



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

跨境电商专题：柳暗花明，乘风破浪

2023 年 9 月 4 日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业报告

行业名称 纺织服装行业

投资评级 看好

上次评级 看好

汲肖飞 纺服行业首席分析师
执业编号: S1500520080003
邮箱: jixiaofei@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

跨境电商专题：柳暗花明，乘风破浪

2023年9月4日

本期内容提要：

- **短期，跨境行业拐点已至，有望逐步回暖。**2021-22年亚马逊封号事件，海运费暴涨，叠加22年海外高通胀持续，消费需求和购买力下降，跨境卖家纷纷低价促销，行业进入“内卷”生态，中小企业面临关店倒闭、大型企业盈利受损，行业基本完成一轮洗牌。22H2以来伴随海运费逐步回落、23年以来通胀降温，跨境电商行业低谷已过，有望迎来稳步恢复。
- **长期，海外电商渗透率提升、供应链和产品力优势显著，看好国内跨境卖家远期成长。**一方面对标中国市场，海外电商渗透率仍有较大提升空间，2022年全球跨境电商渗透率为20.40%，较中国相差25.02PCT，其中渗透率较高的美国为26.26%，而以东南亚、拉美、非洲、中东等地区为代表的新兴市场2022年渗透率不足10%，未来有较大提升空间。另一方面，中国跨境卖家具有较强的供应链优势，规模化、配套性以及综合效能等优势强化将持续巩固中国作为全球供应链区域中心的核心地位。此外近年来数字工具逐步成熟，逐步应用于生产、采购、交易、支付、物流、仓储、营销等环节，为跨境卖家增收降费赋能。
- **格局：未来跨境电商市场份额或将进一步向头部卖家集中，强者恒强。**在跨境电商行业发展红利期，部分卖家凭借广泛铺货模式，规模快速扩张。如今行业粗犷扩张阶段已去，对于卖家精细化运营能力要求不断提高，优质的产品和服务以及灵活的供应链成为卖家的制胜关键，而数字化为精细化运营的基础。头部卖家能够在早期专注于自身核心能力的培育，持续提高智能化水平，并应用于选品、管理、广告投放、品牌运营等环节，建立竞争优势并持续强化，取得长期成长优势。
- **重点标的：1）华凯易佰：泛品类跨境电商龙头，数字化优势驱动多元成长。**公司为跨境电商泛品销售龙头，多年运营建立铺货模式壁垒，泛品业务作为成长基本盘稳健发展，近年来不断拓展sku及新业务，业绩增长稳定，我们预计23-24年净利润为3.98/5.11亿元，同增84.2%/28.2%，2023E估值为17.7倍，考虑到未来行业景气度高、公司成长空间大、业绩增速有望保持较高水平，重点推荐。2）赛维时代：信息流闭环助力精细化发展。赛维时代为跨境电商行业服装销售龙头，基于高效精细化的供应链、品牌孵化能力，纵向强化优势类目、横向复制经验于尚未形成稳定格局的细分品类，实现单品类纵向加深、新品类横向拓展，打开成长空间，我们预计23-24年净利润为4.47/6.14亿元，同增141.3%/37.4%，2023E估值为38.5倍，可重点关注。
- **风险因素：**全球经济增速显著下滑、行业竞争加剧、海运费上涨等。

目 录

第一章：行业生态介绍	5
卖家篇：跨境卖家分精品、铺货、精铺模式，物流成本占比高	6
平台篇：第三方平台相对成熟，独立站模式成长迅速	9
物流篇：海外仓模式成本低时效快，规模快速扩大	11
第二章：为什么看好跨境电商发展	13
短期成长：跨境行业拐点已至，越过山丘逐步回暖	13
长期成长：渗透率提升、供应链产品力优势显著，看好跨境卖家远期成长	14
格局优化：份额进一步向头部卖家集中，强者恒强	17
第三章：重点标的	20
华凯易佰：泛品类跨境电商龙头，数字化优势驱动多元成长	20
赛维时代：推进服装品牌化战略，信息流闭环助力精细化发展	24

表目录

表 1：公司分业务收入、毛利率拆分	24
表 2：公司分业务收入、毛利率拆分	27

图目录

图 1：中国外贸市场体量规模及增速	5
图 2：中国 B2C 出口跨境电商市场规模	5
图 3：跨境电商分类	5
图 4：产业链示意图	5
图 5：中国跨境进出口交易规模及增速	6
图 6：中国跨境电商 B2C 交易规模及增速	6
图 7：物流成本占比情况	7
图 8：其他核心成本结构拆分	7
图 9：主要跨境公司营业成本结构	7
图 10：主要跨境公司费用率情况	7
图 11：出库 B2C 跨境电商生态情况	8
图 12：跨境电商主要集团情况对比	9
图 13：国内主要跨境电商卖家毛利率（虚线为精品）	9
图 14：国内主要跨境电商卖家销售费用率（虚线为精品）	9
图 15：国内主要跨境电商卖家研发费用率（虚线为精品）	9
图 16：国内主要跨境电商卖家存货周转率（虚线为精品）	9
图 17：2022 年中国 B2C 商家各平台出口 GMV（亿美元）	10
图 18：2022 年中国 B2C 商家各平台目标市场及优势	10
图 19：亚马逊“飞轮模式”示意图	10
图 20：亚马逊商业模式概况	10
图 21：第三方和独立站模式对比	11
图 22：第三方和独立站近年来交易规模的变化	11
图 23：跨境出口物流的两种模式对比	11
图 24：跨境物流主要商业模式对比	12
图 25：2022 跨境出口物流的两种模式规模占比（%）	12
图 26：2022 直邮物流方式规模占比情况（%）	12
图 27：亚马逊封号潮跨境企业损失惨重	13
图 28：近年来中国出口集装箱运价指数	13
图 29：美国通胀率	14
图 30：美国消费信心	14
图 31：全球电商渗透率	15
图 32：中国电商渗透率和其他国家、地区对比	15
图 33：中国和其他国家制造业增加值对比（十亿美元）	15
图 34：中国与其他主要国家工业制成品出口全球占比变化	15
图 35：2022 年全球集装箱吞吐量前十名港口	16
图 36：中欧班列近年开行列数	16
图 37：不同国家“灯塔工厂”数量统计	16
图 38：数字技术驱动跨境电商创新	17
图 39：跨境通华鼎有棵树收入及增速（百万元）	17
图 40：跨境通华鼎有棵树利润总额及增速（百万元）	17
图 41：跨境通华鼎有棵树存货及其占库存比例（百万元）	18

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 3

图 42: 跨境通华鼎有棵树经营性现金流净额 (百万元)	18
图 43: 华凯易佰主要业务规模占比情况	20
图 44: 华凯易佰 2018-2023Q1 收入情况 (亿元)	20
图 45: 华凯易佰 2018-2023Q1 利润情况 (亿元)	20
图 46: 2019-2022 易佰网络分平台销售收入 (%)	21
图 47: 2019-2020 易佰网络分地区销售收入 (%)	21
图 48: 2022 年跨境业务各品类收入占比 (%)	21
图 49: 代表产品示意图	21
图 50: 华凯易佰智能应用系统模块	22
图 51: 2022 电商市场零售额预计增长率 (%)	23
图 52: 近年来公司营业收入增长情况 (亿元)	24
图 53: 公司分平台收入增长情况 (亿元)	24
图 54: 公司分品类收入增长情况 (亿元)	25
图 55: 公司分平台营业收入 (亿元)	25
图 56: 公司具有全链路数字化能力	25
图 57: 2020-2022 仓储物流入库出库时效情况 (h)	26
图 58: 国内仓与海外仓订单处理能力 (万单)	26

第一章：行业生态介绍

我们长期看好跨境电商行业及头部卖家未来发展，一方面 2020 年疫情加速海外消费者线上消费习惯的培养，尽管如此当前全球主要国家电商渗透率较中国仍有一定差距，未来提升空间较大。另一方面，以大数据、云计算、人工智能、5G 为代表的数字技术逐步渗透到跨境电商各个环节，为平台及卖家的发展带来新动能。此外国内供应链具有较强的规模性、配套性，以及综合效能等优势，中国跨境卖家依靠国内强大的供应链体系，能够不断强化产品品质、运营成本、响应速度、库存调节等竞争优势。

大型厂商供应链能力持续建设，跨境电商服务生态持续完善，行业快速发展。

1995-2015 年，B2B 跨境电商探索发展。早期受市场和政策驱动，传统对外贸易快速增长。B2B 类型的跨境电商平台开始出现，线上主要提供商品相关信息展示，交易仍以线下为主。随后跨境电商不断强化在线交易功能，逐步实现支付、物流等环节电子化。

2016-2019 年，B2C 跨境电商快速扩张。在此阶段政策配套和基础设施配套逐步完善，营销、交易、支付、物流等诸多功能相继整合。B2C 跨境电商崛起，卖家规模、交易规模快速扩张，2017-21 年跨境电商行业交易规模 CAGR 高达 16.2%。

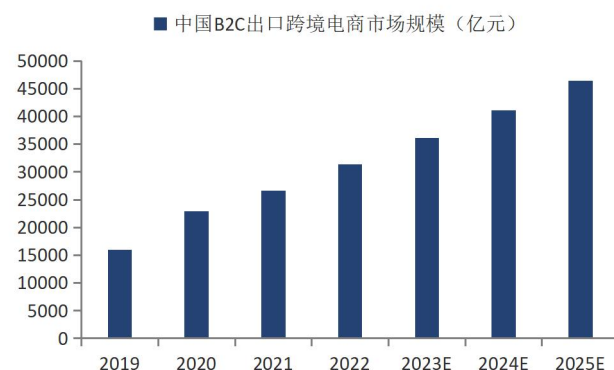
2020-2022 年，跨境电商爆发式增长。2020 年疫情催化全球消费者习惯发生改变，线上购物需求增加。期间全球贸易政策不确定性增加，亚马逊掀起“封号潮”，跨境电商商家开始加速构筑品牌、渠道、供应链、营销等方面优势，以应对宏观环境、平台限制等风险挑战。部分 B2C 跨境电商逆势崛起，SHEIN、TEMU、速卖通等平台发展壮大。

图 1：中国外贸市场体量规模及增速



资料来源：商务部《中国对外贸易形势报告》，信达证券研发中心

图 2：中国 B2C 出口跨境电商市场规模

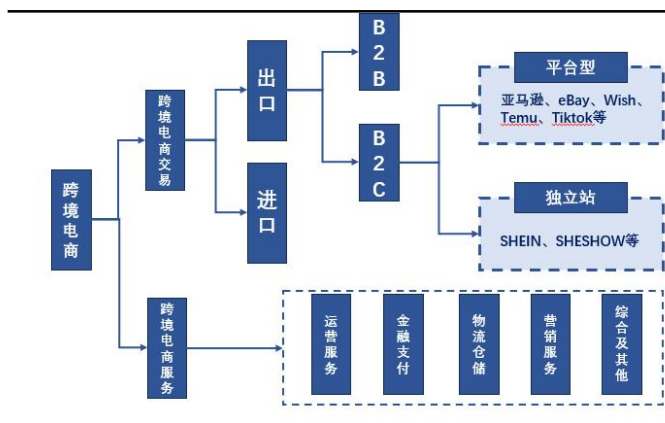


资料来源：中商情报网，信达证券研发中心

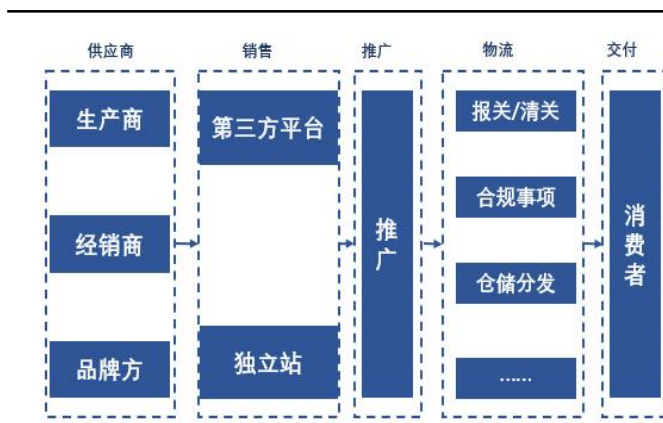
跨境电商即分属于不同关境的交易主体，借助计算机网络达成交易、进行支付的结算，并通过跨境物流将商品送达消费者手中的交易过程。根据货物流向，跨境电商可分为出口跨境电商和进口跨境电商；根据交易主体属性，跨境电商主要分为 B2B、B2C 两类；根据运营模式，跨境电商可分为第三方平台和独立站。跨境电商基础流程可分为采购、销售、推广、物流和交付等环节。

图 3：跨境电商分类

图 4：产业链示意图



资料来源：新浪看点，中商情报网，信达证券研发中心



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

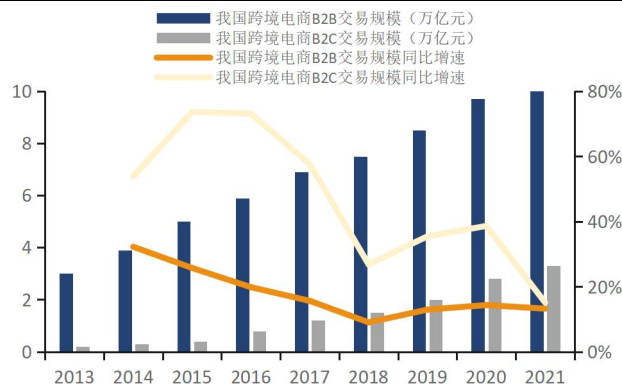
中国跨境电商 B2B 交易规模占比较高，而 B2C 模式增速较快。2021 年中国跨境电商 B2C 交易规模达 3.3 万亿元，占比为 23%，较 2013 年提升 17.8PCT。2013-21 年 B2C 交易规模 CAGR 达 45.4%，远高于 B2B 模式。从中国跨境电商进出口结构看，出口占比较高。2021 年中国出口跨境电商交易规模为 11 万亿元，同增 13.6%。

图 5：中国跨境进出口交易规模及增速



资料来源：36 氪，信达证券研发中心

图 6：中国跨境电商 B2C 交易规模及增速



资料来源：36 氪，信达证券研发中心

卖家篇：跨境卖家分精品、铺货、精铺模式，物流成本占比高

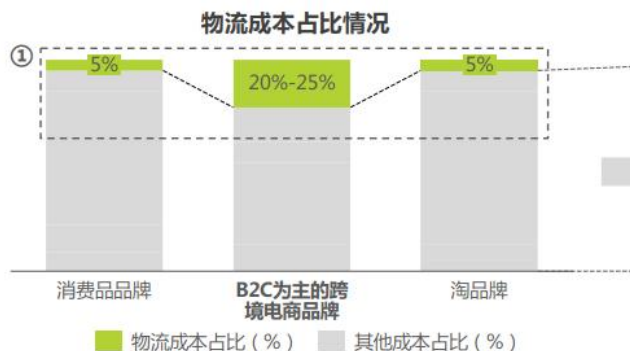
跨境卖家当前以品牌商、经销商、中小型制造企业为主。品牌商核心竞争力在于产品设计，经销商主要掌握店铺运营能力，外贸工厂对于生产流程的把握更为精准。1) 中小型制造企业依托于国内制造业红利快速成长，基于多年为品牌商代工的生产制造经验，积累较强的设计、研发、制造优势。但由于近年来生产成本的上涨，行业同质化竞争的加剧，导致代工的利润空间不断压缩，利润率走低。因此大量的中小型制造企业开始建设自身品牌、增加外贸渠道，实现从对 B 端到 C 端的转型，减少中间环节，提升跨境商品利润率。2) 品牌商通常采用自主设计、外包生产模式，并且对设计、生产、客户运营等环节进行一体化管理。其中部分品牌注重产品品质、产品口碑，依托供应链优势，打造高性价比产品，以销量驱动收入增长；部分新消费品牌则在国内市场的基础之上，通过出海方式打造第二增长曲线。3) 经销商早期主要以第三方平台渠道为主，参与店铺运营环节，采用铺货、一键代发等方式，逐步转型品牌孵化，注重提升货品周转率以提升销量获得增长。

跨境电商卖家与国内的消费品和电商公司的成本结构差异较大，跨境电商物流成本占比大于以国内业务为主的企业。以 B2C 为主的跨境电商品牌，物流成本占比接近成本的 20-25%，高于国内消费品品牌、淘品牌的 5% 的水平。此外平台佣金、营销及人员等方面的支出同样挤压产品成本占比。剔除物流成本，跨境电商品牌的平台佣金及广告营销占比约

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

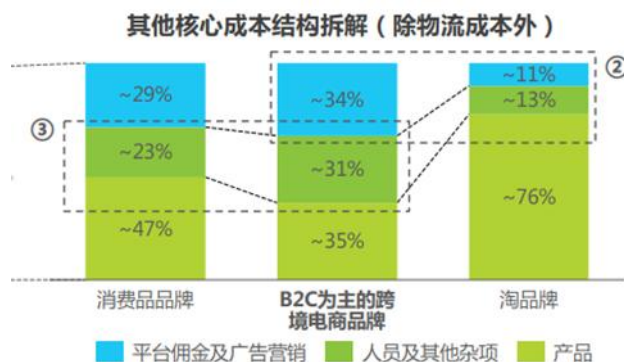
占 34%，高于国内消费品品牌的 29%、淘品牌的 11%；人员等其他杂项占比亦大幅高于消费品、淘品牌。

图 7：物流成本占比情况



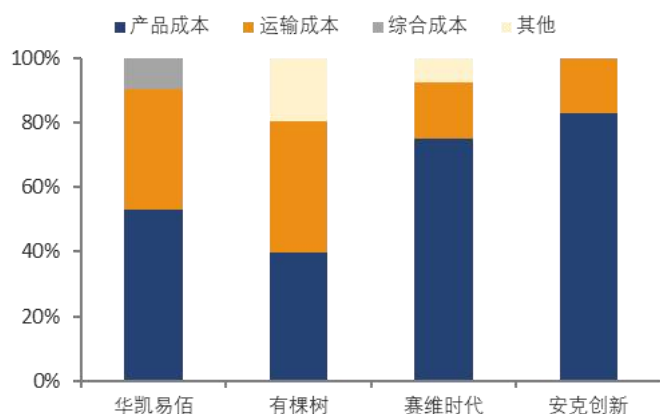
资料来源：199it, 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 8：其他核心成本结构拆分



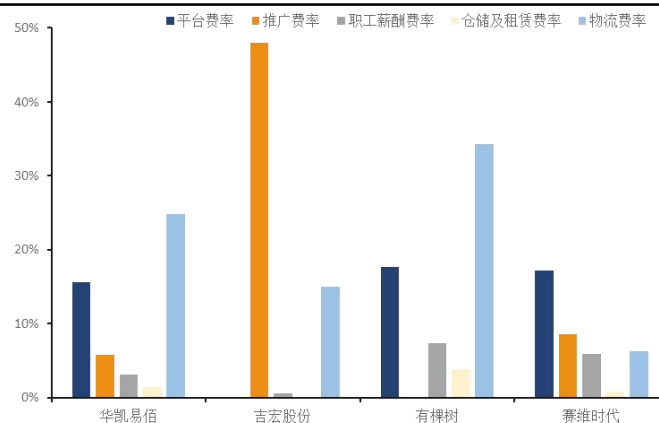
资料来源：199it, 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 9：主要跨境公司营业成本结构



资料来源：ifind, 信达证券研发中心

图 10：主要跨境公司费用率情况



资料来源：ifind, 信达证券研发中心

第三方平台卖家主要经营模式包含精品、铺货、精铺三类。

铺货模式卖家也即泛品类卖家，SKU 数量较多，通常为万级。卖家通过多店铺上架产品 listing，具有产品数量庞大、广撒网的特点。泛品卖家 SKU 数量庞大，单个产品出单量较低的现象较为普遍，且卖家不追求复购率。对于泛品类卖家而言，一方面店铺产品较为宽泛，没有固定风格，较难培养固定客户群；另一方面 SKU 数量庞杂，依赖人工难以完成商品运营管理，因此需要应用较为强大的 ERP 系统辅助产品管理。此外铺货型卖家更为依赖供应链，需要对供应商做精细化管理，确保能够追踪溯源到每件产品的工厂，以合理管控产品生产、备货周期。

精品运营模式之下，店铺的产品通常为同一品类，且 SKU 数量相对较少。卖家需要有较强的选品、运营能力，首先在消费者偏好、市场需求、供应链资源等方面比铺货型卖家更为慎重，对于产品 listing、产品标题、产品描述、产品图片均需要精心设计。精品卖家在前期运营过程中需要投入大量的资金，用于提前备货、店铺宣传、营销推广等，以打造高人气爆品，单个爆品出单量较高。

精铺模式介于铺货、精品模式之间，卖家广泛铺货但有一定选品策略，大批量上传产品，但上传的产品几乎为同一类目，并在该类目之下筛选出符合市场需求的产品。在产品运营

环节，卖家按照接近精品的标准制作 listing，并少量投放广告，将销售表现优异的产品筛选出来，按照精品的运营方式管理。

图 11：出库 B2C 跨境电商生态情况

跨境电商卖家	品类特征	商业模式	渠道
站群/店铺群	泛品，多个SKU，低质量标准化小的商品	- 以店铺模式充分捕捉平台随机分发的流量 - 早期缺乏对供应链的把控，以铺货和一键代发为主，但后期通过把控设计提升性能	第三方平台为主
品牌卖家	泛品，多个SKU，低质量标准化小的商品	- 以店铺运营为核心能力 - 同样缺乏对产品供应链把控，以铺货和一键代发为主但逐渐向精铺转型	第三方平台为主
	聚焦单一品有品牌类溢价的中高货值产品	品牌商逻辑，把控设计等核心环节提高产品力，外包生产	第三方平台为主，开始拓展独立站

资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

以下将从毛利率、期间费用率、存货周转率来对比国内主要跨境电商卖家的差异：

毛利率表现方面：如下跨境电商公司主营产品品类不同，因此多数财务指标不具有可比性。但赛维时代、安克创新主要以自有品牌的精品产品为主，属于品牌型卖家，产品享有一定的品牌溢价，因此毛利率整体高于泛品为主的卖家。

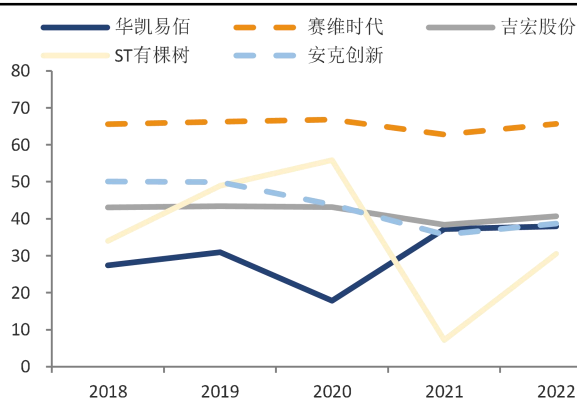
期间费用率方面：两精品型卖家赛维时代、安克创新主营品类不同，赛维时代以服装为主赛道，安克创新主要从事消费电子产品的自主研发、设计和销售，注重自研和产品力，研发费用率基本保持在 6% 以上，而赛维时代近年来持续推进“品牌化”策略，运营侧重于品牌类商品的孵化，2022 年品牌类商品销售占比达 97.36%，较 2020 年提升 15.78PCT，近年来赛维时代的销售费用率基本保持在 50% 以上，显著高于同行可比公司。

存货周转方面：吉宏股份库存周转显著高于同行主要由于其基于以数据指引的选品策略和订单导向的业务模式，多采用邮政小包发货模式，无需在海外仓备货，在接收到用户订单后，在 1688 平台下单采购或向线下合作工厂下单完成货品采购，因此保持较高的库存周转效率。除此之外精品模式跨境电商运营效率整体高于泛品卖家，主要系精品卖家核心 SKU 数量通常为上百个，而泛品卖家 SKU 数量通常为上万个，商品库存量较大，周转相对更慢。

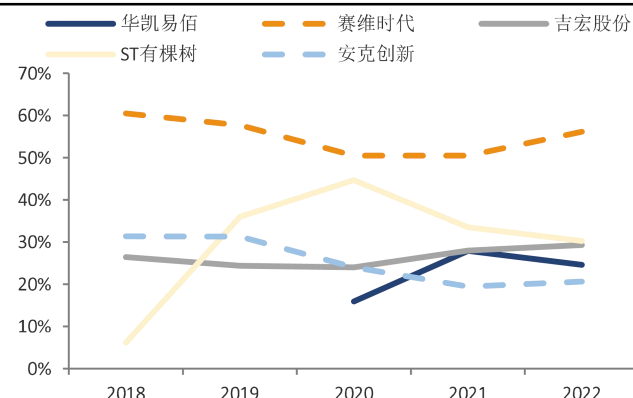
图 12：跨境电商主要集团情况对比

集团名称	商业模式	主要平台	主营产品类	主要市场
安克创新	精品	亚马逊等第三方平台 独立站	消费电子产品	欧美
有棵树	泛品	亚马逊、速卖通等第三方平台	消费电子、 生活用品、家具用品 体育用品、建材、玩具	欧美 东南亚
华凯易佰	泛品	亚马逊、eBay、速卖通、Walmart等 第三方平台	汽车摩托车配件、工商业用品 健康美容、户外运动 3C电子产品 家居园艺	欧美
赛维时代	精品	亚马逊、eBay 等第三方平台 独立站	服装 百货家居 运动娱乐 数码汽摩	北美
吉宏股份	泛品	亚马逊、乐天等第三方平台 独立站	衣帽鞋服 防晒用品 宠物赛道	东南亚

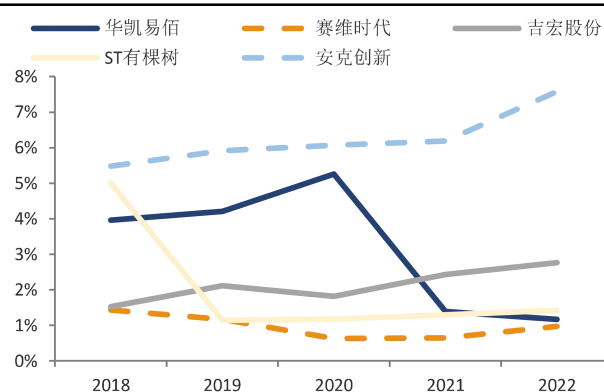
资料来源：安克创新公司公告，有棵树公司公告，华凯易佰公司公告，赛维时代公司公告，吉宏股份公司公告，信达证券研发中心

图 13：国内主要跨境电商卖家毛利率（虚线为精品）


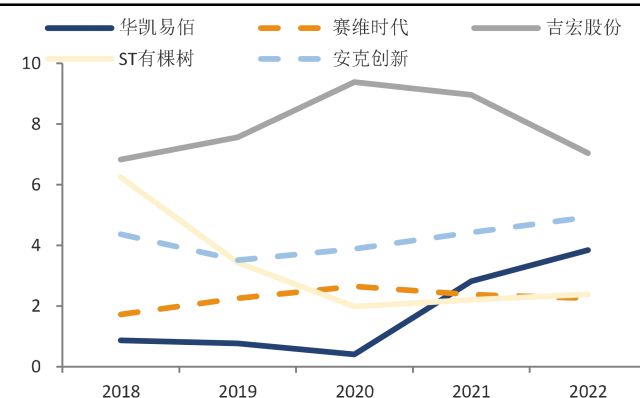
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 14：国内主要跨境电商卖家销售费用率（虚线为精品）


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 15：国内主要跨境电商卖家研发费用率（虚线为精品）


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 16：国内主要跨境电商卖家存货周转率（虚线为精品）


资料来源：wind，信达证券研发中心

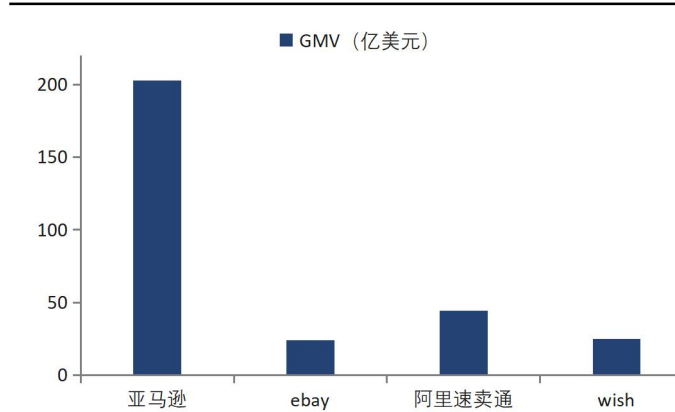
平台篇：第三方平台相对成熟，独立站模式成长迅速

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

第三方平台和独立站是 B2C 出口电商的两种最主要方式，前者相对更加成熟。

亚马逊平台领先优势显著，新型平台差异化布局规模渐显。亚马逊为 B2C 出口最热门第三方平台，亚马逊重视消费者体验，凭借优质服务和高性价比产品，保持较强的客户、商家吸引力，形成自身增长飞轮。同时亚马逊平台逐步完善会员体系、物流运输体系，以及云计算服务，助力平台业务稳健发展。2022 年中国商家在亚马逊平台出口 GMV 达 2010 亿美元，超过其他跨境电商平台交易额。此外 Shopee 深耕电商渗透率较低、产业结构单一的东南亚市场，以构建平台社交功能提升用户粘性；Wish 平台面向欧美市场中低收入群体，提供高性价比产品，利用社交平台精准营销；TikTok、Shein 等开放第三方卖家平台，促进跨境平台多元化发展。

图 17：2022 年中国 B2C 商家各平台出口 GMV（亿美元）



资料来源：信息化观察网，北大纵横，信达证券研发中心

图 18：2022 年中国 B2C 商家各平台目标市场及优势

平台	目标市场	核心优势
wish	欧美低收入人群	- B端：低入驻门槛 - C端：精准算法推荐
阿里速卖通	全球市场，深耕俄、西、法市场	依托阿里底层技术优势及数据资源积累提供一站式服务
Ebay	全球市场	- 多层架构有效分离业务逻辑和数据处理，确保系统的高可靠性 - 定价方式多样 - 开店门槛较低
亚马逊	全球市场	- 庞大的优质C端流量 - 以云存储、数据分析等底层技术为基础的强大增值服务

资料来源：199it，36 氪，信达证券研发中心

亚马逊平台之所以快速成长为头部平台，得益于其以客户体验为导向的运营理念。

1) 亚马逊式“飞轮效应”，以客户体验为出发，形成正反馈。亚马逊平台通过 Prime 会员服务等服务，在不断致力于用户体验的提升时，流量会在口碑的带动下自然增长，因此吸引更多第三方卖家入驻平台，因此平台议价能力随之增强，从而降低平台自营业务采购成本，让利于消费者，增强老会员粘性的同时引入新会员。在自营的比价效应之下，第三方卖家被动选择削减成本、提高服务能力和产品品质。

2) 此外亚马逊平台采用“重推荐，轻广告；重展示，轻客服；重产品，轻店铺；重客户，轻卖家”的运营理念。“重推荐，轻广告”即出于对用户拒绝广告的心理的理解，消费者在搜索某产品时，每个搜索页面，仅六个广告位。但平台会推荐相同或相关产品供参考，以带给消费者更多选择，提升用户体验，触发购买行为。“重展示，轻客服”即亚马逊平台没有即时在线客服，而是注重产品展示催促订单，倒逼卖家的产品页面信息丰富完整，以鼓励买家自主购物、简化交易流程、降低买卖双方沟通成本。“重产品，轻店铺”即不同于 eBay 等其他跨境电商平台的以核心店铺为中心的运营模式，亚马逊平台将店铺放在次要位置，侧重高品质 Listing 的展示。当产品页面的图片精美、价格核实、订单转化率高、平台能够实时根据订单调整 Listing 的排名，形成正向循环，因此部分买家重视打造爆品。“重客户，轻卖家”即平台关注客户体验，通过卖家反馈（Feedback）和商品评论（Review）两种评价体系，来影响卖家排名及产品的销量和转化率，星级评价较低的卖家将丧失曝光和流量，甚至被移除销售权限，也反向使得客户建立对平台的信任和忠诚度。

图 19：亚马逊“飞轮模式”示意图

图 20：亚马逊商业模式概况



资料来源: MoonSees, 信达证券研发中心



资料来源: Maskfog, 信达证券研发中心

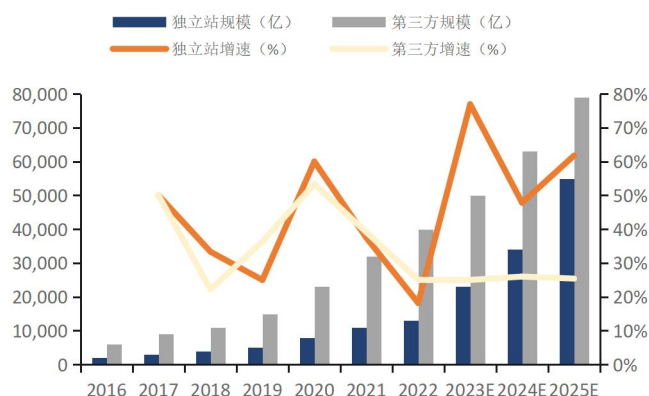
独立站模式利于商家品牌力提升, 在行业变化之下更为灵活。独立站模式下, 商家能够通过原生内容曝光和品牌露出与消费者直接互动, 同时合法合规获取用户数据, 并进行精准营销与用户深耕, 实现品牌价值的积累。此外日益增长的流量成本与运营费用、亚马逊大规模封号事件, 催化跨境卖家布局独立站, 实现降本增效、抵御风险。相较于第三方平台, 独立站多提供垂类商品, 网站风格更为统一, 品牌形象更为突出, 但前期对资金与团队规模要求较高。

图 21: 第三方和独立站模式对比

	第三方平台	独立站
产品	产品品类全面, 平台商对入驻商家产品品质进行把控, 入驻后商家自主选品	分为垂类与全品类, 商家自主设计生产, 设计上捕捉消费趋势, 产品迭代快; 生产上采取小单快反模式
营销	- 平台流量 - PPC广告 - 价格竞争	- 搜索流量 - 通过社交平台、短视频平台、媒体、问答平台等进行灵活、差异化的广告投放, 实现客户积累和交叉销售
物流	三方物流+卖家物流	自发货
代表企业	亚马逊、eBay、wish、阿里速卖通、Shopee	- 垂类平台: SHEIN、安克创新、傲基科技、环球易购、赛维时代; - 全品类平台: 兰亭集势、执御

资料来源: 199it, 36 氪, 信达证券研发中心

图 22: 第三方和独立站近年来交易规模的变化

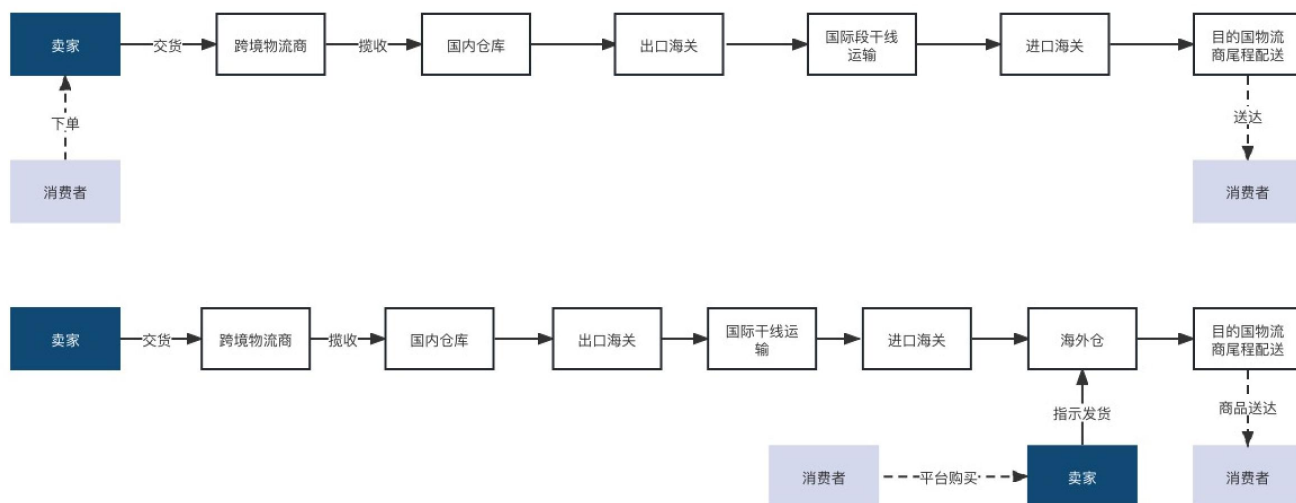


资料来源: 聚多多, 浙江电子商务促进会《中国跨境电商独立站研究》, 信达证券研发中心

物流篇: 海外仓模式成本低时效快, 规模快速扩大

跨境电商物流指第三方跨境物流服务公司为终端客户提供的包含前端揽收、库内操作、出口报关、干线运输、境外清关、中转分拨、尾程派送、退件处理在内的一站式物流服务。跨境物流主要包含直邮模式、海外仓模式, 直邮模式即先在电商平台上架产品, 用户下单后, 商家在国内联络供应商或由自有仓库采用直邮物流方式寄到消费者手中, 主要包括邮政包裹、国际商业快递、跨境专线物流三种形式。海外仓模式则是先将待售商品备货批量寄送于海外仓, 并在电商平台商家, 待用户下单后, 将订单信息推送至海外仓, 用尾程物流方式将包裹寄送到消费者手中。

图 23: 跨境出口物流的两种模式对比



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

邮政包裹是指邮政公司通过自行揽收或第三方物流服务商揽收后交由邮政企业负责出关、国际运输及目的国清关配送等环节的模式，主要通过 EMS 邮寄包裹，邮政小包物流价格相对较低，因此处理优先级别低。邮政小包适用于较轻、体积较小、货值较低的商品配送，清关便利、配送范围广。**国际商业快递**一般指 DHL/UPS/FEDEX 三家国际快递公司，利用其全球网络提供快递服务，通过第三方物流服务商或自行揽收等途径取得货物订单后，自行组织出关、国际运输及目的国清关配送等环节的模式。**跨境专线**模式是指跨境物流服务商通过自营及整合外部物流资源的方式，对外推出某些特定的线路，实现高时效、高品质、高性价比的物流服务，如美国、欧洲、澳洲专线。

2022 年 B2C 跨境物流市场规模为 3592 亿元，其中海外仓模式市场规模为 4143 亿元，占比 63.7%直邮模式市场规模达 2436 亿元，占比 36.3%，其中邮政包裹由于其价格相对较低而占直邮模式主要份额，国际专线模式时效性强且包裹追踪能力优而逐渐兴起，2022 年占直邮模式比例达 32%。

图 24：跨境物流主要商业模式对比

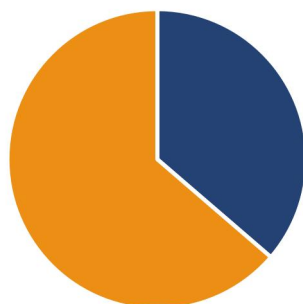
主要模式份额		商业模式	成本	实效性	丢件率
直接邮递模式	邮政网络	- 邮政包裹 - 邮政挂号 - 邮政平台	低	低	一般
	快递	通过自己的全球网络提供物流服务	高	高	低
	事线物流	- 海外仓前端物流 - FBM 前端物流（商家从自己仓库发货）	一般	一般	一般
海外仓	海外仓	跨境电商商家提前备货到海外仓，由海外仓直接发货	低	高	低
综合物流	第四方物流	为跨境电商提供一站式客制化供应链及物流解决方案	高	高	一般

资料来源：安永台湾网站，信达证券研发中心

图 25：2022 跨境出口物流的两种模式规模占比（%）

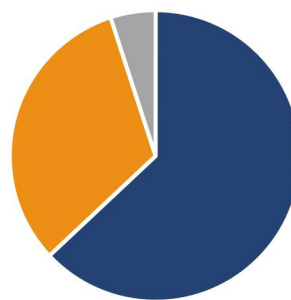
图 26：2022 直邮物流方式规模占比情况（%）

■ 直邮 ■ 海外仓



资料来源：中国商报网，信达证券研发中心

■ 邮政包裹 ■ 跨境专线 ■ 国际商业快递



资料来源：中国商报网，信达证券研发中心

相较于直邮模式，海外仓模式则直接从当地发货，大大缩短运输时间，且出现客户退、换货情况时可即使在海外仓调整，从而有效提升客户的满意度和购物体验，此外，海外仓发货也可有效降低物流成本。近年来海外仓市场迅速发展，截至 2022 年，我国海外仓数量超过 2000 个，总面积超 1600 万平方米，分布于俄罗斯、日本、美国、韩国等国家地区。

第二章：为什么看好跨境电商发展

短期成长：跨境行业拐点已至，越过山丘逐步回暖

复盘 2021-2022 年。亚马逊封号事件、海运费暴涨，跨境卖家受到较大冲击。

1) 2021 年以前亚马逊中国卖家凭借人口红利和供应链优势，在亚马逊卖家市场占据重要地位，21 年亚马逊平台中国卖家占比达 63%。2021 年 5 月，亚马逊算法机器人识别到部分中国卖家的刷单数据，包括引导消费者发布好评等操作。亚马逊平台根据刷单名单，对有过相关行为的中国卖家进行严格封号处理、冻结平台内资产结款，超 3000 家中国卖家店铺被封停。

2) 2020 年疫情对全球物流及跨境运输带来持续性影响，在疫情初期，得益于我国制造产能的稳定供给以及海外对国内商品的需求持续旺盛，跨境电商行业呈现稳步发展态势。2020 年下半年，国际海运费价格逐步上涨；2021 年上半年苏伊士运河阻塞事件导致我国跨境电商欧线、部分美东线的运输受到影响。一方面货物运输积压滞留，难以按时到港；另一方面，船公司联合哄抬价格，致使欧线价格峰值时期达到 18000 美元；美国港口卡车司机罢工事件使集装箱滞留港口，大批运输船只无法靠岸，导致美线价格峰值时期达到 22000 美元。

图 27：亚马逊封号潮跨境企业损失惨重

图 28：近年来中国出口集装箱运价指数



资料来源：央视网，信达证券研发中心

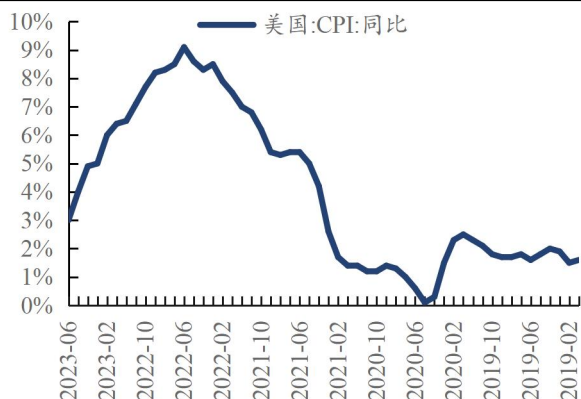


资料来源：wind，信达证券研发中心

在亚马逊封号潮、国际海运费暴涨的背景之下，2022 年海外高通胀持续，消费需求和消费者购买力有所下降，一系列外部环境的变化使得库存问题成为卖家的核心难题。跨境电商卖家纷纷采用低价清仓甩卖，以低价促销量，行业进入“内卷”的竞争生态，中小型企业面临关店、倒闭，大型企业盈利受损。

跨境电商行业基本完成一轮洗牌，门槛逐步提高，进入强者角逐生态。一方面欧美市场通胀水平正在持续降温，以美国为例，截至 2023 年 6 月通胀指数已降至 3%，为 21 年 4 月以来最低水平，7 月全美消费者信心指数超经济学家预期的 110.5，为 21 年 7 月以来的最高水平；另一方面，海运费持续下降，港口效率提升，物流方面不确定因素相对减少。因此跨境电商行业低谷已过，在低基数下有望迎来稳步恢复。此外 2021-2022 年行业完成一轮洗牌，部分中小企业已退出竞争，“二八法则”在亚马逊等成熟平台更为凸显，同时平台将重点扶持优质头部卖家，推动流量及销售份额向头部集中。

图 29：美国通胀率



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 30：美国消费信心

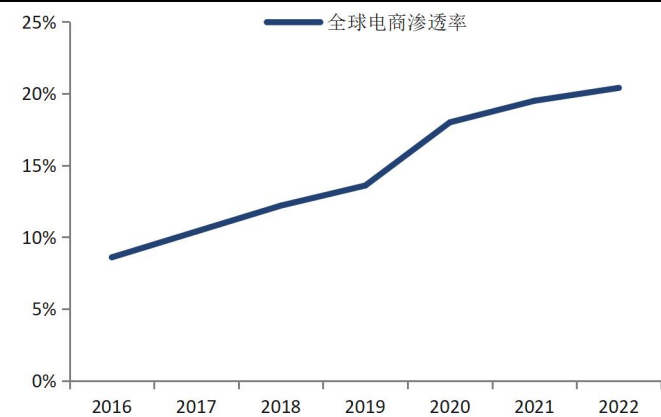


资料来源：wind，信达证券研发中心

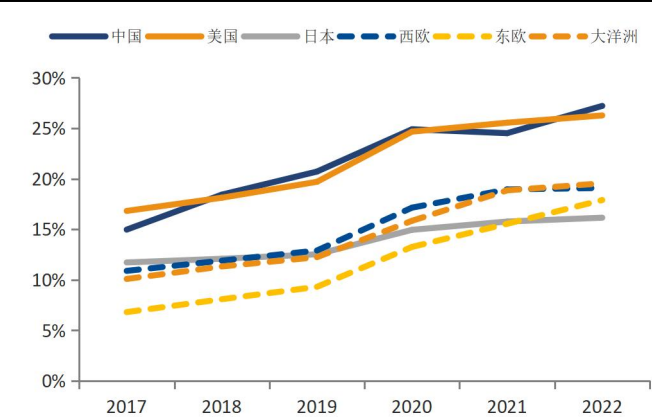
长期成长：渗透率提升、供应链产品力优势显著，看好跨境卖家远期成长

我们认为海外电商渗透率的提升、中国卖家供应链及产品力优势、相关基础配套服务的完善加速中国卖家出海。

对标中国市场，海外电商渗透率仍有较大提升空间。据 Euromonitor 统计，2022 年中国电商渗透率达到 27.21%，相比之下全球整体电商渗透率为 20.4%，其中电商发展相对较为成熟的美国市场，2022 年电商渗透率在 26.26%，以东南亚、拉美、非洲、中东等地区为代表的新兴市场 2022 年渗透率不足 10%，未来渗透率有望逐步提升。

图 31：全球电商渗透率


资料来源：中商情报局，信达证券研发中心

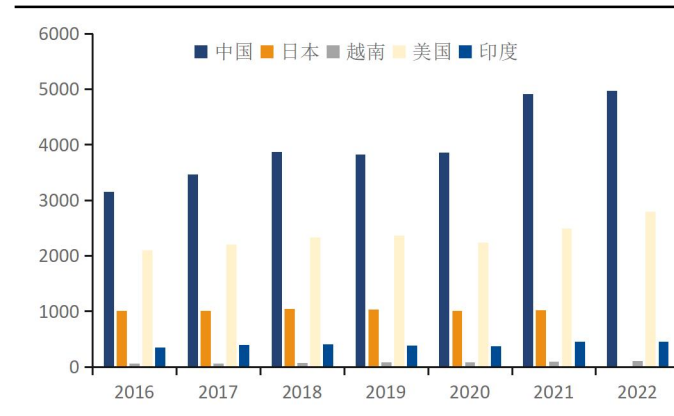
图 32：中国电商渗透率和其他国家、地区对比


资料来源：wind，Euromonitor，信达证券研发中心

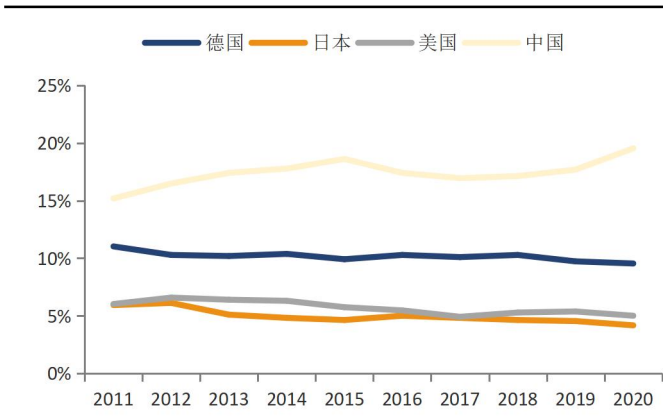
优质供应链对于跨境电商卖家意义重大。对于跨境电商卖家而言，优质的供应链能够帮助卖家提升运营效率、降低运营成本、灵活调节库存。产品品质方面，供应链管理可以确保从生产到交付的这个过程中的质量控制；成本控制方面，优质供应链能够帮助卖家优化物流、减少库存费用；时效性方面，跨境电商涉及物流、清关、尾程零售商配送等环节，优质供应链能够确保产品交付及时性。中国卖家凭借低成本、高效率的制造业优势成为“世界工厂”，能够快速识别并响应全球消费趋势，并灵活调整选品策略，形成柔性供应链优势。

中国卖具有较强的供应链优势。近年来尽管在贸易保护主义、中美博弈竞争、俄乌冲突等多重因素影响下，全球供应链格局正在加速重塑，中国供应链优势仍旧显著。长期以来中国供应链成本低、大规模生产等传统优势正在逐步削弱，但规模化、配套性以及综合效能等优势不断强化持续巩固中国作为全球供应链区域中心的核心地位。

1) 制造业规模优势庞大，配套完善。中国制造业增加值连续 12 年位居全球第一，在全球占据绝对规模优势，新兴制造业大国越南、印度在短期内难以超越。在制造业配套方面，中国拥有 41 个工业大类、207 个中类、666 个小类，是全球唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，具备一批产品集中生产、专业化协作配套、产业链条成熟的产业集群。2003-21 年中国货物出口规模由 0.44 万亿美元，增至 21.73 万亿美元，占全球出口比重由 5.78% 上升至 15.1%，其中工业制成品出口规模占全球比重持续提升，2020 年已达到 19.54%，明显高于美国、日本和德国等制造业大国，世界各国对中国供应链高度依赖。

图 33：中国和其他国家制造业增加值对比（十亿美元）


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 34：中国与主要国家工业制成品出口全球占比变化


资料来源：新浪 VR，信达证券研发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

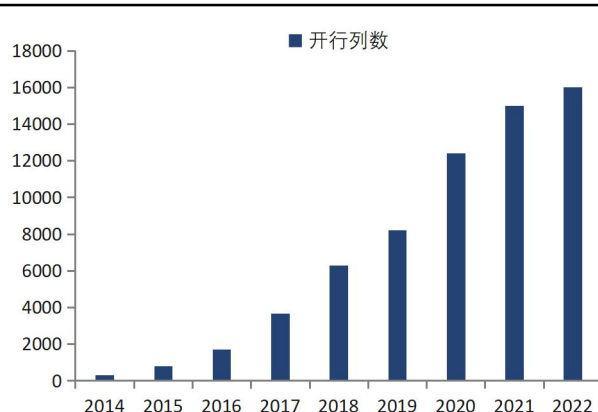
2) **基础设施全球领先，国际物流供应链优势持续增强。**传统基础建设方面，“十三五”以来，高速铁路总里程超过 3.6 万公里，占全球总里程的 2/3，高速公路通车里程 15 万公里，位居世界第 1 位。新型基础设施建设方面，新型基础设施建设持续发力，截至 2022 年，建成开通 5G 基站超过 231.2 万个，5G 网络已覆盖全国所有地级市城区，建设投资强度远超美国、英国和韩国等传统信息通讯大国，“十四五”规划中提出，预计到 2025 年，中国将建成覆盖全国的 5G 网络。国际物流建设方面，全球港口货物吞吐量、集装箱吞吐量前 10 名港口中，中国分别占据 8 席、8 席；此外中欧班列的开通进一步加强中国向全球供应的重要保障，22 年班列已达到 16000 列，2013-22 年年均复合增速达 25.90%。

图 35：2022 年全球集装箱吞吐量前十名港口

排名	国别	港口	集装箱吞吐量 (万TEU)	同比增长
1	中国	上海港	4730	0.60%
2	新加坡	新加坡港	3729	-0.70%
3	中国	宁波舟山港	3335	7.30%
4	中国	深圳港	3004	4.40%
5	中国	青岛港	2567	8.30%
6	中国	广州港	2486	1.70%
7	韩国	釜山港	2207	-2.80%
8	中国	天津港	2102	3.70%
9	中国	香港港	1664	-6.90%
10	荷兰	鹿特丹港	1445	-5.60%

资料来源：闽商观察，信达证券研发中心

图 36：中欧班列近年开行列数



资料来源：国铁集团，信达证券研发中心

3) **数字化转型优势逐步形成。**近年来在全球供应链数字化转型过程中，中国制造业数字化转型呈现出加速发展态势，制造业与包括 5G、大数据、云计算、人工智能在内的新一代信息技术加速融合。截至 2022 年，国内大型工业互联网平台超过 150 家、受益于平台服务的工业企业超过 160 万家。此外中国为全球拥有“灯塔工厂”最多的国家，据世界经济论坛，全球 44 家“灯塔工厂”网络成员中，12 家位于中国。

图 37：不同国家“灯塔工厂”数量统计

灯塔工厂地址	灯塔工厂数量	所属行业	灯塔工厂地址	灯塔工厂数量	所属行业
中国	12	汽车、钢铁制品、电器、医疗设备、消费品、工业机械、工业设备、电子设备、工业自动化	英国	1	制药
德国	4	农业设备、消费品、汽车制造、工业自动化	芬兰	1	电子设备
美国	3	医疗设备、生物技术、增材制造	瑞典	1	工业设备
日本	2	医疗、工业设备	爱尔兰	1	医疗设备
土耳其	2	化学品、汽车制造	阿联酋	1	消费品
意大利	2	电子元件、制药	捷克	1	消费品
法国	2	电子元件、汽车制造	韩国	1	钢铁制品
巴西	2	汽车、油气	罗马尼亚	1	家用电器
新加坡	2	半导体	印度	1	钢铁制品
印度尼西亚	2	电子元件、采矿	沙特	1	天然气处理

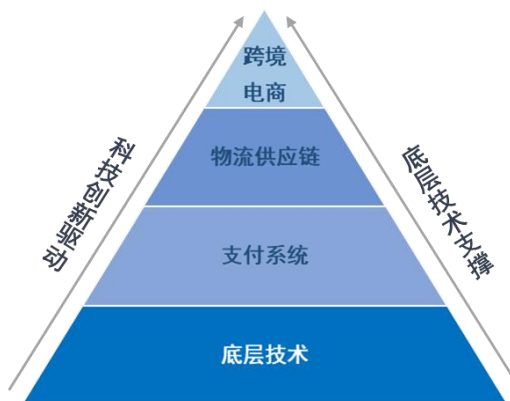
资料来源：新浪 VR，信达证券研发中心

数字技术驱动跨境电商模式创新，助力卖家降本增效。近年来数字技术、数字工具逐步成熟，在生产、采购、交易、支付、风控、结算、物流、仓储、营销等环节深度应用。借助大数据手段，卖家能够挖掘销售产品、用户行为等多类别数据，有效形成“数据池”，为

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

运营管理提供数据支持，提升决策有效性、科学性；云计算助力跨境卖家实现生产、采购、物流、仓储、支付、营销等全链条数字化运营，提升供应链运作效率；人工智能能够有效识别货物信息，应用于智能入库、智能分拣、智能调拨等物流环节，通过分析用户和产品信息，实现人货匹配，提升营销转化率；区块链得益于其去中心化、可追溯性、不可篡改性等特点，用于跨境物流检测、跨境电商产品追溯等场景，提升跨境支付结算交易速度，降低交易成本。

图 38：数字技术驱动跨境电商创新



资料来源：尼尔森 IQ，信达证券研发中心

格局优化：份额进一步向头部卖家集中，强者恒强

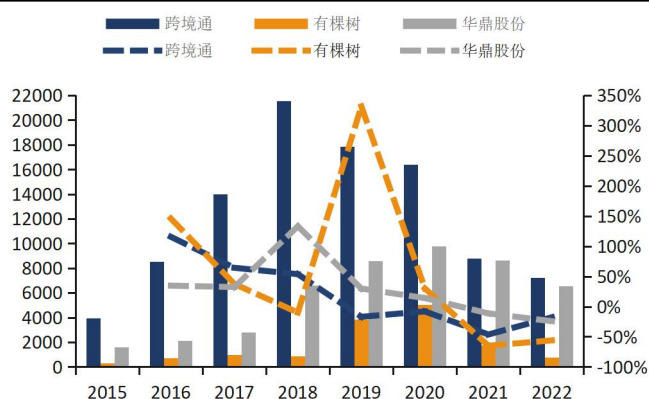
在经历早期跨境电商流量红利、行业卖家凭借“泛供应链、泛渠道”的模式，规模快速扩张。然而伴随行业红利期消退，早期以铺货为主、粗放运营的卖家，相继受挫，如跨境通、华鼎股份、有棵树。

例如跨境通于 2014 年后相继收购环球易购、帕拓逊股权，其中环球易购为跨境出口零售电商，主要通过自建电商平台和亚马逊等第三方平台进行 B2C 模式销售，主营电子产品及服装服饰，采用买断式自营的运营模式。在早期跨境电商红利时期，环球易购借助先发优势规模快速扩张，销售收入由 2015 年的 39.60 亿元，增长至 2022 年的 72.54 亿元，CAGR 达 7.86%。公司采用铺货模式，商品种类繁多、单价较低，且需要在海外节假日前大量备货以应对海外市场需求的增长，同时缺乏精细化的管理机制。因此粗放扩张经营模式使得公司库存高企，由 2014 年的 2.99 亿元，增长至 2018 年的 55.74 亿元，占总资产比例上升至 2017 年的 46.41%，经营性现金流持续净流出，利润率持续下滑。

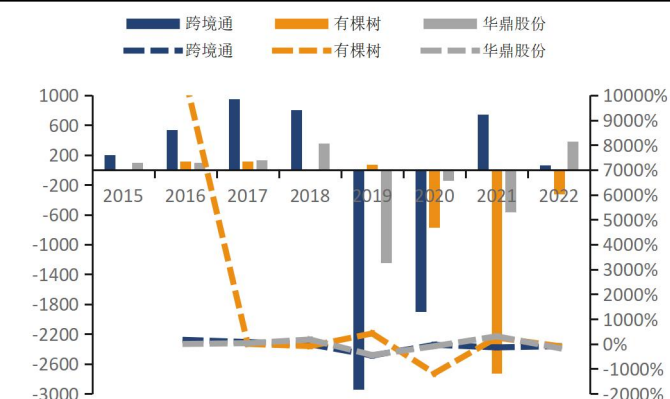
华鼎股份于 2018 年收购通拓科技，通拓科技主要从事 B2C 跨境电商业务，早期采用铺货模式，统一采购国内产品，上架至 eBay、亚马逊等第三方电商平台。通拓科技销售品类众多，SKU 保持在 40 万以上，产品主要为电子、家居生活品类。通拓科技早期的铺货模式为其带来一定的行业红利，但越来越多的卖家进入市场，行业走向同质化低价竞争，公司在选品、运营能力方面缺乏积累，在借壳上市三年内业绩完成情况不及预期，2017-19 年扣非归母净利润分别为 2.02/2.21/3.04 亿元，完成比例为 101.08%/78.98%/77.60%。

图 39：跨境通华鼎有棵树收入及增速（百万元）

图 40：跨境通华鼎有棵树利润总额及增速（百万元）



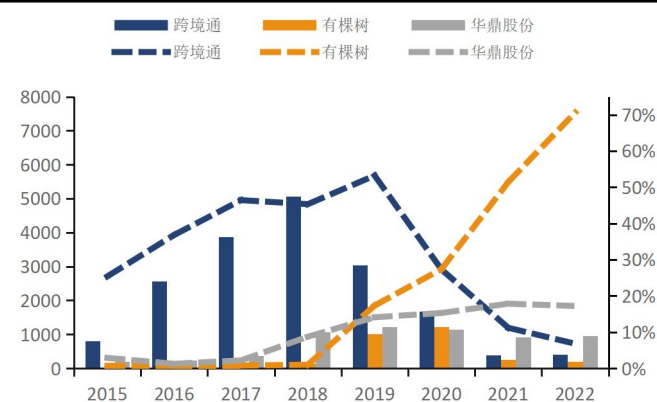
资料来源: ifind, 信达证券研发中心



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 41: 跨境通华鼎有棵树存货及其占库存比例 (百万元)

图 42: 跨境通华鼎有棵树经营性现金流净额 (百万元)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

行业粗放扩张阶段已去，对于卖家精细化运营能力的要求不断提高，优质的产品和服务、灵活的供应链为跨境卖家发展的关键竞争力，而数字化为精细化运营的基础。

以跨境服装卖家为例，服装企业需要优化从销售、产品到供应链再到物流的完整链条，形成全链路的闭环供应链系统。服装行业核心关键指标为库存，传统行业采用期货模式，公司间接接触客户且销售存在时间差，因此容易产生库存；现货模式通常使得供应商产生库存，从而影响整体产业链健康运行。因此跨境卖家需要打造服装柔性供应链，深耕产品的成本、时效、品质，打造极致的成本、极致的时效、相对较好的品质，即从商品中心、到供应链中心、到仓储物流中心形成完整闭环，围绕售罄率、毛利率、资金及库存周转率等维度进行评价。供应商管理作为服装卖家供应链管理的核心，即服装企业上万乃至上百万的订单，如何高质高效完成，关键在于供应商管理，即需要卖家有足够能力建立完善系统、完善数据库，并将庞大的供应商群体标签化，同时制定一套标准和规则，实现前中后端的打通和配合。行业内头部卖家在早期即专注于自身核心能力的培育，持续提升智能化水平及应用，提高选品能力、ERP 管理能力、广告投放能力及品牌运营能力，持续强化自身核心竞争力。以行业内优质泛品卖家华凯易佰、赛维时代为例，二者均主要以亚马逊为主要销售平台，亚马逊注重客户体验，重视商家服务和产品品质，因此能够提供优质服务、优质且具有性价比商品的卖家能够获得平台的扶持。华凯易佰以泛品模式为主，其优势在于依托于其智能化工具的使用，实现精准选品、精准备货，从而能够在海外仓备货且保证健康的存货周转水平，当海外客户下单后，能够大幅缩短物流运输时长，提升用户购买体验。赛维时代具有丰富的亚马逊平台运营经验，于 2016 年开始推动“品牌化”转型，依托于

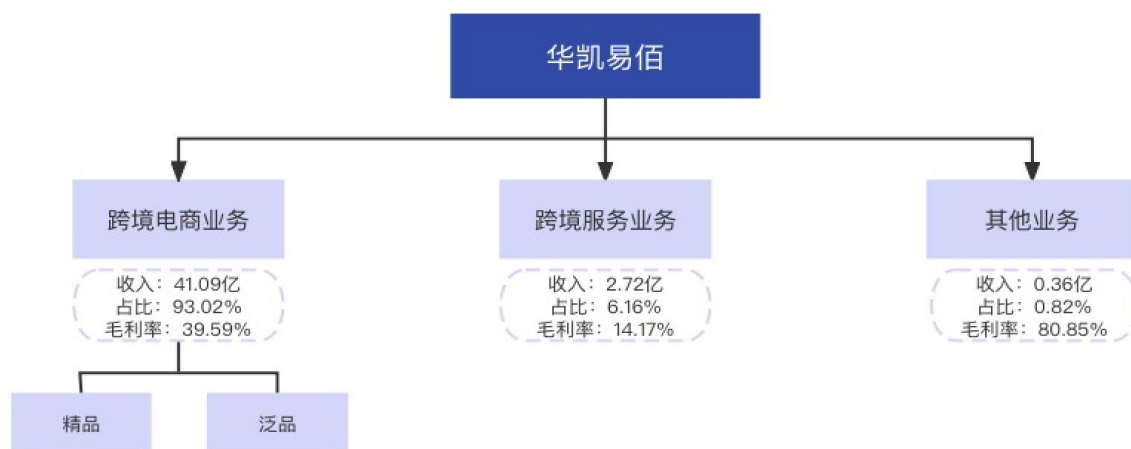
丰富的供应链资源、优质的供应商管理能力以及消费者偏好识别能力，为消费者提供细分领域的高性价比的优质产品，多个品牌、多款产品成为亚马逊 Best Sellers 细分类目前五。

第三章：重点标的

华凯易佰：泛品类跨境电商龙头，数字化优势驱动多元成长

公司前身华凯创意主要从事空间艺术设计，21年后相继收购跨境电商易佰网络90%及剩余10%股权，更名为华凯易佰。公司以泛品业务为基，布局高性价比的刚需产品，2022年泛品SKU超50万，品类以家居园艺、汽车摩托车配件、工业商业用品、健康美容户外运动等生命周期长、更新换代慢、细分领域需求大、竞争相对较低的蓝海产品为主。2021年公司开始布局跨境电商精品业务、跨境电商综合服务业务。精品业务以家电、3C等产品为主；综合服务方面，公司建立“亿迈”服务平台，为跨境卖家提供相关服务，2022年综合服务贡献收入2.72亿元，占比为6.16%。

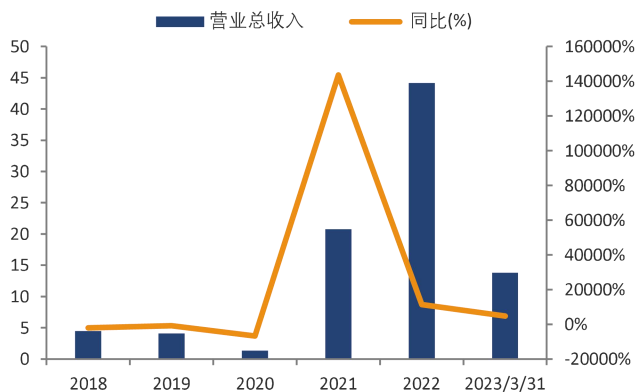
图 43：华凯易佰主要业务规模占比情况



资料来源：华凯易佰公司公告，信达证券研发中心

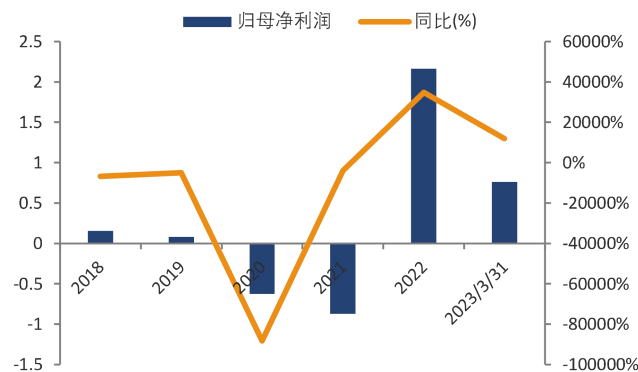
2021年7月起公司将易佰网络纳入合并范围，易佰网络贡献营收为19.54亿元，带动公司营收同增1435.08%至20.75亿元；2022年跨境电商业务贡献收入41.09亿元，同增110.41%，营收占比为93.02%；同时22年公司综合服务贡献收入2.72亿元，营收占比为6.16%。2021年公司净利润同比下滑39.88%至-0.87亿元，主要系公司子公司上海华凯净利润亏损同比扩大152.97%至7420.35万元。2022年易佰网络贡献净利润达2.76亿元，同比增长401.82%，带动公司整体净利润同增347.39%至2.16亿元。

图 44：华凯易佰 2018-2023Q1 收入情况 (亿元)



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 45：华凯易佰 2018-2023Q1 利润情况 (亿元)

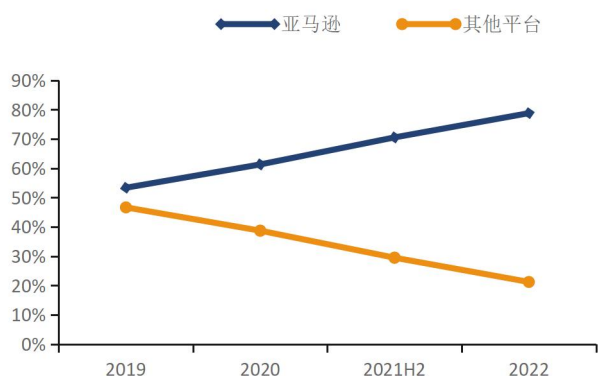


资料来源：wind，信达证券研发中心

华凯易佰深耕亚马逊平台，近年来收入占比逐步提升，2022 亚马逊平台收入 34.80 亿元，占比 78.79%，除亚马逊外，公司通过 ebay、速卖通、Wish 等其他第三方平台实现的销售收入占比均不超过 10%。2022 年易佰网络在亚马逊实现销售的网店数量为 777 个，当期新增 70 个，关闭 38 个。受亚马逊封号政策影响，近年公司积极拓展沃尔玛、Mercado Libre、Joom、Jumia 等新兴第三方电商平台渠道，以降低未来对亚马逊的依赖，从以亚马逊平台为主，逐渐向沃尔玛、独立站延伸，多平台发展。

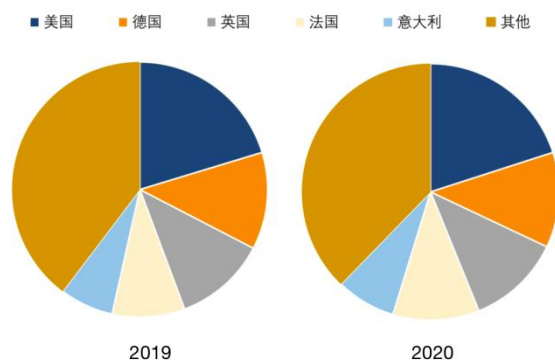
华凯易佰产品涉及全球多个市场，对单个目标市场依赖性弱，销售市场覆盖美国、英国等英语市场、德国、意大利等小语种发达国家和东南亚、南美洲等发展中国家和地区。2020 年，易佰网络美国市场销售收入 8.5 亿元，占比仅 20.0%，为全球第一大市场；德国、英国销售收入占比分别为 12.0%、11.8%，为第二、第三大市场。

图 46：2019-2022 易佰网络分平台销售收入（%）



资料来源：华凯易佰公司公告，信达证券研发中心

图 47：2019-2020 易佰网络分地区销售收入（%）

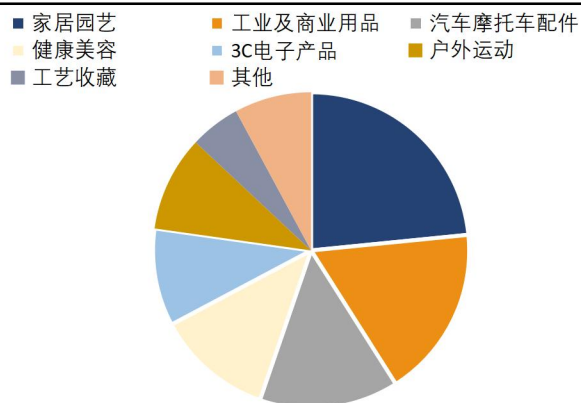


资料来源：华凯易佰公司公告，信达证券研发中心

公司什么竞争优势？——选品策略+核心业务环节的运营效率和管理能力

“双蓝海”产品开发策略，生命周期长、更新换代慢、竞争程度相对低。公司采用“双蓝海”产品开发策略，首先战略性避开服装、消费电子等处于红海市场的品类，优先切入并不断深耕家居园艺、健康美容、汽车摩托车配件、工业及商业用品等蓝海品类。此外公司采用蓝海战术对其他品类产品进行差异化开发，产品开发方向主要集中于有稳定市场需求且相对冷门的细分领域，如市场竞争相对激烈的家居品类为例，代表性蓝海产品包括家装工具里的瓷砖找平器、牧场工具的栅栏固定器等。这类产品具有生命周期长、更新换代慢的特点，在细分领域需求较大，市场竞争程度相对较低，且消费者对于价格的敏感性较低，具有较大的调价空间。

图 48：2022 年跨境业务各品类收入占比（%）



资料来源：华凯易佰公司公告，信达证券研发中心

图 49：代表产品示意图



资料来源：华凯易佰公司公告，信达证券研发中心

公司为泛品类跨境电商，产品开发、采购渠道不存在明显壁垒，然而在采购备货、销售运营、库存管控等核心业务环节运营能力、管理效率是核心竞争要素。因此公司在信息化方面持续投入，构建的系统涵盖系统基础架构、基础业务系统模块及智能应用系统模块。

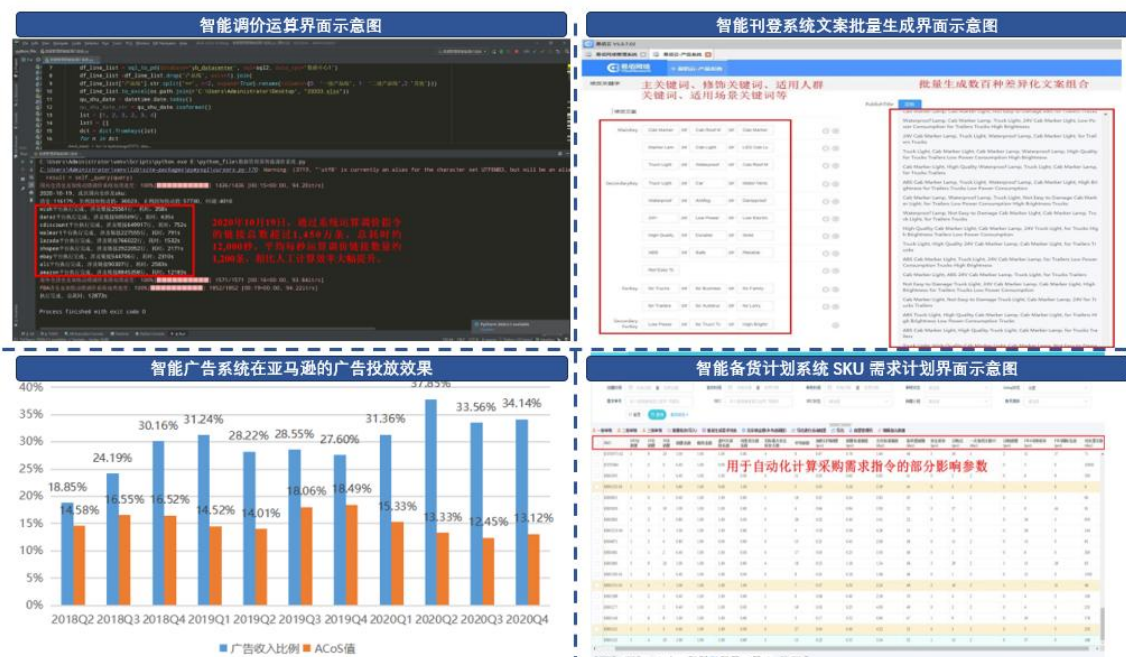
智能调价：针对泛品类跨境电商 SKU 数量众多，手动调价费时费力的痛点，公司解决海量数据存储运算、系统稳定性等技术门槛，同时完成采购、库存管理等一系列配套系统的同步开发，实现全平台商品页面管理，保障商品数据信息的完整性和调价指令的快速准确传达。调价系统依据库存、库龄、日均加权销量等维度，对跨平台、跨店铺的海量商品销售页面计算最优售卖价格，并实现批量、快速的升降调整。

智能刊登：公司自动刊登系统，对每个 SKU 可批量生成数百种差异化标题文案和图片组合，自动快速翻译成多国语言，快速刊登至跨平台多个站点，自动匹配平台细分类目，增加买家搜索关键词下单概率，并根据销量数据自动筛选带来最多订单转化的刊登方案，对其他销售页面进行批量优化调整。智能刊登系统解决了人工刊登的泛品类卖家编辑速度慢、批量修改难、翻译成本高等痛点，有助于易佰网络相比竞争对手更快速地上线销售新品，提升商品在电商平台的曝光度和订单转化率。

智能广告：泛品类跨境电商由于 SKU 规模庞大，存在单位推广成本高、转化率低的痛点，因此大部分卖家以自然流量销售商品。在付费推广方面投入较小。公司自主研发的“智能广告投放运行监控分析统计系统”突破十亿级广告数据存储和实时运算的技术壁垒，针对不同业务场景和时间阶段的广告需求，设置差异化投放策略，并对广告数据进行跟踪。

智能备货：公司自主研发的 MRP 计划系统设置精细化参数配置并实现自动化算法分析，综合考虑每个 SKU 历史销量及预期未来销售趋势，结合实时库存量、预计到货、供货交运周期、物流时效影响因素，自动输出采购、调拨、发运等指令建议，并传输至其他系统模块，指引人员执行指令。该系统能够在 5-6 小时内完成 20-40 多个 SKU 的全量数据计算，并于 9.00-10.00 前生成上万条采购备货、发运指令，并输出给采购、物流、销售部门执行。

图 50：华凯易佰智能应用系统模块



资料来源：华凯易佰公司公告,信达证券研发中心

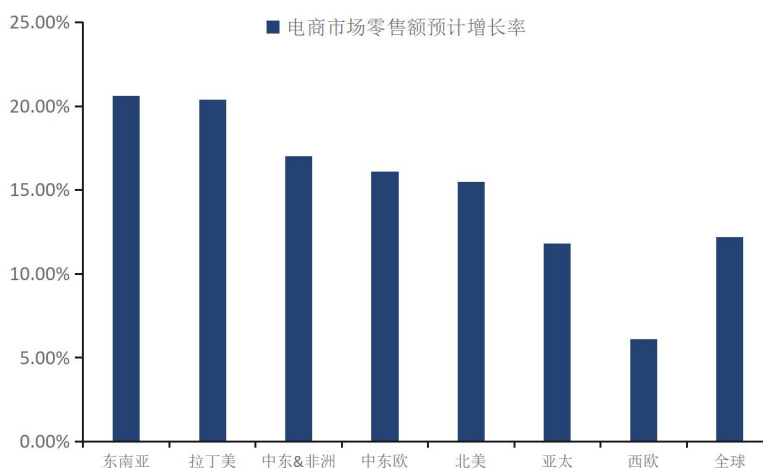
我们认为公司成长点在于：

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 22

持续强化数字化运营优势，泛品业务作为成长基本盘稳健发展。跨境电商行业参与者众多，以中腰部企业为主，未来在全球贸易政策不确定性增加、亚马逊封号影响延续等冲击下，竞争将进一步加剧，行业格局有望向具备核心竞争壁垒的头部企业集中。公司持续加强精细化、数字化运营能力，持续对“易佰云”智能化平台进行升级，涉及 25 个子系统，既包括对现有部分系统的优化升级和持续迭代，亦包括新系统和新技术的设计研发工作，以持续优化供应链物流系统，进一步提升易佰网络整体管理效率，助力公司泛品业务基本盘稳健发展。

精品业务打开成长天花板，新兴市场销售半径持续拓展。跨境电商平台规则限制增多、流量红利减弱，加之新技术带动服务生态持续完善，跨境电商进入“精耕细作”时代，品牌化发展成为卖家突围关键。品牌的塑造有望提升消费者粘性，建立调性统一的产品体系，抢占消费者心智，通过强化品牌定位，实现品牌溢价和用户沉淀。公司于 2022 年开始布局精品业务，通过聚焦已有的优势品类，采取多品牌、少品线矩阵式布局策略，初步形成宠物用品、清洁电器、家电、灯具四大产品线，打开业绩第二增长曲线。此外公司重视在新兴市场发展，据 eMarketer 数据显示，2022 年东南亚全球零售电商销售额预计增长 20.6%，拉丁美洲预计增长 20.4%，中东及非洲地区预计增长 20.6%。公司拥有多平台、多市场经营能力，除欧洲、美国市场外，公司积极布局西班牙、日本、东南亚、南美洲及非洲等发展中国家和地区电商市场，将运营经验复制于多地区、多平台，拓展销售半径。

图 51：2022 电商市场零售额预计增长率（%）



资料来源：eMarket, 199it, 信达证券研发中心

我们预计：

泛品业务，2022 年 H2 以来，跨境电商行业需求回暖，海外高性价比产品需求增长，公司清库存结束，泛品业务呈恢复性增长，2023 年有望延续高速增长态势。2024-25 年公司将持续丰富泛品 SKU 数量、挖掘消费需求、强化智能化运营能力，泛品业务有望保持稳健增长。精品及综合服务业务逐步培育成熟，进入快速扩张阶段，在低基数下，收入增速表现亮眼。

毛利率方面，泛品、精品业务方面，伴随公司智能化水平逐步提升、规模效应逐步显现，毛利率有望稳中有升；同时由于综合服务业务采取向中小卖家收取服务费的运营模式，毛利率显著低于公司产品销售业务，综合服务业务的快速扩展将一定程度降低公司整体毛利率水平。

综上所述我们预计 2023-25 年收入为 62.48/78.00/96.95 亿元，同增 41.5%/24.8%/24.3%，归母净利润为 3.98/5.11/6.51 亿元，同增 84.2%/28.2%/27.5%。

表 1：公司分业务收入、毛利率拆分（百万）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	2,075	4,417	6,248	7,800	9,695
yoy	1435.1%	112.7%	41.5%	24.8%	24.3%
泛品业务	2,074.86	3,700.68	4,995.92	5,995.10	7,194.12
yoy		78.4%	35.0%	20.0%	20.0%
毛利率	37.2%	39.6%	39.8%	40.0%	40.0%
精品业务		408.19	734.74	1,028.64	1,337.23
yoy			80.0%	40.0%	30.0%
毛利率		39.6%	39.6%	40.0%	40.0%
综合服务平台业务	0.00	272.27	517.31	775.97	1,163.95
yoy			90.0%	50.0%	50.0%
毛利率		17.0%	20.0%	20.0%	20.0%
归母净利	-87	216	398	511	651
增速	-39.9%	347.4%	84.2%	28.2%	27.5%
毛利率	37.2%	37.9%	38.1%	38.0%	37.6%
EPS	-0.30	0.75	1.38	1.77	2.25

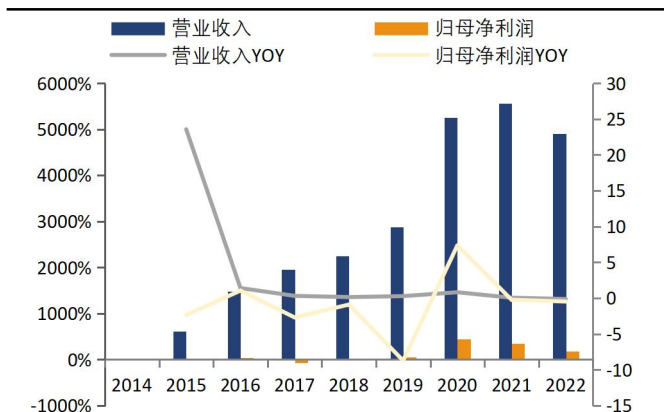
资料来源：wind，信达证券研发中心

赛维时代：推进服装品牌化战略，信息流闭环助力精细化发展

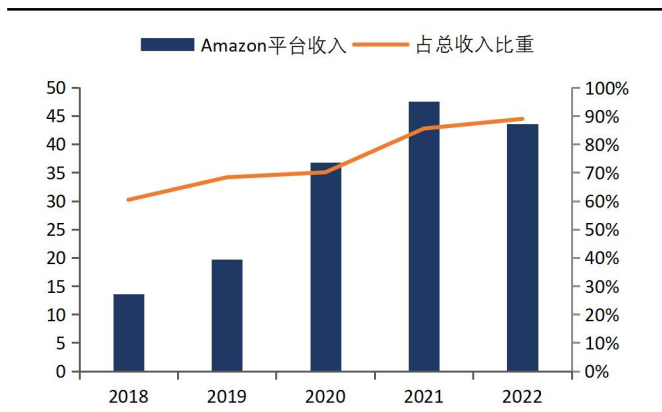
2020 年后公司坚持“品牌化战略”，已成功孵化运行多个自有品牌，截至 2022 年已拥有 63 个营收过千万的品牌矩阵，占销售收入达 88%，其中家居服品牌 Ekouaer、男装品牌 Coofandy、内衣品牌 Avidlove、运动器材品牌 ANCHEER 等 21 个品牌营业收入过亿，占销售收入 77%。**产品方面**，公司打造以服饰配件、百货家居、运动娱乐、数码汽摩等品类为主的时尚生活多品牌矩阵，2022 年公司服装配饰产品贡献收入 33.01 亿元，占比 67.40%，呈逐年提升态势；**渠道方面**，公司以第三方平台亚马逊为主要销售渠道，22 年亚马逊渠道销售占比达 88.93%，近年来占比持续增长。同时伴随“品牌化”战略推进，公司在其他第三方平台及自营网站收入占比持续下降。

图 52：近年来公司营业收入增长情况（亿元）

图 53：公司分平台收入增长情况（亿元）



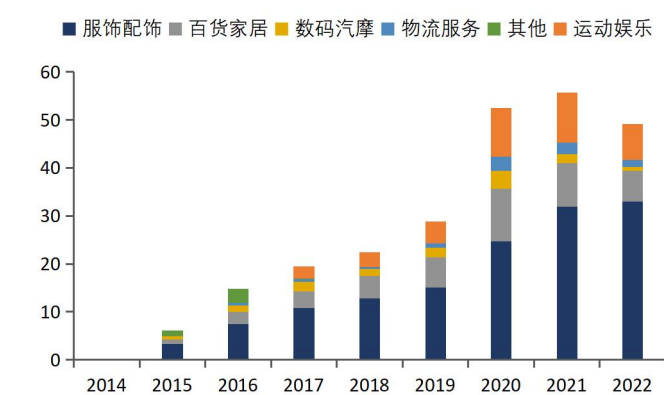
资料来源: wind, 信达证券研发中心



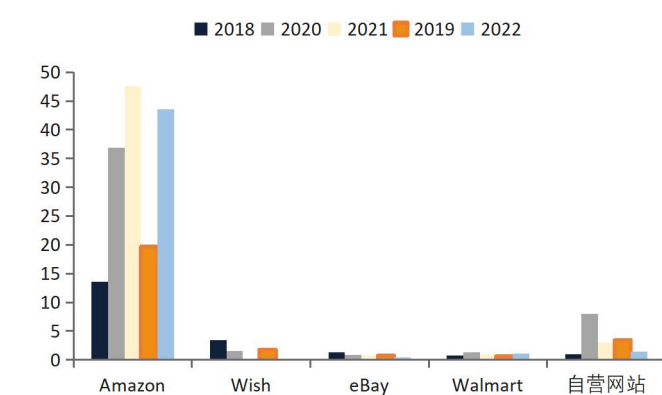
资料来源: 赛维时代招股书, 信达证券研发中心

图 54: 公司分品类收入增长情况 (亿元)

图 55: 公司分平台营业收入 (亿元)



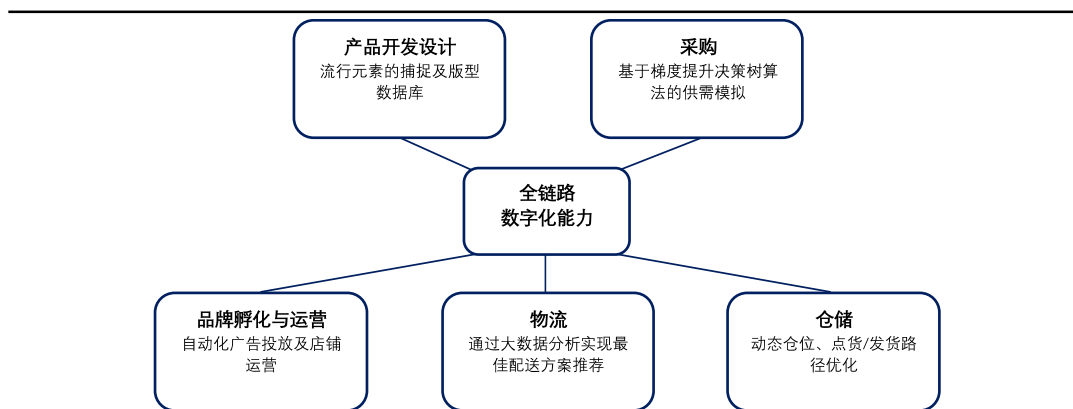
资料来源: 赛维时代招股书, 信达证券研发中心



资料来源: 赛维时代招股书, 信达证券研发中心

我们认为公司的核心优势在于以技术驱动，构建贯穿开发设计、供应链、品牌孵化和运营的信息流闭环架构，实现高效、精细化运营。具体来看，公司现有核心技术涵盖产品研发方面的流行趋势分析系统和图片识别系统，生产采购方面的智慧采购系统和运单共享仓储系统，仓储物流方面的物流轨迹跟踪系统和智能运费推荐系统，以及营销推广方面的销售预测、智能调价和 CPC 广告自动投放系统。

图 56: 公司具有全链路数字化能力



资料来源: 赛维时代招股书, 信达证券研发中心

- **基于流行趋势分析，智能选品、服装选款。**公司通过各大销售平台、新媒体、时尚杂志等渠道调研市场流行趋势，借助 Google Trends Finder 等工具分析不同国家热词搜索量及变化趋势，分析并预测消费者偏好数据。此外公司服装品类以自主设计为主，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 25

公司建立持续迭代的服装流行元素库，提供选品及设计的数据指导。因此公司基于对消费趋势的预测以及多年积累的海外消费者尺码、面料弹性等参数，搭建超过 1.5 万款款式的版型数据库，为设计人员提供廓形、面料弹力、服装版型、人体尺寸、颜色标准等参考。2022 年公司开发新品数量超 3364 件，爆品率达 1.90%。

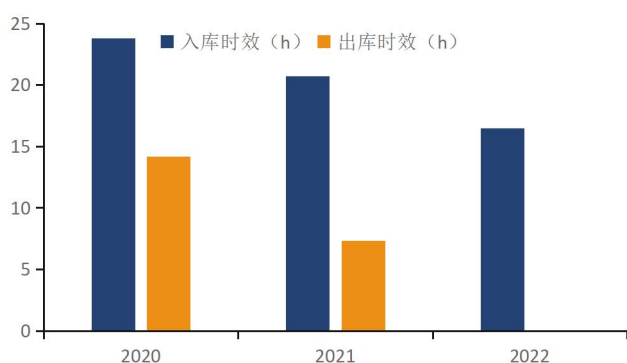
• **基于遗传算法的柔性供应链体系，实现供应、生产、销售端协同联动。**

采购备货环节，公司建立供应链管理中心，专门负责采购下单、回货跟踪、供应链资源整合优化。首先依据《审核评价表》，从研发、采购、制造等方面将供应商分为 6 个等级，并按季度对其打分，调整更新等级。公司基于机器学习算法，对物流时效、供应商交期等数据进行供需模拟计算，用于指导公司采购和供应商备货。

仓储物流环节，公司以自建仓储物流系统为基础，依托欧洲、北美海外仓及国内仓，建立全球仓储物流体系。公司基于动态仓位、自动化分拣、配货智能规划等自研技术赋能仓储管理系统，通过及时采集上传库存数据、全自动化的智能导向和过程的精准管理，优化仓储各环节效率。2022 年公司整体入库上架时效已优化至 16.5 小时，同比减少 4.2 小时，整体出库时效优化至 7.3 小时，同比减少 6.9 小时。2022 年公司国内仓日最大订单处理能力已经超过 12 万单，欧洲仓、美东仓、美西仓日最大订单处理能力分别超过 9500 单、19000 单、20500 单，2020 年至 2022 年公司日均发货订单处理量近 7 万单。此外公司采用通过 Amazon FBA、国际物流+海外第三方、直邮三种方式配送，通过 API 接口对接外部物流供应商，获取及时有效的物流信息，并依托智能运费比价等自研技术赋能物流系统，通过物流系统的运输方式管理、运费管理、偏远地区与分区管理等模块实现对运输方式和物流费用的有效管控。

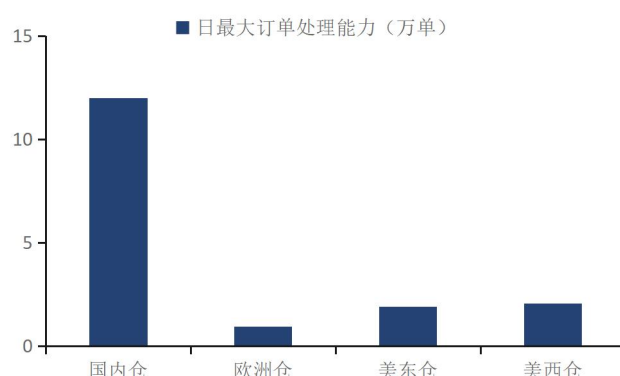
品牌运营孵化环节，公司在 Amazon 等第三方平台投放基于搜索关键词的 CPC 类广告，并使用公司自研的 CPC 广告投放系统，基于广告投放预算、广告类型、广告效果监测等制定和调整投放策略。此外公司自研销售工具还拥有自动更新库存、自动调价等功能，可根据公司库存、均量、产品状态等数据实现在线库存自动更新和多周期的自动调价，使产品价格保持竞争力。

图 57：2020-2022 仓储物流入库出库时效情况（h）



资料来源：赛维时代招股书，信达证券研发中心

图 58：国内仓与海外仓订单处理能力（万单）



资料来源：赛维时代招股书，信达证券研发中心

我们认为公司成长点在于：基于高效精细化的供应链、品牌孵化能力，纵向强化优势类目、横向复制经验于尚未形成稳定格局的细分品类，实现单品类纵向加深、新品类横向拓展，打开成长空间。

公司坚持以技术驱动，建立贯穿全产品研发、供应链、品牌孵化及运营的信息闭环，具备跨境零售全链路数字化能力。因此公司能够精准捕捉流行元素、提升版型设计效率、根据供需模拟指导采购、优化仓储物流效率、自动调价保证价格竞争力，实现供应、生产、销售端协同联动，实现服装柔性供应。

公司以亚马逊为主要销售平台，亚马逊平台不同细分品类之间竞争较小，且倾向于扶持不同细分品类的优质头部卖家。公司基于较强的数字化能力及柔性供应优势，为消费者提供优质且平价产品，部分细分类目市占率保持领先。未来公司将一方面深耕已建立头部优势的垂直品类，同时将经验复制于尚未形成稳定竞争格局的细分品类，通过持续强化供应链信息化优势，实现单品类纵向加深、新品类横向拓展，打开成长空间。

自 2021H2 开始，跨境电商行业调整，宏观经济下行、亚马逊封号、海运费暴涨等外部因素导致公司 21-22 年净利润持续下滑。2023 年伴随跨境运力恢复、海外通胀下高性价比产品需求增加，行业整体增速提升。公司作为头部服饰卖家，具有较强的供应链体系和品牌孵化能力，有望不断扩大市场份额，23 年业绩弹性较大。

我们预计：

服饰类，公司以亚马逊平台为主要销售平台，深耕已经建立头部地位的垂直品类，借助较强的数字化能力和柔性供应链，为消费者提供优质产品，巩固优势类目头部优势。同时公司基于柔性供应链、优质产品品质，以及优势类目运营经验，持续拓展新赛道市场份额。我们预计 2023-25 年服饰类产品销售收入同增 43.76%/37.82%/37.19% 至 47.46/65.41/89.74 亿元。

非服饰类方面，2020 年公司非服饰产品大量备货，同时销量下滑而发生盈余，产品销量或价格承压，2023 年公司非服饰产品库存基本消化完毕，收入增速有望持平，2024-25 公司将借鉴服装品类运营、管理经验，加强非服饰品类的销售提振，带动销售收入恢复稳健。我们预计 2023-25 年非服饰类产品销售收入同增 -0.67%/9.02%/9.32% 至 15.86/17.29/18.91 亿元。

毛利率方面，公司持续优化产品结构，高毛利率平台收入占比有望持续提升，带动毛利率稳步提高，我们预计 2023-25 年公司毛利率为 67.4%/68.7%/69.7%。

综上所述我们预计 2023-25 年收入为 63.42/82.81/108.74 亿元，同增 29.2%/30.6%/31.3%，归母净利润为 4.47/6.14/8.55 亿元，同增 141.3%/37.4%/39.3%。

表 2：公司分业务收入、毛利率拆分（百万）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	5,565	4,909	6,342	8,281	10,874
增速	5.9%	-11.8%	29.2%	30.6%	31.3%
服饰类（百万元）	3192.98	3301.48	4746.24	6541.25	8973.97
YOY	29.04%	3.40%	43.76%	37.82%	37.19%
服饰类毛利率	71.68%	74.30%	73.94%	74.01%	74.00%
非服饰类（百万元）	2369.50	1596.91	1586.23	1729.35	1890.52
YOY	-14.67%	-32.61%	-0.67%	9.02%	9.32%
非服饰类毛利率	50.78%	47.82%	48.10%	48.88%	49.23%
归母净利	348	185	447	614	855

增速	-22.9%	-46.8%	141.3%	37.4%	39.3%
毛利率	62.8%	65.6%	67.4%	68.7%	69.7%
EPS	0.87	0.46	1.12	1.53	2.14

资料来源：，信达证券研发中心

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 2016/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020 年 8 月加入信达证券，2020 年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。