



跨境出口电商业务有望保持快速增长，数字化技术助力运营效率提升 — 华凯易佰 (300592.SZ) 投资价值分析报告

● 跨境出口电商有望继续保持快速增长

跨境出口电商作为外贸新业态，近几年在政策支持、社交媒体兴起、电商渗透率提升等多因素作用下，保持快速增长。据海关数据，2023 年上半年跨境电商出口规模达到 8,210 亿元，同比增长 19.9%。目前海外核心通胀率下降缓慢，东南亚、拉美等新兴市场国家电商渗透率仍有较大提升空间，制造业优势下我国高性价比商品出海前景广阔。据艾瑞咨询预计，未来三年伴随经济复苏，跨境出口电商行业有望以 16.4% 的年均复合增长率增长，至 2025 年突破 10 万亿元。

● 不断开拓新兴市场，有望带来新增量

公司销售目的地分布较为广泛，涉及约 200 个国家和地区，其中美国是第一大市场。公司销售产品均是高性价比的日用商品，一定程度上能够抵抗海外高通胀风险。同时，墨西哥及拉美地区人口基数大，电商渗透率低，未来增长潜力巨大。目前公司泛品业务已形成一定规模优势，随着泛品及精品业务销售规模扩大，公司采购成本及航运成本有望进一步降低，公司毛利率及净利率都仍有改善空间。

● 数字化投入不断提升运营效率

目前，公司的系统已形成智能刊登、智能广告、智能备货以及智能调价等多个核心功能模块，在业务应用中已经取得良好效果。数字化技术助力下，公司在基础人员减少的同时，销售额保持了相对稳定状态，实现人效明显提升。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 64.96、83.97、108.61 亿元，YOY 分别为 47.07%、29.26%、29.35%；EPS 分别为 1.37、1.76、2.33 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 31.51 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

宏观经济波动的风险、亚马逊平台集中度较高的风险、国际货物运价上涨风险、汇率波动风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,417.02	6,495.90	8,396.91	10,861.48
YOY	112.88%	47.07%	29.26%	29.35%
归母净利润	216.23	397.29	508.04	674.90
EPS	0.75	1.37	1.76	2.33
P/E	33.21	18.07	14.13	10.64

数据来源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券研究部

商贸零售行业组

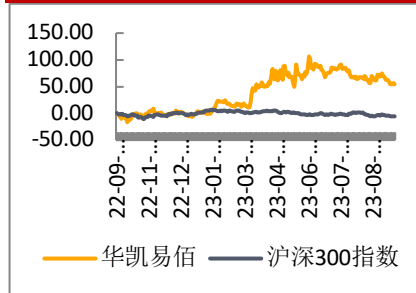
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2023.9.22

收盘价（元）	24.83
一年中最低/最高（元）	33.54/12.45
总市值（亿元）	71.80
ROE（加权）	9.42%
PE（TTM）	21.06

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	4
1.1 行业基本信息	4
1.2 行业竞争格局	5
1.3 行业成长空间	6
二、公司主要业务板块经营情况分析	8
2.1 公司主营业务及产品介绍	8
2.2 公司经营业绩情况	10
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	11
2.3.1 多元化业务	11
2.3.2 数字化优势	11
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	12
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	14
四、公司估值分析	16
4.1 P/E 模型估值	16
4.2 DCF 模型	16
五、公司未来六个月内投资建议	17
5.1 公司股价催化剂分析	17
5.2 公司六个月内的目标价	17
六、公司投资评级	18
七、风险提示	18



图表目录

图 1: 全球电子商务零售额及电商渗透率	4
图 2: 2022 年各国电商零售额增速 TOP10.....	4
图 3: 跨境电商进出口数据	5
图 4: 跨境电商出口目的地	5
图 5: 各地区经济增速预测	7
图 6: 中国出口集装箱运价指数	8
图 7: 中国跨境出口电商行业规模及增速预测	8
图 8: 公司营收及增速	10
图 9: 公司归母净利润及增速	10
图 10: 公司毛利率及净利率	10
图 11: 公司各项费用率走势	10
图 12: 可比公司存货周转率对比	13
图 13: 可比公司应收账款周转率对比	13
图 14: 可比公司总资产周转率对比	13
图 15: 可比公司销售费用率对比	13
图 16: 可比公司管理费用率对比	13
图 17: 可比公司财务费用率对比	14
图 18: 可比公司毛利率对比	14
图 19: 可比公司净利率对比	14
图 20: 可比公司 ROE 对比	14
图 21: 可比公司 PE(TTM)对比	16
表 1: 2023-2025 年公司收入预测	15
表 2: 可比公司估值表 (截止 2023 年 9 月 20 日)	16
表 3: DCF 模型估值	17

一、公司所属主要行业情况分析

1.1 行业基本信息

跨境电商是指分属不同关境的交易主体，通过电子商务的手段将传统进出口贸易中的展示、洽谈、成交等环节电子化，并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动，分为 B2B、B2C 模式。其中，B2C 跨境电商是企业为个人消费者提供在线商品购买、在线信息咨询等服务，企业通过电商平台向消费者销售商品，消费者可直接向企业购买商品。

近几年，国家各部门在税收、物流、营销、监管及结算等方面出台多项政策支持跨境电商发展。税收方面，政策规定对符合规定的退运进境商品，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。物流层面，国家出台多项政策支持企业加快海外仓布局，完善企业出口的运输渠道等。营销层面，国家鼓励出口企业以数字化助力“创品牌”，支持跨境电商开展海外营销推广，巩固增强中国品牌国际竞争力。

受此前疫情、社交电商兴起等多因素影响，各国电子商务保持快速增长。根据艾瑞咨询数据，全球电子商务零售额从 2017 年的 2.4 万亿美元增长至 2022 年的 5.5 万亿美元，5 年复合增长率为 18.04%。全球电商渗透率也从 2017 年的 10.4% 提升至 2022 年的 20.3%。分区域看，2022 年，菲律宾、印度、印度尼西亚、巴西、越南电子商务增速分别达到 25.9%、25.5%、23.0%、22.2%、19.0%，5 个东南亚国家电子商务零售额增速居于全球 TOP10，相较于较为饱和的欧美市场，东南亚市场逐步崛起，海外零售端电商化发展势头将为我国跨境出口电商带来机遇。

图 1：全球电子商务零售额及电商渗透率

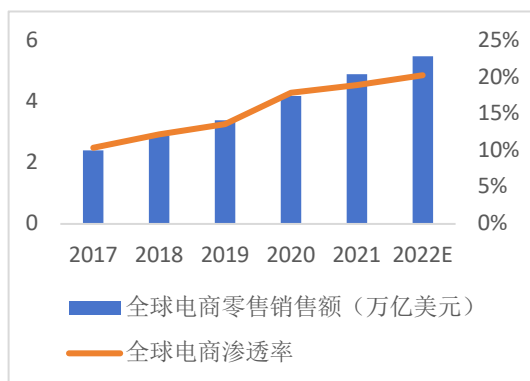
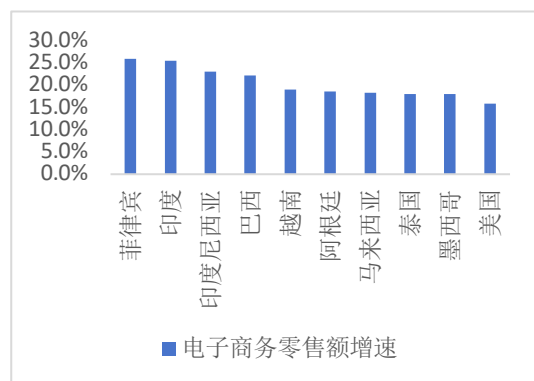


图 2：2022 年各国电商零售额增速 TOP10

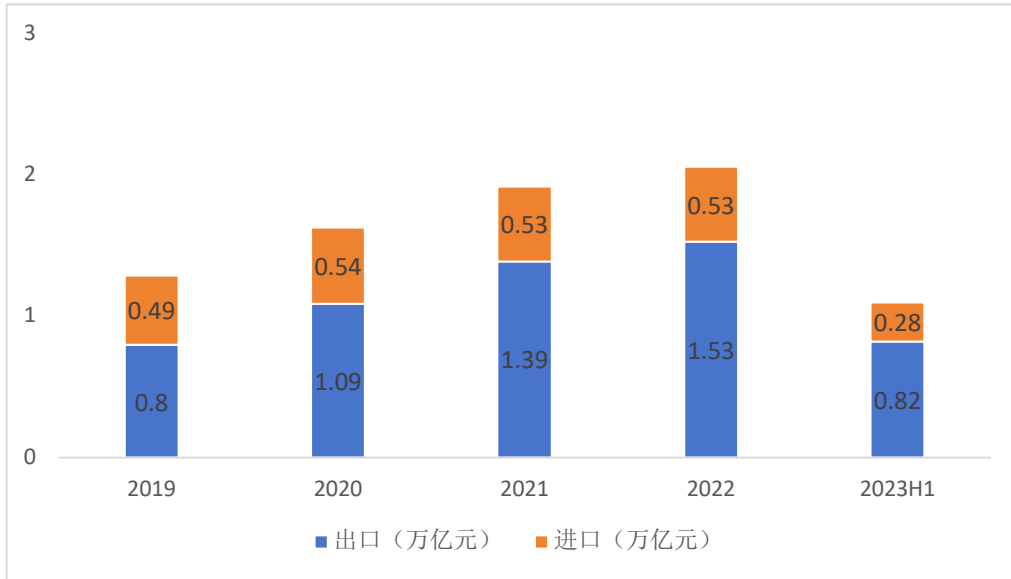


数据来源：艾瑞咨询，华通证券研究部

根据海关数据，2022 年，我国跨境电商进出口规模达到 2.1 万亿元，同比增长 7.1%。其中，出口 1.53 万亿元，增长 10.1%。2023 上半年，我国跨境电商进出口 1.1 万亿元，同比增长 16%。其中，出口 8,210 亿元，增长 19.9%，进口 2,760 亿元，增长 5.7%。在全球经济增速放缓、人民币汇率频繁波动、俄乌冲突等因素影响下，跨境出口电商的市场活力和增长韧

性较强。

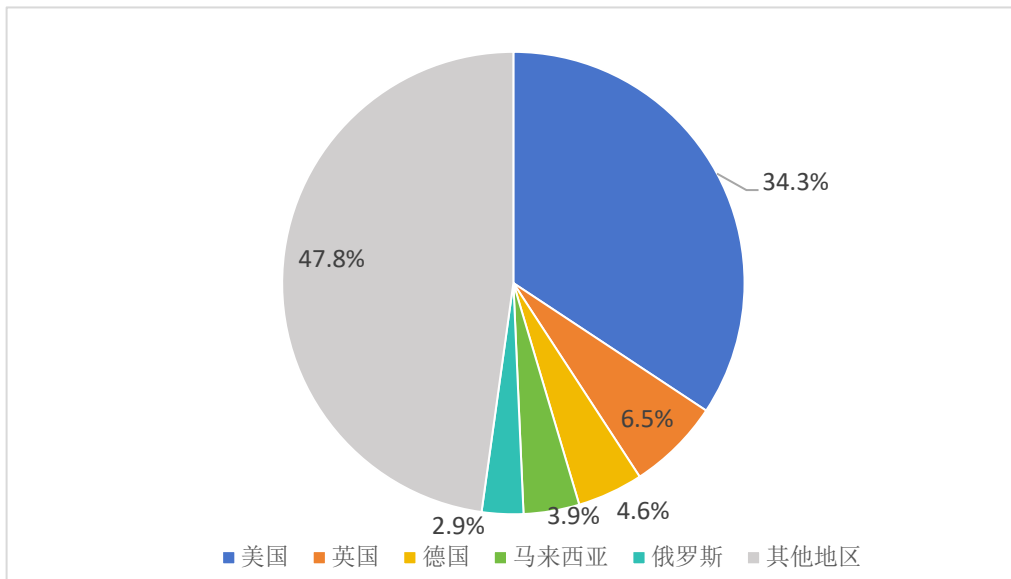
图 3：跨境电商进出口数据



数据来源：中国海关，华通证券研究部

从出口跨境电商海外目的地分布来看，美国、欧洲拥有较为完善的电商基础设施、先进的物流基础设施以及较为成熟的网络购物环境，使其成为中国跨境电商的主要出口市场。随着 2022 年 1 月 RCEP 的正式生效，相关商品将会享受大幅关税减让等优惠待遇，跨境电商卖家的出海成本进一步降低。从出口目的地看，美国市场占 34.3%，英国占 6.5%，德国占 4.6%，马来西亚占 3.9%，俄罗斯占 2.9%，此外还有新加坡、日本、加拿大、法国，以及泰国、菲律宾、巴西、越南等新兴市场国家，贸易伙伴更加多元化。

图 4：跨境电商出口目的地



数据来源：中国海关，华通证券研究部

1.2 行业竞争格局

跨境电商出口行业进入门槛不高，但由于业务链条较长导致隐形门槛较高，包含供应链、



运输、运营等各个环节。从成本端来看，跨境电商企业的物流成本占比远大于主要做国内业务的消费品品牌及淘品牌。跨境物流成本高的主要原因为运输的链路多，涉及的交易主体众多，复杂程度远高于主做国内业务及做传统外贸的商家。跨境物流涵盖从卖家到消费者的 7 个流程，8 个主体，而传统外贸则一般仅负责到出口口岸为止的运输过程，链路仅为跨境电商的一半。同时，跨境电商产品品类较杂较多，批量小，相较于传统外贸的货物较单一、货量大，跨境电商企业对于物流的需求很是个性化。业务链条长导致商家在销售规模扩张、SKU 数量增多、存货规模和人力成本不断提高的情况下，对出口商管理经验和运营能力要求较高。

跨境出口电商行业中，自营型 B2C 电商企业的竞争格局尚未成型，市场集中度较低。随着大数据等信息技术在跨境电商行业中的应用逐步深入，具备数字化、系统化特征的出口跨境电商企业将在运营效率、业务控制、资源整合等方面具备越来越多的竞争优势，并由此获得更多的业务机会和更大的经济效益，进一步挤压中小型跨境电商企业的市场空间。此外，由于打造信息化平台、提升算法运营效率均要求企业实现较大的研发投入，因而对企业的资本实力也提出了一定要求。预计未来，自营型跨境电商零售行业的市场集中度将出现一定程度的提升。

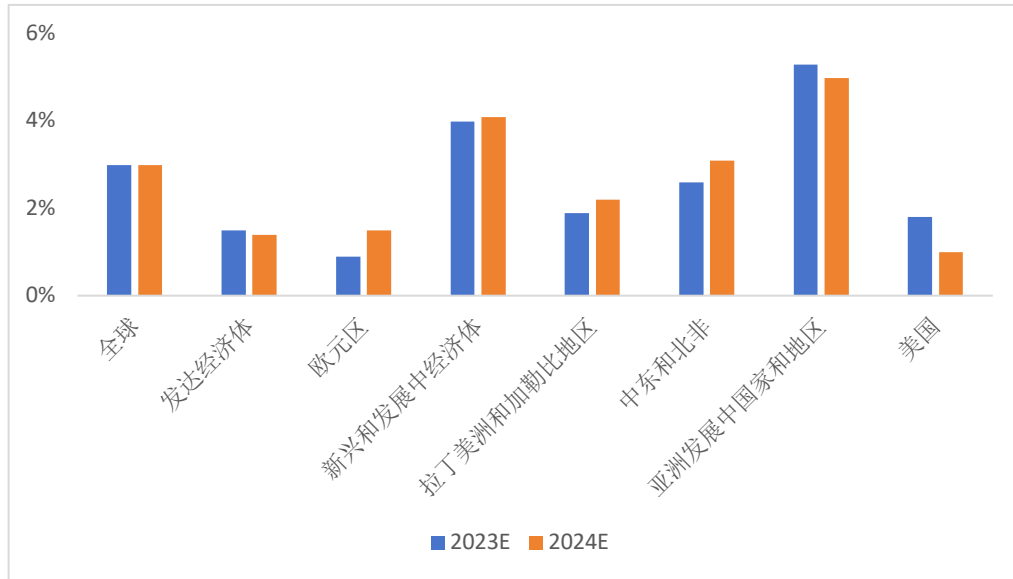
1.3 行业成长空间

根据 IMF 2023 年 7 月发布的《世界经济展望》，相较于 4 月份发布的预测数据，IMF 对全球及部分区域的预期经济增速有所上调，预期 2023 年全球经济增速将达到 3.0%，较 4 月预测提升 0.2 个百分点。预计 2023 年发达经济体、欧元区、新兴和发展中经济体、拉丁美洲和加勒比地区、亚洲发展中国家和地区的经济增速将分别达到 1.5%、1.8%、0.9%、4.0%、1.9%、5.3%。对比 4 月预测数据，发达经济体、拉丁美洲和加勒比地区预期增速分别上调 0.2、0.3 个百分点。相较之下，新兴和发展中经济体的经济增长前景较为稳定，亚洲发展中国家和地区 2024 年经济增速将达到 5.0%。

拉丁美洲市场为我国出口跨境电商蓝海市场，渗透空间广阔，未来将持续作为重要的增量贡献区。根据海关总署数据，2023 年 1-8 月，我国与拉丁美洲国家进出口额为 22,438.4 亿元人民币，同比增长 5.4%，出口 11,376.9 亿元人民币，同比增长 2.3%。对比中国与世界各地贸易增幅，中国和拉丁美洲贸易的增长幅度较大。根据 eMarketer 数据，2021 年，我国零售线上化率已约 25%，而作为发达经济体的美国、西欧地区不足 15%，东南亚、拉美等新兴市场国家的电商渗透率为 10%或更低，仍有较大提升空间。



图 5：各地区经济增速预测

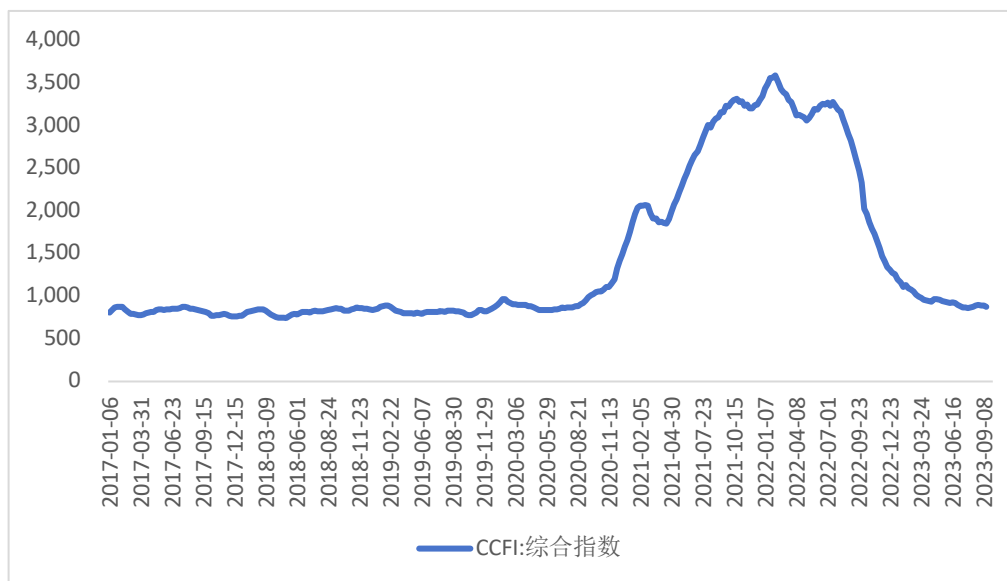


数据来源：IMF《世界经济展望》，华通证券研究部

据美国劳工部 9 月 13 日公布数据，美国 8 月消费者价格指数环比增长 0.6%，同比上涨 3.7%，显著高于上月的 3.2%，也高于预估的 3.6%。同时，根据欧盟统计局的最新数据，欧元区 8 月通胀率和核心通胀率均为 5.3%，显著高于美国通胀率。据 IMF 预测，核心通胀率的下降更加缓慢，在实施通胀目标制的经济体中，有 96% 的经济体的通胀率将在 2023 年继续高于目标，有 89% 的经济体通胀率将在 2024 年高于目标。在此背景下，我国高性价比商品借由跨境电商出海，市场规模仍有较大提升空间。

根据艾瑞咨询数据，跨境出口电商 B2C 品牌商的核心成本费用占交易额比例中，商品成本占比约 25-50%，平台服务费占比约 8-15%，营销推广费占比约 10-18%，运输及仓储费占比约 20-28%。2022 年下半年以来，受国际航运需求萎缩影响，国际运输成本有所回落，根据上海航运交易所数据披露，中国出口集装箱运价指数(CCFI)2023 年 9 月 15 日已回落至 875.21，较去年同期 CCFI 下降 66.46%。国际物流成本的回落将有利于跨境电商行业以及整个跨境市场的发展。

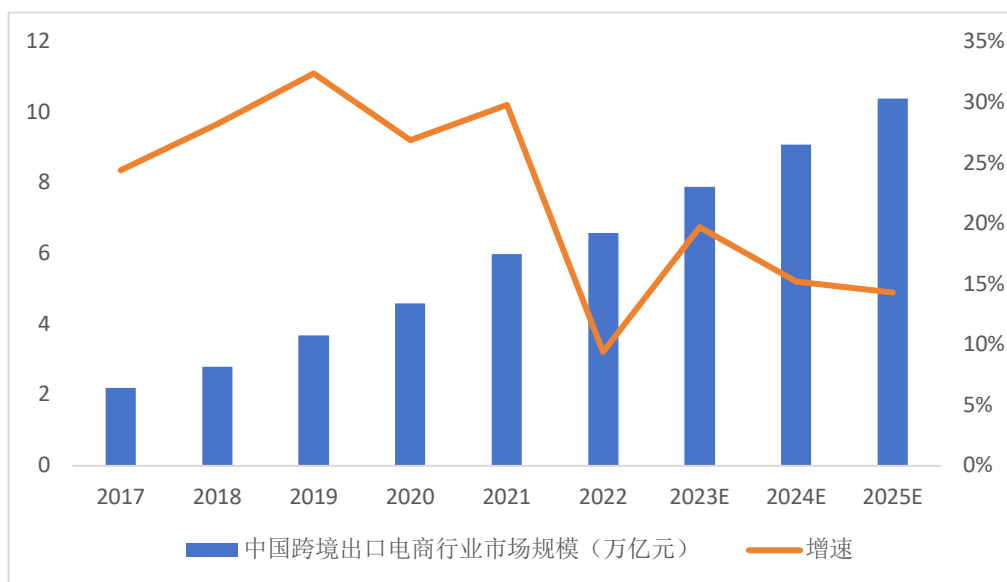
图 6：中国出口集装箱运价指数



数据来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2017-2021 年之间，我国跨境出口电商行业规模持续保持着高于 20%的同比增速，叠加此前疫情导致的消费向线上迁移，2021 年跨境出口电商行业规模已突破 6 万亿元。2022 年，供应链受阻和国际形势变化等因素影响，跨境出口电商行业增速有所下降，较去年增长 9.4%。根据艾瑞咨询预计，未来三年伴随经济复苏，行业有望以 16.4%的年均复合增长率增长，至 2025 年突破 10 万亿元。

图 7：中国跨境出口电商行业规模及增速预测



数据来源：艾瑞咨询，华通证券研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

公司成立于 2009 年，前身为华凯创意，经营空间环境艺术设计，2018 年以来受政府债务清理等因素影响，各地政府规划馆项目大幅收缩，公司主业增长受限，为此，公司积极谋



求战略转型。2021 年收购易佰网络 90% 股权后，公司业务从空间环境艺术设计转型为跨境出口电商业务。

公司实行“泛品+精品+亿迈生态平台”三项业务并行战略。泛品业务通过亚马逊、ebay、速卖通、Cdiscount、Walmart 等第三方平台将中国制造的高性价比商品销往全球，依托易佰网络在跨境电商行业十余年的积累，公司持续深耕目前处于蓝海市场、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，产品品类涵盖家居园艺、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。截至 2023 年上半年，公司泛品业务在售产品 SKU 超过 95 万款，泛品业务总体呈现低客单价、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。精品业务以选品为中心，重视产品品质和产品创新，不断探索新的领域、新的品线，已初步形成了清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线，销量实现快速增长。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。截至 2023 年上半年，公司精品业务在售 SKU 数量为 376 个，销售客单价为 441.13 元。精品业务销售平台以亚马逊平台为主，同步探索沃尔玛等平台，以发展新的业绩增长点，同时降低单平台作业的风险。

“亿迈生态平台”作为综合化服务商，利用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，布局“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，帮助卖家从供应链端降本增效、运营端实现利润增长。

针对跨境出口电商业务，公司在信息化方面持续研发投入，涵盖系统基础架构、基础业务系统模块（产品系统、采购系统、物流系统、仓储管理系统、订单管理系统、决策运营系统等）及智能应用系统模块（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），有效提升了核心业务环节的运营效率和单位人效。

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。

2023 上半年，易佰网络在亚马逊实现销售的网店数量为 720 个，当期新增 54 个，关闭 7 个。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%，亚马逊订单总数 1,663.92 万个，平均订单金额为 136.76 元。除亚马逊外，公司通过其他第三方平台实现的销售收入占 2023 年上半年营业收入的比例均不超过 10%。



2.2 公司经营业绩情况

自 2021 年公司经营业务从空间环境设计转型为跨境出口电商以来，公司营收及归母净利润保持良好增长，2023 年上半年公司实现营业收入 29.92 亿元，同比增长 52.10%，实现归母净利润 2.08 亿元，同比增长 149.66%。

图 8：公司营收及增速

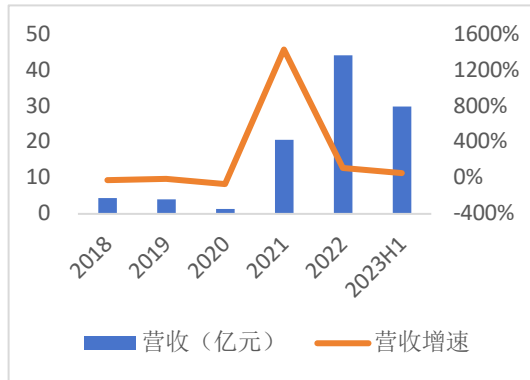
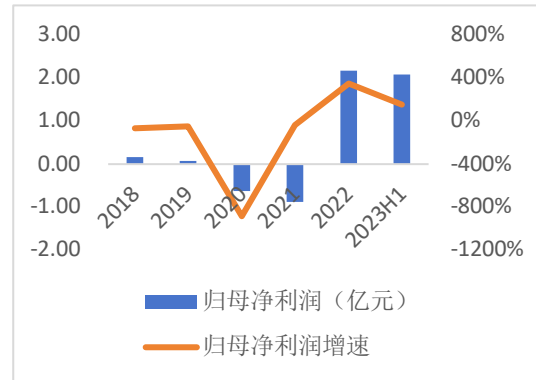


图 9：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

跨境出口电商业务的成本主要分为货品采购成本和运输成本，未来利润率的提升关键在于各个运营环节的把控。公司销售产品为高性价比产品，毛利率较为稳定，2023 年上半年，公司毛利率为 38.22%，净利率为 7.58%。2021 年业务转型以来，各项费用率较为稳定，销售费用率、管理费用率、财务费用率以及研发费用率分别为 22.90%、6.51%、-0.13%、1.01%。

图 10：公司毛利率及净利率

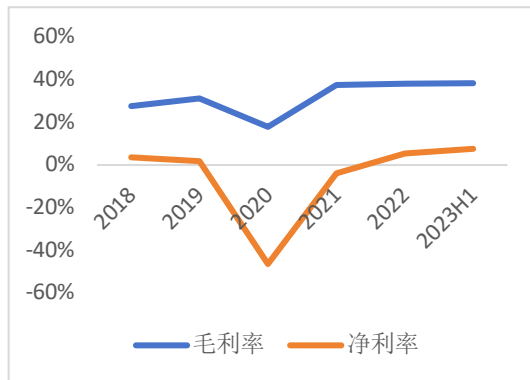
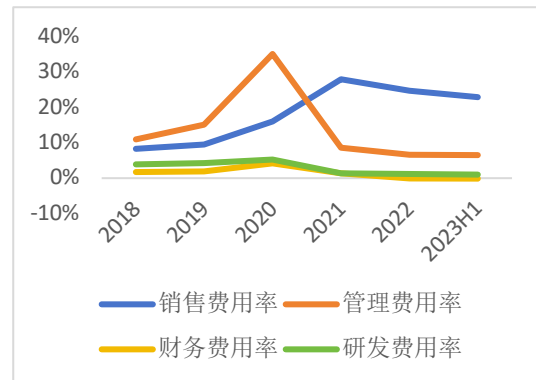


图 11：公司各项费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

公司销售目的地分布较为广泛和均衡，涉及大约 200 个国家和地区，主要销售地集中在欧美发达国家。北美地区上半年销售增速最快，销售额占公司总销售额 42%，其中美国是第一大市场，占比约 27%。欧洲地区上半年销售实现正增长，有望进一步触底反弹。公司销售产品均是高性价比的日用商品，能够一定程度上抵抗国外通胀影响，未来随着公司在新兴市场持续开拓，公司业绩增长潜力较大。



2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 多元化业务

泛品业务是公司目前运作最成熟、规模和效益最突出的业务，精品业务是公司加强跨境电商品牌化运作的新尝试，也是公司中长期发展的重要着力点。亿迈生态平台采取轻资产运营模式，客户入驻亿迈后，可以与公司共享供应链和仓储物流，降低产品采购成本和物流配送成本，是实现公司与传统电商企业错位竞争的重要举措。

泛品业务侧重选品，公司拥有一支百余人的产品开发团队，专职负责新品开发工作，丰富公司的产品库，填补自身的市场空白，使公司在品类发展策略上与其他跨境出口电商企业形成差异化竞争。在产品开发流程上，开发部负责跟踪和挖掘细分品类行业动态和电商平台交易数据，捕捉不同国家和地区的市场需求变化趋势，研究近期畅销产品和用户行为偏好，旨在开发适合电商渠道销售、满足特定市场需求的产品。同时，产品贯彻“小批量、多批次、低成本快速试错”的管控逻辑，若出现成长期零销量、高退款率或供应链异常等情况将面临淘汰。

泛品业务从开发、采购到销售，各个环节均依靠数据做出决策、系统辅助操作，实现低成本和高效率运作相结合，最终将具备价格竞争力的产品展示给海外终端消费者，突显公司泛品业务的竞争优势。相较于中小型跨境出口电商，公司已建立一定规模优势，在数字化技术助力下，公司运营效率进一步提升，泛品业务利润率有望进一步随之改善。

精品业务的产品定位是具备一定市场需求且头部卖家竞争不饱和的细分品类，同样主打高性价比路线。公司已在 2021-2022 年对精品品类进行筛选和清理，保留了有望实现稳定盈利的品类，目前精品业务的四个品类：清洁电器类、家电类、宠物类、灯具类仍处于培育发展期。此外，在品类拓展上公司有望拓展工业类产品，由于目前海运费较低，对运输体积较大的商品较为有利，公司管理层及精品业务团队具有丰富的行业经验，在该领域布局有望带来新增长。

亿迈生态平台是利用公司的跨境电商运营资源为其他跨境电商迈进赋能的新业态，亿迈可以精准切入泛品卖家痛点，为其提供产品库和供应链服务、仓储物流服务、店铺运营培训等全链条服务，解决商家在提高销量时面临的人力成本加重、供应链管理难等痛点。相较于 Temu 和速卖通等提供全托管服务的平台，亿迈采用半托管的服务模式，这使得卖家能够主导终端销售价格，并在选品、物流和广告投放方面有更大的自主权。未来随着客户销售规模扩大，亿迈生态体系逐步完善，公司和客户在成本端会有更高的议价空间。

2.3.2 数字化优势

跨境出口电商具有物流仓储模式多样、跨境运输时间长、信息交互方式复杂等特点，供



供应链管理难度显著高于境内贸易。公司的跨境出口电商业务主要采用多品类、多平台、多市场的运营模式，且国内仓、海外仓协同发展，对内外部数据传输时效性和各业务流程的智能化、自动化管理精度要求极高，数据分析和智能算法的研究和开发对公司发展至关重要。

公司在各业务运营环节中使用的核心信息系统，均由公司研发团队自主开发、测试、上线运行，完整涵盖并支持了公司运营的各项业务，并基于各系统在运营流程中沉淀的数据，总结逻辑及数学模型，提升运营全流程的数字化程度和信息化管理水平，提高信息传递效率，支撑数据交互，降低运营成本及管理成本。

公司从 2018 年开始自研智能化系统，截至 2023 年上半年，全资子公司易佰网络公司专门从事系统设计开发和数据算法研究的技术研发团队共 268 人，占公司总人数的 10.30%。其中，数据算法研究人员共 72 人，本科及以上学历超过 90%。上述人员在数学、统计学、计算机等领域具有较好的学术背景及项目实践经验，其主要职能是开发和研究核心算法，依托“易佰云”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。2023 年上半年，公司与跨境出口电商业务相关的研发费用为 3,018.67 万元，占报告期跨境出口电商类业务收入的比例为 1.13%。

目前，公司的系统已形成智能刊登、智能广告、智能备货以及智能调价等多个核心功能模块，在业务应用中已经取得良好效果。基础销售人员从 2020 年末的 1,100 余人降低至目前的 700 余人，降幅在 1/3 以上，基础人员减少的同时，销售额保持了相对稳定状态，实现人效明显提升。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取跨境电商领域赛维时代、焦点科技、跨境通、吉宏股份为可比公司。存货周转率方面，华凯易佰、赛维时代、焦点科技、跨境通、吉宏股份 2023 年上半年存货周转率依次为 2.55、1.43、15.19、5.62、3.75；应收账款周转率方面，华凯易佰在可比公司中处于中等水平，上述公司 2023 年上半年应收账款周转率依次为 9.12、12.00、23.20、6.09、6.28；总资产周转率方面，华凯易佰在可比公司中处于中等水平，上述公司 2023 年上半年总资产周转率依次为 0.96、1.11、0.21、0.85、0.97。

图 12: 可比公司存货周转率对比

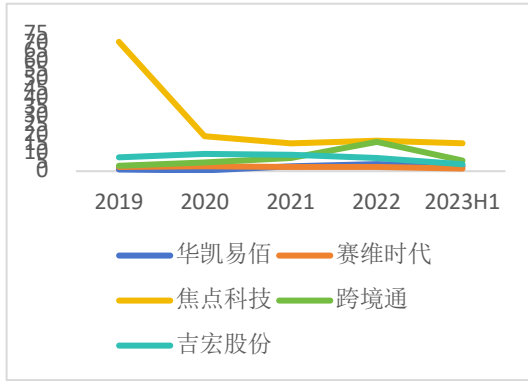


图 13: 可比公司应收账款周转率对比

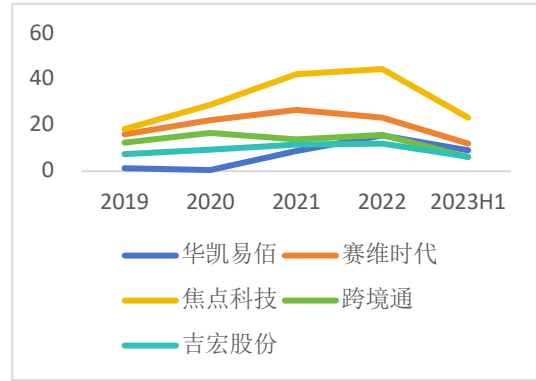
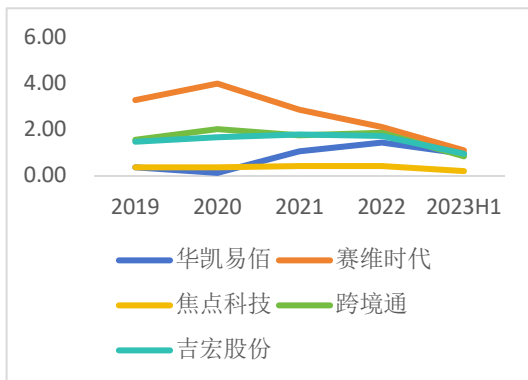


图 14: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面, 华凯易佰销售费用率处于较低水平, 华凯易佰、赛维时代、焦点科技、跨境通、吉宏股份 2023 年上半年销售费用率依次为 24.64%、56.17%、37.74%、6.31%、29.30%; 管理费用率方面, 上述公司 2023 年上半年管理费用率依次为 8.60%、3.23%、20.35%、3.95%、4.98%; 财务费用率方面, 上述公司 2023 年上半年财务费用率依次为 4.18%、1.32%、-0.40%、2.56%、0.79%。

图 15: 可比公司销售费用率对比

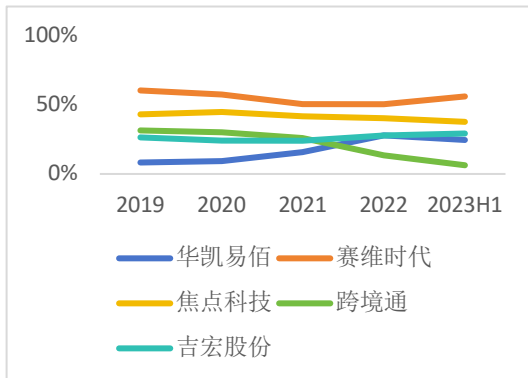


图 16: 可比公司管理费用率对比

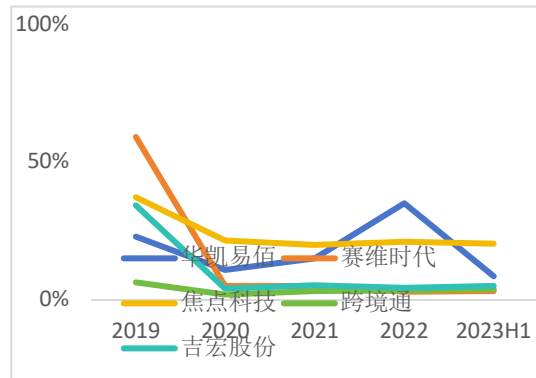
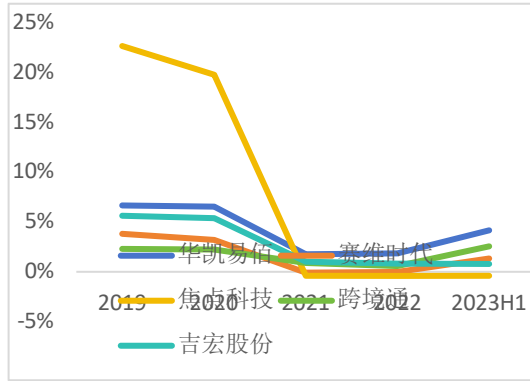


图 17: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 华凯易佰、赛维时代、焦点科技、跨境通、吉宏股份 2023 年上半年毛利率依次为 38.22%、69.20%、78.41%、12.00%、46.93%; 净利率方面, 华凯易佰在可比公司中处于第二位, 上述公司 2023 年上半年净利率依次为 7.58%、5.42%、25.40%、0.19%、5.62%; 净资产收益率方面, 华凯易佰在可比公司中处于第二位, 上述公司 2023 年上半年 ROE 依次为 9.79%、9.83%、8.52%、0.43%、8.83%。

图 18: 可比公司毛利率对比

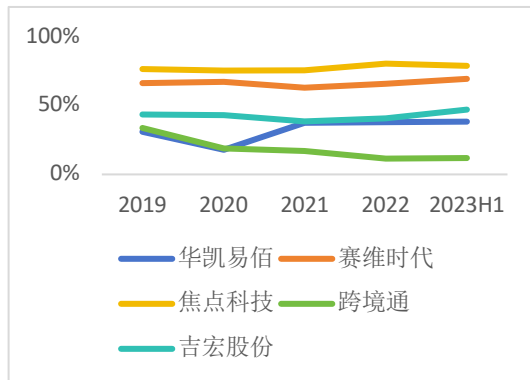


图 19: 可比公司净利率对比

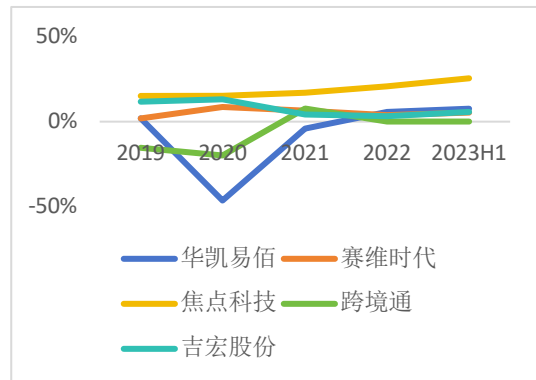


图 20: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:



a. 海外市场核心通胀率下降缓慢，公司销售的产品均属高性价比的日用商品，某种程度上可以抵抗国外的通胀风险，目前部分区域跨境电商渗透率仍有较大提升空间，公司积极拓展拉美等新兴市场，跨境电商出口业务增长空间较大。公司泛品及精品业务依托选品团队，能够利用数字化技术洞察消费者需求，在各运营环节提升效率，随着 SKU 进一步丰富，公司与中小型跨境出口电商进一步拉开差距，同时，公司商品采购成本及运输成本有望进一步降低，形成规模优势。

b. 亿迈生态平台已有一些成功商户案例，树立了成功标杆。相较于 Temu 和速卖通等提供全托管服务的平台，亿迈采用了一种半托管的服务模式，这使得入驻卖家能够主导终端销售价格、并在选品、物流和广告投放方面拥有更大的自主权，亿迈模式在泛品领域具有较强竞争力。未来随着商户经营业绩和质量的提升，相关物流、增值服务收入有望同步提升。

c. 空间环境艺术设计业务已不再承接新的场馆项目，目前业务已转移至子公司，由专人负责款项催收工作，预计未来不产生营业收入。

d. 结合往年数据，将跨境出口电商、跨境出口电商综合服务、其他业务收入的 2023 年收入增长预测均设为 50%、20%、100%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 30%、15%、50%。

e. 结合往年数据，将跨境出口电商、跨境出口电商综合服务、其他业务收入的 2023 年毛利率预测设为 40%、14%、55%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的毛利率设定为 39%、14%、47%。

表 1: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
跨境出口电商	收入 (亿元)	41.09	61.64	80.13	104.16
	YOY	110.41%	50.00%	30.00%	30.00%
	成本 (亿元)	24.82	36.98	48.88	63.54
	毛利率	39.59%	40.00%	39.00%	39.00%
空间环境艺术设计	收入 (亿元)	0.33	-	-	-
	YOY	-72.68%	-	-	-
	成本 (亿元)	0.25	-	-	-
	毛利率	25.37%	-	-	-
跨境出口电商 综合服务	收入 (亿元)	2.72	3.26	3.75	4.32
	YOY	100.00%	20.00%	15.00%	15.00%
	成本 (亿元)	2.34	2.81	3.23	3.71
	毛利率	14.07%	14.00%	14.00%	14.00%
其他业务收入	收入 (亿元)	0.03	0.06	0.09	0.14
	YOY	97.37%	100.00%	50.00%	50.00%
	成本 (亿元)	0.01	0.03	0.05	0.07
	毛利率	55.48%	55.00%	47.00%	47.00%
合计	收入 (亿元)	44.17	64.96	83.97	108.61



	YOY	112.88%	47.07%	29.26%	29.35%
	成本 (亿元)	27.42	39.82	52.15	67.32
	毛利率	37.92%	38.71%	37.89%	38.02%

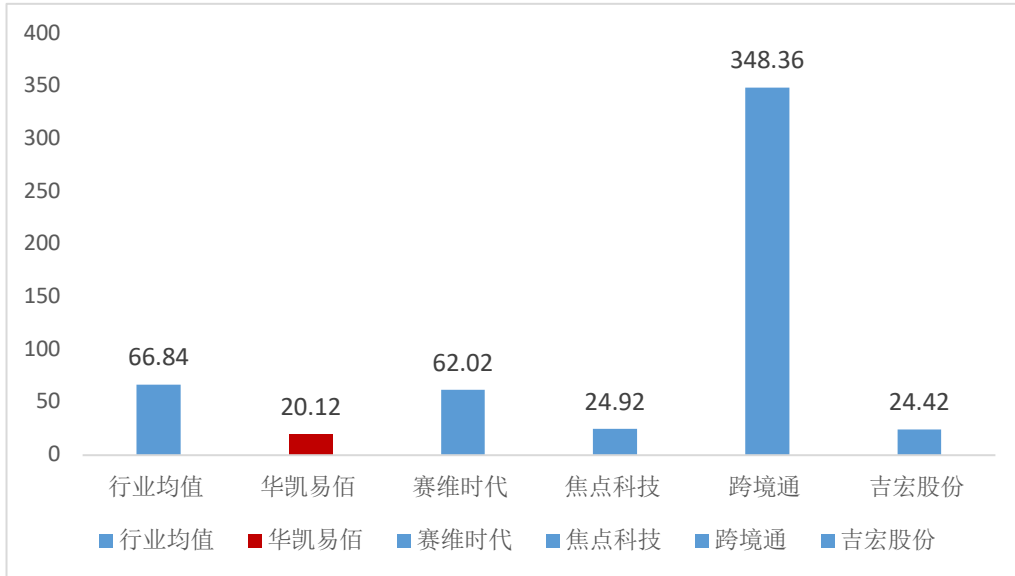
我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 64.96、83.97、108.61 亿元，同比增长 47.07%、29.26%、29.35%，归属于母公司股东净利润分别为 3.97、5.08、6.75 亿元，对应 EPS 分别为每股 1.37、1.76、2.33 元。

四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

选取跨境电商领域赛维时代、焦点科技、跨境通、吉宏股份为可比公司，同时选取行业均值参考，以 2023 年 9 月 20 日数据为基准，可看出华凯易佰 PE (TTM) 处于较低水平。

图 21: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

对比赛维时代、焦点科技、吉宏股份估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 20X-26X，对应股价 27.40 元/股-35.62 元/股为合理估值区间。

表 2: 可比公司估值表 (截止 2023 年 9 月 20 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
赛维时代	33.32	0.51	0.98	1.38	1.88	0.00	33.98	24.19	17.69
焦点科技	27.75	0.98	1.21	1.51	1.91	17.42	23.04	18.41	14.57
吉宏股份	16.66	0.48	1.09	1.43	1.77	22.63	15.28	11.69	9.42
平均值						13.35	24.10	18.10	13.89

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 1.37、1.76、2.33 元为基础，进行绝对估值测算，



对应每股合理的内在价值为 53.13 元。

表 3: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	5.00	41.15	46.15
组合二	8.00%	4.00%	5.00	51.94	56.93
组合三	8.00%	5.00%	5.00	69.92	74.91
组合四	9.00%	3.00%	4.95	33.67	38.61
组合五	9.00%	4.00%	4.95	40.79	45.74
组合六	9.00%	5.00%	4.95	51.48	56.43
平均值					53.13

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

估值说明: (1) 永续增长率采用略低于GDP增长率;

(2) DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算;

(3) 预测期间为2023-2025年, 永续期自2026年开始;

(4) 考虑市场风险和企业自身风险因素, 折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

公司销售目的地分布较为广泛, 涉及约 200 个国家和地区, 其中美国是第一大市场。墨西哥及拉美地区人口基数大, 电商渗透率低, 未来增长潜力巨大。公司销售产品均是高性价比的日用商品, 一定程度上能够抵抗海外高通胀风险。目前公司泛品业务已形成一定规模优势, 随着泛品及精品业务销售规模扩大, 公司采购成本及航运成本有望进一步降低, 公司毛利率及净利率都仍有改善空间。

目前, 公司的系统已形成智能刊登、智能广告、智能备货以及智能调价等多个核心功能模块, 在业务应用中已经取得良好效果。在数字化技术助力下, 公司在基础人员减少的同时, 销售额保持了相对稳定状态, 实现人效明显提升。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算, 结合股价催化剂因素, 我们给予公司六个月内的目标价为 31.51 元/股, 对应 2023 年 PE 为 23 倍。以 2023 年 9 月 20 日收盘价 23.72 元/股为基准, 公司股价距离六个月内的目标价仍有 32.84% 的上涨空间。



六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1、宏观经济波动的风险

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。

2、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，其中，亚马逊的收入占比超过 80%。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。

3、国际货物运价上涨风险

国际货物运输是跨境出口电商出口业务链条上重要一环，若国际货物运价上涨且公司未能及时进行商品价格调整，公司存在因运输成本上升而导致经营业绩下滑的风险。

4、汇率波动风险

公司开展跨境出口电商零售业务的主要结算货币为外币。未来若人民币升值，将影响标的公司产品的销售价格，削弱产品的市场竞争力。此外，若未来收付货币汇率出现大幅波动，汇兑损益会对公司经营业绩产生一定影响。

表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	791.01	1,627.78	2,065.85	2,342.09	
应收和预付款项	353.57	646.91	648.00	1,026.65	
存货	598.21	1,117.44	1,129.83	1,771.17	
其他流动资产	123.77	11.56	13.56	12.56	
长期股权投资	16.57	18.07	18.57	19.57	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	265.49	246.63	226.66	206.88	
无形资产和开发支出	747.23	92.38	79.01	65.63	
其他非流动资产	133.91	80.69	74.33	72.56	
资产总计	3,029.78	3,841.45	4,255.82	5,517.10	
短期借款	62.49	62.49	62.49	62.49	
应付和预收款项	434.65	902.23	797.80	1,348.80	
长期借款	71.87	71.87	71.87	71.87	
其他负债	122.72	63.24	63.24	63.24	
负债合计	691.73	1,099.83	995.41	1,546.40	
股本	289.18	289.18	289.18	289.18	
资本公积	1,593.57	1,593.57	1,593.57	1,593.57	
留存收益	320.52	717.81	1,225.85	1,900.75	
归属母公司股东权益	2,203.26	2,600.55	3,108.59	3,783.49	
少数股东权益	134.79	141.07	151.82	187.21	
股东权益合计	2,338.05	2,741.62	3,260.41	3,970.70	
负债和股东权益合计	3,029.78	3,841.45	4,255.82	5,517.10	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	245.89	393.63	507.48	697.82	
折旧摊销	29.52	28.02	28.02	24.00	
净营运资金增加	-40.45	-232.76	-119.91	-467.99	
经营活动产生现金流量净额	258.26	188.96	401.04	224.75	
投资活动产生现金流量净额	144.01	639.64	13.14	13.25	
融资活动产生现金流量净额	-81.64	8.16	23.89	38.23	
现金净增加额(减)	332.70	836.76	438.08	276.23	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	286.22	468.00	588.58	800.31	
EBITDA	315.74	496.02	616.60	824.31	
NOPLAT	230.88	387.15	487.50	665.79	
税前经营利润	274.47	464.93	599.40	824.21	
EPS	0.75	1.37	1.76	2.33	
BPS	7.62	8.99	10.75	13.08	
PE	33.21	18.07	14.13	10.64	
PB	3.26	2.76	2.31	1.90	
PS	1.63	1.11	0.86	0.66	
PCF	27.80	38.00	17.90	31.95	
EV/EBIT	23.03	12.36	9.13	6.45	
EV/EBITDA	20.88	11.66	8.72	6.26	
EV/NOPLAT	28.56	14.94	11.03	7.75	
EV/IC	4.08	4.80	4.12	2.93	
ROIC-WACC	2.11%	12.82%	29.37%	39.95%	
股息率%	0.00	0.00	0.00	0.00	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	4,417.02	6,495.90	8,396.91	10,861.48	
减: 营业成本	2,741.87	3,981.50	5,215.24	6,732.34	
营业税金及附加	4.05	5.95	7.70	9.95	
营业费用	1,088.39	1,591.50	2,048.85	2,639.34	
管理费用	242.63	357.27	419.85	543.07	
财务费用	-2.84	-9.73	-25.92	-40.85	
研发费用	51.74	76.10	98.36	127.24	
资产减值损失	9.90	8.23	9.34	9.16	
加: 投资收益	-2.65	1.50	0.50	1.00	
公允价值变动损益	-0.29	1.33	1.11	1.22	
其他经营损益	-6.81	-20.15	-24.09	-17.02	
营业利润	271.53	467.76	601.02	826.44	
加: 其他非经营损益	16.46	8.40	11.46	12.11	
利润总额	287.99	476.16	612.47	838.54	
减: 所得税	44.17	72.59	93.68	128.26	
净利润	243.83	403.57	518.79	710.29	
减: 少数股东损益	27.60	6.28	10.76	35.39	
归属母公司股东净利润	216.23	397.29	508.04	674.90	
EBIT	286.22	468.00	588.58	800.31	
EBITDA	315.74	496.02	616.60	824.31	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	37.92%	38.71%	37.89%	38.02%	
三费/营业收入	30.07%	29.85%	29.09%	28.92%	
EBIT/营业收入	6.48%	7.20%	7.01%	7.37%	
EBITDA/营业收入	7.15%	7.64%	7.34%	7.59%	
销售净利率	5.52%	6.21%	6.18%	6.54%	
资产获利率					
ROE	9.81%	15.28%	16.34%	17.84%	
ROA	9.45%	12.18%	13.83%	14.51%	
ROIC	13.25%	23.96%	40.50%	51.08%	
增长率					
销售收入增长率	112.88%	47.07%	29.26%	29.35%	
EBIT 增长率	605.88%	63.51%	25.77%	35.97%	
EBITDA 增长率	-914.25%	57.10%	24.31%	33.69%	
净利润增长率	397.53%	65.51%	28.55%	36.91%	
总资产增长率	5.24%	26.79%	10.79%	29.64%	
股东权益增长率	5.57%	18.03%	19.54%	21.71%	
经营营运资本增长率	-10.97%	39.29%	15.45%	47.47%	
资本结构					
资产负债率	22.83%	29.09%	23.80%	28.35%	
投资资本/总资产	53.34%	31.33%	30.63%	31.94%	
带息债务/总负债	9.03%	5.59%	6.17%	4.00%	
流动比率	3.48	3.39	4.29	3.55	
速动比率	2.36	2.28	3.03	2.33	
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
资产管理效率					
总资产周转率	1.50	1.89	2.07	2.22	
固定资产周转率	16.41	25.37	35.48	50.11	
应收账款周转率	15.52	15.52	15.52	15.52	
存货周转率	4.64	4.64	4.64	4.64	

数据来源：公司公告，华通证券研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 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。
3. 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。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，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。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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。
8. 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。
9. 本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。