

跨境电商业绩贡献近六成，白酒等商品将贡献新增量

吉宏股份(002803)

▶事件概述

2021年4月22日晚间，吉宏股份披露2020年年报及2021年一季报，公司2020年实现营业收入44.10亿元，同比增长46.56%，归母净利润5.59亿元，同比增长71.25%。公司2021年Q1实现营收11.78亿元，同比增长81.48%，实现归母净利润9229.95万元，同比增长24.59%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1元（含税），不送红股或公积金转增股本。

▶电商业务占比近六成，新收入准则影响账面毛利率

2020年受疫情驱动实现较大幅度的增长，营收占比由2019年的39.56%提升至2020年的57.84%，全年实现营业收入25.51亿元，同比增长114.30%，实现归母净利润3.67亿元，同比增长157.55%。2020年跨境电商和包装业务毛利率下降幅度较大，主要是公司按新收入准则，将原先核算进销售费用的运费和包装费5.64亿元调整至营业成本中，同时2020年下半年受疫情冲击海外电商消费需求走弱、市场竞争加剧和公司主动降低客单价也冲击了跨境电商的毛利率。

▶跨境电商壁垒高筑，市场短期竞争出清利好吉客印

我们认为疫情带来的跨境电商行业短期竞争对于公司业务的冲击是暂时的，通过对行业竞争对手走访调研，行业新进竞争者并无大资本加持，主要为小团队及个人商家，吉客印跨境电商业务长期积累了高效组织管理、精准营销大数据积累、数字化流程管理系统、规模效应及精细化运营等竞争壁垒，从2020年四季度开始通过进一步优化系统，提升其他经营环节的效率，主动降低客单价对竞争对手实施降维打击。我们认为上半年COD市场竞争有望迎来短期出清，即大量新进竞争者出局，行业头部玩家市场份额有望提升，吉客印作为COD电商行业的龙头将显著受益。

▶SaaS将于年底上线，白酒等商品将贡献业绩新增量

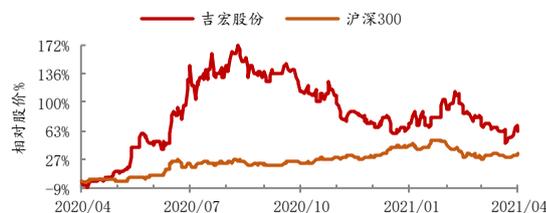
公司今年拟将成熟的各流程环节、业务体系及应用模块以产品化的形式输出，建设面向东南亚及其他小语种国家的跨境电商SaaS服务平台，预计2021年年底完成产品化封装并开启市场推广。同时，公司过去一年持续布局国内新零售生态，拟以品牌白酒及品牌服装作为拓展国内电商市场的重要商品及流量变现介质，预计有望在下半年为公司贡献可观增量业绩。

▶投资建议：维持并强调“买入”评级

根据公司最新财报，我们调整了盈利预测，预计公司2021-2023年实现营业收入分别为58.74(+2.03)、76.79(+6.94)、98.44亿元，实现归母净利润分别为7.38(-0.63)、9.61(-1.38)亿元、12.47亿元，EPS分别为1.95(-0.17)、2.54(-0.36)、3.30元，对应当前股价的PE分别为

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	28.87
股票代码：	002803
52周最高价/最低价：	49.34/24.6
总市值(亿)	109.25
自由流通市值(亿)	78.83
自由流通股数(百万)	273.04



分析师：赵琳

邮箱：zhaolin@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040003

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080002

联系人：李钊

邮箱：lizhao1@hx168.com.cn
联系电话：021-50380388

注：吉宏股份由华西传媒&轻工团队联合覆盖

相关研究

- 【华西传媒】吉宏股份(002803.SZ)年度业绩预告点评：疫情加速电商业务成长，长坡厚雪未来可期
2021.01.13
- 【华西传媒】吉宏股份(002803.SZ)点评报告：1.2亿回购计划落幕，RCEP跨境电商龙头腾飞
2020.12.02
- 【华西传媒】吉宏股份：RCEP签订最受益的跨境电商标的
2020.11.16

15、11、9 倍。我们认为目前公司的估值水平较低，各项业务盈利能力优，行业前景广阔，看好公司未来业绩的增长空间及长期投资价值，维持并强调“买入”评级。

► **风险提示**

市场竞争加剧风险，海外疫情降低居民消费风险，原材料价格波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,009	4,410	5,874	7,679	9,844
YoY (%)	32.6%	46.6%	33.2%	30.7%	28.2%
归母净利润(百万元)	326	559	738	961	1,247
YoY (%)	53.1%	71.2%	32.1%	30.1%	29.9%
毛利率 (%)	43.4%	43.1%	43.2%	43.3%	43.8%
每股收益 (元)	0.86	1.48	1.95	2.54	3.30
ROE	23.2%	32.1%	30.2%	28.7%	27.6%
市盈率	33.48	19.55	14.80	11.37	8.76

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 电商业务占比升至近六成，新收入准则影响账面毛利率	4
2. 跨境电商壁垒高筑，竞争力及商业模式持续优化	7
3. SaaS 将于年底上线，白酒等商品将贡献业绩新增量	9
3.1. SaaS 产品化+商品 logo 化	9
3.2. 国内精准营销广告业务调整为国内电商品牌开拓服务	9
4. 盈利预测及估值	9
5. 风险提示	9

图表目录

图 1 吉宏股份 2018-2020 主要业务板块分季度营业收入情况表	4
图 2 吉宏股份 2018-2020 主要业务板块分季度归母净利润情况表	5
图 3 电商业务分季度净利率情况	5
图 4 包装业务分季度净利率情况	5
图 5 广告业务分季度净利率情况	5
图 6 2018-2021Q1 吉宏股份分业务净利润率情况	6
图 7 2019-2020 吉宏股份分业务毛利率及增速情况	6
图 8 2016-2021Q1 吉宏股份费用情况	7
表 1 跨境电商业务分区域收入占比情况表	7
表 2 2019-2020 吉宏股份精细化运营指标	8

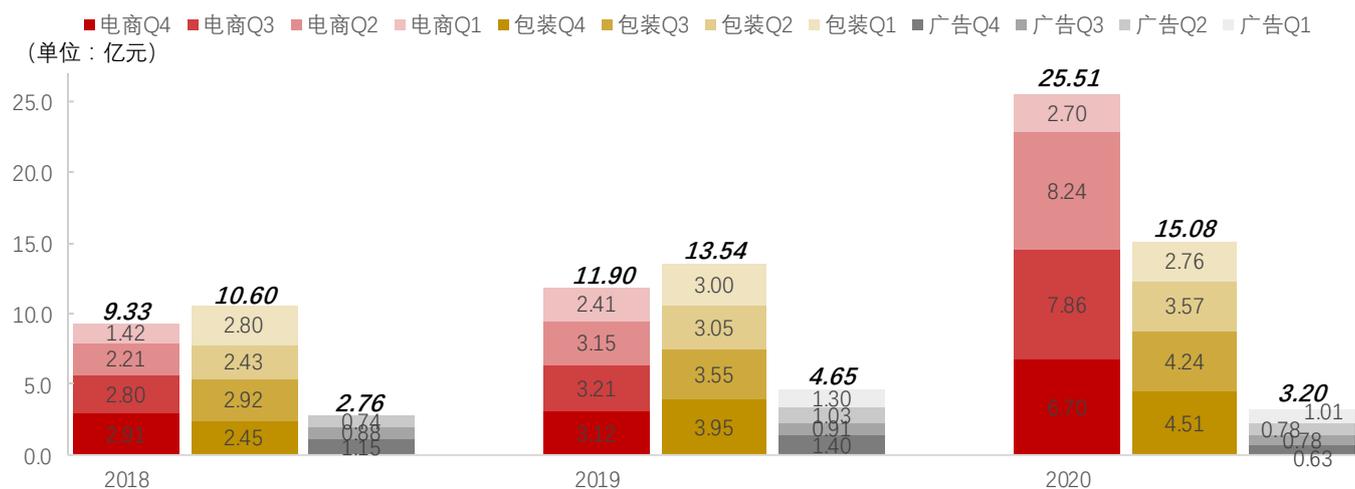
1. 电商业务占比升至近六成，新收入准则影响账面毛利率

(1) 跨境电商业务：2020 年受疫情驱动实现较大幅度的增长，营收占比由 2019 年的 39.56% 提升至 2020 年的 57.84%，全年实现营收 25.51 亿元，同比增长 114.30%，实现归母净利润 3.67 亿元，同比增长 157.55%；

(2) 包装业务：实现营业收入 15.08 亿元，同比增长 11.35%，实现归母净利润 1.09 亿元，同比增长 73.31%，净利润增速大幅高于营收增速主要是由于环保包装业务受益于国内外“限塑令”的推动，订单规模不断增加，公司环保包装业务营收占比由 2019 年的 8.40% 提升至 2020 年的 9.52%，营收规模同比增长 65.84%；

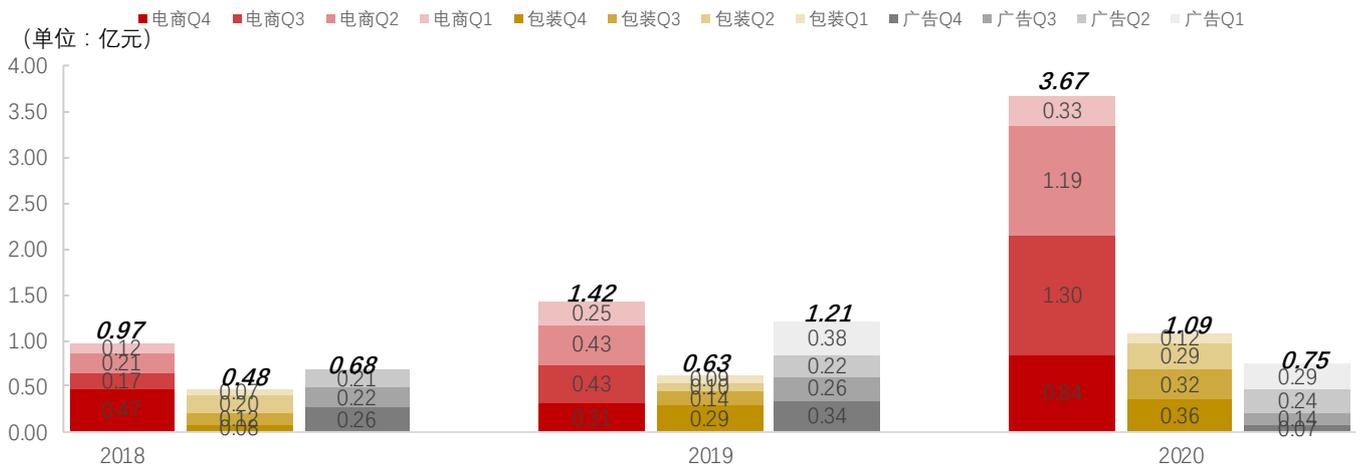
(3) 国内精准营销业务：2020 年营收规模和净利润均呈现下滑趋势，实现营业收入 3.20 亿元，同比下降 31.15%，实现归母净利润 0.75 亿元，同比下降 38.27%，主要是由于 2020 年 Q3 公司出售龙域之星全部股权，消除其商誉减值风险，主动压缩国内精准营销业务的规模，并将调整国内精准营销广告业务为国内电商市场的拓展提供服务，专注国内电商业务营销方案的策划、营销渠道的完善及营销推广体系的建设，从而推动公司经营规模的扩大和整体业务的增长。

图 1 吉宏股份 2018-2020 主要业务板块分季度营业收入情况表



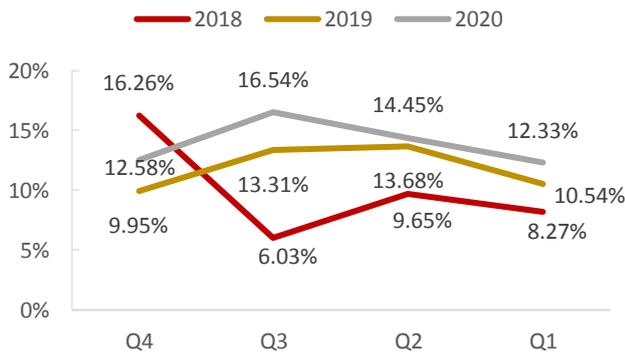
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 吉宏股份 2018-2020 主要业务板块分季度归母净利润情况表



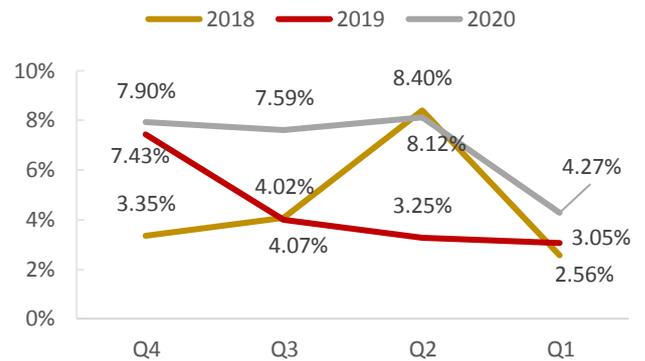
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 电商业务分季度净利率情况



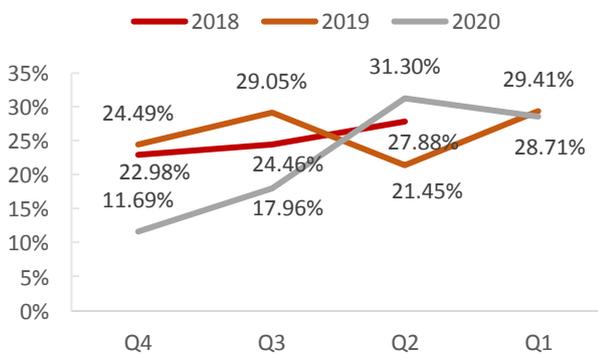
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 包装业务分季度净利率情况



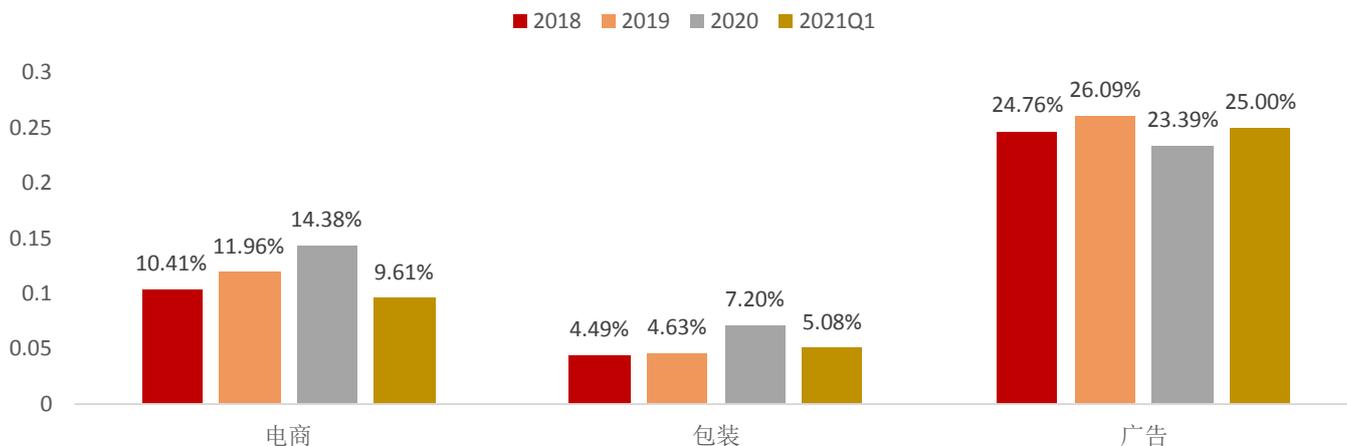
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 广告业务分季度净利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

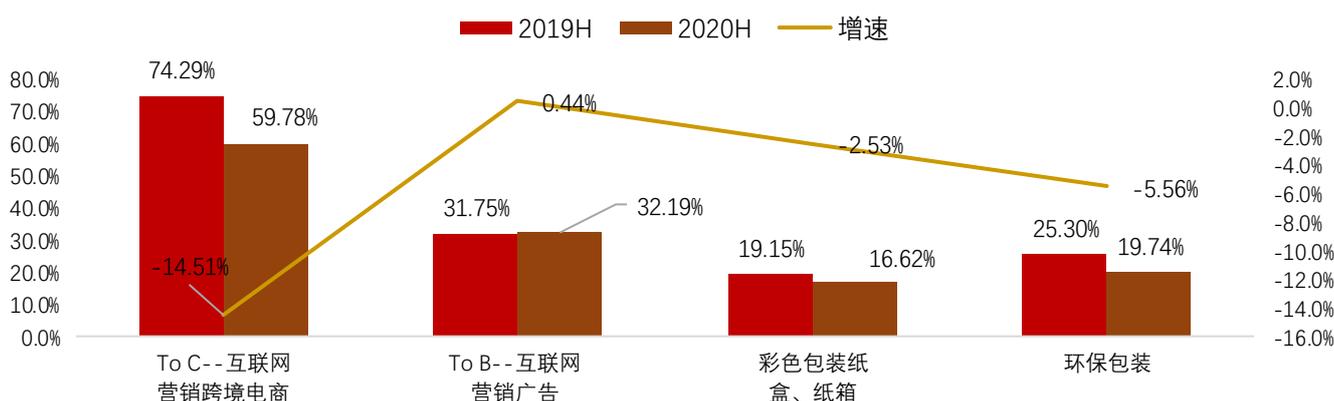
图 6 2018-2021Q1 吉宏股份分业务净利润率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

(4) 盈利分析：公司整体毛利率由 2019 年的 43.42% 小幅降至 43.12%，其中跨境电商业务毛利率降低 14.51pct 至 59.78%，彩色包装业务毛利率降低 2.53pct 至 16.62%，环保包装业务毛利率降低 5.52pct 至 19.74%，国内精准营销业务提升 0.44pct 至 32.19%；2020 年跨境电商和包装业务毛利率下降幅度较大，主要是公司按新收入准则，将原先核算进销售费用的运费和包装费 5.64 亿元调整至营业成本中，同时 2020 年下半年受疫情冲击海外电商消费需求走弱、市场竞争加剧和公司主动降低客单价也冲击了跨境电商的毛利率。

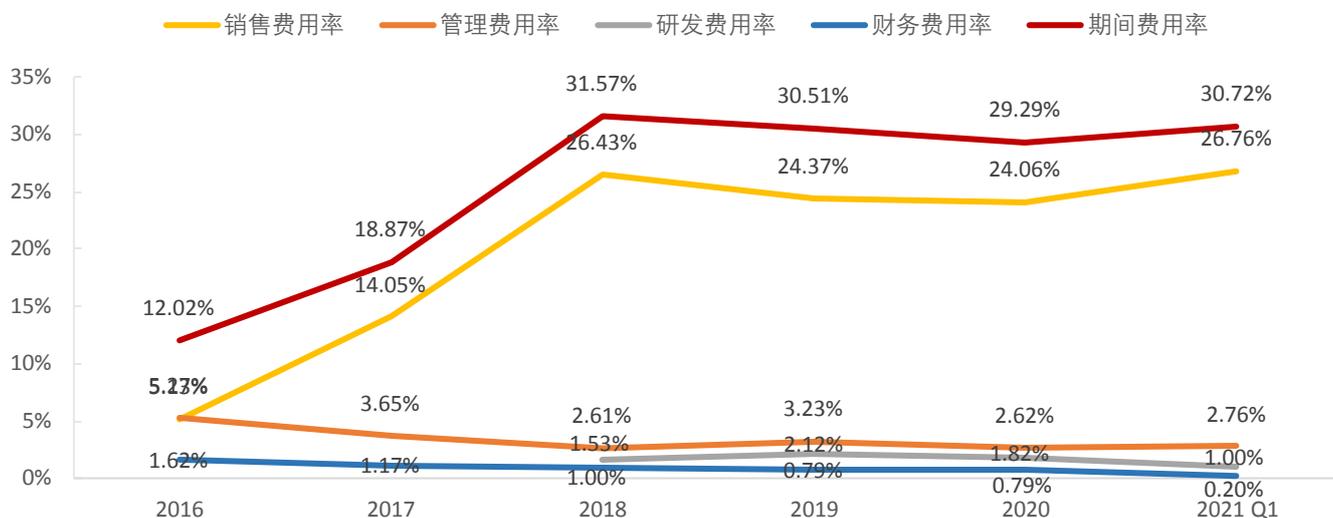
图 7 2019-2020 吉宏股份分业务毛利率及增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

(5) 费用分析：公司各项费用管控良好，期间费用率降低 1.26pct 至 29.29%，其中销售费用率降低 0.31pct 至 24.06%，管理费用率降低 0.65pct 至 2.62%，研发费用率降低 0.30pct 至 1.82%，财务费用率维持 0.79% 不变。

图 8 2016-2021Q1 吉宏股份费用情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

(6) 2021 一季报：跨境电商实现营收 6.35 亿元，同比增长 135.08%，实现归母净利润 0.61 亿元，同比增长 83.80%，净利润率为 9.61%，相比 2020 年全年 14.38% 的水平下降幅度较大，主要是公司主动降低客单价以及受到行业短期竞争加剧带来的广告成本无序化所致；包装业务实现营收 4.92 亿元，同比增长 77.78%，实现归母净利润 0.25 亿元，同比增长 111.28%，净利润率为 5.08%，相比 2020 年全年 7.20% 的水平下降了 2.12pct，主要是由于原材料价格暴涨；国内精准营销业务实现营业收入 0.40 亿元，同比下降 60.47%，实现归母净利润 0.10 亿元，同比下降 65.71%。

2. 跨境电商壁垒高筑，竞争力及商业模式持续优化

2019-2020 年，跨境电商业务在东南亚（32.03%-39.33%）、东北亚（13.62%-24.44%）、中东地区（6.00%-10.33%）等电商市场增量空间较大的地区业务占比不断提升，而中国港台地区业务占比由 39.35% 降至 20.43%，逐步降低台海局势不确定性所带来的风险。

表 1 跨境电商业务分区域收入占比情况表

区域	2020 年度		2019 年度	
	销售金额 (万元)	占比	销售金额 (万元)	占比
东南亚地区	100006.23	39.33%	37924.17	32.03%
东北亚地区	62153.41	24.44%	16127.88	13.62%
中东地区	26255.30	10.33%	7098.32	6.00%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

中国港台	51946.97	20.43%	46588.95	39.35%
北美地区	9245.66	3.64%	10637.30	8.98%
其他地区	4644.35	1.83%	14.45	0.01%
合计	254251.92	100.00%	118391.06	100.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司跨境电商业务已累积庞大精确的用户数据（包括年龄、性别、搜索偏好等消费者特质标签），结合 AI 算法不断迭代优化，实现营销转化效率的提升。跨境电商业务成立之初并采取数字化运营管理，目前已成功开发完善的自动化、智能化工作流程系统，具备选品、投放、采购、仓储管理等一系列功能，实现系统赋能组织，有效保障团队工作效率。

2020 年 Q4 及 2021 年 Q1，公司跨境电商业务营收增速及利润率放缓的原因主要有（1）2020 年下半年海外持续的疫情影响了各地区经济的发展，短期冲击了海外消费者特别是新兴国家地区消费者的电商消费能力（恩格尔系数较高，消费行为受到收入波动的影响较敏感）；（2）2020 年疫情开启了国内跨境电商行业“元年”，根据我们的行业调研，深圳等地区 COD 电商领域一时间涌现大量 COD 电商培训机构，并且由其培育出大规模的中小团队及个人商家，行业短期竞争加剧，具体影响表现为短期广告价格无序化，转化率降低，买量成本占比上升明显。

表 2 2019-2020 吉宏股份精细化运营指标

项目	电商业务		包装业务	
	2020 年	2019 年	2020 年	2019 年
存货周转率	7.75	4.90	5.83	6.84
存货周转天数	46.45	73.50	61.78	52.67
应收账款周转率	27.35	18.17	4.52	5.48
应收账款周转天数	13.16	19.81	79.64	65.74
库销比	2.98%	4.61%	14.35%	13.98%
应收账款占营收比	4.44%	6.16%	22.44%	24.28%
净现比	1.04	0.91	1.40	0.70

资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司 2020 年电商业务相比 2019 年，库存周转效率、应收账款周转率及应收占比、净现比等指标均出现进一步提升。我们认为疫情带来的跨境电商行业短期竞争对于公司业务的冲击是暂时的，通过对行业竞争对手走访调研，行业新进竞争者并无大资本加持，主要为小团队及个人商家，吉客印跨境电商业务长期积累了高效组织管理、精准营销大数据积累、数字化流程管理系统、规模效应及精细化运营等竞争壁垒，从 2020 年四季度开始通过进一步优化系统，提升其他经营环节的效率，主动降低客单价对竞争对手实施降维打击。我们认为上半年 COD 市场竞争有望迎来短期出清，即大量新进竞争者出局，行业头部玩家市场份额有望提升，吉客印作为 COD 电商行业的龙头将显著受益。

3. SaaS 将于年底上线，白酒等商品将贡献业绩新增量

3.1. SaaS 产品化+商品 logo 化

公司多年以来深耕东南亚跨境电商行业，积累了丰富的选品、采购、商城建设、广告投放、智能翻译、仓储、物流配送以及收款支付的运营经验。结合公司长期以来积累的精准营销数据以及自主开发的运营管理系统，拟将成熟的各流程环节、业务体系及应用模块以产品化的形式输出，建设面向东南亚及其他小语种国家的跨境电商 SaaS 服务平台“吉喵云”，提供包括供应链服务、商城建设、广告智能投放、跨境支付、仓储物流等全链路一站式跨境电商解决方案，助力国内外中小卖家、品牌卖家、社交媒体博主将更多高质量、高性价比的产品销售至亚洲地区。预计“吉喵云”将于 2021 年年底完成产品化封装并开启市场推广。

历经红利期、管理期和技术期，公司的跨境电商业务已累积庞大的精准营销数据（包括区域市场需求分析、用户数据、多语种翻译关键词、签收信息等）、完善的流程系统及优质的供应链资源，在消费升级与用户品牌敏感度不断提升的趋势下，公司将精选细分领域优质品类进行深度产品开发，建设品牌运营体系，向产品品牌化、营销精细化方向发展。公司短期目标为打造 8-10 个带 logo 产品，中长期目标为孵化 3-5 个具有本土特色的自主强势品牌，以产品品质成就品牌、用品牌反哺产品品质，逐步构建自有品牌的市场核心竞争优势。

3.2. 国内精准营销广告业务调整为国内电商品牌开拓服务

随着公众号、小程序、直播电商、短视频等新兴营销渠道的兴起，国内社交领域的互相渗透，国内电商营销模式多样化发展，商业前景向好。公司过去一年持续布局国内新零售生态，拟以品牌白酒及品牌服装作为拓展国内电商市场的重要商品及流量变现介质，通过精准营销的爆品策略打通多渠道数据并实时分析获客数据和转化数据等信息，不断丰富销售品类、优化渠道选择、完善运营体系，快速适应国内电商多渠道营销手法，实现线上线下营销全渠道联动运营，以流量运营开拓国内电商市场，并逐步实现从流量运营到“品牌+流量”运营的转变。

4. 盈利预测及估值

根据公司最新财报，我们调整了盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 58.74 (+2.03)、76.79 (+6.94)、98.44 亿元，实现归母净利润分别为 7.38 (-0.63)、9.61 (-1.38) 亿元、12.47 亿元，EPS 分别为 1.95 (-0.17)、2.54 (-0.36)、3.30 元，对应当前股价的 PE 分别为 15、11、9 倍。我们认为目前公司的估值水平较低，各项业务盈利能力优，行业前景广阔，看好公司未来业绩的增长空间及长期投资价值，维持并强调“买入”评级。

5. 风险提示

市场竞争加剧风险，海外疫情降低居民消费风险，原材料价格波动风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,410	5,874	7,679	9,844	净利润	577	762	992	1,288
YoY (%)	46.6%	33.2%	30.7%	28.2%	折旧和摊销	69	23	24	25
营业成本	2,509	3,334	4,351	5,533	营运资金变动	-110	-82	-187	-166
营业税金及附加	13	19	26	34	经营活动现金流	539	698	813	1,119
销售费用	1,061	1,439	1,897	2,461	资本开支	-137	-29	-26	-27
管理费用	115	173	227	295	投资	198	-230	-130	-530
财务费用	35	10	6	0	投资活动现金流	72	-223	-109	-496
资产减值损失	-5	-13	-14	-15	股权募资	49	0	0	0
投资收益	27	36	47	60	债务募资	540	0	0	0
营业利润	653	863	1,122	1,457	筹资活动现金流	-152	-57	-76	-94
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	441	418	629	528
利润总额	653	863	1,122	1,457	主要财务指标				
所得税	76	100	131	170	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	577	762	992	1,288	成长能力				
归属于母公司净利润	559	738	961	1,247	营业收入增长率	46.6%	33.2%	30.7%	28.2%
YoY (%)	71.2%	32.1%	30.1%	29.9%	净利润增长率	71.2%	32.1%	30.1%	29.9%
每股收益	1.48	1.95	2.54	3.30	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	43.1%	43.2%	43.3%	43.8%
货币资金	835	1,253	1,881	2,410	净利率	13.1%	13.0%	12.9%	13.1%
预付款项	44	58	75	96	总资产收益率 ROA	19.9%	19.6%	19.5%	19.3%
存货	291	432	534	698	净资产收益率 ROE	32.1%	30.2%	28.7%	27.6%
其他流动资产	824	1,176	1,557	2,330	偿债能力				
流动资产合计	1,993	2,919	4,048	5,534	流动比率	2.05	2.41	2.81	3.17
长期股权投资	63	93	123	153	速动比率	1.70	2.00	2.39	2.72
固定资产	583	583	583	583	现金比率	0.86	1.03	1.31	1.38
无形资产	83	85	86	86	资产负债率	37.0%	33.9%	30.5%	28.1%
非流动资产合计	818	855	888	921	经营效率				
资产合计	2,811	3,774	4,936	6,455	总资产周转率	1.57	1.56	1.56	1.53
短期借款	342	342	342	342	每股指标 (元)				
应付账款及票据	462	615	802	1,020	每股收益	1.48	1.95	2.54	3.30
其他流动负债	169	255	295	384	每股净资产	4.60	6.45	8.84	11.94
流动负债合计	973	1,212	1,439	1,746	每股经营现金流	1.43	1.84	2.15	2.96
长期借款	42	42	42	42	每股股利	0.00	0.10	0.15	0.20
其他长期负债	27	27	27	27	估值分析				
非流动负债合计	68	68	68	68	PE	19.55	14.80	11.37	8.76
负债合计	1,041	1,280	1,507	1,814	PB	7.01	4.48	3.27	2.42
股本	378	378	378	378					
少数股东权益	29	53	84	125					
股东权益合计	1,770	2,494	3,429	4,641					
负债和股东权益合计	2,811	3,774	4,936	6,455					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。