

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

跨境电商加速向上, 行业巨头再出发

报告摘要:

“双循环”战略部署具有中长期意义, 跨境电商作为进出口贸易的新引擎将成为经济“外循环”的重要推力, 行业迎来政策及疫情双催化。跨境通作为国内拥有产品、渠道双品牌及领先供应链管理能力的领军企业, 将把握行业发展机遇, 实现收入及利润端的高增长。

跨境电商为“外循环”重要引擎, 品牌及供应链将为企业决胜关键。 跨境电商已成为进出口贸易的重要引擎, 出口领域更是占比近 50%, 其中 B2C 出口跨境电商爆发力尤甚, 我们看好未来 3 年维持 20% 以上高增长。目前, 出口跨境电商 B2C 领域格局分散, 高昂的物流费用和平台使用费是限制跨境电商企业盈利能力的重要因素。未来, 具备品牌产品抢先占据海外消费者心智及强供应链管理实现成本降低的企业将在行业中获取更大份额。

疫情+政策催化行业加速向上, 出口跨境电商迎机遇。 疫情阻碍人口流动但促进线下购物向线上迁移, 网购渗透率提升, 我们观察到出口跨境电商网站流量迅速增长。此外, 国家跨境电商扶持力度进一步加大, 新设 46 个跨境电商综合试验区及开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点工作有望促进进出口跨境电商加速发展。跨境电商行业迎来政策及疫情催化。

跨境电商领军企业, 品牌及供应链管理行业领先。 公司 B2C 出口跨境电商交易规模市场第一, 两大自营网站位居出海品牌前 25 强, 并培育了一系列具备跨境电商领导地位的品牌, 自有产品收入占总收入比例近 40%。公司为业内海外仓率先布局者, 物流时效快同行 2-3 天, 物流费用占收入比例逐年降低, 供应链能力行业领跑。公司旗下环球易购、帕拓逊、优壹电商三大子公司均为各自领域佼佼者。公司存货计提及股权调整均已落地, 在政策及疫情催化下, 有望迎来业绩爆发。

盈利预测: 预计公司 2020 年-2022 年的 EPS 分别为 0.42 元、0.51 元和 0.59 元, 对应 2020 年-2022 年 PE 分别为 17x、14x、12x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、贸易摩擦加剧、库存减值风险、市场拓展不及预期。

股票数据

2020/8/28

6 个月目标价 (元)	9.50
收盘价 (元)	7.15
12 个月股价区间 (元)	4.78 ~ 10.40
总市值 (百万元)	11,140
总股本 (百万股)	1,558
A 股 (百万股)	1,558
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	44

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	44%	-4%
相对收益	-10%	19%	-31%

相关报告

- 《商贸零售行业 2020 年度投资策略: 消费分级下需求的挖掘与拦截》-20191121
- 《美凯龙 (601828): 中报业绩承压, 家装业务有望打造第二增长曲线》-20200828
- 《豫园股份 (600655): 业绩符合预期, “产业运营+产业投资” 双轮驱动》-20200826
- 《爱婴室 (603214.SH) 2020 年半年报点评: 疫情影响逐渐减弱, 品类边际改善》-20200826

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002
(021)20363212 quyz@nesc.cn

研究助理: 王哲宇

执业证书编号: S0550119100015
(021)20361258 wangzhey@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,534	17,874	18,103	21,749	25,712
(+/-)%	53.62%	-16.99%	1.28%	20.14%	18.22%
归属母公司净利润	623	-2,708	661	794	922
(+/-)%	-17.07%	-534.82%	124.39%	20.21%	16.10%
每股收益 (元)	0.40	-1.74	0.42	0.51	0.59
市盈率	27.02	—	16.86	14.03	12.08
市净率	2.30	2.63	2.13	1.85	1.61
净资产收益率 (%)	8.51%	-59.17%	12.61%	13.18%	13.29%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	1,558	1,558	1,558	1,558	1,558

目 录

1.	跨境电商为外循环重要引擎，格局是大蓝海.....	5
1.1.	跨境电商为进出口贸易新引擎，行业长期趋势向上.....	5
1.2.	出口跨境电商助力“外循环”，零售端爆发力强.....	8
1.3.	B2C 出口跨境电商行业格局分散，品牌及供应链为竞争核心.....	11
2.	疫情催化行业发展加速向上，跨境电商为“外循环”重要突破口.....	16
2.1.	疫情加速线上渗透率提升，跨境电商发展加速向上.....	16
2.2.	疫情期间扶持政策频出，为行业发展保驾护航.....	19
3.	跨境通：跨境电商领军企业，龙头调整再出发.....	21
3.1.	跨境电商第一股，稀缺的独立站企业.....	21
3.2.	公司实际控制人变更为广州开发区管委会.....	24
3.3.	存货计提基本完成，盈利能力有望回升.....	25
4.	品牌知名度享誉海外，供应链管理行业领先.....	27
4.1.	渠道与产品两条腿走路，品牌出海领先同行.....	27
4.2.	率先布局海外仓，供应链管理行业领先.....	30
4.3.	“三驾马车”拉动跨境进出口业务腾飞.....	33
4.3.1.	环球易购：疫情下自有平台流量显著增长.....	33
4.3.2.	帕拓逊：自有品牌出海成功典范.....	35
4.3.3.	优壹电商：具备一站式解决方案稀缺能力的进口 B2C 跨境电商.....	36
5.	风险提示.....	37

图表目录

图 1:	跨境电商发展阶段.....	5
图 2:	跨境电商分类.....	5
图 3:	国内跨境电商交易规模和占进出口贸易比例.....	7
图 4:	跨境电商交易规模及增速.....	7
图 5:	跨境电商较传统贸易中间环节更少.....	8
图 6:	国内跨境电商交易规模和占进出口贸易比例.....	8
图 7:	进出口跨境电商交易规模占比.....	9
图 8:	跨境电商 B2B 市场和零售市场（C2C 和 B2C）占比.....	9
图 9:	跨境电商 B2B 市场和零售市场（C2C 和 B2C）规模及增速.....	9
图 10:	2016-2017 年我国跨境电商出口商品品类及份额.....	10
图 11:	各国制造业增加值.....	10
图 12:	2016 年部分国家零售电商渗透率(%).....	11
图 13:	2017 年我国跨境电商出口主要目的国及占比.....	11
图 14:	2019 年主要地区互联网普及率.....	11

图 15: B2C 出口跨境电商收入规模对比.....	12
图 16: 出口跨境电商市占率比较.....	12
图 17: 跨境电商毛利率比较.....	13
图 18: 跨境电商企业与同行业制造业毛利率比较.....	13
图 19: 2019 年三家跨境电商公司销售费用主要构成.....	13
图 20: 跨境电商净利率比较.....	14
图 21: 跨境电商销售费用率比较.....	14
图 22: 跨境电商企业存货/营业收入对比.....	14
图 23: 跨境电商企业应收账款天数.....	14
图 24: 全国新冠肺炎确诊病例累计值 (万人).....	16
图 25: 全球新冠肺炎确诊病例累计值 (万人).....	16
图 26: 受疫情影响国内进出口下滑.....	16
图 27: 2020 年进出口受疫情冲击下滑明显.....	16
图 28: 国内实物商品网上零售总额及增速.....	17
图 29: 实物商品网上零售总额占社会零售总额比重 (%).....	17
图 30: 国内实物商品网上零售总额占社会零售总额比例 (%).....	17
图 31: 疫情期间美国零售电商渗透率快速增长.....	17
图 32: 疫情期间线上用户购买力与购买频率整体提升.....	18
图 33: 2019 年和 2020 年同期阿里巴巴国际站流量对比.....	18
图 34: 2019 年和 2020 年同期 ZAFUL PV 流量对比.....	18
图 35: 疫情期间阿里巴巴国际站 PV 流量.....	19
图 36: 疫情期间 ZAFUL PV 流量.....	19
图 37: 出口跨境电商交易规模占出口额比例.....	19
图 38: 2020 年新设跨境电商试验区 46 个.....	20
图 39: 2019 年各子公司收入贡献占比 (%).....	22
图 40: 公司收入结构拆分.....	22
图 41: 2019 年公司跨境出口自营网站占出口总额比例.....	23
图 42: 2019 年公司进出口电商业务占比情况.....	23
图 43: 公司各地区收入占比.....	23
图 44: 公司主要品类收入占比.....	24
图 45: 公司主要品类毛利占比.....	24
图 46: 公司股权结构.....	24
图 47: 公司历年收入及增速变化.....	25
图 48: 公司历年归母净利润及增速变化.....	25
图 49: 2019 年单季度公司毛利率变化.....	26
图 50: 公司历年毛利率变化.....	26
图 51: 公司历年存货变化.....	26
图 52: Gearbest 官网.....	28
图 53: ZAFUL 官网.....	28
图 54: 自有品牌收入占公司整体收入比例.....	29
图 55: 公司研发投入及占收入比例.....	29
图 56: 公司研发人员数量及占总人数比例.....	29
图 57: 公司跨境出口商业模式.....	30
图 58: 公司跨境进口商业模式.....	30
图 59: 跨境电商企业物流费用占收入比例.....	31

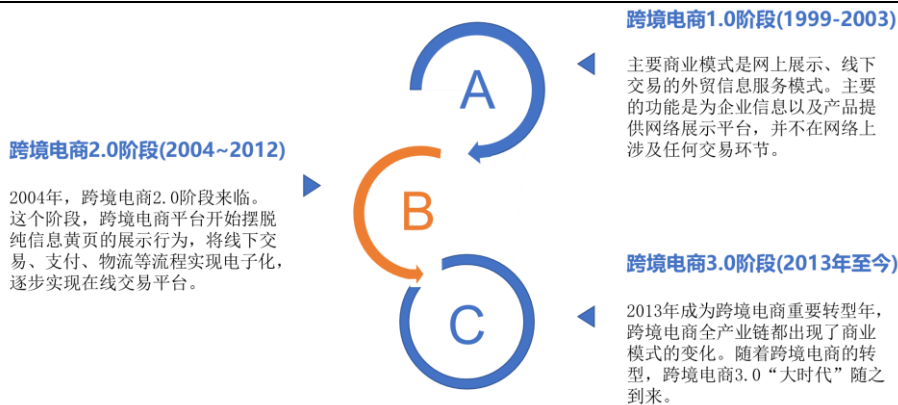
图 60: 国内仓直邮的业务流程.....	31
图 61: 海外仓发货的业务流程.....	31
图 62: 公司国内仓和海外仓数量.....	32
图 63: 公司国内仓和海外仓面积.....	32
图 64: 公司出口自营网站主要品类区分.....	33
图 65: 环球易购收入结构.....	33
图 66: 环球易购地区收入结构.....	33
图 67: 环球易购营业收入及变化.....	34
图 68: 环球易购归母净利润.....	34
图 69: ZAFUL 预估 PV 流量.....	34
图 70: Gearbest 预估 PV 流量.....	34
图 71: Rosegal 预估 PV 流量.....	34
图 72: 帕拓逊收入及变化.....	36
图 73: 帕拓逊归母净利润及变化.....	36
图 74: 优壹电商营业收入及增速.....	37
图 75: 优壹电商归母净利润及增速.....	37
表 1: 不同类型跨境电商商业模式和盈利模式.....	6
表 2: 跨境电商企业与同行制造业比较.....	12
表 3: 各平台放款政策.....	14
表 4: 跨境电商企业面临的风险及应对措施.....	15
表 5: 跨境电商综合试验区部分优惠政策.....	20
表 6: 公司转型过程中重大事件.....	21
表 7: 环球易购历年各季度营业收入情况(万元).....	25
表 8: 同行产品渠道与销售渠道比较.....	27
表 9: 2019 年 BrandZ 中国出海品牌 50 强.....	27
表 10: 公司三大自营平台经营数据.....	28
表 11: 跨境电商及其物流方式.....	31
表 12: 海外仓存货余额占存货余额比例.....	32
表 13: 帕拓逊发展历史.....	35
表 14: 优壹电商经营情况.....	36

1. 跨境电商为外循环重要引擎，格局是大蓝海

1.1. 跨境电商为进出口贸易新引擎，行业长期趋势向上

跨境电商各个环节趋于成熟，行业蓬勃发展。跨境电商的本质是利用信息化技术将传统一般贸易流程数字化，进而打破时间和空间限制。因此，跨境电商的发展需要相应底层技术支撑，不同历史背景下，跨境电商发展模式不同。在 2003 年以前，跨境电商依附于传统的贸易形式，线上主要用于展示商品，但涉及实际支付环节仍以线下为主。随着在线支付的发展，跨境电商逐步将交易、支付环节迁移至线上。伴随跨境物流、在线支付等各个环节的进一步成熟，跨境电商全产业链均出现商业模式的细化并进入快速发展阶段。

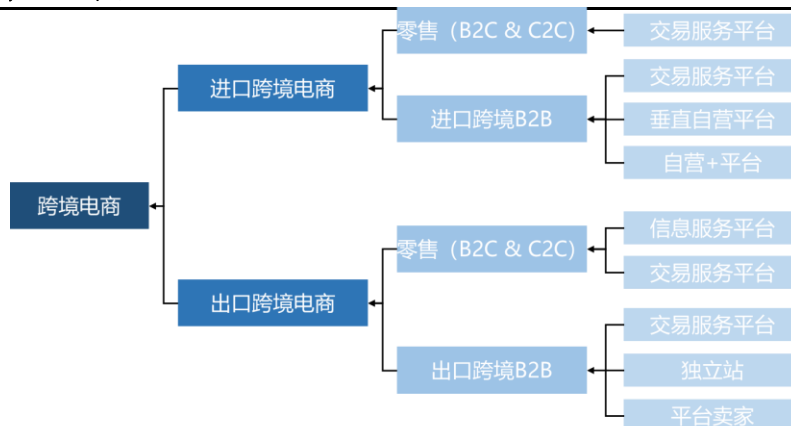
图 1: 跨境电商发展阶段



数据来源：中商产业研究院，东北证券

跨境电商包含较多要素，因此分类方法众多。跨境电商包含要素众多，包括货物物流方向、交易对象、盈利模式等，因此分类方法众多。按照进出口货物方向、面向客户群体以及服务模式，将跨境电商按照以下区分方式进行拆分。按照货物进出口方向来划分，跨境电商可以分为进口跨境电商和出口跨境电商。按照面向客户群体，跨境电商可以分为 B2B 平台、B2C 平台和 C2C 平台，此处区分为 B2B 和零售跨境电商（含 B2C 和 C2C）。从经营模式来看，划分为交易服务平台、独立站和平台卖家等。本报告以讨论 B2C 出口跨境电商为主。

图 2: 跨境电商分类



数据来源：中国跨境电商理论和社会价值分析报告、网经社，东北证券

按商业模式可分为服务型平台、自营类平台以及独立站。如上所示，进出口跨境电商平台分类众多，简化来看可大致分为三类，分别是服务类平台、自营类平台以及独立站。不管是以交易服务还是信息服务为主的平台型跨境电商，自身不掌控货源，主要搭建买卖双方的桥梁撮合双方交易，主要盈利来源为会员费以及增值服务（营销推广费、信息服务费等）。自营型跨境电商则自己掌控货源，依托其他第三方服务平台，进行商品销售，因此主要利润来源于商品购销价差，该部分跨境电商参与者可理解为位于第三方平台的卖家。独立站则是商家将自有货源放置于自营网站上销售给海外消费群体，其盈利来源与自营型跨境电商类似，均为商品的购销价差。

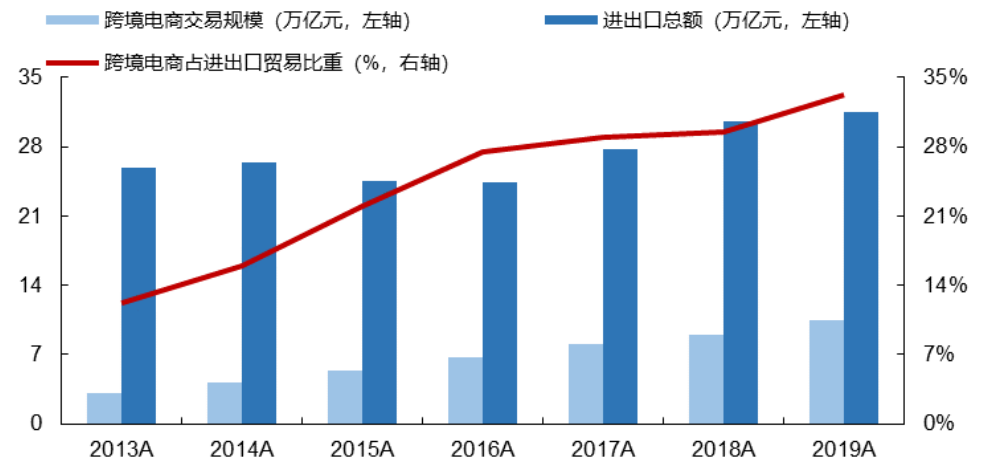
表 1: 不同类型跨境电商商业模式和盈利模式

模式分类	平台分类	商业模式	盈利模式	代表企业
进口 C2C	交易服务平台	小商家或个人卖家入驻，定期根据消费者订单集中在境外采购，通过转运或直邮、快件模式将商品寄回中国。	会员费 + 交易费 + 增值服务	洋码头
进口 B2C	交易服务平台	供应商或厂商直接入驻订单向消费者发送货物，根据平台订单向消费者发送货物。	会员费 + 营销推广费 + 流量费	天猫国际
进口 B2C	垂直自营平台	电商企业在海外采购某一品类商，并在平台上销售给国内消费者。	购销差价	网易考拉
进口 B2C	混合型平台	自营部分的商品靠电商自主采购，平台部分则是引入供应商或厂商入驻。	购销差价 + 会员费 + 营销推广费 + 流量费	中大门
出口 B2B	信息服务平台	提供买卖双方信息发布平台商家通过信息搜索实现交易撮合。	会员费 + 营销推广费	环球资源网
出口 B2B	交易服务平台	卖家发布商品，异国商家通过信息搜索并利用在线支付形成交易。	交易佣金费 + 展示费	敦煌网
出口 B2C	交易服务平台	多商家入驻异国终端消费者，平台卖家直接销售给异国终端消费者。	会员费 + 营销推广费 + 流量费	速卖通
出口 B2C	独立站	电商企业购入商品，并在自营网站上销售给异国终端消费者。	购销差价	环球易购
出口 B2C	平台卖家	电商企业购入商品，在交易服务平台上入驻并销售给异国终端消费者。	购销差价	有棵树

数据来源：中国跨境电商理论和社会价值分析报告，东北证券

跨境电商成为进出口贸易的新引擎。从我国进出口结构来看，贸易结构呈现出跨境电商占比持续提升的趋势。随着跨境电商的蓬勃发展，便捷、高效的跨境电商逐步替代传统一般贸易，跨境电商交易规模占进出口总规模比重逐步攀升，已由 2013 年的 6.6% 上升至 2019 年的 29.3%。我们预计跨境电商占进出口规模比例有望加速提升，2025 年占比有望提升至 45%。

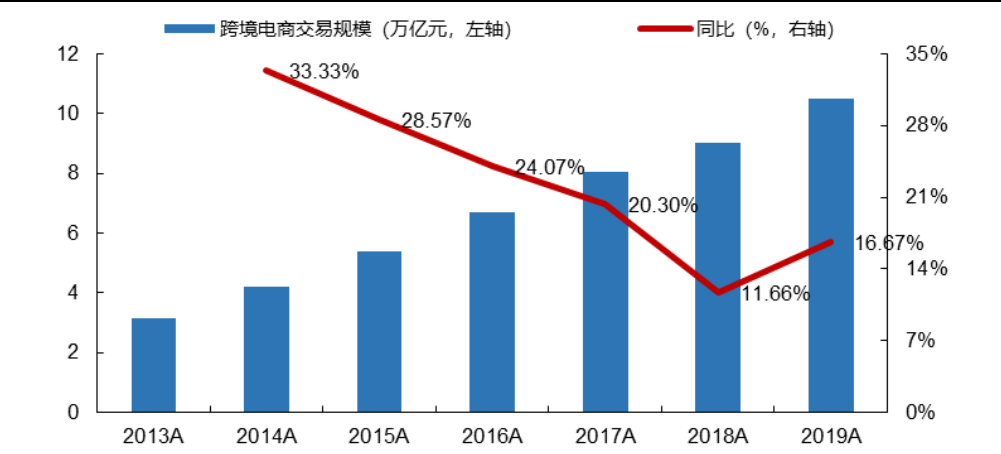
图 3: 国内跨境电商交易规模和占进出口贸易比例



数据来源: 网经社, wind, 东北证券

跨境电商仍处于快速发展阶段, 行业交易规模增速达 15% 以上。近年来, 国内进出口贸易总额增速平稳, 但跨境电商交易规模快速增长, 2010 年-2019 年国内跨境电商市场交易规模由 1.3 万亿元增长至 9.4 万亿元, 增长近 6 倍, 9 年的年均复合增长率达 20% 以上。在 2013 年-2015 年间, 国内跨境电商交易规模增速维持在 30% 左右, 处于快速扩张期。2015 年后, 行业增速虽有下滑, 但增速仍处于 15% 以上的高景气区间。

图 4: 跨境电商交易规模及增速

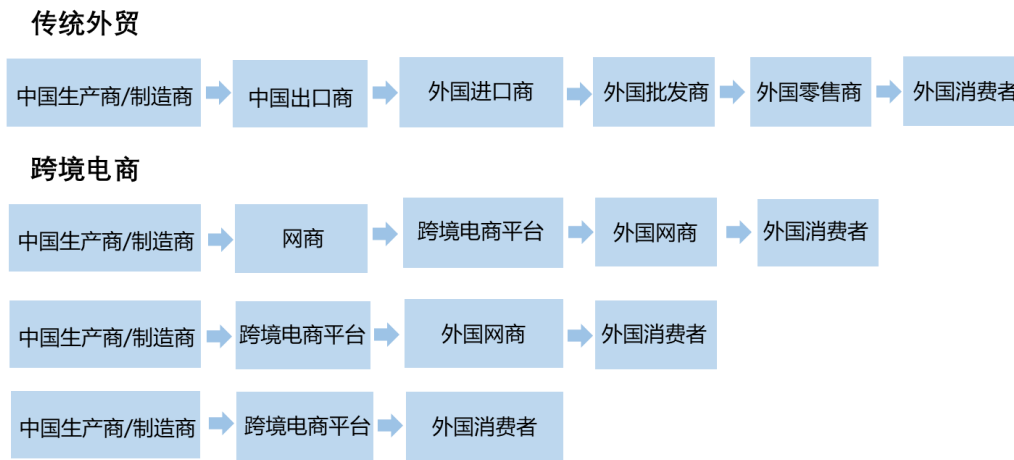


数据来源: 网经社, 东北证券

长期来看, 线下向线上迁移是大趋势, 跨境电商具备长期发展动力。跨境电商不管是对于 B 端还是 C 端都是交易模式的颠覆, 一方面通过平台直接撮合买卖双方交易, 极大的减少了信息不对称及缩减中间环节, 使买卖双方均降低交易成本。另一方面, 通过线上交易的方式, 打破时间和空间的限制, 降低信息沟通成本, 提高效率。成本的降低及效率的提升是推动跨境交易线上化的主推力。且随着跨境物流、支付等环节的日益成熟, 跨境电商的支持性产业愈发可靠, 为跨境电商的进一步发展提供可靠的底层服务支撑。在行业大的发展趋势下, 跨境电商对传统贸易的部分替代是必然。对比国内进出口贸易同比增速以及进出口跨境电商增速, 跨境电商增速远超

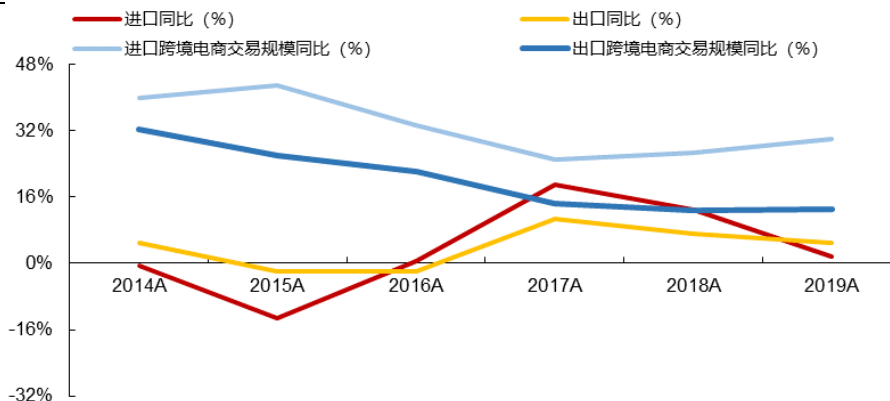
进出口增速，且其增速与总体进出口增速相关性逐步降低。从整体来看，线上化趋势对跨境电商交易规模的贡献值已远超贸易规模增长贡献值。

图 5: 跨境电商较传统贸易中间环节更少



数据来源：东北证券

图 6: 国内跨境电商交易规模和占进出口贸易比例

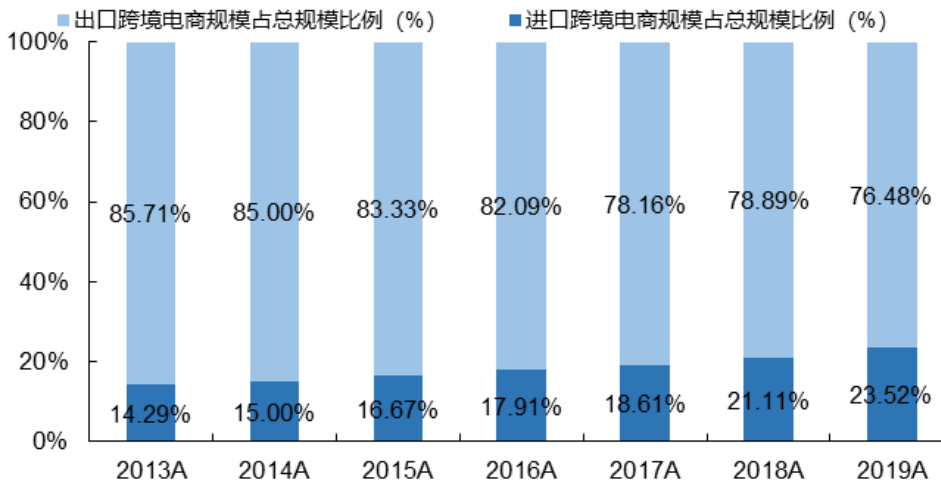


数据来源：网经社、wind，东北证券

1.2. 出口跨境电商助力“外循环”，零售端爆发力强

出口跨境电商占主导地位，将成为“外循环”重要助推力。我国是世界上重要的商品出口大国，在进出口结构中，出口占比偏重。在跨境电商领域，具备类似贸易结构。在跨境电商进出口结构中，跨境出口占比近 80%。2019 年，国内进口跨境电商和出口跨境电商占比分别为 23.52%和 76.48%。

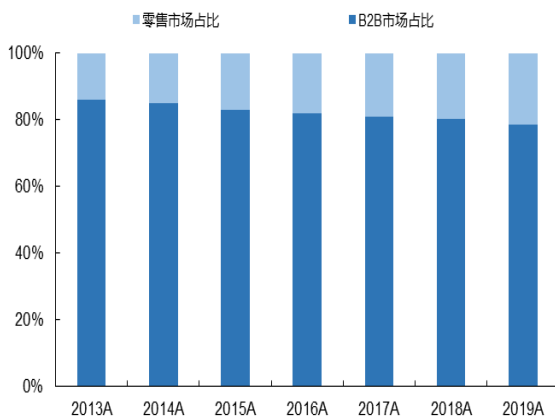
图 7: 进出口跨境电商交易规模占比



数据来源: 网经社, 东北证券

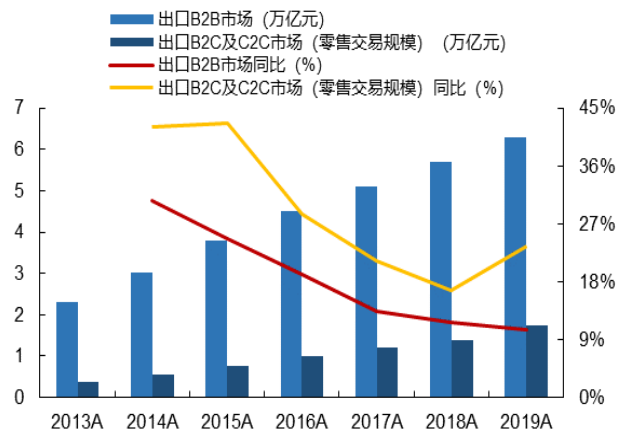
零售端快速崛起, 未来三年有望维持 20%以上高增长。出口跨境电商 B2B 仍为主流, 但 B2C 权重逐年上升。从增速来看, 近年来 B2C 市场交易规模增速一直稳定在 15%以上的高增长, 对跨境电商出口贡献率持续提升, 已由 2013 年的 14% 增长至 22%。我们长期看好出口跨境零售市场, 未来三年预计有望维持 20%以上高增长。海外电商渗透率的持续提升以及中国制造业优势是出口跨境电商发展的核心驱动力。

图 8: 跨境电商 B2B 市场和零售市场 (C2C 和 B2C) 占比



数据来源: 网经社, 东北证券

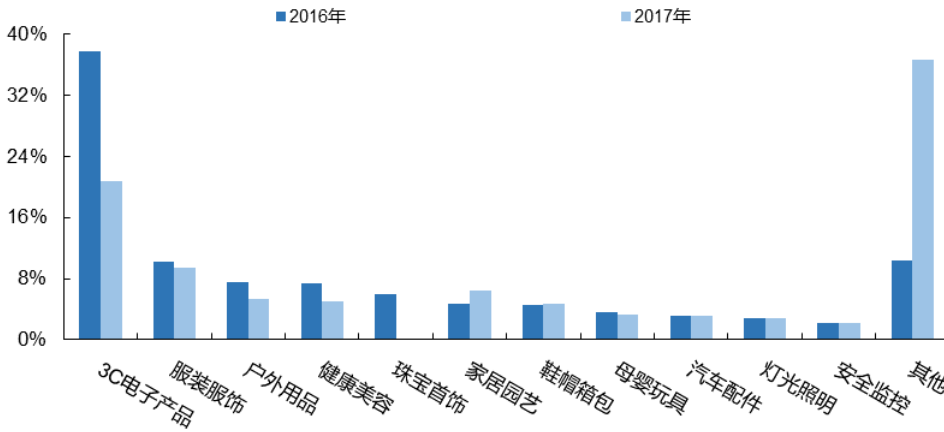
图 9: 跨境电商 B2B 市场和零售市场 (C2C 和 B2C) 规模及增速



数据来源: 网经社, 东北证券

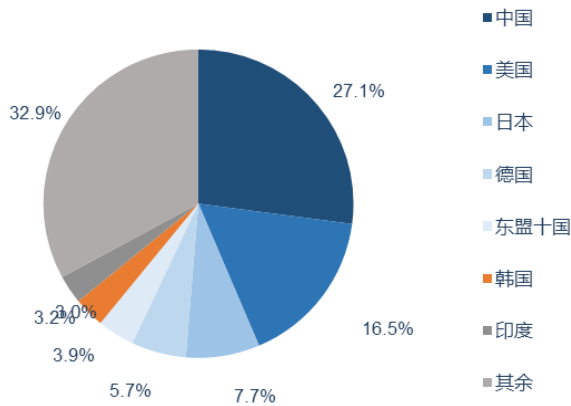
- **中国制造对全球消费者而言仍然具备吸引力。**中国制造业的能力及价格对海外消费者仍然具备强吸引力。从外贸结构来看, 国内 3C、服装、户外用品等深受海外消费者欢迎。虽然近年来, 部分产业进行转移, 但整体来看, 中国制造业优势依然存在, 尤其体现在中国制造业效率及能力上。根据《Ecommerce Report: Global》统计, 中国制造业附加值仍处全球第一。

图 10: 2016-2017 年我国跨境电商出口商品品类及份额



数据来源: 中国电子商务研究中心, 东北证券

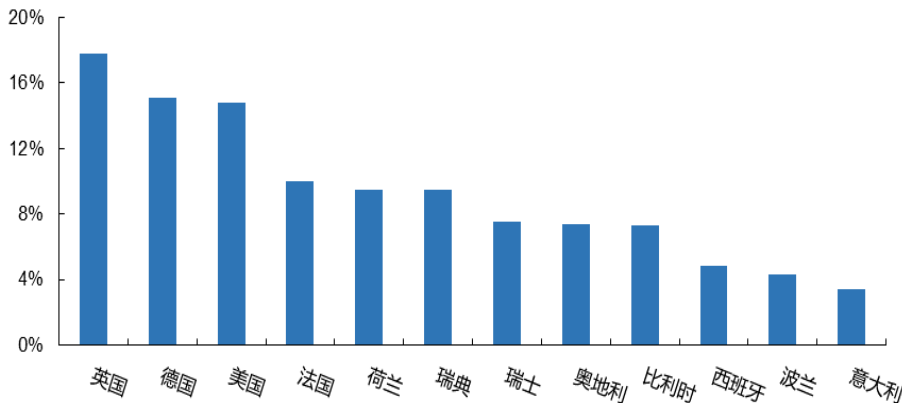
图 11: 各国制造业增加值



数据来源: 《Ecommerce Report: Global》, 东北证券

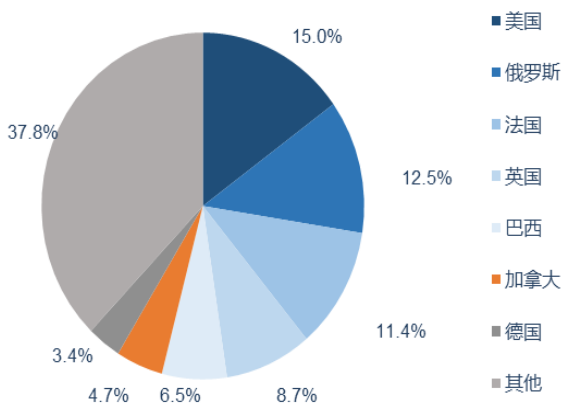
- **海外零售电商渗透率仍然具备较大提升空间。**根据 IMF STATISTICS 统计, 欧美网上零售渗透率尚不足 20%, 其中英国最高, 但对比法国、荷兰、意大利等国家, 零售电商渗透率仅为 10% 左右。而对比全球主要地区互联网普及率, 如亚洲、大洋洲、非洲及南美洲互联网普及率仍较低。随着线上渗透率的提升, 存在庞大的跨境电商潜在用户群体。

图 12: 2016 年部分国家零售电商渗透率(%)



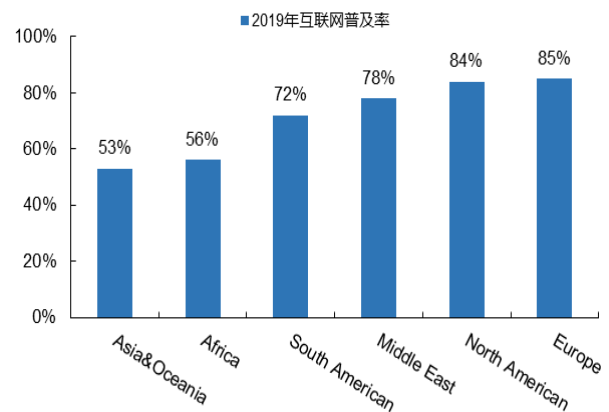
数据来源: IMF STATISTICS, 东北证券
注: 渗透率为零售电商占社会零售总额比例

图 13: 2017 年我国跨境电商出口主要目的国及占比



数据来源: 中国电子商务研究中心, 东北证券

图 14: 2019 年主要地区互联网普及率

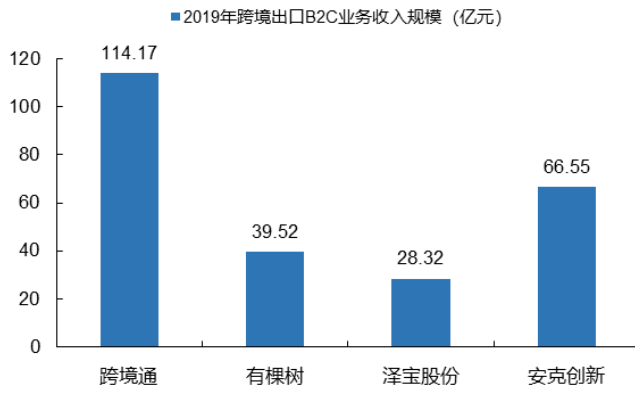


数据来源: 《Ecommerce Report: Global》, 东北证券

1.3. B2C 出口跨境电商行业格局分散, 品牌及供应链为竞争核心

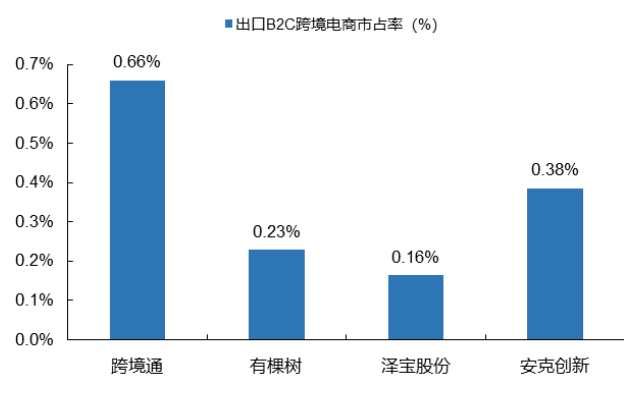
出口 B2C 跨境电商格局分散, 头部企业市占率不到 1%。目前国内出口 B2C 跨境电商仍处在快速发展阶段, 市场上少有突破 100 亿元收入规模大卖家。根据我们调研所得, 目前 A 股跨境通及尚未上市的棒谷科技收入规模达 100 亿元以上, 营业收入规模达 10 亿元以上亦较少, 行业格局分散。我们以 2019 年出口零售跨境电商交易规模 1.73 万亿元作为整体市场空间进行测算, 跨境通即使收入规模位于行业第一, 但市占率仅为 0.66%。下面篇幅, 我们将透过跨境电商企业财务特点, 总结行业特点及企业核心竞争力。

图 15: B2C 出口跨境电商收入规模对比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 16: 出口跨境电商市占率比较



数据来源: 公司公告, 东北证券

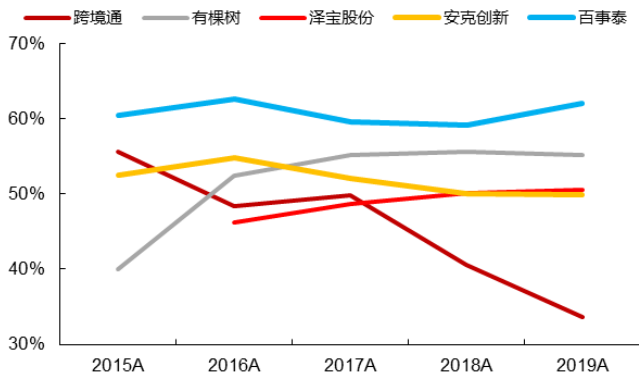
跨境电商企业盈利能力强, 且高于同类产品的制造业。对比各跨境电商企业毛利率, 基本位于 40% 以上。以 A 股几家跨境电商的经营品种为例, 主要为消费电子产品及小家电等, 对比 A 股小熊电器、科沃斯、新宝股份等小家电企业, 跨境电商企业毛利率远高于同行制造业企业。国内跨境电商企业基本采用轻资产运营模式, 通过采购工厂或者经销商产品销售至海外客户, 一方面国内产品制造成本低, 企业采购成本较低; 另一方面海外消费者对国内众多品类产品尚未形成品牌认知, 跨境电商企业通过加大营销力度可获得较高定价。

表 2: 跨境电商企业与同行制造业比较

公司	主营业务	2019 年收入规模 (亿元)
有棵树	3C 电子产品、户外用品、家居生活用品、玩具、车载用品等	39.52
泽宝股份	在电源类、蓝牙音频类、小家电类、电脑手机周边、个护健康类等品类,	28.32
安克创新	从事移动设备周边产品、智能硬件产品等消费电子产品, 形成充电类、无限音频类、智能创新类三大系列产品	66.55
百事泰	汽车周边产品、家用周边产品、手机周边产品、电脑周边产品、其他周边产品	2.60
新宝股份	西式小家电制造企业。	91.25
科沃斯	各类生活服务机器人、清洁类小家电等智能服务设备。	53.12
小熊电器	厨房小家电、生活小家电、其他小家电等。	26.88

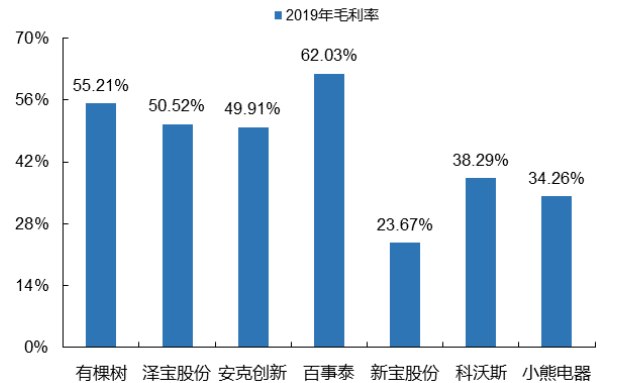
数据来源: Wind, 东北证券

图 17: 跨境电商毛利率比较



数据来源: 各公司公告, 东北证券

图 18: 跨境电商企业与同行业制造业毛利率比较

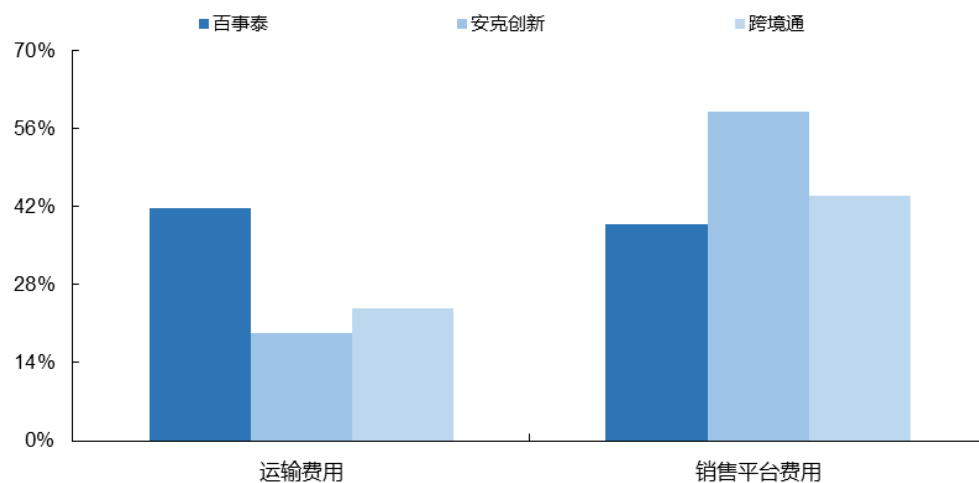


数据来源: 各公司公告, 东北证券

销售费用占比大, 物流费用及平台使用费为主要支出。虽然跨境电商企业毛利率达40%以上, 但各企业净利率基本位于10%以下, 核心原因是销售费用率较高。对比历年各企业销售费用率, 基本位于30%-45%之间。将销售费用拆解来看, 主要是物流费用及平台使用费, 两者合计占销售费用达70%以上。

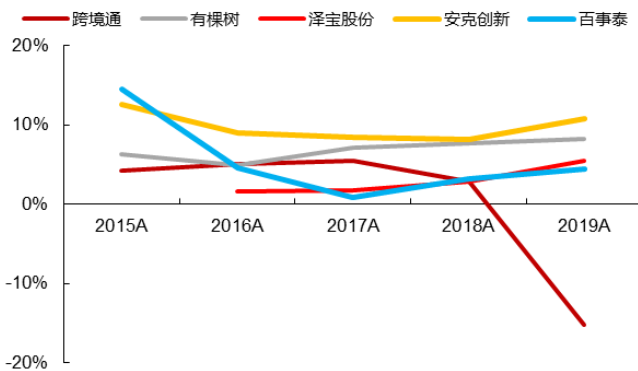
- **高物流费用:** 跨境电商涉及商品进出口, 大部分跨境电商企业尚不具备完善的物流管理能力, 国内从事跨境快递业务的物流企业也较少, 大部分由国际快递公司完成物流配送业务, 因此行业普遍存在高昂的物流成本。
- **高销售及平台使用费:** 国内出口 B2C 跨境电商主要通过第三方平台开展业务, 一方面, 从平台端来看, 目前亚马逊、Ebay、Wish 占据近 50% 市场份额, 第三方平台竞争格局较为稳定, 中小企业主要依靠这些巨头平台开展业务, 定价权掌握在第三方平台手中; 另一方面, 从产品来看, 国内跨境电商的产品尚未在消费者心中建立品牌影响力, 因此需要加大宣传力度, 以营销打开市场空间。

图 19: 2019 年三家跨境电商公司销售费用主要构成



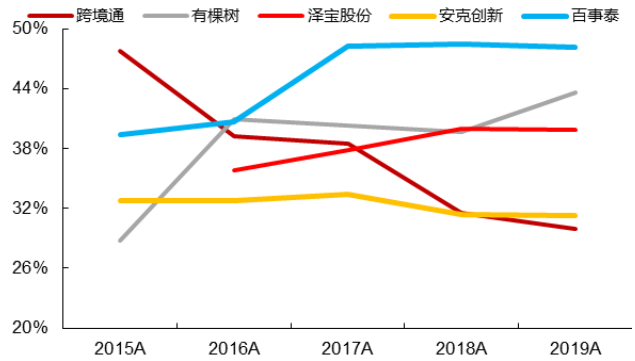
数据来源: Wind, 东北证券

图 20: 跨境电商净利率比较



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 21: 跨境电商销售费用率比较



数据来源: 公司公告, 东北证券

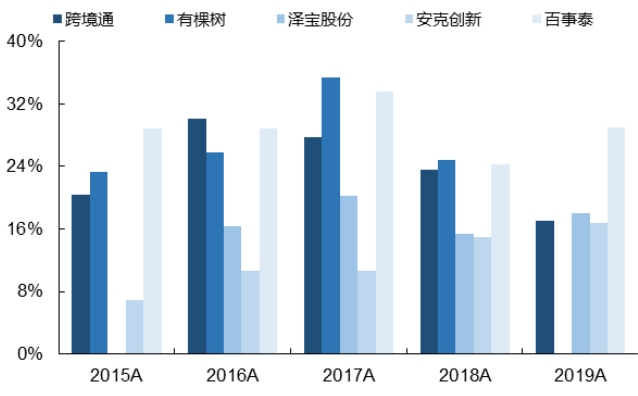
高存货及高应收账款为行业普遍现象, 规模扩张亦需要大量资金支撑。跨境电商企业的扩张需要进行大量铺货以促进规模增长, 因此高库存是行业的普遍现象。以各家跨境电商为例, 存货与营业收入比一直维持在 15% 以上。此外, 跨境电商由于物流时间长且平台结算周期长等原因, 应收账款周转天数近 1 个月左右。存货及应收账款均会积压大量资金, 因此, 跨境电商的规模增长需要大量资金支撑, 对跨境电商企业融资能力要求较高。

表 3: 各平台放款政策

eBay	于消费者通过 PayPal 付款时实时放款
亚马逊	账期为 14 天
速卖通	1、普通放款: 买家保护期结束后放款 (即在交易完成后 15 天); 2、提前放款: 发货 3 个自然日后 (一般是 3-5 天) 按 70%-100% 比例扣除保证金放款, 保证金释放和冻结由卖家经营数据指标决定, 即根据卖家资质以及平台的交易行为决定
Wish	每月 1 号及 15 号放款至收款账号

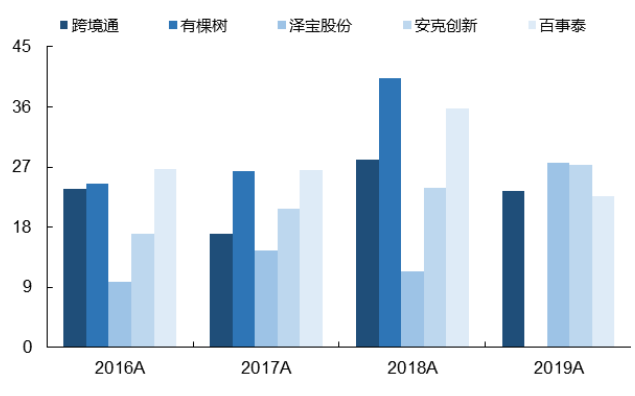
数据来源: 天泽信息公告, 东北证券

图 22: 跨境电商企业存货/营业收入对比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 23: 跨境电商企业应收账款天数



数据来源: 公司公告, 东北证券

品牌影响力及供应链管理能力和跨境电商企业核心竞争力，规模扩张依赖于企业融资能力。通过以上对目前跨境电商格局及财务数据分析，我们可以看到，行业现在表现出高毛利率、高销售费用、高存货、高应收账款的特点。

- **高毛利不可持续，加速培养自有品牌并建立知名度是保持持续竞争力的核心。**
目前跨境电商的高毛利率是企业建立在“信息差”下，利用渠道优势所建立的。但随着国内中小制造业和贴牌企业入驻第三方平台，跨境电商优势将逐渐丧失，且站在第三方平台的角度，培养品牌商将成为大趋势。跨境电商企业需在建立先发优势的基础上，加速产品质量提升及自有品牌推广，提前抢占海外消费者心智，保持持续竞争力。
- **高销售费用的背后是供应链管理能力和流量基本盘不扎实。销售费用率高的主要原因是物流成本及平台费用高。**由于涉及到跨境流通，跨境物流在费用、速度、清关、信息化等方面存在的问题使物流成本高、时效慢以及退换货不便利，对跨境电商以及消费者均造成困扰。目前在物流端的突破主要采用海外仓的方式，该方式能大大缩短时效，并以低频、低成本的备货替代高频、高成本的单次运输。高平台使用费的背后是第三方平台拥有定价权格局下，跨境电商企业导流的必选方式，但同样也需付出高昂的成本。但随着海量商家的入驻，引流成本将继续增长，如何培养黏性客户是摆在跨境电商企业眼前的难题。目前跨境电商企业主要通过建设自营网站及通过产品培养客户忠诚度来培育属于跨境电商企业自有的流量。
- **跨境电商扩张需要资金支撑，融资能力助力公司规模扩张。**如上所述，无论是上游供货所需的预付款或保证金，还是库存压力及行业属性所决定的账期特点，跨境电商企业扩张需要大量资金支撑规模扩张，因此融资能力是跨境电商企业进行规模扩张的必要条件。一方面企业可通过上市融资进行规模扩张，另一方面通过加强选品能力及对上游供应商议价能力，可提高自有资金使用效率。

表 4: 跨境电商企业面临的风险及应对措施

	潜在危机	应对措施	典型做法
高毛利率	中小企业直接入驻平台	培养自有品牌，占据消费者心智	加大研发培养自有产品
高物流费(销售费用)	影响消费者时效及退换货	打造自有供应链体系	建设海外仓、搭建供应链体系
高平台费(销售费用)	引流费高昂，难有自有流量池	培养自有品牌及客户黏性	建立自营网站、培养私域流量
高存货	旺季备货与产品过季相冲突	提高选品能力及供应链管理能力和	提高营销精准度、打造爆款产品
高应收账款	资金压力大	提升融资能力	上市融资

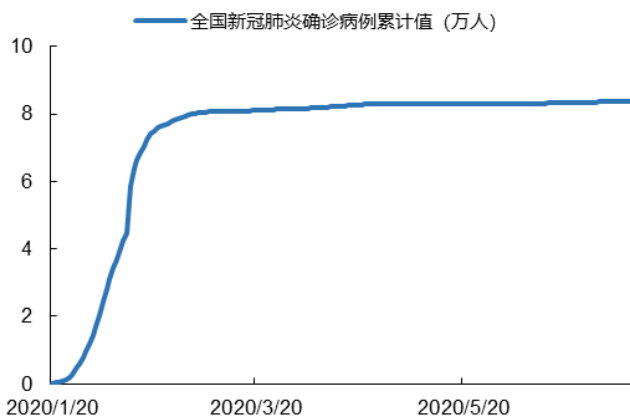
数据来源：东北证券

2. 疫情催化行业发展加速向上，跨境电商为“外循环”重要突破口

2.1. 疫情加速线上渗透率提升，跨境电商发展加速向上

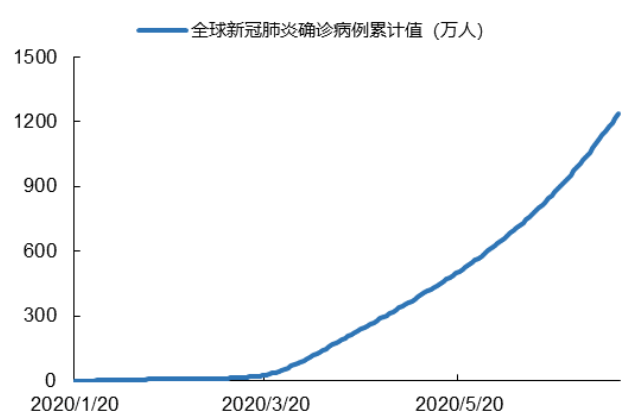
疫情对全国贸易形成较大冲击，尤其对于进出口方面。受全球新冠疫情影响，国内进出口皆受到一定冲击，虽然3月开始国内疫情基本得到控制，但海外形势依然严峻。疫情冲击下，国内外供应链及需求皆受到负面影响，2020年4月和5月国内进口同比-14.2%、16.7%，出口同比3.4%、-3.3%。从总体来看，预计国内2020年进口及出口分别同比下滑10.3%、10.2%。但从结构来看，跨境电商尤其是B2C领域有望加速成长。

图 24: 全国新冠肺炎确诊病例累计值 (万人)



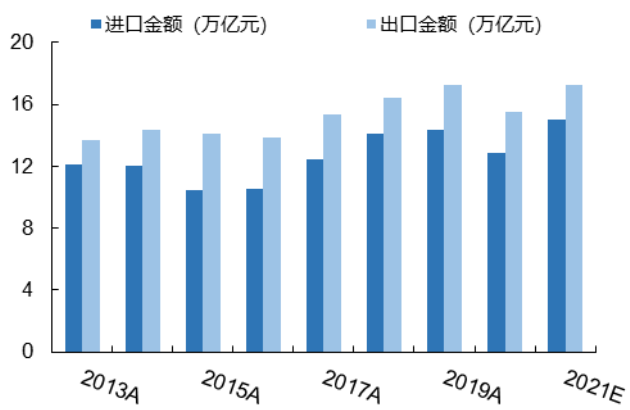
数据来源：国家卫健委，东北证券

图 25: 全球新冠肺炎确诊病例累计值 (万人)



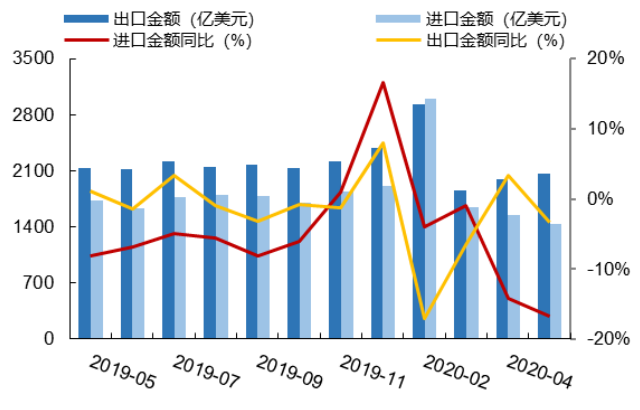
数据来源：wind，东北证券

图 26: 受疫情影响国内进出口下滑



数据来源：wind，东北证券

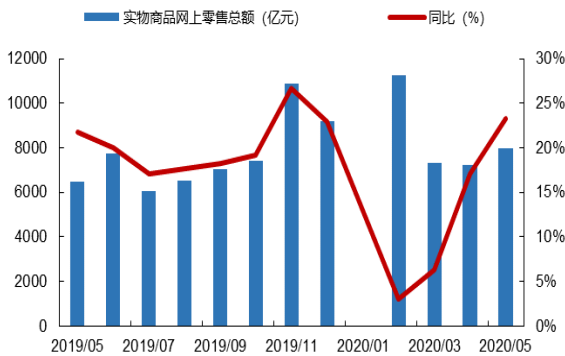
图 27: 2020 年进出口受疫情冲击下滑明显



数据来源：wind，东北证券

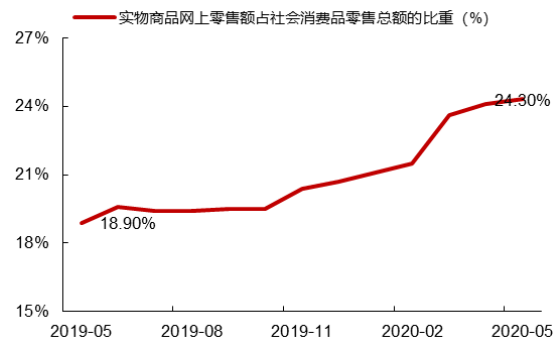
疫情带动 B 端及 C 端进行线上化迁移，加速渗透率提升。疫情对贸易的影响分为两端来看，一方面是疫情增加国际人员流动难度，营销难度加大，迫使线下化的 B 端贸易往线上迁移；另一方面，疫情催生 C 端“宅经济”，加速消费者线上渗透率提升，为跨境电商提供更多可转换的用户群体。

图 28: 国内实物商品网上零售总额及增速



数据来源: 国家统计局, 东北证券

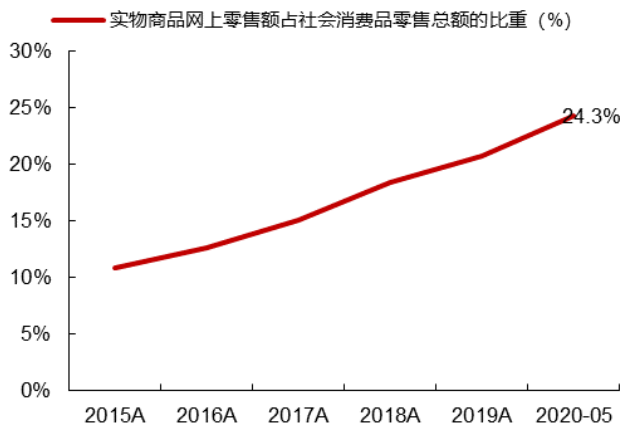
图 29: 实物商品网上零售总额占社会零售总额比重 (%)



数据来源: 国家统计局, 东北证券

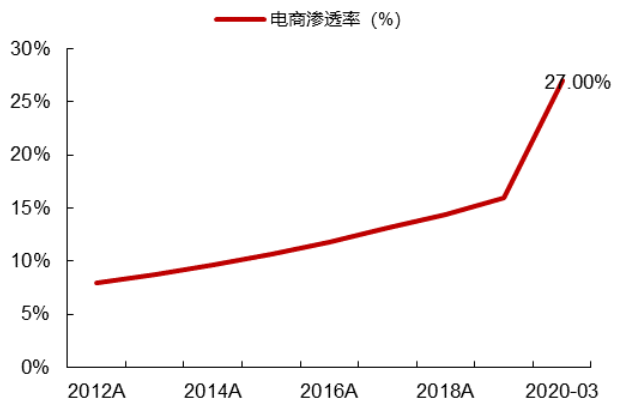
线上渗透率加速提升, 2C 跨境电商迎来加速发展机遇。疫情加速电商渗透率提升, 以中国和美国为例, 2020 年 5 月国内实物商品网上零售总额占社会消费品零售总额比重已达 24.3%, 较 2019 年提升 3.5pct, 远超 2019 年提升的 2.3pct。根据 Bank of America. U.S. Department of Commerce 数据显示, 美国 2020 年前三月电商渗透率加速上升, 由 2019 年的 16% 上升至 2020 年 3 月的 27%。

图 30: 国内实物商品网上零售总额占社会零售总额比例 (%)



数据来源: 国家统计局, 东北证券

图 31: 疫情期间美国零售电商渗透率快速增长



数据来源: Bank of America. U.S. Department of Commerce, 东北证券

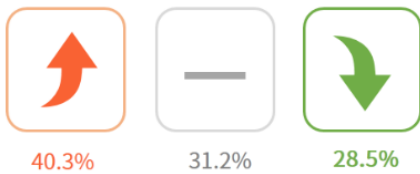
- 疫情下, 我们认为线上化的正向影响大于消费者因对收入悲观预期而减少消费量的负面影响, 海外 C 端线上购买力不降反升。疫情冲击下, 对未来收入的悲观预期导致消费者减少支出。但疫情导致消费者减少出行, 将更多的购物行为转移至线上, 整体来看, 疫情期间用户线上购买力与购买频次整体提升。根据艾媒咨询数据显示, 2020 年第一季度疫情期间, 有 40.3% 的用户购买力增加, 跨境电商平台用户使用频率增加的用户占比高达 65.3%。我们认为, 从整体来看, 疫情导致消费者对收入的悲观预期将降低消费支出, 但线下向线上的迁移影响度大于对消费的负面影响, 因此总体来看, 国内跨境电商用户购买力及使用频率反而提升。以进口跨境电商平台天猫国际为例, 今年 1-3 月, 天猫国际

有 20 万个新品上线，海外品牌开店速度同比提升 327%；今年 2 月份，天猫国际上中国消费者购买的进口商品同比增长超 52%。我们认为海外线上消费者也符合类似情况。

图 32: 疫情期间线上用户购买力与购买频率整体提升

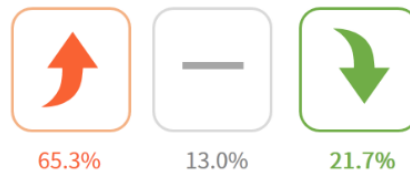
2020Q1中国跨境电商用户**购买力**变化调研

Research on the change of purchasing power of Chinese cross-border e-commerce users in 2020Q1



2020Q1中国跨境电商用户平台**使用率**变化调研

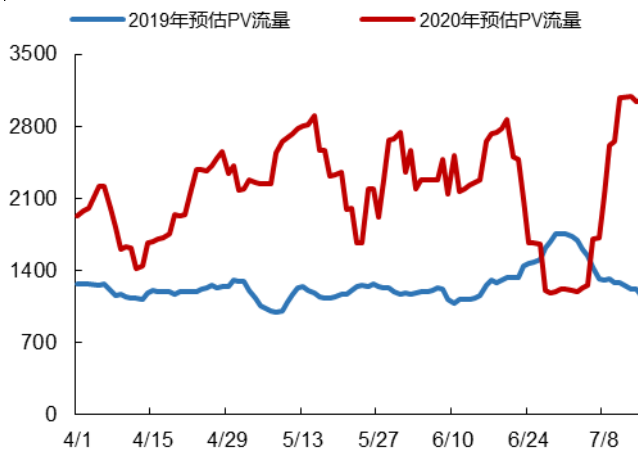
Research on the change of usage rate of Chinese cross-border e-commerce user platform in 2020Q1



数据来源：艾媒咨询，东北证券

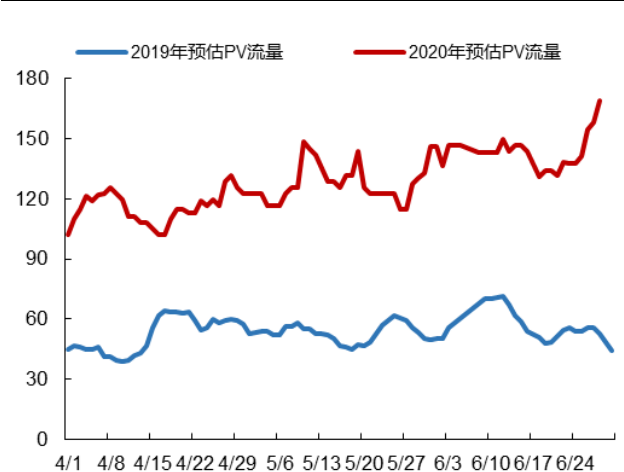
- 疫情下，跨境进出口电商平台浏览量显著上升。以 B2B 出口跨境电商阿里巴巴国际站和 B2C 出口跨境电商自营平台 ZAFUL（环球易购）为例，对比 2019 年和 2020 年两家 PV 浏览量数据，今年提升明显。对比两家跨境电商平台 PV 流量，从 2020 年 2 月开始，增长迅速。这进一步验证我们此前判断。

图 33: 2019 年和 2020 年同期阿里巴巴国际站流量对比



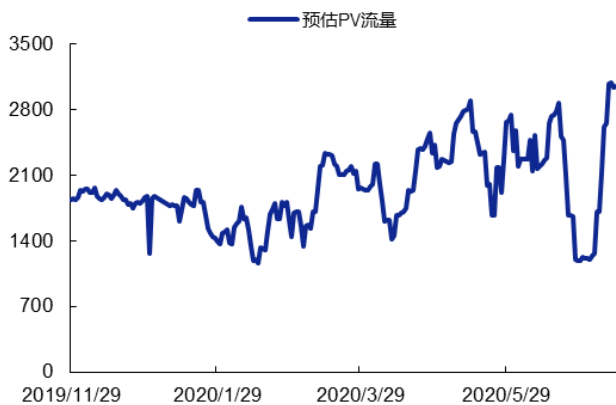
数据来源：Alexa，东北证券

图 34: 2019 年和 2020 年同期 ZAFUL PV 流量对比



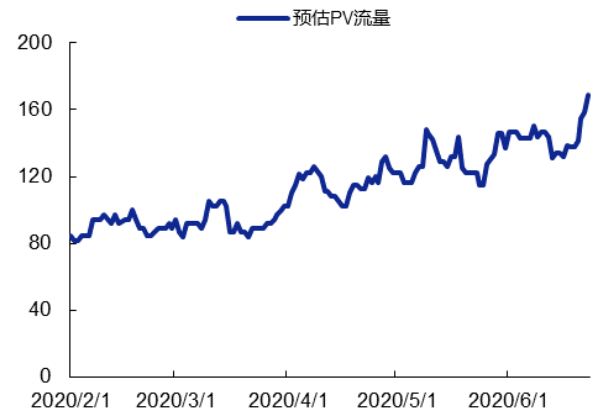
数据来源：Alexa，东北证券

图 35: 疫情期间阿里巴巴国际站 PV 流量



数据来源: Alexa, 东北证券

图 36: 疫情期间 ZAFUL PV 流量

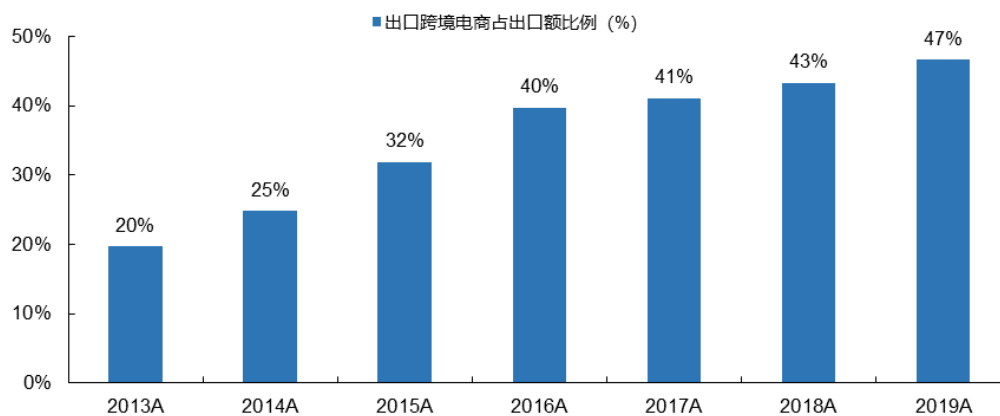


数据来源: Alexa, 东北证券

2.2. 疫情期间扶持政策频出, 为行业发展保驾护航

“双循环”战略部署具有中长期意义。7月30日召开的中共中央政治局会议决定: 必须从持久战的角度加以认识, 加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。这是党中央基于国内外形势作出的重大战略部署。如上文所述, 跨境电商已逐渐成为我国进出口的重要引擎, 市场规模达 10 万亿元, 而在出口领域, 跨境电商贡献占比逐年提升, 从 2013 年-2019 年, 出口跨境电商交易规模占出口总额比例由 20% 提升至 47%。跨境电商对出口影响逐年提升, 将成为经济“外循环”的重要助推力。

图 37: 出口跨境电商交易规模占出口额比例

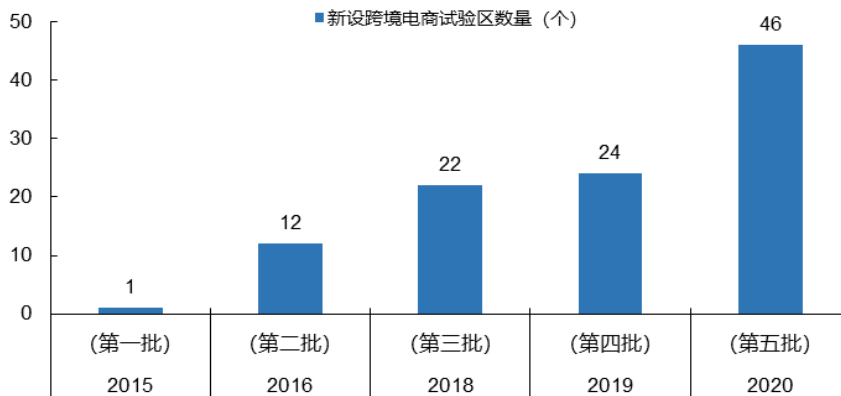


数据来源: 网经社、国家统计局, 东北证券

跨境电商扶持力度进一步加大, 跨境出口零售端及 B 端迎利好。跨境电商在进出口贸易中占比持续提升, 贡献比例越来越大, 因此也是国家重点扶持和发展方向之一。疫情期间, 国家连续出台政策保障行业发展。4 月国务院提出的新设跨境电商试验区及 6 月国家海关总署发布《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》, 两者有望促进出口跨境电商零售端及 B2B 加速发展。

- 2020年4月7日，在国务院常务会议上，李克强总理提出，在已设立59个跨境电商综合试验区基础上，再新设46个跨境电商综合试验区，并对综试区内跨境电商零售出口货物按规定免征增值税和消费税、企业所得税核定征收等支持政策。此次单批跨境电商试验区新设数量已达到第三批和第四批数量总和，政策对跨境电商支持力度在进一步加大。

图 38: 2020年新设跨境电商试验区 46 个



数据来源：公开资料，东北证券

表 5: 跨境电商综合试验区部分优惠政策

无票免税	即对跨境电子商务综合试验区内的跨境电子商务零售出口企业未取得有效进货凭证的货物，凡符合规定条件的，出口免征增值税和消费税。
所得税核定征收	综合试验区内符合一定条件的出口企业试行核定征收企业所得税办法，采用应税所得率方式核定征收企业所得税，应税所得率统一按照4%确定。符合小型微利企业优惠政策条件的，可享受小型微利企业所得税优惠政策；其取得的收入属于《中华人民共和国企业所得税法》第二十六条规定的免税收入的，可享受免税收入优惠政策。
通关便利化	跨境电商综试区内符合条件的跨境电子商务零售商品出口，海关通过采用“清单核放，汇总申报”的便利措施进行监管验放，提高企业通关效率、降低通关成本。
放宽进口监管	对跨境电商零售进口商品不执行首次进口许可批件、注册或备案要求，按个人自用进境物品监管。

数据来源：公开资料，东北证券

- 2020年6月12日，国家海关总署发布《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》，明确自7月1日起在北京、天津、南京等10个直属海关进行试点。新规明确，增列海关监管方式代码“9710”，简称“跨境电商 B2B 直接出口”，适用于跨境电商 B2B 直接出口的货物；增列海关监管方式代码“9810”，简称“跨境电商出口海外仓”，适用于跨境电商出口海外仓的货物。此政策有助于外贸企业简化申报、便利通关外，有利于引导一般贸易企业向跨境电商 B2B 出口发展，加速 B2B 出口跨境电商发展节奏。

3. 跨境通：跨境电商领军企业，龙头调整再出发

3.1. 跨境电商第一股，稀缺的独立站企业

传统服装通过收购兼并成功转型为跨境电商。跨境通前身为百圆裤业，前期主营业务为服装零售，于2011年12月8日在深交所挂牌上市。2014年开始，公司积极寻求转型，通过收购兼并的方式进入跨境电商领域。2014年，公司收购环球易购100%股权，2018年完成对帕拓逊的全资控股并收购优壹电商100%股权。目前公司业务已实现全面转型，收购的上述三家跨境电商子公司贡献了公司几乎全部收入。

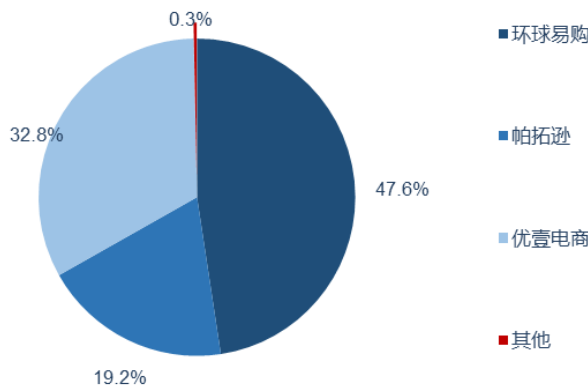
- **环球易购**：环球易购成立于2007年，运营模式以自营渠道运营为主，第三方渠道运营为重要补充，在跨境出口自营B2C电商市场排名稳居第一。客户主要定位18-35岁海外中低收入人群，通过Sammydress、Gearbest等自建专业品类垂直电商平台销售高性价比的**服装和3C电子产品**，业务覆盖美国、加拿大、英国等200个国家和地区。
- **帕拓逊**：帕拓逊成立于2012年，是一家集产品设计、研发、销售于一体的新型跨境电商零售企业，同时是国内跨境电商行业**消费电子产品**业态的领军企业。
- **优壹电商**：成立于2011年，优壹电商是国内领先的全球优品专供与电商品牌服务商，目前已经成功打造出线上线下多维销售渠道，且服务领域主要为**母婴用品、个护化妆以及营养品**。

表 6: 公司转型过程中重大事件

时间	事件
1995年	创立百圆裤业。
2011年	深交所上市。
2014年	全资收购环球易购100%股权。
2015年2月	收购帕拓逊7.5%股权。
2015年12月	收购帕拓逊43.5%股权。(合计持股51%)
2015年	股票名称由“百圆裤业”更名为“跨境通”。
2016年	收购帕拓逊39%股权。(合计持股90%)
2016年12月	收购优壹电商100%股权。
2018年	收购帕拓逊10%股权。(合计持股100%)

数据来源：公司公告，东北证券

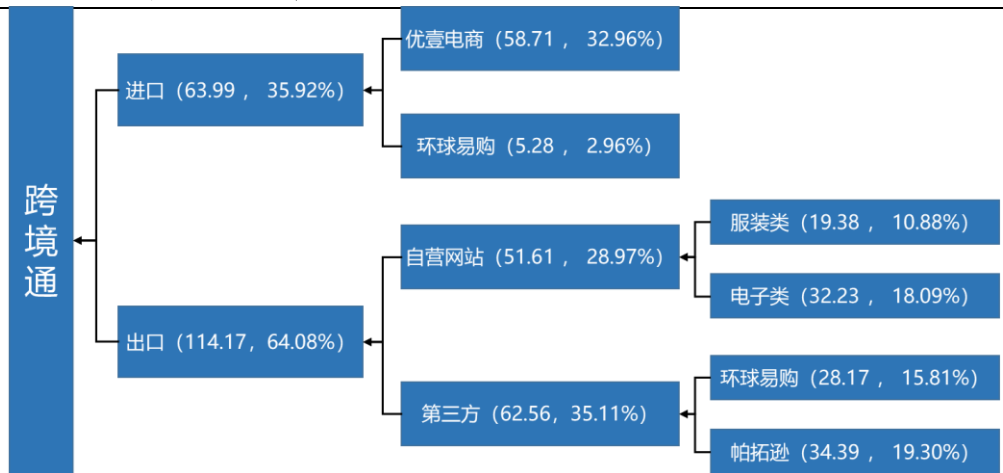
图 39: 2019 年各子公司收入贡献占比 (%)



数据来源: 公司公告, 东北证券

主营 B2C 进出口跨境电商业务, 出口采用自营及第三方电商渠道、进口采用第三方线上渠道及线下渠道。公司是国内跨境电商零售行业的领先企业, 背靠中国产业链优势及政策支持, 对外销售自有产品及供应商产品, 并以自身强有力的代运营及分销能力, 将海外优质品牌引入国内, 整体销售规模位于行业前列。

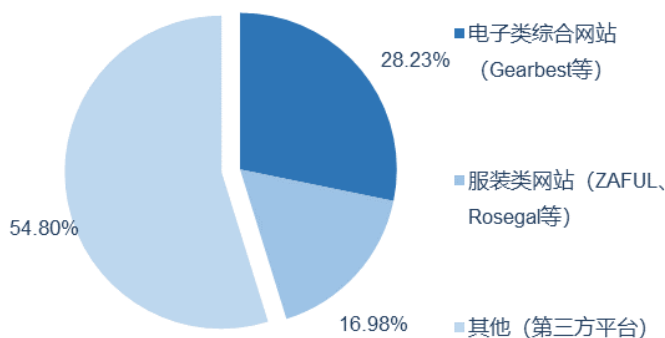
图 40: 公司收入结构拆分



数据来源: 公司公告, 东北证券

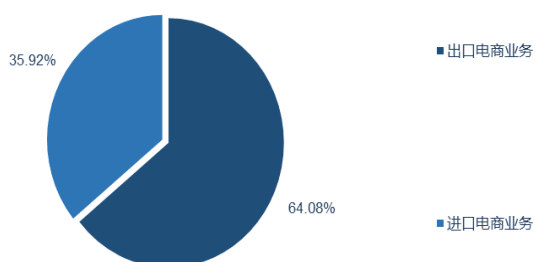
- 目前公司业务主要由旗下的三大子公司开展, 其中跨境出口业务主要由环球易购及帕拓逊为经营主体, 跨境进口方面主要由优壹电商和环球易购进口事业部负责, 2019 年公司出口和进口电商业务占比分别为 64.08%、35.92%。
- 从地区收入结构来看, 公司主要出口区域为欧洲和北美洲, 2019 年收入占比分别达 30.47%、24.86%。
- 在渠道方面, 公司跨境出口电商零售业务主要以自有跨境电商零售渠道 (ZAFUL、Gearbest) 为主, 第三方跨境电商渠道 (Amazon、eBay、AliExpress 等) 为辅, 2019 年公司出口跨境电商自营渠道实现收入 51.61 亿元, 占出口跨境业务总额 45.21%。进口跨境电商零售业务则主要立足于天猫、京东及唯品会等线上渠道, 并采用山姆会员店、孩子王、爱婴岛等线下渠道并进的方式。

图 41: 2019 年公司跨境出口自营网站占出口总额比例



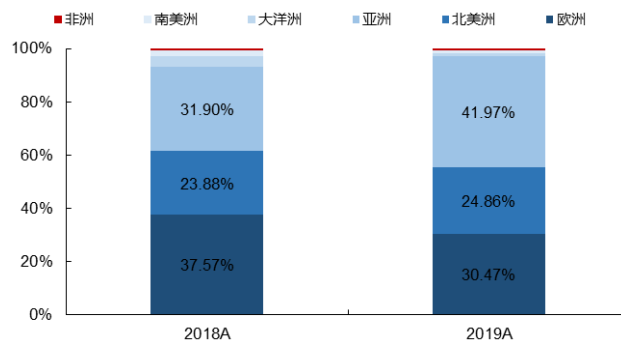
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 42: 2019 年公司进出口电商业务占比情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

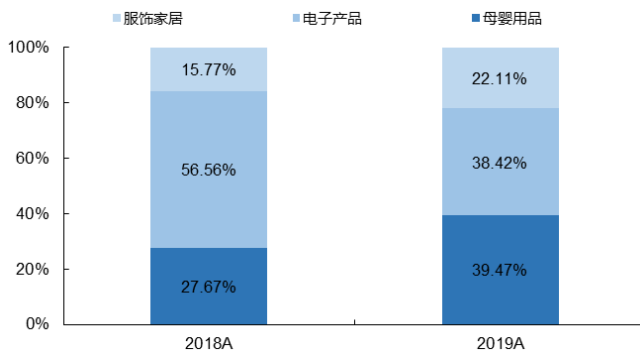
图 43: 公司各地区收入占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

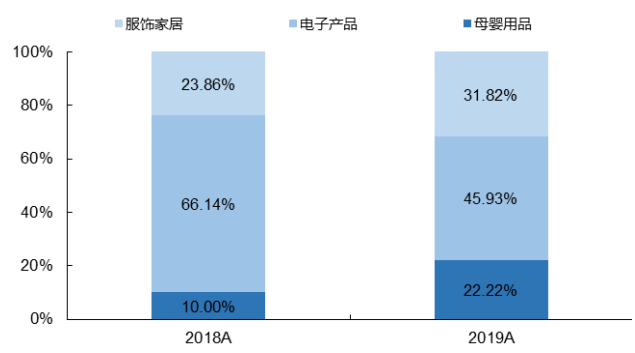
主打母婴、电子、服饰家居产品。公司通过出口跨境电商及进口跨境电商两种方式助力中国优质产品通过电商渠道输出到海外市场, 同时将海外的优质产品进口到中国市场, 主要产品品类为**服装类、3C 类、家居类、母婴类以及保健品、美妆品类等**。在公司主要营业收入结构中, 母婴产品、电子产品及服饰家居贡献主要收入及利润, 2019 年三者贡献收入及毛利比例分别为 40%、38%、22% 和 22%、46%、32%, 电子和服饰家居是公司主要利润来源。

图 44: 公司主要品类收入占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 45: 公司主要品类毛利占比



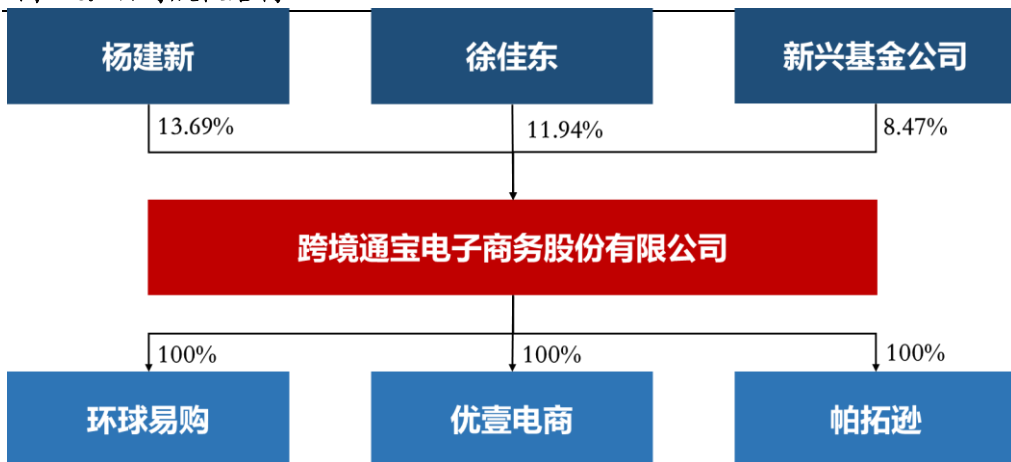
数据来源: 公司公告, 东北证券

3.2. 公司实际控制人变更为广州开发区管委会

原环球易购董事长主管公司经营管理工作。从股权结构看, 公司前三大股东分别是杨建新先生、徐佳东先生以及新兴基金公司。其中杨建新先生为原百圆裤业董事长, 徐佳东先生为原环球易购董事长。2017年3月及2018年11月杨建新先生先后辞去公司总经理及董事长职务, 目前徐佳东先生担任公司董事长及总经理, 并主管公司经营管理工作。

公司实控人易主, 变更为广州开发区管委会。2019年9月19日, 公司实际控制人杨建新、樊梅花夫妇及新余睿景与新兴基金公司签署了《股份转让协议》和《表决权委托协议》。协议约定杨建新、樊梅花夫妇拟将其合计持有的公司约6.55%股份转让给新兴基金公司。杨建新、樊梅花夫妇及新余睿景将剩余合计约15.47%股份对应的表决权等权利根据《表决权委托协议》约定委托新兴基金公司行使。新兴基金获得占公司总股本的22.02%的表决权, 新兴基金公司成为公司单一拥有表决权份额最大的股东, 公司实际控制人变更为广州开发区管委会。

图 46: 公司股权结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 新兴基金公司: 广州开发区新兴产业投资基金管理有限公司

3.3. 存货计提基本完成，盈利能力有望回升

受贸易战影响，公司 2019 年收入下滑明显。2015-2018 年公司规模实现快速扩张。2019 年 4 月开始，受中美贸易战影响，收入出现下滑。受 2019 下半年中美贸易摩擦影响，重要全资子公司环球易购在欧美市场业务受到影响，销售业务大幅下滑，公司调整经营策略，取消多个销售不畅，库存积压严重的项目。2019 年环球易购全年营业收入较 2018 年减少 39 亿元，同比下降 31.44%。2019 年公司整体营业收入同比下降 16.99%。2020H1 公司逐步走出谷底，实现营业收入 90.87 亿元，同比增长 1.31%。

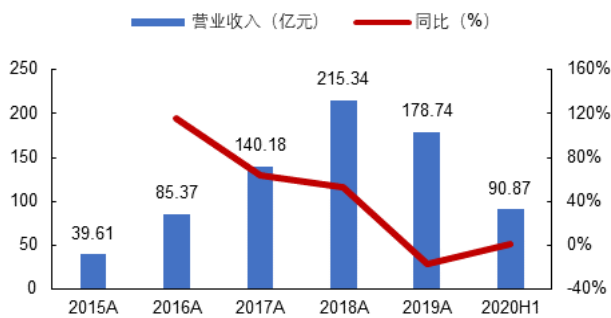
大量存货计提影响公司 2019 年利润，2020H1 已实现扭亏。公司归母净利润在 2019 年、2020Q1 分别为 -27.08 亿元、1.31 亿元，同比下降 535%、41%。公司 2019 年末对各类资产进行全面减值测试并对部分资产补提减值准备，计提存货跌价准备共计 25.89 亿元，其中包括对子公司环球易购补提存货跌价准备约 12 亿元、对环球易购计提商誉减值 1.71 亿元。导致公司在 2019 年出现亏损。2020H1 公司实现归母净利润 2.71 亿元，已实现扭亏为盈。

表 7: 环球易购历年各季度营业收入情况 (万元)

年度	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	合计
2017 年	219,070.54	241,532.65	255,242.23	428,303.00	1,144,148.43
2018 年	304,416.85	278,733.62	338,892.22	318,624.83	1,240,667.52
2019 年	252,499.63	206,553.56	254,907.39	136,619.54	850,580.12

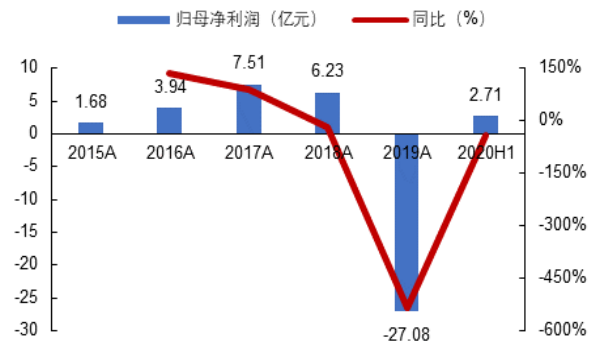
数据来源：公司公告，东北证券

图 47: 公司历年收入及增速变化



数据来源：公司公告，东北证券

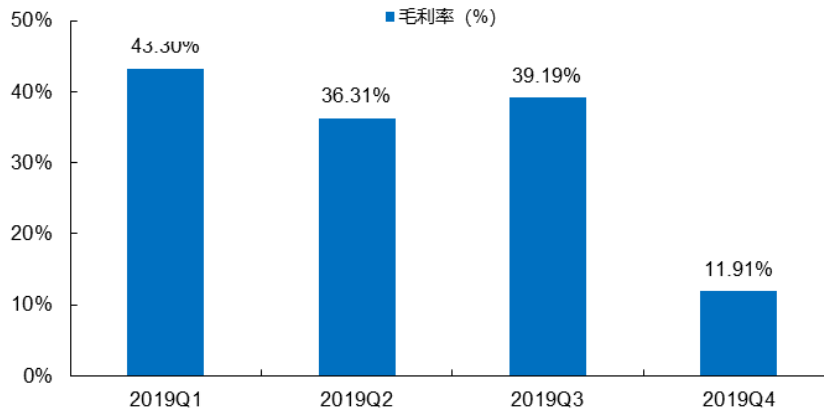
图 48: 公司历年归母净利润及增速变化



数据来源：公司公告，东北证券

存货促销影响公司毛利率。2019 年公司毛利率为 33.64%，较 2018 年继续下降 6.94pct。2019Q4 在自营平台上进行大量促销活动以解决存货积压问题，这使得第四季度毛利率大幅下滑至 11.91%，进而使 2019 年整年毛利率下跌至 33.64%。

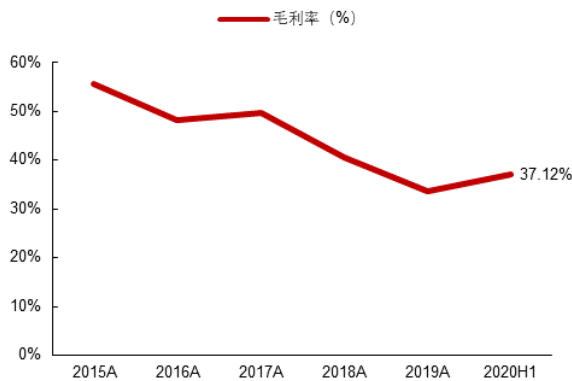
图 49: 2019 年单季度公司毛利率变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

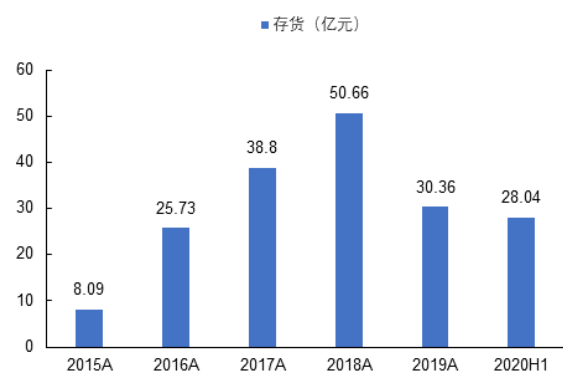
资产减值计提基本完成, 盈利能力有望回升。2019 年年初, 公司存货已达 50.66 亿元, 同年的中美贸易摩擦使得存货进一步积压。存货大量积压带来各项费用增加, 削弱盈利能力。公司在 2019Q4 计提巨额存货跌价准备。2019 年末存货减少至 30.36 亿元, 较 2018 年同比下降 40%。受疫情影响, 存货的清点盘查工作进展缓慢, 2020Q1 也计提大额存货跌价准备, 季末存货为 26.01 亿元。目前, 公司存货为 28.04 亿元。公司计提存货跌价准备后存货账面价值及资产减值风险均显著降低, 为后续持续盈利奠定良好基础。2020H1 公司毛利率为 37.12%, 其中 Q1、Q2 分别为 33.10%、41.06%, 显著回升。

图 50: 公司历年毛利率变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 51: 公司历年存货变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

4. 品牌知名度享誉海外，供应链管理行业领先

4.1. 渠道与产品两条腿走路，品牌出海领先同行

推动“品牌化”战略，打造渠道品牌与产品品牌。对比同行业可比公司，公司是国内跨境电商领域少数进行渠道品牌及产品品牌双建设的跨境电商企业，并着力推动“品牌化”战略，强化自身产品及渠道优势。

表 8: 同行产品渠道与销售渠道比较

公司	产品渠道	销售渠道
跨境通	30%以上为自有品牌，其余为外部品牌。	环球易购以自营渠道为主，帕拓逊以第三方平台为主。
安克创新	基本为自有品牌。	主要以第三方平台亚马逊为主。
泽宝股份	自有品牌为主。	主要以第三方平台亚马逊为主。
有棵树	主要以采购为主，自有品牌占比较低。	主要以第三方平台为主。
通拓科技	主要以采购为主，自有品牌占比较低。	主要以第三方平台为主。
百事泰	主要以采购为主。	主要以第三方平台为主。

数据来源：公司公告，东北证券

自营网站影响力及流量池不断扩大。在渠道建设方面，公司采用两条腿走路的方式，一方面通过第三方平台进行业务开展，另一方面也着力建设自营渠道。其中借助第三方渠道模式能够快速获取客户流量，但该种模式下难以保证产品曝光度，需要进行大量销售费用投入维护流量池，而自营网站能够培养黏性用户，拥有较为稳定的流量基本盘。

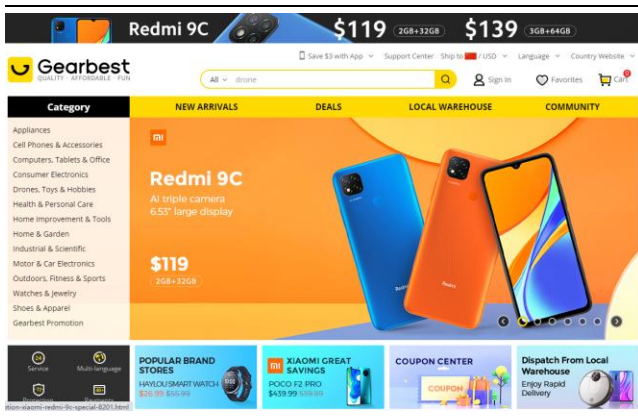
- **自营网站影响力：**公司自营渠道主要以环球易购开展，旗下 Gearbest 主营电子产品、ZAFUL、Rosegal 主营服装等。其中自营平台 Gearbest 在全球最大传播集团 WPP 与 Google 联合发布的 2019 BRANDZ 中国出海品牌 50 强综合排名第 24 名，电子商务类排名第 2，仅次于阿里巴巴。快时尚自营渠道 ZAFUL 位列第 23 名，居线上快时尚类第 2 名。从目前国内产品出海情况来看，虽然众多品牌在国内具备较高知名度，但从出海品牌 50 强来看，国内众多品牌出海步伐并未如预想中快，公司已在一定程度上取得先发优势，将自身渠道进行海外推广，占据海外消费者心智。

表 9: 2019 年 BrandZ 中国出海品牌 50 强

排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌
1	华为	6	海信	11	趣加游戏	16	IGG	21	创智优品
2	联想	7	海尔	12	中国银行	17	TCL	22	Tap4fun
3	阿里巴巴	8	国航	13	大疆创新	18	科沃斯	23	ZAFUL
4	小米	9	一加手机	14	Sheln	19	OPPO	24	Gearbest
5	字节跳动	10	安克	15	东方航空	20	腾讯	25	南方航空

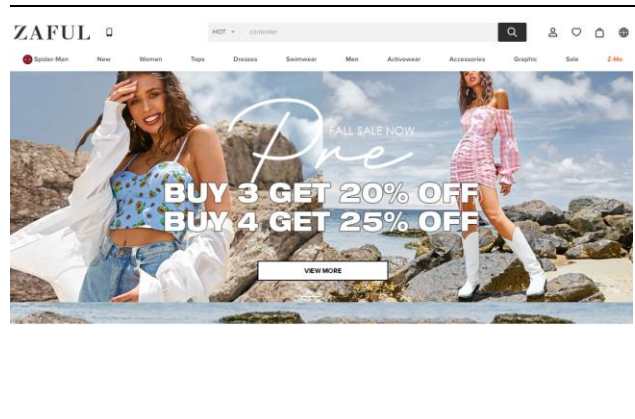
数据来源：2019 年 BrandZ 中国出海品牌 50 强，东北证券

图 52: Gearbest 官网



数据来源: 东北证券

图 53: ZAFUL 官网



数据来源: 东北证券

- **自营网站流量:** 经过多年培育, 公司三大自营平台逐步成长, 其中注册用户数均保持 25% 以上增长, 截止 2019 年 Gearbest、ZAFUL、Rosegal 注册用户数分别达 5098 万人、3986.4 万人、2013.8 万人, 月均活跃用户数达 3071 万人、2300 万人、643.7 万人。自营网站流量构成公司私域流量, 其复购率均稳步提升。

表 10: 公司三大自营平台经营数据

指标名称	Gearbest (电子)			ZAFUL (服装)			Rosegal (服装)		
	2017A	2018A	2019A	2017A	2018A	2019A	2017A	2018A	2019A
注册用户数 (万人)	3195	4165	5098	1083	2023	3986.4	1307	1737	2013.8
月均活跃用户数 (万人)	4533	5203	3071	1779	2740	2300	1662	2253	643.7
月均访问量 (万次)	16743	19407	23375	8563	13248	16566	9750	10302	13215
90 天复购率 (%)	49.5	46.7	30.25	26.82	29.8	42	29.38	27.6	60
月均流量转化率 (%)	2.09	2	1.1	1.79	1.74	1.5	2.1	1.62	1.3
在线 SKU 数 (万)	39	99.6	30.9	4.8	7.3	5.6	15	5.5	7.3
平均客单价 (美元)	58.83	56.74	68.1	51.69	46.54	45.5	40.38	37.91	51.4

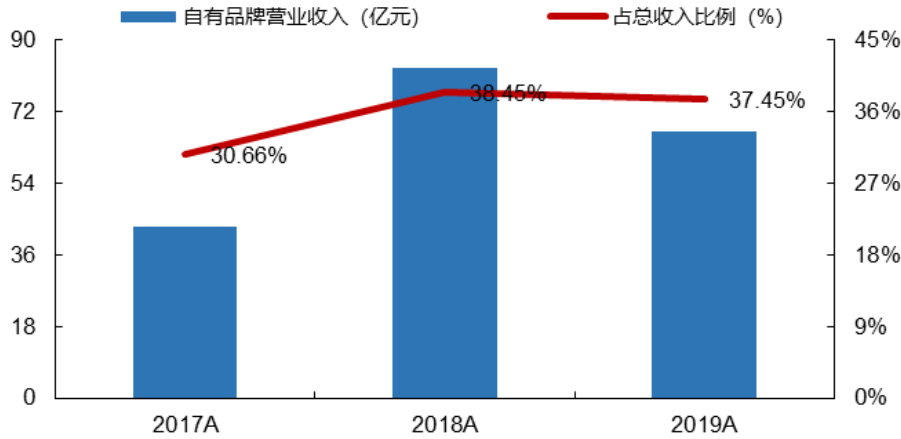
数据来源: 公司公告, 东北证券

品牌建设卓有成效, 占总收入比例近 40%。目前大部分跨境电商通过海量铺货或者精准选品的方式, 打造“爆款”产品达到“高盈利”效果, 但该种模式下, 产品生命周期不长, 也难以让消费者形成品牌认知, 大都沦为一闪即逝的网红产品, 难以由“爆品”转向“精品”。

- **产品端及宣传端两手提升品牌影响力。**公司从 2017 年开始, 开启品牌打造元年。一方面公司加深与优质供应商合作, 从原材料、品控、生产工艺等环节介入, 从产品源头端增强公司产品质量, 提升综合溢价能力。另一方面公司加强品牌影响力建设, 增加产品曝光度, 通过媒体曝光、线下活动等方式提升海外客户对品牌的认知。
- **培育多领域自有品牌, 自有品牌收入占比提升。**2017 年公司自有品牌收入占总体收入为 30.66%, 2019 年该比例已达到 37.45%, 自有品牌对公司收入贡献逐步提升。目前公司已培育出以服装品类的 ZAFUL、家居品类 LANGRIA、户外储能品类 SUAOKI、影音品类 MPOW 等为代表的一系列具备跨境电商领导地位的品牌, 常年在 Amazon、eBay、Wish、WARLMART 等平台占据前五位,

在欧美拥有大量的忠实消费群体。旗下 MPOW 品牌更持续多年成为北美、欧洲地区 3C 产品优质品牌，获得全球超过 2.6 亿用户的选择和青睐，Amazon Bestseller 累计超过 606 个。

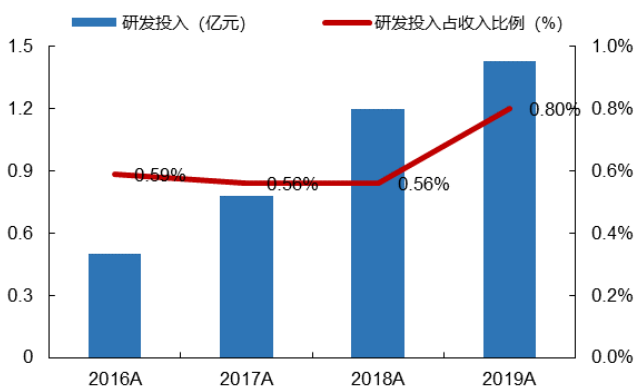
图 54: 自有品牌收入占公司整体收入比例



数据来源：公司公告，东北证券

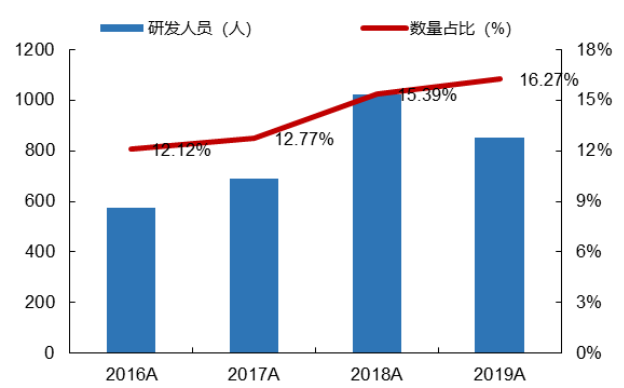
持续加强研发投入，提升渠道及产品竞争力。公司一直重视研发对业务及产品的赋能，2016 年-2019 年研发投入逐年增长，占收入比例达 0.8%，且研发人员占公司总人数比例达 16.27%，致力于由“业务推动”转向“技术驱动”。公司研发投入分为两块，一块是围绕 IT 系统，提升公司运营效率。其中站内搜索近乎实时搜索数据呈现服务，1 秒内完成数据同步，搜索转化率提升 44%。公司智能客服覆盖 90% 的问题查全率，实现 70% 以上问题查准率，机器人同用户自动对话，节约 40% 的人力成本。另一块是围绕产品体系所做的品牌建设。公司专利与市场销售转化率超 80%，目前公司拥有专利 410 项，其中实用新型专利 26 项，外观设计专利（国内）96 项，国外专利 288 项。拥有商标 1350 项，软件著作权 128 项。持续的研发投入，为公司 IT 升级及品牌打造提供有力支撑。

图 55: 公司研发投入及占收入比例



数据来源：公司公告，东北证券

图 56: 公司研发人员数量及占总人数比例



数据来源：公司公告，东北证券

4.2. 率先布局海外仓，供应链管理行业领先

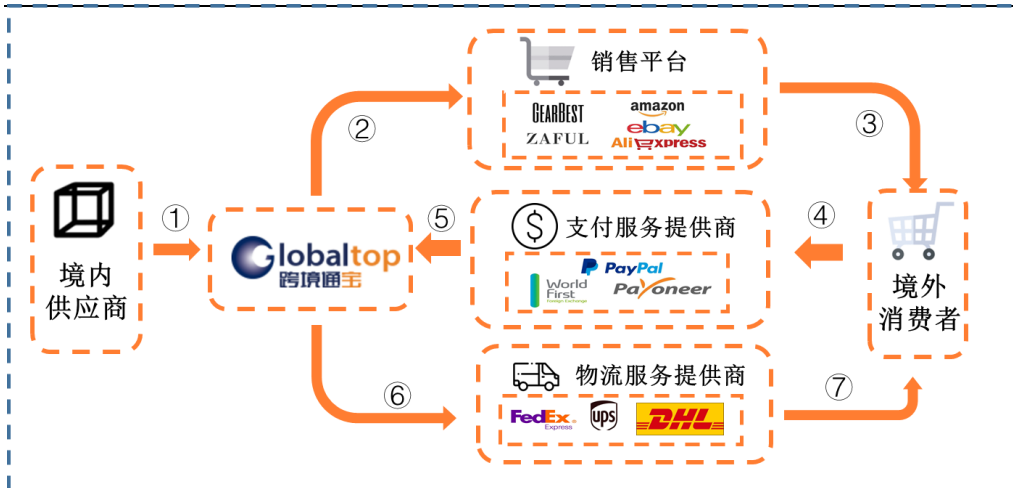
跨境电商供应链涉及流程长、环节多，采购环节、物流环节及售后服务环节均面临诸多困难。

采购环节：目前国内大部分跨境电商采用买断式采购模式，并且采用泛品类的销售方式，一般根据历史销售数据及市场调研情况进行备货及选品，但“爆款”产品销量不稳定，公司预测与实际情况一般存在一定差距，不合理的采购易出现缺货或滞销。

物流环节：我国在全球仓储物流运营服务体系的基础性资源积累较为薄弱，且存在配送时间长、成本高等问题。尤其对于大批量备货，由于在途运输时滞等原因，易导致爆款产品错过最佳销售窗口，进而造成存货滞销及资金占用等风险。

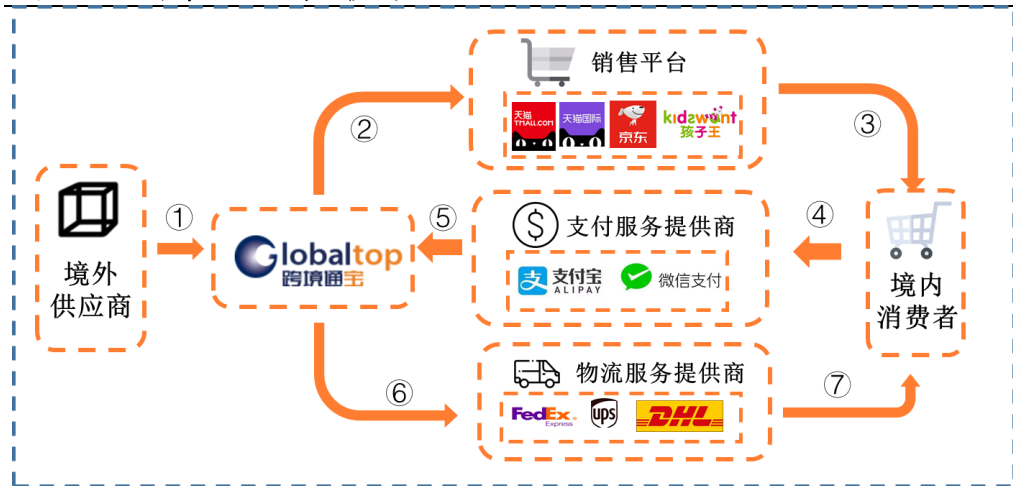
售后环节：对于商家而言，退换货其实是进口行为，可能遭遇海关查验甚至缴纳一定关税，且由于逆向物流单件商品寄送费用高，因此众多商家不支持退换货，影响海外消费者购物体验。

图 57: 公司跨境出口商业模式



数据来源：公司公告，东北证券

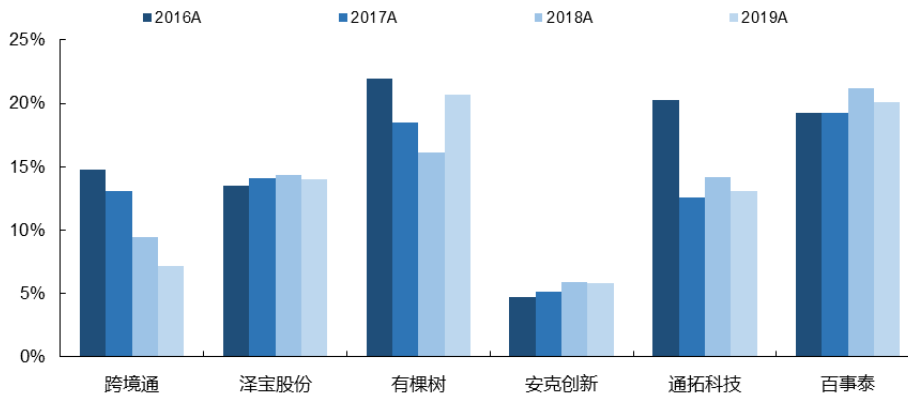
图 58: 公司跨境进口商业模式



数据来源：公司公告，东北证券

物流费用为费用主要支出，行业参与者主要采用国内仓直邮及海外仓发货模式。目前在行业中，主要采用国内仓直邮以及海外仓发货的模式。由于安克创新通过亚马逊等第三方平台 FBA 仓发货产品所需的物流费用、仓储费用统计在销售平台费用中，因此物流费用占收入比例明显偏低。对比 A 股跨境电商企业物流费用占收入比例，基本在 15%-20%，是主要支出项。且除跨境通外，其各家企业该项费用占收入比一直未呈现下降趋势。

图 59: 跨境电商企业物流费用占收入比例



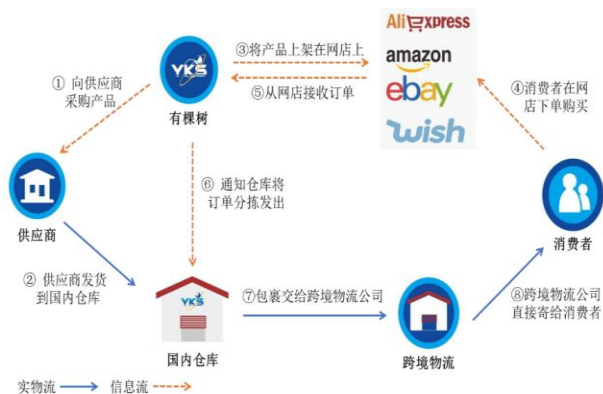
数据来源：公司公告，东北证券

表 11: 跨境电商及其物流方式

公司	运输方式
安克创新	针对亚马逊平台的产品销售以及部分其他境外平台的销售，公司主要选择使用亚马逊提供物流仓储服务。采用“跨境头程物流+亚马逊 FBA 本地物流”相结合的模式。头程部分，通过一般贸易方式出口，利用空运和海运，将待售商品运送至亚马逊 FBA 仓。海外终端用户在公司亚马逊店铺完成下单和付款后，商品主要由亚马逊仓库配送，并通过 FBA 物流方式送至用户。
泽宝股份	公司已拥有成熟的仓库体系、跨境物流等丰富的物流及仓储资源，租赁仓库面积已逾 16 万平方米，并打造了“海外仓+国内仓”的闭环模式，形成了一个遍布全球的仓储物流网络及扎实、可靠的供应链体系。
有棵树	通拓科技主要采用第三方物流外包配送模式，包括国内仓库发货模式和海外仓发货模式两大类。

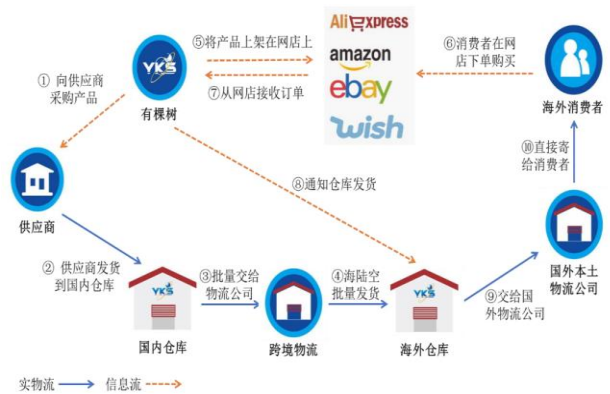
数据来源：公司公告，东北证券

图 60: 国内仓直邮的业务流程



数据来源：天泽信息公司公告，东北证券

图 61: 海外仓发货的业务流程



数据来源：天泽信息公司公告，东北证券

海外仓有效解决时效及售后问题，行业参与者加速布局。一方面，海外仓能够有效帮助跨境电商企业提前将货物运输至目的国，客户下单后，可直接在目的国发货，节省了货物运输时间，不仅提高了时效而且可将高频运输的货物进行集体运输，节约了成本。另一方面，海外仓能够有效对客户进行售后服务，无论是响应速度还是购物体验均能够有效提升客户感知。因此，海外仓已成为公司重点布局领域，泽宝股份、有棵树和安克创新披露的海外仓存货余额占比数据显示，海外仓存货占比持续提升。

表 12: 海外仓存货余额占存货余额比例

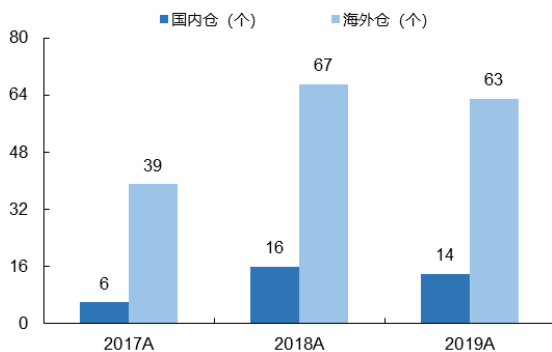
海外仓存货余额占总额比例	2016A	2017A	2018A
泽宝股份	5.94%	7.68%	11.76%
有棵树	67.86%	72.85%	82.88%
安克创新(亚马逊FBA仓和海外仓)		48.86%	55.34%

数据来源：天泽信息公司公告，东北证券

说明：泽宝股份 2018 年数据为 5 月，有棵树为 11 月。

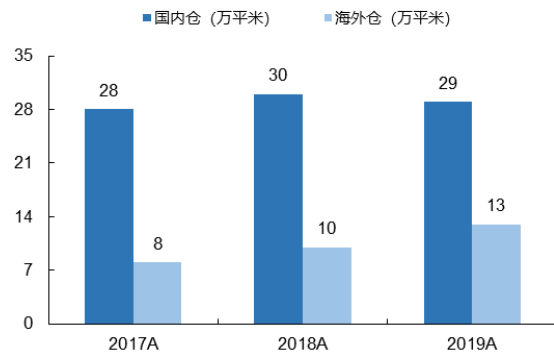
物流优势明显，海外仓建设行业领先。海外仓建设方面：公司于 2015 年率先布局海外仓，与此同时，国内仓储逐步过渡为智能输送、集货及包裹的自动分拣，不断推动效率的提升，其中库存准确率和 24 小时发货及时率的达成均在 99% 以上，尾程签收率达 95% 以上。2019 年公司仓储总面积达到 41 万平方米，其中，国内仓 14 个，仓储面积约 29 万平方米，海外仓 63 个，其中环球易购在 20 个国家设立了 37 个海外仓，帕拓逊通过与第三方合作的模式，在 13 个国家建立了 26 个海外仓，海外仓的仓储面积达到 13 万平方米以上。专线建设方面：公司作为国内跨境电商龙头，利用自身规模优势，通过与全球 200 多个物流服务商合作，结合公司大数据算法，自主控制和管理跨境物流的每一个环节，实现物流节点无缝衔接，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，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、中东等国家与地区。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。

图 62: 公司国内仓和海外仓数量



数据来源：公司公告，东北证券

图 63: 公司国内仓和海外仓面积



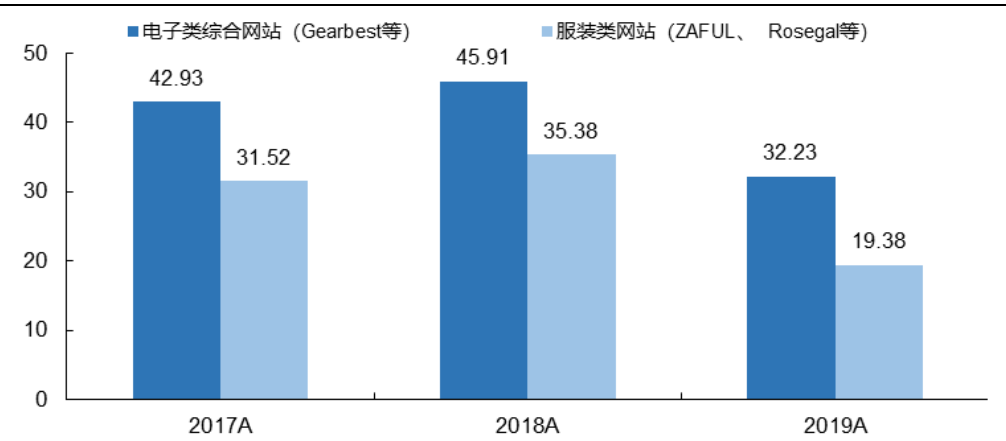
数据来源：公司公告，东北证券

4.3. “三驾马车” 拉动跨境进出口业务腾飞

4.3.1. 环球易购：疫情下自有平台流量显著增长

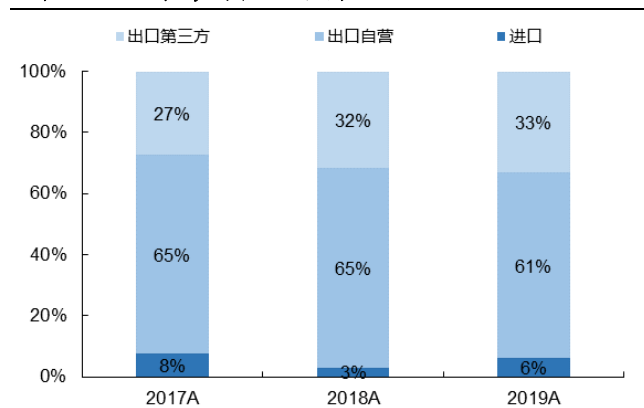
出口 B2C 自营渠道收入为主。环球易购成立于 2007 年，是国内较早搭建跨境电商自营平台的企业。公司以自营渠道运营为主，第三方渠道运营为重要补充，并且兼营进出口跨境电商业务。在整体收入结构中，出口 B2C 自营业务占据收入比例达 60% 以上，依靠亚马逊等第三方平台收入占比约 30%。其中电子类自营平台以 Gearbest 为代表、服装类以 ZAFUL 和 Rosegal 为代表，产品主要销往欧洲、北美洲及亚洲。如前文所述，目前公司自营渠道 ZAFUL 与 Gearbest 已在海外打响品牌，Gearbest 在全球最大传播集团 WPP 与 Google 联合发布的 2019BRANDZ 中国出海品牌 50 强综合排名第 24 名，电子商务类排名第 2 位，仅次于阿里巴巴，快时尚自营渠道 ZAFUL 位列第 23 名，居线上快时尚类第 2 名。

图 64: 公司出口自营网站主要品类区分



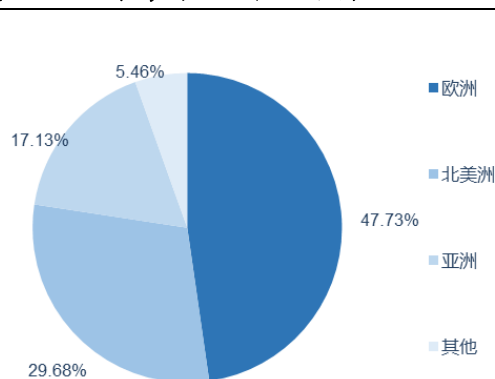
数据来源：公司公告，东北证券

图 65: 环球易购收入结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 66: 环球易购地区收入结构

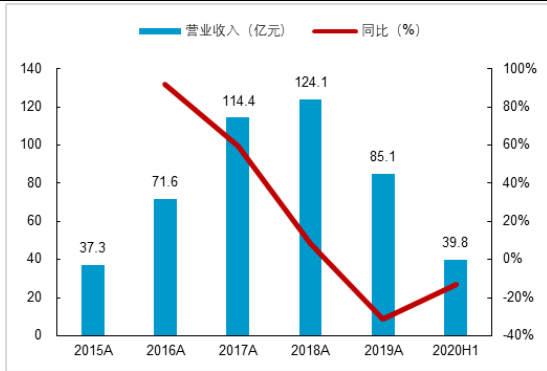


数据来源：公司公告，东北证券

规模迅速扩张，存货计提拖累业绩。环球易购 2015 年营业收入规模为 37.3 亿元，2018 年达到 124.1 亿元，实现迅速扩张，年均复合增长率达 100% 以上，但受 2018 年和 2019 年国际贸易局势影响，一方面公司欧美销售下滑，另一方面公司产品销路受阻下，大量产品错过最佳销售期而过季，因此对库存商品计提存货跌价，对环球易购利润造成较大冲击。2019 年环球易购营业收入为 85.1 亿元，同比下滑 31.4%，

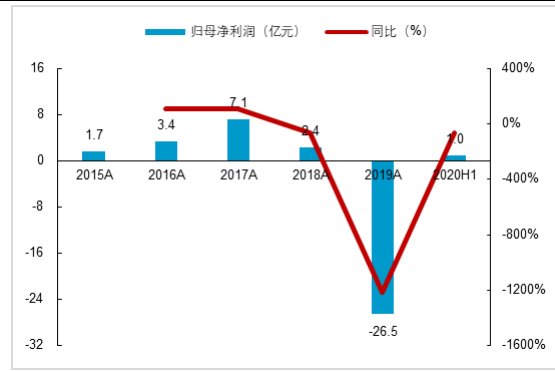
净利润为-26.5 亿元。2020H1 环球易购实现营业收入 39.77 亿元，同比减少 13.37%，实现归母净利润 0.97 亿元，同比减少 63.12%。

图 67: 环球易购营业收入及变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

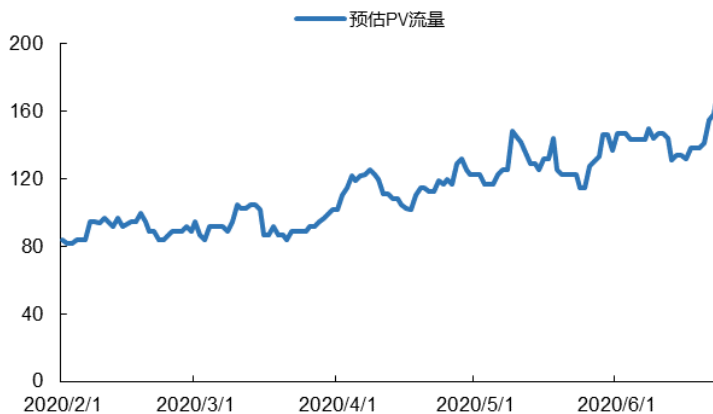
图 68: 环球易购归母净利润



数据来源: 公司公告, 东北证券

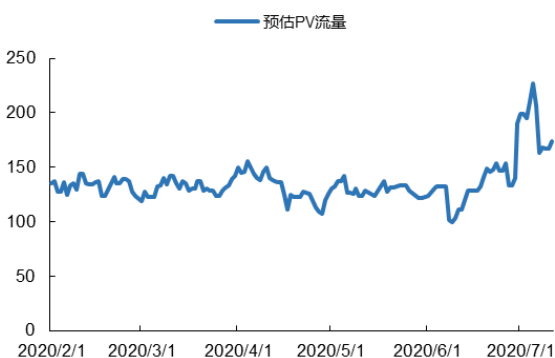
疫情下, 自营网站流量逆势增长。疫情加速海外消费者线上购物渗透率提升, 公司三大自营网站流量明显增长。随着公司网站流量增长, 预计公司自营收入将同步显著提升。

图 69: ZAFUL 预估 PV 流量



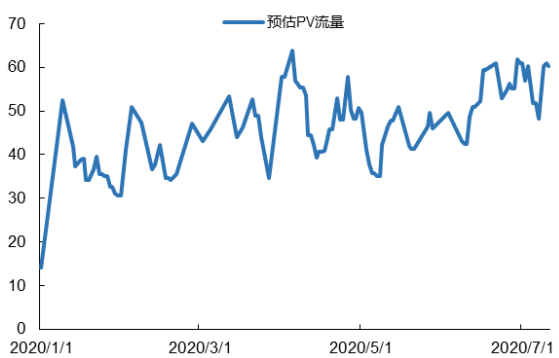
数据来源: Alexa, 东北证券

图 70: Gearbest 预估 PV 流量



数据来源: Alexa, 东北证券

图 71: Rosegal 预估 PV 流量



数据来源: Alexa, 东北证券

4.3.2. 帕拓逊：自有品牌出海成功典范

帕拓逊成立于 2012 年，是国内领先的主打自有产品研发销售的 B2C 出口跨境电商，主要销售渠道为亚马逊、ebay、wish 等第三方平台。公司经营品类涵盖安防类、电脑配件类、手机配件类、智能家居类、汽配类、庭院类、户外运动类等，具有塑造自有品牌的能力，拥有 5 个知名品牌，分属 5 大业务板块共 15 个产品细类。旗下 MPOW 品牌更持续多年成为北美、欧洲地区 3C 产品优质品牌，是亚马逊北美音频产品第一品牌，获得全球超过 2.6 亿用户的选择和青睐，Amazon Bestseller 累计超过 606 个。

产品出海成功典范，众多细项产品海外销量靠前。帕拓逊注重产品设计及研发，2019 年产品方面获得国际性大奖共 13 项，包括德国 Red dot Design Award、韩国 K-Design Award、匈牙利 European Product Design Award 等奖项。公司业务已遍及北美、欧洲、中东、澳洲、亚太、东南亚等各大经济实体，其中鼠标品类在亚马逊全站点的销售量占亚马逊全站点鼠标类的 18.8%；大耳挂式运动耳机在 2019 年全年亚马逊销量排名第三，占全球市场份额约 26%，在美国市场占比约 20%，非美国市场占比约 50%。

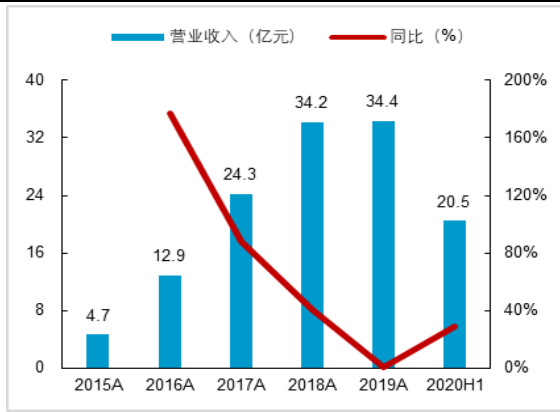
表 13: 帕拓逊发展历史

时间	事件
2012 年	4 月帕拓逊成立；6 月在加州设立第一家海外订单执行中心。
2013 年	1 月创立品牌 Mpow；年底，月销售额突破 1000 万元，业务拓展至英、法、德等 20 多个国家。
2014 年	月销售额突破 3000 万元，日订单量突破 20000 单。
2015 年	2 月获得跨境通投资逾 1200 万；年底，再次获得跨境通 3 亿投资，并成为其控股子公司，此时年营收近 5 亿。
2016 年	10 月，获得跨境通增资 4.5 亿元，控股达 90%；同年销售额近 13 亿元。
2017 年	截至年底已建立 11 个海外订单执行中心，同年销售额突破 24 亿元。
2018 年	获得国家高新企业认证，年销售额达 35 亿元。
2019 年	获得 2019 优秀跨境电商企业，同年发布管理者人才标准，开启领导力驱动企业转型之路。

数据来源：公司官网，东北证券

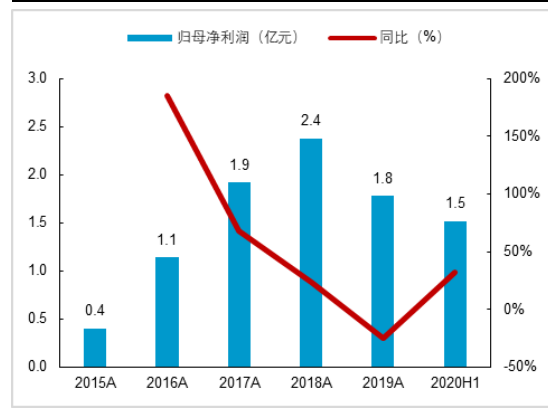
业绩快速增长，品牌支持公司抗风险性增强。2015 年-2018 年公司业绩快速增长，由 4.7 亿元增长至 34.2 亿元，年均复合增长率达 93.78%，公司归母净利润由 0.4 亿元增长至 2.4 亿元。2019 年受国际贸易环境变化影响，公司收入增速下滑，但同比基本持平，此外公司 2019 年加大对新产品的研发投入、市场推广费用增加以及为了加大人才储备，相关费用增长。公司已在海外打响品牌知名度，随着粉丝数量继续积累，有望推动业绩继续快增长。2020H1，帕拓逊实现营业收入 20.47 亿元，同比增长 29.38%，实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 32.17%，重回高增长。

图 72: 帕拓逊收入及变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 73: 帕拓逊归母净利润及变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

4.3.3. 优壹电商: 具备一站式解决方案稀缺能力的进口 B2C 跨境电商

具备一站式解决方案稀缺能力的进口 B2C 跨境电商。优壹电商成立于 2011 年, 是国内从事进口 B2C 跨境电商企业。“优选全球+一站式解决方案”是优壹电商设立至今一直躬耕的业务方向。公司是目前国内少有的有能力为国内外品牌及零售商提供从供应链支持、品牌营销到电子商务运营一体化服务的公司之一。公司精心挑选在全球享有高美誉度、在国内具有市场潜力的优质品牌产品并与国际知名品牌商开展深度合作, 覆盖旗舰店运营、阿里分销、电商平台运营、垂直化精选线下渠道等“线上+线下”全渠道销售。

围绕中高端家庭消费群体, 主营母婴、营养保健、个护美妆产品等。优壹电商围绕中高端家庭消费群体潜在需求的战略定位, 着力于为目标消费群体提供具有强需求、高复购率特点的家庭消费产品, 产品品类主要涵盖母婴产品、营养保健品以及个护美妆品等。目前, 优壹电商获得了多家国际知名品牌商的认可与商业代理授权, 并在天猫商城、天猫国际上开设了包括“Nutrilon (诺优能) 官方旗舰店”、“爱他美官方旗舰店”、“dumex 多美滋官方旗舰店”、“纽迪希亚官方海外旗舰店”、“Arla 母婴官方旗舰店”、“Cetaphil (丝塔芙) 海外旗舰店”等一系列旗舰店。

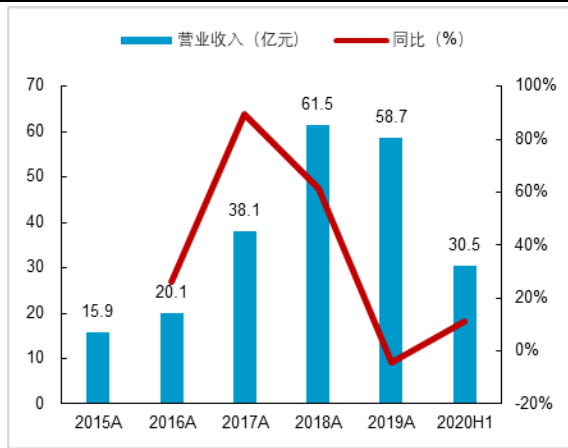
连续三年超额完成业绩承诺, 品类扩张延续公司优势。2017 年-2019 年优壹电商承诺实现净利润 1.34 亿元、1.67 亿元、2.03 亿元, 三年均超额完成业绩承诺。随着公司加大对营养保健品以及个护美妆品等品类进行扩张, 公司有望复制在母婴领域的成功案例, 实现业绩再度高增长。2020H1 优壹电商实现营业收入 30.51 亿元, 同比增长 11.25%, 实现归母净利润 1.01 亿元, 同比减少 33.37%。

表 14: 优壹电商经营情况

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入 (万元)	380747.32	614672.51	587127.62
营业成本 (万元)	331556.78	547043.93	516018.90
利润总额 (万元)	26423.91	39143.62	33064.52
归属于母公司的净利润 (万元)	20680.01	30802.60	25621.29
业绩承诺 (净利润) (万元)	13400	16700	20800

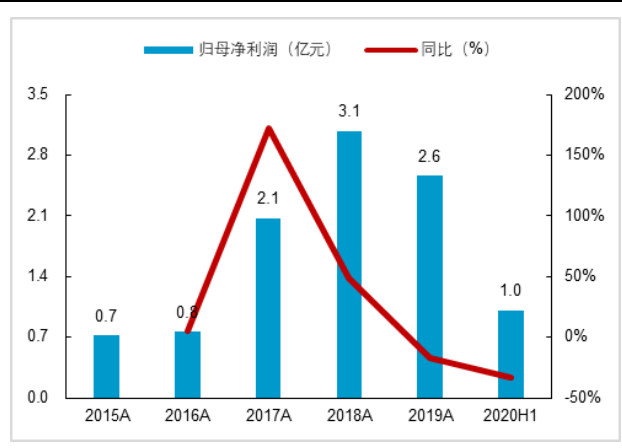
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 74: 优壹电商营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 75: 优壹电商归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

5. 风险提示

- 行业竞争加剧
- 贸易摩擦加剧
- 库存减值风险
- 市场拓展不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,245	629	1,467	1,350	净利润	-2,724	657	794	920
交易性金融资产	153	153	153	153	资产减值准备	2,868	0	0	0
应收款项	1,165	1,298	1,489	1,802	折旧及摊销	88	61	68	65
存货	3,036	3,652	3,865	4,856	公允价值变动损失	54	0	0	0
其他流动资产	1,185	980	1,250	1,400	财务费用	181	116	116	116
流动资产合计	6,785	6,712	8,224	9,560	投资损失	10	2	7	6
可供出售金融资产					运营资本变动	-91	-1,106	140	-905
长期投资净额	54	54	54	54	其他	-352	0	0	0
固定资产	376	504	584	681	经营活动净现金流量	35	-270	1,126	201
无形资产	315	358	392	431	投资活动净现金流量	-196	-230	-171	-202
商誉	2,360	2,360	2,360	2,360	融资活动净现金流量	343	-116	-116	-116
非流动资产合计	3,727	3,894	3,983	4,105	企业自由现金流	-2,786	1,659	632	1,751
资产总计	10,511	10,605	12,207	13,665					
短期借款	1,501	1,501	1,501	1,501	财务与估值指标				
应付款项	1,702	1,440	1,807	2,082	每股指标				
预收款项	138	109	150	166	每股收益 (元)	-1.74	0.42	0.51	0.59
一年内到期的非流动负债	515	515	515	515	每股净资产 (元)	2.94	3.36	3.87	4.45
流动负债合计	5,603	5,040	5,854	6,402	每股经营性现金流量 (元)	0.02	-0.17	0.72	0.13
长期借款	326	326	326	326	成长性指标				
其他长期负债	20	20	20	20	营业收入增长率	-17.0%	1.3%	20.1%	18.2%
长期负债合计	346	346	346	346	净利润增长率	-534.8%	124.4%	20.2%	16.1%
负债合计	5,949	5,386	6,200	6,748	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	4,576	5,237	6,024	6,936	毛利率	33.6%	38.1%	38.9%	38.8%
少数股东权益	-14	-17	-17	-19	净利率	-15.1%	3.6%	3.7%	3.6%
负债和股东权益总计	10,511	10,605	12,207	13,665	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	23.79	26.17	24.98	25.58
					存货周转率 (次)	93.43	118.97	106.20	112.59
					偿债能力指标				
					资产负债率	56.6%	50.8%	50.8%	49.4%
					流动比率	1.21	1.33	1.40	1.49
					速动比率	0.54	0.50	0.62	0.61
					费用率指标				
					销售费用率	30.0%	29.9%	30.7%	30.8%
					管理费用率	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%
					财务费用率	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	—	16.86	14.03	12.08
					P/B (倍)	2.63	2.13	1.85	1.61
					P/S (倍)	0.62	0.62	0.51	0.43
					净资产收益率	-59.2%	12.6%	13.2%	13.3%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,874	18,103	21,749	25,712
营业成本	11,862	11,205	13,285	15,742
营业税金及附加	10	10	12	14
资产减值损失	-2,759	0	0	0
销售费用	5,355	5,413	6,677	7,919
管理费用	515	453	544	643
财务费用	104	91	104	87
公允价值变动净收益	-54	0	0	0
投资净收益	-10	-2	-7	-6
营业利润	-2,968	843	1,018	1,179
营业外收支净额	30	0	0	0
利润总额	-2,939	843	1,018	1,179
所得税	-215	185	224	259
净利润	-2,724	657	794	920
归属于母公司净利润	-2,708	661	794	922
少数股东损益	-16	-3	0	-2

资料来源：东北证券

分析师简介:

瞿永忠: 北京交通大学系统所硕士, 北京交通大学运输系本科, 现任东北证券研究所所长助理, 交运行业首席分析师。曾任方正证券研究所分析师, 国金证券研究所高级分析师, 宏源证券研究所首席分析师。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验, 2010年以来具有10年证券研究从业经历。获得2011年新财富第4名, 金牛奖第3名和水晶球第4名; 2013年腾讯天眼第3名, 21世纪第2名; 2014年新财富第5名, 金牛第2名; 2019年金牛第1名。

杨振华: 浙江大学政治经济学硕士, 浙江大学经济学本科, 现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

王哲宇: 上海交通大学船舶与海洋工程硕士, 华中科技大学船舶与海洋工程本科, 现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn