

服饰跨境电商行业深度报告

服饰电商跨境出海，优势供应链逐鹿全球

冯重光 首席纺织服装分析师
中信证券研究部

2021年9月15日

CONTENTS

目录

1. 跨境服饰电商行业：行业处于高速成长期，服饰独立站显露峥嵘
2. 竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础
3. 竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键
4. 竞争要素三：交付时效影响用户体验
5. 全球主要区域服饰电商供需格局探讨
6. 全球主要区域服饰电商规模预测
7. 投资建议
8. 风险因素

行业处于高速成长期，服饰独立站显露峥嵘

- I. 行业定义：三类参与者主导线上服饰赛道
- II. 行业格局：垂直快时尚电商/第三方卖家成长能力突出
- III. 行业趋势：服装电商发展迅速，中国出口表现亮眼
- IV. 行业全球概览：欧美市场发展成熟，东南亚、中东、拉美增速突出

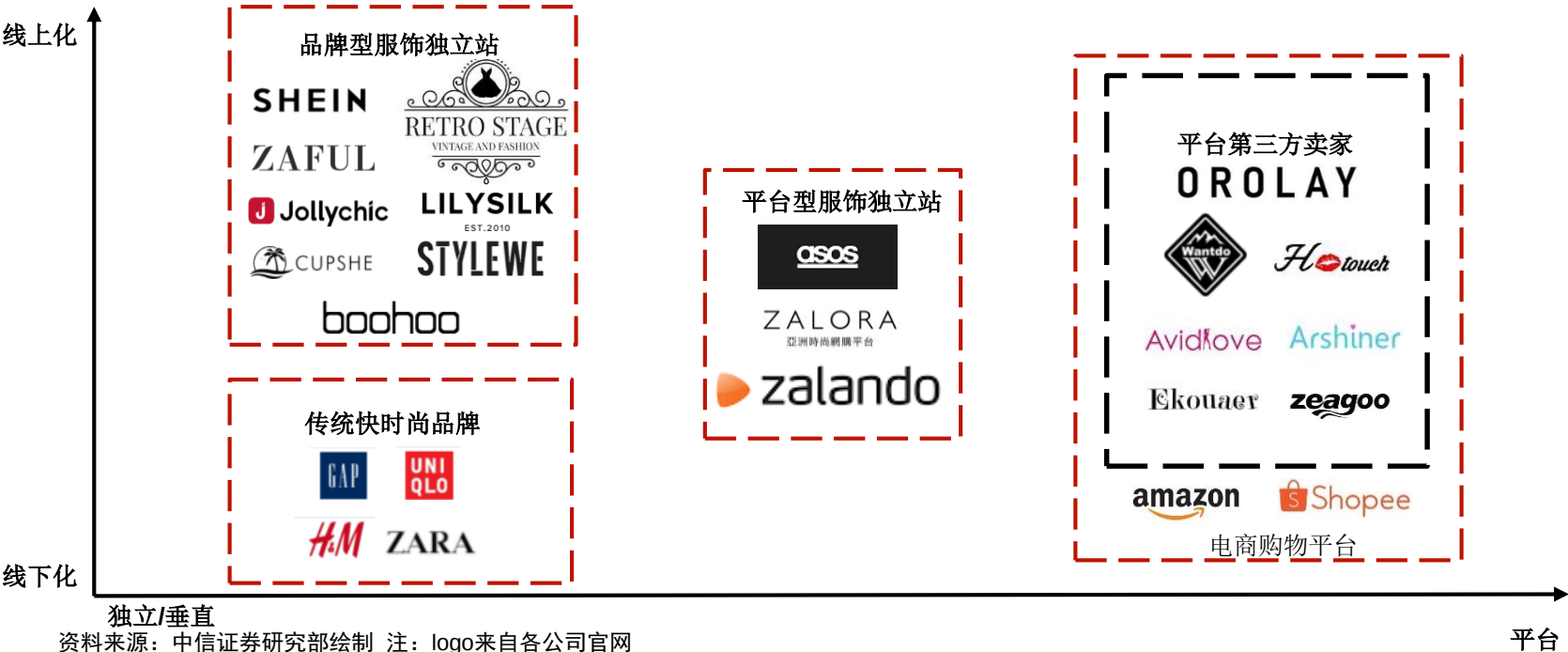
行业定义：三类参与者主导线上服饰赛道

■ 全球服饰电商品牌主要包括三类玩家

我们的主要研究对象为在全球市场范围内，通过互联网售卖服装和时尚产品的服饰品牌或平台。

- 1) 传统快时尚：以ZARA、H&M、UNIQLO为代表的头部传统快时尚品牌纷纷转型线上业务。
- 2) 平台卖家：第三方卖家主要通过Amazon、Wish、Shopee（东南亚地区）和Mercado Libre（拉美地区）等平台进行销售，诸如子不语、赛维时代等头部卖家在各平台拥有上百家品牌与店铺。
- 3) 独立站：来自中国的SHEIN，来自英国的ASOS等头部品牌面向全球市场展开业务；Jollychic、Zalora等独立站则专注于中东、东南亚等细分市场；此外，子不语、赛维时代等头部卖家也尝试设立独立站。

时尚服饰电商品牌格局分布



三类跨境服饰电商参与者

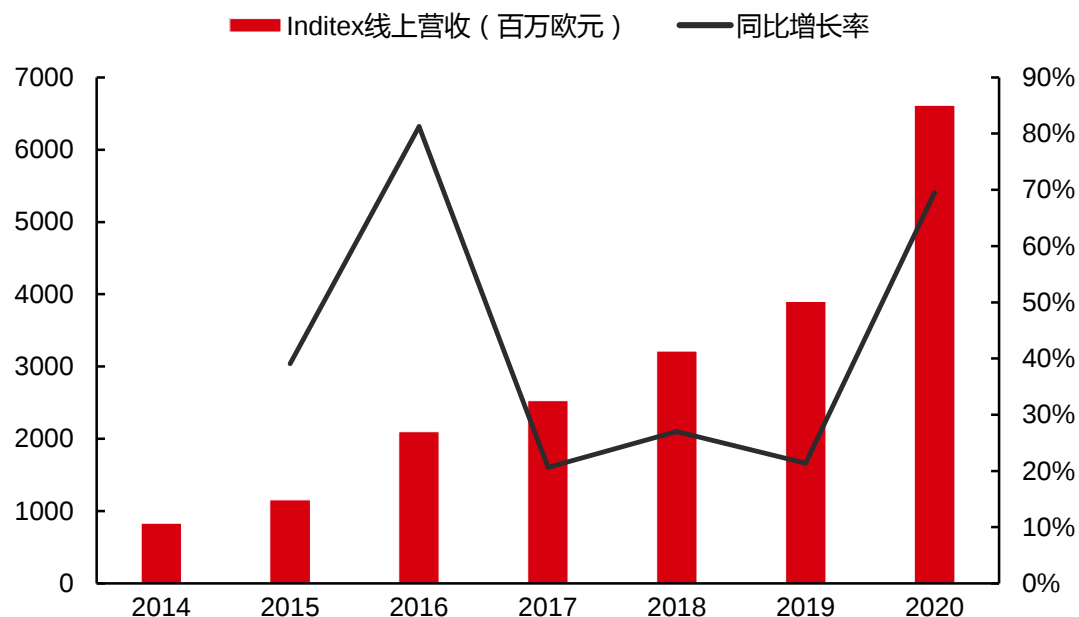
类型	代表企业	特点
传统时尚服饰品牌	ZARA,H&M,GAP,UNIQLO	通过全球化渠道与供应链布局实现全球扩张。
服饰电商独立站	Shein, Boohoo, Asos, Zalando	通过设立独立域名的垂直网站，依托全球物流体系与当地供应链优势，进行全球线上市场扩张。
电商平台服饰卖家	子不语, 赛维时代, 安致股份	通过开通在Amazon、Shopee等线上购物平台上销售产品权限，进行服装销售的卖家。

资料来源：中信证券研究部

■ 传统时尚服饰品牌商：疫情中遭遇线下关门潮，品牌线上渠道营收不断提升

疫情期间，传统时尚服饰品牌受到巨大冲击，根据公司公告披露，ZARA母公司Inditex集团计划永久关闭旗下1000至1200家门店，相当于其全球门店总数的13%至16%。Inditex还计划把旗下Bershka、Pull&Bear及Stradivarius品牌的所有中国门店全部关闭，仅保留官网、天猫旗舰店等渠道。Inditex还计划于2022年将线上销售收入占比提升至集团总营收的25%。

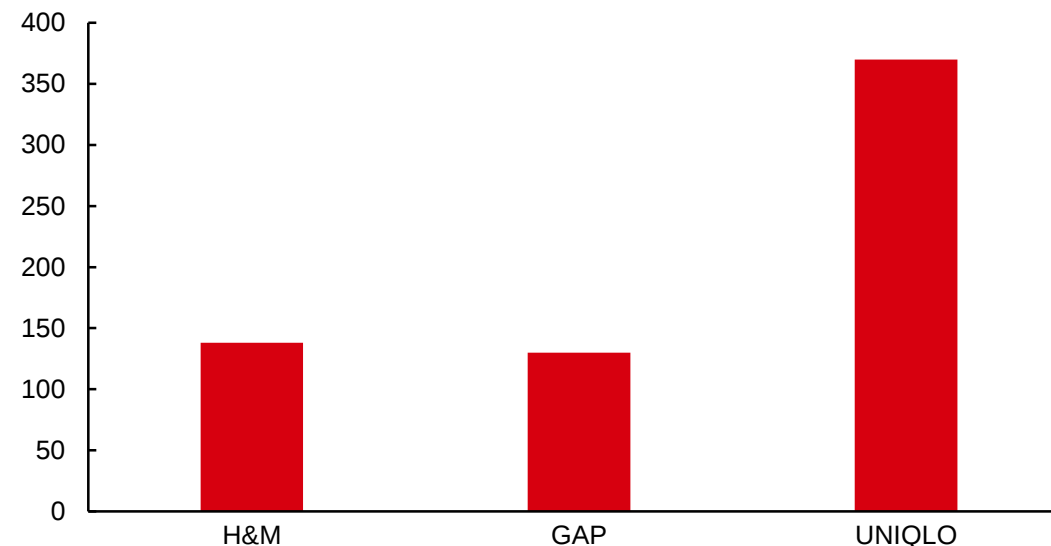
Inditex集团线上销售额保持高速增长



资料来源：Inditex年报，中信证券研究部

2020年疫情期间传统时尚服饰品牌面临关店潮

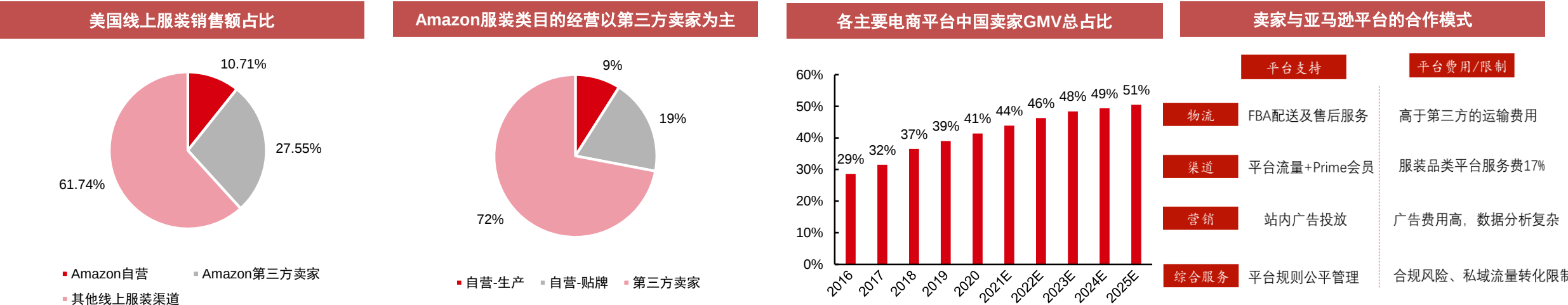
中国地区关店数量



资料来源：各公司官网，永赢网，中信证券研究部

行业定义：三类参与者主导线上服饰赛道

- 电商平台第三方卖家：亚马逊为主要交易平台，疫情期间增长迅速
 - 从平台角度，亚马逊已成为美国最大服装零售商。根据富国银行与欧睿咨询的统计，疫情流行期间亚马逊已经成为美国最大服装零售商，2020年亚马逊全平台在美国的服装鞋履销售额增长15%，达到410亿美元，占美国线上服装销售额38.26%、服装零售市场份额14.34%。
 - 卖家角度，中国卖家表现亮眼，第三方卖家为亚马逊服装类目中的主要销售方。根据弗若斯特沙利文（转引自子不语招股书）的统计，2020年中国卖家所创造的GMV占全球主要电商平台（包括亚马逊、Wish、eBay、速卖通）卖家GMV的41%。2020年针对亚马逊的反垄断调查显示，亚马逊第三方服装卖家的销售额占亚马逊服装类目销售额的72%，第三方卖家为亚马逊服装类目中的主要销售方。
 - 从卖家与平台的合作模式来看，双方在物流/渠道/营销等多方面展开合作。以Amazon为例：**1）物流**：平台为卖家提供FBA（Fulfillment by Amazon）物流配送服务，最快可实现当日达。**2）渠道**：平台可为卖家提供稳定的流量支持。根据Millward Brown Digital与CIRP的统计，全球有超过1亿的Amazon Prime会员，其转化率高达74%。**3）营销**：平台为卖家提供广告投放和新品算法流量分发扶持。**4）综合服务**：Amazon较为完善的平台管理规则保证了卖家间的公平竞争



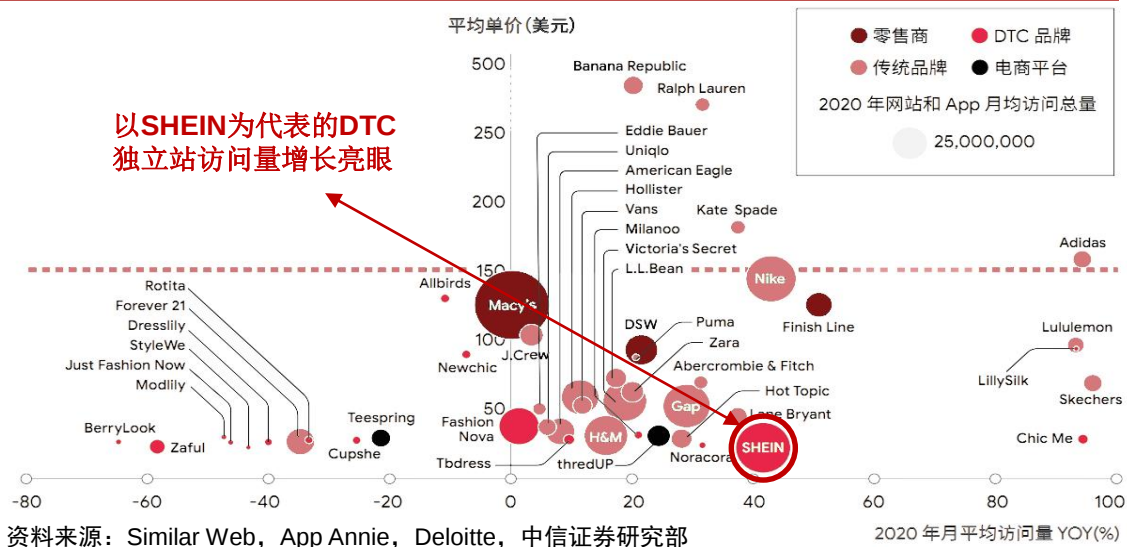
行业定义：三类参与者主导线上服饰赛道

■ 时尚服饰独立站：流量红利期孕育DTC独立站平台崛起

从行业周期来看：社交媒体平台爆发为独立站带来流量红利，以Shopify为首的SaaS平台助力独立站进入快速成长期。时尚服饰独立站主要兴起于2010年后，随着Shopify等独立建站SaaS系统技术的成熟，独立建站成本不断降低。同时伴随Facebook、Instagram、tiktok等社交媒体兴起带来的流量红利亦刺激了独立站点的兴起。SHEIN、Zaful等时尚服饰垂直电商应时而生。



2020年美国服装电商访问量与价格：以SHEIN为代表的DTC独立站访问量增长亮眼



资料来源：头豹研究院，中信证券研究部

从站点类型来看：品牌垂直独立站增长亮眼。主流的服装电商独立站有两类：

- 1) 铺货式站群型：重视渠道建设，以站群模式铺货抢夺流量，近年来面临监管风险。铺货型商家主要通过不断增加网站数量形成站群，抢占搜索引擎端流量红利。近年来谷歌、Facebook等平台，已经对不合规的站群推广进行了相应处罚。
- 2) DTC品牌垂直独立站：重视供应链建设，提升消费者体验。以SHEIN为例，通过柔性供应链与数字化建设实现“小单快反”模式，利用大数据预测销量，确定产量。同时通过互动式营销与用户建立联系，提升复购。

行业定义：三类参与者主导线上服饰赛道

■ 小结：第三方平台卖家与独立站表现抢眼，未来有望保持高速增长

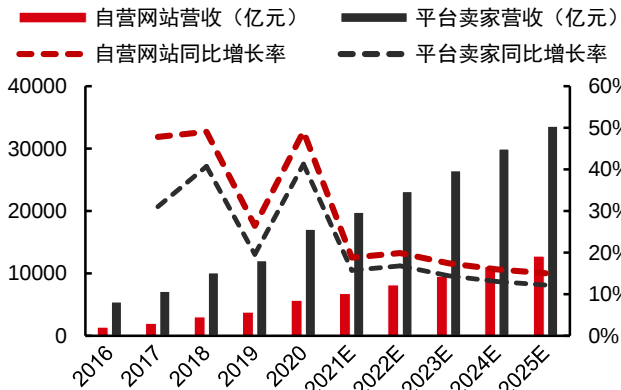
➤ 从营收角度来看：第三方卖家占比最高，自营独立站增长略快于卖家。弗若斯特沙利文（转引自子不语招股书）的测算，2020年中国跨境电商平台卖家/自营独立站市场规模为1.72/0.57万亿元，2016-2020年CAGR为32.9%/42.8%，平台卖家/独立站跨境服装电商未来有望保持年均12/15%以上的高速增长。

平台第三方卖家与独立站优劣势分析

	优势	劣势
平台第三方卖家	①开店门槛低，运营模式成熟，专注于产品开发	①同质化竞争激烈
	②平台流量背书，流量来源稳定	②营销方式受限，可能有封号风险。
		③权限有限，缺乏数据支持。
	优势	劣势
垂直独立站	①规则灵活，抗风险能力提升。	①流量成本高，转化率低。
	②一手数据分析获客积累高质量私域流量。 ②企业运营难度大。	
	③差异化竞争，塑造品牌形象。	

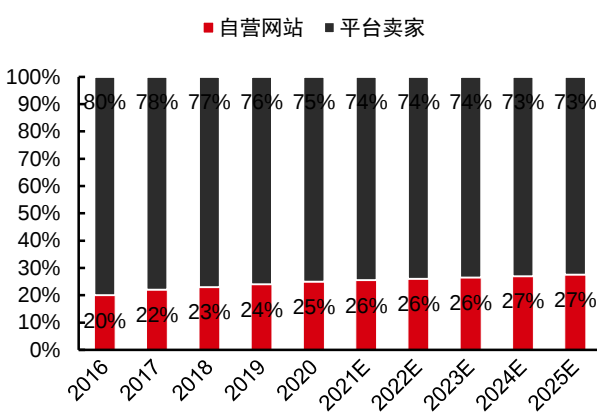
资料来源：头豹研究院，赛维时代招股说明书，中信证券研究部

2016-2025年中国跨境出口B2C电商市场渠道规模



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自子不语招股说明书，含预测），中信证券研究部

2016-2025年中国跨境出口B2C电商市场渠道占比



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自子不语招股说明书，含预测），中信证券研究部

➤ 第三方卖家与独立站模式各有优劣：独立站在数据获取与品牌经营方面占据优势，第三方平台则充分享受平台资源和红利。

1) 第三方卖家的优势在于可以享有平台资源和发展红利，平台为卖家提供稳定流量，帮助卖家专注于产品开发。但是随着平台流量红利的减少和竞争加剧，市场将向头部卖家集中。

2) 独立站的优势则在于直面一线消费者，拥有数据优势，不受平台制约。利用自主性高的优势，独立站可利用自身积累实现二次营销、二次转化，提高消费者品牌忠诚度。

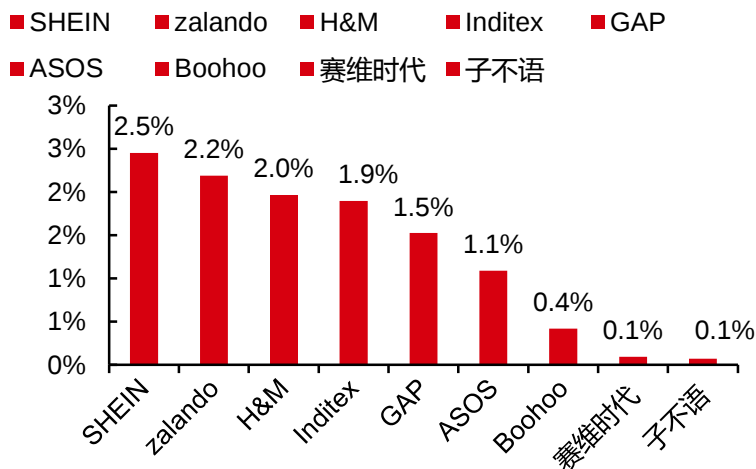
行业格局：垂直快时尚电商/第三方卖家成长能力突出

■ 从品牌份额与营收角度，独立站与第三方卖家增长亮眼，区域企业占据局部优势。

根据Euromonitor与各公司公布的营收数据测算，从全球市场份额的角度来看，目前各服饰电商品牌可分为三大梯队：

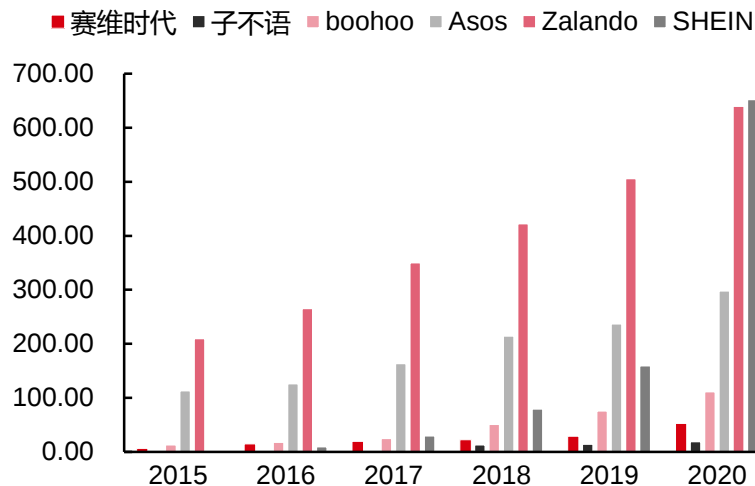
- **第一梯队：全球头部服装电商。**SHEIN与Zalando排名前列，2020年营收均超过600亿元，但在规模上仍然与千亿级营收的全渠道传统快时尚服饰商存在差距。分别占全球份额的2.45%与2.19%，传统快时尚品牌Zara、H&M的线上业务部门紧随其后。
- **第二梯队：区域领先服装电商。**Boohoo、ASOS等英国服装电商扎根欧美，营收突破百亿。ASOS全球范围份额占比1.1%，英国地区占比高达7.29%
- **第三梯队：第三方平台卖家。**营收保持在数十亿规模，以中国出海跨境服装垂直独立站与平台第三方服装卖家为主。以北美地区头部电商第三方卖家赛维时代、子不语为例，全球市场份额0.09%/0.07%。
- **新冠疫情封锁增加了人们线上购物的频率，刺激了服装电商营收增长加速，2020年各主要服装电商品牌营收增速大多保持在20%以上。**

全球服饰电商市场份额占比



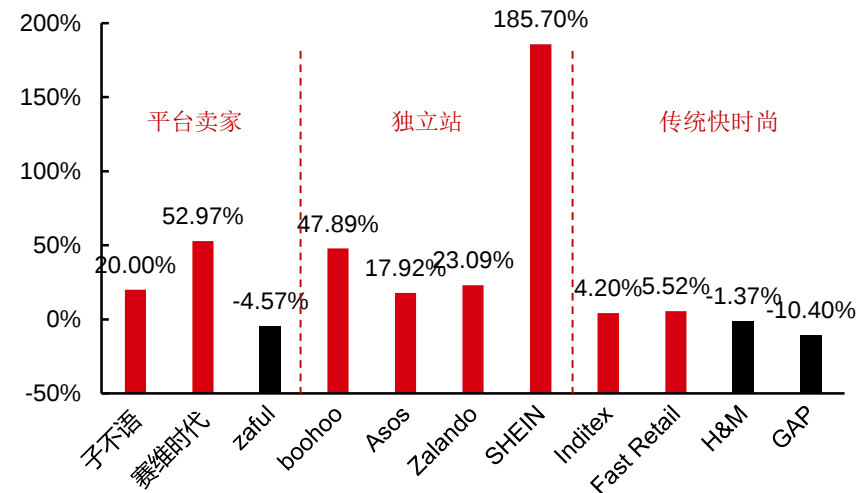
资料来源：Euromonitor，各公司年报，中信证券研究部

2015-2020年主要跨境服饰电商营收（亿元）



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

2018-2020年各服装品牌营收CAGR



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

行业格局：垂直快时尚电商/第三方卖家成长能力突出

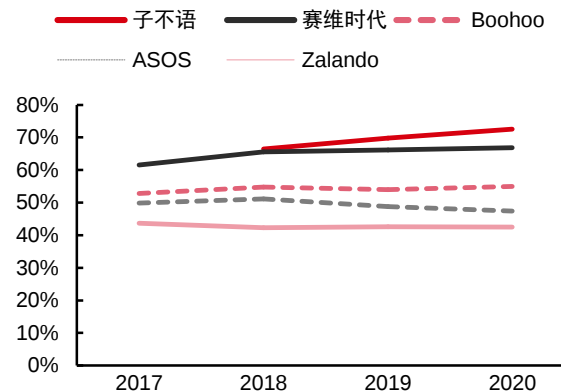
■ 盈利能力：线上消费客群特征影响毛利率水平。

- 1) 头部第三方卖家受益于平台中高端稳定客源，毛利率较高。如Amazon等平台因为面向中产阶级，定价处于中高端，因此子不语、赛维时代等主要在Amazon等平台开展业务的头部卖家毛利率普遍在65%以上。
- 2) 平台经营相应费用率较高。同时，受限於平台经营高昂的仓储费用与平台服务费（Amazon2020年服装类目服务费为17%，高于其他品类），第三方卖家费用率偏高。
- 3) 疫情期间净利率有所上升。受益于疫情期间获客成本降低，仓储成本下降等因素，各公司净利率有所上升。

■ 营运能力：柔性供应链和数字化运营赋予独立站快速周转能力，第三方卖家受平台合作模式影响拖累库存周转。

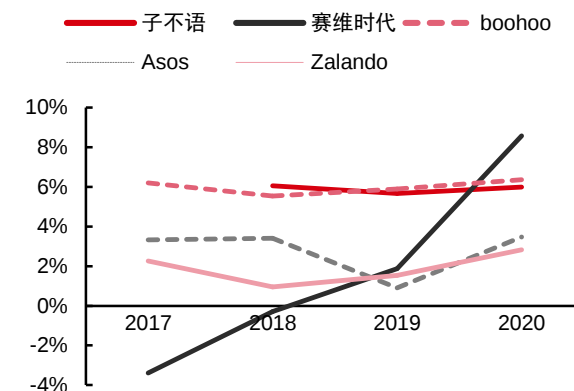
- 各公司年报数据显示，Boohoo凭借柔性供应链建设的优势，2020年存货周转天数仅为65.44天，远低于供应链管理采取传统全球布局模式的ASOS、Zalando等品牌。平台第三方卖家则因大量库存积压于平台指定前置海外仓库，存货周转天数较高。

各公司毛利率对比



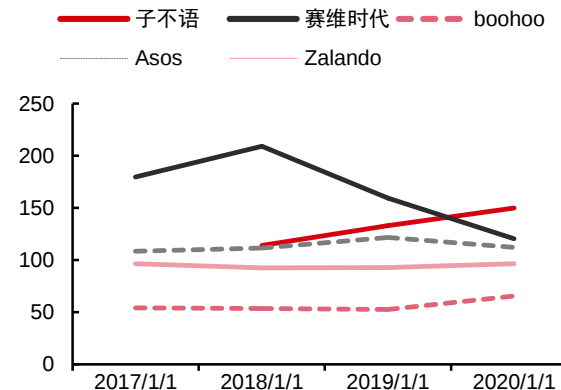
资料来源：各公司年报，中信证券研究部

各公司净利率对比



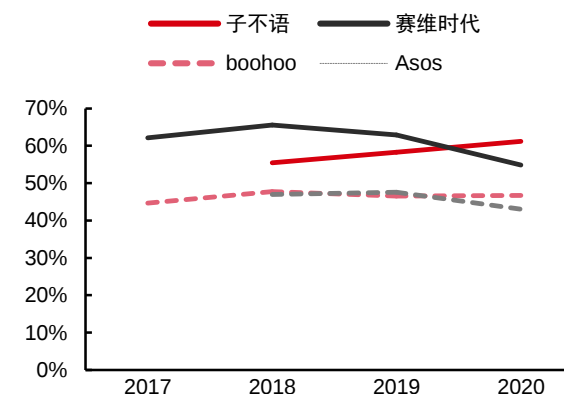
资料来源：各公司年报，中信证券研究部

各公司存货周转天数



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

各公司销售费用率对比



资料来源：各公司年报，中信证券研究部

■ 多品牌：品牌矩阵扩大消费受众，拓宽产品价格带

服饰电商企业旗下的品牌主要来源于收购与自主孵化两大途径。

- 1) 自主孵化。如，SHEIN 将自身原有的高端女装系列“SHEIN Premium”更名为MOTF，计划在未来从主站分离，上线专属独立网址。
- 2) 收购兼并。如，SHEIN 将2016年收购的子品牌Romwe 进行品牌改造，使其成为专注于青少年男女的服饰电商平台，更加专注于细分市场。

■ 多品类：借助核心服装品类流量优势打开品牌新成长空间

目前各服饰电商经营业务主要可分核心时尚服饰与扩展品类两大种类。

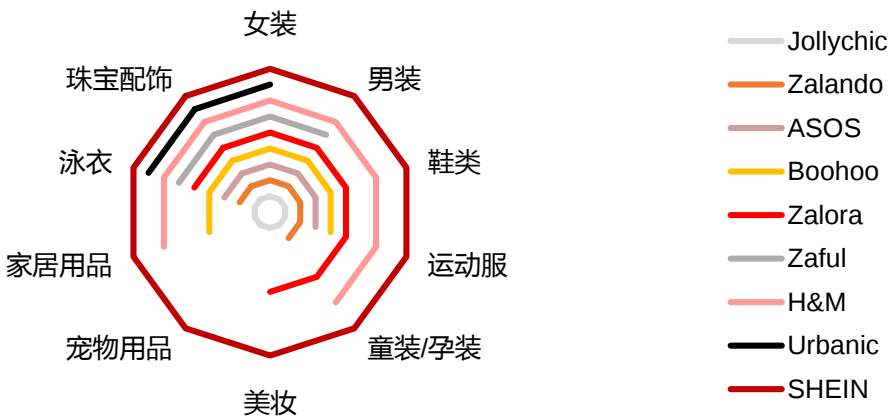
- 1) 时尚服饰业务：各公司均以女装作为核心品类，女装类目SKU数量均高于其他类目。所有头部品牌均有涉及女装、配饰、鞋类、运动服饰、男装、童装等品类。
- 2) 扩展品类业务：美妆成为各公司积极开拓的热门领域，如SHEIN 便单独为其美妆旗下子品牌SHEGLAM 打造独立的品牌和官网。除此之外，家居/宠物纺织用品业务，亦为各品牌重点开发的品类。

各服装电商品牌矩阵

公司名称	旗下品牌
SHEIN	SHEIN、MOTF（原SHEIN Premium）、SHEGLAM、Petsin、CUCCOO、EMERYROSE、Romwe、MakeMeChic
Boohoo	Boohoo、Boohooman、Prettylittlething、Nasty Gal、Misspap、Karen millen、Coast、Oasis、Warehouse、Dorothy perkins、Wallis、Burton、Debenhams
ASOS	ASOS DESIGN、ASOS EDITION、ASOS WHITE、ASOS MADE IN、ASOS 4505、ASOS collabs、Reclaimed Vintage、Heart & Dagger、Colusion、Topshop、Miss Selfridge、HIIT
子不语	旗下151个品牌，主要代表：Imily Bela、Saodimallsu、Dellytop、Tutorutor、Farktop、Runcati、Aurgelmir、Jolimall等
赛维时代	Ekouaer、Avidlove、Coofandy、Zeagoo、Hotouch、Arshiner、SHESHOW、Retro Stage、ADOME等

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

各服装电商销售品类矩阵



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

■ 价格定位：成本优化打造极致低价，锤炼品牌争夺溢价空间

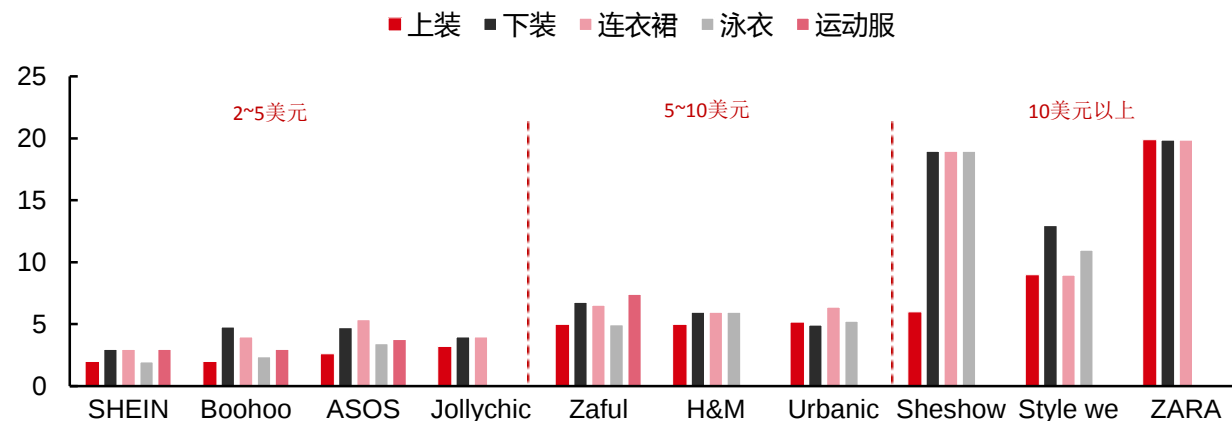
价格下限反映产品成本控制能力：快反供应链带来极致产品性价比。以北美地区的线上销售价格为例，各企业的价格下限主要分为三大区间：1-5美元，5-10美元，10美元以上。

- 1) 其中SHEIN各产品线的最低价均保持在2~3元美元的水平，均为对比公司中最低价。
- 2) 而最低价格高于10美元区间的品牌往往在供应链能力与渠道方面有所受限。如ZARA则作为传统快时尚品牌，产品定价受限于线下渠道，为品牌定价保持统一，北美地区各线上单品最低价格维持在19.9美元。

价格上限反映品牌溢价能力：品牌影响力与市场优势带来提价能力。

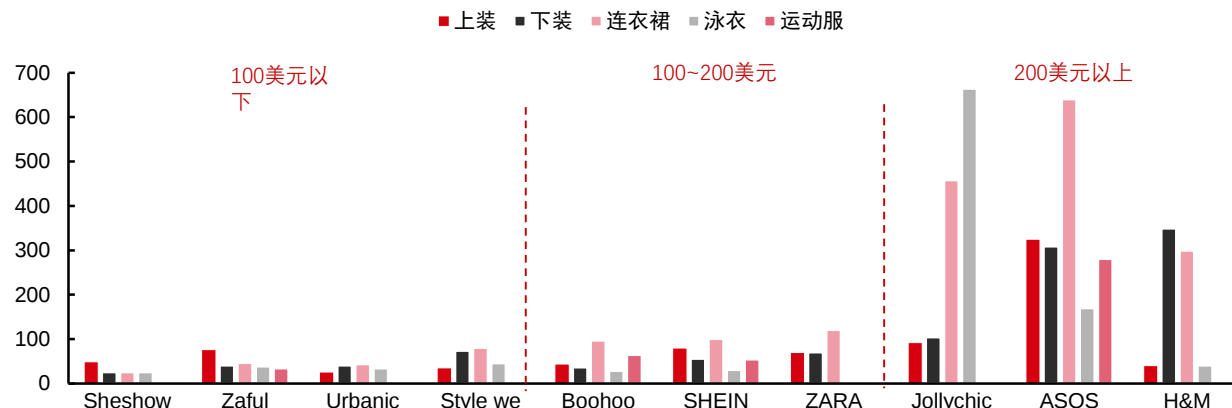
以北美地区的线上销售价格为例，各企业价格上限主要分为三大区间：100美元以下，100~200美元和200美元以上。产品最高价格能够突破200美元以上的服装电商通常在品牌影响力与市场渠道方面具有一定的优势。如，H&M作为传统快时尚品牌，以大牌设计师联名时装著称，在品牌溢价上具有优势。

各品牌品类价格下限（北美地区线上销售渠道）



资料来源：各公司官网（截至2021.08.30），中信证券研究部

各品牌品类价格上限（北美地区线上销售渠道）



资料来源：各公司官网（截至2021.08.30），中信证券研究部

行业趋势：服装电商发展迅速，中国出口表现亮眼

■ 疫情期间：服装线上加速扩张，电商渗透率与市场规模双维增长

- 在2020年服装行业整体市场规模下滑的背景下，全球服装电商行业逆势实现市场规模与渗透率的双重增长。根据Euromonitor的统计，2020年全球服装电商行业市场规模为4116.97亿美元，同比2019年增长21.7%。2020年全球服装电商渗透率达到28.7%，相较2019年提高了9.6 pct，相比2020年中国服装电商35%的渗透率，海外市场仍有较大提升空间。

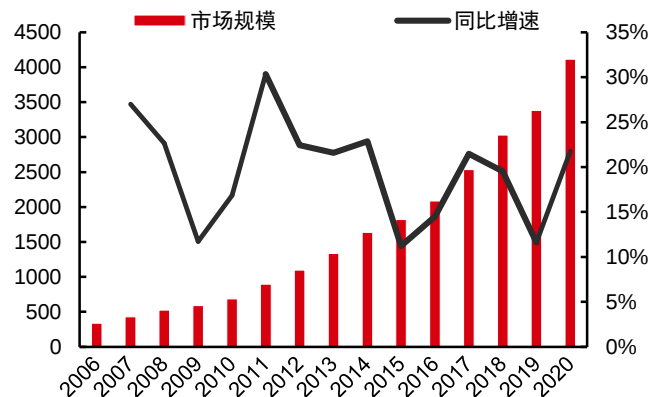
■ 未来趋势：服装线上占比不断提高，网购文化渐获认同

- 线上占比提升，以美国市场为例，Euromonitor预测，到2025年美国市场将有48.7%的服装与鞋类在线上销售。
- 线上消费越来越为消费者所接受。疫情期间，人们减少了户外购物的机会，养成了线上购物的消费习惯，根据Euromonitor的研究显示，美国各年龄段消费均有49%以上的人群使用过线上PC端网站消费

■ 中国服装电商出口表现亮眼，2020年同比增长56.17%

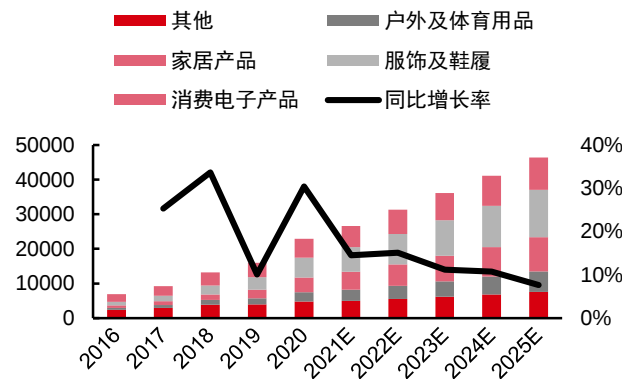
- 弗若斯特沙利文数据（转引自子不语招股说明书）显示，2020年中国跨境电商出口B2C市场服装品类规模达5763亿元，同比增长56.17%，占所有B2C出口品类市场规模的25.20%，为最大B2C出口品类。

全球服装电商行业市场规模（亿美元）



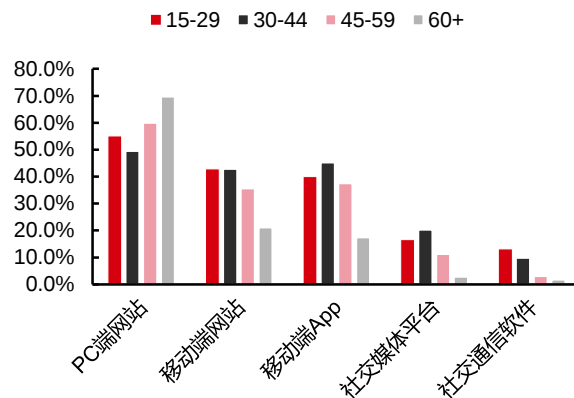
资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

2016-2025年中国跨境电商出口B2C市场：按类别（亿元）



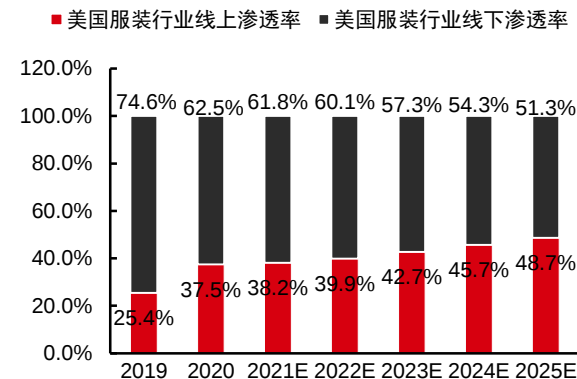
资料来源：弗若斯特沙利文（转引自子不语招股说明书，含预测），中信证券研究部

美国各年龄消费者均逐渐接受线上消费模式



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

2019-2025年美国服装电商线上渗透率

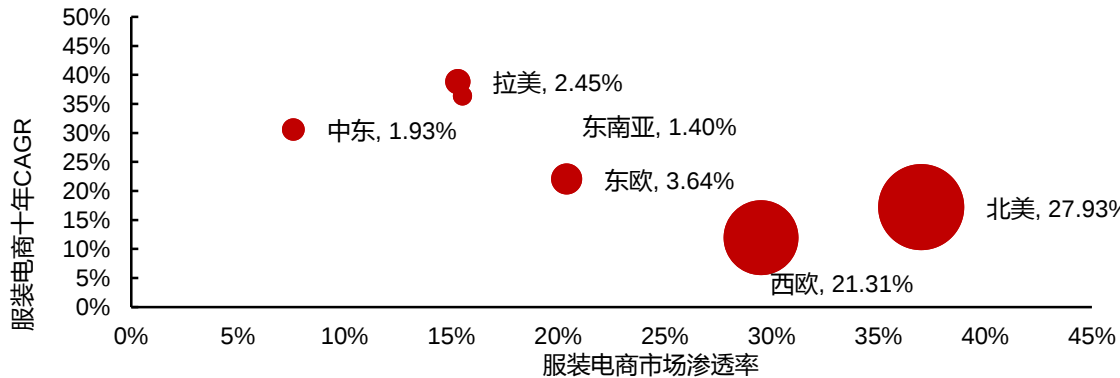


资料来源：Euromonitor（含预测），中信证券研究部

行业全球概览：欧美市场发展成熟，东南亚、中东、拉美增速突出

- 分地区看，北美、西欧地区渗透率最高，市场规模最大，东南亚/中东/拉美地区增速最快。
- Euromonitor的数据显示，北美/西欧地区服装电商渗透率达到37%/29.5%，占全球服装电商规模的27.93%/21.31%。东南亚/中东/拉美地区2010-2020年CAGR为36.4%/30.58%/38.84%，正处在高速发展的阶段。
- 分国家看，发达国家服装电商需求成熟，新兴市场正在崛起
- Euromonitor的数据显示，英、美、德等发达国家服装电商渗透率达到20%以上；沙特、阿联酋、印度等新兴发展中国家，近十年服装电商市场CAGR保持在30%-60%，提前布局该地区市场的服装电商品牌，将有机会充分享受其市场快速增长的红利

各地服装电商市场发展情况（气泡大小为全球市场规模占比）



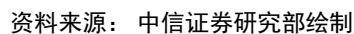
资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

全球各国/地区服装电商市场发展情况



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

- **1) 供应：**供应链环节决定了产品最终的价格、服装款式和品质、上新速度；
- **2) 营销：**营销和获客能力决定了品牌的潜在触达范围和成长速度；
- **3) 物流：**物流交付决定了产品交付给消费者的时效性，影响最终的客户体验。



CONTENTS

目录

1. 跨境服饰电商行业：行业处于高速成长期，服饰独立站显露峥嵘
2. 竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础
3. 竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键
4. 竞争要素三：交付时效影响用户体验
5. 全球主要区域服饰电商供需格局探讨
6. 全球主要区域服饰电商规模预测
7. 投资建议
8. 风险因素

竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础

- I. 设计端：数字化技术助力服装款式设计精准、足量
- II. 生产端：根植产业集群，柔性生产打造效率优势

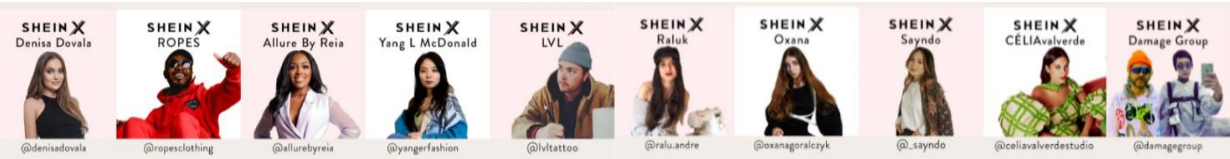
竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础

■ 设计端：数字化技术助力服装款式设计精准、足量

目前线上服装电商品牌的产品设计的主要途径有三种：

- 自有设计师团队借助数字化技术抓取时尚趋势，实现快速设计。如SHEIN通过自研的时尚元素追踪系统，总结流行颜色图案，有效提升爆款率。
- 买手团队采购最新设计，保证供给充足。如，Boohoo的下游ODM厂商会向其买手团队不断提供新的图片款式，总部买手可以通过图片进行快速邮件下单，或者前往供应商Show Room进行款式浏览。
- 设计师联名款式，塑造品牌形象。如，SHEIN则于2021年推出了设计师孵化器 SHEIN X，设计师只需要负责创作，而制造、营销和销售交给SHEIN完成。设计师可以分享利润，并保留自己的创作所有权。
- “数字化设计+买手制”提供足量款式支持，高壁垒的设计师资源助力塑造品牌形象。

Shein通过与独立设计师合作打造联名系列SheinX



资料来源：SHEIN公司官网，中信证券研究部

各公司主流设计模式		
公司名称	设计模式	设计模式简介
ZARA	数字化设计+设计师联名+买手制	Zara有近400名设计师，他们在一年中大约设计12000种时装，设计师必须通过电商网站、时装周、各种新品发布会快速发掘可用的设计样式并快速完稿、打版。这样固然能在短时间内积累大量设计方案，但也承担了被原设计师起诉侵权的风险。据悉，在欧洲，每年Zara都要向顶级品牌支付几千万欧元的罚款。
H&M	数字化设计+设计师联名+买手制	自2004年开始，H&M和Lanvin、Versace、Jimmy Choo等国际大牌设计师以及碧昂丝、麦当娜、大卫·贝克汉姆等时尚偶像合作设计限量系列。除了与国际时尚大牌合作，H&M也十分重视自身设计的定位，位于斯德哥尔摩的公司总部的设计部门雇用了160名内部设计师、100名打版师，以及多位设计助理和平面设计师。
SHEIN	数字化设计+设计师联名+买手制	SHEIN主要借助数字化系统帮助800人的设计师团队实现设计，同时部分买手团队补充品牌样式，同时于2021年推出了设计师孵化器 SHEIN X，设计师只需要负责创作，而制造、营销和销售交给SHEIN完成。设计师可以分享利润，并保留自己的创作所有权。
Boohoo	数字化设计+买手制	Boohoo一方面通过自有设计师团队实现设计，另一方面下游合作工厂向Boohoo买手团队提供新图样，供其伦敦总部决策下单。
Style We	设计师联名	StyleWe主打设计师品牌，目前平台上集结了约 400 位国内外独立设计师，品牌为设计师提供供应链支持。
Asos	数字化设计+设计师平台+买手制	ASOS 在通过自有设计师团队和买手团队对时尚潮流进行快速模仿的同时，也 ASOS 允许其他品牌和独立设计师在 ASOS 平台上开设账户，专门运营出售自己设计的产品。
子不语	数字化设计+买手制	借助团队强大的数据分析能力，精准定位客户需求。约90%的服装为自主数字化设计。
赛维时代	数字化设计+买手制	通过发布会、新媒体、时尚杂志等渠道调研市场潮流，并借助Google Trends Finder（搜索趋势发现器）等工具分析助力产品设计

资料来源：Euromonitor，各公司官网，中信证券研究部

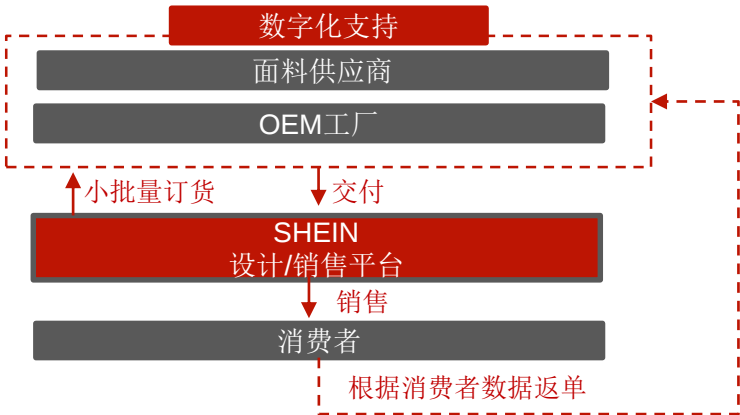
竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础

■ 生产端：根植产业集群，柔性生产打造效率优势

从供应链的类型来看：全球化供应链布局降低生产成本，垂直柔性供应链追求生产效率。当前主流品牌的供应链模式主要有：

- **全球供应链布局，全球布局实现制造成本节约。**如，Zalando与全球16个国家的608家供应商展开合作，当地的劳动力成本优势将带来企业生产成本的降低。但全球采购的服装产品在生产排单上不够灵活。
- **垂直柔性供应链，高效快反助力实现DTC模式。**如，SHEIN的“小单快反”供应体系、Boohoo的“测试-重复”（Test-Repeat）便是通过每款衣服首次小批量生产，后根据市场反馈，快速提升销售最好的衣服产量的柔性供应链模式。根据Zara、SHEIN、Boohoo的数据统计，垂直柔性供应链最短仅需不到14天便能够完成新品的上架。
- **双重供应链模式，成本与效率的中庸妥协。**该模式兼具前两者的特点。双重供应链模式最先由H&M采用，其基本款服装制造是由亚洲供应商完成的，占生产总量的60%，柔性快反供应链制造是由欧洲供应商完成的，占生产总量的40%。

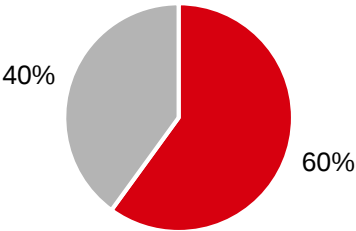
Shein通过打造柔性供应链



资料来源：SHEIN公司官网，中信证券研究部

H&M实现双供应链模式

■ 全球规模采购（欧洲） ■ 快速柔性制造（亚洲）



资料来源：Analysis Of H&M Supply Chain，中信证券研究部

主流服装电商品牌供应链模式

供应链类型	公司名称	供应链特点	首次下单件数
双供应链	ZARA	大单小反	10万
双供应链	H&M	大单小反	-
垂直柔性供应链	SHEIN	小单快反	约200
垂直柔性供应链	Boohoo	小单快反	300-400
准柔性供应链	子不语	小单快反	数十至1000
准柔性供应链	赛维时代	-	-
全球采购	Asos	小单快反	-
全球采购	Zalando	-	-

资料来源：各公司年报，各公司官网，中信证券研究部

竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础

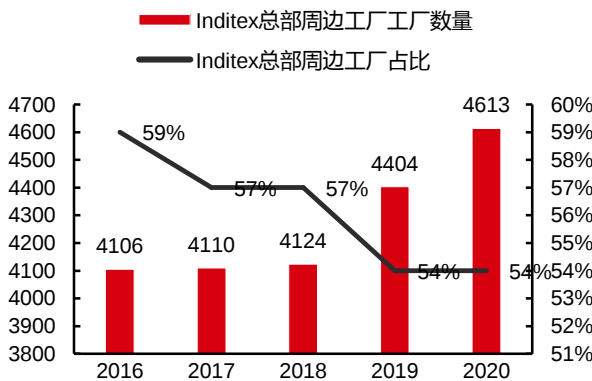
- 生产端：根植产业集群，柔性生产打造效率优势
 - 柔性快反供应链需要各环节紧密配合。不同于全球供应链的分散布局，柔性快速反应供应链极致的供应周期的实现，有赖于诸多供应链环节高度紧密的配合，ZARA母公司Inditex周边工厂便常年占比保持在50%以上。未来单一生产环节出海难度大，需要高度依赖本土产业集群完整的供应链要素。
 - 服装产业集群的规模与实力决定了垂直柔性供应链的升级空间以及规模天花板。
 - 1) 欧洲供应链建设受产业规模限制。2020年，Boohoo因被指控莱斯特地区工厂恶劣的工作条件和低薪，被迫取消了100家原有外包供应商的合作，供应链扩张受到打击。
 - 2) 中国产业链潜力巨大。根据世贸组织WTO的统计，2019年中国纺织品出口贸易额全球第一，占全球纺织品出口额的39.21%。中国服装供应产业拥有充足潜力支持本土垂直柔性供应链的发展。

SHEIN的ODM供应商招商条件

模式	2021 年 ODM 供应商招商条件
订单模式	10-15 天货期
	小单快反：100~500 件/单
生产品类	供应商供款供货
	瑜伽服、泳衣、欧美女装、童装、男装家居服、中东礼服、钩织、毛衣、牛仔
基本要求	珠三角地区优先考虑
	工厂 5S 管理优先考虑
	擅长小单快反的生产
	具备营业执照、可开具增值税发票
	研发生产一体（有设计部、版房）
	工厂面积 2000 平方以上，车位 80 个以上

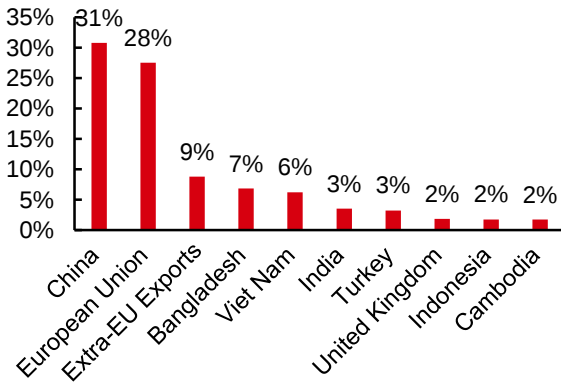
资料来源：SHEIN招商，中信证券研究部

ZARA母公司Inditex周边工厂占比保持在50%以上



资料来源：Inditex公司年报，中信证券研究部

2019年 全球服装贸易出口额占比



资料来源：WTO，中信证券研究部

CONTENTS

目录

1. 跨境服饰电商行业：行业处于高速成长期，服饰独立站显露峥嵘
2. 竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础
3. 竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键
4. 竞争要素三：交付时效影响用户体验
5. 全球主要区域服饰电商供需格局探讨
6. 全球主要区域服饰电商规模预测
7. 投资建议
8. 风险因素

竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键

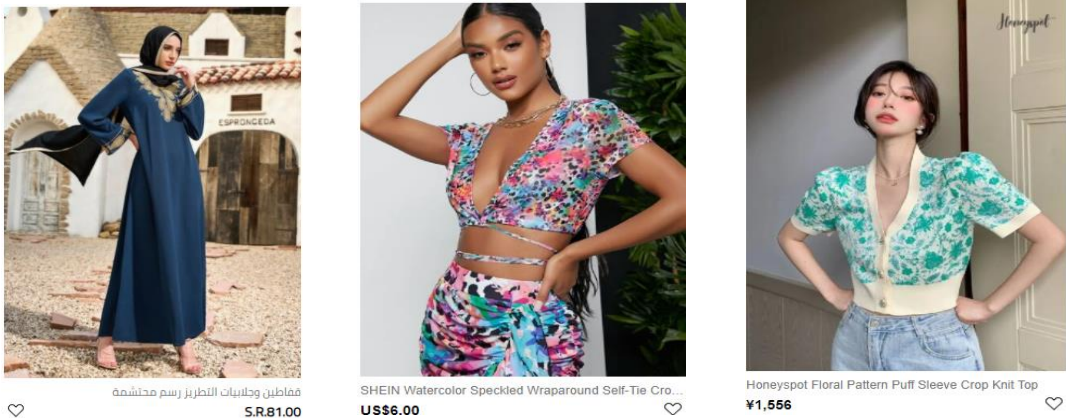
- I. 本土营运：本地化运营提升获客效率
- II. 社媒营销：把握社交媒体和短视频平台流量红利

竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键

- 本地化运营提升获客效率
 - 1) 关键之一：实现当地站点建设，能够在当地设立本土化的站点，使用符合当地的语言界面，使消费者更易于去实现访问门户。
 - 2) 关键之二：实现本土化的运营，通过本土化运营，推行符合当地的产品推广策略以及产品开发设计方案。
- 把握社交媒体和短视频平台流量红利

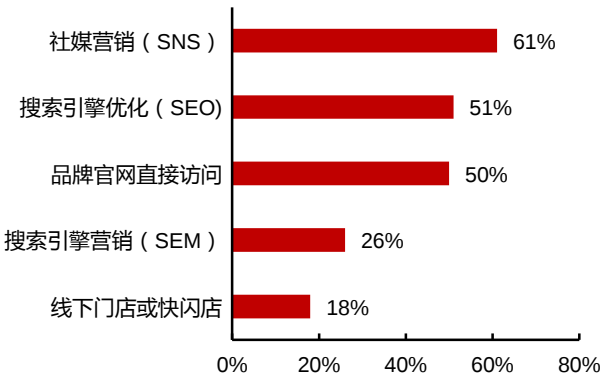
全球跨境电商流量经营经历了从利用Google网页排名算法（SEO），到Google广告竞价（SEM），到Amazon平台流量扶持，再到如今以Facebook、Instagram为代表的社媒带来的社交营销红利期，和以Titok为代表的视频营销红利期。

SHEIN中东站、美国站、亚洲站当日新品



资料来源：Shein公司官网

美国DTC品牌渠道获客分布



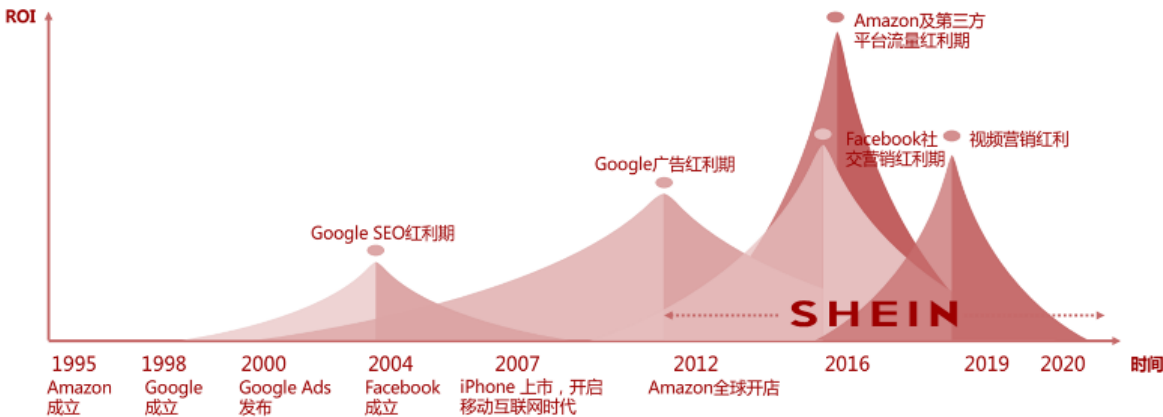
资料来源：德勤咨询，中信证券研究部

服饰电商网站主要流量来源



资料来源：Smilar web，中信证券研究部

跨境电商出口红利时间轴



资料来源：跨境出海，中信证券研究部

CONTENTS

目录

1. 跨境服饰电商行业：行业处于高速成长期，服饰独立站显露峥嵘
2. 竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础
3. 竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键
4. 竞争要素三：交付时效影响用户体验
5. 全球主要区域服饰电商供需格局探讨
6. 全球主要区域服饰电商规模预测
7. 投资建议
8. 风险因素

竞争要素三：交付时效影响用户体验

- I. 物流供给端：仓储与配送为物流两大核心环节，独立站偏好国内直发，平台卖家多使用海外仓储
- II. 物流消费者端：时效与费用成为衡量交付能力的最关键指标

竞争要素三：交付时效影响用户体验

■ 物流供给端：仓储与配送为物流两大核心环节，独立站偏好国内直发，平台卖家多使用海外仓储

具体的四大配送方式有：邮政包裹模式、国际快递模式、专线物流模式、海外配送模式。其中海外配送模式可以分为三大环节：

- 头程运输：商家通过海运、空运、陆运或者联运将商品运送至海外仓库
- 仓储管理：商家通过信息系统，远程操作海外仓储货物，实时管理库存
- 本地配送：海外仓储中心根据订单信息，通过当地邮政或快递配送商品

目前各服装电商品牌采取的主流仓储发货方式有：

- 集中建仓发货：高效率仓储直面全球市场发货。
- 海外建仓发货：海外市场就近建仓，实现产品快速交付。
- 动态仓储发货：全球多处仓库/工厂动态发货。

本地仓储+国内直发/海外仓储+当地配送为两大主流模式

- 本地仓储+国内直发主要为独立站所采用，库存压力小，时效偏慢
- 海外仓储+当地配送主要为第三方卖家所采用，库存压力大，时效快。

长期来看，海外建仓的难点在于如何通过准确的销售预测提升效率、管理库存。

跨境电商主流物流模式比较

物流模式	送达时间： 以中国发往 美国为例	时效	成本	涉及服装电商品牌
邮政包裹模式	约15天	最慢	较低	ASOS、Boohoo、SHEIN等
国际快递模式	2~5天	较快	较高	ASOS、Boohoo、SHEIN、Zalando等
专线物流模式	约7天	较慢	最低	ASOS、Boohoo、SHEIN、Zalando等
海外配送模式	1~3天	最快	较高	Jollychic、Urbanic、赛维时代、子不语等

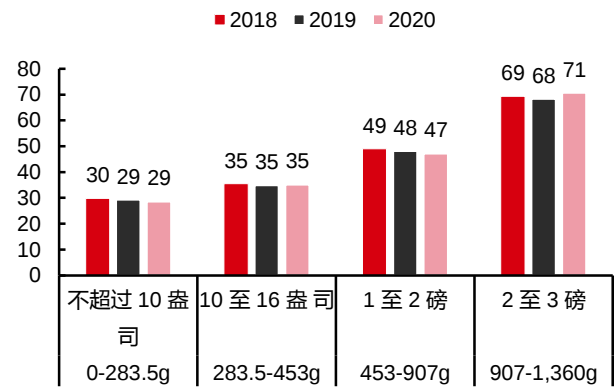
资料来源：IPC，雨果跨境，中信证券研究部

各品牌仓储发货体系对比

品牌名称	仓储类型
ASOS	动态仓储发货
Zalando	海外建仓发货
Urbanic	海外建仓发货
Boohoo	集中建仓发货
SHEIN	集中建仓发货
子不语	平台仓储发货
赛维时代	平台仓储发货

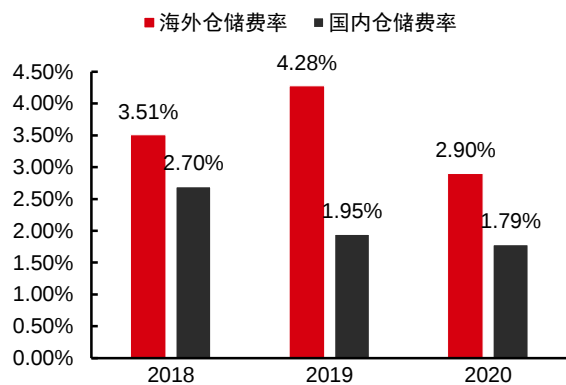
资料来源：各公司年报，各公司官网，中信证券研究部

亚马逊FBA模式收费水平（元/件）



资料来源：赛维时代招股说明书，中信证券研究部

海外与国内仓储费率对比



资料来源：赛维时代招股说明书，中信证券研究部

竞争要素三：交付时效影响用户体验

物流消费者端：时效与费用成为衡量交付能力的最关键指标

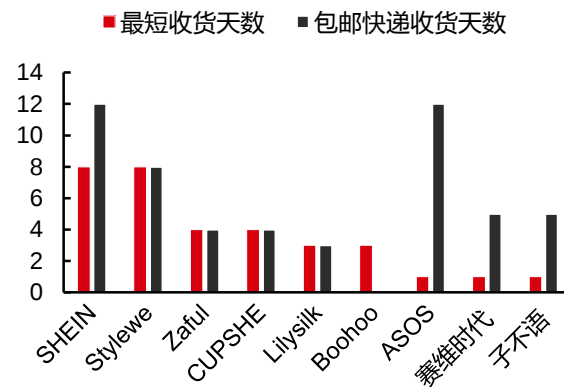
从物流时效的角度来看，各地本地电商占据配送时效优势，新兴市场交付能力仍有提升可能：

- **地域角度：**①本地电商占据配送时效的绝对优势。如，ASOS在英国依靠就近的仓储位置和成熟的物流建设，在英国本土实现了半日达与夜间配送；②跨境电商可通过前置建仓提升时效，如，赛维时代、子不语等第三方卖家借助Amazon在世界各地的FBA仓库实现了在全球的高效交付。
- **市场成熟度角度：**①欧美市场配送体系发展成熟，当地物流竞争格局清晰。Zalando等西欧服饰电商品牌已将送达时限压缩至了1天以内。②新兴市场送达时效普遍偏低，各大跨境品牌交付能力暂时未拉开明显差异。

中国出海服装品牌在包邮服务上更具吸引力。

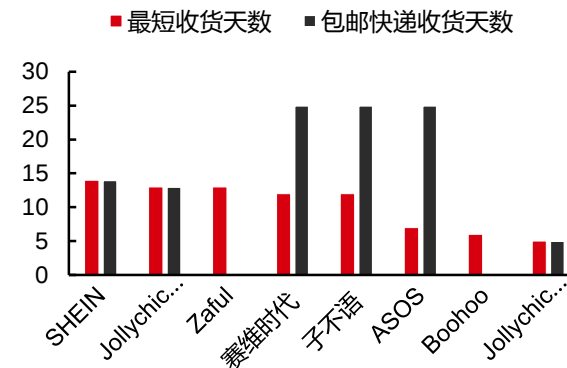
- **平台第三方中国卖家借助Amazon Prime提供的服务，在全球实现低价快递包邮。**根据我们的统计，如赛维时代在美国、西欧、中东等市场均实现了30美元以下的最低包邮消费额。
- **中国头部跨境服装品牌快递包邮消费额处于偏低水准。**如SHEIN在运输距离更远的前提下，在欧美地区保持与欧洲电商相近的最低快递包邮消费额水平。

各品牌送达时效（收货地-美国）



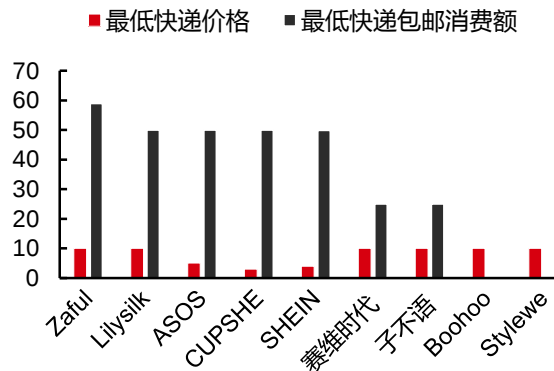
资料来源：各公司官网，中信证券研究部

各品牌送达时效（收货地-中东）



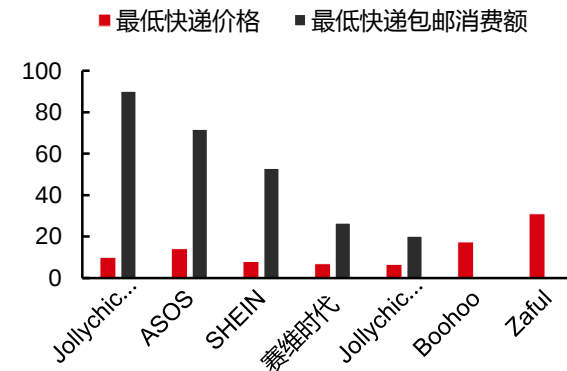
资料来源：各公司官网，中信证券研究部

各品牌物流费用（收货地-美国）
单位：美元



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

各品牌物流费用（收货地-中东）
单位：美元



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

CONTENTS

目录

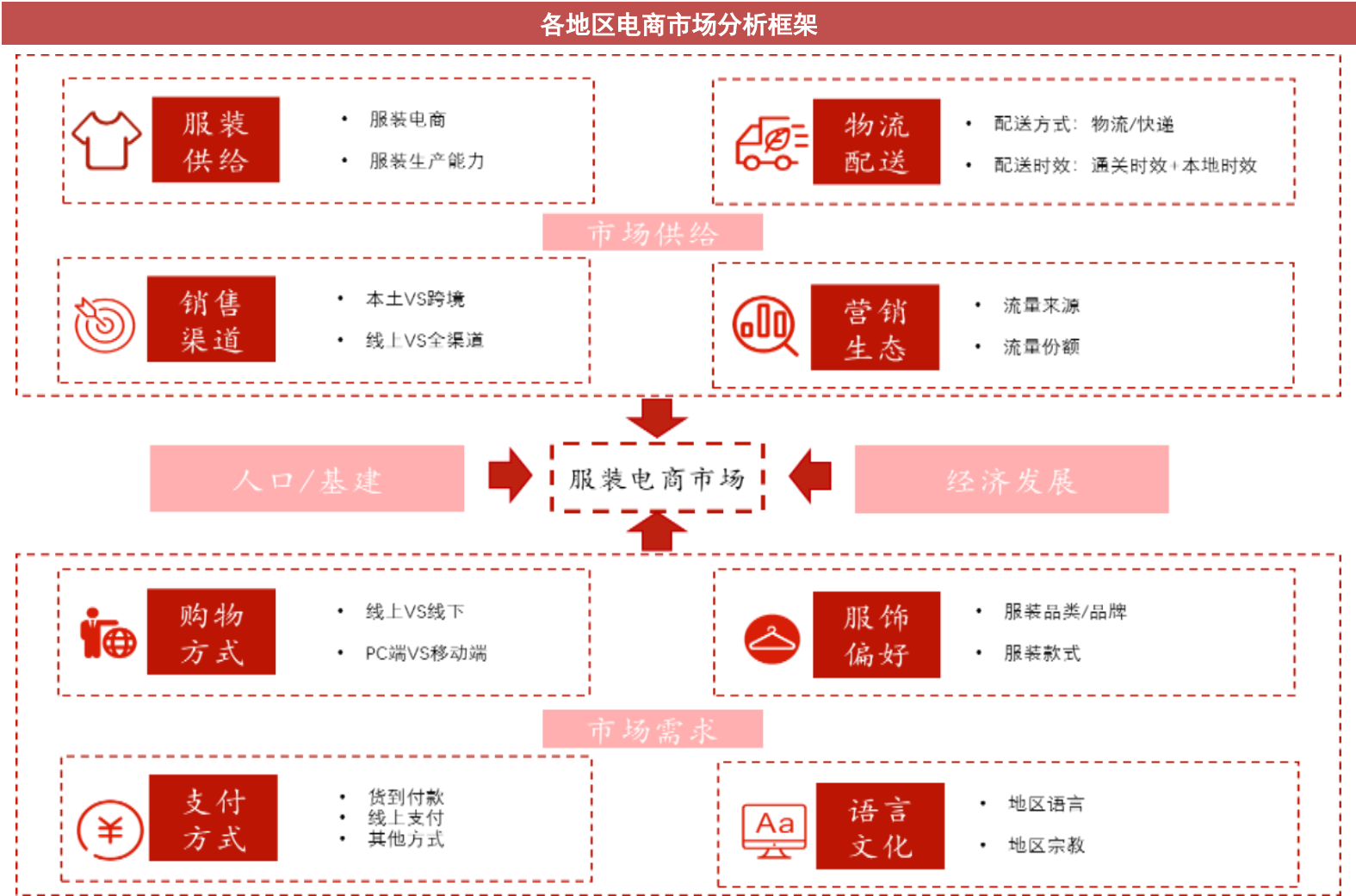
1. 跨境服饰电商行业：行业处于高速成长期，服饰独立站显露峥嵘
2. 竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础
3. 竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键
4. 竞争要素三：交付时效影响用户体验
5. 全球主要区域服饰电商供需格局探讨
6. 全球主要区域服饰电商规模预测
7. 投资建议
8. 风险因素

全球主要区域服饰电商供需格局探讨

- I. 分析框架：供需合力决定市场潜力与发展增速
- II. 人口/经济潜力：人口、经济稳定增长
- III. 服装电商供给：海外服饰供需缺口赋予中国供应链出海机会
- IV. 消费者线上服装需求：疫情下需求迅速提升，电商基建的完善将持续带动增长

■ 区域服装电商分析框架：供需合力决定
市场潜力与发展增速

如前文所述，我们接下来将继承上文的产业链研究思路，从供需角度分析以东南亚/中东/拉美等地区为代表的服装电商新兴市场，以北美和西欧为代表的成熟市场。将主要关注各地区人口/经济潜力、服装电商市场供给、消费者线上服装需求三大板块，分析各新兴服装电商市场的发展潜力。



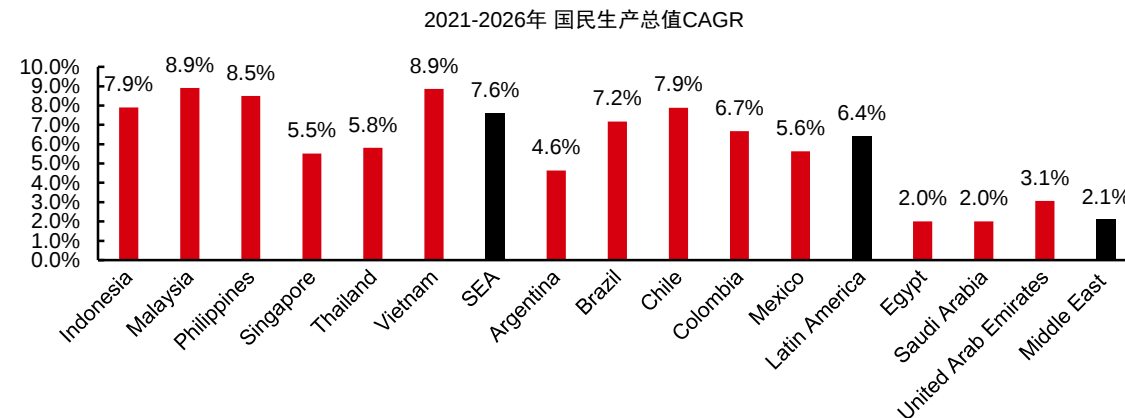
资料来源：中信证券研究部绘制

全球主要区域服装电商供需格局探讨

■ 人口/经济潜力：人口、经济稳定增长

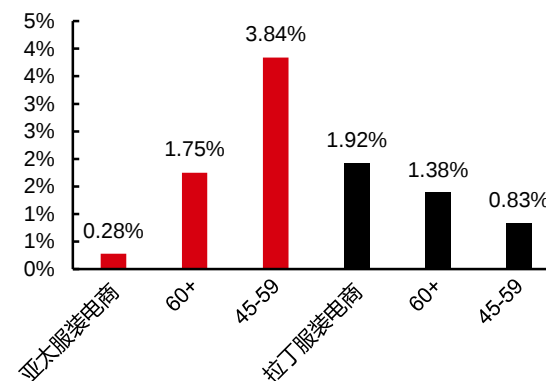
- 经济发展，新兴市场经济有望在疫情之后实现复苏，重回稳定增长轨道。
2020年受疫情影响，全球各主要服装电商新兴市场经济都出现不同程度的下滑，GDP出现了负增长。随着疫情带来的封锁逐渐散去，各主要新兴市场有望实现经济复苏与反弹。根据IMF预测，2021-2026年，东南亚/拉美/中东地区国民生产总值CAGR为7.6%/6.4%/2.1%。
- 人口因素：一方面由于绝对人口数量的增加，将带来服装消费人群总数的上升。根据IMF预测，2021-2026年，东南亚/拉美/中东地区服装电商主要市场的总人口CAGR分别为1%/0.7%/2%，在高人口基数的背景下，新兴市场人口数量有望在未来快速提升。
- 另一方面，随着年龄结构的调整，整体人群的出生年份的后移，各年龄段区间选择通过线上渠道购买服装的比例将增加。根据Euromonitor数据显示，亚太、拉美、以及中东地区的大龄消费者服装品类的电商渗透率正在快速提高。如在中东，二战后婴儿潮出生的老龄人口中，2020年的服装品类电商渗透率上升了19.1个百分点。

新兴市场各地区服装电商市场渗透率：2020年受疫情影响迅速提升



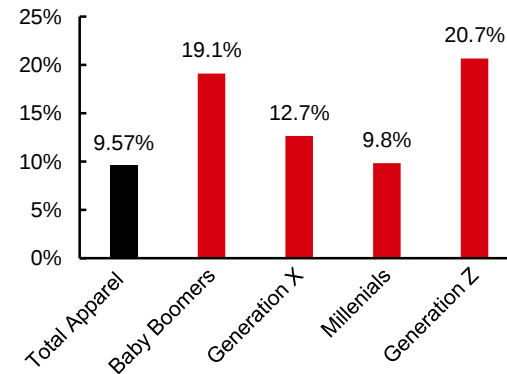
资料来源：IMF预测，中信证券研究部

2020年服装类电商渗透率提升百分点
(按年龄段)



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

2020年中东服装类电商渗透率提升百分点
(按年龄段)



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

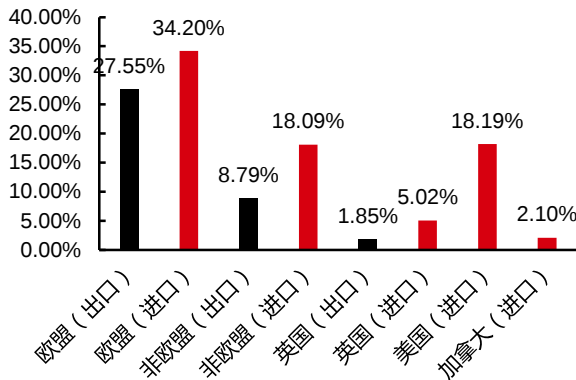
全球主要区域服装电商供需格局探讨

■ 服装电商供给：海外服饰供需缺口赋予中国供应链出海机会

跨境服饰电商的商业本质在于为全球消费者提供相较于当地更多、更快、更好、更省的服饰产品。

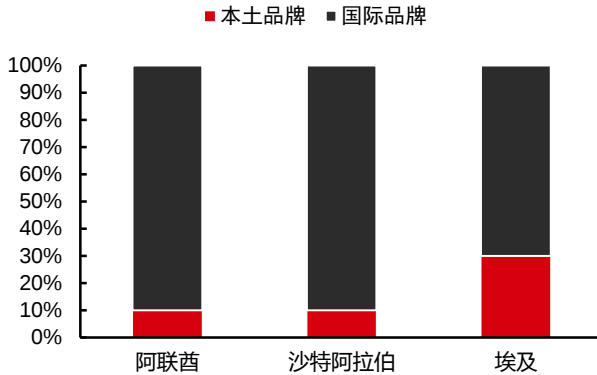
- **欧美：**线上购物发展成熟，地区服装供给缺口大。WTO数据显示，欧美地区服装进口额占全球服装贸易额的72.58%
- **中东：**当地服装供给弱，跨境电商份额占比高。海湾地区服装供给以进口为主，主要来自中国、土耳其等地，2020年中国对沙特服装的净出口额达到36.87亿美元。根据Euromonitor统计，阿联酋/沙特/埃及三国服装市场前十品牌本土品牌仅占10%/10%/30%
- **东南亚：**服装电商市场深受中国服装产业链影响。Shopee上的中国跨境服饰C2C卖家，在中国本土服装供应链的支持下甚至可以实现无货源模式经营，通过1688采购网等采购平台实现无货经营，一件代发东南亚等地跨境市场。
- **拉美：**本土电商平台服装品类地位强势，根据Mercado Libre公司年报与Euromonitor的数据估算，2019年服装品类占Mercado Libre平台GMV的21%，Mercado Libre平台上的服装交易额，占拉美地区服装电商市场份额的43.49%。

欧美地区服装进出口情况：贸易额全球占比



资料来源：WTO，中信证券研究部

中东地区前十服装品牌竞争格局 (个)



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

Shopee平台中国服装商品案例：折扣推荐产品，采购自中国内贸，由不同店家分销东南亚

产品图片	网站	站点位置	价格 (换算成人民币)	商品名称
	shopee.sg	新加坡	142RMB	European and American Summer Women's Cross-border 2021 New Sexy Floral Puff Sleeve Lace Slit Long Skirt Dress Women
	shopee.my	马来西亚	134RMB	DARLINGAGA French rotten vintage floral dress women side open fork sexy square collar slim dress tide
	shopee.tw	中国台湾	208RMB	DARLINGAGA法式少女胸型方领碎花连衣裙女修身开叉不规则裙中长裙
	淘宝网	中国大陆	109RMB	法式少女胸型方领碎花连衣裙女修身开叉不规则裙中长裙
	1688采购网	中国大陆	99.45RMB	法式浪漫复古碎花连衣裙女侧开叉性感方领修身中长裙潮

资料来源：Shopee，淘宝网，1688采购网，中信证券研究部

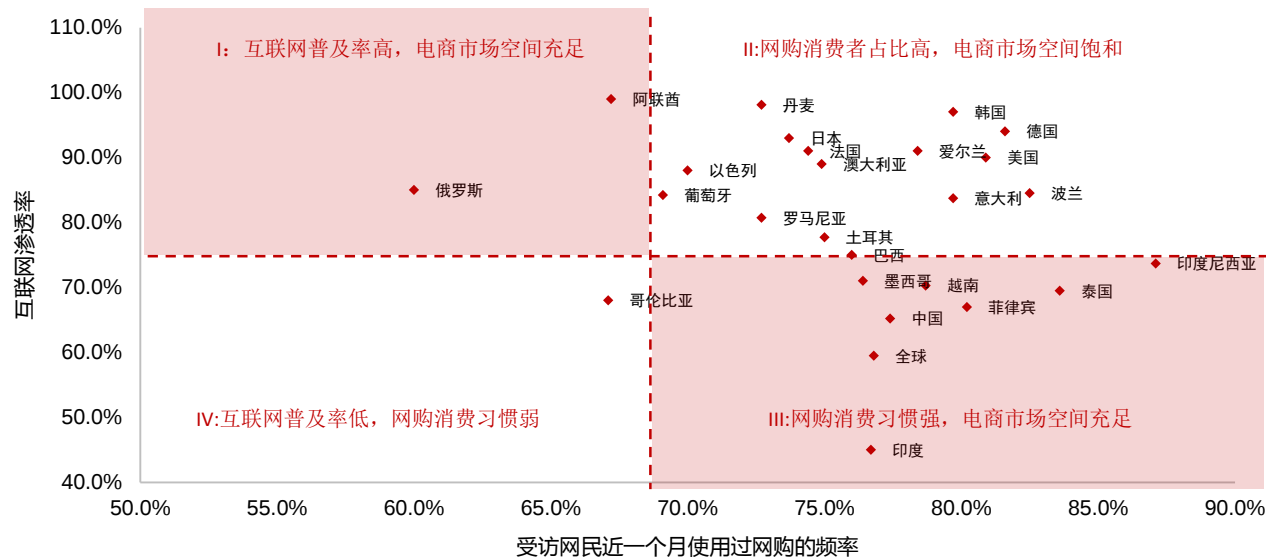
全球主要区域服装电商供需格局探讨

■ 消费者线上服装需求：疫情刺激下服装渗透率迅速提升，随着电商基建完善，新兴市场仍将持续增长

各地服装电商需求增长的核心观察指标之一是服装电商渗透率的提高

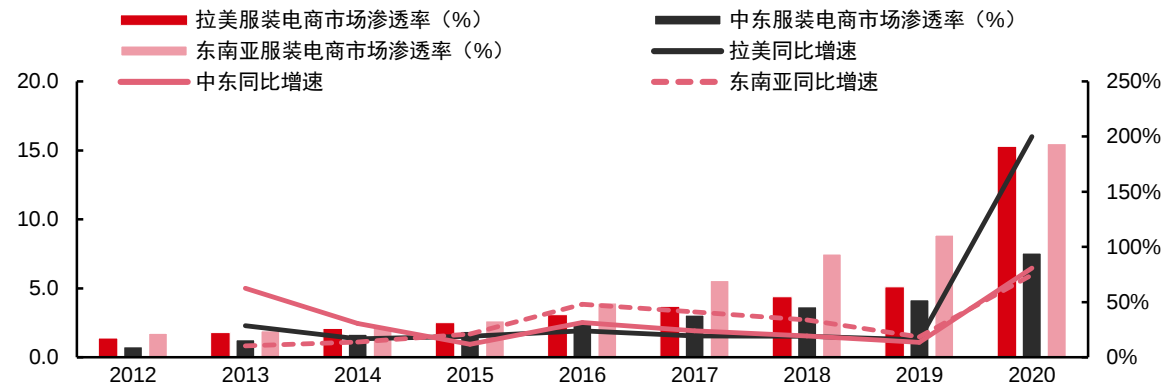
- 一方面，疫情促使更多人群体验服装购物，在疫情期间，人们增加了线上购买服装的机会，服装网购人群增加。Euromonitor的数据显示，2020年东南亚/中东/拉美地区服装电商渗透率的提升了6.6 pcts /3.4 pcts /10.2pcts
- 另一方面，随着新兴市场电子商务基础设施建设的不断推进，预计未来将有更多人群选择线上购买服装。疫情刺激下，新兴市场服装电商渗透率增长提前了2-3年，未来新兴市场电商渗透率提升的重点，或将从提升现有网民线上服装购买率，转向加强电商基础建设，扩大潜在服装电商目标消费人群的数量。

全球各国服装电商市场发展情况



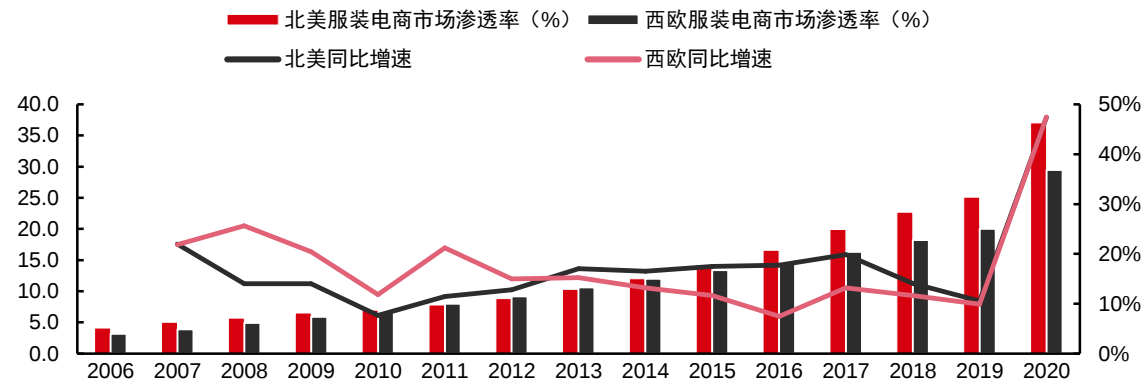
资料来源：Global Web Index, KEPIOS, 中信证券研究部

新兴市场各地区服装电商市场渗透率：2020年受疫情影响迅速提升



资料来源：Euromonitor, 中信证券研究部

欧美地区市场服装电商市场渗透率：2020年受疫情影响迅速提升



资料来源：Euromonitor, 中信证券研究部

CONTENTS

目录

1. 跨境服饰电商行业：行业处于高速成长期，服饰独立站显露峥嵘
2. 竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础
3. 竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键
4. 竞争要素三：交付时效影响用户体验
5. 全球主要区域服饰电商供需格局探讨
6. 全球主要区域服饰电商规模预测
7. 投资建议
8. 风险因素

全球主要区域服饰电商规模预测

■ 关键假设

我们认为新兴服装跨境电商市场目前仍处于高速增长的阶段，经济发展、人口数量与结构、服装电商渗透率是拉动新兴服装跨境电商市场规模增长的核心要素。

结合我们前文的分析，我们做出如下假设：

东南亚服装电商行业规模预测	2015-2019实际水平	2025年预测	2030年预测
区间内地区人口复合增速	1.10%	1.00%	1.00%
人口数量（亿人）	5.85	6.15	6.46
人均国民生产总值复合增速	5.87%	6%	3%
人均国民生产总值（美元）	5031	6733.21	7805.63
服装占零售业占比复合增速	-	1.0%	0.5%
服装占零售业占比（%）	7.34%	7.71%	7.91%
服装线上渠道销售额占比复合增速-乐观	27%	20%	10%
服装线上渠道销售额占比复合增速-中观	27%	16%	8%
服装线上渠道销售额占比复合增速-悲观	27%	10%	5%

中东服装电商行业规模预测	2015-2019实际水平	2025年预测	2030年预测
区间内地区人口复合增速	2.50%	2.00%	2.00%
人口数量（亿人）	1.66	1.83	2.02
人均国民生产总值复合增速	2.40%	2%	1.0%
人均国民生产总值（美元）	12253	13528	14219
服装占零售业占比复合增速	-	0.0%	0.0%
服装占零售业占比	8.65%	8.65%	8.65%
服装线上渠道销售额占比复合增速-乐观	20%	20%	10%
服装线上渠道销售额占比复合增速-中观	20%	16%	8%
服装线上渠道销售额占比复合增速-悲观	20%	12%	6%

拉美服装电商行业规模预测	2015-2019实际水平	2025年预测	2030年预测
区间内地区人口复合增速	0.90%	0.70%	0.70%
人口数量（亿人）	6.49	6.72	6.96
人均国民生产总值复合增速	0.91%	5%	2.5%
人均国民生产总值（美元）	7523.5	9602	10864
服装占零售业占比复合增速	-	0.0%	0.0%
服装占零售业占比（%）	8.65%	8.65%	8.65%
服装线上渠道销售额占比复合增速-乐观	13%	12%	6%
服装线上渠道销售额占比复合增速-中观	13%	10%	5%
服装线上渠道销售额占比复合增速-悲观	13%	8%	4%

北美服装电商行业规模预测	2015-2019实际水平	2025年预测	2030年预测
区间内地区人口复合增速	2.50%	2.00%	2.00%
人口数量（亿人）	3.69	4.08	4.50
人均国民生产总值复合增速	3.70%	3.6%	1.8%
人均国民生产总值（美元）	81642	97434	106525
服装线上渠道销售额占比复合增速-乐观	16%	3%	1.5%
服装线上渠道销售额占比复合增速-中观	16%	2%	1.0%
服装线上渠道销售额占比复合增速-悲观	16%	1%	0.5%

西欧服装电商行业规模预测	2015-2019实际水平	2025年预测	2030年预测
区间内地区人口复合增速	0.24%	0.20%	0.10%
人口数量（亿人）	5.08	5.13	5.15
人均国民生产总值复合增速	3.78%	3.6%	1.8%
人均国民生产总值（美元）	51657	61649	67401
服装线上渠道销售额占比复合增速-乐观	11%	4%	2.0%
服装线上渠道销售额占比复合增速-中观	11%	3%	1.5%
服装线上渠道销售额占比复合增速-悲观	11%	2%	1.0%

资料来源：Wind，IMF，Euromonitor，中信证券研究部预测

- 新兴市场规模预测：未来十年或有900亿美元规模增长
- 成熟市场规模预测：未来十年或有800亿美元成长空间

全球区域市场规模预测结果					
地区	2020年 实际规模 (亿美元)	2020-2025 CAGR	2025-2030 CAGR	2025年 预测规模 (亿美元)	2030年 预测规模 (亿美元)
东南亚服饰电商行业					
悲观预测	57.1	18.94%	9.78%	136.0	216.8
中观预测	57.1	25.43%	12.91%	177.3	325.5
乐观预测	57.1	29.76%	15.01%	210.1	422.7
拉美服饰电商行业					
悲观预测	100.9	14.19%	7.35%	196.0	279.3
中观预测	100.9	16.31%	8.38%	214.8	321.2
乐观预测	100.9	18.42%	9.41%	235.0	368.5
中东服饰电商行业					
悲观预测	79.4	16.52%	9.20%	170.6	264.9
中观预测	79.4	20.69%	11.26%	203.3	346.6
乐观预测	79.4	24.85%	13.32%	240.9	450.1
北美服饰电商行业					
悲观预测	1149.8	6.73%	4.36%	1592.3	1970.5
中观预测	1149.8	7.79%	4.87%	1672.7	2122.0
乐观预测	1149.8	8.84%	5.39%	1756.3	2283.8
西欧服饰电商行业					
悲观预测	877.1	5.88%	2.92%	1167.3	1348.1
中观预测	877.1	6.92%	3.43%	1225.7	1450.9
乐观预测	877.1	7.96%	3.94%	1286.4	1560.5

资料来源：Wind，IMF，Euromonitor，中信证券研究部预测

CONTENTS

目录

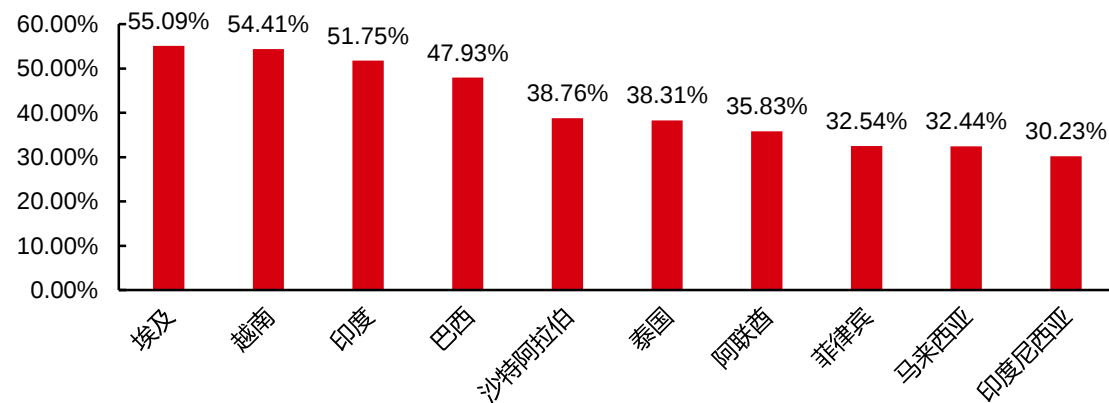
1. 跨境服饰电商行业：行业处于高速成长期，服饰独立站显露峥嵘
2. 竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础
3. 竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键
4. 竞争要素三：交付时效影响用户体验
5. 全球主要区域服饰电商供需格局探讨
6. 全球主要区域服饰电商规模预测
7. 投资建议
8. 风险因素

■ 品牌未来增长逻辑探讨：跨区域、扩品类打开营收增长空间

1) 开辟新兴市场跨区域增长。Euromonitor数据显示，沙特、阿联酋、印度等新兴发展中国家，服装电商市场近十年CAGR保持在30-60%，地区电商基建水平日益成熟，开拓新兴市场将为服饰电商带来新增长点。

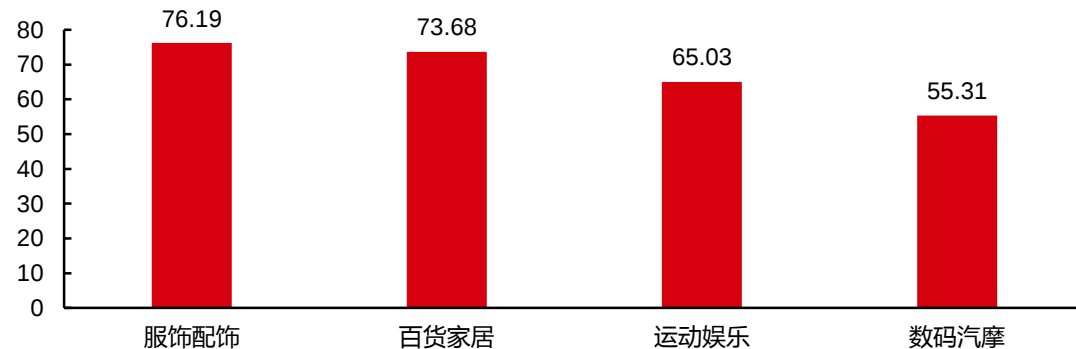
2) 借助供给/流量优势扩品类发展。如子不语等平台卖家借助供应链优势，不断扩展新服装品类，打造多品牌矩阵；如SHEIN等品牌开始扩展家居、宠物用品、美妆等新品类，借助核心服装品类流量优势打开品牌新成长空间。

新兴市场各地区服装电商市场2010-2020年CAGR



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

赛维时代各跨境电商B2C业务毛利率水平（%）



资料来源：赛维时代招股说明书，中信证券研究部

- 跨境服装电商行业处于高速发展阶段，过去5年全球市场规模CAGR17.7%。
- 行业发展空间充足，预计未来十年拥有1700亿美元的增长规模，欧美、中东等市场服装电商渗透率仍有提升空间。
- 短期看流量营销，中期关注物流/渠道扩张情况，供应链能力决定长期发展。
- 头部企业在供应链建设与流量营销上存在壁垒和优势，建议积极研究并把握，在原有欧美地区业务发展顺利的基础上，能够实现跨区域、扩品类增长的，供应链整合程度高的头部服饰独立站和平台卖家的相关投资机会。
- 关注一级市场SHEIN、子不语、赛维时代等公司

重点关注公司

证券代码	公司名称	融资轮次	2020年收入	2020年净利润	服装业务简介
A20677.SZ	赛维时代	预IPO	收入 52.53亿元 同比增速 82.5%	净利润 4.51亿元 同比增速 733.3%	赛维时代是一家以第三方电商平台为主要渠道的综合性跨境电商，2020年服装业务收入24.74亿元，公司通过Amazon、Wish、eBay等平台 and SHESHOW、Retro Stage等垂直品类自营网站进行服装业务销售，旗下家居服品牌Ekouaer、男装品牌Coofandy、内衣品牌Avidlove等13个品牌年收入突破亿元。
H01638.HK	子不语	预IPO	收入 19.00亿元 同比增速 32.75%	净利润 1.14亿元 同比增速 40.5%	子不语专注于服装电商出口业务，公司通过Amazon、Wish等第三方电商平台和Jolimall等垂直鞋类自营网站进行销售，旗下拥有151个子品牌，其中20个品牌年销售额突破千万元。涵盖男装、女装、童装、运动服等多个品类。
-	南京领添	E轮	收入：653亿元 同比增速 308%	-	南京领添旗下拥有SHEIN和ROMWE 两大自营独立站，主营快时尚服饰，业务范围涵盖男女装、童装、配饰、美妆等多个领域，致力于为全球消费者提供高性价比的时尚产品。

CONTENTS

目录

1. 跨境服饰电商行业：行业处于高速成长期，服饰独立站显露峥嵘
2. 竞争要素一：供应链能力奠定品牌基础
3. 竞争要素二：社媒营销和本地化运营是获客关键
4. 竞争要素三：交付时效影响用户体验
5. 全球主要区域服饰电商供需格局探讨
6. 全球主要区域服饰电商规模预测
7. 投资建议
8. 风险因素

供应链整合不如预期，服装电商渗透率增长不如预期，流量成本上升；行业竞争加剧；国际形势变化等。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

冯重光（首席纺织服装分析师）

执业证书编号：S1010519040006

免责声明



证券研究报告 2021年9月15日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

		评级	说明
投资建议的评级标准	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
行业评级	行业评级	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与美国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理。本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159)受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2021版权所有。保留一切权利。