

【勘误版】深度：跨境电商全产业链图谱 ——让中国制造走向全球的企业们

本文作者：



吴劲草

东吴商社

证券分析师

S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn



阳靖

东吴商社

证券分析师

S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

2024 年 4 月 9 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



- 1. 总章：跨境电商快速发展，中国优质供应链走向世界正当时
- 2. 品牌&商家篇：消费品出海核心环节
标的：安克创新、致欧科技、华凯易佰、吉宏股份、赛维时代
- 3. 物流&B2B平台篇；消费出海“卖铲人”
标的：小商品城、东航物流、乐歌股份、大健云仓
- 4. 供应链篇：由制造优势，切入跨境品牌
标的：恒林股份、巨星科技
- 5. 行业公司估值表
- 6. 风险提示

- **我们认为跨境电商是未来我国消费行业发展的趋势，同时也是当前值得重点关注的投资领域。**长期看，受益于我国领先的消费品供应链优势外溢，以及海外电商渗透率提升，跨境电商行业在过去几年中实现高速增长，据艾瑞咨询预计，2023年我国跨境电商行业出口额将达到7.9亿元，同增20%。短期看，行业受益于Temu、Tiktok等新兴跨境平台快速增长，有望迎来重要的发展机遇；同时随跨境物流成本下降、人民币汇率贬值，跨境企业的利润率有望提升。
- **本文对跨境电商产业链进行深度拆解，从品牌-渠道-平台-物流-供应商等核心环节入手，深度拆解分析跨境电商板块主要上市公司的业务构成及近期业绩变动。**
- **品牌环节：长坡厚雪，是质地较优的投资方向。**对标美日德等发达国家消费品出海历史，最终形态均为“品牌出海”。跨境品牌的核心是“品牌”，主要通过品牌区隔和领先的产品力，在市场上形成区分度，以此获得品牌溢价和超额利润。推荐标的：安克创新、致欧科技等。
- **渠道商环节：充分受益于中国优质供应链出海趋势。**在不同平台上广泛开店，经营多种品类，SKU数量覆盖范围最广。跨境电商渠道商的核心能力是通过供应链、营销、选品等能力，高效地将国内优质的商品输送到海外跨境电商市场。相关标的：华凯易佰、赛维时代等
- **物流及B2B平台环节：消费品出海“卖铲人”。**提供消费品出海“基础设施”，从行业高增高景气度、以及Temu、Shein等新兴跨境平台崛起的过程中整体受益。推荐小商品城，相关标的：东航物流、乐歌股份、大健云仓等。
- **供应链环节：拥有制造能力，产品主要销往海外，受益于跨境消费高景气度：**代表中国消费品优秀的制造能力，随着海外Tiktok等跨境电商平台的崛起，供应链公司迎来打造和巩固自有品牌的机遇。相关标的：恒林股份、巨星科技、乐歌股份等。
- **风险提示：海外消费终端需求不景气，行业竞争加剧，跨境物流风险，关税等贸易政策风险等。**

1. 总章：跨境电商快速发展，中国优质供应链走向世界正当时

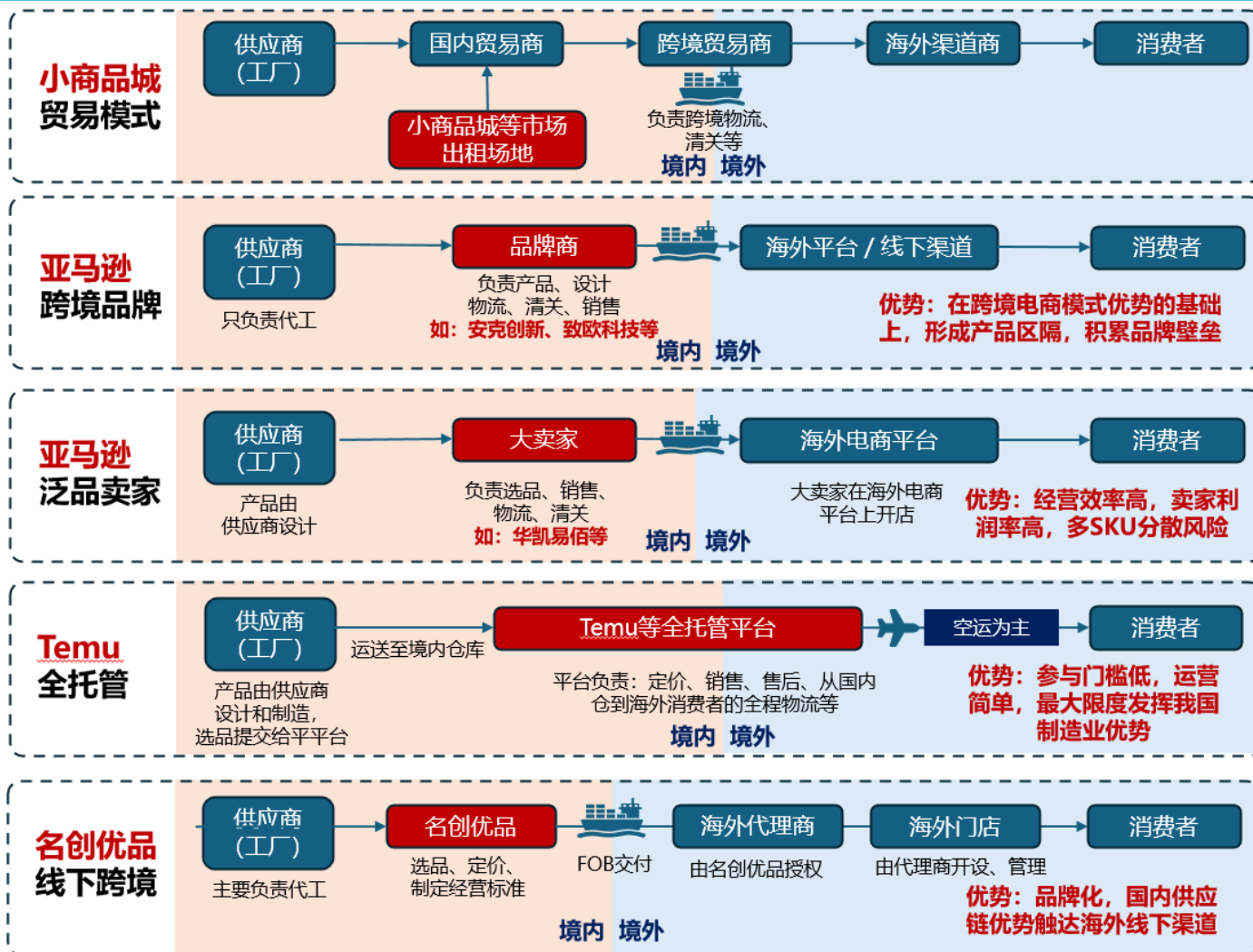
跨境电商产业链环节主要分为：供应商、品牌/卖家、平台、物流等。

- **供应商：跨境电商发展的基石。**负责生产供货，我国消费品制造业的优势，是跨境电商发展基石。
- **品牌/卖家：产业链核心环节。**主要在亚马逊等平台上存在，负责采购、上架、跨境物流、清关等中间环节；主要分为精品品牌模式（SKU和店铺数少，自己设计产品）和泛品开店模式（没有自己的品牌，开大量店铺、用大量SKU铺货）。
- **平台：发展空间大。**2023年跨境电商的主流平台为Amazon，Temu等国内平台增速快、成长空间大。
- **物流：广泛受益于跨境电商发展。**跨境物流由专业的物流供应商提供，亚马逊平台主要采用平台自营的FBA物流，其余以邮政小包、海外本地快递为主。

跨境电商产业链分为供应商、品牌/卖家、平台、物流等环节

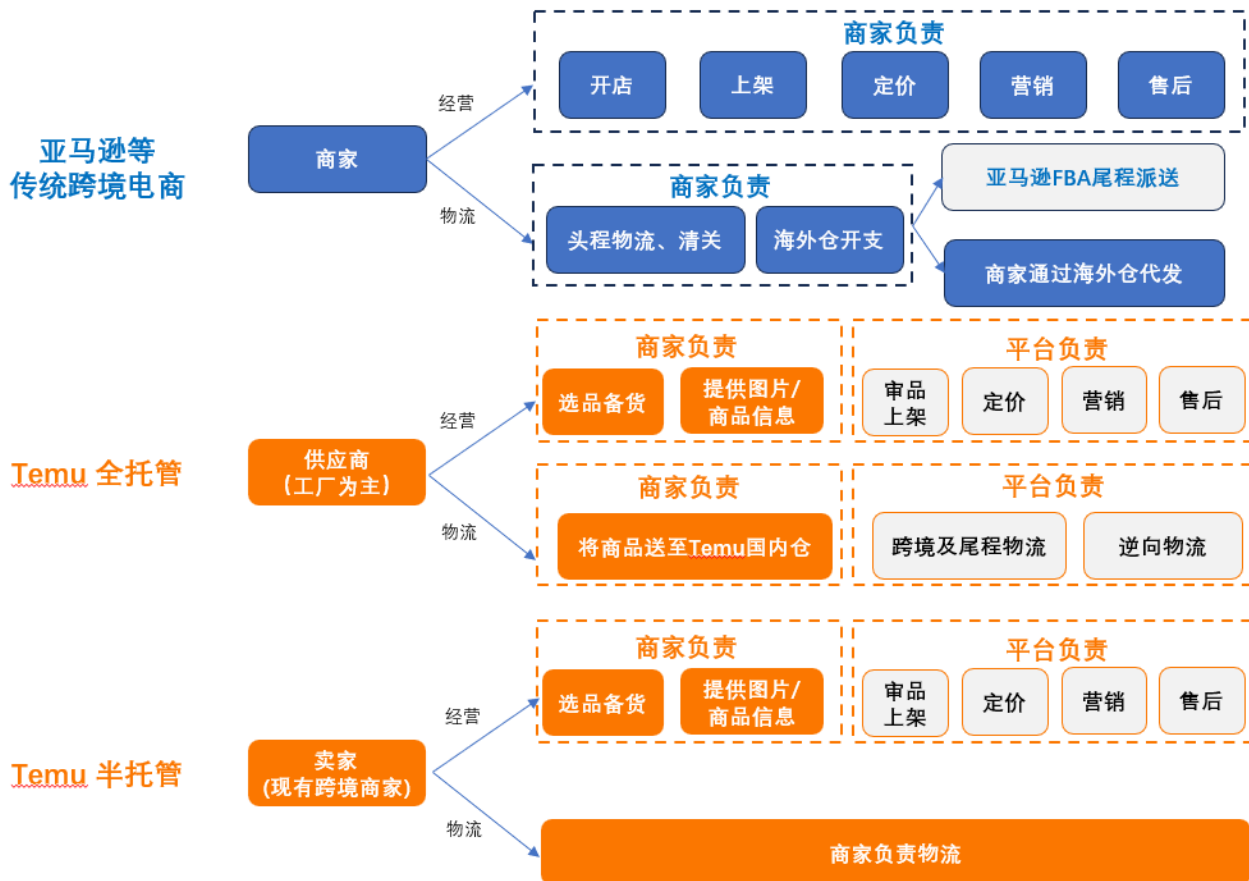


图：跨境消费模式对比



亚马逊及Temu模式对比：Temu全/半托管模式简化经营难度

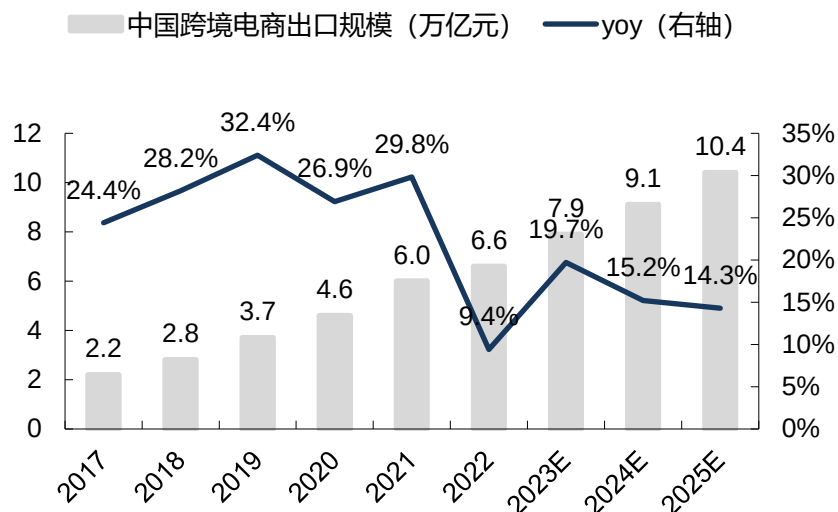
- ❑ **亚马逊传统模式：**商家要负责平台经营、物流、清关等环节，难度较大。优点在于亚马逊规模大、流量大、客单价较高利润空间较大。
- ❑ **Temu全托管模式：**大幅简化商家负担，商家只需负责选品供货、并送至Temu境内仓库，因此经营门槛下降，有利于发挥我国消费品制造能力优势。
- ❑ **Temu半托管模式：**有助于吸引在海外已经有物流和经营能力的商家入驻，有助于丰富平台品类。



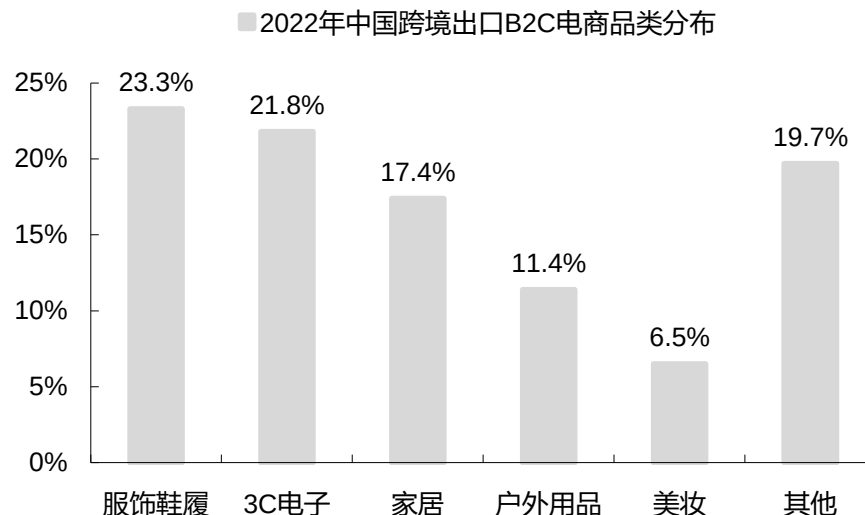
数据来源：亿邦动力，东吴证券研究所绘制

- **跨境电商交易规模持续增长，有望保持10%以上增长中枢。**据艾瑞咨询，2022年我国跨境出口电商行业规模达6.6万亿元，2017-2022年我国跨境电商出口规模CAGR为24.5%；2022~2025年行业CAGR有望达16.4%。
- **服饰鞋履、消费电子产品为主要品类。**据艾瑞咨询，2022年我国跨境B2C出口电商主要品类为服装鞋履、3C电子、家居、户外用品、美妆等。

图：2017-2025中国跨境电商出口行业规模及增速



图：2022年跨境B2C电商品类销售额构成占比



1.2 跨境电商受益于我国供应链优势，是我国消费行业的长期发展方向

- **2023年跨境消费品出口仍然保持不错的景气度。**从我国小商品集散地——义乌的出口数据上看，2023年1~9月，义乌市出口额达3831.3亿元，同比+18.9%，保持较快的出口额增长。
- **受益于供应链优势和电商运营优势，跨境电商B2C是近年来发展较快的戏份领域。**据艾瑞咨询，2023年我国跨境电商B2C出口额有望达2.6万亿元，同比+20%。

图13：义乌小商品出口额保持较快增长

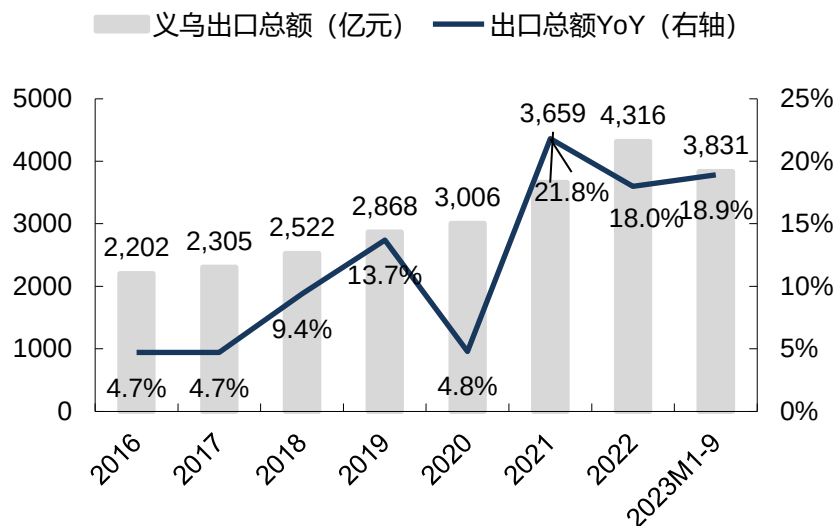
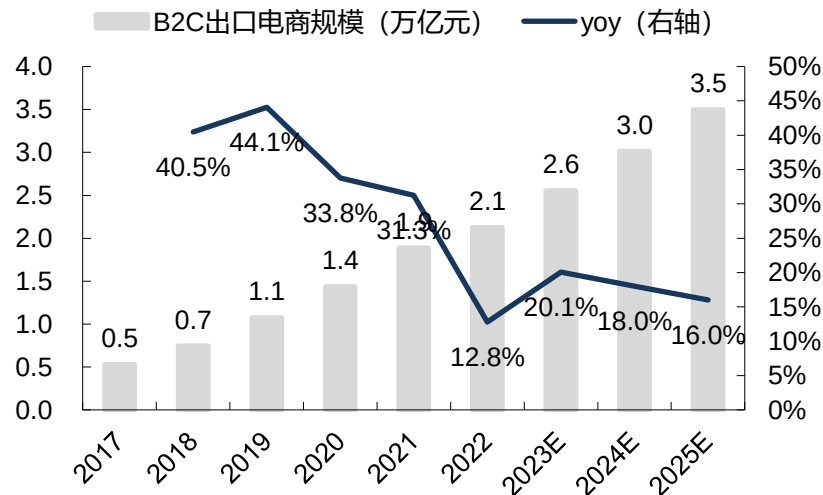


图14：跨境电商B2C行业规模及增速



1.2 跨境电商受益于我国供应链优势，是我国消费行业的长期发展方向

- ❑ **随着海外消费能力恢复&线上消费渗透率提升，2023年海外电商景气度较高。**2023年，由于①海外消费者在疫情期间逐步形成线上消费习惯，②疫情及俄乌战争后欧美国消费能力恢复，③消费者在线上渠道追求性价比更高的产品，海外电商景气度较高。亚马逊的线上商店直营收入同比增速也在逐季加速。
- ❑ **美国等海外国家电商渗透率提升，利好跨境电商行业发展。**国内企业通过跨境电商切入海外消费市场，难度比海外线下渠道更低。近年来受益于疫情及海外性价比消费需求提升，美国等发达国家的线上渗透率提升，跨境电商迎来发展机遇。

图15：2023年以来亚马逊线上商店收入持续回暖

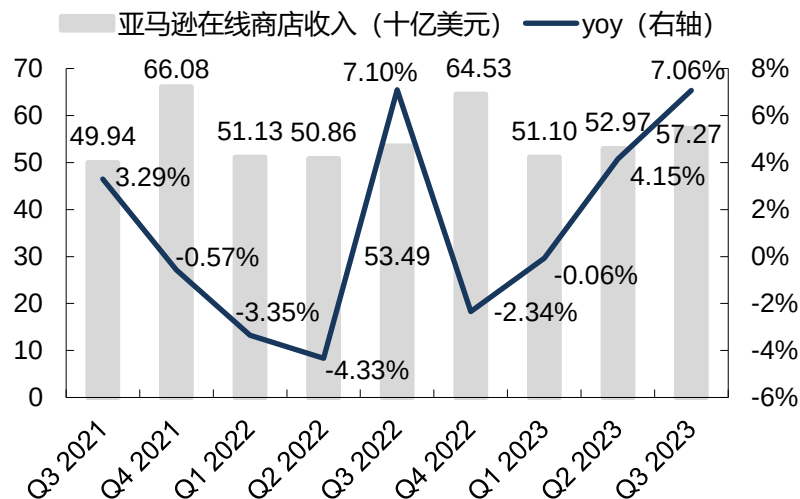
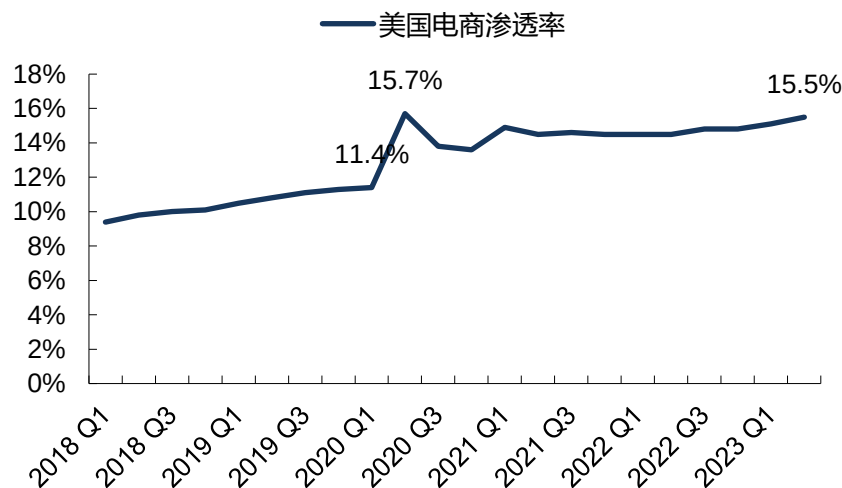


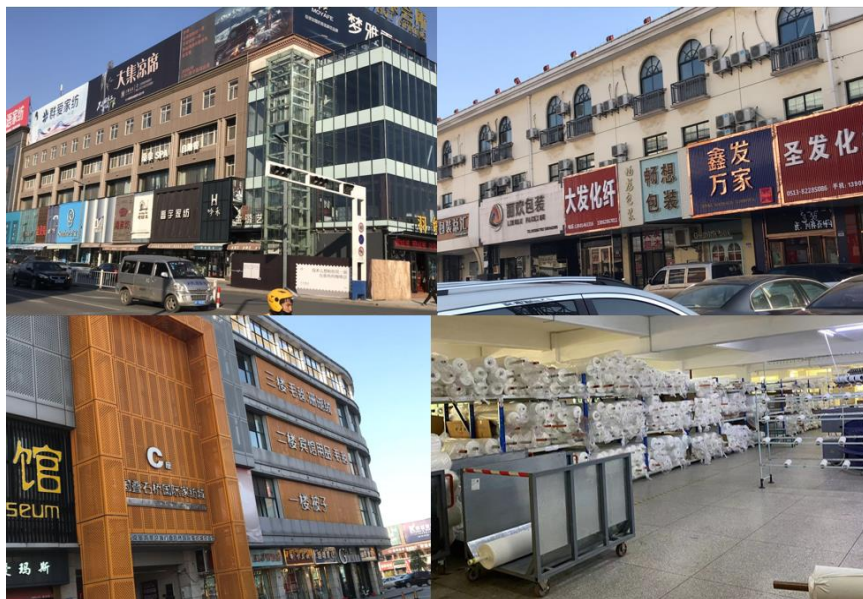
图16：美国跨境电商渗透率提升



数据来源：公司公告，彭博，东吴证券研究所。注：2022Q3增速异常高是基数变化所致，2021年的PrimeDay大促。

- 近年来跨境电商的快速成长，主要得益于我国拥有全球领先的消费品供应链能力。2022年我国全部工业增加值突破40万亿元大关，占GDP比重达到33.2%；其中制造业增加值占GDP比重为27.7%，制造业规模连续13年居世界首位。我国也是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。

图：我国具备大量优质消费品制造业企业



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图：国内头部供应链企业及其代工品牌

代工企业	主要客户
申洲国际	Nike、UNIQLO、Adidas及Puma等
华利集团	Nike、Vans、Deckers、Puma等
莹特丽	Dior、YSL、香奈儿、雅诗兰黛、MAC等
科丝美诗	Dior、香奈儿、兰蔻、花西子、完美日记等
立讯精密	苹果、联想等
时代集团控股	Coach、Fossil、Michael Kors、Prada等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

❑ 品牌环节：长坡厚雪，是质地较优的投资方向。

- 对标美日德等发达国家消费品出海历史，最终形态均为“品牌出海”。跨境品牌的核心是“品牌”，主要通过品牌区隔和领先的产品力，在市场上形成区分度，以此获得品牌溢价和超额利润。
- 相关标的：安克创新、致欧科技等。

❑ 渠道商环节：充分受益于中国优质供应链出海趋势。

- 在不同平台上广泛开店，经营多种品类，SKU数量覆盖范围最广。跨境电商渠道商的核心能力是通过供应链、营销、选品等能力，高效地将国内优质的商品输送到海外跨境电商市场。
- 相关标的：华凯易佰、赛维时代等

❑ 物流及B2B平台环节：消费品出海“卖铲人”。

- 提供消费品出海“基础设施”，从行业高增高景气度、以及Temu、Shein等新兴跨境平台崛起的过程中整体受益。
- 相关标的：小商品城、东航物流、乐歌股份、大健云仓等。

❑ 供应链环节：拥有制造能力，产品主要销往海外，受益于跨境消费高景气度

- 代表中国消费品优秀的制造能力，随着海外Tiktok等跨境电商平台的崛起，供应链公司迎来打造和巩固自有品牌的机遇。
- 相关标的：恒林股份、巨星科技、乐歌股份等。

2. 跨境品牌&商家：消费品出海核心环节

2.1 安克创新：领先的跨境消费数码品牌商，海外品牌认知居前

安克创新产品聚焦泛消费电子赛道：

- ❑ **充电类：**主要包括小充（电子产品充电头、充电线、充电宝等）和大充（家用/移动储能）。公司主打小型、大功率、多接口充电头产品，并创新推出“多合一”产品。储能产品分为移动储能及户储两个条线，其中目前以移动储能为主。
- ❑ **智能创新类：**主要包括清洁家店、家用安防等。公司 2023 年扫地机产品有较大进步，推出 X9 PRO 旗舰级产品。安放类拥有EUFY品牌，主要产品包括智能监控摄像头、智能门铃门锁等。
- ❑ **无线音频类：**主要包括无线耳机、无线蓝牙音箱等，其中以无线耳机为主。其中Anker位于传统音频大品牌和主要手机厂商品牌之后，位于行业第二梯队。

图：安克创新品牌&产品矩阵

充电类	ANKER	 67W GaN Wall Charger  Power Bank  3-in-1 Cube with MagSafe  USB-C to USB-C Cable
智能创新类	eufy	 Clean X9 Pro  eufyCam S220  Video Smart Lock S330
	NEBULA	 Cosmos Laser 1080P  Capsule 3 Laser  Mars3  Cosmos
	AnkerWork	 C300 Webcam  B600 Video Bar  S500 Speakerphone  H700 Headset
	AnkerMake	 MSC 3D Printer
无线音频类	soundcore	 Space Q45  Liberty 4

2.1.2 安克创新品牌优势突出，改善在海外拥有领先的品牌认知

- 公司主品牌Anker也多次入选凯度BrandZ中国品牌全球化50强榜单TOP 15，也是榜单前15中少数的“10后”品牌，这表明Anker品牌已经具备全球影响力。

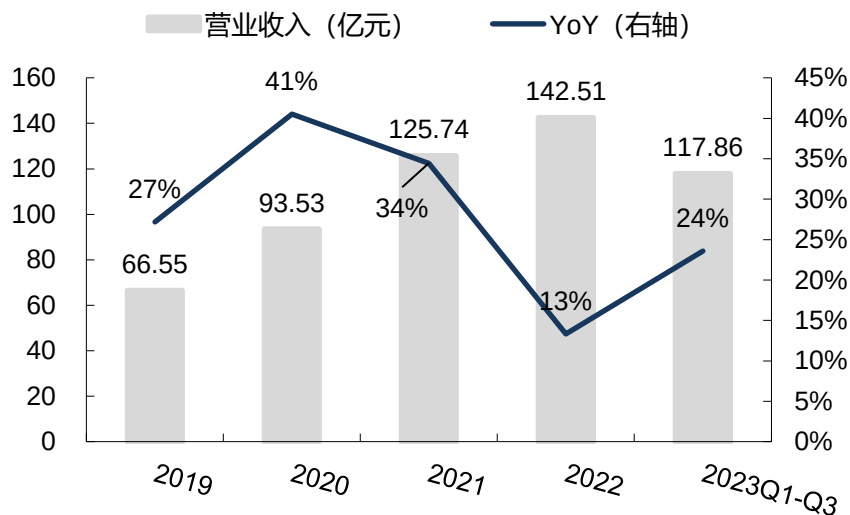
图：安克多次入选凯度咨询“中国全球化品牌50强榜单”，品牌具备全球影响力

2022	品牌	得分	类别	2021	品牌	得分	内容	2020	品牌	得分	内容
1	字节跳动	2484	内容 APP	1	阿里巴巴	2064	电子商务	1	华为	1938	消费电子
2	阿里巴巴	2258	电子商务	2	字节跳动	2049	内容 APP	2	联想	1881	消费电子
3	联想	1898	消费电子	3	华为	1993	消费电子	3	阿里巴巴	1666	电子商务
4	小米	1859	消费电子	4	小米	1831	消费电子	4	字节跳动	1368	内容 APP
5	华为	1674	消费电子	5	联想	1828	消费电子	5	小米	1098	消费电子
6	OPPO	1349	消费电子	6	OPPO	1299	消费电子	6	海尔	835	家电
7	海信	1241	家电	7	海信	1134	家电	7	海信	821	家电
8	一加	1124	消费电子	8	海尔	1032	家电	8	一加	771	消费电子
9	海尔	1098	家电	9	一加	1017	消费电子	9	中国国航	713	航空
10	SHEIN	1070	线上时尚	10	VIVO	965	消费电子	10	青岛啤酒	674	酒类
11	VIVO	975	消费电子	11	SHEIN	901	线上时尚	11	Anker	546	消费电子
12	Anker	912	消费电子	12	腾讯	804	移动游戏	12	OPPO	518	消费电子
13	腾讯	847	移动游戏	13	Anker	793	消费电子	13	SHEIN	490	线上时尚
14	青岛啤酒	740	酒类	14	青岛啤酒	740	酒类	14	大疆创新	460	智能设备
15	中国国航	725	航空	15	中国国航	701	航空	15	中国银行	460	银行

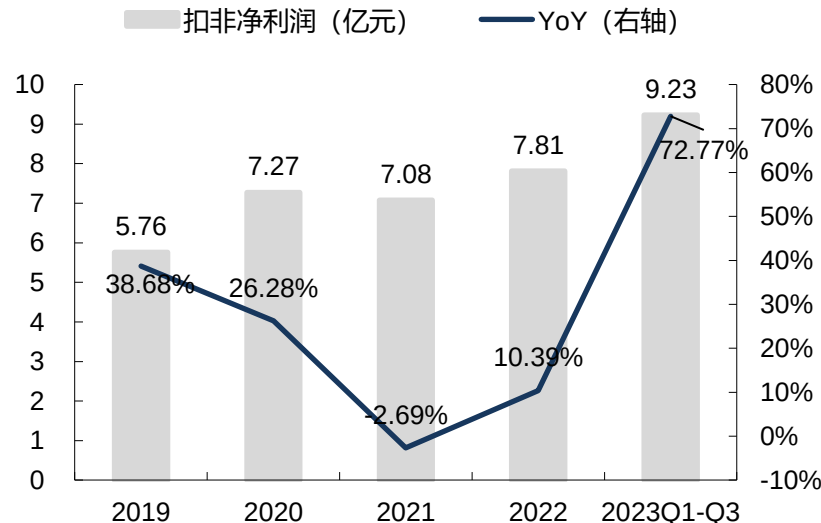
数据来源：凯度咨询，东吴证券研究所

- ❑ **公司2023Q1-3营收高增。**公司23Q1-3营收117.86亿元，同增24%，主要受益于：①亚马逊流量回暖，prime day等大促高增；②公司自身经营改善，安防、储能、无线音频等品类高增。
- ❑ **安克创新扣非归母净利润增长弹性较大。**2023Q1~3公司扣非归母净利润9.23亿元，同增73%。主要受益于：①汇兑损益改善；②海运运价改善等。

图：安克创新营业收入及增速

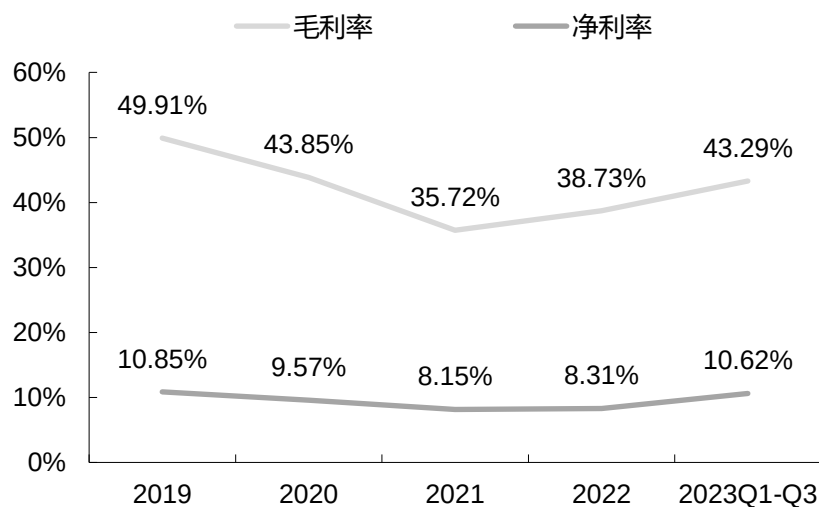


图：安克创新扣非归母净利润及增速

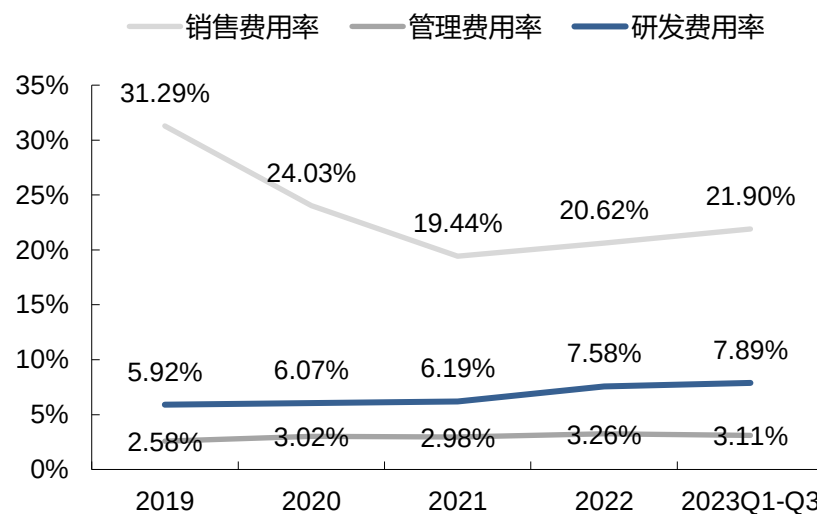


- ❑ **公司毛利率、扣非净利润率显著改善。**主要受益于：①海运、汇兑等宏观变量的利好；②公司自身产品结构改善（如耳机、安防、储能等产品的高增）。
- ❑ **公司毛利率和销售费用率有所上升，**主要由于费用和毛利率都更高的线上渠道增速较快。2023H1公司线上/线下渠道收入同比+28%/ +5%。

图：安克创新利润率



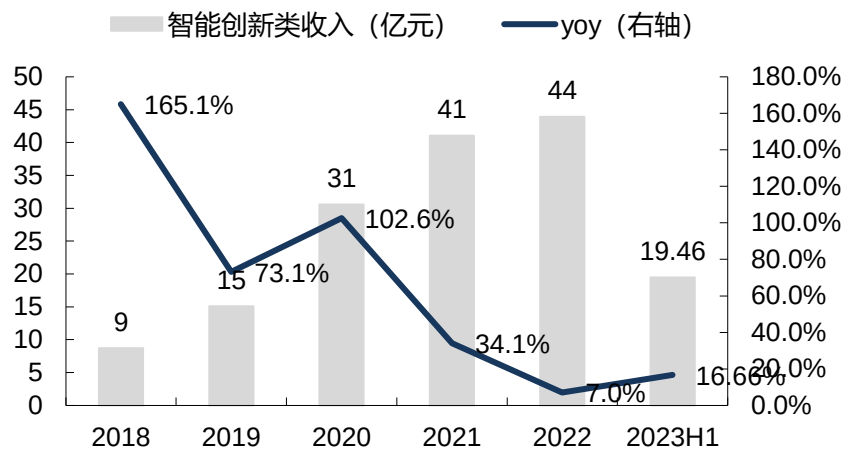
图：安克创新费用率



2.1.5 充电、耳机品类表现稳健，安防、储能等新品类有望接力成长

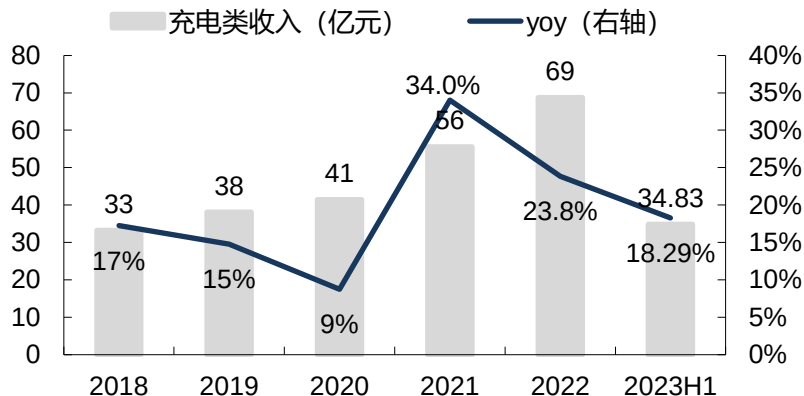
- ❑ **充电类是传统优势品类，储能产品打造新增长曲线：**2023H1 充电类收入34.8亿元，同比+18.3%，收入占比49%。
- ❑ **疫情恢复助无线音频高增：**2023H1 无线音频类成长提速，收入15.6亿元，同比+29%。这部分受益于全球疫情恢复后出行需求增加、对耳机产品的需求增长。
- ❑ **智能创新类毛利率有所恢复：**受益于清洁家电老品减亏+安防类高增，2023H1智创类收入19.5亿元，同比+16.7%，收入占比28%；毛利率为43.1%，同比+7.9pct。
- ❑ **未来便携储能、安防品类有望打造第二曲线：**便携储能产品线不断丰富，处于高速增长阶段，未来还有望在欧洲等地区复制美国地区的成功经验；安防品类行业渗透率提升，公司在业内是产品力和品牌认知较为领先的品牌。

图：公司智能创新类收入及增速



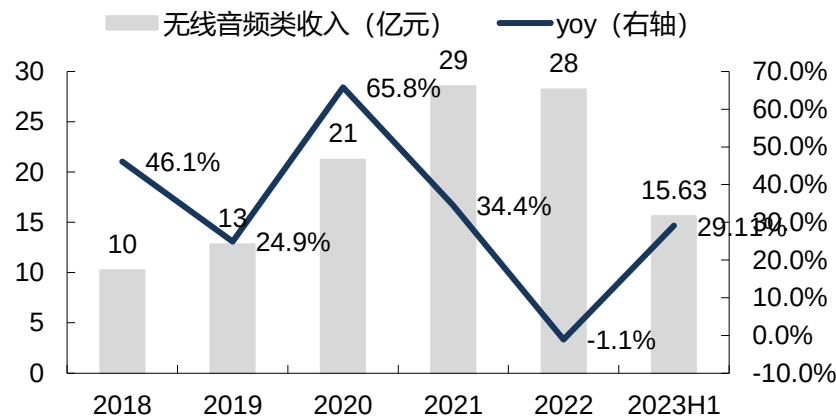
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：充电类收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：无线音频类收入及增速



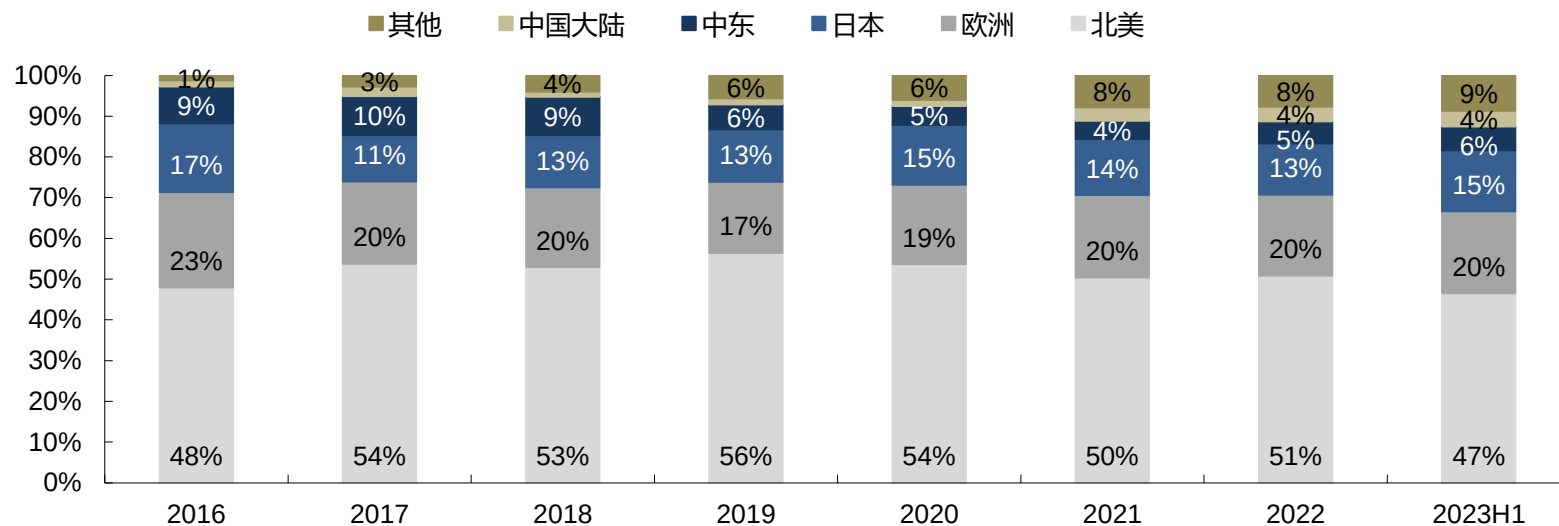
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.6 公司产品主要销往北美、欧洲、日本等发达国家

分地区看，公司产品主要销往北美、欧洲、日本等发达国家。2023H1，公司海外收入占比达96%。

- ❑ 北美是公司积累最深的地区之一，2023H1北美销售额达32.9亿元，同比+13%，占比达47%。
- ❑ 欧洲、日本亦为公司的重要地区，2023H1销售额占比达20%/ 15%，欧洲/日本地区销售额同比增速为28%/ 36%。未来欧洲、日本等区域仍有望通过线下KA等渠道扩张，实现进一步增长。
- ❑ 城市零售体系并不发达的中东地区，2023H1收入2.7亿元，占营业收入6%，同比+10.1%。

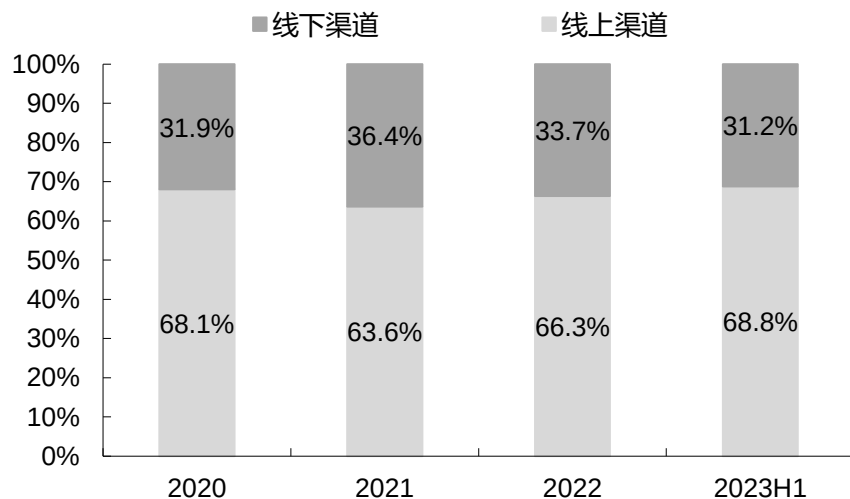
图：安克创新各地区销售收入占比



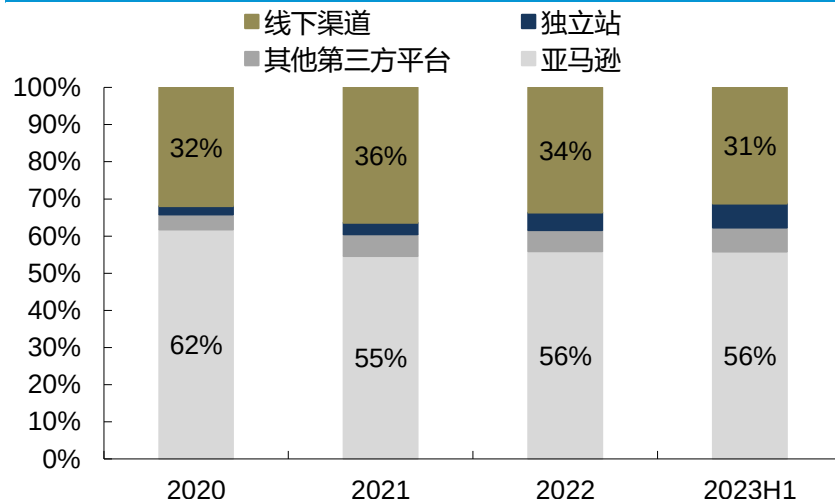
分渠道看，公司销售渠道以线上亚马逊渠道为主，2023H1亚马逊B2C收入占比达56%

- **拥有进入线下渠道的能力，是公司一大核心经营壁垒。**目前公司已入驻北美地区沃尔玛、百思买、塔吉特、开市客等KA，以及日本零售巨头7-11便利店集团等主流渠道。未来随环境好转及欧洲等地区线下扩张，有进一步拓张空间。
- **近年来独立站渠道发展较快，有利于品牌建设+高单价产品销售。**2023H1公司独立站收入达4.6亿元，同比+113%，收入占比达6%，2019~2023H1公司独立站收入的同比增速均在70%以上。

图：安克创新线上/线下渠道占比



图：安克创新各平台收入占比



2.2 致欧科技：家居跨境电商品牌龙头，自营物流+供应链壁垒突出

致欧科技核心竞争力①：坚持品牌化经营，拥有品牌优势

- **致欧科技主营家居品类跨境电商，主营产品为家具、家居、宠物、庭院等品类。**公司自成立之初就坚持走品牌路线，以精品模式经营，至2023年已拥有SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA三大品牌，分别对应家居、家具、宠物品类。
- **公司产品齐全，定位为家居“填充品”。**公司产品覆盖家居、家具、庭院、宠物等多个产品线，覆盖从客厅到浴室等多个场景。从产品类别看，公司产品以可拼装、平板化包装的中小型家居产品为主，不涉及特别重大的大型家具。
- **公司经营聚焦于品牌、设计及供应链等高壁垒、高溢价的环节。**家居品类跨境电商的壁垒主要体现在供应链和品牌环节。致欧科技聚焦于品牌及物流供应链，对于附加值不高的生产环节则主要交由第三方代工企业生产。

图：致欧科技主要产品及品牌

致欧科技主要产品及对应品牌

品类	家居	家具	宠物	庭院
品牌	SONGMICS	VASAGLE	FEANDREA	
图片				
主要产品	衣帽架、收纳盒、信箱、置物架、儿童玩具梯等	桌椅、沙发、床头柜、梳妆台、鞋架、办公椅等	猫爬架、狗笼、围栏、猫狗窝、手提包、车载座椅等	藤编家具、太阳伞、野营椅、野餐垫、运动健身器材等

致欧科技核心竞争力②：自建海外仓打造自有物流体系，降低物流成本

❑ 公司在欧美具备海外仓，打造物流能力。

- 公司作为跨境家居品卖家，物流成本占比较高，2022年运费成本占公司总收入比重为16.4%。
- 截至2023年12月，公司于欧美拥有超30万方自建仓，其中欧洲地区拥有8个自建仓库，主要分布在德国，面积合计22.8万方；在北美合计运营3个自营仓库，分布在加州等地，合计面积7.4万方。

❑ 对于家居电商品类而言，自建物流可有效降低物流成本，尤其是大中型商品的物流成本。自建仓配体系也有望帮助公司开拓第三方平台。

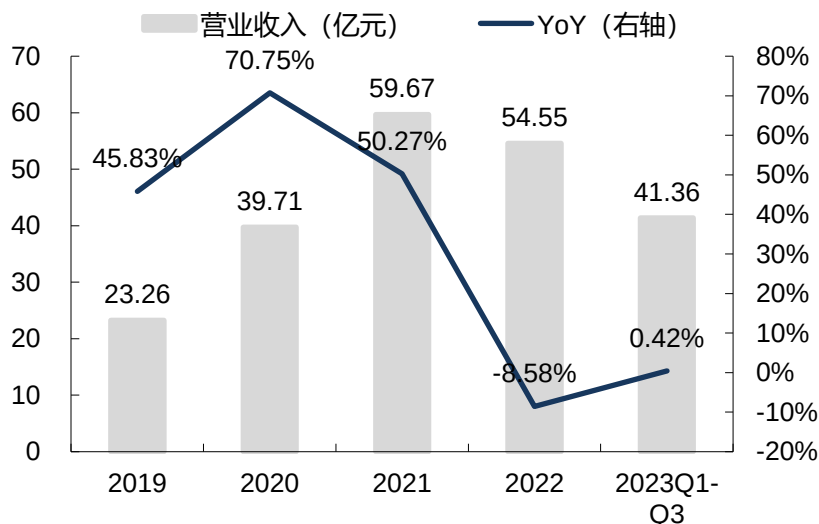
图：乐歌股份海外仓



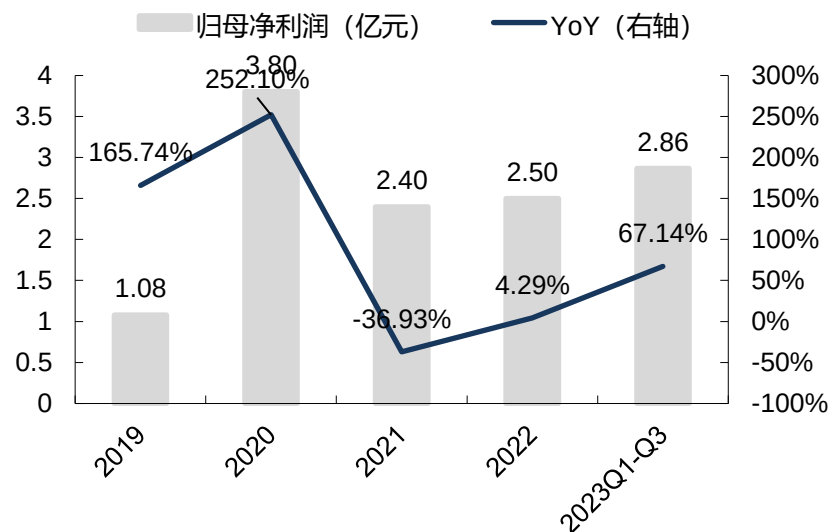
数据来源：微家居网络图片。东吴证券研究所

- ❑ 公司2023Q1-3营收41.36亿元，同增0.42%，归母净利润2.86亿元，同增67.14%。公司归母净利润显著增长，主要受益于
- ①公司柔性供应链优化取得一定成果，缺货情况得到一定改善；
 - ②海运价格下降及汇率变动等宏观变量利好。公司收入逐渐出现拐点，主要受益于欧洲经济恢复、海外缺货有所改善等。若未来美国降息后欧美地产回暖，公司收入有往进一步成长。

图：致欧科技营业收入及增速

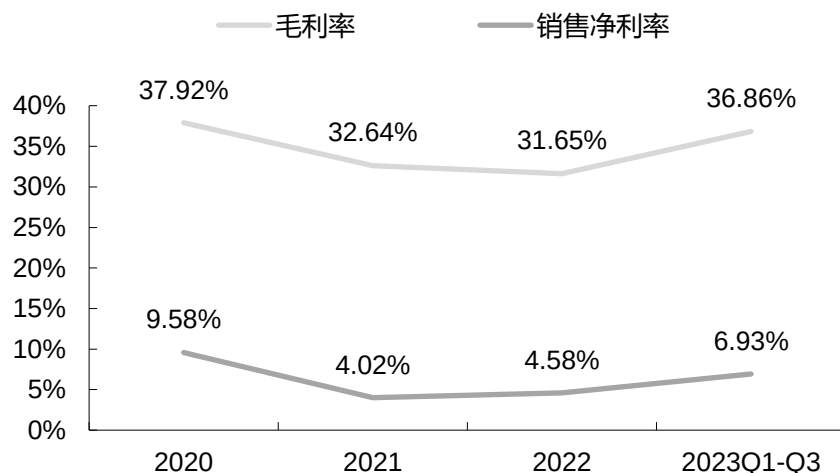


图：致欧科技归母净利润及增速

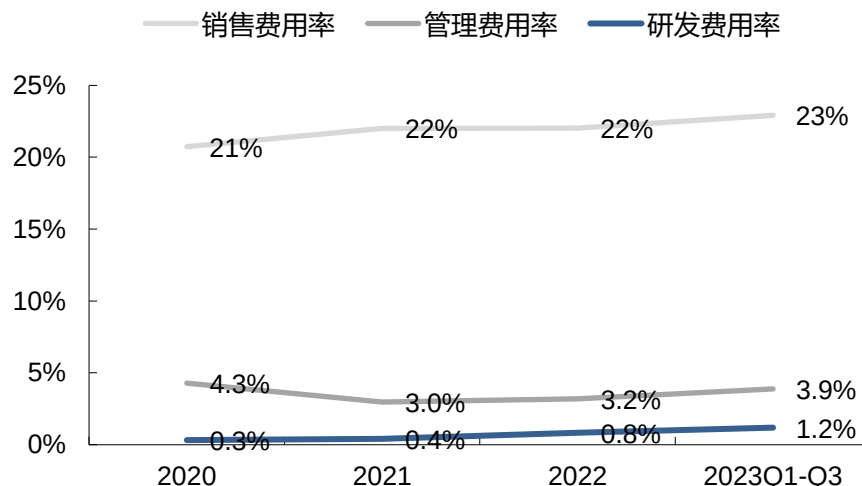


- ❑ **公司毛利率稳定在30~40%范围。**剔除运费成本后，公司2019~2022年综合毛利率分别为55%/ 50%/ 48%。公司销售净利率稳定在4%之上，2021年受运价和汇率因素影、2022年受俄乌战争影响净利润率较低，2023Q1-3净利润率达6.9%。公司由于具备品牌壁垒和供应链壁垒，利润率较高。
- ❑ **公司费用主要为销售费用，2023Q1-3销售费用率为23%，其中以亚马逊等第三方平台的平台费用为主。**

图：致欧科技利润率及增速



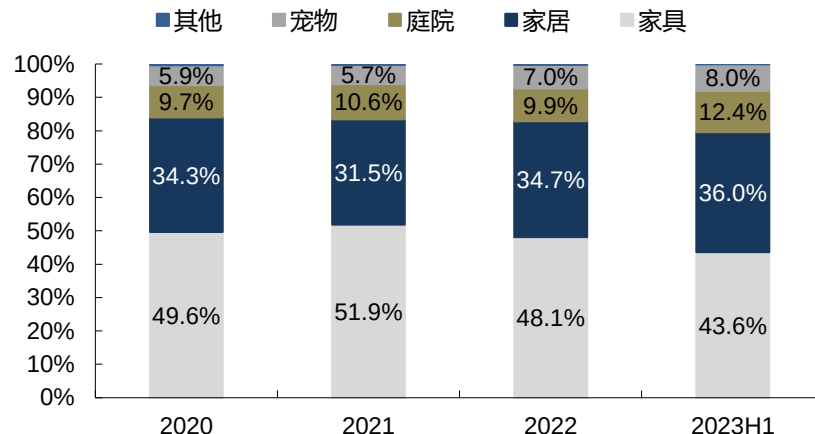
图：致欧科技费用率



2.2.5 致欧科技品类拆分

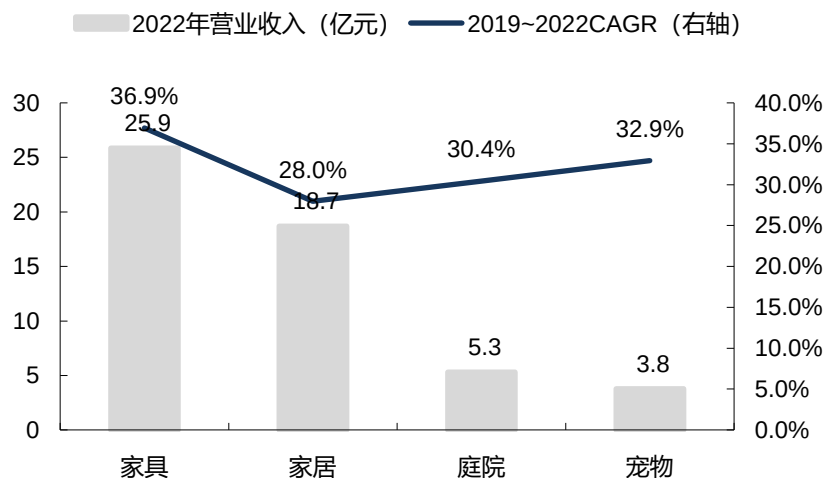
- 从收入上看，家居和家具产品是公司收入主要来源，2019~2022年各个品类的收入CAGR大致相当。2020~2022来销售额占比达80%左右。
- 从毛利率上看，较小件的品类毛利率更高，如家居品类的毛利率最高，宠物品类的毛利率高于家具和庭院。

图：家具+家居品类收入占比稳定在80%左右

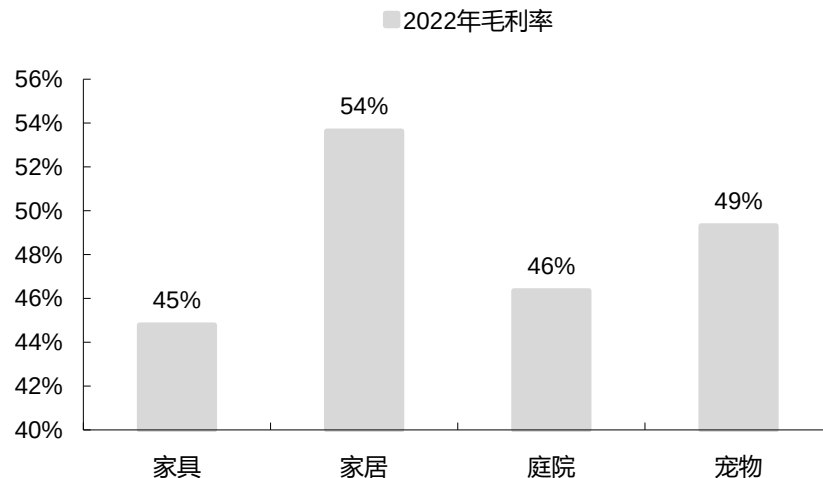


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：致欧科技各类目产品收入及增速



图：致欧科技各品类毛利率



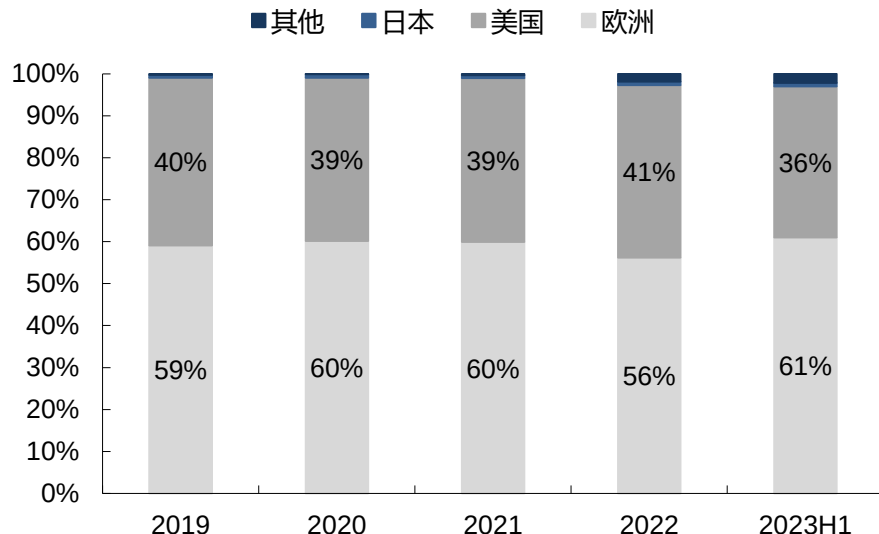
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2.6 致欧科技渠道拆分：主要通过Amazon等线上平台销往欧洲、美国、日本等地区

- ❑ **分地区：欧洲为主要销地，2019-2023H1收入占比稳定在55~60%。**2023H1，欧洲、美国收入占比为61%/ 36%；日本地区占比较低（不足1%），其他地区占2%；2019年以来各地区收入占比基本稳定。
- ❑ **分渠道：线上亚马逊为主要渠道。**公司主要通过Amazon、Cdiscount、ManoMano、eBay等线上B2C平台销售产品，其中Amazon为主要的B2C渠道，2022年贡献主营收入的68%，致欧科技是欧美亚马逊家居家具品类龙头，市占率居前。随着平台流量回暖，公司营业额有望受益。公司B2B模式收入占比接近20%，主要为亚马逊Vendor、Wayfair等自营平台供货。

图：致欧科技分地区收入构成



图：致欧科技分渠道收入构成

	收入占比	2020	2021	2022
B2C	亚马逊	71.80%	67.87%	67.61%
	ManoMano	3.07%	2.90%	2.68%
	Cdiscount	2.34%	1.84%	1.49%
	eBay	1.46%	1.06%	0.69%
	其他线上B2C平台	4.25%	7.15%	8.06%
	B2C合计	82.92%	80.82%	80.53%
B2B	亚马逊Vendor	8.45%	9.36%	8.35%
	Wayfair	4.31%	4.60%	4.69%
	其他线上B2B	0.05%	0.01%	0.01%
	线下B2B	4.26%	5.22%	6.42%
	B2B合计	17.07%	19.19%	19.47%

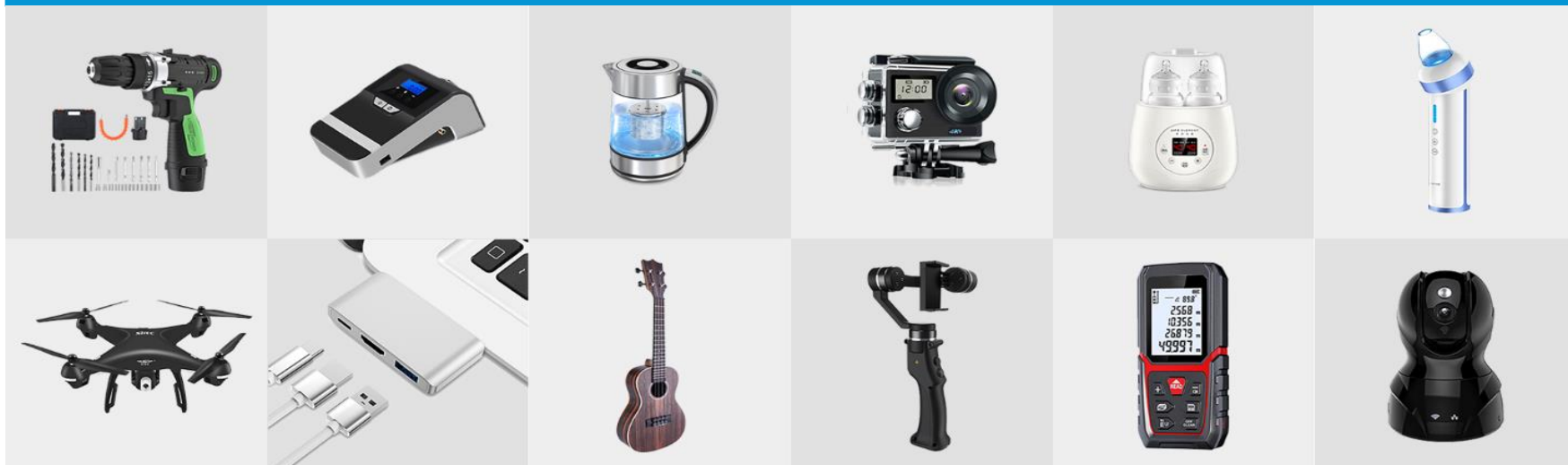
2.3 华凯易佰：跨境泛品大卖家龙头

2.3.1 “泛品+精品+亿迈生态平台”三项业务并行

公司主营业务为跨境电商+空间环境艺术设计业务。2023H1跨境电商已成为主要利润来源，本文主要拆解华凯易佰的跨境电商业务。

- ❑ **公司主营跨境电商泛品模式：**目前公司跨境电商业务主要的利润来源是泛品模式。，公司主要通过亚马逊、ebay、速卖通、Cdiscount、Walmart 等第三方平台，经营家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容、3C 电子产品、户外运动等品类的跨境电商。2023H1公司在亚马逊实现销售的网店数量为 720 个，销售的泛品SKU超过95万款，客单价为103.5元。
- ❑ **基于泛品模式下的经营能力，尝试切入精品业务：**公司2021亚马逊封号潮后开始布局精品业务，截至2023H1初步形成清洁电器、家电、宠物、灯具四大产品线，在售SKU数量为376个，客单价441元。
- ❑ **开始自研打造“亿迈科技”跨境电商综合服务平台，**涵盖“供应链管理、亚马逊孵化、美客多孵化、亿迈云仓、拉美海外仓、增值服务”六大核心业务。

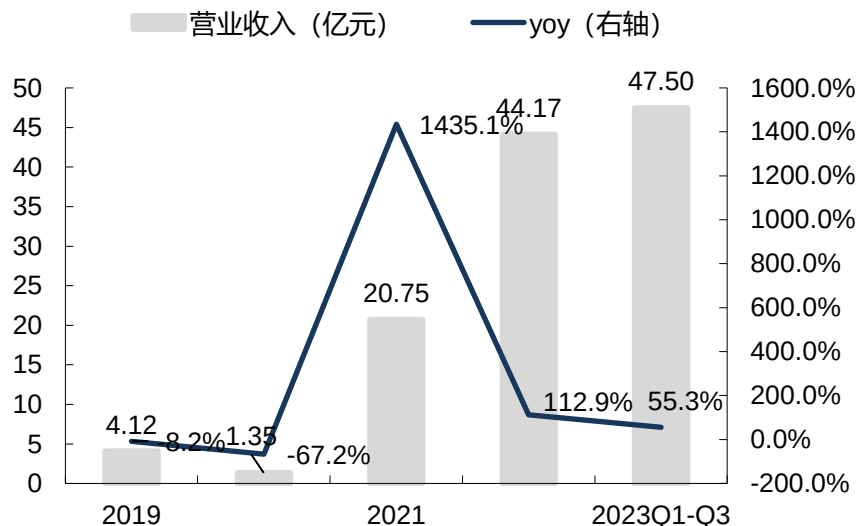
图：华凯易佰主要产品



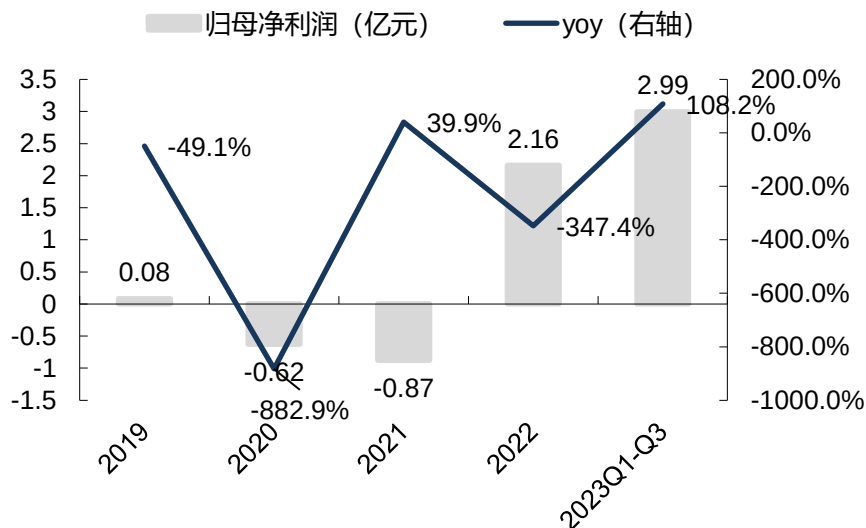
2.3.2 转型跨境电商盈利能力增强，收入利润持续增长

- 公司2023Q1-3营收47.5亿元，同增55.3%，归母净利润2.99亿元，同增108.2%。2021年7月公司收购易佰网络后，转型切入跨境电商，此后受益于跨境电商业务实现业绩高增。

图：华凯易佰营业收入及增速



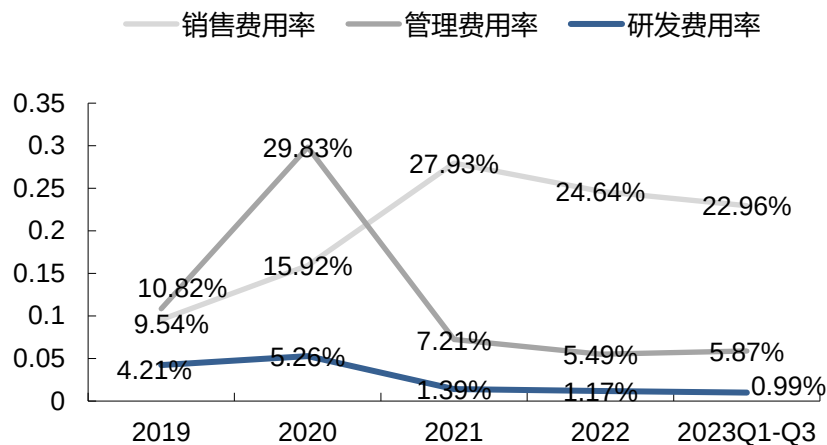
图：华凯易佰归母净利润及增速



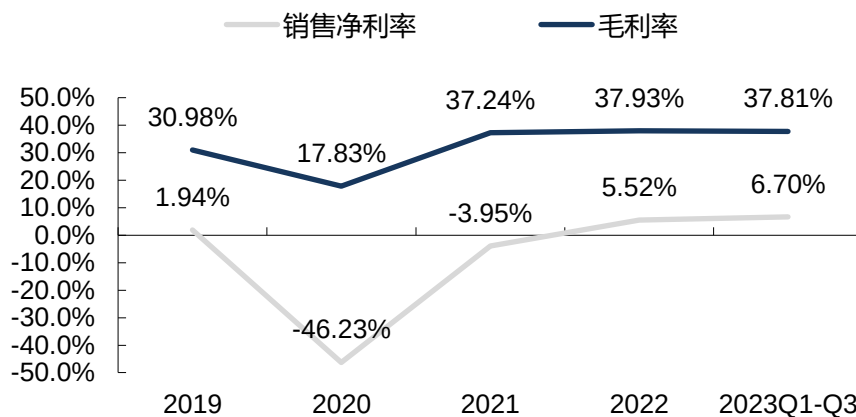
2.3.3 转型后费用率稳定，自主研发智能系统有效提升周转率

- ❑ **2021 年以来各项费用率稳定。**2023H1公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 22.96%、5.87%、0.99%。管理费用率增长主要因为易佰网络计提业绩奖励和股份支付费用。
- ❑ **公司毛利率稳定，销售净利率持续增长。**公司转型后毛利率稳定在37%以上，销售净利率持续增长，2023Q1-Q3销售净利率达6.7%。

图：华凯易佰利润率及增速



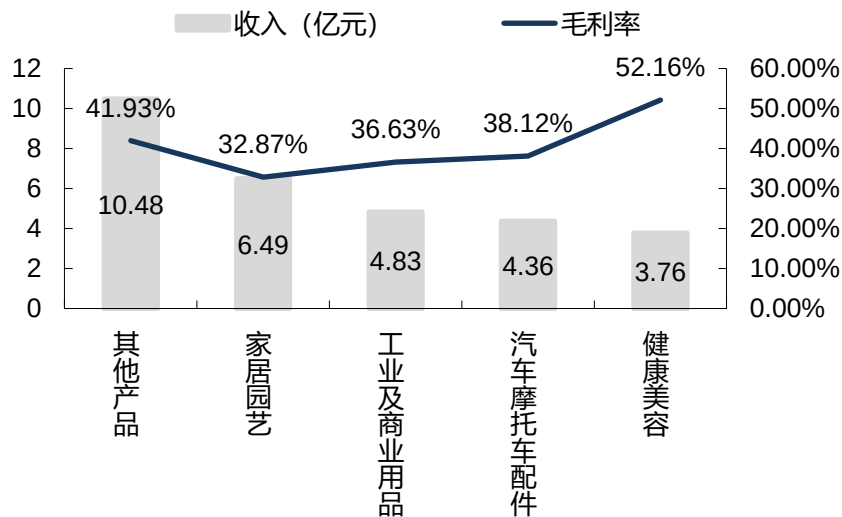
图：华凯易佰利润率及增速



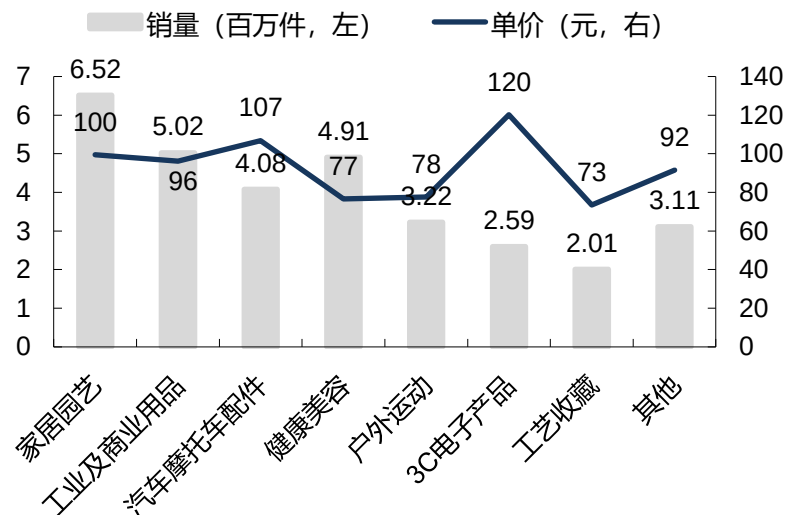
2.3.4 以泛品模式为经营基石，SKU数量多、客单价中低、毛利率较高

- ❑ **公司目前以泛品业务为基础。**分品类看，2023H1，除其他产品外，家居园艺收入占比最高，收入占比达22%。
- ❑ **受益于跨境电商行业高毛利特性，公司各品类毛利率均较高。**2023H1各品类毛利率在30%-55%之间，健康美容类产品毛利率最高，为52%，家居园艺类产品毛利率较低，为33%。
- ❑ **近期美容、汽配产品增速较快：**2023H1，家居园艺、工业及商业用品、健康美容、汽车摩托配件品类收入同比+13%/ 22%/ 31%/ 31%。
- ❑ **SKU数量多、客单价中等偏低：**公司销售的泛品SKU超过95万款，客单价为103.5元。各类产品销售单价在70-120元之间，3C电子产品单价最高，为120元。

图：2023H1分产品收入及毛利率



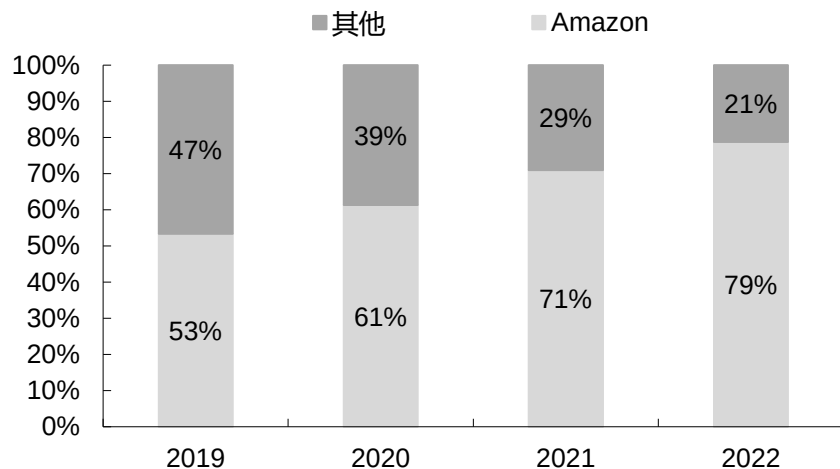
图：2023H1分产品收入及单价



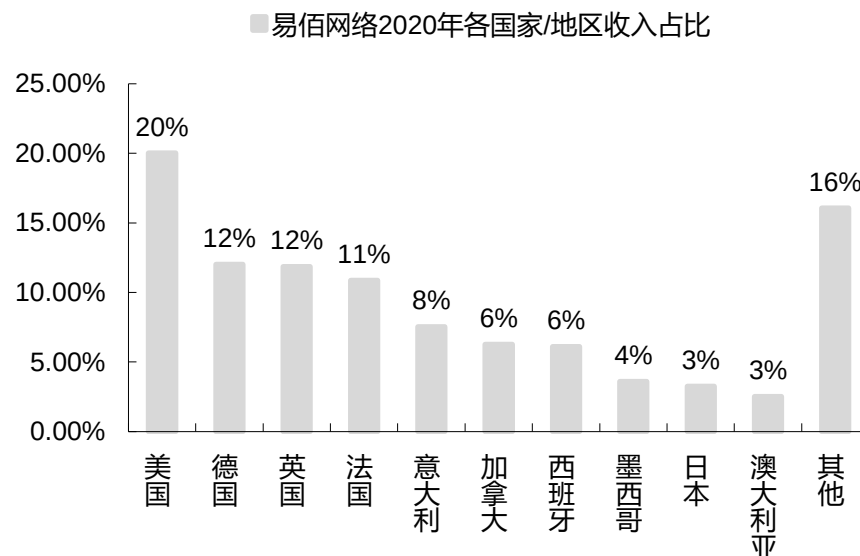
2.3.5 深耕亚马逊平台和欧美市场，平台仓发货为主

- ❑ **分渠道：**以亚马逊平台为主，同时积极拓展沃尔玛、美客多等新兴平台。泛品业务主要销售平台为亚马逊、ebay、速卖通、Cdiscount、Walmart 等，精品业务销售平台主要为亚马逊。
- ❑ **分地区：**公司收入主要来自欧美市场，2022年美国市场收入占比约 27%，2020年易佰网络有26销售额来自北美，48%销售额来自英法德意西。近年来美国收入占比有所提升，2022年收入占比为27%。
- ❑ **分销售模式：**2022年平台仓发货收入29.35亿元，同比+149%，占比为66.44%；国内仓发货收入11.55亿元，同比+153%，占比26.15%；第三方海外仓发货2.49亿元，同比-22%，占比5.64%。

图：华凯易佰分平台销售额占比



图：华凯易佰分地区收入占比（2020）



2.4 吉宏股份：东南亚跨境电商稀缺标的

吉宏业务主要为：①跨境社交电商业务；②包装服务业务。

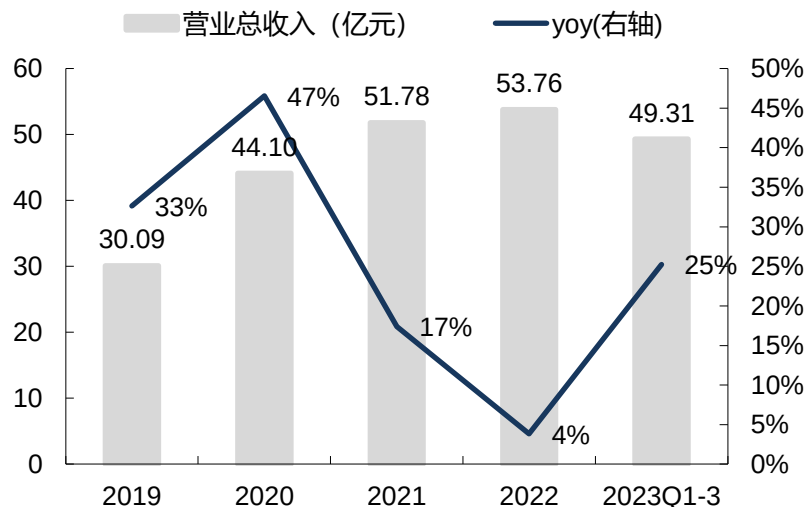
- ❑ **公司跨境电商业务重点布局东南亚社交电商，是主要利润来源和重要增长点**，通过AI基数智能选品，并自动生成商品文案、短视频等传播工具，通过Facebook、TikTok等社交软件进行精准广告投放，实现销售转化。公司跨境电商主要在东南亚、日韩、中国台湾、中东等地区经营，目前已成为东南亚地区跨境社交电商龙头。2023H1公司跨境电商分部利润总额为1.62亿元，同比+83%。
- ❑ **公司传统主业包装业务仍有盈利能力**。公司包装业务模式则是以平面设计、方案优化、营销策划切入消费者日常生活的快消品包装市场，为客户提供“营销策划+设计/方案优化+生产制造+运输配送+销售”一站式服务。2023H1公司包装业务分部利润总额为1.45亿元，同比+260%。

图：吉宏股份跨境电商业务流程图

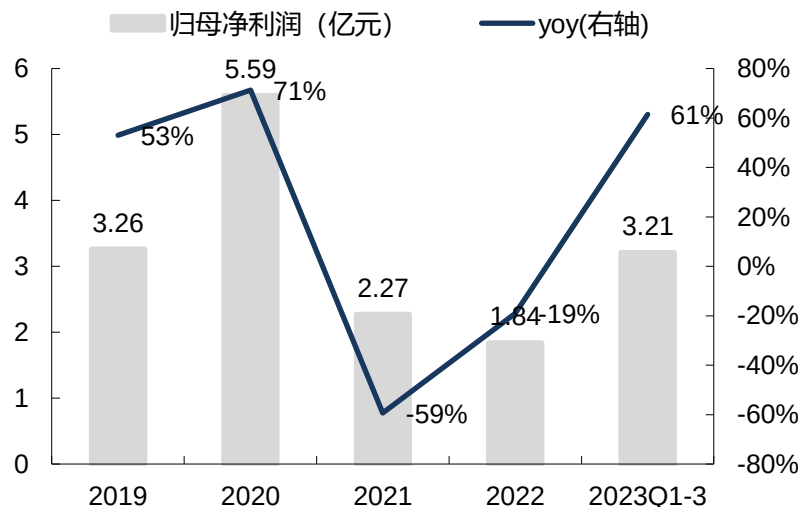


- **公司2023Q1-3营收49.31亿元，同增25.25%，归母净利润3.21亿元，同增61.41%。**业绩增长主要受益于：①跨境电商业务持续增长、东南亚地区购买力恢复；②原有主业包装业务精细化管理、利润率改善。

图：吉宏股份收入及增速



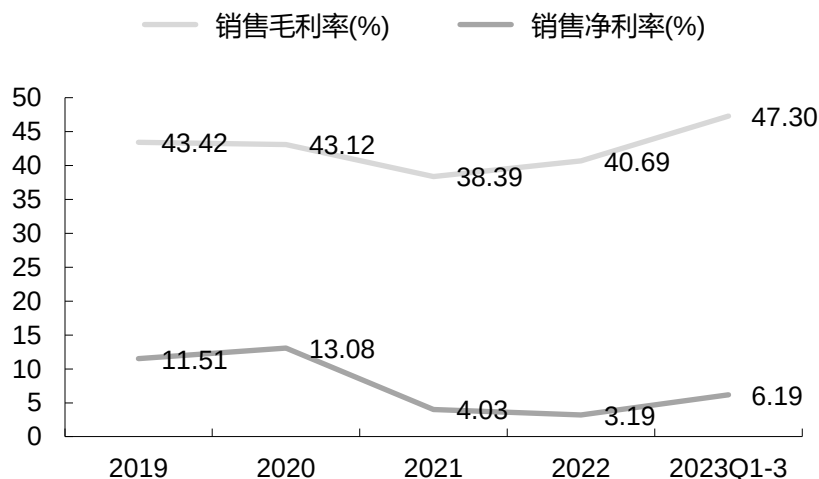
图：吉宏股份利润及增速



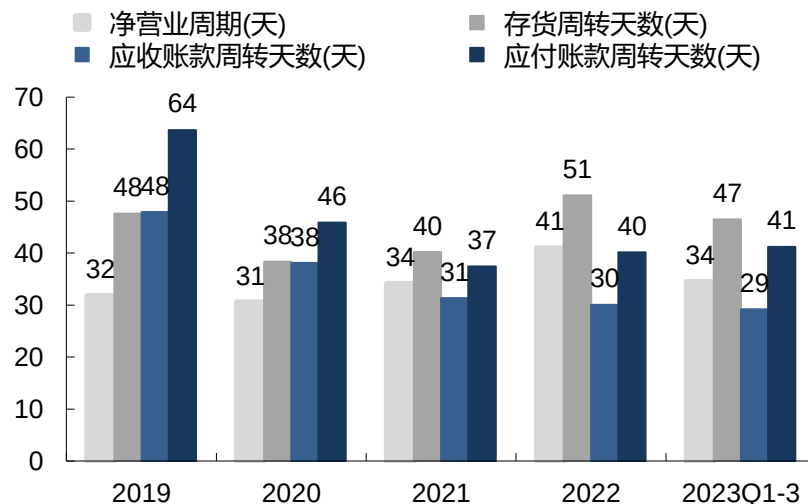
□ 毛利率创近五年新高，净利率大幅回升。

- 公司包装业务毛利率受上游客户销售增速放缓、原材料价格波动等因素，毛利率自2018年的18.45%降至2022年的15.76%；2023H1毛利率恢复至17.95%。同比+3.17pct。
- 公司互联网业务由于运费、汇率、下游消费需求等因素影响，在2021年之前也呈现下滑趋势；2023H1公司互联网业务毛利率回升至60.37%，同比+3.41pct。

图：吉宏股份近五年利润率变化



图：吉宏股份周转天数变化

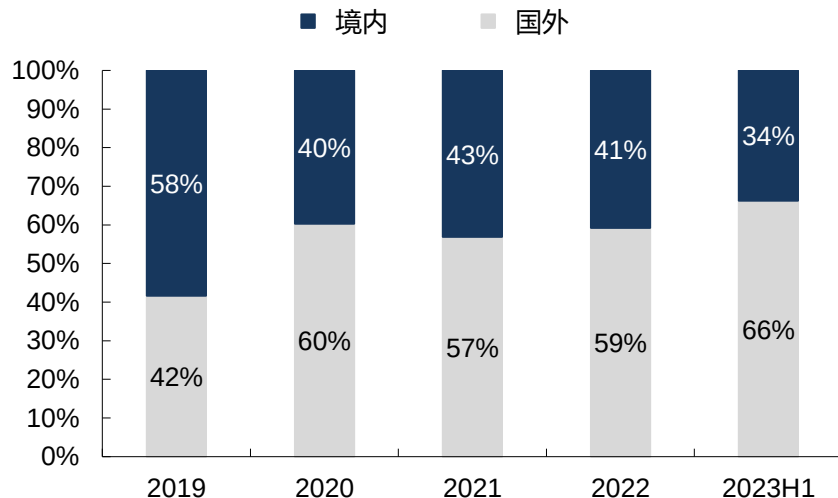


- ❑ **公司海外收入占比上升显著，是重要增长点。**2019-2023H1，公司海外销售收入占总收入比重由42%提升至66%。
- ❑ **公司跨境电商业务亮点①：积极运用AIGC等前沿技术提升效率。**公司跨境社交电商运营管理系统的中心体系沉淀多项AIGC技术，公司结合自身跨境社交电商业务特性，成功开发了包括但不限于智能图像素材设计、智能视频素材生成、智能广告文案与翻译、智能推荐精准投放、智能客服等AIGC技术。

图：吉宏股份AIGC技术

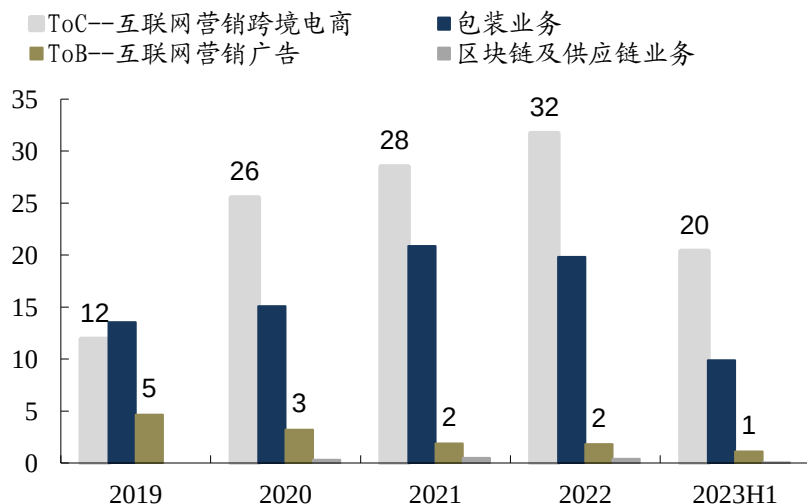


图：吉宏股份海外收入占比提升

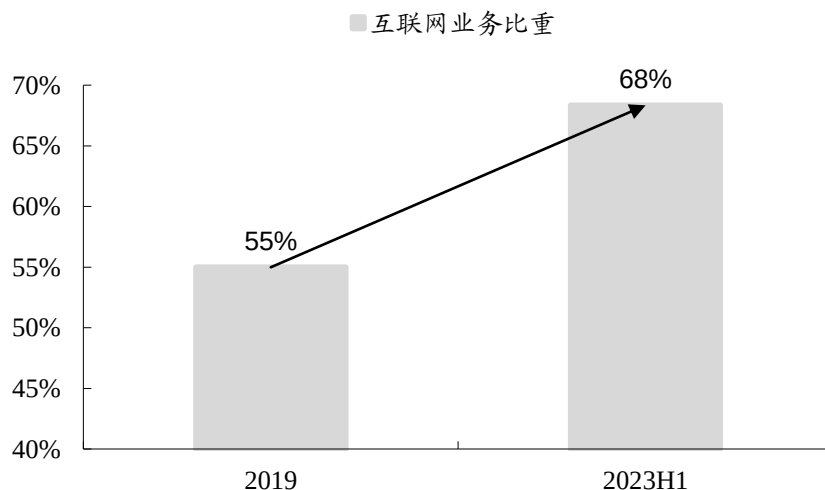


- ❑ **吉宏股份互联网收入占比提升。**吉宏股份互联网业务主要分为广告业务与跨境电商业务，2019-2023H1年，公司互联网业务比重从55%增至68%亿元，提升较快。
- ❑ **ToC互联网跨境电商增长迅速，广告业务收入有所回暖。**互联网跨境电商业务持续高增，2019-2022年，公司互联网营销跨境电商业务营收由11.9亿增长至31.7亿，ToB互联网营销广告业务2023H1营收1.13亿元，同比增长34.64%。

图：吉宏股份按产品收入拆分（亿元）



图：吉宏股份互联网业务比重提升



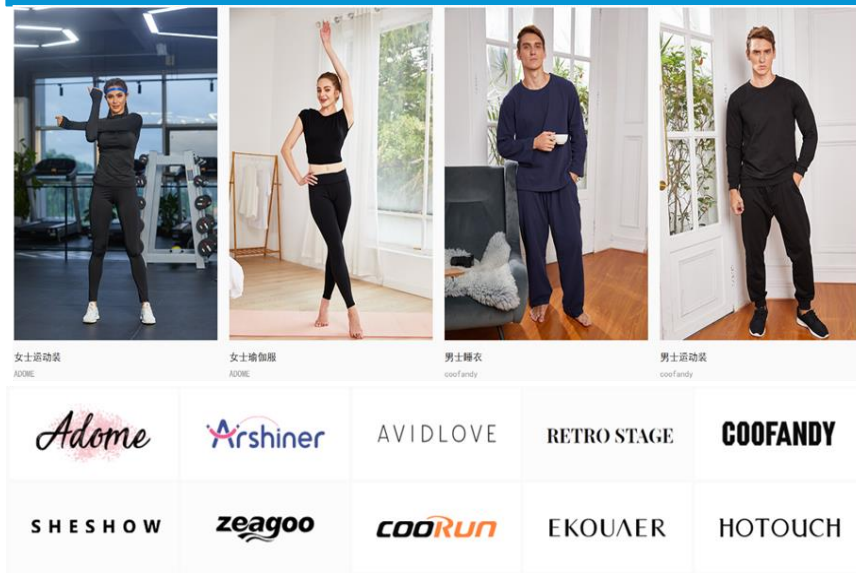
2.5 赛维时代：以服饰类目为基石，不断外拓的跨境巨头

- ❑ 公司业务品类及自有品牌多样，通过电商平台和自营网点逐步向全球发展。
- ❑ 分渠道看，公司销售渠道主要为Amazon、Wish、eBay、Walmart等第三方电商平台以及SHESHOW、Retro Stage等垂直品类自营网站，线上营销网络覆盖美国、德国、英国等多个国家和地区。
- ❑ 分地区看，公司收入主要来自于海外市场，其中美国为第一大收入来源。
- ❑ 分品类看，公司经营业务以服装配饰为主、并逐步拓展百货家居、运动娱乐、数码汽摩等品类。
- ❑ 分品牌看，截至2023H1，公司已孵化63个营收过千万的自有品牌，占商品销售收入的比重为88.07%。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个品牌在报告期内营业收入过亿，占商品销售收入比重为77.38%。从品牌影响力来看，截至2023年2月，Avidlove、Ekouaer、Coofandy、ANCHEER等多个品牌的多款产品均处于Amazon Best Sellers细分品类前五。

图：公司非服装类产品



图：公司服装类产品及品牌

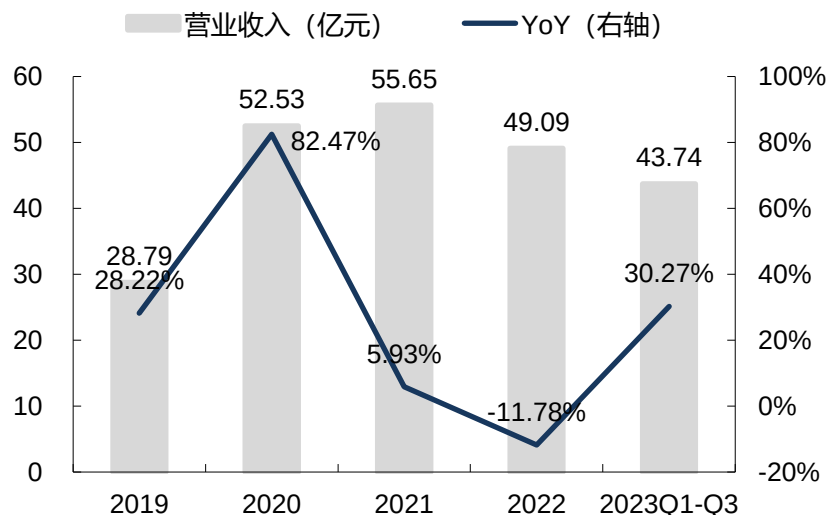


资料来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

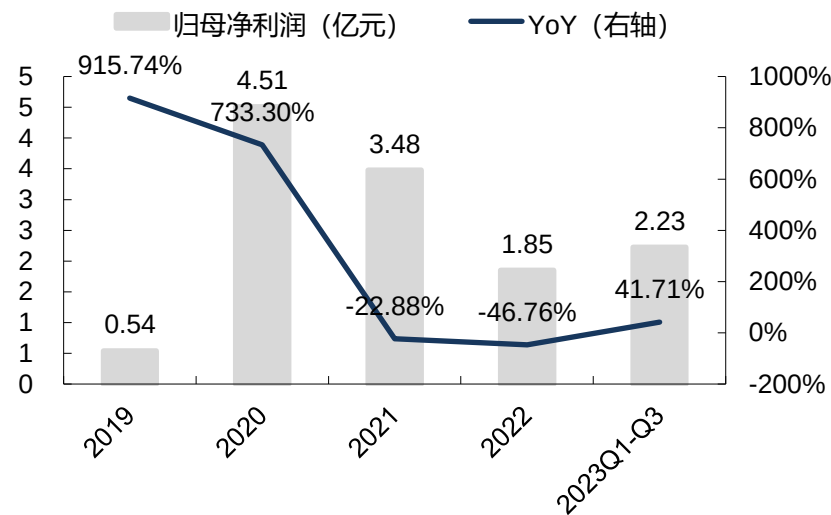
资料来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

- **公司营业收入和归母净利润有较快的增长**，2023年Q1-3公司营业收入/归母净利润为43.7亿元/2.2亿元，同比+30.3%/+41.7%。
- **公司随着品牌化逐渐成熟，收入和归母净利润逐步恢复增长**。2020年公司“品牌化”和品类扩张能力逐步成熟，收入和归母净利润快速上涨，2021年公司继续推动品牌化战略和海外仓布局。2022年由于阶段性因素助推境外线上消费高峰回落、国际物流运费上涨等因素致使收入下降，2022年Q3开始，受益于行业竞争格局改善等因素，公司收入及利润开始恢复。

图：公司营收及增速

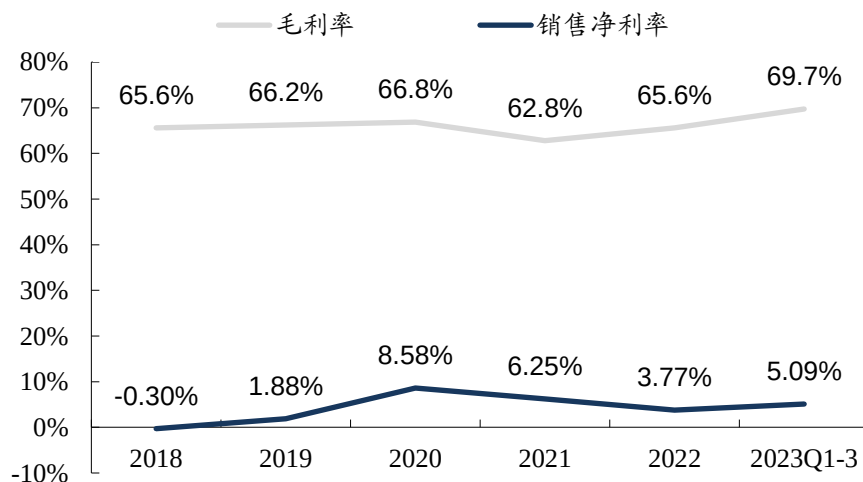


图：公司归母净利润及增速

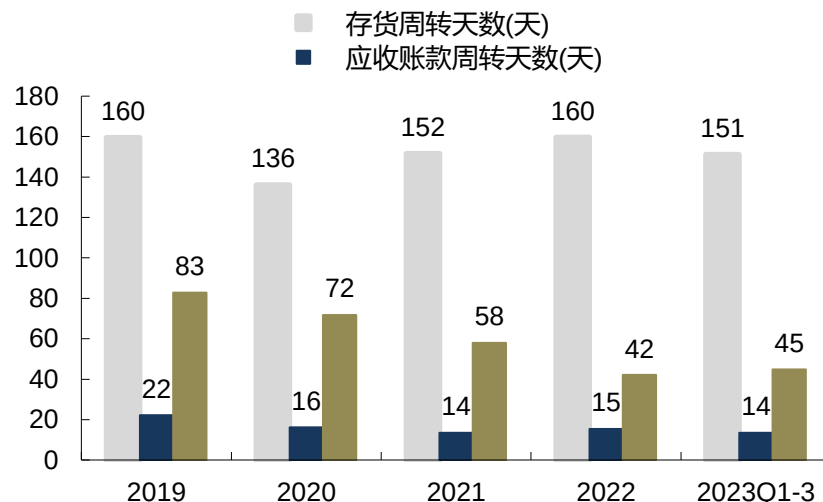


- 公司主营业务毛利率受益于品牌溢价能力、产品品类和销售渠道结构，维持在较高水平。自2018年来毛利率维持在62%以上，2023Q1-3毛利率为69.7%。2021年公司毛利率下降至62.78%，主要是公司战略收缩国内直邮业务、高毛利率的自营网站销售占比下降、头程运输成本增加导致。

图：毛利率和销售净利率

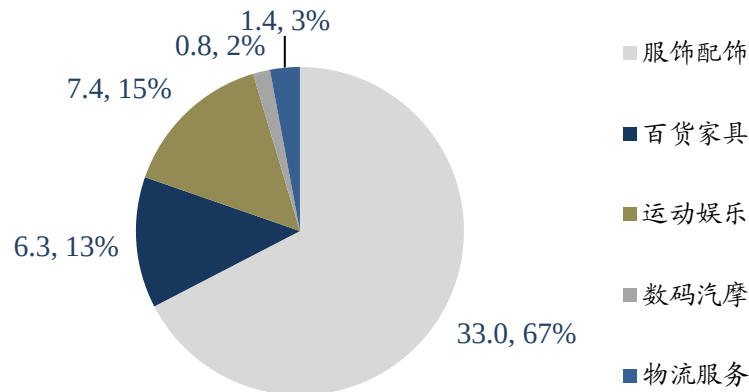


图：公司营运周转天数



- ❑ **公司以服饰配饰为主，逐步向非服装品类拓展。**
2022年公司服装饰/百货家居/运动娱乐/数码汽摩/物流服务收入分别为33.0亿元/6.3亿元/7.4亿元/0.8亿元/1.4亿元，占主营业务收入比例分别为67.4%/12.9%/15.1%/1.7%/2.9%。
- ❑ **公司生产模式为“成品采购+委托加工+自主生产”。**服装品类主要为自主设计、开发。非服装品类主要采用“成品采购”模式，筛选合格的供应商进行生产，同时公司对生产过程和质量进行把控。

图：2022年各业务品类销售额（亿元）



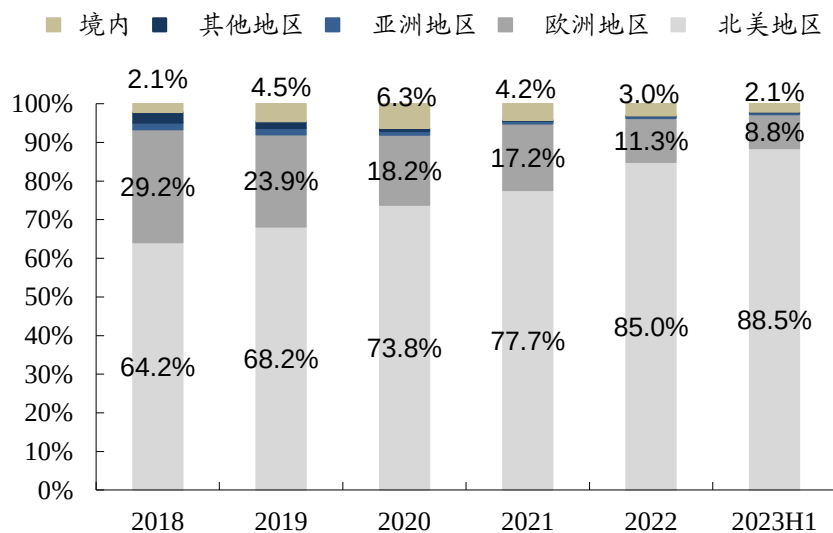
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图：公司从开发到销售核心ERP系统流程

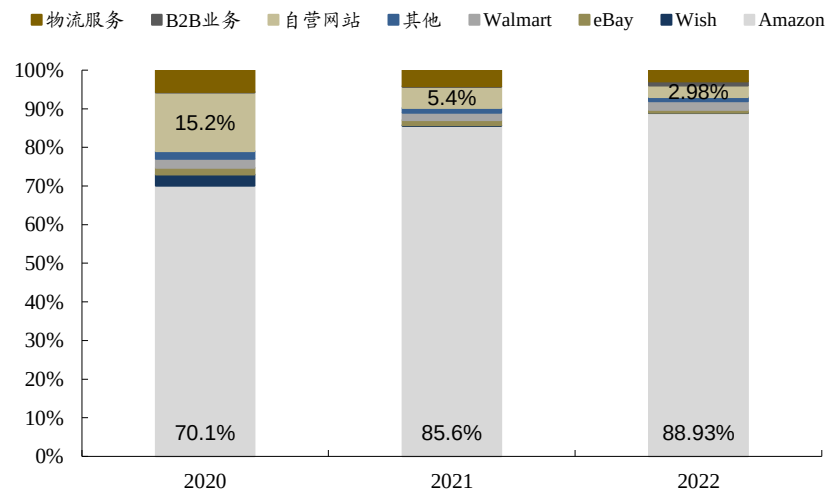


- ❑ **公司收入主要来源于海外市场，其中北美市场为第一大收入来源。** 2023年H1公司在北美地区/欧洲地区/亚洲地区（除中国大陆）/中国境内/其他地区的营业收入分别为24.44亿元/2.44亿元/0.13亿元/0.57亿元/0.04亿元，分别占主营业务收入比例为88.5%/8.8%/0.5%/0.1%/2.1%。
- ❑ **公司业务按照渠道分类，可以分为第三方电商平台、自营网站、B2B业务以及物流服务业务。** 其中第三方平台主要为Amazon、Wish、eBay、Walmart及其他。2022年公司在Amazon/Wish/eBay/Walmart/自营网点的销售额占主营业务比重分别为88.9%/0.04%/0.76%/2.27%/2.98%。公司主要销售渠道为Amazon平台，且2018-2023H1销售额占比呈现上升趋势。而Wish、eBay、Walmart及自营平台收入占比呈现下降的趋势。

图：各地区收入占比



图：公司收入拆分（按渠道）



- 公司以自建仓储物流系统为基础，欧洲、北美海外仓及国内仓作为依托，建立完善的仓储物流体系。公司在美国和捷克共有8个海外仓库，主要用于储存大件、高货值的商品。公司主要以Amazon FBA配送、国际物流+海外第三方配送、直邮这三种仓储物流模式进行仓储和配送。其中直邮业务的规模以及国际物流头程阶段的成本对于公司毛利率的高低有着重要影响。

图10：仓储物流模式的仓储和配送环节

仓储物流模式	仓储环节	配送环节
Amazon FBA配送	Amazon统一运营管理，Amazon仓库可为第三方卖家提供仓储、配送、退换货等增值服务。	公司将产品运抵至Amazon的FBA仓库后，由Amazon为公司提供产品储存、派发、终端配送、用户退换货等一体化、闭环式仓储物流服务。
国际物流+海外第三方配送	公司在海外自行租用仓库，用于仓储、中转及货物配送等。目前在美国、捷克租用了8个仓库，主要用于存储大件、高货值商品。	在头程阶段，公司通过国际物流公司将商品发至公司自营的海外仓。在为终端消费者发货时，公司选择当地的物流公司进行终端配送。
直邮	由国内自有仓库管理，该仓库主要承担质检、存储、集拼、转运至海外等功能。	订单生成之后，公司国内仓以邮政包裹等方式出境，直达终端消费者。

3. 物流、B2B平台：消费出海“卖铲人”

3.1 小商品城：小商品出海贸易枢纽， Chinagoods平台及跨境人民币支付打造第二曲线

- ❑ **公司在我国小商品产业链中处于枢纽地位：**至2022年，义乌市场经营面积达640+万平方米，拥有7.5万个实体商铺，服务上下游210万家中小微企业，年成交额突破2000亿元。
- ❑ **全球数贸中心市场扩建，有望增厚公司利润：**市场经营利润是公司主要的利润来源，由于市场经营景气度较高以及产业的聚集效应，近年来市场在不断扩建。预计建面124万方的全球数贸中心预计2025年建成，投运后有望增厚公司市场经营利润。
- ❑ **跨境支付、Chinagoods平台等新业务快速成长，有望打造“第二曲线”成为全球全链路服务商：**
 - ①Chinagoods：2023年平台GMV超650亿元，同比增长80%+；
 - ②Yiwu Pay跨境人民币支付：自2023年2月21日正式上线以来，跨境清算资金约人民币85亿元，其中2023Q4完成超62亿元；
 - ③智捷元港：与中远海、普洛斯等行业龙头合作，数字化赋能，为跨境电商及中小微贸易企业提供全域覆盖、全程透明的端到端跨境物流履约服务。

图：义乌国际商贸城实地照片



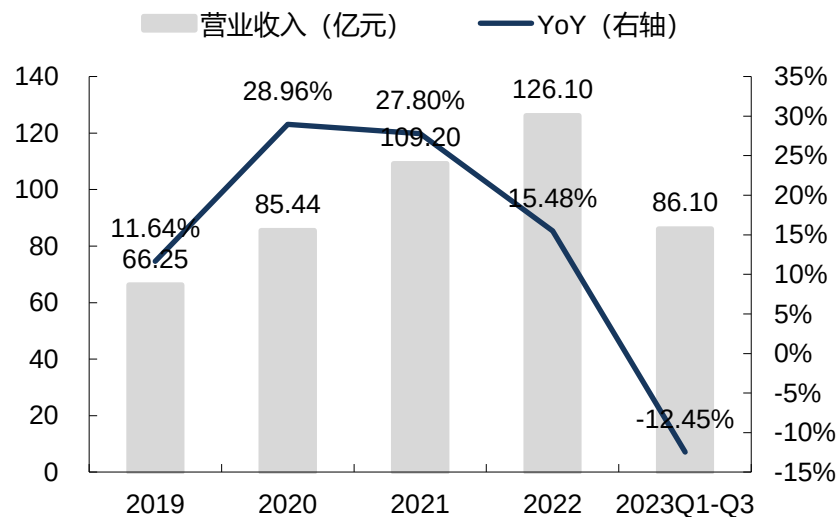
图：Yiwu Pay、Chinagoods、智捷元港等新业务拓展，打造全链路服务体系



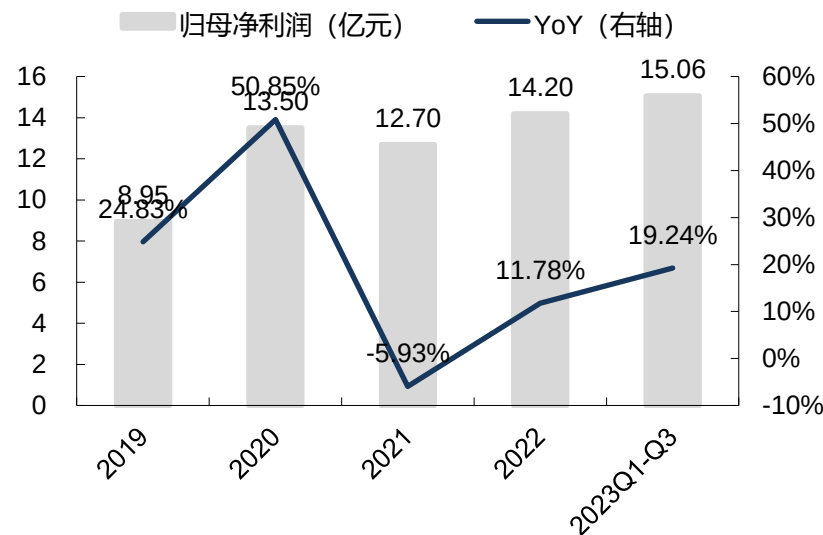
3.1.2. 市场经营主业壁垒深厚+新业务前景可期，公司盈利稳中有增

- ❑ **公司营收近年来业务结构变化影响波动较大。**2016-2020公司营业收入主要受房产销售收入确认节奏波动较大影响。2020年，公司将房地产业务剥离出表。此后受益于商品销售业务的增长，公司收入增长较快。
- ❑ **公司净利润总体上稳中有升。**2019年及之前的利润受房地产业务确认节奏影响较大。2020年后公司剥离房地产业务、聚焦主业之后，主要盈利来源变为市场经营业务、Chinagoods业务、地产联营公司投资收益等。

图：公司收入及增速

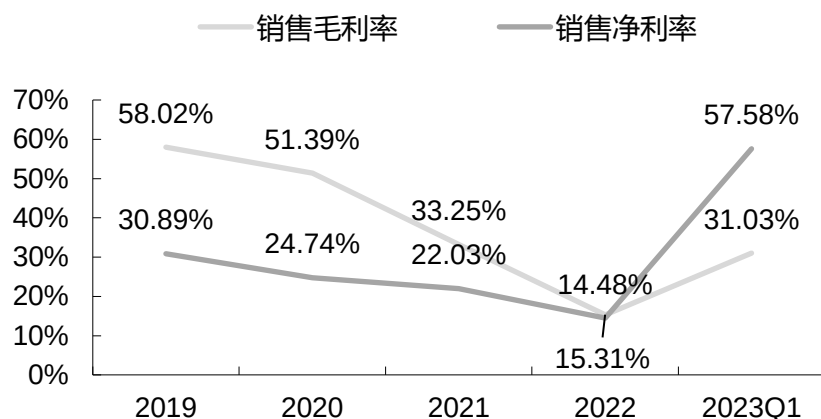


图：公司归母净利润及增速



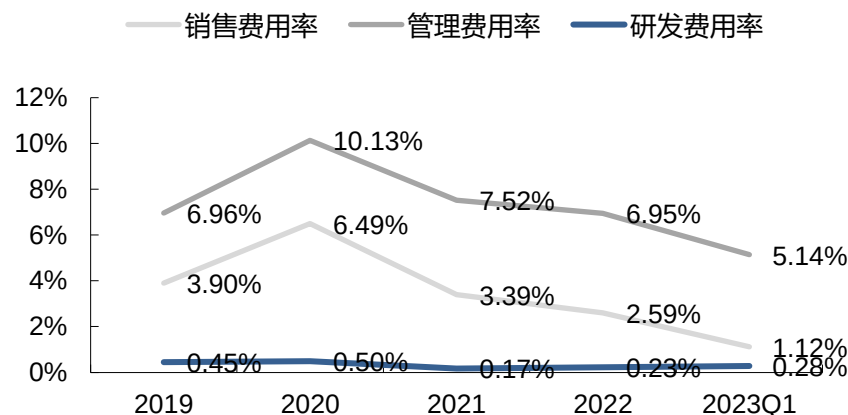
- **业务结构改变，导致公司利润率和费用率下降。**2020年公司费用率上升主要系疫情期间国内市场推介与广告宣传、人力、中介机构咨询和防疫费用等增加；2021年公司销售、管理、研发费用率均有所下降，毛利率、净利率也有所下降，主要原因是利润率、费用率较低的商品销售规模大幅增长，造成的结构性变化。公司主业市场经营业务的利润率和费用率是相对较为稳定的。

图：小商品城利润率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

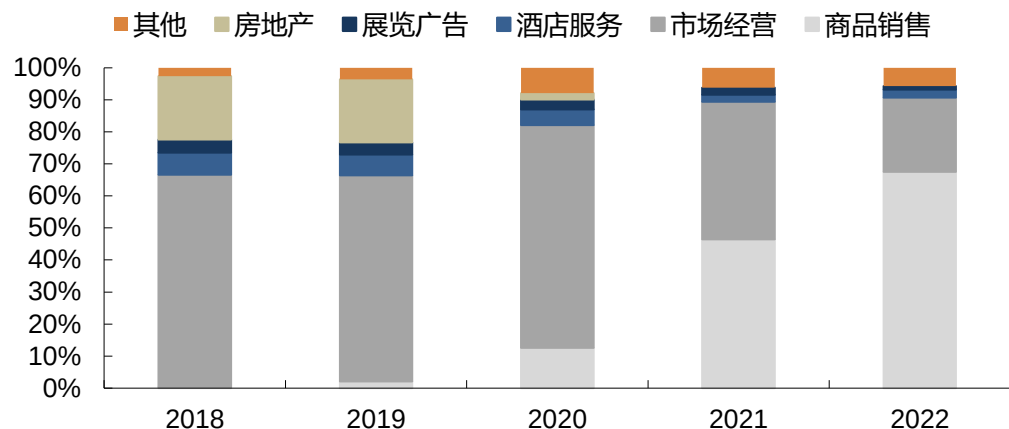
图：小商品城费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

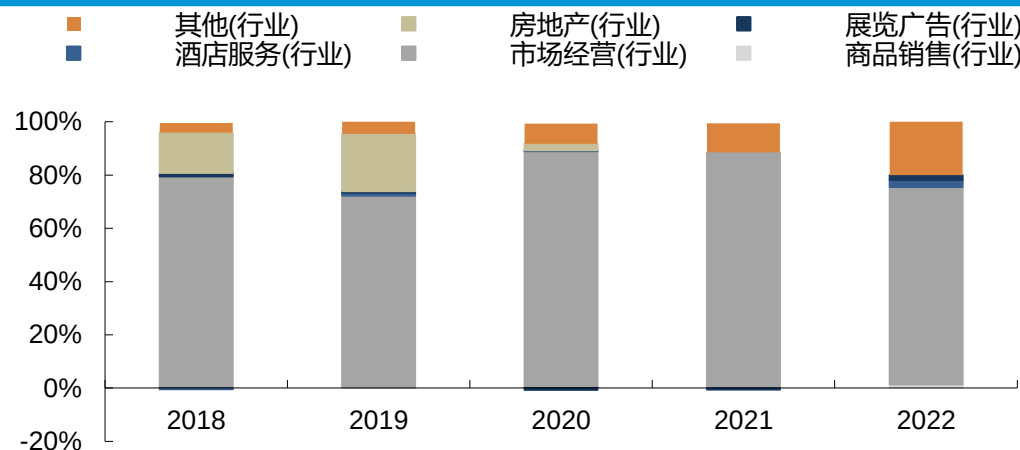
- 2020年地产业务剥离之后，公司主要收入来源变为市场经营和商品销售。
- 目前市场经营业务是毛利润的主要来源。
- 商品销售业务毛利率低，因此在毛利润结构中占比较低。
- 随着Chinagoods平台、跨境支付业务的发展，其他业务的毛利率占比有提升趋势。

图：小商品城各项业务收入占比



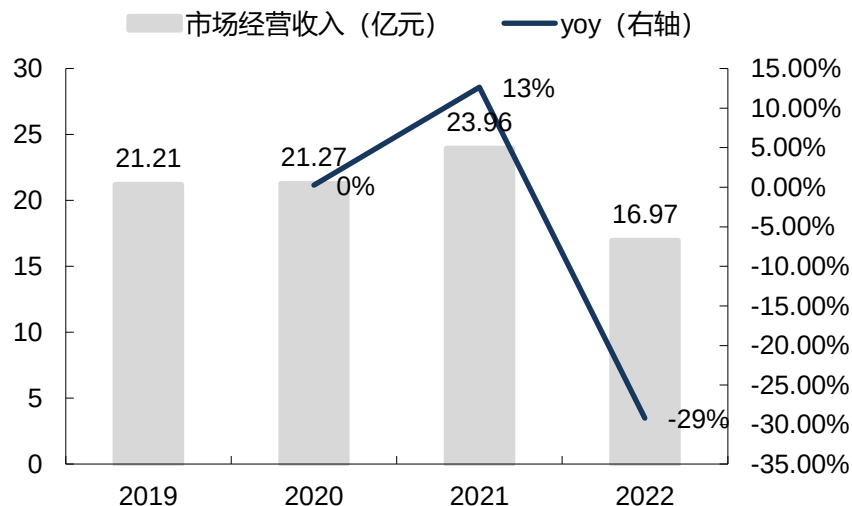
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：小商品城各项业务毛利润占比

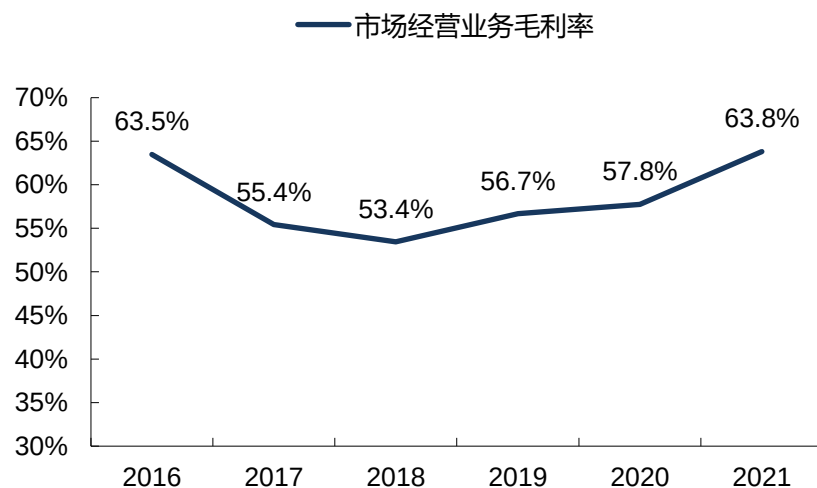


- ❑ **市场经营业务是公司的主要利润来源。**2021年公司市场经营收入达24.0亿元，同比+12.7%。2016~2021年该业务的收入较为稳定。该业务是公司主要的利润来源，2016-21年其毛利率保持在50%以上。该业务的收入主要是义乌市场的商位使用费，成本主要是折旧摊销及市场运营员工的工资。2022年市场经营收入下滑，主要是疫情期间降租政策带来的一次性影响。
- ❑ **市场扩建有望增厚未来市场经营收入。**国际商贸城“全球数贸中心”项目已于2023年开工建设，建筑面积124万方（相当于现有640万方面积的19%），计划于2025年底前开始分批投运。

图：公司市场经营业务收入保持稳定



图：公司市场经营业务毛利率



3.2 东航物流：跨境空运龙头，Shein及Temu重要物流服务商

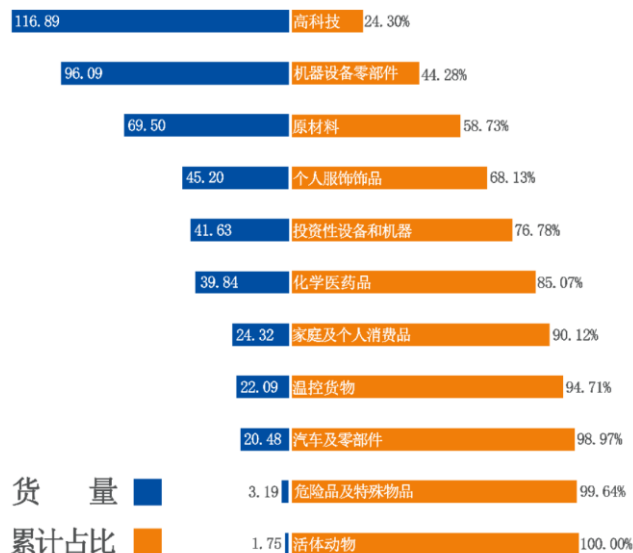
3.2.1 东航物流：东航旗下综合物流服务企业，Shein、Temu等平台物流服务商

- ❑ 东航物流是东航集团旗下的综合物流服务企业，主营航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案。
- ❑ 东航物流运用全货机运输和客机腹舱运输两种方式为客户提供覆盖国际国内主要航线网络的航空货运物流服务。依托800架客机腹舱以及中货航17架全货机，通达184个国家和地区的1088个目的地，构建了遍布全国、辐射全球的航线网络。
- ❑ 东航物流为Shein、Temu等跨境电商平台提供物流保障服务，有望从这些平台的发展中充分受益。

图：公司主营业务图示



图：2022年我国空运进出口货物结构

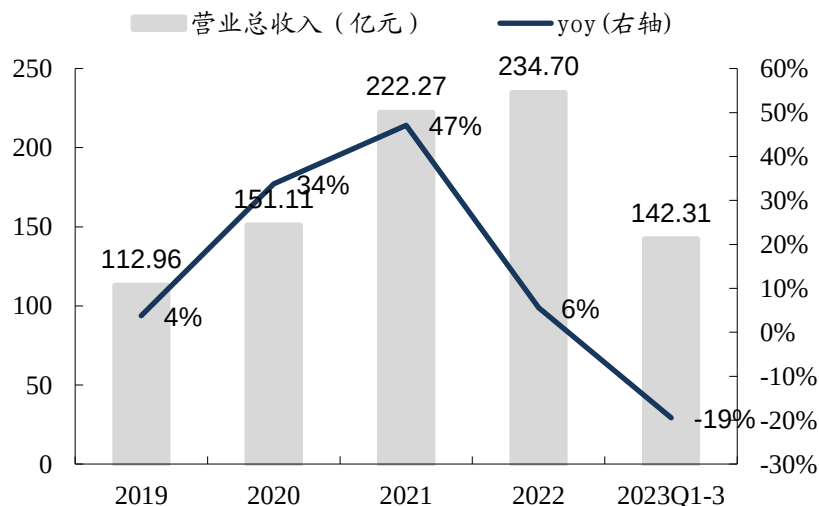


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

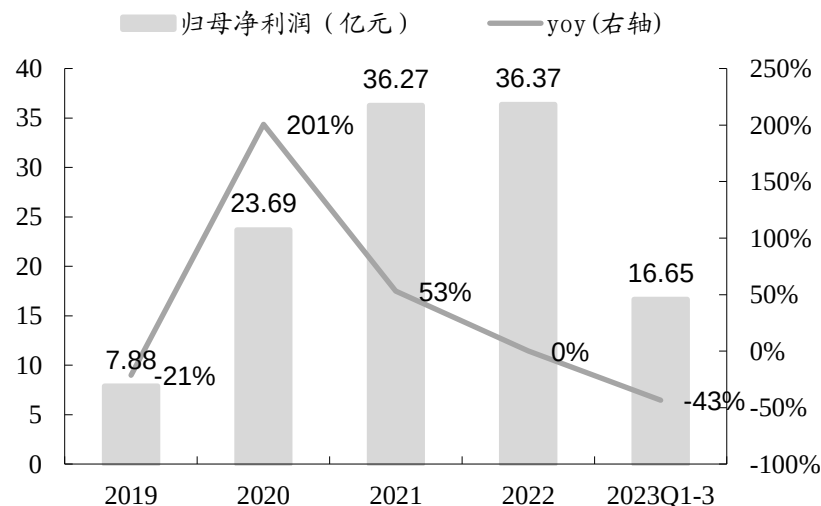
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 公司23Q1-3营收142.31亿元，同比-19.45%，归母净利润16.65亿元，同比-43.43%。业绩下降原因系航空速运业务收入及毛利下降。由于海外市场投资和消费需求转弱，航空货运需求随之减少，空运市场即期运价下滑。

图：东航物流收入及增速

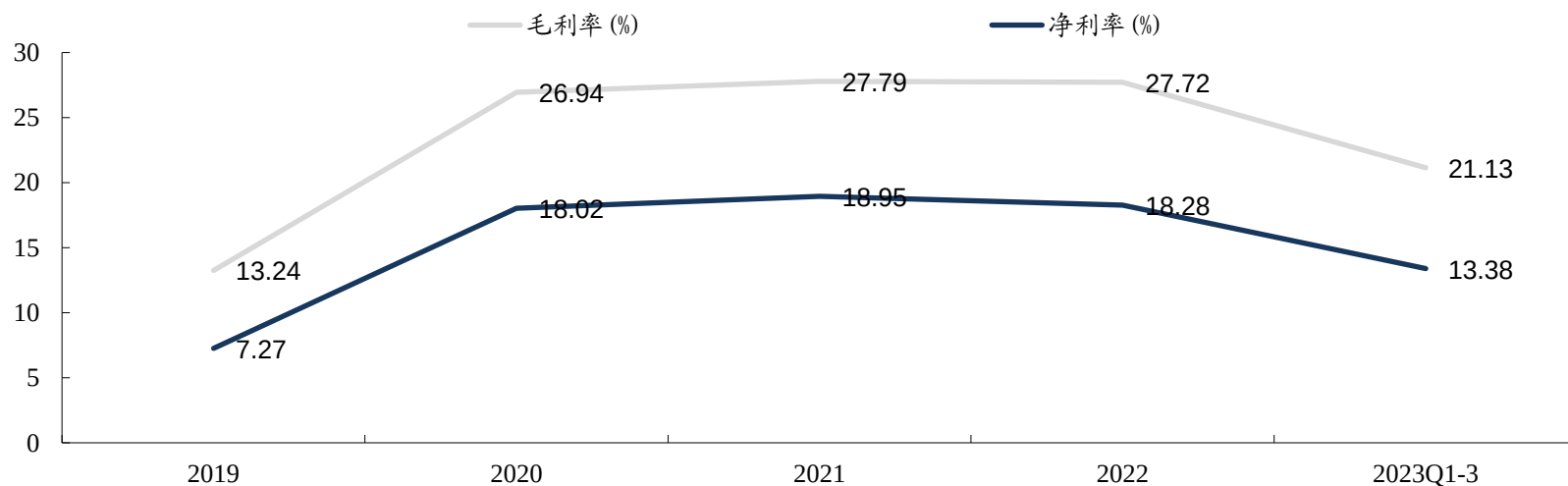


图：东航物流利润及增速



- **疫情结束需求下降，利润率略微回调。**2020-2022，公司受疫情时期货运需求影响，利润率保持高位。公司毛利率和净利率分别由2022年全年的27.72%/ 18.28%下降至2023Q1-3 的21.13%/ 13.38%，但仍然大幅高于2019年的13.24%/ 7.27%。

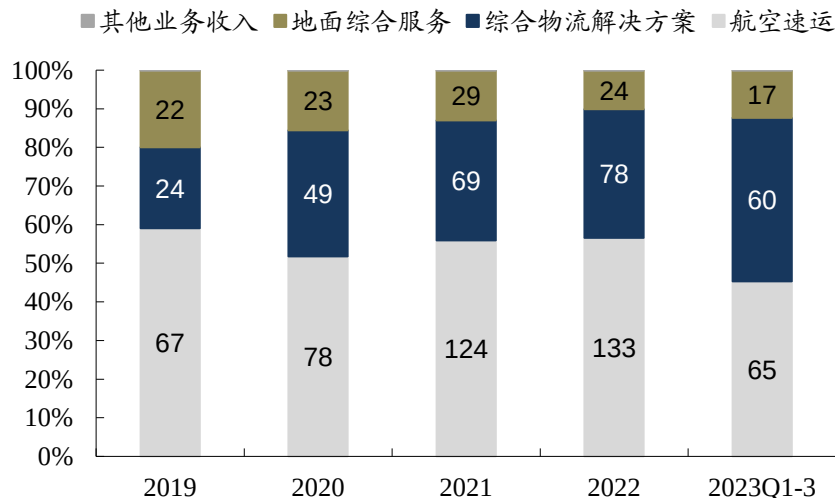
图：东航物流近五年利润率变化



3.2.3 综合物流解决方案发展迅速，营收主要来自境外

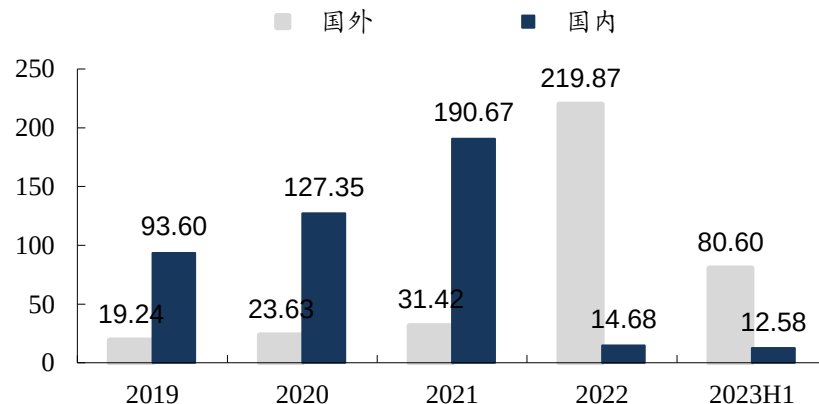
- **按产品：**收入主要由航空速运、综合物流解决方案和地面综合服务构成，其中综合物流解决方案占比不断提升。2019-2022，公司综合物流解决方案收入由24亿增长至78亿，增长显著。2023前三季度，航空速运业务受需求影响有所下滑，其余业务均保持正增长。
- **按地区：**东航物流收入主要来自境外地区。2022年，公司实现境外营收220亿，境内营收仅15亿，境外营收占比高达93.7%。2023H1境外营收占比受航空速运业务影响有所下降，但仍高达86.5%。

图：东航物流按产品收入拆分（亿）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：东航物流国内外收入拆分（亿）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2021年度分地区收入是依据客户注册地划分；为更好反映公司经营情况，2022年度本公司按经营地区分类的收入中，航空运输及其延伸服务，根据承运航空段业务涉及地区划分，其余业务根据服务所外地区划分。按照新口径，2022年境外收入占比增长59

3.2.4 航空速运能力增长迅速，2023H1全货机数量大幅增长

- ❑ 公司稳步新增并优化运力，全货机载运率维持在高位水平，在市场需求转弱的情况下，深挖货源潜力，稳住存量客户并开发新客户，货邮运输总周转量同比增长13.82%。但是由于海外市场投资和消费需求转弱，航空货运需求随之减少，空运市场即期运价大幅下滑，航空速运板块业务收入同比出现下降。
- ❑ 2023H1，航空速运板块实现主营业务收入45.28亿元，同比下降35.29%，主营业务毛利率28.51%，同比下降11.21个百分点。毛利下降主要由于因机队规模扩张和货邮周转量增长而导致全货机的折旧、航油费等主要运营成本出现同比增加，客机货运业务因客改货大量减少及运价大幅下滑导致运输服务价款同比减少。

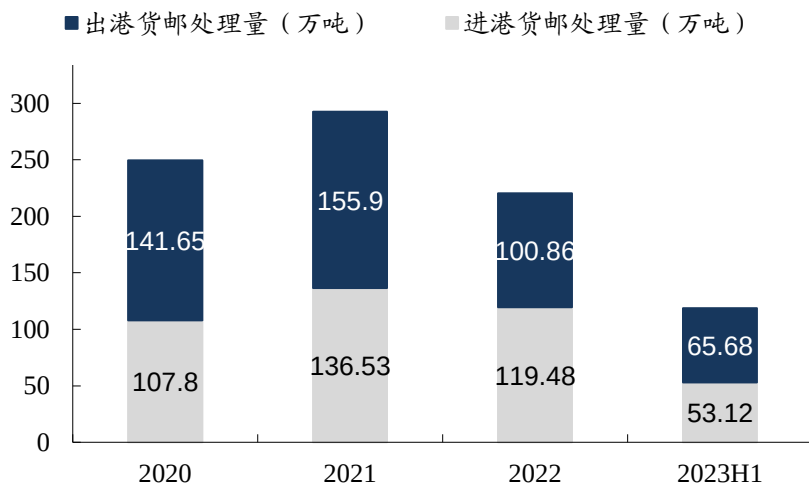
图：东航物流航空速运主要经营数据

	2020	2021	2022	2023H1
货邮运输总周转量（亿吨公里）	47.78	65.54	57.44	31.13
货邮运输量（万吨）	117.67	145.34	114.31	66.24
全货机日平均利用小时	12.94	12.83	11.13	12.11
全货机载运率（%）	82.71%	85.56%	83.89%	82.75%
全货机定班航线数量（条）	14	15	17	17
全货机数量（架）	8.491	10	11.68	15.07
客机货运业务载运率（%）	31.67%	37.24%	41.10%	30.10%

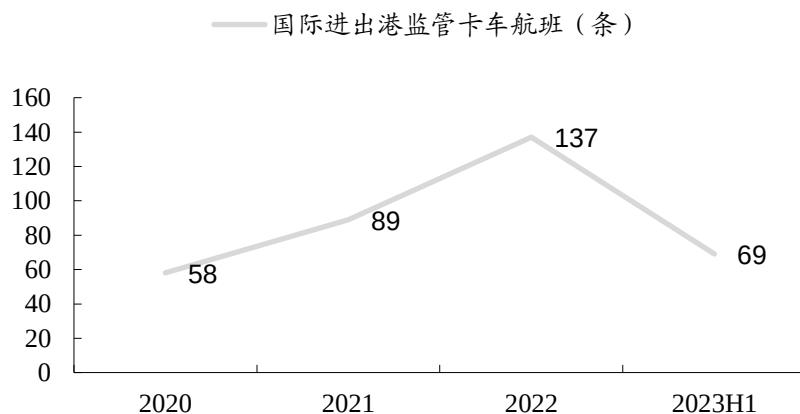
3.2.5 地面综合服务恢复明显，毛利率提升至历史高位

- ❑ **从收入端来看**，公司积极挖掘市场潜力，并加快发展一站式空服中心等创新业务，同时由于去年同期基数较低，2023H1 货邮处理量稳步恢复，同比增长16.54%，实现了主营业务收入的增长。
- ❑ **2023H1，地面综合服务板块实现主营业务收入11.67亿元，同比上升6.49%，主营业务毛利率36.46%，同比上升17.00个百分点，其中第二季度的毛利率为41.57%。**毛利率提升同时也归因于成本下降。公司通过打造智慧货站持续提升人员效能，2023H1人工成本同比小幅下降，同时较去年同期减少了防疫费用的支出。

图：东航物流2020年以来货邮处理量



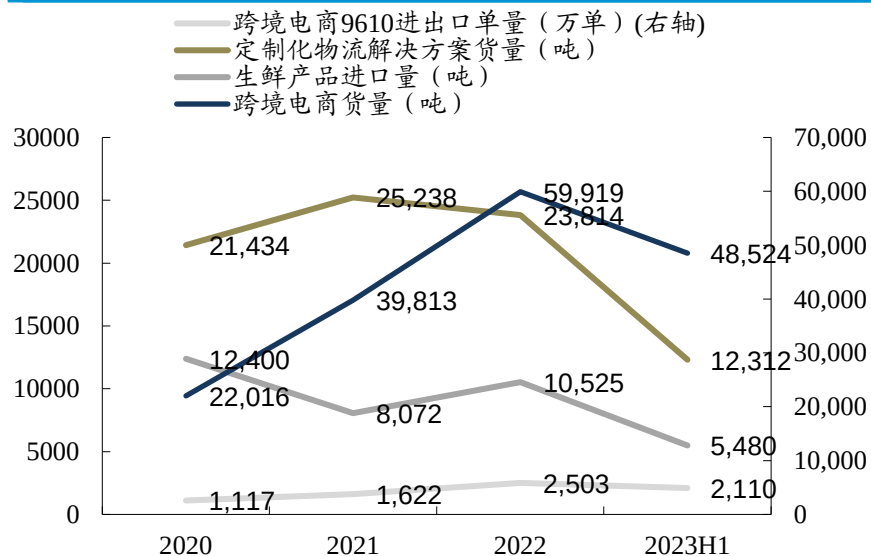
图：东航物流国际进出港监管卡车航班逐年上升



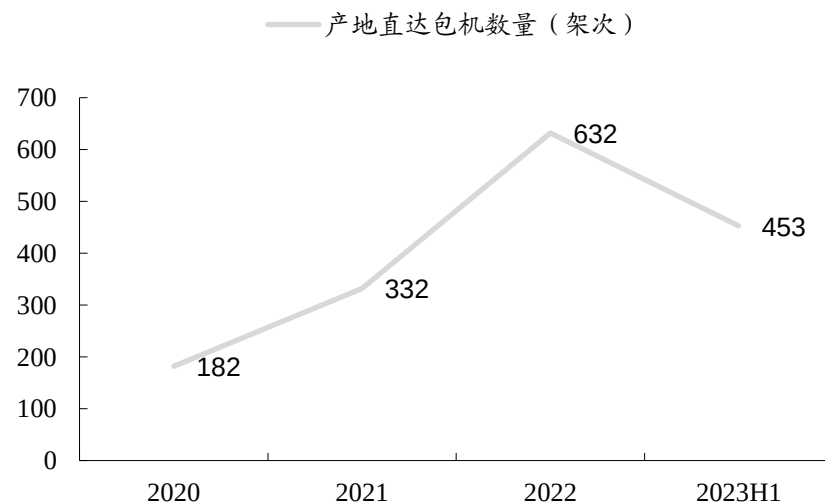
3.2.6 综合物流解决方案：继续扩大规模

- 公司充分整合自身拥有的航空运输及地面货站操作等资源优势，提升直客服务满意度，增强客户粘性，同时继续发挥在跨境生鲜供应链的领先优势，扩大业务规模。2023H1，综合物流解决方案板块实现主营业务收入36.78亿元，同比增长4.86%；在空运运价大幅下滑的情况下，主营业务毛利率维持在15.73%，小幅下降2.18个百分点。

图：东航物流综合物流解决方案主要业务数据趋势



图：东航物流产地直达包机数量逐年上升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3 大健云仓：大件商品跨境B2B平台，拥有成体系海外仓布局

3.3.1 大健云仓：大件商品跨境B2B平台，拥有大量海外仓布局

- ❑ **大健云仓为北美，日本，英国，德国的供应商及零售商提供优质、高效的仓储物流及尾程配送服务。**公司精心开发了大型包裹全球B2B平台“GigaCloud B2B Marketplace”，为世界各地的大型包裹零售商和电子商务参与者提供服务。
- ❑ **公司拥有大量海外仓布局：**2023年底，公司在全球拥有33个海外仓，分布在在在美国、日本、欧洲等地，总面积超900万平方英尺，其中主要分布在美国。海外仓为客户提供物流、仓储及配送等强大支持。
- ❑ 借助公司数据模型算法及物流网络，能够有效节省配送时效并降低配送成本。

图：大健云仓 Giga B2B 平台主营大件商品B2B



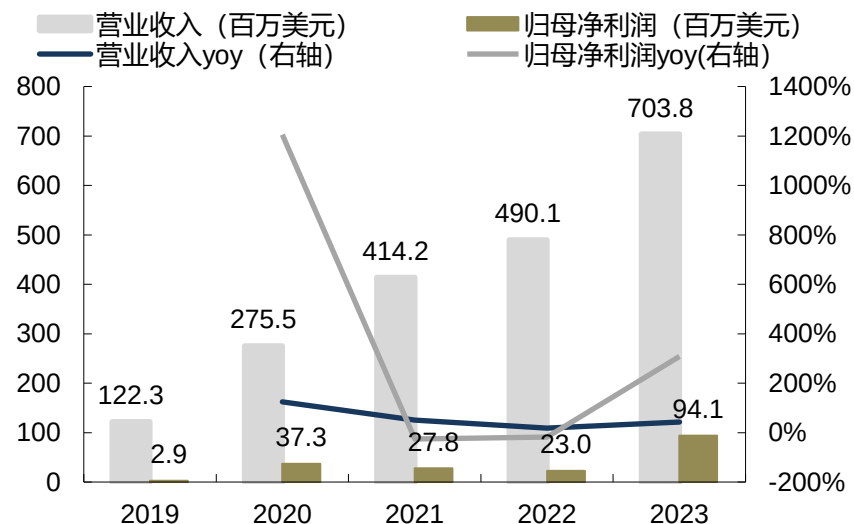
图：公司在美、德、英、日拥有海外仓



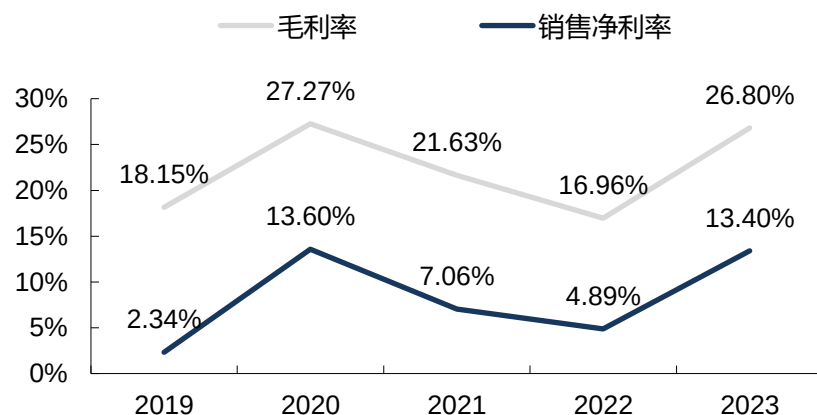
3.3.2 营业收入保持增长，归母净利润提升显著

- ❑ **2023年公司收入及利润均实现较快增长。**2023公司营业收入/归母净利润分别为7.04/ 0.94亿美元，同比增长44%/309%。
- ❑ **公司毛利率和净利率水平有所回升。**2023年公司毛利率/销售净利率分别为26.8%/ 13.4%，主要受益于公司服务收入高增带来的结构性增长，以及平台效应及规模效应。

图：营业收入及归母净利润



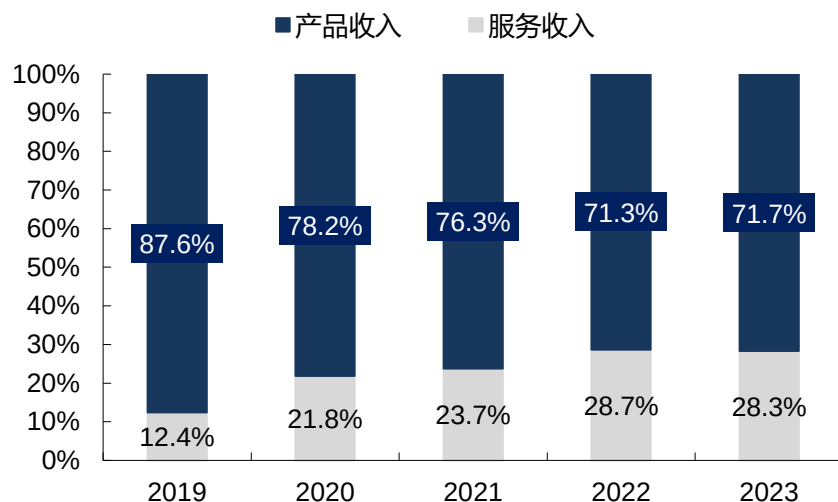
图：公司毛利率和销售净利率



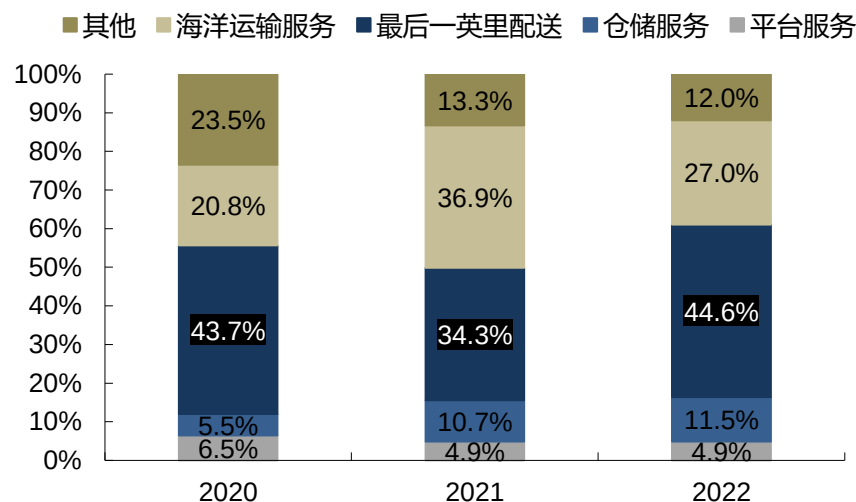
3.3.3 产品销售收入为公司主要收入来源，平台服务收入占比逐渐提升

- **产品收入是公司收入的主要部分，服务收入占比有所增加。** 平台服务收入贡献比例持续上升。公司2023营业收入为7.04亿美元，其中服务收入/产品收入分别为1.99/ 5.05亿美元，占营业收入比例分别为28.3%/71.7%。
- 服务收入包括平台服务、仓库服务、最后一英里配送服务、海洋运输服务和其他收入，公司按照客户在平台交易价值的1%-5%费率收取佣金。产品收入则主要包括GigaCloud 1P收入和平台外收入。

图：公司主营业务各板块占比

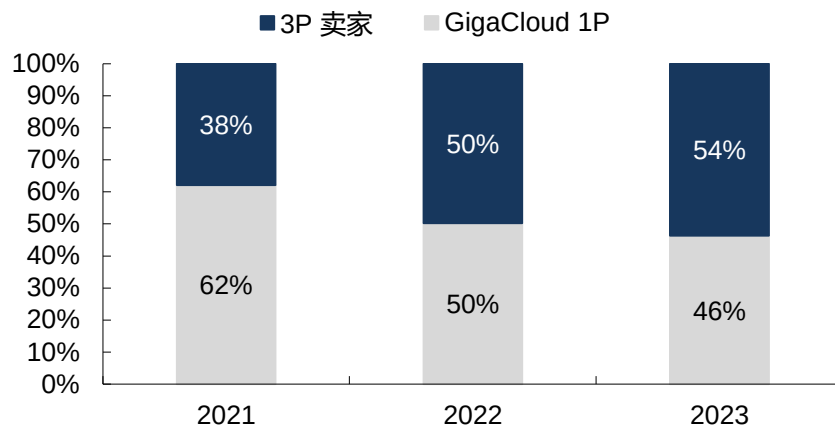


图：公司自营平台活跃买卖家数量



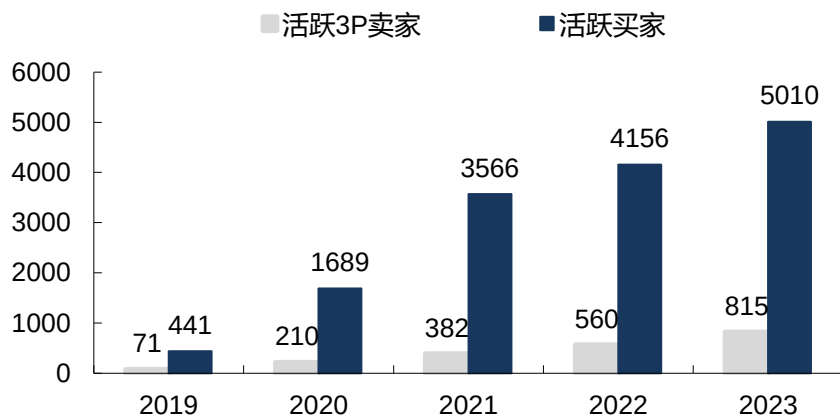
- ❑ **3P模式GMV占比有所提升：**分模式看，1P为自营，3P为第三方卖家。2023年公司3P卖家GMV占比达54%。近年来公司GMV构成中，3P卖家GMV占比从2021年的38%持续提升至2023年的54%。
- ❑ **3P销售额快速增长：**2023年公司3P卖家GMV为4.26亿美元，同比+65.4%，其中卖家数量同比增长45.5%，每个3P卖家销售额同比+14%
- ❑ **公司活跃买家和卖家数量持续增长。**2023已有活跃买家数为5010家，同比+20.5%；活跃3P卖家分别815家，同比+45.5%。
- ❑ **平均活跃买家花费为15.9万美元，同比+27%。**

公司分模式GMV占比



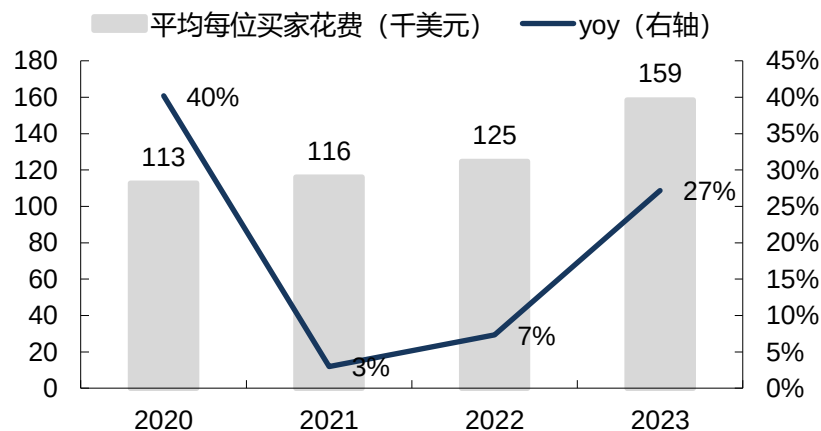
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司活跃3P卖家及活跃买家数量持续上升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司平均买家花费增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.5 乐歌股份： 人体工学品牌龙头，海外仓业务利润率快速爬坡

- ❑ 乐歌聚焦智能家居健康办公产品制造、以及跨境电商海外仓业务。
- ❑ 公司是全球知名的智能家居、健康办公产品的研发、制造、销售商。核心产品为线性驱动人体工学升降桌。
 - 品牌方面，公司坚持发展自主品牌，2023H1公司自主品牌产品销售收入占主营业务收入（不含海外仓收入）比例为71.29%。
 - 渠道方面，公司独立站渠道占比较高，2023H1独立站渠道收入占主营业务收入（不含海外仓收入）为23.5%，仅次于亚马逊渠道的32.6%。
- ❑ 海外仓有望打造公司第二增长曲线。公司从人体工学跨境电商切入海外仓领域。截至2023H1，乐歌全球累计拥有12仓，面积27.58万平方米，其中全美9个核心港口和路基港口枢纽城市，覆盖美西、美中、美南、美东，超300个卸货月台、500个集装箱泊位。2023H1公司海外仓业务实现收入3.63亿元，同比+101%，占总收入22%。

图：乐歌产品（智能升降学习桌）



图：乐歌海外公共仓实景图

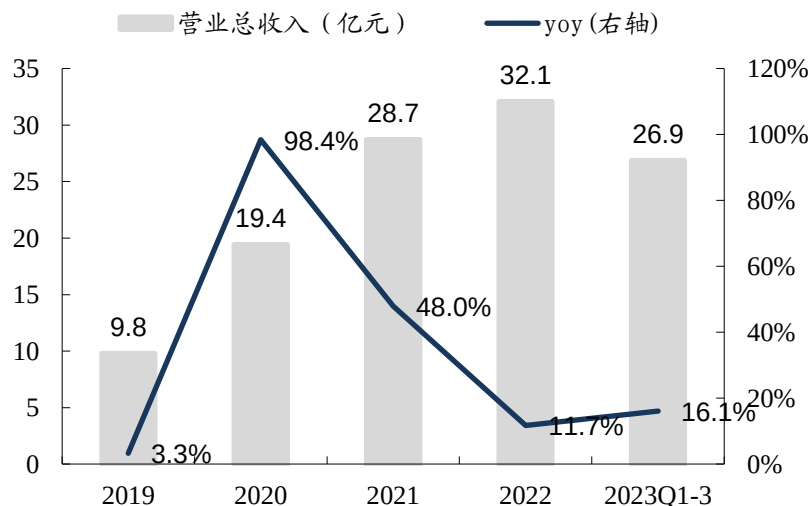


数据来源：乐歌京东官网，东吴证券研究所

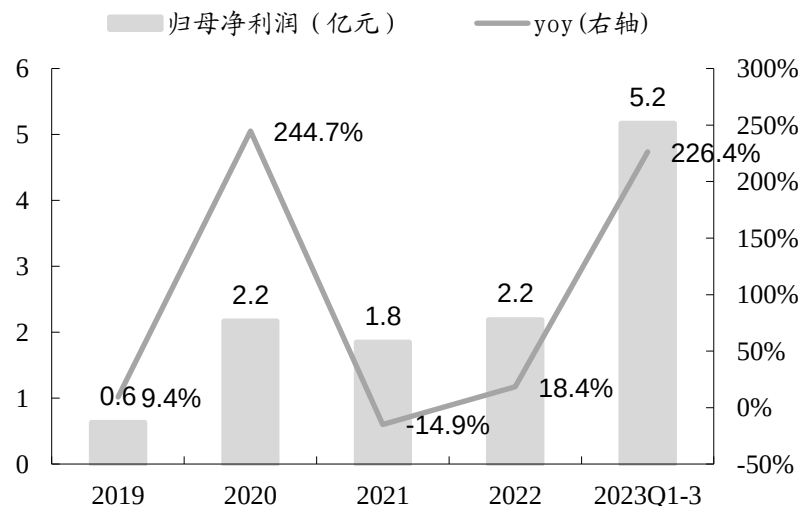
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ❑ **公司2023Q1-3营收26.85亿元，同增16.14%，归母净利润5.17亿元，同增226.4%。**公司主业人体工学产品制造业近年来整体保持稳中有增，2023H1受益于跨境电商行业整体成本下降而实现利润率提升；海外仓业务处于爬坡阶段，随着仓库利用率提升、摊薄成本，实现利润率高增。
- ❑ **2023H1海外仓利润率提升，助公司业绩增长。**23H1公共海外仓服务收入4.60亿元，同增76.38%，向第三方提供服务收入3.66亿元。海外仓业务2022年毛利率仅3.4%，2023H1毛利率达到9.3%。

图：乐歌股份收入及增速

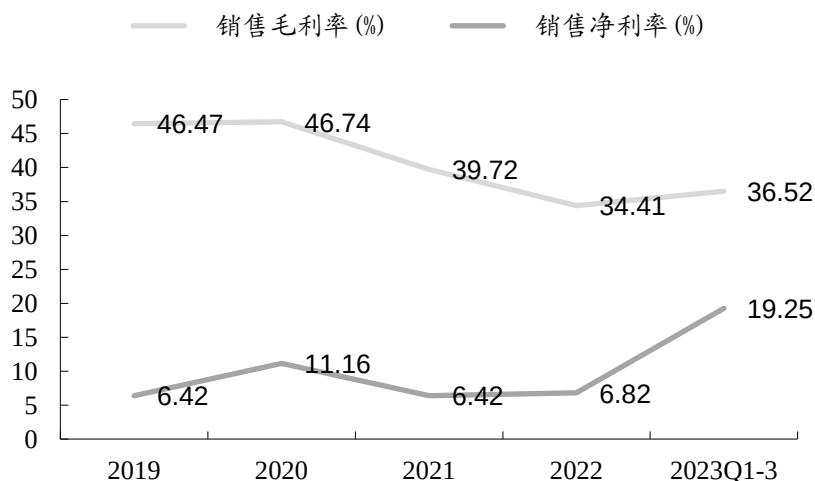


图：乐歌股份利润及增速

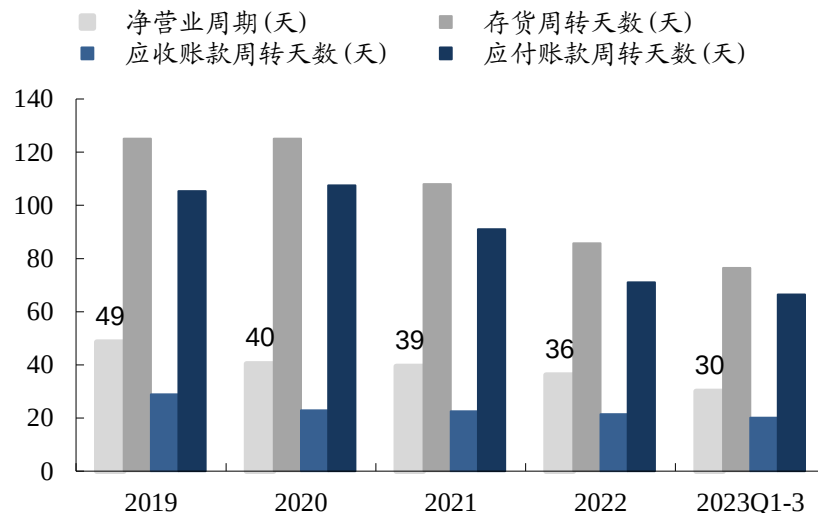


- ❑ **毛利率回升，净利率提升显著，各项费用率不断优化。** 2019-2022，公司净利率稳中有升，从2019年的6.42%增加至2022年的6.82%。2023Q1-3公司毛利率/销售净利率为36.5%/ 19.2%，同比-2.3pct/+12.4pct。公司整体毛利率下降主要因毛利率较低的海外仓业务收入高增。
- ❑ **周转天数下降明显，营运能力显著上升。** 2019-2022，公司净营业周期从49天降至36天，2023Q1-3，公司净营业周期进一步降低到30天，存货、应付账款、应收账款周转率皆有改善。

图：乐歌股份近五年利润率变化

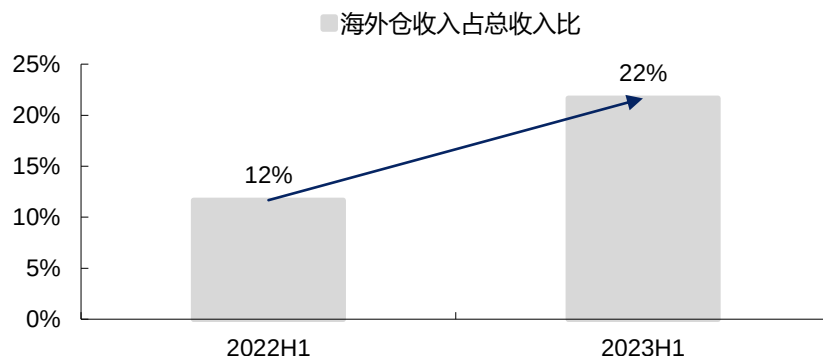


图：乐歌股份周转天数变化



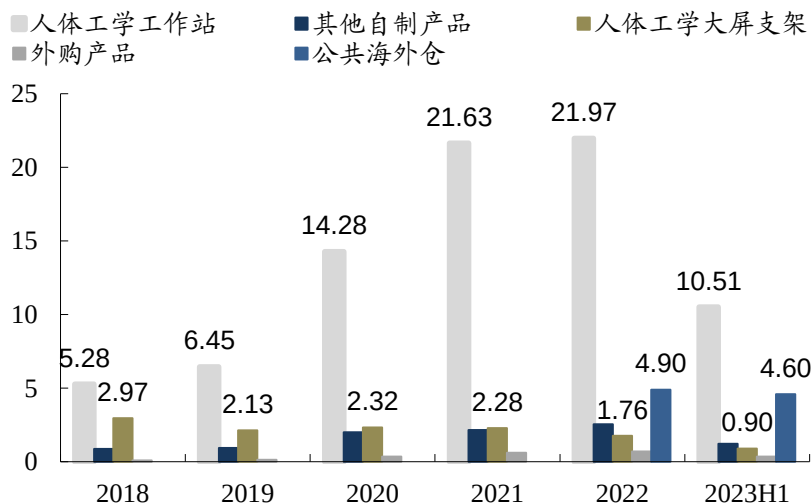
- **境内外收入均有较快增长，海外营收占比逐渐扩大。**2018-2022年，公司境内收入从1.54亿元增至2.89亿元，境外收入从7.93亿元增长至29.19亿元，海外营收占比提升至90%左右。
- **按产品：乐歌股份收入主要来自人体工学工作站。**2018-2022，人体工学工作站收入由5.28亿元提升至21.97亿元，每年营收均超过人体工学大屏支架、外购产品和其他自制产品之和。

图：乐歌股份海外仓收入占总收入比重快速提升

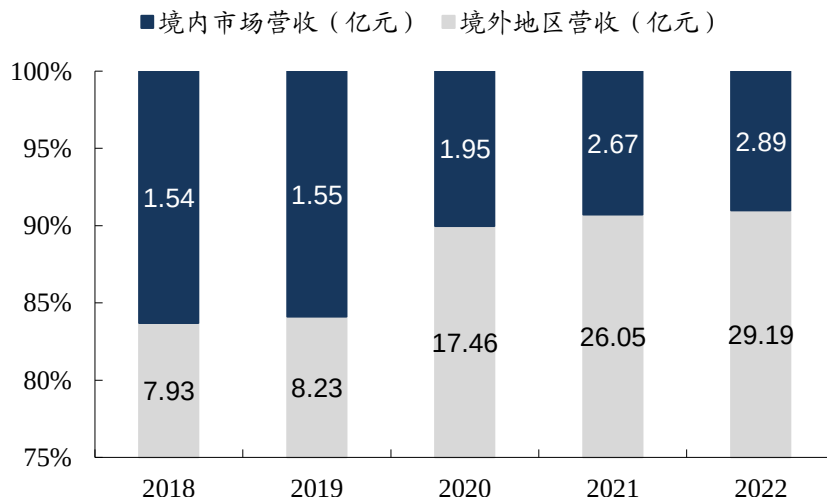


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：乐歌股份按产品收入拆分



图：乐歌股份2018年来境外收入比重提升

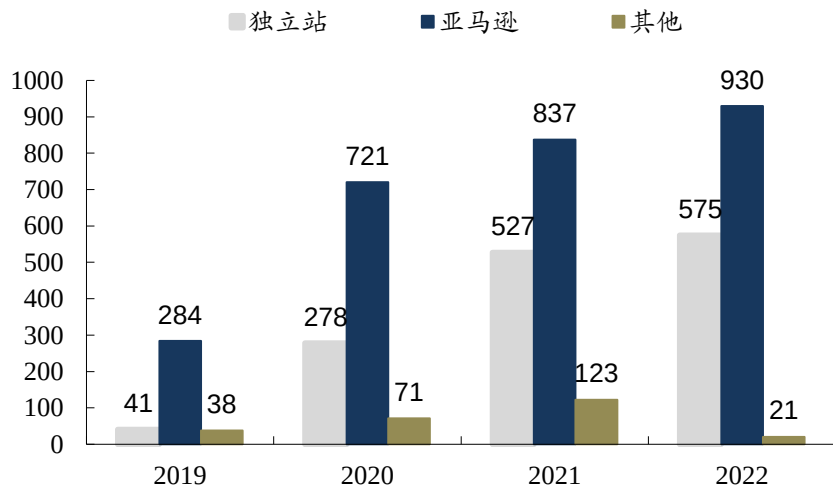


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

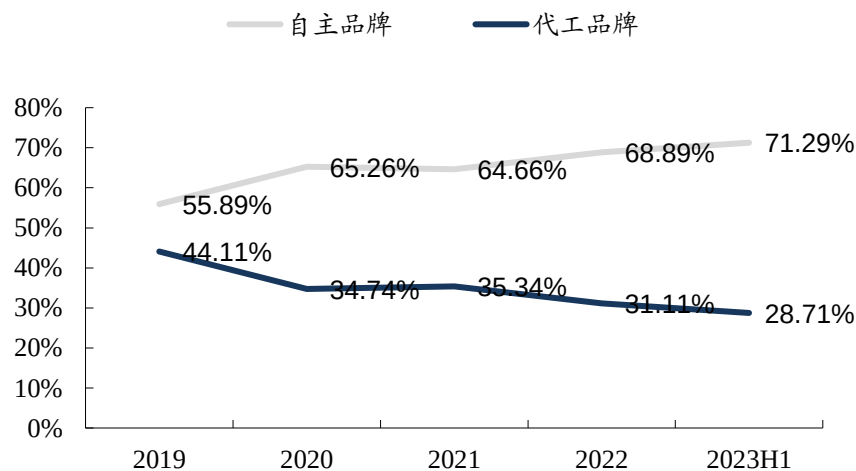
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ❑ **公司线上直销收入主要来自亚马逊和独立站。**公司线上渠道多元，分为直销与营销，以直销为主。直销渠道包括独立站、亚马逊、天猫、京东、乐天等，其中收入主要来自于亚马逊和独立站。2022年独立站及Amazon线上直营收入分别为5.75、9.30亿元，分别同增9.2%、11.0%，占公司收入的18.04%及29.18%。
- ❑ **公司坚持发展自主品牌战略，国内主打“乐歌”品牌，国外主打“Flexispot”品牌。**公司产品销售以自主品牌为主，贴牌加工业务并行。2023H1公司自主品牌产品销售收入占主营业务收入（不含海外仓收入）比例为71.29%。

图：乐歌股份主要跨境电商外销收入（百万元）

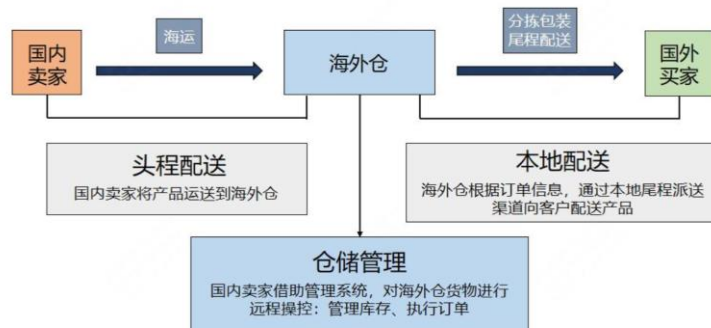


图：乐歌股份2019年来自自主品牌销售收入占比稳定提升



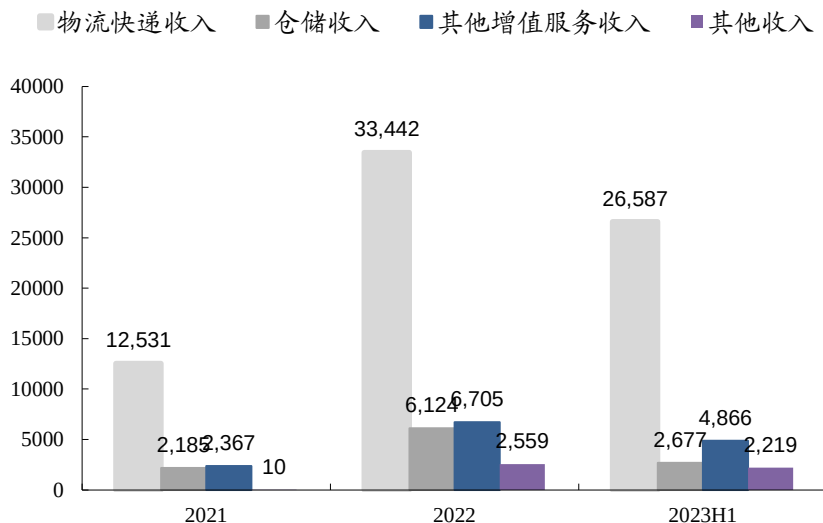
- **海外仓业务的商业模式：**企业在海外买家所在的国家 and 地区建立仓库，并可将商品提前运输至目的地的仓库中。当消费者下单后，商品可以直接从海外仓发货，直接抵达用户手里。具有清关快、配送快、周转快、服务快和成本低的特点。收入构成主要为物流快递和仓储收入。
- **乐歌海外仓成本主要由运输装卸费、租赁费、折旧费、劳务费、人员工资及福利费构成，2022年以来运输装卸费和租赁费占比之和超过70%。**2021-2023H1期间，租赁费成本占比持续提高，运输装卸费成本占比持续降低。

图：乐歌股份海外仓商业模式



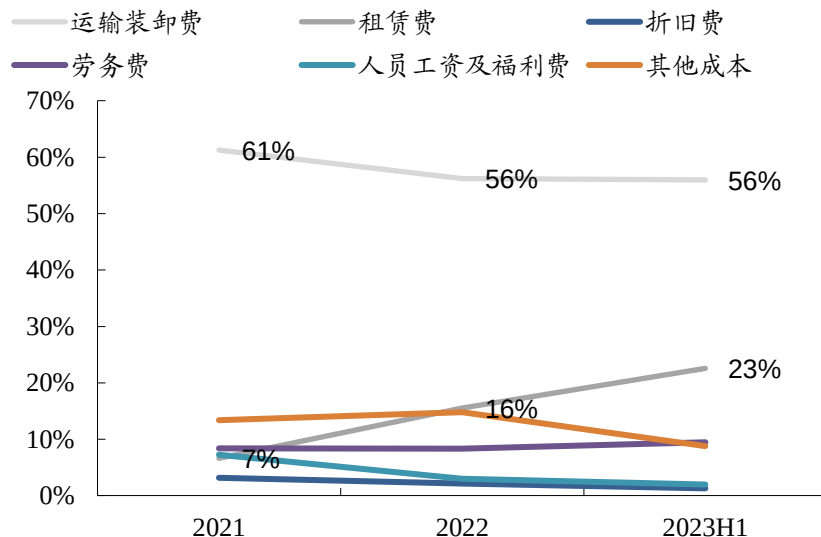
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：乐歌股份海外仓收入拆分（万）



数据来源：公司公告，东吴

图：乐歌股份海外仓成本结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ❑ 乐歌海外仓已经逐步转变成了集合头程海运、目的港清关、目的港拖车、仓储管理、尾程快递、尾程卡派、反向物流、客户价值提升的多维度物流供应链管理解决方案提供商，并已逐步向工厂直拖、进港报关的物流供应链上游延伸。
- ❑ 截至2023H1，乐歌除在美国核心枢纽港口区域自购的海外仓和租赁仓外，还在德国、日本等地也均设有海外仓，累计全球共12仓，面积27.58万平方米，其中全美9个核心港口和路基港口枢纽城市，覆盖美西、美中、美南、美东，超300个卸货月台、500个集装箱泊位。

图：乐歌股份海外仓布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 供应链：由制造优势，切入跨境品牌

4.1 恒林股份：家居制造龙头切入跨境电商品牌

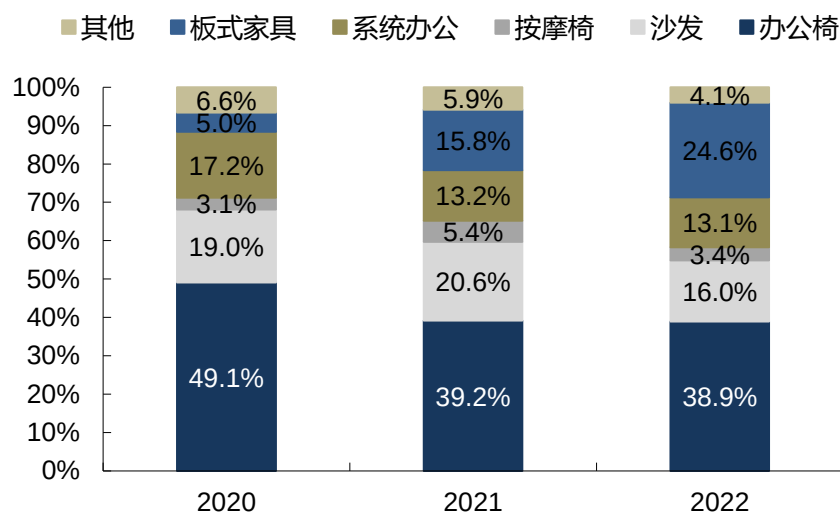
- ❑ 公司是国内领先的坐具开发商和目前国内最大的办公椅制造商及出口商之一，连续十三年办公椅行业出口第一。
- ❑ 恒林家具股份有限公司成立于1998年，2017年11月在上交所主板挂牌上市，2019年收购瑞士公司LO，2021年收购厨博士，2022年收购永裕家居，主要产品包括办公椅、沙发、按摩椅、办公系统、板式家具、新材料地板等。
- ❑ 公司办公转椅制造出口市场占有率和综合竞争实力位列办公家具行业第一梯队。目前公司在国内、越南、瑞士等地建有生产基地。2022年公司年销售额达65.1亿元。
- ❑ 公司原聚焦家居代工，现尝试通过跨境电商实现品牌化。公司跨境电商以Amazon、Tiktok渠道为主，拥有NOUHAUS品牌；2023Q3公司上线Tik Tok美国站，未来有望随Tik Tok平台进一步打造品牌影响力。

图：公司主要产品

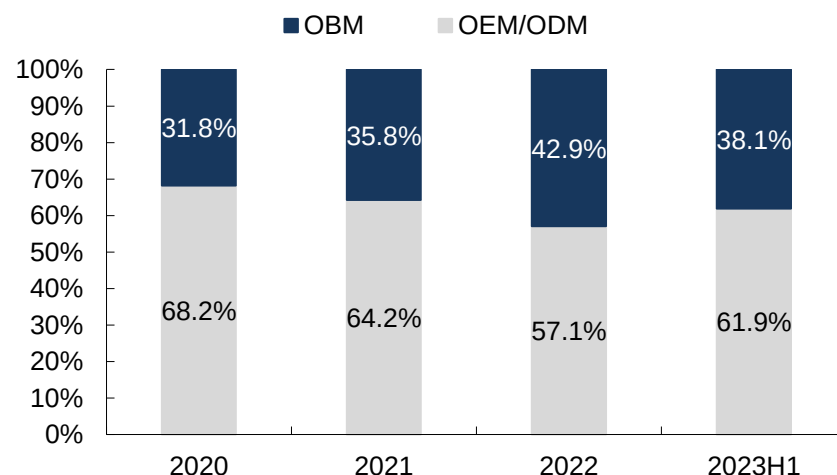
名称	办公椅	沙发	按摩椅	办公系统	板式家具	新材料地板
产品						

- **公司是国内领先的健康坐具开发商和办公椅制造商及出口商。**2022年公司办公椅/沙发/按摩椅/系统办公/板式家具/其他产品营业收入分别为25.1亿元/10.3亿元/2.2亿元/8.4亿元/15.9亿元/2.6亿元，占主营业务收入分别为38.9%/16.0%/3.4%/13.1%/24.6%/4.1%。
- **公司以OEM/ODM模式为主，OBM销售模式份额有所提高。**公司销售模式主要包括ODM/OEM和OBM两种模式，为提升市场竞争力和实现品牌战略，公司加大对研发的创造性，产品设计的提升和品牌建设的投入，逐步提高OBM比例，实现现代工业务和自主品牌双轮驱动。目前公司拥有恒林、Lista Office（LO）、厨博士、Nouhaus等品牌。

图：公司主营业务各板块占比

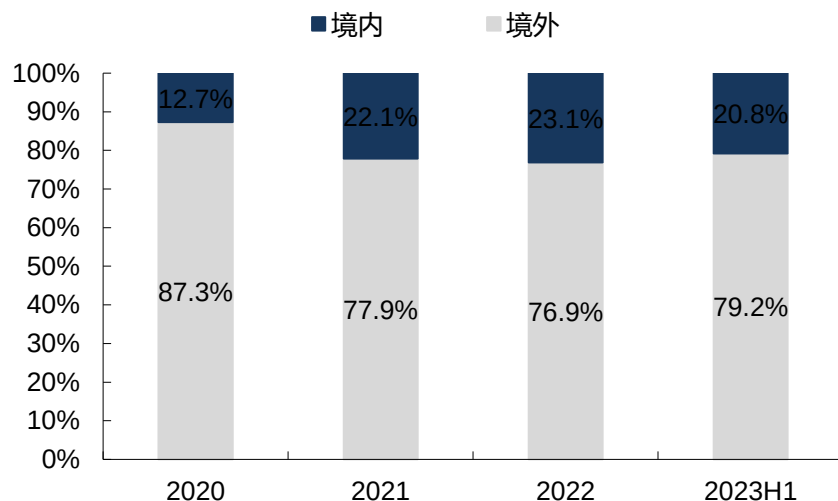


图：公司两种销售模式占比

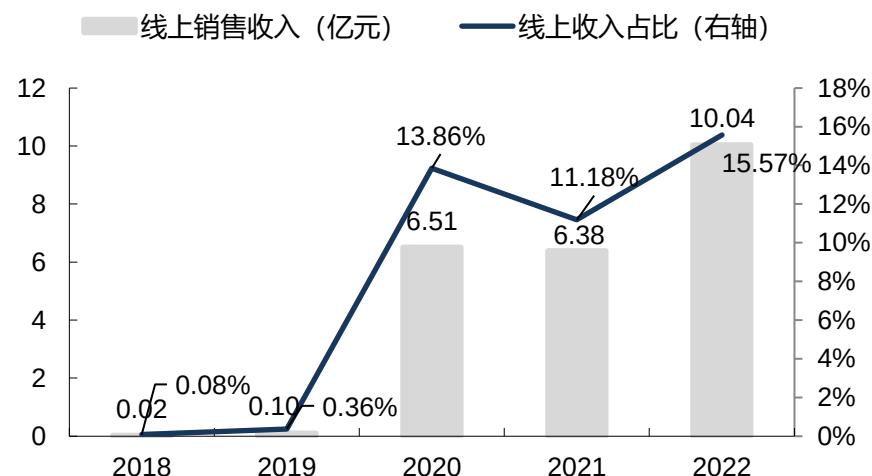


- ❑ **公司收入主要来源于海外市场。** 2023年H1公司境内/境外收入分别为7.5亿元/28.5亿元，占主营业务收入比例分别为20.8%/79.2%。公司在大力发展跨境电商业务同时也在加强国内业务的发展，自2020年来公司境内业务占比有上升趋势。
- ❑ **公司顺应跨境电商发展新趋势，逐步发展线上业务。** 公司线上业务收入占比呈现快速上升趋势，2022年线上业务收入10.04亿元，占主营业务收入15.57%。公司全产业链布局，抓住时代机遇，凭借强大供应链优势，通过高性价比产品抢占海外线上市场份额，2018-2022年公司跨境电商业务规模由0.02亿元增至10.04亿元，

图：各地区收入占比



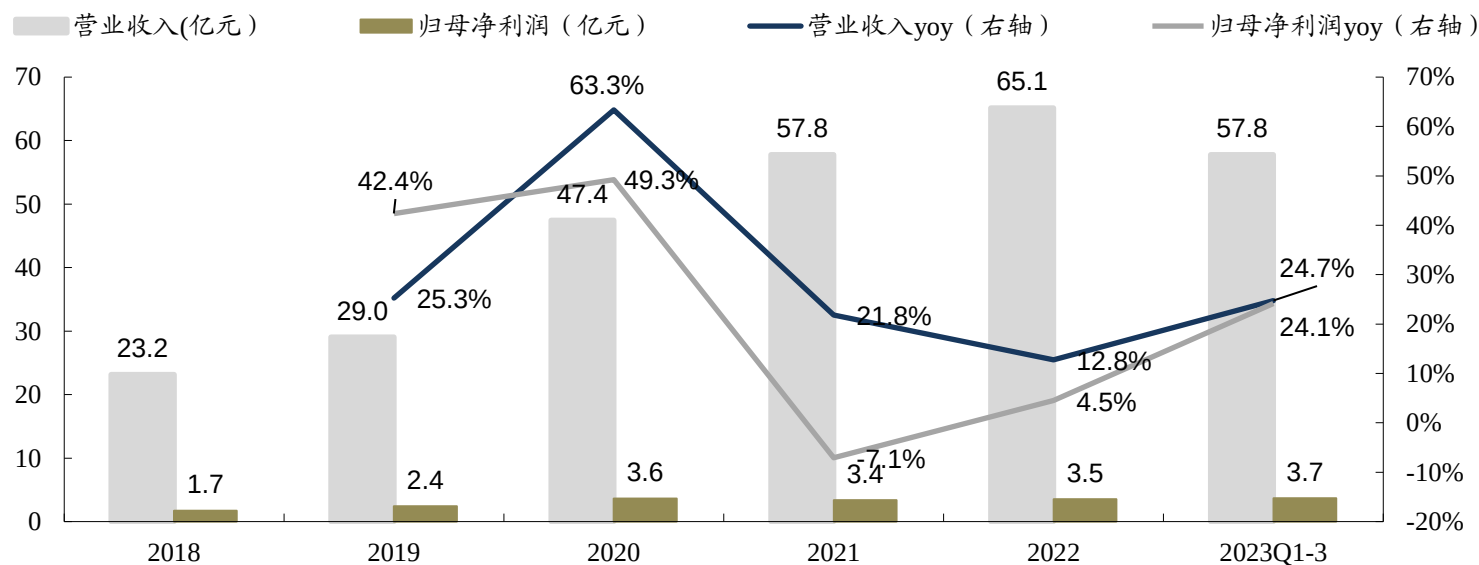
图：公司线上收入占比



4.1.4 加快由“制造业”向“制造+服务型”企业转型

- **公司营业收入和归母净利润均保持较快增速**，2023年Q1-3公司营业收入/归母净利润为57.8亿元/3.7亿元，同比+24.7%/+24.1%。
- **加快向“制造+服务型”企业转型**。公司始终坚持长短期战略相适应，以“成为世界一流的家居企业”为愿景，持续推进产品品牌化、国内国际市场双循环的大家居战略，坚决推进从“制造业”企业向“制造+服务型”企业转型，逐步形成集团管理平台和事业部集群的组织形式，增强公司核心竞争力和抗风险能力。

图：营业收入及归母净利润

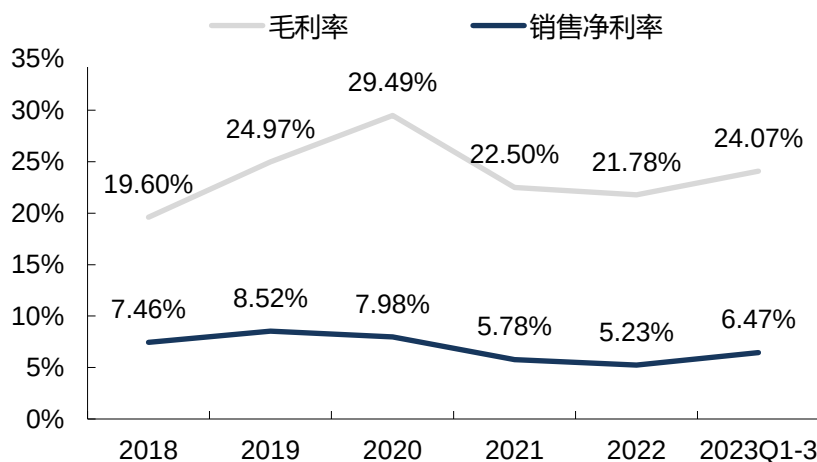


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

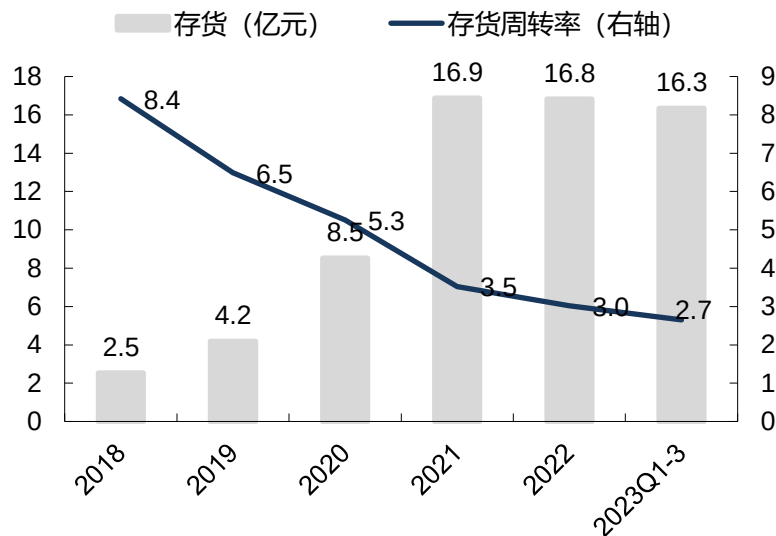
4.1.5外部因素影响逐步改善，毛利率、净利率水平逐步回升

- **外部因素影响逐步改善，公司毛利率和净利率水平有所回升。**2021-2022年受原材料价格、海运费高企等外部环境影响，以及公司越南新基地尚处磨合期、大力投入跨境电商等影响，公司净利率承压。2023年，公司盈利能力逐步改善，2023Q1-Q3毛利率24.07%，同比+1.5pct；净利率6.47%，同比+0.24pct。

图：毛利率和销售净利率



图：存货及周转率

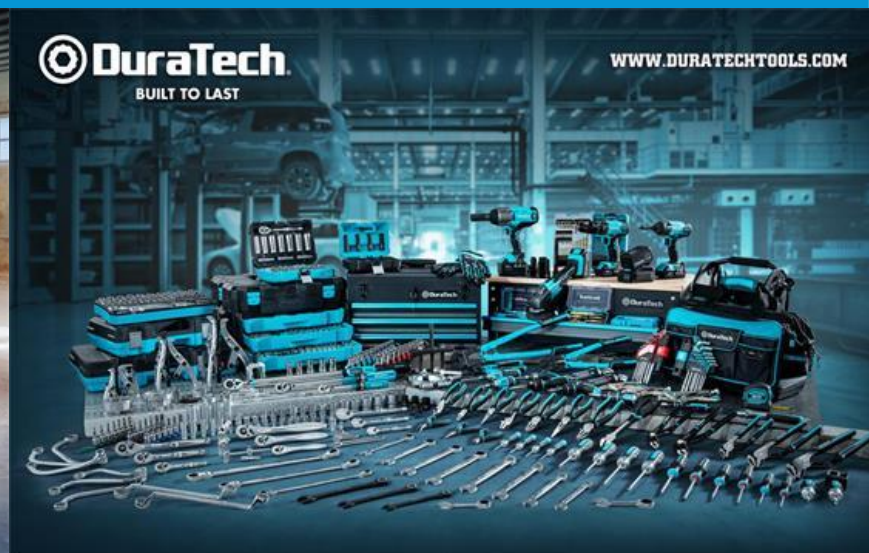


4.2 巨星科技：全球工具五金制造龙头企业

4.2.1 巨星科技：全球工具五金制造龙头企业

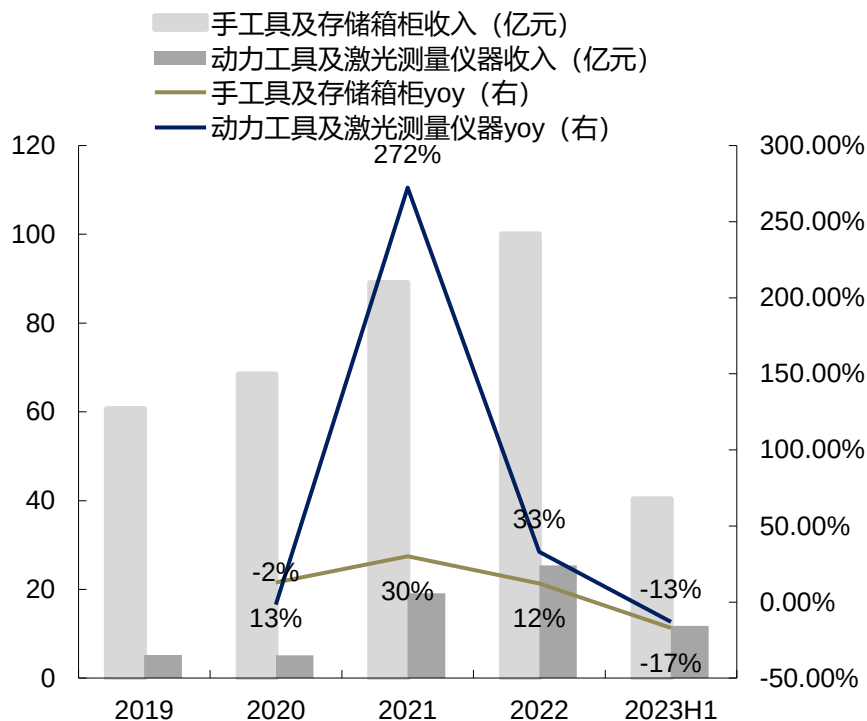
- ❑ **巨星科技是全球手动工具制造龙头。**2023H1，公司99.4%的收入来自工具五金产品的生产和销售，其营收中76.9%来自手工工具及储存箱柜，22.4%来自动力工具及激光测量仪器。公司产品摘要用于家庭住宅维护、建筑工程、车辆维修保养、地图测量测绘、家用能源管理等领域，其中家庭建筑及相关维修是占比最高的应用渠道。
- ❑ **近年来公司大力发展自有品牌，自有品牌特别是电商品牌持续增长。**WORKPRO、DURATECH、SWISSTECH、Prexiso等主要品牌的销售收入同比大幅增加，2023H1自有品牌销售收入占比超过48%。
- ❑ **跨境电商渠道是公司重要的增长发力点。**公司自有品牌传统出货渠道为传统大型商超，近年来公司大力发展跨境电商渠道，2023H1跨境电商已经成为公司第二大渠道，2023全年跨境电商渠道增速目标为50%。

巨星科技主营工具五金产品，拥有workpro、duratech等自有品牌

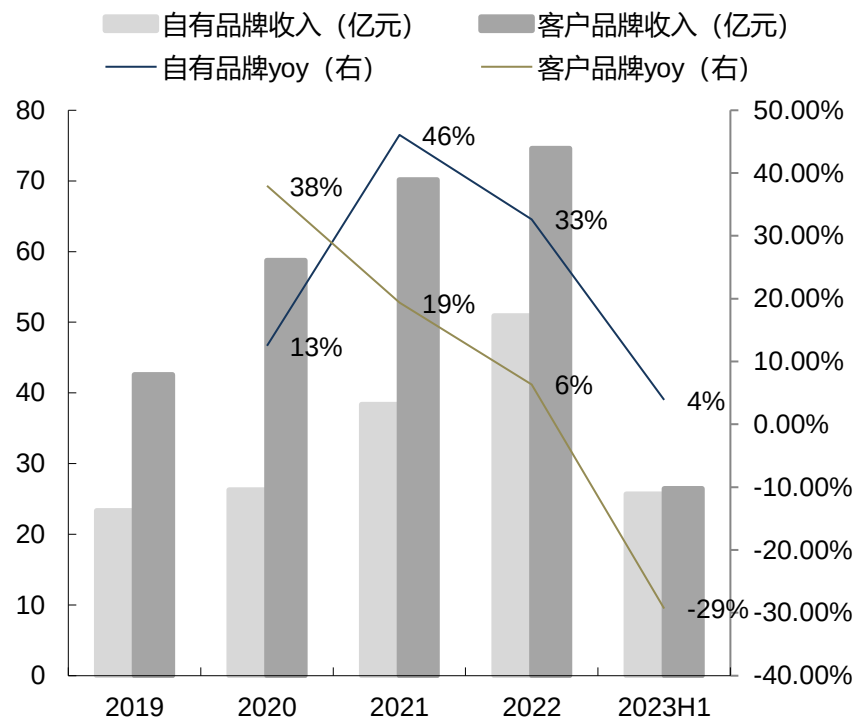


- 分产品&品牌看：产品结构大致稳定，动力工具及激光测量仪器品类稍快于整体。
- 分品牌看：自有品牌快速增长。公司产品可分为自有品牌（OBM模式）和客户品牌（ODM模式），2023H1公司自有品牌收入达25.6亿元，同比+3.9%，占比达48.9%。自有品牌收入占比同比提升9.3pct。ODM和OBM模式毛利率差别%。不大，2022年分别为27.4%/ 24.7%。

巨星科技分产品收入及增速

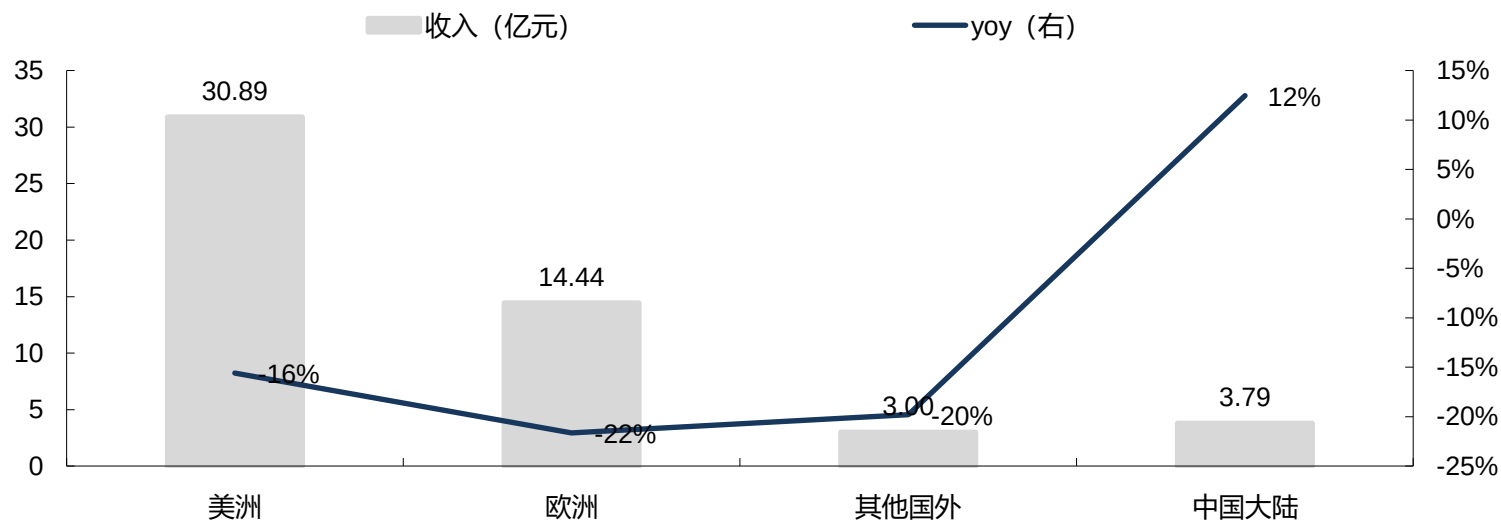


图：2023H1巨星科技自有品牌及ODM收入



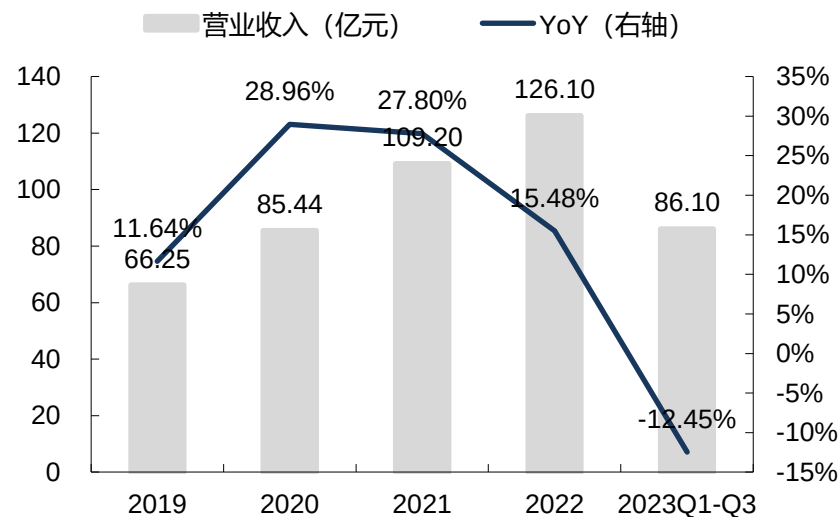
- **分地区：区域占比稳定，欧美为主要区域。** 2023H1，美洲/ 欧洲/ 中国地区收入占比为58.9%/ 27.5%/ 7.2%，同比+0.3/ -2.0/ +0.8pct。欧洲地区景气度较差，收入增速跑输大盘；中国地区增长较好。
- 2023H1公司积极推动东南亚制造基地单的投产，既能发挥中国制造业集群的优势，又能利用东南亚地区制造成本的优势和欧美市场本土渠道服务的优势，

图：2023H1巨星科技分地区收入及yoy（亿元，%）

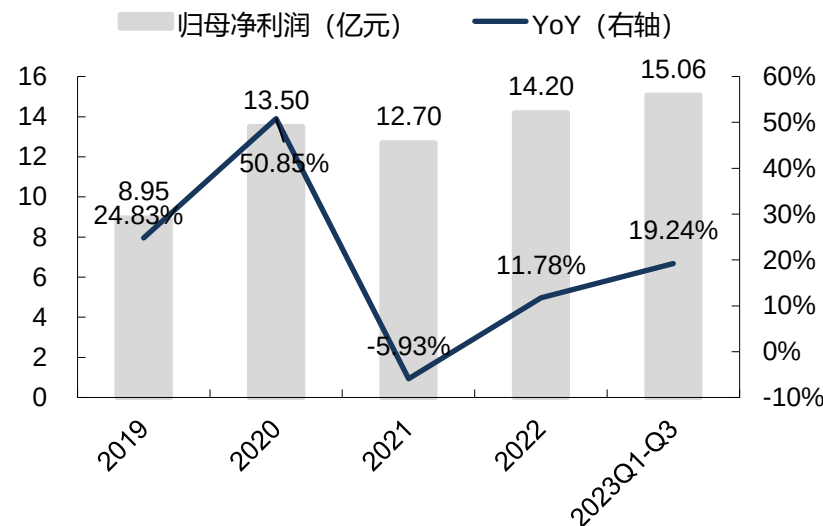


- 行业库存较高+需求偏弱，影响公司短期利润。
- 主要因为全球工具市场延续2022年以来的弱势，库存高位尽管相比2022年峰值有所下降但仍然处于高位。随着未来美国新屋开工、交付数量恢复和美国独户住宅建造许可等统计指标改善，行业需求有望迎来复苏。

图：巨星科技收入及增速



图：巨星科技利润及增速



5. 行业公司估值表

代码	简称	总市值 (亿人民币)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E			投资 评级
				2022A	2023A/E	2024E	2022A	2023A/E	2024E	
300866.SZ	安克创新	325	80.07	11.43	16.13	16.59	28	20	20	买入
301376.SZ	致欧科技	104	25.93	2.50	4.08	5.11	42	26	20	买入
300592.SZ	华凯易佰	57	19.81	2.16	3.95	5.45	26	15	11	买入
301381.SZ	赛维时代	102	25.58	1.85	3.39	4.82	55	30	21	未评级
002803.SZ	吉宏股份	66	17.23	1.84	4.42	5.37	36	15	12	买入
600415.SH	小商品城	482	8.79	11.05	26.99	30.04	44	18	16	买入
601156.SH	东航物流	253	15.96	36.37	23.15	29.67	7	11	9	未评级
300729.SZ	乐歌股份	59	18.83	2.19	6.08	4.49	27	10	13	未评级
GCT.O	大健云仓	0	26.91	0.24	0.94	1.06	-	-	-	未评级
603661.SH	恒林股份	58	41.78	3.53	4.33	5.21	16	13	11	买入
002444.SZ	巨星科技	294	24.44	14.20	17.30	20.46	21	17	14	未评级

注1: 表中买入、增持评级的标的，盈利预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用一致预期；注2: 收盘价货币单位为原始货币；注3: 估值截至2024年3月25日；注4: 总市值货币单位为人民币，汇率按数据来源：，东吴证券

6. 风险提示

- ❑ **海外消费终端需求不景气：**俄乌战争、通胀、加息、美国经济潜在衰退风险，会影响公司产品在海外的终端需求。若海外消费需求下滑，行业公司业绩可能受损。
- ❑ **跨境物流风险：**红海危机影响欧洲航线物流，若造成物流中断或运价上升，将影响公司利润。
- ❑ **行业竞争加剧：**随Temu、Tiktok、Shein等国内平台快速成长，可能会加剧行业的价格竞争，从而影响行业公司的利润率。
- ❑ **关税等贸易政策风险：**我国跨境电商的经营区域主要为欧美等发达国家，大多数企业的经营区域集中度较高。若遭遇加关税等事件，或对行业公司的盈利能力带来不利影响。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园