

## 纺织服装

2017年04月24日

# 跨境通 (002640)

——跨境电商龙头，双向立体生态圈领跑行业，维持买入

报告原因：强调原有的投资评级

## 买入 (维持)

市场数据：2017年04月21日

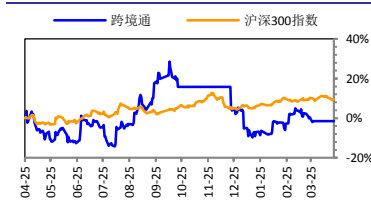
收盘价(元)	17.14
一年内最高/最低(元)	36.88/14.61
市净率	5.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	12737
上证指数/深证成指	3173.15/10314.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	2.94
资产负债率%	40.22
总股本/流通A股(百万)	1432/743
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《跨境通(002640)点评：打造双向立体跨境生态圈，持续高增长，维持买入！》  
2017/03/17

《晨会推荐 20170301》 2017/03/01

## 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

## 研究支持

唐宋媛 A0230117010003  
tangsy@swsresearch.com

## 联系人

唐宋媛  
(8621)23297818×7417  
tangsy@swsresearch.com



申万宏源研究销售服务号

## 投资要点：

- **跨境电商行业正当风口，龙头公司潜力无限。**1) 出口+进口双向驱动行业爆发。跨境出口驱动力：依托中国产品在全球的供应链优势，高性价比+高效率跨境电商成为外贸新增长点，切合“一带一路”发展规划，国家政策扶持力度大。跨境进口驱动力：替代水货迎合消费升级，是中产富裕与优质品质匮乏的必然选择。2) 行业持续高增长，空间大，龙头市占率尚低。我国跨境电商行业近年保持30%高增长，优质龙头公司增速超100%。16年跨境电商行业规模6.3万亿元（其中出口B2C逾8900亿元），龙头公司跨境通出口B2C收入近80亿元，目前市占率不足1%，我们预计未来龙头公司市占率有望达10%。近年来行业数十家公司登陆新三板，近期多家A股上市公司集中公告拟收购跨境电商公司，资本化正在路上。
- **跨境通是A股跨境电商行业第一股，目前正积极打造惠通全球的跨境双向立体生态圈。**1) 出口业务：占公司总营收94%约80亿元，是国内行业绝对龙头，目前收入主要由子公司环球易购和帕拓逊贡献。其中又以出口B2C为主，品类主要是服装+电子，销售渠道包括自有网站（服装网站：Zaful、Samydress、Rosegal等；电子网站：Gearbest）+第三方平台（Amazon、eBay、速卖通等）。其中，Gearbest获海外最受欢迎3C电子站，全球网站综合排名约300名，全球购物网站排名第46名。①全资子公司环球易购16年出口B2C收入67亿（同比增85%），其中第三方平台约25亿，自营网站约42亿，均是细分领域第一。②公司至16年底已持帕拓逊91%股权，帕拓逊主要收入来自Amazon等第三方平台，产品类别主要包括无线和蓝牙电子产品，已孵化三个基于欧美电商网络畅销品牌（如mpow）。帕拓逊16年实现收入12.9亿元（同比增177%），净利润1.14亿元（同比增158%）。2) 进口业务：公司15年8月底开始打造跨境进口业务，依托“五洲会”，搭建了覆盖自有平台+第三方平台+手机APP+O2O线下店等全渠道进口电商体系，主要销售母婴、美妆、食品、酒水等品类。16年实现收入4.2亿元，亏损5257万，16年12月已实现单月盈利。3) 近期拟对价17.9亿元收购母婴电商龙头优壹电商100%股权。优壹电商是国内领先的全球优品专供与电商贸易综合服务商，主要合作包括达能、雀巢、蒙牛、辉瑞、恒天然等世界500强知名企业。16年收入20亿元（同比增26%），其中达能系占比80%（主要是诺优能、爱他美和牛栏等奶粉），扣非净利润约1亿元（同比增45%），预计未来有望保持30-50%增长。
- **跨境通已形成明显五大优势+三大战略方向，龙头优势不断夯实。**1) 原有业务持续高增长领跑，每年均有新业务扩大版图。公司原有业务内生增长强劲，驱动力来自扩品类（由服装+电子继续向家居家电延伸）+扩地区（由欧美优势地区向一带一路沿线延伸）。16年新业务出口B2B起步，17年快速增长。2) 公司核心竞争力在于，大数据运营能力强+规模优势+团队优秀+供应链管理精细+资本市场先发优势。截止16年底，公司自营平台注册用户超7000万，月均活跃用户超1500万，月均访问量超1.3亿次；长期合作服装供应商超800家，3C电子供应商超1300家。3) 战略布局平台化+本地化+移动化提升终端销售。3C电子网站Gearbest有望打造海外“京东”平台，17年将加强10多个小语种站点建设，16年底主要自有网站均已推出App，显著提升移动端流量。今年公司将更注重免费流量导入，加强数据化营销以达到精准营销效果，服装Zaful网站流量已明显恢复。
- **跨境电商作为优势行业，空间大，潜力足，公司作为A股唯一跨境电商稀缺整合平台，内生增速超100%，业绩高歌猛进。**预计公司17年有望实现收入180亿，归母净利润近8亿元，收入和净利润增速均超100%。若不考虑本次并购，主业PE为31倍，PS为1.36倍。预计优壹电商17年收入30亿，净利润1.5亿，考虑并购优壹，备考归母净利润有望达9.5亿元，对应PE仅28倍，PS为1.25倍，增长高，估值低。近期多个跨境电商公司被并购，有望增强市场对高成长的跨境电商行业的关注度，维持“买入”评级！我们认为参考电商行业可比公司，可给公司17年2倍PS，18年30倍PE，目标价25元，尚有45%空间。

## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,961	8,537	18,426	29,673	41,020
同比增长率(%)	370.51	115.53	115.84	61.04	38.24
净利润(百万元)	168	394	792	1,193	1,496
同比增长率(%)	403.41	133.84	101.13	50.63	25.40
每股收益(元/股)	0.26	0.28	0.55	0.83	1.05
毛利率(%)	55.6	48.3	42.8	42.0	42.7
ROE(%)	8.2	9.4	16.1	19.5	19.7
市盈率	66	62	31	21	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

跨境电商行业空间大，潜力足，公司是 A 股跨境电商龙头，内生业绩增速超 100%，且已基本完成生态链生态圈布局，优势明显发展潜力巨大，维持买入。我们预计 17-19 年 EPS 为 0.55/0.83/1.05 元，对应 PE 为 31/21/17 倍，17 年 PS 为 1.36 倍。若考虑本次拟以 17.9 亿元并购优壹电商，完成后备考归母净利润有望达 9.5 亿元，对应 17 年 PE 仅 28 倍，PS 为 1.25 倍。公司增长高，估值低，维持买入，目标价 25 元！

### 关键假设点

公司业务布局完善，出口+进口，B2C+B2B 构建跨境双向立体生态圈，老业务稳步发展，每年积极拓张新业务，有望持续实现收入利润的高增长。

(1) 环球易购传统业务出口 B2C 仍保持高增长，新业务进口 B2C 和出口 B2B 崭露头角，预计环球易购子公司收入增长翻番。16 年出口 B2C 收入 67 亿元，预计 17 年有望达到 126 亿元；16 年进口 B2C 收入 4.2 亿元，17 年有望达 20 亿元，且进口今年有望实现盈利；出口 B2B 收入 17 年有望达到 10 亿元。(2) 帕拓逊子公司依托亚马逊渠道和自有品牌继续保持高增长。16 年收入近 13 亿元，17 年收入有望达到 26 亿元，同比增长 100%，毛利率继续保持稳健。(3) 优壹母婴电商龙头地位夯实，保持高增长，完成并购后 17 年有望并表。优壹 16 年收入 20 亿元，扣非净利润 1 亿元；17 年收入有望达到 30 亿元，净利润达到 1.5 亿元，同比增长 50%。

### 有别于大众的认识

1、我们认为行业增长快，空间大，国外电商目前的发展阶段类似中国电商前几年刚起步时，渗透率较低，流量红利显著。1) 国际电商巨头亚马逊的第三方平台业务 GMV 为 1000 多亿美元，增速 43%；阿里巴巴旗下的全球跨境电商出口平台速卖通 GMV 约为 100 多亿美元，增速 20%多；全球知名的电商龙头 ebay 的 16 年零售平台 GMV 约 800 亿美元，低个位数增长。中国卖家依托第三方平台快速发展，成为发展重要力量。2) 自营平台发展迅速，第三方平台还受制于平台政策，自营平台的壁垒更高、空间更大。跨境自营网站的直接对手是国外本地垂直电商网站，如服装领域的 ASOS, Boohoo 等。跨境通自营网站销售占比 65%，Gearbest、Zaful 等网站客户口碑越来越好，复购率逐年提高，在欧美渐成品牌效应，充分体现了公司的竞争壁垒。

2、跨境电商公司资本化进程在加快，且目前国家对跨境出口电商政策上持支持态度。跨境通是我国跨境电商规模最大、业务布局最全面的公司，很多新三板公司相当于其一个业务版块。近期 A 股公司纷纷推行业内并购方案，华鼎拟收购通拓，天泽信息和新华锦分别与有棵树和爱淘城签订收购协议框架。跨境通在产业链上布局多年，投资项目遍布渠道卖家、物流、金融支付、推广营销、进口供应链等，基本完成产业生态链布局。

3、公司基本面继续好转，业绩有望逐季回升。跨境通收入从 16Q4-17Q2 有望达到 60%/70%/100%增长。16 年服装站遇到问题逐渐调整，今年引入专家人才，利用免费流量等方式，服装站已明显转好，Zaful 网站 17 年以来流量上升 40%多。在中国出口 B2C 公司中，跨境通是第三方平台亚马逊、速卖通、ebay 上最大的卖家，Gearbest 是 3C 类垂直电商绝对的行业第一，服装多个网站加总也是行业第一。且今年加强移动化+本地化+社区化战略成效显著，Zaful 的 app 今年开始推广，在购物类 App 下载排名均靠前：美国排 24，加拿大排 18，澳大利亚排 14，欧洲和中东地区排名靠前。

### 股价表现的催化剂

1) 服装站流量回升，业绩逐季向好；2) 同业并购案增多，提升市场对跨境电商关注度。

### 核心假设风险

1) 跨境电商政策变动风险；2) 全球贸易环境风险

## 目录

<b>1. 喜迎政策东风，一带一路领衔跨境电商互通全球</b> .....	<b>9</b>
1.1 核心逻辑：出口替代外贸性价比高，进口替代水货迎合消费升级....	9
1.2 出口跨境电商：效率为王，以销定产模式终将替代传统外贸 .....	13
1.3 进口跨境电商：替代水货，是消费升级的必然选择 .....	15
1.4 格局趋势：自营平台+第三方渠道各有千秋，行业资本化正当时 ...	19
<b>2. 跨境通：行业龙头构建惠通全球的跨境双向立体生态圈</b> ..	<b>21</b>
2.1 跨境电商真正龙头，B2C 端各渠道销售规模均排名第一 .....	21
2.2 出口业务：服装回暖，电子热卖，“欧洲京东”继续发力 .....	23
2.3 已收购帕拓逊九成股权，看好极致单品 Mpow 等口碑品牌大爆发 .	32
2.4 进口业务：五洲会+优壹电商融合互补，产业协同未来看点多多 ...	35
2.5 拟收购优壹电商，布局供应链增强母婴进口等垂直领域实力 .....	38
2.6 整合产业链优势资源，构建跨境双向立体生态圈.....	43
2.7 管理层股权激励到位，业绩对赌提升股价安全边际 .....	46
<b>3. 从海外巨头与新兴力量再思考跨境电商行业：空间与潜力</b> 47	
3.1 大而美：平台型公司“造桥修路，设卡收税”，空间大 .....	47
3.1.1 亚马逊：全球最大跨境电商平台，业务不断拓展且增长迅速 .....	47
3.1.2 速卖通：阿里巴巴旗下跨境出口平台，行业增长引擎动力充足 .....	48
3.1.3 Ebay：全球电商龙头，布局基本完成，提升平台服务质量.....	50
3.2 小而精：自营型公司“设计生产，溢价卖出”，潜力强 .....	51
3.2.1 海翼股份：研发不断创新，Anker 品牌知名度高粉丝多 .....	51
3.2.2 有棵树：深耕全球供应链搭建，跨境电商有棵树向阳生长 .....	52
3.2.3 傲基电商：跨境出口欧洲的电商行业龙头，致力于拓展自有品牌 .....	53
3.2.4 通拓科技：A 股跨境电商第二股，位列第三方平台卖家第一梯队.....	54
3.2.5 爱淘城：跨境电商出口 B2C 综合服务商，海外仓布局是核心优势 .....	55
<b>4. 跨境通持续领跑行业，A 股跨境平台朝阳在彼岸</b> .....	<b>56</b>
4.1 大数据+品牌+规模+供应链，四轮驱动构建核心竞争力 .....	56
4.2 未来看点：战略协同+细分品类渗透+平台化+移动端发力 .....	58
<b>5. 财务分析与盈利预测</b> .....	<b>60</b>
5.1 财务分析 .....	60
5.2 盈利预测 .....	62

## 图表目录

图 1: 中国跨境电商发展历程 .....	10
图 2: 跨境电商贸易宏观格局图 .....	11
图 3: 跨境电商增速远高于进出口 .....	11
图 4: 跨境电商复合增速高于国内电子商务 .....	11
图 5: 跨境电商贸易占进出口比重逐年提升 .....	11
图 6: 跨境电商进出口增速远高于进出口总额增速 .....	11
图 7: 跨境电商政策性区域始于 2012 年 .....	12
图 8: 出口跨境电商贸易宏观格局图 .....	13
图 9: 跨境电商出口总额近五年持续增长 .....	14
图 10: 跨境电商出口 B2C 占比逐年提高 .....	14
图 11: 跨境电商出口 B2C 近五年高速增长 .....	14
图 12: 跨境电商出口 B2B 近五年持续增长 .....	14
图 13: 进口跨境电商贸易宏观格局图 .....	16
图 14: 跨境电商进口 B2C 占比逐年提高 .....	16
图 15: 跨境电商进口总额近五年持续增长 .....	17
图 16: 跨境电商进口 B2B 近五年持续增长 .....	17
图 17: 跨境电商进口 B2C 近五年持续增长 .....	17
图 18: 跨境电商进口 C2C 近五年持续增长 .....	17
图 19: 跨境电商行业格局图 .....	19
图 20: 网易考拉居进口 2C 端行业首位 .....	20
图 21: 阿里巴巴居出口 2B 端行业首位 .....	20
图 22: 跨境通“进口+出口+供应链服务”业务格局 .....	21
图 23: 跨境通发展历程图 .....	22
图 24: 环球易购+前海帕拓逊收入高速增长 .....	22
图 25: 环球易购+前海帕拓逊收入净利润高速增长 .....	22
图 26: 跨境通出口 B2C 业务模式图 .....	23
图 27: 跨境通旗下重要网站流量以 direct 为主 .....	24
图 28: 跨境通主要网站注册用户数快速上升 .....	25
图 29: 跨境通主要网站月活跃用户数快速上市 .....	25

图 30: Zaful 网站用户特征.....	25
图 31: Zaful 流量者主要分布于北美、西欧和东亚.....	26
图 32: Zaful 流量前十名国家 .....	26
图 33: Zaful 日均 IP 数近期稳定上升 .....	26
图 34: Zaful 全球月平均排名上升显著 .....	26
图 35: Zaful 在北美苹果商城购物类 APP 排名走势图 .....	27
图 36: Sammydress, Zaful, Rosegal 和 Dresslily 苹果商城 APP.....	27
图 37: Gearbest 用户特征 .....	28
图 38: Gearbest 流量主要分布于亚、欧、美、澳 .....	28
图 39: Gearbest 流量前十名国家.....	28
图 40: Gearbest 日均 IP 数长期上升.....	28
图 41: Gearbest 官网全球排名较高 .....	28
图 42: Gearbest 苹果商城 APP .....	29
图 43: Gearbest 在欧洲主要国家苹果商城购物类 APP 下载量排名走势图.....	29
图 44: 跨境通跨境出口 B2B 业务流程图 .....	31
图 45: Chinabrands 出口产品品类丰富 .....	32
图 46: 前海帕拓逊业务模式.....	33
图 47: 前海帕拓逊业绩翻多倍增长 .....	33
图 48: 前海帕拓逊毛利率和净利率较稳定.....	33
图 49: 前海帕拓逊旗下 MPOW 网站 .....	34
图 50: 前海帕拓逊蓝牙耳机产品结构图 .....	34
图 51: 五洲会发展历程图 .....	35
图 52: 五洲会线上网店.....	36
图 53: 五洲会线下全球购精品生活馆.....	36
图 54: 五洲会业务模式图 .....	36
图 55: 五洲会营销、供应链情况.....	36
图 56: 五洲会保税进口业务流程图 .....	37
图 57: 五洲会五大仓库共 5 万平方米.....	37
图 58: 五洲会单店合作政策.....	38
图 59: 优壹电商多渠道经销模式.....	39
图 60: 优壹电商营业收入持续高增长情况.....	40

图 61: 优壹电商毛利率持续提升 .....	40
图 62: 优壹电商多元渠道销售 .....	40
图 63: 优壹电商综合化数字营销方案详解 .....	41
图 64: 优壹电商一站式物流服务详解 .....	41
图 65: 中国母婴用品整体交易规模持续提升 .....	42
图 66: 中国母婴用品线上交易规模快速提升 .....	42
图 67: 优壹电商主营产品多为国际大牌 .....	43
图 68: 跨境通投资并购布局跨境产业链各环节 .....	45
图 69: 跨境通构筑跨境电商综合生态圈 .....	45
图 70: 亚马逊盈利模式 .....	47
图 71: 亚马逊第三方平台业务占比 22% .....	47
图 72: 亚马逊跨境业务全球扩张版图 .....	47
图 73: 亚马逊自营与三方佣金收入持续增长 .....	48
图 74: 亚马逊第三方卖家 GMV 增速快于自营 .....	48
图 75: 阿里巴巴集团收入结构图 .....	49
图 76: 全球速卖通经营模式 .....	49
图 77: 阿里国际零售 (主要是速卖通) 收入持续增长 .....	50
图 78: 速卖通 15 年 GMV 84 亿美元, 同比增长 27% .....	50
图 79: Ebay 各业务板块收入情况 .....	50
图 80: Ebay 16 年零售平台业务收入 61 亿美元 .....	51
图 81: Ebay 16 年零售平台 GMV 为 794 亿美元 .....	51
图 82: 海翼股份 16 年销售收入、净利润成倍增长 .....	52
图 83: 海翼股份 16 年毛利率、净利率持续走高 .....	52
图 84: 有棵树 16H1 营业收入 11 亿, 同比上涨 320% .....	53
图 85: 有棵树 16H1 净利润 2957 万, 同比上涨 661% .....	53
图 86: 有棵树 16H1 销售费用率为 27.5% .....	53
图 87: 有棵树 16H1 年毛利率 36%, 净利润率 2.7% .....	53
图 88: 傲基电商 16 年营收 22 亿, 同比增长 144% .....	54
图 89: 傲基电商 16 年毛利率 58%, 净利润率 5.8% .....	54
图 90: 通拓科技 16 年净利润 1.27 亿, 同比增长 182% .....	55
图 91: 通拓科技 16 年净利润率 5.8%, 高出 15 年 2.4pct .....	55

图 92: 爱淘城 15 年营收 1.6 亿, 同比增长 35%.....	56
图 93: 爱淘城 15 年毛利率 45.6%, 净利润率 8.0%.....	56
图 94: 前海帕拓逊旗下香薰机收获 2017 德国 IF 奖.....	57
图 95: 前海帕拓逊旗下蓝牙耳机荣膺 2017 德国红点奖.....	57
图 96: 跨境通四大优势推动四大趋势不断前进.....	58
图 97: “一带一路”沿线跨境电商市场潜力巨大, 增势迅猛.....	59
图 98: 跨境通跨境出口垂直平台化, 企业自赋流量.....	60
图 99: 跨境通移动终端 App 建设, 紧握网购新潮流.....	60
图 100: 跨境通 16 年管理费用率 2.6%.....	61
图 101: 跨境通 16 年毛利率 48.3%, 净利率 5%.....	61
图 102: 跨境通各板块收入高速发展, 环球易购+帕拓逊 17 年收入同比增长超 100%.....	62
图 103: 我们预计环球易购出口 B2C 保持高增长, 新业务爆发.....	63
表 1: 互通全球已经成为政商两界的发展共识.....	9
表 2: 政策性区域进出口模式情况及特色.....	12
表 3: 近些年全球范围内新增买家数最多国家.....	14
表 4: 我国跨境电商出口税收政策.....	15
表 5: 我国跨境电商进口税收政策.....	17
表 6: 我国新三板行业资本化正当时.....	20
表 7: 跨境通旗下重要网站.....	24
表 8: 跨境通旗下在苹果商城重要 APP 更新情况.....	24
表 9: 跨境通主要经营数据向好.....	25
表 10: 前海帕拓逊自有品牌亚马逊搜索结果.....	30
表 11: 跨境通定增资金 4 亿元专项用于电商出口 B2B.....	31
表 12: 前海帕拓逊 Mpow 旗下蓝牙耳机与无线鼠标基本情况.....	34
表 13: 跨境通跨境进口电商平台搭建明细.....	35
表 14: 优壹电商分类产品多渠道销售并以母婴产品为主 (百万元).....	39
表 15: 优壹电商 16 年前五大客户和供应商情况.....	42
表 16: 跨境通跨境电商投资并购综合布局.....	44
表 17: 跨境通股权激励精准到位, 安全边际高。.....	46
表 18: 跨境通股权结构情况.....	46

表 19: 亚马逊 2016 年测算 GMV 1079 亿, 同比增长 33%.....	48
表 20: 跨境电商行业各公司 16 年营业收入及净利润变动情况 .....	60
表 21: 跨境通各品类产品销售占比及毛利率 .....	61
表 22: 跨境通 15、16 年销售费用占营业收入比率.....	61
表 23: 行业可比公司估值表.....	63
表 24: 跨境通收入拆分表 .....	63
表 25: 跨境通盈利预测.....	35



# 1. 喜迎政策东风，一带一路领衔跨境电商互通全球

跨境电商切合“一带一路”的发展战略，助力中国搭建一个自由、开放、通用、普惠的全球贸易平台。跨境电商以其优势的信息通讯便利，为“一带一路”国家的消费品制造商、贸易商、消费者提供全方位、多层次、多角度的互动式商贸服务。以最低的成本、最高效的渠道，促进“一带一路”国家的国际贸易深化，达到物流、信息流和商流的高度融合。不仅激发了中国制造业的新活力，又能满足海外大量的需求，从近两年政商届高层的频繁提及和政策的不断出台中也能佐证。

表 1：互通全球已经成为政商两界的发展共识

政界：跨境电商			商界：eWTP		
时间	来源	内容	时间	来源	内容
2015	发改委	《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》文件阐述，要发展跨境电子商务等新的商业业态。	2014	世界互联网大会	你的眼光看的是全中国，就是做全中国的生意；你的眼光看到的是全世界，就是做全世界的生意。
	2015 政府工作报告	实施培育外贸竞争新优势的政策措施，促进加工贸易转型，发展外贸综合服务平台和市场采购贸易，扩大跨境电子商务综合试点。			
	李克强	跨境电商不是简单的“国内老百姓买国外商品”，大量的是企业进出口业务，是用“互联网+外贸”实现“优进优出”。视察聚美优品：跨境电商的好政策要立即实施、立竿见影。			
2016	2016 政府工作报告	推进边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合作区建设。坚持共商共建共享，使“一带一路”成为和平友谊纽带、共同繁荣之路。	2016	马云	在博鳌亚洲论坛上正是提出 eWTP (Electronic World Trade Platform, 世界电子贸易平台)
	李克强	跨境电子商务综合试验区不是政策洼地，而是制度高地。试验的核心，是监管模式的创新和发展模式的创新。			
	G20	跨境电商首次进入 G20 议程。eWTP 被写入公报第 30 条。		G20	建议 G20 “建立促进跨境电商领域公私对话的 eWTP”。
2017	2017 政府工作报告	完善促进外贸发展措施，新设 12 个跨境电子商务综合试验区，进出口逐步回稳。	2017	马云	马云和马来西亚总理纳吉布宣布建设马来西亚“数字自由贸易区”，系中国以外第一个 eWTP “试验区”。

资料来源：中国政府网，G20 峰会工作报告，阿里研究院，eWTP 2017 年度报告，申万宏源研究

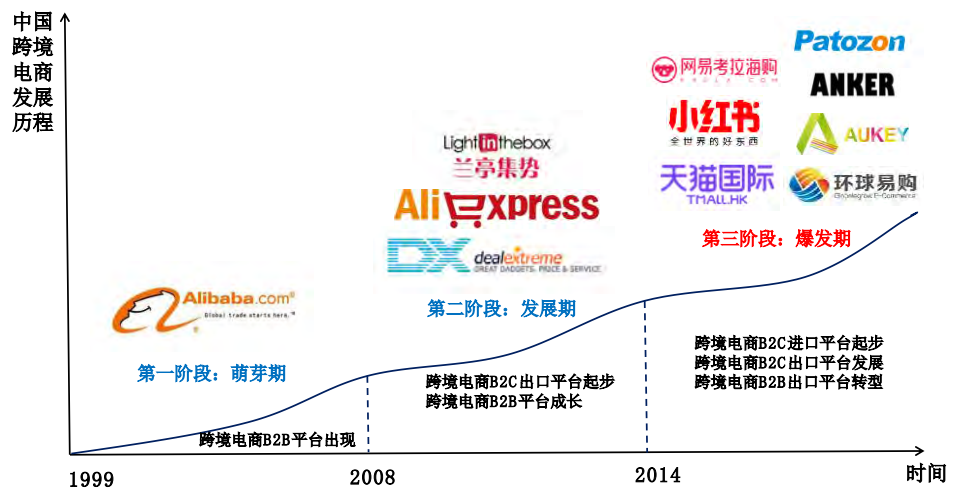
## 1.1 核心逻辑：出口替代外贸性价比高，进口替代水货迎合消费升级

### 1.1.1 历史现状：从信息中介到交易主体，跨境电商已步入高速爆发期

历史变迁：历经时代变革，跨境电商行业已步入爆发期。1) 萌芽期：跨境电商发展起步于九十年代，多以信息中介为主。以阿里巴巴国际为代表，主要是为中小企业提供信息

展示、交易撮合等基础服务。2) 发展期：21 世纪初迎来跨境电商第一波红利，平台撮合贸易颠覆传统贸易方式。以 DX、兰亭集势、速卖通为代表，跨境电商发展使得国际贸易主体，贸易方式发生变化，大量中国中小企业开始深度参与。3) 爆发期：行业监管不断完善，高效低成本贸易方式倍受青睐。监管制度创新使得跨境电商进口迅速发展，以天猫国际、网易考拉、小红书等为代表。出口方面，一般外贸放缓，跨境电商出口因其便捷，高效和低成本优势持续高增长，以环球易购，前海帕拓逊，傲基电商，海翼电商为代表。

图 1：中国跨境电商发展历程



资料来源：阿里研究院，申万宏源研究

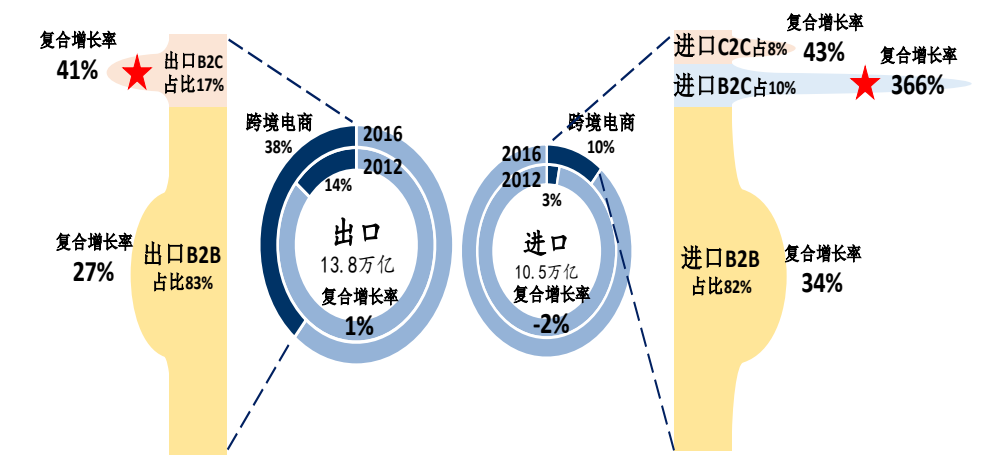
**发展现状：行业确定性高增长已被多维度数据证实，预计未来仍将持续 3-5 年。**

1) 跨境电商交易规模突破 6 万亿，近四年复合增速 33% 远高于进出口增速 0%。近四年来，跨境电商交易规模年复合增长率为 33% 至 6.3 万亿元，其中跨境出口复合增长率为 29% 至 5.2 万亿元，跨境进口复合增长率为 38% 至 1.1 万亿元；同期进出口总额复合增长率为 0%，其中出口为 -2%，进口为 1%，远低于跨境电商增速。

2) 跨境电商占进出口总额比例 26% 且不断提升，其中跨境出口占出口总额提升最快。总量上看，2016 年跨境电商占进出口总额达 26%，其中跨境电商出口占出口总额 38%，跨境电商进口占进口总额 10%，依据阿里研究院预计，2020 年跨境电商贸易占比有望达到 38%。

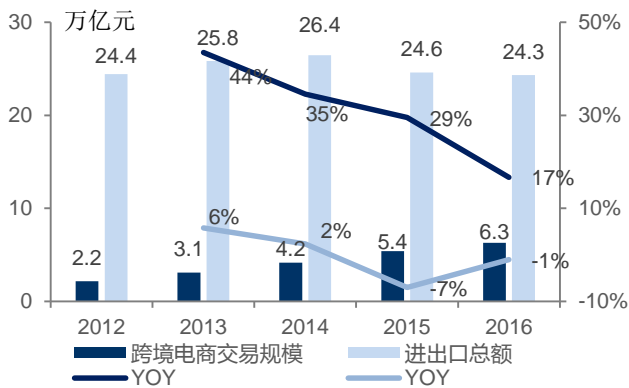
3) 跨境电商增速 33% 高于国内电子商务增速 24%。近五年电子商务年复合增长率为 24%，低于跨境电商 33% 的增速。

图 2：跨境电商贸易宏观格局图



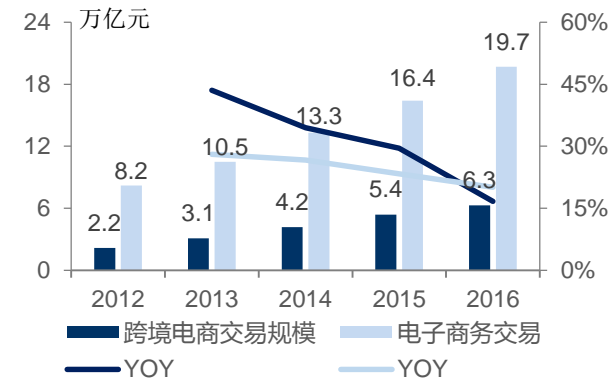
资料来源：商务部，海关总署，国家统计局，中国电子商务研究中心，申万宏源研究  
注：图中 CAGR 依据近五年数据计算

图 3：跨境电商增速远高于进出口



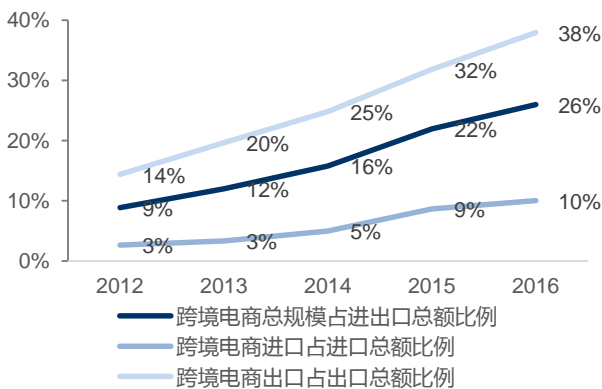
资料来源：商务部，海关总署，国家统计局，艾瑞咨询，艾媒咨询，阿里研究院，申万宏源研究

图 4：跨境电商复合增速高于国内电子商务



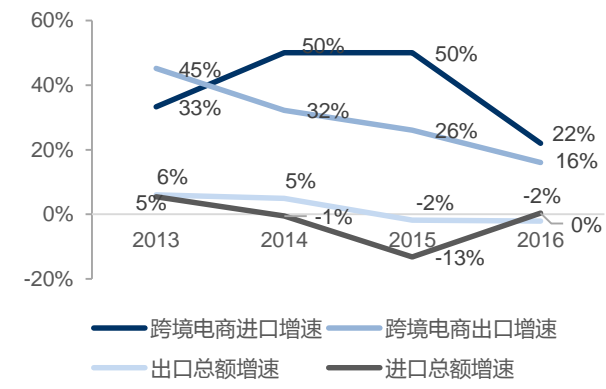
资料来源：商务部，海关总署，国家统计局，艾媒咨询，阿里研究院，智研咨询，申万宏源研究

图 5：跨境电商贸易占进出口比重逐年提升



资料来源：商务部，海关总署，国家统计局，艾瑞咨询，艾媒咨询，阿里研究院，申万宏源研究

图 6：跨境电商进出口增速远高于进出口总额增速

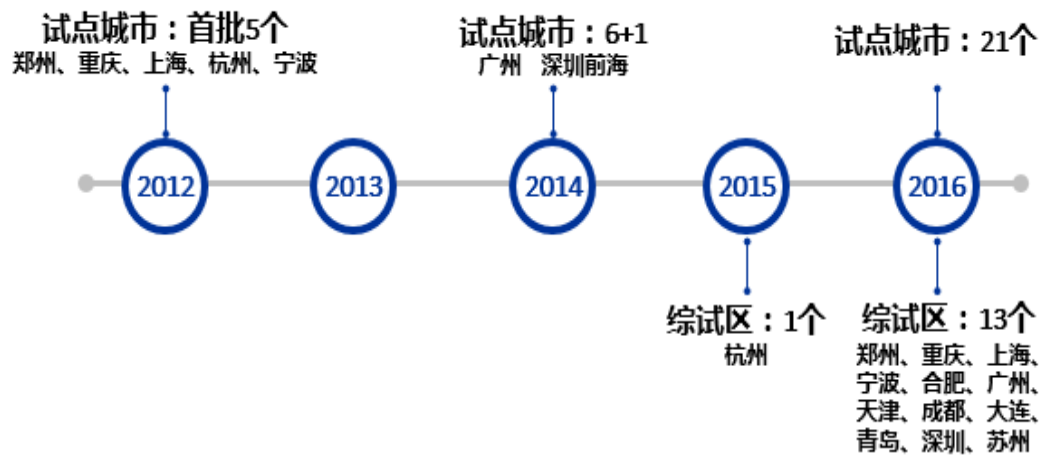


资料来源：商务部，海关总署，国家统计局，艾媒咨询，阿里研究院，智研咨询，申万宏源研究

### 1.1.2 政策红利：“综试区+试点城市”齐头并进，政策加码催生行业大发展

**试点政策：“综试区+试点城市”两种模式，政策红利带动行业踏上新征程。**我国跨境电商采用两种试点模式：**跨境电商综合试验区（国务院牵头）+跨境电商试点城市（海关总署牵头）**。两种试点模式均处于探索期，政策多由试点当地政府以自下而上探索，核心目的在于规范行业和提高行政效率。综试区是试点城市的升级版，地位高于试点城市。总理李克强亲自敲定了首个杭州综试区——中国（杭州）跨境电子商务综合试验区。

图 7：跨境电商政策性区域始于 2012 年



资料来源：中国政府网，海关总署，申万宏源研究

首个杭州综试区摸索出以“单一窗口”为核心的“六大体系、两大平台”模式。1) “单一窗口+综合园区”齐发力，加速通关流程。线上单一窗口是指海关、检验检疫、外汇管理、国税、工商、物流、金融等部门数据申报、处理、进度提示集中在同一平台。如杭州的www.singlewindow.gov.cn，实现“一次申报、一次查验、一次放行”；线下“综合园区”是指“一区多园”模式，例如杭州综试区建成了上城、余杭等 13 个跨境电商园区，总面积达 323 万平方米，入驻企业 2188 家。2) 构筑“信息共享+金融服务+智能物流+电商信用+统计监测+风险防控”六大配套体系。该体系打通各监管主体，实现了服务、评价、监管的全面电子化。3) 杭州综试区共出台 86 条制度创新清单，55 项创新政策，积累宝贵经验。

表 2：政策性区域进出口模式情况及特色

	综合试验区	试点城市	特色平台	一般出口	保税出口	直邮进口	保税进口
上海	※	※	跨境通	※		※	※
杭州	※	※	跨境一步达	※	※	※	※
宁波	※	※	跨境购	※		※	※
重庆	※	※	e 点即成	※	※	※	※
郑州	※	※	e 贸易	※	※	※	※
广州	※	※	状元谷	※	※	※	※
深圳	※	※		※	※	※	※
苏州	※	※		※	※	※	※
青岛	※	※		※		※	※

	综合试验区	试点城市	特色平台	一般出口	保税出口	直邮进口	保税进口
天津	※	※		※	※	※	※
合肥	※			※		※	※
成都	※			※	※	※	※
大连	※			※		※	※

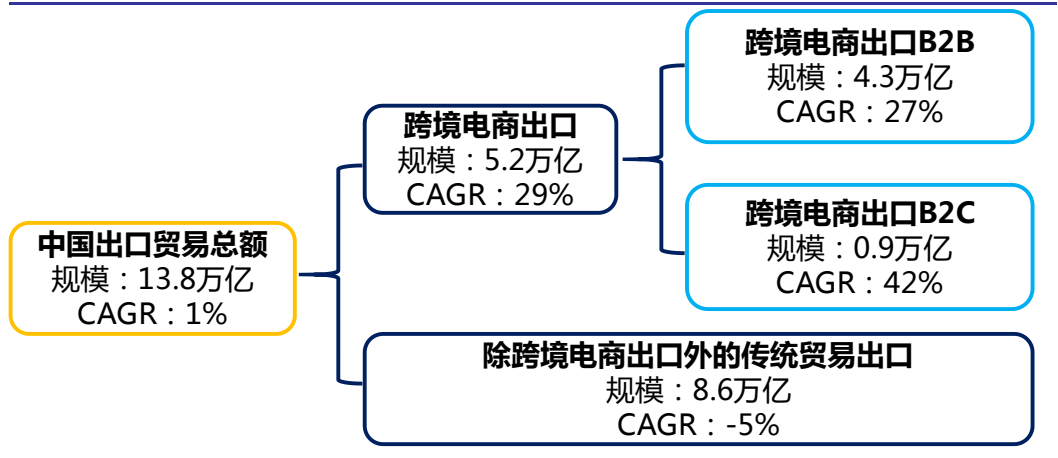
资料来源：各综合试验区网站平台，各试点城市地方政府网站，艾瑞咨询，申万宏源研究

**规范性与提效性政策：跨境电商规范与推动并行，近些年规范型政策与提效型政策不断落地。**1) **规范性政策保障行业健康发展。**国务院、海关总署先后出台文件明确了跨境电商出口的企业特征，界定监管界限；在鼓励跨境出口同时，逐步摸索跨境进口监管之法，严厉打击刷单逃税等行为。2) **提效性政策促使行政效率提高。**除了试点政策外，国家还积极推动跨境结算和通关业务，外管局开设支付试点，海关启用 365 天×24h 通关工作安排，并积极鼓励企业建立海外仓储，增强我国跨境出口实力。

## 1.2 出口跨境电商：效率为王，以销定产模式终将替代传统外贸

**B2C +B2B 两种出口方式，跨境电商一洗传统外贸低迷之风。**跨境电商出口业务分为两种，一种为**跨境出口 B2C 业务**，即国内商家将商品通过自有电商平台或第三方电商平台直接售卖给海外消费者，主要有平台型企业 Amazon，速卖通，自营型企业环球易购等；一种是**跨境出口 B2B 业务**，即国内贸易商将商品通过自有电商平台或第三方电商平台售卖给海外经销商，海外经销商再通过各种渠道销售的消费者手中，主要企业有阿里巴巴国际站、敦煌网等。近两年来，传统出口持续低迷负增长，而跨境电商出口贸易却以 24% 的复合增速一洗出口低迷之风。

图 8：出口跨境电商贸易宏观格局图



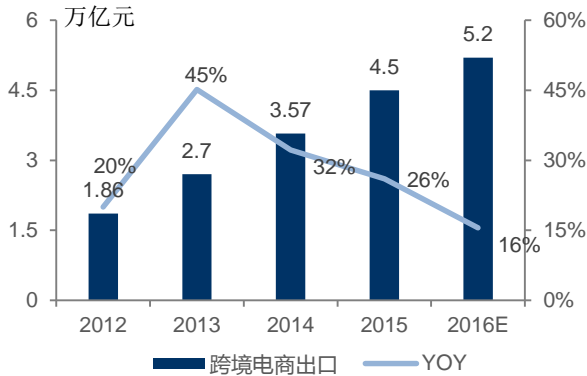
资料来源：商务部，海关总署，国家统计局，中国电子商务研究中心，申万宏源研究

注：图中 CAGR 依据近五年数据计算

**传统外贸持续低迷，跨境电商出口异军突起，B2C 业务表现尤其亮眼。**1) **跨境电商出口规模 5.2 万亿，出口 B2C 增速 42% 快于出口 B2B 增速 27%。**近五年跨境电商出口规模 CAGR 为 29% 至 5.2 万亿元，其中跨境出口 B2B 复合增速为 27% 至 4.3 万亿元，跨境出口 B2C 复合

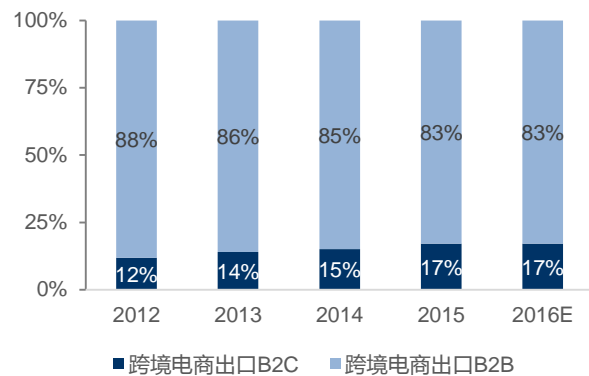
增速为 43%至 8900 亿元，表现亮眼。2) 出口 B2B 业务占八成，出口 B2C 业务占比提升快。2016 年跨境出口 B2B 与 B2C 占比分别为 83%和 17%，跨境出口 B2C 的占比近五年逐年提升，增速也超过出口 B2B 业务。

图 9：跨境电商出口总额近五年持续增长



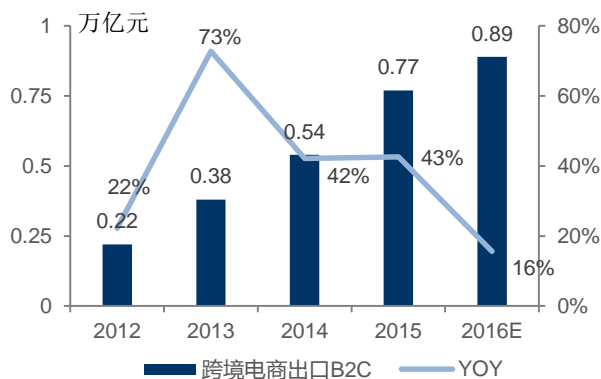
资料来源：中国电子商务研究中心，申万宏源研究

图 10：跨境电商出口 B2C 占比逐年提高



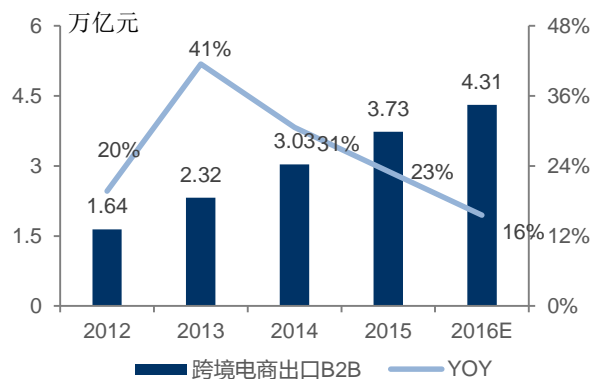
资料来源：中国电子商务研究中心，申万宏源研究

图 11：跨境电商出口 B2C 近五年高速增长



资料来源：中国电子商务研究中心，申万宏源研究

图 12：跨境电商出口 B2B 近五年持续增长



资料来源：中国电子商务研究中心，申万宏源研究

国内卖家主要集中在江浙广深等沿海地区，产品主要为电子 3C 类和服装，主要销往欧美等发达地区，小语种国家布局是未来看点。依据中国电子商务研究中心统计，2015 年我国跨境电商出口卖家集中在广东（25%）、浙江（17%），江苏（12%）等地区，主要产品为 3C 电子（38%）、服饰服装（10%）、户外用品（8%）等，主要出口国家为美国（17%），欧盟（16%）等。近些年来，随着新兴市场网购习惯不断养成，跨境电商的需求空间逐步加大，未来在具有一定基础设施和政策支持的巴西，俄罗斯等地区，将迎来大发展。

表 3：近些年全球范围内新增买家数最多国家

排名	1	2	3	4	5
新增买家数最多国家	俄罗斯	美国	巴西	西班牙	法国
排名	6	7	8	9	10
新增买家数最多国家	加拿大	乌克兰	印度	英国	意大利

资料来源：阿里研究院，申万宏源研究

**跨境电商出口高速增长内在机理：供应商，消费者和监管者三方共赢，政策东风迎来发展黄金时期。**有别于传统一般贸易出口，跨境电商出口有着使各个参与者均受益的特点。**1) 从厂商的角度来看，以销定产风险小收益高。**以销定产模式规避了大单生产采购风险，平台与客户信息流的互通使得营销推广转化率大幅提升；**2) 从海外消费者角度来看，性价比最高。**以跨境电商方式购买中国制造，性价比最高，因为在周边实体店购买的商品大多数也是中国制造品。**3) 从政府监管者角度来看，监管最有效。**传统出口贸易疲软，政府急需通过更高效率的途径来提高出口竞争力，而跨境电商模式有着天然效率高，成本低，易监管的属性，每条交易信息都备案可查，深受监管者喜爱。**4) 跨境电商出口主体被认可，政策东风迎来行业发展新契机。**2013年起，国务院牵头确定三类跨境电商出口主体，跨境电商出口身份得到认可，财政部、国税总局发布对符合条件的跨境电商零售出口适用消费税、增值税退/免税政策。**出口退/免税从 2B 端逐步延伸到 2C 端。**

表 4：我国跨境电商出口税收政策

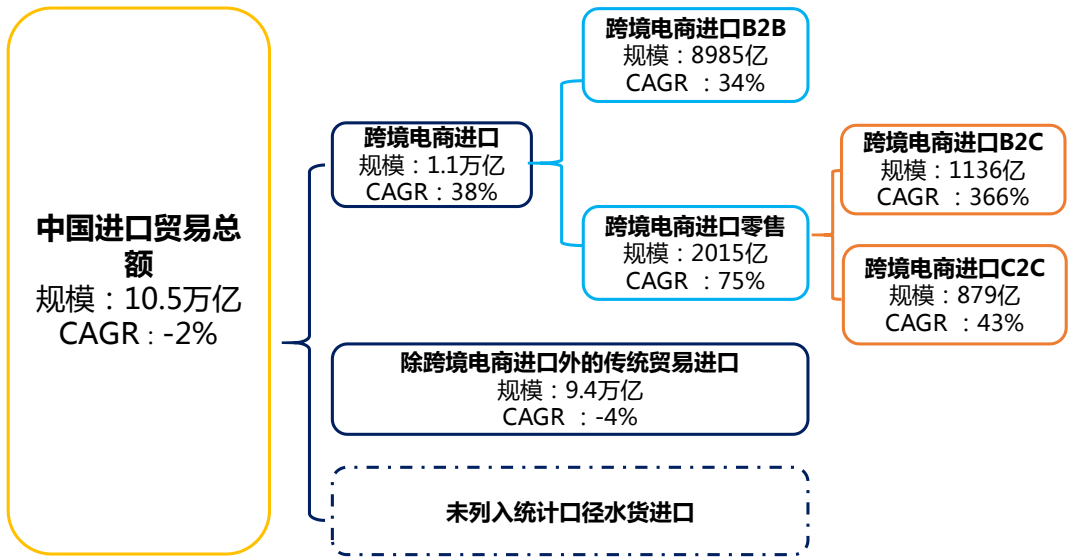
颁布时间	颁布方	文件	内容	意义
2013.2	商务部	《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》	跨境电商零售出口可享退/免税。	明确跨境电商出口退/免税
2013.12	财政部、国税总局	《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》	符合条件的电子商务出口企业和普通外贸企业一样，享受增值税、消费税退/免税政策。	
2014.4	国家税务总局	《关于外贸综合服务企业出口货物退（免）税有关问题的公告》	明确了外贸综合服务企业可作为退税主体的情形，明确了对外贸综合服务企业作为退税主体的要求	跨境出口电商身份得到认可
2015.12	财政部、国税总局	《关于中国（杭州）跨境电子商务综合试验区出口货物有关税收政策的通知》	杭州综试区企业出口货物如未取得合法有效进货凭证，符合条件的在 2016 年 12 月 31 日前试行增值税免税政策。	解决“退/免税难”
2016.7	国税总局	《出口退（免）税企业分类管理办法》修订	出口企业按纳税遵从度、信誉分为四类 一类：5 日退税（可“先退后审”） 二类：10 日，三类：15 日。 四类：20 日，且要先经过严格审核。	利好纳税遵从度高、信誉好的大规模出口

资料来源：国家税务总局，财政部，申万宏源研究

### 1.3 进口跨境电商：替代水货，是消费升级的必然选择

**B2B+B2C+C2C 模式，跨境电商进口爆发式增长高速扩张。**跨境电商进口贸易分为跨境电商进口 B2B，跨境电商进口 B2C 和跨境电商进口 C2C，后两者又时常被统称为跨境电商进口零售。**1) 跨境电商进口 B2B** 是指经销商通过平台从海外批发优质产品回国再进行分销零售，主要平台有 1688.com 等；**2) 跨境电商进口 B2C** 是指大卖家通过海外集中采购，通过直邮模式或保税模式直接在自有平台或第三方平台售卖给消费者。主要企业有五洲会等，**3) 跨境电商进口 C2C** 是指传统小 C 卖家通过海外代购方从第三方平台卖出给消费者。

图 13：进口跨境电商贸易宏观格局图

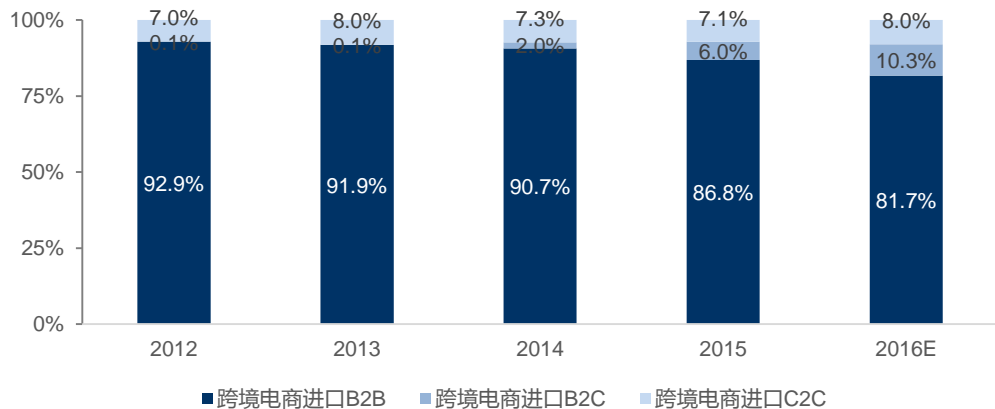


资料来源：商务部，海关总署，国家统计局，中国电子商务研究中心，申万宏源研究

注：图中 CAGR 依据近五年数据计算

消费升级+优质品匮乏带来跨境电商进口高增长，小 C 卖家以及海淘水货份额将被挤压。1) 跨境电商进口规模 1.1 万亿元，其中进口 B2C 增速 366%表现亮眼。近四年跨境电商进口规模 CAGR 为 38%至 1.1 万亿元，其中跨境进口 B2B 复合增速为 34%至 0.9 万亿元，跨境进口 C2C 复合增速为 43%至 879 亿元，跨境进口 B2C 复合增速为 366%至 1136 亿元，较同期进口贸易 CAGR 下降 2%而言，增速相差巨大。2) 进口 B2B 占八成，进口 B2C 占比提升较快，逐步侵占 2B 份额。2016 年跨境进口 B2B/B2C/C2C 占比分别为 82%/10%/8%。随着海淘逐步阳光化，跨境进口 B2C 的占比近五年提升飞快，从 12 年不到 0.1%的占比，提升到 16 年 10%的占比，完成由零到壹的突破。未来几年有望继续替代小 C 卖家和海淘水货，实现迅速扩张。

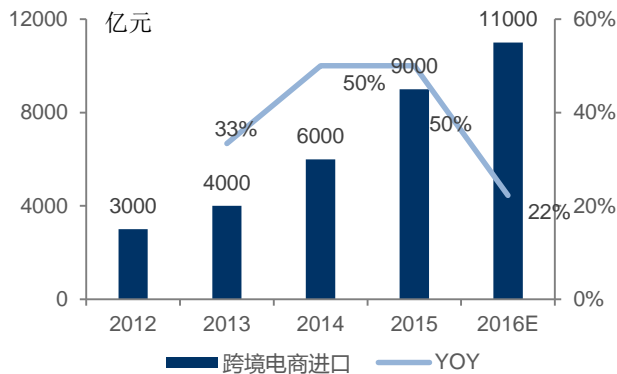
图 14：跨境电商进口 B2C 占比逐年提高



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

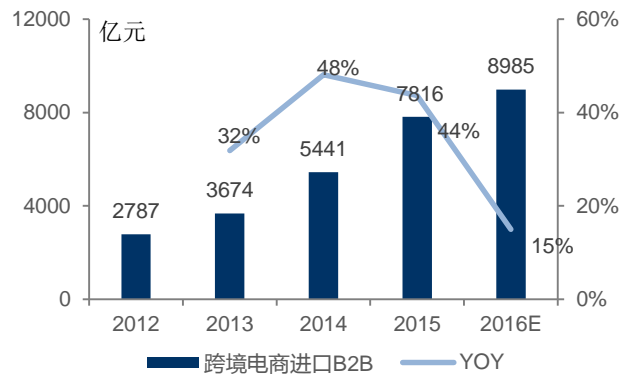


图 15: 跨境电商进口总额近五年持续增长



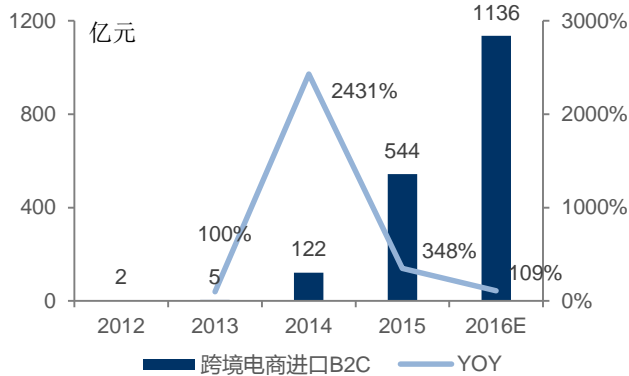
资料来源: 中国电子商务研究中心, 申万宏源研究

图 16: 跨境电商进口 B2B 近五年持续增长



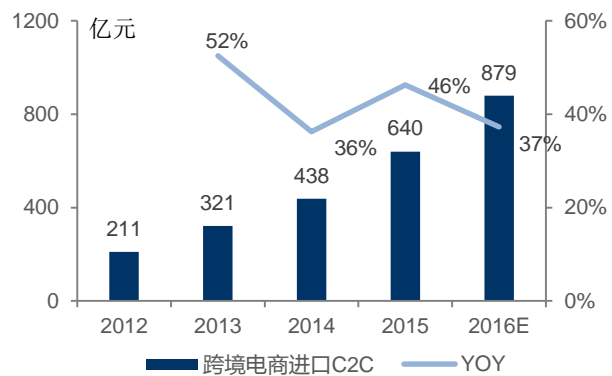
资料来源: 中国电子商务研究中心, 申万宏源研究

图 17: 跨境电商进口 B2C 近五年持续增长



资料来源: 中国电子商务研究中心, 申万宏源研究

图 18: 跨境电商进口 C2C 近五年持续增长



资料来源: 中国电子商务研究中心, 申万宏源研究

政策收紧利好龙头企业, 规范化经营挤压传统水货大军。1) 2016 年 4.8 新政之前, 海淘实行税收为 50 元以下免征额的行邮税。2010 年 10 月, 海关总署针对个人邮寄物品给予 50 元以下免征行邮税, 初衷是照顾个人跨境需求, 然而商业化代购使得这种渠道成本远低于一般贸易。2014 年海淘阳光化起步, 跨境电商进口仍实施行邮税。2) 2016 年 4.8 新政后, 税收方面与一般贸易税率趋同, 检验检疫方面设正面清单。在税收方面, 规定跨境电商 B2C 进口单次交易低于 2000 元或个人年交易低于 2 万元部分, 税率=(零关税+进口增值税+消费税) × 70%, 即法定应纳税额 × 70%; 高于交易金额条件的全额征税。在检验检疫方面, 设立“正面清单”, 生鲜、液态奶、成人奶粉出局, 保健品和化妆品受到严格限制 3) 过渡期正面清单暂缓, 税收实现新政。由于新政对行业冲击较大, 故设立过渡期至 2018 年 1 月 1 日, 过渡期内正面清单暂缓, 但税收政策实施新政。政策收紧利好龙头企业, 18 年行业新格局下将迎来新一轮发展红利。

表 5: 我国跨境电商进口税收政策

类型	颁布时间	颁布方	文件/事件	内容	意义
	2010. 1	海关总署	《2010 年第 43 号 (关于调整进出境个人邮递物品管理措	行邮入境, 税额 ≤ 50 元免征。行邮上限 1000 元 (港澳台 800	行邮: 免征额、上限

4.8 新政前	2014.4	海关总署	《跨境电子商务服务试点网购保税进口模式问题通知》	保税进口商品与行邮入境税额、上限相同。	跨境电商进口适用行邮税 (保税、直邮) 海淘代购阳光化
	2014.7	海关总署	“6+1”试点城市率先执行	跨境电商渠道进口适用行邮税	
	2015.6	海关总署	《2015年第21号(关于调整部分日用消费品进口关税的公告)》	自2015年6月起,降低部分服装纸尿裤等日用消费品进口关税,平均降幅超50%。	下调进口关税
4.8 新政	2016.4	财政部	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	新政4月8日开始实行。	
		国务院	《关于调整进境物品进口税有关问题的通知》	行邮税由原10%、20%、30%、50%四档改为15%、30%、60%三档。	行邮税上调
		海关总署	2016年第25号《中华人民共和国进境物品归类表》和《中华人民共和国进境物品完税价格表》  2016年第26号《关于跨境电子商务零售进出口商品有关监管事宜》	①跨境电商直邮仍适用行邮税。仍享50元免征额。 ②跨境电商保税进口不再使用行邮税,而实行新规。单笔低于2000元或累计超过2万元实行税率:0关税+70%消费税+70%增值税;超出部分:全额税	①单笔上限由1000元提升至2000元,利好客单价提升。 ②趋于将跨境电商进口与一般贸易税收成本统一。 ③并非所有产品税收都提高,依类别、价位而不同。打击了高值奢侈品进口。 ④直邮仍享行邮税——清关物流和海外仓布局成为焦点。
		财政部等11部门	第一批正面清单:《跨境电子商务零售进口商品清单》	共1142个税号商品。 生鲜、液态奶、成人奶粉无法再保税进口而只能直邮,受打击较大。化妆品严格受限,仅限非首次购买。	打击了以母婴、化妆品为主要品类的进口。 红酒和宠物食品等加入超预期,或孕育新热点。
		财政部等13部门	第二批正面清单:《跨境电子商务零售进口商品清单(第二批)》	151个税号商品。	药材、海鲜干货规模进口 医疗器材价格透明化
4.8 新政后	2016.5	海关总署	《关于执行跨境电子商务零售进口新的监管要求有关事宜的通知》	过渡期到2017年5月11日。	4.8新政过渡
	2016.9	财政部、税务总局	联合公告	取消对普通化妆品征收消费税,同时将高档化妆品与进口化妆品税目的消费税率由30%下调为15%	合理引导化妆品消费 调节境内外价差
	2016.11	商务部	《商务部新闻发言人关于延长跨境电商零售进口监管过渡期的谈话》	监管过渡期由之前的2017年5月11日进一步延长至2017年底。	4.8新政过渡
	2017.3	商务部	商务部新闻发言人就跨境电商零售进口过渡期后监管总体安排发表谈话	监管模式将于2018年1月1日正式实行。	4.8新政实施确定

资料来源:国家税务总局,财政部,海关总署,申万宏源研究

## 1.4 格局趋势：自营平台+第三方渠道各有千秋，行业资本化正当时

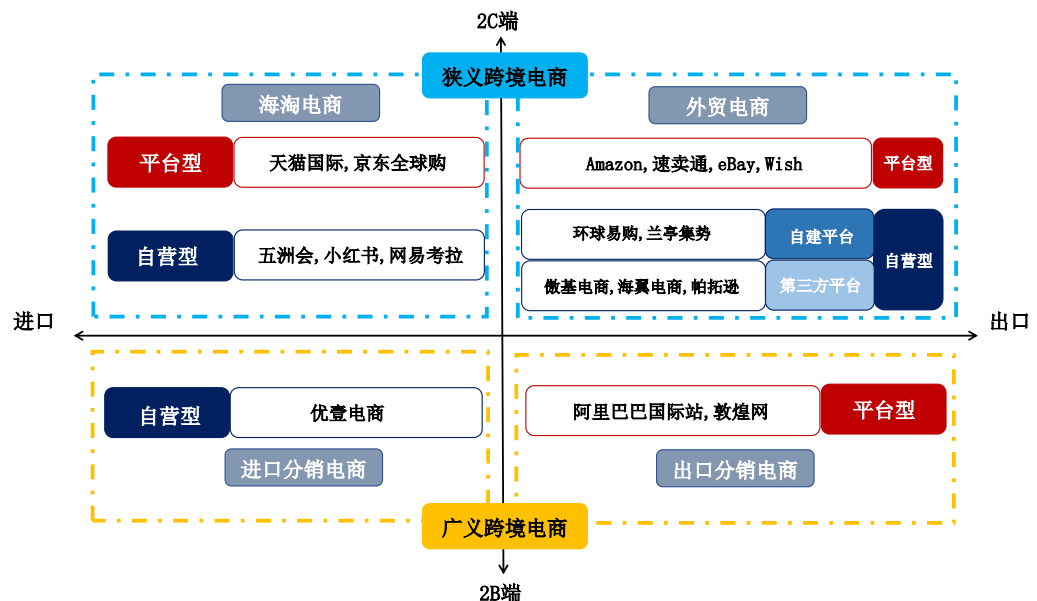
### 1.4.1 行业格局：平台自营各放异彩，2C增长快于2B，龙头地位稳固

“平台型”与“自营型”两种经营方式，2B市场份额高于2C，增速低于2C。

1) 跨境电商定义为进出口2C与2B电子商务贸易，2B市场份额高于2C但增速慢。国内通常把2C端的跨境电子商务称为跨境电商，也有部分咨询机构仅将跨境进口电商即海淘电商称为跨境电商，其实所述均不完整。广义的跨境电商包含进口2C与2B，出口2C与2B，其中2B/2C规模占比分别为80%/20%，预计2020年2C规模将到达31%。

2) 平台型赚取卖家佣金追求大而美，自营型公司赚取产品差价追求小而精。各企业的经营方式主要分为平台型与自营型，平台型是典型“造桥修路，设卡收税”模式，收取流量费和佣金分成，自己不承担库存风险，赚毛利的钱；自营型是典型的“设计制造，溢价卖出”模式，赚钱商品差价，通过自建网站或第三方网站销售自有商品，自己承担库存风险，赚周转的钱。随着未来行业充分资本化，将会出现平台型跨境电商大而美，自营型跨境电商小而精格局。

图 19：跨境电商行业格局图

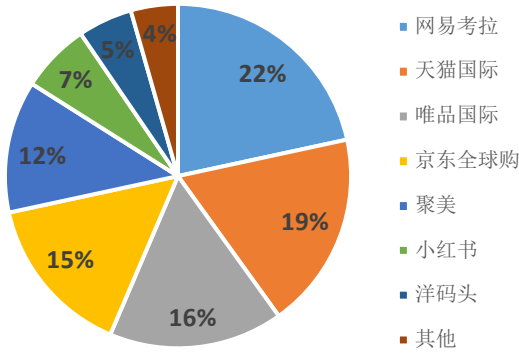


资料来源：申万宏源研究

行业参与企业众多，龙头量级与资本并行地位牢不可破。艾瑞咨询统计，整个跨境电商行业参与者约 20 万家，平台 5000 多家。并且这个数字还在不断增加。1) 进口 2C 端：多巨头竞争，格局稳定。平台型龙头主要有天猫国际，京东全球购等，自营型龙头十亿元级别的有网易考拉，小红书，五亿元级别的有五洲会等。2) 出口 2C 端：平台型格局趋于稳定；自营型高速扩张抢地盘，市场巨大亟待开发，龙头先发优势明显。从各企业网站 GMV 来看，有千亿美元级别的亚马逊跨境，百亿美元级别的速卖通和 eBay，十亿美元级别的环

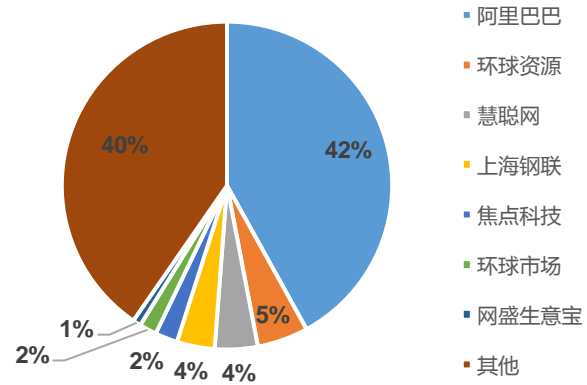
球易购。其中前三者是平台型公司，而环球易购是自营型，属于细分领域绝对龙头，在量级上是第二名棒谷电商的两倍。自营领域竞争高度分散，且大多为大平台的注册卖家。**3) 出口 2B 端：阿里一家独大，小语种国家将有突破机会。**平台型龙头有阿里巴巴国际站，敦煌网等。**4) 进口 2B 端：新兴分销力量崛起。**自营型公司有优壹电商等。

图 20：网易考拉居进口 2C 端行业首位



资料来源：中国电子商务研究中心，申万宏源研究

图 21：阿里巴巴居出口 2B 端行业首位



资料来源：中国电子商务研究中心，申万宏源研究

### 1.4.2 未来趋势：行业资本化正当时，龙头割据高速扩张抢地盘

行业步入资本推动的大发展时代，龙头扩张抢地盘具备先发优势。近几年来，体量稍大的跨境电商企业纷纷进入投资者视野，从最早登陆 A 股的跨境通开始，已有一批企业逐步登陆新三板公司。例如傲基电商，海翼股份（Anker 母公司），有棵树等。行业资本化后必将出现两极分化强者恒强格局，要么大而美平台化，要么小而精产品为王。重点可关注收入 10 亿以上公司。（新三板公司详见报告第三部分第二节内容）

表 6：我国新三板行业资本化正当时

证券代码	证券简称	上市日期	上市地点	15 年收 入金额 (亿元)	15 年归 母净利润 金额(万元)	16 年 H1 收入金额(亿 元)	16 年 H1 归 母净利润金 额(万元)	16 年收 入金额 (亿元)	16 年归母 净利润金 额(万元)
002640.SZ	跨境通	2014/7/16	A 股上市	39.61	16839	34.39	15834	85.37	39377
-	通拓科技	2017/4/17	拟被 A 股收购	13.2	4500	-	-	22	12700
839473.OC	海翼股份	2016/10/24	新三板	13.02	13491	-	-	25.09	32532
836586.OC	有棵树	2016/4/6	拟被 A 股收购	10.79	6487	10.98	2957	-	-
834206.OC	傲基电商	2015/11/16	新三板	9.11	1756	8.06	2904	22.18	12879
838774.OC	跨境翼	2016/9/13	新三板	4.28	-972	-	-	-	-
870462.OC	万方网络	2017/2/16	新三板	2.53	-7035	1.39	-932	2.80	849
430754.OC	三态速递	2015/8/12	新三板	1.98	2719	2.50	3987	5.93	6967
839594.OC	爱淘城	2016/10/19	拟被 A 股收购	1.64	1312	-	-	-	-
833663.OC	百事泰	2015/9/29	新三板	1.59	2297	1.19	1507	-	-
838599.OC	价之链	2016/8/8	新三板	1.37	876	1.59	2047	4.57	5908
834805.OC	淘粉吧	2015/12/17	新三板	1.23	2755	0.54	-461	-	-
834101.OC	择尚科技	2015/11/5	新三板	1.15	243	1.52	244	3.02	910
835896.OC	天津华宇	2016/3/4	新三板	0.96	371	0.51	320	1.00	525
834802.OC	宝贝格子	2015/12/10	新三板	0.87	-3407	0.47	-1759	1.40	-3881
833031.OC	嗨购科技	2015/7/29	新三板	0.15	102	0.09	216	-	-

证券代码	证券简称	上市日期	上市地点	15年收入 入金额 (亿元)	15年归母 净利润 金额(万元)	16年H1 收入金额(亿 元)	16年H1归 母净利润金 额(万元)	16年收 入金额 (亿元)	16年归母 净利润金 额(万元)
835863.OC	万众凯旋	2016/2/22	新三板	0.09	-652	0.02	-838	-	-

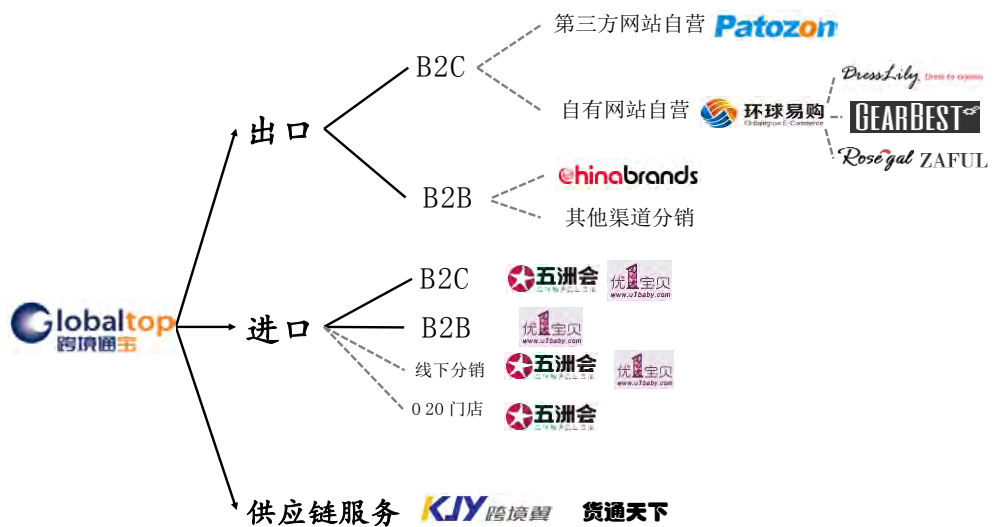
资料来源：申万宏源研究

## 2. 跨境通：行业龙头构建惠通全球的跨境双向立体生态圈

### 2.1 跨境电商真正龙头，B2C 端各渠道销售规模均排名第一

**业务结构：公司是跨境自营 B2C 真正龙头，自有平台+第三方平台规模全网第一。**公司是国内跨境电商综合龙头企业，业务包含跨境出口，跨境进口以及仓储物流和供应链金融服务等等。**1) 出口业务占总收入约九成，**主要由子公司环球易购出口和前海帕拓逊所贡献。公司旗下环球易购主要采取自建网站自营的方式赚取产品销售利润，在跨境出口自营 B2C 规模第一，其中服装站自营全球第一，电子站自营按母公司整体计算全球第一。前海帕拓逊主要采取第三方平台亚马逊上销售赚取产品利润方式，规模全国第一。产品主要为 3C 产品和服装家居用品等，主要销往欧美等地。**2) 进口业务约占总收入 5%，**由五洲会（环球易购旗下）完成。五洲会主要通过自建网站销售，京东天猫平台上旗舰店销售，实体店销售和线下分销。前两者线上方式约占销售的 1/3，O2O 模式实体店约占 1/3，线下分销约占 1/3，主要产品为母婴，个护与保健品等。**3) 公司还涉及小部分供应链金融和仓储物流服务。**由五洲会旗下货通天下、跨境翼等公司承担。

图 22：跨境通“进口+出口+供应链服务”业务格局

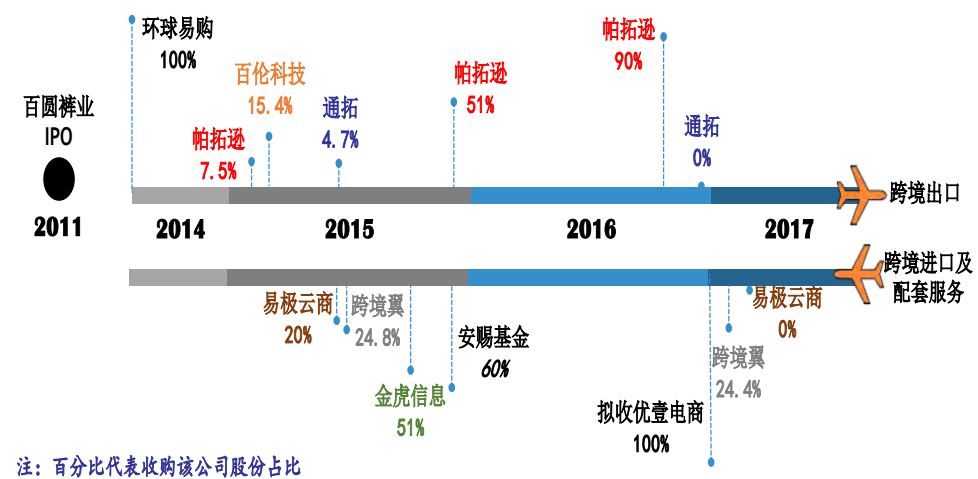


资料来源：申万宏源研究

**发展历程：环球易购被收购后上市，持续投资完善跨境共荣生态圈。**公司原名“百圆裤业”，是国内最早从事连锁零售的服装企业之一。受到行业需求不振，14 年决定转型。

1) 通过发行股份及支付现金购买环球易购，并配套募集资金进行补充。14年10月，公司向环球易购股东定向发行6797万股，共9.72亿，并支付现金0.6亿，共10.32亿元，收购环球易购100%股份。此外，募集资金1.5亿元补充后续资金。2) 收购完成后，重大资产重组完成，公司正式转型。由于上市公司实控人未发生变更，未构成借壳上市。2015年6月12日，公司更名“跨境通宝电子商务股份有限公司”，简称“跨境通”。3) 公司持续进行后续投资，完善跨境进出口生态圈。为了充分分享新兴行业的成长红利，公司先后参股前海帕拓逊、广州百伦、通拓科技、跨境翼等多家在进出口电商及综合配套服务领域优势互补的优质企业，进一步强化了跨境电商各领域的战略布局。

图 23：跨境通发展历程图



注：百分比代表收购该公司股份占比

资料来源：申万宏源研究

盈利状况：公司收入利润持续高增长，16年业绩可喜。1) 收入端拆分：2016年公司总收入85.4亿元，其中环球易购跨境出口67.4亿元，同比增长85%，其中服装约占三成，电子占七成。环球易购进口（即五洲会）4.2亿元，同比增长426%，前海帕拓逊12.9亿元，同比增长177%，原百圆裤业1.5亿元。2) 归母净利润端拆分：2016年实现归母净利润3.9亿元，环球易购跨境出口/进口分别为3.9/-0.5亿元，进口业务16年12月已实现单月盈利。去除3600万元高管激励费用后，环球易购出口经营性净利润约4.2亿元，经营性净利率6.3%，提升明显。帕拓逊实现净利润1.1亿元（+158%）；布局调整出售通拓+易极云商股权，贡献投资收益4138万元。

图 24：环球易购+前海帕拓逊收入高速增长

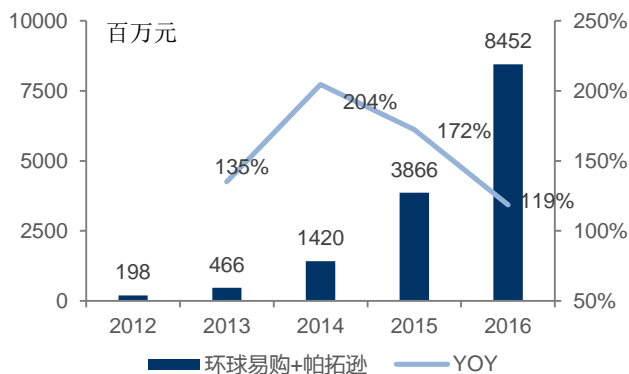
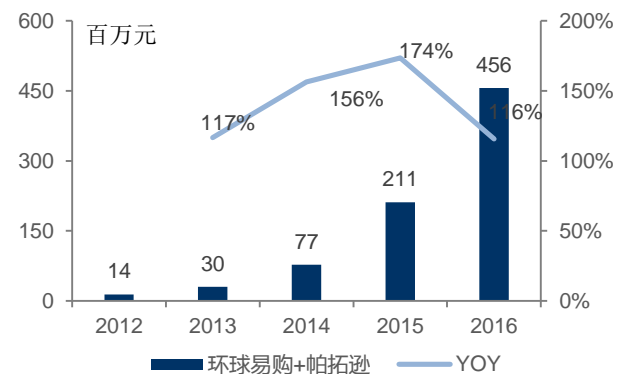


图 25：环球易购+前海帕拓逊收入净利润高速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究  
注：2015 年加入前海帕拓逊

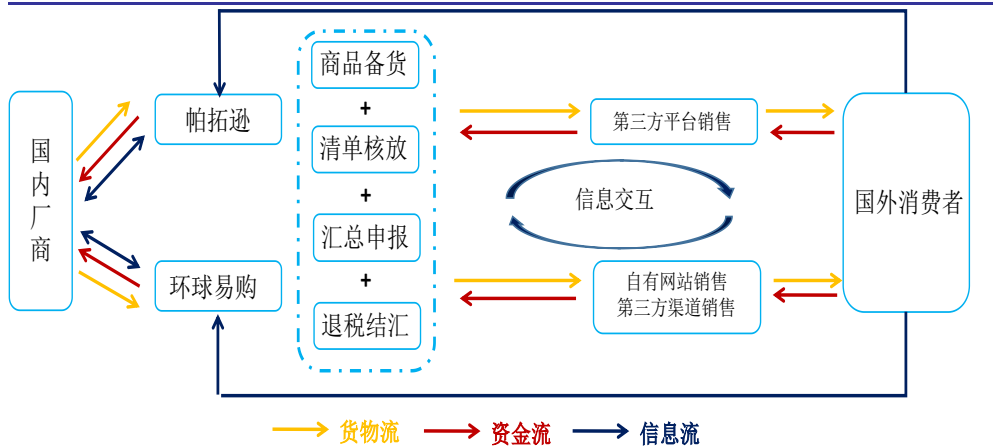
资料来源：公司公告，申万宏源研究  
注：2015 年加入前海帕拓逊

## 2.2 出口业务：服装回暖，电子热卖，“欧洲京东”继续发力

### 2.2.1 出口 B2C：以环球易购自有网站销售为主体，辅助帕拓逊在亚马逊销售

自有网站+第三方平台双管齐下，汇聚五洲货卖全球。环球易购和前海帕拓逊均是买断式自营出口 B2C 电商，二者占公司总收入的九成，其中环球易购 70%以上的收入来自于自有网站销售，30%收入来自第三方平台；前海帕拓逊绝大部分收入来源于亚马逊店，小部分来自于其他平台店铺。在业务模式方面，二者都是将国内产品买断，利用平台出口给海外消费者，这一过程很好的融合物流，信息流和资金流，业务模式稳定，效率高。

图 26：跨境通出口 B2C 业务模式图



资料来源：申万宏源研究

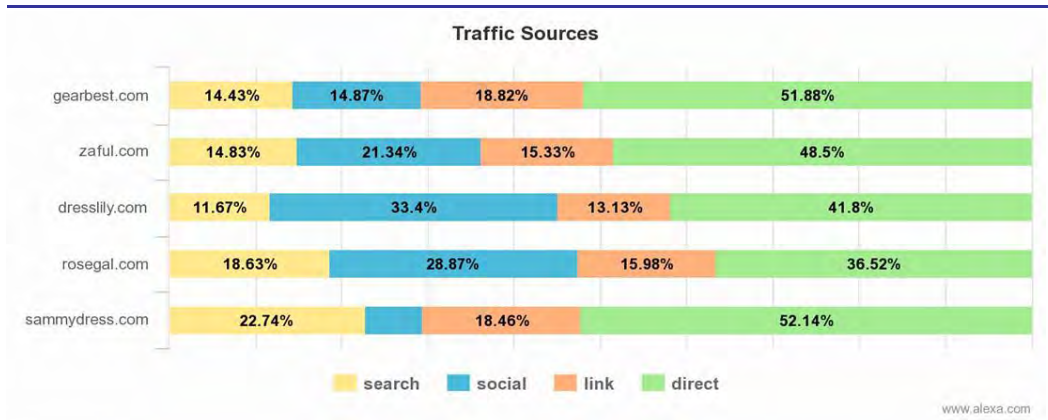
服装站主打 Zaful, rosegal, dresslily, 电子 Gearbest 被誉为“欧洲版京东”，转化率，复购率，月活数逐年提升。1) 服装站已调整到位，电子站继续发力。经历 16 年调整，公司服装站由之前主推 sammydress, 变为主推 Zaful, rosegal, dresslily; 电子站 Gearbest 在欧洲非常火爆，已是能自赋流量的网站，其直接流量占总流量 52%，就像阿里巴巴，京东一样，消费者能够直接搜索网站购物，而非其他平台导流。2) 主要网站注册用户数突破 7000 万，转化率复购率逐年提升。截至 2016 年底，公司主要网站注册用户数 7018 万人，月活用户数 1500 万人，在线 SKU 共 35.6 万个，流量转化率为 1.59%，复购率为 36.1%，各项指标均逐年快速上升，成绩喜人。3) 移动端布局已进入加速期，看好 17 年迭代加速。早在 15 年中旬，sammydress 和 dresslily 就已推出第一版移动端 APP，到 16 年，旗下主要网站均已推出手机 APP 且不断迭代升级。

表 7: 跨境通旗下重要网站

类别	网站名称	网站类型	网站域名
服装类站点	zaful	时尚服装类	www.zaful.com
	rosegal	综合服装日用品站	www.rosegal.com
	dresslily	服装综合站	www.dresslily.com
	sammydress	服装综合站	www.sammydress.com
3C 电子类	gearbest	电子产品	www.gearbest.com

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 27: 跨境通旗下重要网站流量以 direct 为主



资料来源: Alexa, 申万宏源研究

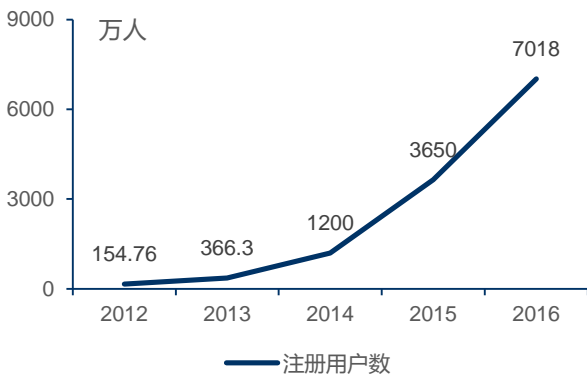
表 8: 跨境通旗下在苹果商城重要 APP 更新情况

	gearbest	zaful	rosegal	dresslily	sammydress
首次发布	2016/7/22	2016/10/10	2016/9/30	2015/6/29	2015/3/4
第一次更新	2016/8/11	2016/11/16	2016/11/10	2015/10/21	2015/4/13
第二次更新	2016/9/4	2016/12/15	2016/12/10	2015/12/15	2015/10/21
第三次更新	2016/11/1	2017/1/17	2016/12/19	2016/3/1	2016/2/3
第四次更新	2016/12/19	2017/2/14	2017/1/5	2016/8/30	2016/2/29
第五次更新	2017/2/10	2017/3/2	2017/3/2	2016/11/8	2016/10/14
第六次更新	-	2017/3/18	2017/4/15	2016/12/20	2016/10/17
第七次更新	-	2017/3/20	-	2017/4/5	2016/11/7
第八次更新	-	-	-	-	2016/11/10
第九次更新	-	-	-	-	2017/4/7

资料来源: 苹果商城, 申万宏源研究

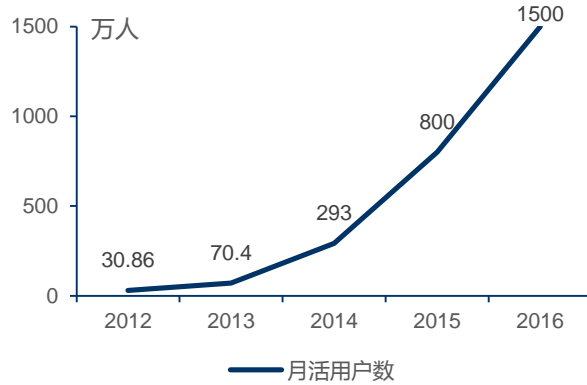


图 28: 跨境通主要网站注册用户数快速上升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 29: 跨境通主要网站月活跃用户数快速上市



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

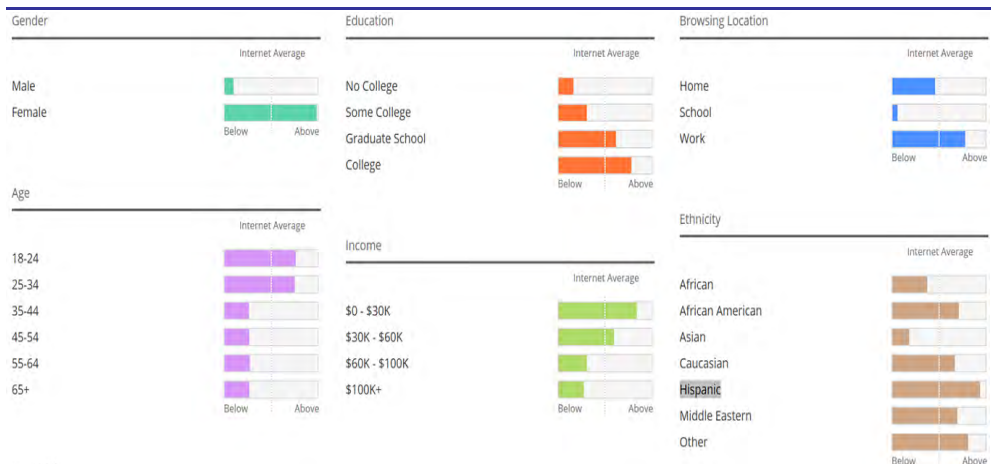
表 9: 跨境通主要网站经营数据向好

截止日期	2012.12	2013.12	2014.3	2014.12	2015.6	2015.12	2016.6	2016.12
注册用户数 (万人)	154.76	366.3	467.71	1200	2000	3650	4505	7018
月活用户数 (万人)	30.86	70.4	117.87	293	-	800	1200	1500
在线 SKU (万个)	15.76	18.92	20.69	21.35	-	25	26.5	35.6
流量转化率	-	-	1.66%	1.45%	1.39%	1.55%	1.48%	1.59%
复购率	36.09%	43.16%	38%	34.71%	36.07%	35.51%	33.23%	36.21%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

服装网站主要客户来自北美, 经历调整流量已出现恢复迹象, 未来免费流量导入还将持续推高日均 IP 数。1) 服装站布局调整已基本到位, 看好客单价提升后销售回暖。公司服装占由之前主推 sammydress, 变为主推 Zaful, rosegal 和 dresslily, 三个网站的整体客单价都在 40 美金左右 (含运费), 比 sammydress 高出 10 美金左右。2) 服装站流量已出现明显好转, 看好免费流量导入后新一轮红利。以 Zaful 为例, 截止 2017 年 4 月 14 日, 网站全球排名 7168 名, 美国第 3244 名, 中国香港 579 名, 加拿大 2927 名, 有 29% 的浏览客户来自于美国, 其次是中国香港 5 % 和加拿大 4 %。其流量已走出 16 年低谷期, 反弹趋势已成立。未来免费流量导入将会进一步推高日均 IP, 带来更可观收益。3) 网站用户特征: 18-35 岁女性, 年收入在五万美金, 受过大学教育。服装站深受已工作的年轻女性用户喜爱, 且大部分用户都有良好消费能力。

图 30: Zaful 网站用户特征



资料来源：Alexa, 申万宏源研究

图 31: Zaful 流量者主要分布于北美、西欧和东亚



资料来源：Alexa, 申万宏源研究

注：截止 2017 年 4 月 14 日，颜色越深访问者越多

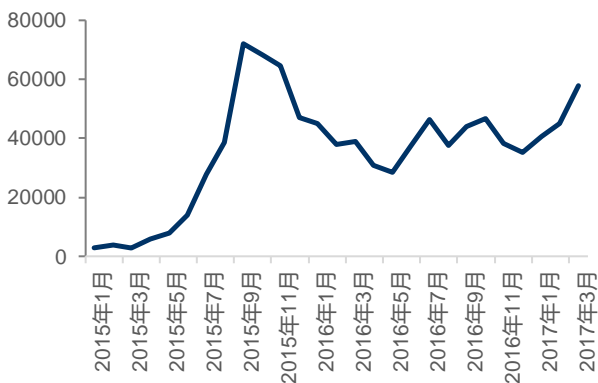
图 32: Zaful 流量前十名国家

Country	Percent of Visitors	Rank in Country
United States	28.8%	3,244
Hong Kong	5.0%	579
Angola	4.1%	1,049
Canada	3.3%	2,927
Italy	3.2%	4,125
China	3.1%	21,561
France	3.0%	5,353
United Kingdom	2.5%	6,926
Spain	2.4%	4,624
Pakistan	1.9%	3,341

资料来源：Alexa, 申万宏源研究

注：截止 2017 年 4 月 14 日数据

图 33: Zaful 日均 IP 数近期稳定上升



资料来源：Alexa, 申万宏源研究

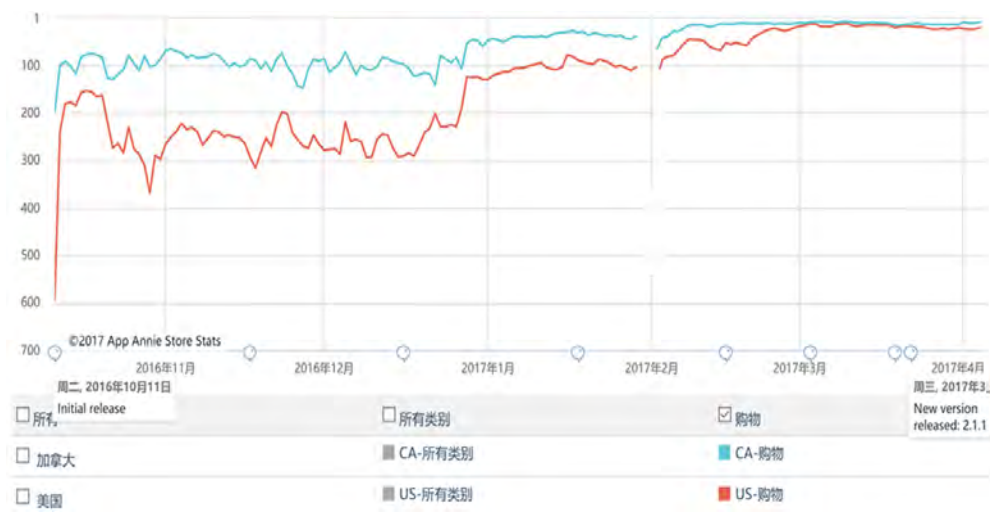
图 34: Zaful 全球月平均排名上升显著



资料来源：Alexa, 申万宏源研究

服装移动端 APP 站持续发力，看好未来移动互联渠道发力。以 zaful 移动端苹果商城 APP 为例，公司 2016 年 10 月 11 日发布第一版，当时在美国购物类 APP 排名 600 位，在加拿大排名 200 名，在不到半年的时间里，已挤进购物类 APP 第一方队。截至 16 年 4 月 23 日，在美国上升至第 24 名，在加拿大上升至第 18 名。公司 17 年计划重点推广几个 APP，看好未来移动端渠道服装的进一步复苏。

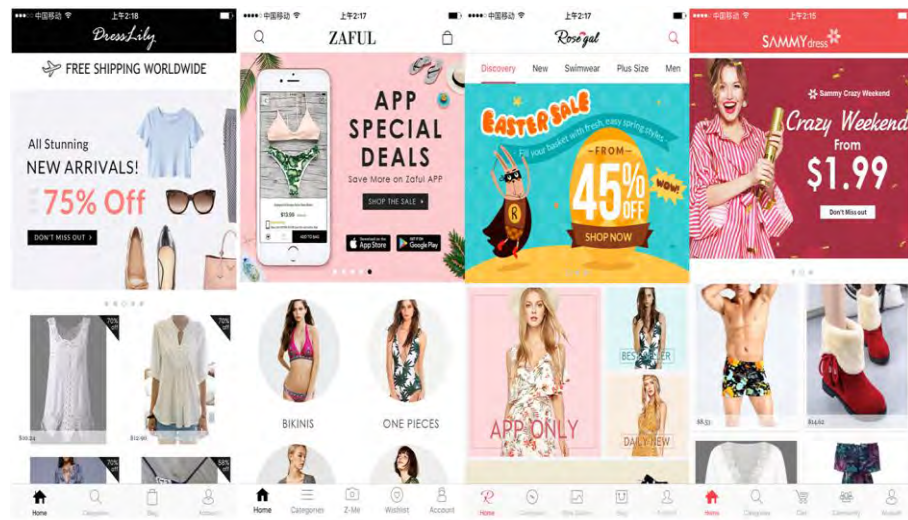
图 35: Zaful 在北美苹果商城购物类 APP 排名走势图



资料来源: APP Annie, 申万宏源研究

服装自主设计+品牌化+移动端发展是发展方向, 期待 17 年销量再度爆发。公司针对不同服装网站, 采取的战略发展各不相同。Zaful 重点在品牌化, 把其泳衣做出一定的口碑, 预计 17 年自主设计比例将进一步提高, 未来有望达到 70%; Rosegal 想做成一个综合网站, 品类不仅仅涉及服装服饰, 还将引入日用品百货等; Dresslily 也将重点打造综合服装站。

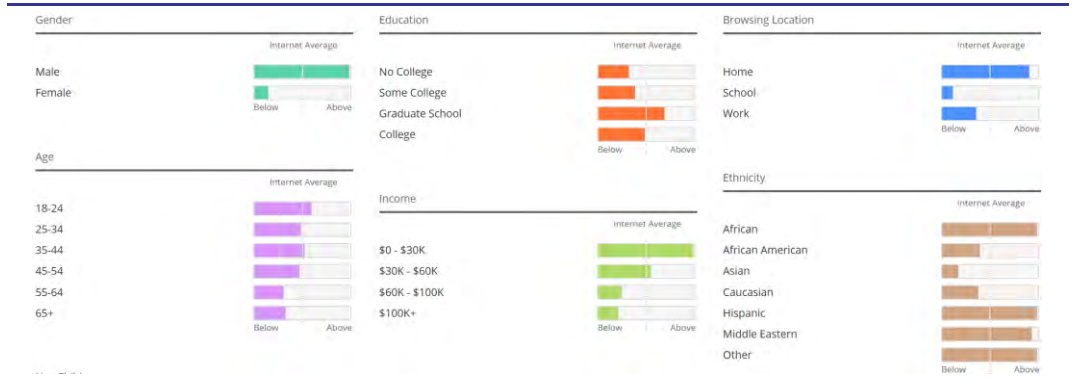
图 36: Sammydress, Zaful, Rosegal 和 Dresslily 苹果商城 APP



资料来源: Sammydress, Zaful, Rosegal 和 Dresslily 苹果 APP, 申万宏源研究

3C 电子网站 Gearbest 始终保持优秀, 挤进全球前 300 名, 被称为为欧洲版的京东。1) 公司电子网站 Gearbest 表现优异, 是欧洲最受欢迎的 3C 电子品网站。因其收入模式和销售产品品类与京东类似, 被称为为欧洲版的京东。其前十大销售国有六家来自于欧洲, 全球排名在 300 名附近, 在西班牙位列第 56 名, 浏览用户数占总流量用户的 17%, 是其销售最多的国家, 其次是意大利和巴西。2) 用户多为 18-55 岁男性电子爱好者, 消费水平中等。

图 37: Gearbest 用户特征



资料来源: Alexa, 申万宏源研究

图 38: Gearbest 流量主要分布于亚、欧、美、澳



资料来源: Alexa, 申万宏源研究

注: 截止 2017 年 4 月 14 日, 颜色越深代表流量越大

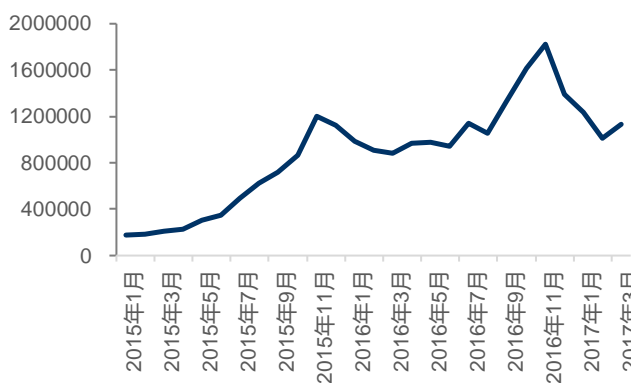
图 39: Gearbest 流量前十名国家

Country	Percent of Visitors	Rank in Country
Spain	17.3%	56
Italy	7.7%	111
Brazil	6.3%	151
United States	5.8%	1,347
Germany	5.7%	226
Russia	4.9%	273
Portugal	3.4%	33
India	3.3%	916
France	3.1%	384
United Kingdom	2.7%	466

资料来源: Alexa, 申万宏源研究

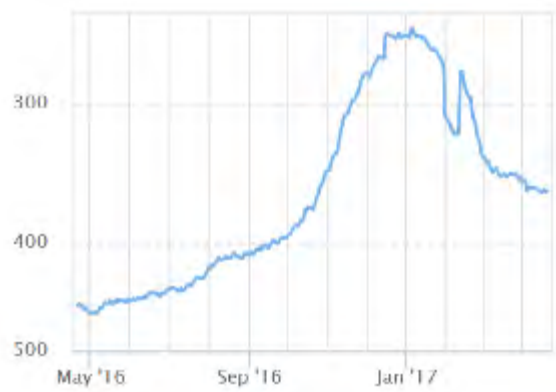
注: 截止 2017 年 4 月 14 日

图 40: Gearbest 日均 IP 数长期上升



资料来源: Alexa, 申万宏源研究

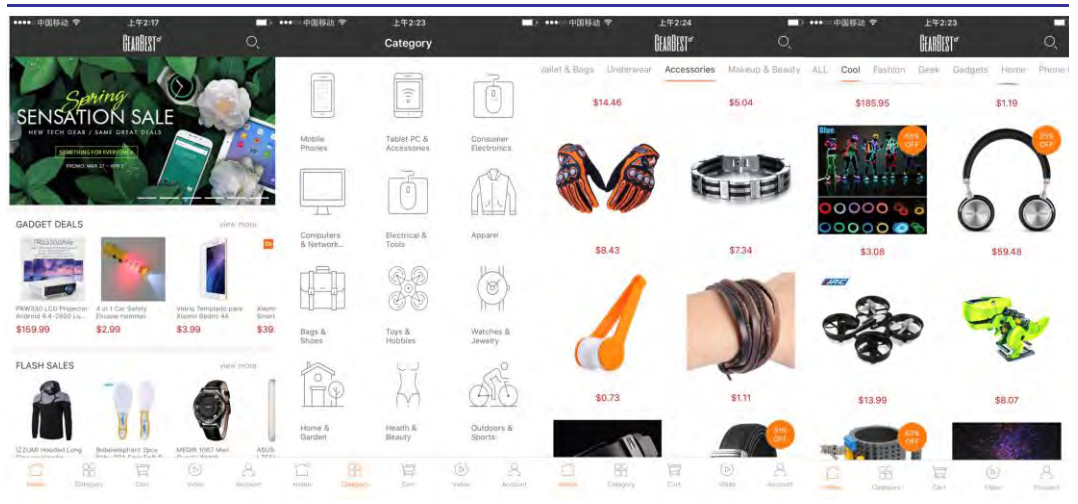
图 41: Gearbest 官网全球排名较高



资料来源: Alexa, 申万宏源研究

3C 电子站移动端依旧优秀, 在欧洲主要国家均排名靠前。公司 2016 年 7 月 22 日发布 Gearbest 苹果 APP 第一版, 当时在欧洲各国排名 200 位左右, 在半年多的时间内, 已挤进购物类 APP 前 100 名, 尤其在葡萄牙, 意大利表现抢眼。截至 16 年 4 月 14 日, 在葡萄牙上升至第 21 名, 在意大利上升至第 70 名。

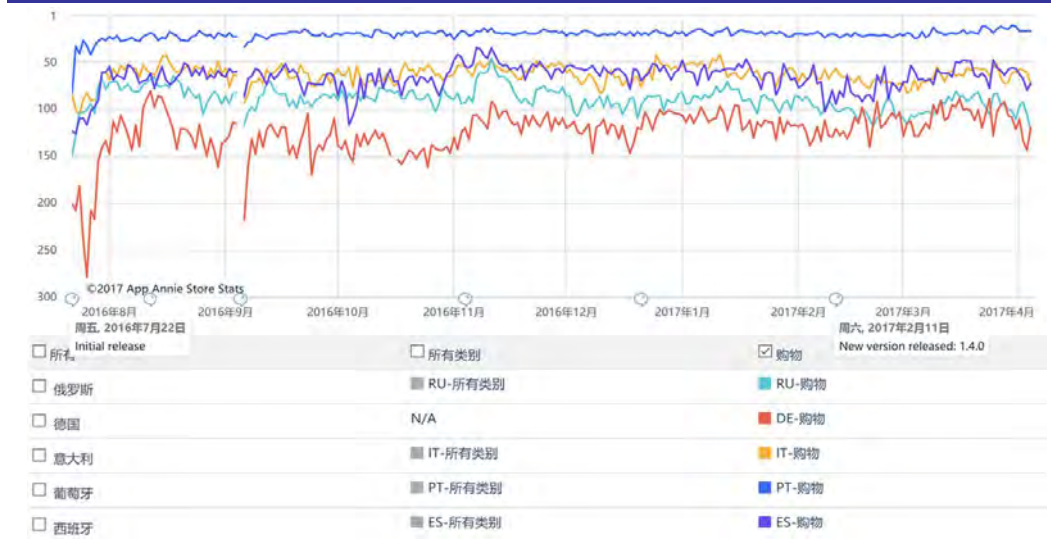
图 42: Gearbest 苹果商城 APP



资料来源: Gearbest APP, 申万宏源研究

**Gearbest 自赋流量能力初露锋芒，平台化+本地化已提上日程，期待“欧洲京东”再度发力。** 1) 从平台化趋势来看，Gearbest 从最初设立就是走类似小米的口碑营销路线，不断用粉丝来倒逼公司产品质量和服 务，已有很强的自赋流量。2) 从产品方面看，其产品已经 不局限在小 3C 领域，16 年在扫地机器人等领域进展明显，17 年还将考虑户外烧烤电器、按摩椅等领域。3) 从本地化趋势来看，17 年将用二级域名重点推出 15-20 个小语种网站，这些网站的物流仓储支付都与当地资源高度对接，在选品和定价方面都充分当地化。





图 43: Gearbest 在欧洲主要国家苹果商城购物类 APP 下载量排名走势图



资料来源: APP Annie, 申万宏源研究

**第三方平台销售以亚马逊为主，帕拓逊是平台优质卖家屡创极致单品。** 公司旗下前海帕拓逊 80%在亚马逊平台销售，主要销售 3C 电子产品，旗下有 MPOW、VICTSING、VICTEC、PATUOXUN 等多个自有品牌，16 年营收 13 亿元。2016 年获亚马逊欧洲站区域优质卖家奖。2017 年，旗下“SeneoAroma Diffuser”香薰机、“Mpow Cheetach+”蓝牙运动耳机两款产品获德国 IF 设计奖、红点设计奖。

表 10: 前海帕拓逊自有品牌亚马逊搜索结果

品牌名称	亚马逊中国搜索结果	亚马逊全球搜索结果	代表产品
Mpow	27 件商品, 包括 2 件亚马逊中国自营, 25 条海外购	217 条	 <p><b>Best Seller</b> Mpow Jaws V4.1 Bluetooth Headphones by Mpow \$2049 <del>\$35.99</del> Prime Get it by <b>Tomorrow, Apr 6</b> FREE Shipping on eligible orders More Buying Choices \$25.19 (7 used offers) See newer version ★★★★☆ · 4,431</p>
VICTSING	12 件商品, 0 条海外购	348 条	 <p><b>Amazon's Choice</b> VicTsing 300ml Cool Mist Humidifier by VicTsing \$3599 <del>\$54.99</del> Prime Get it by <b>Tomorrow, Apr 6</b> FREE Shipping on eligible orders More options available: \$35.99 Other Sellers ★★★★☆ · 2,982</p>
PATUOXUN	5 件商品, 包括 1 件亚马逊中国自营, 4 条海外购	12 条	 <p>XBXI 500GB 500G Internal HDD Hard Drive Disk Disc by Patuoxun Currently unavailable ★★★★☆ · 329</p>
VicTec	0 条	34 条	 <p>VicTec Essential Oil Aromatherapy Diffuser by VicTec \$19.11 (1 used offer) ★★★★☆ · 23</p>

资料来源: 亚马逊, 申万宏源研究

### 2.2.2 出口 B2B: 垂直类平台优势取代规模优势, 供应链金融协同效应强

出口 B2B 盈利模式不断变更, 打通出口产业链、提供综合性服务成为行业趋势。早期跨境电商出口 B2B 1.0 局限于信息撮合功能, 阿里巴巴、中国制造网等成为第一批试水者。2004 年起, 包括敦煌网在内的新晋平台开始探索 B2B 2.0 增值型服务, 收费也从以往的会员费转向交易佣金。2007 年出口 B2C 兴起, 进销价差冲击了 B2B 业务。出口电商 B2B 3.0 开始向垂直化发展, 通过综合性通关、仓储、后端金融支持等一站式服务提升附加值, 保持行业竞争能力。

变更募集资金用途，转部分品牌推广费发展 B2B 出口业务。2016 年 11 月公司发布公告变更 16 年 8 月定增募资 21.2 亿元中原属进口“品牌推广”中的 4 亿元转作出口 B2B 平台建设（总投资 4.76 亿元）。事实上早在 2015 年公司已经着手通过 Chinabrands 和其他分销渠道，旨在覆盖出口“B2B+B2C”全领域市场，巩固产业链地位，推动产业生态圈健康可持续发展。

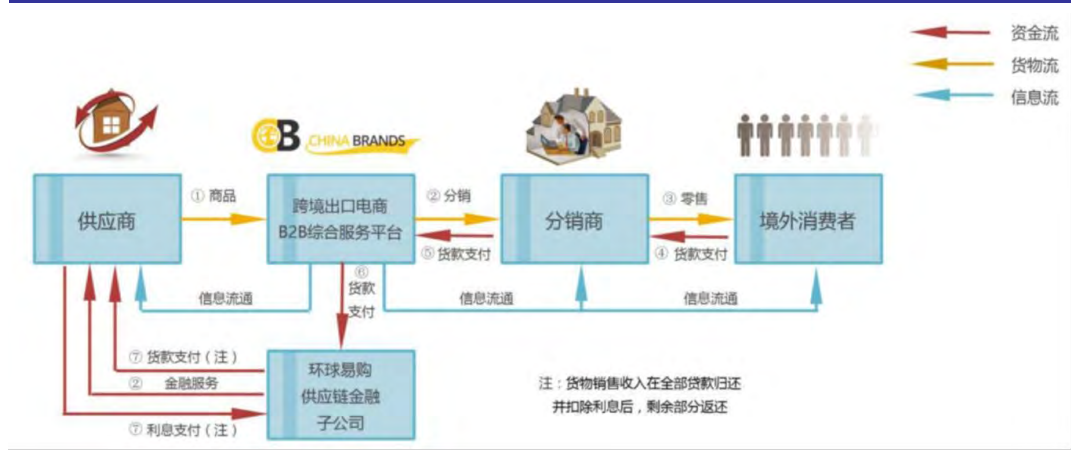
表 11：跨境通定增资金 4 亿元专项用于电商出口 B2B

项目	项目总投资金额（亿元）	比例
跨境进口电商平台建设	11.8	53.6%
跨境出口 B2B 电商平台建设	4.8	21.8%
跨境电商仓储及配套运输建设	3.4	15.5%
偿还银行贷款	2.0	9.1%
合计	22.0	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

布局供应链金融服务，激活上游供应商，深挖下游消费潜能。公司 2017 年 4 月 6 日公告，拟出资 1.4 亿元与山西青创小额贷款公司、陕西省小额再贷款公司合资成立小额贷款公司——山西跨境通宝互联网小额贷款公司，占股份比例 70%。将充分利用互联网小贷公司的优势，向上游的供应商融资（仓库产品质押等形式）+向下游的消费分期，以互联网小贷产品的金融创新性反哺电商主业，实现多元化发展的同时增强公司综合竞争力。

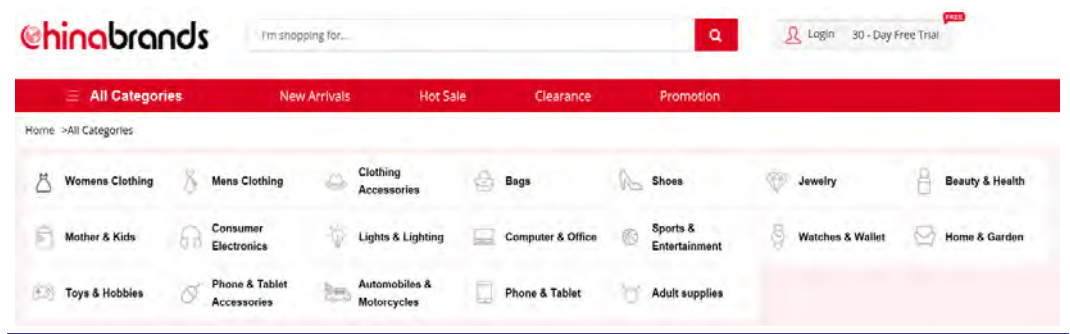
图 44：跨境通跨境出口 B2B 业务流程图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

B2B+2C 二元放大出口业务量，吸纳优质上游供应商，提升出口产品多样性。切入出口 B2B 板块有助于释放长期规模效应。B2B 有着单次订单额大、供销关系稳定等特点，将进一步吸引优质供应商入驻，同时扩充提升高端品牌产品占比，对现有业务产生积极协同。

图 45: Chinabrands 出口产品品类丰富



资料来源：Chinabrands 网站，申万宏源研究

## 2.3 已收购帕拓逊九成股权，看好极致单品 Mpow 等口碑品牌大爆发

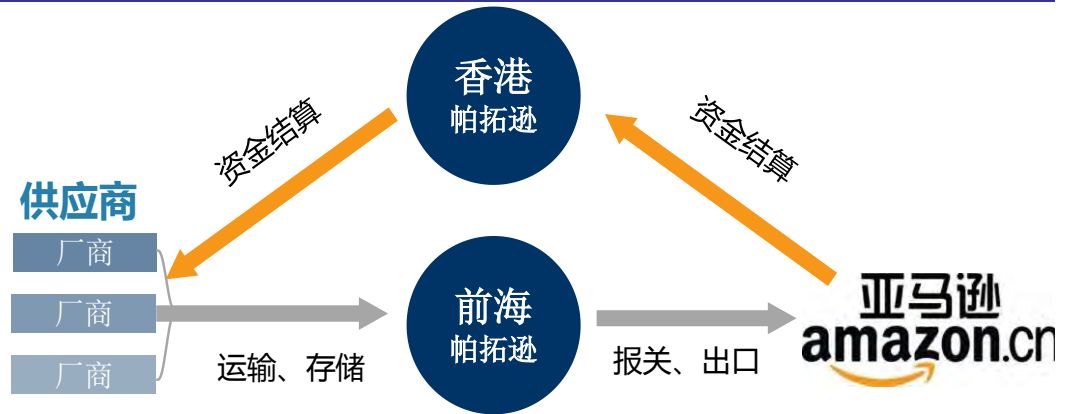
三次增资收帕拓逊股权至九成，业绩承诺不断提升安全边际高。1) 公司于 2015 年 2 月 1224 万元收购前海帕拓逊 7.5% 股权，并承诺业绩 2015-2016 年净利润不低于 2600/3900 万元；2) 2015 年 12 月增资 2.96 亿元收购 43.5% 的股权，业绩承诺变更为 2015-2018 年净利润不低于 3800/6000/8000/10000 万元；3) 2016 年 10 月增资 4.5 亿元收购 39% 的股权，业绩承诺变更为 2016-2018 年净利润不低于 7000/8800/11200 万元。至此，跨境通共计持有帕拓逊 90% 的股权，其 15、16 年业绩承诺均实现。

### 2.3.1 “货资双轨化”业务运作，经营模式因地制宜

前海帕拓逊主要通过亚马逊平台销售无线耳机、蓝牙等自主产品。1) 采用“货资双轨化”业务模式，提高效率降低风险。香港帕拓逊负责和国内供应商及亚马逊的资金结算，前海帕拓逊进行货物的运输、存储、报关、出口，最终由亚马逊完成海外的物流配送。这样提高了运行效率，降低了汇率波动风险。2) 产品种类丰富性迭代快，自主品牌优秀溢价高。公司蓝牙无线耳机为代表的小电子产品，共有 500-600 个 SKU，已经孵化 MPOW, VICTSING、VICTEC、PATUOXUN 等优质自主品牌。3) 覆盖多数发达国家，建立良好口碑。营销市场现已覆盖美、英、德、法、日等 11 个国家，并建立了独立仓储体系，还采用了富有地方本土特色的营销模式，在欧美市场拥有较好口碑。



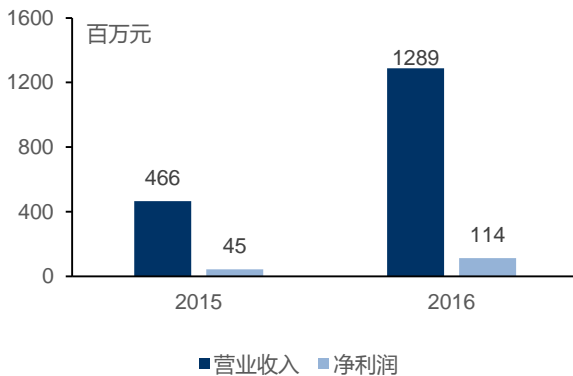
图 46：前海帕拓逊业务模式



资料来源：申万宏源研究

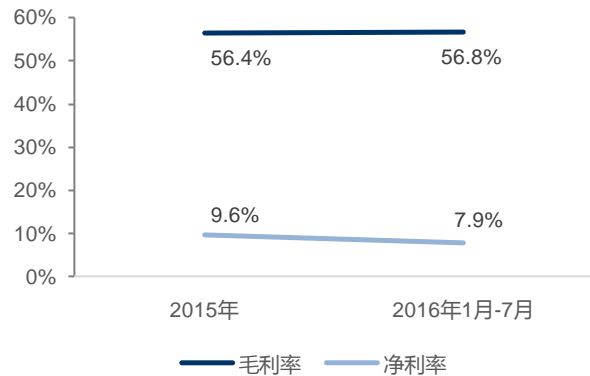
收入利润爆发式增长，毛利净利保持稳定。16 年收入 12.9 亿元，同比增长 177%，净利润 1.14 亿元，同比增长 155%。16 年 1 月-7 月，公司毛利率为 56.8%，较 15 年上升了 0.4pct，净利率为 7.9%，略有下降。预计随着多渠道，多国家，多品类推进，未来仍将保持高速增长。

图 47：前海帕拓逊业绩翻多倍增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 48：前海帕拓逊毛利率和净利率较稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.3.2 紧跟市场发展趋势，自营品牌价值凸显

手机配件市场同质化严重，品牌产品优势明显，智能化新品是发展趋势。1) 手机配件同质化严重，唯有优质自主品牌将获胜。手机配件市场由于产业资源的重叠和销售手法的相近，同质化严重，在激烈的市场竞争下，拥有品牌优势的厂商更容易获得消费者的信任和青睐，从而抢占市场。2) 手机配件重要性逐年提升，看好高毛利下极致单品爆发。随着智能手机在手机产业中的占比与日俱增，手机配件的智能化将是未来的发展趋势，企业在这部分的投入将决定其未来的生存环境。

深耕智能化产品电子，自主品牌优势显著。1) 涉及研发能力强大，极致单品获德国 IF 设计奖。帕拓逊设计研发能力强大，旗下“SeneoAroma Diffuser”香薰机、“Mpow Cheetach+”蓝牙运动耳机两款产品获德国 IF 设计奖、红点设计奖。2) 行业渗透率较低，

新品类起步未来有望爆发。在渗透率方面，目前智能电子产品在亚马逊市场渗透率较低，很多新品类才刚刚涉足，未来发展潜力巨大。

表 12：前海帕拓逊 Mpow 旗下蓝牙耳机与无线鼠标基本情况

产品名称	 <p><b>Deal of the Day</b> VicTsing MM057 2.4G Wireless Portable Mobile Mouse Optical Mice with USB Receiver, 5 Adjustable DPI Levels, 6 Buttons for Notebook, PC, Laptop, Computer, Macbook - Black by VicTsing \$9.99 <del>\$19.99</del> Get it by <b>Tomorrow, Apr 19</b> FREE Shipping on eligible orders See newer model of this item ★★★★☆ 4,108</p> <p>50% off item with purchase of 1 items and 1 more promotion Product Description ... its CPI is 2400 Be Safe with VicTsing Every product from VicTsing ...</p>	 <p>Mpow Cheetah Bluetooth Headphones V4.1 Wireless Sport Headphones Sweatproof Running Workout Headset by Mpow \$24.69 <del>\$39.99</del> Get it by <b>Tomorrow, Apr 7</b> FREE Shipping on eligible orders More Buying Choices \$21.29 (1 used offer) See newer version ★★★★☆ 3,482</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Connectivity Technology: bluetooth</li> <li>Special Feature: Stereo</li> </ul>
价格	9.99 美元	24.69 美元
设计特色	轮廓形状和纹理橡胶手柄保持姿势舒适性，USB Nano 接收器可以存储在鼠标背后。	最先进的蓝牙 4.1 芯片确保 CD 立体声音乐和强大的信号。领先的 apt-X 技术可以在听音乐或使用麦克风打电话时提供无延迟的声音；纳米涂层设计。
电池寿命：	500 万次按键测试良好。15 个月长电池寿命	待机时间长达 180 小时，通话时间 8 小时。
通用兼容性	兼容大多数系统，包括 Windows，Mac 和 Linux	与几乎所有蓝牙设备兼容
颜色	黑、蓝、灰、紫、红	红、蓝、黑、绿
产品尺寸	103.5X 70.5 X 38.6mm，按键数：6 个按钮	6 x 4.5 x 1.4 英寸
顾客评价	4108 条	3482 条
评分	4.5 分	3.9 分
排名	<p>电脑及配件 &gt; 电脑配件 &gt; 键盘，鼠标及配件 &gt; 小鼠标：第 1 名</p> <p>电脑及配件 &gt; 电脑配件 &gt; 游戏硬件 &gt; Mac 的游戏硬件 &gt; 游戏鼠标：第 1 名</p> <p>电脑及配件 &gt; 电脑配件 &gt; 游戏硬件 &gt; PC 游戏硬件 &gt; 游戏鼠标：第 1 名</p>	<p>在运动户外 &gt; 户外娱乐 &gt; 骑自行车 &gt; 零件和组件 &gt; 手柄，耳机和听筒 &gt; 耳机：第 10 名</p> <p>在电子产品 &gt; 便携式音频和视频 &gt; CB&amp;双向收音机 &gt; 配件 &gt; 耳麦和麦克风：第 20 名</p>

资料来源：亚马逊，申万宏源研究

图 49：前海帕拓逊旗下 MPOW 网站



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 50：前海帕拓逊蓝牙耳机产品结构图



资料来源：公司网站，申万宏源研究

## 2.4 进口业务：五洲会+优壹电商融合互补，产业协同未来看点多多

### 2.4.1 围绕五洲会打造进口事业群，拟收购优壹电商协同互动，看点多多

五洲会目前是进口 B2C 业务主体，拟收优壹电商与其互补协同。1) 五洲会是进口业务主力，定增资金打造新零售新模式。公司进口业务主要由环球易购旗下纯自营进口电商五洲会承担。16 年 9 月完成定增，投入 11.8 亿元大力建设跨境进口电商平台，看好未来新零售模式发力。2) 拟收购优壹电商，看好协同互动大发展。16 年 12 月拟以 17.9 亿元收购优壹电商 100% 的股权，并设立业绩承诺 2017-2019 年净利润不低于 1.3/1.7/2.1 亿元。收购完成后，将与五洲会形成协同与良性互动，未来看点多多。

表 13：跨境通跨境进口电商平台搭建明细

项目	金额 (亿元)
电商系统搭建费用	1.3
人员投入	2
品牌推广投资	1
铺底存货	7
基本预备费	0.5
总计	11.8

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.4.2 全球购精品生活馆五洲会，购全球引领消费升级新风尚

环球易购旗下进口业务五洲会，打造进口 B2C 全球购精品生活馆。

1) 100% 自营 B2C 进口跨境电商，品类齐全品牌优质。五洲会是一家自营型跨境进口 B2C 电商，是环球易购旗下全资子公司，2015 年 8 月 PC 端网站上线，10 月 APP 上线，16 年收入 4.23 亿元，同比增长 426%，归母净利润为 -5300 万，目前已实现单月盈利。公司汇聚全球进口尖货，产品囊括了母婴、个护美妆、营养保健、家居等超过 1000 种类，

图 51：五洲会发展历程图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 52：五洲会线上网店



资料来源：京东全球购，申万宏源研究

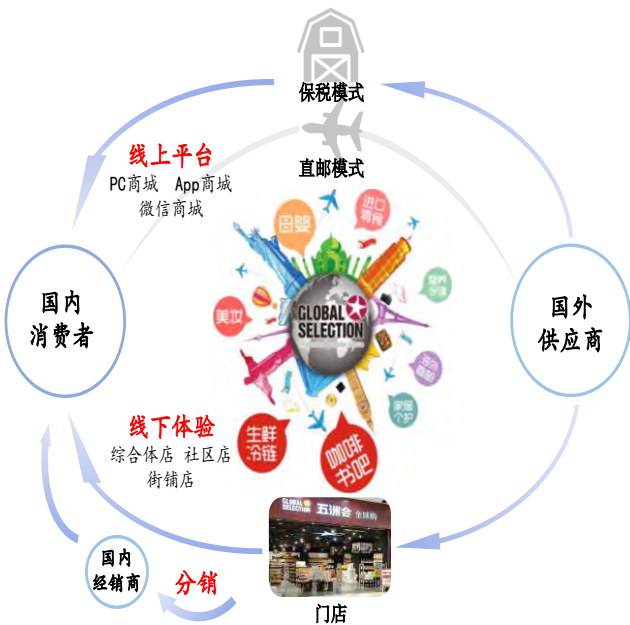
图 53：五洲会线下全球购精品生活馆



资料来源：公司官网，申万宏源研究

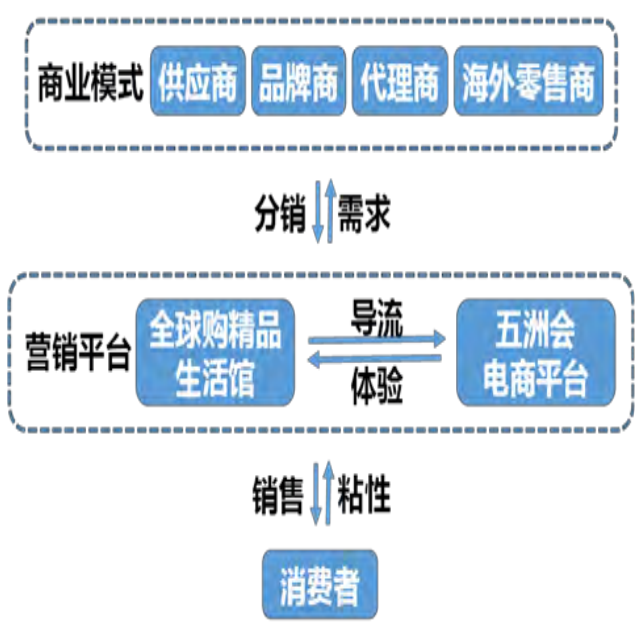
2) “线上销售+线下门店销售+线下分销”三种销售模式占比相同，看好新零售资源交叉滚动互补。五洲会主要有三种销售模式：线上销售，线下门店销售和线下分销，其中线上主要为自有平台+第三方平台（京东商城，微信商城，天猫国际）保税或直邮销售，线下主要通过设立门店方式销售和批量售卖给经销商销售。未来将大力推动新零售模式，将线上保税和线下完税有机结合，使资源能够交互滚动互补。

图 54：五洲会业务模式图



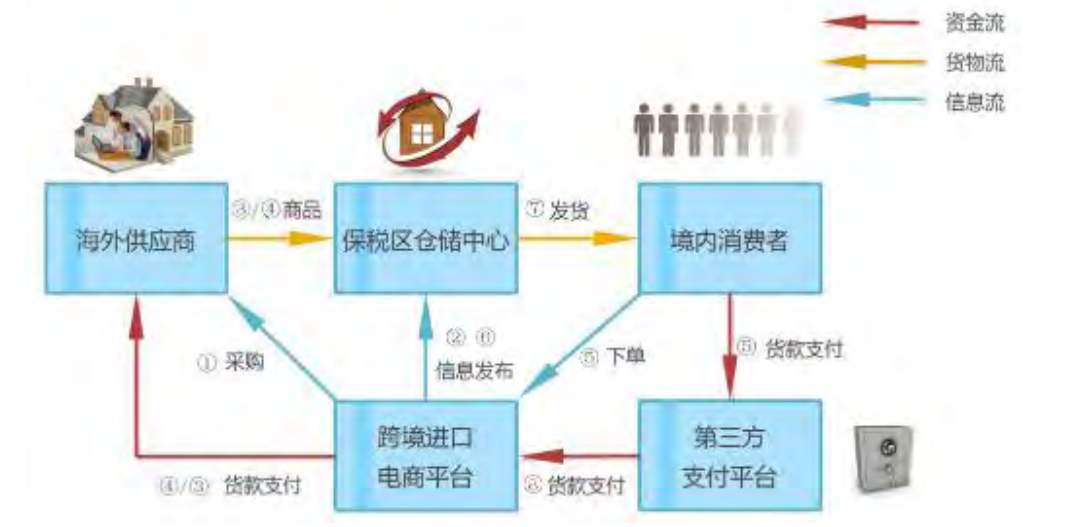
资料来源：申万宏源研究

图 55：五洲会营销、供应链情况



资料来源：申万宏源研究

图 56：五洲会保税进口业务流程图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**五大仓储整合全球供应链，紧跟“新零售”业态发展趋势。**1) **五洲会整合全球优势供应链。**五洲会产品从全球厂家或者当地经销商直采及国内一级代理商合作，直接从海外运送至国内五大保税仓和进口商品仓，真正做到了整合全球优势供应链资源。2) **紧跟实体店业态发展趋势。**未来实体渠道将趋于垂直细分化，大而广的百货商超增速放缓，小而专的专门店、便利店得到长足发展。五洲会紧跟业态发展趋势，以便利店、精品生活馆的形式布局线下门店，做到了小门店大市场，并保持了线下店 30% 的高毛利。3) **定增完成助力五洲会拓展门店。**定增完成后，五洲会将继续拓展线下门店，截止 2016 年底开店 70 家左右，预计到 2017 开店数将更快。

图 57：五洲会五大仓库共 5 万平方米



资料来源：公司公告，申万宏源研究

五洲会全球购（大店）和五洲会 Ai+（小店）齐发力，线上下单线下送货上门，与万达王府井等商场合作，看好未来新零售体系发力。

1) **线下大店小店齐头并进，快速扩张带来新红利。**五洲会大店是指 100-300 平方米，2500 个 SKU，主要开在万达广场等 Shopping Mall 的店面，目的为提升品牌形象和消费者认知，每月约 50 万元销售；五洲会 Ai+ 是 50-60 平米，1200 个 SKU，开在离消费者最近的社区等地，定位二三线城市，强调互联网思维，看好店铺告诉扩张带来的业绩红利。

2) 线上推出微信商城，看好未来移动端再发力。2017年1月15日，五洲会微信商城开始内测，并开展五洲到家，即实现线上下单线下送货，相互互动，互相引流。

图 58：五洲会单店合作政策

五洲会单店合作政策		
店铺级别	标准店---旗舰店	备注
面积要求(平米)	≥100	
品牌使用费(万元)	4.98	合同期3年
运营保证金(万元)	2	合同期满无违约 无息退还
信息网络使用费	初装费3000元/点(收银机)，第二年开始按0.5万元/年/店	
装修要求	所有店铺按公司设计图纸要求完成店铺基础装修，货柜、收银系统与设备由公司统一采购；	
首批货款(万元)	1. 所有商品由公司统一铺货，首批铺货标准：5000元/平米，因区域或陈列方式差异首批铺货会有较大变化(根据首批铺货确定)； 不低于25万元	
相关政策	1. 所有店铺由公司统一管理，前期开业公司派出开业督导与店长，其余人员在当地招聘； 2. 每日营业额存入公司店铺账户(含现金、POS、微信支付、支付宝等支付方式)，每月5日公司与合作商确认账务，包括：月度营业额、商品成本、耗材费用、人工工资等； 3. 月度营业额-商品成本-耗材费用-人工工资-财务费用后的其余金额公司在每月10日前(含)一次性汇入合作商账户； 4. 店铺的租金、以及相关运营费用(包括：宿舍租金、税费、水电费、物业费)由合作商支付； 5. 其中：月度营业额=实体店营业额+经实体店引流的客户线上消费金额；商品成本=线下实体店销售商品合作商进货成本+线上销售商品加盟商进货成本； 6. 店铺经营所需的营业执照、食品流通许可证等证、照由合作商自行办理*	

资料来源：申万宏源研究

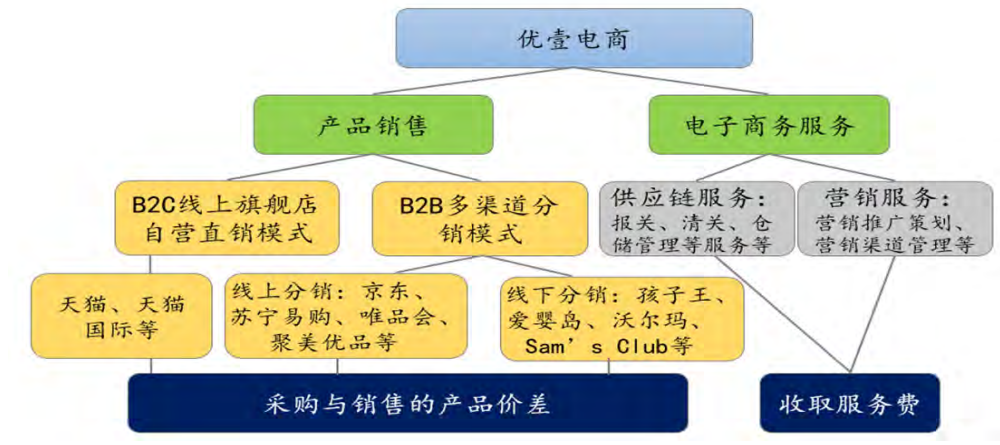
## 2.5 拟收购优壹电商，布局供应链增强母婴进口等垂直领域实力

拟收购优壹电商，公司进口实力进一步增厚。公司于2016年12月拟以发行股份(15.93元/股定向增发7304万股，共11.6亿元)+配套现金(6.6亿元)共作价17.9亿元收购优壹电商100%的股权，并承诺业绩2017-2019年净利润不低于1.3/1.7/2.1亿元。17年4月11日新预案，对优壹电商收购事项保持不变。

### 2.5.1 覆盖三大快消品类，全渠道专供全球优品

优壹电商主营多元化产品，业务范围较广。1) 公司以母婴数字消费者为切入点，服务中高端家庭消费，并积极拓展营养保健品、个护美妆等快消市场，与世界知名品牌商保持深度合作，包括达能集团、雀巢公司、蒙牛集团、辉瑞公司，以及世界知名皮肤科药物品牌商高德美公司等。2) 公司业务包括产品销售和电商服务两大块：产品销售分为B2C线上旗舰店自营直销模式和B2B多渠道分销模式，盈利收入来自于购销价差，是公司的主要收入来源；电商服务分为供应链服务与营销服务，盈利收入来自于服务费。

图 59：优壹电商多渠道经销模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

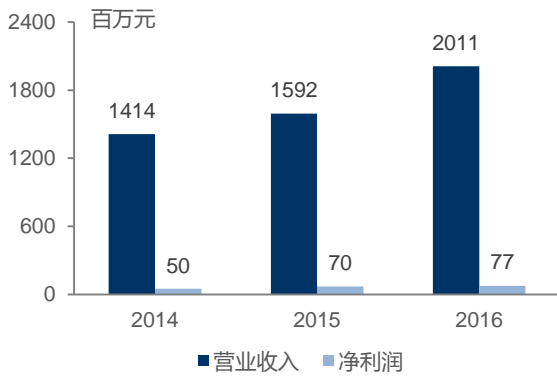
表 14：优壹电商分类产品多渠道销售并以母婴产品为主（百万元）

渠道	产品品类	2014	2015	2016
直销渠道	母婴产品	265	331	365
	个护美妆品	-	-	6
	小计	265	331	371
线上分销渠道	母婴产品	1104	586	789
	营养保健品	-	1	16
	小计	1104	586	805
线下分销渠道	母婴产品	-	573	678
	小计	-	573	678
主营业务收入-合计		1368	1491	1854
其他业务收入-合计		0	101	157
营业收入-总计		0	1592	2011

资料来源：公司公告，申万宏源研究

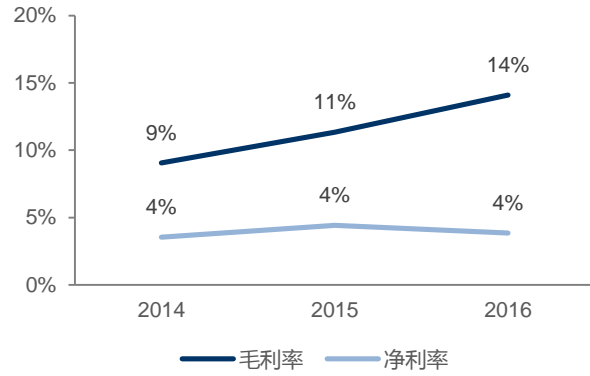
公司经营成绩斐然，业绩不断提升。1) 连续四年双 11 成绩优异，均获品类第一名。公司连续 4 年在双 11 活动中表现优异，公司运营的诺优能旗舰店、纽迪希亚旗舰店、丝塔芙旗舰店品类排名均居电商榜首。2) 收入利润持续增长，业绩不断提升。公司 2014 年至 2016 年的营业收入分别为 14.14 亿元、15.92 亿元、20.12 亿元，净利润分别为 4994 万元、7046 万元、7720 万元（16 年净利润包含扣除的因股份支付计提当期管理费 2889 万元和政府补贴获得 815 万元，扣非后净利润 9795 万元），毛利率和净利率分别从 2014 年的 9.1%和 3.5%提升至 2016 年的 14.1%和 3.8%。

图 60: 优壹电商营业收入持续高速增长情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 61: 优壹电商毛利率持续提升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**B2C 直销+B2B 分销, 构建多渠道销售模式。1) B2C 直销专供线上旗舰店, 彰显品牌力。**公司通过商业代理授权、线上经销权采购品牌产品, 并在天猫、天猫国际平台开设旗舰店。现已开设包括“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”等一系列旗舰店, 均取得了良好的运营业绩。**2) BBC 模式与 TMD 模式结合, 开展线上 B2B 分销。**BBC 模式是公司先向京东、苏宁易购、唯品会、聚美优品等电商自营平台进行销售, 再通过上述平台的自营商城完成产品对终端消费者的销售。TMD 模式是公司通过向天猫平台上的次级线上分销商进行销售以此完成分销业务。**3) 与大型零售商店、商超、社区终端合作, 开展线下 B2B 分销。**公司向包括孩子王、爱婴岛、沃尔玛、Sam’s Club 等线下实体店进行分销, 通过线下实体零售终端对区域范围内的客户进行捕捉, 并以线上销售所积累的产品口碑反哺线下的产品零售市场, 实现线上、线下的销售联动, 推动多渠道的有效销售。

图 62: 优壹电商多元渠道销售



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究



电商代运营服务，提供综合化数字营销方案。公司在提供优质运营规划以及全渠道电商销售的同时，通过专业大数据分析与研究，整合媒体、创意、设计、互联网营销，为客户提供日常店铺运营、渠道代运营、美工创意设计、客服服务等全方位解决方案。

图 63：优壹电商综合化数字营销方案详解



资料来源：公司公告，申万宏源研究

专业的供应链服务，提供一站式物流支持。公司拥有超过 100 人的专业物流团队，超过 4 万平方米的高标准仓库；分销及发货区域覆盖全国 100 多个城市，其中电商发货仓库 50 多家，零售发货仓库 1500 多家，准时送货率高达 99.6%。公司供应链服务涵盖从代理报关、检验检疫、入库检查、物流配送等全方位服务，大幅提升了物流供应链全流程的执行效率，同时降低了物流端成本，完美实现了供应链管理的持续优化。

图 64：优壹电商一站式物流服务详解

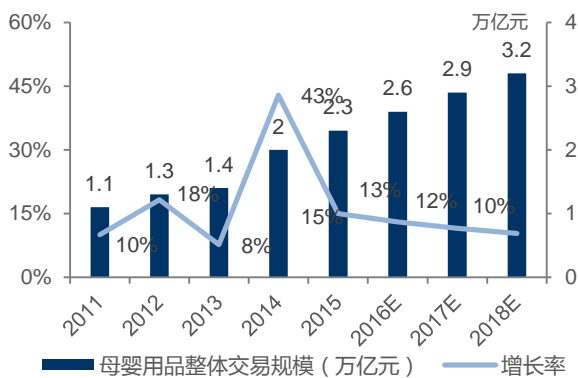


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.5.2 母婴产品稳步推进，新品类蓄势待发

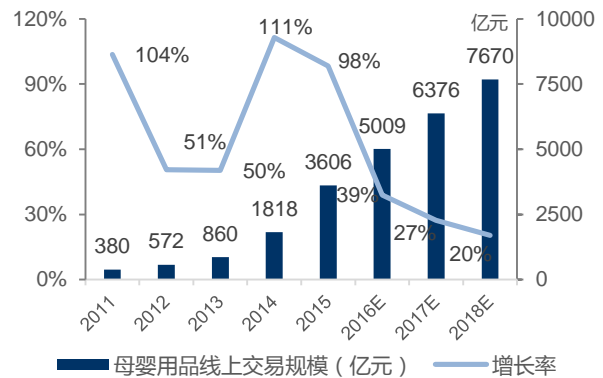
中国母婴市场发展迅速，“线上化+品牌化”趋势明显。1) 受益于二胎出生，母婴需求有望迎来新一轮高潮。受益于国家二胎政策正式落地及新生儿小高峰到来，预计每年新增超 3000 亿元母婴用品消费额，2018 年有望新增万亿级母婴用品市场需求。2) 线上母婴销售快于线下，占比不断提高。在移动互联网等技术潮流影响下，大部分母婴消费者已习惯线上购物，预计未来几年母婴用品线上交易增速将明显快于线下整体增速，线上占比将持续提升。3) 母婴消费品牌化成为潮流。伴随消费升级趋势，母婴消费者渴望为家人提供健康美好生活的诉求促使其对产品品质的要求不断提高，使得母婴消费品牌化成为潮流。

图 65：中国母婴用品整体交易规模持续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 66：中国母婴用品线上交易规模快速提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

采购渠道集中而销售相对分散，与达能长期合作关系良好。1) 优壹电商向前五大客户销售占总营收 45%，前五大供应商占总采购 99%。优壹电商第一大客户是京东商城，占 16 年收入的 22%，其次是孩子王和苏宁云商，分别占 13% 和 3.6%；第一大供应商是达能集团，占其采购总额的 89%，其次是雅士利集团，占比 10%。2) 与达能合作五年关系稳定，母婴市场地位稳固。优壹电商和母婴品牌领导者达能集团保持了超过 5 年的合作关系，获得了集团下的诺优能、爱他美等全球市占率较高的奶粉品牌代理权，在母婴市场上品牌定位高。

表 15：优壹电商 16 年前五大客户和供应商情况

类型	序号	公司名称	业务	收入金额 (万元)	占营收或采购占比
前五大客户	1	JD.COM International Limited	向其销售商品	43629	21.7%
	2	孩子王儿童用品(中国)有限公司		26249	13.1%
	3	苏宁云商集团股份有限公司		7330	3.64%
	4	Vipshop International Holdings Limited		7005	3.5%
	5	南京爱婴岛儿童百货有限公司		6961	3.5%
		合计		91174	45.3%
前五大供应商	1	达能集团	向其采购商品	165091	88.5%
	2	雅士利国际集团有限公司		18006	9.7%
	3	Wyeth Holdings LLC		2275	1.2%
	4	U.S Summit Company limited		875	0.5%
	5	Nestrad S.A		150	0.1%

合计

186397

99.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

与花王、雀巢、辉瑞等合作，注重产品多样化发展。公司保证达能奶粉业务营销的同时，着力推动其它业务的发展，包括和花王合作，发力纸尿裤业务；签约雀巢公司，接手其整个唯品会渠道业务；联手辉瑞，善存维生素、善存银片等产品试水营养保健品，未来产品多样化将是公司发展的重点。

图 67：优壹电商主营产品多为国际大牌



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.6 整合产业链优势资源，构建跨境双向立体生态圈

14 年 11 月完成重大资产重组后。公司持续进行后续投资，完善跨境进出口生态圈。15-16 年密集收购的优质资产在进口、出口、综合配套服务三大领域形成产业协同、良性互动，进一步强化了公司在跨境电商的双向立体战略布局。

1) 出口 B2C 端：先后入主前海帕拓逊、广州百伦、通拓科技，公司通过收购前海帕拓逊和百伦科技将成熟产品品牌直接注入 B2C 平台，实现了产品与渠道的高质量融合。百伦科技拥有较强研发创新能力，深度整合产品研发、物流配送、商务服务等产业链环节，同时在英、美等成熟国家和印度、俄罗斯等新兴国家市场布局，并以自主美容美妆品牌为主打产品，提供本土化服务。两家公司的业务优势将与跨境通现有跨境出口业务实现融合互补，形成出口完整产业链。

2) 出口 B2B 端：环球易购建立起 B2B 平台 chinabrands，为国内的产品供应商提供境外销售渠道，同时为优质的中小企业提供供应链金融服务，从而与优质产品的供应商建立长期稳定合作关系。

**表 16：跨境通跨境电商投资并购综合布局**

大类	投资标的	时间	状态	持股比	对价	主营业务	P/E	业绩承诺	
								时间	业绩
出口进口	环球易购	2014/10	仍持有	100%	10.3 亿	服装、电子	15.9X	14-17	净利≥0.65/0.91/1.26/1.7 亿 <b>14、15、16 年业绩承诺实现</b>
出口	帕拓逊	2015/2	仍持有	7.5%	0.12 亿	3C、家居、户外	6.3X	15-16	净利≥0.26/0.39 亿 <b>实现</b>
		2015/12		51%	3.0 亿		17.2X	15-18	净利≥0.38/0.6/0.8/1 亿 <b>15、16 实现</b>
		2016/10		90%	4.5 亿		16.5X	16-18	净利≥0.7/0.88/1.12 亿 <b>15、16 实现</b>
	通拓	2015/5	已出售	4.7%	0.45 亿	3C	10X	15-16	2015 年营收≥15 亿 净利≥1/2 亿 <b>未实现</b>
		2016/11		0%	0.84 亿				2015 年营收≥15 亿 净利≥1/2 亿 <b>未实现</b>
	百伦科技	2015/2	仍持有	15.4%	0.12 亿	美容美妆、家居、电子、服装	7.1X	15-16	净利≥0.11/0.16 亿 <b>15 实现、16 未公布</b>
进口	优壹电商	2016/12	拟收购	100%	17.9 亿	母婴、个护美、营养保健品、供应链服务	17.9X	17-19	净利≥1.3/1.7/2.1 亿
供应链	跨境翼	2015/6	仍持有	24.9%	0.48 亿	进口供应综合服务	0.5X (P/B)	15-17	15 年营收≥4 亿且亏损≤0.1 亿 16 年营收≥11 亿且扣非净利≥0.05 亿 17 年营收≥20 亿且扣非净利≥0.3 亿 <b>15 实现、16 未公布</b>
	易极云商	2015/6 2016/12	已出售	20% 0%	0.26 亿 0.30 亿	全程式购销、保税代发、在线零食	4.3X	15.8-17.7	15.8-16.7 合报营收≥5 亿且净利≥0.3 亿 16.8-17.7 营收≥12 亿且净利≥0.6 亿 <b>第一期未实现</b>
支付	金虎信息	2015/10	仍持有	51%	0.18 亿	持《支付业务许可证》可发行预付卡			
基金	安赐基金	2015/11	仍持有	60%	0.65 亿	投资境内外电商			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**3) 进口 B2C 端：继五洲会后，参股投资跨境翼，为公司布局跨境进口电商领域构建供应链、仓储物流等基础。**

**收购优壹电商拓展跨境进口品牌品类，进一步挖掘全球顶级品牌商合作机会。**优壹电商在母婴产品、个护美妆、营养保健品品类中与达能、辉瑞等顶级品牌商取得的良好合作，公司通过收购优壹电商，可以获得大量优质品牌商资源。此外，公司将有机会拓展与这些顶级品牌商的战略合作，进一步挖掘现有合作对象的其他品牌资源，拓展同品类中的更多品牌。

**大力建设电商仓储及配套运输建设项目，进一步完善跨境电商综合生态圈布局。**1) **定增+自筹共计投入 3.4 亿元。**其中场地费用 1.6 亿元，设备投资 6673 万元，推广费用 0.9 亿元，预备费 1620 万元，3 亿元通过定增募集，其他资金自筹。2) **搭建公司跨境电商仓储管理平台。**公司自主开发仓储管理系统平台，满足各项精益化、个性化管理要求，解决仓配衔接的信息数据交互问题，可通过网页及手机 app 为商家或客户提供快递的在途状态查询服务。3) **完善国内外仓储及配套运输体系。**拟以租赁方式在美国、英国、德国等多国设立海外仓，在上海、重庆、杭州等城市启用大型电商保税仓，在深圳设立大型仓储物流园区，形成全球分仓体系。并建设全球化、信息化、一体化的仓储及运输配套管理平台，形成仓储及配送供应链条。

图 68：跨境通投资并购布局跨境产业链各环节



资料来源：公司公告，申万宏源研究

全方位布局，构建“新零售”下跨境电商综合生态圈。公司与安赐资本强强联合投资布局，注重“品类品牌化”、“个性体验化”，在供应链、支付、销售渠道等各个环节广泛投资收购，定增进一步完善海内外仓储和供应链，跨境通在资本合作、跨境进出口业务、跨境电商供应链构建等领域全面布局，真正形成了跨境电商综合生态圈。

图 69：跨境通构筑跨境电商综合生态圈



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.7 管理层股权激励到位，业绩对赌提升股价安全边际

精准设置股权激励，契合战略实现、业绩突破需求，夯实公司核心竞争力。公司先后于2015年4月28日和2015年12月4日向包括环球易购董事长徐佳东在内的多名核心技术骨干授予1800万份股票期权和1800万股限制性股票。目前第一批已有240万期权于2017年3月行权并上市。公司管理层股权激励条款设置精准，与战略实现、业绩突破勾连紧密，紧握团队与管理，提升企业核心竞争力，发展动力十足。

表 17: 跨境通股权激励精准到位，安全边际高。

授权日	数量	对象	方式	行权/解锁方式	业绩条件
2015.4	1800 万份 (占当时总股本 1.42%)	董事、副总经理： 徐佳东 核心骨干：11 人	期权	行权价	较 2014： 第二：三：四年 20%：20%：60%
			6.76 元/股 (定增新股)	15 年净利增速≥200%，环球易购净利≥1 亿(实现) 16 年净利增速≥350%，环球易购净利≥1.55 亿(实现) 17 年净利增速≥550%，环球易购净利≥2.25 亿	
2015.12	1800 万股 (占当时总股本 1.42%)	董事、副总经理： 徐佳东 核心骨干：14 人	股票	转让价	较 2015： 第二：三：四年 20%：30%：50%
			11.33 元/股 (定增新股)	16 年净利增速≥20%，环球易购净利≥2.05 亿(实现) 17 年净利增速≥70%，环球易购净利≥2.85 亿 18 年净利增速≥100%，环球易购净利≥3.55 亿	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 18: 跨境通股权结构情况

股东名称		收购优壹前持股比例	收购优壹后持股比例
杨建新、樊梅花		31.49%	29.95%
环球易购	徐佳东	18.51%	17.61%
	李鹏臻	4.26%	4.05%
	深创投	1.32%	1.25%
招商银行股份有限公司—富国低碳环保混合型证券投资基金		2.35%	2.23%
珠海横琴安赐文化互联叁号股权投资基金企业(有限合伙)		2.33%	2.22%
睿景公司		1.82%	1.73%
吴斌		1.61%	1.53%
信达澳银基金—上海银行一定增 19 号资产管理计划		1.47%	1.40%
优壹电商	周敏	-	3.29%
	江伟强	-	1.20%
	沈寒	-	0.19%
	陈巧芸	-	0.09%
	李侃	-	0.09%
上市公司其他股东		34.84%	33.17%
合计		100%	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3. 从海外巨头与新兴力量再思考跨境电商行业：空间与潜力

“大而美、小而精”是跨境电商 B2C 业务的主要发展趋势。以平台运营业务为主的大型跨境电商企业，主要通过买卖双方集聚形成规模化市场赚取交易佣金，在跨境业务拓展期 3-5 年内交易规模通常成倍扩张，GMV 增速大多保持在 30% 附近，代表性的有 GMV 万亿元级的亚马逊，千亿元级别的 ebay，百亿美元级别的速卖通，十亿美元级别的跨境通；以商品销售赚取差价为盈利模式的卖家型自营企业，通过产品的精耕细作市场规模快速扩张，目前营收增速普遍在 1-3 倍左右，代表性企业有海翼电商、傲基电商、有棵树、通拓科技。

#### 3.1 大而美：平台型公司“造桥修路，设卡收税”，空间大

##### 3.1.1 亚马逊：全球最大跨境电商平台，业务不断拓展且增长迅速

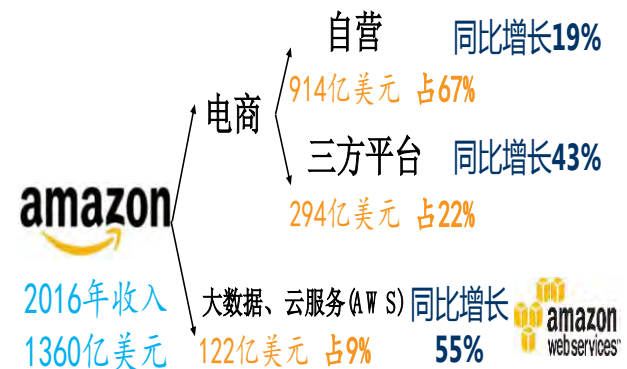
亚马逊是全球电商龙头，近几年扩张步伐不减，致力于打造综合电商平台。1) 亚马逊是全球最大的国际交易平台，Alexa 全球综合排名第 13 名。亚马逊 95 年成立之初，主营图书、音像等传媒商品，随后商品不断丰富，现已成为跨境综合服务提供商。2) 国际业务不断壮大，北美为主要消费市场，营收占比 67%。亚马逊以站点形式对外扩张，98 年开设德国和英国网站，开始布局全球版图；随后开设法国、日本、加拿大、中国等 13 个国家网站；2017 年收购中东最大电商平台 Souq，进军中东市场。

图 70：亚马逊盈利模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 71：亚马逊第三方平台业务占比 22%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 72：亚马逊跨境业务全球扩张版图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

亚马逊产品结构调整升级，跨境业务高速增长，盈利水平不断提升。1) 收入利润增速迅猛，16 年利润增长 300% 业绩亮眼。亚马逊从 1996 年-1999 年收入维持 100% 以上的增长速度，目前仍基本保持每年 20%+ 的收入增长。16 年收入 1360 亿美元，同比增长 27%，归母净利润 24 亿元，同比增长 298%。2) 自营商品收入占七成，平台佣金收入增长迅速，平台第三方卖家 GMV 已超过自营商品。16 年自营收入 914 亿美元，同比增长 19%，占总收入近七成；第三方平台收入 294 亿美元，同比增长 43%，以平均 15% 佣金费率推算，其第三方平台 GMV 达 1533 亿美元，同比增长 43%，远超其自营商品规模。

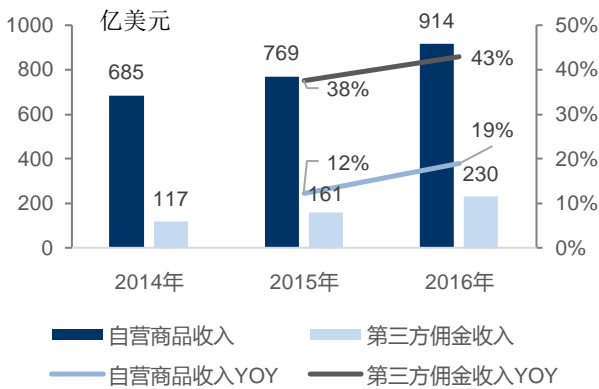
表 19：亚马逊 2016 年测算 GMV 1079 亿，同比增长 33%

项目	2014 年	2015 年	2016 年
自营商品收入 (亿美元)	685	769	914
第三方佣金收入 (亿美元)	117	161	230
预计佣金费率	15%	15%	15%
测算第三方 GMV (亿美元)	780	1073	1533
测算合计 GMV (亿美元)	1465	1842	2447

资料来源：申万宏源研究

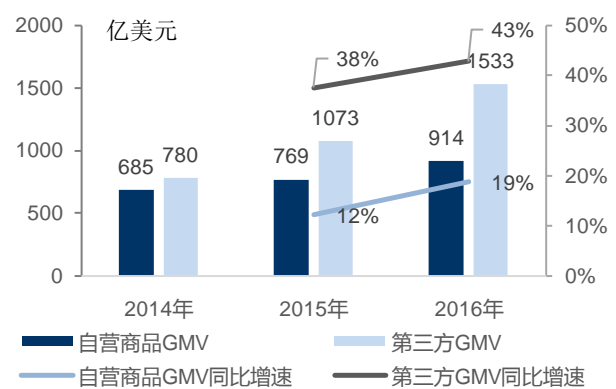
注：我们按第三方卖家佣金 15% 测算第三方 GMV 规模，自营商品收入近似等于自营商品的 GMV

图 73：亚马逊自营与三方佣金收入持续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 74：亚马逊第三方卖家 GMV 增速快于自营



资料来源：公司公告，申万宏源研究

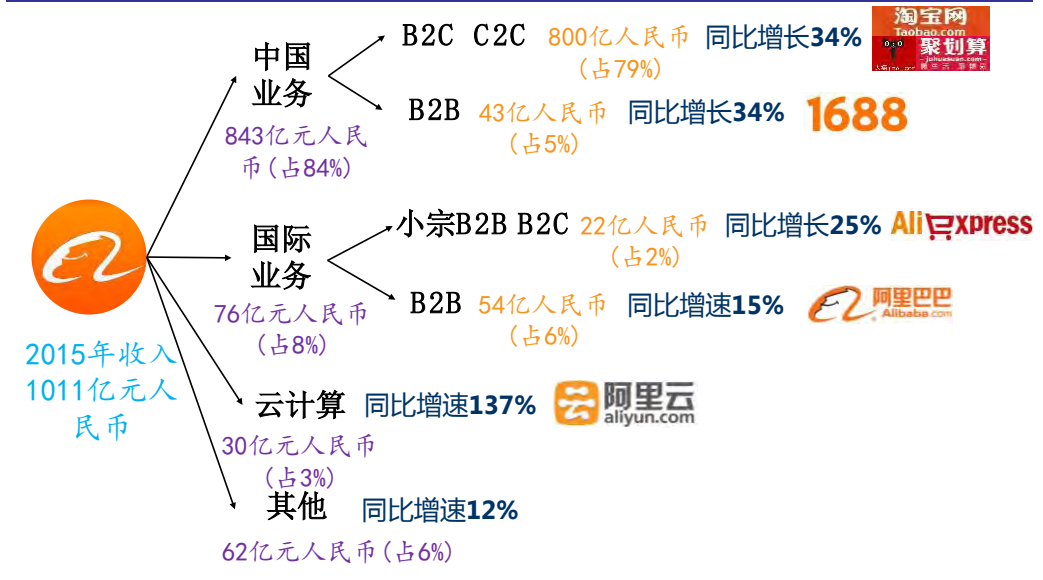
### 3.1.2 速卖通：阿里巴巴旗下跨境出口平台，行业增长引擎动力充足

速卖通 (AliExpress) 中国最大跨境电商出口平台，阿里巴巴集团全球布局的核心枢纽。1) 阿里巴巴集团跨境业务历史悠久，B2B 起家实力雄厚。1999 年阿里巴巴设立国际站，提供跨境 B2B 交易信息展示平台。09 年全球速卖通作为阿里巴巴集体跨境 B2C 出口平台正式上线，并先后收购 Vendio 和 Auctiva 两个美国电商平台和服务公司，与 Alipay, Paypal、UPS 等支付和物流合作，迅速占领市场。2) 跨境业务范围全球覆盖，速卖通排名全球前五十。截至 2016 年底，速卖通业务涉及全球 220 多个国家和地区，网站日均浏览量达 2 亿次，Alexa 全球综合排名 (PV Rank) 第 42 名。3) 与阿里巴巴集团其他业务



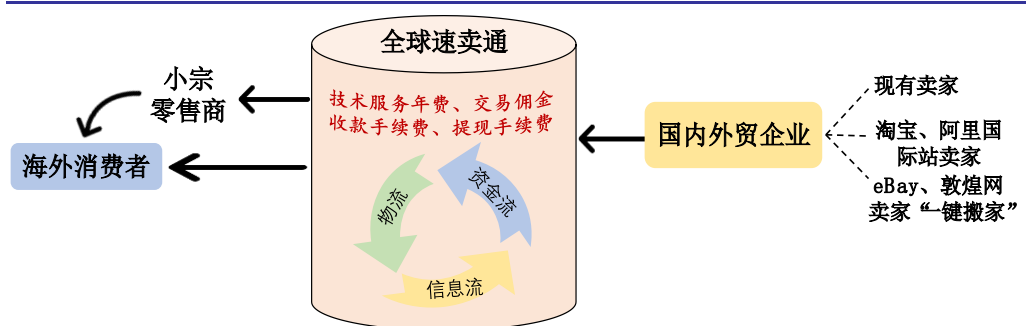
互相补充，跨境 B2C 业务全球化进程加快。16 年 4 月签约 Lazada 进军东南亚市场；蚂蚁金服推出国际版支付宝，对接全球各国本土支付方式；阿里集团投资新加坡、俄罗斯、巴西邮政等物流公司优化跨境物流，并在各国设立海外仓提升跨境 B2C 业务的物流效率。

图 75：阿里巴巴集团收入结构图



资料来源：申万宏源研究

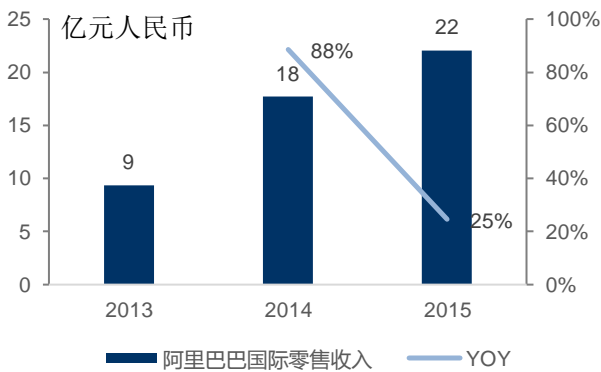
图 76：全球速卖通经营模式



资料来源：申万宏源研究

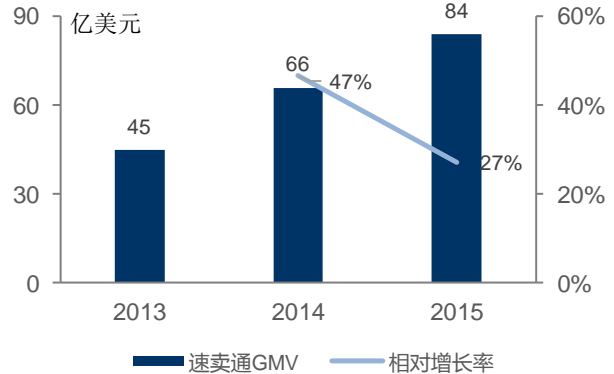
阿里巴巴跨境业务规模迅速拓展，收入和 GMV 保持 20% 以上的高增速，毛利率维持较高水平。1) 跨境业务营收进入快速增长通道。阿里巴巴集团 2015 年会计年度收入 1011 亿元人民币，归母净利润 715 亿元，其中跨境零售（主要为速卖通）业务收入 22 亿元。2016 年会计前三季度，阿里跨境零售营收 49 亿元，同比增长 204%，系速卖通全球业务增长和新收购东南亚零售电商平台 Lazada 所致。2) 全球速卖通 GMV 近两年呈扩大势头强劲。2015 年速卖通 GMV 已经达到 84 亿美元，同比增长 27%。

图 77: 阿里国际零售 (主要是速卖通) 收入持续增长



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 78: 速卖通 15 年 GMV 84 亿美元, 同比增长 27%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

### 3.1.3 Ebay: 全球电商龙头, 布局基本完成, 提升平台服务质量

Ebay 是最早进入并快速成长的电商平台领域行业巨头, 是目前全球最大的跨境交易平台之一。1) Ebay 前身 AuctionWeb 成立于 1995 年, 现已成为以佣金收入为主的国际电商平台。99 年开始国际业务扩张, 全球收购步伐加速。2) “集市+支付+电商运营+开发平台”四大业务板块打造综合跨境服务商。集市业务主要是指 ebay.com 和旗下的票务平台等; 支付业务主要是 paypal (后分拆), Bill Me Later 等工具; 电商运营主要指子公司 GSI 为品牌商提供各类电商服务; 开发平台业务是指为商家和开发者搭建各类配套工具开发平台。3) 16 年进军人工智能领域, 协同跨境业务发展。16 年 Ebay 先后收购人工智能大数据平台 Expertmaker、视觉搜索引擎 Corrigan 等企业, 通过人工智能、虚拟现实等技术提升自身平台客户体验。

图 79: Ebay 各业务板块收入情况

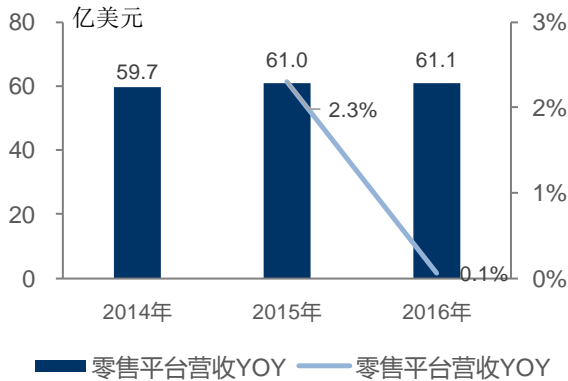


资料来源: 申万宏源研究

Ebay 收入以平台佣金为主, 占比近八成, 零售平台收入和 GMV 小幅下滑。1) 收入利润增长稳定, 毛利率维持较高水平。16 年公司收入 90 亿美元, 同比增长 4.5%; 归母净利润 73 亿美元, 同比增长 321%, 毛利率 77%。2) 商品零售平台 Marketplace 是 Ebay 收入的主要来源, 营收占比达 68%。Marketplace 商品零售平台和 Stubhub 票务交易平

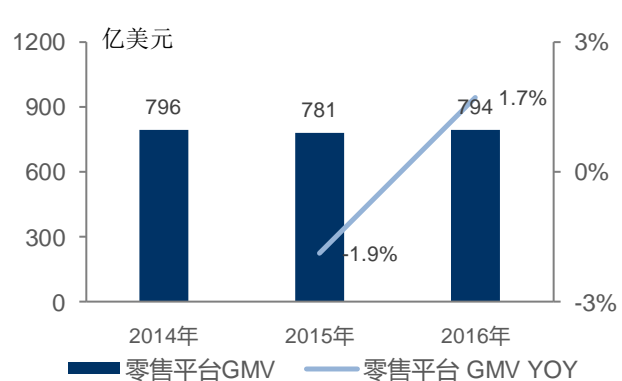
台是 Ebay 两大主要交易平台，16 年营收合计 70 亿美元，占比 78%，总共 GMV 达 838 亿美元，同比增长 3%。3) 商品零售平台业务乏力和 GMV 增长较慢。受速卖通、亚马逊国际业务扩张影响，Ebay 近两年的零售平台业务营收有所下降。16 年商品零售平台 Marketplace 的 GMV 为 794 亿美元，同比增长 1.7%。

图 80: Ebay 16 年零售平台业务收入 61 亿美元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 81: Ebay 16 年零售平台 GMV 为 794 亿美元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

“大而美”的跨境电商均为平台型公司，交易规模 GMV 仍保持高速增长，国内卖家在大平台表现优异。1) 亚马逊第三方平台 GMV 超一千亿美元，仍有 43% 增长；速卖通 GMV 超过一百亿美元，仍有 20%+ 增长，Ebay 零售平台 GMV 约 800 亿美元，低个位数增长。2) 亚马逊是国内卖家的首选平台，速卖通规模小空间大，ebay 电商业务较为平淡。亚马逊平台有部分自营业务，客户较为高端，它对第三方卖家入驻要求较高，是中国卖家的首选；速卖通由于规模较小，未来增长空间更为广阔；Ebay 电商业务较为平淡，交易规模增速一般。3) 中国买家依托第三方平台快速发展，成为其之上重要力量。跨境通第三方平台事业部销售额在上述平台中均位列第一，16 年实现收入约 80 亿，对比我国 16 年 8900 亿元出口 B2C 规模，龙头市占率不到 1%，行业空间发展潜力巨大。

## 3.2 小而精：自营型公司“设计生产，溢价卖出”，潜力强

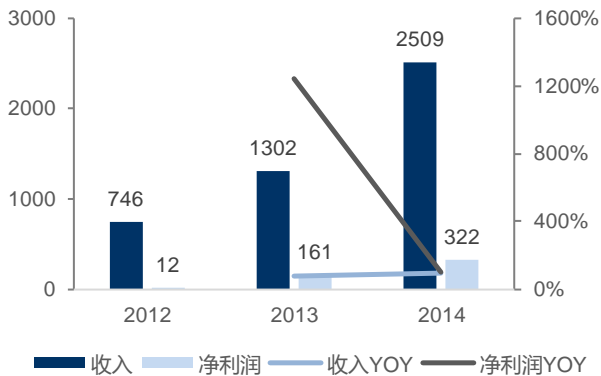
### 3.2.1 海翼股份：研发不断创新，Anker 品牌知名度高粉丝多

海翼股份是全球知名跨境电商零售企业，近年通过多渠道迅速扩展国际市场。1) 海翼股份旗下 Anker 是目前欧美和日本最受欢迎的智能数码周边品牌之一。海翼股份成立于 2011 年，16 年上半年全球用户规模超过 2400 万，多款产品在 Amazon、eBay 等线上市场稳居前列。2) 以跨境第三方平台 B2C 销售为主，兼顾线下销售。旗下 Anker 品牌第三方销售平台以 Amazon、Ebay、天猫为主，销售市场主要分布于北美、欧洲、日本和中国，国外收入占比 9 成以上，但国内营收近年来有所增长。3) 海翼股份 2016 年 10 月挂牌新三板上市。

公司营收、净利爆发式增长，毛利率不断提升，同时进军智能电器领域，期待下一个极致品牌爆发。1) 亚马逊渠道收入增长拉动整体业绩上升。海翼股份 16 年营收 25 亿元，

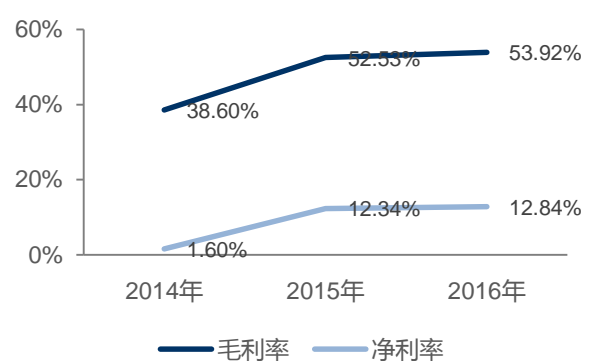
同比增长 93%，归母净利润 3.3 亿元，同比增长 143%，归功于亚马逊第三方平台收入高速增长；毛利率、净利率持续走高，分别为 53%、13%，系产品品牌附加值和公司议价能力的提升所致。**2) 产品延伸移动通讯领域，电池类产品实现营收 11 亿元，同比增长 90%。****3) 公司成立家居事业部，布局智能家居领域。**16 年上线智能家电品牌 Eufy，推出车载智能终端产品 Roav，拓展智能电器领域业务。16 年公司其他类产品收入 3.2 亿元，同比增长 365%，收入占比不断提升。

图 82：海翼股份 16 年销售收入、净利润成倍增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 83：海翼股份 16 年毛利率、净利率持续走高



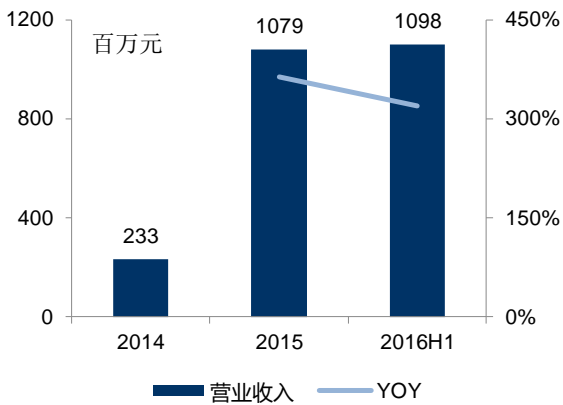
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2.2 有棵树：深耕全球供应链搭建，跨境电商有棵树向阳生长

公司是国内跨境电商企业第一梯队成员，深耕全球供应和销售网络，打造双向立体电商品牌。1) 公司成立于 2010 年，14 年涉足跨境领域，业务涵盖跨境电商出口、跨境电商进口、无人机机器人、医疗长期健康管理四大业务板块，16 年 4 月成功挂牌新三板。**2) 跨境电商业务以“第三方平台出口 B2C+海淘 B2B+海淘 B2B2C”为主。**截至 2015 年底，公司于第三方平台设立网店数量超 100 家，同时公司以“海淘模式”建立中国跨境母婴第一大供应链品牌“海豚供应链”。**3) 布局全球海外仓，大规模集成定制全球商品流通网络。**除大陆保税仓资源，公司在美国、英国等地扩展设立 6 个海外仓，2 个香港仓，6 个保税仓和干线运输网络，依靠强大的互联网数据，连通国内外的供应链体系。**4) 2017 年 4 月 20 日，与天泽信息签订重大资产重组框架协议，拟登陆 A 股。**

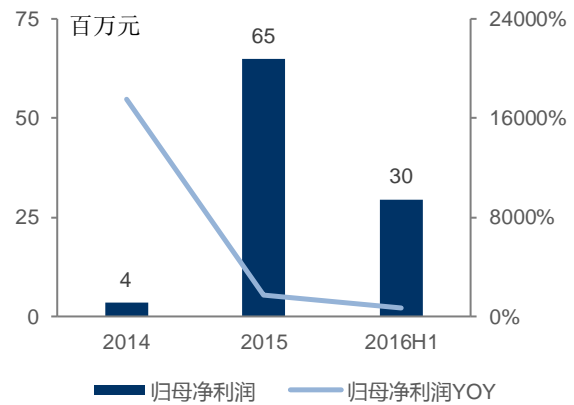
**收入达 10 亿级门槛，利润十倍级爆发式增长。**1) 第三方平台出口收入占六成，海淘收入三成，增长迅猛。16 年 H1 实现收入 11 亿元，同比增长 320%，净利润 2956 万元，同比增长 661%，第三方平台出口收入 7 亿，同比增长 227%，进口业务 3.5 亿元，同比增长 982%。**2) 海外出口涵盖品类丰富、抢滩各国渠道。**出口零售电商业务客户已覆盖全球 200 多个国家和地区。目前出口在售累计 SKU 逾 10 万种，活跃供应商超过 4000 家；海淘方向在售 SKU 超过 4000 种，以母婴，保健品等为主。

图 84：有棵树 16H1 营业收入 11 亿，同比上涨 320%



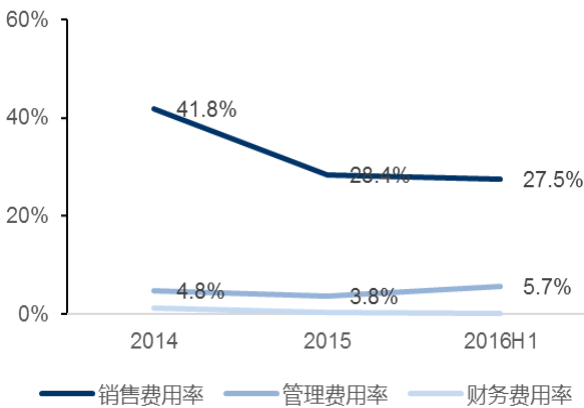
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 85：有棵树 16H1 净利润 2957 万，同比上涨 661%



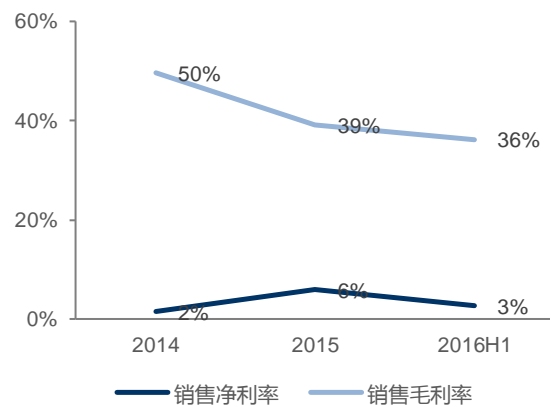
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 86：有棵树 16H1 销售费用率为 27.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 87：有棵树 16H1 年毛利率 36%，净利润率 2.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

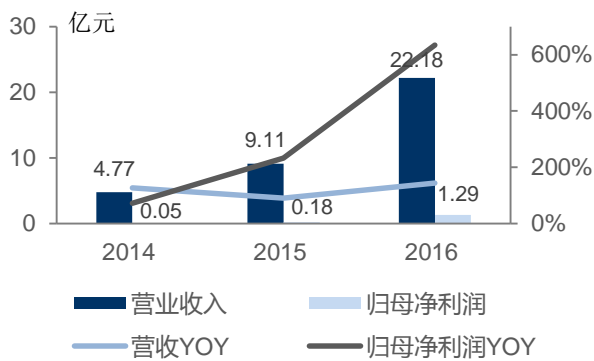
### 3.2.3 傲基电商：跨境出口欧洲的电商行业龙头，致力于拓展自有品牌

傲基电商是跨境出口行业第一梯队成员，“自有品牌+综合品类+自有网站”三大业务板块迅速发展。1) 公司是最早进入新三板创新层的跨境电商企业之一。公司 2010 年 9 月成立，2015 年 11 月挂牌新三板。2016 年 5 月，傲基电商成为第一批进入新三板创新层的公司。2) 以第三方平台自营销售为主，大力发展自有品牌，同时关注高端及高性价比综合品类。自有品牌业务始于 2014 年，通过亚马逊等第三方平台自营 3C 电源、蓝牙无线等产品；综合品类业务专注高端及高性价比产品，通过第三方平台以及自有网站销售无人机、手机、移动 3C、服装等，2016 年公司扩展 SKU，提升运营效率，实现综合品类收入同比增幅约为 165%。3) 开拓自有网站渠道，专注爆款产品。公司自有网站 2016 年推出几款爆款产品，销售收入同比增幅约为 140%。

16 年业绩增长强劲，自有品牌贡献加大，品类拓展显成效。1) 2016 年公司营收 22 亿元，同比增长 144%，毛利率 58%，归母净利润 1.3 亿元，同比增长 633 %。2) 自主

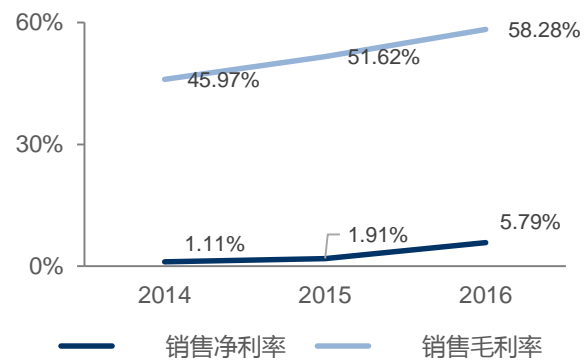
**品牌溢价提升毛利空间。**16年公司主要品牌 AUKEY 成长迅速，全年实现业绩收入同比增幅约 136%；战略孵化品牌的业绩收入同比增幅约为 1215%。16年销售毛利率 58%，同比增长 13%。**3) 品类拓展业绩靓丽：**除主营的 3C 用品外，公司已在玩具、户外用品、家居等毛利更高的品类布局自主品牌。16年数码类产品营收 9.1 亿元，同比增长 43%，家居日用类营收 6.7 亿元，同比增长 1249%，服装类营收 3.5 亿元，同比增长 55%。

图 88：傲基电商 16 年营收 22 亿，同比增长 144%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 89：傲基电商 16 年毛利率 58%，净利润率 5.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2.4 通拓科技：A 股跨境电商第二股，位列第三方平台卖家第一梯队

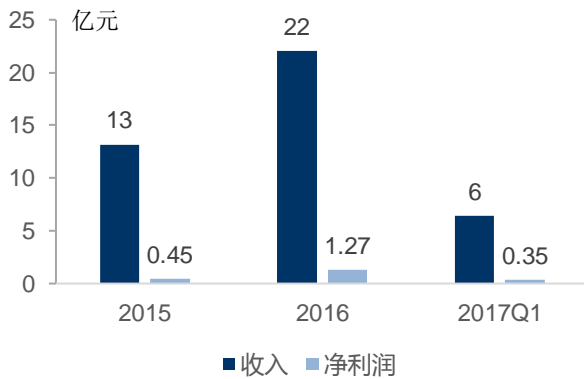
**华鼎拟定增 29 亿收购通拓科技，打响跨境电商 A 股第二枪。**2017 年 4 月 17 日，华鼎股份公告以 29 亿元（定价 9.35 元/股换股支付 26 亿元，募集配套资金 12.6 亿元，其中现金支付 2.6 亿元+相关项目建设 9.3 亿元）并购通拓科技 100% 股份，这也使得通拓成为 A 股第二个跨境电商标的。**跨境通在 2015 年 9 月作价 4500 万元参股通拓 4.7%，并于 2016 年 11 月作价 8356 万元将其出售给千意罗莱（罗莱生活的一个产业基金）等产业基金。**

**通拓科技是通过第三方平台跨境出口 B2C 自营第一梯队成员，拟成为 A 股第二家跨境电商标的。****1) 全球海外仓布局，管理内控优秀执行效率高。**在海外仓方面，目前已在英国、美国、德国、法国、西班牙等欧美多个国家建立多个海外仓，并基于海外消费者的不同需求与第三方物流公司进行定制化合作。在内控方面，公司自主研发集合供应链、仓储、物流、财务、销售、绩效考核、企业文化、内部管理为一体的 ERP，有效地实现了公司与外部之间、公司内部之间业务流程的信息化操作。**2) 产品研发+优化仓储+完善布局+人才布局，未来看点多多。**通拓将运用配套资金 12.6 亿元建设垂直电商平台与跨境电商产业园，着重在产品研发，仓储优化，海外新兴市场布局和人才培养挖掘上深耕细作。

**通拓科技 16 年利润增长近一倍，主要来自第三方平台销售收入。****1) 第三方平台销售近九成，辅助自有网站销售。**通拓主要以亚马逊（占总收入 35%）、eBay（占 28%）、速卖通（15%）、Wish（10%）等第三方平台为主，辅助自有平台 TOMTOP（占 4%）平台上销售产品。其先后获得速卖通“卖家成长之星”、eBay“大中华区销售铜奖”等荣誉。**2) 产品品类齐全，自主品牌深受海外消费者喜爱。**目前有超过 40 万 SKU，涵盖 3C 电子、摄影影音、美容服饰、游戏玩具、家居户外、健康管理、汽车配件等几十个品类。同时，公司注重自主品牌研发，已打造 CACAGOO、koogeek、dodocool 等自有品牌，深受海外消费

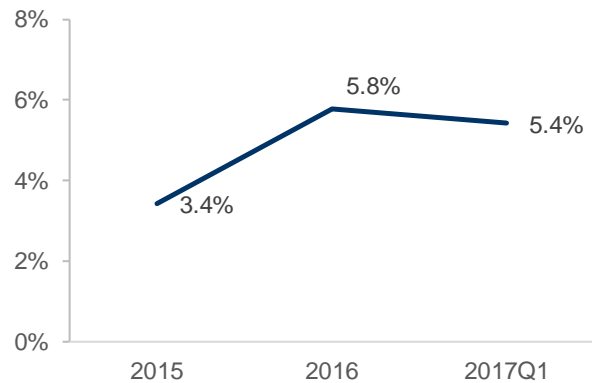
者喜爱。3) 16 年利润增长近一倍，业绩承兑安全边际高。通拓科技 16 年收入/净利润位 22/1.27 亿元，同比增长 67%/182%，17 年第一季度收入 6.4 亿元，净利润 0.35 亿元。17-19 年业绩承诺 2.0/2.8/3.9 亿元，即承诺 3 年净利润 GAGR 约 45%。

图 90: 通拓科技 16 年净利润 1.27 亿，同比增长 182%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 91: 通拓科技 16 年净利润率 5.8%，高出 15 年 2.4pct



资料来源：公司公告，申万宏源研究

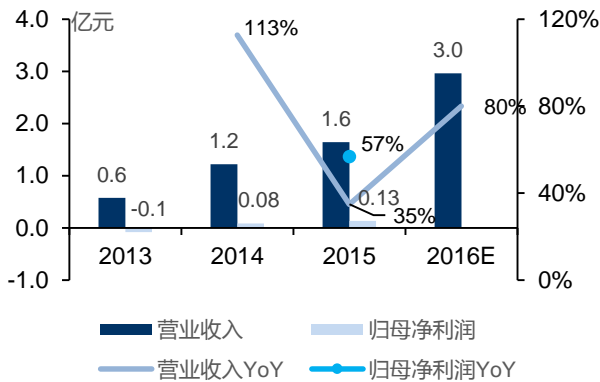
### 3.2.5 爱淘城：跨境电商出口 B2C 综合服务商，海外仓布局是核心优势

公司定位跨境出口 B2C 综合服务平台，自营买断发货至海外仓，经由 Ebay、Amzon 三方平台对外销售。1) 集电商、物流、仓储、金融、运输综合服务于一体，由 B2B 转型 B2C。4 位实控人邵哲、陈大彪、杨波、龙翔均具有国内外顶级高校硕士学历，2010 年创业从出口 B2B 入手。随着行业出口 B2C 呈现爆发式发展，2015 年 7 月开始公司陆续布局 B2C 出口，并推动技术服务转型，陆续开发 eBay 和 Amzon 平台订单抓取、供应链数据分析、立体式仓储高速配货等核心技术，与渠道管理、三方账号运维、后台服务共同构建完整 B2C 跨境出口服务体系。2) 买断式自营，经三方平台无缝对接终端消费。向国内三方企业买断电池、LED、键盘等的 3C 产品，并结合自有品牌 LUMSING，发货至公司海外仓，经由 eBay (占 60%) 和 Amzon (占 40%) 三方平台销售获取进销价差，其中美国市场占到公司销售额 70%。3) 已在美国、英国、澳大利亚、加拿大、香港等国布局海外仓。通过子公司今日之北下属 ACT Supply、Bifrostuk 等 5 家全资子公司密集海外仓高速发货平台建设，加快了“国内采购-跨境运输-境外配售”的三段流程，目前德国、日本海外子公司正在筹划中。4) 2017 年 4 月 18 日，与新华锦签订重大资产重组框架协议，拟登陆 A 股。

收入步入亿元级俱乐部，技术服务收入占比达 7.5%。1) 2B 向 2C 转型成效显著，15 年实现收入 1.6 亿元(+35%)，归母净利润 1311 万元(+57%)。16 年 Q1 实现收入 5712 万元，16 年 3 月起公司完全终止 B2B 业务，向 B2C 出口转型完成，2017 年 2 月 18 日公司股票发行方案中预期 2016 年度营收达 2.96 亿。2) 三方品牌为主，自有品牌为辅，品类垂直深耕。专注电池、电脑配件、LED 垂直品类，将国内三方厂商生产的质优价廉的产品经全球最大的 Amzon、eBay 3C 电商销售。同时自主移动电源品牌“LUMSING”培育成型，积极拓展服装、家居，增加了产品品类，2016Q1 销售占比已达 9%。2) 随着业务规模扩大和增值额较高的

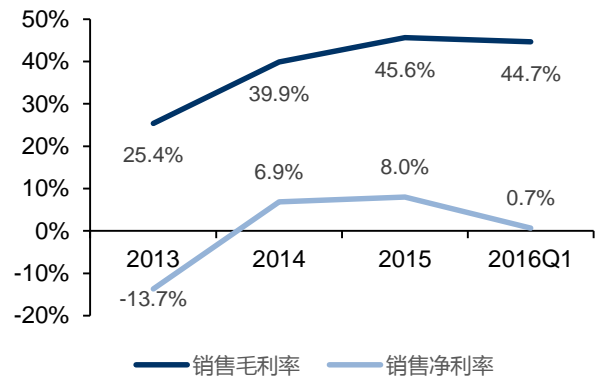
技术服务收入占比提高，公司盈利能力不断增强，2014-2016Q1 公司毛利率分别为 39.9%、45.6%和 44.7%，带动公司 14 年度扭亏为盈并于 15 年完全弥补以前年度亏损。

图 92：爱淘城 15 年营收 1.6 亿，同比增长 35%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 93：爱淘城 15 年毛利率 45.6%，净利润率 8.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

新兴力量不断崛起，资本化进程加速，市场关注度不断提高。新三板不乏业绩靓丽的国内“小而精”的跨境自营平台公司，如海翼股份、有棵树、傲基电商、爱淘城等。随着行业高速发展，资本化进程加速，行业由一级市场逐步走向二级市场进程加快：4 月 18 日公告新华锦和爱淘城（新三板挂牌）签订重大资产重组框架协议；4 月 20 日天泽信息跟有棵树（新三板挂牌）签订重大资产重组框架协议；4 月 19 日华鼎股份出并购通拓科技的预案公告。高成长跨境电商行业二级市场集中爆发扩容，市场关注度和影响力将明显上升。

## 4. 跨境通持续领跑行业，A 股跨境平台朝阳在彼岸

### 4.1 大数据+品牌+规模+供应链，四轮驱动构建核心竞争力

#### 4.1.1 行业领先的大数据分析、运营能力

公司在大数据分析贯穿包括采购选品、流量导入、物流、运营、推荐、客服等所有业务流程。1) 数据分析，按需求精选产品。数据化分析产品生命周期，判断商品处于成长、快速成长、成熟、衰退期由此来指导产品的销售，备货及清仓，实现良性仓库库存周转和快速回货。2) 流量导入、增加客户粘性。结合公司销售和转化数据与第三方媒体广告数据，构建客户、媒体、商品多维度模型，根据用户点击、转化效果，不断优化模型，将合适的商品通过合适的媒体推荐给合适的客户，达到精准广告投放。3) 工作流程、节点岗数字化考核。保证已有问题就能够及时发现并分析问题原因，找到对应负责人，进而解决问题。

#### 4.1.2 强大品牌效应已经形成，替代粗放式发展是大势所趋

出口端：帕拓逊自主品牌已经在境外市场形成良好口碑。2017 年，帕拓逊旗下“SeneoAroma Diffuser”香薰机、“Mpow Cheetach+”蓝牙耳机两款产品凭借时尚新颖的工业设计，从众多参赛产品中脱颖而出，成功斩获素有“设计界奥斯卡”之称的德国



IF 设计奖、红点设计奖。优质高水平的产品是跨境出口在行业快速发展中取得比行业更快发展的核心竞争力，是未来行业增速着陆后的持续经营保障。

图 94：前海帕拓逊旗下香薰机收获 2017 德国 IF 奖



资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 95：前海帕拓逊旗下蓝牙耳机荣膺 2017 德国红点奖



资料来源：公司网站，申万宏源研究

**进口端：优壹电商代理全球知名产品，助力囊括优质品牌商资源。**优壹电商代理达能、辉瑞等顶级品牌商产品，为公司提供大量优质品牌商资源。未来，公司将有机会拓展与这些顶级品牌商的战略合作，进一步挖掘现有合作对象的其他品牌资源，拓展同品类中的更多品牌。在谈的合作对象包括法国著名药妆品牌、日本龙头 IP 电商代理、跨国 500 强玩具巨头、日化公司巨头以及谈过商务部等。2017 年在谈业务销售额超过 5 亿元，这些合作伙伴将在未来带动公司跨境进口业务进一步提高。

### 4.1.3 先行优势抢占行业制高点，规模优势“赢者通吃”

公司系 A 股第一家跨境电商企业，资金优势为跨境业务提供强大支持。1) 先行优势，经验积淀。公司进入跨境电商领域较早，团队积累了丰富的行业经验，对行业趋势、技术革新、市场需求的变化有前瞻性的把握，使得公司具有业内领先的团队优势。2) 抢占行业制高点，“跑质+跑量”快速成长拉开与竞争对手的距离。在进一步扩大销量的同时，利用公司的规模优势，把市场上热卖的产品、机会点牢牢把控在跨境通的业务体系内。积极在各个跨境电商模块进行优化布局，并购行业优质公司，搭建物流仓储，做深推广渠道。在“B2C+B2B”、“出口+进口”、“自营+第三方平台”、“运营+服务”、“线上+线下”等多维度综合战略布局，形成完整生态体系闭环。3) 在业务合作中提供强大后盾。在包括信用、担保、上下游资源利用等各个层面，A 股上市公司背景有着不同于其他平台的绝对优势。

### 4.1.4 整合跨境产业链，打造高效的进出口通道

**构建数据化上游考评体系，供应商优胜劣汰。**对供应商认证和考核范围包括产品质量、交货速度、价格、服务、内控管理体系等方面，对达不到要求的供应商取消其资格。对供应商进行时时考评，及时淘汰不良供应商，提高产品质量和客户体验。

**一站式配套物流支持提升效率。**公司旗下优壹电商、跨境翼等渠道服务涵盖保税进口、保税仓储、备案申报、代理报关、检验检疫、入库检查、物流配送等全方位服务，大幅提升了物流执行效率，降低相应成本。优壹电商拥有超百人专业物流团队，高标准仓库超过 4

万平米，电商发货仓库 50 多家，零售发货仓库 1500 多家，日均发货能力达 5 万余件；分销及发货区域覆盖全国 25 个核心城市在内的 100 多个城市，准时送货率高达 99.6%。

## 4.2 未来看点：战略协同+细分品类渗透+平台化+移动端发力

随着技术手段的不断进步和贸易的不断发展，跨境电商作为最高效的解决信息不对称的途径，将迎来更为深远的发展。公司作为行业内绝对龙头，利用自身四大核心竞争力，向着战略协调化、垂直平台化、移动化和多市场多品类渗透四大方向发展，未来终将呈现“大而优则并，并而优则精，精而优则平台化”的格局。

图 96：跨境通四大优势推动四大趋势不断前进



资料来源：申万宏源研究

### 4.2.1 战略协同效应超预期，良性互通“1+1>2”

出口功能配置多点开花，全业务平台资源不断强化。公司已经构建跨境出口全部的三大盈利模式：①自建垂直销售平台②利用第三方平台③代运营、物流、供应链等服务。跨境通全资子公司环球易购拥有 Zaful、Gearbest 等多个自建专业品类平台，在 Amazon、eBay、速卖通等第三方平台拥有优质账号，同时，跨境翼积极布局代运营服务业务，其中跨境翼 2016 年 9 月成功登陆新三板。

“五洲会 + 优壹电商 = 进口业绩放量”。公司所购“优壹电商”完美融入现有“环球易购”旗下“五洲会”自营进口平台，自营与代运营模式双管齐下，巩固了公司行业绝对龙头地位。充分迎合当下进口 B2C 爆发式增长的宏观背景，未来业绩增长或将超预期。

#### 4.2.2 多市场多品类渗透，粗放发展转向精细运作

紧跟“一带一路”政策的指引，加强重视俄罗斯、东南亚等新兴高增长市场，为公司提供全新的业务增长点。目前，欧美国家跨境电商的渗透率已经较高。相比之下，新兴跨境购买需求不断涌现：较发达的南欧对 3C、服装、户外用品的需求量较大，西亚、中东有较大渗透空间，东南亚潜力巨大，中亚跨境电商尚起步，东非尚未大规模开发。

图 97：“一带一路”沿线跨境电商市场潜力巨大，增势迅猛



资料来源：中国经济网，新华网，申万宏源研究

由粗放发展逐渐转向精细化运作，孕育新业务。一方面，针对各国语言、风俗以及消费习惯的不同建立各国分站。充分用于大数据分析优势，根据各地区市场需求的不同设置产品品类以及推广策略。另一方面，目前公司出口产品集中在电子、服装产品，未来将扩充家居园艺、户外用品等丰富品类。

#### 4.2.3 因地制宜，平台化流量自赋

充分分析各地区市场特点和消费者需求，或将抓住机遇发展当地垂直电商平台。不同于中国电商行业集中度高，欧美市场对于分类垂直电商平台、品牌自营电商平台接受度高。著名的有美国的 Newegg、Sears、Bestbuy，英国的 Tesco，Play.com，ASOS 和法国的 La Redoute。因地制宜，准确的目标客户选择、独特的产品策略才是电商平台发展方向。以英国著名垂直电商平台 ASOS 为例，公司专注时尚美妆、服装 B2C 领域，针对澳大利亚、美国、法国、德国、西班牙、俄罗斯、意大利及中国市场建立区域网站。除自有品牌外，ASOS 销售全球超过 800 个第三方品牌产品，平均每周约有 3 千件新产品上线，目前已经成为与 Next 并列的众多女性买家首选网购网站。公司在 17 年将大力推进小语种网站，改变原先小语种国家只能利用谷歌翻译来购物的状况，提升用户购物体验，提高用户粘性。

图 98: 跨境通跨境出口垂直平台化, 企业自赋流量



资料来源: 网站图片, 申万宏源研究

图 99: 跨境通移动终端 App 建设, 紧握网购新潮流



资料来源: Gearbest、Summydress 移动 App, 申万宏源研究

#### 4.2.4 顺应移动终端发展, 大力发展境外购物 App。

公司把握电商移动化潮流, 先后推出自营网站对应手机终端 App, 广泛吸引境外消费者。根据艾瑞咨询数据, 2014 年手机移动端贡献网购 GMV 占比仅为 5.8%, 而 2016 年这一数字猛增至 68.2%, 在阿里和京东这样的大平台甚至高达 80%。相比之下, eMarketer 数据显示 2016 年全球移动端网购比重仅为 29.8%, 因此未来中国出口产品将更多地通过移动 App 网购流向境外消费者, 移动端成为跨境出口新的流量源点。

## 5. 财务分析与盈利预测

### 5.1 财务分析

2016 年行业内优质企业均实现快速增长, 除公司子公司环球易购和前海帕拓逊外, 新三板挂牌公司傲基电商、海翼股份等近年来也呈现快速增长的趋势。各公司业务模式虽然存在一定的差异, 但在行业快速发展的前提下, 净利润年均增长率均保持在 100% 以上。

表 20: 跨境电商行业各公司 16 年营业收入及净利润变动情况

项目	环球易购	前海帕拓逊	海翼股份	傲基电商
营业收入 (亿元)	71.6	12.9	25.1	22.2
YOY (%)	92.2	166.6	92.7	143.5
净利润 (亿元)	3.4	1.1	3.3	1.3
YOY (%)	104.7	157.5	142.7	633.5

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**毛利率保持稳健, 16 年有所下滑。**16 年毛利率下降 6.2PCT 至 48.3%, 主要由于公司产品销售结构发生变化, 其中毛利率较低电子产品销售占比较去年上升 20PCT 至 63%, 而主要热销产品服饰家具和电子产品毛利率均未明显变化, 预计在产品销售结构调整后, 综合毛利率将逐渐趋于稳定。

表 21：跨境通各品类产品销售占比及毛利率

项目	2015 年		2016 年	
	销售占比	毛利率	销售占比	毛利率
服饰家居	54.7%	68.7%	32.1%	69.8%
电子产品	42.7%	40.9%	62.8%	38.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

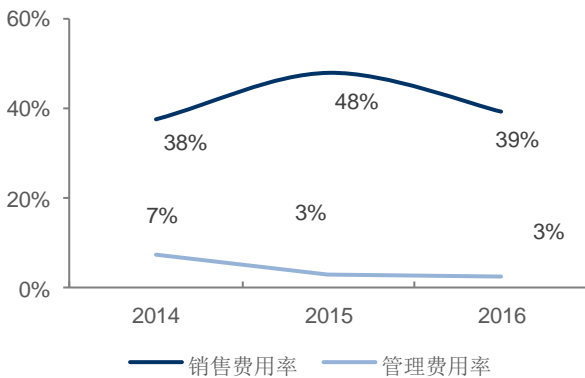
费用率控制良好，规模效应体现，免费流量初见成效。16 年期间费用率控制良好，尤其管理费用率下降 8.5PCT 至 39.2%，降幅显著，主要由于仓储物流费以及营销推广费占比下降。其中，仓储物流费用占比下降 3.3PCT，是由于公司规模扩张，对物流方式、物流渠道优化改革，形成了规模效应；营销推广费占比下降 7.6PCT，是由于公司转变营销策略，注重免费流量导入，加强数据化营销实现精准化投放。

表 22：跨境通 15、16 年销售费用占营业收入比率

项目	2015 年 (亿元)	占比	2016 年 (亿元)	占比
工资、社保及福利费等	0.79	2.00%	2.09	2.50%
仓储费、物流费、运杂费、辅料、打包费	7.17	18.10%	12.61	14.80%
广告、业务宣传、促销费	7.83	19.80%	10.37	12.20%
房租	0.1	0.20%	0.37	0.40%
装修费	0.03	0.10%	0.01	0.00%
平台使用费及佣金	2.97	7.50%	6.62	7.80%
其他	0.04	0.10%	1.42	1.70%
合计	18.92	47.80%	33.48	39.20%

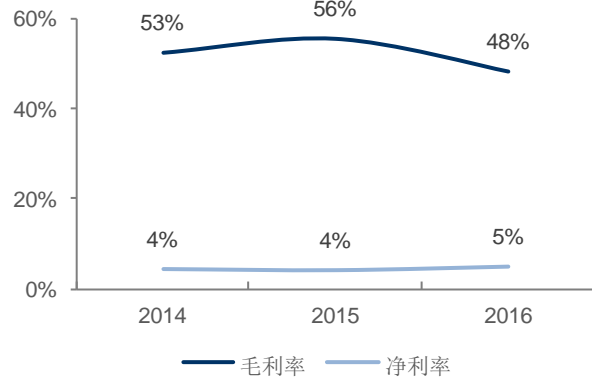
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 100：跨境通 16 年管理费用率 2.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 101：跨境通 16 年毛利率 48.3%，净利率 5%



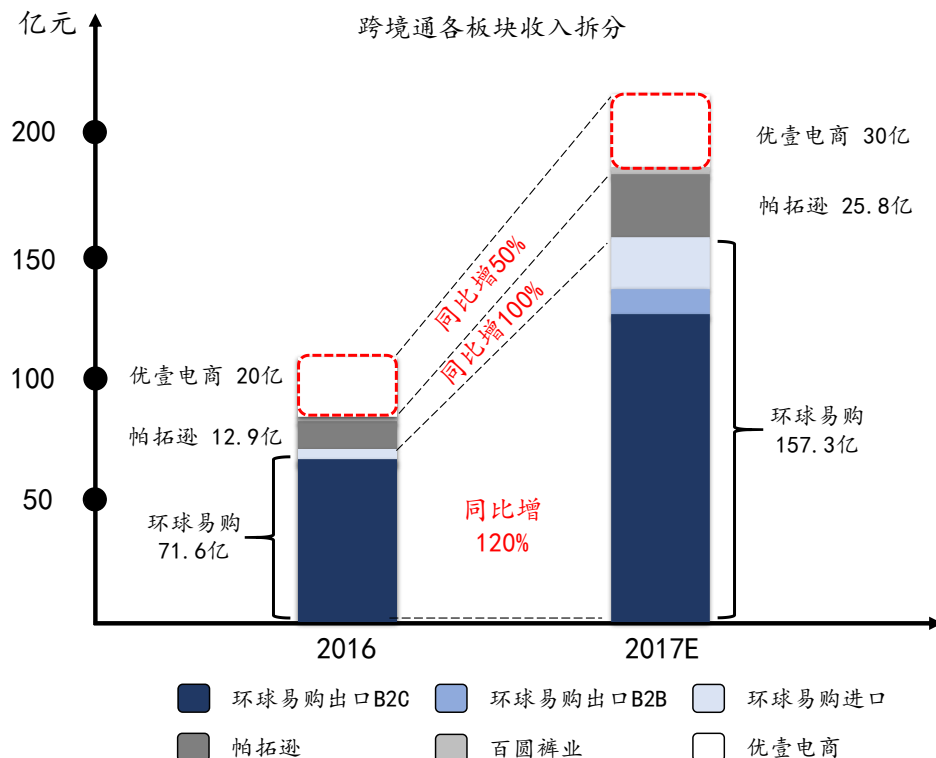
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5.2 盈利预测

我们预计：1) 环球易购出口业务 17-19 年收入同比增长 87%/50%/35%，其中服装类增长 60%/50%/50%，电子类增长 100%/50%/30%。2) 帕拓逊业务 17-19 年收入同比增长 100%/60%/30%。3) 出口 B2B 业务 17-19 年收入为 1/2/3 亿元。3) 五洲会（环球易购旗下）17-19 年收入同比增长 400%/100%/50%。4) 供应链金融服务 17-19 年收入 1.5/3/6 亿元。5) 原百圆裤业 17-19 年收入同比增长-20%/-20%/-20%。

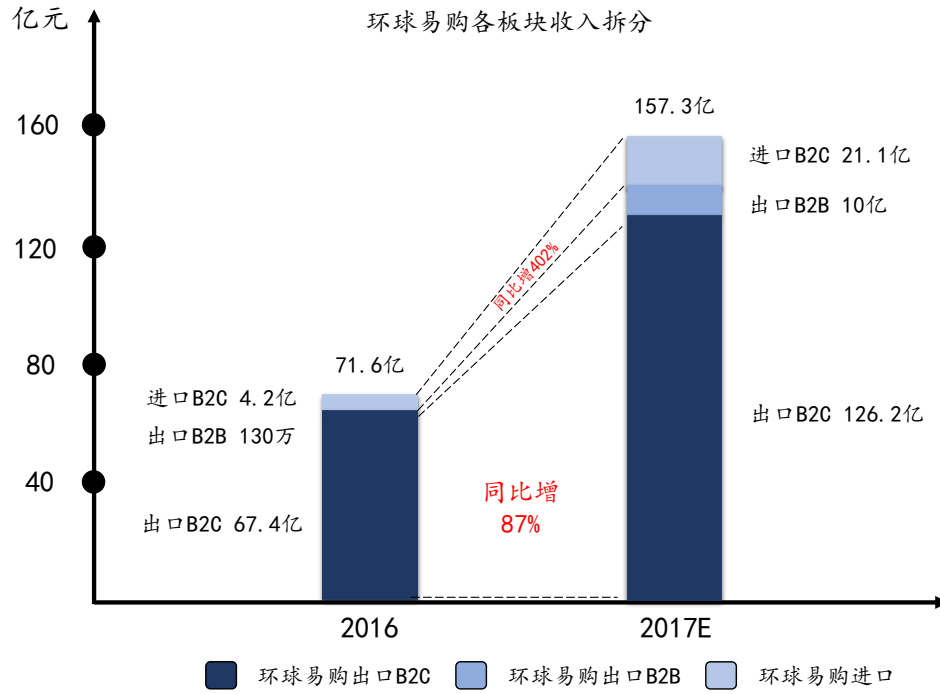
跨境电商作为优势行业，空间大，潜力足，公司作为 A 股唯一跨境电商稀缺整合平台，内生增速超 100%，业绩高歌猛进。预计公司 17 年有望实现收入 180 亿，归母净利润近 8 亿元，收入和净利润增速均超 100%。若不考虑本次并购，主业对应 PE 为 31 倍，PS 为 1.36 倍。预计优壹电商 17 年收入 30 亿，净利润 1.5 亿，考虑并购优壹，备考归母净利润有望达 9.5 亿元，对应 PE 仅 28 倍，PS 为 1.25 倍，增长高，估值低。参考电商行业可比公司，暂不考虑主要赚取品牌服务费的南极电商（002127.SZ）和净利润为负的京东（JD.O），平均 PS（TTM）为 4 倍，平均 PE（TTM）为 88 倍，考虑跨境通业绩 17 年有 100%左右的高速增长，给予 17 年 2 倍 PS，17 年和 18 年分别为 50 和 30 倍 PE，目标价 25 元，维持“买入”评级！

图 102：跨境通各板块收入高速发展，环球易购+帕拓逊 17 年收入同比增长超 100%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 103: 我们预计环球易购出口 B2C 保持高增长, 新业务爆发



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 23: 行业可比公司估值表

代码	证券简称	总市值(亿元)	市销率 PS(TTM)	市盈率 PE(TTM)
JMEI.N	聚美优品	37	0.48	56
VIPS.N	唯品会	560	1.00	28
AMZN.O	亚马逊	29,508	3.15	181
BABA.N	阿里巴巴	19,258	13.49	51
300413.SZ	快乐购	81	2.53	122
平均数			4.13	88

资料来源: 申万宏源研究

表 24: 跨境通收入拆分表 单位: 百万元

合并报表	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入	485	446	842	3961	8537	18426	29673	41020
YOY			89%	371%	116%	116%	61%	38%
总成本	265	240	400	1792	4481	10541	17210	23510
YOY			67%	348%	150%	135%	63%	37%
毛利率	45%	46%	53%	55%	48%	43%	42%	43%
跨境电商合并	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入	198	466	1425	3729	8453	18311	29581	40947
YOY			205%	162%	127%	117%	62%	38%
总成本	98	212	639	1665	4367	10451	17139	23453

YOY			202%	161%	162%	139%	64%	37%
毛利率	51%	55%	55%	55%	48%	43%	42%	43%
出口 B2C	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入	198	466	1420	3646	8029	15196	23051	31002
YOY		135%	204%	157%	120%	89%	52%	34%
总成本	98	212	639	1604	4057	8176	12558	16522
YOY		116%	202%	151%	153%	102%	54%	32%
毛利率	51%	55%	55%	56%	49%	46%	46%	47%
环球易购出口端 (14 年合并 11-12 月)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
环球易购	198	466	1420	3646	6740	12618	18927	25640
YOY		135%	204%	157%	85%	87%	50%	35%
总成本	98	212	667	1485	3490	7042	10743	14163
YOY		116%	215%	123%	135%	102%	53%	32%
毛利率	51%	55%	53%	55%	48%	44%	43%	45%
帕拓逊 (16 年 1 月 20 日后开始并表)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入				466	1289	2578	4124	5361
YOY					177%	100%	60%	30%
总成本				204	567	1134	1815	2359
YOY					178%	100%	60%	30%
毛利率				56%	56%	56%	56%	56%
出口 B2B	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入			5	2	1	1000	2,000	3,000
YOY							100%	50%
成本				0	1	750	1500	2250
YOY							100%	50%
毛利率(%)						25%	25%	25%
进口 B2C (不考虑优壹并表)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入				80	423	2115	4230	6345
YOY						426%	400%	100%
成本				60	309	1480	2961	4441
YOY						412%	379%	100%
毛利率(%)				25%	27%	30%	30%	30%
五洲会进口 B2C (环球易购旗下)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入				80	423	2115	4230	6345
YOY						426%	400%	100%
成本				60	309	1480	2961	4441
YOY						412%	379%	100%
毛利率(%)				25%	27%	30%	30%	30%
百圆裤业	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	468	430	400	209	144	115	92	74
YOY	-1%	-8%	-7%	-48%	-31%	-20%	-20%	-20%
成本	256	234	220	115	112	90	72	57
YOY	-13%	-8%	-6%	-48%	-2%	-20%	-20%	-20%
毛利率	45%	45%	45%	45%	22%	22%	22%	22%
其他业务收入	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	17	17	13	23	11	0	0	0
YOY		-4%	-19%	69%	-50%	0%	0%	0%
成本		5	6	13	2	0	0	0
YOY			11%	129%	-81%	-99%	-100%	-100%
毛利率		69%	58%	43%	79%	79%	79%	79%



资料来源：申万宏源研究

表 25：跨境通盈利预测

单位：百万元，元

利润表							
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	446	842	3,961	8,537	18,426	29,673	41,020
二、营业总成本	404	797	3,757	8,042	17,461	28,238	39,149
其中：营业成本	240	400	1,758	4,410	10,541	17,210	23,510
营业税金及附加	4	3	2	3	18	30	41
销售费用	89	316	1,892	3,348	6,431	10,246	14,562
管理费用	59	62	115	220	461	742	1,026
财务费用	6	10	(4)	11	0	0	0
资产减值损失	7	6	(7)	49	10	10	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	(0)	41	38	62	0
三、营业利润	42	45	204	537	1,003	1,497	1,871
加：营业外收入	0	3	2	5	0	0	0
减：营业外支出	0	0	1	5	0	0	0
四、利润总额	43	48	205	537	1,003	1,497	1,871
减：所得税	14	20	39	109	191	284	356
五、净利润	29	29	166	428	812	1,213	1,516
少数股东损益	(3)	(5)	(2)	34	20	20	20
归属于母公司所有者的净利润	31	33	168	394	792	1,193	1,496
六、基本每股收益	0.24	0.24	0.27	0.29	0.55	0.83	1.05
全面摊薄每股收益	0.05	0.05	0.26	0.61	0.55	0.83	1.05

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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