

推荐 (维持)

行业红利持续释放 低估跨境龙头布局正当时

2018年03月30日

跨境电商深度研究系列 (三) — 出口篇

上证指数	3161
行业规模	占比%
股票家数 (只)	108 3.1
总市值 (亿元)	8525 1.6
流通市值 (亿元)	6302 1.5

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	0.8	-9.5	-17.2
相对表现	4.1	-11.0	-29.5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《跨境通深度跟踪: 贸易战影响甚微, L2 管理层构建完成, 经营指标有望年内快速转好》2018-03-25
- 2、《跨境电商深度报告-行业红利加速释放 出口格局初步成型 进口仍处起步阶段》2015-09-25
- 3、《百圆裤业(002640)深度报告-收购带来质变 首家上市跨境电商有望持续快速增长》2014-07-22

孙妤

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

本文主要重点分析全球范围内各国电商市场风格与龙头格局, 寻找我国跨境电商海外出口的市场空间。同时我们将重点解读当前市场普遍关心的热点问题: 随着各国加强跨境电商税收监管, 以及市场野蛮扩张即将结束, 未来跨境电商的发展趋势。重点推荐: A 股市场上在出口、进口及综合配套服务三大领域形成产业协同发展的稀缺龙头——跨境通。

- **需求端: 海外市场电商发展各异, 跨境电商存在巨大蓝海空间。** 欧美发达国家, 传统零售巨头与电商竞争进入白热化阶段, 电商龙头初步成型, 但市场集中度较低, 自营型跨境电商依托成本优势具有较大发展空间; 而其他新兴市场, 具备较大人口红利, 网络基础完善, 同时本土电商起步较晚, 电商渗透率极低, 为我国跨境电商提供了快速发展的沃土。
- **政策端: 税收影响逐渐吸收, 中美贸易战中长期或促进行业发展。** 我国政府报告多次提及跨境电商和海外仓建设, 推动行业发展。欧盟税收政策影响逐渐吸收, 加速推进行业进入规范化时期。中美贸易打响, 不改跨境电商成本优势, 长期或推动 B2C 发展。
- **市场现状: 野蛮扩张即将结束, 寻找流量红利外的新生力量。** 当前我国跨境市场依然处于流量红利推动下的野蛮扩张时期, 未来随着行业逐渐成熟, 提升客户体验感等软实力成为企业核心, 而产品差异化、规模集中化、平台化、流量转换率等指标成为继续推动企业成长的关键因素。
- **重点推荐: 高成长跨境典范-跨境通。** 跨境通是 A 股市场上同时具备出口、进口及综合配套服务三大领域形成产业协同发展的稀缺龙头。而中美贸易战, 经测算对公司收入影响不足 5%, 且从贸易层面讲, 关税提升将进一步加剧美国本土零售成本, 有利于促进跨境电商 B2C 发展。

2018 年公司首要发展目标依然是规模的快速增长, 从数据端与技术端入手, 在物流体系、供应链体系、自有品牌体系、智能客服、智能营销体系等层面打造核心竞争力, 不断推动销售额的快速增长。此外, 现金流、库存优化持续推进, 成果有望在今年加速落地。同时公司将重点推进电子网站平台化、本地化, 服装网站自主化、品牌化发展。考虑到优壹和增持的前海 10% 股权并表, 预计 18Q1 业绩增长 50-80%, 全年净利润有望达到 13 亿, 同比增长 70%+ (可比同比增长 45-50%), 目前市值 286 亿, 对应 18PE22X, 当前估值正处于底部, 建议底部布局, 可给予 18 年 30X 估值, 目标价 25.80 元。

- **风险提示: 行业政策风险; 进口等新业务培育低于预期; 库存及现金流压力。**

跨境通财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3961	8537	14000	25028	36804
同比增长	371%	116%	64%	79%	47%
营业利润(百万元)	204	537	967	1705	2410
同比增长	350%	163%	80%	76%	41%
净利润(百万元)	168	394	751	1293	1813
同比增长	403%	134%	91%	72%	40%
每股收益(元)	0.26	0.28	0.52	0.86	1.20
PE	72.7	68.9	36.2	22.2	15.8
PB	6.0	6.5	5.6	4.0	3.3

资料来源: 公司数据、招商证券 (不考虑可转债)

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

一、出口跨境电商现状：B2B 是市场主体，B2C 迎来快速发展的黄金时期.....	11
1、我国跨境电商业务快速增长，出口基数大但进口增速快.....	11
2、出口跨境电商：B2C 进入快速发展的黄金期，平台型格局基本稳定，自营型百花齐发.....	12
3、出口电商对比传统贸易优势.....	13
4、跨境电商发展多次成为两会焦点，行业规模稳居世界第一.....	14
二、需求潜力：海外市场电商发展各异，跨境电商存在巨大蓝海空间.....	15
1、美国：电商龙头份额稳定但尚未形成垄断，垂直电商发展空间较大.....	17
1) 亚马逊：自营+平台型电商龙头，实现跨国快速发展.....	18
2) eBay：跨国平台型电商龙头.....	20
3) 沃尔玛：线下零售增速放缓，巨头转战电商发展.....	20
2、欧洲：电商销售区域不平衡，市场处于发展期，未现主导企业.....	22
1) Argos：目录式营销向多渠道营销转变.....	23
2) Tesco：传统线下巨头增长滞缓，布局电商寻找新增长点.....	24
3、印度：平台类电商市场潜力巨大，Flipkart 与 Amazon 双巨头竞争格局凸显.....	25
1) 人口红利+网络资源推动线上零售快速增长.....	25
2) 国际巨头资本抢占印度市场，电商格局竞争激烈.....	27
4、俄罗斯：电商零售市场潜力仍难挖掘 速卖通稳居电商龙头面临税改挑战.....	28
1) 速卖通稳居俄罗斯电商龙头位置 可能遭遇税改挑战.....	30
5、其他新兴国家：市场规模巨大，电商渗透率较低，跨境电商具有重大的拓展机遇.....	32
1) 非洲：电商网络基础完善，线下零售发展落后，中国跨国电商迅速崛起.....	32
2) 中东：电商市场快速发展阶段，跨境电商市场空间巨大.....	34
3) 拉丁美洲：电商发展速度极快，本土平台类电商地位稳固.....	36
4) 东南亚：电商消费潜力即将爆发，国际巨头与本土化电商进入竞争白热化阶段.....	39
三、海外仓提升跨境效率，税收影响逐渐吸收.....	41
1、我国跨境电商物流以邮政小包为主，海外仓模式逐渐崛起.....	41
2、我国政策助力跨境电商发展，不断刺激海外仓建设.....	44
3、欧盟 VAT 政策影响逐渐吸收，海外仓优势越发明显.....	45
4、中美贸易战影响几何，或推进跨境 B2C 加速发展.....	46

四、跨境电商新阶段：野蛮扩张即将结束，寻找流量红例外的新生力量.....	47
1、跨境电商快速发展期，以现金换发展是行业普遍现象，平台化转型有助于提升产业链能力.....	47
2、流量红利仍然持续，提升转换率、客单价是下阶段关键。.....	50
1) 我国处于跨境电商发展时期，流量红利是规模扩张的主要动力.....	51
2) 未来随着流量红利结束，提高转化率成为企业发展核心.....	53
3) 低价时代逐渐过去，下阶段应该注意品牌化建设，提升客单价成为关键.....	54
3、跨境电商最终将回归零售本质，把握“多、快、好、省”四字要诀提升客户体验.....	55
五、跨境通：贸易战影响甚微 估值错杀迎来布局良机.....	56
1、出口跨境自营电商绝对龙头，多元化业务布局奠定公司长期成长基础。.....	57
1) 跨境出口电商领域绝对龙头，实现业绩快速成长。.....	57
2) 积极搭建进口平台，布局上游核心供应链资源.....	59
2、平台化：流量红利释放持续 平台化发展引入规模与业绩成长新动力.....	60
2、社区化：大数据运营挖掘客户需求、精细化营销促转化率持续提升.....	62
3、品牌化：加强品牌合作降低白牌率，自有品牌孕育加速.....	64
4、移动化：把握电商移动化潮流，线上 APP 快速成长.....	66
5、本地化：物流仓储资源本地化对接，完善售后服务提升购物体验.....	67
6、公司核心问题梳理：产业链体系升级，供应商铺货制改善库存现金流情况，未来抓住库存与应收账款匹配信号，底部布局高成长龙头.....	67
1) 公司不断投入完善仓储物流，占用大量现金流量.....	68
2) 粗放发展阶段，L2 管理层断档，库存与现金流把控力不足.....	69
3) 2018 年转折点来临：由野蛮成长进入精细化管理阶段，现金流、库存等指标有望全面改善.....	70
7、投资建议及盈利预测：.....	71
8、风险提示：.....	72

图表目录

图 1：我国跨境电商交易额保持高速增长.....	11
图 2：我国跨境电商渗透率.....	11
图 3：我国跨境电商进出口交易额占比情况及预测.....	12
图 4：我国出口电商交易额情况及预测.....	12

图 5: 我国进口电商交易额情况及预测.....	12
图 6: 中国跨境电商仍以 B2B 为主, B2C 发展迅速	13
图 7: BC2 跨境出口电商分类.....	13
图 8: 平台型与自营型收入规模对比 (亿元)	13
图 9: 跨境电商打破了传统外贸的众多中间环节, 提高效率与成本优势.....	14
图 10: 2016 年中国跨境电商出口占据全球最大份额.....	14
图 11: 中国成为了最受全球网购消费者欢迎的海淘国家	14
图 12: 我国跨境电商出口产品与全球最受欢迎电商产品高度吻合.....	15
图 13: 全球跨境 B2C 电商交易额规模增长矩阵	16
图 14: 各国电商市场规模及复合增速	16
图 15: 2015 年, 我国跨境电商出口产品的主要消费地区	16
图 16: 美国零售电商市场增速远超前于零售业 (亿美元)	17
图 17: 美国零售电商市场渗透率及预测.....	17
图 18: 美国电商市场格局.....	18
图 19: 亚马逊产品发展历史	18
图 20: 亚马逊电商收入及增速 (亿元)	19
图 21: 亚马逊全球开店打造跨国式电商帝国	19
图 22: 美国亚马逊 Prime 会员保留率.....	19
图 23: 亚马逊收购全食超市推动线下发展.....	19
图 24 : eBay 收入规模及历史发展大事 (百万美元)	20
图 25: 沃尔玛收购 JET 与多个垂直电商品牌	21
图 26: 沃尔玛京东达成战略合作共同布局线上零售	21
图 27 : 沃尔玛电商销售增长率与可比店面销售增长率情况.....	21
图 28: 英国总零售额与网络零售额	22
图 29: 欧洲各国在线电商数占比.....	22
图 30 : 2015 年欧洲各国电商渗透率	22
图 31: 英国消费者网购品类占比.....	23
图 32: 欧洲地区跨境电商购买率.....	23
图 33 : Argos 产品销售份额.....	24
图 34: Tesco 营业额与年利润.....	25
图 35: Tesco 不同品类市场表现	25

图 36: 近年来印度互联网用户快速提升 (亿)	26
图 37 : 印度电商用户分布及预测, 非大城市购物群体将成为主力	26
图 38: 印度电商零售额统计	27
图 39 : Flipkart 与 Amazon 市场份额对比	28
图 40: 俄罗斯互联网渗透率	29
图 41: 俄罗斯电商零售统计 (亿美元)	29
图 42: 俄罗斯网上购物支付方式统计	29
图 43: 俄罗斯电商送货方式	30
图 44: 约 50%线上消费者分布在收入较高的一线城市	30
图 45: 俄罗斯幅员辽阔, 偏远地域物流能力难以挖掘	30
图 46 : 俄罗斯前 15 位线上购物网站, 速卖通具备绝对品牌优势 (十亿次)	31
图 47: 跨境电商来源国份额	31
图 48: 跨境电商来自中国包裹占比	31
图 49: 非洲人均年龄近 18 岁, 人口结构相对年轻	32
图 50: 非洲市场以集市为主, 购物体验极差	33
图 51: 非洲移动支付占 GDP 的比例 (2014 年)	33
图 52: Kilimall 品牌灵感来自非洲第一高峰, 寓意成为非洲第一电商平台	34
图 53: Kilimall 针对黑肤色销售特制化手机	34
图 54: Kilimall 电商平台的热销产品	34
图 55: 中东地区对进口依赖程度较高	35
图 56: 中东地区互联网渗透率情况	35
图 57: 中东列国是移动互联网最发达的国家	35
图 58: 2016 年沙特阿拉伯电商市场占有率	35
图 59: 2016 年阿联酋电商市场占有率	35
图 60: 沙特与阿联酋的电商销售额及增速情况 (右轴%)	36
图 61: 中东整体电商市场规模预测 (亿美元)	36
图 62: 中东地区跨境购物频率最高	36
图 63: 预计 2019 年拉美电商市场份额	37
图 64: 巴西网购消费者的总量 (万人)	37
图 65: 巴西跨境电商营收规模 (亿美元)	37
图 66: 墨西哥电商销售规模 (亿美元)	38

图 67: 墨西哥电商用户数统计 (万人)	38
图 68 : 巴西与墨西哥地区电商消费者现金支付占比.....	38
图 69: MercadolibreGMV 增长率情况	39
图 70: 东南亚地区电商销售规模及渗透率情况.....	39
图 71: 东南亚地区网络用户及网络普及率情况.....	39
图 72: 东南亚各国 GDP 比重	40
图 73: 东南亚各国 GDP 电商规模比重	40
图 74: 东南亚电商市场份额 (亿美元)	40
图 75: 全球主要地区电商市场发展格局与我国跨境电商发展机遇.....	41
图 76 : 跨境电商主要出口模式流程对比.....	42
图 77: 完善的海外仓系统有助于电商实现自动高效的运营服务, 提升客户满意程度	43
图 78: 菜鸟法国海外仓将物流时间提升至 72 小时以内.....	44
图 79: 亚马逊海自动化仓储与仓储机器人.....	44
图 80: 我国出口跨境电商处于快速发展期.....	47
图 81: 我国主要跨境电商规模增长情况 (百万元)	48
图 82: 我国主要跨境电商经营性现金流情况 (亿元)	48
图 83: 我国主要跨境电商存货情况	48
图 84: 阿里巴巴获客成本快速上升	49
图 85: 京东获客成本快速上升	49
图 86: 亚马逊规模扩张前期, 现金流压力逐渐增加	49
图 87: 亚马逊规模扩张前期净利润表现 (百万美元)	49
图 88: 京东现金流维持强劲水平 (亿元)	50
图 89: 京东营收账款及应付账款情况 (亿元)	50
图 90: 京东应付账款周转天数情况	50
图 91: 提高 GMV 的关键因素	51
图 92: 亚马逊前期收入随流量快速增长, 后期流量下降收入持续上升	52
图 93: 亚马逊第三方平台服务费占比逐年上升.....	52
图 94: 亚马逊不断科技创新, 推出品牌化产品.....	52
图 95: 兰亭集势收入直接受到流量影响.....	53
图 96: 通拓科技自营网站收入随流量增加 (万元)	53
图 97: 电商提升转换率的关键因素	54

图 98: 跨境电商跟卖模式下面临的问题.....	54
图 99: BrandZ 中国出海品牌 50 强众多跨境电商上榜	55
图 100: 注重品牌孵化的企业近年来收入快速增长	55
图 101: 安克创新孵化了众多自有品牌	55
图 102: 傲基电商 Aukey 品牌系列产品	55
图 103: 围绕“多、快、好、省”提升跨境电商价值	56
图 104: 行业龙头占 B2C 跨境出口电商销售额的比重	56
图 105: 跨境通各地区收入占当地电商市场规模的比例.....	56
图 106: 跨境通公司发展历程.....	57
图 107: 跨境通在同行业可比公司中绝对龙头位置	58
图 108: 近年来公司出口跨境电商业务实现快速发展	58
图 109: 跨境通 2016 年收入构成.....	58
图 110: 跨境通服装及电子产品占比	58
图 111: 跨境通 2017H1 自营平台各网站收入占比.....	58
图 112: 跨境通三方平台各网站收入占比	58
图 113 : 我国进口跨境电商市场格局高度集中, 行业处于红海阶段.....	59
图 114: 搭建进口电商平台“五洲会”, 构建 O2O 体验店.....	59
图 115: 收购优壹电商完善供应链和渠道端的资源建设	59
图 116: 秉承惠通全球理念, 打造跨境双向立体生态圈	60
图 117: 公司未来业务的重点布局.....	60
图 119: Gearbest 全球排名靠前	61
图 120: Gearbest 访问流量情况.....	61
图 121: Zaful 全球排名稳步提升	61
图 122: Zaful 访问流量稳步提升	61
图 123: 亚马逊第三方销售额占比超过自营	62
图 124: 亚马逊电商平台自营收入与第三方收入情况	62
图 125: 环球易购旗下跨境网站 SKU 数量持续增加	62
图 126: 环球易购覆盖用户数持续上升	62
图 127: Gearbest 流量来源主要为直接流量.....	63
图 128: Zaful 直接流量超过 30% 流量结构较为优秀.....	63
图 129: Gearbest 自然搜索 68% SEO 大数据能力较强.....	63

图 130: Zaful 自然搜索为主, SEO 大数据能力极强	63
图 131: 主要自营网站重复购买率维持稳定	64
图 132: 主要自营网站客户粘性快速提升	64
图 133: 环球易购主要自营网站流量转换率持续上升	64
图 134: 公司与国内外中国知名品牌展开合作	65
图 135: Gearbest 预售产品以具备品牌化及高单价属性的产品为主	65
图 136: 环球易购主要自营电子网站月客单价快速提升	65
图 137: Gearbest 网站最新预售产品以高单价产品为主	65
图 138: 帕拓逊自有品牌 mpow 蓝牙耳机	65
图 139: 跨境通品牌化优势逐渐体现	65
图 140: Gearbest APP 国家排名分布	66
图 141: Zaful APP 国家排名分布	66
图 142: 跨境通具备设立多个海外仓实现本土化运营	67
图 143: 完善的售后服务体系, 提供本土化服务	67
图 144: 库存/仓储物流、推广占用了大笔经营性现金流	68
图 145: 公司库存规模快速上升 (亿元)	68
图 146: 公司消费费用率持续降低	69
图 147: 公司仓储物流费用占用了大量经营性现金流	69
图 148: 伴随库存快速上升, 现金流也呈上升趋势	69
图 149: 公司应付账款与库存周转天数情况对比	69
图 150: 亚马逊应付账款与库存周转天数	70
图 151: 2017 年, 公司应付账款明显降低	70
图 152: 应付账款周转天数下降, 库存周转天数上升	70
图 153: 公司库存增长明显缓解	71
图 154: 2017Q2/Q3 季度经营性现金流同比有所改善	71
图 155: 加强供应商管理, 淘汰落后供应商	71
图 156: 纺织服装行业历史 PEBand	72
图 157: 纺织服装行业历史 PBBand	72
表 1: 我国主要跨境电商经营模式及分类	12

表 2: 欧洲主要国家电商格局	23
表 3: 四大物流模式对比.....	42
表 4: 我国政策不断推动通关/汇兑/税收/海外仓等基础配套设施建设.....	44
表 5: 各国近期对跨境电商税收态度	45
表 6: 跨境通旗下网站 APP 在部分国家占据绝对电商优势.....	66
表 7: 公司发行可转债项目	68
附: 财务预测表	74

作者按：本文为跨境电商系列深度报告的第三篇，主要将重点分析全球范围内各国电商市场风格与龙头格局，寻找我国跨境电商海外出口的市场空间。同时我们将重点解读当前市场普遍关心的热点问题：随着各国加强跨境电商税收监管，以及市场野蛮扩张即将结束，未来跨境电商的发展趋势。重点推荐：A股市场上在出口、进口及综合配套服务三大领域形成产业协同发展的稀缺龙头——跨境通，并就其当前发展阶段遇到的库存及现金流问题予以深度剖析，着重论述其在全球电商发展格局中品牌化、平台化、本土化前瞻性战略布局的必要性。

核心要点：

1) 出口跨境电商现状：B2B 是市场主体，B2C 迎来快速发展的黄金时期。随着全球人均购买力增强、互联网普及率提升、第三方支付软件的进一步成熟、物流等配套设施的完善，网络购物已经成为全球兴起的消费习惯，随着我国政策与制造业出口需求推动，我国出口型跨境电商加速崛起，其中 B2B 是市场主体，但 B2C 增速更快。目前平台型跨境电商格局已基本稳定，自营型龙头格局出现，但行业集中度仍较低，具备较大发展空间。此外本次两会期间，跨境电商再次成为焦点，“设立 13 个跨境电商综合试验区”列为“坚持对外开放的基本国策”的工作重点之一，有望推动跨境电商规模进一步提升。

2) 需求：海外市场电商发展各异，跨境电商存在巨大蓝海空间。从欧美发电商发达的国家来看，近年来线下零售业迎来寒冬，但线上零售逆势增长，传统零售巨头与电商竞争进入白热化阶段。电商龙头初步成型，但市场集中度较低，自营型跨境电商依托成本优势具有较大发展空间。而其他新兴国家，具备较大人口红利，网络基础完善，同时本土电商起步较晚，电商渗透率极低，为我国跨境电商提供了快速发展的沃土。

3) 海外仓提升跨境效率，税收影响逐渐吸收。我国跨境电商物流方式主要分为邮政物流、国际商业快递、专线物流以及海外仓等。其中建设完善的海外仓储系统，有助于提高跨境购物体验，实现本土化经营，逐渐成为跨境电商核心发展目标。此外随着全球税收政策的转变，一方面标志着跨境电商市场进入规范化时期，另一方面由于海外仓与传统贸易类似，受到税收影响较小，核心优势越发挥现。

4) 跨境电商新阶段：野蛮扩张即将结束，寻找流量红例外的新生力量。我国跨境电商正处于规模快速发展时期，资本投入带来的流量红利推动企业快速成长，未来随着行业进入成熟期，野蛮扩张结束，提升客户体验感等软实力成为企业核心，而产品差异化、规模集中化、平台化、流量转换率等指标成为继续推动企业成长的关键因素。

5) 重点推荐：高成长跨境典范-跨境通。跨境通是 A 股市场上同时在出口、进口及综合配套服务三大领域形成产业协同发展的稀缺龙头。而就中美贸易战而言，2017 年在跨境通出口至美国市场 35% 的份额中，45% 的份额是按一般贸易出口到美国海外仓，假设公司销售的电子产品中有部分产品与贸易战提及的高科技产品重叠，该部分商品比重为 30%，公司受关税提升影响仅为 $35% \times 45% \times 30%$ ，对公司收入影响不足 5%。同时公司可以通过拓展新兴国家，改为小包直邮以及开发新品类等方式降低税收风险，因此，贸易战对公司不构成直接影响。从整个贸易层面来讲，贸易税收提升将进一步加剧美国本土零售成本，有利于进一步促进跨境电商 B2C 发展。

2018 年公司首要发展目标依然是规模的快速增长，从数据端与技术端入手，在物流体系、供应链体系、自有品牌体系、智能客服、智能营销体系等层面打造核心竞争力，不断推动销售额的快速增长。此外，现金流、库存优化持续推进，成果有望在今年加速落地。同时公司将重点推进电子网站平台化、本地化，服装网站自主化、品牌化发展。考虑到优壹和增持的前海 10% 股权并表，预计 18 年净利润有望达到 13 亿，同比增长 70%+（可比同比增长 45-50%），目前市值 286 亿，对应 18PE22X，当前估值正处于底部，建议现价底部布局，可给予 18 年 30X 估值，对应目标价 25.80 元。

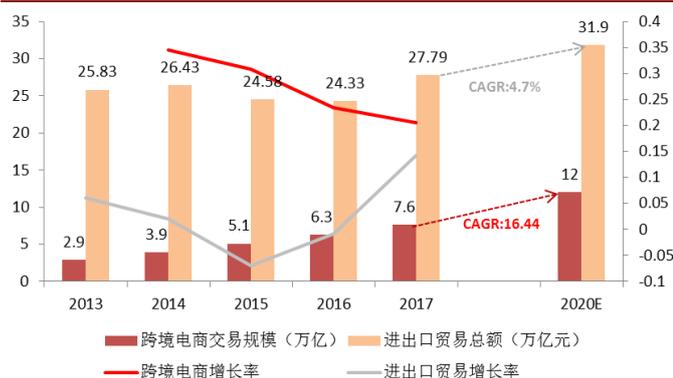
一、出口跨境电商现状：B2B 是市场主体，B2C 迎来快速发展的黄金时期

1、我国跨境电商业务快速增长，出口基数大但进口增速快

近年来，随着全球人均购买力增强、互联网普及率提升、第三方支付软件的进一步成熟、物流等配套设施的完善，网络购物已经成为全球兴起的消费习惯。而跨境电商通过搭建一个自由、开放、通用、惠普的全球贸易平台，并透过互联网实现了全世界的连接，未来随着跨境电商不断取代传统贸易市场，有望成为全球贸易的主要形式。

跨境电商的快速增长主要取决于对传统贸易市场的替代，我国跨境电商渗透率逐渐提升，未来发展空间巨大。根据我国海关最新数据显示，2017 年我国进出口贸易总额达 27.79 万亿元，同比增长 14%，为六年来首次实现双位数增长。而根据艾瑞咨询最新数据显示，我国 2017 年电商交易额达到 7.6 万亿元，同比增长 20.6%，增速远高于传统进出口贸易，渗透率达 27.35%。根据此前阿里的数据测算，2020 年我国跨境电商交易额将达到 12 万亿，三年复合增长率为 16.44%，渗透率达 37.6%，未来跨境电商发展市场空间巨大。

图 1：我国跨境电商交易额保持高速增长



资料来源：海关总署，艾瑞咨询，阿里研究院，招商证券

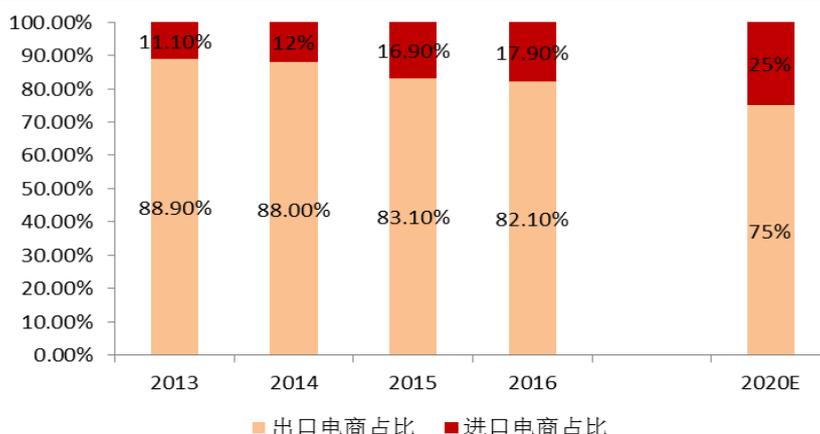
图 2：我国跨境电商渗透率



资料来源：海关总署，艾瑞咨询，阿里研究院，招商证券

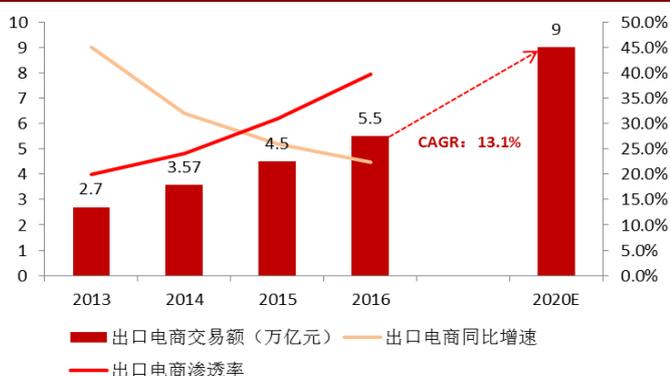
出口跨境电商是我国当前主体，进口电商占比不断提高。由于我国制造业在成本及规模上具有较高优势，同时受到一带一路政策及资本市场推动，我国目前跨境电商主要以出口为主。根据海关总署与艾瑞咨询统计数据，2016 年，我国跨境电商交易额中，出口/进口的比例为 82%/18%，其中出口交易规模达 5.5 万亿元，同比增长 22.3%，渗透率接近 40%；进口交易额达 1.2 万亿，同比增速 33.3%，渗透率 11%。根据预测，预计 2020 年，我国进出口跨境电商将继续保持较快增速，出口/进口复合增长率分别为 13.1%/35.7%，随着进口电商的高速增长，2020 年进口电商占比有望达到 25%。

图 3：我国跨境电商进出口交易额占比情况及预测



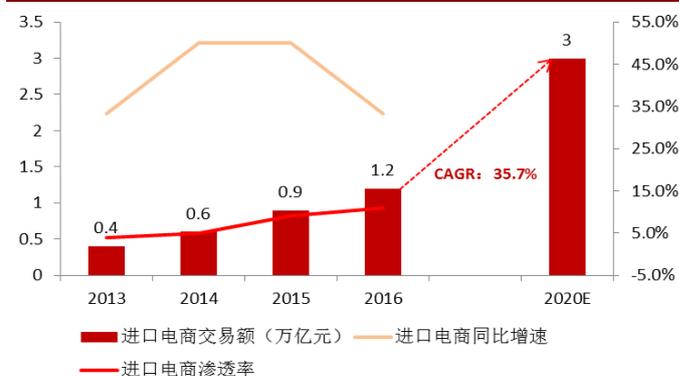
资料来源：商务部，易观智库，艾瑞网，阿里研究院，招商证券

图 4：我国出口电商交易额情况及预测



资料来源：商务部，易观智库，艾瑞网，阿里研究院，招商证券

图 5：我国进口电商交易额情况及预测



资料来源：商务部，易观智库，艾瑞网，阿里研究院，招商证券

2、出口跨境电商：B2C 进入快速发展的黄金期，平台型格局基本稳定，自营型百花齐发

跨境电商主要指分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易、进行支付结算，并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动。按交易类型来看，主要分为 B2B、B2C、C2C 等，其中 B2C、C2C 都是面向最终消费者，因此也称为跨境网络零售。从经营主体来看，跨境电商主要分为平台型、自营型与混合型（平台+自营），其中平台型电商的收入来源主要为抽取佣金和广告费的形式，而自营型电商则依靠产品的买卖价差获利。

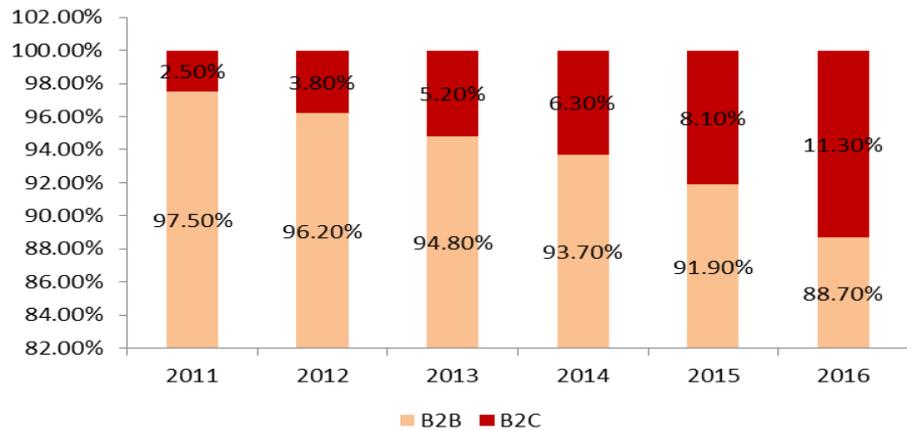
表 1：我国主要跨境电商经营模式及分类

经营模式	平台型	自营型
跨境 B2B(出口)	阿里巴巴国际站、中国制造网、环球资源网、敦煌网	—
跨境 B2B(进口)	1688.com、海带网	—
跨境电商零售（出口）	速卖通、ebay、Amazon、Wish	兰亭集势、DX、米兰网
跨境电商零售（进口）	天猫国际、淘宝全球购、洋码头	网易考拉、京东全球购、聚美优品、小红书

资料来源：阿里研究院，招商证券

我国跨境电商仍以 B2B 为主，B2C 发展迅速。根据中国电子商务研究院的数据来看，2016 年我国跨境电商的交易模式中 B2B 占比达 88.7%，B2C 交易占比 11.3%。从交易结构上来看，由于我国 B2B 电商出现较早，目前市场仍以 B2B 为主，但随着订单碎片化以及跨境电商品牌在海外消费市场的逐渐建立，交易结构正逐渐从企业向直接卖给消费者转换，B2C 市场交易占比逐年快速提升。

图 6：中国跨境电商仍以 B2B 为主，B2C 发展迅速



资料来源：中国电子商务研究院，招商证券

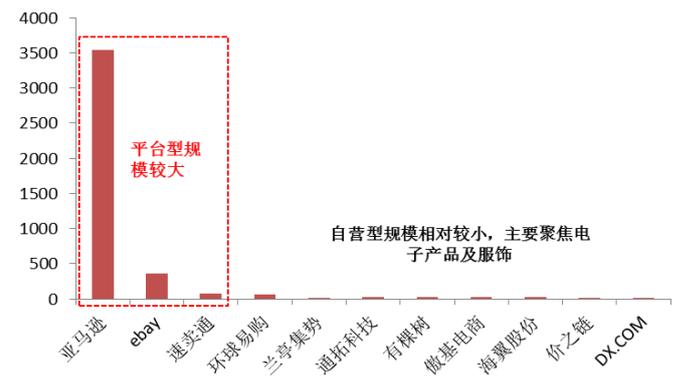
平台型格局基本稳定，自营型百花齐放。从出口零售型跨境电商（2C）来看，平台型跨境电商市场格局基本稳定，目前亚马逊、ebay、速卖通、Wish 等大平台凭借着规模与先发优势，占据着较大市场规模，其中亚马逊 2017 年收入规模已达千亿级别。而自营型跨境电商依托于差异化产品，行业呈百花齐放趋势，细分领域龙头得到快速发展。主要代表为环球易购、兰亭集势、有棵树等。

图 7：BC2 跨境出口电商分类



资料来源：招商证券整理

图 8：平台型与自营型收入规模对比（亿元）



资料来源：wind，招商证券整理（注：平台型为 2017 年最新数据，自营型为 2016 年年报数据，仅对收入体量进行对比）

3、出口电商对比传统贸易优势

与传统贸易商相比，出口跨境电商产品价格优势更明显、利润更高、实时性更强、消费体验更好。对于企业来说，由于大多数传统贸易存在众多中间环节，通常需要跨越至少 5 个渠道（国内工厂，国内贸易商，目的国进口商，目的国分销商，目的国零售商）产品才能到达最后消费者手里，进出口环节多，导致贸易商利润较低，且层层加价。而跨境电商跳过传统外贸冗长的流通环节，直面终端买家，极大的降低了商品出口的成本，

商品价格优势更为明显，且企业利润更高。对于消费者来说，跨境电商可以提供更丰富的产品选择，同时可以直接实现与电商的实时交流，产品时效性、性价比、消费体验更高。

图 9：跨境电商打破了传统外贸的众多中间环节，提高效率与成本优势



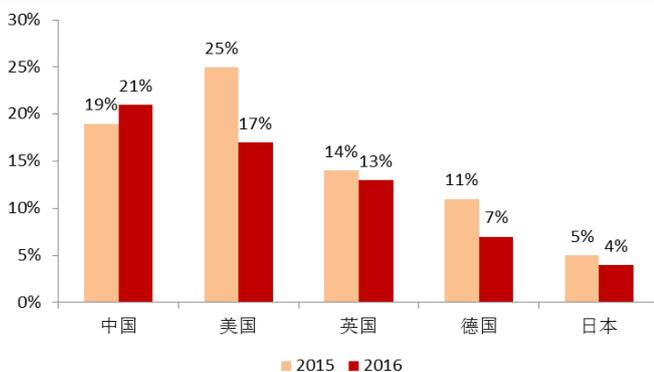
资料来源：招商证券整理

4、跨境电商发展多次成为两会焦点，行业规模稳居世界第一

从国内来看，跨境电商多次成为两会焦点，加快行业规模化发展。跨境电商作为我国外贸的新增长点，得到了中央政府的持续关注。继 2014 年，2015 年和 2017 年以来，国务院总理李克强再次在今年的《政府工作报告》中提及“跨境电商”，将跨境电商发展作为“坚持对外开放的基本国策”的工作项目之一。并明确指出“改革出口退税负担机制，退税增量全部由中央财政负担，设立 13 个跨境电商综合试验区，国际贸易“单一窗口”覆盖全国，货物通关时间平均缩短一半以上，进出口实现回稳向好”。此外，在两会期间，商务部部长钟山介绍：“2017 年，我国已经成为全球外贸第一大国，外贸发展动力加强，跨境电商规模稳居世界第一”。未来，随着我国政策推动的不断加强，跨境电商规模化发展有望进一步加快。

全球范围内来看，我国网购产品受到各国热捧，具备良好的发展基础。中国、美国、英国、德国和日本是全球跨境电商的主要出口国，其中，中国作为“世界工厂”，在产品品类的丰富度、价格以及产能上具备竞争优势，2016 年中国跨境电商产品销售额首次超过美国成为全球第一。根据中国电子商务研究中心统计，我国出口的跨境电商产品主要集中在 3C 电子产品、服装服饰以及户外用品等。2016 年，PayPal 和 Ipsos 联合发布了《第三届全球跨境贸易报告》显示，中国跨境电商出口产品已经成为全球范围内最受欢迎的商品，同时中国也成为了最受全球网购消费者欢迎的海淘国家。

图 10：2016 年中国跨境电商出口占据全球最大份额



资料来源：Paypal, 招商证券

图 11：中国成为了最受全球网购消费者欢迎的海淘国家



资料来源：Paypal, 招商证券

图 12：我国跨境电商出口产品与全球最受欢迎电商产品高度吻合



资料来源：paypal，中国电子商务研究中心，招商证券

二、需求潜力：海外市场电商发展各异，跨境电商存在巨大蓝海空间

本章我们将聚焦全球主要的跨境电商市场，通过分析市场规模、竞争格局以及需求增长潜力等，寻找我国跨境电商出海的新空间。

根据Paypal统计美国、中国、日本以及西欧地区已经逐渐形成了巨大的电商市场规模，而印度以及拉丁美洲、非洲等新兴市场正处于快速发展阶段。仅从跨境B2C电商规模来看，亚太地区交易额最大，占全球的30%。而拉丁美洲、中东、非洲、中亚等地区跨境B2C增长最快，其中，拉美是继亚太之后的第二大新兴市场，超过40%的年均增速使之成为全球跨境B2C电商增长最快的地区。这些市场较为薄弱的线下零售业也为跨境B2C电商在当地的发展留下了广阔空间。具体来看：

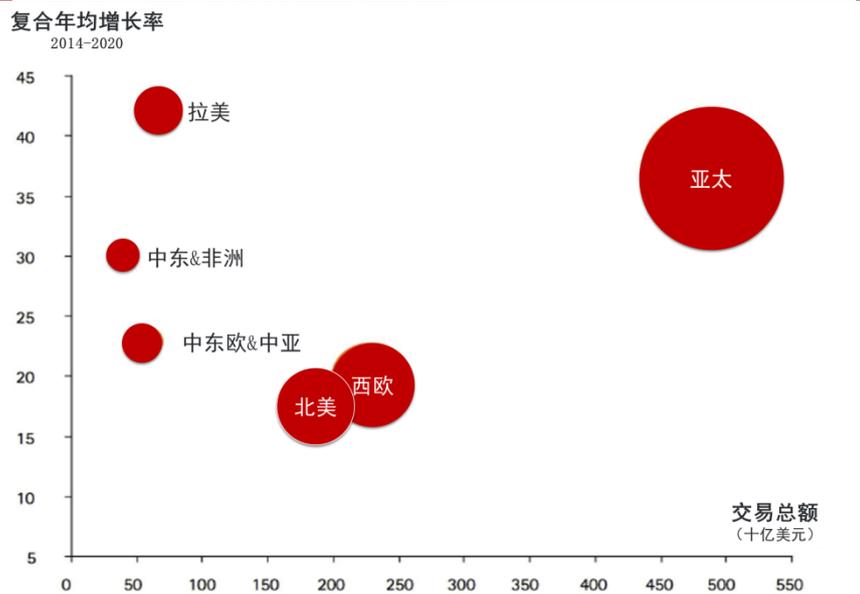
- **美国**：电商市场规模仅次于中国，在线下销售陷入低谷时期，电商市场正在加快发展，沃尔玛等线下销售巨头加快线上发展脚步，市场份额逐年提升。亚马逊、eBay、沃尔玛等零售巨头占据近一半的电商市场，我国跨境电商当前规模难以直接与其匹敌，但正因如此，我国跨境电商公司一方面可以发展自营业务，尚未与巨头构成竞争，另一方面可以依托在巨头平台开展第三方业务。
- **欧洲**：互联网普及率高，电商销售增长快，电商数量多，网络销售正处于蓬勃发展时期。市场集中于英法德，区域发展不平衡。全球性电商、区域性电商和垂直电商形成既竞争又互补的格局，未出现主导企业。我国跨境电商虽具有价格优势，但物流仓储和售后服务上的劣势会影响我国企业在欧洲市场的扩展。因此，本土化发展不失为提升客户体验感的有效手段。
- **印度**：电商用户数量位居世界第二，电商渗透率还有巨大发展空间，市场潜力极大且正在释放，市场处于抢占巨大客源空间的黄金时期；几大本土电商巨头均获中国互联网巨头投资、控股，依托现有资源拓展第三方业务将成就中国跨境电商快速发展的基础。
- **俄罗斯**：极高的互联网渗透率和电商用户数量，电商零售额却相对保持在社会零售额的极低比例，受制于地理和支付条件难有突破；电商市场由速卖通占据绝大多数份额，中国跨境电商的价格优势仍在，可能面临新出台的税改政策发难。
- **非洲**：具备巨大的人口红利，网络设施相对发达，同时线下零售市场发展落后，国

际贸易难以授信，因此跨境电商迎来历史发展机遇。由于我国产品占据性价比优势，因此在非洲受到热烈欢迎，以 Kilimall 为代表的中国跨境电商在非洲市场上实现了快速的发展。

- **中东：**中东自古以来凭借着战略要地成为国际贸易的要塞，随着“石油经济”推动，中东地区总体消费能力高，同时中东地区网络渗透率较高，但是物资匮乏，因此人民网购热情高，客单价较高。中东地区电商起步较晚，在市场规模、渗透率方面还有很大的提升空间，未来随着电商渗透率的不断提升，中东地区将为跨境电商打开新的蓝海空间。
- **拉美、东南亚：**这两个地区近年来互联网渗透率和电商渗透率快速度增长，电商发展机遇处于爆发时期。拉美各国对于跨境电商政策限制极大，本土电商占据绝对优势；东南亚地区本土电商巨头竞争格局尚未清晰，阿里巴巴已经入局，正是跨境电商发展和我国企业投资的极佳机会。

目前，我国跨境电商出口产品主要面向美国、欧盟等电商发达地区，同时阿里、京东等巨头电商平台正加速拓展俄罗斯、印度等新兴电商市场，而在非洲、中东等区域，Kilimall、执御等自营型跨境电商也正在崛起。

图 13：全球跨境 B2C 电商交易额规模增长矩阵



资料来源：EIU、World Bank&埃森哲分析、跨境通、招商证券

图 14：各国电商市场规模及复合增速

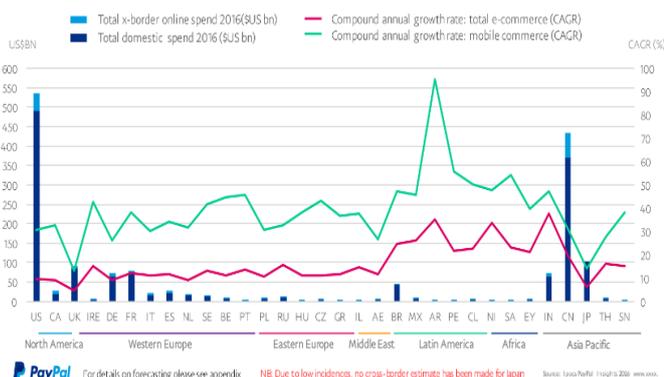
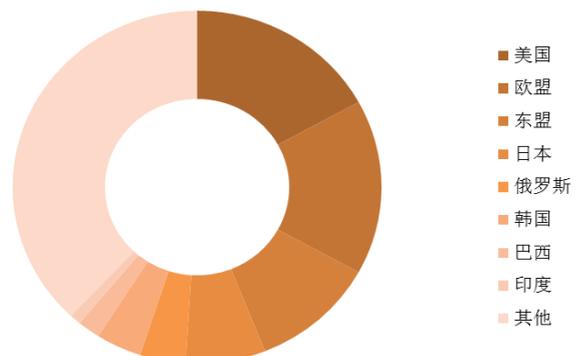


图 15：2015 年，我国跨境电商出口产品的主要消费地区



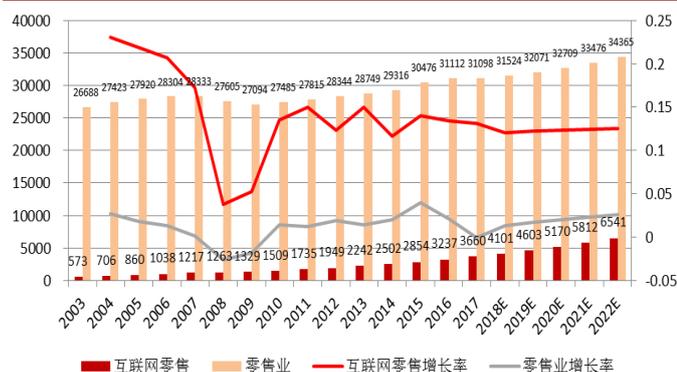
资料来源: Paypal, 招商证券

资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

1、美国：电商龙头份额稳定但尚未形成垄断，垂直电商发展空间较大

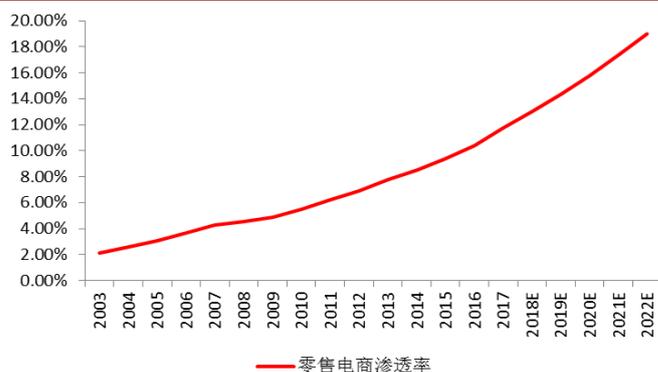
美国电商发展历史悠久，市场规模仅次于中国，近年来保持快速，可拓展市场空间巨大。美国是全球电子商务发展最早的国家，但是由于线下零售市场相对强势，线上零售主要作为线下零售的补充，因此电商发展滞后于我国。2017 年前三季度美国网络零售额占零售总额的比重不到 8.5%，而中国在 2016 年线上零售占比已达 15.5%。但长期来看，美国电商市场发展速度远超传统零售，电商渗透率逐年增长，未来可拓展的市场空间巨大。尤其在 2017 年，美国零售业持续寒冬，掀起破产潮，梅西百货、西尔斯百货等关闭大量门店，为电商的发展提供了契机。根据 Euromonitor 统计，2017 年美国电商零售规模达到 3660 亿美元，同比增长 13.08%，零售电商渗透率仅 11.77%，预计 2022 年市场规模达到 6541 亿元，CAGR 为 12.31%，渗透率有望达到 19%。

图 16：美国零售电商市场增速远超于零售业（亿美元）



资料来源: Euromonitor, 招商证券整理

图 17：美国零售电商市场渗透率及预测

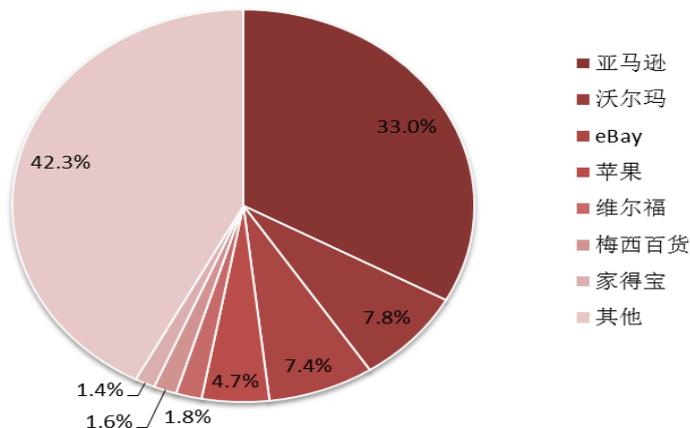


资料来源: Euromonitor, 招商证券

电商龙头份额基本稳定但尚未形成垄断，垂直电商发展空间较大，为第三方跨境电商提供良好的出海平台。目前来看，美国电商市场格局基本稳定，但市场集中度依然不高，CR3 不足 50%，除亚马逊占据 33% 电商市场外，其他电商份额均不足 10%，龙头垄断格局尚未形成，垂直领域电商具备较大发展空间。此外，亚马逊与 eBay 欢迎第三方卖家的入驻，并积极发展海外用户，为海外跨境电商进入美国市场提供了良好的基础。具体到各家电商，美国电商大致可以分为三大类：

- 1) 综合大电商平台：亚马逊、eBay 等
- 2) 传统零售商的线上电商：沃尔玛、梅西百货、家得宝（家居零售商）等
- 3) 品牌垂直领域电商：苹果、维尔福（电子游戏）等

图 18: 美国电商市场格局



资料来源：中国报告网，招商证券

1) 亚马逊：自营+平台型电商龙头，实现跨国快速发展

亚马逊是由杰夫·贝佐斯成立于 1995 年，最早主营业务基本以网络书店为主，是全球最早开始经营电子商务的公司之一。经过了 20 多年的发展，亚马逊成功将产品拓展至电子产品、服饰、食品等日常用品，以及云计算等高新技术产品。同时亚马逊积极开展“全球开店”战略，目前在亚洲、美洲、欧洲、非洲的 14 个国家建立了站点，覆盖 65 个国家，打造成为了跨国式的“电商帝国”，截止 2017 年财年，亚马逊电商收入达到 9163.24 亿元，其中自营收入 7080 亿元，第三方服务费收入 2083 亿元。2016 年亚马逊的在线销售额达到沃尔玛、塔吉特、百思买、诺德斯特姆、家得宝、梅西百货、柯尔百货和好市多的总和的六倍之多，是美国市场当之无愧的龙头老大。

图 19: 亚马逊产品发展历史



资料来源：公开资料，招商证券

图 20: 亚马逊电商收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 招商证券

图 21: 亚马逊全球开店打造跨国式电商帝国

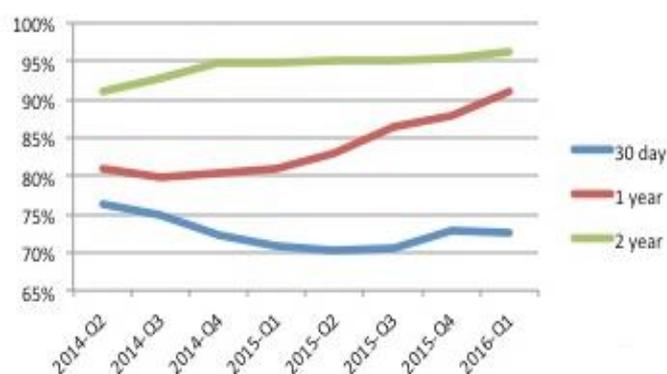


资料来源: 亚马逊, 招商证券

Prime 会员增加用户粘性, 提升消费意愿, 助力亚马逊稳步发展。2017 年 Prime 会员人数同比增加约 20%, 摩根士丹利推测其会员数已达 6500 万, 而 CIRP 则认为亚马逊在美国有 Prime 会员 8500 万。据 Businessinsider 报道, 10.7% 的美国人都是亚马逊 Prime 会员, 《财富》杂志则认为, 38% 的美国家庭都在使用亚马逊的 Prime 会员服务。2017 年 Prime 订阅服务同比增长 49%, 占总收入的比重达 5%。相比于非会员, Prime 会员具备更强的消费意愿。摩根士丹利最新调查显示, 大约 40% 的 Prime 会员每年在亚马逊平台上的开支超过 1000 美元, 会员的总开支大约是普通用户总开支的 4.6 倍, 而且 Prime 会员有着高达 70% 以上的用户留存率。这些都得益于亚马逊为 Prime 会员提供的丰富服务: 两日送达的免费送货; 无限制的音乐影视; 无限制照片存储空间; 超过一百万本的 Kindle 免费电子书借阅; 参与 Prime Day 的数千项促销; 先试后买的 Prime Wardrobe……亚马逊最新公布的数据显示, 其 Prime 会员订单量在 2017 年全年超过了 50 亿件。

收购全食超市, 进军线下实体店。2017 年 6 月亚马逊以近 137 亿美元收购全食超市 (Whole Foods Market), 将全食超市接入亚马逊的电商生态系统, 作为对线上系统的补充, 为用户提供更好服务。2017 年最后四个月, 全食超市品牌商品推动亚马逊生鲜营收增至 1.35 亿美元, 较此前的四个月增长 35%。亚马逊进军线下早已不是新鲜事, 2015 年亚马逊便推出亚马逊书店试水实体店, 除了此次收购全食超市外, 18 年亚马逊还推出了无人超市——Amazon Go。趁着美国线下零售低迷, 大量零售商店关店破产的时机, 亚马逊进军线下超市领域, 将电商的触手深入线下, 整合线上线下资源, 相互促进, 进一步提升利润。

图 22: 美国亚马逊 Prime 会员保留率



资料来源: CIRP, 招商证券

图 23: 亚马逊收购全食超市推动线下发展



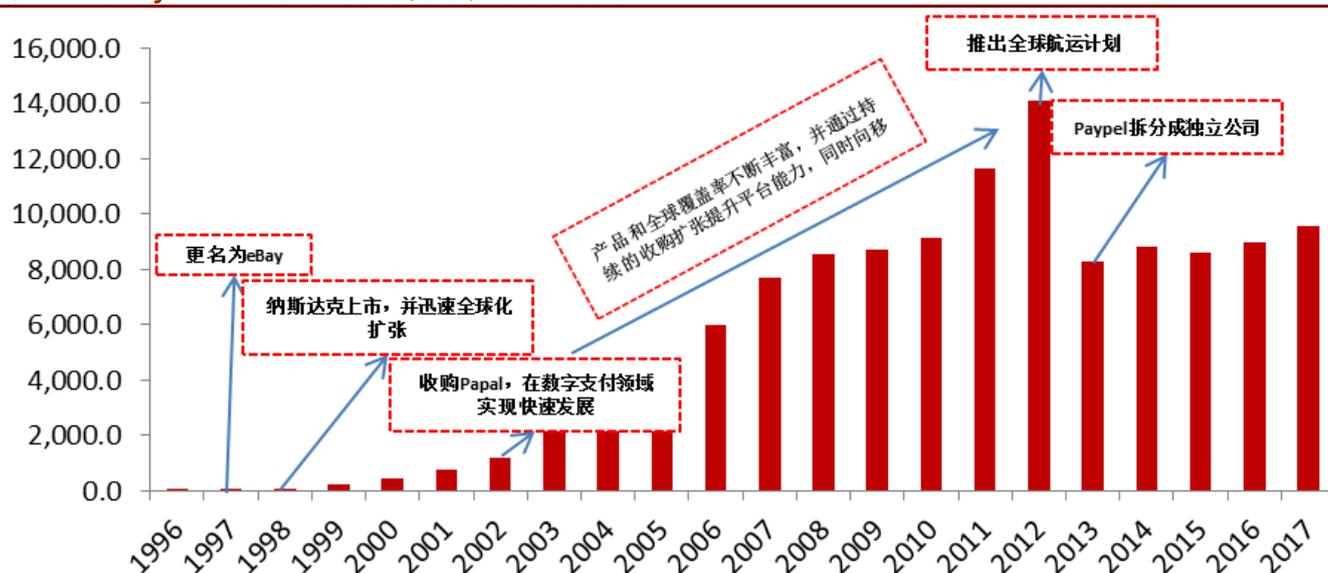
资料来源: 亚马逊, 招商证券

2) eBay: 跨国平台型电商龙头

eBay 前身 AuctionWeb 成立于 1995 年 9 月，是由创始人 Pierre Omidyar 推出的线上拍卖平台，1997 年正式更名为 eBay，并与 1998 年在纳斯达克上市，随后迅速实现全球范围的扩张，目前 eBay 已经覆盖了 180 个国家。2002 年，eBay 全资收购了线上支付平台 Paypal，在数字支付领域取得了强劲的增长和全球领先的地位，直至 2015 年，Paypal 拆分成独立公司。目前 eBay 已经发展成为全球最大的第三方电商平台之一，截止 2017 年，全球活跃买家达 1.7 亿人，实现营收 95.7 亿元。

明确平台定位，吸引大牌入驻。作为最早的电商平台 eBay 在美国市场的份额虽远不及亚马逊，但仍占有一席之地。2017 年 eBay 回归平台，将自己视为为买家和卖家之间的桥梁。在没有自营产品和自营仓储物流系统下，eBay 致力于引进更多的品牌入驻平台，努力邀请高端时尚公司入驻平台以树立时尚典范，吸引千禧一代等年轻时尚的消费者。据 eBay 早前宣布，2017 年第一季度开始的时尚板块项目中，已经跟包括 Gucci、Prada 和 Saint Laurent 在内近 1500 个品牌商建立直接合作关系。

图 24：eBay 收入规模及历史发展大事（百万美元）



资料来源：Bloomberg，公司官网，招商证券整理

3) 沃尔玛：线下零售增速放缓，巨头转战电商发展

沃尔玛由美国零售业的传奇人物山姆·沃尔顿先生于 1962 年成立，1990 年成为美国第一大零售商，并与翌年进军海外市场。作为全球最大的连锁零售商（以营业额计算为全球最大公司）的沃尔玛在 28 个国家拥有超过 63 个品牌，约 11 500 家分店以及遍布 11 个国家的电子商务网站，并以沃尔玛购物广场、山姆会员店、沃尔玛商店、沃尔玛社区店等多种方式经营零售业务，提供种类齐全的商品和服务。沃尔玛连续 4 年在美国《财富》杂志世界 500 强企业中居首位。2018 财年全年，沃尔玛总收入同比增长 3% 至 5003 亿美元。

线下增长放缓，转战线上零售，与亚马逊激烈竞争。2018 财年四季度沃尔玛美国同店

销售涨 2.6%，连续 14 个季度实现增长，但沃尔玛净收入却同比下跌 42.1%。2016 年沃尔玛开始了与亚马逊之间的电商价格战，并在 2018 年将公司名字由 Wal-Mart Stores 改为 Walmart。去掉了 store，展现了沃尔玛意图从传统商店转型成为更全面、覆盖在线销售的零售商的决心。美国市场，亚马逊通过收购综合电商平台 Jet.com，与多个垂直领域电商平台，加强线上商店产品的丰富度，引入更多高利润产品打入新消费群体。在海外市场沃尔玛通过京东、苏宁、乐天建立合作伙伴关系提升电商竞争能力，此外还计划收购印度最大电商平台 Flipkart 的少数股份，建立利益共同体，抗衡亚马逊。

图 25：沃尔玛收购 JET 与多个垂直电商品牌



资料来源：FGRT，招商证券

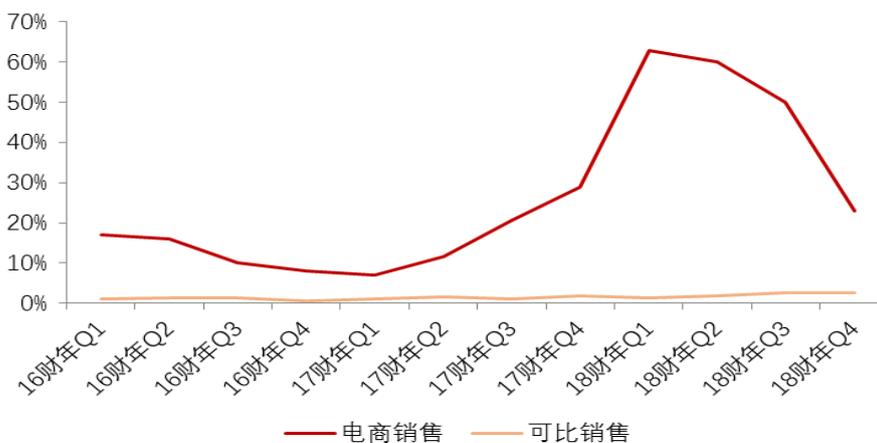
图 26：沃尔玛京东达成战略合作共同布局线上零售



资料来源：公开资料，招商证券

沃尔玛电商增速高位回落，承受毛利润压力，线上转型面临众多挑战。目前沃尔玛已经成长成为全美第三的电商企业仅次于亚马逊和 eBay。但 2018 财年以来 Walmart.com 主站在线销售额增速高位跌落，Q4 增幅为 23%，远逊于 Q3 50% 的增速。此外由于沃尔玛的仓储物流系统较为落后，用户体验度较差，只能通过提高流量成本，与降低销售价格来绑定客户，导致利润率承压。Q4 沃尔玛毛利率仅为 24.68%，同比下降 0.72 个百分点，同时净利率仅为 1.73%，同比下降 1.31 个百分点。我们认为在传统线下巨头沃尔玛转型之际，正是为中国跨境电商企业提供了良好的时间和空间，面临美国关税的提升，中国出口跨境电商企业价格优势仍优于美国传统线下零售企业，竞争实力不减。

图 27：沃尔玛电商销售增长率与可比店面销售增长率情况

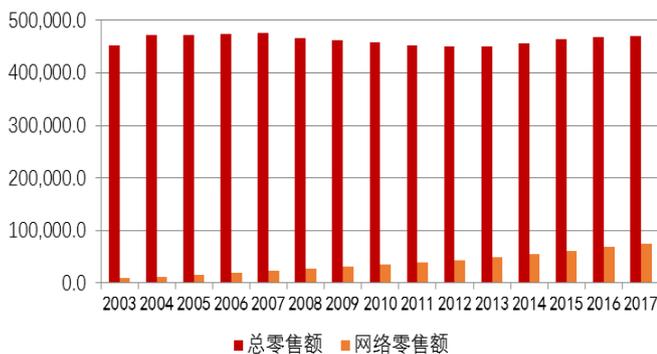


资料来源：公司公告，招商证券

2、欧洲：电商销售区域不平衡，市场处于发展期，未现主导企业

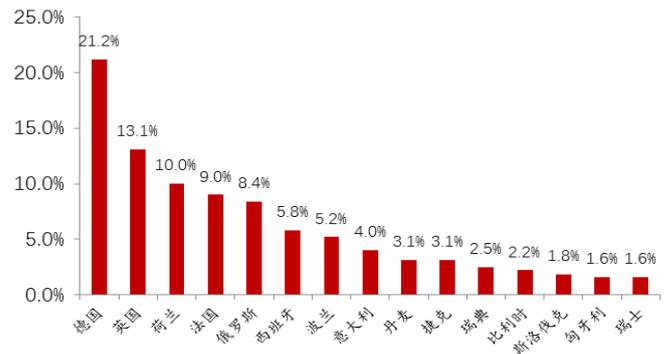
电商市场增长快，市场相对集中，地区差异显著。欧洲是世界上最发达的地区之一，人均收入位居世界前列，互联网普及率超过 80%，为电商发展提供了沃土。根据 European Ecommerce Report 2017 报告的最新结果，2016 年间，欧洲电商销售额就增长了 15%，达到 5300 亿欧元，占全球电商销售额的 30%。但从总体上，网络零售额占总零售额的比重仍较低，以欧洲最大电商市场英国为例，2017 年英国网络电商零售额仅占总零售额的 15.7%。英国、法国和德国，这三个国家的电商销售额占据了欧洲的近 70%。从网络电商数量看，德国（17.5 万）、英国（10.8 万）和荷兰（8.2 万家）的电商网站数量位列前三位，法国和俄罗斯紧随其后，这五个国家总共占据了欧洲所有网上商店的近三分之二。另外 15 年各国电商渗透率显示，除英法德外，北欧地区如丹麦、挪威、荷兰、芬兰、瑞典等国，电商渗透率高居欧洲前列，根据欧盟统计局最新数据统计，87% 的英国购物者过去 12 个月内网购过，丹麦以 84% 紧随其后。而在地中海沿岸地区和东欧地区，电商发展相对落后，未来可能成为电商的新蓝海。欧洲最大的电商市场虽然集中于英法德，但这三个国家网购比例并不是最高的，仍有可扩展的空间。

图 28：英国总零售额与网络零售额



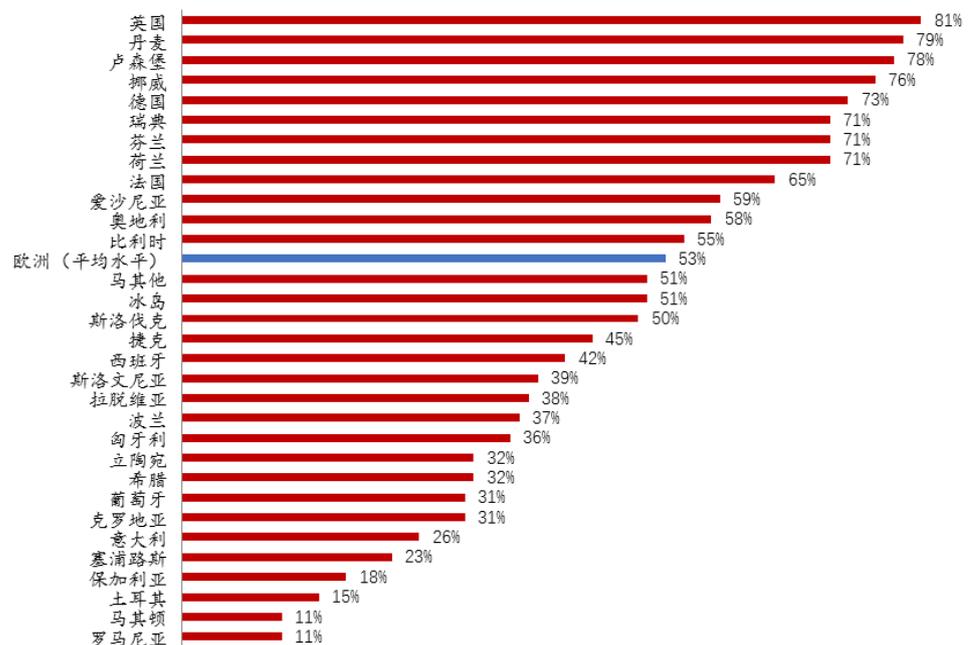
资料来源：欧盟统计局，招商证券

图 29：欧洲各国在线电商数占比



资料来源：ecommercenews.eu，招商证券

图 30：2015 年欧洲各国电商渗透率



资料来源：欧盟统计局，招商证券

欧洲电商市场处于快速发展时期，尚未出现综合性龙头电商，亚马逊、eBay 等全球性电商、各国区域性电商、时尚品牌垂直电商呈现竞争互补局面。在美国市场占据主导地位亚马逊在欧洲的市场份额并不高，即使在语言相通、网购发达的英国，亚马逊的市场份额也仅占 16% 左右。然而 16% 的市场份额仍使得亚马逊超过 Tesco(9%) 和 eBay(8%) 成为英国最大网络零售商，电商市场之复杂纷乱可见一斑。仅就英国市场而言，亚马逊不经营食品，时尚服饰是其短板，还要面临 Argos、John Lewis 等百货电商的挑战。Tesco 等线下超市巨头正在以食品生鲜为突破口，加紧拓展线上市场，而本土电商 Asos、Next、Superdrug 等则专耕时尚服饰、个人护理等单一领域。三类不同的电商既相互竞争又形成互补关系。

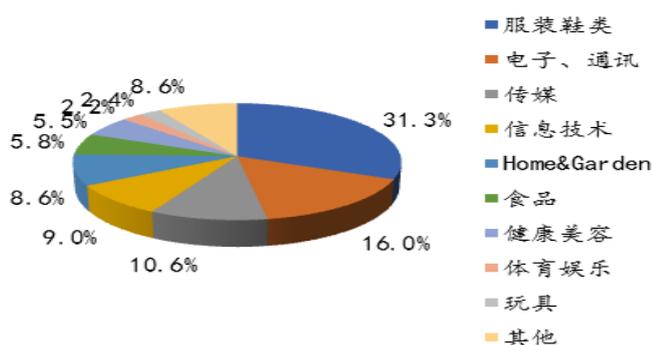
表 2：欧洲主要国家电商格局

	英国	法国	德国
全球性电商		亚马逊、eBay	
区域性电商	Argos John Lewis	Cdiscount Priceminister	Otto Zalando
垂直电商	服饰 Asos、Next 个人护理 Superdrug	数码文化、家居厨具 Fnac	比价购物 Idealo

资料来源：公开资料整理，招商证券

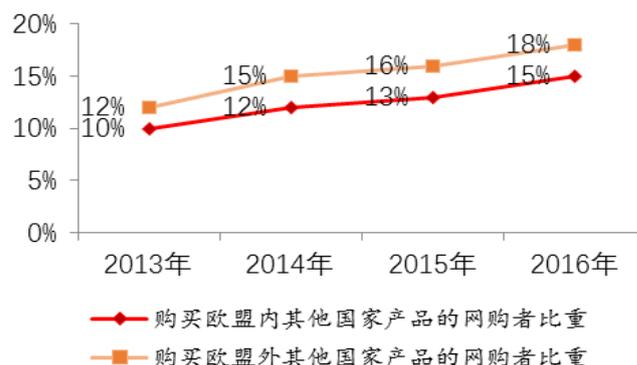
消费者购物品类从服装、3C 电子拓展到食品生鲜，跨境购物成为趋势。欧洲消费者购买最多的品类产品是服装和运动用品，占网上购物开支的 34%，自 2015 年以来增长了 2%。以英国为例，服装鞋类和电子通讯产品的销售额占网络零售的 47.3%，食品占 5.8%。而根据 DPDgroup 最新电商报告显示，2017 年大约 14% 的欧洲网购消费者在网上购买过新鲜食品和饮料，在英国这一比例达 27%。此外跨境购物行为越来越多，超过一半的欧洲网购者在外国网站购物。随着欧盟议会叫停欧洲电商网站上的地理封锁，欧洲网上购物者将有更广泛的跨境产品、酒店预订、汽车租赁和其他服务可以选择。

图 31：英国消费者网购物品类占比



资料来源：中国产业信息网，招商证券

图 32：欧洲地区跨境电商购买率



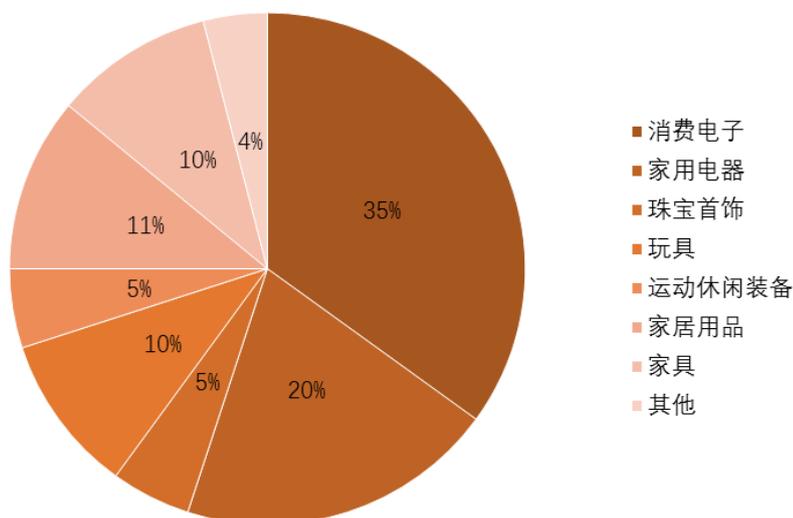
资料来源：中国产业信息网，招商证券

1) Argos：目录式营销向多渠道营销转变

Argos 是英国家喻户晓的百货零售商，其经营范围涵盖五金交电工具、汽车配件、运动器材、家具、装饰材料、文化用品、家用电器、珠宝首饰等等，共计有 60000 种产品。特别是在销售玩具、小家电和家用电子产品以及家具、金银珠宝和运动休闲品方面，Argos 的销售表现格外突出。如今 Argos 拥有 800 余家商店，每年有 2900 万商店客户

和近 10 亿在线访问者。据估计，在英国超过 2/3 的家庭中，至少有一个在用商品是从 Argos 购买的。

图 33 : Argos 产品销售份额



资料来源：公开资料，招商证券

Argos 的销售方式极具特色，线下目录销售+B2C+O2O。Argos 最初采用线下目录式营销，线下门店前店后仓，顾客到店查询目录，确定商品付款，后台巨大仓库出库交付。随着信息网络的发展，Argos 的销售越来越多的利用电话和互联网。由于邮寄费用不菲，通过电话或互联网下订单，门店自取的消费模式已经成为 Argos 最主要的营销方式，店也用平板电脑取代了目录书，培养消费者的消费习惯。此外 Argos 非常注重自有品牌的经营，通过采用严格的供应商评估体系，选择商品的代理商或产品生产厂家，不仅满足了顾客个性化的需求，而且与供应商建立了紧密的合作关系，亦提高了商品的毛利率。2017 年“英国最受欢迎的线上购物平台”名单，Argos 仅次于亚马逊和 eBay，排名第三。

2) Tesco：传统线下巨头增长滞缓，布局电商寻找新增长点

Tesco 由杰克·科恩于 1919 年成立，是英国首屈一指的零售商。20 世纪 90 年代初以来，在地理上多元化，涉及书籍，服装，电子产品，家具，玩具，汽油和软件零售等领域；金融服务；电信和互联网服务。如今 Tesco 在亚洲和欧洲的 12 个国家拥有商店，是英国、爱尔兰、匈牙利和泰国杂货市场的领导者。截至 2017 年，Tesco 在英国共有 252 家 Tesco Extra，479 家 Tesco Superstore，1740 家 Tesco Express，商店总面积达 3985.5 万平方英尺，市场份额约为 28.4%。

线下零售步履维艰，重归超市领域，瞄准生鲜市场。作为英国传统超市巨头，Tesco 近些年的日子并不好过。2014 年公司税前利润暴跌 92%，还出现了通过会计手段虚报了 2.5 亿英镑利润的丑闻，在美国、中国等海外市场也屡遭重挫。为此公司更换了 CEO，关闭亏损店铺，大幅削减成本，并出售不相关产业，将重心放在超市业务，扭亏为盈。2017/18 财年上半年销售录得 3.3% 增长，总销售额达到 252 亿英镑，连续第七个季度录得增长。上半年可比较店铺录得 2.2% 增长，购买次数上升了 0.4%，交易量上升了 0.3%。其中生鲜部门因持续改善商品组合及价格而带动强劲增长，并成为英国人购买生鲜的首选，利润率也从 2.2% 上升到 2.7%。

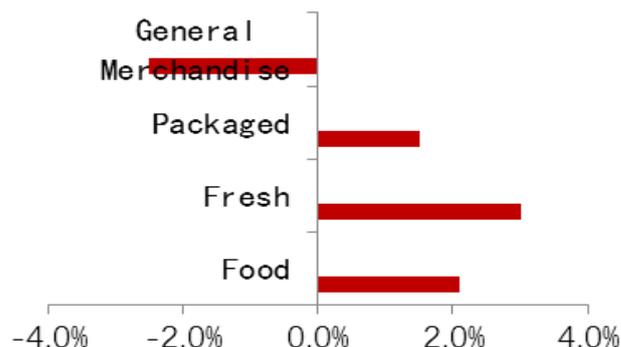
布局电商市场，寻找新增长点。2014年，在爱尔兰市场，Tesco 新增了 350 个在线订单配送司机，覆盖爱尔兰 86% 的市场，同时还有 15 个线上订单的货物自提站点，使得其在线销售额的增长速度远超实体店。2015 年 Tesco 更是将目光对准了泰国，推出移动端 APP，上线 2 万余件商品，据悉 Tesco 在泰国市场的线上订单平均客单价是线下订单的三倍，英国超市计划在未来 3 到 5 年把泰国的在线业务每年增扩两倍。在英国和其他欧洲地区，Tesco 线上平均消费额几乎是线下超市的 3.5 倍。

图 34: Tesco 营业额与年利润



资料来源：公司官网，招商证券

图 35: Tesco 不同品类市场表现



资料来源：公司官网，招商证券

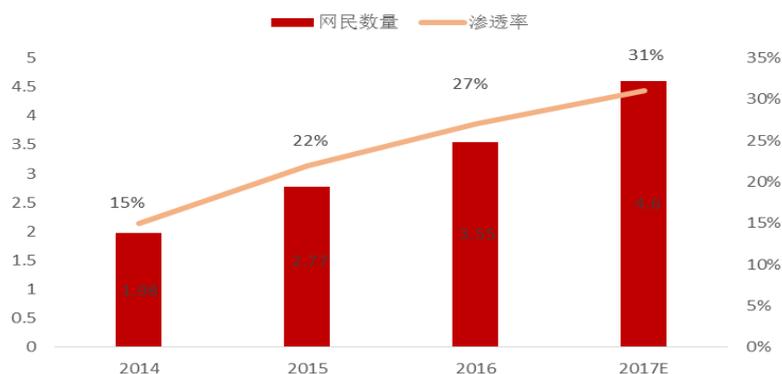
3、印度：平台类电商市场潜力巨大，Flipkart 与 Amazon 双巨头竞争格局凸显

1) 人口红利+网络资源推动线上零售快速增长

2017 年，印度互联网用户迎来巨大的增长。根据华尔街著名证券分析师 Mary Meeker 在 2017 年 5 月 31 日公布的互联网趋势报告 2017 版，截止 2016 年 6 月，估计印度网民数量达 3.55 亿，互联网渗透率 27%。而据印度移动与互联网协会 (IAMAI) 在 2016 年 3 月发布的报告预测，到 2017 年 6 月，印度网民数量会达到 4.62 亿，互联网渗透率 31%。

2017 年印度互联网用户数量的快速增长得益于移动流量资费的下降和移动互联网网速的提升，Mary Meeker 的报告揭示印度移动网络流量的使用情况经历了一个从 16 年第 2 季度（1.8 亿 GB 每月）到 17 年第 1 季度的急速上升（13 亿 GB 每月）。而这又归功于 2016 年 9 月初至 2017 年 3 月底印度电信运营商 Jio 对民众提供的“Reliance Jio”手机 4G 免费入网计划，在这一计划结束时 Jio 共获得了 1.08 亿新用户，而其中 67%（约 7000 万用户）转化为付费用户。而“Reliance Jio”计划则刺激了印度各大电信运营商资费水平整体下调。

图 36：近年来印度互联网用户快速提升（亿）



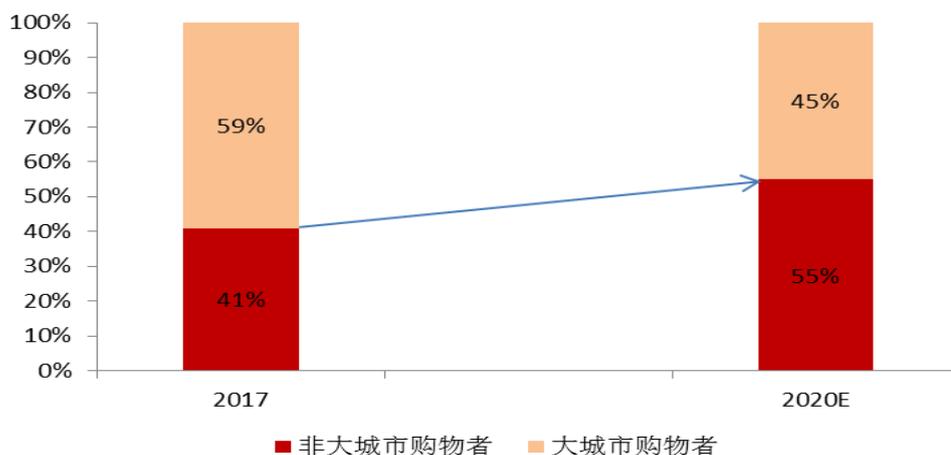
资料来源：《2017 年互联网趋势报告 by Mary Meeker》，招商证券

而在 2017 年，印度的电子商务市场因为二线城市用户的激增而进一步释放惊人的潜力。咨询公司 RedSeerConsulting 的数据表示，2017 年，印度电子零售商业每月活跃购物者人数增加了 33%，从 2016 年的 1500 万增至去年的 2000 万，二线城市和小城镇的购物者比一线城市购物者增长了三倍，占网络购物者总数的近 41%、Amazon India 业务负责人 Amit Agarwal 在 17 年 12 月接受采访时透露，该公司近 85% 的客户来自二线城市和较小城市。

究其原因是电商巨头抢占小市场资源，完善物流仓储体系。印度电商两大巨头 Flipkart 和 Amazon 在 17 年分别推出“No Cost EMI”计划（通过 Bajaj Finserv 公司的个人贷款卡 EMI 卡，在无信用卡条件下可以免除利息和费用在 Flipkart 购买昂贵的物品）和“Udan”项目（Amazon 与印度农村的小商店建立了合作伙伴关系后，店主将帮助客户在 Amazon 上进行购物）来抢占印度中小城市和乡镇的广大市场，据 Kotak 的财富报告指出，新兴城市和小城镇人口占比超印度总人口的 45%。

除了针对二线市场的促销计划，另一个印度电商用户在二线城市激增的重要原因，是以 Flipkart 和 Amazon 为首的印度电商巨头对物流基础设施建设的高额投资的回报。据专供土耳其和印度市场的全和悦供应链管理有限公司创始人林世豪表示，亚马逊在印度仓储投入重金，去年亚马逊在印度仓库已经有 85 个了。而 Flipkart 也采取京东的打法，自建物流体系。在 Flipkart 和 Amazon 购买的商品往往在下单后的两三天内就能送到购买者手上。

图 37：印度电商用户分布及预测，非大城市购物群体将成为主力



资料来源：RedSeerConsulting，招商证券

互联网用户数量和电商用户数量的增长自然造就2017年度的印度电商零售成绩表现强势。据 eMarketer 预测，2017 年印度电商零售销售额将达 375 亿美元，到 2020 年，该数字将达到 794 亿美元。而印度使用在线购物的消费者也将会从 2017 年预计的 1.99 亿人增长到 2020 年 3.52 亿人的规模。也就是说在 3 年内印度在线零售的消费群体将近翻 1.8 倍。与此同时，2017 年印度的零售销售额将达到 10822 亿美元，到 2020 年，这一数字预计达到 15990 亿美元，其中电子商务占总销售额的比例将会从目前的 2.5% 达到 2020 年的 5%。

图 38： 印度电商零售额统计



资料来源：eMarketer，招商证券

2) 国际巨头资本抢占印度市场，电商格局竞争激烈

1) 印度最大线上交易平台之一的 Snapdeal 逐渐掉队。

在 2017 年最关键的排灯节销售月中，曾经占据印度电商市场份额第二位的本土电商 Snapdeal 远远落后于其竞争对手 Flipkart 和 Amazon India。而在年初，Snapdeal 就深陷烧钱补贴的怪圈，还承担巨额广告支出，最后将市场份额拱手交给了亚马逊。随着其在 2017 年一整年融资失败并和 lipkart 的合并谈判未能成功，Snapdeal 已经无力与 Flipkart 和 Amazon India 竞争印度的电商市场。

分析 Snapdeal 的失败，在于其通过第三方 B2C 类“天猫加淘宝”的模式起步，坚持不做自营，而这一模式在中国拥有强大的供给端资源，即中国卖家可以直接绕开原有经销商体系找到更具价格优势的货源在网上进行低价销售；换到印度，就面临于印度制造业还没有那么强大，商品供应集中在几大经销商手中的现状、导致个人卖家无法找到更具竞争力的货源，难以在线上形成价格优势吸引客户。

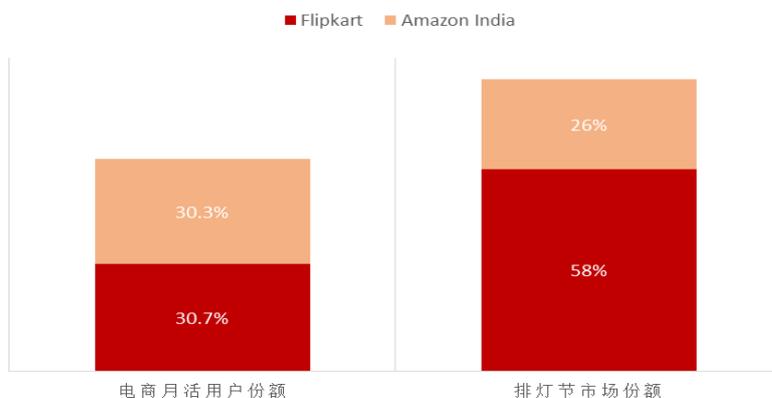
2) Amazon India 具备仓储物流优势，占据市场第二份额

而在 2017 年 Snapdeal 式微的时刻，Amazon India 首先针对性地发掘二三线市场并获取巨量客源，并在 2016 年实现网站卖家数量激增 160%，同时 Amazon India 计划在印度投资 50 亿美元建设仓储物流资源，截止 2017 年 8 月，亚马逊已经在印度 13 个邦内建设了 41 个仓库，并大部分采用自己的服务送货上门，其 Prime 会员只需 500 卢比/每年就可免运费并且承诺优先配送，物流速度也实现了印度电商最快速度。

据 7Park Data 数据，截至 2017 年 3 月，Flipkart 的移动 APP 占据了印度电商市场的月活用户量 30.7% 的份额；Amazon India 长期快速追赶，份额达到 30.3%，

与 Flipkart 的差距已经非常微小。而 17 年第一季度，Flipkart 活跃用户的活动时间比去年同期下降了 42.6%。同期亚马逊印度的用户逗留时间则上升了 14.9%。

图 39：Flipkart 与 Amazon 市场份额对比



资料来源：公开资料，招商证券

3) Flipkart 2017 年获得约 40 亿美元融资，巩固自己印度电商龙头位置

Flipkart 在 2017 年的主要策略与 Amazon India 非常相似，重点都放在强化二三线城市的促销活动和自有物流基础设施建设，Flipkart 将在泰伦加纳邦建立 22 万平方米的自动化仓储中心，该中心拥有 58.9 万立方英尺的储量。同时计划在二三线城市建立一个有 100 个运输枢纽的快递网络。

而 Flipkart 在 2017 年进行物流线和二线市场拓展的充裕资金则来自其成功的融资活动。腾讯、微软和 ebay 在 17 年 3 月投资了 17 亿美元，而软银旗下 Vision Fund 则在 8 月对其投资 25 亿美元。

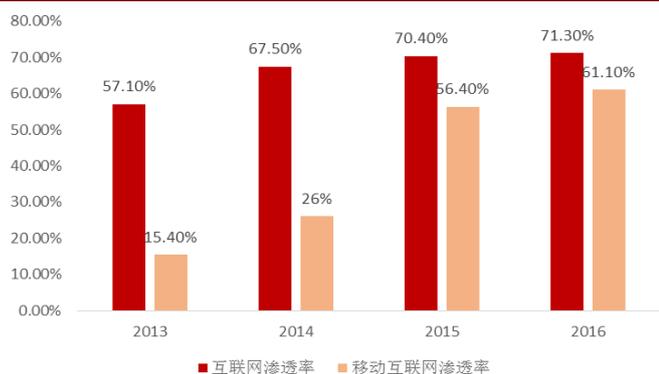
4) Paytm 推出 Paytm Mall, 与阿里巴巴联手创立印度全渠道 O2O 商业模式迎头追赶。

在阿里巴巴对 Snapdeal 的投资没有得到任何积极的结果后，拥有其 40% 股权的 Paytm 现在是阿里巴巴进入印度市场的最大砝码。其作为印度最大的数字支付公司在 17 年 2 月推出 Paytm Mall，其与 Flipkart 和 Amazon India 不同的是，它采用了全渠道的商业模式。通过这种商业模式，客户可以将自身与线下零售商联系起来。卖家可以在线上上架库存、买家可以在线上对缺货商品下单。不过利用自己 2.2 亿电子支付用户为线上商城引流的 Paytm Mall 能否从中杀出重围仍未可知。毕竟，烧钱促销换取市场份额的前车之鉴 Snapdeal 刚刚倒下，Paytm Mall 试图引入中国制造业卖家的想法也将受到印度新税法对于制造业进口的重重限制。

4、俄罗斯：电商零售市场潜力仍难挖掘 速卖通稳居电商龙头面临税改挑战

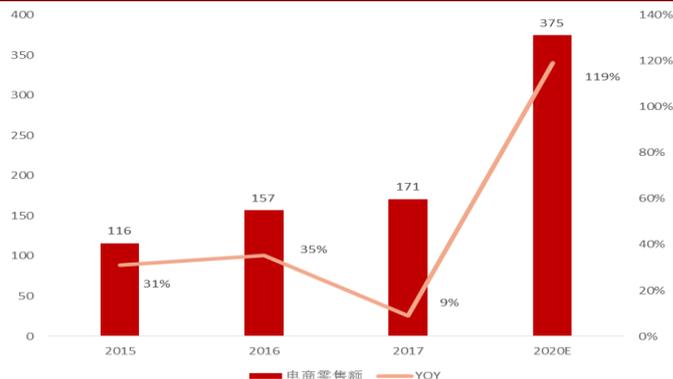
俄罗斯网络渗透率极高，但电商发展相对滞后。俄罗斯是欧洲互联网用户最多的国家，有超过 1 亿的网民。截止 2016 年，俄罗斯互联网渗透率达到 71.3%，高于中国、印度、巴西和南非其他四个金砖国家。此外移动互联网加速发展，2016 年渗透率达 61.10%。不过，俄罗斯互联网普及率虽然高，但其电商零售占社会零售总额比例近年来一直保持在较低水平，虽然电商零售额保持 10%-40% 的增长趋势，但 2015 与 2016 年间，俄罗斯的电商渗透率一直紧在 2%-3% 左右。

图 40: 俄罗斯互联网渗透率



资料来源: Emarketer, 招商证券

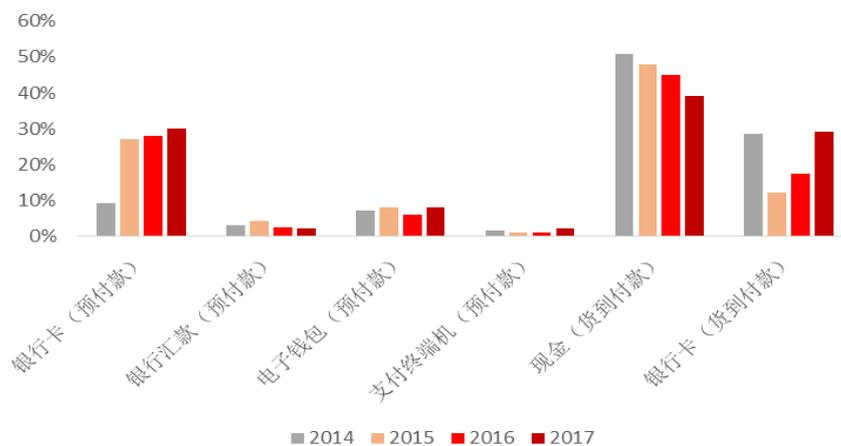
图 41: 俄罗斯电商零售统计 (亿美元)



资料来源: 俄罗斯互联网贸易公司协会, 招商证券

这种较为反常的数据归咎于俄罗斯特殊的人口地理特征和薄弱的物流基础设施以及匮乏的非现金支付方式。俄罗斯仍然是一个现金主导的经济体，俄罗斯人对在线支付仍然心存广泛的不信任，信用卡的普及率相对较低。另外，很多俄罗斯人使用的信用卡无法在线支付。据 Yandex.Makert 与 GfK Rus 公司数据，直到 2017 年，现金支付的订单份额才低于 40%、在最近四年内几乎下降了四分之一，而银行卡支付方式占 2017 年俄罗斯电商订单量的一半。

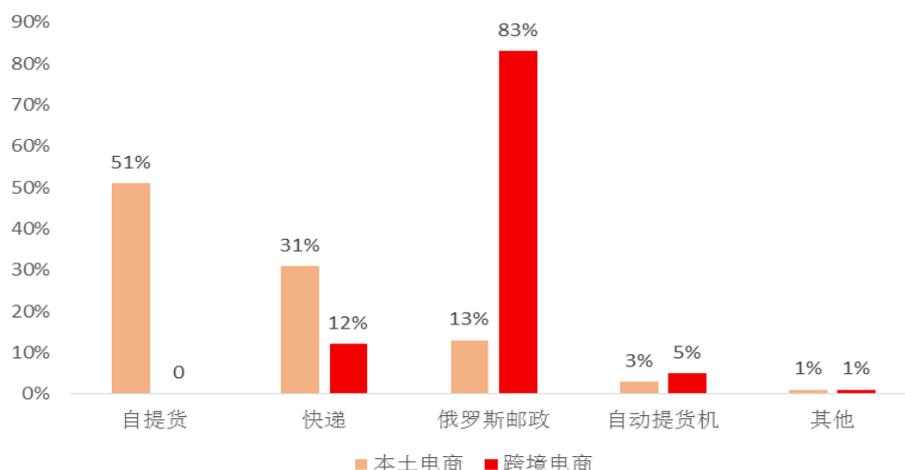
图 42: 俄罗斯网上购物支付方式统计



资料来源: Yandex.Makert, GfK Rus, 招商证券

而俄罗斯地广人稀的地理特点和物流基础设施较差的现状使得电商消费者越来越多地选择自提货，尤其是本土电商的订单有超过一半由消费者自己在提货点或实体店提货。而跨境电商则完全不选择自提货的方式，超过 80% 由俄罗斯邮政完成送货。

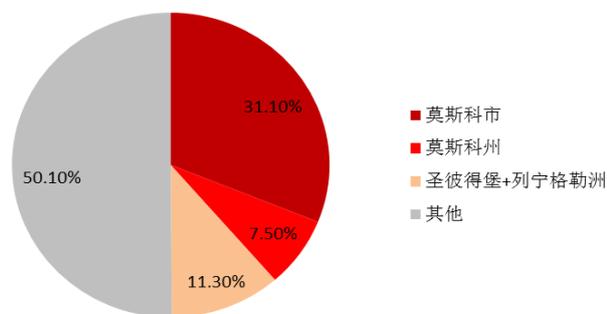
图 43: 俄罗斯电商送货方式



资料来源: 新闻资料整理, 招商证券

地理条件使得城市地区成为了电商客源的主力, 约 50%的网络购物集中于居民人均收入较高、物流基础设施完善的莫斯科市 (31.1%)、莫斯科州 (7.5%) 和圣彼得堡市和列宁格勒州 (11.3%), 俄罗斯约有 15%的人口居住在这几个地区。根据摩根士丹利专家的预测, 到 2020 年, 莫斯科和圣彼得堡两地互联网销量将增长 30%, 其他地区平均增长率将达到 55%。而占总人口 25%左右的农村地区和其他偏远城市的消费潜力, 则受制于物流能力难以挖掘。

图 44: 约 50%线上消费者分布在收入较高的一线城市



资料来源: 搜狐财经, 招商证券

图 45: 俄罗斯幅员辽阔, 偏远地域物流能力难以挖掘

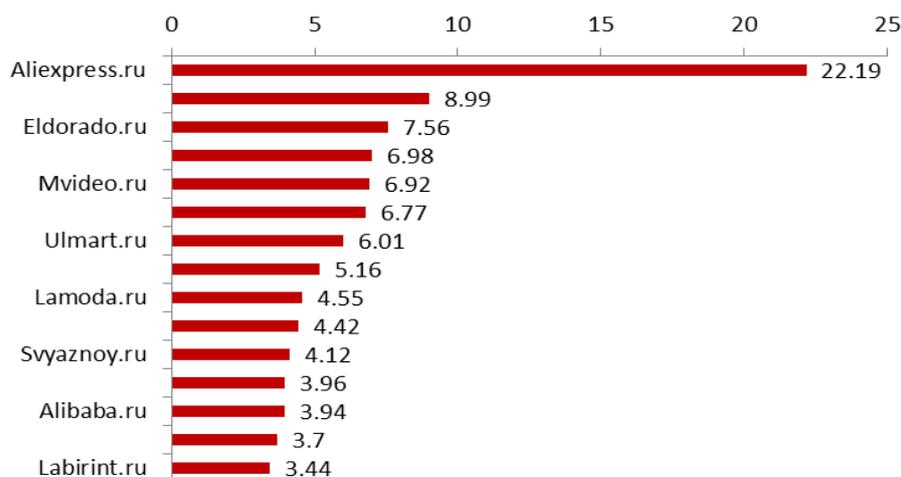


资料来源: 公开资料, 招商证券

1) 速卖通稳居俄罗斯电商龙头位置 可能遭遇税改挑战

俄罗斯电商本土电商发展相对落后, 阿里巴巴旗下速卖通处于绝对优势地位。根据 eMarketer 网站统计数据显示, 在 2017 年 1 月, 电商网站访问量排名中, 速卖通以 221 亿次访问量排名第一, 接近后面三名的总访问量之和。

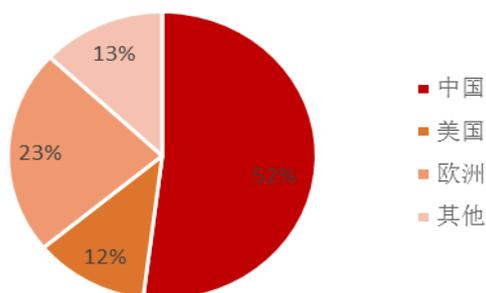
图 46：俄罗斯前 15 位线上购物网站，速卖通具备绝对品牌优势（十亿次）



资料来源：eMarketer，招商证券（注：以独立访客人数计）

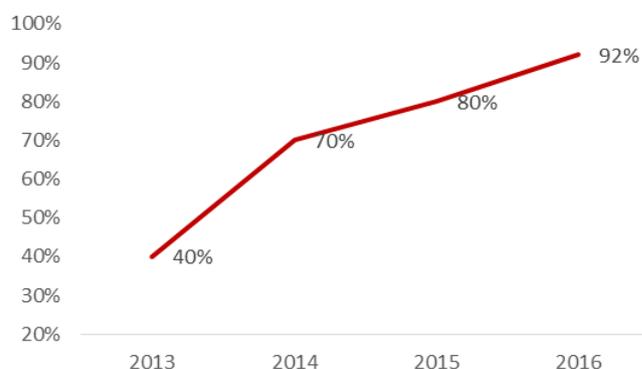
而在跨境电商中，中国电商依然主导了俄罗斯市场份额。在 2016 年，俄罗斯电商零售公司协会 AKIT 统计的数据表明，俄罗斯跨境零售市场的增长速度高达 37%，远超本土电商市场 6% 的增长速度，而跨境电商以 52 亿美元销售额占据 2016 俄罗斯电商市场的三分之一。

图 47：跨境电商来源国份额



资料来源：俄罗斯互联网贸易公司协会，招商证券

图 48：跨境电商来自中国包裹占比



资料来源：俄罗斯互联网贸易公司协会，招商证券

在近年来，俄罗斯经济下行压力仍然很大，有外部因素的影响：如西方国家制裁、国际油价持续低迷和地缘政治冲突风险等，也有内部因素的影响：如投资、技术和人才短缺，竞争力发展不足，商业氛围缺失等。因此俄罗斯人更趋向于购买性价比高的商品，这给电商的发展提供了良好契机，尤其是价格优势明显的跨境电商。俄罗斯 Yandex 支付公司发布数据显示，2017 年“双十一”购物节期间，俄罗斯用户在中国网上商店购物的消费金额与 2016 年相比，平均消费额增长了 23%，达到 953 卢布（约合 104.84 元人民币），这一数字比平日高 1.5 倍。

不过，速卖通占据俄罗斯电商市场最大份额的现状也引起本土电商和相关部门的忧虑。俄罗斯电商零售公司协会 (AKIT) 的总裁 Alexey Fedorov 说：“跨境电商市场在俄罗斯的增长主要是由于国外商品的价格较低，因为外国公司不必交税或交纳费用。进入俄罗斯的小包裹是免征关税的，而俄罗斯零售商从国外进口货物时则必须支付各种关税。”在 2017 年 12 月就消息称：针对 eBay, Amazon, AliExpress 及其他类似平台，俄罗斯电商零售公司协会 (AKIT) 计划征收商品总价格 15.25% 的增值税。协会执行董事指出，

该倡议是依据总统令制定的，根据这项法令，所有海外零售业务均需遵守俄罗斯国内本土电商所应遵守的相同法律条款。目前，俄罗斯政府部门正在讨论这项提案。经济发展部及财政部也已确认收到这些提案文件。如果类似政策在 18 年落地，对于客单价远小于亚马逊、EBay 和其他本土电商的速卖通而言，将形成巨大的挑战。

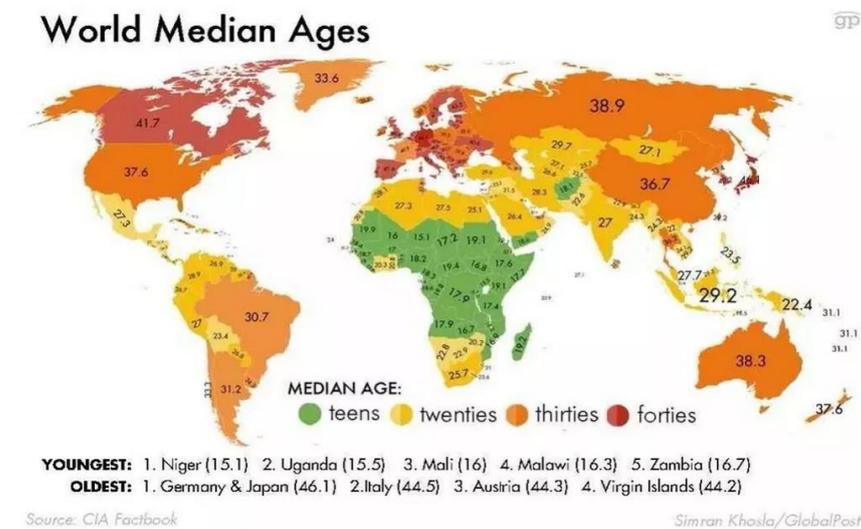
5、其他新兴国家：市场规模巨大，电商渗透率较低，跨境电商具有重大的拓展机遇

1) 非洲：电商网络基础完善，线下零售发展落后，中国跨国电商迅速崛起

非洲市场具备人口红利，年轻化市场发展迅速。一方面，目前非洲的总人口达 12 亿人，根据麦肯锡调研显示，2030 年左右，非洲人口将达到 25 亿人，具备较大市场空间，另一方面人口结构较为年轻，有利于电商的发展，根据统计撒哈拉以南的非洲人均年龄是 18 岁，对比而言，中国已经有 37 岁，日本和德国已经接近 47 岁。

经济方面，非洲处于蓬勃快速发展时期，人均 GDP 增长在 6% 左右，世界上人均 GDP 增长最高的是埃塞俄比亚，超过 10%。其中 3 个非洲国家人均 GDP 已经超过了中国，有 10 个国家的人均 GDP 超过了 3000 美金，3000 美金相当于中国 2008 年的 GDP 水平。整个撒哈拉以南，也就是世界上最穷的区域，他们的人均 GDP 已经达到 1600 美金，实际上是我们中国 2004 年左右的水平。

图 49：非洲人均年龄近 18 岁，人口结构相对年轻



资料来源：Kilimall，招商证券

工业基础薄弱、线下购物体验差、网络基础完善奠定跨境电商发展空间。由于非洲的工业基础非常薄弱，生活消费品基本依靠进口，因此线下零售价格普遍是国内的 3-10 倍左右。同时考虑到非洲的民俗与政局情况，传统中非贸易商很难对当地买家授信，无法大规模提升库存以及产品种类，导致线下购物可选商品有限。此外，非洲当地的零售市场多以集市为主，环境嘈杂、质量参差不齐、无售后保证，同时偷盗事件时有发生，导致线下购物体验极差。

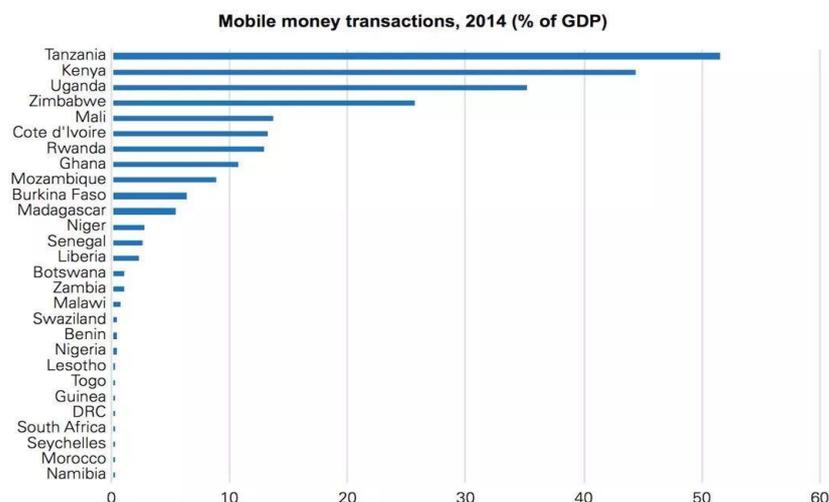
图 50: 非洲市场以集市为主, 购物体验极差



资料来源: Kilimall, 招商证券

相比线下零售的滞后发展, 跨境电商在非洲得到了快速发展。一方面, 非洲 3G、4G 网络已经非常普遍, 智能手机快速普及, 目前整个非洲智能手机占比约 30% 左右, 但新出货手机中的智能手机已经达到 60% 以上。另一方面, 随着智能手机的快速普及, 移动支付在非洲广泛使用, 其中像坦桑尼亚、尼日利亚和乌干达的移动交易量已经超过了 GDP 的 50%, 为电商发展提供了基础保障。

图 51: 非洲移动支付占 GDP 的比例 (2014 年)



Source: International Monetary Fund (IMF)

资料来源: IMF, 招商证券

Kilimall 海外掘金, 本土化打造“非洲第一电商平台”。Kilimall 成立于 2014 年, 是由前华为员工杨涛在肯尼亚内罗毕创造的电商平台, 本着“提升非洲生活品质”的使命, 逐渐发展成为“非洲第一电商平台”。自诞生以来, Kilimall 就很好的融入了非洲基因与当地特色, 它不仅具备了全球供应链和国际支付, 还拥有了非洲本土品牌营销、本土仓储物流、本土售后客服等运作团队和服务体系。目前 Kilimall 在非洲肯尼亚、乌干达、尼日利亚等都设有办公室并辐射周边十多个国家。

图 52: Kilimall 品牌灵感来自非洲第一高峰, 寓意成为非洲第一电商平台

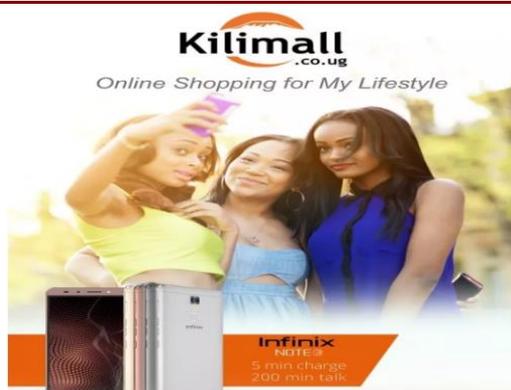


资料来源: Kilimall, 招商证券

物流方面, Kilimall 在东非、西非、北非建立了海外仓储 (FBK), 单体电商仓库具备两万平方米存储容量和非洲最先进的仓储物流管理系统, 同时 Kilimall 通过自建物流完善了“最后一公里”的配送, 主要地区、首都及港口实现次日达, 偏远地区实现 3 日到达。

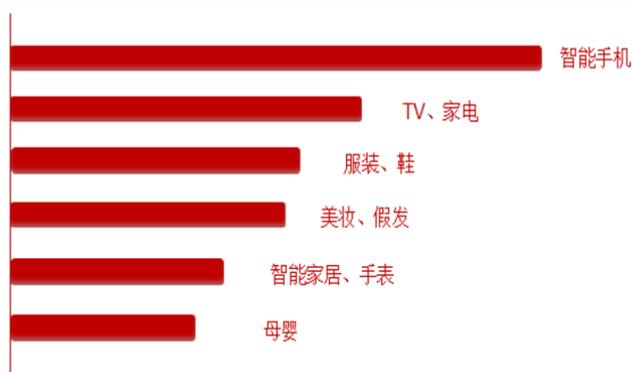
产品方面, Kilimall 主要以数码电子、家用电器、服装服饰为主, 目前手机类产品在非洲最受欢迎, 用户需求极大。非洲人喜欢自拍, 但由于肤色问题, 手机拍照效果较差, Kilimall 与国产手机品牌合作推出了针对非洲肤色的优化手机, 得到了当地人的一致认可, 成为热销产品。此外, 非洲人身材比例和中国差别较大, Kilimall 的服装床品主要以欧码为主, 满足非洲本土人的特制化需求。

图 53: Kilimall 针对黑肤色销售特制化手机



资料来源: Kilimall, 招商证券

图 54: Kilimall 电商平台的热销产品

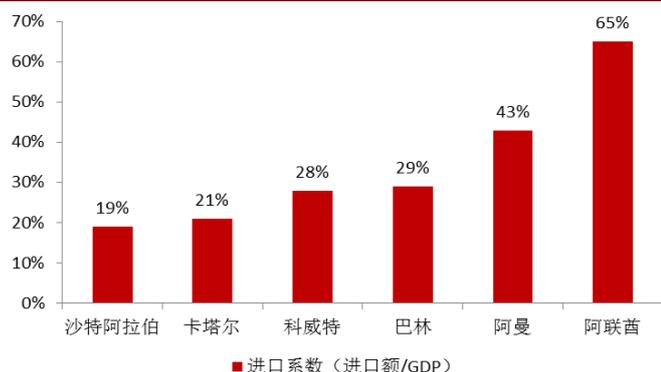


资料来源: Kilimall, 招商证券

2) 中东: 电商市场快速发展阶段, 跨境电商市场空间巨大

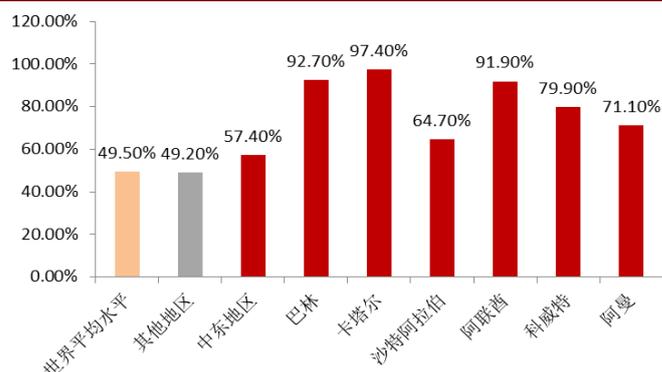
中东地区自古以来就凭借十分重要的地理位置成为国际贸易要塞, 受益于“石油经济”, 中东地区消费能力不断提高, 但由于本土轻工业发展滞后, 物资相对缺乏, 因此中东地区对于进口依赖程度高。同时由于中东地区具备完善的互联网基础设施, 为跨境电商提供了发展的沃土。根据《2016 年中东互联网数据报告》来看, 中东地区互联网渗透率达 57.4%, 超过世界平均渗透率 50.01%。其中巴林、卡塔尔、阿拉伯联合酋长国等地区的网络渗透率超过 90%。而日本经济新闻的调查报告指出, 中东列国是移动互联网最发达的国家, 其中阿联酋和沙特阿拉伯的手机使用频率分别达 91%和 86%, 分别位列全球第一和第三。

图 55: 中东地区对进口依赖程度较高



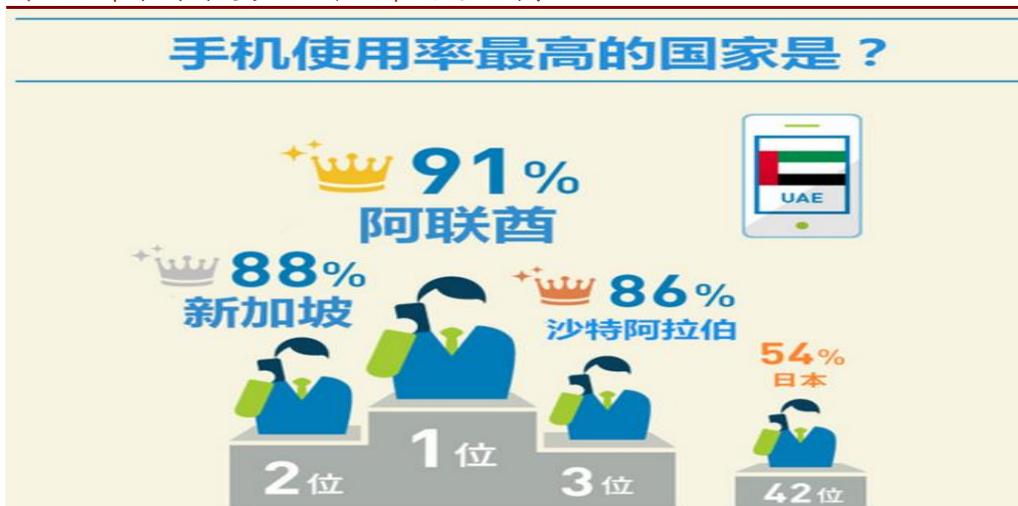
资料来源: Euromonitor, 招商证券

图 56: 中东地区互联网渗透率情况



资料来源:《2016 年中东互联网数据报告》, 招商证券 (注: 互联网渗透率, %互联网用户数占总人口, 计算截止日期 2016 年 6 月)

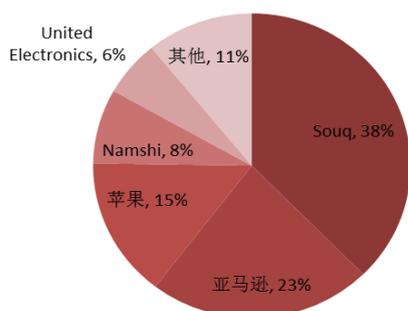
图 57: 中东列国是移动互联网最发达的国家



资料来源:《日本经济新闻》, 招商证券

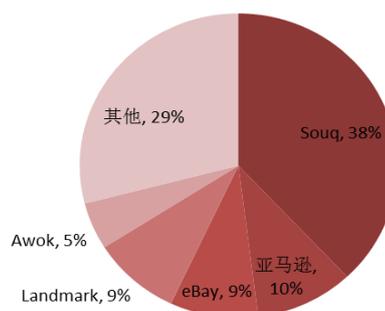
当前中东地区处于电商巨头垄断格局, 但当前市场处于快速发展阶段, 规模较小, 渗透率低, 跨境电商具备较大市场空间。根据 Euromonitor 数据显示, 2016 年沙特阿拉伯线上零售 CR5 市场占有率达 88.7%, 而阿联酋线上零售 CR5 占比大 70.9%, 市场集中度较高, 其中亚马逊与 Souq 为市场主导, 随着 2017 年 7 月, 亚马逊完成对 Souq 的全资收购, 中东地区电商格局将更加集中化。

图 58: 2016 年沙特阿拉伯电商市场占有率



资料来源: Euromonitor, 招商证券

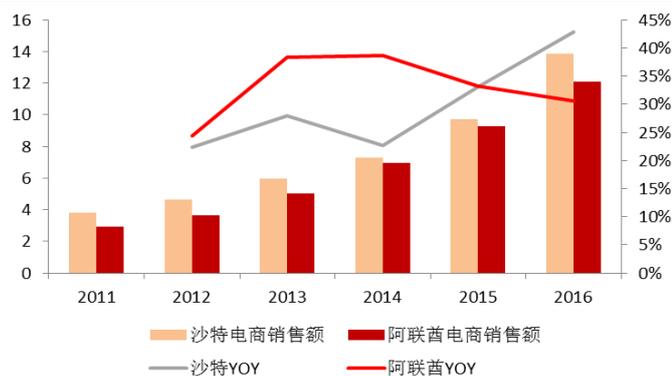
图 59: 2016 年阿联酋电商市场占有率



资料来源: Euromonitor, 招商证券

但因中东地区电商起步较晚，市场规模及渗透率还有较大提升空间。根据 Euromonitor 数据统计，2016 年，沙特阿拉伯线上零售额达 52 亿里亚尔，约合 13 亿美元，同比增长 42.84%，电商渗透率仅为 1.16%，而阿联酋线上零售额达 47.98 亿迪拉姆，约合 12 亿美元，同比增长 30.64%，电商渗透率仅为 2.31%。综合看，中东市场规模相对较小，但处于快速发展阶段，根据 A.T. Kearney 的数据预估，2015 年中东电商市场交易额为 53 亿美元，预计 2020 年整体中东电商市场规模有望达到 200 亿美元，CAGR 达 30.4%。

图 60: 沙特与阿联酋的电商销售额及增速情况 (右轴%)



资料来源: Euromonitor, 招商证券

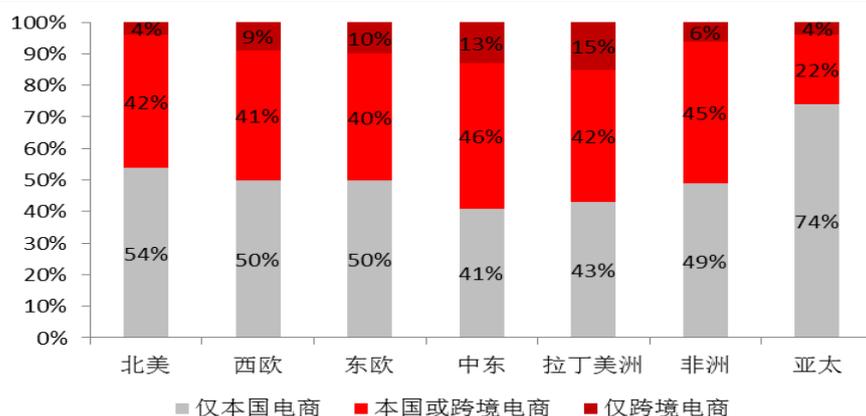
图 61: 中东整体电商市场规模预测 (亿美元)



资料来源: A.T. Kearney, 招商证券

综上所述，一方面完善的基础网络为电商发展奠定了良好的发展基础，另一方面中东地区消费能力强但物资匮乏，因此当地人民跨境网络的热情非常高。根据 Paypal 的调研显示，中东地区跨境购物发生频率全球最高，高达 59% 的受访者表示过去一年里使用过跨境购物。我们认为未来随着电商渗透率的不断提升，中东地区将为跨境电商打开新的蓝海空间。

图 62: 中东地区跨境购物频率最高

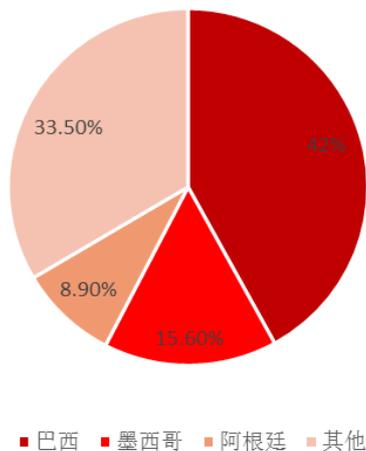


资料来源: Paypal, 招商证券

3) 拉丁美洲：电商发展速度极快，本土平台类电商地位稳固

拉丁美洲是全球发展最快的电商市场之一，蕴藏了巨大的发展机遇。依照 BI Intelligence 的高级研究分析师 Cooper Smith 对拉丁美洲的电商市场发表了一份报告，预计 2014-2019 年间，该地区电商销售额的年复合增长率为 17%，到 2019 年底将达 850 亿美元；而在拉美市场中，巴西、墨西哥、阿根廷是三个占据电商市场份额最大的三个国家，市场占有率分别为 42%、15.6% 和 8.9%。

图 63: 预计 2019 年拉美电商市场份额



资料来源: BI Intelligence, 招商证券

从巴西与阿根廷电商格局来看, 拉丁美洲市场主要具备以下几个特点:

- 巴西拥有近一半拉美电商市场份额, 是世界第十大电商市场, 电商规模近年逆势增长, 跨境电商发展迅速。根据巴西地理和统计研究所的统计, 2015 年巴西整体零售额下降了 4%, 然而巴西互联网咨询研究公司 e-Bit 估计, 巴西的电商销售逆势增加了 15.3%。此外根据 Statisita 数据显示, 巴西地区网购消费者与电商渗透率快速上升, 2016 年网购消费者总量达到 8770 万人, 同比增长 59.8%, 电商渗透率达 52.34%, 同比上升 17.28 个百分点。

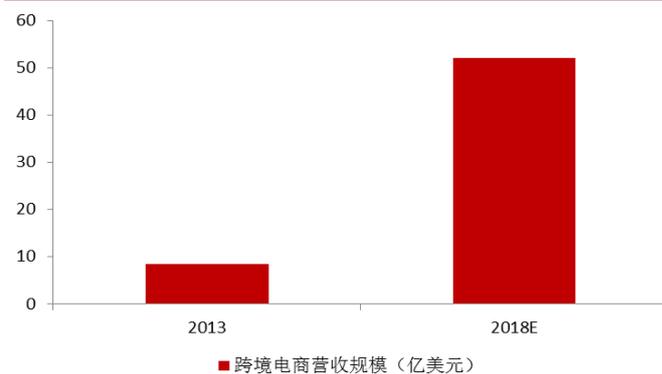
而在跨境电商方面, 近年来在巴西市场实现了爆发式的增长。根据 eMarketer 预测, 巴西跨境电商营收将从 2013 年的 8.38 亿美元增长到 2018 年的 52 亿美元, 增幅达 546%。

图 64: 巴西网购消费者的总量 (万人)



资料来源: Statisita 2015, 招商证券

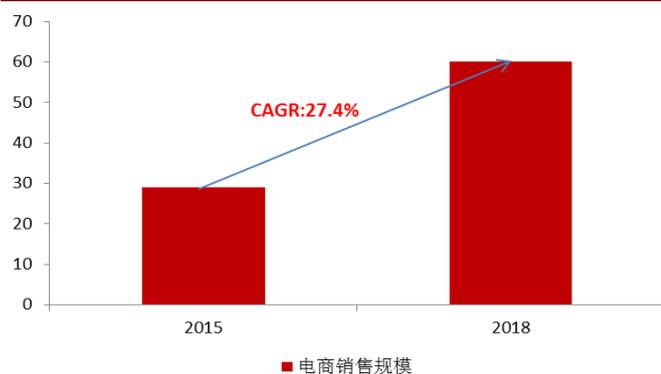
图 65: 巴西跨境电商营收规模 (亿美元)



资料来源: eMarketer, 招商证券

- 墨西哥作为拉美第二大电商市场, 表现越发强劲, 根据弗雷斯特研究公司的分析, 拉美地区第二大经济体墨西哥的电商销售, 预计到 2018 年市场规模将从 2015 年的 29 亿美元增长到 60 亿美元, CAGR 达 27.4%。此外根据 Statisita 数据显示, 墨西哥地区网购消费者也保持快速增加趋势, 2016 年网购消费者总量达到 5530 万人, 同比增长 63.5%, 电商渗透率达 55.75%, 同比上升 18.52 个百分点。

图 66: 墨西哥电商销售规模 (亿美元)



资料来源: 弗雷斯特研究, 招商证券

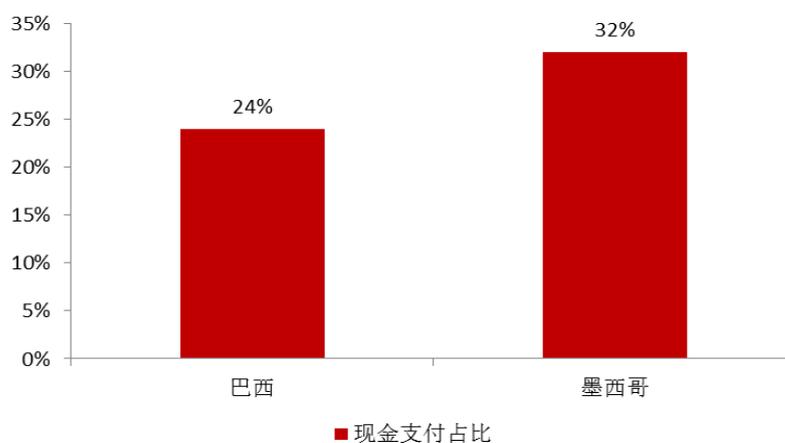
图 67: 墨西哥电商用户数统计 (万人)



资料来源: Statista 2015, 招商证券

- **拉美各国政策严厉限制跨境电商发展。**阿根廷推出政策限制国际贸易和网民跨境购物, 规定阿根廷人每年只能两次从海外电商网站上购买商品, 同时规定每年不能购买超过 25 美元的商品; 委内瑞拉出台一系列政策限制人们购买同种限价商品, 巴西税赋极高, 对外来企业尤为苛刻, 增加了商品与物流成本, 导致线上与线下价格相差无几等。
- **拉丁美洲偏爱现金支付, 跨境电商需重视支付本土化特点。**根据统计拉丁美洲地区电商消费者中现金支付方式占了较大比重, 巴西和墨西哥地区现金支付占比分别为 24% 和 32%。

图 68: 巴西与墨西哥地区电商消费者现金支付占比



资料来源: Paysson, 招商证券

- **本土化电商 Mercadolibre 发展迅速, 占据市场最大份额。**Mercadolibre 是拉美地区的知名电商平台, 被誉为是拉美版 eBay。它在拉美地区的电商市场份额高于 eBay 和亚马逊, 被外媒称为是正在崛起中的电商巨头。而除了电商平台, Mercadolibre 还拥拉丁美洲最大的有本土化数字支付平台 mercadopago, 进一步绑定拉美地区龙头地位。

截止 2017 年 3 季度, Mercadolibre 的 GMV 首次突破 30 亿美元大关, 达到 30.75 亿美元, 同比增长 40%。销售总量达到 7420 万件, 同比增长 55.8%, 为五年来最大增速。独立买家人数达到 1630 万人, 同比增长 31.1%, 主要得益于巴西和墨西哥的增长; 独立卖家人数同比增长 14.1% 至 460 万人。新增注册用户同比增长 29.5% 达到 1000 万人, 使得注册用户总数达到 2.01 亿, 同比增长 21.0%。

通过线上支付平台 Mercado Pago 达成的总付款交易数量同比增长 69.4% 达到 6230 万件。总付款额为 36.67 亿美元，同比增长 73.5%。

图 69: MercadolibreGMV 增长率情况



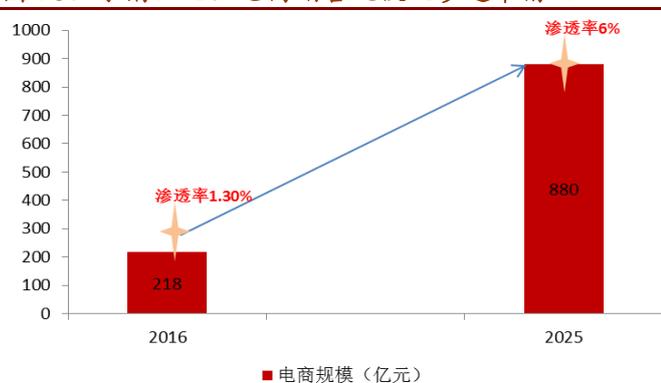
资料来源: Mercadolibre, 招商证券

4) 东南亚: 电商消费潜力即将爆发, 国际巨头与本土化电商进入竞争白热化阶段

东南亚地区在近年来是世界上互联网发展最快的地区之一, 此区域坐拥 6 亿人口、3.4 亿网民。根据谷歌和投资公司 Temasek Holdings 研究预测, 东南亚电商销售额将从 2016 年的 218 亿美元增长至 2025 年的 880 亿美元, 占零售总额的比例将提升至 6%, 依然具有巨大的上升空间; 而网民数量也将在 2025 年达到 6 亿人、网络覆盖率 80%。

而据 Lazada 泰国 CEO Alessandro 所说, 到 2020 年, 东南亚的 GDP 将保持年均 5.5% 的增速, 人民可支配收入快速增长。整个东南亚地区有超过 5.6 亿的消费, 预计到 2020 年, 线上消费者将达 4.8 亿, 60% 的人口的年龄小于 35 岁, 消费的人口红利十分可观。

图 70: 东南亚地区电商销售规模及渗透率情况



资料来源: Temasek Holdings, 智研资讯, 招商证券

图 71: 东南亚地区网络用户及网络普及率情况

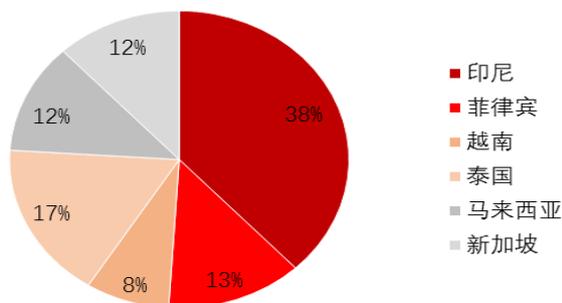


资料来源: Temasek Holdings, 智研资讯, 招商证券

东南亚各国电商市场规模基本与 GDP 总量水平一致, 印尼有望成为亚洲第三大电商市场。目前印尼是目前东南亚第一大电商市场, 拥有 2.6 亿人口, 占东南亚人口 42%, 电商市场规模 26.5 亿美元, 占东南亚的 35%。据科技媒体 Techcrunch 预测, 拥有

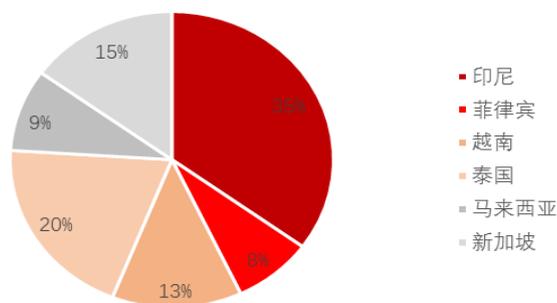
2.5 亿人口的印尼将以 50% 的年均增速在 2020 年成为亚洲第三大电商市场。同时，智能手机和移动互联网的普及也是东南亚电商爆发的助推剂。StarCounter 发布的报告显示，2015 年，印尼超过 70% 的线上流量来自移动端。

图 72：东南亚各国 GDP 比重



资料来源：智研咨询整理，中国产业信息网，招商证券

图 73：东南亚各国 GDP 电商规模比重

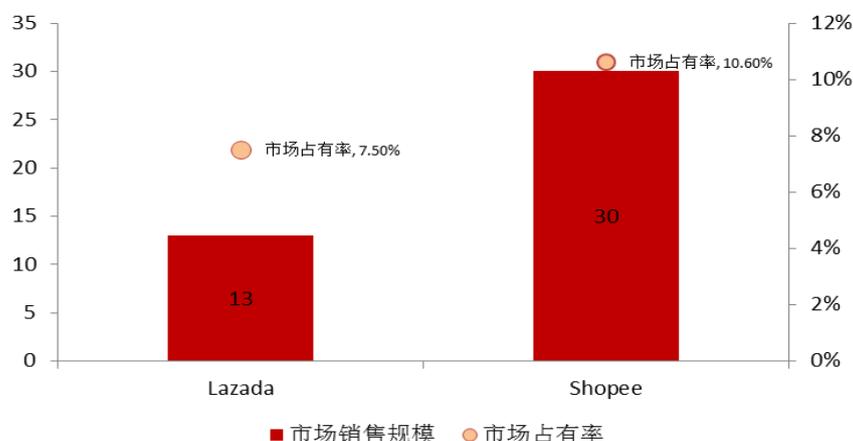


资料来源：智研咨询整理，中国产业信息网，招商证券

市场竞争趋于白热化，阿里巴巴收购 Lazada 迎来本土电商挑战。Lazada 成立于 2012 年，是近年来东南亚电商市场中的领跑者。在 2016 年 4 月阿里巴巴斥资 10 亿美元拿下 Lazada 的控股权时，Lazada 年 GMV 突破 13 亿美元，移动端交易额占比达 60%，同时，Lazada 安卓及 iOS 应用程序累计下载量已达到 3000 万次。截至 2015 年第四季度，Lazada 已拥有 4 万卖家，可为顾客提供 1600 万种商品（包括来自当地的、来自跨境商家的）。

时至今日，Lazada 的市场领导者地位受到新兴电商 Shopee 的挑战。根据东南亚最大的估值公司 Frost & Sullivan 提供了一份报告，其中表示电商平台 Shopee 占有东南亚电商市场最大份额，在 2016 年商品交易总值占整个东南亚电商市场商品交易总值的 10.6%，订单总量占 14.7%。Shopee 2017 年上半年的订单量是排名第二的竞争对手的 2.2 倍，毫无疑问这个竞争对手指的是 Lazada。面临 Shopee 的挑战，阿里巴巴在 2017 年 6 月宣布耗资 10 亿美元，将其在 Lazada 的持股从 51% 提高到 83%。这意味着 Shopee 与 Lazada 的竞争激烈程度将进一步深化。

图 74：东南亚电商市场份额（亿美元）

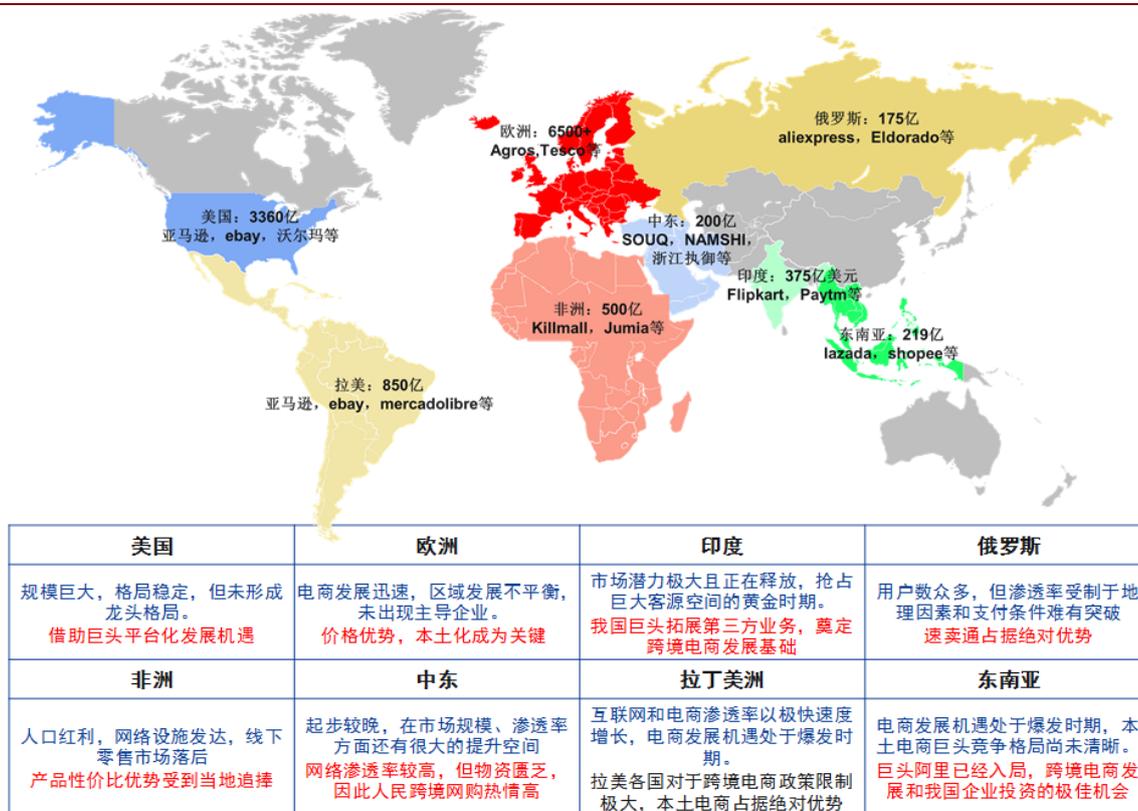


资料来源：Frost & Sullivan，招商证券

（注：数据来源为 Frost & Sullivan 亚太地区副总裁 Ajay Sunder 对报告的数据解释，但 Lazada 方面并不认同，认为自己才是东南亚地区电商的主导，也从侧面表现了国际龙头对东南亚市场的重视程度）

综上所述，美国、中国、日本以及西欧地区已经逐渐形成了巨大的电商市场规模，而印度以及拉丁美洲、非洲等新兴市场正处于快速发展阶段。从跨境 B2C 电商规模来看，亚太地区交易额最大，占全球的 30%。而拉丁美洲、中东、非洲、中亚等地区跨境 B2C 增长最快，其中，拉美是继亚太之后的第二大新兴市场，超过 40% 的年均增速使之成为全球跨境 B2C 电商增长最快的地区。这些市场较为薄弱的线下零售业也为跨境 B2C 电商在当地的发展留下了广阔空间。另外，在发展空间较为广阔的市场中，尽管已有亚马逊、ebay、速卖通等优秀龙头企业存在，但目前跨境电商行业市场较为分散，海外电商行业竞争度远低于国内，同时不同地区由于人口特性和环境因素，对差异化产品需求较高，因此，不仅未对新兴跨境电商企业造成竞争压力，反而为其提供了良好的第三方销售场所，并引领电商信息化更新的发展。

图 75：全球主要地区电商市场发展格局与我国跨境电商发展机遇



资料来源：招商证券整理（注：货币单位美金，2016 年欧洲市场规模 5300 亿欧元，兑换美元 6500+ 亿。中东为 2020 年预测值，拉美为 2019 年预测值。东南亚为 2016 年数据，美国、印度以及俄罗斯为 2017 年数据。非洲为 2018 年预测数据。蓝色文字为市场基本藐视，红色字为我国跨境电商发展机遇）

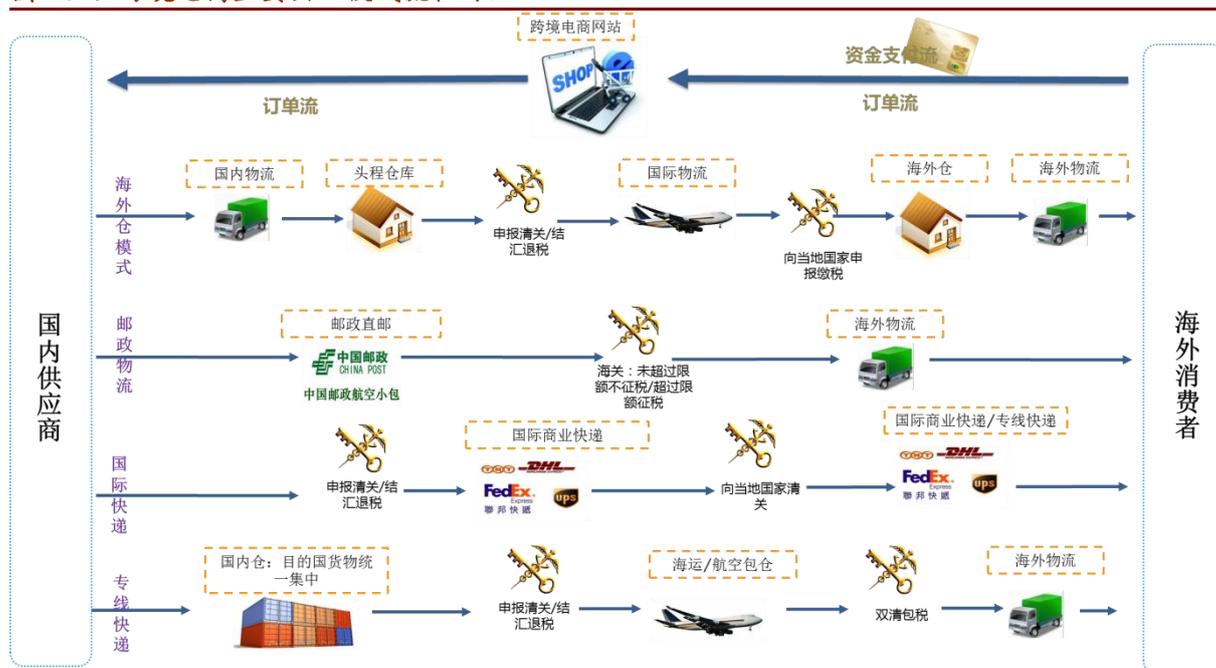
三、海外仓提升跨境效率，税收影响逐渐吸收

1、我国跨境电商物流以邮政小包为主，海外仓模式逐渐崛起

物流是跨境电商流程中最重要的一部分，选择合适的物流方式，不仅可以节省成本，还可以极大的提升客户体验。目前，我国跨境电商企业所采用的物流方式主要分为四种：邮政包裹模式、国际商业快递模式、专线物流模式、以及海外仓模式。根据海猫跨境编委会的不完全统计，中国出口的跨境电商 70% 包裹是由邮政系统投递的，其中中国邮政占据 50% 左右。具体来看：

- 邮政物流：邮政物流遍布全球，比其他任何跨境物流方式都要广。其中邮政小包的跨境电商占比 70%以上。虽然邮政小包价格便宜，但是无法享受出口退税，时效较慢，同时对货物大小有严格的要求。
- 国际商业快递：是指在两个或两个以上国家或地区之间所进行的快递、物流业务。目前国际快递业主要有 DHL、UPS、FedEx、TNT 四大巨头。国际快递的时效快但成本高，对于高价值、体积小的产品比较适用。
- 专线物流：又称货柜专线，跨境专线物流一般通过海运、航空包仓等方式将货物运输到国外，在通过合作公司进行目的国的派送。专线物流，能够集中大批量发往某一国家或地区的货物，通过规模效应降低成本。一般专线物流都是双清包税，收件人不用担心清关问题。
- 海外仓：海外仓模式是指卖家在销售目的地进行货物仓储、分拣、包装和派送的一站式管控与管理服务。一般运输流程包括头程运输、仓储管理、本土配送、信息更新四大部分。海外仓提高了整体派送时效，方便退换货，具有售后保障，物流体验最好。

图 76：跨境电商主要出口模式流程对比



资料来源：《amazon 大卖家》，招商证券

表 3：四大物流模式对比

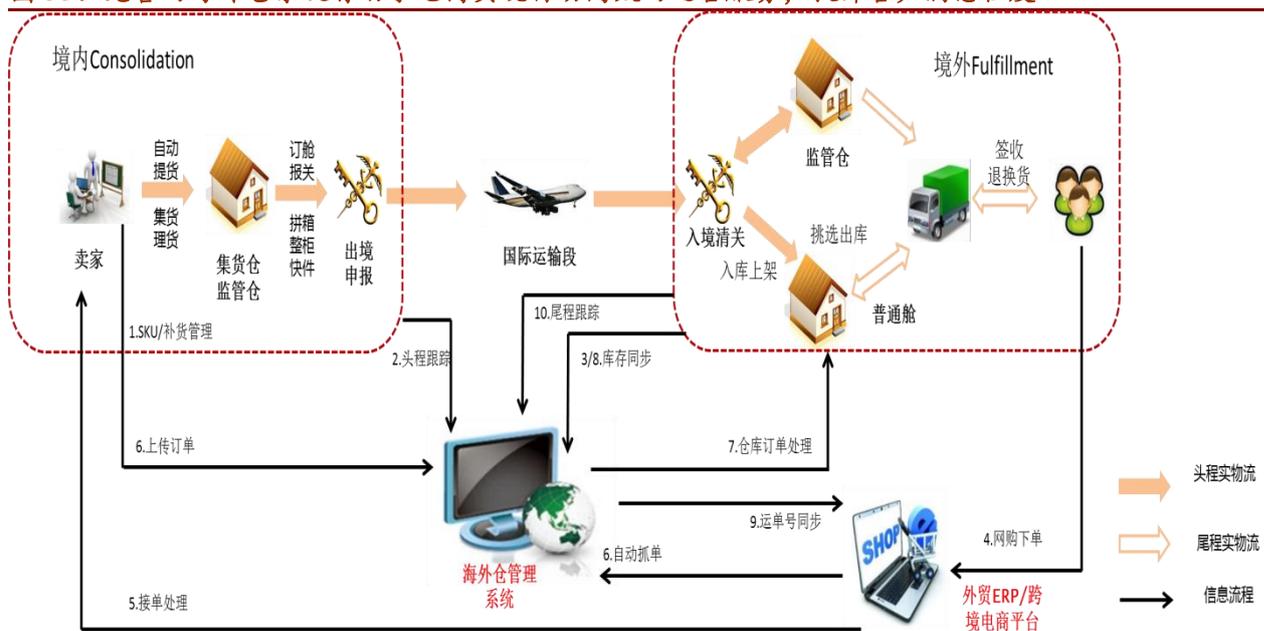
跨境电商物流渠道	优势	劣势	
邮政物流	价格便宜、退回没有费用、覆盖范围广，是电商小货的重要渠道	时效慢，一般只受 2kg 以内的货物，大件货物没有价格优势，无法享受出口退税，丢包率高	
国际商业快递	DHL	是四大快递中失效最快的，渠道最为稳定	价格贵，有时需要关税预付
	UPS	价格适中，有 5~7 个工作日和 3~4 个工作日的时效，欧美地区容易清关	比 DHL 稍慢
	FedEx	价格是国际商业快递里最低的，正常需要 5~7 个工作日和 3~4 个工作日失效	清关不算太顺畅，价格变动快，经常排仓

	TNT	到欧洲价格便宜，易清关，价格比较稳定	时效不稳定
专线物流		一般双清关包税，没有清关问题，时效和费用结余邮政小包和国际商业快递之间，比较贴合跨境电商的发货需求	相比国际商业快递速度较慢，时效没有保证
海外仓		解决了整体派送时效，方便退换货，具有售后保障，物流体验最好	库存压力大，仓储成本高，资金周转不变，对企业的供应链管理、库存掌控要求较高

资料来源：《amazon 大卖家》，招商证券

随着全球买家对跨境电商购物体验的品质要求逐渐提高，海外仓模式逐渐成为企业成长核心。目前主流的物流方式普遍存在配送慢、清关慢、易丢包、退换难等核心问题。而海外仓通过海外提前备货的形式，一方面缩短了配送时间，提升客户满意度，有助于扩大产品销量。另一方面，有助于企业实现本地化，提供完善的售后服务，实现退换货、与本地维修，极大的提升海外买家的购物体验。此外，通过自建海外仓储系统，可是实现高效自动化管理，极大的提升跨境电商的销售效率与库存周转能力。但是由于建立自动化立体仓库，前期投入资金成本相对较大，一般只有具备技术与规模优势的大型跨境龙头企业具备自建能力，因此海外仓能力逐渐成为跨境电商巨头的核心竞争优势，并借此筑起了较高的行业龙头壁垒。

图 77：完善的海外仓系统有助于电商实现自动高效的运营服务，提升客户满意程度



资料来源：公开资料整理，招商证券整理

图 78: 菜鸟法国海外仓将物流时间提升至 72 小时以内



资料来源: cnBeta, 招商证券

图 79: 亚马逊海自动化仓储与仓储机器人



资料来源: Amazon, 招商证券

2、我国政策助力跨境电商发展，不断刺激海外仓建设

我国政策不断出台鼓励企业通过互联网形式向进行跨国贸易，随着近年来我国出口额度大幅下滑，政策更加向出口倾斜，在通关/汇兑/税收等领域实现便利化，跨境电商可先发货再集中报关并享受退税。同时海外仓作为出口货物的集货和中专枢纽，近年来多次被政策推上了风口浪尖。从 2014 年发布的《关于支持外贸稳定增长的若干意见》开始，国务院在后续的跨境电商政策文件中均谈及“海外仓”建设。2015 年，《“互联网+流通”行动计划》指出将推动建设 100 个电子商务海外仓。2016 年，李克强总理在政府工作报告明确强调“扩大跨境电子商务试点”，支持企业建设一批出口产品海外仓，促进外贸综合服务企业发展。

表 4: 我国政策不断推动通关/汇兑/税收/海外仓等基础配套设施建设

法律法规	出台时间	发布单位	内容
关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见	2013.9	商务部等	建立电子商务出口新型海关监管模式，出口商品进行集中监管，并采取清单核放、汇总申报的方式办理通关手续，降低报关费用；建立电子商务出口检验监管模式，实施集中申报、集中办理相关检验检疫手续的便利措施；支持电子商务出口企业正常收结汇，加强跨境电子商务收结汇的监管；鼓励银行机构和支付机构为跨境电子商务提供支付服务；建立电子商务出口信用体系，严肃查处商业欺诈
关于跨境电商零售出口税收政策的通知	2014.1	财政部、国家税务总局	规定了电子商务出口企业增值税、消费税退（免）税政策的条件
2014 第 12 号（关于增列海关监管方式）	2014.2	海关总署	增列海关监管方式代码“9610”，全称“跨境贸易电子商务”，适用于境内个人或电子商务企业通过电子商务交易平台实现交易，并采用“清单核放、汇总申报”模式办理通关手续的电商零售进出口商品
关于支持外贸稳定增长的若干意见	2014.5	国务院	支持外贸稳定增长的十六条措施，着力优化外贸结构，改善外贸环境，并提出进一步出台跨境电子商务贸易便利化措施
2014 年第 45/68 号（京津冀通关一体化）	2014.7/ 2014.10	海关总署	北京、天津、石家庄海关启动京津冀海关区域通关一体化改革

法律法规	出台时间	发布单位	内容
2014年第65号(长江经济带区域通关一体化)	2014.9	海关总署	上海、南京、杭州、宁波、合肥、南昌、武汉、长沙、重庆、成都、贵阳、昆明海关启动长江经济带海关区域通关一体化改革
2014年第66号(广东地区区域通关一体化)	2014.9	海关总署	广州、深圳、拱北、汕头、黄埔、江门、湛江海关启动区域通关一体化改革
支付机构跨境外汇支付业务试点指导意见	2015.1	国家外汇管理局	提高单笔业务限额,网络购物单笔交易限额由等值1万美元提高至5万美元,放宽支付机构开立外汇备付金账户户数的限制
《“互联网+流通”行动计划》	2015.5	商务部	将推动建设100个电子商务海外仓
关于进一步发挥检验检疫职能作用促进跨境电子商务发展的意见	2015.5	质检总局	大力支持中国(杭州)跨境电子商务综合实验区发展;建立跨境电子商务清单管理制度;构建跨境电子商务风险监控和质量追溯体系;创新跨境电子商务检验检疫监管模式;实施跨境电子商务备案管理;加强跨境电子商务信息化建设
政府工作报告	2016	国务院	明月提出“扩大跨境电子商务试点”,支持企业建设一批出口产品海外仓

资料来源:政府网站,公开资料,招商证券整理

3、欧盟 VAT 政策影响逐渐吸收,海外仓优势越发明显

由于我国跨境电商通常采用邮政小包的方式,一般可以通过低价申报豁免增值税。随着2016年,英国正式出台VAT法规,要求6月30日前,亚马逊平台卖家提供VAT税号,且追缴之前漏掉的税款,否则将关闭其亚马逊账号。此外2017年12月,欧盟正式通过跨境电商VAT新规,取消了原本22元的免税额。我国使用第三方平台型跨境电商企业迎来了恐慌,大批违规账号关闭,邮政小包的优势逐渐被稀释。

此外,随着跨境电商在全球范围内规模化兴起,为了保护本土零售企业发展,同时获得巨额税收红利,海外部分国家也即将提出新的跨境电商税收政策。

表 5: 各国近期对跨境电商税收态度

是否通过	国家/地区	政策/内容
强制要求已实施,具体法案制定中	英国	强制要求2016年6月30日第三方平台账号提供VAT税号,并追缴税款,否则关闭其账号。预计新的法规将在2018年4月1日实施
已通过	欧盟	取消跨境电商22元免税额。预计2019年前实施
正在起草	土耳其	土耳其财政部长Naci Ağbal在9月15日表示,政府正在制定一项法律草案,将对直接出售给土耳其客户的国际电商公司征收商品税。土耳其希望通过法案为国内的零售商和国外的电商公司带来平等的待遇。
准备起草	马来西亚	据马来西亚《东方日报》9月19日报道,马来西亚

是否通过	国家/地区	政策/内容
总理提议	波兰	据波通社 9 月 15 日消息，波兰副总理兼财政与发展部长 Morawiecki 在参加于塔林举行的 ECOFIN 非正式会议时表示，“波兰曾公开提出跨国公司应在其获得收入的国家缴税，而不仅仅是在其获得利润的国家。波兰致力于这项原则的实施。
计划	俄罗斯	2017 年 12 月消息，俄罗斯电商零售公司协会(AKIT)计划征收商品总价格 15.25%的增值税。协会执行董事指出，该倡议是依据总统令制定的，根据这项法令，所有海外零售业务均需遵守俄罗斯国内本土电商所应遵守的相同法律条款。

资料来源：雨果网，搜狐新闻，招商证券整理

短期来看，虽然欧盟为主导的 VAT 税收法案，因追缴历史税款对我国跨境出口企业利润造成了影响，但我们认为各国逐渐重视跨境电商税收政策，是行业走向成熟、正规化发展的必经之路，同时从侧面验证了跨境电商的快速成长以及具备巨大利润的事实。从长期角度来看，英国税收已经逐渐被消化，跨境出口电商成长依然在持续。此外，由于海外仓模式与传统外贸环节类似，因此基本不受税收影响，随着税收政策的推进，我国物流结构可能会发生转变，海外仓的优势有望更加凸显。

4、中美贸易战影响几何，或推进跨境 B2C 加速发展

3 月 23 日凌晨，美国总统特朗普签署针对中国贸易的总统备忘录，宣布对 500-600 亿美元的中国特定进口商品征收 25%的关税，二级市场跨境电商发展造成了恐慌。我们认为跨境电商行业受贸易战影响较小，长期来看依然具备竞争优势。

通过定量分析来看，假设中美贸易战全面爆发，进一步升级。我国每年出口到美国的跨境电商产品仅在 17%左右，即每年 9350 亿元，考虑到小包直邮不受贸易战影响，因此受到影响产品主要为 B2B 与海外仓模式，规模在 5610 亿元左右。同时考虑跨境电商出口的主要产品分布中只有电子产品或部分高科技类产品与本次贸易战重合，占比约 37.7%。假设 2018 年，我国跨境电商出口到美国的产品比例与全球一致，那么最多会有 3246 亿产品受本次贸易战的影响，占比不足 6%。因此我们认为本次贸易战不会直接对跨境电商行业造成较大的影响。

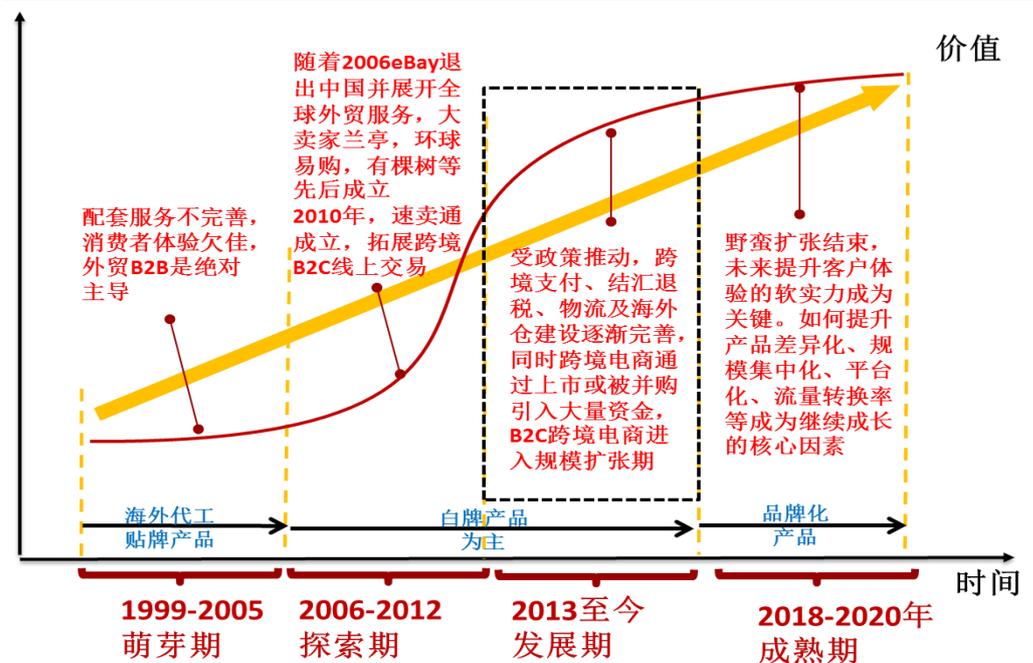
中长期发展来看，由于苹果、沃尔玛等美国本土企业大多数供应链来自于中国，在美国全面提升关税的情况下，将进一步增加本土线下零售成本压力，价格提升成为必然趋势。而跨境电商一方面与海外零售商相比价格优势依然存在，另一方面可以通过将产品由海外仓改为直邮的方式进一步降低成本压力，进一步巩固跨境电商的性价比优势。因此长期来看，本次中美贸易战或许会加速促进跨境 B2C 发展。

四、跨境电商新阶段：野蛮扩张即将结束，寻找流量红例外的新生力量

1、跨境电商快速发展期，以现金换发展是行业普遍现象，平台化转型有助于提升产业链能力

回顾我国过去近 20 年的出口跨境电商历程，我们当前仍处于快速发展时期。受到政策推动，跨境电商跨境支付、结汇退税、物流及海外仓等建设逐渐完善，同时跨境电商通过上市或被并购等方式引入大量资金，进入规模快速扩张时期。未来在“资金”之外，如何提升客户体验感等软实力成为企业核心，而产品差异化、规模集中化、平台化、流量转换率等指标成为继续推动企业成长的关键因素

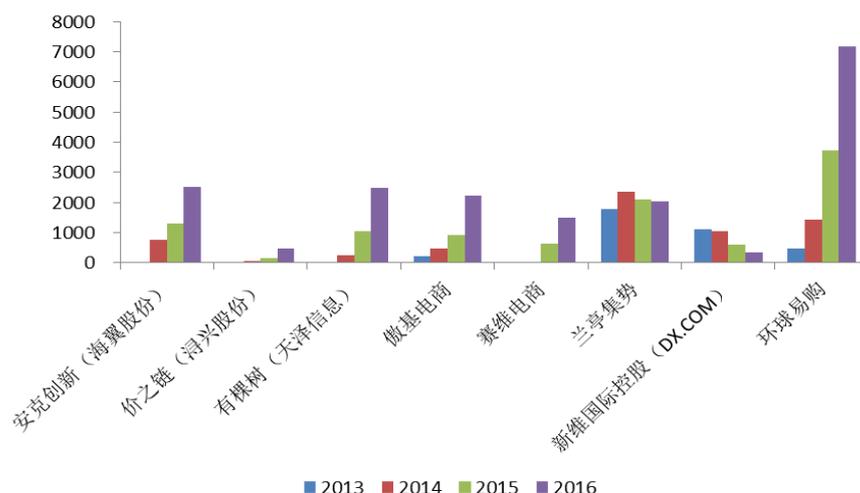
图 80：我国出口跨境电商处于快速发展期



资料来源：《跨境电商与国际物流》、招商证券

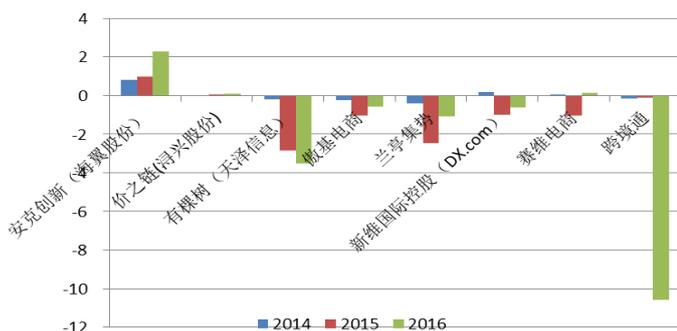
当前阶段下电商处于规模快速发展期，为了提高知名度、销售量、迅速抢占海外市场份额，需要大规模库存支持，“烧钱”成为必然趋势，从我国主要的自营型跨境电商平台来看，随着库存的大规模提升经营性现金流为负已经成为行业的普遍现象。其中跨境通由于规模扩张最快，因此带来的现金流压力相对突出。

图 81: 我国主要跨境电商规模增长情况 (百万元)



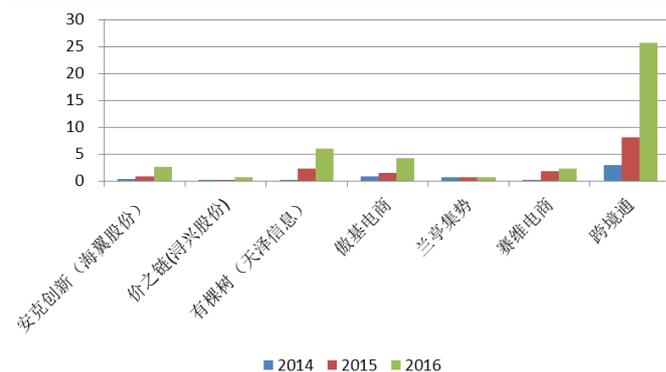
资料来源: wind, 招商证券 (注, 除跨境通收入按照环球易购口径统计外, 其他均为母公司总收入)

图 82: 我国主要跨境电商经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: wind, 招商证券

图 83: 我国主要跨境电商存货情况



资料来源: wind, 招商证券 (注: 新维国际控股未连续披露库存情况, 因此此处未加入对比)

我们认为电商发展前期现金流为负的主要原因有广告推广投入 (获客成本)、物流仓储建设、以及支撑公司规模发展带来的库存上升、应付账款管控不足:

- 1) **获客成本:** 电商成立初期发展客户数量是核心指标, 但获客成本过高导致长期成本压力突出。但根据访谈资料调查, 2012 年我国电商平均花费 180 元才能获得一个用户, 而单个订单金额平均仅为 160 元左右, 80% 的客户只购买 150-180 元的商品, 因此获得新客成本高于新客贡献收入。此外近年来我国电商的总体获客成本呈快速上升趋势, 导致电商规模发展初期的经营性现金流承受较大压力。

图 84: 阿里巴巴获客成本快速上升



资料来源: Bloomberg, 招商证券 (注: 获客成本=销售及营销开支/新增活跃买家)

图 85: 京东获客成本快速上升

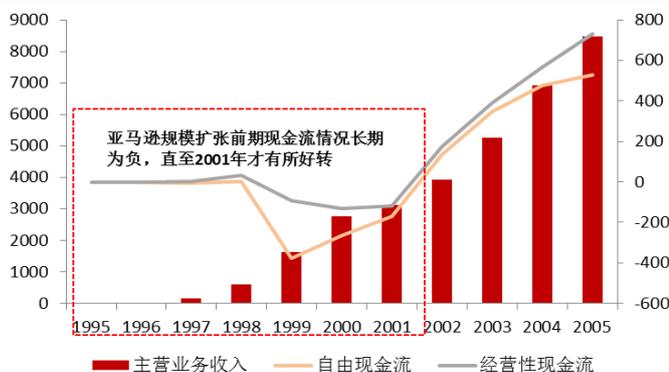


资料来源: Bloomberg, 招商证券 (注: 获客成本=销售及营销开支/新增活跃用户)

2) 物流仓储建设: 完善的物流仓储体系是保证电商用户购物体验的关键, 仓储物流成本也成为电子商务企业除销售成本外最大的支出。以亚马逊为例, 亚马逊成立初期随着收入规模快速增长, 净利润常年亏损, 现金流持续恶化, 主要原因是仓储物流成本一度占到总成本的 20%, 直到 1999-2003 年, 亚马逊开始逐渐调整仓储物流体系, 使运输成本占销售收入的比例由 13.8%降低到 9.7%, 订单执行成本(主要是呼叫中心运营、订单处理、仓储、收发货及支付系统成本)占销售收入的比重, 从最高时的 15%下降到 9.1%, 因此自 2001 年开始, 亚马逊现金流与净利润情况出现明显好转。

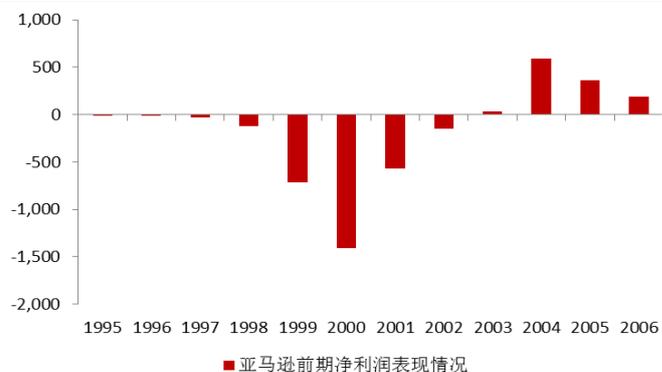
由此可见仓储物流成本的降低对电子商务企业非常关键。特别是跨境电商发展前期为了提高供货效率、提升购物体验一般都需要建设海外仓, 从而导致仓储物流的投入更大。

图 86: 亚马逊规模扩张前期, 现金流压力逐渐增加



资料来源: Bloomberg, 招商证券

图 87: 亚马逊规模扩张前期净利润表现 (百万美元)

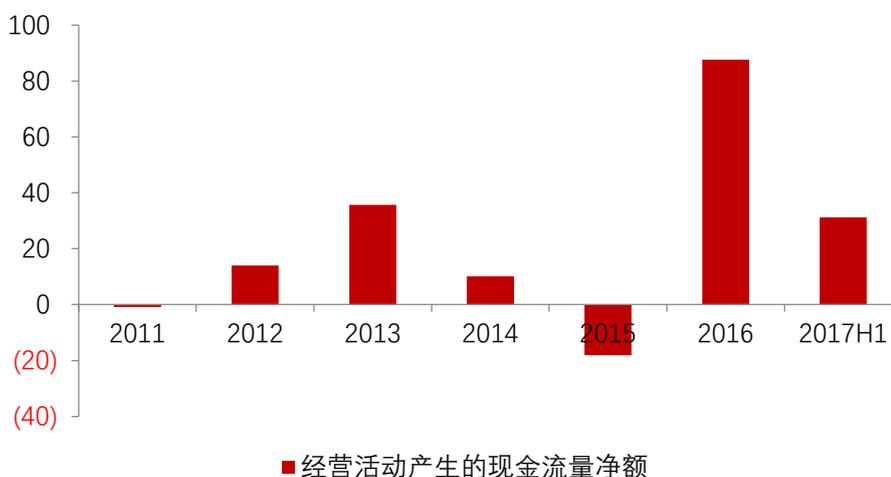


资料来源: Bloomberg, 招商证券

2) 库存压力上升, 且凭借资金优势抢占热搜品类产能导致对应付账款管控的重视度不高: 考虑到跨境电商的基本属性, 跨境电商库存周转情况普遍低于普通电商, 因此在规模扩张时期需要更多库存支持。库存投入也带来了经营性现金流的压力。同时, 由于业内同行做法是跟随亚马逊和 Ebay 寻找热搜品牌, 并快速布局国内热搜品产能, 因此, 在粗放式竞争时代, 资金优势大的企业则通过快速交付能力迅速抢占热搜品类产能, 直接导致应付账款管控重视度不强, 经营性现金流不佳。我们认为在电商发展到一定规模后, 一方面可以通过议价能力的提升将资金部分压力转嫁给上游的同时, 不断优化库存指标; 另一方面, 可以通过平台化转型, 降低自采比例缓解财务压力。以自营型代表京东为例, 随着规模的提升, 京东对下游供应商议价能力不断增强, 应付账款增长率远低于应收账款, 同时 2016 年应付账款周转

天数由 2012 年的 42.5 天延长至 52.6 天，库存成本长期转嫁给供应商，确保了公司现金流长期维持强劲水平。

图 88：京东现金流维持强劲水平（亿元）



资料来源：wind，招商证券（注：2015 年，京东现金流为负，一方面是库存快速上升，另一方面主要由于京东大力推广白条业务，导致应收账款快速增加，但总体来看京东现金流表现较为强劲）

图 89：京东营收账款及应付账款情况（亿元）



资料来源：wind，招商证券

图 90：京东应付账款周转天数情况

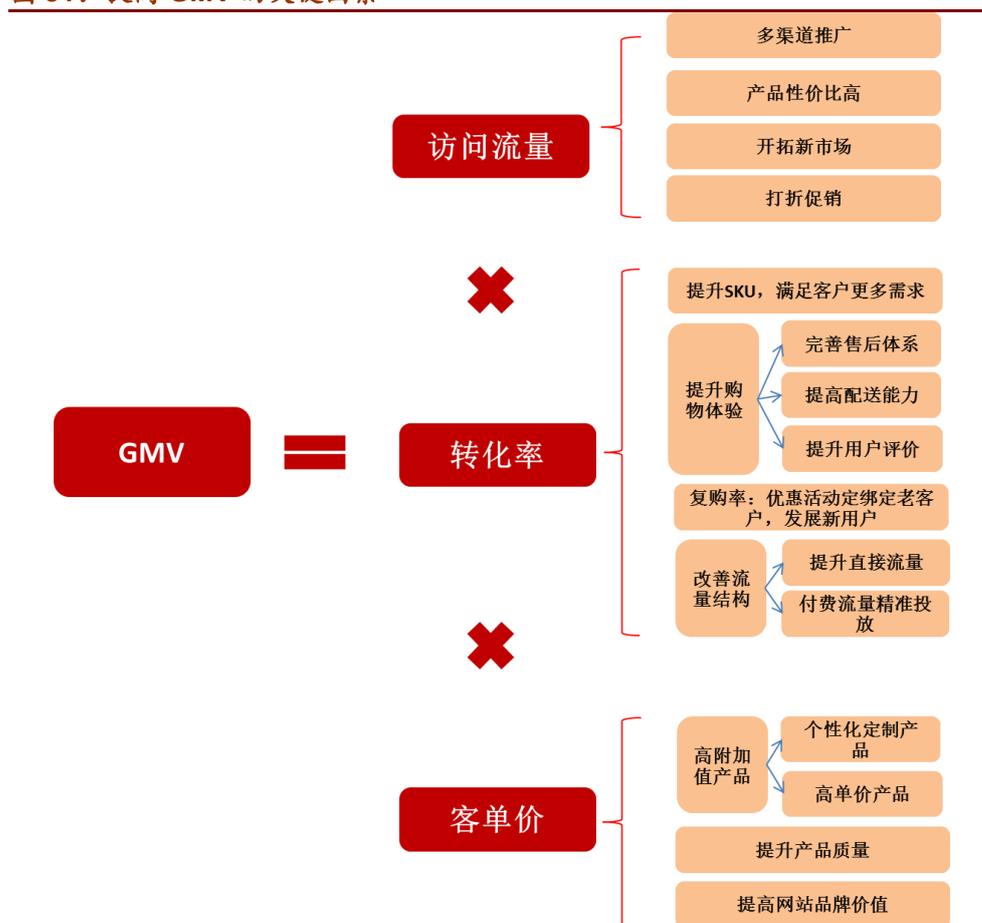


资料来源：公司年报，招商证券（注：在线直销业务的年度应付账款，不包括供应链融资情况）

2、流量红利仍然持续，提升转换率、客单价是下阶段关键。

GMV(Gross Merchandise Value)通常被称为网站成交金额，是衡量电商企业成交类指标，主要指拍下订单的总金额（包含付款和未付款两部分）。虽然 GMV 与电商平台实际销售额有一定的差别，但 GMV 却是能够直接的衡量电商企业增速的最核心指标。从我们第二卷跨境电商深度报告提出的流量增长图谱看， $GMV = \text{流量} \times \text{转化率} \times \text{客单价}$ ，因此如何提升访问流量、转换率以及客单价成为电商企业稳定发展的重要因素。

图 91：提高 GMV 的关键因素



资料来源：招商证券

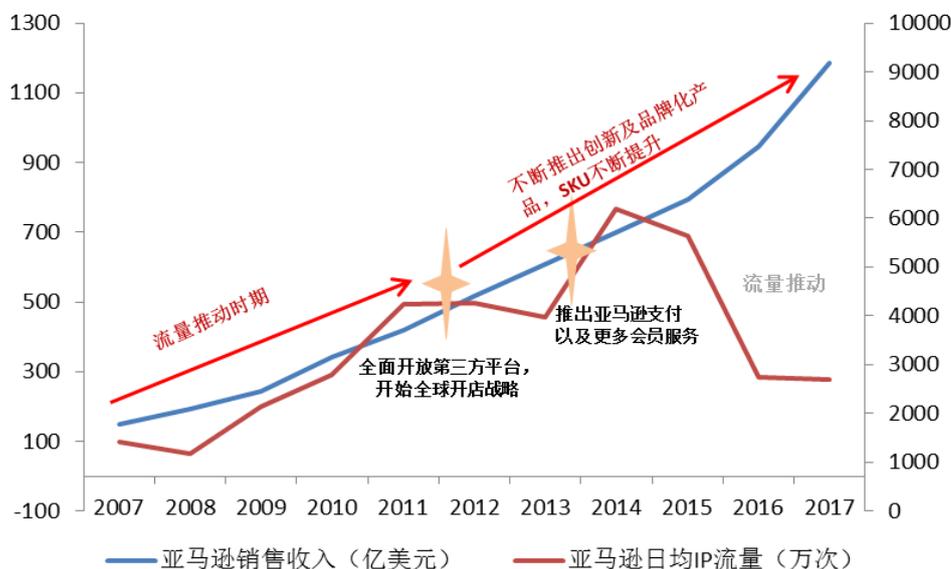
- **访问流量方面**：电商提高访问流量的主要手段是通过提高直接流量，外部连接，搜索引擎，社交媒体等方式多渠道推广网站，迅速提高知名度，同时通过高性价比的产品以及打折促销等方式吸引用户。此外随着电商企业不断开发新的市场，也将带来大量的访问流量
- **转化率方面**：提高转化率主要是通过提升 SKU，满足客户的更多购物需求，同时通过不定期的优惠活动或者优惠券提升流量转换率并刺激老客户重复消费。此外通过改善流量结构、提升客户购物体验也有助于提高转化率。
- **客单价方面**：在电商具备一定用户的基础下，一方面通过推出定制化和高单价的产品提高整体销售客单价，另一方面随着提高产品质量，推出自有品牌差异化产品也有助于客单价的提升。

1) 我国处于跨境电商发展时期，流量红利是规模扩张的主要动力

流量是电商网站收入的入口，电商网站建设初期一般通过快速提升网络流量推动收入的快速增长。从国际巨头亚马逊来看，网站成立初期，流量的高速增长是企业快速成长的关键。2007-2012年，亚马逊早期销售收入随着网站流量的提升快速增长，自2014年以后，亚马逊网销售额虽然保持增长态势，但网站流量已经不再成为核心驱动力，平台化、品牌化、技术创新成为亚马逊成长的新动力。亚马逊2012年，亚马逊启动全球开店项目，引入更多买家注入。目前亚马逊第三方平台服务收入已经成为亚马逊电商的主

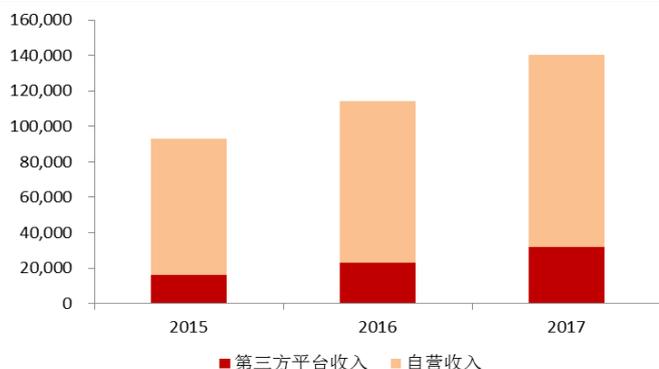
要收入来源之一，截止 2017 年财年第三方平台收入达 2083 亿元，占总电商收入的 22.7%。此外亚马逊还不断丰富 Prime 会员服务，绑定高端消费客户，提升购物体验。同时亚马逊通过不断的科技创新，推出了多个具有品牌特色的产品，改变人民消费习惯成为市场“爆款”。

图 92：亚马逊前期收入随流量快速增长，后期流量下降收入持续上升



资料来源：wind, Alexa, 招商证券

图 93：亚马逊第三方平台服务费占比逐年上升



资料来源：亚马逊, 招商证券

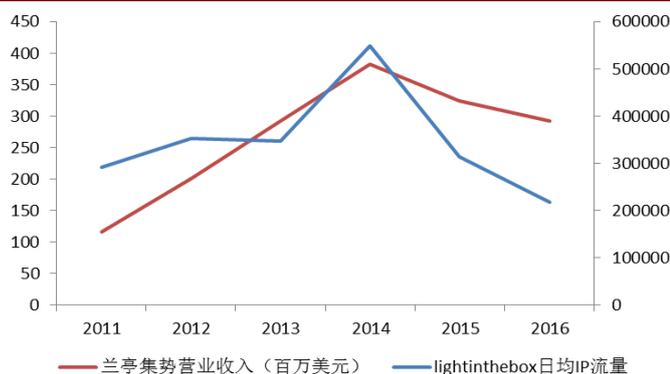
图 94：亚马逊不断科技创新，推出品牌化产品



资料来源：亚马逊, 招商证券

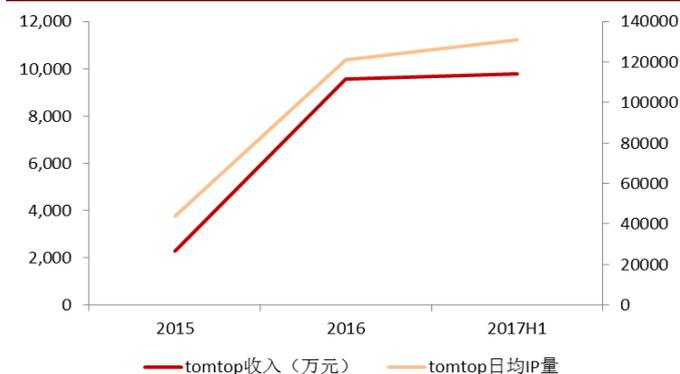
当前我国跨境电商处于的发展前期，流量红利是主要推动力。我国跨境电商行业正处于快速发展时期，跨境网站一方面通过大规模广告投放、打折促销等方式快速提升网络流量，另一方面通过低价商品引流，因此当前跨境电商增长的主要推动力还停留在依靠流量的野蛮扩张阶段。一旦流量流失，企业收入将受到较大影响。以我国老牌跨境电商龙头兰亭集势为例，2011-2014 年，兰亭集势收入规模与访问流量成正向上升关系，但到了 2015 年，随着网站流量逐渐流失，公司收入也呈下降趋势。而通拓科技旗下自营网站 tomtop.com，近年来随着流量的快速上升，收入规模呈同比快速上升趋势。

图 95: 兰亭集势收入直接受到流量影响



资料来源: wind, Alexa, 招商证券 (注: 由于数据来源为第三方平台, 存在一定误差, 仅供趋势参考)

图 96: 通拓科技自营网站收入随流量增加 (万元)



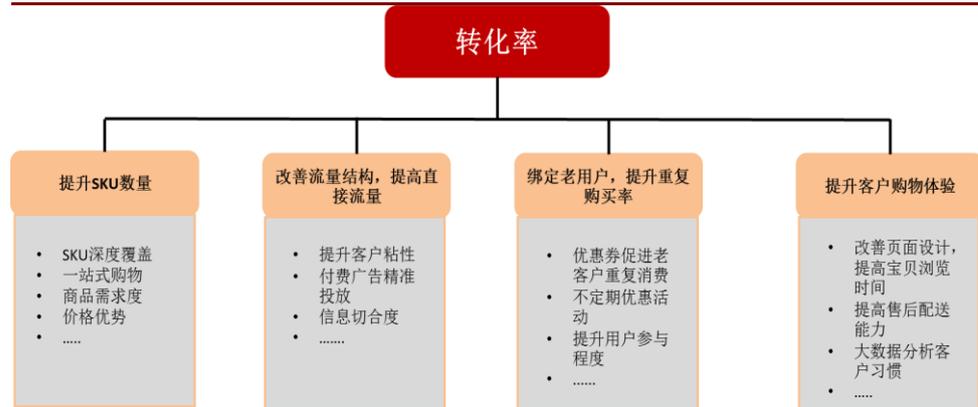
资料来源: wind, Alexa, 招商证券 (注: 2017 年数据截止上半年, 由于数据来源为第三方平台, 存在一定误差, 仅供趋势参考)

2) 未来随着流量红利结束, 提高转化率成为企业发展核心

从亚马逊与兰亭集势的例子可以看出, 随着电商达到一定规模后, 流量的快速增长最终会停止, 而提高流量转换率将成为一个电商企业保持长期发展的决定性因素。我们认为提高流量转换率的主要因素包括:

- **提升 SKU 数量, 满足更多需求:** 随着 SKU 数量不断增长, 电商平台可以提供更多产品, 实现一站式购物体验, 一方面能够覆盖更多潜在客户, 另一方面能够满足单一客户的更多需求, 从而提高流量转化率。
- **改善流量结构, 提高直接流量:** 参考 SimilarWeb 的分类, 流量的来源主要分为六个类型: 直接来源, 推荐网站, 搜索, 邮件, 社交和展示广告。其中直接来源是用户将网站收藏后, 通过直接点击收藏夹连接访问站点的流量, 流量质量最高。因此如何提高网站流量的直接来源, 是提高转换率的关键。
- **绑定老用户, 提升重复购买率:** 电商网站在老客户消费完成后, 通过发放优惠券或回首策略增强客户粘性, 不断提升重复购买率。同时不定期的打折优惠也有助于发展潜在用户, 从而提高流量转换率。
- **提升客户购物体验:** 改善网页设计、完善售后服务体系、提高配送能力以及使用大数据等新兴技术挖掘用户需求, 提升用户购物效率, 都能直接提升用户购物的体验, 从而提升产品好评率与店铺评分。对于大部分潜在用户来说, 产品的好评和店铺的评分是决定是否购买的重要因素之一。此外公司还可以通过大数据分析, 建立 SAP 精准化营销, 跟卖等方式挖掘爆款商品。

图 97：电商提升转换率的关键因素



资料来源：招商证券

3) 低价时代逐渐过去，下阶段应该注意品牌化建设，提升客单价成为关键

跨境电商具备一定客户基础后，应该逐渐推出高单价产品。我国跨境电商发展初期依托国内供应链优势，以低价产品为主冲击海外零售市场，并通过价格战的模式实现规模的快速提升。随着电商网站拥有一定客户基础后，应当逐渐推出高单价产品，一方面能够增加客户粘性，同时有助于公司销售规模的直接提升。

此外“跨境跟卖”利润被压缩，产品差异化、品牌化是竞争关键。我国出口产品较多，同时不同海外市场对产品的需求都不相同，因此跨境电商选品成为关键。过去我国大部分跨境电商由于不了解海外市场，通常采取跟卖的方式，即 Amazon 卖什么我们就卖什么。但随着大量卖家的蜂拥而至，原本具备高毛利的 3C 类产品、假发、电子烟等产品已经逐渐沦为跑量产品，价格战是跨境电商面临的一大问题。

图 98：跨境电商跟卖模式下面临的问题



资料来源：招商证券

近年来我国跨境电商龙头已经逐渐重视网站品牌化建设，满足定制化需求，孵化了一批自有品牌产品，并在海外市场成为新的“爆款”。在 BrandZ 评选的 2018 中国出海品牌 50 强中，众多跨境电商龙头上榜。其中，跨境通两大自营网站 GearBest、Zaful 均上榜，分别位于 22 强与 34 强，安克创新旗下品牌 Anker 位于第 7 强，老牌电商兰亭集势跨境网站位于 36 强。

此外跨境电商还一直注重产品品牌化的孵化。安克创新率先以电源类品牌 Anker 起家，迅速向其他类商品迭代升级，孵化了智能家居 Eufy、车联网 roav 以及投影仪 nebula

等品牌。目前“Anker”品牌产品已经成为欧美和日本地区最受欢迎的智能数码周边产品之一。而傲基电商方面，2014年开始布局自有品牌生态链，采取“自主品牌研发设计+外协加工生产”模式，在3C电源类、蓝牙无线、智能家居等领域发布了以Aukey品牌为主的系列产品，在海外获得了大量的粉丝群体和品牌知名度。

从近几年的收入增长情况来看，注重品牌孵化的电商增速更为稳健。从2014-2016年收入规模来看，我国注重品牌化创新的企业均成快速规模化成长，CAGR分别为安克创新83.39%、价之链215.74%、有棵树226.51%、傲基电商115.60%、赛维电商669.42%。

图 99: BrandZ 中国出海品牌 50 强众多跨境电商上榜



资料来源：公开新闻，招商证券

图 100: 注重品牌孵化的企业近年来收入快速增长



资料来源：wind，招商证券

图 101: 安克创新孵化了众多自有品牌



资料来源：安克创新，招商证券

图 102: 傲基电商 Aukey 品牌系列产品



资料来源：傲基电商，招商证券

3、跨境电商最终将回归零售本质，把握“多、快、好、省”四字要诀提升客户体验

总结来看，跨境电商作为零售企业，终极目标如何提升客户体验感，扩大销售规模。未来随着全球电商行业逐渐进入成熟期，跨境电商野蛮扩张终将结束，跨境电商龙头正面临着最后加速崛起的机遇，我们认为在当前格局下，把握“多、快、好、省”四字要诀是跨境电商打开“蓝海”加速成长的关键。

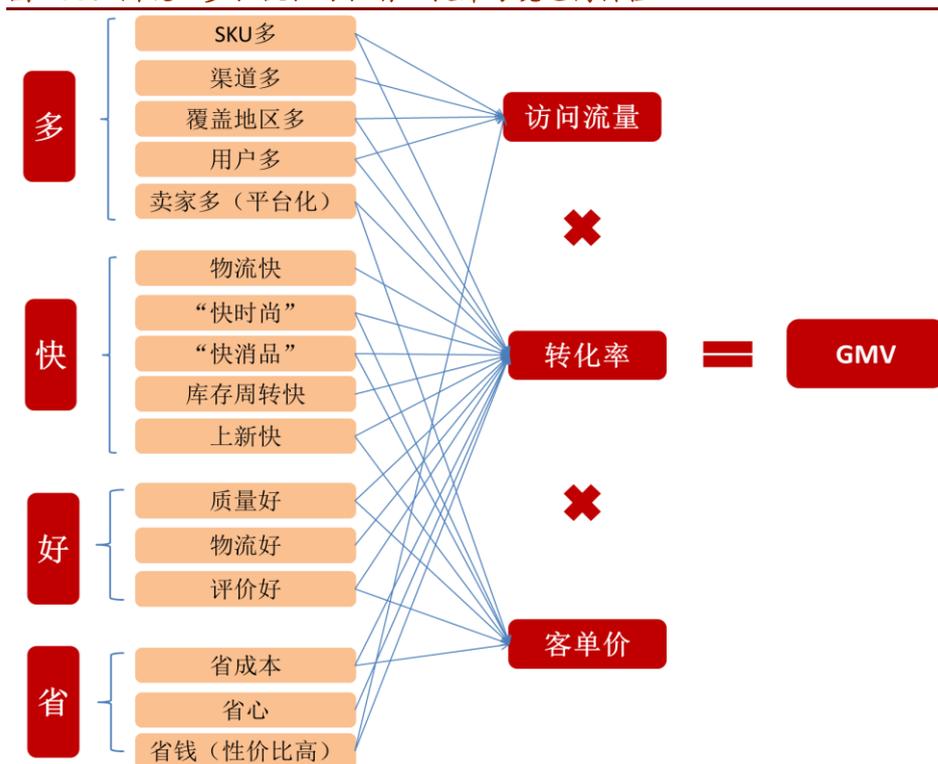
多：SKU多、多渠道、覆盖地区多、用户多、卖家多（平台化）

快：物流快、“快时尚”、“快消品”、库存周转快、上新快

好：质量好、物流好、评价好

省：省成本、省心、性价比高等

图 103：围绕“多、快、好、省”提升跨境电商价值



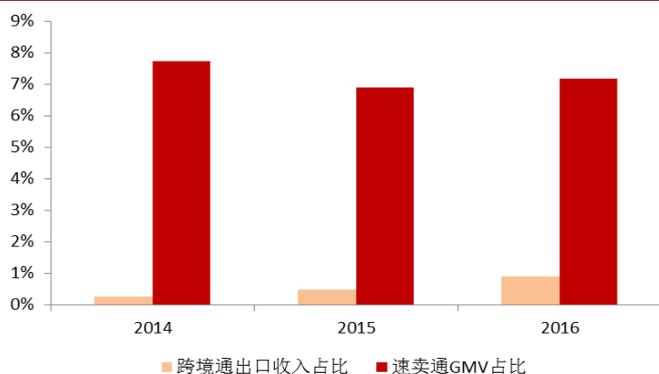
资料来源：招商证券

五、跨境通：贸易战影响甚微 估值错杀迎来布局良机

从我国出口跨境电商市场格局来看,2016年我国出口 B2C 跨境电商交易规模超过 8000 亿元,市场空间巨大,但行业巨头速卖通 2016 年 GMV 为 101 亿美元,占比市场的比重不足 10%。而跨境通,2016 年出口电商收入规模 80 亿元,占比不足 1%,因此跨境出口 B2C 竞争格局相对宽松,市场份额较为分散。

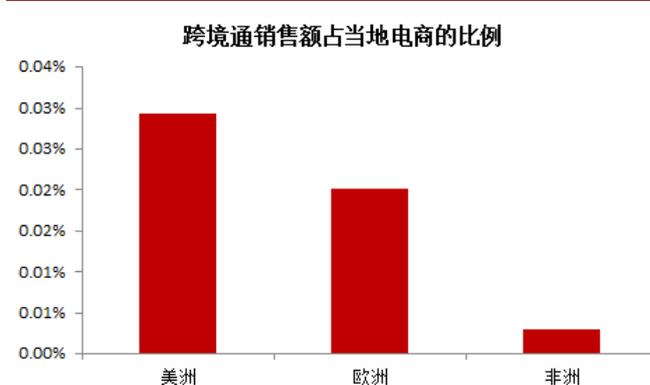
从海外竞争格局来看,各国电商市场规模巨大,我国跨境电商企业占据较小份额,同时亚马逊, ebay 等大平台近年来支持跨境电商开店,帮助企业拓展海外业务、探索全新的经营渠道。因此,当前我国出口跨境电商企业与海外龙头并不存在直接竞争关系。

图 104：行业龙头占 B2C 跨境出口电商销售额的比重



资料来源：海关总署, 艾瑞咨询, 阿里巴巴, 招商证券(注: 由于速卖通属于平台型跨境电商, 因此我们以 GMV 为衡量指标, 但实际销售额占比应该更小)

图 105：跨境通各地区收入占当地电商市场规模的比例



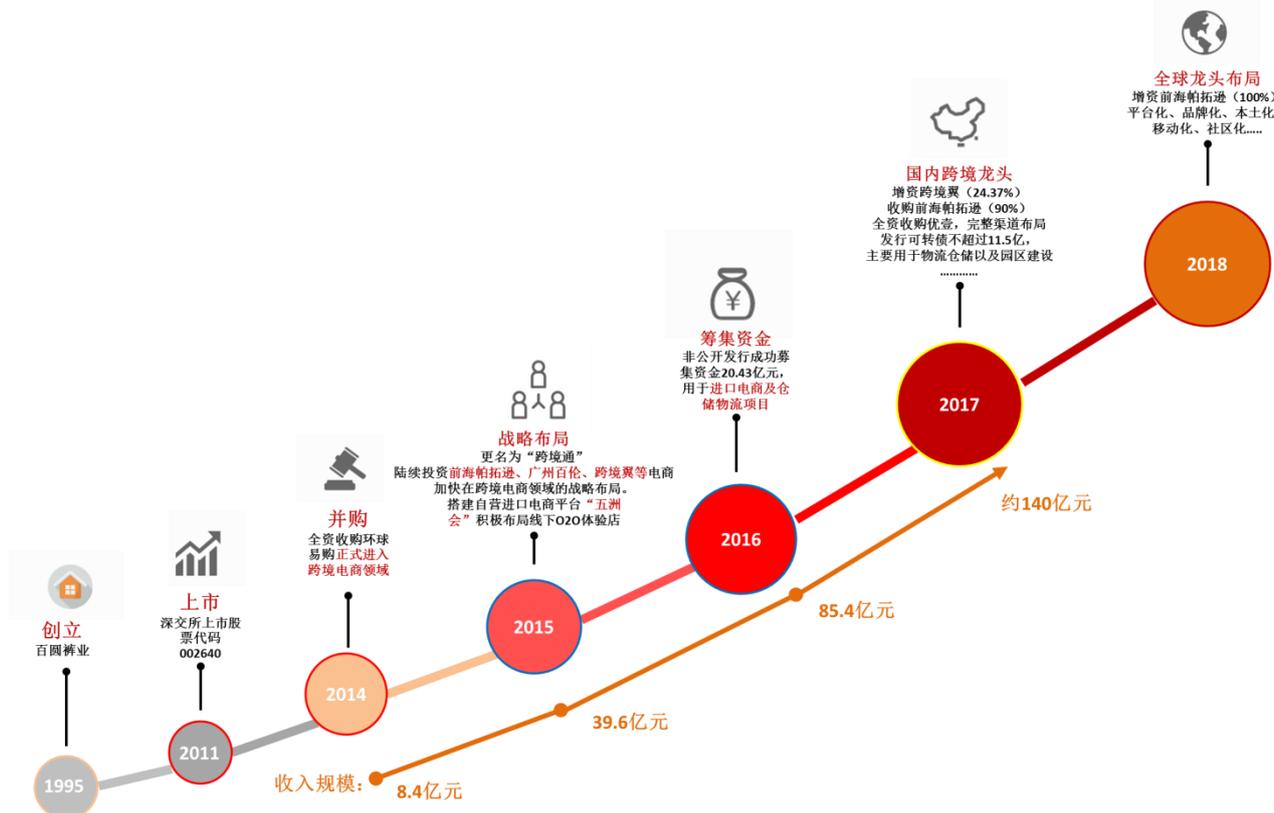
资料来源：招商证券(注: 跨境通各地区收入按照 17 中报披露比例计算, 美洲、欧洲市场规模按照 16 年统计, 分别为 3237 亿美元、5300 亿欧元)

综上所述，我们判断对于我国跨境电商龙头企业来说还具备一定时间的流量红利。而跨境通作为我国跨境电商领域的绝对龙头，在借助流量红利保持规模快速发展的同时，正提前向行业精细化发展阶段布局，未来随着在平台化、社区化、移动化、本地化以及品牌化方多点布局全面开花，龙头高成长属性越发确立。

1、出口跨境自营电商绝对龙头，多元化业务布局奠定公司长期成长基础。

跨境通前身百圆裤业成立于1995年，并与2011年在深交所上市，是我国最早从事连锁经营的服装销售企业之一，2014年受到经济大环境影响，网购冲击，成本上升等因素影响，公司通过全资收购环球易购向跨境电商领域转型发展。2015年公司正式更名为“跨境通”，并在跨境电商领域加快布局，通过抓住跨境出口及进口电商消费浪潮成功搭建跨境领域双向覆盖的立体零售生态圈雏形，成长为我国A股跨境电商领域的第一龙头。

图 106：跨境通公司发展历程



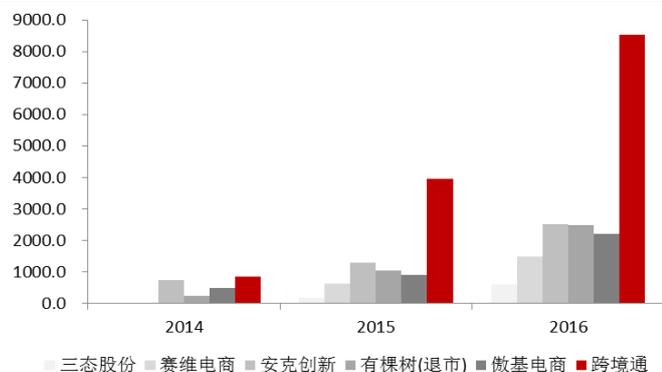
资料来源：跨境通，招商证券

1) 跨境出口电商领域绝对龙头，实现业绩快速成长。

跨境出口电商领域绝对龙头，实现业绩快速成长。目前公司以出口 B2C 业务为主，2016 年，公司总收入 85.4 亿元，远超同行业可比公司。其中子公司环球易购出口收入和前海帕拓逊收入分别达 67.40 和 12.89 亿元，同比分别增长 84.86% 和 176.63%，占总收入的 94%。2017 年公司出口业务收入继续保持快速增长，根据我们测算 2017 年环球易购出口收入增速预计在 55%-60% 左右增长，而前海帕拓逊收入增速将达到 90%

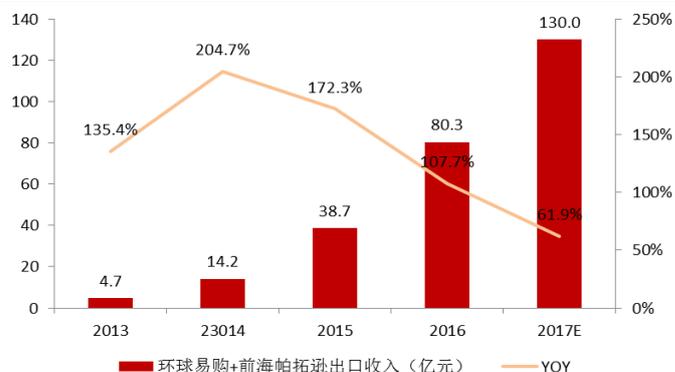
左右。公司收入主要来源于自营网站和第三方平台业务。其中环球易购收入主要来自服装及电子产品自营多网站销售，2017年上半年占比达64.12%，剩余来自第三方平台，服装及电子产品占比。而前海帕拓逊主要收入来源于自有品牌在第三方平台上的销售收入。

图 107: 跨境通在同行业可比公司中绝对龙头位置



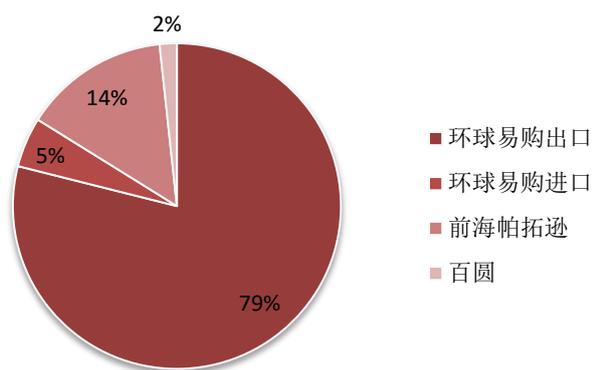
资料来源: wind, 招商证券

图 108: 近年来公司出口跨境电商业务实现快速发展



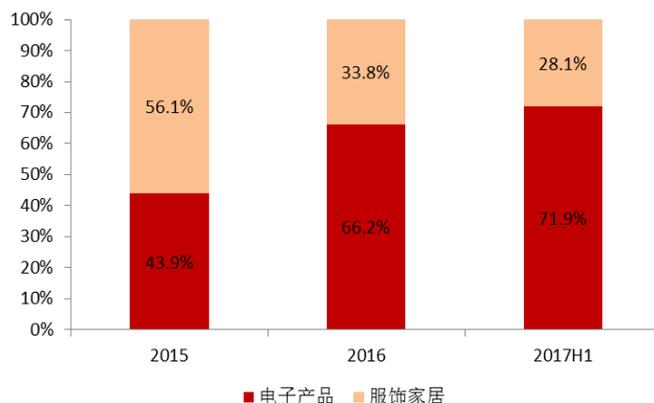
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 109: 跨境通 2016 年收入构成



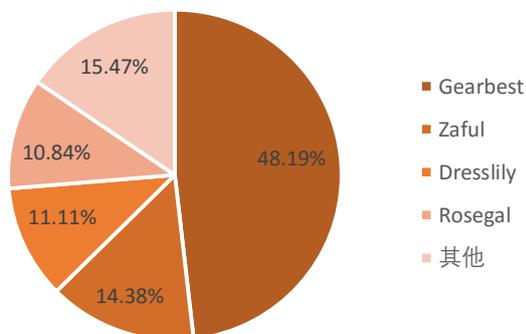
资料来源: wind, 招商证券

图 110: 跨境通服装及电子产品占比



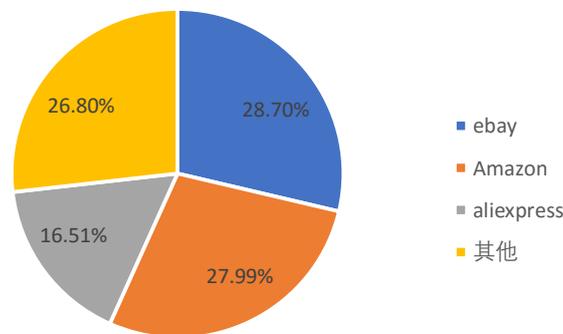
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 111: 跨境通 2017H1 自营平台各网站收入占比



资料来源: wind, 招商证券

图 112: 跨境通三方平台各网站收入占比

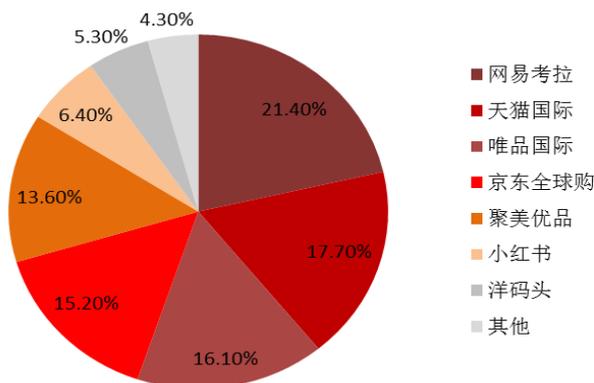


资料来源: 公司公告, 招商证券

2) 积极搭建进口平台，布局上游核心供应链资源

我国进口跨境电商市场格局高度集中，行业处于红海阶段。根据《2016-2017 年度中国跨境进口电商发展报告》显示网易考拉、天猫国际、唯品会以及京东全球购等规模较大的跨境电商依托本身平台型优势占据超过一半以上的市场份额，同时一批具有特色的垂直型跨境电商平台迅速成长起来，导致市场高度集中，行业争夺已经进入“红海”阶段。如何提供差异化服务与产品，以及获取核心供应商资源成为胜出的必备条件。

图 113：我国进口跨境电商市场格局高度集中，行业处于红海阶段



资料来源：招商证券

在行业红海阶段下，公司稳健发展，构建 O2O 电商平台实现差异化竞争。公司自 2015 年起搭建进口电商平台“五洲会”，与国际上多个知名品牌建立授权合作关系，依托已有海外仓等供应链资源，从全球正规渠道直接采购母婴用品、个护美妆、进口食品等与母婴数字消费社群关联度较高的消费品。同时 2015 年，公司依托“五洲会”自营平台构建 O2O 体验店，一方面有助于直接提升进口电商产品与服务的差异化，实现线上线下联动的多渠道消费体验。另一方面，成功避免了行业高度集下的流量“烧钱式”竞争。

同时公司积极布局上游供应链资源，构建核心竞争能力。2016 年，公司为了加速进口业务发展，大规模引入加盟商，实现全年营收超过 2 亿元，但由于扩张速度过快，无法提供完善的供应链体系，进口业务利润亏损。2017 年，公司及时调整发展战略，将前期发展重心落实在核心供应链资源上，寻找独家代理品牌，对线下店渠道不断优化。一方面，通过增资跨境翼、收购优壹电商，进一步加强公司在进口供应链和渠道端的资源建设，另一方面，通过引进外部专家资源，实现对供应链进行整合与精细化管理。有望加快实现盈亏平衡。

图 114：搭建进口电商平台“五洲会”，构建 O2O 体验店



资料来源：跨境通，招商证券

图 115：收购优壹电商完善供应链和渠道端的资源建设



资料来源：跨境通，招商证券

目前公司秉承“惠通全球”的经营理念，紧贴零售业态发展脉络并顺势打造新的产业动能循环，在出口、进口及综合配套服务三大领域形成产业协同、良性互动，进一步强化跨境电商行业绝对龙头地位。未来公司重点将放在平台化、社区化、移动化、本地化、品牌化等领域的深挖拓展，在规模化及资金优势支撑下，为公司奠定长期成长的基础。

图 116: 秉承惠通全球理念，打造跨境双向立体生态圈



资料来源：跨境通，招商证券

图 117: 公司未来业务的重点布局

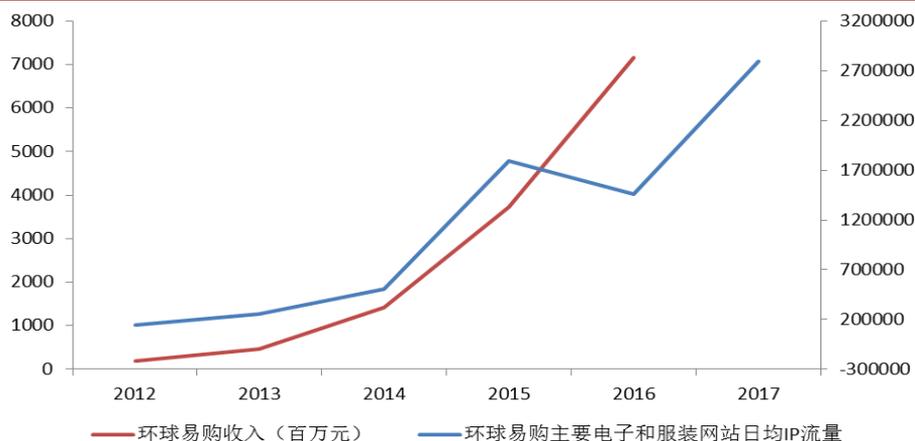


资料来源：跨境通，招商证券

2、平台化：流量红利释放持续 平台化发展引入规模与业绩成长新动力

近年来随着环球易购旗下的主要网站流量的快速爆发，推动公司业绩实现快速增长。虽然 2016 年流量有所下滑，但主要是受服装网站实物拍摄整改影响。整体来看，收入的增长与流量增长还处于匹配状态。2017 年，公司流量继续保持强劲的增长趋势，推动公司收入快速增长的流量红利持续存在。

图 118 : 环球易购享受流量红利实现收入的快速提升



资料来源：wind, Alexa, 招商证券（注：公司主要网站包括：gearbest、zafu、dresslily、Rosegal、Sammydress、Everbuying）

提前布局行业精细化发展阶段，逐步培育网站平台化发展的基础。2015 年前，公司拥有电子类网站 3 个，服装类网站 7-8 个，通过利用多网站增加辐射面的形式在流量红利爆发期快速扩大规模。随着跨境电商行业告别野蛮扩张，门槛逐步提高，公司逐渐重视核心网站能力理，将核心资源投入向优势网站集中，目前公司仅保留 1 个电子核心网站，2-3 个服装核心网站。其中公司旗下的 Gearbest 已经成为我国最大的电子类跨境

电商网站,在全球范围内拥有一定的规模和品牌优势,网站排名处于行业前列。而 Zaful、Rosegal 等服装类网站品牌也在快速成长之中。未来随着公司规模进一步提升,公司将率先具有流量优势的网站平台化,引入更多小型电商企业,通过收取平台使用费的模式为公司收入注入新动力。其中电子主营网站 Gearbest 未来将争取实现成为跨境电商前 5 名的渠道平台。

图 119: Gearbest 全球排名靠前



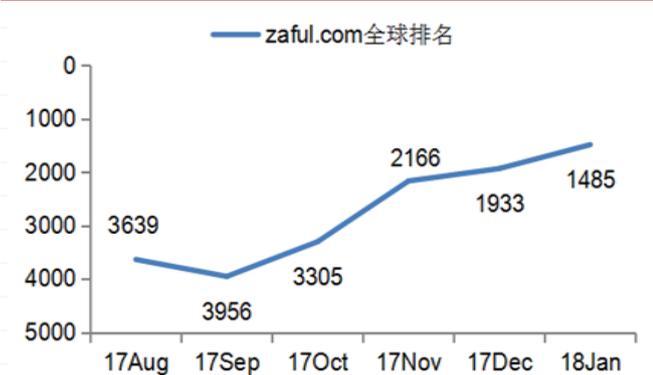
资料来源: similarweb, 招商证券

图 120: Gearbest 访问量情况



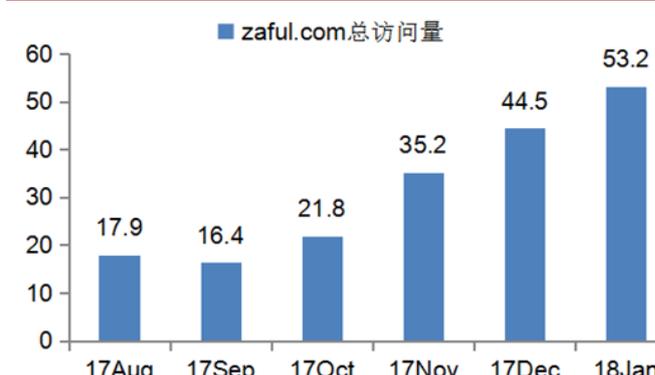
资料来源: similarweb, 招商证券

图 121: Zaful 全球排名稳步提升



资料来源: similarweb, 招商证券

图 122: Zaful 访问量稳步提升



资料来源: similarweb, 招商证券

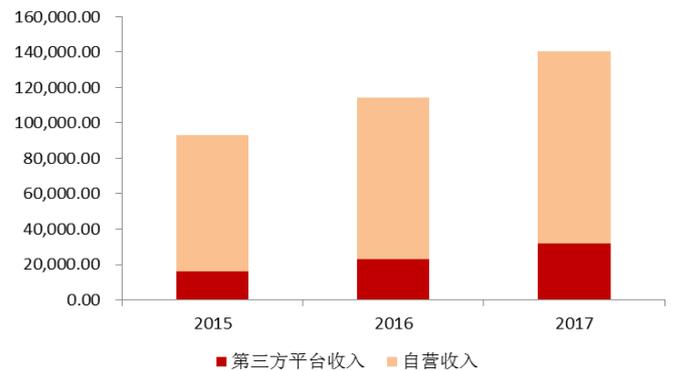
平台化转型,为公司规模成长注入新动力。我们认为龙头电商平台化,是未来的发展方向,例如亚马逊、京东等国际巨头在达到一定规模后,纷纷通过开放第三方平台,进一步提升龙头优势。以亚马逊为例,第三平台开放以来带动亚马逊收入与规模的快速增长。截止2017年四季度,亚马逊第三方卖家销售量已经超过了公司自营销销售量,占比达51%,同时贡献了22.7%的电商收入。未来随着跨境通平台化转型,龙头优势将更加显现,公司收入规模与市场占有率有望进一步提升。

图 123: 亚马逊第三方销售额占比超过自营



资料来源: statista, 招商证券

图 124: 亚马逊电商平台自营收入与第三方收入情况

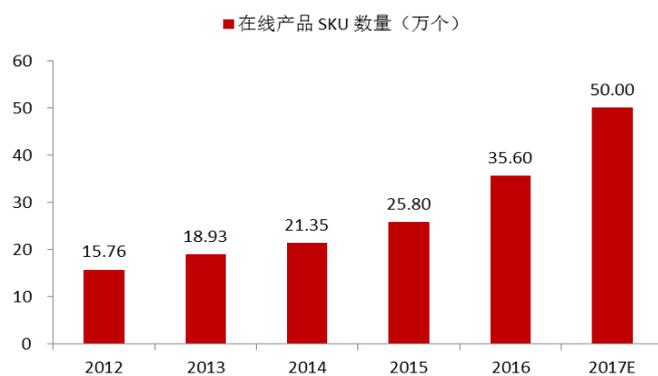


资料来源: 亚马逊, 招商证券

2、社区化：大数据运营挖掘客户需求、精细化营销促转化率持续提升

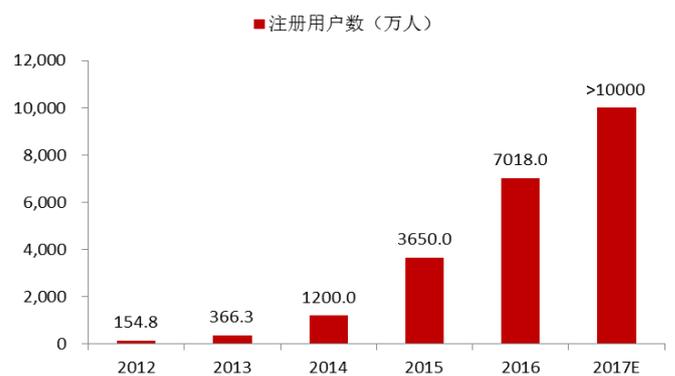
大数据运营系统挖掘客户需求，助力公司 SKU 快速提升。公司作为跨境电商的龙头，具备完善的大数据运营平台，通过挖掘外部电商平台、社交网站的信息，并结合公司经营数据，及时获取用户的需求变动、市场流行趋势变动，并将这些数据应用于供应链端的产品开发、设计，不断迭代升级产品。目前该系统能为产品开发提供上千个有效信息，整体开发热卖品率 10% 以上，为公司 SKU 与覆盖用户数快速增长提供了有力的技术支持。目前，公司 SKU 从 2014 年被收购时的 21.35 万个提升至 50 多万个，覆盖用户数由 1200 万突破至 1 亿人。

图 125: 环球易购旗下跨境网站 SKU 数量持续增加



资料来源: 公司公告, 调研纪要, 招商证券

图 126: 环球易购覆盖用户数持续上升



资料来源: 公司公告, 调研纪要, 招商证券

公司流量以直接流量为主，大数据社区化应用提升流量能力。公司网站目前已经具备了一定规模和品牌化优势，客户粘性较强，因此网站流量以优质的直接流量为主。2018 年 1 月，旗下最大电子网站 Gearbest 的主要流量来源为直接流量，占有所有流量渠道的 35.87% 以上，自有品牌服装网站 Zaful 方面虽然以付费广告为主，但直接流量也占据了 34.18%，总体来看网站流量结构较好。

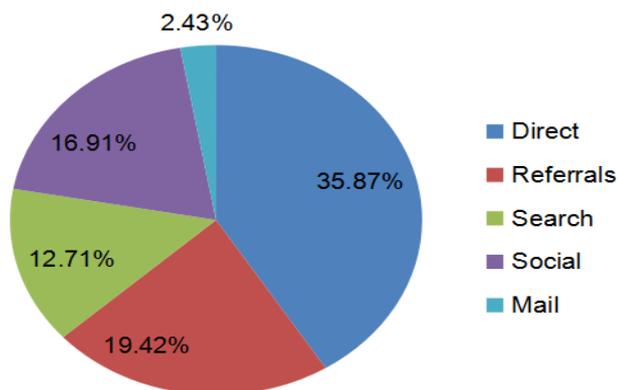
在搜索流量方面，公司通过 SEO 大数据系统，海量收集和分析全球搜索关键词数据，发现低洼价值词库，从而获得大量 SEO 流量。2018 年 1 月，Gearbest 的搜索流量中，67.64% 为自然搜索，而 Zaful 搜索流量中自然搜索高达 99.32%，大数据运营能力与

SEO 能力优秀。

在社交流量方面，公司依托大数据系统海量收集和分析全球的网红和合作者需求，第一时间根据需求进行产品开发和网红推广。目前公司已具备与全球 100 个国家超过 10 万个网红、达人、极客营销合作的经验，与超过 30 万的网站有 Affiliate 合作。环球易购自营网站目前每月超过 2,000 万访问者来自各个网红或者合作媒体的推荐流量。

图 127: Gearbest 流量来源主要为直接流量

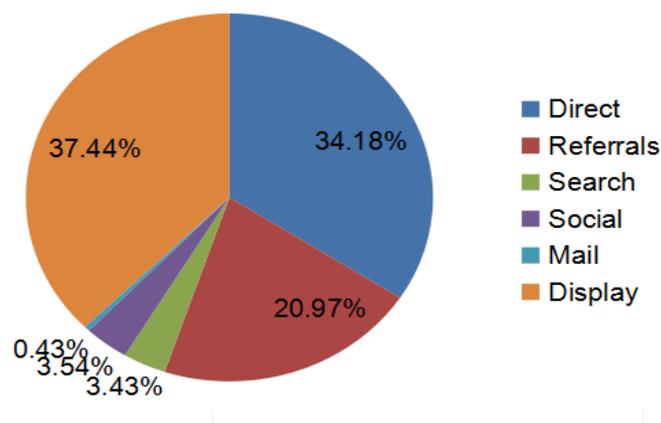
gearbest.com流量来源占比



资料来源: similarweb, 招商证券

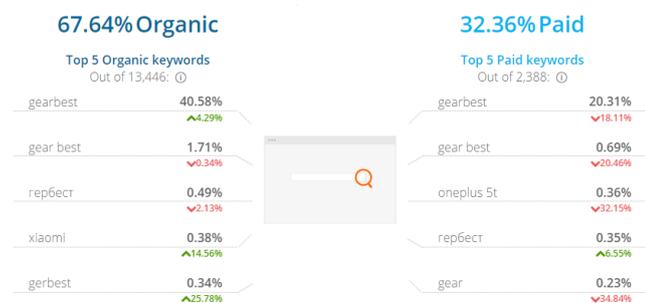
图 128: Zaful 直接流量超过 30% 流量结构较为优秀

zaful.com流量来源占比



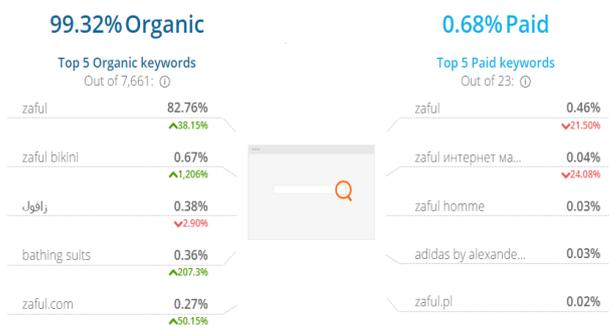
资料来源: similarweb, 招商证券

图 129: Gearbest 自然搜索 68% SEO 大数据能力较强



资料来源: similarweb, 招商证券

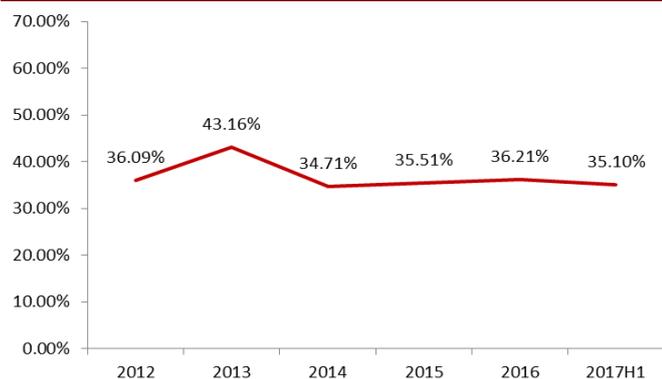
图 130: Zaful 自然搜索为主, SEO 大数据能力极强



资料来源: similarweb, 招商证券

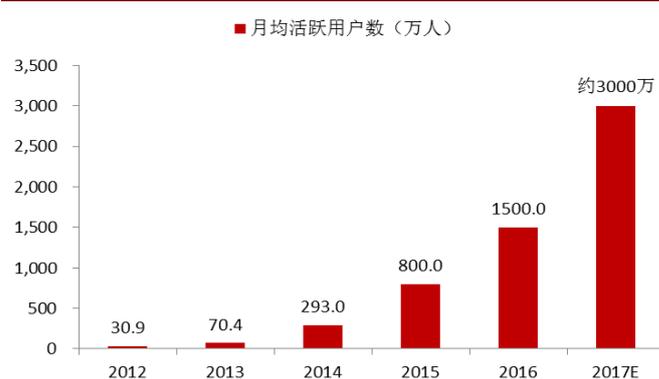
社区化运营, 推动客户粘性, 复购率、转化率持续提升。近年来, 随着公司通过大数据平台紧跟数字社区化的消费趋势, 专注于网站社区化运营, 能够及时把握客户真实感受与需求, 从而快速推出更具针对性的产品和服务, 公司复购率维持稳定, 客户粘性持续提升, 流量转化率处于行业领先水平, 并保持稳定上升趋势。

图 131: 主要自营网站重复购买率维持稳定



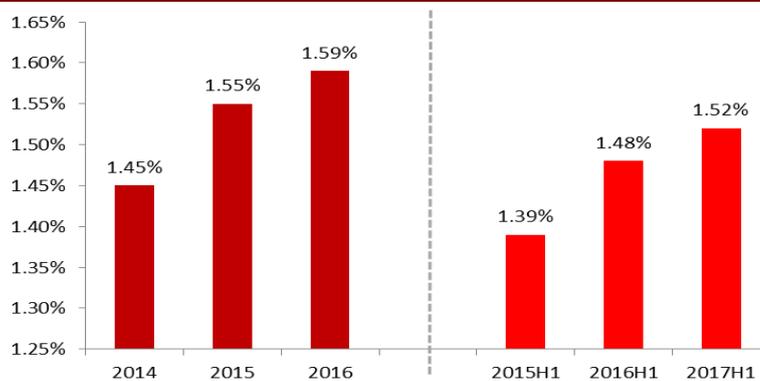
资料来源:公司公告,招商证券(注:2012-2013年主要网站为Sammydress、Everbuying,2014年后主要网站为Gearbest、Zaful、Rosegal、Dresslily等)

图 132: 主要自营网站客户粘性快速提升



资料来源:公司公告,招商证券整理

图 133: 环球易购主要自营网站流量转换率持续上升



资料来源:公司公告,招商证券整理(注:2017年上半年,主要网站转化率为1.52%,主要是因为上半年转换率普遍低于全年,总体来看,转化率还处于稳步上升趋势)

3、品牌化: 加强品牌合作降低白牌率, 自有品牌孕育加速

增强国内外品牌合作,注入高单价产品,推动客单价成长。我国跨境电商最早都以白牌、廉价产品为主,随着公司逐渐具备规模与流量优势,公司更加注重产品的品牌化优势,近年来积极与国内外知名品牌合作,一方面注入高单价与高质量的产品,发展高端用户提升客户粘性,另一方面通过降低白牌率,进一步提升公司收入规模与营业利润。

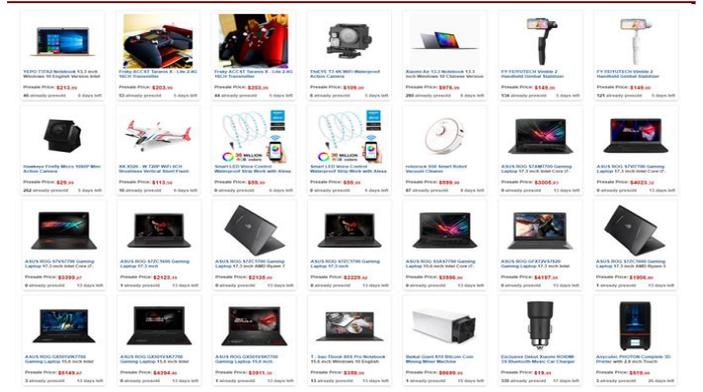
以环球易购旗下电子网站为例,最早的电子网站(Everbuying)主要以3C配件为主,2014年3月,月均客单价仅为68.63。随着公司后续与华为、小米、中兴等品牌厂商展开合作,调整白牌与品牌产品比例,打造了全新的电子网站Gearbest,公司客单价实现快速上升,截止2017上半年,公司电子网站月客单价达到511元。未来公司将进一步加大品牌化产品布局比重,根据Gearbest网站显示2018年2月预售的28件商品中,价格在100美金以下的商品仅4件,价格在100-1000美金的产品11件,1000美金以上的产品13件,主要集中在笔记本电脑、比特币矿机以及3D打印机等具备品牌化及高单价属性的产品为主。

图 134: 公司与国内外中国知名品牌展开合作



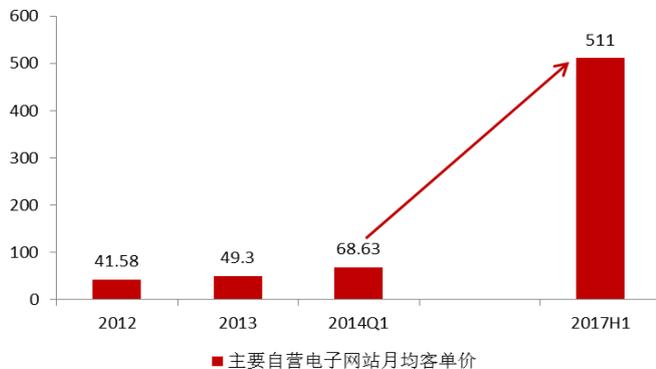
资料来源: Gearbest, 招商证券 (公司官网, 不完全统计)

图 135: Gearbest 预售产品以具备品牌化及高单价属性的产品为主



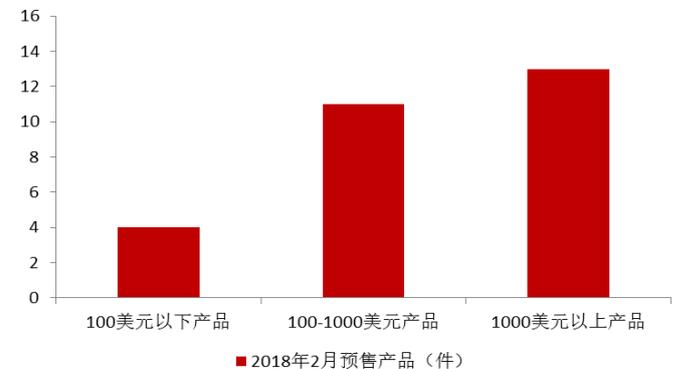
资料来源: Gearbest, 招商证券

图 136: 环球易购主要自营电子网站月客单价快速提升



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 137: Gearbest 网站最新预售产品以高单价产品为主



资料来源: Gearbest, 招商证券

孵化自有品牌, 注入成长新动力。此外跨境通还一直注重自有产品的品牌孵化, 一方面通过控股前海帕拓逊及参股百伦科技将多个品类品牌收入囊中, 不断深化“品类品牌化”策略。其中前海帕拓逊以爆款产品切入, 培育了以 MPOW 为首的多个自有品牌, 蓝牙等电子产品销量良好, 品牌影响力不断扩大, 在类目上不断拓展, 蓝牙耳机做到了市场份额最大。另一方面通过组件广州服装设计中心和深圳品牌家居产品中心, 已经开始运作孵化一批如 dezzal、Excelvan、Suaoki 等自有品牌, 未来预计孵化品牌 100 多个, 销售占比 20% 以上。

图 138: 帕拓逊自有品牌 mpow 蓝牙耳机



资料来源: 前海帕拓逊, 招商证券

图 139: 跨境通品牌化优势逐渐体现

目前已经组建广州服装设计中心和深圳品牌家居产品设计中心, 已经开始运作孵化一批如 dezzal、Excelvan、Suaoki 等自有品牌, 未来预计孵化品牌 100 多个, 销售占比 20% 以上。

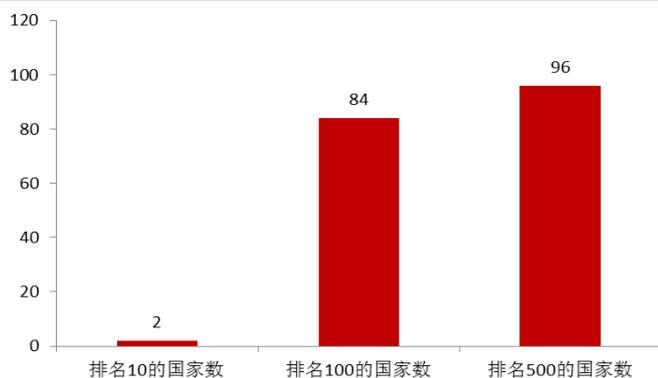
帕拓逊自有品牌产品销售方面, 鼠标累计销售超过 200W 个, 蓝牙耳机累计销售超过 160W 个, 自拍杆累计销售超过 130W 个, 蓝牙发射+接收器累计销售超过 60W 个, 食品温度计累计销售超过 50W 个。

资料来源: 跨境通, 招商证券

4、移动化：把握电商移动化潮流，线上 APP 快速成长

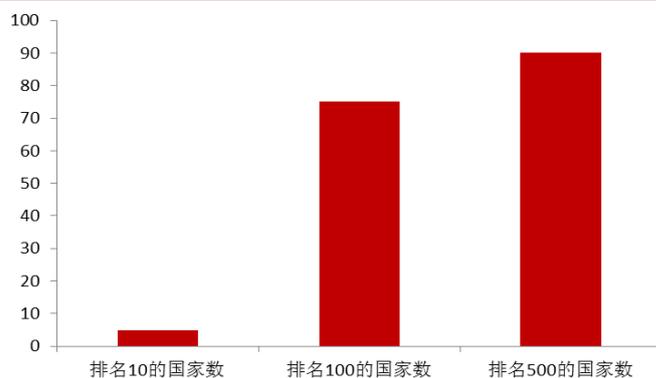
随着全球移动互联网的爆发，移动购物已经逐渐成为电商发展的下一各蓝海。跨境通把握电商移动化潮流，大力推广并维护自营网站对应的手机终端 App，广泛吸引境外消费者，培养用户习惯。随着移动化战略的不断深入，公司手机 APP 网站强势崛起，逐渐成为公司未来长期发展的新动力。截止 2018 年 2 月 22 日，在购物类 APP 中，Gearbest 在 182 个国家中排名前 500，其中在希腊、葡萄牙、波黑等欧洲地区最受欢迎。而 Zaful 在 170 个国家中排名前 500，其中在新西兰、巴林、沙特阿拉伯、阿联酋等新兴市场排名靠前。

图 140: Gearbest APP 国家排名分布



资料来源: similarweb, 招商证券

图 141: Zaful APP 国家排名分布



资料来源: similarweb, 招商证券

表 6: 跨境通旗下网站 APP 在部分国家占据绝对电商优势

Zaful 排名靠前的国家		Gearbest 排名靠前的国家	
国家	排名	国家	排名
新西兰	8	希腊	10
巴林	8	葡萄牙	10
沙特阿拉伯	9	波黑	11
阿联酋	10	摩洛哥	13
科威特	10	立陶宛	15
摩洛哥	11	拉脱维亚	17
波黑	14	匈牙利	19
以色列	17	斯洛伐克	19
澳大利亚	18	克罗地亚	19
希腊	18	萨尔瓦多	19
阿尔及利亚	19	塞尔维亚	20
乌拉圭	20	摩尔多瓦	20
克罗地亚	21	巴西	21
加拿大	22	阿塞拜疆	21
巴拿马	22	玻利维亚	22
黎巴嫩	22	斯洛文尼亚	23
突尼斯	23	墨西哥	24
厄瓜多尔	23	秘鲁	24
南非	25	保加利亚	24
智利	25	厄瓜多尔	26

资料来源: similarweb, 招商证券

5、本地化：物流仓储资源本地化对接，完善售后服务提升购物体验

公司出口产品直销美国、英国、加拿大等全球 200 多个城市和地区，服务于全球 7000 万买家。公司在英国、法国、德国、澳洲、日本等地设立多个海外仓储服务体系，同时在美国拥有两个自建海外仓，未来将建设第三个。公司物流、仓储、支付实现与当地资源高度对接，可以通过物流配送系统自动识别客户属性确定最佳配送方案。同时，公司在销售、维修、售后服务等方面充分本地化，提升服务质量，向当地主流客户群渗透。目前公司网站提供西班牙语、葡萄牙语、意大利语、德语、法语、阿拉伯语等多个小语种服务，并实现 7x24 小时全天候客户服务，通过快速的响应率极大的提升了客户购物体验。

图 142：跨境通具备设立多个海外仓实现本土化运营



资料来源：公司资料，招商证券

图 143：完善的售后服务体系，提供本土化服务

-  **全天候客户服务**
 - 提供7 x 24小时服务，每时每刻为客户服务
 - 邮件1小时响应率达30%，24小时响应率达100%
-  **本地化语言服务**
 - 公司拥有西班牙语、葡萄牙语、意大利语、德语、法语、阿拉伯语等小语种服务，保证客户无障碍沟通
-  **本地化维修服务**
 - 公司提供本地化维修服务，一定程度上解决跨境购物退货难、维修难的问题

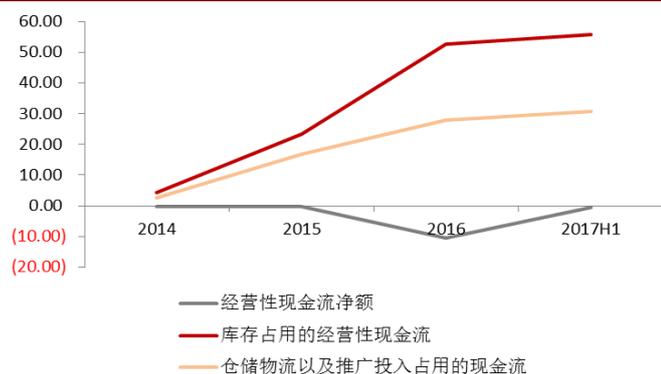
资料来源：公司资料，招商证券

公司除了实现仓储物流本土化、服务本土化外，还积极尝试产品本土化，通过规模化优势绑定本土化产品供应商，与当地电商直接对抗。未来争取在 20 个主要欧美国家成为本土前三名的电商公司，提供本土服务，吸引中高端消费人群。

6、公司核心问题梳理：产业链体系升级，供应商铺货制改善库存现金流情况，未来抓住库存与应收账款匹配信号，底部布局高成长龙头

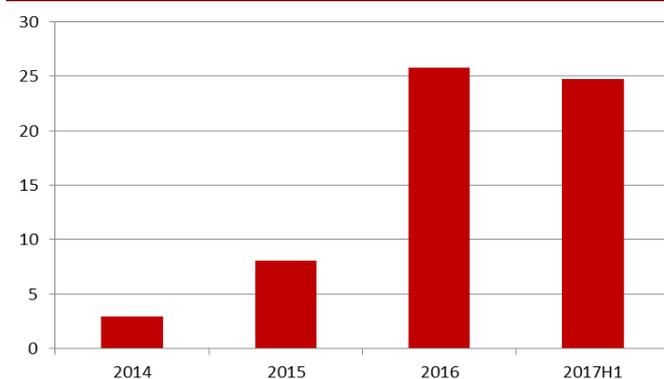
由于跨境通具备互联网属性，如何做大规模，拉开与竞争者的差距，成为前期发展的核心目标。同时作为跨境电商行业的创新龙头，需要通过不断的尝试引领我国跨境电商潮流发展。因此公司在保持高速增长的情况下，部分财务指标与成熟行业中的企业相比存在一定差异性也是可以理解的。尤其是近年来公司为了支持跨境业务的规模高速增长趋势，不断在库存、物流仓储以及推广方面推入大量费用，导致经营性现金流状态不佳，负值持续扩大。但粗放扩张阶段遗留的库存及应付账款管控不严导致的现金流问题已引起管理层高度重视，随着铺货制度的不断推进、自有品牌占比的提升，精细化管控措施不断显现，预计 2018 年中期，库存规模及应付账款将有明显改善，现金流指标好转指日可待。

图 144: 库存/仓储物流、推广占用了大笔经营性现金流



资料来源: wind, 招商证券

图 145: 公司库存规模快速上升 (亿元)



资料来源: wind, 招商证券

1) 公司不断投入完善仓储物流, 占用大量现金流量

公司发行可转债加强仓储及产业园建设, 补充现金流, 巩固长期运营实力。近年来随着跨境通业务规模不断攀升, 库存管理等软实力提升逐渐成为支撑公司快速发展的核心。一期自建仓储已无法满足公司规模扩张需求, 此次二期仓储及园区总部平台建设项目将为公司中长期业务发展提供有效保障, 降低租赁仓储分散化管理成本及反应效率。同时, 产业园区建设将带来办公环境的提升, 有效聚拢人才。

表 7: 公司发行可转债项目

项目名称	总投资额	拟以募集资金投入金额	建设期	与现有主营业务的关系
跨境电商仓储及配套设施建设项目	179,210.95	75,000.00	3 年	整合多地仓储业务资源, 统筹管理运作仓储业务, 提升仓储业务的自动化和信息化水平, 提高业务效率
跨境电商产业园总部中心建设项目	55,936.47	10,000.00	2 年	配套完善的办公、孵化场地, 孵化跨境电商优秀企业和培养新兴人才, 形成跨境电商产业集群, 促进跨境电商行业的整体发展
补充流动资金	30,000.00	30,000.00		弥补流动资金缺口, 满足公司持续发展的需要
合计	265,147.42	115,000.00		

资料来源: 公司公告, 招商证券

调整仓储物流结构, 费用率持续降低。过去公司物流以 EMS 直邮为主, 2016 年, 为了提高物流配货效率、降低仓储物流费用, 公司对物流仓储的结构做出了调整, 开始着力发展海外仓、空中专心、以及海运模式。随着规模优势不断体现物流支付成本正逐年降低。但伴随着销售额的大规模增长, 国内头程仓库库存压力与海外仓建设占用了大量经营性现金流。我们认为未来随着第二期仓储的建设完成以及物流的持续优化, 现金流压力有望缓解。

- **海外仓:** 公司在全球范围内设有多个海外仓, 日发货量可达 10 吨, 均摊每件货物运输成本可节约 10-15% 的物流成本。其中在美国公司拥有两个海外仓, 未来将新建第三个, 通过优化发货政策可节省 5000-50000 美金/柜的尾程派送运输成本。未

来,公司将进一步加快海外仓建设,借助规模优势,极大的降低均摊到每件货物的物流成本。目前海外仓渠道占总渠道的4成左右。

- **空中专线:** 公司具有大货量支持,成本为市场的80%-90%。同时相比传统的海外仓90天左右的库存周转率,空中专线仅需10天,配送时效仅比海外仓多一天
- **海运:** 对于爆款、高周转货物,或者本身较大货物,公司采用海运方式,此渠道占比约为20%。

图 146: 公司消费费用率持续降低



资料来源: wind, 招商证券

图 147: 公司仓储物流费用占用了大量经营性现金流

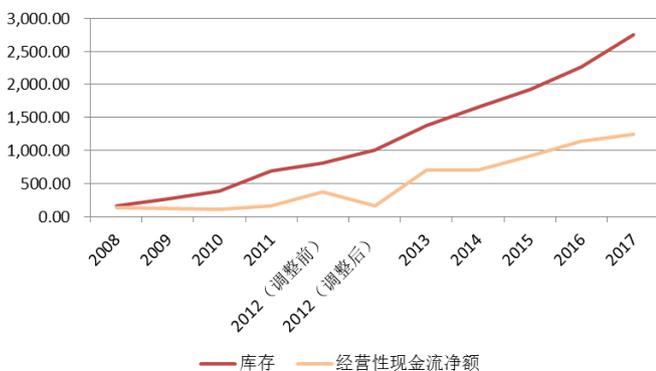


资料来源: wind, 招商证券 (注: 根据调研, 公司财报里“支付其他与经营活动有关的现金”主要为仓储物流支出)

2) 粗放发展阶段, L2 管理层断档, 库存与现金流把控力不足

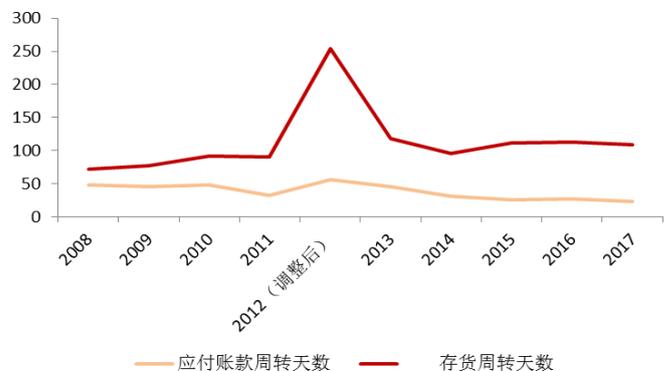
我们从一个成熟企业来看,伴随库存上升,现金流呈缓慢上升趋势,同时随着应付账款结算的加快,存货周转效率也应该提高。以ASOS为例,ASOS成立于2000年,是全球性的时尚服饰及美妆产品的线上零售商店,主营产品多为全球第三方品牌化产品。作为成熟型电商企业,公司近年来伴随着库存的快速上升,公司经营性现金流保持良好,呈缓慢上升趋势。此外从2012年调整后的数据来看,随着公司对供应商账款结算的加快,库存周转率有明显提升。2012-2017年应付账款天数由55.54天加快到23天,而库存周转天数从254天加快至108天。

图 148: 伴随库存快速上升, 现金流也呈上升趋势



资料来源: wind, 招商证券 (注: 2012年, 公司调整了财报周期, 因此出现阶段性波动)

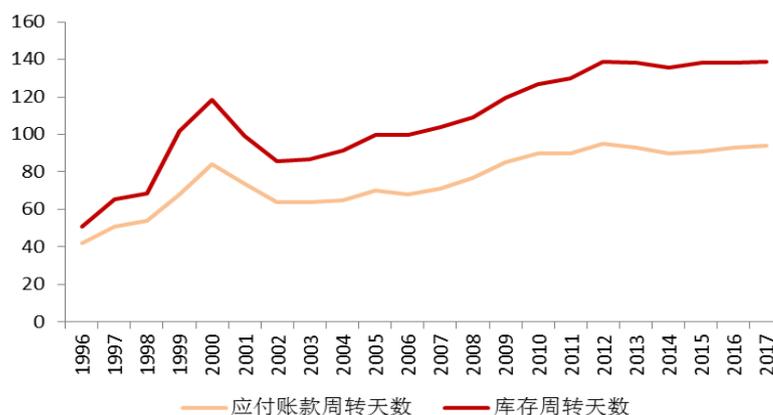
图 149: 公司应付账款与库存周转天数情况对比



资料来源: wind, 招商证券 (注: 2012年, 公司调整了财报周期, 因此出现阶段性波动)

此外,从国际电商巨头亚马逊的库存与应付账款周转天数来看,公司提升应付账款周转天数,库存周转天数也跟随大幅度提升。

图 150: 亚马逊应付账款与库存周转天数



资料来源: Bloomberg, 招商证券

而公司方面, 由于公司处于规模爆发的野蛮成长阶段, 造成 L2 管理层断档, 对供应商与库存的把控恶化。同时随着主营产品向品牌化发展, 引入更多华为、中兴等大品牌供应商, 导致下游溢价能力有所稀释, 应付账款规模快速下降。此外 2017 年, 公司同期降低了直邮比例, 提升了海外仓与海运仓储物流模式, 对爆款商品提前备货, 导致库存周转天数有所上升。应付账款周转天数与库存周转天数并不匹配。

图 151: 2017 年, 公司应付账款明显降低



资料来源: wind, 招商证券

图 152: 应付账款周转天数下降, 库存周转天数上升

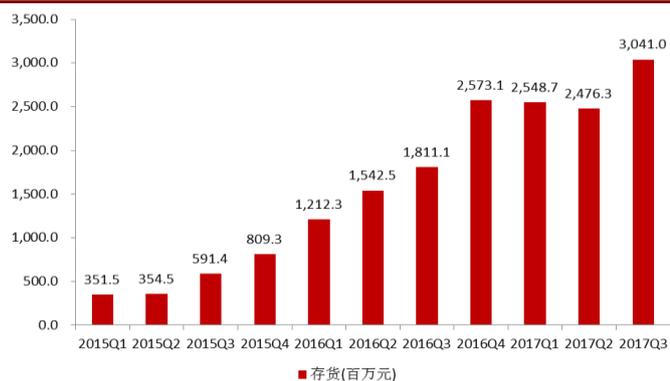


资料来源: wind, 招商证券

3) 2018 年转折点来临: 由野蛮成长进入精细化管理阶段, 现金流、库存等指标有望全面改善

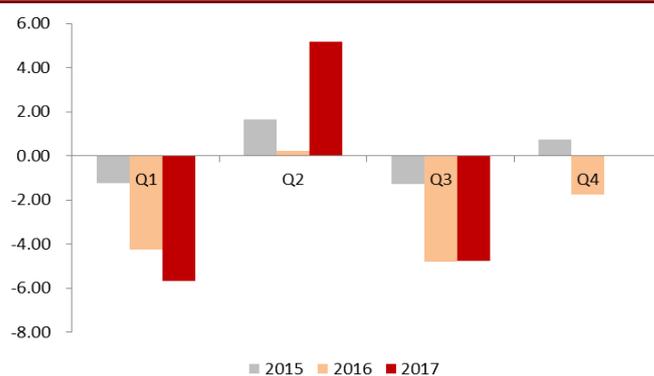
实行供应商铺货制度, 库存现金流情况同比开始好转。2017 年, 为了降低资金占用, 公司重点推出了供应商铺货制度, 目前整体供应商实现了 20%左右的铺货模式(其中电子产品铺货 20%左右, 服装 30%以上)产品采购成本低于同行业水平。随着供应商铺货制度的实时普及, 2017 年排除三季度提前备货需求外, 第一与第二季度库存增速明显缓解, 同时现金流情况从 Q2 季度开始同比明显好转, 前三季度经营性现金流总额为 5.27 亿元, 与 2016 年前三季度的-8.82 亿元相比, 同比也有改善。

图 153: 公司库存增长明显缓解



资料来源: wind, 招商证券

图 154: 2017Q2/Q3 季度经营性现金流同比有所改善



资料来源: wind, 招商证券

公司管理成架构的重铸完成, 18 年工作重点放在供应链优化与库存的管理上。2017 年末, 公司完成了对管理层架构的补充。2018 年重点将围绕供应商优化与库存的管理上, 一方面通过公司规模优势, 不断提升对下游供应商的议价能力, 加长供应商账期。另一方面, 通过资质审核、管理评分机制筛选等方式选取优质供应商, 进行多领域合作, 同时对于无法提供账期及承担库存的供应商进行淘汰。

图 155: 加强供应商管理, 淘汰落后供应商



资料来源: 公司公告, 招商证券

我们认为公司作为跨境龙头, 虽然在粗放扩张阶段库存与应付账款处于不匹配状态, 但随着未来企业逐渐进入成熟期, 供应商铺货制度与平台化转型的持续推进, 下游供应商议价能力将重新释放, 同时随着公司补全了管理层架构, 公司经营模式从野蛮扩张, 转向精细化管理, 提升经营效率, 预计 2018 年应付账款、库存周转率都将释放龙头成熟信号, 同时库存与现金流改善成果有望加速落地, 预计今年中期库存将得到优化, 年末经营性现金流存在转正趋势。

7、投资建议及盈利预测:

跨境通是 A 股市场上同时具备在出口、进口及综合配套服务三大领域形成产业协同发展的稀缺龙头。而就中美贸易战而言, 2017 年在跨境通出口至美国市场 35% 的份额中, 45% 的份额是按一般贸易出口到美国海外仓, 假设公司销售的电子产品中有部分产品与贸易战提及的高科技产品重叠, 该部分商品比重为 30%, 公司受关税提升影响仅为

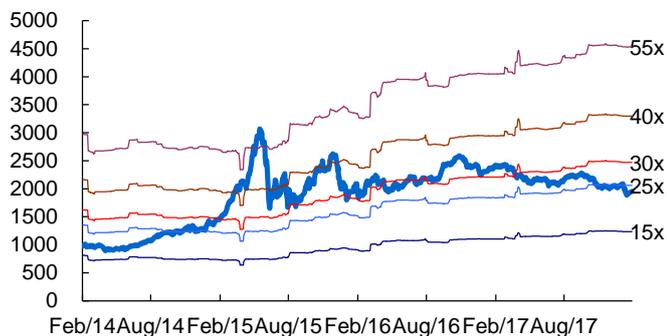
35%*45%*30%，对公司收入影响不足 5%。同时公司可以通过拓展新兴国家，改为小包直邮以及开发新品类等方式降低税收风险，因此，贸易战对公司不构成直接影响。从整个贸易层面来讲，贸易税收提升将进一步加剧美国本土零售成本，有利于进一步促进跨境电商 B2C 发展。

2018 年公司首要发展目标依然是规模的快速增长，从数据端与技术端入手，在物流体系、供应链体系、自有品牌体系、智能客服、智能营销体系等层面打造核心竞争力，不断推动销售额的快速增长。此外，现金流、库存优化持续推进，成果有望在今年加速落地。同时公司将重点推进电子网站平台化、本地化，服装网站自主化、品牌化发展。考虑到优壹和增持的前海 10% 股权并表，预计 18 年净利润有望达到 13 亿，同比增长 70%+（可比同比增长 45-50%），预计 17-19 年 EPS 分别为 0.52、0.86 和 1.20 元，目前市值 286 亿，对应 18PE22X，当前估值正处于底部，建议现价逢低布局，可给予 18 年 30X 估值，对应目标价 25.80 元。

8、风险提示：

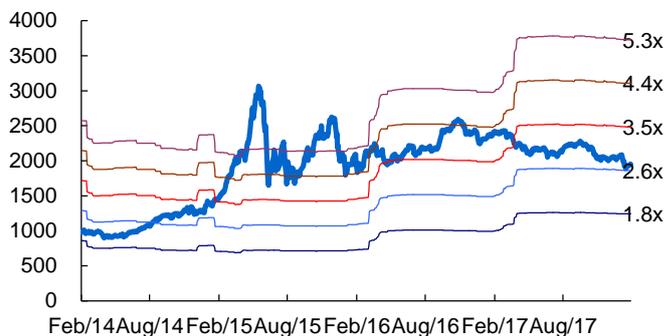
- 1) 行业政策风险超预期；
- 2) 进口等新业务培育低于预期；
- 3) 业务规模快速提升库存及现金流压力。

图 156：纺织服装行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 157：纺织服装行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《百圆裤业-收购带来质变首家上市跨境电商有望持续快速增长》2014/7/22
- 2、《百圆裤业-业绩延续高增长借解禁机会择机为明年布局》2014/12/11
- 3、《百圆裤业-环球易购旺季销售超预期持续并购加大估值弹性》2015/02/26
- 4、《百圆裤业-环球考核条件较重组承诺明显上调彰显持续高增长信心》2015/03/05
- 5、《百圆裤业-环球易购 14 年表现优异收入加速高增长且超预期》2015/03/31
- 6、《百圆裤业-环球易购上升趋势明显 15Q1 业绩延续超预期高增长》2015/04/27
- 7、《跨境通-低成本战投跨境易强化“出口+进口”全产业链布局》2015/07/14
- 8、《跨境通-低成本参股易极云商继续强化“出口+进口”双轮驱动》2015/07/21
- 9、《跨境通-高增长持续兑现 非理性杀跌提供战略买点》2015/8/27
- 10、《跨境通-拟大手笔增发及债券融资 打造“跨境电商综合生态圈”》2015/10/8
- 11、《跨境电商-行业红利加速释放 出口格局初步成型 进口仍处起步阶段》2015/10/11
- 12、《跨境通-高增长符合预期 规模导向及新业务投入致净利率略降》2015/10/29
- 13、《跨境通-二次股权激励彰显信心, 业绩高增长预期明确》2015/11/16
- 14、《跨境通-出口业务高增长可期, 持续推进跨境电商综合生态圈建设》2015/12/12
- 15、《跨境通-环球易购上升趋势明显 持续超预期加大估值弹性》2016/2/28
- 16、《跨境通-业绩高增长符合预期 跨境电商生态圈建设持续推进》2016/4/21
- 17、《跨境通-阵痛调整修炼内功 定增获批助力高成长延续》2016/8/10
- 18、《跨境通-短期优化调整无碍全年高成长 定增落地有望加快生态圈建设》2016/8/30
- 19、《跨境通-全年高成长确定性高 拟发债再融资持续推进生态圈建设》2016/10/25
- 20、《跨境通-拟收购优壹电商+百伦 夯实“出口+进口”全产业链布局》2016/12/10
- 21、《跨境通-加强进口供应链端布局 业绩高成长性可期》2017/1/10
- 22、《跨境通-优化背景下 Q4 增速略有下滑 改革效果有望在一季度逐步显现》2016/2/28
- 23、《跨境通-调整优化效果有望逐步显现 资金到位资源整合将持续推进》2017/3/17
- 24、《跨境通-精细化管控致收入增速放缓 净利润保持高速增长》2017/4/28
- 25、《跨境通-股权结构进一步理顺, 前海帕拓逊利益绑定促共赢》2017/06/29
- 26、《跨境通-精细化背景下 Q2 业绩如期提速 激励机制完善促共赢》2017/08/21
- 27、《跨境通-自营延续 Q2 快速增长趋势 精细化调整导致三方平台放缓》2017/10/23
- 28、《跨境通-环球内部机制理顺 四次股权激励启动》2017/11/13
- 29、《跨境通-收购前海帕托逊剩余 10%股权 发展潜力进一步加强》2018/1/15
- 30、《跨境通-贸易战影响甚微, L2 管理层构建完成 18Q1, 业绩保持高速增长》2018/3/25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1908	5567	7664	10497	13053
现金	516	1493	2241	3247	3707
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	272	561	896	1561	2223
其它应收款	43	150	246	439	646
存货	809	2573	3389	3563	4008
其他	267	790	892	1687	2469
非流动资产	1215	1542	1579	1611	1638
长期股权投资	73	45	45	45	45
固定资产	75	123	167	204	236
无形资产	22	25	22	20	18
其他	1045	1349	1345	1341	1339
资产总计	3122	7108	9243	12108	14691
流动负债	1074	2356	2767	3260	4292
短期借款	189	641	800	200	200
应付账款	417	856	1080	2096	3065
预收账款	26	36	58	113	166
其他	442	824	828	851	861
长期负债	5	503	1502	1502	1502
长期借款	0	391	754	754	754
其他	5	112	748	748	748
负债合计	1079	2859	4269	4763	5795
股本	644	1429	1432	1508	1508
资本公积金	1014	2032	2032	3176	3176
留存收益	385	745	1425	2492	3918
少数股东权益	(1)	43	86	168	294
归属于母公司所有者权益	2044	4206	4889	7177	8602
负债及权益合计	3122	7108	9243	12108	14691

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(13)	(1059)	(251)	710	924
净利润	168	394	751	1293	1813
折旧摊销	15	25	25	31	36
财务费用	15	62	57	67	43
投资收益	0	(41)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(197)	(1556)	(1123)	(755)	(1090)
其它	(14)	57	68	104	152
投资活动现金流	(172)	(818)	(33)	(33)	(33)
资本支出	(26)	(81)	(63)	(63)	(63)
其他投资	(145)	(737)	30	30	30
筹资活动现金流	391	2851	1032	328	(431)
借款变动	348	983	522	(600)	0
普通股增加	433	785	2	77	0
资本公积增加	(381)	1018	0	1144	0
股利分配	(11)	(32)	(71)	(225)	(388)
其他	3	97	579	(67)	(43)
现金净增加额	207	973	748	1006	460

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3961	8537	14000	25028	36804
营业成本	1758	4410	7201	13975	20437
营业税金及附加	2	3	14	25	37
营业费用	1892	3348	5320	8510	12752
管理费用	115	220	412	726	1104
财务费用	(4)	11	57	67	43
资产减值损失	(7)	49	60	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	41	30	30	30
营业利润	204	537	967	1705	2410
营业外收入	2	5	11	11	10
营业外支出	1	5	4	4	4
利润总额	205	537	974	1712	2416
所得税	39	109	179	336	477
净利润	166	428	794	1376	1939
少数股东损益	(2)	34	43	83	126
归属于母公司净利润	168	394	751	1293	1813
EPS (元)	0.26	0.28	0.52	0.86	1.20

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	371%	116%	64%	79%	47%
营业利润	350%	163%	80%	76%	41%
净利润	403%	134%	91%	72%	40%
获利能力					
毛利率	55.6%	48.3%	48.6%	44.2%	44.5%
净利率	4.3%	4.6%	5.4%	5.2%	4.9%
ROE	8.2%	9.4%	15.4%	18.0%	21.1%
ROIC	7.3%	8.1%	12.7%	17.1%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	34.6%	40.2%	46.2%	39.3%	39.4%
净负债比率	6.1%	14.5%	16.8%	7.9%	6.5%
流动比率	1.8	2.4	2.8	3.2	3.0
速动比率	1.0	1.3	1.5	2.1	2.1
营运能力					
资产周转率	1.3	1.2	1.5	2.1	2.5
存货周转率	3.2	2.6	2.4	4.0	5.4
应收帐款周转率	12.3	20.5	19.2	20.4	19.5
应付帐款周转率	6.8	6.9	7.4	8.8	7.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.26	0.28	0.52	0.86	1.20
每股经营现金	-0.02	-0.74	-0.18	0.47	0.61
每股净资产	3.17	2.94	3.41	4.76	5.70
每股股利	0.05	0.05	0.16	0.26	0.36
估值比率					
PE	72.7	68.9	36.2	22.2	15.8
PB	6.0	6.5	5.6	4.0	3.3
EV/EBITDA	138.3	51.1	27.4	15.9	11.5

分析师承诺

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

孙好，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，8年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾1年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

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

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

公司长期评级

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

行业投资评级

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

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

重要声明

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

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