

纺织服装

2017年09月15日

# 浔兴股份 (002098)

——收购小而美跨境电商价之链，大步迈向出口 B2C 新蓝海

报告原因：首次覆盖

## 增持 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2017年09月14日

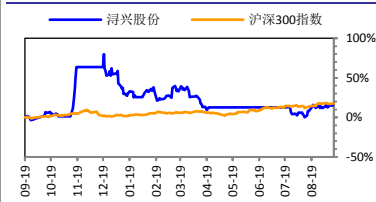
收盘价(元)	14.6
一年内最高/最低(元)	22.48/11.81
市净率	4.5
息率(分红/股价)	0.55
流通A股市值(百万元)	4526
上证指数/深证成指	3371.43/11070.49

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	3.26
资产负债率%	28.56
总股本/流通A股(百万)	358/310
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海外零售日薄西山，跨境电商乘势崛起——跨境电商出口行业深度报告系列之一》  
2017/08/17

证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

研究支持

武楠 A0230117080002  
wunan@swsresearch.com

联系人

陈泽人  
(8621)23297818×7417  
chenzr@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● 公司是国内拉链行业龙头企业，多年来销量稳居国内第一。1) 公司主要从事拉链生产与销售业务，收入利润保持平稳增长，收入规模近五年来复合增速为 6%。2) 公司以福建晋江、上海、天津、东莞、成都五大基地为依托，形成覆盖全国的营销网络体系，在国内中端市场占据主导地位，逐步与国际巨头抢占高端市场份额。同时积极拓展海外市场，产品远销 70 多个国家和地区。3) 16 年以来积极推进精准制造严控成本，成效显著。公司通过调整优化产品和客户结构，增加高毛利产品条装拉链的销售，内效提升明显，2017H1 实现收入 7 亿元，同比增长 25.9%；归母净利润为 6419 万元，同比增长 2%。

● 公司拟以现金 10.1 亿元收购价之链 65% 的股权，大步迈向跨境电商新蓝海，开启全新盈利增长点。收购完成后，公司成为 A 股第四家涉足跨境电商的企业。价之链承诺 17-19 年净利润分别不低于 1.0 亿/1.6 亿/2.5 亿元。同时，浔兴股份作为服装行业上游供应商，具备产业链整合能力，有助于价之链拓展至服装品类，扩大业务规模。

● 价之链实行“品牌电商+电商软件+电商社区”三位一体战略，是国内稀缺的优质跨境出口电商综合服务商。1) 品牌电商：公司推动品牌化和精品化战略，积极打造畅销“爆品”。公司长期专注于跨境 B2C 出口业务，2016 年销售额同比增长 197% 达到 4.1 亿元，发展势头十分迅猛。公司旗下自有品牌 DBPOWER 涵盖多个 3C 品类，多个单品在亚马逊上深受好评，以少量 SKU 实现高效销售。精品战略下，公司的盈利能力实现了跨越式提升，营运能力和员工效率目前位于行业前列，经营状况健康稳健，是“小而美”跨境电商企业的典范。2) 电商软件：软件业务是公司的第二大核心业务板块，以软件加强品牌，提升用户体验。公司以 AMZtracker 和全球交易助手统一平台软件为平台卖家提供综合性的 B2C 跨境电商软件服务、数据分析、精准数据营销等服务。2016 年电商服务实现营业收入 5005 万元，占公司总营收规模的 11.0%，软件业务 80% 的超高毛利率带动整体毛利率大幅提升；3) 电商社区：公司利用 vipon.com、百佬汇跨境电商联盟以及线下社区，将自身跨境电商运营经验和全流程软件服务推向全球电商卖家，共享行业资源，同时与公司软件实现有效对接，助力软件推广和使用，实现资源变现。价之链由单一的电商企业逐步转变为集品牌电商、电商软件、电商社区为一体，线上线下互动的跨境出口电商综合服务商。

● “拉链+跨境电商”双主业战略相互协同，有望实现业绩高速增长。看好跨境电商行业的高速增长及双主业的协同效应，首次覆盖给予“增持”评级。价之链有望于 17 年底起并表，预计上市公司 17/18/19 年分别实现归母净利润 1.4/2.4/3.0 亿，EPS 分别为 0.39/0.66/0.85 元，目前价格对应 17-19 年 PE 分别为 37/22/17 倍。给予拉链业务 25 倍估值，跨境电商业务 40 倍估值，对应 2017 年目标价为 17 元，首次覆盖给予“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,175	697	1,276	2,925	3,629
同比增长率(%)	12.87	25.87	8.50	129.30	24.10
净利润(百万元)	118	64	140	236	305
同比增长率(%)	64.65	2.02	18.00	68.40	29.60
每股收益(元/股)	0.33	0.18	0.39	0.66	0.85
毛利率(%)	33.0	30.4	33.7	45.4	47.4
ROE(%)	10.5	5.5	11.0	15.6	16.9
市盈率	44		37	22	17

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

公司是国内拉链龙头企业，收购优质跨境电商企业价之链之后，“拉链+跨境电商”双主业战略相互协同，有望实现业绩高速增长。看好跨境电商行业的高速增长及双主业的协同效应，首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 17/18/19 年分别实现归母净利润 1.4/2.4/3.0 亿，EPS 分别为 0.39/0.66/0.85 元，目前价格对应 17-19 年 PE 分别为 37/22/17 倍。给予拉链业务 25 倍估值，价之链业务 40 倍估值，对应 2017 年股价为 17 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设点

1) 公司原有拉链业务 17-19 年实现收入 12.8 亿/13.6 亿/14.7 亿元，同比增长 9%/7%/4%；

2) 价之链业务 17-19 年实现收入 10.4 亿/15.7 亿/22.1 亿元，具体到各项业务来看：品牌电商业务 17-19 年实现收入 9.9 亿/15.0 亿/21.2 亿元，同比增长 142%/52%/42%；电商服务业务 17-19 年实现收入 0.52 亿/0.69 亿/0.83 亿元，同比增长 8%/32%/20%；电商社区业务假设不直接贡献收入；

### 有别于大众的认识

市场可能认为，本次交易是出于创始团队变现的诉求，收购完成后原有团队脱离核心运营后导致后期的业绩受到影响。我们认为本次收购主要是出于价之链财务投资人的诉求，原实控人甘情操和朱铃夫妇仅转让其持有股份的一半。转让完成后，甘情操夫妇及共同梦想（公司员工持股平台）仍持股 31.3%，依然负责价之链的实际经营，并承担本次收购的业绩承诺义务，公司原有团队具有长期经营的决心。

目前价之链体量小、增速快，将充分享受行业高速发展红利。同时浔兴股份作为拉链市场龙头企业，长期深耕服装行业，具备产业链整合能力，收购后“拉链+跨境电商”双主业战略相互协同，价之链可借力拓展服装品类，业务更上一层楼。

### 股价表现的催化剂

1) 价之链出现销售爆款；2) 协同效应明显，拓展服装品类；3) 跨境电商资本化进程进一步加速

### 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. 拉链市场大而散，龙头彰显规模优势</b>	<b>6</b>
1.1 公司龙头地位稳固，产品品类齐全	6
1.2 市场竞争激烈，公司业绩保持平稳增长	7
1.3 掌门人更替，谋求发展新思路	9
<b>2. 收购价之链，踏足跨境电商新蓝海</b>	<b>10</b>
2.1 进军跨境电商，开拓第二主业	10
2.2 “品牌电商+电商软件+电商社区”，打造跨境出口电商综合服务商	11
2.3 第三方平台销售业务稳定增长，软件、服务业务初见成效	12
2.4 团队年轻化，创新能力强，具有长期经营决心	13
<b>3. 精选供应链打造自有品牌，爆款爆发潜力无限</b>	<b>14</b>
3.1 以 3C 电子产品为先锋，全套完整服务体系为后盾	14
3.2 产品垂直化深耕，爆款产品受市场欢迎	16
3.3 行业标杆借鉴：海翼股份，死磕产品的“中国质造”象征	19
<b>4. 电商服务业务前景广阔，未来看点多多</b>	<b>21</b>
4.1 电商服务业务发展强劲，构建一体化服务生态平台	21
4.2 电商软件：全方位、一站式服务，助力国内卖家“走出去”	22
4.3 电商社区业务：共享运营经验，打造跨境电商服务平台	25
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 公司生产基地情况 .....	6
图 2: 公司主要拉链产品 .....	6
图 3: 2017 年 H1 公司各项产品收入占比 .....	7
图 4: 2017 年 H1 公司内销为主, 外销为辅 .....	7
图 5: 公司研发投入与研发人员比重 .....	7
图 6: 公司累计专利数量 .....	7
图 7: 拉链市场结构图 .....	8
图 8: 公司近五年营业收入变化 .....	8
图 9: 公司近五年归母净利润变化 .....	8
图 10: 公司近五年毛利率和净利率变化 .....	9
图 11: 公司近五年销售费用率和管理费用率变化 .....	9
图 12: 公司股权结构图 .....	9
图 13: 价之链三大板块布局图 .....	10
图 14: 价之链主要业务结构 .....	11
图 15: 价之链电商服务收入占比不断提升 .....	12
图 16: 欧美地区为主要销售地区 .....	12
图 17: 价之链 14-17Q1 年营业收入增速迅猛 .....	12
图 18: 价之链净利润 15 年扭亏为盈, 16 年爆发增长 .....	12
图 19: 价之链员工权责分布 .....	13
图 20: 价之链员工学历分布 .....	13
图 21: 公司各项业务收入占比 .....	14
图 22: 公司业务模式流程图 .....	15
图 23: 价之链亚马逊站点 .....	15
图 24: 价之链全面多方位布局营销体系 .....	15
图 25: B2C 出口产品根据“爆款”原则精简 SKU .....	16
图 26: 精简 SKU 下公司收入大幅提升 .....	16
图 27: 公司便携式 DVD 播放器产品 .....	17
图 28: 2014-2016 年公司毛利率净利率大幅提升 .....	18

图 29: 公司积极推广品牌促使销售费用率有所提升 .....	18
图 30: 2014-2016 年公司应收账款周转率持续提升 .....	19
图 31: 2014-2016 年公司存货周转率持续提升 .....	19
图 32: Anker 品牌位列 BrandZ 中国出海品牌 30 强 .....	19
图 33: 软件收入占比初具规模.....	21
图 34: 软件业务带动毛利率提升显著 .....	21
图 35: 公司旗下软件子公司情况.....	22
图 36: AMZtracker 软件服务界面 .....	23
图 37: 全球交易助手软件服务界面.....	25
图 39: 线上营销推广社区 vipon.com 界面 .....	25
图 38: 跨境电商联盟百佬汇界面 .....	26
表 1: 公司旗下子公司业务情况 .....	10
表 2: 交易前后价之链股东持股比例变化情况 .....	13
表 3: 亚马逊美国站点跨境电商公司自有品牌产品 .....	17
表 4: 2016 年跨境电商行业平均每 SKU 实现营业收入情况对比 .....	20
表 5: 2016 年跨境电商行业平均每个实现营业收入及净利润情况对比 .....	20
表 6: AMZtracker 主要功能 .....	23
表 7: AMZtracker 收费模式 .....	23
表 8: AMZtracker 软件付费用户数及付费金额 .....	24
表 9: 全球交易助手收入表现.....	25
表 10: 行业内相关公司市盈率对比.....	27
表 11: 浮兴股份收入拆分表 单位: 百万元 .....	28
表 12: 浮兴股份盈利预测 (18 年价之链并表) 单位: 百万元, 元.....	29

# 1. 拉链市场大而散，龙头彰显规模优势

## 1.1 公司龙头地位稳固，产品品类齐全

公司是国内最大的拉链生产商，多年来销量稳居国内第一。公司拥有福建晋江、上海、天津、东莞、成都五大生产基地，产品远销欧美、中东、非洲、东南亚等 70 多个国家和地区。据中国拉链协会对国内拉链生产厂家的统计，多年来公司拉链产品产销量及出口量稳居国内第一（不包括 YKK 中国地区产销量）。

图 1：公司生产基地情况



资料来源：公司官网，申万宏源研究

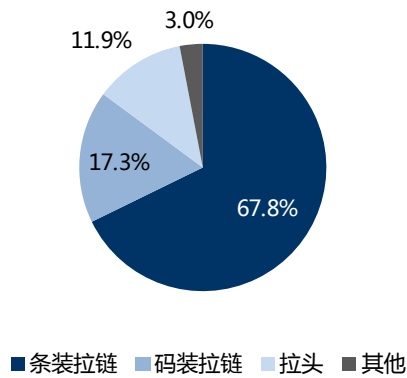
**秉承产品为王战略，不断开拓海外市场。** 1) 公司拉链产品按材质可分为尼龙拉链、塑钢拉链和金属拉链，主要用于各种服装、箱包等。其中，条装拉链属于成品，码装拉链、拉头属于拉链半成品。2) 公司各项产品中，条装拉链销售占比最高，达 6 成以上，其毛利率 16 年达 35%，远高于其他产品。3) 公司已经形成覆盖全国、辐射全球主要市场的营销体系，国外以经销模式为主，国内则为直销+经销相结合的模式。

图 2：公司主要拉链产品

品种	产品名称		
尼龙拉链			
	尼龙系列拉头	尼龙系列拉片	尼龙注塑双开口链
	塑钢拉链		
塑钢系列拉头		塑钢系列拉片	塑钢开口链
金属拉链			
	金属系列拉头	金属系列拉片	金属铜闭口链

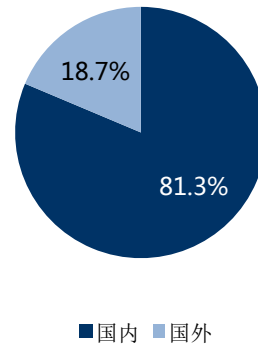
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2017 年 H1 公司各项产品收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

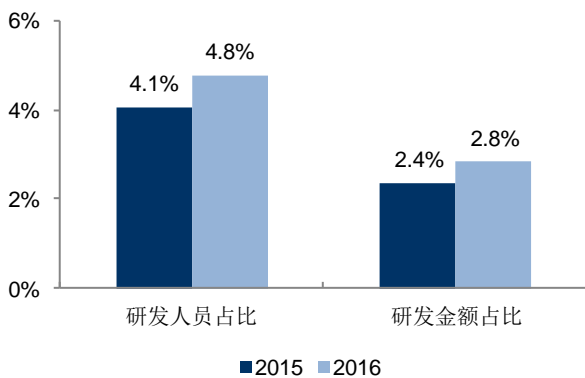
图 4：2017 年 H1 公司内销为主，外销为辅



资料来源：公司公告，申万宏源研究

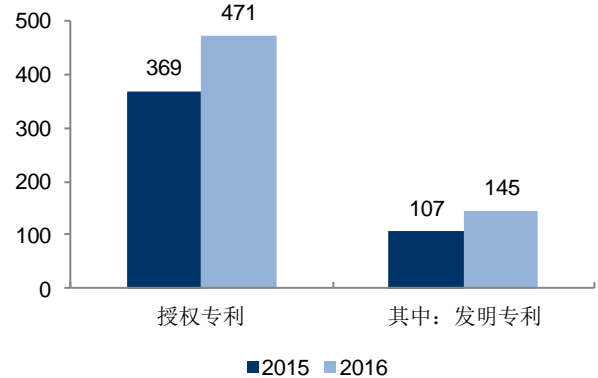
公司注重研发，产品不断升级。公司是中国拉链国家标准及行业标准制定的组长单位，研发水平一流，近年来研发投入与人员比重不断提升，创新能力不断提升，初步具备了与国际拉链巨头竞争的能力，产品定位将不断上移至高端市场。

图 5：公司研发投入与研发人员比重



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：公司累计专利数量

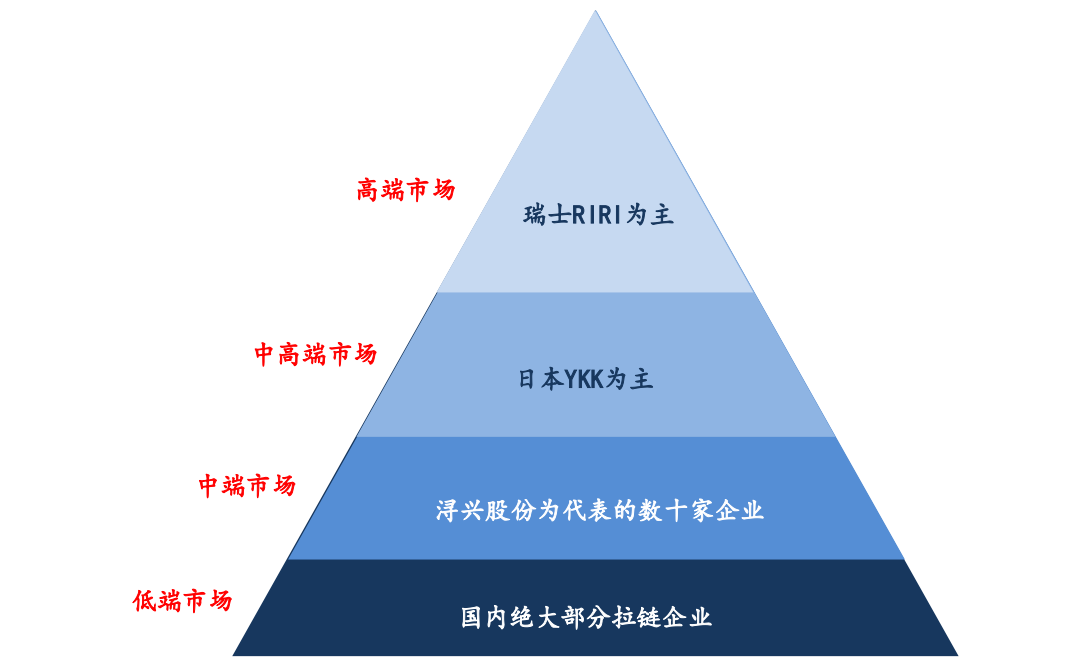


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 市场竞争激烈，公司业绩保持平稳增长

拉链行业竞争充分，公司为中端市场主导者。1) 低端市场：门槛较低，市场集中度不高。目前国内近 3000 家拉链生产企业，服务于各层次的服装箱包加工厂，主要通过就近服务和价格博取生存空间。2) 高端市场：空间巨大，但面临国际巨头夹击。高端市场主要被日本 YKK 公司、瑞士 RIRI 集团所占据，国内仅有少数企业能够参与中高端市场的国际竞争。3) 公司在稳固中端市场地位的同时，不断提升制造技术和产品研发能力，逐步与国际拉链巨头在高端市场抢占份额。

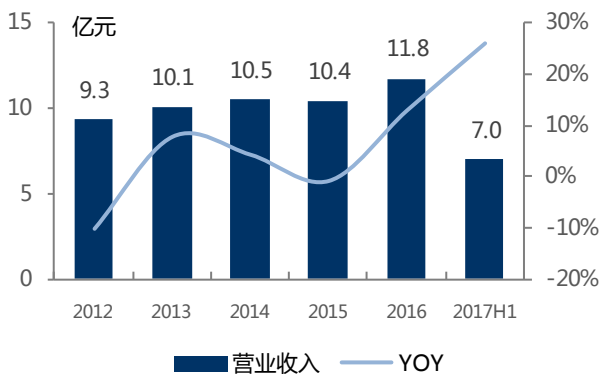
图 7：拉链市场结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

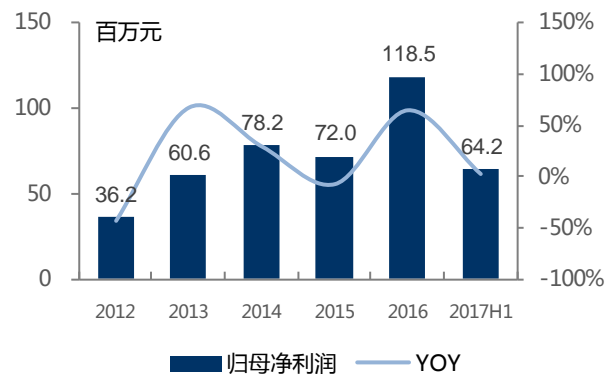
公司营业收入近五年来平均复合增速为 6%，发展势头良好。1) 近五年来，公司始终保持稳步增长的态势（除 15 年因市场环境因素，业绩略有调整）。16 年营业收入 11.8 亿元，同比增长 12.9%，归母净利润 1.2 亿元，同比增长 64.7%；2) 17H1 营业收入 7 亿元，同比增长 25.9%，归母净利润 6419 万元，同比增长 2%，归母增速落后于营收增速主要由于原材料价格持续上涨。3) 公司预告 17 年前三季度归母净利润 0.69 至 1 亿元（-20%至+20%）。

图 8：公司近五年营业收入变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：公司近五年归母净利润变化



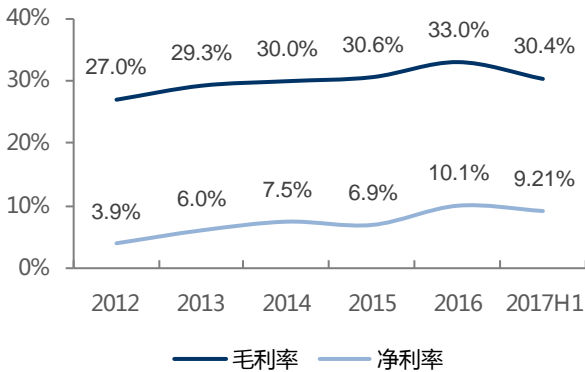
资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司加强内效管理，调整产品结构，毛利率和净利率逐季改善。1) 自 2016 年来公司积极推进精准制造，严控生产成本，调整优化产品及客户结构，逐步增加毛利率较高的条装拉链的销售，高端市场份额逐渐增加，使得公司业绩逐季增长，增速喜人。2) 从 2017



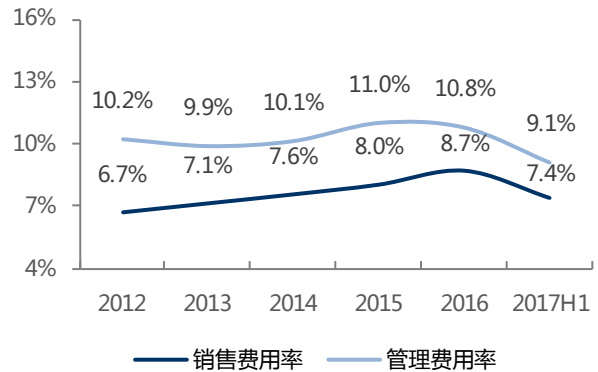
年的经营来看，由于原材料价格持续走高，故 2017H1 毛利率回落至 30.4%，但期间费用率控制良好，较去年同期均下降 1 个百分点，使得净利率相对保持稳定。

图 10: 公司近五年毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11: 公司近五年销售费用率和管理费用率变化

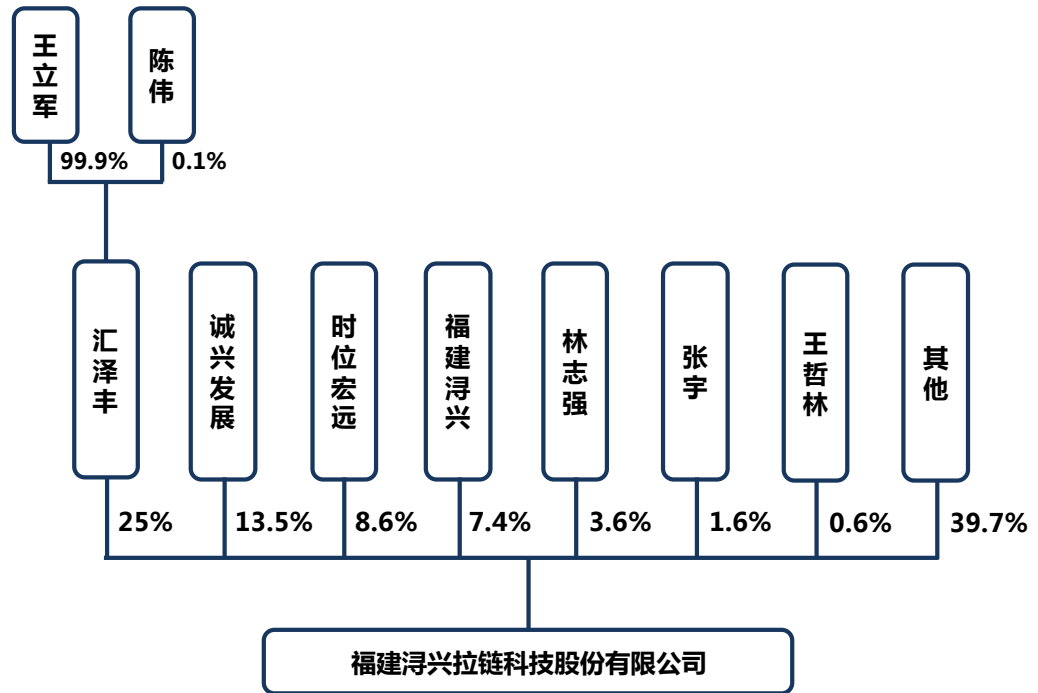


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 掌门人更替，谋求发展新思路

控股股东转让股权，实际控制人变更。2016 年 11 月，公司原控股股东福建浔兴与汇泽丰签署了《股权转让协议》，作价 25 亿元转让其持有的公司股份 8950 万股（占公司总股本的 25%），汇泽丰成为浔兴股份第一大股东，王立军成为浔兴股份的实际控制人。公司将以此为契机，通过优化公司管理及资源配置等方式，全面提升持续经营能力。

图 12: 公司股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

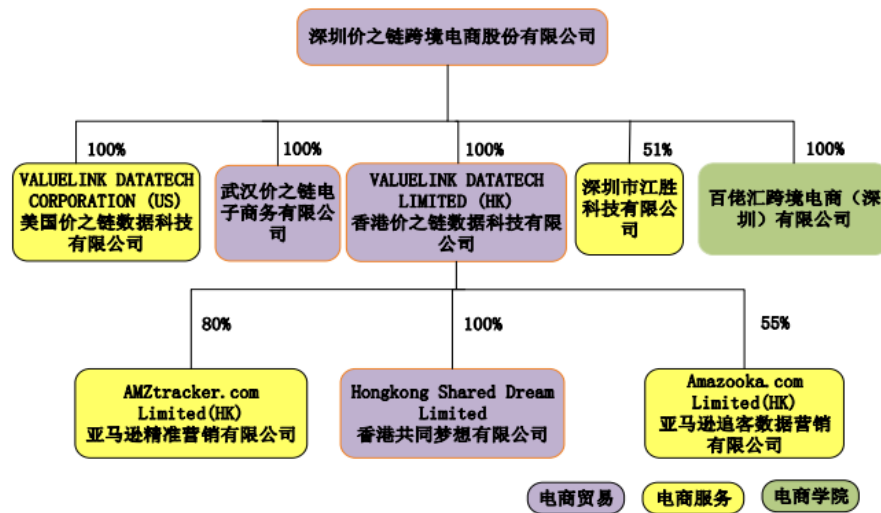
## 2.收购价之链，踏足跨境电商新蓝海

### 2.1 进军跨境电商，开拓第二主业

公司拟以现金 10.1 亿元收购价之链 65%的股权，成为继通拓、有棵树分别被 A 股华鼎股份、天泽信息并购后，A 股第四家涉足跨境电商的企业。收购完成后，公司将在现有拉链业务基础上，新增价之链跨境电商业务，形成“拉链+跨境电商”的发展战略。17-19 年，价之链业绩承诺分别为不低于 1/1.6/2.5 亿元，预计年平均复合增速达到 50%。

价之链长期专注于跨境 B2C 出口业务，坚持品牌化和精品化战略，发展势头迅猛。价之链主营跨境电商出口 B2C 业务，2008 年由创始人甘情操一手创办，早期在 Amazon、eBay 平台销售 3C 产品，2011 年获得 eBay 中国跨境交易 50 强，近 10 次获亚马逊等主流平台“亚太销售铜奖”、“全国交易标兵”、“TopHolidaySeller”等标杆性大奖，属于高新技术企业。2015 年，价之链实现 A 轮融资 7500 万元，2016 年，实现 B 轮融资和股份制改造，并于 8 月正式挂牌新三板。

图 13：价之链三大板块布局图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司旗下子公司业务情况

企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
百佬汇跨境电商（深圳）有限公司	人民币 500 万元	100%	为电商卖家提供信息咨询以及电商软件开发与推广。
深圳帝塔思信息技术有限公司	人民币 100 万元	100%	负责运营指导及孵化服务。
武汉价之链电子商务有限公司	人民币 1000 万元	100%	开展跨境电商业务，并承接分公司的业务职能，当前尚未实际开展业务。
深圳市江胜科技有限公司	人民币 53.40 万元	51%	负责“全球交易助手”的软件的推广与运营。
价之链数据科技有限公司	港币 155 万元	100%	(1) 收购共同梦想 (HK)，完成电商业务链条的整合；(2) 作为设置在香港的业务、投资管理平台。
VALUELINKDATATECHCORPORATION	美元 10 元	100%	设置在美国的投资并购的平台，寻求进一步加快转型的投资机会。
深圳微胖精准营销科技有限责任公司	人民币 1,000 万元	100%	负责软件业务运营。

企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
香港共同梦想有限公司	港币 1 万元	100%	(1) 配合母公司从事部分产品采购；(2) 负责海外电商平台销售的客户贷款收取。
亚马逊精准营销有限公司	港币 1 万元	100%	负责 Amztracker 软件的研发、推广与运营。
亚马逊追客数据营销有限公司	港币 1 万元	55%	负责 Amazooka 软件的研发、推广与运营。
亚马逊指数分析有限公司	港币 1 万元	51%	负责 MerchantMetrics.io 软件的研发、推广与运营。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.2 “品牌电商+电商软件+电商社区”，打造跨境出口电商综合服务商

**跨境业务生态圈已初步建成，三大业务相互促进。**“品牌电商+电商软件+电商社区”三位一体的业务模式具有协同发展优势，价之链品牌电商可以为电商软件和社区服务业务提供经验和行业洞察力，提升用户体验；电商软件和社区服务不仅能提升品牌电商的运营效率，聚集行业资源，也将成为公司新的利润增长点，三大业务互相促进，能有效提升价之链的持久竞争力。

**品牌电商：**公司通过 Amazon 等平台运营自有品牌产品，通过精品化、品牌化的产品运营路线，将产品销售到美国、加拿大、英国、德国、法国、意大利、西班牙及日本等 8 个国家，同时也覆盖 eBay、速卖通平台销售。公司产品涵盖数十个品类，四大核心品牌。公司的营销网络覆盖欧美大部分国家和地区，日发包裹超 2 万个以上；多款产品在 Amazon、速卖通等线上市场名列前茅。

**电商软件：**公司向全球的电商卖家销售 Amztracker、全球交易助手等多款电商营销服务及管理软件，为其他电商卖家提供选品、数据分析、搜索优化、推广营销、店铺运营管理等全方位、一站式的服务，价之链累计服务全球 100 多个国家近 5 万付费电商店铺以及 10 万以上免费商户。

**电商社区：**公司利用 vipon.com、百佬汇在线(blhpro.com)以及线下社区，将自身跨境电商运营经验和全流程软件服务推向全球电商卖家，形成一个拥有用户基础的服务平台。

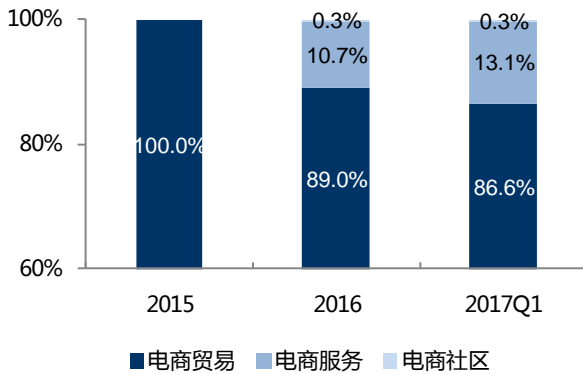
图 14：价之链主要业务结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

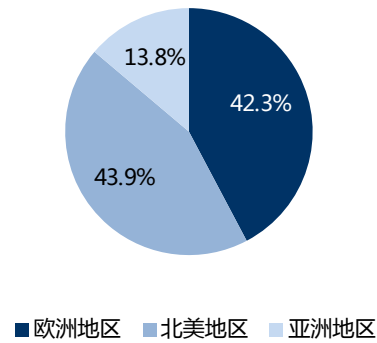
**电商贸易是收入主力，电商服务未来是新的增长点。**1) 价之链基本以电商贸易业务为主，其中 3C 电子产品的销售额占比超过七成，是价之链的主力销售产品。2016 年，价之链实施“品牌电商+电商软件+电商社区”的协同发展策略，为电商软件和社区服务业务提供经验和行业洞察力，提升用户体验，先后收购了多款跨境出口电商工具软件，包括 Amztracker、全球交易助手等。2) 价之链基本均为海外销售，北美地区和欧洲地区终端消费者的合计占比约为 90%，未来终端消费者市场将逐步拓展至亚洲地区和大洋洲地区。

图 15: 价之链电商服务收入占比不断提升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 欧美地区为主要销售地区

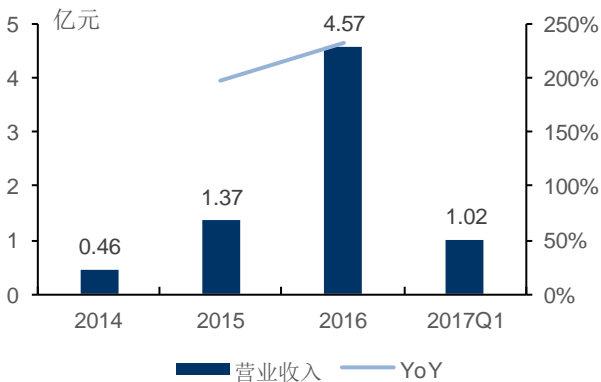


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

### 2.3 第三方平台销售业务稳定增长，软件、服务业务初见成效

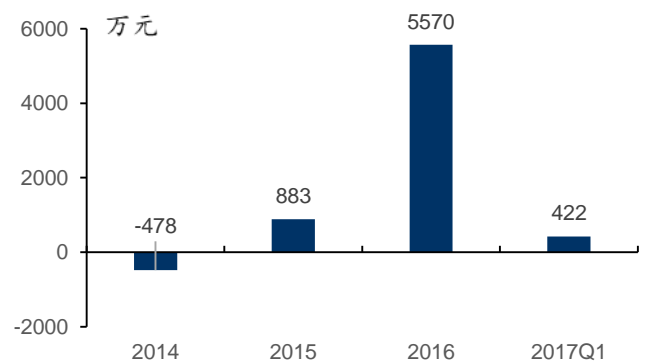
**2014-2016 年公司营业收入复合增速 215%，16 年净利润增速 564%，软件及服务业务成为新亮点。**公司 2017 年 Q1 实现销售收入 1.02 亿元，归母净利润 422 万元。1) **跨境 B2C 出口为基础核心业务**，受益于跨境 B2C 出口全行业高速增长，贸易收入由 2015 年的 1.37 亿提升 197%至 2016 年的 4.07 亿元，基础业务增势迅猛。2) **新业务“软件及服务业务”**(收购的 AMZtracker 软件、江胜科技等)实现收入为 0.50 亿元，占比达 11.0%，未来有望持续高增长，与贸易业务形成良性协同。

图 17: 价之链 14-17Q1 年营业收入增速迅猛



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 18: 价之链净利润 15 年扭亏为盈，16 年爆发增长



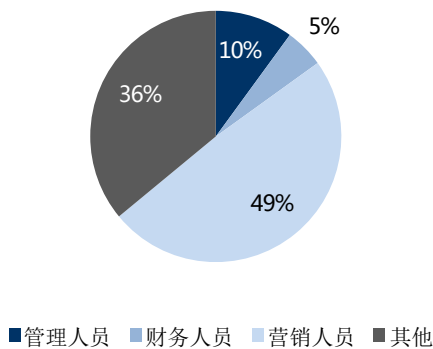
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司持续推进“电商品牌+电商服务”的业务发展战略，优势效果逐步显现，软件与服务业务发展良好，进一步提升公司的盈利水平。

## 2.4 团队年轻化，创新能力强，具有长期经营决心

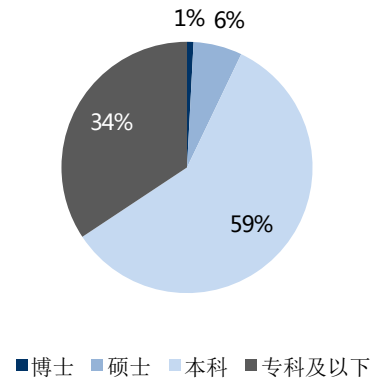
甘情操是价之链创始人、董事长兼总经理，兼具高学历与独特发展眼光，是深圳跨境电商业界标杆性人物。1) 年富力强的高配董事长：甘情操现年 36 岁，毕业于北大医学及英语专业，被业界称为“学霸总裁”。于英美文学专业研究生就读期间创业，借给外商做翻译的机会游历欧美，归国后重新定位公司跨境电商生态圈的发展战略。2) 跨境电商标志性人物：甘情操 16 年荣获“广东跨境电商十大领军人物”，进一步加强了跨境电商行业内的市场影响力。

图 19：价之链员工权责分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：价之链员工学历分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司整体团队（特别是管理团队）相对年轻，紧扣跨境电商市场脉搏，富有创新实力与活力。公司 16 年新引进 2 名博士和 7 名硕士，2/3 员工具有本科及以上学历，人才资源充足。因主业跨境 B2C 出口的需求，公司营销人员占比高达 49%（较 15 年提升 4.2%），有力地帮助公司在 2016 年在前端实现收入的迅猛增长。

表 2：交易前后价之链股东持股比例变化情况

序号	股东名称	交易前持股比例	转让比例	交易后持股比例
1	甘情操	33.83%	17.22%	16.61%
2	朱铃	22.94%	11.68%	11.26%
3	共同梦想	7.06%	3.60%	3.46%
4	苏州云联	4.45%	4.45%	0.00%
5	唐灼林	4.21%	4.21%	0.00%
6	海通开元	3.66%	1.83%	1.83%
7	海通齐东	3.66%	1.83%	1.83%
8	宁波君度	3.66%	3.66%	0.00%
9	前海胡杨	3.28%	3.28%	0.00%
10	新余甄投	2.69%	2.69%	0.00%
11	其他	10.56%	10.56%	0.00%

资料来源：收购公告，申万宏源研究

本次收购主要出于财务投资人的诉求，原实控人甘情操和朱铃夫妇仍持有公司 28% 的股权，交易完成后仍然由甘情操团队负责价之链的主要运营。从交易前后股东持股比例的变化情况来看，原实控人甘情操和朱铃夫妇转让比例为 29%，占其原有持股比例 57% 的一半，

转让完成后仍然持有公司 28% 的股权。浔兴购买的 65% 的股权主要来自其财务投资人的持股，本次交易主要出于其财务投资人的诉求，甘情操夫妇及共同梦想（公司员工持股平台）合计持有公司 31.3% 股权，并承担业绩承诺的履行义务，具有长期经营公司的决心，本次交易对公司的业绩本身无重大影响。

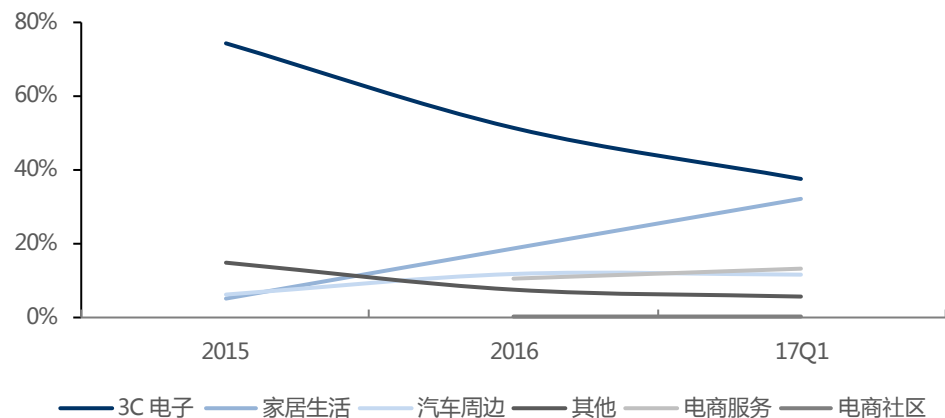
### 3. 精选供应链打造自有品牌，爆款爆发潜力无限

#### 3.1 以 3C 电子产品为先锋，全套完整服务体系为后盾

公司采用 B2C 模式，在第三方跨境电商平台进行信息发布并完成交易。公司目前主要通过 Amazon、eBay、速卖通等平台，将高质量，高性价比的产品销售到美国、加拿大、英国、法国、日本等国家。公司拥有自有品牌和专利，在全球建立起了相对完善的供应链体系，无缝链接的国际沟通和具备优势的物流渠道，是公司获得良好业绩的坚实保障。公司采用 B2C 跨境电子商务模式，通过出口企业与海外最终消费者之间基于第三方跨境电子商务平台进行信息发布或信息搜索并完成交易的服务。

公司第三方平台销售 3C 数码类目为基础，家居品类为下一个增长点。目前，公司在线销售主要产品涵盖迷你运动摄像机系列、蓝牙无线系列、电脑周边系列、移动周边保护系列、车载电子用品系列、家居电子用品系列六大领域。2015 年，公司基本以电商贸易业务为主，其中 16 年 3C 电子类产品销售占比 51.2%，是价之链的主力销售产品。2016 年，随着推行精品化路线，价之链在打造爆款的同时拓展了产品系列，家居生活类和汽车周边类产品销售收入金额呈现大幅度增长，2017 年一季度家居品类销售额占比达到 32.29%。

图 21：公司各项业务收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

国内供应链方面，公司积极选择优质生产商推出高质量爆款。公司设有供应链采购部，主要负责在销商品、包装材料的采购、采购货款的支付、供应商关系的维护，保证公司采购产品按时顺利的完成。同时，公司在海外注册相应品牌，进行品牌推广销售。

图 22：公司业务模式流程图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

海外推广方面，公司以产品为载体在多种渠道综合进行品牌宣传，主要包括：

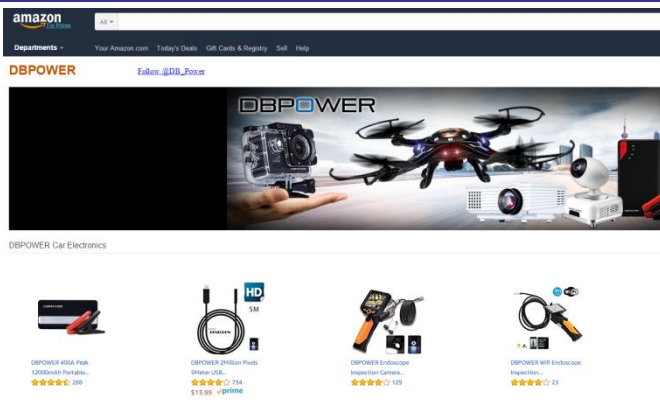
**站内品牌推广：**站内以品类规划、产品排名、产品售后和其他站内活动展示等形式为主，产品销售结果导向，通过优质产品来培养品牌忠诚用户。

**品牌官网运营：**作为站外品牌营销推广重要的载体，进行品牌形象的建立，同时承担新品发布、产品部件升级、产品售后服务和官方社媒资讯发布等着其他复合性的职能。

**官方社媒运营：**在 Facebook、youtube、和 twitter 等国外主流社交平台上进行品牌官方账号的运营，与用户形成互动，对提升品牌知名度和增加品牌用户粘性有较大帮助。

此外，公司通过官方博客、论坛站点、促销网站、站外 SEO 构建全面营销体系，对产品清单的描述突出符合买家需要的特点。通过邮件、平台、SNS 社交网站等方式进行推送，提高价之链产品转化率与重复购买率。

图 23：价之链亚马逊站点



资料来源：亚马逊，申万宏源研究

图 24：价之链全面全方位布局营销体系



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司发货模式主要为 FBA (Fulfill by Amazon)，同时顺应行业海外仓发展趋势。1) FBA 是主体：对于占比高达 87.1%的亚马逊销售，其中 95%使用了亚马逊的物流服务。首先，价之链将商品通过一般贸易出口报关后，由指定物流服务商通过海运或空运运输到亚马逊海外仓库 (FBA)；客户在亚马逊平台下达订单支付后，由亚马逊仓储中心负责取件派送到终端客户，一般 2-5 天可以完成派送。公司 SAP 会把订单下载到 SAP 系统，并进行对应的库存扣减。这种物流模式能够维持较低运输成本的同时，通过比国内直发更快的派送，实现客户满意度的提升。2) 积极采用海外仓：所有从中国采购的货物，均会发到海外仓库，并

在销售后在海外仓库发送给消费者。海外仓发货的模式，能够最大程度的保证客户的购买体验，尽快的享受所购买的产品。

**利用本地物流平台，加快国际间产品周转。**公司在美国、英国、德国、香港、深圳等国家和地区都建立了自己的物流平台，无缝链接的国际沟通和具备优势的物流渠道，是公司获得良好业绩的坚实保障。

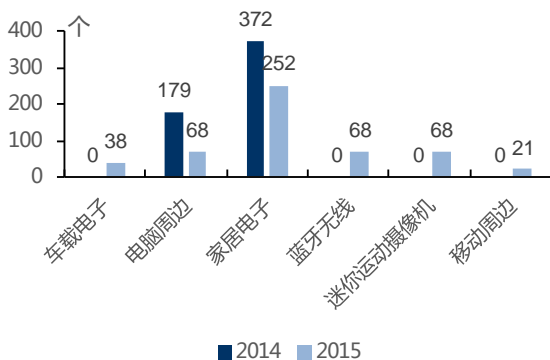
**公司通过大数据收集海量信息进行数据挖据，发掘畅销产品，**基于 HANA 数据库建立供应链管理系统，建立动态自修复销售预测模型和库存调配模型，通过小批量、多批次方式进行采购，不断提升库存周转效率。价之链主要采购商品为电子产品，采购模式主要分为计划性采购、新产品采购和零星采购。其中计划性采购主要是针对平台热卖品，采购部根据产品历史销售情况、用户点击量进行采购需求分析和备货；新产品采购由大数据精准定位选品，新产品部门对新产品进行调研，并由供应商配合进行产品的优化定制；零星采购则在用户下达销售订单后，向供应商针对性采购。

### 3.2 产品垂直化深耕，爆款产品受市场欢迎

**公司坚持品牌化以及精品化经营策略，**通过数据分析和市场调研，提升选品能力，减少 SKU 数量，将主要资源集中投放在少部分精品爆品，更有效防范产品线战线过长导致的库存及经营风险；同时，公司坚持自有品牌策略，逐步打造品牌知名度，提升品牌溢价。

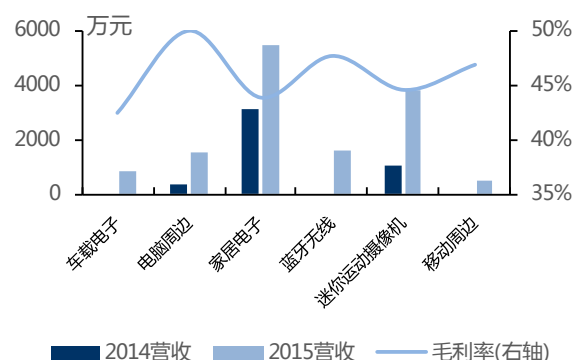
**公司精简 SKU，产品爆款化，销量大幅释放。**2015 年，公司在主要细分品类采取了精细化、品牌化的运作模式，开始转型自有品牌经营。公司大部分产品都通过外包研发和生产的方式进行，并以自有品牌在亚马逊等平台上销售。对比 2014 年，虽然公司 SKU 从 551 个下降到了 515 个，但是同品类营业收入均实现了 100%以上的增长。另一方面，所覆盖的产品品类从 2 个扩展到了 6 个，其中包括毛利率较高的蓝牙无线、移动周边新产品。在“爆款”原则的指导下，2016 年公司自有品牌电商业务收入规模增长 196.62%，达到 4.1 亿元。

图 25: B2C 出口产品根据“爆款”原则精简 SKU



资料来源：公开转让说明书，申万宏源研究

图 26: 精简 SKU 下公司收入大幅提升



资料来源：公开转让说明书，申万宏源研究

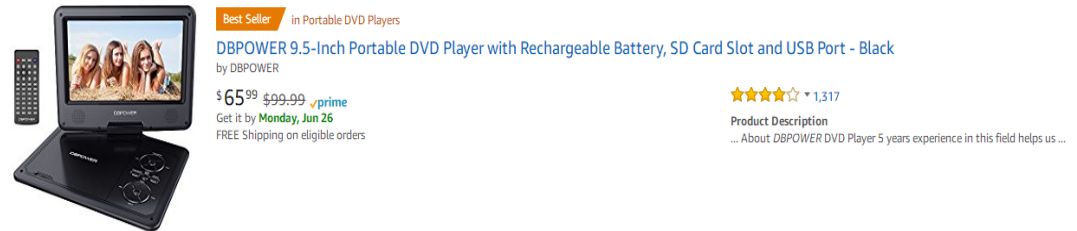
**公司自有品牌 DBPOWER 为爆款产品典型体现，成为销售收入的重要贡献来源。**根据公司公开转让说明书，2015 年公司前十大爆款产品实现的收入合计达到 5839 万元，占公司整



体营业收入的 41.4%。收入近一半由热销产品提供，反映了公司前端销售稳定、后端供应链优良。前十大热销产品以公司自主品牌 DBPOWER 为主，该品牌涵盖了车载电子、电脑周边、家居电子、蓝牙无线、移动周边等多个 3C 品类。

**DBPOWER 品牌多个单品在亚马逊上受到好评。**目前，国内跨境电商企业中主打自有品牌的企业包括新三板的海翼股份、傲基电商、以及跨境通旗下帕拓迅三家。其中，海翼及傲基产品以移动电源及电源相关类产品为主，帕拓迅产品以蓝牙耳机等音频相关设备为主。面对国内友商在移动电源等品类积累的品牌优势，价之链避开锋芒，在其他一些电子产品的细分领域深入挖掘用户需求。公司的 DBpower 以移动摄像头等产品为主，9.5 英寸的便携式 DVD 播放器位列亚马逊同类产品“最佳商品”，评价达到 1317 次；1080p 的防水照相机同样收到 1290 次评价。无人机摄像机、汽车椅背显示器均成为同类商品最佳。

图 27：公司便携式 DVD 播放器产品



资料来源：亚马逊美国站点，申万宏源研究

**公司自有品牌产品逐渐形成规模，成长空间巨大。**相较于国内购物网站，海外站点“刷评价”较为困难，监管严格、跨国运费成本高，因而评价次数可以较为客观地量化产品曝光程度，亚马逊评价次数超过 1000 次的产品常常是该品类的明星产品，甚至是“最佳商品”（会被标注亚马逊“BestSeller”标签）。我们统计了几大主要自有品牌跨境电商的评价及收入数据。对于 1000+以上评价的爆款产品，虽然目前公司在绝对数量上不及竞争对手，但考虑收入规模，公司基本与竞争对手处于同一水平。值得关注的是公司旗下评价数量在 100-1000 的产品在绝对数量上与对手差距更小，表现出公司未来发展潜力巨大、前景良好。

表 3：亚马逊美国站点跨境电商公司自有品牌产品

品牌	企业名称	0-100 评价	100-1000 评价	1000+评价	合计产品数量 (件)	2016 年收入 (亿元)
Anker	海翼股份	53	125	128	306	25.1
Aukey	傲基电商	118	104	40	262	22.2 <sup>1</sup>
Mpow	帕拓迅	125	67	61	253	12.9
DBpower	价之链	245	50	17	312	4.1

资料来源：亚马逊美国站，申万宏源研究统计

公司产品凭借实用安全可靠性等优势，在国外电商平台取得了一定市场认可。在 2011-2015 年间，获得亚马逊等主流平台“亚太销售铜奖”、“全国交易标兵”、“TopHolidaySeller”等标杆性大奖，公司部分品牌市场知名度呈快速上升趋势，成为欧

<sup>1</sup> 本表中傲基电商的收入并非全部为自有品牌收入。

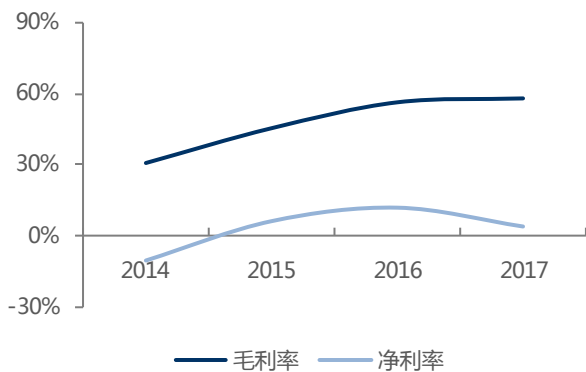
美主要发达国家的线上销售知名品牌。公司致力于走精品化、品牌化的产品经营路线，在 IPCamera、运动摄像机、蓝牙音频等等多个不同的细分品类均采取了精细化、品牌化的运作模式，多个类别在亚马逊市场上占有较高的市场占有率。

**整合得兴股份供应链优势，拓宽品类发展。**公司目前在服装品类上尚未拓展。得兴股份作为服装行业的上游供应商，在整个产业链总具备一定资源整合能力。预计通过此次收购，公司将进一步拓宽品类发展道路，借助上市公司产业优势，实现多种产品共同发展。

**从盈利能力及营运能力来看，公司自有品牌的战略极大提升了公司竞争力。**

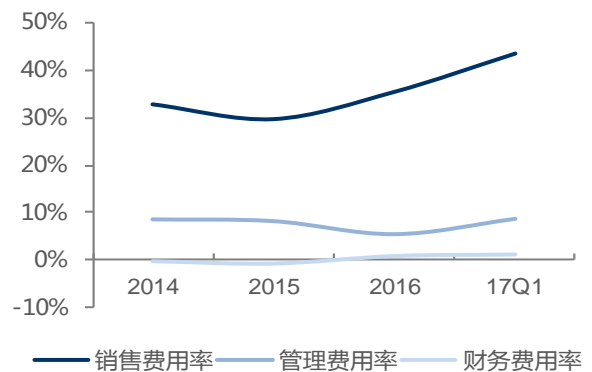
**自有品牌促使盈利能力大幅提升。**公司品牌业务发展良好，促使品牌溢价持续提升；同时优化内外部资源配置，品牌效应与规模成本优势逐渐显现，规模效应促使采购单价下降，2014-2016 年公司整体毛利率<sup>2</sup>实现了阶梯式跳跃，于 2017 年一季度达到 58.1%。2015 年推动自有品牌后，净利率实现了由负转正，于 2016 年达到 12.2%，与毛利率实现了同步提升。另外，公司“电商品牌+电商服务”的业务发展战略优势效果逐步显现，软件与服务业务发展良好，进一步提升公司的盈利水平。

图 28: 2014-2016 年公司毛利率净利率大幅提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29: 公司积极推广品牌促使销售费用率有所提升



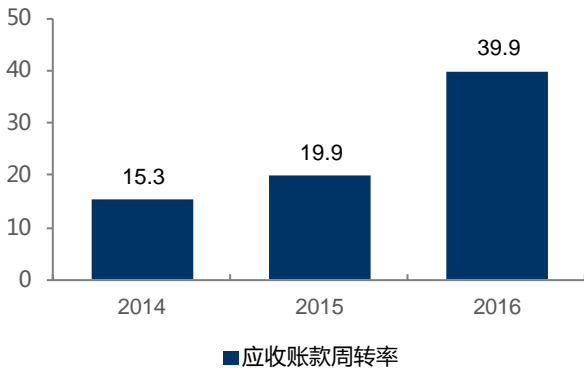
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司积极推广品牌促使销售费用率有所上升。**公司销售费用主要由仓库操作费、平台佣金、物流费、推广费等项目构成。推广费方面，公司自 2016 年开始用 FACEBOOK 等站外流量进行推广，因而导致 2016 年推广费大幅增加。2015 年、2016 年、2017 年一季度，价之链推广费分别为 4 万元、3095 万元、767 万元，占销售费用的比例由 0.1% 上升到 17.29%。

**运营能力不断提升，议价能力凸显。**公司应收账款改善显著，对上游供应商的议价能力不断增强，应收账款周转天数由 2014 年 24 天降低到 2016 年的 9 天。公司通过大数据收集海量信息进行数据挖掘，建立动态自修复销售预测模型和库存调配模型，**不断提升库存周转效率**。由于公司 SKU 数量低、易于管理，主要为成人用品、应急启动电源、投影仪、DBPOWER 飞行器和摄像头等，均为正常销售产品。转型自有品牌精品模式后周转能力不断提升，存货周转天数于 2016 年降低到 72 天。

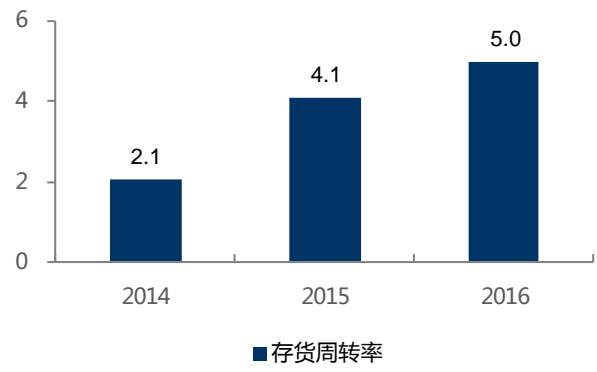
<sup>2</sup> 本报告中价之链 14 年及以前的财务数据来自公司年报，15 年及其后数据来自得兴股份公告《重大资产购买报告书》。

图 30: 2014-2016 年公司应收账款周转率持续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31: 2014-2016 年公司存货周转率持续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 行业标杆借鉴：海翼股份，死磕产品的“中国质造”象征

海翼股份是以自有品牌 Anker 为核心的全球知名跨境电商零售企业。公司成立于 2011 年，2016 年 10 月挂牌新三板上市，16 年实现营业收入 25 亿元，同比增长 93%，归母净利润 3.3 亿元，同比增长 143%。其主打品牌 Anker 主要销售移动电源、数据连接线产品，目前是目前欧美和日本最受欢迎的智能数码周边品牌之一，其优异表现可以从以下几个方面体现：

图 32: Anker 品牌位列 BrandZ 中国出海品牌 30 强



资料来源：《2017 年中国出海品牌 30 强排行榜》，申万宏源研究

1) Anker 品牌在海外具备很强知名度。我们统计了亚马逊美国站点的 Anker 品牌评价次数，共计 306 件商品中，有高达 128 件商品评价次数超过 1000 次，部分商品已有上万评价。在亚马逊美国站搜索“powerbank”，Anker 品牌有多款产品出现在第一页。

2017年1月，Google，WPP，凯度华通明略联合发布了BrandZ《2017年中国出海品牌30强排行榜》报告，ANKER进入了前八名，排名在东航、海信、TCL、17中兴、大疆等企业前列。

**品牌优势赋予更高溢价。**目前提供公开资料的跨境电商卖家企业中，海翼股份的净利率位列第一，15/16年净利率高达12.3%/12.8%。

**2) 少量SKU高效贡献收入。**目前以自有品牌模式为主的跨境电商企业主要为海翼股份、价之链、傲基电商<sup>3</sup>、以及跨境通旗下帕拓迅，其特点是SKU数量少，单位SKU创造较高收入。其中，2016年海翼股份旗下SKU数量约为500个，平均单个SKU实现的营业收入达到502万元，位居行业绝对领先地位。同样，价之链以及帕拓迅的自有品牌销售效率同样保持较高水平。

表 4：2016 年跨境电商行业平均每 SKU 实现营业收入情况对比

	环球易购	帕拓迅	有棵树		价之链	傲基电商	海翼股份	通拓
			出口	进口				
SKU(万个)	35.5	0.1	10	0.4	0.04	10	0.05	40
营业收入(亿元)	67	13	14	10	4	22	25	22
单SKU营收(万元/个)	2	129	1	24	102	2	502	1

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**3) 员工数量少，销售效率高。**跨境电商行业在销售、客服等环节工作量较大，对员工数量有较高要求，少量SKU产品有助于精简人力，提升员工效率。2016年海翼股份每位员工创造的营业收入400万元、净利润52万元，同样位于行业领先水平。

表 5：2016 年跨境电商行业平均每个实现营业收入及净利润情况对比

	环球易购	帕拓迅	有棵树	价之链	傲基电商	海翼股份	爱淘城	赛维电商
员工人数(人)	4377	350	1502	239	1643	627	153	1787
营业收入(万元)	674037	128879	248579	45706	221822	250909	30057	148007
归母净利润(万元)	39377	11375	10549	5817	12879	32532	930	3877
人均营业收入(万元/人)	154	368	165	191	135	400	196	83
人均净利润(万元/人)	9	33	7	24	8	52	6	2

资料来源：公司公告，申万宏源研究

通过梳理海翼股份的运营方式，我们认为其战略关键在于对产品和供应链进行严格挑选维护，专注品牌发展，通过品牌溢价持续提升，规模效应促使采购单价下降来实现收入利润的双重增长。

**1) 精简SKU数量。**海翼将SKU数量控制在几百个以内，新品上架后，根据销量情况监测会主动削减产品数量。

<sup>3</sup> 傲基电商销售一定数量自有品牌，也销售一定数量非自有品牌产品，此处因没有两类业务营业收入的披露情况，故采用总体SKU计算。其自有品牌单位SKU贡献的收入同样处于较高水平。

2) 集中精力发展少量品牌和店铺。大部分跨境电商企业会在第三方平台上开设多家店铺（最多的超过数百家个店），通过开店数提升实现收入增长，海翼目前只运营三个品牌，集中精力发展优势项目。

3) 积极实施营销策略推广品牌。在拥有一大批忠实粉丝的情况下，海翼仍积极通过广告和营销推广持续增加新用户对 Anker 品牌的购买兴趣，为亚马逊的销售带来新用户。

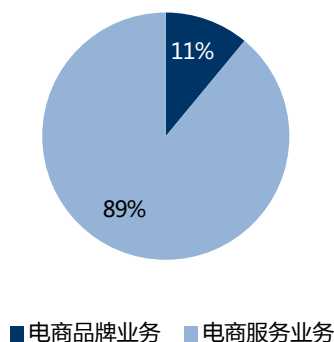
借鉴海翼经验，价之链自有品牌发展前景可期。产品精选方面，价之链自确定自有品牌战略后，将 2014 年的 885 个 SKU 精简到了 2015 年的 592 个，在产品数量降低的同时，2014-2015 年实现了高速增长。营销投入方面，2016 年公司进一步拓展电商营销软件业务，通过研发、收购 Amztracker、全球交易助手、Amazooka、MerchantMetrics.io 等软件工具进行数字化营销准备。同时积极增加营销重视程度，2016 年营销人员数量由年初的 64 人上升到年末的 117 人。从发展情况来看，价之链的自有品牌战略初见成效，融资能力提升将完善其规模不足的短板，促使公司继续保持业绩高速增长。

## 4. 电商服务业务前景广阔，未来看点多多

### 4.1 电商服务业务发展强劲，构建一体化服务生态平台

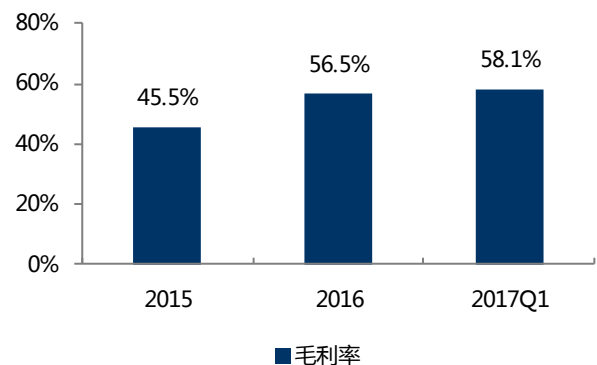
软件业务是公司的第二大核心板块，公司秉承“电商品牌+电商服务”的业务发展战略，以软件加强品牌，提升用户体验。公司通过先后研发、收购 AMZtracker、全球交易助手、Amazooka、MerchantMetrics.io 等软件工具，主要覆盖 Amazon、eBay、aliexpress 三大平台。公司以 AMZtracker 软件为核心，逐步将 MerchantMetrics.io 等其他软件功能集成到 AMZtracker 中，希望通过 AMZtracker、全球交易助手统一平台，为平台卖家提供综合性的 B2C 跨境电商软件服务、数据分析、精准数据营销等服务。2016 年电商服务业务实现收入 5033 万元，占公司总收入规模 11%，带动整体毛利率大幅提升，发展势头强劲。

图 33：软件收入占比初具规模



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：软件业务带动毛利率提升显著



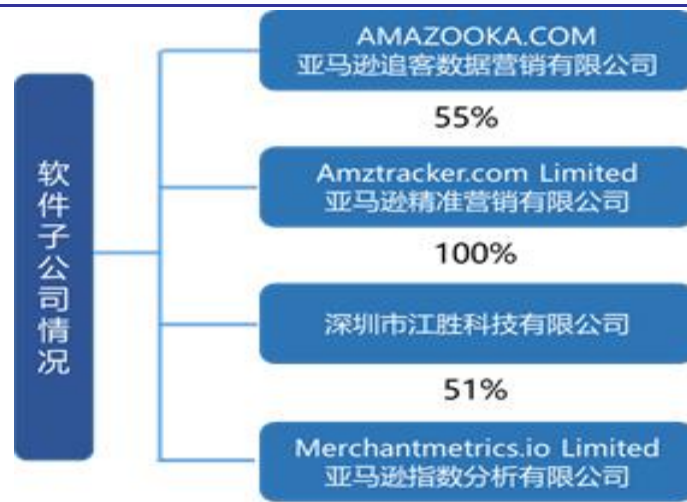
资料来源：公司公告，申万宏源研究

高毛利的软件业务带动公司整体毛利显著上升。2016 年公司实现整体毛利率 57%，较之 2015 年 45% 上升 12%，提升显著。除了电商品牌本身毛利率的提升，更为重要的一点在

于 2016 年公司大力推进的“电商品牌+电商服务”的业务发展战略，高毛利的软件及服务板块带动公司整体毛利率提升 3.54%。除去研发费用，公司软件业务的毛利率高达 80%。

公司致力于拓展电商服务业务，打造跨境电商一体化服务生态平台。公司向全球电商卖家销售 AMZtracker、全球交易助手等多款电商营销服务及管理软件，为其他电商卖家提供选品、数据分析、搜索优化、推广营销、店铺运营等全方位、一站式的服务。价之链累计服务全球 100 多个国家近 5 万付费电商店铺以及 10 万以上免费商户。价之链利用 vipon.com、百佬汇在线(blhpro.com)以及线下社区，将自身跨境电商运营经验和全流程软件服务推向全球电商卖家，形成一个拥有广泛用户基础的跨境电商服务平台。价之链由单一的电商企业逐步转变为集品牌电商、电商软件、电商社区为一体，线上线下互动的跨境出口电商综合服务商。

图 35：公司旗下软件子公司情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 电商软件：全方位、一站式服务，助力国内卖家“走出去”

电商分析测评工具 AMZtracker 用于实时追踪销售数据，便利卖家改善管理，调整产品供给。AMZtracker 为网页版电商分析测评工具，由美国 IT 专业人士 Travis Elliott、Quoc Bao Anly 利用网络爬虫技术根据亚马逊电商平台规则开发，2015 年初上线，包括 AMZtracker 电商分析工具（即 www.amztracker.com）和 vipon（产品折扣促销即 www.vipon.com）两个软件模块，为亚马逊平台首款关键词追踪查询工具。具体功能方面，AMZtracker 可以在线提供关键词调研、排名查询、销量查询、店面优化分析等服务，其中关键词查询可以帮助卖家发掘爆款产品；排名查询、销量查询可以帮助卖家获取竞争对手或同一品类产品销售数据、销售排名等销售数据，以供卖家调整产品结构，提升销售；店面优化分析通过一系列指标分析帮助卖家改善网店设计、产品陈设等，优化店铺，提升亚马逊搜索排名。

图 36: AMZtracker 软件服务界面



资料来源：收购公告，申万宏源研究

AMZtracker 主要通过抓取亚马逊、Google 等网页的公开数据，经自有系统的筛选和分析，为卖家提供销售管理所需要的数据。目前主要功能如下：

表 6: AMZtracker 主要功能

序号	功能	具体介绍
1	关键词追踪功能	利用网络爬虫技术，通过抓取、分析关键词在谷歌的月搜索量、亚马逊平台的销量排名及变化趋势，指导和协助用户更加全面、精准设置关键词，提高买家通过搜索关键词进入点击自家在售商品的概率。
2	销售追踪功能	该项功能通过抓取同一类别中的同一商品的公开数据并进行统计，为用户提供该商品类别的各项详细数据，协助卖家实现更好的库存管理和销售策略制定。
3	店面优化功能	该功能通过卖家产品关键词长度、要点、形象、高清照片、产品评价等维度的检查，为卖家提出关键词、图片、网店设计、店面陈设等建议，帮助卖家提升产品、店面搜索排名。
4	差评追踪功能	开启 Negative Reviews 差评追踪之后，用户可以第一时间发现并查看该产品产生的中差评信息，便于客户进行产品评测管理。
5	FBA 数据分析	FBA 数据分析系统的原名为 MerchantMetrics，该分析系统根据卖家的授权，实时监控卖家的存货、销量、销售金额、单个客户的净利润和净利率等影响卖家利益和销售策略的重要数据，帮助卖家提供运营效率，降低进入门槛和人工成本。
6	超级链接	链接设置完成后，可以帮助卖家看到相关产品的产品名称、销量追踪、链接点击次数、手动添加关键词数量、生产的链接等信息，帮助卖家提供关键词排名。
7	产品折扣促销	在价之链的线上社区平台 vipon.com 推广产品，提升产品的排名和销量。

资料来源：收购公告，申万宏源研究

AMZtracker 的费用按月度收取，具体收费如下表所示：

表 7: AMZtracker 收费模式

项目	CORPORATE3	CORPORATE2	LEGEND	GOD MODE	Professional	BASIC
费用	\$1600/月	\$800/月	\$400/月	\$200/月	\$100/月	\$50/月
关键词	13000	6300	3000	1500	500	110
邮件报告	不限	不限	不限	不限	不限	不限

项目	CORPORATE3	CORPORATE2	LEGEND	GOD MODE	Professional	BASIC
页面分析器	√	√	√	√	√	√
Amazon Super URLs	√	√	√	√	√	√
促销	不限产品	不限产品	不限产品	不限产品	不限产品	不限产品
可用优惠码	无上限	无上限	3300/月	1200/月	300/月	100/月
销量跟踪	1700	840	400	200	100	50
可跟踪差评的产品	1700	840	400	200	100	50

资料来源：收购公告，申万宏源研究

**AMZtracker 软件付费用户数和付费金额数均保持强劲增长。**2015 年付费用户数合计为 2527 人，2016 年增加到 7829 人。从付费金额来看，2016 年付费金额合计为 772 万元，较之 2015 年增长了 100%。同时从各套餐档次的用户数来看，更高档次的用户数增速更快，可见用户对于软件的使用需求增加，最基础档次已不能够满足需求。

**表 8: AMZtracker 软件付费用户数及付费金额**

指标	套餐	单位	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
各套餐档次月均付费用户数	50 美元	人	1954	3909	2711
	100 美元	人	444	3378	2607
	200 美元	人	39	275	242
	400 美元	人	3	107	103
	800 美元	人	1	12	63
	1600 美元	人		3	7
	其他	人	85	145	39
	合计	人	2527	7829	5772
各套餐档次年付费金额合计	50 美元	万美元	102.83	222.62	39.66
	100 美元	万美元	53.18	395.39	77.2
	200 美元	万美元	9.47	62.71	14.33
	400 美元	万美元	1.17	49.72	12.2
	800 美元	万美元	0.48	10.79	14.36
	1600 美元	万美元		4.59	3.11
	其他	万美元	170.89	26.41	8.16
	合计	万美元	338.02	772.24	169.03

资料来源：收购公告，申万宏源研究

**全球交易助手：综合店铺管理软件，辅助卖家便捷地进行产品管理和多店铺运营。**全球交易助手系统是国内 IT 专业人士开发的跨平台单机版电商辅助管理软件，包括全球交易助手软件工具和进销存 ERP 系统，适用于 aliexpress、eBay、wish、敦煌网等跨境电商平台，具有产品管理、订单管理、跨平台互通等功能。

全球交易助手是公司子公司江胜科技研发的针对速卖通的一款数据抓取及分析软件，让用户实现线下处理产品、快速操作产品、多店铺管理产品，多店铺管理订单等功能。



图 37: 全球交易助手软件服务界面



资料来源: 收购公告, 申万宏源研究

全球交易助手主要服务速卖通、EBay 卖家, 通过江胜科技运营, 主要通过软件服务套餐取得营业收入。从 2017 年第一季度的经营数据来看, 月均留存付费用户数有 935 人, 人均年付费达到 0.72 万元, 较之上年度显著提升, 实现收入 169 万元。

表 9: 全球交易助手收入表现

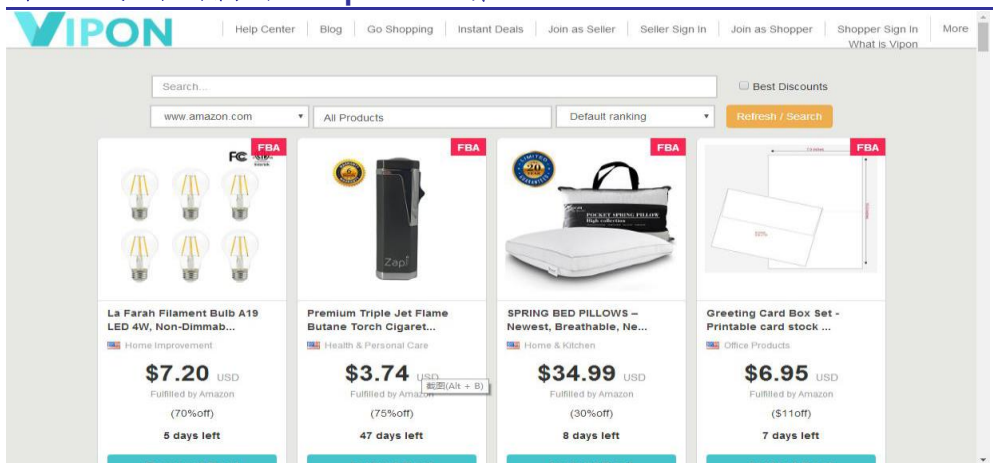
指标	2016 年	2017 年 1-3 月
月均留存付费用户数 (人)	1,275	935
人均年付费 (万元)	0.52	0.72
收入合计 (万元)	606.89	169.39
成本合计 (万元)	-	-

资料来源: 收购公告, 申万宏源研究

### 4.3 电商社区业务: 共享运营经验, 打造跨境电商服务平台

成立百佬汇跨境电商联盟, 打造线上线下互动的跨境出口电商综合服务商。价之链利用微胖社区 (vipon.com)、百佬汇跨境电商联盟以及线下社区, 将自身跨境电商运营经验和全流程软件服务推向全球电商卖家, 形成一个拥有广泛用户基础的跨境电商服务平台。公司由单一的电商企业逐步转变为集品牌电商、电商软件、电商社区为一体的综合服务商。

图 38: 线上营销推广社区 vipon.com 界面



资料来源: 收购公告, 申万宏源研究

微胖社区 (vipon.com) 是 AMZtracker 旗下的线上营销推广社区，主要模式为利用促销平台实现引流，从而将自身跨境电商运营经验和全流程软件服务推向全球电商卖家。公司利用 php 语言，爬虫技术等多种网络语言结合，创造了一个卖家买家都方便操作并且能够获得各自所需求的利益的平台。目前 vipon.com 注册的用户达到 30 万人，社区功能也处于不断完善过程中。

图 39：跨境电商联盟百佬汇界面



资料来源：百佬汇官网，申万宏源研究

百佬汇以跨境电商论坛为交流平台，培养电商人才。公司于 2015 年成立百佬汇跨境电商联盟，以“链接价值、汇聚资源、服务卖家、抱团共赢”为目标，整合泛跨境电商生态圈。论坛主要提供跨境电商运营相关课程，加强行业交流，通过向卖家提供高质量的精品课程收取服务费，同时与 AMZtracker 软件实现有效对接，助力软件推广和使用，实现资源变现。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 盈利预测核心假设：

- 1) 公司原有拉链业务 17-19 年实现收入 12.8 亿/13.6 亿/14.7 亿元，同比增长 9%/7%/4%；
- 2) 价之链业务 17-19 年实现收入 10.4 亿/15.7 亿/22.1 亿元，具体到各项业务来看：品牌电商业务 17-19 年实现收入 9.9 亿/15.0 亿/21.2 亿元，同比增长 142%/52%/42%；电商服务业务 17-19 年实现收入 0.52 亿/0.69 亿/0.83 亿元，同比增长 8%/32%/20%；电商社区业务假设不直接贡献收入；
- 3) 因拟用外部债务融资的方式现金收购价之链 65% 的股份，对价 10.1 亿元，假设需要新增 10 亿贷款，为中长期贷款，贷款利率为 5%，由此每年产生的财务费用 5000 万。

考虑到价之链在 17 年内能完成并表，假设并表开始于 18 年，我们预计公司 17/18/19 年分别实现归母净利润 1.4/2.4/3.0 亿，EPS 分别为 0.39/0.66/0.85 元，目前价格对应 17-19 年 PE 分别为 37/22/17 倍。

公司是国内拉链龙头企业，收购优质跨境电商企业价之链之后，“拉链+跨境电商”双主业战略相互协同，有望实现业绩高速增长。看好跨境电商行业的高速增长及双主业的协同效应，首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 17/18/19 年分别实现归母净利润 1.4/2.4/3.0 亿，EPS 分别为 0.39/0.66/0.85 元，目前价格对应 17-19 年 PE 分别为 34/20/15X。具体估值来看，分为公司主业板块和跨境电商业务板块，从公司主业来看，预计 17-19 年分别实现净利润 1.4 亿/1.3 亿/1.4 亿元，结合纺织服装行业上游制造公司估值来看，给予 17 年 25 倍估值；从电商业务板块来看，预计 17-19 年净利润为 1 亿/1.6 亿/2.5 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 0.65 亿/1.04 亿/1.63 亿元，考虑到行业的高增长属性和目前公司体量较小且增速快，盈利消化速度快，给予 2017 年 40 倍 PE 估值，该业务板块市值为 26 亿元。因此公司整体估值为 61 亿元，对应股价为 17.0 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 10：行业内相关公司市盈率对比

股票代码	股票简称	现价		EPS (元)			PE	
		2017/09/14	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
拉链制造业务								
002674.SZ	兴业科技	12.28	0.34	0.46	0.60	36	27	20
002003.SZ	伟星股份	11.09	0.60	0.70	0.80	18	16	14
	平均					27	21	17
跨境电商业务								
002640.SZ	跨境通	19.38	0.55	0.83	1.05	35	23	18
002127.SZ	南极电商	15.11	0.33	0.49	0.64	46	31	24
300577.SZ	开润股份	48.93	1.13	1.68	2.23	43	29	22
	平均					41	28	21

资料来源：跨境通、南极电商、开润股份基于申万宏源预测，其余为 wind 一致预测

表 11: 浔兴股份收入拆分表 单位: 百万元

合并报表	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入	1050	1041	1175	1276	2925	3629
YOY		-1%	13%	9%	129%	24%
总成本	735	722	787	845	1598	1907
YOY		-2%	9%	7%	89%	19%
毛利率	30%	23%	16%	34%	45%	47%
拉链业务	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入	1050	1041	1175	1276	1360	1417
YOY		-1%	13%	9%	7%	4%
总成本	735	722	787	845	890	915
YOY		-2%	9%	7%	5%	3%
毛利率	30%	31%	33%	34%	35%	35%
价之链业务 (18 年开始并表)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入		137	457	1037	1565	2212
YOY			232%	127%	51%	41%
总成本		75	200	470	708	992
YOY			167%	135%	51%	40%
毛利率		46%	56%	55%	55%	55%
品牌电商	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入		137	406	985	1496	2129
YOY			197%	142%	52%	42%
总成本		75	191	462	699	984
YOY			156%	141%	51%	41%
毛利率		46%	53%	53%	53%	54%
电商服务	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入			49	52	69	83
YOY				8%	32%	20%
总成本			8	8	8	8
YOY				0%	0%	0%
毛利率			83%	84%	88%	90%
电商社区	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入			1	0	0	0

资料来源: 申万宏源研究

表 12: 浔兴股份盈利预测 (18 年价之链并表)

单位: 百万元, 元

利润表						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	1,050	1,041	1,175	1,276	2,925	3,629
二、营业总成本	969	966	1,043	1,118	2,587	3,171
其中: 营业成本	735	722	787	845	1,598	1,907
营业税金及附加	8	8	13	14	15	16
销售费用	79	84	102	108	700	942
管理费用	106	115	127	140	207	236
财务费用	33	24	3	0	50	50
资产减值损失	8	14	11	10	18	20
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0	0
三、营业利润	82	76	133	158	338	458
加: 营业外收入	16	20	14	15	15	15
减: 营业外支出	2	8	5	5	5	5
四、利润总额	95	87	142	168	348	468
减: 所得税	17	16	23	27	57	76
五、净利润	78	72	118	140	291	392
少数股东损益	0	0	0	0	56	88
归属于母公司所有者的净利润	78	72	118	140	235	304
六、基本每股收益	0.50	0.23	0.33	0.39	0.66	0.85
全面摊薄每股收益	0.22	0.20	0.33	0.39	0.66	0.85

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>

### 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。