

# 跨境电商行业专题

## 电商深度研究系列三：电商平台出海时代到来

超配

### 核心观点

**跨境电商行业：电商出海是高增速大赛道，海外流量分散、市场更加割裂，相较国内电商市场有更多新进入机会。**2022年海外电商规模近4万亿美金，2019-2022年3年CAGR为20%；据弗若斯特沙利文数据，2022年跨境B2C电商出口规模超3万亿，2019-2022年3年CAGR为27%，赛道广阔且处于快速发展期；发展历程看，前期大卖出海繁荣生态，目前跨境电商经历从白牌出海向品牌、平台出海转型，产业链价值大幅提升。

**出海平台经营现状：欧美为主要市场，通过全托管、海外仓等方式提升用户体验。**1) **目标市场：**欧美在海外电商占比80%，电商盘子大且竞争激烈，格局相对分散；东南亚、中东等为代表的新兴地区购买力低、基础设施建设不完善，电商2010年后起步，盘子小增速快。2) **出海模式：**全托管保障用户体验，直播渗透欧美仍需时间。全托管下商品SKU广度受限、对仓网调配能力要求高，我们认为该模式更适合作为精选场打造标杆、提升平台调性；目前海外电商以货架场为主，直播电商在欧美地区进展缓慢，在东南亚地区发展迅速。3) **商品组织：**跨境电商主打性价比与非标品，远距离履约下部分品类难以销售；履约上跨境直发拓展品类宽度，海外仓优化履约体验；4) **监管与风险：**通过与全球头部电商平台亚马逊对比，我们发现国家数据安全、数据隐私安全、ESG和反垄断是欧美跨国平台最主要的几种风险，要求公司不断完善治理体系。

**出海平台发展趋势：早期强调性价比，逐渐向本土化演进。**1) **短期看**人民币贬值、海外通胀强化出口电商性价比优势；2) **长期看**受制于品类限制、本地企业保护政策等因素，跨境平台依靠商品出海天花板有限，纳入当地商家商品、充分本土化才能有所突破。目前出海电商应对方法是在仓储和供应链等方面实行本土化，同时充分授权当地管理层以融入市场。

**投资建议：我们的推荐顺序为拼多多、阿里巴巴。**短期看，海外通胀利于提振对性价比商品的需求，人民币贬值利于出口企业提升价格竞争力；长期看，各国电商浪潮势不可挡，中国电商发展成熟、商品成本和丰富度与海外对比有优势，看好中国电商出海发展。拼多多TEMU海外发展势头良好，社交裂变的营销玩法有助于降低拉新成本，全托管模式下商品质量和履约时效均有保障，推荐拼多多(PDD.O)；AliExpress的Choice模式表现优异，Lazada、Trendyol等本土化进程顺利，推荐供应链能力强的阿里巴巴(9988.HK)。

**风险提示：**行业监管政策变化风险、中美贸易摩擦加剧风险、ESG相关风险。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (美元/ 港元)	总市值 (百万美元/ 亿港元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
PDD.O	拼多多	买入	89.4	118,709	9.2	12.3	17	13
9988.HK	阿里巴巴-SW	买入	95.9	1,953,889	6.7	7.4	13	12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究·海外市场专题

#### 互联网

#### 超配·维持评级

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

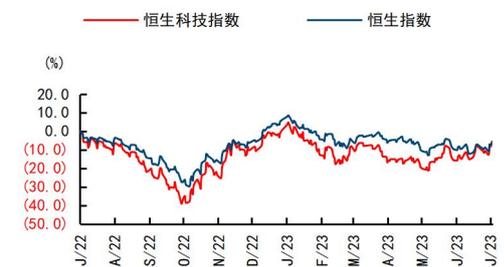
S0980520080008

联系人：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《互联网行业周报(23年第28周)-多部门定调常态化监管，互联网板块全线上涨》——2023-07-24
- 《互联网行业周报(23年第27周)-金融管理部门工作重点转入常态化监管，阿里云发布通义万相》——2023-07-12
- 《互联网行业2023年7月投资策略-国内外大模型及AI应用先后发布，5月社零持续复苏》——2023-07-05
- 《互联网行业周报(23年第26周)-菜鸟推出自营快递，美团收购光年之外》——2023-07-05
- 《互联网行业周报(23年第25周)-腾讯云发布行业大模型解决方案，6月游戏版号下发》——2023-06-28

## 内容目录

<b>跨境电商基本情况：高增速大赛道，平台出海时代即将到来</b>	<b>5</b>
行业大盘：中国跨境电商规模大增速快	5
行业格局：市场集中度不断提升，国内平台加速崛起	6
收费情况：商品出海有更多溢价，商家和平台收入高于国内	7
发展历程：前期大卖出海繁荣生态，平台出海时代已经到来	8
<b>出海平台经营现状：欧美为主要市场，通过全托管、海外仓等方式提升用户体验</b>	<b>12</b>
目标市场：欧美在海外电商占比 80%，东南亚等新兴地区早期布局为主	12
出海模式：全托管保障用户体验，直播渗透欧美仍需时间	13
履约方式：跨境直发拓展品类宽度，海外仓优化履约体验	15
商家商品组织：主打性价比与非标品，远距离履约下部分品类难销售	16
监管与风险：数据安全、ESG 等是跨国平台主要风险，需不断完善公司治理体系	18
<b>出海平台发展趋势：早期强调性价比，逐渐向本土化演进</b>	<b>20</b>
催化因素：人民币贬值、海外通胀强化出口电商性价比优势	20
长期格局推演：依靠中国制造起量，长期向本土化演进	21
<b>跨境电商平台简介：阿里 Shein 主打供应链优势，TEMU/TikTok Shop 依托场域后发追赶</b>	<b>22</b>
阿里国际零售：布局新兴地区，平台本土化践行者	22
TEMU：主打社交裂变与低价，早期增长迅速	23
Shein：服饰类目高性价比品牌，逐步向本土化转型	24
TikTok Shop：海外直播电商处于早期阶段，东南亚发展迅速	26
<b>投资建议</b>	<b>26</b>
<b>风险提示</b>	<b>28</b>
行业监管政策变化风险	28
中美贸易摩擦加剧风险	28
ESG 相关风险	28

## 图表目录

图 1: 2017-2022 年中国跨境 B2C 电商出口规模及增速 (亿元, %)	5
图 2: 2015-2022 年除中国市场外全球电商规模及增速 (亿美元, %)	5
图 3: 中国跨境 B2C 电商在全球电商份额占比逐步提升 (%)	6
图 4: 国外电商渗透率相较国内仍有较大提升空间 (%)	6
图 5: 全球主要地区经济/人口/基础设施/文化情况对比	6
图 6: 中国跨境 B2C 电商渠道分布演变 (%)	7
图 7: 2020-2022 年跨境大卖自营网站规模变化情况 (亿元)	7
图 8: 跨境卖家选择不同渠道的优劣势对比	7
图 9: 海外电商平台佣金费率普遍高于国内 (以 3C 数码为例)	8
图 10: 2022 年出海&本土服饰公司毛利率对比	8
图 11: 部分跨境电商大卖基本情况	9
图 12: 2013-2019 年亚马逊电商业务年增速基本在 20%以上	9
图 13: 2018-2020 年跨境电商铺货型大卖营收达到巅峰	9
图 14: 2017-2022 年部分上市跨境大卖收入增速变化情况	10
图 15: 2017-2022 年部分上市跨境大卖净利润变化情况	10
图 16: 部分跨境电商平台基本情况	11
图 17: 中国 B2C 出口跨境电商发展历程	11
图 18: 2022 年全球主要地区电商发展情况	12
图 19: 2022 年全球各地区电商份额占比	12
图 20: 北美&欧洲地区占头部跨境电商收入比例均在 60%以上	12
图 21: 美国电商份额前 10 的公司里电商平台仅占 3 家	13
图 22: 中国跨境卖家主要市场分布 (%)	13
图 23: 全托管模式和平台模式商家侧/平台侧对比	13
图 24: TEMU、AliExpress 全托管部分商品销量情况	14
图 25: 社交媒体是 Z 世代群体最大的购物影响因素 (%)	15
图 26: 截至 2022 年底美国大多数用户仍未接受直播电商 (%)	15
图 27: 跨境履约两种模式流程及时效对比 (天)	16
图 28: 各平台跨境运输履约方式对比	16
图 29: 2022 年美国 TOP3 跨境电商进口国市场份额 (%)	17
图 30: 各个服饰品牌价格对比 (美国站, 美元)	17
图 31: 2022 年全球电商平台品类分布 (%)	17
图 32: 全球跨境电商商品类欢迎度排名	17
图 33: 2017-2022 年中国跨境 B2C 电商品类分布 (%)	18
图 34: Shein 已建立较为完善的 ESG 治理框架	18
图 35: 国内出海电商平台近期部分合规监管问题	19
图 36: Amazon 在美国及其他地区合规监管问题整理	20
图 37: 2020 年至今美元兑人民币汇率变化情况 (%)	21

图 38: 疫情后美国通胀水平保持在高位 (%)	21
图 39: 2022 年各地区跨境电商平台份额占比情况	21
图 40: 2020 年各地区跨境进口电商占电商市场份额 (%)	22
图 41: 各国对跨境电商商品关税(增值税) 比较	22
图 42: AliExpress 官网	23
图 43: Trendyol 官网	23
图 44: TEMU 官网	23
图 45: 2022 年 4 月-2023 年 3 月 AliExpress, Shein, TEMU, 和 Wish 独立访客人数 (百万)	23
图 46: TEMU、AliExpress、Amazon 和 Shein 产品比价情况 (美国站, 美元)	24
图 47: Shein 近几年迅速崛起 (亿美元, %)	24
图 48: Shein 官网	24
图 49: 头部跨境独立站发展情况对比	25
图 50: TikTok 月活用户数排名前 10 的国家 (百万, 红色代表已开通 TikTok Shop 业务)	26
图 51: 电商板块推荐公司盈利预测及估值	27
表 1: 铺货型大卖在 2021 年亚马逊封店风波中损失惨重, 卖家更重视多平台布局	10
表 2: “出海四小龙” 各自的“全托管” 服务对比 (Shein 为自营)	14
表 3: 阿里巴巴国际零售业务布局	22
表 4: Shein 各轮融资情况	26

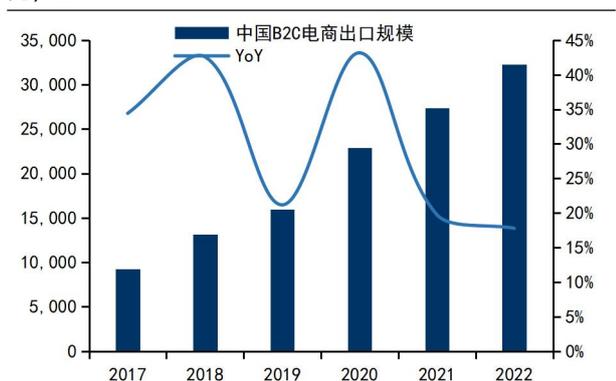
## 跨境电商基本情况：高增速大赛道，平台出海时代即将到来

**定义：**中国跨境出口 B2C 电商（后文简称跨境电商）指海外客户在海外电商平台的中国卖家、中国卖家自营网站或中国电商平台上选择商品，作出付款，取得商品的交易活动。

### 行业大盘：中国跨境电商规模大增速快

**中国跨境电商规模大增速快，背靠中国供应链优势，全球份额占比快速提升。**据弗若斯特沙利文数据，2022 年中国跨境电商出口规模 3.2 万亿，2019-2022 年 3 年 CAGR 为 27%，赛道广阔且处于快速发展期。**驱动因素看，全球电商大盘扩张以及中国供应链及玩法输出共同驱动行业快速发展：**全球电商市场 2019-2022 年 3 年 CAGR 为 20%，拉丁、东南亚、中东非洲等新兴地区履约物流等基础设施的快速发展以及疫情下各地用户电商习惯的培养有助于电商渗透率快速提升；22 年中国电商规模近 12 万亿人民币，占全球电商近 1/3，电商营销玩法以及供应链能力相对成熟，物美价廉，具有明显比较优势，市场份额不断提升，截至 2022 年，中国跨境电商海外电商市场份额占比 12%，近 3 年份额占比平均增速 0.6pct。

图1：2017-2022 年中国跨境 B2C 电商出口规模及增速（亿元，%）



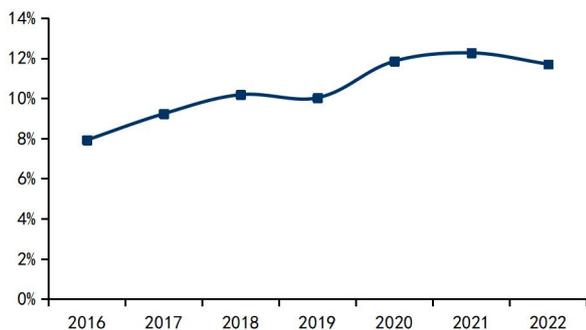
资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图2：2015-2022 年除中国市场外全球电商规模及增速（亿美元，%）



资料来源：eMarketer、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图3：中国跨境 B2C 电商在全球电商份额占比逐步提升（%）



资料来源：弗若斯特沙利文、eMarketer、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图4：国外电商渗透率相较国内仍有较大提升空间（%）



资料来源：eMarketer、国家统计局，国信证券经济研究所整理

### 行业格局：市场集中度不断提升，国内平台加速崛起

各地区语言文化、经济水平、开放程度不同导致市场分割，全球电商格局相较国内更加分散，为新进入者留出更多差异化机会，我们认为中国有机会出现类似亚马逊的头部跨境电商平台。除网络基础设施建设、经济发展水平外，人口规模也是电商发展的重要影响因素，大市场里电商规模效应更显著，可以支撑起更庞大的研发/客服团队、更完善的履约仓配系统，出海可以实现帕累托更优。比较各地区电商发展水平，我们预计出现全球电商平台的机会主要在中美出现，目前美国亚马逊平台在西欧、中东等多地成为龙一，但在东南亚等新兴地区表现一般，我们认为主要原因是亚马逊定位偏高端，在消费力一般的国家需求有限。用户群体看，亚马逊针对年收入 8 万美元以上、偏好品牌的中高收入群体；核心能力看，亚马逊在全球多地建立仓储配套设施以保障用户体验与履约时效，随之带来的高入仓成本一方面使得商家费用负担加重，无法实现极致性价比，另一方面使得个性化非标品难以入仓（试错成本高），为主打性价比、非标品的电商平台留出空间。中国平台接近产业带、有成本优势、上品灵活性更高，目前出海平台 Lazada 在东南亚地区、AliExpress 在东欧等均有一定市占，预计中国有机会出现全球性电商平台。

图5：全球主要地区经济/人口/基础设施/文化情况对比

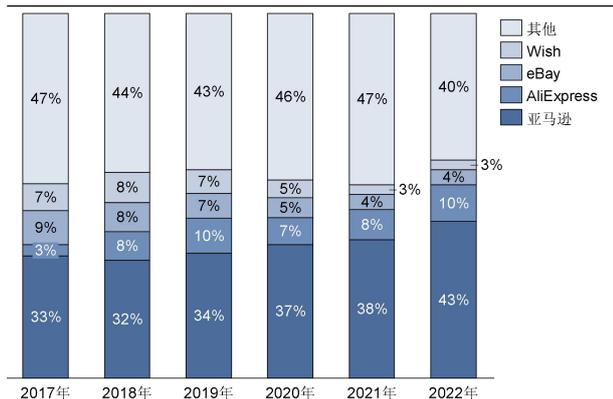
总结	人均GDP (美元)	人口 (亿人)	人口密度/平方公里	货到付款比例	年龄中位数	主流语言	宗教信仰
北美	68,370	3.7	23	2%	39	英语	基督教主流
澳大利亚	60,443	0.3	3	2%	38		
欧洲	38,411	4.5	73	2%	44	俄语、德语等24种语言	
中国	12,556	14.1	145	1%	38	汉语	无信仰/佛教74%/16%
拉丁美洲	8,328	6.6	31	4%	30	西班牙语等超5种语言	基督教83%
中东地区	7,569	4.9	62	14%	25	阿拉伯语等超5种语言	穆斯林超90%
东南亚	5,336	6.9	136	15%	26	英语、汉语、马来语等	印度教/佛教/无信仰40%/20%/20%

资料来源：世界银行、维基百科、FIS Worldpay，国信证券经济研究所整理 注：人均 GDP 为 2021 年数据，其他均为 2022 年数据。

渠道看，中国电商出海以亚马逊等海外成熟渠道为主，国内平台占比逐步扩大。亚马逊、eBay 和 Wish 在内的海外平台占比 50%左右，以阿里速卖通为首的国内出海平台占比逐年扩大，从 17 年的 3%增长到 22 年的 10%，随着海外流量成本提升，竞争日益激烈，独立站份额有下降趋势。

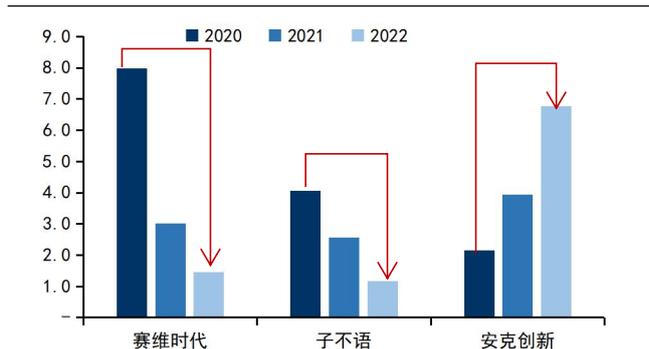
跨境卖家销售渠道为第三方平台和自建网站，多数卖家布局自营网站主要为了避免过度依赖单一平台带来的风险。独立站与平台入驻核心能力差异巨大，我们认为除部分品牌外，未来大多数卖家会回归平台并多平台布局，给新平台带来进场机会。自营网站需要商家独立完成导流履约等环节，随着海外流量红利结束，流量成本增加，对网站留存率和复购率要求更高，品牌商家商品质量更高、履约等客户体验更有保障，更容易沉淀复购率。据公司公告，安克创新等品牌大卖近年自营网站收入保持增长，赛维时代、子不语等白牌为主的商家自营网站收入不断下降。

图6：中国跨境 B2C 电商渠道分布演变（%）



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图7：2020-2022 年跨境大卖自营网站规模变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：跨境卖家选择不同渠道的优劣势对比

	核心能力	渠道优点	渠道缺点
入驻平台	吃透平台规则	平台基建完善、标准化程度高，简单易上手	1) 较高的平台费率； 2) 平台规则及监管变动带来的经营不确定性
自营网站	1) 站外引流推广能力； 2) 商品/品牌打造能力； 3) 履约体验把控能力等	1) 网站运营费率低； 2) 经营自主权高，不受平台限制；	1) 从0开始搭建网站，较高的技术/流量运营门槛； 2) 没有平台助力冷启动，起量慢

资料来源：雨果网，国信证券经济研究所整理

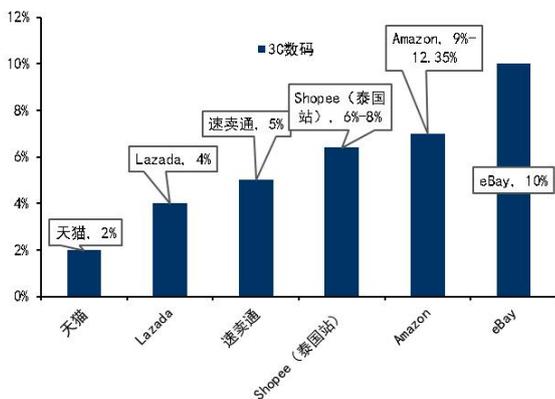
### 收费情况：商品出海有更多溢价，商家和平台收入高于国内

与国内电商收费模式类似，海外电商平台 POP 模式下收取佣金和广告费用，全托管模式下收取买卖差价。对比国内外电商平台收费，我们发现不同地区、不同平台收费有一定差异：1) 分地区看，佣金率排序为欧美地区>东南亚/拉丁美洲>国内平台，主要原因是发达地区合规、人力等成本更高，导致基础服务费用更高；2) 分平台主体看，中国出海平台费率普遍低于海外本土电商平台，主要原因是国内平台仍处于发展早期，市占低导致议价权有限。

全托管模式下卖家只负责供货，平台全权负责后续运营、履约与售后等环节。与自营不同的是，商品未销售之前货权属于商家，平台不承担库存压力。全托管模式下，平台具有商品定价权，赚取商品买卖价差，为保证用户体验，TEMU、Lazada、AliExpress、Shopee 等平台先后向商家提供全托管模式。

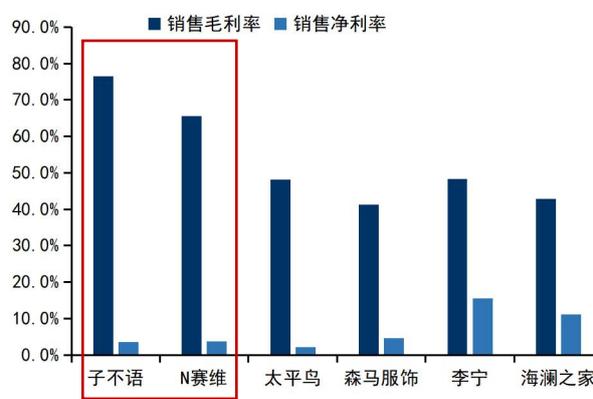
出海卖家高毛利低净利，费用大部分用于平台各项开支和履约。以亚马逊服饰大卖赛维时代为例，赛维 2022 年毛利率 65%，净利不到 4%，销售费用超过 50% 占大头，其中履约费率 21%，平台及推广费率 26%。

图9: 海外电商平台佣金费率普遍高于国内（以 3C 数码为例）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图10: 2022 年出海&本土服饰公司毛利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 发展历程：前期大卖出海繁荣生态，平台出海时代已经到来

### 早期野蛮增长（2001-2012）：白牌卖家借助谷歌 eBay 早期流量红利铺货起家。

早期广深海关政策相对宽松、跨境物流价格低廉，部分流量敏感的中国商家利用 eBay、Google 平台流量红利将白牌商品销往海外，主要玩家分为两种：1) **有供给优势**：一般地理位置靠近产业带和海关，凭借供应链优势和区位优势在第三方平台迅速铺货起量，电子产业链、服饰产业链聚集在广深地区，深圳涌现出一批跨境大卖，如通拓、傲基、有棵树、赛维等，这些大卖“大量开店、海量铺货”，平台店铺数几百上千个，SKU 数十万，价值薄复购差，但在早期流量充裕背景下发展迅速；2) **有流量优势**：这种玩家创始人普遍有互联网背景，熟悉谷歌等流量规则与海外消费者需求，借助中国便宜丰富供给变现流量，如 07 年成立的兰亭集势，CEO 谷歌出身，精通 SEO（搜索引擎优化），自建网站出海卖货，凭借高毛利和低流量成本快速做大并在 13 年美股上市。

图11: 部分跨境电商大卖基本情况

	做基网络	赛维时代	通拓科技	有棵树
创立时间	2005	2012	2004	2010
总部所在地	深圳			
融资情况	未上市, 2020年科创板上市终止	A股上市		
创始人	陆海传, 德国留学期间开始创业	陈文平, 哈工大本科	廖新辉, 湖南郴州人, 草根创业	肖四清, 湖南人文科技学院本科, 毕业后华强北创业
收入规模(亿元)	51.0	49.1	34.2	7.7
2020-2022收入CAGR	-	-3%	-32%	-61%
毛利率	58%	66%	25%	31%
净利率	3.9%	3.8%	5.5%	-46.7%
商业模式	第三方平台入驻为主, 自营网站销售额占比不足5%			
主要平台	亚马逊为主, 亚马逊销售额占比超3/4		第三方平台布局均衡, Amazon、Walmart、AliExpress等	
目标市场	欧美为主, 欧洲/北美/亚洲占比55%/36%/8% (2019Q1)	北美为主, 北美/欧洲/亚洲占比85%/11%/1%	欧美为主	欧美为主, 欧洲/美洲/亚洲占比44%/36%/9%
主营产品	科技消费类/家居类收入占比63%/25% (2019Q1)	服饰配饰/运动娱乐/百货家居/数码汽摩占比分别为67%/15%/13%/2%	数码产品、家居、健康美容等	电子类/家居类/保健日用类占比29%/24%/17%, 单均价64元rmb (2022)
店铺数	196个 (2015年)	722个 (2022年)	334个 (2017年11月)	3873个 (2019)
SKU数	超40万个 (2017H1)	24.11万个 (SPU 8100个)	55万个 (2019年)	35万个 (2021年)
品牌化	品牌为主, 自有品牌收入占比80%+		白牌为主, 泛品类运营, 自有品牌收入占比小于50% (有棵树15%左右)	

资料来源: Wind、雨果网、公司官网, 国信证券经济研究所整理 注: 1. 通拓科技被华鼎股份收购上市, 收入及毛利率均为跨境电商业务情况; 2. 做基财务状况为 2018 年数据, 其他公司均为 2022 年数据。

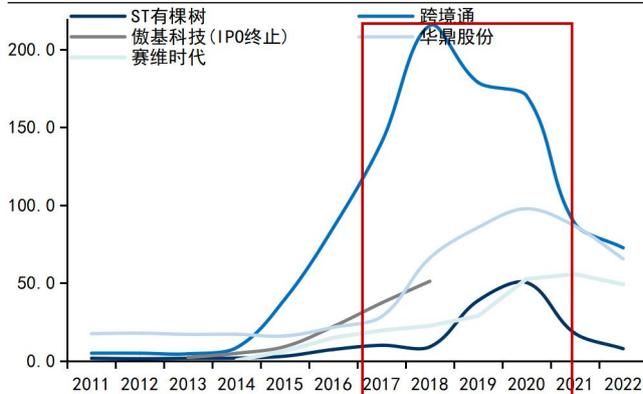
**大卖快速扩张阶段 (2013-2019): Amazon 等海外平台在华大规模招商叠加新兴国家电商业态兴起, 铺货型白牌卖家收入达到巅峰, 同期国内互联网渗透率见顶, 电商平台纷纷出海。** 1) 2012 年起亚马逊、Wish 等平台开始在华招商, 平台求增长给予商家大量扶持, 巅峰期国内头部大卖年收入突破百亿, 兰亭、通拓、有棵树等纷纷上市; 2) 中东、东南亚等新兴地区电商快速崛起, 为跨境卖家带来新机遇, 执御 2 年成长为中东第一大电商平台, 用户超 2000 万, 覆盖中东近 80% 网民; 3) 海外电商市场日益火热, 同期国内互联网渗透率见顶, 国内头部电商平台开始试水跨境寻找第二增长曲线, 京东在东南亚推出 JollyBuy, 阿里在东南亚、南亚等地收购 Lazada、Daraz 等。

图12: 2013-2019 年亚马逊电商业务年增速基本在 20% 以上



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 2018-2020 年跨境电商铺货型大卖营收达到巅峰



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

平台出海阶段（2020 至今）：从白牌出海向品牌、平台出海转型，产业链价值大幅提升。行业生态看，亚马逊、Shopify 等海外平台高速增长期结束，平台逐渐规范化，引导卖家向品牌化转型，大批铺货型卖家由于刷单等违规行为被冻结账号，损失巨大，为规避单一平台风险，卖家将部分精力转向速卖通、TEMU 等国内出海平台；**中国电商出海从商品输出发展为商业模式输出**，直播电商平台 TikTok Shop 2021 年在东南亚、英国等地推出，目前已是东南亚头部电商平台。

图14: 2017-2022 年部分上市跨境大卖收入增速变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 2017-2022 年部分上市跨境大卖净利润变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 铺货型大卖在 2021 年亚马逊封店风波中损失惨重，卖家更重视多平台布局

	安克创新	赛维时代	傲基网络	通拓科技	有棵树
被关店铺数	0	0	Aukey、Tacklife 品牌涉及店铺被下架	54	400
资金冻结	0	0	未披露	4,143 万元	12,800 万元

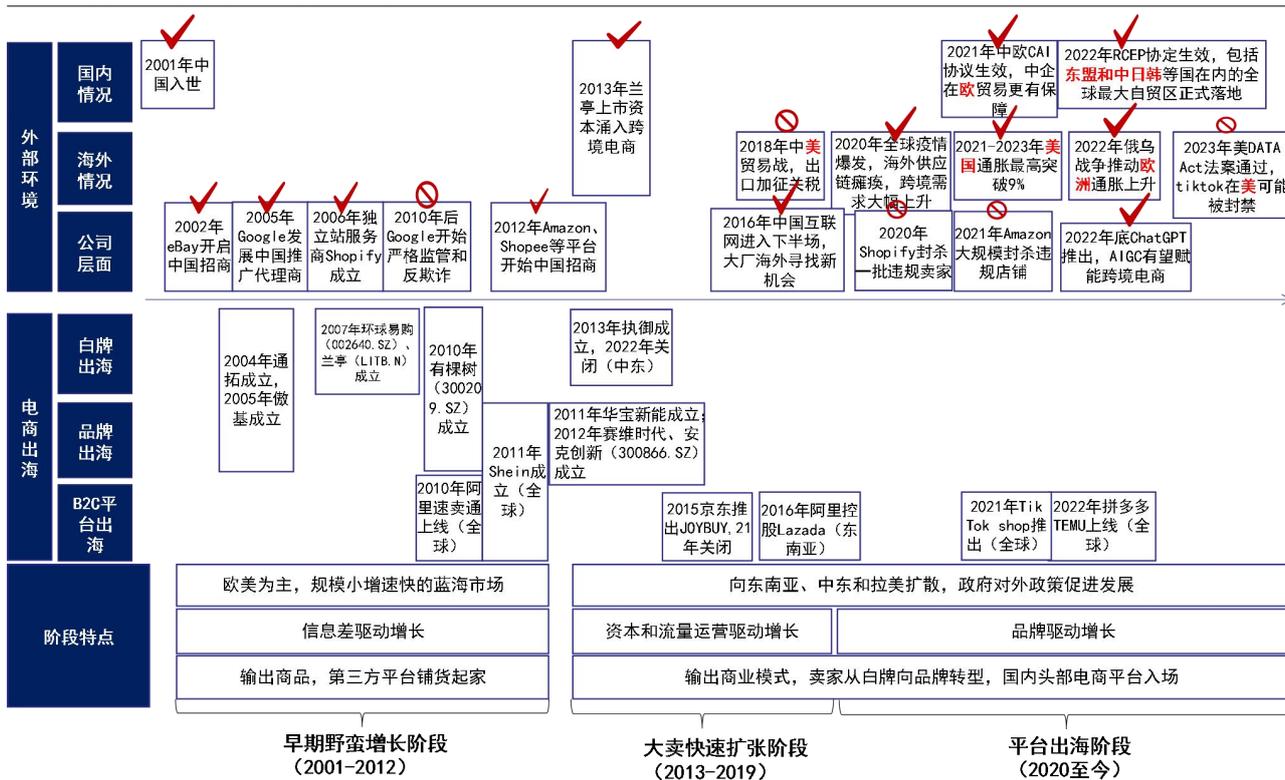
资料来源：公司公告、经济观察报，国信证券经济研究所整理

图16: 部分跨境电商平台基本情况

	AliExpress (阿里)	Lazada (阿里收购)	Tiktok Shop (字节)	TEMU (拼多多)	
基本信息	成立时间	2010	2012	2021	
	部门总部	中国杭州	新加坡	美国洛杉矶	
	创始人(集团)	马云, 曾创立中国黄页(外贸网站)	Maximilian Bittner, 伦敦大学本科, 曾供职投行和麦肯锡	张一鸣, 南开大学, 连续创业者	黄峥, 浙大本科, 威斯康星硕, 曾任谷歌
经营情况	2022年GMV(亿美元)	200+	201	44	
	客单价(美元)	\$10	-	-	
	GMV增速		-4%	大于100%	
	2022 MAU(万)	8,800	14,000	160,000	
	商业模式	商家自运营+平台全托管(Choice)			全托管模式
	目标市场	全球	东南亚: 印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南等六个国家	东南亚、欧美地区	欧美地区为主, 未来可能布局东南亚等地
	收费模式	收5%-10%佣金+广告费	Lazma II 收4%-6%佣金+广告费	1%-2.5%佣金+2.24%交易手续费+广告费	平台赚取买卖差价
	主营产品	全品类			
物流履约	平台对接第三方物流/商家自发货			平台对接第三方物流	

资料来源: Crunchbase、Momentum Works、Similarweb、界面新闻、创业邦、阿里速卖通, 国信证券经济研究所整理

图17: 中国 B2C 出口跨境电商发展历程



资料来源: 中国政府网、Wind、雨果网、36 氪, 国信证券经济研究所整理

## 出海平台经营现状：欧美为主要市场，通过全托管、海外仓等方式提升用户体验

**目标市场：欧美在海外电商占比 80%，东南亚等新兴地区早期布局为主**

我们按照经济水平将海外市场分为发达地区和新兴地区，各地区人口规模、基建情况、电商渗透率和线下零售发展水平不同，进入市场的难度以及切入点也会有很大不同：

**欧美为代表的老牌发达地区购买力强、电商盘子大但竞争激烈，格局相对分散。**发达地区人均 GDP 高、消费水平强，是互联网早期发源地，电商渗透率大于 15%，北美和西欧在全球电商盘子占比 46%，在除中国外电商市场占比约为 80%。线上格局分散的主要原因是传统零售商实力强大，在电商渗透率不断提升的背景下纷纷建立自营网站与亚马逊等综合型电商平台抢份额，以美国为例，据 eMarketer 数据，美国电商 TOP10 的公司里 6 席为传统零售商，3 席为电商平台，1 席为品牌商（苹果）。

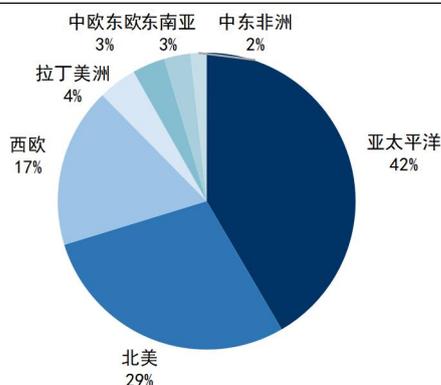
**东南亚、中东等为代表的新兴地区购买力低、基建设施不完善，电商 2010 年后起步，盘子小增速快。**新兴地区人口平均年龄更低，对电商等新渠道态度更开放；此外线下零售集中度普遍更低，竞争力弱，利于电商平台提升集中度。**拉丁美洲、东欧、东南亚和中东非洲占全球电商份额 12%，在除中国外电商市场占比约为 20%。**据欧睿数据，东南亚/中东&非洲线下零售集中度不到 5%，电商 CR5 分别为 67%/31%，预计未来电商集中度仍将进一步提升。

图18: 2022 年全球主要地区电商发展情况

	电商GMV (亿美元)	电商渗透率	YoY		零售CR5集中度			主要电商平台	特点
			电商	零售	整体	线上	线下		
北美	11,450	25%	8%	3%	31%	54%	28%	亚马逊、CVS、沃尔玛	线下零售发达，本土电商为主
西欧	6,946	16%	-13%	3%	13%	34%	14%	亚马逊、eBay、速卖通	线下零售较发达，跨境电商为主
拉丁美洲	1,678	13%	22%	6%	14%	48%	13%	Mercado Livre, Magalu, Americanas	线下零售较发达，本土电商为主
中欧东欧	1,419	16%	24%	5%	17%	38%	18%	Wildberries, Ozon, Allegro	线下零售较发达，本土电商为主
东南亚	1,148	10%	29%	9%	17%	67%	4%	Shopee, Lazada, Tokopedia	线下零售分散，跨境与本土电商并存
中东非洲	694	3%	12%	16%	5%	31%	4%	亚马逊、Noon, Apple	线下零售分散，跨境电商为主
中国	16,617	27%	6%	0%	29%	89%	2%	淘宝、京东、拼多多	线下零售分散，本土电商为主

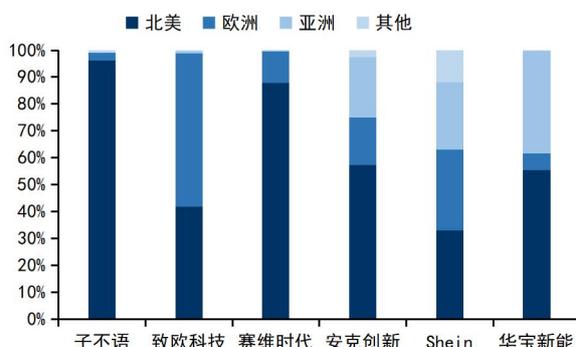
资料来源：eMarketer、Statista、Momentum Works、欧睿，国信证券经济研究所整理

图19: 2022 年全球各地区电商份额占比



资料来源：eMarketer，国信证券经济研究所整理

图20: 北美&欧洲地区占头部跨境电商收入比例均在 60%以上



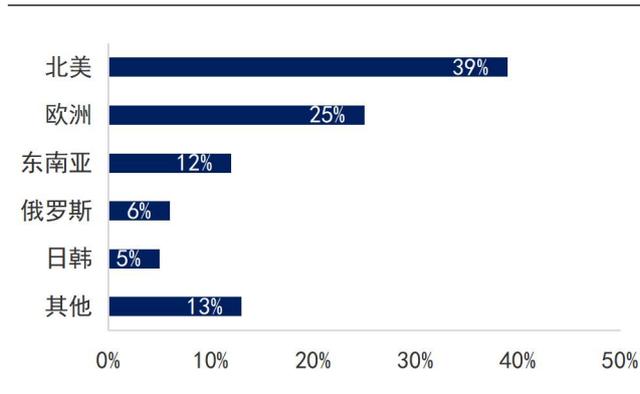
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 美国电商份额前 10 的公司里电商平台仅占 3 家

序号	名称	公司类型	2022年电商市占率
1	亚马逊	电商平台	38%
2	沃尔玛	传统零售商	6%
3	苹果	品牌	4%
4	eBay	电商平台	4%
5	塔吉特	传统零售商	2%
6	家得宝	传统零售商	2%
7	百思买	传统零售商	2%
8	Costco	传统零售商	2%
9	Carvana	电商平台	2%
10	克罗格	传统零售商	1%
合计			62%

资料来源: eMarketer, 国信证券经济研究所整理

图22: 中国跨境卖家主要市场分布 (%)



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

## 出海模式: 全托管保障用户体验, 直播渗透欧美仍需时间

### ◆ 全托管保证用户体验, 商家自运营起量更快

货盘组织上, 大部分平台已推出全托管模式, 商家只负责备货、发货和补货, 其他选品、履约、售前售后环节均由平台完成。全托管的优势在于通过缩短供货环节实现性价比和保障用户体验: 1) 全托管飞轮逻辑是“集中流量打爆款-去掉中间环节降成本-实现性价比”。以 TEMU 为例, 多个商家竞价上品, 同一规格商品只有一个链接, 价格最低的高质量品才能获得流量, 同时商品也更容易打爆; 同时由于不需要 C 端运营, 有生产能力的工厂和工贸一体商看到大批量订单也会加入, 不断压低商品价格从而实现极致性价比。疫情结束后, 很多外贸工厂和老客户联系减弱、需求不足, 亟需新的订单盘活生产线, TEMU 等平台的全托管模式流量集中爆单快, 好上手无需额外运营人员, 成立不满 1 年已出现多款 10 万+链接, 此外回款快无押金, 对工厂吸引力极强。2) 平台负责运营、履约、售后等环节保障用户体验。中国电商出海平台普遍主打性价比, 品牌少白牌多, 质量和履约问题本身难以得到保障, 且跨境电商环节复杂、履约链路长, 更容易出现各种售后问题损害用户体验, 此前“美版拼多多”Wish 由于品控不严用户大量流失, 2019 到 2022 年活跃买家从 9000 万降到 1300 万, 3 年 CAGR 为-48%。全托管模式下选品、上品、质检、售前、履约、售后等环节均由平台负责, 相较商家自运营更容易统一标准, 给用户更明确的性价比心智。

图23: 全托管模式和平台模式商家侧/平台侧对比

组货模式	商家		平台		代表平台
	商家价值	适合商家	平台优势	平台劣势	
平台全托管	优质低价、稳定供货	工厂型商家、工贸一体商	<b>更省更好</b> 1) 引入工厂压低价格, 商品价格更低; 2) 平台对商品的掌控力提高, 质量更有保障	<b>对平台能力要求高、起量慢、难做到多</b> 1) 对仓网调拨和选品能力要求更高; 2) 起量慢, 平台能力建设、选商选品试错均需要时间	TEMU、Shein
商家自运营	除找货外, 还需要面向C端运营能力: 投流、吃透平台规则等	贸易商	<b>更多、起量快</b> 1) 平台介入供给更浅, 可管理的品类、商品数量更多; 2) 早期起量快	<b>商品良莠不齐、用户体验难把控</b>	Wish、AliExpress、eBay等

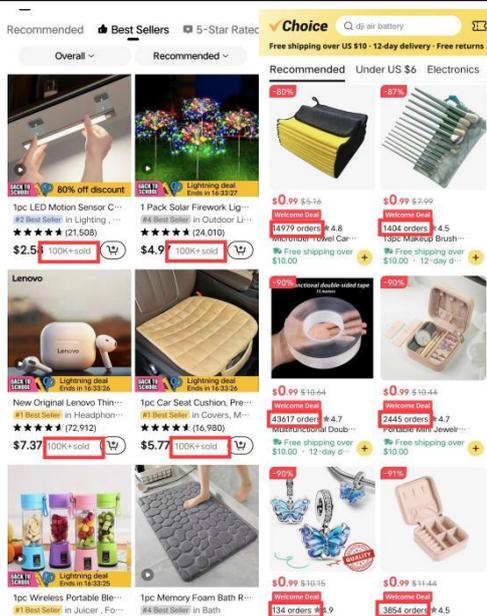
资料来源: 雨果网, 国信证券经济研究所整理

表2：“出海四小龙”各自的“全托管”服务对比（Shein 为自营）

平台名称	开展地区	全托管优势	保证金	备货要求	回款
AliExpress	除俄罗斯外其他地区	全球物流建设 全球市场布局	一万元	商家自发货/国内优选仓/海外仓	买家签收回款
TEMU	美英德日等 23 个国家地区	极致低价 社交裂变	一千元	商家发货至广东仓	买家签收回款
Shein	欧美、中东、拉美等地	服装供应链管理 海外消费心智强	无	商家发货至广东仓	月结
TikTok Shop	英国、沙特	达人矩阵+直播+短视频	无	广州花都仓	商品出仓回款

资料来源：平台官网，国信证券经济研究所整理

图24：TEMU、AliExpress 全托管部分商品销量情况



资料来源：TEMU、AliExpress，国信证券经济研究所整理

全托管下商品 SKU 广度受限、对仓网调配能力要求高，我们认为该模式更适合作为精选场打造标杆、提升平台调性，受限于平台流量进一步扩大后全托管模式无法全量承接，长期看 TEMU 等跨境平台将演变成商家自运营与全托管并存的模式。

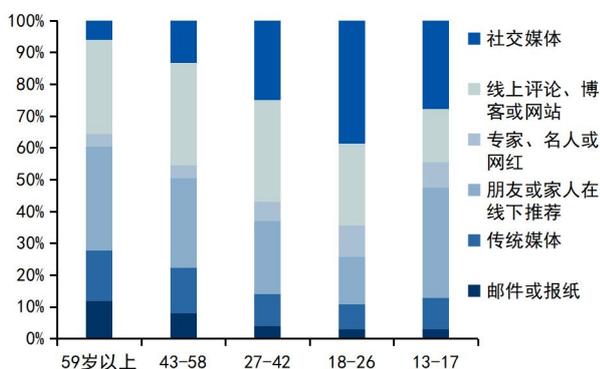
1) 全托管下能上的商品数量有限，影响 GMV 天花板。全托管模式所有商品均需要买手发商机、审核、上架和补库存，目前 TEMU C 端共有 30 个一级类目、552 个二级类目，假设每个二级类目配一位买手，买手需要对接类目内所有供应商并寻找用户需求，假设每个买手最多覆盖 5000 个 SPU 的日常运营维护，计算得 TEMU 的 SPU 极限是 276 万个；据 Marketplace Pulse 数据，2021 年亚马逊卖家账号突破 600 万个，按一个商家 100 个 SPU 计算，亚马逊的 SPU 约为 6 亿个，远超 TEMU。商品丰富度不够会使得部分用户的需求无法满足，进而限制平台 GMV 天花板。2) 全托管模式对仓网调配等能力要求高，如用户一单买多件，多件商品不在同一库房如何实现合并发货。TEMU 3 月发生的爆仓事件对业务发展造成不利影响，据雷锋网报道，3 月第三周 GMV 环比下滑近 20%。拼多多此前自营仓储经验有限，仍需时间积累仓网调拨经验。

◆ 货架电商是主流出海模式，直播电商向欧美渗透仍需时间

目前海外电商以货架场为主，直播电商在欧美地区进展缓慢，在东南亚地区发展

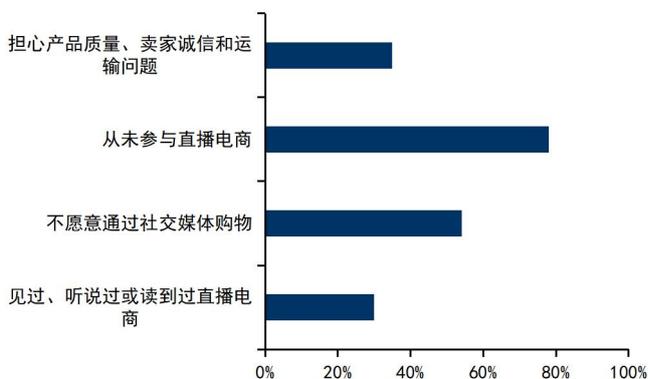
**迅速。**中国直播电商崛起后，TikTok、亚马逊、脸书等纷纷跟进，希望能在到直播电商快速发展的浪潮中抢到份额。从结果看，东南亚地区 TikTok Shop 迅速增长，据 The Information 信息，TikTok Shop 已成为东南亚前 5 大电商平台之一，预计 2023 年 GMV 将达到 150 亿，增速 240%。虽然社交媒体是全球 Z 世代最容易被种草的渠道，但欧美地区直播电商尚未迎来爆发，据 Morning Consult 数据，目前美国用户对直播电商接受度较低，过半美国用户不愿意通过社交媒体购物，近 80% 的用户从未参与过直播电商，经历 2 年探索后，Meta 分别于 22 年/23 年关闭脸书和 Instagram 的直播购物功能。**我们认为直播电商在欧美地区起量困难的原因是欧美零售业更发达，当地消费者对各个渠道的购物心智明确，用户认为社交媒体购物不专业，超过 35% 的用户不信任直播购物的产品质量和履约时效等，消费场景迁移难度更大，直播电商出海欧美仍需时间。**

图25: 社交媒体是 Z 世代群体最大的购物影响因素 (%)



资料来源: 麦肯锡, 国信证券经济研究所整理

图26: 截至 2022 年底美国大多数用户仍未接受直播电商 (%)



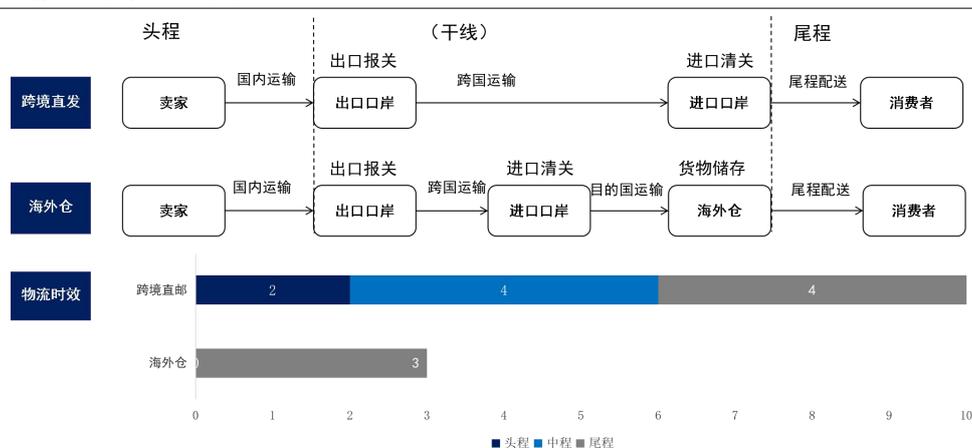
资料来源: Morning Consult, 国信证券经济研究所整理

## 履约方式：跨境直发拓展品类宽度，海外仓优化履约体验

跨境电商履约分为跨境直发和海外仓 2 种模式，跨境直发指物流服务商完成出口货物门到门全流程物流环节；海外仓以备货模式为主，物流服务商将出口货物运至目的国仓库后，如当地有相关商品订单，再通过当地物流服务商由海外仓派送给海外消费者。

除 TEMU 比较早期外，其他平台均有跨境直发和海外仓两种履约方式，海外仓履约确定性更强，是提升用户体验与平台调性的重要手段；跨境直发库存风险小、灵活性高，适合中小商家和中长尾商品。以亚马逊为例，据 Marketplace Pulse 数据，截至 2022 年 5 月，亚马逊 42% 的大卖来自中国，如果选择跨境直邮，美国地区履约时效大约为 9-10 天，由于大部分商品通过 FBA 仓发货，履约时效缩短为 3 天全美送达，物流体验远优于其他跨境平台。从商品选择看，海外仓需提前备货，有库存积压风险，适用于持续成交好的爆品或体积重量大、空运成本高的商品。

图27: 跨境履约两种模式流程及时效对比 (天)



资料来源: 燕文物流招股书、51Tracking, 国信证券经济研究所整理

图28: 各平台跨境运输履约方式对比

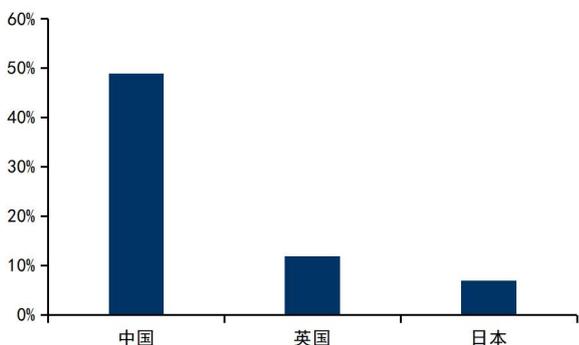
平台	跨境运输	仓库布局	仓库运营	收费情况	流量倾斜
TEMU	跨境直发	国内7个以上自营仓库, 主要在广东		商家只负责供货到国内仓库, 不参与后续运营	
Shein	跨境直发为主, 有海外仓	国内中心仓-跨境直发 (95%)	自营	自营模式, 供应商送货到国内仓即可, 无跨境物流费用	
AliExpress		海外中转仓-接收消费者退货不发货 海外运营仓-辐射区域内配送 (5%)	第三方运营		海外仓商品有打标等流量权益
eBay		菜鸟搭建国际认证仓体系, 负责第三方认证仓、商家认证仓接入 与物流商橙联合作提供eBay fulfillment, 英美德澳均有布局			因橙联物流造成的中差评等有豁免政策、专属促销活动
Lazada、Shopee	跨境直发&海外仓	深圳、义乌、香港、东南亚部分国家	自营/第三方仓库	收取仓储费、配送费等	享有专属的活动资源位和流量倾斜
Wish	跨境直发&海外仓	杭州、美国、欧洲等		收取仓储费、配送费等	享有专属的活动资源位和流量倾斜
亚马逊	海外仓 (FBA) 为主, 有跨境直发	全球200+运营中心 (海外仓)	自营	收取仓储费、配送费等	FBA玩家享受Prime打标、“Buy Box”等流量倾斜

资料来源: 各平台官网, 国信证券经济研究所整理

### 商家商品组织: 主打性价比与非标品, 远距离履约下部分品类难销售

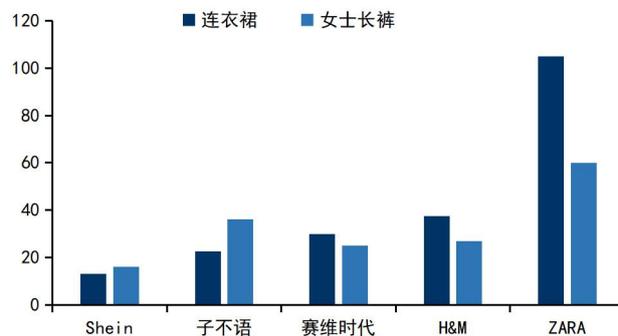
中国拥有全球最完善的商品供应链, 电商出海主打性价比与非标品类。以美国市场为例, 中国在美国电商进口总额占比 44%, 主要原因是中国产品便宜且种类丰富。AliExpress、Shein、TEMU、Lazada 等平台主打性价比, 以女服类目为例, Shein 每天上新 2000 余件, 丰富度极高; 此外 Shein、子不语、赛维时代等中国出海公司同类商品均价均低于 H&M、Zara 等海外公司, 主要得益于更低的商品成本以及人工费用: 据 CEIC 数据, 美国服装业工人平均时薪 22 美元, 月薪约 3520 美元, 中国工人月薪约 320 美元, 相差 10 倍。

图29: 2022年美国TOP3跨境电商进口国市场份额(%)



资料来源: PPRO, 国信证券经济研究所整理

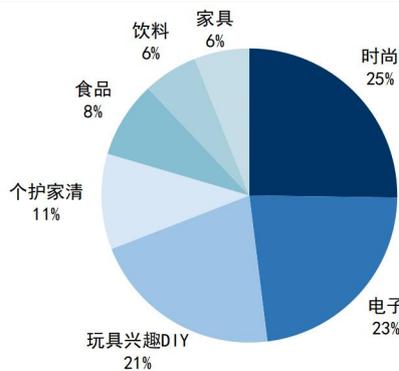
图30: 各个服饰品牌价格对比(美国站, 美元)



资料来源: 品牌官网、Amazon, 国信证券经济研究所整理

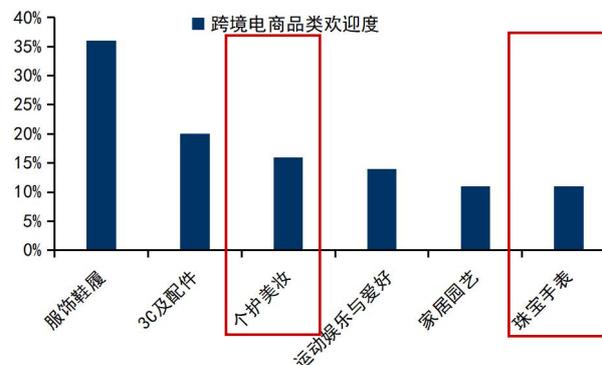
商品品类选择上看, 中国跨境电商选品有一定局限, 热销品类为服饰鞋履、3C 电子与家居产品, 主要特点为轻小件、耐储存, 主要目的是方便远距离运输, 最大化降低履约成本。以广东到美国为例, 15 天达的物流成本为 50-60 元/0.5kg, 据弗若斯特沙利文测算, 履约费用约占跨境商品收入 15%-30%, 基本与商品成本持平, 降低商品重量与体积对控费用有重要影响。与全球电商平台品类对比, 跨境电商食品饮料类目缺失, 主要原因是食品饮料有保质期, 跨境运输时间长, 且酒精类饮料有运输风险, 不适宜远距离零售; 与全球跨境电商品类对比, 中国跨境电商在个护美妆、珠宝手表类目占比较低, 主要原因是这些类目高附加值, 用户看重品牌。

图31: 2022 年全球电商平台品类分布 (%)



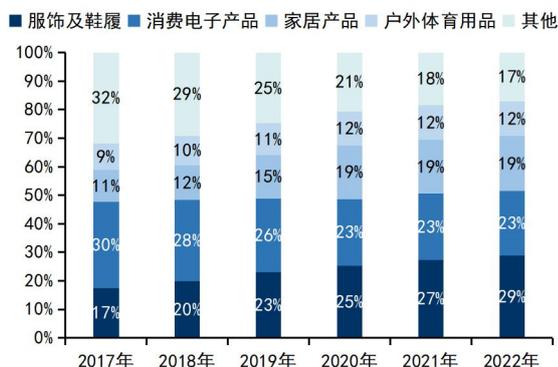
资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图32: 全球跨境电商品类受欢迎度排名



资料来源: IPC, 国信证券经济研究所整理

图33: 2017-2022年中国跨境 B2C 电商品类分布 (%)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图34: Shein 已建立较为完善的 ESG 治理框架



资料来源: Shein, 国信证券经济研究所整理

### 监管与风险：数据安全、ESG 等是跨国平台主要风险，需不断完善公司治理体系

与跨境卖家主要受到来自平台的监管不同，跨境电商平台涉及目的国的各种合规问题，中国出海电商平台主要合规问题集中出现在欧美地区，主要指控涉及数据安全、侵犯知识产权和不符合 ESG 要求等，**通过与全球头部电商平台亚马逊对比，我们发现国家数据安全、数据隐私安全、ESG 和反垄断是欧美跨国平台最主要的几种风险**（目前中国出海电商海外市占率相对较低，反垄断问题较少）。

**数据安全：**指企业需要按照当地要求收集、存储、保护和用户使用用户数据。受中美竞争与博弈升级的影响，包括 TEMU、TikTok 等在内的中国出海应用均受到美国政府关于数据泄露等多方指控，TEMU 等电商出海平台盘子小覆盖用户有限，监管重视度低，目前 TEMU 已将海外数据从母公司拆分出来，在宣传中弱化与母公司联系，按照当地法规不断完善自身数据管理体系。值得一提的是，亚马逊电商平台在欧洲地区也面临数据安全相关的指控和巨额罚款。

**知识产权、ESG 相关：**欧美等地区重视知识产权保护和企业社会责任等，Shein、阿里速卖通均受到过知识产权方面的指控，关于碳排放、员工权益保障等方面的指控也会影响企业形象，目前出海平台采取的措施是重视并完善对知识产权的保护，此外不断完善 ESG 治理框架，提升企业公众形象。亚马逊在美国本土也受到员工人权保障相关的指控。

**反垄断：**中国出海电商平台现阶段体量有限，不涉及反垄断条例，亚马逊在欧美均受到过反垄断相关指控与巨额罚款，电商出海平台需重视该风险。

图35: 国内出海电商平台近期部分合规监管问题

平台	时间	指控国家	指控类别	指控机构	相关指控	回应
TEMU、Shein	2023年5月	美国	人权保障	美国众议院“中国问题特别委员会”	Shein 涉嫌在维吾尔地区的供应商工厂强迫劳动，而 Temu 则涉嫌未能遵守《维吾尔强迫劳动预防法》	Temu承认未明确禁止第三方卖家销售原产地为新疆自治区的产品；Shein 否认强迫劳动的指控，并表示已经“实施了一个强大的系统来支持 UFLPA 合规性”。
TEMU	2023年5月	美国	数据安全	美国蒙大拿州	Temu因涉嫌窃取用户数据遭美国蒙大拿州封禁	-
TEMU	2023年4月	美国	数据安全	美国美中经济与安全审查委员会（USCC）	谷歌下架拼多多后，美国认为 Temu可能存在数据风险、可能受到数据隐私泄露或中国政府干扰	拼多多高层要求以最快的速度完成两个体系的数据拆分
阿里速卖通	2022年2月	美国	知识产权	美国贸易代表办公室	美方认为其属于全球造假和盗版问题的典型代表，列入“恶名市场”实体清单	商务部新闻发言人称报告结论不客观、不公正，中方对此坚决反对
阿里速卖通、Shein、Zaful	2021年10月	加拿大	消费者权益	CBC Marketplace	在 38 个儿童、成人和孕妇服装及配饰样品中，五分之一样品的有害化学物质（包括铅、PFAS 和邻苯二甲酸盐）含量超标	停止向加拿大出售可疑产品
阿里速卖通	2020年11月	印度	国家安全	印度电子和信息技术部	禁用包括阿里速卖通在内的43个中国应用	速卖通发布公告，后续将无法在印度继续提供服务
Shein	2022年3月	英国	知识产权	艺术家联盟	Shein未经允许抄袭艺术家创作用于快消品的装饰图案	Shein表示将尊重设计师和艺术家以及他人的知识产权，并严肃对待所有侵权索赔
Shein	2021年8月	英国	人权保障	路透社	未按英国法律要求公开披露其供应链上的工作条件	公司最终确定英国法律要求的声明，并在网站上发布声明。
Shein	2023年1月	美国	环境保护	相关机构	该公司每年留下约 630 万吨二氧化碳，远高于到 2030 年减少全球碳排放量 45% 的目标	Shein宣布斥资 760 万美元向可再生能源过渡，计划到 2030 年将供应链排放量减少 25%。
Shein	2023年1月	瑞士	人权保障	瑞士监管机构	违反中国劳动法，员工每天休息时间少、工作环境恶劣，缺乏紧急出口等安全措施，许多人没有合同或没有达到最低工资要求	Shein承认违规行为，并表示对两家供应商的工厂工作条件令人无法接受的指控展开了调查。
Lazada	2020年10月	东南亚	数据安全	未指控	旗下在线杂货平台 RedMart 110 万个账户的个人数据遭到泄露，包含邮寄地址、加密密码和部分信用卡号码等	公司称已向新加坡个人数据保护委员会（PDPC）报告该安全事件

资料来源：Bloomberg、卫报、路透社、BBC、Times、CNBC，国信证券经济研究所整理

图36: Amazon 在美国及其他地区合规监管问题整理

序号	时间	指控国家	指控类别	指控机构	相关指控	回应
1	2023年4月	美国	人权保障	美国劳工部职业安全与健康管理局 (OSHA)	2022年亚马逊仓库工人重伤率是行业平均水平的2倍多, OSHA提议对亚马逊罚款	亚马逊表示调查结果不准确
2	2023年6月	美国	消费者权益	美国消费者权益监管机构联邦贸易委员会 (FTC)	亚马逊被指控欺骗 Prime 客户, FTC指责亚马逊欺骗客户注册自动续订 Prime 订阅, 并使其难以取消	亚马逊拒绝了这些指控, 称其“不符合事实和法律”
3	2022年6月	美国	其他零售商权益	美国众议院	Amazon、eBay和FB上有销赃行为, 给被盗的线下零售商造成严重破坏	公司否认指控, 表示2021年花费9亿多美元, 雇佣了1.2万多人防止欺诈和滥用
4	2022年5月	美国	人权保障	Business & Human Rights Resource Centre	亚马逊被指控在反工会运动中违反结社自由的国际标准, 解雇了至少六名参与史泰登岛仓库工会的经理	亚马逊表示史坦顿岛仓库的一名工会领导人被解雇是因为他们在工作场所的行为
5	2022年1月	美国	人权保障	美国工会	亚马逊公司在纽约一家仓库威胁、审问和监视员工, 违反联邦劳动法	公司否认指控
6	2021年5月	美国	反垄断	华盛顿特区总检察长卡尔·拉辛	公司不公平地提高价格并非法维持垄断权力。指控亚马逊利用合同条款阻止第三方卖家在其他地方以更低的价格提供商品	亚马逊表示卖家提供的产品设定自己的价格, 保留不向价格没有竞争力的卖家优惠的权利
7	2021年12月	意大利	反垄断	意大利反垄断当局	亚马逊滥用电商行业支配地位, 支持活跃在其平台上的卖家采用FBA物流服务, 损害其他市场参与者利益, 处以超10亿欧元罚款	2022年12月亚马逊与欧盟就三项反垄断调查达成和解, 亚马逊必须在2023年6月前对于那些伤害平台第三方卖家利益的商业行为做出改变
8	2021年7月	欧盟	数据安全	卢森堡国家数据保护委员会 (CNPD)	亚马逊“对个人数据的处理不符合欧盟《通用数据保护条例》”, 处以7.46亿欧元罚款	亚马逊表示没有将任何用户的数据泄露给第三方, 坚决反对CNPD的指控并将进一步上诉
9	2020年12月	欧盟	数据安全	法国国家信息与自由委员会 (CNIL)	亚马逊法国网站未经用户同意及未提供充分信息情况下放置广告目的的cookies, 违反GDPR, 处以3500万欧元罚款	无回应
10	2020年10月	欧盟	数据安全	欧洲数据保护协会 (ECG)	德国诉讼指控亚马逊违反欧盟隐私法, 使用“隐私盾”向美国传输数据	无回应

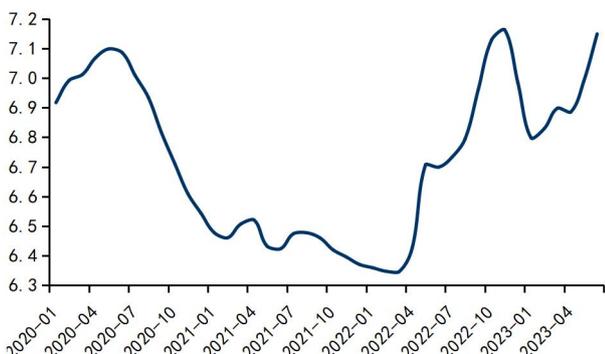
资料来源: Bloomberg、CNBC、Politico、路透社、BBC, 国信证券经济研究所整理

## 出海平台发展趋势：早期强调性价比，逐渐向本土化演进

### 催化因素：人民币贬值、海外通胀强化出口电商性价比优势

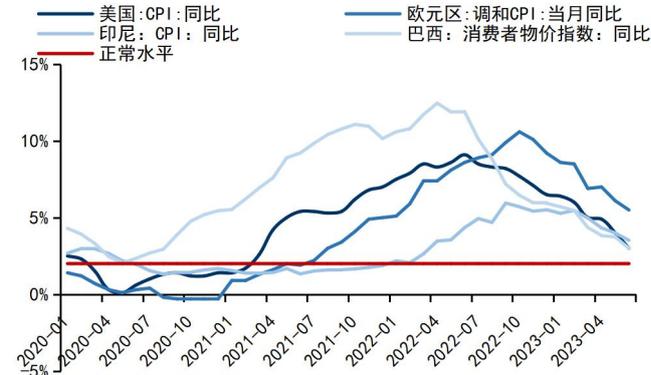
1) 外部政治环境看, 中美贸易风险仍存, 同时中国与欧盟、东盟、日韩等多地签署投资及自由贸易协议, 鼓励企业出海发展, 跨境玩家继续布局更多国家; 2) 经济环境看, 疫情对各国经济均造成一定冲击, 多数国家开启货币宽松政策以刺激经济, 导致通胀率大幅提升, 美国 CPI 同比增速最高 9%, 创 40 年新高, 物价飙升使得消费者更在意性价比, 中国商品性价比优势更加凸显; 此后美联储开启加息进程, 美元走强, 人民币汇率从 6.79 上升至 7.15, 利好出口产业。

图37: 2020 年至今美元兑人民币汇率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 疫情后美国通胀水平保持在高位 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 长期格局推演：依靠中国制造起量，长期向本土化演进

受制于品类限制、本地企业的保护政策等因素，跨境平台依靠商品出海天花板有限，纳入当地商家商品、充分本土化才能有所突破。观察各国电商市场格局，我们发现各地市场的头部玩家基本为本地平台，只有 Amazon、eBay 等少数外来平台在部分国家可以跻身 TOP5。以亚马逊为例，其在文化、收入水平相近的欧洲地区市占第一，但在中国等新兴地区表现不尽人意：2004 年中国电商市场刚刚兴起时，亚马逊即收购本地电商平台进军中国，在中国市场份额一度突破 15%，2009 年贝佐斯在致股东信中表示要将中国市场列为亚马逊三大重点投入方向之一，但此后因营销、商品展示和运营策略不够本土化，于 2019 年退出中国市场。

图39: 2022 年各地区跨境电商平台份额占比情况

中国	份额	美国	份额	英国	份额	法国	份额	拉丁美洲	份额	东南亚	份额
1. 阿里	40%	1. Amazon	31%	1. Amazon	24%	1. Amazon	20%	1. MercadoLibre	27%	1. Sea	42%
2. 京东	35%	2. CVS	7%	2. eBay	6%	2. E Leclerc	9%	2. Magazine Luiza	6%	2. Alibaba	18%
3. 拼多多	9%	3. 沃尔玛	6%	3. J Sainsbury	5%	3. Casino	7%	3. Americanas	6%	3. Tokopedia	16%
.....		.....		.....		.....		4. Amazon	6%	4. Bukalapak	5%
7. 沃尔玛	1%	6. eBay	3%	.....		13. Alibaba	2%	7. Walmart Inc	3%	5. Tiktok	4%
.....		.....		.....		.....		9. Sea	2%	.....	
20. Amazon	0%	34. Newegg	0%	19. Alibaba	1%	19. eBay	1%	12. Alibaba	2%	.....	

资料来源: eMarketer、欧睿, 国信证券经济研究所整理

中国出口电商同样面临进入目标市场后被边缘化的问题，如执御 2022 年退出中东市场前曾是中东地区市占率最高的电商平台；Shein、阿里速卖通由于当地政策限制退出印尼、印度市场。

目前应对方法是在仓储和供应链等方面实行本土化，同时充分授权当地管理层融入市场。1) 阿里先后收购目标市场的优秀本地电商平台，如东南亚 Lazada、南亚 Daraz 和土耳其 Trendyol，为不同市场匹配不同产品，目前这 3 款产品均为当地头部平台；2) Shein 等跨境电商坚持主平台，但在不同区域试点本土化供应链并吸纳本地第三方商家。以 Shein 在巴西的情况为例，据 Ecommerce Platforms 数据，拉美电商进口商品占电商份额为 37%，为保护本国企业，巴西早期将跨境电商关税起征点从 100 美元降至 50 美元，高于起征点部分关税 60%；22 年初，巴西本土零售商呼吁取消跨境电商商品 50 美元免税政策，以减少不公平竞争以及偷

漏税问题。受此影响，Shein 开启本土化运营，新增平台模式招募本地卖家，同时任命当地有影响力的软银前 COO 为拉美董事长，推动搭建本地供应链体系。Shein 预计 2026 年在巴西实现 85% 销售额来自本地制造商和销售商。

图40: 2020 年各地区跨境进口电商占电商市场份额 (%)

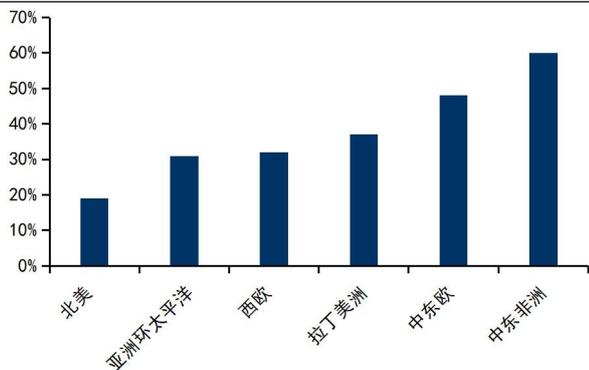


图41: 各国对跨境电商商品关税(增值税) 比较

国家/地区	关税/增值税起征点
美国	800美元
欧盟	22欧元免征关税，所有商品均征增值税
英国	货值不超过135英镑免征关税，货值不超过15英镑免征增值税
俄罗斯	1000欧以下、31kg以内免征增值税关税
巴西	50美元，另对跨境商品征收17%流转税
澳洲	1000 澳元(约 720 美元)
加拿大	20 加元(约15美元)
日本	货值10000日元以下且关税总额100日元以内免关税
印尼	进口货值不超过50美元免关税，均征增值税

资料来源: Ecommerce Platforms, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 中华人民共和国商务部, 国信证券经济研究所整理

## 跨境电商平台简介: 阿里 Shein 主打供应链优势, TEMU/TikTok Shop 依托场域后发追赶

### 阿里国际零售: 布局新兴地区, 平台本土化践行者

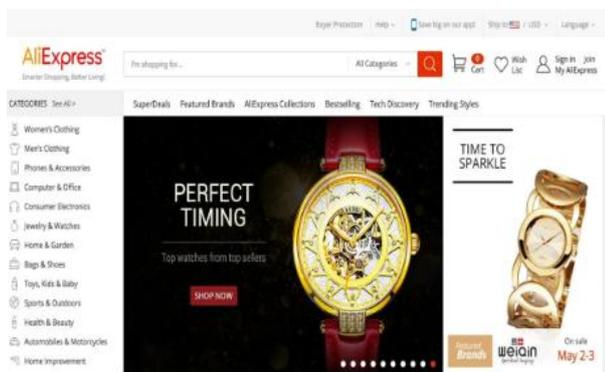
阿里国际商业业务包括 Lazada、速卖通、Trendyol 和 Daraz, 据公司公告, FY2022 财年服务 3.05 亿海外消费者, 同比增长 27%, 实现 GMV 540 亿美元。阿里国际零售业务主要集中在中东欧、东南亚、南亚等新兴地区, AliExpress 一店卖全球, 通过全托管和仓配能力建设不断提升用户体验, 与菜鸟一起在威海烟台设仓, 发货韩国首尔 3 天达, 韩国全境 5 天达, 大幅提升履约时效, 据燃次元报道, 升级后 AliExpress 在韩国销量从第 17 名上升到第 7 名; Lazada 立足东南亚, 不断加强本土化, 大量招募本地卖家并给予费用优惠; 此外 Trendyol 和 Daraz 目前仍由初始团队运营, 阿里仅作为投资方提供资源支持。

表3: 阿里巴巴国际零售业务布局

	成立时间	面向市场	目标	运营数据
AliExpress	2010	全球市场	-	1.5 亿购买用户
Lazada	2012, 2016 年阿里收购	东南亚六国	2030 年服务 3 亿人口	活跃卖家超 100 万
Trendyol	2010, 2018 年阿里收购	从土耳其向欧洲辐射	2030 年服务 1 亿消费者和卖家	3000 万购买用户、25 万商家、2 亿商品
Daraz	2015, 2018 年阿里收购	南亚四国 (巴基斯坦、尼泊尔、孟加拉和斯里兰卡)	-	超 3000 万购买用户、55 万卖家, 50%电子支付, 每月 650 万包裹, 3500 万商品

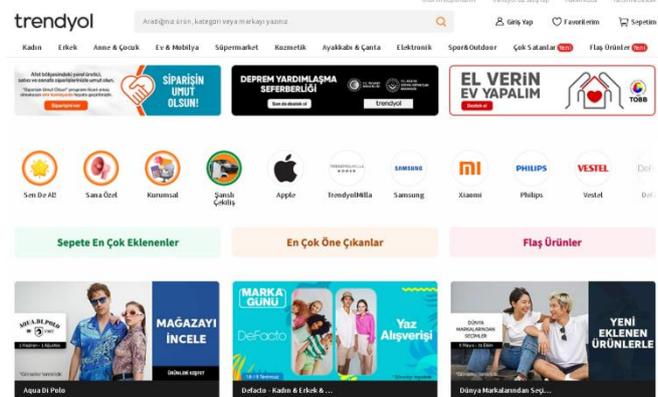
资料来源: 阿里巴巴官网, 国信证券经济研究所整理

图42: AliExpress 官网



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图43: Trendyol 官网



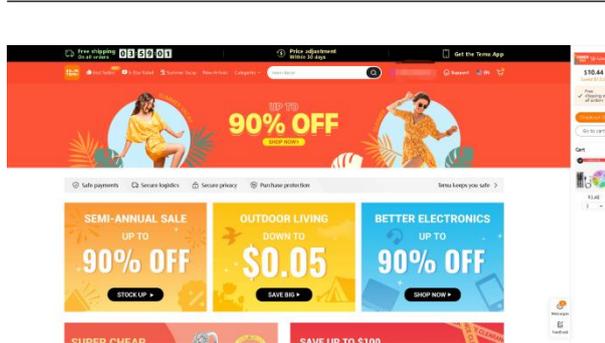
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## TEMU：主打社交裂变与低价，早期增长迅速

2022年9月，拼多多旗下跨境电商平台TEMU正式上线，主打低价与社交裂变，大部分商品价格带10美元以内，面向年收入4万美元以下、看重性价比而非品牌的中低收入群体，目前已从美国拓展至德意法英日等23个国家和地区。TEMU发展迅速，上线不到3个月流量超过Shein，据YipitData数据，2023年5月TEMU GMV 6.4亿美元。

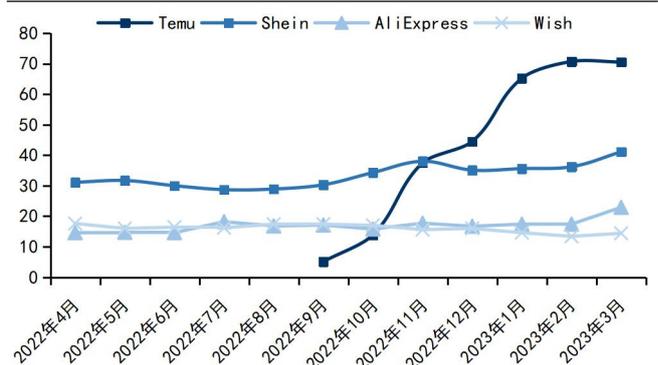
与其他平台对比，TEMU专注白牌低价格带商品，阿里1688和亚马逊是TEMU招商两大渠道，TEMU与AliExpress商品重合度最高，价格力与AliExpress对比无明显优势，但同款商品价格远低于亚马逊。除了C端继续加大社交裂变降低拉新成本外，TEMU仍需加强供应链等B端基础能力。

图44: TEMU 官网



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图45: 2022年4月-2023年3月AliExpress, Shein, TEMU, 和Wish独立访客人数(百万)



资料来源：eMarketer，国信证券经济研究所整理

图46: TEMU、AliExpress、Amazon 和 Shein 产品比价情况（美国站，美元）

品牌	商品名称	TEMU价格	Amazon价格	Shein	AliExpress价格	Amazon/TEMU	Shein/TEMU	AE/TEMU
Naturehike	睡袋650g	131.78	139.99	-	144.9	106%	-	110%
Lenovo	GM2 Pro 耳机	10.07	-	24.04	4.81	-	239%	48%
TOZO	白色无线耳机BT5.3	16.97	19.99	-	10	118%	-	59%
-	时尚眼镜粉紫色	3.77	-	-	3.52	-	-	93%
-	中性EVA可呼吸拖鞋	8.98	22.99	-	17.86	256%	-	199%
-	12色眼影盘裸色	4.97	11.88	-	7.85	239%	-	158%

资料来源: TEMU、AliExpress、Shein 官网, 国信证券经济研究所整理

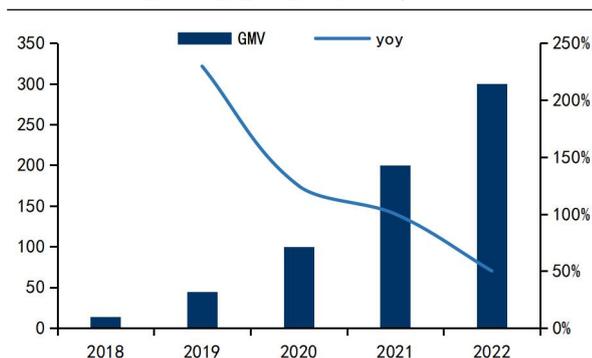
### Shein: 服饰类目高性价比品牌, 逐步向本土化转型

服饰类网站 Shein 于 2008 年成立, 面对 18-35 岁消费能力有限、喜欢时尚的女性, 主要市场为欧美、中东、拉丁美洲等地, 2022 年 GMV 约 300 亿美元, yoy+50%。Shein 快速增长背后是长期与上游工厂磨合出的小单快返能力, Shein 拥有 1000 家主要供应商和 3000 家备用供应商, 平均每天推出超 2000 件新品, 通过小规模订单试错降低成本, 实现“多”、“省”和“好”（有设计感）。

Shein 已在 113 个国家/地区成为最受欢迎的时尚品牌, 品牌效应和规模效应使得 Shein 盈利能力显著高于平台大卖, 据 ChinaTalk 数据测算, Shein 在美国单均利润率约 20%, 远高于赛维时代的 6%, 主要原因是大规模订单降低成本和履约费用, 高复购以及知名度使得营销成本下降, 据 ChinaTalk 报道, 2021 年 Shein 复购率从 30%提升至 55%, 用户平均每年购买 10 次。

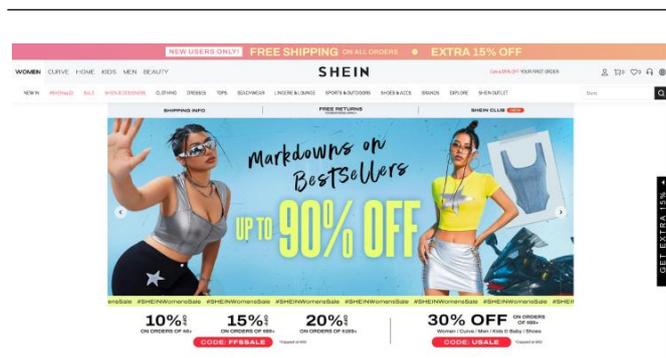
目前 Shein 从自营模式向平台模式转型, 品类逐步向日百、家居、电子等拓展, 据 21 世纪财经报道, Shein 计划到 2025 年 GMV 806 亿美元, 相较 2022 年增长 174%, 营收 585 亿美元, 相较 2022 年增长 158%, 净利润 75 亿美元, 净利率 9%。

图47: Shein 近几年迅速崛起（亿美元，%）



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图48: Shein 官网



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图49: 头部跨境独立站发展情况对比

	Shein	兰亭集势 (美股)	执御	环球易购 (A股跨境通)
<b>基本信息</b>	创立时间	2008	2007	2007
	融资情况	G轮融资	2013年美股上市	2022年关停
	总部所在地	南京→广州	北京→新加坡	杭州
<b>财务情况</b>	创始人	许仰天, 青岛科技大学毕业, SEO起家	郭去疾, 中科大少年班毕业, 谷歌中国四大创始人之一	李海燕, 浙大毕业, 连续创业者, 曾任全麦科技CEO
	GMV (亿美元)	300	5	0
	件均价 (美元)	\$5-\$20	\$10-\$25	
	客单价 (美元)	\$70-\$80	\$50	\$150
	2020-2022 GMV CAGR	93%	13%	-100%
	毛利率	-	55%	~60%
	净利率	正	-11%	-
<b>经营情况</b>	商业模式	21年以前自营平台, 22年起试点平台模式	独立站	早期自营平台 (独立站), 2019年升级为POP平台
	主要网站/App	Shein	Lightinthebox、Miniinthebox、Ezbuy等	JollyChic、MarkaVIP、Dealy
	目标市场	欧美为主, 布局中东拉美等地		中东为主
	主营产品类	女装为主		服饰时尚类、家居类、3C类为主
	流量来源	Google、Facebook、TikTok等社交媒体		
	物流履约	自建海外仓&第三方物流国内直邮		
	核心优势	小单快返 (供应链)	流量优势 (创始人谷歌出身)	最早切入中东市场, 转型平台失败

资料来源: IT 桔子、华尔街日报、晚点 LatePost, 国信证券经济研究所整理及测算

表4: Shein 各轮融资情况

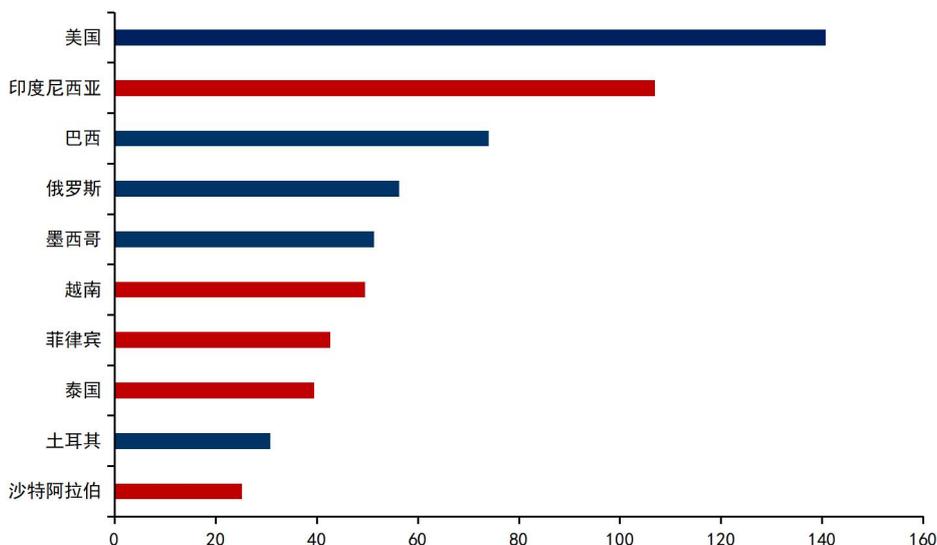
融资轮次	年份	参与资方	融资金额	投后估值
A 轮	2013	集富亚洲	500 万美元	暂无
B 轮	2015	IDG、景林	3 亿人民币	15 亿人民币 (约 2.5 亿美元)
C 轮	2018	红杉中国、顺为资本	1-2 亿美元	25 亿美元
D 轮	2022	红杉中国、老虎环球基金、Coatue、泛大西洋资本	20 亿美元	1000 亿美元
D+轮	2023	红杉中国、泛大西洋资本、阿联酋主权财富基金穆巴达拉投资公司、SHEIN 拉美业务主席马塞洛·克劳尔、D1 Capital、沙特主权财富基金	20 亿美元	660 亿美元

资料来源: 晚点 LatePost, 国信证券经济研究所整理

## TikTok Shop: 海外直播电商处于早期阶段, 东南亚发展迅速

直播电商在国内兴起后, TikTok 于 2021 年初在英国、印尼测试电商功能, 目前在欧洲、中东和东南亚马泰越菲新开放。分地区看, TikTok Shop 在东南亚表现良好, 2022 年 GMV 突破 44 亿美金, 成为东南亚第 4 大电商平台; 欧美地区对直播电商接受度较低, 据晚点报道, 2022 年 6 月英国 TikTok Shop 日均销售额 30 万美元左右。目前 TikTok 美国电商业务选择和沃尔玛和 Shopify 合作, 用户在 TikTok 种草, 交易需要跳转第三方平台。此外为提升用户体验, TikTok 加大本地招商, 目前英国站 50% GMV 来自当地商家。

图50: TikTok 月活用户数排名前 10 的国家 (百万, 红色代表已开通 TikTok Shop 业务)



资料来源: DataPortal、Kepios, 国信证券经济研究所整理及测算

## 投资建议

我们的推荐顺序为拼多多、阿里巴巴。短期看, 海外通胀利于提振对性价比商品的需求, 人民币贬值利于出口企业提升价格竞争力; 长期看, 各国电商浪潮势不可挡, 中国电商发展成熟、商品成本和丰富度与海外对比有优势, 看好中国电商出海发展。拼多多 TEMU 海外发展势头良好, 社交裂变的营销玩法有助于降低拉新成本, 全托管模式下商品质量和履约时效均有保障, 推荐拼多多 (PDD.O); AliExpress 的 Choice 模式表现优异, Lazada、Trendyol 等本土化进程顺利, 推

荐供应链能力强的阿里巴巴（9988.HK）。

图51：电商板块推荐公司盈利预测及估值

代码	公司名称	收盘价	市值（亿， 原始货币）	目标价	对应涨幅	公司PE（调整后）			隐含电商业务PE（调整后）			2022-2025年CAGR		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	GMV	收入	经调整净利
9988.HK	阿里巴巴-SW	95.90	19,539	99	3%	11.5	10.3	8.7	7.9	8.6	8.0	3%	9%	15%
PDD.O	拼多多	89.35	1,187	136	52%	17.4	13.0	10.1	16.7	14.1	11.7	15%	33%	31%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

## 风险提示

### 行业监管政策变化风险

中国跨境电商行业尚处在发展期，包括监管体系、管理与职能定位、相关外汇管理等在内的相应政策、法律体系正处于持续完善过程中。虽然国家为促进跨境电商行业的加速发展接连颁布支持政策，并提出具体措施解决跨境电商在通关、支付等方面的难题，但如果未来监管部门出台新的政策要求，且部分公司未能满足新的政策要求，可能对经营产生不利影响。

### 中美贸易摩擦加剧风险

美国是海外最大的电商市场，是中国出口电商重要的销售目的国，近年来，美国在国际贸易战略、进出口政策和市场开发措施等方面有向本国优先方向发展的趋势，曾多次宣布对中国商品加征进口关税。如果中美贸易摩擦加剧，可能使得中国产品在美国的进口关税成本上升，减弱中国企业性价比高的优势，对跨境行业销售额与利润造成不利影响。

### ESG 相关风险

近年来，公众、第三方电商平台及政府部门对鞋服类产品销售相关的 ESG 问题的关注度越来越高，例如鼓励回收再利用布料及包装材料，抵制使用可能涉及某些国家榨取廉价劳动力的部分原材料，减少制衣及包装材料浪费，降低物流服务供应商交付过程中海运、空运或陆运产生的温室气体排放。海外地区消费者尤其重视环境保护和社会责任，可能会使部分出海电商平台承受额外的成本和限制，任何相关法律法规的实施也可能会分散平台管理层的注意力，增加合规成本。

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032