

推荐 (维持)

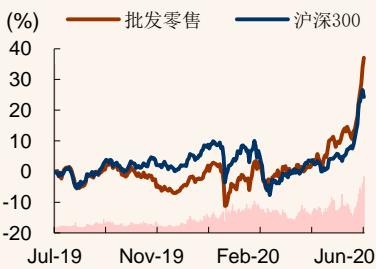
精品电商崛起，寻找跨境电商中的  $\alpha$  和 ROE

2020 年 07 月 13 日

跨境电商行业深度报告

上证指数	3443
行业规模	占比%
股票家数 (只)	99 2.6
总市值 (亿元)	11348 1.5
流通市值 (亿元)	8378 1.4

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	25.3	34.5	37.1
相对表现	7.7	20.3	11.6



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《零售行业周报 (2020.06.27) — 继续关注超市及电商板块》2020-06-28
- 2、《【招商零售】需求与供给螺旋式增强 —— 零售电商研究框架》2020-06-21
- 3、《零售行业周报 (2020.06.21) — 618 下关注电商板块投资机会》2020-06-21

宁浮洁  
ningfujie@cmschina.com.cn  
S1090518090002

丁浙川  
dingzhechuan@cmschina.com.cn  
S1090519070002

**宏观层面:** 全球的跨境电商数字化从 B 转向 C 端, 国内的产品由过去的成本导向的铺货模式, 转向成本+品牌+研发模式; 全球性电商的普及降低了渠道门槛, 缩短中间环节, 国内电商流量规则和亚马逊产品差异化规则不同。**中观层面:** 跨境电商 B2C 承接发展, 结构发生改变, 差异化成为主流; **微观层面:** 跨境电商企业经过 2013-2015 年野蛮资本消耗阶段积压严重; 进入 2016-2018 年行业高增延续, 企业深度去库存和商业模式聚焦, 自有品牌网站和产品品牌的公司穿越周期, 从存货周转、供应链能力、私域流量等方面建立了深度的规模优势, 典型的以 SHINE、ZAFUL、Anker 和泽宝为代表。疫情加速全球电商渗透率提升, 渠道壁垒进一步打破, 出口电商库存周转加速。我们认为跨境电商的  $\alpha$  来自于管理和战略方向, ROE 来着于库存周转, 首选具备强大品牌、研发与供应链能力的龙头企业, 推荐星徽精密 (泽宝股份)、跨境通、吉宏股份、天泽信息 (有棵树), 关注小商品城。

- **跨境电商进入稳健增长期, 疫情催化下迎来新发展机遇。** 复盘跨境电商的发展历程, 我国出口跨境电商经历过快速成长 (2013 年之前)、野蛮生长 (2014~2015 年)、产能调整 (2016~2018 年) 之后, 迎来了库存改善、经营稳健的新发展阶段。2020 年 Q2 “新冠” 疫情在海外爆发以来, 欧美国家整体线上销售呈现激增态势, 加速跨境电商库存周转, ROE 提升。
- **跨境电商模式众多, 精品模式投资回报率高于泛品。** 跨境电商细分赛道众多, 按照交易平台是否自建网站, 可以分为自建平台和第三方平台两类; 按经营商品品类数与 SKU 多寡, 又可分为精品与泛品两种经营策略。精品策略在跨境电商产业链中不仅赚取国内外供应链生产带来的差价, 同时主导了针对客户市场需求的研究、产品设计研发等环节, 因而具备更高的技术壁垒与利润空间。此外, 少量聚焦的 SKU 经营策略使得公司存货周转较泛品模式更快, 存货减值风险较小, 现金流更为健康, 从而实现更高的 ROE 水平。
- **自建平台注重流量运营, 入驻三方更考验产品力。** 自建网站代表企业为环球易购旗下电子站 Gearbest, 服装站 SHINE、ZAFUL, 在经营商品的同时需要具备获客与销售功能, 流量运营能力较为重要; 三方平台模式代表企业为泽宝股份与安克创新, 依托亚马逊等平台进行销售, 商家的经营重点则在于通过优质的商品在平台上获得较高的排名, 提升销量的同时增加自然流量获取 (降低流量费用), 核心竞争力在于商品的研发与供应链能力。
- **投资建议:** 跨境电商行业投资价值凸显, 首选具备强大品牌、研发与供应链能力的龙头企业, 推荐星徽精密 (泽宝股份)、跨境通、吉宏股份、天泽信息 (有棵树), 关注小商品城。
- **风险提示:** 中美贸易摩擦加剧; 疫情对公司供应产生影响; 个股回调风险。

敬请阅读末页的重要说明

## 正文目录

一、跨境电商高速发展，疫情催化下渗透率进一步提升 .....	6
1.1 多因素驱动跨境电商行业快速发展 .....	6
1.1.1 跨境电商简化流程环节，渐成中国出口重要驱动 .....	6
1.1.2 中国在跨境出口领域优势明显 .....	7
1.1.3 政策环境促进行业发展 .....	8
1.1.4 国外电商渗透率仍有提升空间 .....	9
1.2 库存出清格局改善，行业步入稳步发展期 .....	10
1.3 疫情驱动海外零售线上化，行业迎来发展新机遇 .....	12
二、模式对比：自建网站/入驻三方模式各具千秋，精品回报率高于泛品 .....	14
2.1 自营型跨境电商图谱 .....	15
2.2 选品策略：精品策略投资回报率高于泛品 .....	16
2.3 平台策略：自建平台注重流量运营，入驻三方更考验产品力 .....	20
2.4 物流策略：海外仓大势所趋，FBA 助力亚马逊商家提升效率 .....	22
三、投资建议：关注跨境电商龙头企业 .....	24
3.1 星徽精密（泽宝股份）：精品+自研模式助力高增长 .....	25
3.2 跨境通：跨境电商领航者，基本面逐步改善 .....	27
3.3 吉宏股份：借助精准营销势能，跨境电商业务崛起 .....	30
3.4 天泽信息（有棵树）：受益海外疫情，跨境电商业务高速增长 .....	33
3.5 小商品城：受益于跨境电商上游供应商经营向好 .....	33
四、风险提示 .....	33

## 图表目录

图 1：我国外贸新旧动能转换 .....	6
图 2：跨境电商行业交易规模及增长率（2014-2019） .....	7
图 3：跨境电商行业渗透率及增长率（2014-2019） .....	7
图 4：我国跨境出口电商交易规模及增速 .....	7
图 5：我国跨境电商模式占比 .....	7
图 6：世界对中国经济的依存度不断提升 .....	8
图 7：2019 年中国成为多国在线跨境购物首选 .....	8
图 8：2018 年电子商务规模占整体零售比重及电子商务规模年复合增长率 .....	9
图 9：2019 年服装与鞋类电商渗透率对比 .....	9

图 10: 2019 年消费电子电商渗透率对比 .....	10
图 11: 中美电商渗透率对比 .....	10
图 12: 中国出口跨境电商发展过程复盘 .....	11
图 13: 跨境电商营收规模 (亿元) .....	11
图 14: 跨境电商营收增速 (%) .....	11
图 15: 跨境电商存货周转天数 (天) .....	12
图 16: 跨境通计提存货减值 (亿元) .....	12
图 17: 跨境电商净利润规模 (亿元) .....	12
图 18: 跨境电商净利率 (%) .....	12
图 19: 疫情后美国消费者线下购物占比降低 .....	13
图 20: 美国电商市场规模及其增速 (亿美元, %) .....	13
图 21: 美国电商零售额占零售总额比例显著提升 .....	13
图 22: 跨境电商分类 .....	14
图 23: 自营型 B2C 跨境出口电商产业链 .....	15
图 24: 自营型跨境电商分类坐标系 .....	16
图 25 泛品和精品策略对比 .....	17
图 26: 安克创新和泽宝股份毛利率水平高于同行 .....	17
图 27: 19 年泽宝和安克分品类收入规模及增速 .....	17
图 28: 主要公司研发费用对比 (%) .....	18
图 29 精品策略研发流程 .....	18
图 30: 跨境电商存货周转率对比 .....	19
图 31: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入比例对比 .....	19
图 32: 销售商品收到的现金/营业收入比例对比 .....	19
图 33: 安克创新和泽宝股份净利率水平高于同行 .....	20
图 34: 精品公司的 ROE 高于泛品公司 .....	20
图 35: 环球易购独立站注册用户数 (万名) .....	20
图 36: 环球易购独立站注册用户数 (万名) .....	20
图 37: 环球易购独立站月均流量转化率 (万名) .....	21
图 38: 环球易购独立站与易佰网络月活数 (万名) .....	21
图 39: 品牌独立站客单价约为非品牌独立站的 2X .....	21
图 40: 网站客单价对比 (元/单) .....	21

图 41: Gearbest、Zaful 分列中国出海品牌 50 强第 23、24 名 .....	22
图 42: 依赖第三方网站平台跨境电商公司平台费用率对比 .....	22
图 43: 保税仓模式、海外仓模式与直邮模式 .....	23
图 44: 亚马逊 FBA 海外仓模式.....	23
图 45: 主要跨境平台仓储物流费用明细.....	23
图 46: 安克创新 FBA 仓库存占存货比例约为 35%.....	24
图 47: 泽宝股份 FBA 仓库存占存货比例为 80%+ .....	24
图 48: 2017-2019 年公司主业及泽宝营业收入 (亿元) .....	25
图 49: 2019 年公司分产品收入构成 (亿元, %) .....	25
图 50: 泽宝股份主要品类销售额.....	25
图 51: 泽宝产品销售覆盖全球 .....	25
图 52: 2019 年泽宝股份收入增速领先同行 .....	26
图 53: 泽宝股份线上渠道占营业收入 98%+.....	26
图 54: 跨境通商业模式 .....	28
图 55: 公司收入规模及增速.....	28
图 56: 公司净利润规模 (亿元) .....	28
图 57: 收入按照产品品类划分 .....	29
图 58: 收入按照销售地区划分 .....	29
图 59: 跨境出口/进口比例.....	29
图 60: 自有品牌收入占比.....	29
图 61: 2017~2019 吉宏股份收入复合增速 63%.....	30
图 62: 2017~2019 吉宏股份净利润复合增速 102%.....	30
图 63: 电商业务是吉宏股份主要利润贡献.....	31
图 64: 吉宏股份互联网业务主要客户 .....	31
图 65: 近年吉宏股份电商业绩持续高增.....	31
图 66: 吉客印选品占比 .....	32
图 67: 吉客印销售各地区占比 .....	32
图 68: 吉客印库销比明显低于同行.....	33
图 69: 吉客印签收率高于行业平均水平.....	33
表 1、两年国家出台跨境电商部分相关政策 .....	8

表 2、自营型跨境电商 B2C 分类 .....	16
表 3、全球知名服装类 B2C 跨境电商网站运营情况对比.....	21
表 4、跨境电商仓储物流模式对比.....	24
表 5、泽宝股份主要产品.....	26
表 6、RAVPower 产品在亚马逊平台表现.....	27
表 7、吉客印竞争优势 .....	32



# 一、跨境电商高速发展，疫情催化下渗透率进一步提升

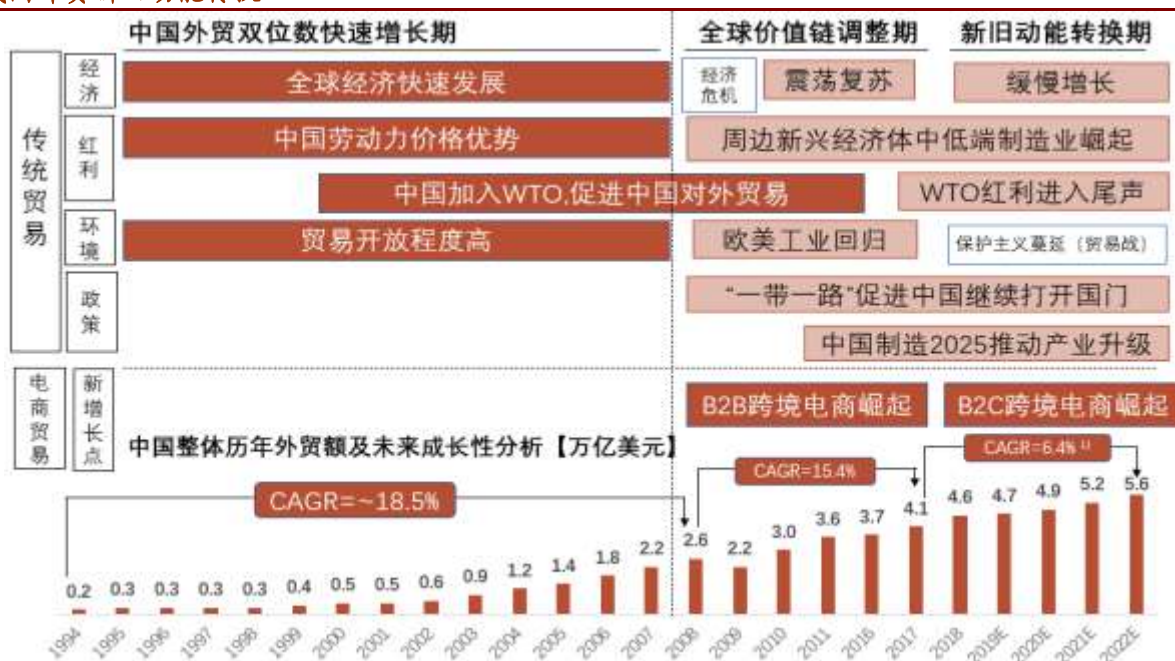
## 1.1 多因素驱动跨境电商行业快速发展

### 1.1.1 跨境电商简化流程环节，渐成中国出口重要驱动

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、进行支付结算，并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动。

**中国进出口新旧动能转换，跨境电商快速发展。**1994年以来，国内的进出口行业经历了新旧动能转换。自2000年中国加入WTO至2008年，中国受益于劳动人口红利和对外开放程度的不断提高，进出口业务实现了双位数增长。2008年起，跨境电商凭借着相比于传统进出口业务优势，实现了快速发展。2008~2017年，伴随着B2B跨境电商崛起，中国进出口总额CAGR达到接近15.4%。2018年至今，B2C跨境电商成为中国进出口业务快速发展的新动能。预计到2020年，电商进出口将占到中国进出口贸易总额的42%，相比于2018年提升15pct。

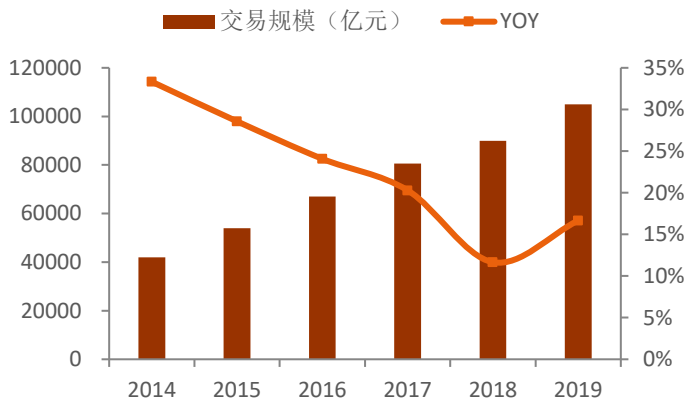
图 1：我国外贸新旧动能转换



资料来源：招商证券，注：1) 进出口总额预测来自 Economist，为 6.4%，但当时考虑中美贸易摩擦事件影响

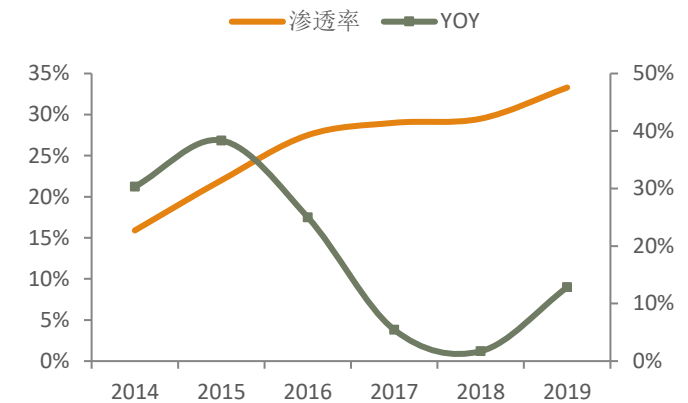
跨境电商相对于传统进出口存在着诸多优势，行业持续保持高速增长。传统进出口的产业链流程复杂，导致在价格以及供应链周期上具有一定的劣势。传统出口至少要跨越5个渠道：国内工厂-外贸公司-目的国进口商-目的国批发商-目的国零售商，产品流程过长，导致渠道加价率较高，并且商品的运货周期较长，对消费者的利益造成一定的影响，影响消费者的购物体验。因而2008年至今跨境电商行业持续保持高速增长。根据电子商务研究中心《2019年度中国跨境电商市场数据监测报告》数据，2019年中国跨境电商市场规模达10.5万亿元，同比增长16.66%，占中国进出口总值31.54万亿元的33.29%，同比提升3.79%。阿里研究院预计2020年跨境电商市场交易规模将达12万亿元，占进出口总额比例将达到37.60%。

图 2: 跨境电商行业交易规模及增长率 (2014-2019)



资料来源: 电子商务研究中心, 招商证券

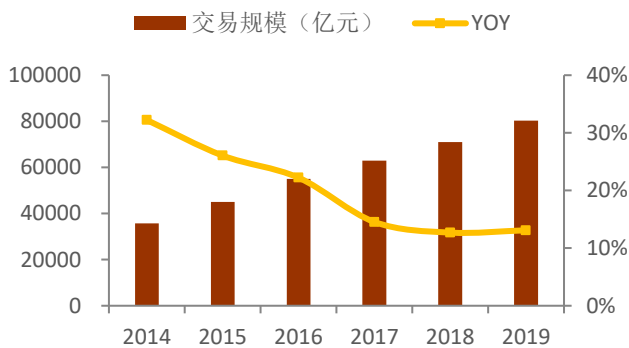
图 3: 跨境电商行业渗透率及增长率 (2014-2019)



资料来源: 电子商务研究中心, 招商证券

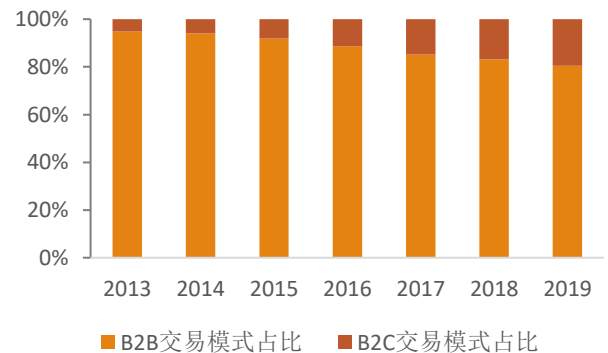
跨境电商中出口跨境电商占据主导，B2C 模式快速发展。2019 年中国出口跨境电商交易规模为 8.03 万亿元，同比增长 13.09%。根据网经社数据，其中出口跨境电商网络零售市场交易规模为 1.73 万亿元，同比增长 23.57%。从跨境电商的交易模式来看，B2C 模式占比不断提升。

图 4: 我国跨境出口电商交易规模及增速



资料来源: 电子商务研究中心, 招商证券

图 5: 我国跨境电商模式占比



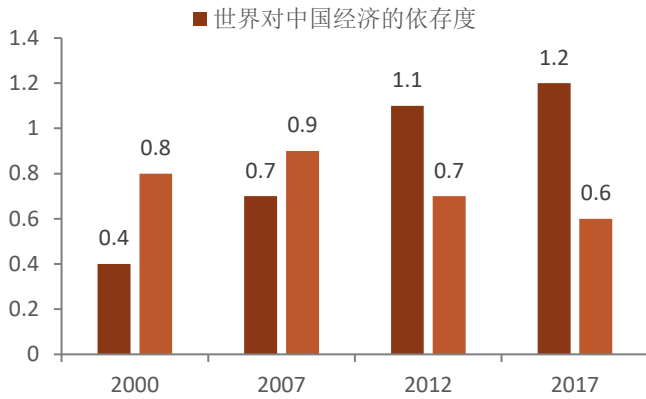
资料来源: 电子商务研究中心, 招商证券

### 1.1.2 中国在跨境出口领域优势明显

完善的制造产业链和世界经济体对中国出口产品的高依赖度使中国在跨境出口领域优势明显。据 2019 年麦肯锡全球研究院发布的报告得知，2000 年~2017 年，世界对中国经济的综合依存度指数从 0.4 逐步增长到 1.2。中国已经成为具有全球影响力的贸易大国，贡献了全球制造业总产出的 35%。从全球化发展的角度来看，MIT 经济观察站最新数据显示，2018 年中国共出口 2.59 万亿美元，成为世界第一大出口国。在疫情的大环境影响下，2020 年 4 月中国出口额仍然保持同比增长 4.02%。中国对外输出持续扩大，中国商品在海外的影响力持续增强。从世界经济体对中国出口的依存度来看，世界各国对中国产品的依赖度也在持续加强。2003 年至 2017 年，马来西亚，菲律宾，越南等亚洲国家对华进口占国内消费比例均增加 1.2 倍以上。同时，新加坡，加纳对华

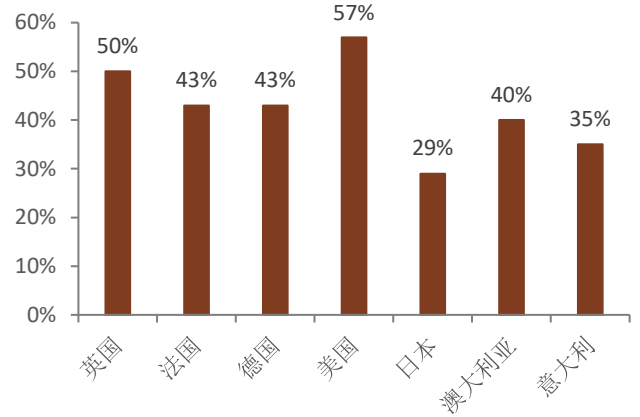
进口占国内消费比例为全世界最高水平，高达 18%。美国，德国，日本，英国等发达国家对华进口商品依赖度均提高 1 倍以上，其中英国对华进口占国内消费比例提高 1.5 倍。

图 6：世界对中国经济的依存度不断提升



资料来源：麦肯锡，招商证券

图 7：2019 年中国成为多国在线跨境购物首选



资料来源：国际邮政公司，招商证券

### 1.1.3 政策环境促进行业发展

国家连续出台政策，鼓励扶持跨境电商行业发展。近年来，国务院、商务部、海关总署、国税局等部门先后出台多项文件支持跨境电商的发展。2020 年 4 月 7 日，国务院常务会议决定在已设立 59 个跨境电商综合试验区基础上，再新设 46 个跨境电商综合试验区，推广促进跨境电商发展的有效做法，同时实行按规定免征增值税和消费税、企业所得税核定征收等支持政策。随着电商法及其他密切相关的政策法规实施，跨境电商行业发展环境将不断优化。

表 1、两年国家出台跨境电商部分相关政策

时间	相关政策
2020 年	国务院常务会议推出增设跨境电子商务综合试验区等举措。
2020 年	《关于促进跨境电子商务发展若干措施》
2019 年	两会提出将改革完善跨境电商等新业态扶持政策。
2019 年	《电子商务法》实施
2018 年	《关于跨境电子商务零售进出口商品有关监管事宜的公告》
2018 年	《关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知》
2018 年	《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》
2018 年	《关于规范跨境电子商务支付企业登记管理》

资料来源：政府网站，招商证券

贸易摩擦阶段新缓和利好跨境电商发展。2020 年 1 月，中美贸易摩擦随着第一阶段经贸协议的达成而有所缓和，美国 3000 亿 A 清单加征关税从 15% 降至 7.5%，并暂停了原定加征的关税，这一阶段性缓和利好中国跨境电商发展。

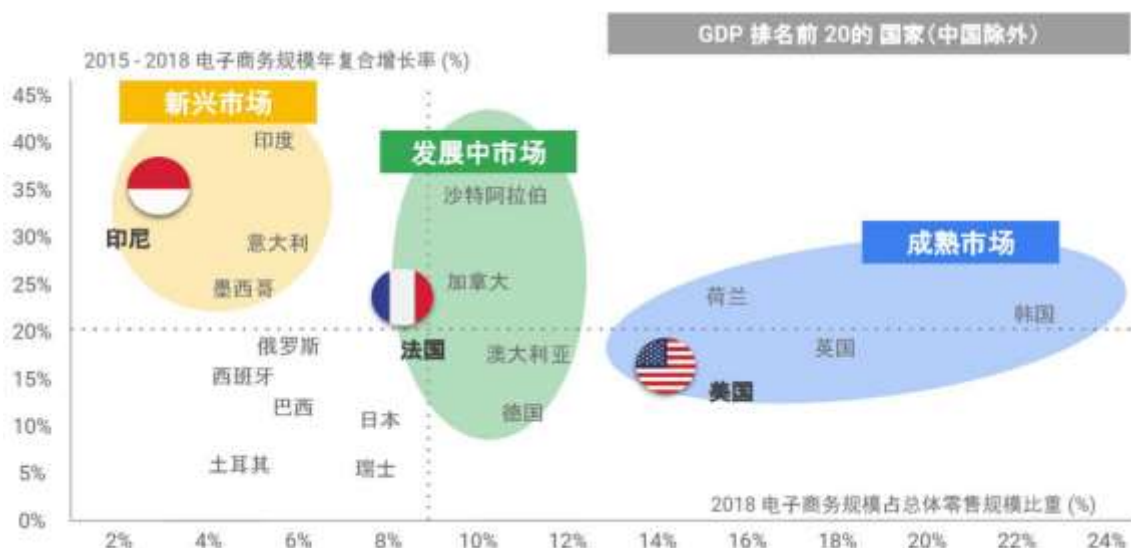


### 1.1.4 国外电商渗透率仍有提升空间

我国电子商务发展领先全球，渗透率较高。根据凯度咨询数据，可以大致将各个国家（中国除外）按照电子商务规模年复合增速和占总体零售规模的比重大致分为新兴市场、发展中市场以及成熟市场三大类。新兴市场增速约为 30%+，目前电子商务占零售的比重不足 8%，包括印度、意大利、印尼等；成熟市场为英美韩，电商渗透率整体约为 20% 左右，行业增速在 20% 以下。

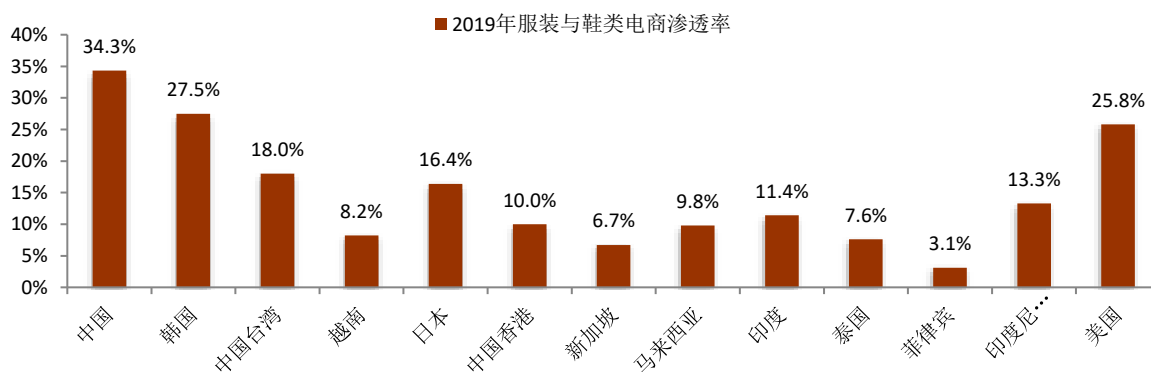
2019 年欧睿数据显示，无论在消费电子还是鞋类服装领域，我国的电商渗透率均领先于其他国家，分别达到 45.8% 和 34.3%。在消费电子领域，印度的电商渗透率为 39.3%，仅次于中国，其次为美国，约为 30.9%；而服装与鞋类领域，韩国和美国分别位于第二和第三。

图 8：2018 年电子商务规模占整体零售比重及电子商务规模年复合增长率



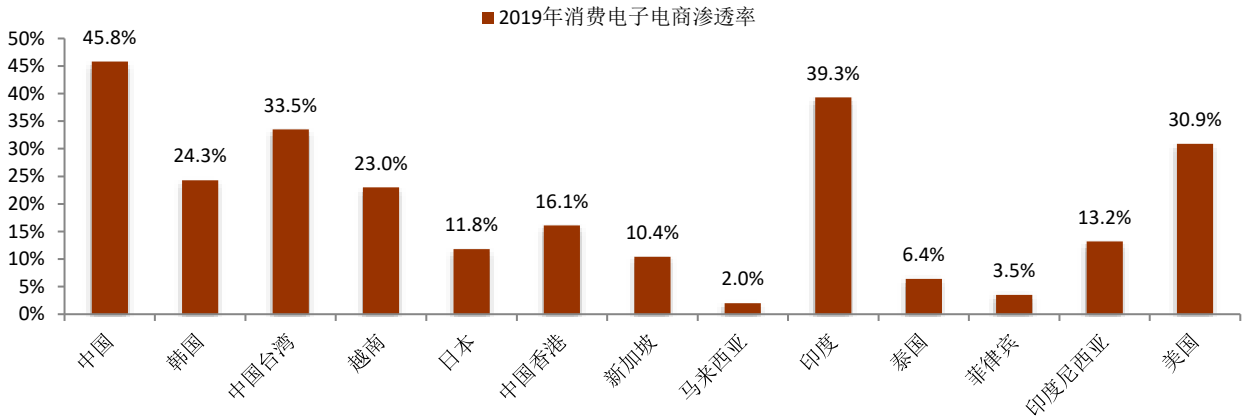
资料来源：凯度咨询，招商证券

图 9：2019 年服装与鞋类电商渗透率对比



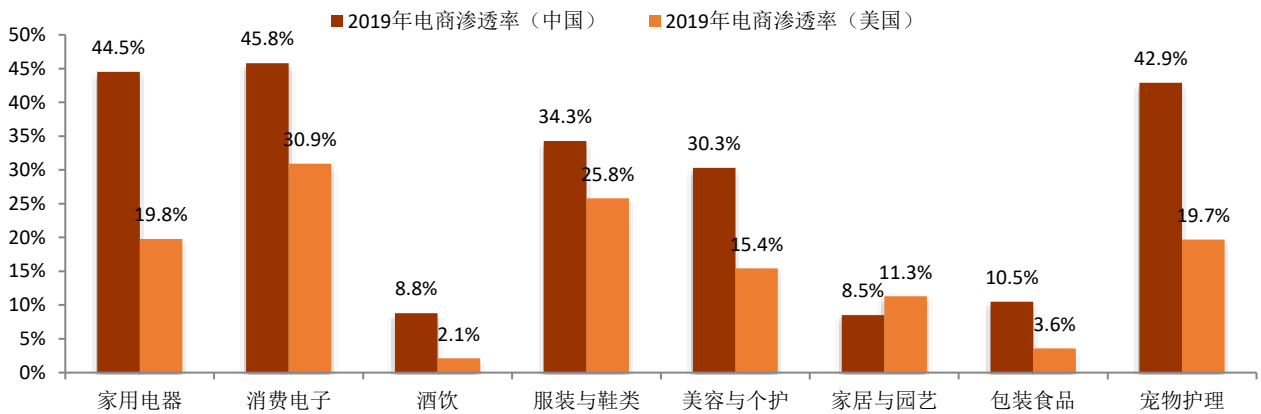
资料来源：欧睿，招商证券

图 10: 2019 年消费电子电商渗透率对比



资料来源: 欧睿, 招商证券

图 11: 中美电商渗透率对比



资料来源: 欧睿, 招商证券

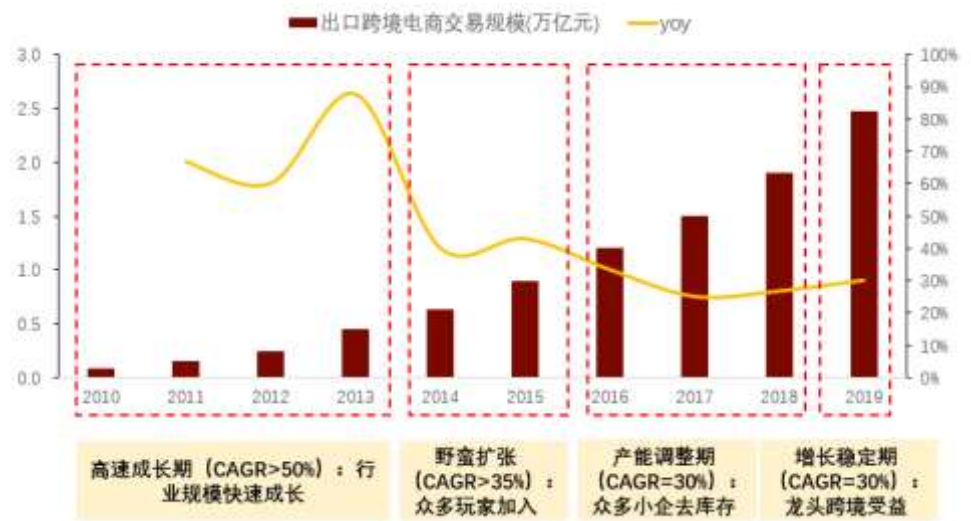
**产业配套成熟, 为跨境电商快速发展奠定基础。**目前在欧美韩等国家跨境电商的基础设施已经较为完善, 无论是外汇支付、境内外仓储物流、转运清关等环节, 都已经比较成熟。在外汇支付方面, 已经有众多企业获得了跨境支付的牌照, 满足跨境电商的即时支付的需求。在物流方面, 有直邮进出口、保税仓进出口和海外仓进出口三种模式, 同时有邮政、国际快递、保税仓以及国际物流专线等。目前国内跨境电商出口已经有了较好的产业配套基础, 海外跨境电商渗透率的提升“万事俱备只欠东风”。

## 1.2 库存出清格局改善, 行业步入稳步发展期

复盘国内电子商务发展历史, 可以看到我国出口跨境电商经历过快速成长 (2013 年之前)、野蛮生长 (2014~2015 年)、产能调整 (2016~2018 年) 之后, 迎来了稳健增长阶段, 市场集中度有望提升。我国出口跨境电商行业整体格局较为分散, 2014 年~2015 年间, 行业快速扩张期吸引大量中小企业进入行业, 扩张投产并且在网上大量铺货, 行业竞争格局恶化, 叠加行业整体增速有所放缓, 从而导致 2015 起行业内出现了产能过剩、中小企业去库存的情况, 使跨境电商行业发展遭遇挫折。2018 年起前跨境电商行

业逐步走出调整期，企业营收回暖。

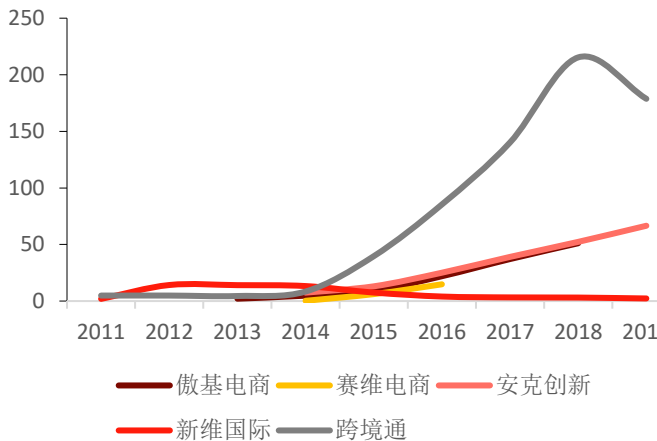
图 12: 中国出口跨境电商发展过程复盘



资料来源：电子商务研究中心，招商证券

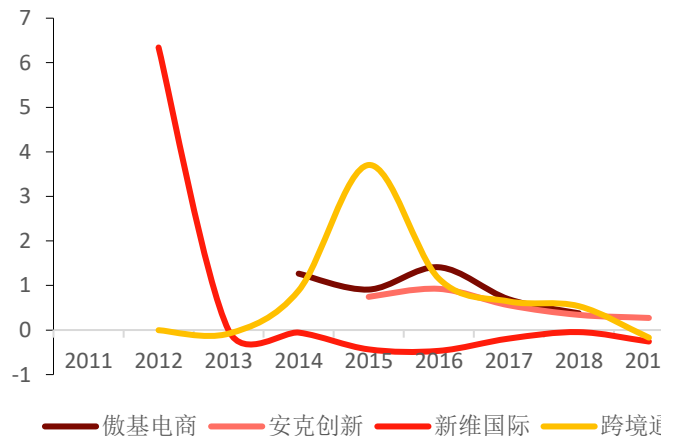
对照主要几家跨境电商公司营业/净利润规模可以看到，2014 年之前，受益于跨境电商市场的快速扩容，跨境电商公司的营业收入均实现了爆发式增长。市场上出现了大量的跨境电商企业，同时出现了大量跨境电商企业通过并购来迅速实现营收的快速增长。

图 13: 跨境电商营收规模 (亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

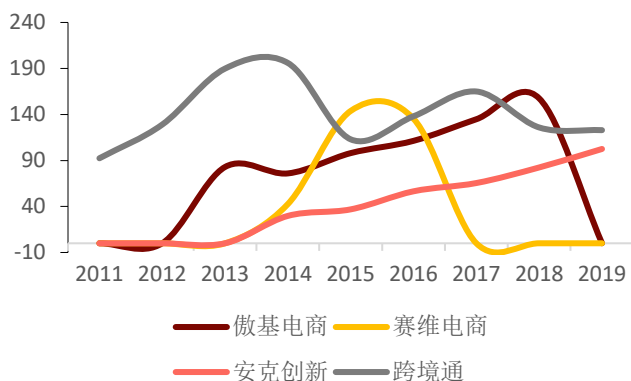
图 14: 跨境电商营收增速 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

2016 年行业快速扩容之后增速放缓，众多跨境电商企业在线上大量铺货之后出现了不同程度的存货积压问题。赛维电商、傲基电商、跨境通等的存货周转天数逐渐攀升，在 2016 年左右达到顶峰 150 天以上。存货积压、产品更新迭代导致部分企业计提大量存货减值，以跨境通为例，2016 年起存货减值逐渐增加，2019 年计提存货减值达到 26.89 亿元。

图 15: 跨境电商存货周转天数 (天)



资料来源: 公司公告、招商证券

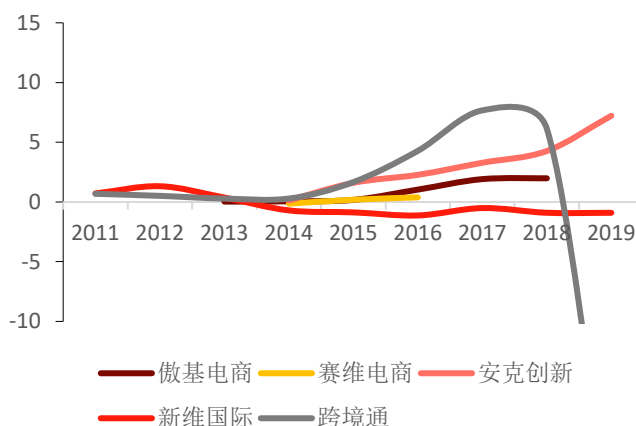
图 16: 跨境通计提存货减值 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

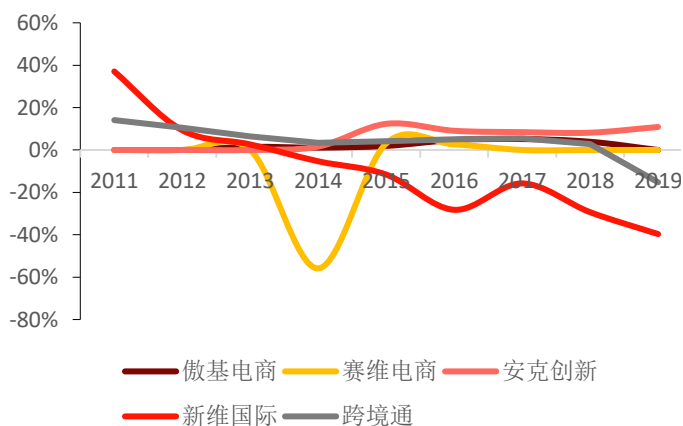
阶段性行业调整后市场集中度有望提升。2016 年起行业内中小跨境电商企业的净利润出现负增长, 2018 年中旬赛维电商新三板退市, 2019 年初傲基电商新三板退市, 新维国际净利润逐年下滑。行业中小企业逐步退出市场, 竞争格局改善, 市场集中度将逐步提升, 跨境电商龙头将迎来盈利改善。

图 17: 跨境电商净利润规模 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 18: 跨境电商净利率 (%)



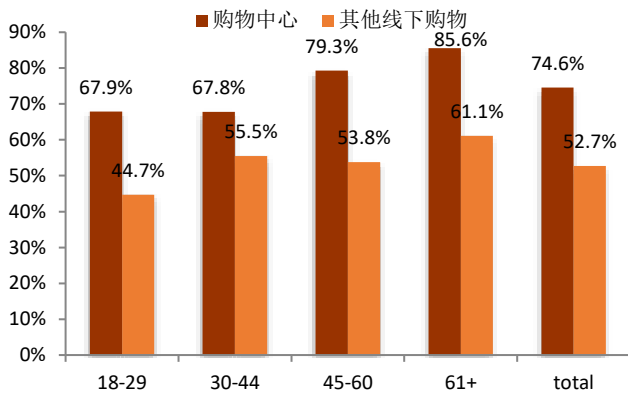
资料来源: 公司公告、招商证券

### 1.3 疫情驱动海外零售线上化, 行业迎来发展新机遇

疫情下线下购物显著减少。2020 年“新冠”疫情在海外爆发以来, 大量海外消费者形成以家庭空间为生活半径的工作生活方式, 催生越来越多“宅经济”的居家场景消费需求, 消费需求加速由线下向线上转移, 欧美国家整体线上销售呈现激增态势。根据福布斯的统计, 由于接近人口总数 95% 的美国人 (3.06 亿) 执行居家隔离政策, “新冠”疫情已深度影响美国零售业格局, 2020 年截至 4 月中下旬, 美国零售商的在线销售收入同比增长 68%, 北美电商订单量同比大幅增长 129%。根据 YOTPO 2020 年 3 月的问卷统计, 美国、加拿大、英国有超过 40% 不同年龄段的受访者表示如果“新冠”疫情持续, 将更多采用网购方式购物。在欧洲疫情的“重灾区”意大利, 根据 Wish 发布的欧洲市场分析报告, 2020 年 3 月 1 日前后半个月中, 意大利新注册用户首日消费增长超过了 50%。

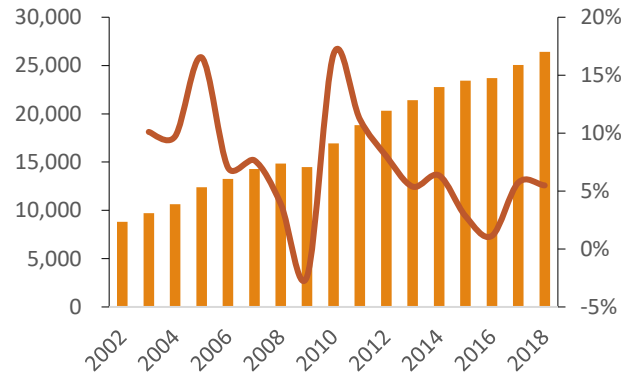
eMarket 数据显示，疫情之下美国消费者线下购物的比例大幅减少。

图 19: 疫情后美国消费者线下购物占比降低



资料来源: eMarketer, 招商证券

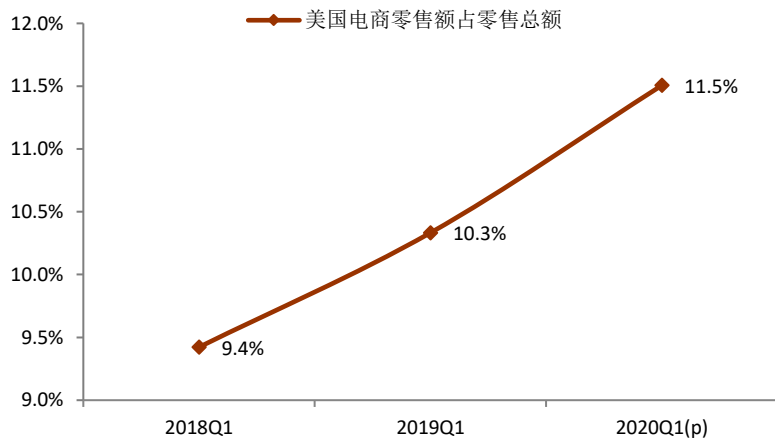
图 20: 美国电商市场规模及其增速 (亿美元, %)



资料来源: 美国国家统计局, 招商证券

**亚马逊网购平台疫情下业绩超预期，渗透率大幅提升。**根据亚马逊 2020 年 Q1 报告，亚马逊收入同比增长 26%，达 755 亿美元，“新冠”疫情在一定程度上加速了消费行为自线下至线上转移的趋势。根据 ebay 2020 年 Q2 业绩预告，由于“新冠”疫情卫生事件扩散而刺激的业务需求增长，ebay 在 4~5 月期间新增约 600 万活跃买家，2020 年第二季度商品总销量 (GMV) 预计同比增长 23-26%，销量显著加速的类目包括家居园艺、消费电子、时尚、汽车摩托车配件、收藏品类（其中家居园艺、汽车摩托车配件是易佰网络的优势品类）。根据美国国家统计局数据，2020Q1 美国电商零售额占零售总额比例由 9.4% 显著提升至 11.5%。

图 21: 美国电商零售额占零售总额比例显著提升



资料来源: 美国国家统计局, 招商证券

**消费者或将养成长期的线上消费习惯。**2003 年我国经历“非典”疫情过后，电商产业受益明显，网购交易额急剧上升，各大电商网站日益壮大，同时带动物流、供应链等相关产业快速发展至今，对我国扩大内需、提振消费产生深远而积极的影响。当前，全球各国针对“新冠”疫情的防控工作预计仍将长期持续，从线下转移线上这一消费形态的改变很有可能成为海外各国的新常态。疫情期间由于无法出门而不得不网购的海外消费者，很可能像“非典”过后的国内消费者一样在后疫情时代沿袭线上购物方式。



## 二、模式对比：自建网站/入驻三方模式各具千秋，精品回报率高于泛品

在 B2C 跨境出口电商中，按照商品售卖之前的所有权是否归平台所有，可以分为平台型和自营型。下文我们以自营型跨境电商为主要讨论对象。

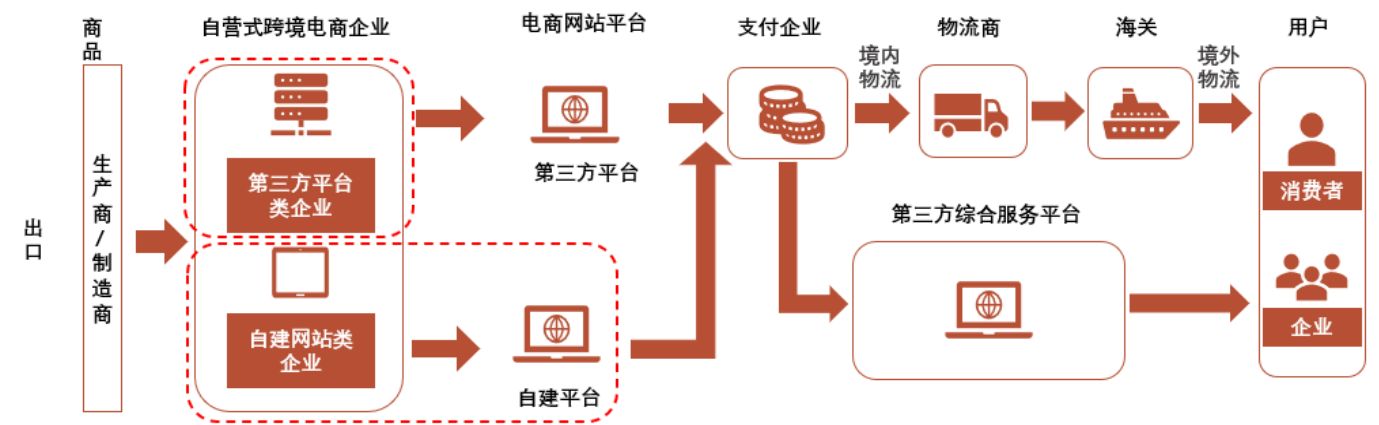
- ✓ **平台类企业重在流量获取，以收取佣金、广告费用为主要盈利模式。**平台类电商代表企业是阿里速卖通，运作模式较轻，用户使用其的核心原因在于其 SKU 较为丰富，品类齐全。因此平台类电商重点在于售前的引流、招商与售后物流服务。平台类企业靠收取交易租金以及广告费用来获取利润。
- ✓ **自营类企业重在供应链管理，以买卖产品价差为主要盈利模式。**自营类电商更类似于传统零售商，需要全面介入整个流程的运作，包括售前的选品、供应商谈判、运营，并深入管理物流与服务，保障产品质量。自营型企业更加接近重资产模式，除了实现商品销售之外，如何提高存货周转、保证企业现金流健康更为重要。

图 22: 跨境电商分类



资料来源：招商证券

图 23: 自营型 B2C 跨境出口电商产业链



资料来源：招商证券

## 2.1 自营型跨境电商图谱

自营型跨境出口 B2C 电商按照交易平台是否自建网站，可以分为自建平台和第三方平台两类；按经营商品品类数与 SKU 多寡，又可分为精品与泛品两种经营策略。整体来看，目前跨境电商流量来源以第三方平台为主，自建网站为辅。在选品策略上形成了以铺货策略为主，精品策略为辅的选品方式。按照上述标准划分，可以将 B2C 跨境电商大致分成三类：

- ✓ **精品策略+第三方平台：**精品策略由于 SKU 较少，自建网站吸引到的客流量有限，流量获取成本较高，一般会依赖第三方平台，深度研发产品，借助“大单品”在第三方网站获取较好的口碑和较高的排名，从而实现销量的显著提升。公司的核心 SKU 约为 100~200 个之间，典型代表包括安克创新、泽宝、帕拓逊。
- ✓ **泛品策略+自建平台：**公司采用自建平台来实现产采用自建平台可以减少平台费用，但是增加了引流成本，因而自建网站对公司的品牌力有一定要求。采用泛品的选品策略，可以通过增加产品品类，在一定程度上增加用户搜索到的可能性，来保证网页和终端流量。公司 SKU 一般十几万到几十万个，典型代表为环球易购。
- ✓ **泛品策略+第三方平台：**依赖第三方平台的同时采用泛品策略，典型企业包括有棵树、易佰网络等。

图 24: 自营型跨境电商分类坐标系



资料来源: 招商证券

表 2、自营型跨境电商 B2C 分类

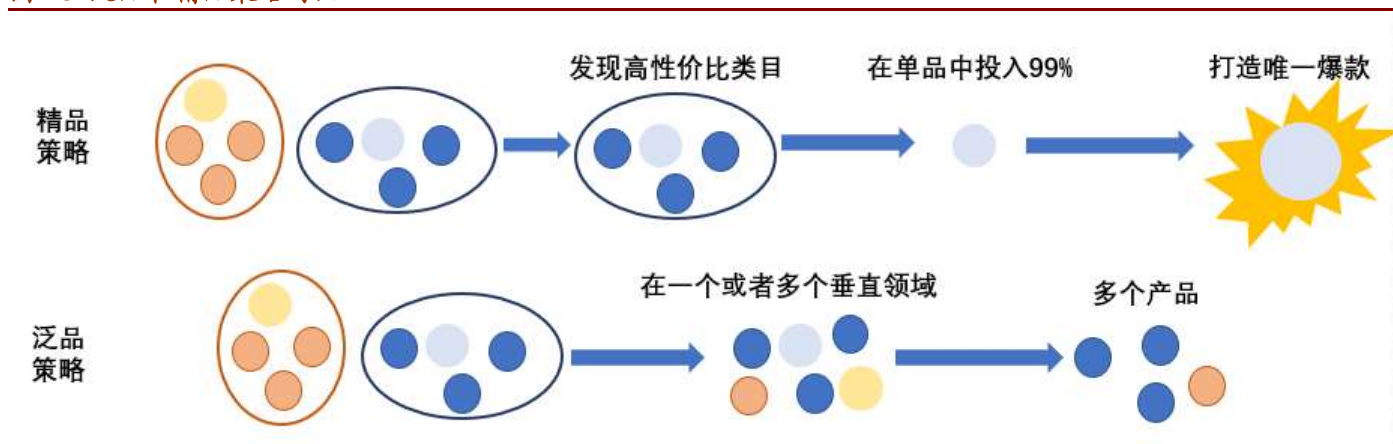
上市公司	电商名称	主要售卖平台	选品策略	SKU
跨境通 (002640.SZ)	环球易购	自建网站 (电子综合网站 Gearbest, 服装网站 ZAFUL、Rosegal)	铺货模式	Gearbest (电子类) 30.9 万, ZAFUL (服装类) 5.6 万, Rosega (服装类) 17.3 万
	帕拓逊	第三方平台 (亚马逊、eBay、Wish)	精品模式	-
天泽信息 (300209.SZ)	有棵树	第三方平台 (亚马逊、eBay、Wish、连卖通、Cdiscount、Shopee 等)	铺货模式	在线产品 SKU (库存量单位) 数量逾 12 万个, 活跃 SKU 约为 6-7 万个
星徽精密 (300464.SZ)	泽宝	第三方平台 (亚马逊为主)	精品模式	核心 SKU 200
华凯创意 (300592.SZ)	易佰网络	第三方平台 (亚马逊、eBay、速卖通、Wish、Lazada)	铺货模式	37 万
安克创新 (A19158)	安克	第三方平台 (亚马逊、eBay、天猫和日本乐天)	精品模式	核心 SKU 100~200

资料来源: 公司公告, 招商证券

## 2.2 选品策略: 精品策略投资回报率高于泛品

选品策略有精品和泛品之分。精品策略下公司的 SKU 一般为 100~200 个, 泛品策略能够达到几个到几十万个 SKU。不同的产品策略选择也意味着不同的运营模式。精品策略保证在涉足的大品类中找到最优研发性价比的细分品类, 在该细分品类中集中研发力量打造唯一大单品, 从而带动整个垂直领域市场; 选择泛品策略注定公司无法对某一个产品投入较多资源, 公司自主设计研发的可能性降低, 但难以形成爆款, 但产品线更为丰富。

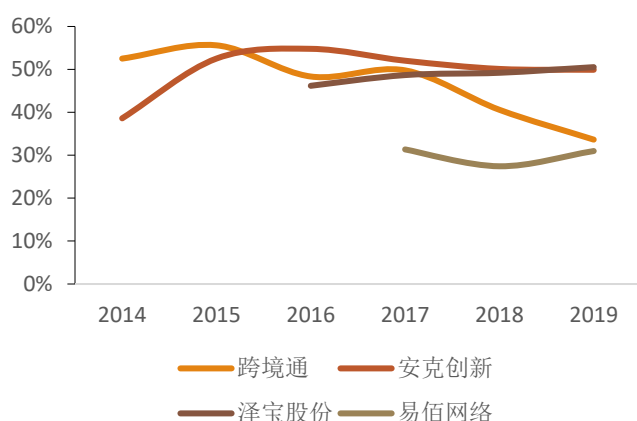
图 25 泛品和精品策略对比



资料来源：招商证券

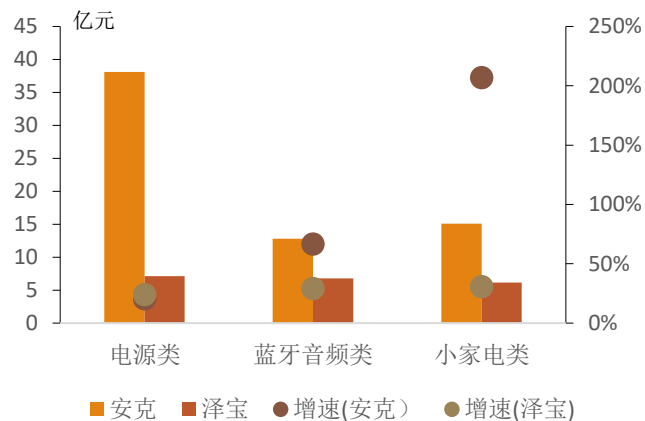
精品策略通过自有品牌打造爆款，毛利率高于同行。泽宝股份旗下 RAVPower 等品牌在亚马逊平台上表现良好，众多单品位于亚马逊网站同品类排名中较为领先位置。安克创新则在充电宝这一品类中逐步奠定了自己的龙头地位，2019 年在小家电领域增速达到 200%+。从毛利率来看，安克创新和泽宝股份的毛利率水平远高于同行。

图 26：安克创新和泽宝股份毛利率水平高于同行



资料来源：公司公告、招商证券

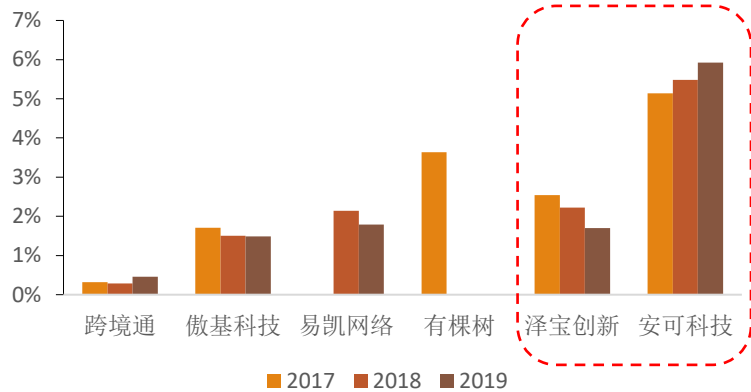
图 27：19 年泽宝和安克分品类收入规模及增速



资料来源：公司公告、招商证券

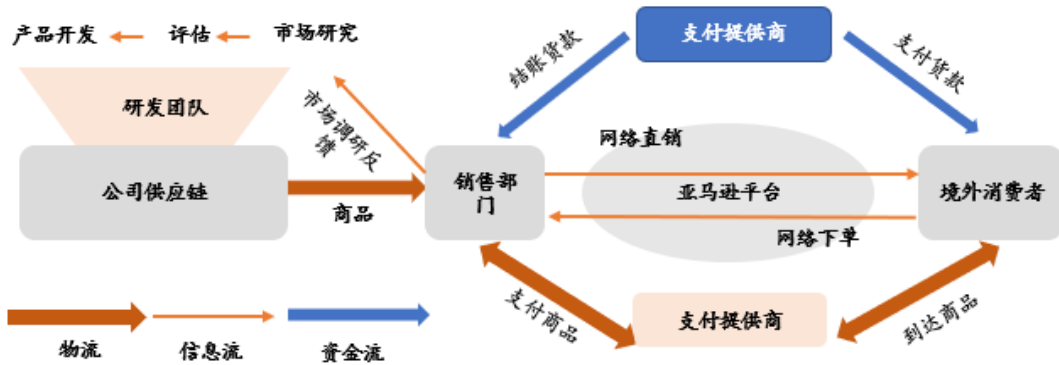
精品策略研发驱动，研发投入远超同行。精品策略下，产品力是核心，研发是驱动力。公司均采用外协生产方式，但是在选品、产品设计方面投入大量资本，从调研了解市场需求开始，紧抓消费者面对的痛点，集中精力打造行业内爆款产品。从同行对比来看，2017~2019 年安克创新的研发费用占比分别为 5.1%/5.5%/5.9%，泽宝创新的研发费用占比分别为 3%/2%/2%，远高于泛品策略公司。

图 28: 主要公司研发费用对比 (%)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 29 精品策略研发流程

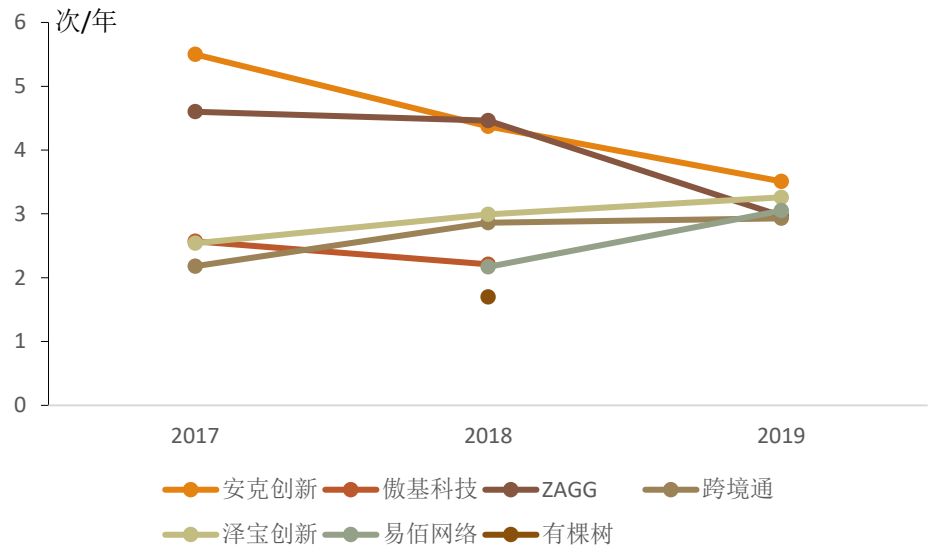


资料来源: 招商证券

少 SKU 带来低库存高周转, 现金流更为健康。精品策略有效地控制 SKU 数量, 依赖爆款产品带动垂直领域销售, 能够有效地降低产品库存, 提高库存周转, 同时降低存货减值带来的风险。同行业对比来看, 安克创新和泽宝股份的存货周转率较高。2019 年公司计提存货减值 787.50 万元, 仅占利润总额的 5%。受益于库存快速周转, 同行对比来看, 泽宝和安克的现金流较好, 经营活动现金流量净额/营业收入比例较高, 销售商品收到的现金/营业收入比例也长期高于同行。

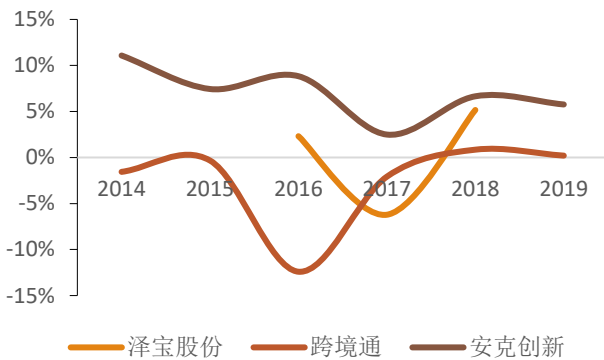


图 30: 跨境电商存货周转率对比



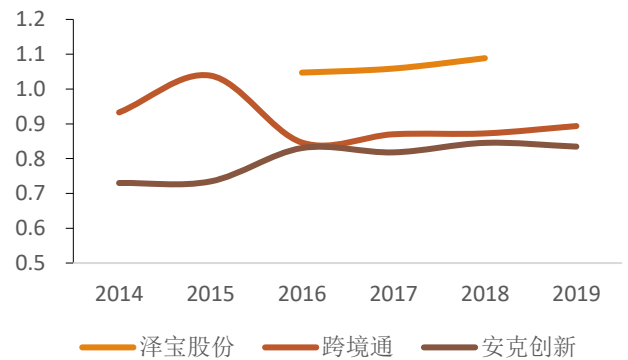
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 31: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入比例对比



资料来源: 公司公告、招商证券 注: 2018 年泽宝数据为 1-8 月

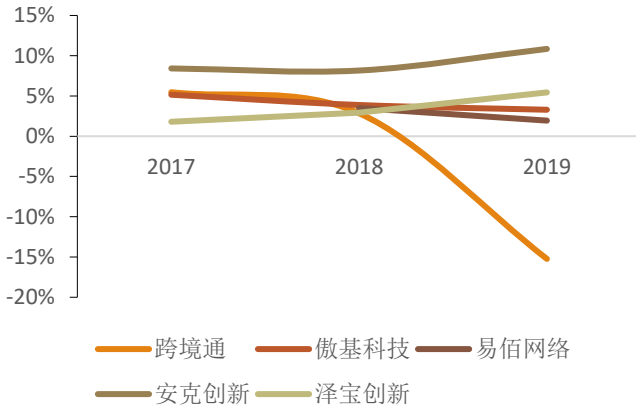
图 32: 销售商品收到的现金/营业收入比例对比



资料来源: 公司公告、招商证券 注: 2018 年泽宝数据为 1-8 月

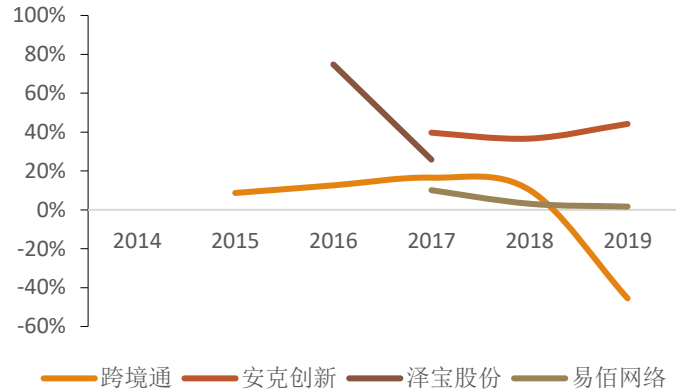
**精简 SKU 高周转+自主品牌盈利好, 精品公司 ROE 水平较高。**从企业资本回报的角度来看, 公司的盈利能力、周转率和杠杆均会影响公司的资本回报水平。精品公司的净利率水平略高于泛品公司, 2019 年泽宝和安克的净利率分别为 5.4%/4.8%, 高于泛品公司; 2017~2019 年安克创新的 ROE 回报分别为 40%/37%/44%, 遥遥领先泛品类公司。

图 33: 安克创新和泽宝股份净利率水平高于同行



资料来源: 公司公告、招商证券

图 34: 精品公司的 ROE 高于泛品公司



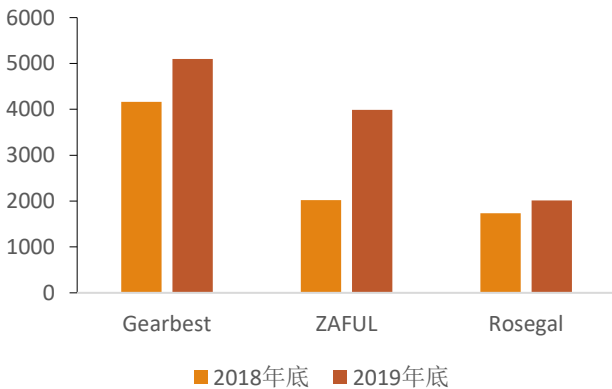
资料来源: 公司公告、招商证券

### 2.3 平台策略: 自建平台注重流量运营, 入驻三方更考验产品力

平台策略分为第三方平台和自建平台。从产业链拆分来看, 自建平台型企业不仅承担着从选品、上游国内制造企业进口产品的角色, 同时需要承担获客与销售功能。自建平台代表企业为环球易购, 拥有电子综合网站 Gearbest, 服装网站 ZAFUL、Rosega; 而大多数企业选择依赖第三方平台模式进行销售, 向第三方平台支付平台费用, 典型的企业包括泽宝股份、安克创新等, 两者在获客成本、转化率、竞争逻辑等方面存在着较大的不同。

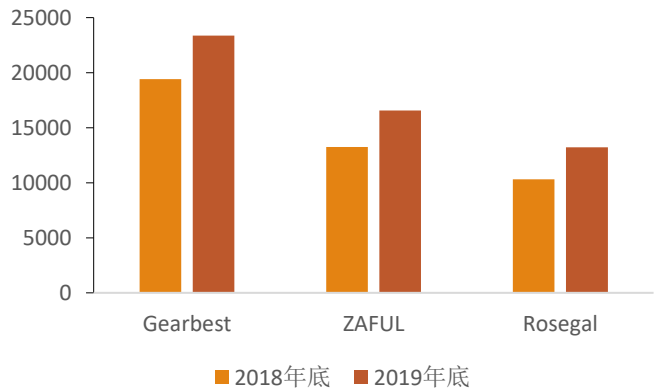
自建平台中, 无论是网络端口还是移动端, 流量始终是稀缺资源, 除了商品经营之外, 如何增加网站的浏览量、留存率以及活跃用户数将成为自建网站的课题。此外, 自建网站能够在一定时间内将客户的选择局限在网站自己的产品中, 因而可以一定程度上增加客单价。根据 Google 数据, 使用品牌独立站的网站能够使购物者的花费比其他人高约 2 倍。以易佰网络非品牌独立站和环球易购品牌独立站 Gearbest、ZAFUL 以及 Rosegal 来看, 虽然品类略有差异, 但是整体来看, 拥有品牌独立站的 Gearbest、ZAFUL 以及 Rosegal 的客单价远高于易佰网络。

图 35: 环球易购独立站注册用户数 (万名)



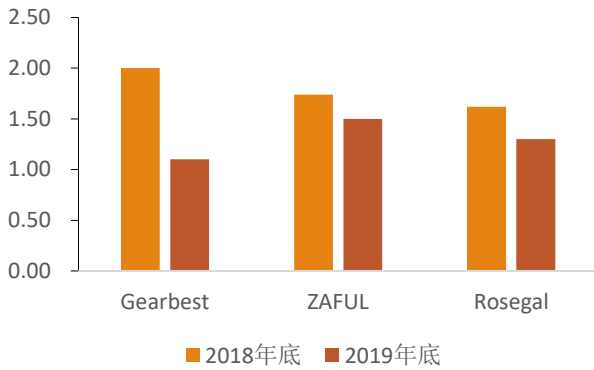
资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 环球易购独立站注册用户数 (万名)



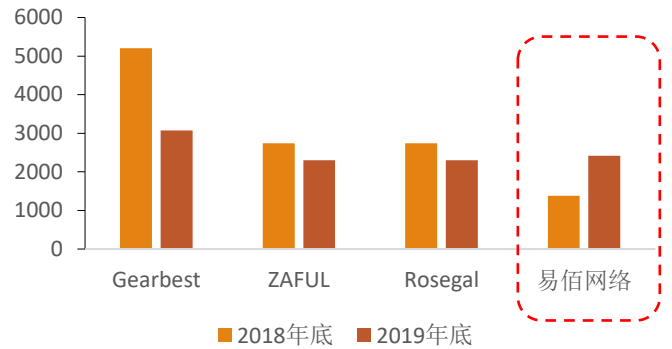
资料来源: 公司公告、招商证券

图 37: 环球易购独立站月均流量转化率 (万名)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 38: 环球易购独立站与易佰网络月活数 (万名)



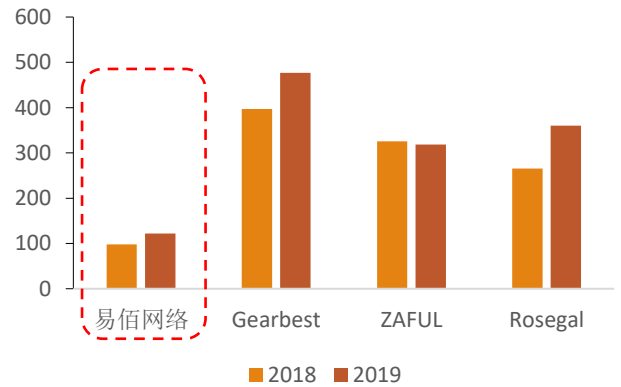
资料来源: 公司公告、招商证券

图 39: 品牌独立站客单价约为非品牌独立站的 2X



资料来源: 公司公告、招商证券

图 40: 网站客单价对比 (元/单)



资料来源: 公司公告、招商证券, 注: 以美元/人民币为 7 换算

自建网络单页考验公司网络营销、选品以及供应链能力。随着电商流量成本逐渐增加, 新进卖家自建网站的成本激增, 因而自建网站的难度和成本较高。如果公司以自建产品单页在海外社交网站投放并实现产品销售, 则对公司的营销能力、选品能力、以及供应链均有较高要求。公司需要精准定位, 跨境通旗下电子站 Gearbest、服装站 zaful 已在海外建立一定品牌知名度, 分列中国出海品牌 50 强第 23、24 名。其中 Zaful 主要通过柔性供应链模式, 实现产品的不断更新迭代与快速周转。

表 3、全球知名服装类 B2C 跨境电商网站运营情况对比

运营指标	Sheln.com	asos.com	zozo.jp	dafiti.com.br	zappos.com	zalando.de	zaful.com	rosegal.com
世界排名	627	387	757	1786	1854	1869	4411	5790
月流量	64.77M	59.98M	36.42M	19.75M	17.59M	16.26M	9.03M	7.62M
月浏览人数	24.82M	23.58M	7.24M	7.81M	10.24M	6.46M	4.75M	4.15M
停留时长	0:05:15	0:08:07	0:08:11	0:07:01	0:04:04	0:07:37	0:05:02	0:04:42
跳出率	53.95%	30.67%	28.45%	37.89%	38.73%	30.18%	46.79%	42.06%

直接浏览量 61.83% 53.59% 61.91% 28.33% 43.15% 51.32% 36.82% 35.38%

资料来源：公司公告，招商证券

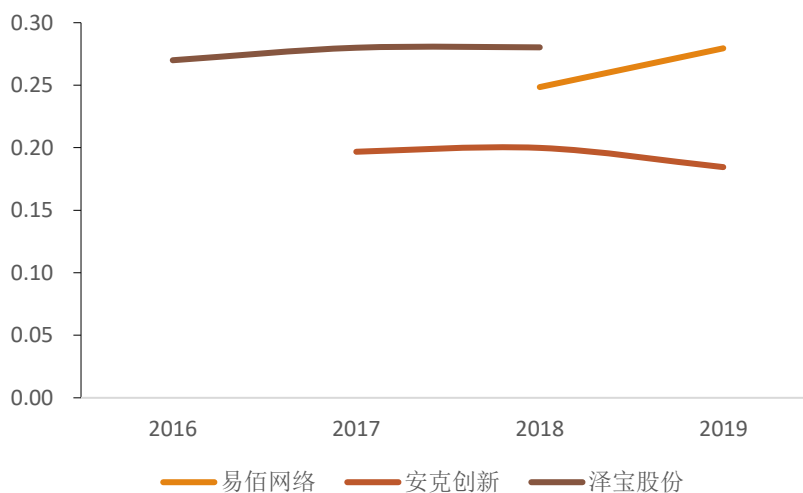
图 41: Gearbest、Zaful 分列中国出海品牌 50 强第 23、24 名



资料来源：公司公告，招商证券

如果依赖第三方平台，商家的经营重点则在于通过优质的商品在平台上获得较高的排名，提升销量的同时增加自然流量获取（降低流量费用），因而依赖第三方平台时精品模式是更优的经营策略，核心竞争力在于商品的研发与供应链能力。第三方网站包括亚马逊、eBay、Wish、连卖通、Cdiscount、Shopee、天猫、日本乐天等，泽宝高度单一在亚马逊网站经营，安克和易佰网络则在其他第网站也有入驻。由于精品模式单品产品力与销量更高，其获得的自然流量更多，平台综合费用率一般低于泛品公司。

图 42: 依赖第三方网站平台跨境电商公司平台费用率对比



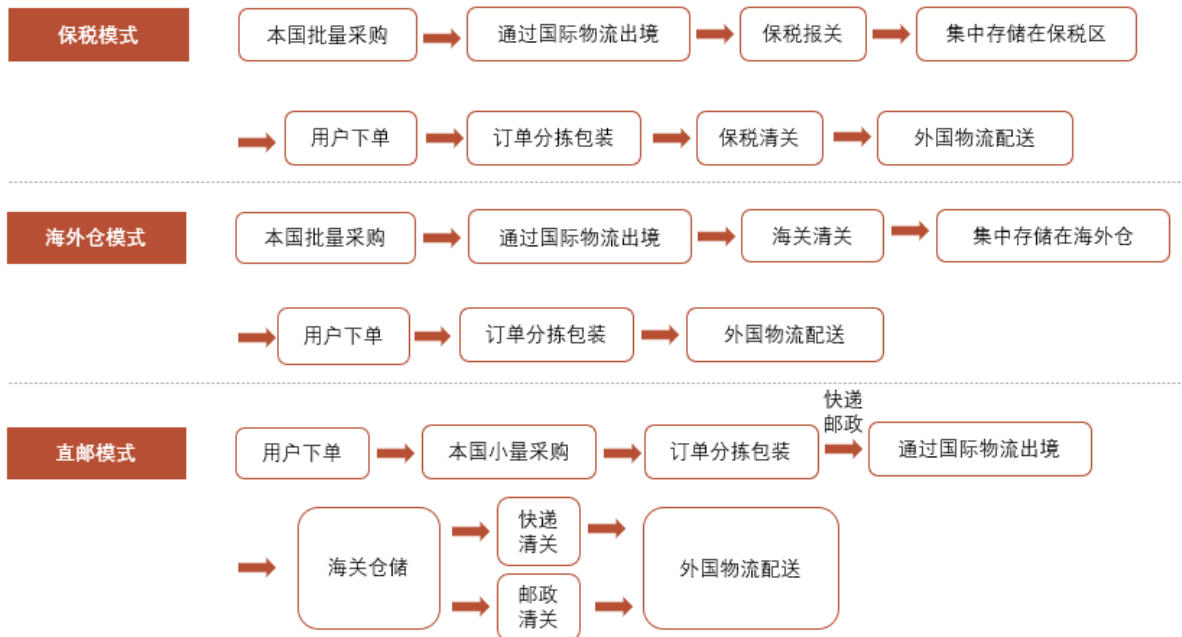
资料来源：公司公告，招商证券，注：泽宝股份的平台费用可能包含部分物流费用，因此略高

## 2.4 物流策略：海外仓大势所趋，FBA 助力亚马逊商家提升效率

目前跨境电商物流模式包括邮政包裹、国际快递模式、国内快递模式、专线物流以及海

外仓模式。海外仓是指中国商家通过海运、空运、陆运等方式将商品运往海外仓库，通过物流信息系统远程操控仓储货物管理库存。海外仓储中心根据订单消息通过当地物流配送商品。相比于其他配送方式，海外仓配送速度更快、物流成本较低，同时供应链效率更高：（1）仓库设在海外，因而有较高的大大提升了商品的派送速度。（2）能够更加高效地实施库存和物流管理，避免淡旺季带来的物流拥堵和物流低效。

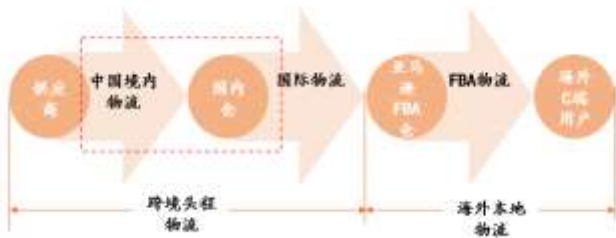
图 43: 保税仓模式、海外仓模式与直邮模式



资料来源：亿邦动力网，招商证券

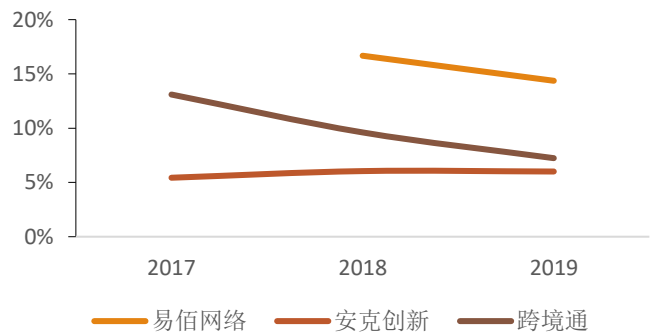
海外仓模式一般包括头程运输、仓储管理和本地配送三部分，其中海外仓储与配送可以选择自建、亚马逊 FBA 仓以及第三方仓形式，主要跨境电商的物流费用率约为 5%~15% 之间。

图 44: 亚马逊 FBA 海外仓模式



资料来源：公司公告，招商证券

图 45: 主要跨境平台仓储物流费用明细



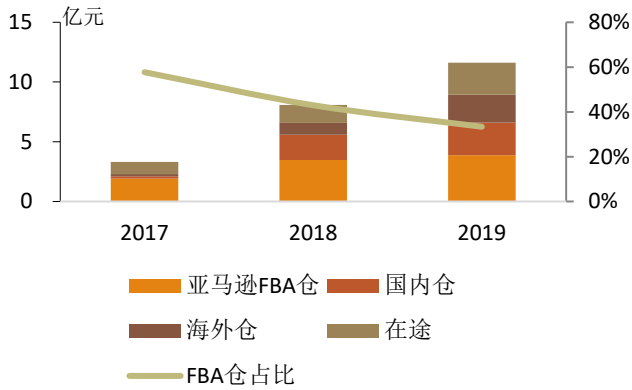
资料来源：公司公告，招商证券

对于主要使用亚马逊平台进行产品售卖的厂家来说，亚马逊 FBA 仓比起自建/第三方更加经济。亚马逊会给予全部使用 FBA 物流的企业一定折扣，同时积分有利于公司产品



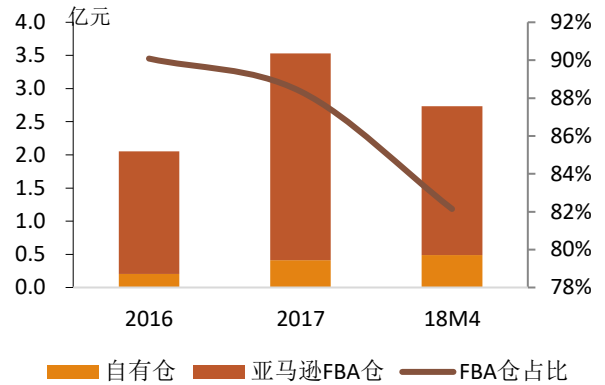
拿到黄金购物车,进一步提升销售额。泽宝股份因其线上亚马逊平台销售比例达到 99%,因而全部采用亚马逊 FBA 的模式。而对于大部分依赖第三方平台的厂家来说,通常采用“自建海外仓与 FBA 物流结合”的模式。以安克创新为例,2019 年其库存在亚马逊仓的占比仅为 35%,一方面由于他在其他网站也有售卖,同时近年来安克存在较高比例的线下销售。

图 46: 安克创新 FBA 仓库存占存货比例约为 35%



资料来源: 公司公告、招商证券

图 47: 泽宝股份 FBA 仓库存占存货比例为 80%+



资料来源: 公司公告、招商证券

表 4、跨境电商仓储物流模式对比

上市公司	电商名称	物流仓储模式
跨境通 (002640.SZ)	帕拓逊+环球易购	公司仓储总面积达到 41 万平方米,其中,国内仓 14 个,仓储面积约 29 万平方米。海外仓 63 个,其中环球易购在 20 个国家设立了 37 个海外仓,帕拓逊通过与第三方合作的模式,在 13 个国家建立了 26 个海外仓,海外仓的仓储面积达到 13 万平方米以上。
天泽信息 (300209.SZ)	有棵树	自建海外仓+FBA
星徽精密 (300464.SZ)	泽宝	全部采用 FBA
华凯创意 (300592.SZ)	易佰网络	自建海外仓+FBA
安克创新 (A19158)	安克	自建海外仓+FBA

资料来源: 公司公告, 招商证券

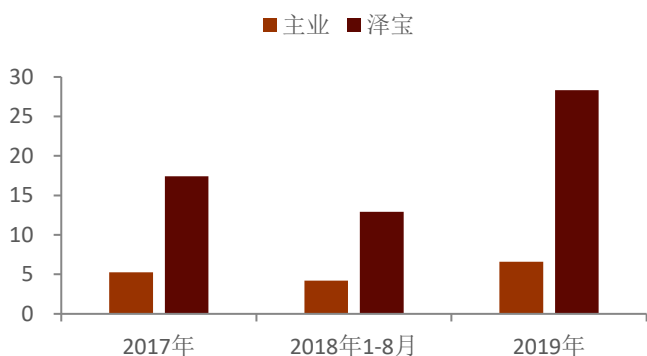
### 三、投资建议：关注跨境电商龙头企业

跨境电商行业高速发展,海外疫情下,消费者线上购物习惯进一步养成,预计今年跨境出口行业将达到 30%以上增速,同时中小卖家由于供应链问题无法及时供货,行业集中度将进一步提升,跨境电商龙头有望显著受益。建议关注星徽精密(泽宝股份)、跨境通、吉宏股份、小商品城。

### 3.1 星徽精密（泽宝股份）：精品+自研模式助力高增长

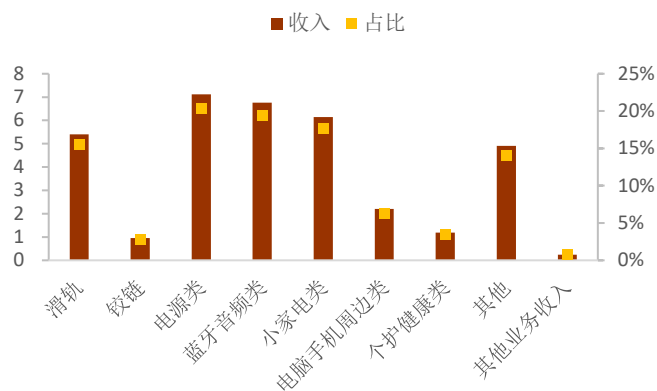
星徽精密成立于 1994 年，是一家精密金属连接件供应商，产品广泛应用于家具、家居、家电、工业、IT、金融、汽车等行业。2019 年 2 月，公司通过增发+现金的方式完成购买泽宝股份 100%的股权，由此进入跨境电商行业。泽宝并表后公司业绩大幅提升。2019 年公司实现营业收入 34.91 亿元，同比增长 390.94%，其中 81.10%的收入来自跨境电商。2019 年公司实现归母净利润 1.49 亿元，其中泽宝实现净利润 1.54 亿元，是公司利润的主要来源。

图 48：2017-2019 年公司主业及泽宝营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

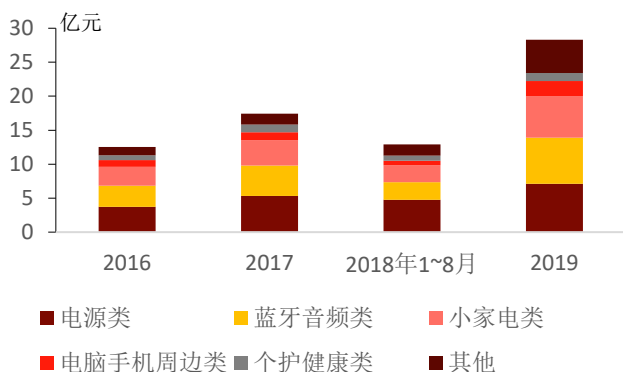
图 49：2019 年公司分产品收入构成（亿元，%）



资料来源：公司公告、招商证券

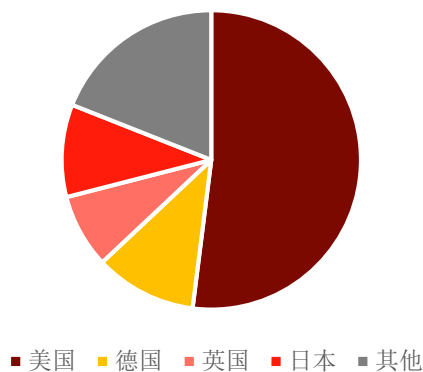
分品类来看，泽宝主营品类包括电源类、蓝牙音频类、小家电类、电脑手机周边类、个护健康类等，借助亚马逊平台，泽宝实现了对全球主要市场的销售覆盖。分地区来看，公司产品 52%销售至美国，其余 30%覆盖德国、英国、日本等地。分渠道来看，泽宝股份线上渠道占营业收入比重 98%+，毛利率为 50%+。其中亚马逊平台占 B2C 比例达到 99%+，自建网站年销售额约为 700 万元。2019 年泽宝实现销售收入 28.32 亿元，同比增长 33%，增速领先于同行。

图 50：泽宝股份主要品类销售额



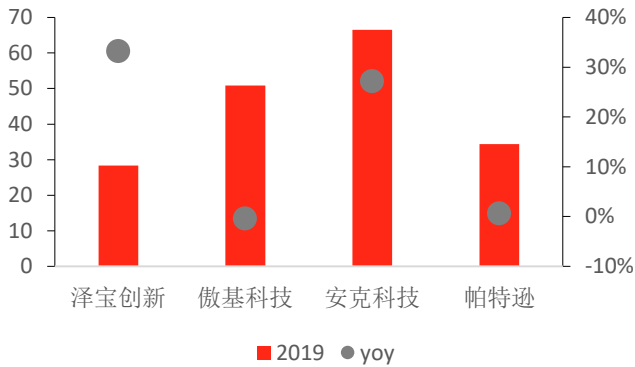
资料来源：公司公告、招商证券

图 51：泽宝产品销售覆盖全球



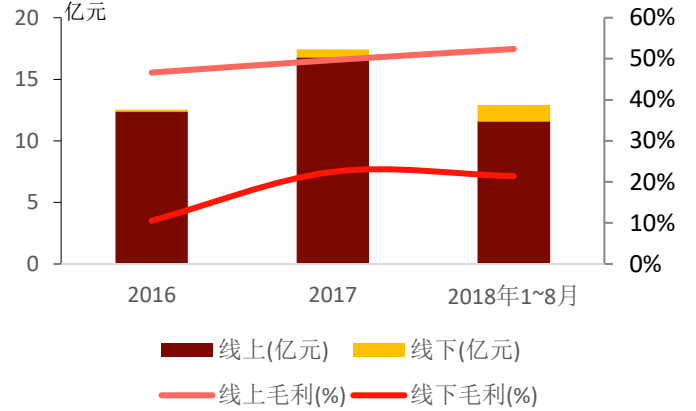
资料来源：公司公告、招商证券

图 52: 2019 年泽宝股份收入增速领先同行



资料来源: 公司公告、招商证券

图 53: 泽宝股份线上渠道占营业收入 98%+



资料来源: 公司公告、招商证券

泽宝股份深刻洞察海外客户的需求, 利用自己的研发部门设计出符合市场需求的产品进行跨境销售。目前公司所有的产品均为自主品牌且有专利。已形成 RAVPower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable 五大品牌, 主要产品品类包括电源类、蓝牙音频类、小家电类、电脑手机周边类、个护健康类、家纺家居类等。公司在跨境电商产业链中不仅扮演着产品提供商角色, 同时主导了针对客户市场需求的研究、产品设计研发等环节。

表 5、泽宝股份主要产品

品牌名称	品牌描述	产品细分类型
	致力于为消费者提供专业、可靠的移动电源相关产品, 拥有 iSmart、HyperAir 快充等前沿的充电技术, 全球拥有数千万忠诚用户。	移动电源、充电器、无线充电器、电源转接器、逆变电源、数据线
	提供以人为本, 细节化设计的蓝牙音频、小家电等产品, 通过有意义的创新, 为大众创造更加便捷、美好的日常生活。	蓝牙耳机、降噪耳机、头戴耳机、蓝牙接收器和发射器、Soundbar 音箱、LED 台灯、光疗灯、空气净化器、加湿器、香薰机
	为全球用户提供智能车载、智能家居等技术创新产品, 追求设计的最优解, 使设计与使用场景完美结合, 产品曾获得多个红点设计大奖。	行车记录仪、家用摄像头、投影仪幕布、集线器、蓝牙音箱
	秉承让生活更美的原则, Anjou 致力于提供优质的美容及工具产品, 让顾客的美由内至外地散发出来: 精致耐用的香薰机, 萃取自天然植物的精油, 毛质柔软的化妆刷, 设计考究的卷发棒等。	化妆刷、卷发棒、蜡疗机、化妆镜、精油、浴盐球、椰子油
	从轻柔触感的家用纺织, 到舒缓疲劳的按摩器械, Sable 始终坚持从材料源头控制品质, 为顾客提供最舒适、健康的体验。	床上用品、家用按摩仪、充气床、水上用品

资料来源: 公司公告、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

泽宝专注产品研发，打造爆款取得亮眼成果。2017~2019 年泽宝股份的研发费用占比分别为 3%/2%/2%。公司自 2016 年逐步重视产品研发，在产品研发上加大投入，近三年研发累计投入超过 1.2 亿人民币，建立了产品研发体系，核心研发团队成员来自于中国科学院、TCL、华为、腾讯等业内顶尖企业，2019 年泽宝技术研发人员达 213 人。泽宝股份专注产品研发取得了亮眼的结果，在充电宝、耳机、小家电等细分中，均逐步研发出具有特色的爆款产品，众多单品位于亚马逊网站同品类排名中较为领先位置。

表 6、RAVPower 产品在亚马逊平台表现

产品名称	16750mAh 移动电源	NP-FW50 相机电池充电器套装
产品种类		
产品名称	16750mAh 移动电源	NP-FW50 相机电池充电器套装
价格	17.84 美金	31.99 美元
产品尺寸	5*3.18*0.79 英寸	5.35*4.26*0.94 英寸
顾客评价	16218 个评分	2646 个评分
评分	4.5/5 星	4.6/5 星
排名	#8 手机替换性电池中排名 #8 手机便携式移动电源中排名	#2 相机电池充电器中排名

资料来源：亚马逊官网

泽宝股份“精品”模式打造自主品牌，相比传统跨境电商技术壁垒与利润空间更高，同时存货与现金流也更为健康，疫情催化下作为跨境电商龙头受益。泽宝以“精品”模式销售自主研发产品，公司在跨境电商产业链中不仅赚取国内外供应链生产带来的差价，同时主导了针对客户市场需求的研究、产品设计研发等环节，因而具备更高的技术壁垒与利润空间。此外，少量聚焦的 SKU 经营策略使得公司存货周转较“泛品”模式更快，存货减值风险较小，现金流更为健康。海外疫情下，消费者线上购物习惯进一步养成，泽宝作为跨境电商龙头有望显著受益。

### 3.2 跨境通：跨境电商领航者，基本面逐步改善

**国内跨境电商领航者。**公司从事跨境进出口电商零售业务，品类包括服饰家居、电子产品、母婴用品，是行业发展引领者，销售规模位居行业前列。其中跨境出口 B2C 以自有平台 ZAFUL、Gearbest 为主，第三方平台 Amazon、eBay、AliExpress 等为辅，业务主体为环球易购、帕托逊。跨境进口立足于天猫、京东及唯品会等线上渠道，深耕山姆会员店、孩子王、爱婴岛等线下渠道，业务主体为优壹电商。

图 54: 跨境通商业模式

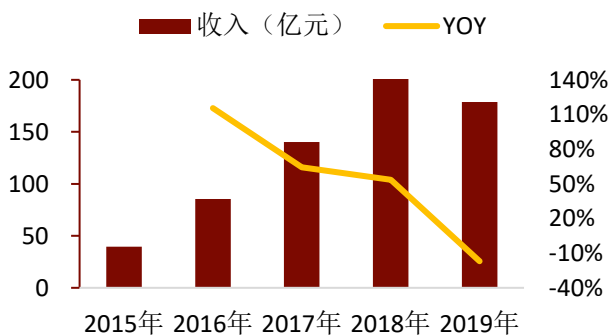


资料来源: 亿邦动力网, 招商证券

受资金紧缺、中美贸易摩擦等因素影响, 2019 年公司收入同比下滑 17%至 178.74 亿元, 对收入进一步拆分:

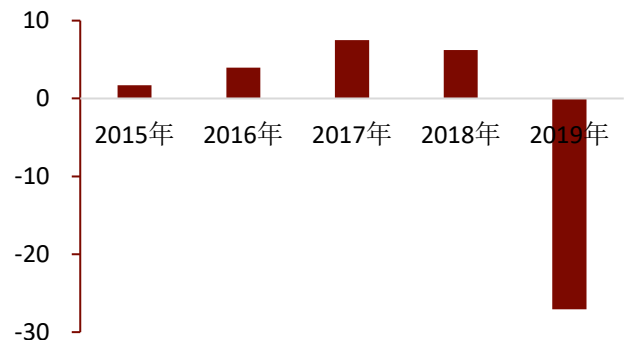
- 分业务看, 跨境出口及进口收入占比分别为 64%/36%;
- 分品类看, 服饰家居、电子产品、母婴用品收入占比分别为 22%/38%/39%;
- 分地区看, 亚洲、欧洲、北美洲收入占比分别为 42%/30%/25%;
- 跨境出口按照不同平台属性来划分, 自有平台/第三方平台收入占比分别为 45%/55%;
- 按照品牌属性划分, 自有品牌收入占比达 37%;
- 按照子公司划分, 环球易购、优壹电商、帕托逊收入占比分别为 48%、33%、19%。

图 55: 公司收入规模及增速



资料来源: 公司公告, 招商证券

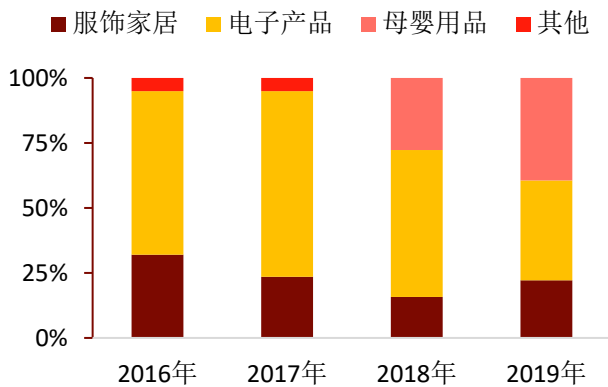
图 56: 公司净利润规模 (亿元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

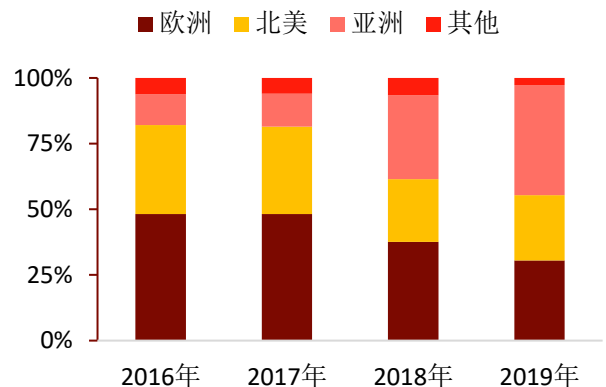


图 57: 收入按照产品品类划分



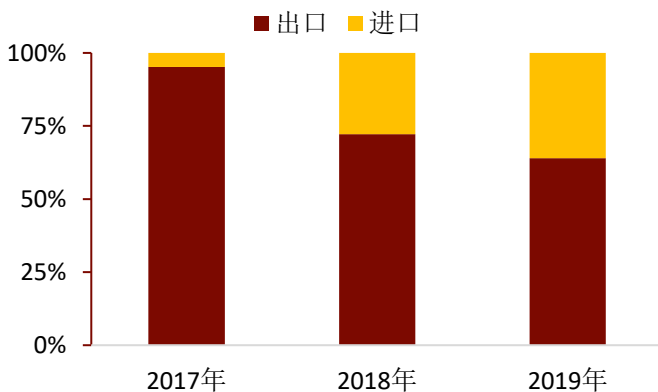
资料来源: 公司公告、招商证券

图 58: 收入按照销售地区划分



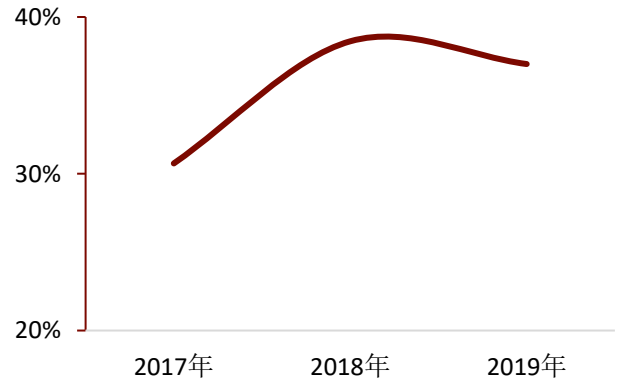
资料来源: 公司公告、招商证券

图 59: 跨境出口/进口比例



资料来源: 公司公告、招商证券

图 60: 自有品牌收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

子公司经营情况:

- **环球易购:** 受 2019 年贸易摩擦影响, 收入同比降 31%至 85 亿元 (欧洲、北美、亚洲收入占比分别为 48%、30%、17%); 净利润端受清理滞销存货以及计提存货减值准备影响, 亏损 26.5 亿元。拥有电子类综合网站 Gearbest、服装类网站 Zaful、Rosegal 等自有平台, Gearbest 深耕欧美成熟市场, 进军拉美、北非、东欧新兴市场, 重点运营 16 个国家站, 建立全球用户体系, 2019 年注册用户数达 5098 万人。Zaful 定位线上快时尚服装品牌, 2019 年将产品线扩宽至运动服饰以及男装, 重点开展 19 个国家站的本地化运营, 2019 年注册用户数达 3986 万人。在营销方面, ZAFUL 拥有近 10 万网红, 利用网红进行内容营销的同时, 与红人共同选品形成联名款, 有效收割红人粉丝。
- **帕拓逊:** 2019 年实现收入 34.39 亿元/净利润 1.78 亿元, 在第三方平台 (Amazon、Wish、eBay 等) 上销售自有品牌产品, 旗下 MPOW 品牌持续多年成为北美及欧洲 3C 产品优质品牌, Amazon Bestseller 累计超过 606 个。业务遍及北美、欧洲、中东、澳洲、亚太、东南亚等各大经济体。
- **优壹电商:** 一站式跨境进口服务商, 2019 年实现收入 58.72 亿元/净利润 2.56 亿



元，完成了 2019 年的业绩承诺。渠道方面覆盖旗舰店运营、阿里分销、电商平台运营、垂直化精选线下渠道等“线上+线下”全渠道销售。品类方面，服务 32 个品牌，夯实母婴品类优势的同时，将积极开拓美妆、保健品等品类，获得较快增长。在营销方面，优壹十分注重网红 KOL 直播带货，除了与李佳琦&薇娅合作以外，与雪梨、张大奕等头部主播也有深度合作。

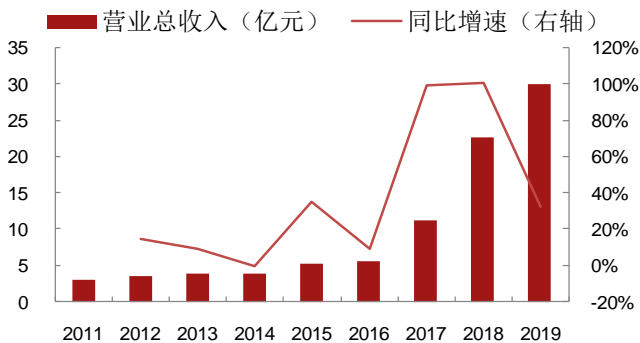
**中长期展望：国资支持+海外需求增长+运营提效，驱动公司走出业绩谷底。**

- 从运营层面看，公司自 18 年开始从数据与技术端入手，在物流体系、供应链体系、自有品牌体系、智能客服、智能营销体系等层面打造的核心竞争力逐渐显现，精细化管理程度进一步加强。
- 从公司治理层面看，2019 年 9 月，广州开发区新兴产业投资基金成为公司实际控制人，国资股东入主有望从资金、公司治理、人员激励等方面为公司提供全方位支持，助力公司走出经营谷底。
- 外部环境向好，从进入 4 月份以来，海外疫情全面爆发，海外消费者购物场景从线下向线上转移，利好以公司为代表的多品类、多平台的头部公司。
- 2019 年公司一次性计提资产减值 27.59 亿元，主要为存货跌价损失，未来有望轻装上阵。

**3.3 吉宏股份：借助精准营销势能，跨境电商业务崛起**

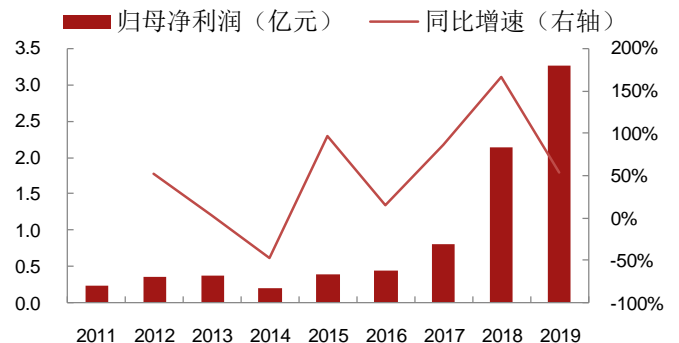
**印刷、电商、广告三驾马车，跨境电商已成为主要业务驱动。**吉宏股份前身是广告公司，创始人始终坚持广告梦想。创始人庄总于 1996 年成立厦门正奇电脑技术开发有限公司，主营创意设计与广告策划业务。2003 年吉宏科技股份有限公司成立，切入快消品展示包装业务，实则是广告业务的变现方式。2018 年收购北京龙域之星科技有限公司，切入精准营销业务，公司本质发生变化，2019 年公司广告业务的利润已经超过了传统包装业务，从“看上去”的包装公司已蜕变成真正的广告营销公司。现有业务分为三块：跨境电商、印刷包装和精准广告，3 块业务通过导流的形式链接起来，如印刷和广告业务为电商业务导流，变现通过电商销售产品实现盈利。目前跨境电商已经成为公司主要的业务驱动力。

**图 61：2017~2019 吉宏股份收入复合增速 63%**



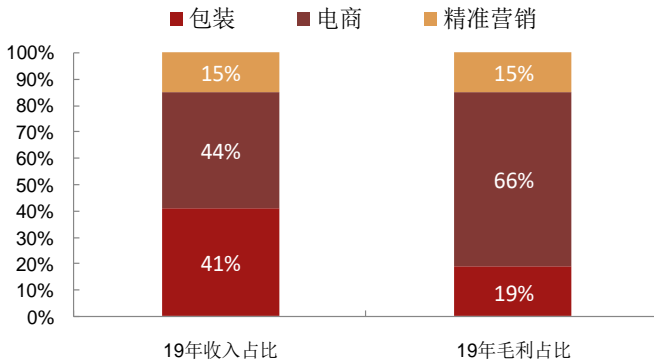
资料来源：公司公告、招商证券

**图 62：2017~2019 吉宏股份净利润复合增速 102%**



资料来源：公司公告、招商证券

图 63: 电商业务是吉宏股份主要利润贡献



资料来源: 公司公告、招商证券

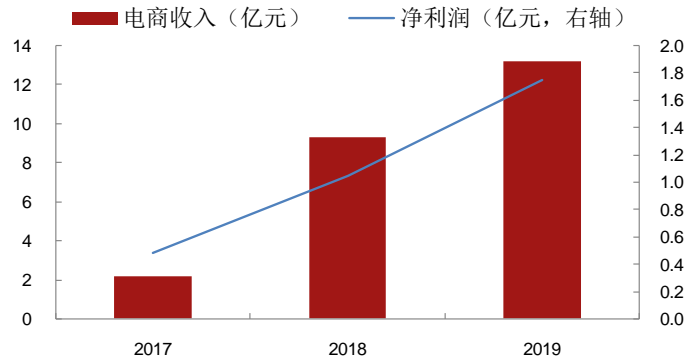
图 64: 吉宏股份互联网业务主要客户



资料来源: 公司官网、招商证券

子公司吉客印布局跨境电商，选品定位、数据驱动优势领先。吉宏于 2017 年成立厦门市吉客印电子商务有限公司，正式进入跨境电子商务行业。公司以自建独立站的方式进行线上 B2C 销售，开展跨境出口零售业务，吉客印利用交易数据挖掘、用户行为分析和兴趣定位，通过产品广告素材制作、网络媒体流量监控、在线广告投放和流量导入进行数据分析和精准营销推广。

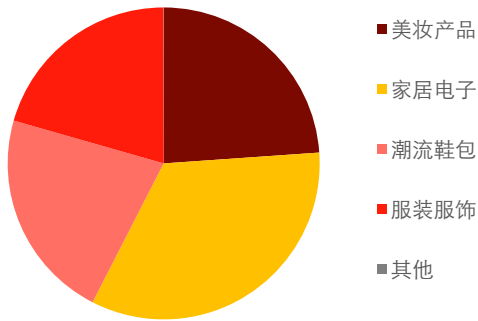
图 65: 近年吉宏股份电商业绩持续高增



资料来源: 公司公告、招商证券

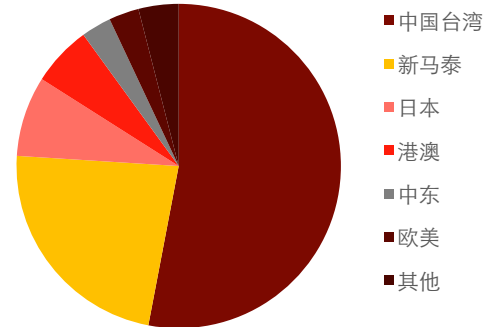
得益于合理的产品选择、精准的客户定位、领先的数据驱动型运营模式和多维立体营销模式、优异的供应链整合能力、业内领先的人才优势和已经积累的营销渠道优势，公司保持高速增长，在行业内形成了一定的竞争优势。

图 66: 吉客印选品占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 67: 吉客印销售各地区占比



资料来源: 公司官网、招商证券

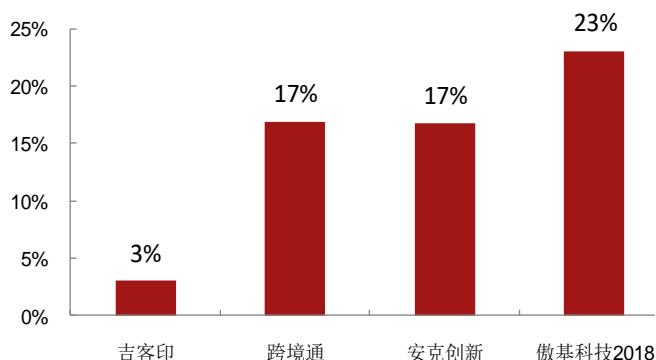
表 7、吉客印竞争优势

	说明
<b>精准的客户定位和产品推广</b>	搜集整理不同国家或地区的市场热点信息、用户属性以及平台的销售数据, 根据数据算法结果精准推送产品广告; 据产品销售情况, 积累用户需求数据, 打造自有品牌, 增加匹配产品的种类, 让消费者在主动浏览平台推广进行购物的同时, 产生被动消费和冲动消费;
<b>专业稳定的运营管理团队</b>	经营管理团队来自于深耕营销推广行业数十年的广告从业人员, 对电商领域的数据分析和运用有着深刻的技术背景和理解能力, 在选品、营销推广、打造品牌方面均有较为丰富的经验, 能够打通获客渠道和营销通道, 为自有品牌价值的逐步创建积累数据及经验;
<b>数据 AI 算法精准运营优势</b>	公司的数据 AI 算法及运用贯穿公司销售、流量导入、采购、物流、客服等全业务链条, 拥有精准营销的渠道与优势资源, 极大程度的降低营销成本, 同时通过不断优化数据模型, 指导采购、销售、备货及清仓等环节, 实现良性库存周转;
<b>优质多元的销售渠道</b>	目前已在多个国家或地区搭建优质多元的销售渠道, 包括 Google、YouTube、Bing、Facebook、Twitter 等, 并通过邮件营销、论坛推广、视频广告等形式进行精准高效的引流;
<b>完善的供应链物流管理体系</b>	在国内外的主要基地如台湾、日本、深圳、香港、美国等地均设有供应仓储服务体系, 结合产品市场及营销推广方案合理规划仓储物流, 实施系统的信息化管理, 在保证为客户提供优质高效购物体验的基础上, 不断强化对各个地区市场的快速应变和服务能力;

资料来源: 公司公告、招商证券

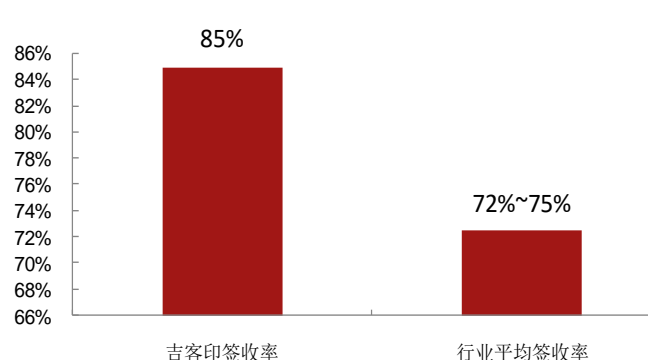
吉客印运营效率较高, 退货率及存货与同行相比均处于较低水平。跨境电商面临的最大问题是库存, 吉宏股份通过快速的物流配送响应来解决库存问题: 1、货到付款模式, 4-7 天配送期; 有客户下单再联系供应商配送 (1 天从供应商到国内仓), 国内仓清关出口 (1 天), 从国外仓配送到客户 (3-5 天), 最大程度解决货物占款的问题; 2、拒收退货处理。拒收后进入到国外仓, 进行 2 次销售, 一般 50% 概率可以销售, 残次品 2 折或者捆绑其他产品销售, 最后一般只有 5% 的产品最终形成海外库存, 一般 1 年后全额计提减值。

图 68: 吉客印库销比明显低于同行



资料来源: 公司公告、招商证券

图 69: 吉客印签收率高于行业平均水平



资料来源: 公司官网、招商证券

电商是公司所有流量的变现终极方式, 盈利未来主要驱动力。公司包装业务主要客户恒安、伊利 (收入占比 70%以上), 新增环保餐盒包装 (限塑令刺激, 增速较快), 预计未来稳定增长; 广告业务是 CPA 精准营销, 客户主要是游戏公司, 热门软件等, 投放平台是社交软件企业, 短期受经济影响较大, 广告主投放放慢。整体来看, 我们认为公司发展趋势依然明朗, 电商盈利主驱动有望延续。

### 3.4 天泽信息 (有棵树): 受益海外疫情, 跨境电商业务高速增长

2018 年天泽信息收购有棵树横向拓展跨境电商领域, 2019 年正式并表。有棵树主要借助第三方平台采用泛品策略进行销售。销售网络覆盖 eBay, 亚马逊, Wish, 速卖通等十多个主流电商平台, Cdiscount, Shopee, Lazada, Linio 等数十个区域性的平台。公司主营产品覆盖 3C, 户外, 家居, 汽配等 19 大类, 3000 个小类, 产品 SKU 数逾 40 万件, 销售国家覆盖欧美, 东南亚, 日韩, 俄罗斯, 中南美洲, 逾 100 多个国家和地区。有棵树泛供应链销售模式均衡了每个店铺的定位以及面向客户细分, 充分挖掘和满足客户需求。公司根据销售行情及时调整产品结构, 保证产品品类多样的同时维持较高的存货周转。疫情催化下天泽信息电商业务有望快速发展受益。

### 3.5 小商品城: 受益于跨境电商上游供应商经营向好

小商品城是全国专业批发市场龙头企业, 以店铺收租模式进行经营, 租户主要为上游各类商品的工厂与供应商。跨境电商行业在疫情催化下快速增长, 带动小商品城内跨境电商上游供应商经营向好, 商户承租能力提升, 公司有望受益。

## 四、风险提示

- 1) 中美贸易摩擦加剧。中美贸易摩擦加剧或对跨境电商出口造成一定限制。
- 2) 疫情对公司供应链产生影响。疫情加剧可能对公司供应链产生影响, 影响跨境电商正常经营。
- 3) 个股回调风险: 近期部分个股涨幅较大, 注意个股回调风险。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，主要方向为电商和超市。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。