跨境电商行业深度

天时地利人和，中国制造到中国品牌的另一条路

增持（首次）

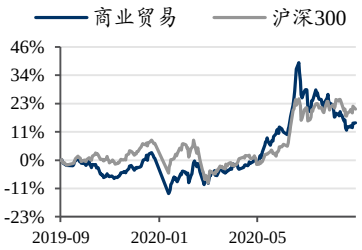
2020 年 09 月 22 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
021-60199793
wujc@dwzq.com.cn

投资要点

- **“跨境出口电商品牌化”和“国内电商品牌化”是一体两面。**跨境电商可分为跨境进口电商和跨境出口电商，本文聚焦于出口跨境电商。近年来，以安克、泽宝等品牌商为代表，跨境出口电商也在经历“品牌化”这个过程。这和国内电商品牌化（小米、南极、严选）是一体两面，其本质上都是中国优质供应链通过电商实现品牌化。
- **天时：全球电商零售处于增长期，疫情促进下渗透率进一步深入。**eMarketer 在疫情前预测 2019-23 年全球零售电商市场 CAGR 为 16.6%，美国电商 CAGR 为 13.4%。**疫情发生后线上消费需求被激发，**据美国商务部，至 2020 年 4 月，美国电商渗透率已增长至 27%，较年初增长 11pct，疫情期间美国电商的渗透率在 8 周内完成了过去 10 年的增幅。
- **地利：背靠国内强大供应链，做到“低价+快反”。**据世界银行数据，2019 年我国制造业增加值占年度 GDP 的 27.2%，在其统计的 200 多个国家中仅次于爱尔兰、瑞士，可见我国制造业整体实力在全球范围内处于顶尖水平。国内已形成数个优质产业链集群，可通过快速交付、小批量下单生产实现“低价+快反”。**疫情期间我国供应链展现强韧性，**根据各国制造业 PMI 推断，我国供应链恢复早，受影响时间短，3 月已基本恢复。
- **在品牌化、海外电商渗透加深的大趋势及强大供应链加持下，B2C 类出口跨境电商有望持高增速。**据交易对象，跨境电商可分为 B2B 与 B2C。网经社数据显示，2019 年 B2B 类占比更高，达 80%；B2C 类增速更快，占比从 2015 年的 8%提升至 2019 年的 20%。B2C 跨境电商直接触达客户，能通过时间积累形成品牌认知掌握定价权，未来有望保持高增速。我们根据网经社与 Kantar 的数据预计 2020 年 B2C 类跨境出口电商市场规模将达到 598 亿美元，2020/21 年增速分别为 30.5%/25.2%。
- **目前跨境电商的三种主要模式分别为：①泛品大卖家；②精品品牌商；③独立站平台。**泛品模式低买高卖赚取差价；品牌模式通过积累形成品牌溢价；独立站聚合资源形成平台。三种模式分别对应传统零售及电商模式中的经销商、品牌商、平台，分属于行业发展的三个阶段。泛品模式没有积累，风险与价值最低；平台模式风险与价值最高；**品牌商模式在有所积累的同时平衡风险与价值，是目前综合下来最好的赛道。**
- **投资建议：**跨境电商是一种更高效的出口模式，在疫情期间全球电商渗透率快速提升等利好因素的刺激下加速发展。三种主要模式中，品牌商在积累、价值、风险等维度取得平衡，发展较好。我们看好品牌跨境电商大发展，建议关注**安克创新**；其次**泽宝创新（星徽精密旗下）**等品牌商也值得关注；**SheIn** 等独立站高风险，高潜力，建议保持关注。
- **风险提示：**贸易摩擦，境外法律/ 政策风险，海外疫情，汇率波动等

行业走势



相关研究

表 1：相关公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价（元）	EPS			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300866	安克创新	591.76	145.60	1.97	2.09	2.82	73.91	69.77	51.56	未评级
300464	星徽精密	69.11	19.57	0.48	0.86	1.12	40.77	22.81	17.54	未评级
002640	跨境通	105.32	6.76	-1.74	0.31	0.42	-3.89	21.85	16.10	未评级

资料来源：Wind，东吴证券研究所，注：均来自 Wind 一致预测（20200918）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 缘起：“中国制造，惠及全球”的新通道，高速发展富有活力 5
1.1. 以出口类为主，B2C 类跨境电商有望成为未来增长引擎 5
1.2. 行业稳健成长，壁垒逐渐形成，向品牌化、精细化运营发展 8
2. 模式优势：强大供应链+短链路出口，做到价廉+快反 9
2.1. 跨境电商背靠国内强大供应链，拥有充足的发展空间和利润空间 9
2.2. 跨境电商缩短链路直面消费者，效率高于传统外贸 12
3. 国内企业长期沉淀的供应+运营优势，在疫情期间厚积薄发 14
3.1. 机遇：海外电商渗透率正处增长期，国内企业经验丰富具备运营优势 14
3.2. 催化：疫情加速海外零售电商化，中国供应链强大且提早恢复 15
4. 跨境电商三种模式：泛品大卖家&精品品牌商&独立站平台 17
4.1. 泛品大卖家：选品后直销国外，杂货小商品为主——通拓科技&有棵树等 19
4.2. 精品品牌商：针对特定品类推出自有品牌，聚焦品牌价值——安克、泽宝等 20
4.2.1. 安克创新：聚焦移动设备周边产品，已进入沃尔玛等线下渠道 22
4.2.2. 泽宝创新（星徽精密旗下）：产品覆盖数码周边、小家电、个护健康等 23
4.2.3. 傲基电商：覆盖 3C 数码、家居健康等品类，通过亚马逊、eBay 销往全球 24
4.2.4. 安克 vs 泽宝 vs 傲基：安克更重研发，收入及净利润最高 25
4.3. 独立站平台初露光芒，最高风险&最大空间——SheIn、ZAFUL 等 26
4.3.1. SheIn：GMV 高速增长的快消服饰独立站，2020 年完成新一轮融资 27
4.3.2. 环球易购：旗下拥有 Zaful 等服装类网站及 Gearbest 等电子类综合网站 29
4.4. 总结：看好精品品牌商的价值，另建议持续关注独立站平台的衍化 31
5. 投资建议：看好跨境品牌商大发展——建议关注安克创新 32
5.1. 建议关注品牌电商中的优质标的——安克创新 32
5.2. 泽宝创新等跨境品牌商、SheIn 等独立站平台也值得关注 33
5.3. 投资建议 35
6. 风险提示 35

图表目录

图 1: “跨境出口电商品牌化”和“国内电商品牌化”是一体两面。 5
图 2: 2019 年跨境电商交易规模达 10.5 万亿元 6
图 3: 跨境电商以出口为主，2019 年占比 77% 6
图 4: 跨境电商分为 B2B 和 B2C 两种形式 6
图 5: 跨境出口电商产业链图谱 7
图 6: B2C 类占跨境电商总交易规模之比逐年增长 7
图 7: 跨境电商出口规模及增速 7
图 8: 预计 2020 年 B2C 类出口跨境电商市场规模突破 598 亿美元，并将持续增长 8
图 9: 电子产品、服饰类是跨境出口 B2C 的两大品类 8
图 10: 2018 年服饰、家居园艺类增速最高 8
图 11: 跨境电商的发展历程可大致分为四个阶段，目前处于稳健成长期 9
图 12: 2019 制造业增加值占 GDP 比重 10
图 13: 我国制造业规模持续增长 10
图 14: 国内已经形成数个优质产业链集群 10
图 15: 2018 年我国跨境电商卖家主要分布在广东、浙江、福建、江苏 11
图 16: 跨境出口店龄普遍偏低，行业富有活力 11
图 17: 相较传统外贸，跨境电商中间环节少，效率高 12
图 18: 全球零售市场电商规模、渗透率仍有提升空间 14
图 19: 预计 2019 年各大地区零售电商增速均超过 10% 14
图 20: 各国零售电商渗透率仍有提升空间 14
图 21: 2019 年中美各品类零售电商渗透率对比 15
图 22: 2019 年我国零售电商市场规模领跑世界 15
图 23: 疫情期间制造业 PMI 对比——中国恢复时间早、速度快 16
图 24: 疫情前美国电商年增速仅 14% 16
图 25: 2020 年 4 月美国电商渗透率较年初+11pct 16
图 26: 沃尔玛、塔吉特在线部分以及亚马逊疫情期间收入显著增长 17
图 27: 三种模式代表跨境电商发展的三个阶段，我们预计未来主流是品牌商&独立站 18
图 28: 2020H1 通拓科技、有棵树收入、净利润对比 19
图 29: 2020H1 通拓科技、有棵树利润率对比 19
图 30: 2019 年通拓科技各品类销售收入占比 20
图 31: 1H20 有棵树各品类销售收入占比 20
图 32: 亚马逊“Power Bank”搜索结果前三位中，Anker 占两席，评论数领先 21
图 33: 跨境电商海外渠道、品牌溢价加价率 21
图 34: 安克创新品牌、产品矩阵 22
图 35: 安克创新各类产品收入占主营业务收入之比 23
图 36: 安克创新线下渠道占比持续增长 23
图 37: 泽宝创新小家电、电源、蓝牙音频类占比高 24
图 38: 2019 年泽宝小家电类、数码手边产品增速高 24
图 39: 以深圳为核心，傲基电商业务遍布全球 25
图 40: 安克、泽宝、傲基营收对比 26
图 41: 安克、泽宝、傲基净利润对比 26

图 42：安克、泽宝、傲基销售费用率对比 26
图 43：安克、泽宝、傲基研发费用率对比 26
图 44：中美对比——中国电商行业集中度高 27
图 45：美国电商行业集中度较低，头部企业业态丰富 27
图 46：SheIn 定位于快消服饰，面向女性消费群体 27
图 47：SheIn 商品展示页面——单价亲民，普遍在 10-20 美元左右， 28
图 48：2019 年 SheIn 销售额接近 300 亿元人民币，仍在高速增长中 29
图 49：Zaful 为快消服装独立站，泳装为优势品类 30
图 50：Gearbest 为电子类综合独立站，销售国内制造的白牌及品牌的数码产品 30
图 51：环球易购电子类/服装类自营平台收入 31
图 52：Gearbest/ZAFUL 注册用户持续增长 31
图 53：2019 安克创新实现收入 66.6 亿元，+27%YoY 33
图 54：2019 安克创新归母净利润为 7.21 亿元，+69%YoY 33
图 55：1H20 泽宝创新收入 17.76 亿元/+67.9%YoY 34
图 56：1H20 泽宝归母净利润为 1.48 亿元/+200%YoY 34
图 57：2019 年 SheIn 销售额接近 300 万元 RMB，仍在高速增长中 34

表 1：相关公司估值 1
表 2：FBA、海外仓、跨境物流三种物流模式对比 13
表 3：跨境电商三种模式对比总结：风险&溢价从低到高为泛品、精品、独立站 18
表 4：20,000mAh 充电宝比价——渠道及品牌均有较大溢价空间，分别为 123%/ 79% 20
表 5：泽宝创新品牌与产品矩阵 24
表 6：Aukey 品牌以数码产品为主，Tacklife 品牌主要销售电动工具 25
表 7：2020 年 8 月 SheIn 获 E 轮融资，估值 150 亿美元。历史融资汇总： 29
表 8：跨境电商从经销商、品牌商，到平台的发展路径与国内线下零售、电商零售相似 31
表 9：美国亚马逊 10000mAh 入门级充电宝比价——Anker 价格高于泽宝、傲基产品 33
表 10：相关公司估值 35

1. 缘起：“中国制造，惠及全球”的新通道，高速发展富有活力

1.1. 以出口类为主，B2C 类跨境电商有望成为未来增长引擎

跨境电商是最近数年兴起并逐渐为人所知的新概念，普遍定义为“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物品，完成交易的一种国际商业活动”。

跨境电商可分为跨境进口电商和跨境出口电商，本文主要聚焦于跨境出口电商。跨境出口电商是外贸行业的一种新模式，其核心优势在于相较传统外贸模式链路更短、效率更高，并能直面消费者，拿到一手数据，更快速、精准地满足消费者的需求，实现快反。近年来，跨境出口电商背靠我国日趋发达和完善的制造业，依托于我国电商行业在运营等环节的领先优势和全球电商渗透的逐渐深入，取得长足发展。

“跨境出口电商品牌化”和“国内电商品牌化”是一体两面。近年来跨境出口电商也在经历品牌化过程：最初的出口电商大卖家以销售白牌商品为主；近年来安克创新、泽宝创新等跨境品牌商开始兴起，跨境电商品牌化进程持续深入。跨境电商品牌化（如安克、泽宝）和国内电商品牌化（小米、南极、严选）是一体两面，其本质上都是中国优质供应链通过电商实现品牌化。二者区别在于前者对国外电商体系有一定的优化，而后者根植于国内的电商体系。

图 1：“跨境出口电商品牌化”和“国内电商品牌化”是一体两面。

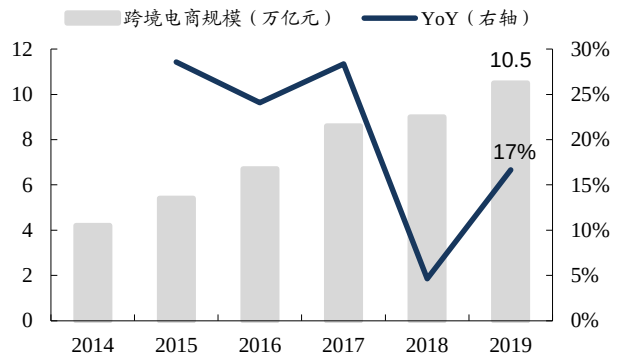


数据来源：东吴证券研究所绘制

2019 年跨境电商市场交易规模 10.5 万亿，其中出口占比 77%。据网经社数据，2019 年跨境电商市场交易规模达 10.5 万亿，同比增长 16.7%，2014-19 年复合增速为 20.1%。

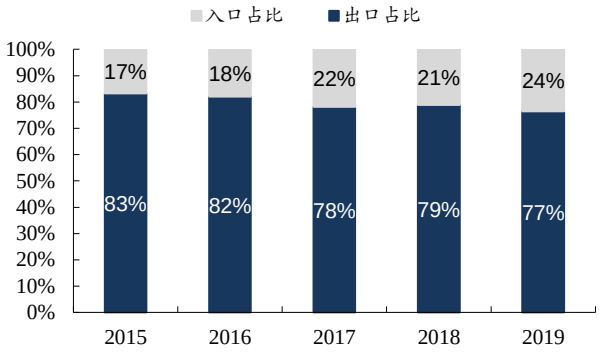
跨境电商中又以出口电商为主，2019 年占总交易规模之比为 77%。近年来跨境出口电商占比有下降趋势，但仍占整个市场的绝大多数。

图 2：2019 年跨境电商交易规模达 10.5 万亿元



数据来源：网经社，东吴证券研究所

图 3：跨境电商以出口为主，2019 年占比 77%

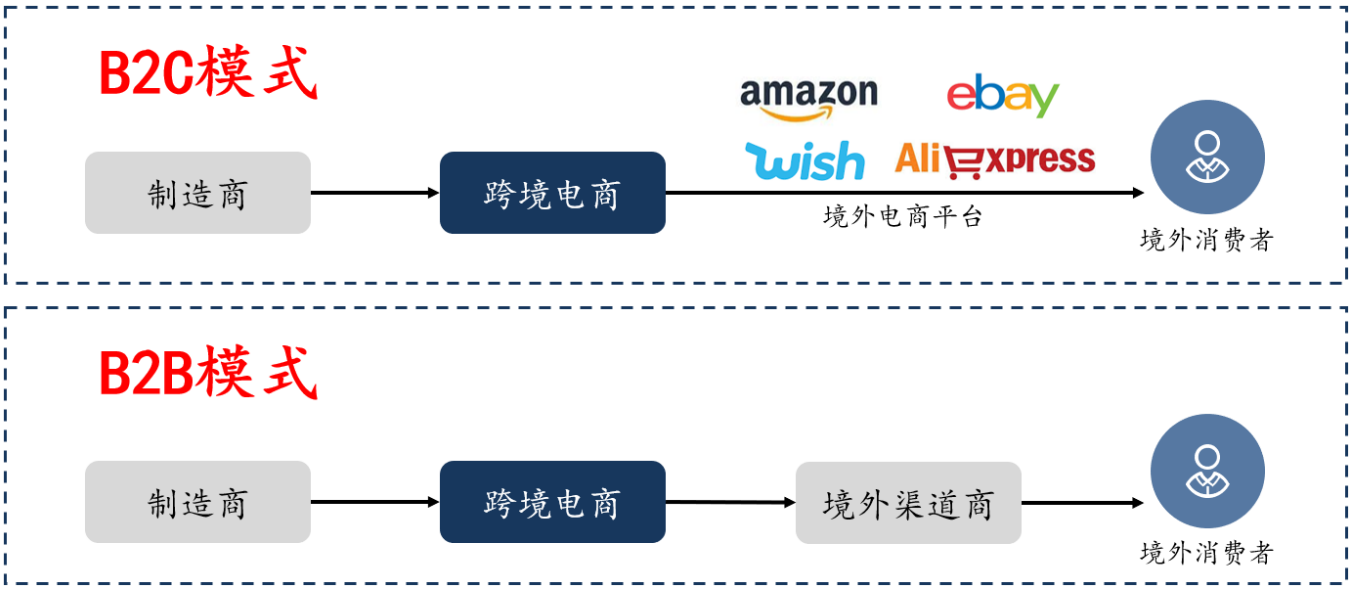


数据来源：网经社，东吴证券研究所

根据交易对象的不同，跨境电商可分为 B2B 类与 B2C 类。B2C 类跨境电商直接通过亚马逊、eBay 等综合型电商平台或 ZAFUL、SheIn 这类自建独立站直接将货物销售给境外消费者；B2B 类跨境电商将商品售给境外渠道商，由渠道商将商品售给终端消费者。

尽管 B2B 类跨境电商占比更高，但此类电商普遍规模较小，赛道分散程度高。据易观数据，2018 年 85%的跨境电商卖家预计年销售额在 250 万美元以下，销售额超过 1000 万美元的大卖家仅占 2.5%。从网经社整理的 2019 年中国跨境电商产业链图谱中可以看到，B2B 赛道中的大公司以阿里国际站、环球资源网等平台型公司为主。而较大的跨境电商企业（如安克创新、傲基科技等）多为 B2C 类跨境电商。

图 4：跨境电商分为 B2B 和 B2C 两种形式



数据来源：东吴证券研究所绘制

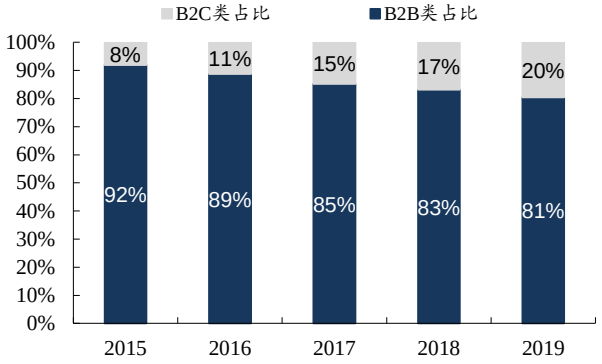
图 5：跨境出口电商产业链图谱



数据来源：网经社，东吴证券研究所绘制

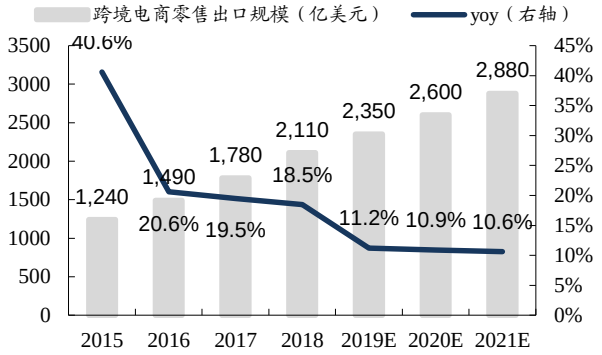
跨境电商中 B2B 类占主流，B2C 类跨境电商近年来发展更快，占比逐年增长。据网经社数据，B2C 类跨境电商占比逐年增长，2017-19 年分别为 15%/ 17%/ 20%。就出口零售类而言，Kantar Research 预计 2018 年跨境电商零售出口规模已达 2110 亿美元，2014-18 年复合增速为 24%; 预计 2021 年达到 2880 亿美元，2019-21 年复合增速为 11%。

图 6：B2C 类占跨境电商总交易规模之比逐年增长



数据来源：网经社，东吴证券研究所

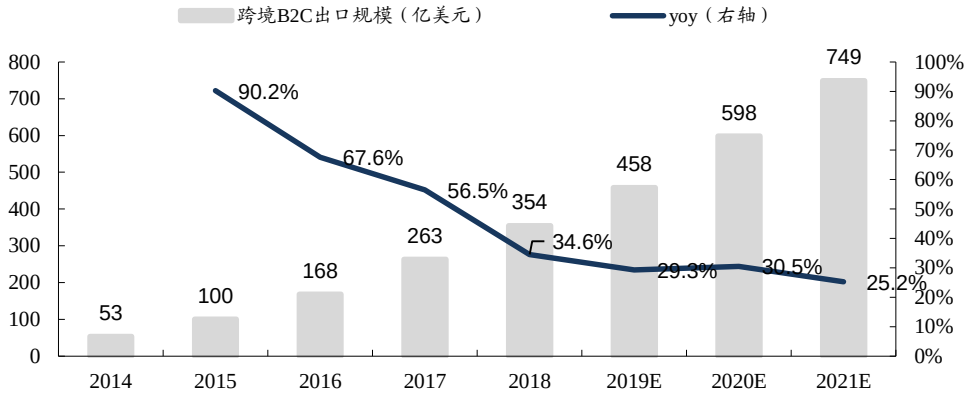
图 7：跨境电商出口规模及增速



数据来源：Kantar Research，东吴证券研究所

我们认为在品牌化的大趋势下，B2C 类跨境电商有望持高增速。根据以上两组数据，我们大致估计 2020 年 B2C 类跨境出口电商市场规模将达到 598 亿美元，2020-21 年增速分别为为 30.5%、25.2%。跨境 B2C 类出口规模增长的两大驱动是品牌化进程深入，以及境外电商的渗透率持续加深，使得 B2C 类电商有更大的平台。我们认为这两大因素的利好将持续释放，推动 B2C 类出口跨境电商市场规模持续增长。

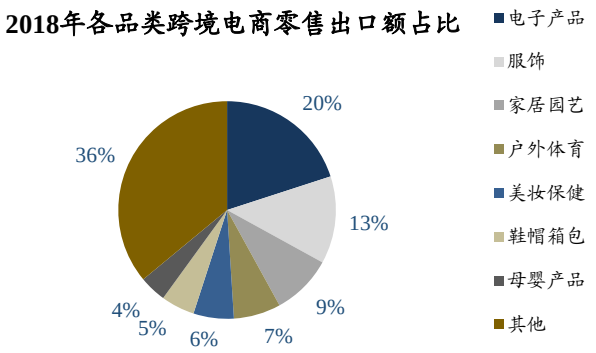
图 8：预计 2020 年 B2C 类出口跨境电商市场规模突破 598 亿美元，并将持续增长



数据来源：网经社，Kantar Research，东吴证券研究所预测

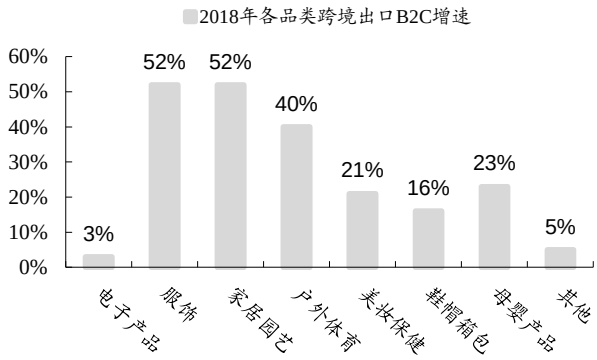
从 B2C 类跨境电商商品的品类上看，电子产品、服饰是两大主要品类，2018 年服饰类与家居园艺类增速最高。据 Kantar Research，2018 年中国跨境电商零售出口销售金额中，占比最高的品类依次为电子产品（20%）、服饰（13%）、家居园艺（9%）、户外体育（7%）。而增速最高的是服饰类和家居园艺类，增速均为 52%；而户外体育、母婴产品、美妆保健类也有较高增速，增速分别为 40%、23%、21%。

图 9：电子产品、服饰类是跨境出口 B2C 的两大品类



数据来源：Kantar Research，东吴证券研究所

图 10：2018 年服饰、家居园艺类增速最高



数据来源：Kantar Research，东吴证券研究所

1.2. 行业稳健成长，壁垒逐渐形成，向品牌化、精细化运营发展

跨境电商的发展历程可大致分为四个阶段。

萌芽期（90 年代末-2003）：仍依附于传统外贸。跨境电商起源于 90 年代末，最开始的形式是网上展示供需信息，线下完成交易。在线平台仅提供撮合服务，这个阶段的跨境电商整体依附于传统贸易。

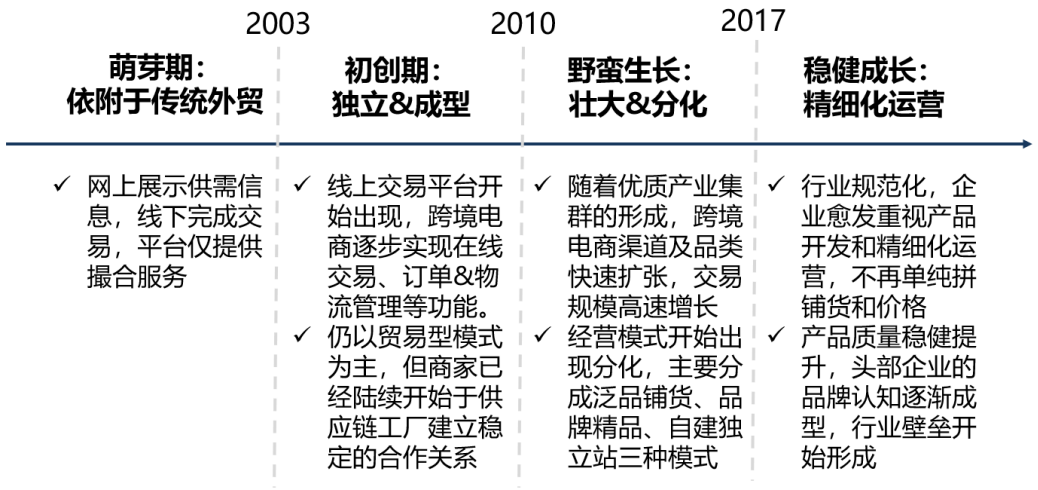
初创期（2004-2010）：独立&成型。随着电商基础设施的逐步趋完善，线上交易平台开始出现，跨境电商逐步实现在线交易、订单物流管理等功能。该阶段仍以贸易型经营模式为主，但商家已经陆续开始于供应链工厂建立稳定的合作关系。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

野蛮生长期（2010-2016）：壮大&分化。随着供应链优质产业集群的形成，跨境电商渠道及品类快速扩张，行业交易规模高速增长，经营模式开始出现分化，主要分成泛品铺货、品牌精品、自建独立站三种模式。野蛮成长中库存等问题不断浮现，企业开始着手进行优化；品牌精品模式逐渐壮大，跨境电商开始重视产品差异化和自主研发。

稳健成长期（2017 至今）：精细化运营。随着上下游产业链基本趋于完整，相关法律法规和促进政策落地完善，跨境电商逐渐规范化。企业从野蛮成长中走出，愈发重视精品开发和品牌的精细化运营，比拼的不再是单纯铺货和价格，而是企业的综合能力。跨境电商的产品质量稳健提升，头部企业的品牌认知逐渐成型，并形成一定程度的壁垒。

图 11：跨境电商的发展历程可大致分为四个阶段，目前处于稳健成长期



数据来源：网经社，CBNData，东吴证券研究所整理绘制

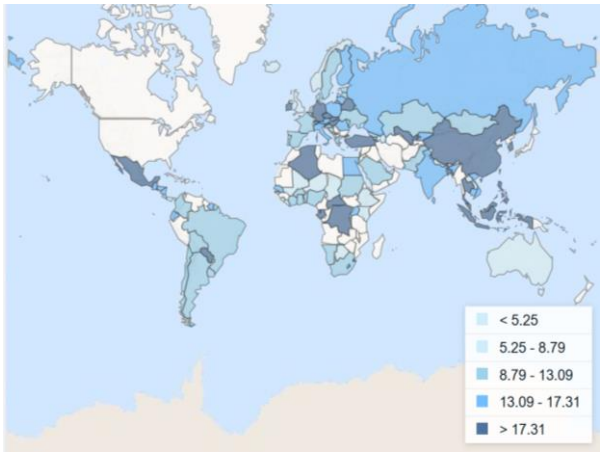
展望未来，随着海外电商的进一步渗透以及新兴市场的开拓，跨境电商市场规模有望继续增长，但我们认为主旋律会是品牌化、精细化运营。在此过程中，拥有品牌认知的头部企业将逐渐确立其地位，行业集中度有望显著提升，行业壁垒逐渐形成。未来几年我们可能会看到企业通过一系列举措提高品牌认知，包括更多的互联网广告投放、进军线下渠道、开发高端精品等，而拥有相应能力的企业将具有更广的增长空间。

2. 模式优势：强大供应链+短链路出口，做到价廉+快反

2.1. 跨境电商背靠国内强大供应链，拥有充足的发展空间和利润空间

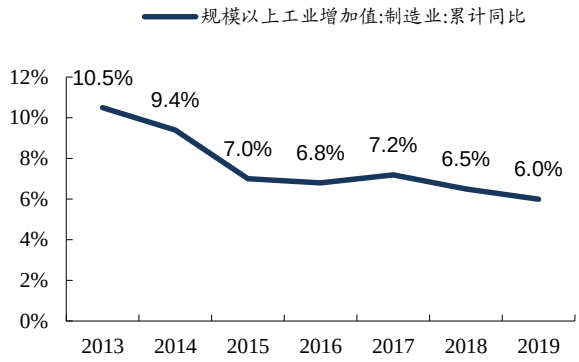
我们认为，跨境电商兴起的终极驱动是我国强大的制造业。根据世界银行的数据，2019 年我国制造业增加值占年度 GDP 的 27.2%，在其统计的 200 多个国家中排名前列，2019 年仅次于爱尔兰、瑞士。考虑到我国拥有更大的 GDP 基数，我国的制造业整体实力位于世界前列。根据国家统计局，2017-19 年我国规模以上制造业工业增加值同比增速分别为 7.2%、6.5%、6.0%，可见我国制造业仍在持续增长的过程中。

图 12：2019 制造业增加值占 GDP 比重



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

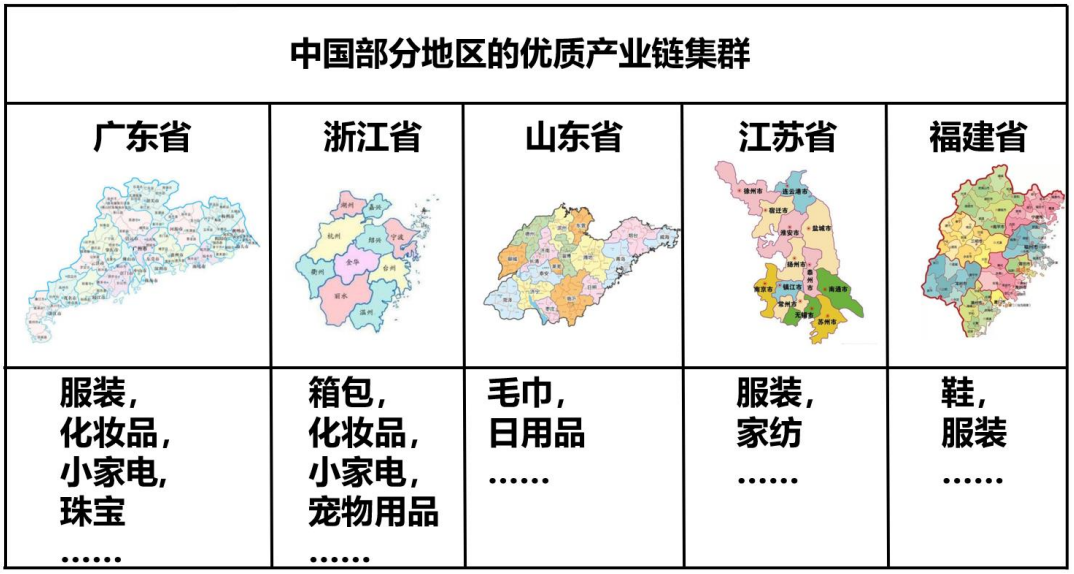
图 13：我国制造业规模持续增长



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

国内产业链拥有良好的地区分工，已形成数个优质产业链集群。如广东省拥有服装、化妆品、数码产品、各类小家电、珠宝等优质产业链；浙江省产业链以箱包、化妆品、宠物用品及各类小商品为主；山东的毛巾、日用品，江苏的服装家纺和福建的制鞋也有相当的优势。对比 Kantar 统计的跨境电商零售出口额数据，其中占比较高的电子、服饰、户外体育等类目正是我国产业链的强势类目。

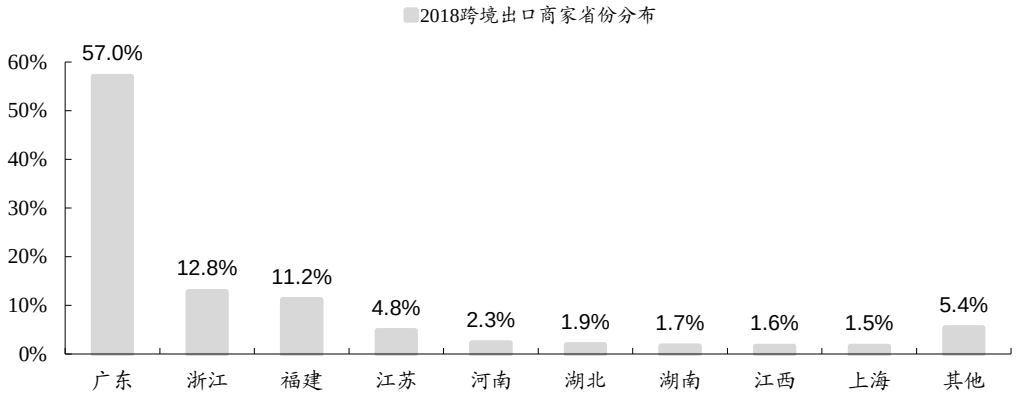
图 14：国内已经形成数个优质产业链集群



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

制造业和外贸发达的地区正是跨境电商发展较好的地区。据易观 2018 年的统计，我国大多数跨境电商卖家集中在广东、浙江、福建、江苏四省，此四省占比高达 87%。这四个省份的共同点在于：①是传统的外贸大省；②拥有优质的产业链集群。

图 15：2018 年我国跨境电商卖家主要分布在广东、浙江、福建、江苏

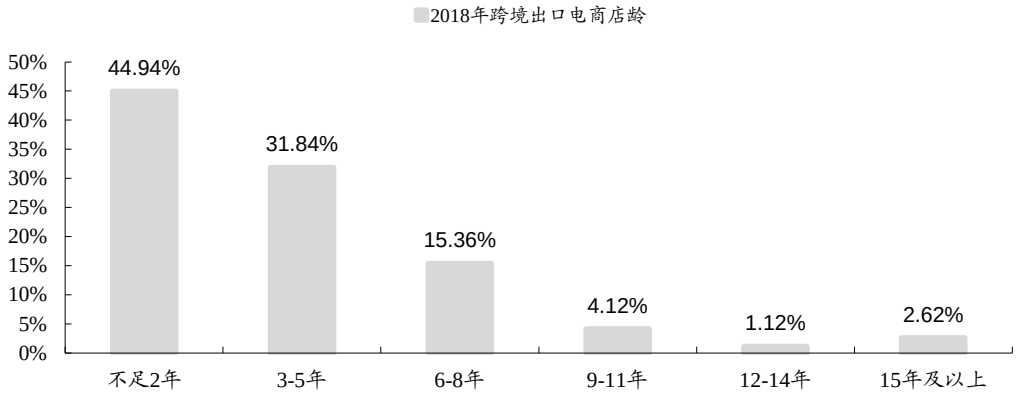


数据来源：易观，东吴证券研究所

我们认为，跨境电商出口商家的地域分布与优质产业链重合、出口品类与优势产业重合这两点足够验证跨境电商高速发展与强大产业链之间的关系。强大的产业链也带来了商品较低的进货成本，这给跨境出口电商提供了性价比优势与充足的利润空间。

综合以上利好，跨境电商行业成员较为“年轻”，行业富有活力。据易观 2018 年的统计，有 45%的跨境出口卖家店龄不超过 2 年，32%的卖家店龄在 2-4 年，75%以上商家在 2014 年之后进入市场。

图 16：跨境出口店龄普遍偏低，行业富有活力



数据来源：易观，东吴证券研究所

我们认为以上这组数据可以支撑两个核心观点：

①行业具有超额收益，新进入市场的商家数量多；

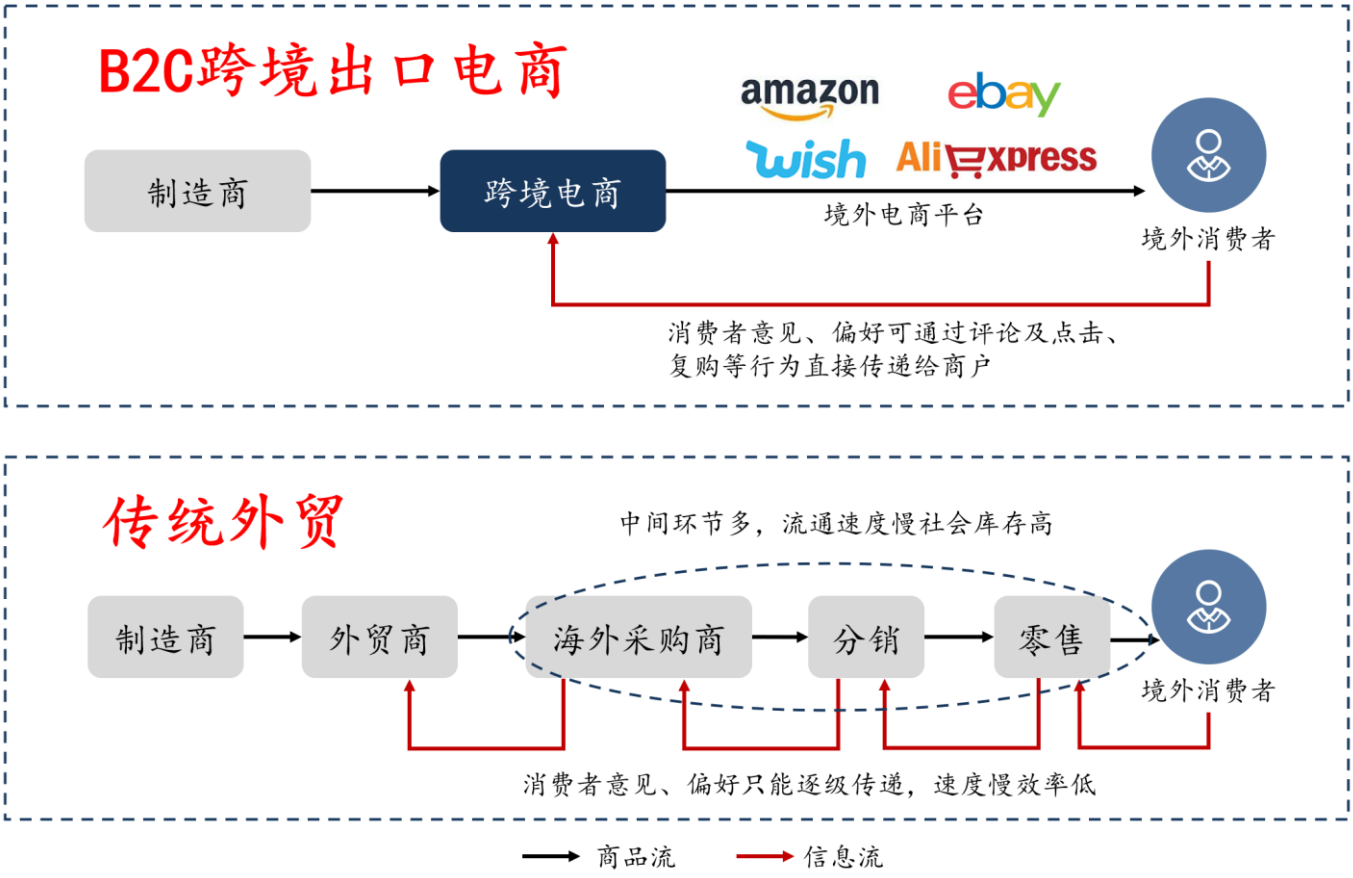
②中长尾部分尚未形成明显壁垒，进入/退出频繁。

可见跨境电商行业近两年来发展速度仍然非常迅猛，具有旺盛的生命力，处于发展高峰期。早年野蛮生长期内成立的企业留存较少，也反映了行业未来向规范化、精细化运营发展的大趋势。

2.2. 跨境电商缩短链路直面消费者，效率高于传统外贸

相较传统外贸，跨境电商优势在于①减少中间环节提升效率；②对消费者反馈和需求的快速响应。传统贸易流程下，贸易商进货后将商品售给海外采购商，后续通过各级分销环节送达终端消费者；而跨境电商模式下，商家得以直接将商品通过电商平台售给消费者，或跳过部分采购、分销环节直达终端零售商（即“B to 小 B”模式）。商家与消费者间的沟通更加顺畅，可从消费者的购买行为、评论中获取更多信息以优化产品与服务。

图 17：相较传统外贸，跨境电商中间环节少，效率高



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

与缩短链路相对应，由于跨境电商需要将商品直接送达境外零售商乃至终端消费者手中，其仓储、物流环节较传统外贸要求更高。目前来看，跨境电商物流模式分为①海外仓；②FBA 仓；③跨境物流三种模式。具体来看：

海外仓即跨境电商在海外投资建立/收购的仓库。在这种模式下，国内商家先将商品运至海外仓库。当收到订单时，海外仓完成分拣、包装等流程，通过当地物流服务将商品送达客户。海外仓是一种相对重资产的模式，需要较高的预先投资完成建仓/收购，同时会持续产生一定的固定维护成本和运营开支。海外仓的核心优势是边际成本较其他两种模式更低，能产生一定的规模效应，同时能够为买家提供较好的配送和退换货体验。采用海外仓模式的跨境电商包括跨境通等。

FBA 仓模式即租用亚马逊仓库。商户与亚马逊签订 FBA（Fulfillment by Amazon）服务协议，之后将货物发往亚马逊在世界各地的仓库，由亚马逊提供入库、分拣、储存、包装、配送等流程的服务，客服、退货等相关服务也由亚马逊完成。FBA 流程由亚马逊的封闭式业务体系自主运营，服务质量高，商户无法对此进行干预。一般而言 FBA 初始投资和固定成本低于海外仓，但综合考虑仓储费、配送费和退换货费用后，边际成本可能会高于海外仓。亚马逊会在页面上提示消费者，对应商品用 FBA 提供更好的服务，能进一步增加境外消费者的信心。

跨境物流包括邮政小包、专线物流、国际快递等形式。邮政小包即通过 EMS、香港邮政等传统邮政快递系统寄送；专线物流通过航空包仓等形式将货物集中运输到目的地附近的集散中心，再转运至目的地，常见线路包括美国专线、欧洲专线、澳洲专线等。根据我们的草根调研，由于专线物流能够较好地平衡费用与速度，已成为目前较为流行的国际物流方式；国际快递指 UPS、FedEx、DHL、TNT 四大快递公司，服务好成本高，多用于昂贵的物品。

综合来看跨境物流主要劣势包括：①通常需 10-30 天，速度慢（且受制于清关因素时效不确定性高），②丢包率高，③下单时不确定是否会被税，④清关可能需要客户提交护照等敏感信息，综合体验不如海外仓及 FBA 仓模式。但其不需要商户进行预先投入，因此成为中小型跨境商户的主要选择。

表 2：FBA、海外仓、跨境物流三种物流模式对比

	FBA	海外仓	跨境物流
模式	商户与亚马逊签订 FBA 协议，由亚马逊提供入库、分拣、储存、包装、配送、客服、退货等服务。	国内商家先将商品运至海外仓库，收到订单后，通过当地物流服务将商品送达客户	客户下单后，商家将商品从境内邮寄至境外。常见方式包括邮政小包、跨境物流、国际快递。
成本	高	中，但初始投入及固定开支较高	低
时效	约 3 天	约 3 至 7 天	15-30 天，视情况而定
用户体验	最好	较好	较差
商家控制力	低。货品分布、售后退还环节由亚马逊掌控	高	较低。清关时效及关税等存在不确定性，丢件概率较高。

数据来源：东吴证券研究所整理

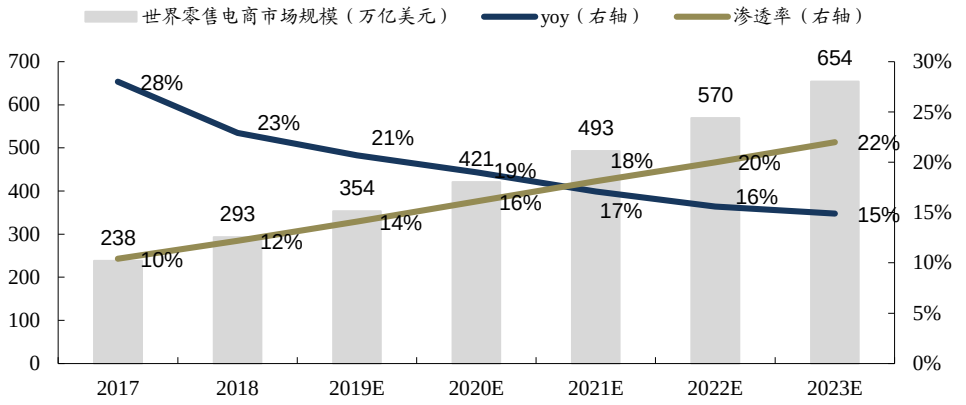
请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 国内企业长期沉淀的供应+运营优势，在疫情期间厚积薄发

3.1. 机遇：海外电商渗透率正处增长期，国内企业经验丰富具备运营优势

海外电商市场仍处于增长期。据 eMarketer，2018 年世界零售电商市场规模达 293 万亿美元，以当年平均美元汇率（美元：人民币 =1:6.6）计算，约合人民币 1938 万亿元。eMarketer 在疫情前预测全球零售电商市场将以每年 15%以上的速度增长，至 2023 年市场规模将达到 654 万亿美元，2019-23 年 CAGR 为 16.6%。而零售电商的渗透率（占零售额之比）也将由 2018 年的约 12%增长至 2023 年的 22%，平均每年增长 2pct。

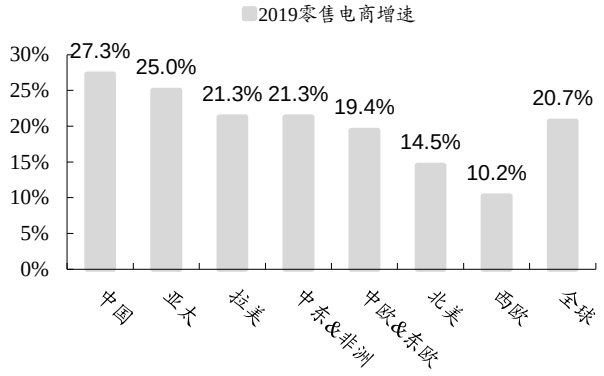
图 18：全球零售市场电商规模、渗透率仍有提升空间



数据来源：eMarketer，东吴证券研究所

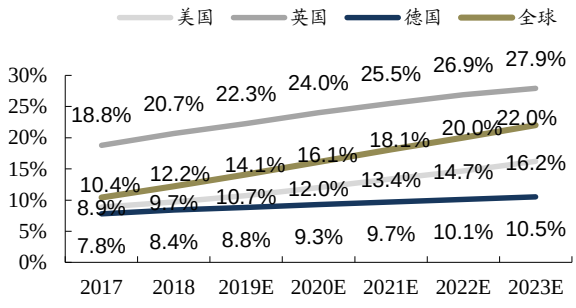
零售线上化是全球性的大趋势，不仅在各大地区均有较高增速，在发达国家也有进一步发展的空间。eMarketer 预测，2019 年零售电商发展最快的地区为亚太地区，增速为 25%，其中我国零售电商增速达 27.3%；北美、西欧等发达地区也有 10%以上增速；其他地区增速在 20%左右。发达国家方面，美国 2018 年零售电商市场同比增速达 14.4%，预计 2019-23 年 CAGR 为 13.4%；英国 2018 年增速达 14.9%，预计 2019-23 年 CAGR 为 6.9%；德国 2018 年增速达 14.9%。总体来看各国零售电商渗透率仍有一定提升空间，有望驱动电商市场规模持续增长。

图 19：预计 2019 年各大地区零售电商增速均超过 10%



数据来源：eMarketer，东吴证券研究所

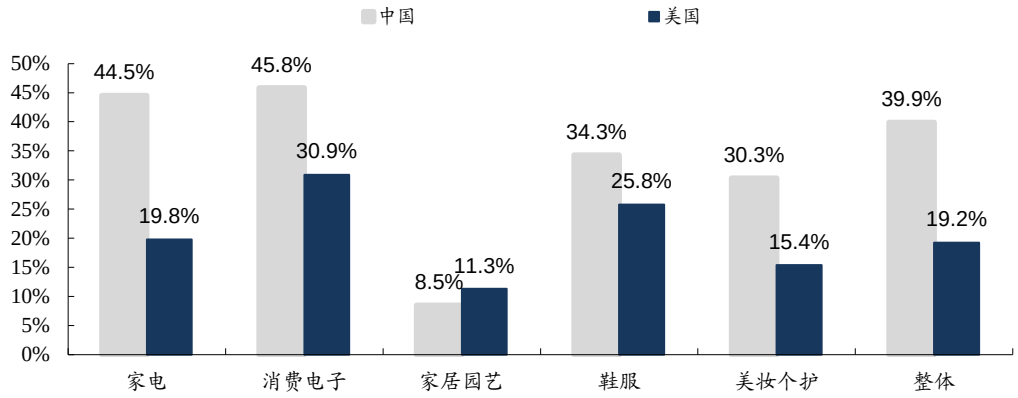
图 20：各国零售电商渗透率仍有提升空间



数据来源：eMarketer，东吴证券研究所

部分跨境出口电商主要品类的线上化程度有较高提升空间。根据上文分析，数码电子、鞋服箱包、家居园艺等类目在目前跨境出口电商中占比较高，属于优势项目。对比中美 2019 年零售电商渗透率，除家居园艺外，其余品类的渗透率均有较高提升空间，尤其是家电与数码电子品类，中美渗透率差距达 15%以上。随着这些品类未来线上化程度的进一步提升，相关类目的跨境电商市场规模有望实现同步增长。

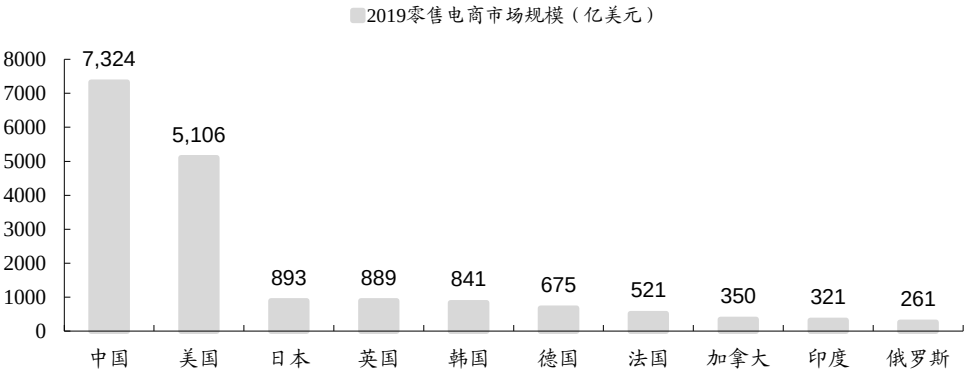
图 21：2019 年中美各品类零售电商渗透率对比



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

在零售电商行业，按市场规模算我国是世界第一。据欧睿的统计，2019 年我国零售电商市场规模达 7324 亿美元，以当年平均汇率计约合 5.1 万亿元，是电商零售额最高的国家，领先第二名美国 43%，是第三名日本的 8.2 倍。成熟的电商市场使得国内商户拥有更丰富的电商运营经验，如快速响应热点事件与消费者需求、积极与 KOL 互动进行社交内容投放等。这些优势有望帮助跨境电商在与本土商家竞争的过程中脱颖而出。

图 22：2019 年我国零售电商市场规模领跑世界



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

3.2. 催化：疫情加速海外零售电商化，中国供应链强大且提早恢复

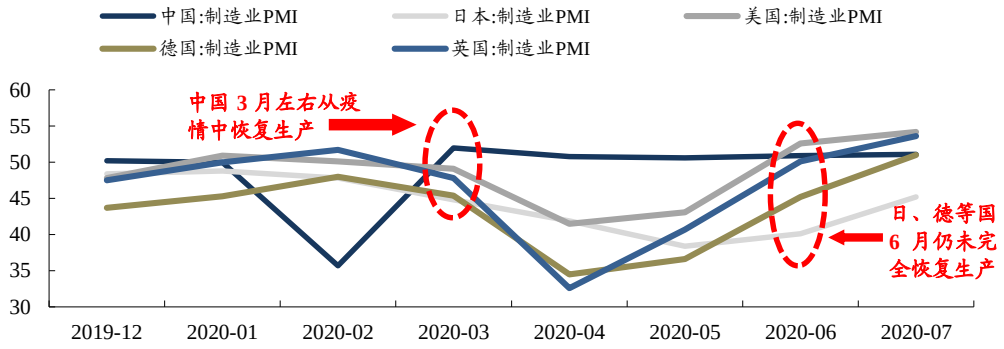
跨境电商在疫情期间深度受益，看好行业发展前景：①于供应链端，国内供应链恢复速度更快，从 PMI 指数上看仅在 2 月受到一定影响，3 月完成恢复，而海外发达国家供应链受影响程度更大，持续时间更长；②于渠道端，疫情引发发达国家零售渠道新一

轮变革，体现在线上渗透率加深、向头部零售巨头集中两点上，跨境电商一般布局在线上渠道以及沃尔玛等大型商超渠道，有望从中深度受益。具体来看：

疫情期间我国供应链更早、更快地得到恢复。从制造业 PMI 指数上看，我国仅在 2 月份受到一定影响：当月 PMI 指数跌至 35.7，次月就恢复至 52，此后一直保持在荣枯线之上。而英美日德等国家疫情开始晚，持续时间长，这些国家 3 月份开始遭受疫情打击，直到 6 月才陆续完成恢复。

我国制造业的快速恢复是供应链发展水平高、政治经济秩序好的一个体现。我们预计疫情之后我国制造业在世界中的地位将加速提升，追求稳定供给的优质大型采购商将逐步加大向国内供应商采购的比例，使得跨境电商从中受益。

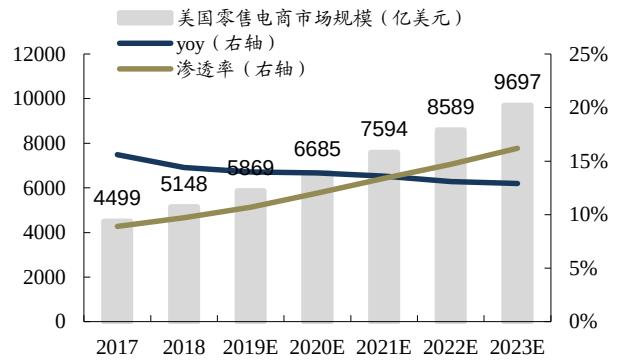
图 23：疫情期间制造业 PMI 对比——中国恢复时间早、速度快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

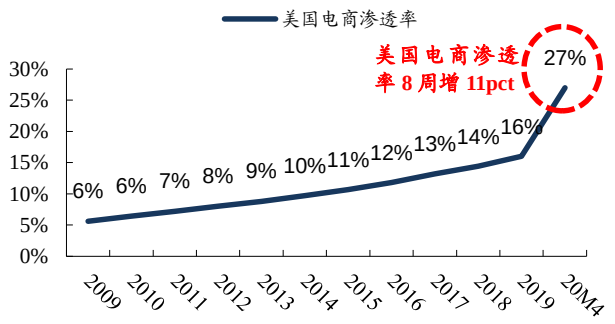
疫情期间，国外的电商市场迎来一波加速渗透，这主要是因为出行限制的等因素。以美国市场为例，据 eMarketer 数据和美国商务部数据，疫情发生前零售电商市场规模增速约为 14%；渗透率约为 15%，呈现持续缓慢提升的趋势。疫情发生后线上消费需求被激发，据美国商务部数据，至 2020 年 4 月，美国电商渗透率已增长至 27%，较年初增长 11pct，**美国电商的渗透率在 8 周的疫情期间完成了过去 10 年的增幅。**

图 24：疫情前美国电商年增速仅 14%



数据来源：eMarketer，东吴证券研究所

图 25：2020 年 4 月美国电商渗透率较年初+11pct

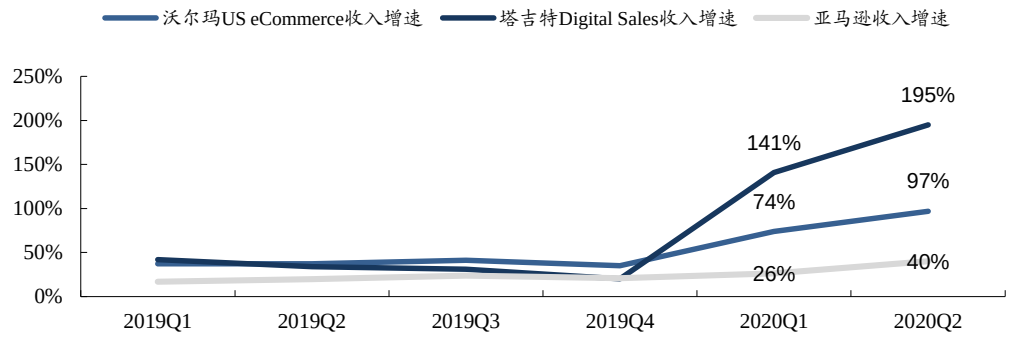


数据来源：美国商务部，东吴证券研究所

疫情使中小企业倒闭，加速美国零售业竞争格局的变革，线上化进程加速。亚马逊、eBay 等美国企业堪称零售电商的开山鼻祖，但近年来美国电商的发展速度较为缓慢，一大原因是其零售业早已形成大型综超+社区超市这一多层级且成熟稳定的格局，电商难以打破。疫情期间，许多中小型零售企业因为种种原因被迫退出市场，原有格局被打破，**因此我们认为疫情期间美国电商行业的繁荣不是昙花一现，它们将突破原有枷锁，未来渗透率达到一个新层次。**

小型商超退出市场，头部企业从中受益，头部化进程加速。双重因素使得美国的大型零售企业从疫情中受益：①由于小型商超被迫长时间停业，甚至无法继续经营，从而被挤出市场；②部分商户无法提供在线服务及到家服务，不能满足客户需求。因此需求流入具有线上能力的沃尔玛、塔吉特等头部连锁商超，这两家公司 Q1、Q2 总收入均创下历史新高，在线业务显著增长；线上巨头亚马逊收入增速也出现一定增长。

图 26：沃尔玛、塔吉特在线部分以及亚马逊疫情期间收入显著增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：塔吉特 2020Q2 对应 FY2020Q2（20200530-0831），以此类推

4. 跨境电商三种模式：泛品大卖家&精品品牌商&独立站平台

总的来说，目前跨境电商主要由三种模式组成，分别为：①泛品大卖家；②精品品牌商；③独立站平台。具体来看：

泛品大卖家同时在 eBay、亚马逊、Wish、速卖通等多个第三方平台上开店销售，店铺数量达数十家甚至上百家，同时经营数十万个 SKU。旗下店铺涵盖多个品类，通常以家居生活、服饰等杂货小商品类目为主。不同的店铺以针对不同的客户销售不同品类的商品。在这种模式下，商家没有自己的品牌，也不会更改产品的品牌，即在销售品牌商品的同时也销售白牌商品。

这类跨境电商类似于经销商，通过低买高卖赚取差价。在三中模式中溢价和风险都较低，因为这种模式涉及的固定支出较低，且难以通过持续经营积累高溢价。泛品大卖家模式上市公司包括通拓科技（华鼎股份旗下）、有棵树等。

精品品牌商聚焦于某些特定类目推出自有品牌，以“自主研发+外协生产”为主流生产模式，经营的 SKU 可少至数百个。这类商家通过 eBay、亚马逊等平台销售，也可进入沃尔玛、塔吉特等传统线下渠道。主流生产模式为“自主研发+外协生产”，由品牌商自主设计并提供部分核心物料后，由外协单位完成生产加工。

精品品牌商类似于国内的电商品牌商，通过长时间积累形成品牌认知，掌握定价权，拥有较高的溢价。精品模式均衡风险与溢价，目前发展较好，上市公司包括安克创新、泽宝创新（星徽精密旗下）、傲基电商（新三板上市公司，已于 2019 年摘牌）等。

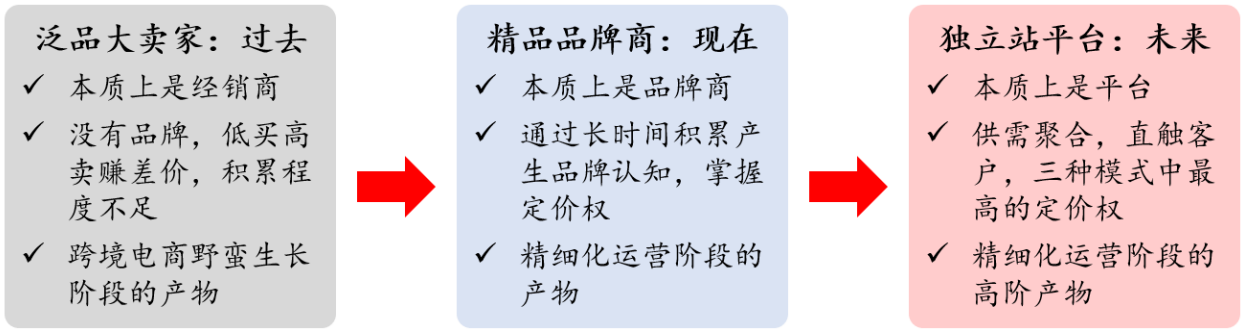
独立站平台跨境电商，通常为自建的直营垂直类平台模式。部分独立站平台（如 SheIn 等）拥有自己的品牌，和精品品牌商模式有部分相似点，都可通过长时间积累形成认知，掌握定价权。我们认为这类平台启动初期比较难，风险高，但理论上上限也更高。目前，此类独立站中有以 SheIn、Zaful（跨境通旗下）为代表的服饰类平台，也有 Gearbest（跨境通旗下）为代表的数码电子及杂货类平台。

表 3：跨境电商三种模式对比总结：风险&溢价从低到高为泛品、精品、独立站

	泛品大卖家	精品品牌商	独立站平台
模式简介	同时在 eBay 等第三方综合性平台上开店销售，同时经营数十家店铺，覆盖数十万个 SKU	聚焦于某些特定品类，推出自有品牌，主流生产模式为“自主设计研发+外协生产”	自建、自营垂直类平台。部分平台拥有自己的品牌。
模式本质	经销商	品牌商	平台
风险	低	中	高
溢价	低	较高	高
代表公司	TOMTOP 有棵树集团 YOUKESHU GROUP 通拓科技（华鼎股份旗下）； 有棵树	ANKER RAVPOWER 安克创新； 泽宝创新（星徽精密旗下）	SHEIN ZAFUL SheIn（未上市）； Zaful（跨境通旗下）

数据来源：东吴证券研究所整理绘制

图 27：三种模式代表跨境电商发展的三个阶段，我们预计未来主流是品牌商&独立站



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

4.1. 泛品大卖家：选品后直销国外，杂货小商品为主——通拓科技&有棵树等

泛品大卖家跨境电商可同时经营数十万个 SKU，涵盖多个品类，通常以家居生活、服饰等杂货小商品类目为主。这类商家同时在 eBay、亚马逊、Wish、速卖通等多个第三方平台上开店销售，且一个平台上通常有多个店铺，以针对不同的客户销售不同品类的商品。在这种模式下，商家没有自己的品牌，也不会更改产品的品牌，即在销售品牌商品的同时也销售白牌商品。

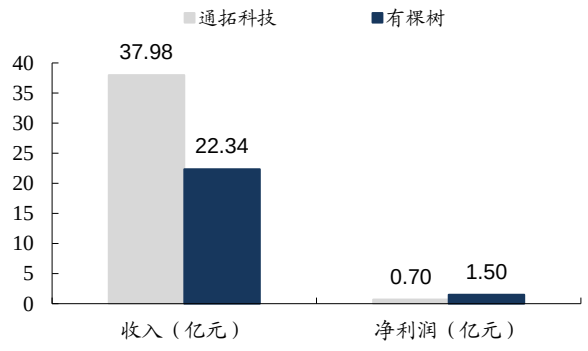
此模式的跨境电商包括华鼎股份旗下的通拓科技和有棵树等。具体来看：

通拓科技成立于 2004 年，2018 年 3 月完成与华鼎股份的并购上市。据公司官网，通拓科技是泛渠道泛供应链跨境电商模式的首创者。公司从事进出口双向跨境电商贸易，以出口为主，2019 年出口业务收入占比 72%，进口占比 18%，货代代理占比 10%。品类方面，至 2020 年 6 月已涵盖 3C、摄影、服饰、家居户外等数十个大类，SKU 超过 55 万。平台方面，公司主要通过 eBay、亚马逊、速卖通等第三方平台销售（2019 年占比 97.7%），也通过 TOMTOP 自有平台销售（2019 年占比 2.3%）。

有棵树成立于 2010 年。至 2020 年 6 月底，公司已通过 eBay、亚马逊、Wish、速卖通等十余个主流电商平台，以及 Shopee、Lazada 等数十个区域性的平台将产品销往各大洲 100 多个国家和地区。主营产品覆盖 3C、户外、家居、汽配等 19 大类 3000 小类，SKU 数量超过 100 万件。通过泛供应链销售的模式均衡各个店铺产品的定位和面向的客户细分，以充分挖掘和满足客户需求。

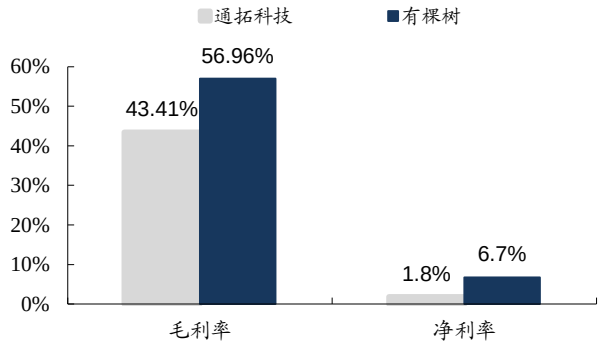
两家公司财务数据对比：通拓科技收入体量领先，有棵树增速、利润率更高。通拓科技（ST 华鼎电商业务）2020H1 实现收入 37.98 亿元，同增 64.69%；净利润 0.70 亿元，同减 31.89%；毛利率为 43.41%，净利率为 1.8%。有棵树 2020H1 实现收入 22.34 亿元，同增 238%；净利润 1.5 亿元，同增 83%；毛利率为 56.96%，净利率为 6.7%。

图 28：2020H1 通拓科技、有棵树收入、净利润对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 29：2020H1 通拓科技、有棵树利润率对比

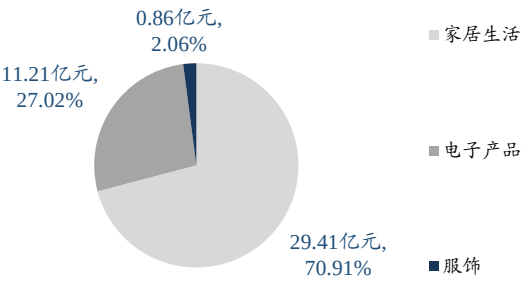


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

泛品大卖家销售的商品以各式小商品为主，类似于经销商&杂货铺。通拓科技、有

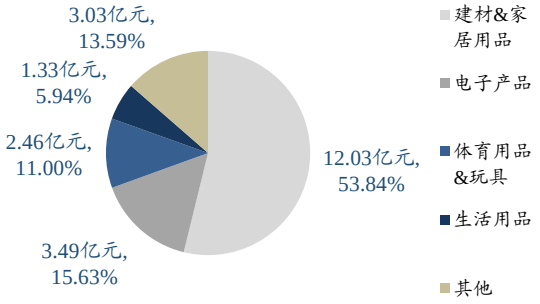
棵树销售的第一、两大类目均为家居用品和电子产品。尽管两家公司对品类的具体拆分可能有所不同，但这两大品类中基本均为各式生活杂货和数码周边配件。客单价格也不高，如通拓科技 2019 年客单价仅为 189 元人民币。

图 30：2019 年通拓科技各品类销售收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 31：1H20 有棵树各品类销售收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 精品品牌商：针对特定品类推出自有品牌，聚焦品牌价值——安克、泽宝等

精品品牌商模式聚焦于某些特定类目推出自有品牌，以“自主研发+外协生产”为主流生产模式，经营的 SKU 可少至数百个。这类商家既可以通过 eBay、亚马逊等平台销售，也可通过沃尔玛、塔吉特等商超布局线下渠道，在品牌建立起来后甚至可以从海外反攻国内市场。

对比两万毫安移动电源价格，我们发现渠道与品牌均有较大议价空间，精品品牌商的核心优势之一是能够通过品牌认知产生溢价。我们选取了 20,000mAh 容量的移动电源产品，对比亚马逊 Anker 品牌、海外 Gearbest 网站上的白牌以及国内 1688 上的白牌价格。折合人民币后，海外 Anker 产品售价相对海外白牌高 79%，而海外白牌又比国内白牌高 123%。**品牌产品也获得更高的销量：**Amazon 上的 Anker 产品评价数达 1.04 万，而海外及国内电商上的白牌产品评价数均不足 10 个。

也就是说，将国内产品销往国外能产生 123%的溢价；若拥有高认知品牌背书，能进一步产生 79%溢价，同时大幅度提升人气与销量。考虑到移动电源产品生产制造难度不高，且有市面上有成套的芯片、电芯方案，我们认为总体而言这些产品之间的用料、性能差距不大。因此我们进而认为，国外渠道以及品牌认知都能产生较明显的溢价。

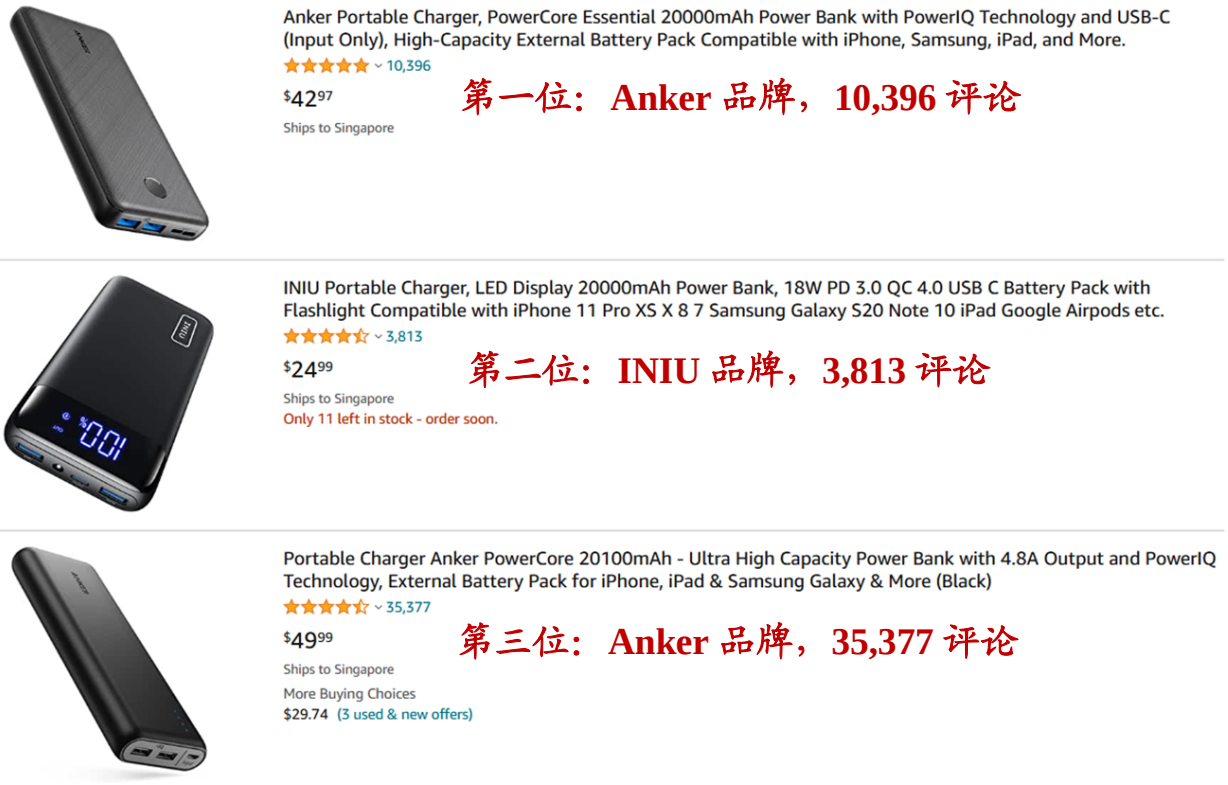
综合来看，我们认为目前品牌精品模式中消费数码及周边配件产品发展较好（如充电宝、蓝牙音频设备等）。主要原因是：①该品类单价不低且标准化程度较高，市面上有较多类似产品，价格竞争激烈，企业有动力寻求品牌溢价；②这些领域尚未形成市占绝对领先的头部品牌，给自有品牌留下较为充足空间。我们认为，未来其他品类跨境电商市场得到一定程度发展后，也会向品牌精品模式发展。

表 4: 20,000mAh 充电宝比价——渠道及品牌均有较大溢价空间，分别为 123%/ 79%

类型	产品图	平台	品牌	评价数	价格	加价率
海外品牌产品		amazon	ANKER	1.04 万	290.9 元人民币（42.97 美元）	79%（相比海外白牌）
海外白牌产品		Gearbest	白牌（USAMS）	0	162.5 元人民币（24.01 美元）	123%（相比国内白牌）
国内白牌产品		1688	白牌（USAMS）	6	73 元人民币	-

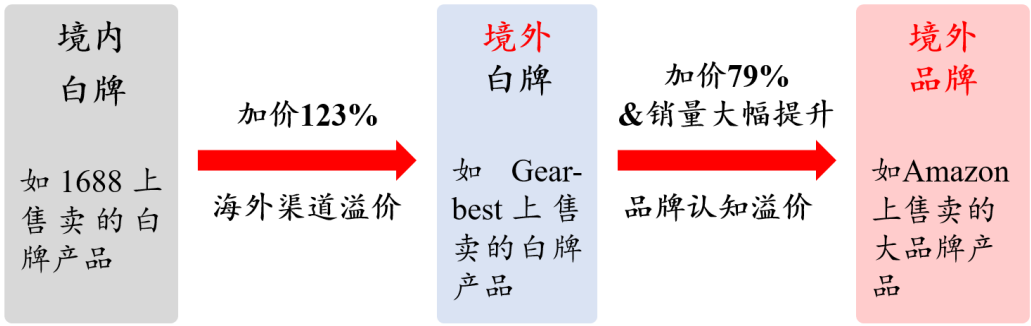
数据来源：亚马逊，1688，Gearbest，东吴证券研究所；注：数据抓取于 2020 年 9 月 18 日，RMB/USD=1:6.77

图 32：亚马逊“Power Bank”搜索结果前三位中，Anker 占两席，评论数领先



数据来源：Amazon，东吴证券研究所；注：数据抓取于 2020 年 9 月 18 日，不包括赞助（Sponsored）商品

图 33：跨境电商海外渠道、品牌溢价加价率



数据来源：亚马逊，1688，Gearbest，东吴证券研究所整理绘制；
注：加价率基于表 4 中的比价

由于精品品牌商模式能进一步产生溢价，同时大幅度提升销量，我们看好该模式未来的发展。目前主打品牌精品的跨境电商主要包括安克创新、泽宝创新（星徽精密旗下）、傲基电商等。具体来看：

4.2.1. 安克创新：聚焦移动设备周边产品，已进入沃尔玛等线下渠道

安克创新成立于 2011 年，2020 年 8 月在创业板上市。公司主要从事自有品牌的移动设备周边产品、智能硬件产品的自主研发、销售和设计，旗下拥有 Anker（充电+音频类）、Roav（智能创新类）、Soundcore（音频类）等品牌。产品主要销售至发达欧美国家，在 Amazon 平台上占据行业领先的市场份额，此外在沃尔玛、百思买、塔吉特等线下知名渠道也有较高的市场覆盖。

图 34：安克创新品牌、产品矩阵

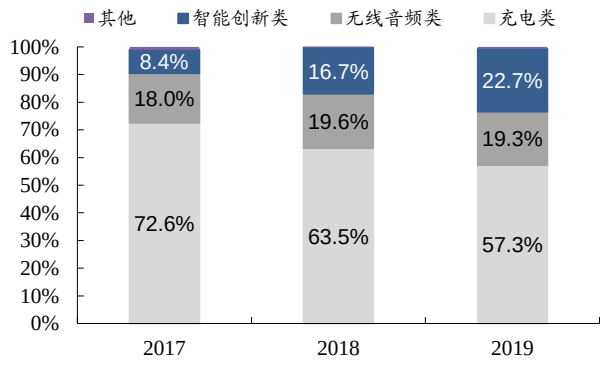


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

收入拆分：以充电类产品为主，智能创新增长迅速；产品主要销往欧美发达国家。①产品方面，2019 年充电类占主营业务收入之比为 57.33%，无线音频类占 19.25%，智能创新类占 22.72%。充电类一直是最大的类别，而智能创新类近年来增长迅速。②地域方面，北美和欧洲作为公司最先开拓的市场，占比在所有市场中位列前二，占主营收入 56%、17%。

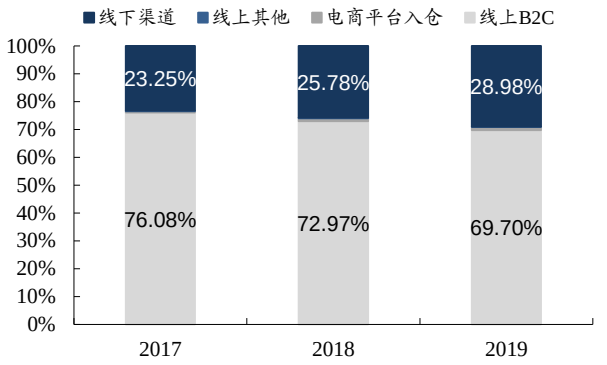
公司销售渠道以线上为主，线下占比逐渐提升。2019 年线上占比为 70%，其中包括亚马逊等 B2C 平台、京东等电商平台入仓和品牌线上独立站等渠道。近年来公司逐步开始进入沃尔玛、塔吉特等新下渠道，线下占比以每年约 2pct 的速度持续增长。

图 35：安克创新各类产品收入占主营业务收入之比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 36：安克创新线下渠道占比持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2.2. 泽宝创新（星徽精密旗下）：产品覆盖数码周边、小家电、个护健康等

泽宝创新成立于 2007 年，2008 年进驻亚马逊平台，2018 年被星辉精密收购。目前旗下拥有六大品牌：RAVPower（充电类产品）、VAVA（智能硬件类）、Taotronics（蓝牙耳机类）、Anjou（天然护肤与个护）、Sable（家纺）、HooToo（USB 集线器等数码配件）。产品主要通过亚马逊平台直接销往美国、欧洲、日本等发达国家。

泽宝创新各产品线中，电源类、蓝牙类、小家电类占比较高，1H20 占比分别为 15%、23%、30%。家私类是新产品线，收入已达 2.47 亿，占比 14%。增速方面，1H20 电脑手机周边、小家电均有超过 100%的较高增速。

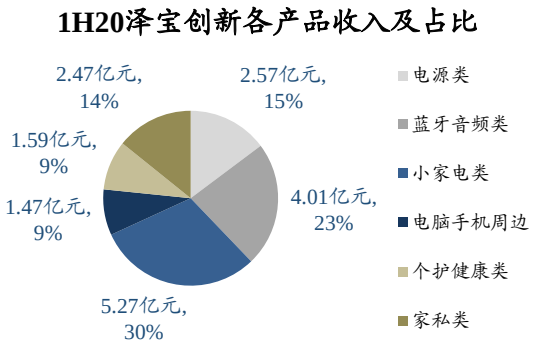
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 5：泽宝创新品牌与产品矩阵

		
RAVPower	VAVA	TaoTronics
主打充电宝、充电头等电源类产品	主打车载摄像头、投影仪等智能硬件	主打蓝牙耳机等蓝牙音频
		
Anjou	Sable	HooToo
主打天然护肤与个护产品	主打床单、枕头等家纺及床上用品	主打 U 盘、摄像头等数码配件

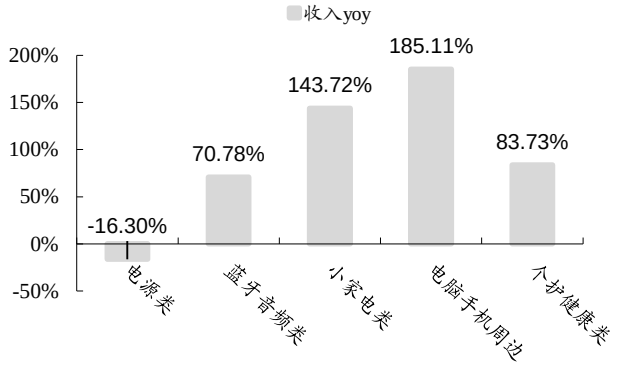
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 37：泽宝创新小家电、电源、蓝牙音频类占比高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 38：2019 年泽宝小家电类、数码手边产品增速高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2.3. 傲基电商：覆盖 3C 数码、家居健康等品类，通过亚马逊、eBay 销往全球

傲基电商成立于 2005 年，2015 年登陆新三板，后于 2019 年从新三板摘牌。公司主要从事自主品牌科技消费品的研发、设计和销售。旗下拥有 Aukey、Tacklife 等品牌，覆盖 3C 数码、电动工具、智能家电、家居及大健康品类等领域，主要通过 Amazon、eBay 等第三方平台销往全球。公司在深圳拥有产品设计、研发和品牌运营中心，在美国拥有品牌营销、产品定义以及物流平台。进入的市场包括英、美、德、法等传统发达国家。

表 6：Aukey 品牌以数码产品为主，Tacklife 品牌主要销售电动工具

AUKEY	TACKLIFE —The Future of Tools—
 	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 39：以深圳为核心，傲基电商业务遍布全球



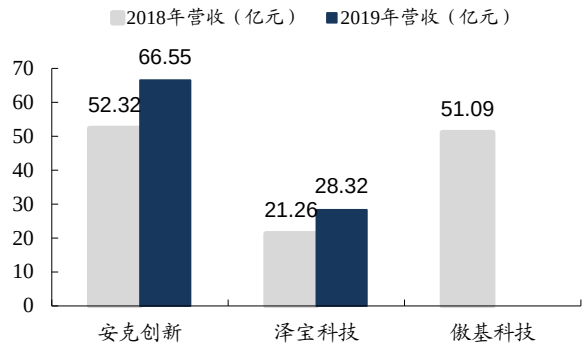
数据来源：Aukey 官网，东吴证券研究所

4.2.4. 安克 vs 泽宝 vs 傲基：安克更重研发，收入及净利润最高

三家公司比较：安克创新收入、净利率均为三家最高。安克创新 2018/19 年收入为 52 亿元/67 亿元，均高于泽宝科技的 21 亿元/28 亿元；安克的 2018 年收入也高于傲基的 51 亿元。净利率方面，2018/19 年安克净利率为 8.2%/10.9%，均高于泽宝的 2.9%/5.4%；2018 年安克净利率也高于傲基的 3.9%。

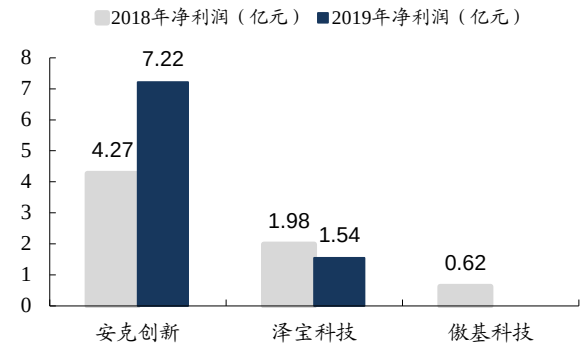
安克创新是其中比较特殊的公司，主要在于：①安克其更看重研发，是一家精品路线走的更彻底的公司：其 2017-19 年研发费用率均在 5%以上，且呈上升趋势；而同期泽宝、傲基的研发费用率在 1.5%-2.5%之间，且呈下降趋势。②安克已经在开拓北美等地的线下渠道，因此销售费用率更低：2017-19 年泽宝的销售费用率约为 40%，傲基的销售费用率约为 50%，而安克的销售费用率仅约为 30%，这是因为跨境电商公司销售费用中平台费占比较高，而安克线下渠道占比已达 30%，这部分收入不需要缴纳平台费。

图 40：安克、泽宝、傲基营收对比



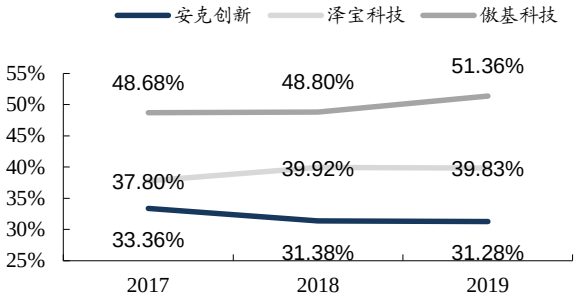
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 41：安克、泽宝、傲基净利润对比



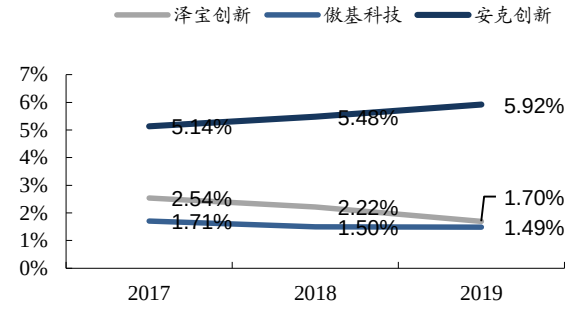
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 42：安克、泽宝、傲基销售费用率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所，
注：傲基 2019 年数据仅包含第一季度

图 43：安克、泽宝、傲基研发费用率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：傲基 2019 年数据仅包含第一季度

4.3. 独立站平台初露光芒，最高风险&最大空间——SheIn、ZAFUL 等

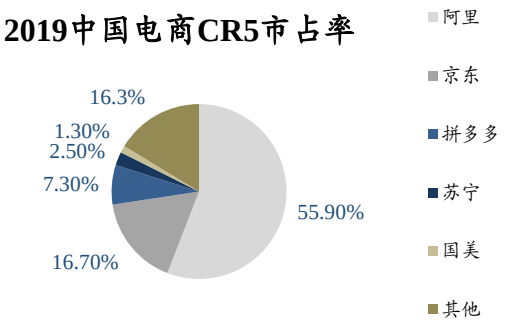
独立站即自建平台模式，通常为直营的垂直类平台。目前，此类独立站中有以 SheIn、Zaful（跨境通旗下）为代表的服饰类平台，也有 Gearbest（跨境通旗下）为代表的数码电子及杂货类平台。从 GMV 及收入角度上看，SheIn 等服饰类平台的发展较好。我们认为这类平台启动初期比较难，但理论上上限更高。

国外电商市场集中程度较低，因此独立站平台有机会取得成功。

不同于国内集中度高、以中心化综合类平台为主导的电商市场，国外电商市场更为分散：以美国市场为例，2019 年 CR5 市占率仅为 54%，远低于国内的 84%，美国 CR5 市占率甚至低于淘宝+天猫的市占率。

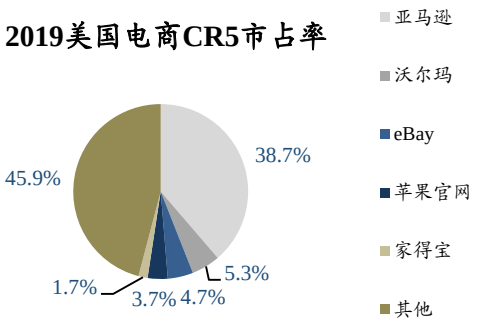
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 44：中美对比——中国电商行业集中度高



数据来源：eMarketer，东吴证券研究所

图 45：美国电商行业集中度较低，头部企业业态丰富



数据来源：eMarketer，东吴证券研究所

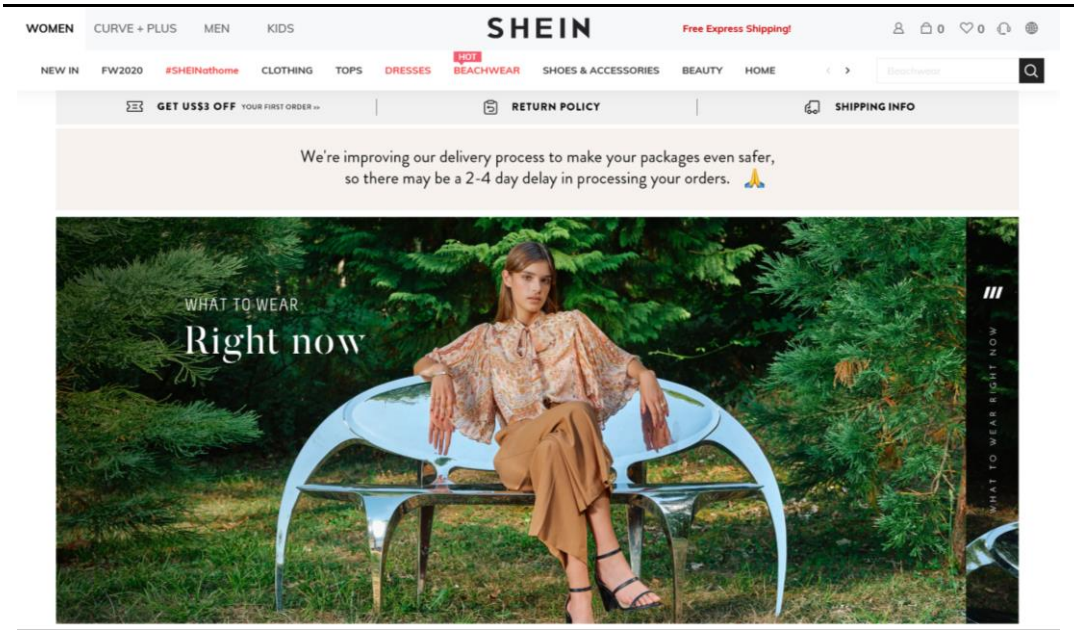
头部企业的业态也更为丰富：美国除亚马逊、eBay 两大巨头之外，苹果等品牌官网、沃尔玛等传统商超的线上部分，以及家得宝等垂直类平台，均能在 CR5 中占据一席之地；而国内前四阿里、京东、拼多多、苏宁，均为综合类的电商平台（尽管品类上的侧重有所不同）。

因此，我们认为在美国等发达国家较为分散的电商市场下，独立站有更大的概率取得成功。目前规模较大的独立站为 SheIn；跨境通旗下的 ZAFUL 与 Gearbest 也已形成一定的规模。

4.3.1. SheIn：GMV 高速增长的快消服饰独立站，2020 年完成新一轮融资

SheIn 是一个跨境独立站平台，拥有自己的品牌，定位于快消服饰，类似于 Zara、Foever21 等。其产品主要面向女性消费群体，提供服装、饰品、鞋履箱包产品，并拥有自己的社群，提供消费经验分享、导购、交友等服务。

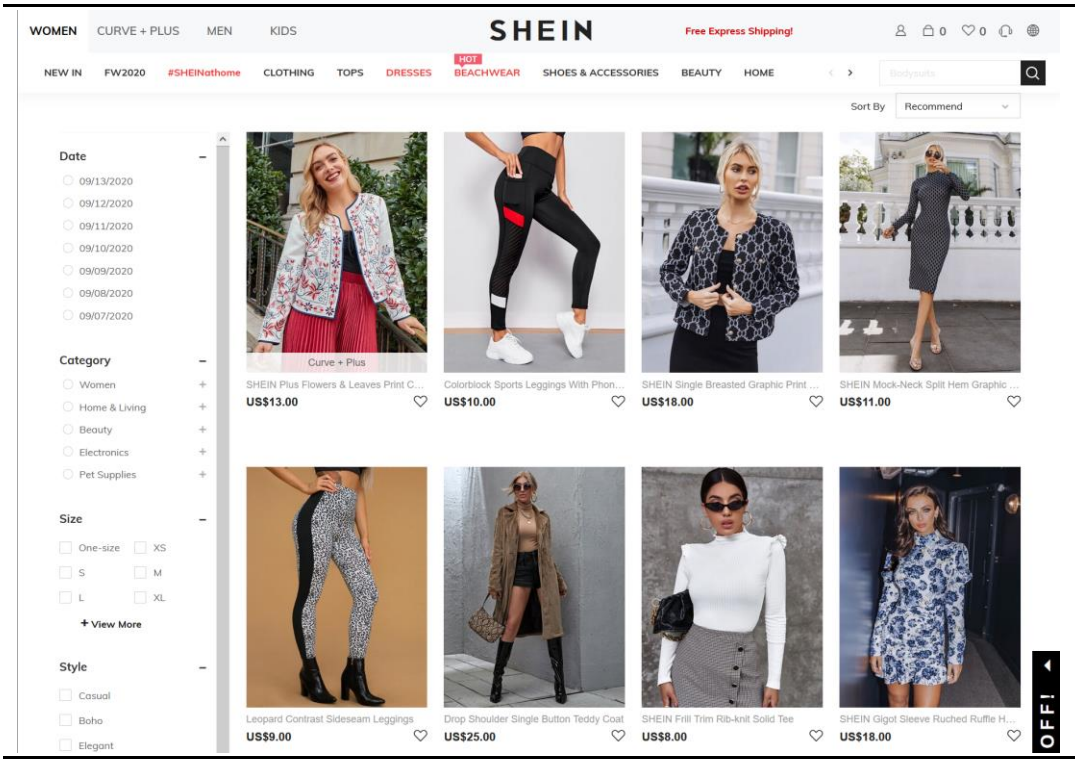
图 46：SheIn 定位于快消服饰，面向女性消费群体



数据来源：SheIn 官网，东吴证券研究所

背靠优质供应链+跨境电商模式提升效率，SheIn 拥有价格优势+快反优势。据 LatePost 统计，2019 年 SheIn 共上新 15 万款，平均每日上新 400 款，已经明显超过 Zara 等典型快消服饰品牌每年约 1-2 万的上新速度；而上新速度仍在持续加快，2020 年 7 月仅女装门类每日上新达 2000 款。SheIn 的价格也更加亲民，相较 Zara 平均约 30 美元的正价定价，SheIn 定价普遍在 10-20 美元左右，仅为 Zara 的一半。

图 47：SheIn 商品展示页面——单价亲民，普遍在 10-20 美元左右，



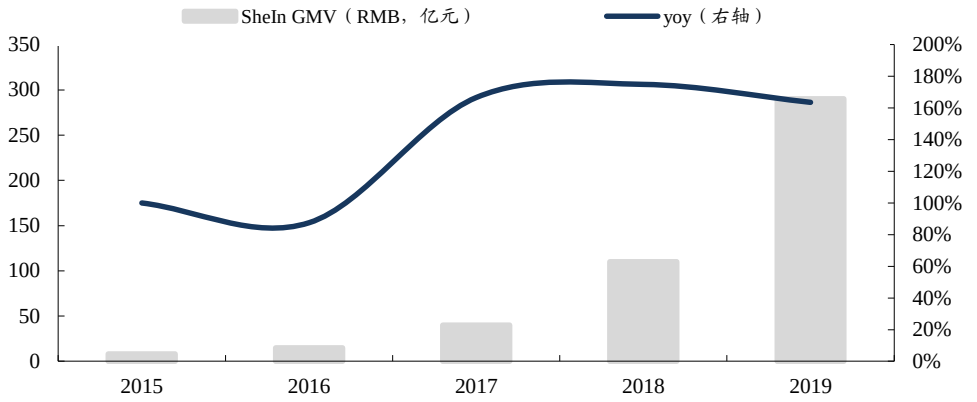
数据来源：SheIn 官网，东吴证券研究所

拥有优质供应链，实现快反+低价+质优。快消对灵活性要求高，通常需要工厂做到快速交付、小批量下单生产，因此生产地通常位于公司总部附近，国内的优质服饰产业集群为 SheIn 提供天然竞争优势。据 LatePost 访谈，公司早在 2014 年孵化 SheIn 品牌时就开始着手建立供应体系；据 SheIn 商业计划书，公司在 2018-19 重点改造面料、印染等核心环节，并实现 75%的工厂直采。得益于优质供应链，SheIn 在低价的同时，保证“一件衣服线头要少于三根，并且不超过 3 cm 长；尺寸误差 2 cm 以内”的严苛质量。

2019 年 SheIn 销售额近 300 亿元。据晚点 LatePost 从 SheIn 商业计划书及采访中整理的数据，2019 年 SheIn 销售额接近 300 亿元人民币，并在疫情期间再创新高，2020 年前 6 个月，SheIn 销售额突破 400 亿元，全年销售额有望冲击千亿。公司业绩在 2017 年出现拐点增速大幅加快，主要是因为 2017 年起陆续开拓中东、印度及非洲市场。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 48：2019 年 SheIn 销售额接近 300 亿元人民币，仍在高速增长中



数据来源：LatePost，SheIn 商业计划书，东吴证券研究所

优异表现获资本市场关注，2020 年 8 月完成 E 轮融资，估值超百亿美元。公司成立于 2008 年，总部位于江苏南京，创始之初十分低调，由于优异的业绩逐渐被资本市场追捧。2013 年 10 月公司获得集富亚洲的 500 万天使轮融资，之后先后获得坚果资本、IDG、红杉资本等投资方共 5 轮融资。2020 年 8 月，公司获得 E 轮融资，据 IT 桔子数据，E 轮融资股权占比约 5%，投后估值 150 亿美元，融资金额约 7.5 亿美元。

表 7：2020 年 8 月 SheIn 获 E 轮融资，估值 150 亿美元。历史融资汇总：

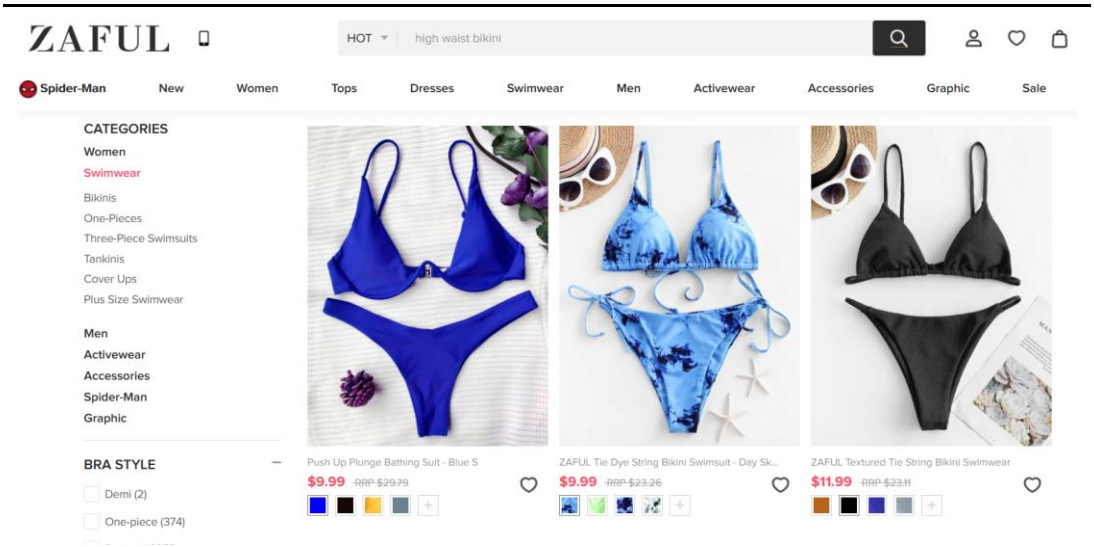
时间	轮次	金额	估值	投资方
2020-08	E 轮	约 7.5 亿美元	150 亿美元	未披露
2019-12	D 轮	5 亿美元	50 亿美元	Tiger Blobal，红杉资本
2018-07	C 轮	数亿美元	25 亿美元	顺为资本，红杉资本
2015-06	B 轮	3 亿人民币	15 亿人民币	IDG，景林投资
2014-09	A 轮	数千万人民币		坚果资本等
2013-10	天使轮	500 万人民币		集富亚洲

数据来源：IT 桔子，企查查，东吴证券研究所

4.3.2. 环球易购：旗下拥有 Zaful 等服装类网站及 Gearbest 等电子类综合网站

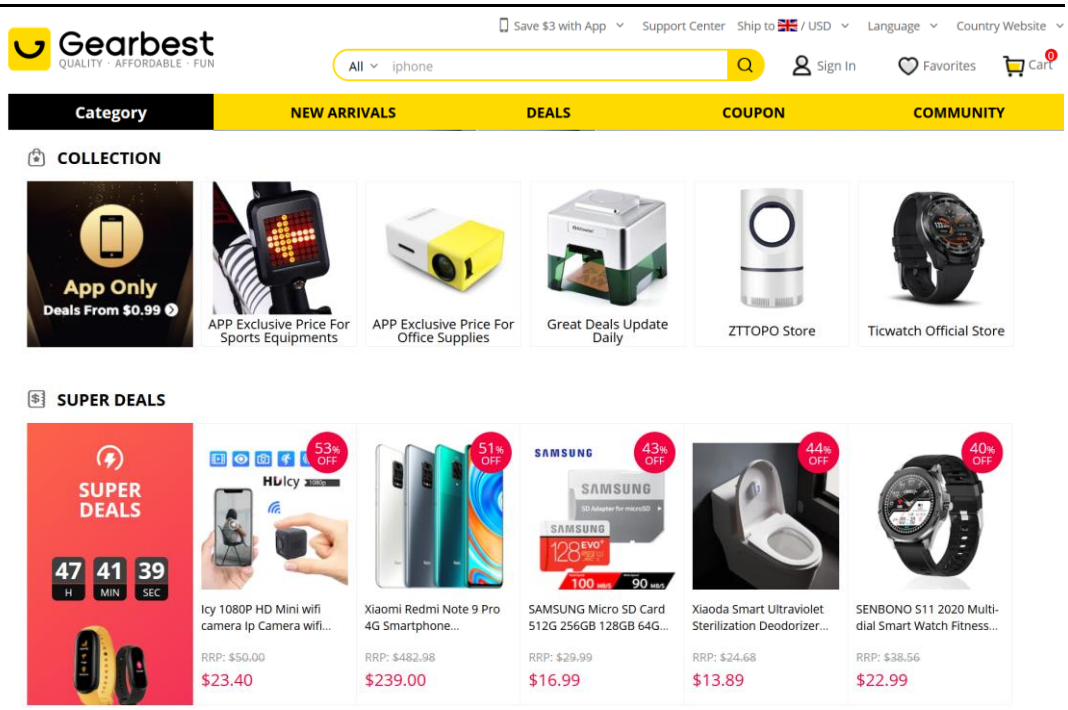
环球易购为跨境通旗下全资子公司，成立于 2007 年。环球易购以泛品独立站平台的模式为主，旗下拥有服装独立站 Zaful 以及 Gearbest。Zaful 与 SheIn 类似，优势品类为泳装/比基尼等；Gearbest 是电子类综合跨境电商独立站，销售国内制造的白牌及品牌电子产品，走性价比路线。

图 49：Zaful 为快消服装独立站，泳装为优势品类



数据来源：Zaful 官网，东吴证券研究所

图 50：Gearbest 为电子类综合独立站，销售国内制造的白牌及品牌的数码产品

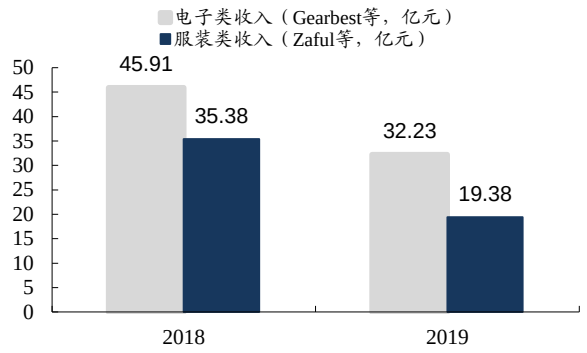


数据来源：Gearbest 官网，东吴证券研究所

公司持续加强 Gearbest、ZAFUL 等重点渠道品牌建设。Gearbest 在继续深耕成熟欧美市场的同时，着力进军拉美、北非、东欧等新兴市场，重点运营 16 个国家站；ZAFUL 作为新兴崛起的全球线上快时尚服装品牌，新增运动服装、男装等品类，大幅拓宽产品线，重点开展 19 个国家站的本地化运营，针对不同市场区域开展系列线下体验式品牌活动。2019 年公司电子类/服装类平台实现收入 32 亿元/ 19 亿元，Gearbest/ ZAFUL 注册用户分别达 5098 万人/ 3986 万人。

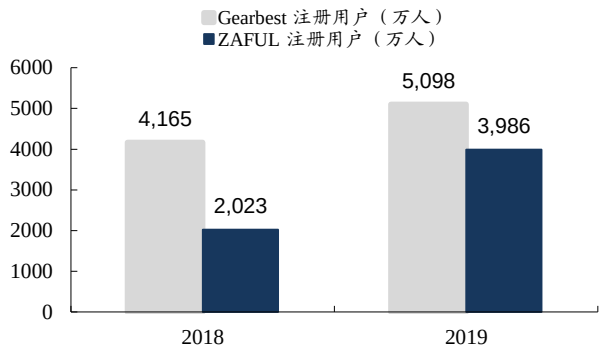
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 51：环球易购电子类/服装类自营平台收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 52：Gearbest/ZAFUL 注册用户持续增长

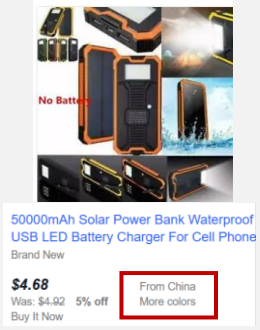


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.4. 总结：看好精品品牌商的价值，另建议持续关注独立站平台的衍化

跨境电商从泛品大卖家到精品品牌商，再到独立站平台的发展路径和国内的线下零售、电商零售行业相似。本质上都是先经历野蛮生长，成长到一定规模后衍生出品牌，进而平台。

表 8：跨境电商从经销商、品牌商，到平台的发展路径与国内线下零售、电商零售相似

	线下零售	电商零售	跨境电商
经销商	 在各类批发市场进货的经销商	 1688 平台上的白牌商品卖家	 eBay 上的泛品大卖家
品牌商	LI-NING 李宁等品牌，基本没有自行生产	PERFECT DIARY 完美日记 完美日记：使用大牌代工厂	ANKER 安克创新等精品品牌商：自行研发+外协生产
平台	永辉超市 YONGHUI SUPERSTORES 各大商超，如永辉超市等	京东 京东商城等	SHEIN SheIn、Zaful 等独立站平台

数据来源：Bing，草根调研，eBay，东吴证券研究所整理绘制

于线下零售：经销商——在各类批发市场进货的商家，典型的例子是 90 年代广州服贸批发市场的进货商；品牌商——如李宁等品牌，自身并不生产，主要通过品牌溢价与渠道管控盈利；平台——永辉超市、百联股份等商超百货。

于电商零售：经销商——在 1688 等平台上销售白牌商品的商家；电商品牌商——完美日记，大牌代工厂供货，通过私域运营及内容运营产生品牌溢价；平台——京东商城等。

于跨境电商：经销商——泛品大卖家，跨境电商早期野蛮生长阶段的主要模式；品牌商——安克创新、泽宝创新等精品品牌商，具有一定的品牌溢价；平台——SheIn、ZAFUL 等独立站平台。

总体上看，我们更看好品牌模式，此外建议紧密关注独立站平台的发展。我们认为品牌模式通过长时间积累形成品牌溢价，且能很好地平衡风险与溢价，是综合下来最好的赛道。一些独立站平台，如 SheIn，也拥有自有品牌，因此具有品牌商的一些特性，如通过积累形成溢价等。这类独立站平台能与消费者深度接触，拓展性也更强，总体上上限更高。但缺点也较为明显，如对快反、资金需求高等，是一种高风险高上限的模式。

5. 投资建议：看好跨境品牌商大发展——建议关注安克创新

5.1. 建议关注品牌电商中的优质标的——安克创新

安克创新成立于 2011 年，主要从事自有品牌的移动设备周边产品、智能硬件产品的自主研发、销售和设计，旗下拥有 Anker（充电+音频类）、Roav（智能创新类）、Soundcore（音频类）等品牌。产品主要销售至发达欧美国家，在 Amazon 平台上占据行业领先的市场份额，此外在沃尔玛、百思买、塔吉特等线下知名渠道也有较高的市场覆盖。

公司是品牌类跨境电商中的优质标的，具有三大核心优势：

①溢价高，品牌价值稳定输出，作为品牌商风险相对可控；

②规模大，且仍处高速增长中；

③独立 IPO 股权关系明晰，创始团队来自外企，公司治理规范。

品牌认知强，较其他跨境品牌商拥有更高溢价，品牌价值稳定输出，且风险相对可控。公司通过大力投入研发设计，通过不断推出高端产品持续提升品牌认知。对比美国亚马逊上参数相似的 10000mAh 移动电源的售价： Anker 的产品售价 25.99 美元，显著高于星徽精密旗下 RAVPower 产品的 13.99 美元和傲基科技旗下 AUKEY 产品的 17.99 美元。Anker 品牌售价显著高于其他品牌，品牌价值稳定输出。公司作为品牌商，较独立站平台风险低，是个平衡风险与价值且具有独特优势的优秀标的。

表 9：美国亚马逊 10000mAh 入门级充电宝比价——Anker 价格高于泽宝、傲基产品

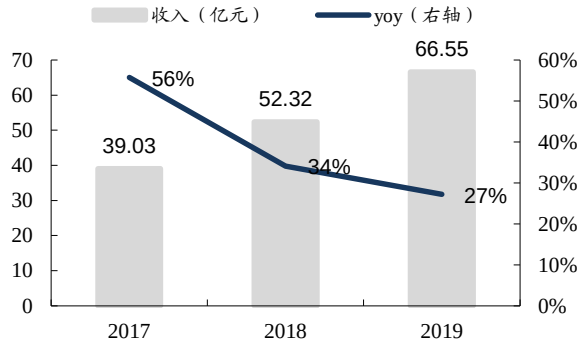
Anker（安克创新旗下）	Ravpower（品牌属于泽宝创新，星徽精密旗下）	AUKEY（傲基科技旗下）
Anker PowerCore Slim 10000 Charger, High-Speed Charging	RAVPower 10000mAh Power Bank Dual USB Ports	AUKEY USB C Power Bank，10000mAh Dual-Output
		
US$ 25.99	US$ 13.99	US$ 17.99

数据来源：Amazon，东吴证券研究所，价格截取日期 8 月 23 日

2020 年 8 月在创业板上市，作为独立 IPO 的公司，安克股权关系明晰。相比之下，泽宝、环球易购等跨境电商企业均通过被收购的方式上市，因此安克创新在股权关系上拥有优势。公司能通过独立 IPO 上市的一大原因是公司架构与经营管理较为规范，这得益于创始人及核心团队的外企背景：创始人阳萌在创立公司前任 Google 高级工程师；其他核心人员曾在华为、戴尔、飞利浦、等全球知名高科技公司担任研发设计、销售和管理等职务。

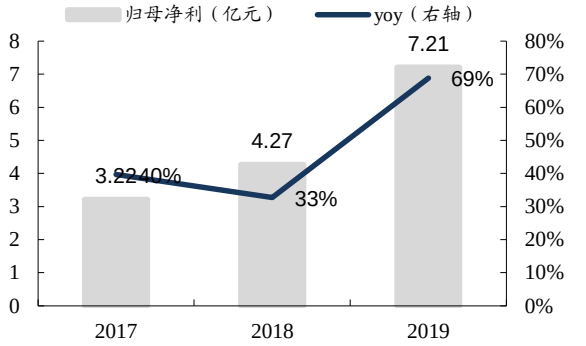
安克创新规模大、增速高，这是品牌价值持续输出的体现。公司 2019 年实现收入 66.55 亿元，同比增长 27%；归母净利 7.21 亿元，同比增长 69%。业绩高速增长的主要原因包括移动设备周边产品行业的高速发展以及公司不断拓宽产品线及渠道等。

图 53：2019 安克创新实现收入 66.6 亿元，+27%YoY



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 54：2019 安克创新归母净利润为 7.21 亿元，+69%YoY



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

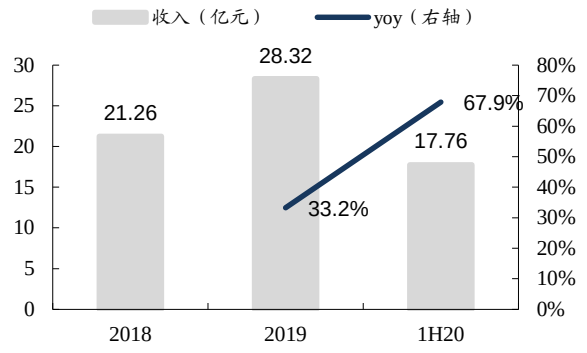
5.2. 泽宝创新等跨境品牌商、SheIn 等独立站平台也值得关注

星辉精密 2018 年收购的泽宝创新是精品跨境品牌商中的优质标的。其成立于 2007 年，2008 年进驻亚马逊平台。目前旗下拥有六大品牌：RAVPower（充电类产品）、VAVA（智能硬件类）、Taotronics（蓝牙耳机类）、Anjou（天然护肤与个护）、Sable（家纺）、

HooToo（USB 集线器等数码配件）。产品主要通过亚马逊平台直接销往美国、欧洲、日本等发达国家。

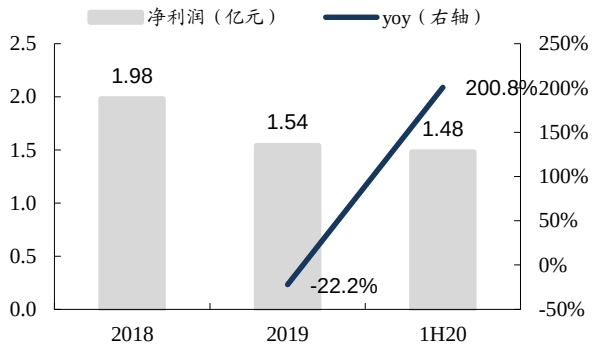
2020 上半年泽宝创新的强势表现助星辉精密业绩大幅增长。星辉精密上半年实现收入 20.54 亿元，同比增长 50.14%；归母净利润 1.26 亿元，同比增长 127.51%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比增长 148.29%。主要是因为疫情期间公司成功克服上下游复工时间延迟、产业链恢复不畅等影响的同时，以泽宝为首的跨境电商业务取得较大增长所致：泽宝创新 2020 上半年实现收入/净利润 17.76 亿元/1.48 亿元，同比增长 67.9%/200.8%，发展速度较快，已经成为公司的主要收入/利润来源。

图 55：1H20 泽宝创新收入 17.76 亿元/+67.9%YoY



数据来源：星辉精密公告，东吴证券研究所

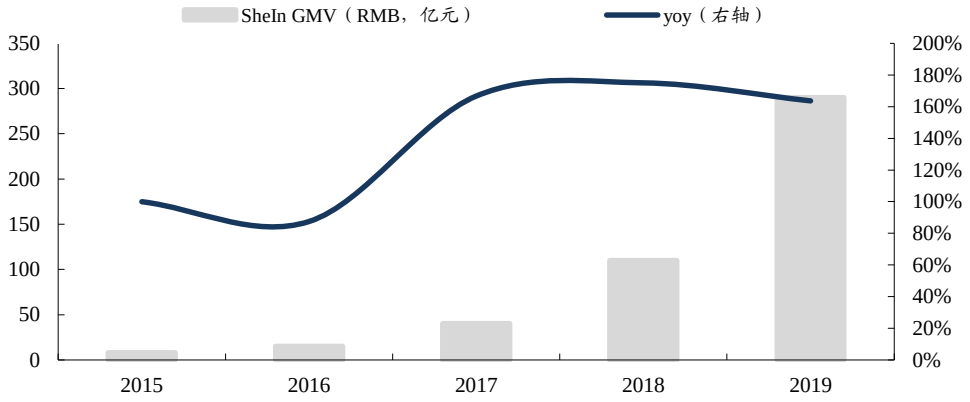
图 56：1H20 泽宝归母净利润为 1.48 亿元/+200%YoY



数据来源：星徽精密公告，东吴证券研究所

SheIn 在疫情催化下加速增长，2020 年 GMV 有望突破千亿。据晚点 LatePost 从 SheIn 商业计划书及采访中整理的数据，2019 年 SheIn 销售额接近 300 亿元人民币，并在疫情期间再创新高，2020 年前 6 个月，SheIn 销售额突破 400 亿元，全年销售额有望冲击千亿。公司业绩在 2017 年出现拐点增速大幅加快，主要是因为 2017 年起陆续开拓中东、印度及非洲市场。

图 57：2019 年 SheIn 销售额接近 300 万元 RMB，仍在高速增长中



数据来源：LatePost，SheIn 商业计划书，东吴证券研究所

5.3. 投资建议

跨境电商是一种更高效的出口贸易模式，其在疫情期间全球电商渗透率快速提升等多重利好因素的刺激下加速发展。目前三种主要模式为①泛品大卖家，②精品品牌商，③独立站平台，其中精品品牌商在积累、价值、风险等多个维度取得良好平衡，近年来发展较好。我们看好品牌跨境电商大发展，建议关注安克创新；其次泽宝创新（星徽精密旗下）等品牌商也值得关注；SheIn 等独立站平台尽管风险较高，但是具有更高的上限，建议持续关注其衍化。

表 10：相关公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价（元）	EPS			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300866.SZ	安克创新	591.76	145.60	1.97	2.09	2.82	73.91	69.77	51.56	未评级
300464.SZ	星徽精密	69.11	19.57	0.48	0.86	1.12	40.77	22.81	17.54	未评级
002640.SZ	跨境通	105.32	6.76	-1.74	0.31	0.42	-3.89	21.85	16.10	未评级

资料来源：Wind，东吴证券研究所，注：均来自 Wind 一致预期（20200918）

6. 风险提示

海关政策变更：若外交局势持续恶化、中国与美国等国家贸易摩擦进一步加剧，其它国家可能继续加大对中国出口产品的征税力度。这将有可能造成跨境电商利润降低、销量萎缩等不利局面。

海外疫情不确定性：部分国家疫情仍为得到控制，将影响物流、供应链复工，从而影响跨境电商企业正常运营。

境外法律/ 政策风险：跨境电商可能同时在大量不同的国家/ 地区经营，面临不同的法律体系，如有不慎将可能引发国际业务法律风险。此外，随着国际局势紧张，其他国家亦有可能出台不友好的法律/ 政策。

汇率波动风险：部分跨境电商主要收入来源于境外，业绩受汇率波动影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

