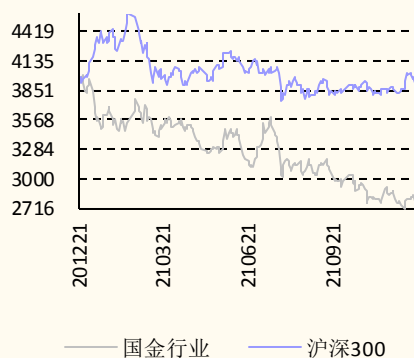


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金电商指数	2792
沪深300指数	4955
上证指数	3632
深证成指	14868
中小板综指	14232



相关报告

- 1.《社零受餐饮拖累，线上消费京东增速亮眼-11月社零点评》，2021.12.16
- 2.《黑五需求端向好，RCEP生效利好跨境电商贸易-《2021-11...》》，2021.11.23
- 3.《社零稳重有升，大促重点布局品类高景气-10月社零点评》，2021.11.16
- 4.《消费竞技场品牌力为主导-双十一深度》，2021.11.7
- 5.《IDFA新规影响显现，行业政策落地进行时-消费流量周报》，2021.10.31

刘道明 分析师 SAC 执业编号: S1130520020004
liudaoming@gjzq.com.cn

廖馨瑶 联系人
liaoxinyao@gjzq.com.cn

跨境电商专题:

SHEIN 小单快反，品牌出海正当时

本专题由国金大消费策略组+国金数据研究中心+国金纺服团队联合推出，用全新视角、数据方法打造全新的研究产品系列。

行业观点

一、跨境 B2C 电商：渗透率提升，独立站发展迅速

- 跨境出口 B2C 电商：平台卖家和独立站规模比例约 3:1。自营网站在过去五年快速成长，年复合增速 42.8%，高于平台卖家（32.9%）。海外头部电商平台流量较国内更分散，对于自营模式的“独立站”形式更友好。国内电商在移动端用户体验和运营上实操经验丰富，优势明显。
- 独立站：高速发展的驱动力①初始投入低，不同解决方案可满足独立站发展各阶段需求；②技术门槛降低，建站、维护、数据分析等商家工具完善。

二、SHEIN “快” “省” 铸造核心竞争力

- 收入：预计 2021 年销售额可超 160 亿美元，服饰为主，女装占比超六成。同类快时尚企业，2020 年 ZARA/H&M 的营业收入为 316/202 亿美元，SHEIN 运营主战场为独立站，亚马逊主要起比价和展示功能。
- 成本：商品成本参照快时尚企业，毛利率水平约为 50-55%。配送均通过航空运输，保证 11 天到货，履约成本约占客单价 17%。跨境电商在第三方电商平台佣金率通常为 8%~15%，SHEIN 独立站运营无该成本，但为获取流量，同样需要在搜索引擎或社媒营销等持续投入。创始人曾从事搜索引擎优化，对外贸线上营销经验丰富 SHEIN 在 FB 和 INS 的粉丝均超 2000 万人。
- 未来依靠“高端化”和“拓品类”多元化布局。高端品牌线 MOTF 于 2020 年 6 月推出，对供应商供货品质要求更高但货期相对宽松。品类拓展会围绕生活方式展开，从服饰鞋帽、美妆逐渐扩展到家居等。

三、电商视角看独立站运营的基石——品牌力及数字化能力

- 中国企业出海由传统外贸向“品牌出海”转变。头部品牌直面消费者，渠道多元化，深化本地化运营，获取品牌溢价。“品牌出海”时代，独立站和三方平台都可诞生优秀品牌。
- 品牌力及数字化能力是独立站运营的基石。

投资建议

- 跨境电商板块参与者众多，SHEIN 的成功对跨境电商有借鉴意义：“品牌”出海正当时，关注品牌力强且数字化能力高的公司，如安克创新、乐歌股份等；关注电商平台的跨境出海布局为平台带来的新增量，如阿里巴巴快时尚独立站 AllyLikes。

风险提示

- 原材料成本上涨，流量成本上行，国际贸易政策发生变化，供应链整合不及预期，疫情反复导致物流履约成本上涨，服装类海外电商渗透率不及预期等。

内容目录

一、跨境 B2C 电商：渗透率提升，独立站发展迅速.....	5
1.1 服饰出口：服饰类出口近 50%通过跨境电商渠道，季节特征明显.....	5
1.2 跨境出口 B2C 电商：平台卖家和独立站规模比例约 3:1.....	7
1.3 独立站驱动力：建站成本下降、技术门槛下降、海外流量环境友好.....	8
二、SHEIN——“快”“省”铸造核心竞争力.....	12
2.1 “省”：极具性价比，用户高复购高粘性.....	12
2.2 “快”：供应链快反，全空运保证时效.....	16
2.3 SHEIN 破圈：“高端化”MOTF 品牌出道，“拓品类”多元化布局.....	18
三、电商视角看独立站运营的基石——品牌力及数字化能力.....	20
3.1 渠道：“品牌出海”时代，独立站和三方平台都可诞生优秀品牌.....	20
3.2 品牌力：用户高认知+高粘性，满足消费者核心需求.....	21
3.3 数字化能力：供应链管理及营销运营体现数字化水平.....	22
四、附录.....	24
4.1 跨境电商领域融资情况.....	24
4.2 SHEIN 融资情况及股权架构.....	25
4.3 跨境贸易政策.....	26
五、风险提示.....	26

图表目录

图表 1：进出口贸易规模_年度.....	5
图表 2：出口贸易规模_月度.....	5
图表 3：服装及衣着附件出口金额.....	5
图表 4：服装及衣着附件出口金额季度占比.....	5
图表 5：服装及衣着附件占出口金额比例.....	6
图表 6：出口金额及服装类出口金额增速.....	6
图表 7：中国跨境出口 B2C 电商市场规模.....	6
图表 8：中国跨境出口 B2C 电商市场品类占比.....	6
图表 9：跨境出口 B2C 产业图谱.....	6
图表 10：中国跨境出口 B2C 电商年复合增长率_按平台类型.....	7
图表 11：布局独立站的企业占比.....	7
图表 12：独立站销售额占企业总销售额比例.....	7
图表 13：企业独立站建站方式.....	8
图表 14：独立站海外运营面临的困难.....	8
图表 15：安克创新独立站营收增速快速增长.....	8
图表 16：乐歌股份独立站营收增速快速增长.....	8
图表 17：独立站建站初始投入及维护成本——以 shopify 为例.....	9

图表 18: 不同单月收入水平商家的独立站运维费用测算.....	9
图表 19: Shopify 营业收入及增速.....	9
图表 20: Shopify 服务商家数.....	9
图表 21: Shopify 营业收入结构.....	10
图表 22: Shopify 各类营收增速.....	10
图表 23: Shopify 建站、维护、数据分析等商家工具完善.....	10
图表 24: 电商渗透率_中国 vs 全球.....	11
图表 25: 服饰企业网站流量分布.....	11
图表 26: 中国电商头部公司市场份额.....	11
图表 27: 美国电商头部公司市场份额.....	11
图表 28: 美国消费者线上购买驱动因素.....	12
图表 29: 美国消费者品牌官网复购驱动因素.....	12
图表 30: 美国消费者平均收货时长.....	12
图表 31: 美国消费者收货时长忍耐度.....	12
图表 32: SHEIN 平均单价\$10-20, 2021 年营收规模预计 1040 亿元.....	13
图表 33: SHEIN 品类额及销售占比.....	13
图表 34: SHEIN 各品类客单价.....	13
图表 35: SHEIN 美国亚马逊 Rating 表现.....	13
图表 36: H&M 营业收入及增速.....	14
图表 37: ZARA 营业收入及增速.....	14
图表 38: 快时尚品牌毛利率.....	14
图表 39: 快时尚品牌存货周转率.....	14
图表 40: 海外各电商平台佣金率约为 8%~15%.....	14
图表 41: 亚马逊广告与信用卡服务收入及占比.....	15
图表 42: 亚马逊营业收入及增速.....	15
图表 43: 海外社交媒体用户日均使用时长.....	15
图表 44: 海外社交媒体用户重合度.....	15
图表 45: SHEIN 营销方式-联盟营销.....	15
图表 46: SHEIN 日均上新 5000-7000sku.....	15
图表 47: SHEIN 供应链快反.....	16
图表 48: 航空货运价格指数.....	16
图表 49: 航空货运价格指数当月同比.....	16
图表 50: 中国出口集装箱运价指数.....	16
图表 51: 中国出口集装箱运价指数当月同比.....	16
图表 52: 航空公司货运自有货机数量.....	17
图表 53: SHEIN 各国合作物流.....	17
图表 54: 国内中心仓及海外仓优势对比.....	17
图表 55: 跨境电商零售出口总额 TOP5 城市.....	17
图表 56: 跨境电商综合试验区城市分布.....	18

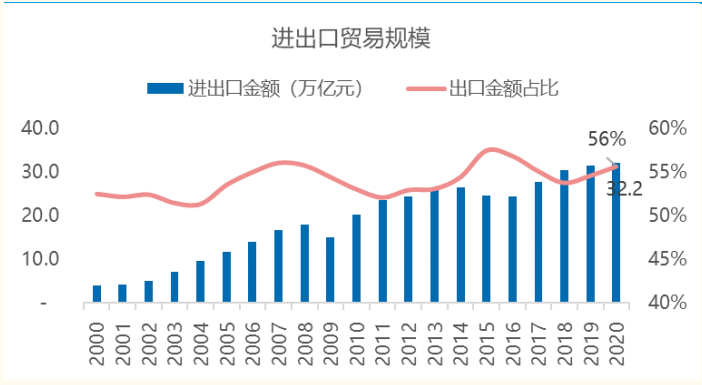
图表 57: MOTF 和 SHEIN 社交媒体粉丝数量对比.....	18
图表 58: MOTF 和 SHEIN 同类产品价格对比.....	19
图表 59: MOTF 供应商合作模式差异.....	19
图表 60: SHEIN 品类拓展围绕生活方式展开.....	20
图表 61: 中国企业出海由传统外贸向“品牌出海”转变.....	20
图表 62: 亚马逊核心优势与独立站核心优势对比.....	21
图表 63: 跨境电商时尚&服饰类网站表现.....	21
图表 64: 中国全球化品牌.....	22
图表 65: 线上快时尚品牌力同比变化明显提升.....	22
图表 66: 中国全球化品牌 50 强.....	22
图表 67: SHEIN 供应链小单快反能力.....	23
图表 68: 阿里犀牛智造供应链快反能力.....	23
图表 69: 阿里跨境电商布局.....	24
图表 70: Allylikes 与 SHEIN 在各国购物类 app 下载量最高排名.....	24
图表 71: 跨境电商融资事件数量.....	25
图表 72: 跨境电商融资金额.....	25
图表 73: 2021 年上半年 TOP10 融资事件.....	25
图表 74: SHEIN 融资情况.....	25
图表 75: SHEIN 股权架构.....	26
图表 76: 跨境贸易政策梳理.....	26

一、跨境 B2C 电商：渗透率提升，独立站发展迅速

1.1 服饰出口：服饰类出口近 50% 通过跨境电商渠道，季节特征明显

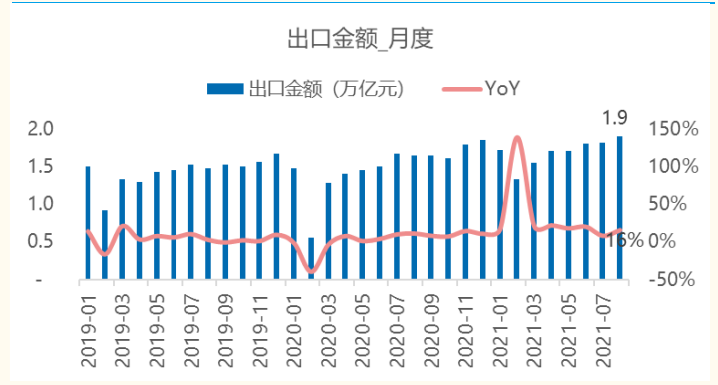
- 我国出口贸易规模稳步增长。2020 年我国进出口贸易规模 32.2 万亿，其中出口贸易占比 56%，出口贸易金额约 18 万亿元，逐年稳步增长，2020 年增速约 4%。2021 年截至 11 月累计出口额增速 21.8%。
- 出口结构来看，服饰类占比约 5%，季节特征明显。受海外疫情反复进度影响，可选消费恢复相对慢，需求端乏力。2020 年服饰类出口同比减少 9%，2021H1 开始回暖，同比增速 24%，服装类出口恢复。疫情后的快速复苏为近两年中国出口贸易提供先发优势。服装类出口 Q3 通常为旺季，贡献全年 30%~35% 的出口金额，月均出口金额约为 1000 亿元。Q1 为淡季，月均出口金额约为 600~700 亿元。

图表 1：进出口贸易规模_年度



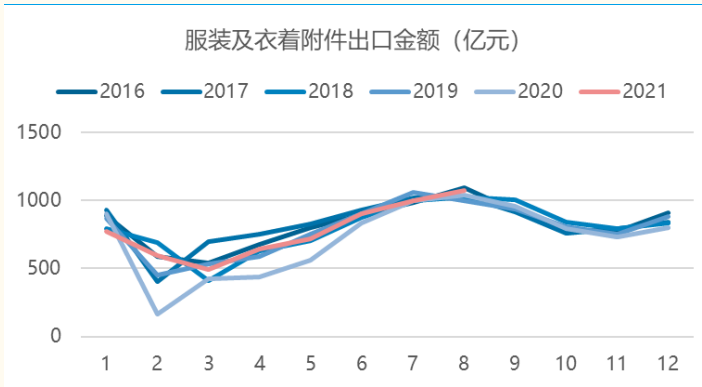
来源：海关总署，国金证券研究所

图表 2：出口贸易规模_月度



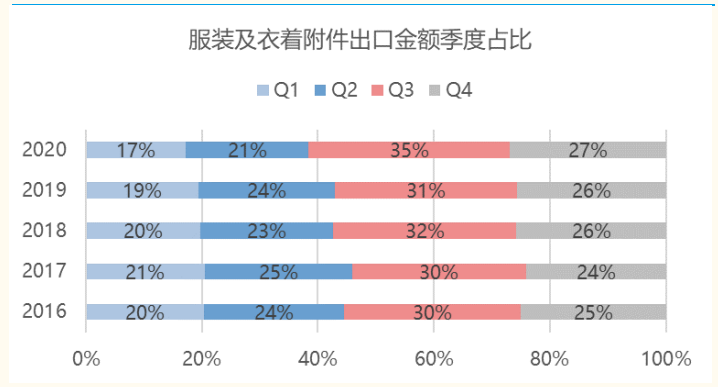
来源：海关总署，国金证券研究所

图表 3：服装及衣着附件出口金额



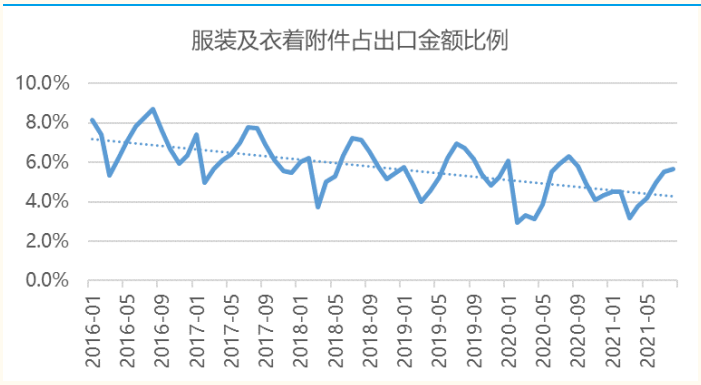
来源：海关总署，国金证券研究所

图表 4：服装及衣着附件出口金额季度占比



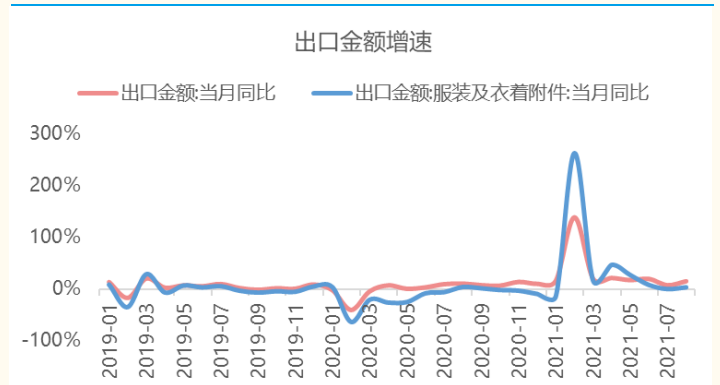
来源：海关总署，国金证券研究所

图表 5: 服装及衣着附件占出口金额比例



来源: Wind, 国金证券研究所

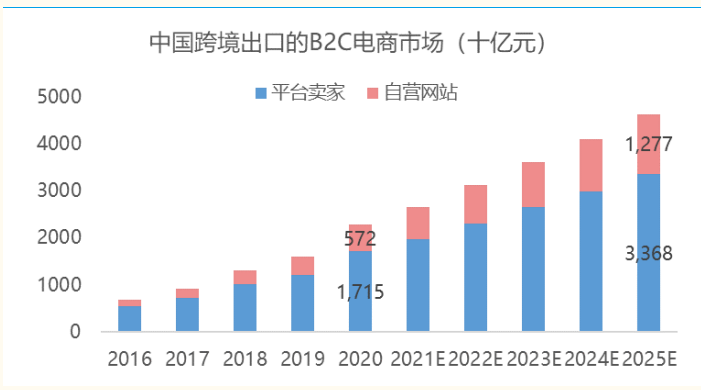
图表 6: 出口金额及服装类出口金额增速



来源: 海关总署, Wind, 国金证券研究所

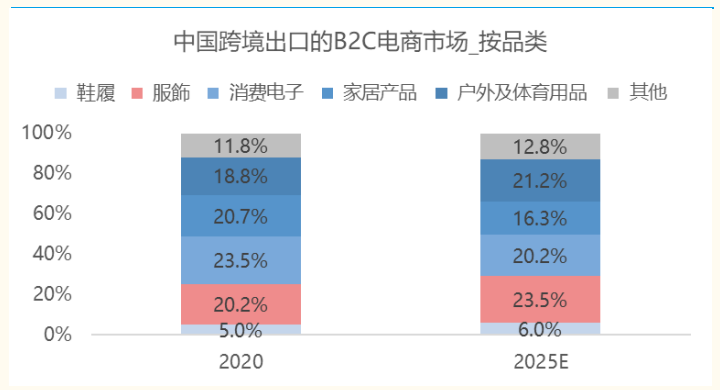
■ 服饰类出口近 50%通过跨境电商渠道。据海关总署及国家统计局数据, 2020 年服装及衣着附件出口金额 0.137 万亿美元, 约合 0.9 万亿人民币。据弗若斯特沙利文测算, 跨境出口 B2C 电商规模 2.3 万亿元, 其中跨境出口 B2C 电商服饰类占比 20.2%, 规模约为 0.46 万亿元, 约占服饰类总出口金额的 50%。

图表 7: 中国跨境出口 B2C 电商市场规模



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 8: 中国跨境出口 B2C 电商市场品类占比



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 9: 跨境出口 B2C 产业图谱



来源: 亿邦动力, 国金证券研究所

1.2 跨境出口 B2C 电商：平台卖家和独立站规模比例约 3:1

- 据弗若斯特沙利文数据，2020 年，中国跨境 B2C 约 2.3 万亿元规模，平台卖家和自营网站规模比例约 3:1。平台卖家 2016~2020 年复合增长率为 32.9%，自营网站在过去五年快速成长，年复合增速 42.8%，预计随着线上渗透率和品牌力的双提升，自营网站的增速继续高于平台卖家，2021~2025E 预计平台卖家年复合增长率为 14.4%，自营网站年复合增长率为 17.4%。
- 我国的服装、消费电子、家居产品等多个品类的供应链全球领先，市场竞争力强。2020 年，中国跨境出口 B2C 电商品类占比中，消费电子占 23.5%，服饰类占 20.2%，家居产品类占 20.7%。

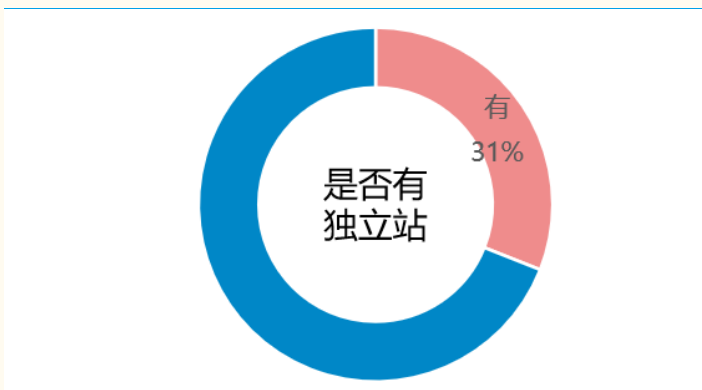
图表 10：中国跨境出口 B2C 电商年复合增长率_按平台类型

年复合增长率_按平台类型		
	平台卖家	自营网站
2016~2020	32.9%	42.8%
2021~2025E	14.4%	17.4%

来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

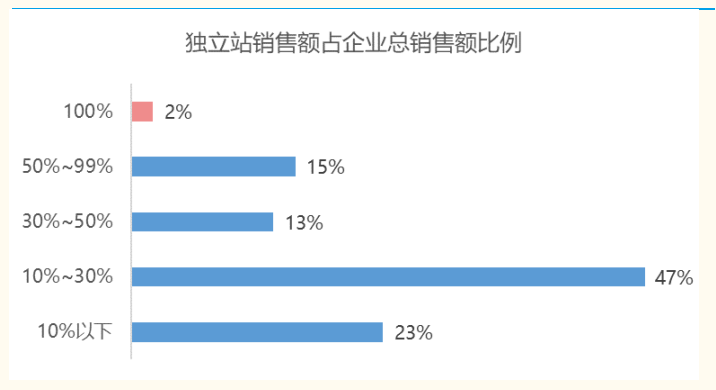
- 随着 SaaS 类建站服务及配套营销推广服务的成熟，据亿邦智库的调研，近三成企业布局独立站，这些企业中，2%企业全部依赖独立站，多数企业独立站销售占到其总销售的 10%-30%。没有布局的企业中，约一半不排除建独立站。独立站运营中面临的主要困难集中在海外营销、跨境支付、和独立站运营。

图表 11：布局独立站的企业占比



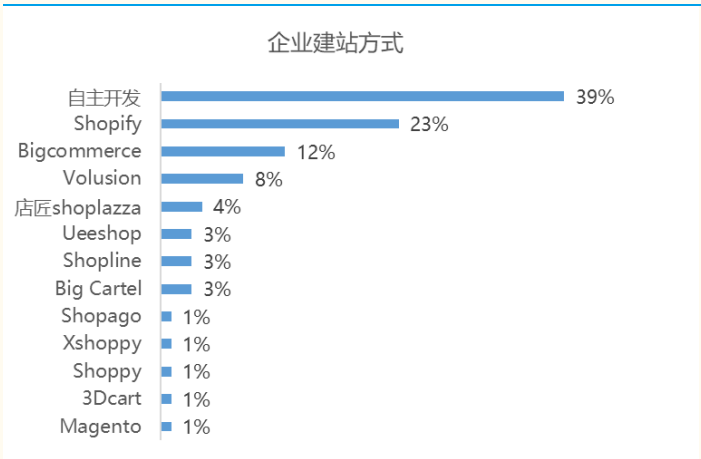
来源：亿邦智库，国金证券研究所

图表 12：独立站销售额占企业总销售额比例



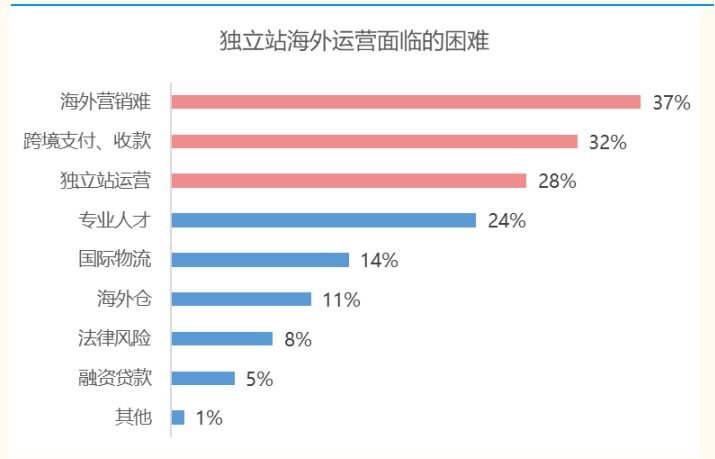
来源：亿邦智库，国金证券研究所

图表 13: 企业独立站建站方式



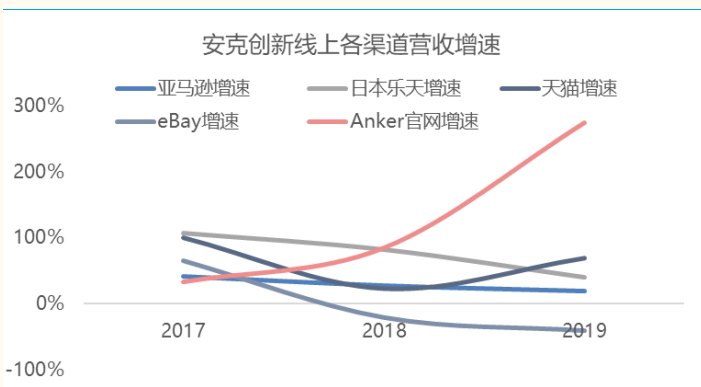
来源: 亿邦智库, 国金证券研究所

图表 14: 独立站海外运营面临的困难



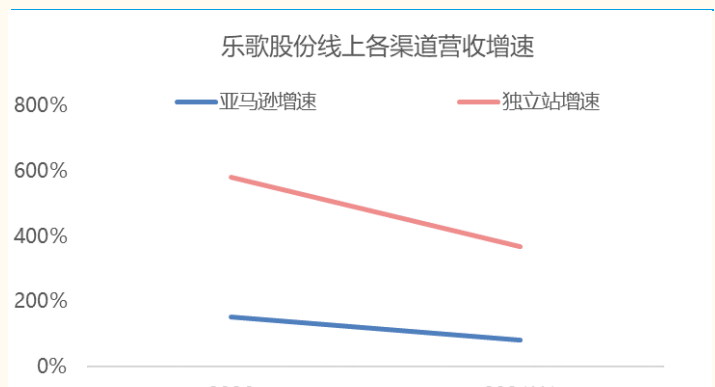
来源: 亿邦智库, 国金证券研究所

图表 15: 安克创新独立站营收增速快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 乐歌股份独立站营收增速快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 独立站驱动力: 建站成本下降、技术门槛下降、海外流量环境友好

- 独立站高速发展的驱动力: 初始投入成本低, 不同解决方案可满足独立站发展各阶段需求。海外电商 SaaS 平台 Shopify 在独立站的数字化运营上赋能商家, 提供从建站、产品商家、营销、运营等方面解决方案。以 Shopify 为例, 基础版本订阅费仅\$29/月。多数用户选择基础/标准版, 价格在\$29-79/月之间。年度订阅解决方案 ARPU 值为\$500。

图表 17: 独立站建站初始投入及维护成本—以 shopify 为例

	基础shopify	标准shopify	高级shopify	shopify plus
订阅费用 (美元/月)	29	79	299	2000
信用卡费率	2.90%	2.60%	2.40%	2.15%
手续费 (美元/笔)	0.3	0.3	0.3	0.3
权益				
员工账户	2	5	15	不限
产品数量	不限	不限	不限	不限
文件存储	不限	不限	不限	不限
运费折扣	最高64%	最高72%	最高74%	
可选服务				
类型	名称	订阅费用 (美元/月)		
商店设计类	PageFly	0/19/39/99		
客户服务类	ReConvert	0/7.99/14.99/29.99		
配送类	ShipStation	9/29/69/159		

*信用卡费率为使用 shopify payments 的情况, 若使用其他支付方式, 交易手续费为 2%/1%/0.5%

来源: SHOPIFY 官网, 国金证券研究所

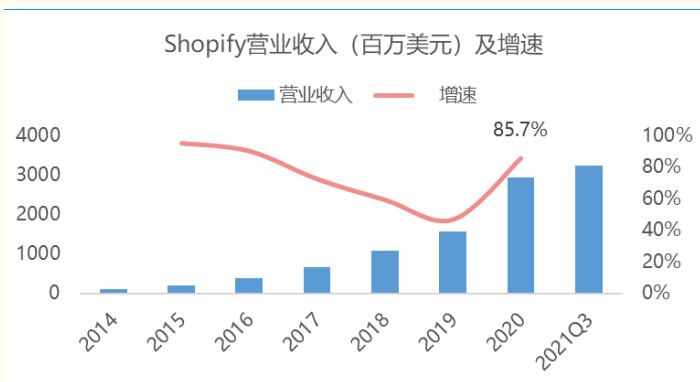
图表 18: 不同单月收入水平商家的独立站运维费用测算

单月收入 (美元) / 套餐类型	基础shopify	标准shopify	高级shopify	shopify plus
10,000	379	399	599	2,275
60,000	2,129	1,999	2,099	3,650
120,000	4,229	3,919	3,899	5,300

来源: 国金证券研究所

- 截至 2020 年, Shopify 服务商家数约 175 万, 同比增速 63.6%, 营收同比增速 85.7%。其中, 商家解决方案类定制化服务占比逐年提升, 2020 年占比近七成。

图表 19: Shopify 营业收入及增速



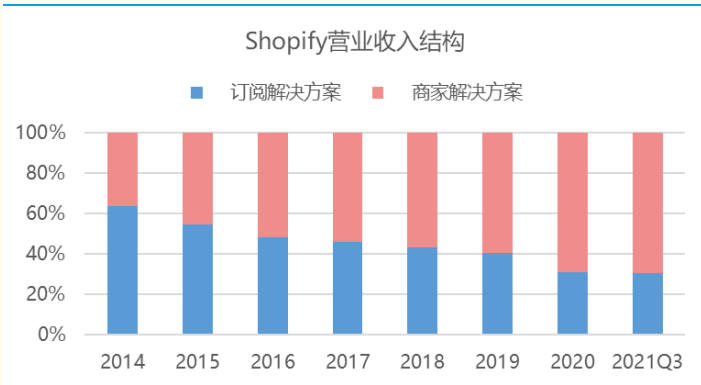
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 20: Shopify 服务商家数



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 21: Shopify 营业收入结构



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 22: Shopify 各类营收增速



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 23: Shopify 建站、维护、数据分析等商家工具完善

开店: 流程简化, 操作简便

- 入驻过程无需商家掌握IT技术, 简化在线商店设计流程

添加产品

添加您的第一个产品
添加实物商品、数字下载内容、服务或其他任何您能想到的商品。

设计商店

添加域名

设置销售渠道

加入微信社群

产品: 页面设计可满足多样化选品需求

产品描述页面的设计同样因人而异, 用户发挥空间大

产品

您的产品是您销售的商品、数字下载内容、服务和礼品卡。您可以通过输入产品详细信息和上传产品图片在 Shopify 中添加产品。如果您的产品具有尺寸或颜色等选项, 则可以为每个选项组合添加多属性。

当您添加或更新产品时, 您可以在一个或多个销售渠道上提供此产品。

您可以在 Shopify 后台的**产品**页面中查看、添加、更新和管理所有的产品以及多属性。

如果您要保存产品的专门化信息或文件, 可以使用元字段向您的产品页面添加自定义字段。如果您有 Online Store 2.0 模板, 例如 Dawn, 则可以使用模板编辑器将元字段连接到您的模板, 然后针对显示的产品多属性对页面进行自定义。

如果您想找到更多可以销售的产品, 则可以考虑从 Handshake 购买批发产品或通过第三方供应商代发产品。

运营: 插件覆盖运营全流程

- 插件涵盖产品采购、商店设计、营销转化、发货和配送、客户服务等基本店铺运营全过程

数据: 实时查询, 支持自定义

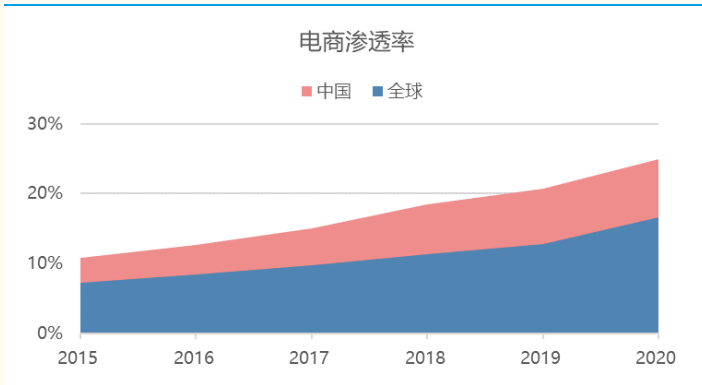
- 涵盖基本财务、营销、客户行为、店铺访问信息数据报告可实时查询

客户	财务
深入了解您的客户是谁以及他们如何与您的业务互动。	查看商店的财务状况, 包括销售额、退货金额、税费、收款等等。
过去 30 天新客户	本月至今的总销售额
0	¥0.00
报告	报告
按时间段显示客户	财务摘要
新客户与回头客销售额	总销售额
行为	营销
了解访客浏览网站的方式, 以改进您的商店。	深入了解您的在线商店客户从哪些渠道转化而来。
过去 30 天进入购物流程	过去 30 天由营销活动带来的销售额
0	¥0.00

来源: Shopify 官网, 国金证券研究所

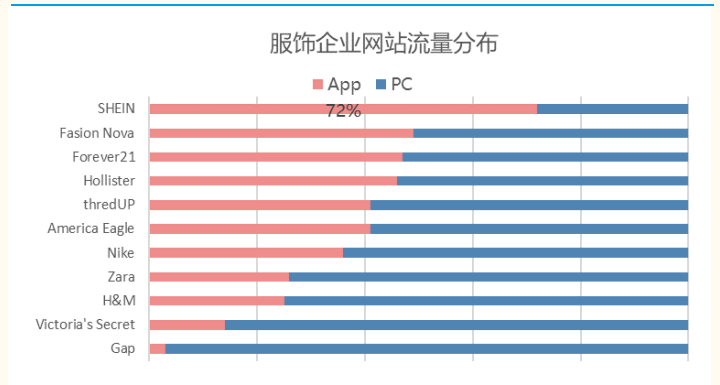
- 独立站高速发展的驱动力: 海外电商流量环境对独立站更加友好, 集中度较国内更低。电商渗透率中国 (25%) 高于全球平均 (17%), 高用户基数下, 国内电商尤其在移动端用户体验和运营上实操经验丰富, 优势明显。SHEIN 的移动 App 端流量占比 72%, 移动端表现优于同类其他快时尚企业。复盘过去十年, 国内电商愈发头部集中, 2011 年到 2020 年, 中国头部电商公司 CR5 从 44% 增至 86%, 美国头部电商公司 CR5 从 39% 增至 55%, 海外的竞争环境中流量相对分散, 对于自营模式的独立站形式更加友好。

图表 24: 电商渗透率_中国 vs 全球



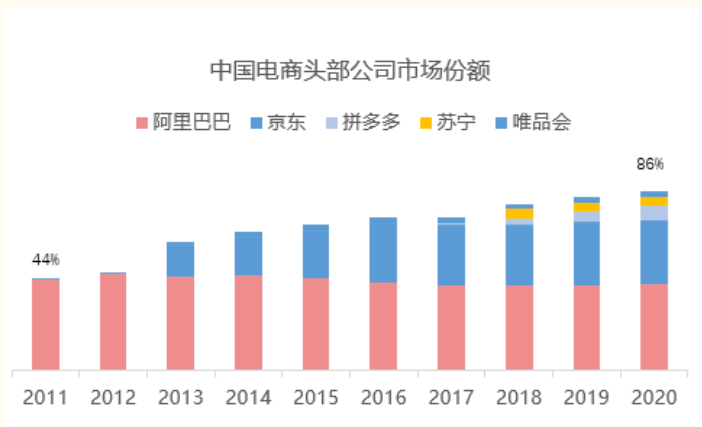
来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 25: 服饰企业网站流量分布



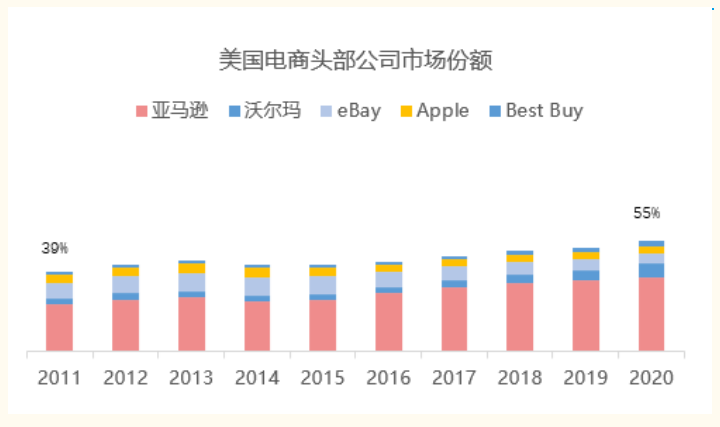
来源: similarweb, App Annie, 国金证券研究所

图表 26: 中国电商头部公司市场份额



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 27: 美国电商头部公司市场份额



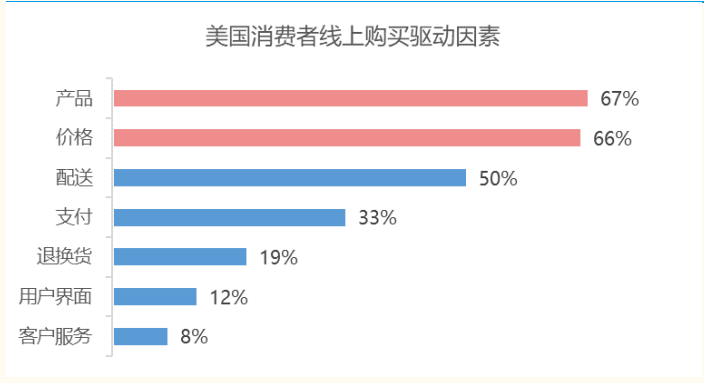
来源: 欧睿, 国金证券研究所

二、SHEIN—“快”“省”铸造核心竞争力

2.1 “省”：极具性价比，用户高复购高粘性

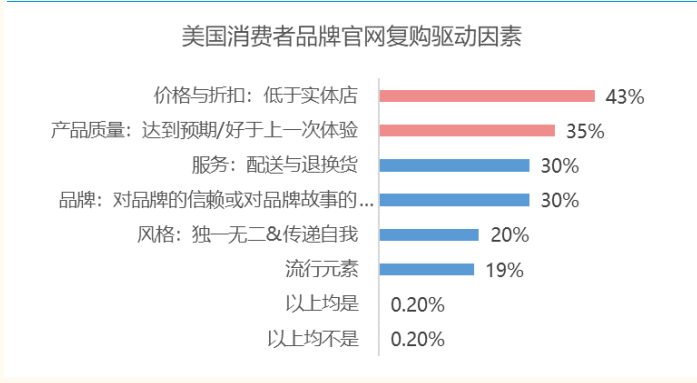
- **用户需求：SHEIN 极致性价比切中用户最主要需求。**美国是跨境电商服饰品类的最大市场（约占 59% 销售额份额），对**美国消费者，线上购物购买驱动“性价比>配送”**。据 Google 调研，消费者线上购物首要驱动为高性价比，产品和价格决定能否产生复购。对配送的收货时长忍耐度更高，平均约为 3.3 天，实际收货市场和可忍耐长度的区间无明显错配。71% 的美国消费者可接受在一周内收到货物。约 87% 的美国消费者平均收货时长为 6 天以内。

图表 28：美国消费者线上购买驱动因素



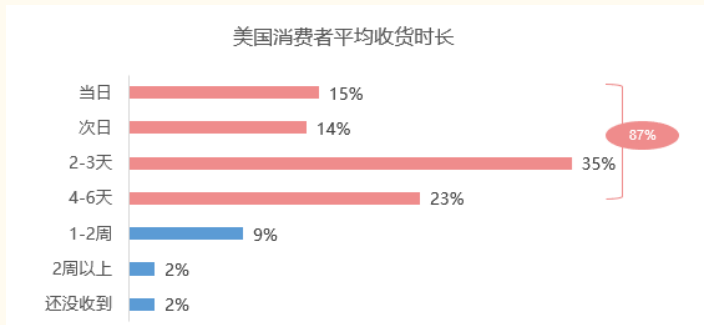
来源：Google，德勤，凯度，国金证券研究所

图表 29：美国消费者品牌官网复购驱动因素



来源：Google，德勤，凯度，国金证券研究所

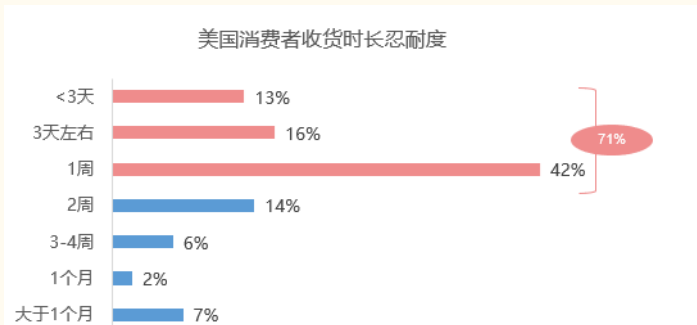
图表 30：美国消费者平均收货时长



*调研问题：针对最近一次购物，您经历了多久收到在线下单的商品？（N=600）

来源：Google，德勤，凯度，国金证券研究所

图表 31：美国消费者收货时长忍耐度



*调研问题：您能接受下单后等多久收到货物？（N=507）

来源：Google，德勤，凯度，国金证券研究所

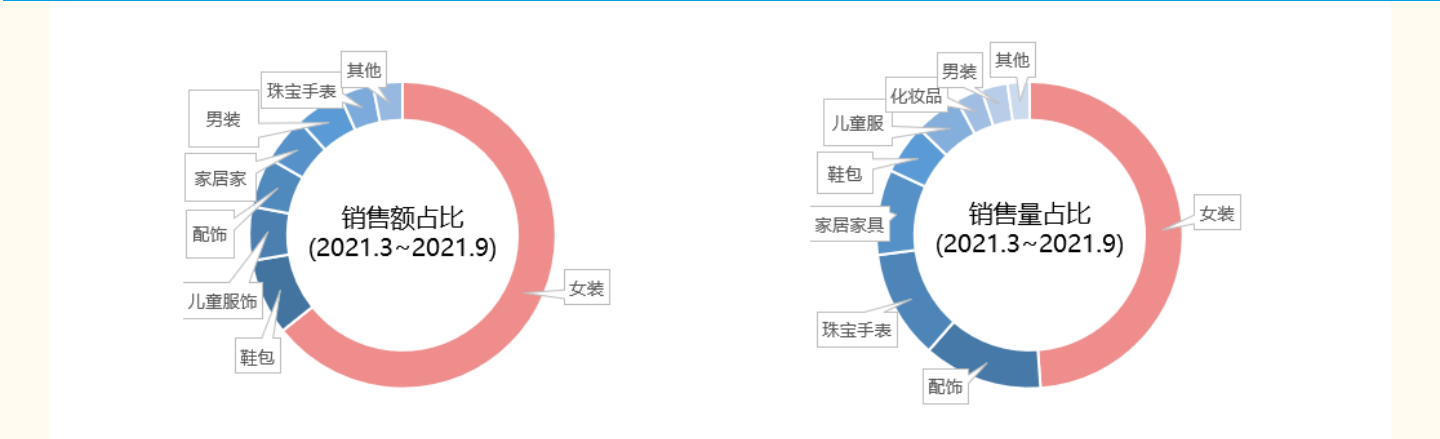
- **收入：SHEIN 预计 2021 年规模可超 160 亿美元，合人民币超 1000 亿元，服饰为主，女装占比超六成。**同类快时尚企业，2020 年 ZARA 的营业收入为 316 亿美元，H&M 营业收入为 202 亿美元。SHEIN 运营主战场为独立站，亚马逊平台主要起比价和展示功能。美亚销售额贡献约 1%，占比很小，SKU 数量也远小于独立站。通过亚马逊平台数据可辅助验证 SHEIN 产品力在不断提升，好评单的销售额占比高于好评单的 SKU 占比。

图表 32: SHEIN 平均单价\$10-20, 2021 年营收规模预计 1040 亿元



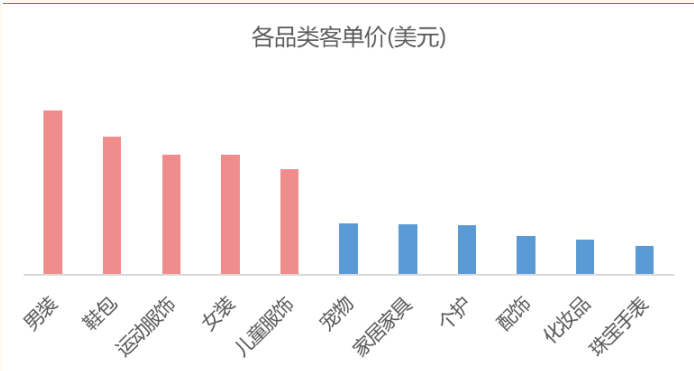
来源: Google, 德勤, 国金证券研究所

图表 33: SHEIN 品类额及销售占比



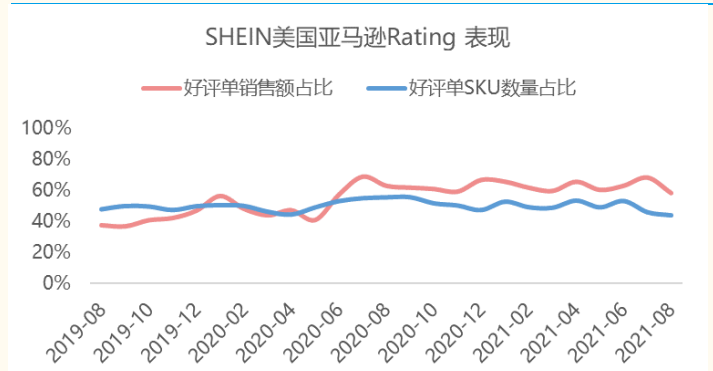
来源: 国金证券研究所

图表 34: SHEIN 各品类客单价



来源: 国金证券研究所

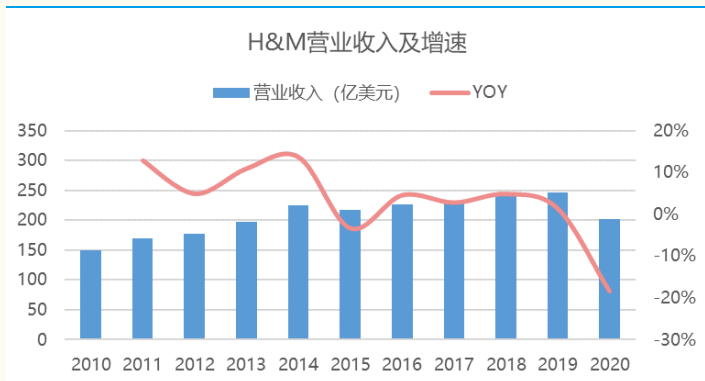
图表 35: SHEIN 美国亚马逊 Rating 表现



来源: 国金证券研究所

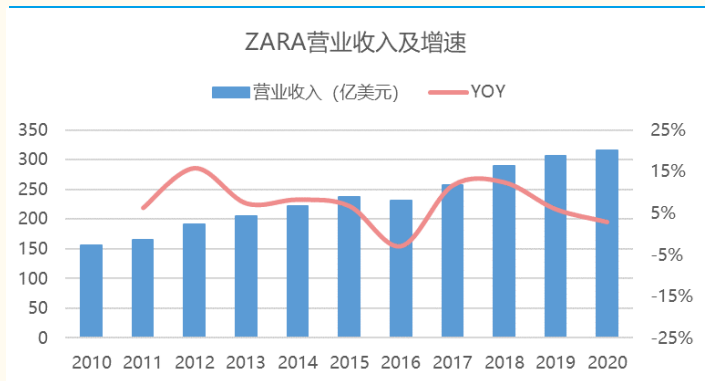
- 对于跨境电商公司, 成本结构通常包括商品成本 (25~55%)、配送开支 (15~30%)、佣金费用 (8~15%)、一般行政开支 (10~15%) 及其他 (10~15%)。SHEIN 商品成本上, 以同类快时尚公司作参考, ZARA 和 H&M 毛利率水平在 50%~55% 左右。

图表 36: H&M 营业收入及增速



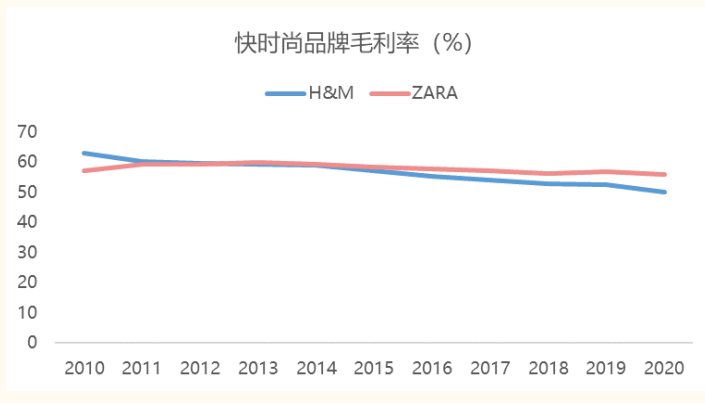
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 37: ZARA 营业收入及增速



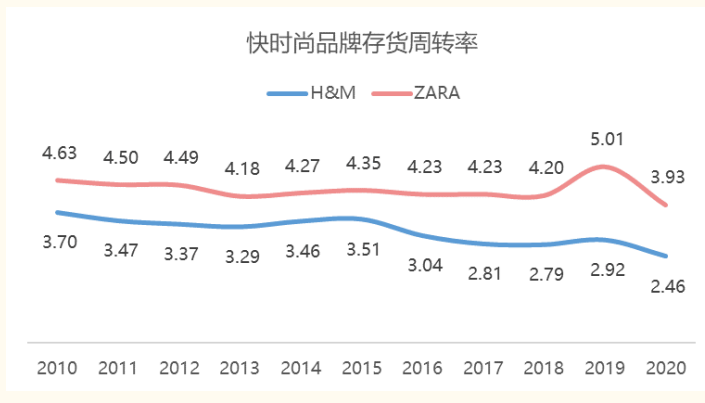
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 快时尚品牌毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 快时尚品牌存货周转率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

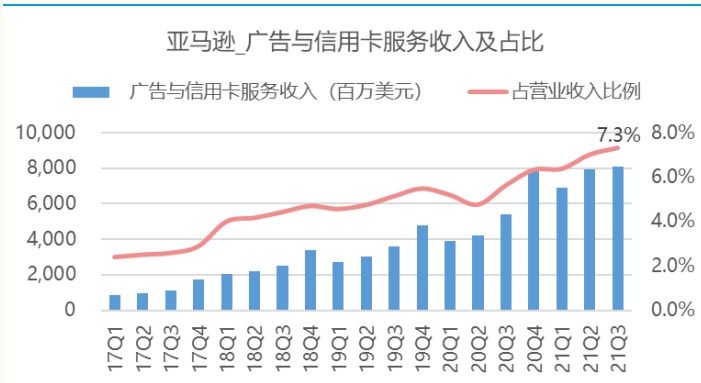
- 佣金费用可理解为流量获取成本。第三方电商平台佣金率 8%~15%。第三方平台用户基数大，掌控平台流量分发规则，因此收取各商家佣金费用。除平台佣金外，商家在第三方电商平台运营的流量成本和服务成本提升。以亚马逊为例，亚马逊广告与信用卡服务收入占比逐年提升，截至 21Q3，约占营业收入的 7.3%。独立站的运营不存在该部分成本，但为获取流量，同样需要在搜索引擎或社媒营销等持续投入。SHEIN 创始人许仰天最早时候是从事搜索引擎优化，对外贸线上营销经验丰富。

图表 40: 海外各电商平台佣金率约为 8%~15%

类别	OTTO	沃尔玛电商	速卖通	亚马逊	wish
服饰类	服饰 15%	服装、鞋子&饰品 15%	服装配饰 8%	服饰箱包 15%	约15%
消费电子类	电子产品 7%	消费电子类 8%	消费电子 5%	消费电子 8%	
	电子配件产品 12%		部分电脑配件 8%	手机配件 15%	
家居日用类		个人电脑 6%	电脑办公 5%	个人电脑 6%	
	家居装饰 14%	家居&庭院用具 15%	家居 8%	家居&庭院用具 15%	
	家具 14%	家具&装饰品 15%	家具 5%		
	台灯照明 14%		家装灯具 8%		
	厨房用品 14%	厨房 15%		厨房 15%	
	宠物用品 15%	食品、杂物&宠物 15%			
	园艺用品 12%		庭院花园用具 5%		

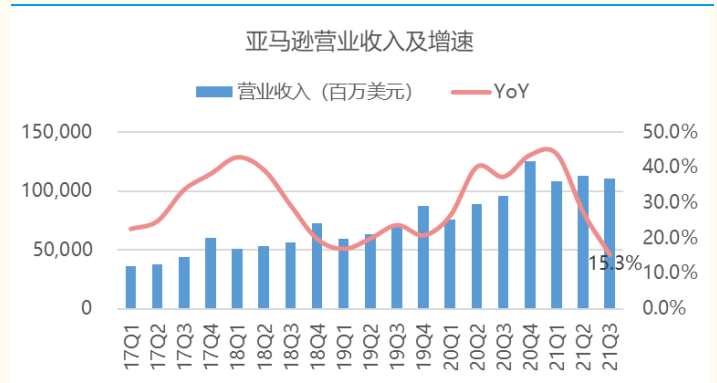
来源: OTTO, 沃尔玛电商, 速卖通, 亚马逊, wish 官网, 国金证券研究所

图表 41: 亚马逊广告与信用卡服务收入及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

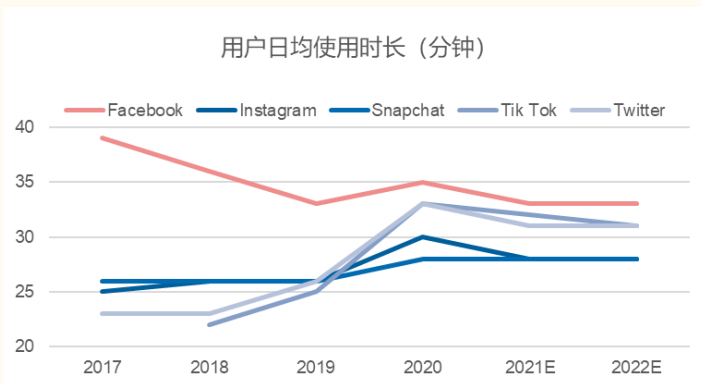
图表 42: 亚马逊营业收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **营销: SHEIN 社媒营销增强互动, “低价&潮流” 优势增强粘性。** SHEIN 主打上新快、价格低, 增强用户粘性。2021 年 10-12 月, 日均上新 5000-7000SKU。媒体渠道上, Facebook 是最大社媒流量入口, 用户使用时长在 32 分钟左右。新社媒 TikTok 和 Twitter 分流了 Facebook 的用户使用时长。SHEIN 在 Facebook 上近 2500 万粉丝, 在 Instagram 上超 2200 万粉丝。营销方式上, SHEIN 采取 Affiliate Marketing 联盟营销, 根据销售额的比例给 KOC/KOL 返佣, 返佣比例可达 10%~20%, 获取大量引荐流量。

图表 43: 海外社交媒体用户日均使用时长



来源: Statista, GWI, 国金证券研究所

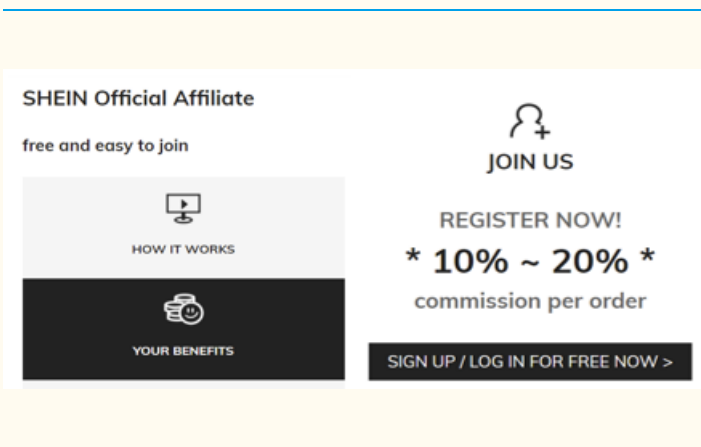
图表 44: 海外社交媒体用户重合度

	Facebook	Twitter	Instagram	YouTube
Facebook	100.0%	48.6%*	77.2%	75.7%
Twitter	84.9%	100.0%	87.4%	80.2%
Instagram	84.3%	54.6%	100.0%	78.5%
YouTube	80.9%	51.2%	77.2%	100.0%

*使用 FB 的用户中, 48.6%使用 Twitter

来源: Statista, GWI, 国金证券研究所

图表 45: SHEIN 营销方式-联盟营销



来源: SHEIN 官网, 国金证券研究所

图表 46: SHEIN 日均上新 5000-7000sku



来源: SHEIN 官网, 国金证券研究所

2.2 “快”：供应链快反，全空运保证时效

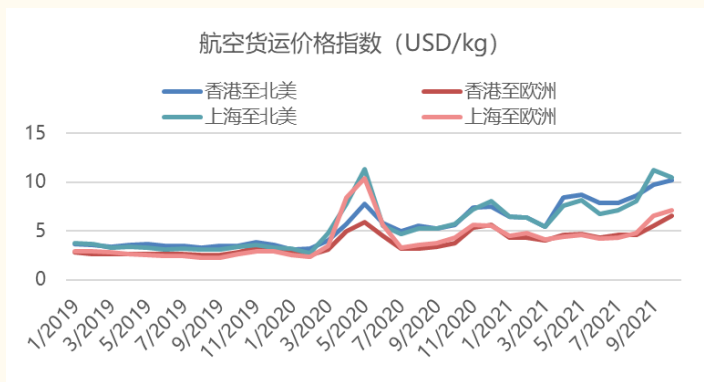
图表 47: SHEIN 供应链快反



来源：SHEIN 云工厂公众号, SHEIN 招商公众号, 国金证券研究所

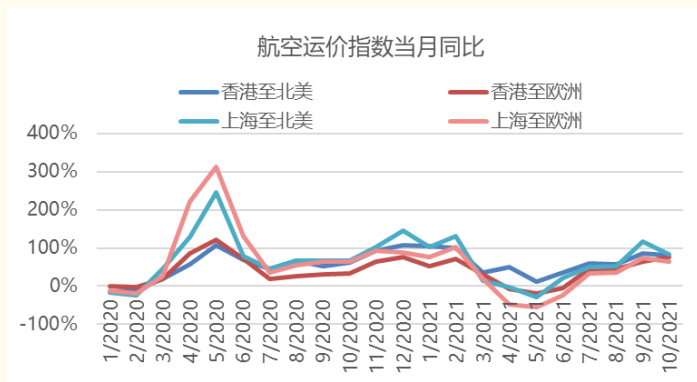
- **成本**：配送开支上，运价成本仍在，航空运输价格涨幅小于海运。航空货运价格同比增长 30%-70%。从上海或香港至北美的航空货运价格约为 \$10/kg，至欧洲约为 \$6/kg。2021 年 11 月中国出口集装箱运价综合指数同比去年涨幅达 196%，其中欧洲航线运价涨幅超 300%，美东和美西航线运价上涨约 100%，运价仍处于高位。SHEIN 货品全部空运，配送至全球超 220 个国家和地区。主要从香港和广州发货，由于 SHEIN 最大的仓储在佛山，香港地区航班量更多。南航是 SHEIN 的重要合作伙伴。

图表 48: 航空货运价格指数



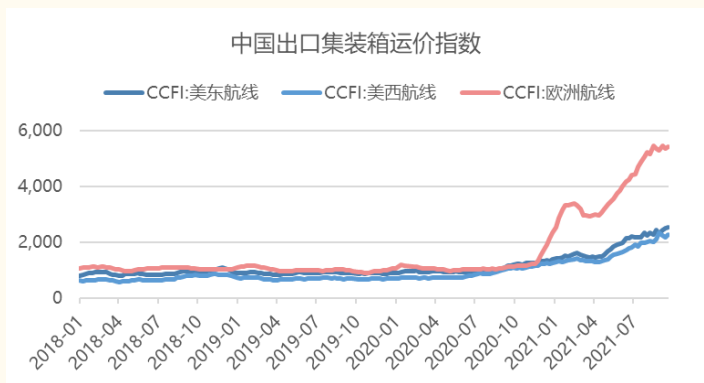
来源：TAC Freight, 国金证券研究所

图表 49: 航空货运价格指数当月同比



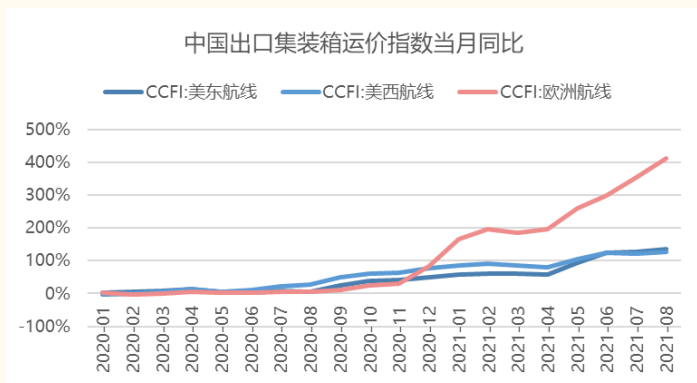
来源：TAC Freight, 国金证券研究所

图表 50: 中国出口集装箱运价指数



来源：交通部, 国金证券研究所

图表 51: 中国出口集装箱运价指数当月同比



来源：交通部, 国金证券研究所

图表 52: 航空公司货运自有货机数量

公司名称	全货机数量 (2020年)	主运营机场
顺丰航空	61	深圳宝安机场
邮政航空	33	南京禄口机场
南航货运	16	广州白云机场
中国国际货运航空 (国货航)	15	北京首都机场
圆通航空	10	杭州萧山机场
中国货运航空 (中货航)	10	上海浦东机场
中原龙浩	8	郑州新郑机场
天津货航	4	广州白云机场
中州航空	3	天津滨海机场
中航货运	1	西安咸阳机场

*据年报, 南方航空预计至 2023 年货机机队维持现有规模

来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 53: SHEIN 各国合作物流

国家/区域	物流
美国	40%自建物流, 60%与跨境物流公司合作 (云途、DHL 和递四方等)
英国	易达国际
欧洲地区	云途、递四方、万邑通
中东	中外运
台湾和香港地区	顺丰

来源: 国金证券研究所

- **成本: 仓储上, SHEIN 最大的仓储基地在佛山, 大力发展海外仓建设。SHEIN 仓储部投入最大人力, 未来若南方仓位若进一步紧缺, 中西部的成都、郑州等跨境电商产业成熟且政策扶持力度大的枢纽会做重点布局。目前正大力建设海外仓, 建设需要投入大量资金, 达到运营成熟需要较长时间, 有助于构筑壁垒。**

图表 54: 国内中心仓及海外仓优势对比



来源: 国金证券研究所

图表 55: 跨境电商零售出口总额 TOP5 城市

	2019年	2020年
跨境电商综合试验区个数	59	105
跨境电商零售进出口总额 TOP5城市	东莞	广州
	广州	东莞
	深圳	郑州
	宁波	宁波
	郑州	深圳

来源: 各省统计局, 国金证券研究所

图表 56: 跨境电商综合试验区城市分布



来源：国务院，国金证券研究所

2.3 SHEIN 破圈：“高端化” MOTF 品牌出道，“拓品类”多元化布局

- 目前 SHEIN 的核心品类为服饰，用户客群女性为主，未来破圈路径将围绕“高端化”和“拓品类”两条线展开。
- 高端化，全新品牌 MOTF 出道。2020 年 6 月推出高端服装品牌 MOTF。目前粉丝数约 15 万，仍处于品牌建设初期。价格定位在 \$4.99-\$119.99 之间，步入中高价位，分 Slik 和 Eco 两个系列。主要风格包括城市之光 (City Lights)、新经典 (New Classic)、甜蜜浪漫 (Sweet Romance) 和每日时尚 (Daily Chic) 等。MOTF 供应商合作模式与 SHEIN 供应商合作模式有以下几点差异：① 品质要求高，品控严格；② 对货期要求相对宽松；③ 更综合的生产设备。

图表 57: MOTF 和 SHEIN 社交媒体粉丝数量对比

	Facebook	Instagram
MOTF	0.4	16.6
SHEIN	2,511.6	2,252.0

数据时间：2021 年 12 月

来源：Facebook, Instagram, 国金证券研究所

图表 58: MOTF 和 SHEIN 同类产品价格对比



来源: SHEIN 官网, 国金证券研究所

图表 59: MOTF 供应商合作模式差异

模式	合作方式	合作对象	供应商特点	货期	场地面积	车位	生产	其他要求
OEM模式	看图打版 包工包料生产	工厂 工贸一体等	MOTF 品质高	15-20天	>1000m ²	>20	FOB供应商、裁床、尾部、大烫/中烫齐备	品质管理流程完善、国内二线以上品牌服饰经验
			其他 看图打版能力	7-11天	>2000m ²	>80	FOB包工包料	综合生产能力
ODM模式	自主设计开发 推款, 按订单 生产供货	工厂 贸易商 工贸一体等	开发设计能力强	10-15天	>1000m ²	>50	研发生产一体 (有设计部、版房)	自主拍摄能力
OBM模式	自有品牌、自主 开发并生产 供货	第三方销售渠道 贸易商 工贸一体等	品牌调性鲜明				自主备货、自有供应链	自主运营能力
VMI模式	供应商提供货品, 以销定结	工厂、贸易商、 工贸一体、电商、 档口等	自主上新				自主备货	有现货库存 备货深度满足销售需求

来源: SHEIN 招商公众号, SHEIN 云工厂公众号, 国金证券研究所

- SHEIN 品类拓展会围绕生活方式展开, 从服饰鞋帽、美妆逐渐扩展到家居等。2020 年 12 月, 美妆独立网站 SHEGLAM 上线, 2021 年初新增 Home&Pets 一级入口, 主营宠物相关产品。

图表 60: SHEIN 品类拓展围绕生活方式展开



来源: SHEIN 官网, 国金证券研究所

三、电商视角看独立站运营的基石——品牌力及数字化能力

3.1 渠道: “品牌出海”时代, 独立站和三方平台都可诞生优秀品牌

- 中国企业出海经历三个阶段, 由传统外贸向“品牌出海”转变。1990年至2010年为“出口”时代, 以“有吸引力的价格”为主要策略, 通过经销商和PC端电商销往全球; 2020年至2018年为移动出海时代, 消费行为向移动端转移, 软件类企业加入; 2019年至今为品牌出海时代, 头部品牌直面消费者, 渠道多元化, 深化本地化运营, 获取品牌溢价。

图表 61: 中国企业出海由传统外贸向“品牌出海”转变

	1990-2010 “出口”时代	2010-2018 “移动出海”时代	2019-至今 “品牌出海”时代
企业	服装、3C消费品、机械制造等传统外贸	手机、3C消费品、软件类企业	有供应链优势及数字化营销能力的企业
方式	全球各地经销商、Amazon、eBay、Alibaba	移动互联网	线上线下多元跨平台
策略	<ul style="list-style-type: none"> 有吸引力的产品定价策略 制造业优势突出 	<ul style="list-style-type: none"> 消费电子: 有吸引力的产品定价; 软件类: 填补市场需求 市场研究、用户洞察、素材创意、数据回收及分析能力全面提升 	<ul style="list-style-type: none"> 头部品牌: 彰显品牌溢价优势, 注重与消费者直接沟通、精细化运营 进一步深化业务合规和本地化运营

来源: ONESIGHT, 国金证券研究所

- 渠道选择并不是影响品牌力的核心要素, 独立站或三方平台都可诞生优质品牌。起步阶段, 亚马逊等第三方电商平台可以轻量化投入撬动更多流量, 获取配套的物流、营销支持数字化能力和沉淀的品牌通过独立站形式可获得更多经营自主性。

图表 62: 亚马逊核心优势与独立站核心优势对比



来源: 亿邦动力, 国金证券研究所

3.2 品牌力: 用户高认知+高粘性, 满足消费者核心需求

- 高品牌力是独立站可以突出重围的重要条件, Nike、H&M、ZARA、UNIQLO 等知名品牌在时尚服饰类独立站排名中均排名靓丽。SHEIN 网站表现来看属于第二梯队, 月均访问量和独立访客数均为头部品牌 Nike、H&M 的 80%左右水平。同属性平台包括英国 ASOS。SHEIN 用户停留时间长, 粘性高。

图表 63: 跨境电商时尚&服饰类网站表现

全球Fashion & Apparel类网站Top 10 (2020.07-2020.09)

网站名称及简介	月均访问量 (M)	月均独立访客 (M)	平均访问停留时间	移动端流量份额		移动端				PC端			
				移动端流量份额	PC端流量份额	平均访问停留时间	每次访问页面数	平均访问停留时间	每次访问页面数				
trendyol.com	152	40	6'12"	76.9%	23.1%	5'04"	6	9'59"	13				
nike.com	113	53	4'12"	66.0%	33.4%	3'06"	3	6'23"	9				
hm.com	102	49	5'52"	65.1%	34.9%	4'13"	5	8'58"	17				
macys.com	83	35	5'01"	62.7%	37.3%	3'37"	3	7'22"	9				
asos.com	77	33	6'19"	54.6%	45.4%	3'43"	4	9'26"	15				
shein.com	76	34	7'54"	56.5%	43.5%	4'57"	4	11'45"	13				
zara.com	75	29	7'02"	64.2%	35.8%	6'07"	12	8'40"	13				
gap.com	65	27	6'11"	69.9%	30.1%	5'12"	5	8'25"	12				
uniqlo.com	63	26	3'43"	70.3%	29.7%	2'27"	4	6'42"	21				
zozo.jp	44	9	7'12"	82.5%	17.5%	6'44"	8	9'22"	13				

跨境电商其他上市公司独立站表现 (2020.07-2020.09)

网站名称及简介	月均访问量 (M)	月均独立访客 (M)	平均访问停留时间	移动端流量份额	PC端流量份额	平均访问停留时间	每次访问页面数	平均访问停留时间	每次访问页面数
zaful.com	8	4	4'32"	65.80%	34.20%	2'46"	4	7'57"	10
rosegal.com	2	1	2'10"	74.80%	25.20%	0'56"	6	5'48"	9
gearbest.com	29	17	2'48"	61.30%	38.70%	2'09"	3	3'49"	4

来源: Similarweb, 国金证券研究所

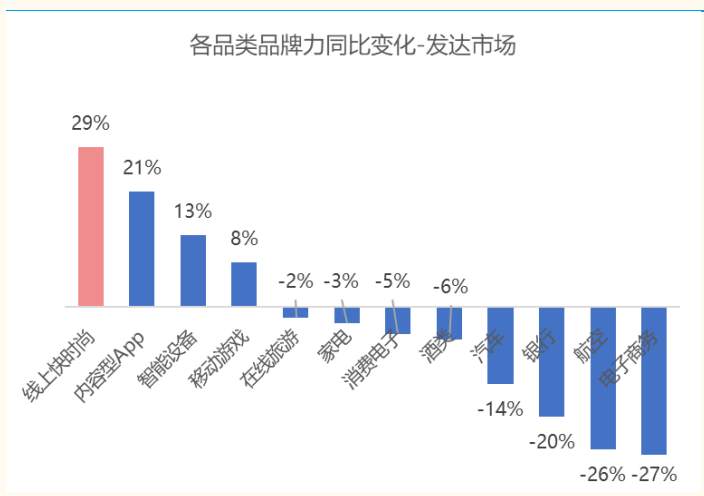
- 依据 Google 和凯度发布的中国全球化品牌榜单, SHEIN 在 2021 年排名第 11, 线上快时尚品牌力增长显著。

图表 64：中国全球化品牌



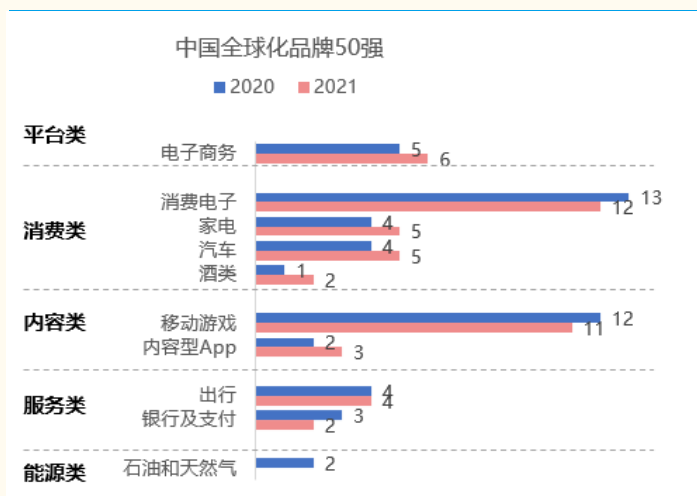
*2020-2021 年连续两年位列榜单前十定义为头部品牌，2021 年相比 2020 年排名上升定义为优势品牌，2021 年新上榜定义为潜力品牌
来源：凯度，Google，国金证券研究所

图表 65：线上快时尚品牌力同比变化明显提升



来源：凯度，Google，国金证券研究所

图表 66：中国全球化品牌 50 强

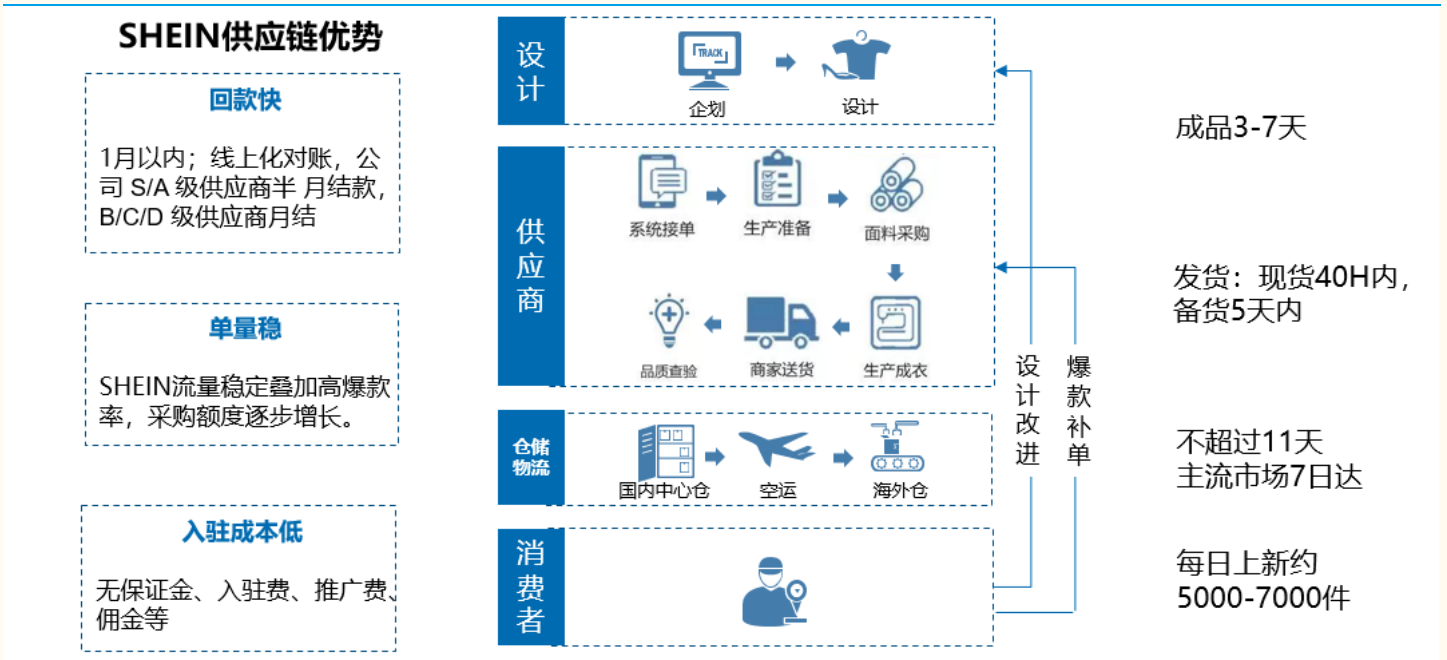


来源：凯度，Google，国金证券研究所

3.3 数字化能力：供应链管理及营销运营体现数字化水平

- 营销运营数字化：SHEIN 通过数据指导“设计—界面—用户触达”各个阶段，使得页面跳出率达到 39%，爆款率 50%，滞销率 10%。**具体做法包括①数据爬取时尚元素：设计上，在 FB、Google 等平台获得时尚元素指导设计及选品；运营上，将时尚元素充分运用，支持各区域本土化运营；品类上，以裙装作突破，同一版型上进行不同印花来实现款式数量的提升。②图片优化提升点击：数据分析哪类图片点击率、转化率高；招募图片优化师，依据要求优化图片。③社交媒体营销红利：电商流量逐渐从 Amazon 平台流量扶持，向以 Facebook 和 Instagram 为代表的社交媒体转移。社媒营销已成为美国 DTC 品牌获客的最主要渠道。
- 供应链数字化：SHEIN 通过与中小供应商建立高粘性高信任的合作实现供应链柔性。**SHEIN 与中小供应商建立高粘性高信任的合作，全部供应商统一使用 MES 供应链管理系统。2015 年供应链中心自南京迁至广州番禺，劳动密集型企业遍布，快时尚生产要素俱全（面料辅料、车床厂、水洗加工等）。番禺南村镇是电商聚集区，多做服饰代工，较少自主品牌。番禺一带 300-400 家制衣厂是 SHEIN 核心供应商。

图表 67: SHEIN 供应链小单快反能力



来源：SHEIN 招商公众号，国金证券研究所

- **供应链数字化：阿里犀牛智造，按需定制服务中小企业，100 件起订，最快七天交付。**阿里旗下犀牛智造，通过需求大脑，将服饰行业传统“以产定销”的模式转变为“以需定销”，减轻企业库存压力和现金流压力；3D 仿真设计替代试制打样环节，智能调度解决流水线拥堵问题，产能自动分配到多余的工位。该做法面临的产线改造成本、仿真试制的表达效果有待进一步验证。

图表 68: 阿里犀牛智造供应链快反能力



来源：国金证券研究所

- **阿里跨境电商上布局 AllyLikes: 数据积累具备, 供应链及流量有待积累。** 弥补阿里跨境电商布局的空缺, 切入快时尚出海赛道, AllyLikes 作为快时尚独立站, 平台产品适度更广, 覆盖面更大, 不只局限于“性价比”。独立站主营服装配饰, 阿里有能力对数据及供应链赋能。阿里电商数据积累充分, 天猫新品打造路径成功提升新品首发成功率从 10%至 60%; 犀牛智造具备服饰小单快反能力, 柔性供应链有能力提供支持。品牌力及私域流量还待提升。AllyLikes 截至目前运行数月, 在下载排名上与头部玩家比仍有待提升

图表 69: 阿里跨境电商布局



来源: 36Kr, 国金证券研究所

图表 70: Allylikes 与 SHEIN 在各国购物类 app 下载量最高排名

	各国最高下载排名 (购物类)			
	Allylikes iOS	Allylikes Google	SHEIN iOS	SHEIN Google
美国			1	1
加拿大	265	519	1	1
墨西哥			1	1
英国	209	226	1	1
德国	228	365	1	1
法国	226	276	1	1
意大利	173	585	1	1
西班牙	168	195	1	1

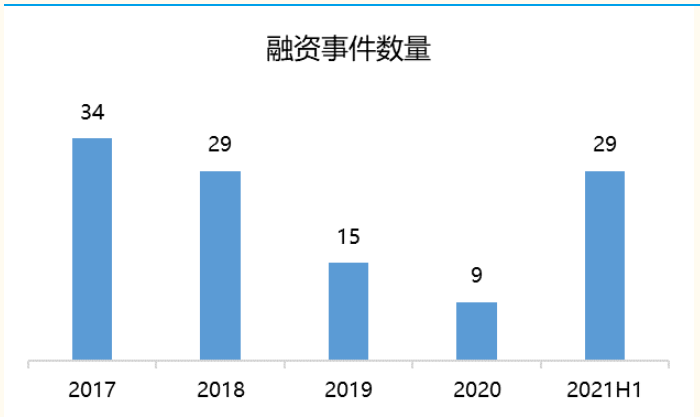
来源: App Annie, 国金证券研究所

四、附录

4.1 跨境电商领域融资情况

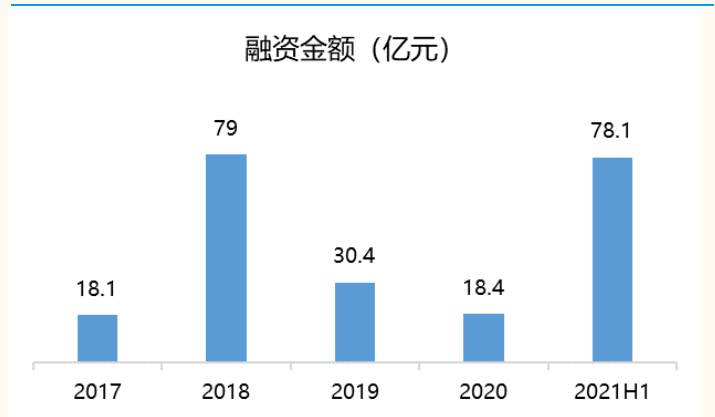
- 2021 年上半年, 跨境电商融资事件数 29 起, 总金额 78.1 亿元。跨境电商服务商成为投资热点, 在 TOP10 融资事件中, 有 6 起融资为服务商融资, 且多处于 B 轮之前。

图表 71: 跨境电商融资事件数量



来源: 网经社, 国金证券研究所

图表 72: 跨境电商融资金额



来源: 网经社, 国金证券研究所

图表 73: 2021 年上半年 TOP10 融资事件

公司名称	所属板块	融资金额	融资轮次	投资方
行云集团	进口电商	6亿美元	C+	泰康保险、云锋基金、嘉实投资等
全量全速	出口电商	1亿美元	A	今日资本、山行资本、IDG等
空中云汇	跨境服务商	1亿美元	D++	Greenoaks、Grok Ventures等
爱客科技	跨境服务商	6600万美元	B	Tiger Global、高瓴资本等
细刻	出口电商	5000万美元	B	星纳赫资本、腾讯投资
易仓科技	跨境服务商	4000万美元	B	eWTP、五月资本、创世伙伴等
领星	跨境服务商	2亿人民币	B	老虎基金、源码资本、钟鼎资本等
马帮	跨境服务商	1.5亿人民币	A+	华映微盟基金
店小秘	跨境服务商	1.5亿人民币	B	GGV纪源资本、鼎晖资本、昆仑资本
SHOPSHOPS	进口电商	1500万美元	B	LightShed Ventures等

来源: 网经社, 国金证券研究所

4.2 SHEIN 融资情况及股权架构

- 2020 年 SHEIN 完成 E 轮融资, 估值已超 150 亿美元。SHEIN 领添科技创办于 2012 年, 成立后一年便获得知名 VC 集富亚洲的 500 万元 A 轮融资。此后, 受益于海外市场的业务拓展与知名度提升, 公司连续 8 年实现 100% 以上的营收增长, 受到包括 IDG 资本、红杉中国、顺为资本等知名投资机构的青睐, 迅速完成多轮融资, 估值也随之大幅增长。据亿邦动力消息, 2020 年 8 月 SHEIN 已完成数亿美元的 E 轮融资, 投资方未作披露, 但投后估值已超 150 亿美元, 较 2019 年 D 轮融资后估值增长 3 倍以上。

图表 74: SHEIN 融资情况

融资时间	融资轮次	融资金额	估值	领投机构
2013.09.04	A 轮	500 万美元	2500 万美元	集富亚洲
2015.06.05	B 轮	3 亿人民币	15 亿人民币	IDG 资本、景林投资
2016.06.21	股权融资			嘉远资本
2018.07.03	C 轮	数亿美元	25 亿美元	红杉中国、顺为资本
2019.05.01	D 轮	5 亿美元	50 亿美元+	红杉中国、Tiger Global、IDG
2020.08.04	E 轮	数亿美元	150 亿美元+	未透露

来源: 国金证券研究所

- SHEIN 创始人实际控制+机构分散持股。创始人持股比例超 40%，SHEIN 股权结构较为稳定。据天眼查数据，SHEIN 母公司大股东为南京领添投资合伙企业，持股比例约 72.35%，其他投资机构持股比例则在 1.9%-7.5% 之间不等，占比相对较低。公司创始人许仰天通过南京领添投资合伙企业与南京英赛投资合伙企业合计间接持股约 45.9%，为公司的实际控制人，其他四位公司高管则合计间接持股 33.6%。目前公司创始人与高管持股比例相对较高，股权结构稳定性强。

图表 75: SHEIN 股权架构



来源：天眼查，国金证券研究所

4.3 跨境贸易政策

- 利好政策主要体现在税收、监管、产权保护、人才支撑等方面，推动跨境电商综合试验区内培育出优秀的自主品牌，在“两平台”“六体系”下做大做强

图表 76: 跨境贸易政策梳理

政策名称	发布机构	发布时间	内容提炼
《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	国务院办公厅	2021年7月2日	在全国适用 跨境电商B2B直接出口、跨境电商出口海外仓 监管模式，便利跨境电商进出口退换货管理。引导企业用好 跨境电商零售出口增值税、消费税免税政策和所得税核定征收办法 。研究制定跨境电商知识产权保护指南，引导跨境电商平台 防范知识产权风险 。进一步完善跨境电商“两平台”“六体系”，鼓励跨境电商平台、经营者、配套服务商等各类主体做大做强， 加快自主品牌培育 。
国务院常务会议	国务院	2021年6月22日	完善跨境电商发展支持政策， 扩大跨境电商综合试验区试点范围 ，便利跨境电商进出口退换货管理，制定 跨境电商知识产权保护指南 ，防范假冒伪劣商品；鼓励企业参与海外仓建设， 提高海外仓数字化、智能化水平 ，促进中小微企业借船出海， 带动国内品牌、双创产品拓展国际市场空间 。
《关于支持贸易新业态发展的通知》	国家外汇管理局	2020年5月20日	从事跨境电商的企业可将出口货物在境外发生的仓储、物流、税收等费用与出口货款 轧差结算 。境内国际快递企业、物流企业、跨境电商平台企业，可为客户 代垫 与跨境电商相关的境外仓储、物流、税收等费用，代垫期限原则上不得超过12个月。从事跨境电商的境内个人，可通过 个人外汇账户办理跨境电商外汇结算 。境内个人办理跨境电商项下结售汇，提供有交易额的证明材料或交易电子信息的， 不占用个人年度便利化额度 。
国务院常务会议	国务院	2020年4月7日	在已设立59个跨境电商综合试验区基础上， 再新设46个跨境电商综合试验区 。推广促进跨境电商发展的有效做法，同时实行对综试区内跨境电商零售出口货物 税收优惠政策 ，支持企业 共建共享海外仓 。
《关于全面推广跨境电商出口商品退货监管措施有关事宜的公告》	海关总署	2020年3月27日	全面推广跨境电商出口商品 退货监管措施 ，帮助企业积极应对新冠肺炎疫情影响，推动跨境电商出口业务健康快速发展。符合条件的退货企业可向海关申请开展跨境电商零售出口、跨境电商特殊区域出口、跨境电商出口海外仓商品的退货业务。
《关于跨境电商综合试验区零售出口企业所得税核定征收有关问题的公告》	国家税务总局	2019年10月26日	对综试区内符合条件的跨境电商企业试行 核定征收企业所得税办法 ；综试区内符合条件的小微企业可享受 免税优惠政策 。
国务院常务会议	国务院	2019年10月23日	增设跨境电商综合试验区 ；探索支持市场采购贸易试点、外贸综合服务企业发展新举措；加快 保税维修再制造 先行先试； 扩大贸易外汇收支便利化试点 ，简化小微跨境电商办理有关资金收付手续；优化货物贸易外汇业务报告方式；允许承包工程企业境外资金集中管理。
国务院常务会议	国务院	2019年7月3日	扩大跨境电商综合试验区试点城市 ；对跨境电商综合试验区电商零售出口，落实“ 无票免税 ”政策。完善跨境电商统计体系；鼓励引导跨境电商搭建平台， 加强知识产权维权 ；支持增设跨境电商专业， 强化人才支撑 ；完善包容审慎监管，严厉打击假冒伪劣， 依法保护跨境电商权益 。
《关于跨境电商零售进出口商品有关监管事宜的公告》	海关总署	2018年12月10日	跨境电商零售商品出口时，跨境电商企业或其代理人应提交 《申报清单》 ，采取“ 清单核放、汇总申报 ”方式办理报关手续；跨境电商综合试验区内符合条件的跨境电商零售商品出口，可采取“ 清单核放、汇总统计 ”方式办理报关手续。
《关于复制推广跨境电商综合试验区探索形成的成熟经验做法的函》	商务部等14个部门	2017年10月26日	向全国推广线上综合服务和线下产业园区“ 两平台 ”及信息共享、金融服务、智能物流、电商诚信、统计监测、风险防控等监管和服务“ 六体系 ”。

来源：国金证券研究所

五、风险提示

- 原材料成本上涨

- 流量成本上行
- 国际贸易政策发生变化
- 供应链整合不及预期
- 疫情反复导致物流履约成本上涨
- 服装类海外电商渗透率不及预期

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402