

## 跨境电商

## 三浪叠加机遇，国货品牌出海

2021年02月19日

——跨境电商行业系列报告（二）

### 行业评级：强于大市（维持）

**分析师：陈建生**

执业证书：S1030519080002

电话：0755-83199599

邮箱：chenjs2@csc.com.cn

**研究助理：李时樟**

电话：0755-83199599

邮箱：lisz@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1、跨境电商行业系列报告一：短期爆发源自疫情，长期发展取决于人口 2020.12.15

### 核心观点：

- 三浪叠加孕育历史机遇，国货出海迎来新格局。**国内工程师红利、海外电商渗透率提升以及消费品迭代周期加速，共同构筑了国货出海竞争的三重机遇：1. 建国以来教育资源的不断加速释放，国民受教育程度不断提升，人才红利接力人口红利，使得我国在部分高端制造、科研创新领域人才供给逐步由紧转松；2. 受疫情影响，短期全球商贸线上化进程提速，长期来看，受年轻人口对线上消费的认可及推崇，全球线上零售规模将进一步提升；3. 线上零售通过数据搭建了企业与消费者的高效沟通渠道，消费者需求更容易被企业感知，企业以消费者需求为核心驱动力，推动了产品更替周期的不断加速。
- 跨境平台：行业百花齐放，长期集中度将提升。**当前海外电商市场已经出现了行业龙头公司，但是中小电商仍然占据主流地位。随着流量入口逐步被行业龙头占领，中小平台电商引流获客成本不断抬升，同时龙头电商规模效应逐步体现，我们认为未来海外电商市场集中度将进一步提升，市场份额将进一步向龙头平台集中，中小电商市场空间将进一步收缩。同时我们认为，一些精品电商通过差异化、品牌化竞争提升用户粘性，也能够流量困境中迎来发展机遇。
- 跨境卖家：垂直精品电商，构筑出海核心竞争力。**针对跨境卖家而言，无论是通过入驻三方平台还是自建独立站，商品同质化竞争加剧、行业进入壁垒降低、引流成本不断抬升，行业内部竞争愈发激烈，因此我们认为注重精细化运营、品牌化打造、产品力提升的企业才能在众多跨境卖家中脱颖而出并在长期竞争中持续跑赢。
- 风险提示：**地缘政治引起的贸易摩擦加剧、平台政策大幅度调整。

一般零售与沪深300对比表现



### 行业数据

一般零售	2020年Q3
综合毛利率 (%)	37.56
综合净利率 (%)	3.67
行业 ROE (%)	2.14
行业 ROA (%)	0.01
利润增长率 (%)	-66.31
资产负债率 (%)	53.19
期间费用率 (%)	36.02
存货周转率 (%)	7.33

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文后重要声明及免责声明

## 正文目录

<b>一、三浪叠加孕育历史机遇，国货出海迎来新格局</b>	<b>4</b>
1.1 三浪叠加孕育国货出海历史机遇	4
1.2 人才红利接力人口红利，中国制造竞争力将不断提升	4
1.3 需求增长来源于产品的创新及迭代加速	8
1.4 电商平台提升商家与消费者沟通效率，突破场景局限拓展价值	9
<b>二、跨境平台：行业百花齐放，长期集中度提升</b>	<b>11</b>
2.1 平台型电商、品牌独立站百花齐放	11
2.2 出口电商市场竞争格局分散，市场集中度有望进一步提升	12
2.3 搜索、社交红利期褪去，龙头电商占据流量入口	13
2.4 跨境进口竞争格局稳定，淘系是跨境进口龙头	15
<b>三、跨境卖家：打造垂直精品电商，构筑核心竞争力</b>	<b>17</b>
3.1 跨境卖家：集中度低，同质化竞争严重	17
3.2 大赛道下的精耕细作，打造自身产品力	18
3.3 独立站：精细化营销打造渠道力与品牌力	19
<b>四、投资建议</b>	<b>22</b>
4.1 安克创新：精选优质赛道，专注研发创新	22
4.2 跨境通（ZAFUL）、SHEIN：布局私域流量，打造用户粘性	23
<b>五、风险提示</b>	<b>25</b>
5.1 地缘政治引起的外贸摩擦加剧	25
5.2 平台政策大幅度调整	25

## 图表目录

Figure 1 三浪叠加下的历史机遇 .....	4
Figure 2 专科/本科/研究生毕业生数 (万人) .....	5
Figure 3 全球各国 25-64 岁年龄层高等教育渗透率 (%) .....	5
Figure 4 中国高等教育毛入学率 (%) .....	5
Figure 5 各国 2014-2018 高等教育毛入学率 .....	5
Figure 6 中国本/专科实际在校人数及预计在校人数 (百万人) .....	6
Figure 7 美国本/专科实际在校人数及预计在校人数 (百万人) .....	6
Figure 8 本科及专科历年招生人数 (万人) .....	6
Figure 9 硕士及博士历年招生人数 (万人) .....	6
Figure 10 全国科技活动专利受理数 (件, %) .....	6
Figure 11 全国 R&D 经费支出 (亿元) .....	6
Figure 12 中国就业人员基本情况 (万人) .....	7
Figure 13 三大产业就业人员占比 (%) .....	7
Figure 14 各行业就业人员数 (万人) .....	7
Figure 15 应届毕业生行业偏好 TOP10 .....	8
Figure 16 TOP10 行业期望薪资与实际薪资 (元/月) .....	8
Figure 17 iPhone 系列产品详情 .....	8
Figure 18 全球网上实物商品零售额及渗透率 (万亿美元, %) .....	9
Figure 19 中国线上零售渗透率 (亿元, 月, %) .....	9
Figure 20 人: 跨境消费者洞察 .....	10
Figure 21 货: 食品行业消费新趋势 .....	10
Figure 22 场: 电商直播塑造新消费场景 .....	10
Figure 23 数据驱动人货场重构 .....	10
Figure 24 中国跨境电商产业链图谱 .....	11
Figure 25 2020 年全球电子商务主要平台市场份额 (GMV 口径) .....	12
Figure 26 全球电商平台非中国市场份额 (剔除中国市场 GMV) .....	12
Figure 27 2018 年中国主要电商平台市占率 .....	13
Figure 28 美国 TOP10 电商市占率 .....	13
Figure 29 跨境商家的六大流量红利期 .....	13
Figure 30 亚马逊三方卖家销售额占比 .....	14
Figure 31 亚马逊零售业务收入分拆 (亿美元) .....	14
Figure 32 亚马逊飞轮效应 (1) .....	14
Figure 33 亚马逊飞轮效应 (2) .....	14
Figure 34 美国消费者网购搜索趋势 .....	14

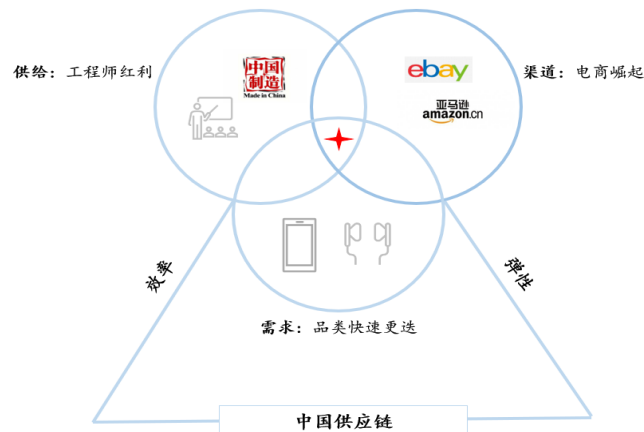
Figure 35 美国消费者节假日礼品选购渠道偏好 .....	14
Figure 36 国内跨境 B2C 进口平台市场份额 .....	15
Figure 37 淘系跨境电商产布局 .....	16
Figure 38 淘系跨境电商不同业务板块营业收入（百万元，%） .....	16
Figure 39 2018 年跨境电商规模分布（万美元，%） .....	17
Figure 40 跨境电商经营模式对比 .....	17
Figure 41 跨境电商模式图 .....	18
Figure 42 泛品铺货 VS 垂直精品 .....	18
Figure 43 垂直精品电商研发费用率显著高于泛品铺货电商（%） .....	19
Figure 44 泛品铺货电商周转率高于垂直精品电商（%） .....	19
Figure 45 GMV 决定因素分拆 .....	20
Figure 46 上市公司广宣费用率（%） .....	20
Figure 47 上市公司平台费用率（%） .....	20
Figure 48 上市公司广宣费率与平台费率合计占比（%） .....	21
Figure 49 上市公司营业收入及年复合增速（百万元，%） .....	21
Figure 50 消费电子细分子行业市场规模（亿美元） .....	22
Figure 51 安克创新产品矩阵 .....	22
Figure 52 安克创新营业收入（亿元，%） .....	23
Figure 53 安克创新收入全球分布 .....	23
Figure 54 安克创新研发费用及研发费用率（亿元，%） .....	23
Figure 55 安克创新研发人员数量及占比（个，%） .....	23
Figure 56 各独立站在 Facebook 粉丝数（万人） .....	23
Figure 57 各独立站在 Instagram 粉丝数（万人） .....	23
Figure 58 ZAFUL 社群营销引流 .....	24
Figure 59 ZAFUL KOL 打造计划 .....	24
Figure 60 SHEIN KOL 打造计划（1） .....	24
Figure 61 SHEIN KOL 打造计划（2） .....	24

## 一、三浪叠加孕育历史机遇，国货出海迎来新格局

### 1.1 三浪叠加孕育国货出海历史机遇

我国跨境电商企业出海发展得益于三点：**1. 国内工程师红利接力人口红利；2. 海外电商平台崛起 3. 产品迭代周期加速。**海外电商渗透率提升打开市场需求，为国货出海竞争创造机会。另外，企业通过大数据实现对消费者需求的感知、分析及预测，从消费者需求出发，推动产品的加速迭代。于此同时，中国正在进行着供给侧改革，人口红利转向人才红利，推动我国由劳动力密集型产业转型技术密集型，未来出海国货标签将由“高性价比”逐步增加至“高端化”、“品牌化”。

Figure 1 三浪叠加下的历史机遇



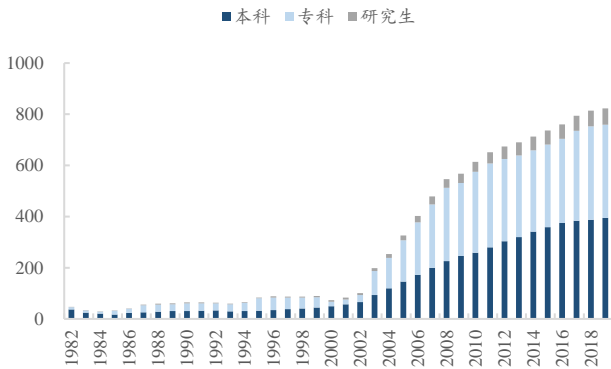
资料来源：混沌大学、世纪证券研究所

### 1.2 人才红利接力人口红利，中国制造竞争力将不断提升

我们认为未来我国适龄劳动力总量将迎来负增长，就业人口受教育程度不断提高，人才供给将由紧转松。随着高素质人才不断涌入金融、信息技术、互联网、高端制造等行业，未来中国将享受工程师红利带来的价格优势及产品优势。

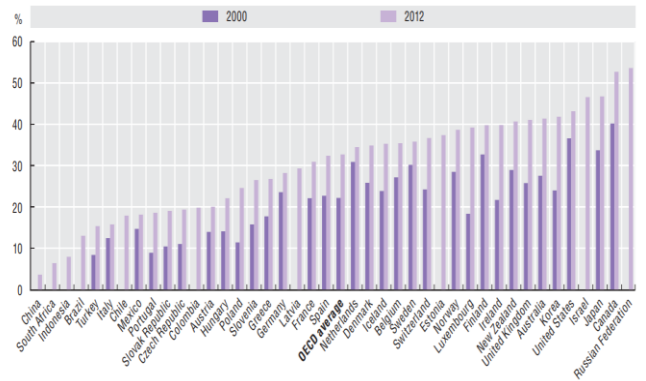
**高质量人才队伍规模不断扩大。**自1977年高考开放以来，我国累计接受高等教育（含专、本、硕、博、留学回国）毕业人数接近1.2亿人。其中25-64岁年龄层高等教育渗透率由2012年不足5%提升至12%，虽然较发达国家30%以上的渗透率仍有较大差距，但是由于我国拥有人口基数优势，未来受教育人群的绝对量将保持全球领先。

Figure 2 专科/本科/研究生毕业生数（万人）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所  
注：1999 年实行高校扩招，因此 2003 年毕业人数开始显著增长

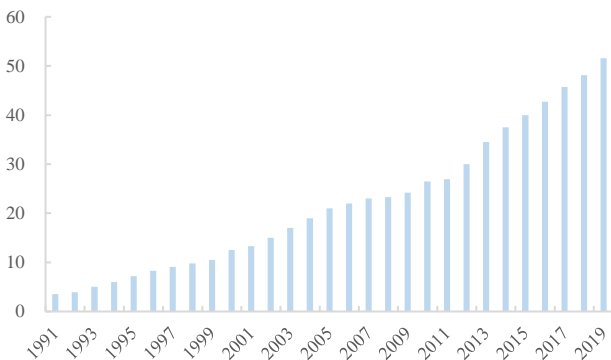
Figure 3 全球各国 25-64 岁年龄层高等教育渗透率（%）



资料来源：OECD、世纪证券研究所

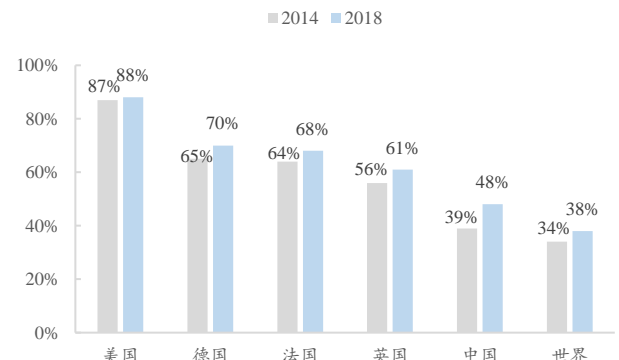
青年人口高等教育渗透率不断提升。2000-2019 年我国高等教育毛入学率从 28%提升至 51%，提前完成十三五规划制定的 50%目标，与欧美发达国家（60%-80%）差距进一步缩小。根据中国高等教育学会的研究，预计到 2030 年，预计我国高等教育毛入学率将达到 60%。

Figure 4 中国高等教育毛入学率（%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所  
注：毛入学率=当年高等教育在读人数/（18~22 岁）人口数\*100%

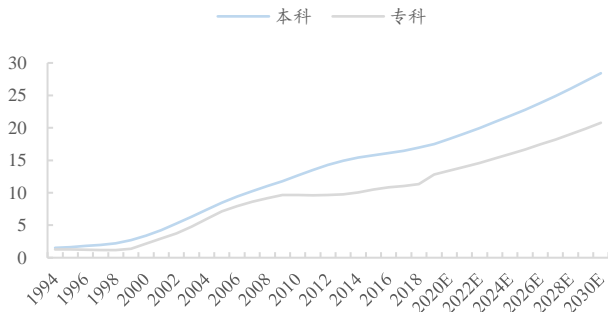
Figure 5 各国 2014-2018 高等教育毛入学率



资料来源：头豹研究院、世纪证券研究所

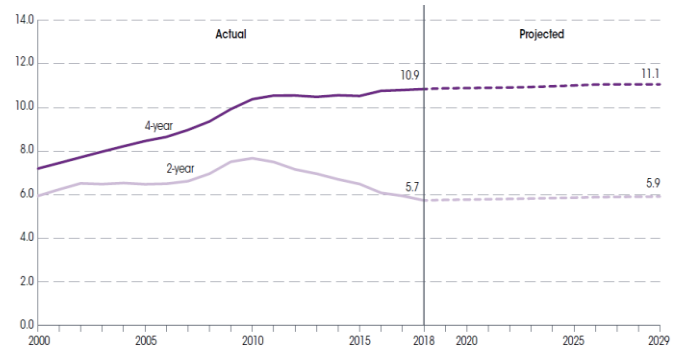
预计到 2030 年，我国接受高等教育人数将达到 2.3 亿人次，处于全球领先水平。中美对比，当前我国本、专科在校生人数约 3000 万人，美国约 1670 万人。根据联合国人口预测，2030 年我国 18-22 年龄圈层人数约 8400 万人，按照 60%毛入学率测算，2030 年在校生人数约 5040 万。按 2019 年高等教育毕业率 96%进行测算，2020-2030 年期间我国共计新增高等教育毕业生 1.1 亿人，到 2030 年累计接受高等教育人数将达 2.3 亿人次，在绝对规模上将处在全球领先水平。

Figure 6 中国本/专科实际在校人数及预计在校人数（百万人）



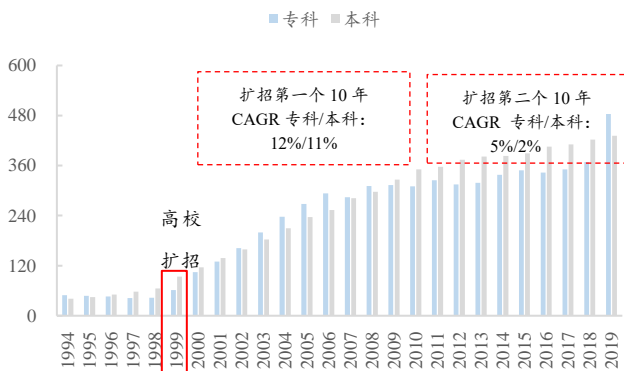
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所  
注：在校人数根据 60%毛入学率预测

Figure 7 美国本/专科实际在校人数及预计在校人数(百万人)



资料来源：NCES、世纪证券研究所  
注：美国 4 年制学历相当于国内本科学历，2 年制学历相当于国内专科学历

Figure 8 本科及专科历年招生人数（万人）



资料来源：教育部、世纪证券研究所

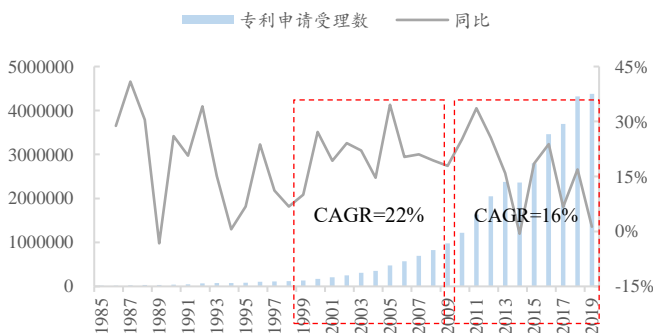
Figure 9 硕士及博士历年招生人数（万人）



资料来源：教育部、世纪证券研究所

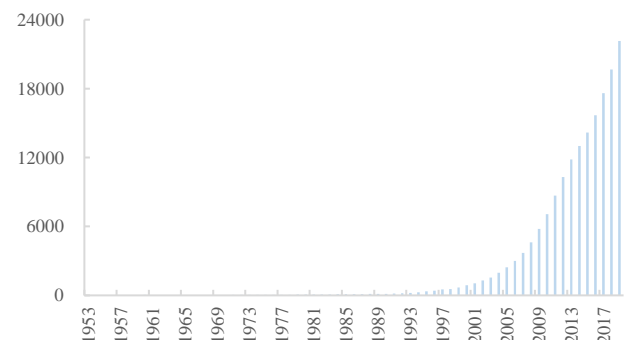
高质量人才队伍培养与资本投入增加推动技术创新，助力产品升级。2019 年我国专利申请受理数突破 400 万，近 10 年复合增速达 16%。近十年我国创新研发出现井喷式增长的原因在于：1.人才数量的增长及人才质量的提升；2.研发投入的增加。随着技术层面的不断突破，当前中国制造已经在某些中端及次高端产品上具有比较优势，我们认为未来将持续在中高端领域取得领先并逐步向高端产品进军。

Figure 10 全国科技活动专利受理数（件，%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

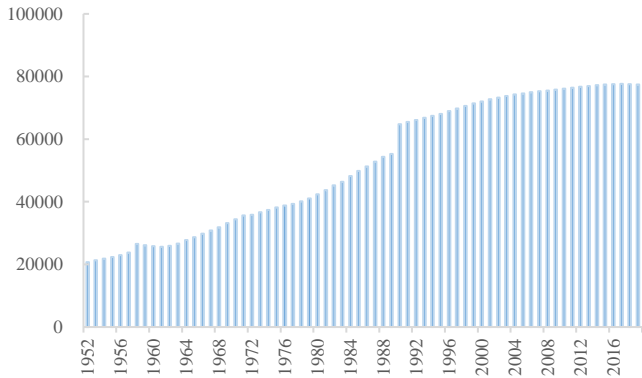
Figure 11 全国 R&D 经费支出（亿元）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

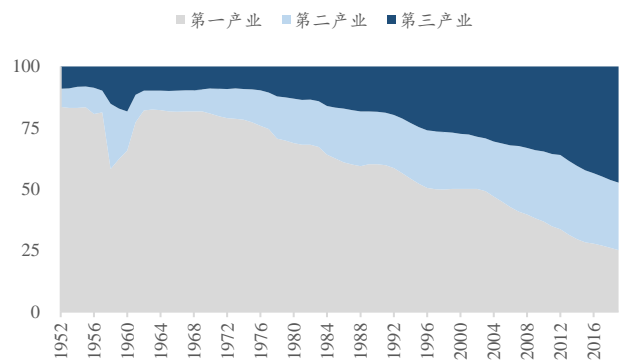
需求端看，近十年就业人口总量企稳，第一产业、第二产业就业人口向第三产业转移。近十年，我国就业人口总量保持在 7.7 亿人左右，随着人口老龄化、低生育率问题加剧，未来我国就业人口总量或将迎来负增长。从结构上看，我国在经历了工业化浪潮、制造业转型之后，第三产业吸纳了大量劳动力，就业规模逐步扩张，2019 年就业人口占比接近 50%。

Figure 12 中国就业人员基本情况 (万人)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

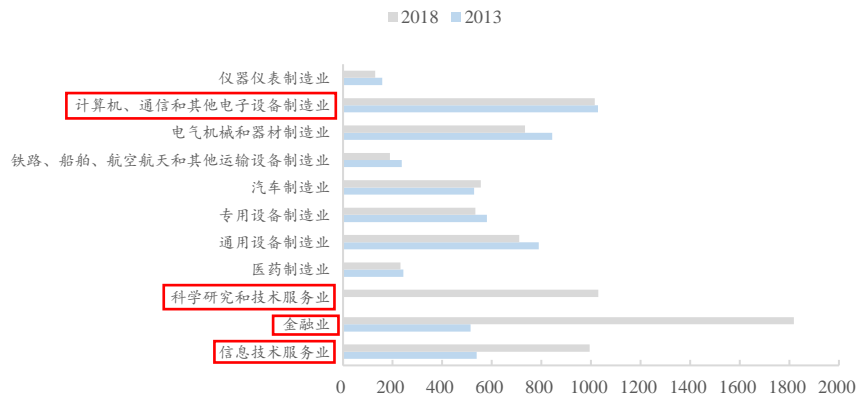
Figure 13 三大产业就业人员占比 (%)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

需求企稳，高质量人才供给快速增长，热门行业人才供给由紧转松，人力成本下降。2013-2018 年期间，第二、三产业中的金融、信息技术服务、科研行业、计算机、通信、电子设备制造业人员规模占比较高，受行业景气度与薪资水平影响，吸纳了大量的高质量人才。根据 58 同城发布的《2020 高校毕业生就业报告》显示，上述行业依旧是应届毕业生在择业时的首选热门行业。随着热门行业的供需关系改变，行业内岗位竞争加剧，企业用人成本将逐步下降。

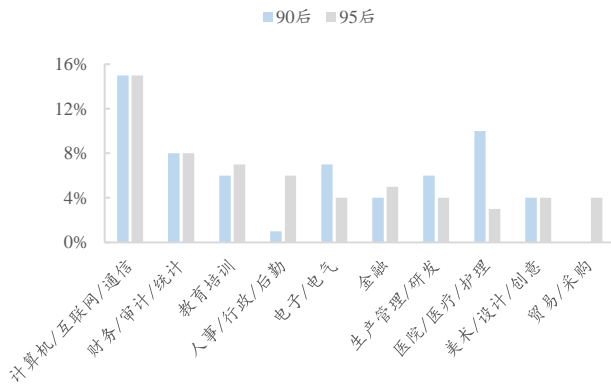
Figure 14 各行业就业人员数 (万人)



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

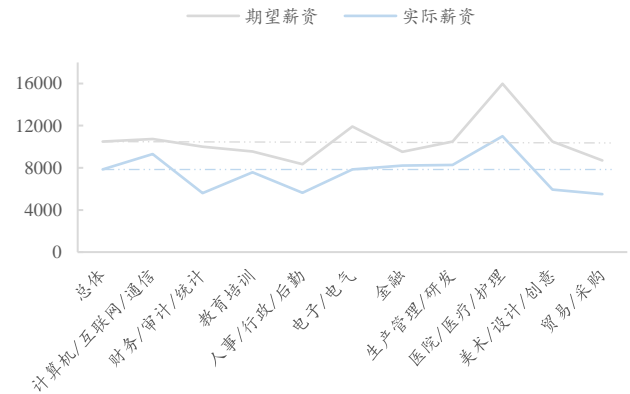


Figure 15 应届毕业生行业偏好 TOP10



资料来源：58同城、世纪证券研究所

Figure 16 TOP10 行业期望薪资与实际薪资 (元/月)



资料来源：58同城、世纪证券研究所

### 1.3 需求增长来源于产品的创新及迭代加速

科技进步助推产品创新与升级，从而拉动消费需求的增长。我们将产品的推陈出新拆开看，实际蕴含了两种类型的创新：1. 已有品类的升级迭代，催生产品的替换需求，如智能手机、新能源汽车、无线耳机等；2. 新品类或产品的出现拉动新需求增长点，如VR/AR设备、消费级无人机、智能机器人。我们认为，随着线上渠道搭建的不断完善，消费者与商家之间的沟通将更加高效，以消费者需求为起点催生的产品创新将会不断加速。

以 iPhone 系列产品为例，智能手机迭代速度正不断加快。回顾 iPhone 系列产品，从 2007-2012 年的单年度一款新机型，逐渐加速到单年度 2-3 款新机型，2020 年单一年度推出 4 款机型。在容量及颜色的选择上，也随着消费者需求不断寻求改变，大容量，多颜色选择已成为消费者对智能手机的硬性要求。另外，在屏幕、摄像头、处理器、操作系统、配套软件的选择都随着消费者的需求不断推陈出新。

Figure 17 iPhone 系列产品详情

发布时间	发布机型	容量	颜色
2007-01-09	iPhone 2G	4GB	黑、白
2008-06-10	iPhone 3G	8GB/16GB	黑、白
2009-06-09	iPhone 3GS	8GB/16GB/32GB	黑、白
2010-06-08	iPhone 4	8GB/16GB/32GB	黑、白
2011-10-04	iPhone 4s	8GB/16GB/32GB/64GB	黑、白
2012-09-13	iPhone 5	16GB/32GB/64GB	黑、白
2013-09-10	iPhone 5c	8GB/16GB/32GB	白、黄、蓝、绿、粉
	iPhone 5s	16GB/32GB/64GB	灰、银、金
2014-09-10	iPhone 6	16GB/64GB/128GB	灰、银、金

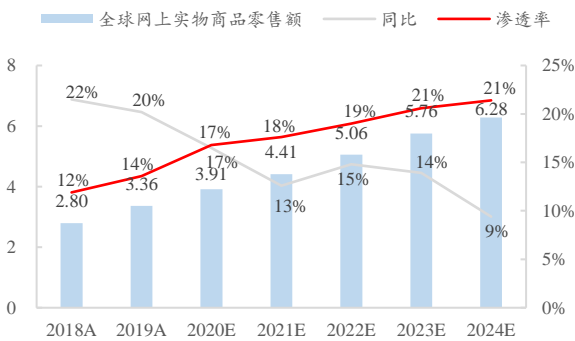
	iPhone 6 Plus	16GB/64GB/128GB	灰、银、金
2015-09-10	iPhone 6s	16GB/64GB/128GB	灰、银、金、玫瑰金
	iPhone SE	64GB/128GB/256GB	黑、白、红
	iPhone 6s Plus	16GB/64GB/128GB	灰、银、金、玫瑰金
2016-09-08	iPhone 7	32GB/128GB/256GB	金、银、玫瑰金、黑、亮黑、红
	iPhone 7 Plus	32GB/128GB/256GB	银、金、玫瑰金、黑、亮黑、红
2017-09-13	iPhone 8	64GB/128GB/256GB	金、银、灰、红
	iPhone 8 Plus	64GB/128GB/256GB	金、银、灰、红
	iPhone X	64GB/256GB	银、灰
2018-09-13	iPhone XS	64GB/256GB/512GB	金色、银色、灰
	iPhone XS Max	64GB/256GB/512GB	金色、银色、灰
	iPhone XR	64G/128G/256G	黑、白、橙、黄、蓝、红
2019-09-11	iPhone 11	64G/128G/256G	紫、白、绿、黄、黑、红
	iPhone 11 Pro	64GB/256GB/512GB	绿、灰、银、金
	iPhone 11 Pro Max	64GB / 256GB / 512GB	金、灰、银、绿
2020-10-13	iPhone 12 mini	64GB/128GB/256GB	白、黑、绿、蓝、红
	iPhone 12	64GB/128GB/256GB	白、黑、绿、蓝、红
	iPhone 12 Max	128GB/256GB/512GB	石墨、银、金、海蓝
	iPhone 12 Pro Max	128GB/256GB/512GB	石墨、银、金、海蓝

资料来源：公司官网、世纪证券研究所

#### 1.4 电商平台提升商家与消费者沟通效率，突破场景局限拓展价值

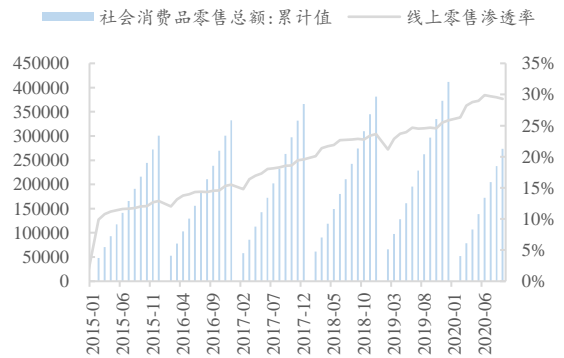
海外电商平台搭建逐步完善，电商渗透率仍有提升空间。我们在2020年12月发布的系列报告一中讨论了海外电商的发展水平与市场规模，预计2020年全球网上实物商品零售渗透率将达到17%，较中国接近30%的渗透水平仍有较大差距。我们认为未来随着Z世代与千禧一代逐渐成为消费主力军，海外市场网购渗透率将不断提升。

Figure 18 全球网上实物商品零售额及渗透率（万亿美元，%）



资料来源：eMarketer、世纪证券研究所

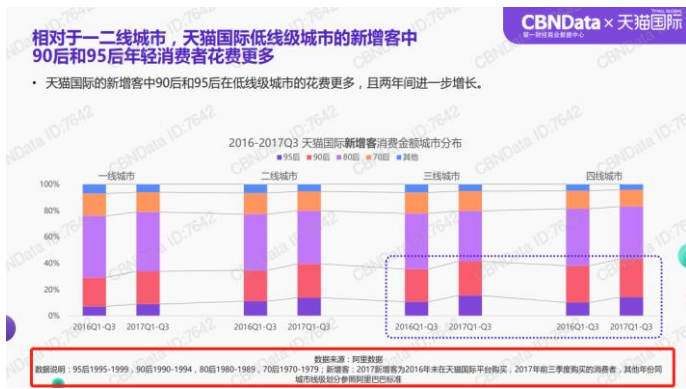
Figure 19 中国线上零售渗透率（亿元，月，%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

电商平台通过数据串联人、货、场，提升信息交互效率。我们认为电商平台通过数据对消费者（人）、消费场景（场）、消费倾向（货）进行识别、分析及预测，在企业与消费者之间搭建高效沟通渠道，提供交易、交付、交互场景服务支持。以天猫为例，企业通过消费及站内搜索数据分析消费者需求偏好，同时将消费者偏好快速反馈到产品端，在精准选品的同时满足用户需求。我们认为，国内企业在线上运营上已积累了成熟的经验，随着海外电商渗透率的提升，企业有望将国内成熟经验复制、输出至海外市场。

Figure 20 人：跨境消费者洞察



资料来源：CBNDATA、天猫国际、世纪证券研究所

Figure 21 货：食品行业消费新趋势



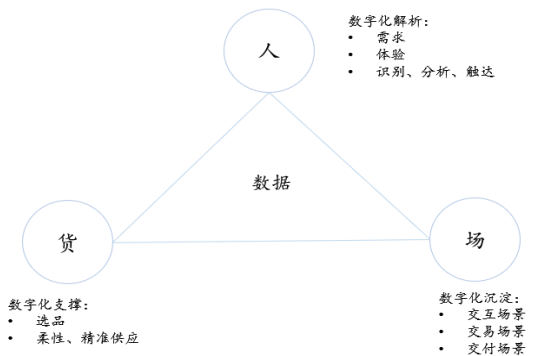
资料来源：CBNDATA、天猫食品、世纪证券研究所

Figure 22 场：电商直播塑造新消费场景



资料来源：毕马威、阿里研究院、世纪证券研究所

Figure 23 数据驱动人货场重构



资料来源：阿里巴巴、世纪证券研究所

电商突破线下购物场景局限、扩充SKU、打破地域限制。对消费者来说，电商平台提供了商品多样性、商品的信用背书以及同质商品较线下的价格优势，而对供货商来说，突破了品类数量、消费者地域分布以及消费场景等局限性。供货商与消费者认可电商平台创造的价值为此支付服务对价，并对此产生粘性，吸引更多的消费者与供货商加入。

## 二、跨境平台：行业百花齐放，长期集中度提升

### 2.1 平台型电商、品牌独立站百花齐放

我们将平台电商、入驻三方平台卖家、独立站卖家做一个区分：**平台电商**是指如速卖通、亚马逊等为企业与消费者提供网上交易洽谈的平台，通过撮合交易赚取佣金报酬；**入驻三方平台卖家**指的是企业通过入驻速卖通、亚马逊等三方平台销售商品或提供服务的电子商务经营者，如安克创新入驻亚马逊商城销售商品；**而独立站卖家**指的是通过自建网站销售商品或提供服务的电子商务经营者，通常拥有独立域名的网站，如 SHEIN、ZAFUL 等

跨境电商产业链环节参与者众多，除跨境平台、跨境卖家外，还有跨境服务商。其中平台及卖家可按照进出口、2B/2C 两个维度进行划分，跨境服务商可分为支付服务商、物流服务商两类。

- 跨境出口电商规模约 8 万亿，占跨境电商 80% 市场份额，其中 B2B 模式下以平台型电商为主，如阿里巴巴国际站、敦煌网等。B2C 模式下，平台与自建站百花齐放：除亚马逊、速卖通、ebay、wish 等大型平台外，也有安克创新、傲基科技、有棵树等依托三方平台成长的超级卖家；另外，独立自建站如 Jollychic、SHEIN 等，通过精细化引流及差异化运营在海外取得成功。
- 跨境进口电商规模约在 2 万亿，以平台型电商为主，市场份额较为集中，其中 B2C 进口方面，阿里旗下的天猫国际与考拉国际作为 B2C 进口龙头企业，第二梯队平台如京东、苏宁、唯品会等竞争激烈。

Figure 24 中国跨境电商产业链图谱



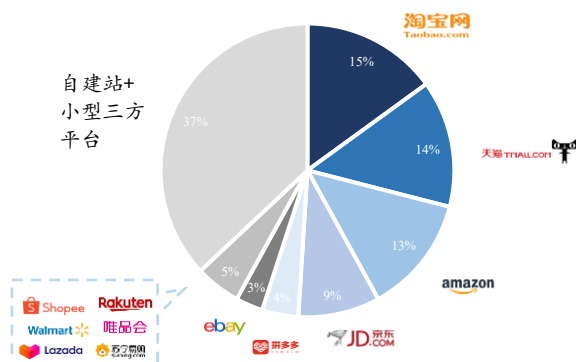
资料来源：网经社、世纪证券研究所

我们认为，当前海外电商市场集中度较低，中小独立站与龙头电商平台之间竞争激烈。由于飞轮效应的存在，未来海外电商市场将进一步向龙头电商集中，更多的跨境卖家将通过入驻三方平台实现出海销售，但是一些具有差异化竞争优势的中小独立站卖家仍将脱颖而出。

## 2.2 出口电商市场竞争格局分散，市场集中度有望进一步提升

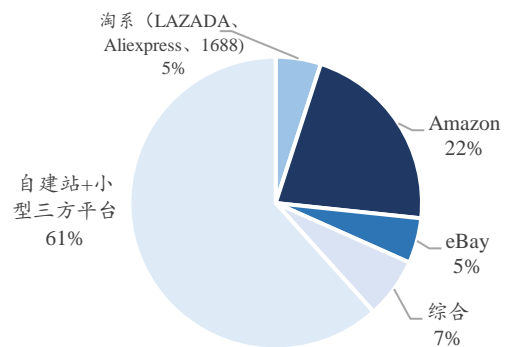
海外电商市场，中小平台市占率超60%，龙头集中度较低。2020年全球电商GMV为34万亿美元，将境内电商交易数据剔除后，亚马逊、淘系、eBay市场份额分别为22%、5%、5%，头部平台市场集中度较低，中小型电商平台及自建站占据主流。其原因主要在于海外电商市场尚处在高速发展阶段，电商平台均可享受线下消费向线上转移阶段带来的流量红利。

Figure 25 2020年全球电子商务主要平台市场份额 (GMV口径)



资料来源：Activate Consulting、世纪证券研究所

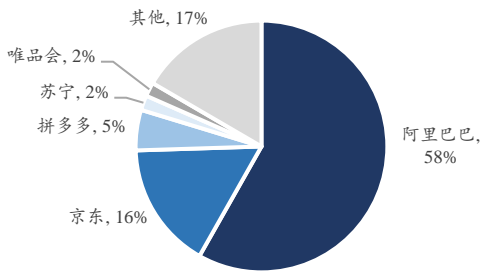
Figure 26 全球电商平台非中国市场份额 (剔除中国市场 GMV)



资料来源：Activate Consulting、世纪证券研究所

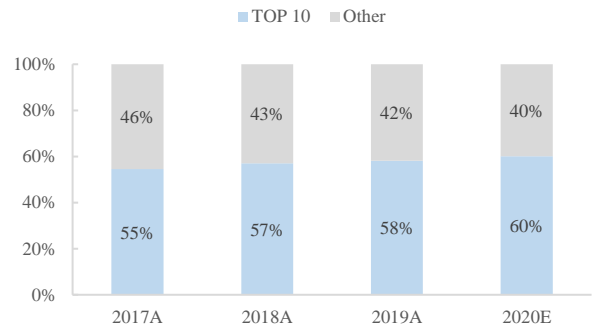
美国电商集中度较中国仍有较大提升空间，2018年中国电商TOP5市占率已超过80%，而美国CR10不足60%。头部电商平台比较，阿里巴巴市占率为58%，亚马逊在美的市占率仅45%，集中度较中国相比仍然分散，未来还有较大的提振空间。我们认为，长期来看海外电商市场还将进一步向龙头电商聚拢，引流成本的不断提升将进一步挤压中小电商的市场空间；中短期来看，对于实施差异化、精细化运营策略的中小电商，仍将具有发展潜力。

Figure 27 2018年中国主要电商平台市占率



资料来源：eMarketer、世纪证券研究所

Figure 28 美国 TOP10 电商市占率

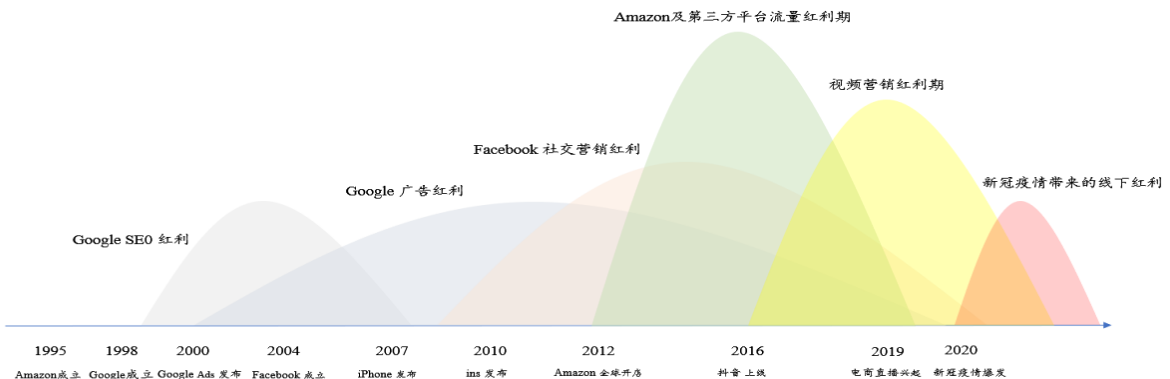


资料来源：eMarketer、世纪证券研究所

### 2.3 搜索、社交红利期褪去，龙头电商占据流量入口

中小平台、品牌独立站抓住流量红利机遇快速发展。2000年初，谷歌占据了PC端流量入口，消费者缺乏平台意识，习惯通过搜索引擎寻找商品信息。于此同时电商平台、独立站通过 Google SEO、Google Ads 提高网站曝光度进行引流。这一时期行业尚未出现龙头公司，各电商平台主打低价折扣、长尾商品，服务意识匮乏，商品同质化严重。

Figure 29 跨境商家的六大流量红利期

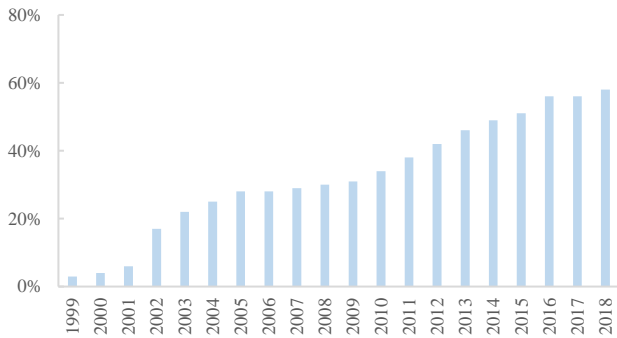


资料来源：Sevens、世纪证券研究所

注：SEO 指搜索引擎优化，利用搜索引擎的规则提高网站在有关搜索引擎内的自然排名

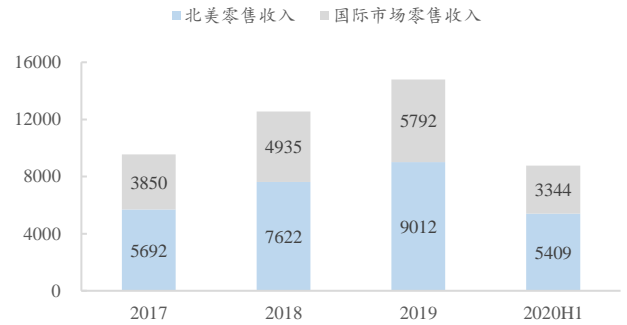
注重服务、品类扩张、平台开放驱动亚马逊脱颖而出。亚马逊 2000-2010 年期间，亚马逊与其他电商平台同样依靠搜索引擎引流，通过线上图书这一品类获得消费者青睐，在获得口碑与流量之后，通过开放三方平台 (Marketplace)、商品品类扩充开启全品类线上商城探索。于此同时，亚马逊推出会员体系 (Prime)，强调消费者服务与商品品质，在各类电商平台中脱颖而出。2012 年，亚马逊推出全球开店计划，吸引中国卖家入驻，结合中国制造业优势与自身平台流量优势，实现业务规模快速扩张。

Figure 30 亚马逊三方卖家销售额占比



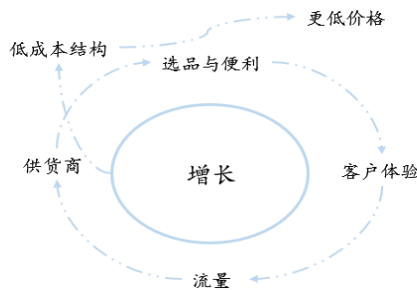
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 31 亚马逊零售业务收入分拆 (亿美元)



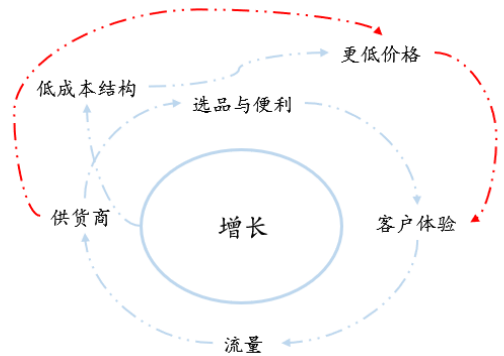
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 32 亚马逊飞轮效应 (1)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

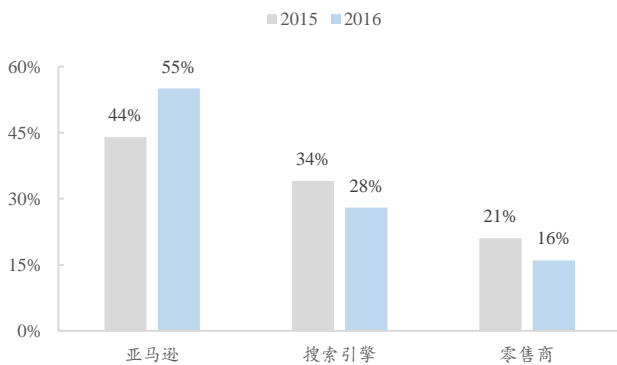
Figure 33 亚马逊飞轮效应 (2)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

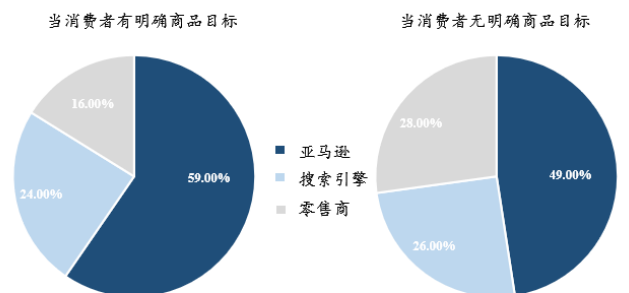
亚马逊成为美国购物搜索起始点, 占据流量入口。根据 Bloomreach 调研数据, 2016 年有 55% 的美国网购用户会首先在亚马逊上搜索心仪商品, 这一比例较 2015 年提升 11%。中小电商平台由于缺乏流量入口、引流成本不断抬升, 未来将面临用户及供应商规模下降, 成本抬升, 利润下滑, 行业进一步向龙头平台集中。

Figure 34 美国消费者网购搜索趋势



资料来源：Bloomreach、世纪证券研究所

Figure 35 美国消费者节假日礼品选购渠道偏好



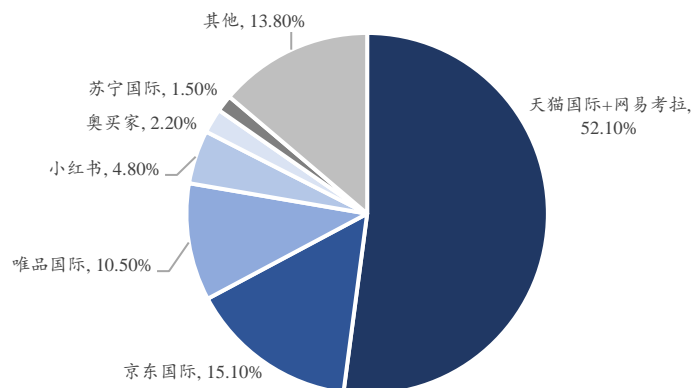
资料来源：Bloomreach、世纪证券研究所

我们认为，长期来看海外电商市场集中度将进一步提高。中小型电商平台缺乏对流量的掌控以及同质化竞争加剧，引流成本抬升，而头部电商平台依托规模优势、资金优势、用户粘性将进一步扩大市场份额，海外电商市场竞争格局将逐步清晰。我们也认为，部分实施精细化、差异化战略竞争的中小平台仍将具有结构性机会，虽然在流量成本上不占据优势，但是通过品牌与服务占领客户心智，提高复购率平滑引流成本。

#### 2.4 跨境进口竞争格局稳定，淘系是跨境进口龙头

淘系是我国跨境电商进口的绝对龙头。根据艾媒咨询数据显示，2019年淘宝收购网易考拉之后，淘系在跨境电商进口市场中已成为绝对龙头。从市占率来看，淘系（天猫国际+网易考拉）占据我国跨境电商进口 52.10% 市场份额，京东国际（15.10%），唯品国际（10.50%）分列二三位。

Figure 36 国内跨境 B2C 进口平台市场份额



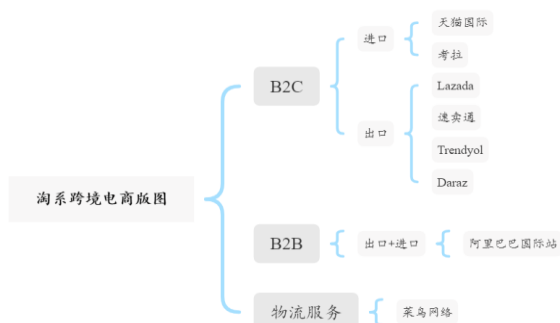
资料来源：艾媒咨询、世纪证券研究所

注：收购前，天猫国际市占率约 26%、网易考拉市占率约 25%

淘系跨境电商产业链布局不断完善。阿里巴巴国际站是阿里旗下最早的跨境交易平台，主营 B2B 出口业务。随后阿里转向 2C 跨境市场：2010 年成立速卖通，开拓 B2C 出口业务；2014 年，成立天猫国际，开启 B2C 进口业务；2016 年，阿里收购东南亚最大电商平台 Lazada，将国内电商运营经验输出到东南亚市场；2019 年，阿里收购网易考拉，深度布局 B2C 进口市场，考拉与天猫国际合并后，阿里系已成为国内跨境 B2C 市场龙头。

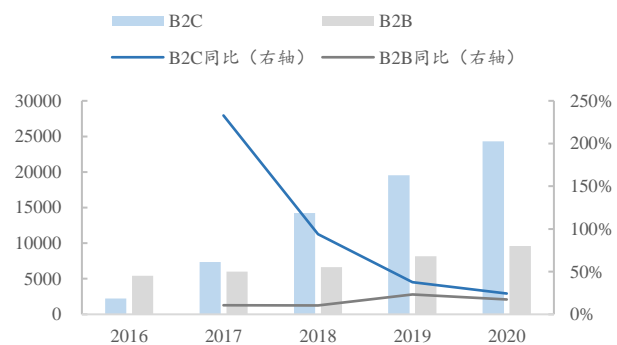


Figure 37 淘系跨境电商布局



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 38 淘系跨境电商不同业务板块营业收入（百万元，%）



资料来源：招股说明书、世纪证券研究所

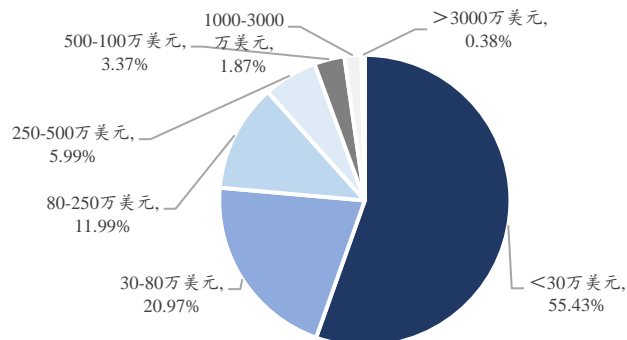
### 三、 跨境卖家：打造垂直精品电商，构筑核心竞争力

跨境卖家集中度低，商品同质化严重，依靠赚取差价的模式在价格战的竞争压力下难以为继。我们认为，无论是通过入驻三方平台还是自建独立站，跨境卖家坚持走垂直精品电商路线，缩减 SKU，在产品力、渠道力、品牌力等方面取得差异化竞争优势，方能走出当前同质化竞争困境。

#### 3.1 跨境卖家：集中度低，同质化竞争严重

低门槛导致跨境电商卖家竞争激烈。2018年我国超半数跨境卖家规模不足30万美元，规模在1000万美元以上卖家数不足3%。主流三方平台（亚马逊、阿里系、eBAY等）针对新手卖家从“0到1”服务体系逐步完善，SaaS服务商如Shopify可提供全流程的自建电商网站服务。

Figure 39 2018年跨境电商规模分布（万美元，%）



资料来源：易观数据、世纪证券研究所

打造产品力、渠道力、品牌力，垂直精品电商走出同质化竞争困境。我们认为，传统的差价套利模式，长期来看不能形成良性循环，因此中国制造品牌化出海将是未来趋势，而国产品牌出海竞争力来源于产品质量提升、成熟的线上渠道运营经验及消费者对国内品牌的信任度提升。

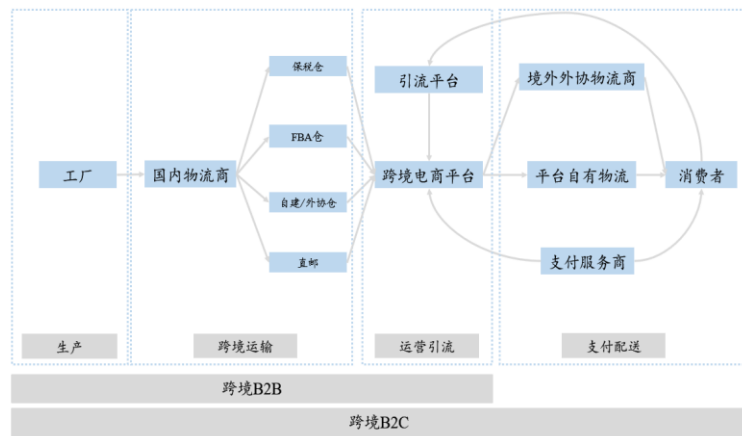
Figure 40 跨境电商经营模式对比

垂直精品	覆盖品类	运营模式	仓储配送模式
联络互动 (Newegg)	消费电子	独立站	自建海外仓
傲基科技 (AUKEY)	消费电子-充电系列产品	入驻三方平台	FBA+外协海外仓
跨境通 (ZAFUL)	服装-快消	独立站	外协海外仓为主
SHEIN	服装-快消女装	独立站	自建海外仓+直邮
星徽精密 (RAVPower)	消费电子-充电系列产品	入驻三方平台	FBA+外协海外仓
安克创新 (ANKER)	消费电子-充电系列产品	入驻三方平台	FBA 为主

百事泰 (BESTEK)	消费电子-充电系列产品	入驻三方平台	直邮为主
泛品铺货	覆盖品类	运营模式	仓储配送模式
兰亭集势 (Light in the BOX)	全品类	独立站	外协海外仓为主
新维国际控股 (DX.COM)	全品类	独立站	外协海外仓为主
Banggood	全品类	独立站	外协海外仓为主
JOLLYCHIC	全品类	独立站	外协海外仓为主
跨境通 (Gearbest)	全品类	独立站	外协海外仓为主
天泽信息 (YKS)	全品类	入驻三方平台	直邮为主

资料来源：世纪证券研究所

Figure 41 跨境电商模式图

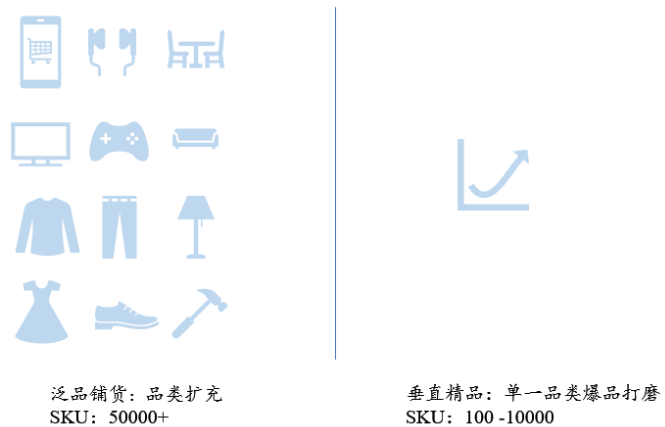


资料来源：世纪证券研究所

### 3.2 大赛道下的精耕细作，打造自身产品力

我们认为，垂直精品模式是通过若干个细分品类产品的持续升级迭代，激发特定圈层消费者购买欲望，泛品铺货模式则注重 SKU 拓展，满足不同需求消费者购买欲望。

Figure 42 泛品铺货 VS 垂直精品

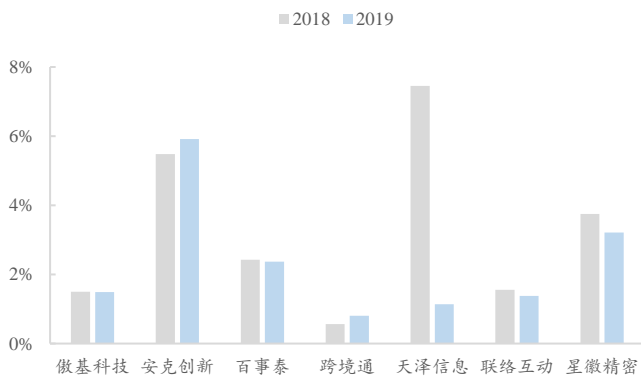


资料来源：世纪证券研究所

**垂直精品模式注重细分品类的持续研发创新。**1.选取大赛道下的细分蓝海市场：垂直精品电商相较于泛品铺货电商产品更为聚焦，选取具有较大市场空间的垂直领域，通常以消费电子、服装品类作为切入点，在大赛道下寻找市场竞争较为不充分、自身具有比较优势的细分子行业深耕细作；2.注重产品研发创新与品牌塑造：垂直精品电商善于发现消费者痛点需求，将需求反馈到设计端，通过研发创新，打磨自身产品力，通过产品的不断快速升级迭代占领消费者心智。

**泛品铺货模式注重整合供应链拓张品类满足消费者需求。**1.全品类扩张，增加长尾商品：由于消费者偏好的差异性以及不确定性，通过扩充SKU满足消费者的不同偏好；2.强调供应商的整合能力，在供给端满足全品类扩张需求：泛品铺货卖家通过不涉及生产制造环节，消费者下单后将订单反馈到代工厂或贴牌厂安排发货，强调对上游供应链的整合能力。

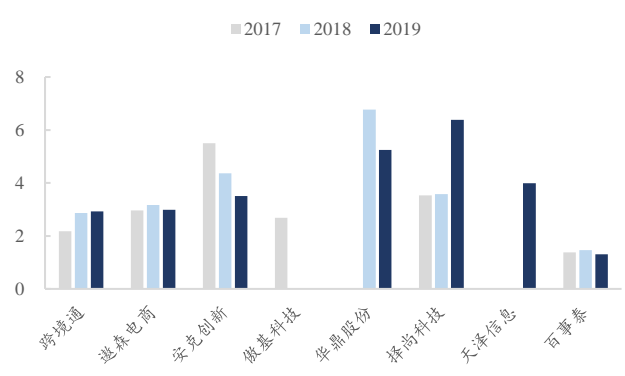
Figure 43 垂直精品电商研发费用率显著高于泛品铺货电商 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：因2019年天泽信息并表有棵树，研发费用占比变动较大

Figure 44 泛品铺货电商周转率高于垂直精品电商 (%)

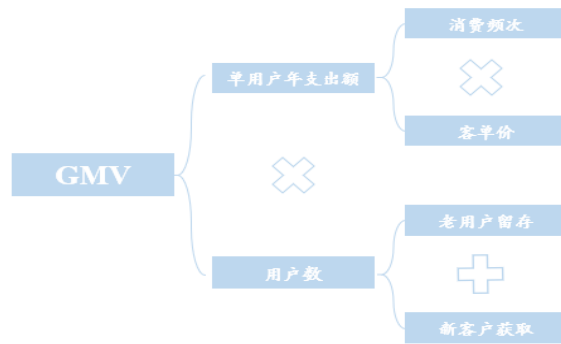


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### 3.3 独立站：精细化营销打造渠道力与品牌力

GMV 由用户数与单一用户支出额决定，其中消费频次、客单价决定单用户支出额，存量客户、增量客户决定用户数。消费频次与客单价受商品的客观属性影响较大，如 PC 通常具有高客单价、低消费频次特性，而快消类服装往往受季节性、潮流趋势改变影响，属于低价高频消费品，主观因素对频次及客单价的影响较弱。而用户留存、新客户获取更能体现商家对线上流量的营运能力，卖家在三方平台开店与自建站的选择，实际上是对获客能力、获客成本以及存量用户运营能力的考量。

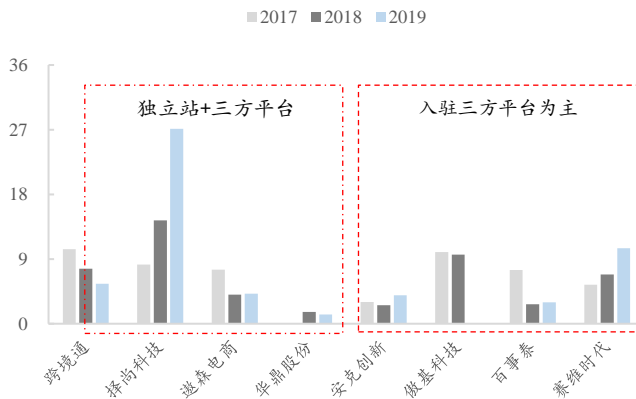
Figure 45 GMV 决定因素分析



资料来源：世纪证券研究所

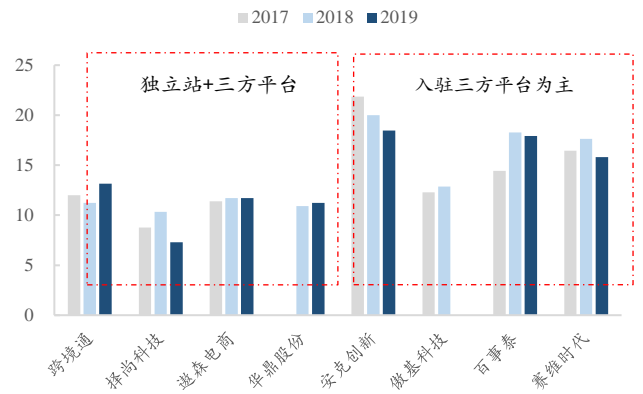
自建独立站需要投入更高的推广宣传费用用于外部流量获取，入驻三方平台通过支付平台费用换取平台内部流量。自建独立站电商与入驻三方平台电商在广告宣传费率与平台费用率上表现出明显差异，独立站电商缺少三方平台提供的自然流量，需要投入更高的对价获取非自然流量。

Figure 46 上市公司广宣费用率 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所  
注：2019年择尚科技独立站收入占比提升，广宣投入占比加大

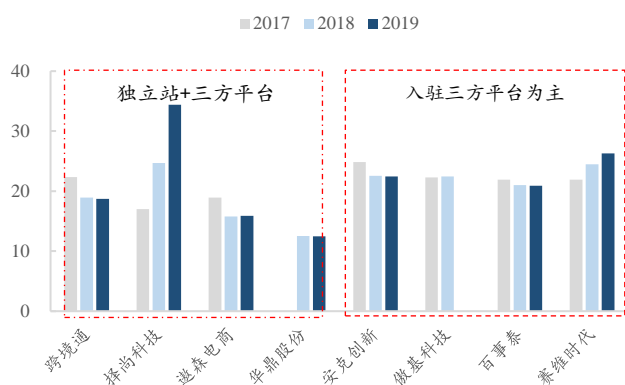
Figure 47 上市公司平台费用率 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所  
注：安克创新将FBA仓储物流费用计入平台费用

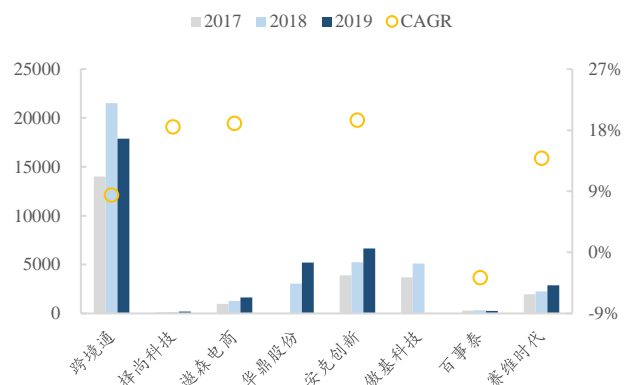
精细化渠道引流，通过产品力提高用户复购率，精品独立站走出流量困境。从整体渠道推广费用率与营收增长来看，传统三方平台卖家向精品独立站转型成功，低渠道推广费用带来高营收增长回报。原因在于：1.平台虽然能提供自然流量，但是商品同质化竞争逐渐加剧，产品竞争转向价格竞争；2.三方平台拥有较高的话语权，通常比较强势；3.SaaS服务商的出现降低独立站创建难度；4.外部引流渠道创新，搜索引擎引流转向社交营销引流；5.用产品力占领消费者心智，提升用户复购率平滑引流成本。

Figure 48 上市公司广宣费率与平台费率合计占比 (%)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 49 上市公司营业收入及年复合增速 (百万元, %)



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

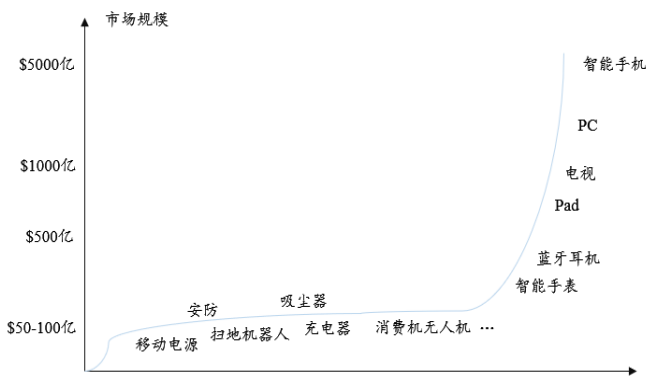
## 四、投资建议

注重产品打造、渠道运营的垂直精品电商将在当前引流成本抬升、同质化竞争加剧的环境下脱颖而出，我们在这两个标准上分别选取了代表性的企业：在产品打造方面，我们认为安克创新的高研发费用支及研发团队培养将引领安克创新旗下品牌在海外市场不断取得成功；渠道运营方面，ZAFUL 与 SHEIN 通过私域流量布局，提升用户消费粘性，另外通过提前布局 KOL 营销渠道培育，未来将享受短视频流量红利。

### 4.1 安克创新：精选优质赛道，专注研发创新

**精选大赛道下的细分子行业布局。**安克创新旗下产品矩阵包括 ANKER、SOUNDCORE、EUFY、NEBULA、ROAV 分别涵盖充电系列、蓝牙耳机、智能家居、投影仪、车载记录仪。安克创新旗下品牌“Anker”系列消费电子产品在亚马逊等境外大型电子商务平台上占据领先的行业市场份额，2019 年公司荣获 BrandZ™ 中国出海品牌 50 强第十名。

Figure 50 消费电子细分子行业市场规模（亿美元）



资料来源：混沌大学、世纪证券研究所

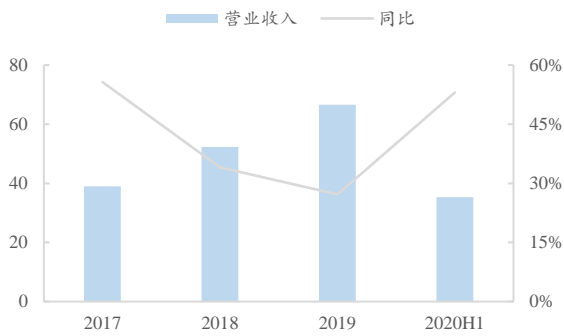
Figure 51 安克创新产品矩阵



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

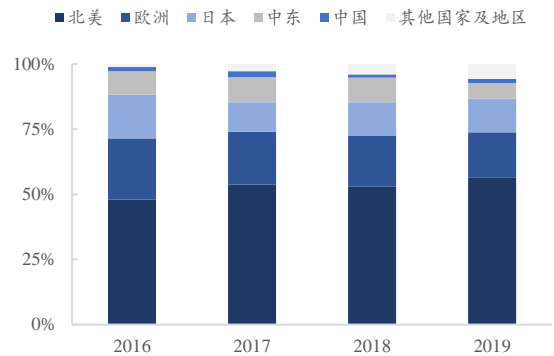
**重研发设计与品牌销售，轻资产模式运营，抓微笑曲线两端。**公司通过轻资产运营模式，将生产环节，核心物流仓储等总资产环节外包，主抓产品与销售两端。近三年研发人员占比超 5 成，2019 年研发团队人数达 732 名，研发费用支出不断提升，2020 年 H1 研发费用占比超 6%。

Figure 52 安克创新营业收入（亿元，%）



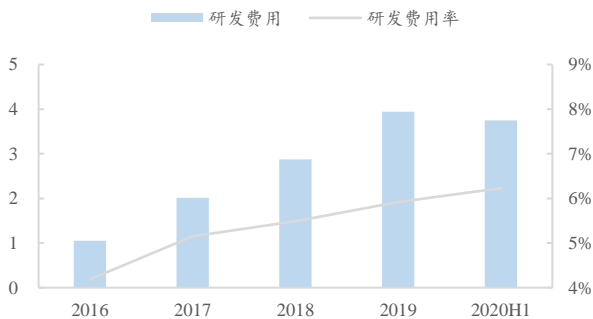
资料来源：招股说明书、世纪证券研究所

Figure 53 安克创新收入全球分布



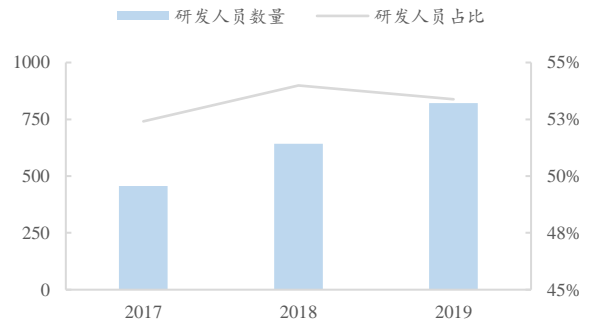
资料来源：招股说明书、世纪证券研究所

Figure 54 安克创新研发费用及研发费用率（亿元，%）



资料来源：招股说明书、世纪证券研究所

Figure 55 安克创新研发人员数量及占比（个，%）

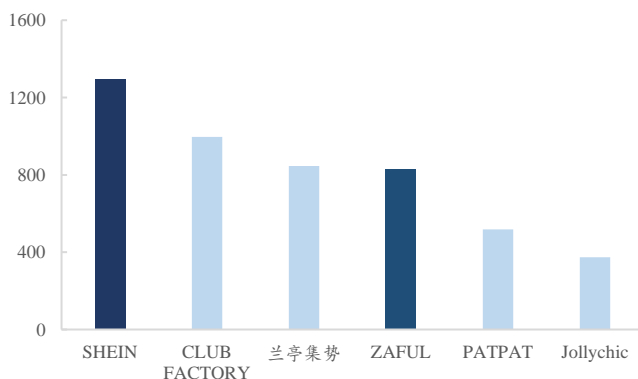


资料来源：招股说明书、世纪证券研究所

#### 4.2 跨境通 (ZAFUL)、SHEIN：布局私域流量，打造用户粘性

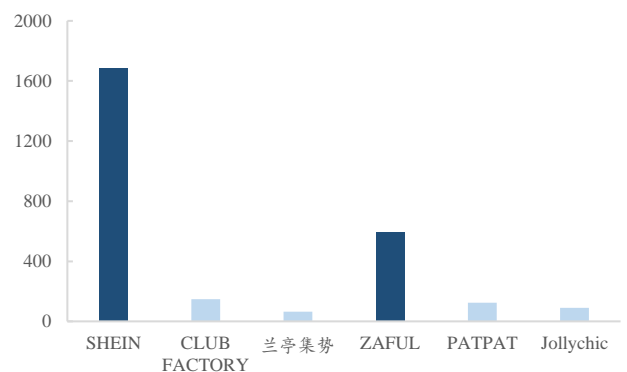
借助 Facebook 社交营销红利，粉丝数快速增长。跨境通旗下独立服装网站 ZAFUL、南京希英旗下女装网站 SHEIN，通过在 Facebook、Instagram、Twitter 等社交网站投放广告引流，通过更短的上新周期、更大力度的折扣吸引消费者眼球，在社交媒体粉丝数上，SHEIN 与 ZAFUL 合计粉丝数已超过 2000 万。

Figure 56 各独立站在 Facebook 粉丝数（万人）



资料来源：Facebook、世纪证券研究所

Figure 57 各独立站在 Instagram 粉丝数（万人）

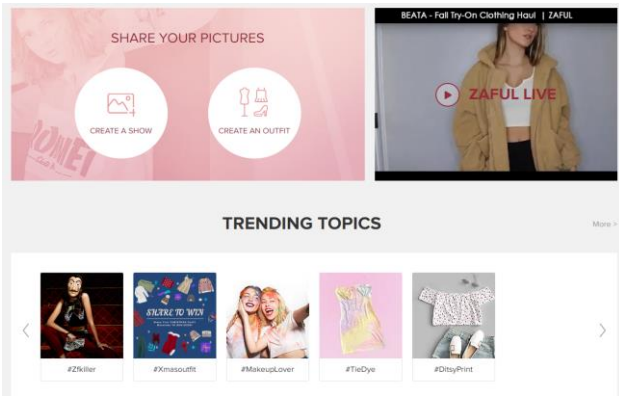


资料来源：Instagram、世纪证券研究所



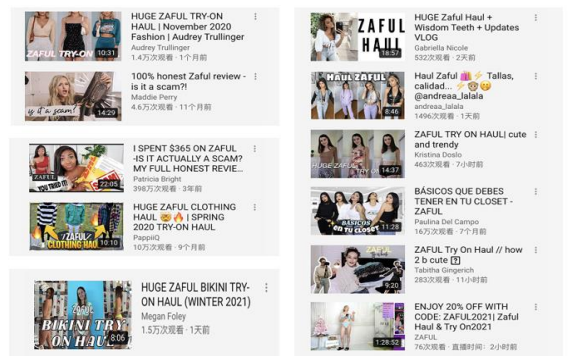
社群营销与网红营销齐头并进，打造品牌力与用户粘性。根据 KOL 营销机构 Collective Bias 数据显示，约 70% 的千禧消费者购买决策容易受到行业内知名人士影响。而近几年，无论是国内国外，都是 KOL 营销的爆发期和红利期。ZAFUL、SHEIN 于 2016 年就已提前布局 KOL 营销网络、打造私域流量入口，提升用户粘性。

Figure 58 ZAFUL 社群营销引流



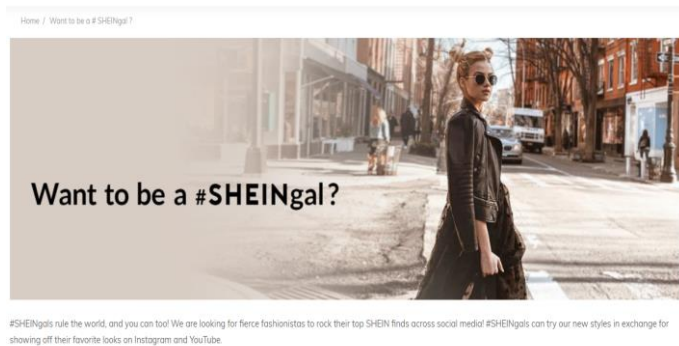
资料来源：公司官网、世纪证券研究所

Figure 59 ZAFUL KOL 打造计划



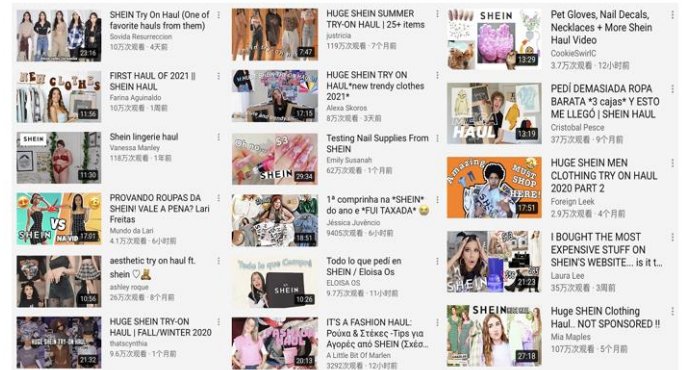
资料来源：Youtube、世纪证券研究所

Figure 60 SHEIN KOL 打造计划 (1)



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

Figure 61 SHEIN KOL 打造计划 (2)



资料来源：Youtube、世纪证券研究所

## 五、风险提示

### 5.1 地缘政治引起的外贸摩擦加剧

由于可能存在的地缘政治加剧，引发对华商品、电商网站、社交平台言论实施限制或封锁，从而引发跨境电商卖家及跨境电商平台销售业绩不及预期。

### 5.2 平台政策大幅度调整

由于部门跨境电商对三方平台依赖程度过高，可能存在大型三方平台对开店、销售、物流售后及结算环节规则的大幅度调整，卖家将面临费大幅度提升、暂停营业等风险。

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明:	行业投资评级说明:
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

### 免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。