



德邦证券  
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题

批零社服

2024年1月19日

# 跨境电商： 效率与成本更优解， 品牌与供应链走向升级

**证券分析师**

姓名：赵雅楠

资格编号：S0120523070002

邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

**证券分析师**

姓名：张望

资格编号：S0120123070046

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn



# 目录 CONTENTS

- 01 自上而下，跨境生态图谱
- 02 平台分流：效率与成本的更优解
- 03 把握品牌与供应链的升级趋势

- **自上而下，跨境生态图谱。**跨境电商以提升交易效率降低成本为目的，本质是国内供应链与海外需求的匹配。至2022年我国跨境出口电商规模已达12.3万亿元，出海电商历经库存积压、亚马逊封号潮、流量红利消退等影响已进入高质量发展期。从产业链图谱出发，1) 平台模式：电商品牌早期以三方平台迅速导流，后期逐步转向自建模式沉淀私域；2) 品类模式：转变铺货逻辑，由泛品走向精品，白牌走向品牌；3) 物流模式：高效交付与低成本管理，海外仓建设已成跨境物流大势所趋；4) 营运模式：相继布局AIGC应用供应链精细化管理降本增效。
- **背靠优质供应链，新兴电商流量新打法。**电商平台格局迎来竞争拐点，传统电商巨头走向多平台分流，新兴平台崛起之下，跨境交易成本与效率迎来更优解。对比亚马逊，SHEIN、Temu、Tiktok等新兴电商背靠供应链，以社交裂变、短视频引流、种草等流量新玩法迅速积攒用户基础，其流量机制在销售额、转化率、上新力等打法引导下更易出人气爆品，但在仓储与物流建设方面仍存时效性弱、成本昂贵等痛点。
- **平台分流的本质上交易效率与成本迎来更优解。**从营运方式看，全托管等新营运模式汇聚上游供应链、平台运营与用户流量于一体，全链路的强管控下显著提升交易效率，其中1) Temu全托管模式：掌控商品定价与刊登权，2023年12月单品均价仅为亚马逊的1/6，高性价比策略迅速引流，至23H1平台MAU近5800万，平台2023年GMV目标160亿美元；2) SHEIN：兼收并蓄，品牌为上，在原有自营模式上相继拓展平台与全托管模式，以自身优质品牌与流量效应赋能中小卖家出海，精细化营运基础与供应链资源支撑下对于零售定价更具话语权。
- **出海时代，平台、品牌、供应链红利持续涌现。**新兴电商格局下的投资机遇向平台、品牌、供应链演绎，1) 平台端：全托管模式在效率的大幅优化下，流量飞轮效应有望逐步变现，重点关注Temu出海势头正猛，业绩超预期验证的【拼多多】；2) 卖家端：渠道打法分化演变，一方面品牌升级之路：调整铺货与选品逻辑，跨越性价比竞争价格带，以品牌化路线支撑商品溢价；另一方面持续打磨供应链：优化全链路经营能力与降本增效，以高效供应链管理维持利润空间。重点关注优质供应链支撑下的精品化电商龙头【安克创新/赛维时代/致欧科技/华凯易佰】，零售品牌出海【名创优品/泡泡玛特】。
- **风险提示：行业竞争加剧、获客成本上升、平台合规风险、运输环节风险**

# 01

## 自上而下，跨境生态图谱

# 1.1 跨境电商：国内供应链与海外需求的交易匹配

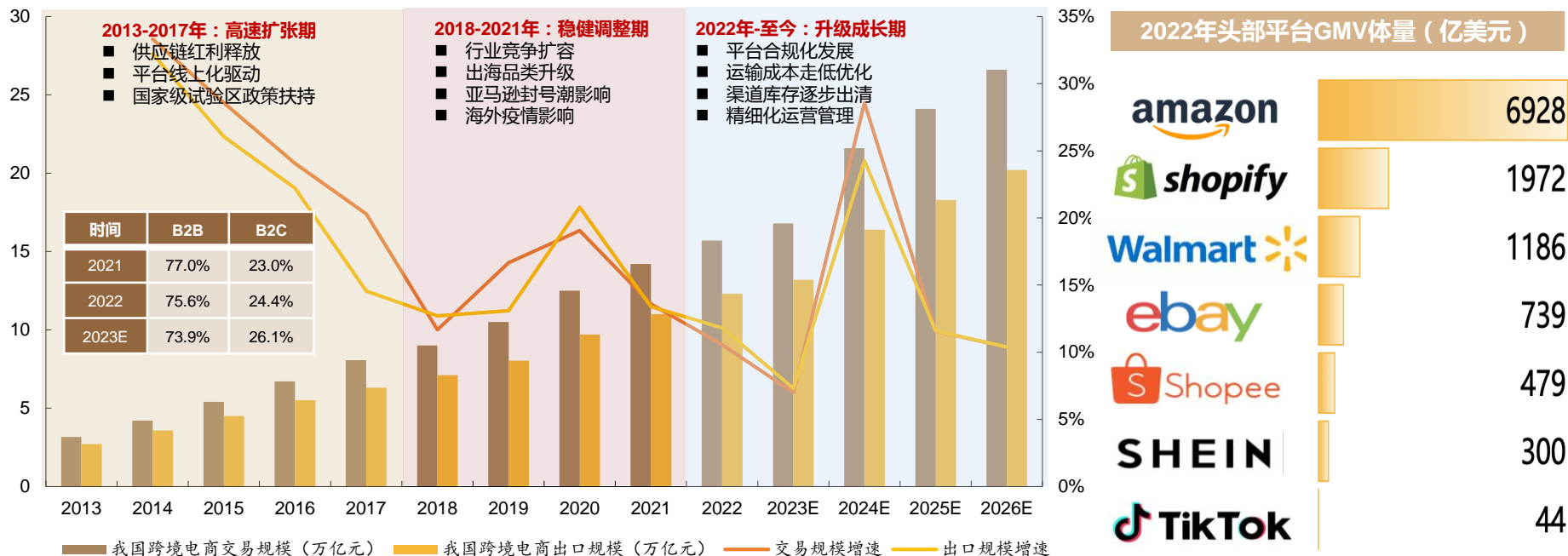
**降本提效，联接内外。**跨境电商以提升交易效率降低成本为目的，连接海内外优质供应链与消费需求，完成进出口贸易流通。

- **产品出海**：以安克创新为例，背靠优质供应链向海外输出商品，根据铺货量、渠道策略、品牌打法分为泛品与精品模式。
- **平台出海**：以Temu、中国制造网为例，集合上游制造、下游用户触达、交易服务等全产业链管理，出口综合化运营能力。
- **服务出海**：如YiwuPay、shopify等支持完成跨境贸易环节中的支付、物流、仓储、营销等流程，输出细分领域专业服务。



# 1.2 电商规模：12万亿出口体量，步入发展新元年

■ **12+万亿元体量，跨境电商步入高质量新发展。**据网经社电子商务研究中心发布的《2022年度中国电子商务市场数据报告》，至2022年我国跨境电商交易规模达15.7万亿元，其中B2B与B2C模式占比分别达75.6%/24.4%。跨境出口行业历经渠道库存积压、亚马逊封号潮、三方平台流量红利消退等影响已进入合规化、品牌化、高质量发展的新阶段，至2022年出口电商规模达12.3万亿元，同比增长11.81%。



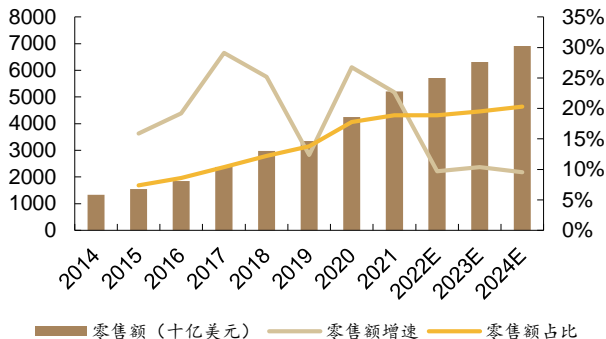
# 1.2全球市场：欧美主流消费，东南亚、拉美新兴增量

## ■ 行业收入增量来自新兴电商市场贡献：

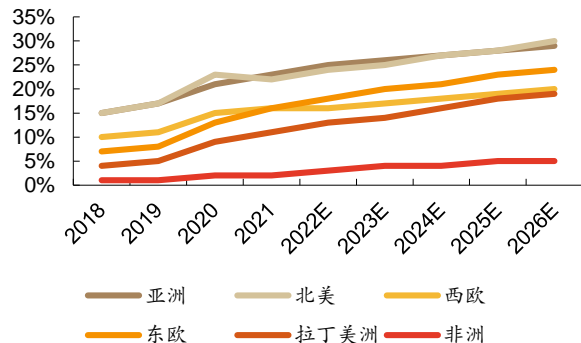
■ 欧美电商消费成熟，出口占比近半。艾瑞咨询测算至2022年全球电商零售额达5.5万亿美元。美国/英国/德国分别占据我国出口份额的34.3%/6.5%/4.6%，合计占比近半，欧美等成熟市场仍为中国跨境卖家的主要目标。

■ 东南亚、拉美有望开启第二增量市场。跨境电商区域竞争焦点逐步转向电商渗透率加速提升，东南亚、拉美等新兴市场的行业规模持续扩大。此外，测算2022年东南亚重点国家电商合计GMV达131亿美元，预计至2025年有望达211亿美元，蓝海格局下头部卖家大有可为。

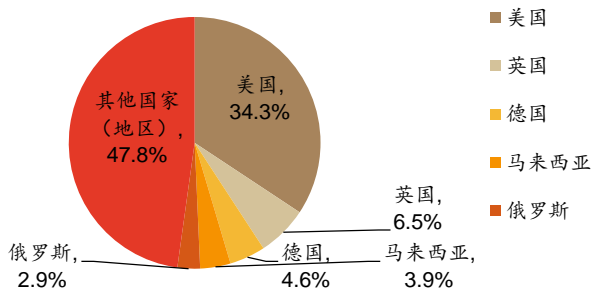
图：2021-2027年全球零售电商市场规模



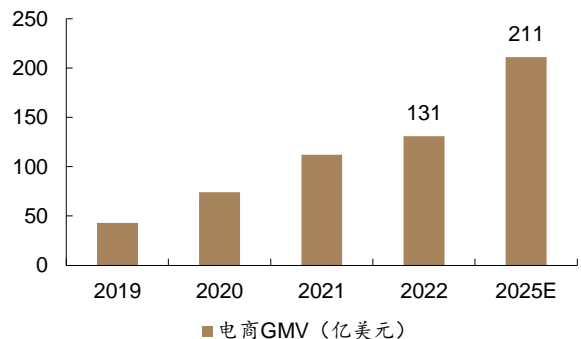
图：2023全球各主要地区电商增长率



图：2022年中国跨境出口电商目的地分布



图：2019-2022年&2025年东南亚重点国家电商GMV

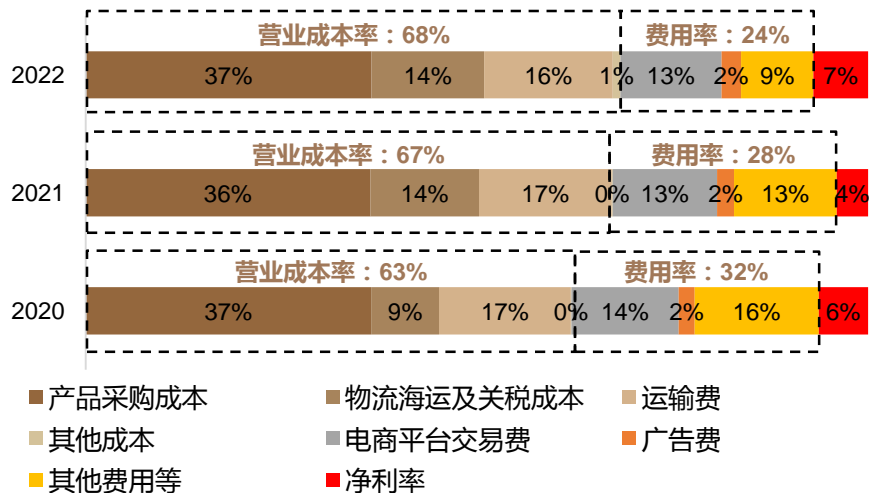




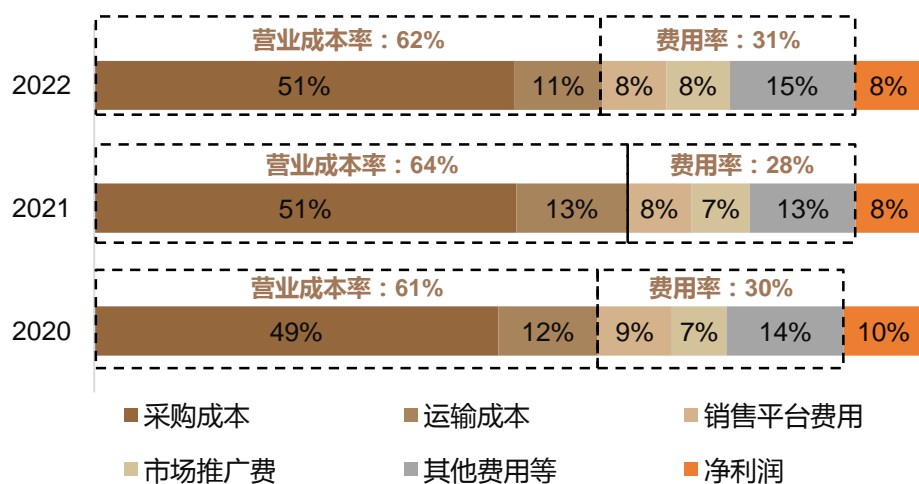
# 1.3 出海电商：物流仓储费用高企，净利率约8-10%

- **出海电商盈利拆分**：拆分以致欧科技、安克创新为代表的电商盈利结构，毛利率约30-40%，净利率达8-10%。主要费用为：
- **采购成本**：主流电商品牌主要从事设计与研发环节，依托国内优质供应链进行外协生产，采购成本占比约35-50%。
- **物流运输成本**：由出场到交付的成本，包含国内头程、国际运输&关税、海外尾程运输、仓储费用，占比约10-30%。

图：致欧科技费用成本结构拆分（新收入准则）



图：安克创新费用成本结构拆分（新收入准则）





# 1.4平台模式：三方平台迅速导流，自建模式沉淀品牌

## ■ 第三方平台：中小卖家的一条龙站点。

以亚马逊为代表的第三方平台汇聚庞大用户群体与卖家数量，并提供配套的仓储物流、线上营运等服务，可助力中小卖家短期内迅速获取公域流量体系。但第三方平台流量竞争激烈，用户转化率低、忠诚度与粘性不高，卖家在平台营运、机制上的主动权较弱。

## ■ 自建站：精品卖家的品牌升级之路。

独立站以自建模式最大化卖家在流量、渠道、营销打法上的主动权，可将公域流量沉淀转化至私域体系，突破流量上限，自建流量具备高转化率、高复购率与低成本，但自建平台前期投入较大，营运难度较高，更易于精品卖家后期进行品牌化打造与渠道议价权的提升。

第三方平台		VS	自建站模式	
入驻第三方电商平台搭建店铺，使用第三方销售渠道，管理交易、物流系统。	使用三方	模式	独立自建	利用SaaS工具和开源代码创建平台，自行交易结算营运管理。
亚马逊北美站月费\$39.9，手续费8%-17%，入驻成本低，交易成本高	高	成本费用	低	Shopify月费\$29-\$299，手续费0.5%-2%，交易成本低
使用三方成熟的交易体系与电商服务，运营难度小，但需遵守平台规则与管理	低	运营门槛	高	自主运营平台服务、销售、维护等各个环节，运营难度较大
依靠平台成熟用户基础迅速吸引流量	低	引流难度	高	用户触达有限，自行导流难度较大
平台长期流量红利减弱，流量空间有限	低	流量空间	高	私域流量转化率高与天花板更高
公域竞争激烈，用户转化率、复购率低	低	用户质量	高	私域流量沉淀，高粘性与复购率
卖家无法掌握平台用户数据，在打法机制需要自行探索	低	数据效率	高	直接获得全链条数据，可及时调整优化分析
平台效应大于品牌，用户流动性强	弱	品牌效应	强	易于打造品牌价值
使用平台投流买量机制，后期增量效率提升有限	被动性	营销模式	主动性	自主推广品牌，对于社交媒体、内容营销、引流能力要求较高。

# 1.5打法趋势：泛品主攻铺货逻辑，精品构筑品牌溢价

定义

选品逻辑

备货逻辑

渠道逻辑

品牌溢价

核心优势

发展痛点

泛品模式

- 涵盖多品类，SKU数可上万，附加值低，满足广泛需求
- 以丰富性为卖点，贴合市场趋势，灵活调整策略
- 批量铺货与备货，规模效益，打造爆品，存在库存风险
- 轻渠道运营，入驻第三方平台引用公域流量
- ★
- 用户基础广，流量优势大
- 易打造爆品，需求响应快
- 规模效益释放供应链优势
- 需求韧性较强，更抗风险
- 竞争激烈，利润率低
- 产品可替代性强
- 易受制于第三方平台
- 缺少品牌认知与复购

精品模式

- 销售细分品类中的高端产品，注重SKU数量控制与品牌
- 侧重挑选高品质、高附加值的产品，注重产品利润率，打造品牌溢价
- 以货找人，产品准入高，生命周期长，渠道库存低
- 重渠道运营，线上平台+自建站+线下渠道立体结构发展
- ★★★★
- 品牌溢价，利润率较高
- 产品准入高，竞争格局好
- 渠道库存较低，周转灵活大
- 流量成本低，渠道主动权
- 前期投入成本高
- 需求与客群相对有限
- 对于研发&产品要求高
- 综合运营难度较大

(亿元) 2022年	营收规模	利润规模	毛利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	净利率	ROE	权益乘数	资产周转率	存货周转率
安克创新	142.51	11.43	38.73%	20.62%	3.26%	7.58%	8.31%	17.81%	1.46	1.53	4.93
华凯易佰	44.17	2.16	37.93%	24.63%	5.50%	1.17%	5.52%	10.02%	1.34	1.45	4.64
致欧科技	54.55	2.50	31.65%	22.02%	3.19%	0.83%	4.58%	14.94%	1.92	1.58	4.28
赛维时代	49.09	1.85	65.62%	56.18%	3.81%	0.97%	3.77%	13.61%	1.62	2.13	2.25

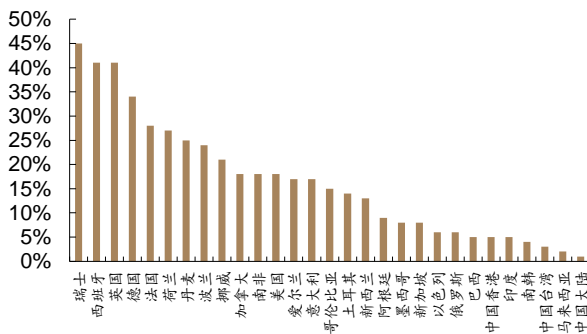
# 1.5打法趋势：由泛品走向精品，白牌走向品牌

- 行业利润率提升来自品牌&品类的升级：
- 品类逻辑：泛品走向精品。行业趋势由传统粗暴的铺货模式逐步转向精细化的爆款选品逻辑，从泛品打法转向精品路线。在选品思路追求“小而精”的策略，侧重具备品牌溢价、高利润率的产品，降低库存压力与风险，优化现金流与周转能力。
- 品牌逻辑：由白牌走向品牌。当前我国内地自有品牌占零售额比重仅1%，显著低于全球平均水平。在出海新阶段之下，行业由供应链红利与平台化红利向品牌化红利过渡，白牌商品加速构建由研发、设计、营销、运营等带来的品牌溢价，以此平滑跨境电商行业由海外需求周期波动所引发的风险。

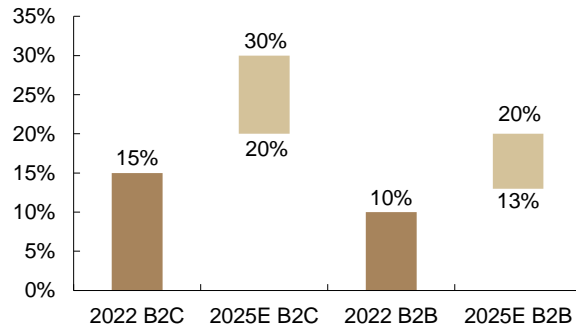
图：泛品模式与精品模式关键环节差异点



图：2022年全球各国自有品牌占零售额比重

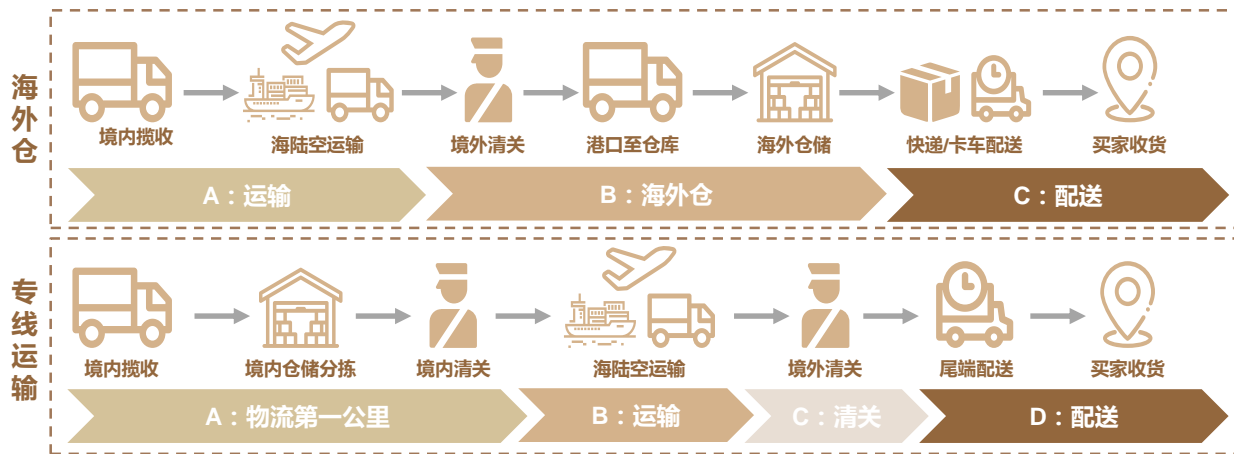
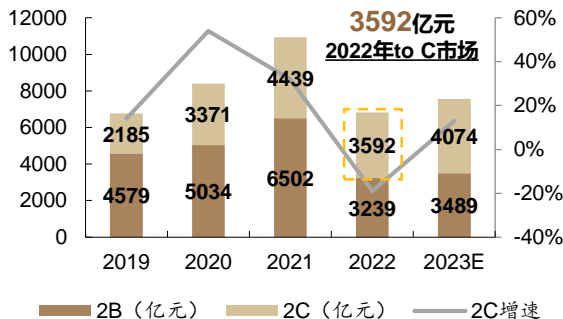


图：我国跨境出口具备知名度的卖家占比



# 1.6 物流趋势：海外仓建设为跨境物流发展大势

- **跨境电商出口物流3600亿体量，海外仓占比60%+。** 运联智库测算至2022年我国2C跨境电商物流出口规模达3592亿元，其中海外仓规模占据主流达2012亿元。从细分配送模式与竞争格局看，直邮方式中邮政与专线物流占据53%/32%，海外仓模式下由亚马逊等主导的平台仓头程/第三方仓库占比65%/30%。
- **跨境物流七大环节，海外仓效率更高。** 直邮模式以单次运输模式逐步完成境内揽收到终端配送的七大环节，海外仓模式拆分物流运输配送流程，提前完成国际物流运输，缩减境内外仓储分拣环节，由海外当地仓库向终端买家直接进行配送，物流履约更加高效。

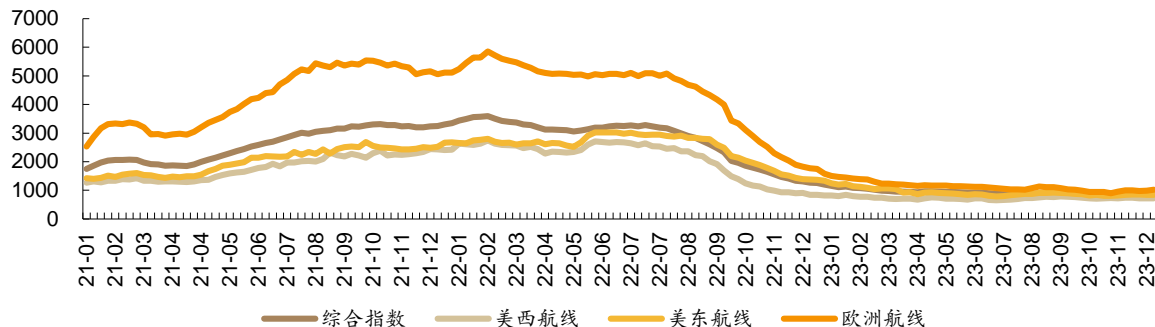


# 1.6 物流趋势：集运供需缺口筑底，看好海运量价回暖

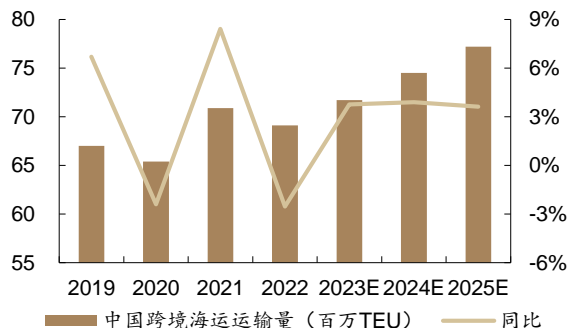
■ **运力与订单缺口放大，出口运价已至低位。**全球经济通胀压力下，订单需求疲软与疫后批量集装箱船交付致全球运力过剩，以地中海航运为代表的龙头货运公司持续增加船舶装载率加剧国际运价回落，2022年8月以来我国向美东、美西、欧洲及综合出口集装箱运价指数明显回落，当前已处于疫情前低位水平。

■ **商品去库背景下，运力管控与局部地缘冲突明年运价有望回暖。**当前海外商品库存清理已近尾声，需求有望回暖，据弗若斯特沙利文预计，至2024年我国跨境海运运量有望达7170万TEU。国际运输成本上行导致航司减航推动运价触底回暖，叠加近期巴拿马运河干旱与红海曼德海峡冲突，海运价格短期迎来上行。

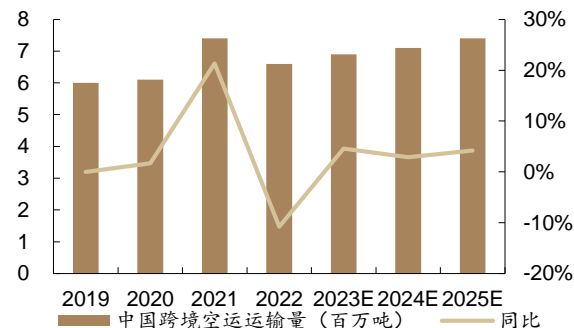
图：中国出口集装箱运价指数



图：中国跨境海运运输量



图：中国跨境空运运输量



# 1.6 物流趋势：海外仓建设为跨境物流发展大势

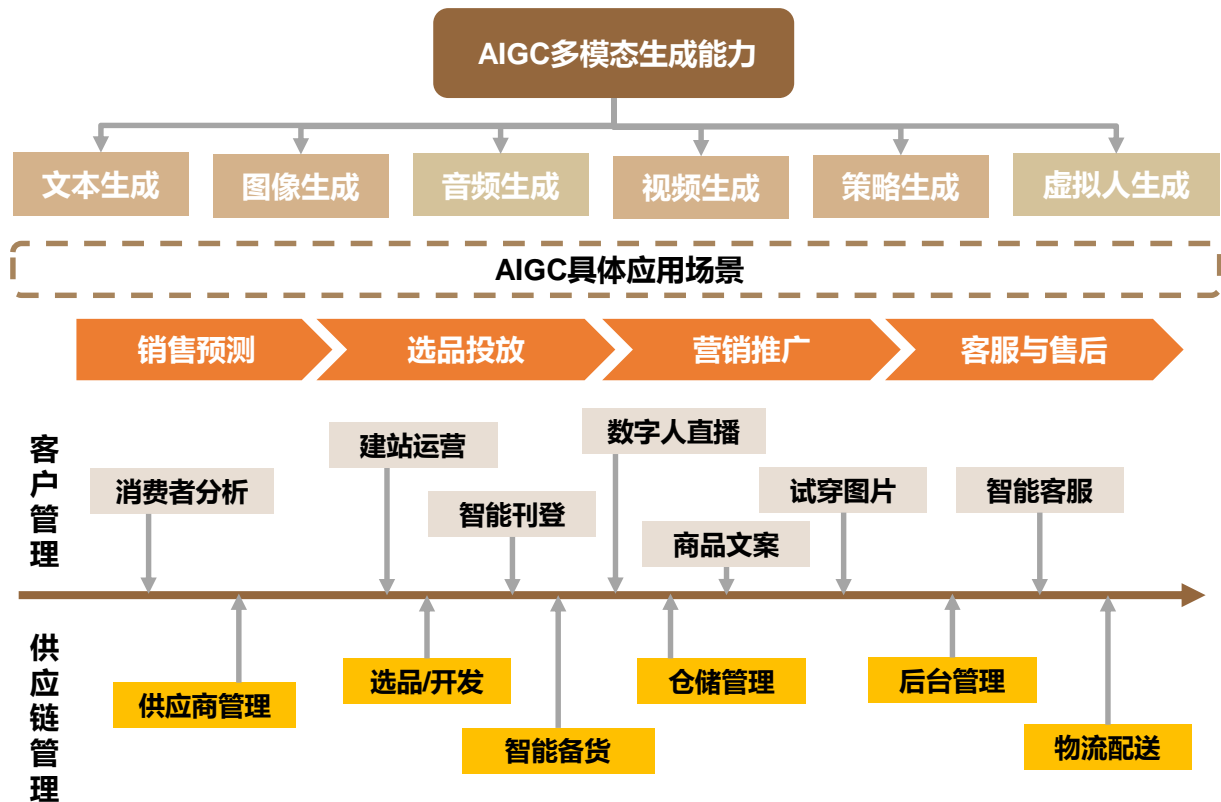
- **海外仓尾程配送与用户体验更佳**：海外仓模式提前将货品备入，运输成本与费用显著低于商业快递。尾程订单履约效率较高，尾程交付可在1-5天内完成，并可海外退换货品，灵活售后提升用户物流体验，由于存在一定库存风险与周转压力，更适用于大量备货需求产品。其中近年亚马逊FBA配送持续提价下，2022年峰值时期大号3磅/小号大件成本提升至6.6/10.44美元，自建更低运送成本与订单精细管理的海外仓储已成头部大卖的物流方向之一。

物流模式	运送方式	营运模式	运输模式	时效性	丢件率	运输成本	适合商品
跨境直邮	商业快递	专业快递公司全球物流服务	直飞为主	中美为例 7天以内	低	高	时效性、货值高，如手机
	专线物流	由物流服务商集中大批量包括以专门运输线路进行国际物流	航空直飞占较高比重	中美为例 10-15天	一般	较低	货值较高，如假发等
	邮政快递	各国邮政部门的邮政服务	平邮类	中美为例 20-30天	一般	低	货值较低，如手机壳
挂号类			中美为例 15-20天	较高		货值较高	
海外仓	三方仓储	卖家提前备货至第三方海外仓，由仓储服务商管理仓储、拣货打包、派送货等		美国UPS为例 尾程1-5天送达	低	低	SKU标准、销量高、周转速度快的品类
	自建仓	卖家提前备货至海外自建仓储物流设施，自行解决仓储、报税、物流配送等环节					

亚马逊FBA物流配送价格				
美元	小号12盎司	大号1磅	大号3磅	小号大件
2018	2.41	3.19	5.09	8.13
2019	2.48	3.28	5.26	8.26
2020	2.63	3.48	5.42	8.26
2021	2.84	4.25	5.68	8.66
2022	3.07	4.52	5.79	8.94
22年4月	3.22	4.75	6.08	9.39
22年高峰期	3.43	5.06	6.6	10.44
2023	3.58	4.75	6.39	9.73

# 1.7运营趋势：AIGC赋能精细化供应链管理

- 行业成本优化来自供应链的精细管理,AI GC助力跨境电商供应链管理降本增效。人工智能兴起有效助力电商行业提升在传统人力决策管理中的运营效率,如选品决策上依据消费偏好、竞品关系、商品特征等优化选品模型与定价机制,高效进行库存备货计算管理与SKU上架。
- 头部品牌抢先布局,精细管理赢在当下。我国头部跨境企业已开发AI应用,华凯易佰自研易佰云可实现智能刊登、调价与备货功能;安克创新运用AI提效工具用于程序员、客服等岗位降低运营成本;小商品城发布的Chinagoods AI智创平台则以AI数字人、翻译等功能打造智能客服,优化用户体验。





# 02

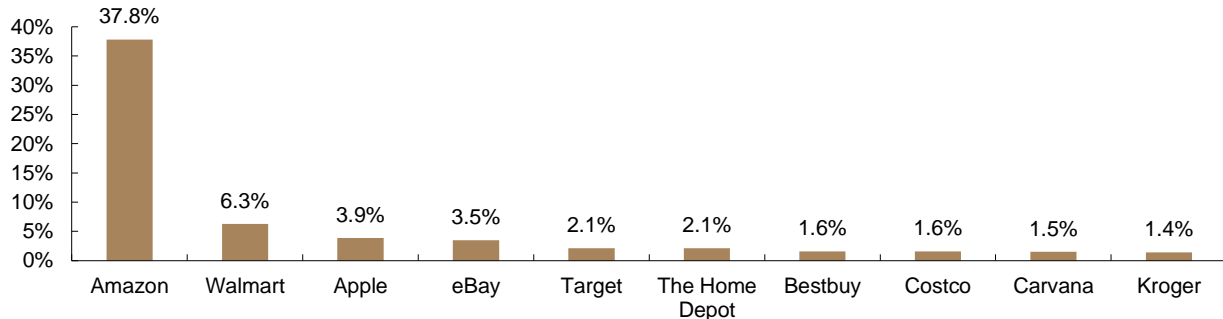
## 平台分流： 效率与成本的更优解

# 2.1 格局演变：竞争拐点，亚马逊走向多平台分流

## ■ 北美电商CR5高度集中，亚马逊独占38%。

从跨境平台竞争格局来看，2022年北美电商平台CR6市占率达55.7%，格局高度集中，其中亚马逊平台占比达37.8%（2022全球电商零售额达5.3万亿美元），远超行业其他卖家，同期沃尔玛、Apple、eBay、Target等前五大平台市占率达6.3%/3.9%/3.5%/2.1%。

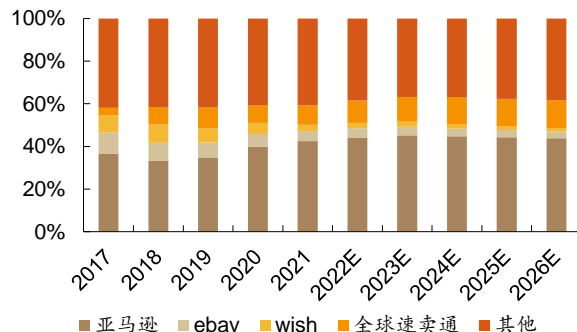
图：2023年北美各电商平台市场占有率



## ■ 占中国B2C卖家份额44%，GMV破2000

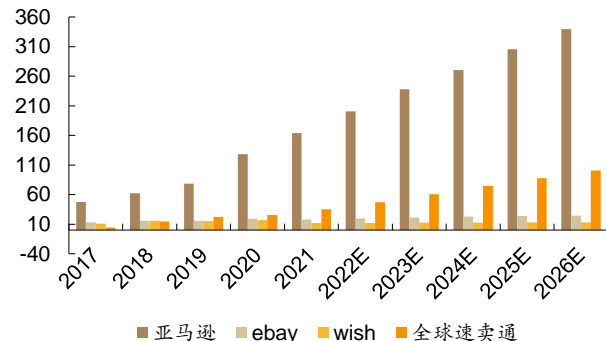
亿美元。亚马逊是全球领先的电子商务平台，以其庞大的用户群和高流量而闻名。至2022年我国跨境电商B2C渠道结构中亚马逊平台的份额占比达43%，远超其他同业，亚马逊由中国卖家产生的GMV体量达2006亿美元，预计于2026年有望以14.1%的CAGR成长至3396亿美元。

图：中国跨境电商B2C渠道结构变化



附注：总市场规模为跨境出口B2C电商市场上平台卖家（出口）及自营网站（出口）产生的GMV总额。计算采用2024年1月12日汇率美元/人民币7.10。

图：中国卖家主要第三方电商平台GMV（十亿美元）

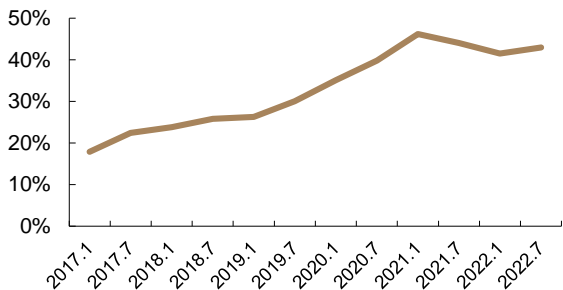


附注：市场规模指亚马逊、eBay、Wish及全球速卖通平台上中国卖家产生的GMV

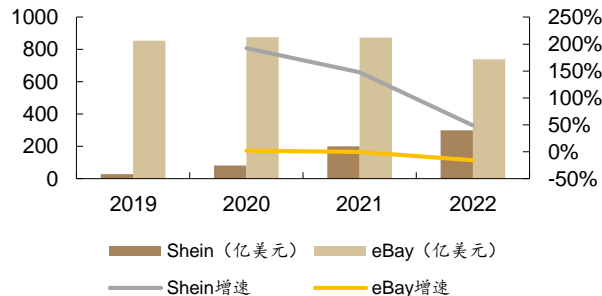
# 2.1 格局演变：新兴平台崛起，成本与效率迎更优解

- 线上平台竞争加剧下，传统电商流量逐步向 Temu、Shein 等新兴电商与品牌自建站分化。
- **亚马逊“封号潮”后迎来跨境卖家新拐点。**自2021年亚马逊“封号潮”事件后，亚马逊平台上的中国卖家份额由高点的46.2%降至次年1月41.6%，中国卖家逐步转向eBay、Target等多平台经营，分散单一渠道结构性风险。
- **分流本质是成本与效率的更优解。** Temu、Shein 等电商兴起弥补亚马逊在不同品类、价格带、卖家机制的空白，自营、全托管、半托管运营模式实现公域流量分流，Temu2023年6月单月GMV已达10亿美元，至2023年11月，Temu、Shein 页面浏览量已达3.79/2.10亿次。
- **头部卖家加速推进独立站建设的新风口。**品牌升级要求与流量成本抬升下，头部大卖转向自建站与私域流量打造，至2022年我国卖家独立站规模已达1.3万亿元，占GMV比重近25%，跨境电商进入立体化布局阶段。

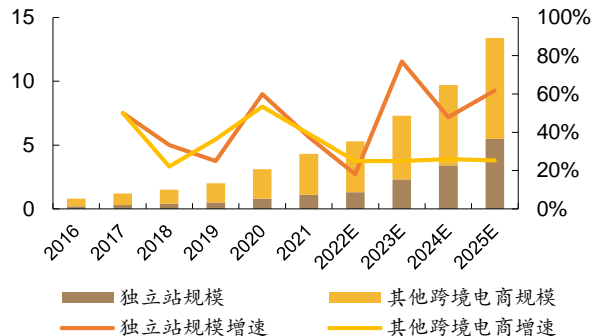
图：亚马逊平台中国卖家市场份额



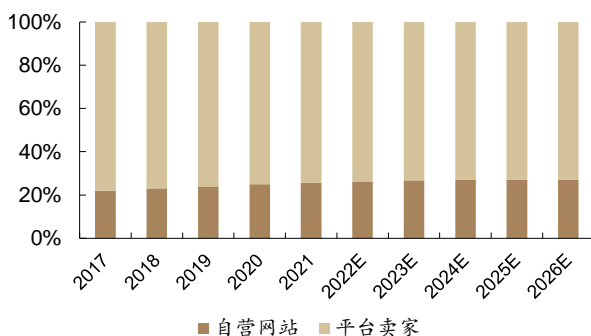
图：eBay、Shein年度GMV及增速



图：平台卖家及自建站GMV (万亿元) 及增速



图：平台卖家及自建站GMV占比



## 2.2平台对比—新兴电商：背靠供应链，流量新玩法

- 新兴电商MAU起量迅速：电商在平台初期的流量打法或更具差异化与爆发力，Temu自上线以来导入拼多多式的裂变社群营销，背靠国内供应链以低价策略、平台补贴与广告投流模式迅速起量，至23年6月MAU已达5750万人。TikTok以直播与短视频精准推送引流嵌入小店，至2021年平台全球MAU已达10亿人次，于FB与IG的粉丝数已超越龙头电商亚马逊。

电商平台	Amazon	Wish	Shopee	Sheln	Temu	Tik Tok
品牌符号						
所属集团	Amazon	ContextLogic Inc.	Sea Limited	SHEIN	拼多多	字节跳动
成立时间	1994	2010年	2015年	2012年	2022年	2017年
总部	美国	美国	新加坡	新加坡	美国	新加坡&美国
收入规模 (亿美元)	5140 (2022年)	5.71 (2022年)	73 (2022年)	227 (2022年)	-	35 (2022年)
净利润 (亿美元)	-27 (2022年)	-3.84 (2022年)	-17 (2022年 Adjusted EBITDA)	7 (2022年)	-	-
平台特色资源	全球化营运龙头	大数据算法精准推送	本地化非标品运营	小单快返柔性供应链	拼多多供应链支撑	短视频流量集聚
覆盖网络	全球21个站点，100+国家和地区，美国站访问量占比45% (2022年)	美国、巴西、法德英 (覆盖60+国家)	东南亚、拉美等10+站点	北美、欧洲、东亚等	全球47个站点，北美东南亚、英美等7个站点为首站	(2023年12月)
月活用户	5.3亿 (23H1)	0.13亿 (23H1)	2.85亿 (23H1)	1.3亿 (23H1)	0.58亿人 (23H1)	10亿 (2021年)
引流拉新	商户与用户的飞轮效应	社交平台投流+个性化算法推荐	低价引流、游戏互动	种草+社交电商	裂变社群营销+近百亿广告费	直播+短视频引流
FB粉丝数	3000万	4284万	2696万	3122万	319万	3209万
IG粉丝数	2300+万	732万	2000万+	3131万	137万	2658万

## 2.2平台对比：流量机制产品导向，爆品思维更易出圈



- 流量分配更重商品**：头部电商亚马逊、Wish、Shopee、Temu在流量分配机制上更重视点击率、浏览量、转化率等指标，利好制造基础与供应链体系优越的工厂型卖家，其中Temu主导性价比选品（非欧洲单件商品均价约4.5美元），优先将流量资源向低价产品倾斜，其全托管模式掌控货权与营运权限，更易于打造出圈爆品，Temu2023年规划了全年160亿美元的GMV目标。

电商平台	Amazon	Wish	Shopee	Sheln	Temu	Tik tok
营运模式	自营+平台模式，23年9月推出全托管模式	平台模式（23年新推全托管）	平台模式（23年7月新推全托管）	自营模式+平台模式+全托管模式（23年）	全托管模式	平台模式+全托管模式（23年5月推出）
收入来源	自营销售、3P综合服务费	交易佣金+平台服务费（广告+物流）	交易佣金+平台服务费	购销价差+平台服务费	购销价差	交易佣金+平台服务费
头部品类	健康家居10%、生活厨房17%、鞋服珠宝9%	时尚品类、3C配件、家居用品、配件配饰	健康美容18%、家居生活15%、手机配件7%	时尚女装、男装	女装21%、厨房日用15%、男装8%	美妆、女装、手机和电子产品、厨房用具
佣金收费	分品类收取佣金，大部分在6%-15%	分品类收取佣金，大部分在13%-20%	交易佣金6%-10%左右	前三月免佣，后续10%	-	大部分在2%-4%
进入门槛	入驻门槛较高，审核通过难度上升	早期入驻门槛低，近期平台加强监管，入驻难度高	注册较低，资质审核通过后，5-7个工作日注册开店	入驻门槛高，营业执照满1年且其他电商平台流水>100万元	入驻门槛低，允许个体工商户入驻，仅需要缴纳1000元保证金	东南亚入驻门槛较低
GMV规模	6000亿美元（2021年）	23亿欧元（2020年）	735亿美元（2022年）	300亿美元（2022年）	160亿美元（2023年目标）	200亿美元（2023年目标）
流量分配机制	A9算法分配，注重点击、转化率、销售额等	机器学习算法个性化推荐，重视商品浏览量和转化率	注重商品标题、图片视频、评分等	重视店铺、供应链打法，倾向产品上新力与销量	爆品思维，倾向销售量与低价产品	自然流量+私域导流+付费流量
平台客单价	47美元	7美元	8-15美元	80美元	50美元（美国）	17美元（英国）
单件均价	约29美元		约3美元	7.9美元	约4.5美元（非欧洲）	1-6美元（东南亚）

## 2.2平台对比—新兴电商：物流建设与仓配痛点仍存

- **尾程物流“最后一步”痛点**：新兴电商由于前期订单增速较快但配套物流与尾程服务存在一定缺陷，在物流模式上仍以跨境直邮为主，对比亚马逊、沃尔玛等仓储大卖在配送时效、成本及服务体验上仍有差距，以美国站单件商品为例，SheIn、Temu标准运输在10-11天左右，快运配送在7-9天左右，显著高于亚马逊加急/标送的2-5个工作日，同时，快送的配送成本也显著高于亚马逊。

电商平台	Amazon	Wish	Shopee	SheIn	Temu	Tik tok
物流体系	FBA自营仓储物流，MCF多渠道配送	Wish Post、Wish Express	自有物流Shopee Express+三方物流合作	跨境直邮+海外仓	跨境直发	Ship by tik tok、ship by seller
物流费用	商家承担	商家承担	商家承担	商家承担	VIM下商家平台共同承担，JIT商家自担	商家承担
库存管理	1P模式亚马逊进行库存管理，3P模式商家管理库存	商家管理或平台管理（联仓计划）	官方仓或第三方仓（3PF商铺）	平台管理或商家管理	平台管理（VIM）或商家管理（JIT）	平台管理或商家管理
物流模式	FBA物流仓储+跨境直发	跨境直发+海外仓	跨境直发+海外仓	国内中心仓+海外中转仓+海外运营仓（退货仓）	国内中心仓+海外中转仓+海外仓	国内分拨仓+国内平台备货仓+海外仓
运输费用	标准/加急配送费6.99/9.99美元，非prime用户35美元以上的订单免配送费	标准配送2.99美元（10美元以上订单统一）	限时免费（正常时期约1美元）	标运3.99美元（29美金以上订单豁免）、快运12.9美元（129美元以上豁免）	标运免费、快运配送费12.9美金（129美金以上豁免）	商家前15单免运费
配送时间	标准配送5个工作日，加急配送2个工作日	标准配送8-18个工作日 Express配送4-8个工作日	标准配送10-12天	标准运输10天内送达、快运7天内送达	标运11天内送达、快运9天内送达	配送7-15个工作日

注：物流费用与配送时间以美国站点购买单件10美元的普通棉质短袖为例（Shopee、Tiktok为东南亚站点）

## 2.3平台模式—全托管：优化跨境交易成本与效率

传统自营/平台模式电商在工厂、平台、用户的上下链条面临拉新拓客难、平台活跃&留存走低、货品管控与失信、配送售后等固有痛点，而**全托管模式**将供应链资源与用户流量在自身平台结合，以强管控力实现交易成本与效率的优化。

- **卖家资源集聚**：以成熟全产业链营运能力简化业务链条助力商家提升B2C交易效率，降低跨境出海的准入门槛与库存周转等风险。
- **平台优势强化**：以营运服务与风险承担交换上游货权，掌控商品定价、品控、打法、服务，有效解决传统电商在产品品质与服务参差的痛点，专业化与精细化运营下更易打造爆品，2023年以来Lazada、TikTok、Shein、亚马逊均相继推出旗下全托管模式。
- **用户流量积存与变现**：全托管模式以低价策略与严格品控直接利好高性价比消费与用户体验，终端引流增长再度吸引上游卖家入驻，以规模优势实现卖家与买家数量与质量良性增长的飞轮效应，流量持续获取与留存有望释放更多变现机会。

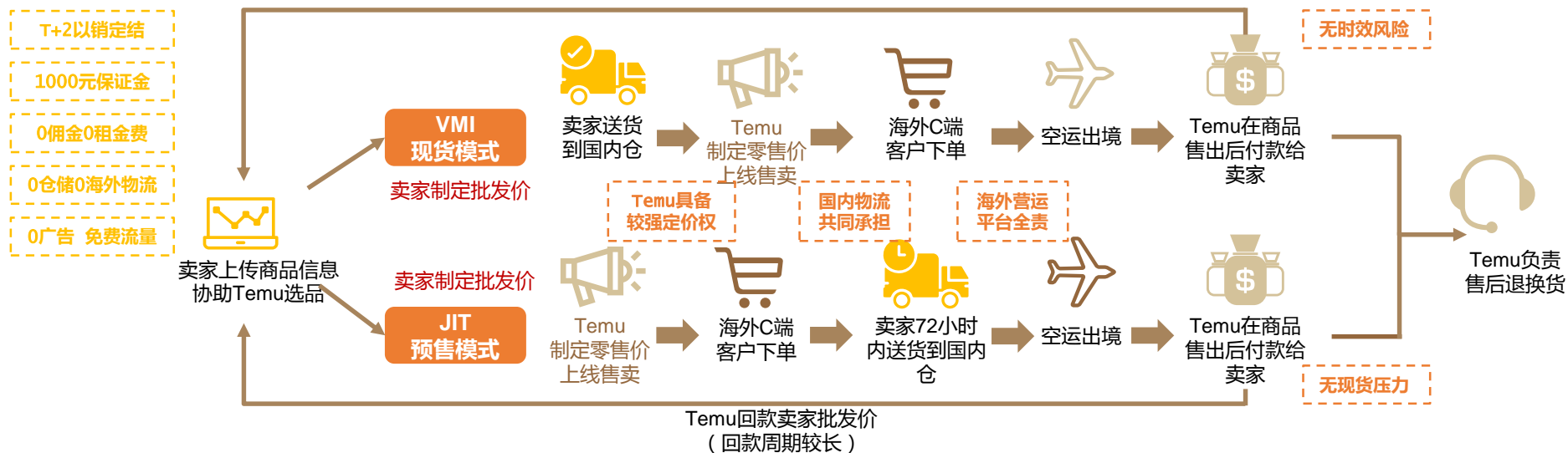


	自运营模式	全托管模式	半托管模式
代表平台	SheIn	Temu	速卖通
定义	店铺全链条营运	商家备货、平台营运	商家备货、双方共同营运
经营要求	自主销售，全环节负责	仅需供货	供货+销售管理
选品&品控	商家自主	商家/平台协商、商家负责	商家自主
商品定价	商家自主	平台主导	商家自主
销售打法	商家负责	平台负责	平台参与支持
物流履约	商家负责	平台完全负责	平台负责，商家支付
售后服务	商家负责	平台/商家分别负责	平台负责
商家利润	★★★★	★★	★★★



## 2.4物美价廉，一站出海——Temu全托管模式

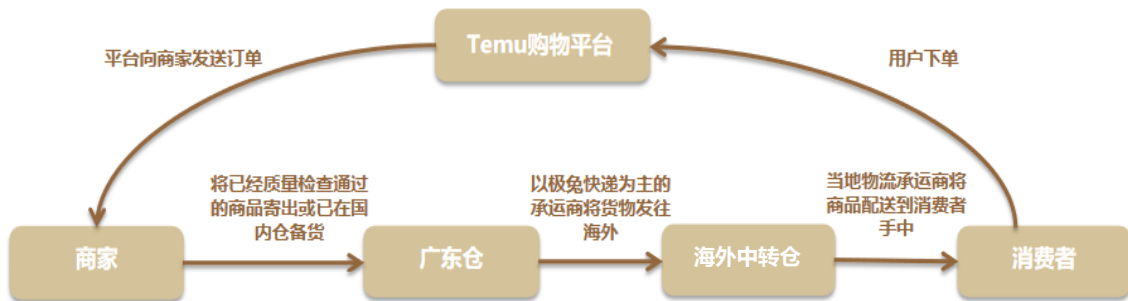
- **一站式管理，Temu服务出海**：Temu全托管模式下仅需商家选品供货并运输至Temu国内仓，后期质量管控、零售定价、平台销售、海外物流配送及售后等服务均有Temu承担，并针对不同品类与打法细分为VMI现货模式与JIT预售模式。
- **卖家角度**：1) **低运营成本**：进驻Temu平台仅需缴纳1000元保证金，无佣金、租金、仓储、广告等费用，准入门槛较低；2) **低营运难度**：仅需负责前端生产备货，不参与管理；3) **低议价权**：Temu掌控实际定价权与产品打法，上游利润空间有所压缩；4) **高流量与爆品率**：Temu平台以性价比迅速拉新引流，用户规模与访问量增长迅速，流量机制倾向产品分配，爆品率更高。



## 2.4物美价廉，一站出海——Temu全托管模式

- **掌控商品定价权，性价比策略迅速引流。** Temu具备商品实际定价权与全链路营运管理，强势掌控商品刊登与调价，背靠优质供应链以低价策略在终端迅速引流。对比亚马逊、Shopee等平台，Temu产品单件均价有显著优势，2023年12月单品均价仅为亚马逊的1/6。低价定位，社交裂变引流打法下，22年12月-23年11月Temu平台非欧洲站点近一年成交额已达97亿美元，已超Shopee越南站点。
- **小包跨境直邮，拟建海外仓高效履约。** Temu销售以低客单、低时效的小件产品为主，采取专线物流实现国内头程-国际干线-海外尾程的三段配送，整体配送成本便宜但时效较慢（标准配送模式下配送时效6-20天），且存在一定补货备货受限，爆仓等风险问题。当前Temu拟于美国建立海外仓提升尾程履约效率与配送体验，物流模式丰富有望优化运输配送成本，助力Temu丰富销售品类，有望开拓家电、家居等批量大件、高时效商品。

近一年合计	Temu		亚马逊		Shopee	
品类	产品均价 (美元)	销售额 (亿美元)	产品均价 (美元)	销售额 (亿美元)	产品均价 (美元)	销售额 (亿美元)
鞋服珠宝	6.8	28.7	27.7	495.0	7.5	91.7
家居厨房	3.5	9.4	42.1	893.3	9.1	75.6
运动户外	5.0	10.6	37.9	274.3	7.7	17.8
美妆个护	3.0	7.7	19.5	378.5	13.0	67.3
宠物	3.4	1.3	23.7	196.5	9.7	8.5
玩具	4.1	3.3	24.4	188.1	6.9	7.2
平台合计	4.5	97.9	29.2	5322.7	10.6	498.3

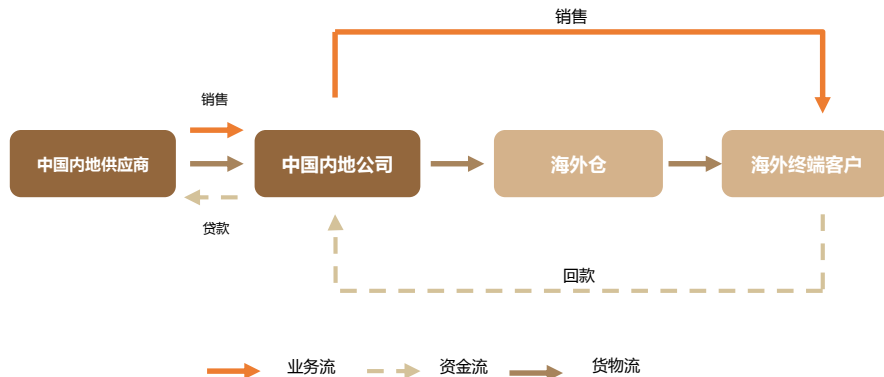


## 2.5兼收并蓄，流量赋能——Shein自建-平台模式

- **自建模式：敏捷供应，小单快返。** Shein线上自营模式直接触达消费者，前端以自主设计和ODM选款维持高频上新，积累前端需求测试后以小单快返的模式交付OEM看图打板进行批量精准排期与快速生产，省略其他经销加价环节，直连上游供应链与终端消费可明显放大性价比制造的优势，女装产品由设计至上架销售最快仅需7天。
- **平台模式：流量红利高速增长，平台赋能中小卖家。** SHEIN以自身品牌影响与流量积累向6大类型的三方卖家开启SHEIN Marketplace平台模式，对于新入驻商家前三个月免佣，后续抽取交易额10%，开拓3C、家居、运动等热招品类推动平台品类互补，推出“希有引力”百万卖家计划，在未来三年内拟助力1万个卖家年销售额破百万美元，10万个中小卖家年销售额破10万美元。

自营供货模式	ODM	OEM	FOB
合作模式	SHEIN买手选款，供应商配合开发与生产	SHEIN提供款式，供应商打版制衣	SHEIN提供设计和样衣，供应商生产
适合厂家	具备设计开发经验的工厂、工贸一体、贸易商	具备看图打板经验的工厂、工贸一体	具备生产管理经验的工厂
热门品类	女装、大码女装、孕妇装、男装、童装等	女装、大码女装、男装、童装等	女装、童装、礼服
产品拍摄	商家拍摄	部分商家拍摄	平台提供
面辅料定采	部分定采	部分定采	全部定采
物流履约	三方物流送货为主	三方物流送货为主	供应商自送货为主
结款周期	新供应商月结，结算周期随评级调整，最短可周结		月结，最短可调整至双周结

图：以中国内地公司作为销售主体的B to C模式



## 2.5精品营运，品牌为上——Shein全托管模式

- **严控全链路，精品模式延续。** SHEIN已通过前期服装业务建立完整的柔性供应链体系与敏捷的打法，其全托管模式是自营+平台模式的业务延伸，高度注重商家品类对平台品类的融合补充。对比AliExpress、Temu、Tiktok等托管模式，SHEIN在供应链打法上更为严格，与自营模式贴合度更接近。仅由商家供货备货，SHEIN独自进行选品并承担运营风险，对于零售定价权更为强势。对于商家而言，SHEIN全托管模式入驻零费用可进入全球多个国家与地区的业务范围，用户基础与流量稳固，海外成熟的物流与供应链体系下，卖家发货与回款结算机制稳定，卓越订单管理与体系化运营能力更适宜卖家高质量发展。

图：SHEIN全托管模式



平台名称	优势	选品	回款	品控	备货	定价	物流	售后
AliExpress	全球物流建设、市场布局	协商	快	商家	商家	协商	平台负责第三方+自建物流	平台负责
Temu	超低价社交裂变	协商	较快	商家	商家	平台	平台负责三方物流	双方分别负责
Shein	服装供应链管理、海外消费心智强	自营，平台负责	较快	平台	平台/商家	平台	平台负责三方物流	平台负责
TikTok Shop	短视频推广	协商	待观察	商家	商家	协商	平台负责三方物流	平台负责

## 2.6 跨境电商有望向品牌升级与供应链打磨两大路径分化

对卖家角度而言，商家仅需负责刊登备货，省略跨境流程运营，平台前期免佣金、免投流、免运费模式极大降低入驻门槛与运营成本，有效解决中小卖家在跨境出海环节的难点。我们认为，**对于不同卖家而言，由全托管模式带来的渠道与平台格局演进存在明显的分化性影响：**

- **头部大卖：**交易成本与效率的优化下将对部分大卖及其平台流量产生一定影响，大卖分化路径有望向两大方向转变。**1) 开启品牌升级之路：**调整铺货逻辑，由泛品转向精品模式升级，跨越性价比竞争价格带，以品牌化路线支撑商品溢价；**2) 持续打磨供应链能力：**在产品品控、性价比方面的持续提升，优化SKU管理、库存备货、全链路的经营能力与降本增效，以高效供应链管理维持自身利润空间。
- **中小卖家：**全托管模式利好供应链基础优秀但缺少电商营运能力的中小卖家，短期来看可迅速开辟海外市场以制造红利，出海可拓展其销售链路或消化过剩产能，但商家“定价权的失控”在后期竞争格局加剧的环境下或将面临利润空间的明显压缩。

# 03

## 渠道演绎， 把握品牌与供应链的升级趋势

# 3.1 投资逻辑：出海时代，电商与品牌的新红利

以渠道为切入点

## 跨境电商出海

**竞争格局：亚马逊一家独大**

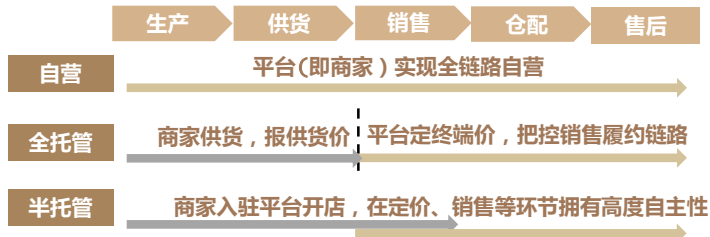
2023年于北美电商市占率**37.8%**，2021年于中国卖家平台市占率**42.4%**

分流趋势：亚马逊流量分级，三方平台与自建站兴起

流量筛选与沉淀

**三方电商平台 (占比74%)**

**品牌自建站 (占比26%)**



- 低交易成本
- 高客户沉淀
- 高流量上限
- 强数据安全
- 强品牌打造

渠道分流核心是供需交易再匹配，与商品成本和效率的更优解

**投资主线①泛品大卖精品升级**

**投资主线②精品电商产业链深入**

**华凯易佰**

**赛维时代**

**安克创新**

**致欧科技**

预计24年净利5.6亿元

预计24年净利5.0亿元

预计24年净利19.1亿元

预计24年净利4.9亿元

## 零售品牌出海

**多维度、精细化营运要求**

时效性 | 产品力 | 服务力 | 购物体验

优质供应链 | 全球化运营 | 本地化管理

**跨境竞争蓝海：重投入、重资产、高门槛**

直营模式 | 品牌直接接触达门店营运标杆 | 代理模式 | 轻资产拓店开辟新市场

本质是供应链出海+品牌出海+运营管理模式出海

**投资主线③创意零售深度出海**

**名创优品**

**泡泡玛特**

预计FY24年净利23.4亿元

预计24年净利13.3亿元



# 3.1核心观点：平台演绎驱动品牌升级与供应链打磨

出海时代已由传统制造铺货模式转向品牌化红利期，新兴电商格局演绎下跨境投资呈现新发展机遇，我们认为：

- **平台端：全托管模式是交易效率的优化，流量飞轮效应有望释放变现。**全托管模式以营运服务与风险承担交换上游定价权，低价策略与严格品控直接利好高性价比消费，通过规模优势实现卖家与买家数量与质量良性增长，流量的飞轮效应有望释放更多变现机会，建议关注Temu出海势头正猛，业绩表现优秀的【拼多多】。
- **卖家端：渠道打法分化演变，跨境卖家走向品牌升级与供应链打磨之路。**渠道与平台模式革新下，性价比消费趋势卖家成长路径向两方向转变：1) 品牌升级之路：调整铺货与选品逻辑，打法向精品化升级，跨越性价比竞争价格带，以品牌化路线支撑商品溢价；2) 供应链持续打磨：严格管理品控，优化SKU策略、库存备货、全链路的经营能力与降本增效，以高效供应链管理维持自身利润空间。建议关注国货之光，迈向品类升级的3C精品电商【安克创新】、柔性供应链与品牌化打法构筑底层逻辑的服装出海电商【赛维时代】、高效供应链打造家居性价比龙头【致欧科技】、由泛品向精品升级，产品与服务共进的【华凯易佰】。

## 出海1.0-制造型

-制造型  
供应链红利

- 传统贸易
- 商品代工

## 出海2.0-铺货型

-铺货型  
线上化红利

- 成本制造&成本优势
- 供应链管理&整合

## 出海3.0-品牌型

-品牌化&本土化  
品牌化红利

- 本土需求洞察&营销
- 渠道精细化管理

## 3.2安克创新：3C精品走向储能智造，品类与渠道共进



- 安克创新：3C出海标杆，精品智造龙头。**公司连续7年入选BrandZ中国全球化50强，在电子配件品类种排名第一，旗下Anker、Soundcore、Eufy、Nebula等六大自主品牌覆盖充电类、智能创新与无线音频类产品，以亚马逊、天猫等电商平台+自建站与线下门店覆盖全球销售网络。2023年Q1-Q3，公司实现营收/净利润117.9亿元/12.1亿元，同比增长23.6%/46.1%。
- 品牌基础稳固，品类扩张打开成长天花板。**安克创新深耕3C数码领域，Anker已成长为全球充电创新品牌龙头，未来由产品品类扩张切入便携式与户用储能市场驱动二次成长，公司计划募资不超过11.05亿元人民币，主要投入2.01亿元用于储能产品研发、2.06亿元用于3D打印及其他智能硬件开发，并投入3.67亿元用于智能化仓库及全链路数字运营中心的构建。
- 线上走向线下，三方转向自建，深度构造渠道品牌力。**1) 线上：减少亚马逊单一平台依赖，大力发展自建站与私域流量沉淀，至2023H1亚马逊平台收入占比下降至56.0%，六大自建站收入同增113%至4.56亿元，收入占比提升至6.46%。2) 线下：加强零售卖场、独立商店等渠道合作，深化消费端品牌力触达，当前已入驻沃尔玛、开市客、百思买、7-11便利店集团等知名商超卖场，2022年线下收入达48.0亿元，收入占比达33.7%。
- 投资建议：**公司未来成长性来自1) 品类端：产品持续迭代升级与储能市场等品类扩张，2) 渠道端，欧美日以外新兴市场开拓与自建站、其他三方平台建设带动的盈利能力提升，预计公司2023-2025年实现营收174/205/238亿元，净利润16.3/19.1/22.4亿元，对应2024年PE16倍（Wind2024年1月19日一致预期）。

亿元	2019	2020	2021	2022	2023H1
总营业收入	66.547	93.526	125.742	142.505	70.657
Yoy	27.19%	40.54%	34.45%	13.33%	20.01%
毛利率	49.91%	43.85%	35.72%	38.73%	43.18%
充电类	38.105	41.436	55.525	68.762	34.834
Yoy	14.75%	8.74%	34%	23.84%	18.29%
毛利率	54.06%	44.46%	37.71%	41.86%	43.4%
智能创新类	15.098	30.594	41.035	43.915	19.457
Yoy	73.12%	102.63%	34.13%	7.02%	16.66%
毛利率	47.53%	45.01%	33.9%	35.36%	43.07%
无线音频类	12.797	21.215	28.521	28.219	15.626
Yoy	24.92%	65.78%	34.44%	-1.06%	29.11%
毛利率	39.64%	41.08%	34.75%	37.69%	43.73%
其他类	0.467	0.281	0.661	1.608	0.739
Yoy	238.47%	-48.7%	135.25%	143.5%	14.64%
毛利率	64.21%	38.02%	24.54%	15.26%	24.25%
归母净利润	7.211	8.559	9.817	11.43	12.132
Yoy	68.85%	18.7%	14.7%	16.43%	46.09%

### 3.3致欧科技：家居极致性价比，对标线上“宜家”

- **致欧科技：极致供应链打造精品家居出海龙头。**公司定位全球互联网家居领先品牌，依靠亚马逊平台打造SONGMICS、VASAGLE及FEANDREA三大自有品牌覆盖家居、家具、宠物等品类。2023年以来受益于运费回落与成本优化，前三季度实收入/净利润41.4亿元/2.9亿元，同增0.4%/67.1%。
- **研发导向内外兼修，多样性与性价比塑造核心优势。**研发洞悉终端需求与趋势，合作+自研出品模式取长补短实现供应链协调，对标宜家以模块化组件放大规模化优势与响应能力，2018-2021年新增定稿生产的自研产品款式超500个，至2022年末产品细分品类达303个，SPU超3300个。产品以小家具、高性价比为特色，避开地产周期波动风险，打造洗衣篮等多款细分赛道爆品。
- **背靠亚马逊顶级平台，本土化营销雕琢品牌。**致欧以本土化营销推动海外品牌建设，近四年广告费用CAGR近30%，于亚马逊平台收入比已超3/4，背靠顶级平台流量打造精品品牌，并加码独立站建设，自营平台逐步兑现成长。
- **供应链全程精细化，加强履约段费用把控。**自供应商管理体系严控准入门槛，动态机制优化效率，自营仓+平台仓+三方仓联合管理全球仓储，自营海外仓27万平方米，2022年整体运输费用同降0.56pcts至16.4%。
- **投资建议：**看好中小型家具品类需求稳健成长与周期扰动平滑，欧美消费力低位环境下，更易以高性价比优势与精品路线抢占市场份额，预计2023-2025年公司整体营收61.84/74.42/89.13亿，归母净利润3.99/4.95/5.99亿元，对应2024年PE23倍（Wind2024年1月19日一致预期）。

亿元	2019	2020	2021	2022	2023H1
总营业收入	23.255	39.710	59.674	54.554	26.439
Yoy	45.83%	70.75%	50.27%	-8.58%	-5.87%
毛利率	55.8%	37.92%	32.64%	31.65%	36.39%
家具系列	10.071	19.688	30.924	25.864	11.34
Yoy	55.18%	95.5%	57.07%	-16.36%	-15.14%
毛利率	51.3%	50.25%	45.26%	44.78%	51.16%
家居系列	8.915	13.629	18.767	18.684	9.373
Yoy	45.7%	52.87%	37.7%	-0.44%	4.47%
毛利率	61.05%	59.38%	54.73%	53.63%	58.44%
庭院系列	2.396	3.858	6.33	5.316	3.218
Yoy	27.83%	61.07%	64.06%	-16.02%	-11.37%
毛利率	55.77%	61.13%	54.86%	46.35%	49.89%
宠物系列	1.608	2.346	3.420	3.776	2.082
Yoy	34.47%	45.88%	45.79%	10.44%	21.82%
毛利率	55.82%	55.95%	51.97%	49.31%	54.15%
归母净利润	1.08	3.802	2.398	2.501	2.864
Yoy	165.74%	252.1%	-36.93%	4.29%	67.14%

### 3.4赛维时代：构筑服装柔性供应链，沿品牌化之路出海



- **赛维时代：时尚服装出海，品牌孵化跨境大卖。**公司主要于亚马逊、沃尔玛等三方电商平台与垂类自营网站从事服装、家居、汽摩等商品B2C跨境出口，旗下孵化家居服Ekouaer、男装Coofandy等21个亿元级别、63个千万级自有品牌，2023Q1-Q3收入/净利润43.7/2.2亿元，同增30.3%/41.7%
- **多品类延展+快速响应，品牌化战略由泛品向精品升级。**至2022年，家居服Ekouaer等21个品牌占销售收入比重达77%。供应链加持下新品开发可快速响应不同品类与地区流行趋势。未来在纵向上持续孵化品牌矩阵，缩短小品牌成长周期，横向上复用品牌打造的底层能力，实现跨品类的延伸拓展。
- **高效管理服装柔性供应链，构筑底层逻辑。**上游搭建多层次动态供应商管理体系，模拟生产周期与库存管理打造柔性供应链体系，快速响应终端，可实现小批量、多品种、高品质生产，2022年平均生产周期达5-10天，退款率仅14%+。
- **跨平台销售能力与组织架构灵活性。**阿米巴模式下的“小前端+大中台”，分团队营运品牌，细化经营颗粒度。第三方平台店铺精简管理，至2022年亚马逊店铺缩减至505家，平台收入达44亿元，量减质提下业绩延续高增。
- **投资建议：**预计2023年基本完成非服产品SKU精简与库存清理，自营海外仓布局提供储配多种服务。长期优质供应链支撑下品牌化战略的纵横伸展，预计公司2023-2025年实现收入64.0/81.9/102.6亿元，净利润3.7/5.0/6.7亿元，对应2024年PE24倍。（Wind2024年1月19日一致预期）

亿元	2019	2020	2021	2022	2023H1
总营业收入	28.8	52.5	55.6	49.0	27.7
Yoy	28.2%	82.5%	5.9%	-11.8%	26.4%
毛利率	66.2%	66.8%	62.8%	65.6%	69.2%
商品销售	27.82	49.56	53.34	47.55	27.0
Yoy	26.2%	78.2%	7.6%	-10.9%	27.9%
毛利率	65.0%	70.1%	64.9%	67.2%	-
其中：服饰配饰	15.07	24.74	31.93	33.01	-
Yoy	17.5%	64.2%	29.1%	3.4%	-
其中：百货家居	6.29	10.96	9.12	6.33	-
Yoy	35.6%	74.2%	-16.8%	-30.6%	-
其中：运动娱乐	4.46	10.15	10.42	7.38	-
Yoy	42.5%	127.6%	2.7%	-29.2%	-
其中：数码汽摩	1.99	3.72	1.88	0.82	-
Yoy	38.2%	86.9%	-49.5%	-56.4%	-
物流服务	0.97	2.95	2.29	1.44	0.53
Yoy	203.1%	204.1%	-22.4%	-37.1%	-28.1%
毛利率	9.4%	11.3%	12.8%	15.4%	31.5%
归母净利润	0.54	4.51	3.48	1.85	1.50
Yoy	915.7%	733.3%	-22.9%	-46.8%	24.7%

# 3.5 华凯易佰：泛品大卖精品升级，产品+服务双轮驱动



- 华凯易佰：切入跨境，多元成长。**公司通过2021年并购易佰网络成功切入跨境电商领域，主营电商泛品+精品销售与亿迈平台服务，应用AIGC实现智能调价、刊登、备货管理等供应链环节的降本增效，当前布局美、德、英、法等多市场，亚马逊、ebay等多个三方平台，家居、工业、汽摩等多品类业务。2023Q1-Q3营收/利润达47.5亿/3.18亿元，同增55.3%/97.7%。
- 泛品铺货，多平台、多市场、多品类布局。**泛品模式战略性回避红海，以14种选品模式切入蓝海全品类，“小批量、多批次、低成本快速试错”管控铺货逻辑；区域上瞄准新兴区域红利，以美客多平台进入拉美市场，平台上布局沃尔玛等新兴第三方电商平台，分化销售半径、市场区域结构集中度风险。
- 精品之路升级品牌，拟收购通拓补齐短板。**精品业务已覆盖清洁电器、家电、宠物、灯具四大品类，其中清洁家电品牌“VoweeK”年销售额过亿，至2023H1精品业务SKU升至376个，平均客单价提升至441元。23年12月公告拟收购精品电商通拓科技100%股权，补齐品类、价格带、渠道模式短板。
- “亿迈”跨境服务平台，一站式赋能中小卖家。**以亚马逊孵化、亿迈云仓、广告投放等六大业务深度助力中小卖家出海，服务1000余家客户，年处理订单量超两亿，业绩年复合增长率超300%。
- 投资建议：**公司以AIGC赋能泛品快速铺货创收，蓝海市场、品类、平台策略共同出击，产品与服务双轮驱动，内生和并购共同成长下，预计2023-2025年实现营收64.8/84.3/104.8亿，归母净利润3.9/5.6/7.0亿元，对应2024年PE12倍（Wind2024年1月19日一致预期）。

亿元	2019	2020	2021	2022	2023H1
总营业收入	4.118	1.341	20.749	44.170	29.922
Yoy	-8.19%	-67.18%	1547%	29.1%	24.2%
毛利率	37.3%	37.9%	36.5%	36.2%	35.9%
跨境出口电商业务	-	-	19.53	41.09	26.601
Yoy	-	-	-	110.41%	-
毛利率	-	-	39.34%	39.59%	-
跨境电商综合服务	-	-	-	2.72	3.19
Yoy	-	-	-	48.0%	-
毛利率	-	-	39.0%	39.4%	-
空间环境设计业务	-	-	1.21	0.33	0.109
Yoy	-	-	193.8%	50.0%	-
毛利率	-	-	17.3%	17.5%	-
其他	4.118	1.341	0.015	0.03	0.011
Yoy	-8.19%	-67.18%	-	-	-
归母净利润	0.08	-0.62	-0.87	2.16	2.99
Yoy	-49.14%	-882.91%	-39.88%	347.39%	109.02%

## 3.6名创优品：创意生活家居龙头，全球扩张势能正盛



- **名创优品：全球创意生活家居零售龙头。**公司旗下：1) 名创优品：定位创意零售，涵盖家居生活、美妆等11个品类，超5700家门店覆盖107个国家和地区，为全球第一大自有品牌生活家居综合零售商；2) TOP TOY：定位潮玩集合店，近7000个SKU与118家门店，位列中国潮玩品牌第七名。
- **高效供应链打造优质产品，轻资产拓店模式走向世界。**严选国内顶尖供应链打造高性价比，坚持每周从1万个产品创意库中挑选约100个新sku，至FY21平均每月推新约550个sku实现高频上新，优质库存管理提升门店扩张与周转能力。
- **国内市场：同店盈利基本复苏，单店GMV延续高增。**至FY24Q1国内门店数达3802家，渠道加密与下沉持续推进，一二三线门店占比13/41/46%。门店10月GMV同增超40%，2023年前十个月门店GMV已完全恢复至2021年同期，FY24Q1国内收入同增35%。当前单店模型打磨成熟，加盟意愿强劲，年净增350-450家目标提前完成，预计至2027年国内门店数达5000家。
- **海外市场：拓店空间广阔，代理转直营换挡提速。**至FY24Q1海外门店达2313家（代理模式超90%），海外收入增速41%（直营代理增速达89%/16%），品牌、产品、营运红利驱动拓店提速，代理转直营模式下进一步提升渠道管控与盈利能力，计划年新增门店350-450家。
- **投资建议：**参考公司开店节奏预计至2027年国内/海外门店合计超9000家，预计FY2024-2026公司营收148/177/206亿元，归母净利23.4/28.5/33.7亿元，对应FY2024年PE21倍（Wind2024年1月19日一致预期）。

百万元	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
<b>总营业收入</b>	<b>9395</b>	<b>8979</b>	<b>9072</b>	<b>10086</b>	<b>11473</b>
yoy		-4.4%	1.0%	11.2%	13.8%
<b>国内市场</b>	<b>6364</b>	<b>6044</b>	<b>7291</b>	<b>7442</b>	<b>7651</b>
yoy		-5.0%	20.6%	2.1%	2.8%
<b>MINISO</b>					
门店数量	2311	2533	2939	3226	3604
单店收入	2.8	2.4	2.5	2.2	2.1
<b>TOP TOY</b>					
门店数量			33	97	118
单店收入			6.0	5.3	5.0
<b>海外市场</b>	<b>3031</b>	<b>2935</b>	<b>1780</b>	<b>2643</b>	<b>3822</b>
yoy		-3.2%	-39.3%	48.5%	44.6%
<b>MINISO</b>					
门店数量	1414	1689	1810	1973	2187
单店收入	2.7	1.9	1.0	1.4	1.8

亿元	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>营业收入</b>	<b>114.73</b>	<b>148.19</b>	<b>176.96</b>	<b>205.52</b>
YOY		29.2%	19.4%	16.1%
<b>归母净利润</b>	<b>17.69</b>	<b>23.42</b>	<b>28.52</b>	<b>33.67</b>
YOY		32.4%	21.8%	18.1%
<b>归母净利润率</b>	<b>15.4%</b>	<b>15.8%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.4%</b>



# 3.7 泡泡玛特：国产潮玩持续破圈，DTC门店模范出海

- **泡泡玛特：潮玩龙头品牌，出海开启二次成长。**泡泡玛特以独家设计打造Molly、Dimmo等自有IP+代理IP潮玩，近年开启海外扩张之路，至2023H1会员数超3000万人，全球零售门店378家，建成开业城市乐园。2023H1实现收入/净利润28.3亿元/4.8亿元，同增19.0%/43.2%。
- **国际化IP+本土供应链推动品牌变现。**出海底层逻辑是供应链降维竞争与IP打造国际化实现品牌海外端的变现。公司签约优质供应商以柔性供应链打造成本与库存优势。同时IP爆品打造与推新能力优秀，爆品销售周期可达2年以上，合作优秀艺术家超350名，自有与合作IP超90个，并以海外团队进行本地化改造，延长单品生命周期。
- **DTC直营出海，渠道增量空间可期。**海外拓店重心向DTC直营渠道倾斜，至2023H1海外外门零售/机器人店达38家/106家，总收入同增140%至3.76亿元。海外模型逐步跑通，选址与定价优势下单店年化收入超二百万，盈利能力超过内地，未来增量看好北美、东南亚、日韩等潮玩市场成长与门店加密，CEO王宁预计今年全年海外收入超10亿元。
- **国内加码全渠道，线上获客与线下拓店共进。**线下零售、机器人商店达340/2185家，高线加密与下沉拓店持续推进。线上布局抖音电商，粉丝数已破1800万人，上半年收入1.1亿元。
- **投资建议：**泡泡玛特由国产IP走向深度出海，供应链出海+本土化门店营运有望开启第二增长动力，预计2023-2025年营收62.0/77.5/93.4亿元，归母净利润10.1/13.3/16.8亿元，对应2024PE17倍（Wind2024年1月19日一致预期）。

百万元	2019	2020	2021	2022	2023H1
<b>总营业收入</b>	<b>1683</b>	<b>2513</b>	<b>4491</b>	<b>4617</b>	<b>2814</b>
<b>国内市场</b>	<b>1656</b>	<b>2439</b>	<b>4307</b>	<b>4163</b>	<b>2438</b>
Yoy	225%	47%	77%	-3%	-
零售店数	114	187	295	329	340
单店收入	6.49	5.36	5.67	5.14	3.47
机器人商店数	825	1351	1870	2067	2185
单店收入	0.30	0.24	0.25	0.18	0.12
<b>国际市场</b>	<b>27</b>	<b>74</b>	<b>184</b>	<b>454</b>	<b>376</b>
Yoy	-	174%	149%	147%	-
零售店数	-	-	7	28	38
单店收入	-	-	0.46	4.84	4.34
机器人商店数	-	-	9	49	106

百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4617</b>	<b>6197</b>	<b>7746</b>	<b>9344</b>
YOY	2.8%	34.2%	25.0%	20.6%
<b>归母净利润</b>	<b>476</b>	<b>1013</b>	<b>1330</b>	<b>1680</b>
YOY	-44.3%	112.8%	31.3%	26.3%



# 3.8核心标的估值表

表：跨境电商板块核心标的估值一览（截至2024年1月19日）

股票代码	公司名称	市值	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			PE		
		亿元	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
PDD.O	拼多多	13,433	226,974	315,128	396,470	49,341	70,840	105,010	27.2	19.0	12.8
300592.SZ	华凯易佰	68	6,475	8,428	10,477	388	558	695	17.5	12.2	9.8
300866.SZ	安克创新	313	17,384	20,473	23,772	1,632	1,906	2,246	19.2	16.4	13.9
301376.SZ	致欧科技	112	6,177	7,435	8,896	397	493	597	28.1	22.6	18.7
301381.SZ	赛维时代	121	6,404	8,185	10,216	368	502	668	33.0	24.2	18.2
9992.HK	泡泡玛特	230	6,214	7,793	9,436	1,015	1,338	1,699	22.6	17.2	13.5
9896.HK	名创优品	488	14,815	17,694	20,540	2,347	2,857	3,372	20.8	17.1	14.5
002315.SZ	焦点科技	89	1,726	2,108	2,612	379	474	598	23.5	18.8	14.9
600415.SH	小商品城	400	11,261	13,580	15,996	2,600	2,843	3,281	15.4	14.1	12.2
002803.SZ	吉宏股份	72	6,560	7,678	8,812	420	538	661	17.1	13.3	10.9
<b>行业平均</b>									<b>22.4</b>	<b>17.5</b>	<b>13.9</b>

# 风险提示

- **行业竞争加剧**：行业新进者增加及竞争恶化或导致企业盈利能力下滑
- **获客成本上升**：电商平台红利逐步消退，流量成本上升导致费用增加
- **平台合规风险**：亚马逊等三方平台经营或面临封号潮等一定合规风险
- **运输环节风险**：出口运输环节费用上升或损耗等将导致履约交付风险

## 分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

# 免责声明

**分析师声明：**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



**德邦证券**  
Topsperty Securities

## 德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616      传 真：+86 21 68767880

400-8888-128