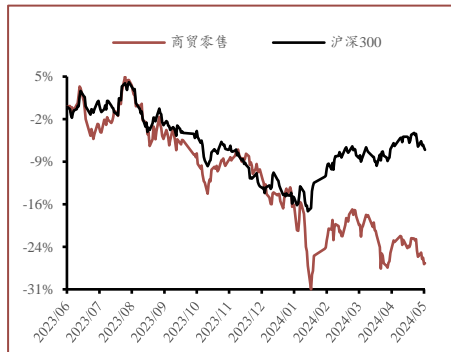


# 看好跨境电商板块机会，关注品牌市占率提升

■ 证券研究报告

投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001  
yujian@ctsec.com

联系人 谷亦清

guyq01@ctsec.com

## 相关报告

- 《超市板块专题报告》 2024-05-18
- 《4 月社零同比+2.3%，环比有所回落》 2024-05-18
- 《零售板块 2023 年报及 2024Q1 总结》 2024-05-08

## 跨境专题报告：海外零售商 24Q1 业绩总结

### 核心观点

- ❖ **海外连锁零售商渠道发布 24Q1 季报。**1) 线下零售商库存同比下降，主动去库接近尾声，沃尔玛实现营收毛利双增，塔吉特、家得宝营收略微下滑，毛利上升，劳氏营收降幅大幅趋缓。沃尔玛 24Q1 营收 1615 亿美元，同比+6.05%；塔吉特 24Q1 营收 245 亿美元，同比-3.12%；家得宝 24Q1 营收 364 亿美元，同比-2.25%；劳氏 24Q1 营收 214 亿美元，同比-4.40%。2) 线上平台收入增长持续，显著快于线下。亚马逊 24Q1 营收 1433 亿美元，同比+12.53%；Shopify 24Q1 营收 18.4 亿美元，同比+23.41%。
- ❖ **线下：必选商超或领先进入补库阶段，可选商超收入增速持续承压。**1) 从需求端看，美国消费能力不足问题持续存在，但毛利率整体呈回升态势，去库压力释放，盈利能力的优化有望为后续补库带来更多信心。2) 库存方面，Q1 沃尔玛库销比下降，家得宝、劳氏等建材家居零售库销比仍维持高位。
- ❖ **线上：亚马逊景气度持续，二季度指引相对乐观。**1) 外零售线上化持续，24Q1 线上平台业绩高增。24Q1 亚马逊云服务与第三方卖家服务营收分别同比增长 17.28%/16.03%；Shopify 24Q1 GMV 609 亿美元，同比+22.9%。2) 亚马逊指引 2024 年二季度收入增速达 7%-11%，增速预期韧性持续。
- ❖ **投资建议：1) 跨境电商：消费降级下性价比优势持续凸显，建议关注板块 Q3 机会。**当前板块受海运、关税等风险情绪压制，伴随市场对利空消息逐步消化，以及新兴平台拓展相关数据出炉，我们认为板块 Q3 有望迎来催化。推荐安克创新 (300866.SZ)、华凯易佰 (300592.SZ)、致欧科技 (301376.SZ)，关注赛维时代 (301381.SZ)。2) 工具出口链：弱补库背景下建议关注市占率逻辑，推荐千斤顶出海龙头常润股份 (603201.SH)，关注燃油割草机龙头大叶股份 (300879.SZ)。
- ❖ **风险提示：**海外宏观经济增长不及预期；可选消费修复不及预期；市场竞争加剧；国际贸易关系波动加剧。

表 1：重点公司投资评级：

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (05.31)	EPS (元)			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
300866	安克创新	370.62	70.13	3.06	3.26	3.99	22.95	21.54	17.59	增持
300592	华凯易佰	53.85	13.30	0.82	1.12	1.44	16.21	11.83	9.20	增持
301376	致欧科技	99.25	24.72	1.03	1.25	1.55	24.04	19.81	15.91	增持
603201	常润股份	32.51	28.81	1.86	2.51	2.94	15.48	11.49	9.79	增持
300729	乐歌股份	50.58	16.18	2.03	1.44	1.73	7.98	11.27	9.33	增持

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1	线下商超：终端需求疲软，或进入弱补库状态.....	4
1.1	消费降级趋势持续，综合商超库销比领先下降.....	5
1.2	低库存状态持续，毛利率均有显著回升.....	6
2	线上零售：线上消费景气度持续，逆周期属性凸显.....	7
2.1	线上性价比优势凸显，美国零售线上化率持续提升.....	7
2.2	电商平台韧性持续，盈利能力持续提升.....	8
3	投资建议：建议关注弱补库中 alpha 标的，持续看好跨境电商.....	10
4	风险提示.....	11

## 图表目录

图 1.	美国零售商库存周期.....	4
图 2.	美国批发商库销比先行下降.....	4
图 3.	美国批发商库存增速低点已现.....	4
图 4.	美国各类型零售商 24Q1 收入增速情况.....	5
图 5.	海外大型线下零售商超库销比对比.....	5
图 6.	沃尔玛营收库存同比增速及毛利率.....	6
图 7.	塔吉特营收库存同比增速及毛利率.....	6
图 8.	家得宝营收库存同比增速及毛利率.....	7
图 9.	劳氏营收库存同比增速及毛利率.....	7
图 10.	家得宝 2023 一季度分品类营收及同比增速（百万美元）.....	7
图 11.	美国网络零售额及其增速(亿美元).....	8
图 12.	美国网络零售额占零售总额比重持续回升.....	8
图 13.	亚马逊 24Q1 营收同比增长 12.53%(亿美元).....	8
图 14.	亚马逊 24Q1 毛利率同比提高 2.55pct.....	8
图 15.	亚马逊分业务营收(亿美元).....	9
图 16.	亚马逊分地区营收(亿美元).....	9
图 17.	Shopify24Q1 营收同比增加 23.41%(亿美元).....	9
图 18.	Shopify24Q1 毛利率同比提高 3.87pct.....	9
图 19.	24Q1 Shopify GMV 同比增加 22.9%(亿美元).....	9

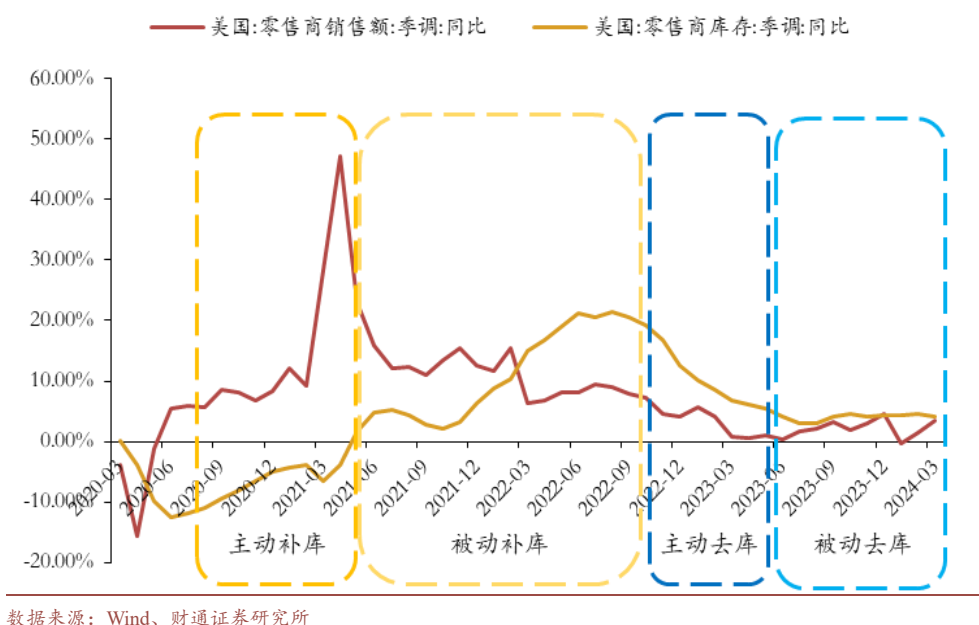
图 20. Shopify 分业务营收(亿美元).....	9
-------------------------------	---

## 1 线下商超：终端需求疲软，或进入弱补库状态

从宏观数据来看，一季度美国制造商、批发商及零售商库销比基本维稳，其中零售商库存环比有小幅提升，或与终端需求增速波动相关。自 22Q3 美国零售商库存增速见顶之后，美国零售商库存周期进入了主动去库阶段；23Q2 销售额增速见底，主动去库逐渐转入被动去库阶段。

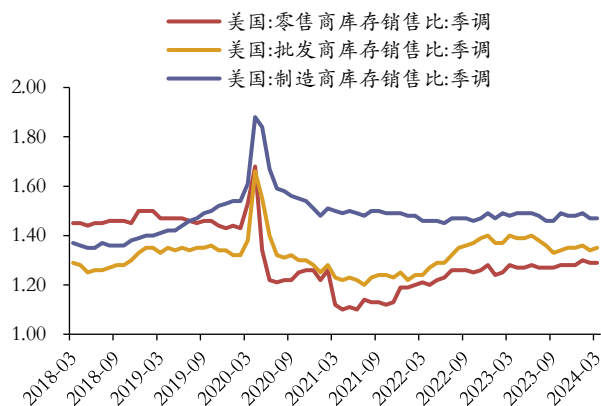
当前库存虽已处于低位，但由于终端消费增速仍处于底部波动，没有显著回升趋势，企业信心不足，因此整体以保持健康范围的库销比为目标进行订单规划，短期内或难以出现较为明显的主动补库。

图1.美国零售商库存周期



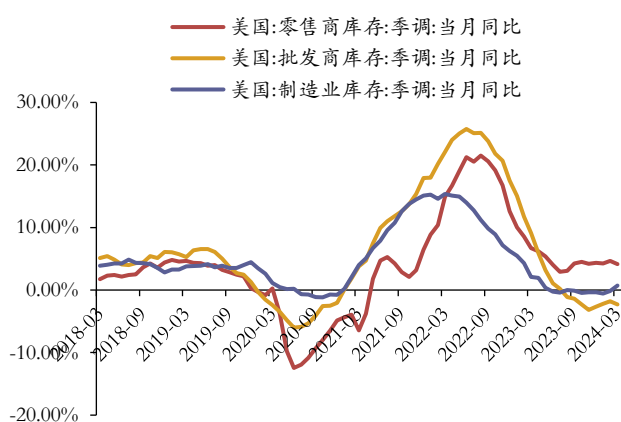
数据来源：Wind、财通证券研究所

图2.美国批发商库销比先行下降



数据来源：Wind、财通证券研究所

图3.美国批发商库存增速低点已现



数据来源：Wind、财通证券研究所

## 1.1 消费降级趋势持续，综合商超库销比领先下降

必选优于可选、线上优于线下现象仍存，美国消费降级态势持续。从各类零售商24Q1 业绩情况来看，相较于可选耐用品类连锁商超，开市客、沃尔玛等综合商超增速显著较快；线上亚马逊、Shopify 则显著快于线下。同时，劳氏、家得宝等可选品类商超收入降幅大幅缓和，梅西百货增速转正，可选消费拐点可期。

图4.美国各类型零售商 24Q1 收入增速情况

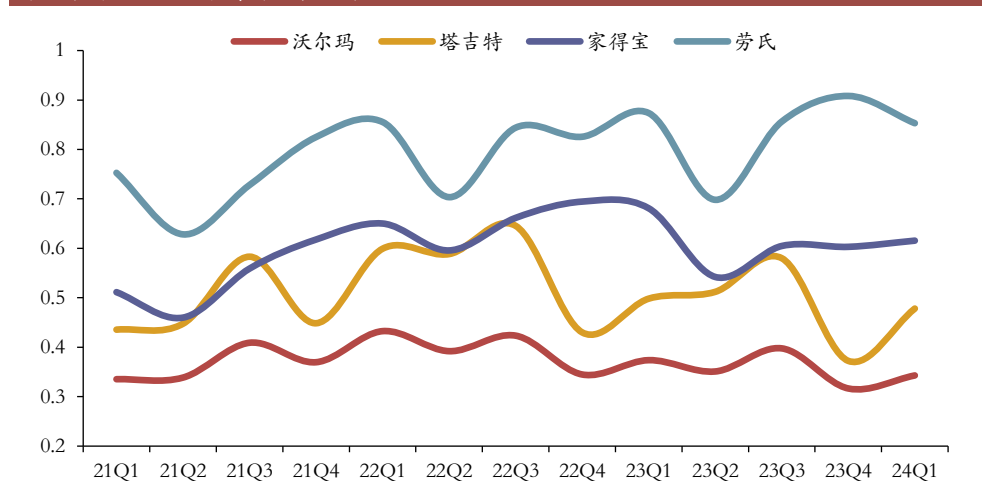
		24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2
可选品类	百思买 (BESTBUY)	-6.5%	-0.6%	-7.8%	-7.2%	-11.1%	-10.0%	-11.1%	-12.8%
	家得宝 (HOMEDEPOT)	-2.3%	-2.9%	-3.0%	-2.0%	-4.2%	0.3%	5.6%	6.5%
	劳氏 (LOWE'S)	-4.4%	-17.1%	-12.8%	-9.2%	-5.5%	5.2%	2.4%	-0.3%
	梅西百货 (MACY'S)	0.4%	-4.8%	-10.6%	-11.6%	-10.1%	-4.5%	-3.8%	-0.7%
综合商超	开市客 (Costco)	5.7%	6.2%	9.5%	2.0%	6.5%	8.1%	15.0%	16.2%
	塔吉特 (TARGET)	-3.1%	1.7%	-4.2%	-4.9%	0.6%	1.3%	1.8%	3.5%
	沃尔玛 (WALMART)	6.0%	5.7%	5.2%	5.7%	7.6%	7.3%	8.7%	8.4%
线上平台	亚马逊 (AMAZON)	12.5%	13.9%	12.6%	10.8%	9.4%	8.6%	14.7%	7.2%
	Shopify (SHOP.N)	23.4%	23.6%	25.5%	30.8%	25.3%	25.7%	21.6%	15.7%

数据来源：Wind，财通证券研究所

整体来看，沃尔玛库销比同比下降显著，偏中高端零售的塔吉特库销比一季度出现反弹。沃尔玛 24Q1 库销比 0.34，显著低于同期的 0.37；塔吉特库销比 23Q4 降至低点后又迅速回升至 0.48，中高端消费承压更为显著。

受弱需求影响，家得宝、劳氏库销比居高不下，耐用品表现持续疲软。家得宝 24Q1 库销比达 0.62，环比提升，但同比低于 23Q1 的 0.68；劳氏库销比环比下降至 0.85，但仍处于高位，家居建材销售压力较大。

图5.海外大型线下零售商库销比对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

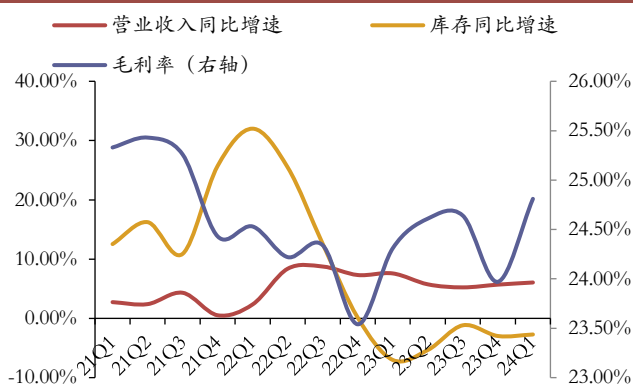
## 1.2 低库存状态持续，毛利率均有显著回升

具体来看，商超整体库存同比下滑明显，去库压力释放后毛利率整体呈回升态势，商超盈利能力的优化有望为后续补库带来更多信心。

1) 沃尔玛降价幅度减小的同时实现了营收增长及库存下降，或已进入被动去库阶段。沃尔玛 24Q1 实现营收 1615 亿美元，同比+6.05%；库存同比-2.72%；毛利率 24.81%，同比+0.5pct，系产品价格降幅低于同期。

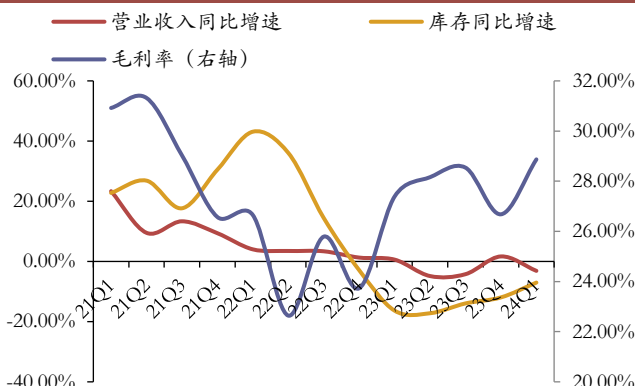
2) 塔吉特毛利率大幅回升，但营收回暖趋势仍未确立，库存同比下滑持续。塔吉特 24Q1 实现营收 245 亿美元，同比-3.12%，Q2 指引可比销售额增长 0-2%；库存同比-7.02%；毛利率 28.87%，同比+1.48pct。

图6.沃尔玛营收库存同比增速及毛利率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图7.塔吉特营收库存同比增速及毛利率



数据来源：Wind，财通证券研究所

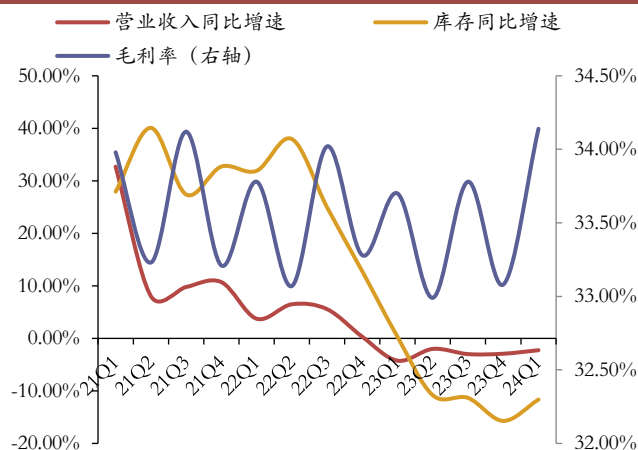
3) 家得宝毛利率上升，营收与库存降幅均收窄，预计系需求承压持续导致渠道库存政策谨慎，或将维持库存紧平衡直至库销比降至相对低位。家得宝 24Q1 实现营收 364 亿美元，同比-2.25%，不及预期，其中 2/3/4 月分别同比-4.0%/-0.8%/-3.3%，全年增速指引为-1%；库存同比-11.65%；毛利率 34.14%，同比+0.44pct。

分品类来看，家得宝一季度仅建材、室外花园、室内花园、五金硬件及管道板块同比增长，增速分别为 6.21%/2.38%/1.76%/0.64%/0.07%。花园品类增速回暖，预计系今年春季北美天气适宜，花园修理工作增加驱动；五金硬件偏必选属性，受消费环境影响较小，增速稳定。

4) 劳氏毛利率同比下降，营收降幅大幅趋缓，库存也持续下降，23Q1 出现营收增速超库存增速，主动去库或接近尾声。劳氏 24Q1 实现营收 214 亿美元，同比-4.40%，优于预期-5.7%，全年可比销售额指引下降 2-3%；库存同比-6.65%；毛利率 33.19%，同比-0.49pct。

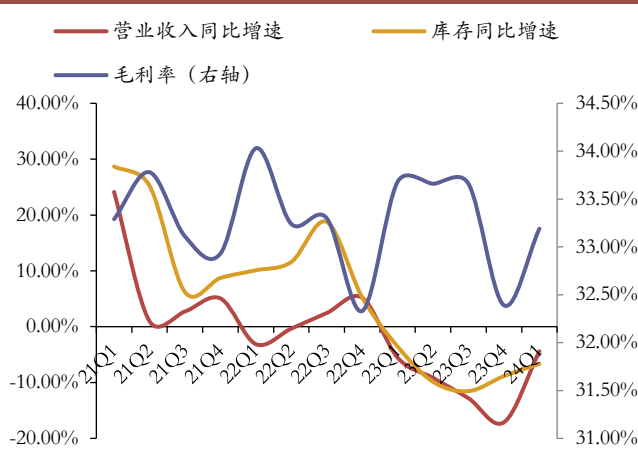


图8.家得宝营收库存同比增速及毛利率



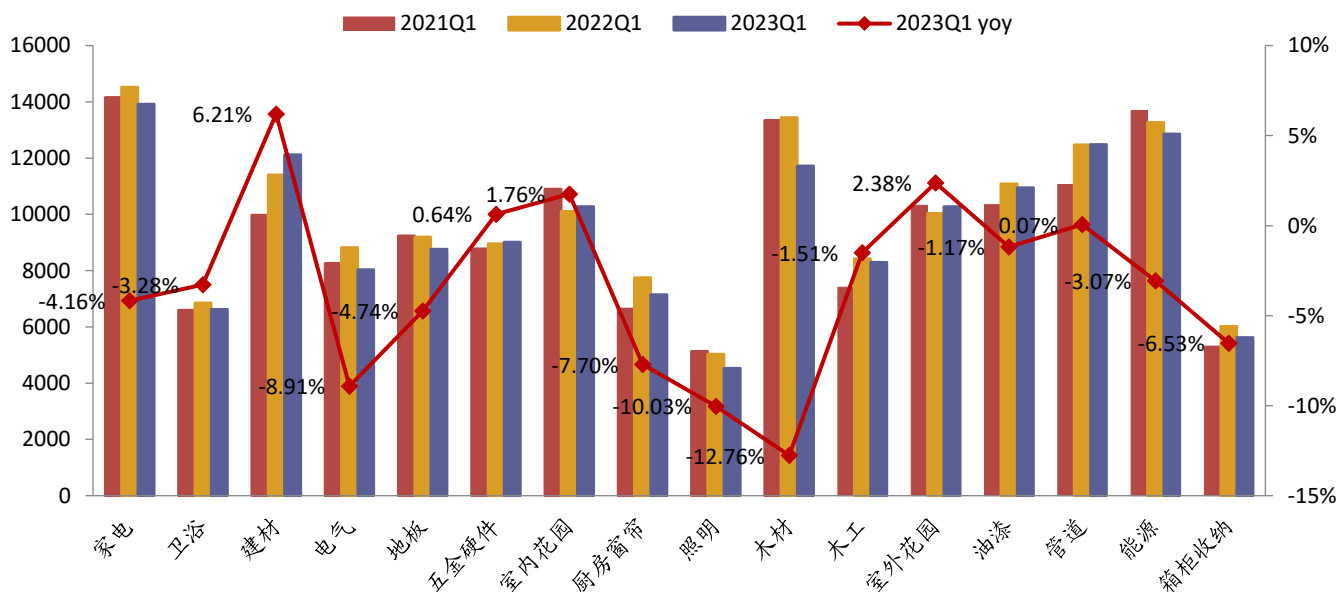
数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

图9.劳氏营收库存同比增速及毛利率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图10. 家得宝 2023 一季度分品类营收及同比增速（百万美元）



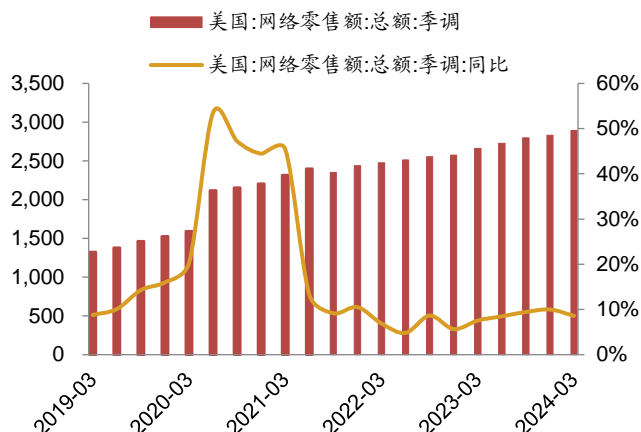
数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2 线上零售：线上消费景气度持续，逆周期属性凸显

### 2.1 线上性价比优势凸显，美国零售线上化率持续提升

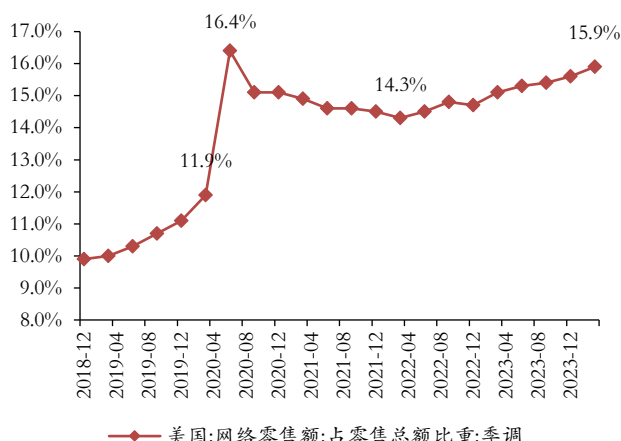
消费降级趋势下，美国线上渗透率持续提升。受疫情影响，美国网络零售额于20H1开始暴增，21H1后由于高基数影响增速放缓，2022年以来线上消费习惯黏性叠加消费降级进一步推动消费者转向线上消费，线上性价比优势凸显。美国网络零售额占零售总额比重持续提升，截至23Q1已提升至15.9%，环比+0.3pct。

图11.美国网络零售额及其增速(亿美元)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图12.美国网络零售额占零售总额比重持续回升



数据来源：Wind，财通证券研究所

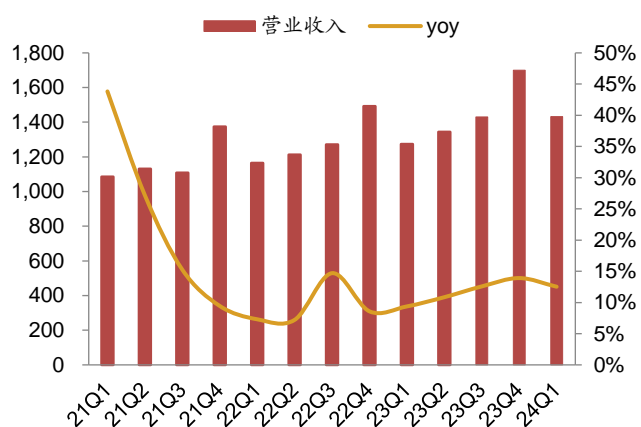
## 2.2 电商平台韧性持续，盈利能力持续提升

海外大型线上零售平台营收增速持续，显著快于线下零售商：

- 1) **亚马逊**：营收毛利双增，24Q1 实现营收 1433 亿美元，同比+12.53%，24Q2 指引营收增速 7-11%；24Q1 毛利率 49.32%，同比+2.55pct。

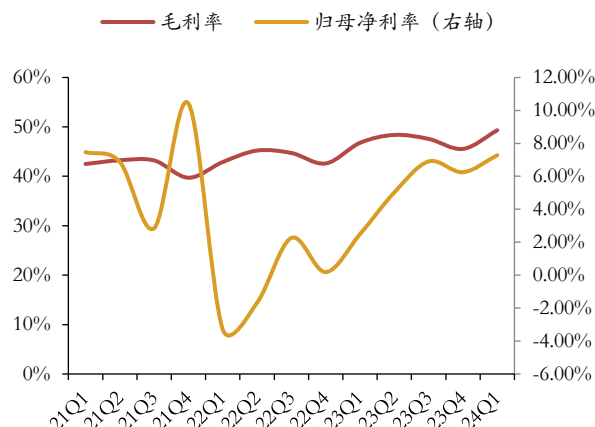
分业务来看，24Q1 亚马逊云服务与第三方卖家服务营收高增持续，增速分别为 17.28%/16.03%。分地区来看，北美地区增速稳定，国际地区增速有所下滑，两者 24Q1 营收增速分别为 12.30%/9.66%。

图13.亚马逊 24Q1 营收同比增长 12.53%(亿美元)



数据来源：Wind，财通证券研究所

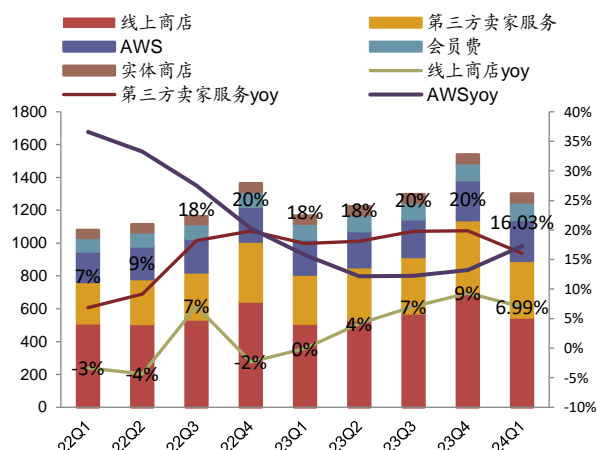
图14.亚马逊 24Q1 毛利率同比提高 2.55pct



数据来源：Wind，财通证券研究所

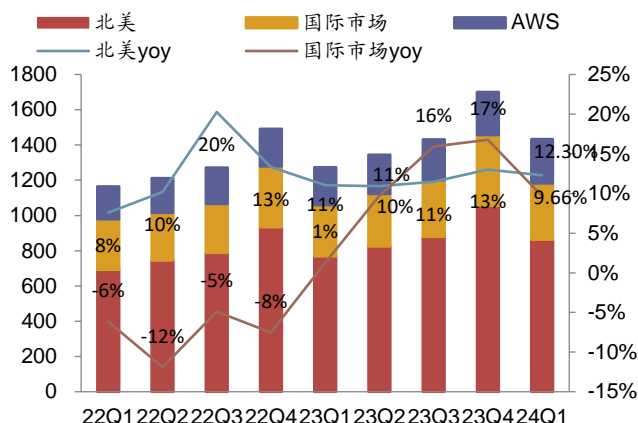


图15.亚马逊分业务营收(亿美元)



数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

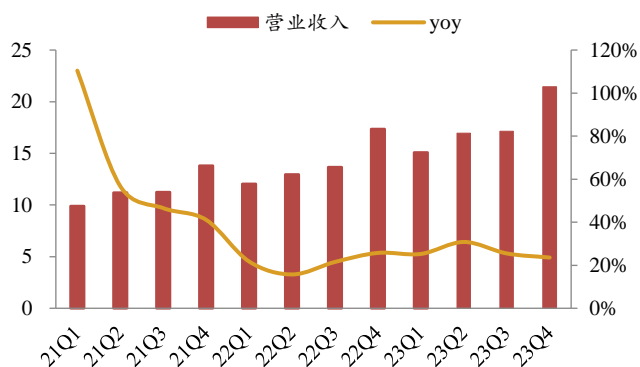
图16.亚马逊分地区营收(亿美元)



数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

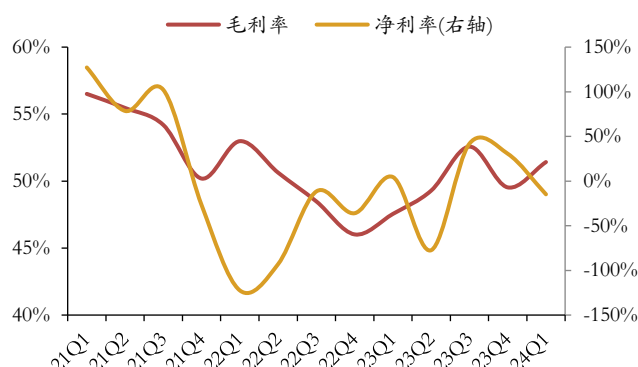
**2)Shopify: 营收持续高增, 毛利率修复, 24Q1 实现营收 18.4 亿美元, 同比+23.41%; 24Q1 毛利率 51.42%, 同比+3.87pct。24Q1 GMV 为 609 亿美元, 同比+22.9%, 商家解决方案收入 13.5 亿美元, 同比+19.5%, 系 GMV 的增长所致; 订阅解决方案收入增速持续上升, 24Q1 同比+34.5%。**

图17.Shopify24Q1 营收同比增加 23.41%(亿美元)



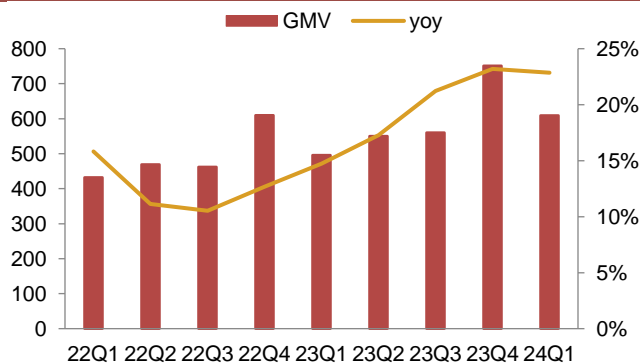
数据来源：Wind，财通证券研究所

图18.Shopify24Q1 毛利率同比提高 3.87pct



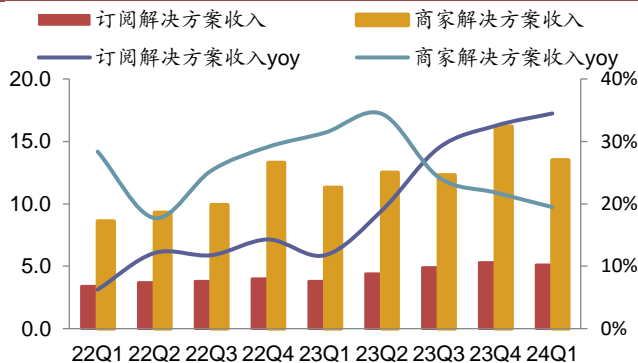
数据来源：Wind，财通证券研究所

图19.24Q1 Shopify GMV 同比增加 22.9%(亿美元)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图20.Shopify 分业务营收(亿美元)



数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3 投资建议：建议关注弱补库中 alpha 标的，持续看好跨境电商

海外必选消费韧性持续，耐用品全年或将持续承压。从美国连锁商超业绩指引来看，其中亚马逊、沃尔玛、塔吉特指引未来正增长，劳氏、塔吉特、梅西百货指引增速仍难转正。

表1.海外连锁商超&线上平台业绩指引情况

亚马逊	24Q2 公司指引营收 1440-1490 亿美元， <b>同比增速 7-11%</b> ，低于市场预期；指引利润 100-140 亿美元，超市场预期，4 月 1 日开始的 FBA 提价应当是主要贡献之一。
家得宝	指引全年总销售额同比+1%，剔除天数不同的 <b>可比销售额同比-1%</b> ；全年毛利率 33.9%。
劳氏	指引全年总销售额 840-850 亿美元， <b>可比销售额同比-2~+3%</b> ；全年营业利润率 12.6~12.7%。
开市客	指引下季度 <b>收入增速同比+8.1%</b>
沃尔玛	指引 24Q2 <b>净销售额同比+3.5~+4.5%</b> ，营业利润+3.0~+4.5%。
塔吉特	指引 24Q2 及 <b>全年营收同比 0~+2%</b> 。
梅西百货	指引全年净销售额 223-229 亿美元， <b>可比销售额同比-1%~+1.5%</b> 。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

#### 投资建议：

##### 1、跨境电商：

消费降级下跨境电商的性价比优势有望持续凸显，建议关注板块 Q3 机会。当前板块受海运、关税等风险情绪压制，伴随市场对利空消息逐步消化，以及新兴平台拓展相关数据出炉，我们认为板块 Q3 有望迎来催化，建议关注。

**推荐：1)** 品牌运营龙头安克创新 (300866.SZ)，2024 年拓品类持续，快充协议统一事件支撑主业增速韧性，长期有望受益手机 AI 换机潮；**2)** 当前股价持续调整的跨境电商泛品类龙头华凯易佰 (300592.SZ)，收购通拓事件有望于 Q3 落地，叠加新兴平台拓展数据有望上量带来催化；**3)** 关注亚马逊服装品类龙头赛维时代 (301381.SZ) 及家具家居品牌龙头致欧科技 (301376.SZ)。

**2、工具出口链：**我们认为当前海外可选需求承压持续，渠道或将保持库存紧平衡，对补库持谨慎态度，弱补库  $\beta$  下建议关注市占率显著提升的个股。展望未来，消费需求的回暖判断仍需持续博弈美联储降息预期。

**推荐：1)** 千斤顶出海龙头常润股份 (603201.SH)，品牌渠道资源扎实，拓品类、拓线上打开增量空间；**2)** 关注燃油割草机龙头大叶股份 (300879.SZ)，供给格局优化，补位逻辑下，渠道订单快速上量有望驱动市占率提升。

## 4 风险提示

海外宏观经济增长不及预期；可选消费修复不及预期；市场竞争加剧；国际贸易关系波动加剧。

**信息披露****● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**● 资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**● 公司评级**

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

**● 行业评级**

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

**● 免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。