商业贸易

2020 年 09 月 08 日

投资评级：看好（维持）

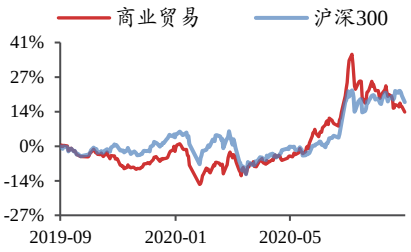
跨境电商专题：东南亚蓝海千帆竞渡，社交单页电商轻舟御风

——行业深度报告

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

符超然（联系人）
fuchaoran@kysec.cn
证书编号：S0790120080062

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《商贸零售行业周报-海关新增 12 个出口试点，B2B 跨境电商踏浪前行》-2020.9.5

《行业深度报告-零售行业 2020 年中报综述：疫情影响线下零售承压，电商化妆品表现亮眼》-2020.9.3

《行业周报-零售行业中报速览：收入承压，利润增速环比改善》-2020.8.30

● 天时地利人和齐具，跨境电商行业乘风而起

天时：全球疫情蔓延驱动消费需求向线上转移，电商渗透率加速提升，高性价比商品需求旺盛；地利：强供应链奠定中国制造高性价比，跨境物流高效配送全球；人和：国内电商产业成熟、人才丰富。我国跨境电商行业天时地利人和齐具，叠加市场需求与政策共振，近年来实现蓬勃发展，其中出口 B2C 模式增速更高。

● 东南亚市场：年轻、差异化、社媒高渗透，电商洼地方兴未艾

我们认为，以东南亚为代表的新兴市场国家，受益于经济高增长、互联网渗透率提升和人口结构年轻化等红利，孕育着比欧美更具潜力的电商市场。具体来看：东南亚地区 GDP 增速达到 5%-8%，随着互联网基础设施建设推进，电商规模持续增长，近 5 年复合增速达到 35%；但目前电商渗透率仍极低，平均仅有 2.5%，相较于中国（截至 2020 年 7 月电商渗透率为 25%）存在较大提升空间。东南亚地区的突出特征为地域割裂分散、各国宗教语言文化差异极大，同时低客单价与高物流成本的矛盾，客观上又增加了传统平台电商标准化经营模式的盈利难度，因此，入乡随俗精准定位选品和客户成为经营关键。从消费者画像看，东南亚国家人口结构年轻化特征显著，潜在电商消费群体数量庞大，同时青年人群已建立重度社媒使用习惯（东南亚地区日均社媒使用时长世界第一），也热衷交流分享，结合较低的流量成本（约为欧美 1/3），为社媒广告商品营销发展创造了条件。目前，Facebook 是东南亚地区最大的社媒平台（市场份额约 37%）。

● 跨境电商蓝海千帆竞渡，平台电商 VS 社交电商，百家争鸣、谁执牛耳？

跨境电商一般可分为平台和自营两种模式。具体看，平台通过搭建商城吸引卖家入驻，赚取广告费和佣金；自营商家则主要赚取购销差价。目前，Shopee（腾讯）和 Lazada（阿里）是东南亚跨境电商平台代表，但受限于低客单价与高物流成本，目前未实现盈利。第三方卖家模式则主要通过入驻电商平台完成产品销售，代表公司包括安克创新、泽宝技术，主打精品策略深度介入研发，锻造品牌价值。而在中心化平台电商之外，我们也观察到自建独立站/单页等新型电商模式的崛起，背后实质是社媒繁荣和精准营销驱动下，交易渠道的变革与延展。具体来看，自建独立站模式以 SHEIN 为代表，聚焦优势品类，深耕社媒营销与私域流量；自建单页模式则以吉客印为代表，基于“货找人”思维，依托社媒平台实现对高净值目标用户的精准营销触达和转化。选品灵活、转化率高、资产轻、库存小等优势，帮助社交单页电商模式在东南亚市场展现出旺盛的竞争力和生命力。

● 推荐标的：吉宏股份，东南亚电商市场的精准营销“带货人”

东南亚自建单页电商模式龙头，在供应链、营销和管理等方面核心竞争力突出，进一步打造 SaaS 系统向“卖水人”升级，有望持续受益东南亚电商市场红利。

● 风险提示：海外贸易限制、市场竞争激烈、政策变化风险等。

目 录

1、 “天时地利人和”齐具，跨境电商行业乘风而起 5
1.1、 天时：疫情驱动海外电商渗透率提升，高性价比商品需求旺盛 5
1.2、 地利：中国制造业发达、供应链成熟，产品性价比优势突出 7
1.3、 人和：电商经验和人才丰富，政策红利陆续释放 9
2、 东南亚电商市场：年轻、差异化、社媒高渗透，方兴未艾 10
2.1、 东南亚：互联网经济高速发展，电商市场潜力无限 10
2.2、 地域分散割裂、市场差异化明显，对电商选品与服务提出高要求 11
2.3、 消费者画像：人口年轻、社媒高渗透，社交电商营销空间广阔 14
3、 跨境电商蓝海千帆竞渡，百家争鸣，谁执牛耳？ 16
3.1、 电商平台：用户规模大、商品丰富，占据主要市场份额 17
3.2、 第三方卖家：精品策略深入研发，聚焦品牌价值打造 19
3.3、 自建独立站：品控强、客单价高，但引流与库存压力大 22
3.4、 自建单页：“货找人”电商代表，选品灵活、转化高、库存小 25
4、 推荐标的：吉宏股份，东南亚电商市场精准营销“带货人” 27
5、 风险提示 32

图表目录

图 1： 跨境电商省去传统外贸中间分销流通环节 5
图 2： 跨境电商出口交易规模达 8 万亿元，B2C 增长更快 5
图 3： 2020 年全球电商零售额预计超过 4 万亿美元 5
图 4： 2015 年以来全球各国电商渗透率逐渐提升 5
图 5： 海外消费者在疫情期间消费习惯向线上转移 6
图 6： 疫情期间，亚马逊股价和网页访问量大幅上升 6
图 7： 高性价比仍是跨境电商消费者最关心因素 6
图 8： 疫情影响消费者信心，带动高性价比商品需求 6
图 9： 中国制造业增加值接近全球 30%（2019 年） 7
图 10： 中国服装出口份额占世界第一（2018 年） 7
图 11： 珠三角汇聚了完善的电子产业链 8
图 12： 中国跨境电商全球物流网络初步形成 8
图 13： 海外消费者广泛认可中国产品的高性价比 8
图 14： 中国线上零售额突破 10 万亿元 9
图 15： 中国电商从业人员超过 5000 万人 9
图 16： 2020 年中国密集发布支持跨境电商相关政策 9
图 17： 2020Q1 跨境电商出口交易额同比增长近 100% 9
图 18： 东南亚主要国家 GDP 保持强劲增长 10
图 19： 东南亚地区互联网经济 GMV 增速较快 10
图 20： 东南亚五国的电商 GMV 均高速增长 11
图 21： 目前东南亚五国的电商渗透率均低于 5% 11
图 22： 近年来东南亚五国电商渗透率逐渐提升 11
图 23： 预计菲律宾和马来西亚电商零售额增长全球最快 11
图 24： 东南亚地区分散割裂，各国差异大 12

图 25：东南亚地区宗教信仰多样化 12
图 26：Shopee 泰国最畅销女上衣均价约为 30 元人民币 12
图 27：马来西亚、越南等平均物流时间超过 5 天 12
图 28：新加坡电商平台上销量高的女士裙装为日韩风格，而马来西亚平台上多数为其传统服饰 13
图 29：东南亚地区各国官方语言差异较大 13
图 30：东南亚地区各国官方货币不统一 13
图 31：货到付款方式能够解决消费者的信任成本 14
图 32：越南电商市场主要采取货到付款的支付方式 14
图 33：东南亚人口年轻化特征显著，典型国家如菲律宾等人口结构与中国、日本差异较大 14
图 34：菲律宾泰国印尼移动互联网使用时间居世界前列 15
图 35：东南亚五国的社媒渗透率均超过 59% 15
图 36：东南亚各国数字营销支出逐渐增加 15
图 37：线上广告营销主要通过搜索引擎和社媒投放 15
图 38：东南亚社媒中 Facebook 占据 37%市场份额 16
图 39：东南亚地区 Facebook 潜在广告触达率高达 80% 16
图 40：跨境电商平台通过线上搭建商城为第三方商家提供跨境电商交易服务 17
图 41：电商平台 GMV 远高于自营独立站点 17
图 42：跨境电商平台产品种类丰富 17
图 43：Shopee 倾向于个人店铺模式，网站界面凸显折扣 18
图 44：Lazada 倾向于品牌店铺模式，网站界面凸显品牌 18
图 45：第三方卖家模式下，跨境电商在电商平台展示商品完成销售 19
图 46：安克创新根据不同地区特性开发适合的充电产品 20
图 47：安克创新营收与利润保持快速增长 20
图 48：泽宝产品占据亚马逊美国充电宝销售榜第 6 21
图 49：泽宝技术的营收与净利润保持高增长 21
图 50：傲基科技自研产品获得红点设计奖 21
图 51：傲基科技业绩稳步增长 21
图 52：有棵树旗下海豚跨境在全球建设仓储物流中心 22
图 53：有棵树业绩稳步增长 22
图 54：自建独立站模式下，跨境电商自行引流至自有电商平台进行商品销售 22
图 55：自建品牌独立站模式电商的用户客单价是非独立站模式电商客单价的 2 倍 23
图 56：SHEIN 定位为快时尚服装品牌 23
图 57：SHEIN 的 Facebook 粉丝数高于其他独立站电商 23
图 58：环球易购旗下 Gearbest 主打极客工具 24
图 59：环球易购旗下 ZAFUL 主打快时尚 24
图 60：棒谷旗下 Banggood 主营服饰与消费电子 24
图 61：棒谷旗下 YOINS 主营潮流服饰 24
图 62：自建单页电商模式借助社交平台实现国内优质商品对海外消费者的精准营销触达与转化 25
图 63：自建单页电商模式通过在主流社媒平台上精准投放单页广告完成展示与销售 26
图 64：东南亚电商市场内高消费用户占比并不低 26
图 65：自建单页电商通过精选多件产品实现组合式销售 26
图 70：吉客印跨境电商模式覆盖定位选品、精准投放、产品单页销售和物流运输全过程 29
图 71：吉客印选品以高毛利潮流鞋包服饰美妆产品为主 29
图 72：吉客印 1688 平台账号等级已达 MAX 最高级别 29
图 73：吉客印丰富的历史用户数据沉淀积累，构筑精准营销护城河 30

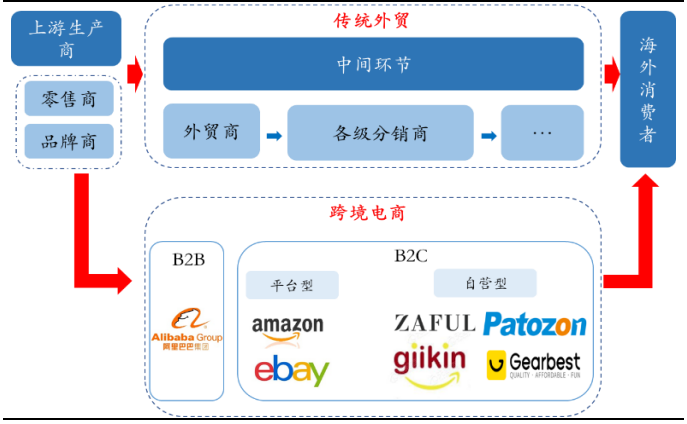
图 74: 吉客印库销比仅有 5%，优于平台型电商水平 31
图 75: 吉客印的签收率高于行业平均水平 31

表 1: B2C 跨境电商业态模式百花齐放，传统中心化平台电商之外，新型社交电商也在蓬勃发展 16
表 2: 根据 2020 年上半年的月均流量排名，东南亚各国的前三大电商平台略有不同 18
表 3: 东南亚头部跨境电商平台代表企业 Shopee 与 Lazada 定价策略、优势市场均有不同 19
表 4: A 股跨境电商板块主要涉及三类模式、五家上市公司 27
表 5: 跨境电商行业重点推荐吉宏股份，受益标的安克创新、星徽精密等 31

1、 “天时地利人和”齐具，跨境电商行业乘风而起

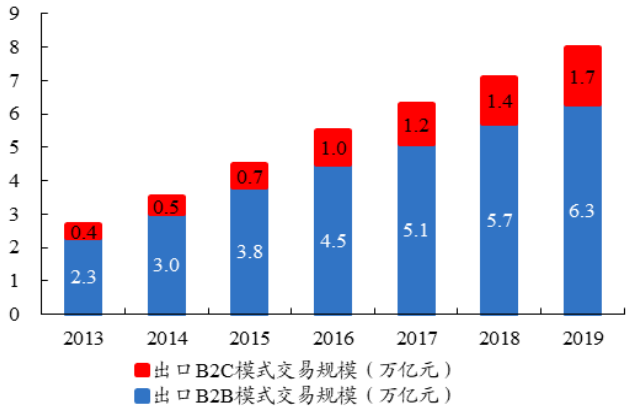
跨境电商省去传统外贸中间分销环节，近年来蓬勃发展，其中 B2C 模式增速更快。跨境电商指的是：分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易、支付结算并通过跨境物流送达商品完成交易的国际商业活动。从产业链来看，跨境电商直接连接上游生产商和海外消费者，省去了中间外贸环节和经销渠道，从而降低产品价格、提升效率，因此逐渐发展为传统贸易出口的有效替代渠道。近年来中国出口跨境电商行业蓬勃发展，2019 年市场规模已达到 8 万亿元。从模式上看，跨境电商 B2B 模式仍为主要渠道（2019 年规模 6.3 万亿元，占比为 79%），但 B2C 模式近年来增长更快（近六年复合增速达 27.3%），正在逐步替代传统 B2B 模式的交易份额。

图1：跨境电商省去传统外贸中间分销流通环节



资料来源：开源证券研究所

图2：跨境电商出口交易规模达 8 万亿元，B2C 增长更快

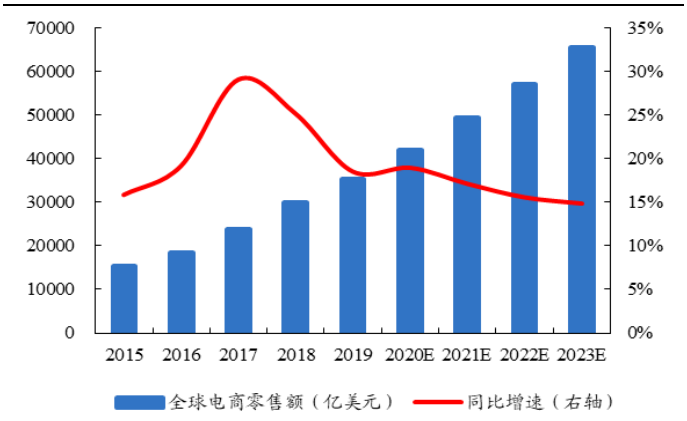


数据来源：电子商务研究中心、开源证券研究所

1.1、 天时：疫情驱动海外电商渗透率提升，高性价比商品需求旺盛

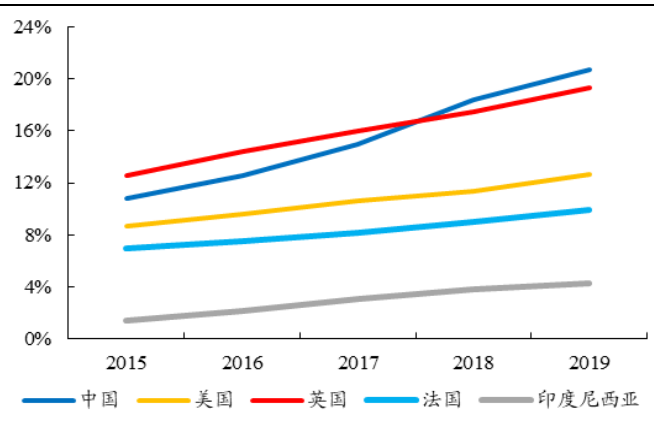
互联网基础设施建设普及，全球电商渗透率逐年提升，构成跨境电商发展重要基础。近年来全球线上零售业态快速发展，2020 年全球电商零售额预计超过 4 万亿美元，近 5 年复合增速达到 23%。从渗透率来看，全球各国电商渗透率（定义为线上零售额占整体社会零售总额比重）也在不断提升：中国电商发展相对成熟，2019 年渗透率已达到 21%；英国、美国等发达国家，电商渗透率也已经提高至 10%以上（疫情前）；而东南亚等发展中国家地区由于互联网基础设施建设等限制，目前还处于起步水平，代表国家如印尼的电商渗透率 2019 年刚突破 4%，存在较大提升空间。

图3：2020 年全球电商零售额预计超过 4 万亿美元



数据来源：Statista、开源证券研究所

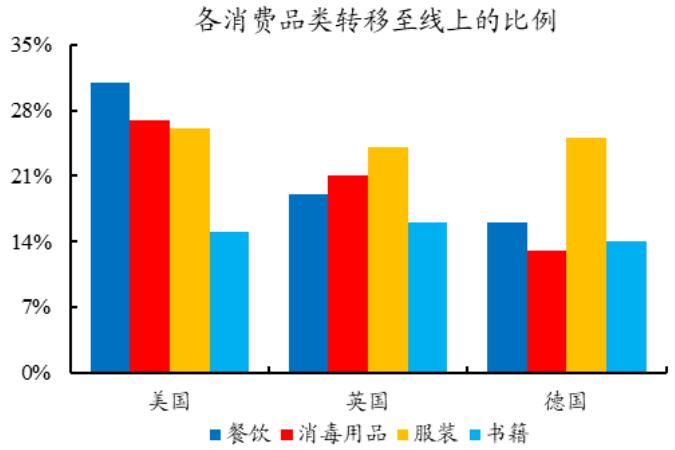
图4：2015 年以来全球各国电商渗透率逐渐提升



数据来源：Wind、eMarketer、开源证券研究所

海外疫情蔓延加速消费渠道向线上转移，“宅经济”需求推动跨境电商行业加速发展。2020 年，新冠疫情在全球蔓延，“宅经济”发展推动消费者购物渠道加速向线上转移。以线上主要消费品类--服装为例：根据 Statista 数据，疫情期间美/英/德等国均有 24%-26%的服装购买行为从线下转移到线上。根据美国商务部数据，2020 年二季度，美国电商销售额同比大幅增长 45%、环比增长超 30%，网络零售额占比环比提升 3.6pct。受益于行业高景气，电商网站亚马逊的桌面端和移动端网页访问量（除 APP 外）迅速增长，至 5 月份超过 25 亿，公司股价也连创历史新高。作为中国最主要的跨境电商出口目的国，美国线上消费需求激增有利于推动中国出口跨境电商行业的发展。此外值得注意的是，电商 SaaS 平台 Shopify（主要业务是为跨境电商卖家提供包含建站等在内的一站式服务）二季度 GMV 已超过 300 亿美元，同比增长 119%，市场交易份额跃居全美第二（仅次于亚马逊）。

图5：海外消费者在疫情期间消费习惯向线上转移



数据来源：Statista、开源证券研究所

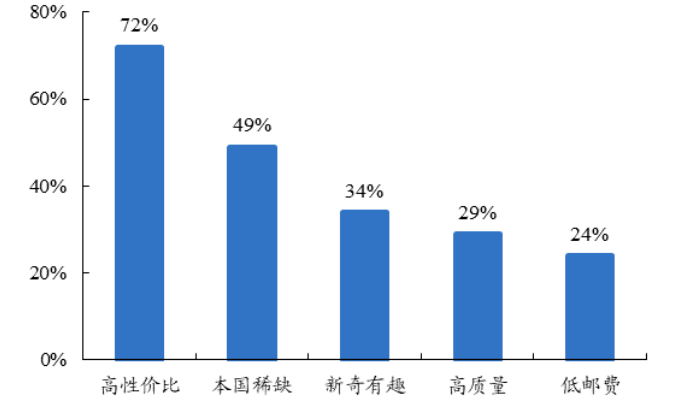
图6：疫情期间，亚马逊股价和网页访问量大幅上升



数据来源：Wind、Statista、开源证券研究所

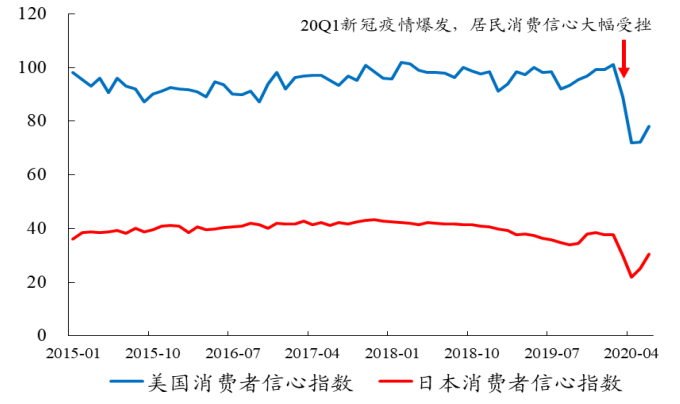
性价比仍是跨境电商用户最关心因素，疫情对消费者信心的影响进一步带动高性价比商品需求。根据 PayPal 调研数据，对跨境电商消费者而言，高性价比仍是最关注因素（对消费者吸引力达到 72%），远高于本国稀缺（49%）、商品新奇有趣（34%）和高质量（29%）等。2020 年由于新冠疫情爆发，全球各国经济增速均受影响下滑，导致消费者信心受挫，对未来收入预期下降，结果是对商品价格的敏感性更高。因此，全球消费者经济状况和消费心态变化，也有望带动高性价比商品的市场需求。而中国作为全球高性价比商品最大出口国，跨境电商企业有望充分受益。

图7：高性价比仍是跨境电商消费者最关心因素



数据来源：PayPal、开源证券研究所

图8：疫情影响消费者信心，带动高性价比商品需求

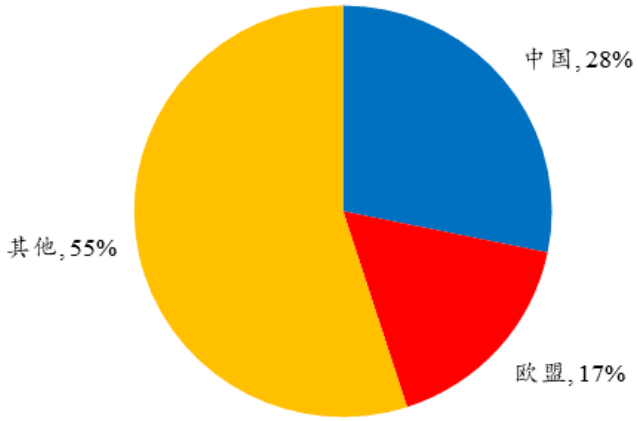


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 地利：中国制造业发达、供应链成熟，产品性价比优势突出

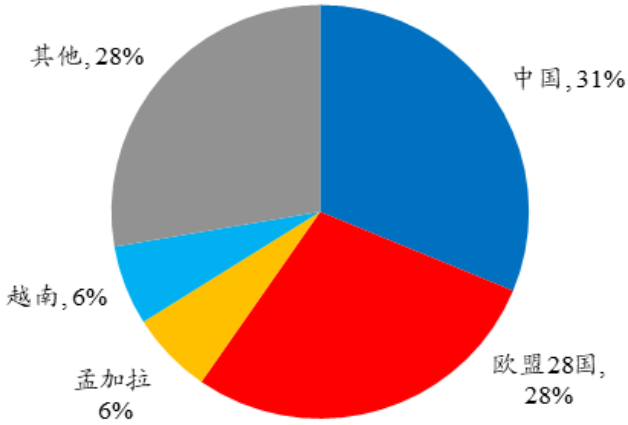
产能丰富：中国制造业体系完善，产品种类丰富，消费电子与服装生产能力强。1）根据工信部数据，中国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。根据世界银行2019年统计数据，中国制造业增加值达到3.9万亿美元，占全球28.2%，连续10年位列全球第一。2）Paypal数据显示，线上消费的主要品类是消费电子与服装，而中国在消费电子、纺织服装等产品的生产制造能力上优势也非常明显。在消费电子方面，中国制造了全球几乎所有印制电路板（PCB），与90%的手机、计算机以及70%以上的彩电。在纺织服装方面，中国培养了230多万熟练纺织工人，每年生产450多亿件服装，出口总额占全球三分之一，且有较强的反应速度能够紧跟市场潮流快速设计制造新款式，满足世界各地区的多样化需求。

图9：中国制造业增加值接近全球30%（2019年）



数据来源：世界银行、开源证券研究所

图10：中国服装出口份额占世界第一（2018年）



数据来源：世界贸易组织、开源证券研究所

供应链成熟：中国供应链成熟高效，产业集群加快新品落地速度。中国成熟的工业体系与15亿人口消费市场孵化了成熟高效的供应链体系，其中珠三角、长三角等地已经形成了大规模产业集群，为跨境出口电商提供了强大的供应链支持。以珠三角为例，深圳、东莞、惠州、中山等城市聚集了消费电子所需几乎全部电子零部件（高端芯片除外）生产厂家，承接了苹果、华为等众多国内外手机企业的制造组装订单。消费电子商家不仅可以根据市场需求，快速将新型产品从设计转化为充足的现货，还可以利用地理上的距离优势节省高昂的零部件运输费用，从而在跨境电商市场竞争中占据时间与成本优势。

物流高效：物流体系高效，境内物流降低生产成本，跨境配送时效性高。1）境内物流方面，2014年以来中国快递市场一直是全球最大的市场（按快递量计）。根据惠誉发布的《中国快递行业蓝皮书》数据，2009年至2019年间中国快递业务量复合增速高达42%，目前已达640亿件/年，位列全球第一。高效的物流体系使整个流通链条减少，降低了商品生产成本。2）跨境物流方面，近年来中国跨境电商领域的物流企业加快国际合作步伐，大幅提升了境外配送时效，全球智能物流网络逐步形成，为跨境电商打下了坚实的基础。2019年12月阿里菜鸟发布的全球运年度报告显示，一年来中国制造被送达全球超200个国家和地区。基于国内保税仓备货、海外直邮和海外仓备货模式以及数字技术的深度应用，中国跨境电商物流配送“当日达”已成为常态，全球智能物流配送服务体系已初步搭建，为跨境电商提供了高效的物流服务。

图11：珠三角汇聚了完善的电子产业链



资料来源：《中国地图册》

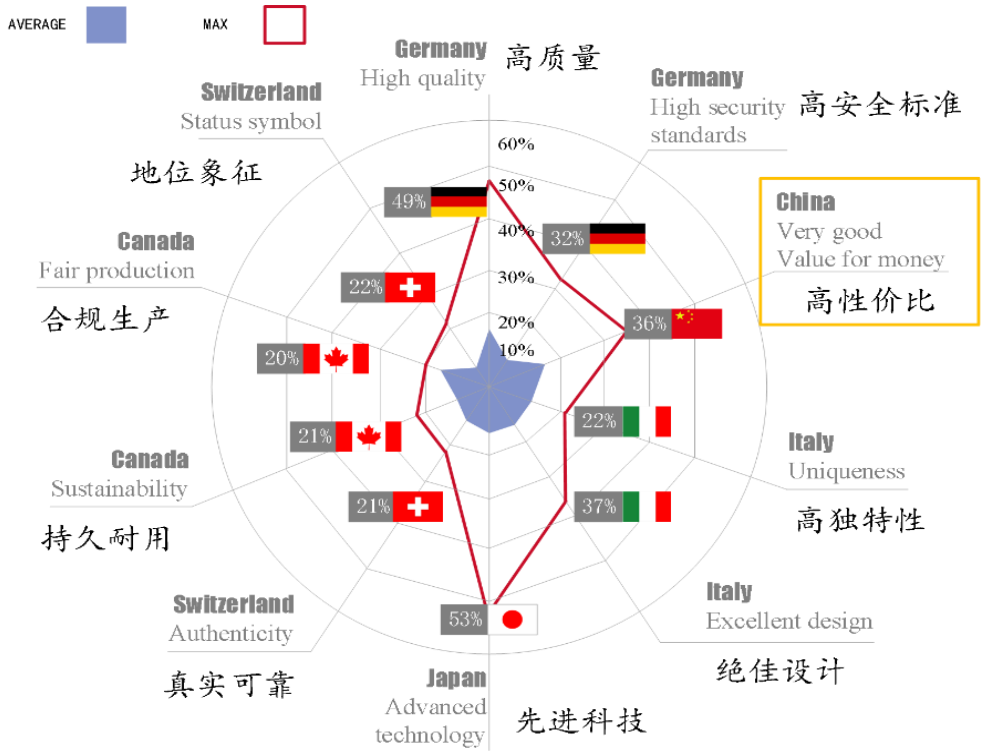
图12：中国跨境电商全球物流网络初步形成



资料来源：亿欧

丰富产能、成熟供应链和高效物流奠定了中国商品高性价比优势，受到全球消费者认可。尽管中国人工及生产成本持续上升，但相较欧美国家仍有明显优势。而对比人力成本更低的东南亚国家，高效供应链与完善的境内物流体系降低了商品的零部件采购成本与运输成本，同时大规模高素质、经验丰富的技术工人也保证了商品的高质量。这些因素共同铸就了中国商品在海外市场的高性价比优势。2017 年，Statista 通过对 52 个国家/地区的 4.3 万名消费者（样本中包含的国家地区人口占全球 90%以上）进行调查，分析出全球消费者对各国商品的印象。统计结果显示，多达 36%的受访者为中国商品打上了高性价比的标签，在所有国家中最高，且远高于平均水平（约 15%）。这表明中国商品在性价比方面的优势非常突出，已得到全球消费者广泛认可。

图13：海外消费者广泛认可中国产品的高性价比

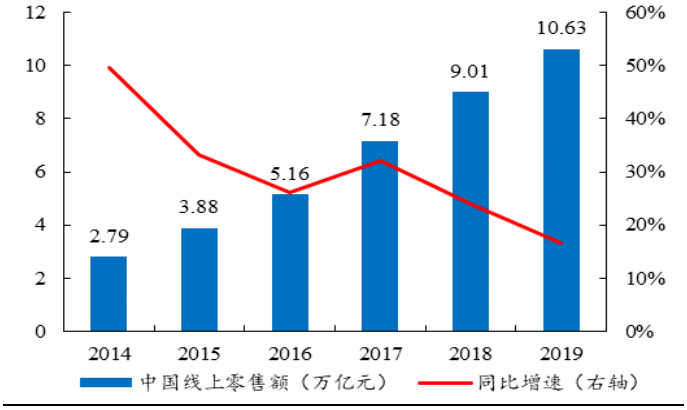


资料来源：Statista、开源证券研究所

1.3、 人和：电商经验和人才丰富，政策红利陆续释放

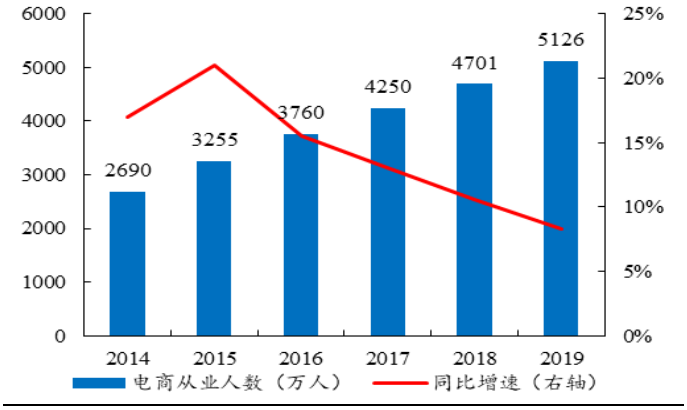
中国线上零售快速发展，培养出丰富的电商运营管理人才。1）随着移动互联网发展和物流网络建设完善，中国线上消费市场持续增长。根据商务部数据，2019 年中国线上零售额已达到 10.63 万亿元，近 5 年复合增速高达 31%；网络购物用户规模达到 7.1 亿人，中国已成为全球最大的线上零售市场。2）规模庞大的市场帮助电商行业积累丰富的经验并培养大量人才。2019 年，全国电商从业人员超过 5000 万人，重点网络零售平台实物商品店铺数达到 900 万家。国内电商发展为跨境电商海外扩张提供了丰富的运营管理经验，并锻炼出一支数量庞大、身经百战的电商队伍，为跨境电商企业在全球市场竞争中提供了充足的经验与人才优势。

图14：中国线上零售额突破 10 万亿元



数据来源：商务部、开源证券研究所

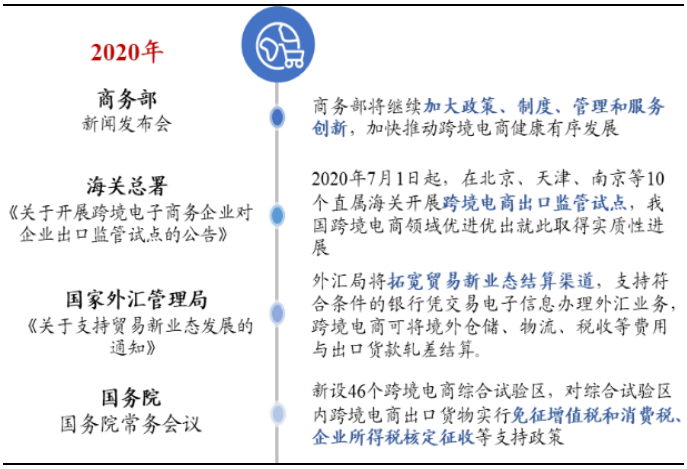
图15：中国电商从业人员超过 5000 万人



数据来源：商务部、开源证券研究所

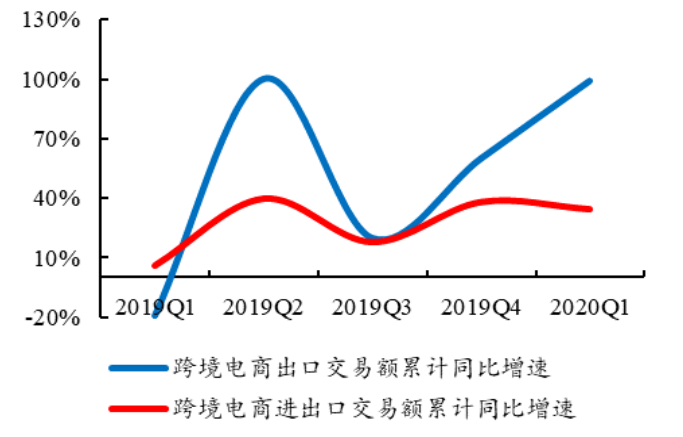
政策出台叠加需求共振，中国跨境电商出口交易额快速增长。国家为促进跨境电商发展，2020 年来在设立试验区、外汇结算、跨境通关等方面有多项支持政策出台。截至 2020 年 4 月，中国已设立 105 个跨境电商综合试验区，基本覆盖全国主要城市；2020 年 5 月，国家外汇局发布通知，要求外汇管理部门及中资银行提高贸易外汇收支便利化水平，以加快跨境电子商务等贸易新业态发展；2020 年 7 月起，海关总署在多个直属海关开展跨境电商出口监管试点，增列“跨境电商 B2B 直接出口”等方式。海外需求爆发与政策密集出台，共同促进跨境电商行业快速发展。海关总署数据显示，2020 年一季度中国跨境电商出口交易额实现了近 100%的高速增长。

图16：2020 年中国密集发布支持跨境电商相关政策



资料来源：海关总署、外管局、商务部、国务院、开源证券研究所

图17：2020Q1 跨境电商出口交易额同比增长近 100%



数据来源：海关总署、开源证券研究所

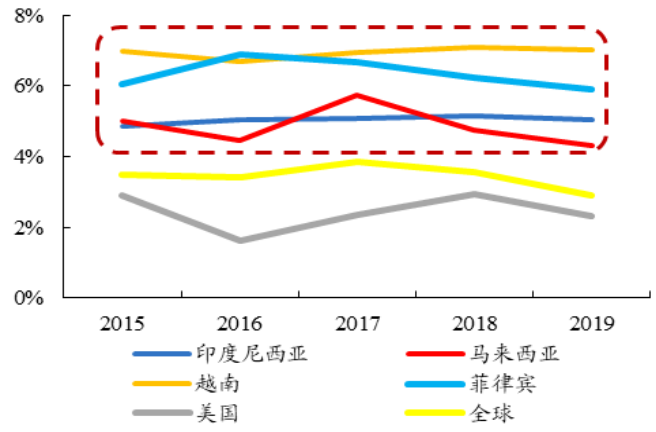
2、 东南亚电商市场：年轻、差异化、社媒高渗透，方兴未艾

相较于美国、欧洲等发达国家成熟市场，我们认为，以东南亚为代表的新兴市场国家，受益于经济高增长、互联网渗透率提升和年轻化人口结构等多重红利，事实上孕育着更具增长潜力的电商市场。因此，本章节中，我们将主要把目光聚焦在东南亚，着重探讨东南亚地区的差异化区域市场特点、人口结构特征和消费者行为偏好，以及由此产生的电商行业发展机会。

2.1、 东南亚：互联网经济高速发展，电商市场潜力无限

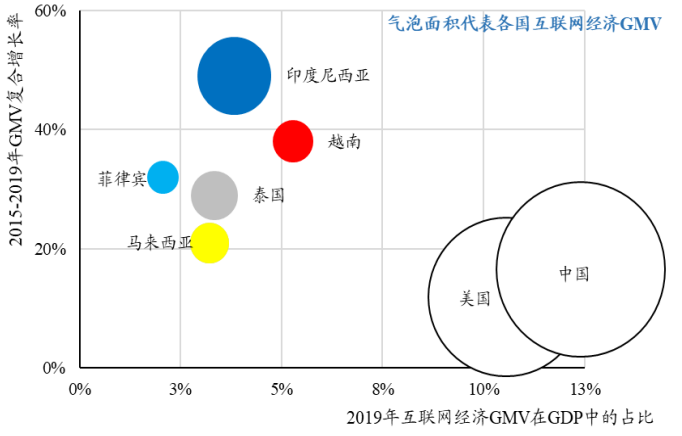
东南亚地区 GDP 持续强劲增长，互联网经济蓬勃向上。2015 年起，东南亚几个主要发展中国家 GDP 实际增长率均在 5%-8%左右，远高于全球平均水平（3%-4%），对比成熟发达经济体美国（1.5%-3%）和英国（1%-2.5%），经济增速优势明显。同时，随着网络基础设施建设逐步完善，东南亚地区互联网渗透率也在快速提升，目前东南亚已拥有 3.6 亿互联网用户，催生出蓬勃发展的互联网经济。根据《e-Conomy SEA 2019》数据，2019 年东南亚地区互联网经济 GMV 达到 1000 亿美元，2015-2019 年东南亚五大主要国家（越南、泰国、菲律宾、印度尼西亚和马来西亚，以下简称为“东南亚五国”）的互联网经济 GMV 复合增速均超 20%（最高的印尼增速接近 50%），处于高速发展阶段。

图18：东南亚主要国家 GDP 保持强劲增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

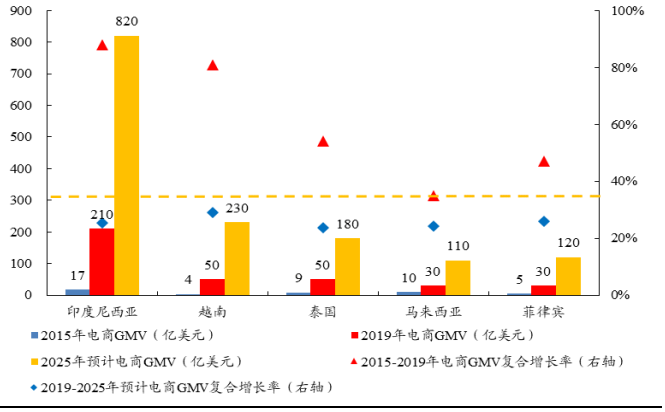
图19：东南亚地区互联网经济 GMV 增速较快



数据来源：《e-Conomy SEA 2019》、开源证券研究所

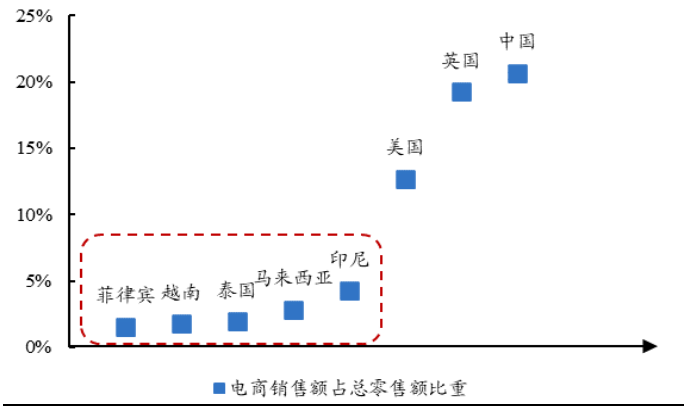
东南亚电商市场方兴未艾，目前渗透率仍较低，未来提升空间大。在区域经济快速发展和互联网渗透率提升推动下，东南亚电商市场规模在持续增长：根据《e-Conomy SEA 2019》数据，2019 年东南亚日均电商订单数已超过 500 万，电商活跃用户已增长至 1.5 亿人；2019 年整体电商 GMV 超 382 亿美元（约合 2680 亿元人民币），2015-2019 年东南亚五国的电商 GMV 复合增速均超 35%，处于高速扩张期，且 2019-2025 年仍有望以超过 20%的复合增速持续增长。但全球范围内横向对比来看，目前东南亚地区的电商渗透率仍处于较低水平，电商行业发展才刚刚起步。根据 eMarketer 统计，截至 2019 年 5 月，东南亚五国电商渗透率均低于 5%，平均仅为 2.5%，其中最大电商市场印尼的渗透率相对较高达到 4.26%。对标英国（19.3%）、中国（20.7%）等成熟电商市场来看，渗透率存在 8-10 倍的提升空间。而从成熟市场经验来看，电商渗透率持续提高为确定性趋势，由此也将孕育出广阔的行业发展空间。

图20：东南亚五国的电商 GMV 均高速增长



数据来源：《e-Conomy SEA 2019》、开源证券研究所

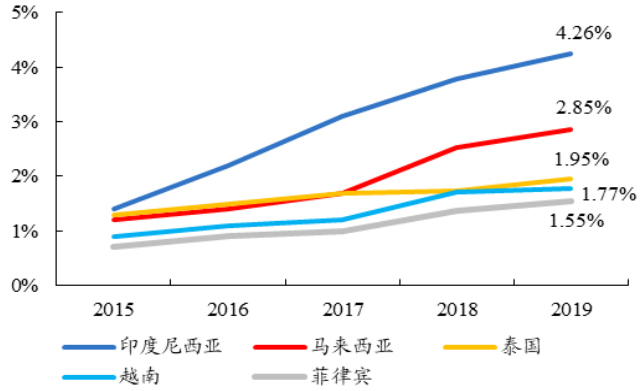
图21：目前东南亚五国的电商渗透率均低于 5%



数据来源：eMarketer、Wind、开源证券研究所

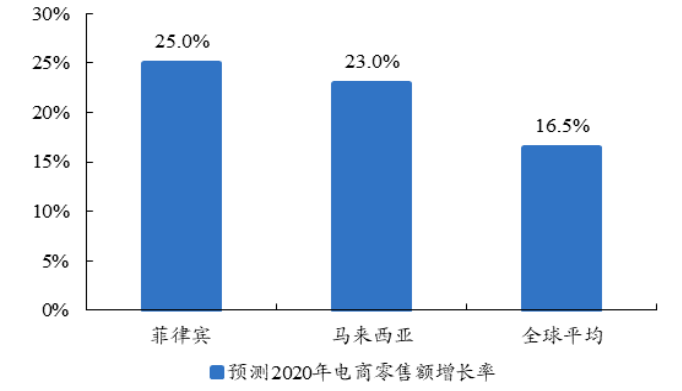
疫情驱动消费渠道向线上转移，有望催化东南亚电商渗透率加速提升。近年来东南亚各国的电商渗透率均在逐渐提升，主要五国平均渗透率已由 2015 年的 1.10%提升至 2019 年的 2.48%，而新冠疫情将极大加速这一过程。2020 年以来，由于新冠疫情全球爆发，东南亚各国也陆续发布了“封城”、“居家令”等多项措施，客观上加速了东南亚人民消费行为向线上转移的进程。根据 Facebook 和 Bain 的最新预测，至 2020 年底，东南亚地区网购人数将超过 3 亿，比原预测（2025 年底）时间整整提前 5 年。2020 年二季度，东南亚最大的电商平台 Shopee 单季度总订单数同比增长超过 150%。根据 eMarketer 预测，2020 年菲律宾和马来西亚将成为全球电商销售额增长率最高的两个国家，增速分别达 25%和 23%。

图22：近年来东南亚五国电商渗透率逐渐提升



数据来源：eMarketer、开源证券研究所

图23：预计菲律宾和马来西亚电商零售额增长全球最快

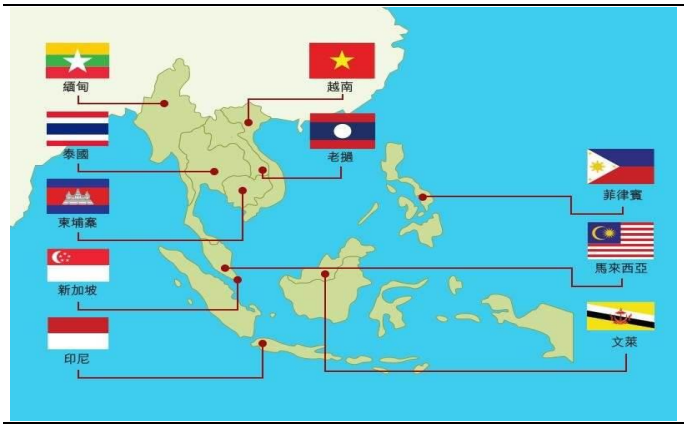


数据来源：eMarketer、开源证券研究所

2.2、 地域分散割裂、市场差异化明显，对电商选品与服务提出高要求

东南亚地区地域分散割裂、各国差异化明显，平台电商实行标准化经营难度较高。东南亚地区主要分为中南半岛和马来群岛，群岛各国分布分散，地理位置相互割裂，导致各国生活习惯等方面差异较大。同时，作为多文化融合地区，各国宗教信仰及传统文化等各不相同，进一步加大了差异，极大提升了传统平台型电商标准化经营的难度。具体体现在，因各国消费者偏好不同，同类型商品难以迎合所有消费者的喜好，导致电商无法标准化选品，且一旦选品方面出现水土不服，就容易面临商品滞销，最终存货积压减值拖累公司业绩。因此，目前东南亚地区平台型电商也尚未完全垄断市场，其他模式电商仍有发展空间。

图24：东南亚地区分散割裂，各国差异大



资料来源：新浪

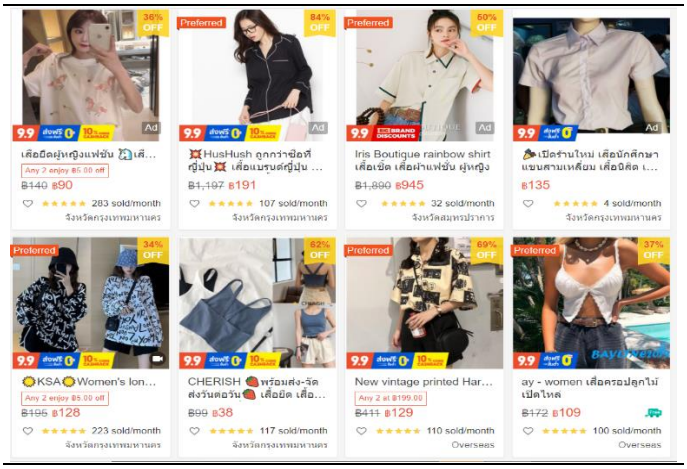
图25：东南亚地区宗教信仰多样化



资料来源：《世界宗教》、开源证券研究所

东南亚地区消费水平低、基础设施落后，低客单价和高物流成本构成电商盈利障碍。东南亚地区内绝大多数国家仍为发展中国家，人均居民可支配收入低，普通民众消费水平有限：以 Shopee 泰国网站为例，最受欢迎的女式上衣价格低廉，均价仅约为 30 元人民币。同时，东南亚大部分地区物流基础设施落后，拥挤的公路、稀疏的铁路和拥堵的港口大大拉长了电商交货时间并推高了运输成本。根据世界银行 2018 年发布的物流绩效指数（LPI），东南亚五国的得分最高仅为 3.1（中国为 3.75）。因此，在东南亚地区发展电商的一个突出问题就是：面向大众的低客单价商品，利润并不容易覆盖相对高昂的物流成本，客观上增大了电商商家和平台的盈利难度。例如，东南亚第一大电商平台 Shopee 自成立以来一直处于亏损状态，2019 年毛利率为-10.3%。2020Q2 毛利率也仅为-6.5%，仍未转正。

图26：Shopee 泰国最畅销女上衣均价约为 30 元人民币



资料来源：Shopee 泰国官网

图27：马来西亚、越南等平均物流时间超过 5 天

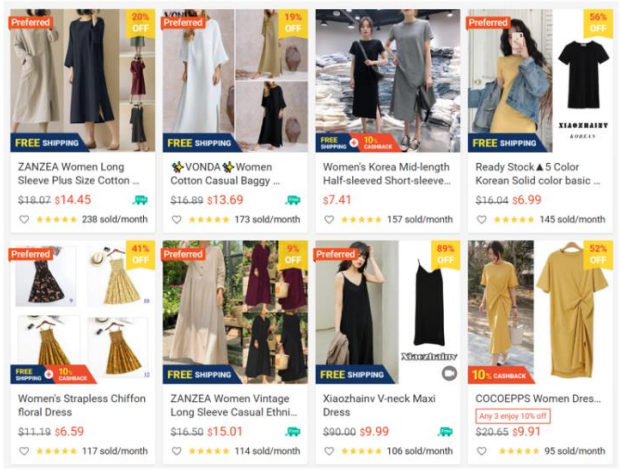


资料来源：iPrice、Parcel Perform

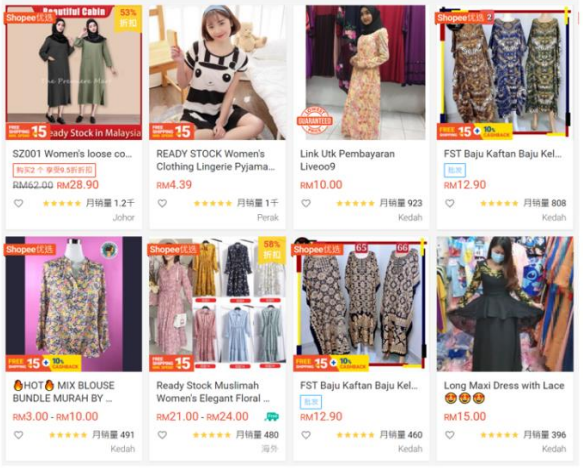
入乡随俗的本土化经营策略成为东南亚电商发展关键，选品能力打造核心竞争力。前文提到，东南亚地区地域割裂、多元化特性显著，各国人民的消费偏好显著不同。例如，马来西亚信仰穆斯林，穿着相对保守且热爱民族传统服饰，与宗教自由的新加坡人民的服装品类偏好区别就非常明显。因此，在 Shopee 新加坡站上销量高的女士裙装多为时尚韩系风格，马来西亚站上的服装品类则基本被传统服饰或宗教特色服饰占领。因此，对于东南亚市场的跨境电商企业而言，采取“入乡随俗”的本土化经营策略，并结合地区实际情况严格进行针对性选品尤为重要。更精准的选品意味着更好的销售、更快的周转和更低的库存积压，长期将积累为更强的竞争优势。

图28：新加坡电商平台上销量高的女士裙装为日韩风格，而马来西亚平台上多数为其传统服饰

新加坡站



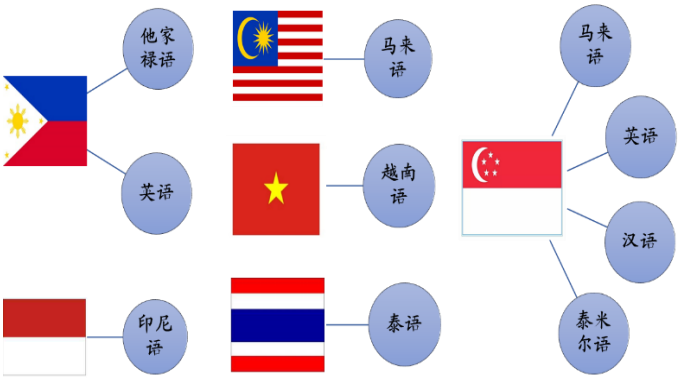
马来西亚站



资料来源：Shopee 马来西亚官网、Shopee 新加坡官网、开源证券研究所

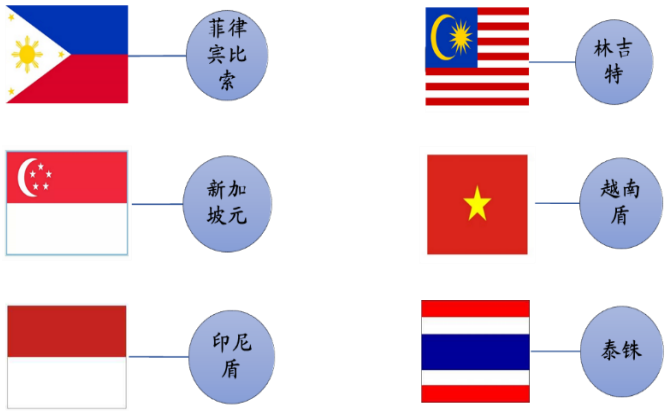
多语种、多货币共存，对电商的综合服务能力提出更高的要求。东南亚地区丰富的语言环境对于电商的服务能力提出高要求，如商品介绍的翻译和售前的沟通均需大量的语言团队和客服团队，中小电商企业面临的挑战较大。典型国家如新加坡，本身就有四种官方语言（马来语、英语、汉语和泰米尔语），兼顾各语言用户的需求是一大难点。此外，东南亚各国货币也不统一，每个国家均有各自官方货币。更有甚者，东南亚地区各国消费者的付款方式偏好也各不相同，如经济高度发达的新加坡喜爱银行卡支付，而相对落后的越南则更推崇现金支付，因此电商的支付结算业务也存在一定挑战。

图29：东南亚地区各国官方语言差异较大



资料来源：《世界语言生活状况报告》、开源证券研究所

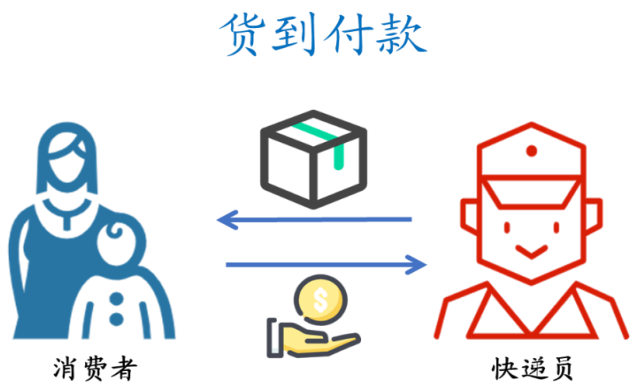
图30：东南亚地区各国官方货币不统一



资料来源：世界银行、开源证券研究所

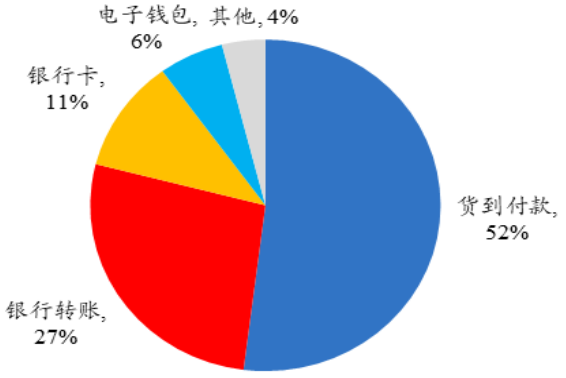
消费者对电商信任感不足，货到付款成为东南亚地区特色支付方式。东南亚地区线上购物发展时间短，消费者尚未对电商完全建立信任，对于线上先支付后发货方式存在疑虑。因此，Shopee、Lazada 等大型电商平台，在常规线上支付外，也均提供货到付款等现金支付方式，主要目的即在于让消费者安心从而更好地解决信任成本。尤其是在越南等经济发展程度及移动支付普及率不够高的国家，更是崇尚“现金为王”。根据 TMO Group 在 2018 年的调研数据，越南电商支付市场中，货到付款方式占比超过 52%，成为最受欢迎的支付方式，银行转账、银行卡支付占比分别为 27%、11%，而电子钱包支付占比仅有 6%，仍处于较低水平。

图31：货到付款方式能够解决消费者的信任成本



资料来源：开源证券研究所

图32：越南电商市场主要采取货到付款的支付方式

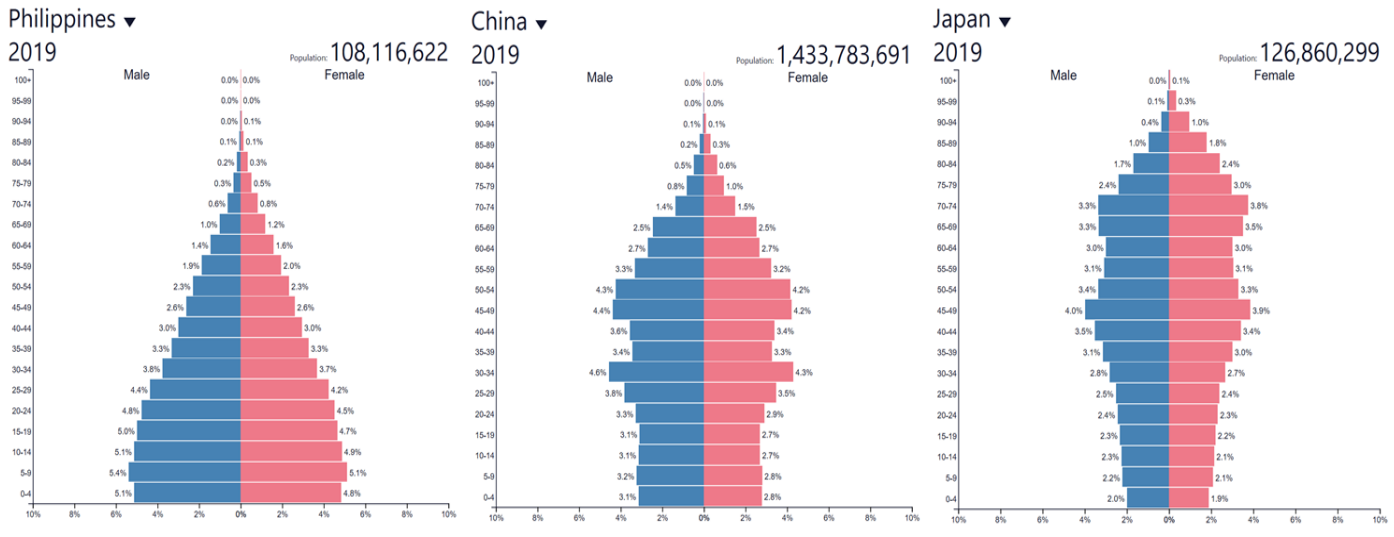


数据来源：TMO Group、开源证券研究所

2.3、 消费者画像：人口年轻、社媒高渗透，社交电商营销空间广阔

东南亚地区多为年轻化国家，人口结构优质，为电商市场创造消费人口红利。相较中国、日本等国，东南亚大部分国家平均年龄低、年轻人口众多。以菲律宾为例，作为处于人口上升期的典型年轻化国家，菲律宾国民年龄中位数仅为 25.7 岁（中国/日本此数据分别为 38.4/48.4 岁），且人口结构呈金字塔型，20 岁以下人口占比达到 40%（中国/日本这一数据分别为 24%/17%）。作为目前线上消费市场的主力军，新世代年轻人更愿意尝试、探索新消费潮流，乐于接收外界信息改变生活状态。电商作为更便捷、更高性价比、更新颖有趣的购物方式，正在东南亚年轻人间率先逐步渗透。未来，随着低龄消费者成长和消费能力增强，东南亚电商行业有望持续享受人口红利。

图33：东南亚人口年轻化特征显著，典型国家如菲律宾等人口结构与中国、日本差异较大

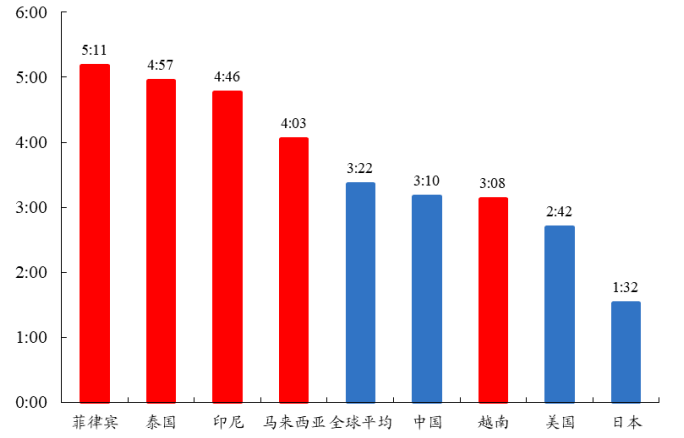


资料来源：Population Pyramid

不同于电商，社交媒体在东南亚已实现高渗透，东南亚人民多为社媒重度“发烧友”。东南亚跳过 PC 时代直接跨入移动互联网时代，用户对移动电子设备高度依赖。根据 Global Web Index 调查数据，16-64 岁年龄段的菲律宾、泰国和印尼互联网用户，每日使用移动互联网的时长均在 5 小时上下，位居世界前五。此外，由于东南亚地区线下娱乐、消费业态相对欠缺，因此以 Facebook、Youtube 和 Instagram 等为代表的社交媒体自然成为重要休闲娱乐平台。从渗透率来看，东南亚五国社媒渗透率均超

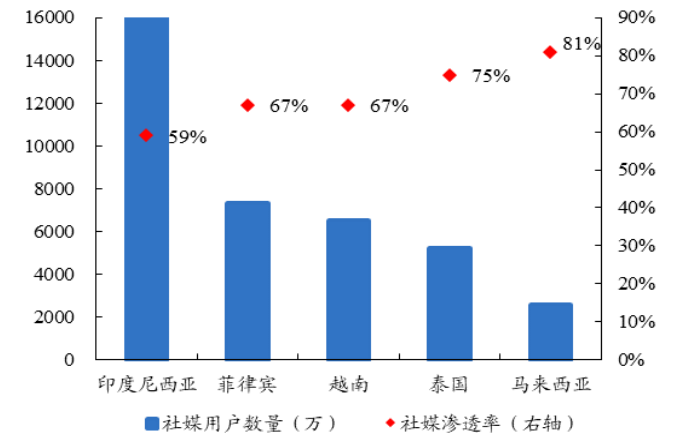
过 59%，马来西亚甚至高达 81%。而从使用时间来看，菲律宾作为全球使用社媒时间最长的国家，用户每日平均花费近 4 小时进行新闻浏览、信息分享等活动。东南亚人民对移动互联网的沉迷偏爱，也为社媒等广告营销创造了广阔的发展空间。

图34：菲律宾泰国印尼移动互联网使用时间居世界前列



数据来源：Global Web Index、开源证券研究所

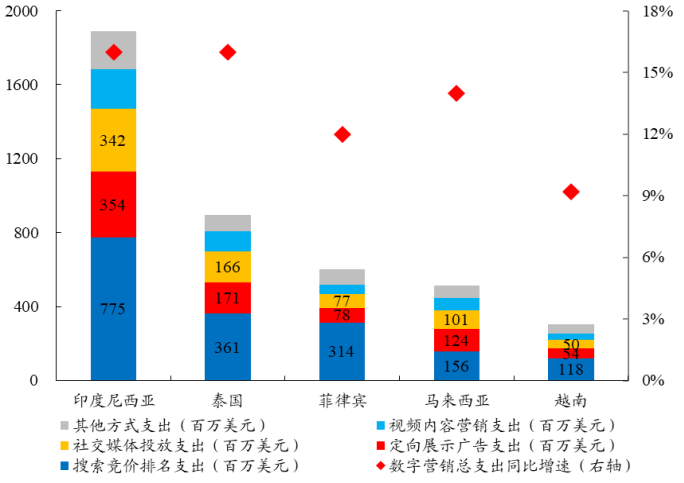
图35：东南亚五国的社媒渗透率均超过 59%



数据来源：We Are Social、开源证券研究所

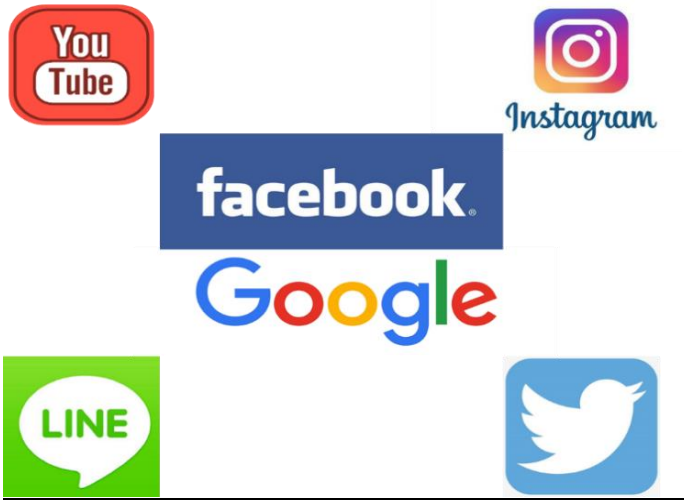
电商广告营销持续加码实现消费者触达，搜索引擎及社媒网站为线上投放主战场。东南亚电商市场持续扩容和用户对移动互联网的重度依赖，使得数字广告营销近年来愈发受到重视。越来越多电商企业，开始通过投放营销广告来宣传自有电商平台或店内产品，实现更多的消费者触达和销量转化。根据 We Are Social 数据，2019 年东南亚五国的数字营销支出同比增速在 9%-16%之间。从营销方式来看，目前东南亚地区数字营销方式主要分为搜索竞价排名、定向展示广告、社交媒体投放和视频内容营销等。其中 Google 等渠道的搜索竞价排名为最主要宣传方式，而在 Facebook、YouTube 或 Instagram 等社媒渠道的定向广告投放也在不断发展。从成本端来看，目前东南亚地区的广告展示成本仅为欧美地区的 30%-40%，存在较大流量红利。

图36：东南亚各国数字营销支出逐渐增加



数据来源：We Are Social、开源证券研究所

图37：线上广告营销主要通过搜索引擎和社媒投放

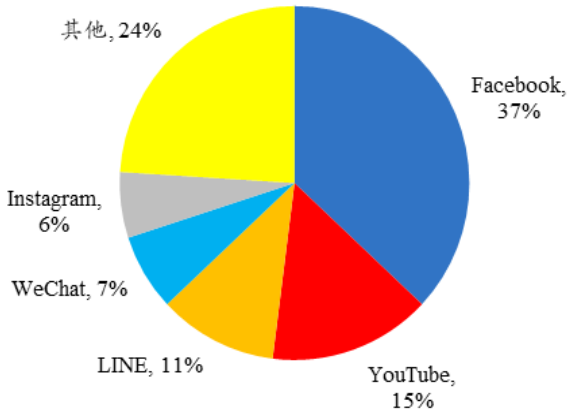


资料来源：开源证券研究所

Facebook 是东南亚地区最火的社媒平台，也是电商平台最重要的获客流量来源。Facebook 在东南亚地区渗透率高，且目前仍处于快速增长期。根据 Kantar 的数据，2019 年 Facebook 占据东南亚社媒市场 37%的份额，是最主流的社交媒体。尤其在部分欠发达地区（柬埔寨和缅甸等），Facebook 市占率高达 62%，占据绝对优势。根据

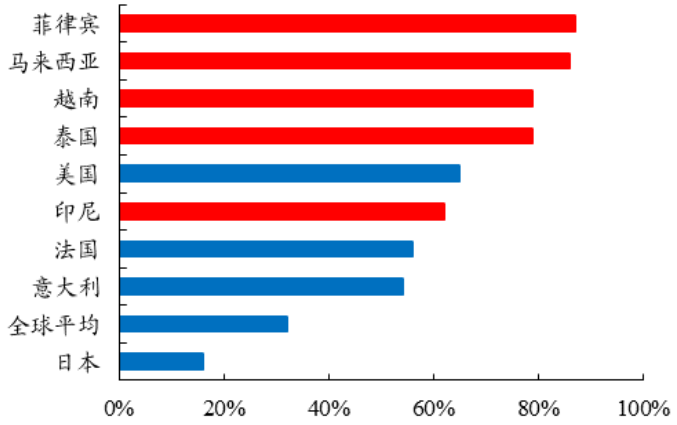
We Are Social 的数据，东南亚各国的 Facebook 潜在广告触达率在 80%左右，远高于世界平均水平（32%）。触达率是广告投放中的重要指标，更高的触达率意味着，当商家在 Facebook 进行广告投放时，可以覆盖到更多用户、实现更好的投放转化效果。目前，Facebook 已成为东南亚电商平台最重要的获客渠道之一。

图38：东南亚社媒中 Facebook 占据 37%市场份额



数据来源：Kantar、开源证券研究所

图39：东南亚地区 Facebook 潜在广告触达率高达 80%



数据来源：Facebook、开源证券研究所

3、跨境电商蓝海千帆竞渡，百家争鸣，谁执牛耳？

本章节中，我们将重点介绍常见的几类跨境电商模式和代表公司。在此之前，我们尝试阐述一种新的分类思路，希望由此更好地观察模式变化背后的互联网生态变迁。

传统对跨境电商商业模式的划分，多依照是否自行生产/采购产品分为平台型电商和自营型电商。其中，自营型又可细分为第三方卖家模式和自建独立站/自建单页模式。但我们认为，平台电商（如亚马逊等）和第三方卖家电商（如安克创新等，主要就在亚马逊平台上开店）本质上属于同一种模式内的不同角色。因此，不妨换个思路，从电商流量的来源入手，分为传统中心化平台电商（含平台和卖家）与新型社交电商，后者主要通过社媒平台流量导流到自建的独立站点或产品单页。

接下来，我们会逐一对每一种模式的业务细节、优劣势和适用市场展开探讨。

表1：B2C 跨境电商业态模式百花齐放，传统中心化平台电商之外，新型社交电商也在蓬勃发展

模式	细分类别	代表公司	模式介绍
传统中心化平台电商	电商平台	亚马逊、eBay、Shopee、Lazada	搭建线上商城，整合物流、支付、运营等服务资源，吸引商家入驻。主要盈利模式为收取广告费和交易佣金等。
	第三方卖家（精品/泛品）	安克创新、泽宝技术、傲基科技、有棵树	公司对经营的产品进行统一的生产或采购，通过 eBay、亚马逊等第三方电商平台完成商品展示和销售，主要盈利模式为赚取购销差价。根据选品品类策略不同可进一步分为精品模式和泛品模式。
新型社交电商	自建独立站	SHEIN、棒谷、环球易购、兰亭集势	公司对经营的产品进行统一的生产或采购，通过自有电商平台完成商品展示和销售，主要盈利模式为赚取购销差价。
	自建单页	厦门吉客印	公司设立专业买手团队挑选优质商品；利用大数据分析精准定位客户群体，在 Facebook 等社交网站买量投放广告，通过消费者点击广告后打开的产品单页完成商品展示和销售，主要盈利模式为赚取购销差价。

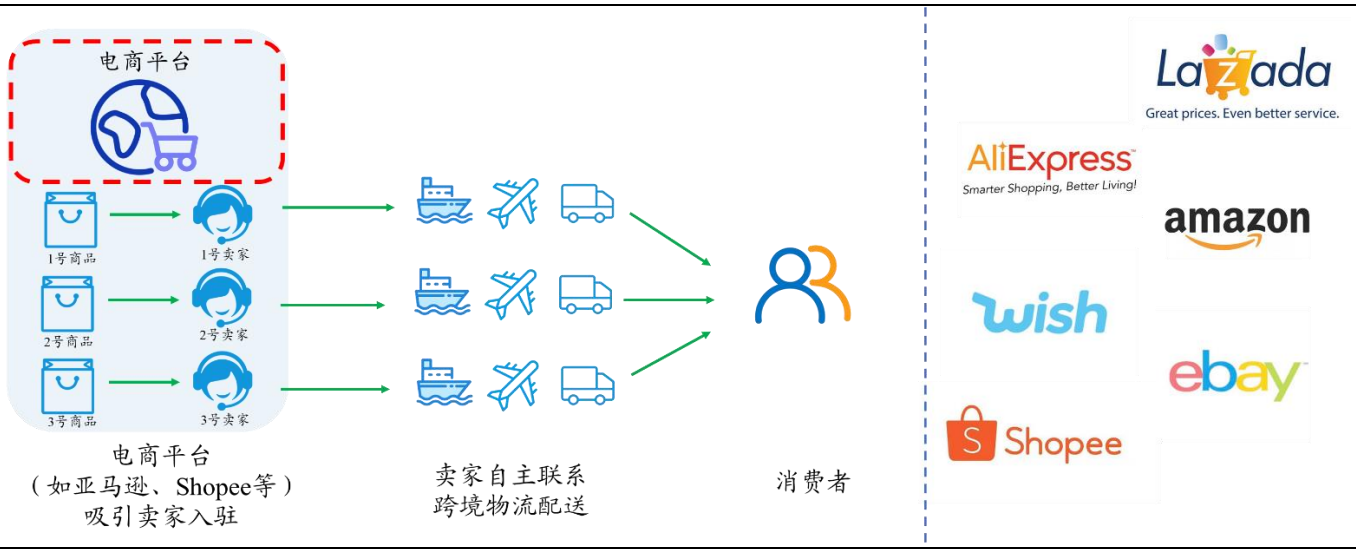
资料来源：中国电子商务研究中心、吉宏股份公司公告、开源证券研究所

3.1、 电商平台：用户规模大、商品丰富，占据主要市场份额

传统中心化电商平台模式下，参与者主要包括电商平台和入驻平台的卖家。

跨境电商平台通过搭建线上商城吸引商家入驻，收取佣金和增值服务费。跨境电商平台通过搭建线上商城，整合物流、支付、运营等服务资源，吸引商家入驻。平台提供买家和卖家的数据，并开放商品、店铺、交易、物流、评价、仓储、营销推广等各环节，以收取商家交易佣金和平台广告费等作为盈利来源。目前，平台型电商仍是最主流的业态模式。

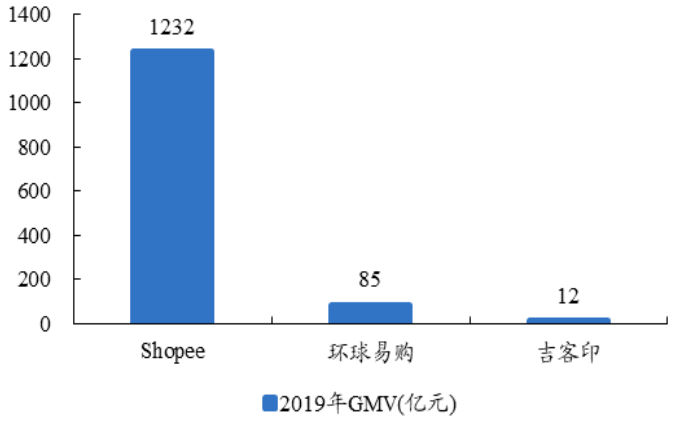
图40：跨境电商平台通过线上搭建商城为第三方商家提供跨境电商交易服务



资料来源：亚马逊、Lazada、Shopee 等官网、开源证券研究所

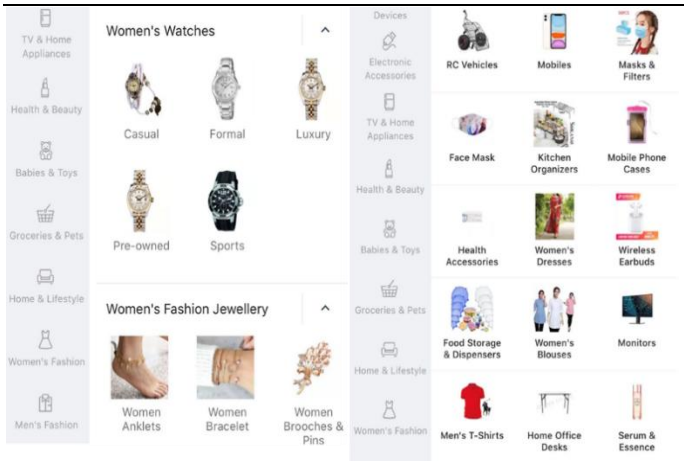
跨境电商平台营收规模大、商品丰富，但也面临招商压力与质量把控难题。跨境电商平台公司的运营重点聚焦于流量挖掘、前期招商、网站运营等环节，主要为广大第三方卖家提供用户众多、流量丰富的卖家平台，而本身不直接参与生产、运输、售后等环节。因此，跨境电商平台具有品类丰富、扩充效率高，营收规模大，无库存、物流压力等优势。但目前体量较大的第三方卖家仍较为稀缺，而跨境电商平台企业之间竞争激烈，导致规模较大的商家引入难度较高；而规模较小的商家尽管数量众多，但平台在选择引入时又面临商家与商品质量把控的难题。

图41：电商平台 GMV 远高于自营独立站点



数据来源：Sea、跨境通、吉宏股份等公司公告、开源证券研究所

图42：跨境电商平台产品种类丰富



资料来源：Lazada APP

东南亚各国的头部电商平台不尽相同，暂未形成全地区垄断局面。目前腾讯投资的 Shopee 和阿里巴巴控股的 Lazada 为东南亚地区最主要的两大跨境电商平台，但具体到每个国家，也有本土电商平台崭露头角、分庭抗礼。例如，根据 iPrice 的数据，印度尼西亚本土电商 Tokopedia 在本国流量排名已跃居第二，在整个东南亚地区也已排到第三，对两大龙头平台形成有力竞争。亚马逊目前在东南亚布局还较少。

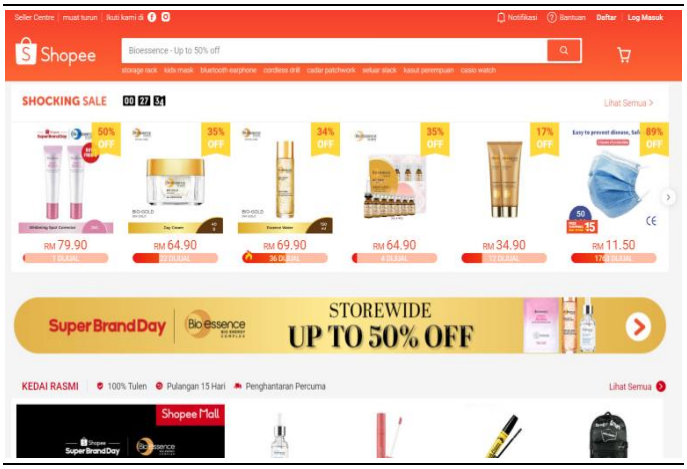
表2：根据 2020 年上半年的月均流量排名，东南亚各国的前三大电商平台略有不同

	泰国	马来西亚	印度尼西亚	越南	菲律宾
1	Shopee（4724 万）	Shopee（3826 万）	Shopee（9344 万）	Shopee（5249 万）	Lazada（3075 万）
2	Lazada（3522 万）	Lazada（1608 万）	Tokopedia（8610 万）	The Gioi Di Dong（2510 万）	Shopee（2895 万）
3	JD Central（294 万）	PG Mail（409 万）	Bukalapak（3529 万）	Tiki（2115 万）	Zalora（106 万）

数据来源：iPrice、开源证券研究所

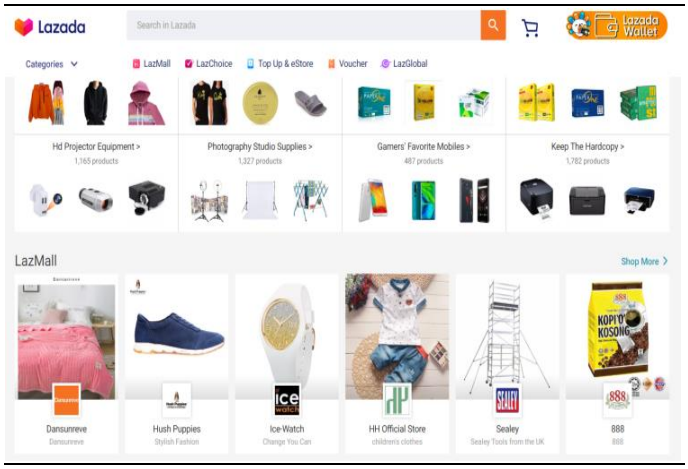
跨境电商平台代表： Shopee，东南亚第一大平台电商，重视性价比与本土化经营。Shopee 成立于 2015 年，是东南亚互联网公司 Sea（腾讯为其第一大股东，持股 40%）子公司。公司主要目标市场包括台湾、马来西亚、印尼、菲律宾、新加坡、泰国和越南等。在经营策略方面，公司更倾向于 C 端个人店铺模式，主打高性价比产品，官网界面也凸显产品折扣优势。与此同时，考虑到东南亚消费者对移动设备依赖度高，公司选择移动端优先策略，在东南亚 7 个国家均推出对应 APP 实行本土化经营，更好地契合当地消费者需求。2020 年上半年，Shopee 移动端在东南亚六大市场的苹果 iOS 与安卓 Play Store 购物类别均排名第一，网页端也以 2.7 亿月度访问量位居榜首，稳居东南亚第一大平台型电商宝座；同时 GMV 达 142 亿美元，同比增长超 90%。据母公司 Sea 预计，Shopee 在 2020 年经调整收入将为约 17 亿-18 亿美元。

图43：Shopee 倾向于个人店铺模式，网站界面凸显折扣



资料来源：Shopee 官网

图44：Lazada 倾向于品牌店铺模式，网站界面凸显品牌



资料来源：Lazada 官网

跨境电商平台代表： Lazada，重品牌策略打造优质口碑，购娱功能拓展生态圈。Lazada 是阿里旗下的东南亚高品质跨境电商平台（阿里巴巴持股比例达 83%），主要目标市场为马来西亚、印尼、菲律宾、新加坡、泰国和越南等国家，目前已拥有超过 7000 万的年度活跃用户。在平台定位方面，公司倾向于打造高端电商平台形象，LazMall 和 LazGlobal 两大商城汇聚了众多优质品牌。在营销方面，公司推出 Shoppertainment 购娱功能，包括直播模式以及与用户互动的 LazGame 频道，提升获客能力；同时将娱乐业态注入零售，以游戏增加趣味和互动，帮助 Lazada 向生态、社区、内容拓展。根据我们测算，2019 年 Lazada 的 GMV 约为 130 亿美元；2020 年上半年，Lazada 订单数再次实现翻倍增长。

表3：东南亚头部跨境电商平台代表企业 Shopee 与 Lazada 定价策略、优势市场均有不同

	Shopee	Lazada
品牌策略	倾向于个人店铺模式 更为突出产品的价格优势	倾向于走高端形象路线 更为重视引导卖家突出自己的品牌
产品及定价策略	本土化铺货模式 “秒杀”、“闪购”等大流量、高转化的促销形式深受喜爱 除越南外，商品的最高折扣可达到 95%	全球精选模式 同款商品在 Lazada 的产品定价普遍比 Shopee 高 “品牌”确保产品质量 “打折”刺激消费行为，营造“品牌低价”的氛围
优势市场	印尼、越南、泰国、马来西亚	菲律宾、新加坡
物流体系	自建跨境业务的物流服务体系 SLS 配送价格低于市场价约 30%	6 国自建仓储，合作邮政、菜鸟 实现末端配送 72 小时送达
用户定位	利用渠道价格优势采取薄利多销的“打法” 以满足东南亚中低消费人群的需求	瞄准东南亚中、高端消费群体 兼顾下沉市场，产品分层定价，利润普遍较高
销售	2019 年 GMV 约 176 亿美元	2019 年 GMV 测算约 130 亿美元

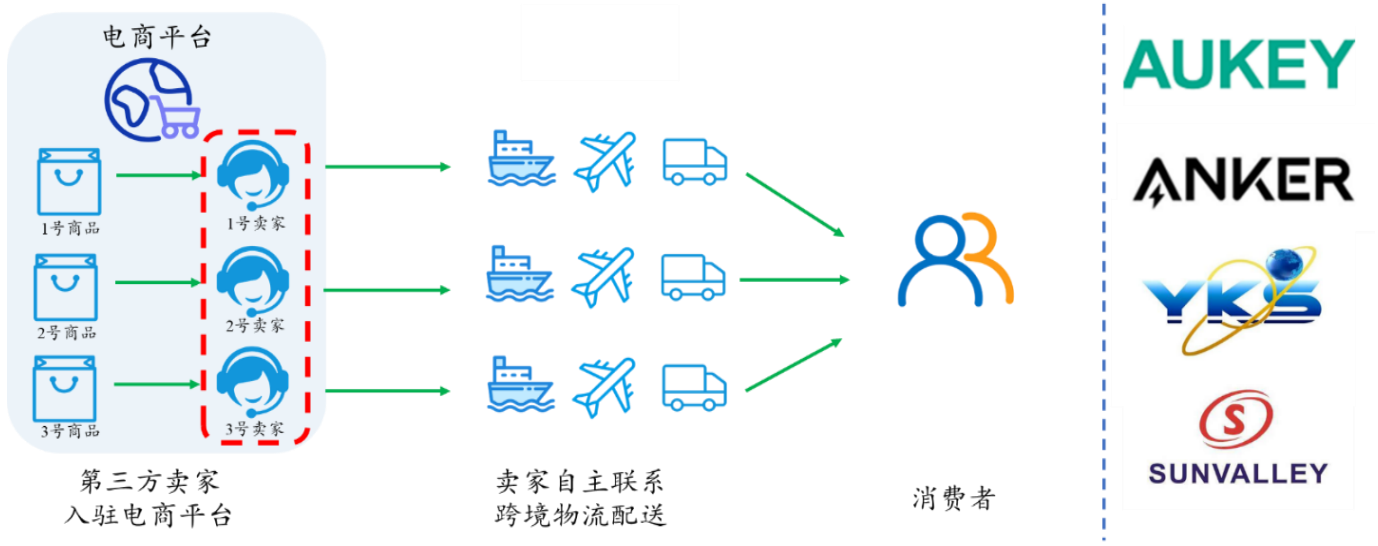
资料来源：WoShipm、吉易跨境电商学院、雨果网、2019Lazada 跨境电商大会、Sea 公司公告、开源证券研究所

3.2、 第三方卖家：精品策略深入研发，聚焦品牌价值打造

传统中心化电商平台模式的另一个重要参与角色，是入驻平台的第三方卖家。

第三方卖家模式跨境电商通过在亚马逊等电商平台开设店铺进行商品销售。以第三方卖家模式运营的跨境电商企业主要通过入驻亚马逊、eBay 和速卖通等电商平台进行商品展示及销售，其中根据选品策略不同可进一步细分为精品策略和泛品策略。从销售商品的品类来看，精品策略电商多以销售电源、音箱等消费电子产品和家居生活产品为主，精选 100-200 个 SKU，重点打磨核心产品，强调用户的品牌粘性和高复购，精品模式代表公司包括安克创新（300866.SZ）、泽宝技术（星徽精密子公司）和傲基科技等；泛品策略电商多数实现全品类覆盖，SKU 多达几十万，通过大量铺货赚取购销差价，泛品模式代表公司包括有棵树（天泽信息子公司）、通拓科技（ST 华鼎子公司）等。

图45：第三方卖家模式下，跨境电商在电商平台展示商品完成销售

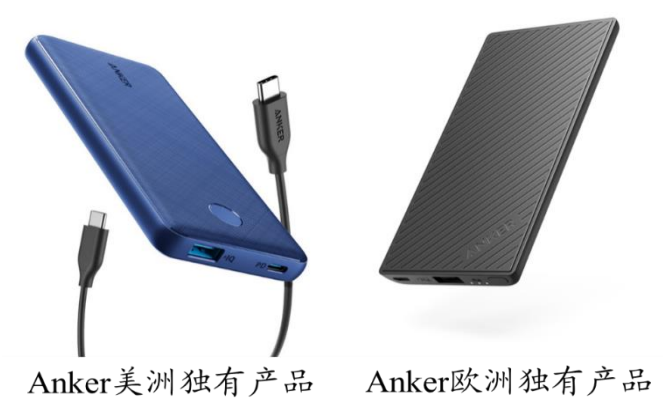


资料来源：傲基科技、有棵树等官网、开源证券研究所

第三方卖家模式下，精品策略电商深度介入研发、泛品策略电商产品丰富，二者均对平台存在依赖。精品策略电商通过深耕供应链介入商品的研发领域，研发费用率相对较高，同时专注垂直领域提升产品质量，未来有望建立品牌影响力从而提高毛利率；泛品策略电商产品线丰富，可以满足消费者的各类需求，但商品相对同质化、竞争力较低。二者均不需要承担平台的建设与运营成本，但对电商平台的依赖较强，需要从平台购买流量并缴纳交易佣金、卖家服务费等费用（如亚马逊销售佣金约为8%-20%），同时承担平台规则变动带来的风险。

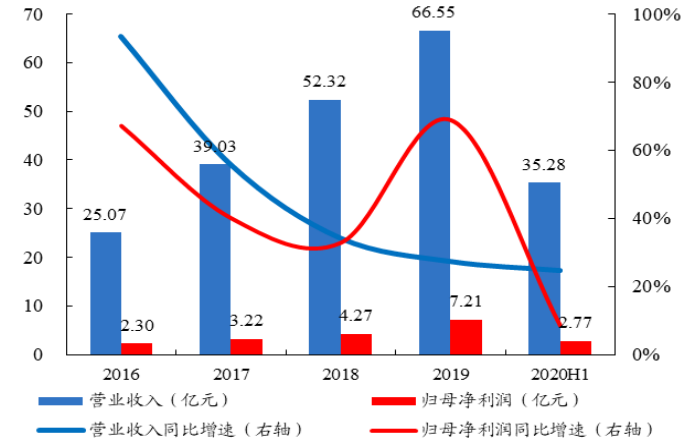
第三方卖家（精品策略代表）：安克创新，消费电子龙头，自主研发打造高性价比产品。安克创新（300866.SZ）成立于2011年，主要经营“Anker”等自有品牌，产品主要包括充电类、无线音频类、智能创新类三大系列，主攻北美（占比56%）、欧洲和日本等经济发达且消费力强的市场。在产品方面，公司采用“自主研发设计+外协生产” 的产品供应模式，既坚持自主研发新产品（2019年研发费用3.94亿元，占营收5.92%），也充分利用中国高效成熟的制造业基础，打造反应快速、性价比高、本土化强的产品，奠定公司核心竞争优势。以中东市场为例，因当地平均气温相对较高，Anker的充电产品加强了高温防护技术，确保产品在高温环境下正常使用。在渠道方面，公司主要通过亚马逊、eBay、天猫和日本乐天等平台型电商销售产品，线上渠道占比为69.7%；在线下，公司与沃尔玛、百思买等零售商合作，目前线下渠道占比已达30.3%。2018年起公司业绩快速增长，2019年实现营收66.55亿元、归母净利润7.21亿元，净利率达到10.85%；2020年上半年营收同比增长24.52%。

图46：安克创新根据不同地区特性开发适合的充电产品



资料来源：安克创新官网、开源证券研究所

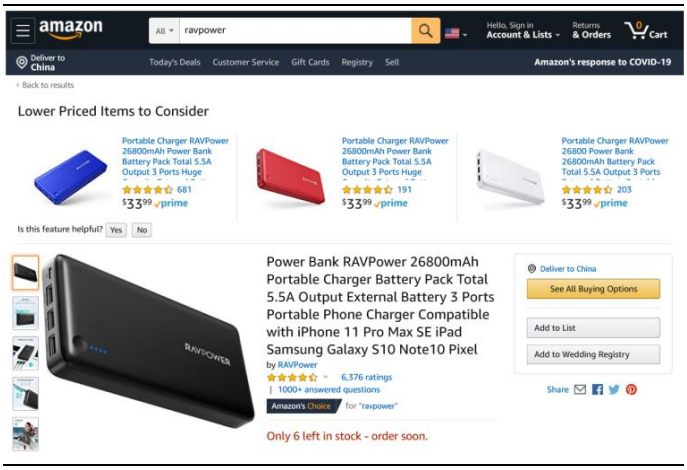
图47：安克创新营收与利润保持快速增长



数据来源：安克创新公司公告、开源证券研究所

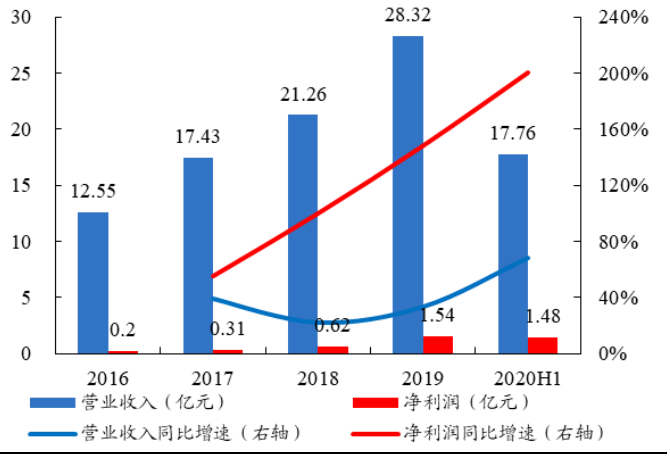
第三方卖家（精品策略代表）：泽宝技术，坚持“精品”路线，品牌打造能力强。泽宝技术成立于2007年，2018年成为星徽精密（300464.SZ）全资子公司。公司聚焦移动电源、蓝牙音箱、蓝牙耳机等消费电子产品，主攻美国（占比54%）、德国、英国、日本等发达国家市场。在产品方面，公司专注“精品”模式，核心产品SKU仅100多个，但存货周转快、减值风险小，现金流也更健康。目前公司已形成RavPower、TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable五大海外知名品牌，并于2019年获得亚马逊年度最具产品创新力卖家。渠道方面，公司线上业务主要通过在亚马逊平台（占比99%）开店销售商品，线下B2B业务则通过欧美发达国家的大型商超和新兴市场的品牌代理商开展买断式销售服务。近年来公司业绩表现亮眼，2017-2019年营收复合增速达27%，净利润复合增速达123%。2019年公司实现营业收入28.32亿元，净利润1.54亿元，2020年上半年营收同比增长68%，净利润1.48亿元同比增长超过200%。

图48：泽宝产品占据亚马逊美国充电宝销售榜第 6



资料来源：亚马逊官网

图49：泽宝技术的营收与净利润保持高增长



数据来源：星徽精密公司公告、开源证券研究所

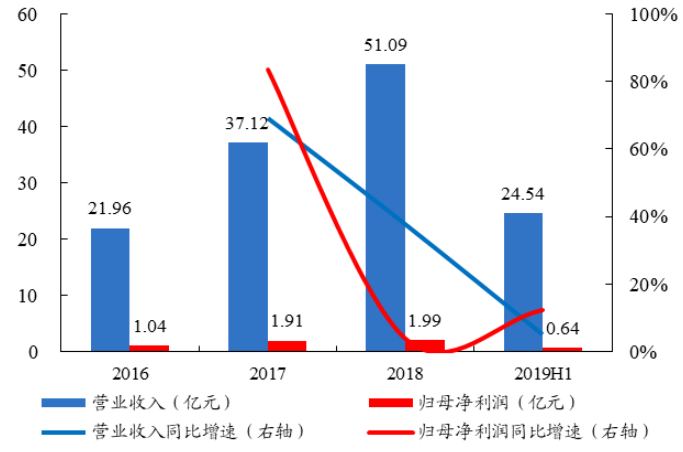
第三方卖家（精品策略代表）：傲基科技，产品设计能力突出，运营管理高效。傲基科技成立于 2010 年，聚焦消费电子和家居产品，主攻欧洲、北美等市场。公司坚持“自主研发、自主品牌”战略，旗下有电动工具品牌 Tacklife、数码 3C 类产品品牌 Aukey 等。渠道方面，亚马逊平台占比达到 76%（2019H1）。研发方面，公司采用“用户需求导向+数据化助力”相结合的研发方式，提升产品竞争力和差异化能力，2018-2020 年累计获得 9 项德国红点设计奖。运营管理方面，公司实现对全球超 30 个线上零售渠道平台的综合管理，为全球消费者提供每日 10 万笔左右的订单履行和派送。经营业绩方面，根据招股说明书数据，公司 2019 年上半年实现营业收入 24.54 亿元，同比增长 4.99%；归母净利润 0.64 亿元，同比增长 12.32%。

图50：傲基科技自研产品获得红点设计奖



资料来源：傲基科技官网

图51：傲基科技业绩稳步增长



数据来源：傲基科技公司公告、开源证券研究所

第三方卖家（泛品策略代表）：有棵树，打造丰富产品线，仓储物流中心辐射全球。有棵树创立于 2010 年，2018 年成为天泽信息（300209.SZ）全资子公司，主要聚焦消费电子与生活用品的跨境销售。渠道方面，公司在 eBay、亚马逊、Wish、速卖通等十多个主流电商平台以及 Cdiscount、Shopee、Lazada 等数十个区域性平台开店，截止 2019 年共开设店铺 3873 家。产品方面，公司采用泛品策略，主营产品覆盖 3C、户外、家居、汽配等 19 大类，3000 个小类，产品 SKU 逾 40 万件，主攻欧美市场，同时覆盖东南亚、日韩、俄罗斯、中南美洲等 100 多个国家和地区。在物流方面，有棵树依托公司旗下供应链贸易企业海豚跨境，目前建立全球仓储物流中心面积超 16

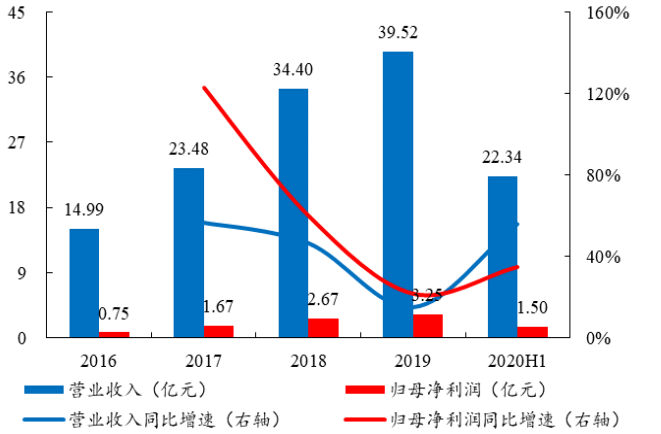
万平方米，业务辐射逾 200 个国家或地区。2019 年有棵树营业收入 39.52 亿元，归母净利润达 3.25 亿元。2020 年上半年，公司业绩持续稳步增长，营收同比增长 56%，归母净利润同比增长 35%。

图52：有棵树旗下海豚跨境在全球建设仓储物流中心



资料来源：有棵树官网

图53：有棵树业绩稳步增长



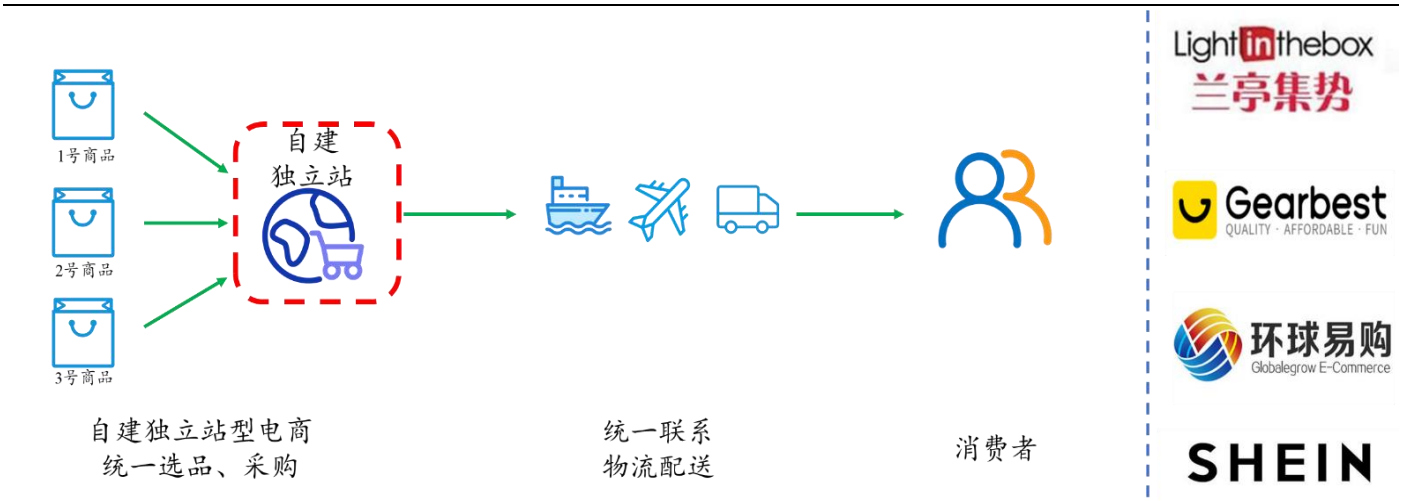
数据来源：天泽信息公司公告、开源证券研究所

3.3、 自建独立站：品控强、客单价高，但引流与库存压力大

在中心化电商平台之外，社交媒体繁荣发展，内容与电商融合，新型社交电商崛起。根据社媒引流的导向不同，可进一步分为自建独立站和自建产品单页两个模式。与国内市场淘宝京东等电商平台一统天下不同，海外电商市场中，独立站仍占据相当大的市场交易份额。（例如美国市场，头部电商平台亚马逊经过多年发展，市场份额也还不足 40%，剩余份额多数即为各种类型的独立站。）

自建独立站模式下，自营电商参与供应链全过程，主要赚取商品销售利润。自建独立站模式下，自营电商企业深度参与供应链，包括商品的选择、供应商开发与谈判、电商平台运营等，同时对其经营的产品进行统一生产或采购，通过独立站展示商品并支持在线交易，并深度介入物流、客服、售后等服务环节。目前自建独立站模式下，自营电商主要盈利来源于销售商品所产生的利润、会员费等。

图54：自建独立站模式下，跨境电商自行引流至自有电商平台进行商品销售



资料来源：跨境通公司公告、SHEIN 等官网，开源证券研究所

自建独立站品控能力强、客单价更高，但引流与库存压力大。自建独立站模式下，电商企业对自营商品质量负责，选品更严格，用户信任度提升后，客单价也更高。根据Google调研数据，自建品牌独立站模式电商的用户客单价是非独立站模式的约2倍。同时，独立站电商企业多采用“会员制”营销手段，通过提供高标准增值服务来增加客户黏性。相比中心化电商平台，独立站电商对供应链把控能力更强，面对市场反馈更加灵活，也更容易打造爆款单品。但另一方面，自营型电商模式要求严格选品，客观上也限制了商品的丰富度和用户规模，造成引流压力大、获客成本高。同时，自营电商需要在采购环节投入大量流动资金，承担的库存风险也较高。

图55：自建品牌独立站模式电商的用户客单价是非独立站模式电商客单价的2倍



资料来源：Kantar、Google

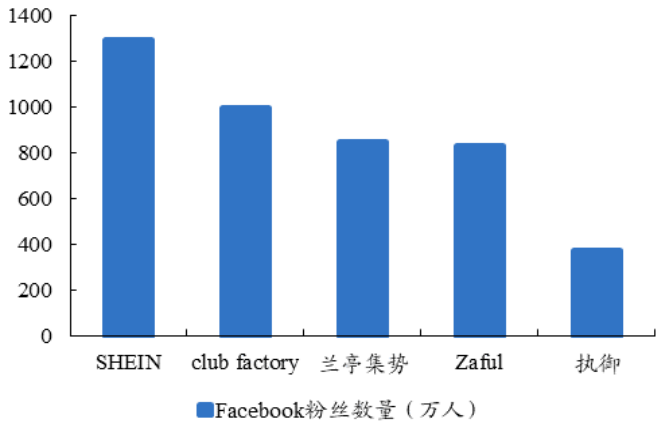
自建独立站代表：SHEIN，“中国版ZARA”，紧跟热点玩转社媒营销，深耕高粘性私域流量。SHEIN成立于2014年，旗下拥有SHEIN和ROMWE两大独立站，产品以时尚女装为主，家居产品、男装等为辅，主攻中东、印度和欧美等市场。在营销方面，公司坚持发力社媒营销渠道，初期流量大部分来自KOL推荐，目前已完成在国外主流社媒的全面布局。2019年SHEIN在Facebook发帖2456篇、粉丝数量超过1200万，同时利用Tiktok网红带货，不断打造高粘性的私域流量。目前SHEIN移动端APP已实现1亿下载量、年活跃用户突破2000万人，日销量达到80万件。经营业绩方面，公司2018年GMV超100亿元、2019年突破200亿元。2020年3月，公司销量同比增长近2倍，保持高速增长势头。

图56：SHEIN定位为快时尚服装品牌



资料来源：SHEIN官网

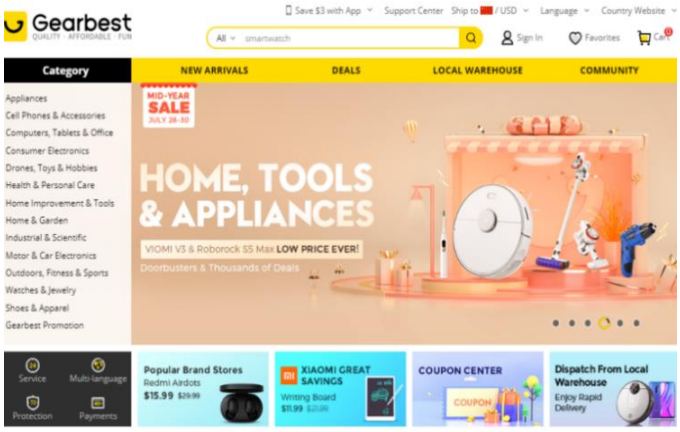
图57：SHEIN的Facebook粉丝数高于其他独立站电商



数据来源：Facebook、开源证券研究所

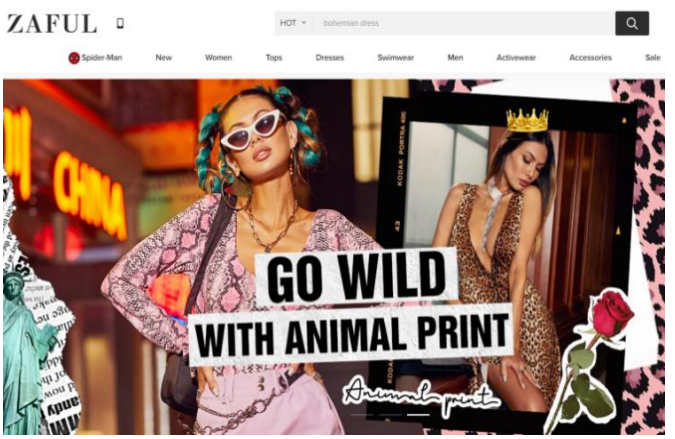
自建独立站代表：环球易购，多渠道引流营销，全球海外仓支撑快速物流。环球易购是跨境通（002640.SZ）旗下子公司，以自营渠道运营为主、第三方渠道运营为辅，打造了以 Gearbest、ZAFUL 为代表的海外知名电商品牌。在营销方面，通过 Facebook、Google、邮件、论坛等多渠道推广产品，擅长品牌孵化和爆款运营，目标市场精准投放，保证高流量曝光。公司采用社交电商及搭建私域方式，通过直播、建立社群和网红运营极大程度获取用户流量。在物流方面，截至 2020 年 6 月末，跨境通国内建仓 13 个、海外建仓 51 个，大幅降低物流成本。目前环球易购旗下平台注册用户超过 1 亿人，产品 SKU 超过 50 万，销售网络覆盖逾 200 个国家和地区。

图58：环球易购旗下 Gearbest 主打极客工具



资料来源：Gearbest 官网

图59：环球易购旗下 ZAFUL 主打快时尚



资料来源：ZAFUL 官网

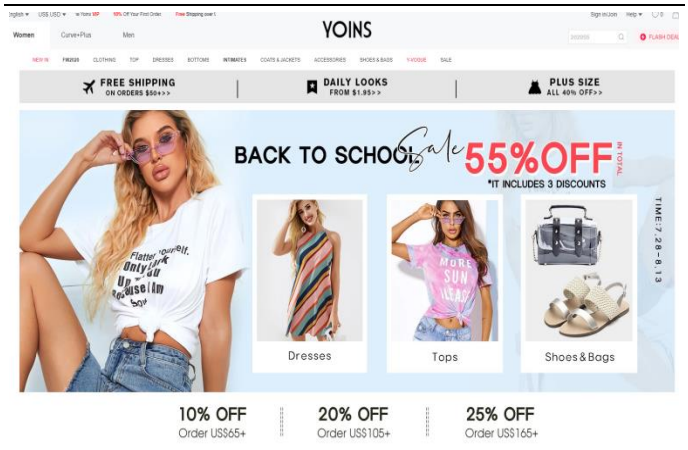
自建独立站代表：棒谷，主打高性价比和完善售后服务。棒谷科技最初在 eBay、亚马逊等电商平台开店，随着销售规模扩大，2009 年开通自营综合类商城网站，目前旗下主要有 Banggood、Newchic、YOINS 三个自建独立站。棒谷科技坚持以自建独立站和电商平台开店两种模式并行运营发展，主营服装、消费电子等 30 多个品类，共计 50 多万种商品，除欧美外也积极进入中东、东南亚等新兴市场。棒谷以高性价比商品与完善的售后服务来吸引顾客并提高复购率。公司建立棒谷用户俱乐部，通过在线客服、邮件、论坛等渠道拓宽与用户交流的渠道，以提高用户信任度与粘性。目前，棒谷注册用户已遍及全球 200 多个国家，日访问量超过 950 万，在 OneSight 营销云发布的中国出海品牌海外社交传播百强榜中排名第十。

图60：棒谷旗下 Banggood 主营服饰与消费电子



资料来源：Banggood 官网

图61：棒谷旗下 YOINS 主营潮流服饰



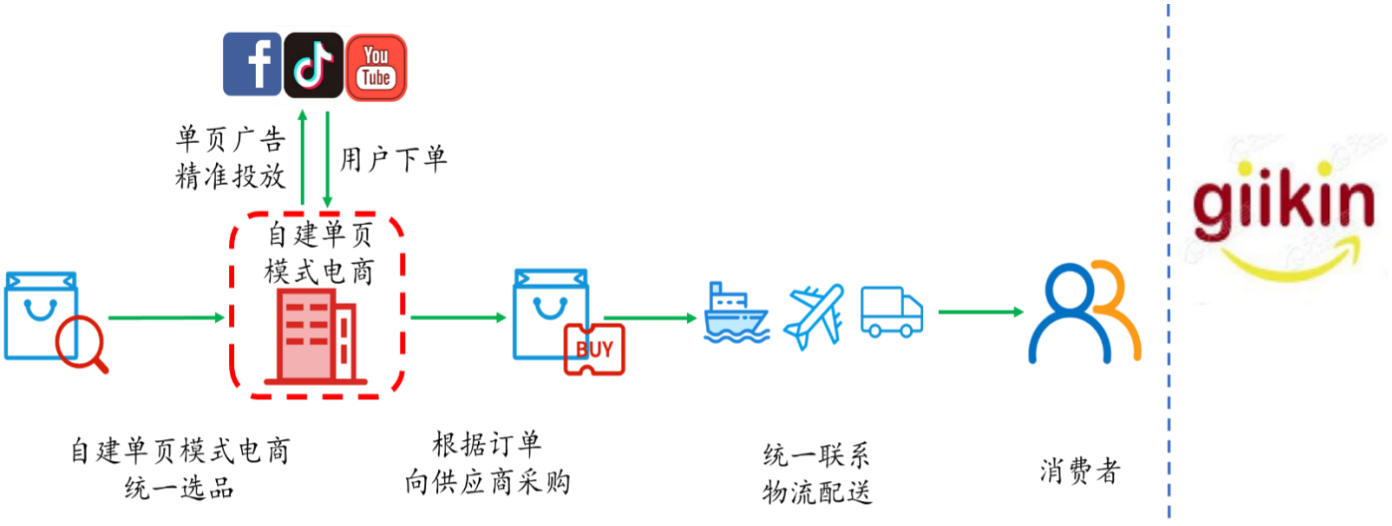
资料来源：YOINS 官网

3.4、 自建单页：“货找人”电商代表，选品灵活、转化高、库存小

由“人找货”到“货找人”，思维变革带来商品交易模式重塑，单页电商方兴未艾。传统模式下，电商平台掌握流量与用户数据，商家只能被动等待顾客进店或投放高价低效的品牌广告。而在社交网络时代，社媒繁荣和大数据分析技术，为商家的主动精准营销创造条件，单页营销模式应运而生。该模式，在思维上从“人找货”转向“货找人”，在模式上是社交电商的创新延伸。自建单页模式电商企业，基于对用户标签、偏好与社交关系数据的分析，实现了将商品广告在目标消费者社媒页面的精准投放触达，从而获得远高于传统广告的营销转化。尽管在国内，（由于中心化电商平台高度发达），大众对自建单页电商模式还相对陌生，但在平台电商相对薄弱的东南亚市场，单页电商已展现出旺盛的生命力。

自建单页跨境电商企业，借助社交平台实现国内优质商品对海外消费者的精准营销触达与转化。在该模式下，单页跨境电商公司，首先通过目标市场（主要是东南亚）分析精选潜在爆品，对产品设计个性化的营销展示页面后，通过大数据分析和精准客户定位，在 Facebook、Instagram 等社交网络平台上（买量）实现精准投放，用户通过点击后打开的产品单页完成商品信息浏览和下单购买。用户产生订单后，公司再向供应商采购（即类似“以销定产”），并通过国内外物流渠道配送至终端消费者，以货到付款方式结算（解决单页模式的信任问题），最终完成将高性价比中国商品销售至海外消费者的全流程。

图62：自建单页电商模式借助社交平台实现国内优质商品对海外消费者的精准营销触达与转化

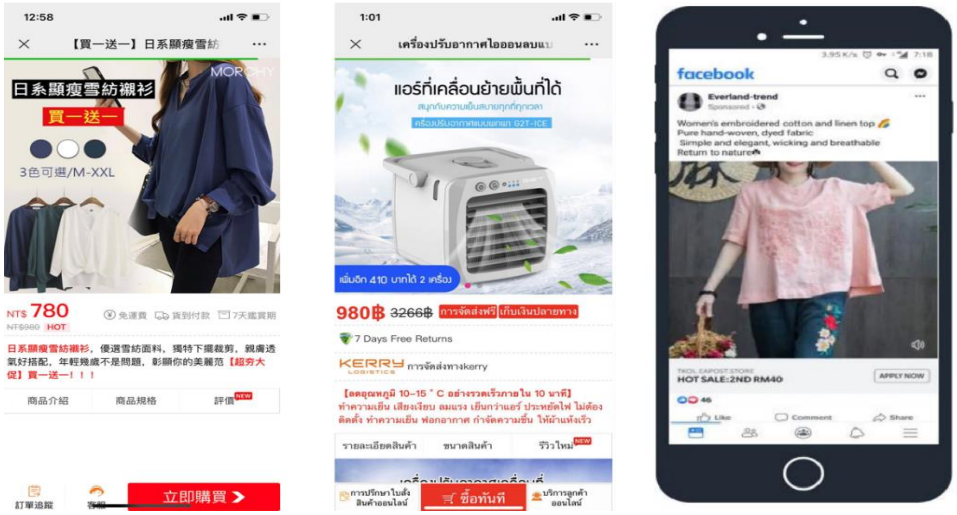


资料来源：吉宏股份公司公告、开源证券研究所

自建单页模式相较平台电商，具有转化率高、选品灵活、调整快、库存小等优势。1）东南亚用户对社交媒体的重度使用（长时间浏览、频繁发布动态和评论）为社交平台提供了海量用户资源和丰富的行为偏好数据，客观上构建了单页电商公司精准营销的数据基础。后者基于社交平台提供的精准用户画像数据，进行商品广告智能化投放，实现“千人千面”高效营销，因此转化率要远高于传统电商广告。2）自建单页模式下，商品均由专业选品团队严格挑选，综合考虑了目标市场的宗教、文化、风俗习惯等因素，也根据 Lazada、1688 等其他电商平台的商品销量、评论数据辅助筛选甄别。一方面降低了因水土不服导致商品滞销或签收率低的风险，另一方面也提升了潜在爆款的打造能力。3）“船小好调头”：自建单页模式下，商品广告的营销效果（投入产出比）可以实时观测，因此企业可以根据销售情况迅速调整投放策略，

从而大大降低传统品牌广告形式难以解决的营销投入风险。4）“以销定产”：自建单页模式企业一般先收到客户订单信息后再向供应商采购，相较于传统平台电商而言，库存压力大大减小。如吉客印，2019 年电商业务营收 11.9 亿，库存仅约 5500 万，库销比不到 5%，远低于传统平台型电商 20%左右的库销比水平。

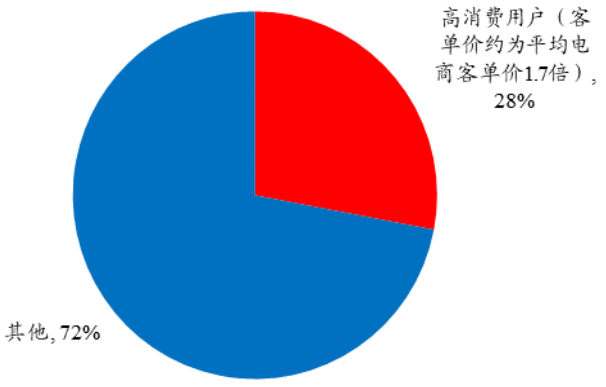
图63：自建单页电商模式通过在主流社媒平台上精准投放单页广告完成展示与销售



资料来源：吉宏股份公司公告

精准定位高净值人群，直击东南亚市场电商客单价低的痛点。前文提到，东南亚地区大众消费水平低，基础设施落后增大物流难度，由此带来电商客单价难以覆盖物流成本的盈利痛点。但值得注意的是，根据 2020 年 5 月 Facebook 和 Bain 对 16000 多位东南亚电商用户的调查数据，“高消费”电商用户（定义为客单价在平均客单价 1.7 倍以上）数量占到调查总人数的 28%。可见东南亚地区虽然整体消费水平不高，但头部高净值人群的数量和消费力并不差，如何找到这部分人群是关键。自建单页模式电商企业，基于用户画像数据及社交关系进行精准营销，有能力实现对潜在高消费能力社媒用户群体的精准定位，进一步通过优质的文案和产品卖点吸引客户，从而实现相对高价商品的销售。此外，自建单页模式电商一般会精选 1-2 件产品进行组合式营销投放，通过增加产品数量，也能有效提高消费者单个订单的购买金额。

图64：东南亚电商市场内高消费用户占比并不低



数据来源：Facebook＆Bain、开源证券研究所

图65：自建单页电商通过精选多件产品实现组合式销售



资料来源：吉宏股份公司公告

自建单页模式依赖社媒平台，存在流量成本提升和平台政策调整等风险。自建单页模式下，电商企业需要在 Facebook、Twitter、Google、YouTube 和 Line 等社交平台上购买流量进行商品广告投放。尽管目前东南亚地区移动互联网快速发展带来的流量红利仍较多，但长期来看，仍然存在流量购买成本上升的风险。此外，自建单页模式依赖社媒平台，因此平台政策调整也会对相关企业经营造成影响。例如，2019 年三季度，国内部分综合运营能力欠佳（导致盈利能力不佳）的中小单页电商商家，为降低成本，发货时选择劣质产品以次充好，导致消费者较多投诉。Facebook 为打击此类销售劣质商品商家，将平台上所有中国卖家下线，短期内对行业造成了一定影响。但长期来看，随着 Facebook 加强监管政策，大量劣质商家被淘汰出清，剩余经营规范、品控严格的商家，也迎来了更好的营商环境和发展空间。

自建单页电商模式代表：吉宏股份旗下吉客印（详见本文第四章推荐标的部分）。

A 股跨境电商板块主要涉及三类模式、五个上市公司。在本章末尾，我们对跨境电商板块涉及的主要 A 股上市公司做一下梳理。从模式上看，A 股跨境电商板块上市公司主要涉及三类模式：第三方平台卖家、自建独立站和自建单页模式。具体包括：1）第三方卖家模式：精品策略代表安克创新（300866.SZ）和星徽精密（300464.SZ，子公司泽宝技术涉及），泛品策略代表天泽信息（300209.SZ，子公司有棵树涉及）；2）自建独立站模式：跨境通（002640.SZ，子公司环球易购涉及）；3）自建单页：吉宏股份（002803.SZ，子公司厦门吉客印涉及）。

表4：A 股跨境电商板块主要涉及三类模式、五家上市公司

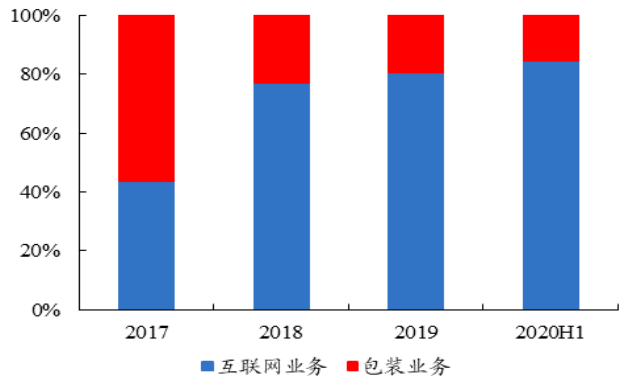
商业模式	公司名称	总市值（亿元）	2019 年营收（亿元）	2019 年归母净利润（亿元）	2020H1 营收（亿元）	2020H1 归母净利润（亿元）	2020H1 营收增速	2020H1 归母净利润增速
第三方卖家	**安克创新**（300866.SZ）	492	66.6	7.2	35.3	2.8	25%	8%
	星徽精密（300464.SZ）	83	34.9	1.5	20.5	1.3	50%	128%
	其中：泽宝技术	-	28.3	1.5	17.8	1.5	68%	201%
	天泽信息（300209.SZ）	71	38.7	0.5	23.7	0.8	110%	23%
	其中：有棵树	-	39.5	3.3	22.3	1.5	56%	35%
自建独立站	**跨境通**（002640.SZ）	110	178.7	-27.1	90.9	2.7	1%	-41%
	其中：环球易购	-	85.1	-26.5	39.8	-	-13%	-
自建单页	**吉宏股份**（002803.SZ）	173	30.1	3.3	19.2	2.6	37%	74%
	其中：吉客印	-	11.9	1.5	10.9	1.5	97%	122%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：总市值对应日期为 2020/09/07）

4、 推荐标的：吉宏股份，东南亚电商市场精准营销“带货人”

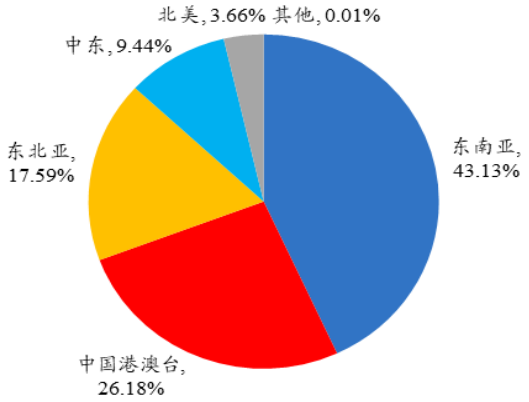
吉宏股份（002803.SZ）是自建单页模式跨境电商龙头，设立吉客印布局东南亚市场。公司前身为厦门正奇，主要从事创意设计及广告策划制作业务；2003 年成立吉宏包装，2016 年上市。2017 年起，公司进军互联网领域：设立厦门吉客印开展 To C 端精准营销业务，立足东南亚地区，以跨境电商为主要业务模式；切入国内 To B 端精准营销，以效果广告服务为主要业务。目前，互联网精准营销跨境电商业务已成为公司核心业务，从 2020 年中报数据来看，互联网业务收入占比超过 60%，利润占比超过 80%。其中，东南亚地区构成公司跨境电商业务第一大市场，2020 年上半年收入占比达到 43%（若加上港台，合计占比接近 70%），东南亚电商市场的高景气有望带动公司跨境电商业务持续增长。

图66：2020H1 互联网业务归母净利润占比超 80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

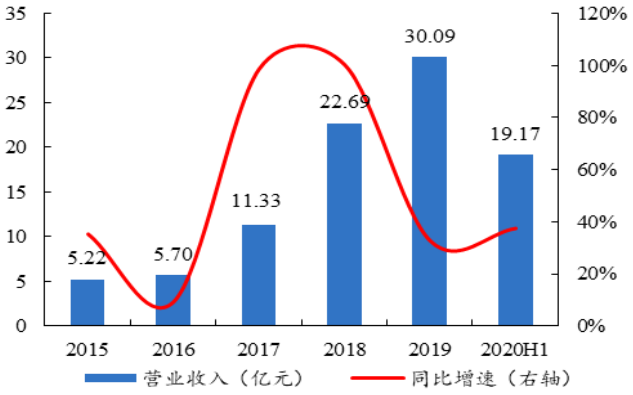
图67：东南亚为公司跨境电商第一大市场（2020H1）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

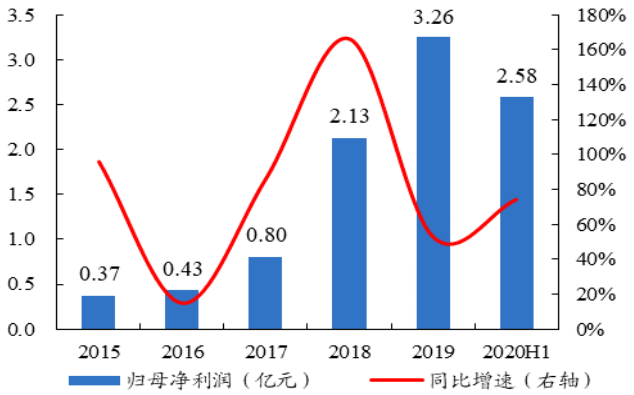
吉宏股份上市以来营收、净利润连续实现高增长。互联网业务驱动公司营业收入从 2017 年的 11.33 亿元增加至 2019 年的 30.09 亿元（2017-2019 年 CAGR=63%），归母净利润从 2017 年的 0.80 亿元增加至 2019 年的 3.26 亿元（2017-2019 年 CAGR=102%），收入、业绩均实现快速增长。2020 年上半年，受益于跨境电商业务的良好发展，公司实现营收 19.17 亿元，同比增长 37.42%，归母净利润 2.58 亿元，同比增长 74.33%；根据三季度业绩预告，公司单季度预计实现归母净利润 1.67 亿-2.02 亿元，同比增长 100%-142%。疫情背景下，公司逆势连续实现高增长。

图68：2020 年上半年吉宏股份营收达 19.17 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

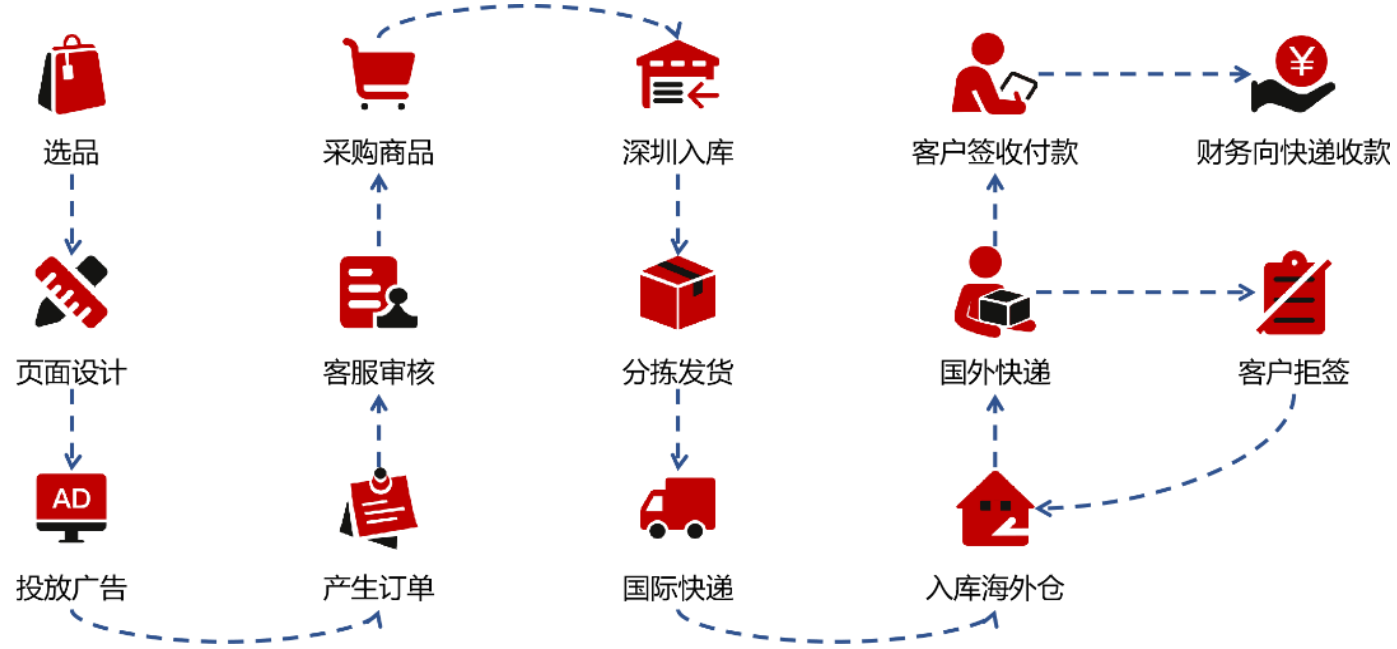
图69：2020 年上半年吉宏股份归母净利润达 2.58 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

吉客印跨境电商模式流程包括定位选品、精准投放、产品单页销售和物流运输等。公司跨境电商业务立足于东南亚市场，其商业模式可分为四个主要流程：1）根据目标市场特征和消费人群偏好，围绕用户需求，由专业买手团队精挑细选出附加值高且可复制性较弱的优质商品，在国内 1688（阿里巴巴旗下批发平台）等采用集中委托和零散采购相结合方式进行采购；2）对产品制定针对性页面设计和营销方案，通过大数据分析和精准客户定位，以“千人千面”的逻辑在 Facebook、Instagram 等社交网络平台上（买量）实现智能化、自动化的广告精准投放；3）海外社交网络用户点击广告后将打开产品单页，实现线上商品营销展示和销售；4）用户产生订单后，公司向上游供应商采购，商品并统一配送至公司深圳仓，之后再通过海外物流合作伙伴进行运输，至终端消费者以货到付款方式结算。若客户拒签，则通过系统直接进行二次改派。此外，公司也针对东南亚市场设置了专业小语种客服团队，提供涵盖商品咨询、7 天无理由退货等完备售后服务。

图70：吉客印跨境电商模式覆盖定位选品、精准投放、产品单页销售和物流运输全过程

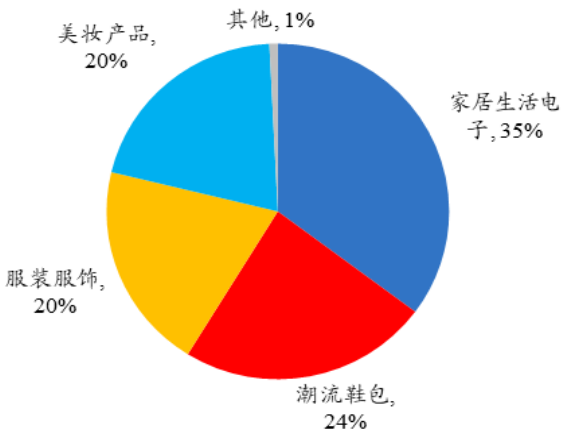


资料来源：吉宏股份公司公告

面对空间广阔但竞争也日趋激烈的东南亚电商市场，吉宏股份（吉客印）在供应链、精准营销、管理等方面已构筑核心竞争优势，保障公司跨境电商业务的长期成长。

供应链：专业买手团队选品+规模优势带来较强供应链能力，有助于毛利率持续提升。在选品方面，吉客印建立了一支专业买手团队，选品以潮流鞋包（24%）、服装服饰（20%）、美妆产品（20%）等非标品为主，特征是价格透明度低、毛利率高，同时具备爆款打造潜力。同时，公司已开发出大量的工具用于收集、监控市场数据（覆盖亚马逊、天猫、1688、Lazada 等电商平台数据）根据产品的销量、评论数等进行筛选甄别，进一步提升选品能力。此外，吉客印作为细分行业龙头，已形成对上游供应链较强的把控能力：对上游供应商和广告服务商，公司有 1-2 月的付款周期，在为爆品采购备货时也有一定的账期空间；同时，大量的历史采购规模让吉客印在 1688 等 B2B 平台上的采购账号均已达到顶级买家等级，由此不仅可以获得更低的采购价格，也能拥有较高的授信额度，保障现金流的良好运转。

图71：吉客印选品以高毛利潮流鞋包服饰美妆产品为主



数据来源：吉宏股份公司公告、开源证券研究所

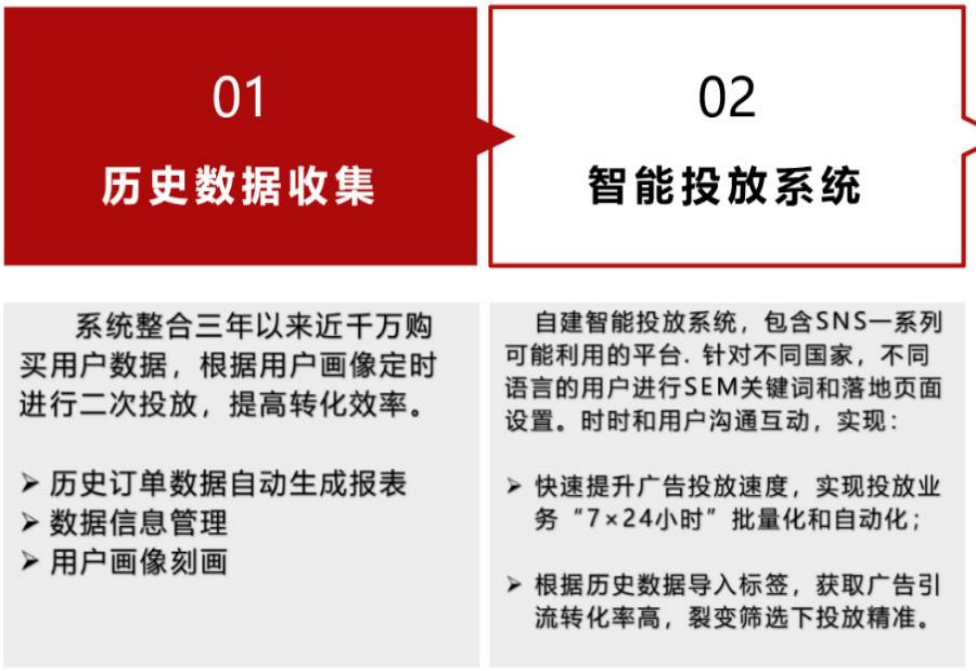
图72：吉客印 1688 平台账号等级已达 MAX 最高级别



资料来源：吉宏股份公司公众号

精准营销：先发布局和海量数据积累沉淀构筑精准营销护城河，降低广告成本，提高盈利能力。吉客印较早进入东南亚市场，经过数年发展，目前累计了近千万条用户数据（包括年龄、性别、搜索偏好等消费者特质标签），并结合 AI 算法对广告投放模型不断迭代优化。在此数据基础上，公司在新产品投放时，能迅速地将产品与用户画像比对，通过用户数据和行为习惯相关性拓展覆盖人群，从而实现更精准的投放与触达，提高营销转化率。营销转化效率提升的直接结果是销售费用率下降（体现为 CPM 模式下“摊”到单个成交客户的广告费成本降低）和净利率提升。从财务数据来看，2019 年吉客印单页电商模式毛利率达到 74%，但由于广告费和物流、运营等费用较高，净利率仅有 13%。因此假设公司通过优化实现广告投放转化效率提升（即同等广告展示次数下，成交订单数量增加，等价于单个订单广告成本下降），最终将有效提升模式净利率，叠加销售规模快速增长，带来利润端的进一步增长潜力。

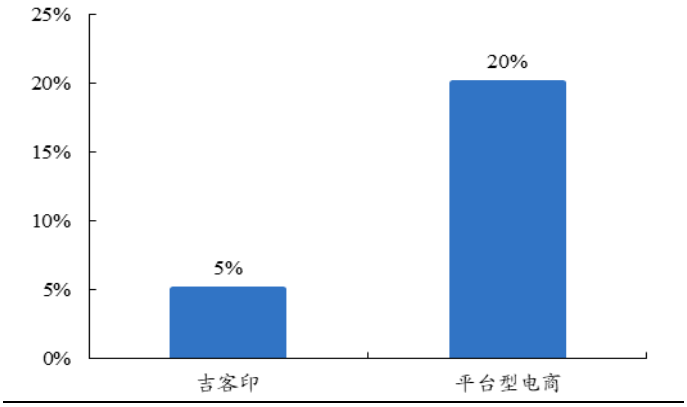
图73：吉客印丰富的历史用户数据沉淀积累，构筑精准营销护城河



资料来源：吉宏股份公司公告

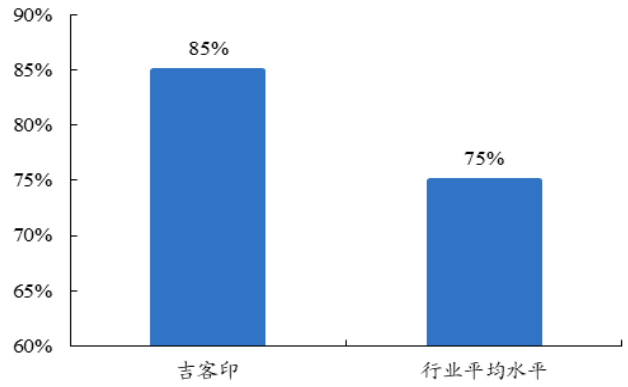
综合运营管理：精细化管理能力突出，库存流转物流运输高效，签收率逐年提升。吉客印的自建单页模式具有以销定产的特点，客户下单后再联系供应商配送至深圳仓库。这一模式下，优点在于库存风险小，但难点在于对物流效率（背后是公司的综合运营管理能力）要求极高。因为货到付款模式下，一旦中途物流时间延长，终端消费者的拒签率将大大提高，严重侵蚀净利率。因此，吉客印自成立以来就对物流环节非常重视，并在全流程实现了多方位的优化：用户下单后，审核人员快速审核过滤掉风险客户和恶意客户，之后采购人员第一时间跟进采购；公司将仓库定位为高效流转仓，产品抵达深圳仓后，省略上架存放环节，仓库员工快速拆包分解验货，实现高效流转，公司要求匹配上订单的产品当天必须发出。目前，吉客印已基本实现东南亚地区用户下单后，4-7 天内即可收到商品，库存流转的高效率有力保障了消费者的购物体验。而在物流方面，公司由于先发布局和规模优势，在区域内占据了优势生态位，与物流服务商建立了牢固的合作关系，在疫情期间空运、陆运运力紧张的情况下得到优先配送服务，保障了物流的稳定。受益于此，近年来公司签收率已由 75%左右逐步提高到 85%的行业较高水平，部分地区如日本等签收率超过 90%。

图74：吉客印库销比仅有 5%，优于平台型电商水平



数据来源：吉宏股份公司公众号、开源证券研究所

图75：吉客印的签收率高于行业平均水平



数据来源：吉宏股份公司公众号、开源证券研究所

进一步打造底层 SaaS 系统服务中小卖家，从“掘金者”向“卖水人”升级转型。公司在 2020 年中报中，首次提出拟打造底层 SaaS 系统，为国内中小企业提供专业的东南亚跨境电商解决方案，包括网络设施、软硬件运作平台、货源供销及系统维护等服务等，有望解决国内大量中小电商企业在东南亚市场面临的语言不通、物流困难等诸多痛点。其中，在商品翻译方面，公司已形成云翻译库，帮助中小卖家解决东南亚地区多语言翻译问题；在商品定价方面，公司积累了大量客户签收数据，能对客户风险进行精准分类，帮助企业进行合理定价，减少低签收率带来的风险；在商品交付和物流方面，公司在国内建立周转仓，提供代采购、统一打包等服务，帮助中小企业完成商品配送及交付。从东南亚电商市场“掘金者”到“卖水人”的转型升级，反映出公司在电商领域的深厚积淀和业务模式的不断创新。

增聘王亚朋为公司董事、副总，实控人拟转让股份激励互联网业务核心高管。公司近期公告新增跨境电商业务总负责人王亚朋先生为公司董事兼任副总经理，后者作为国内第一批 SEM 管理精英，在互联网海外营销管理方面经验丰富。同时，公司实控人庄浩等拟通过大宗交易形式向王亚朋先生（跨境电商）、孙凤良先生（跨境电商）、王海营先生（To B 端精准营销广告）、刘扬先生（To B 端精准营销广告）及李铁军先生（环保包装）等互联网及包装业务核心负责人转让不低于 1500 万股股份。我们认为，本次股权转让有利于公司完善人才激励制度、增强内部凝聚力，实现与核心业务团队高管的深度绑定。

跨境电商市场空间广阔，行业重点推荐吉宏股份，受益标的安克创新、星徽精密等。长期来看，东南亚跨境电商市场空间广阔，吉宏股份作为自建单页电商模式龙头，在供应链、精准营销和管理等方面核心竞争力突出，且竞争壁垒将随着运营经验和用户数据的沉淀愈加深厚，未来有望充分受益于东南亚电商市场的爆发式增长。行业受益标的还包括第三方平台精品卖家龙头安克创新和星徽精密。

表5：跨境电商行业重点推荐吉宏股份，受益标的安克创新、星徽精密等

证券代码	股票简称	评级	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002803.SZ	吉宏股份	买入	173	45.60	1.69	2.29	3.05	27	20	15
300866.SZ	安克创新	-	492	121.00	2.09	2.85	3.59	58	42	34
300464.SZ	星徽精密	-	83	23.43	0.86	1.12	1.48	27	21	16

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/09/07，其中吉宏股份采用开源证券预测数据，安克创新与星徽精密采用 Wind 一致预期预测数据）

5、 风险提示

海外贸易限制、国内政策推进不及预期等风险。

海外电商市场竞争激烈，流量成本提升风险。

海外社交媒体平台监管政策变化风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn