



# 纵览电商之四 从产业趋势看跨境 电商前景

## 分析师及联系人

- |   |   |  |  |
|---|---|--|--|
| • 李锦<br>(8627)65799539<br>lijin3@cjsc.com.cn<br>执业证书编号：<br>S0490514080004 | • 陈亮<br>(8627)65799539<br>chenliang5@cjsc.com.cn<br>执业证书编号：<br>S0490517070017 | • 罗祎<br>(8627)65799532<br>luoyi1@cjsc.com.cn | • 李嘉朋<br>(8627)65799532<br>lijp4@cjsc.com.cn |
|---|---|--|--|

# MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2020-08-07
行业研究	深度报告
评级	看好   维持

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

## 相关研究

- 《纵览电商之三: 阿里巴巴的数字化版图》2020-07-23
- 《纵览电商之二: 亚马逊的护城河》2020-03-14
- 《纵览电商之一: 流量迁移下, 直播电商的缘起与趋势》2020-02-18

## 零售业

# 纵览电商之四: 从产业趋势看跨境电商前景

### ● 跨境电商: 顺消费需求, 乘政策春风

跨境电子商务是指分属不同关境的交易主体, 通过电子商务平台达成交易、进行支付结算, 并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动。跨境电商从贸易方向可以划分为出口跨境电商和进口跨境电商, 从交易双方类型可分为 B2B 模式、B2C 模式、C2C 模式。其中跨境 B2C 电商作为与一般贸易、免税店通道并行的消费渠道, 是为了在税收等政策支持范围内, 在一般贸易基础上更好的满足消费者多样化品类需求。

### ● 跨境进口: 需求供给匹配, 政策再加码扶持

跨境进口电商近年由于中国对于跨境电商在综合试验区放开、税收优惠及适用品类的放开等政策持续支持, 叠加国内居民收入水平提升带来的旺盛需求, 使得跨境进口电商高速发展: 综合试验区增加至 105 个; 关税税率暂设为 0%; 进口环节增值税、消费税暂按应纳税额的 70% 征收; 单次交易限值提高至 5000 元, 年度交易限值提高至 2.6 万元; 2019 年又新增加了冷冻水产、酒类、电器等 92 个税目商品; 截至 2019 年中国跨境进口电商规模达到 2.5 万亿元, 过去 5 年里复合增速高达 31%, 保持较高景气度。

### ● 跨境出口: 制造优势驱动, 政策基建双支撑

2019 年中国跨境出口零售电商规模达到 1.7 万亿元, 过去 5 年复合增速约为 26%, 我们认为此高景气度趋势有望得以延续: 一方面, 当前跨境出口电商高景气度背后或蕴含着国内优质生产企业品牌化出海的大产业逻辑, 在中国优质生产企业技术积累基础上, 资本助力有望推动国内优质企业加速品牌化并借助跨境电商快速进行全球渗透; 另一方面, 短期疫情或加速海外消费者线上购物习惯养成, 有利于激发跨境电商平台、物流服务企业将积累的跨境各环节经验进行标准化, 将有效提升跨境电商服务效率与质量。

### ● 投资逻辑: 把握价值链核心环节, 着眼长线布局跨境出口电商

随着国家政策的积极引导及跨境服务体系的逐渐完善, 在品类多元需求驱动下, 跨境进出口电商均望保持持续高增长。其中, 我们重点提示跨境出口电商的长期发展逻辑: 一方面从产业维度而言, 中国基于优势制造积累的夯实技术基础, 有望打造品牌化产品并通过跨境电商方式高效布局全球市场; 另一方面从需求维度而言, 跨境电商以更丰富的全球产品、更便利的送达方式可以满足升级的消费需求。我们认为在广阔的市场前景之下, 跨境电商各环节企业及电商平台将加速布局, 并不断提效降本, 迎来更高效的发展。基于此, 我们建议对于跨境电商行业着眼长远, 把握能够顺产业趋势具有较强研发生产能力的优质中国企业(重点关注家电、3C、家居、服饰等细分行业)、综合跨境电商平台及优质的物流等配送服务环节企业。

## 风险提示:

1. 消费者需求发生较大迁移;
2. 贸易政策方向出现逆向调节。

## 目录

跨境电商：顺消费需求，乘政策春风.....	6
跨境进口：需求供给匹配，政策再加码扶持.....	7
需求：奢侈品消费强劲，线上购买普及提升.....	7
政策：新增跨境综合试验区，扩大税收优惠力度.....	8
跨境出口：制造优势驱动，政策基建双支撑.....	11
产业优势：优质产品顺势加强品牌出海.....	11
基础设施：仓配体系逐渐完善加速流转效率.....	14
趋势变化：疫情加速线上化，跨境电商再成风口.....	17
短期：网购增速维持高位，企业端表现亮眼.....	17
需求：居家培养网购习惯，C端渗透有望提升.....	19
供给：需求较大物流短期承压，整体运营效益较好.....	21
物流效率短期受挑战，入仓存货重要性凸显.....	21
综合效率整体较稳定，跨境企业盈利较好.....	22
投资逻辑：把握价值链核心环节，着眼长线布局.....	22

## 图表目录

图 1：跨境电商模式及产业链分布 .....	6
图 2：中国进出口跨境电商交易规模达到 10.5 万亿 .....	6
图 3：中国进出口跨境电商占中国进出口贸易总额的渗透率 .....	6
图 4：中国出口跨境电商交易规模过去 5 年复合增速达 18% .....	7
图 5：中国进口跨境电商交易规模过去 5 年复合增速达 31% .....	7
图 6：中国人全球购买奢侈品消费品达到 1500 亿美元以上 .....	8
图 7：中国人海外购买奢侈品占比依然保持 70% .....	8
图 8：中国消费者全球购买奢侈品消费占比达到 33% 以上 .....	8
图 9：中国内地市场奢侈品消费线上占比达到 10% 以上 .....	8
图 10：跨境进口 B2C 电商模式及产业链分布 .....	9
图 11：中国跨境电商用户规模突破 1.25 亿 .....	10
图 12：中国进口跨境电商平均单用户年消费规模 .....	10
图 13：中国跨境出口零售电商规模达到约 1.7 万亿 .....	11
图 14：中国跨境电商出口中 B2C 占比持续提升至 22% .....	11
图 15：中国跨境出口电商品类主要以 3C 电子、服装、家居等为主 .....	11
图 16：中国跨境出口电商品类主要以美国、俄罗斯、法国等国家为主 .....	11
图 17：亚马逊头部卖家中中国卖家占比 .....	12
图 18：亚马逊新卖家中中国卖家占比 .....	12
图 19：亚马逊全球开店中国百强企业品类分布占比 .....	12
图 20：亚马逊全球开店中国百强企业品牌类型 .....	12
图 21：跨境出口 B2C 电商模式及产业链分布 .....	15
图 22：跨境物流服务商出口易对美国 FBA 头程服务流程 .....	16
图 23：美国新冠疫情累计确诊病例数（个） .....	17
图 24：美国及中国日新增新冠疫情确诊病例数（个） .....	17
图 25：美国网络零售额占零售总额比例及增速 .....	18
图 26：全球分品类 GMV 同比增速 .....	18
图 27：亚马逊线上零售业务增速 .....	19
图 28：eBay 季度 GMV 增速 .....	19
图 29：沃尔玛电商业务收入增速 .....	19
图 30：Walmart Grocery APP 在苹果商店购物类 APP 排名 .....	19
图 31：疫情促进美国大部分品类的电商用户渗透率增加 .....	20
图 32：疫情后会更多地通过渠道购物的美国消费者比例 .....	20
图 33：“Amazon”/“Walmart”/“eBay”关键词谷歌指数趋势 .....	21
图 34：亚马逊头部卖家提供 Prime Shipping 服务比例 .....	22
图 35：耳机品类中进入排名前 100 的新产品数量 .....	22
表 1：重点品类在个人申报、跨境电商及一般贸易三种报关方式下的税率 .....	9
表 2：关于跨境进口电商主要政策梳理 .....	10
表 3：亚马逊 2019 年综合排名前百品牌中已资本化的公司情况 .....	13

表 4：外贸演进阶段及对应核心竞争特点.....	14
表 5：重点跨境出口电商支持政策 .....	14
表 6：目前已经有较多一站式跨境物流服务公司.....	15
表 7：各主要物流方式成本比较（人民币元） .....	16
表 8：各主要物流方式价格时效比较.....	16
表 9：美国及中国跨境电商主要消费电子行业营收及净利润（单位：亿元） .....	22

## 跨境电商：顺消费需求，乘政策春风

跨境电子商务是指分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易、进行支付结算，并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动。跨境电商从贸易方向可以划分为出口跨境电商和进口跨境电商，从交易双方类型可分为 B2B 模式、B2C 模式、C2C 模式。其中，B2B 跨境电商又称在线批发，是外贸企业间通过互联网进行产品、服务及信息交换的一种商业模式代表企业主要有敦煌网、中国制造、阿里巴巴国际站和环球资源网等；B2C 是跨境电商企业针对面对个人消费者开展的网上零售活动，代表企业主要有速卖通、兰亭集势、米兰网、大龙网等；C2C 跨境电商，是从事外贸活动的个人对国外个人消费者进行的网络零售商业活动。

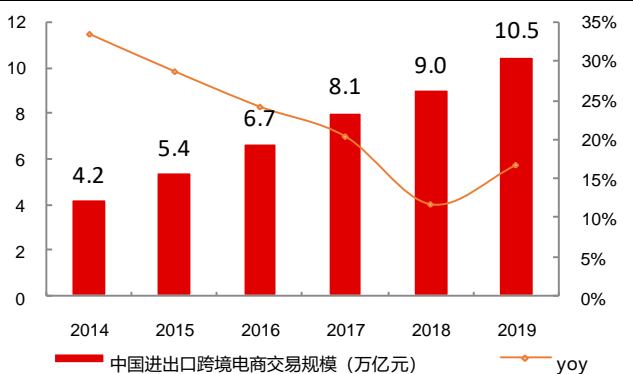
图 1：跨境电商模式及产业链分布



资料来源：电子商务研究中心，长江证券研究所

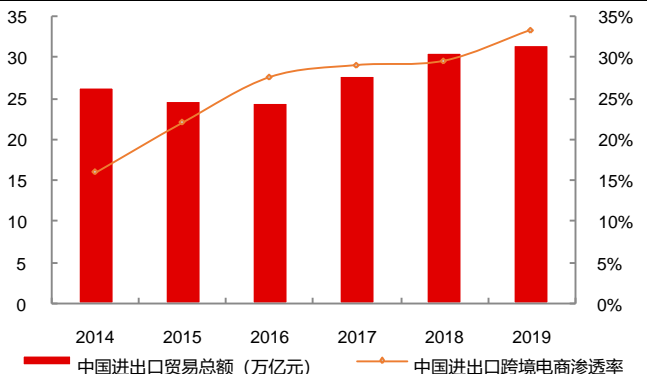
在各环节系统逐渐完善且参与方经营能力提升的基础上，中国跨境电商产业顺应品类多元化需求，并在政策积极引导支持下，得到蓬勃发展。截至 2019 年中国进出口跨境电商规模达到 10.5 万亿元，过去 5 年实现复合增长 20% 以上。2019 年中国整体进出口贸易总额达到 31.6 万亿元，其中进出口跨境电商占比达到 33.28%，相比于 2014 年大幅提升 17.39 个百分点，表明中国借助电商体系对贸易业务进行优化取得较好成效。

图 2：中国进出口跨境电商交易规模达到 10.5 万亿



资料来源：电子商务研究中心，长江证券研究所

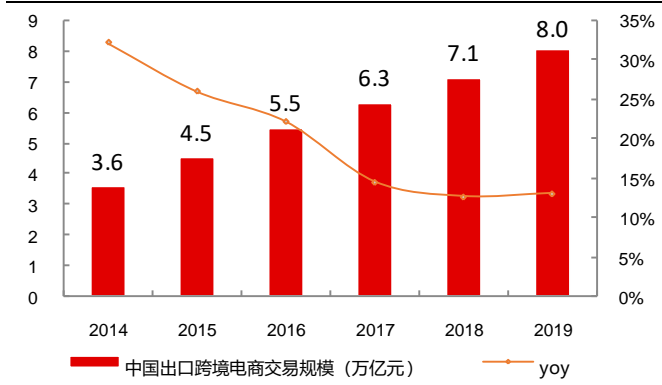
图 3：中国进出口跨境电商占中国进出口贸易总额的渗透率



资料来源：海关总署，电子商务研究中心，长江证券研究所

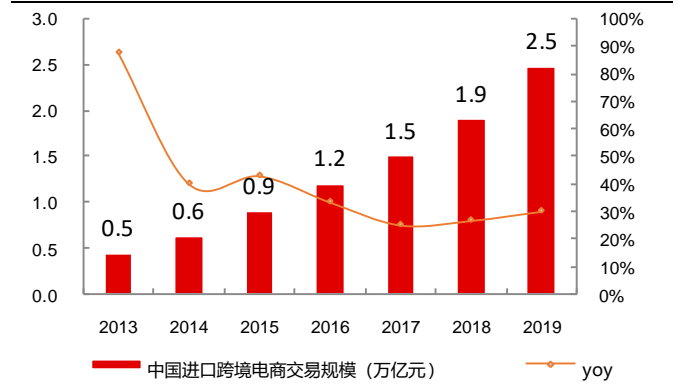
分别来看，2019 年中国进口和出口跨境电商分别达到 2.5 万亿和 8 万亿，过去 5 年规模复合增速分别为 31%和 18%，且进口跨境电商增速保持在 20%以上，出口跨境电商整体保持在 10%以上，其中值得注意的是出口零售市场保持在 20%以上的较快增长。

图 4：中国出口跨境电商交易规模过去 5 年复合增速达 18%



资料来源：电子商务研究中心，长江证券研究所

图 5：中国进口跨境电商交易规模过去 5 年复合增速达 31%



资料来源：电子商务研究中心，长江证券研究所

从本质角度而言，跨境电商 B2B 模式主要为一般贸易的线上化，只是通过信息化加快过程效率并未改变价值链环节；C2C 主要是个人代购、海淘和私人邮寄物品等，整体体量有限且随海关信息化提升后，缴纳行邮税比例提升，相应性价比有所降低，而 B2C 电商则是作为购买海外品牌商品常态化、规范化的渠道，作为与一般贸易、免税店通道并行的消费渠道，其在消费品类、消费货值及税率方面也均存在严格的规定，是为了在政策支持范围内，在一般贸易基础上更好满足消费者多样化品类需求，我们全文主要针对 B2C 电商进行研究分析。

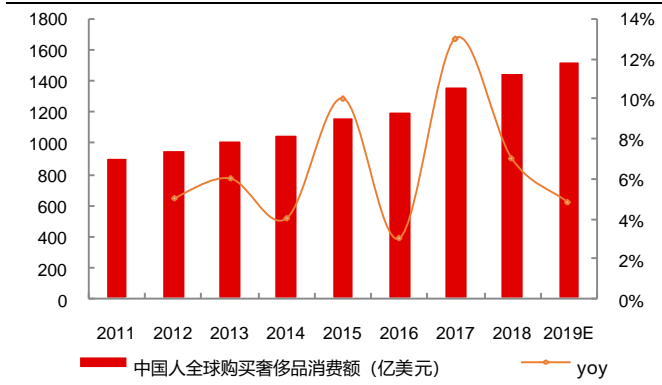
## 跨境进口：需求供给匹配，政策再加码扶持

跨境进口电商近年由于中国对于跨境电商在综合试验区放开、税收优惠及适用品类的放开等政策持续支持，叠加国内居民收入水平提升带来的旺盛需求，使得跨境进口电商高速发展。

### 需求：奢侈品消费强劲，线上购买普及提升

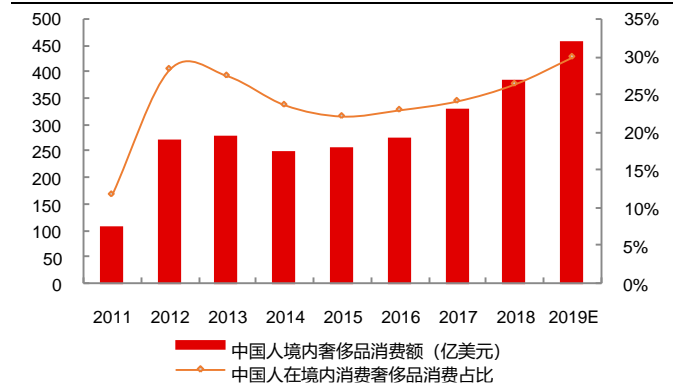
中国消费者通过跨境电商购买海外产品排名前十位为美妆护理、鞋服、饰品箱包、母婴用品、家居用品、运动户外、食品、数码家电、生鲜水果、保健品等，其中主要以箱包、服装等品类奢侈品为主，主要由于：1) 中国奢侈品购买需求较大，据要客研究院统计 2019 年中国人全球购买奢侈品规模达到 1500 亿美元以上，近 5 年复合增长约 8%，中国消费者全球购买奢侈品消费占比达到 33%以上；2) 由于国内存在贸易税及部分品牌对国内市场的定价差异，使得中国消费者在境外消费奢侈品的比例占比仍为 70%，且国内消费者逐渐适应采用线上购买奢侈品，线上渗透率已经达到 10%以上。基于此，能够以较优惠的价格且更低的税率，并享受线上购买的便利性，跨境进口电商得以较快发展。

图 6：中国人全球购买奢侈品消费品达到 1500 亿美元以上



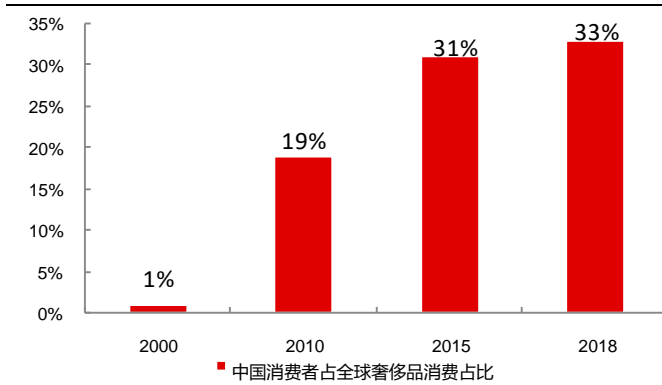
资料来源：要客研究院，长江证券研究所

图 7：中国人海外购买奢侈品占比依然保持 70%



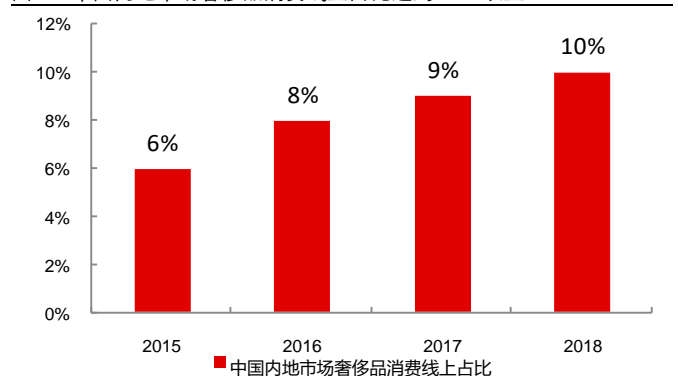
资料来源：电子商务研究中心，长江证券研究所

图 8：中国消费者全球购买奢侈品消费占比达到 33% 以上



资料来源：贝恩咨询，长江证券研究所

图 9：中国内地市场奢侈品消费线上占比达到 10% 以上



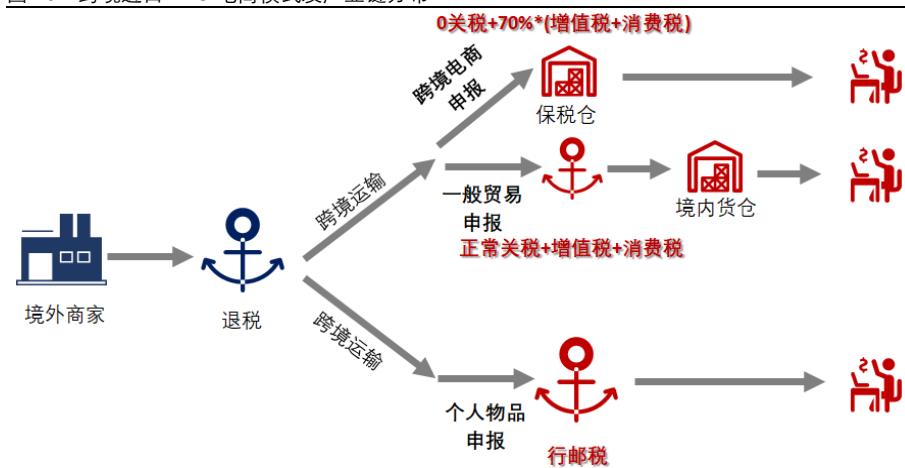
资料来源：贝恩咨询，长江证券研究所

## 政策：新增跨境综合试验区，扩大税收优惠力度

基于强劲的国内升级和多元品类消费需求，国内政策也持续加强对跨境进口电商的支持力度，从 2012 年 8 月国家发改委、海关总署批准跨境电商服务试点在郑州启动，提出：在进口方面支持以保税仓储+行邮出关为特色的保税进口模式将规范海淘市场，标志国家加速规范跨境电商发展步伐。后续跨境综合试验区、税收、购买额、品类方面逐渐放开：**1) 综合试验区方面**，2015 年 3 月、2016 年 1 月、2018 年 7 月及 2019 年 12 月分四批分别在杭州、天津、武汉等城市设立 59 个跨境电商综合试验区，并于 2020 年 4 月新设 46 个跨境电商综合试验区，并研究将具备条件的综试区所在城市纳入跨境电商零售进口试点范围，支持企业共建共享海外仓；**2) 税收方面**，2016 年 3 月提出在限值以内进口的跨境电子商务零售进口商品，关税税率暂设为 0%；进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70% 征收；**3) 购买限额方面**，2018 年 11 月提高享受税收优惠政策的商品限额上限，将单次交易限值由目前的 2000 元提高至 5000 元，将年度交易限值由目前的每人每年 2 万元提高至 2.6 万元，今后随居民收入提高相机调增；**4) 品类方面**，2018 年 11 月，提出进一步扩大享受优惠政策的商品范围新增群众需求量大的 63 个税目商品，2019 年 12 月财政部、发改委、海关总署等 13 部委联合发布《关于调整扩大跨境电子商务零售进口商品清单的公告》，增加了冷冻水产、酒类、电器等 92 个税目商品。



图 10: 跨境进口 B2C 电商模式及产业链分布



资料来源：电子商务研究中心，长江证券研究所

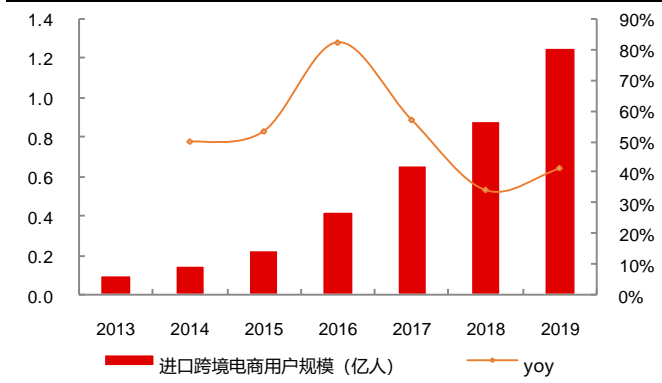
我们根据最新的税率政策，将主要品类一般贸易税率、跨境电商税率及行邮税率做出对比，一般贸易税率整体来说较高，行邮税率次之，跨境电商综合税率目前处于最低水平（关税税率暂设为 0%；进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70%征收），但跨境电商有相应品类以及购买额度的限制，年度交易限额为年度 2.6 万元，从目前来看中国跨境电商用户规模突破 1.25 亿人，对应人均消费规模约为 2 万元，仍有较大提升空间。

表 1: 重点品类在个人申报、跨境电商及一般贸易三种报关方式下的税率

主要品类	行邮税	跨境电商综合税率	一般贸易税			
			关税（最惠国税率）	增值税率	消费税率	综合税率
配方奶粉	13%	9.1%	15%	13%	0%	30%
一般食品	13%	9.1%	5%-12%	13%	0%	19%-27%
葡萄酒	50%	17.9%	14%	13%	10%	43%
衣着、配饰、鞋帽	20%	9.1%	6%-10%	13%	0%	20%-24%
高档手表	50%	28.9%	8%-15%	13%	20%	53%-62%
其他手表	20%	9.1%	8%-15%	13%	0%	22%-30%
贵重首饰及珠宝玉石	50%	9.1%	8%-10%	13%	0%	22%-24%
化妆品	20%	9.1%	1%	13%	0%	14%
高档化妆品	50%	23.1%	1%	13%	15%	34%
洗护用品*	20%/50%	9.1%	3%	13%	0%	16%
厨卫用具，大家电	20%	9.1%	7%-15%	13%	0%	21%-30%
小家电	13%	9.1%	5%-10%	13%	0%	19%-24%
计算机及外围设备	13%	9.1%	0%	13%	0%	13%
手机	13%	9.1%	0%	13%	0%	13%

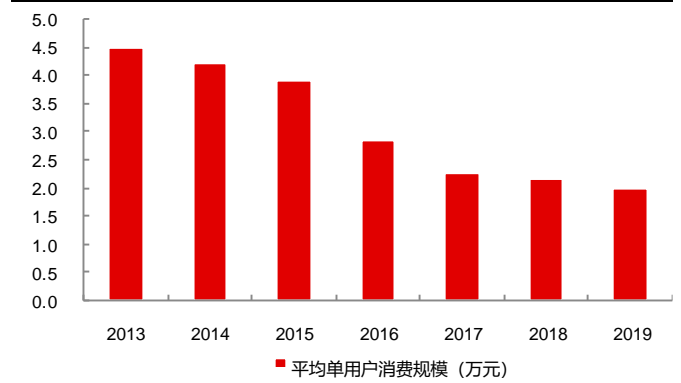
资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 11: 中国跨境电商用户规模突破 1.25 亿



资料来源: 电子商务研究中心, 长江证券研究所

图 12: 中国进口跨境电商平均单用户年消费规模



资料来源: 电子商务研究中心, 长江证券研究所

表 2: 关于跨境进口电商主要政策梳理

日期	政策/行动名称	主要内容及效果
2020 年 4 月	国务院常务会议	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, 并研究将具备条件的综试区所在城市纳入跨境电商零售进口试点范围, 支持企业共建共享海外仓。
2019 年 12 月	《关于调整扩大跨境电子商务零售进口商品清单的公告》	财政部、发改委、海关总署等 13 部委联合发布《关于调整扩大跨境电子商务零售进口商品清单的公告》, 增加了冷冻水产、酒类、电器等 92 个税目商品。
2018 年 11 月	《关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	新增 22 个跨境电商综合试验区试点城市; 在对跨境电商零售进口清单内商品实行限额内 <b>零关税、进口环节增值税和消费税按法定应纳税额 70% 征收</b> 基础上, 进一步扩大享受优惠政策的商品范围, 新增群众需求量大的 63 个税目商品。 <b>提高享受税收优惠政策的商品限额上限, 将单次交易限值由目前的 2000 元提高至 5000 元, 将年度交易限值由目前的每人每年 2 万元提高至 2.6 万元</b> , 今后随居民收入提高相机调增。
2016 年 3 月	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	跨境电子商务零售进口商品的单次交易限值为人民币 2000 元, 个人年度交易限值为人民币 20000 元。在限值以内进口的跨境电子商务零售进口商品, 关税税率暂设为 0%; 进口环节增值税、消费税取消免征税额, 暂按法定应纳税额的 70% 征收。超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次交易, 以及完税价格超过 2000 元限值的单个不可分割商品, 均按照一般贸易方式全额征税。
2016 年 1 月	《关于同意在天津等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》	同意在天津市、上海市、重庆市、合肥市、郑州市、广州市、成都市、大连市、宁波市、青岛市、深圳市、苏州市等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区。
2014 年 7 月	《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》、《关于增列海关监管方式代码的公告》	给予跨境电商税收上的优惠政策, <b>即通过跨境电商渠道购买的海外商品只需要缴纳行邮税</b> , 免去了一般进口贸易的“关税+ 增值税+ 消费税”。
2013 年 11 月	《关于促进电子商务应用的实施意见》	鼓励多种模式跨境电子商务发展, 探索发展跨境电子商务企业对企业 (B2B) 进出口和个人从境外企业零售进口 (B2C) 等模式。加快跨境电子商务 <b>物流、支付、监管、诚信</b> 等配套体系建设; 鼓励电子商务企业走出去。支持境内电子商务服务企业走出去, 在境外设立服务机构, 完善仓储物流、客户服务体系建设, 与境外电子商务服务企业实现战略合作等。
2012 年 8 月	国家发改委、海关总署批准跨境电子商务试点在郑州启动	海关总署批准的跨境贸易电商服务共四种模式, 分别为一般进口、保税进口、一般出口和保税出口。在进口方面, 以保税仓储+行邮出关为特色的保税进口模式将规范海淘市场。

资料来源: 商务部, 国家税务总局, 长江证券研究所

## 跨境出口：制造优势驱动，政策基建双支撑

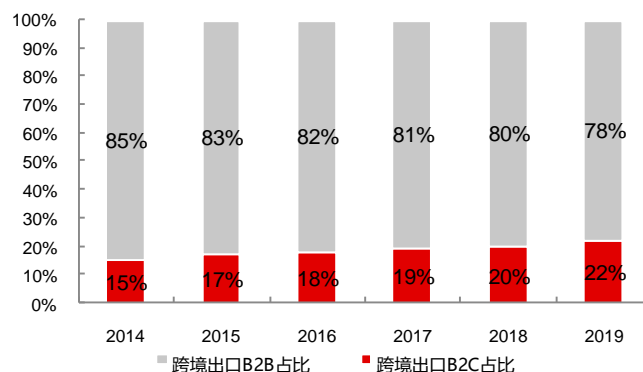
2019年中国跨境出口零售电商规模达到1.7万亿元，同比增长约24%，过去5年实现复合增长约26%，其占中国跨境出口电商规模已经达到22%，同比提升约5个百分点，相比于2014年提升约7个百分点，保持相对较高的景气度。

图 13：中国跨境出口零售电商规模达到约 1.7 万亿



资料来源：贝恩咨询，长江证券研究所

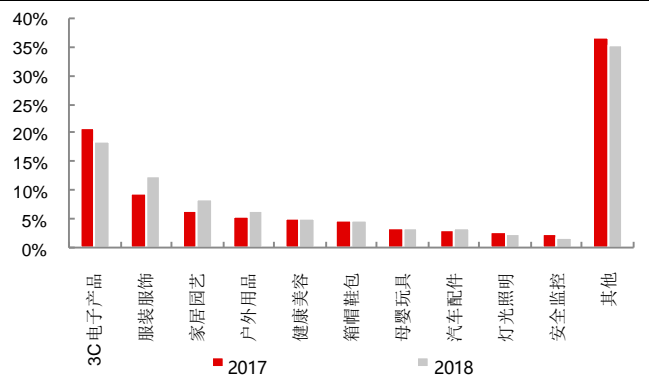
图 14：中国跨境电商出口中 B2C 占比持续提升至 22%



资料来源：贝恩咨询，长江证券研究所

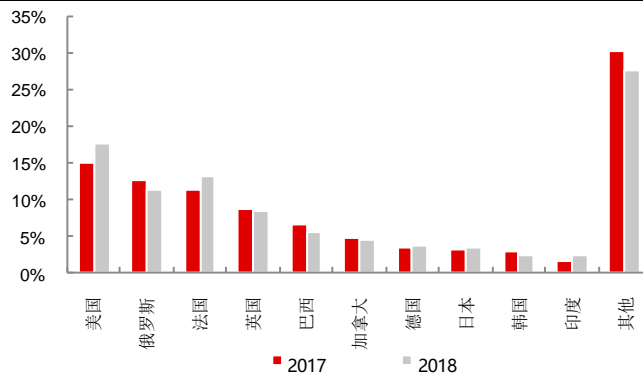
从品类结构上，中国跨境出口品类主要以国内生产加工能力较强的品类为主，其中 3C 电子产品约 20%、服装服饰占比约 10%、家居园艺产品约为 8%、户外用品占比约为 6%、健康美容约为 5%；从出口国家来看，主要以美国、俄罗斯、法国、英国、巴西等经济发展较好国家为主，分别占比为 17%、11%、13%、8%和 5%。

图 15：中国跨境出口电商品类主要以 3C 电子、服装、家居等为主



资料来源：贝恩咨询，长江证券研究所

图 16：中国跨境出口电商品类主要以美国、俄罗斯、法国等国家为主

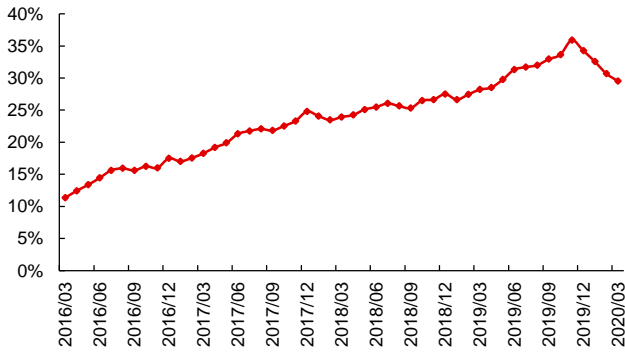


资料来源：贝恩咨询，长江证券研究所

## 产业优势：优质产品顺势加强品牌出海

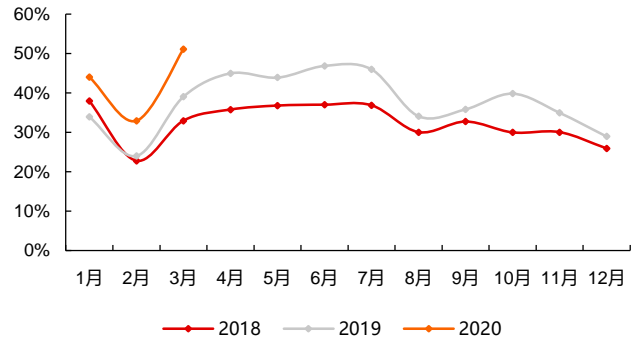
作为全球布局的亚马逊电商平台，积极推动优势产品企业入驻平台。近年来，在亚马逊经营跨境出口的中国商家数量快速提升，亚马逊头部卖家中中国商家的占比从 2016 年初的 11%快速提升至 2019 年末的 36%，新卖家中中国卖家占比也在 2018 年后保持在 30%以上，并呈逐年递增的趋势，2020 年 3 月新卖家中中国卖家占比增长至 51%，或与国内复工节奏相比海外较快有关。中国商家在亚马逊平台占比的中枢式提升表明中国产品的竞争优势凸显，同时短期因为疫情原因中国商家在新增商家中占比超过一半，可能会进一步加速中国产品的海外市场渗透。

图 17: 亚马逊头部卖家中中国卖家占比<sup>1</sup>



资料来源: Marketplace Pulse, 长江证券研究所

图 18: 亚马逊新卖家中中国卖家占比

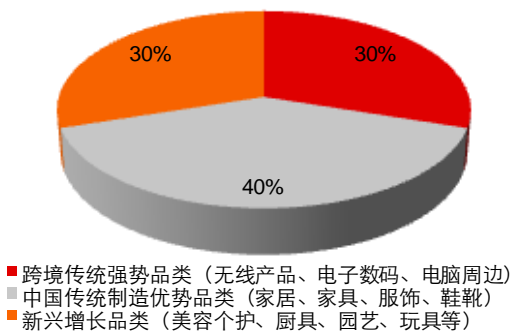


资料来源: Marketplace Pulse, 长江证券研究所

在 2019 年亚马逊全球卖家高峰论坛上, 亚马逊全球开店发布了 2019 亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强报告, 其中 Anker、傲基、波司登、李宁、特步等多个品牌均上榜, 入选品牌呈现以下特点:

- 1) 从区域来看,** 品牌分布中国代工生产较为集中的区域, 其中, 品牌榜单中珠三角企业占比较高, 主要基于该区域的外贸优势与品牌塑造能力; 长三角企业品牌化能力强, 产业带效应明显; 华西区则呈现品牌化运营逐渐开启的特征; 华北华中地区, 科技企业占比较高。
- 2) 从品类维度来看,** 出海品牌行业日渐多元, 优势品类表现突出。其中, 家居、家具、服饰、鞋靴品类占比四成; 无线、电子、数码、电脑周边等品类占比近三成;
- 3) 从品牌类型来看,** 品牌类型涵盖亚马逊原生品牌 (如 Anker)、互联网原生品牌 (如小蚁、Ticwatch 等)、传统知名品牌 (如波司登、李宁等)、制造商转型 (如 NCETOWN 等)、贸易商转型 (如傲基科技)。

图 19: 亚马逊全球开店中国百强企业品类分布占比



资料来源: 雨果网, 长江证券研究所

图 20: 亚马逊全球开店中国百强企业品牌类型



资料来源: 雨果网, 长江证券研究所

在此基础上国内部分生产加工型企业已经开始加速资本化和品牌化。从亚马逊百强品牌榜单中梳理发现已有 22 个产品所对应的 14 家公司已实现或正在资本化当中, 意味着已经具备较强的市场基础和经营效益, 且未来有望借助于资本支持进一步打开市场空间。

<sup>1</sup>统计口径包括美国、英国、德国、日本四个国家的亚马逊市场

表 3：亚马逊 2019 年综合排名前百品牌中已资本化的公司情况

品牌	主要产品品类	公司	资本化状态
Finether	家居	环球易购	跨境通, A 股上市
Langria	美妆用具	环球易购	跨境通, A 股上市
Suaoki	移动电源	环球易购	跨境通, A 股上市
	电脑外设周边为主	帕拓逊	跨境通, A 股上市
Sable	按摩器械	泽宝股份	星徽精密, A 股上市
Taotronics	耳机	泽宝股份	星徽精密, A 股上市
Vava	智能车载, 智能家居	泽宝股份	星徽精密, A 股上市
Aukey	耳机	傲基科技	新三板已退市, 科创板 IPO 终止
Naipo	按摩仪	傲基科技	新三板已退市, 科创板 IPO 终止
Tacklife	电动工具	傲基科技	新三板已退市, 科创板 IPO 终止
Anker	充电宝等	安克创新	创业板 IPO 已过会
Eufy	吸尘器	安克创新	创业板 IPO 已过会
爱慕	内衣	爱慕股份	已提交招股说明书
Bestek	智能排插	百事泰	新三板上市
波司登	羽绒服	波司登	港股上市
万克宝	工具	巨星科技	A 股上市
AMAZFIT	智能手表	华米科技	美股上市
科沃斯	扫地机器人	科沃斯	A 股上市
Flexispot	人体工学	乐歌股份	A 股上市
李宁	体育用品	李宁	港股上市
戴克诺尔	家居	沐家家居	新三板上市
特步	体育用品	特步	港股上市

资料来源：雨果网，公司公告，长江证券研究所

从长期趋势来看，当前跨境出口电商高景气度背后或蕴含着国内优质生产企业品牌化出海的大产业逻辑。根据 Global OneClick, 品牌出海企业发展可以大致分为四个阶段：1) 1980S, 中国企业多以 ODM 或 OEM 模式的 TOB 规模化生产为主，靠参加全球展会这样初级的推广方式营销，通过压缩成本进行竞争，比较像日本 1960S 阶段的国际 OEM 的生产贸易形式；

2) 随着国际电商平台在中国的招商和全球业务的发展，一批依靠早期的平台渠道红利和海量的供应链资源的企业快速发展起来，通过 eBay、Amazon 等平台上凭借不错的产品质量以及相对线下较强的价格优势，快速获取市场份额，目前国内大多数企业处于此阶段，借助跨境电商平台快速拓展海外市场；

3) Facebook 和 Youtube 等社交平台为广大出海公司提供了本地消费者洞察的最佳工具，同时也提供了绝佳的推广渠道，各种品类的中小商家通过亚马逊、速卖通等平台建立店铺，甚至自己开设独立站，依靠内容平台洞察消费者，反向为产品引流，现阶段中国已经有部分企业如安克创新等开始在尝试；

4) 在市场驱动和技术积累下，国内很多公司的研发实力开始以极快的速度追赶欧美企业，部分企业在各自领域内的产品研发实力强劲，产品一经推出便受到全球一流媒体的

报告和跟进，开始可以通过多种渠道进入海外市场，并攫取较高的利润空间，现阶段国内已经存在极少部分企业有这种实力。

表 4：外贸演进阶段及对应核心竞争特点

贸易演进阶段	外贸 1.0	外贸 2.0	外贸 3.0	外贸 4.0
出口特点	ODM/OEM 为主的 TOB 集中大订单出口	以速卖通、Ebay 及亚马逊为主的同质化价格竞争	通过 Facebook、Youtube 等社交平台、亚马逊等大型购物平台的洞察，以消费者需求驱动的价值创造	需求驱动实用技术发展，技术创新带来产品变革
CPV 理论	成本竞争	价格竞争	价值竞争	竞争竞争，高利润壁垒初成
外部竞争工具	全球展会	国际化 TOC 电商平台全球扩张及疯狂招商	Facebook、Youtube 等社交平台、Amazon 等电商平台的强大消费者评价体系，提供了本地消费者洞察的最佳通道	政策激励，经济高速发展带来高端人才回流，行业技术和技艺积累带来产品颠覆式创新，创造高利润
制胜关键	制造能力及成本优势	平台渠道红利+海量的供应链资源	国际化市场能力+本地化消费洞察+选择性的价值生产及制造	技术或工艺的壁垒

资料来源：Global OneClick，长江证券研究所

## 基础设施：仓配体系逐渐完善加速流转效率

从政策来看，持续有利于跨境出口的支持政策陆续推出，以提高跨境出口效率和降低摩擦成本，其中 2018 年 9 月提出对综试区电子商务出口企业出口未取得有效进货凭证的货物，同时符合条件的，试行增值税、消费税免税政策；2020 年 6 月提出北京海关、天津海关、南京海关、杭州海关、宁波海关、厦门海关、郑州海关、广州海关、深圳海关、黄埔海关开展跨境电商 B2B 出口监管试点，为 B2B 跨境电商提供专门的通关方式，享受通关便利。

表 5：重点跨境出口电商支持政策

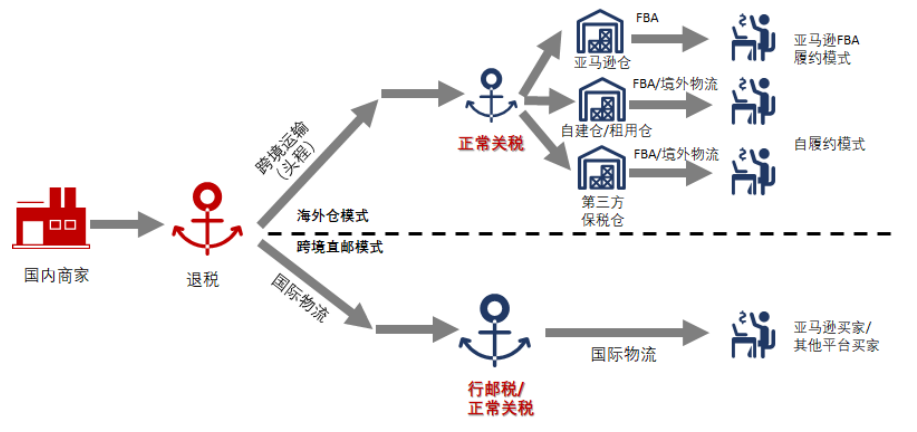
日期	政策/行动名称	主要内容及效果
2020 年 6 月	《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》	北京海关、天津海关、南京海关、杭州海关、宁波海关、厦门海关、郑州海关、广州海关、深圳海关、黄埔海关开展跨境电商 B2B 出口监管试点，为 B2B 跨境电商提供专门的通关方式，享受通关便利。
2018 年 9 月	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》	对综试区电子商务出口企业出口未取得有效进货凭证的货物，同时符合条件的，试行增值税、消费税免税政策。
2016 年 5 月	《关于促进外贸回稳向好的若干意见》	开展并扩大跨境电子商务、市场采购贸易方式和外贸综合服务企业试点。支持企业建设一批出口产品“海外仓”和海外运营中心。
2015 年 6 月	《国务院办公厅关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	支持跨境电子商务发展，有利于用“互联网+外贸”实现优胜劣汰，发挥我国制造业大国优势，扩大海外营销渠道，合理增加进口，扩大国内消费，促进企业和外贸转型升级。
2013 年 11 月	《关于促进电子商务应用的实施意见》	鼓励多种模式跨境电子商务发展，探索发展跨境电子商务企业对企业（B2B）进出口和个人从境外企业零售进口（B2C）等模式。加快跨境电子商务物流、支付、监管、诚信等配套体系建设；鼓励电子商务企业走出去。支持境内电子商务服务企业走出去，在境外设立服务机构，完善仓储物流、客户服务体系建设，与境外电子商务服务企业实现战略合作等。

2013年8月 《关于实施支持跨境电子商务零售出口 实施适应电子商务出口的税收政策。对符合条件的电子商务出口货物实行增值税和消费税免税或退税政策，具体办法由财政部和税务总局商有关部门另行制订。

资料来源：商务部，国家税务总局，长江证券研究所

从跨境出口电商业务流程来看，其中最复杂的环节在于跨境物流体系，涉及到国内段运输、跨国运输及海外运输，同时还涉及到清关等等流程，关系到运输成本及时效性，尤其是在退换货情况下的有效性，直接决定了出口商家的盈利情况及消费者的购物体验。

图 21：跨境出口 B2C 电商模式及产业链分布



资料来源：长江证券研究所

随着中国出口跨境电商规模的扩大，各环节经验得以积累且业务流程逐渐梳理的更加高效，面对庞大的市场国内快速崛起一批一站式跨境物流服务商，可以根据需求提供定制化仓配服务产品。比如出口易，作为海外仓运营先驱者，在欧洲、美国、加拿大、澳洲等国家设有仓储处理中心，为跨境电商卖家提供专业的海外仓储、FBA 头程、国际专线、快递小包等国际物流服务，并获得 Amazon、Wish、Alibaba、Aliexpress、Shopee 等电商平台认可与推荐。

表 6：目前已经有较多一站式跨境物流服务公司

跨境电商物流公司	核心业务及特点
德邦物流	覆盖快递、快运、整车、仓储与供应链、跨境等多元业务的综合性物流供应商覆盖快递、快运、整车、仓储与供应链、跨境等多元业务的综合性物流供应商。推出国际电商小包、国际快件、FBA 头程进仓、国际卡航、海陆空全球联运等产品。
三态速递	为跨境 B2C 电子商务卖家提供专业进出口物流和仓储一站式整体解决方案的公司，总部位于中国深圳，并在广州、杭州、上海、义乌、香港设有分公司。是 Aliexpress、eBay、Linio、Payoneer、PayPal、WorldFirst 等各大平台的战略合作伙伴。通过与国际知名的快递公司和各国邮政合作，致力于为电商卖家提供快速高效，安全稳定、有竞争力的运输渠道。
阿里电商物流	电商物流拥有 10 年物流经验，致力于为跨境电商提供专业的国际物流服务，主营 E 小包：俄罗斯(10-18 天)、英国(4-5 天)、德国(6-8 天)、日本(3-4 天)，更多优势国家请详询；优势：快递的时效，比小包便宜。国际邮政小包：荷兰，瑞典，中国，香港等邮政小包。国际快递：DHL，UPS，Fedex，ARAMEX，亚马逊 FBA 服务。
递四方	拥有三大类、50 余种物流产品和服务，全面覆盖物流、仓储服务，以及反向物流解决方案，能够满足不同类型和不同规模跨境电商的需求。递四方的核心产品包括全球仓储订单履约服务-全球订单宝，全球邮件直送服务-联邮通、4PX 全球速递专线，以及面向电商终端消费者的全球集货转运服务。
出口易	海外仓运营先驱者，在欧洲、美国、加拿大、澳洲设有 7 大仓储处理中心，为跨境电商卖家提供专业的海外仓储、FBA 头程、国际专线、快递小包等国际物流服务，并获得 Amazon、wish、Alibaba、Aliexpress、Shopee 等平台认可与推荐。

资料来源：Chinabrands，长江证券研究所

以出口易对美国 FBA 头程服务流程，卖家备好货后，准备好商品相关文件并确认好发货时间及方式后，通过出口易系统打印标签后，剩余包括国内运输、国际运输及清关等均交由出口易解决，整体流程相对高效且便捷。

图 22：跨境物流服务商出口易对美国 FBA 头程服务流程



资料来源：出口易官网，长江证券研究所

从出口易定制服务来看，其海外直发方案的运输价格及时性均处于较占优水平：运输成本来看从不同规格和区域来看出口易通过综合的配送环节安排可以实现较低的成本，而从时效性来看出口易可以实现平均 2 个工作日送达，可提供隔日达配送且可支持退货/改派等售后服务。

表 7：各主要物流方式成本比较（人民币元）

方式	英国			美国		
	100g	400g	600g	100g	400g	600g
DHL/FEDEX/ UPS/TNT	96	96	121	96	96	121
EMS	88	88	118	112	112	142
各种专线(美国 E 邮宝, 中英专线)	12	48	72	18	48	68
出口易定制*	11.6	56	67.6	11.6	31.2	59.2
海外直发方案	次低	中低	次低	次低	最低	次低
香港邮政小包	8	32	48	8	32	48

资料来源：出口易官网，长江证券研究所

表 8：各主要物流方式价格时效比较

方式	价格	时效
中国邮政/香港邮政小包	中国邮政首重 100 克 18 元，续每 100 克 15 元；香港邮政 80 元/KG。	非常不稳定:淡季 10-20 日，旺季 20-30 日;且丢包情况严重。
EMS	首重 280 元，续重每 500 克 75 元。一般 4 折。	英国、德国 5~15 天；美国 7~15 天。遇到查关可能更慢。
DHL/FEDEX/UPS/TNT	首重 95 元，续重每 500 克 25 元左右。	美国 3~5 天, 英国、德国 4~10 天。
各种专线	中英专线 100 元/KG，中德专线 100 元/KG，中美专线 120 元/KG。	最快实现了 3 个工作日送达。



出口易定制海外直发方案 头程+仓租及处理费+本地派送费。

平均 2 个工作日送达; 提供 NEXT DAY DELIVERY; 可实现退货/改派等售后服务。

资料来源: 出口易官网, 长江证券研究所

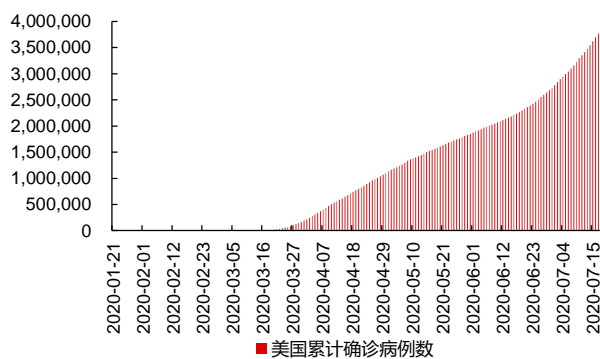
## 趋势变化: 疫情加速线上化, 跨境电商再成风口

受今年 3 月份以来新冠疫情的全球扩散, 诸多受影响国家居民出行受限, 使得线上消费需求激增, 同时部分居家办公、疫情防护等品类需求较大, 使得中国跨境出口企业通过电商平台得以快速拓展市场, 跨境电商市场迎短期爆发增长。同时疫情期间居民线上购物习惯逐渐养成, 电商平台及各参与方看到电商前景或加大电商业务布局, 跨境电商或有可能成为更加重要的消费渠道。

## 短期: 网购增速维持高位, 企业端表现亮眼

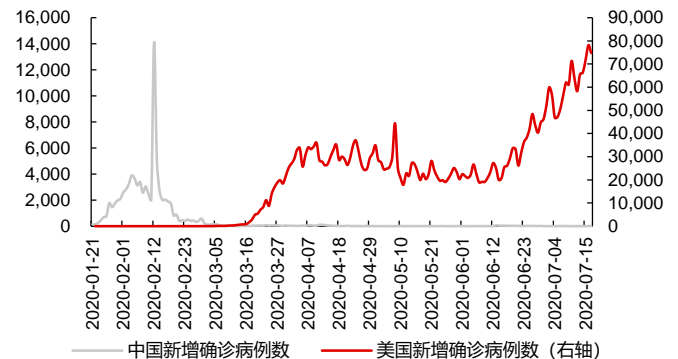
美国受疫情影响时间晚于国内, 新冠病例首次快速增长的时间为三月份, 3 月 13 日美国政府宣布进入紧急状态, 其后各州陆续开始停工停产, 居民开始居家隔离, 疫情对美国零售消费市场的影响也逐渐开始显现; 5 月后美国各州开始陆续推出复工计划, 而 6 月中下旬开始美国新增确诊病例数出现反弹后, 部分州宣布暂停复工恢复居家隔离, 居民消费受到第二轮影响。

图 23: 美国新冠疫情累计确诊病例数 (个)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

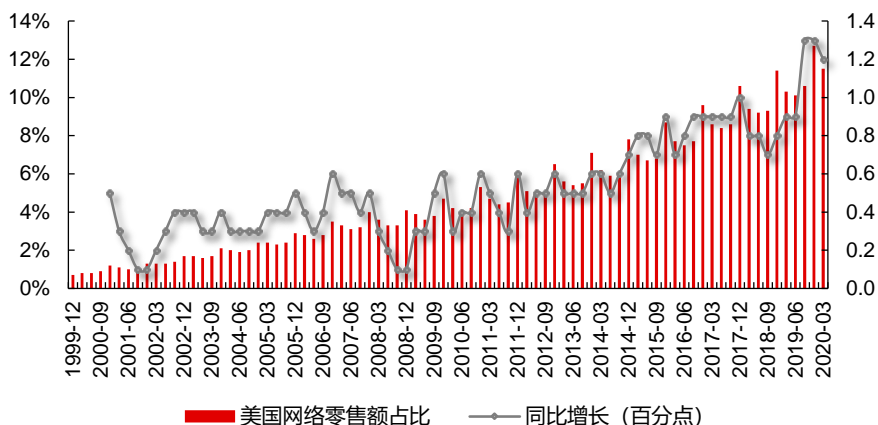
图 24: 美国及中国日新增新冠疫情确诊病例数 (个)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

美国疫情造成居民居家时间延长, 网购需求提升, 2020 年一季度, 美国实现网络零售额 1465 亿美元, 同比增长 14.5%, 占零售总额比例为 11.5%, 同比增加 1.2 个百分点, 环比下降 1.2 个百分点; 但受影响更大的二季度美国消费数据尚未披露, 因此疫情对美国网络零售的整体影响仍需观察。

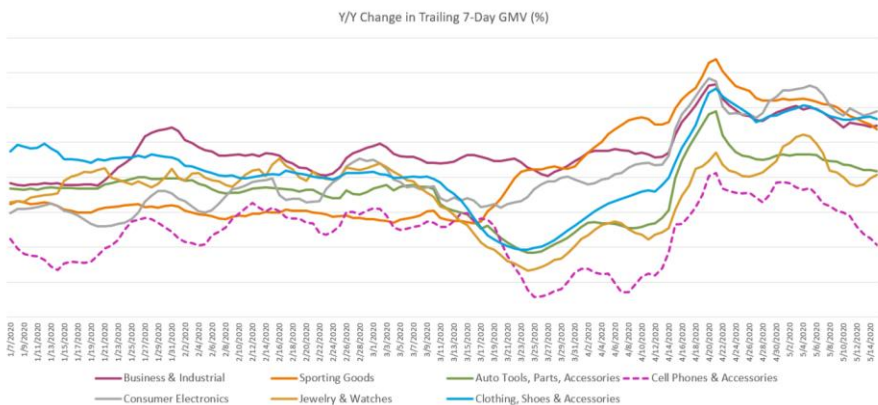
图 25: 美国网络零售额占零售总额比例及增速



资料来源：美国商务部普查局，长江证券研究所

从第三方咨询机构统计的分品类线上零售数据来看，全球范围内大部分品类电商 GMV 均呈现出加速增长趋势，其中运动品、消费电子产品等品类三月后增长持续提速，进入五月后增速开始保持相对平稳；服装、珠宝等具有社交属性的商品在三月底疫情影响加重时 GMV 增长出现降速，但随着线下门店持续关店，消费需求向线上转移，线上 GMV 开始回暖并超过年初增速水平。

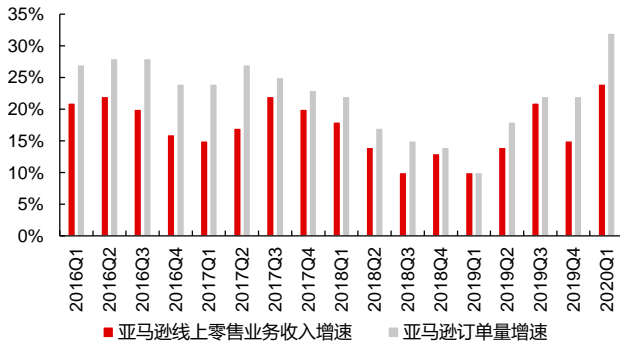
图 26: 全球分品类 GMV 同比增速



资料来源：Channel Advisor，长江证券研究所

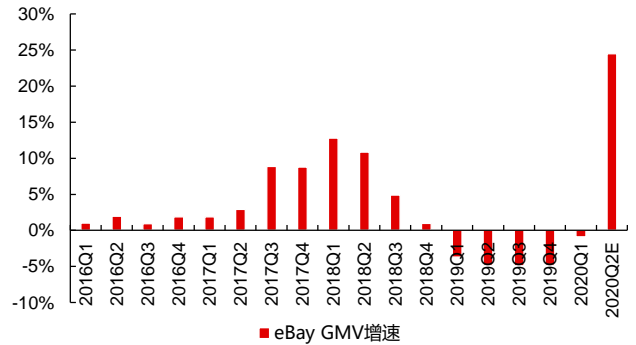
从企业端数据来看，2020Q1 亚马逊、沃尔玛、eBay 等公司电商业务均出现明显增长：其中亚马逊自营业务收入与订单量增速分别达 24% 和 32%，创下近四年新高，在高基数效应下快速增长的情况下实属不易；eBay 的季度 GMV 增速大幅收窄，同时预期在 2020Q2 实现转正并出现 24% 的增长；2020 年 2 月 1 日至 4 月 30 日的季度内，沃尔玛电商业务增速达到 74%，同样创下四年新高。同时，生鲜电商同样迎来高景气，生鲜到家 APP Walmart Grocery 在 2020 年 3 月份超越亚马逊成为购物类下载排名第一 APP。

图 27: 亚马逊线上零售业务增速<sup>2</sup>



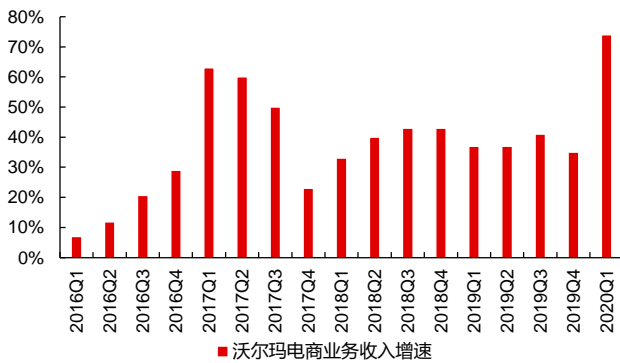
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 28: eBay 季度 GMV 增速



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 29: 沃尔玛电商业务收入增速



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 30: Walmart Grocery APP 在苹果商店购物类 APP 排名



资料来源: Marketplace Pulse, 长江证券研究所

### 需求: 居家培养网购习惯, C 端渗透有望提升

美国疫情期间, 百货商超等线下零售业态出现了不同程度的闭店, 叠加居民居家生活时间延长, 使美国消费者的网购习惯得到了有效培养。麦肯锡七月份公布的一项调查显示, 疫情期间美国大部分品类的电商消费者客群均出现了 10% 以上的增长; 5 月份 Channel Advisor 的问卷调查显示, 有 50% 以上的 35 岁以下美国消费者表示, 会在疫情后更多地使用电商渠道购物。

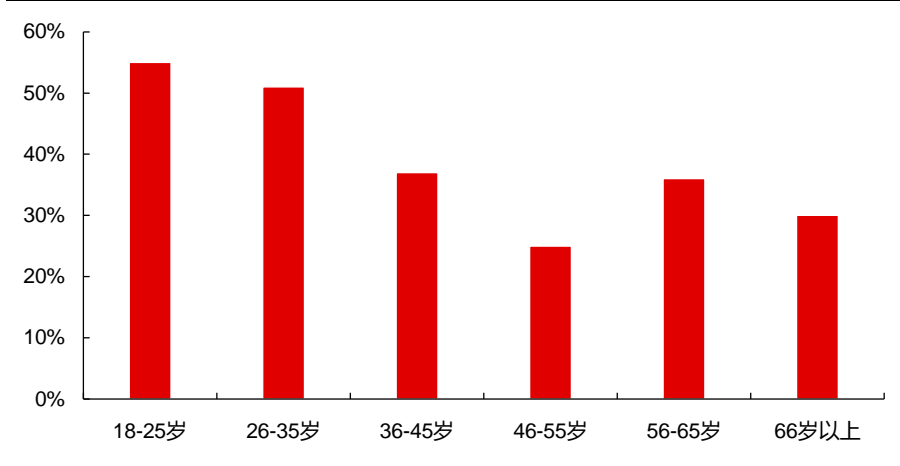
<sup>2</sup>线上零售业务收入不含第三方服务收入

图 31：疫情促进美国大部分品类的电商用户渗透率增加



资料来源：麦肯锡，长江证券研究所

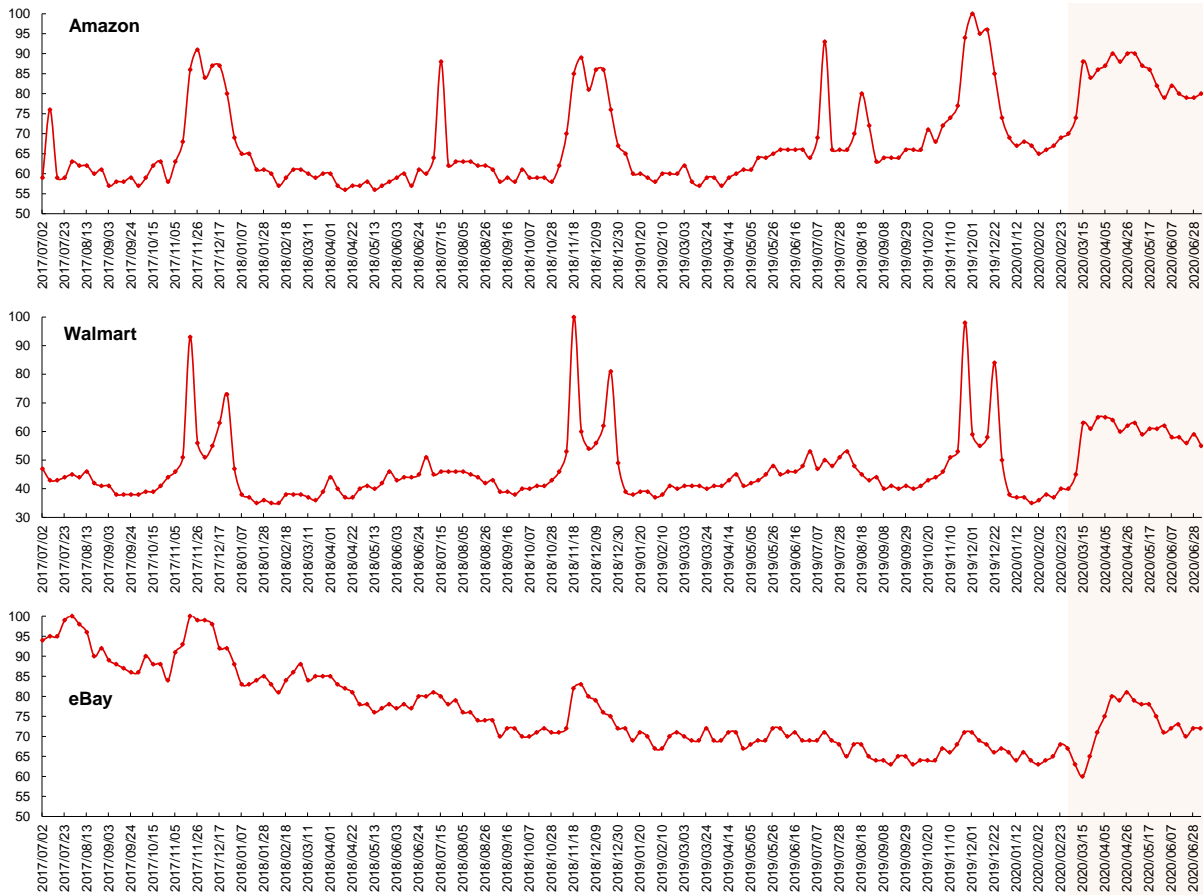
图 32：疫情后会更多地通过渠道购物的美国消费者比例



资料来源：Channel Advisor，长江证券研究所

从可以高频追踪的谷歌搜索指数上看，2020年3月以后“Amazon”/“Walmart”/“eBay”等电商平台关键词搜索指数相比往年同一时期明显增长，虽在五月后产生了不同程度的回落，但依然保持在高位，可以在一定程度上说明美国居民的线上购物习惯得到了培养。

图 33: "Amazon"/"Walmart"/"eBay"关键词谷歌指数趋势



资料来源: Google Trends, 长江证券研究所

## 供给: 需求较大物流短期承压, 整体运营效益较好

除消费端对电商平台的习惯性提升以外, 供给端效率也较为关键。由于跨境电商运输链条较长, 相应的运输成本端面临较大挑战, 同时境外电商平台的运营效率也受境外本土的实体渠道的竞争挑战, 电商平台是否具有成本经济性以实现持续性保障商家盈利并能够稳定通过线上提供满足用户需求的品类, 是决定跨境出口电商生命力的关键。

## 物流效率短期受挑战, 入仓存货重要性凸显

美国疫情对网购的物流快递环节产生了较大影响: 1) 对于在第三方平台经营且使用 UPS、FedEx、USPS 等第三方快递服务的商家而言, 三月末开始各家快递公司陆续开始调宽快递时效保证标准, 造成网购时效性降低, 同时五月后各家陆续收取临时快递附加费, 直接增加了商家的物流成本; 2) 对于使用亚马逊 FBA 业务的商家而言, 其商品需先进入亚马逊履约中心形成存货, 然后由亚马逊负责收到订单后的履约流程, 但亚马逊于 3 月 17 日宣布暂停生活日用品、医疗用品等必需品以外的商品入仓服务, 5 月后各品类商品入仓陆续恢复正常。

针对第三方商家广泛使用的亚马逊 FBA 服务而言, 在此暂停入仓的窗口期内, 履约中心内有备货的商品仍可享受亚马逊高效配送服务, 更可能受到消费者青睐, 从而获得相对其他采取低时效性配送商品的比较优势, 进而促进市占率提升。MarketplacePulse 数据显示, 2020 年后亚马逊头部卖家中, 使用 FBA 服务提供高时效性配送的比例由 90% 下降至四月的 80%, 说明至少 10% 的头部商家收到无法入仓带来的负面影响, 而备货

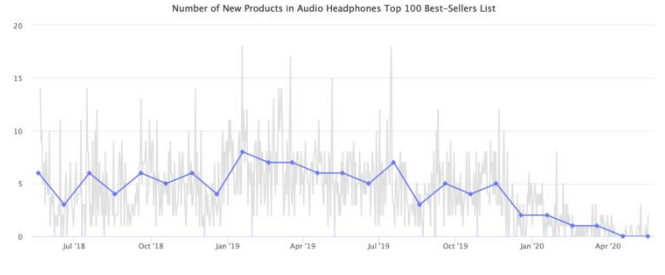
较少的长尾商家所受影响或更为严重；针对耳机品类而言，疫情前常有优质新产品依靠 FBA 服务入仓后得到的高质量服务（Prime Shipping）快速成长，而数据显示 4 月后新进入排名前 100 的产品数量降低为 0，进一步验证了 FBA 服务中入仓暂停带来的短期市场竞争格局改善。

图 34：亚马逊头部卖家提供 Prime Shipping 服务比例



资料来源：Marketplace Pulse, 长江证券研究所

图 35：耳机品类中进入排名前 100 的新产品数量



资料来源：Marketplace Pulse, 长江证券研究所

### 综合效率整体较稳定，跨境企业盈利较好

为验证跨境电商企业综合运营的持续性，我们选取在美国业务为主的公司与中国跨境出口公司来对比经营情况：

- 1) 中国跨境出口代表性公司已具有较大规模体量，表明综合发展形势较好；
- 2) 中国跨境出口企业平均净利率水平不亚于美国本土的 ZAGG 公司，表明跨境电商整体盈利效率较高。

表 9：美国及中国跨境电商主要消费电子行业营收及净利润（单位：亿元）

公司类型	主要公司	营业收入			净利润			净利率		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
美国公司	ZAGG	33.94	36.94	36.41	0.99	2.69	0.97	3%	7%	3%
	泽宝创新	17.43	21.26	28.32	0.31	0.62	1.54	2%	3%	5%
中国公司	傲基科技	37.12	51.09	50.86	1.91	1.98	1.67	5%	4%	3%
	安克创新	39.03	52.32	66.55	3.29	4.27	7.22	8%	8%	11%
中国跨境出口平均		31.20	41.56	48.58	1.84	2.29	3.48	6%	6%	7%

资料来源：安克创新招股说明书, 长江证券研究所

### 投资逻辑：把握价值链核心环节，着眼长线布局

随着国家政策的积极引导及跨境服务体系的逐渐完善，在品类多元需求驱动下，跨境进出口电商均有望保持持续高增长。其中，我们重点提示跨境出口电商的长期发展逻辑：一方面从产业维度而言，中国基于优势制造积累的夯实技术基础，有望打造品牌化产品并通过跨境电商方式高效布局全球市场；另一方面从需求维度而言，跨境电商以更丰富的全球产品、更便利的送达方式可以满足升级的消费需求。我们认为在广阔的市场前景之下，跨境电商各环节企业及电商平台将加速布局，并不断提效降本，迎来更高效的发展。基于此，我们建议对于跨境电商行业着眼长远，把握能够顺产业趋势具有较强研发生产能力的优质中国企业（重点关注家电、3C、家居、服饰等细分行业）、综合跨境电商平台及优质的物流等配送服务环节企业。

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。