

公司专题

2021年10月9日

跨境赛道高速增长，“产品力+渠道力”助扬帆起航

——一文看懂子不语招股书

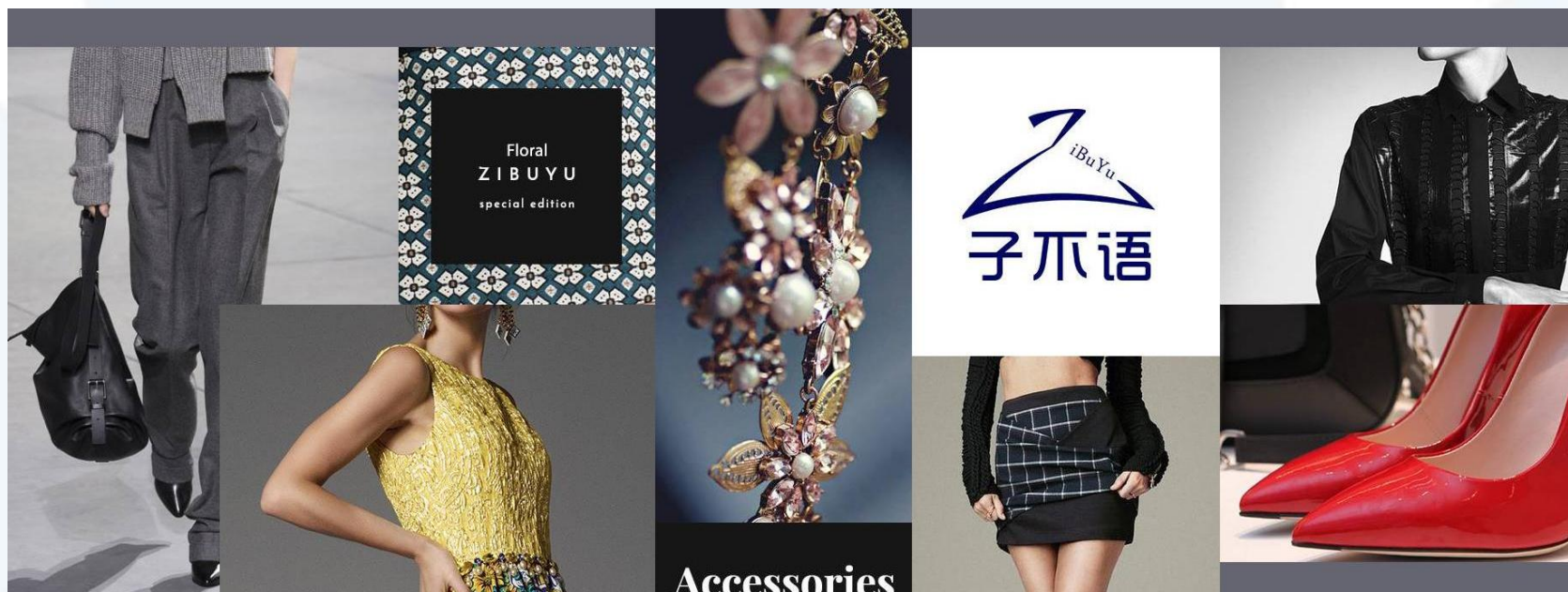
姓名：刘越男（分析师）
邮箱：liuyuenan@gtjas.com
电话：021-38677706
证书编号：S0880516030003

姓名：陈笑（分析师）
邮箱：chenxiao015813@gtjas.com
电话：021-38677906
证书编号：S0880518020002

1.1 子不语：主营服饰鞋履跨境出海

子不语所处的行业类型为服饰类互联网电商行业，主营业务为服饰、鞋履的互联网零售，主要产品分为服饰产品、鞋履产品及其他产品（包括电子设备、文具及体育用品等）三大类。根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》（2012年修订），子不语所处行业属于“F 批发和零售业”；根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），子不语所属行业为“批发和零售业（F）”中的“零售业（F52）”中的“服装零售（F5232）”，以及“批发业（F51）”中的“服装批发（F5132）”。

图：子不语主营的服饰、鞋履类产品



1.2 跨境B2C电商：摆脱时间、空间限制，连通中国卖家和全球客户

1) 跨境电商优势

- 和传统线下贸易相比，跨境电商拥有更少的时间限制。
- 无限制的地理覆盖范围、便利性与及时性，连通公司与世界各国客户，将整个贸易流程数字化。

2) 跨境电商分类

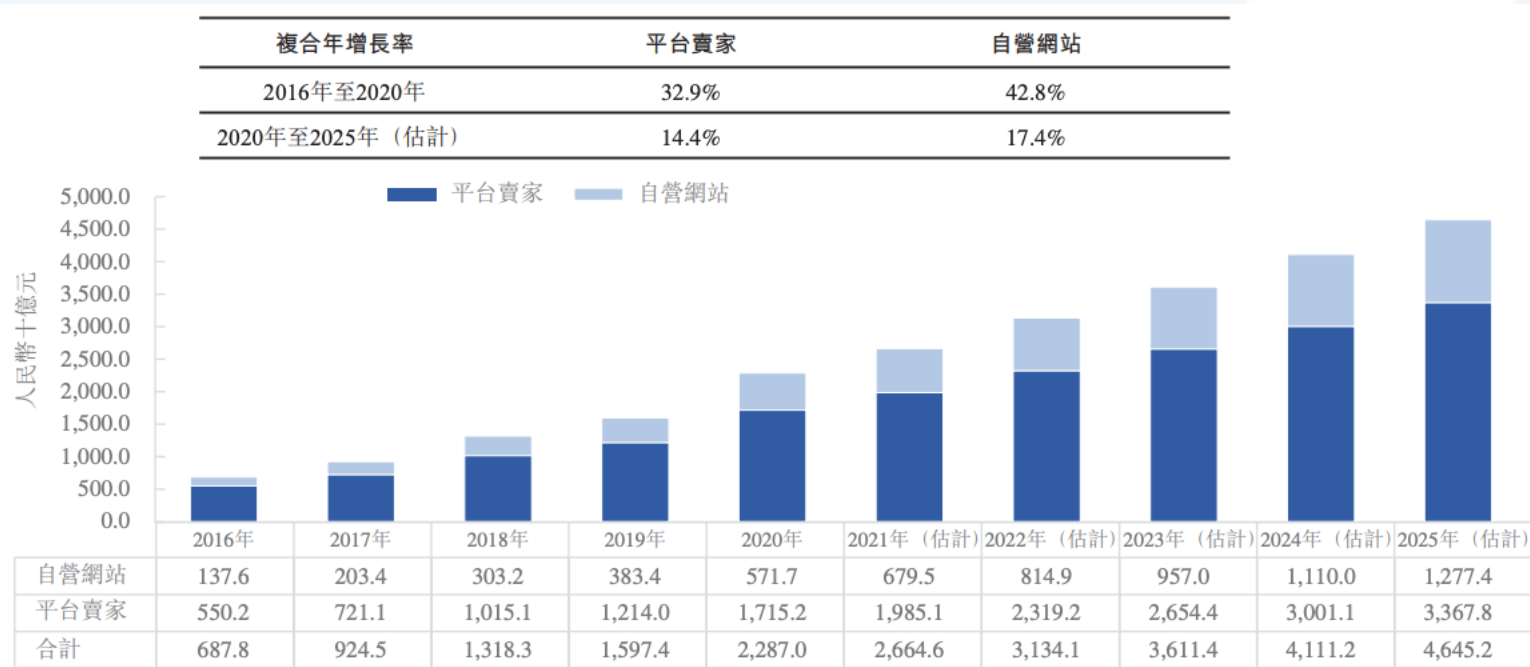
- 跨境电商出口分为两大类：(i) 跨境电商出口企业对企业 and (ii) 跨境电商出口企业对客户（“跨境出口B2C电商”）。
- B2C电商指海外客户在中国卖家的自营网站或第三方线上平台上购物，以及通过海外物流从中国卖家取得商品的交易活动。中国跨境出口B2C电商市场参与者一般包括中国卖家、第三方电商平台、中国卖家营运的自营网站、第三方支付服务供应商、物流服务供应商及海外终端客户。

3) B2C市场卖家分类

- 按商业模式的性质，中国跨境出口B2C电商市场的卖家分为两大类：平台卖家及自营网站。
- 平台卖家依赖第三方电商平台（其中包括亚马逊、eBay、全球速卖通及Wish）销售产品，借助第三方平台的庞大客户群、用户流量及基础设施，进行销售、交付等服务。
- 自营网站指通过自营网站或移动应用程序进行销售。一般而言，此类市场参与者有足够的SKU满足客户需求，并负责整个交易流程。
- 与平台卖家相比，自营网站卖家在早期一般会产生较高的获客成本。然而，长期看来，自营卖家可凭藉其所积累的客户群降低其销售成本。同时，自营卖家通常更容易接触到终端客户，并能够建立和提高自身的品牌知名度及影响力。

1.2 跨境B2C电商：市场规模稳步扩大，预计2025年将增长至4万亿余元

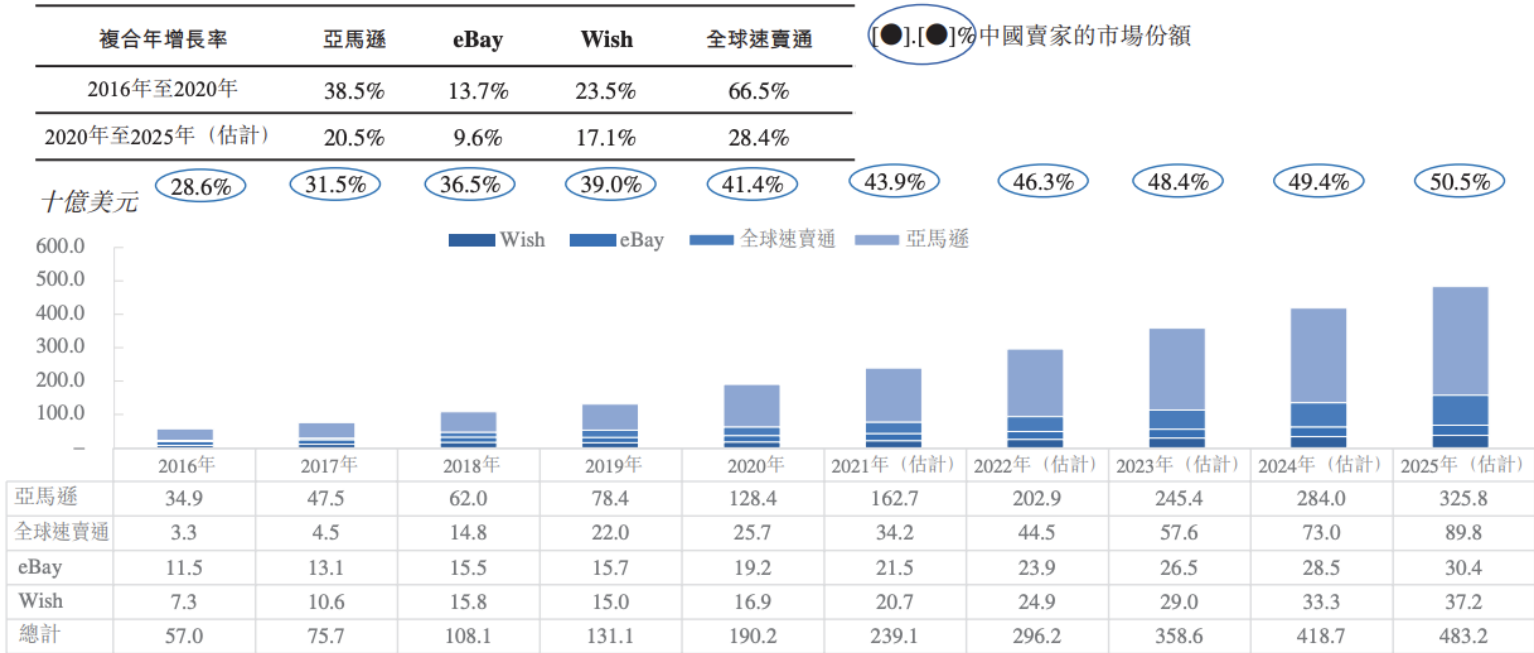
- 按2020年GMV计，中国跨境出口B2C电商市场的整体市场规模约为人民币22,870亿元（75.0%来自平台卖家、25.0%来自自营网站），到2025年将达到46,452亿元。
- 平台卖家占市场规模由2016年的人民币5,502亿元增加至2020年的人民币17,152亿元，预计到2025年将持续稳步增长至人民币33,678亿元占比将达到72.5%，2020年至2025年的复合年增长率为14.4%。
- 自营网站占市场规模由2016年的人民币1,376亿元增加至2020年的人民币5,717亿元，预计到2025年将增长至人民币12,774亿元占比将达到27.5%，2020年至2025年的复合年增长率为17.4%。



图：平台卖家及自营网站市场规模

1.2 跨境B2C电商：众多中国卖家选择第三方电商平台如亚马逊等

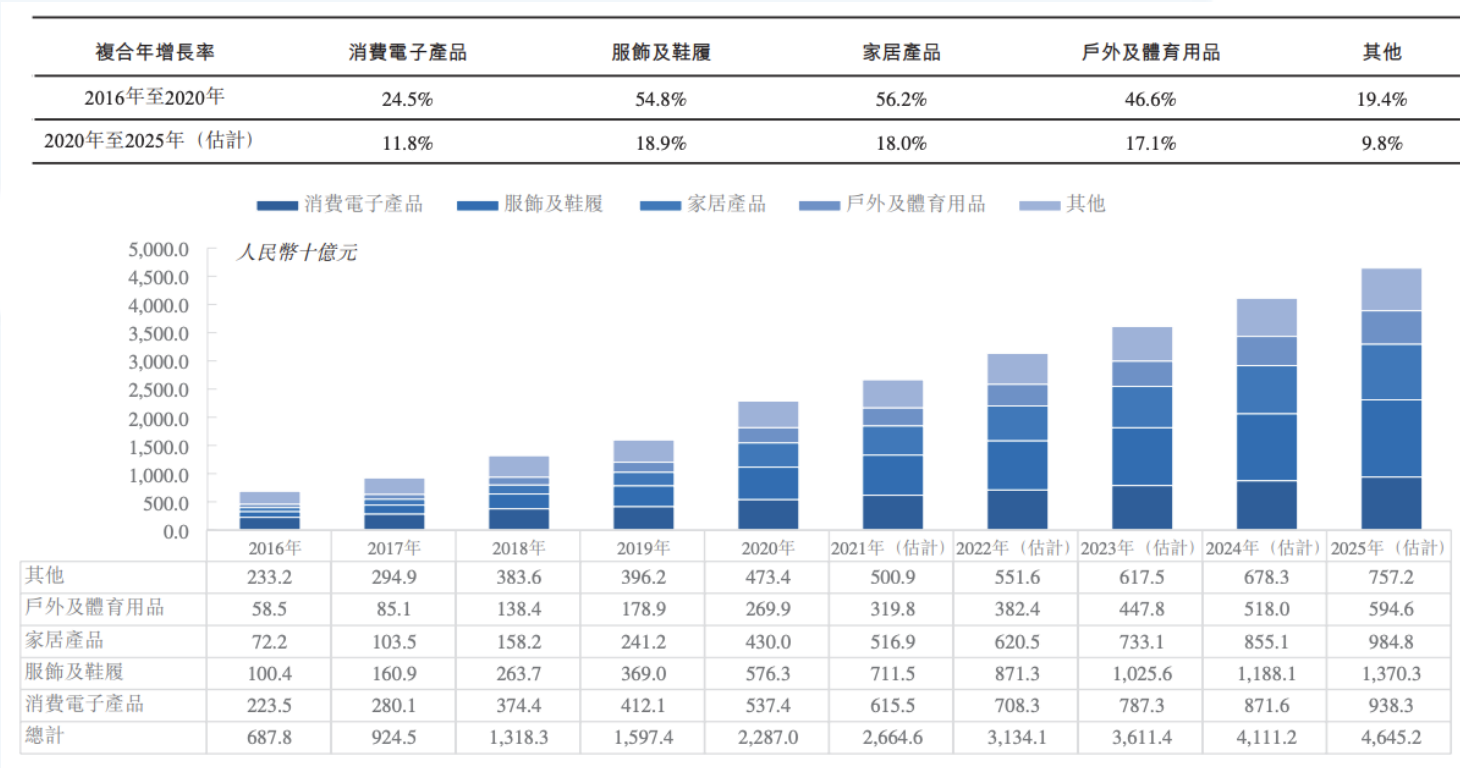
- 中国跨境出口B2C电商平台的众多卖家选择通过第三方电商平台销售产品，主要平台包括亚马逊、eBay、全球速卖通及Wish。
- 于2020年，按GMV计这四个平台的市场份额合共约占全球所有电商平台的10.7%。这四个平台的第三方平台业务产生的GMV总额从2016年的1,995亿美元稳步增长至2020年的4,599亿美元，且预期于2020年至2025年按复合年增长率15.8%增长，并于2025年达到9,574亿美元。
- 四大平台中国，亚马逊占据最大市场份额（66.0%）；其次为eBay（21.7%）、全球速卖通（7.5%）及Wish（4.8%）。
- 中国卖家于2020年来自这四大平台的GMV达到1,902亿美元，占比41.4%，该比重于2025年望达到50.5%。



图：主要第三方跨境电商平台的中国卖家产生的GMV

1.3 B2C电商服饰及鞋履市场：2020年B2C跨境电商的最大市场

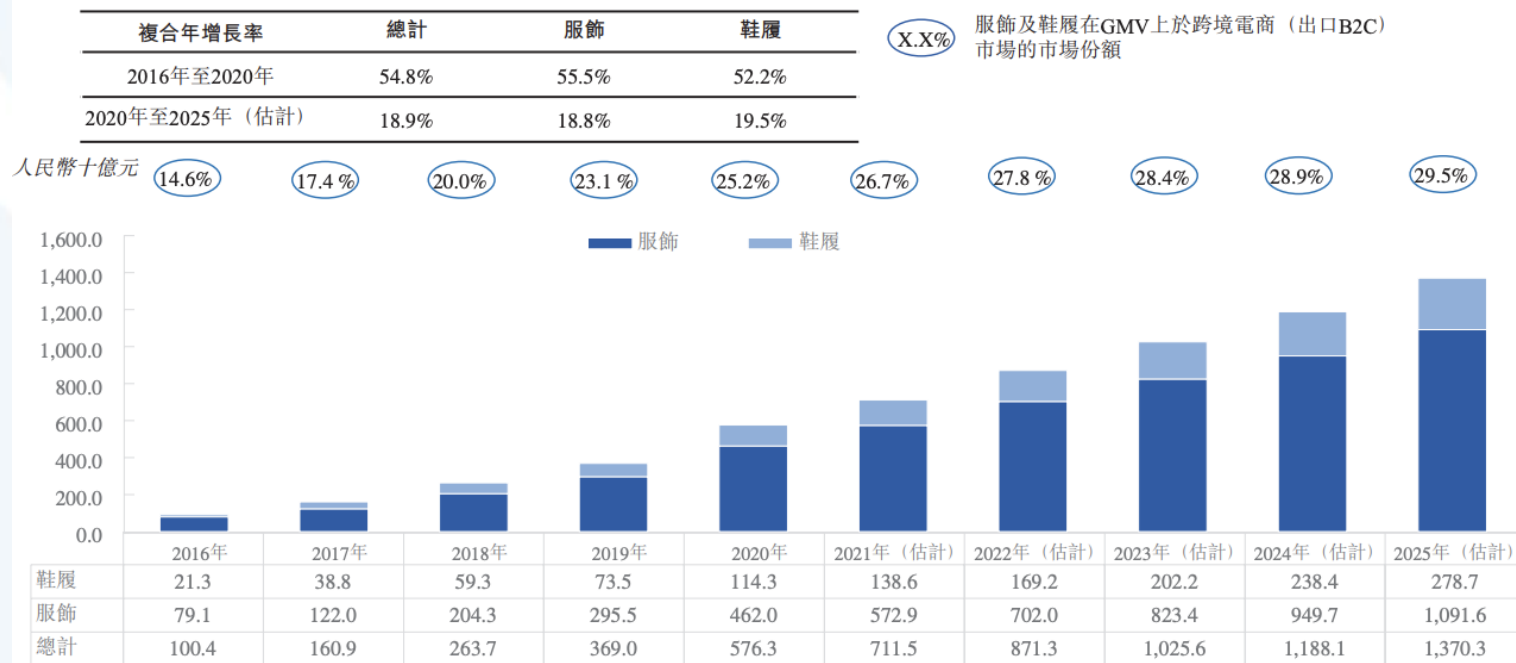
- 概览：**B2C电商行业按产品类别分类，包括消费电子产品市场、服饰及鞋履市场、家居产品市场、户外及体育用品市场及其他。从2016-2020年情况看，服饰及鞋履复合增速达到54.8%、仅次于家居产品的56.2%，且2020-2025年预计达到18.9%超过家具产品等品类。
- 市场规模：**服饰及鞋履在跨境电商出口B2C市场中的市场份额按GMV计算从2016年的14.6%稳步增长到2020年的25.2%，是2020年中国跨境电商出口B2C市场的最大组成部分，且预期将于2025年进一步增长到29.5%。



图：中国跨境电商出口B2C市场按类别划分的明细

1.3 B2C电商服饰及鞋履市场：仍将保持较快增长

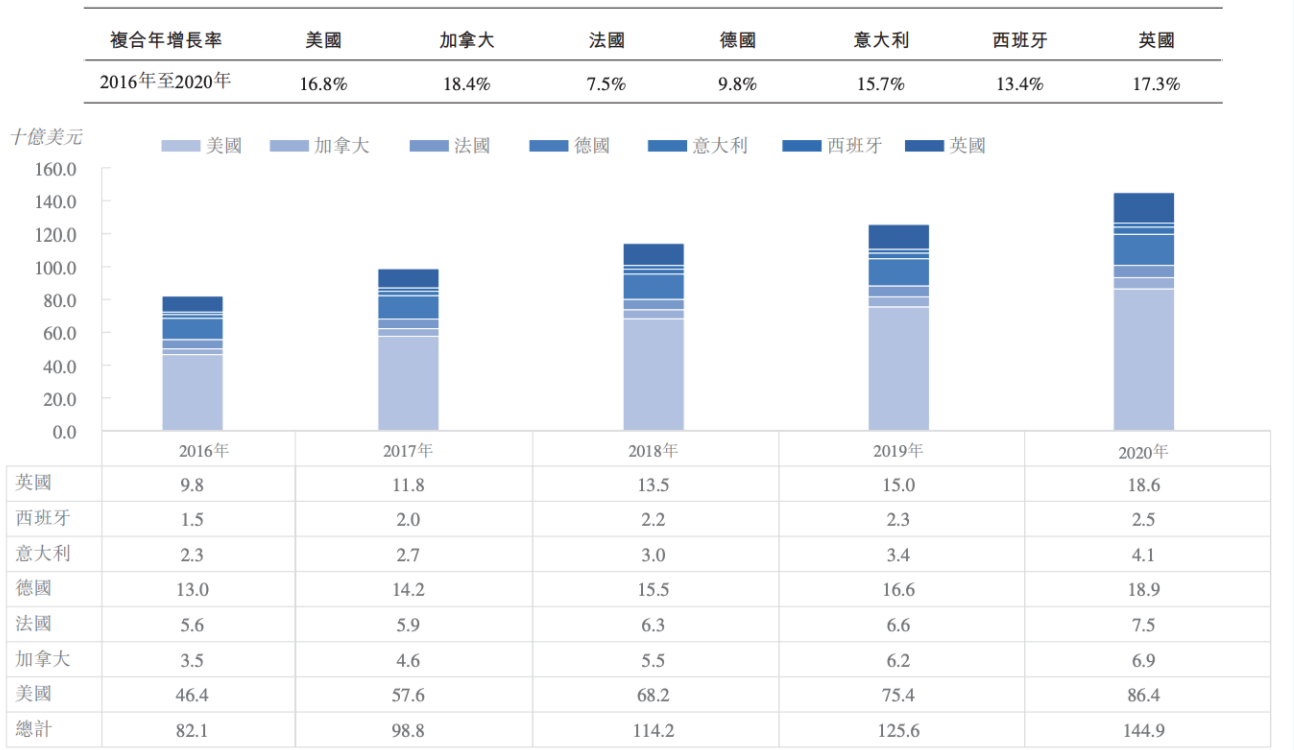
- 中国的跨境电商出口B2C服饰及鞋履市场在过去几年录得显著增长，且预期在未来几年将保持增长趋势。
- **服饰行业**：市场规模由2016年的人民币791亿元增加至2020年的人民币4,620亿元，并预测于2025年前达至人民币10,916亿元，2020年至2025年的复合年增长率为18.8%。
- **鞋履行业**：市场规模由2016年的人民币213亿元大幅增加至2020年的人民币1,143亿元，并预测于2025年前达至人民币2,787亿元，2020年至2025年的复合年增长率为19.5%



图：中国跨境出口B2C电商市场的服饰和鞋履产品GMV

1.3 B2C电商服饰市场：零售销售价值由821亿美元增加至1,449亿美元

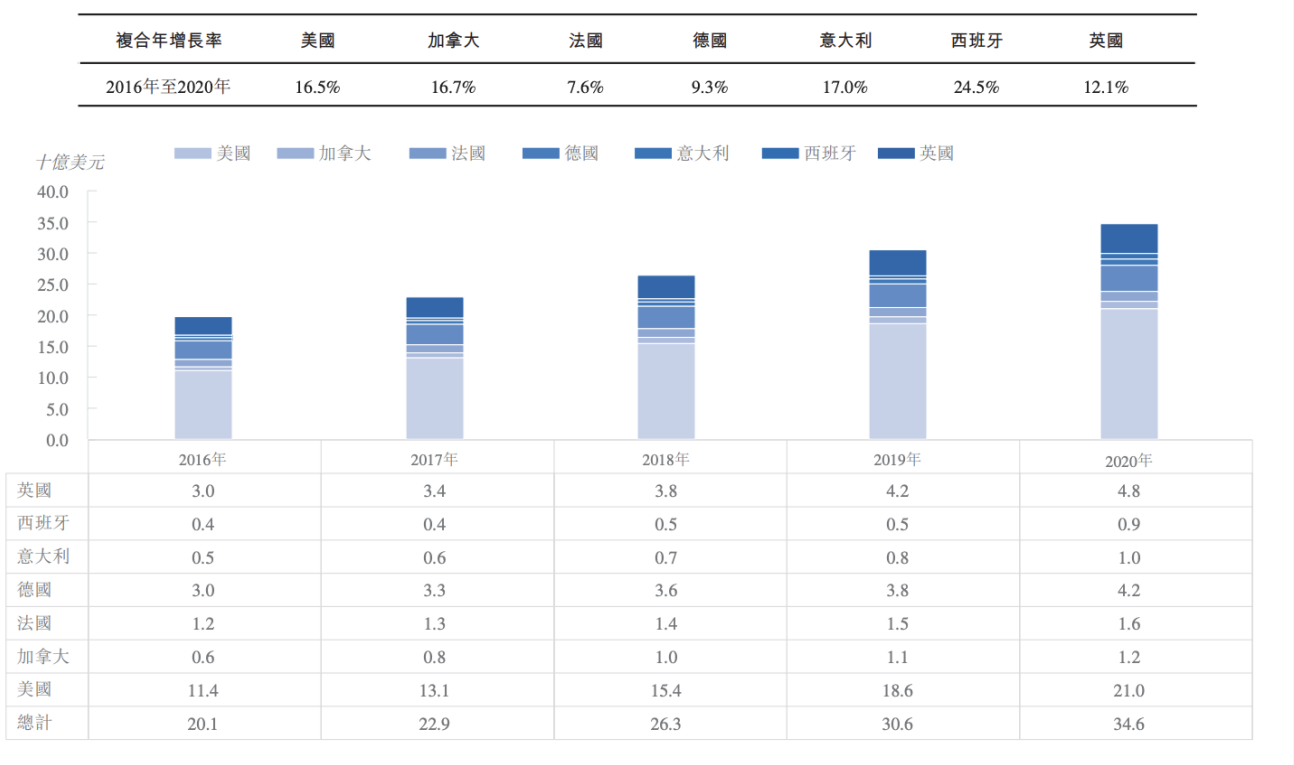
- 美国、加拿大、德国、法国、英国、意大利及西班牙一直为中国跨境出口B2C电商服饰和鞋履行业的主要市场（按零售销售价值计量）。
- 2016年至2020年，透过电商渠道销往这些国家的**服饰产品**零售销售价值由821亿美元增加至1,449亿美元。
- 当中，美国带来最大零售销售价值，其次为德国及英国。透过电商渠道销往美国的服饰产品零售销售价值由2016年的464亿美元增加至2020年的864亿美元，占比从56.5%提升至59.6%。



图：服饰产品透过电商渠道销往主要国家的零售销售价值

1.3 B2C电商鞋履市场：零售销售价值由201亿美元增加至346亿美元

- 2016年至2020年，透过电商渠道销往该等主要国家的鞋履产品零售销售价值由201亿美元增加至346亿美元。
- 当中，美国亦带来最大零售销售价值，其次为英国及德国。透过电商渠道销往美国的鞋履产品零售销售由2016年的114亿美元增加至2020年的210亿美元，占比从56.7%提升至60.7%。



图：鞋履产品透过电商渠道销往主要国家的零售销售价值

1.4 行业特征：跨境电商出口主要驱动因素

1) 多元化需求促进市场扩张

- 可支配收入水平及消费开支增加，客户对服饰和鞋履产品的需求变得多元化，由满足功能要求至体现社会身份、培养客户购买频率的可观增长及产品价格增加、刺激市场繁盛。
- 一般而言，客户对服饰和鞋履产品的购买频率远大于其他非必需消费品，显示客户的庞大持续新需求及市场前景兴旺。由于服饰和鞋履行业的竞争格局极度分散，服饰和鞋履产品卖家可透过提供高质量及设计良好的产品于相关市场分部把握新兴机遇及实现迅速成长。

2) 客户的购买行为受数字化的良好栽培

- 由于互联网渗透不断增加（尤其是移动终端），服饰和鞋履产品卖家能够接触更多潜在客户。同时，更多的终端客户习惯网上购物。栽培客户的网上购物习惯已因付款过程及产品展示过程的数字化而加快。
- 直播视频及短视频的兴起及普及化逐渐取代传统面对面销售，解决服饰和鞋履产品网上销售的痛点。此外，习惯网上付款方式的人数日益增长，进一步增加电商销售渗透。

3) 成熟的专业化配套服务

- 随著仓储、物流、运营服务等配套服务日趋专业化，卖家可以通过将某些非核心环节外包，专注于自己的核心竞争力，从而降低运营、产品采购及配送成本，提高运营效率及提升利润率。
- 利用国内积累的服饰及鞋履产品生产资源，以及发达国家成熟的本地化仓储及配送服务，中国卖家能够整合国内外从上游到下游的资源。

1.4 行业特征：跨境电商出口主要准入壁垒

1) 获客力 - 客流的高效利用及转化：

- 平台卖家利用其强大的市场分析能力，能够把握消费者的偏好和需求并及时推出产品。例如通过自营网站销售产品的卖家，通过加强网店的基础设施、丰富产品组合及逐步在客户中建立品牌意识，从而吸引并留住客户。

2) 运营力 - 在不同的平台上管理产品组合及通过多种渠道吸引客户：

- 高效的经营管理机制、服饰及鞋履行业积累的经营经验、对终端客户偏好的深入观察及了解。为满足消费者多样化的偏好，例如不断把握新的时尚特色，并将其加入产品设计中，以更好地满足不同地区各类消费者不断变化的需求。

3) 供应力 - 供应链整合及管理：

- 行业参与者将不断增加。为控制成本和实现盈利，新的市场进入者需要简化供应链。现有的市场参与者亦需要通过将生产外包予OEM供应商来进一步优化产品的成本结构，并进一步整合行业上游资源。部分市场参与者通过其自营网站进行销售，努力建立品牌意识并提高市场影响力。

4) 产品力 - 升级及优化产品组合：

- 能否及时发现和预测最新的时尚潮流、消费者偏好和市场需求，并及时反映到产品上，是影响行业参与者竞争格局的核心因素之一。一般而言，新进入者在把握最新趋势、预测新产品的未来销售表现方面的行业专业知识较少，因此生存或实现可持续增长的机会较低。

5) 履约力 - 本地化服务：

- 线上客户一般更注重送货效率和产品退货的便利性。因此，市场进入者提供本地化服务的能力对其竞争力至关重要。除财务资源及产品供应的限制外，新市场进入者在海外市场提供本地化服务时更可能遭遇困难。

1.5 未来发展：产品及客户服务更趋成熟，未来强者愈强

- 初期阶段，为吸引海外客户，中国卖家往往按低价提供高质量产品，对跨境出口B2C电商服饰和鞋履市场构成高度同质化特性。
- 长远而言，中国卖家努力提高产业链各环节的效率，提高自主设计能力，并不断推出新产品以满足市场不断变化的需求。预期效率较低及行业专业知识较少的中小型市场参与者将被淘汰出市场，从而进一步提高市场集中度。

1) 营销效果及供应链管理对市场参与者而言均为不可或缺

- 近年来，跨境电商出口B2C服饰及鞋履行业的客户更加注重产品的质量、设计和成本效益。预期该行业的优秀企业将对市场趋势和客户偏好有深刻的见解。此外，市场参与者亦必须对供应链进行高效管理，以实现高效运营并建立竞争优势。

2) 综合平台的发展将提升行业集中度及培育优质的电商市场参与者

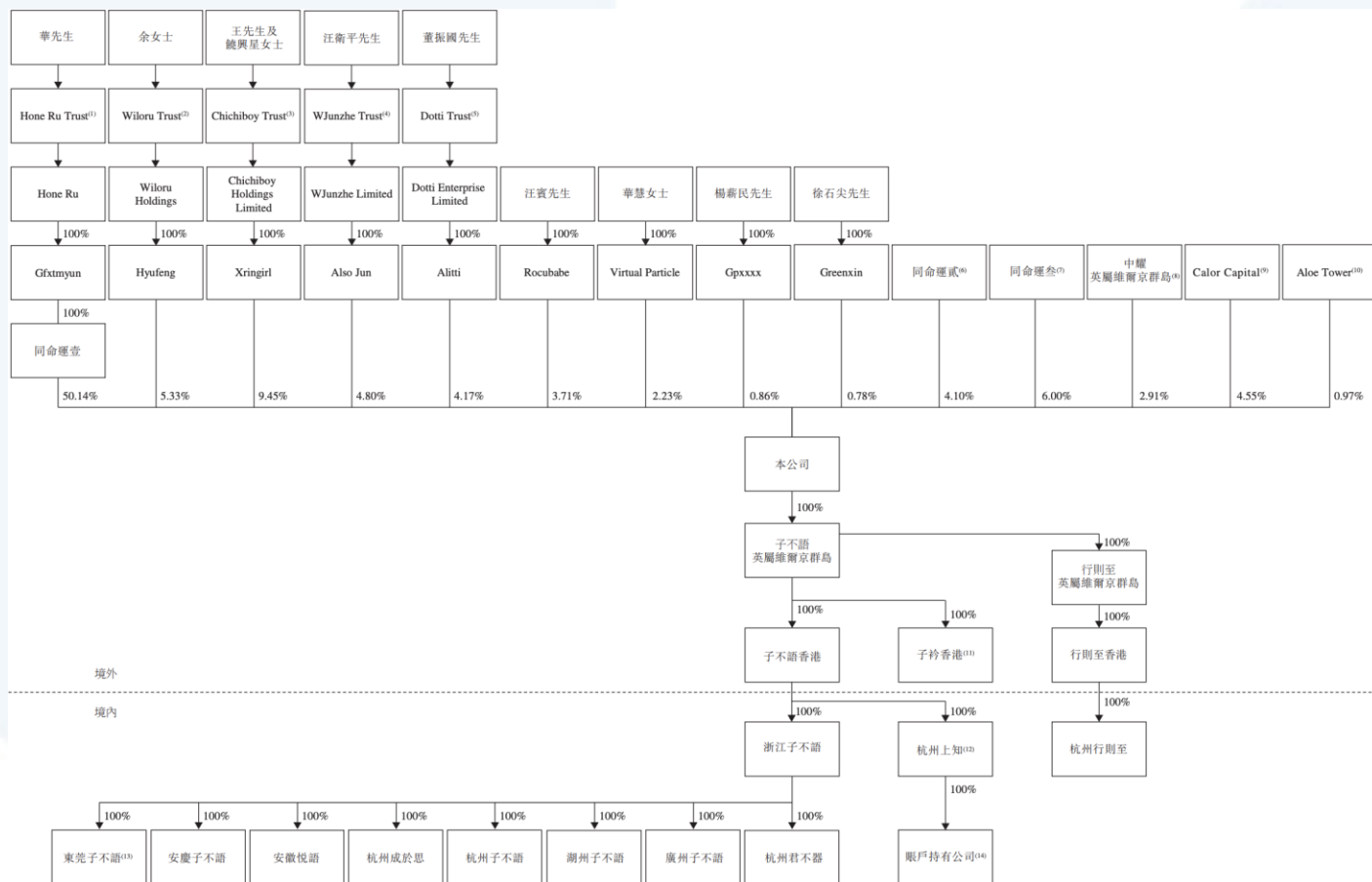
- 通过线上渠道销售服饰及鞋履产品的渗透率提高，刺激了产品种类的多样化。第三方电商平台利用其用户流量，能够与拥有多元化产品组合的优质平台卖家实现互补。同时，具有较强产品设计能力和较高运营效率的越来越多的市场参与者选择建立自营网站以培育其品牌知名度及积累客户群。

3) 通过资本投资加强全球资源整合和本地化客户服务

- 预期提供愉快购物体验及提供本地化客户服务的能力将越来越重要。同时，供应链上原材料、劳动力、仓储及交付等资源的整合对资本投资的要求甚高。如果不与第三方电商平台合作，新市场进入者要整合上述资源会越来越困难。

2.1 股权结构：董事长夫妻合计持股55.47%

- 上市前，**公司控股股东为华丙如、余风夫妇**，合计持股55.47%，其中华丙如的Hong RuTrust通过Gfxtmyun、同命运壹持股50.14%，余风的Wiloru Trust通过Hyufeng持股5.33%。另其他股东还包括同命运贰、Xringirl等。
- **其他股东**包括：王诗剑、饶兴星的信托Chichiboy Trust，通过Xringirl持股9.45%；汪卫平通过Also Jun持股4.80%；董振国通过Alitti持股4.17%；汪宾通过Rocubabe持股3.71%；华慧通过VirtualParticle持股2.23%；杨薪民通过Gpxxxx持股0.86%；徐石尖通过Greenxin、持股0.78%。



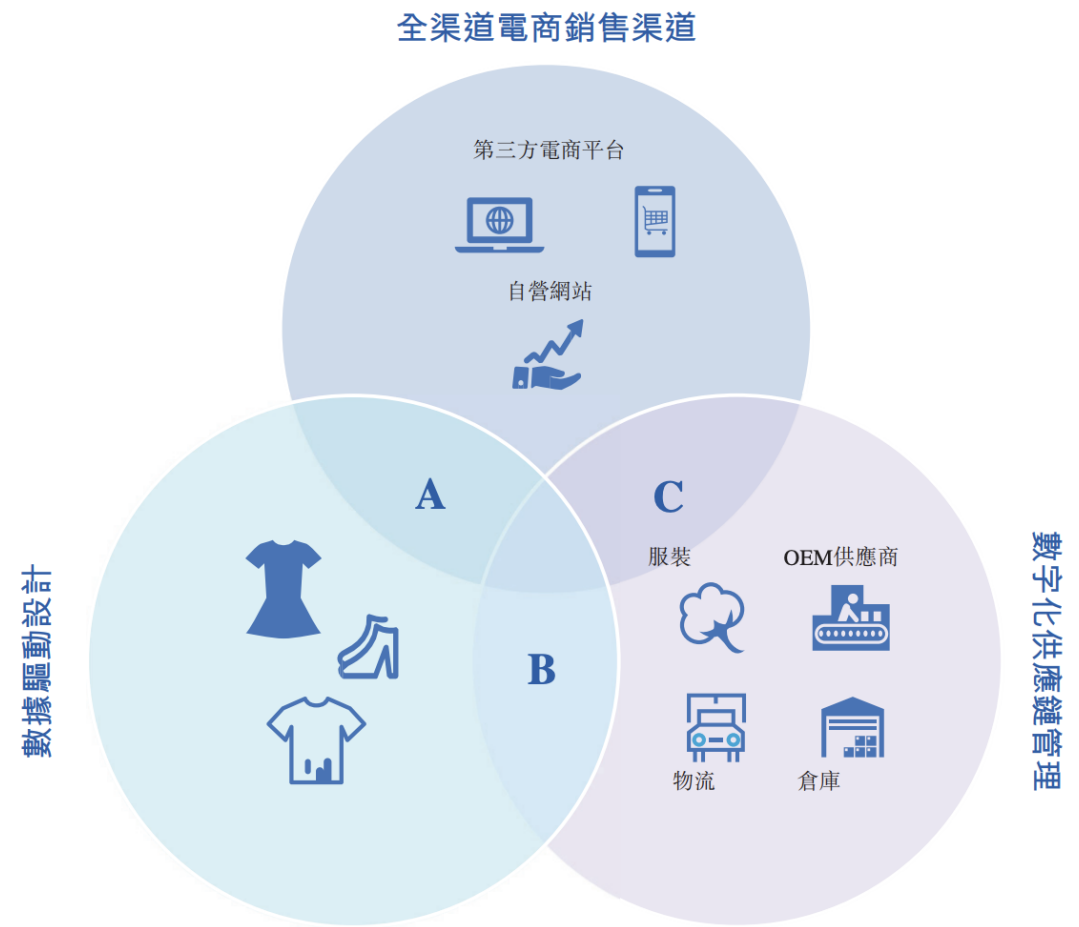
图：子不语上市前股权结构

2.2 业务模式：全渠道电商销售，数据驱动设计，数字化供应链管理

A：主要专注于自主设计的时尚服饰及鞋履产品的全渠道电商销售。为把握市场增长趋势及将相关时尚元素融入新品设计，对不同平台上的销售数据及消费者偏好进行市场研究。

B：协同及数字化由ERP、SCM、GMS系统组成的供应链管理系统，管理从OEM采购到物流服务安排的供应链。为及时响应客户的需求，公司能够在最短7天内完成设计及试生产，并在15天内交付予客户。

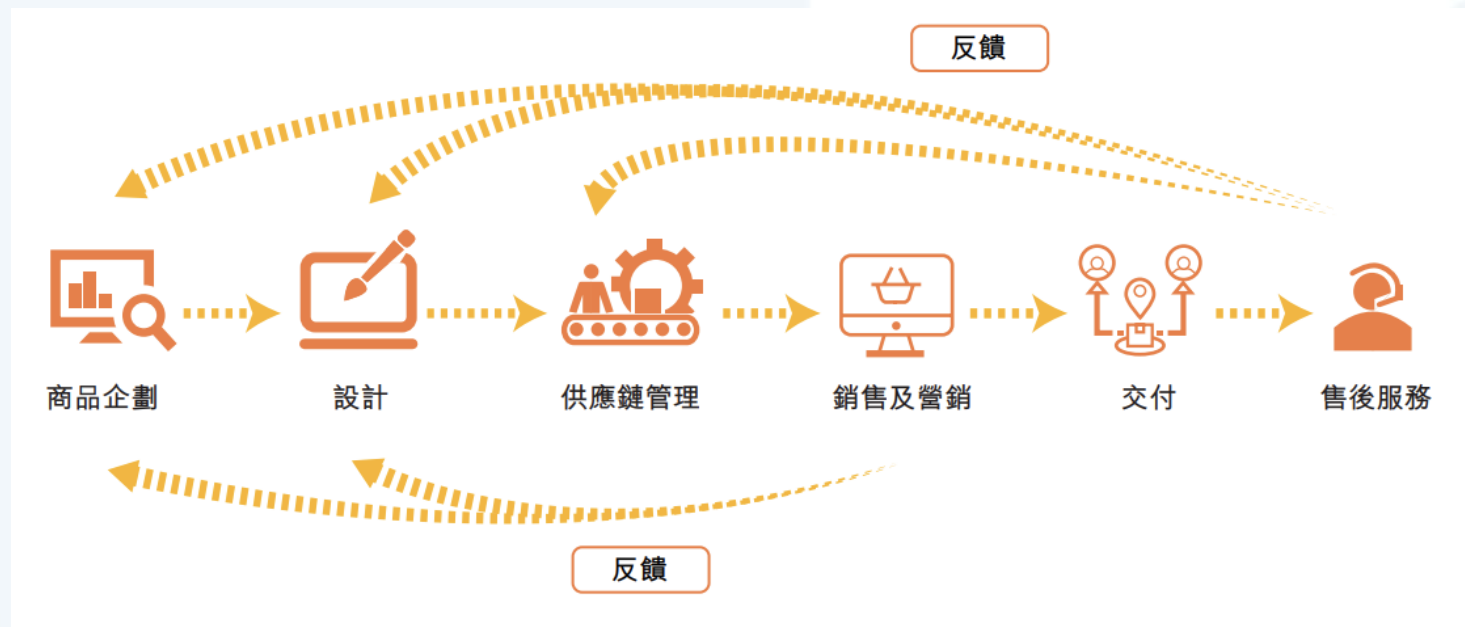
C：实时收集销售及库存数据，分析销售及库存变动情况，优化库存水平，并在出现可预见的存货短缺时启动采购。



图：子不语业务模式

2.2 业务流程：产品均由第三方制造商生产；产品设计至关重要

- 子不语的业务流程包括商品企划、设计、供应链管理、销售及营销、交付以及售后服务。
- 子不语向OEM供应商采购而非自设生产设施，所有产品均由第三方制造商以OEM方式生产，大多位于中国。
- 其中，产品设计对于公司的成功至关重要。子不语的产品设计流程一般如右。



2.3 财务分析：产品主要分为三大类，营收中服装产品占比逐年下降

1) 服装产品：自成立以来，子不语一直为客户提供全面的服装产品。2018年、2019年及2020年销售服装产品产生的收入分别为人民币1,121.2百万元、人民币1,146.9百万元及人民币1,338.4百万元，分别占同年总收入的85.1%、80.3%及70.5%。

2) 鞋履产品：自2016年开始，子不语开始为客户提供鞋履产品，于2018年开始营运自营网站以专注于鞋履产品销售并录得大幅增长。2018年、2019年及2020年销售鞋履产品的收入分别为人民币191.1百万元、人民币256.4百万元及人民币401.1百万元，分别占同年总收入的14.5%、17.9%及21.1%。

3) 其他产品：近年来，子不语亦提供不同类型的其他产品，如电子设备、文具及体育用品。2018年、2019年和2020年销售其他产品产生的收入分别为人民币5.8百万元、人民币25.6百万元及人民币158.6百万元，分别占同年总收入的0.4%、1.8%及8.4%。

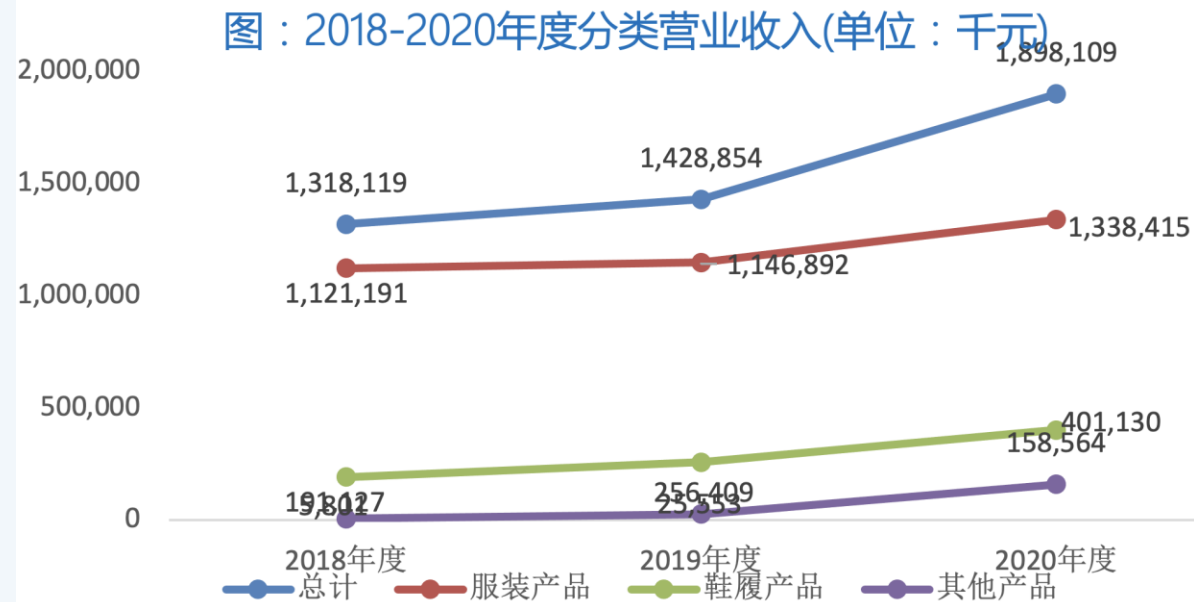
- 可以发现，子不语的营收结构中服装的占比正在逐渐降低，2018年，服装产品的收入例为85.1%，到2020年，该比例已变为70.5%。

图：服装鞋履行业主要产品



2.3 财务分析：产品主要分为三大类，营收中服装产品占比逐年下降

	截至12月31日止年度					
	2018年		2019年		2020年	
	收入	佔總收入 百分比	收入	佔總收入 百分比	收入	佔總收入 百分比
	(人民幣千元)	(%)	(人民幣千元)	(%)	(人民幣千元)	(%)
銷售服裝產品	1,121,191	85.1	1,146,892	80.3	1,338,415	70.5
銷售鞋履產品	191,127	14.5	256,409	17.9	401,130	21.1
銷售其他產品 ⁽¹⁾	5,801	0.4	25,553	1.8	158,564	8.4
總計	<u>1,318,119</u>	<u>100.0</u>	<u>1,428,854</u>	<u>100.0</u>	<u>1,898,109</u>	<u>100.0</u>

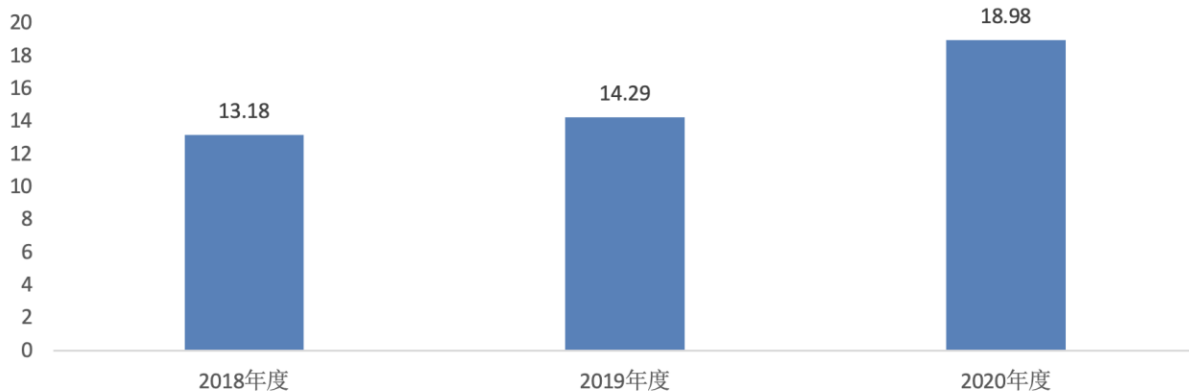


图：按产品及服务类型划分的收入明细

2.3 财务分析：收入利润持续增长

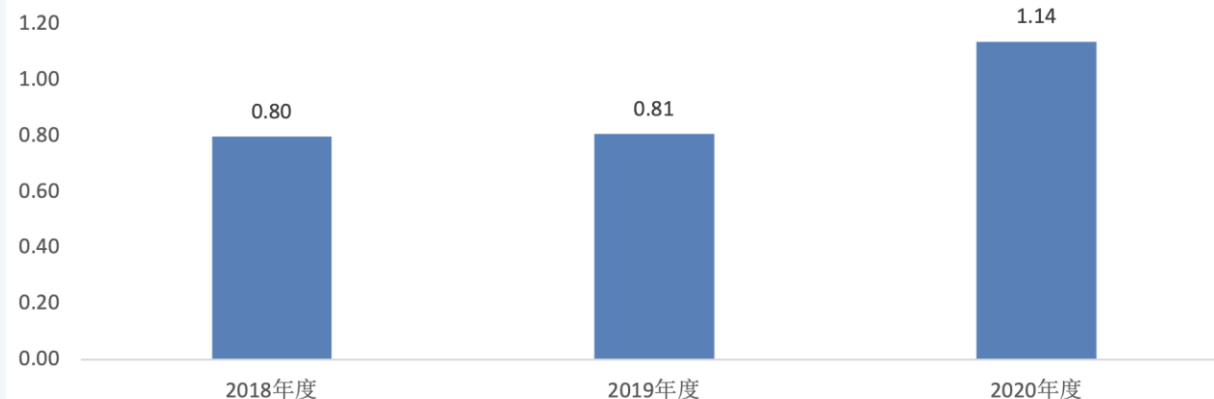
- **2018-2020年度营业收入、净利润呈上升趋势**：2018年、2019年、2020年子不语的营业收入分别为**13.18亿**、**14.29亿**和**18.98亿元**人民币，相应的净利润分别为**8,001.1万**、**8,110.9万**和**11,396.1万元**人民币。2020年营业收入同比增长32.82%，净利润同比增长41.85%。
- **同行业对比**：2020年赛维时代收入为52.5亿元、归母净利为4.5亿元，三态股份收入为19.9亿元、归母净利为2.1亿元。

图：2018-2020年度营业收入(单位：亿元)



图：子不语2018-2020年营业收入

图：2018-2020年度净利润(单位：亿元)

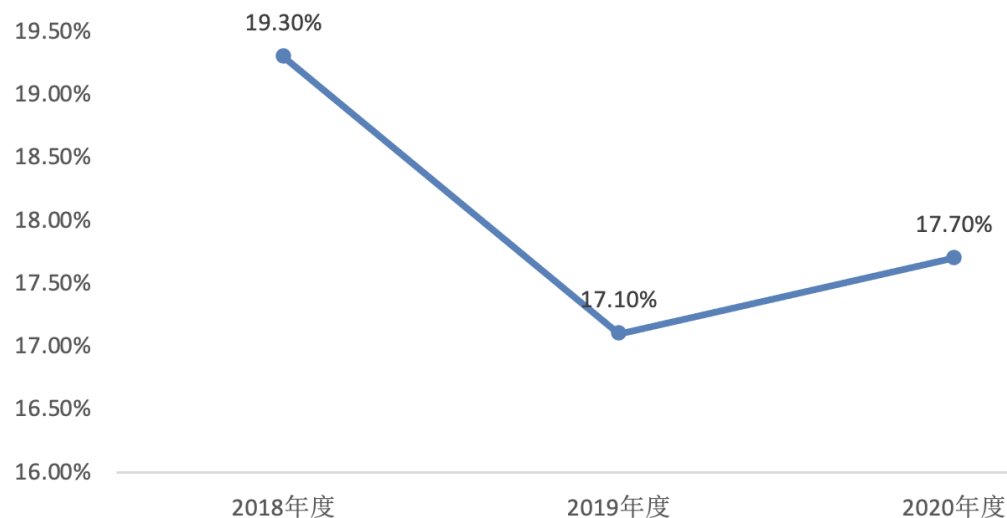


图：子不语2018-2020年净利润

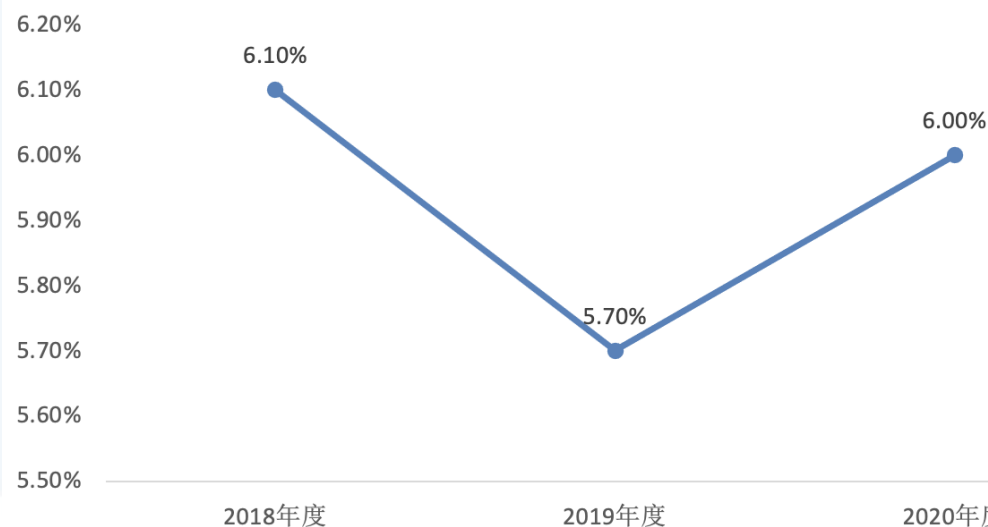
2.3 财务分析：2020年毛利率、净利率均提升

- **2018-2020年毛利率稳步上升，2020年净利率小幅提升：**2018年、2019年及2020年，子不语的毛利分别为人民币876.1百万元、人民币997.9百万元及人民币1,377.8百万元，毛利率分别为66.5%、69.8%及72.6%。净利率分别为6.1%、5.7%及6%。
- 销售服饰产品的毛利率由2019年的68.5%上升至2020年的70.6%，主要因公司凭借规模经济，与OEM供应商的议价能力不断增强。销售鞋履产品的毛利率由2019年的75.9%上升至2020年78.3%。销售其他产品的毛利率由2019年的71.2%提高至2020年的75.1%。
- **2020年资产回报率提升：**2018年、2019年及2020年，子不语的资产回报率分别为19.3%、17.1%及17.7%。

图：2018-2020年度资产回报率(单位：%)



图：2018-2020年度净利率(单位：%)



2.3 财务分析：资产负债率偏高，经营现金流显著好转

2018-2020年度资产负债率相对偏高。2018-2020年度资产负债率分别103.94%、86.36%、73.16%，岁有显著下降但仍偏高。2020年资产负债率降低主要因现金及现金等价物增加、2020年偿还关联方贷款。2018-2020年度流动比率（分别为0.9、1.1、1.3）、速动比率（分别为0.6、0.6、0.7）相对偏低，流动比率较低主要原因是存货持续增加，速度比率较低主要原因是现金及现金等价物增加。

2020年度经营净现金流上升。2018-2020年度，经营净现金流为-0.3亿元、0.82亿元、1.14亿元，现金流持续好转。

	截至12月31日止年度		
	2018年	2019年	2020年
盈利能力比率			
毛利率	66.5%	69.8%	72.6%
纯利率	6.1%	5.7%	6.0%
股本回报率	不适用	125.3%	66.1%
资产回报率	19.3%	17.1%	17.7%
	截至12月31日		
	2018年	2019年	2020年
流动性比率			
流动比率	0.9倍	1.1倍	1.3倍
速动比率	0.6倍	0.6倍	0.7倍
资本充足性比率			
资产负债比率	不适用	199.6%	53.2%
负债权益比率	不适用	157.8%	5.1%

图：关键财务比率

综合现金流量表概要

	截至12月31日止年度		
	2018年	2019年	2020年
	人民币千元		
经营活动（所用）／所得现金净额	(30,486)	81,962	114,118
投资活动（所用）现金净额	(2,300)	(3,642)	(8,000)
融资活动所得／（所用）现金净额	28,186	(100,221)	(48,069)
现金及现金等价物（减少）／增加净额	(4,600)	(21,901)	58,049
年初现金及现金等价物	52,228	48,603	27,097
汇率变动对现金及现金等价物的影响	975	395	(2,146)
年末现金及现金等价物	48,603	27,097	83,000

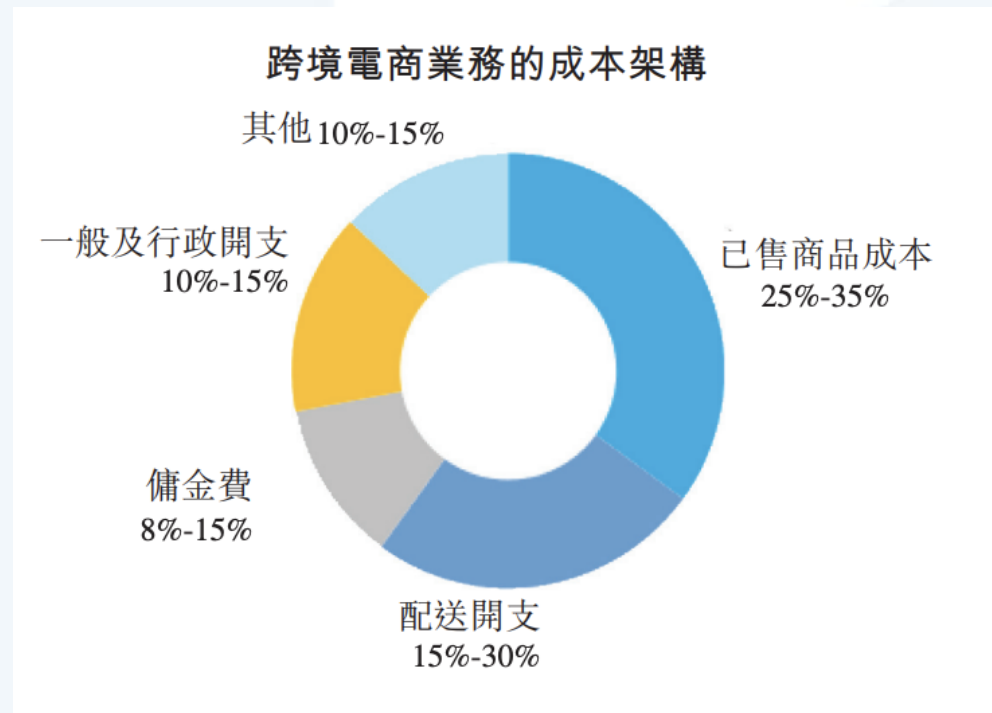
图：现金流量表

2.4 成本架构：跨境电商业务成本分析

• 跨境电商业务的平台卖家成本主要包括五个类别：

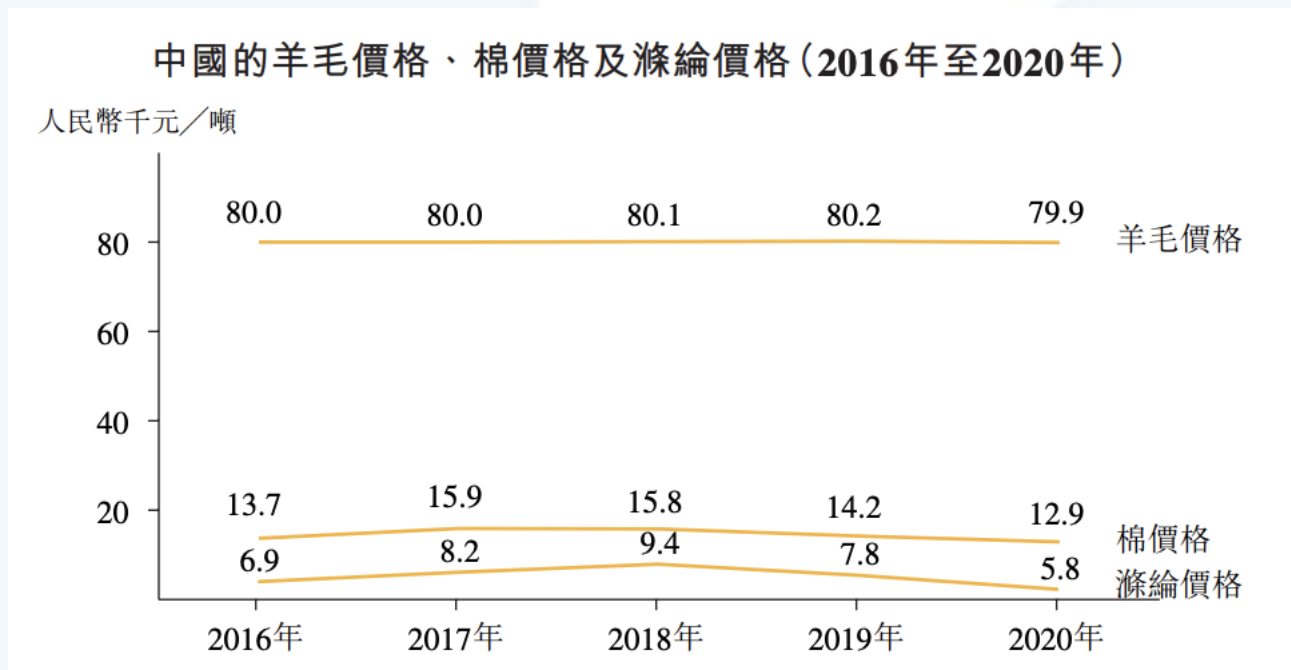
1. 已售商品成本
2. 配送开支
3. 佣金费
4. 一般及行政开支
5. 其他

• 其中，已售商品成本占最大部分，份额约25%至35%。
可以预见的是，劳动力成本增加将持续增加跨境电商业务中平台卖家的已售商品成本以及一般及行政开支。



2.4 成本架构：服装行业成本分析

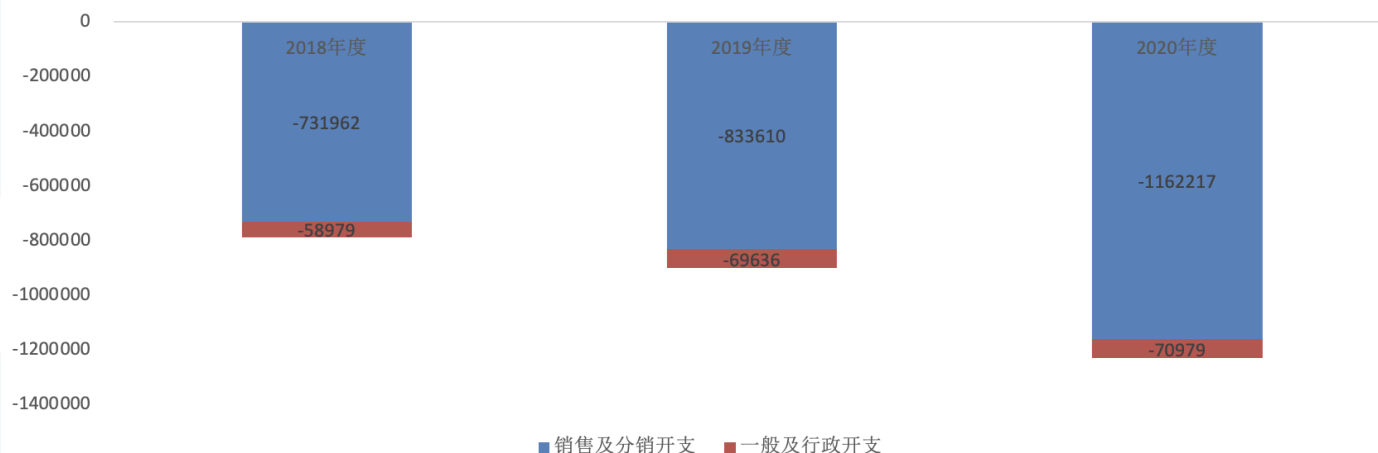
- 原材料为服饰产品生产过程的成本管理之必要一环。一般而言，服饰行业的原材料可分类为天然纤维及人造纤维，例如棉、亚麻、羊毛、丝绸、人造丝及尼龙。
- 2016年至2020年，棉及羊毛等主要原材料价格一直相对稳定。棉价格经历由2016年约每吨人民币13,700元减少至2020年约每吨人民币12,900元，而羊毛价格于同期维持稳定于约每吨人民币80,000元。
- 涤纶的价格由2016年的每吨人民币6,900元增至2018年的每吨人民币9,400元，但由2018年的每吨人民币9,400元减至2020年的每吨5,800元。



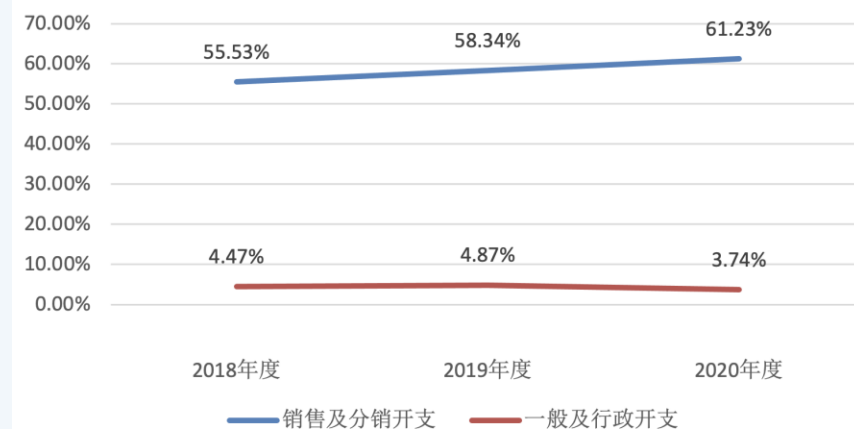
2.4 期间费用：销售开支占比较高

- 2018-2020年，子不语主要期间费用分为销售及分销开支以及一般及行政开支。2018年、2019年及2020年，子不语的销售及分销开支分别为人民币731.96百万元、人民币833.61百万元及人民币1162.22百万元，费率分别为55.53%、58.34%及61.23%。一般及行政开支分别为人民币58.98百万元、人民币69.64百万元及人民币70.98百万元，费率分别为4.47%、4.87%及3.74%。
- 三年间，**销售及分销开支稳步上升，一般及行政开支略有下降**。但整体费用仍高于同行业其他公司。

图:2018-2020年度期间费用(单位：千元)



图：2018-2020年度期间费用率(单位：%)



2.4 期间费用：货运及保险成本占销售开支超40%，其次营销广告开支

- **销售及分销开支主要包括：**(i) 货运及保险成本；(ii) 营销及广告开支；(iii) 向第三方电商平台支付的佣金费用；(iv) 向第三方电商平台支付的服务费；(v) 雇员福利开支；(vi) 劳务外包成本；(vii) 物业、厂房及设备以及使用权资产折旧。
- **一般及行政开支主要包括：**(i) 雇员福利开支；(ii) 办公开支；(iii) 使用权资产折旧；(iv) IT服务器费用；(v) 专业费用；(vi) 物业、厂房及设备折旧；(vii) 和解费；(viii) 短期租赁开支；及(ix)无形资产摊销。

	截至12月31日止年度					
	2018年		2019年		2020年	
	估總額的 人民幣千元	百分比(%)	估總額的 人民幣千元	百分比(%)	估總額的 人民幣千元	百分比(%)
貨運及保險成本	387,712	53.0	384,499	46.1	511,659	44.0
營銷及廣告開支	57,694	7.9	116,197	13.9	263,244	22.7
向第三方電商平台支付的 佣金費用	204,678	27.9	206,836	24.8	245,465	21.1
向第三方電商平台支付的 服務費	28,270	3.9	50,687	6.1	65,714	5.7
僱員福利開支	38,139	5.2	59,224	7.1	55,177	4.7
勞務外包成本	7,890	1.1	4,563	0.5	6,919	0.6
物業、廠房及設備以及 使用權資產折舊	1,190	0.2	4,392	0.5	6,587	0.6
其他 ⁽¹⁾	6,389	0.8	7,212	1.0	7,452	0.6
總計	<u>731,962</u>	<u>100.0</u>	<u>833,610</u>	<u>100.0</u>	<u>1,162,217</u>	<u>100.0</u>

附註：

(1) 其他主要包括耗用配套用品及包裝材料。

图：销售及分销开支明细

	截至12月31日止年度					
	2018年		2019年		2020年	
	估總額的 人民幣千元	百分比(%)	估總額的 人民幣千元	百分比(%)	估總額的 人民幣千元	百分比(%)
僱員福利開支	37,263	63.2	44,003	63.2	46,772	65.9
辦公開支	5,243	8.9	5,907	8.5	6,617	9.3
使用權資產折舊	2,126	3.6	4,740	6.8	4,677	6.6
IT服務器費用	696	1.2	2,704	3.9	3,142	4.4
法律及專業費用	2,318	3.9	2,903	4.2	2,678	3.8
物業、廠房及設備折舊	811	1.4	1,894	2.7	2,279	3.2
和解費	5,195	8.8	2,996	4.3	982	1.4
短期租賃開支	1,992	3.4	170	0.2	52	0.1
無形資產攤銷	244	0.4	275	0.4	302	0.4
其他 ⁽¹⁾	3,091	5.2	4,044	5.8	3,478	4.9
總計	<u>58,979</u>	<u>100.0</u>	<u>69,636</u>	<u>100.0</u>	<u>70,979</u>	<u>100.0</u>

附註：

(1) 其他主要包括商務旅行的交通及住宿開支、招待開支及與我們向進行供應鏈管理的外包員工支付的薪酬有關的勞務外包費用。

图：一般及行政开支明细

2.5 | 销售渠道：第三方销售平台中，亚马逊为销售额占比最大电商平台

- 子不语自2012年起开始透过若干主要的第三方电商平台销售产品，并于2018年开始通过自营网站销售产品。至今，子不语的全渠道销售渠道包括 (i) 亚马逊；(ii) Wish；(iii) 其他电商平台，如eBay及全球速卖通。
- 为把握主要电商平台的巨大市场机遇，子不语大力促进在电商平台上的销售并录得大幅增长。2018年、2019年及2020年通过亚马逊及Wish的销售额分别占同年总收入的95.0%、86.0%及76.7%，其中Wish占大头，但亚马逊增长显著。
- 自营网站占比显著提升，从2018年的1.7%提升至2020年的19.1%。

	截至12月31日止年度					
	2018年		2019年		2020年	
	佔總收入		佔總收入		佔總收入	
	收入	百分比	收入	百分比	收入	百分比
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
第三方電商平台						
亞馬遜	310,868	23.6	450,152	31.5	615,117	32.4
Wish	941,746	71.4	778,482	54.5	841,108	44.3
其他 ⁽¹⁾	43,022	3.3	84,019	5.9	49,663	2.6
小計	<u>1,295,636</u>	<u>98.3</u>	<u>1,312,653</u>	<u>91.9</u>	<u>1,505,888</u>	<u>79.3</u>
自營網站	<u>22,050</u>	<u>1.7</u>	<u>109,708</u>	<u>7.7</u>	<u>362,601</u>	<u>19.1</u>
其他 ⁽²⁾	<u>433</u>	<u>0.0</u>	<u>6,493</u>	<u>0.4</u>	<u>29,620</u>	<u>1.6</u>
總計	<u><u>1,318,119</u></u>	<u><u>100.0</u></u>	<u><u>1,428,854</u></u>	<u><u>100.0</u></u>	<u><u>1,898,109</u></u>	<u><u>100.0</u></u>

图：按销售渠道划分的收入明细

2.5 | 销售渠道：子不语针对不同平台特性采取不同销售策略

- **亚马逊**：最大的第三方电商平台，拥有庞大、多样化的客户群，包括全球范围内具有强大消费能力的忠诚客户，尤其是美国和欧洲市场的客户。此外，亚马逊拥有强大的本地化服务能力和便捷的售后服务，从而增强其吸引和维护客户的能力。此外，亚马逊上产品的整体质量和客户满意度相对较高，因此，亚马逊上的客户一般拥有较强的消费力，且在亚马逊上销售的产品具有较长的生命周期和较高毛利。因此，亚马逊上的卖家在管理其成本及存货方面更有优势。子不语在亚马逊上拥有多年运营积累的经验，能够更好估计通过亚马逊销售的产品销量及管理供应链，以实现更好的盈利水平。
- **Wish**：子不语自于2015年开始通过Wish在美国及欧洲进行销售。由于目标客户为需求多变、消费力较低的青少年群体，子不语在Wish销售的产品一般设置较低的价格，且相较于亚马逊产生较低的毛利率。2018年、2019年及2020年通过Wish销售产生的收入分别为人民币941.7百万元、人民币778.5百万元及人民币841.1百万元，分别占总收入的71.4%、54.5%及44.3%。
- **其他电商平台**：除亚马逊及Wish外，子不语亦透过多个其他电商平台（包括eBay及全球速卖通）向多个国家销售产品。2018年、2019年及2020年通过该等电商平台销售产生的收入分别为人民币43.0百万元、人民币84.0百万元及人民币49.7百万元，分别占总收入的3.3%、5.9%及2.6%。

2.5 | 销售渠道：自营网站专注于销售鞋履产品，复合年增长率超300%

- 2018年开始通过自营网站“JoliMall”销售鞋履产品，自营网站最突出的特点是数字广告、全客户服务及巨大的市场销售潜力，典型客户群是25至40岁的女性客户，主要产品是单价在25美元至40美元之间的女鞋。网站通过第三方物流服务提供商安排送货，并允许客户在收到产品后14天内无条件及30天内有条件退货。
- 子不语2018年至2020年通过自营网站的销售产生的收入以超过300%的复合年增长率增长。2018年、2019年和2020年收入分别为人民币22.1百万元、人民币109.7百万元及人民币362.6百万元，分别占总收入的1.7%、7.7%及19.1%。



图：子不语自营网站JoliMall首页

2.6 地区覆盖：产品出口至全球众多国家及地区，美国是最大市场

- 子不语的产品主要销售予全球超过80%的国家及地区的终端客户。
- 截至2018年、2019年及2020年12月31日止年度及截至最后实际可行日期，美国为最大的市场。子不语向美国终端客户销售产品产生的收入分别占2018年、2019年及2020年总收入的50.3%、58.8%及69.0%。子不语亦将产品售予其他国家及地区的终端客户，包括德国、法国及日本。

图：行业内主要竞争对手收入、利润比较（单位为万元）

	截至12月31日止年度					
	2018年		2019年		2020年	
	收入	佔總收入百分比	收入	佔總收入百分比	收入	佔總收入百分比
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
北美洲						
美國	664,044	50.3	840,173	58.8	1,309,955	69.0
其他 ⁽¹⁾	50,938	3.9	59,621	4.2	68,347	3.6
小計	714,982	54.2	899,794	63.0	1,378,302	72.6
歐洲						
德國	108,317	8.2	93,751	6.6	80,744	4.3
法國	117,192	8.9	80,526	5.6	55,155	2.9
其他 ⁽²⁾	282,023	21.4	240,381	16.8	245,708	12.9
小計	507,532	38.5	414,658	29.0	381,607	20.1
亞洲						
日本	7,789	0.6	16,755	1.2	39,879	2.1
其他 ⁽³⁾	12,624	0.9	21,044	1.4	16,658	0.9
小計	20,413	1.5	37,799	2.6	56,537	3.0
其他	75,192	5.8	76,603	5.4	81,663	4.3
總計	1,318,119	100.0	1,428,854	100.0	1,898,109	100.0

3.1 竞争格局分析：服饰和鞋履行业的竞争格局极度分散

2020年度，中国所有的跨境出口B2C电商服饰及鞋履市场的平台卖家中，子不语按在北美产生的GMV计排名第一（该等五大参与者均为同时运营自营网站的平台卖家）。以下为不同细分标准下子不语在竞争格局中的情况。

- 五大参与者通过**第三方电商平台在北美市场**产生的GMV计的竞争格局：子不语排名第一
- 五大参与者通过**第三方电商平台**产生的GMV计的竞争格局：子不语排名第三

排名	公司	GMV
(人民幣百萬元)		
1	本集團	1,190
2	競爭對手C	1,170
3	競爭對手A	980
4	競爭對手B	580
5	競爭對手E	145

图：第三方电商平台北美市场

排名	公司	GMV
(人民幣百萬元)		
1	競爭對手A	2,100
2	競爭對手B	1,900
3	本集團	1,757
4	競爭對手C	1,700
5	競爭對手D	350

图：第三方电商平台

3.1 竞争格局分析：服饰和鞋履行业的竞争格局极度分散

- 五大参与者通过Wish产生的GMV计的竞争格局：子不语排名第一
- 五大参与者通过亚马逊产生的GMV计的竞争格局：子不语排名第三

排名	公司	GMV
		(人民幣百萬元)
1	本集團	1,044
2	競爭對手B	630
3	競爭對手A	590
4	競爭對手C	100
5	競爭對手D	75

图：Wish

排名	公司	GMV
		(人民幣百萬元)
1	競爭對手C	1,100
2	競爭對手A	980
3	本集團	777
4	競爭對手B	420
5	競爭對手D	125

图：亚马逊

3.2 | 竞争优势分析：多年电商运营经验，与供应商保持深度合作

- **电商运营和多平台运营经验**：子不语对电商生态系统、各类互联网营销策略有较为深入的了解，能够进行精确营销。同时，子不语在跨境电商市场中占有的领先地位及庞大规模可以使得公司从市场需求缺口受益，从而实现快速增长。多年规模经营带来的收集及分析市场数据能力也有助于子不语实时分析竞争对手产品。截至2020年12月31日，子不语的数据库包括超过41,000种版型及超过15,100种产品设计，每年能够设计及推出逾10,000种新服饰款式。
- **致力于优化数字化管理及完善供应链**：子不语拥有专有的IT系统，包括ERP系统、SCM系统、GMS系统、仓储系统及电邮管理系统，以实现从产品设计到仓储及交付的整个产业链的完全控制，从而能够有效地管理供应链、控制成本、确保采购质量并提高采购效率。初样生产至推出首批产品的时间可短至七天。子不语已与超过200名OEM供应商建立并保持了紧密的合作关系，利用ERP系统连接有关OEM供应商，可以快速下达订单、批量生产订单并实现快速交付。同时，子不语亦与众多下游供应商进行了深度合作，包括物流及仓储服务供应商。截至2020年拥有50名国内及14名国外物流及仓储服务供应商。

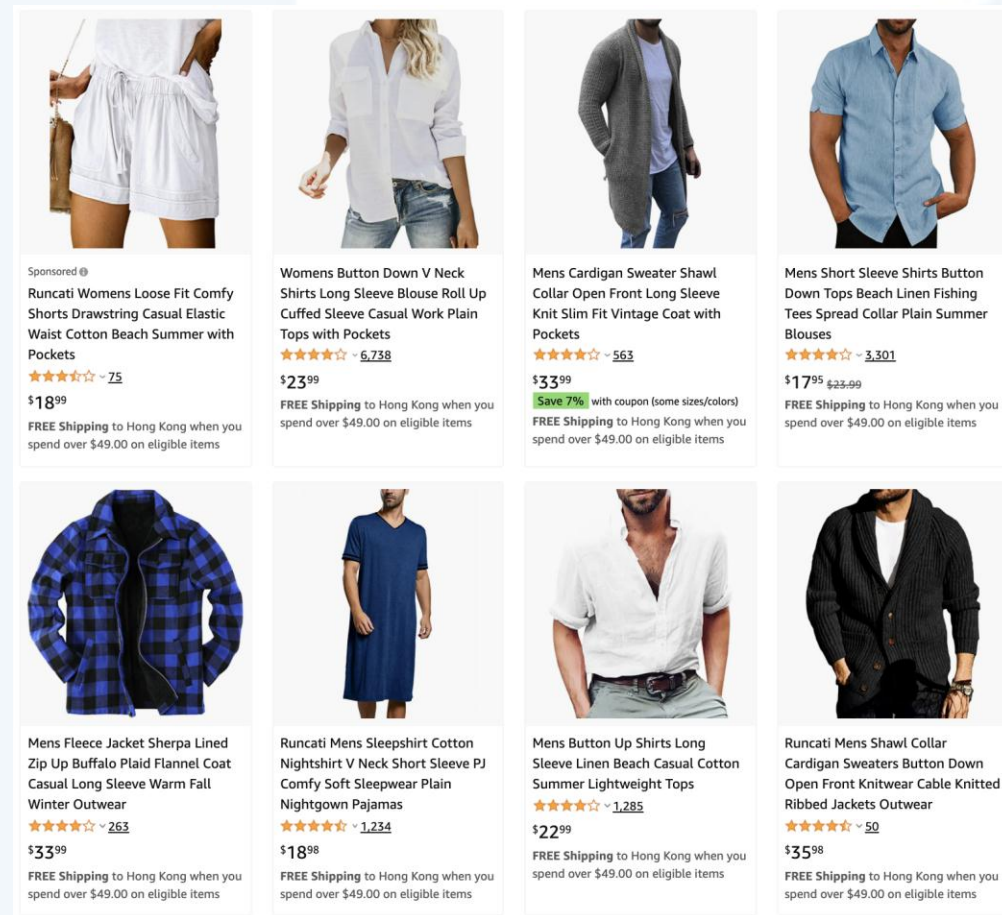
3.2 | 竞争优势分析：洞察行业趋势，推动品牌孵化

- **“高性价比+设计驱动”品牌模式**：子不语对消费者喜好有较深刻的了解，并对行业时尚趋势有敏锐的洞察力，多年来定位不同客户群体孵化出众多畅销品牌及爆款产品。2014年开始跨境电商业务以来，子不语设计的多款产品进入亚马逊畅销榜单。例如，2020年子不语旗下品牌Imily Bela的女性毛衣销售量达320,000件以上，年GMV超过人民币60百万元。截至2021年6月15日，该品牌下产品的月度复购率达8.6%。自2018年自营网站建立至2020年，子不语通过自营网站的销售GMV实现了680.0%的复合年增长率。
- **看重对设计团队的栽培**：公司设计团队由拥有丰富大数据分析经验的设计师组成。截至2020年12月31日，子不语的设计团队包括227名员工，其中19%的员工具有丰富的数字运营经验及坚实的行业背景，74名具有三年以上经验。设计团队组成倾向于减少对单一设计师的依赖。于2018年、2019年及2020年，子不语斥重金提高团队设计能力，支付予设计团队的雇员福利总额分别为人民币13.0百万元、人民币18.9百万元及人民币26.6百万元，占员工成本的17%、18%及27%。

3.2 竞争优势分析：数年来孵化众多畅销品牌和爆款商品

子不语孵化出的众多知名服饰及鞋履产品品牌：

- 2019年推出运动品牌“Aurgelmir”，主销瑜伽服及滑雪服，推出的首款滑雪服曾登上亚马逊同类畅销产品榜单前5名。此外，该品牌下的四款爆款女士瑜伽裤位列2020年度亚马逊畅销产品榜单前50名；
- 2019年6月在自营网站推出鞋履品牌JOLIMALL，累计销量已达1.4百万双，年GMV超过人民币270百万元；
- 2017年推出休闲男装品牌“Runcati”，主销棉麻衬衫、男士睡衣及卫衣。自主设计的棉麻系列衬衫三年累计销量达100,000件。2018年8月推出的一款棉麻衬衫在2021年3月月度GMV超过人民币1.0百万元。
- 2015年推出女装品牌“Dellytop”，主销女士上衣，自主研发的华夫格面料秋冬上衣销售破10万件，位列2020年亚马逊同类畅销产品榜单前2名。



图：子不语经营的休闲男装品牌Runcati

3.2 竞争优势分析：151个自有品牌、20个爆款品牌，年销售金额逾千万

爆款品牌	標誌	產品類型	主要銷售平台	樣板
女裝 Imily Bela		女裝及 童裝	亞馬遜	
Farktop		女裝	亞馬遜	
男裝 Runcati		男裝	亞馬遜	
運動服 Aurgelmir		女士 運動服	亞馬遜	

爆款品牌	標誌	產品類型	主要銷售平台	樣板
Saodimallsu		女裝	亞馬遜	
Dellytop		女裝	亞馬遜	
Tutorutor		女裝及 泳裝	亞馬遜	
鞋履 Jolimall		鞋履	自營網站、 Wish	

图：子不语若干爆款品牌

3.2 竞争优势分析：数年来孵化众多畅销品牌和爆款商品

- 在服装行业及多品牌发展方面的经验，子不语培育了众多热门产品，且这些产品普遍有**较高的毛利率和较长的生命周期**。
- 截至2020年12月31日，子不语设计及销售**逾2,500个SKU**的热销产品。

圖片	品牌	產品類型	推出年份	平台	銷量		
					2018年 (千件)	2019年 (千件)	2020年 (千件)
	Imily bela	女士毛衣	2018年	亞馬遜	0.4	29.1	71.3
	Saodimallsu	女士毛衣	2019年	亞馬遜	—	40.2	66.9

圖片	品牌	產品類型	推出年份	平台	銷量		
					2018年 (千件)	2019年 (千件)	2020年 (千件)
	Dellytop	女士上衣	2018年	亞馬遜	0.5	47.4	100.0
	Dellytop	女士毛衣	2018年	亞馬遜	7.1	36.5	57.8
	Dellytop	女士上衣	2019年	亞馬遜	—	27.7	96.7
	Yobecho	女士連衣裙	2019年	亞馬遜	—	19.6	48.6
	Eurivicy	女士家居服	2020年	亞馬遜	—	—	39.7
	Saodimallsu	女士毛衣	2019年	亞馬遜	—	65.8	44.7
	Imily bela	童裝	2019年	亞馬遜	—	16.9	64.8

图：部分子不语设计、销售的热门产品

子不语未来的发展计划和策略主要包括以下方面：

- 提高创新能力，包括投资开发数字化信息系统和新的模式与面辅料；加大资源投资、扩大并多元化设计师团队，以此来提升团队的产品设计能力和创新能力，引入更多的产品类别，如运动服饰、内衣和家装产品；
- 升级数字化设计系统的算法，逐步使用AI设计技术，建立智能自动化设计系统以及引入AI及大数据技术，为设计师提供更易于使用的设计平台，提高设计效率；
- 优化数字化供应链，完善销售和营销系统，缩短开始产品试生产和市场验收测试的时间，提高运营效率；
- 调整供应链的区域布局，建立密切联系的仓储网络，实现供应链分布的全球覆盖，从而提高供应链营运效率及降低仓储和物流成本，逐渐由中国转移至东南亚；
- 采取集中采购策略，在面辅料的研发方面投入更多精力，以提高原材料的质量；
- 为海外业务建立品牌矩阵，有意图与海外本地品牌合作并收购当地品牌以加强供应链管理和本地化运营能力；
- 建立大型独立的自营网站，提升品牌知名度及客户忠诚度；
- 寻求在产业链上投资或收购目标的合适机会以探索协同效应，横向与本地中小企业合作以推动本土化设计，纵向在供应链上投资或收购公司以进一步提升生产效率。

- **第三方电商平台条款变化风险**：公司的盈利能力、财务表现及财务状况依赖于和第三方电商平台的业务关系。在可预见的未来，公司通过亚马逊及Wish进行的销售也将继续占据总收益的绝大部分。因此，公司和第三方电商平台（尤其是亚马逊及Wish）的关系中断及安排条款的不利变化可能会对业务和经营业绩产生重大不利影响。
- **OEM供应商风险**：在供货方面出现任何严重短缺或延迟，或其产品质量不稳定，以及在维持与OEM供应商的现有关系或及时物色替代OEM供应商方面出现任何困难，均会对业务产生重大不利影响。
- **行业竞争风险**：中国跨境电商出口B2C服饰及鞋履行业竞争极为激烈且市场分散，不断出现新的客户需求。此行业内公司面临的竞争主要来自下列几个主要因素：(i) 品牌知名度及客户忠诚度；(ii) 产品组合的多样性；(iii) 营销及推广；(iv) 销售网络覆盖范围；(v) 运营能力；(vi) 定价；及 (vii) 发货速度。
- **美国宏观经济形势风险**：中美之间已爆发中美贸易战，从中国出口至美国的某些产品的贸易流量受到了影响，而子不语历来严重依赖美国市场。
- **季节性因素影响风险**：服装行业通常会出现季节性变化。子不语通常从秋冬系列的销售中获得较高的收益，乃由于生产秋冬系列服装的材料成本相对较高，使秋冬系列服装的平均单位售价较高。季节变化可能会导致公司经营业绩波动。
- **现金流风险**：截至2018年12月31日，子不语录得流动负债净额人民币38.0百万元，主要是由于公司于2018年宣派股息人民币64.8百万元。流动负债净额状况或会令公司面临流动资金风险，从而可能限制其作出必要资本支出或拓展商机的能力。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担责任。



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

国泰君安证券研究所

Thank you for listening