

# 轻工制造

## 跨境电商专题：平台红利，乘风而起

**行业：海外电商崛起，中国企业稳抓出海机遇。**根据 Emarketer，2014-2021 年全球电商销售额从 1.16 万亿美元增长至 5.08 万亿美元（14-21 年 CAGR 为 23.5%），2023-2027 年美国电商渗透率有望从 15.6% 升至 20.6%，市场规模将达 1.72 万亿美元（22-27 年 CAGR 为 10.6%）。中国企业稳抓机遇，积极布局跨境电商。根据 Emarketer，2017-2022 年我国跨境出口电商规模从 2.2 增至 6.6 万亿元（CAGR 为 25.1%），2025 年有望达 10.4 万亿元（23-25 年 CAGR 为 16.4%）。

**亚马逊全球地位领先，Temu、Shein、TikTok 等新兴跨境电商平台快速崛起。**Temu、Shein、TikTok shop 上线以来 GMV 快速增长，对亚马逊形成一定冲击。Temu 采取全托管模式+裂变营销打法，适合供应链能力强的工厂型卖家，TikTok 自运营适合具备海外运营能力的企业、全托管适合工厂型卖家，亚马逊适合综合能力强的企业、也是大卖重要的布局平台。

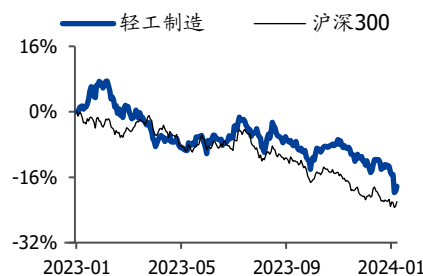
**卖家格局百花齐放，未来品牌型卖家&供应链型卖家各显神通。**全托管模式核心竞争的是生产成本，无佣金/广告/履约成本、盈利能力较低。自运营模式核心竞争的是运营能力&营销能力，佣金/广告/履约成本构成主要费用支出，盈利质量较高、企业盈利能力优异。品牌型卖家品牌效应逐步显现，工厂端、平台端、仓储&物流端、消费者端利润均会流向拥有议价能力的品牌。供应链型卖家规模效应凸显，自身降本空间大，但是由于失去定价权、可能会面临 ASP 的下滑。

**标的推荐：**当前我国轻工企业产品出海+供应链出海+品牌出海多种模式共存，我们认为亚马逊平台销量领先+先发布局新兴平台的企业短期爆发力&长期护城河兼具，经营合规+多平台布局的出海企业抗风险能力更强。**推荐标的：**恒林股份、永艺股份、致欧科技；**建议关注：**梦百合、久祺股份、乐歌股份等。

**风险提示：**海外需求复苏不及预期、政策风险、成本异常波动风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

### 相关研究

- 《轻工制造：出口、内需结构成长，消费白马价值修复可期》2024-01-22
- 《轻工制造：出口结构性成长行情，逆势布局国内成长品牌》2024-01-14
- 《轻工制造：2023Q4 业绩前瞻：造纸延续改善、家居增长提速，消费、出口整体平稳》2024-01-02

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603661.SH	恒林股份	买入	2.54	3.16	3.89	4.65	19.65	15.79	12.83	10.73
301376.SZ	致欧科技	-	0.69	0.99	1.23	1.49	40.97	25.78	20.74	17.13
603600.SH	永艺股份	买入	1.01	0.86	1.08	1.37	12.41	14.57	11.60	9.15
603313.SH	梦百合	-	0.09	0.44	0.76	1.04	124.38	24.58	14.32	10.47
300729.SZ	乐歌股份	-	0.91	1.91	1.43	1.66	17.68	10.88	14.51	12.55

资料来源：Wind，国盛证券研究所（致欧科技、乐歌股份、梦百合 2023-2025 年盈利预测为 Wind 一致预期；截至 2024 年 1 月 24 日收盘价）

## 内容目录

1. 电商行业：海外市场空间广阔，中国企业借势而起.....	5
1.1 出口链：美联储降息预期显现，海外地产后周期迎修复机遇.....	5
1.1.1 短期：家居库存比历史中枢，补库逻辑有望持续演绎.....	5
1.1.2 长期：全球化布局抢占份额，自主品牌出海助力企业转型.....	6
1.2 海外电商市场：全球空间持续扩容，美国市场最为关键.....	8
1.2.1 美国电商市场：规模大、增速快、物流基础好，家具家居品类份额高.....	9
1.2.2 欧洲电商市场：市场规模平稳提升，平台格局分散.....	10
1.2.3 东南亚电商市场：规模小、增速快，平台集中度高、中国企业参与度高.....	11
1.3 中国跨境出口电商情况：中国企业稳抓时代机遇，积极布局跨境电商.....	12
1.3.1 轻工纺织、家居产品是中国跨境电商出口优势品类.....	14
1.4 电商平台分类：多种模式齐头并进，产业趋势逐步深化.....	14
1.4.1 B2B vs B2C：B2B 占主导，B2C 占比持续提升、附加价值&盈利能力较优.....	14
1.4.2 运营平台对比：第三方平台入门易、引流成本低，独立站运营难、护城河深.....	15
1.4.3 平台运营模式对比：全托管适合工厂型卖家，自运营适合具备运营能力的卖家.....	15
1.4.4 海外仓模式对比：FBA 全流程服务，三方仓成本较低、承运/中转灵活，自建仓享成本优势.....	17
1.5 美国电商平台格局：亚马逊份额领先，Temu、TikTok、Shein 快速崛起.....	19
1.5.1 亚马逊：服务能力+供应链+算法能力构筑壁垒，终成长为综合服务提供商.....	19
1.5.2 平台格局演变：亚马逊份额下滑，Temu、Shein、TikTok 强势突围.....	21
1.5.3 Temu：互联网基因，全托管模式极致优化产业链，高周转贴合工厂型卖家需求.....	23
1.5.4 TikTok shop：兴趣电商、种草消费，适合卖家作为流量爆破点.....	24
1.6 跨境电商卖家格局：百花齐放，未来品牌型&供应链型卖家各显神通.....	27
1.6.1 卖家业务模式分类：精品/泛品+第三方平台/独立站、各具优势.....	27
1.6.2 展望未来不同类型卖家利润流向趋势.....	28
2. 投资建议.....	30
2.1 相关风险.....	31
2.1.1 政策风险.....	31
2.1.2 合规风险.....	31
风险提示.....	32

## 图表目录

图表 1：美国长期利率与成屋销售&新房销售拟合图.....	5
图表 2：美国零售商&批发商库存比.....	5
图表 3：美国零售商库存销售变化.....	6
图表 4：宜家销售&库存梳理.....	6
图表 5：轻工出口公司海外产能布局一览.....	7
图表 6：轻工出口公司品牌布局梳理.....	7
图表 7：全球零售市场&电商市场规模、增速、渗透率（万亿美元，%）.....	8
图表 8：全球前五大电商市场份额.....	8
图表 9：2023 年各地区电商规模预计增速.....	8
图表 10：全球 20 国各品类 2022E 电商零售额及增速（亿美元，%）.....	9
图表 11：2023 年全球分国家电商市场规模预测（十亿美元，%）.....	9
图表 12：美国电商市场规模、增速、渗透率（万亿美元，%）.....	9
图表 13：2022 年亚马逊美国站分品类金额、占比、增速（百万美元、宠物产品为健康&美妆细分项）.....	10

图表 14: 欧洲电商市场规模及电商渗透率 (十亿美元、%)	10
图表 15: 2021 年欧洲各国电商收入规模及占 GDP 比重 (十亿欧元、%)	10
图表 16: 欧洲电商平台 2023 年 8 月访问量 (百万人次)	11
图表 17: 欧洲跨境电商合规政策	11
图表 18: 东南亚重点国家电商 GMV (亿美元)	11
图表 19: 2021 年东南亚国家电商主要品类结构 (%)	11
图表 20: 东南亚电商平台份额 (十亿美元、%)	12
图表 21: 中国电商龙头在东南亚积极布局	12
图表 22: 我国跨境电商发展历程	13
图表 23: 2022 年我国跨境出口电商分地区占比	13
图表 24: 2023 年跨境卖家计划布局市场	13
图表 25: 2022 年热门出海电商下载量市场分布	14
图表 26: 2022 年下载量同比增长率	14
图表 27: 2022 年中国跨境 B2C 电商品类结构	14
图表 28: 中国跨境出口 B2C 电商市场各品类 GMV 占比	14
图表 29: 跨境电商产业图谱	15
图表 30: 第三方与独立站模式对比	15
图表 31: 自运营 vs 全托管模式 (红色代表环节由卖家负责)	16
图表 32: 致欧科技不同销售方式毛利率	16
图表 33: 致欧科技 B2B 收入拆分	16
图表 34: 致欧科技成本&费用拆分	17
图表 35: 海外仓运营模式 (红色代表环节由海外仓负责)	17
图表 36: 不同海外仓方式对比	17
图表 37: 亚马逊美国 2024 年尺寸分段	18
图表 38: 亚马逊美国 2024 年配送费收费标准更新	18
图表 39: 亚马逊 FBA 2024 年佣金&仓储&物流政策变化	18
图表 40: 2020 年全球消费者跨境电商购物首选平台	19
图表 41: 2023 年美国电商平台市占率	19
图表 42: 亚马逊供应体系	20
图表 43: 2023 年全球货运企业收入排名	20
图表 44: 亚马逊 A9 算法	20
图表 45: 亚马逊创始人贝索斯提出的“增长飞轮”模型	21
图表 46: 亚马逊营收及增速 (亿美元、%)	21
图表 47: 亚马逊归母净利润及增速 (亿美元、%)	21
图表 48: 亚马逊 22 年 12 月、23 年 2 月各站点流量下滑 (除巴西站)	21
图表 49: 2018-2023 年亚马逊会员数量及渗透率	21
图表 50: Temu 北美地区月活及环比增速 (百万)	22
图表 51: 2019-2024E 各电商平台全球 GMV (亿美元)	22
图表 52: 美国 CPI 及美国消费者信心指数	22
图表 53: 2023 年外贸卖家计划布局跨境电商平台情况	22
图表 54: 2021 年 Amazon 卖家运营成本变化	23
图表 55: 2021 年各平台广告点击成本 (美元/点击)	23
图表 56: TEMU 月度 GMV (百万美元)	23
图表 57: Temu 全托管模式	23
图表 58: Temu 在超级碗上的广告	24
图表 59: TikTok shop 发展历程	24

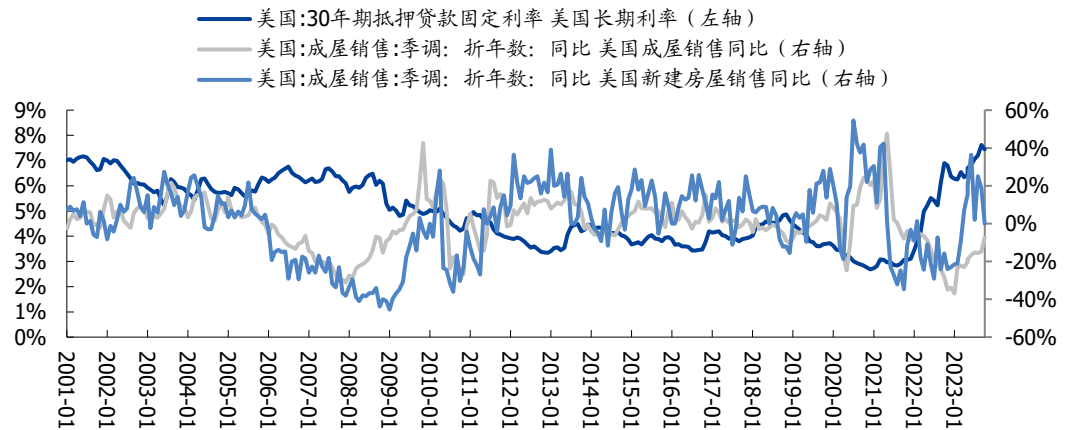
图表 60: 货架电商 vs 内容电商对比.....	25
图表 61: TikTok 用户画像.....	25
图表 62: TikTok 用户/整体用户决定购买的关键决策因素.....	25
图表 63: TikTok shop 不同合作模式对比.....	25
图表 64: TikTok shop 全托管模式业务链路.....	26
图表 65: 同款 SPU 在不同平台价格对比 (美元) .....	26
图表 66: 不同平台特点对比 .....	27
图表 67: 不同运营模式跨境电商公司财务表现对比 (毛利率、净利率、现金流/净利润、存货周转率为 2023 年前三季度数据) .....	28
图表 68: 品牌型公司未来利润流向 .....	29
图表 69: 1P 供应链型公司未来利润流向 .....	29
图表 70: 3P 供应链型公司未来利润流向 .....	29
图表 71: 轻工公司出海情况 .....	30
图表 72: 美国“最低限度原则”政策原文 .....	31
图表 73: 2017-2023 年亚马逊上顶级第三方卖家来自于中国的比例.....	31
图表 74: 2017-2023 年亚马逊上中国卖家 GMV 占比 .....	31

## 1. 电商行业：海外市场空间广阔，中国企业借势而起

### 1.1 出口链：美联储降息预期显现，海外地产后周期迎修复机遇

降息预期升温，地产后周期迎修复机会。美国长期贷款利率自高点已连续 9 周下滑（自高点-1.19pct）。根据我们观测，长期贷款利率与成屋/新房销售呈显著负相关，通常利率下降 1 个百分点左右地产销售数据回暖；截止 2023 年 11 月，美国成屋/新房销售历史分位已至 13.2%/19.6%，此轮美国地产周期或已筑底（本轮自 21 年中高位下滑，下行周期达近 3 年）。

图表 1：美国长期利率与成屋销售&新房销售拟合图



资料来源：Wind，国盛证券研究所

#### 1.1.1 短期：家居库存比历史中枢，补库逻辑有望持续演绎

家居库存比历史中枢，补库逻辑有望持续演绎。2023Q3 受益于旺季补库、订单回暖，Q4 由于终端需求平稳、订单环比稳定。海外整体库存水平目前仍维系平稳（截至 2023 年 10 月美国家具零售商、批发商库销比分别为 42.9%、61.5%，均处历史中枢）。伴随终端消费回暖（家居消费复苏节奏和地产趋同），2024 年补库逻辑有望演绎，我国家居出海品牌商、供应商有望受益。

图表 2：美国零售商&批发商库销比

零售商		零售商总体	机动车	家具、家用装饰、 电子和家电	建筑材料、园林 设备和物料	食品饮料	服装服饰	日用品商场				
	历史分位	37.74%	40.52%	42.86%	66.67%	31.58%	59.18%	24.42%				
	2020年至今均值	1.44	1.99	1.68	1.80	0.79	2.44	1.52				
	2023-10	1.30	1.79	1.56	1.89	0.78	2.39	1.36				
批发商 (耐用品)		批发商：耐用品	汽车及配件	家居及摆设	木材及建材	专业及商业设备	电脑及外围设备	金属及矿产	电气及电子	五金及水暖	机械设备	耐用品杂项
	历史分位	77.78%	51.82%	61.54%	89.55%	75.00%	46.15%	60.58%	41.67%	74.03%	86.81%	54.21%
	2020年至今均值	1.59	1.56	1.63	1.40	1.09	0.79	1.97	1.19	2.02	2.53	1.46
	2023-10	1.83	1.85	1.73	1.63	1.22	0.78	2.32	1.29	2.30	2.92	1.66
批发商 (非耐用品)		批发商：非耐用品	纸及纸制品	药品	服装及面料	食品	农产品	化学品	石油及石油产品	酒类	非耐用品杂项	
	历史分位	43.75%	50.00%	0.00%	71.35%	72.73%	32.14%	47.50%	16.67%	83.33%	87.64%	
	2020年至今均值	0.93	1.03	1.14	1.95	0.66	1.22	1.13	0.37	1.26	1.38	
	2023-10	0.93	1.02	0.96	2.77	0.73	1.14	1.14	0.30	1.60	1.78	

资料来源：Wind，国盛证券研究所



图表 3: 美国零售商库存销售变化

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
<b>劳氏 (LOWE'S)</b>							
家居零售商; 相关标的: 梦百合、麒盛科技、乐歌股份、匠心家居、恒林股份、永艺股份、顾家家居、松霖科技、建霖家居、共创新坪、浙江自然							
收入增速	-3.12%	-0.34%	2.45%	5.18%	-5.55%	-9.17%	-12.81%
库存增速	10.10%	11.59%	18.77%	5.27%	-3.54%	-9.87%	-11.54%
<b>家得宝 (HOME DEPOT)</b>							
家居零售商; 相关标的: 梦百合、麒盛科技、乐歌股份、匠心家居、恒林股份、永艺股份、顾家家居、松霖科技、建霖家居、共创新坪、浙江自然							
收入增速	3.75%	6.50%	5.57%	0.31%	-4.24%	-2.00%	-2.99%
库存增速	31.91%	37.97%	24.96%	12.77%	0.29%	-10.82%	-11.33%
<b>沃尔玛 (WALMART)</b>							
全品类零售商; 相关标的: 家联科技、久谦股份、梦百合、麒盛科技、乐歌股份、匠心家居、恒林股份、永艺股份、顾家家居、松霖科技、建霖家居、共创新坪、浙江自然、依依股份、天元宠物、希宝宠物、佩蒂股份、中宠股份、源飞宠物							
收入增速	2.36%	8.37%	8.74%	7.31%	7.58%	5.74%	5.23%
库存增速	32.01%	25.48%	12.56%	0.12%	-7.02%	-5.34%	-1.17%
<b>亚马逊 (AMAZON)</b>							
全品类线上零售商; 相关标的: 久谦股份、梦百合、麒盛科技、乐歌股份、匠心家居、恒林股份、永艺股份、致欧科技、希宝宠物、佩蒂股份、中宠股份、依依股份、天元宠物、源飞宠物							
收入增速	7.30%	7.21%	14.70%	8.58%	9.37%	10.85%	12.57%
库存增速	46.70%	58.19%	18.47%	5.41%	-2.34%	-4.10%	-3.39%
<b>欧迪办公 (OFFICE DEPOT)</b>							
办公用品零售商; 相关标的: 恒林股份、永艺股份							
收入增速	-7.95%	-11.02%	-0.32%	3.13%	-3.21%	-6.15%	-7.50%
库存增速	-6.78%	1.15%	5.83%	-3.61%	-8.43%	-13.64%	-12.13%
<b>YETI</b>							
保温杯品牌商; 相关标的: 哈尔斯、嘉益股份							
收入增速	18.61%	17.44%	19.55%	1.10%	3.12%	-4.16%	0.00%
库存增速	124.57%	121.06%	65.22%	16.48%	-15.99%	-34.30%	-22.32%
<b>CRICUT</b>							
雕刻机品牌商; 相关标的: 盛趣科技							
收入增速	-24.41%	-45.06%	-31.95%	-27.61%	-25.94%	-3.26%	-1.18%
库存增速	60.06%	13.43%	-7.78%	-22.57%	-39.19%	-39.22%	-37.24%
<b>STBELCASE</b>							
办公椅品牌商; 相关标的: 永艺股份、恒林股份							
收入增速	33.03%	19.03%	12.06%	6.51%	1.48%	-0.93%	-5.93%
库存增速	63.16%	70.39%	32.52%	-1.84%	-17.47%	-31.74%	-31.40%
<b>PETCO</b>							
宠物用品零售商; 相关标的: 依依股份、天元宠物、希宝宠物、佩蒂股份、中宠股份、源飞宠物							
收入增速	4.31%	3.21%	4.02%	4.23%	5.42%	3.38%	-0.46%
库存增速	18.61%	15.13%	12.27%	-3.41%	-2.05%	-6.64%	0.99%
<b>FRESHPET</b>							
宠物用品零售商; 相关标的: 依依股份、天元宠物、希宝宠物、佩蒂股份、中宠股份、源飞宠物							
收入增速	41.49%	34.42%	40.65%	43.12%	26.75%	25.56%	32.57%
库存增速	104.55%	144.00%	120.69%	61.11%	46.67%	6.56%	-7.81%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

宜家供应商有望迎布局机会。宜家库存周期较行业滞后 1-2 个季度, 预计 2022Q4-2023Q3 下单均较谨慎; 截至 23 年 8 月底, 宜家库销比已修复至疫情前水平, 2023Q4 下单节奏有望修复, 其办公椅核心供应商永艺股份、恒林股份等订单预计边际仍可改善。此外, 办公椅换新周期通常为 3-5 年, 2020H2 居家办公催生集中消费, 首批换新需求有望于 2024 年显现。

图表 4: 宜家销售&库存梳理

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
收入 (亿欧元)	249.19	252.54	236.13	256.15	275.78	290.63
YOY		1.34%	-6.50%	8.48%	7.66%	5.38%
库存 (亿欧元)	46.32	43.12	36.61	37.52	62.94	47.72
YOY		-6.91%	-15.10%	2.49%	67.75%	-24.18%
库销比	18.59%	17.07%	15.50%	14.65%	22.82%	16.42%

资料来源: 宜家公司公告, 国盛证券研究所

### 1.1.2 长期: 全球化布局抢占份额, 自主品牌出海助力企业转型

供应链布局全球化, 龙头份额持续提升。受国际贸易摩擦风险增加影响, 海外大型品牌&零售商加速构建全球供应链体系, 出口企业制造基地逐步向东南亚、墨西哥、欧美本土等地区扩张。截至目前, 龙头公司海外基地已初具规模, 逐步覆盖欧美订单, 同时承接部分原有中小供应商订单, 供应格局加速整合。

图表 5: 轻工出口公司海外产能布局一览

公司	海外布局
永艺股份	2018年投建越南生产基地（办公椅出口美国零关税），2023H1罗马尼亚基地出货。
恒林股份	2018年布局越南产能，目前已拥有三座生产基地（办公椅出口美国零关税）
共创草坪	2018年布局越南产能（出口欧盟零关税，出口美国关税6%），目前一期产能达2400万平方米，二期达3000万平方米，三期项目择机启动；2022年将越南四期地点改至墨西哥。
盈趣科技	在匈牙利（对接欧洲客户&开拓新能源业务）、马来西亚（对接北美客户&开拓食品、医疗、户外业务）建有智能制造基地，截至2021年马来西亚基地产能占比已达30%+。
乐歌股份	2015年在越南布局生产基地并于2016年底投产
浙江自然	已在越南、柬埔寨设立生产基地
梦百合	已拥有包括塞尔维亚、美国、泰国及西班牙等多个生产基地
匠心家居	生产以东南亚（越南）为主，自2019年下半年至今，匠心基地已完成所有出口美国、加拿大的家具类产品的生产
哈尔斯	2021年起计划建造泰国生产基地，目前已成功出货，并追加不超过6000万美元扩建产能
嘉益股份	2022年计划在越南新设全资生产型孙公司嘉益科技
源飞宠物	2020年在柬埔寨建成生产基地，享受免征生产设备、建筑材料、零配件和原材料等的进口关税及免缴增值税
麒盛科技	2019年末越南工厂落成，2022年初墨西哥海绵工厂项目启动，2022年底工厂实现正常运营生产
乖宝宠物	2015年设立泰国工厂，已形成812.50吨宠物零食月产能
中宠股份	产能遍及中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨5个国家

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

生产制造商向品牌商战略升级，切入差异化竞争渠道抢占份额。目前众多出口企业均以ODM/OEM 为主，位居产业链中游、产品附加值较低、盈利能力较差。行业转型升级浪潮中部分龙头企业积极建设自主品牌、以匠心家居为例，通过扩展终端零售商客户，销售自主设计生产的自主品牌，2024 年凭借渠道改革（店中店）、品牌美誉度提升，有望持续扩张份额。

图表 6: 轻工出口公司品牌布局梳理

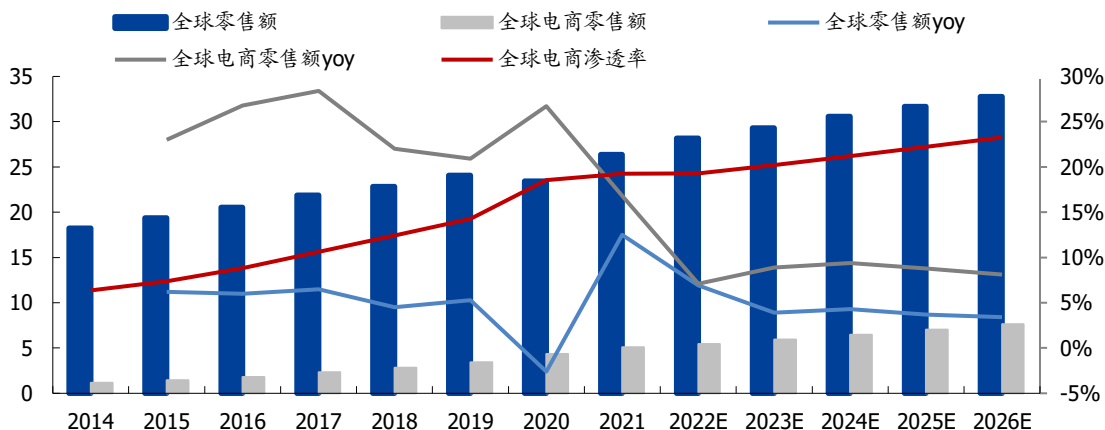
公司名称	自主品牌	跨境电商	OBM收入&盈利
久祺股份	Logan、小趣、DRBIKE、HILAND、JOYSTAR、STITCH、cycmoto、久祺、祺娃娃	HILAND、JOYSTAR、STITCH、Cycmoto、Drbike	2022年收入占比17.45%，毛利率21.56%（ODM毛利率为13.64%）
恒林股份	恒林、Lista Office、厨博士、NOUHAUS	NOUHAUS、Smugdesk	2022年收入占比42.9%，毛利率为29.94%（代工业务为15.54%）
乐歌股份	乐歌、Flexispot	Flexispot	2022年收入占比68.89%（不含海外仓）
梦百合	MLILY、MLILY梦百合	MLILY	2022年品牌门店收入占比36.18%（毛利率为43.63），品牌线上收入占比8.47%（毛利率47.17%），大宗业务毛利率20.24%
哈尔斯	HAERS、SIGG、NONOO、SANTECO	SIGG、SANTECO	2022年1-3月收入占比18.17%，毛利率为21.29%(ODM毛利率为14.31%)
匠心家居	MOTO MOTION、MOTO LIVING、MOTO SLEEP	-	2020年收入占比29.26%，毛利率为34.62%（ODM为37.10%，OEM为24.04%）
永艺股份	永艺	-	-
嘉益股份	Migo	-	-
天元宠物	伊丽、臻爱、Made4Pets、OHANA STORE	-	2022年1-6月收入占比为7.68%，毛利率为31.14%（贴牌为21.25%）
依依股份	乐事宠、一坪花房	-	-
麒盛科技	舒福德	Sleep Science、Blissful Nights、ANANDA、Sleep Zone、LULAABED	2022年线上自主品牌占比16.3%，毛利率为37.3%（大宗业务为30.0%）
致欧科技	SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA	SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA	均为自主品牌，2023Q1-Q3毛利率高达36.9%

资料来源：各公司年报，国盛证券研究所

## 1.2 海外电商市场：全球空间持续扩容，美国市场最为关键

全球电商渗透率逐年提升，市场规模稳步增长，**2022 年全球规模 5.4 万亿美元，22-26 年 CAGR 8.8%**。根据 Emarketer 统计，2014-2021 年全球电商销售额从 1.16 万亿美元增长至 5.08 万亿美元（CAGR 为 23.5%），电商渗透率从 6.4% 增长至 19.3%。依托渗透率提升，电商市场仍有望实现稳健增长，2022-2026 年预计市场规模将从 5.4 万亿美元增长至 7.6 万亿美元（CAGR 为 8.8%），渗透率从 19.3% 提升至 23.3%。

图表 7：全球零售市场&电商市场规模、增速、渗透率（万亿美元，%）

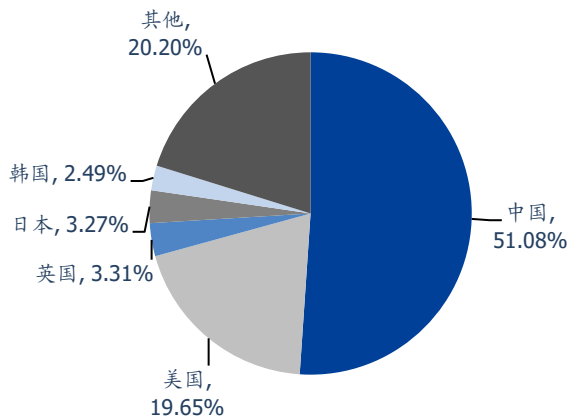


资料来源：Emarketer，国盛证券研究所

分市场来看，美国电商市场规模全球第二，东南亚规模增速最快。

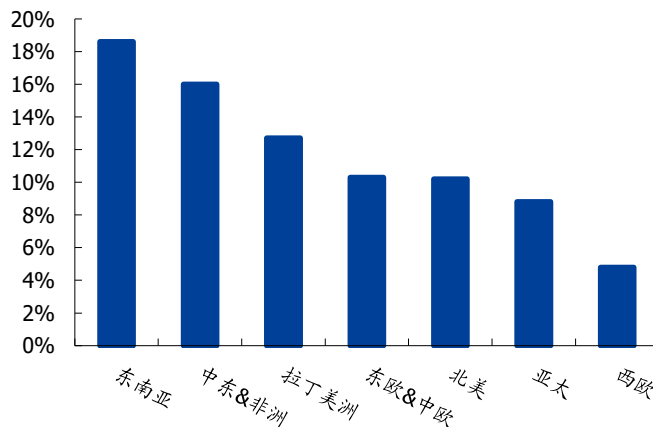
- 美国：美国电商市场全球份额 19.65%，规模仅次于中国（份额 51.08%）。
- 欧洲：网购用户比例提升、企业积极介入 B2B 电商，规模有望延续稳增，但罢工频繁&合规成本高导致跨境电商运营难度较大。
- 东南亚：东南亚地区国家分散，规模增速全球第一；伴随 RCEP 落地、关税降低，阿里、京东、腾讯、TikTok 等龙头企业已加速产业布局。

图表 8：全球前五大电商市场份额



资料来源：Emarketer，国盛证券研究所

图表 9：2023 年各地区电商规模预计增速

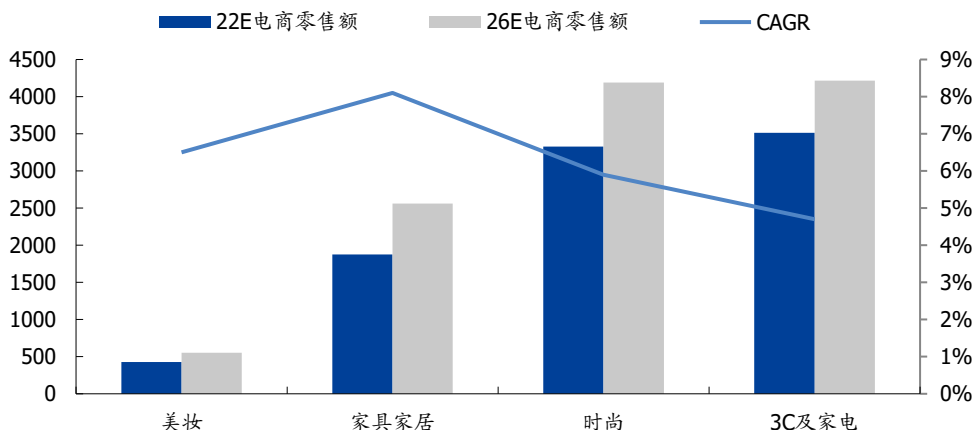


资料来源：Emarketer，国盛证券研究所

分品类来看，家具家居全球电商零售额规模大、复合增速快。根据德勤《2022 TikTok+ 电商出海营销白皮书》，时尚、3C 及家电、家具家居品类电商零售额规模较大，2022 年家具家居品类全球 20 国电商零售额规模约为 1875 亿美元，展望 2022-2026 年复合增速约为 8.1%，快于美妆/时尚/3C 及家电品类的 6.5%/5.9%/4.7%。



图表 10: 全球 20 国各品类 2022E 电商零售额及增速 (亿美元, %)

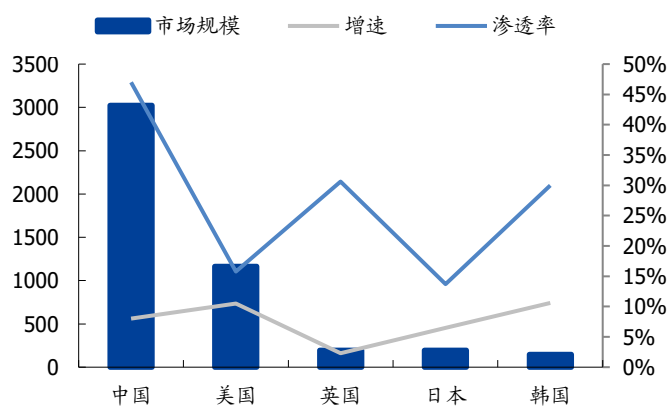


资料来源: 德勤《2022 TikTok+电商出海营销白皮书》, 国盛证券研究所

### 1.2.1 美国电商市场: 规模大、增速快、物流基础好, 家具家居品类份额高

美国为海外最大电商市场, 23 年电商市场规模约 1.14 万亿美元、电商渗透率 15.6%。根据 Emarketer, 2017-2022 年美国电商市场规模从 0.46 万亿美元增长至 1.04 万亿美元 (CAGR 为 17.8%), 2023 年渗透率预计为 15.6%, 相较中国/英国/韩国渗透率 47.0%/30.6%/30.0% 仍有较大提升空间。根据 Emarketer 预测, 2027 年美国电商渗透率有望稳步提升至 20.6%, 市场规模提升至 1.72 万亿美元 (5 年 CAGR 为 10.6%)。

图表 11: 2023 年全球分国家电商市场规模预测 (十亿美元, %)



资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

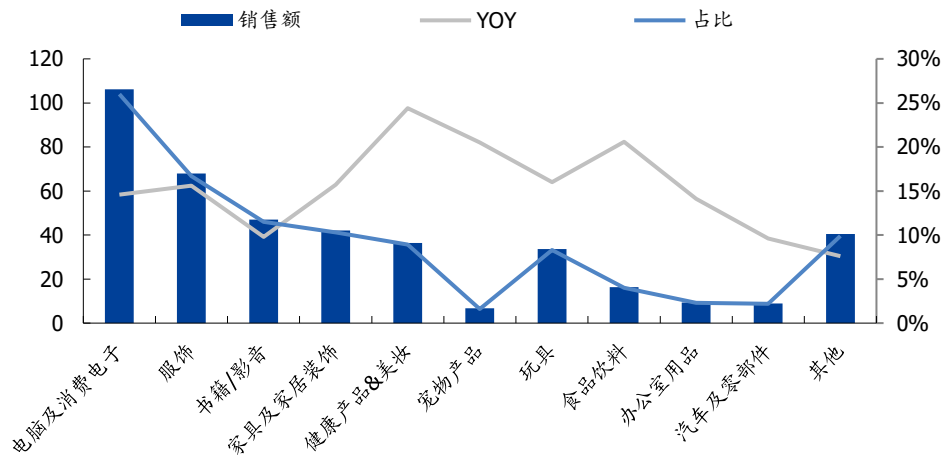
图表 12: 美国电商市场规模、增速、渗透率 (万亿美元, %)



资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

家具家居品类为亚马逊 B2C 平台销售额 top4, 大卖竞争优势明确。2022 年亚马逊美国站家居类目销售额位列第四、占比 10.3%, 总销售额同比+15.7%, 为重要细分子类目。家具由于单件体积较大, 仓储&运输费用较高, 且家居产品易存在同质化现象, 部分参与者凭借制造、规模、资金等优势, 叠加精细经营管理&前瞻仓储布局, 更易抢占份额、成为平台核心大卖家。

图表 13: 2022 年亚马逊美国站分品类金额、占比、增速 (百万美元, 宠物产品为健康&美妆细分项)

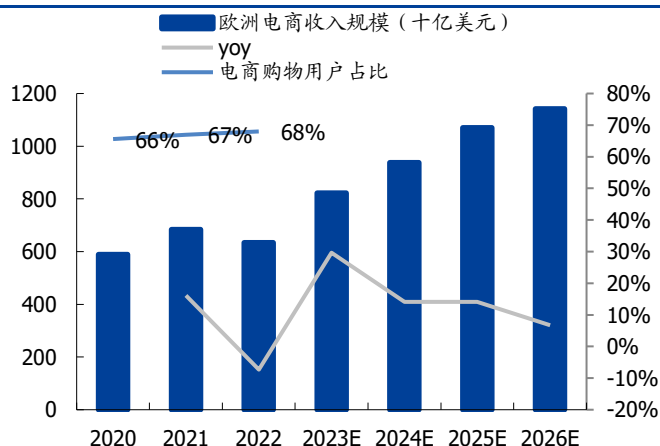


资料来源: Emarketer, 国盛证券研究所

### 1.2.2 欧洲电商市场: 市场规模平稳提升, 平台格局分散

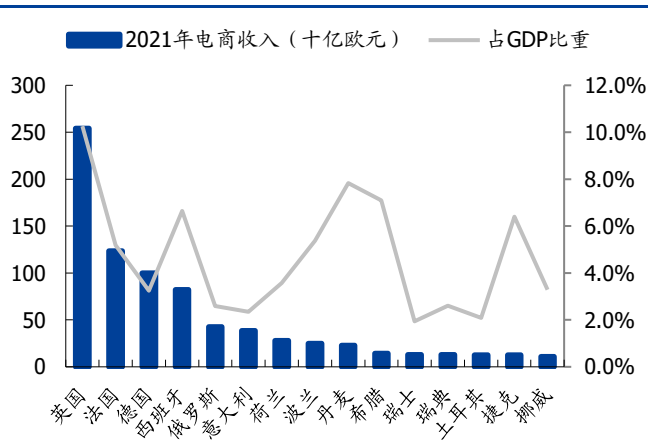
市场规模平稳提升, 各国分化较为明显。2021-2026 年欧洲电商市场规模预计从 0.68 万亿美元增长至 1.14 万亿美元 (CAGR 为 10.8%), 其中西欧占比最高 (占比 67%)。2022 年欧洲电商用户占比已达 68%, 进入平稳提升期。欧洲各国电商市场发展情况差异较大, 其中英国/法国/德国/西班牙电商市场规模较大、2021 年规模分别为 2540/1234/1000/821 亿欧元, 英国/丹麦/希腊/西班牙/捷克/波兰电商收入占 GDP 比重分别达 10.3%/7.8%/7.1%/6.6%/6.4%/5.4%、电商行业较为发达。

图表 14: 欧洲电商市场规模及电商渗透率 (十亿美元, %)



资料来源: ECDB, 亿邦动力网, 国盛证券研究所

图表 15: 2021 年欧洲各国电商收入规模及占 GDP 比重 (十亿欧元, %)



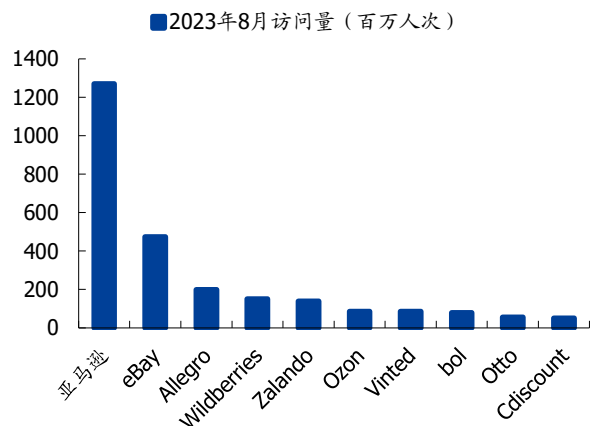
资料来源: Statista, 国盛证券研究所

亚马逊、eBay 份额领先, 其余平台格局分散、本土化属性强。Wildberries、Ozon 平台优势区域为俄罗斯, Zalando、Otto 平台优势区域为德国, Allegro/Vinted/bol/cdiscount 优势区域分别为波兰/立陶宛/荷兰/法国, 中国电商平台玩家份额仍较低。

去工业化、罢工潮、合规要求高是制约欧洲跨境电商行业发展的主要因素。

- 去工业化制约跨境市场扩张, 由于地缘政治冲突+气候因素, 工业品需求低迷。
- 欧洲频繁出现工人罢工, 影响尾程物流配送效率。
- 欧洲市场合规要求较高, 主要包括 VAT 税务合规、EPR 产品合规、产品认证合规等, 卖家经营成本提升。

图表 16: 欧洲电商平台 2023 年 8 月访问量 (百万人次)



资料来源: similarweb, 国盛证券研究所

图表 17: 欧洲跨境电商合规政策

合规政策	具体内容
VAT税务合规	如在欧盟任一国家产生库存, 则触发当地增值税义务, 需及时上传当地国家增值税税号
EPR环境合规	卖家需确保其产品的包装&运输过程均符合环保标准, 并在产品使用期限结束后, 负责安排产品回收处理
产品认证合规	CE认证、UKCA认证 (英国市场) 提供欧代/英代信息, 否则面临产品下架、禁止入仓、强制移仓风险 欧盟能效标签

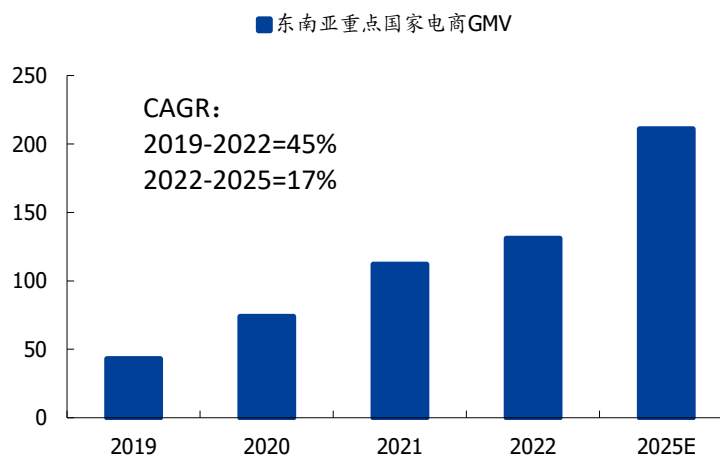
资料来源: 知心意国际企服, 跨境知道, 国盛证券研究所

### 1.2.3 东南亚电商市场: 规模小、增速快, 平台集中度高、中国企业参与度高

东南亚单一国家规模小, 但整体增速快, 中国电商平台抢先布局。根据艾瑞咨询, 2022 年东南亚重点国家电商 GMV 为 131 亿美元, 2019-2022 年 CAGR 为 45%, 2022-2025 年 CAGR 预计为 17%, 保持高速增长。

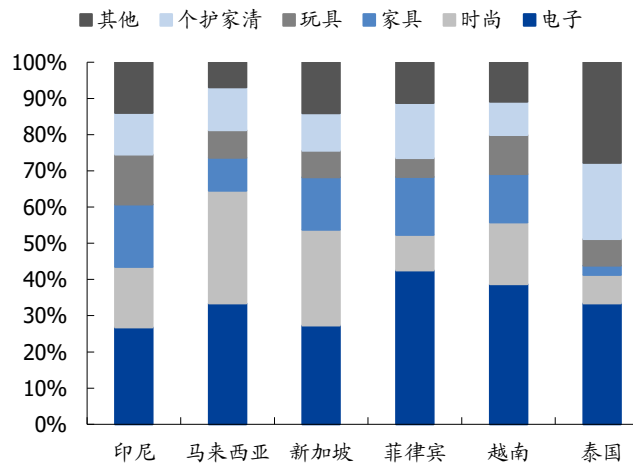
电子产品、时尚、家具、玩具、个护家清品类电商销售额领先。其中家居家具品类在印尼/马来西亚/新加坡/菲律宾/越南市场均为电商主要销售品类, 占比分别为 17.2%/9.1%/14.5%/16.0%/13.3%。

图表 18: 东南亚重点国家电商 GMV (亿美元)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

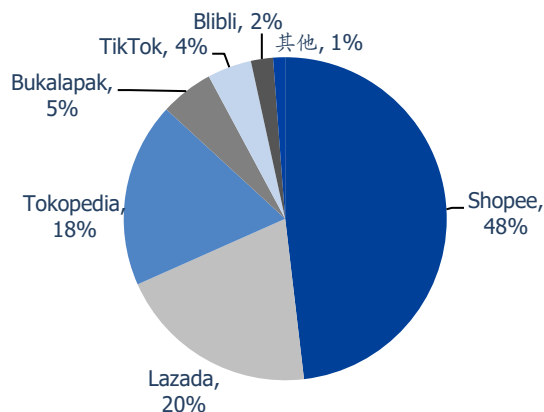
图表 19: 2021 年东南亚国家电商主要品类结构 (%)



资料来源: 华经产业研究院, DataReportal, Statista, 国盛证券研究所

东南亚电商平台格局集中, 中国企业布局深入。Shopee 份额第一, 2022 年 GMV 为 479 亿美元、份额 48%; 其次是 Lazada、Tokopedia, 份额分别为 20%、18%, CR3 占据 87%。中国互联网龙头企业如阿里、腾讯、京东、字节、拼多多都已陆续在东南亚电商市场进行深入布局。

图表 20: 东南亚电商平台份额 (十亿美元, %)



资料来源: Momentum Works, 国盛证券研究所

图表 21: 中国电商龙头在东南亚积极布局

中国电商龙头东南亚布局	
2016	阿里巴巴陆续注资Lazada, 致力于提升其电商技术与物流体系, 2022年Lazada市占率达20.2%
2017	腾讯投资Shopee成为第一大股东, 为其提供资源与技术支持, 2022年Shopee市占率达48.1%
2021	字节跳动旗下的TikTok进入东南亚市场, 以“货找人”模式推动当地流量变现, 2022年市占率已达4.4%
2023	拼多多旗下TEMUE9月进军东南亚市场, 在菲律宾和马来西亚推出

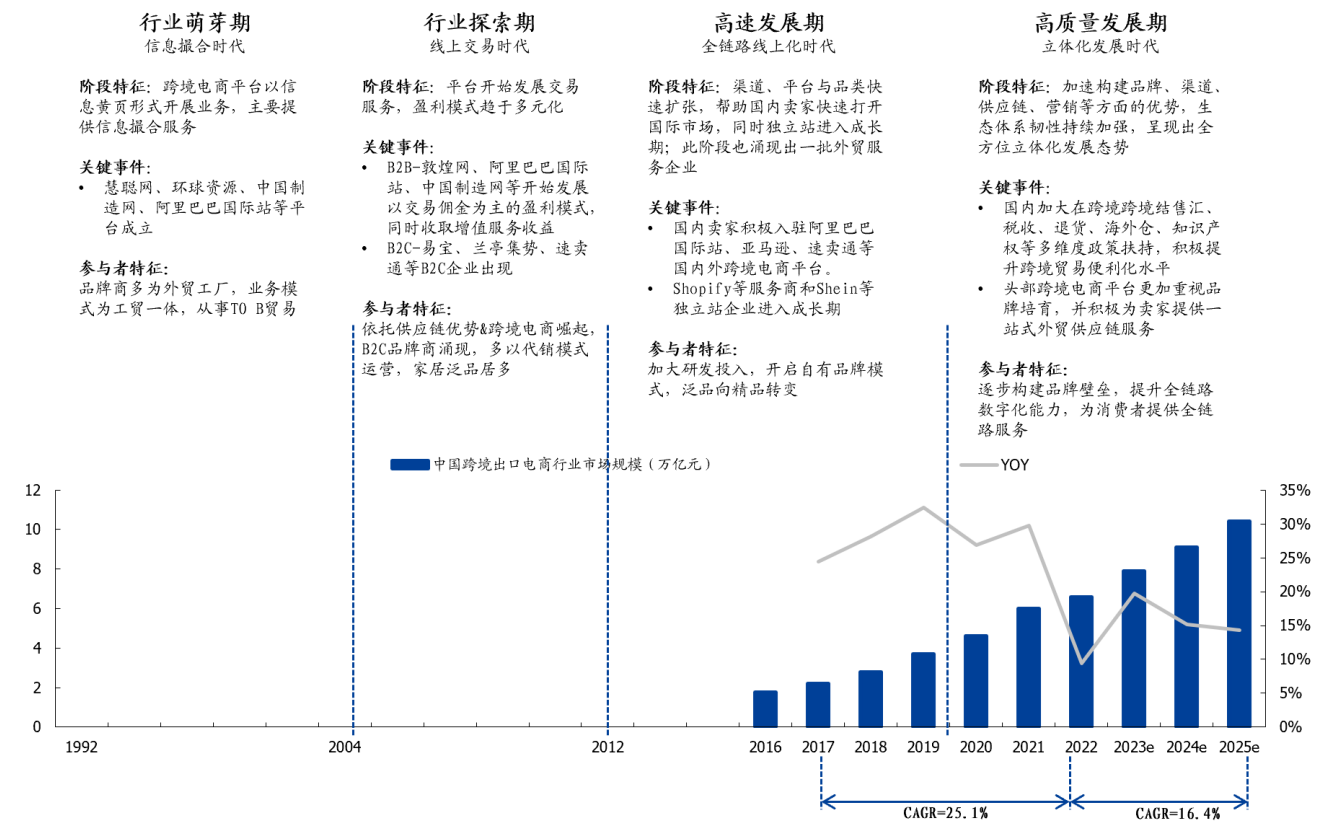
资料来源: 艾瑞咨询, 36kr, Momentum Works, 白鲸跨境, 国盛证券研究所整理

### 1.3 中国跨境出口电商情况: 中国企业稳抓时代机遇, 积极布局跨境电商

外贸代工转向品牌精耕, 行业趋于高质量发展。我国跨境电商行业商业模式最早为信息撮合、工贸一体出海, 伴随 Ebay、亚马逊等平台涌现, 中国卖家作为 B2C 品牌商开始以代销模式销售高性价比产品。2017 年亚马逊品牌备案计划驱动, 我国品牌出海进程加速。此后, 受益于海外平台合规与标准化体系建立, 各品牌商加速整合供应链, 行业迈向高质量发展期。

行业规模稳步扩张, 2025 年预计突破 10 万亿。2017-2022 年中国跨境出口电商行业规模从 2.2 万亿元增长至 6.6 万亿元 (CAGR 为 25.1%), 其中 2022 年增速放缓主要系局部封控导致供应链压力以及国际形势变化等综合因素。相较传统贸易, 跨境电商可降低全球交易成本、未来作为我国外贸增长有力支撑点, 规模有望恢复稳健增长。根据艾瑞咨询预测, 2025 年行业规模有望达 10.4 万亿元 (3 年 CAGR 为 16.4%)。

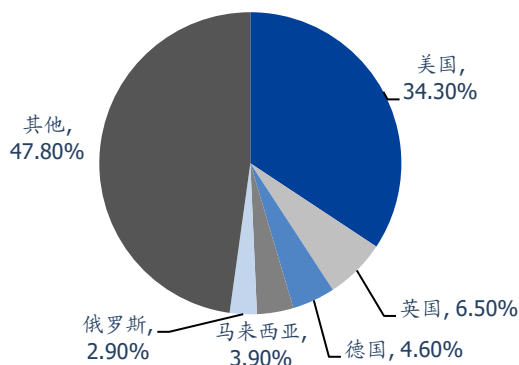
图表 22: 我国跨境电商发展历程



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所绘制

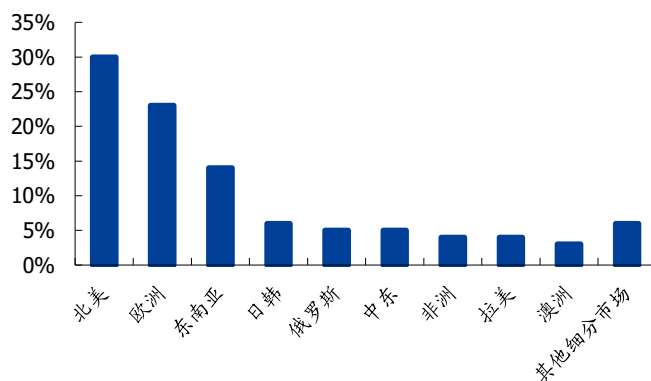
美国跨境电商出口占比第一, 最多跨境卖家计划布局市场。2022 年我国跨境电商出口前五大目的地分别为美国/英国/德国/马来西亚/俄罗斯 (占比分别为 34.3%/6.5%/4.6%/3.9%/2.9%), 其中美国市场占据 1/3 以上份额。根据雨果跨境, 北美市场是我国最多跨境卖家计划布局的市场 (占比 30%), 其次是欧洲/东南亚 (占比 23%/14%)。2022 年拉丁美洲/欧洲热门出海电商下载量最大 (占比 24%/24%), 北美下载量增速最快 (同比+56%)。

图表 23: 2022 年我国跨境出口电商分地区占比



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

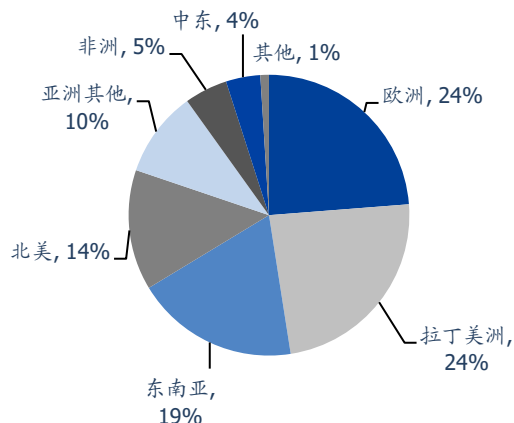
图表 24: 2023 年跨境卖家计划布局市场



资料来源: 雨果跨境, 国盛证券研究所

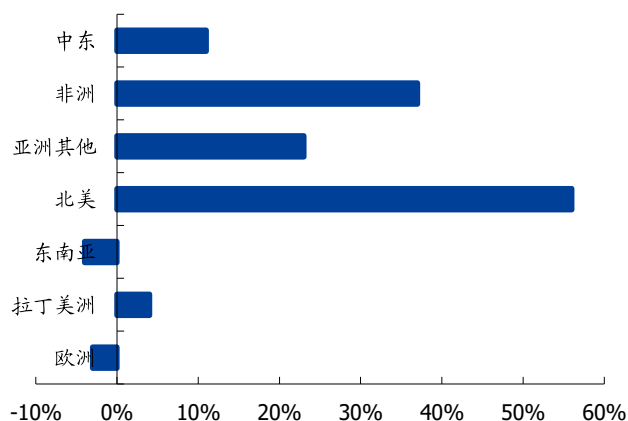


图表 25: 2022 年热门出海电商下载量市场分布



资料来源: Sensor tower, 国盛证券研究所

图表 26: 2022 年下载量同比增长率

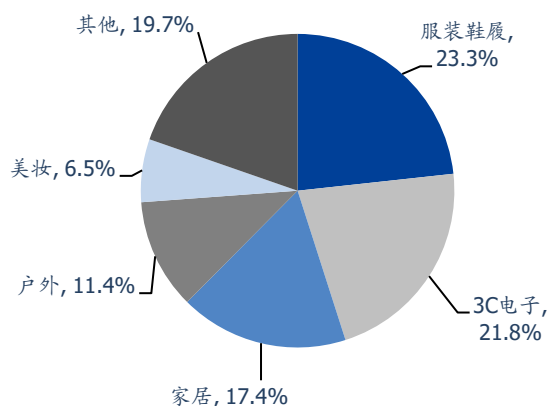


资料来源: Sensor tower, 国盛证券研究所

### 1.3.1 轻工纺织、家居产品是中国跨境电商出口优势品类

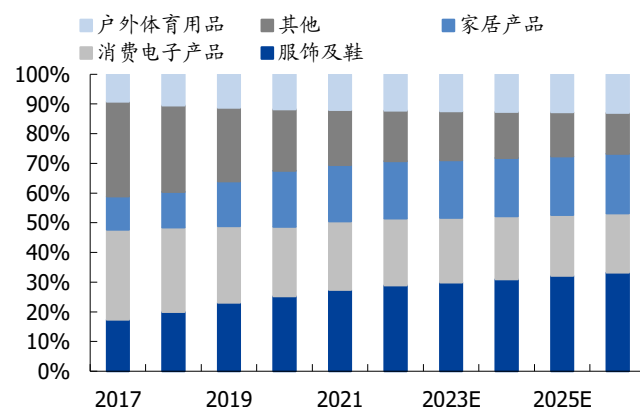
轻工纺织、家居、电子产品、户外用品是我国跨境 B2C 电商优势出口品类。根据艾瑞咨询, 2022 年我国跨境 B2C 电商主要出口品类包括服装鞋履/3C 电子/家居/户外用品 (占比 23.3%/21.8%/17.4%/11.4%/6.5%), CR5 为 80%。根据子不语招股书, 我国跨境出口 B2C 电商市场主要品类包括服饰&鞋、消费电子、家居产品、户外体育用品。

图表 27: 2022 年中国跨境 B2C 电商品类结构



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 28: 中国跨境出口 B2C 电商市场各品类 GMV 占比



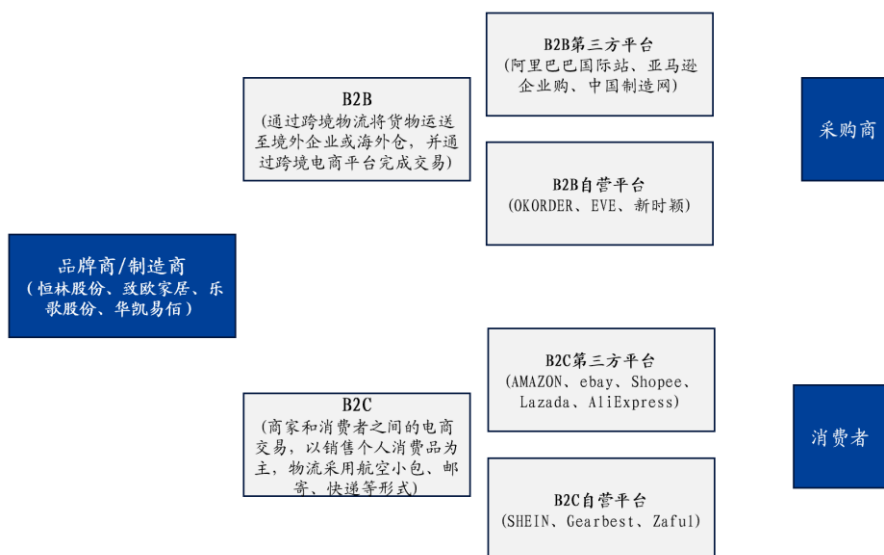
资料来源: 子不语招股书, 国盛证券研究所

## 1.4 电商平台分类: 多种模式齐头并进, 产业趋势逐步深化

### 1.4.1 B2B vs B2C: B2B 占主导, B2C 占比持续提升、附加价值&盈利能力较优

B2B 交易仍占主导, 但受益于产业链缩短、附加价值&盈利能力较优, B2C 占比持续提升。跨境电商 B2B/B2C 均通过第三方或自营跨境平台完成交易, 主要区别为 B2C 模式交易对象为终端消费者。2013-2022 年跨境电商 B2B/B2C 交易占比从 94.8%/5.2%变化至 75.6%/24.4%, B2C 占比持续提升。

图表 29: 跨境电商产业图谱



资料来源: 江阴商务, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所绘制

### 1.4.2 运营平台对比: 第三方平台入门易、引流成本低, 独立站运营难、护城河深

第三方平台引流成本低、入门易, 但是不够灵活、费用相对高; 独立站贴近 C 端、利于打造品牌效应, 但是运营难度大。第三方平台 (亚马逊、TikTok shop 等) 的优势在于其天然流量, 卖家需要为平台支付佣金, 亚马逊平台佣金约 8-15%, 而独立站自建站免佣, 通过 Shopify 则收取小部分佣金。独立站优势在于私域流量的留存&定价灵活, 缺点在于引流成本更高, 运营难度大, 更适合较高客单值或复购率较高产品。

图表 30: 第三方与独立站模式对比

模式	站内运营	推广营销	发货&仓储	竞争要素	佣金	优势	劣势	适合玩家类型
第三方平台	规则&算法成熟, 核心是玩转平台流量规则	站内+站外	直邮/海外仓	卖家众多、竞争激烈, 进入门槛较低	8-15%左右	平台有自然流量, 引流成本低	受限于平台规则, 费率相对高	大卖/中小卖
独立站	完全自主运营 (营销、折扣、图文视频、销量&收藏量等)	站外	直邮/海外仓	卖家需具备营销思维&品牌运营能力	1) 自建站免佣; 2) 使用 Shopify 收取小部分佣金	贴近 C 端, 经营灵活, 利于扩大品牌效应、沉淀私域	站外引流成本高, 推广周期长, 运营难度大	复购率高、已经有一定品牌影响力、多为垂直品类, 不适合新手/小卖

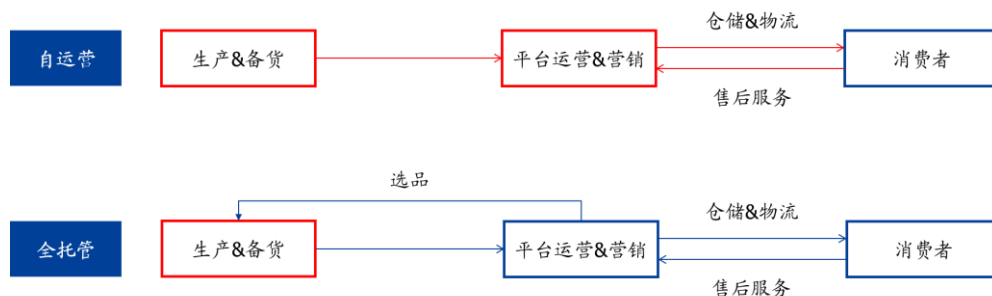
资料来源: HiShop, 雨果跨境, 卖家网, 国盛证券研究所

### 1.4.3 平台运营模式对比: 全托管适合工厂型卖家, 自运营适合具备运营能力的卖家

全托管平台自带流量、转化率高, 但弱化卖家品牌属性, 议价权向平台集中。全托管模式下卖家只需提供货品并备货入仓, 实际角色是供货商, 核心能力在深挖供应链潜力, 具备稳定上新&按时交付能力, 目前 Temu 主要应用全托管模式, TikTok、亚马逊也在推广类似模式。

自运营卖家自主把控全产业链环节、更贴近 C 端、但运营门槛较高。卖家自己负责营销&运营环节, 需进行短视频制作/直播/KOL 合作/站内外广告投放等工作, 核心能力在于全流程运营能力、本地仓储&物流能力、电商平台营销经验等。

图表 31: 自运营 vs 全托管模式 (红色代表环节由卖家负责)



资料来源: 国盛证券研究所绘制

全托管模式核心竞争产品拿货成本, 自运营模式核心竞争运营能力&营销能力。1P 模式下, 由于不直接面向消费者, 无佣金&广告&履约成本, 产品生产&拿货成本占比最高, 运营端毛利率较低、期间费用率也较低; 3P 模式下, 由于直接面向 C 端消费者, 需付出一定比例的佣金&广告&履约成本, 产品生产&拿货成本占比不高, 运营端毛利率较高、期间费用率也较高。

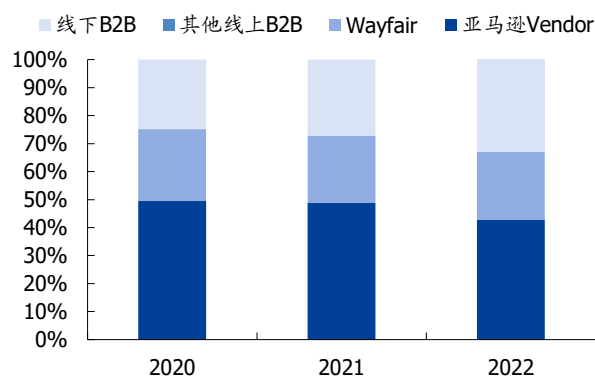
以致欧科技为例, 2020-2022 年, 公司 B2C 销售毛利率区间为 53%-60%, B2B 销售毛利率区间为 26%-32%, 其中 B2C 为 3P 模式, B2B 为 1P 模式、主要面向亚马逊 VC 等平台客户, B2C 毛利率显著高于 B2B, 与成本结构中产品生产&拿货成本占比相关。

图表 32: 致欧科技不同销售方式毛利率

毛利率	2022	2021	2020
B2C	53.5%	54.8%	59.6%
B2B	26.9%	28.0%	31.5%

资料来源: 致欧科技招股说明书, 国盛证券研究所

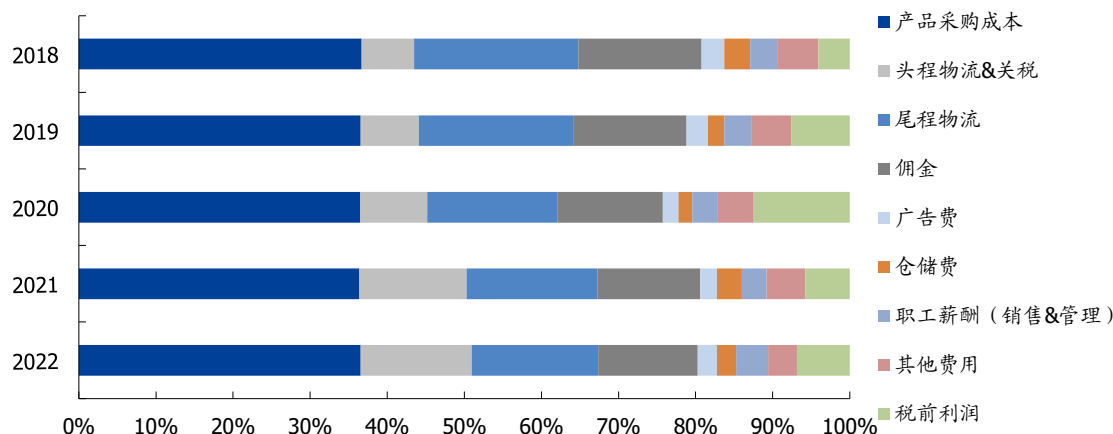
图表 33: 致欧科技 B2B 收入拆分



资料来源: 致欧科技招股说明书, 国盛证券研究所

公司以 3P 销售模式为主、1P 销售模式为辅, 公司 2018-2022 年平均拿货成本占比 36.5%、头程物流&关税占比 10.3%、尾程物流运输费占比 18.3%、平台佣金占比 14.1%、广告费占比 2.5%、仓储费占比 2.6%。2018-2022 年, 头程物流&关税占比逐步提升, 主要原因是 2021 年以来全球海运费高、且北美市场扩大关税加征范围; 尾程物流配送费比例逐步下降, 与公司不断完善仓储布局、产品入库库存结构、优化配送路径相关。

图表 34: 致欧科技成本&费用拆分

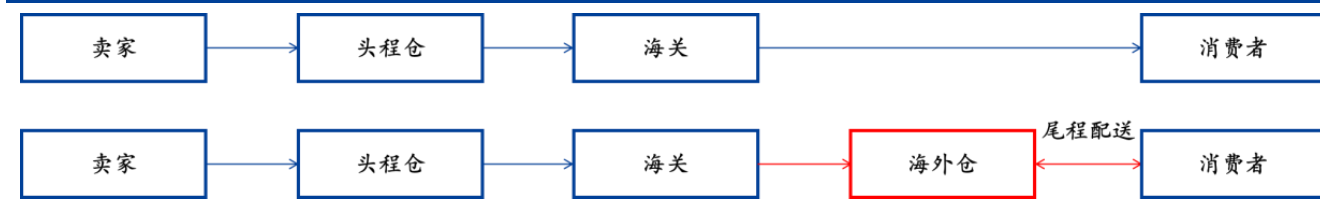


资料来源: 致欧科技招股说明书, 国盛证券研究所

#### 1.4.4 海外仓模式对比: FBA 全流程服务, 三方仓成本较低、承运/中转灵活, 自建仓享成本优势

**FBA 适合周转稳定卖家, 三方仓适合发展早期企业、或结合 FBA 使用 (承运、中转), 自建仓适合大型卖家。**亚马逊 FBA 平台仓包括仓储、拣货、包装、配送、退货处理等一条龙物流服务, 此外提高卖家亚马逊 listing 排名、获得平台流量倾斜、且配送时效快 (免费物流 5 天、特快 1 天)、消费者体验感好; 三方仓优势在于成本相对较低 (尾程配送费低于 FBA), 且需要时可以转运至 FBA 平台仓、时效快、便于管理库存; 自建仓优势在于模式灵活、库存管理方便, 但是需要投入较多资金。

图表 35: 海外仓运营模式 (红色代表环节由海外仓负责)



资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表 36: 不同海外仓方式对比

	模式	成本&费用	优势	劣势	适合玩家类型
亚马逊FBA	卖家提前备货至亚马逊仓库，亚马逊负责仓储&配送	头程物流费+尾程配送费（根据体积/重量变化）+其他（仓储费等）	可提高亚马逊Listing排名（流量倾斜）、配送时效快	对尺寸/重量/类别有限制、库存管理问题、大件商品收费高	销量稳定、小件
三方仓	卖家存在当地仓库、下达指令给三方，三方负责配送	头程物流费+尾程配送费（根据体积/重量变化）+其他（仓储费等）	成本相对低、可以转运至FBA便于库存管理、时效快	无法得到亚马逊流量倾斜、服务略弱	中小型公司或结合FBA一起使用
自建仓	大企业自建仓库，自己分拣-包装-配送	物流成本+运营成本	自己管理仓库、灵活	需要自己解决仓储、报关、物流运输等问题	大型卖家

资料来源: 蓝海亿观网, 宜日达, 亚马逊官网, 国盛证券研究所

图表 37: 亚马逊美国 2024 年尺寸分段

商品尺寸分段	商品重量或体积重量中的较大值	最长边	次长边	最短边	长度+围长
小号标准尺寸	≤16 盎司	≤15 英寸	≤12 英寸	≤0.75 英寸	不适用
大号标准尺寸	≤20 磅	≤18 英寸	≤14 英寸	≤8 英寸	不适用
大号大件	≤50 磅	≤59 英寸	≤33 英寸	≤33 英寸	≤130 英寸
超大尺寸: 0-50 磅	≤50 磅	超大尺寸商品的最长边超过 59 英寸、次长边超过 33 英寸、最短边超过 33 英寸或者长度+围长超过 130 英寸, 或者商品重量或体积重量中的较大值超过 50 磅。			
超大尺寸: 50-70 磅	50-70 磅 (不含 50 磅)				
超大尺寸: 70-150 磅	70-150 磅 (不含 70 磅)				
超大尺寸: 150+ 磅	150+ 磅				

资料来源: 亚马逊全球开店, 国盛证券研究所

图表 38: 亚马逊美国 2024 年配送费收费标准更新

尺寸分段	发货重量	配送费 (2024.2.5-4.14)	配送费 (2024.4.15生效)
大号大件	0-50 磅	\$9.73+超出首磅的部分每磅\$0.42	\$9.61+超出首磅的部分每磅\$0.38
超大尺寸: 0-50 磅	0-50 磅	\$26.33+超出首磅的部分每磅\$0.38	\$26.33+超出首磅的部分每磅\$0.38
超大尺寸: 50-70 磅	50-70 磅 (不含 50 磅)	\$40.12+超出首重 51 磅的部分每磅 \$0.75	\$40.12+超出首重 51 磅的部分每磅 \$0.75
超大尺寸: 70-150 磅	70-150 磅 (不含 70 磅)	\$54.81+超出首重 71 磅的部分每磅 \$0.75	\$54.81+超出首重 71 磅的部分每磅 \$0.75
超大尺寸: 150+ 磅	150+ 磅 (不含 150 磅)	\$194.95+超出首重 151 磅的部分每磅 \$0.19	\$194.95+超出首重 151 磅的部分每磅 \$0.19

资料来源: 亚马逊全球开店, 国盛证券研究所

**2024 年亚马逊 FBA 优惠政策向轻小件倾斜、中大件成本提高。**2024 年亚马逊 FBA 主要对服装品类销售佣金、非旺季月度仓储费、物流配送费进行下调, 对高退货率商品退货处理费、冗余库存费用进行上调, 新增入库配置服务费、低量库存费等, 并扩大大号大件/超大尺寸的分段范围。

图表 39: 亚马逊 FBA 2024 年佣金&amp;仓储&amp;物流政策变化

分类	费用	变化方向	具体内容	生效日期
销售佣金	降低服装类商品销售佣金	下调	降低价格低于\$20的服装类商品的销售佣金(对定价低于15美元的服装类商品, 销售佣金将由17%降至5%; 对定价15-20美元之间的服装类商品, 销售佣金将由17%降至10%)	2024年1月15日
新品冷启动	亚马逊物流新品入仓优惠计划增加更多福利	下调	针对FBA新选品, 提供平均10%的销售佣金返还, 扩大大件选品参与该计划的资格范围	2024年3月1日
物流&仓储	入库配置服务费	新增	当卖家库存量不足, 或入仓地点无法满足亚马逊分拨要求时, 亚马逊可为卖家库存进行调拨处理, 同时收取费用: 对标准尺寸和大号大件商品收取入库配置服务费, 标准尺寸商品平均收费\$0.27/件, 大号大件商品平均收费\$1.58/件	2024年3月1日
	低量库存费	新增	针对标准尺寸商品收取, 适用于库存量相较于其销量, 长期维持在过低水平的商品	2024年4月1日
	非旺季月度仓储费	下调	标准尺寸商品从平均\$0.87/立方英尺降为\$0.78/立方英尺, 降低\$0.09/立方英尺(非标准尺寸商品保持不变)	2024年4月1日
	亚马逊物流配送费	下调	标准尺寸商品平均降低\$0.20/件, 大号大件商品平均降低\$0.61/件	2024年4月15日
	低价商品亚马逊物流优惠费率	持平	定价低于10美元的商品将继续享有额外每件0.77美元的配送费用折扣	-
	商品原包装发货(SIPP)计划配送费优惠	下调	\$0.04-\$1.32的配送费用折扣(取决于商品尺寸和重量)	2024年2月5日
	高退货率商品退货处理费	上调	针对所有分类(服装和鞋靴除外)的高退货率商品收取退货处理费	2024年6月1日
	冗余库存相关费用	上调	针对库龄为271-365天的库存, 提高超龄库存附加费; 181-271天及365天以上的库存不增加	2024年2月15日
	尺寸分段和费率变更	范围扩大	小号/中号/大号/特殊大件分段将被新的大号大件/超大尺寸的尺寸分段取代, 大号大件的收费范围扩大	2024年2月5日

资料来源: 亚马逊全球开店, 乐歌海外仓, 国盛证券研究所

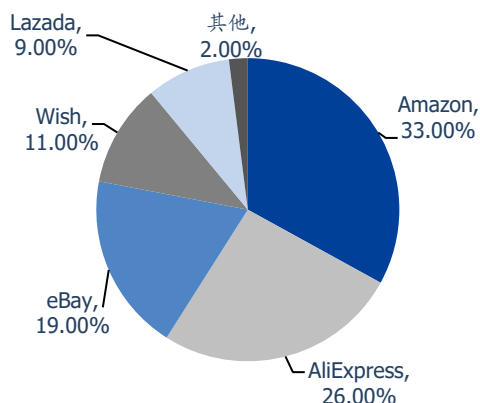


## 1.5 美国电商平台格局：亚马逊份额领先，Temu、TikTok、Shein 快速崛起

全球跨境电商行业呈寡头格局，**Amazon** 全球影响力居首。Amazon 目前为全球最大外贸交易平台&全美最大电商平台，2020 年全球消费者跨境购物首选平台中占比高达 33%，领先于速卖通/eBay/Wish/Lazadade 的 26%/19%/11%/9%。

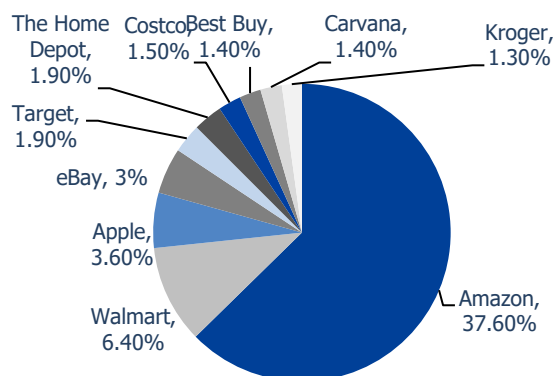
美国电商平台呈一超多强格局，**Amazon** 全美市占率第一。2023 年亚马逊全美市占率达 37.6%，大幅领先于沃尔玛/苹果/eBay/Target/家得宝/Costco/Best Buy 等平台（市占率分别为 6.4%/3.6%/3.0%/1.9%/1.9%/1.5%/1.4%）。

图表 40: 2020 年全球消费者跨境电商购物首选平台



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

图表 41: 2023 年美国电商平台市占率



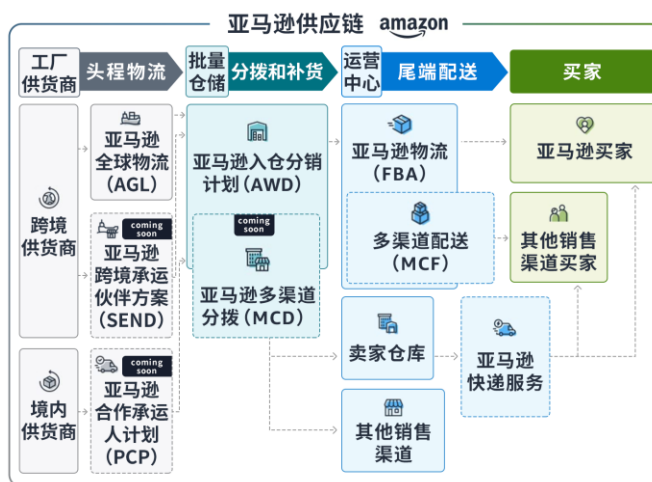
资料来源：Statista，盛证券研究所

### 1.5.1 亚马逊：服务能力+供应链+算法能力构筑壁垒，终成长为综合服务提供商

亚马逊全球市占率稳居第一，核心竞争力在于其服务能力+供应链+算法能力。

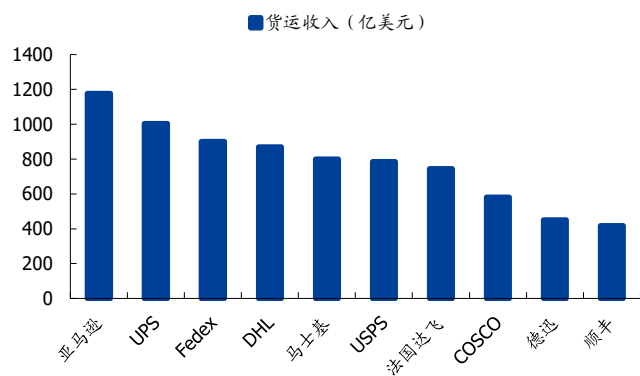
- **服务能力强+会员制**：消费者平台购物体验感好，搜索便捷、下单方便、配送时效短、退货简单。
- **供应链能力**：亚马逊全球供应链布局完善，从采购-物流-仓储-销售-服务建立庞大网络，2023 年亚马逊货运收入排名全球货运企业第一。规模效应降本同时，保证供应链的快速反应能力，提高物流时效性（1-5 天），同时保证选品质量，提升消费者购物体验。
- **算法能力&数据网络**：亚马逊大数据系统记录和分析用户的消费行为，对客户的产品搜索进行精准推送。底层逻辑是亚马逊 A9 算法，转换率&相关性&客户满意度和保留率是 A9 算法的 3 大核心支柱。亚马逊会根据 A9 算法调整 listing 排名，吸引更多具有流量思维的优质商家入驻，提高优质商家的曝光度。

图表 42: 亚马逊供应体系



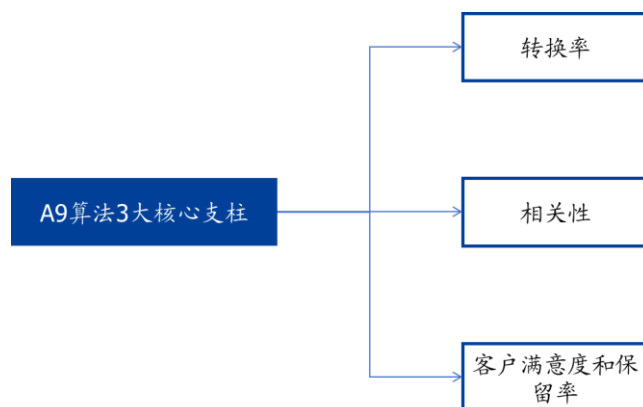
资料来源：亚马逊全球开店，国盛证券研究所

图表 43: 2023 年全球货运企业收入排名



资料来源：JCTrans，国盛证券研究所

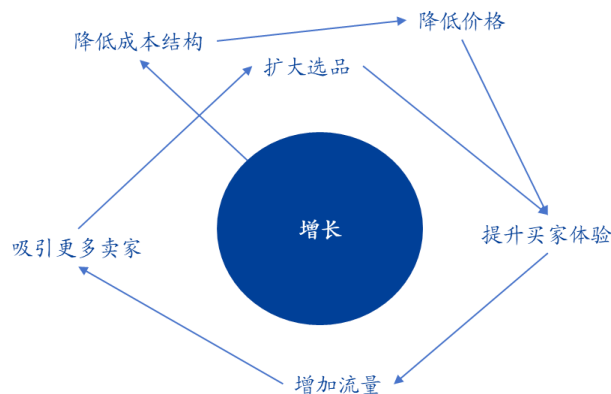
图表 44: 亚马逊 A9 算法



资料来源：MoonSees，国盛证券研究所绘制

亚马逊创始人贝索斯提出“增长飞轮”模型，多年来践行成功，2022 年飞轮动能放缓。模型的运行逻辑为降本→降价→提升体验→增加流量→吸引卖家→选品更丰富→买家体验提升→流量增长→进一步降本……2022 年飞轮没有延续增长动能，亚马逊开始出现亏损，分析原因：1) 全球通胀高企、消费降级，消费能力限制总量增长；2) 飞轮的起点是降本，来自中国的竞争对手凭借强大的供应链+雄厚的资金实力形成更低成本；3) 竞争对手瓜分流量，亚马逊自身流量并未扩大。

图表 45: 亚马逊创始人贝索斯提出的“增长飞轮”模型

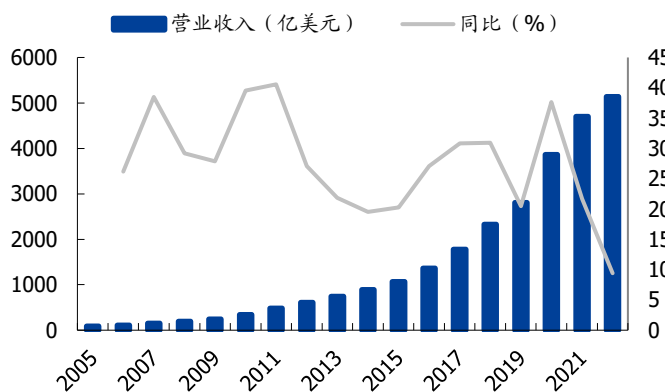


资料来源：雨果跨境，国盛证券研究所绘制

### 1.5.2 平台格局演变：亚马逊份额下滑，Temu、Shein、TikTok 强势突围

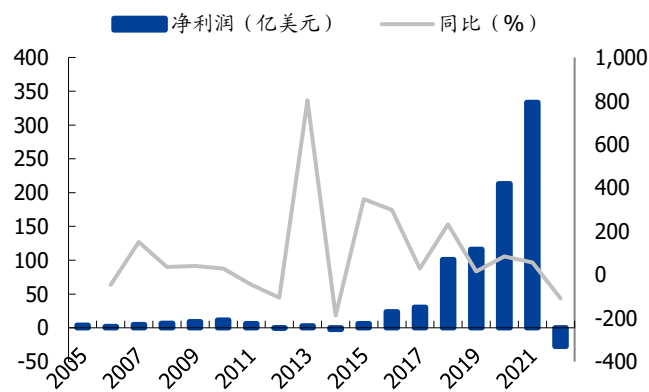
2022 年报中亚马逊营收增速放缓、归母净利润转亏，流量压力凸显。亚马逊 2022 年 12 月前九大站点访问量同比均下滑，2023 年 2 月访问量较 2022 年 12 月也呈下滑态势。Prime 会员数量呈停滞增长状态，截至 2023 年 3 月，亚马逊在美国有 1.67 亿 Prime 会员，同比-300 万。

图表 46: 亚马逊营收及增速（亿美元、%）



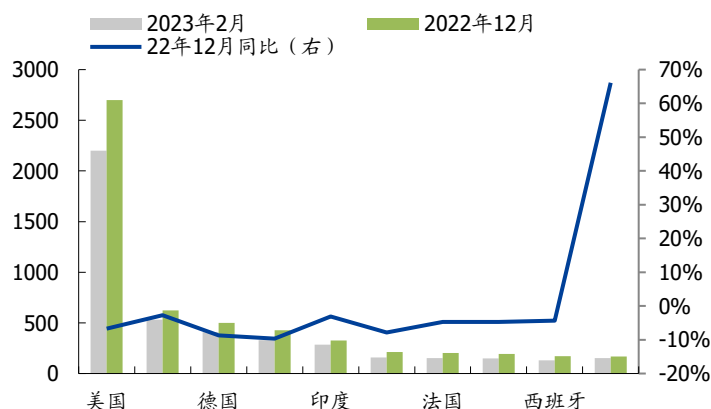
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 47: 亚马逊归母净利润及增速（亿美元、%）



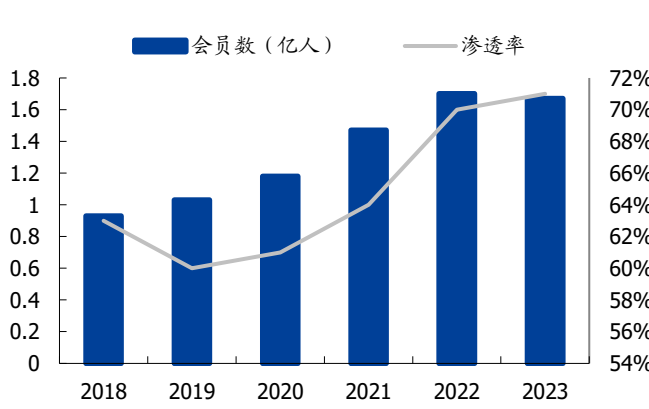
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 48: 亚马逊 22 年 12 月、23 年 2 月各站点流量下滑（除巴西站）



资料来源：Statista，卖家精灵，国盛证券研究所

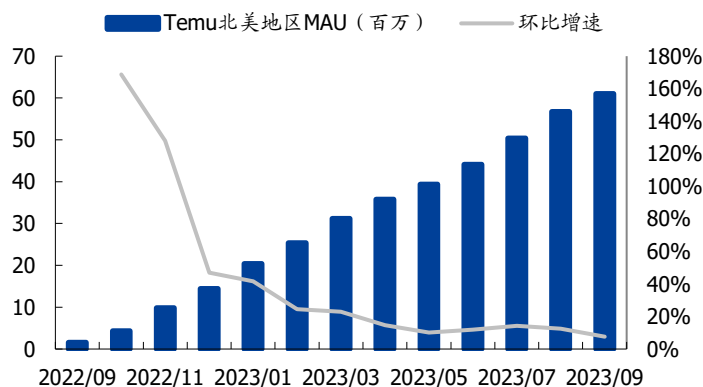
图表 49: 2018-2023 年亚马逊会员数量及渗透率



资料来源：CIRP，趣舵出海电商，国盛证券研究所

**Temu、Shein、TikTok 的月活用户数、GMV 呈爆发式增长，消费降级、新兴平台强势抢占份额。** Temu 自 2022 年 9 月在北美上线以来月活用户数持续增长，2023 年 9 月 MAU 达 6100 万、环比增速 8%。2023 年亚马逊/Shein/Temu/TikTok shop 全球 GMV 预计分别为 8390/410-420/180/200 亿美元左右，同比增速 9%/41%-45%/5900%/355% 左右，2024 年 Temu/TikTok shop 的总 GMV 目标分别为 300/500 亿美元，分别增长 67%/150%。根据雨果跨境，2023 年 28%/28%/10%外贸卖家计划布局亚马逊/TikTok shop/Temu。

图表 50: Temu 北美地区月活及环比增速 (百万)



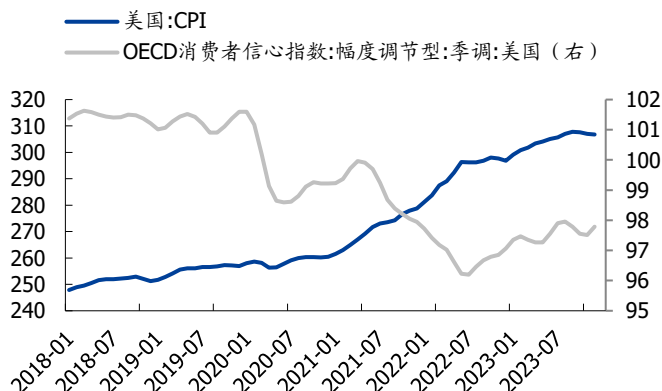
资料来源: EqualOcean, 国盛证券研究所

图表 51: 2019-2024E 各电商平台全球 GMV (亿美元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Amazon	3820	5600	6840	7670	8390	-
yoy	-	47%	22%	12%	9%	-
Shein	45	100	200	290	410-420	-
yoy	-	122%	100%	45%	41%-45%	-
Temu	-	-	-	3	180	300
yoy	-	-	-	-	5900%	67%
TikTok shop	-	-	-	44	200	500
yoy	-	-	-	-	355%	150%

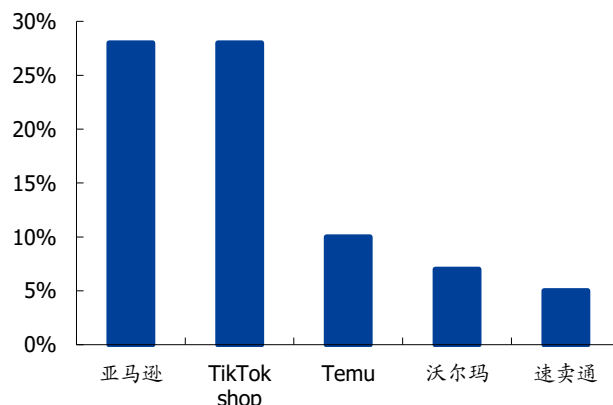
资料来源: Frost&Sullivan, HKExnews, ECDB, 36kr, Statista, BusinessofApps, YipitData, 中国经营报, 国盛证券研究所整理

图表 52: 美国 CPI 及美国消费者信心指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

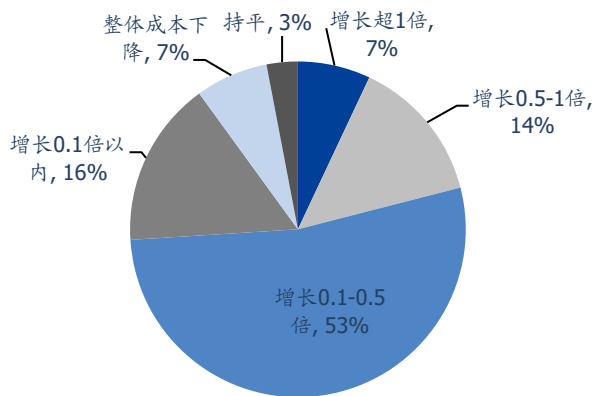
图表 53: 2023 年外贸卖家计划布局跨境电商平台情况



资料来源: 雨果跨境, 国盛证券研究所

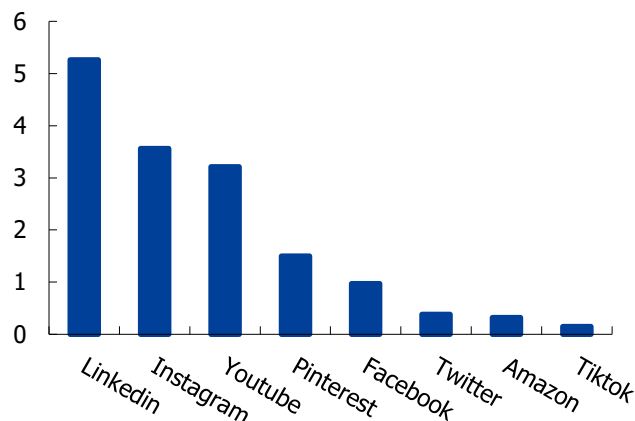
**亚马逊卖家运营成本升高，TikTok 广告点击成本低于其他头部平台。** 2021 年 90%亚马逊卖家运营成本升高，其中 7%卖家成本升高 1 倍以上、14%升高 0.5-1 倍、53%升高 0.1-0.5 倍。2021 年亚马逊广告点击成本为 0.32 美元/点击，TikTok 为 0.15 美元/点击，TikTok 广告投放转化率高于亚马逊及其他社交平台。

图表 54: 2021 年 Amazon 卖家运营成本变化



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 55: 2021 年各平台广告点击成本 (美元/点击)

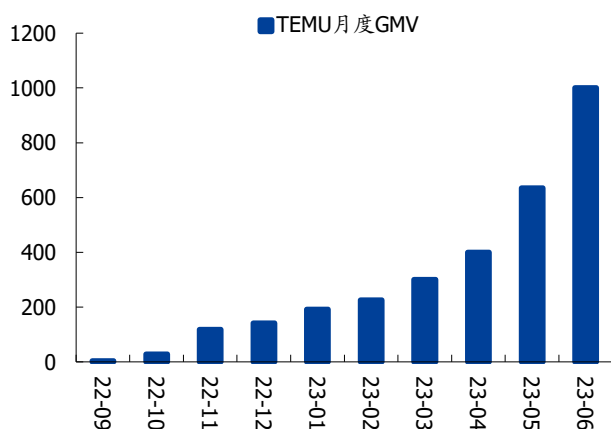


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

### 1.5.3 Temu: 互联网基因, 全托管模式极致优化产业链, 高周转贴合工厂型卖家需求

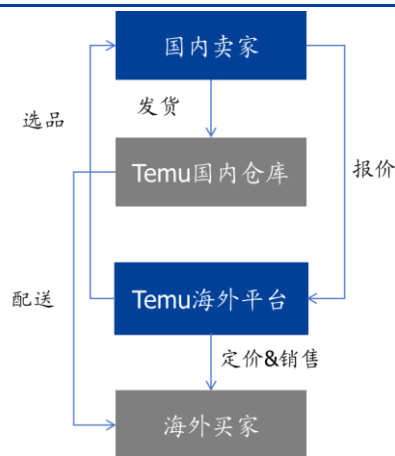
Temu 采取全托管模式, 主打极致性价比, 超短爆品链条+极致比价机制更适合大体量工厂型卖家入驻。Temu 成立以来, GMV 逐月环比提升, 2023 年 6 月 GMV 已达 10 亿美元。全托管模式下卖家仅负责报价&发货至 Temu 广东仓库, 其余环节均由 Temu 负责。打法方面, Temu 凸显国内互联网基因, 采取“爆品策略+裂变营销”模式, 当系统算法识别出具有爆品潜质的 SKU 后, 供应链迅速做出反应, 集中供应能力+流量专攻爆品。

图表 56: TEMU 月度 GMV (百万美元)



资料来源: Business of Apps, 国盛证券研究所

图表 57: Temu 全托管模式



资料来源: 雨果跨境, 国盛证券研究所绘制



图表 58: Temu 在超级碗上的广告

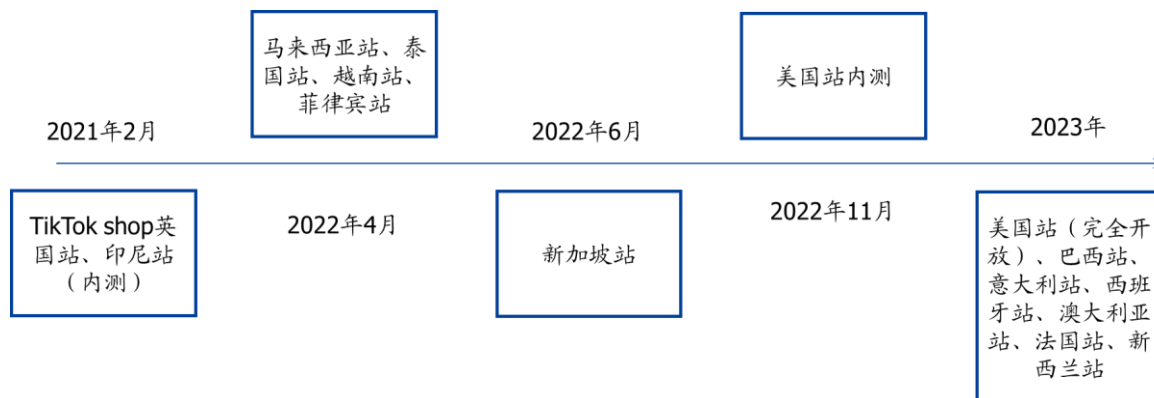


资料来源：电商头条，国盛证券研究所

#### 1.5.4 TikTok shop: 兴趣电商、种草消费，适合卖家作为流量爆破点

依托 TikTok 积累高月活，TikTok shop 美国站 2023 年 9 月正式上线，短时间呈现出极强的爆发力。TikTok shop 最早于 2021 年 2 月开始在英国、印尼进行内测，2022 年 4 月马来西亚/泰国/越南/菲律宾站上线，6 月新加坡站上线，东南亚地区布局完善。2022 年 11 月美国站开始内测，2023 年 9 月正式上线。

图表 59: TikTok shop 发展历程



资料来源：FastData，国盛证券研究所

TikTok 作为内容电商平台，商业模式不同于 Temu、亚马逊等货架电商。货架电商模式下品牌商需要在站外线上/线下媒体进行广告营销、引导消费者到货架电商平台上主动搜索，更多是“人找货”。TikTok 作为内容电商平台，本身就是天然的流量池，大量用户不间断创造内容，从而形成源源不断的流量，卖家只需用优质内容去触达消费者、激发消费者种草和消费，更多是“货找人”。

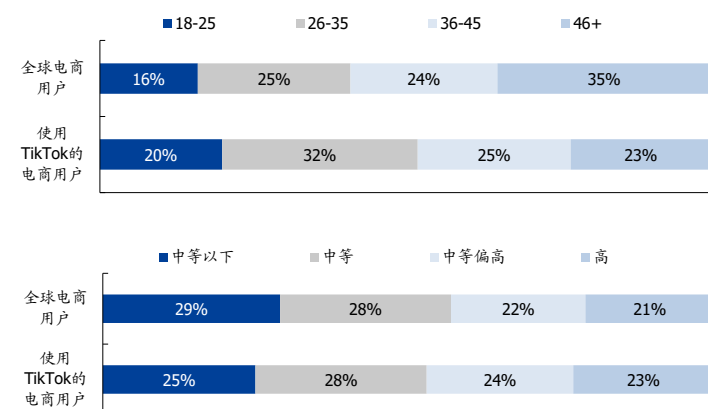
图表 60: 货架电商 vs 内容电商对比

模式	货架电商	内容电商
销售模式	人找货	货找人
下单路径	主动搜索→(货比三家) →下单	种草→下单
流量模式	引流制	分发制
决策行为	理性消费	冲动消费
能跑出来的品牌	站内&站外广告能力强	内容差异化

资料来源: 国盛证券研究所绘制

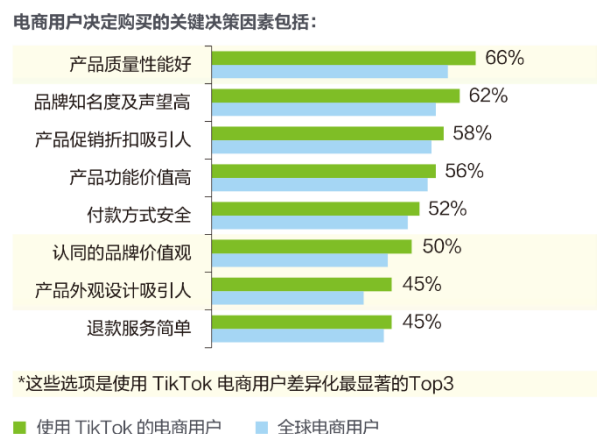
**TikTok 用户更关注产品质量、品牌, 对新事物接受力强, 种草到购买的转化率更高。**  
TikTok 用户平均年龄 36.6 岁 (低于全球电商用户平均年龄 39.9 岁), 且家庭收入水平整体较全球电商用户更高。购买决策因素中 TikTok 用户对产品质量性能、品牌美誉度的关注程度较全球电商用户更高。

图表 61: TikTok 用户画像



资料来源: 《TikTok&德勤: 2022 电商出海营销白皮书》, 国盛证券研究所

图表 62: TikTok 用户/整体用户决定购买的关键决策因素



资料来源: 《TikTok&德勤: 2022 电商出海营销白皮书》, 国盛证券研究所

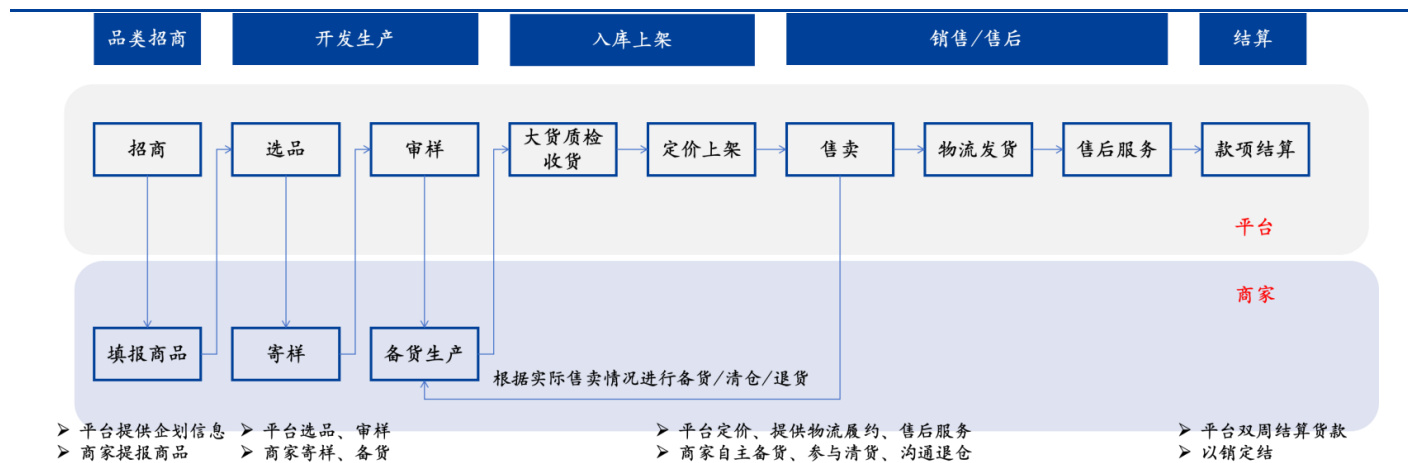
**TikTok shop 鼓励品牌商自运营、全托管两种模式。**  
**1) 自运营:** 由卖家自己负责商城运营、直播、短视频、KOL 合作等, 定价权掌握在卖家手中, 可根据运营策略灵活定价, 适合有电商运营经验的卖家。  
**2) 全托管:** 淡化品牌&店铺属性, 商家提报商品→平台审核选品→商家寄样→平台审核核价→商家生产备货→平台统一运营, 优点是节省商家运营成本 and 精力, 缺点是定价权归属平台、流量无法沉淀, 适合无精力/预算运营品牌的工厂型卖家。

图表 63: TikTok shop 不同合作模式对比

	TikTok本土	TikTok跨境	全托管	半闭环 (即将关闭)
开放地区	印尼、英国、马来西亚、泰国、越南、菲律宾、新加坡、美国	英国、马来西亚、泰国、越南、菲律宾、新加坡、美国	沙特、英国、美国	美国
交易方式	卖家卖货, 定价权在卖家, 平台收取佣金		由商家供货给平台, 定价权在平台	无
结算方式	站内收款, 第三方工具提现		每月1、16号结算	独立站结算
内容创作	商家入驻, 自行负责广告投放、直播带货、短视频内容创作、KOL带货等		TikTok平台负责一级商城入口、KOL带货、广告投放, 商家也可以起号为产品引流	-
后台支持	内嵌商家后台工具+政策支持		商家只需供货, TikTok负责物流履约、财务、营销、客服等	第三方平台
适合人群	内容创作能力强、有直播运营经验、想要做高客单产品、做品牌		工厂/供应链卖家、对内容创作/直播运营无经验/精力/预算	-

资料来源: EchoTik, 国盛证券研究所

图表 64: TikTok shop 全托管模式业务链路



资料来源：国盛证券研究所绘制

同款 SPU 在亚马逊上溢价率 24-209% 不等。对比同款 SPU 在 Temu/亚马逊/Shein 平台价格，亚马逊售价显著高于 Temu/Shein，Temu 和 Shein 价格较为接近。家居家装在 Temu 平台价格最低、相对亚马逊价格优势最明显。

图表 65: 同款 SPU 在不同平台价格对比（美元）

品类	商品图片	Temu 售价（美元）	亚马逊售价（美元）	Shein 售价（美元）
双肩包		22.48	42.97	29.7
家居家装		5.97	19.99	27.99
家居家装		19.48	34.95	22.99
个人护理		37.99	99.99	/

资料来源：亚马逊官网，Temu 官网，Shein 官网，国盛证券研究所

Temu 适合供应链能力强的工厂型卖家，TikTok 自运营适合有海外运营能力的企业、全托管适合工厂型卖家，亚马逊适合综合能力强的企业、也是大卖重要的布局平台。

图表 66: 不同平台特点对比

	平台定位	进入美国年份	卖家成本&费用	物流时间&海外仓	平台盈利模式	优势	劣势	适合的卖家&品类
Temu	低价爆品，中低收入（均价25美元）	2022	核心是拿货&生产成本	≤11天，头程（送至Temu广东仓）→国际干线（极兔&云途）→尾程（USPS&UPS），规划在美东&美西各建1座海外仓	购销价差	销量大、增速快、门槛低	压缩卖家利润空间，品牌/店铺属性被极致弱化	希望收入快速扩大&周转率提升、供应链能力强，低ASP品类
TikTok shop	兴趣电商、年轻群体	2023	1）自运营核心是佣金&广告&履约； 2）全托管核心是拿货&生产成本	与美国本地物流公司合作，以存放&包装&运输商品	佣金+广告费	天然流量池，利于沉淀品牌	全链条自运营难度高	1）自运营：追求品牌+擅长运营，2）全托管：工厂型卖家
Shein	跨境快时尚（5-25美元）	2017	核心是拿货&生产成本	9-14天（标准）、4-6个工作日（quickship），国内直邮+海外仓	购销价差	流量稳定，小单快返便于管理库存	压缩卖家利润空间，去店铺&去品牌化，爆品无法沉淀	工厂型卖家、服饰等快时尚品类
亚马逊	多快好省，关注品质	1994	核心是佣金&广告&履约成本	FBA（≤5天）/FBM/第三方海外仓	仓储&配送费+佣金+Prime会员费	流量稳定，用户优质	玩家众多、竞争激烈	综合能力较强
eBay	C2C、网络交易平台（平台+拍卖）	1995	店铺订阅费+产品刊登费+成交佣金（3.5-12%）	7-14天，第三方海外仓	订阅费+佣金	-	欠缺物流体系、IT系统等基础设施	-
Wish	超低价格	2010	佣金=（商品售价+邮费）*15%	5个工作日内，第三方海外仓	佣金	-	低价低质	-

资料来源: 平台官网, 邦阅网, 36氪, 懂视网, 雨果跨境, 星空跨境, 金融虎网, 澳通国际, 西格跨境, 连连国际, ESG跨境电商官网, 新浪新闻, CBNDData, 卖家网, 界面新闻, 国盛证券研究所整理

## 1.6 跨境电商卖家格局: 百花齐放, 未来品牌型&供应链型卖家各显神通

### 1.6.1 卖家业务模式分类: 精品/泛品+第三方平台/独立站、各具优势

- **精品+第三方:** 包括致欧科技、安克创新、梦百合、麒盛科技、恒林股份等, 亚马逊为各家主要布局平台, 仓储&物流方式多样, 与销售品类与公司规划有关。
- **精品+独立站:** 包括乐歌股份等, 在海外终端具备一定品牌力, 多为亚马逊+独立站双轮驱动, 通过亚马逊触达消费者, 通过独立站沉淀私域流量。
- **泛品+第三方:** 包括赛维时代、华凯易佰、三态股份等, 毛利率较高、净利率较低、期间费用率较高, 考验拿货、本土化运营、库存管理等能力。
- **泛品+独立站:** 包括环球易购等, 对企业品牌力及综合能力要求较高, 如站外引流、本土化运营、仓储&物流、库存管理、SKU 管理等能力。

图表 67：不同运营模式跨境电商公司财务表现对比（毛利率、净利率、现金流/净利润、存货周转率为 2023 年前三季度数据）

公司	产品策略	品类	主要平台	跨境电商模式	北美收入占比	海外仓储物流	毛利率	净利率	现金流/净利润	存货周转率
致欧科技	精品	家居产品	亚马逊、独立站	B2B+B2C	41%	自建、FBA、三方	36.9%	6.9%	3.7	3.7%
安克创新	精品	充电、智能创新、无线音频等	亚马逊	B2C	51%	租赁、FBA	43.3%	10.6%	0.8	2.9%
梦百合	精品	床垫	亚马逊、速卖通	B2C	60%左右	自建	36.5%	2.2%	7.2	2.2%
麒盛科技	精品	智能电动床、床垫	亚马逊、Costco	B2C	82%	-	35.1%	7.8%	0.7	2.0%
恒林股份	精品	办公椅、沙发	亚马逊、TikTok	B2B+B2C	未拆分	自建、FBA	24.1%	6.5%	1.0	2.6%
乐歌股份	精品	升降桌	亚马逊、独立站	B2C	30%左右	自建	36.5%（含卖仓收益）	19.3%（含卖仓收益）	1.0	3.5%
赛维时代	泛品	服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩	亚马逊	B2C	80%	自营、三方、FBA	69.7%	5.1%	1.5	1.8%
华凯易佰	泛品	家居园艺、工业商业用品、汽摩配件等	亚马逊	B2C	25-30%	FBA、三方	37.8%	6.7%	1.2	3.7%
三态股份	泛品	潮流时尚、工具配件、家居生活	亚马逊、eBay、Shopee、速卖通	B2C	25%	小包直邮为主	32.4%	8.3%	1.5	13.1%

资料来源：Wind，公司公告，每日经济新闻，77 度，国盛证券研究所整理（精品策略指主要专注于特定领域商品，泛品策略指经营商品种类或数量多样）

伴随跨境电商行业发展，跨境电商咨询商、服务商等多种新兴业态也应运而生。

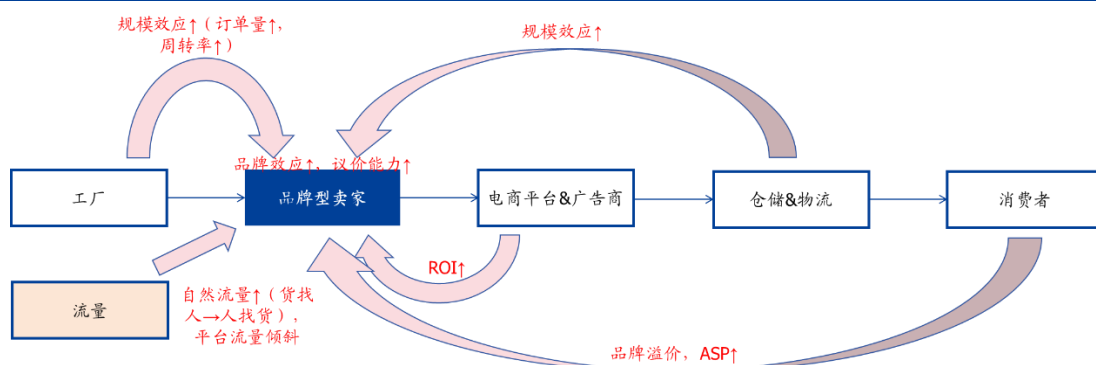
- **案例 1：**乐歌转型跨境电商服务商，抢先布局海外仓，围绕海外市场“最后一公里”问题展开生意，盈利模式拓展为赚取物流费（主要）+服务费+仓储费。
- **案例 2：**Newegg（新蛋）帮助品牌在不同平台提高产品覆盖率，通过搜索引擎、社交媒体、直播电商等方式进行品牌运作，服务对象包括已经出海的中国品牌、将进入海外市场的国内品牌（例如公牛在市场进入-运营-推广-物流-履约等环节与新蛋有合作）、从零做起的出海品牌（如转型工厂），开放品类包括智能运动、智能户外、智能家居、智能办公、智能母婴、汽车、材料等，当前合作伙伴包括安克创新、大疆等 30 余个品牌。
- **案例 3：**TikTok 服务商生态也在逐步形成，包括广告公司、账户代理运营商、官方服务商（TikTok Shop Partner，为商家提供全案运营&直播&店铺代运营等服务并向商家收取服务费用）、MCN/红人营销代理、培训/社区机构等。

### 1.6.2 展望未来不同类型卖家利润流向趋势

品牌型卖家品牌效应逐步显现，运营成本有望下降、终端售价有望提升。品牌型卖家多采用 3P 模式，核心支出项为佣金+广告+履约成本。随品牌效应提升，订单量增加提高周转率、规模效应带来工厂端+仓储&物流端降本；ROI 提升，平台&广告商端营销投放转化率提升；品牌溢价带来 ASP 提升，自然流量增加+平台流量倾斜，最终各环节利润流向品牌型卖家环节。



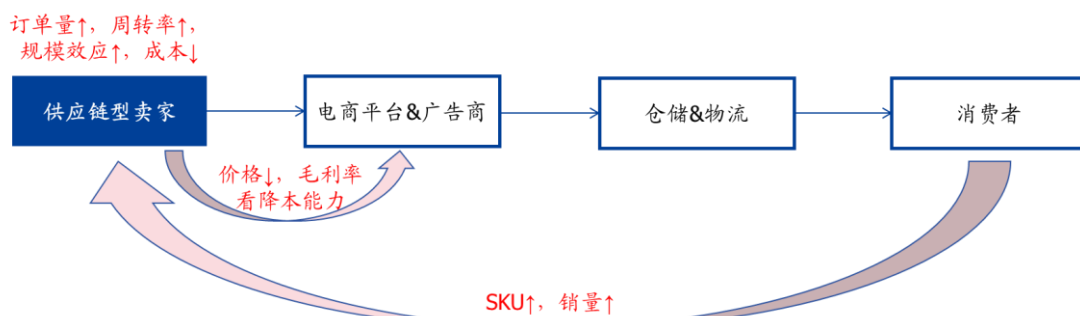
图表 68: 品牌型公司未来利润流向



资料来源: 国盛证券研究所绘制

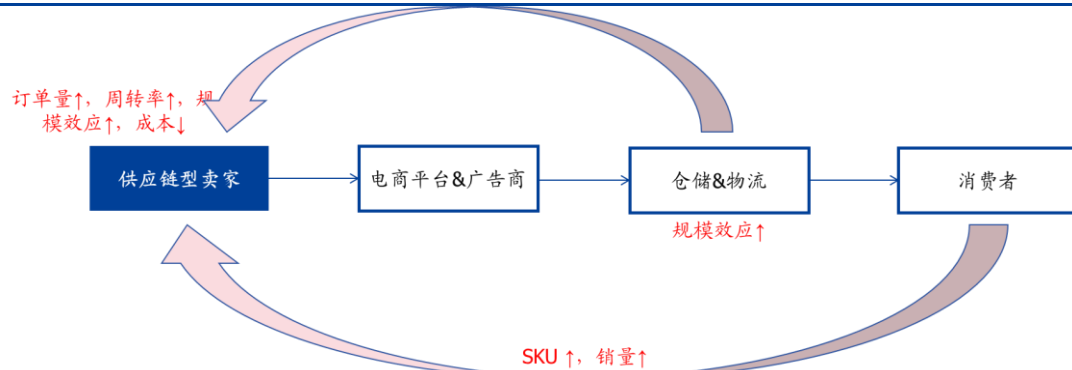
供应链型卖家规模效应凸显，卖家自身降本空间大。供应链型卖家分为 1P、3P，1P 模式下仅作为供货商角色，享受订单量增长&周转率提升带来的规模效应降本以及销量增加，同时卖家自己由于不掌握定价权、ASP 预计呈下滑趋势；3P 模式下参与下游运营环节，规模效应体现在生产成本+仓储&物流成本。

图表 69: 1P 供应链型公司未来利润流向



资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表 70: 3P 供应链型公司未来利润流向



资料来源: 国盛证券研究所绘制

2. 投资建议

当前我国轻工企业产品出海+供应链出海+品牌出海多种模式共存。当前已布局跨境电商出海的企业包括致欧科技、恒林股份、乐歌股份、久祺股份、梦百合、永艺股份、麒盛科技、哈尔斯等。

图表 71：轻工公司出海情况

出海方式	公司名称	自主品牌	跨境电商品牌	布局平台	跨境电商收入（22年）	跨境电商收入占比（22年）
产品出海+产能出海+品牌出海	恒林股份	恒林、Lista Office LO、厨博士、NOUHAUS	NOUHAUS、Smugdesk	亚马逊、TikTok	9.8亿	15%
	乐歌股份	乐歌、Flexispot	Flexispot	亚马逊、独立站	15.77亿	49%
	梦百合	MLILY、MLILY梦百合	MLILY	亚马逊、速卖通	4.47亿	6%
	永艺股份	永艺	未披露	亚马逊	未披露	未披露
	哈尔斯	HAERS、SIGG、NONOO、SANTECO	SIGG、SANTECO	亚马逊	较低	较低
	匠心家居	MOTO MOTION、MOTO LIVING、MOTO SLEEP	-	-	-	-
产品出海+品牌出海	麒盛科技	舒福德	-	Costco、亚马逊	3000万美元（23H1）	14%左右（23H1）
	致欧科技	SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA	SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA	亚马逊、manomano、Wayfair、独立站	50.33亿	94%
	久祺股份	Logan、小趣、DRBIKE、HILAND、JOYSTAR、STITCH、cycmoto、久祺、祺娃娃	HILAND、JOYSTAR、STITCH、Cycmoto、Drbike	亚马逊、速卖通、独立站	未披露	未披露

资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理

海外电商崛起，中国企业稳抓出海机遇。Temu、Shein、TikTok shop 等平台 GMV 快速增长，我国轻工企业产品出海+供应链出海+品牌出海多种模式共存，我们认为亚马逊平台销量领先+先发布局新兴平台短期爆发力&长期护城河兼具，经营合规+多平台布局的出海企业抗风险能力更强。**推荐标的：恒林股份、永艺股份、致欧科技；建议关注：梦百合、久祺股份、乐歌股份等。**

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603661.SH	恒林股份	买入	2.54	3.16	3.89	4.65	19.65	15.79	12.83	10.73
301376.SZ	致欧科技	-	0.69	0.99	1.23	1.49	40.97	25.78	20.74	17.13
603600.SH	永艺股份	买入	1.01	0.86	1.08	1.37	12.41	14.57	11.60	9.15
603313.SH	梦百合	-	0.09	0.44	0.76	1.04	124.38	24.58	14.32	10.47
300729.SZ	乐歌股份	-	0.91	1.91	1.43	1.66	17.68	10.88	14.51	12.55

资料来源：Wind，国盛证券研究所（致欧科技、乐歌股份、梦百合 2023-2025 年盈利预测为 Wind 一致预期；截至 2024 年 1 月 24 日收盘价）

## 2.1 相关风险

### 2.1.1 政策风险

**单独对平台征收反倾销关税、涉及信息泄露/反垄断法等风险：**随 TikTok、Temu、Shein 等中国跨境电商平台规模扩张，未来在美国市场可能面临地缘政治的不确定性风险。短期不产生负面影响，但是长期风险和担忧仍存。跨境卖家可以通过多平台布局，提升自身抵御风险的能力。因此，我们认为亚马逊平台销量领先+先发布局新兴平台+拥有独立站的企业短期爆发力&长期扩城河兼具。

**关税豁免政策（最低限度原则）被取消风险：**目前通过航空直邮进入美国的跨境单包裹价值低于 800 美金则免关税（海运正常收关税）。2022 年美国两党议员组成的团体计划提出一项新法案，旨在通过取消对价值低于 800 美元的货物的关税&税收豁免，遏制电子商务进口的流动，尤其是来自中国的电商进口货物。该法案针对中国的意图比较明显，一旦法案通过生效，原产于中国的产品将不再享受跨境小包裹 800 美金免征额的制度便利。大件家居一般通过海运方式运输，海运不享受关税豁免政策，因此对家居品类卖家影响不大。

图表 72: 美国“最低限度原则”政策原文

As a result of TFTEA provisions, CBP raised the De Minimis value, i.e., value of a shipment of merchandise imported by one person in one day that generally may be imported free of duties and taxes, from \$200 to \$800 per shipment.

- **Section 321 Program**-Section 321, 19 USC 1321 is the statute that describes de minimis. De minimis provides admission of articles free of duty and of any tax imposed on or by reason of importation, but the aggregate fair retail value in the country of shipment of articles imported by one person on one day and exempted from the payment of duty shall not exceed \$800.

资料来源: U.S. Customs and Border Protection, 国盛证券研究所

### 2.1.2 合规风险

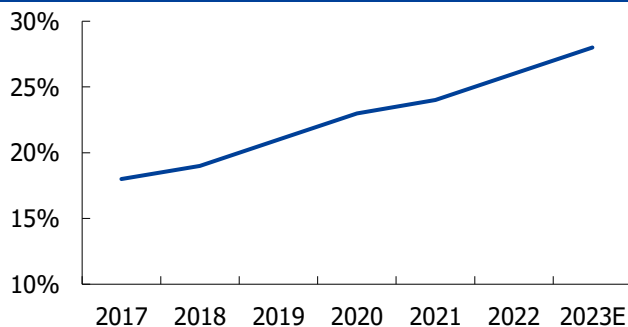
2021 年经历亚马逊封号潮后，中国跨境电商卖家积累相关经验，对美国市场及跨境电商行业合规要求有更充分的理解，在经历了 1 年左右的冲击后，2022 年开始亚马逊上顶级第三方卖家来自于中国的比例重回增长趋势，说明头部企业合规性要求高，通过挤占不合规企业的份额提升自身市占率和竞争力。随 TikTok、Temu 等平台在美国市场崛起，商家可以通过多平台布局，以分散单一平台可能产生的合规风险。因此，我们认为经营合规+多平台布局的出海企业抗风险能力更强。

图表 73: 2017-2023 年亚马逊上顶级第三方卖家来自于中国的比例



资料来源: marketplace pulse, 国盛证券研究所

图表 74: 2017-2023 年亚马逊上中国卖家 GMV 占比



资料来源: ECDB, 国盛证券研究所

## 风险提示

**海外需求复苏不及预期。**海外需求疲弱可能导致电商平台销售额不及预期。

**政策风险。**中国跨境电商平台在海外可能面临当地政策限制相关风险。

**成本异常波动风险。**成本波动可能导致盈利能力受到影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com