

跨境电商的主流模式和玩家

我国出口跨境电商 B2C 发展晚于 B2B，2006 年起 DX、兰亭集势、环球易购等先后成立，凭借国内庞大完善的产业链以及电商化不断成熟，最大化缩减中间环节，赚取差价丰厚利润，带动出口 B2C 持续快速发展。根据网经社，2013-19 年我国出口跨境电商 B2C 由 0.38 万亿元增至 1.73 万亿元，CAGR 达 28.7%，占出口跨境电商比例由 14.1% 增至 21.5%。随着全球移动互联网不断发达、欧美日成熟市场和新兴市场电商渗透率持续提升，出口 B2C 占比将继续提升。

目前出口 B2C 卖家可分为（1）**第三方平台型**：依托亚马逊、eBay、速卖通、wish 等开店运营，目前仍为主流模式；（2）**自建平台型**：依托公司建立自有电商平台进行销售，包括综合性平台及服装、3C 等垂直平台。

两者模式实际运营的最大区别在于流量端，第三方平台型卖家可以依托平台自身站内流量，而自建平台则需自行承担引流。过去流量长期集中于亚马逊等几家头部大型平台，站内流量红利丰厚，第三方平台型卖家受益于此发展迅速，自建平台则多通过产品品质、性价比、会员运营、广告营销等差异化运营以抢夺流量源。近年来与国内电商趋势类似，伴随海外社媒等站外流量崛起，相关能力突出的自建平台获长足发展；Shopify 崛起亦为其合作商家自建站流量获取和运营提供重要赋能；Tiktok 等短视频直播流量又形成新风口，因此当下流量已不再为几家大型寡头平台所垄断，第三方平台型卖家也愈加重视站外流量运营，竞争更加多元化。

我们对当下代表性 B2C 出口跨境电商公司的模式、平台、品类、出口市场以及财务等进行详细梳理。具体包括：

（1）**美股上市**：兰亭集势；（2）**A 股上市**：跨境通、安克创新（创业板上市已获审通过）；（3）**新三板退市**：傲基科技、赛维电商；（4）**被 A 股上市公司子收购**：有棵树（天泽信息子公司）、泽宝技术（星徽精密子公司）、通拓科技（华鼎股份子公司）、价之链（浔兴股份子公司）、易佰网络（华凯创意拟收购，尚待证监会审核）；（5）**A 股上市公司自设子公司**：吉宏股份（设立吉客印）、广博股份（设立环球淘）；（6）**其他**：棒谷科技、浙江执御（浙江富润、富安娜投资参股）、Shein（即南京领添，媒体报道其计划今年美国 IPO）等。

商业贸易

维持

强于大市

史琨

shikun@csc.com.cn

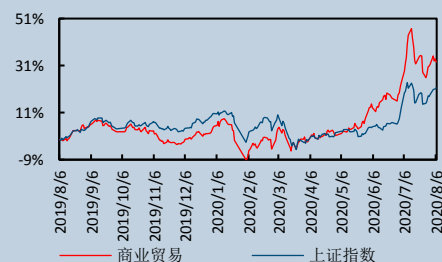
010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

香港证监会牌照中央编号：BPD410

发布日期：2020 年 08 月 07 日

市场表现



相关研究报告

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



目录

一、B2C 出口跨境电商占比提升，第三方&自建平台竞争多元化	1
二、主要 B2C 出口跨境电商梳理	2
（一）跨境通（环球易购、前海帕拓逊）	2
（二）华凯创意（拟收购易佰网络）	8
（三）天泽信息（有棵树）	11
（四）吉宏股份（吉客印）	14
（五）星徽精密（泽宝技术）	15
（六）华鼎股份（通拓科技）	18
（七）环球淘（广博股份）	20
（八）兰亭集势	21
（九）安克创新	23
（十）傲基科技	26
（十一）浔兴股份（价之链）	29
（十三）棒谷科技	30
（十二）赛维电商	31
（十四）浙江执御	33
（十五）SheIn（南京领添）	34
三、财务对比中的模式差异	35
四、风险因素	43

图表目录

图表 1： 2014-2019 年我国跨境电商 B2C 规模（亿元）	1
图表 2： 2014-2019 年我国跨境电商 B2C 和 B2B 规模	1
图表 3： 出口跨境电商主要模式	2
图表 4： 目前代表性 B2C 跨境电商公司与资本市场接触情况	2
图表 5： 2012-2019 年环球易购营业收入情况	3
图表 6： 2012-2019 年环球易购归母净利润情况	3
图表 7： 2016-19 年环球易购自建平台和第三方平台收入情况	3
图表 8： 2012-19 年环球易购出口收入结构	3
图表 9： 近年来 Gearbest 业务开拓情况	4
图表 10： Zafu 官网 Z-Me 站内社群	5
图表 11： 2016-19 年环球易购总收入结构	5
图表 12： 2019 年环球易购总收入来源结构	5
图表 13： 2015-2019 年前海帕拓逊营业收入情况	6
图表 14： 2015-2019 年前海帕拓逊归母净利润情况	6
图表 15： MPOW 品牌发展历程	6
图表 16： 跨境通 B2C 出口自建平台和第三方平台收入情况	7

图表 17: 跨境通 B2C 出口收入结构	7
图表 18: 跨境通自有品牌收入情况	7
图表 19: 跨境通国内仓和海外仓数量情况 (家)	8
图表 20: 跨境通国内仓和海外仓面积情况 (万平米)	8
图表 21: 2017-2019 年易佰网络营业收入情况	8
图表 22: 2017-2019 年易佰网络归母净利润和扣非情况	8
图表 23: 易佰网络发展历程	9
图表 24: 2018-2019 易佰网络各平台店铺数 (家)	9
图表 25: 2018-2019 年易佰网络各平台收入情况 (亿元)	9
图表 26: 2018-2019 年易佰网络各平台收入结构	9
图表 27: 易佰网络主要品类和产品	10
图表 28: 2018-2019 年易佰网络各品类收入情况 (亿元)	10
图表 29: 2019 年易佰网络各品类收入结构	10
图表 30: 易佰网络 TOP5 发达市场和新兴市场收入情况 (亿元)	11
图表 31: 易佰网络分出口市场级别收入结构	11
图表 32: 2014-2019 年有棵树营业收入情况	11
图表 33: 2014-2019 年有棵树归母净利润情况	11
图表 34: 2015-2018Q1 年有棵树各平台店铺情况	12
图表 35: 2014-2017 年有棵树各平台收入情况 (亿元)	12
图表 36: 2014-2018Q1 有棵树各平台收入结构	12
图表 37: 2015 年以来有棵树各品类收入情况 (亿元)	13
图表 38: 2015 年以来有棵树各品类收入结构	13
图表 39: 有棵树主要品类和产品	13
图表 40: 2015 年以来有棵树各出口市场收入情况 (亿元)	13
图表 41: 2015 年以来有棵树各出口市场收入结构	13
图表 42: 2007-2019 年吉客印营业收入情况	14
图表 43: 2007-2019 年吉客印净利润情况	14
图表 44: 吉客印 B2C 跨境出口“自建产品单页广告模式”图示	15
图表 45: 2016-2019 年泽宝技术营业收入情况	16
图表 46: 2016-2019 年泽宝技术归母净利润情况	16
图表 47: 泽宝技术六大自有品牌	16
图表 48: 泽宝技术三种产品开发模式	17
图表 49: 2016 年以来泽宝技术各品类营收情况 (亿元)	17
图表 50: 2016 年以来泽宝技术各品类营收结构	17
图表 51: 2016 年以来泽宝技术各地区营收情况 (亿元)	17
图表 52: 2016 年以来泽宝技术各地区营收结构	17
图表 53: 2015-2019 年通拓科技营业收入情况	18
图表 54: 2015-2019 年通拓科技归母净利润情况	18
图表 55: 2015 年来通拓科技出口收入第三方和自营平台占比	19
图表 56: 2015 年来通拓科技第三方平台出口收入结构	19
图表 57: 通拓科技主要品类和产品	19

图表 58:	2015 年来通拓科技出口各品类收入 (亿元)	19
图表 59:	2015 年来通拓科技出口品类收入结构	19
图表 60:	2015 年来通拓科技出口各区域收入结构	20
图表 61:	2015 年来广博股份跨境电商营收情况	20
图表 62:	2015 年以来环球淘净利润情况 (万元)	20
图表 63:	2009 年来兰亭集势营收情况 (亿美元)	21
图表 64:	2009 年来兰亭集势归母净利润情况 (万美元)	21
图表 65:	2010 年来兰亭集势产品销售和服务收入 (亿美元)	21
图表 66:	2016-2019 年兰亭集势总收入结构	21
图表 67:	2010 年来兰亭集势品类收入情况 (亿美元)	22
图表 68:	2010 年来兰亭集势品类收入结构	22
图表 69:	2010 年来兰亭集势品类收入情况 (亿美元)	22
图表 70:	2010 年来兰亭集势品类收入结构	22
图表 71:	2014 年来安克创新营业收入情况	23
图表 72:	2014 年来安克创新归母净利润情况	23
图表 73:	安可创新发展历程	23
图表 74:	安可创新主要销售模式一览	24
图表 75:	2017 年来安克创新各模式收入 (亿元)	24
图表 76:	2017 年来安克创新各模式收入结构	24
图表 77:	2017 年来安克创新 B2C 跨境电商各平台收入 (亿元)	25
图表 78:	安克创新主要品牌、品类和产品	25
图表 79:	2017 年来安克创新各品类收入 (亿元)	26
图表 80:	2017 年来安克创新各品类收入结构	26
图表 81:	2017 年来安克创新各地区收入结构	26
图表 82:	2013 年来傲基科技营业收入情况	27
图表 83:	2013 年来傲基科技归母净利润情况	27
图表 84:	2016 年来傲基科技分平台收入情况 (亿元)	27
图表 85:	2013 年来傲基科技分平台收入结构	27
图表 86:	傲基科技主要自有品牌	28
图表 87:	2016 年来傲基科技分品类收入情况 (亿元)	28
图表 88:	2013 年来傲基科技分品类收入结构	28
图表 89:	2016 年来傲基科技分地区收入情况 (亿元)	28
图表 90:	2015 年来价之链营业收入情况	29
图表 91:	2015 年来价之链归母净利润情况	29
图表 92:	价之链主要业务模式	29
图表 93:	2015-17Q1 价之链 B2C 出口各平台收入结构	30
图表 94:	2015-17Q1 价之链 B2C 出口各地区收入结构	30
图表 95:	2015-17Q1 价之链 B2C 出口各品类收入结构	30
图表 96:	棒谷科技发展历程	31
图表 97:	棒谷科技第三方平台和自建平台并行发展	31
图表 98:	2014-17H1 赛维电商营收情况	32

图表 99: 2014-17H1 赛维电商归母净利润情况	32
图表 100: 2014-2016 年赛维电商各模式收入结构	32
图表 101: 2015 年来赛维电商 B2C 出口各平台收入 (亿元)	32
图表 102: 2015 年来赛维电商 B2C 出口各平台收入结构	32
图表 103: 2015 年来赛维电商出口各平台收入 (亿元)	33
图表 104: 2015 年来赛维电商出口各平台收入结构	33
图表 105: 浙江执御融资历程	33
图表 106: SheIn (南京领添) 融资历程	34
图表 107: B2C 跨境电商公司模式和业务情况一览	35
图表 108: 各公司 B2C 跨境出口收入对比 (亿元)	37
图表 109: 各公司 B2C 跨境出口归母净利润对比 (亿元)	37
图表 110: 各公司 B2C 跨境出口毛利率对比	38
图表 111: 跨境通 B2C 出口各品类毛利率对比	39
图表 112: 通拓科技 B2C 出口各品类毛利率对比	39
图表 113: 泽宝技术亚马逊 FBA 服务主要费用	40
图表 114: 2016-2018Q1 有棵树各平台交易服务费率对比	40
图表 115: 亚马逊站内促销和推广方式	41
图表 116: 四家公司仓储物流费率对比	42
图表 117: 四家公司平台服务费率对比	42
图表 118: 四家公司营销推广费率对比	42
图表 119: 各公司 B2C 跨境出口净利率对比 (剔除亏损时期)	43

一、B2C 出口跨境电商占比提升，第三方&自建平台竞争多元化

目前我国出口跨境电商模式主要包括 B2B 和 B2C 两类。B2B 出口模式的卖家主要是境内的生产商、贸易商，买家主要是境外的贸易商、批发零售商、生产商、网店主等。B2C 模式则是通过第三方平台和自建网站直接接触国外终端消费者进行售卖。

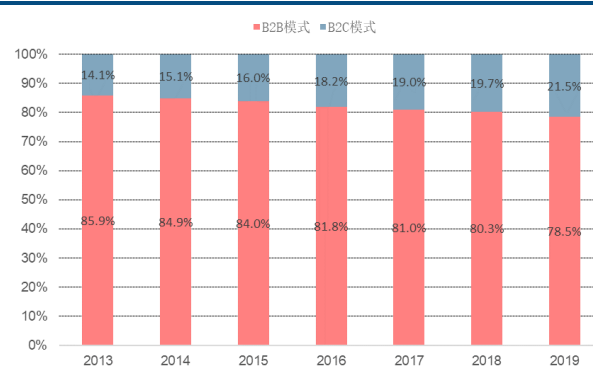
我国出口跨境电商 B2C 发展晚于 B2B，从 2006 年开始，以 DX、兰亭集势、环球易购等为代表的出口跨境 B2C 企业先后成立，凭借国内庞大而完善的供应产业链以及电商相关产业链不断成熟，聚焦于最大化缩减产业链中间环节，从产品进销差价中赚取丰厚利润，带动出口跨境 B2C 持续快速发展。根据网经社数据，2013-2019 年我国出口跨境电商 B2C 规模由 0.38 万亿元增至 1.73 万亿元，CAGR 达 28.7%（同期出口跨境 B2B 规模 CAGR 为 18.1%），占出口跨境电商比例由 14.1% 增至 21.5%。随着全球移动互联网不断发达、欧美日成熟市场和新兴市场消费者电商渗透率持续提升，出口 B2C 占比将继续提升。

图表1： 2014-2019 年我国跨境电商 B2C 规模（亿元）



资料来源：网经社，中信建投

图表2： 2014-2019 年我国跨境电商 B2C 和 B2B 规模



资料来源：网经社，中信建投

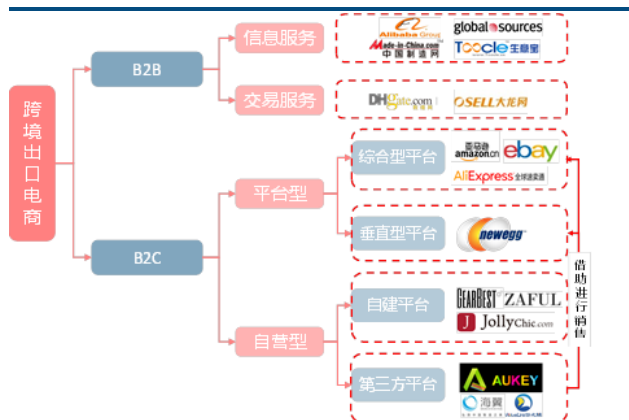
目前出口跨境电商 B2C 自营型卖家可以分为第三方平台型和自建平台型和两类：

第三方平台型——主要依托亚马逊、eBay、速卖通、wish 等主流跨境平台开设店铺运营，即第三方平台卖家，平台根据销售额收取相应费用（品类佣金、仓储物流等服务费），属于相对传统的跨境出口 B2C 卖家模式。

自建平台型——主要依托公司建立的自有电商网站或 APP 进行销售，综合大型平台主要是商贸零售龙头如沃尔玛、Tesco、乐天等自建电商平台，均有其全球各市场跨境电商业务。国内出口 B2C 自建平台型公司多为服装、3C、家居等垂直类目电商平台，如 GearBest、SheIn、Jollychic 等。近年来一站式电商 SaaS 平台 Shopify 崛起，协助大量卖家完成自建网站建设，自建站流量快速增速。

总体看，两者实际运营的最大区别在于流量端，第三方平台型卖家可以依托平台自身站内流量，而自建平台则需自行承担引流。过去流量长期集中于亚马逊等几家头部大型平台，站内流量红利丰厚，第三方平台型卖家受益于此发展迅速，自建平台则通过产品品质、性价比、会员运营、广告营销等差异化运营，抢夺流量源。与国内电商趋势类似，近年来伴随海外社交媒体等站外流量崛起，一些社媒运营能力突出的自建平台获得长足发展，如 SheIn 流量中很大部分来自 Facebook、Instagram 等引流，Shopify 亦为其合作商家自建站流量获取和运营提供重要赋能。目前 Tiktok 等短视频直播流量又形成新的风口，因此当下流量已不再为几家大型寡头平台所垄断，第三方平台型卖家甚至平台本身也愈加重视站外流量运营，竞争更加多元化。

图表3： 出口跨境电商主要模式



资料来源：中信建投

二、主要 B2C 出口跨境电商梳理

我们对兰亭集势、跨境通、安克创新、傲基科技、赛维电商、有棵树、泽宝技术、通拓科技、价之链、易佰网络、吉宏股份、广博股份等目前已通过不同方式上市，以及与资本市场有接触的 12 家代表性 B2C 出口跨境电商进行如下梳理：

图表4： 目前代表性 B2C 跨境电商公司与资本市场接触情况

	跨境电商公司
美股上市	兰亭集势
A 股上市	跨境通、安克创新（创业板上市已获审通过）
新三板退市	傲基科技（冲击科创板后主动终止）、赛维电商（正拟主板 IPO）
被 A 股上市公司子收购	有棵树（天泽信息子公司）、泽宝技术（星徽精密子公司）、通拓科技（华鼎股份子公司）、价之链（浔兴股份子公司）、易佰网络（华凯创意拟收购，尚待证监会审核）
A 股上市公司自设子公司	吉宏股份（设立子公司吉客印）、广博股份（设立子公司环球淘）
其他	棒谷科技（中捷资源曾拟收购，但终止）、浙江执御（浙江富润、富安娜投资参股）、Shein（即南京领添，媒体报道其计划今年美国 IPO）

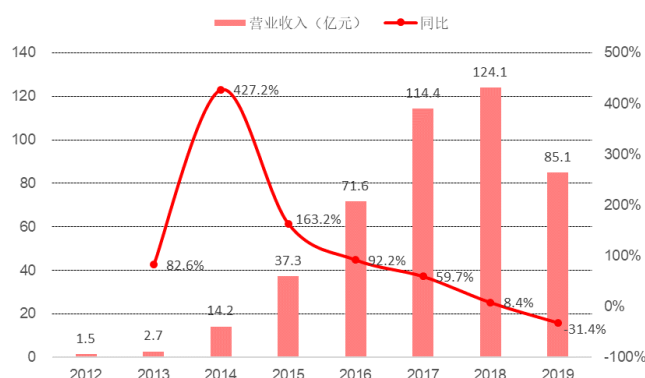
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（一）跨境通（环球易购、前海帕拓逊）

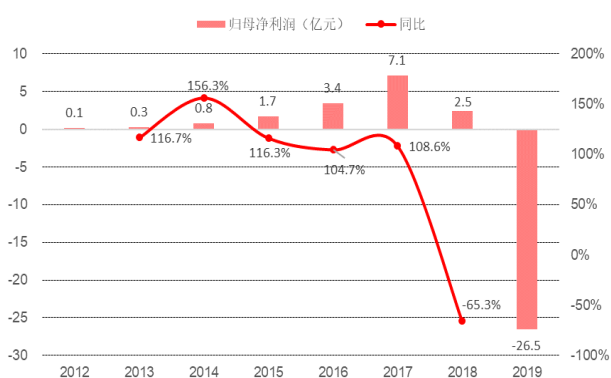
公司是 A 股跨境电商上市第一股，前身为百圆裤业，2014 年正式转型跨境电商，通过外延并购实现跨境电商领域多元化发展，目前已是覆盖出口+进口、B2B+B2C、自建平台+第三方平台的全方位跨境电商龙头企业。

1、环球易购：自建站 Gearbest 和 Zaful 为主，第三方平台为辅

跨境出口方面，公司以 B2C 为主，主要通过环球易购和前海帕拓逊两家子公司。环球易购创建于 2007 年，是国内跨境出口卖家自建平台的先驱之一，营业收入由 2012 年 1.5 亿元增至 2018 年高点 124.1 亿元，CAGR 达 109%，归母净利润 2012-2017 年持续增长至 7.1 亿元。但 2018-19 年因贸易战下外贸环境紧张导致欧美销售下降，收入出现下滑，相应清理库存和计提减值对业绩带来较大拖累。

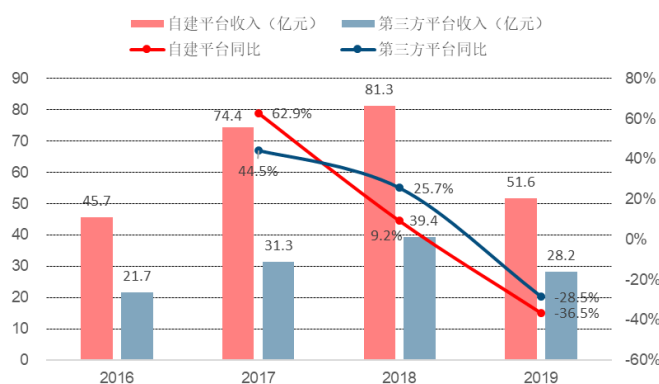
图表5： 2012-2019 年环球易购营业收入情况


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

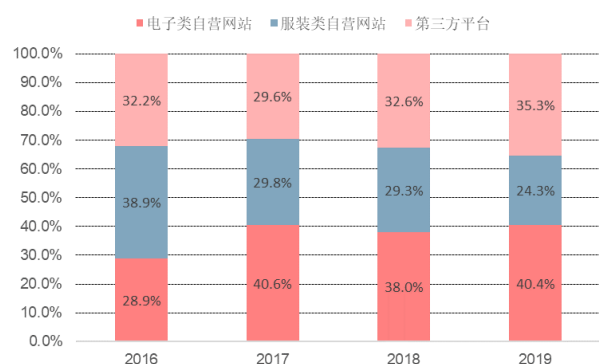
图表6： 2012-2019 年环球易购归母净利润情况


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

B2C 跨境出口中，环球易购以自建平台为主，第三方平台为辅，目前在国内自营跨境 B2C 出口市场中份额领先，旗下自建站以电子类和服装类网站和移动 APP 为主，前者包括 Gearbest，后者包括 ZAFUL、Rosegal、Dresslily 等。2016-2018 年环球易购自建平台收入由 45.7 亿元增至 81.3 亿元，第三方平台收入由 21.7 亿元增至 39.4 亿元，2019 年则有较大下滑。收入结构上，自建平台收入占比约在 65%-70%，其中电子类网站占比 40% 左右，服装类网站占比则持续下降至 24% 左右，第三方平台占比近三年有所提升。

图表7： 2016-19 年环球易购自建平台和第三方平台收入情况


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

图表8： 2012-19 年环球易购出口收入结构


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

Gearbest 和 Zaful 是环球易购旗下两大主要自建平台。Gearbest 创建于 2013 年，初始为电子 3C 类垂直自营电商，目前发展为以电子类为主的综合类电商，也是目前中国跨境出口最大的自营 B2C 电商综合渠道。2019 年底注册用户数 5098 万人，同增 22.4%。2016-2018 年其收入由 19.5 亿元增至 45.9 亿元，2019 年因外贸环境紧张而降至 51.6 亿元，其中移动端收入占比持续提升，2016-2019 年分别为 20.8%、33%、43%。

Gearbest 位列全球电商网站流量排名 TOP30，2017-2020 年连续四年上榜 BrandZ 中国出海品牌 50 强，2019 年位列第 24 名，电商类高居第二，仅次于阿里巴巴。Gearbest 与 5000 多家国内知名品牌和顶级供应商密切合作，包括小米，联想，华为等，2018 年底在售 SKU 近百万，2019 年因去库存至 SKU 降至 30 万左右。

Gearbest 创立之初主要依靠环球易购原有海外仓储物流和市场资源进行业务开展，此后不断扩充其自主全球供应链管理和仓储物流体系。策略上，Gearbest 着重小语种市场开拓，2016 年上线第一个国家站俄语站，并

持续布局拉美、北非、东欧等小语种新兴市场，避免与巨头正面竞争，形成区位优势。2018 年公司优化 Gearbest 底层架构后，在小语种国家建立国家站上线时间从半年缩短至 21 天。与此同时以**高品质产品进军欧美成熟市场**，结合母公司强大的海外线上营销团队良好引流，份额亦持续扩大，在多个发达国家建立海外仓并位居电商类网站 TOP5。截止 2019 年底，Gearbest 一共重点运营 16 个国家站。

图表9：近年来 Gearbest 业务开拓情况

时间	业务拓展
2015 年	优化国际物流体系，当年 10 月单月 GMV 破千万美金。
2016 年	1 月移动端 APP 上线，开启移动化运营。2 月开通欧洲自建物流专线。3 月西班牙本地仓正式上线。5 月第一个国家站俄语站上线，全面进军小语种市场。
2017 年	用 2 级域名重点推出 7 个小语种网站，其物流仓储支付都与当地资源高度对接，在选品和定价方面本地化程度很高。年底注册人数 3195 万人
2018 年	着力进军拉美、北非、东欧等新兴市场，成功上线希腊、匈牙利等 22 个国家站。年内完成 Gearbest 底层架构升级，网站后台新增网站复制、一键同步等功能，将在海外小语种国家设立上线国家站的耗时由过去约半年降至 21 天。建设全球用户会员体系，有效提升用户粘性。
2019 年	欧美市场成熟市场和新兴市场并进，重点运营 16 个国家站，在美国、英国、法国、澳洲、英国、德国等国家设立海外。2019 年 3 月开放第三方卖家平台。

资料来源：跨境通公司公告，跨境知道，中信建投

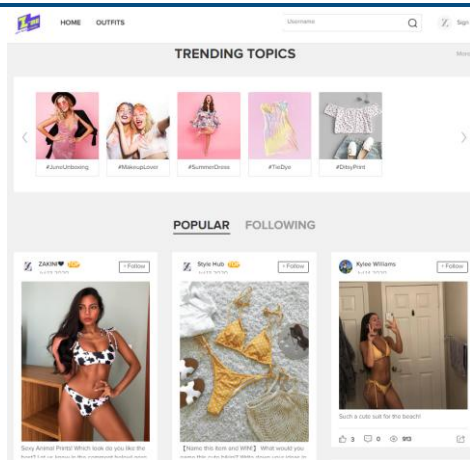
Zaful 是跨境易购旗下服装类主要自建站，定位快时尚零售网站，为全球年轻消费人群提供引领时尚趋势、性价比高的时尚服饰产品，以**北美、欧洲、澳大利亚为主力市场**，也包括菲律宾等新兴市场，2019 年重点开展 19 个国家站本地化运营，主力客群则是 18-34 岁年轻女性。公司以**渠道+服饰双品牌战略**打造 Zaful，2019 年度 BRANDZ 中国出海品牌 50 强榜单中位列综合排名第 23 名，同比上升 11 位，线上快时尚类则高居第二，仅次于 SheIn；2020 年度排名 38 位。2019 年底注册用户 3986 万人，同增 97%。

Zaful 创立于 2014 年，以**线上快时尚**为特色，依托国内完善的服装产业链，组建新锐设计师+专业买手团队，紧跟时装周流行趋势以及大数据分析、海外一线城市调研等，实现快速设计和迭代。官网介绍，Zaful 自主设计占比超 80%，新品从设计到上架平均仅需 1-2 周，并保证 50-100 款日更。

产品上，Zaful 以**泳装**为突破口，泳装更换周期短、潮流个性化意识强、生产和物流成本低、社媒曝光频繁，符合网站优势，并选择国内泳装出口主产区葫芦岛作为供应基地，具备供应链和价格优势。目前 Zaful 已是泳装跨境出口第一大品牌，2018 年新增运动服装、男装等。

Zaful 成立以来 5 年内崛起为跨境快时尚网站龙头之一，**良好的社媒宣传建设和引流**起到关键作用。2015 年初 Zaful 开始社交媒体运营，初始主要是**站外 Facebook 和 Instagram**，2016 年下半年开始粉丝数快速提升，成为重要流量来源，目前 Facebook 粉丝近 900 万，Instagram 粉丝超 600 万。2016 年底 Zaful 官网上线 **Z-Me 站内社群**，发布话题、最新潮流款式和时尚趋势，引进时尚博主，类似站内 Instagram，主要是博主与 Zaful 互动以及 Zaful 粉丝交流社区，为站内拉新和转化带来显著助力。

图表10: Zaful 官网 Z-Me 站内社群



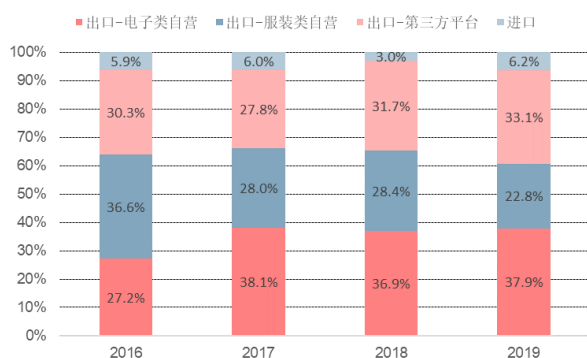
资料来源: Zaful 官方网站, 中信建投

Zaful 积累全球 KOL 资源, 产品展示和营销几乎都围绕各级社媒和视频网站时尚博主、网红合作。Zaful 早期主要选择百万级头部网红合作, 以打响知名度, 2017 年后则更多与中小型 KOL 合作, 以赠送产品后的开箱、试穿和 Vlog 为主, 成本低且输出数量多, KOL 合作意愿强并形成较好粘性, 带货效果更好。2018 年 6 月推出全球 KOL 计划, 合作数大增; 年底推出校园品牌形象大使计划, 从校园招聘培养网红, 类似 MCN 机构予以培训打造, 挖掘潜在资源。目前 Zaful 拥有超 10 万全球海量优质 KOL 资源池。在此基础上, Zaful 相继开展伦敦时装周、时代广场大广告等线下高势能营销, 近期强化直播营销, Z-me、APP、社媒三端直播同步开展以及漫威 IP 合作款式开发。

除 Zaful 外, 环球易购服装类自建站还有 Rosegal、Dresslily 和 Rosewholesale, Rosegal 以大码服装为主, 市场以北美为主, Rosewholesale 定位中低端服饰。三者合计 Facebook 粉丝超 3100 万, Instagram 粉丝 145 万。

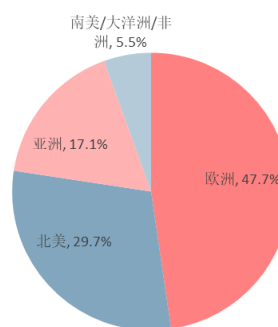
环球易购 B2C 出口第三方平台主要在亚马逊和 eBay, 2019 年新增入驻 Lazada、Shopee 等新兴市场平台。此外还有部分跨境进口业务, 主要通过旗下进口 O2O 渠道五洲会, 2019 年收入 5.28 亿元, 占环球易购总收入 6.2%。总体看, 2019 年环球易购收入中欧洲、北美、亚洲分别占比 47.7%、29.7%、17.1%, 南美、大洋洲、非洲合计占比 5.5%。

图表11: 2016-19 年环球易购总收入结构



资料来源: 跨境通公司公告, 中信建投

图表12: 2019 年环球易购总收入来源结构



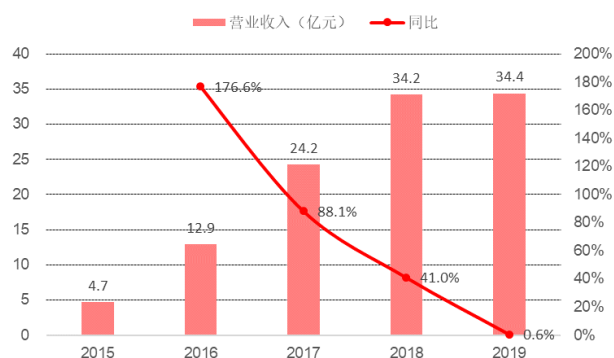
资料来源: 跨境通公司公告, 中信建投

2、前海帕拓逊：第三方平台销售自有品牌为主

2015 年公司予前海帕拓逊 1250 万 A 轮融资参股，年底完成收购，持股 51%；2016 年收购增持至 90%；2018 年 2 月收购剩余 10% 股权完成全资控股。公司创立于 2012 年，集产品设计、研发、销售于一体，目前**主要在 Amazon、Wish、eBay 等第三方平台上销售自有品牌产品**。2015-2019 年前海帕拓逊营业收入由 4.7 亿元增至 34.4 亿元，CAGR 为 64.8%；2015-2018 年归母净利润由 0.4 亿元增至 2.4 亿元，2019 年则亦受外贸环境影响，收入明显放缓，业绩下滑 25% 至 1.8 亿元。

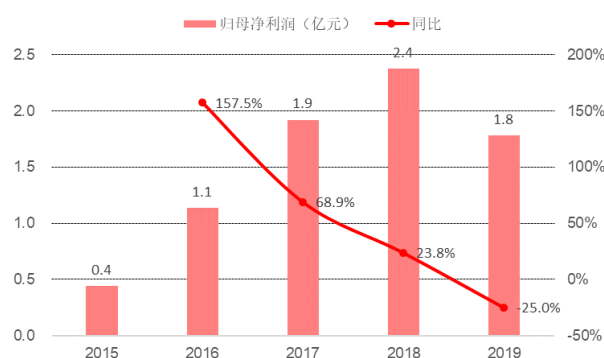
前海帕拓逊以 **3C 电子、智能家居等消费电子品类** 为主，是该领域跨境出口龙头之一，业务覆盖北美、欧洲、中东、澳洲、亚太、东南亚等，2019 年公司鼠标品类在亚马逊全站点销售量占其鼠标品类总量 18.8%；大耳挂式运动耳机全年亚马逊销量排名第三，占全球市场份额约 26%，美国市场占比约 20%，非美国市场占比约 50%。截止 2019 年底在全世界建立 3 个海外营销中心、4 个国内订单执行中心、15 个海外订单执行中心。

图表13： 2015-2019 年前海帕拓逊营业收入情况



资料来源：跨境通公司公告，中信建投

图表14： 2015-2019 年前海帕拓逊归母净利润情况



资料来源：跨境通公司公告，中信建投

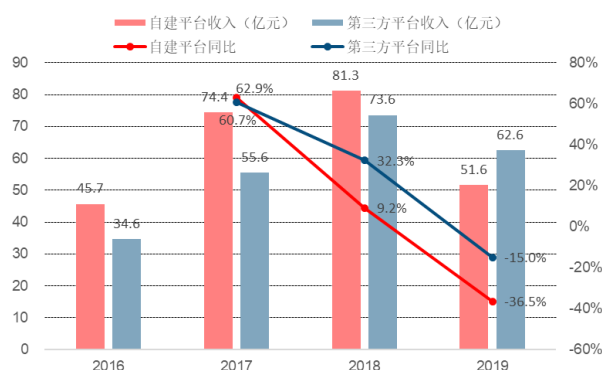
高品质自有品牌建设是前海帕拓逊最大优势，目前其销售基本全部来自自有品牌，2019 年拥有 MPOW、VicTsing 等五大自有知名品牌，分属 5 大业务板块共 15 个产品细类。龙头品牌 **MPOW** 创立于 2013 年，主打高性价比 3C 产品，尤其是耳机类畅销北美、欧洲，Amazon Bestseller 累计超过 606 个，是公司核心自有品牌之一。

图表15： MPOW 品牌发展历程

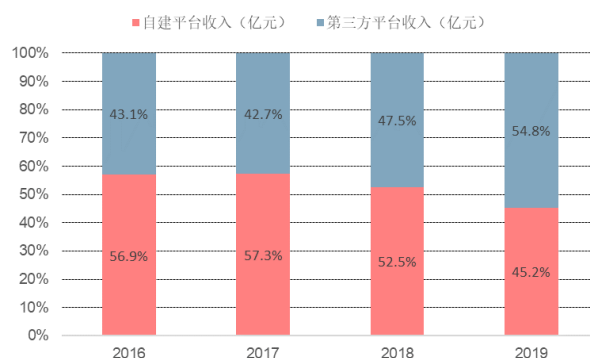
时间	业务拓展
2013 年	品牌创立
2014 年	月销突破 3000 万美元，服务遍及 30 多个国家和地区
2016 年	获亚马逊欧洲地区“Best Seller”奖
2017 年	MPOW Dash Ds6 获“红点设计奖”；MPOW BH059A 头戴式耳机在耳机行业获最大市场份额
2018 年	跻身亚马逊 TOP5 店铺，蓝牙耳机份额达 30%
2019 年	MPOW 079 获得“红点设计奖”

资料来源：前海帕拓逊公司官网，中信建投

综合环球易购和前海帕拓逊，总体看跨境通公司 B2C 出口中，2016-2018 年自建平台收入由 45.7 亿元增至 81.3 亿元，第三方平台收入由 34.6 亿元增至 73.6 亿元，贸易战前两者占比大致 57%/43%。贸易战后第三方平台业务因有大流量支撑，受影响程度小于自建平台，占比有所提升，2019 年收入反超自建平台，占比 55%。

图表16： 跨境通 B2C 出口自建平台和第三方平台收入情况


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

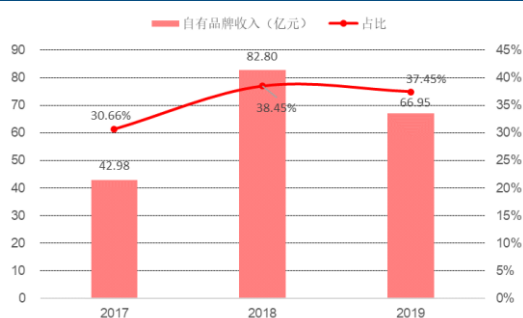
图表17： 跨境通 B2C 出口收入结构


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

3、持续推进自有品牌建设，收入占比 35%+，重点品牌矩阵已成

公司持续推进以品质为核心的品牌化建设，以精细化运营规避我国跨境电商发展前期普遍的同质化低价竞争。公司渠道品牌和产品品牌共进，前者即 Gearbest、Zaful 等主要自建平台，后者聚焦 3C、服装等优势品类，融合国内优质供应链和海外营销策略，强化品牌建设。除前海帕拓逊旗下品牌外，**环球易购自有品牌包括 Zaful、Langria（家居品类）、Excelvan（3C 电子）、Floureon（户外/安保电子产品）、Suaoki（户外储能）、iHaper（家居电子及 3C 周边）等**，深耕欧美、日本多年，常年在各领域亚马逊、eBay、Wish、沃尔玛等平台占据前五位。

2018 年公司全面加强自有品牌建设，全年完成 13 个重点自有品牌 VI 体系，视觉识别表现标准化、专业化，并组建环球易购工业设计中心，申请产品专利 48 款，覆盖家居、服装及电子类等。2019 年继续深化自有品牌战略，从品牌定位、市场容量、利润比率、产品寿命、技术门槛、资源优势、人才储备等强化品牌和选品体系。目前公司自有品牌基本均在海外销售，**2019 年自有品牌收入占总营收比例 37.45%**，近年来持续提升。

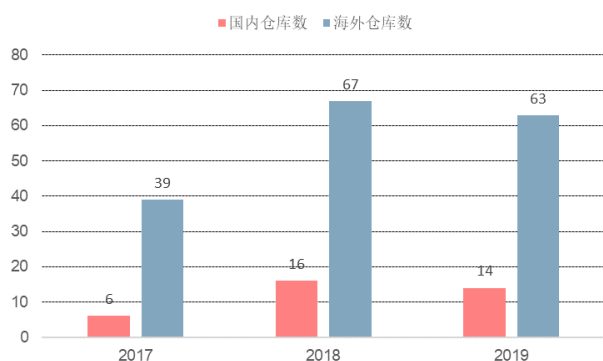
图表18： 跨境通自有品牌收入情况


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

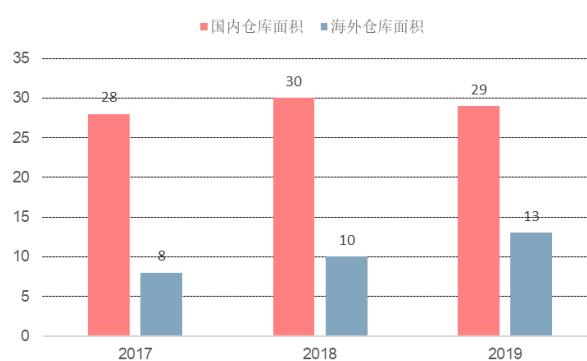
4、全球仓储物流完备，国内仓规模更大，近年来积极扩充海外仓

物流方面，公司灵活使用国际小包、国际快递、跨境专线 1、海外仓等跨境物流方式，与全球 200 多个物流服务商合作，结合大数据，将头程、过港、航空、清关、尾程派送等环节接入自有系统，实现全流程管控。**截止 2019 年末公司搭建自主物流专线 60 多条**，主要分布在欧洲、美国、墨西哥、巴西、俄罗斯、中东等。公司专线物流成本较业内平均低 10%，物流时效领先业内平均时效 2-3 天。

仓储方面，公司以国内仓库自发货起步，**2015 年布局海外仓**，2017 年末公司跨境出口电商全球仓储物流体系基本建设完成。2017-2019 年公司仓储面积由 28 万平米增至 41 万平米，其中国内仓由 **20 万平米增至 29 万平米**，主要来自肇庆物流园投产；**海外仓由 8 万平米增至 13 万平米**，其中环球易购在 20 个国家设立 37 个海外仓，帕拓逊在 13 个国家建立 26 个海外仓。

图表19： 跨境通国内仓和海外仓数量情况（家）


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

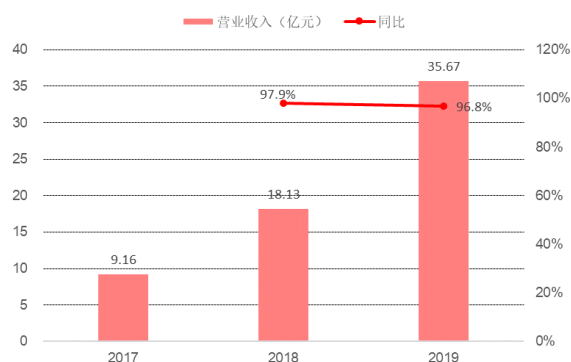
图表20： 跨境通国内仓和海外仓面积情况（万平米）


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

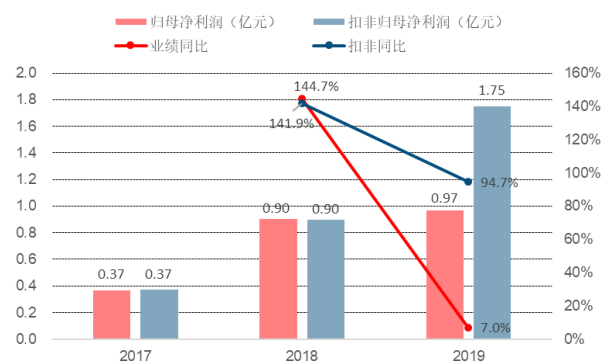
（二）华凯创意（拟收购易佰网络）

华凯创意 2019 年 10 月公告拟收购易佰网络 90% 股权，2020 年 1 月未获证监会批准，公司进行调整。根据最新交易方案，华凯创意拟以发行股份及支付现金相结合的方式，购买南平芒励多、罗晔、南靖超然、易晟辉煌、晨晖朗姿、繆子马利亚、李旭、黄立山及汇丰大通壹号合计持有的易佰网络 90% 股权，其中定增募资 12.68 亿元，配套募资现金支付 2.44 亿元，**合计对价 15.12 亿元**。剩余 10% 股份将根据易佰网络未来经营业绩等情况以现金方式收购。目前交易方案尚待证监会审核。

易佰网络成立于 2011 年，总部位于深圳，主要通过亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada 等第三方平台从事 B2C 跨境出口业务。2017-2019 年公司营业收入由 9.16 亿元增至 35.67 亿元，CAGR 为 97.3%；归母净利润由 0.37 亿元增至 0.97 亿元，CAGR 为 61.8%，而 2019 年扣非业绩达 1.75 亿元，同增 94.7%，与总体业绩相差较大主因去年确认股权激励费用 1.08 亿元。

图表21： 2017-2019 年易佰网络营业收入情况


资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

图表22： 2017-2019 年易佰网络归母净利润和扣非情况


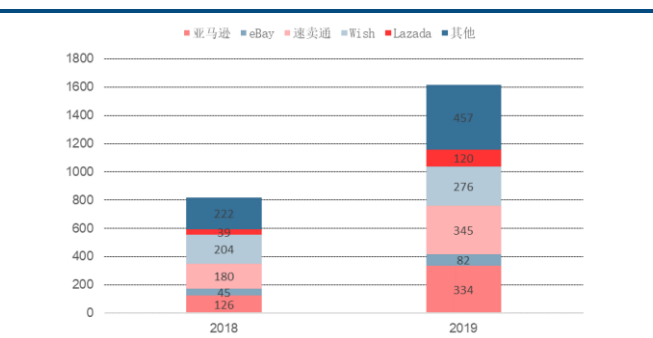
资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

图表23： 易佰网络发展历程

时间	业务发展
2011 年	公司创立
2013 年	成功组建海外仓
2015 年	销售额破亿，团队增至 200 人
2016 年	业绩增长 3 倍
2017 年	业绩增长 4 倍，团队规模上千人
2018 年	业绩继续翻倍增长

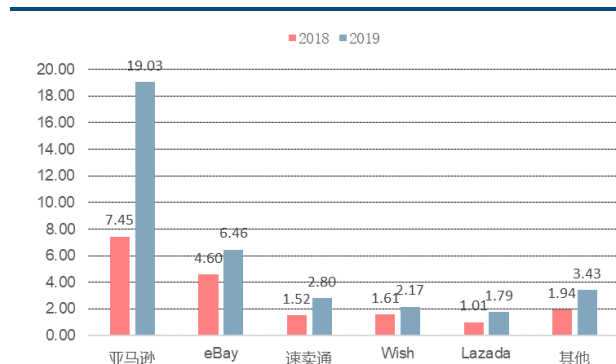
资料来源：易佰网络公司官网，中信建投

公司是近年来崛起最迅速的跨境电商龙头之一，已实现包含新品开发、产品采购、市场运营、仓储物流、客服服务等全业务环节的数字化处理和系统化处理。公司以第三方平台销售为主，主要平台为亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada 等，积极拓展 Shopee、沃尔玛等新平台，以及 Joom、Jumia 等俄罗斯、非洲等新兴市场主流平台。2019 年底公司在各平台共开设 1614 家店铺，同增 97.8%，其中亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada 分别为 334 家、82 家、345 家、276 家、120 家，Lazada 店铺数同增 200%，扩张迅速。

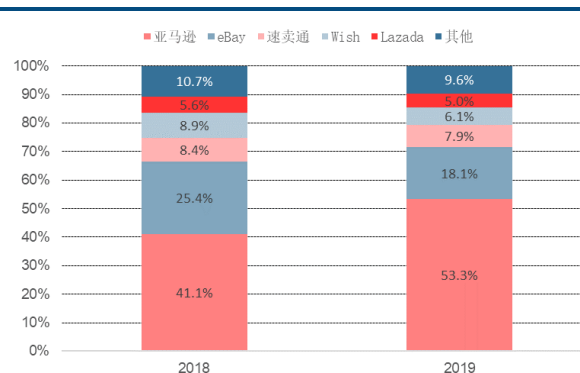
图表24： 2018-2019 易佰网络各平台店铺数（家）


资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

收入上，近两年亚马逊和 ebay 合计收入占比约 65%-70%，加上速卖通、Wish、Lazada 五个主流平台合计收入占比约 90%。2019 年公司在亚马逊收入 19.03 亿元，同增大增 155.48%；ebay 收入 6.46 亿元，同增 40.33%，速卖通、Lazada 以及其他新兴平台收入增速均超过 75%。

图表25： 2018-2019 年易佰网络各平台收入情况（亿元）


资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

图表26： 2018-2019 年易佰网络各平台收入结构


资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

公司**优秀而快速的产品开发能力**为销售高增提供关键助力，目前公司产品开发团队超过 140 人，将具备细分产品开发、采购和销售经验的人员组建产品专项小组，贯彻“**小批量、多批次、低成本快速试错**”，平均每月开发新品数量超 1.2 万个，2019 年销售 SKU 达 37.11 万个，同增 118%。新品根据市场趋势和消费者需求迅速迭代，助业务长足进展，2019 年公司**总 GMV、总订单数、活跃客户数**分别为 37.8 亿元、3097.97 万单、2419.08 万人，分别同增 101.4%、61.2%、74.9%。疫情后公司凭借快反开发能力迅速跟进响应，半月内迅速开发和供应消毒防护、远程办公教学、室内健身等新品 6000 余种，平均开发周期短于一周。

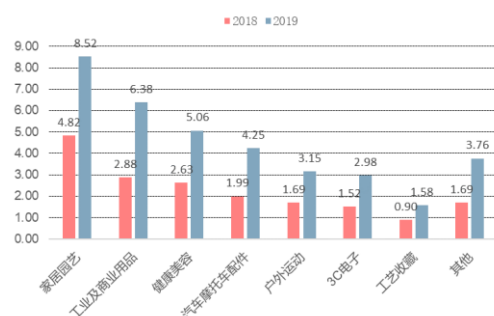
品类上，公司采取“**双蓝海策略**”，发展初期战略性避开服装、消费电子等更新换代快，滞销风险高的品类，**优先切入并深耕家居园艺、健康美容、汽车摩托车配件、工业及商业用品等蓝海品类**，综合毛利率较高、生命周期较长、更新换代较慢，同时产品开发亦着重所在品类中相对蓝海的细分品类，比如园艺工具里的摇蜜机、巢础等。**如此差异化竞争是公司快速崛起的核心因素之一**，建立细分优势后。逐渐新增**户外运动、3C 电子产品、工艺收藏**等品类，目前产品涵盖 8 个大类、20 余个一级品类和 120 余个二级细分品类。2019 年上述七个品类合计收入 31.91 亿元，占比 89.5%，其中工业及商业用品、汽车摩托车配件收入增速均超 110%，健康美容、3C 电子收入同增 90%+。

图表27： 易佰网络主要品类和产品

主要品类	主要产品
汽车摩托车配件	点烟器、行车记录仪、汽车压力传感器、GPS 与其他安全工具、车灯、汽车饰品、汽修工具、空调系统、制动系统等
工业及商业用品	手动工具、轴承、电气辅材、控制元件、液压设备、电动工具、气动设备等
家居园艺	浴室五金、园林养殖及园林灌溉等园林工具、厨房小工具、BBQ 烧烤、生活电器及厨房家电等
健康美容	化妆刷、按摩仪器、纹身配件、美甲工具、剃须用品、老人护理用品等
户外运动	骑行配件、娱乐水上皮划艇、球类、旅游用品、登山野营、骑行防护、渔具等
3C 电子产品	音响、影音及周边配件、家用电话及配件、游戏机及配件、随身听及耳机等

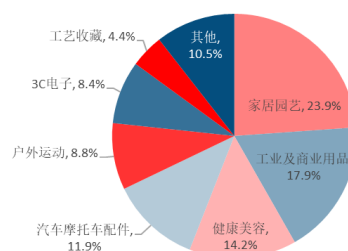
资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

图表28： 2018-2019 年易佰网络各品类收入情况（亿元）



资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

图表29： 2019 年易佰网络各品类收入结构



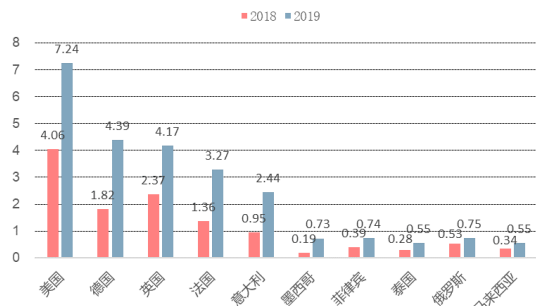
资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

公司同时优化产品结构，逐渐提升高单价商品开发比例，商品 ASP 由 2018 年 68.87 元升至 2019 年 86.01 元，客单价由 2018 年 135.66 元升至 2019 年 156.25 元，促进收入提升。

出口市场上，长期深耕的欧美日本等发达市场占比靠前，2018-2019 年美、德、英、法、意均为销售 TOP5 市场，占比分别为 58.3%、60.3%（最大市场美国占比分别为 22.4%、20.3%），其次是西班牙、加拿大、日本、澳大利亚等。墨西哥、菲律宾、泰国、俄罗斯、马来西亚等新兴市场排在 10 名及以后。TOP15 国家中发达市场

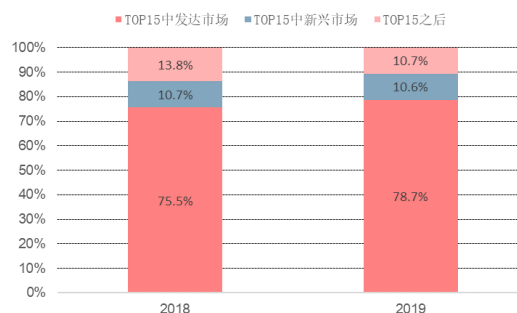
占总收入超过 75%，新兴市场占比约 11%，2019 年发达市场整体增速更高。

图表30： 易佰网络 TOP5 发达市场和新兴市场收入情况(亿元)



资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

图表31： 易佰网络分出口市场级别收入结构



资料来源：华凯创意公司公告，中信建投

仓储物流方面，公司海外仓、国内仓均有：国内仓位于东莞塘厦、东莞虎门和宁波三地，采用租赁方式自营管理，既向海外直发货，又向海外仓集货转运；海外仓位于美国、英国、德国、澳大利亚等，包括第三方海外仓和亚马逊 FBA 仓，主要由亚马逊等第三方平台和谷仓、万邑通等第三方仓储物流服务商运营管理。公司通常以国内仓为备货测试起点，对于销量测试良好和市场需求提升的产品，会少量多批逐步增加其海外仓备货规模，进行动态调整，保持良好库存周转。2018、2019 年，公司海外仓发货对应的营业收入占比为均超 63%，2019 年末公司约 70% 存货位于海外仓。

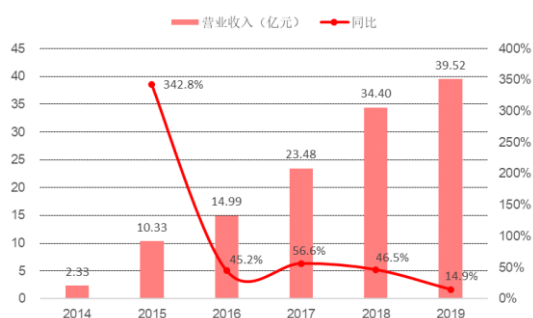
公司与专业第三方跨境物流服务商建立长期战略合作，并与之打通数据对接，综合考虑各种因素，通过 TMS 物流管理系统选择发货仓库、配送方式、物流类型等全流程物流方案。国内仓直发货通过邮政小包、国际专线的等方式，平均投递时间 12.75 天，第三方海外仓和亚马逊 FBA 仓则为 4 天、3 天。

（三）天泽信息（有棵树）

有棵树曾于 2016 年 3 月至 2017 年 9 月期间新三板上市。天泽信息 2017 年 4 月首次披露拟收购有棵树，2019 年 3 月完成收购有棵树并开始并表，收购对价合计 34.0 亿元（定增支付 29.8 亿元，现金支付 4.2 亿元）。

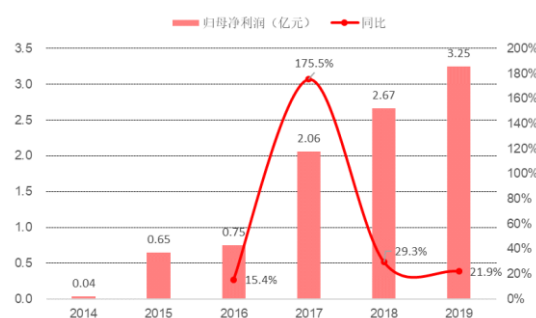
有棵树成立于 2010 年，主要通过第三方平台经营 B2C 跨境出口业务。2014-2019 年营业收入由 2.33 亿元增至 39.52 亿元，CAGR 为 76.1%；归母净利润由 0.04 亿元增至 3.25 亿元，CAGR 为 147%。天泽信息收购有棵树的业绩承诺为 2018-2020 年扣非归母净利润不低于 2.6 亿元、3.3 亿元、4.1 亿元，2019 年未达成业绩承诺。

图表32： 2014-2019 年有棵树营业收入情况



资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

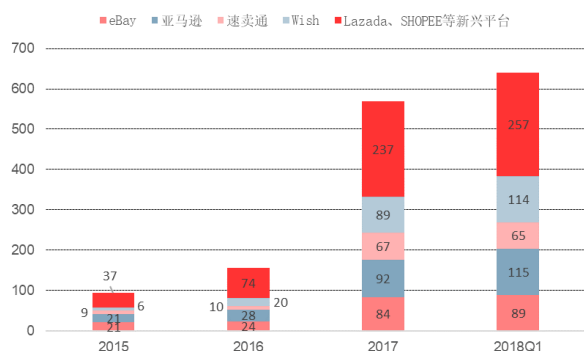
图表33： 2014-2019 年有棵树归母净利润情况



资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

公司以第三方平台模式为主，主要覆盖 eBay、亚马逊、Wish、速卖通等十多个主流电商平台，以及 Flikart、Cdiscount、Shopee、Lazada、Linio 等数十个新兴区域性平台。根据天泽信息相关公告中最新数据，2015-2018Q1 公司第三方平台开设网店数由 94 家增至 640 家，2017 年全面进军新兴平台，店铺数大增，亚马逊、Wish 平台开店数提升亦较快。

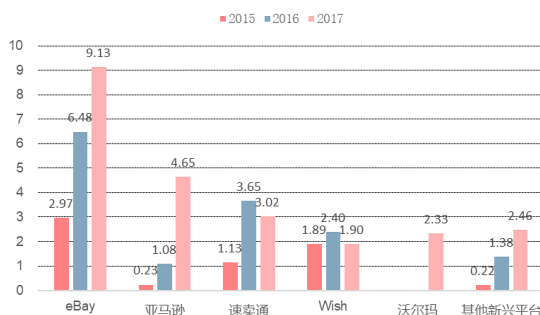
图表34： 2015-2018Q1 年有棵树各平台店铺情况



资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

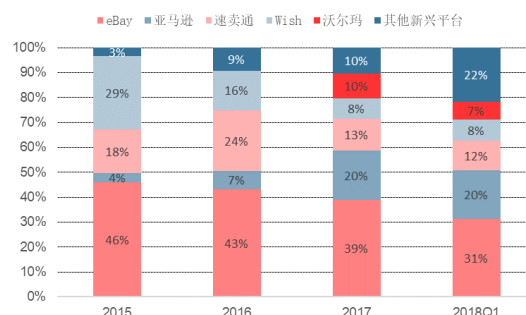
收入上，TOP4 平台为 eBay、亚马逊、速卖通、Wish，2015-2017 年 eBay 收入由 2.97 亿元增至 9.13 亿元，亚马逊收入由 0.23 亿元增至 4.65 亿元。占比上，亚马逊和新兴平台占比提升显著，压缩 eBay、速卖通和 Wish 份额。亚马逊收入占比由 2015 年 4% 增至 2017 年 20%，新兴平台占比由 3% 增至 20%，其中沃尔玛贡献最大，2017 年其收入反超 Wish 位居第四。

图表35： 2014-2017 年有棵树各平台收入情况（亿元）



资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

图表36： 2014-2018Q1 有棵树各平台收入结构

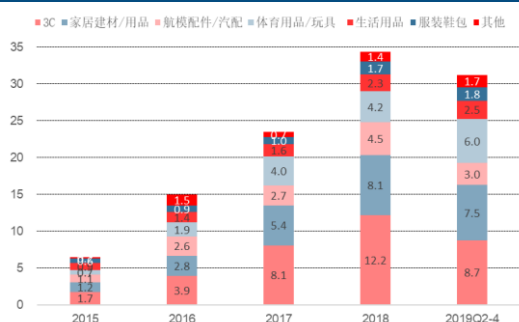


资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

产品上，公司依据旗下店铺各平台数据分析初步筛选出市场近期畅销品，再根据市场需求量、销量和价格变动趋势、综合成本费用、售后维修支持、专利保护等多项筛选标准进行综合分析比较，最终确定开发新品，优选国内供应商进行批量采购。根据动销率和成功率来衡量产品开发效果，若超过 90 天未成交则开展清库。

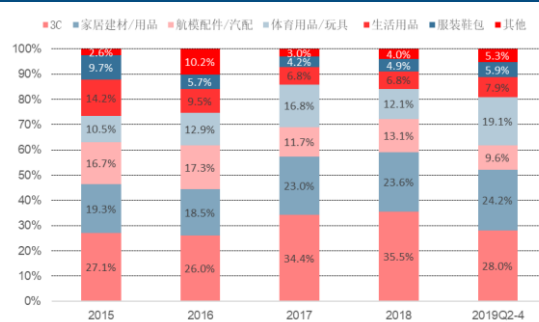
公司采购以**小批量、高频次**为主，活跃供应商超 4000 家，产品 SKU 超 40 万件，覆盖 3C、户外、家居、汽配等 19 大类，3000 个小类。收入上看，**3C、家居建材/用品、航模配件/汽配、体育用品/玩具**为四大主要产品类，2015 年来收入占比约 75%-85%，其中 **3C 类规模最大且增速最快**，2015-2018 年收入由 1.7 亿元增至 12.2 亿元，CAGR 达 91.2%，占比 25%-35%；家居建材/用品次之，2015-2018 年收入由 1.2 亿元增至 8.1 亿元，占比约 20%-25%；体育用品/玩具 2015-2018 年收入 CAGR 为 83.1%，2019Q2-Q4 占比升至近 20%，反超航模配件/汽配为第三大品类。

图表37： 2015 年以来有棵树各品类收入情况（亿元）



资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

图表38： 2015 年以来有棵树各品类收入结构



资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

图表39： 有棵树主要品类和产品

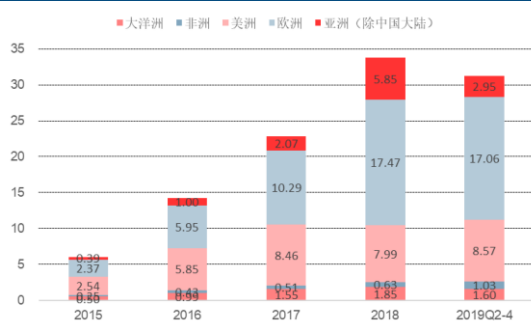
主要品类	主要产品
电子产品类	主要包括手机、平板电脑、智能穿戴设备及其配件等。手机主要包括国产智能手机和三防手机，单价较低、功能丰富且性能优异的特点，性价比高。
家居用品及建材	包括照明用具、家用工具、厨房用品、宠物用品、家用装饰品等。
体育用品、玩具	主要包括家用健身器材、趣味运动、户外运动设备等，以及各类儿童玩具、玩偶等。
航模配件、汽摩配件	包括无人机、航空模型、玩具飞机、滑翔机及航模配件、汽摩配件等，公司拥有多年航模领域资源积累。
生活用品类	主要为日常生活用品，包括床上用品、日常护理用品等。
服装鞋包类	主要为服饰服装类和鞋包，覆盖成人到儿童的基础及功能化服装鞋帽需求，如节日装扮服等专用服饰和雨衣、雨靴等功能化服饰。

资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

公司还通过 OEM 模式培育自有品牌，目前拥有 FPVRC（无人机）、ACEHE（无人机及配件）、OUTAD（户外用品），覆盖电子仪器、健身器械、机械设备、户外用品等领域，2017 年自有品牌收入占总收入约 13%。未来公司将持续加强自有品牌建设，降低对第三方店铺的依赖程度。

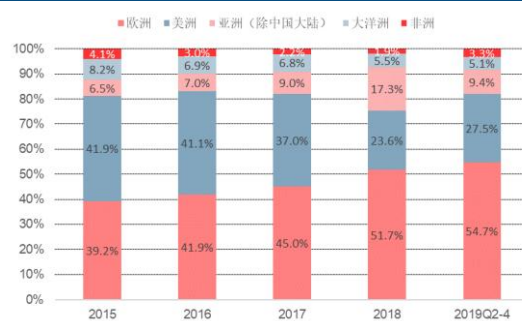
出口市场上，公司产品销往海外 100 多个国家，13 种语种，深耕欧美日韩发达市场起步，近年来随新兴平台加速开拓，快速布局中东、东南亚、拉美、俄罗斯等新兴市场，尤其是贸易战后进一步加大亚欧市场和新兴市场渗透。具体看，欧洲为第一大市场，2015-2018 年收入由 2.37 亿元增至 17.47 亿元，CAGR 达 95%，占比由 39% 升至 52%，2019Q2-4 继续升至 55%；美洲 2015-2018 年收入 CAGR 达 47%，占比由 42% 降至 24%；亚洲（除中国大陆）增至迅速，2018 年占比升至 17%，主要是东南亚新兴市场贡献。

图表40： 2015 以来有棵树各出口市场收入情况（亿元）



资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

图表41： 2015 以来有棵树各出口市场收入结构



资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

仓储物流方面，公司以自营仓库为主，亚马逊 FBA 等第三方仓库为辅，国内仓直邮和海外仓均有。2015 年在美国、英国、波兰等建立出口海外仓，将部分体积大、直邮成本高以及热销单品批量发送至海外仓，当年末全球总仓库面积超 16 万平方米。截至 2018 年 8 月，公司 B2C 出口业务共有 15 家仓库，9 家为海外仓。

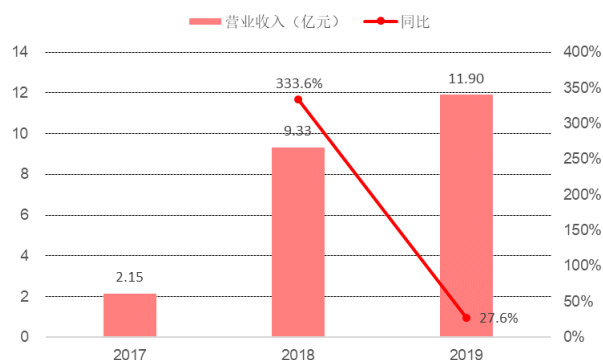
另外除 B2C 第三方平台跨境出口外，公司还有少量 B2C 自建平台（SkyBay，专注中东市场）和 B2B 出口业务，均处于培育阶段，收入占比低于 5%。

（四）吉宏股份（吉客印）

吉宏股份原主业为包装业务，2016 年中小板上市，2017 年具有多年广告投放经验的王亚朋团队、华为供应链背景的孙凤良团队合资成立控股子公司厦门吉客印，切入跨境电商。目前吉客印电商运营团队规模已达 1200 人，主要分布在郑州、西安、深圳等城市。

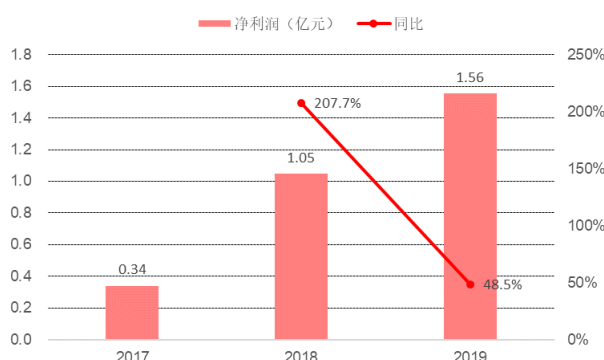
2017-2019 年公司跨境电商业务（吉客印）实现营业收入 2.15 亿元、9.33 亿元、11.9 亿元，CAGR 为 135.2%；归母净利润 0.34 亿元、1.05 亿元、1.56 亿元，CAGR 为 113.8%。20Q1 电商收入同增 0.29 亿元，净利润同增 902 万元，其中 1-2 月因春节假期及疫情影响，营收同降 0.16 亿元，3 月份国外疫情蔓延下，消费转向线上，公司调整产品品类和重点销售区域，3 月电商收入同增 48.63%，净利润同增 132.28%。Q2 跨境电商业务整体订单规模及效益增速超公司预期。

图表42： 2007-2019 年吉客印营业收入情况



资料来源：吉宏股份公司公告，中信建投

图表43： 2007-2019 年吉客印净利润情况



资料来源：吉宏股份公司公告，中信建投

吉客印模式比较特殊，不依托亚马逊等第三方电商平台，亦无自建平台，而是主要在海外社交媒体投放自建产品单页广告进行 B2C 跨境销售。产品上，公司以 3C、服装等电商大类为主。出口市场上，公司主要面向港台地区、东南亚、日本、中东等多个国家或地区，其中港台和东南亚为创收主体。

具体看，吉客印利用 AI 算法分析，从产品广告素材制作、网络媒体流量监控、在线广告投放、流量导入等方面入手，搜集整理不同国家地区的市场热点信息、用户属性、平台销售数据，根据数据算法结果，在海外社交/搜索媒体如 Google、Facebook、Instagram、YouTube、bing、Twitter 等进行广告精准投放（广告形式包括邮件营销、论坛推广、视频/图片广告等）。海外客户浏览广告之后，点击进入产品单页并下单，吉客印再向供应商下单，由供应商发货到深圳仓，分拣后通过国际物流配送至海外，以货到付款方式来收款（物流公司代收款）。若客户拒签，则货物回到海外仓，吉客印通过二次投放广告，进行海外二次派发。

图表44：吉客印 B2C 跨境出口“自建产品单页广告模式”图示



资料来源：证券市场红周刊，中信建投

公司跨境电商单页广告模式的本质是通过海外客户精准投放，在降低客户选择成本的情况下，快速实现转化。具体看该模式有如下特点：

（1）千人千面营销，要求精准投放：吉客印投放团队前身专注于帮助中国企业做出海推广，从业近十年，利用 AI 算法分析，团队海外市场数据收集能力、目标市场偏好分析能力、时下热点产品跟踪能力较强，能够达成较好的精准度。公司亦将投放广告转化率作为重要绩效提成指标；

（2）允许客户拒签，对供应商和选品要求高：公司允许海外客户收货时拒签，以此提高客户下单率，但对产品品质和广告符合度提出更高要求。公司供应商分为（1）阿里巴巴批发平台 1688 上企业用户，（2）线下合作工厂。订单产生后经过自动化审核和人工审核，审核之后，采购向 1688 平台用户或合作工厂下单，供应商发货到深圳仓，公司质检入库保证品质并重新打包，在不断测试中选取优化 SKU，不断提高签收率。

（3）轻资产、库销比低：公司先有订单再采购，类似于 C2M，不需提前大量备货，依靠高效的协作机制和供应链管理，目前库销比可以做到 5% 以内，大大低于自建平台或第三方平台 B2C 跨境同业。

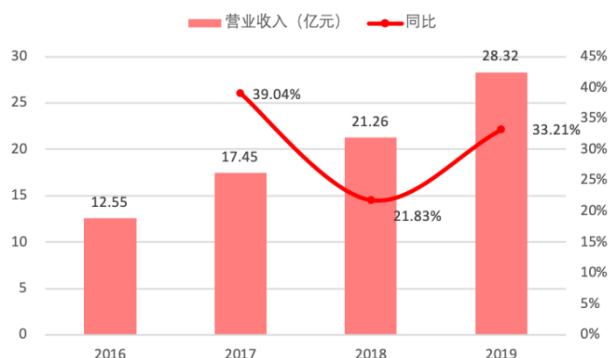
在现有模式基础上，公司积累用户需求数据，逐步打造自有品牌，并增加匹配产品种类，让消费者主动浏览平台推广时，被动浏览其较为感兴趣的相关推荐品类，以此增加连带销量。同时公司正**逐渐打造自建平台**，针对台湾地区的社交购物 APP“Geego”已进入测试阶段，也将在东南亚推出社交属性跨境 B2C 购物 APP。营销上，公司已经在东南亚试水海外直播以促进销售。

（五）星徽精密（泽宝技术）

星徽精密主业为精密金属连接件，**2018 年 12 月完成收购泽宝技术 100% 股权**，整体对价 15.3 亿元（定增支付 8.91 亿元，配套募资现金支付 6.39 亿元）。

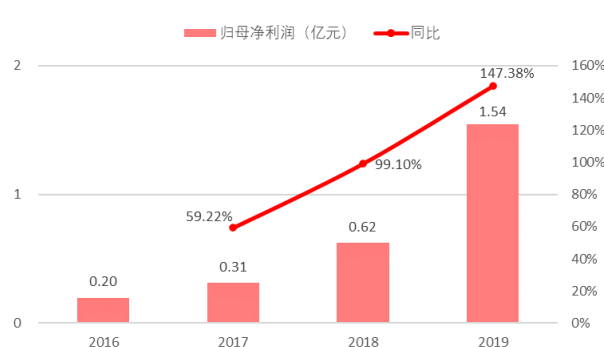
泽宝技术成立于 2008 年，**主要在亚马逊平台开展 B2C 跨境出口业务**。2016-2019 年公司营业收入由 12.55 亿元增至 28.32 亿元，CAGR 为 31.2%；净利润由 0.20 亿元增至 1.54 亿元，CAGR 为 97.5%。星徽精密收购的承诺业绩为 2018-2020 年归母净利润加上当年股份支付金额分别不低于 1.08 亿、1.45 亿、1.90 亿元，2018-2019 年均达成业绩承诺。

图表45： 2016-2019 年泽宝技术营业收入情况



资料来源：星徽精密公司公告，中信建投

图表46： 2016-2019 年泽宝技术归母净利润情况



资料来源：星徽精密公司公告，中信建投

平台上，公司 2008 年起深耕亚马逊至今 13 年，截止 2018 年底在亚马逊开设 10 家店铺，均以境外子公司名义开立。目前基本全部 B2C 出口业务均在亚马逊开展，占 B2C 出口收入 99% 以上。

公司品牌实力业内突出，2013 年起专注于自有品牌建设，目前产品均为自有品牌产品，已打造 **RavPower**、**TaoTronics**、**VAVA**、**Anjou**、**Sable**、**HooToo** 等六大品牌，在亚马逊平台具备一定市场影响力。2019 亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强中，RavPower、TaoTronics、VAVA、Sable 四大品牌位列其中。

图表47： 泽宝技术六大自有品牌

品牌	LOGO	品牌描述	主要产品
RavPower		提供专业、可靠移动电源相关产品，拥 iSmart、移动电源、充电器、无线充电器、电源转换器、HyperAir 快充等前沿充电技术	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
TaoTronics		提供以人为本，细节化设计的蓝牙音频、小家电等产品	行车记录仪、家用摄像头、投影仪幕布、集线器、蓝牙音箱
VAVA		提供智能车载、智能家居等技术创新产品，产品曾获得多个红点设计大奖。	化妆刷、卷发棒、蜡疗机、化妆镜、精油、浴盐球、椰子油
Anjou		提供优质美容及工具产品	床上用品、家用按摩仪、充气床、水上用品
Sable		坚持从材料源头控制品质，提供舒适、健康生活体验。	即插即用 iPhone 闪存驱动器、4K 兼容 C 型 USB 集线器、全功能网络摄像头等
HooToo		为技术爱好者提供先进网络科技	

资料来源：星徽精密公司公告，泽宝技术公司官网，中信建投

产品上，公司结合终端用户反馈、市场热点元素、技术发展方向，研判产品演变趋势，进行产品升级换代和新品开发。公司 2016 年开始往产品方向转型，投入大量资源在产品研发，2019 年末研发人员 213 人，在境内拥有 9 项实用新型专利、51 项外观设计专利；境外拥有 255 项外观设计专利。

近三年公司累计研发投入超 1.2 亿元，在视频合成、视频处理、云端交互、图像解析、AI 物体识别算法、负反馈算法、色彩管理算法、喷绘算法、云端存储技术等建立技术储备，产品方向沿视频图像、美妆个护方向展开。具体看，针对产品和技术属性，公司产品开发模式主要分为主导开发、引进开发和自主研发三种：

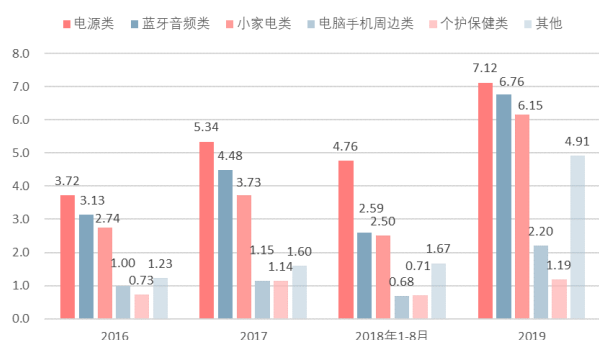
图表48： 泽宝技术三种产品开发模式

主导研发	公司产品人员对产品开发制定总体规划，针对新产品功能、外观、结构、颜色、重量等进行整体决策，并定义产品具体功能参数及外观设计。项目人员制定新产品设计方案，组织供应商、第三方研发机构完成产品开模、试产、量产。
自主研发	基于对技术演进分析和前瞻性产品布局，公司成立产品研发部，针对需长期投入技术进行自主研发，产品方向沿视频图像、美妆个护展开。
引进研发	公司产品人员将产品需求信息反馈给供应商，由供应商推荐产品设计方案，并由产品线规划团队进行决策讨论，针对消费者需求进行判定。

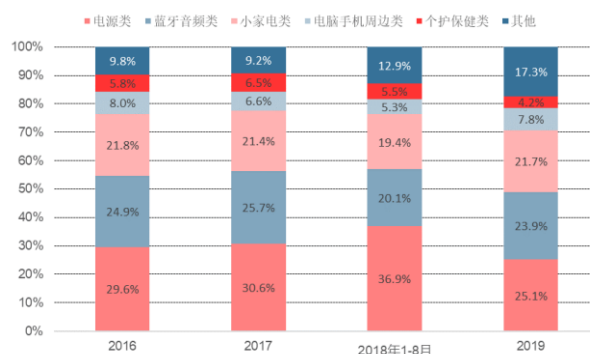
资料来源：星徽精密公司公告，中信建投

在扎实的研发和良好的自有品牌打造加持下，公司产品坚持走精品路线，SKU 只有 1000+，核心 SKU 约 200 个。品类上覆盖**电源、蓝牙音频、小家电、电脑手机周边、个护健康**、家纺家居、智能硬件、美妆个护等，公司移动电源、蓝牙发射器、LED 台灯、蓝牙耳机、加湿器等优势产品在亚马逊份额居于前列。

收入上，前五类电源、蓝牙音频、小家电、电脑手机周边、个护健康收入占比超 80%，2016-19 年收入 CAGR 分别为 24.2%、29.3%、30.9%、30.1%、17.7%，2016 年以来随品类多样化，集中度有所下降。电源类为第一大类，占比 25%-30%，2019 年与蓝牙音频类、小家电类 TOP3 占比趋于均衡。

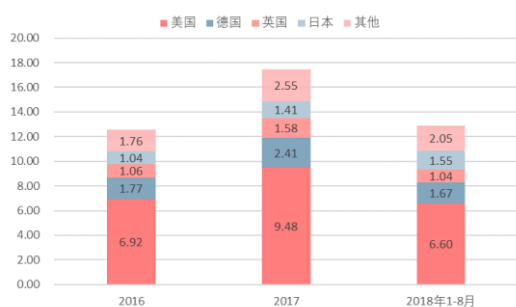
图表49： 2016 年以来泽宝技术各品类营收情况（亿元）


资料来源：星徽精密公司公告，中信建投

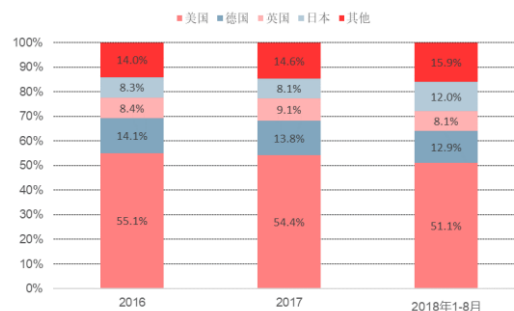
图表50： 2016 年以来泽宝技术各品类营收结构


资料来源：星徽精密公司公告，中信建投

出口市场上，公司以欧美日本等发达市场为主，在美国、德国、日本设有海外公司。**美国**为第一大市场，2016-2018.08 收入占比超 50%，**德国、英国、日本**次之，四个国家占比约 85%。后续公司将设立中东子公司，加大对中东、北非市场开拓力度。

图表51： 2016 年以来泽宝技术各地区营收情况（亿元）


资料来源：星徽精密公司公告，中信建投

图表52： 2016 年以来泽宝技术各地区营收结构


资料来源：星徽精密公司公告，中信建投

仓储物流上，由于基本在亚马逊销售，公司以**亚马逊 FBA 仓储为主，自营仓为辅**，依靠自主研发全球仓储系统对存货信息实行智能化管理。公司采购货物通常在国内中转仓品质检验后直接发往亚马逊 FBA 仓，或由品质部员工在供应商处检验后直接发往亚马逊 FBA 仓。公司自有海外仓位于美国、德国、日本等，未来亦将加大投入。物流采用“**跨境头程物流+亚马逊 FBA 本地物流**”结合模式，通过一般贸易方式空运和海运出口运送至亚马逊 FBA 仓，最终由 FBA 物流方式送至用户。

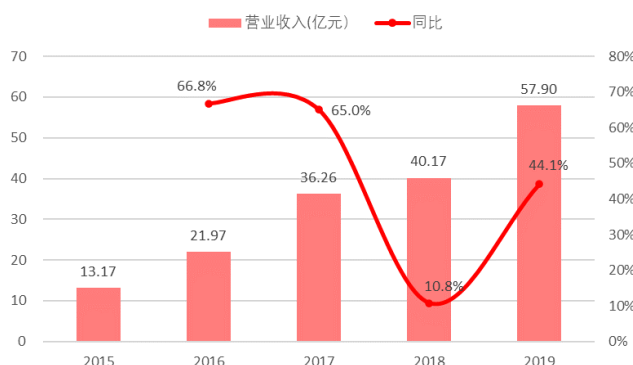
除线上 B2C 出口外，公司还运营一部分线下 B2B 出口业务，主要凭借在欧美日已建立品牌口碑，与沃尔玛、Costco、BestBuy 等知名线下连锁商超以及电信运营商、新兴市场品牌代理商等合作，开展 RAVPower、TaoTronics、VAVA 等自有品牌的买断式业务。2017 年、2018 年 1-8 月 B2B 收入分别占比 3.7%、10.3%。

（六）华鼎股份（通拓科技）

华鼎股份原主业锦纶长丝，2018 年完成收购**通拓科技** 100% 股权，总对价 29.0 亿元（定增支付 26.25 亿元，配套募资现金支付 2.75 亿元）。

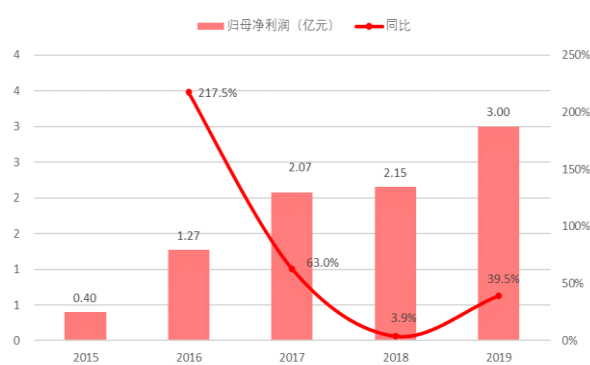
通拓科技成立于 2004 年，主营 B2C 跨境出口，2015-2019 年营业收入由 13.2 亿元增至 57.9 亿元，CAGR 为 44.7%；归母净利润由 0.4 亿元增至 3 亿元，CAGR 为 65.5%。华鼎股份收购后业绩承诺为 2017-2019 年归母净利润分别不低于 2.0 亿、2.8 亿、3.92 亿元，2018、2019 年均未完成业绩承诺。

图表53： 2015-2019 年通拓科技营业收入情况



资料来源：华鼎股份公司公告，中信建投

图表54： 2015-2019 年通拓科技归母净利润情况

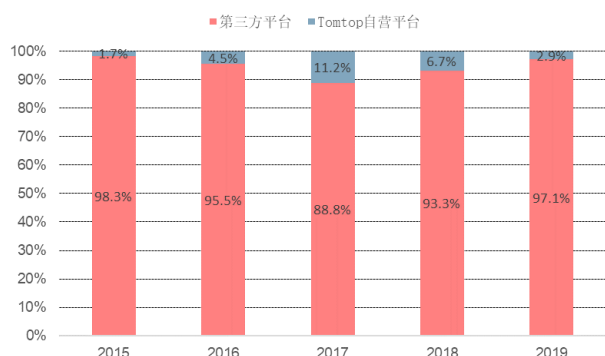


资料来源：华鼎股份公司公告，中信建投

公司以 eBay、亚马逊、速卖通、Wish 等第三方平台出口为主，自建平台 TOMTOP 为辅。总体看公司出口收入中第三方平台占比超过 90%，其中 eBay、亚马逊、速卖通、Wish 占主体，2015-16 年收入占比超 90%，此后加大开拓东南亚平台 LAZADA、SHOPEE；俄罗斯平台 YANDEX、MAIL-RU；中东平台 AWOK、NOON、SOUQ；非洲平台 JUMIA 等新兴平台，集中度有所下降，近两年四大主平台占比降至 80%-82%。但**最大平台亚马逊高速增长**，2015-2019 年收入由 4.25 亿元增至 21.18 亿元，CAGR 为 49.4%，占比提升至 50%+。

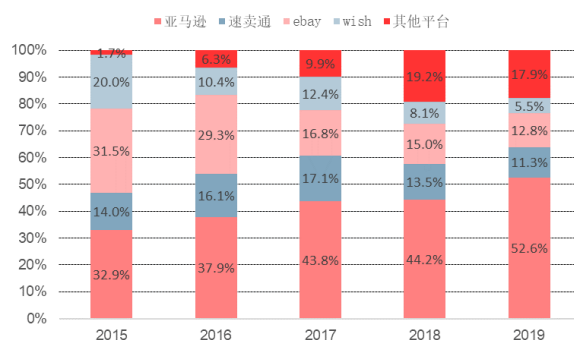
公司 2004 年创立之初即创建独立站 TOMTOP，是业内最早 B2C 自建站之一，目前定位综合类出口电商。近两年因减少自建站营销投放，TOMTOP 网站流量和销售额有所下降。

图表55： 2015 年来通拓科技出口收入第三方和自营平台占比



资料来源：华鼎股份公司公告，中信建投

图表56： 2015 年来通拓科技第三方平台出口收入结构



资料来源：华鼎股份公司公告，中信建投

产品上，公司以主动开发为主，推荐开发为辅。前者基于消费数据和线上线下调研数据分析，由公司确定待开发商品，与合适的供应商或 ODM 制造商合作开发；后者则由供应商会主动向公司推荐当前热销产品，公司就样品进行质量审核、成本分析及市场调研等，最终推向市场。公司供应商数量超千家，主要集中在珠三角地区，采用小批量、高频次、急速到货的采购模式。

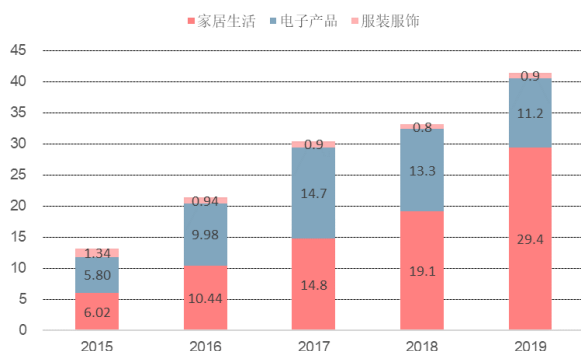
2019 年公司 SKU 总量超 55 万，涵盖 3C 电子、家居户外、美容服饰、摄影影音、游戏玩具、健康管理、汽车配件等几十个品类，以 3C 电子、家居生活为主，2015-2019 年收入 CAGR 分别为 48.7%、17.9%，3C 电子占比由 45.7% 升至 70.9%，成为绝对主力品类，其毛利率相对较低，对综合毛利率有一定影响；家居生活占比则由 44.1% 降至 27.0%。服装类占比亦持续下降。目前已低于 3%。

图表57： 通拓科技主要品类和产品

主要包括手机类、平板电脑类、智能穿戴设备类产品等。手机包括智能手机和三防手机，前者主要是盖华为、小米、Lenovo、	
3C 电子产品	ZTE、Cubot、UMI、DOOGEE、LEAGOO 等优质国产手机品牌，三防手机品牌主要涵盖 Huadoo、MANN、AGM、Blackview、GEOTEL 等，可防尘、防震、防水。
家居生活类	包括照明用具、家用工具、厨房用品、宠物用品、家用装饰品等。
服装服饰	包括夹克、衬衫、T 恤、卫衣、裙装等日常穿着服饰礼服以及婚纱、礼服、制服、节日装扮服等专用服饰。

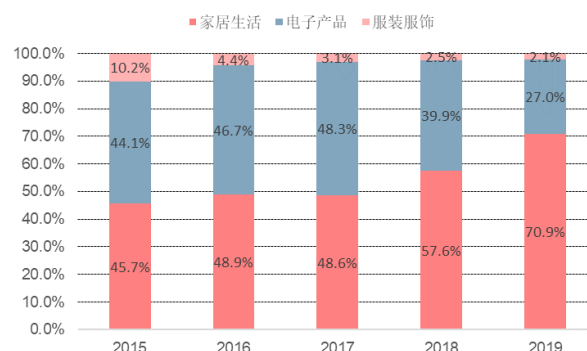
资料来源：华鼎股份公司公告，中信建投

图表58： 2015 年来通拓科技出口各品类收入（亿元）



资料来源：华鼎股份公司公告，中信建投

图表59： 2015 年来通拓科技出口品类收入结构

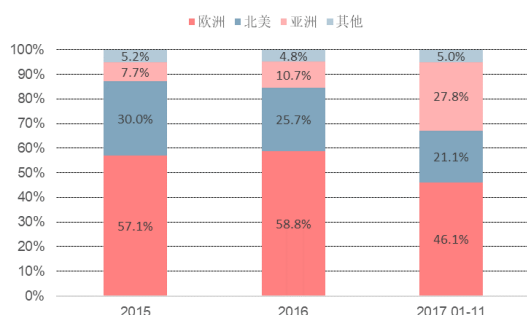


资料来源：华鼎股份公司公告，中信建投

公司拥有 10 多个自有品牌，主要为电子数码类产品，自有品牌收入占比由 2015 年 13% 升至 2017 年 1-11 月 20%。目前公司重点将 KOOGEEK（电子产品）、DODOCOOL（家具产品）等品牌打造成为多个国家和地区排名靠前的电商品牌，加强与品牌供应商合作，适度提高品牌采购集中度。

出口市场上，公司前期以欧洲和美国为主，2015-2016 年欧洲和北美收入占比超过 85%。此后随着新兴平台开拓，尤其是东南亚销售提升较快，带动亚洲区收入占比由 2016 年 10.7% 迅速提升至 2017 年 1-11 月 27.8%。2018 年后随贸易战影响，公司加大亚欧市场开发，2018Q2-Q4 欧洲收入占比回升至 57.9%，亚洲占比稳定 20%+，而北美拉美合计占比低于 20%，被亚洲反超。

图表60： 2015 年来通拓科技出口各区域收入结构



资料来源：华鼎股份公司公告，中信建投

仓储物流方面，公司以租赁仓库自营为主，FBA 模式和第三方仓储外包为辅，在深圳、东莞等拥有国内仓库，在美国、法国、英国、德国等地拥有海外仓。国内仓直发由中国邮政、DHL、UPS 等物流公司到国内仓取件后，直接邮寄至客户；海外仓发货即先由物流公司将货物运至海外仓库备货，再由海外物流公司负责寄送。

除 B2C 出口外，公司还运营一部分 B2B 进口跨境电商和国际货代代理业务，2016 年起开始从事进口业务，与国内头部零售企业签订协议，主要涉及食品和日用品。代理业务指公司为客户提供物流代理服务，主要为了获得物流公司提供的优惠价格。2018、2019 年该两项业务收入占比为 17.3%、28.3%。

（七）环球淘（广博股份）

广博股份原主业文具制造，2015 年 5 月成立子公司环球淘，切入跨境电商领域。2015-2019 年公司跨境电商收入由 0.83 亿元增至 1.13 亿元，CAGR 为 7.9%，规模相对较小，增速亦相对其他跨境同业较缓，2018、2019 年分别同降 23.6%、同增 1.4%。2015 年以来环球淘尚未盈利，近两年减亏明显。

图表61： 2015 年来广博股份跨境电商营收情况



资料来源：广博股份公司公告，中信建投

图表62： 2015 年以来环球淘净利润情况（万元）



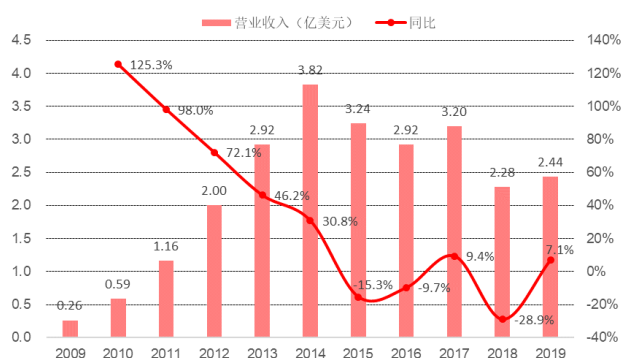
资料来源：广博股份公司公告，中信建投

环球淘同时运营 B2C 跨境进口和出口，出口方面以 eBay、亚马逊、沃尔玛电商等第三方平台为主，产品以办公文具、家具日用品为核心。出口市场以欧美为主，依托越南生产基地，加大布局中东、东南亚等新兴市场。公司积极培育自有品牌，通过与厂商联合创新，逐步推动出口产品品牌化。

（八）兰亭集势

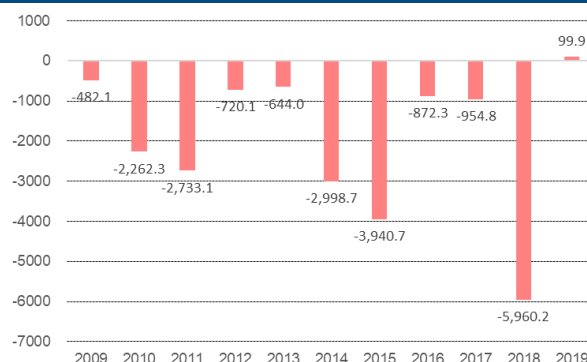
兰亭集势成立于 2007 年，2013 年 6 月在纽交所上市，是国内 B2C 跨境电商海外上市第一股。2009-2014 年公司营收由 0.26 亿美元增至 3.82 亿美元，CAGR 为 71%；2014 年后收入波动下滑，至 2019 年降至 2.44 亿元，期间 CAGR 为-8.6%。业绩上，公司归母净利润 2009-2018 年持续亏损，累计亏损 2.16 亿美元，2019 年始扭亏为盈，实现归母净利润 100 万美元。

图表63： 2009 年来兰亭集势营收情况（亿美元）



资料来源：兰亭集势公司公告，中信建投

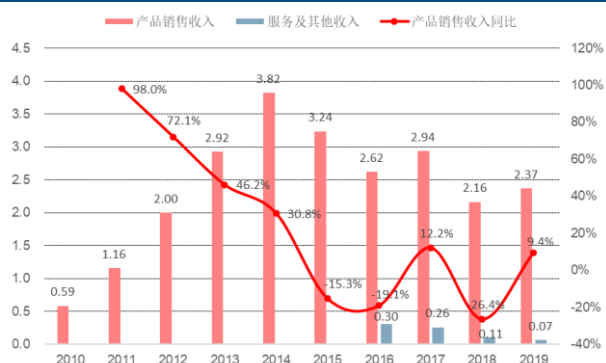
图表64： 2009 年来兰亭集势归母净利润情况（万美元）



资料来源：兰亭集势公司公告，中信建投

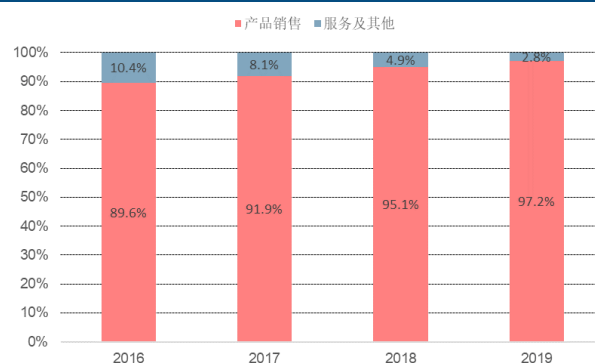
公司主要通过自建站（网站+APP）运营 B2C 跨境出口，主网站 lightinthebox 长期作为国内跨境电商综合性自建站龙头，此外还有子网站 miniinthebox 以及 2018 年 12 月收购的东南亚市场全品类电商平台 Ezbuy。总体看，公司于自建站销售商品实现收入由 2010 年 0.59 亿美元增至 2019 年 2.37 亿美元，为创收主体，其中移动端收入占比 2017-2019 年分别为 44.6%、47.9%、59.2%，提升迅速。2016 年开始新增一部分服务收入，主要是为国内小企业和全球个人客户提供物流服务以及相关系统和技术服务，占比 10% 以下且持续降低。

图表65： 2010 年来兰亭集势产品销售和服务收入（亿美元）



资料来源：兰亭集势公司公告，中信建投

图表66： 2016-2019 年兰亭集势总收入结构

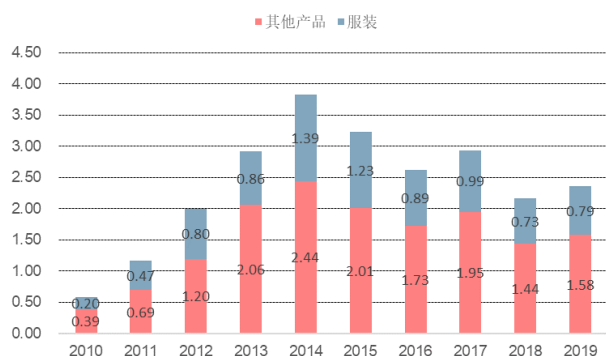


资料来源：兰亭集势公司公告，中信建投

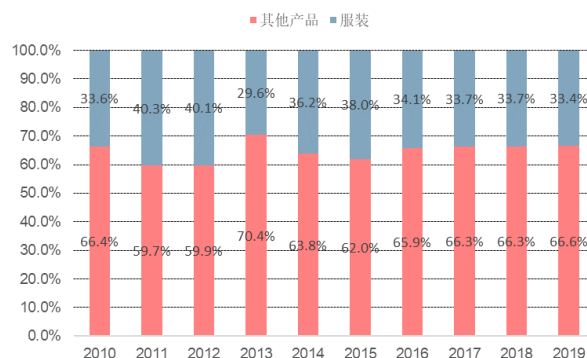
公司自建立以来便以向海外输出具备价格优势的中国产品为特色，至今仍**非常重视价格竞争力**。公司按需采购、交货期短，合作供应商超 3500 家，主要从国内工厂直接采购，也从韩国、新加坡、日本、美国等采购，正在建立全球化采购体系。

产品上，公司以电子产品起家，但后续重心转向服装尤其是婚纱，**至上市时核心品类为婚纱礼服、家居、3C 电子**。随着原品类竞争激烈、利润空间下降后，公司逐渐扩大品类矩阵，将重心转移至高毛利率类别，**2018Q4 以来加大家庭园艺、快时尚服饰、运动户外、小工具等扩展**，对 2019 年扭亏为盈起到关键作用。

具体看，2010 年以来公司未改变服装品类（婚纱以及休闲、运动服装）占主体的地位，收入占比持续在 65% 左右，2010-2019 年收入 CAGR 为 16.7%。其他品类中以 3C 电子类为主，也包括家居用品、家庭园艺等，2010-2019 年收入 CAGR 为 16.8%。

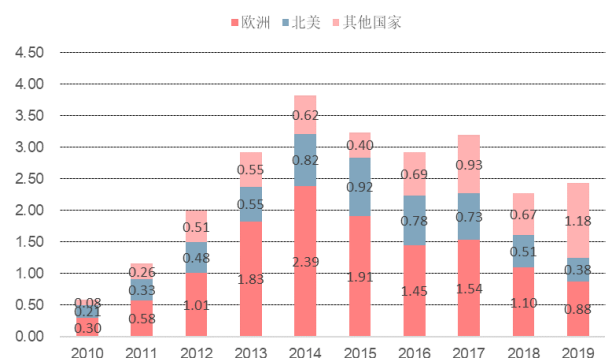
图表67： 2010 年来兰亭集势品类收入情况（亿美元）


资料来源：兰亭集势公司公告，中信建投

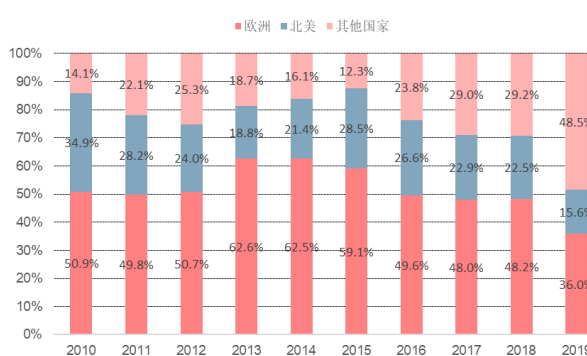
图表68： 2010 年来兰亭集势品类收入结构


资料来源：兰亭集势公司公告，中信建投

出口市场上，公司向 140 多个国家和地区消费者提供产品，欧洲和北美长期作为主题市场，2010-2016 年间收入占比高于 75%，其中欧洲占比约 50%-60%。此后随拉美、亚洲等新兴市场拓展，欧美占比有所下降，尤其是 2018 年底收购 Ezbuy 之后，东南亚收入大增，2019 年欧洲和北美占比降至 51%。

图表69： 2010 年来兰亭集势品类收入情况（亿美元）


资料来源：兰亭集势公司公告，中信建投

图表70： 2010 年来兰亭集势品类收入结构


资料来源：兰亭集势公司公告，中信建投

仓储物流方面，公司仓库均为租赁自营，合计每天能处理超 2 万个订单。公司在嘉兴和东莞市建立仓库，收购 Ezbuy 后战略性整合双方订单履行功能，在新加坡也建立仓库。公司通常保持低库存，一般仅在收到客户

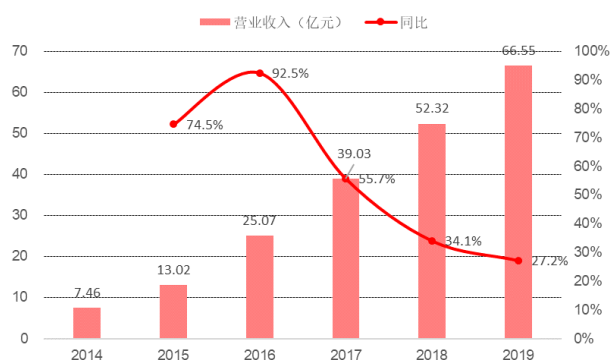
订单或每天小批量采购时才将订单传输给供应商以履行，供应商将产品送至公司仓库质检，再由第三方快递公司送至客户。

（九）安克创新

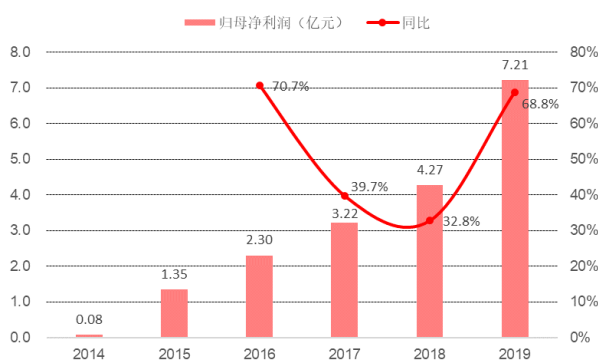
安克创新（原海翼股份，2017年更名）成立于2011年，主营B2C跨境线上及线下销售，目前是国内规模最大的出海消费电子品牌企业之一。公司曾于2016年登陆新三板，2018年8月从新三板退市，目前正冲击创业板上市，已获审过会。

2014-2019年公司营业收入由7.46亿元增至66.55亿元，逐年双位数高速增长，CAGR为54.9%；归母净利润由0.08亿元增至7.21亿元，CAGR为145%。

图表71：2014年来安克创新营业收入情况



图表72：2014年来安克创新归母净利润情况



资料来源：安克创新公司公告，中信建投

资料来源：安克创新公司公告，中信建投

图表73：安克创新发展历程

时间	事件
2011	公司成立，初名湖南海翼电子商务有限公司；Anker品牌在美国加州注册并成为全球注册品牌，通过亚马逊进入美国、英国、德国、法国、意大利等欧美市场，当年月销突破100万美元。
2012	深圳研发中心成立；自主研发的第一款产品Anker 4500mAh超薄移动电源上市；Anker通过亚马逊进入日本、西班牙、加拿大市场销售，获得美国亚马逊“2012年节假日销量冠军”。
2013	集团在日本、香港、英国注册成立公司；首创PowerIQ™技术，引领行业技术升级。
2014	Anker多款产品成为亚马逊北美、欧洲、日本等移动电源品类#1 Best seller，当年入驻美国最大的连锁超市之一Staples，拓展线下市场。
2015	Anker京东旗舰店、天猫旗舰店上线，正式布局国内市场；在日本与电信运营商达成合作，入驻其全国线下门店；与洲际酒店集团达成合作，移动电源、充电器等产品入驻其中国区四大品牌酒店；公司启动中东、澳洲、南美洲、非洲、东南亚等地区的线下渠道销售。
2016	完成股份制改造并挂牌新三板；完成首笔融资，由IDG领投3.27亿元，整体估值36亿元；正式成立智能家居事业部，智能家居品牌eufy上市；Anker入驻Best Buy、沃尔玛，拓宽线下渠道。
2017	由海翼股份更名为安克创新。
2018	获亚马逊全球开店年度卖家大奖；斩获5项IF设计大奖、4项红点奖、10项金点设计奖。
2019	蝉联亚马逊全球开店唯一年度卖家大奖；在沙特设立办公室，产品进驻中东地区最大连锁零售店；Anker 5款产品成功登陆Apple官方商店。

资料来源：安克创新公司公告，公司官网，中信建投

整体看，公司销售形式丰富，覆盖出口+内销、线上+线下、第三方+自有平台，大致可分为 **B2C 出口电商**、**第三方平台销售**、**B2C 出口电商自建平台**、**B2B 出口电商**、**B2B 出口线下**、**境内电商** 五种方式。

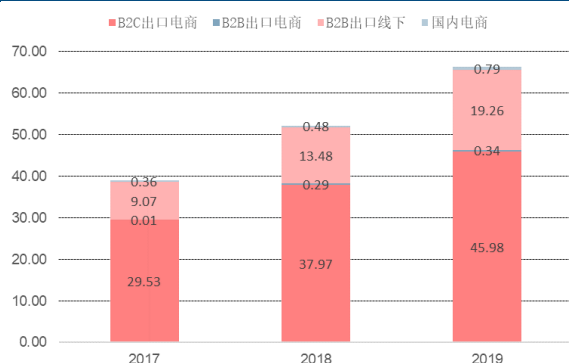
图表74：安克创新主要销售模式一览

地区	渠道	模式	主要平台/客户	销售方式
境外	线上	B2C	亚马逊、eBay、日本乐天	在第三方平台开设店铺进行销售，与其他 B2C 出口第三方平台同业一样。
		B2B	亚马逊 Vendor	公司将商品卖给亚马逊，进入其仓库，后续由亚马逊进行代销。
	线下	B2B	境外大型零售集团、电信运营商、区域性贸易商等	公司售予沃尔玛、百思买等线下零售商以及电信运营商等，由其在商场、网点进行销售，也售予境外零售商，由其进行后续分销。
境内	线上	B2C	天猫	Anker 品牌开设天猫旗舰店，B2C 模式销售
		B2B	京东	Anker 开设京东旗舰店，按京东自营模式售予京东，由其进行销售

资料来源：安克创新公司公告，中信建投

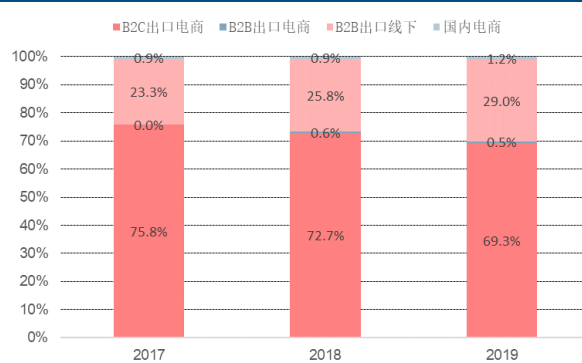
公司以 **B2C 跨境电商出口** 为传统主业，目前收入占比亦最高，2017-2019 年收入由 29.53 亿元增至 45.98 亿元，CAGR 为 24.8%，占比约 **70%-75%**。近年来公司借助品牌力，**大力发展 B2B 出口线下业务**，与美国市场沃尔玛、塔吉特、百思买；英国市场 Dixons、哈洛德百货、塞尔福里奇百货；德国国家万得城；法国 Fnac Darty；日本电信运营商 Softbank 和 KDDI、中东/东南亚/南美新兴市场经销商等合作，2017-2019 年收入由 9.07 亿元增至 19.26 亿元，CAGR 为 45.7%，占比由 23% 升至 29%。其他如亚马逊 Vendor 的 B2B 出口和国内天猫京东销售占比均不足 1.5%。

图表75：2017 年来安克创新各模式收入（亿元）



资料来源：安克创新公司公告，中信建投

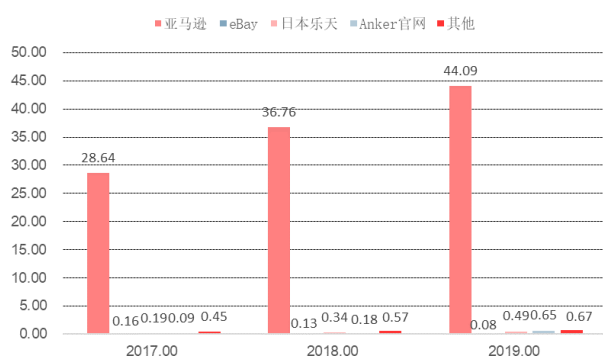
图表76：2017 年来安克创新各模式收入结构



资料来源：安克创新公司公告，中信建投

具体看 **B2C 跨境电商出口**，公司以**第三方平台尤其是亚马逊为绝对主体**，作为起家平台，公司品牌和产品多年来已在亚马逊树立良好口碑和形象，2019 年在美国、日本、加拿大和德国亚马逊卖家中分别排名第三、第六、第八和第五。目前公司在亚马逊、eBay、日本乐天分别开设 14 家、3 家、1 家店铺。

2017-2019 年公司于亚马逊店铺实现收入由 28.64 亿元增至 44.09 亿元，CAGR 为 24.1%，占据公司 B2C 跨境电商出口收入 96% 以上，而其他平台（包括自建平台 Anker 官网）年收入均不足 1 亿元，差距巨大。

图表77： 2017 年来安克创新 B2C 跨境电商各平台收入（亿元）


资料来源：安克创新公司公告，中信建投

优质产品和自有品牌是公司最大亮点，产品研发设计能力是公司核心竞争力之一。公司设立产品开发部、研发中心、设计中心、软件开发部、产品测试部等多维度研发体系，包括概念定义、项目启动、模具开模、设计认可、产品发布和量产六大关键研发节点，2019 年拥有技术研发人员 822 名，占总人数比例高达 53.4%；研发费用 3.9 亿元，费率 5.9%。截至 2019 年底，公司拥有境内外专利共 520 项。

由研发优质带来的高品质为公司自有品牌发展做好背书，目前公司销售基本全为自有品牌，包括主品牌 Anker、Soundcor、Zolo、eufy、Nebula、Roav 等，覆盖充电产品、无线音频产品及智能创新产品三大主要品类。公司于该三大品类中均形成诸多核心技术。

图表78： 安克创新主要品牌、品类和产品

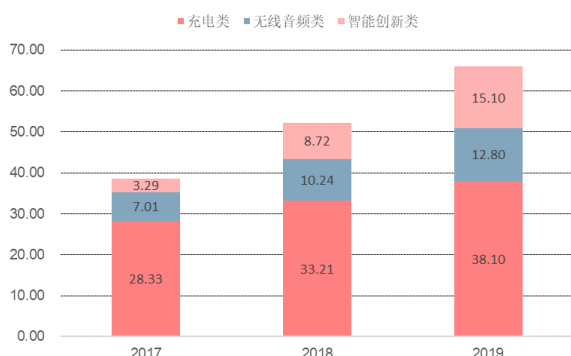
品类	主要品牌和产品
充电产品	<ul style="list-style-type: none"> Anker: 移动电源系列（括便携式移动电源、二合一超级充、大功率储能设备电源等）、USB 充电器（桌面充电器、车载充电器、无线充电器等）和线材系列（Lightning 数据线、Micro 数据线及 USB-C 数据线）
无线音频产品	<ul style="list-style-type: none"> 品牌: Anker、Soundcore、Zolo 产品: 无线音箱和无线耳机
智能创新产品	<ul style="list-style-type: none"> Eufy 智能家居产品: 智能安防产品、智能语音控制音箱、智能扫地机、智能开关、灯泡和插座等 Nebula: 高清安防摄像机、车载智能语音助手、智能便携式家庭影院等

资料来源：安克创新公司公告，安克创新公司官网，中信建投

主品牌 Anker 伴随公司诞生，目前作为全球领先的充电品牌、Power Delivery 快充技术领导者，在主要发达国家或地区已经拥有很高知名度和美誉度，近年来被亚马逊评为“最受好评品牌”，其移动电源、充电器等均长年位列亚马逊 Best Seller 和 Amazon's Choice。2019 年其移动电源产品在美国亚马逊销量 TOP10 中包揽 5 款，2017-2020 年分列 Brand 中国出海品牌 50 强中第 8、第 7、第 10、第 11 名

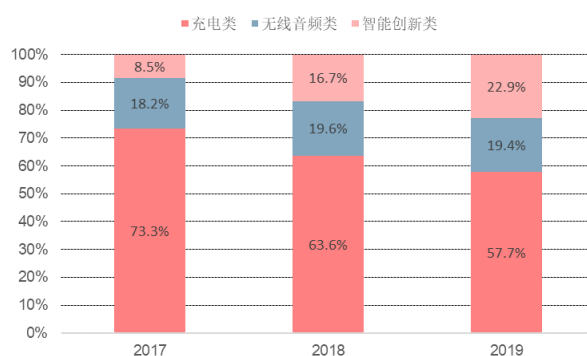
收入上看，充电产品作为公司最早运营品类和明星品类，过去长期为绝对创收主体，2017-2019 年收入由 28.33 亿元增至 38.1 亿元，CAGR 为 16%。公司 2014 年推出无线音频类，2016 年推出智能创新类，两大新锐品类 2017-19 年收入 CAGR 为 35%、114%，2019 年合计占比已近 43%，多元化推进效果良好，尤其是智能创新类增长迅猛，收入已超越无线音频类。

图表79： 2017 年来安克创新各品类收入（亿元）



资料来源：安克创新公司公告，中信建投

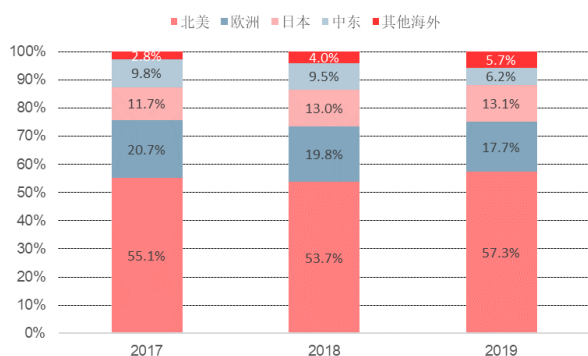
图表80： 2017 年来安克创新各品类收入结构



资料来源：安克创新公司公告，中信建投

出口市场上，公司创立以来深耕北美、欧洲、日本、中东等消费水平较高的成熟市场外，近年来逐步推进东南亚、非洲、南美等新兴市场以及国内市场的布局。总体上公司各个地区收入比例变化不大，美国为第一大市场，北美收入占比约 55% 左右，近三年收入 CAGR 为 33.7%；其次为欧洲占比约 18%-20%；日本约 11%-13%；中东占比有所降低，而其他新兴市场逐渐提升。

图表81： 2017 年来安克创新各地区收入结构

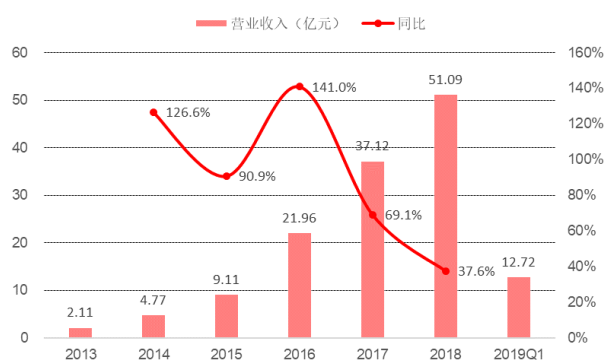


资料来源：安克创新公司公告，中信建投

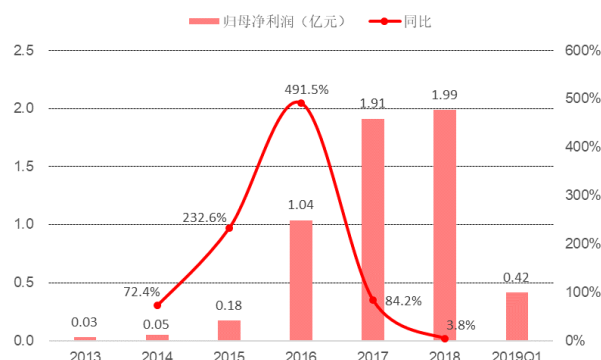
仓储物流上，公司在国内设有普通仓和保税仓，在海外租赁部分仓库，亚马逊平台销售以及部分其他境外平台销售使用亚马逊 FBA 仓，另在美国、日本、欧洲等地均设有海外本地仓。2019 年末在仓库的存货中，亚马逊 FBA 仓、其他海外仓、国内仓占比分别为 43.4%、26.1%、30.5%。

（十）傲基科技

傲基科技成立于 2010 年，主营第三方平台 B2C 跨境电商出口业务。公司曾于 2015 年 11 月至 2019 年 4 月在新三板上市，是最早于国内直接上市的跨境电商公司，2019 年 9 月递交科创板招股书，但 2020 年 4 月公司主动撤单，暂停冲击上市。2013-2018 年公司营业收入由 2.11 亿元增至 51.09 亿元，CAGR 为 89.2%；归母净利润由 0.03 亿元增至 1.99 亿元，CAGR 为 130%。19Q1 收入和归母净利润分别为 12.72 亿元、0.42 亿元。

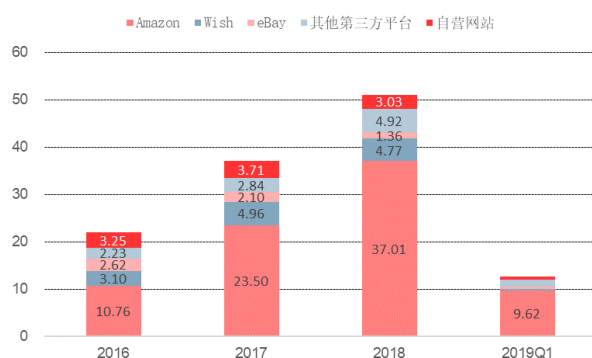
图表82： 2013 年来傲基科技营业收入情况


资料来源：傲基科技公司公告，中信建投

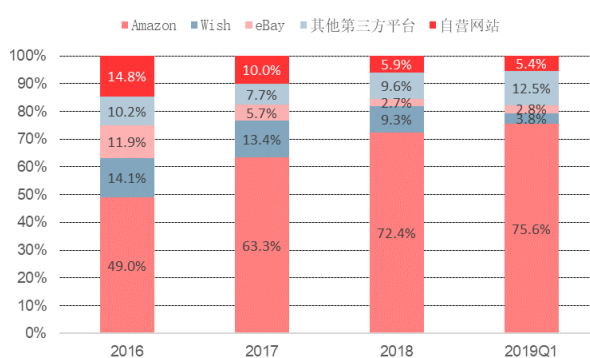
图表83： 2013 年来傲基科技归母净利润情况


资料来源：傲基科技公司公告，中信建投

公司以 B2C 跨境出口为主，B2B 出口业务占比很低。出口以第三方平台尤其是亚马逊为主，其他平台包括 eBay、速卖通、wish、Shopee 等，此外少部分销售在自建平台即各个自有品牌官网实现。收入上，公司第三方平台收入占总收入比例由 2016 年 85% 升至 2018 年 94%，持续上升。其中亚马逊平台收入由 10.76 亿元增至 37.01 亿元，CAGR 达 85%，明显快于其他平台，占比由 49.0% 升至 72.4%，主力平台地位不断突出。Wish、eBay 占比则持续下降，而 Shopee 新兴平台占比有所提升。

图表84： 2016 年来傲基科技分平台收入情况（亿元）


资料来源：傲基科技公司公告，中信建投

图表85： 2013 年来傲基科技分平台收入结构


资料来源：傲基科技公司公告，中信建投

产品上，公司以自主研发、自有品牌为特色。公司组建产品研发中心，负责统筹旗下所有科技消费品的研发工作，对前沿技术、产品设计、技术实现、流程管控进行全生命周期管理。截止 19Q1 公司拥有研发人员 404 人，占总人数 21.89%，累计获得产品技术创新专利 398 项；2018 年研发费用 0.76 亿元，费率 1.50%。

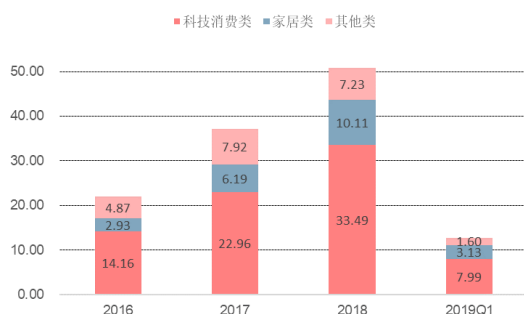
公司研发方向和产品主要聚焦具备科技含量的个人生活消费产品，以自有品牌为主，旗下主要打造电动工具品牌 Tacklife、数码 3C 类产品品牌 Aukey、家庭健康电器品牌 Naipo、小家电品牌 Aicok 等核心品牌。Aukey 作为公司发力最早的主品牌，2014 年创立，在蓝牙技术、音频降噪、高清摄录、快速充电、智能穿戴等领域形成较多优质产品成果和技术沉淀，其科技、时尚和高品质特色被众多海外消费者认可。2018-2020 年 BrandZ 中国出海品牌排行榜中 Aukey 分别排名 49 位、43 位、35 位。

图表86： 傲基科技主要自有品牌

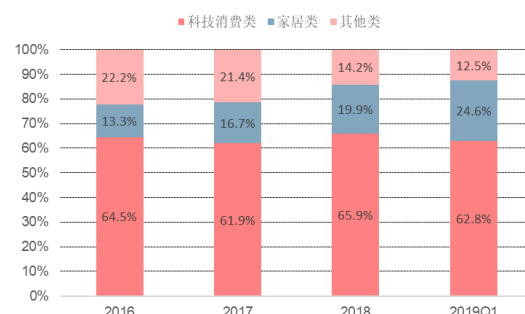
品牌	主要品类	主要产品
Aukey	蓝牙技术、音频降噪、高清摄录、快速充电、智能穿戴等数码 3C 类产品	无线音频设备：真无线蓝牙单双两用耳机 EP-T18、蓝牙重低音头戴耳机 EP-B90
		能源充电类设备：PB-Y14 PD 移动电源等
		车载设备：智能车充 SC10、智能支架 B10
		适配器与 HUB 类：BR-O8 无线蓝牙适配器、多功能拓展坞带无线充
Tacklife	手持电动工具、户外园林工具、木工工具、手动工具、测量工具等	多用磨：钻头磨削、抛光功能、软轴磨头等
		砂光机：包括方砂机、尖指砂机等
Naipo	家庭健康电器	测量、启动电源类：激光测距仪、应急启动电源
Aicok	高性能、耐用小家电	美腿机 MGF-3600、按摩披肩 MGS-150DC
		榨汁机、电茶壶 KT-Z1

资料来源：傲基科技公司公告，傲基科技公司官网，中信建投

科技消费类产品一直为公司主要品类，占比约 60%-65%；家居类随自有品牌发展，收入迅速提升，2016-18 年 CAGR 达 86%，占比由 13% 升至 20%；其他类包括服装等。随着公司技术积累和品牌影响力持续提升，近年来自有品牌已跃升为创收主体，2016-2018 年收入占比由 50% 升至 73%，其中科技消费类和家居类中自有品牌占比均已近 80%。

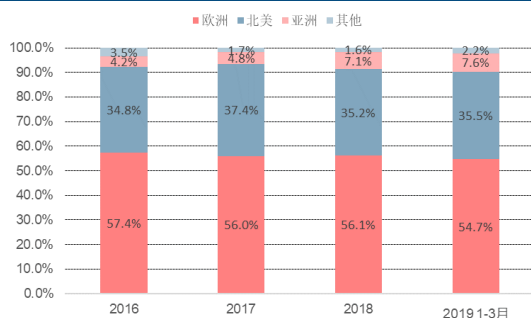
图表87： 2016 年来傲基科技分品类收入情况（亿元）


资料来源：傲基科技公司公告，中信建投

图表88： 2013 年来傲基科技分品类收入结构


资料来源：傲基科技公司公告，中信建投

出口市场上，公司以欧洲和北美为主，两者收入占比超 90%，其中欧洲为第一大市场，占比约 56%，北美占比约 36% 上下，近年来较为稳定。亚洲收入占比呈上升趋势，2018 年达 7.1%，主因公司逐渐推进东南亚、日韩等布局。未来，公司计划利用品牌优势及产业链优势，将产品从线上渗透至线下，从国外渗透至国内市场。

图表89： 2016 年来傲基科技分地区收入情况（亿元）


资料来源：傲基科技公司公告，中信建投

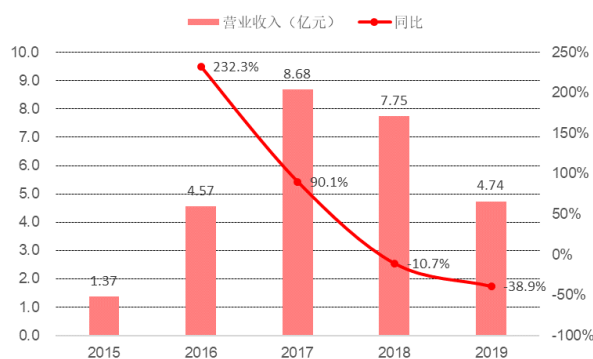
仓储物流上，公司拥有国内自营中转仓和直发仓，海外主要和亚马逊 FBA 仓以及美国、英国、德国、捷克等第三方海外仓合作、公司存货主要存储在 FBA 仓和海外仓，由亚马逊或第三方海外仓提供仓储管理、物流配送等服务。

（十一）浔兴股份（价之链）

浔兴股份主业拉链制造销售，2017 年 9 月公司完成收购价之链 65% 股权，总体对价 10.14 亿元，全部现金支付。价之链前身为创立于 2006 年的欧乐易运，2008 年更名为价之链，主营第三方平台 B2C 出口跨境电商。

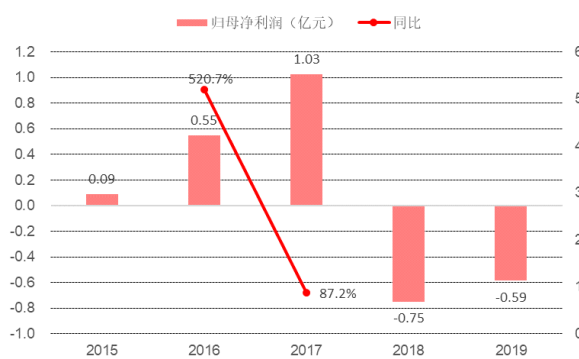
2015-2017 年公司营收由 1.37 亿元增至 8.68 亿元，归母净利润由 0.09 亿元增至 1.03 亿元。但 2018 年后因贸易战下外贸压力、经营团队决策失误采购过多动销不畅、欧洲站 VTA 政策调整加剧库存压力、经营管理团队不稳等综合不利原因，近两年营收连续连年下滑，业绩则连续亏损，未达成收购时业绩承诺。

图表90： 2015 年来价之链营业收入情况



资料来源：浔兴股份公司公告，中信建投

图表91： 2015 年来价之链归母净利润情况



资料来源：浔兴股份公司公告，中信建投

整体看，公司业务分为品牌跨境电商和电商服务两大类，前者为公司传统主业，后者为 2016 年起开展新兴业务，分为软件服务和社区服务，已累计服务全球 100 多个国家近 5 万付费电商标铺以及 10 万以上免费商户，使公司成为业内少有的覆盖品牌运营和软件服务的综合性跨境电商企业。

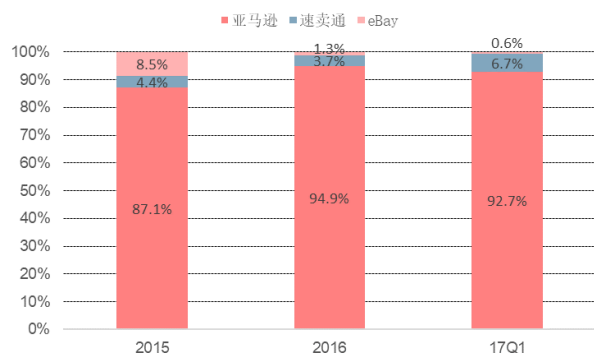
图表92： 价之链主要业务模式

业务模式	业务内容
品牌跨境电商	通过亚马逊等平台经营 B2C 出口自有品牌产品。
软件服务	公司 2016 年收购 Amztracker、全球交易助手等跨境出口电商工具软件。Amztracker 为业内领先的亚马逊平台关键词追踪、排名查询、销量查询及营销推广软件，公司扩展其分析营销、二次营销、邮件营销、销售管理等功能。全球交易助手具有产品管理、订单管理、跨平台互通等功能，注册用户达 10 万人。适用于速卖通、eBay、wish、敦煌网等跨境电商平台。
电商服务	公司将原 Amztracker 微胖社区 (vipon.com) 独立运营，目前全球注册用户数达 30 万人，从单一的工具类软件产品裂变成工具类软件+互联网平台的复合商业模式。此外公司领导设立百佬汇跨境电商联盟、千人峰会、会员俱乐部等组织，集合卖家优势，整合流量、物流、支付、营销等服务资源。
社区服务	

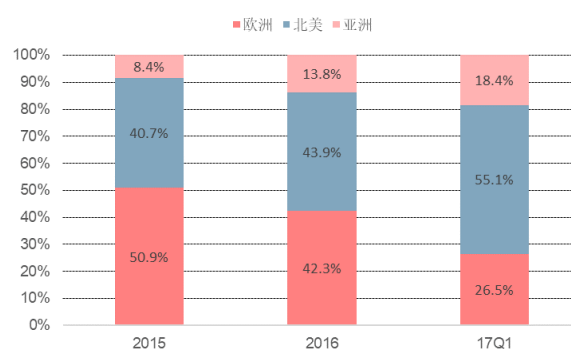
资料来源：浔兴股份公司公告，中信建投

根据浔兴股份公告披露最新数据，价之链品牌跨境电商收入 2016 年、2017Q1 占比均在 85% 以上，占据主

体。公司出口全部通过第三方平台，以亚马逊为主，2016 年、2017Q1 其收入占比均超 90%，其他为 eBay、速卖通。出口市场以欧美为主，欧洲和北美收入占比约 90%，北美成长为第一大市场。

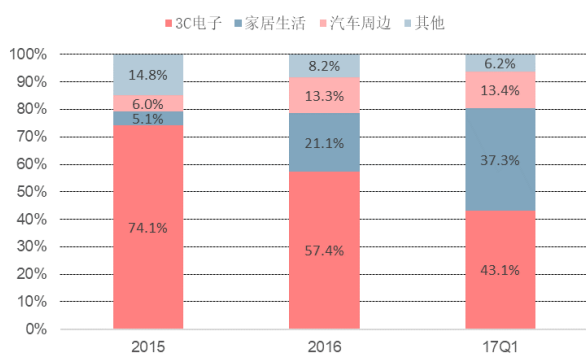
图表93： 2015-17Q1 价之链 B2C 出口各平台收入结构


资料来源：浔兴股份公司公告，中信建投

图表94： 2015-17Q1 价之链 B2C 出口各地区收入结构


资料来源：浔兴股份公司公告，中信建投

公司出口产品以自有品牌为主，产品项目小组独立自主完成产品的 OEM/ODM 引进工作。出口品类主要为 3C 电子、家居生活、汽车周边等领域，过去以 3C 电子为主，2015 年占比达 74%。2016 年起随着推行精品化路线，产品系列拓展，家居生活和汽车周边产品占比明显提升，17Q1 两者合计占比已升至 50%。

图表95： 2015-17Q1 价之链 B2C 出口各品类收入结构


资料来源：浔兴股份公司公告，中信建投

仓储物流方面，公司主要使用亚马逊 FBA 仓储和运输服务。公司将商品通过一般贸易出口报关后，由指定物流服务商以海运或空运运到亚马逊 FBA 仓，由亚马逊负责取件派送到终端客户。

（十三）棒谷科技

公司成立于 2009 年，B2C 跨境出口自营平台和第三方平台并行发展。根据万得 PEVC 库信息，2016 年 8 月公司获金石投资战略投资，2017 年 2 月金石投资再次提供 A 轮融资。2018 年 11 月中捷资源发布公告称拟将收购公司 100% 股权，但此后公告终止收购。

公司总部位于广州，团队规模数千人。公司前身深耕 eBay、亚马逊、速卖通、Wish、Newegg 等第三方平台起步，2009 年起开始主力运营综合类自建平台 banggood，目前已是 B2C 跨境自建综合类龙头平台之一，并继续开发 Newchic 和 Yoins 两个服装类自建平台。

图表96： 棒谷科技发展历程

时间	业务拓展
2009 年	公司创立，建立 banggood 平台
2010 年	美国仓储体系建立
2012 年	英、法、德仓库投入使用，欧洲仓储体系建立
2014 年	开始多平台运营，速卖通，Wish、亚马逊增长迅速；YS 服装站注册
2015 年	Newchic 服装站注册
2016 年	澳大利亚仓库投入使用；获得最杰出 PayPal 商户奖
2017 年	7 年蝉联 eBay 销售金奖；获得 PayPal 杰出商户奖；中国 SEO 排名第 2 名
2018 年	获得 PayPal 杰出商户奖；BrandZ™ 中国出海品牌 50 强
2019 年	banggood 网站进入 Alexa 全球排名前 500

资料来源：棒谷科技公司官网，中信建投

图表97： 棒谷科技第三方平台和自建平台并行发展



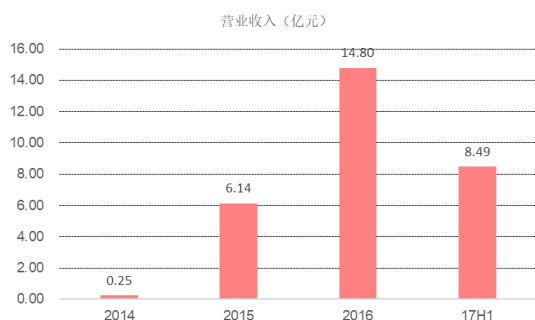
资料来源：棒谷科技公司官网，中信建投

目前公司商品涵盖 30 多个品类，总覆盖 50 多万种商品，主要出口至美国、西欧、澳大利亚、俄罗斯、日本等，并积极进入中东、东南亚等新兴市场。

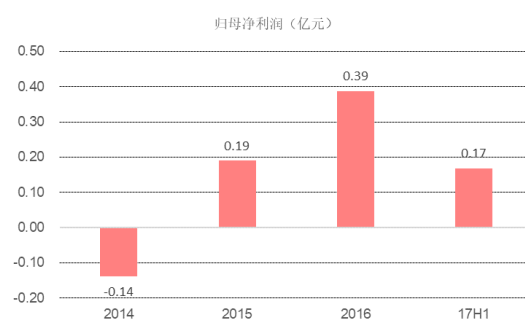
Banggood 是公司主打综合性自建出口 B2C 电商平台，产品种类丰富，涵盖 20 多个种类，共计 10 万多种商品，包括手机、电脑、数码配件、摄影摄像等电子产品；玩具航模；户外运动休闲；婚纱婚礼用品、服装、鞋靴；箱包配饰；家居、家纺、厨卫等，突出性价比。**Yoins** 成立于 2014 年，主打女性快时尚品牌，包括女装、上衣、鞋、配件及实品，以快速上新频率和亲民价格为特色。**Newchic** 成立于 2015 年，主打时尚特卖，限时销售打折服饰，包括男女服、包包、鞋子、美容、珠宝和配件等。公司旗下网站均有相应移动端 APP。

（十二）赛维电商

赛维电商前身为创立于 2012 年的哲果服饰，2015 年更名为赛维电商，曾于 2016 年 11 月至 2018 年 4 月在新三板上市。据资本邦报道，公司目前正拟 A 股 IPO，已于 2020 年 2 月在深圳证监局进行辅导备案。据公司公告，2014-2016 年公司营收由 0.25 亿元增至 14.80 亿元，归母净利润由-0.14 亿元转盈为 0.39 亿元。17H1 营收和业绩分别为 8.49 亿元、0.17 亿元。

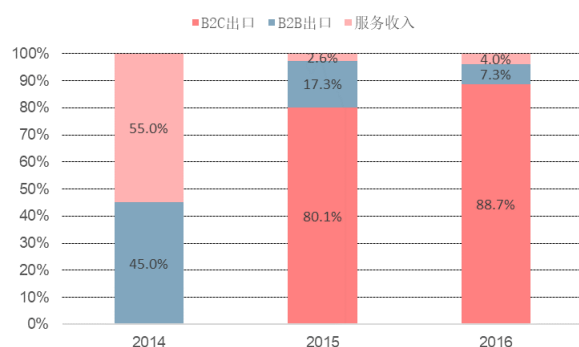
图表98： 2014-17H1 赛维电商营收情况


资料来源：赛维电商公司公告，中信建投

图表99： 2014-17H1 赛维电商归母净利润情况


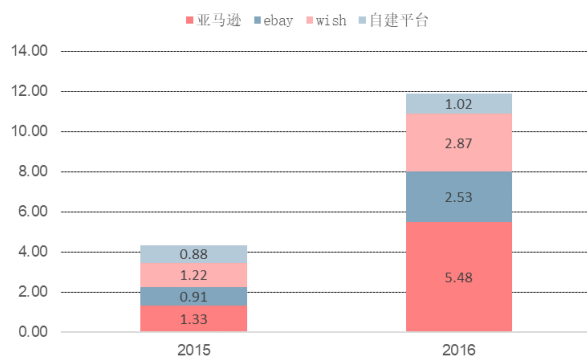
资料来源：赛维电商公司公告，中信建投

模式上，公司以其前身哲果服饰跨境 B2B 出口线下分销起家，通过华成云商分销平台完成，2015H2 通过合并整合，确立以 B2C 跨境出口电商为核心业务，变更为以 B2C 出口为主，B2B 出口分销为辅。2016 年 B2C 出口收入达 13.13 亿元，占比为 89%。另外还有少部分服务收入（技术服务以及 2016H2 开始开展物流服务）。

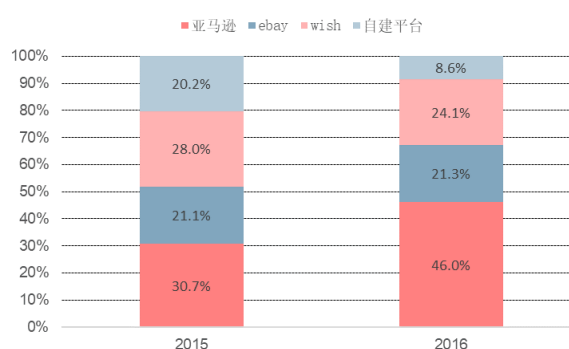
图表100： 2014-2016 年赛维电商各模式收入结构


资料来源：赛维电商公司公告，中信建投

出口 B2C 中，公司以第三方平台为主，自建平台为辅。第三方平台主要是亚马逊、eBay、wish，自建平台则以服装网站为主，包括 DRESSLINK、CNDIRECT 等。2016 年第三方平台收入占比超 90%，其中亚马逊占 46%，eBay、wish 分占约 21%-24%。

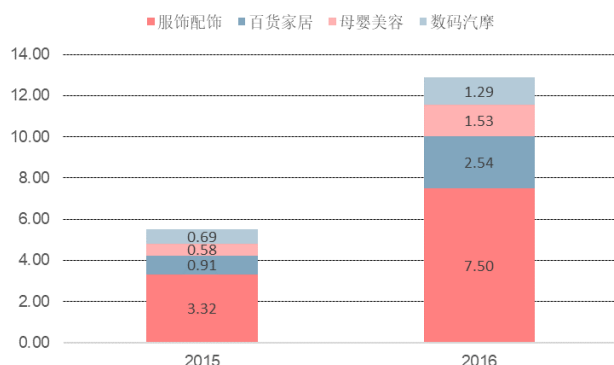
图表101： 2015 年来赛维电商 B2C 出口各平台收入 (亿元)


资料来源：赛维电商公司公告，中信建投

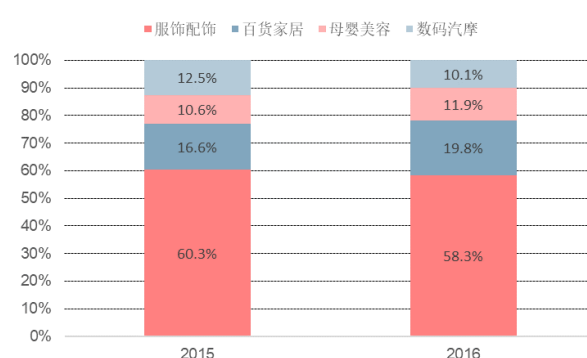
图表102： 2015 年来赛维电商 B2C 出口各平台收入结构


资料来源：赛维电商公司公告，中信建投

产品上，公司覆盖服饰配饰、百货家居、数码汽摩和母婴美容等。公司从经营服装 B2B 出口起步，在**服装领域经验丰富，为第一大品类**，同时承接其前身哲果服饰设计团队和 Zeagoo、Finejo、Acevog 等十多个**服装自有品牌**，自有品牌主要在亚马逊等第三方平台售卖，具有较好的柔性定制能力。2015-16 年公司出口中服装收入占比约 60%，其次是百货家居约 16%-20%。出口市场以**欧洲和北美**为主。

图表103： 2015 年来赛维电商出口各平台收入（亿元）


资料来源：赛维电商公司公告，中信建投

图表104： 2015 年来赛维电商出口各平台收入结构


资料来源：赛维电商公司公告，中信建投

仓储物流上，公司以海外站为重点，2016 年底已在美国和欧洲租建 4 个海外仓，合计面积达 4.35 万平方米，与第三方物流公司进行定制化合作。

（十四）浙江执御

公司成立于 2012 年，是**国内 B2C 跨境电商中深耕中东市场的龙头**。公司曾相继获得上市公司浙江富润、富安娜的投资参股，2019 年富安娜年报显示持股公司 2.91%。据雨果网报道，公司营业额从 2014 年 1 亿元发展到 2017 年 50 亿元。

图表105： 浙江执御融资历程

时间	融资金额和来源
2013 年	获 2000 万人民币天使轮融资，投资方为浙江富润、华睿投资
2015 年	获 2250 万人民币 A 轮融资，投资方为新德集团、桐乡市诚品投资合伙企业、浙江富润、富安娜、华睿投资（浙江富润 2015 半年报显示其投资 900 万元，持股 2%；富安娜 2015 年半年报显示其投资 2250 万元，持股 5%）
2017 年	获数亿人民币 B 轮融资，投资方为坚果资本、达晨创投、鼎晖投资、君联资本。
2018 年	获数亿美元 C 轮融资，投资方为平安创新投资基金、华泰证券、红杉资本中国、华金资本、鼎晖投资、君联资本、兰馨亚洲。
2019 年	获 6500 万美元 C+轮融资，投资方为 G42 集团。

资料来源：WIND，中信建投

公司**主要运营 B2C 跨境出口自有平台**，通过 JollyChic、MarkaVIP、Dealy 三个平台实现差异化覆盖，在线品类超 200 个，商品 SKU 超百万。公司**聚焦消费力强的中东地区**电商开拓，覆盖沙特、阿联酋、科威特、巴林、卡塔尔、阿曼、约旦、黎巴嫩、土耳其等中东大部分市场，并逐渐向东南亚、俄罗斯等延伸。

旗下主平台 JollyChic 于 2013 年上线，提供中国高性价比商品及中东本地品牌产品，以彼时中东电商较为

稀缺的**时尚女装起步**，逐渐拓展为服装、鞋包、配饰、家居、母婴童玩、美体护肤、3C 电子等综合性平台，目前其网站和 APP 已是中东 TOP1 时尚购物平台，其份额已和亚马逊 Souq 以及本地巨头 Noon 三足鼎立。2019 年 6 月上线执御支付 jollypay。MarkaVIP 为 2018 年收购，定位以闪购模式销售时尚奢品电商。Dealy 定位中低端人群高性价比电商，2019 年 GMV 做到 3500 万美元。公司通过三个自建平台实现差异化覆盖。

据 HUGO SAAS 报道，2019 年 9 月公司战略升级，定位上从自营平台为主升级为开放平台为主；从国内接单履单发货升级为海外接单履单、海外备货；从铺货、淘货升级为做精品、创品牌。公司开放平台已在中国、沙特、阿联酋吸引逾 1600 个卖家，为中国卖家发往阿拉伯客户的商品数量就超 3000 万个。

仓储物流商，公司累计投入 20 多亿元建立“中国—中东一站式全供应链数字贸易平台”和本地化仓储物流、配送和支付体系。公司在**沙特、阿联酋均有海外仓**，面积约 20 万平米，部分地区可实现当天到货。公司也是目前**国内唯一真正打通中国—中东一站式跨境电商物流通道的企业**，物流贯穿供应链采购、头程物流、跨境清关、干线运输、末端配送等全链路，以沙特、阿联酋为支点，辐射大中东市场。

（十五）SheIn（南京领添）

SheIn 前身是创立于 2008 年的 sheinside，成立之初即以独立站模式运营，但尚无自有品牌。2012 年升级为自主品牌 SheIn，开启自主品牌独立站模式拓展。据亿邦动力网报道，公司 2010-2015 年相继推出西班牙、法国、俄罗斯、德国、意大利、阿拉伯等国家站，2015 年将域名全部由 sheinside.com 改为 Shein.com。

据网经社报道，公司 2013 年以来已完成四轮融资。据**腾讯网报道**，公司计划赴美 IPO，筹集资金至少 7 亿美元，最早于 2020Q4 上市。

图表106： SheIn（南京领添）融资历程

时间	融资金额和来源
2013 年	获数百万人民币天使轮融资。
2014 年	获数千万人民币 A 轮融资，投资方为天泽投资、坚果资本。
2015 年	获 3 亿人民币 B 轮融资，投资方为 IDG、景林资本。
2016 年	获嘉远资本 C 轮融资

资料来源：网经社，中信建投

SheIn 是目前我国 **B2C 跨境电商自建平台和自主品牌龙头**，也是我国**第一大出海时尚服装线上品牌**，2018-2020 年分别位列 BrandZ 中国全球化品牌 50 强排行榜中第 23 名、14 名、13 名，在跨境电商自有品牌中仅次于 Anker。据腾讯网报道，Shein 目前实现 1 亿 APP 下载量，活跃用户达 4000 万，日销量 60 万。2017 年其业务已覆盖 224 个国家和地区，收入同比翻倍；**2018 年 GMV 破百亿，2019 年 GMV 破 200 亿**。

SheIn 以**快时尚女装**为主，主要客群为 16-30 岁的海外各市场女性，此外还包括家居产品、配饰、美妆、男装等。**品牌最大的特色是极致快时尚和性价比**，其时尚女装主要价位在 20 美元以下，部分 SKU 甚至不到 5 美元。快时尚方面聚焦**柔性供应链和自主设计**，2014 年品牌建立供应链中心，聚焦与具备快速设计、打版、制作和生产能力的厂商合作。公司根据**线上大数据**，选品较线下同业更能做到专注精准，各 SKU 生产件数和爆款补货都以大数据为支撑，每个品类一般只有几百件数量级，匹配小单快反上新的供应链，降低库存需求。设计方面，品牌设计团队超 100 人，在多个核心市场配备买手团队，自主设计同样融合大数据指导。

流量营销方面，SheIn 长期深耕社媒引流和转化，2011 年即开始利用网红在 Facebook、Twitter、Instagram 等进行推广，彼时网红合作成本不高，而网站几乎全部流量全来自 KOL 引流，投资回报率高达 300%。此后公司在网红之外，加大广告、Youtube 开屏页等方式，宣传重点从打折变成生活方式，更偏向于品牌塑造。目前 SheIn 在 Facebook、Twitter、Instagram 上粉丝数合计超 2212 万人。

今年疫情后，在国内外线下服装均受到巨大冲击下，SheIn 凭借线上流量加速全球扩张，美国市场 6 月购物榜已跃升至第二，仅次于亚马逊。据 App Annie，SheIn 已成为法国、西班牙、英国等国 AppStore 最受欢迎购物应用，在沙特阿拉伯等中东国家在所有应用中排名第一，在美国也仅次于亚马逊。

另外除 SheIn 外，南京领添 2016 年收购同样主要面向北美年轻女性的快时尚女装 B2C 跨境平台 Romwe，Romwe 社交媒体粉丝超 850 万人，目前公司两大平台在快时尚领域形成协同。

三、财务对比中的模式差异

根据以上梳理，我们将各家公司 B2C 跨境出口情况总结如下：

图表107： B2C 跨境电商公司模式和业务情况一览

公司名称	总体跨境 电商模式	B2C 出口 跨境模式	平台占比	主要品类占比	出口市场占比	自有品牌情况
环球易购 跨境通	B2C 出口为主，占自建平台和第三 比 93.8%，其余为方平台分占 65%、 B2C 进口。	35%。	电子自营、服装自营、未单独披露 B2C 出 第三方平台(亚马逊和口情况，总收入中服 eBay 为主)分占 41%、装、通讯、消费电子、洲、北美、亚洲各占	未单独披露 B2C 出 口情况，总收入中服 口情况，总收入中服	环球易购拥有 Zaful、 Langria 等品牌。前海	帕拓逊拥有龙头品牌
	基本全部为 B2C 基本全部为第三主 出口。	方平台。	Wish、eBay 等	3C 电子、智能家居 等消费电子为主	北美、欧洲为主	MPOW、VicTsing 等品 牌。自有品牌占公司总 收入 37%。
易佰网络 (华凯创意拟收购)	基本全部为 B2C 基本全部为第三 出口。	方平台。	亚马逊、eBay 分占 53%、18%，其余速卖 通、wish、Lazada 等。	家居园艺、工业及商欧美日为主，美、德、 业用品、健康美容、英、法、意 TOP5 占 汽摩配件分占 24%、比 60%，其中美国占 18%、14%、12%。20%。		执行多品类发展策略， 不重点发展自有品牌， 自有品牌占比 16%。
有棵树 (天泽信息子公司)	绝大部分 B2C 出绝大部分第三 口，B2B 出口占比平台，自建平台分占 39%、20%、13%， 低于 5%。	比低于 5%	其余 wish、沃尔玛等	3C、家居建材/用品、 体育/玩具、航模/汽欧洲、美洲、亚洲占 配分占 28%、24%、55%、28%、9%。 19%、10%。		拥有 FPVRC、ACEHE 等品牌，2017 年自有 品牌占比约 13%。
吉客印 (吉宏股份子公司)	基本全部为 B2C 自建产品单页广 出口。	告进行销售。	在海外社交/搜索媒体 进行广告投放，消费者 3C、服装为主。 点击广告后购买。		港台地区、东南亚、正逐步打造自有品牌， 日本、中东等为主。占比低。	
泽宝技术 (星徽精密子公司)	以 B2C 出口为主， 占 90%+，其余为 线下 B2B 出口	基本全部为第三 方平台。	亚马逊占比超过 99%。家 电 分 占 25%、51%、13%、12%、 24%、22%。	电源、蓝牙音频、小美、德、日、英分占 25%、51%、13%、12%、 8%。		产品均为自有品牌，如 RavPower、VAVA 等。
通拓科技 (华鼎股份子公司)	B2C 出口占 72%，第三 其余为 B2B 进口 90%+	方平台占比比亚 马逊、速卖通、eBay 分占 53%、11%、13%。	家居生活、电子产 品、服装分占 71%、占 46%、21%、28%。	家居生活、电子产 品、服装分占 71%、占 46%、21%、28%。	欧洲、北美、亚洲分 拥有 KOOGEEK 等 10 多个自有品牌，占比约	

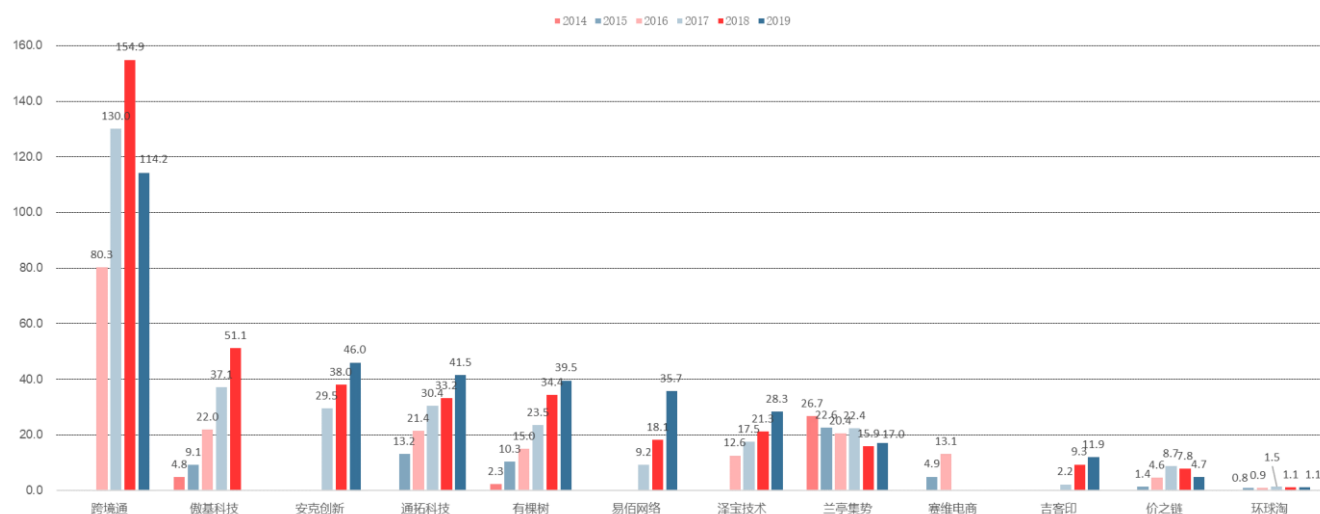
	和国际货代代理。	27%、3%	20%。
环球淘 (广博股份子公司)	B2C 出口为主。 第三方平台为主。	eBay、亚马逊、沃尔玛 办公文具、家具日用 电商等。 品为主。	欧美为主。 积极培育自有品牌。
兰亭集势	绝大部分为 B2C 出口, 以及少量服 自建平台 务收入。	绝 大 多 数 在 主 站 lightinthebox。	服装占 67%, 其余欧洲、北美占 36%、 为家居、3C、家庭 16%, 收购 Ezbuy 后 园艺等。 东南亚大增。 目前自有品牌占比较 低, 正在积极打造。
安克创新	B2C 出口、B2B 线 第三方平台占比 下出口分占 69%、超 98%, 少数为自 建官网。 天等	亚马逊占比超 96%, 其余为 eBay、日本乐 类、智能创新类占 58%、19%、23%。	北美、欧洲、日本、 中东占 57%、18%、 牌, 包括主品牌 Anker 等。
傲基科技	绝大多数为 B2C 第三方平台占比 出口。 约 95%。	亚马逊占 72%, wish、科技消费、家居分占 欧洲、北美、亚洲占 自有品牌占比 73%, eBay 占 9%、3%。	63%、25%。 55%、36%、8%。 包括主品牌 Aukey 等。
价之链 (浔兴股份)	B2C 出口超 85%, 全部通过第三 方平台。 其余为服务收入。	亚马逊占比超 90%。	3C、家居生活、汽 欧洲和北美占比约 车周 边 占 43%、 90% 37%、13%。
赛维电商	B2C 出 口 占 比 第三 方 平 台 占 比 亚 马 逊 、 eBay、wish 88%+。 超 90%。	占 46%、21%、24%。	服饰、百货家居、母 婴 美 容 占 58%、 欧洲、北美为主。 20%、12%。 拥有十多个服装自有 品牌。
棒谷科技	基本全部为 B2C 自 营 平 台 和 第三 方 平 台 并 行 发 展。	eBay、亚马逊、速卖通 3C、运动户外、服 装等。 亚等发达市场为主。	占比较小。
浙江执御	基本全部为 B2C 基本全部为自建 出口。 平台。 为主。	以自建平台 JollyChic 服装鞋包为主, 以及 配饰、家居等。 亚、俄罗斯等延伸。	占比较小, 积极发展 中。
SheIn	基本全部为 B2C 基本全部为自建 出口。 平台。 和 APP 为主。	自建平台 SheIn 网站 以快时尚服装为核 心。	全球市场广泛分布。 以打造自有品牌 SheIn 核心。

资料来源: 上述各公司公司公告, 棒谷科技、浙江执御、SheIn 公司官网, 中信建投证券研究发展部

从各公司 B2C 出口业务财务数据来看 (不考虑棒谷科技、浙江执御、SheIn 三家未上市公司), **营业收入**方面, 跨境通 B2C 出口收入遥遥领先, 也是其中唯一一家超过 100 亿的公司。而据腾讯网报道, SheIn 2019 年 GMV 破 200 亿, 又基本为自建平台, 因此其营收应属第一梯队, 应超过 100 亿或甚至高于跨境通 B2C 规模。

其他 B2C 出口收入在 20 亿以上的公司中, 傲基科技 2018 年超 50 亿元, 领先其余公司, 但未披露 2019 年收入数据, 因此若按 2018 年收入排名, 跨境通其后依次为傲基科技、安克创新、有棵树、通拓科技、泽宝技术; 若按 2019 年收入排名, 跨境通其后则依次为安克创新、通拓科技、有棵树、易佰网络、泽宝技术。

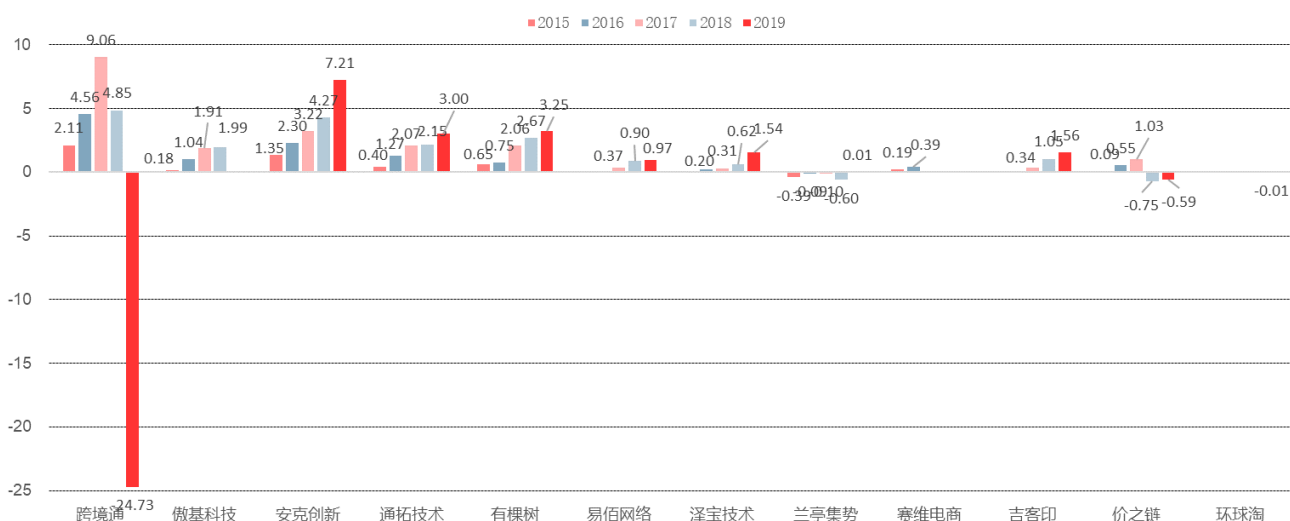
其余公司中, 兰亭集势近年来收入呈下滑趋势, 近两年收入降至 20 亿以下。赛维电商最新年度数据为 2016 年收入 13.1 亿元。吉客印 (吉宏股份)、价之链 (浔兴股份)、环球淘 (广博股份) 收入均低于 12 亿元。

图表108： 各公司 B2C 跨境出口收入对比（亿元）


注：跨境电商、通拓科技、安克创新只计算其B2C出口收入；吉宏股份、浔兴股份、广博股份分别为其跨境电商子公司吉客印、价之链、环球淘收入；其他公司均大部分为B2C出口，故以其总收入代表B2C出口收入。兰亭集势以2020.7.18汇率1美元=6.9912人民币换算，同下
 资料来源：图中各公司公告，中信建投

归母净利润方面，跨境电商2018年以前处于领先，但2019年因处理旧货和计提存货减值，大幅亏损超24亿元，业绩表现远弱于其他同业。傲基科技、安克创新、通拓技术、有棵树、泽宝技术、吉客印业绩均逐年提升（傲基科技和安克创新不单独披露B2C出口业绩，因此用总业绩代替）。从已有数据看，2018年归母净利润TOP6为跨境电商、安克创新、有棵树、通拓技术、傲基科技、吉客印；2019年归母净利润TOP6为安克创新、通拓技术、有棵树、泽宝技术、吉客印、易佰网络。

除跨境电商2017年、安克创新2019年盈利分别9.1亿元、7.2亿元外，其余各家各年盈利均低于5亿元。

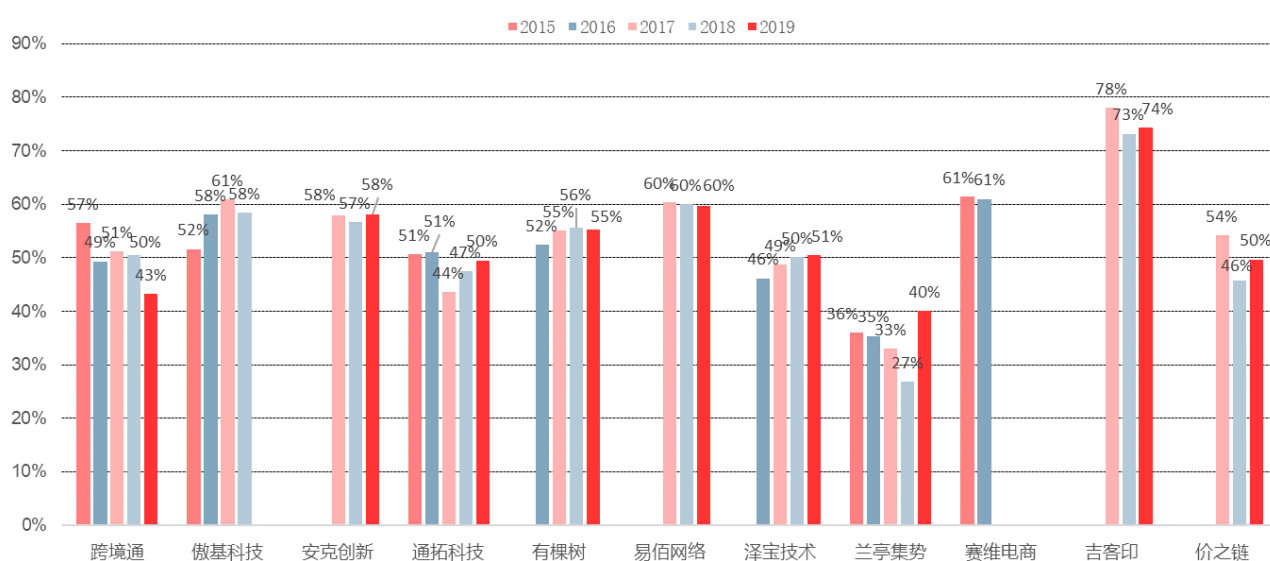
图表109： 各公司 B2C 跨境出口归母净利润对比（亿元）


注：跨境电商为环球易购和前海帕拓逊业绩加总，吉宏股份、浔兴股份、广博股份分别为其跨境电商子公司业绩；其他公司均为总业绩。
 资料来源：图中各公司公告，中信建投

毛利率方面，B2C 跨境出口公司均以产品购销差价获利为主，单就产品国内采购成本价和国外销售价而言，自建平台和第三方平台差别不大，因此两种模式下毛利率没有特别明显的差异，**各家公司 B2C 出口毛利率基本均分布在 50%-60% 区间。**

具体看，吉客印毛利率相对较高，超过 70%，主因其以时尚非标品销售为主，同时单页广告模式下比价不便，价格透明度低，为公司定价提供更大灵活性。其余较高的如傲基科技、安克创新、易佰网络、赛维电商等均在 60% 左右；有棵树约 55% 上下；跨境通、通拓科技、泽宝技术、价之链在 50% 左右；兰亭集势 2015-2018 年间毛利率持续下滑，2019 年有所回升至 40%。

图表110： 各公司 B2C 跨境出口毛利率对比

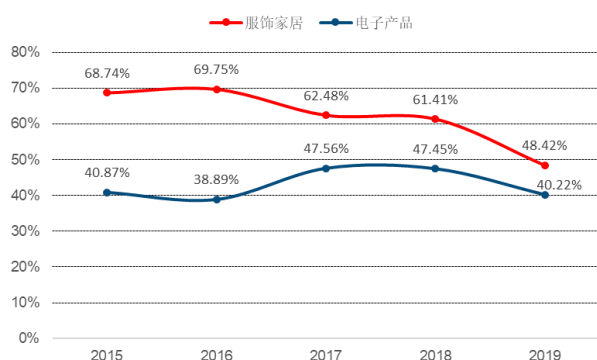


注：跨境通、安克创新为 B2C 出口毛利率；吉宏股份、浔兴股份、广博股份为其跨境电商子公司毛利率；有棵树 2019 年为 4-12 月。

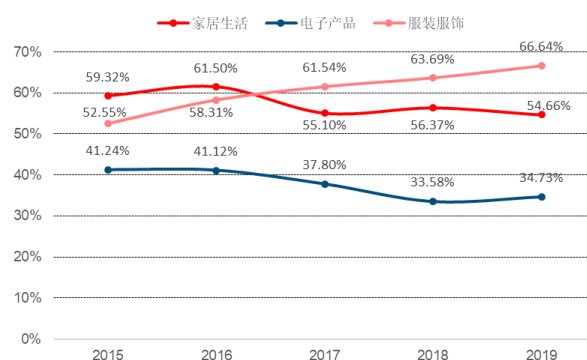
资料来源：图中各公司公司公告，中信建投

我们认为 B2C 跨境电商出口毛利率的影响因素主要包括：

- **行业发展节奏：**就同一品类而言，2010 年左右电商蓬勃发展早期的红利最大，对出海电商来说存在较多的蓝海细分领域，先发者能够享受较高的附加值。但随着跨境电商参与者不断增加，竞争激烈反映至价格端，使得同品类毛利空间较起初有明显收窄。如兰亭集势以强势品类婚纱起家，随 2012 年后竞争加剧下价格战影响，毛利率受到严重冲击。又如易佰网络在品类&产品双蓝海差异化战略下，持续保证较强的议价能力，毛利率持续处于行业较高水平。但随着行业竞争后集中度提升，价格战情况改善，龙头毛利空间将再次打开。
- **品类差异：**整体看，3C、消费电子等科技消费类产品标准化程度相对较高，竞争也相对激烈，导致毛利率水平普遍相对较低。而服装、家居等非标性质更强，大多具有一定个性化设计元素，加价倍率空间更高，所以毛利率相对较高。比如跨境通、有棵树、通拓科技等近年来出口中服装类毛利率比 3C 电子类普遍高出 10pct 以上；赛维电商毛利率较高也因其以服饰、百货家居、母婴美容为主，少有 3C 电子类。因此品类占比变化会导致公司毛利率变化。

图表111： 跨境通 B2C 出口各品类毛利率对比


资料来源：跨境通公司公告，中信建投

图表112： 通拓科技 B2C 出口各品类毛利率对比


资料来源：通拓科技公司公告，中信建投

- **采购规模效应和供应链管理优化：**和其他零售类型一样，随公司销售提升带动采购体量提升，规模效应逐渐体现，同时加强供应链精细化管理，均有利于单位成本下降，提升毛利率；
- **仓储物流模式不同：**国内直发、海外仓等不同出口物流模式会影响毛利率。据傲基科技披露，在国内邮包直发至海外消费者情况下，境内至境外的相关运输费用均计入销售费用，未计入成本；但在海外仓发货情况下，产品从境内发往海外仓库过程中的运输费用作为头程运输费用，要计入成本核算，因此共一产品的毛利率会低于前者。这一定程度可以代表行业一般情况。

另外在运输费用计入成本情况下，海运单位成本远小于空运，如泽宝技术披露其移动电源单位重量空运价格通常是海运价格 10-20 倍，在公司加大海运比例后，有效提升产品毛利率。

- **具备技术/品质优势以及认可度高的自有品牌：**在标品中加强研发，不断推出符合消费者需求的、具备技术优势的高品质产品，能够享有更高的议价能力。品牌化运营则是跨境电商未来趋势，在站内流量红利趋减的背景下，相较白牌铺货，享有更突出的引流优势以及私域流量沉淀。以上企业有望获得更高毛利率，其代表便是安克创新，即便基本全部为传统低毛利率消费电子类，其综合毛利率依然做到行业领先。
- **库存风险：**库存管理能力作为跨境电商核心能力之一，如果对销售预估发生偏差或者其他外部因素导致前期备货过多，则面临促销清库压力，对毛利率造成较大影响，比如近两年跨境通、价之链面对的问题。
- **汇率因素：**出口跨境电商通常国内采购人民币计价，海外销售外币计价，因此人民币汇率贬值一定程度上有利于毛利率提升，升值则反之。

费用率上，B2C 跨境电商公司不同模式和业务能力下的费用率差异主要体现在平台服务费用、仓储运输费用、营销推广费用这三项费用上：

(1) 平台服务费

主要针对第三方平台模式下公司实现销售后给予亚马逊、eBay 等平台一定比例服务费，自建平台则不存在此费用。各平台、各品类的服务费率有差异，对于 eBay、速卖通、wish 等平台，服务费主要是佣金，费率大致

根据不同品类介于 5%-15%。

亚马逊相对特殊，其提供 **FBA 服务（Fulfilled By Amazon）** 供卖家选择，即配套仓储物流服务。在 FBA 模式下，由亚马逊提供销售平台、境外仓储、物流等服务，跨境电商卖家将境内采购商品通过头程物流（空运或海运）发往境外亚马逊各地 FBA 仓库，或者由卖家海外仓发往亚马逊 FBA 仓库。商品经签收后由亚马逊提供包括仓储、拣货打包、派送、收款、客服与退货处理等一条龙式物流服务，并承担相应商品灭失赔偿义务。

在 FBA 模式下，卖家需在销售佣金外支付相应额外费用。从亚马逊规则角度，美国站点和欧洲站点收取规则略有差异，总体上主要包括操作费用、库存仓储费用、库存配置服务费、移除订单费用、退货处理费用等。从跨境卖家角度，主要额外费用为物流费用和仓储费用。以泽宝技术为例，其在亚马逊 FBA 模式下费用主要包括销售佣金、物流费用和仓储费。

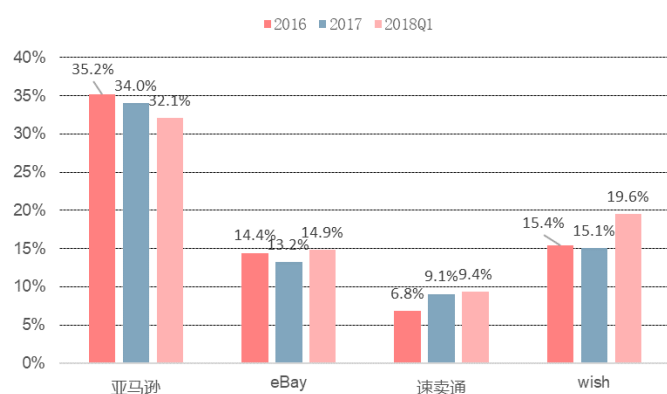
图表113： 泽宝技术亚马逊 FBA 服务主要费用

项目	费用标准
销售佣金	主要按商品价格进行收取，不同的商品品类收取的佣金比例不同，佣金比例为 7%-15% 不等，最低销售佣金为 1 美元。
物流费用	包含订单处理费、取件及包装费用以及配送费，主要根据产品的标准尺寸及重量按件收取。
仓储费	按照卖家寄存在亚马逊仓库存货所占空间的日均体积（以立方英尺为单位）收取，亚马逊官方仓储费标准因商品尺寸不同而有差异，并按时间动态调整。

资料来源：星徽精密公司公告，中信建投

因此，跨境卖家在亚马逊的平台服务费通常要高于 eBay、速卖通、wish 等平台。根据有棵树披露，2016-2018Q1 期间其在 eBay、速卖通、wish 的交易服务费率基本在 5%-15% 区间，而亚马逊服务费率（包括销售佣金和 FBA 相关费用）则高于 30%，明显高于其他平台。

图表114： 2016-2018Q1 有棵树各平台交易服务费率对比



注：服务费率分母为公司在各平台销售收入。

资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

（2）仓储运输费

仓储运输费主要指公司在亚马逊 FBA 服务费用之外，由自身或委托第三方负责的国内外运输、跨境运输以及国内外仓储费用，其中运输费比例远远大于仓储费。根据各跨境电商公司披露情况，仓储运输费用率约在 15%-25%。

自建平台和第三方平台模式对仓储运输费的影响不大（亚马逊 FBA 模式除外），我们认为仓储运输费的影响因素主要包括：

- **不同运输模式选择：**在运输费用计入销售费用情况下（如国内直发），海外单位成本远小于空运，若公司加大空运比例，则运输费率将有提升。
 - **设立海外仓库：**总体上看，海外仓库的设立和成熟运营有利于仓储费用率降低。设立海外仓后最大区别在于公司可从国内将商品批量运送至海外仓，再根据订单情况配送到当地终端客户。如果没有海外仓，每笔订单需均从国内仓库跨境直发，而每笔销售单价较低，运费占比较高，因此海外仓下批量干线运输可显著降低跨境阶段单位运输成本。
- 另外部分公司将国内直发跨境运费计入销售费用，而跨境运输至海外仓的运费计入营业成本，因此该情况下的海外仓设置在报表端会直接减少相应运输费用归口。
- **规模效应：**不管是自营仓储物流还是第三方合作，销售规模扩大均会带来规模效应。中国邮政、DHL 等第三方物流公司普遍会在基准费率基础上给予不同客户不同比例的折扣，随公司业务规模增大，议价能力提升，物流公司折扣率也将有所增加，从而降低运输费率。
 - **高价位产品比例提升：**对体积、重量相似的产品而言，其单个订单运费基本保持稳定，因此公司提高高价位产品的比例有利于降低单位仓储运输费用，比如从单价较低的生活品类增加技术含量较高的电子产品，或者提高品质和技术以增加同品类中高端产品占比。

（3）营销推广费

自建平台和第三方平台模式下的营销推广费差异较大。**第三方平台卖家**背靠平台大流量，尤其是头部平台站内流量红利长期丰厚，卖家根据各平台政策，深耕站内流量即可享受头部流量效应，因此过去以来营销推广费多为站内流量投放。以亚马逊为例，平台提供多种站内促销和推广方式，包括特殊展示栏位、搜索排名等，比如 Lightning Deal、Deal of the Day、Best Deal 等供卖家选择。

图表115： 亚马逊站内促销和推广方式

项目	内容
Lightning Deal	在亚马逊促销版块优先展示数小时的促销方式，需获得进入系统推荐列表后方可申请。
Deal of the Day	在亚马逊最好促销版块位置展示 24 小时，店铺需要满足较高的销售额和库存要求方可向亚马逊申请，门槛较高。
Best Deal	在亚马逊促销版块展示 14-28 天（各国时限有所差异）的促销方式，需经过账号经理向亚马逊提交申请和审批，对账号资质有较高要求。

资料来源：天泽信息公司公告，中信建投

对于**自建平台**，公司主要从性价比、会员管理、品类专业度等差异化获取流量。从营销角度，**公司推广费主要投向站外流量引流转化**，包括早期的 Google、Youtube 等搜索引擎和视频网站等，移动互联网发达后 Facebook、Instagram、Twitter 等社交媒体，以及近两年 Tiktok 等直播软件流量投放。另外广泛与 KOL、网红合作，通过其社媒动态、短视频、广告、直播等方式曝光，建立消费者认知，促进引流进站转化销售。**正处风口的站外流量通常引流效果明显，成本通常低于站内流量，而随着站内流量逐渐饱和，红利趋减，第三方平台卖家以及平台本身均持续加大站外流量挖掘。**

另外，**自有品牌也是决定营销推广费的重要因素**。以建设自有品牌为战略重点的公司通常需要更多营销推广投入，以实现品牌曝光，包括广告代言、品牌活动、品牌网红合作乃至线下广告、展会活动等。而不以自有

品牌为为重点的公司着重于选品取胜，通过对消费大数据分析以在研发和产品端快速迭代，驱动消费者重复购买，对营销推广依赖相对较少。

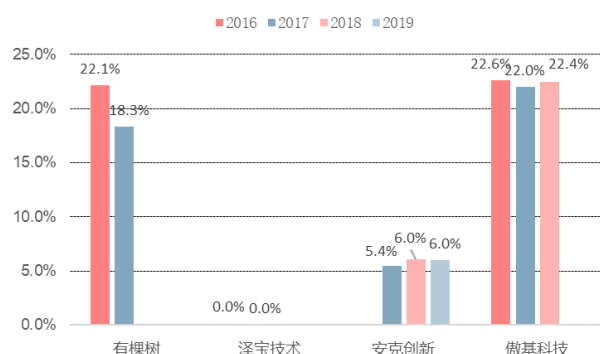
我们选取细分费用披露相对完整的有棵树、泽宝技术、安克创新和傲基科技四家公司，对上述诸项费用进行对比：

仓储物流费率——有棵树和傲基科技均 20% 左右，而泽宝技术和安克创新较低，主因亚马逊平台占比高，因此仓储物流以 FBA 服务为主，相关费用被计入平台服务费。泽宝技术几乎全部在亚马逊平台运营，仓储物流也几乎全部为 FBA 模式，未单独披露亚马逊之外的仓储物流费用，而其平台服务费中的仓储物流费占营业收入比例为 15% 左右，亦低于有棵树和傲基科技。安克创新在 FBA 服务之外的仓储物流费率约 6%，为单独披露 FBA 服务中的仓储物流费率。

平台服务费率——泽宝技术和安克创新于亚马逊占比较高，包含 FBA 服务费用，因此平台服务费率较高，均介于 25%-30%。有棵树和傲基科技平台服务费率为 10%-15%，于其他平台佣金率区间一致。

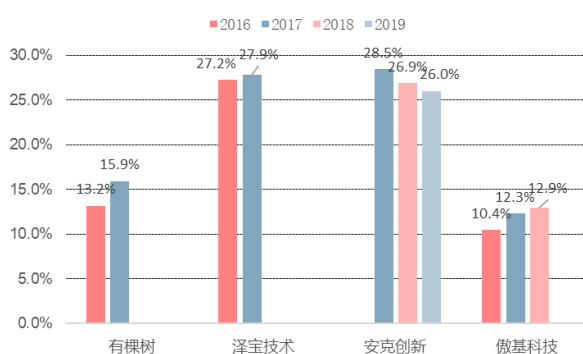
营销推广费率——有棵树营销推广费率较低，主因其自有品牌占比低且并非战略重点，主要依靠大数据选品及贸易套利赚取采销差价，突出高性价比产品，薄利多销，吸引消费者重复购买，因此对于品牌产品宣传和平台引流需求不如另外三家。泽宝技术、安克创新产品均为自有品牌，傲基科技自有品牌占比也高于 70%，因此需依赖相关品牌营销投放。傲基科技营销推广费率约 9%，泽宝技术、安克创新则约 5% 左右，费率差异与投放站外流量精准度、品牌力大小相关。

图表116：四家公司仓储物流费率对比



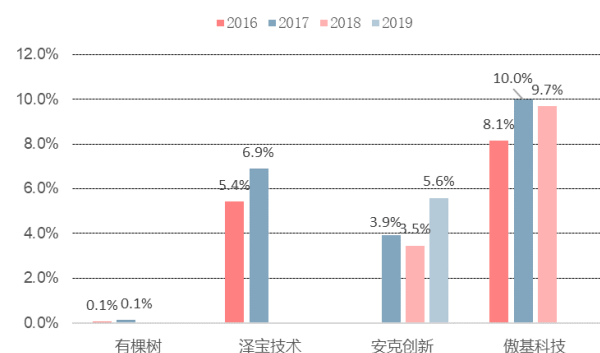
资料来源：图中各公司公司公告，中信建投

图表117：四家公司平台服务费率对比



资料来源：图中各公司公司公告，中信建投

图表118：四家公司营销推广费率对比

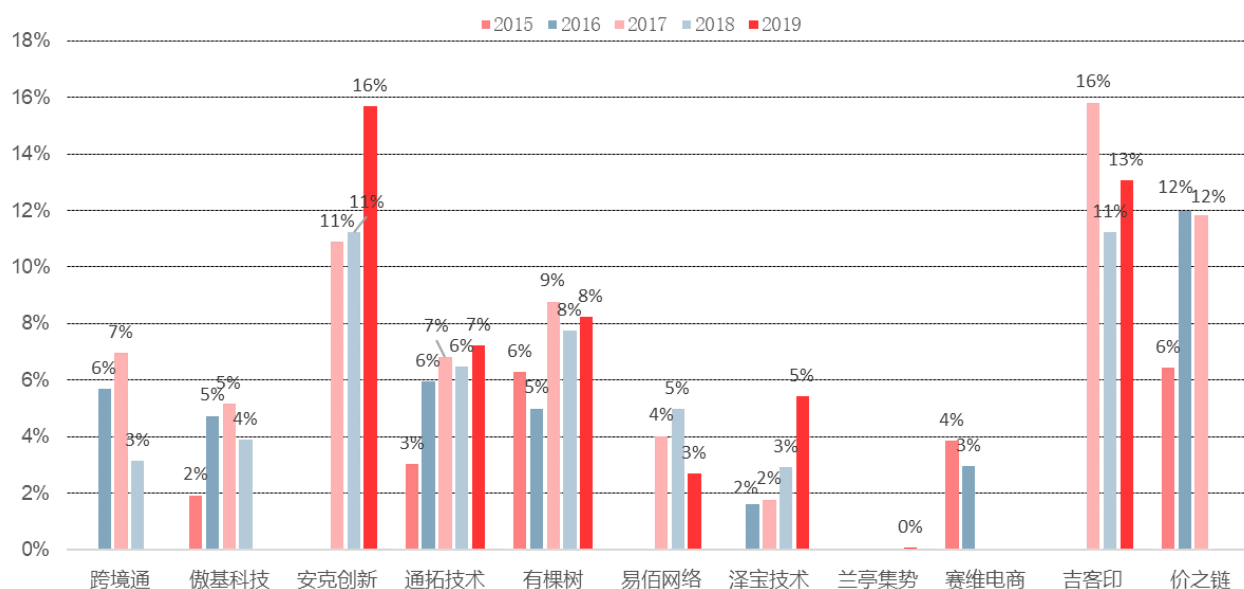


资料来源：图中各公司公司公告，中信建投

最后在**净利率**方面，整体看近年来各家公司净利率均低于 17% 且相差较大。安克创新和吉客印净利率相对较高，近三年均高于 10%，2019 年分别为 16%、13%，明显领先同业。价之链 2016、2017 年净利率曾达 12%，但近两年为亏损。

其余公司近年来净利率均低于 10%，有棵树、通拓技术、泽宝技术、易佰网络 2019 年净利率分别为 8%、7%、5%、3%，其中通拓技术和泽宝技术净利率处于提升态势。傲基科技 2016-2018 年净利率约 5% 上下。跨境通 2016-2017 年毛利率约 6%-7%，2018 年因去库存降至 3%，2019 年则大幅亏损。

图表119： 各公司 B2C 跨境出口净利率对比（剔除亏损时期）



注：根据上述营收对比和业绩对比计算。

资料来源：图中各公司公司公告，中信建投

四、风险因素

疫情长期难以控制而影响民众消费意愿和能力；各项生产要素成本提升，中国制造优势逐渐减小；政治风险影响跨境电商于所在国正常运营；汇率波动风险；库存减值风险等。

分析师介绍

史琨：2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究，2017 年 7 月加入中信建投证券，拥有 4 年商贸零售和 2 年纺织服装行业研究经验。

研究助理

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李星星
邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告