务表现：转型跨境电商助力业绩提升

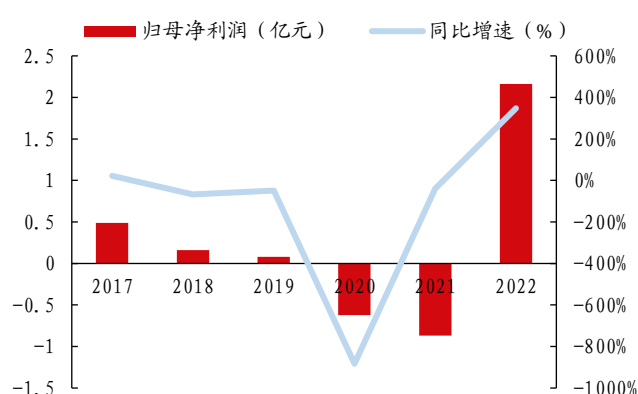
转型跨境电商后业绩迎来逆境反转。2018 年以来受宏观政策的影响，各地政府对部分已报建的规划馆项目进行了压缩或搁置，导致公司经营业绩在 2017 年后出现了持续下滑，营业收入从 2017 年的 5.62 亿元下滑至 2020 年的 1.35 亿元；归母净利润在 2017 年之后开始了持续 4 年的下跌，2020 年出现了首次亏损，2021 年亏损规模进一步扩大至接近 0.9 亿元。公司积极谋求战略转型，在 2021 年通过并购易佰网络成功转型跨境出口电商，业绩迎来逆境反转，2021 年实现营业收入 20.75 亿元，同比增长 14 倍；2022 年成功扭亏，归母净利润创下了历史新高，达到 2.16 亿元。

图表 19: 公司营业收入及同比增速



来源：iFinD，国联证券研究所

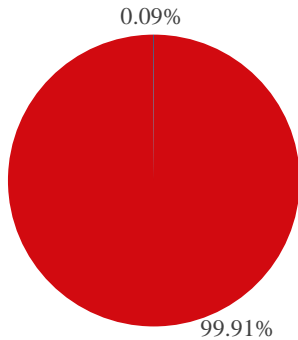
图表 20: 公司归母净利润及同比增速



来源：iFinD，国联证券研究所

图表 21: 20 年公司主营业务是空间环境艺术设计

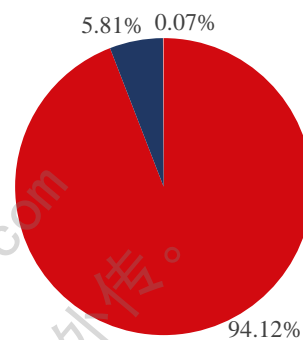
■ 空间环境艺术设计 ■ 其他业务收入



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 22: 21 年公司主营业务是跨境出口电商

■ 跨境出口电商 ■ 空间环境艺术设计 ■ 其他业务收入

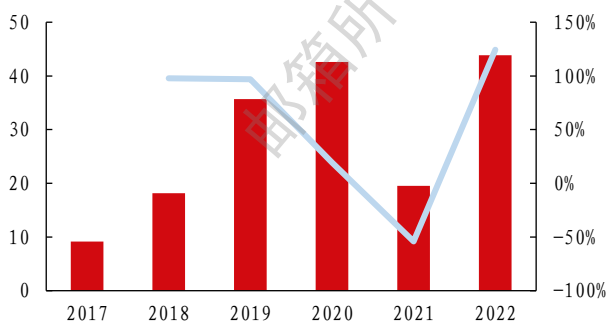


来源: 公司公告, 国联证券研究所

外部环境改善和新业务放量助力跨境电商业务恢复高增长态势。易佰网络目前为公司跨境出口电商业务的运营主体, 于 2021 年并入上市公司。2017-2020 年易佰网络业绩保持快速增长。2021 年受国内外新冠疫情反复、跨境物流费用持续高企、人民币汇率频繁波动、欧洲增值税政策变化的影响, 易佰网络 2021 年业绩承压。进入 2022 年, 随着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的边际改善叠加精品业务和亿迈平台业务实现良好增长, 公司经营重回高增长态势, 2022 年实现营业收入 43.84 亿元, 同比增长 124.36%; 实现扣非归母净利润 2.74 亿元, 同比增长 26.85%。

图表 23: 易佰网络营业收入及同比增速

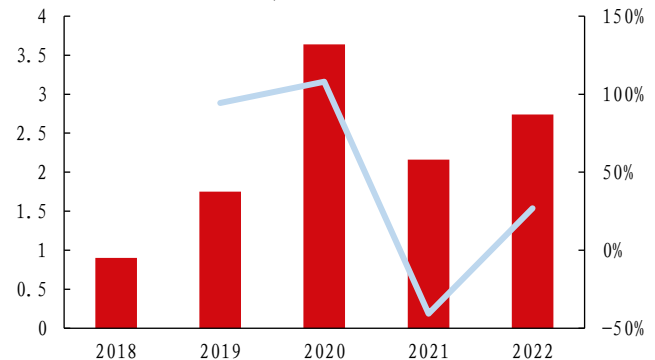
■ 营业收入 (亿元) ■ 同比增速 (%)



来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 24: 易佰网络扣非归母净利润及同比增速

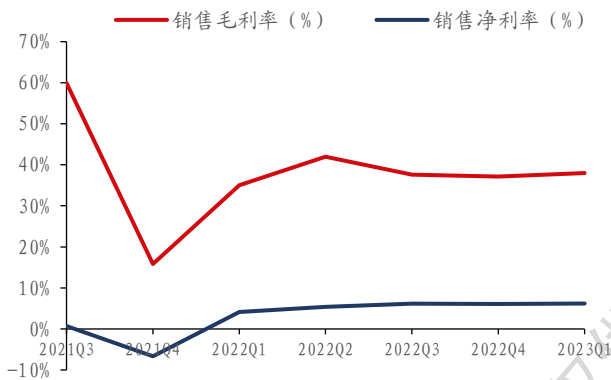
■ 扣非归母净利润(亿元) ■ 同比增速 (%)



来源: iFinD, 国联证券研究所

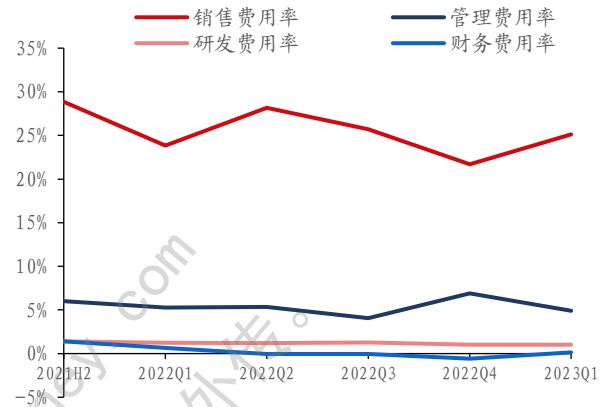
公司盈利能力从 22 年以来持续改善, 费用率水平维持稳定。2021 年下半年国内外新冠疫情反复、跨境物流费用持续高企、人民币汇率频繁波动以及欧洲增值税政策变化等对公司的盈利能力产生较大压力。22 年以来随着积压库存快速出清、海运费大幅下降, 叠加 22 年 4 月份起人民币汇率进入贬值区间, 公司盈利能力触底回升, 销售毛利率从 21 年 Q4 的 15.83% 提升至 22 年 Q2 的 42%; 净利润扭亏为盈。费用率方面, 21H2-23Q1 年华凯易佰销售费用率维持在 25% 左右水平, 以第三方平台费用及宣传推广费为主; 研发费用率逐渐摊薄; 管理费用率维持在 5.5% 左右水平。

图表 25: 易佰网络营业收入及同比增速



来源: iFinD, 国联证券研究所

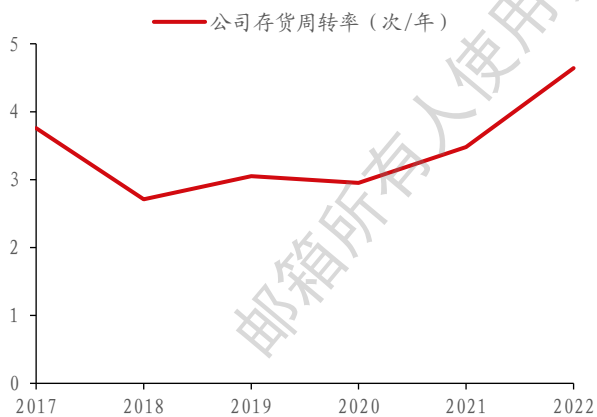
图表 26: 并购易佰网络后公司费用率水平维持稳定



来源: iFinD, 国联证券研究所

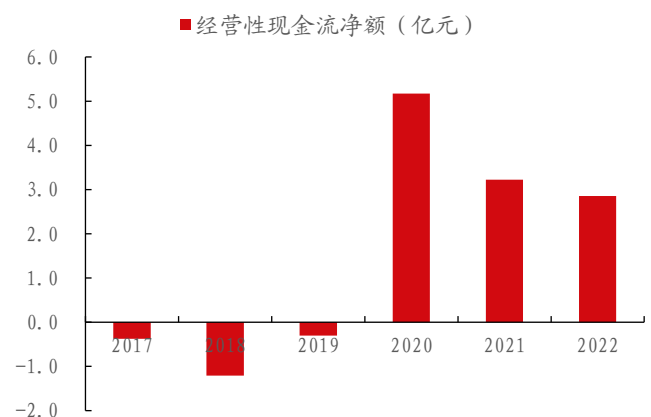
公司智能化管控有效提升运营效率, 经营性现金流维持在健康水平。公司通过自主研发信息化系统有效提升了核心业务环节的运营效率。公司存货周转率显著提升, 从 2018 年 2.71 次/年提升至 2022 年的 4.64 次/年。此外易佰网络销售回款在 2020 年开始明显好转, 经营性现金流于 2020 年转正, 之后 3 年经营性现金流维持在健康水平。

图表 27: 2017-2022 年公司存货周转率 (次/年)



来源: iFinD, 国联证券研究所 注: 2021 年及以前的数据是易佰网络

图表 28: 2017-2022 年公司经营性现金流净额



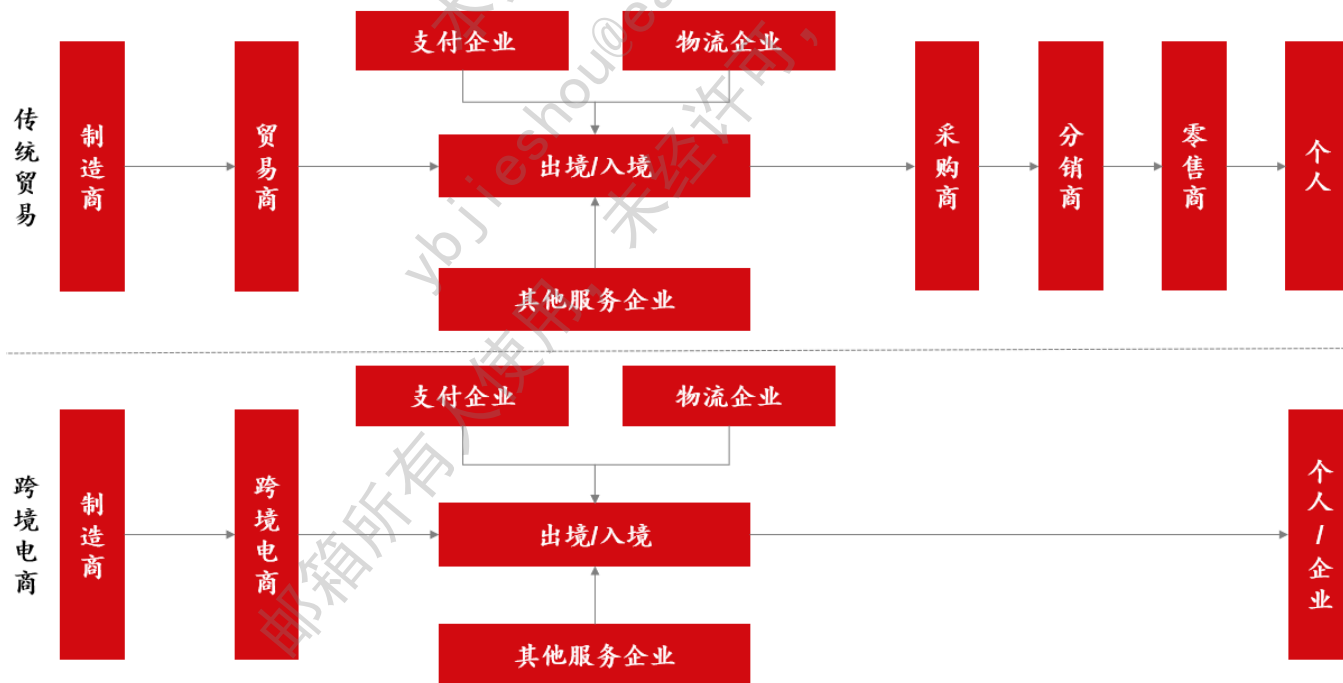
来源: iFinD, 国联证券研究所 注: 2021 年以前的数据是易佰网络

2. 行业概况：市场规模持续扩容

2.1 行业功能：缩短跨境贸易中间链条

跨境电商推动外贸模式改变，缩短贸易链条。跨境电子商务是指分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易、进行电子支付结算，并通过跨境物流及异地仓储送达商品，从而完成交易的一种国际商业活动。在传统的跨境贸易中，一国商品到达另一国消费者手中，往往需要经历制造商、贸易商、采购商、分销商、零售商等主体，整个交易流程繁杂且耗时较长，导致最终消费价格高且时效体验较差。而跨境出口电商通过将交易从线下转移到线上，使商品的流通环节得到有效减少，并以此提升了整体的运营效率。

图表 29：跨境电商简化了传统贸易模式的中间环节



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

根据货物流向不同，可划分为跨境出口电商和跨境进口电商。跨境电商主要有三种分类标准：1) 根据货物流向分类，跨境电商可分为跨境出口电商和跨境进口电商；2) 根据交易主体属性分类，跨境电商可分为企业对企业(B2B)、企业对消费者(B2C)和个人对个人(C2C)三类。其中 C2C 模式由于存在语言门槛、物流时效无法保证、管理成本较高等局限性，目前跨境电商市场以 B2B 和 B2C 模式为主。3) 根据运营模式，跨境电商可分为第三方平台和独立站。其中，独立站是指品牌自己搭建网站用以展示或销售自身产品的平台。

图表 30: 跨境电商分类

分类标准	主要类别	概念/特点
货物流向	跨境出口电商	本国商品通过电子商务渠道销售到国外市场
	跨境进口电商	国外商品通过电子商务渠道销售到国外市场
交易主体属性	B2B 跨境电商	大批量、小批次、订单集中
	B2C 跨境电商	小批量、多批次、订单分散
	C2C 跨境电商	辅助性、节约性、繁杂性
运营模式	跨境电商第三方平台	门槛低、流量大、限制多、同质化竞争激烈
	跨境电商独立站	有利于数据沉淀和品牌建设、自主权高、流量成本高

来源: 36 氪, 国联证券研究所

图表 31: 2022 年中国跨境电商平台图谱

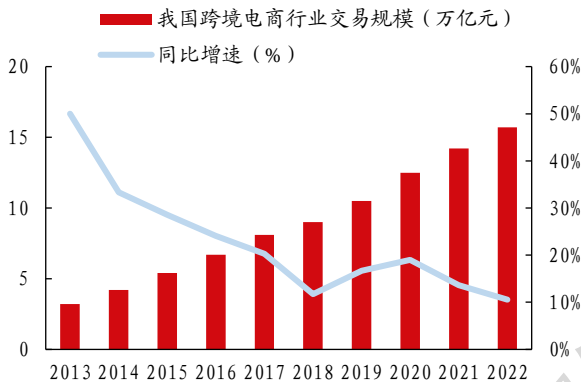


来源: 网经社, 国联证券研究所

2.2 市场空间：政策、技术等因素驱动下行业高速发展

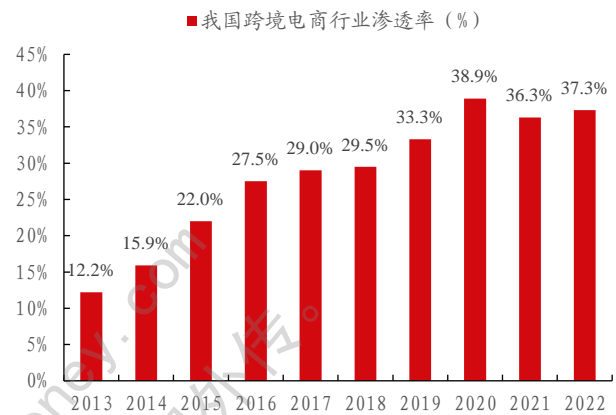
我国跨境电商行业交易规模持续高增，跨境电商渗透率逐年提升。受益于国家多重政策的强有力推动、互联网普及率提升、第三方支付工具的成熟以及电商基础设施的持续完善，近年来我国跨境电商交易规模持续高增，从 2017 年的 8.1 万亿元增长至 2022 年的 15.7 万亿元，5 年 CAGR 为 14.15%。快速发展的跨境电商成为推动中国外贸增长的新动能，2022 年我国跨境电商渗透率（跨境电商交易额占我国货物进出口总额的比例）达 37.3%，较 2017 年提高 8.3pct。

图表 32: 我国跨境电商行业交易规模及增长率



来源: 36 氪, 网经社, 国联证券研究所

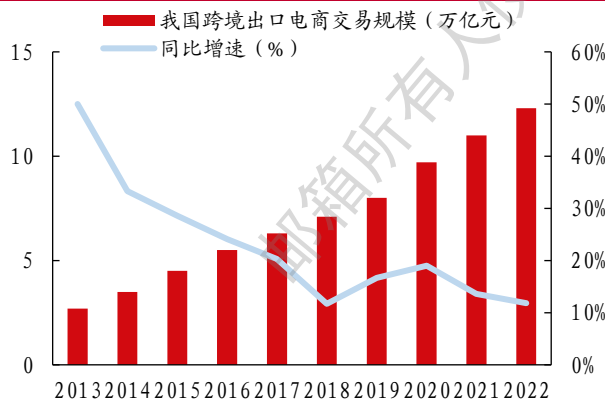
图表 33: 我国跨境电商行业渗透率 (%)



来源: 36 氪, 网经社, 国联证券研究所

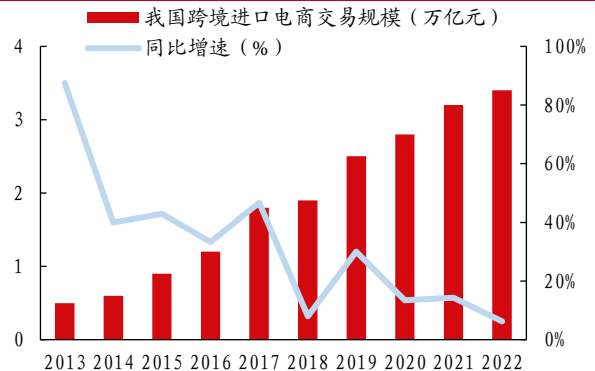
从跨境电商的贸易方向看, 出口占比较高但进口增速更快。根据网经社数据, 2013-2022 年, 我国跨境出口电商交易规模从 2013 年的 2.7 万亿元增长至 2022 年的 12.3 万亿元, CAGR 达 18.4%; 我国跨境进口电商交易规模从 2013 年的 0.5 万亿元增长至 2022 年的 3.4 万亿元, CAGR 达 23.7%。跨境进口电商交易规模增速快于跨境出口电商交易规模增速, 占跨境电商进出口交易规模的比例也由 2013 年的 14.3% 上升至 2021 年的 22.8%。

图表 34: 我国跨境出口电商交易规模及同比增速



来源: 36 氪, 网经社, 国联证券研究所

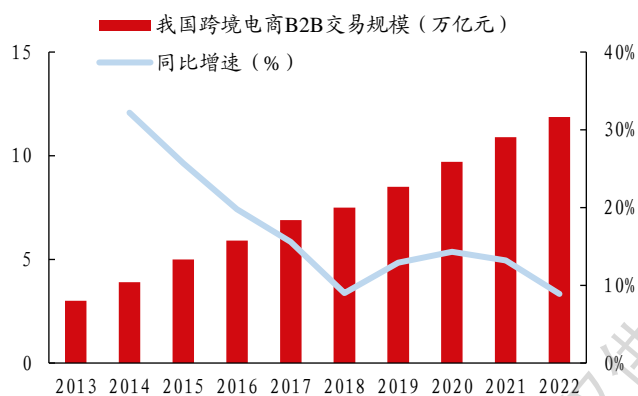
图表 35: 我国跨境进口电商交易规模及同比增速



来源: 36 氪, 网经社, 国联证券研究所

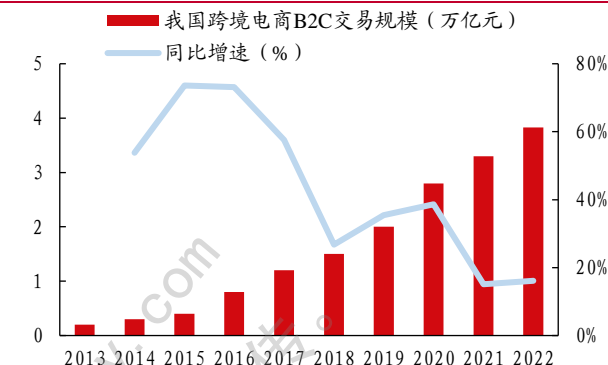
从交易主体属性来看, B2B 模式占比较高但 B2C 模式增速更快。2022 年中国跨境电商的交易模式中跨境电商 B2B 交易占比达 75.6%; 跨境电商 B2C 交易占比 24.4%, 由于增速较高占比提高的势头明显。根据网经社数据, 2013-2022 年, 我国跨境电商 B2B 交易规模从 2013 年的 3 万亿元增长至 2022 年的 11.9 万亿元, CAGR 达 16.5%; 跨境电商 B2C 交易规模从 2013 年的 0.2 万亿元增长至 2022 年的 3.8 万亿元, CAGR 达 38.8%。

图表 36: 我国跨境电商 B2B 交易规模



来源: 36 氪, 网经社, 国联证券研究所

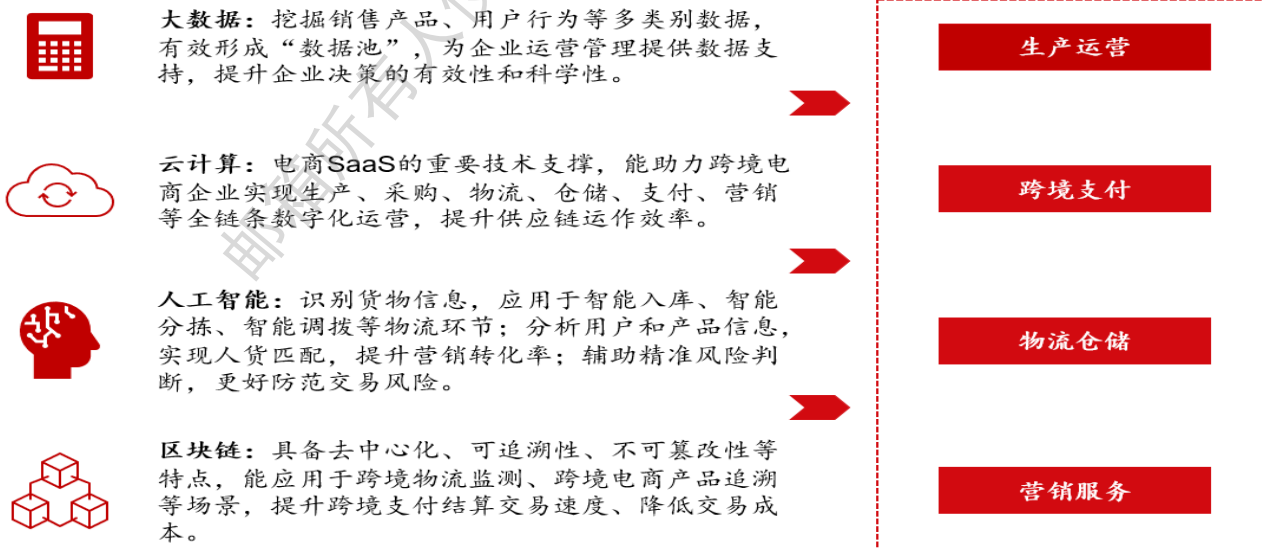
图表 37: 我国跨境进口电商交易规模及同比增速



来源: 36 氪, 网经社, 国联证券研究所

驱动因素一: 数字技术推动行业模式创新和降本增效。近年来大数据、云计算、人工智能、区块链等数字技术的快速发展已成为推动跨境电商行业发展的重要推动力。一方面数字技术的发展催生跨境电商 SaaS、营销等新服务领域。另一方面, 数字技术在生产、采购、交易、支付、风控、结算、物流、仓储、营销等环节的深度应用, 能够有效提升跨境电商物流效率、支付安全性、营销转化率以及企业生产运营决策质量等, 从而提高各环节流转决策效率, 实现全行业的降本增效。

图表 38: 数字技术在跨境电商中的应用

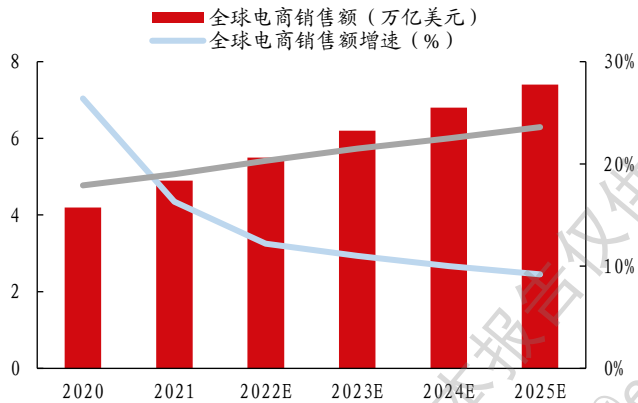


来源: 网经社, 国联证券研究所

驱动因素二: 海外电商渗透率提升推动我国出口跨境电商快速发展。新冠疫情催生全球“宅经济”快速兴起, 消费需求加速向线上转移, 全球电商渗透率持续提升。eMarketer 的数据显示, 2021 年全球电商销售额为 4.9 万亿美元, 电商渗透率为 19%, 较 2020 年提升 1.1pct。预计疫情带来的消费习惯转变在未来仍将延续, 全球电商渗透率有望进一步提升, 2025 年电商渗透率预计将提升至 23.6%, 较 2020 年提升 4.6pct。东南亚、南美等地区电商渗透率目前仍处于较低水平, 存在较大的提升空间,

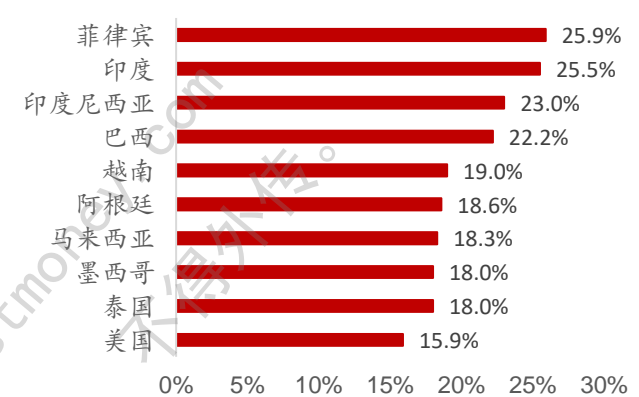
是我国出口跨境电商蓝海市场，未来将持续作为重要的增量贡献区，eMarketer 预测的关于 2022 年全球电商销售额增速最快的十个国家中除美国外均为东南亚和南美国家，其中菲律宾、印度、印度尼西亚、巴西预计电商销售额同比增速均在 20% 以上。

图表 39：全球电商销售额变动情况



来源：eMarketer，国联证券研究所

图表 40：2022 年电商销售额增速最快的十国（预测）



来源：eMarketer，国联证券研究所

驱动因素三：近年来我国跨境电商行业支持政策密集出台。近年来我国各级政府支持跨境电商行业发展的力度不断加大，具体来看，国务院、财政部、海关总署、商务部等部门针对关税、运输、退货等具体环节的一系列支持性政策，从完善制度体系、鼓励新业态新模式等层面规范和引导跨境电商产业发展方向。例如，设立跨境电子商务综合试验区、试行增值税和消费税免税政策、推进海外仓网络覆盖、提高跨境电商企业数字化水平等。

图表 41：我国跨境电商领域的主要政策

时间	部门	政策	主要内容
2013年8月	国务院办公厅	《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的通知》 (国办发〔2013〕89号)	确定电子商务出口经营主体，实施适应电子商务出口的税收政策，建立电子商务出口新型海关监管模式、检验检疫模式、信用体系等
2015年3月	国务院	《关于同意设立中国（杭州）跨境电子商务综合试验区的批复》 (国函〔2015〕44号)	设立全国首个跨境电子商务综合试验区
2018年9月	财政部等四部门	《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)	对符合一定条件的综试区电子商务出口企业出口未取得有效进口凭证的货物，试行增值税、消费税免税政策。
2020年1月	商务部	《关于扩大跨境电商零售进口试点的通知》	进一步扩大跨境电商零售进口试点范围
2020年3月	海关总署	《关于跨境电子商务零售进口商品退货有关监管事宜的公告》 (海关总署公告2020年第45号)	延长退货操作时间、明确退货场地等，优化跨境电子商务零售进口商品退货监管
2020年4月	国务院	国务院常务会议	推出增设跨境电子商务综合试验区，支持加工贸易、广交会网上举办等系列举措。积极应对疫情影响，努力稳住外贸外资基本盘
2020年5月	国家外汇管理局	《关于支持贸易新业态发展的通知》 (汇发〔2020〕11号)	拓宽贸易新业态结算渠道、提升跨境结算效率，满足个人对外贸易结算需求、推动更多外汇业务网上办理，提高贸易外汇收支便利化水平
2020年6月	海关总署	《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”和“9810”，即“跨境电商B2B直接出口”和“跨境电商出口海外仓”，为跨境电商出口申报、通关提供便利
2021年7月	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)	推广数字智能技术应用、完善跨境电商发展支持政策、推进跨境电商综合试验区建设、培育一批优秀海外仓企业、完善覆盖全球的海外仓网络等
2021年10月	商务部、网信办、发改委	《“十四五”电子商务发展规划》 (商电发〔2021〕191号)	规划到2025年，中国跨境电商交易额达2.5万亿元。培育跨境电商配套服务企业，继续推进跨境电商综合试验区建设，加快在重点市场海外仓布局等
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
2022年11月	国务院	《国务院关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	同意在廊坊等 33 个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区

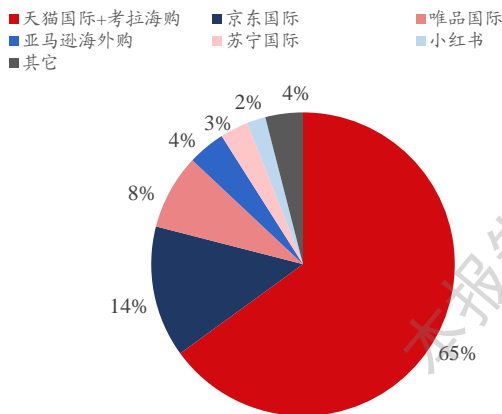
来源：36 氪，艾瑞咨询，公司公告，国联证券研究所

2.3 竞争格局：出口跨境电商市场竞争格局分散

出口跨境电商市场集中度较低，中小电商平台有突围机会。我国进口跨境电商 B2C 市场呈现一超多强的格局，阿里系的龙头地位稳固，天猫国际+考拉海购市场占

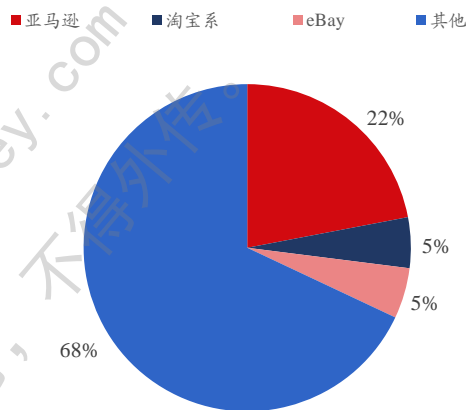
有率为 65%，紧随其后的京东国际、唯品国际、亚马逊海外购市占率分别为 14%、8%、4%。相较于进口跨境电商较为集中的竞争格局，我国出口跨境电商市场集中度较低，中小型电商平台占据主流，亚马逊、淘宝系、eBay 前三大企业市场占有率分别为 22%、5%、5%，我们认为具备核心竞争的中小电商平台有突围机会。

图表 42：2020 年中国跨境进口电商 B2C 竞争格局



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表 43：2020 年中国跨境出口电商市场竞争格局



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

2.4 行业壁垒：“泛品”重运营 + “精品”重品牌

选品策略可分为精品和泛品，两种选品策略对应不同的运营模式。泛品策略下 SKU 能够达到数万到数十万个，精品策略下 SKU 数量通常在 1 万个以内。两种产品策略对应不同的运营模式，有各自的优势。选择泛品的公司无法对某一个产品投入较多的资源，自主设计研发的可能性降低，但是产品线较为丰富并且规模优势较为明显；精品模式虽然 SKU 较少，难以全方位覆盖市场，但可以通过重点打造具备高品质、高性价比的“爆款”产品来带动整个垂直领域市场。

图表 44：跨境出口电商运营模式对比

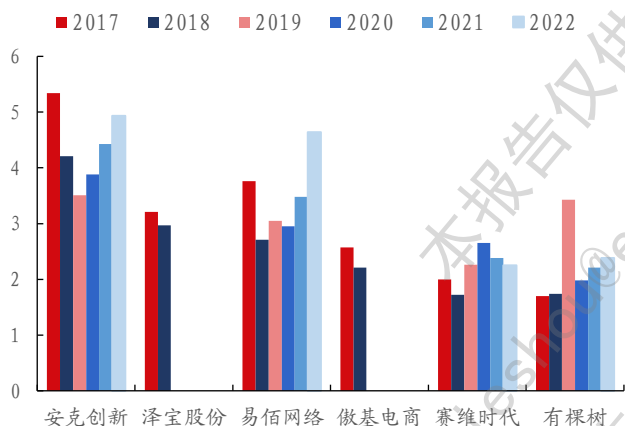
公司名称	运营模式	品类	产品种类数量
安客创新	精品	充电类、智能创新类、无线音频类产品	截止 2020 年 1 月末产品种类超过 1000 种 PN
泽宝	精品	智能小家电、电脑手机周边类、电源类、家私类产品	截止 2022 年末，2000+SKU
晨北科技	精品	小家电	
致欧科技	精品	家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等家居类产品	截止 2022 年 12 月 31 日，产品 SKU 数量达 3335 个
傲基科技	泛品+精品	3C 数码、电动工具、智能家电、家居及大健康品类	SKU 数量预计超过 60 万个
三态股份	泛品+精品	兴趣爱好、家居生活、工具配件、潮流时尚、数码科技等五大品类	截止 2023 年 5 月在售的 SKU 约 83 万个
赛维时代	泛品+精品	服饰配饰、百货家具、运动娱乐、数码汽摩四大品类	截止 21 年亚马逊平台有 SKU 数量 20.49 万个
有棵树	泛品+精品	3C 电子产品、生活用品类、家居用品及建材、体育用品及玩具、航模配件及汽摩配件、服装鞋包类等	截止 22 年底实现销售的 SKU 达 19.05 万款
跨境通	泛品+精品	主要产品品类为服装类、家居类、母婴类以及保健品、美妆品类等	仅 ZAFUL 自营平台在线 SKU 数 11.6 万个
华凯易佰	泛品+精品	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、户外运动等产品	2022 年在售产品 SKU 超过 50 万款

来源：公司公告，跨境知道，证券时报网，国联证券研究所

“泛品”与“精品”两种模式所需要的关键资源能力不同。我们认为泛品和精品

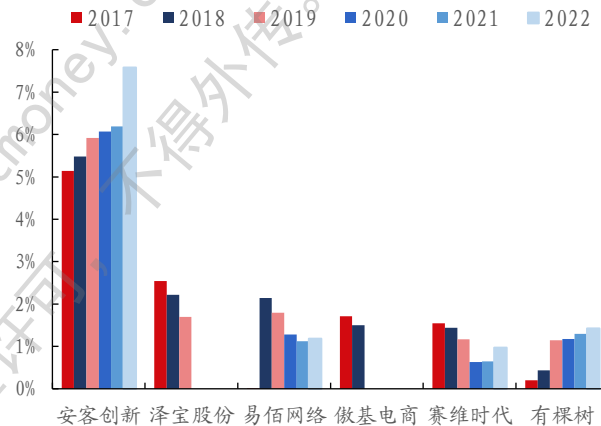
两种模式并无优劣之分,主要系企业所拥有的关键资源和运营管理能力有不同的侧重点。1) 精品模式下公司需要通过投入较高的研发费用来打造出高品质、高性价比的“爆款”产品,并以此来实现品牌化的目标,从而实现产品溢价。爆款模式下库存低、周转快,运营压力相对较小;2) 泛品模式通常以更多的 SKU 来覆盖全方位的需求,对企业的运营能力要求更高,因此泛品类电商通常需要拥有较强的信息化管理能力来打造高效率的产品供应链。泛品模式下由于采购种类多、量大,规模优势相对明显。

图表 45: 精品模式下存货周转率较高(次/年)



来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所

图表 46: 精品模式下研发费用率较高(%)

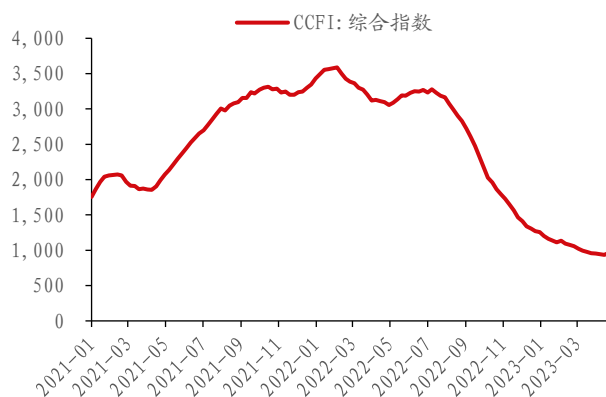


来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所

2.5 边际变化: 运费下降+去库存取得进展

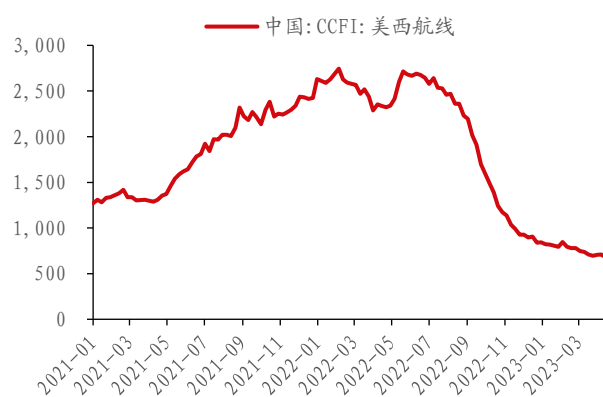
国际海运费用下降,跨境电商企业盈利能力迎来边际改善。弗若斯特沙利文报告显示中国跨境出口 B2C 电商卖家最大成本开支为商品成本和物流成本,占比分别为 25-35%, 15%-30%, 物流成本变动对跨境电商企业的盈利水平有重大影响。2022Q3 开始,国际航运的海运价格开始逐步回落,中国出口集装箱运价指数(CCFI)较前期 22 年高点下降 70-80%,分航线来看,主干航线均呈现持续下跌的趋势,中国-美西航线、中国-欧洲航线、中国-美东航线 CCFI 分别下降较 22 年高点下降 74%、80%、70%。

图表 47: 中国出口集装箱运价综合指数



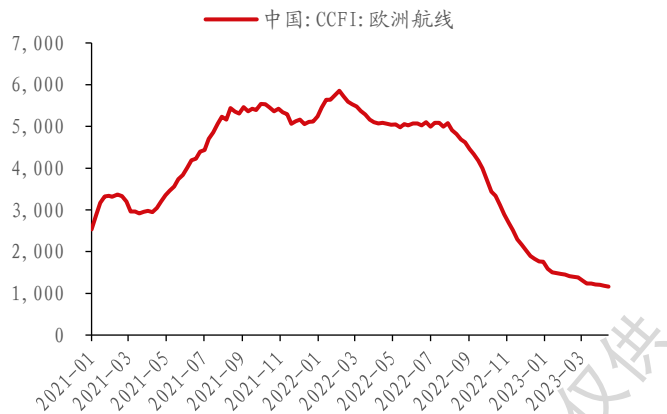
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 48: 中国出口集装箱运价综合指数-美西航线



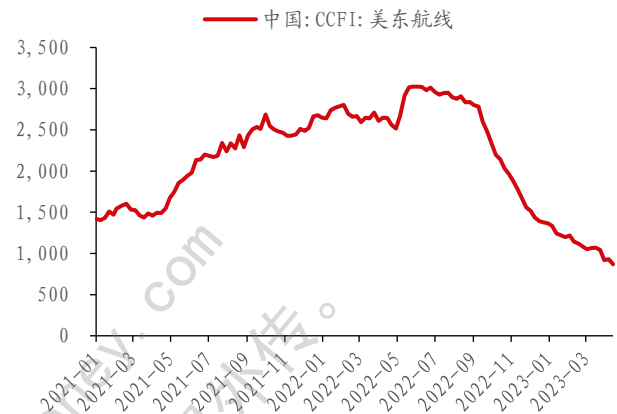
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 49: 中国出口集装箱运价综合指数-欧洲航线



来源: Wind, 国联证券研究所

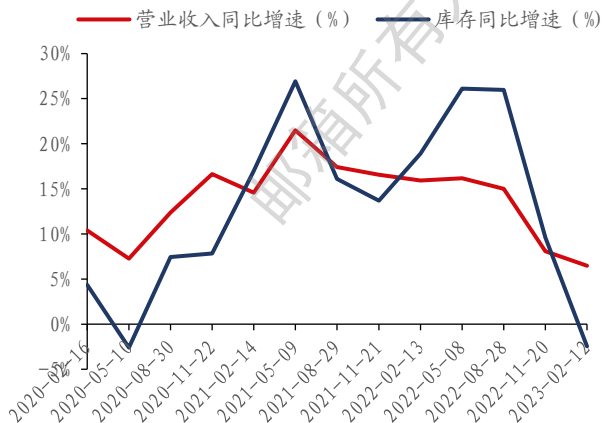
图表 50: 中国出口集装箱运价综合指数-美东航线



来源: Wind, 国联证券研究所

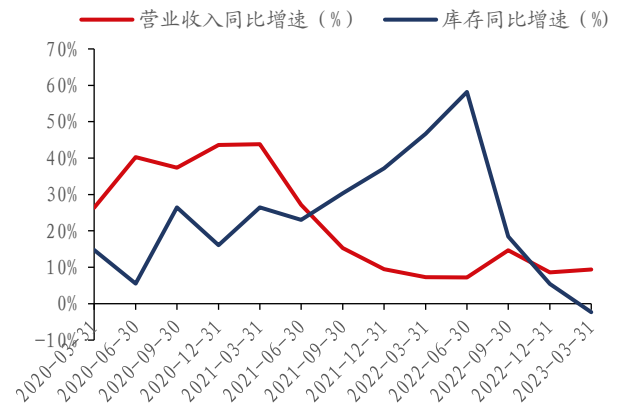
美国主要零售商去库存取得阶段性进展, 跨境出口行业有望迎来边际改善。疫情期间居家叠加政府发放补贴等, 刺激了美国消费者的消费欲望, 零售业实现大幅度增长, 大型零售商供应链经理过于乐观, 纷纷加大采购库存额度以满足高涨的消费需求, 为 2021 年下半年开始的高库存埋下伏笔。从 2020 年开始美国零售商先后经历了缺库存, 补库存、去库存三个阶段, 截止 2023Q1, 包括 Costco、Amazon 在内的美国主要零售商期末库存同比增速均已低于销售增速。随着零售商去库存取得阶段性进展, 补新货需求有望得到提振, 跨境出口电商有望迎来边际改善。

图表 51: Costco 库存与销售同比增速



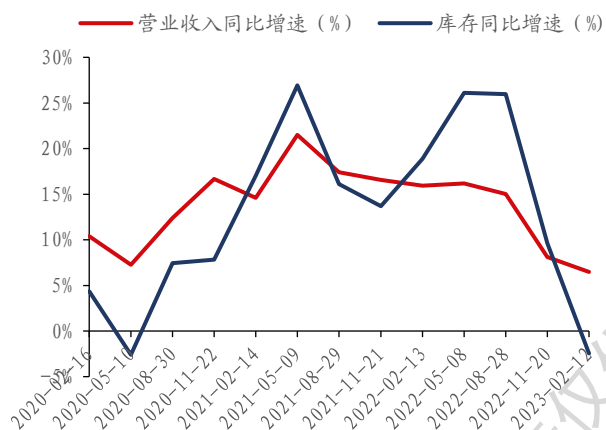
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 52: Amazon 库存与销售同比增速



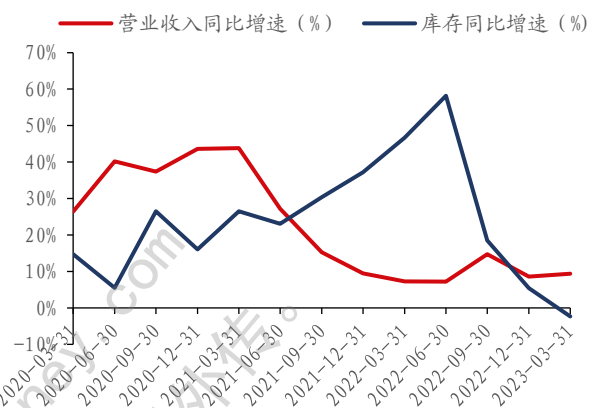
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 53: Walmart 库存与销售额同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 54: Target 库存与销售额同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

3. 核心优势：多元化经营+信息化管理+布局 SaaS

3.1 多元化经营：多品牌、多市场有效降低经营风险

公司销售区域较为分散，不存在对单个目标市场的绝对依赖。公司的销售地区主要为美国、英国、德国、法国等发达国家市场，其中美国为公司最大的市场，2022 年收入占比约 27%。此外易佰网络敏锐抓住东南亚、南美洲甚至非洲等发展中国家和地区电商市场的巨大发展潜力，积极布局上述新兴市场，为未来销售额的持续高增长打下坚实基础。

图表 55：2020 年易佰网络各区域收入分布

	2020 年销售金额（万元）	占比
美国	85208.84	20.02%
德国	51137.47	12.01%
英国	50397.58	11.84%
法国	46249.96	10.86%
意大利	32014	7.52%
加拿大	26658.74	6.26%
西班牙	25928.91	6.09%
墨西哥	15325.26	3.60%
日本	13815.63	3.25%
澳大利亚	10628.89	2.50%
泰国	7921.04	1.86%
菲律宾	7763.29	1.82%
奥地利	6979.21	1.64%
马来西亚	4281.14	1.01%
印度尼西亚	3409.54	0.80%
其他	37992.34	8.92%
合计	425708.84	425708.84

来源：公司公告，国联证券研究所

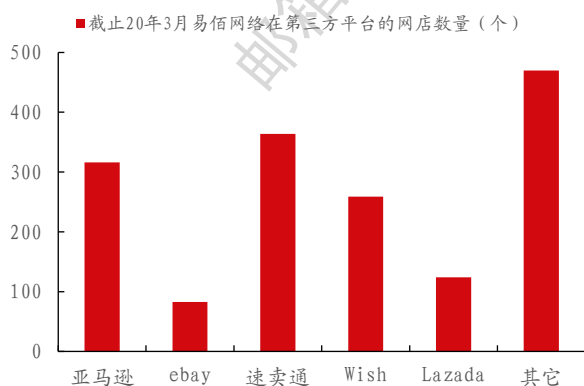
图表 56: 2022 年全球各主要区域电商销售的增长情况



来源: eMarketer, 国联证券研究所

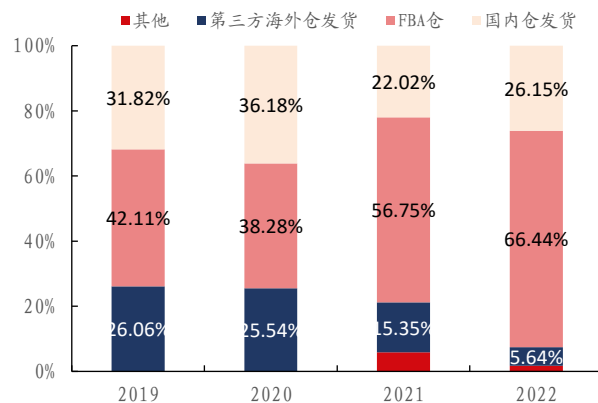
公司多平台布局、多种仓储模式协同发展有效降低经营风险。在平台开拓方面,公司在亚马逊、ebay、速迈通、Wish、Lazada 等主流第三方平台均有开设网店。此外公司也积极布局新兴市场的第三方电商平台。其中,公司在东南亚电商平台 Shopee 上的布局卓有成效,2019 年、2020 年实现收入同比分别增长 230.48%、36.32%。仓储模式方面,公司在海外仓发货、FBA 仓发货、国内仓发货等经营模式上均衡发展,公司通过最大化地发挥各种模式的优势来动态应对市场变化,有效分散经营风险。

图表 57: 公司在主要平台上均开设网店



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 58: 公司仓储发货



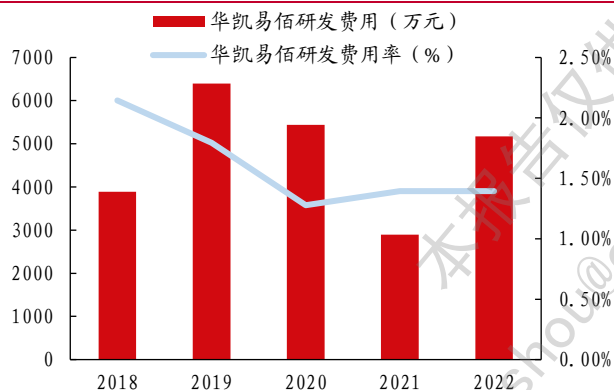
来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.2 信息化管理: AIGC 赋能智能系统实现降本增效

信息化方面的持续投入确保公司的核心竞争力。泛品类跨境电商在产品开发和采购渠道方面通常不存在明显的进入壁垒或门槛,但在采购备货、销售运营、库存管控等核心业务环节的运营能力和管理效率存在较大差异。公司的核心竞争优势体现在自主研发和不断完善的信息系统。公司在信息化方面持续研发投入,最近两年易佰网

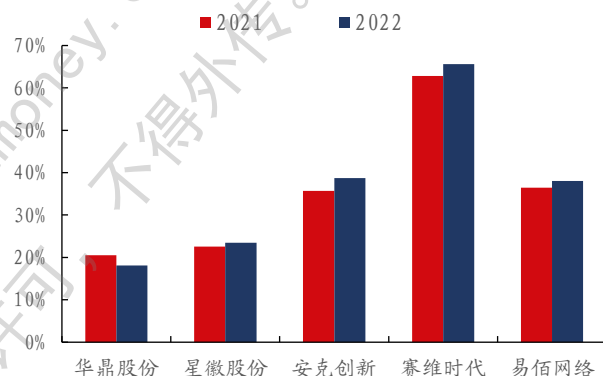
络对内部管理系统投入研发费用比率为 1.54%，高于其他泛品类跨境出口电商企业约 0.9% 的均值水平。此外公司已经在智能刊登、智能调价、智能广告等业务环节应用 AIGC 技术，公司通过系统升级迭代，不断优化基础销售人员规模，降低成本，提高人效，公司销售人员数量从 2019 年上半年的 1728 人减少至 2022 年的 928 人；公司人均销售额从 2018 年的 105.56 万元提升至 2022 年的 202.62 万元。盈利能力方面，易佰网络 2021、2022 年毛利率优于同业公司平均水平。

图表 59：18、19 年集中进行了数字化系统研发投入



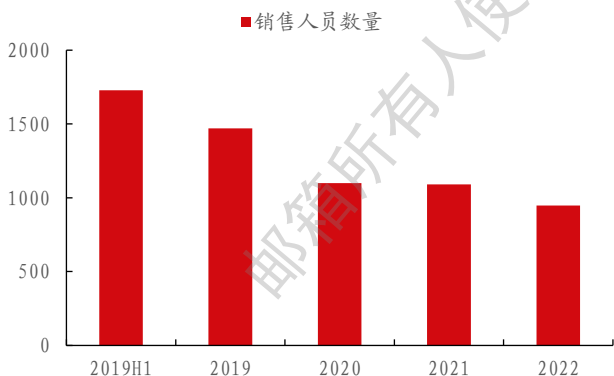
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 60：2022 年易佰网络及同业公司毛利率对比



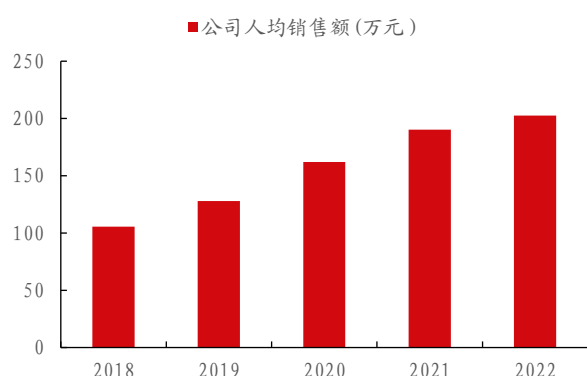
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 61：公司销售人员数量



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 62：公司人均销售额（万元）



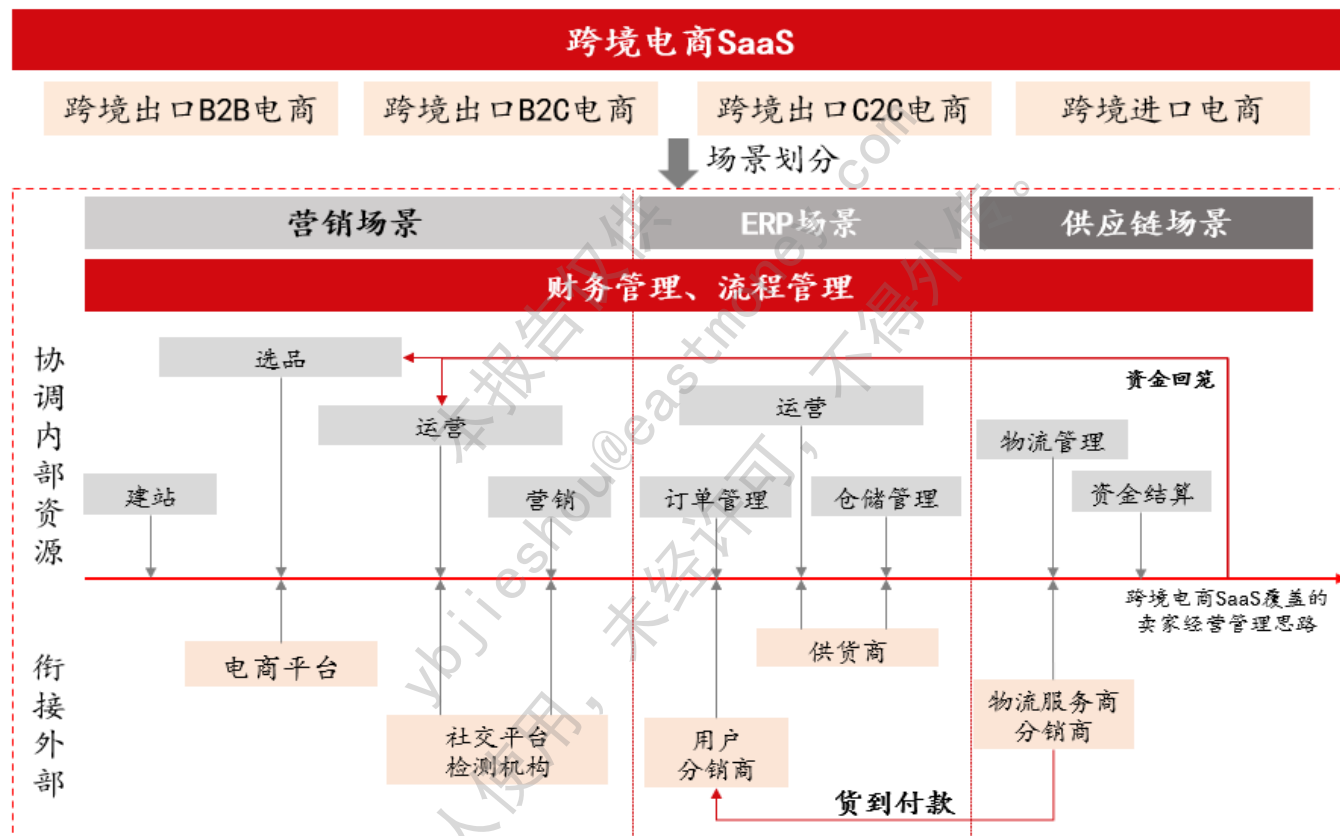
来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 布局 SaaS：“亿迈”跨境电商综合服务有望打造第二成长曲线

跨境电商 SaaS 涵盖营销、ERP 和供应链三大应用场景，21-25 年预计以 31.76% 的复合增速增长。跨境电商 SaaS 是指为跨境电商卖家及相关服务商提供经营及管理的各类 SaaS 软件及服务。根据跨境电商卖家经营管理链路，可将跨境电商 SaaS 划分为营销、ERP 和供应链三大应用场景。根据艾瑞咨询测算，2021 年中国跨境电商 SaaS 市场规模为 73 亿元，同比增速为 75.8%。其中营销场景的 SaaS 占比最高，市场规模占比约 66%。2022 年上半年由于受到海运费上涨、疫情反复、海外通胀等影响，跨境电商发展增速放缓，跨境 SaaS 的增速也受到影响。其中 ERP 场景和供应链场景 SaaS 受影响较大，营销 SaaS 仍维持较高增速。未来随着跨境电商营销

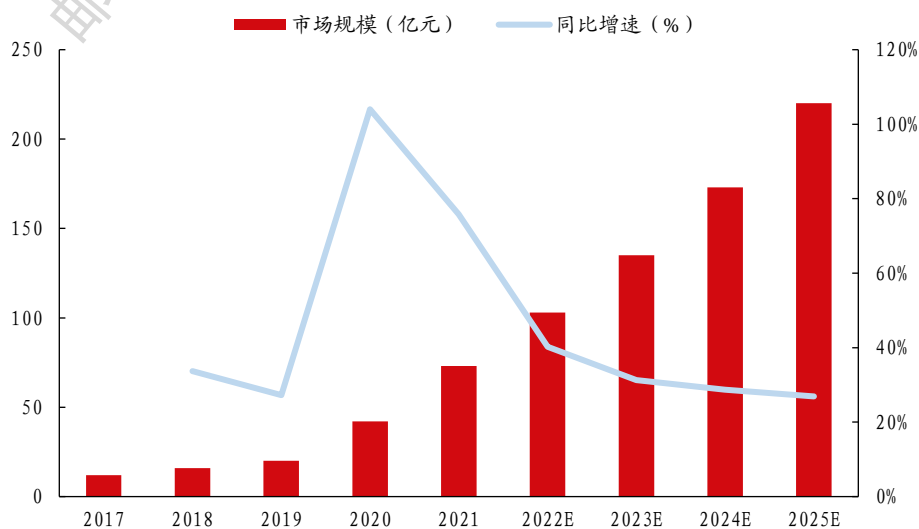
SaaS 功能的完善和供应链 SaaS 渗透加深，预计 2025 年跨境电商 SaaS 市场规模将达到 220 亿元，21-25 年 CAGR 为 31.7%。

图表 63: 跨境电商 SaaS 分类



来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表 64: 跨境电商 SaaS 市场规模及同比增速



来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

亿迈平台为卖家提供全方位的跨境业务解决方案。公司于 2021 年创立“亿迈” (EasySeller) 一站式跨境电商综合服务平台，旨在为卖家提供全方位的跨境业务解

决方案，解决商户所有痛点，提供包括“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，相较于行业内其他提供 SaaS 服务的公司，亿迈具有能够提供全链条服务的独特优势。公司通过将自身的数字化能力、仓储物流能力开放给中小卖家来获取采购贷款收入和服务费收入，2022 年亿迈生态平台实现营业收入 2.72 亿元。

图表 65：亿迈平台的六大核心业务



来源：亿迈 Easy Seller 公众号，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

华凯易佰盈利预测假设：

1) 泛品业务：基于公司在供应链管控和运营效率方面具备的经验和优势，以及海外零售商去库存取得阶段性进展，我们假设公司的泛品业务维持稳定高速增长，预计 2024-2025 年收入同比增速分别为 23%/20%。毛利率方面，海运费大幅回落，企业盈利能力迎来边际改善，假设 2023-2025 年泛品业务毛利率分别为 39.5%/39.7%/39.8%。

2) 精品业务：精品业务为公司的新业务，目前由于发展时间短体量较小，我们预计精品业务未来的增速高于泛品业务，假设 2023-2025 年精品业务收入同比增速分别为 50%/48%/30%。精品业务毛利率和泛品业务接近，但是由于起步较晚，假设毛利率略低于泛品业务，2023-2025 年精品业务毛利率分别为 39.0%/39.4%/39.6%。

3) 跨境出口电商综合服务（亿迈生态平台）：亿迈具备独特的优势，相比于同行能够提供全链条服务，预计将成为公司未来营收的增长引擎，2023-2025 年收入同比增速分别为 194%/50%/40%；毛利率分别为 17.3%/17.5%/17.8%。

4) 空间环境艺术设计：目前公司已不再承接新的展馆项目，原有的业务和资源全部转移到全资子公司“上海华凯展览展示工程有限公司”，现有专人负责推进相关款项催收工作，预计该项业务未来不会产生营业收入。

预计公司 2023-25 年营收分别为 60.10/77.56/96.34 亿元，对应增速分别为 36.07%/29.05%/24.21%；费用端方面，假设公司费用率持续降低，考虑到 23 年易佰网络实现净利润超过 2.9 亿元部分的 50%可以提取作为超额业绩奖励，预计 23 年超额业绩奖励为 0.62 亿元，计入超额业绩奖励后的管理费用为 3.2 亿元。23-25 年归母净利润分别为 3.59/5.27/6.51 亿元，对应增速分别 66.00%/46.85%/23.48%。

图表 66: 按业务拆分的盈利预测

项目 (亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
泛品业务			46.00	56.58	67.90
YOY				23.00%	20.00%
毛利率			39.50%	39.70%	39.80%
毛利			18.17	22.46	27.02
精品业务		4.00	6.00	8.88	11.54
YOY			50.00%	48.00%	30.00%
毛利率			39.00%	39.40%	39.60%
毛利			2.34	3.50	4.57
跨境出口电商综合服务		2.72	8.00	12.00	16.80
YOY			193.83%	50.00%	40.00%
毛利率			17.30%	17.50%	17.80%
毛利			1.38	2.10	2.99
空间环境艺术设计	1.21	0.33			
YOY	-10.73%	-72.68%			
毛利率					
毛利					
其他	0.15	0.03	0.10	0.10	0.10
YOY	1093.44%	97.37%			
毛利率			24.00%	24.00%	24.00%
毛利			0.02	0.02	0.02
营业总收入	20.75	44.17	60.10	77.56	96.34
YOY		112.88%	36.07%	29.05%	24.21%
毛利率	37.25%	37.92%	36.47%	36.21%	35.92%
毛利	7.73	16.75	21.92	28.08	34.61
营业成本	13.02	27.42	38.18	49.48	61.73
销售费用	5.8	10.88	13.88	17.84	22.16
销售费用率	27.95%	24.63%	23.10%	23.00%	23.00%
管理费用	1.5	2.43	3.20	3.26	3.81
管理费用率	7.23%	5.50%	5.32%	4.20%	3.95%
研发费用	0.29	0.52	0.69	0.88	1.06
研发费用 (%)	1.40%	1.18%	1.15%	1.13%	1.10%
归母净利润	-0.87	2.16	3.59	5.27	6.51
YOY			66.00%	46.85%	23.48%

来源: iFinD, 国联证券研究所测算

4.2 估值与投资建议

1) 绝对估值法: 参考十年期国债利率给予 2.73% 的无风险利率, 市场预期回报率参考近十年沪深 300 年化收益率, 给予 8.76%, 并将华凯易佰预测期分为三个阶段: 1) 2023-2025 年为第一阶段, 逐年预测; 2) 2026-2031 年为第二阶段, 此时逐

渐步入稳健增长阶段，给予第二阶段 20% 的复合增长率；3) 2031 年以后为第三阶段，给予永续增长率 2.6%。最终 FCFF 估值测算得公司股票价值为 29.49 元/股。

图表 67：基本假设关键参数

估值假设	数值
无风险利率 R_f	2.73%
市场预期回报率 R_m	8.76%
第二阶段年数 (年)	6
第二阶段增长率	20.00%
永续增长率	2.60%
有效税率 T_x	12.61%
K_e	9.85%
K_d	3.00%
WACC	9.56%

来源：iFinD，国联证券研究所

图表 68：FCFF 估值明细 (百万元)

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	510.26	5.85%
第二阶段	2,028.73	23.25%
第三阶段 (终值)	6,186.64	70.90%
企业价值 AEV	8,725.62	
加：非核心资产	42.67	0.49%
减：带息债务(账面价值)	104.40	1.20%
减：少数股东权益	134.79	1.54%
股权价值	8,529.10	97.75%
除：总股本(股)	289,175,621.00	
每股价值(元)	29.49	

来源：iFinD，国联证券研究所

2) 相对估值法：我们选取同为跨境电商企业的吉宏股份、安客创新、焦点科技作为可比公司，最新收盘价对应的 2023 年可比公司平均 PE 为 26 倍。我们参考可比公司，给予公司 23 年 26 倍 PE，对应目标价 32.24 元。

图表 69：行业可比公司盈利预测与 PE 估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
002803.SZ	吉宏股份	80.37	4.29	5.39	6.56	18.73	14.92	12.26
300866.SZ	安客创新	353.31	13.58	15.90	18.69	26.02	22.22	18.90
002315.SZ	焦点科技	124.21	3.76	4.76	6.01	33.01	26.10	20.66
行业平均						25.92	21.08	17.27
300592.SZ	华凯易佰	77.07	3.59	5.27	6.51	21.47	14.62	11.84

来源：iFinD，国联证券研究所测算；注：股价为 2023 年 6 月 27 日收盘价，可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期

综合考虑 PE 估值法和 FCFF 估值法，给予公司 2023 年 26 倍 PE，对应目标价 32.24 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1) 海外经济波动风险。公司主要从事跨境出口电商业务，如果未来海外经济增长放缓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，加剧公司经营压力。

2) 行业竞争加剧风险。目前跨境出口电商行业尚处在起步阶段，竞争格局较为分散，新进入者为争夺流量可能加大市场投入，促使竞争态势加剧。

3) 人民币汇率波动风险。若未来人民币出现大幅升值波动，将会在某种程度上影响公司出口产品的销售价格，进而削弱公司产品的市场竞争力。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	485	848	1,015	1,397	1,885	营业收入	2,075	4,417	6,010	7,756	9,634
应收账款+票据	402	415	564	728	905	营业成本	1,302	2,742	3,818	4,948	6,173
预付账款	30	35	47	61	76	税金及附加	3	4	0	0	0
存货	583	598	833	1,079	1,347	营业费用	580	1,088	1,388	1,784	2,216
其他	201	28	36	45	55	管理费用	179	294	389	413	487
流动资产合计	1,701	1,923	2,495	3,310	4,267	财务费用	30	-3	0	-3	-5
长期股权投资	17	17	17	17	17	资产减值损失	-10	-10	-13	-17	-22
固定资产	359	325	274	223	172	公允价值变动收益	2	0	0	0	0
在建工程	3	0	0	0	0	投资净收益	-3	-3	2	2	2
无形资产	119	106	88	71	53	其他	-35	8	5	2	0
其他非流动资产	770	758	754	750	750	营业利润	-58	286	409	602	744
非流动资产合计	1,268	1,205	1,132	1,060	991	营业外净收益	0	2	2	2	2
资产总计	2,969	3,128	3,628	4,370	5,258	利润总额	-59	288	411	604	746
短期借款	1	62	0	0	0	所得税	23	44	52	77	95
应付账款+票据	455	352	490	636	793	净利润	-82	244	359	527	651
其他	133	208	288	373	465	少数股东损益	5	28	0	0	0
流动负债合计	589	623	779	1,008	1,258	归属于母公司净利润	-87	216	359	527	651
长期带息负债	75	42	26	12	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	117	126	126	126	126	成长能力					
非流动负债合计	192	168	152	138	126	营业收入	1,435.08%	112.88%	36.06%	29.05%	24.21%
负债合计	781	790	931	1,146	1,383	EBIT	51.93%	1,084.97%	43.95%	46.32%	23.33%
少数股东权益	101	135	135	135	135	EBITDA	104.38%	14,160.11%	41.35%	39.36%	20.22%
股本	289	289	289	289	289	归母净利润	-39.88%	347.39%	66.00%	46.85%	23.48%
资本公积	1,745	1,691	1,691	1,691	1,691	获利能力					
留存收益	53	223	582	1,109	1,759	毛利率	37.24%	37.92%	36.47%	36.21%	35.92%
股东权益合计	2,188	2,338	2,697	3,224	3,875	净利率	-3.95%	5.52%	5.97%	6.80%	6.76%
负债和股东权益总计	2,969	3,128	3,628	4,370	5,258	ROE	-4.19%	9.81%	14.01%	17.06%	17.40%
现金流量表						ROIC	-10.30%	13.35%	17.86%	23.01%	25.02%
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	-82	244	359	527	651	资产负债	26.29%	25.26%	25.66%	26.23%	26.31%
折旧摊销	31	57	73	73	69	流动比率	2.89	3.09	3.20	3.28	3.39
财务费用	30	-3	0	-3	-5	速动比率	1.83	2.06	2.06	2.14	2.25
存货减少	-565	-15	-235	-246	-267	营运能力					
营运资金变动	272	-40	-187	-203	-219	应收账款周转率	5.16	10.65	10.65	10.65	10.65
其它	636	43	234	245	266	存货周转率	2.23	4.58	4.58	4.58	4.58
经营活动现金流	323	285	244	392	494	总资产周转率	0.70	1.41	1.66	1.77	1.83
资本支出	63	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	-222	149	0	0	0	每股收益	-0.30	0.75	1.24	1.82	2.25
其他	-99	-5	1	1	1	每股经营现金流	1.12	0.99	0.84	1.36	1.71
投资活动现金流	-257	144	1	1	1	每股净资产	7.22	7.62	8.86	10.68	12.93
债权融资	-57	28	-78	-14	-12	估值比率					
股权融资	167	0	0	0	0	市盈率	-89.30	36.09	21.74	14.81	11.99
其他	178	-110	0	3	5	市净率	3.74	3.54	3.05	2.53	2.09
筹资活动现金流	287	-82	-78	-11	-7	EV/EBITDA	2,135.63	12.21	15.55	10.83	8.62
现金净增加额	338	360	167	382	488	EV/EBIT	-176.78	14.63	18.29	12.13	9.42

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 6 月 28 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695